司库策略谈第 172 期：2020 年 10 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

地方政府专项债补充中小银行资本金首单逐渐清晰，该笔拟采用定增方式，其中部分资金来源即地方专项债。从国常会部署到现在已经过去近一个季度，但实际落地进度要低于预期。存量股东利益协调与博弈的难度高于想象或是主因。

11 月资本补充方面，二级资本债和永续债发行量合计接近 700 亿，仍然保持较高水平。国股大单、区域银行频频亮相。上量、扩面、抬价的特征预计将在年内延续。

从二级资本债到永续债，国股行现阶段发行价格处于高位，这体现在其收益率上升幅度要远高于无风险利率，其中的溢价我们认为是供需失衡带来的。而城农商价格反而偏低，更多由量小、互持所导致。我们认为，未来为了满足宏观审慎监管的要求，市场化发行是大方向。而考虑到银行资本金对于信用扩张、防范风险方面的核心作用，解决其供需失衡也迫在眉睫。在需求端，通过引入低波动的产品来对接或是解决问题的一种思路。而对于银行特别是国股行来讲，解决燃眉之急以外，中长期的资本补充可徐徐推进，留待更好的机会。

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 3200 亿到期，政府债当周净发行 466 亿，其中，国债发行缴款 1760 亿，地方债发行缴款 613 亿。NCD 到期量达到本月峰值的 5731 亿；

下周 OMO 到期、政府债发行等扰动有限，资金面波动核心仍取决于央行的态度，关注从“灵活适度”到“松紧适度”的转变，易紧难松，仍需保持高度戒备；

NCD 下周到期量偏大，流动性存在变数条件下，NCD 可能再次提价；关注近期成交流动性的下降，自身流动性无虞前提下，二级市场可积极捕捉机会；

关键词：资产负债管理，资本补充

市场回顾

本周资金面较上周显著好转，当周央行投放 3200 亿，5 日到期的 MLF 不出意料放到 16 日统一续作，当周累计净回笼 5900 亿资金。短期利率方面，隔夜略低于 1.8%，7D 略高于 2.2%。

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
2020/11/6	1.7888	2.2219	2.1947	2.6400	3.0010	3.0520	3.1530	3.1990
2020/10/30	2.3004	2.5889	3.0817	2.6890	2.9720	3.0440	3.1360	3.1800
差异（bps）	-51.16	-36.70	**-88.70**	-4.90	2.90	0.80	1.70	1.90

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
2020/11/6	1.88	2.40	2.26	2.49
2020/10/30	2.92	3.37	4.15	3.53
差异（bps）	-104.15	-96.71	-189.10	-103.50

来源：wind，兴业研究

同业存单发行方面，本周发行量接近 5000 亿，远超到期量，全市场余额延续反弹，目前总规模为 11.3 万亿，达到年内新高。利率方面，一级市场本周 3M 3.0-3.05%，1Y3.2-3.23 %。期限方面，本周，9M 和 1Y 合计超过 50%，3M 略超 20%，而 6M 明显萎缩。本周，NCD 市场浮息品种没有发行。

二级市场方面，本周市场成交 5728 亿，较前期显著萎缩。

图表 3：上周同业存单发行量及价格变化情况

期限	10 月第 5 周		11 月第 1 周		变化	
	发行量	价格	发行量	价格	发行量	价格
1M	410.20	2.62%	806.60	2.64%	396.40	0.02%
3M	1675.70	3.03%	1044.30	3.10%	-631.40	0.07%
6M	1023.10	3.17%	509.90	3.27%	-513.20	0.09%
9M	1822.70	3.21%	1438.60	3.22%	-384.10	0.01%
1Y	844.60	3.29%	1190.40	3.32%	345.80	0.04%
合计	5776.30	3.12%	4989.80	3.13%	-786.50	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 1802 亿，6M 贴现国债招标 2.76%，与 1Y 持平。二级市场，本周收益率以上行为主，1-5Y 上行 2-6BP，10Y 上行 2.5BP。截止周末，10-1 期限利差本周较上周收窄 3，目前水平在 42BP。

