

相关研究

《二永债下沉行情演绎》2023.12.19
《二永债供给或放量，关注利差扰动风险》2023.03.14
《九江银行事件风波暂平，后续市场风险怎么看？》2023.01.08
《寻找广谱利率体系的指南针》2023.11.03

分析师:张紫睿
Tel:(021)23185652
Email:zrz13186@haitong.com
证书:S0850522120001
分析师:孙丽萍
Tel:(021)23185648
Email:slp13219@haitong.com
证书:S0850522080001
联系人:藏多
Tel:(021)23185647
Email:zd14683@haitong.com

二永债市场行情：复盘、总结、展望 ——金融债系列研究之六

投资要点:

- **复盘：2021年以来五轮二永债行情演绎**
 - 1) 21年1月至8月二级资本债信用利差持续压缩，该行情由机构风险偏好调整和流动性相对充裕两个条件共同开启，支撑动力是资金面持续宽松下的资产荒演绎。8月至9月利差走阔的开启是由于债市由牛转震荡，主要冲击是理财赎回担忧带来的抛压。
 - 2) 21年10月至12月二永债利差压缩主因机构风险偏好调整和前期事件冲击淡化，债市后续转暖助力二永债行情延续。21年12月至22年3月利差走阔的开启主因利差已压缩至极低位，持续动力主要是宽信用下债市调整以及“固收+”产品赎回潮。
 - 3) 22年3月至11月二永债利差压缩主要是长期流动性充裕、机构配债需求较强下的结构性资产荒逻辑。11月至12月的利差走阔主要是债市大跌和引发的赎回潮。
 - 4) 22年12月中旬至23年5月初二永债利差压缩主要是赎回潮冲击之后的修复以及结构性资产荒的再度演绎。23年5月至10月信用利差宽幅震荡，主要围绕宽信用政策和资金面情况进行博弈。
 - 5) 23年10月以来主要是资金面缓和+城投新增供给减少导致的机构对弱资质二永债配置需求提升。
- **总结：历史走势中的三个共性规律。**1) 利差走阔通常是由于资产荒的逻辑受到动摇，包括机构行为调整、资金面的收紧、利差已处低位使得套息价值有限。2) 偏震荡行情中，利差走阔、收窄的小波段平均持续20、23个交易日，3年期中高等级平均振幅更大。3) 超预期的中小银行风险事件可能会影响二永债的利差表现，但不赎回公告对市场整体影响有限。
- **展望：2024年二永债或迎来供需两旺新格局。**二永债供给端或充裕、需求端仍强，我们认为将依然是机构用于增厚收益的主要优质品种之一，建议关注资本新规和TLAC监管压力的扰动，寻求波段中的交易机会。
- **风险提示：**基本面变化、政策不及预期、信用风险、数据统计存在遗漏或偏差。

目 录

1. 复盘：2021 年以来五轮二永债行情演绎.....	5
2. 总结：历史走势中的三个共性规律.....	10
3. 展望：2024 年二永债或迎来供需两旺新格局.....	12

图目录

图 1	3 年期各等级二级资本债利差走势阶段划分 (BP)	5
图 2	二级资本债等级利差走势 (BP)	5
图 3	AAA-级二级资本债期限利差走势 (BP)	5
图 4	22/3 至 22/12 二级资本债等级利差走势 (BP)	8
图 5	22/3 至 22/12 二级资本债期限利差走势 (BP)	8
图 6	22/12 至 23/10 二级资本债等级利差走势 (BP)	9
图 7	22/12 至 23/10 二级资本债期限利差走势 (BP)	9
图 8	23/10 至 23/12 二级资本债等级利差走势 (BP)	10
图 9	23/10 至 23/12 二级资本债期限利差走势 (BP)	10
图 10	不赎回事件公告未影响市场整体利差走势 (BP)	12
图 11	当前国股大行合计剩余二永债发行额度 1.02 万亿元	13
图 12	明年四大行资本工具净融资额或较今年增加 1.1 万亿元	13
图 13	今年以来基金和保险对二永债配置力量偏强 (亿元)	14

表目录

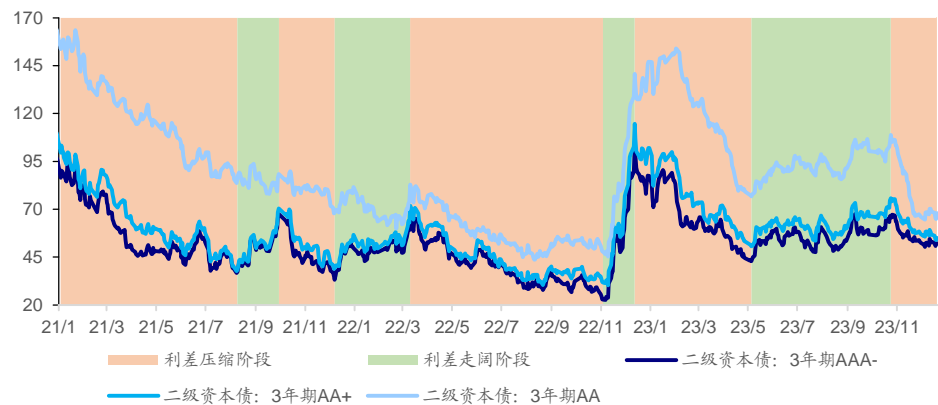
表 1	21 年 1 月至 9 月期间二级资本债收益率与利差变动幅度 (BP)	6
表 2	21/1/4 至 21/9/30 期间二级资本债收益率走势	6
表 3	21 年 10 月至 22 年 3 月期间二级资本债收益率与利差变动幅度 (BP)	7
表 4	21/9/30 至 22/3/11 期间二永债收益率走势	7
表 5	22 年 3 月至 22 年 12 月期间二级资本债收益率与利差变动幅度 (BP)	8
表 6	22/3/11 至 22/12/13 期间二永债收益率走势	8
表 7	22 年 12 月至 23 年 10 月期间二级资本债收益率与利差变动幅度 (BP)	9
表 8	22/12/13 至 23/10/25 期间二永债收益率走势	9
表 9	23 年 10 月至 23 年 12 月期间二级资本债收益率与利差变动幅度 (BP)	10
表 10	23/10/25 至 23/12/21 期间二永债收益率走势	10
表 11	利差回升时点的市场表现	11
表 12	二级资本债利差波段幅度和持续时间统计 (BP)	11
表 13	23Q3 四大行 TLAC 缺口总计约 2.09 万亿元 (%)	13
表 14	不同 RWA 增速和资本充足率调整幅度下四大行 TLAC 缺口变动规模测算 (亿元)	13

自 2021 年以来，结构性资产荒逻辑持续演绎，兼具高票息优势和波段交易属性的商业银行二永债逐渐进入投资者视野，其市场运行和价值挖掘也越发趋于成熟和细化。站在 2023 年末，回望三年的行情演变，二永债收益率曲线波动的背后蕴含着哪些影响因素，其变动规律能够给我们带来哪些启发？展望明年，《商业银行资本管理办法》推动债市供需环境进入新阶段，二永债又将迎来怎样的新格局？本文将对此开展分析，以期为投资者提供参考。

