

相关研究

《二永债下沉行情演绎》2023.12.19
《关注中长久期二永债配置价值》
2023.11.4
《中长久期二永债利差走阔，关注配置价值》2023.10.15

二永债利差继续收窄，等待调整后的机会 ——资本补充工具半月报

投资要点：

- **一级发行：累计发行 600 亿元二级资本债。**年初二永债发行量较少，24 年 1 月前半月（1/1-1/15，下同）无新发银行二永债，后半月（1/16-1/31，下同）仅中行发行两只二级资本债，合计规模为 600 亿元。
- **二级成交：1 月后半月弱资质二级资本债信用利差大幅收窄，短久期高等级二级资本债利差略有走阔。**其中，3Y、5Y 期 AA-和 A+二级资本债信用利差均收窄 14BP 及以上，永续债信用利差均收窄 20BP 及以上。1Y 期中高等级二永债受短端无风险利率下降影响略有走阔。二永债品种利差变动不大。成交量较 1 月前半月小幅下降。
- **当前二永债信用利差和等级利差均在低位。**考虑到当前中小行经营承压、债市或维持低位震荡格局、资金面均衡偏松，我们认为节前二永债的波段空间和进一步下沉性价比或有限。建议节后等待调整后的机会，关注三月大行供给放量的可能性、重大会议召开对宽信用政策预期的扰动，以及一季度末资本新规首个考核期对二永债供需的共同影响。
- **TLAC 已在路上，供给或不及我们此前预期，资产荒或将延续。**1 月 26 日中行董事会决议通过分批次发行 1500 亿 TLAC 债、2 月 1 日农行董事会决议通过分批次发行 500 亿 TLAC 债。目前来看额度规模尚有限，剩余的 TLAC 缺口压力或将通过存款保险基金等方式进行补充。在这种情况下，今年 TLAC 债对于二永债的替代效应或有限，正式落地对于二永利差的扰动也将被平滑。后续关注新品种 TLAC 债的配置价值，其发行利率或介于普通金融债和二级资本债之间。中长期来看，大行或将逐渐使用 TLAC 债代替到期的二永债以降低发行成本，长久期二永债的利差中枢或将下移。
- **风险提示：**基本面变化、政策不及预期、信用风险、供给大幅放量、债市调整或政策变化引发需求端抛售、数据统计存在遗漏或偏差。

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

目 录

1. 一级发行：累计发行 600 亿元二级资本债	5
2. 收益率&利差：中长久期弱资质二永债利差大幅收窄	5
3. 成交统计：二永债成交量小幅下降	8
4. 保险和券商次级债：二级利差继续压缩	9
5. 总结与投资价值分析	10

图目录

图 1	二级资本债累计发行规模 (亿元)	5
图 2	永续债累计发行规模 (亿元)	5
图 3	分银行类型二级资本债发行规模 (亿元)	5
图 4	分银行类型永续债发行规模 (亿元)	5
图 5	二级资本债收益率 (%)	6
图 6	永续债收益率 (%)	6
图 7	1Y 期各等级二级资本债利差 (BP)	7
图 8	3Y 期各等级二级资本债利差 (BP)	7
图 9	5Y 期各等级二级资本债利差 (BP)	7
图 10	3Y 期各等级永续债利差 (BP)	7
图 11	AAA-永续债与二级资本债利差 (BP)	8
图 12	AA+永续债与二级资本债利差 (BP)	8
图 13	二级资本债成交额 (亿元)	8
图 14	永续债成交额 (亿元)	8
图 15	二级资本债与永续债活跃券平均成交额 (亿元)	9
图 16	二级资本债与永续债活跃券平均换手率 (%)	9
图 17	保险次级债发行规模与只数 (亿元, 只)	9
图 18	证券公司次级债发行规模与只数 (亿元, 只)	9
图 19	保险资本补充债与证券公司次级债月换手率 (%)	9
图 20	保险资本补充债与证券公司次级债月成交额 (亿元)	9
图 21	AAA 保险资本补充债与券商次级债二级利差 (%)	10

表目录

表 1	1/16-1/31 新发行商业银行次级债券	5
表 2	二级资本债、永续债收益率水平和变动幅度（%，BP）	6
表 3	二级资本债、永续债信用利差水平和变动幅度（BP）	6
表 4	二级资本债利率水平、与普通金融债利差（截至 1/31）	7
表 5	信用债品种利率水平与利差分位数（%，截至 1 月 31 日）	11

