2022 年 12 月 10 日

行业研究

银行自营资金能“救市”吗？

——流动性周报（2022.12.05-2022.12.11）

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@ebscn.com

分析师：刘杰

执业证书编号：S0930522110002

010-56518032

liujie9@ebscn.com

联系人：赵晨阳

zhaochenyang@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

债券利率对银行已具吸引力——流动性周报（2022.11.28-2022.12.04）

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或已结束——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）

要点

本周观点：

11 月份以来，伴随着债券市场大幅调整，银行理财赎回压力显著加大，债券抛压加剧，并逐步传导至广义基金，形成了“下跌——赎回——抛压——再赎回”的负向反馈。继 11 月中旬理财“赎回潮”后，近期赎回压力再度抬头，信用债市场调整显著。由于银行体系表内外配置策略不同导致不同债券品种定价出现明显分化，虽然总体流动性体系稳定，但债券投资者差异使得结构性问题突出。

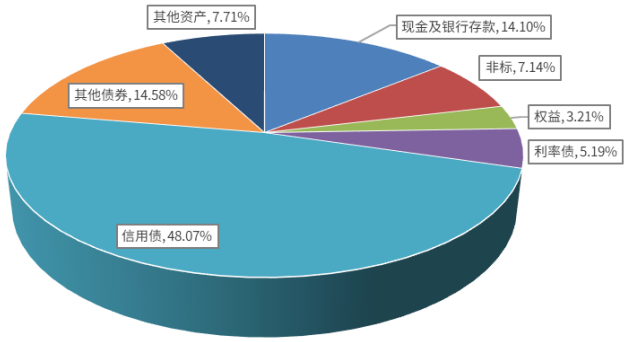
近期，市场有传建议保险资金和银行自营资金去承接部分理财子公司为应对赎回而卖出的债券，从而达到稳定债券市场的目的。那么，如果银行自营资金真的去“救市”，究竟能发挥多大作用？

一、理财抛债负向反馈机制逐渐强化

首先我们要搞清楚，如果真的如市场所传闻的，需要险资和银行自营资金救市，那么究竟要救什么？

截止 2022H1，理财产品中债券投资比例为 67.84%，其中利率、信用和其他分别为 5.19%、48.07%和 14.58%，且其他债券主要应为二级资本债、永续债和金融债等。显然，这一轮由债市调整和赎回引发的负反馈，首当其冲受到冲击的，就是信用债和“二永债”。

图 1：理财产品资产配置结构



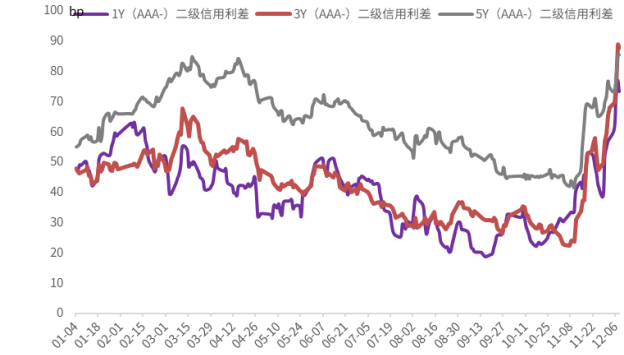
资料来源：Wind，光大证券研究所。时间：2022H1

11 月份以来，**尽管整个债券市场出现明显调整，但利率债的调整更多受到政策面的冲击，如金融支持房地产“三支箭”、疫情防控优化以及对于中央可能出台的一揽子稳增长政策等。相比而言，信用债既有政策面的影响，又受到赎回压力形成的负向反馈冲击，调整力度明显更大。**

我们以 11 月 11 日金融支持房地产 16 条出炉作为本轮债市调整的起始点，截止 12 月 8 日，10Y 国债收益率为 2.89%，较 11 月 11 日上行 15bp，但 9M 中票（AAA+）利率则上行 44bp 至 2.69%，信用利差走阔至 49bp。“二永债”信用利差同样出现大幅走阔。其中，3Y 二级资本债和永续债信用利差分别走阔 64 和 74bp，在所有期限品种中上行幅度最大。

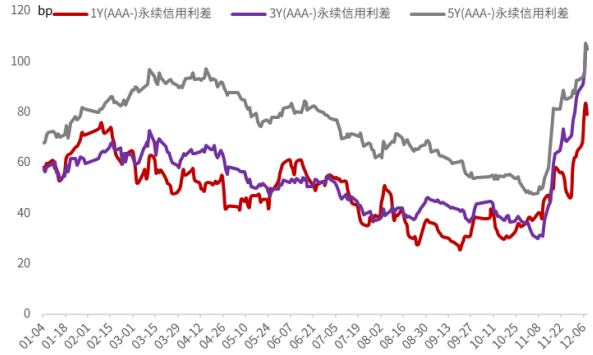
信用债和“二永债”大幅调整，进一步加剧了理财产品的净值下跌，并逐步传导至广义基金层面，每日债券市场大量 ofr 盘。特别是对于净值化理财、开放式纯债基金而言，资产端债券收益率的大幅调整导致产品同样面临较大赎回压力，由于负债端缺乏稳定性，赎回初期可以通过短端资金加杠杆稳定负债端，但很容易触及杠杆限额约束，且随着赎回压力逐步加大，会造成低流动性品种抛盘加剧。

图 2：11 月份以来二级资本债信用利差显著走阔



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 1 月 4 日-12 月 8 日

图 3：11 月份以来二级永续债信用利差显著走阔



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 1 月 4 日-2022 年 12 月 8 日

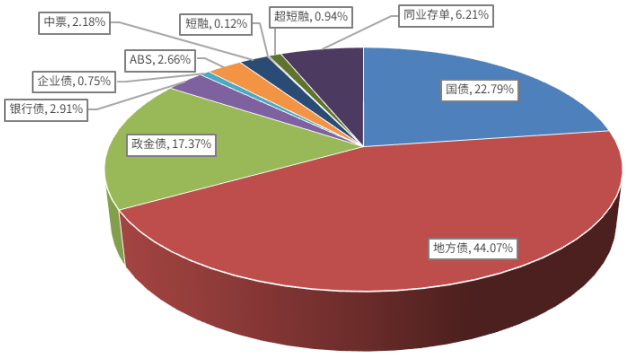
同时叠加临近 12 月年末，银行即将进入存款营销旺季，这将会对理财资金形成分流，导致产品负债端进一步受到挤压。若该负向反馈持续演化下去，将会导致理财和公募基金陆续“割肉保命”，资产端抛压会持续加剧债券市场调整。

