司库策略谈第 176 期：11 月银行资本补充回顾

司库策略周报

郭益忻
兴业研究分析师
电话：021_22852766
邮箱：880708@cib.com.cn

摘要

3 季度末，全行业资本充足水平整体有所改善，但仍存较大隐忧；机构维度，改善的主要是国股大行，中小银行作为整体资本充足率仍在下滑；资本层级维度，改善的主要是其他一级和全口径，核心一级资本充足率仍在下滑。

专项债补充资本金方面，用于补充中小银行资本金的 2000 亿地方政府专项债额度已经正式下达，并将在 12 月完成发行。其中首单将于下周落地，形式上将以间接入股方式向广东地区的 4 家农商农信机构注资。

11 月资本补充方面，配股这一阔别多年的募资方式再度亮相，以缓解机构补充核心资本的迫切压力。其他层级方面，永续债和二级资本债发行量合计接近 1500 亿，环比 10 月发行量翻倍有余，仍然保持较高水平。存量包商银行二级资本债在月中全额减记，造成中小银行二级资本债市场暂时封冻，后续演化来看，资本债发行市场化道阻且长。

流动性提示及下周操作策略

扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

下周，公开市场 5000 亿到期，政府债当周净发行 1209 亿，其中，国债发行缴款 2080 亿，地方债发行缴款 250 亿，资本工具缴款 41 亿。

NCD 到期量 5731 亿，到期量为 12 月峰值；

下周跨月，公开市场到期规模较大，而一次性 MLF 续作放在了下下周二，若延续本周以来少量续作的方式，下周资金面将边际收敛，短端利率将有所反弹；

NCD 价格阶段性触底反弹，或将在下周随资金面收紧而重拾升势；

关键词：资产负债管理，资本补充

市场回顾

本周资金面边际有所收敛，央行本周一超预期投放 2000 亿 MLF，对短期资金面带来提振，随后几天到期量均少量续作，提振效应退散。短期利率方面，隔夜略高于 1%，7D 略高于 2%，仍处于相对较低水平。

图表 1：银行间市场主要准利率周变化情况（1 年期以内）

指标名称	DR001	DR007	DR014	SHIBOR1M	SHIBOR3M	SHIBOR6M	SHIBOR9M	SHIBOR1Y
2020/12/4	1.0786	2.0372	2.0069	2.6960	3.0830	3.1560	3.2065	3.2578
2020/11/27	0.8178	2.3676	2.7335	2.7340	3.1360	3.1810	3.2500	3.2890
差异（bps）	26.08	-33.04	**-72.66**	-3.80	-5.30	-2.50	-4.35	-3.12

来源：wind，兴业研究

图表 2：非银机构短期融资利率周变化情况（7 天以内）

指标名称	R001	R007	GC001	GC007
2020/12/4	0.00	0.00	2.32	2.58
2020/11/27	0.89	2.58	2.59	2.66
差异（bps）	-89.14	-258.37	-26.60	-7.70

来源：wind，兴业研究

同业存单发行方面，本周发行量接近 4200 亿，环比上周放大近 1000 亿，全市场余额止跌反弹，目前总规模 11.04 万亿。利率方面，一级市场本周受到 MLF 超预期续作提振，出现 10BP 幅度的显著回落。目前 3M 3.1%，1Y3.25%。期限方面，本周主要在 3M 和 1Y。本周，NCD 市场浮息品种发行 35 亿，期限 1Y，加点数为 SHIBOR+10BP。

二级市场方面，本周市场成交 5895 亿，环比上周减少 500 多亿。

图表 3：上周同业存单发行量及价格变化情况

期限	11 月第 4 周		12 月第 1 周		变化	
	发行量	价格	发行量	价格	发行量	价格
1M	716.50	2.75%	516.70	2.76%	-199.80	0.01%
3M	814.10	3.32%	1721.50	3.25%	907.40	-0.07%
6M	697.90	3.41%	781.60	3.36%	83.70	-0.05%
9M	416.60	3.38%	247.70	3.39%	-168.90	0.02%
1Y	586.60	3.46%	923.20	3.43%	336.60	-0.03%
合计	3231.70	3.24%	4190.70	3.26%	959.00	0.01%

来源：wind，兴业研究

利率债市场

国债方面，本周一级市场发行2078亿。二级市场，本周收益率先下后上，MLF超预期续作改善资金面是本周利率运行主线。截止周末，10-1期限利差本周与上周大体持平，目前水平在40BP。

