

攻守兼备，兵家必争

——金融债 2025 年年度策略报告

核心观点

目前挖掘金融债、做金融次级债品种下沉成为了市场核心策略之一，展望 2025 年，欠配资金对金融债的挖掘力度或只增不减，就各板块的挖掘价值而言：银行二永债>券商次级债>商租债、AMC 债>保险次级债、金租债。

- 在近年来信用债结构性资产荒逐步加剧的市场环境下，挖掘金融债、做金融次级债品种下沉成为了市场核心策略之一，2024 年三季度债基重仓信用债规模 7809.37 亿元中，其中传统金融债就占了 72%，可谓“兵家必争之地”。
- 二永债具有成交&估值领先性**
 - 成交维度：二永债偏离估值成交情况能够明显反映市场转向走势，相比城投债、产业债具有明显的领先性，二永债的成交情绪转向通常会领先 1 个工作日。
 - 估值维度：二永债估值调整和修复的速度均最快，调整速度：银行永续债>银行二级资本债>商金债>中短票>城投债；高等级中短票和城投债大致滞后 4-5 天，低等级中短票和城投债大致滞后 14-15 天。
- 2025 年供给测算**：我们预计 2025 年商业银行二永债的滚续供给规模 1.22 万亿元，增发规模 300 亿元-3200 亿元左右，合计供给规模或在 1.2 万亿元-1.6 万亿元左右，整体与 2024 年供给规模持平，也为近年来较高供给规模。
- 2025 年不赎回风险展望：银行、保险端风险扰动仍存**
 - 对于银行二永债，我们认为未来尾部小银行的二永债的新发或受影响，滚续承压，尾部小银行的不赎回风险或将走高；部分银行赎回 2025 年即将到期的二永债后的资本充足率会低于监管红线，此类时点都建议警惕不赎回事件对市场的冲击，例如 2025 年 1 月、2025 年 4 月、2025 年 5 月、2025 年 7 月。
 - 对于券商次级债，具有条款优势，不赎回风险始终相对较小。
 - 对于保险次级债，2025 年仍存不赎回风险扰动，建议重点关注其中：已出现过不赎回现象、偿付压力较大、风险综合评级在 B 类以下的一些主体；例如 2025 年 1 月、2025 年 3 月、2025 年 9 月、2025 年 12 月等时点。
- 银行二永债：攻守兼备，不宜过度下沉**

交易盘方面，明年上半年，可适当提升二永债仓位，适当加久期，做好利率下行准备；下半年待基本面出现企稳信号后，可适当降低组合久期，应对可能的阶段性调整。

配置盘方面，首先可以关注国有大行二永债的参与机会，财政准备向六大行注资，利好推动，大行二永债的信用利差或有可能挑战前期低点，3Y 国有行二级资本债仍有超 20bp 的下行空间；其次，可关注隐含 AA+、AA 级别的股份行、大中型城农商行的二永债挖掘机会，可拉久期至 3 年，尤其是一些债基持仓频次较高的主体，流动性会更强。
- 券商次级债：行业基本面有望改善，短久期下沉策略较优**

随着股市逐步回暖，交易量大增，证券行业的基本面有望好转，短期内品种安全垫较足，可关注短久期下沉策略，例如一般次级债中，华创证券 1Y 收益率 2.24%、方正证券 1Y 收益率 2.3%、中原证券 1Y 收益率 2.3%、民生证券 1Y 收益率 2.34%；其次，关注有并购重组机会和预期的券商，在政策支持的背景下，随着收并购事项继续推进，次级债利差有望进一步收窄，例如浙商+国都、国联+民生、国信+万和、国君+海通等主体。
- 保险资本补充债**：品种久期多集中在 3-5 年，且收益率偏低，流动性弱，行业未见明显改善迹象。
- 租赁债**：金租平台母公司以银行为主，多数金租公司收益率与银行母公司二永债收益率利差 5bp 以内，且流动性明显更弱，性价比不如母公司二永债；化债政策对商租平台有所利好，但已有 3 家商租平台实质违约，行业内部资质分化较大，建议优选央企国企平台。
- AMC 债券**：兼具低风险和收益率，建议优选与母公司利差较高的平台，收益性价比更高。
- 风险提示**：历史数据无法代表未来，政策发生重大变化可能导致策略失效。

分析师：杜渐
执业证书号：S1230523120005
dujian@stocke.com.cn

分析师：李艳
执业证书号：S1230524090015
liyan03@stocke.com.cn

相关报告

- 《若同业活期存款利率压降怎么看？》 2024.11.11
- 《化债提升债市做多确定性》 2024.11.10
- 《基于政策框架的流动性再思考》 2024.11.09

正文目录

1 金融债各版块核心策略总结	6
2 二永债具有成交&估值领先性	7
2.1 成交维度：二永债偏离成交情况能够明显反映市场转向走势	7
2.2 估值维度：二永债估值调整和修复的速度均最快	12
3 金融债供给回顾与展望	14
3.1 2024 年供给特征：二永债供给大增，券商债发行进一步缩量	14
3.2 2024 年批文落地特征：国有行落地规模明显减少，股份行和城商行明显增多	16
3.3 四大行 TLAC 比率仍未达标，存 9546 亿元 TLAC 缺口	17
3.4 2025 年二永债供给测算：1.2 万亿元-1.6 万亿元左右	18
3.4.1 滚续供给：行业仍存资本压力，2025 年到期/赎回的二永债或均会滚续发行	18
3.4.2 增发供给：财政预对六大行增资，会减弱国有行对二永债的发行诉求，2025 年增发规模主要依靠股份行和城农商行	19
4 金融债舆情总结及未来风险展望	20
4.1 从《金融稳定报告》看金融业风险现状	20
4.2 2024 年为风险低发年	21
4.3 2025 年不赎回风险展望：银行、保险端风险扰动仍存	22
5 金融债各版块风险与条款对比	25
5.1 各版块风险因素对比	25
5.2 金融次级债条款对比：券商次级债的条款友好度更好	25
6 银行二永债：攻守兼备，不宜过度下沉	27
6.1 行业热点跟踪	27
6.1.1 热点一：财政预发行特别国债向 6 大行注资，或与 TLAC 监管比率有关	27
6.1.2 热点二：银行业非持牌理财压降，对于部分弱区域信用债较为利空	28
6.1.3 热点三：将公募基金纳入 SPV 考核，压降 SPV 占比，尾部小银行的不赎回风险或将走高	30
6.1.4 热点四：中小银行加速吸收合并，推动改革化险工作	33
6.2 行业三季度：盈利承压，存款增速大幅下滑，资本充足率稳中有升	34
6.3 投资策略：攻守兼备，不宜过度下沉	35
7 券商次级债：行业基本面有望改善，短久期下沉策略较优	38
7.1 行业热点跟踪	38
7.1.1 热点一：行业收并购热潮来袭，证券行业将更加向头部集中	39
7.1.2 热点二：积极政策信号明显，股市热度大涨	40
7.2 行业三季度：自营业务支撑业绩，行业基本面有望改善	40
7.3 投资策略：行业基本面有望改善，短久期下沉策略较优	41
8 保险资本补充债：配置性价比较为有限	43
8.1 行业热点跟踪：保险业预定利率下调至 2.5%，但存量成本仍承压	43
8.2 投资策略：配置性价比较为有限	44
9 租赁债：金租可挖掘空间不大，商租优选央国企背景	45
9.1 行业热点跟踪	45
9.1.1 热点一：地方化债再发力背景下，有利也有弊	45
9.1.2 热点二：金租行业迎新规	46
9.2 投资策略：金租可挖掘空间不大，商租优选央国企背景	46
10 AMC 债券：兼具低风险和收益率，存在高收益挖掘机会	49

10.1 行业热点跟踪	49
10.1.1 热点一：长城资产扭亏为盈，国厚资产债务违约	49
10.1.2 热点二：地方 AMC 管理办法或将出台，未来行业监管存在不确定性	50
10.2 投资策略：兼具低风险和收益率，存在高收益挖掘机会，建议久期控制在 2 年以内	50
11 风险提示	52

图表目录

图 1: 2024 年 Q3 债基重仓信用债分布一览.....	6
图 2: 2024 年 10 月 8 日信用债偏离成交统计.....	7
图 3: 2024 年 10 月 9 日信用债偏离成交统计.....	8
图 4: 2024 年 10 月 10 日信用债偏离成交统计.....	9
图 5: 2024 年 10 月 11 日信用债偏离成交统计.....	10
图 6: 2024 年 10 月 21 日信用债偏离成交统计.....	11
图 7: 2024 年 10 月 22 日信用债偏离成交统计.....	12
图 8: 商业银行债发行规模统计 (亿元).....	14
图 9: 商业银行债净融资规模统计 (亿元).....	14
图 10: 二级资本债发行规模分银行类型统计.....	15
图 11: 银行永续债发行规模分银行类型统计.....	15
图 12: 二级资本债累计净融资规模统计 (亿元).....	15
图 13: 银行永续债累计净融资规模统计 (亿元).....	15
图 14: 券商债发行规模统计 (亿元).....	16
图 15: 券商债净融资规模统计 (亿元).....	16
图 16: 保险次级债发行规模统计 (亿元).....	16
图 17: 保险次级债净融资规模统计 (亿元).....	16
图 18: 商业银行资本工具批文落地规模 (亿元).....	17
图 19: 商业银行资本工具批文落地规模分银行类型统计.....	17
图 20: 截至 2024 年 10 月底各类型商业银行剩余未使用批文规模 (亿元).....	17
图 21: 2019 年-2025 年二永债发行、偿还、净融资规模统计.....	19
图 22: 预警银行风险类型.....	21
图 23: 预警银行机构类型.....	21
图 24: 金融主体评级&风险展望调低次数统计 (次).....	22
图 25: 银行二级资本债不赎回案例统计 (笔).....	22
图 26: 保险资本补充债不赎回案例统计 (笔).....	22
图 27: 2023 年末银行业理财产品规模 (亿元).....	29
图 28: 2023 年末全国性股份行超出 5% 的 SPV 规模 0.39 万亿, 地方性股份行超出 5% 的 SPV 规模 1.16 万亿.....	30
图 29: 2023 年末农商行超出 2.5% 的 SPV 规模 0.28 万亿.....	31
图 30: 2023 年末城商行超出 2.5% 的 SPV 规模 3.30 万亿.....	32
图 31: 国泰君安较行业中值信用利差变化情况 (BP).....	40
图 32: 2015 年至今股市融资融券余额.....	40
图 33: 2015 年至今 A 股成交量.....	40
图 34: 证券行业收入分板块统计.....	41
表 1: 金融债各版块年度策略观点汇总.....	6
表 2: 2022 年 11 月理财赎回潮期间各类资产收益率变动日度统计.....	13
表 3: 2024 年 Q3 五大行 TLAC 缺口测算.....	18
表 4: 财政对六大行增资规模测算.....	19
表 5: 2021 年-2024 年各类商业银行二永债净融资规模统计.....	20
表 6: 2024 年金融主体评级&风险展望调低统计.....	21
表 7: 商业银行赎回最近一期二永债之后资本充足率测算 (%).....	23

表 8: 2024 年 11-12 月和 2025 年即将到赎回期的保险次级债一览 (%)	24
表 9: 三类金融次级债信用风险因素对比	25
表 10: 银行二级资本债、券商一般次级债、保险资本补充债条款对比	26
表 11: 银行永续债、券商永续次级债、保险永续债条款对比	27
表 12: 财政对六大行增资规模测算	28
表 13: 2023 年末部分无理财子省份内信用债主要依靠省内非持牌理财投资上量	29
表 14: 2024 年中小银行吸收合并案例统计	33
表 15: 上市银行 2024 年三季度报数据统计	35
表 16: 各品种银行二永债平均估值和存续规模统计	36
表 17: 2024 年 10 月 31 日主要银行主体收益率和债基持仓频次统计 (次、bp)	37
表 18: 2024 年证券公司收并购案例统计	39
表 19: 上市券商 2024 年三季度报数据统计	41
表 20: 各品种券商次级债平均估值和存续规模统计	42
表 21: 2024 年 10 月 31 日主要券商主体收益率和债基持仓频次统计 (次、bp)	42
表 22: 各品种保险次级债平均估值和存续规模统计	44
表 23: 2024 年 10 月 31 日主要保险主体收益率和债基持仓频次统计 (次、bp)	44
表 24: 2024 年 10 月 31 日主要金租主体收益率和债基持仓频次统计 (次、bp)	47
表 25: 2024 年 10 月 31 日主要商租主体收益率和债基持仓频次统计 (次、bp)	48
表 26: 2024 年 10 月 31 日主要 AMC 主体收益率和债基持仓频次统计 (次、bp)	51
表 27: 部分收益偏高 AMC 主体的主要信用关注点	52

1 金融债各版块核心策略总结

传统金融债是由银行和非银金融机构发行的债券，主要包括银行、券商、保险、四大 AMC、金融 AIC、金租、消金、汽车金融、期货等类型机构；此外，地方 AMC、商租平台发行的债券也可以纳入大金融板块。

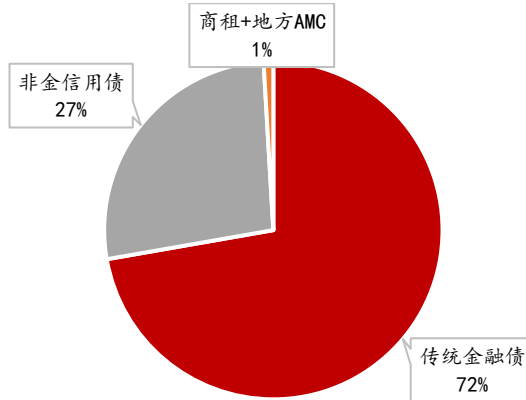
在近年来信用债结构性资产荒逐步加剧的市场环境下，挖掘金融债、做金融次级债品种下沉成为了市场核心策略之一，2024 年三季度债基重仓信用债规模 7809.37 亿元中，其中传统金融债就占了 72%，可谓“兵家必争之地”。

展望 2025 年，由于当下监管层对于城投新增发债的审核仍未放松，因此后续城投债“资产荒”问题可能更加突出，结合明年债市可能会进入新一轮上涨阶段，欠配资金对金融债的挖掘力度或只增不减。

分版块来看，银行二永债，攻守兼备，但不宜过度下沉；券商次级债，品种条款优势明显，且行业的基本面有望好转，短期安全垫较足；商租债、AMC 债中存在高收益挖掘机会，但内部资质分化较大，久期建议控制在 2 年以内；保险次级债、金租债的可挖掘空间不大，配置性价比一般。

总的来看，就各板块的挖掘价值而言：**银行二永债 > 券商次级债 > 商租债、AMC 债 > 保险次级债、金租债。**

图1：2024 年 Q3 债基重仓信用债分布一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表1：金融债各版块年度策略观点汇总

板块	平均利差变动 (bp)				20241106 情况		策略观点	逻辑
	7月	8月	9月	10月	利差水平	分位数		
银行二级资本债	-7	4	29	2	73.93	21.7%	攻守兼备，不宜过度下沉	交易盘：明年上半年，择机提升大行二永债仓位；下半年待基本面出现企稳信号后，可适当降低组合久期，应对可能的阶段性调整。
银行永续债	-7	11	29	10	86.88	23.9%		配置盘：国有行二永债有望在利好推动下突破前低；隐含 AA+、AA 级别的股份行、大中型城农商行可挖掘。
券商一般次级债	-11	8	25	-6	46.84	24.5%	短久期下沉策略较优	品种条款优势明显，且行业的基本面有望好转，短期内券商次级债品种安全垫较足，可关注短久期下沉策略；有并购重组机会和预期的券商，也存在一定超额机会。
券商永续次级债	-6	13	22	-5	51.47	21.3%		

保险资本补充债	-9	10	27	-3	68.05	21.5%	配置性价比有限	品种久期多集中在3-5年，且收益率偏低，流动性弱，行业利差损问题未见明显改善迹象。
金租债	-3	11	21	-5	40.44	39.0%	可挖掘空间较小	金租平台母公司以银行为主，多数金租公司收益率与银行母公司二永债收益率利差5bp以内，且流动性明显更弱，性价比不如母公司二永债。
商租债	-8	7	23	-7	58.35	16.6%	内部资质分化大，存在高收益挖掘机会，	化债政策有所利好；但已有3家商租平台实质违约，行业内部分化较大，建议优选央企平台。
AMC债券	-7	7	21	-3	59.25	20.3%	久期控制在2年以内	AMC债券兼具低风险与收益性，建议优选与母公司利差较高的平台，收益性价比更高。

资料来源：企业预警通，浙商证券研究所

2 二永债具有成交&估值领先性

2.1 成交维度：二永债偏离成交情况能够明显反映市场转向走势

通过复盘观测金融、城投、产业债的偏离估值成交情况，我们发现：

首先，二永债偏离估值成交情况能够明显反映市场转向走势，相比城投债、产业债具有明显的领先性，二永债的成交情绪转向通常会领先1个工作日。

9月底，一系列利好政策发布，权益市场表现强势，理财赎回、流动性收紧，市场大幅调整，10月8日和9日仍处于信用债市大跌时期，二永债、城投债、产业债每天均有大量大幅折价成交，市场情绪较弱；

10月10日，市场开始修复当天，二永债出现了18笔偏离超15bp的溢价成交，成交情绪明显修复，而城投债和产业债还是以大量折价成交为主。

10月11日，市场继续修复，二永债仍有较多溢价成交，城投和产业债成交情绪跟随修复，开始出现多笔溢价成交的情况。

图2：2024年10月8日信用债偏离成交统计

序号	证券代码	证券简称	发行人	成交偏离(bp)	剩余期限(年)	收益率(%)	中债估值(%)	成交方向	票面(%)	隐含评级	
20241008偏离成交情况											
城投	1	102480328.IB	24津城建MTN007	86	1.30Y	3.40	2.54	G	3.23	AA	
	2	102383054.IB	23津城建MTN012	67	1.60Y	3.45	2.78	G	4.50	AA	
	3	042480277.IB	24北农科技CP001	65	231D	3.20	2.55	G	2.27	AA-	
	4	102482158.IB	24津城建MTN021	64	2.66Y	3.60	2.96	G	2.96	AA	
	5	252977.SH	23冀园03	64	1.09Y	3.60	2.96	G	2.96	AA(2)	
	6	102382312.IB	23道泰MTN001	63	94D	3.20	2.57	D	2.57	AA-	
	7	052300383.IB	23磁湖高新PPN003	60	215D+3Y	3.40	2.79/3.07	G	2.79/3.07	AA(2)	
	8	012480775.IB	24津南城投SCP001	60	56D	3.10	2.50	T	2.50	AA-	
	9	175283.SH	20昆交G2	59	1.04Y	3.65	3.06	T	3.06	AA-	
	10	102480274.IB	24津城建MTN006	56	2.09Y	3.50	2.94	T	2.94	AA	
	11	102480104.IB	24景德镇陶MTN001	55	1.26Y	3.30	2.75	G	2.75	AA-	
	12	102480088.IB	24津城建MTN003	52	1.75Y	3.40	2.88	G	2.88	AA	
	13	196174.SH	22六半01	52	90D	3.10	2.58	T	2.58	AA(2)	
	14	012481489.IB	24嘉秀发展SCP001	51	45D	2.75	2.24	G	2.24	1.98	AA
	15	102103177.IB	21建邺高科MTN004	51	59D	2.75	2.25	T	2.25	3.57	AA
	16	102382675.IB	23武清国资MTN001	49	1.01Y+1Y	3.10	2.61/2.77	T	2.61/2.77	6.00	AA-
	17	101901732.IB	19平湖国资MTN002	49	72D	2.75	2.26	G	2.26	4.32	AA
	18	102383381.IB	23津城建MTN017	46	2Y	3.40	2.94	T	2.94	4.03	AA
	19	114686.SH	23潮报01	46	151D+3Y	3.04	2.58/2.86	G	2.58/2.86	5.69	AA(2)
	20	042480296.IB	24张客建设CP001	43	246D	3.00	2.57	G	2.57	2.29	AA(2)
	21	185441.SH	22晋中01	43	153D+2Y	2.80	2.39/2.56	G	2.39/2.56	3.78	AA(2)
	22	102480741.IB	24镇江文旅MTN001	41	181D	2.80	2.39	T	2.39	2.56	AA(2)
	23	102480741.IB	24镇江文旅MTN001	41	181D	2.80	2.39	T	2.39	2.56	AA(2)
	24	102383336.IB	23津城建MTN015	41	2.18Y	3.40	2.99	T	2.99	4.25	AA
	25	042480458.IB	24武清国资CP001	40	338D	3.00	2.60	G	2.60	2.26	AA-
	26	102383270.IB	23泰达城发MTN002	-57	59D+2Y	2.09	2.65/2.94	G	2.65/2.94	4.00	AA-
产业	1	042480192.IB	24甘肃建投CP001	142	47D	4.10	2.68	G	3.28	AA	
	2	012483054.IB	24冀中峰峰SCP001	93	245D	4.00	3.07	T	2.80	AA	
	3	102400830.IB	24鲁能煤业MTN009	74	2.71Y+NY	3.49	2.75/2.91	G	2.38	AA	
	4	102383014.IB	23科技国建MTN002	71	1.08Y	3.50	2.79	D	4.35	AA	
	5	102481462.IB	24浙兴合MTN002	53	2.51Y+2Y	3.20	2.67/2.83	G	2.85	AA	
	6	102381293.IB	23津渤海MTN002	52	237D+1Y	3.10	2.57/2.79	T	2.72	AA-	
	7	102103087.IB	21首开MTN005	42	48D+2Y	2.80	2.37/2.55	G	3.65	AA	
	8	102383189.IB	23晋能山西MTN001	42	2.14Y	3.20	2.78/2.94	T	5.00	AA-	
金融	1	2120052.IB	21汉口银行永续债01	44	1.70Y+NY	3.07	2.63/3.07	G	4.80	AA-	
	2	2028052.IB	20恒丰银行永续债	40	1.13Y+NY	2.80	2.39/2.69	T	4.95	AA-	
	3	1928032.IB	19建设银行永续债	35	38D+NY	2.40	2.05/2.47	G	4.22	AAA-	
	4	2128016.IB	21民生银行永续债01	25	1.53Y+NY	2.65	2.40/2.70	G	4.30	AA+	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：注：城投债、产业债统计偏离超过10bp的债券，金融债统计偏离超过5bp的债券，不足20只则全部展示，超过20只则展示偏离度绝对值最大的TOP20只债券，下同。

图3: 2024年10月9日信用债偏离成交统计

证券简称	发行人	成交偏离(bp)	剩余期限(年)	收益率(%)	中债估值(%)	成交方向	隐含评级
20241009偏离成交情况							
城投	23莞投01	济宁市兖州区惠民城建投资有限公司	192	156D+3Y	5.00	3.08/3.56	G AA-
	23高吉D5	商丘市古城保护开发建设有限公司	157	42D	4.20	2.63	G AA(2)
	24西宁城投SCP001	西宁城市投资管理有限公司	138	19D	4.00	2.62	T AA-
	24乌交旅SCP001	乌鲁木齐交旅旅游投资(集团)有限公司	113	18D	3.50	2.37	G AA(2)
	24嘉兴经投SCP001	嘉兴经济技术开发区建设投资集团有限公司	111	44D	3.50	2.39	T AA(2)
	24高淳经开SCP005	江苏高淳经济开发区开发集团有限公司	107	94D	3.50	2.43	G AA(2)
	23淳源投资MTN001	淳源投资集团有限公司	106	323D	3.80	2.73/2.86	G AA-
	23郑新建投MTN003	河南省郑州新区建设投资有限公司	106	262D+3Y	3.80	2.73/3.01	G AA(2)
	24九龙园SCP001	重庆九龙园高新产业集团有限公司	105	46D	3.50	2.45	G AA(2)
	24咸阳城投SCP001	咸阳市城市建设投资控股集团集团有限公司	104	62D	3.50	2.46	T AA(2)
	21临颍01	临颍豫资投资控股集团集团有限公司	103	82D	3.80	2.77	T AA-
	24咸阳城投SCP002	咸阳市城市建设投资控股集团集团有限公司	102	174D	3.50	2.48	T AA(2)
	24吴中交投CP001	苏州市吴中交投融资建设有限公司	100	140D	3.40	2.40	G AA-
	24北辰科技SCP003	天津北辰科技园区管理有限公司	100	55D	3.70	2.70	T AA-
	24北辰科技SCP003	天津北辰科技园区管理有限公司	100	55D	3.70	2.70	G AA-
	24咸宁高新MTN001	咸宁高新投资集团有限公司	92	189D	3.50	2.58	T AA(2)
	23惠泽国控CP001	惠泽市国有资产控股集团有限公司	91	38D	3.30	2.39	D AA(2)
	23水发集团CP001	水发集团有限公司	89	9D	3.30	2.41	G AA(2)
	24景德镇陶CP001	景德镇陶文旅控股集团集团有限公司	87	119D	3.60	2.73	T AA-
	20南部新城MTN001	重庆市南部新城产业投资集团有限公司	86	200D	3.30	2.44	G AA(2)
产业	21港务03	厦门港务控股集团有限公司	193	10D	4.00	2.07	T AAA
	21中建四局MTN002	中国建筑第四工程局有限公司	118	39D+NY	3.55	2.37/2.66	T AA
	24温州国投SCP001	温州市国有资本投资运营有限公司	113	48D	3.50	2.37	G AA
	24今世缘CP001	今世缘集团有限公司	112	163D	3.50	2.38	G AA
	24甘肃建投CP001	甘肃省建设投资(控股)集团有限公司	108	46D	4.10	3.02	T AA
	24保利发展CP001	保利发展控股集团股份有限公司	106	2D	3.30	2.24	T AAA
	徐租02A1	江苏徐工工程机械租赁有限公司	105	16D	3.20	2.15/2.72	G AAA
	24云能投MTN003	云南省能源投资集团有限公司	103	1.37Y	3.70	2.67	G AA
	24冀中峰峰SCP001	冀中能源峰峰集团有限公司	100	244D	4.10	3.10	G AA
	23电建地产MTN001	中国电建地产集团有限公司	100	1.78Y+2Y	3.75	2.75/2.87	G AA
	23首开MTN002	北京首都开发股份有限公司	99	1.42Y	3.97	2.98	G AA
	23蓝星MTN002	中国蓝星(集团)股份有限公司	95	199D+NY	3.30	2.34/2.58	G AA-
	24云投CP002	云南省投资控股集团集团有限公司	92	98D	3.50	2.58	G AA(2)
	23首钢MTN001	首钢集团有限公司	88	136D+NY	3.20	2.32/2.55	G AA
	24津渤海SCP004	天津渤海国有资产经营管理有限公司	87	39D	3.50	2.63	G AA-
	23连云港MTN003	连云港港口集团有限公司	77	169D	3.20	2.43	G AA(2)
	23云能投MTN003	云南省能源投资集团有限公司	77	198D	3.20	2.43	T AA
21平证11	平安证券股份有限公司	73	10D	2.80	2.07	G AAA-	
24鄂文旅CP002	湖北文化旅游集团有限公司	72	154D	3.10	2.38	G AA	
22晋能煤业MTN009B	晋能控股煤业集团有限公司	71	240D+NY	3.20	2.48/2.87	G AA	
金融	24中原银行二级资本债01	中原银行股份有限公司	40	4.76Y+5Y	3.25	2.84/2.92	T AA
	22富邦华一永续债01	富邦华一银行有限公司	39	2.92Y+NY	3.75	3.35/3.67	T AA-
	19平安银行永续债01	平安银行股份有限公司	37	78D+NY	2.60	2.22/2.70	G AA+
	20平安银行永续债01	平安银行股份有限公司	33	139D+NY	2.60	2.26/2.70	G AA+
	19东莞银行二级	东莞银行股份有限公司	27	50D+5Y	2.45	2.18/2.75	T AA
	20民生银行二级	中国民生银行股份有限公司	26	263D+5Y	2.60	2.33/2.67	G AA+
	20三峡银行永续债01	重庆三峡银行股份有限公司	25	258D+NY	3.00	2.75/3.35	G AA-
	21广州银行二级	广州银行股份有限公司	24	1.63Y+5Y	2.70	2.45/2.76	G AA
	24恒丰银行二级资本债01	恒丰银行股份有限公司	24	4.33Y+5Y	2.95	2.70/2.81	G AA
	24长沙银行永续债01	长沙银行股份有限公司	21	4.96Y+NY	3.00	2.79/2.85	T AA
	19上海银行二级	上海银行股份有限公司	20	34D+5Y	2.35	2.15/2.65	G AA+
	23广州农商行二级资本债01	广州农村商业银行股份有限公司	20	3.47Y+5Y	2.85	2.65/2.79	T AA
	22北部湾银行绿色债02	广西北部湾银行股份有限公司	19	2.75D	2.36	2.1682	T AA
	21民生银行永续债01	中国民生银行股份有限公司	18	1.53Y+NY	2.69	2.50/2.78	G AA+
	21恒丰银行永续债	恒丰银行股份有限公司	18	1.76Y+NY	2.75	2.57/2.79	T AA
	24民生银行二级资本债01	中国民生银行股份有限公司	18	4.55Y+5Y	2.99	2.81/2.89	T AA+
	22徽商银行小微债01	徽商银行股份有限公司	17	143D	2.23	2.0564	G AAA-
	24广州农商行永续债01	广州农村商业银行股份有限公司	17	4.63Y+NY	2.95	2.77/2.85	T AA
21广发银行小微债	广发银行股份有限公司	17	38D	2.22	2.0484	T AAA-	
24广发银行二级资本债01B	广发银行股份有限公司	17	9.82Y+5Y	2.90	2.72/2.78	T AA+	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4：2024年10月10日信用债偏离成交统计

