



固定收益专题

债券策略系列之二十：

二永债投资分析框架的再思考

证券分析师

徐亮

资格编号：S0120521060004

邮箱：xuliang3@tebon.com.cn

研报要点：

相关研究

基金配置系列研究：

《公募基金的信用债投资思路变迁》

《债基在利率上行中的信用债投资思路》

信用利差系列研究：

《当前信用利差分析，兼论信用利差什么情况下会收窄》

《信用利差什么情况下会走阔，信用债该如何配置》

信用债投资策略研究：

《城投债观察及投资系列之一：地方政府“化债”模式探讨》

《浙江省湖州市城投平台投资策略》

《浙江省嘉兴市城投平台投资策略（上）》

《新能源车产业和城市共振的“合肥观察”》

《芜湖城投有哪些看点—皖南地区城投债观察》

《皖南城投观察》

《皖北城投观察》

《“淄博烧烤”背后的城投债信用观察》

《河南一二二级市场跟踪》

《信用下沉思路之百强县》

《义乌：“小商品之都”的城投观察》

- 商业银行普通债作为“类利率”品种之一，收益率走势更多地跟随市场利率的变动，安全性高，有一定的价值挖掘空间，对于寻求投资稳健的机构来说，可重点关注商金债的投资机会。商业银行二级资本债和永续债具有相较于商金债更明显的票息优势，这个优势来自于因设定赎回权与减记条款而形成的条款溢价，对收益有一定要求的投资者可重点关注二永债的投资机会。为深入分析当前商业银行金融债的投资性价比，本文接下来将从信用利差点位分析、含权机会具体分析和骑乘策略比较分析这三个维度进行研究，旨在为投资者挖掘商业银行金融债个券的投资机会。
- **供给端概览：节奏上观察**，受年初不赎回、季节性因素、发行成本较高等因素的影响，去年上半年二永债的发行偏缓；四季度以来由于新一批资本补充债券批文的落地和亟待补充TLAC缺口的需求，二永债规模明显放量，供给节奏边际加快，二永债四季度发行规模为4294.90亿元，较2022年同期增加39.36%。**分银行类型来看**，国有行为二永债主要发行主力，股份行和城商行发行占比有所下降，但发行主体结构基本稳定。随着市场情绪逐渐修复和供给放量，商金债和永续债当前的发行成本已略低于2022年整年的发行成本，二级资本债较2022年略有抬升。截至2023年末TLAC缺口较大，而四大行获得的二永债批文额度难以覆盖全部缺口，预计今年全年银行次级债供给会明显放量，若TLAC非资本债券启动发行，可关注其配置价值。假设五大行是按照月度平均地发行资本工具，则2024年每个月预计发行规模1790.87亿元。考虑到银行拿到批文后会根据当下利率水平和到期期限来决定发行的时间和规模，因此需关注发行节奏上带来的影响。此外，根据历史经验，五大行在4-5月、9-12月这几个月份的二永债发行规模较大，2024年可对这些月份的供给规模进行关注。
- **二级市场观察：二永债的成交量和换手率呈逐年上升的趋势**，各品种换手率的排序为永续债>二级资本债>商金债。从估值走势来看，2023年整体收益率在上一年末理财赎回潮风波渐平后出现一定程度的估值修复，收益率有所下行；去年9月开始受政策出台较多和资金水平中枢有所抬升的影响，商业银行金融债的收益率出现回调，信用利差被动走阔，但步入11月之后二永债下沉行情明显，利差对应收窄。**商业银行三类主流金融债品种受政策预期以及基本面预期的影响较大**，尤其是二级资本债和永续债受政策的反馈效果更明显。
- **信用利差点位分析：从当前信用利差和所处分位数位置来看当前策略**，长期限二永债的利差基本已经压缩至历史低位，1年期AAA-二永债位于20%以上的历史分位，仍有一定的压缩空间；商金债方面，可关注1年期和3年期AAA-及AA+品种，大多处于22%以上的历史分位。**从等级利差视角来看**，2023年以来各品种等级利差整体出现先走阔后震荡收窄的趋势，当前二永债中低等级利差已跌至2023年以来低点。**从期限利差视角来看**，当前3Y-1Y期限利差明显大于5Y-3Y期限利差。此外，通过对比商业银行二级资本债、证券公司非永续次级债和保险公司非永续次级债，以及商业银行永续债与证券公司永续债的利差情况，我们发现在非永续次级债品种中，1年期AAA和AA+银行二级资本债性价比比较高，如果下沉到低等级品种，券商和保险公司更具投资性价比；而在永续债品种中，银行永续债有更明显的票息优势。
- **含权机会具体分析**：通过观察历史上二级资本债不赎回的案例，我们发现2021年以前商业银行不赎回债券可以为投资者带来额外收益，但2021年之后商业银行不行使赎回权则会给投资者带来损失，资质较弱的商业银行在不行使赎回权的时候投资者受到的损失更大。商业银行的主体评级和赎回收益的相关系数为60.55%，主体评级越低的银行不行使赎回权会给投资者带来更大的亏损。因此在择券二永债时可关注以下几个方面：**(1) 发行银行的主体评级，不建议过度下沉资质。(2) 发行银行的资本充足水平。(3) 债券的票面利率和当前同一剩余期限的二永债到期收益率。**
- **骑乘策略比较分析**：从收益静态测算的角度来看，在2024年1月26日，5Y以内的期限对比，二永债各期限之间的区别不大，**建议可以优先考虑1Y和3Y左右**。进一步来看，如果组合能够接受低久期，那么选择1Y左右永续债是不错的；如果组合需要久期高一些，可以优先选择3Y左右二级资本债。与此同时，**如果投资者认为曲线变陡幅度有限，那么可以选择5Y左右二级资本债+期货部分对冲的形式，保持久期与3Y左右一致。**
- **风险提示**：行业面临政策不及预期风险、基本面下行风险、信用风险蔓延。



