

相关研究

《重要货基强监管来了！影响如何？》

2022.01.17

《转债生命周期之退出方式盘点——可转债投资手册之二》2021.12.30

《存单指数基金与其他现金类产品有何不同？》2021.12.28

分析师:姜珮珊

Tel:(021)23154121

Email:jps10296@htsec.com

证书:S0850517070004

联系人:张紫睿

Tel:021-23154484

Email:zzr13186@htsec.com

二级资本债，进阶的利率+品种 —金融债系列研究之一

投资要点:

- **一级市场发行:** 1) 年度发行规模略有回落，监管新规下月度发行大幅上升。2021年商业银行二级资本债的发行规模达6171亿元，稍有回落；21年11月为2021年以来发行最高峰。2) 国有大行发行占主流，城商行、农商行发行活跃度较高。2018年前股份行及城商行发行规模占比较高，2018年至今大行发行占主流；从发行数量来看，截至21年12月31日，农商行、城商行发行合计占总发行数量的82%。3) 不同类型商业银行二级资本债发行利率分化。相比2020年，2021年加权发行利率表现为：国有大行下行31BP，股份银行下行94BP，城商行上行21BP，农商行下行45BP。4) 发行期限以10年(5+5)为主，赎回高峰为2022-2026年。
- **二级市场表现:** 1) 成交量逐年攀升，国有大行二级资本债成交较为活跃。2021年二级资本债年成交量为4.24万亿元，约为2020年两倍；国有大行成交活跃。2) 信用利差分化，中高等级信用利差收窄，低等级信用利差走扩，期限利差整体走扩。3) 低资质主体普遍存在一二级利率倒挂现象。仅主体评级为AAA级的二级资本债一二级利差为正，其余主体资质较低的债券普遍存在一二级利率倒挂现象。
- **投资者结构与要求:** 1) 广义基金、商业银行为二级资本债的主要投资者。截至21年2月，广义基金持有二级资本债14397.91亿元，商业银行持有二级资本债7019.95亿元，合计持有超90%的二级资本债。2) 二级资本债的次级属性需要投资该券种的投资者达到一定的要求。3) 风险与条款分析：次级条款、减记条款与赎回条款要求。
- **定价变化与流动性分析:** 1) 一级定价中枢下移：2013-2016年发行利率年度中枢从6.50%大幅下行至4.50%，随后小幅抬升至2018年的5.50%，2019年之后又呈现下行趋势。2021年二级资本债发行利率年度中枢为4.70%，预计未来一级定价中枢将持续下移。2) 二级流动性改善：截至21年底，3年期AAA-、3年期AA+、5年期AAA-、5年期AA+等级二级资本债到期收益率与同期限国开债利差分别为50BP、57BP、54BP和64BP，分别位于2021年以来的53.41%、55.02%、19.67%和22.89%水平。
- 综上所述，一方面在资产荒背景下，机构风险偏好仍低，对金融债配置需求较大；另一方面，二级资本债流动性持续改善，四季度换手率大幅提升，流动性溢价压缩，定价中枢下移。我们预计2022年为满足资本充足率要求，银行资本债供给规模不减，二级资本债仍是不错的配置选择，头部银行的二级资本债类似利率+品种，交易价值凸显。利差均值角度看，5年AAA二级资本债建议55-60BP左右关注机会。

目 录

1. 一级发行情况	5
1.1 年度发行规模略有回落，监管新规下月度发行大幅上升	5
1.2 国有大行发行占主流，城商行、农商行发行活跃度较高	5
1.3 不同类型商业银行二级资本债发行利率分化	7
1.4 发行期限与到期分布	7
2. 二级市场表现	8
2.1 成交量逐年攀升，近年来国有大行二级资本债成交较为活跃	8
2.2 信用利差分化	9
2.3 期限利差走扩	10
2.4 低资质主体普遍存在一二级利率倒挂现象	10
3. 投资者结构与要求	11
3.1 广义基金、商业银行为主要投资者	11
3.2 银行间市场主体投资二级资本债要求	12
4. 风险与条款分析	12
5. 定价变动与流动性分析	14
5.1 一级定价中枢下移	14
5.2 二级流动性改善	14

图目录

图 1	各类型商业银行二级资本债年发行规模（亿元）	5
图 2	二级资本债月度总发行量与净融资额	5
图 3	各类型银行发行二级资本债规模占比	5
图 4	各类型银行年度发行二级资本债规模占比	5
图 5	各类型银行年度发行二级资本债数量（只）	6
图 6	各类型银行发行二级资本债数量占比	6
图 7	发行二级资本债商业银行类型分布	6
图 8	各类型银行资本充足率（%）	7
图 9	不同类型商业银行二级资本债年度加权发行利率（%）	7
图 10	二级资本债发行规模及数量到期分布	8
图 11	各类型商业银行二级资本债年成交量（亿元）及二级资本债成交量占比	9
图 12	2021 年下半年二级资本债月度成交额（亿元）	9
图 13	2021 年下半年各类型银行二级资本债月度成交额占比	9
图 14	不同债项评级 10 年期二级资本债与国开债利差（%）	10
图 15	不同债项评级 10 年期与 5 年期二级资本债利差（%）	10
图 16	各资质主体平均一级、二级利差（%）	11
图 17	二级资本债投资者结构	11
图 18	投资者结构变化	12
图 19	二级资本债发行利率与年度中枢（%）	14
图 20	二级资本债到期收益率与同期限国开债利差（%）	15
图 21	二级资本债与中期票据月度换手率（%）	15

表目录

表 1	历史发行二级资本债发行期限分布（只）	8
表 2	部分投资者投资二级资本债要求	12
表 3	截至 21 年 12 月 31 日到期未赎回的二级资本债	13

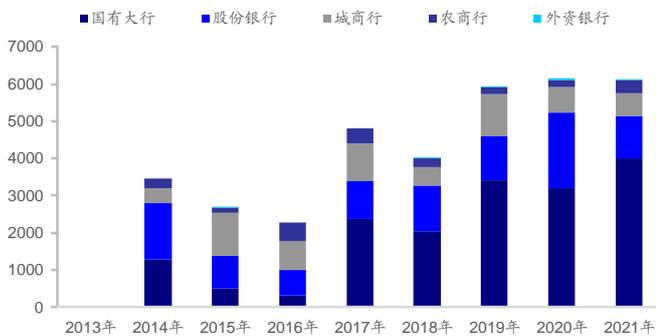
1. 一级发行情况

1.1 年度发行规模略有回落，监管新规下月度发行大幅上升

年度总发行规模略有回落。2021年商业银行二级资本债的年度发行规模达6171亿元，稍有回落。2013年《商业银行资本管理办法（试行）》对商业银行的核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率均提出了最低要求，发行二级资本债是商业银行补充二级资本、提高资本充足率的有效方法。2013年第一只二级资本债发行以来共有三波发行高峰，分别是2014年、2017年和近两年。