1. 一级发行：累计发行 600 亿元二级资本债

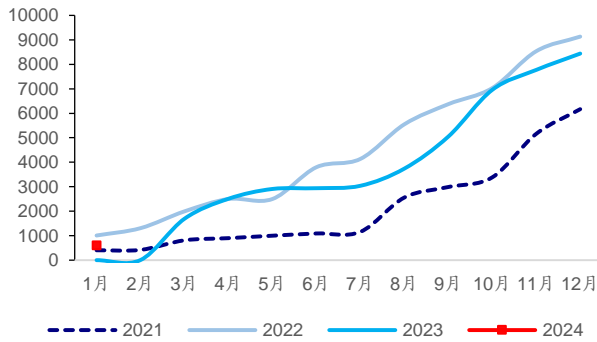
年初二永债供给量较少。1月前半月（1/1-1/15，下同）无新发银行二永债，后半月（1/16-1/31，下同）仅中行发行两只二级资本债，合计规模为 600 亿元。

表 1 1/16-1/31 新发行商业银行次级债券

债券简称	发行人	银行类型	发行期限（年）	发行规模（亿元）	票面利率（%）
24 中行二级资本债 01A	中国银行	国有大行	5Y+5Y	300	2.78
24 中行二级资本债 01B	中国银行	国有大行	10Y+5Y	300	2.85

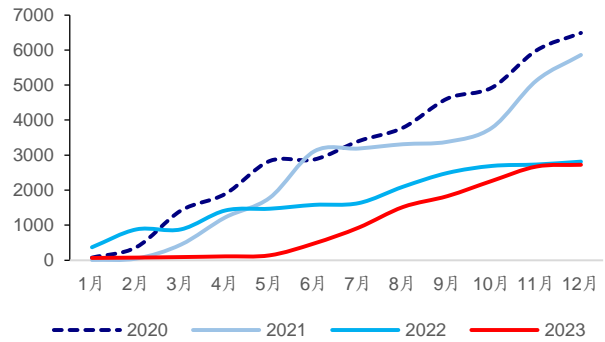
资料来源：Wind，海通证券研究所

图1 二级资本债累计发行规模（亿元）



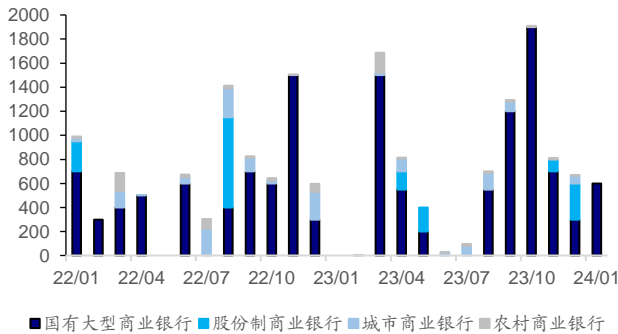
资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 1/31

图2 永续债累计发行规模（亿元）



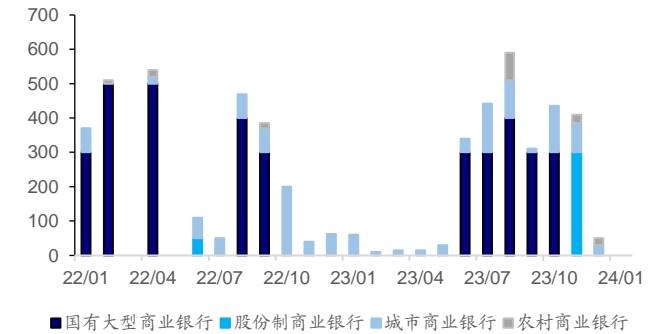
资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 1/31，24 年尚无新发永续债