证券简称	发行人	成交偏离(bp)	剩余期限(年)	收益率(%)	中债估值(%)	成交方向	隐含评级
20241010偏离成交情况							
城投	23城资02	鄞城市城资控股集团有限公司	128	190D+1Y	4.50	3.22/3.31	G AA-
	23寿运01	寿光市滨海远景区城镇建设开发有限公司	94	312D	4.50	3.56	T AA-
	22巩义国资PPN002	巩义市国有资产投资经营有限公司	77	25D+3Y	3.60	2.83/2.93	T AA(2)
	24昆明安居SCP001	昆明市安居集团有限公司	74	10D	4.50	3.77	T AA-
	23大足城乡MTN001	重庆大足城乡建设投资集团有限公司	73	1.05Y+1Y	3.80	3.06/3.06	G AA-
	19新安01	新安县发达建设投资集团有限公司	62	57D	3.90	3.28	T AA-
	23十强国投MTN001	十强国有资本投资运营集团有限公司	57	193D+3Y	3.30	2.72/2.89	G AA(2)
	23金阳投资MTN002	湖南金阳投资集团有限公司	55	225D+1Y	3.30	2.75/2.82	G AA(2)
	23鹰潭国控CP001	鹰潭市国有控股集团有限公司	54	37D	3.30	2.76	T AA(2)
	24潍坊城建MTN003B	潍坊市城市建设发展投资集团有限公司	50	4.44Y	4.00	3.50	T AA(2)
	24华宇投资SCP001	靖江市华宇投资建设建设有限公司	49	17D	3.64	3.15	G AA-
	24昆明轨道交通MTN004	昆明轨道交通集团有限公司	49	2.77Y	4.50	4.01	G AA-
	24昆明安居MTN002	昆明市安居集团有限公司	44	318D	4.00	3.56	T AA-
	24宿迁新城SCP002	宿迁市新城控股集团有限公司	41	52D	3.15	2.74	G AA(2)
	21淮安新城MTN003	淮安新城投资开发有限公司	40	5D	3.24	2.84	T AA(2)
	23黄石城发CP005	黄石市城市发展投资集团有限公司	40	8D	3.38	2.98	T AA(2)
	19津投24	天津城市基础设施建设投资集团有限公司	40	11D	3.00	2.60	T AA
	24钰产D2	驻马店市产业投资集团有限公司	39	238D	3.20	2.81	G AA(2)
	24景国资SCP001	景德镇市国资运营投资控股集团有限公司	39	19D	3.30	2.91	T AA(2)
	23江北建投MTN001	南京江北新区建设投资集团有限公司	-42	2.14Y+NY	2.37	2.79/2.93	T AA(2)
产业	22不动02	平安不动产有限公司	144	207D	7.40	5.96	D AA-
	21华侨城MTN006A	华侨城集团有限公司	104	61D	3.50	2.46	T AA+
	24甘肃建投CP001	甘肃省建设投资(控股)集团有限公司	88	45D	4.10	3.22	T AA
	21深投05	深圳市投资控股有限公司	59	16D	3.00	2.41	T AAA
	24首创城发MTN001	北京首创城市发展集团有限公司	56	2.75Y+2Y	3.70	3.13/3.25	T AA
	22天风05	天风证券股份有限公司	53	42D+1Y	3.00	2.46/2.55	T AA
	24昆投01	昆明产业开发投资有限责任公司	48	1.46Y+1Y	4.50	4.01/4.05	G AA-
	24象屿SCP001	厦门象屿集团有限公司	40	26D	3.00	2.60	T AA+
	24远东租赁MTN002	远东国际融资租赁有限公司	40	1.54Y	3.86	3.46	G AA
	23河北国控MTN002	河北省国有资产控股运营有限公司	40	316D+1Y	3.37	2.97/3.13	G AA
	23河北国控MTN001	河北省国有资产控股运营有限公司	40	282D+1Y	3.35	2.95/3.12	G AA
	19晋天然气MTN002	山西天然气有限公司	40	13D	3.05	2.65	T AA
	24云能投MTN007	云南省能源投资集团有限公司	35	2.46Y+NY	3.30	2.94/3.08	G AA-
	24光明房产MTN004	光明房地产集团股份有限公司	32	1.75Y+1Y	3.40	3.07/3.08	T AA
	23云能投CP013	云南省能源投资集团有限公司	31	8D	3.20	2.89	G AA
	24金鼎产融SCP002	四川能投金鼎产融控股集团有限公司	31	46D	3.08	2.77	G AA
	24云能投MTN016	云南省能源投资集团有限公司	30	3.77Y	3.65	3.35	T AA
	24建投债	陕西建工控股集团有限公司	30	4.85Y	4.65	4.35	G AA
	24银河证券CP004	中国银河证券股份有限公司	-30	7D	2.00	2.30	T AAA
	19中石油MTN006	中国石油天然气集团有限公司	-34	7D	2.10	2.44	T AAA+
金融	24天津银行二级资本债01	天津银行股份有限公司	22	4.61Y+5Y	3.50	3.28/3.40	T AA
	24中原银行二级资本债01	中原银行股份有限公司	19	4.75Y+5Y	3.13	2.93/3.05	T AA
	24农行二级资本债01A	中国农业银行股份有限公司	-16	4.33Y+5Y	2.38	2.54/2.62	T AAA-
	24中行二级资本债01A	中国银行股份有限公司	-16	4.31Y+5Y	2.38	2.54/2.62	T AAA-
	24建行二级资本债02A	中国建设银行股份有限公司	-16	4.74Y+5Y	2.38	2.54/2.62	T AAA-
	24工行二级资本债01A(BG)	中国工商银行股份有限公司	-16	4.88Y+5Y	2.38	2.54/2.62	T AAA-
	22工行二级资本债05A	中国工商银行股份有限公司	-16	3.20Y+5Y	2.30	2.46/2.61	T AAA-
	22工行二级资本债04A	中国工商银行股份有限公司	-16	3.08Y+5Y	2.29	2.45/2.60	G AAA-
	23中信银行二级资本债01A	中信银行股份有限公司	-17	4.19Y+5Y	2.45	2.61/2.74	T AA+
	21中国银行永续债02	中国银行股份有限公司	-17	2.14Y+NY	2.34	2.50/2.65	T AAA-
	23邮储永续债01	中国邮政储蓄银行股份有限公司	-17	4.02Y+NY	2.43	2.59/2.68	T AAA-
	19建设银行永续债	中国建设银行股份有限公司	-17	36D+NY	2.30	2.47/2.60	T AAA-
	22农行二级资本债02A	中国农业银行股份有限公司	-17	2.95Y+5Y	2.28	2.45/2.60	T AAA-
	23农行二级资本债02A	中国农业银行股份有限公司	-17	3.93Y+5Y	2.37	2.54/2.62	T AAA-
	24中行二级资本债02A	中国银行股份有限公司	-17	4.49Y+5Y	2.37	2.54/2.62	T AAA-
	23中行永续债01	中国银行股份有限公司	-18	3.68Y+NY	2.40	2.57/2.68	T AAA-
	24农行永续债02	中国农业银行股份有限公司	-18	4.65Y+NY	2.42	2.60/2.69	T AAA-
	24农行永续债01	中国农业银行股份有限公司	-20	4.43Y+NY	2.40	2.60/2.68	T AAA-
	24工行永续债01	中国工商银行股份有限公司	-20	4.75Y+NY	2.40	2.60/2.69	T AAA-
	24交行永续债01BC	交通银行股份有限公司	-20	4.88Y+NY	2.40	2.60/2.69	T AAA-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：2024年10月11日信用债偏离成交统计

证券简称	发行人	成交偏离(bp)	剩余期限(年)	收益率(%)	中债估值(%)	成交方向	隐含评级
20241011偏离成交情况							
城投	20柳州03	柳州市城市建设发展有限公司	92	195D	4.50	3.58	G AA-
	24昆明城投MTN001	昆明市城投投资开发有限公司	39	1.17Y	3.90	3.51	T AA-
	20青州债	青州市城市建设投资开发有限公司	35	311D+2Y	4.00	3.65/3.76	T AA-
	23津金01	天津新金融投资有限责任公司	30	168D+3Y	4.02	3.71/3.96	T AA-
	23惠民城投PPN001	济宁市兖州区惠民城投投资有限公司	30	129D+1Y	4.00	3.70/3.78	G AA-
	24津开01	天津泰达城市发展有限公司	23	2.80Y	3.60	3.37	T AA-
	21海南发展MTN001	海南省发展控股有限公司	-24	1.55Y	2.40	2.64	G AA
	21吉林高速MTN003	吉林省高速公路集团有限公司	-24	23D+2Y	2.50	2.74/2.80	G AA(2)
	22高要01	肇庆市高要建设投资开发有限公司	-24	325D	2.85	3.09	T AA(2)
	22望水02	长沙市望城区水利投资发展集团有限公司	-24	353D	2.60	2.84	T AA(2)
	22淮安04	淮安开发控股有限公司	-25	340D	2.55	2.80	G AA(2)
	22郑新建投MTN001	河南省郑州新区建设投资有限公司	-25	351D+2Y	2.80	3.04/3.11	G AA(2)
	22郑新建投MTN001	河南省郑州新区建设投资有限公司	-25	351D+2Y	2.80	3.04/3.11	T AA(2)
	21蜀道投资MTN001	蜀道投资集团有限责任公司	-25	4D	2.00	2.25	G AA+
	23奉阳01	阜阳市城市建设投资经营有限公司	-26	1.64Y+4Y	2.85	3.10/3.24	T AA(2)
	21城投公路MTN002	上海城投公路投资(集团)有限公司	-27	18D	2.10	2.37	T AAA
	21内小微	内江投资控股集团有限公司	-30	87D+2Y	2.68	2.98/3.10	T AA-
	24津城建MTN019A	天津城市基础设施建设投资集团有限公司	-36	2.61Y	3.09	3.45	G AA
	24津城建MTN009	天津城市基础设施建设投资集团有限公司	-40	2.87Y	3.07	3.47	T AA
	23吉安城投PPN001	吉安市城市建设投资开发有限公司	-45	1.54Y	2.55	3.00	T AA(2)
产业	22天凤05	天凤证券股份有限公司	51	41D+1Y	3.00	2.48/2.57	T AA
	24陕建Y2	陕西建工集团股份有限公司	49	2.78Y+NY	4.50	4.01/4.16	T AA-
	20津资01	天津渤海国有资产经营管理有限公司	34	131D+2Y	3.20	2.86/3.31	T AA-
	青租19A4	青岛城乡建设融资租赁有限公司	26	2.38Y	3.20	2.94/3.14	T AA
	24黄产01	黄石产投控股集团有限公司	25	4.80Y	3.70	3.45	G AA
	24渝医药SCP004	重庆医药(集团)股份有限公司	-21	5D	2.40	2.61	T AA
	20网商银行永续债01	浙江网商银行股份有限公司	-21	272D+NY	3.47	3.67/4.28	T AA-
	24华电租赁SCP006	华电融资租赁有限公司	-22	7D	2.20	2.42	T AA
	22山东机场MTN001	山东省机场管理集团有限公司	-22	1.06Y	2.45	2.67	T AA
	24国元证券CP011	国元证券股份有限公司	-22	13D	2.00	2.22	T AAA-
	24国药控股SCP002	国药控股股份有限公司	-22	77D	2.00	2.22	T AAA-
	24电网SCP023	国家电网有限公司	-23	7D	2.00	2.23	T AAA+
	24深能源SCP002A	深圳能源集团股份有限公司	-24	20D	2.00	2.24	T AAA
	21南航股MTN003	中国南方航空股份有限公司	-24	42D	1.95	2.20	T AAA-
	24东航SCP008	中国东方航空集团有限公司	-25	5D	2.00	2.25	T AAA
	24京能清洁能源SCP001	北京京能清洁能源电力股份有限公司	-25	70D	1.90	2.15	T AAA
	24万华化学SCP008(科创票据)	万华化学集团股份有限公司	-26	11D	2.10	2.36	T AA+
24吉林电力SCP003	吉林电力股份有限公司	-28	20D	2.10	2.38	T AA+	
19中铝集MTN007	中国铝业集团有限公司	-30	5D	2.00	2.30	G AAA-	
24亦庄投资SCP002	北京亦庄国际投资发展有限公司	-44	18D	1.95	2.39	T AA+	
金融	24天津银行二级资本债01	天津银行股份有限公司	22	4.61Y+5Y	3.50	3.28/3.40	T AA
	24中原银行二级资本债01	中原银行股份有限公司	19	4.75Y+5Y	3.13	2.93/3.05	T AA
	24农行二级资本债01A	中国农业银行股份有限公司	-16	4.33Y+5Y	2.38	2.54/2.62	T AAA-
	24中行二级资本债01A	中国银行股份有限公司	-16	4.31Y+5Y	2.38	2.54/2.62	T AAA-
	24建行二级资本债02A	中国建设银行股份有限公司	-16	4.74Y+5Y	2.38	2.54/2.62	T AAA-
	24工行二级资本债01A(BC)	中国工商银行股份有限公司	-16	4.88Y+5Y	2.38	2.54/2.62	T AAA-
	22工行二级资本债05A	中国工商银行股份有限公司	-16	3.20Y+5Y	2.30	2.46/2.61	T AAA-
	22工行二级资本债04A	中国工商银行股份有限公司	-16	3.08Y+5Y	2.29	2.45/2.60	G AAA-
	23中信银行二级资本债01A	中信银行股份有限公司	-17	4.19Y+5Y	2.45	2.61/2.74	T AA+
	21中国银行永续债02	中国银行股份有限公司	-17	2.14Y+NY	2.34	2.50/2.65	T AAA-
	23邮储永续债01	中国邮政储蓄银行股份有限公司	-17	4.02Y+NY	2.43	2.59/2.68	T AAA-
	19建设银行永续债	中国建设银行股份有限公司	-17	36D+NY	2.30	2.47/2.60	T AAA-
	22农行二级资本债02A	中国农业银行股份有限公司	-17	2.95Y+5Y	2.28	2.45/2.60	T AAA-
	23农行二级资本债02A	中国农业银行股份有限公司	-17	3.93Y+5Y	2.37	2.54/2.62	T AAA-
	24中行二级资本债02A	中国银行股份有限公司	-17	4.49Y+5Y	2.37	2.54/2.62	T AAA-
	23中行永续债01	中国银行股份有限公司	-18	3.68Y+NY	2.40	2.57/2.68	T AAA-
	24农行永续债02	中国农业银行股份有限公司	-18	4.65Y+NY	2.42	2.60/2.69	T AAA-
24农行永续债01	中国农业银行股份有限公司	-20	4.43Y+NY	2.40	2.60/2.68	T AAA-	
24工行永续债01	中国工商银行股份有限公司	-20	4.75Y+NY	2.40	2.60/2.69	T AAA-	
24工行永续债01BC	交通银行股份有限公司	-20	4.88Y+NY	2.40	2.60/2.69	T AAA-	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

在10月10日-10月18日市场震荡修复期间，二永债都较少出现折价成交情况，每日以多笔溢价成交为主。而10月21日市场开始新一轮调整，当天二永债/金融债板块立刻出现多笔折价成交的情况，仅1笔溢价成交，市场情绪反应很到位；再看城投债和产业债，21日当天还有多笔折价成交的情况，并未跟上市场的调整。

10月22日，城投债和产业债跟上市场情绪，三类板块债券均出现多笔折价成交，溢价成交情况较少。

图6：2024年10月21日信用债偏离成交统计

证券简称	发行人	成交偏离(bp)	剩余期限(年)	收益率(%)	中债估值(%)	成交方向	隐含评级
20241021偏离成交情况							
城投	21伊川债	伊川财源实业投资有限公司	94	28D+4Y	3.40	2.46/2.71	G AA(2)
	21焦作投资小微债01	焦作市投资集团有限公司	32	27D+2Y	2.48	2.16/2.30	T AA(2)
	21重庆临空MTN002	重庆临空开发投资集团有限公司	29	36D+2Y	2.55	2.26/2.40	T AA(2)
	23东营02	东营市城市建设发展集团有限公司	27	146D+3Y	3.00	2.73/2.00	T AA(2)
	21南太湖	长兴南太湖投资开发有限公司	26	20D+2Y	2.57	2.31/2.45	T AA(2)
	22水集01	水发集团有限公司	22	148D+2Y	2.65	2.43/2.58	T AA(2)
	21晋高06	山东高速集团有限公司	20	25D+2Y	2.15	1.95/2.16	T AA-
	20晋兴01	萍乡市晋兴投资有限公司	13	212D	3.00	2.87	T AA-
	20广丰01	上饶市广丰区发展集团有限公司	13	359D	2.60	2.47	T AA-
	23株高05	株洲高科集团有限公司	-11	336D	2.50	2.61	T AA-
	22菏投01	山东菏泽国有资本投资有限公司	-12	97D+2Y	2.30	2.42/2.56	T AA-
	23寿城债	寿光市城市建设投资开发有限公司	-13	143D+1Y	3.00	3.13/3.30	T AA-
	24大同01	大同市经济建设投资集团有限责任公司	-15	2.93Y	3.16	3.31	T AA-
	23福01	柳州市百福投资集团有限公司	-16	1.54Y	2.40	2.56	T AA(2)
	21江高新MTN001	江门市高新技术工业园有限公司	-17	48D+2Y	2.10	2.27/2.41	T AA(2)
	23寿光鑫PPN001	山东寿光鑫投资发展控股集团有限公司	-17	215D+3Y	3.20	3.37/3.91	T AA-
	PR西桃花	晋阳西桃花源旅游投资(集团)有限公司	-17	342D	2.97	3.14	D AA-
	23云建投CP002	云南省建设投资控股集团有限公司	-20	53D	2.24	2.44	T AA-
	19韩城01	韩城市城市投资(集团)有限公司	-21	24D	3.79	4.00	T AA-
	23新双圆MTN001	重庆新双圆城市建设开发有限公司	-29	313D	3.10	3.39	T AA-
城投	22GLP01	普洛斯中国控股有限公司	120	137D	7.65	6.45	D A+
	21辽港集团MTN001	辽宁港口集团有限公司	29	27D	2.30	2.00	T AA+
	24象屿SCP005	厦门象屿集团有限公司	20	246D	2.45	2.26	T AA+
	21赣高01	赣江高速公路有限责任公司	17	29D	2.55	2.38	D AA
	24鲁钢铁SCP003	山东钢铁集团有限公司	15	2D	2.30	2.15	T AA
	24云能投MTN016	云南省能源投资集团有限公司	15	3.74Y	3.35	3.20	G AA
	24桂投资MTN007	广西投资集团有限公司	14	9.79Y	3.40	3.26	G AA
	24云能投MTN019	云南省能源投资集团有限公司	14	3.83Y	3.35	3.21	T AA
	21国药03	国药控股股份有限公司	12	13D	2.15	2.03	T AAA-
	24中拓SCP014	浙商中拓集团股份有限公司	11	206D	2.60	2.50	G AA
	24陕西建工SCP010	陕西建工控股集团股份有限公司	11	260D	2.80	2.70	T AA
	24陕西建工SCP002	陕西建工控股集团股份有限公司	-11	11D	2.32	2.43	T AA
	24陕西建工SCP002	陕西建工控股集团股份有限公司	-13	10D	2.35	2.48	T AA
	24济产01	济南产业发展投资集团有限公司	-14	1.91Y	3.50	3.64	T AA
	23兰创02	山西兰花科技创业股份有限公司	-15	181D+3Y	2.34	2.49/2.72	T AA
22万科MTN002	万科企业股份有限公司	-22	118D	15.80	16.03	D AA+	
24津渤海SCP007	天津渤海国有资产经营管理有限公司	-23	80D	2.60	2.83	T AA-	
22金地MTN001	金地(集团)股份有限公司	-37	125D	15.96	16.33	G BB+	
金融	21中泰04	中泰证券股份有限公司	45	6D	2.35	1.90	T AAA-
	21广发17	广发证券股份有限公司	12	8D	2.00	1.88	G AAA
	24渤海银行二级资本债01	渤海银行股份有限公司	10	4.50Y+5Y	2.80	2.70/2.88	T AA
	23利安人寿资本补充债01	利安人寿保险股份有限公司	8	3.39Y+5Y	2.64	2.56/2.85	G AA-
	22建设银行绿色金融债01	中国建设银行股份有限公司	8	216D	1.70	1.62	G AAA
	22建设银行绿色金融债01	中国建设银行股份有限公司	8	216D	1.70	1.62	G AAA
	24泰隆商行永续债01	浙江泰隆商业银行股份有限公司	7	4.86Y+NY	2.82	2.75/2.96	T AA
	24天津银行二级资本债01	天津银行股份有限公司	6	4.58Y+5Y	3.16	3.10/3.29	D AA
	22国任财险	国任财产保险股份有限公司	6	2.69Y+5Y	3.10	3.04/3.38	T AA-
	14招商债	招商证券股份有限公司	6	217D	2.03	1.97	G AAA
	21浦发银行02	上海浦东发展银行股份有限公司	5	46D	1.85	1.80	G AAA-
24国泰君安CP003	国泰君安证券股份有限公司	-8	60D	1.85	1.93	T AAA	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：2024年10月22日信用债偏离成交统计