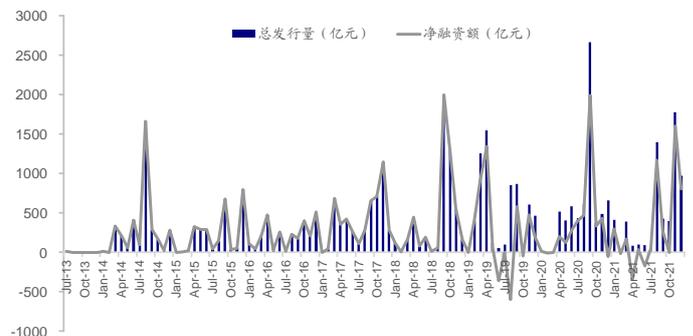
监管新规下月度发行大幅上升。21年前三季度，二级资本债发行明显缩减，发行量相比2020年同期减少2265亿元。21年10月15日，央行、银保监会认定我国19家系统重要性银行，并正式发布《系统重要性银行附加监管规定（试行）》（以下简称《附加监管规定》），《附加监管规定》在最低资本要求、储备资本和逆周期资本要求的基础上，对系统重要性银行提出附加资本要求。在此监管新规下，21年11月商业银行二级资本债发行规模较20年同期大幅上升，为2021年以来发行最高峰。

图1 各类型商业银行二级资本债年发行规模（亿元）



注：数据区间为2013年7月1日至2021年12月31日
资料来源：WIND，海通证券研究所

图2 二级资本债月度总发行量与净融资额

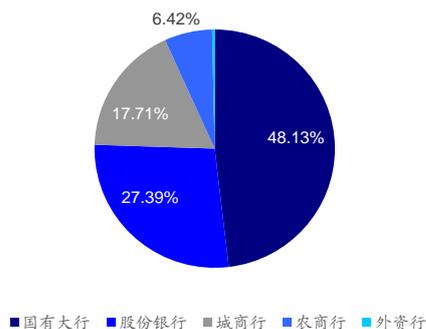


注：数据区间为2013年7月1日至2021年12月31日
资料来源：WIND，海通证券研究所

1.2 国有大行发行占主流，城商行、农商行发行活跃度较高

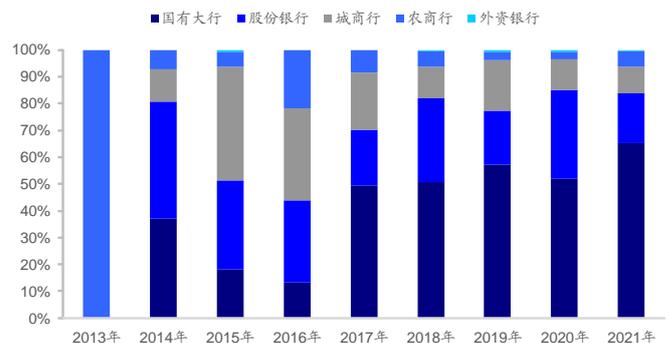
国有大行发行占主流，发行总规模占比约为48%。从规模上看，截至21年12月31日，国有商业银行、股份制商业银行、城商行、农商行及外资行的二级资本债发行规模分别达17080亿元、9721亿元、6287亿元、2277亿元和125亿元，其中国有大行发行总规模占半壁江山，占比约为48%。分年份来看，2018年以前，股份行及城商行发行规模占比较高；2018年至今，大行发行一直占主流，发行规模占比均在50%以上。

图3 各类型银行发行二级资本债规模占比



注：数据区间为2013年7月1日至2021年12月31日
资料来源：WIND，海通证券研究所

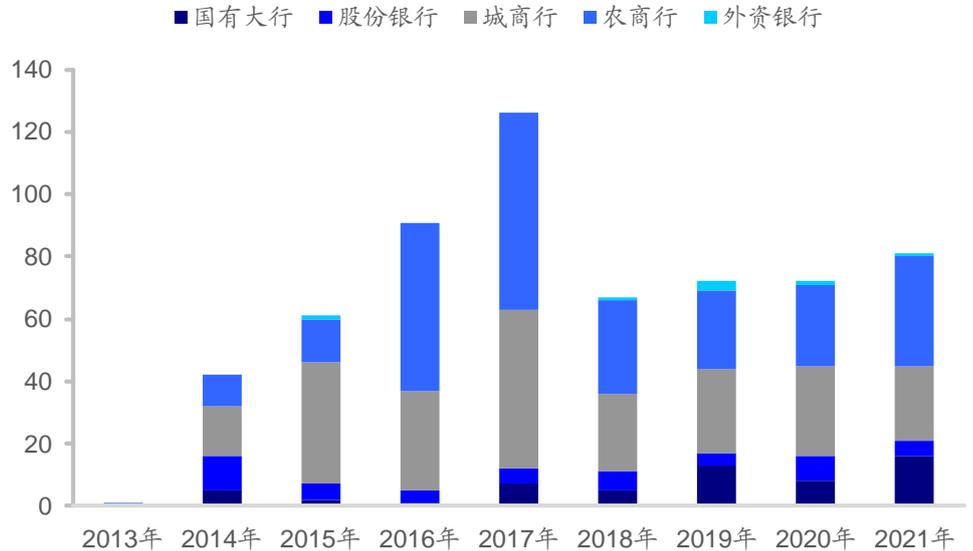
图4 各类型银行年度发行二级资本债规模占比



注：数据区间为2013年7月1日至2021年12月31日
资料来源：WIND，海通证券研究所

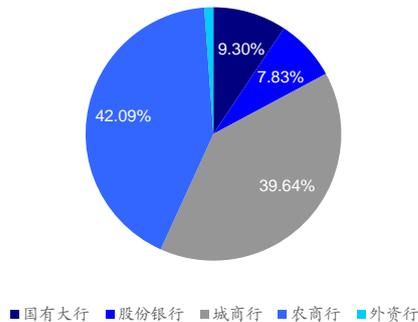
城商行、农商行发行活跃度较高，发行数量合计占比超 80%。从发行数量来看，2013-2017 年二级资本债总发行数量逐年增长，2018 年缩减至 2017 年发行数量的一半，后保持平稳。截至 21 年 12 月 31 日，农商行、城商行分别发行 258、243 只二级资本债，合计占总发行数量的 82%，尽管发行规模不及国有大行与股份银行，但活跃度较高。从发行银行类型来看，截至 21 年 12 月 31 日，共有 311 家商业银行发行了二级资本债，其中农商行 184 家、城商行 104 家，合计占发行银行总数的 90%以上。

