

行业研究

债券利率对银行已具吸引力

——流动性周报（2022.11.28-2022.12.04）

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

分析师：刘杰

执业证书编号：S0930522110002

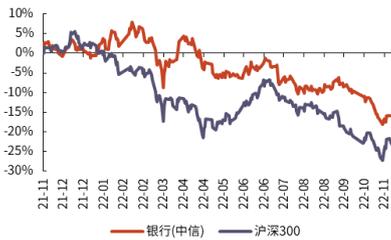
010-56518032

liujie9@ebsecn.com

联系人：赵晨阳

zhaochenyang@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

降准对同业存单的影响——流动性周报
(2022.11.21-2022.11.27)最舒适的流动性环境已结束——流动性周报
(2022.11.14-2022.11.20)需要降准置换 MLF 吗？——流动性周报
(2022.11.07-2022.11.13)票据与资金利率为何背离？——流动性周报
(2022.10.24-2022.10.30)政策性银行信贷大有可为——流动性周报
(2022.10.17-2022.10.23)票据利率失效了吗？——流动性周报
(2022.10.10-2022.10.16)对于信贷不妨再乐观一点——流动性周报
(2022.09.26-2022.10.09)同业存单发力意味着什么？——流动性周报
(2022.09.19-2022.09.25)存款利率下调“七问七答”——流动性周报
(2022.09.12-2022.09.18)

要点

本周观点：债券利率对银行已具吸引力

11 月份以来，受疫情防控政策优化、金融支持地产政策持续加码，以及理财赎回引发的负反馈效应影响，债券市场经历了一轮快速调整，10Y 国债收益率一度上行至 2.9% 以上。我们认为，债市经过此轮调整，从机构行为视角看，当前债券利率对银行配置盘已具有较强吸引力。

一、银行债券投资性价比的静态测算

今年以来，银行体系信贷投放受制于有效需求不足困扰，各类贷款利率均出现明显下行。9 月份，金融机构新发放对公贷款利率为 4%，较年初下降 57bp，其中有较大优质客户贷款利率已进入“3 时代”，甚至不排除“2”字头利率，且 10-11 月份有继续下行压力；在新发放按揭贷款中，利率降幅较年初超过 120bp，9 月份执行利率为 4.34%。尤其是 11 月份以来，贷款利率与债券利率“一降一升”，这是否会降低信贷类资产对银行的吸引力，转而诱导银行适度加大对债券资产的配置力度？

一般而言，银行资产负债摆布，遵循“稳中求进”策略，即短期内不会出现瞬时大幅变化。在满足监管要求前提下，市场化层面主要根据 RORAC、EVA 高低进行安排，这可能会直接影响资源摆布的边际变化。

为此，我们选取了对公贷款、按揭贷款、零售非按揭、普惠小微贷款、10Y 国债、10Y 国开债、5Y 地方债（AAA）、5Y 二级资本债（AAA-）。从静态测算结果看：

(1) 住房按揭贷款因其“高定价、低不良、近乎 0 损失、低资本占用”特点，EVA 水平为 2.36%，在所有信贷资产中最高。今年新发放按揭贷款利率降幅已超过 120bp，导致其 EVA 水平也出现大幅下降，尽管如此，我们依然认为按揭贷款是各家银行投放积极布局的重点领域，当年阶段按揭贷款增长相对偏弱主要是由于购房行为放缓和早偿增加所致。未来，按揭贷款由于高 EVA，其利率（包括新发生与存量）具有进一步下行空间。

(2) 零售非按揭贷款定价尽管较高，达到 5.1%，但其不良率偏高，EVA 仅为 1.43%，明显低于按揭贷款，但依旧是银行业转型发展的重点。

(3) 对公贷款利率同样下行幅度较大，9 月份已降至 4%，加之其资本占用成本、信用风险成本偏高，EVA 已降至 0 附近，明显弱于零售贷款。对银行而言，目前对公贷款投放创造的经济价值有限，但对于经济重点领域和薄弱环节，或因为央行定向流动性注入的价格补贴、或处于完成信贷任务的要求，银行仍然在努力维持较大的信贷投放强度。

(4) 债券资产性价比已显著提升，目前 10Y 国债 EVA 为 2.87%，考虑到国债的免税效应、零资本占用和无风险特征，使其 EVA 水平与名义收益率保持一致，在银行各类资产中最高，且优于国开债和按揭贷款。

因此，仅从目前银行各类资产 EVA 比价效应的静态测算结果来看，利率债（国债+国开+地方债）配置的性价比较高，当前点位对银行而言已具有较强吸引力。

表 1: 银行信贷与债券资产的 EVA 比价效应

	对公贷款	住房按揭贷款	零售非按揭	普惠小微贷款	10Y 国债	10Y 国开债	5Y 地方债 (AAA)	5Y 二级资本债 (AAA-)
平均资产收益率	4.00%	4.34%	5.10%	4.85%	2.87%	3.03%	2.78%	3.56%
平均负债成本率	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%
税收成本率	0.75%	0.86%	1.09%	0.74%	0.00%	0.28%	0.00%	0.42%
增值税率	6.00%	6.00%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	0.00%	25.00%	0.00%	25.00%
资本占用成本	1.58%	0.79%	0.79%	1.18%	0.00%	0.00%	0.32%	1.58%
风险权重	100.00%	50.00%	50.00%	75.00%	0.00%	0.00%	20.00%	100.00%
ROE	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
CAR	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%
信用风险成本	2.00%	0.45%	1.90%	5.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
存款派生收益率	0.33%	0.11%	0.11%	0.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EVA	0.00%	2.36%	1.43%	-2.48%	2.87%	2.75%	2.47%	1.57%

资料来源：各类资产平均资产收益率、平均负债成本率、增值税率、所得税率、风险权重、ROE、CAR 数据均来自 Wind、央行和银保监会官网，税收成本率、存款派生收益率和 EVA 由光大证券研究所整理测算。

