银行资产配置观察 第9期 银行金融债投资策略

资负专题报告

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

摘要

银行金融债市场目前容量1.7万亿，银行表内自营的比例在60%，基金、银行理财等资管占比合计40%。低风险占用和税收优势是驱动银行自营和基金对金融债的投资主要因素。

发行方式上，目前市场化与互持兼而有之。市场化发行可能发行成本略高，但由于更为贴近二级估值，对投资者保护更好，益于形成可持续的投融关系。

收益水平来看，目前金融债利率处于历史底部。与投资国开债相比，目前价差能够有效覆盖资本成本。如果一级市场能够以市场化价格获取，保护更为充分。

相对而言，选择18-19年发行的国股、头部城农商老券，借助更高的票息或可抵御未来可能的利率波动。同时，随着到期日缩短，还有骑乘收益可期。

2019年的银行风险事件打破了同业刚兑，涉事银行的金融债也被打折处理。对于金融债，我们更需要关注主体整体资本的厚度，以防止由于资产质量问题将资本防线打穿，进而导致金融债权出现损失。

关键词：资产配置，银行金融债

扫描下载兴业研究APP
获取更多研究成果

图表 1：主要资产价格一览-2020-5-10

主要资产价格一览					
贷款		首套房贷		二套房贷	
		5.45		5.77	
国债	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
	1.21	1.56	1.95	2.50	2.64
政策金融债	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
	1.28	1.87	2.29	2.73	2.95
地方债	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
	1.28	1.83	2.27	2.73	2.97
NCD	AAA 1M	AAA 3M	AAA 6M	AAA 9M	AAA 1Y
	1.05	1.29	1.43	1.50	1.63
CP	AAA 1M	AAA 3M	AAA 6M	AAA 9M	AAA 1Y
	1.50	1.58	1.64	1.74	1.81
转贴	1M	3M	6M	9M	1Y
	1.75	2.51	2.57	2.58	2.62
金融债	AAA 3Y		AA+ 3Y		AA 3Y
	2.16		2.40		2.66
产业债	AAA 5Y		AA+ 5Y		AA 5Y
	2.97		3.31		3.76
城投债	AAA 5Y		AA+ 5Y		AA 5Y
	3.08		3.24		3.54

数据来源：wind，兴业研究

银行金融债市场目前容量 1.7 万亿，银行表内自营的比例在 60%，基金、银行理财等资管占比合计 40%。低风险占用和税收优势是驱动银行自营和基金对金融债的投资主要因素。

发行方式上，目前市场化与互持兼而有之。市场化发行可能发行成本略高，但由于更为贴近二级估值，对投资者保护更好，益于形成可持续的投融关系。

收益水平来看，目前金融债利率处于历史底部。与投资国开债相比，目前价差能够有效覆盖资本成本。如果一级市场能够以市场化价格获取，保护更为充分。

相对而言，选择 18-19 年发行的国股、头部城农商老券，借助更高的票息或可抵御未来可能的利率波动。同时，随着到期日缩短，还有骑乘收益可期。

2019 年的银行风险事件打破了同业刚兑，涉事银行的金融债也被打折处理。对于金融债，我们更需要关注主体整体资本的厚度，以防止由于资产质量问题将资本防线打穿，进而导致金融债权出现损失。