图5 各类型银行年度发行二级资本债数量（只）



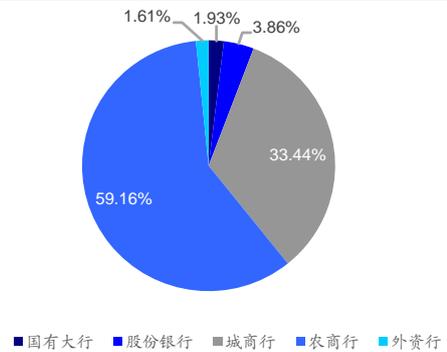
注：数据区间为 2013 年 7 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

图6 各类型银行发行二级资本债数量占比



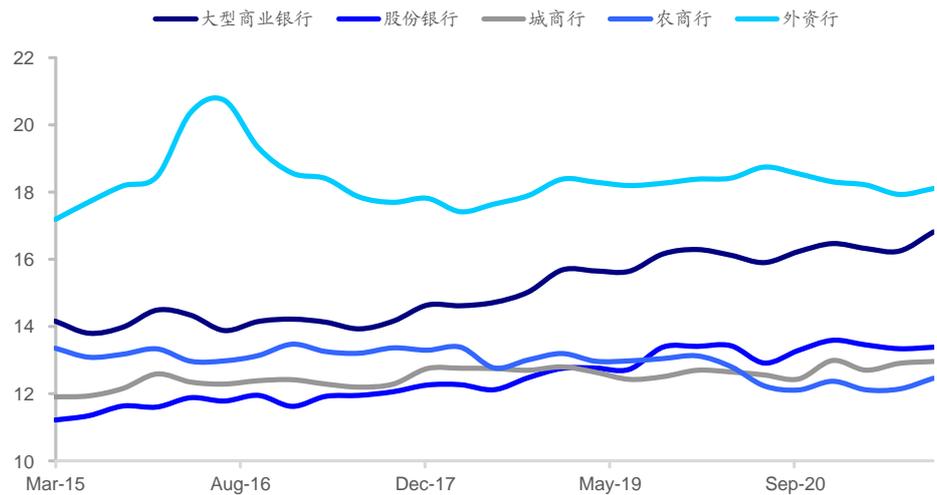
注：数据区间为 2013 年 7 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

图7 发行二级资本债商业银行类型分布



注：数据区间为 2013 年 7 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

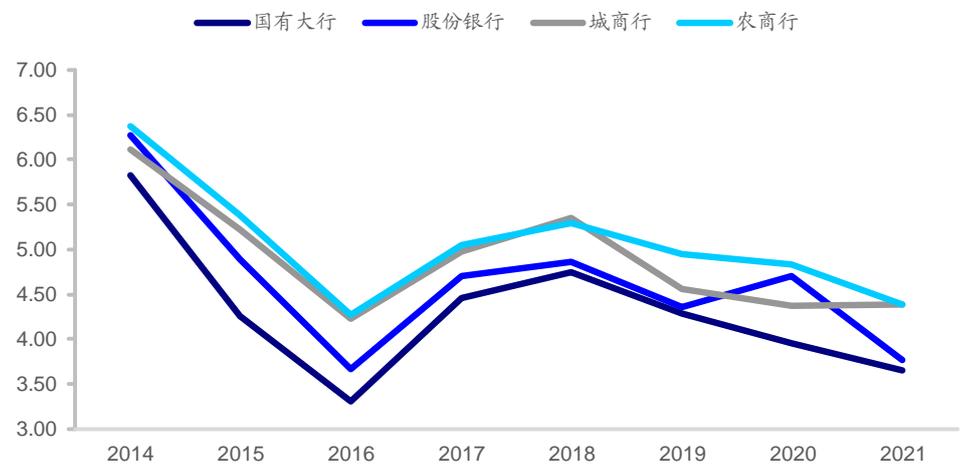
商业银行发行二级资本工具的目的是补充二级资本以满足资本充足率监管要求，《商业银行资本管理办法（试行）》要求系统重要性银行和其他银行的资本充足率分别要达到 11.5%和 10.5%。2015 年以来，城商行、农商行等中小银行的资本充足率相对大行更低，21 年 9 月末，大型商业银行、城商行和农商行的资本充足率分别为 16.84%、12.96%和 12.46%，中小银行资本压力偏大，二级资本债发行市场上表现活跃。

图8 各类型银行资本充足率 (%)


注：数据区间为 2015 年 3 月至 2021 年 9 月
 资料来源：WIND，海通证券研究所

1.3 不同类型商业银行二级资本债发行利率分化

不同类型商业银行二级资本债发行利率分化。我们计算了 2014 年以来按发行规模进行加权的各类型商业银行二级资本债的年度加权发行利率，加权发行利率由高到低的类型排名大致为农商行>城商行>股份银行>国有大银行，截至 21 年 12 月 31 日，上述类型商业银行二级资本债年度加权发行利率分别为 4.39%、4.39%、3.77%和 3.65%，相比 2020 年，2021 年各类型商业银行二级资本债加权发行利率表现为：国有大行下行 31BP，股份银行下行 94BP，城商行上行 21BP，农商行下行 45BP。

图9 不同类型商业银行二级资本债年度加权发行利率 (%)


注：数据区间为 2014 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
 资料来源：WIND，海通证券研究所

1.4 发行期限与到期分布

二级资本债发行期限以 10 年 (5+5) 为主，第 5 年末一般设有赎回权，为方便后续再融资，绝大部分商业银行都会行使赎回权。截至 21 年 12 月 31 日到期的 193 只二级资本债中，仅有 26 只未赎回。

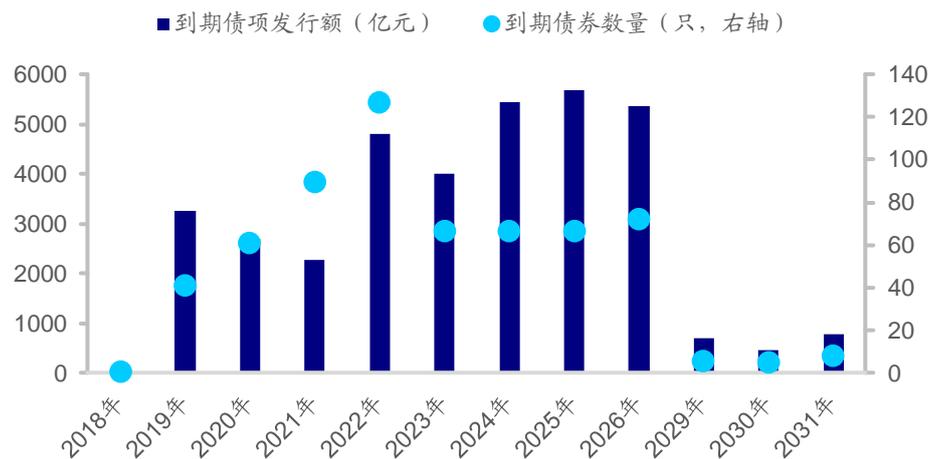
表 1 历史发行二级资本债发行期限分布（只）

年份	7 年 (5+2)	10 年 (5+5)	15 年 (10+5)
2013 年		1	
2014 年		41	1
2015 年		61	
2016 年	1	90	
2017 年		126	
2018 年		67	
2019 年		66	6
2020 年		67	5
2021 年		72	8
总计	1	591	20