内容目录

1. 商业银行金融债市场现状	4
1.1 商业银行金融债供给端概览	5
1.2 商业银行金融债二级市场	8
2. 近期行情复盘	10
3. 商业银行金融债择券思路	12
3.1 信用利差点位分析	12
3.2 含权机会具体分析	16
3.3 二永债骑乘策略比较	19
风险提示	23
信息披露	24

图表目录

图 1: 商业银行普通债和二永债占存量金融债市场（除政金债外）总额超七成	4
图 2: 2023 年前三季度二永债发行规模不及 2022 年同期水平	5
图 3: 商业银行二永债发行规模-按银行类型分（亿元、只）	6
图 4: 2022 年、2023 年二永债发行主体结构（%）	6
图 5: 各品种发行票面成本-按季度（%）	6
图 6: 各品种发行票面成本-按年度（%）	6
图 7: 二级资本债发行规模和品种利差走势	6
图 8: 永续债发行规模和品种利差走势	6
图 9: 2020 年以来工、农、中、建、交五大行二永债的月度发行规模（亿）	8
图 10: 商业银行各品种金融债历年成交量情况（亿元）	9
图 11: 商业银行各品种金融债历年换手率情况（%）	9
图 12: 各期限 AAA-商业银行普通债收益率走势（%）	9
图 13: 各期限 AA+商业银行普通债收益率走势（%）	9
图 14: 各期限 AAA-商业银行二级资本债收益率走势（%）	9
图 15: 各期限 AA+商业银行二级资本债收益率走势（%）	9
图 16: 各期限 AAA-商业银行永续债收益率走势（%）	10
图 17: 各期限 AA+商业银行永续债收益率走势（%）	10
图 18: 不同银行类型二级资本债信用利差走势（BP）	10
图 19: 不同银行类型永续债信用利差走势（BP）	10
图 20: 截至 2024 年 1 月 26 日城农商行二永债信用利差情况（BP）	11
图 21: 2023 年以来二级资本债与信用债品种利差走势（BP）	11
图 22: 2023 年以来永续债与信用债品种利差走势（BP）	11
图 23: 3 年期各品种信用利差中枢情况（BP）	12
图 24: 1 年期各等级商业银行普通债利差走势（BP）	13
图 25: 3 年期各等级商业银行普通债利差走势（BP）	13
图 26: 3 年期各等级商业银行二级资本债利差走势（BP）	13
图 27: 3 年期各等级商业银行永续债利差走势（BP）	13
图 28: 二级资本债等级利差走势（BP）	14
图 29: 永续债等级利差走势（BP）	14
图 30: 二级资本债期限利差走势（BP）	15
图 31: 永续债期限利差走势（BP）	15
图 32: AAA-二级资本债持有收益对比（单位：% , 2024.1.26）	21

图 33: AAA-永续债持有收益对比 (单位: %, 2024.1.26)21

表格目录

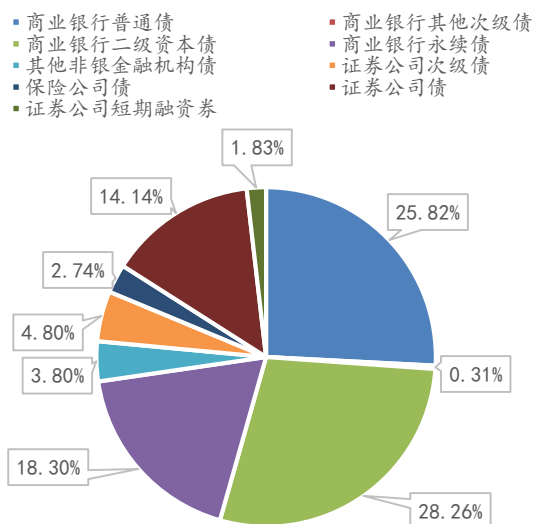
表 1: 工、农、中、建、交五大行 TLAC 静态缺口粗略测算 (不考虑存款保险基金部分)	7
表 2: 不同发行比例下二永债净融资规模	8
表 3: 截至 2024 年 1 月 26 日商业银行金融债各期限各品种信用利差和历史分位数情况 (BP、%)	14
表 4: 截至 2024 年 1 月 26 日商业银行金融债各品种等级利差和历史分位数情况 (BP、%)	14
表 5: 截至 2024 年 1 月 26 日商业银行金融债各品种期限利差和历史分位数情况 (BP、%)	15
表 6: 截至 2024 年 1 月 26 日其他金融债品种个券利差情况及历史分位数 (BP、%)	16
表 7: 历史上不赎回二级资本债情况 (元、%)	18
表 8: 发行票面和 5 年期到期收益率价差空间在 2.20% 以上的二级资本债一览	19
表 9: 截至 2024 年 1 月 26 日 AAA-二级资本债骑乘策略测算 (%、BP)	20
表 10: 截至 2024 年 1 月 26 日 AAA-永续债骑乘策略测算 (%、BP)	20
表 11: 国有行部分二级资本债收益测算 (%、BP, 假设从 2024.1.24 持有至 2 月底)	21
表 12: 股份行部分二级资本债收益测算 (%、BP, 假设从 2024.1.24 持有至 2 月底)	22
表 13: 国有行部分永续债收益测算 (%、BP, 假设从 2024.1.24 持有至 2 月底)	23
表 14: 股份行部分二级资本债收益测算 (%、BP, 假设从 2024.1.24 持有至 2 月底)	23

1. 商业银行金融债市场现状

为满足监管对商业银行资本充足率的要求，商业银行资本补充工具应运而生。最早的银行资本补充工具可以追溯至 2004 年至 2012 年期间，彼时国内还在实行巴塞尔协议 II，银行资本划分为核心资本和附属资本，附属资本的补充工具主要是次级债和混合资本债这两个品种。随着巴塞尔协议 III 的发布，银行资本简化为一级资本和二级资本，2012 年开始国内银监会也开始执行巴塞尔协议 III，并在同年 6 月颁布了《商业银行资本管理办法（试行）》，市场正式从旧式次级债向新二级资本债过渡。目前市场上仅有少数几只银行旧式次级债存续，但已无存量混合资本债。