因此，目前理财和广义基金最迫切的需求，是稳定的流动性支持，这就需要债券市场能够尽快止跌企稳，甚至出现阶段性上涨，使得净值维持阶段性稳定，减轻赎回压力，进而降低负债端的持续挤压。

二、银行自营资金可否“救市”？

如前所述，若需要银行自营资金在本轮负向反馈中发挥稳定市场的作用，就要以“救市”的心态去承接理财和广义基金抛售的债券，稳定价格体系。但从银行实际情况来看，能够做得到吗？

图 4：银行自营资金债券配置结构



资料来源：Wind，光大证券研究所。时间：2022 年 10 月

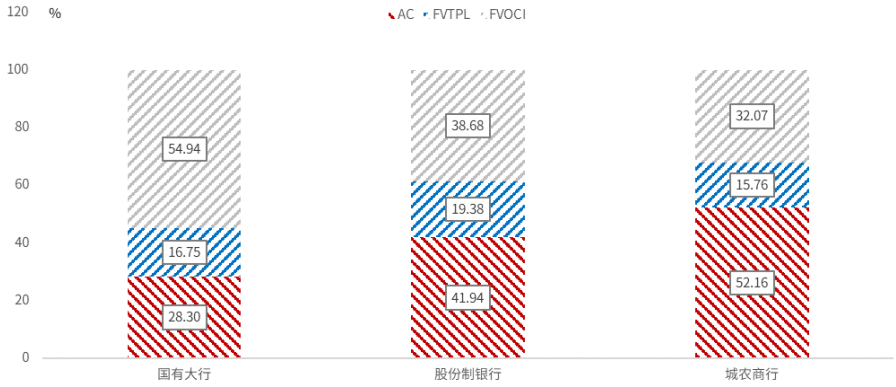
从债券承接能力角度看：

☆银行自营资金配置以利率债为主，信用债力度弱，尽管当前信用债市场出现超调迹象，但国有大行放量承接仍需外力介入或窗口指导，中小银行或存在一定配置需求。

截至 2022 年 10 月末，银行表内利率债持仓规模合计占比约 84%，信用债占比约 7%。其中对于信用债的配置，银行已不再局限于过去的富余资金投资渠道，而是银行维护客户关系、流动性管理、以及支持投行资管业务发展的途径之一。那么银行自营资金能否起到承接理财抛售信用债的作用呢，可以从两个角度来分析：

1、从评级来看，银行信用债配置主要以 AAA 级为主，对于该评级一般不会设定占比上限，**但 AAA 级及以下占比上限一般不超过 10%，且部分银行对信用债投资只限定于 AAA 级**。同时，考虑到近年来信用债违约风险有所加大，导致**银行对信用债配置较为审慎**，持仓占比由 2014 年年末的 12%降至 2022 年 10 月的 7%左右。

图 5：银行自营资金配置信用债的三大账户持仓占比



资料来源：各上市银行公告，光大证券研究所。时间：2022H1

2、从账户分布来看，国有大行由于金融市场业务体量大、投研能力更强，信用债配置中仅 55%的比例放在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），而配置盘（AC）仅为 28%。这表明，国有大行配置信用债兼顾配置与交易的双重考虑。而且由于该账户的债券资产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，即**国有大行对于信用债的配置会比较关注估值变化，而股份制银行和城农商行则以配置盘为主，AC 账户占比维持在 40-60%之间。**

基于上述情况我们认为，经过此轮调整，信用债（以 9M 期 AAA+中票为例）信用利差已接近年内新高，但抛盘压力依然较大。**（1）基于市场化因素考虑，国有大行对于信用债的承接力度相对有限，存量债券也会适度控制久期，以降低对资本的扰动，需要外力介入或监管窗口指导来维稳债券市场。（2）股份制和城农商行可能存在一定配置需求，不排除会有序进场配置。**

☆部分银行会择机选择性价比较高的二级资本债品种有序承接，但预计规模较为有限，永续债无配置需求。银行自营资金投资二级资本债：

1、主要目的在于同业友好合作机制下的一级市场“互持换量”，即在可比同业中，A 银行发行二级资本债，需要 B 银行给予支持，下一次 B 银行发行二级资本债，A 银行也可购买支持。

2、一般而言，银行金融市场部投资债券，更多基于流动性考虑，即需要持有足够的 HQLA，一是满足流动性监管指标考核要求，二是极端情景下所持有的债券资产能够随时变现。这就决定了银行财务部门对于不同类型债券的考核机制存在明显差异。对于利率债的考核成本相对较低，但二级资本债则设定了较高的考核成本。这意味着，银行自营资金参与二级资本债二级市场交易的活跃度较低，更多选择在一级市场上配置，唯有二级市场价格点位较为合适情况下，才会适度参与。

3、新 Basel III 将二级资本债风险权重系数由 100%提升至 150%，而二级资本债一般放置于银行账簿计量信用风险，这意味着对于部分核心一级资本充足率承压的银行而言，配置二级资本债这类重资产的意愿会有所减弱。同时，需要考虑小额资本投资占比控制在“双 10%”限额以内。

经过前期调整，**二级资本债性价比已较高，特别是对于 1Y 和 3Y 期品种，信用利差已明显超调，但考虑到银行配置二级资本债所面临目标、考核、资本等约束，很难期待银行会大规模配置，但会选择性价比较高的期限品种有序承接。**

而对于永续债而言，由于风险权重过高，资本消耗力度大，银行自营资金一般不会配置永续债，即便阶段性配置，也会很快在二级市场上卖出，不会长时间持有。因此，**银行对于永续债基本无承接需求。**

总结而言：银行资产负债摆布，讲究“稳中求进”策略，毕竟银行业务扩张面临诸多因素的制约，往往“牵一发而动全身”，债券投资同样如此。诚然，当前信贷利率与债券利率呈现明显“背离”运行，债券性价比较信贷更加凸显，这确实会在边际上吸引银行适度加大债券配置力度，在 2023 年的资产负债摆布中，就不排除会有银行适度加大金融市场部债券投资的资源投入，但这种资源调整，并非“一蹴而就”，而是“循序渐进”，对于债券利率的传导时滞会相对偏慢。因此，对于本轮债券市场调整、理财赎回引发的负反馈闭环，仅仅依靠银行自营资金去“救市”，属于“治标不治本”的举措。对于保险资金而言，自身的经济性考虑应是主导因素。