证券简称	发行人	成交偏离 (bp)	剩余期限(年)	收益率(%)	中债估值(%)	成交方向	隐含评级	
20241022偏离成交情况								
城投	21绿科01	潍坊峡山绿色科技发展集团有限公司	85	47D	4.1	3.25	T	AA-
	22锦国01	锦州市国有资本投资运营(集团)有限公司	43	2.39Y	3.8	3.37	G	AA(2)
	21伊川债	伊川财源实业运营(集团)有限公司	32	27D+4Y	3.4	3.078/3.36	T	AA(2)
	21南太湖	长兴南太湖投资开发有限公司	30	19D+2Y	2.58	2.28/2.45	G	AA(2)
	24蓉投01	广西崇左市城市建设投资发展集团有限公司	30	2.78Y+2Y	3.25	2.95/3.30	T	AA(2)
	21柳城债	广西柳州市城市建设投资发展集团有限公司	30	68D	3.5	3.20	T	AA-
	23柳控02	广西柳州市投资控股集团(集团)有限公司	28	1.34Y+2Y	3.4	3.12/3.41	T	AA-
	21南控一	西安曲江文化控股有限公司	27	1.77Y	3.5	3.23	G	AA(2)
	21东南资产MTN002	常熟东南资产经营投资有限公司	26	20D+2Y	2.35	2.09/2.29	G	AA(2)
	23丰开05	丰县经济开发区投资发展有限责任公司	25	2.07Y	2.7	2.45	G	AA
	21金阳新城MTN001	湖南金阳新城建设发展集团有限公司	25	35D+2Y	2.48	2.23/2.40	T	AA(2)
	23嘉德债01	嘉兴市嘉德发展投资集团有限公司	22	3.76Y+2Y	2.68	2.46/2.50	G	AA
	24新锦债01	杭州市临安区新锦产业发展集团有限公司	20	2.64Y+4Y	2.43	2.23/2.52	T	AA
	23南文投MTN001	西安曲江文化产业投资(集团)有限公司	20	156D	3.4	3.20	T	AA-
	24浙交投SCP009	浙江省交通投资集团有限公司	20	11D	2.2	2.00	G	AAA
	23惠氏02	东台惠民城镇化建设集团有限公司	18	136D+1Y	2.5	2.32/2.42	T	AA(2)
	24安吉城运MTN001	浙江安吉城市运营(集团)有限公司	18	4.84Y	3	2.82	G	AA(2)
	24黄岛02	青岛黄岛发展(集团)有限公司	-20	2.96Y	2.67	2.87	T	AA(2)
PR浮经债	浙江湖州南浔经济开发建设有限公司	-21	1.39Y	2.43	2.64	T	AA(2)	
22湾高01	湾泽高新城市建设投资集团有限公司	-33	356D	3.3	3.63	T	AA-	
产业	22万科MTN005	万科企业股份有限公司	209	1.18Y	20.8604	18.77	D	AA+
	22万科MTN004	万科企业股份有限公司	195	1.15Y	21.2026	19.26	D	AA+
	21宁沪高MTN002	江苏宁沪高速公路股份有限公司	37	5D	2.3	1.93	G	AAA-
	21兴蓉环境MTN002	成都市兴蓉环境股份有限公司	32	13D+2Y	2.32	2.00/2.24	T	AA+
	24光明科发01	深圳市光明科学城产业发展有限公司	25	2.26Y+2Y	2.45	2.21/2.35	G	AA+
	24贵州能源MTN001	贵州能源集团有限公司	20	2.52Y	3.1	2.90	T	AA
	21广州国资MTN002	广州产业投资控股集团(集团)有限公司	17	3D	2.15	1.98	T	AAA-
	22鲁金02	山东省金融资产管理股份有限公司	16	186D	2.25	2.09	G	AA+
	24中拓SCP014	浙商中拓集团股份有限公司	15	205D	2.64	2.49	G	AA
	23普开MTN002	北京首都开发股份有限公司	15	1.38Y	3.2	3.05	G	AA
	24厦门航空SCP005	厦门航空有限公司	15	88D	2.15	2.00	T	AAA-
	21中电投MTN011	国家电力投资集团有限公司	15	25D	2.05	1.90	G	AAA
	24中拓SCP014	浙商中拓集团股份有限公司	14	205D	2.63	2.49	T	AA
	24河钢集GN004	河钢集团有限公司	13	2.43Y	2.6	2.47	G	AA+
	23武开01	武汉开投投资有限公司	12	131D+1Y	2.6	2.48/2.54	G	AA
	21大悦城MTN003	大悦城控股集团股份有限公司	12	7D	2.3	2.18	T	AA+
	24象屿SCP005	厦门象屿集团有限公司	12	245D	2.47	2.35	T	AA+
	24山钢Y3	山东钢铁集团有限公司	11	1.66Y+NY	2.6	2.49/2.68	T	AA-
24广晟有色SCP001	广东有色金属股份有限公司	11	160D	2.45	2.34	G	AA	
23信达投资MTN002	信达投资有限公司	11	269D+3Y	2.7	2.59/2.86	T	AA	
金融	23中S12	中信证券股份有限公司	18	9D	2.05	1.87	D	AAA
	24平安银行二级资本债01A	平安银行股份有限公司	11	4.72Y+5Y	2.495	2.38/2.59	T	AA+
	24泰隆商行永续债01	浙江泰隆商业银行股份有限公司	9	4.85Y+NY	2.85	2.75/2.95	G	AA
	24广发银行二级资本债01A	广发银行股份有限公司	9	4.79Y+5Y	2.48	2.38/2.59	G	AA+
	24广发银行二级资本债01A	广发银行股份有限公司	9	4.79Y+5Y	2.48	2.38/2.59	G	AA+
	23建行永续债02	中国建设银行股份有限公司	9	3.93Y+NY	2.44	2.35/2.48	G	AAA-
	24江苏银行永续债01	江苏银行股份有限公司	9	4.61Y+NY	2.53	2.44/2.60	T	AA+
	24兴业银行二级资本债02	兴业银行股份有限公司	8	4.72Y+5Y	2.45	2.36/2.59	G	AA+
	19上海银行二级	上海银行股份有限公司	8	21D+5Y	2.05	1.96/2.39	G	AA+
	24农行TLAC非资本债01A(BC)	中国农业银行股份有限公司	8	2.85Y+1Y	2.28	2.20/2.25	T	AAA-
	23光大银行债03	中国光大银行股份有限公司	8	2.05Y	2.12	2.04	G	AAA-
	24广州农商行永续债01	广州农村商业银行股份有限公司	8	4.60Y+NY	2.67	2.59/2.78	G	AA
	23农行二级资本债02A	中国农业银行股份有限公司	7	3.90Y+5Y	2.37	2.29/2.42	T	AAA-
	23中行二级资本债02A	中国银行股份有限公司	7	3.92Y+5Y	2.37	2.29/2.42	T	AAA-
	24工行永续债01	中国工商银行股份有限公司	7	4.72Y+NY	2.45	2.37/2.49	T	AAA-
	24中行永续债01	中国银行股份有限公司	7	4.77Y+NY	2.45	2.37/2.49	T	AAA-
	24上海银行债01	上海银行股份有限公司	7	2.47Y	2.15	2.08	T	AAA-
	21邮储银行二级01	中国邮政储蓄银行股份有限公司	7	1.84Y+5Y	2.21	2.13/2.39	G	AAA-
24农行二级资本债02A	中国农业银行股份有限公司	7	4.51Y+5Y	2.38	2.30/2.42	G	AAA-	
21南京银行01	南京银行股份有限公司	-7	62D	1.8	1.87	G	AAA-	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 估值维度：二永债估值调整和修复的速度均最快

我们在报告《“赎回潮”后的信用挖掘图谱》中复盘了2022年11月那轮大型理财赎回潮期间，各类信用资产收益率跟随利率债变动的时滞情况，发现：

在赎回潮调整时期，调整速度：银行永续债 > 银行二级资本债 > 商金债 > 中短票 > 城投债。并且通常在调整的第1天，二永债收益率的上行幅度通常会小于利率债的上行幅度，而第2、3天市场情绪到位，二永债收益率的上行幅度通常会明显高于利率债的上行幅度。

在修复时期：①通常在利率转向的当天，银行二永债就会跟随行情，收益率大幅下行；②高等级中短票和城投债大致在利率转向的第4-5天后，收益率开始出现明显超额下行；③低等级中短票和城投债大致在利率转向的第14-15天后开始明显下行。

表2: 2022年11月理财赎回潮期间各类资产收益率变动日度统计

轮次	收益率变动 (bp)		国开债	中短票	中短票	城投	城投	商金债	商金债	二级资本	二级资本	银行永续	银行永续
				AAA	AA	AAA	AA	AAA	AA	AAA-	AA	AAA-	AA
第一轮	调整第1天	2022-11-10	5	2	2	3	2	3	3	4	2	4	4
	调整第2天	2022-11-11	3	4	4	4	4	9	8	10	10	9	9
	调整第3天	2022-11-14	21	16	16	18	15	19	19	24	24	27	26
	调整第4天	2022-11-15	2	9	8	8	13	3	6	5	8	3	4
	调整第5天	2022-11-16	6	10	10	4	4	7	8	6	5	12	11
	修复第1天	2022-11-17	-11	4	6	2	10	-2	0	0	0	-2	-3
	修复第2天	2022-11-18	-4	-3	0	0	4	-5	-4	1	1	0	0
	修复第3天	2022-11-21	-2	-2	0	-2	0	-5	-4	-1	-4	-1	-1
	修复第4天	2022-11-22	-1	-1	2	-1	1	-1	-2	1	1	2	4
	修复第5天	2022-11-23	-6	-3	-1	-1	0	-3	-2	-4	1	-1	-1
修复第6天	2022-11-24	-1	-7	-3	-7	-3	-7	-5	-8	-2	-5	-3	
第二轮	调整第1天	2022-11-25	5	1	0	-2	0	4	1	1	2	4	2
	调整第2天	2022-11-28	3	2	2	3	3	1	1	5	5	5	5
	调整第3天	2022-11-29	6	8	8	7	6	12	10	13	15	12	12
	调整第4天	2022-11-30	2	5	6	5	6	1	1	4	7	4	4
	调整第5天	2022-12-01	-2	4	4	5	5	1	0	5	5	5	5
	调整第6天	2022-12-02	-2	0	2	1	2	-2	0	0	1	0	0
	调整第7天	2022-12-05	2	3	4	2	4	-1	-1	3	5	4	4
	调整第8天	2022-12-06	6	6	3	8	10	7	5	13	13	12	12
	调整第9天	2022-12-07	-1	10	10	10	16	6	6	12	7	8	8
	调整第10天	2022-12-08	2	0	3	2	4	-2	-1	1	5	2	3
	调整第11天	2022-12-09	4	3	5	5	6	0	0	3	5	8	9
	调整第12天	2022-12-12	5	6	6	6	6	2	2	8	8	15	18
	调整第13天	2022-12-13	4	14	14	14	14	7	6	17	16	22	22
	修复第1天	2022-12-14	-9	-3	-2	1	1	-2	-1	-14	-15	-15	-5
	修复第2天	2022-12-15	-1	-5	0	-2	2	-3	-3	-8	-8	-8	-8
	修复第3天	2022-12-16	2	0	0	-3	0	1	3	0	1	2	2
	修复第4天	2022-12-19	-5	-4	0	-5	-2	-2	0	-7	-5	-5	-3
	修复第5天	2022-12-20	0	-5	-5	-3	-1	-1	-1	-2	1	1	1
	修复第6天	2022-12-21	-2	-3	-2	-2	-1	-2	-1	-3	-1	0	2
	修复第7天	2022-12-22	-7	-4	-1	-3	-3	-1	-1	-5	-1	-5	-2
	修复第8天	2022-12-23	-6	-5	-1	-3	-2	-4	0	-6	-3	-6	-2
	修复第9天	2022-12-26	3	-3	1	-3	1	-2	-2	-2	-1	-2	-1
	修复第10天	2022-12-27	4	0	-1	0	-1	2	0	0	1	0	0
	修复第11天	2022-12-28	-3	0	1	0	-1	0	0	4	4	0	1
	修复第12天	2022-12-29	-6	-3	-2	-3	-1	-2	-2	-3	2	-3	0
	修复第13天	2022-12-30	-2	-3	0	-2	0	-2	-2	-2	0	-4	-3
	修复第14天	2022-12-31	0	-4	-4	-5	-4	-5	-2	-5	0	-5	-2
修复第15天	2023-01-03	0	-6	-6	-7	-5	-6	-8	-7	-7	-12	-6	
修复第16天	2023-01-04	5	-5	-3	-7	-5	0	3	0	-5	-3	-3	
修复第17天	2023-01-05	4	3	0	1	-1	5	2	7	9	9	9	

修复第 18 天	2023-01-06	3	1	-2	1	-3	2	2	4	4	6	6
修复第 19 天	2023-01-09	5	4	2	4	3	7	7	12	7	11	9
修复第 20 天	2023-01-10	-4	3	3	5	2	2	2	-1	3	0	2
修复第 21 天	2023-01-11	-2	1	-2	-1	-2	-1	-1	0	0	-1	3

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 金融债供给回顾与展望

3.1 2024 年供给特征: 二永债供给大增, 券商债发行进一步缩量

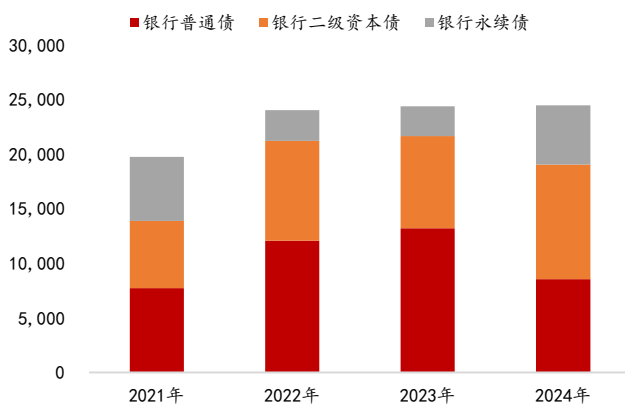
商业银行债方面, 2024 年二永债发行规模大增, 已明显超过 2023 年全年发行额。2024 年 1-10 月底, 银行普通债、二级资本债、银行永续债发行规模分别 8548.0 亿元、10478.50 亿元、5412.00 亿元, 相比 2023 年全年发行额分别变动-35.2%、+24.2%、+98.8%。

二永债发行仍以国有行为主, 其中股份行和城商行 2024 年增发较多。分银行类别观察二永债的发行情况, 二级资本债是股份行和城商行增发较多, 发行规模占比分别由 8.89%和 6.16%提升至 20.52%和 12.55%; 永续债主要是股份行增发较多, 发行规模占比分别由 11.02%提升至 35.29%

2024 年二永债净融资规模均为正, 其中二级资本债有明显增长。2024 年 1-10 月底, 银行普通债、二级资本债、银行永续债净融资规模分别为 2956.45 亿元、5753.50 亿元、862.00 亿元, 相比 2023 年全年净融资规模分别变动-54.6%、+28.8%、-68.3%。

二级资本债 2024 年的累计净融资规模自 5 月就开始明显高于 2021-2023 年同期净融资规模, 处于明显高位; 而永续债累计净融资规模则自 9 月就跌至 2021-2023 年同期最低位。

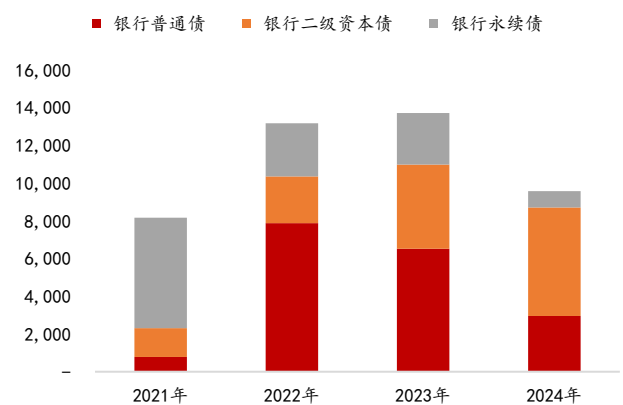
图8: 商业银行债发行规模统计 (亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 2024 年为 1-10 月数据。

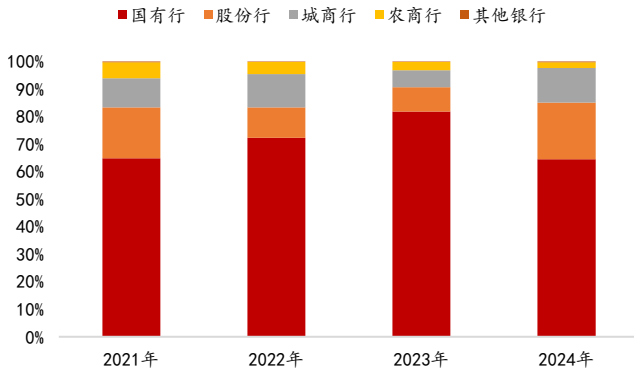
图9: 商业银行债净融资规模统计 (亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 2024 年为 1-10 月数据。

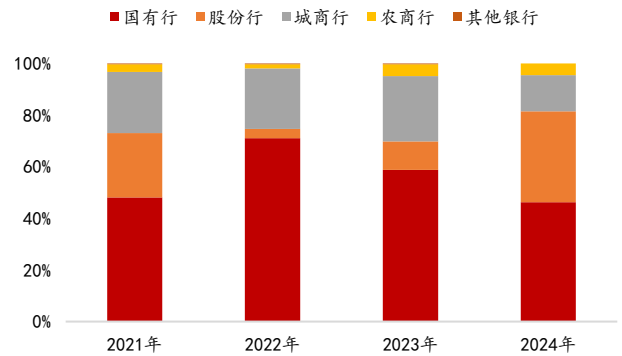
图10: 二级资本债发行规模分银行类型统计



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 2024年为1-10月数据。

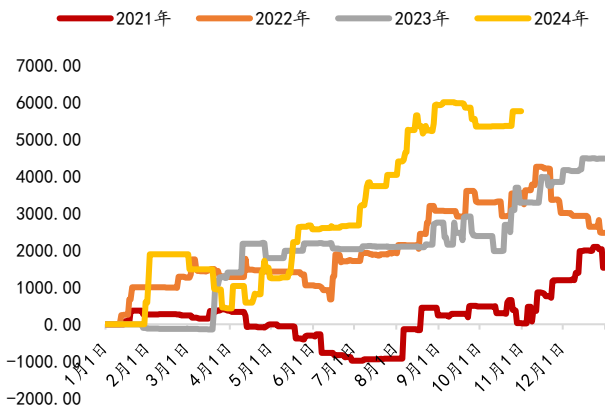
图11: 银行永续债发行规模分银行类型统计



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

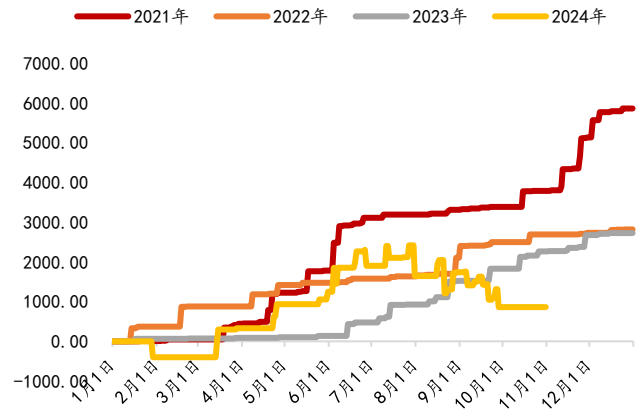
注: 2024年为1-10月数据。

图12: 二级资本债累计净融资规模统计 (亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 银行永续债累计净融资规模统计 (亿元)

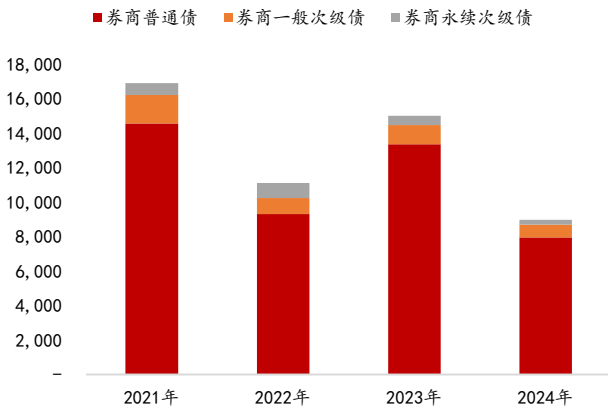


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

券商债方面, 发行规模进一步缩量, 整体净融资为负, 仅永续债净融资为正。2024年1-10月底, 券商普通债、券商一般次级债、券商永续次级债发行规模分别7951.00亿元、741.27亿元、270.00亿元, 相比2023年全年发行额分别变动-40.4%、-33.5%、-49.4%; 其中次级债发行占比仅11.28%, 处于低位。

2024年1-10月底, 券商普通债、券商一般次级债、券商永续次级债净融资规模分别为-880.93亿元、-436.01亿元、170.00亿元, 券商债整体净融资为负, 仅永续债净融资为正。

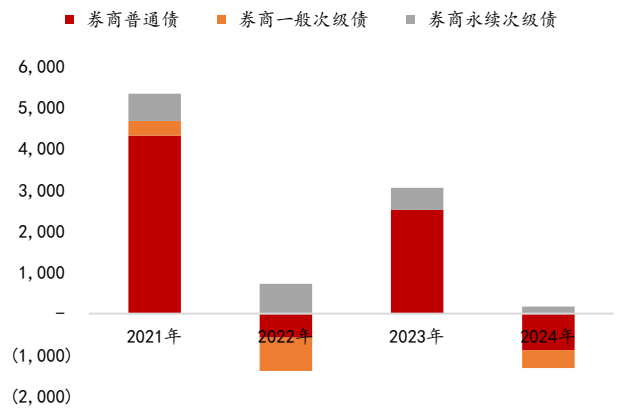
图14: 券商债发行规模统计(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 2024年为1-10月数据。

图15: 券商债净融资规模统计(亿元)

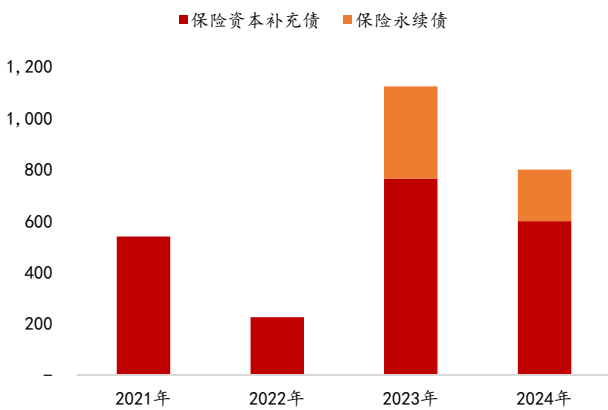


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 2024年为1-10月数据。

保险次级债方面, 发行额小幅下滑, 净融资小额为正。2024年1-10月底, 保险资本补充债、保险永续债发行规模分别598.00亿元、200.00亿元, 相比2023年全年发行额分别变动-21.7%、-44.1%; 净融资规模分别为118.00亿元和200.00亿元。

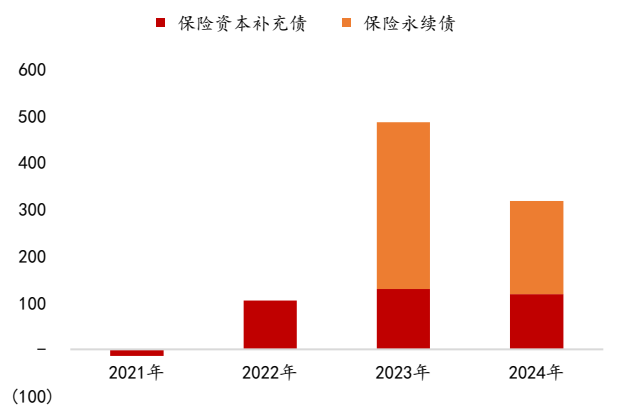
图16: 保险次级债发行规模统计(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 2024年为1-10月数据。

图17: 保险次级债净融资规模统计(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

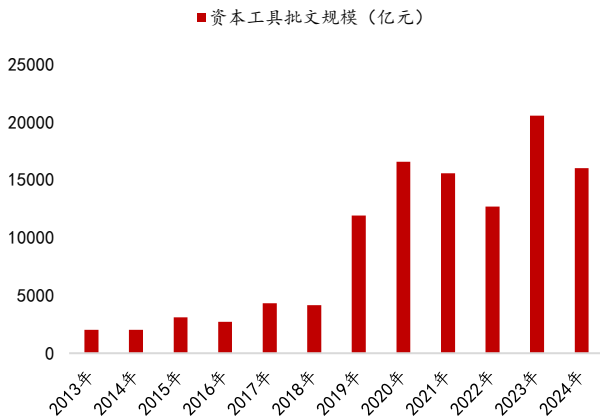
注: 2024年为1-10月数据。

3.2 2024年批文落地特征: 国有行落地规模明显减少, 股份行和城商行明显增多

2024年1-10月, 商业银行资本工具批文落地规模15994.2亿元, 相较于2023年全年的20537亿元有所回落, 但已高出2022年和2021年的规模, 属于落地规模较高的年份。

2024年落地的银行资本工具批文中, 国有行、股份行、城商行、农商行分别占比50.64%、26.95%、18.53%、3.75%, 相比2023年全年占比分别变动-14.12%、+6.89%、+11.33%、+1.13%, 国有行落地批文规模明显减少, 股份行和城商行明显增多。

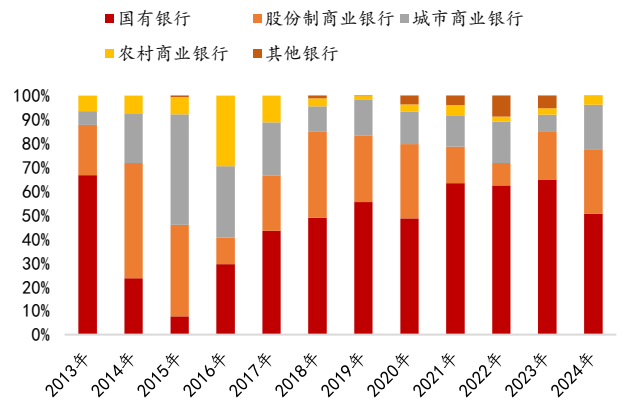
图18: 商业银行资本工具批文落地规模(亿元)



资料来源: 企业预警通, 浙商证券研究所

注: 2024 年为 1-10 月数据。

图19: 商业银行资本工具批文落地规模分银行类型统计

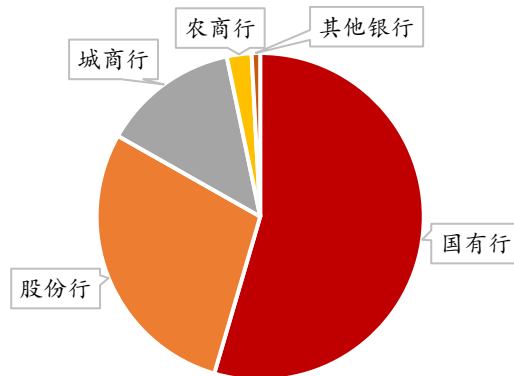


资料来源: 企业预警通, 浙商证券研究所

注: 2024 年为 1-10 月数据。

我们假设: 部分未说明有效终止日的批文有效期均为 2 年, 截止 2024 年 10 月底, 各类商业银行合计剩余批文额度 1.42 万亿元, 主要包括国有行 7740 亿元、股份行 4070 亿元、城商行 1917 亿元、农商行 346.3 亿元。

图20: 截至 2024 年 10 月底各类型商业银行剩余未使用批文规模(亿元)



资料来源: 企业预警通, 浙商证券研究所

3.3 四大行 TLAC 比率仍未达标, 存 9546 亿元 TLAC 缺口

以五大行 2024 年三季度数据来测算我国全球系统重要性银行的 TLAC 缺口, 工、农、中、建、交五大行的 TLAC 风险加权比率缺口分别为 0.75%、1.95%、0.99%、0.65% 和 3.28%; TLAC 缺口分别为 1915.96 亿元、4333.45 亿元、1856.88 亿元、1439.79 亿元、3020.83 亿元, 合计 TLAC 缺口 1.26 万亿元, 剔除交通银行之后的 TLAC 缺口 9546.08 亿元, 需要五大行通过银行二永债和 TLAC 非资本债净增量来补足。

由于交通银行新加入全球系统性重要银行, 有 3 年的过渡期, 可暂不考虑; 假设: 工行、中行剩余的 200 亿元、1100 亿元的 TLAC 非资本债额度将在年度前发行完毕, 工、农、中、建仍需在 11 月和 12 月两个月内分别增量发行 1315.96 亿元、4333.45 亿元、756.88 亿元、1439.79 亿元的二永债, 合计 7846.08 亿元二永债, 才能使得 TLAC 比率在年底达标。

但是由于商业银行发行资本工具需要在监管的批准额度内，截止 2024 年 10 月末，工、农、中、建的二永债批文剩余额度分别为 2300 亿元、600 亿元、1400 亿元、0 亿元，即农行和建行的资本债批文剩余额度并不足以支撑其 TLAC 缺口。

此外，虽然按照《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》的规定，存款保险基金也可以计入 TLAC 资本中，并且要求：TLAC 比率最低要求为 16% 时，最多可计入风险加权资产的 2.5%；TLAC 比率最低要求为 18% 时，最多可计入风险加权资产的 3.5%。但是考虑到 2023 年末我国全国的存款保险基金余额仅 810.12 亿元，规模较小，损失吸收能力有限。

表3：2024 年 Q3 五大行 TLAC 缺口测算

指标	工商银行	农业银行	中国银行	建设银行	交通银行
2024 年 Q3 资本充足率	19.25%	18.05%	19.01%	19.35%	16.22%
2024 年 Q3 一级资本充足率	15.23%	13.48%	14.36%	15.00%	12.20%
2024 年 Q3 核心一级资本充足率	13.95%	11.42%	12.23%	14.10%	10.29%
2024 年 Q3 资本杠杆率	7.71%	6.62%	7.55%	7.76%	7.00%
2024 年 Q3 资本净额 (亿元)	49,165.79	40,104.73	35,665.15	42,855.64	14,938.13
2024 年 Q3 加权风险资产净额 (亿元)	255,461.53	222,228.37	187,563.39	221,505.55	92,098.44
储备资本比例要求	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
逆周期资本比例要求	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
G-SIBs 附加资本比例要求	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.00%
2024 年 Q3 TLAC 风险加权比率	15.25%	14.05%	15.01%	15.35%	12.72%
TLAC 风险加权比率要求	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
比率缺口	0.75%	1.95%	0.99%	0.65%	3.28%
资本缺口 (亿元)	1,915.96	4,333.45	1,856.88	1,439.79	3,020.83
截止 2024 年 10 月底 TLAC 非资本债批复剩余额度 (亿元)	200.00	-	1,100.00	-	1,300.00
2024 年 10 月发行二永债规模 (亿元)	400.00	-	-	-	-
二永债需增量发行规模 (亿元)	1,315.96	4,333.45	756.88	1,439.79	1,720.83
截止 2024 年 10 月底二永债批复剩余额度 (亿元)	2,300.00	600.00	1,400.00	-	140.00

