司库策略谈第164期：放大的缺口-2020年8月资本补充回顾

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

2季度，由于利润负增长叠加例行分红，资本内源生成速度与风险资产耗用速度差进一步放大，当季各个层次资本充足率均出现明显的下滑。

政策层面，地方政府专项债补充中小银行资本金具体方案渐渐浮出水面，二级资本债、可转债、可转股协议存款可能成为专项债认购的主要品种。这三种工具的特点是到期期限确定，财政资金退出方式明确可预期。

8月资本补充方面，二级资本债和永续债发行量合计接近1000亿。永续债上量和扩面并举，目前累计18家城商行发行永续债，浙江、山东地区各有4家发行，相对靠前。值得注意的是，近期资本工具价格显著反弹，未来不排除出现三个抬升的可能：第一是可视为基准的国股发行价格抬升；第二是中小行发行的信用溢价抬升；第三是永续和二级资本债之间的溢价抬升。

流动性提示及下周操作策略

下周，公开市场3900亿到期，政府债当周净发行2056亿，与本周大体相当。其中，国债发行缴款2220亿，地方债1633亿；NCD到期量4627亿，较本周放大近2000亿，到期规模明显上升；

扫描下载兴业研究APP
获取更多研究成果

下周政府债发行量仍大，公开市场需要持续补充方可维持目前相对合意的量价水平；

NCD 部分，下周到期量明显放大，本周国股 9M 和 1Y 均已经站上 3%，但从发行方而言，接受度仍然不高，下周或在 2.95-3%徘徊；

下周国债一级市场发行持续考验市场情绪，关注是否有修复转机；

关键词：资产负债管理，资本补充

市场回顾

本周资金面先紧后松，周一恰逢月末，资金面明显趋紧，R007 超过 2.5%，周二到周五资金面相对缓和。当周央行保持每天操作，累计投放 2800 亿，当周净回笼 4700 亿。短端利率方面，到周末隔夜反弹到 2.0%以上，7D 略高于 2.2%，利率水平相对合意。

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
2020/9/4	2.0368	2.2057	2.2628	2.3990	2.6610	2.8740	2.9200	2.9530
2020/8/28	1.3466	2.2230	2.3393	2.3660	2.6300	2.8340	2.8830	2.9220
差异（bps）	69.02	-1.73	**-7.65**	3.30	3.10	4.00	3.70	3.10

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
2020/9/4	2.09	2.34	2.10	2.34
2020/8/28	1.40	2.48	2.78	2.54
差异（bps）	68.88	-14.29	-68.90	-19.70

来源：wind，兴业研究

同业存单发行方面，本周发行量环比收缩 714 亿，全市场余额扩张步伐中止，本周小幅收缩，规模目前为 10.97 万亿。利率方面，一级市场本周 3M2.7-2.72%%，9M 和 1Y 站上 3%。期限方面，3M、6M 占比均超过 30%，9M 及以上比例合计仅有 20%。本周，NCD 市场没有浮息品种发行。

二级市场方面，本周市场成交 1.33 万亿，为近几周来较高水平。

图表 3：上周同业存单发行量及价格变化情况

期限	8 月第 4 周		9 月第 1 周		变化	
	发行量	价格	发行量	价格	发行量	价格
1M	607.90	2.39%	93.30	2.50%	-514.60	0.11%
3M	848.90	2.69%	1073.70	2.73%	224.80	0.03%
6M	855.70	2.93%	828.40	2.93%	-27.30	0.00%
9M	316.50	2.94%	420.10	3.00%	103.60	0.06%
1Y	668.10	3.05%	167.90	3.14%	-500.20	0.09%
合计	3297.10	2.80%	2583.40	2.85%	-713.70	0.06%

来源：wind，兴业研究

利率债市场

国债方面，本周一级市场发行常规国债 2232 亿，一级发行水平普遍高于二级市场，情绪低落。二级市场，本周收益率继续整体上行，1-5Y 上行幅度相对较大，1Y、5Y 均上行超过 10BP 以上。截止周末，10-1 期限利差本周收窄 5BP，至 53BP。