图表4：国债利率周变化情况

指标名称	1年	3年	5年	7年	10年
2020/12/4	2.8708	3.0348	3.1156	3.2701	3.2651
2020/11/27	2.9104	3.0837	3.1522	3.3189	3.3000
差异（bps）	-3.96	-4.89	-3.66	-4.88	-3.49

来源：wind，兴业研究

国开债方面，收益率同样有所下行，其中1Y下行6BP幅度最大。本周末，10Y隐含税率水平最高为13.5%，环比上周略有回落，仍处于相对较低水平。

图表5：国开债利率周变化情况

指标名称	1年	3年	5年	7年	10年
2020/12/4	3.0118	3.2488	3.4100	3.5197	3.7071
2020/11/27	3.0729	3.2929	3.4448	3.5440	3.7487
差异（bps）	-6.11	-4.41	-3.48	-2.43	-4.16

来源：wind，兴业研究

地方债方面，本周一级市场发行426亿。二级市场方面，本周成交量393亿，环比上周收缩1/3。二级市场利率走势方面，本周1Y、10Y下行4BP，3Y~7Y变动幅度相对更小。截止周末，5Y、7Y、10Y目前点差分别为19、12、39BP，5-7Y的估值利差被显著压缩。

图表6：地方债利率周变化情况

指标名称	1年	3年	5年	7年	10年
2020/12/4	2.9570	2.0800	3.3103	3.3921	3.6501
2020/11/27	2.9998	2.0800	3.3339	3.4023	3.6045
差异（bps）	-4.28	0.00	-2.36	-1.02	4.56

来源：wind，兴业研究

长期债券方面，本周发行70亿，均为资本工具。

离岸人民币市场方面，本周月初，1 个月以内走势恰与上周相反，转为大幅回落。短期资金曲线重新陡峭化。

图表 7：上周离岸人民币拆借利率变化情况

CNH HIBOR	隔夜	1 周	2 周	1 个月	3 个月	6 个月	9 个月	12 个月
2020/12/4	1.39	2.33	2.51	3.00	3.16	3.29	3.30	3.32
2020/11/27	2.34	3.25	3.25	3.23	3.32	3.36	3.38	3.39
差异（BP）	-95.37	-92.12	-73.22	-23.58	-16.18	-7.47	-8.00	-6.87

来源：wind，兴业研究

2020 年 11 月资本补充回顾

3 季度末，全行业资本充足水平整体有所改善，但仍存较大隐忧；机构维度，改善的主要是国股大行，中小银行作为整体资本充足率仍在下滑；资本层级维度，改善的主要是其他一级和全口径，核心一级资本充足率仍在下滑。

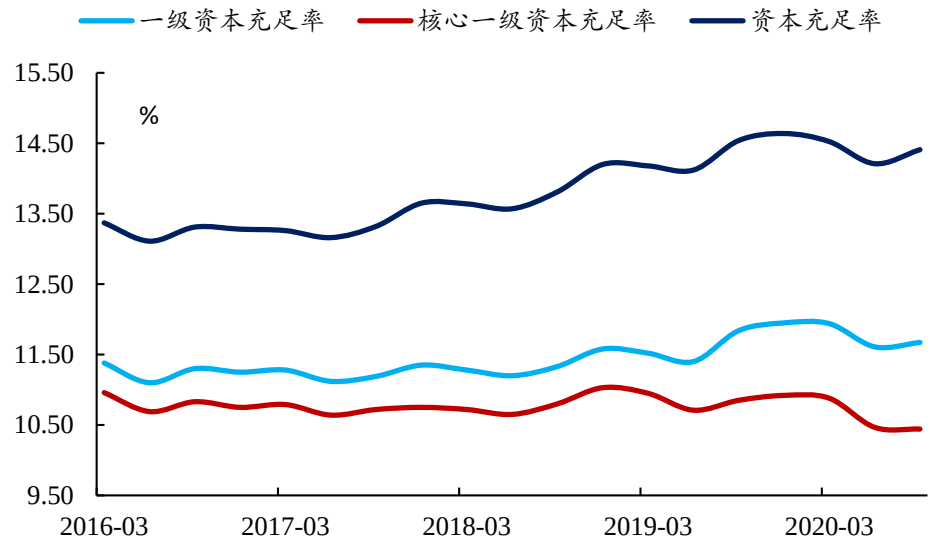
专项债补充资本金方面，用于补充中小银行资本金的 2000 亿地方政府专项债额度已经正式下达，并将在 12 月完成发行。而首单将于下周落地，形式上将以间接入股方式向广东地区的 4 家农商农信机构注资。