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
2020/11/6	2.7832	2.9702	3.0341	3.2354	3.2063
2020/10/30	2.7273	2.9459	2.9755	3.2411	3.1810
差异（bps）	5.59	2.43	5.86	-0.57	2.53

来源：wind，兴业研究

国开债方面，收益率变动与国债有所不同，以下行为主。本周末，10Y 隐含税率水平最高，为 14.5%。

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
2020/11/6	2.8309	3.2118	3.4103	3.5106	3.6718
2020/10/30	2.8458	3.2319	3.4206	3.5895	3.6643
差异（bps）	-1.49	-2.01	-1.03	-7.89	0.75

来源：wind，兴业研究

地方债方面，本周一级市场发行 170 亿。二级市场方面，本周成交量 789 亿，同样较之前明显萎缩。二级市场利率走势方面，本周估值变动较为有限。截止周末，5Y、7Y、10Y 目前点差分别为 28、19、42BP，10Y 的估值利差仍然相对偏大。

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
2020/11/6	2.8570	2.0800	3.3180	3.4204	3.6309
2020/10/30	2.8539	2.0800	3.3368	3.4522	3.6194
差异（bps）	0.31	0.00	-1.88	-3.18	1.15

来源：wind，兴业研究

长期债券方面，本周发行 140 亿，均为金融债，发行区间在【3.48%，3.7%】。

离岸人民币市场方面，本周 6M 以内利率均下行，隔夜降幅尤其大，曲线呈现显著陡峭化。

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
2020/11/6	2.06	2.53	2.63	2.74	2.96	3.15	3.28	3.25
2020/10/30	2.83	2.76	2.78	2.90	3.04	3.17	3.20	3.25
差异（BP）	-76.47	-22.65	-15.14	-16.00	-8.15	-2.71	8.00	-0.65

来源：wind，兴业研究

2020 年 10 月资本补充回顾

地方政府专项债补充中小银行资本金首单逐渐清晰，该笔拟采用定增方式，其中部分资金来源即地方专项债。从国常会部署到现在已经过去近一个季度，但实际落地进度要低于预期。存量股东利益协调与博弈的难度高于想象或是主因。

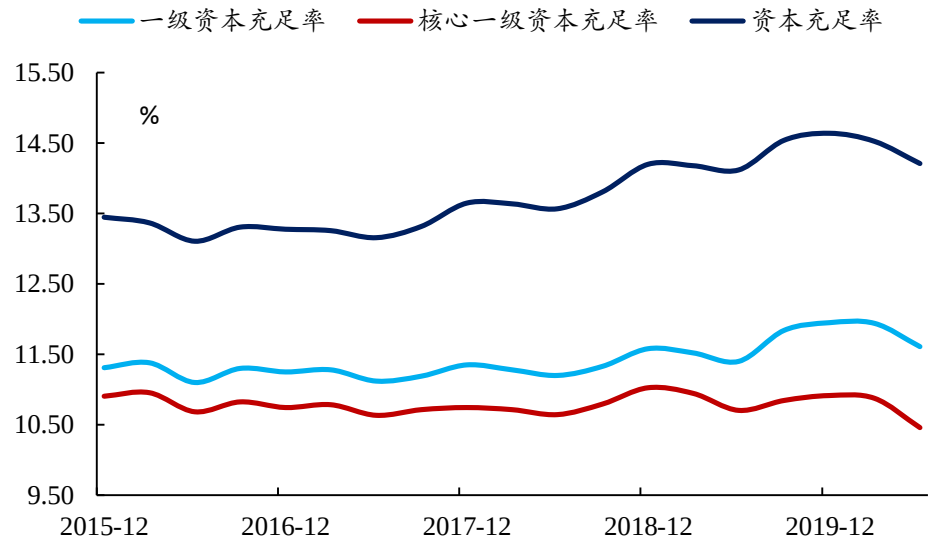
11 月资本补充方面，二级资本债和永续债发行量合计接近 700 亿，仍然保持较高水平。国股大单、区域银行频频亮相。上量、扩面、抬价的特征预计将在年内延续。