1. 复盘：2021 年以来五轮二永债行情演绎

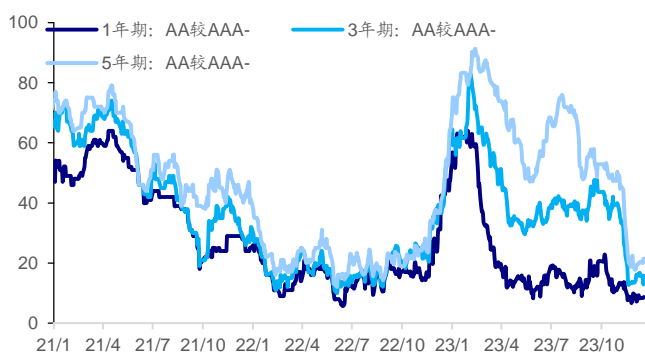
从大的趋势来看，21 年以来二永债较国开信用利差多数时间里呈震荡下行走势，但其中也不乏市场调整时期。在行情演变的过程中，久期偏好和资质选择也发生多次更迭。我们将以信用利差每一次走完“V”型走势划分为一个阶段，结合等级利差和期限利差进一步细化分析背后的市场动因。此外，由于二级资本债较永续债市场体量更大、供需更为活跃、偿付顺序更优、数据时间范围更长，因此我们的阶段划分将主要依据于二级资本债曲线走势。

图1 3 年期各等级二级资本债利差走势阶段划分（BP）



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 23 年 12 月 21 日

图2 二级资本债等级利差走势（BP）



资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 23 年 12 月 21 日

图3 AAA-级二级资本债期限利差走势（BP）



资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 23 年 12 月 21 日

1) 阶段一：21 年 1 月至 21 年 9 月

概括而言，21 年 1 月至 8 月二级资本债信用利差持续压缩，该行情在机构风险偏好调整和流动性相对充裕两个条件下共同开启，支撑动力是资金面持续宽松下的资产荒演绎，利差压缩顺序是短久期中高等级→久期拉长→资质下沉。8 月至 9 月利差走阔的开启是由于债市牛转震荡，主要冲击是理财赎回担忧带来的二级市场抛压，影响最大的品种为长久期中高等级。

具体来看，进入 2021 年，债市情绪逐渐从 20 年末“永煤事件”和“包商银行二级资本债全额减记”的冲击中修复，资金面在央行宽货币对冲风险的态度下较为宽松，同时市场对于弱资质主体的忧虑仍存，在这种背景下，风险较低的短久期中高等级银行二永债开年即表现较好，1/4-1/25 期间 1 年期 AA+ 二级资本债利差下行幅度超 20BP。随央行货币政策适度转向，无风险利率上行，信用利差被动压缩。

2 月末开始二永债利差压缩进程明显加快。受地方债发行节奏后置、央行采取流动性呵护态度、7 月起超预期降准等因素影响，资金面保持了较长时间的宽松局面，优质合意资产需求强劲。同时，这一阶段城投监管偏紧、非标规模持续收缩，结构性资产荒演绎。从利差表现来看，机构首先通过拉长久期博取收益，3 年期和 5 年期中高等级二级资本债利差在 2/20-4/25 期间压缩幅度均超过 16BP。此时（4 月末附近）1 年期 AA+ 较 AAA- 二级资本债等级利差已压缩至仅有 5BP，而 AA 较 AAA- 等级利差尚高于 60BP，机构随后开始采取资质下沉策略，表现为 4/25-8/10 期间各期限 AA 级二级资本债利差压缩幅度明显更大。

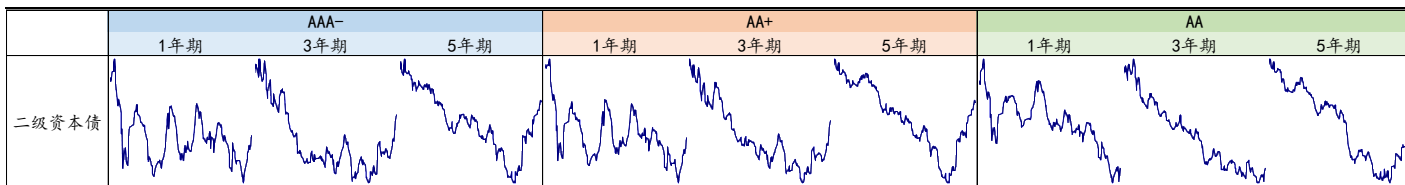
行情的转向出现在 8 月中旬附近。市场博弈货币进一步宽松预期、利率债供给压力加大，多空因素交织下债市由前期的“快牛”转为震荡行情，二级资本债的利差也由持续压缩转向小幅走阔。8 月下旬，据证券时报报道，“...理财产品（除现金管理产品）自 2021 年 9 月 1 日之后新增的直接和间接投资的资产，均应优先使用市值法进行公允价值计量”¹，市场对理财产品赎回的担忧升温，信用利差已处于低位且流动性较好的二级资本债首当其冲，抛售压力加大。其中，长久期中高等级二级资本债利差走阔幅度最大。

表1 21 年 1 月至 9 月期间二级资本债收益率与利差变动幅度 (BP)

起始时间	结束时间	持续交易日 天数	收益率变动幅度									利差变动幅度								
			AAA-			AA+			AA			AAA-			AA+			AA		
			1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期
2021/1/4	2021/1/25	16	-15	-8	-6	-22	-14	-7	-11	-3	-6	-14	-1	-4	-21	-7	-5	-10	4	-4
2021/1/25	2021/2/20	17	-18	-16	-14	-19	-17	-13	-15	3	5	0	-10	-4	1	-9	-5	-3	-23	-13
2021/2/20	2021/4/25	46	-23	-44	-36	-24	-42	-32	-10	-34	-25	0	-28	-20	-1	-26	-16	-13	-18	-9
2021/4/25	2021/8/10	75	-36	-42	-59	-40	-51	-72	-56	-62	-79	-8	-10	-30	-12	-19	-43	-28	-30	-50
2021/8/10	2021/9/30	38	-15	-28	-37	-16	-30	-43	-7	0	20	0	30	41	1	32	47	-22	2	24

资料来源：Wind，海通证券研究所；标黄处代表这一阶段中利差变动幅度最大的品种，加粗的时间代表行情整体转向的时点，标绿处代表利差整体走阔的时期

表2 21/1/4 至 21/9/30 期间二级资本债收益率走势



资料来源：Wind，海通证券研究所

2) 阶段二：21 年 10 月至 22 年 3 月

概括而言，21 年 10 月至 12 月二永债利差压缩主因机构风险偏好调整和前期事件冲击淡化，债市后续转暖助力二永债行情延续。利差压缩顺序由高等级逐渐过渡到弱资质、由中性久期过渡到长久期。21 年 12 月至 22 年 3 月利差走阔的开启主因利差已压缩至极低位，持续动力主要是宽信用下债市调整以及“固收+”产品赎回潮，影响最大的品种为中长久期中高等级。