注：数据区间为 2013 年 7 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

二级资本债到期赎回量自 2018 年逐年增加，在 2022 年达到 127 只债券赎回的高点，2023-2026 年每年赎回债券数量稳定在 70 只左右，剩余在 2029-2031 年间到期赎回的债项为部分在 2019-2021 年间发行的 15 年期（10+5）二级资本债。从规模上看，二级资本债赎回高峰为 2022-2026 年，其中 2025 年将有 5688 亿元二级资本债被赎回，为到期赎回规模最高峰。

图 10 二级资本债发行规模及数量到期分布



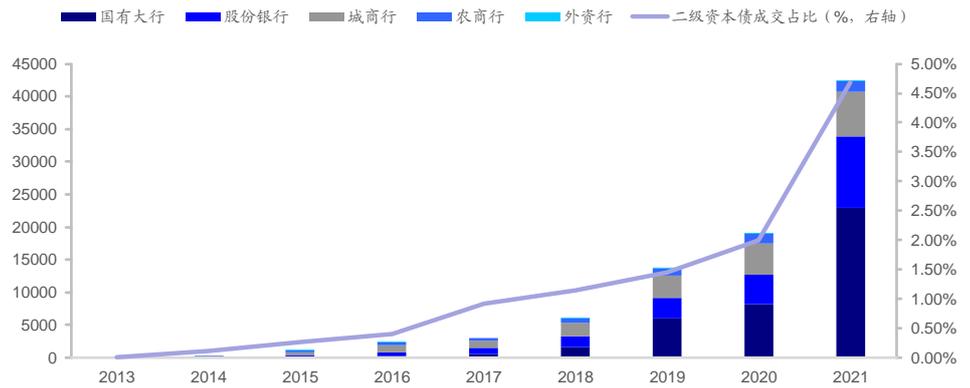
注：数据区间为 2013 年 7 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

2. 二级市场表现

2.1 成交量逐年攀升，近年来国有大行二级资本债成交较为活跃

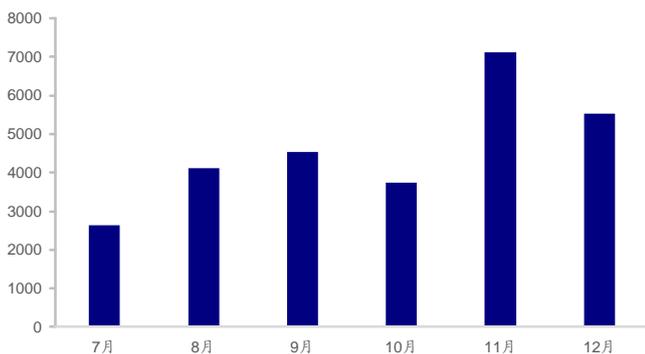
自 2013 年第一只二级资本债发行以来，二级资本债成交量逐年攀升。截至 21 年 12 月 31 日，商业银行二级资本债年成交量为 4.24 万亿元，占金融债总成交量的 4.68%，约为 2020 年全年总成交量的两倍，其中国有大行与股份银行的二级资本债成交量涨势迅猛，较 2020 年分别增长 180.11%和 140.34%。

近年来国有大行二级资本债成交较为活跃。2015-2018 年一直是城商行发行的二级资本债成交最为活跃，2019 年国有大行二级资本债成交量跃居第一，并连续三年保持较高的成交活跃度。截至 21 年 12 月 31 日，国有大行二级资本债年成交量为 2.29 万亿元，在总成交量中占比过半，其次为股份银行二级资本债，年成交量为 1.10 万亿元，为 2015 年以来成交量首次超城商行位居第二。农商行、外资行二级资本债成交活跃度相对较低。

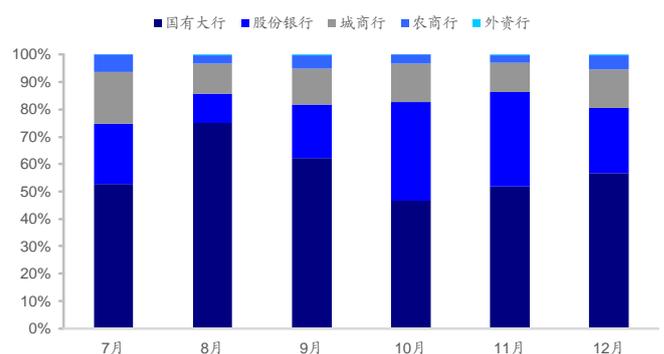
图11 各类型商业银行二级资本债年成交量（亿元）及二级资本债成交量占比


注：数据区间为 2013 年 7 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

从 2021 年月度总成交额看，2021 年下半年 7-9 月二级资本债成交额逐渐上升，10 月成交额下降后，11 月为下半年成交额最高峰，随后 12 月有所回落；从各类型银行二级资本债成交额占比来看，除 10 月之外其余各月国有大行的占比均超过 50%，为成交最活跃的二级资本债类型，股份银行和城商行二级资本债成交相较农商行和外资行更活跃，2021 年下半年各月，国有大行、股份银行和城商行合计成交额占比超二级资本债总成交额的 90%。