图3 分银行类型二级资本债发行规模（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 1/31

图4 分银行类型永续债发行规模（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 1/31

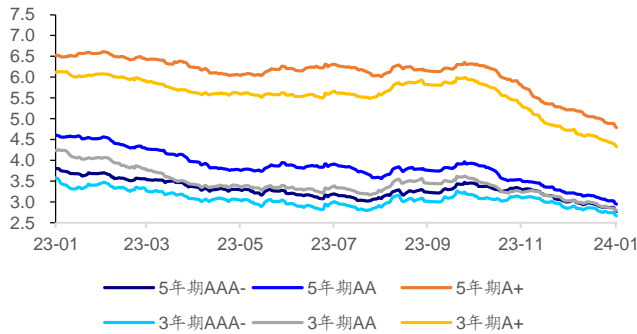
2. 收益率&利差：中长久期弱资质二永债利差大幅收窄

表 2 二级资本债、永续债收益率水平和变动幅度（%，BP）

	二级资本债											
	5Y期						3Y期					
	AAA-	AA+	AA	AA-	A+	A	AAA-	AA+	AA	AA-	A+	A
2024/1/31收益率	2.77	2.79	2.95	3.47	4.79	6.20	2.66	2.70	2.79	3.06	4.33	5.74
较2024/1/24变动	-11	-11	-10	-12	-12	-12	-11	-11	-10	-14	-14	-14
较2024/1/15变动	-19	-19	-20	-26	-26	-28	-19	-19	-20	-27	-27	-27
较2023/12/31变动	-23	-26	-27	-43	-43	-45	-19	-19	-24	-37	-40	-40
	永续债											
	5Y期						3Y期					
	AAA-	AA+	AA	AA-	A+		AAA-	AA+	AA	AA-	A+	
2024/1/31收益率	2.85	2.88	3.15	3.98	5.62		2.72	2.75	2.86	3.53	5.14	
较2024/1/24变动	-11	-10	-9	-17	-17		-11	-11	-11	-20	-20	
较2024/1/15变动	-18	-17	-20	-32	-32		-18	-18	-19	-34	-34	
较2023/12/31变动	-21	-23	-26	-56	-56		-21	-21	-23	-63	-63	

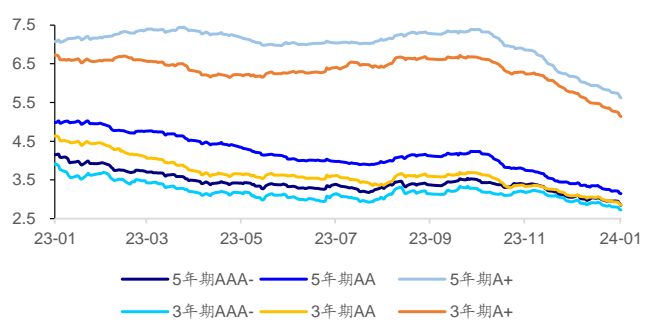
资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 二级资本债收益率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 1/31

图6 永续债收益率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 1/31

与 1 月 15 日相比，弱资质二级资本债信用利差大幅收窄，短久期高等级二级资本债利差略有走阔。其中，3Y、5Y 期 AA-和 A+二级资本债信用利差均收窄 14BP 及以上，永续债信用利差均收窄 20BP 及以上。中高等级二永债信用利差收窄幅度相对更小，整体在 10BP 以内。1Y 期中高等级二永债受短端无风险利率下降影响略有走阔。

表 3 二级资本债、永续债信用利差水平和变动幅度（BP）

	二级资本债														
	5Y期					3Y期					1Y期				
	AAA-	AA+	AA	AA-	A+	AAA-	AA+	AA	AA-	A+	AAA-	AA+	AA	AA-	A+
2024/1/31利差	36	39	54	106	238	34	38	47	74	201	40	41	46	73	187
较2024/1/24变动	-1	-2	-1	-3	-3	-4	-5	-4	-8	-8	1	0	-1	-2	-2
较2024/1/15变动	-7	-7	-8	-14	-14	-10	-10	-11	-18	-18	3	0	-4	-6	-6
较2023/12/31变动	-15	-18	-19	-35	-35	-17	-17	-22	-35	-38	-5	-6	-11	-24	-24
	永续债														
	5Y期					3Y期					1Y期				
	AAA-	AA+	AA	AA-	A+	AAA-	AA+	AA	AA-	A+	AAA-	AA+	AA	AA-	A+
2024/1/31利差	44	47	74	157	321	40	43	54	121	282	48	49	57	103	245
较2024/1/24变动	-2	-1	0	-8	-8	-4	-4	-4	-13	-13	2	2	2	-9	-9
较2024/1/15变动	-6	-5	-8	-20	-20	-9	-9	-10	-25	-25	1	1	0	-20	-22
较2023/12/31变动	-13	-15	-18	-48	-48	-19	-19	-21	-61	-61	-8	-9	-10	-49	-46