具体来看，进入 10 月后理财赎回担忧逐渐淡化、地产风险事件频发的背景下机构对银行二永债的风险偏好再度加强，同时债市无风险利率受通胀预期等因素影响大幅上行，二级资本债利差快速压缩。与 9 月末相比，至 10 月 19 日 3 年期 AAA- 二级资本债利差压缩了 22BP。10 月 19 日国家发改委研究依法对煤炭价格实施干预措施²，通胀预期降温，无风险利率迎来拐点，二级资本债利差延续压缩趋势但斜率放缓。

¹ <https://cj.sina.com.cn/articles/view/1901447125/7155c7d501900z9q3>

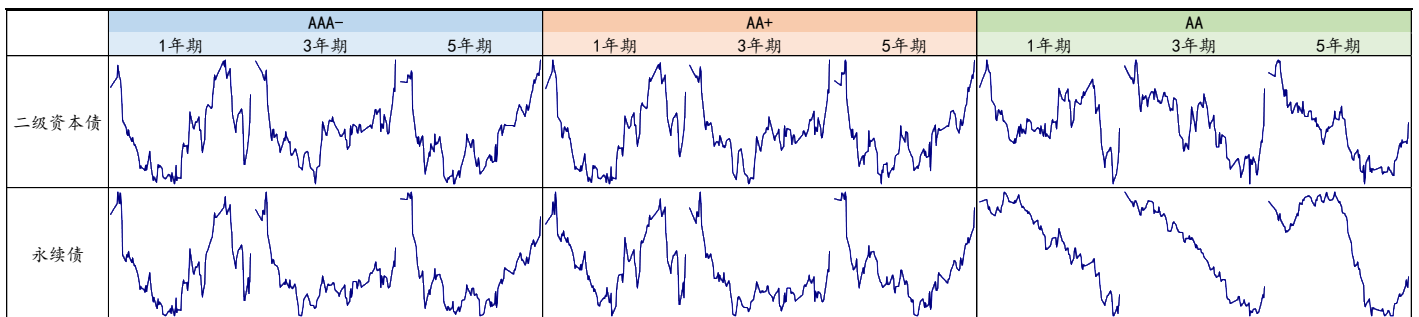
² http://www.news.cn/2021-10/19/c_1127974712.htm

行情的转向出现在 12 月 8 日附近，此时二级资本债利差已被压缩至历史极低位，1-3 年期各等级二级资本债利差整体处于 19 年以来 2% 分位数以下，1Y、3Y、5Y 的 AA+ 较 AAA- 等级利差分别仅 1BP、6BP、11BP。利差进一步压缩的动力有限，中高等级二级资本债利差掉头走阔且短久期更为明显，而长久期弱资质二永债利差则继续压缩。22 年 1 月二永债市场经过短暂的回调后，宽信用预期和“固收+”产品赎回潮推动债市迎来调整，二级资本债利差全面走阔且中长期幅度更大。

表3 21 年 10 月至 22 年 3 月期间二级资本债收益率与利差变动幅度 (BP)

起始时间	结束时间	持续交易日 天数	收益率变动幅度									利差变动幅度								
			AAA-			AA+			AA			AAA-			AA+			AA		
			1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期
2021/9/30	2021/10/19	10	1	2	3	0	7	6	3	13	12	10	22	14	11	17	11	-8	11	-5
2021/10/19	2021/12/8	37	21	38	29	21	40	28	14	35	31	10	12	9	10	14	8	-3	-9	-11
2021/12/8	2021/12/31	18	7	-2	17	7	-1	18	3	-5	22	15	17	0	15	18	-1	11	14	-5
2021/12/31	2022/1/14	10	10	-6	4	-8	-8	4	11	12	-6	-9	-7	3	-7	-9	3	10	13	-7
2022/1/14	2022/3/11	38	6	31	25	6	30	21	-7	20	13	13	25	26	13	24	22	0	14	14

资料来源: Wind, 海通证券研究所; 标黄处代表这一阶段中利差变动幅度最大的品种, 加粗的时间代表行情整体转向的时点, 标绿处代表利差整体走阔的时期

表4 21/9/30 至 22/3/11 期间二永债收益率走势


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3) 阶段三: 22 年 3 月至 22 年 12 月

概括而言, 22 年 3 月至 11 月二永债利差压缩主要是长期流动性充裕、机构配债需求较强下的结构性资产荒逻辑, 首先在中高等级内拉长久期, 随后过渡到中长久期的中低等级, 中途的短暂调整为后续高等级利差的补降提供了空间。11 月至 12 月的利差走阔主要是债市大跌由此引发的赎回潮, 反应最大的为 3 年期品种, 顺序由高等级过渡到低等级。

具体来看, 22 年 3 月中下旬股债赎回负反馈边际改善, 国内疫情多点散发、宽信用预期降温, 债市转暖。在随后的近三个季度里, 疫情形势和地产走势共同支撑债市行情, 资金面保持宽松 (4 月降准、8 月降息、资金利率持续处在政策利率下方)、城投融资仍处于偏紧周期, 结构性资产荒持续演绎, 二永债利差整体呈单边下行趋势。当然, 其中不乏短暂的走阔时期, 如 4 月上旬、5 月末、8 月末, 但幅度有限并且基本是伴随着债市本身的调整 (宽信用和稳增长预期扰动), 也为后续利差的进一步补降提供了空间, 可以看到在调整期过后, 中高等级债券利差往往重新获得下行动力。

从资质和久期选择来看, AA+ 与 AAA- 之间的等级利差整体先上后下再上, 但调整的空间已经相对有限; AA 较 AAA- 之间的利差波动更大, 5 月至 6 月初大幅下行至历史低点 (3Y、5Y 的 AA 较 AAA- 等级利差分别仅有 10BP、12BP) 之后, 进一步压缩空间有限, 开始呈低位震荡上移趋势。期限利差方面, 5Y-3Y 利差在 8 月才出现明显下探, 反映行情前期市场对于流动性环境的持续时间存疑, 拉久期较为谨慎。

行情的转向发生在 22 年 11 月 10 日附近, 资金面收紧+防疫措施调整+稳增长政策密集出台, 债市大跌, 基金和理财赎回负反馈进一步催动债市调整, 二永债作为“行情波动放大器”迎来利差的快速大幅走阔。在调整初期, 3 年期各等级二级资本债利差走阔幅度均超过其他期限, 且 AAA- 走阔幅度略高于 AA+ 和 AA 级。在调整后后期, 弱资质债券利差走阔幅度明显更大。2022/11/22 至 2022/12/13 期间各期限 AA 级二级资本