11 月资本补充方面，配股这一阔别多年的募资方式再度亮相，以缓解机构补充核心资本的迫切压力。其他层级方面，永续债和二级资本债发行量合计接近 1500 亿，环比 10 月发行量翻倍有余，仍然保持较高水平。存量包商银行二级资本债在月中全额减记，造成中小银行二级资本债市场暂时封冻，后续演化来看，资本债发行市场化道阻且长。

银行资本充足现状（截止 3 季度末）：

截至 2020 年 3 季末，全行业核心一级、一级、全口径资本充足率分别为 10.47%，11.61%和 14.21%，较 2019 年年末变动分别为-48BP、-28BP、-23BP；较 2 季度末变动则分别为-2BP、6BP、20BP，除核心一级以外，其他层级均有改善。当季银行资产增速仍处于较高水平，而银行净利润增长有所修复，外部补充主要依赖固定收益型资本工具，资本充足水平稍有好转。

图表 8：全行业资本充足率变动



数据来源：wind，兴业研究

具体到各类型银行，喜忧参半，国股改善，城农商继续下滑。

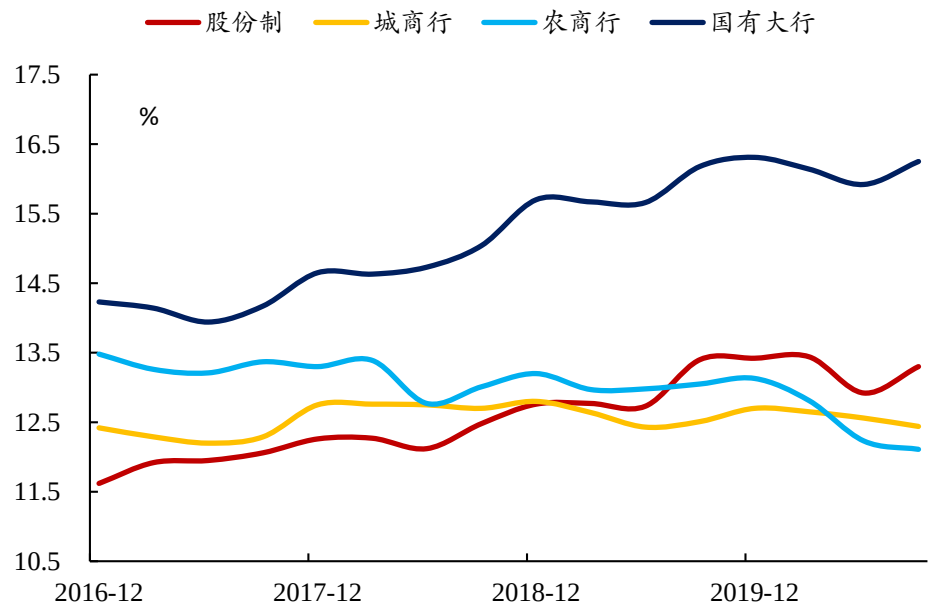
国有大行：最新资本充足率为 16.25%，3 季度环比回升 33BP，但与年初相比仍然回落 6BP，修复效果最好；

股份制：最新资本充足率 13.3%,3 季度环比回升 38BP,但与年初相比仍然回落 12BP；

城商行：最新资本充足率 12.44%，3 季度环比继续回落 12BP，较年初回落 26BP，补充资本的迫切度较高；

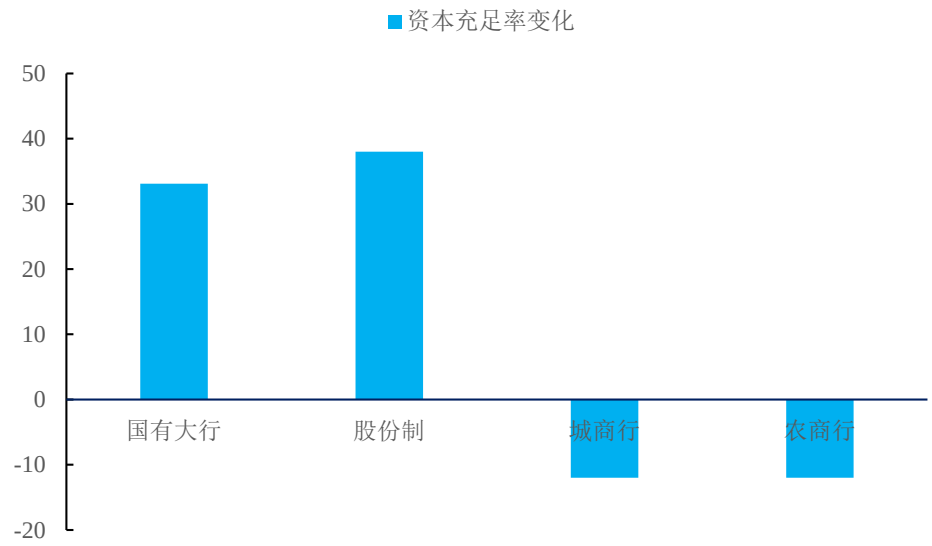
农商行：最新资本充足率 12.11%，3 季度环比回落 12BP，较年初回落 102BP，资本充足水平恶化最为严重，补充资本的迫切度最高。