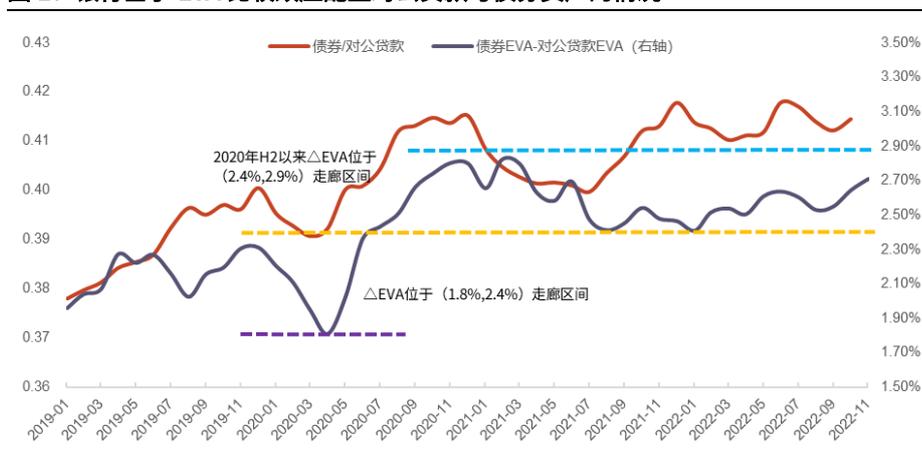
二、银行债券投资性价比的动态测算

尽管 EVA 可以反映出银行资产配置的比价效应，但如果单纯静态比较各类资产 EVA，会造成信息失真：

第一，测算各类资产 EVA 时，对于负债成本的设定都是“一刀切”式采用上市银行平均计息负债成本率。但从实践操作来看，银行对于不同业务的 FTP 考核存在较大差异。例如，对于信贷的 FTP 考核，主要是在 LPR 基础上进行加点，进而确定贷款 FTP 曲线；但对于债券资产而言，若为配置盘，则 FTP 一般设定为同业负债平均成本率或结构性存款加权平均利率，若为交易盘，则 FTP 可能设定为 DR007。

第二，如果静态算 EVA，债券投资 EVA 会显著高于对公贷款，但这并不意味着银行需要将所有资源全部向债券资产倾斜，因为银行信贷业务仍需要满足贷款总量、投向等 MPA 考核要求。

图 1: 银行基于 EVA 比较效应配置对公贷款与债券资产的情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

有鉴于此，我们可以尝试从动态视角进行分析，即将时间轴拉长，看看历史上贷债的量价运行呈现何种关系，是否真的存在相应的“跷跷板”效应。我们选取两类变量：

- $\Delta EVA = \text{债券 EVA} - \text{信贷 EVA}$
- $\text{债贷比} = \text{债券增速} / \text{信贷增速}$

我们在动态测算过程中，仅考虑对公贷款与债券投资的配置选择。具体复盘如下：

(1) 2019 年-2020 年上半年， ΔEVA 维持在 1.8-2.4% 区间震荡，2020 年 Q2 极度宽松的货币政策使得金融市场利率大幅下行， ΔEVA 一度触及下限 1.8%。在此期间，银行对于债券资产的配置力度减弱。

(2) 2020 年 H2 开始，随着货币政策逐步进入正常化，加之央行推出 MPA 点差考核引导贷款利率大幅下行，使得 ΔEVA 突破前期走廊上限，进入新的区间 2.4-2.9%。2021 年上半年，政府债券供给节奏的滞后，造成银行存在较强的“欠配”情况，债券配置力度偏弱，使得债贷比进入下行通道， ΔEVA 一度触及 2.4% 的下限。

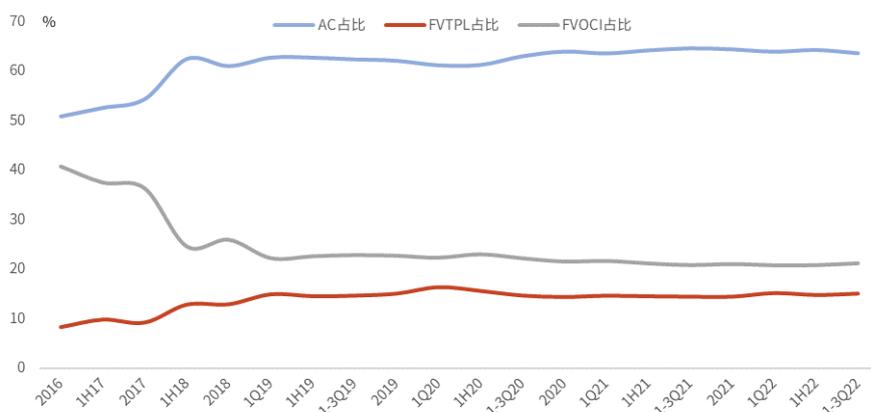
(3) 从 2021 年下半年开始，债券相较于信贷的性价比开始触底反弹，此时债贷比震荡上行。

从上述复盘不难看出，如果我们拉长周期来看，债贷比与 ΔEVA 之间呈现明显同向运动趋势，两者的相关性系数为 0.74，回顾 2019 年以来的走势， ΔEVA 总体趋于上行，即 LPR 改革以来，伴随着央行多次降息、出台 MPA 点差考核压降贷款利率点差，以及信贷供需矛盾加大导致贷款利率大幅下行，信贷类资产性价比相较于债券资产逐步减弱，银行在信贷和债券的配比上，也在逐步向债券资产边际倾斜。

三、2.9%以上的国债利率对银行配置盘而言已具吸引力

对于银行债券投资而言，主要分为三类：以摊余成本法计量的债券投资（AC）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的债券投资（FVTPL）以及以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债券投资（FVOCI）。

图 2：银行债券投资三类账户持仓占比走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

其中，AC 占比在 60%以上，主要以配置盘为主。FVTPL 占比在 15%左右，主要以交易盘为主。FVOCI 占比为 20%左右，配置盘和交易盘均有，由于其公允价值变动会直接进入资本公积，进而在计算资本时直接计入核心一级资本。若该类债券持有至到期，则收益最终计入利息收入，但持有期的公允价值波动会给银行资本管理造成影响。因此，近年来一些银行对于 FVOCI 账户的债券均采取了相关措施，比如从银行账户利率风险和交易账户市场风险角度出发，设定波动限额，限制计入 FVOCI 账户中公允价值波动对核心一级资本的负向影响，可以看到，该账户债券占比逐年下行。

总体来看，银行债券投资，主要以配置盘为主。既然如此，我们需要回答一个问题，即 2.9%+的国债利率是否对银行有吸引力？

根据上述动态测算框架：

(1) 在 2.4-2.9%的走廊区间内，我们不妨将 2.65%作为债券与对公贷款配置的平衡点，当 Δ EVA 突破 2.65%时，债券资产的性价比将优于贷款，反之贷款优于债券。

(2) 由于贷款利率较金融市场率“阻尼系数”更强，即便后续疫情防控进一步优化，“宽信用”进程推进，料贷款利率反弹空间相对有限，参考 2020 年下半年至 2021 年上半年情景，预计对公贷款上行空间不会超过 10bp，对应的 EVA 为 0.1%左右。那么当 Δ EVA=2.65%时，对应的 10Y 国债利率为 2.75%，即当 10Y 国债利率突破 2.75%之时，事实上对银行而言已具有吸引力。