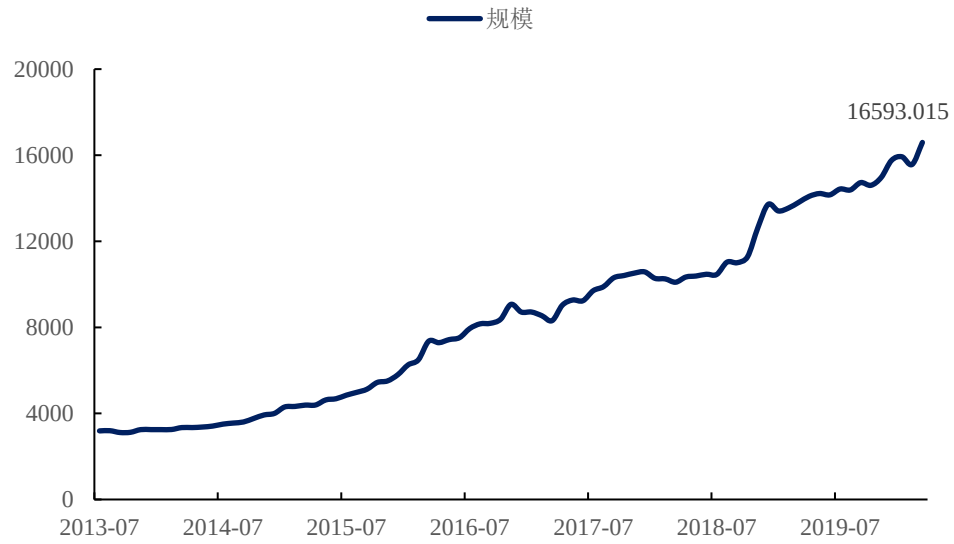
一、 市场容量

根据《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》，金融债券，是指依法在中华人民共和国境内设立的金融机构法人在全国银行间债券市场发行的、按约定还本付息的有价证券。金融机构法人，包括政策性银行、商业银行、企业集团财务公司及其他金融机构。本文主要探讨商业银行发行的一般金融债。

除了一般金融债以外，还有小微、三农、绿色、双创 4 种特色金融债，以体现对特定领域的专项金融支持。

银行金融债市场目前容量 1.7 万亿，包括国有大行、股份制、城商行、农商行、外资行在内的各类型主体都发行过金融债。

图表：金融债余额变化



数据来源：wind，兴业研究；

在会计核算上，发行端金融债记为应付债券，列示在资负表的负债方。金融债发行期限 3 年以上，目前主流期限为 3 年，也有部分股份制和城商行发行 5 年期品种。

二、 主要持有者结构

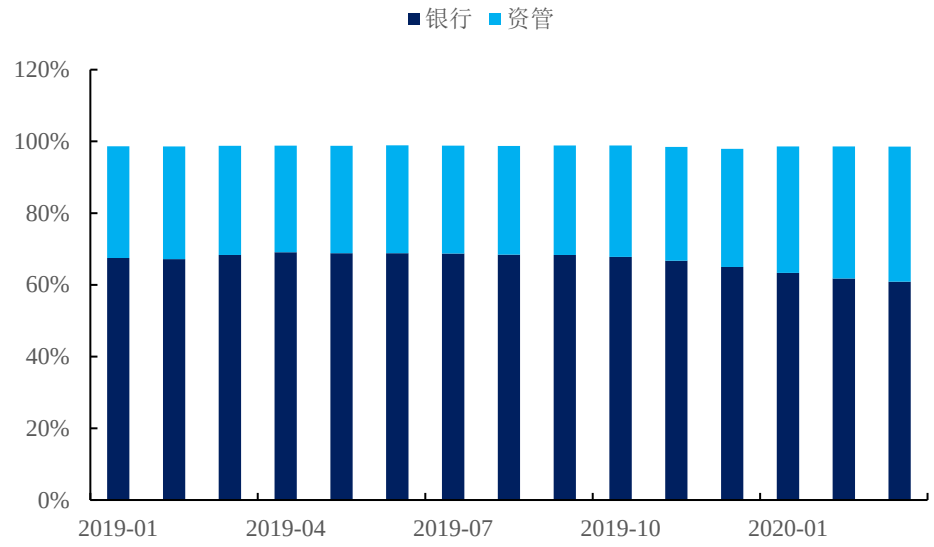
结合银行金融债的托管数据，我们看到银行表内自营是主要的投资者，比例在 60%以上。银行大量持仓金融债的一个重要原因在于资本占用。根据《商业银行资本管理办法》，对我国其他商业银行的债权（不包括次级债权）原始期限 3 个月以上的风险权重为