从二级资本债到永续债，国股行现阶段发行价格处于高位，这体现在其收益率上升幅度要远高于无风险利率，其中的溢价我们认为是供需失衡带来的。而城农商价格反而偏低，更多由量小、互持所导致。我们认为，未来为了满足宏观审慎监管的要求，市场化发行是大方向。而考虑到银行资本金对于信用扩张、防范风险方面的核心作用，解决其供需失衡也迫在眉睫。在需求端，通过引入低波动的产品来对接或是解决问题的一种思路。而对于银行特别是国股行来讲，解决燃眉之急以外，中长期的资本补充可徐徐推进，留待更好的机会。

银行资本充足现状（截止 2 季度末）：

截至 2020 年 2 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-45BP，-34BP，-43BP，下滑较为明显。当季银行资产规模增速进一步提高，资本消耗进一步加大，但资本生成难以跟上，利润负增长叠加例行分红，导致各个层次资本充足率均出现下滑。尤其是核心一级资本充足率跌破过去 5 年以来运行的下轨，利润负增长带来的拖累显现无遗。

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，受到利润负增长和例行分红安排的影响，资本充足率无一例外下滑，其中农商行滑落幅度最大，较年初回落幅度达到 0.9 个百分点。

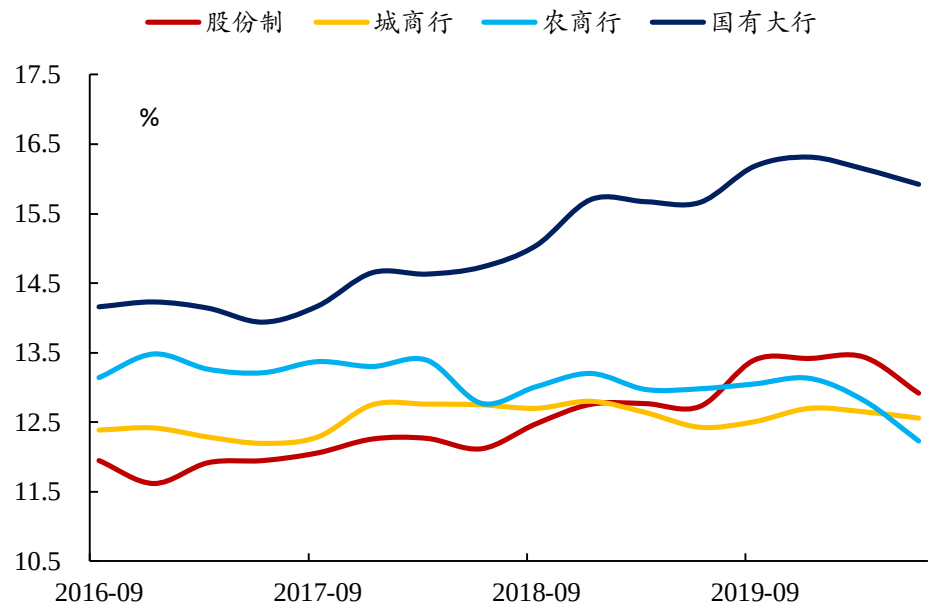
国有大行：最新资本充足率为 15.92%，2 季度环比回落 22BP，较年初回落 39BP，创一年来新低；