(3) 进一步我们分析极端情景，即当 Δ EVA 位于上限 2.9%时，应是债券配置的最优点位，此时 10Y 国债利率为 3%。除非后续经济面临强刺激计划而出现显著复苏，否则我们依然可以判定 3% 10Y 国债利率具有很强吸引力。

目前，10Y 国债利率维持在 2.9%上下，对应的债券与贷款 Δ EVA 已进入上限区间 2.65-2.90%，且已逐步逼近顶部，该点位对于银行配置盘而言已具吸引力。

我们认为，从当前经济、信用扩张基本面来看，并不支持利率快速走高，而 11 月以来的债券利率走势，一定程度上带有恐慌性交易情绪，这种短期内的大幅超调，对于银行配置盘而言，反而是入场的好机会。疫情防控进一步优化以及房地产金融支持政策已基本被消化，虽然政策正在有序兑现预期，但市场定价已基本反映。目前悬在债券市场头顶上的“达摩克里斯之剑”是——疫情防控放松之后对于明年经济增长的预期，以及是否存在“一揽子”经济刺激计划。

现阶段经济环境并不支持“V 型”反转。考虑到 11 月份 PMI 较差、12 月上旬相对友好的流动性环境，以及即将公布的信贷数据或不及市场预期，都预示着后续调整压力可控。因此，这一波调整之后的机会适用于负债端具有稳定资金来源的机构，配置机构若进场需保持坚守的心态，特别是容忍过程中存在的波动，守得云开见月明。

1、下周要点梳理

下周（12 月 5 日-12 月 9 日）提请市场关注要点事件：

- (1) 12 月 5 日央行降准 0.25 个百分点，释放长期资金约 5000 亿。
- (2) 央行 7D-OMO 累计到期 3170 亿，或采取缩量续作模式对冲，银行间市场 OMO 存量预计回落常态水平。

- (3) 下周政府债券合计到期 11773 亿（其中包含 7500 亿 15 年期特别国债），计划发行 2026 亿，净融资规模预计-9747 亿，较本周少增 10866 亿。其中，国债、地方债净融资预计分别为-9806、59 亿，分别较本周少增 10828、38 亿。
- (4) 重要数据、信息披露：中国 11 月金融数据、中国 11 月 PPI\CPI（12 月 9 日）；美国 11 月 ISM 非制造业 PMI（12 月 5 日）、美国 11 月 PPI\核心 PPI（12 月 9 日）。

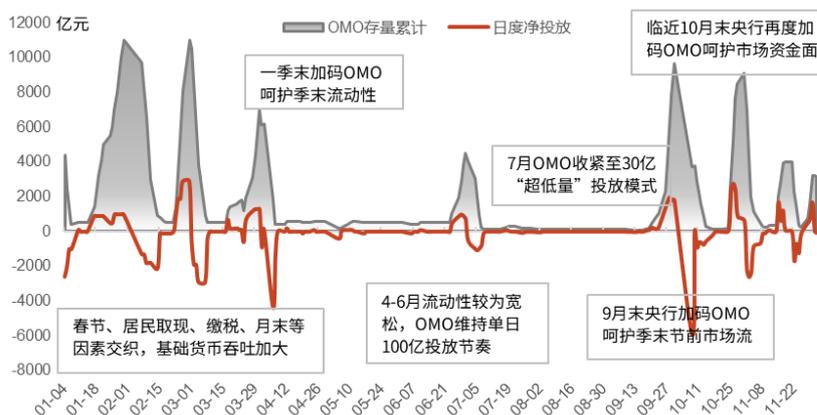
2、一周回顾

2.1、货币市场

2.1.1、资金市场

OMO 投放量加码呵护跨月资金面。周内逆回购累计投放 3170 亿，到期 230 亿，基础货币净投放 2940 亿。截至 12 月 2 日，OMO 存量余额为 3170 亿，较上周多增 2940 亿。

图 3：OMO 投放量加码呵护跨月资金面



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 1 月 4 日-2022 年 12 月 2 日

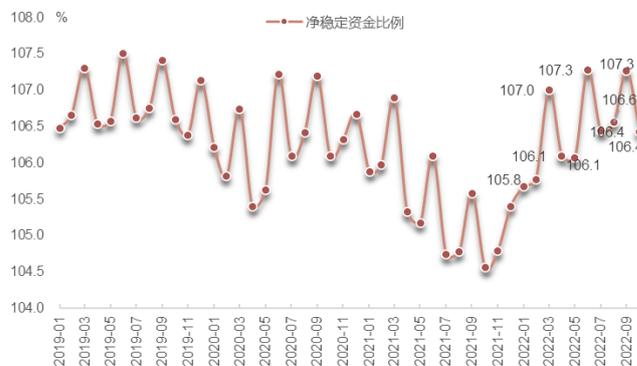
短端资金利率波动不一。截至 12 月 2 日，DR001、DR007 分别录得 1.15%、1.62%，分别较上周上行 12bp，下行 11bp。跨月后 DR001 均值 1.3%，R001 日均成交量回升至 4.86 万亿。

图 4：12 月 R001 日均成交量为 4.86 万亿



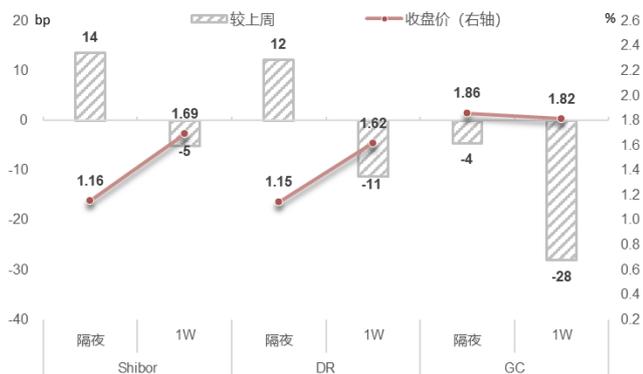
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 3-12 月，其中 12 月为 1-2 日

图 5：10 月 NSFR 回落至 106.4%



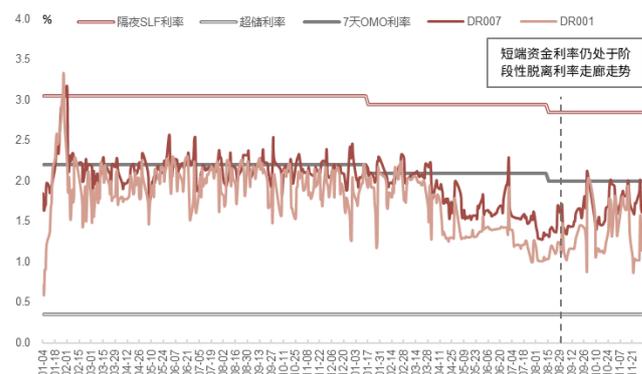
资料来源：Wind，光大证券研究所；日期：2019 年 1 月-2022 年 10 月