图表 9：喜忧参半，国股修复



数据来源：wind，兴业研究

图表 10：国股改善，城农商行资本充足率继续下滑



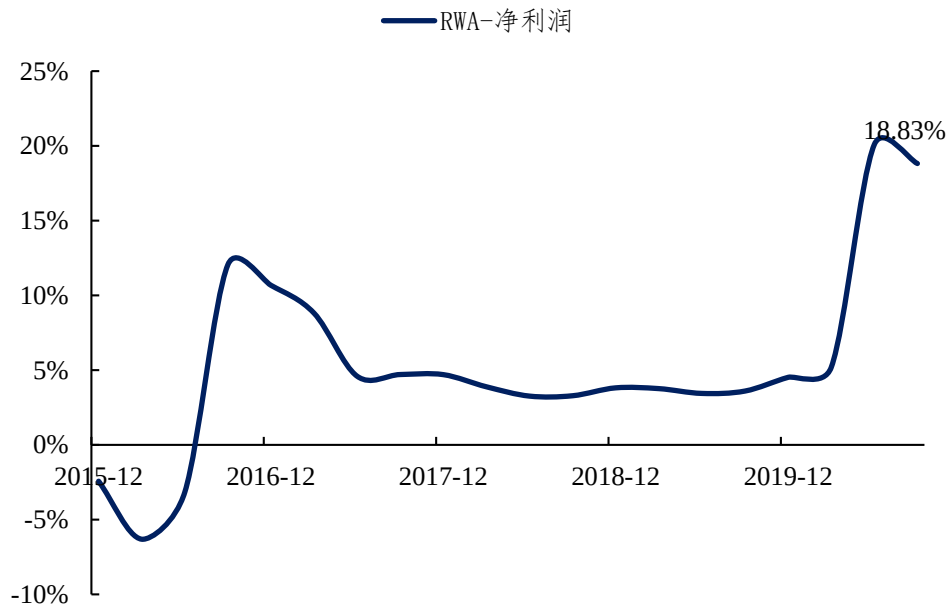
数据来源：wind，兴业研究

3 季度，银行净利润跌幅为 8.2%，较 2 季度末略有收窄。内源贡献改善有限，银行风险资产增速与净利润增速的增速差仍处于 19%的极高水平，外部补充的需求仍然极为迫切。

具体到资本层级上，可以看到 3 季度环比出现改善的主要是其他一级和全口径资本充足率，换言之 3 季度主要依靠永续债、二级资本债等工具来补充资本，核心一级资本

缺口仍未得到有效填补。部分上市中小银行的核心资本充足率已经迫近监管红线，也是鲜明的例证。

图表 11：资本的缺口仍处于明显偏高水平



数据来源：wind，兴业研究

接下来，我们复盘 11 月以来银行资本补充的状况：

专项债补充资本金方面，用于补充中小银行资本金的 2000 亿地方政府专项债额度已经正式下达，并将在 12 月完成发行。而首单将于下周落地，形式上将以间接入股方式向广东地区的 4 家农商农信机构注资。

11 月资本补充方面，配股这一阔别多年的募资方式再度亮相，以缓解机构补充核心资本的迫切压力。其他层级方面，永续债和二级资本债发行量合计接近 1500 亿，环比 10 月发行量翻倍有余，仍然保持较高水平。构成上，有 5 笔 100 亿以上的大单，另有 4 家区域银行完成发行。存量包商银行二级资本债在月中全额减记，造成中小银行二级资本债市场暂时封冻，后续演化来看，资本债发行市场化道阻且长。

资本补充相关的政策

地方专项债补充中小银行资本金

政策层面，用于补充中小银行资本金的2000亿地方政府专项债额度已经正式下达，部分地区例如广东已有具体的落地方案。

图表12：专项债发行具体情况

债券全称	发行起始日	计划发行规模（亿元）	债券性质	期限	募集用途	偿还方式	偿债资金来源
2020年广东省支持中小银行发展专项债券（一期）	2020/12/7	100	新增专项债	10年	地方金控平台通过间接入股方式向中小行注资补充资本金	利息按年支付，第6-10年等额偿还本金	股权市场化转让、股利分红、信贷资产回收等