股份制：最新资本充足率 12.92%，2 季度环比回落 52BP，较年初回落 50BP，同样创一年来新低；

城商行：最新资本充足率 12.56%，2 季度环比回落 9BP，较年初回落 14BP，在各个组别当中表现最为平稳；

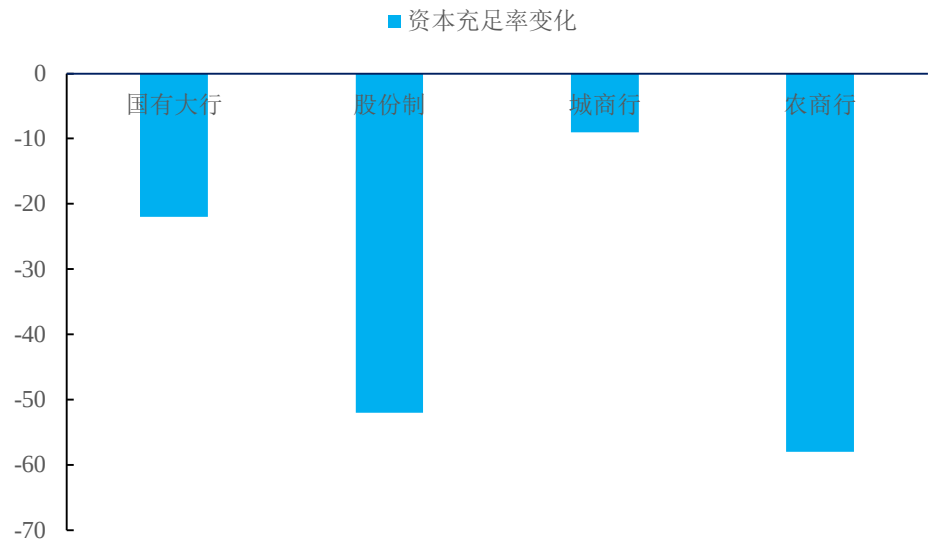
农商行：最新资本充足率 12.23%，2 季度环比回落 58BP，较年初回落 90BP，资本充足水平恶化最为严重。即使单纯从资本补充维度，未来从农商行层面进行并购重组的迫切度也相对较高。

图表 9：集体下滑，国股相对仍然有优势



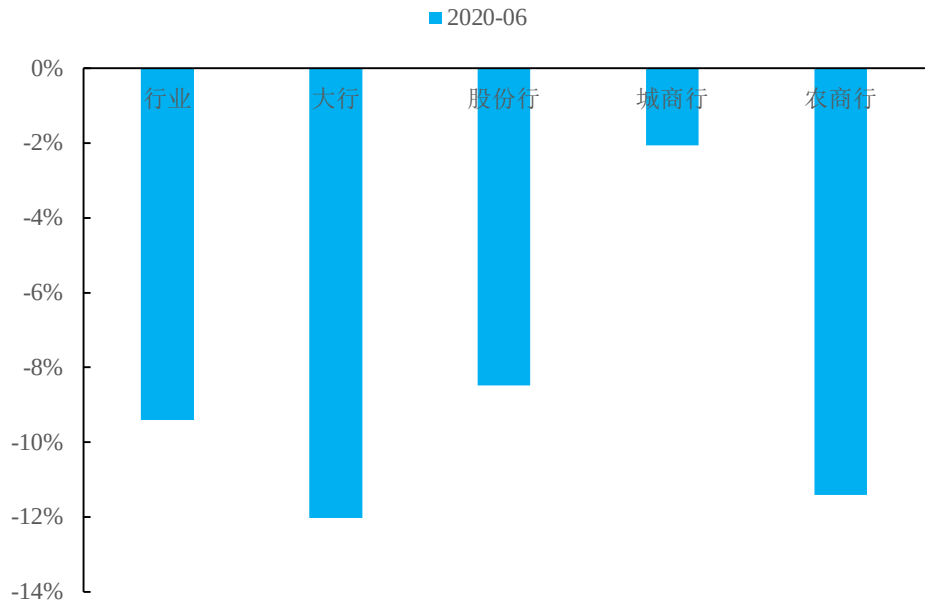
数据来源：wind，兴业研究

图表 10：股份制和农商行资本充足率下滑幅度偏大



数据来源：wind，兴业研究

图表 11：利润负增长是主要拖累，行业平均增速-9%



数据来源：wind，兴业研究

2 季度末，银行风险资产增速与净利润增速的增速差达到惊人的 20 个百分点，资本缺口急剧放大。

目前商业银行资本十分紧缺：一方面受疫情影响，利润增长趋缓，资本内生补充能力变弱；另一方面资本的监管要求变高，大行需要满足新的 TLAC 监管规则。此外，资管新规转型正好需要消耗较多的资本，上述三种效应叠加，银行的资本缺口扩大。

从目前披露的上市银行情况来看，国股行利润增速有边际改善，而城农商行压力仍偏大，这些机构迫切需要尽快补充资本，让资本充足率回到监管红线以上较为安全的水平。

图表 12：资本的缺口急剧放大



数据来源：wind，兴业研究

接下来，我们复盘 10 月银行资本补充的状况：

地方政府专项债补充中小银行资本金首单逐渐清晰，浙江某城商行采用定增方式，其中部分资金来源即地方专项债。从国常会部署到现在已经过去近一个季度，但实际落地进度要低于预期。存量股东利益协调与博弈的难度高于想象或是主因。