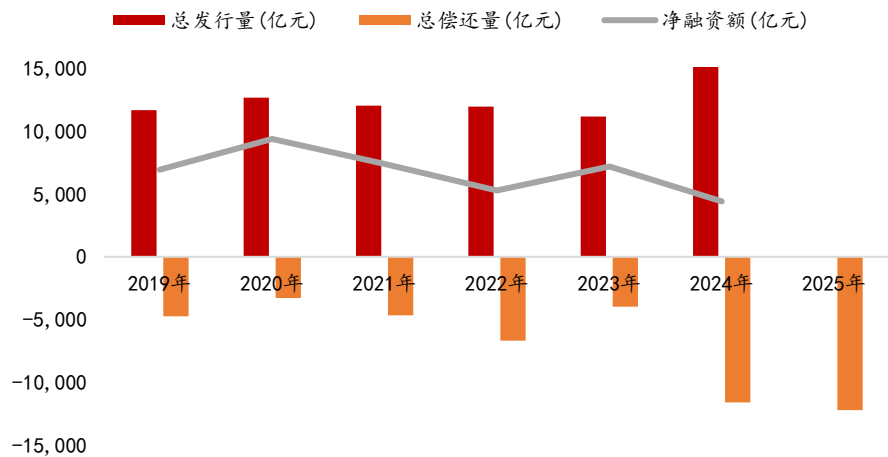
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.4 2025 年二永债供给测算：1.2 万亿元-1.6 万亿元左右

3.4.1 滚续供给：行业仍存资本压力，2025 年到期/赎回的二永债或均会滚续发行

据我们测算，2025 年全年的银行二永债的到期/赎回规模 1.22 万亿元，处于近年来的最高规模，考虑到银行业整体仍存资本压力，我们假设：2025 年到期/赎回的二永债均会滚续发行，则 2025 年二永债滚续供给即有 1.22 万亿元规模。

图21: 2019年-2025年二永债发行、偿还、净融资规模统计



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 2024年的发行量仅为1-10月的发行量; 2025年为测算值

3.4.2 增发供给: 财政预对六大行增资, 会减弱国有行对二永债的发行诉求, 2025年增发规模主要依靠股份行和城农商行

9月24日国务院新闻办宣布国家计划对六大行增加核心一级资本, 10月12日财政部称将发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本。回顾历史, 财政上一次发行特别国债对大行进行注资是在1998年, 当时发行额度2700亿元, 分别包括中行425亿元、建行492亿元、工行850亿元、农行933亿元。

本轮注资规模暂未公布, 我们根据六大行2024年Q3的数据测算得到, 注资使得六大行的核心一级资本充足率均高于监管最低要求2个、3个、4个、5个百分点, 分别需要702.39亿元、3789.25亿元、9253.57亿元、15277.12亿元。我们认为, 本轮注资使六大行核心一级资本充足率高于监管最低要求3-4个百分点相对较为合理, 即增资3789亿元-9254亿元左右。

此外, 我们在前文提到, 截止2024年10月底, 农行和建行的资本债批文剩余额度并不足以支撑其TLAC缺口, 因此我们认为财政部提出要为国有行增资的背后, 或许也有着TLAC比率考核的考虑。

表4: 财政对六大行增资规模测算

银行	2024Q3 核心一级资本净额 (亿元)	2024Q3 核心一级资本充足率	监管最低要求	高于监管最低要求不同百分点对应的增资规模 (亿元)					
				2%	3%	4%	5%	6%	7%
工商银行	35,645.19	13.95%	9.00%	-	-	-	127.76	2,682.97	5,238.18
农业银行	25,369.56	11.42%	9.00%	-	1,288.47	3,509.97	5,731.48	7,952.98	10,174.48
中国银行	22,942.31	12.23%	9.00%	-	-	1,444.45	3,320.35	5,196.26	7,072.16
建设银行	31,240.43	14.10%	9.00%	-	-	-	-	1,994.07	4,209.70
交通银行	9,474.23	10.29%	8.50%	193.35	1,114.07	2,034.80	2,955.52	3,876.24	4,796.96
邮储银行	8,267.54	9.42%	8.00%	509.04	1,386.70	2,264.36	3,142.02	4,019.67	4,897.33
合计	132,939.26	-	-	702.39	3,789.25	9,253.57	15,277.12	25,722.19	36,388.82

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们认为, 在财政部增资背景下, 可进一步提升六大行的核心一级资本充足率, 能够有效提升大行的稳健经营能力, 缓解资本压力; 同时也会减弱国有行对成本偏高的二永债

的发行诉求，假设：国有行 2025 年二永债仅维持滚续发行规模，不会额外增发，因此 2025 年的二永债的增发规模仅来自股份行、城商行、农商行等银行，增发规模预计在 300 亿元-3200 亿元左右。

表5：2021 年-2024 年各类商业银行二永债净融资规模统计

发行规模 (亿元)	国有行	股份行	城商行	农商行
2021 年	6815	2600	2039	536.73
2022 年	8600	1100	1765	448.55
2023 年	8500	1050	1208	374.9
2024 年	9260	4060	2072	473.5
到期规模 (亿元)	国有行	股份行	城商行	农商行
2021 年	2280	1024	923	418
2022 年	3660	1558.5	1112.5	328.16
2023 年	2030	1250	437	240.2
2024 年	5400	2950	723	177
净融资规模 (亿元)	国有行	股份行	城商行	农商行
2021 年	4535	1576	1116	118.73
2022 年	4940	-458.5	652.5	120.39
2023 年	6470	-200	771	134.7
2024 年	3860	1110	1349	296.5
净融资近四年最大值	6470	1576	1349	296.5
净融资近四年最小值	3860	-458.5	652.5	120.39

资料来源：Wind，浙商证券研究

注：2024 年的发行量仅为 1-10 月的发行量

综上所述，我们预计 2025 年商业银行二永债的滚续供给规模 1.22 万亿元，增发规模 300 亿元-3200 亿元左右，合计供给规模或在 1.2 万亿元-1.6 万亿元左右，整体与 2024 年供给规模持平，也为近年来较高供给规模。

4 金融债舆情总结及未来风险展望

4.1 从《金融稳定报告》看金融业风险现状

银行业相关：（1）农信社改革化险工作提速

农信社改革化险是近年来中小银行改革工作的重点。2022 年中央一号文件提出，“加快农村信用社改革，完善省（自治区）农村信用社联合社治理机制，稳妥化解风险”。2023 年中央一号文件提出，“加快农村信用社改革化险”。

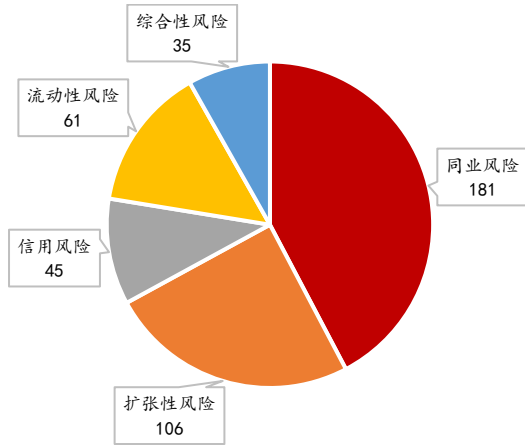
2022 年以来，农信社改革明显提速。浙江、辽宁、山西、河南、广西、海南等省区农信社改革化险方案已经国务院批准。浙江农商联合银行、辽宁农村商业银行、河南农商联合银行已成立，山西农商联合银行已获准筹建，广西、海南也在加快推进省级机构组建。其他省区正在加强与相关部门沟通，抓紧完善农信社改革化险方案。

（2）银行风险监测和早期预警

2020 年末以来，中国人民银行建立了银行风险监测预警指标体系，涵盖扩张性风险、同业风险、流动性风险、信用风险、综合风险五个方面指标。截止 2022 年四季度，人行共开展了 9 次银行风险监测预警工作，累计识别预警银行 413 家次，共识别预警银行 228

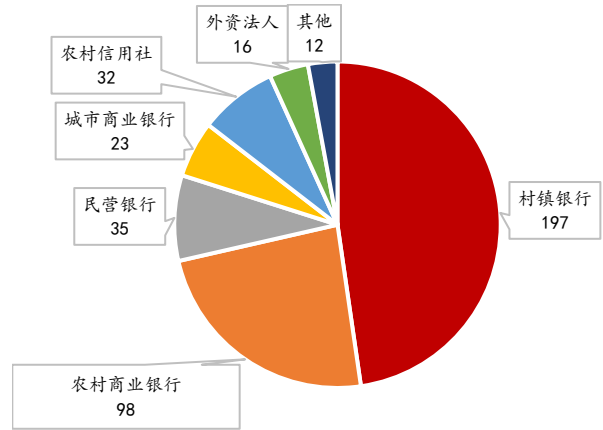
家；以同业风险和扩张性风险为主，合计 286 家次，占比为 69%；机构类型方面，以村镇银行和农村商业银行为主，合计 295 家次，占比为 71%。

图22：预警银行风险类型



资料来源：《2023 年金融稳定报告》，浙商证券研究所

图23：预警银行机构类型



资料来源：《2023 年金融稳定报告》，浙商证券研究所

（3）高风险银行 337 家：农合机构 191 家+村镇银行 132 家+城商行 14 家

2023 年二季度，央行对 3992 家银行开展央行金融机构评级，评级结果主要分为 11 级（1-10 级和 D 级），1-5 级为“绿区”、6-7 级为“黄区”、8-D 级为“红区”，“红区”机构也被视为高风险机构。

3992 家银行参评，高风险银行有 337 家（农合机构 191 家+村镇银行 132 家+城商行 14 家）；福建、贵州、江苏、江西、青海、山东、西藏、重庆、上海、浙江 10 个省区市辖内无高风险银行。

保险业相关：近年来部分中小寿险公司风险有所暴露，①公司治理失效，资金被违规占用；②过于追求规模扩张；③在产品差异化和发展渠道等方面存在诸多调整。

提出建立我国系统重要性保险公司评估框架。D-SII 参评范围为资产规模排名前 10 位的保险集团公司、人身保险公司、财产保险公司、再保险公司以及曾于上一年度被评为 D-SII 的机构，从规模、关联度、资产变现和可替代性四个维度对参评机构进行评估，认定我国 D-SII。

4.2 2024 年为风险低发年

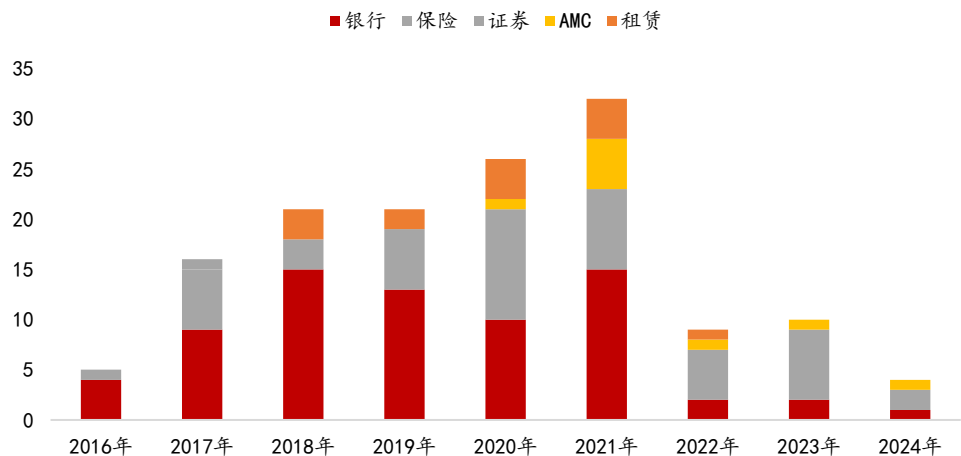
评级调整方面，2024 年 1-10 月金融主体评级&风险展望调低次数仅 4 次，为 2016 年以来的最低次数，涉及主体包括：山东安丘农商行、幸福人寿、国厚资产。

表6：2024 年金融行业主体评级&风险展望调低统计

公司	本次评级				上次评级			
	评级变动	主体评级	评级展望	评级公司	评级日期	主体评级	评级展望	评级日期
山东安丘农商行	下调 1 级	A+	稳定	大公国际	2024-07-15	AA-	稳定	2023-06-29
幸福人寿	下调 1 级	AA-	稳定	联合资信	2024-06-28	AA	稳定	2024-03-12
幸福人寿	下调 1 级	A-	稳定	中债资信	2024-06-24	A	稳定	2024-03-25
国厚资产	下调 2 级	A+	负面	联合资信	2024-01-08	AA	负面	2023-06-27

资料来源：企业预警通，浙商证券研究所

图24: 金融主体评级&风险展望调低次数统计(次)



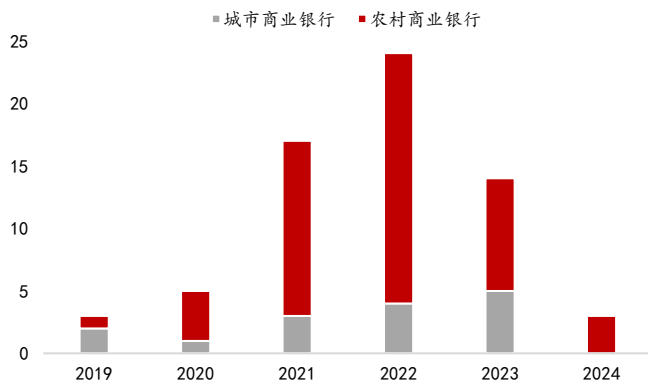
资料来源: 企业预警通, 浙商证券研究所

金融次级债不赎回方面, 2024年1-10月, 银行二级资本债共出现了3笔不赎回案例, 明显低于2023年的14笔, 属于风险低发年度, 我们认为主要受益于资产荒行情, 投资者挖掘收益力度加大, 风险偏好有所下沉, 尾部小银行的续发难度有明显降低; 分别为山西长子农商行、河北宁晋农商行、河南新郑农商行, 均为资产体量不足500亿元, 且存在一定资本压力的小型农商行。

保险资本补充债出现了2笔不赎回案例, 分别是珠江人寿、百年人寿。

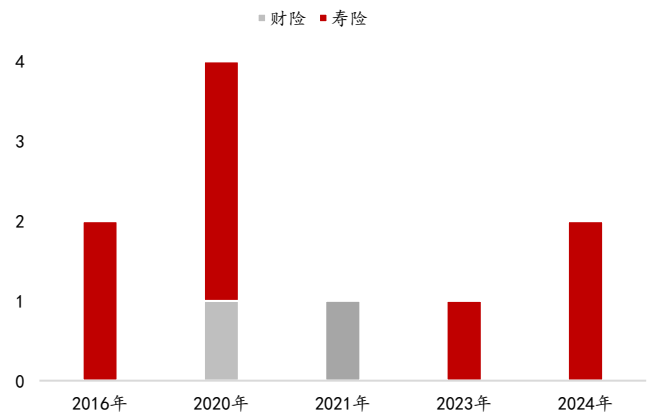
券商次级债仍暂无一笔不赎回案例出现。

图25: 银行二级资本债不赎回案例统计(笔)



资料来源: 企业预警通, 浙商证券研究所

图26: 保险资本补充债不赎回案例统计(笔)



资料来源: 企业预警通, 浙商证券研究所

4.3 2025年不赎回风险展望: 银行、保险端风险扰动仍存

对于银行二永债, 我们在《银行新政频出, 影响几何?》报告中提出: 2024年三季度, 银行业非持牌理财压降、基金纳入SPV范围并压降管理等新政频出, 会使得后续银行互持二永债相对受限, 基金对于弱资质二永债的偏好下降, 未来尾部小银行的二永债的新发或受影响, 滚续承压, 尾部小银行的不赎回风险或将走高。

2025年期间, 有部分前期已出现不赎回的银行的二永债到行权期, 另外还有资本压力较大的银行, 赎回2025年即将到期的二永债后的资本充足率会低于监管红线, 此类时点都建议警惕不赎回事件对市场的冲击, 例如2025年1月、2025年4月、2025年5月、2025年7月等时点, 建议重点关注。

表7: 商业银行赎回最近一期二永债之后资本充足率测算(%)

债券简称	银行简称	是否出 现过不 赎回	债券余额 (亿元)	剩余期限(年)	赎回/到期 日	隐含评 级	2024年 Q2资本 充足率	赎回最近到 期一只二永 债后资本充 足率	2024年Q2 一级资本充 足率	赎回最近到 期一只永续 债后一级资 本充足率
14 临商银行二级	临商银行	是	14.0	0.1148	2024/11/28	A+	12.04	11.80	10.67	-
19 孝感农商二级	湖北孝感农商行	是	1.5	0.1311+5	2024/12/4	A	12.45	11.17	9.09	-
14 南粤银行二级	广东南粤银行	是	15.0	0.1448	2024/12/9	AA-	14.19	14.05	13.83	-
19 清镇农商二级 01	贵州清镇农商行	否	1.0	0.1858+5	2024/12/24	A	11.69	10.53	9.39	-
20 天府银行二级 01	四川天府银行	否	10.0	0.2514+5	2025/1/17	A+	10.58	10.07	9.01	-
20 泸州银行永续债 01	泸州银行	否	10.0	0.4164+5+N	2025/3/18	AA-	12.46	11.63	9.45	8.62
15 九台农商二级	九台农商银行	是	8.0	0.4877	2025/4/13	A+	11.41	11.33	8.94	-
20 民泰商行二级 01	浙江民泰银行	否	20.0	0.4986+5	2025/4/17	AA-	11.43	10.45	9.23	-
20 华融湘江永续债	湖南银行	否	53.0	0.5068+5+N	2025/4/20	AA	12.20	10.75	10.07	8.62
15 贵阳农商二级	贵阳农商行	是	7.0	0.5699	2025/5/13	A+	10.86	10.75	8.59	-
20 南昌农商二级 01	南昌农商银行	否	5.0	0.5863+5	2025/5/19	A	10.51	9.59	9.58	-
20 湖州银行永续债	湖州银行	否	12.0	0.6055+5+N	2025/5/26	AA-	12.42	11.14	9.80	8.52
15 桐城农商二级	安徽桐城农商行	是	2.7	0.611	2025/5/28	BBB+	13.59	13.41	12.24	-
20 网商银行永续债 01	浙江网商银行	否	25.0	0.7288+5+N	2025/7/10	AA-	11.30	10.29	10.22	9.21
15 石嘴山银行二级	石嘴山银行	是	6.0	0.7671	2025/7/24	A	13.56	13.29	12.20	-
20 泉州银行永续债 01	泉州银行	否	15.0	1.1585+5+N	2025/12/14	AA-	12.53	11.28	9.76	8.51
20 莲都农商二级	丽水莲都农商行	否	4.0	1.1803+5	2025/12/22	A+	11.94	10.31	9.13	-
20 兰州银行永续债	兰州银行	否	50.0	1.1885+5+N	2025/12/25	AA-	11.76	10.34	9.61	8.19
20 赣州银行永续债 01	赣州银行	否	20.0	1.1995+5+N	2025/12/29	AA-	11.65	10.55	10.48	9.38
16 咸宁农商二级	湖北咸宁农商行	是	3.0	1.6055	2026/5/26	A-	11.36	10.10	8.31	-
21 长江银行永续债 01	江苏长江银行	否	4.5	1.9315+5+N	2026/9/22	A+	11.78	10.41	10.63	9.26
21 郑州银行永续债	郑州银行	否	100.0	2.082+5+N	2026/11/16	AA	12.68	10.58	11.42	9.32
16 禹城农商二级	山东禹城农商行	是	3.0	2.0956	2026/11/21	A	6.73	5.94	5.39	-
21 浙商银行永续债	浙商银行	否	250.0	2.1093+5+N	2026/11/26	AA+	12.86	11.58	9.68	8.40
16 潜江农商二级	湖北潜江农商行	是	2.5	2.1202	2026/11/30	A	11.19	10.05	8.90	-
21 常德农商二级	常德农商行	否	3.0	2.194+5	2026/12/27	A	10.99	9.64	8.71	-
21 湘潭农商二级	湘潭农商行	否	1.5	2.1967+5	2026/12/28	A	11.38	10.36	8.52	-
16 东港农商二级	辽宁东港农商行	是	3.0	2.1995	2026/12/29	A	11.81	10.37	10.37	-
17 蛟河农商二级 01	吉林蛟河农商行	是	0.9	2.2732	2027/1/25	BBB-	-6.18	-7.10	-9.60	-
17 齐河农商二级	山东齐河农商行	是	3.0	2.411	2027/3/16	A	11.07	10.09	8.96	-
17 安丘农商二级	山东安丘农商行	是	4.7	2.4466	2027/3/29	A	10.06	8.90	8.43	-
22 榆树农商行二级资本债 01	吉林榆树银行	否	6.0	2.7178+5	2027/7/6	A	13.75	10.38	9.94	-
22 海南银行永续债 01	海南银行	否	10.0	2.7562+5+N	2027/7/20	A+	11.83	10.54	10.73	9.44
17 延边农商二级 01	延边农商行	是	2.5	2.8548	2027/8/25	BBB+	9.57	9.41	-	-
22 六安农商行二级资本债 01	六安农商行	是	2.5	2.9534+5	2027/9/30	A	10.88	9.89	8.65	-
22 安吉农商行二级资本债 01	浙江安吉农商行	否	8.0	3.0301+5	2027/10/28	A+	12.07	10.34	9.19	-
22 溆浦农商行二级资本债 01	湖南溆浦农商行	否	1.0	3.2022+5	2027/12/30	A	9.76	8.40	8.31	-
23 大连银行永续债 01	大连银行	否	50.0	3.2541+5+N	2028/1/18	AA-	11.33	9.96	11.04	9.67
23 奉化农商行二级资本债 01	宁波奉化农商行	否	3.0	3.4439+5	2028/3/30	A	11.93	10.53	9.37	-
18 烟台农商二级 01	烟台农商行	是	3.0	3.4877	2028/4/13	A	10.32	9.66	9.67	-
18 荆门农商二级	湖北荆门农商行	是	2.0	3.5233	2028/4/26	A	11.24	9.66	8.50	-

18 平遥农商二级 01	山西平遥农商行	是	2.5	3.6986	2028/6/29	BBB	7.30	5.78	-	-
23 郎溪农商行二级资本债 01	安徽郎溪农商行	否	1.0	3.8603+5	2028/8/29	A	11.11	9.65	9.50	-
23 湘江农商行二级资本债 01	湖南湘江农商行	否	2.4	4.0546+5	2028/11/9	A	11.01	10.09	9.79	-
23 淮北农商行二级资本债 01	淮北农商行	否	1.5	4.1038+5	2028/11/27	A	11.54	10.50	9.33	-

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

对于**券商次级债**,我们在报告《探讨保险永续债的核心问题》提到,由于**银行次级债和保险次级债的赎回权均是附条件赎回权,其赎回权的行使需要事先向监管机构报告;而券商永续债的赎回权无附条件要求,因此我们认为券商次级债品种的不赎回风险始终相对较小**,这也解释了为何目前市场暂未出现一笔券商次级债的不赎回情况,而已经出现多笔银行二级资本债和保险资本补充债的不赎回事件。

对于**保险次级债**,2025年仍存不赎回风险扰动,建议重点关注其中:已出现过不赎回现象、偿付压力较大、风险综合评级在B类以下的一些主体;例如2025年1月、2025年3月、2025年9月、2025年12月等时点,建议重点关注。

表8: 2024年11-12月和2025年即将到赎回期的保险次级债一览(%)

债券简称	发行人	隐含评级	赎回/到期日	是否出现 过不赎回	2024Q2 综合 偿付充足率	2024Q2 核心 偿付充足率	2024Q2 风险 综合评级
19 泰康养老	泰康养老保险股份有限公司	AA	2024/11/20	否	198.81	99.41	A
19 太平财险	太平财产保险有限公司	AA	2024/11/22	否	229.40	156.63	A
14 天安次	天安财产保险股份有限公司	BBB	2024/12/30	是	-	-	-
15 天安次级债	天安人寿保险股份有限公司	-	2025/1/19	是	-	-	-
20 人民财险	中国人民财产保险股份有限公司	AA+	2025/3/23	否	228.54	204.68	BB
20 中邮人寿	中邮人寿保险股份有限公司	AA	2025/3/24	否	198.67	125.54	B
20 珠江人寿 01	珠江人寿保险股份有限公司	A-	2025/3/25	是	-	-	-
20 农银人寿	农银人寿保险股份有限公司	AA+	2025/3/30	否	196.03	122.23	BBB
20 平安人寿	中国平安人寿保险股份有限公司	AA+	2025/4/1	否	208.80	123.57	BB
20 民生人寿 01	民生人寿保险股份有限公司	A-	2025/4/1	否	204.00	151.00	BBB
20 长城人寿 01	长城人寿保险股份有限公司	A+	2025/4/28	否	155.68	82.04	BBB
20 中华联合人寿	中华联合人寿保险股份有限公司	A+	2025/4/30	否	126.45	72.57	B
20 光大永明人寿	光大永明人寿保险有限公司	AA	2025/5/6	否	234.12	127.71	BB
20 新华人寿	新华人寿保险股份有限公司	AA+	2025/5/13	否	225.20	122.57	AA
20 中英人寿 01	中英人寿保险有限公司	AA-	2025/6/2	否	239.84	165.66	AAA
20 英大泰和人寿	英大泰和人寿保险股份有限公司	AA-	2025/9/21	否	187.51	115.61	BB
20 吉祥人寿	财信吉祥人寿保险股份有限公司	A+	2025/9/24	否	194.20	126.41	BB
15 天安财险	天安财产保险股份有限公司	BBB	2025/9/30	是	-	-	-
20 中国人寿财险	中国人寿财产保险股份有限公司	AA	2025/10/26	否	223.71	182.12	AA
20 横琴人寿	横琴人寿保险有限公司	A	2025/12/3	否	155.26	126.42	B
20 中财再保险	中国财产再保险有限责任公司	AA	2025/12/10	否	248.79	160.99	AA
20 国华人寿 01	国华人寿保险股份有限公司	A	2025/12/17	否	119.78	74.64	-
20 仁和人寿	招商局仁和人寿保险股份有限公司	AA-	2025/12/21	否	197.50	117.85	BB
20 中银三星人寿	中银三星人寿保险有限公司	AA	2025/12/25	否	216.66	170.12	AA
20 中邮人寿 02	中邮人寿保险股份有限公司	AA	2025/12/29	否	198.67	125.54	B
15 幸福人寿	幸福人寿保险股份有限公司	AA	2025/12/29	是	127.63	76.83	B
15 天安人寿	天安人寿保险股份有限公司	BBB	2025/12/29	是	-	-	-