图 6: DR001 较上周上行 12bp 至 1.15%



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2022 年 11 月 28 日-2022 年 12 月 2 日

图 7: 短端资金利率波动幅度加大

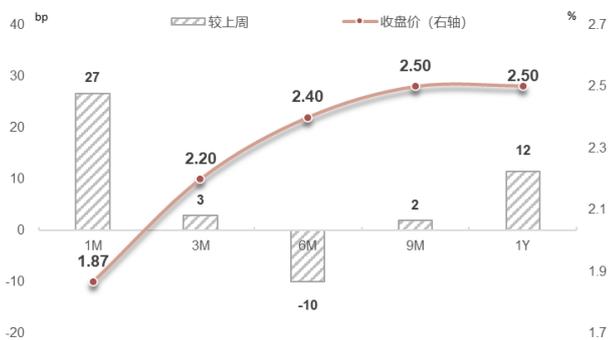


资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 1 月 4 日-2022 年 12 月 2 日

2.1.2、同业存单

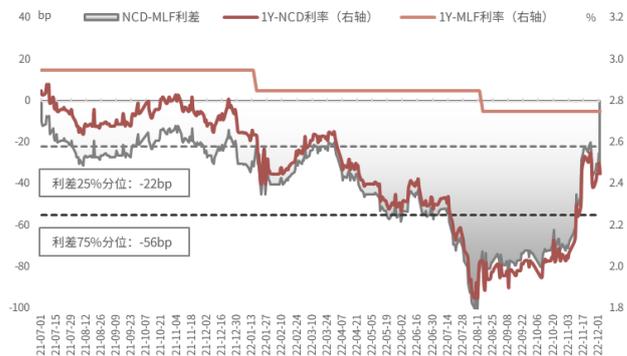
1Y 国股 NCD 利率上行至 2.5%。截至 12 月 2 日, 1Y 国股行 NCD 利率录得 2.5%, 较上周上行 12bp; NCD-MLF 利差为 -30bp, 倒挂幅度较上周收窄 6bp, 利差维持 2021 年中以来中位水平。

图 8: 1M-1Y 期 NCD 利率较上周变动不一



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2022 年 11 月 28 日-12 月 2 日

图 9: NCD-MLF 利差较上周收窄至 -30bp



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 7 月 1 日-2022 年 12 月 2 日

备案额度使用方面, 本周 NCD 净融资规模合计-685 亿, 较上周少增 2237 亿。12 月 NCD 预计到期 1.52 万亿。截至 12 月 2 日, 国有行、股份行、城商行年内存单备案额度使用进度分别为 72%、66%、62%。

表 2: 本周同业存单净融资规模及较上周变化情况

	银行类型				期限品种					合计
	国有行	股份行	城商行	其他行	1M	3M	6M	9M	1Y	
净融资 (亿)	52	(511)	(297)	71	7	922	114	(22)	(1705)	(685)
较上周 (亿)	(691)	(563)	(895)	(88)	(84)	(481)	(930)	(705)	(38)	(2237)

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 时间: 2022 年 11 月 28 日-12 月 2 日

表 3: 9-12 月同业存单净融资规模及同比变化情况

亿元		银行类型				期限品种					合计
		国有行	股份行	城商行	其他行	1M	3M	6M	9M	1Y	
2022 年 9 月	净融资	2440	1918	724	(108)	296	(1621)	1709	1170	3420	4974
	同比上年	1548	(1052)	919	222	(279)	288	3949	(1524)	(796)	1638
2022 年 10 月	净融资	(388)	(1282)	(1361)	(418)	(485)	208	(415)	(847)	(1910)	(3449)
	同比上年	(2016)	(3440)	(1970)	(521)	(1522)	1839	(1015)	(220)	(7028)	(7946)
2022 年 11 月	净融资	(242)	(3161)	(2019)	(280)	1078	2547	(566)	876	(9638)	(5701)
	同比上年	(1597)	(6149)	(4398)	(875)	1426	2186	(2044)	4329	(18916)	(13019)
2022 年 12 月	净融资	(720.8)	(4688.0)	(7087.2)	(1911.2)	(2726.5)	(1394.0)	(2298.4)	(520.4)	(7467.9)	(14407.2)
	同比上年	(722)	(4849)	(7190)	(2227)	(2911)	(1559)	(3750)	1663	(8429)	(14987)

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 时间: 2022 年 9 月-12 月, 其中 12 月为 1-2 日; 注: 红色数据为负值

表 4: 2021-2022 年 NCD 备案额度使用进度对比

(万亿)	2021 年				2022 年			
	备案额度	截至 12 月 2 日净融资	截至 12 月 2 日余额	使用进度	备案额度	截至 12 月 2 日净融资	截至 12 月 2 日余额	使用进度
国有行	3.44	0.79	2.86	83%	4.63	0.52	3.35	72%
股份行	6.75	1.07	5.58	83%	7.61	-0.59	5.03	66%
城商行	6.16	0.69	4.13	67%	6.73	-0.03	4.15	62%
农村金融机构	2.12	0.13	1.00	47%	2.25	-0.01	1.04	46%
民营银行	0.04	0.02	0.04	93%	0.07	0.03	0.07	100%
外资银行	0.23	0.06	0.10	44%	0.19	0.03	0.12	61%
合计	18.74	2.76	13.70	73%	21.48	-0.04	13.75	64%

资料来源: 中国货币网, Wind, 光大证券研究所整理

表 5: 2022 年四季度主要银行同业存单发行压力数据 (截至 12 月 2 日)