11 月资本补充方面，二级资本债和永续债发行量合计接近 700 亿，仍然保持较高水平。国股大单、区域银行频频亮相。上量、扩面、抬价的特征预计将在年内延续。

地方专项债补充中小银行资本金

地方政府专项债补充中小银行资本金首单逐渐清晰，浙江某城商行采用定增方式，其中部分资金来源即地方专项债。

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；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；

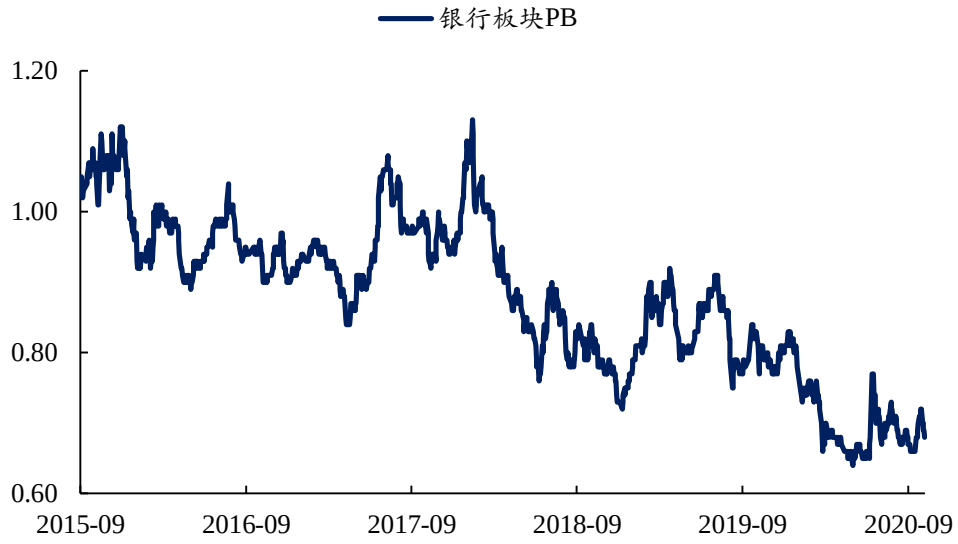
备注：可转股协议存款目前具体要素尚不明朗，系结合可转债等要素估计；

从首单目前披露的情况看，将采用第一种也即地方政府委托地方国有金融资本完成注资。需要注意的是，《商业银行股权管理暂行办法》有以下提法“商业银行股东应当使用自有资金入股商业银行，且确保资金来源合法，不得以委托资金、债务资金等非自有资金入股，法律法规另有规定的除外”。这意味着专项债参与到定增，需要有另外的规定使其在合规方面无瑕疵。