资料来源: Wind, 企业预警通, 浙商证券研究所

5 金融债各版块风险与条款对比

5.1 各版块风险因素对比

比较银行、券商、保险三类金融板块，股东背景实力均较强，像头部机构如中信集团、六大国有行、中国人保、中国人寿等均为财政部央企名录企业；系统重要性角度来看，我们认为银行高于保险高于券商，因为银行涉及众多百姓存款，而保险又跟民生息息相关；行业周期性方面，银行和保险业的盈利周期性应该都低于券商，而券商易受大盘影响，盈利周期性较高。

表9：三类金融次级债信用风险因素对比

分类	券商次级债	银行二永债	保险次级债
股东性质	头部机构如中信集团、六大国有行、中国人保、中国人寿等均为财政部央企名录企业		
风险导火索	金融市场趋冷，经纪、投行业务承压	净息差过窄、坏账问题	行业利差损问题
系统重要性	重要性一般	涉及众多百姓存款，重要性很高	涉及民生，重要性高于券商，但弱于银行
行业周期性	受大盘影响大，盈利周期性高	盈利周期性低于券商	盈利周期性低于券商
历史收益率	相对偏高，近期接近银行	相对偏低，近期接近券商	相对偏高，近期处于很低位

资料来源：浙商证券研究所

5.2 金融次级债条款对比：券商次级债的条款友好度更好

比较三类金融次级债的条款特征，金融次级债的品种条款友好度排序为：**券商一般次级债 > 券商永续债 > 保险资本补充债 > 银行二级资本债 > 保险永续债 = 银行永续债**。而对于较为严苛的条款，投资者应要求更高的收益率以作为补偿，因此我们认为条款因素也会影响三类金融次级债品种的收益率水平。

具体来看，**发行期限方面**，银行二级资本债和保险资本补充债均为 5+5 品种，5 年之后附有赎回选择权，期限结构较为类似；而券商一般次级债则以 3 年期为主，整体发型期限更短。

清偿顺位方面，三类品种都是次级债，因为其清偿顺序都是位于普通债之后，位于股权资本之前的，但区别在于券商永续次级债跟券商一般次级债的清偿处于同一顺位上；而银行永续债和保险永续债的清偿顺位不仅位于普通债权之后，还分别劣后于银行二级资本债和保险资本补充债，因此银行永续债和保险永续债次级属性相对更强一些。

资金用途方面，银行次级债和保险次级债的资金用途较为简单，主要是用于补充资本，以缓解金融机构的资本压力。而券商次级债的资金用途主要包含三类：补充营运/流动资金、偿还债务、补充附属净资本。

赎回权方面，当金融次级债出现不赎回现象时，通常会被市场解读为“资本紧缺”的表现，进而会对金融机构的存续债的二级估值和后续一级发行都造成一定冲击，因此金融机构通常都会偏向行使赎回权，后续有需要可以继续新发次级债来补充资本。**但银行次级债和保险次级债的赎回权均是附条件赎回权，其赎回权的行使需要事先向监管机构报告；而券商永续债的赎回权无附条件要求，因此我们认为券商次级债品种的不赎回风险相对较小**，这也解释了为何目前市场暂未出现一笔券商次级债的不赎回情况，而已经出现多笔银行二级资本债和保险资本补充债的不赎回事件。

具体来看，根据监管要求，银行二永债在行使赎回权前应向银保监会事先报告，并且只有在满足：(1) 行使赎回权必须用同等或更高质量的资本替换赎回的资本工具，(2) 银

行收入能力具备可持续性的条件下，(3) 银行应证明其行权后的资本水平仍远远高于银监会确定的监管资本要求等条件下，银行才可行使赎回权。

保险次级债也较为类似，需要经报人民银行和国家金融监督管理总局备案后，并且在行使赎回权后发行人的综合偿付能力充足率不低于 100% 的条件下，保险机构才能选择行使赎回权。

利率跳升机制方面，银行二永债和保险永续债均不含有利率跳升机制，而券商次级债、保险资本补充债则含有这类投资者补偿机制，分别跳升 300bps 和 100bps，对投资者更加友好。

减记/转股条款方面，这类条款是将金融机构的破产风险转嫁给了投资者，自 2020 年包商银行的二级资本债被全额减记之后，市场对于次级债减记风险的关注度明显提高。三类金融次级债品种中，仅保险资本补充债、券商一般次级债和券商永续次级债不含减记/转股条款，次级属性相对更弱。

表10: 银行二级资本债、券商一般次级债、保险资本补充债条款对比

	银行二级资本债	券商一般次级债	保险资本补充债
发行期限	5+5 品种	0.25-10 年，以 3 年居多	5+5 品种
清偿顺序	存款人>一般债权>二级资本债>永续债>股权	普通债之后	保单责任、普通负债>资本补充债>永续债
资本补充情况	补充二级资本，在距到期日前最后五年，可计入二级资本的金额，应当按 100%、80%、60%、40%、20% 的比例逐年减计	补充营运资金；偿还债务；补充附属净资本，到期期限在 3 年、2 年、1 年以上的，原则上分别按 100%、70%、50% 的比例计入净资本	补充附属一级资本，剩余期限在 4 年及以上、3 年（含）至 4 年、2 年（含）至 3 年、1 年（含）至 2 年、1 年以内的，分别以账面价值的 0、20%、40%、60%、80% 作为其认可价值（认可价值为 0 即可全额计入资本）。
发行方式	基本都为公募品种	2020 年之后，多为公募品种	2015 年之后，均为公募品种
赎回权	附条件赎回，发行银行不得形成赎回权将被行使的预期，行使赎回权前应向银保监会事先报告	多数含有	附条件赎回，赎回后偿付能力充足率不低于 100% 的情况下可以赎回
利息支付	利息可递延/取消支付	无递延/取消条款	支付利息后偿付能力充足率不达标的，可取消当期利息支付义务
利率跳升机制	不含跳升	跳升 300bps	跳升 100bps
减记/转股条款	必须含有	无明确要求，目前不含	不含
担保情况	不含	部分含有	部分含有

资料来源：wind，人民政府，金监局，浙商证券研究所

表11: 银行永续债、券商永续次级债、保险永续债条款对比

	银行永续债	券商永续次级债	保险永续债
发行期限	5+N 品种	5+N 品种	5+N 品种
清偿顺序	存款人>一般债权>二级资本债>永续债>股权	普通债之后	保单责任、普通负债>资本补充债>永续债
资本补充情况	补充其他一级资本	补充营运资金; 偿还债务; 补充附属净资本	补充核心二级资本
发行方式	公募品种	2020 年之后, 多为公募品种	公募品种
赎回权	附条件赎回, 发行银行不得形成赎回权 将被行使的预期, 行使赎回权前应向银保监会事先报告	多数含有	附条件赎回, 赎回后偿付能力充足率不 低于 100% 的情况下可以赎回
利息支付	利息可取消支付	除非发生强制付息事件, 可递延 付息	支付利息后偿付能力充足率不达标, 可取消当期利息支付义务
利率跳升机制	不含跳升	跳升 300bps	不含跳升
减记/转股条款	必须含有	无明确要求, 目前不含	必须含有
担保情况	不含	部分含有	目前暂无

资料来源: wind, 人民政府, 金监局, 浙商证券研究所

6 银行二永债: 攻守兼备, 不宜过度下沉

6.1 行业热点跟踪

6.1.1 热点一: 财政预发行特别国债向 6 大行注资, 或与 TLAC 监管比率有关

9 月 24 日国务院新闻办宣布国家计划对六大行增加核心一级资本, 10 月 12 日财政部称将发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本。回顾历史, 财政上一次发行特别国债对大行进行注资是在 1998 年, 当时发行额度 2700 亿元, 分别包括中行 425 亿元、建行 492 亿元、工行 850 亿元, 农行 933 亿元。

本轮注资规模暂未公布, 我们根据六大行 2024 年 Q3 的数据测算得到, 注资使得六大行的核心一级资本充足率均高于监管最低要求 2 个、3 个、4 个、5 个百分点, 分别需要 702.39 亿元、3789.25 亿元、9253.57 亿元、15277.12 亿元。我们认为, 本轮注资使六大行核心一级资本充足率高于监管最低要求 3-4 个百分点相对较为合理, 即增资 3789 亿元-9254 亿元左右。

此外, 我们在前文提到, 截止 2024 年 10 月底, 农行和建行的资本债批文剩余额度并不足以支撑其 TLAC 缺口, 因此我们认为财政部提出要为国有行增资的背后, 或许也有着 TLAC 比率考核的考虑。

表12: 财政对六大行增资规模测算

银行	2024Q3 核心一级资本净额 (亿元)	2024Q3 核心一级资本充足率	监管最低要求	高于监管最低要求不同百分点对应的增资规模 (亿元)					
				2%	3%	4%	5%	6%	7%
工商银行	35,645.19	13.95%	9.00%	-	-	-	127.76	2,682.97	5,238.18
农业银行	25,369.56	11.42%	9.00%	-	1,288.47	3,509.97	5,731.48	7,952.98	10,174.48
中国银行	22,942.31	12.23%	9.00%	-	-	1,444.45	3,320.35	5,196.26	7,072.16
建设银行	31,240.43	14.10%	9.00%	-	-	-	-	1,994.07	4,209.70
交通银行	9,474.23	10.29%	8.50%	193.35	1,114.07	2,034.80	2,955.52	3,876.24	4,796.96
邮储银行	8,267.54	9.42%	8.00%	509.04	1,386.70	2,264.36	3,142.02	4,019.67	4,897.33
合计	132,939.26	-	-	702.39	3,789.25	9,253.57	15,277.12	25,722.19	36,388.82

资料来源: Wind, 企业预警通, 浙商证券研究所

6.1.2 热点二: 银行业非持牌理财压降, 对于部分弱区域信用债较为利空

2024年7月, 根据财联社报道, 监管对未成立理财子公司的银行理财业务风险做出提醒, 要求部分省份相关城商行与农商行于2026年末将存量理财业务全部清理完毕。

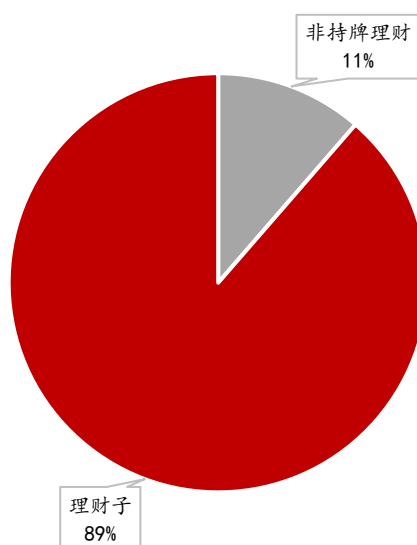
关于非持牌理财压降政策, 从总量上来看对银行理财市场影响不大。截至2023年末, 市场共有26.53万亿元银行理财, 其中非持牌理财仅3.02万亿元, 占比仅11%, 非持牌理财整体体量较小, 从总量上来看对银行理财市场影响不大。

但是对于部分没有理财子牌照, 同时区域偏弱, 主要依靠省内非持牌理财投资省内信用债上量的省份, 冲击会较大。地方性银行通常跟区域联系较为紧密, 其理财多配置本地信用债, 以支持省内企业融资, 因此我们假设: 地方性银行的理财中80%都是省内信用债, 并计算没有理财子牌照的省份的存量信用债中有多大比例是依靠本省非持牌理财来支持。

统计发现, 辽宁、广西、贵州、甘肃、吉林、黑龙江、宁夏等省份的“非持牌理财规模*80%/存量信用债规模”均较高, 分别为65.7%、25.2%、35.1%、75.0%、46.5%、83.0%、38.6%。

上述区域多为偏弱资质区域, 省内信用债多依靠省内银行的理财户去配置, 但后续: 一方面, 非持牌理财压降到零后, 可能会造成对省内信用债的较大比例净压降, 银行金市也会由于资本限制难以去承接; 另一方面, 上述区域资质都偏弱, 省外机构能进入参与的较少, 省外资金或难以形成较大支撑。因此, 综上所述, 我们认为上述弱区域的信用债后续新发或受影响, 借新还旧滚续承压, 信用债利差也将相对走高, 等级利差将有所分化。

图27: 2023年末银行业理财产品规模(亿元)



资料来源: 企业预警通, 浙商证券研究所

表13: 2023年末部分无理财子省份内信用债主要依靠省内非持牌理财投资上量

省份	存在非持牌理财的银行数量(家)	非持牌理财规模(亿元)	理财子数量(家)	持牌理财规模(亿元)	区域存量信用债余额(亿元)	非持牌理财规模*80%/存量信用债规模
北京	1	444.85	10	122,974.52	48,322.04	-
广东	13	3,274.61	3	37,285.04	24,643.58	-
上海	4	1,974.93	3	26,624.14	12,741.19	-
江苏	10	2,298.92	2	8,943.86	35,281.62	-
山东	10	1,832.34	2	3,284.67	22,094.66	-
天津	2	341.20	2	2,131.09	5,705.96	-
浙江	58	4,650.47	2	7,759.17	25,858.45	-
安徽	1	33.95	1	1,773.19	7,530.15	-
福建	5	285.98	1	22,642.11	10,124.60	-
湖南	2	361.16	1	535.00	8,977.57	-
重庆	2	723.64	1	1,205.11	8,343.93	-
四川	11	2,455.37	-	-	13,179.20	14.9%
辽宁	5	1,279.19	-	-	1,557.93	65.7%
广西	3	1,159.20	-	-	3,681.10	25.2%
河南	2	1,150.60	-	-	8,454.75	10.9%
贵州	3	1,030.87	-	-	2,349.68	35.1%
湖北	3	1,018.67	-	-	10,412.85	7.8%
陕西	3	950.45	-	-	7,394.76	10.3%
江西	5	813.19	-	-	7,973.12	8.2%
甘肃	2	771.69	-	-	823.07	75.0%
吉林	2	722.19	-	-	1,243.68	46.5%
黑龙江	2	593.29	-	-	571.77	83.0%
河北	7	566.88	-	-	6,101.01	7.4%
山西	2	559.44	-	-	5,027.05	8.9%

新疆	5	398.95	-	-	2,453.16	13.0%
云南	2	329.58	-	-	3,196.24	8.2%
宁夏	2	122.44	-	-	253.87	38.6%
内蒙古	2	18.41	-	-	623.26	2.4%
青海	2	12.84	-	-	220.09	4.7%
海南	1	12.59	-	-	667.66	1.5%

资料来源：企业预警通，Wind，浙商证券研究所

6.1.3 热点三：将公募基金纳入 SPV 考核，压降 SPV 占比，尾部小银行的不赎回风险或将走高

2024 年 8 月，根据财联社报道，目前有个别省份的金融管理局要求公募基金纳入 SPV 考核范围，要求城农商行的行内“SPV+公募”投资规模不能超过总资产规模的 2.5%，股份行则不能超过 5%。

随着市场对于银行二永债品种的理解加深，认可度提升，有越来越多的偏弱资质的小银行加入到了发行行列，但其成功发行主要还是依托于银行之间的互持支持。

一方面，由于资本占用的问题，中小银行互持二永债大多依靠理财实现，而现在监管要求城农商行的非持牌理财规模逐步压降退出市场，后续中小银行互持二永债或将有所受限。

另一方面，现在多数基金投资弱资质的中小银行二永债，可能部分会跟银行配套一定的“换量”合作，而目前监管或开始限制小银行投资公募基金的规模，后续配套合作困难，预计公募基金对于弱资质二永债的偏好也会有所下降。

综上两点，我们认为，在后续银行互持二永债相对受限、基金对于弱资质二永债的偏好下降的背景下，未来尾部小银行的二永债的新发或受影响，滚续承压，尾部小银行的不赎回风险或将走高。

图28：2023 年末全国性股份行超出 5%的 SPV 规模 0.39 万亿，地方性股份行超出 5%的 SPV 规模 1.16 万亿

银行简称	银行类型	存续金融债规模	2023年资产规模(亿元)	金融投资总额(亿元)	SPV/总资产	资产支持证券(亿元)	基金、信托、理财及资管计划				压降到5%需要卖出SPV规模
							合计(亿元)	基金(亿元)	信托及资管计划(亿元)	理财产品(亿元)	
股份行1	全国性	1,580.00	110,284.83	31,939.20	2.22%	-	2,450.33	2,423.04	-	27.29	
股份行2	全国性	3,500.00	90,524.84	25,929.06	7.21%	-	6,529.47	4,211.54	2,277.48	40.45	2,003.23
股份行3	全国性	2,150.00	76,749.65	22,721.42	2.39%	-	1,834.12	1,315.57	518.55	-	
股份行4	全国性	3,360.00	67,727.96	22,414.62	4.38%	-	2,965.65	2,965.65	-	-	
股份行5	全国性	3,010.00	42,547.66	16,052.88	8.00%	-	3,403.57	1,947.67	1,455.90	-	1,276.19
股份行6	全国性	2,100.00	55,871.16	13,909.05	6.03%	449.54	2,918.40	1,651.74	1,256.66	10.00	574.38
股份行7	全国性	1,865.00	35,095.22	10,086.28	2.59%	-	910.00	637.98	272.02	-	
							全国性股份行合计				3,853.80
股份行8	地方性	3,500.00	90,072.47	26,760.55	6.47%	1,333.62	4,494.27	4,346.06	148.21	-	1,324.27
股份行9	地方性	4,185.00	101,583.26	33,354.75	12.13%	-	12,317.23	5,961.82	6,304.15	51.26	7,238.07
股份行10	地方性	2,150.00	31,438.79	10,006.37	9.80%	557.76	2,522.96	1,474.30	1,047.98	0.68	1,508.78
股份行11	地方性	930.00	17,327.34	6,331.37	13.77%	-	2,385.47	547.04	1,838.43	-	1,519.10
股份行12	地方性	705.00	14,397.05	4,259.48	4.28%	-	615.62	601.88	13.74	-	
							地方性股份行合计				11,590.22

资料来源：企业预警通，浙商证券研究所

图29: 2023年末农商行超出2.5%的SPV规模0.28万亿

银行简称	省份	存贷款融债规模	2023年资产规模(亿元)	金融投资总额(亿元)	SPV/总资产	资产支持证券(亿元)	基金、信托、理财及资管计划				压降到2.5%需要卖出SPV规模
							合计(亿元)	基金(亿元)	信托及资管计划(亿元)	理财产品(亿元)	
农商行1	重庆	200.00	14,410.82	5,987.83	2.84%	-	408.80	361.06	40.42	7.32	48.53
农商行2	广东省	300.00	13,140.42	4,108.97	3.59%	5.67	465.51	290.78	174.73	-	142.67
农商行3	四川省	230.00	8,332.72	3,312.57	6.99%	7.95	574.20	478.93	15.01	80.26	373.83
农商行4	广东省	50.00	7,422.89	2,769.74	4.47%	-	331.72	331.42	-	0.30	146.15
农商行5	陕西省	85.00	4,441.19	1,952.40	4.51%	-	200.49	-	0.08	200.41	89.46
农商行6	山东省	120.00	4,679.37	1,699.04	9.34%	-	436.89	315.37	121.52	-	319.91
农商行7	广东省	185.00	4,678.79	1,588.79	6.80%	9.05	308.89	255.43	53.47	-	200.98
农商行8	浙江省	300.00	5,020.84	1,496.39	3.45%	33.02	140.13	106.20	33.93	-	47.63
农商行9	天津	120.00	4,287.24	1,452.48	6.08%	-	260.61	59.89	200.72	-	153.43
农商行10	江苏省	130.00	5,535.86	1,385.56	6.40%	5.53	348.94	306.26	42.68	-	216.07
农商行11	浙江省	48.00	3,522.85	1,336.46	2.81%	-	98.94	86.47	12.47	-	10.87
农商行12	广东省	70.00	3,051.82	1,076.99	4.75%	0.06	145.01	116.27	28.74	-	68.77
农商行13	江苏省	10.00	3,344.56	874.30	3.53%	9.05	109.16	88.17	20.99	-	34.60
农商行14	天津	40.00	2,617.64	849.64	9.64%	-	252.32	43.39	208.93	-	186.88
农商行15	广东省	128.00	2,049.98	748.10	7.10%	39.54	106.03	52.56	53.47	-	94.32
农商行16	江苏省	33.00	2,349.56	735.47	3.56%	-	83.61	83.60	0.01	-	24.87
农商行17	江苏省	105.00	2,071.27	663.93	4.48%	0.26	92.50	73.97	18.53	-	40.98
农商行18	湖南省	85.00	1,943.96	644.26	5.33%	-	103.69	78.16	19.23	6.30	55.09
农商行19	浙江省	30.00	1,968.88	636.66	3.67%	-	72.18	47.99	24.18	-	22.95
农商行20	江苏省	15.00	2,025.65	622.23	4.64%	-	94.08	94.08	-	-	43.44
农商行21	浙江省	43.50	2,634.59	610.31	7.56%	-	199.10	82.56	116.53	-	133.23
农商行22	江苏省	20.00	1,860.30	608.62	4.28%	-	79.58	79.58	-	-	33.07
农商行23	江苏省	40.00	1,761.43	592.90	5.80%	-	102.15	100.35	1.81	-	58.12
农商行24	广东省	38.00	1,489.40	508.67	6.00%	-	89.37	64.20	25.17	-	52.13
农商行25	安徽省	50.00	1,432.60	470.33	15.74%	-	225.42	116.46	108.96	-	189.61
农商行26	吉林省	28.00	2,697.75	386.96	3.43%	-	92.57	-	92.57	-	25.13
求和										2,812.71	

资料来源: 企业预警通, 浙商证券研究所

图30: 2023年末城商行超出2.5%的SPV规模3.30万亿

银行简称	省份	存续金融债规模	2023年资产规模(亿元)	金融投资总额(亿元)	SPV/总资产	资产支持证券(亿元)	基金、信托、理财及资管计划				压降到2.5%需卖出SPV规模
							合计(亿元)	基金(亿元)	信托及资管计划(亿元)	理财产品(亿元)	
城商行1	上海	1,915.00	30,855.16	13,052.72	8.57%	143.15	2,501.11	2,125.40	375.70	-	1,872.87
城商行2	北京	2,060.00	37,486.79	12,758.06	11.74%	-	4,399.99	2,032.76	2,367.23	-	3,462.82
城商行3	浙江省	1,330.00	27,116.62	12,349.16	10.78%	-	2,923.78	2,067.19	853.62	2.97	2,245.86
城商行4	江苏省	1,700.00	34,033.62	12,290.48	9.69%	246.28	3,050.95	2,479.97	535.69	35.29	2,446.39
城商行5	江苏省	1,615.00	22,882.76	9,720.86	15.46%	-	3,538.02	1,741.33	1,796.68	-	2,965.94
城商行6	浙江省	1,070.00	18,413.31	8,710.05	9.17%	125.88	1,562.29	866.95	695.34	-	1,227.84
城商行7	安徽省	990.00	18,061.44	6,873.89	14.23%	-	2,570.67	-	2,531.59	39.08	2,119.13
城商行8	辽宁省	50.00	10,800.53	4,571.61	12.80%	-	1,382.85	286.79	1,096.05	-	1,112.83
城商行9	湖南省	450.00	10,200.33	4,229.59	13.56%	74.18	1,309.46	762.77	474.53	72.16	1,128.63
城商行10	河南省	290.00	13,459.78	3,868.41	6.74%	-	907.11	498.21	408.90	-	570.62
城商行11	福建省	500.00	11,204.20	3,740.38	4.56%	32.24	479.13	424.81	54.32	-	231.27
城商行12	天津	270.00	8,407.71	3,466.69	11.81%	102.32	890.71	405.79	484.91	-	782.83
城商行13	黑龙江省	117.00	8,133.29	3,449.59	4.73%	-	384.52	384.52	-	-	181.19
城商行14	四川省	457.00	10,912.43	3,221.78	4.65%	6.16	501.28	312.67	188.62	-	234.64
城商行15	重庆	255.00	7,598.84	2,807.36	5.76%	-	438.06	43.03	395.03	-	248.09
城商行16	广东省	370.00	8,317.27	2,768.88	6.53%	65.32	477.51	239.41	225.07	13.02	334.89
城商行17	贵州省	120.00	6,880.68	2,695.01	12.75%	20.57	856.49	296.84	559.66	-	705.05
城商行18	山东省	215.00	6,048.16	2,490.12	7.08%	-	428.18	231.34	196.84	-	276.98
城商行19	广东省	382.00	6,289.25	2,319.99	5.71%	-	358.97	294.35	64.09	0.52	201.73
城商行20	山东省	224.00	6,079.85	2,260.11	8.99%	-	546.72	438.00	108.72	-	394.72
城商行21	江苏省	243.00	6,018.41	2,154.17	9.65%	95.05	485.72	345.61	140.10	-	430.30
城商行22	贵州省	245.00	5,767.86	2,119.57	9.07%	3.84	519.23	434.86	84.37	-	378.87
城商行23	河南省	300.00	6,307.09	1,863.53	8.05%	-	507.75	128.65	379.10	-	350.07
城商行24	湖南省	288.00	5,031.16	1,798.33	7.18%	11.43	349.71	306.45	43.25	-	235.35
城商行25	湖北省	189.00	5,347.71	1,769.15	5.11%	18.42	254.59	231.34	23.25	-	139.32
城商行26	陕西省	40.00	4,322.01	1,761.29	5.96%	3.22	254.27	155.28	98.99	-	149.44
城商行27	广东省	147.00	4,382.09	1,647.47	11.01%	131.86	350.51	130.90	211.69	7.91	372.81
城商行28	江西省	80.00	5,523.45	1,637.73	8.95%	-	494.28	297.32	196.96	-	356.19
城商行29	广西	225.00	5,426.40	1,589.01	7.68%	1.58	414.94	185.98	228.96	-	280.86
城商行30	广西	235.00	4,711.28	1,581.56	14.18%	-	667.83	360.58	307.25	-	550.05
城商行31	河北省	180.00	5,317.36	1,548.00	8.39%	-	445.87	288.20	157.58	0.09	312.94
城商行32	辽宁省	50.00	4,882.58	1,542.94	9.61%	2.28	467.01	170.59	296.42	-	347.23
城商行33	湖北省	105.00	4,608.49	1,531.77	7.75%	-	357.33	189.98	33.67	133.68	242.12
城商行34	吉林省	40.00	6,683.73	1,503.49	4.27%	-	285.22	212.39	72.83	-	118.13
城商行35	江西省	70.00	5,038.49	1,459.49	6.49%	-	326.95	136.04	190.91	-	200.99
城商行36	黑龙江省	40.00	3,361.69	1,419.82	14.05%	-	472.23	38.45	433.78	-	388.19
城商行37	浙江省	66.00	4,014.96	1,414.30	3.03%	1.04	120.65	119.62	1.03	-	21.32
城商行38	广东省	170.00	3,888.81	1,395.58	10.72%	-	416.69	201.12	215.57	-	319.47
城商行39	四川省	-	3,379.65	1,330.79	4.49%	3.94	147.83	141.53	6.30	-	67.28
城商行40	甘肃省	80.00	4,534.11	1,326.31	6.11%	-	276.81	65.60	100.68	110.52	163.45
城商行41	新疆	15.00	4,304.20	1,275.11	5.94%	70.81	184.79	120.67	64.12	-	147.99
城商行42	云南省	90.00	3,745.74	1,272.37	9.75%	-	365.14	140.07	225.07	-	271.50
城商行43	甘肃省	-	3,885.89	1,270.22	12.59%	0.24	488.86	192.39	296.46	-	391.94
城商行44	山西省	13.00	3,563.30	1,249.16	2.58%	-	91.99	-	91.99	-	2.91
城商行45	福建省	280.00	3,906.64	1,150.54	3.69%	-	144.11	144.11	-	-	46.44
城商行46	河北省	55.00	3,063.53	1,145.16	11.00%	-	336.91	266.67	70.24	-	260.32
城商行47	河北省	60.00	3,417.28	1,112.16	13.17%	-	449.97	193.96	256.01	-	364.54
城商行48	浙江省	125.00	5,003.86	1,049.15	3.38%	-	169.28	169.28	-	-	44.18
城商行49	河北省	50.00	3,117.94	917.30	6.89%	-	214.81	10.29	193.01	11.50	136.85
城商行50	福建省	150.00	2,571.38	902.26	7.11%	8.65	174.24	78.76	95.48	-	118.61
城商行51	山东省	50.00	2,685.63	884.82	8.08%	44.92	172.11	93.96	78.15	-	149.89
城商行52	河北省	25.00	2,074.97	876.40	19.09%	-	396.03	395.62	0.41	-	344.16
城商行53	广东省	15.00	3,062.98	831.73	6.17%	-	188.91	108.90	80.01	-	112.34
城商行54	云南省	15.00	1,561.12	802.76	6.99%	10.22	98.91	75.43	23.48	-	70.10
城商行55	四川省	45.00	2,143.08	748.88	11.83%	-	253.62	150.43	103.19	-	200.04
城商行56	宁夏	-	2,033.45	729.49	11.72%	55.89	182.43	136.82	45.62	-	187.49
城商行57	四川省	71.00	1,850.35	680.68	15.28%	-	282.72	121.25	161.47	-	236.46
城商行58	河北省	15.00	1,577.91	655.57	11.22%	-	176.98	131.87	45.11	-	137.53
城商行59	内蒙古	-	1,944.93	653.47	3.72%	-	72.32	72.32	-	-	23.70
城商行60	浙江省	139.00	1,552.16	640.76	7.99%	24.18	99.83	1.00	98.83	-	85.21
城商行61	广西	62.00	2,258.46	610.34	5.64%	-	127.27	-	127.27	-	70.81
城商行62	浙江省	40.00	1,672.00	596.12	9.24%	5.84	148.72	27.73	120.99	-	112.76
城商行63	河北省	-	1,574.49	562.52	15.92%	-	250.68	170.57	80.11	-	211.32
城商行64	山东省	30.00	1,395.91	553.27	5.31%	-	74.14	66.71	7.44	-	39.25
城商行65	福建省	85.00	1,712.31	507.98	5.03%	3.62	82.49	41.14	41.35	-	43.30
城商行66	河北省	40.00	1,566.17	496.85	9.25%	-	144.93	126.42	18.51	-	105.78
城商行67	辽宁省	20.00	1,144.04	489.24	24.65%	-	281.95	190.50	91.45	-	253.35
城商行68	浙江省	125.00	2,670.79	462.24	3.26%	-	87.03	57.48	29.56	-	20.27
城商行69	四川省	20.00	2,435.22	436.21	9.01%	-	219.39	60.38	159.01	-	158.51
城商行70	新疆	20.00	1,227.27	428.03	4.22%	-	51.84	36.86	14.98	-	21.16
城商行71	海南省	45.00	1,114.70	385.22	4.86%	2.96	51.17	32.82	18.35	-	26.26
城商行72	四川省	-	1,084.14	355.31	24.11%	-	261.38	0.24	261.14	-	234.28
城商行73	青海省	45.00	1,158.27	353.60	16.06%	-	185.97	70.71	115.26	-	157.01
城商行74	山东省	15.00	1,148.63	303.05	4.96%	0.05	56.95	22.46	34.49	-	28.28
城商行75	四川省	-	1,036.53	176.72	3.16%	-	32.79	32.79	-	-	6.88
求和											32,990.08