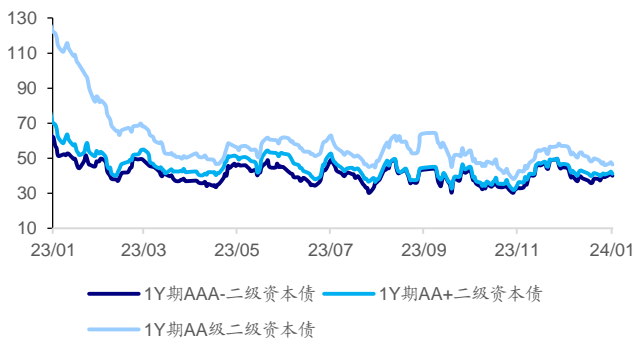
资料来源：Wind，海通证券研究所

表4 二级资本债利率水平、与普通金融债利差（截至 1/31）

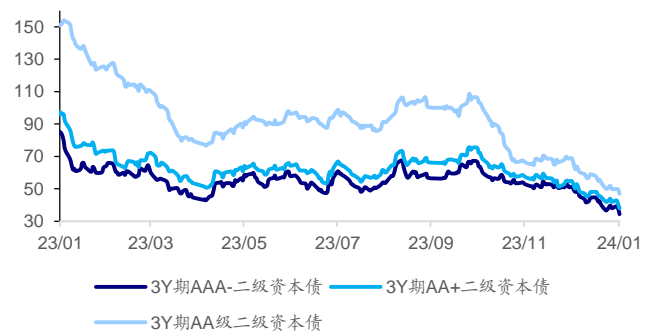
		利率水平(%)					
		5年期			3年期		
		AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
二级资本债	中位数	3.46	3.52	3.85	3.11	3.16	3.42
	当前水平	2.77	2.79	2.95	2.66	2.70	2.79
	1月31日分位数	0	0	0	6	5	0
	1月15日分位数	2	2	2	15	13	12
		与普通金融债利差（5年期）					
		AAA-	AA+	AA	AA-	A+	
二级资本债	中位数 (bp)	33	31	51	102	150	
	当前水平 (bp)	11	6	7	39	124	
	1月31日分位数 (%)	0	1	6	4	11	
	1月15日分位数 (%)	18	13	25	11	23	

注：数据为滚动三年分位数

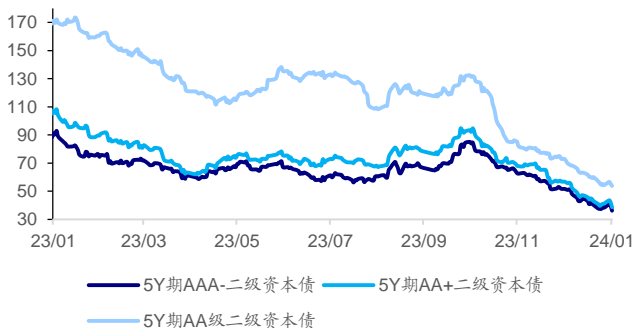
资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 1Y期各等级二级资本债利差（BP）


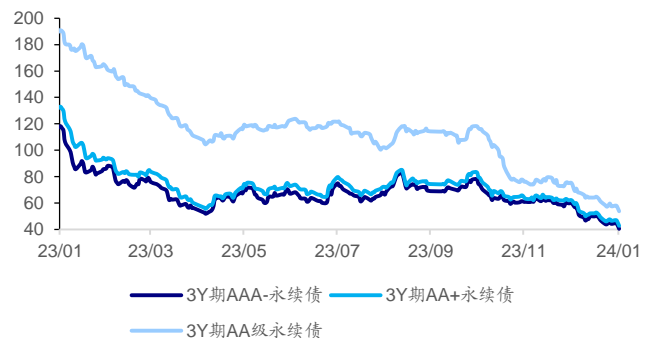
资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 1/31