从国常会部署到现在已经过去近一个季度，但实际落地进度要低于预期。存量股东利益协调与博弈的难度高于想象或是主因。

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

权益市场行情起伏，银行板块估值目前已经不足 0.7 倍 PB。从近几年以来的趋势来看，上市银行通过发行可转债补充核心一级资本，可能是未来相对主流的选择。

非上市银行，我们则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最新进展。

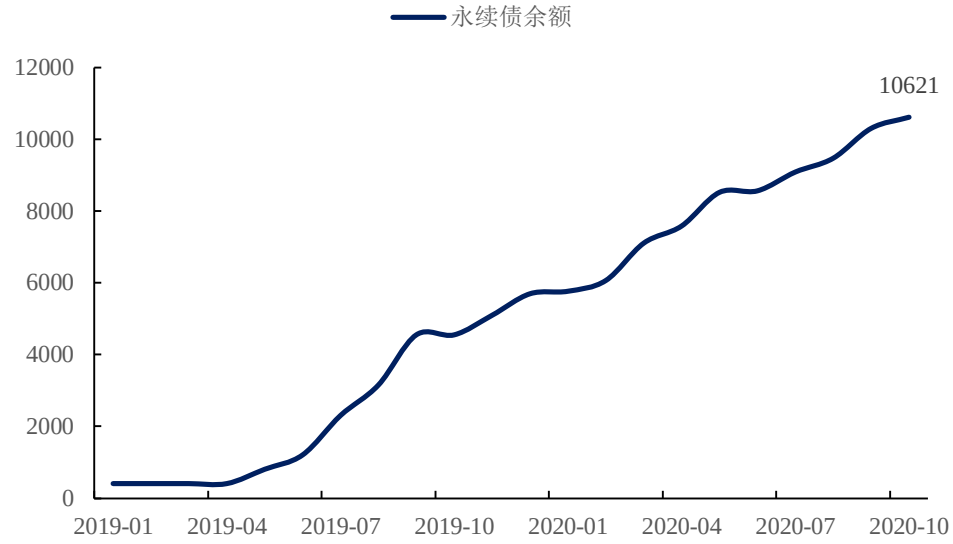
其他一级资本补充情况：

其他一级资本方面，10 月永续债在上量和扩面维度均取得进展。

上量方面，当月永续债发行 312 亿，10 月末银行永续债市场总规模已经达到 1.06 万亿，其中国股行合计占比高达 91.8%。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。

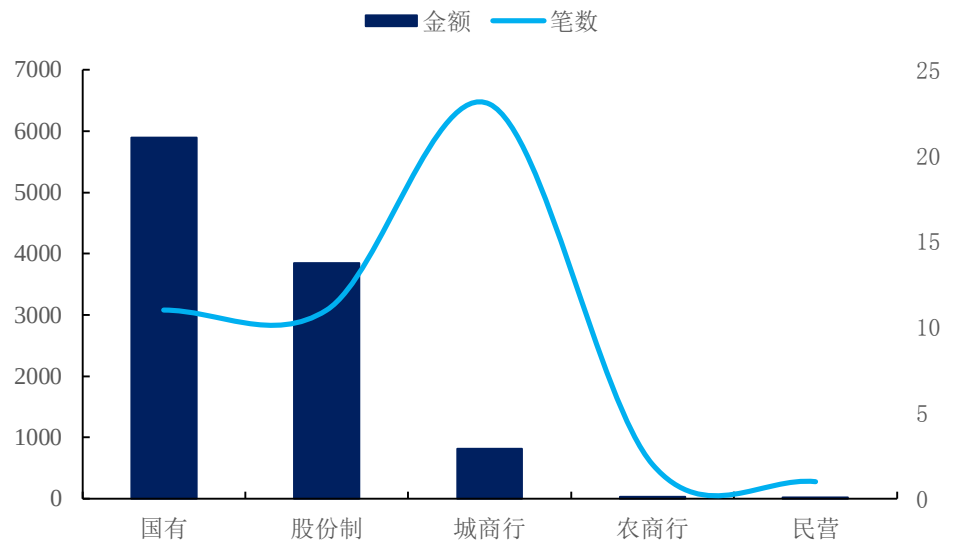
扩面方面，当月股份行、城商行各有一家永续债落地。截止 10 月末，永续债累计发行 48 笔，其中城商行占比 47.9%，比例最高，而国股各占 23%。