25%，而次级债则为 100%。风险占用低叠加发行利率相对合理使得银行持有金融债动力大增。

各类型资管占比约在 38%，其中主要结构类型可能是基金，接受银行委托投资金融债以享受税收优势是主要逻辑。

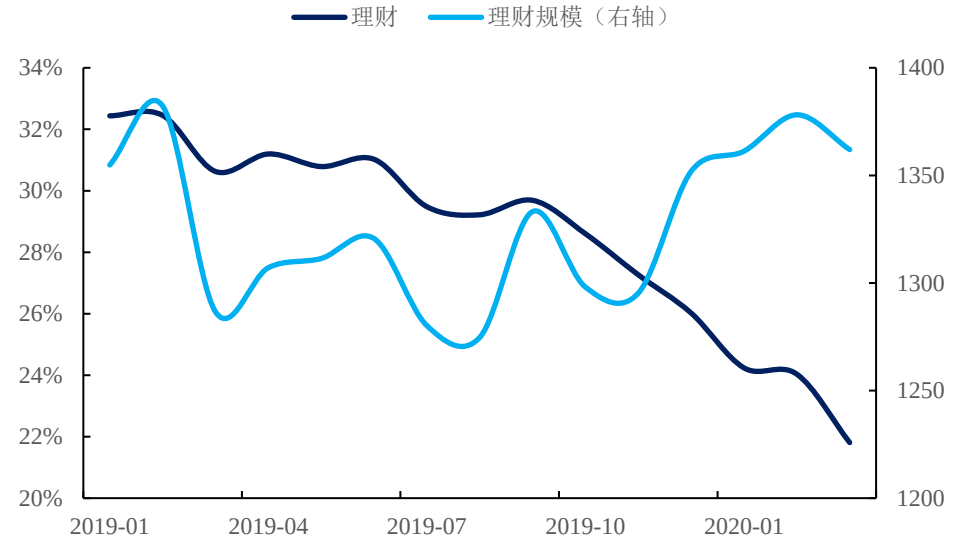
银行理财资金在资管机构中占比仅有 22%，对于理财而言，没有税收优势，更多从债券本身投资价值出发。而 2018 年以来，金融债利率节节走低，与理财利率倒挂严重，配置动力自然不强。

图表：金融债投资者结构



数据来源：wind，兴业研究；

图表：理财在资管中占比趋于回落



数据来源：wind，兴业研究；

三、 收益水平

2018 年以来，金融债发行利率节节走低。2018 年初，3Y 金融债票面仍有 5%，当年跌破 4%；2019 年缓慢下行；而进入 2020 年，突发疫情推动收益率破位大幅走低，短短 3 个月，先后跌破 3%和 2%两个整数关口。目前，国股 3Y 发行利率在 2.1-2.2%之间，处于历史最低水平。

发行方式上，目前市场化与互持兼而有之。市场化发行可能发行成本略高，但由于更为贴近二级估值，对投资者保护更好，益于形成可持续的投融关系。

图表：金融债二级估值



数据来源：wind，兴业研究；

图表：一二级倒不倒挂不绝对

	一级	二级
AAA 国有	1.99%	2.08%
AAA 股份制	2.17%	2.15%
AA+ 城农商	2.95%	2.88%

数据来源：wind，兴业研究；

和国开债对比

金融债的相对投资价值，我们将其与同期限的国开债和信用债分别对比。

与投资国开债相比，金融债有 25%的资本占用，而目前无论是 3Y 还是 5Y 金融债与国开债的价差都在 40-50BP，能够有效覆盖资本成本。如果一级市场能够以市场化价格获取，保护更为充分。

图表：与同期限国开利差



数据来源：wind，兴业研究；

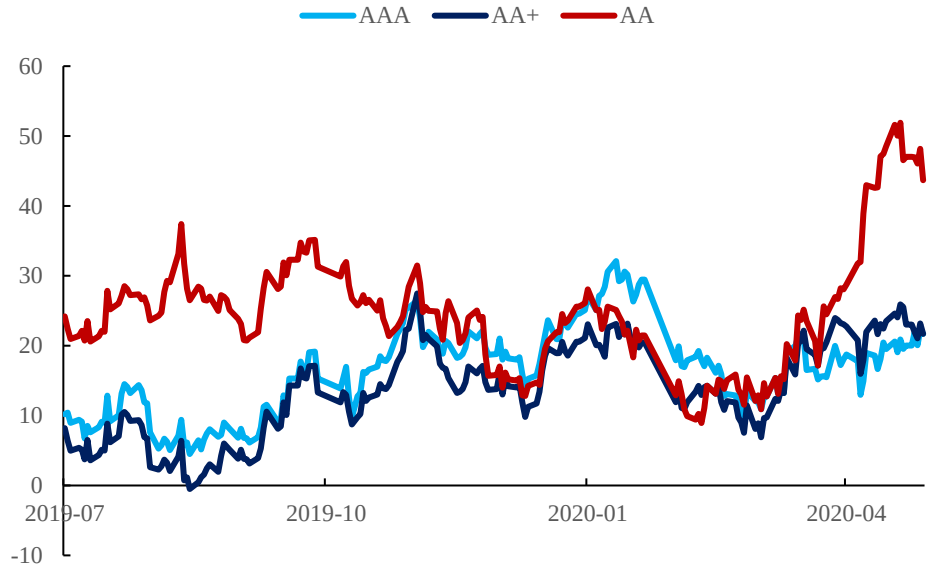
金融债和城投、中票对比，更多的意义在于相互检验。金融债与产业债、城投债存在 75%的资本占用差，一般而言，前者有折价。例如目前，城投和中票要比同评级的金融债高出 40-50BP，这是必要的信用溢价补偿。如果溢价不足，可能意味着金融债出现相对价值，二级市场可予以关注。