当前商业银行发行的金融债券主要包括商业银行普通债、商业银行二级资本债和商业银行永续债，前者募集资金直接用于拓展银行业务、充实资金来源，一般不设特殊条款，后两者则以补充资本为主，可用于补充银行的二级资本和其他一级资本。截至 2024 年 1 月 26 日，商业银行二级资本债和永续债的存量规模分别达到了 3.64 万亿元和 2.36 万亿元，占存量金融债市场（除政金债外）约 46.56%，普通债的存量规模为 3.33 亿元，占比为 25.82%，三者为国内金融债市场主要发行品种。

图 1：商业银行普通债和二永债占存量金融债市场（除政金债外）总额超七成



资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所

2021 年以来地产和弱资质国企债券违约，信用风险加剧，叠加近年来理财市场多次出现集中赎回的现象，在此背景下投资者不再盲目追求高收益，对投资资产的安全性和流动性有了更高的要求，商业银行发行的金融债券作为风险相对可控且具有一定超额收益的债券品种，近年来受到投资者的追捧。商业银行普通债作为“类利率”品种之一，收益率走势更多地跟随市场利率的变动，安全性高，有一定的价值挖掘空间，对于寻求投资稳健的机构来说，可重点关注商金债的投资机会。商业银行二级资本债和永续债具有相较于商金债更明显的票息优势，这个优势来自于因设定赎回权与减记条款而形成的条款溢价，对收益有一定要求的

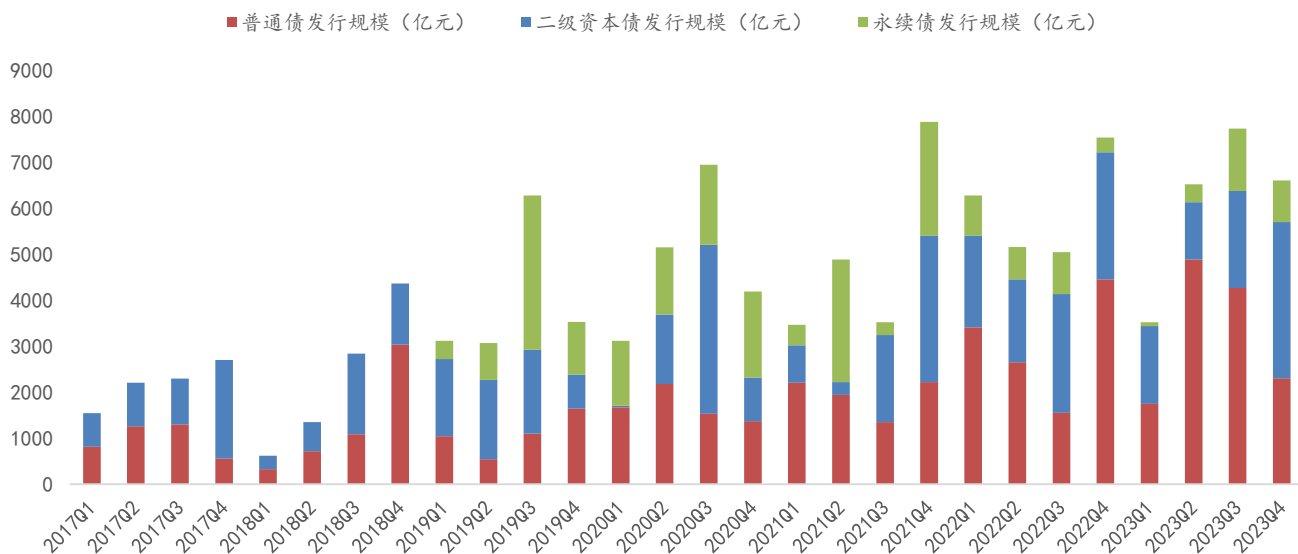
投资者可重点关注二永债的投资机会。

为深入分析当前商业银行金融债的投资性价比，本文接下来将从信用利差点位分析、含权机会具体分析和骑乘策略比较分析这三个维度进行研究，旨在为投资者挖掘商业银行金融债个券的投资机会。

1.1 商业银行金融债供给端概览

2023 年前三季度二永债发行规模有所收缩，整体发行量不及 2022 年同期水平，四季度开始二永债明显放量。2023 年前三季度商业银行普通债发行 10892 亿元，较上一年同期同比增加 43.09%，二永债前三季度的发行规模合计为 6873 亿元，较 2022 年同比减少-22.42%。节奏上观察，受年初不赎回、季节性因素、发行成本较高等因素的影响，去年上半年二永债的发行偏缓，发行规模为 3413 亿元，较 2022 年上半年的 5371.5 亿元同比减少 36.46%。四季度以来由于新一批资本补充债券批文的落地和亟待补充 TLAC 缺口的需求，二永债规模明显放量，供给节奏边际加快，二永债四季度发行规模为 4294.90 亿元，较 2022 年同期增加 39.36%。