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
2020/9/4	2.5885	2.9871	3.1008	3.2082	3.1228
2020/8/28	2.4869	2.9077	2.9902	3.1387	3.0672
差异（bps）	10.16	7.94	11.06	6.95	5.56

来源：wind，兴业研究

国开债方面，收益率同样整体上行，但幅度小于同期限国债。本周末，10Y 隐含税率水平最高，为 18.1%。

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
2020/9/4	2.8364	3.3305	3.5299	3.5209	3.6894
2020/8/28	2.7472	3.2934	3.4966	3.4929	3.6220
差异（bps）	8.92	3.71	3.33	2.80	6.74

来源：wind，兴业研究

地方债方面，本周一级市场发行 1711 亿，本周一级市场 30Y 发行利率站上 4%。二级市场方面，本周成交量近 3500 亿。二级市场利率走势方面，本周估值变动方面 5Y 上行幅度最大，9BP。截止周末，5Y、7Y、10Y 目前点差分别为 16、22、45BP，10Y 的估值利差相对较高。

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
2020/9/4	2.6400	2.0800	3.2563	3.4250	3.5741
2020/8/28	2.6043	2.0800	3.1669	3.4336	3.5623
差异（bps）	3.57	0.00	8.94	-0.86	1.18

来源：wind，兴业研究

长期债券方面，本周没有发行。

离岸人民币市场方面，本周利率短端下行，长端上行，曲线趋于陡峭化。

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
2020/9/4	1.72	2.24	2.34	2.66	2.86	3.02	3.06	3.06
2020/8/28	1.77	2.53	2.53	2.62	2.80	2.98	2.99	3.03
差异（BP）	-5.00	-28.97	-18.50	4.40	5.57	3.58	7.00	2.32

来源：wind，兴业研究

放大的缺口-2020 年 8 月资本补充回顾

2 季度，由于利润负增长叠加例行分红，资本内源生成速度与风险资产耗用速度差进一步放大，当季各个层次资本充足率均出现明显的下滑。

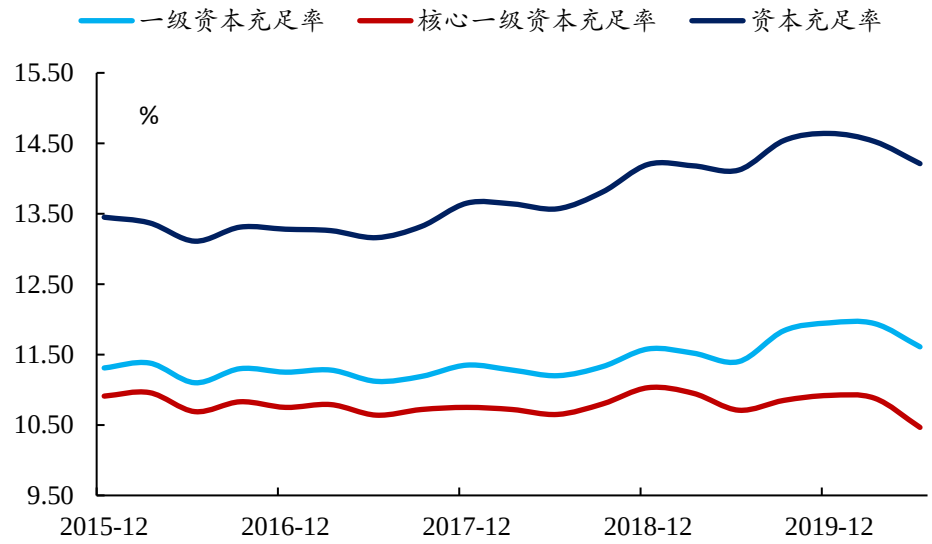
政策层面，地方政府专项债补充中小银行资本金具体方案渐渐浮出水面，二级资本债、可转债、可转股协议存款可能成为专项债认购的主要品种。这三种工具的特点是到期期限确定，财政资金退出方式明确可预期。