资料来源：Wind，兴业研究

从专项债发行信息可以看到，广东粤财投资控股有限公司作为资金运营主体，通过间接入股等方式分别向普宁农商行、郁南农信社（拟改制组建为郁南农商银行）、揭东农商行和罗定农商行注资补充资本金37亿元、40亿元、14亿元和9亿元。

我们之前介绍过，专项债注资中小银行可以通过两种路径：第一种是地方财政部门及其受托人履行其地方国有金融资本的出资人职能，将专项债募集资金通过增资扩股的形式注资给中小银行（广东地区的案例就是如此）；第二种是通过专项债募集资金认购中小银行发行的资本工具，具体的工具如我们之间所介绍的可转债、转股型协议存款、二级资本债等。

图表13：三种工具相关要素简要说明

	可转债（上市银行）	**二级资本债**	**可转股协议存款**
期限	6年	5+5，5年末可赎回	5年1个月
初始会计计量	债底部分计入负债，期权部分计入权益	应付债券	可能类似可转债，期权部分计入权益，其余计入存款
初始计入资本的层级	核心一级资本	二级资本	核心一级资本

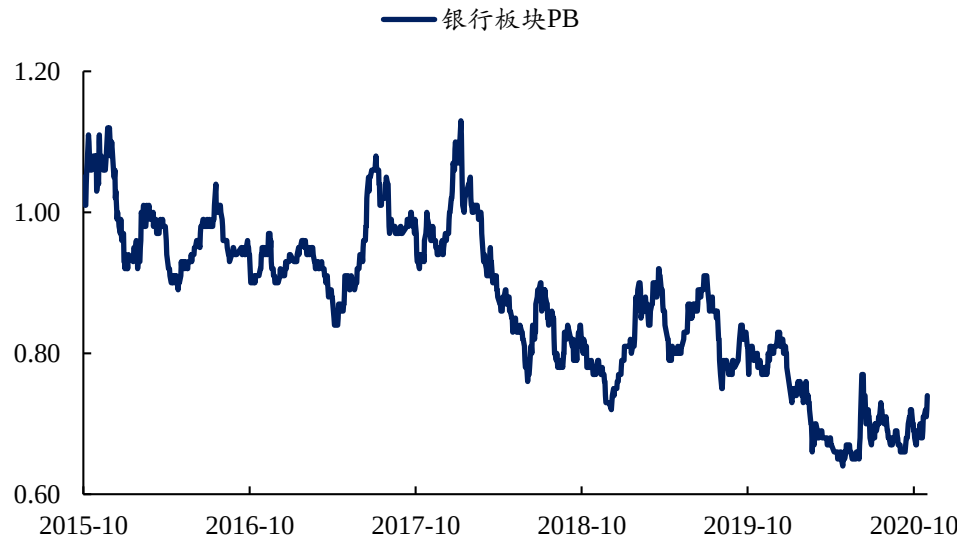
初始计入资本比例	15%-20%	100%	15%-20%
退出方式	若不转股，到期收回本息；若转股则可从二级市场减持	到期收回本息	若不转股，到期收回本息；若转股可通过股权交易平台减持；
监管部门	央行、银保监会、证监会	央行、银保监会	央行、银保监会（证监会）

资料来源：兴业研究整理；

备注：可转股协议存款目前具体要素尚不明朗，系结合可转债等要素估计；

核心一级资本补充情况：

图表 14：银行股估值回升昙花一现



数据来源：wind，兴业研究

前面提到，银行业机构特别是中小银行核心资本缺口较大，机构不得不从其他方式筹措资本。11 月某城商行采用了配股方式，通过低于市价的价格吸引大部分权益持有人参与配股。

