

# 银行

## 关于银行永续债政策的几点看法

**事件:** 1月24日晚间,据央行官网,央行决定创设央行票据互换工具 为银行发行永续债提供流动性支持。银保监会决定放开限制,允许保险机构投资商业银行发行的无固定期限资本债券。

**点评:**  
永续债丰富一级资本补充方式,永续债规模或达万亿

**丰富一级资本补充方式。**当前,我国商业银行其他一级资本补充方式较单一,主要是发行优先股来补充,但发行优先股须为上市银行。永续债的发行并不限于上市与否,丰富了其他一级资本补充方式,特别是对非上市银行意义重大。此外,我们认为银行永续债能够满足 TLAC 债务工具要求,或将助力四大行未来满足 TLAC 要求。

目前,中小行核心一级/一级/资本充足率监管要求分别为 7.5%/8.5%/10.5%,四大行因纳入全球系统性重要银行之列,各项资本要求分别高 1%或 1.5%。部分上市银行之前已发优先股来补充其他一级资本,依据 18Q3 数据静态测算,仅满足其他一级资本(1%)要求,A股上市银行需发行 3307 亿元。截至 18 年 9 月末,商业银行整体其他一级资本充足率 0.54%,若仅发行永续债来达到 1%,静态测算需发行 6059 亿元。**考虑到四大行可能发行永续债来满足 TLAC 要求,银行永续债未来规模或达万亿。**

**央行票据互换信号意义强,放松险资投资限制作用显著**

此次,央行为解决银行永续债发行问题创设央行票据互换工具,并将主体评级不低于 AA 的银行永续债纳入 MLF、TMLF、SLF 和再贷款的合格担保品范围。央行此举是通过提高银行永续债市场流动性来达到增强市场认购意愿的目标,从而使得银行能够通过永续债来补充资本。

一级交易商可将持有的银行永续债可通过央行招标换入央票,互换只交换债券本金,不交换债券利息。2018 年度,央行共有 48 家公开市场业务一级交易商,由资产规模较大的银行和 2 家券商(中信证券和中金公司)构成。由于实质风险仍由持有者承担,若银行自营持有银行永续债,或面临风险权重 250%的资本占用或全额扣除(取决于股权投资总规模是否超核心一级资本净额的 10%)之问题。

参考以往优先股来看,银行自营持有动力较低,投资者主要是大央企、境外主权投资基金及养老金、保险、银行表外理财等,预计银行永续债投资者仍以这些机构为主。我们认为,即便有央行票据互换工具,银行自营投资银行永续债动力也不强,而非银行来持有银行永续债更能起到分散风险的作用,央行政策更在于其释放的稳信用信号意义。

**风险提示:** 经济下行超预期导致资产质量大幅恶化;贷款利率下降风险等。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-01-24	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000001.SZ	平安银行	10.52	买入	1.35	1.45	1.62	1.96	7.79	7.26	6.49	5.37
600036.SH	招商银行	27.87	买入	2.78	3.19	3.58	3.99	10.03	8.74	7.78	6.98
601166.SH	兴业银行	15.66	买入	2.75	2.92	3.17	3.50	5.69	5.36	4.94	4.47
601328.SH	交通银行	5.99	增持	0.95	1.00	1.07	1.15	6.31	5.99	5.60	5.21
601818.SH	光大银行	3.89	买入	0.60	0.64	0.69	0.77	6.48	6.08	5.64	5.05

资料来源:天风证券研究所,注:PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2019 年 01 月 25 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

廖志明 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517070001  
liaozhiming@tfzq.com

林瑾璐 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090002  
linjinlu@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《银行-行业专题研究:从基金持仓看银行股:18Q4 持仓小幅下降,低估值高安全边际受认可》 2019-01-24
- 《银行-行业点评:12 月金融数据点评:信贷延续回暖,社融增速基本企稳》 2019-01-15
- 《银行-行业点评:不良处置力度加大,资产质量保持平稳》 2019-01-12

**放松险资投资限制作用显著。**截至 18 年 11 月末，保险资金运用余额达 16.03 万亿元，规模庞大。而保险资金负债久期非常长，正好与银行优先股、永续债期限长的特征匹配。放开保险资金投资限制，有望显著缓解永续债发行难问题，降低银行永续债发行利率，对银行股形成利好。此外，我们认为，银行永续债投资者应尽量分散，以达到分散银行体系风险之目的。保险资金过度持有银行永续债和优先股也不好，极端情况下容易将银行体系风险传导到保险体系。