8 月资本补充方面，二级资本债和永续债发行量合计接近 1000 亿，依旧是受国股大行大单的推动。永续债上量和扩面并举，目前累计 18 家城商行发行永续债，浙江、山东地区各有 4 家发行，相对靠前。值得注意的是，近期资本工具价格显著反弹，未来不排除出现三个抬升的可能：第一是可视为基准的国股发行价格抬升；第二是中小行发行的信用溢价抬升；第三是永续和二级资本债之间的溢价抬升。

银行资本充足现状：

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。

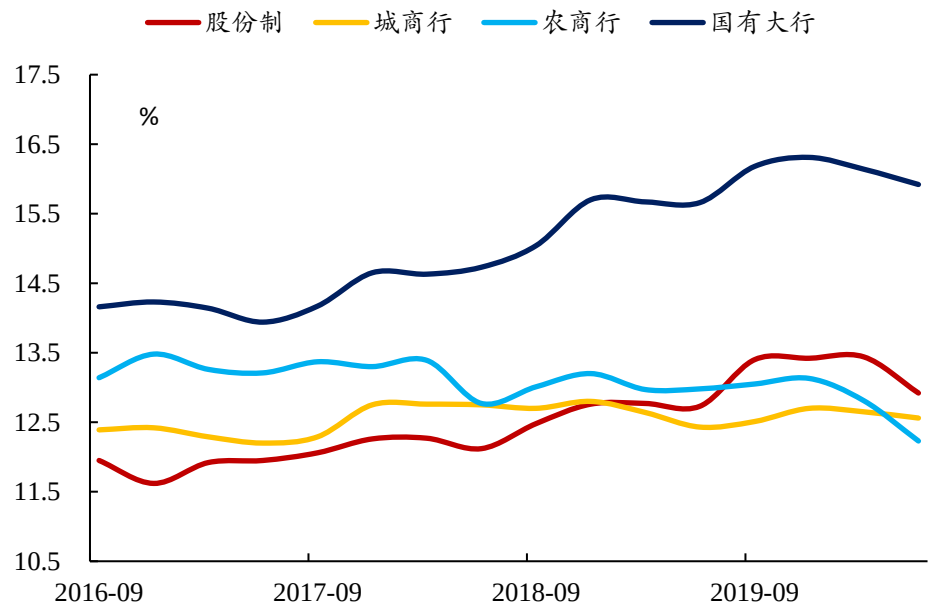
国有大行：最新资本充足率为 15.92%，2 季度环比回落 22BP，较年初回落 39BP，创一年来新低；

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；

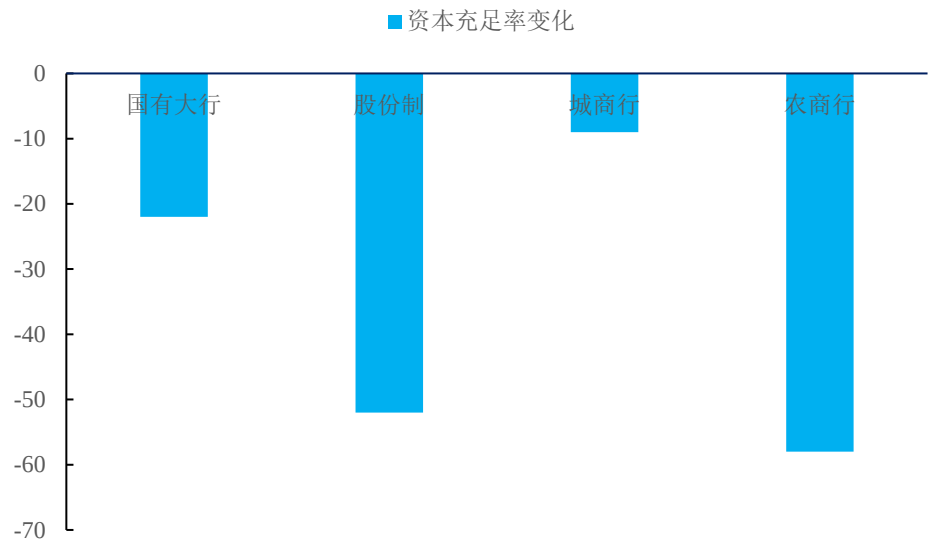
农商行：最新资本充足率 12.23%，2 季度环比回落 58BP，较年初回落 90BP，资本充足水平恶化最为严重。即使单纯从资本补充维度，未来从农商行层面进行并购重组的迫切度也相对较高。