11 月末银行板块估值有所反弹，若估值中枢能有一定程度修复，则有利于未来通过转债转股方式来补充资本金。

非上市银行，我们仍需要密切关注地方专项债补充资本金，特别是补充核心一级资

本的具体实践和后续进展。

其他一级资本补充情况：

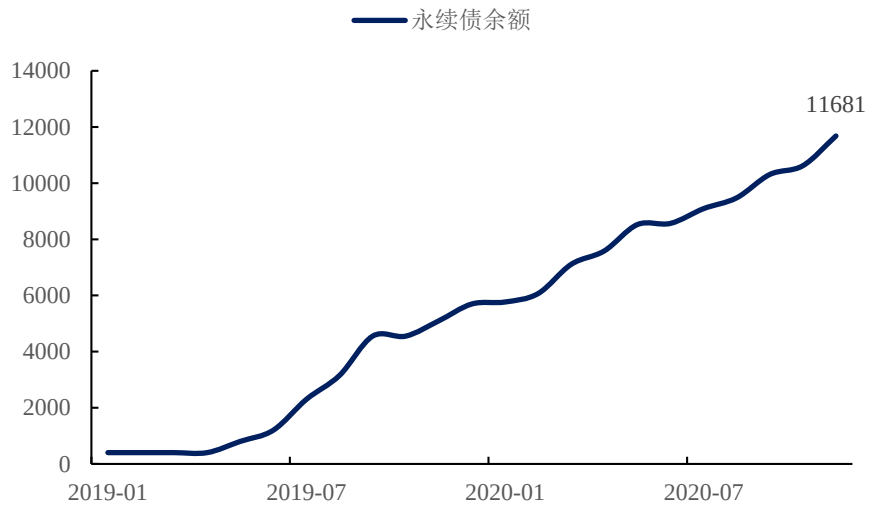
其他一级资本方面，11 月永续债在上量和扩面维度不断取得进展。

上量方面，当月永续债发行 1060 亿，11 月末银行永续债市场总规模已经达到 1.17 万亿，其中国股行合计占比高达 91.7%。从 2019 年初创立至今还不足两年，永续债已经成为广大商业银行补充一级资本的重要工具。

扩面方面，当月国有行、股份行、城商行、农商行分别有 1、2、3、1 笔永续债落地。截止 11 月末，永续债累计发行 54 笔，其中城商行占比 46.3%，比例最高，而国股占比均在 22-24%之间。

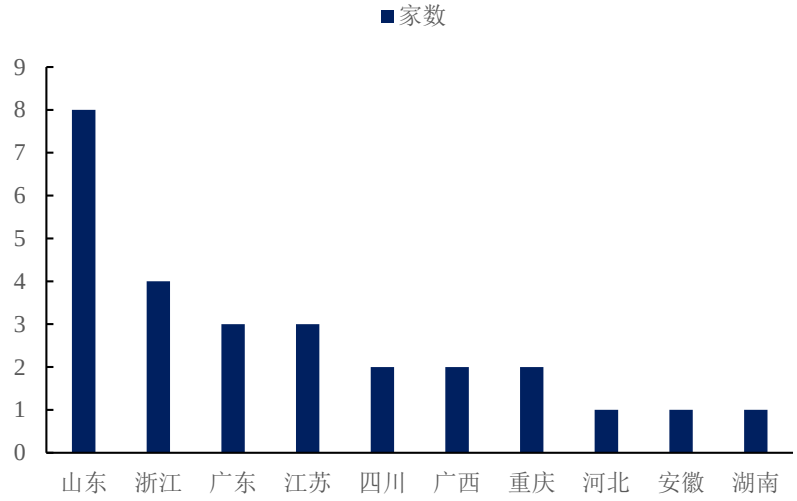
永续债定价方面，国股价格稳中有升，国有行最新定价 4.55%，而股份行在 4.75-4.95%之间。城农商行近期定价均在 4.8%，与国股几乎没有价差，背后反映的仍然是两类机构在定价机理上：体量更大的国股被迫采用市场化发行；体量偏小的城农商行无奈采用互持方式放行。