图 2：2023 年前三季度二永债发行规模不及 2022 年同期水平

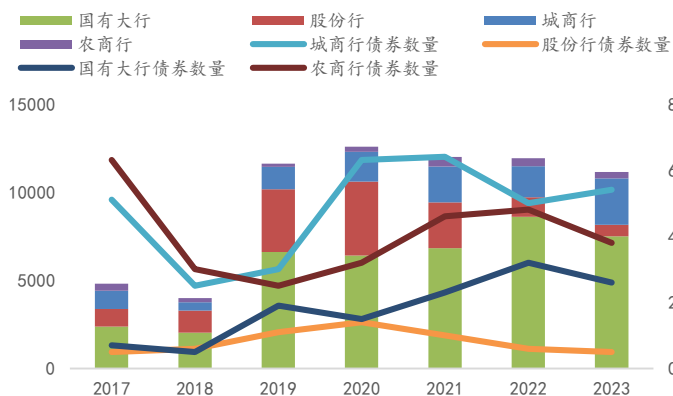


资料来源：Wind，德邦研究所

国有行为二永债主要发行主力，股份行和城商行发行占比有所下降，但发行主体结构基本稳定。分银行类型来看，国有大行是发行商业银行金融债特别是次级债品种的主力，2018 年以来国有大行的二永债发行规模占二永债发行总量的五成以上，2022 年和 2023 年的发行规模占比达到 72.02%和 67.16%。股份行发行二永债的规模占比在 2022 年和 2023 年以来出现大幅下降，2022 年以前股份行占比在 20%-30%左右，到 2022 年发行占比仅为 9.21%，2023 年的发行占比不到 6%。城商行和农商行受资本水平承压和融资渠道不足的影响较大，发行次级债的积极性较高，但因单只债券发行规模较小，整体发行规模占比并不突出，

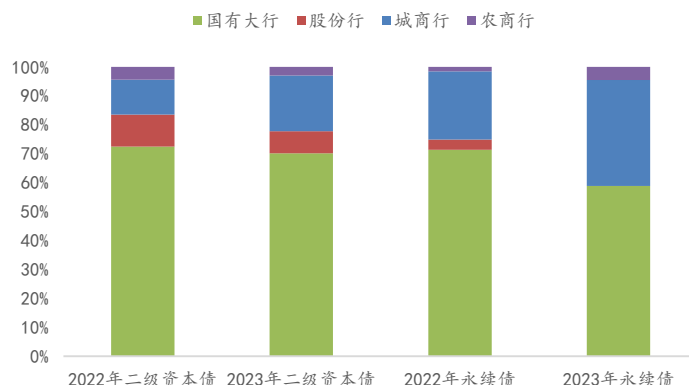
城商行发行二永债占比在 25% 以下，农商行发行规模占比则始终低于 10%。

图 3：商业银行二永债发行规模-按银行类型分（亿元、只）



资料来源：Wind，德邦研究所

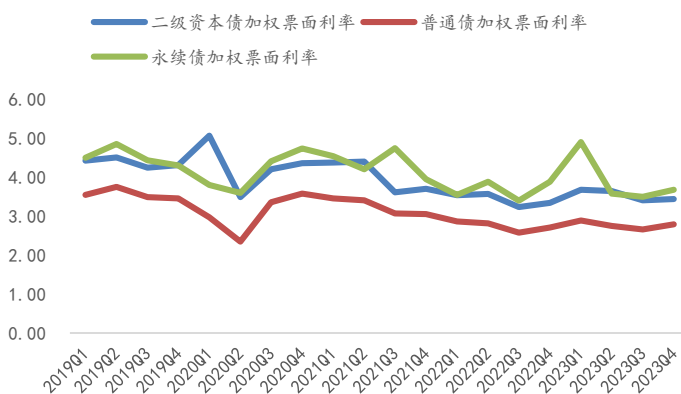
图 4：2022 年、2023 年二永债发行主体结构（%）



资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所

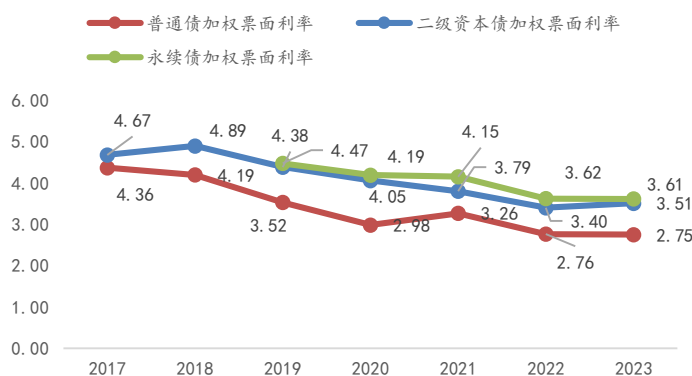
2023 年末二级资本债的发行成本较 2022 年有所提升，商金债和永续债出现小幅下降。从加权票面利率来看，2022 年以前商业银行金融债各个品种的发行成本基本保持下行的趋势，直到 2022 年下半年在理财赎回潮的冲击下，投资者大量抛售二永债，对债市形成的负反馈导致二永债的发行利率出现不同程度的走高，2023 年一季度普通债、二级资本债和永续债的加权平均票面为 2.89%、3.68% 和 4.90%，较 2022 年四季度分别上升了 0.18、0.34 和 1.02 个百分点。但随着市场情绪逐渐修复和供给放量，2023 年末统计的各个品种的加权票面利率均较年初有所下降，商金债和永续债当前的发行成本已略低于 2022 年整年的发行成本，二级资本债的年度加权平均票面为 3.51%，而 2022 年整年二级资本债的平均发行成本为 3.40%，票面成本有所抬升。