1、下周要点梳理

下周（12 月 12 日-12 月 16 日）提请市场关注要点事件：

（1） **12 月 15 日央行 MLF 到期 5000 亿**，预计等量或小幅增量续作对冲。

（2） **央行 7D-OMO 累计到期 100 亿，**临近缴税高峰期，预计采取央行会适度加大 OMO 投放力度。

（3） **下周政府债券合计到期 1153 亿，计划发行 9068 亿，净融资规模预计 7915 亿，较本周少减 1.7 万亿。**其中，国债、地方债净融资预计分别为 8001、-86 亿，分别较本周少减 1.73 万亿，少增 144 亿。

（4） **重要数据、信息披露：**中国 11 月金融数据（12 月 11-12 日）、12 月 FOMC 议息会议（12 月 13-14 日）。

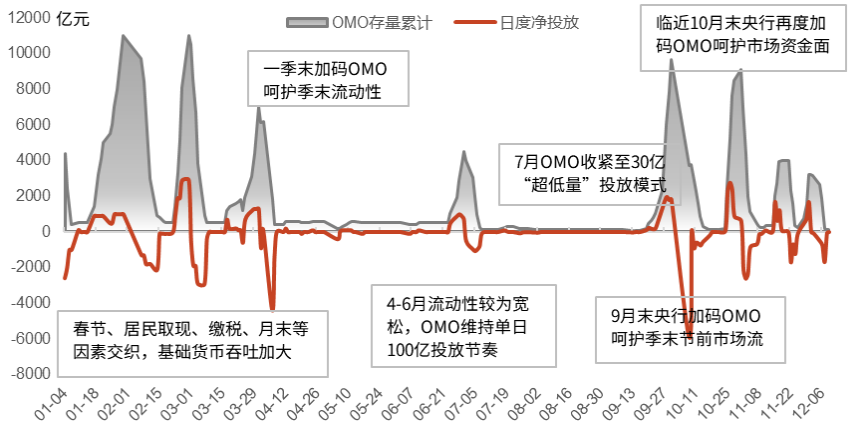
2、一周回顾

2.1、货币市场

2.1.1、资金市场

日度 OMO 投放量回归 20 亿常态模式。周内逆回购累计投放 100 亿，到期 3170 亿，基础货币净回笼 3070 亿。截至 12 月 9 日，OMO 存量余额为 100 亿，较上周下降 3070 亿。

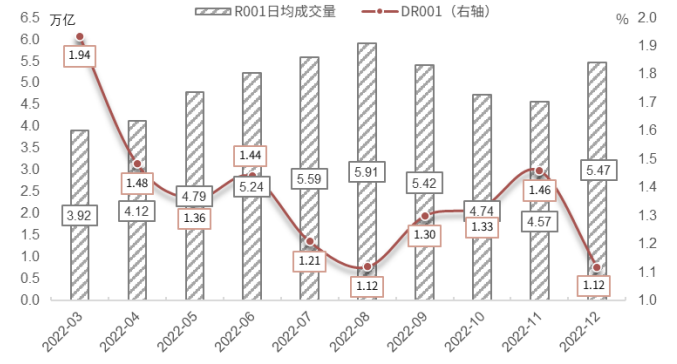
图 6：日度 OMO 投放量回归 20 亿常态模式



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 1 月 4 日-2022 年 12 月 9 日

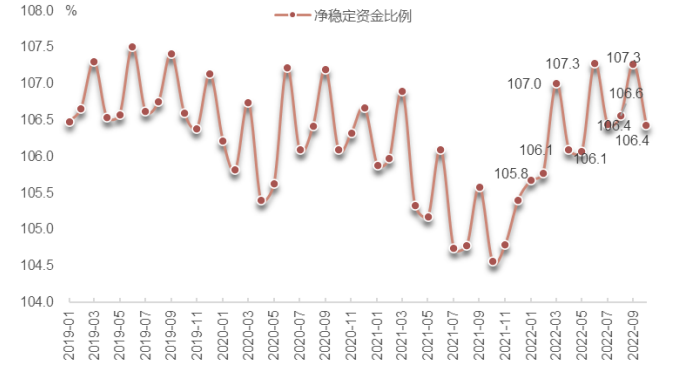
短端资金利率波动不一。截至 12 月 9 日，DR001、DR007 分别录得 1.06%、1.73%，分别较上周下行 9bp，上行 11bp。跨月后 DR001 均值 1.12%，R001 日均成交量回升至 5.47 万亿。

图 7：12 月 R001 日均成交量为 5.47 万亿



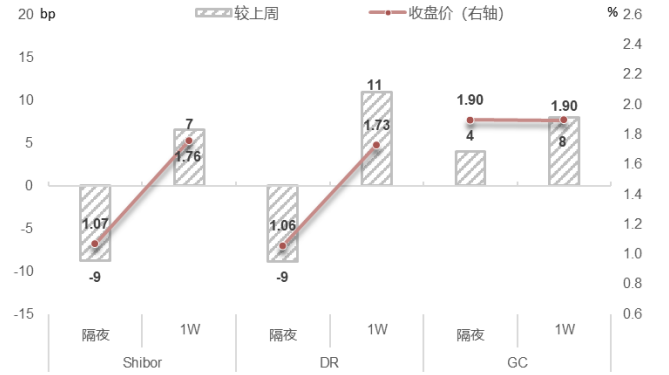
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 3-12 月，其中 12 月为 1-9 日

图 8：10 月 NSFR 回落至 106.4%



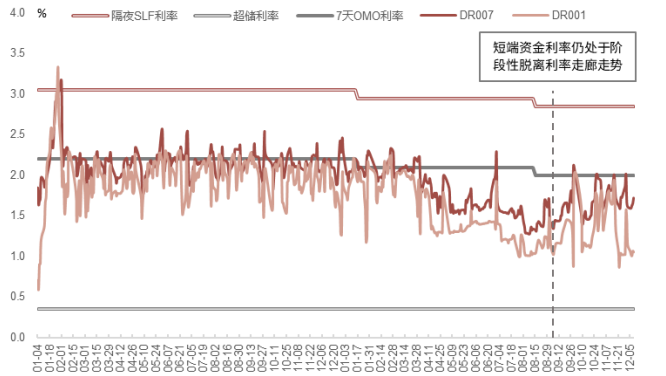
资料来源：Wind，光大证券研究所；日期：2019 年 1 月-2022 年 10 月