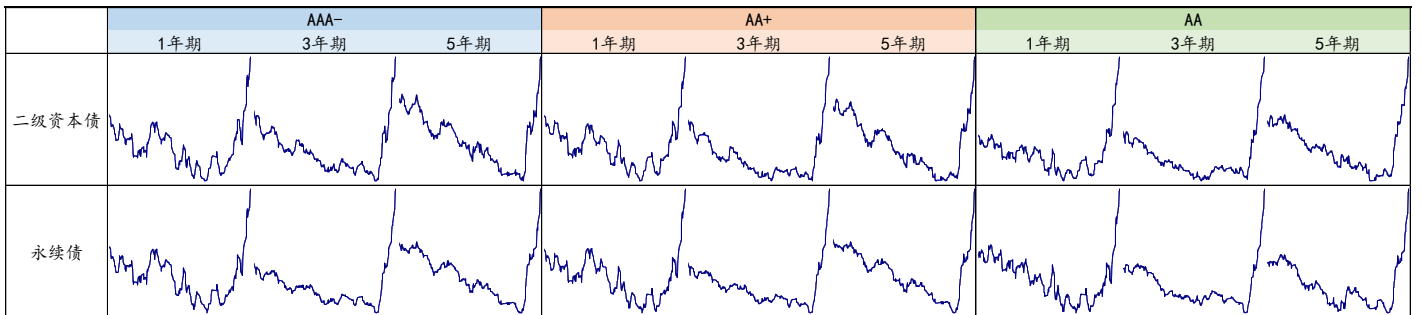
债利差整体走阔 50BP 以上。

表5 22年3月至22年12月期间二级资本债收益率与利差变动幅度 (BP)

起始时间	结束时间	持续交易日 天数	收益率变动幅度									利差变动幅度								
			AAA-			AA+			AA			AAA-			AA+			AA		
			1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期
2022/3/11	2022/3/29	13	-2	-16	-4	1	-14	-1	4	-10	1	-13	-19	-8	-10	-17	-5	-7	-13	-3
2022/3/29	2022/4/15	13	-19	-8	-5	-21	-10	-6	-18	-12	-8	0	8	9	-2	6	7	1	4	6
2022/4/15	2022/5/6	14	-12	-3	-3	-14	-4	-2	-12	2	3	-10	-13	-15	-12	-14	-14	-10	-8	-9
2022/5/6	2022/5/25	15	-8	-13	-12	-7	-12	-16	-10	-18	-16	8	-6	-7	9	-5	-11	6	-11	-11
2022/5/25	2022/6/2	7	8	13	11	7	14	12	0	7	1	10	10	8	9	11	3	2	4	-2
2022/6/2	2022/8/22	57	-41	-42	-43	-41	-44	-45	-32	-35	-38	-28	-21	-16	-28	-23	-18	-20	-14	-11
2022/8/22	2022/8/31	8	8	7	3	6	7	4	2	3	1	8	9	3	7	9	4	3	5	1
2022/8/31	2022/11/10	48	21	-1	-2	21	3	3	24	7	8	4	-13	-17	4	-9	-11	7	-5	-6
2022/11/10	2022/11/22	9	48	45	40	47	42	39	49	44	39	18	32	27	17	29	26	19	31	26
2022/11/22	2022/12/13	16	54	74	53	58	82	57	69	91	66	36	47	35	40	55	39	51	64	48

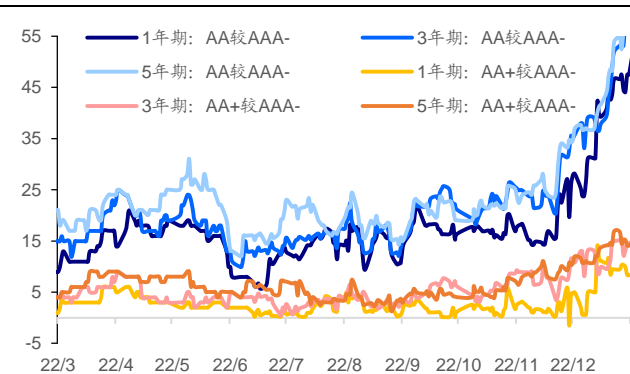
资料来源: Wind, 海通证券研究所; 标黄处代表这一阶段中利差变动幅度最大的品种, 加粗的时间代表行情整体转向的时点, 标绿处代表利差整体走阔的时期

表6 22/3/11 至 22/12/13 期间二永债收益率走势



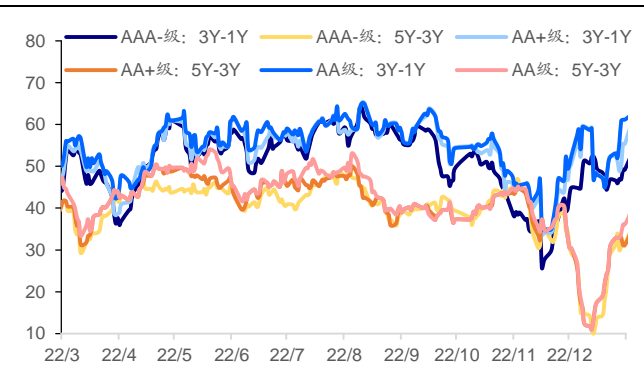
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 22/3 至 22/12 二级资本债等级利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 22/3 至 22/12 二级资本债期限利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

4) 阶段四: 22年12月至23年10月

概括而言, 22年12月中旬至23年5月初二永债利差压缩主要是赎回潮冲击之后的修复以及结构性资产荒的再度演绎, 弱资质长久期债券利差压缩幅度更大。23年5月至10月信用利差宽幅震荡, 主要围绕宽信用政策和资金面情况进行博弈。

具体来看, 22年12月中旬, 债市情绪逐渐修复, 中高等级二永债利差触顶回落, 弱资质二永债利差则继续走阔。进入23年, 1月5日九江银行不提前赎回公告引发市场关注, 虽最后以“有惊无险”收尾, 但AAA评级的城商行发生此事件使得市场对于二永债的风险偏好更为谨慎, 叠加年初市场对于经济复苏和稳增长政策发力预期较强, 二永债尤其是弱资质债券利差再度走阔。春节假期过后, 农商行和保险开门红配债强劲、资金面改善、基本面预期调整, 结构性资产荒再度演绎并持续到五月。在此期间, 前期受冲击更大的弱资质、长久期债券利差回调幅度也更大, 但距离赎回潮前的利差中枢明显提升, 3年期二级资本债AA较AAA-等级利差从赎回潮之前25BP附近的水平提升至23年2月初的约80BP, 修复到5月仍高于30BP, 反映学习效应下市场风险偏好较22

年更为谨慎。

行情的转向发生在5月中上旬，彼时利率点位已偏低、机构交易拥挤度抬升，信用利差有所回升；6月市场对于稳增长政策发力的预期升温，且降息落地之后机构存在止盈需求，利差继续走阔且中低等级更为明显。进入7月后资金面维持平稳，利差再度压缩。7月下旬政治局会议带动稳增长政策预期再度升温，债市调整，二永债利差随之走阔。8月上旬市场对于降息降准的预期有所升温，利差压缩且3Y期幅度更大。8月下旬至10月末，市场对于二级资本债供给放量的担忧升温，叠加活跃资本市场、降低存量首套房住房贷款利率等积极政策频出，市场风险偏好提振推动利率触底回升，随后资金面持续偏紧进一步压制债市情绪，中长久期二级资本债信用利差明显走阔，期限利差整体先下后上，AA较AAA-等级利差整体先上后下。