资料来源: 企业预警通, 浙商证券研究所

6.1.4 热点四：中小银行加速吸收合并，推动改革化险工作

2024年，中小银行加速吸收合并，其中最主流的方式就是城农商行吸收合并村镇银行，根据不完全统计，1-10月共有21起对村镇银行的吸收合并、村改支案例。此外，还有新疆、安徽、河南、辽宁、海南等多地通过吸收合并组建了省级/地市级农商银行。

中小银行加速吸收合并，我们认为或主要是出于中小银行改革化险的需求。金融监管总局农村中小银行监管司党支部在《统筹推进改革化险 推动农村中小银行高质量发展》中提出，要推动农村中小银行兼并重组减量提质，通过改体制、转机制、强管理、增动能，增强农村金融服务适应性和竞争力；加快推动农村中小银行兼并重组，减少农村中小银行机构数量和层级。

表14：2024年中小银行吸收合并案例统计

时间	地区	合并类型	具体事件
2024年10月	河北沧州市	吸收合并村镇银行	河北金监局同意河北沧州农村商业银行吸收合并孟村回族自治县融信村镇银行、廊坊开发区融信村镇银行等7家村镇银行。
2024年10月	河北邯郸市	吸收合并村镇银行	河北金监局批复同意邯郸银行收购武安村镇银行，并设立邯郸银行武安中兴路支行、武安建材支行等7家支行。
2024年9月	湖南武冈市	吸收合并村镇银行	湖南金融监管局审批同意湖南武冈农村商业银行吸收合并武冈发展村镇银行，并承接武冈发展村镇银行有限责任公司清产核资后的资产、负债、业务和员工。
2024年9月	安徽淮南市	吸收合并村镇银行	股东大会审议通过淮南通商农商银行吸收合并凤台通商村镇银行新设为分支机构等议案；吸收合并完成后，凤台通商村镇银行解散并新设为淮南通商农商银行的分支机构。
2024年9月	河北石家庄市	吸收合并村镇银行	河北金融监管局同意石家庄恒升村镇银行吸收合并正定恒升村镇银行、鹿泉恒升村镇银行。
2024年9月	广东	吸收合并村镇银行	广东金监局同意东莞大朗东盈村镇银行、惠州仲恺东盈村镇银行因被东莞农村商业银行吸收合并而解散。
2024年9月	湖北宜昌市	吸收合并村镇银行	湖北金监局同意宜昌夷陵兴福村镇银行吸收合并长阳兴福村镇银行、秭归兴福村镇银行、当阳兴福村镇银行。
2024年9月	河北邯郸市	吸收合并村镇银行	河北金融监管局同意邯郸邯山齐鲁村镇银行吸收合并成安齐鲁村镇银行、磁县齐鲁村镇银行、魏县齐鲁村镇银行、涉县齐鲁村镇银行。
2024年9月	新疆	组建地市级农商行	新疆金融监管局同意阿图什市农村信用合作联社等4家联社，新设合并组建新疆克州农村商业银行股份有限公司；上述4家农信联社全部业务、财产、债权债务以及其他各项权利义务均由新设合并组建的新疆克州农村商业银行股份有限公司承继。
2024年9月	湖南永州市	吸收合并村镇银行	永州金融监管分局同意长沙银行收购祁阳村镇银行并设立长沙银行祁阳支行、祁阳城关支行、祁阳民生支行、祁阳兴语支行、祁阳白水支行等5家支行。
2024年9月	北京	吸收合并村镇银行	北京金融监管局同意北京银行收购北京延庆村镇银行并设立北京银行高塔支行，承接北京延庆村镇银行全部资产、负债、业务和员工。
2024年8月	河北省承德县	吸收合并村镇银行	河北金监局同意承德县恒升村镇银行吸收合并平泉恒升村镇银行，并承接后者的资产、负债、业务和员工。
2024年8月	黑龙江哈尔滨	吸收合并村镇银行	哈尔滨银行拟吸收合并全资子公司宁安融兴村镇银行有限责任公司等4家村镇银行；本次吸收合并完成后，上述四家村镇银行解散并改建为哈尔滨银行的分支机构。

2024年7月	安徽淮北市	组建地市级农商行	安徽金监局同意 <u>淮北农商银行</u> 吸收合并安徽濉溪农村商业银行的债权、债务。同年3月，淮北农商银行发布公告称，该行拟以吸收合并方式合并濉溪农商行，共同组建淮北市统一法人农商银行。
2024年7月	河南	组建省级农商行	<u>河南农商银行</u> 筹建工作小组公告称，河南农村商业银行股份有限公司、郑州农村商业银行股份有限公司等25家法人机构已分别完成内部公司治理程序，审议通过了以新设合并方式组建河南农商银行相关事项并形成决议。
2024年6月	内蒙古呼和浩特市	吸收合并村镇银行	国家金融监管总局官网官网披露，鉴于 <u>内蒙古呼和浩特金谷农村商业银行</u> 收购包头市东河金谷村镇银行，同意包头市东河金谷村镇银行因被合并而解散。
2024年6月	辽宁	组建省级农商行	辽宁金监局同意 <u>辽宁农村商业银行</u> 吸收合并辽宁新民农村商业银行股份有限公司等36家农村中小银行机构。
2024年6月	浙江桐州市	吸收合并村镇银行	浙江稠州商业银行发布公告称， <u>稠州银行</u> 以收购并新设分支机构的方式吸收合并浙江岱山稠州村镇银行、浙江舟山普陀稠州村镇银行2家村镇银行
2024年6月	吉林省梅河口市	吸收合并村镇银行	民生银行发布公告称，金监局同意 <u>民生银行</u> 收购梅河口民生村镇银行股份有限公司，受让其他股东持有的梅河口民生村镇银行股份有限公司股份，并设立中国民生银行股份有限公司梅河口支行。
2024年4月	黑龙江	吸收合并村镇银行	黑龙江金监局同意 <u>龙江银行</u> 收购集贤润生村镇银行、克山润生村镇银行，并分别设立龙江银行双鸭山集贤支行和齐齐哈尔克山支行。
2024年4月	陕西	吸收合并村镇银行	陕西金监局同意 <u>陕西秦农农村商业银行</u> 吸收合并陕西蓝田农村商业银行有限责任公司和陕西周至农村商业银行有限责任公司。
2024年4月	新疆	吸收合并村镇银行	新疆金监局同意 <u>新疆银行</u> 吸收合并库尔勒银行，并承接库尔勒银行清产核资后的资产、负债、业务、机构和员工。
2024年4月	重庆	吸收合并村镇银行	重庆金监局同意 <u>恒丰银行</u> 收购重庆江北恒丰村镇银行股份有限公司，承接其全部资产负债、权利义务，并设立恒丰银行重庆大石坝支行。
2024年4月	吉林	吸收合并村镇银行	吉林银行股份有限公司发布公告， <u>吉林银行</u> 将以收购设立方式合并蛟河吉银村镇银行。
2024年3月	海南	组建省级农商行	由海南省农村信用社联社及其他18家农合机构新设合并设立的， <u>海南农商银行</u> 创立大会暨股东大会第一次会议召开，标志着该行正式成立。同年5月，海南农商银行挂牌成立，成为全国首家全省统一法人模式的省级农商银行。
2024年2月	新疆喀什	组建地市级农商行	新疆喀什地区支持农村信用社统一法人改革动员大会在喀什市召开，标志着喀什地区农信社统一法人 <u>组建农商银行</u> 改革工作正式启动。
2024年1月	新疆和田	组建地市级农商行	新疆和田地区支持农村信用社组建统一法人农商银行改革动员大会在和田市召开， <u>和田地区农信社统一法人组建农商银行</u> 改革工作正式拉开帷幕。
2024年1月	海南	吸收合并村镇银行	海南金监局同意 <u>兴福村镇银行</u> 收购海南2家村镇银行的股权。

资料来源：金监局、金融时报等，浙商证券研究所

6.2 行业三季报：盈利承压，存款增速大幅下滑，资本充足率稳中有升

盈利能力方面，净息差大幅收窄，明显低于监管“合意”标准。受美联储降息、国内LPR和存款准备金率下调等因素影响，2024Q3中国银行业净息差收窄至1.51%，较去年同期下降24bp，处于历史低位，并且明显低于利率自律机制发布的《合格审慎评估实施办法（2023年修订版）》中提出的监管对银行净息差“合意”标准，为1.8%以上。净息差收窄导致商业银行盈利能力减弱，截止2024年3季度末，我国商业银行累计实现营收4.3万亿

元，同比下降 1.05%，净资产收益率为 7.6%，同比降低 0.50pct。在美联储进一步降息预期和国内地方债化解政策出台的背景下，国内相关利率仍有下调空间，预计未来净息差下行压力仍存。

存贷款增速均有所下滑，贷款增速高于存款增速。 三季度国内商业银行经营性净现金流量同比下降 28.72% 至 3.93 万亿元，主要系银行存款增速低于贷款增速。受股票市场表现改善、政策刺激终端消费等因素影响，2024Q3 国内居民储蓄意愿有所降低，银行存款总额录得 199.01 万亿元，增速同比下滑 7.45pct 至 4.25%；商业银行贷款规模则同比增长 8.17% 至 172.66 万亿元，贷款增速显著高于银行存款增速。

资本充足水平方面，资本充足率同比正增。 截止 2024 年三季度，中国商业银行核心一级资本充足率、一级资本充足率分别为 9.96%、11.54%，同比增加 0.32 和 0.37 个百分点，银行资金较为充裕，抗风险能力持续提升。

资产质量方面，不良资产率小幅下降，资产质量稳步提升。 2024 年，随着金融风险防控政策不断完善，银行业进一步做实资产分类，整体资产质量稳重有进，不良贷款率小幅降低 0.01pct 至 1.17%，处于历史低位。不良资产率的下降意味着风险资产的规模的缩小，增加了留存收益对资本金的补充作用，也有助于银行业稳健经营。

表15: 上市银行 2024 年三季度报数据统计

财务指标	2021	2022	2023	2023Q3	2024Q3	24Q3 较 23Q3 同比 变化情况
总资产 (亿元)	2267021.27	2524653.27	2810648.26	2759380.11	2986634.59	8.24%
总资产增速	7.91%	11.36%	11.33%	10.84%	8.24%	-2.60%
营业收入 (亿元)	58117.80	58529.45	56467.22	43269.40	42815.42	-1.05%
营业收入增速	7.93%	0.71%	-3.52%	-3.93%	-1.05%	2.88%
净利润 (亿元)	19433.46	20831.72	21203.65	16561.82	16809.26	1.49%
存款总额 (亿元)	1533867.86	1721788.79	1905505.01	1908894.19	1990061.04	4.25%
存款总额增速	7.39%	12.25%	10.67%	11.70%	4.25%	-7.45%
贷款总额 (亿元)	1304949.80	1451514.76	1613162.98	1596215.23	1726627.85	8.17%
贷款总额增速	11.39%	11.23%	11.14%	11.32%	8.17%	-3.15%
经营性净现金流 (亿元)	13428.51	65949.08	76820.70	55123.84	39293.21	-28.72%
资本充足率	14.12%	13.71%	13.52%	13.49%	13.92%	0.43%
一级资本充足率	11.28%	11.00%	11.17%	11.17%	11.54%	0.37%
核心一级资本充足率	9.84%	9.67%	9.76%	9.64%	9.96%	0.32%
不良贷款率	1.28%	1.22%	1.18%	1.18%	1.17%	-0.01%
ROE	10.26%	10.64%	9.83%	8.10%	7.60%	-0.50%
净息差	2.13%	1.99%	1.74%	1.75%	1.51%	-0.24%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 比例类指标取中位数。

6.3 投资策略: 攻守兼备, 不宜过度下沉

(1) 交易盘方面, 银行二永债作为“利率放大器”, 流动性较强, 在市场牛熊切换过程中容易成为投资者优先调仓的品种。我们在报告《“赎回潮”后的信用挖掘图谱》中复盘赎回潮期间各类信用资产收益率跟随利率债变动的时滞情况发现, 无论是调整时期还是修复时期, 银行二永债的反应速度通常最快, 且调整/修复的幅度也往往较大。

结合利率方面的观点, 我们认为, 债市 2025 年或进入新一轮上涨阶段, 在货币宽松配合下, 2025 年 10 年国债活跃券收益率或下行至 1.8%。具体操作方面, 明年上半年, 可适

当提升二永债仓位，适当加久期，做好利率下行准备；下半年待基本面出现企稳信号后，可适当降低组合久期，应对可能的阶段性调整。

(2) 配置盘方面，首先可以关注国有大行二永债的参与机会，财政准备向六大行注资，国有行资本压力有望明显改善，利好推动，并且在明年利率整体下行且资产荒行情大概率延续的背景下，大行二永债的信用利差或有可能突破前期低点，截至2024年10月底，3Y国有行二级资本债仍有超20bp的下行空间。

其次，可关注隐含AA+、AA级别的股份行、大中型城农商行的二永债挖掘机会，可拉久期至3年，尤其是一些债基持仓频次较高的主体，流动性会更强。例如郑州银行1Y永续债2.53%、浙江泰隆银行1Y永续债2.53%、渤海银行1Y二级资本债2.45%、广州农商行3Y二级资本债2.51%等。

最后，二永债品种不建议过度下沉，谨防不赎回现象发生。我们在前文也提到了，在后续银行互持二永债相对受限、基金对于弱资质二永债的偏好下降的背景下，未来尾部小银行的二永债的新发或受影响，滚续承压，尾部小银行的不赎回风险或将走高。

表16: 各品种银行二永债平均估值和存续规模统计

平均估值 (%)	隐含评级	0.5-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y
银行二级资本债	AAA-	2.08	2.12	2.24	2.34
	AA+	2.13	2.20	2.31	2.47
	AA	2.21	2.32	2.44	2.71
	AA-	2.48	2.54	2.80	2.99
银行永续债	AAA-	2.12	2.17	2.28	2.41
	AA+	2.13	2.24	2.35	2.52
	AA	2.30	2.40	2.53	2.69
	AA-	3.04	2.94	3.26	3.33
存续余额 (亿元)	隐含评级	0.5-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y
银行二级资本债	AAA-	2650	2580	6470	9540
	AA+	1700	780	2270	3025
	AA	115	555	400	1516
	AA-	183	153	339	477
银行永续债	AAA-	1500	2415	2900	4100
	AA+	1200	1600	1130	2800
	AA	87	661	484	900
	AA-	188	511	166	388

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表17: 2024年10月31日主要银行主体收益率和债基持仓频次统计(次, bp)

银行主体	二永债 余额	隐含 评级	债基持仓频次				二级资本债(%, bp)				永续债(%, bp)				2023版 信用总分	排名
			23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	1Y收 益率	变动	3Y收 益率	变动	1Y收 益率	变动	3Y收 益率	变动		
中国银行	9300	AAA-	133	139	170	181	2.09	6	2.25	16	2.13	8	2.33	20	-	-
建设银行	7200	AAA-	102	137	155	163	2.09	6	2.26	17	-	-	2.33	20	-	-
工商银行	8580	AAA-	160	154	173	160	2.09	6	2.25	16	2.13	8	2.33	20	-	-
农业银行	9500	AAA-	159	140	157	146	2.09	6	2.26	16	2.13	8	2.33	20	-	-
兴业银行	2100	AA+	68	70	113	93	2.10	-	2.32	20	2.14	8	-	-	-	-
邮储银行	3200	AAA-	70	63	80	93	2.09	6	2.26	16	2.13	8	2.33	20	-	-
浦发银行	1700	AA+	72	94	100	91	2.10	6	-	-	2.14	8	-	-	-	-
交通银行	3575	AAA-	81	101	97	90	2.09	6	2.26	16	2.13	8	2.33	-	-	-
中信银行	1800	AA+	58	76	81	87	2.10	6	2.32	-	2.14	8	2.35	-	-	-
平安银行	1100	AA+	62	56	30	60	2.13	-	2.35	21	2.17	-	-	-	-	-
民生银行	1450	AA+	71	55	39	50	2.20	13	-	-	2.29	18	2.50	31	-	-
广发银行	895	AA+	44	54	59	48	2.13	7	-	-	-	-	-	-	-	-
上海银行	625	AA+	28	26	31	41	2.03	-6	2.35	-	-	-	-	-	-	-
光大银行	1000	AA+	29	26	37	33	-	-	2.32	20	2.14	8	-	-	-	-
招商银行	1230	AA+	30	26	33	33	-	-	-	-	2.14	8	2.35	21	-	-
宁波银行	755	AA+	25	46	46	32	2.13	7	2.35	21	-	-	2.38	22	-	-
浙商银行	650	AA+	14	18	29	30	-	-	2.35	20	2.17	-	2.38	21	84.90	11/210
南京银行	495	AA+	14	19	22	28	2.13	7	-	-	-	-	2.38	22	-	-
华夏银行	900	AA+	27	32	29	24	-	-	2.32	20	-	-	-	-	-	-
广州农商银行	270	AA	21	15	24	23	-	-	2.51	31	-	-	-	-	78.83	18/210
恒丰银行	430	AA	1	5	8	20	-	-	-	-	2.43	28	2.66	39	69.53	46/210
渤海银行	340	AA	4	3	9	19	2.45	-	2.71	51	-	-	-	-	34.02	169/210
成都银行	322	AA	23	27	23	19	-	-	2.46	-	2.28	13	-	-	107.03	4/210
徽商银行	340	AA+	19	16	18	18	2.15	8	2.37	22	-	-	2.55	-	102.29	5/210
江苏银行	500	AA+	35	33	35	16	-	-	-	-	2.17	9	-	-	-	-
广州银行	200	AA	11	12	9	15	2.20	-	2.46	26	2.28	13	2.51	24	71.96	34/210
北京银行	700	AA+	16	18	25	12	-	-	-	-	2.17	-	2.38	22	-	-
重庆银行	180	AA	7	1	7	11	-	-	2.46	26	-	-	2.51	24	51.05	134/210
长沙银行	130	AA	5	6	5	7	2.20	-	2.46	26	-	-	-	-	97.19	7/210
苏州银行	145	AA	10	12	9	7	2.20	11	2.46	26	-	-	2.51	24	80.86	16/210
天津银行	170	AA	2	4	3	6	-	-	3.11	51	-	-	-	-	63.32	85/210
杭州银行	370	AA+	18	19	7	6	-	-	2.35	21	2.17	-	-	-	115.31	2/210
中原银行	220	AA	2	1	1	5	-	-	-	-	2.58	33	2.81	-	64.74	74/210
厦门国际银行	170	AA	7	9	5	5	-	-	2.61	36	2.43	-	2.66	34	56.82	118/210
齐鲁银行	135	AA	5	4	5	5	2.20	-	2.46	26	2.28	-	2.51	-	66.47	63/210
成都农商行	200	AA	5	4	7	5	2.20	-	2.46	26	-	-	2.51	-	89.40	9/210
温州银行	110	AA-	3	3	3	4	-	-	2.72	38	-	-	3.00	51	63.75	83/210
桂林银行	100	AA-	3	3	4	4	2.38	20	2.72	-	2.70	44	-	-	61.38	95/210
青岛银行	124	AA	3	3	3	4	2.20	11	2.46	26	-	-	2.56	-	71.25	36/210
北京农商银行	200	AA	3	3	4	4	2.20	11	2.46	-	-	-	-	-	114.54	3/210

东莞银行	192	AA	5	4	5	4	2.20	-	2.46	26	2.28	-	2.51	24	85.05	10/210
浙江稠州银行	80	AA-	3	4	4	3	2.73	20	3.07	38	3.05	44	3.35	-	40.56	153/210
浙江泰隆银行	124	AA	2	2	4	3	-	-	2.56	-	2.53	33	-	-	82.34	12/210
珠海华润银行	50	AA	2	2	2	3	2.20	-	2.46	-	2.28	8	-	-	60.66	101/210
湖北银行	105	AA	4	2	4	3	2.20	11	2.46	-	-	-	2.51	-	71.19	37/210
上海农商行	100	AA+	2	2	3	3	-	-	2.35	21	-	-	-	-	123.96	1/210
广东华兴银行	117	AA-	1	1	1	2	-	-	3.37	43	3.35	49	-	-	51.75	131/210
宁波通商银行	54	AA-	2	2	1	2	-	-	2.72	38	2.70	44	3.00	-	62.12	93/210
福建海峡银行	50	AA-	2	1	3	2	2.38	20	2.72	-	2.75	44	3.05	51	66.45	64/210
江南农商行	120	AA	1	1	3	2	-	-	-	-	2.28	13	2.51	24	73.37	29/210
厦门银行	105	AA	2	2	3	2	2.20	11	2.46	26	2.28	13	2.51	-	66.26	68/210
杭州联合农	120	AA	1	1	1	2	2.20	11	2.46	-	2.28	13	2.51	-	75.90	21/210
湖南银行	98	AA	1	2	1	2	2.30	21	2.56	-	2.33	-	-	-	70.09	44/210
廊坊银行	50	A+	1	1	1	1	-	-	-	-	4.42	42	4.76	51	9.08	203/210
哈尔滨银行	117	A+	1	1	1	1	-	-	-	-	3.67	42	4.01	51	50.35	136/210
盛京银行	110	A+	1	1	1	1	-	-	3.19	43	-	-	-	-	36.33	166/210
大连银行	50	AA-	1	1	1	1	-	-	-	-	-	-	3.75	51	16.07	199/210
潍坊银行	50	AA-	1	1	1	1	-	-	3.42	38	3.40	44	-	-	31.33	177/210
齐商银行	50	AA-	1	1	1	1	-	-	-	-	3.40	-	3.70	51	25.31	187/210
张家口银行	60	AA-	1	1	1	1	-	-	3.32	38	3.40	54	3.70	61	38.27	160/210
日照银行	60	AA-	1	1	1	1	-	-	2.92	38	2.80	44	-	-	54.48	124/210
浙江民泰银行	65	AA-	1	1	1	1	2.53	20	2.87	38	-	-	3.25	51	38.69	158/210
绍兴银行	58	AA-	2	2	1	1	2.38	20	2.72	-	2.70	44	3.00	-	44.01	147/210
汉口银行	129	AA-	1	1	1	1	-	-	2.72	38	2.70	44	3.00	-	32.42	174/210
北部湾银行	70	AA-	1	1	1	1	2.38	20	-	-	2.80	54	3.10	61	62.83	89/210
杭州余杭农	51	AA-	1	1	1	1	-	-	2.72	38	2.70	44	3.00	51	74.98	24/210
唐山银行	55	AA-	1	1	1	1	-	-	-	-	-	-	3.00	51	75.74	22/210
九江银行	70	AA-	1	1	1	1	-	-	-	-	2.70	44	3.00	-	19.96	194/210
威海银行	98	AA-	1	1	1	1	2.38	20	2.72	38	2.70	-	3.00	51	42.22	150/210
长安银行	80	AA-	1	1	1	1	-	-	-	-	2.70	44	3.00	-	58.76	112/210
兰州银行	80	AA-	1	1	1	1	-	-	-	-	2.80	-	-	-	37.10	162/210
江西银行	80	AA	1	1	2	1	-	-	-	-	2.28	2	2.51	-	19.07	196/210
郑州银行	100	AA	1	1	1	1	-	-	-	-	2.53	28	2.76	39	32.79	173/210
河北银行	130	AA	1	2	1	1	-	-	-	-	2.33	-	2.56	19	59.61	110/210
台州银行	82	AA	1	1	3	1	2.25	16	2.51	-	2.38	23	2.61	-	81.40	15/210
青农商行	70	AA	1	2	1	1	2.20	-	-	-	2.28	13	2.51	-	33.56	171/210
渝农商行	60	AA	2	5	1	1	-	-	-	-	2.28	-	2.51	24	99.46	6/210
顺德银行	55	AA	1	1	1	1	2.20	11	2.46	26	-	-	2.51	-	76.57	20/210
深圳农商行	25	AA	3	2	3	1	-	-	-	-	2.28	-	-	-	73.81	27/210