图8 3Y期各等级二级资本债利差（BP）


资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 1/31

图9 5Y期各等级二级资本债利差（BP）


资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 1/31

图10 3Y期各等级永续债利差（BP）


资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 1/31

二永品种利差变动不大。截至 1 月 31 日，5 年期和 3 年期 AAA-二永品种利差分别为 8BP、6BP，较 1 月 15 日均走阔 1BP；AA+品种利差分别为 8BP、5BP，较 1 月 15 日分别走阔 2BP、走阔 1BP。

图11 AAA-永续债与二级资本债利差 (BP)



资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 1/31

图12 AA+永续债与二级资本债利差 (BP)

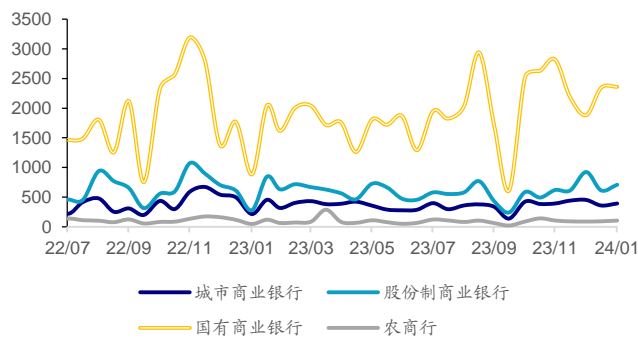


资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 1/31

3. 成交统计: 二永债成交量小幅下降

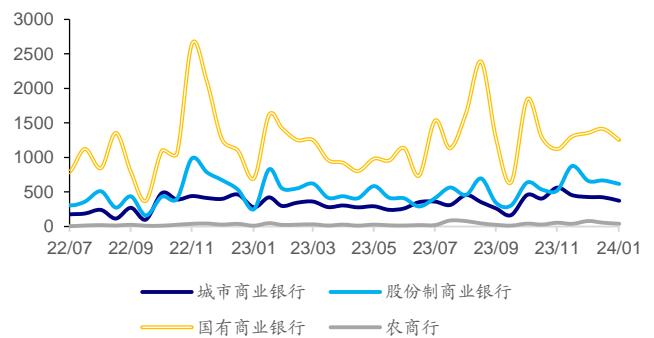
二永债成交量较 1 月前半月小幅下降。1 月后半月商业银行次级债成交额为 5850 亿元, 相较于 1 月前半月下降 124 亿元。二级资本债、永续债成交额分别为 3571 亿元、2278 亿元, 较 1 月前半月分别上升 156 亿元、下降 280 亿元。分类型来看, 与 1 月前半月相比, 各类型银行二级资本债成交额普遍上升, 其中股份行上升幅度最大(96 亿元); 各类型银行永续债成交额普遍下降, 其中大行下降幅度最大(159 亿元)。

图13 二级资本债成交额 (亿元)



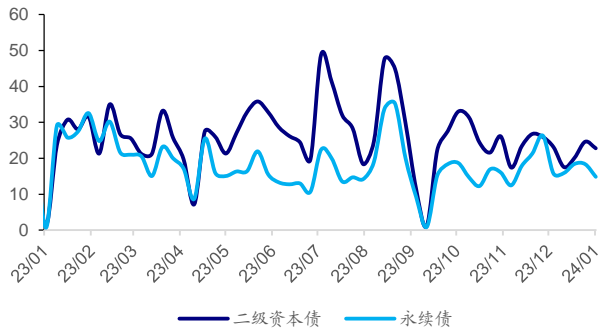
资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 1/31

图14 永续债成交额 (亿元)