图12 2021 年下半年二级资本债月度成交额（亿元）


注：数据区间为 2021 年 7 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

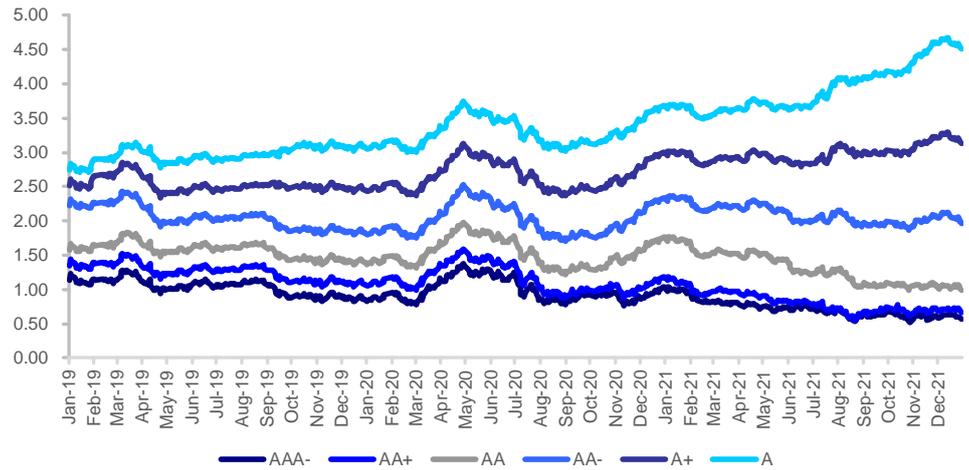
图13 2021 年下半年各类型银行二级资本债月度成交额占比


注：数据区间为 2021 年 7 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

2.2 信用利差分化

二级资本债信用利差分化，中高等级信用利差收窄，低等级信用利差走扩。由于二级资本债的发行期限以 10 年期为主，发行数量占比高达 97%，因此我们选取不同债项评级的 10 年期二级资本债计算其到期收益率与同期限国开债收益率的利差。具体来看，截至 21 年 12 月 31 日，10 年期 AAA-、AA+、AA、AA-、A+和 A 级二级资本债与国开债的利差分别为 57BP、67BP、99BP、197BP、313BP 及 451BP，相比 20 年 12 月 31 日，AAA-、AA+、AA 和 AA-级收益率分别下行 46BP、51BP、77BP 和 37BP，A+和 A 级收益率分别上行 13BP、83BP。

图14 不同债项评级 10 年期二级资本债与国开债利差 (%)

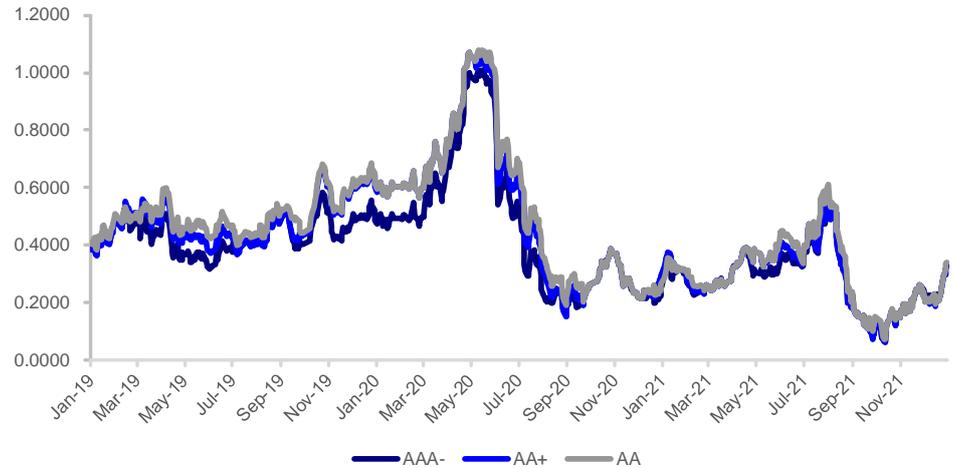


注：数据区间为 2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

2.3 期限利差走扩

2021 年二级资本债期限利差整体走扩。截至 21 年 12 月 31 日，10 年期 AAA-、AA+ 和 AA 级二级资本债与 5 年期对应评级二级资本债的利差分别为 33BP、33BP 和 34BP，相比 20 年 12 月 31 日，AAA-、AA+ 和 AA 级分别上行 9BP、4BP 和 8BP。

图15 不同债项评级 10 年期与 5 年期二级资本债利差 (%)

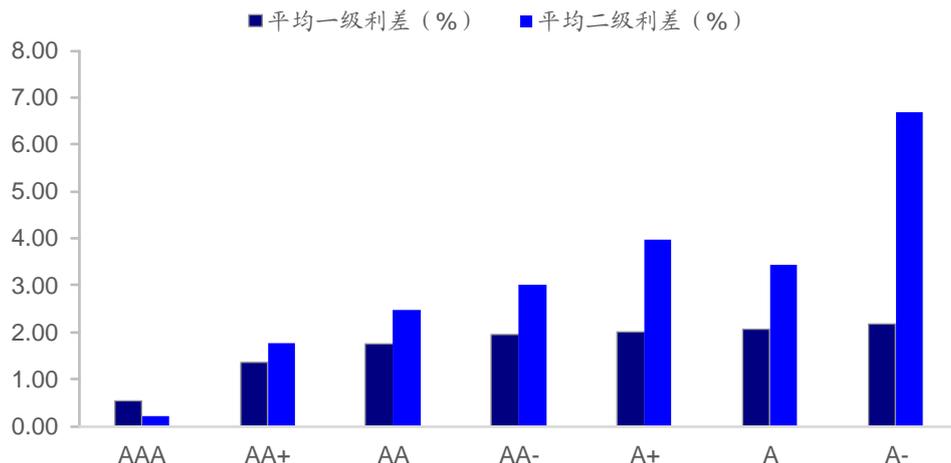


注：数据区间为 2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

2.4 低资质主体普遍存在一二级利率倒挂现象

低资质主体普遍存在一二级利率倒挂现象。我们以 2019-2021 年在二级市场上交易的二级资本债作为样本，用发行利率-发行日同期限国开债利率计算样本债券的一级利差，用 21 年 12 月 31 日中债估值收益率-剩余期限对应的国开债收益率计算样本债券的二级利差。主体评级为 AAA、AA+、AA、AA-、A+、A 和 A- 级的二级资本债平均一级发行利差分别为 0.55%、1.36%、1.75%、1.95%、2.01%、2.07% 和 2.18%，平均二级估值利差分别为 0.20%、1.76%、2.49%、3.01%、3.96%、3.42% 和 6.70%，仅主体评级为 AAA 级的二级资本债一二级利差为正，其余主体资质较低的债券普遍存在一二级利率倒挂现象。

图16 各资质主体平均一级、二级利差 (%)



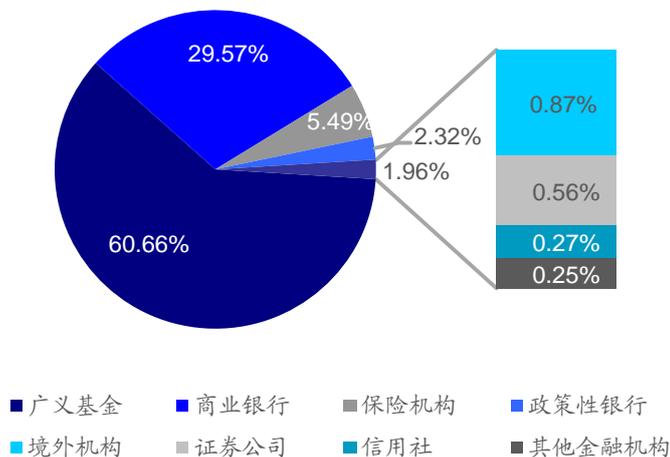
注：数据区间为 2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