图表 9：集体下滑，国股仍有优势



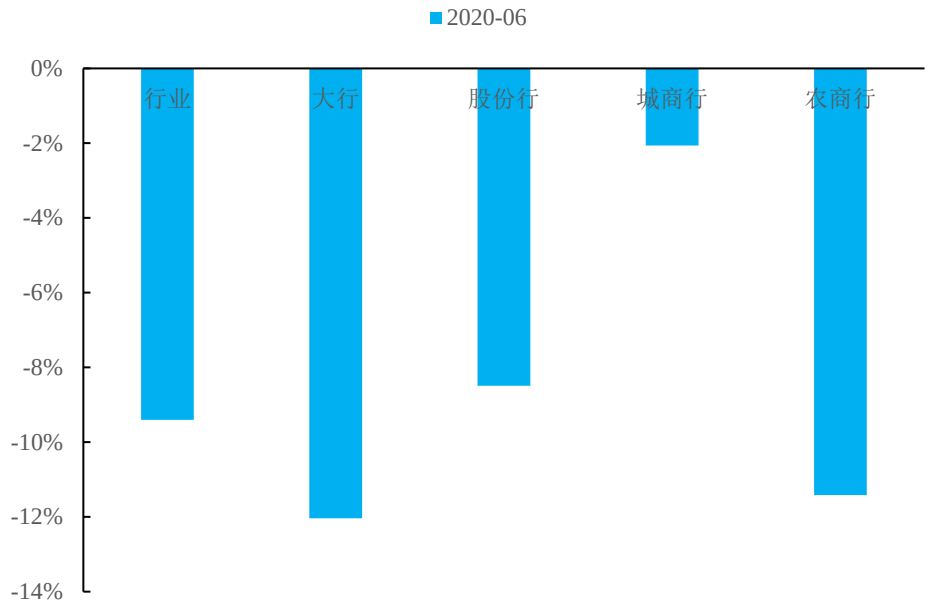
数据来源：wind，兴业研究

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



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。

资本内生积累能力变差，之前以量补价的做法不可持续，而后几个季度拨备计提力度会进一步加大，也将持续拖累资本积累的进度。前几年积累的资本缓冲将在今年逐步释放，而无论是从金融服务实体出发，还是从银行平稳有序经营和未来业务发展出发，持续的外部资本补充必不可少，而此时的需求可能更为迫切。

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 8 月银行资本补充的状况：

政策层面，地方政府专项债补充中小银行资本金具体方案渐渐浮出水面，二级资本债、可转债、可转股协议存款这三种工具可能将成为认购的主要品种，这三个品种的共同特点是到期期限确定，财政资金退出方式明确可预期。

8 月资本补充方面，二级资本债和永续债发行量合计接近 1000 亿，依旧是受国股大行大单的推动。永续债上量和扩面并举，目前累计 18 家城商行发行永续债，浙江、山东地区各有 4 家发行，相对靠前。值得注意的是，近期资本工具价格显著反弹，未来不排除出现三个抬升的可能：第一是可视为基准的国股发行价格抬升；第二是中小行发行的信用溢价抬升；第三是永续和二级资本债之间的溢价抬升。

资本补充相关的政策

地方专项债补充中小银行资本金

根据财新等媒体报导，未来地方政府发行专项债以补充中小银行资本金有三种工具，以下通过表格形式介绍相关要素。

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；

目前这三个工具有一个共同特点，即有明确的合同到期日，推测这主要是有利于财政资金届时合理退出。相应地，银行永续债目前期限设计为“5+N”，没有明确到期日，退出确定性相对存疑，因此没有被纳入考量范围。