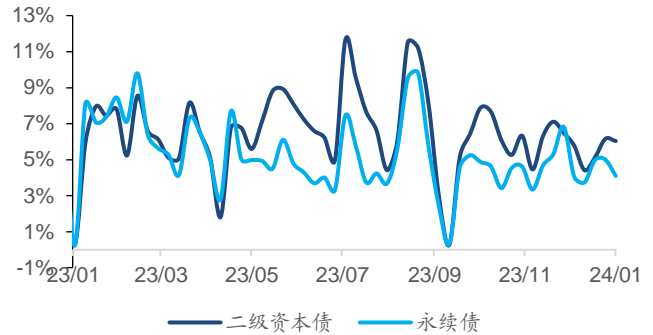


资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 1/31

二永债活跃券成交额和换手率较前一周双双下降, 永续债降幅更大。我们计算中债隐含评级为 AA+和 AAA-的商业银行次级债 22 年以来每周的换手率, 并将每周前 30 名的债券计为 1 分, 加总 22 年以来的得分并排名, 将排名前 15 名的债券作为活跃券。1/22-1/29, 二级资本债和永续债活跃券平均成交额分别为 23 亿元、15 亿元, 较前一周分别下降 2 亿元、下降 4 亿元; 换手率(当周成交额/周初债券余额)分别为 6.0%、4.1%, 较前一周分别下降 0.1pcts、下行 0.9pcts。

图15 二级资本债与永续债活跃券平均成交额（亿元）


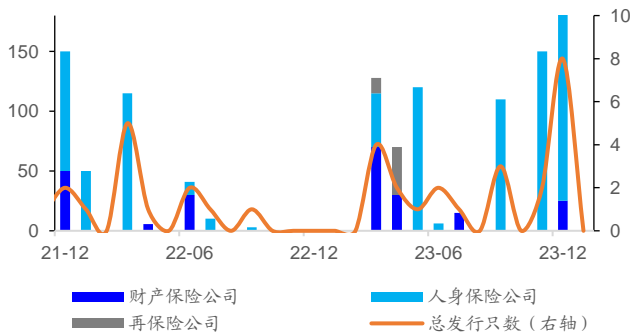
资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 二级资本债与永续债活跃券平均换手率（%）


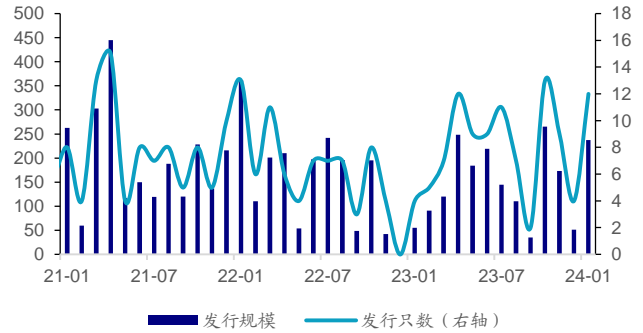
资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 保险和券商次级债：二级利差继续压缩

券商次级债发行放量，保险公司债仍无新发。1月后半月，证券公司次级债新发8只，合计规模为162亿元，较1月前半月环比增加87亿元。1月无新发保险公司债。

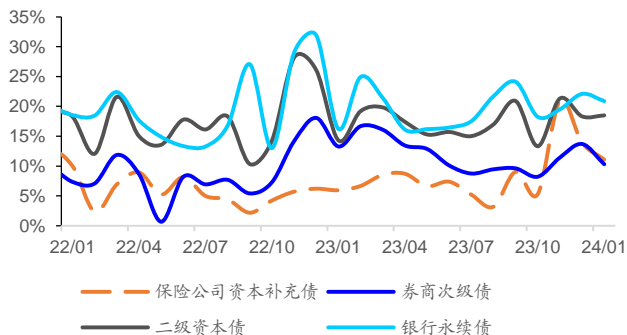
图17 保险次级债发行规模与只数（亿元，只）


资料来源：Wind，海通证券研究所；截至1/31，含保险永续债

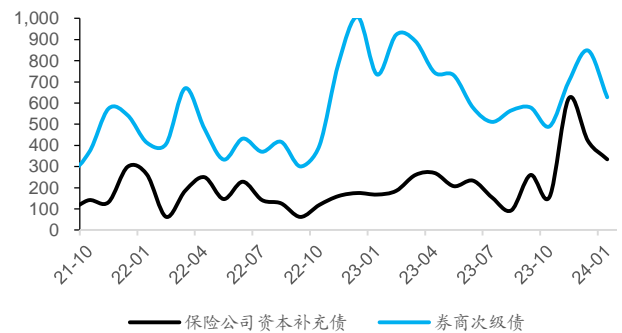
图18 证券公司次级债发行规模与只数（亿元，只）


资料来源：Wind，海通证券研究所；截至1/31

券商次级债和保险资本补充债成交活跃度均减弱。截至1月31日，1月保险资本补充债和券商次级债换手率（换手率=1月成交量/月初存量）分别为11.1%、10.3%，较23年12月分别环比下降2.8pcts、下降3.4pcts。与二级资本债对比来看，保险次级债与券商次级债换手率分别较二级资本债低7.4pcts，低8.2pcts。成交额方面，1月保险资本补充债和券商次级债成交额分别为335亿元、627亿元，较23年12月分别下降86亿元、221亿元。