3. 投资者结构与要求

3.1 广义基金、商业银行为主要投资者

广义基金、商业银行为二级资本债的主要投资者。根据中债登数据，截至 21 年 2 月，持有二级资本债的投资者类型分为广义基金、商业银行、保险机构、政策性银行、境外机构、证券公司、信用社和其他金融机构。广义基金持有二级资本债 14397.91 亿元，占二级资本债总量的 60.66%，其中商业银行理财产品持有 5929.81 亿元；商业银行持有二级资本债 7019.95 亿元，与广义基金共计持有超 90% 的二级资本债。

图17 二级资本债投资者结构

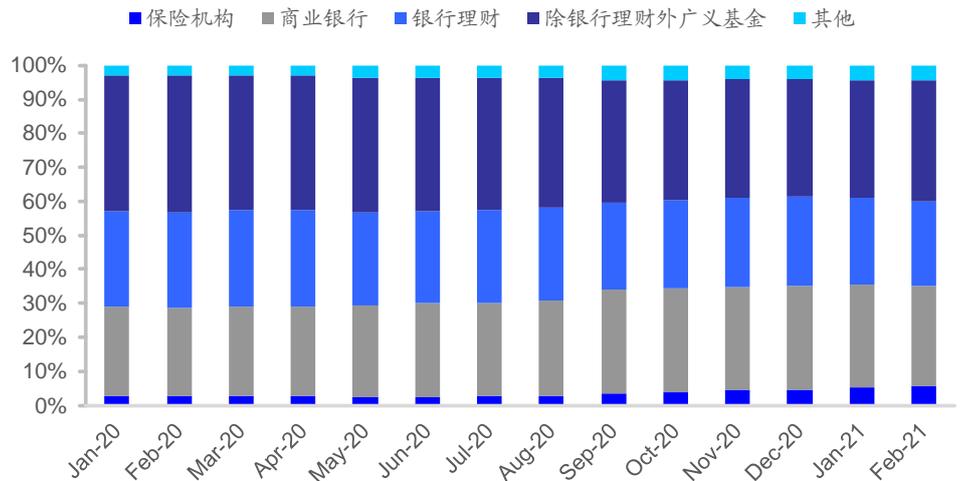


注：数据截至 2021 年 2 月
资料来源：WIND，海通证券研究所

保险机构、商业银行持有二级资本债占比增加。20 年 5 月，银保监会对《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》（银保监发〔2019〕7 号）进行了修订，正式发布实施新版《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》（以下简称《通知》），新版《通知》放宽了 19 年 7 号文中对发行人总资产、净资产、外部信用等级和债项评级的要求，自此保险机构持有二级资本债占比明显增加，从 20 年 5 月的 2.52% 增加至 21 年 2 月的 5.50%。此外，2020 年以来商业银行受疫情影响导致利润增长放缓、资本压力增大，且中国人民银行、银保监会、财政部发布的《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》出炉，对大行监管要求提高，因此商业银行密集通过各种渠道进

行资本补充，持有二级资本债占比从 20 年 1 月的 26.37% 增长至同年年末的 30.57%。

图18 投资者结构变化



注：数据区间为 2020 年 1 月至 2021 年 2 月
 资料来源：WIND，海通证券研究所

3.2 银行间市场主体投资二级资本债要求

由于银行二级资本债具有次级属性，风险较普通商业银行债高，因此投资该券种的投资者需要达到一定的要求。

表 2 部分投资者投资二级资本债要求

投资者	文件	要求
保险公司	《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》(2020-5-20)	保险资金投资的银行二级资本债券和无固定期限资本债券，其发行人应当符合下列条件： (一) 公司治理良好，经营稳健； (二) 资本充足率符合监管规定。 保险机构投资银行二级资本债券和无固定期限资本债券的，其信用风险管理能力应当达到银保监会规定的标准，且上季度末偿付能力充足率不得低于 120%。保险机构持有资本补充债券期间，偿付能力充足率低于 120% 的，应当及时调整投资策略，采取有效措施，控制相关风险。
理财	《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》(2021-5-27)	银行及理财公司应以《通知》发布日为基准时点，按照“新老划断”原则，严格锁定现金管理类理财产品投资的存量银行永续债、二级资本债，允许持有至到期，但不得再新增投资不合规资产。
商业银行	《关于完善商业银行资本补充机制的通知》(2009)	商业银行投资购买单一银行发行长期次级债务的额度不得超过自身核心资本的 15%，投资购买所有银行发行长期次级债务总额不得超过自身核心资本的 20%。

资料来源：银保监会，中共中央人民政府网，广东省地方金融监督管理局，海通证券研究所

4. 风险与条款分析

商业银行二级资本债普遍具有次级条款、减记条款和赎回条款。

(一) 次级条款

商业银行二级资本债券本金的清偿顺序和利息的支付顺序在存款人和一般债权人之后，股权资本、其他一级资本工具和混合资本债券之前，与发行人已发行的其他次级债务处于同一清偿顺序，与未来发行人可能发行的其他二级资本债券同顺位受偿。除非发行人结业、倒闭或清算，投资者不能要求发行人加速偿还债券的本金和利息。

(二) 减记条款

《商业银行资本管理办法（试行）》中强制要求**商业银行对二级资本工具进行减记或转为普通股**。对于减记条款的触发条件，《关于商业银行资本工具创新的指导意见（修订）》中做了补充说明：“无法生存触发事件”指以下两种情形中的较早发生者：1.银保监会认定若不进行减记或转股，该商业银行将无法生存。2.相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持，该商业银行将无法生存。

当触发事件发生时，发行人有权在无需获得债券持有人同意的情况下自触发事件发生日次日起不可撤销的对本次债券的本金进行全额减记，任何尚未支付的累积应付利息将不再支付。当债券本金被减记后，债券即被永久性注销，并在任何条件下不再被恢复。

20年11月11日，中国人行、银保监会发文认定包商银行发生“无法生存触发事件”，要求包商银行对已发行的“2015年包商银行股份有限公司二级资本债券”（下称“15包商银行二级”）的本金按照合同约定进行全额减记。包商银行依据募集书的条款约定，于同年11月13日对已发行的65亿“15包商银行二级”本金实施全额减记，并对任何尚未支付的累积应付利息不再支付。此为二级资本债自2013年首发以来出现的首例全额减记债项。

(三) 赎回条款

二级资本债设定一次发行人选择提前赎回的权利。在行使赎回权后发行人的资本水平仍满足银保监会规定的监管资本要求的情况下，经银保监会事先批准，发行人可以选择在债券第5个计息年度的最后一日，按面值一次性部分或全部赎回债券。行使赎回权还需满足以下前提：（1）使用同等或更高质量的资本工具替换被赎回的工具，并且只有在收入能力具备可持续性的条件下才能实施资本工具的替换；或（2）行使赎回权后的资本水平仍明显高于银保监会规定的监管资本要求。