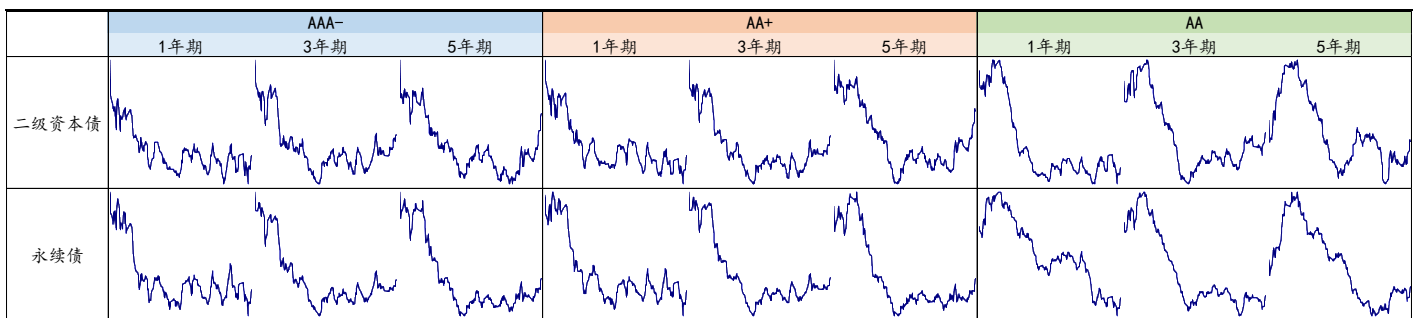
与之前的几个阶段不同，23年5月至10月期间的二永债调整呈现了持续时间更长、行情切换更频繁、振幅空间相对更有限的特点，二永债在低利率时期对于配置盘的票息吸引力和对于交易盘的波段博弈属性发挥得更为充分。

表7 22年12月至23年10月期间二级资本债收益率与利差变动幅度（BP）

起始时间	结束时间	持续交易日 天数	收益率变动幅度									利差变动幅度								
			AAA-			AA+			AA			AAA-			AA+			AA		
			1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期
2022/12/13	2023/1/5	18	-61	-58	-38	-57	-59	-32	-38	-37	0	-33	-32	-25	-28	-33	-19	-9	-10	3
2023/1/5	2023/1/29	14	20	28	16	22	28	16	27	34	24	9	6	9	2	5	9	7	21	7
2023/1/29	2023/5/6	69	-25	-56	-49	-33	-59	-63	-72	-87	-72	-28	-44	-30	-35	-47	-43	-75	-75	-62
2023/5/6	2023/6/29	39	-9	-1	-2	-6	-4	1	8	3	4	9	8	3	3	5	16	11	21	9
2023/6/29	2023/7/21	17	-18	-17	-17	-23	-16	-14	-18	-13	-9	-1	-3	-3	-5	-2	-10	-10	-9	-5
2023/7/21	2023/7/31	7	-11	-17	-10	-11	-17	-12	8	14	7	5	3	3	5	-3	5	12	10	0
2023/7/31	2023/8/15	12	-14	-18	-15	-15	-18	-13	-18	-17	-16	-8	-13	-5	-9	-2	-3	-2	-1	-6
2023/8/15	2023/10/25	48	45	36	41	45	39	37	47	39	17	3	8	27	3	21	24	5	21	4

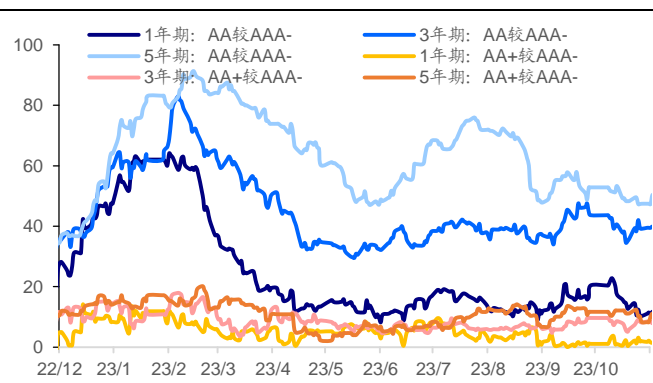
资料来源：Wind，海通证券研究所；标黄处代表这一阶段中利差变动幅度最大的品种，加粗的时间代表行情整体转向的时点，标绿处代表利差整体走阔的时期

表8 22/12/13至23/10/25期间二永债收益率走势



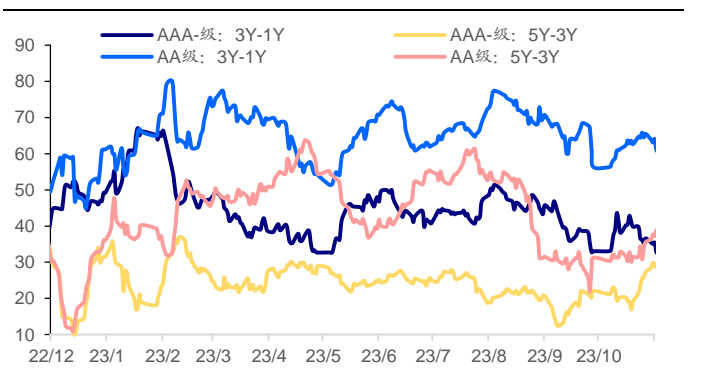
资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 22/12至23/10二级资本债等级利差走势（BP）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 22/12至23/10二级资本债期限利差走势（BP）



资料来源：Wind，海通证券研究所

5) 阶段五：23年10月至今

概括而言，23年10月以来主要是资金面缓和+城投新增供给减少导致的机构对弱

资质二永债配置需求提升，等级利差快速下行。

具体来看，10月末至11月中旬，资金压力整体缓和，债市回暖，叠加地方化债进程持续推进下城投债新增供给规模减少，机构对于挖掘弱资质二永债收益的热情升温。10月25日至11月24日期间，3Y、5Y期AA级二级资本债利差压缩幅度均超过40BP，3Y、5Y期AA级较AAA-等级利差分别由42BP、47BP下行至13BP、20BP。

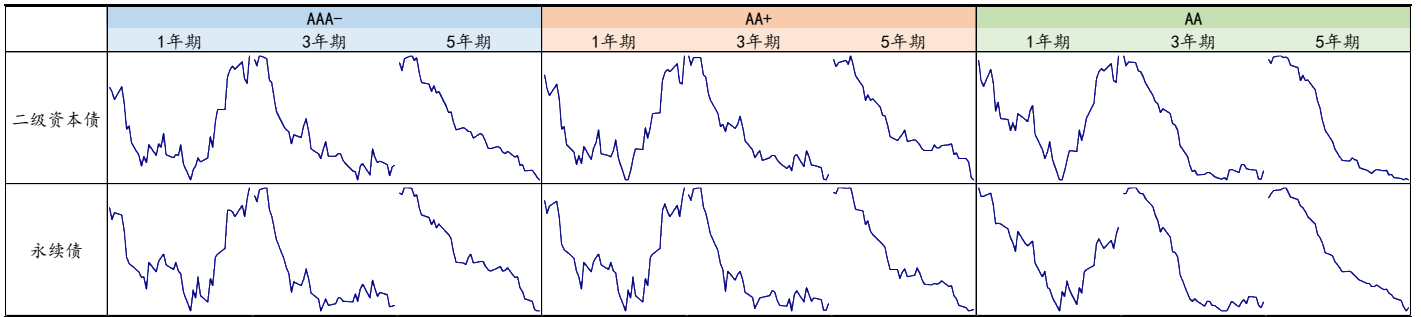
11月下旬以来，资金面转松推动短端无风险利率下降，各等级短久期二级资本债利差被动走阔，长久期、弱资质二级资本债利差压缩斜率也有所放缓。