### 监管发挥合力作用，稳信用不断加码

鉴于当前部分银行资本压力较大，对信贷投放能力约束明显，监管统一协调解决银行补充资本问题。此次，银行永续债发行如此快速启动，也能看出监管在发挥合力作用，解决银行资本问题，以提升银行信用扩张能力，支撑经济的平稳运行。近几个月，我们看到金融监管在稳信用政策上不断加码，后续或有进一步政策出台。在**总量政策愈加宽松的当下，我们认为，社融增速已基本企稳，并将很快回升。**

**尽管永续债只补充其他一级资本，不能补充核心一级资本，但核心一级资本补充也在加快。**由于核心一级资本、一级资本和资本充足率均须达标，若其他一级资本充足率不到 1%，势必会提升核心一级资本的压力。补充其他一级资本能一定程度上缓解核心一级资本压力。此外，近期，证监会密集批复了华夏银行定增、江苏银行、平安银行和交通银行可转债等再融资计划，银保监会批复了民生银行、浦发银行可转债发行申请。定增及可转债发行转股后均能补充核心一级资本。由于核心一级资本更加关键，未来或有进一步举措来缓解银行核心一级资本压力。

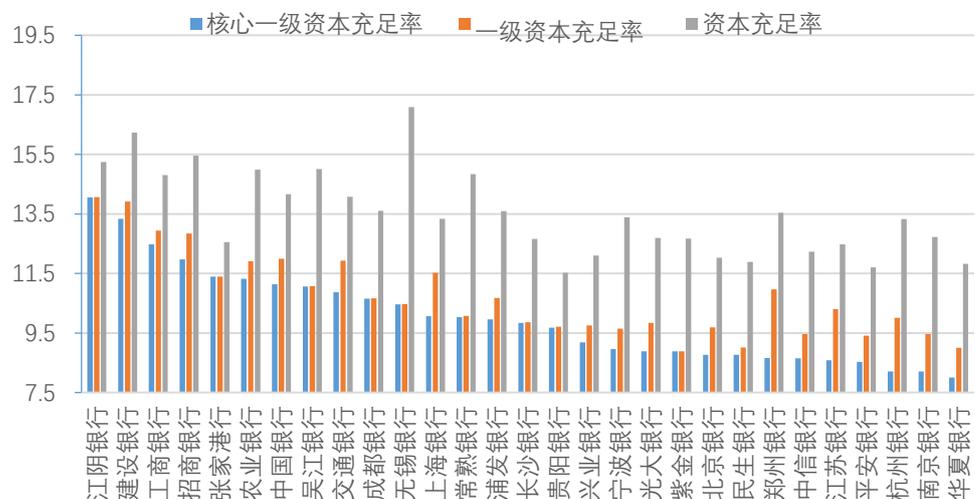
### 投资建议：稳信用政策不断加码，银行股反弹行情有望延续

一般而言，社融增速领先经济 1-2 个季度。银行业绩滞后经济半年左右，但股价提前反应。稳信用政策在不断加码，监管发挥合力作用，我们预计社融增速已基本企稳并将很快回升，年中经济有望企稳，对银行股构成明显利好。

经济差股市不一定差，因为估值已经反映悲观的预期，银行股仍然有不少机会。在政策催化下，1 月初以来的银行股反弹行情有望延续。

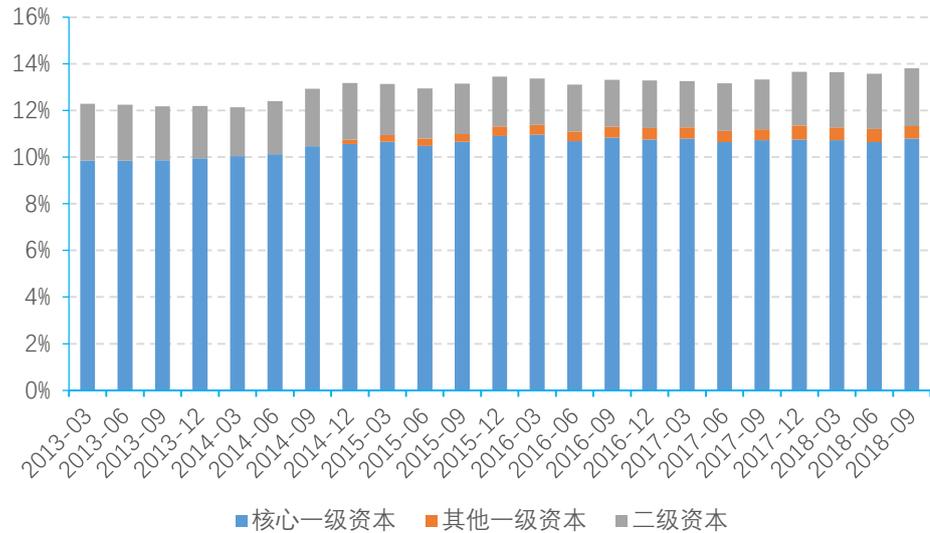
个股方面，我们仍然主推受经济影响小的零售银行龙头-平安、招行，并非常看好估值很低且基本面或延续改善的光大、交行和兴业等。