由于《商业银行资本管理办法（试行）》中规定“商业银行发行的二级资本工具有确定到期日的，该二级资本工具在距到期日前最后5年，可计入二级资本的金额，应当按100%、80%、60%、40%、20%的比例逐年减计”，因此商业银行大多会行使提前赎回权，以新债置换旧债。若商业银行选择不赎回，则可能会被认为没有能力发行同等或更高质量的资本工具，或行使赎回权后资本水平无法达到银保监会规定的监管资本要求。

截至21年12月31日，所有已发行的二级资本债中，共有26只到期未赎回。从发行银行类型来看，有20只为农商行发行，6只为城商行发行；从债项评级分布来看，有5只评级为AA-，其余21只评级全部为AA-以下，到期未赎回债项评级普遍较低；从发行利率来看，到期未赎回的二级资本债中有7只债券选择支付6.00%以上的高利息；从债项赎回日前最新资本充足率来看，有3家未达到10.50%的资本充足率红线，分别为贵阳农商行、桐城农商行和辽东农商行，其余有6家不足12.00%，较监管红线空间不足；从债项赎回日前最新不良贷款率来看，有18家银行不良贷款率超过2.00%，不良率指标普遍较高，其中桐城农商行2019年末的不良贷款率达到9.09%，辽东农商行2021年半年末的不良贷款率达到11.93%。

表3 截至21年12月31日到期未赎回的二级资本债

代码	证券简称	发行额 (亿元)	期限 (年)	赎回日	发行债 券评级	赎回日前最新资 本充足率(%)	赎回日前最新不良 贷款率(%)	发行利 率(%)	银行类型
1321001.IB	13 滨农商二级	15.00	10	2018-07-26	A+	13.07	2.93	6.50	农商行
1421007.IB	14 郑州银行二级债	13.50	10	2019-08-25	A+	17.32	1.65	6.85	农商行
1420039.IB	14 临商银行二级	14.00	10	2019-11-28	AA-	14.49	3.21	6.10	城商行
1420043.IB	14 南粤银行二级	15.00	10	2019-12-09	AA-	11.87	1.75	6.00	城商行
1521002.IB	15 九台农商二级	8.00	10	2020-04-13	A+	11.98	1.68	6.30	农商行
1521005.IB	15 贵阳农商二级	7.00	10	2020-05-13	A+	7.81	2.74	6.40	农商行
1521007.IB	15 桐城农商二级	2.70	10	2020-05-28	A	9.13	9.09	6.50	农商行
1520033.IB	15 石嘴山银行二级	6.00	10	2020-07-24	A+	11.77	2.03	6.10	城商行
1521020.IB	15 大连农商二级	20.00	10	2020-12-14	AA-	11.75	4.99	5.09	农商行

1621002.IB	16 诸城农商二级	5.00	10	2021-02-02	A	13.04	1.50	5.50	农商行
1621017.IB	16 咸宁农商二级	3.00	10	2021-05-26	A-	15.19	4.54	5.30	农商行
1621019.IB	16 襄阳农商二级	5.00	10	2021-06-21	A	13.03	3.46	5.15	农商行
1620028.IB	16 朝阳银行二级	8.00	10	2021-06-29	A+	13.84	1.94	4.90	城商行
1621028.IB	16 庐江农商二级	2.00	10	2021-08-23	A	12.00	2.74	4.80	农商行
1621034.IB	16 莱州农商二级	8.00	10	2021-10-13	A+	17.85	4.22	4.45	农商行
1621049.IB	16 唐山农商二级	15.00	10	2021-11-22	AA-	13.66	2.62	4.20	农商行
1621048.IB	16 禹城农商二级	3.00	10	2021-11-22	A	11.53	2.50	4.60	农商行
1620056.IB	16 丹东银行二级	12.00	10	2021-11-22	A+	13.54	2.62	4.40	城商行
1621050.IB	16 张店农商二级	6.00	10	2021-11-29	A+	15.77	1.61	4.60	农商行
1621047.IB	16 潜江农商二级	2.50	10	2021-11-30	A	12.77	2.84	4.70	农商行
1621044.IB	16 郓城农商二级	4.00	10	2021-12-06	A+	12.39	2.04	4.70	农商行
1620063.IB	16 抚顺银行二级	10.00	10	2021-12-13	A+	15.19	1.86	4.50	城商行
1621061.IB	16 滨海农商二级 01	20.00	10	2021-12-20	AA-	13.50	2.08	4.50	农商行
1621057.IB	16 六安农商二级 01	2.50	7	2021-12-20	A	11.51	2.48	4.80	农商行
1621063.IB	16 辽东农商二级	3.00	10	2021-12-28	A	8.01	11.93	4.80	农商行
1621064.IB	16 东港农商二级	3.00	10	2021-12-29	A	14.10	1.71	4.80	农商行

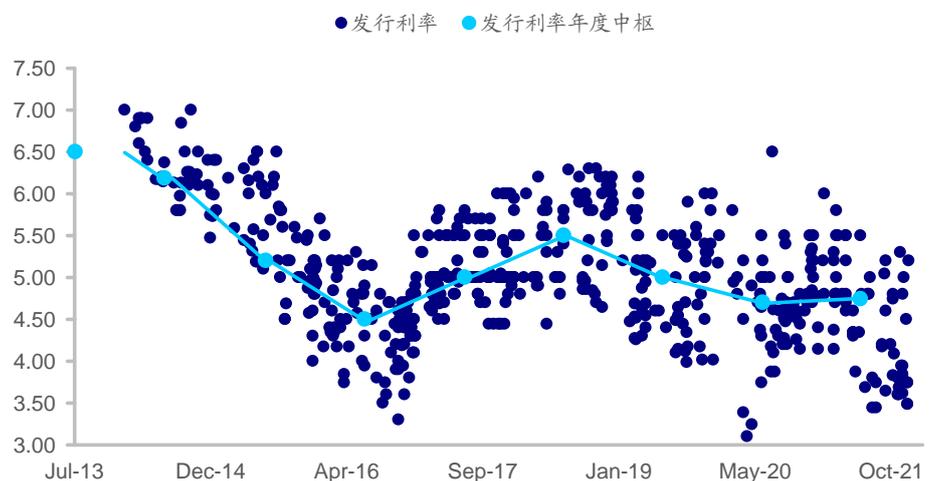
注：数据截至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

5. 定价变动与流动性分析

5.1 一级定价中枢下移

从历年发行的二级资本债发行利率的年度中枢来看，2013-2016 年发行利率年度中枢从 6.50% 大幅下行至 4.50%，随后小幅抬升至 2018 年的 5.50%，2019 年之后又呈现下行趋势。截至 21 年 12 月 31 日，2021 年二级资本债发行利率年度中枢为 4.70%，预计未来一级定价中枢将持续下移。