图 5：各品种发行票面成本-按季度（%）



资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所

图 6：各品种发行票面成本-按年度（%）

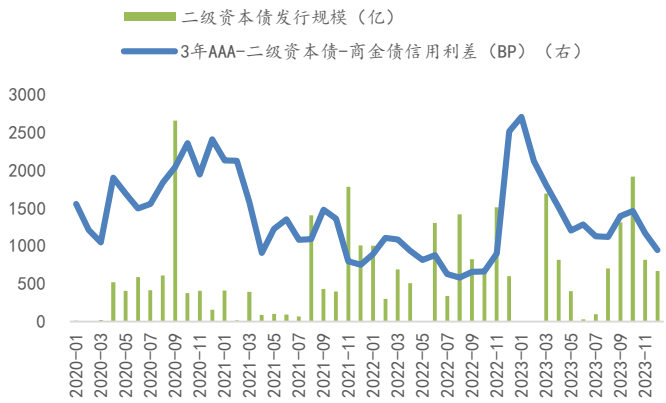


资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所

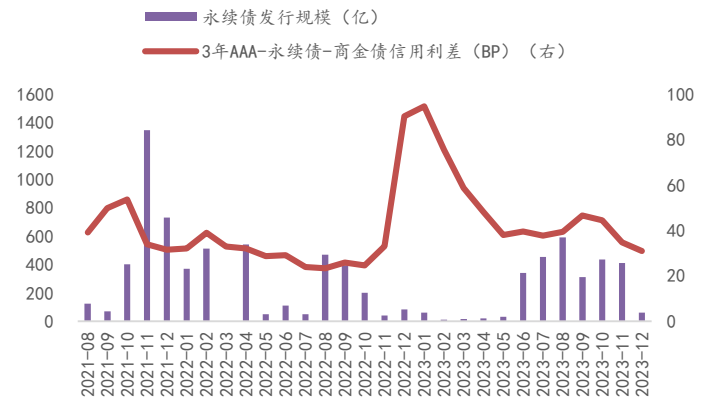
二永债供给放量不一定会造成信用利差走阔。从二永债历年月度的发行规模和商金债之间的品种利差对比发现，当二永债发行放量的时候，二级资本债-商金债和永续债-商金债的信用利差不一定随之走阔，说明二永债利差的波动可能受市场风险事件和机构行为影响较大。

图 7：二级资本债发行规模和品种利差走势

图 8：永续债发行规模和品种利差走势



资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所



资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所

TLAC 缺口较大，而五大行当前获得的二永债批文额度难以覆盖全部缺口，预计今年全年银行次级债供给会明显放量，若 TLAC 非资本债券启动发行，可关注其配置价值。根据央行和银保监会联合发布的《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》，外部总损失吸收能力风险加权比率自 2025 年 1 月 1 日起不得低于 16%，自 2028 年 1 月 1 日起不得低于 18%。2023 年工、农、中、建、交三季报的资本充足率分别为 18.79%、16.62%、17.30%、17.57%和 14.65%，扣减掉应该满足的监管要求比率（储备资本、逆周期资本和系统重要性银行附加资本）后，各家银行对应 TLAC 风险加权比率分别为 14.79%、12.62%、13.30%、13.57%和 11.15%，均低于监管要求。而去年下半年以来，中国银行、农业银行和建设银行分别获得 4500 亿、4500 亿和 2000 亿元二级资本债额度，交通银行近期也获得 1400 亿元资本工具的额度，但这些额度我们预计不足以覆盖 TLAC 缺口，预计后续五大行仍会申请新批文来满足资本补充的需求。

表 1：工、农、中、建、交五大行 TLAC 静态缺口粗略测算（不考虑存款保险基金部分）

	工商银行	农业银行	中国银行	建设银行	交通银行
资本充足率 (%)	18.79	16.62	17.30	17.57	14.65
储备资本比率 (%)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
逆周期资本比率 (%)	0	0	0	0	0
附加资本要求比率 (%)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.00
TLAC 风险加权比率 (%)	14.79	12.62	13.30	13.57	11.15
风险加权资产 (亿元)	245173.23	222649.33	184264.48	222269.42	87959.93
TLAC 静态缺口 (亿元)	2966.60	7525.55	4975.14	5401.15	4266.06

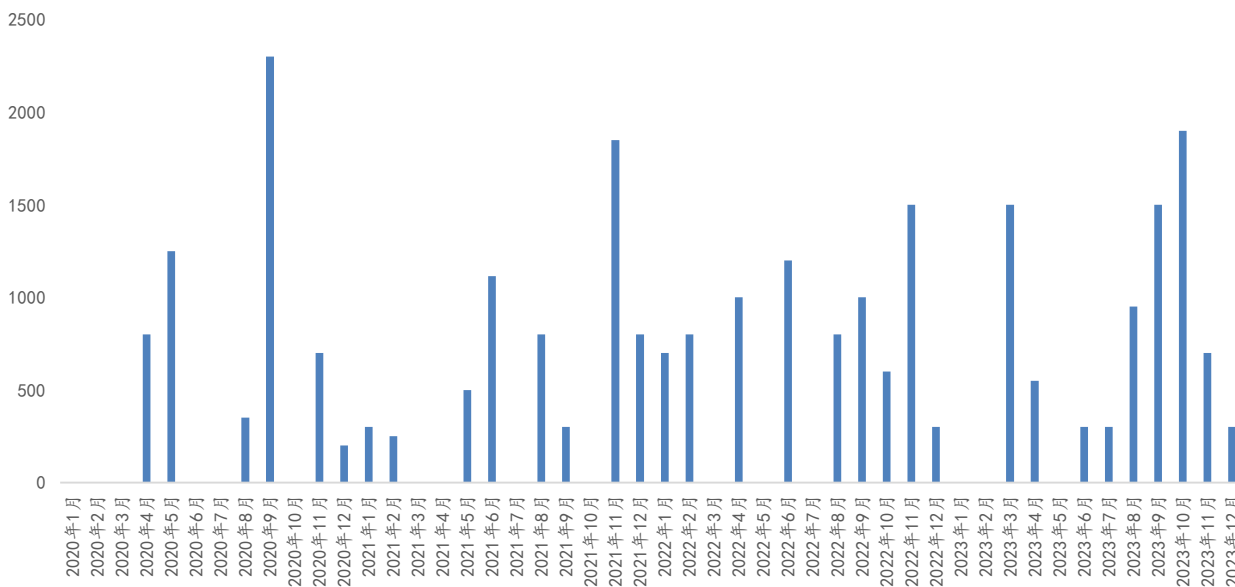
资料来源：Wind，德邦研究所测算

注：工商银行、中国银行和交通银行未披露 2023 年三季度风险加权资产金额，我们根据一级资本充足率和资本充足率反推算得出。

截至 2023 年末，据我们测算五大行 TLAC 缺口约为 2.33 万亿元（五大行三季度 TLAC 静态缺口 2.51 万亿-2023 年 10 月 1 日至 2023 年末五大行二永债净融资为 0.18 万亿）。根据上述的《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》，工、农、中、建需在 2024 年底完成外部总损失吸收能力风险加权比率不低于 16% 的监管要求，而交行于 2023 年 11 月 27 日首次上榜，根据监管规定，2022 年 1 月 1 日之后被认定为全球系统重要性银行的商业银行，应当自被认定之日起三年内满足本办法规定的外部总损失吸收能力要求，即交行暂只需要在 2026 年末达标即可。照此推算，工、农、中、建四大行需在接下来的 12 个月通过资本工具