图 1: A 股上市银行 18Q3 资本情况 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 2：商业银行合格监管资本构成中，其他一级资本较为薄弱



资料来源：WIND，天风证券研究所

表 1：监管资本的构成、定义及常用补充工具

资本	定义	主要项目	我国常见补充方式
核心一级资本	在银行持续经营条件下无条件用来吸收损失的资本工具，永久性的、清偿顺序排在所有其他融资工具之后	实收资本或普通股、资本公积、盈余公积、一般风险准备、未分配利润、少数股东可计入部分	IPO、增发、配股、利润留存、可转债转股
其他一级资本	本金和收益都应在银行持续经营的条件下参与吸收损失，非累积性的、永久性的、不带有利率跳升及其他赎回条款	其他一级资本工具及其溢价（如优先股及其溢价）、少数股东资本可计入部分	混合资本工具：优先股、永续债、可转债
二级资本	在破产清算条件下可以用于吸收损失的资本工具，受偿顺序在普通股之前	二级资本工具及其溢价、超额贷款损失准备、少数股东资本可计入部分	二级资本债、次级债

资料来源：《商业银行资本管理办法（试行）》，天风证券研究所

表 2：商业银行资本监管框架

监管资本最低要求	二级资本 (2%)			
	一级资本	其他一级资本 (1%)		
		核心一级资本	最低要求	核心一级资本 (4.5%)
			缓冲要求 (buffer)	储备资本 (2.5%)
逆周期资本 (0-2.5%)				
		G-SIB 附加资本 (1%-3.5%)		

资料来源：《商业银行资本管理办法（试行）》，天风证券研究所

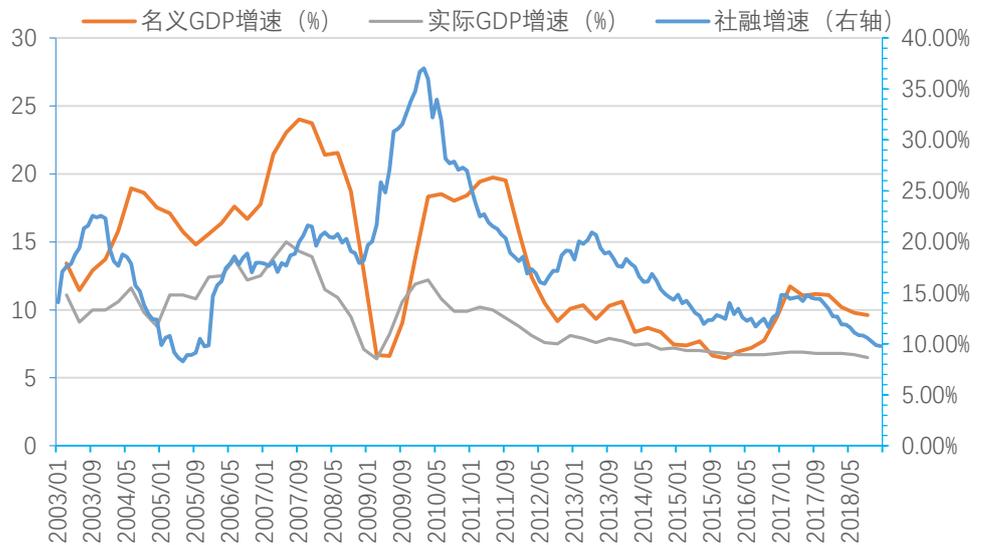
表 3：央行 2018 年度公开市场业务一级交易商名单

中国工商银行	中国银行
国家开发银行	中国农业银行
中国建设银行	中国邮政储蓄银行
交通银行	中国进出口银行

兴业银行	招商银行
平安银行	中国光大银行
中信银行	上海浦东发展银行
广发银行	华夏银行
中国民生银行	浙商银行
恒丰银行	上海银行
北京银行	江苏银行
南京银行	徽商银行
盛京银行	洛阳银行
长沙银行	厦门银行
河北银行	郑州银行
福建海峡银行	广州银行
天津银行	哈尔滨银行
大连银行	宁波银行
杭州银行	青岛银行
中原银行	上海农村商业银行
广东顺德农村商业银行	北京农村商业银行
广州农村商业银行	汇丰银行（中国）
渣打银行（中国）	花旗银行（中国）
中信证券	中金公司

资料来源：央行官网，天风证券研究所

图 3：社融增速一般领先名义 GDP 增速 1-2 个季度



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com