图表 15：永续债余额不断创新高



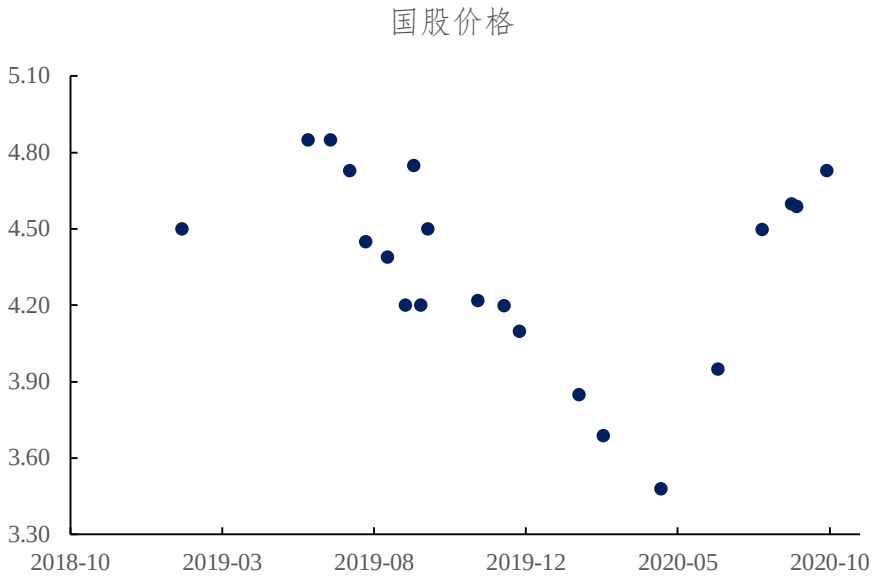
数据来源：wind，兴业研究

图表 16：永续债发行的规模类型分布



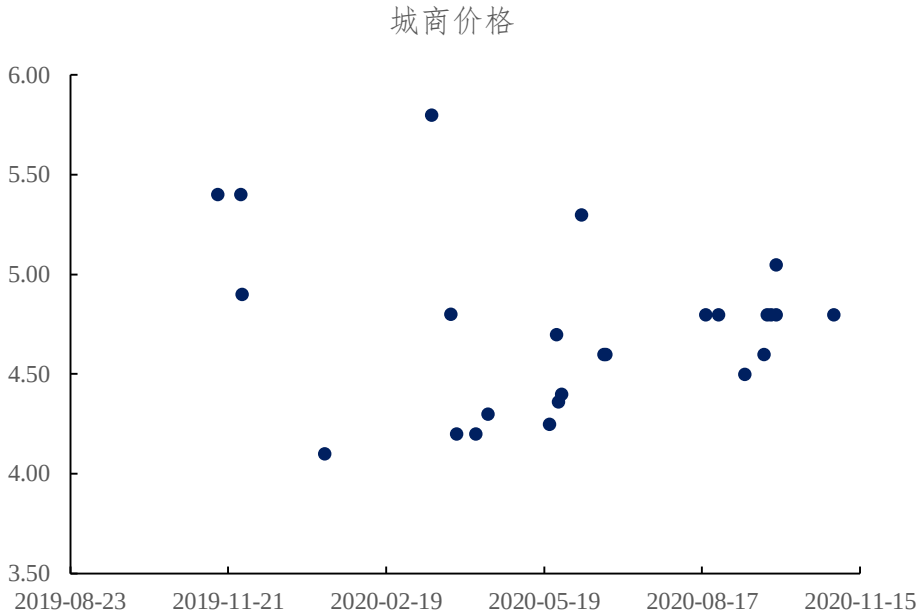
数据来源：wind，兴业研究

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：

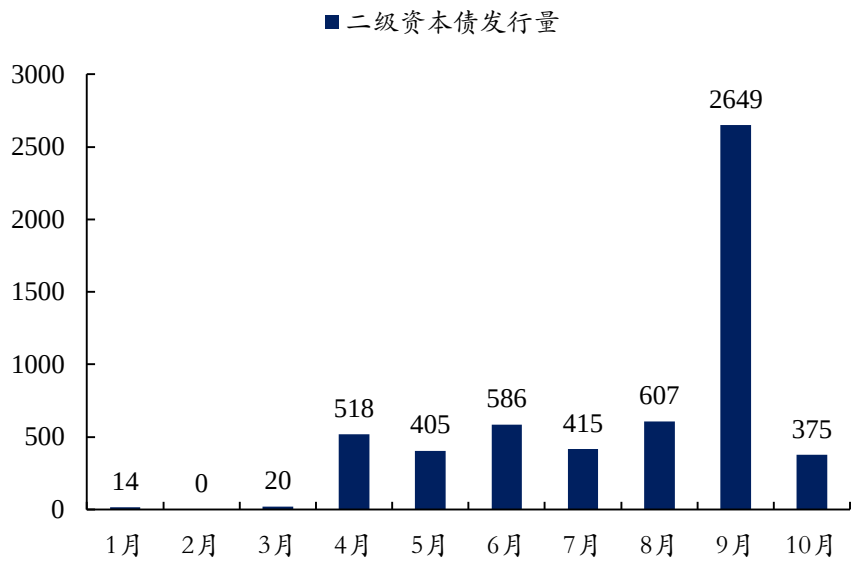
二级资本补充方面，10 月发行二级资本债 375 亿，较 9 月高峰显著回落。

二级资本债定价方面，10 月国股价格在 4.25-4.3%之间，而 AA+的城农商价格在 4.6-4.7%之间。此外，10 月二级资本债有 35 亿的 10+5 品种，该笔定价在 4.51%，相较国股