图表 15：永续债余额突破 1.1 万亿



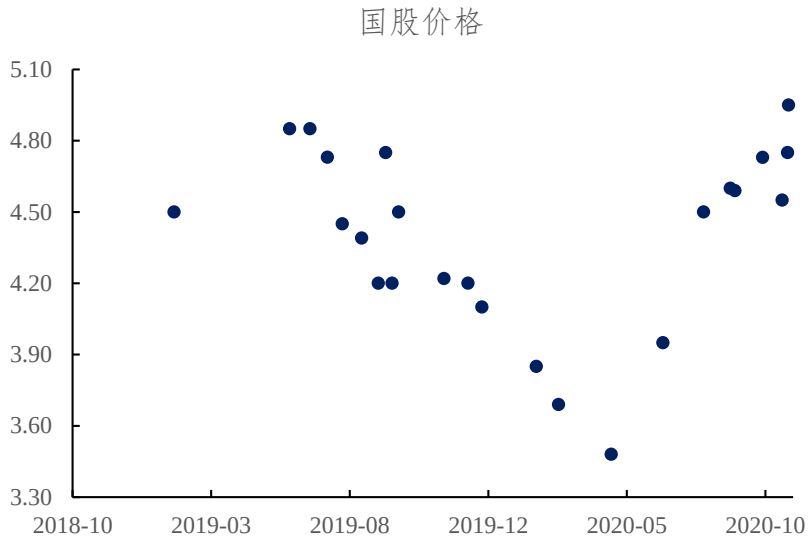
数据来源：wind，兴业研究

图表 16：永续债发行的类型分布



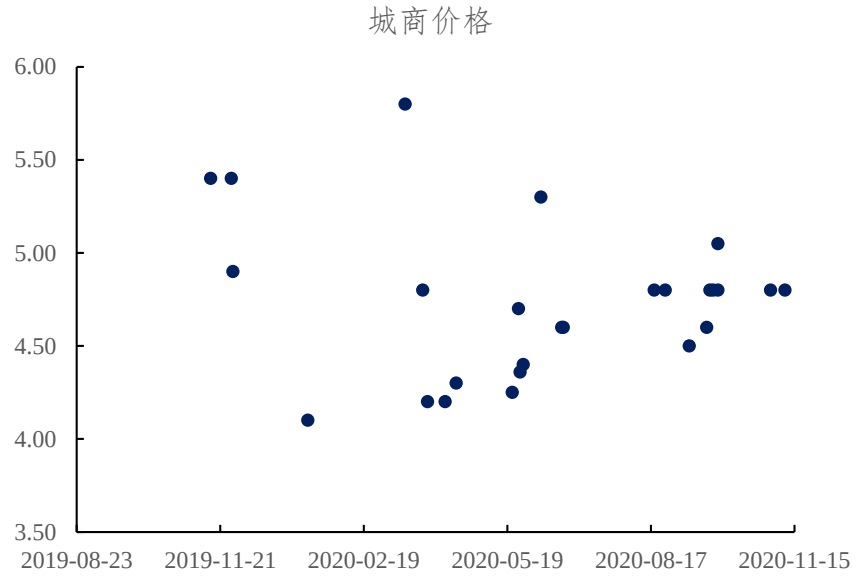
数据来源：wind，兴业研究

图表 17：国股发行利率触底反弹



数据来源：wind，兴业研究

图表 18：城商行发行利率相对集中在 4.5-5.0%区间



数据来源：wind，兴业研究

二级资本：

二级资本补充方面，11 月发行二级资本债 407 亿，与 10 月发行量相当。

二级资本债定价方面，11 月国股价格在 4.15-4.2%之间，而 AA+的城农商价格在 4.8%之间。此外，11 月二级资本债有 100 亿的“10+5”品种，该笔定价在 4.45%。负债期限偏长的投资者，例如保险公司往往会更偏好类似“10+5”二级资本债和永续债这样的长期限资本工具。

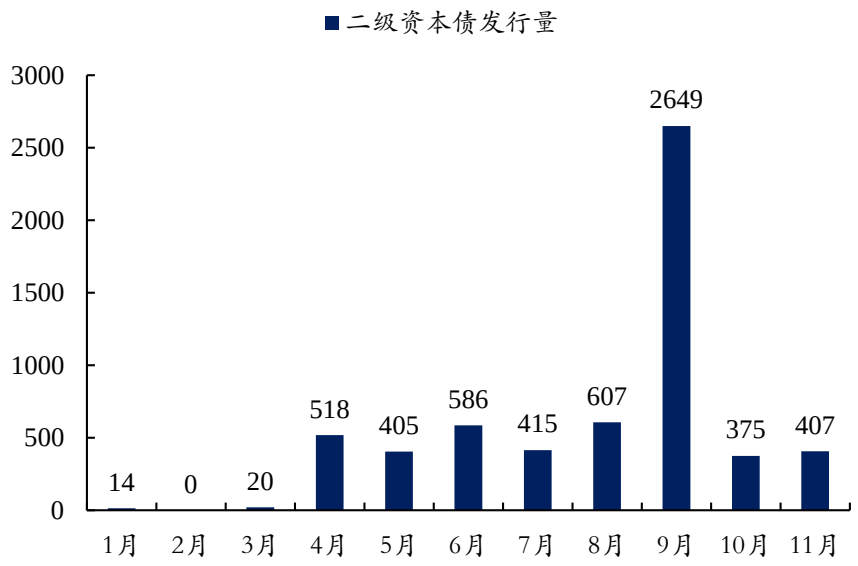
11 月 14 日，包商银行二级资本债宣布全额减记，由此成为银行二级资本债出险第一例。此单之后，银行资本工具市场将出现显著的结构变化。

一级市场方面，减记事件发生之后，国股发行受到冲击相对较小，中小银行二级资本债发行面临暂时的冻结，市场需要时间来冷静和消化。实际运行来看，事件发生之后的第 2 周，有 2 家城农商永续发行已经顺利完成。而进入第 3 周，中小银行的二级资本债发行已经解冻。