表9 23年10月至23年12月期间二级资本债收益率与利差变动幅度（BP）

起始时间	结束时间	持续交易日 天数	收益率变动幅度									利差变动幅度								
			AAA-			AA+			AA			AAA-			AA+			AA		
			1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期
2023/10/25	2023/11/24	23	-2	8	-12	-3	-13	-17	-6	-37	-39	-11	-13	-18	-11	-8	-23	-14	-42	-45
2023/11/24	2023/12/21	20	8	-12	-20	7	-14	-21	8	-10	-19	15	1	10	14	2	11	15	12	19

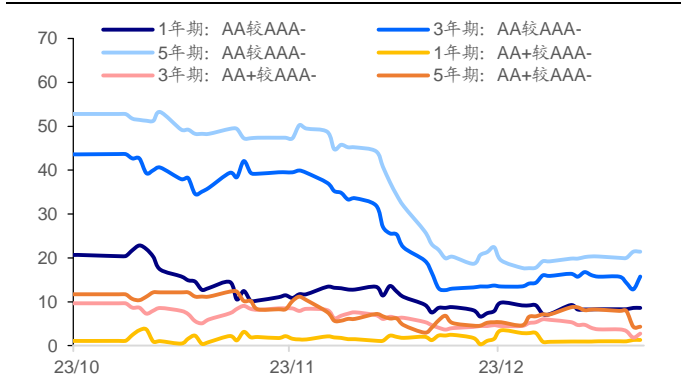
资料来源：Wind，海通证券研究所；标黄处代表这一阶段中利差变动幅度最大的品种

表10 23/10/25至23/12/21期间二永债收益率走势



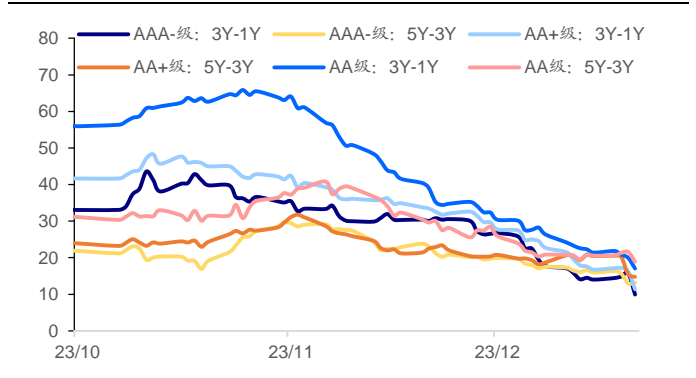
资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 23/10至23/12二级资本债等级利差走势（BP）



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/12/21

图9 23/10至23/12二级资本债期限利差走势（BP）



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/12/21

2. 总结：历史走势中的三个共性规律

基于上文对二永债五轮行情演变分析，我们试图从中寻求一些共性规律，以期为当下二永板块配置提供思路。

关注点一：二永债利差走阔有哪些触发条件？

在结构性资产荒的整体逻辑下，二永债信用利差更加“易下难上”，相应的，利差走阔通常是由于资产荒的逻辑受到动摇，包括机构行为调整、资金面的收紧、利差已处低位使得套息价值有限。

具体来看几种情形：1) 较极端的 market 环境下出现“赎回潮”。21年8月、22年3月、22年11月均是这种情景，背景分别是理财监管预期、股市大跌、债市大跌，这种情况下利差走阔的斜率往往更高，也为配置盘进场提供了机会。2) 债牛行情整体趋弱，机构交投热情降温。近几年经验来看主要是宽信用稳增长预期扰动以及资金面的收紧，如23年5月至10月。3) 二永债利差已压缩至历史低位，进一步压降的空间不足。如21年8月和12月、22年11月时，3年期AAA-信用利差均在近一年0-1%分位数。这种情况下，中高等级之间的等级利差、中短久期之间的期限利差通常也处于历史偏低位（如表11所示）。

表11 利差回升时点的市场表现

信用利差触底回升时点	资金面		信用利差/近一年分位数 3年期AAA-	等级利差/近一年分位数				期限利差 (BP) /近一年分位数			
	R007 (%)	R007二十日移动平均 (%)		1年期: AA+ 较AAA-	3年期: AA+ 较AAA-	1年期: AA 较AAA-	3年期: AA 较AAA-	AAA-级: 3Y-1Y	AAA-级: 5Y-3Y	AA+级: 3Y-1Y	AA+级: 5Y-3Y
2021/8/10	2.46	2.25	37BP/0%	1BP/0%	1BP/3%	42BP/36%	49BP/40%	36BP/6%	22BP/7%	36BP/6%	22BP/3%
2021/12/8	2.38	2.31	33BP/0%	1BP/13%	6BP/48%	29BP/21%	35BP/14%	33BP/3%	41BP/100%	38BP/16%	46BP/100%
2022/11/10	1.90	1.87	24BP/1%	1BP/29%	7BP/88%	14BP/34%	22BP/66%	34BP/14%	37BP/21%	40BP/19%	39BP/22%
2023/5/6	1.74	2.26	43BP/46%	4BP/66%	8BP/59%	15BP/27%	34BP/60%	33BP/3%	27BP/20%	36BP/3%	23BP/6%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

关注点二：波段行情中的利差空间有多大？

考虑到“赎回潮”等行情偏极端、发生概率较小，我们主要围绕21年12月-22年1月、22年3月-11月、23年5月-10月共三段二级资本债利差偏震荡的阶段进行统计。

统计结果如下：1) 利差走阔的小阶段共7段，平均持续20个交易日，3Y期AAA-和AA+信用利差平均走阔幅度更大，为13BP；1Y期和5Y期AA信用利差平均走阔幅度更小，分别为6BP、3BP。2) 利差收窄的小阶段共8段，平均持续23个交易日，3Y期AAA-和AA+信用利差平均收窄幅度更大，为13BP；1Y期和5Y期AA信用利差平均收窄幅度更小，为7BP。

表12 二级资本债利差波段幅度和持续时间统计 (BP)