来补充缺口，交行则有 36 个月的补充时间。假设五大行是按照月度平均地发行资本工具，则 2024 年每个月预计发行规模 1790.87 亿元。考虑到银行拿到批文后会根据当下利率水平和到期期限来决定发行的时间和规模，因此需关注发行节奏上带来的影响。此外，根据历史经验，五大行在 4-5 月、9-12 月这几个月份的二永债发行规模较大，2024 年可对这些月份的供给规模进行关注。

图 9：2020 年以来工、农、中、建、交五大行二永债的月度发行规模（亿）



资料来源：Wind，德邦研究所

我们还测算了二永债补充 TLAC 缺口在不同比例下的净融资规模情况，假设今年补充 TLAC 缺口的资本工具 100%、90%、80%、70%和 60%由二永债发行，那么 2024 年全年二永债的净融资规模分别为 12140.99 亿元、9807.54 亿元、7474.09 亿元、5140.64 亿元和 2807.19 亿元。

表 2：不同发行比例下二永债净融资规模

假设二永债发行比例 (%)	100%	90%	80%	70%	60%
二永债补充 TLAC 缺口规模 (亿元)	23334.49	21001.04	18667.59	16334.14	14000.69
2024 年二永债到期规模 (亿元)	11193.5	11193.5	11193.5	11193.5	11193.5
2024 年二永债净融资规模 (亿元)	12140.99	9807.54	7474.09	5140.64	2807.19

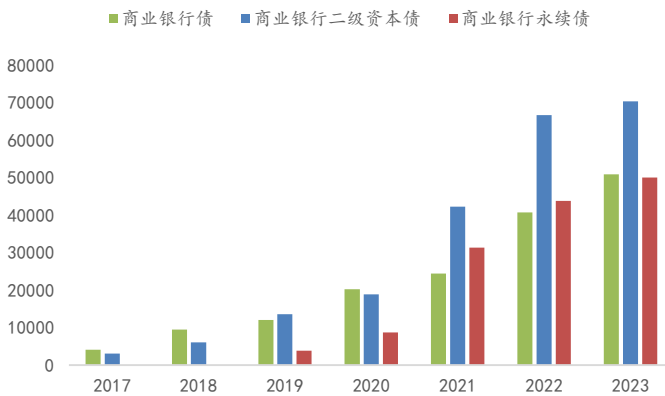
资料来源：Wind，德邦研究所测算

1.2 商业银行金融债二级市场

二永债的成交量和换手率基本呈逐年上升的趋势，各品种换手率的排序为永续债>二级资本债>商金债。二级资本债在发行之初市场化程度不高，主要以银行之间互持为主，因此最开始流动性不强；永续债由于起步晚，投资者结构较为集

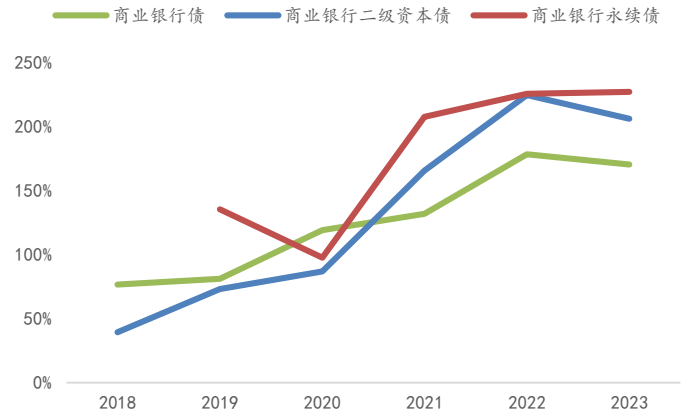
中，整体的年成交规模小于二级资本债。2019年二永债的成交量合计为1.74万亿，2021年随着“资产荒”行情开始演绎，商业银行金融债市场成交活跃度明显提升，流动性也逐年增强，二永债的成交规模和换手率整体呈现上升的趋势，到了2022年成交规模攀升至11.04万亿，三年时间交易量增长超六倍，可见在市场对二永债的认可度明显提升。2023年初以来，商金债、二级资本债和永续债的成交量分别为5.08万亿、7.03万亿和5.00万亿元，规模较大；商金债、二级资本债和永续债的换手率分别为169.91%、205.71%和226.51%。

图 10：商业银行各品种金融债历年成交量情况（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所

图 11：商业银行各品种金融债历年换手率情况（%）

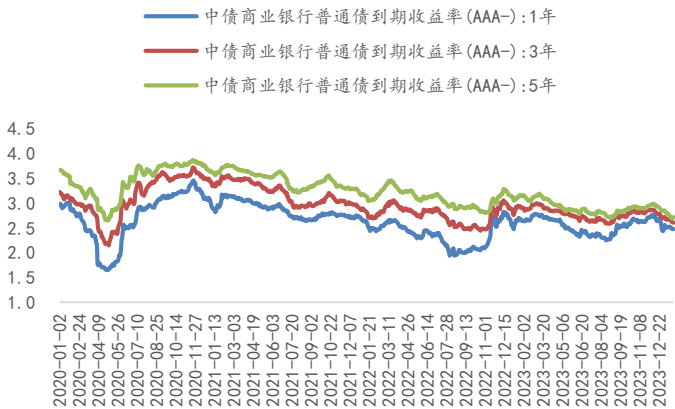


资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所

注：换手率=年度成交量 / ((年度债券规模+年末债券规模) / 2)