	2022 年 11 月同业存单发行压力数据表 (更新日期: 12 月 2 日 单位: 亿元)										
	2022 年备案额度	备案额度较去年增减	存量余额	剩余额度	11 月发行	11 月到期	11 月净融资	Q4 发行	Q4 到期	Q4 净融资	年内到期
工商银行	4000	2000	0	4000	0	0	0	25	0	25	0
农业银行	11000	3000	10353	647	784	598	187	844	1766	-922	7960
中国银行	8000	1300	6704	1296	394	489	-95	1610	797	813	6880
建设银行	9320	3320	8022	1298	403	884	-481	1045	1785	-740	6226
交通银行	11000	3000	8416	2584	1836	1254	582	2827	2264	563	9226
邮储银行	3000	0	0	3000	0	0	0	0	0	0	0
兴业银行	9000	0	7339	1661	1087	612	475	2452	2160	292	10455
浦发银行	12127	3127	9162	2966	523	706	-184	1029	2052	-1023	10395
招商银行	6000	0	748	5253	339	113	226	522	531	-9	2567
中信银行	9600	1600	7814	1786	813	745	68	1172	2435	-1263	7900
光大银行	8000	2000	5982	2018	597	1099	-503	1039	1832	-793	7816
民生银行	8500	0	4805	3695	1063	1785	-722	1405	2987	-1582	8760
平安银行	9050	1550	4986	4065	74	821	-747	407	1716	-1309	8177
华夏银行	4000	0	3065	936	287	328	-41	586	1126	-540	4735
广发银行	3100	0	1937	1164	87	649	-561	144	999	-855	3183
浙商银行	3300	300	1692	1608	248	439	-191	665	1034	-370	3662
北京银行	3864	264	2402	1462	448	691	-243	785	1233	-448	4370
上海银行	2250	250	1830	421	795	853	-58	1386	2156	-770	7142
南京银行	3096	96	1526	1570	266	295	-29	392	835	-443	2778
宁波银行	4754	1099	2738	2016	666	772	-106	1016	1599	-583	5304
江苏银行	4800	300	4141	659	885	932	-47	1418	2424	-1006	6157

资料来源: 中国货币网, Wind, 光大证券研究所

2.2、债券市场

2.2.1、政府债券

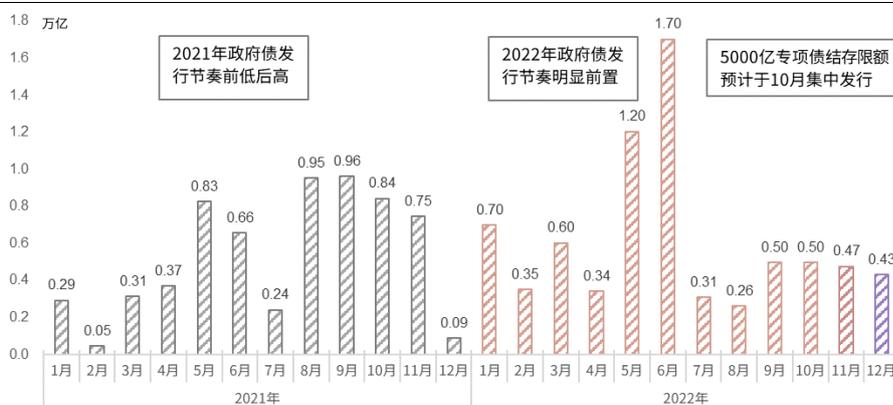
周内政府债发行规模有所回落。本周政府债净融资规模 1119 亿，较上周少增 97 亿，其中，国债、地方债净融资分别为 1022、96 亿。下周政府债计划净融资约-9747 亿，国债、地方债分别为-9806、59 亿。

表 6：2021-2022 年政府债券发行进度对比

(亿元)	2022 年			2021 年		
	预计净融资限额	截至 12 月 2 日累计净融资	发行进度	净融资限额	截至 12 月 2 日累计净融资	发行进度
国债	26500	24444	92%	27500	18732	68%
地方政府债	48700	45701	94%	44700	46423	100%

资料来源：2022 年政府工作报告，Wind，光大证券研究所整理

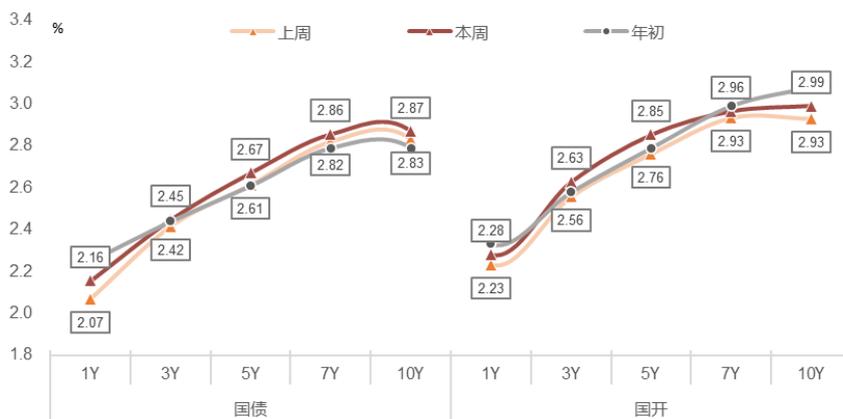
图 10：12 月政府债净融资规模预计 4300 亿



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月-2022 年 12 月，其中 2022 年 12 月为预测值

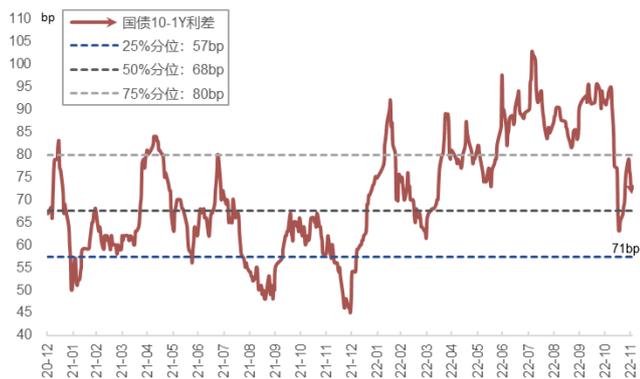
10Y 国债收益率上行至 2.87%。截至 12 月 2 日，国债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 期收益率分别录得 2.16%、2.45%、2.67%、2.86%和 2.87%，分别较上周上行 9、3、6、4、4bp。

图 11：10Y 国债收益率上行至 2.87%



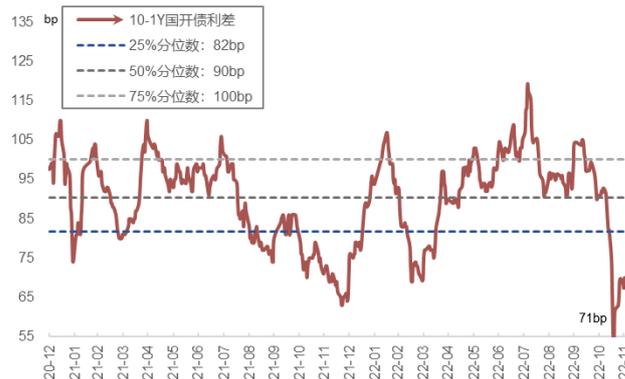
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 11 月 28 日-2022 年 12 月 2 日