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: “变动”为 20241031 收益率与 20240923 收益率数据差值; 信用评分和排名为利用 2023 年年报数据对 210 家中小银行评分的结果, 系统重要性银行不参与评分。

7 券商次级债: 行业基本面有望改善, 短久期下沉策略较优

7.1 行业热点跟踪

7.1.1 热点一：行业收并购热潮来袭，证券行业将更加向头部集中

2023年11月，证监会发声“将支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行”；2024年3月，证监会发布《关于加强证券公司和公募基金监管，加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见》提出，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强；力争通过5年左右时间，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势。

在监管多次喊话的背景下，市场也积极响应，从2023年底至今，已有浙商+国都、国联+民生、国信+万和、国君+海通等多起券商收并购案例发生，预计未来证券行业会更加像头部集中，中小券商将面临更大竞争压力。

表18：2024年证券公司收并购案例统计

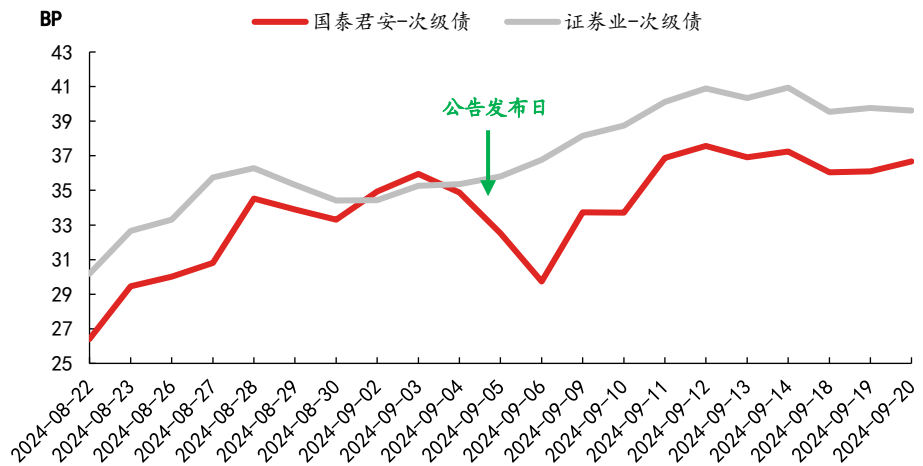
时间	涉及主体	券商收并购具体事件
2024年9月	国君+海通	9月5日，国泰君安、海通证券分别发布停牌公告，国泰君安通过向海通证券全体A股换股股东发行A股股票、向海通证券全体H股换股股东发行H股股票的方式换股吸收合并海通证券，并发行A股股票募集配套资金。10月9日，国泰君安、海通证券两家公司于上交所和香港联交所同步发布合并重组相关预案及联合公告，由国泰君安换股吸收合并海通证券。两家公司将以董事会决议公告日前60个交易日的A股股票交易均价确定A股换股价格，并以此确定A股与H股换股比例均为1:0.62。
2024年8月	国信+万和	8月21日，国信证券发布公告，拟通过发行股份的方式购买深圳市资本运营集团有限公司持有的万和证券53.0892%的股份。9月4日，国信证券收购万和证券迎来新进展。国信证券正式发布交易预案，公司拟通过发行A股股份方式向万和证券七名股份购买他们持有该券商96.08%的股份。
2024年6月	西部+国融	6月21日盘前，西部证券发布公告表示，公司正在筹划以支付现金方式收购国融证券控股权事项。
2024年4月	国联+民生	4月25日，国联证券发布关于筹划重大资产重组事项的停牌公告称，该公司拟发行股份收购国联集团等45名对手方持有的民生证券95.48%的股权。这预示着，自国联证券控股股东国联集团于2023年3月15日通过竞拍方式取得民生证券30.3%股权后，两家券商重组整合进入实质阶段。
2023年12月	浙商+国都	2023年12月8日，浙商证券发布相关公告，准备从国都证券的5个股东手里收购股份，预计将收购总计约19.15%的股份。

资料来源：澎湃新闻，新浪财经，中国经营报等，浙商证券研究所

券商收并购事件或会推动券商次级债信用利差下行。券商收并购重组后，业务规模扩大、资本实力提升，有利于改善投资者对其未来的发展预期和信心，降低购买次级债所需的风险补偿，导致信用利差收窄。以国泰君安和海通证券合并为例，发布停牌公告后当天，国泰君安次级债平均利差下行2.34bp，第二天利差继续下行2.79bp，而此时行业平均利差处于上行通道中。

此外，国联+民生、浙商+国都发布收并购相关的公告后，收购方国联、浙商证券次级债的信用利差也出现了不同程度的下降。未来收并购落地后，收购方头部效应或更加显著，被收购方的业绩也有望得到改善，相关证券公司次级债信用利差存在新的下降空间。

图31: 国泰君安较行业中值信用利差变化情况 (BP)



资料来源: DM, 浙商证券研究所

7.1.2 热点二: 积极政策信号明显, 股市热度大涨

9月24日国新办新闻发布会, 央行宣布将进行降准降息, 并创设证券、基金、保险公司互换便利和股票回购、增持再贷款两项结构性货币政策, 证监会表示将支持长期资金入市, 有效提振权益市场情绪。

9月26日政治局会议不同寻常地以经济为主题, 重点部署经济工作, 并明确表示“要努力提振资本市场, 大力引导中长期资金入市, 打通社保、保险、理财等资金入市堵点”, 与924金融政策形成呼应, 驱动权益市场出现快速上涨。

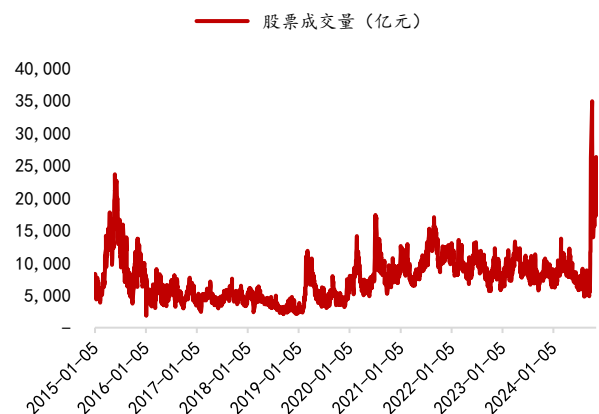
股市热度大涨, 10月8日单日股市成交量34835.43亿元, 创下2015年来新高; 10月全月的日均成交量超2万亿元, 环比大增152.79%; 截止11月6日, 全市场融资融券余额17624.26亿元, 为2015年以来历史高点的77.5%。

图32: 2015年至今股市融资融券余额



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图33: 2015年至今A股成交量



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

7.2 行业三季报: 自营业务支撑业绩, 行业基本面有望改善

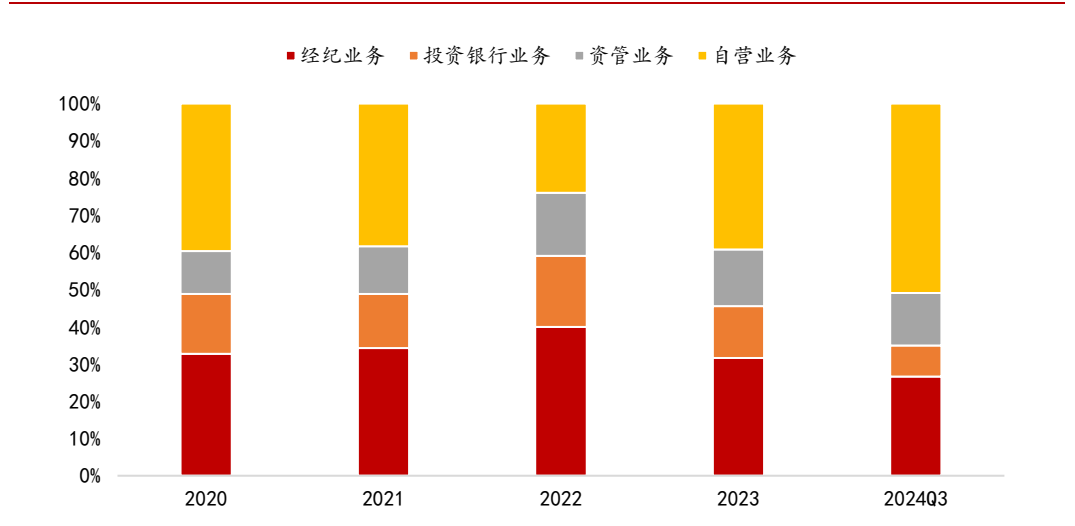
前三季度营收净利均下滑, 但行业盈利能力逐季改善, 基本面有望进一步修复。2024Q3, 证券行业41家主要上市公司营业收入、净利润分别同比下降2.20%、4.17%至3405.22、1000.63亿元, 净资产收益率也由2023Q3的4.20%下降至3.96%, 基本符合市场预期。从单季度来看, 2024年证券行业1、2、3季度营业收入分别为926.74/1189.63/1252.86亿元, 净

利润分别为 276.65/338.91/385.07 亿元，呈逐季增长态势，盈利能力持续提升。其中 3 季度行业营收和净利润增长较为显著，主要系股票市场行情向好，以及前三季度债牛背景下券商自营业务表现出色所致。在 9 月下旬资本市场提振政策频出、业内收并购持续推进的背景下，证券行业基本面有望进一步修复。

分业务，自营板块占比显著提升，投行、经纪业务承压。近年来，券商自营业务规模持续扩张，由 2022 年的 620.87 亿元增至 2024Q3 的 1166.53 亿元，占比也从 24.01% 提升至 50.88%，成为利润及营收的主要贡献者。投行和经纪业务占比下降明显，2024Q3 分别为 8.29%/26.68%，系 IPO 规模下滑以及 1-8 月股票市场活跃度不高所致。资管业务规模及占比变动较小，主要得益于券商资管结构优化，固收和指数产品规模增长。

总资产持续扩张，净资本/净资产和自有资产负债率保持稳定。2024Q3，证券行业主要上市公司总资产合计 112394.70 亿元，同比增加 8.64%，行业规模仍在进一步扩张。净资本占净资产比重为 73.47%，较 2023 年初下降 0.02%，自有资产负债率为 68.59%，同比增长 0.26%，变化不大，较为稳定。

图34： 证券行业收入分版块统计



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表19： 上市券商 2024 年三季度数据统计

财务指标	2021	2022	2023	2023Q3	2024Q3	24Q3 同比变化 情况
总资产 (亿元)	93,748.79	99,736.63	107,151.05	103,452.92	112,394.70	8.64%
总资产增速	17.38%	6.39%	7.43%	5.36%	8.64%	3.28%
营业收入 (亿元)	5,771.06	4,437.55	4,525.97	3,481.68	3,405.22	-2.20%
营业收入增速	22.14%	-23.11%	1.99%	3.17%	-2.20%	-5.37%
净利润 (亿元)	1,772.47	1,191.40	1,205.68	1,044.17	1,000.63	-4.17%
净利润增速	29.05%	-32.78%	1.20%	9.74%	-4.17%	-13.91%
ROE	8.10%	4.63%	4.88%	4.20%	3.96%	-0.24%
净资本/净资产	77.44%	74.45%	73.49%	/	73.47%	/
自有资产负债率	68.94%	68.20%	69.12%	68.34%	68.59%	0.26%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：比例类指标取中位数。

7.3 投资策略：行业基本面有望改善，短久期下沉策略较优

截止 2024 年 10 月底，存续券商次级债的规模合计 5759.54 亿元，包括 3028.54 亿元一般次级债，2731 亿元永续次级债；由于监管对券商次级债品种的发行久期没有强制要求，发行 3 年期品种较多，所以券商次级债品种整体久期短于银行二永债、保险次级债；此外，券商次级债通常有 300bp 的利率跳升机制、没有减记/转股条款、不赎回风险明显更低，因此券商次级债品种的条款对于投资者来说更为友好，值得进行收益挖掘。

从近 4 个季度的债基重仓频次来看，公募债基对银河证券、华泰证券、中信建投、广发证券、招商证券的次级债的持有频次相对较高。

首先，随着股市逐步回暖，交易量大增，证券行业的基本面有望好转，短期内券商次级债品种安全垫较足，可关注短久期下沉策略，例如一般次级债中，华创证券 1Y 收益率 2.24%、方正证券 1Y 收益率 2.3%、中原证券 1Y 收益率 2.3%、民生证券 1Y 收益率 2.34%。

其次，关注有并购重组机会和预期的券商，在政策支持的背景下，随着收并购事项持续推进，次级债利差有望进一步收窄，例如浙商+国都、国联+民生、国信+万和、国君+海通等主体。

表20: 各品种券商次级债平均估值和存续规模统计

平均估值 (%)		隐含评级	0.5-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y
券商一般次级债	AAA-		2.04	2.17	2.32	2.43
	AA+		2.05	2.24	2.38	2.48
	AA		2.17	2.35	2.48	2.68
	AA-		3.30	3.00	3.20	5.18
券商永续次级债	AAA-		2.11	2.25	2.39	2.50
	AA+		2.12	2.25	2.43	2.63
存续余额 (亿元)		隐含评级	0.5-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y
券商一般次级债	AAA-		142	459	211	242
	AA+		133	333	157	120
	AA		99	194	147	24
	AA-		23	31	37	2
券商永续次级债	AAA-		150	586	866	689
	AA+		70	30	125	95

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表21: 2024 年 10 月 31 日主要券商主体收益率和债基持仓频次统计 (次, bp)

证券主体	次级债 余额	隐含 评级	债基持仓频次				一般次级债 (%)				永续债 (%)				企业性质
			23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	1Y 收 益率	变动	3Y 收 益率	变动	1Y 收 益率	变动	3Y 收 益率	变动	
华泰证券	397.00	AA+	8	6	10	11	2.06	3	2.34	-	2.11	7	2.42	-	地方国有企业
中国银河	584.55	AA+	7	9	12	8	2.07	3	2.34	17	2.11	7	2.42	25	中央企业
广发证券	370.00	AA+	1	4	3	5	2.07	1	2.37	17	2.16	5	2.47	27	其他
中信建投	540.00	AA+	5	6	3	5	2.07	3	2.34	17	2.12	-1	2.42	25	地方国有企业
招商证券	438.00	AA+	5	3	2	5	2.06	3	2.34	17	2.12	-	2.42	25	中央企业
东方证券	285.00	AA+	4	4	4	3	2.08	4	2.39	21	2.14	8	2.46	28	地方国有企业
兴业证券	123.00	AA+	1	1	3	3	2.09	-	2.39	21	2.14	-	2.46	28	地方国有企业

中金公司	309.00	AAA	3	1	3	3	2.07	3	2.34	17	2.11	7	2.42	25	中央企业
国联证券	60.00	AA	2	2	1	2	2.14	7	2.50	24	-	-	-	-	地方国有企业
国投证券	129.00	AA+	6	7	5	2	2.08	4	2.39	21	-	-	-	-	中央企业
国泰君安	235.00	AA+	2	2	3	2	2.07	-	2.34	17	2.11	-	2.42	25	地方国有企业
中万宏源	375.00	AA+	1	1	1	2	2.06	3	2.34	-	2.11	7	2.42	-	中央企业
光大证券	115.00	AA+	2	3	2	2	2.08	-	-	-	2.15	8	2.46	28	中央企业
大同证券	7.79	AA-	1	1	1	1	4.42	-	5.05	28	-	-	-	-	私营
恒泰证券	15.00	AA	1	1	1	1	2.78	-	2.75	-	-	-	-	-	其他
东海证券	15.00	AA-	1	1	1	1	2.33	-	2.67	-	-	-	-	-	地方国有企业
国都证券	20.00	AA	1	1	1	1	2.40	-	2.70	-	-	-	-	-	地方国有企业
民生证券	20.00	AA-	1	1	1	1	2.34	-	2.69	30	-	-	-	-	地方国有企业
中原证券	31.00	AA	1	1	1	1	2.30	13	2.60	24	-	-	-	-	地方国有企业
方正证券	32.00	AA	1	1	1	1	2.30	12	2.60	-	-	-	-	-	其他
华创证券	30.00	AA	1	1	1	1	2.24	6	2.67	-	-	-	-	-	私营
华金证券	25.00	AA	1	1	1	1	2.23	-	2.72	20	-	-	-	-	地方国有企业
西南证券	20.00	AA+	1	1	1	1	2.18	4	2.49	-	-	-	-	-	地方国有企业
首创证券	50.00	AA	1	1	1	1	2.20	-	2.50	24	-	-	-	-	地方国有企业
东北证券	79.90	AA	1	2	1	1	2.18	8	2.48	24	-	-	-	-	其他
浙商证券	81.00	AA	1	1	1	1	2.16	-	2.47	24	-	-	-	-	地方国有企业
华福证券	60.00	AA	1	1	1	1	2.15	7	2.45	-	-	-	-	-	地方国有企业
财达证券	30.00	AA	1	1	1	1	2.14	5	2.45	22	-	-	-	-	地方国有企业
华安证券	30.00	AA	1	1	1	1	2.15	7	2.45	24	-	-	-	-	地方国有企业
山西证券	53.00	AA	1	1	1	1	2.15	2	2.45	24	-	-	-	-	地方国有企业
中泰证券	126.00	AA+	1	1	1	1	2.11	2	2.44	-	2.17	-	2.49	-	地方国有企业
长江证券	64.00	AA+	1	1	2	1	2.11	5	2.44	21	-	-	2.61	38	其他
平安证券	80.00	AA+	2	2	1	1	2.09	5	2.44	21	2.24	-	2.56	33	地方国有企业
财通证券	112.50	AA+	1	2	3	1	2.09	4	2.39	21	-	-	-	-	地方国有企业
中金财富	150.00	AA+	1	1	1	1	2.08	4	2.39	21	-	-	-	-	地方国有企业
中信证券	278.00	AA+	1	1	1	1	-	-	2.34	17	2.11	7	2.42	25	地方国有企业
国信证券	300.00	AA+	1	1	1	1	-	-	-	-	2.11	4	2.42	-	地方国有企业

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

8 保险资本补充债: 配置性价比较为有限

8.1 行业热点跟踪: 保险业预定利率下调至 2.5%, 但存量成本仍承压

2024 年 8 月 2 日, 金融监管总局下发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》, 明确 9 月 1 日起, 传统险预定利率上限由 3.0% 下调至 2.5%; 10 月 1 日起, 分红险预定利率由 2.5% 下调至 2.0%, 万能险最低保证利率上限由 2.0% 下调至 1.5%, 虽然能有效缓解保险业的利差损风险, 但保险业存量成本仍偏高。

此外, 监管提出, 要建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制。参考 5 年期以上贷款市场报价利率 (LPR)、5 年定期存款基准利率、10 年期国债到期收益率等长期利率, 确定预定利率基准值。

随着国有行在 10 月先后宣布下调人民币存款挂牌利率, 最高下调幅度为 25 个基点, 11 月股份行开始跟随下行调整; 根据监管提出的“预定利率与市场利率挂钩及动态调整机

制”，我们认为随着银行业存款利率下调完毕，保险预定利率下调或将再次进入窗口期，有望降至 2.25% 水平。

8.2 投资策略：配置性价比较为有限

截止 2024 年 10 月底，存续保险次级债的规模合计 3715.7 亿元，包括 3158 亿元保险资本补充债，557.7 亿元保险永续债，是金融次级债中体量最小的品种，且超 50% 的存量债的行权剩余期限都在 3-5 年区间，**保险次级债的整体久期明显长于券商次级债；品种整体流动性偏弱。**

从近 4 个季度的债基重仓频次来看，受体量规模较小和久期偏长限制，公募债基对保险次级债的重仓频次明显低于银行二永债和券商次级债；其中，对平安寿险、新华保险、中国财险、中邮保险、太平财险、建信人寿持有频次相对较高。

随着近年来的资产荒行情演绎，保险次级债品种的收益率已经降至很低位置，隐含 AA+、AA 级别的收益率在 2.5% 以上的保险资本补充债基本都在 3-5 年；保险永续债收益率目前在 2.6%-2.7%，但行权久期基本都在 4-5 年，意味着想要在保险次级债品种获得超过 2.5% 的相对高收益，基本都需要拉长久期至 3 年以上，并承担估值波动放大的风险，配置性价比较为有限。

表22：各品种保险次级债平均估值和存续规模统计

平均估值 (%)		隐含评级	0.5-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y
保险资本补充债	AA+		2.16	-	2.38	2.53
	AA		2.27	2.45	2.44	2.61
	AA-		2.29	2.53	2.74	2.81
保险永续债	AA+		-	-	-	2.63
	AA		-	-	-	2.70
存续余额 (亿元)		隐含评级	0.5-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y
保险资本补充债	AA+		100	-	180	1025
	AA		75	368	70	161
	AA-		39	88	111	170
保险永续债	AA+		-	-	-	495
	AA		-	-	-	33

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表23：2024 年 10 月 31 日主要保险主体收益率和债基持仓频次统计 (次, bp)

保险	次级债余额	隐含评级	债基持仓频次				资本补充债 (%)				企业性质
			23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	1Y 收益率	变动	3Y 收益率	变动	
平安寿险	200.00	AA+	23	24	21	26	2.26	15	-	-	公众企业
中邮保险	160.00	AA	9	7	11	17	2.25	12	2.49	-	央企
新华保险	300.00	AA+	2	5	9	8	2.18	10	2.43	-	央企
太平财险	30.00	AA	4	3	4	6	2.25	-	-	-	央企
中国财险	80.00	AA+	5	2	2	6	2.16	-	-	-	央企
建信人寿	140.00	AA	2	1	4	4	2.25	11	2.49	27	央企
太平人寿	260.00	AA+	1	1	1	4	2.18	-	2.43	26	央企
阳光财险	50.00	AA-	1	2	2	3	3.03	-	-	-	公众企业

太保产险	100.00	AA+	1	1	1	3	-	-	2.43	26	公众企业
英大人寿	29.00	AA-	2	1	1	2	2.33	12	-	-	央企
人保再保险	20.00	AA	1	1	1	2	2.24	11	2.49	-	央企
交银康联人寿	48.00	AA	3	2	2	2	2.24	11	2.49	-	央企
中再寿险	50.00	AA	1	1	1	2	-	-	2.49	27	央企
工银安盛人寿	50.00	AA	1	1	1	2	-	-	2.49	27	央企
农银人寿	70.00	AA+	1	1	2	2	2.16	8	2.48	26	央企
国华人寿	60.00	A	1	1	1	1	7.40	55	7.88	-	民企
幸福人寿	60.00	A	1	1	1	1	-	-	7.16	-	央企
北京人寿	14.00	A	1	1	1	1	3.63	-	4.12	31	公众企业
合众人寿	20.00	A	1	1	1	1	3.49	14	3.92	-	中外合资
横琴人寿	11.00	A	1	1	1	1	3.19	14	-	-	民企
同方全球人寿	5.00	A	1	1	1	1	3.11	9	3.54	-	中外合资
利安人寿	50.00	A+	1	1	1	1	-	-	3.30	31	地方国企
国任保险	30.00	AA-	1	1	1	1	-	-	3.19	32	地方国企
阳光人寿	120.00	AA-	1	1	1	1	2.64	28	2.94	-	公众企业
中华财险	20.00	AA-	1	1	1	1	2.49	13	2.79	-	央企
长城人寿	20.00	A+	1	1	1	1	2.61	16	3.02	-	地方国企
中银三星人寿	28.00	AA	1	2	1	1	2.25	5	-	-	央企
太平再保险(中国)	13.00	AA	1	1	1	1	-	-	2.59	27	央企
泰康养老	60.00	AA-	1	1	1	1	-	-	2.64	32	民企
英大财险	15.00	AA-	1	1	1	1	-	-	2.64	32	央企
紫金保险	25.00	AA-	1	1	1	1	-	-	2.64	-	地方国企
招商仁和人寿	39.00	AA-	1	1	1	1	2.33	13	2.64	32	央企
中英人寿	40.00	AA-	1	1	1	1	2.31	16	-	-	中外合资
中信保诚人寿	40.00	AA	1	1	1	1	2.29	11	2.54	-	公众企业
中再产险	80.00	AA	1	1	1	1	2.25	12	2.49	27	央企
中国人寿财险公司	45.00	AA	1	1	1	1	2.26	12	-	-	央企
光大永明人寿	42.70	AA	1	1	1	1	2.29	15	-	-	央企
中国人保集团	120.00	AA+	1	1	1	1	-	-	2.43	26	央企
人保寿险	120.00	AA+	1	1	1	1	-	-	2.43	26	央企
人保健康	55.00	AA+	1	1	1	1	-	-	2.43	26	中外合资

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

9 租赁债: 金租可挖掘空间不大, 商租优选央国企背景

9.1 行业热点跟踪

9.1.1 热点一: 地方化债再发力背景下, 有利也有弊

2024 年地方化债继续发力, 2 月份出台“14 号文”, 规定 19 个非重点省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区, 获批后参照 12 个重点省份相关政策执行; 7 月份, 监管层再度下发“134 号文”, 其核心在于延长“35 号文”相关适用期限, 同时扩大置换范围; 8 月份, 下发“150 号文”, 主要针对融资平台的退出明确了几点要求; 10 月, 财政部部长提出, 拟一次性增加较大规模债务限额, 置换地方政府存量隐性债务, 加大力度支持地方化解债务风险, 此外还提出将积极研究出台有利于房地产平稳发展的增量措施, 允许专项债券用于土地储备或收购存量商品房。

地方化债持续发力，对租赁平台有利也有弊，正面影响包括：

1、对于平台业务较多的租赁公司利好较多，可以获得一波置换回款，尤其是聚焦城投业务&聚焦重点省份的租赁公司。之所以强调重点省份，一方面是因为重点省份能获得的额度和支持更多，化债工具更多，非标置换落地案例多，例如重庆、广西；另一方面是因为目前来看很多非重点省份的化债进度都偏慢，省内落地的非标置换都很少。

2、134号文中将平台双非债务纳入置换范围，双非债务基本多集中在信托贷款、租赁贷款中，会对双非债务较多的租赁平台有所利好。但134号文中对双非债务的认定较为严格，这块置换增量可能不会很多。