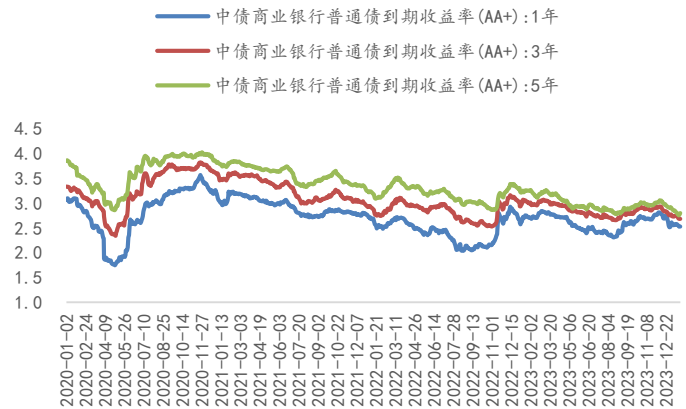
2023年以来受政策端影响，各等级各期限商业银行金融债收益率普遍处于波动的态势，2023年初至1月末，整体收益率在上一年末理财赎回潮风波渐平后出现一定程度的估值修复，收益率有所下行；随着3月央行降准落地，宽信用政策下结构性“资产荒”再现，整体收益率在2月到3月出现短暂冲高，但随后持续呈现下行趋势；9月开始受政策出台较多和资金水平中枢有所抬升的影响，商业银行金融债的收益率出现回调，信用利差被动走阔，但步入11月之后二永债下沉行情明显，利差对应收窄。以上对收益率走势的回顾复盘可以反映出商业银行三类主流金融债品种受政策预期以及基本面预期的影响较大，尤其是二级资本债和永续债受政策的反馈效果更明显。

图 12：各期限 AAA-商业银行普通债收益率走势（%）



资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所

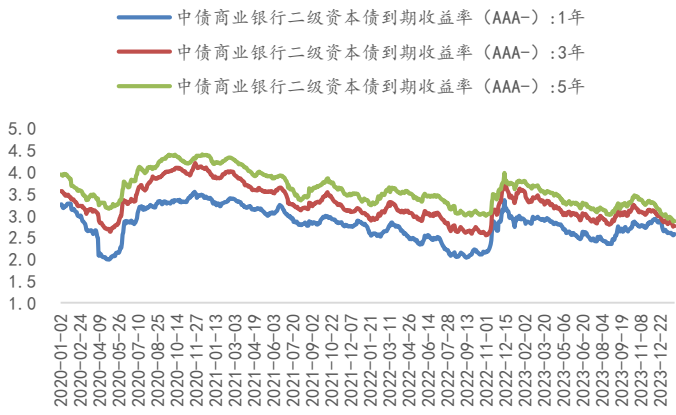
图 13：各期限 AA+商业银行普通债收益率走势（%）



资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所

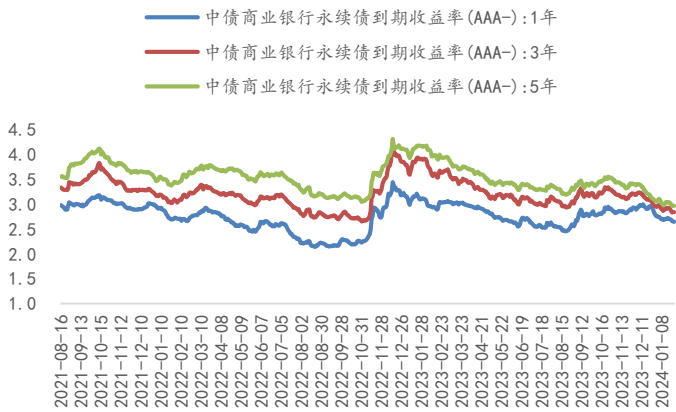
图 14：各期限 AAA-商业银行二级资本债收益率走势（%）

图 15：各期限 AA+商业银行二级资本债收益率走势（%）

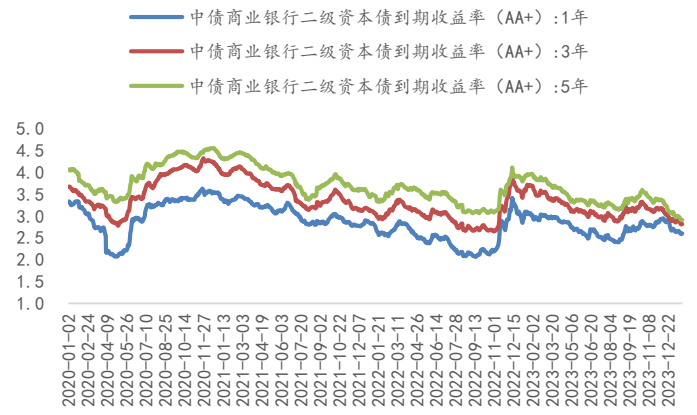


资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所

图 16：各期限 AAA-商业银行永续债收益率走势 (%)