图 12：国债 10-1Y 利差回升至 60%分位附近



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 1 日-2022 年 12 月 2 日

图 13：国开债 10-1Y 利差回升至 10%分位附近



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 1 日-2022 年 12 月 2 日

截至 2022 年 12 月 2 日，各地支持中小银行发展补充资本专项债共计发行 2159 亿，其中 2022 年发行 565 亿，年内辽宁、大连、甘肃、河南发行规模分别为 135、50、300、80 亿。

表 7：2021 年来各地支持中小银行发展补充资本专项债发行情况

发行人地域	发行日期	到期日期	发行额 (亿)	期限 (年)
云南	2021/9/28	2031/9/29	44	10
天津	2021/8/6	2031/8/9	93	10
四川	2021/3/9	2031/3/10	114	10
陕西	2021/8/23	2031/8/24	46	10
山东	2021/9/13	2031/9/14	100	10
内蒙古	2021/8/16	2031/8/16	77	10
辽宁	2021/5/19、2021/9/7	2031/5/20、2031/9/8	196	10
江西	2021/8/24	2031/8/25	79	10
吉林	2021/9/15	2031/9/16	126	10
湖北	2021/9/24	2031/9/27	37	10
黑龙江	2021/6/17	2031/6/18	123	10
河南	2021/9/17	2031/9/22	257	10
河北	2021/9/7、2021/9/30	2031/9/8、2031/10/8	96	10
甘肃	2021/9/2	2031/9/3	126	10
福建	2021/6/23	2031/6/24	50	10
安徽	2021/9/28	2031/9/29	30	10
辽宁	2022/4/14	2032/4/15	135	10
大连	2022/8/30	2032/8/31	50	10
甘肃	2022/8/22	2032/8/23	300	10
河南	2022/11/28	2032/11/29	80	10
合计	-	-	2159	-

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计截至 2022 年 12 月 2 日

2.2.2、金融债

截至 12 月 7 日，月内预计有 7 支商业银行债发行，发行额共计 365 亿，到期 663 亿，净融资-298 亿，较上年同期多减 150 亿。资本补充工具方面，月内 2 支二级债发行，额度共计 15 亿；19 支二级债到期，额度累计 1132 亿，商业银行资本补充工具净融资为-1117 亿。

表 8：本月商业银行债券发行到期情况

发行/到期	发行起始日	债券简称	期限 (年)	发行额度 (亿)	利率 (%)
发行	2022-12-01	22 渤海银行 01	3	150	2.95
	2022-12-01	22 汇丰银行 03	3	30	3.1
	2022-12-01	22 厦门国际银行	3	100	2.9
	2022-12-06	22 乐山银行绿色债 01	3	15	-
	2022-12-06	22 中山农商小微债	3	30	-
	2022-12-06	22 重庆农商绿色金融债	3	20	-
	2022-12-07	22 通商银行债	3	20	-
到期	2022-12-05	19 青岛银行小微债 01	3	30	3.45
	2022-12-09	19 杭州联合农商绿色 02	3	3	3.59
	2022-12-10	19 颖泉农商绿色金融债	3	2	4.6
	2022-12-12	19 长沙农商小微债 01	3	35	3.7
	2022-12-12	19 华商银行 02	3	30	3.8
	2022-12-13	19 交通银行 02	3	400	3.35
	2022-12-16	19 成都银行双创债	3	5	3.45
	2022-12-16	19 青岛银行小微债 03	3	30	3.42
	2022-12-19	19 青岛农商小微债 01	3	30	3.5
	2022-12-20	19 海峡银行 02	3	20	3.9
	2022-12-24	19 鄞州农商小微债	3	25	3.62
	2022-12-27	19 天津银行债	3	50	3.88
	2022-12-27	19 长兴农商绿色金融债	3	3	3.69

资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 12 月 1 日-12 月 31 日

表 9：本月商业银行资本补充工具发行到期情况

发行/到期	证券类型	发行日期	证券简称	额度 (亿)	期限 (年)	发行利率
发行	二级债	2022/12/6	22 合肥科技农商二级	10	5+5	-
	二级债	2022/12/6	22 南安农商二级 01	5	5+5	-
到期	二级债	2022/12/5	17 潍坊银行二级 01	10	5+5	5.00
	二级债	2022/12/7	12 上行次级债	50	10+5	5.35
	二级债	2022/12/8	17 宁波银行二级	100	5+5	4.80
	二级债	2022/12/19	17 洛阳银行二级	20	5+5	5.00
	二级债	2022/12/19	17 宁夏银行二级 01	15	5+5	5.00
	二级债	2022/12/20	12 农行次级债	500	10+5	4.99
	二级债	2022/12/20	17 三峡银行二级 01	18	5+5	5.00
	二级债	2022/12/20	17 盛京银行二级	60	5+5	4.90
	二级债	2022/12/22	17 济宁银行二级 02	5	5+5	5.00
	二级债	2022/12/27	17 大同银行二级	5	5+5	5.50
	二级债	2022/12/28	12 浦发次级债	120	10+5	5.20
	二级债	2022/12/28	17 海盐农商二级 01	1	5+5	5.80
	二级债	2022/12/28	12 天津银行债 01	15	10+5	5.90
	二级债	2022/12/28	12 招行次级债	117	10+5	5.20
	二级债	2022/12/28	12 天津银行债 02	12	10+5	5.99
	二级债	2022/12/28	12 广发次级债	45	10+5	5.60
	二级债	2022/12/28	17 温州银行二级	15	5+5	5.00
	二级债	2022/12/28	12 贵阳银行债	12	5+5	6.50
二级债	2022/12/29	17 三峡银行二级 02	12	5+5	5.95	

资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 12 月 1 日-12 月 31 日

金融债收益率上行，信用利差有所走阔。截至12月2日，商业银行3年期AAA级普通债收益率为2.86%，较上周上行13bp，与同期限国开债利差为23bp，较上周走阔6bp，接近60%分位水平。

图 14：12 月商业银行普通债净融资规模预计-298 亿



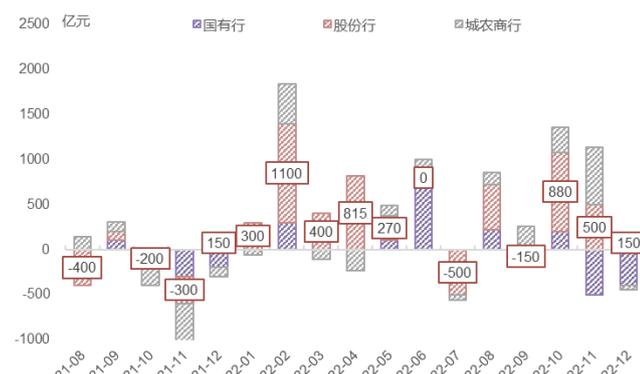
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年6月-2022年12月，12月1-2日