图 9：DR001 较上周下行 9bp 至 1.06%



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 12 月 5 日-2022 年 12 月 9 日

图 10：短端资金利率波动幅度加大

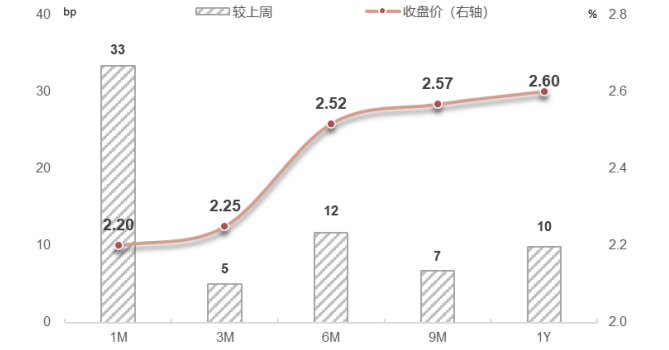


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 4 日-2022 年 12 月 9 日

2.1.2、同业存单

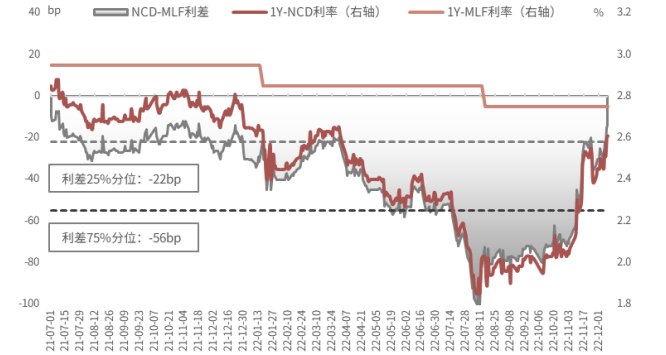
1Y 国股 NCD 利率上行至 2.61%。截至 12 月 9 日，1Y 国股行 NCD 利率录得 2.61%，较上周上行 11bp；NCD-MLF 利差为-14bp，倒挂幅度较上周收窄 16bp，利差上行至 2021 年中以来 95%分位水平。

图 11： NCD 利率较上周上行 5-33bp



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 12 月 5 日-12 月 9 日

图 12：NCD-MLF 利差较上周收窄至-14bp



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 7 月 1 日-2022 年 12 月 9 日

备案额度使用方面，本周 NCD 净融资规模合计 2330 亿，较上周少减 3014 亿。12 月 NCD 预计到期 1.52 万亿。截至 12 月 9 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 75%、67%、62%。

表 1：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）	1059	631	401	239	350	665	1747	20	(452)	2330
较上周（亿）	1007	1142	698	168	343	(257)	1633	42	1253	3014

资料来源：Wind，光大证券研究所整理，时间：2022 年 12 月 5 日-12 月 9 日

表 2：9-12 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	193	(2404)	(1228)	(93)	1490	3547	(424)	920	(9065)	(3533)
	同比上年	(1162)	(5393)	(3608)	(688)	1838	3186	(1902)	4372	(18344)	(10851)
2022 年 12 月	净融资	452.1	(3503)	(5195)	(1235)	(1875)	(454)	(150)	(376)	(6625)	(9481)
	同比上年	451	(3664)	(5298)	(1550)	(2059)	(620)	(1602)	1808	(7587)	(10060)

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 1-9 日；注：红色数据为负值

表 3：2021-2022 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 9 日净融资	截至 12 月 9 日余额	使用进度	备案额度	截至 12 月 9 日净融资	截至 12 月 9 日余额	使用进度
国有行	3.44	0.73	2.81	82%	4.63	0.63	3.49	75%
股份行	6.75	0.95	5.41	80%	7.61	-0.53	5.08	67%
城商行	6.16	0.69	4.11	67%	6.73	0.00	4.18	62%
农村金融机构	2.12	0.15	1.01	48%	2.25	-0.01	1.05	47%
民营银行	0.04	0.02	0.04	94%	0.07	0.03	0.06	100%
外资银行	0.23	0.06	0.09	41%	0.19	0.04	0.13	66%
合计	**18.74**	**2.59**	**13.47**	**72%**	**21.48**	**0.16**	**13.99**	**65%**

资料来源：中国货币网，Wind，光大证券研究所整理

表 4：2022 年四季度主要银行同业存单发行压力数据（截至 12 月 9 日）

2022年12月同业存单发行压力数据表（更新日期：12月9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	12月发行	12月到期	12月净融资	Q4发行	Q4到期	Q4净融资	年内到期
工商银行	4000	2000	84	3916	84	0	84	84	0	84	0
农业银行	11000	3000	10384	616	60	700	-640	844	1766	-922	7960
中国银行	8000	1300	7182	818	479	123	355	1789	797	992	6880
建设银行	9320	3320	8121	1199	204	240	-36	1218	1785	-568	6226
交通银行	11000	3000	9107	1893	692	3	689	2934	2264	670	9226
邮储银行	3000	0	0	3000	0	0	0	0	0	0	0
兴业银行	9000	0	7333	1668	85	248	-164	2536	2160	375	10455
浦发银行	12127	3127	9114	3013	203	864	-661	1155	2052	-897	10395
招商银行	6000	0	711	5289	0	84	-84	522	531	-9	2567
中信银行	9600	1600	7853	1747	64	1047	-982	1237	2435	-1198	7900
光大银行	8000	2000	5972	2028	1	157	-157	1040	1832	-793	7816
民生银行	8500	0	4643	3857	241	836	-595	1394	2987	-1593	8760
平安银行	9050	1550	4957	4093	0	392	-392	407	1716	-1309	8177
华夏银行	4000	0	3119	881	143	267	-124	645	1126	-481	4735
广发银行	3100	0	2141	960	214	210	3	355	999	-644	3183
浙商银行	3300	300	1768	1532	155	272	-117	666	1034	-368	3662
北京银行	3864	264	3796	68	186	242	-56	898	1233	-334	4370
上海银行	2250	250	1975	275	293	711	-418	1649	2231	-582	7142
南京银行	3096	96	1477	1619	0	223	-223	392	835	-443	2778
宁波银行	4754	1099	2880	1874	248	290	-41	1174	1599	-425	5304
江苏银行	4800	300	4058	742	274	1203	-929	1687	2520	-833	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

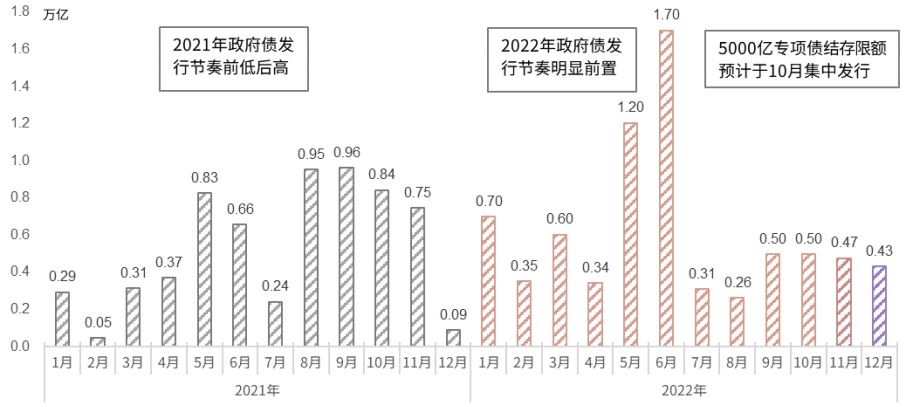
周内政府债发行规模有所回落。本周政府债净融资规模-9243 亿，较上周少增 10362 亿，其中，国债、地方债净融资分别为-9302、59 亿。下周政府债计划净融资约 7915 亿，国债、地方债分别为 8001、-86 亿。

表 5：2021-2022 年政府债券发行进度对比

	2022 年			2021 年		
（亿元）	预计净融资限额	截至 12 月 9 日累计净融资	发行进度	净融资限额	截至 12 月 9 日累计净融资	发行进度
国债	26500	22642	85%	27500	20729	75%
地方政府债	48700	45783	94%	44700	46050	100%

资料来源：2022 年政府工作报告，Wind，光大证券研究所整理

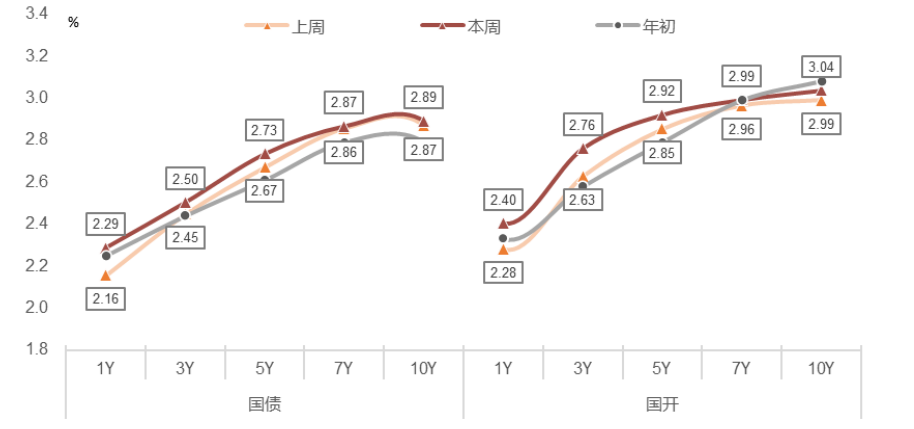
图 13：12 月政府债净融资规模预计 4300 亿



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

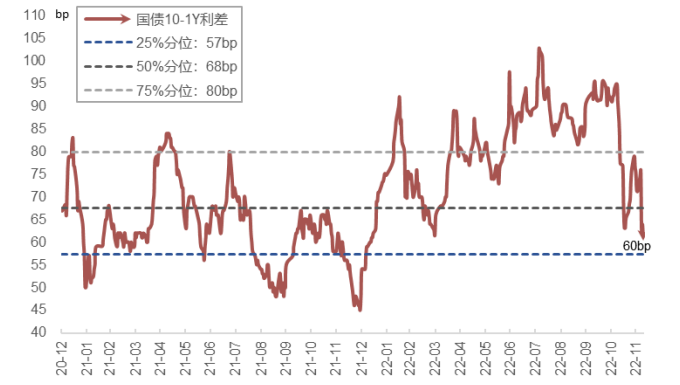
10Y 国债收益率上行至 2.89%。截至 12 月 9 日，国债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 期收益率分别录得 2.29%、2.50%、2.73%、2.87%和 2.89%，分别较上周上行 13、5、6、1、2bp。

图 14：10Y 国债收益率上行至 2.89%



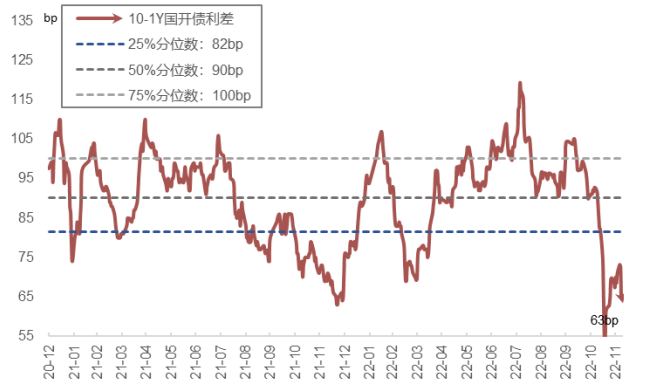
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 12 月 5 日-2022 年 12 月 9 日

图 15：国债 10-1Y 利差降至 25%分位水平



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 1 日-2022 年 12 月 9 日

图 16：国开债 10-1Y 利差回落至 5%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 9 日

截至 2022 年 12 月 9 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 6：2021 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 9 日

2.2.2、金融债

截至 12 月 9 日，月内预计有 18 支商业银行债发行，发行额共计 1231 亿，到期 663 亿，净融资 568 亿，较上年同期少减 716 亿。资本补充工具方面，月内 3 支二级债发行，额度共计 80 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-1052 亿。

表 7：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	3.55
	2022-12-06	22 中山农商小微债	3	30	3.05
	2022-12-06	22 重庆农商绿色金融债	3	20	3
	2022-12-07	22 通商银行债	3	20	3.2
	2022-12-08	22 南京银行绿色债	3	50	2.95
	2022-12-08	22 安吉农商绿色债	3	1	3.4
	2022-12-08	22 南京银行 03	3	100	2.98
	2022-12-08	22 桂林银行绿色债 02	3	15	2.95
	2022-12-09	22 交通银行绿色金融债 02	3	100	-
	2022-12-09	22 交通银行小微债 02	3	300	-
	2022-12-12	22 顺德农商小微债 02	3	20	-
	2022-12-12	22 建设银行三农债	3	100	-
	2022-12-13	22 浙商银行绿色金融	3	100	-
	2022-12-13	22 日照银行绿色债	3	30	-
	2022-12-13	22 浙商银行三农债	3	50	-
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 颍泉农商绿色金融债	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

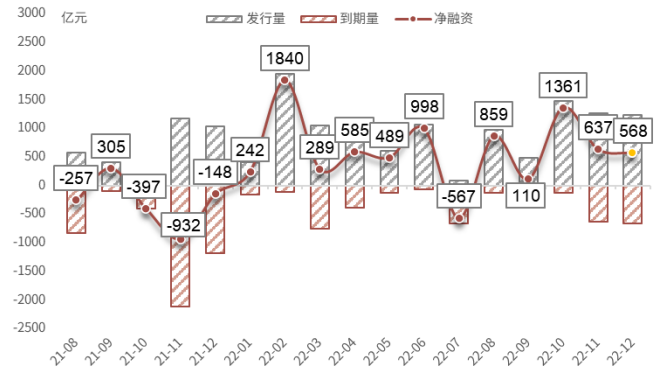
表 8：本月商业银行资本补充工具发行到期情况

发行/到期	证券类型	发行日期	证券简称	额度（亿）	期限（年）	利率（%）
发行	二级债	2022/12/6	22 合肥科技农商二级	10	5+5	4.80
	二级债	2022/12/6	22 南安农商二级 01	5	5+5	4.40
	二级债	2022/12/8	22 成都银行二级资本债 01	65	5+5	3.90
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

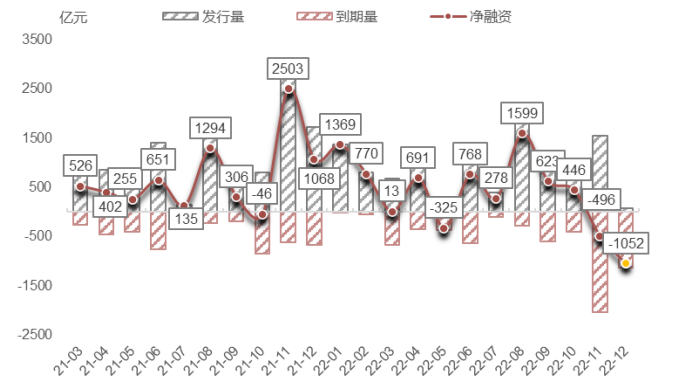
金融债收益率上行，信用利差有所收窄。截至 12 月 9 日，商业银行 3 年期 AAA 级普通债收益率为 2.96%，较上周上行 10bp，与同期限国开债利差为 20bp，较上周收窄 3bp，接近 35%分位水平。

图 17：12 月商业银行普通债净融资规模预计 568 亿



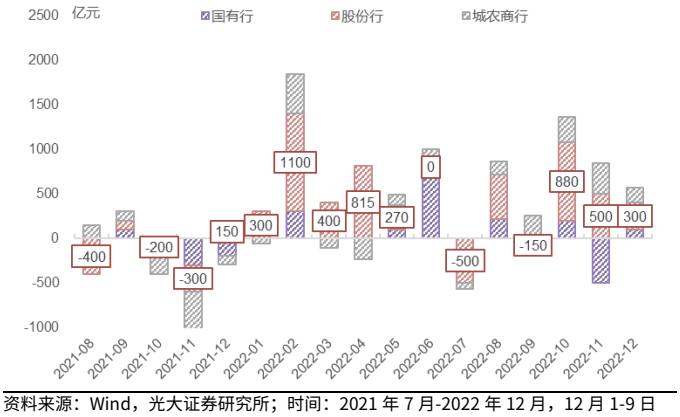
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 6 月-2022 年 12 月，12 月 1-9 日

图 18：12 月商业银行资本补充工具净融资预计-1052 亿



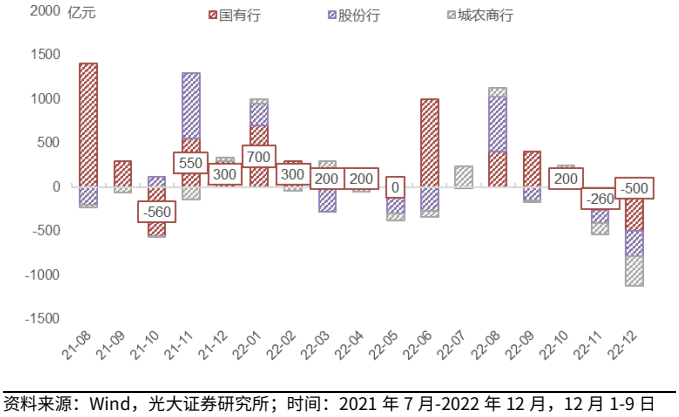
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月-2022 年 12 月，12 月 1-9 日

图 19：12 月股份行普通债净融资预计降至 300 亿



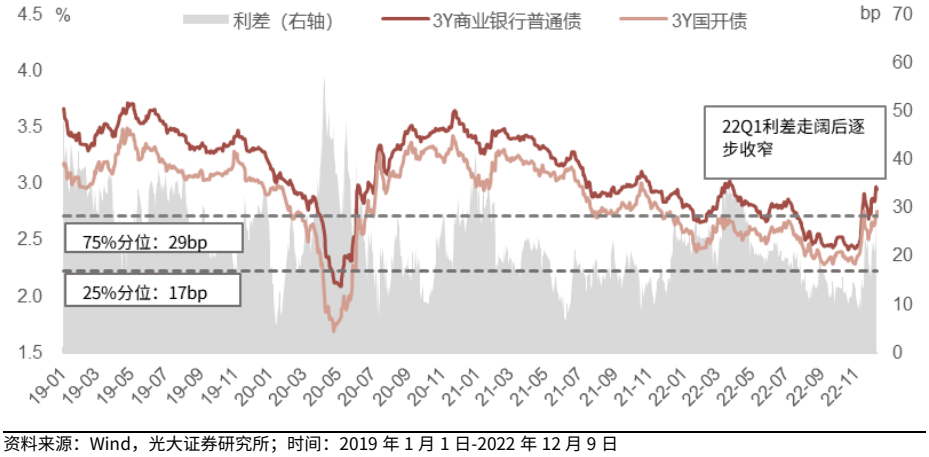
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 7 月-2022 年 12 月，12 月 1-9 日

图 20：12 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 1-9 日

图 21：3Y 商业银行普通债利率较上周上行 10bp 至 2.96%



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019 年 1 月 1 日-2022 年 12 月 9 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 9 日，商业银行 AAA-等级 5Y 二级资本债、永续债利率分别录得 3.77%、4.03%，较上周上行 17、25bp；与同期限国开债信用利差分别为 85、111bp，较上周上行 10、18bp，分别位于 84%、100%分位水平。期限利差方面，截至 12 月 9 日 AAA-级二级债 5Y-3Y 利差录得 15bp，较上周收窄 14 bp，处于 4%较低分位水平。

表 9：商业银行二级资本债、永续债利率及利差情况（5Y）

2022 年 12 月 9 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-5Y-3Y	AA+5Y-3Y	AA5Y-3Y
二级资本债	利率/利差	3.77	3.88	4.14	85	96	122	11	37	15	12	12
	分位数（%）	56	59	54	84	77	63	52	24	4	1	0
永续债	利率/利差	4.03	4.08	4.43	111	116	151	5	40	18	18	31
	分位数（%）	98	98	72	100	100	76	26	59	0	0	4

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 9 日，永续债分位数计算区间为 2021 年 8 月 16 日-2022 年 12 月 9 日

表 10：商业银行二级资本债、永续债利率及利差情况（3Y）

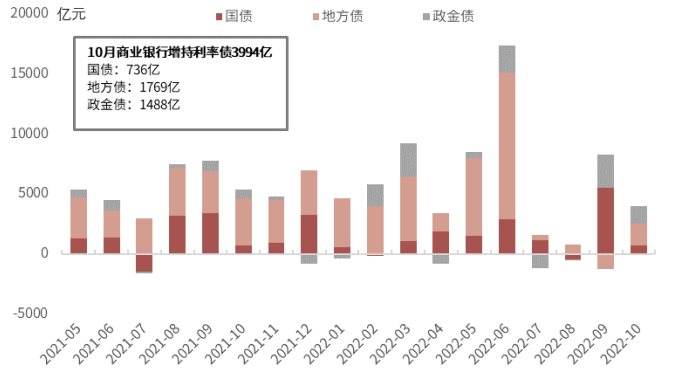
2022 年 12 月 9 日		3Y 到期收益率（%）			同 3Y 国开债利差（bp）			3Y 等级利差（bp）		期限利差（bp）		
		AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-/AA+	AAA-/AA	AAA-	AA+	AA
										5Y-3Y	5Y-3Y	5Y-3Y
二级资本债	利率/利差	3.62	3.76	4.02	86	100	126	13	39	15	12	12
	分位数（%）	56	59	54	89	88	82	90	63	4	1	0
永续债	利率/利差	3.85	3.89	4.11	109	113	135	5	27	18	18	31
	分位数（%）	100	100	80	100	100	83	62	76	0	0	4

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 9 日，永续债分位数计算区间为 2021 年 8 月 16 日-2022 年 12 月 9 日

2.2.3、银行自营债券投资

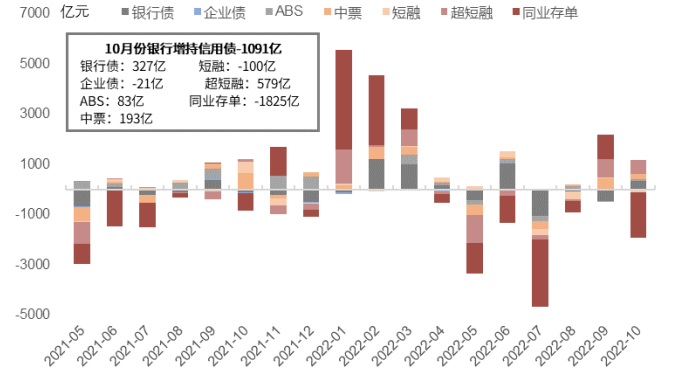
10 月银行信用债配债力度有所回落。10 月银行增持利率债 3994 亿，其中国债、地方债、政金债分别增持 736、1769、1488 亿。信用债方面，10 月超短融、商业银行债为主要增持品种，额度分别为 579、327 亿。

图 22：10 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 23：10 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 6.95。截至 12 月 9 日，美元兑人民币汇率较上周走跌 900 点收至 6.95。即期汇率收盘价与中间价汇差录得-108 点，较上周走阔 54 点，人民币贬值预期持续回落。

图 24：美元兑人民币即期汇率较上周走跌 900 点收至 6.95

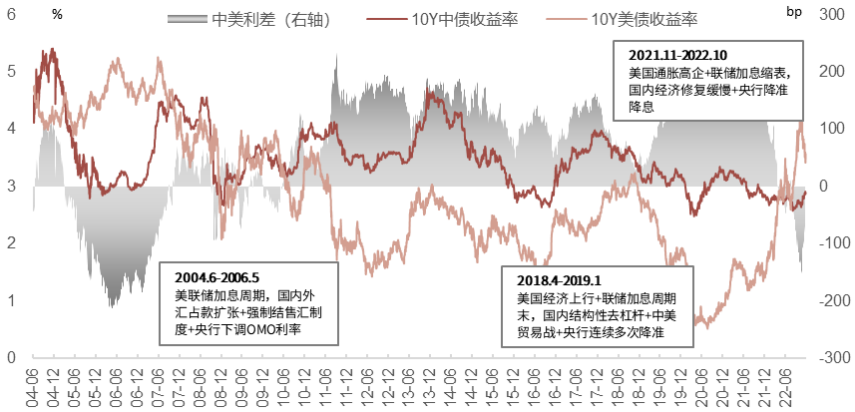


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 1 日-2022 年 12 月 9 日。汇差=（即期汇率收盘价-中间价）*10000

2.3.2、美元指数与美债利率

10Y 美债利率回升至 3.57%点位。本周美债利率收至 3.57%，较上周上行 6bp。本周联储官员处于 12 月议息会前噤声期，数据面、消息面难有较多增量信息，10Y 美债受上周五非农数据超预期等因素影响走势较为纠结。预计 12 月 FOMC 议息会上将加息 50bp，FFR 目标区间升至 4.25-4.5%，建议市场密切关注下周 FOMC 议息会议信息。

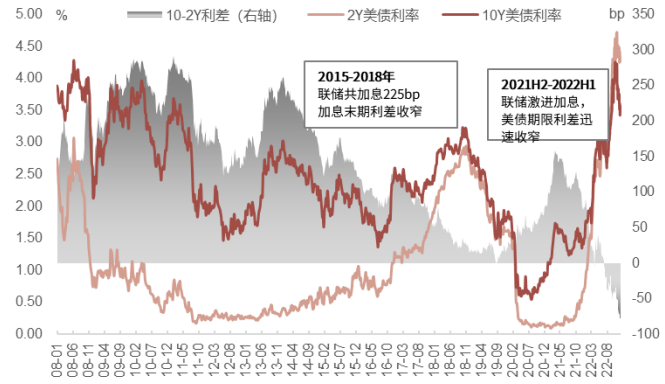
图 25：本周中美利差倒挂幅度较上周走阔 4bp 至-68bp



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2004 年 6 月 1 日-2022 年 12 月 9 日

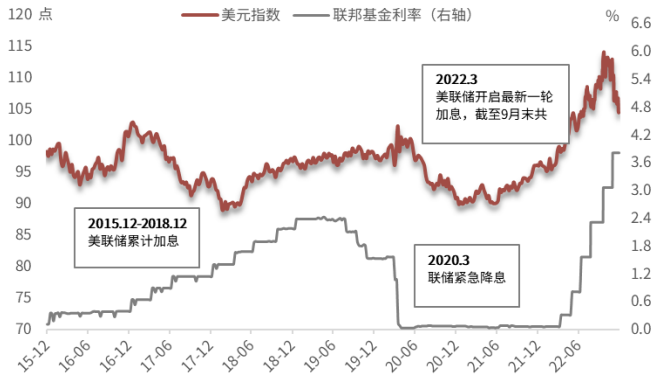
美债 10Y-3M 期限利差倒挂程度收窄。截至 12 月 9 日，10Y、2Y、3M 美债收益率分别录得 3.57%、4.33%、4.31%，分别较上周下行 3bp，分别上行 5、6bp。10Y-3M 利差-74bp，倒挂程度较上周收窄 9bp。

图 26：10Y-3M 利差倒挂程度较上周收窄 9bp 至-74bp



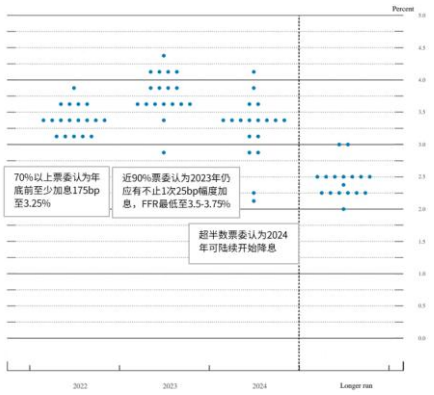
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2008 年 1 月 1 日-2022 年 12 月 9 日

图 27：美元指数较上周上行 0.4 点收至 104.9 点



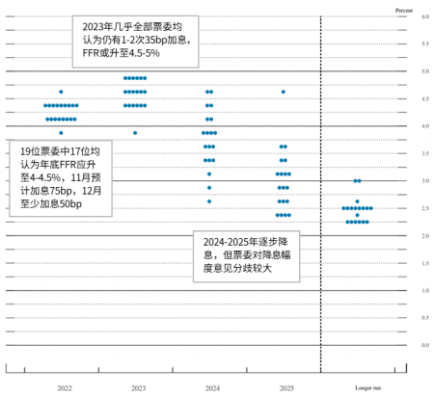
资料来源：FED 官网，Wind，光大证券研究所；时间：2015 年 12 月 1 日-2022 年 12 月 9 日

图 28：6 月点阵图显示年内至少仍有 175bp 加息



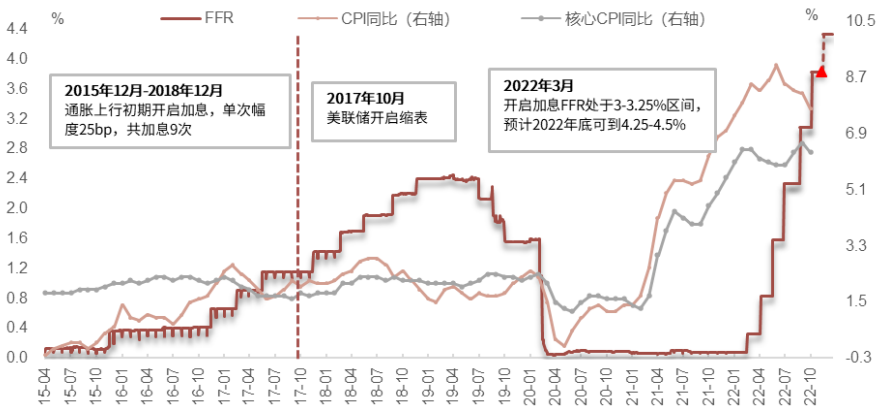
资料来源：FED 官网，光大证券研究所

图 29：9 月点阵图显示年底 FFR 将升至 4-4.5%



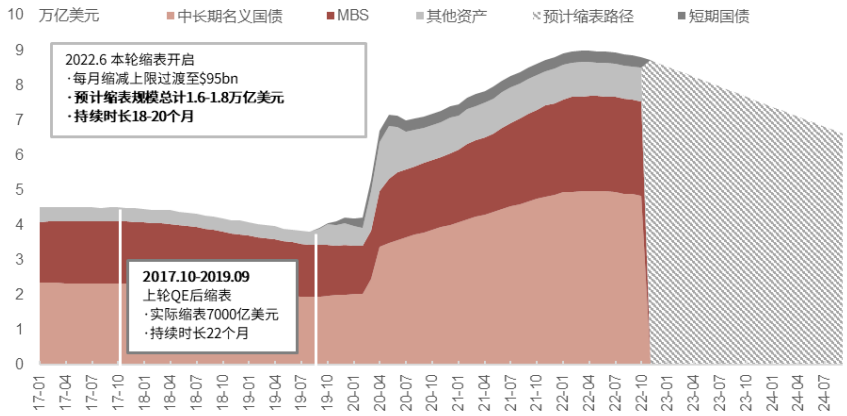
资料来源：FED 官网，光大证券研究所

图 30：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 12 日-2023 月 1 月 18 日为预测值

图 31：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 12 日-2024 年 7 月 31 日为预测值

表 11：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
2022.12.5-2022.12.9	-3	10	-13

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曾与，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