永续债 4.7-4.8%的水平要低 20-30BP。

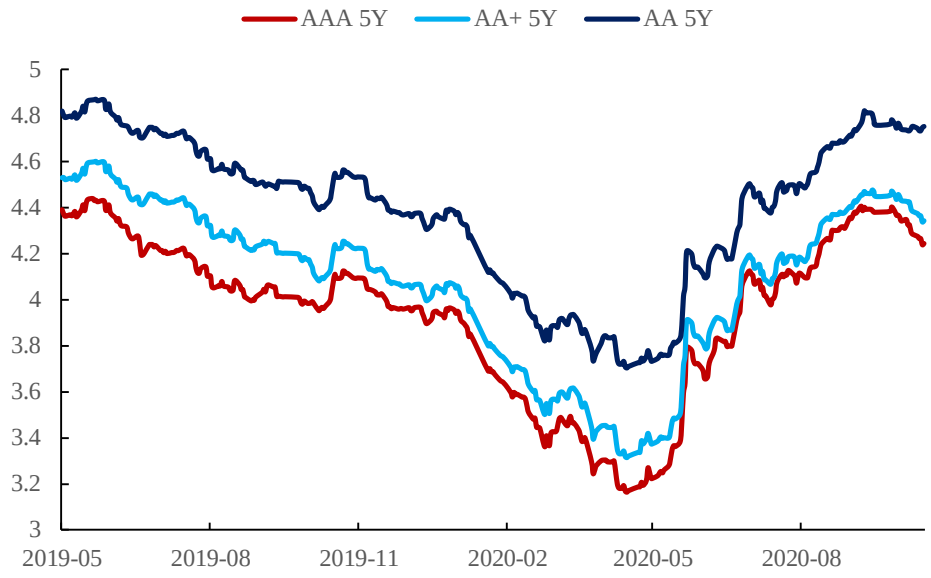
从二级资本债到永续债，国股行现阶段发行价格处于高位，这体现在其收益率上升幅度要远高于无风险利率，其中的溢价我们认为是供需失衡带来的。而城农商价格反而偏低，更多由量小、互持所导致。我们认为，未来为了满足宏观审慎监管的要求，市场化发行是大方向。而考虑到银行资本金对于信用扩张、防范风险方面的核心作用，解决其供需失衡也迫在眉睫。在需求端，通过引入低波动的产品来对接或是解决问题的一种思路。而对于银行特别是国股行来讲，解决燃眉之急以外，中长期的资本补充可徐徐推进，留待更好的机会。

图表 19：二级资本债 10 月份回落



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	2020/11/9	2020/11/10	2020/11/11	2020/11/12	2020/11/13
央行操作到期	OMO	500	1,200	1,200	300	0
	MLF/TMLF					
	国库现金					
	降准					
	合计	500	1,200	1,200	300	0
债券净发行	地方债	-411	-101	72	-2	29
	国债	-200	-381	0	1,460	0
	合计	-611	-482	72	1,458	29

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 3200 亿到期，政府债当周净发行 466 亿，其中，国债发行缴款 1760 亿，地方债发行缴款 613 亿。NCD 到期量达到本月峰值的 5731 亿；

下周 OMO 到期、政府债发行等扰动有限，资金面波动核心仍取决于央行的态度，关注从“灵活适度”到“松紧适度”的转变，易紧难松，仍需保持高度戒备；

NCD 下周到期量偏大，流动性存在变数条件下，NCD 可能再次提价；

关注近期成交流动性的下降，自身流动性无虞前提下，二级市场可积极捕捉机会；

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