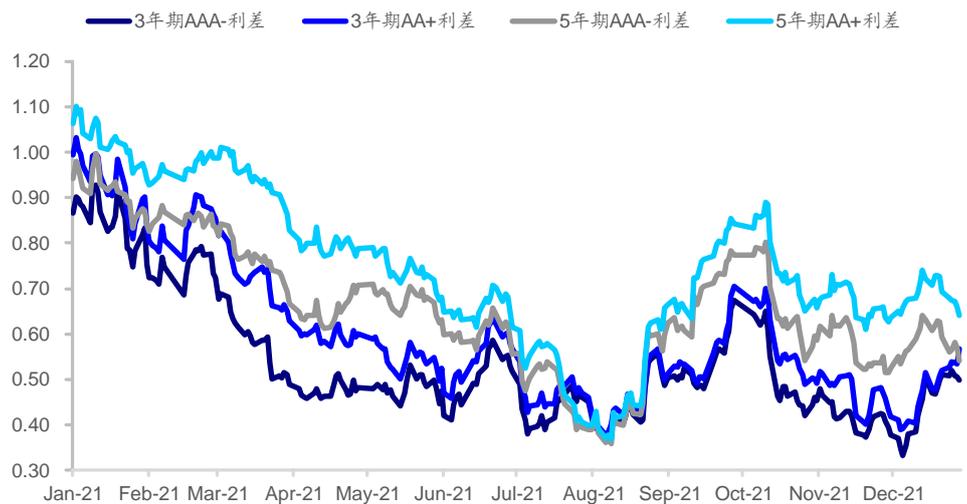
图19 二级资本债发行利率与年度中枢 (%)



注：数据区间为 2013 年 7 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

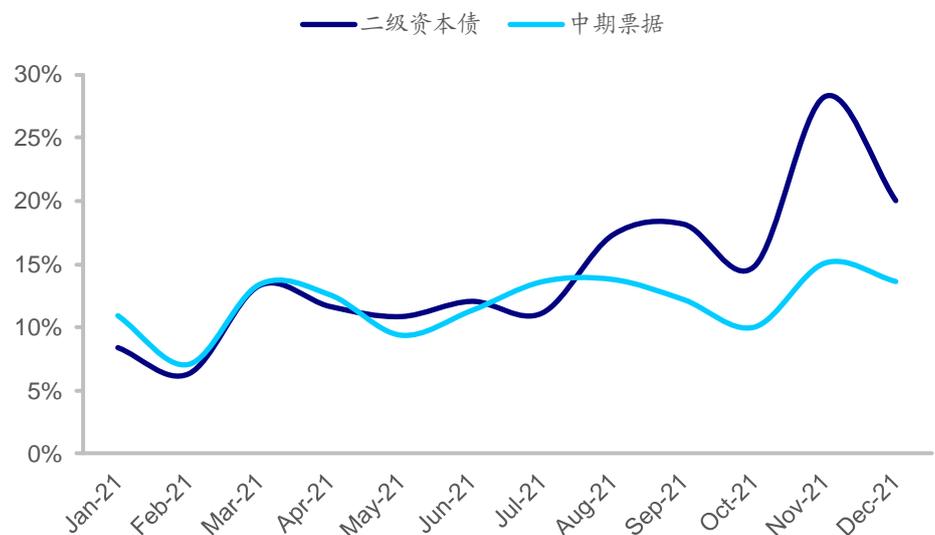
5.2 二级流动性改善

2021 年以来商业银行二级资本债流动性改善。从收益率利差来看，截至 21 年 12 月 31 日，3 年期 AAA-、3 年期 AA+、5 年期 AAA-、5 年期 AA+ 等级二级资本债到期收益率与同期限国开债利差分别为 50BP、57BP、54BP 和 64BP，分别位于 2021 年以来的 53.41%、55.02%、19.67% 和 22.89% 水平。

图20 二级资本债到期收益率与同期限国开债利差 (%)


注：数据区间为 2021 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
 资料来源：WIND，海通证券研究所

从月度换手率（换手率=月度成交额/月初存量）来看，2021 年以来二级资本债在二级市场上配置热度呈现上升趋势。具体来看，1-7 月二级资本债与中期票据的月度换手率相差无几，8 月以来受理财净值化新规影响，换手率大幅提升超过中期票据，其中 11 月二级资本债换手率最高达 28.30%，12 月回落至 20.07%，仍处于 2021 年以来的较高水平。

图21 二级资本债与中期票据月度换手率 (%)


注：数据区间为 2021 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日
 资料来源：WIND，海通证券研究所

综上所述，一方面在资产荒背景下，机构风险偏好仍低，对金融债配置需求较大；另一方面，二级资本债流动性持续改善，四季度换手率大幅提升，流动性溢价压缩，定价中枢下移。

我们预计 2022 年为满足资本充足率要求，银行资本债供给规模不减，二级资本债仍是不错的配置选择，头部银行的二级资本债类似利率+品种，交易价值凸显。利差均值角度看，5 年 AAA 二级资本债建议 55-60BP 左右关注机会。

信息披露

分析师声明

姜珺珊 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长

(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长

(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长

(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长

(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理

(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理

(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com

应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com

联系人

侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com

冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com

郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com

罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com

余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com

袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com

颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

联系人

孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com

黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com

曹君豪(021)23219745 cjh13945@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com

倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com

唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com

徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com

谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com

庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

联系人

吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com

滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com

江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com

章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com

固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com

王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

联系人

张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com

孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com

方欣来(021)23219635 fxl13957@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com

高上(021)23154132 gs10373@htsec.com

李影(021)23154117 ly11082@htsec.com

郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com

吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com

联系人

余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com

杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com

王正鹤(021)23219812 wz13978@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com

潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com

联系人

王园沁(021)23154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com

吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com

朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com

周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com

李妹醒(021)2315411361 lsx11330@htsec.com

联系人

纪尧 jy14213@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com

朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com

胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com

贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com

朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com

梁广楷(010)56760096 lgb12371@htsec.com

联系人

孟陆(86 10 56760096) ml13172@htsec.com

周航(021)23219671 zh13348@htsec.com

彭婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com

曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

联系人

房乔华(021)23219807 fqh12888@htsec.com

公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

联系人

余致翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com

高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com

联系人

曹蕾娜 cln13796@htsec.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com

陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

联系人

崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com

康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com

陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com

甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

联系人

郑景毅 zjy12711@htsec.com

余金花 sjh13785@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com

谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com

金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com 华晋书 hjs14155@htsec.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@htsec.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com 李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com	煤炭行业 李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 ljy12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 赵玥玮(021)23219814 zyw13208@htsec.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com	农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 张恒暄 zhx10170@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王祎婕(021)23219768 wj13985@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 郭庆龙 gq13820@htsec.com 联系人 王文杰 wwj14034@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com 高翩然 gpr14257@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 谭德康 tdk13548@htsec.com 王祎宁(021)23219281 wyn14183@htsec.com	北京地区销售团队 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 郭金鑫(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com 上官灵芝 sglz14039@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com
--	--	---

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com