起始时间	结束时间	持续交易日 天数	利差变动幅度								
			AAA-			AA+			AA		
			1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期	1年期	3年期	5年期
利差走阔时期											
2021/12/8	2021/12/31	18	15	17	0	15	18	-1	11	14	-5
2022/3/29	2022/4/15	13	0	8	9	-2	6	7	1	4	6
2022/5/25	2022/6/2	7	10	10	8	9	11	9	2	4	-2
2022/8/22	2022/8/31	8	8	9	3	7	9	4	3	5	1
2023/5/6	2023/6/29	39	9	18	13	13	15	16	11	21	19
2023/7/21	2023/7/31	7	15	13	3	15	13	5	12	10	0
2023/8/15	2023/10/25	48	3	18	27	3	21	24	5	21	4
平均值		20	8	13	9	8	13	9	6	11	3
最小值		7	0	8	0	-2	6	-1	1	4	-5
最大值		48	15	18	27	15	21	24	12	21	19
利差收窄时期											
2021/12/31	2022/1/14	10	-9	-7	3	-7	-9	3	-10	-13	-7
2022/3/11	2022/3/29	13	-13	-19	-8	-10	-17	-5	-7	-13	-3
2022/4/15	2022/5/6	14	-10	-13	-15	-12	-14	-14	-10	-8	-9
2022/5/6	2022/5/25	15	8	-6	-7	9	-5	-11	6	-11	-11
2022/6/2	2022/8/22	57	-28	-21	-16	-28	-23	-18	-20	-14	-11
2022/8/31	2022/11/10	48	4	-13	-17	4	-9	-11	7	-5	-6
2023/6/29	2023/7/21	17	-11	-13	-13	-15	-12	-10	-10	-9	-5
2023/7/31	2023/8/15	12	-8	-13	-5	-9	-12	-3	-12	-11	-6
平均值		23	-8	-13	-10	-9	-13	-9	-7	-10	-7
最小值		10	-28	-21	-17	-28	-23	-18	-20	-14	-11
最大值		57	8	-6	3	9	-5	3	7	-5	-3

资料来源: Wind, 海通证券研究所

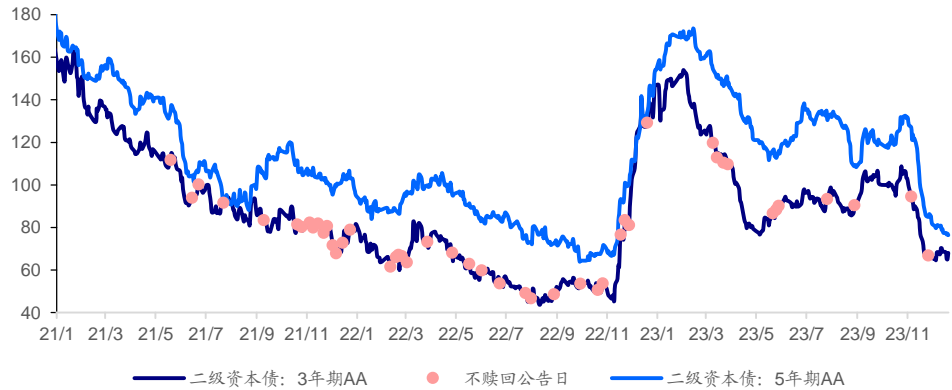
关注点三：中小银行不赎回事件是否会影响利差走势？

在前文行情回顾中可以看到，23年初的九江银行不赎回公告对市场风险偏好形成了扰动，弱资质债券利差走阔。可见，超预期的中小银行风险事件可能会影响二永债的利差表现。

那么，其余不赎回事件对市场影响如何？我们将21年以来的五十余只未行使提前赎回权的二级资本债的公告日在利差走势图上进行标注，可以看到对市场整体利差影响

有限，或是由于市场对这些债券的不赎回已有预期。我们在《债券专题 20230108：九江银行事件风波暂平，后续市场风险怎么看？》中曾经列出了 2023-2024 年需重点关注的 32 家银行主体，在当前时点进行回顾，2023 年不赎回的 9 家银行均在此名单中，也侧面印证了今年并未出现超预期的不赎回事件。

图10 不赎回事件公告未影响市场整体利差走势（BP）



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 23 年 12 月 21 日

3. 展望：2024 年二永债或迎来供需两旺新格局

当前中长久期、弱资质二永债利差在近一年中所处分位数较低，与 22 年 6 月较相似。截至 12 月 22 日，当前 1-2 年期中高等级二级资本债利差整体处于近 1 年 60% 分位数以上，低等级则处于历史中位数以下。3-5 年期各等级二永债利差均较低，处于近 1 年 14% 分位数及以下。从等级利差来看，当前 1Y、3Y、5Y 的 AA 较 AAA-二级资本债利差分别为 7BP、16BP、22BP，分别高于 21 年以来最低点 2BP、6BP、10BP；AA+ 较 AAA-二级资本债利差分别为 0BP、1BP、5BP，分别高于 21 年以来最低点 2BP、0BP、4BP。据此判断当前行情或与 22 年 6 月较为接近，二永债信用利差较 22 年或仍有压降空间，但后续弱资质债券表现相对强势的空间或有限，等级利差或将回升。

展望 2024 年，我们认为债市利率上行和下行动力或有限，整体或呈现低位震荡格局；信用债市场城投紧周期延续、净融资或有所收敛，结构性资产荒大概率延续。二永债供给端或充裕、需求端仍强，我们认为将依然是机构用于增厚收益的主要优质品种之一，建议关注资本新规和 TLAC 监管压力的扰动，寻求波段中的交易机会。

从供给端来看，明年大行二永债供给量或偏高，主导因素在于 TLAC 监管压力和缺口补充方式，中小行发债难度或加大。据《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法³》规定，工农中建四大行 TLAC 风险加权比率和杠杆比率应于 2025 年初分别达到 16%、6%。23 年三季报数据显示当前四大行合计 TLAC 缺口规模仍有 2.09 万亿元。展望明年，影响 TLAC 缺口规模的有利因素主要是《资本新规》助力银行降低 RWA、提高资本充足率，不利因素主要是银行净息差承压，支持实体力度加大以及支持地方化债占用银行资本。但整体来看积极因素影响应更为明显，我们假设 RWA 增速在 8%-16% 之间、资本充足率上行幅度在 0.3-0.7pct 之间，进行敏感性测试，得到的 TLAC 缺口规模均有不同程度的压缩。建议在一季报数据披露后跟踪关注资本新规的实际影响程度。

我们假设 RWA 增速为 12%、资本充足率上升 0.5pct，预计 2024 年四大行的资本工具合计净融资规模或在 1.67 万亿元附近，较今年增加约 1.1 万亿元。再结合四大行当前已经过股东大会或金融监管总局审批的二永债发行额度进行测算，得到明年或有约 1.4 万亿元的 TLAC 缺口有待通过申请新的 TLAC 债或二永债额度进行补充，关注二者之间具体分配方式。若四大行仍主要依赖于二永债，则一定程度上有助于缓解资产荒压力。对于 TLAC 债而言，理论上由于其偿付顺序优于二级资本债，因此利差应介于普通金融