图19 保险资本补充债与证券公司次级债月换手率（%）


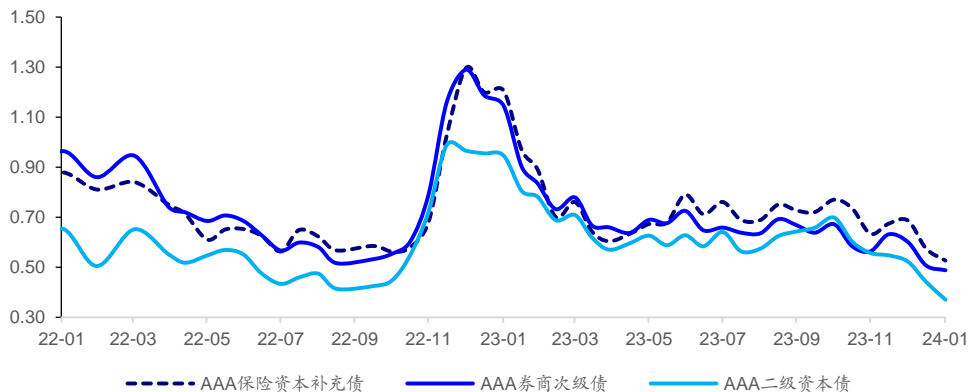
资料来源：Wind，海通证券研究所；截至1/31

图20 保险资本补充债与证券公司次级债月成交额（亿元）


资料来源：Wind，海通证券研究所；截至1/31

保险资本补充债和券商次级债二级利差继续压缩。我们用存量 AAA 债券的估值收益率减去当天相同剩余期限国开债收益率作为个券利差,以个券余额占存量 AAA 债券总余额的比重作为权重,计算 AAA 保险资本补充债、券商次级债和二级资本债的二级利差。截至 1 月 31 日,保险资本补充债、券商次级债的二级利差分别为 53BP、49BP,较 1 月 15 日分别下行 5BP、2BP。对比来看,截至 1 月 31 日,AAA 保险资本补充债、券商次级债平均利差分别较二级资本债高 16BP、高 12BP。

图21 AAA 保险资本补充债与券商次级债二级利差 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

5. 总结与投资价值分析

一级发行方面, 年初二永债发行量较少。1 月前半月 (1/1-1/15, 下同) 无新发银行二永债, 后半月 (1/16-1/31, 下同) 仅中行发行两只二级资本债, 合计规模为 600 亿元。

二级成交方面, 1 月后半月弱资质二级资本债信用利差大幅收窄, 短久期高等级二级资本债利差略有走阔。其中, 3Y、5Y 期 AA-和 A+二级资本债信用利差均收窄 14BP 及以上, 永续债信用利差均收窄 20BP 及以上。1Y 期中高等级二永债受短端无风险利率下降影响略有走阔。二永债品种利差变动不大。成交量较 1 月前半月小幅下降。

当前二永债信用利差和等级利差均在低位。当前二永债信用利差已偏低 (截至 1/31, 3-5 年期二永债信用利差均处于近 3 年 9%分位数及以下), 且等级利差也在低位 (截至 1/31, 3 年期 AA、AA+较 AAA-的等级利差分别为 13BP、4BP, 较 21 年以来的最低点均仅高出 3BP)。考虑到当前中小行经营承压、债市或维持低位震荡格局、资金面均衡偏松, 我们认为节前二永债的波段空间和进一步下沉性价比或有限。建议节后等待调整后的机会, 关注三月大行供给放量的可能性、重大会议召开对宽信用政策预期的扰动, 以及一季度末资本新规首个考核期对二永债供需的共同影响。