图表：城投和金融债对比（城投-金融）



数据来源：wind，兴业研究；

图表：中票和金融债对比（中票-金融）



数据来源：wind，兴业研究；

四、 风险考察

利率风险

前面已经提到，目前金融债发行利率已经处于历史最低水平。从穿越周期的角度，保护显然严重不足，但好在金融债绝对期限一般只有 3 年，并不算太长，利率风险相对

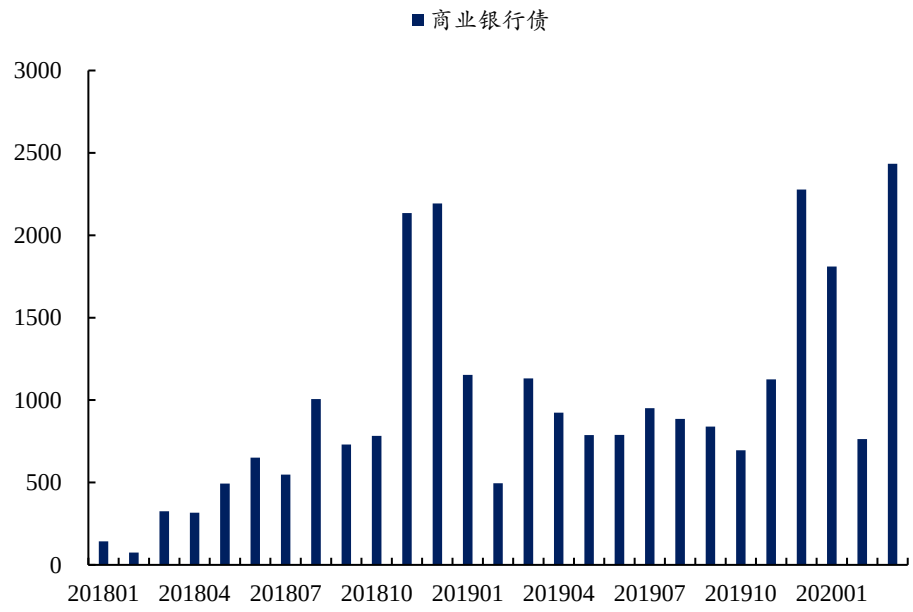
可控。

相对而言，选择 18-19 年发行的老券，借助更高的票息或可抵御未来可能的利率波动。同时，随着到期日临近，还有骑乘收益可期。性价比相对更好一些。

流动性风险

二级市场成交量方面，金融债每月成交量在 1000 亿左右，在年末会有所放大。今年以来流动性充裕乃至泛滥，也会推高金融债的成交规模。总体看，金融债流动性较为一般。参与非市场化的一级市场发行，需要谨慎。

图表：金融债成交量



数据来源：wind，兴业研究；

信用风险

2019 年的银行风险事件打破了同业刚兑，涉事银行的金融债也被打折处理。

从原理上来讲，金融债属于一般的负债，能够得到各层级资本的保护，受偿顺序相对靠前。我们之前介绍的二级资本债，风险防范主要着眼于银行的资本状况和股东状况。而对于金融债，我们更需要关注主体整体资本的厚度。对于资本充足率较低的机构，可能由于资产质量问题将资本防线打穿，进而导致金融债权出现损失。

五、 投资策略

收益率处于历史底部，保护程度不足。相对而言，选择 18-19 年发行的国股、头部城农商老券，借助更高的票息或可抵御未来可能的利率波动。同时，随着到期日缩短，还有骑乘收益可期。中小银行金融债缺乏流动性，且存在信用风险。参与的前提是务必市场化发行。

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