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，银行板块估值目前仍在 0.7 倍 PB 的水平。然而，权益市场热度不减，银行板块估值未来有望逐步修复，驱动核心资本补充的推进。

转债发行方面，近期农商行两只转债先后登场：江苏地区农商行转债 8 月上市，发行规模 45 亿；9 月山东地区农商行转债也将上市，发行规模 50 亿。农商行可转债近期发行的安排，或将对后续地方政府专项债所认购的中小银行资本工具提供一定的参考。

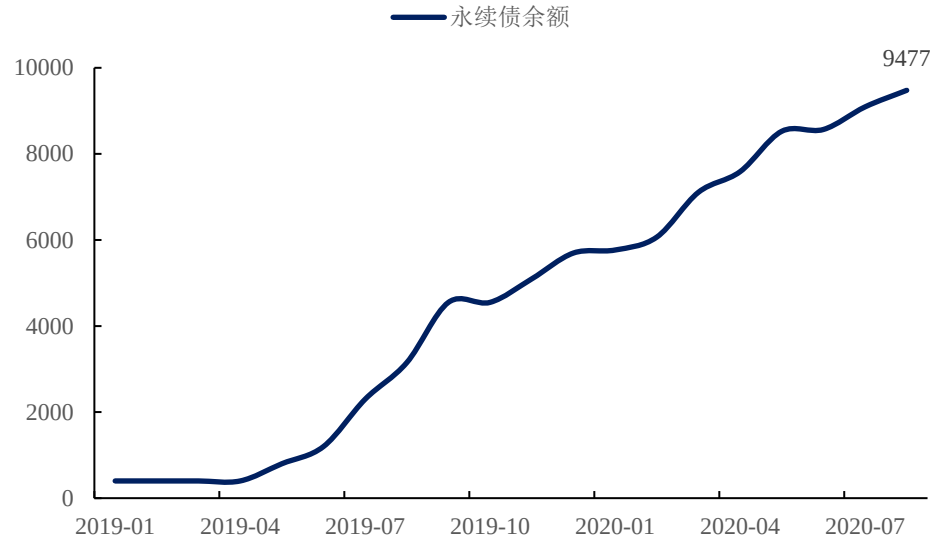
其他一级资本补充情况：

其他一级资本方面，8 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 385 亿，银行永续债市场总规模接近 9500 亿，突破万亿关口指日可待。