二级市场方面，减记事件发生之后，国股发行成本易上难下。但对于银行表内外、非银资管机构，仍是风险可控、可增厚收益的品种。供需匹配，其市场化程度愈来愈高，而中小银行在冷静之后，定价在怎样的水平才能打消机构的疑虑值得密切关注。现实来

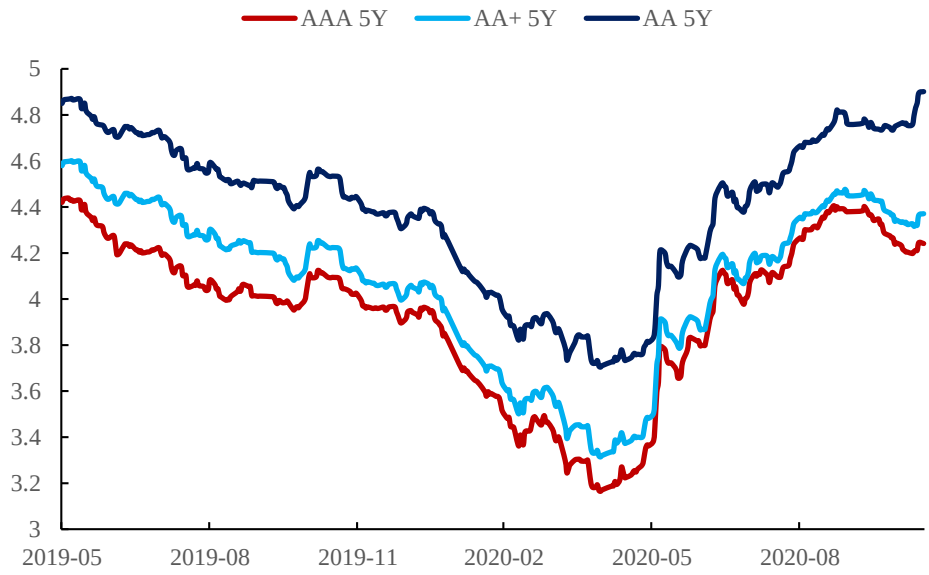
看，这里面存在两难情形，真正市场化发行意味着成本极高，考验经济合理性和业务可持续性；若继续互持可遮掩一时，但以严重偏离市场价格持有同样损及自身投资表现。目前看，互持成为了一种被动但也很无奈的选项。

图表 19：二级资本债 11 月发行量反弹



数据来源：wind，兴业研究

图表 20：二级资本债收益率水涨船高



数据来源：wind，兴业研究

图表 21：下周流动性提示

大类因素	细分因素	2020/12/7	2020/12/8	2020/12/9	2020/12/10	2020/12/11
央行操作到期	OMO	1,500	200	100	100	100
	MLF/TMLF	3,000				
	国库现金					
	降准					
	合计	4,500	200	100	100	100
债券净发行	地方债	24	94	-246	-6	-25
	国债	167	0	-12	1,380	-167
	合计	191	94	-258	1,374	-192

来源： wind，兴业研究

流动性提示及下周操作策略

下周，公开市场 5000 亿到期，政府债当周净发行 1209 亿，其中，国债发行缴款 2080 亿，地方债发行缴款 250 亿，资本工具缴款 41 亿。NCD 到期量 5731 亿，到期量为 12 月峰值；

下周跨月，公开市场到期规模较大，而一次性 MLF 续作放在了下下周二，若延续本周以来少量续作的方式，下周资金面将边际收敛，短端利率将有所反弹；

NCD 价格阶段性触底反弹，或将在下周随资金面收紧而重拾升势；

免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”，CIB Research)提供，本报告中所提供的信息，均根据国际和行业通行准则，并以合法渠道获得，但不保证报告所述信息的准确性及完整性，报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考，一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出，对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告阅读者独立做出评估，我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体，我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读，我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发，需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们		上海市浦东新区银城路 167 号兴业银行大厦 15 楼			
产品销售	信用排查、新债研究、行业债券池、信用债指数、发债企业信用调研、策略研究、资产负债研究、金融同业研究	练晓楠	lianxiaonan@cib.com.cn	021-22852756	18516679451
研究销售	国内宏观、货币市场与票据、金融监管、绿色金融、汇率、贵金属、大宗商品	储晨笛	chuchendi@cib.com.cn	021-22852753	13506110110
兴业银行及子公司对接人员		王莹	wangying8@cib.com.cn	021-22852748	15216714281
		叶琳	lin.ye@cib.com.cn	021-22852755	15800339758
		汤灏	tanghao@cib.com.cn	021-22852630	13501713255