图 15：12 月商业银行资本补充工具净融资预计-1117 亿



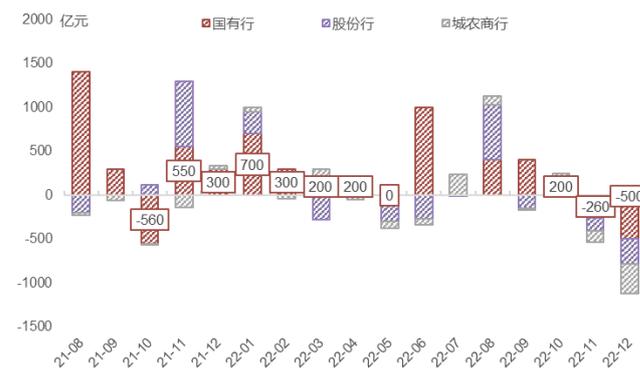
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年1月-2022年12月，12月1-2日

图 16：12 月股份行普通债净融资预计降至 150 亿



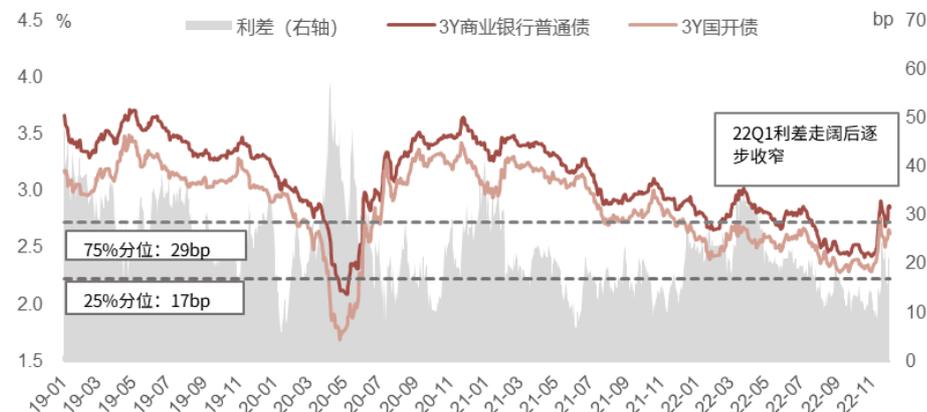
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年7月-2022年12月，12月1-2日

图 17：12 月国有行二级债净融资降至-500 亿



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年7月-2022年12月，12月1-2日

图 18：3Y 商业银行普通债利率较上周上行 13bp 至 2.86%



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019年1月1日-2022年12月2日

商业银行二级资本债收益率有所上行，信用利差走阔、期限利差收窄。截至12月2日，商业银行AAA-等级5Y二级资本债、永续债利率分别录得3.6%、3.78%，较上周上行19、17bp；与同期限国开债信用利差分别为75、93bp，较上周上行10、8bp，分别位于58%、90%分位水平。期限利差方面，截至12月2日AAA-级二级债5Y-1Y、5Y-3Y利差分别录得74bp、29bp，较上周收窄2、11bp，处于33%、22%分位水平。

表 10：商业银行二级资本债、永续债利率及利差情况（5Y）

2022年12月2日		5Y到期收益率 (bp)			同5Y国开债利差			5Y等级利差 (bp)		期限利差 (bp)		
		AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-/AA+	AAA-/AA	AAA-	AA+	AA
		5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y	
二级资本债	利率/利差	3.60	3.72	3.97	75	87	112	12	37	29	30	30
	分位数 (%)	41	43	41	58	58	50	61	24	22	17	8
永续债	利率/利差	3.78	3.81	4.16	93	96	131	3	38	27	27	40
	分位数 (%)	85	79	70	90	84	69	4	46	3	3	18

资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：二级资本债分位数计算区间为2019年1月1日-2022年12月2日，永续债分位数计算区间为2021年8月16日-2022年12月2日

表 11：商业银行二级资本债、永续债利率及利差情况（3Y）

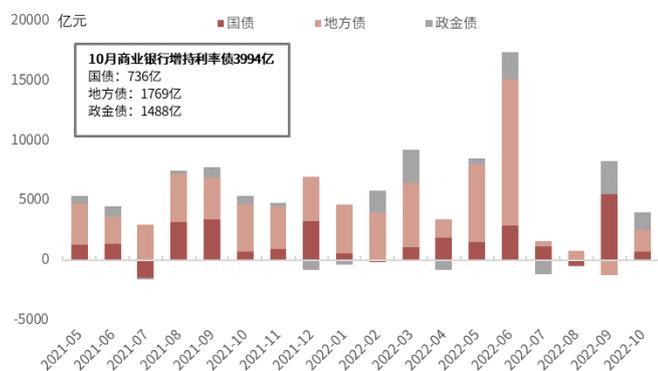
2022年12月2日		3Y到期收益率 (%)			同3Y国开债利差 (bp)			3Y等级利差 (bp)		期限利差 (bp)		
		AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-/AA+	AAA-/AA	AAA-	AA+	AA
		5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y	
二级资本债	利率/利差	3.31	3.42	3.67	68	79	104	11	36	29	30	30
	分位数 (%)	41	43	41	64	66	59	66	53	22	17	8
永续债	利率/利差	3.51	3.54	3.76	88	91	113	3	25	27	27	40
	分位数 (%)	93	92	71	99	99	71	18	69	3	3	18

资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：二级资本债分位数计算区间为2019年1月1日-2022年12月2日，永续债分位数计算区间为2021年8月16日-2022年12月2日

2.2.3、银行自营债券投资

10月银行信用债配债力度有所回落。10月银行增持利率债3994亿，其中国债、地方债、政金债分别增持736、1769、1488亿。信用债方面，10月超短融、商业银行债为主要增持品种，额度分别为579、327亿。

图 19：10月商业银行增持利率债 3994 亿



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年5月-2022年10月

图 20：10月商业银行减持信用债 1091 亿



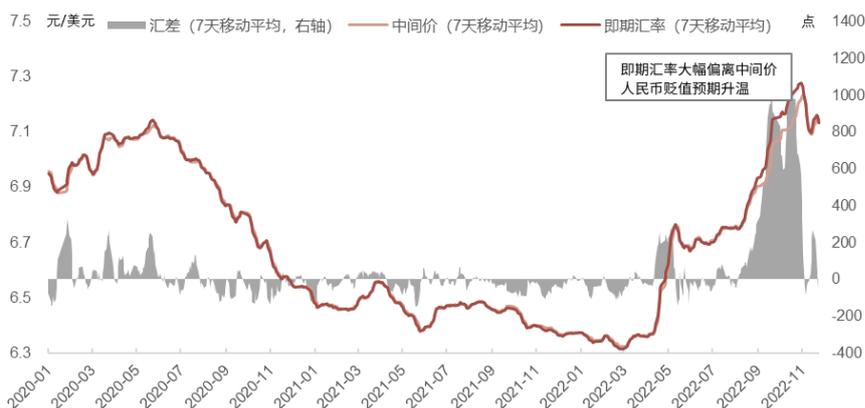
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年5月-2022年10月