扩面方面，当月两家山东地区城商行永续债落地。截止 8 月末，累计 18 家城商行发行了永续债，其余浙江、山东两省家数较多，各有 4 家。

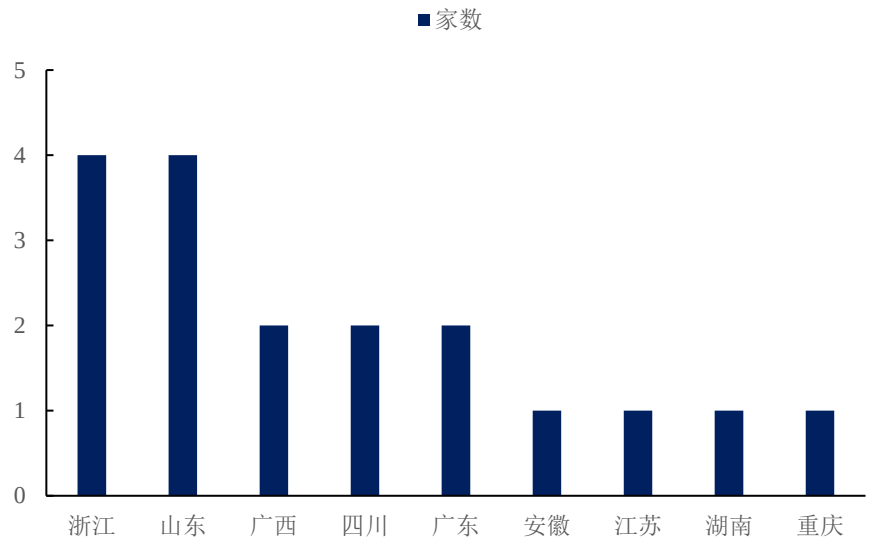
图表 15：永续债余额接近 9500 亿



数据来源：wind，兴业研究

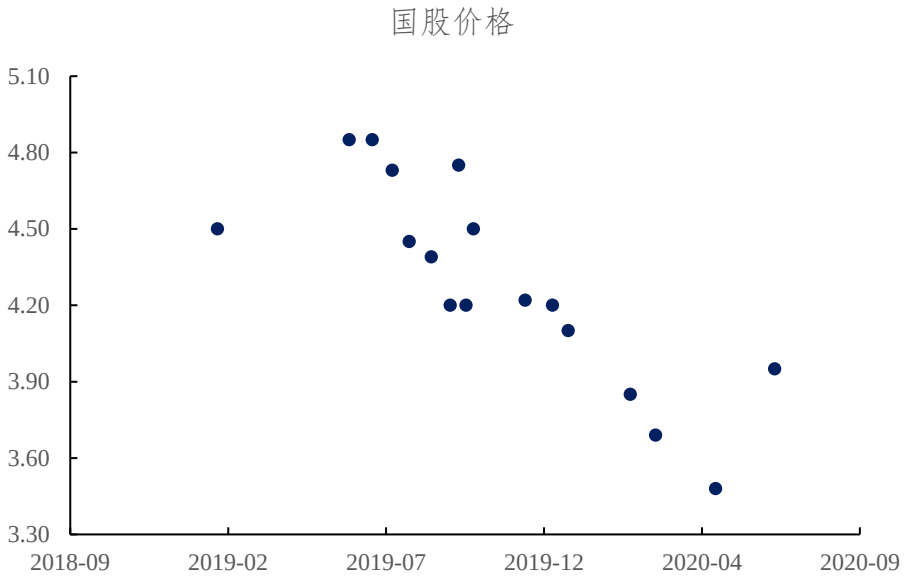
定价方面，随着无风险利率快速触底回升，永续债发行利率也迅速反弹。8 月股份制银行发行利率达到 4.5%，较前期低点反弹超过 100BP。而两家山东地区城商行发行利率 4.8%，亦高出前期同类型机构约 30BP。此外，需要注意的是，发行规模小，可能更利于互持等安排。一旦发行规模放大，必须以来市场化发行，发行水平将出现更大幅度的上行。