TLAC 已在路上, 供给或不及我们此前预期, 资产荒或将延续。1 月 26 日中行董事会决议通过分批次发行 1500 亿 TLAC 债、2 月 1 日农行董事会决议通过分批次发行 500 亿 TLAC 债。目前来看额度规模尚有限, 剩余的 TLAC 缺口压力或将通过存款保险基金等方式进行补充。在这种情况下, 今年 TLAC 债对于二永债的替代效应或有限, 正式落地对于二永利差的扰动也将被平滑。后续关注新品种 TLAC 债的配置价值, 其发行利率或介于普通金融债和二级资本债之间。中长期来看, 大行或将逐渐使用 TLAC 债代替到期的二永债以降低发行成本, 长久期二永债的利差中枢或将下移。

表 5 信用债品种利率水平与利差分位数(%, 截至 1 月 31 日)

1月31日		二级资本债			永续债			中票			城投债		
		AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
当前利率水平	1年期	2.50	2.51	2.57	2.58	2.59	2.67	2.46	2.56	2.61	2.52	2.57	2.63
	2年期	2.58	2.60	2.65	2.62	2.63	2.73	2.56	2.67	2.72	2.60	2.67	2.75
	3年期	2.66	2.70	2.79	2.72	2.75	2.86	2.60	2.73	2.86	2.64	2.71	2.82
	4年期	2.72	2.76	2.88	2.81	2.83	2.97	2.67	2.80	2.98	2.71	2.79	2.93
	5年期	2.77	2.79	2.95	2.85	2.88	3.15	2.77	2.90	3.08	2.80	2.88	3.02
与国开债利差所处分位数(3年)	1年期	35	27	11	31	25	8	54	49	33	74	52	31
	2年期	19	18	11	15	14	1	52	33	5	65	34	20
	3年期	9	9	2	7	5	0	13	3	0	22	5	3
	4年期	0	0	0	0	0	0	3	0	0	13	0	0
	5年期	0	0	0	0	0	0	9	1	0	11	0	0
与国开债利差所处分位数(1年)	1年期	46	28	9	36	28	10	81	80	65	90	69	39
	2年期	1	0	0	0	0	0	45	21	2	52	14	7
	3年期	0	0	0	0	0	0	1	1	0	4	0	0
	4年期	0	0	0	0	0	0	2	0	0	6	1	0
	5年期	0	0	0	0	0	1	5	2	0	7	0	0
		企业债			可续期产业债			非公开产业债			普通金融债		
		AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
当前利率水平	1年期	2.49	2.59	2.65	2.60	2.66	2.74	2.61	2.66	2.74	2.37	2.44	2.53
	2年期	2.58	2.68	2.73	2.70	2.76	2.83	2.73	2.79	2.91	2.45	2.52	2.62
	3年期	2.63	2.73	2.85	2.74	2.82	2.97	2.77	3.01	3.03	2.51	2.60	2.70
	4年期	2.67	2.80	3.02	2.81	2.89	3.33	2.93	3.13	3.42	2.57	2.66	2.77
	5年期	2.76	2.92	3.14	2.91	3.01	3.45	3.03	3.30	3.53	2.64	2.73	2.87
与国开债利差所处分位数(3年)	1年期	76	63	36	49	18	2	40	20	9	38	33	30
	2年期	65	38	7	35	9	0	25	3	0	42	25	9
	3年期	27	7	1	9	0	0	6	5	0	42	25	5
	4年期	11	0	0	1	0	0	5	0	0	50	30	17
	5年期	14	2	0	3	0	0	7	2	0	43	24	19
与国开债利差所处分位数(1年)	1年期	93	85	71	59	25	5	63	32	25	64	66	72
	2年期	50	19	4	3	4	1	19	3	1	23	15	20
	3年期	2	0	0	0	1	0	0	11	0	24	22	6
	4年期	2	0	0	1	0	0	1	0	0	63	56	48
	5年期	6	3	0	2	0	0	3	2	0	58	53	47

注：数据分别为滚动三年分位数和滚动一年分位数，永续债利差滚动三年分位数为 2021 年 8 月 16 日以来。

资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示： 基本面变化、政策不及预期、信用风险、供给大幅放量、债市调整或政策变化引发需求端抛售、数据统计存在遗漏或偏差。

信息披露

分析师声明

孙丽萍 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。