³ http://jrs.mof.gov.cn/zhengcejiedu/202111/t20211101_3762270.htm

债和二级资本债之间，但发行之初或受制于市场体量而存在一定的流动性溢价，届时可关注配置价值。

此外，《资本新规》提升二级资本债资本占用成本，对互持更为依赖的中小银行发债难度或加大，建议关注弱资质银行次级债不赎回风险。

表13 23Q3 四大行 TLAC 缺口总计约 2.09 万亿元 (%)

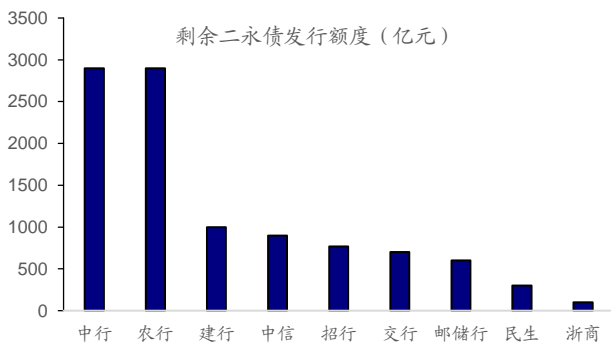
2023/9/30		中国银行	中国工商银行	中国建设银行	中国农业银行
资本充足率	核心一级资本充足率	11.41%	13.39%	12.92%	10.44%
	一级资本充足率	13.64%	14.83%	13.82%	12.60%
	资本充足率	17.30%	18.79%	17.57%	16.62%
缓冲资本比率	储备资本	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
	逆周期资本	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	G-SIBs附加资本	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
分子项计算	TLAC风险加权比率（资本充足率-缓冲资本比率）	13.30%	14.79%	13.57%	12.62%
	风险加权资产（亿元）	184233	245283	222269	222649
	分子项	24503	36277	30162	28098
TLAC杠杆率计算	调整后的表内外资产余额（亿元）	340371	472461	397129	403748
	TLAC杠杆率	9.36%	9.76%	9.83%	9.17%
TLAC缺口测算	2025年TLAC风险加权比率要求	16%	16%	16%	16%
	TLAC风险加权比率缺口	2.70%	1.21%	2.43%	3.38%
	TLAC缺口（亿元）（TLAC风险加权比率缺口×风险加权资产）	4974	2968	5401	7526
	TLAC缺口总计（亿元）	20869			

资料来源：Wind，海通证券研究所测算；上述计算未考虑存款保险基金可抵扣部分

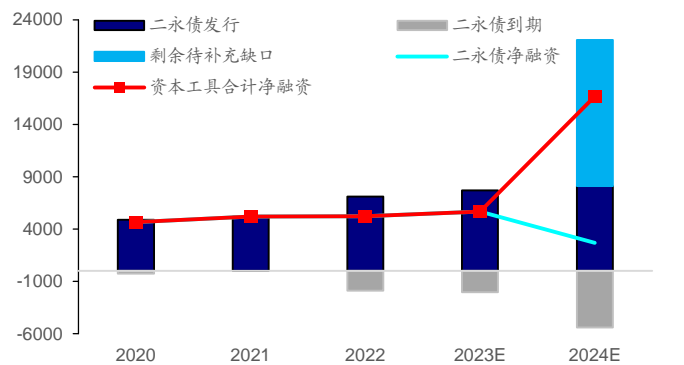
表14 不同 RWA 增速和资本充足率调整幅度下四大行 TLAC 缺口变动规模测算（亿元）

RWA增速	资本充足率变动				
	0.30%	0.40%	0.50%	0.60%	0.70%
8%	-1164	-2108	-3052	-3997	-4941
10%	-799	-1761	-2723	-3684	-4646
12%	-434	-1413	-2393	-3372	-4351
14%	-69	-1066	-2063	-3059	-4056
16%	296	-718	-1733	-2747	-3761

资料来源：各银行 23Q3 财报，海通证券研究所测算；测算基础为四大行 23Q3 的财报数据

图11 当前国股大行合计剩余二永债发行额度 1.02 万亿元


资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 2023/12/25

图12 明年四大行资本工具净融资额或较今年增加 1.1 万亿元⁴


资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 2023/12/25

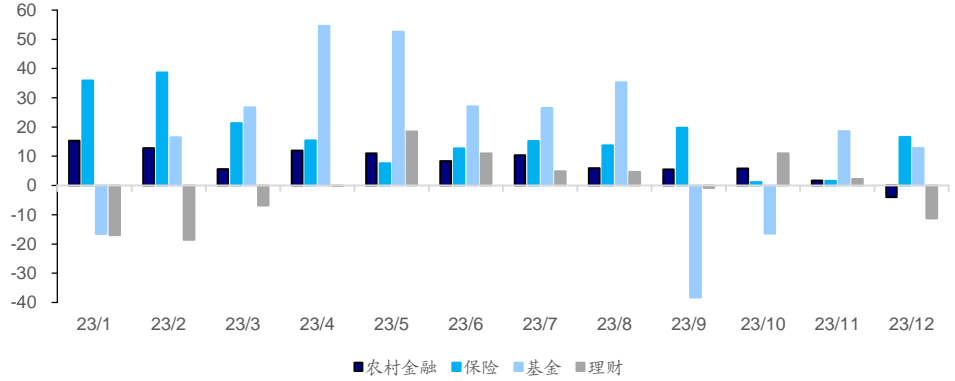
从需求端来看，结构性资产荒或将继续支撑二永债需求，季末自营和委外持仓波动或加大。今年前三季度农商行维持小幅增持二永债，保险持续增持且力度较强，基金在 2-8 月持续增持后转为减持，理财自 5 月起风险偏好逐渐回暖、转为增配二永债。9-10 月二永债配置力量整体较弱，但年末保险和基金再度明显增持。

展望明年，《资本新规》的实施将使得二级资本债对于银行自营和委外而言的比价优

⁴ 基于 23Q3 的 TLAC 缺口测算，假设 RWA 增速为 12%、资本充足率上升 0.5pct。24E 的“二永债发行”为当前已有可使用的发行额度，“剩余待补充缺口”需新申请二永债或 TLAC 债额度进行补充。其中，工行于 22 年 11 月股东大会批准 1300 亿元发行额度，但尚未披露监管批文，假设该 1300 亿元将全额获得监管批准

势削弱，部分通过委外配置二级资本债较多、且资本承压的银行或在季末时点调整持仓结构以应对考核，并相应影响市场情绪，从而带来二永债的阶段性价值扰动。但对于二永债市场整体的配置需求而言，保险面临刚性负债成本、理财风险偏好持续从赎回潮中恢复，而配置端面临非标资产萎缩、存款利率调降、城投债新增供给偏少的困境，我们预计部分资金将转为增配二永债，整体需求力量仍有支撑。

图13 今年以来基金和保险对二永债配置力量偏强（亿元）



资料来源：CFETs，海通证券研究所；数据截至 23 年 12 月 22 日；使用数据口径为 CFETs 的“其他”债券类别

风险提示： 基本面变化、政策不及预期、信用风险、数据统计存在遗漏或偏差。

信息披露

分析师声明

张紫睿 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。