图表 16：城商行永续债发行的区域分布



数据来源：wind，兴业研究

图表 17：国股发行利率触底后大幅反弹



数据来源：wind，兴业研究

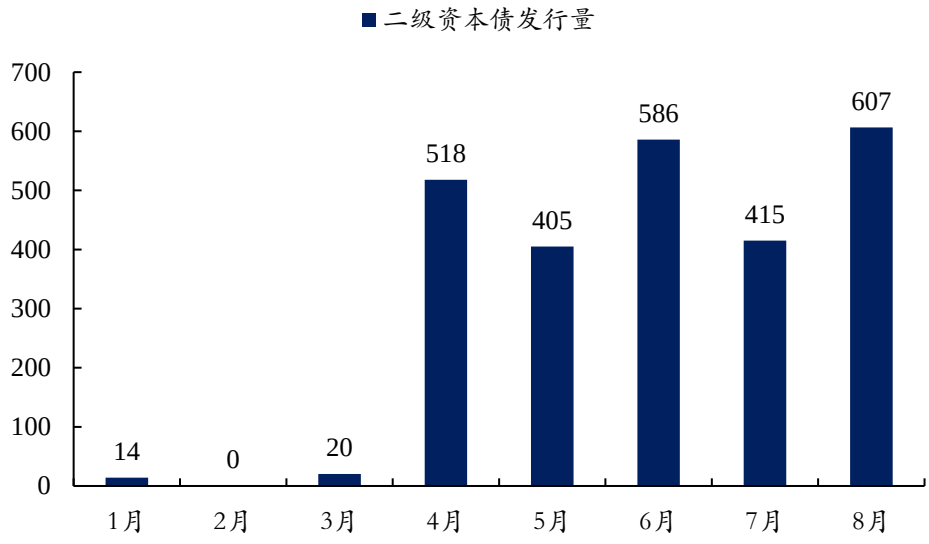
二级资本：

二级资本补充方面，规模平稳增长，定价水涨船高。

规模方面，8 月发行金额 607 亿，创今年以来单月发行量新高，表现较为稳定。

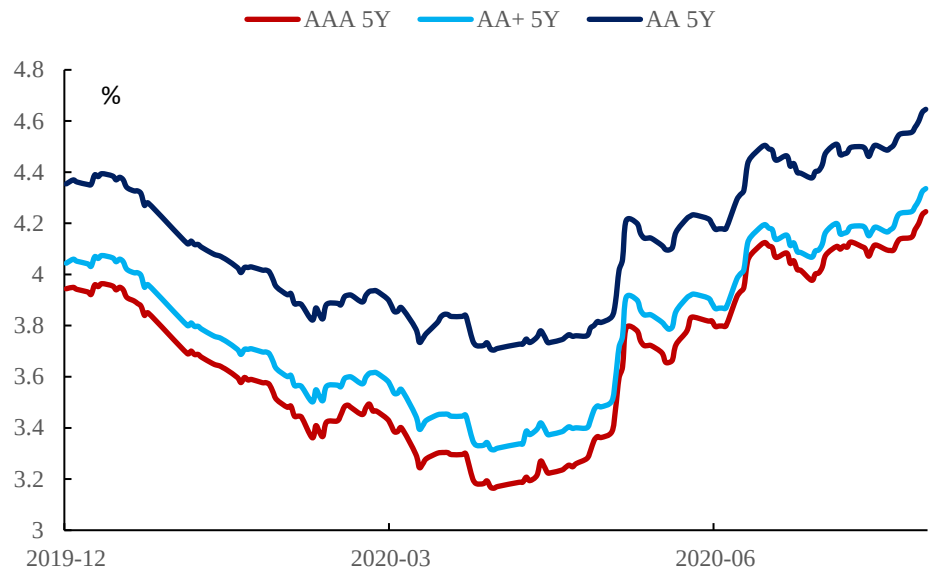
定价方面：与永续债发行价格类似，国股价格同样水涨船高，股份制 5+5 最新价格参照估值应该在 4%以上，头部城商行 8 月发行利率 4.1%。弱 AAA 在 4.3-4.6%之间。

图表 18：二级资本债 8 月份继续放量



数据来源：wind，兴业研究

图表 19：随行就市，水涨船高



数据来源：wind，兴业研究

图表 20：下周流动性提示

大类因素	细分因素	2020/9/7	2020/9/8	2020/9/9	2020/9/10	2020/9/11
央行操作到期	OMO	800	700	200	1,200	1,000
	MLF/TMLF					
	国库现金					
	降准					
	合计	800	700	200	1,200	1,000
债券净发行	地方债	-118	290	-69	-30	339
	国债	534	-309	0	1,420	0
	合计	416	-19	-69	1,390	339

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 3900 亿到期，政府债当周净发行 2056 亿，与本周大体相当。其中，国债发行缴款 2220 亿，地方债 1633 亿；NCD 到期量 4627 亿，较本周放大近 2000 亿，到期规模明显上升；

下周政府债发行量仍大，公开市场需要持续补充方可维持目前相对合意的量价水平；

NCD 部分，下周到期量明显放大，本周国股 9M 和 1Y 均已经站上 3%，但从发行方而言，接受度仍然不高，下周或在 2.95-3%徘徊；

下周国债一级市场发行持续考验市场情绪，关注是否有修复转机；

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