3、后续租赁平台的债券或更受市场关注。考虑到在隐债置换的过程中，可能会有一定规模的城投债券被置换，而当下监管层对于城投新增发债的审核仍未放松，因此后续城投债“资产荒”问题可能更加突出，市场挖掘资金可能会加大挖掘租赁、AMC这类跟城投平台关系紧密，同时市场关注度偏低的小众板块。

负面影响：

1、以城投业务为主的租赁平台的后续展业可能比较难，存在转型压力。134号文里面有提到“平台转型后市场化经营主体的新增融资需求应优先通过贷款、债券融资；严禁通过地方金融类资产交易场所和区域性股权市场新增债务；严控通过信托、资管、融资租赁、私募基金、民间借贷等渠道新增债务”，即意味着退平台之后的城投公司也很难新增租赁贷款。

9.1.2 热点二：金租行业迎新规

2024年9月20日，国家金监局正式发布了《金融租赁公司管理办法》，新办法有九章共99条对旧的管理办法进行了全面修订，自2024年11月1日起正式施行，新规主要变化体现在以下六个方面：

1、提升行业准入门槛。包括：明确注册资本金的最低限额为人民币10亿元；主要出资人的类型新增“国有金融资本投资、运营公司”和“境外制造业大型企业”两类。

2、主要出资人的持股比例由“不低于30%”提高至“不低于51%”。金监总局负责人表示，该项调整主要有三点考虑：一是从近年监管实践来看，提升主要出资人持股比例有利于压实股东责任，更好发挥股东资源优势，促进股东积极发挥支持作用；二是有利于提高决策效率，避免由于股权过度分散导致公司治理失效失衡等问题；三是有利于明确金融机构的大股东和实际控制人，防范股东通过代持、隐瞒一致行动关系等方式规避监管、违规操控甚至掏空金融租赁公司等问题。

3、进一步完善监管指标体系。新增杠杆率、财务杠杆倍数、租赁应收款拨备率、流动性比例、流动性覆盖率等指标，并优化拨备覆盖率和同业拆借比例监管指标。

4、调整可用于金融租赁的租赁物范围和租赁物适格性，将“设备资产”“生产性生物资产”等纳入适格租赁物。

5、首次明确金融租赁公司可在全国范围内开展业务。

9.2 投资策略：金租可挖掘空间不大，商租优选央企国企背景

金租公司的股东以国有行、股份行和中小城农商行等银行为主，银行股东能为金租公司提供更顺畅的融资途径、更优质的业务资源、更多的资本补充渠道；因此金租公司通常资本金体量更大，综合实力更强，金租债的收益率整体也偏低。

此外，2020年银保监会发布《中国银保监会非银行金融机构行政许可事项实施办法》中提到“主要股东应当在必要时向金融租赁公司补充资本，在金融租赁公司出现支付困难时给予流动性支持”，因此股东的综合实力很重要。

投资建议：(1) 兴业金租、华夏金租、农银金租、招银金租、建信金租、工银金租、光大金租、苏银金租、浦银金租、永赢金租等收益率与银行母公司二永债收益率利差多在5bp以内，差距较小，且流动性水平会明显弱于银行母公司二永债，整体性价比低于银行母公司二永债。

(2) 国银金租、昆仑金租、江苏金租、浙银金租、民生金租、山东汇通金租与母公司收益率利差相对交足，具有性价比，且股东背景强，可适当拉长期至3年。

表24：2024年10月31日主要金租主体收益率和债基持仓频次统计（次、bp）

金租简称	隐含评级	债基持仓频次				租赁收益率(%)		控股母公司	母公司收益率(%)		“子-母”利差	
		23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	1Y	3Y		1Y	3Y	1Y	3Y
工银金租	AAA-	2	3	2	8	-	2.31	中国工商银行股份有限公司	2.09	2.25	-	6
招银金租	AAA-	5	5	6	7	-	2.31	招商银行股份有限公司	2.14	2.35	-	-4
交银金租	AAA-	1	5	5	6	-	2.33	交通银行股份有限公司	2.09	2.26	-	7
江苏金租	AA+	2	2	4	5	2.15	2.38	江苏交通控股有限公司	2.11	2.30	4	8
苏银金租	AAA-	1	3	2	5	2.14	2.34	江苏银行股份有限公司	2.17	-	-2	-
国银金租	AAA-	1	1	3	4	-	2.33	国家开发银行	1.72	1.88	-	44
民生金租	AA+	4	5	3	3	2.29	2.54	中国民生银行股份有限公司	2.20	-	9	-
浦银金租	AAA-	8	6	7	3	2.12	-	上海浦东发展银行股份有限公司	2.10	-	2	-
光大金租	AAA-	1	3	8	3	-	2.32	中国光大银行股份有限公司	-	2.32	-	0
兴业金租	AAA-	1	4	2	3	-	2.30	兴业银行股份有限公司	2.10	2.32	-	-2
农银金租	AAA-	4	2	3	2	-	2.31	中国农业银行股份有限公司	2.09	2.26	-	5
山东汇通金租	AA	1	1	2	1	-	2.79	山东省国有资产投资控股有限公司	-	2.41	-	37
稠州金租	AA	1	1	1	1	-	2.61	浙江稠州商业银行股份有限公司	2.73	3.07	-	-46
浙银金租	AA+	3	4	3	1	2.24	2.46	浙商银行股份有限公司	-	2.35	-	11
昆仑金租	AA+	1	1	1	1	-	2.38	中国石油天然气集团有限公司	-	2.25	-	13
江南金租	AA+	1	1	1	1	-	2.38	江苏江南农村商业银行股份有限公司	2.28	2.51	-	-13
永赢金租	AAA-	1	2	3	1	-	2.36	宁波银行股份有限公司	2.13	2.35	-	1
建信金租	AAA-	2	1	3	1	-	2.31	中国建设银行股份有限公司	2.09	2.26	-	5
华夏金租	AAA-	2	1	3	1	-	2.31	华夏银行股份有限公司	-	2.32	-	-2

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：母公司为商业银行的，则选择其二级资本债的1Y和3Y收益率，其中江南农商行、江苏银行、招商银行由于没有合适的二级资本债，则选择永续债的1Y和3Y收益率。

融资租赁行业作为资本密集型行业，资本实力对于商租公司后续的开展业务能力、抗风险能力都很重要，从仍有存续信用债的商租公司的实收资本规模来看，商租公司内部资质分化较大。目前，租赁行业仅西藏金租、渤海商租、上实租赁出现了债券违约/展期的情况，三家都为民营类租赁公司，且西藏金租的大股东（东旭集团）、渤海商租的大股东（海航集团）均已违约，股东影响较大。

而对于一些央国企背景、股东实力较强的商租公司，大股东在资本补充、业务资源、客户资源等方面都能大力支持，我们认为整体风险较为可控，央国企背景的商租公司出现极端风险的情况较低，**因此商租平台建议优选央国企平台。**

投资建议: (1) 1年期收益率在2.3%-2.6%的相对高收益主体中, 建议关注平安租赁、海通恒信租赁、浙商租赁、深圳租赁、财通租赁等平台, 股东背景均较强, 且有区位优势, 可做收益挖掘, 但久期建议控制在1-2年左右。

(2) 1年期收益率在2.15%-2.3%的中等收益率主体中, 建议关注华电租赁、华能天成租赁、国网租赁、招商租赁、国新租赁等平台, 债基持仓频次相对较高, 债券流动性偏强, 且多跟母公司有着10-20bp的利差, 母公司背景雄厚, 安全垫较强, 久期可适度拉长至3年, 收益率约2.4%-2.5%。

表25: 2024年10月31日主要商租主体收益率和债基持仓频次统计(次、bp)

商租简称	隐合 评级	债基持仓频次				租赁收益率(%)		控股母公司	母公司收益率(%)		“子-母”利差	
		23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	1Y	3Y		1Y	3Y	1Y	3Y
平安租赁	AA+	8	15	12	13	2.56	3.07	中国平安保险(集团)股份有限公司	-	-	-	-
一汽租赁	AA+	3	6	6	9	2.19	-	一汽资本控股有限公司	-	-	-	-
国新租赁	AA+	2	7	3	6	2.19	2.42	中国国新控股有限责任公司	2.12	2.33	7	9
国网租赁	AA+	2	1	1	6	2.19	-	国家电网有限公司	2.01	2.25	17	-
中航租赁	AA+	2	5	6	6	2.16	2.42	中航工业产融控股股份有限公司	-	2.41	-	0
远东租赁	AA	10	3	5	5	3.06	4.00	远东宏信有限公司	-	-	-	-
海通恒信租赁	AA+	2	4	4	5	2.31	2.53	海通证券股份有限公司	-	-	-	-
华能天成租赁	AA+	1	2	1	4	2.24	2.49	华能资本服务有限公司	2.13	2.33	11	16
越秀租赁	AA+	3	1	1	4	2.21	2.46	广州越秀资本控股集团有限公司	2.24	2.46	-3	-1
融和租赁	AA+	1	2	1	4	2.16	2.46	电投融和新能源发展有限公司	2.18	2.48	-1	-2
大唐租赁	AA	1	2	1	3	2.25	2.51	中国大唐集团资本控股有限公司	2.20	2.43	5	8
中核租赁	AA+	1	2	2	3	2.18	2.44	中国核工业集团有限公司	2.07	2.28	11	15
招商租赁	AA+	1	2	3	3	2.17	2.42	招商局集团有限公司	2.07	2.28	9	14
城投租赁	AA	1	1	1	2	2.56	-	青岛城市建设投资(集团)有限责任公司	2.23	-	33	-
华电租赁	AA	1	3	3	2	2.25	2.50	中国华电集团有限公司	2.07	2.28	18	23
易鑫租赁	AA-	1	1	1	1	2.90	-	鑫车投资(上海)有限公司	-	-	-	-
狮桥租赁	AA-	1	1	1	1	2.88	-	中央汇金投资有限责任公司	2.01	2.25	87	-
山东财金租赁	AA	1	1	1	1	-	3.26	山东省财金投资集团有限公司	2.18	2.42	-	85
兴泰融资租赁	AA	1	1	1	1	-	3.15	合肥兴泰金融控股(集团)有限公司	2.19	2.42	-	73
江西金控租赁	AA	1	1	1	1	-	3.09	江西省金融控股集团集团有限公司	2.35	2.65	-	45
国泰租赁	AA	1	2	2	1	2.54	-	山东国惠投资控股集团集团有限公司	2.36	2.60	19	-
深圳租赁	AA	1	1	1	1	2.52	2.81	深圳市资本运营集团有限公司	2.19	2.42	33	39
平安点创租赁	AA	1	1	1	1	2.49	-	-	-	-	-	-
天合租赁	AA	1	1	1	1	2.49	-	广东恒健投资控股有限公司	2.13	2.33	37	-
康富租赁	AA	1	1	1	1	2.45	-	电投融和新能源发展有限公司	2.18	2.48	28	-
中关村租赁	AA	1	1	1	1	2.42	-	北京中关村科技创业金融服务集团有限公司	2.71	2.95	-29	-
浙商租赁	AA	1	1	1	1	-	2.64	浙江省交通投资集团有限公司	2.07	2.27	-	37
中飞租赁	AA	1	1	1	1	2.40	2.63	中国飞机租赁集团控股有限公司	-	-	-	-
财通租赁	AA	1	1	1	1	2.35	-	无锡市建设发展投资有限公司	2.24	2.40	12	-
安吉租赁	AA	1	1	1	1	2.35	-	上海汽车集团金融控股有限公司	2.18	2.41	17	-
环球租赁	AA	1	3	1	1	2.30	2.56	中国通用技术(集团)控股有限责任公司	2.12	2.33	18	24
国控租赁	AA	2	1	4	1	2.30	2.56	国药控股股份有限公司	2.12	2.32	18	24
国投租赁	AA+	1	1	1	1	2.29	-	国家开发投资集团有限公司	2.07	2.28	22	-
芯鑫租赁	AA+	1	1	1	1	2.29	2.50	浙江鸿鹄半导体产业集团有限责任公司	-	-	-	-
茅台租赁	AA	1	1	1	1	2.27	-	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	-	-	-	-

南航租赁	AA+	1	1	1	1	2.26	-	中国诚通控股集团有限公司	2.12	2.33	14	-
华宝租赁	AA	1	1	2	1	2.25	2.48	华宝投资有限公司	2.18	2.40	7	7
广东能源租赁	AA	1	1	1	1	-	2.50	广东省能源集团有限公司	-	2.28	-	22
华润租赁	AA+	1	1	1	1	2.25	2.49	华润租赁(香港)有限公司	-	-	-	-
海发宝诚租赁	AA	4	2	1	1	2.25	2.61	中远海运发展股份有限公司	2.12	2.33	13	28
三峡租赁	AA	1	1	1	1	2.25	-	三峡资本控股有限责任公司	2.12	2.33	12	-
中广核租赁	AA	1	1	1	1	2.24	-	中国广核集团有限公司	1.92	2.28	32	-
国能租赁	AA	1	1	1	1	2.24	-	国家能源集团资本控股有限公司	2.17	2.38	7	-
中建投租赁	AA	1	1	1	1	2.24	2.51	中国建银投资有限责任公司	2.13	2.33	11	18
中交租赁	AA+	1	2	1	1	2.24	2.47	中交资本控股有限公司	2.19	2.41	5	5
东航租赁	AA+	1	1	1	1	-	2.41	中国东方航空集团有限公司	-	2.28	-	14

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

10 AMC 债券: 兼具低风险和收益率, 存在高收益挖掘机会

10.1 行业热点跟踪

10.1.1 热点一: 长城资产扭亏为盈, 国厚资产债务违约

长城资产扭亏为盈: 长城资产在经历了 2021 年和 2022 年分别巨亏 86 亿元和 453 亿元之后, 持续回归主业, 2023 年和 2024 年 Q1 实现扭亏为盈。2023 年和 2024Q1 分别实现归母净利润 15.51 亿元和 1.12 亿元, 长城资产在 2023 年年报中称“2023 年公司持续深耕主责主业, 资产处置化解成效明显, 主业资产结构有效优化, 管理水平全面提升, 经营业绩实现扭亏为盈”。

国厚资产债务违约: 2024 年 1 月 2 日, 国厚资产公告披露, 公司到期违约债务约 2.98 亿元, 公司名下部分资产被冻结、查封、扣押, 其在公司公告中披露了两条违约原因: “一是受宏观经济下行影响, 公司部分资产包处置不达预期, 导致公司资金回收不达预期; 同时公司投资的部分股权也未能按照计划退出, 导致流动性紧张; 二是由于融资环境近几年发生较大变化, 公司有息负债不断被压缩, 宏观去杠杆导致公司再融资面临一定挑战”。

同时结合早年华融资产的风险事件, 我们发现:

1、四大 AMC 具有特殊性。四大 AMC 中华融、长城均出现过风险情况, 但最后均得到了有效的协调和化解, 目前已重新步入正轨, 四大 AMC 整体安全边际仍较高。

2、非主业投资存在风险。在早年四大 AMC 的市场化转型过程中, 四大 AMC 不断对一些出现财务或经营问题的证券公司、信托公司等金融机构进行托管、清算和重组。此外, 加上自行的并购收购, 四大 AMC 都各自建立了自己的金控集团。

但随着四大 AMC 的各类子公司的风险逐步暴露, 中央纪委国家监委在 2021 年 1 月发布的《赖小民案以案促改工作启示》提出“乱办金融、乱搞同业、乱加杠杆、乱做表外业务等违法违规问题突出, 处置不当极易引发重大金融风险; 银保监会以开展子公司清理整合为切入口, 择机退出与主业协同效应不高、经营效益较差的金融持牌机构, 推动华融、长城、东方、信达 4 家公司整合撤并 56 家子公司”。AMC 行业在监管的要求下开始逐步回归主业。

3、民营 AMC 风险相对较高。以国厚资产为代表的民营控股的地方 AMC, 资本金体量通常较小, 受制于此形成了以投资业务、类信贷业务等为主的业务特征, 不良资产主业的占比通常较低; 而在近年来的经济下行周期中, 投资、类信贷等业务通常易爆发信用事

件，同时民营系 AMC 的股东通常难以提供较大的资本支持，我们认为民营 AMC 整体风险相对较高。

10.1.2 热点二：地方 AMC 管理办法或将出台，未来行业监管存在不确定性

金监总局对十四届全国人大二次会议第 8632 号建议的答复中明确表示：正在会同财政部等部门研究制定地方资产管理公司监管办法，即 2021 年下发的《地方资产管理公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》，或即将正式落地，监管将从：限制展业区域、专注主业、限制不良资产业务占比、控制杠杆率、资本管理等五个维度对地方 AMC 行业进行全面规范；对于部分地方 AMC 主体来说，将面临一定的业务转型压力，未来行业监管存在不确定性。

回顾《地方资产管理公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》的重要条款：

（1）限制展业区域：地方 AMC 开展收购、经营、管理、处置金融机构不良资产，以及受托经营、管理、处置金融机构不良资产等业务，应仅限于本省、自治区、直辖市、计划单列市范围内。征求意见稿强调地方 AMC 展业区域问题，我们认为展业区域的限制对于一些本地不良资产市场供给不足的经济欠发达省份的 AMC 主体的影响较大。

（2）专注主业：要求地方 AMC 每年新增投资额中，主营业务投资额占比应不低于 50%。地方 AMC 相比四大 AMC 明显更加聚焦主业，但也有不少主体内业务种类较为繁杂，包括一些与不良资产处置业务相配套的业务、股权、债权的投资类业务、以及一些实体类业务，此类主体将面临一定的业务结构调整压力。

（3）限制非金融不良资产业务占比：要求地方 AMC 每年收购金融机构不良资产投资额占比应不低于 25%。该条款对于以非金融不良资产业务为主的地方 AMC 的影响较大。

（4）控制杠杆率：谨慎选择融资渠道，未经批准不得向社会公众发行债务性融资工具，融入资金的余额不得超过其净资产的 3 倍。不良资管行业的业务特征决定其需要举债经营，有着高杠杆的特征，此条例主要是为了防止地方 AMC 过度加杠杆，控制风险外溢。

（5）资本管理：要求地方 AMC 应当建立稳健的资本管理政策、制度及实施流程，建立可持续发展的资本补充机制。由于地方 AMC 属于非金融机构，因此监管并未对其资本充足性方面提出指标上的要求。

10.2 投资策略：兼具低风险和收益率，存在高收益挖掘机会，建议久期控制在 2 年以内

AMC 债券兼具低风险与收益性。从四大 AMC 来看，目前属于央企序列中收益相对较高的。历史上仅国厚资产一例出现债券展期情形，考虑到华融、长城等主体历史风险案例均得到了有效的协调和化解，整体市场对其违约预期很低，信用认可度较高。而地方 AMC 作为地方救助银行的风险防范的最后一道防火墙，其特殊政治意义也很高，往往在地方防范化解债务风险问题中发挥着非常核心的作用。

可通过母子公司收益率利差，关注 AMC 债券收益性价比问题。除了四大 AMC，绝大部分地方 AMC 多由当地金控平台控股，我们认为可关注 AMC 子公司和母公司之间的利差水平来判断 AMC 债券是否有投资性价比：

（1）倘若利差过低，则直接购买母公司债券性价比更高，因为母公司多为当地金控平台，通常会持股/控股多个金融牌照，其重要性会强于单独一个 AMC 牌照。例如，资质偏强的上海资产、广州资产、山东金融资产、河南资产、苏州资产、江苏资产、浙商资产、川

发资产、湖南财信资产等都跟母公司利差在 10bp 以内或小额为负，收益性价比偏低，投资母公司债券性价比更高。

(2) 若利差较高，则具有收益性价比，可做进一步信用资质的判断。例如招商平安资产、华润渝康资产、深圳资产等跟母公司利差均超 20bp；厦门资产、中原资产跟母公司利差约 15bp 左右。

投资建议：(1) 1 年期收益率在 2.3%-2.6% 的相对高收益主体中，建议关注华润渝康资产、深圳资产、陕西金融资产，控股母公司实力都较强，部分“子-母”利差超 20bp，收益性价比比较高，但久期建议控制在 2 年以内，抵御行业波动风险。

(2) 1 年期收益率在 2.10%-2.3% 的中等收益率主体中，建议关注兴业资产、招商平安资产、川发资产、江苏资产，区域较优，股东实力强，地位较高，此类主体久期可适度拉长至 3 年。

表26：2024 年 10 月 31 日主要 AMC 主体收益率和债基持仓频次统计（次、bp）

AMC 简称	隐含评级	债基持仓频次				AMC 收益率 (%)		控股母公司	母公司收益率 (%)		“子-母”利差	
		23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	1Y	3Y		1Y	3Y	1Y	3Y
东方资产	AAA-	11	20	25	30	2.16	2.41	中华人民共和国财政部	-	-	-	-
信达资产	AAA-	6	6	10	16	2.20	2.44	中华人民共和国财政部	-	-	-	-
长城资产	AA+	2	7	5	6	-	2.77	中华人民共和国财政部	-	-	-	-
浙商资产	AA+	3	1	3	6	2.21	2.49	浙江省国际贸易集团有限公司	2.36	2.59	-15	-10
广州资产	AA+	4	6	7	5	2.14	2.43	广州越秀资本控股集团股份有限公司	2.18	2.38	-3	4
上海资产	AAA-	4	3	4	3	2.13	2.33	上海国际集团有限公司	2.10	2.31	3	2
招商平安资产	AA+	1	1	1	2	2.28	2.51	招商局集团有限公司	2.07	2.29	20	22
川发资产	AA	1	1	1	2	2.26	2.48	四川金融控股集团股份有限公司	2.19	2.42	7	6
兴业资产	AA+	2	2	4	2	2.24	2.51	兴业国信资产管理服务有限公司	2.25	2.49	-1	2
山东金融资产	AA+	5	5	3	2	2.14	2.38	山东省鲁信投资控股集团有限公司	2.22	2.43	-8	-5
津融资产	AA-	1	1	1	1	2.89	-	天津津融投资服务集团有限公司	-	-	-	-
江西金融资产	AA	2	1	1	1	2.52	2.74	萍乡市投资发展集团有限公司	-	-	-	-
华润渝康资产	AA	1	1	1	1	2.50	-	华润金控投资有限公司	2.13	2.33	37	-
厦门资产	AA	1	1	1	1	2.35	2.59	厦门金圆投资集团有限公司	2.22	2.54	13	5
中原资产	AA	1	1	1	1	2.35	2.58	河南投资集团有限公司	2.20	2.41	14	17
陕西金融资产	AA	1	1	1	1	2.35	2.57	陕西财金投资管理有限责任公司	-	-	-	-
内蒙古资产	AA	1	1	1	1	2.30	-	内蒙古自治区财政厅	-	-	-	-
深圳资产	AA+	1	1	1	1	-	2.53	深圳市投资控股有限公司	-	2.28	-	26
湖南财信资产	AA	1	1	1	1	2.25	2.50	湖南财信金融控股集团股份有限公司	2.19	2.41	6	9
江苏资产	AA+	1	1	1	1	2.24	2.47	无锡市国联发展(集团)有限公司	2.18	2.42	6	5
河南资产	AA+	1	1	1	1	2.19	2.43	河南投资集团有限公司	2.20	2.41	-1	2
苏州资产	AA+	1	1	1	1	2.19	2.43	苏州市财政局	-	-	-	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表27: 部分收益偏高 AMC 主体的主要信用关注点

AMC 主体	主要信用关注点
广西资产	资产体量 155 亿元, 偏小, 且 2023 年资产缩表, 净利润下滑 35%; 资产端流动性主要依靠股东支付的其他应付款, 其他主要是不良资产投资, 变现存在一定的不确定性; 金融不良收购折扣率高于大部分同业, 非金不良收购折扣率低于大部分同业, 不良业务的经营存在瑕疵。
云南资产	资产体量 99 亿元, 偏小, 资产实际流动性较弱; 前十大金融、不良资产包的收购成本占存续金融不良合计收购成本的 91.11%, 集中度较高; 公司存续金融资产包大部分于 2017 年收购, 折价率普遍在 60% 以上, 收购成本偏高, 且处置周期较长, 未来金融不良资产包处置情况恐不及预期。
贵州资产	2023 净利润下滑超 50%, 区域偏弱, 公开资料较少。
津融资产	资产体量 58 亿元, 偏小, 2023 净利润下滑 11%; 公司展业时间尚短, 业务种类、经营模式都较为简单; 客户以天津市本地国有企业为主, 项目集中度较高。
安徽中安资产	同区域的国厚资产已违约, 有一定舆情冲击; 资产体量 101 亿元, 偏小; 5 个项目出现应收本金或重组补偿金逾期 (宏图三胞高科技术有限公司、金洲慈航股份有限公司、上海嘉顿国际贸易有限公司、长城国际动漫游戏股份有限公司和北讯集团股份有限公司), 逾期金额合计 14.82 亿元, 计提减值准备合计 8.33 亿元, 关注逾期项目后续处置情况。
益航资产	成立时间较短, 2023 年净利润下滑 18%; 公司存在 2 笔非金融不良资产处置类业务存在风险, 金额合计 2.96 亿元, 涉及企业均为四川蓝光发展; 金融类不良资产余额占比仅 15%, 后续存在业务转型压力。
华润渝康资产	2023 年资产缩表, 资产负债率 71%; 2020 年 9 月正式引入华润金控作为战略投资者, 展业初期投资的部分股权项目, 受区域经济环境及资本市场变化影响, 或面临一定退出困难。
江西资产	实收资本仅 30 亿元, 资本规模偏小; 2023 年资产负债率 78%, 短期债务占比 62%, 债务负担较重; 前十大非金融项目回收率为 29.12%, 回收情况一般, 存在一定的处置回收压力。

资料来源: YY 评级, 评级报告, 浙商证券研究所

11 风险提示

历史数据无法代表未来: 对历史收益率和利差的复盘与回顾更多是对过往的总结, 考虑到当前宏观背景、政策环境以及债市供需结构出现较大变化, 过往经验对未来的指示意义可能不大。

政策发生重大变化可能导致策略失效: 信用债利差低位, 若各行业政策出现重大变动, 可能引导市场预期发生变化, 最终导致各板块信用策略失效。

债券投资评级说明

利率债：以报告日后的3个月内利率债净价涨跌幅为评级标准，定义如下：

- 1.增 持：利率风险下降，净价存在上涨空间；
- 2.中 性：利率风险平稳，净价存在小幅波动；
- 3.减 持：利率风险上升，净价存在下跌空间。

信用债：以报告日后的3个月内信用债净价涨跌幅为评级标准，定义如下：

- 1.增 持：信用风险下降，净价存在上涨空间；
- 2.中 性：信用风险平稳，净价存在小幅波动；
- 3.减 持：信用风险上升，净价存在下跌空间。

可转债：以报告日后的3个月内转债价格相对于中证转债指数涨跌幅为评级标准，定义如下：

- 1.增 持：转债表现强于中证转债指数；
- 2.中 性：转债表现与中证转债指数持平；
- 3.减 持：转债表现弱于中证转债指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。建议：投资者买入或卖出相关债券取决于机构/个人的实际情况及相应策略需求，如当前持仓结构、资金流动性需求等其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级进行单一决策。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>