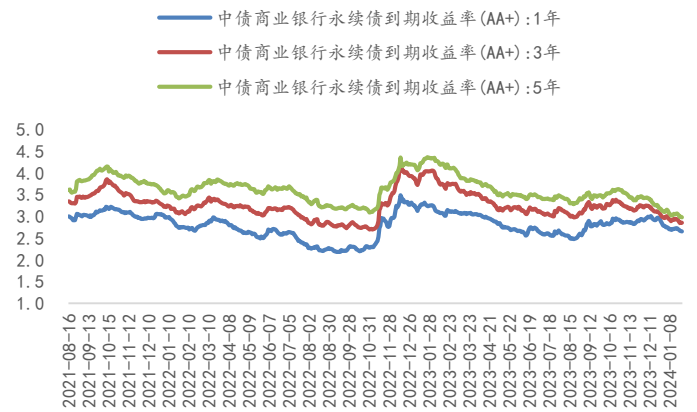


资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所



资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所

图 17：各期限 AA+商业银行永续债收益率走势 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所

2. 近期行情复盘

2023 年进入 11 月后，二永债行情火热，信用利差明显收窄。具体来看，12 月 15 日二永债信用利差均较 11 月初出现不同程度的收窄，不同银行类型之间收窄程度有所分化，城商行和农商行收窄幅度更大。不过相比于国有行和股份行，城农商行的信用利差仍比较高，有一定压缩的空间。截至 2024 年 1 月 26 日，二级资本债方面，城农商行信用利差较 11 月初分别下行 78.26BP 和 89.63BP；永续债方面，城农商行信用利差较 11 月初分别下行 107.17BP 和 83.09BP。

图 18：不同银行类型二级资本债信用利差走势 (BP)

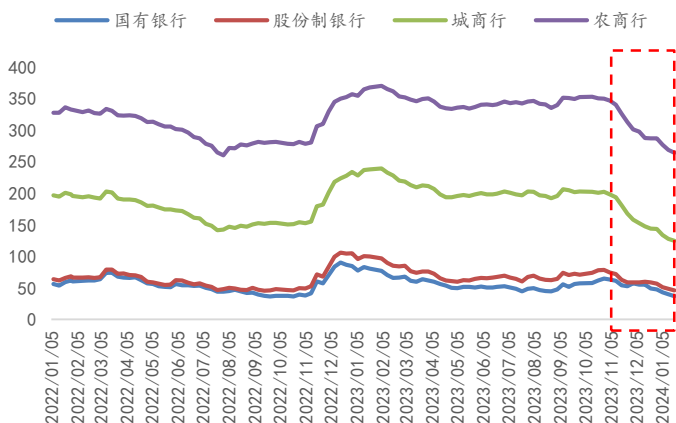
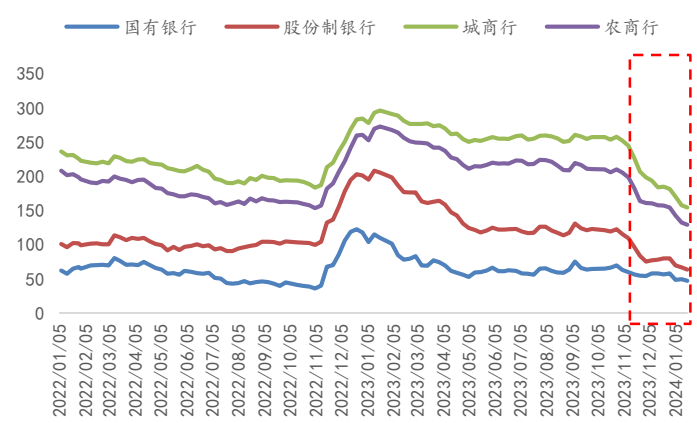


图 19：不同银行类型永续债信用利差走势 (BP)



资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所

资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所

二永债资质下沉和拉久期现象明显，体现在 3-5Y 的 AA+/AA 级二永债利差压缩幅度相对更大。具体来看，商金债信用利差较去年 11 月初出现分化，但变动情况不大。二永债方面，1-3Y 和 3-5Y 中低等级的二级资本债信用利差均较 11 月初下行超过 90BP，永续债下行幅度也在 91bp 以上，或反映出在当前“资产荒”格局，机构为寻求超额收益对银行二永债进行信用下沉和拉长久期。

图 20：截至 2024 年 1 月 26 日城农商行二永债信用利差情况 (BP)

城市商业银行									
信用利差 (BP)	普通债			二级资本债			永续债		
	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y
AAA	35.14	30.95	24.00	59.26	54.07	63.58	66.89	93.82	113.70
AA+	49.89	48.30		155.67	130.11	148.79		144.42	217.92
AA	84.05	66.24		234.71	189.62	234.82		281.86	325.66
较11月初利差变动 (BP)	普通债			二级资本债			永续债		
	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y
AAA	10.24	-2.05	-6.68	-28.50	-38.95	-78.83	66.89	-61.92	-122.43
AA+	6.61	-3.41		-27.63	-101.48	-129.81		-114.52	-131.66
AA	15.39	-19.65		10.48	-103.24	-134.07		-100.81	-119.58

农村商业银行									
信用利差 (BP)	普通债			二级资本债			永续债		
	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y
AAA	34.86	31.20		55.10	55.13	55.39		72.97	67.61
AA+	38.19	46.58		80.00	102.05	132.66		108.83	138.54
AA	59.29	62.50		166.43	189.62	216.86		284.58	325.60
较11月初利差变动 (BP)	普通债			二级资本债			永续债		
	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y
AAA	6.51	-4.49		4.52	-58.43	-52.36		-43.58	-73.78
AA+	6.39	-2.45		-55.87	-90.65	-138.86		-123.37	-142.46
AA	7.28	-1.43		-60.99	-103.24	-109.23			-91.70

资料来源：同花顺 iFinD，德邦研究所

从绝对收益角度来看，进入 2023 年 12 月份后二永债性价比不高，二级资本债配置价值略低于其他信用债品种。二永债与中短票和城投债的利差空间波动较大，尤其是二级资本债 2023 年以来出现多次品种利差为负的情况，或是受到不赎回舆情增多的影响。反观永续债的利差优势更为明显，虽较 2023 年一季度有所缩窄，但基本维持在 10BP-20BP 左右的区间。截至 2024 年 1 月 26 日，3 年期 AA+二级资本债-中短票和二级资本债-城投债的品种利差分别为 0.29BP 和 0.35BP，永续债的则分别为 4.83BP 和 4.89BP。

图 21：2023 年以来二级资本债与信用债品种利差走势 (BP)

图 22：2023 年以来永续债与信用债品种利差走势 (BP)

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/398075115050006033>