2.3、外汇市场

2.3.1、人民币汇率

美元兑人民币即期汇率走跌至 7.04。截至 12 月 2 日，美元兑人民币汇率较上周走跌 1235 点收至 7.04。即期汇率收盘价与中间价汇差录得-162 点，较上周收窄 438 点，人民币贬值预期有所回落。

图 21：美元兑人民币即期汇率较上周走跌 1235 点收至 7.04



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 1 日-2022 年 12 月 2 日。汇差=（即期汇率收盘价-中间价）*10000

2.3.2、美元指数与美债利率

10Y 美债利率下行至 3.5% 点位。12 月 1 日，鲍威尔就美国经济、就业市场形势发表讲话，暗示联储最快在 12 月放缓加息步伐，鸽派信号相对鲜明。周内公布的 11 月 ISM 制造业 PMI 为 49，为 2020 年 5 月以来首次落至荣枯线以下，未及市场预期（49.8），经济衰退隐忧升温。10 月核心 PCE 物价指数环比升 0.2%，录得 7 月以来最小涨幅。截至 12 月 2 日，10Y 美债利率为 3.51%，较上周下行 17bp；中美利差为-64bp，倒挂程度较上周收窄 21bp。

图 22：本周中美利差倒挂幅度较上周收窄 21bp 收至-64bp



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2004 年 6 月 1 日-2022 年 12 月 2 日

周五非农数据超预期或催化美债利率再度上行。劳工部数据显示，11月美国非农就业新增26.3万，远超市场预期（20万），失业率仍维持3.7%不变，就业市场表现较为强劲。此外，11月平均时薪同比、环比涨幅（5.1%、0.6%）均超预期，短期内通胀压力仍难言缓释，短期内美债利率再度上行概率较大。

美债10Y-3M期限利差倒挂程度加深。截至12月2日，10Y、2Y、3M美债收益率分别录得3.51%、4.28%、4.34%，分别较上周下行17、14、7bp。10-2Y利差-77bp，倒挂程度较上周增加3bp。10Y-3M利差-83bp，倒挂程度较上周增加10bp。

图 23: 10Y-3M 利差倒挂程度较上周增加 10bp 收至 -83bp



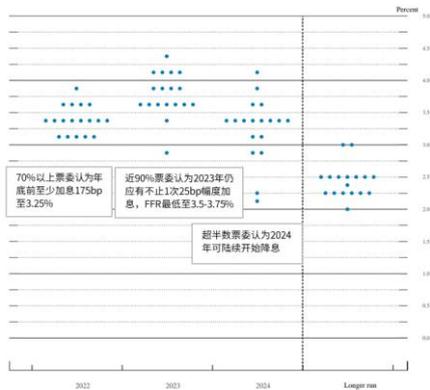
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2008年1月1日-2022年12月2日

图 24: 美元指数较上周下降 1.56 点收至 104.5 点



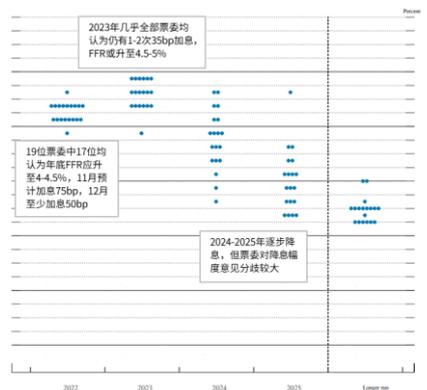
资料来源: FED 官网, Wind, 光大证券研究所; 时间: 2008年1月1日-2022年12月2日

图 25: 6 月点阵图显示年内至少仍有 175bp 加息



资料来源: FED 官网, 光大证券研究所

图 26: 9 月点阵图显示年底 FFR 将升至 4-4.5%



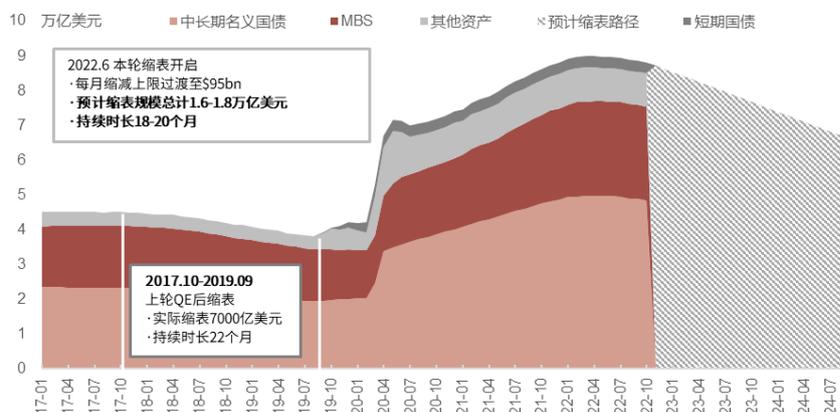
资料来源: FED 官网, 光大证券研究所

图 27：预计年内联邦基金利率目标区间为 4.25-4.5%



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2015 年 4 月 1 日-2023 年 1 月 18 日，其中 2022 年 12 月 5 日-2023 年 1 月 18 日为预测值

图 28：预计美联储 2024 年年中结束缩表



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2017 年 1 月 1 日-2024 年 7 月 31 日，其中 2022 年 12 月 5 日-2024 年 7 月 31 日为预测值

表 12：美债利率的拆解结果 (bp)

日期	△10Y 美债利率	△10Y 美债实际利率	△通胀预期
2022.10.3-2022.10.7	22	19	3
2022.10.11-2022.10.14	7	-3	10
2022.10.17-2022.10.21	19	12	7
2022.10.24-2022.10.28	-19	-18	-1
2022.10.31-2022.11.4	7	11	-4
2022.11.7-2022.11.10	-40	-26	-14
2022.11.14-2022.11.18	-6	6	-12
2022.11.21-2022.11.25	-14	-15	1
2022.11.28-2022.12.2	-18	-35	17

资料来源：Wind，光大证券研究所

3、风险分析

疫情对经济冲击加大，信贷景气度下滑。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE