

## 行业研究

# 从金融市场看“资本新规”

## ——《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》解读系列报告之二

### 要点

**“资本新规”约束同业空转，或加剧非银机构流动性分层。**无论是对于核心市场参与者，还是非核心市场参与者，只要无法享受风险权重底线豁免原则，或导致回购利率在当前基础上提升 10-20bp，这会加剧非银机构的流动性分层压力，特别是对于非核心市场参与者而言。需要注意的是，这种利率抬升并非系统性的，而是更多体现为跨季资金定价上。即在临近季末时点，银行需要考核资本充足率，此时会适度控制对于非核心市场参与者的资金融出规模。

**同业存单长端收益率曲线陡峭化。**对于有配置同业存单需求的银行而言，在“资本新规”约束下，2023 年会适度控制久期，因为“资本新规”对于剩余期限在 3M 以上的同业资产，风险权重系数由 25% 提升 40%，导致银行配置长期限同业存单的资本占用成本加大。目前整体监管政策对于长期限同业存单并不友好，未来同业存单长端收益率曲线可能会进一步呈现陡峭化态势。

**地方政府一般债收益率下行空间有限。**由于国债明显具备更优的流动性和质押便利性，地方债流动性欠佳，市场化定价仍显不足，并不具备比肩国债的条件。地方债利率与国债利差仅 17bp 左右，并没有真实的反映出其资本占用成本。资本新规落地后，预计地方政府一般债收益率下行空间有限。

**对银行核心一级 CAR 冲击不大，二级资本债风险权重上调市场已充分预期，资本新规落地影响不大。**银行表内自营资金配置二级资本债的规模较小，即便风险权重系数上调至 150%，对已配置次级债的银行核心一级 CAR 的扰动不足 10bp，不会造成银行大规模集中抛售。从银行配置二级资本债的诉求和特点看，银行自营投资二级资本债的最主要考量是“换量”，投资具有很强的行政导向，且对于部分核心一级 CAR 安全边际不足的银行而言，未来不排除通过委外代持二级资本债，进而起到节约资本的效果。目前，市场已充分消化二级资本债权重上调预期，资本新规影响不会太大。

**信用债外部评级定价机制受扰动，利好投资级企业融资。**一方面，资本新规下银行配置投资级企业发行的信用债，风险权重系数为 75%，这将使得银行的资本消耗得到节约，即资本新规对于信用债整体利好。另一方面，投资级企业发行的信用债 EVA 水平更高，特别是 AA+品种而言，EVA 为 2.77%，目前外部评级体系尚未对是否为投资级进行定价。这意味着从资本管理角度看，银行未来会更倾向于从投资级企业中遴选适宜的债券品种来配置，进而兼顾资本和收益的双重目标。但这样一来，可能会造成投资级企业和非投资级企业配置需求的分化，两者的利差有望趋于收窄。

**授权基础法下，银行投资公募基金资本消耗加大。**“资本新规”会加大银行自营投资基金的资本消耗，主要是在授权基础法下存单、商金债、二级资本债的风险权重提升，以及杠杆率调整。初步测算，若按照授权基础法计量，基金资产平均风险权重系数为 56%，较老资本管理办法提升约 13-14 个百分点，幅度相对可控。在应对策略上：**一是**积极与银行进行沟通，了解银行特别是配置大户资本充足率达标压力，合理控制季末时点杠杆率，降低银行资本消耗。**二是**若银行对该基金未予以穿透，一定要向银行提供定期报告，便于银行采用授权基础法计量 RWA。**三是**货币基金在资产配置结构方面，因“资本新规”落地而需调整的压力并不大，偏向利率品种的基金会更受银行青睐。

**风险提示：**宏观经济复苏节奏偏慢，信贷投放可持续性偏弱。

### 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

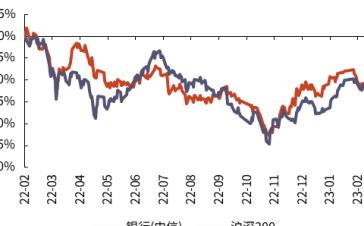
分析师：刘杰

执业证书编号：S0930522110002

010-56518032

liujie9@ebscn.com

### 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

从新巴 III 到国内资本新规——《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》解读系列报告之一（2023-02-19）

2023 年信贷、债券、存单怎么看？——银行资产负债系列报告 2023 年第 1 期（2023-01-04）

贷款利率下行会激发银行债券投资需求吗？——银行资产负债系列报告 2022 年第 3 期（2022-07-08）

同业存单“三因素”模型暨 NSFR 全景扫描——银行资产负债系列报告 2022 年第 2 期（2022-04-01）

从预算视角看 2022 年银行信贷投放与债券配置——银行资产负债系列报告 2022 年第 1 期（2022-02-25）

如何打开银行配债“密码箱”？——模型构建与实战运用（2021-05-21）

贷款利率拐点来临了吗？——基于长周期视角和 MPA 考核的分析（2020-12-19）

2023年2月18日，银保监会出台了《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》（以下简称“资本新规”），面向全市场公开征求意见，并明确2024年1月1日正式实施，这是新巴III总体监管框架在中国的落地。本篇报告是新巴III系列报告之二，将从金融市场视角，深入分析《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》对货币、债券和基金投资带来的影响。

## 1、“资本新规”对货币市场的影响

### 1.1、加剧非银机构的流动性分层

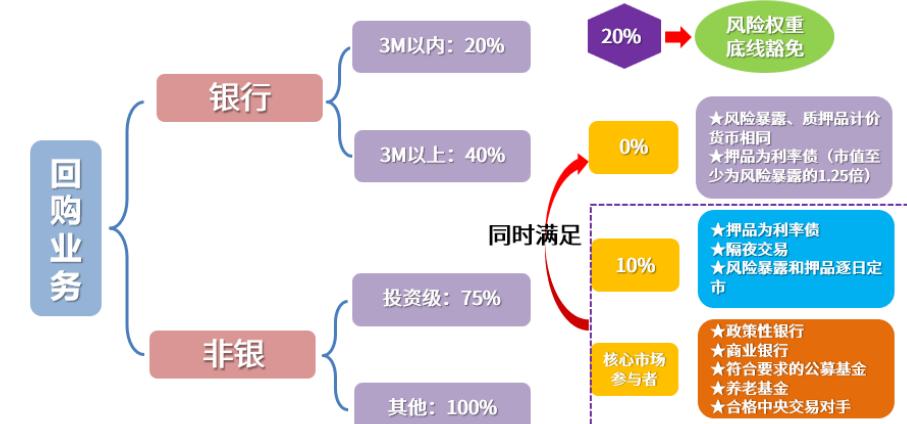
在权重法下，银行与金融机构（包括银行和非银机构）开展质押式回购交易，风险资产计量规则为：

$$\text{回购业务 RWA} = (\text{回购金额} - \text{押券规模}) \times \text{机构权重} + \text{押券规模} \times \text{押品权重}$$

其中：（1）机构权重规则为，银行为25%，非银机构为100%（投资级非银机构为75%）；（2）在银行间市场，抵押品评估价值=抵押品面值×抵押率，即回购金额<押券规模，这意味着押品能够完全缓释掉回购的风险敞口，且计入RWA的押券规模≤能完全覆盖风险敞口所需的押券规模；（3）若采用国债、国开债作为押品与银行开展质押式回购，则押品权重为0。

这样一来，银行开展回购业务的资本消耗为0。但是根据“资本新规”要求，在权重法下，银行与金融机构开展回购业务，抵质押物的风险权重底线为20%，意味着即便金融机构用利率债作为质押，应执行20%的权重，即回购业务也需要消耗资本。但“资本新规”同时提出了三项风险权重的底线豁免原则：

图1：回购业务的风险权重底线豁免原则示意图



资料来源：《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》附件3《信用风险权重法表内资产风险权重、表外项目信用转换系数及合格信用风险缓释工具》，光大证券研究所绘制

1、风险暴露与质押品计价货币相同，押品风险权重为0的利率债，但开展回购业务时，证券市值至少为风险暴露的1.25倍。例如，押品的面值为125单位，回购金额为100单位，此时押品的风险权重重新降至0。

2、银行与金融机构开展的回购交易期限为隔夜，押品为风险权重为0的利率债，且风险暴露和押品能够实现逐日盯市，此时押品的风险权重降至10%。

3、在满足第二条规则前提下，若金融机构为核心市场参与者，押品也可以享受0的风险权重。核心市场参与者包括：政策性银行、商业银行、符合要求的公募基金、养老基金以及合格中央交易对手，而证券公司、保险资管、理财子公司不在核心市场参与者范畴，即无法享受风险权重的底线豁免。

因此，在“资本新规”约束下，银行对于非核心市场参与者开展质押式回购业务，资本占用成本会相应提高，需要一定的EVA补偿，这意味着对于这类金融机构的回购利率或出现一定抬升。

**表1：核心市场参与者与非核心市场参与者回购交易的EVA测算**

	银行、公募基金			证券、保险、理财子		
	打折 25%	逐日盯市	其他	打折 25%	逐日盯市	其他
平均资产收益率	1.50%	1.50%	1.50%	1.70%	1.70%	1.70%
平均负债成本率	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%
税收成本率	0.38%	0.38%	0.38%	0.43%	0.43%	0.43%
增值税率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
资本占用成本	0.00%	0.00%	0.32%	0.00%	0.16%	0.32%
风险权重	0.00%	0.00%	20.00%	0.00%	10.00%	20.00%
目标 ROE	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
目标 CAR	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%	10.50%
信用风险成本	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
存款派生收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>EVA</b>	1.13%	1.13%	0.81%	1.28%	1.12%	0.96%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

接下来，我们需要对资本新规约束下的回购利率变化做相应测算，具体假设如下：

- 1、假定核心市场参与者隔夜回购交易利率为DR001，中枢值为1.5%，非核心市场参与者隔夜回购交易利率为R001，中枢值较DR001高20bp，大体为1.7%。
- 2、正常情况下，以国债、国开债作为押品开展质押式回购业务，折扣率为2%，即若回购金额为1单位，质押的利率债面值一般为1.02单位。对于核心市场参与者而言，以利率债为押品，且打折25%，或能够实现逐日盯市，均能享受风险权重的底线豁免，资本消耗为0。对于非核心市场参与者而言，以利率债为押品，且打折25%，能享受风险权重的底线豁免，资本消耗也为0，但仅仅实现逐日盯市，只能享受10%的权重，否则押品底线权重仍为20%。
- 3、EVA补偿衡量的是，银行开展质押式回购业务，在是否享受风险权重底线豁免的情况下，基于风险共担原则，需要赋予的补偿资源。以核心市场参与者为例，利率债打折25%能享受押品0的风险权重，但不满足这两个条件，则押品权重为20%，两者对应的EVA分别为1.13%和0.81%。但要求金融机构利率债打折25%，这会让金融机构额外多质押一部分利率债，即需要就这部分利率债给予一定补偿，降低回购利率水平，且EVA补偿=(其他EVA-利率债打折25%EVA)/2。

可以看到，无论是对于核心市场参与者，还是非核心市场参与者，只要无法享受风险权重底线豁免原则，会导致回购利率在当前基础上提升10-20bp，这会进

步加剧非银机构的流动性分层压力，特别是对于非核心市场参与者而言并不友好。需要注意的是，这种利率抬升并非系统性的，而是更多体现为跨季资金定价上。即在临近季末时点，由于银行需要考核资本充足率，此时会适度控制对于非核心市场参与者的资金融出规模，进而传导至定价端。

表 2：资本新规约束下回购利率的变化测算

类型	机构	回购金额	质押利率 债	利率债风险 权重系数	隔夜回购 利率	RWA	EVA	EVA 补偿	隔夜回购 利率补偿	实际隔夜 回购利率
老资本管 理办法	银行	1	1.02	0	1.5%	0	1.13%			
	非银	1	1.02	0	1.7%	0	1.28%			
资本新规	银行、公募基 金（投资级）	利率债打折 25%	1	1.25	0	1.5%	0	1.13%	-0.16%	0.20%
		逐日盯市	1	1.02	0	1.5%	0	1.13%	0	0.00%
		其他	1	1.02	20%	1.5%	0.204	0.81%	0.16%	-0.20%
	证券、保险、 理财子（投资 级）	利率债打折 25%	1	1.25	0	1.7%	0	1.28%	-0.16%	0.20%
		逐日盯市	1	1.02	10%	1.7%	0.102	1.12%	0.08%	-0.10%
		其他	1	1.02	20%	1.7%	0.204	0.96%	0.16%	-0.20%

资料来源：光大证券研究所测算。老资本管理办法是指 2013 年发布的《商业银行资本管理办法（试行）》

## 1.2、同业存单长端收益率曲线陡峭化

“资本新规”对于银行风险暴露的资本计量规则，相较于老资本管理办法变严格了，主要的变化体现为：

- 1、将银行划分为 A+、A、B、C 四档，划分的依据是资本充足率高低。例如，划入 A+ 档的银行，核心一级资本充足率需在 14% 以上，目前国内尚无机构达到这一要求。划入 A 档的银行，需同时满足最低资本、储备资本、逆周期资本、系统重要性银行附加资本要求，目前国内大部分银行都应划入 A 档。
- 2、仅就 A 档银行而言，剩余期限在 3M 以内的同业资产，风险权重系数维持 20% 不变，但剩余期限在 3M 以上的同业资产，风险权重提升至 40%。

表 3：资本新规下对于银行风险暴露的资本计量规则

类型	级别	资本新规 风险权重	老资本管理方法 风险权重	备注
银行	A+	20% (3M 以内) 30% (3M 以上)	20% (3M 以内) 25% (3M 以上)	核心一级资本充足率 ≥ 14%、杠杆率 ≥ 5%
	A	20% (3M 以内) 40% (3M 以上)		同时满足最低资本、储备资本、逆周期资本、 系统重要性银行附加资本要求 (8%+2.5%+0+0.5%=11%)
	B	50% (3M 以内) 75% (3M 以上)		满足最低资本监管要求 (8%)
	C	150%		具有重大违约风险、无法偿还债务

资料来源：《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》，光大证券研究所整理

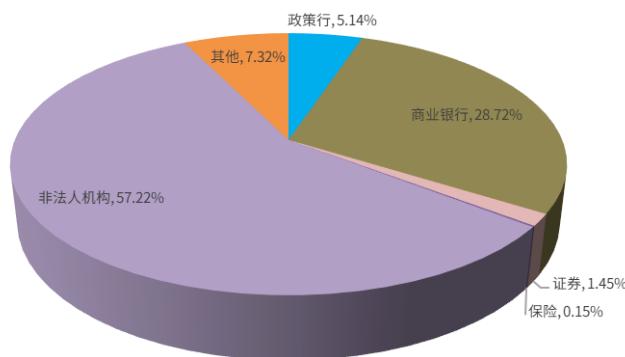
对于银行自营资金而言，本身对于同业存单青睐性并不强，截至今年 12 月末银行自营持有 NCD 占发行在外 NCD 比例不到 30%。这是因为，银行金融市场部配置资产，主要以合格优质流动性资产（HQLA）为主，多为利率债和高等级信

用债，且财会部对于同业存单的成本考核设定相对较高，甚至部分银行明确同业存单为非准入品种。

对于有配置同业存单需求的银行而言，在资本新规约束下，2023年也会适度控制久期，理论上“资本新规”对于剩余期限在3M以上的同业资产，风险权重系数有所提升，导致银行配置长期限同业存单的资本占用成本加大。

而对于广义基金而言，同业存单配置“大头”为现金管理类理财和货币基金。从中长期视角看，在监管政策约束下，货币类产品资产端久期将系统性下降，进而导致同业存单收益率曲线陡峭化。因此，目前整体监管政策对于长期限的同业存单并不友好，未来同业存单长端收益率曲线可能会进一步呈现陡峭化运动。

**图 2：同业存单投资者结构**



资料来源：Wind，光大证券研究所整理。时间：2022年12月末

## 2、“资本新规”对于债券投资的影响

“资本新规”对于债券资产的风险权重调整主要体现为两点：一是将地方政府一般债风险权重由20%下调至10%，二是将次级债券（二级资本债、TLAC工具）的风险权重由100%上调至150%，对于这两类债券的影响也是“一松一紧”。其他债券风险权重均未发生变化。

### 2.1、地方政府一般债收益率下行空间有限

首先我们要明确，为什么资本新规只针对地方政府一般债下调风险权重，而专项债权重仍为20%？

**一是**对于地方政府一般债而言，由全国人大确定举债额度，需纳入一般公共预算范畴，偿债来源有保障，所对应的项目多为公益性和准公益性项目，未来现金流形成能力相对偏弱，偿债方式主要以本地区的财政收入作为来源，具有一定的政府兜底性质。同时，我国作为单一制国家，中央财政有一定的调控功能。《地方政府性债务风险应急处置预案》（国办函〔2016〕88号）中明确，“省级政府偿还到期地方政府债券本息有困难的，国务院可以对其提前调度部分国库资金周转，事后扣回”。

**二是**一般债和专项债的偿债资金来源确存有差异。一般债的偿债资金主要来源于税收，专项债还款来源是投资项目对应的政府性基金或专项收入，收入波动幅度相对较大。

**三是根据债务率确定不同地区一般债风险权重不利于欠发达地区的一般债认购，进而可能影响部分地方政府债务风险防控。因此，将地方政府一般债风险权重由 20%降至 10%，能够有助于降低地方政府一般债的发行成本和债务负担。**

对于地方政府专项债而言，需纳入政府性基金预算范畴，所对应的项目更偏市场化，偿债方式主要依靠项目所产生的现金流，在资本新规中维持风险权重 20%不变，也符合专项债的实际情况。

目前，地方债的一级市场发行定价，主要按照同期限国债（前 5 日均值）+Xbp 执行，并根据经济、财政、金融资源禀赋不同调整加点幅度。2021 年以来，广东、浙江、河北等沿海省份地方债发行利率突破前期 25bp 的指导下限。

**表 4：地方债定价规则演变**

时间	定价方式	主要内容
2015-2017 年	纯荷兰式招标	期间地方债发行以债券置换为主，行政化色彩较为浓厚，债券发行缺乏明确定价锚，导致一级市场利率波动较大，地区之间差异明显，部分资质较好地区甚至出现地方债利率低于国债的情况。
2018 年	设置区间指导下限为 40bp	地方债与国债均有免税效应（免增值税和所得税），但地方债风险权重为 20%，而国债为零。根据 2018 年相关数据统计得出，地方债的资本占用成本=20%×CAR×ROE≈40BP。为增加机构投标积极性和提升地方债流动性，财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，强调地方债发行应遵循市场化原则，深化市场化改革，指导地方债发行下限设为同期限国债前五日均值+40BP。
2019-2020 年	设置区间指导下限为 25bp	由于银行 CAR 和 ROE 不断下滑，2019 年地方债最低资本占用成本较前期有所下降。二级市场上，地方债与国债利差下降至 25-30bp，但一级市场发行下限仍为 40bp，导致市场出现扎堆哄抢一级套利的现象。为此，财政部将一级加点下限由 40bp 顺势下调为 25bp，既符合利率市场化改革需求，又有助于降低地方政府融资成本。
2021 年至今	地区指导区间下限有所分化	财政部 2020 年 11 月公布的《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》提出，鼓励具备条件的地区参考地方债收益率曲线合理设定投标区间。2021 年以广东为首的沿海发达地区率先打破了利差为 25bp 的隐性限制，2021 年 6 月 8 日，5 年期、7 年期广东债中标利率为同期限国债五日均值+15bp。随后各地根据财政状况、市场认可度以及发行期限等综合考量，将发行指导区间下限分别调至为+10bp/15bp/20bp/25bp/30bp 等不同档，使得发行成本与其地方经济实际情况更加匹配。
2022 年 11 月	财政部-中国地方政府债券收益率曲线作为锚设置投标区间	2022 年 11 月 15 日，广东省发行的两只债券（22 广东债 59/22 广东债 60），以“财政部-中国地方政府债券收益率曲线”作为锚设置投标区间。其投标区间下限为招标前 5 日同期限地方债收益率均值下浮 5%以及不低于五日国债收益率均值。

资料来源：财政部官网，中国政府网，光大证券研究所整理

在“资本新规”框架下，地方政府一般债风险权重由 20%下调至 10%，意味着较国债风险权重仅稍高，收益率理论上应向国债收敛。但现实情况可能并非如此：

**1、从单券规模看，地方债远小于国债。存量地方债中，单券规模小于 50 亿元的只数占比高达 75%，而国债的单券规模均在 100 亿元以上，单券在 100 亿-1000 亿元的只数占比约 66%。**

**2、流动性差异可能仍在。地方债交易量和换手率均明显低于国债和政金债，2022 年国债活跃券种交易量均值基本在 2-3 万亿，政金债活跃券种交易量均值基本在 6 万亿以上。同时，地方政府债换手率只能达到 25%左右，而国债换手率达到 125%，政策性金融债换手率达到 238%。**

**3、在商业银行流动性风险指标中，以 LCR 为例，在 HQLA 折算中，地方债属于二级资产，根据变现能力进一步划分为“2A 资产”，计入时以面值的 85%计算。在此基础上，受到合格优质流动性资产中二级资产占比不得超过 40%，2B 资产占比不得超过 15%的限制。相比之下，国债折算系数为 100%，且占比无上限约束。**

**4、按照老资本管理办法要求，地方政府一般债的资本占用成本=20%×目标 ROE (15%) ×最低 CAR 要求 (10.5%) =32bp，而“资本新规”下的资本占用成**

本为 16bp，节约了 16bp，目前地方政府一般债与国债的实际利差为 17bp，与资本占用成本节约幅度基本一致。也就是说，此前的地方债定价，可能并没有真实的反映出其资本占用成本，当前利率水平已经是相对适宜的。

因此，对比之下，国债明显具备更优的流动性和质押便利性，地方债流动性欠佳，市场化定价仍显不足。这意味着，在“资本新规”落地后，预计地方政府一般债收益率下行空间较为有限。

表 5：资本新规下地方债资本占用成本节约 16bp

	10Y 国债	10Y 地方债 (老资本管理办法)	10Y 地方债 (资本新规)
平均资产收益率	2.89%	3.06%	3.06%
平均负债成本率	1.90%	1.90%	1.90%
税收成本率	0.00%	0.00%	0.00%
增值税率	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	0.00%	0.00%	0.00%
资本占用成本	0.00%	0.32%	0.16%
风险权重	0.00%	20.00%	10.00%
ROE	15.00%	15.00%	15.00%
CAR	10.50%	10.50%	10.50%
信用风险成本	0.00%	0.00%	0.00%
存款派生收益率	0.00%	0.00%	0.00%
EVA	2.89%	2.75%	2.90%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

## 2.2、对银行核心一级 CAR 冲击不大，二级资本债风险权重上调市场已充分预期

“资本新规”对于以二级资本债为代表的次级债的影响，备受市场关注，特别是对于广义基金而言，担忧由于风险权重系数的抬升，而导致二级资本债出现调整。根据“资本新规”的规定，商业银行对次级债权和全球系统重要性银行发行的外部总损失吸收能力非资本债务工具（未扣除部分）的风险权重为 150%，这意味着二级资本债的风险权重系数，会由 100% 上调至 150%。要分析资本新规对于二级资本债究竟有何影响，必须明确三个问题：

### 第一，“资本新规”正式执行时间

根据巴塞尔委员会发布的《巴塞尔 III：后危机改革的最终方案》（简称“最终方案”）要求，原计划于 2022 年 1 月开始实施，但由于 2020 年新冠疫情影，实施时间表整体延期一年，要求全球经济体于 2023 年 1 月 1 日开始实施最终方案，且资本底线将于 2023-2028 年分阶段达到 72.5% 的要求。

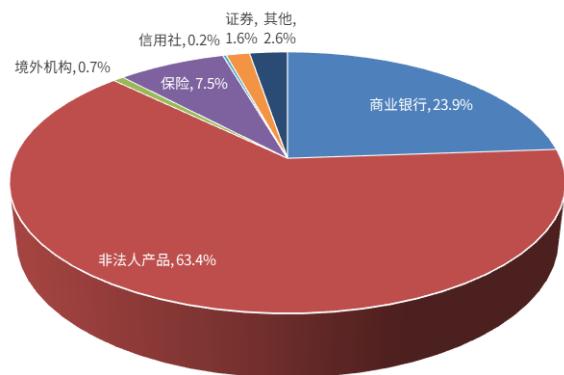
我国银保监会在 2021 年即开始推进新巴 III 在中国的落地工作，但由于 2022 年房地产市场风险较大，疫情导致经济下行压力加大，导致“资本新规”落地时间有所滞后。尽管如此，市场对于“资本新规”提升二级资本债的风险权重已有充分预期，且“资本新规”出台之后，明确将于 2024 年 1 月 1 日正式实施，给了充分的缓冲期。在此情况下，预计 2023 年“资本新规”对于二级资本债收益率的影响相对有限。

### 第二，二级资本债风险权重调升至 150% 后，对银行资本充足率影响几何？

根据中债研发中心发布的《2021 年度债券市场分析研究报告》，截止 2021 年末，二级债投资者结构中，银行自营持有占比约 24%，这部分将受到风险权重上调带来的影响。那么一旦风险权重系数由 100% 上调至 150%，将对商业银行资本充足率产生多大影响呢？

对于五大行+招商银行这六家机构而言，根据银保监会批准的资本管理高级方法实施范围，符合监管要求的公司信用风险暴露采用初级内部评级法、零售信用风险暴露采用内部评级法、市场风险采用内部模型法、操作风险采用标准法，内部评级法未覆盖的信用风险采用权重法，内部模型法未覆盖的市场风险采用标准法。即，对于工行、中行，已明确内评法覆盖的信用风险暴露部分仅包括公司和零售，主权、金融机构、股权、ABS 等均采用权重法来计量，因此自营资金投资二级资本债，也应采用权重法来测算。而对于农行、建行、交行以及招商四家机构而言，内评法覆盖的信用风险暴露包含部分金融机构风险敞口，覆盖率在 60% 以上，但其在资本充足率报告中已将“**持有其他商业银行发行的资本工具、对工商企业的股权投资和非自用不动产的风险暴露**”明确为权重法。这意味着，按照资本新规的要求，所有银行投资二级资本债，都会受到权重系数上调的影响。

**图 3：二级资本债投资者结构**



资料来源：《2021 年债券市场分析研究报告》，光大证券研究所整理。时间：2021 年年末

根据“资本新规”要求，银行投资资本补充工具，需满足“双 10”约束。即：少数小额投资合计超出本行核心一级资本净额 10% 的部分，应从各级监管资本中对应扣除。大额少数投资中，核心一级资本投资合计超出本行核心一级资本净额 10% 的部分，应从本行核心一级资本中扣除。由于各家上市银行在公司公告中，并未披露投资二级资本债的具体明细，我们不妨采用极值法测算，假定投资的二级资本债规模均为核心一级资本金额的 10%。测算结果显示：

- (1) 按照上限约束配置二级资本债，上市银行核心一级 CAR 降幅为 3-10bp。其中中国有大行降幅较大，为 5-10bp，股份制银行和城商行为 4-7bp，农商行为 5-8bp。
- (2) 在各类银行中，核心一级 CAR 压力最大的为股份制银行和部分城商行，安全边际普遍仅为 1 个百分点左右，甚至部分银行不足 1%。
- (3) 在 2021 年上市银行资本充足率报告中，只有 10 家银行披露了对于二级资本债的配置规模，合计 5420 亿，占配置上限（核心一级资本净额 10%）的比重约 40%。这意味着，二级资本债风险权重系数调整至 150%，对于上市银行核

心一级 CAR 的影响可能更小。这意味着，在资本新规落地之后，银行因 CAR 指标承压而出现大规模集中抛售二级资本债的概率较低。

表 6：部分上市银行配置二级资本债在风险权重调整后的资本充足率达标情况

	核心一级资本净额(亿元)	核心一级 CAR	二级资本债配置上限(亿元)	调整后的 RWA(亿元)	调整后的核心一级 CAR	核心一级 CAR 降幅(bp)	核心一级 CAR 监管要求	安全边际
工行	30369	13.68%	3037	223465	13.59%	-9	8.50%	5.09%
中行	19455	11.62%	1946	168400	11.55%	-7	8.50%	3.05%
农行	21666	11.12%	2167	195847	11.06%	-6	8.50%	2.56%
建行	26417	13.86%	2642	191897	13.77%	-10	8.50%	5.27%
邮储	6749	9.55%	675	71031	9.50%	-5	8.00%	1.50%
交行	8170	10.00%	817	82112	9.95%	-5	8.25%	1.70%
招商	7714	12.85%	771	60443	12.76%	-9	8.25%	4.51%
平安	3349	8.81%	335	38173	8.77%	-4	7.75%	1.02%
兴业	6459	9.75%	646	66543	9.71%	-4	8.25%	1.46%
光大	3939	8.69%	394	45507	8.66%	-4	7.75%	0.91%
华夏	2484	8.86%	248	28157	8.82%	-4	7.75%	1.07%
民生	5054	9.10%	505	55793	9.06%	-4	8.00%	1.06%
浦发	5688	9.26%	569	61709	9.22%	-4	8.00%	1.22%
浙商	1328	8.05%	133	16558	8.02%	-3	7.50%	0.52%
中信	5465	8.72%	547	62941	8.68%	-4	8.00%	0.68%
南京	1237	9.88%	124	12582	9.83%	-5	7.50%	2.33%
江苏	1696	8.75%	170	19459	8.71%	-4	7.75%	0.96%
宁波	1490	9.96%	149	15037	9.91%	-5	7.75%	2.16%
杭州	800	8.27%	80	9718	8.23%	-3	7.50%	0.73%
长沙	535	9.49%	53	5662	9.45%	-4	7.50%	1.95%
贵阳	512	10.84%	51	4749	10.78%	-6	7.50%	3.28%
青岛	301	9.16%	30	3299	9.12%	-4	7.50%	1.62%
西安	283	11.82%	28	2405	11.75%	-7	7.50%	4.25%
北京	2236	9.96%	224	22560	9.91%	-5	7.75%	2.16%
郑州	436	9.54%	44	4593	9.49%	-5	7.50%	1.99%
上海	1865	8.86%	187	21148	8.82%	-4	7.75%	1.07%
苏州	354	9.77%	35	3643	9.73%	-4	7.50%	2.23%
成都	523	8.40%	52	6248	8.36%	-4	7.50%	0.86%
齐鲁	279	9.27%	28	3027	9.23%	-4	7.50%	1.73%
江阴	137	12.74%	14	1086	12.66%	-8	7.50%	5.16%
苏农	139	10.69%	14	1305	10.63%	-6	7.50%	3.13%
青农	310	10.03%	31	3109	9.98%	-5	7.50%	2.48%
无锡	135	9.00%	14	1512	8.95%	-5	7.50%	1.45%
渝农	1071	12.96%	107	8321	12.87%	-8	7.50%	5.37%
张家港	125	9.74%	13	1292	9.69%	-5	7.50%	2.19%
紫金	166	10.51%	17	1592	10.46%	-5	7.50%	2.96%
常熟	225	10.12%	23	2238	10.06%	-6	7.50%	2.56%

资料来源：各上市银行报告，光大证券研究所整理。时间：2022Q3

表 7：部分国股银行二级资本债配置规模（亿元）

	二级资本债配置规模	核心一级资本净额 10%	占比
工商银行	1087	3037	35.80%
中国银行	1040	1946	53.48%
农业银行	1313	2167	60.58%
建设银行	1091	2642	41.30%
邮储银行	485	675	71.88%
交通银行	154	817	18.81%
招商银行	2	771	0.29%
兴业银行	47	646	7.34%
光大银行	140	394	35.57%
中信银行	60	547	11.04%
合计	5420	13640	39.74%

资料来源：各上市公司《2021 年资本充足率报告》

### 第三，银行自营配置二级资本债的诉求和特点

那么权重系数上调之后，究竟对二级资本债收益率产生多大影响呢？以 5Y 二级资本债（AAA-）为例，在资本新规约束下，收益率需要提升 106bp 至 4.68%，才能保证 EVA 持平。但这并不意味着收益率真的要上行 106bp。

表 8：老资本管理办法与资本新规下二级资本债 EVA 比较

	二级资本债 (老资本管理办法)	二级资本债 (资本新规)	二级资本债补偿 (资本新规)
平均资产收益率	3.62%	3.62%	4.68%
平均负债成本率	1.90%	1.90%	1.90%
税收成本率	0.43%	0.43%	0.70%
增值税率	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%
资本占用成本	1.58%	2.36%	2.36%
风险权重	100.00%	150.00%	150.00%
ROE	15.00%	15.00%	15.00%
CAR	10.50%	10.50%	10.50%
信用风险成本	0.00%	0.00%	0.00%
存款派生收益率	0.00%	0.00%	0.00%
EVA	1.62%	0.83%	1.62%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

1、如前所述，银行表内自营资金配置二级资本债的规模较小，即便风险权重系数上调至 150%，对银行核心一级 CAR 的扰动不足 10bp，不会造成银行大规模集中抛售。

2、银行自营投资二级资本债的最主要考量，在内部俗称“换量”，就是同业之间发行二级资本债的相互支持机制。在此情况下，如果某一家银行因为二级资本债风险权重系数的提高，或减量配置，或要求发行机构提价，那么下一次该机构发行二级资本债需要同业支持时，也会面临同样的情况。

3、从金融会计准则来看，银行配置二级资本债由于无法通过 SPPI 测试，一般划分为以公允价值计量且其变动计入当期损益的债券投资，即主要基于交易为目的，持有期较短，其估值波动对于银行核心一级资本净额无扰动。

4、对于部分核心一级 CAR 安全边际不足的银行而言，未来不排除通过委外代持二级资本债，这样一来，在计量 RWA 时可采用授权基础法，进而起到节约资本的效果。

综合上述分析，按照资本新规的要求，二级资本债风险权重系数提升至 150% 之后，预计对二级资本债的二级市场收益率水平扰动幅度有限。

## 2.3、利好投资级企业发行的信用债

“资本新规”对于信用债的影响，与对公贷款较为一致，同样需要区分投资级与非投资级发债企业，对于投资级发债企业，银行配置信用债的风险权重系数为 75%，而对于非投资级发债企业则延续 100% 不变。

我们根据投资级与非投资级企业的遴选条件，筛选了外部评级为 AAA 与 AA+ 两类评级信用债的相关要素，并按照投资级和非投资级进行定价划分，以分析银行在资本新规下配置信用债的性价比。测算结果显示：

表 9：资本新规下银行配置信用债的性价比分析

类型	AAA			AA+		
	占比 (%)	利率 (%)	EVA (%)	占比 (%)	利率 (%)	EVA (%)
投资级公司	61.27	4.44	2.37	65.16	5.02	2.77
非投资级公司	38.73	4.03	1.69	34.84	4.98	2.35
资本补偿	56bp			56bp		

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

1、“资本新规”约束下，银行配置投资级企业发行的信用债，风险权重系数为 75%，这将使得银行的资本消耗得到节约，即资本新规对于信用债整体利好。

2、理论上，投资级企业应该优于非投资级企业，那么其发行债券的利率水平也应相对更低。但目前我国外部评级机构对于企业的评级机制，与银保监会为企业按照投资级与非投资级进行区分的机制有所背离。信用债外部评级参考意义下降。

3、投资级企业发行的信用债 EVA 水平更高，特别是 AA+ 品种而言，EVA 为 2.77%。这意味着从资本管理角度看，银行未来会更倾向于从投资级企业中遴选适宜的债券品种来配置，进而兼顾资本和收益的双重目标。但这样一来，可能会造成投资级企业和非投资级企业配置需求的分化，两者的利差有望趋于收窄。

## 3、对于公募基金的影响：授权基础法下资本消耗加大

老资本管理办法银行自营投资基金资产要求严格穿透到底层，按照逐笔明细计量 RWA。对于无法穿透的基金资产，按照 100% 的风险权重计量。资本新规对于基金资产的计量方法做了三方面调整：

**一是**增加了授权基础法，即可根据基金募集说明书、基金季报或定期报告（盖公章）披露的大类资产占比，计算加权平均风险系数，每一类资产均按最高风险权重计量。

**二是**对于无法穿透的基金资产，风险权重由 100%提升至 1250%。

**三是**需考虑杠杆率，即  $RWA = \text{平均风险权重} \times \text{杠杆率} \times \text{投资金额}$ 。

表 10：资本新规下银行自营投资基金资产的主要变化

方法	资本新规要求	老资本管理办法要求	杠杆调整
穿透法	按底层资产穿透计量	按底层资产穿透计量	投资基金信用 $RWA = \min(\text{平均风险权重} \times \text{杠杆率}, 1250\%) \times \text{投资金额}$ $\text{杠杆率} = \text{基金总资产} / \text{总权益}$
授权基础法	在授权投资范围内，利用资管产品募集说明书、定期报告或资管产品披露的其他信息，按投资金额与对应资产权重，计量平均风险权重	无法穿透按 100%计量	
兜底法	1250%		

资料来源：《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》，光大证券研究所整理

在业务实操中，有以下几个方面情况需予以关注：

**1、基金无法严格穿透到底层资产（除定制化基金可穿透），但银行已经开始使用授权基础法计量基金 RWA，只不过在老资本管理办法中并未予以明确。资本新规正式明确了银行可以使用授权基础法计量基金 RWA，相当于为银行采用此法提供了政策依据，保证了政策的连续性。**

**2、杠杆率是“资本新规”的新要求，目前基金杠杆率均在 100%以上，会加大资本消耗力度。由于银行资本充足率是按季末时点考核，基金仅需在季末时点适度控制杠杆率即可。而对于资本充足率安全边际较高的大行和部分股份制银行而言，杠杆率对基金 RWA 的影响有限。**

**3、按照“资本新规”的要求，银行采用授权基础法计量基金 RWA，较之前的规则更为严格，因为授权基础法约束下，基金资产配置结构中，均按照各类资产的最高风险权重计量 RWA：一是 3M 以上同业资产风险权重由 25%提升至 40%，二是二级资本债权重由 100%提升至 150%，导致基金配置存单、商金债、二级资本债的权重提升，资本消耗有所加大。初步测算，在资本新规约束下，若按照授权基础法计量基金资产的风险资产，考虑杠杆率后，平均权重系数为 56.14%，较老资本管理办法提升约 13-14 个百分点。**

**4、对于无法穿透的基金，均放在银行匿名账户中，规模较低，且这些基金并非无法穿透，而是由于配置规模较低、机构较为分散，银行并未要求穿透，按照 100%的风险权重计量 RWA 对资本消耗并不大。根据“资本新规”要求，若无法穿透，基金风险权重系数由 100%提升至 1250%，银行将对这些前期未穿透的基金进行穿透，主要方式是要求基金公司提供报告说明，银行即可按照授权基础法计量 RWA，资本消耗反而较 100%更低。**

**5、银行投资基金，从资本计量角度，是进入银行账簿计量基金信用风险，而非进入交易账簿计量市场风险。**

**6、对于 T+0 公募产品，一直是监管部门管控的重点。银行之所以愿意开展 T+0 赎回垫资基金业务，一是能够派生活期存款，二是有中收。但由于 T+0 赎回垫资基金尚未纳入统一的金融市场业务管理系统开展账务核算，而是直接进入内部账核算，导致无法穿透单笔明细。若按照资本新规要求，该业务属于无法穿透的基金，风险权重系数高达 1250%，导致银行开展该业务的积极性大幅下降，特**

别是在季末时点，会影响产品体验度。但理论上，T+0 赎回垫资基金并非不可穿透，只是由于系统的技术性原因而无法识别，但实际上可以采用授权基础法计量 RWA。

表 11：授权基础法下银行自营投资基金资产的风险权重系数变化

	规模（亿元）	占比	资本新规		老资本管理办法	
			风险权重系数	加权风险权重系数	风险权重系数	加权风险权重系数
国债	1832	2.10%	0	0.00%	0	0.00%
商金债	14403	16.48%	40%	6.59%	25%	4.12%
二级资本债	1435	1.64%	150%	2.46%	100%	1.64%
永续债	524	0.60%	250%	1.50%	250%	1.50%
政金债	35897	41.07%	0	0.00%	0	0.00%
企业债	8370	9.58%	100%	9.58%	100%	9.58%
短融	3939	4.51%	100%	4.51%	100%	4.51%
中票	14016	16.03%	100%	16.03%	100%	16.03%
同业存单	2688	3.07%	40%	1.23%	25%	0.77%
资产支持证券	605	0.69%	20%	0.14%	20%	0.14%
其他	3704	4.24%	100%	4.24%	100%	4.24%
债券汇总	87413	-	-	56.14%	-	42.52%
基金平均杠杆率	110%		-	-	-	-

资料来源：Wind，光大证券研究所测算；数据时间：2022-12-31

从上述六点情况看，“资本新规”会加大银行自营投资基金的资本消耗，主要是在授权基础法下部分资产风险权重有所提升，以及杠杆率调整导致 RWA 增加，但造成实际额外负担并不大。

在应对策略上，基金公司无需过度担心“资本新规”带来的冲击，但有三点需要注意：**一是**积极与银行进行沟通，了解银行特别是配置大户资本充足率达标压力，合理控制季末时点杠杆率，降低银行资本消耗。**二是**若银行对该基金未予以穿透，一定要向银行提供定期报告，明确大类资产配置结构，便于银行采用授权基础法计量 RWA，避免出现银行由于无法穿透而被迫执行 1250% 的风险权重，进而赎回该基金。**三是**基金在资产配置结构方面，因“资本新规”落地而需调整的压力并不大，偏向利率品种的基金会更受银行青睐。

## 4、风险分析

宏观经济复苏节奏偏慢，信贷投放可持续性偏弱。

## 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。
<b>基准指数说明：</b> 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