

投资主题

报告亮点

通过券商债进行全方位梳理与总结，以期对投资者提供系统性学习手册。首先对券商债分类、资金用途、监管审核进行总结，然后将券商债各品种条款特征进行梳理，包括清偿顺序、发行期限、赎回限制、发行规模限制等，并横向对比银行二永债、保险次级债等大金融债品种，总结归纳不同细分品种与券商债的异同。与此同时，梳理历史以来券商债重大政策与行业风控指标及监管要求，发现券商普通债发展最早，其次为券商短融，最后为券商次级债，证监会目前建立了以净资本和流动性为核心的证券公司风险控制指标体系，主要风控指标包括风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率、净稳定资金率等。最后对券商债发行与存量情况进行全方位分析，包括近十年发行规模、发行期限结构、发行企业性质以及存量债分布。

从五大视角看当前券商债投资价值分析，包括供给展望、需求结构、收益率水平、成交流动性、不赎回风险。1、供给展望方面，权益市场有望修复，券商债净融资或将上升；2、需求结构方面，基金、保险、理财等机构或为主要需求方；3、收益率水平方面：今年以来券商债各品种收益率大幅下行，关注2-3年券商次级债品种溢价机会；4、成交流动性：近一年券商次级债换手率中枢有所下行，当前流动性低于银行二永债、保险次级债，其中券商一般次级债流动性优于永续次级债；5、不赎回风险：主要为私募一般次级债，未来潜在不赎回风险较低。

投资逻辑

券商债作为大金融债的重要组成部分，具有免征票息增值税、久期相对较短、品种条款较好、尾部信用风险可控等特征，同时券商行业存在严格的合规风控监管以及较高的系统重要性，整体信用资质较优。其中券商次级债相对券商普通债存在一定溢价，当前收益挖掘机会值得关注。

目 录

一、 当前券商债价值挖掘综述	5
二、 券商债市场概况与条款特征.....	7
(一) 分类、资金用途与监管审核	7
(二) 券商债各品种条款特征梳理	8
(三) 券商次级债 VS 银行二永债、保险次级债.....	9
三、 券商债重大政策与行业监管框架	11
(一) 历史以来券商债重大政策梳理	11
(二) 证券公司风险控制指标与监管要求	13
四、 券商债发行与存量概况.....	14
(一) 发行规模：与权益市场景气度高度相关，近年来公募发行占比超九成 ...	14
(二) 期限结构：普通债大多 3 年期以内，一般次级债以 3 年期为主	15
(三) 企业性质：券商债发行以央国企为主，民营发行以非次级债为主	16
(四) 存量分布：普通债占七成，隐含评级以 AA+及以上为主.....	17
五、 券商债投资价值分析	18
(一) 供给展望：权益市场有望修复，券商债净融资或将上升	18
(二) 需求结构：基金、保险、理财等机构或为主要需求方	19
(三) 收益率水平：关注 2-3 年券商次级债品种溢价机会	19
(四) 成交流动性：换手率中枢有所下行，显著低于银行二永债	20
(五) 不赎回风险：主要为私募一般次级债，未来潜在不赎回风险较低	21
六、 风险提示	22

图表目录

图表 1	大金融债各品种收益率比价及分位数水平（截至 2024 年 5 月 17 日）	5
图表 2	当前信用债各品种期限利差情况（截至 2024 年 5 月 17 日）	6
图表 3	券商次级债存续规模 TOP30 主体分期限与品种收益率概览（截至 2024 年 5 月 10 日）	6
图表 4	券商债分类、资金用途与监管审核全览	7
图表 5	券商债分品种条款特征梳理	8
图表 6	券商一般次级债、银行二级资本债、保险资本补充债条款对比	9
图表 7	券商永续次级债、银行永续债、保险永续债、非金融永续债条款对比	10
图表 8	历史以来券商债重大政策梳理	12
图表 9	证券公司风险控制指标及监管要求汇总	13
图表 10	券商债发行规模与权益市场景气度高度相关	15
图表 11	近年来券商债各品种不同发行方式下发行规模结构（亿元）	15
图表 12	历年来券商普通债发行期限结构(亿元)	16
图表 13	历年来券商一般次级债发行期限结构(亿元)	16
图表 14	历年来券商债分企业性质发行情况	17
图表 15	2013 年以来分品种、企业性质发行情况	17
图表 16	当前存量券商债品种分布（亿元）	17
图表 17	当前存量券商债隐含评级分布（亿元）	17
图表 18	当前存量券商债剩余期限分布（亿元）	18
图表 19	当前存量券商债估值收益率分布（亿元）	18
图表 20	2024 年券商债净融资与存量规模展望（亿元）	18
图表 21	银行理财重仓券商债规模走势（亿元）	19
图表 22	公募基金重仓券商债规模走势（亿元）	19
图表 23	券商债分品种收益率走势（%）	20
图表 24	券商次级债减普通债品种溢价走势（BP）	20
图表 25	今年以来券商债收益率及分位数变化水平	20
图表 26	券商次级债 VS 银行二永债、保险次级债周度成交换手率走势	21
图表 27	历史以来券商债不赎回事件梳理	22

一、当前券商债价值挖掘综述

随着资产荒行情持续演绎以及化债政策对城投利差的快速压缩，信用债市场进入低利率的新阶段。为应对低利率环境，投资者普遍采取信用下沉与拉久期的高票息策略，收益挖掘思路逐渐由压平收益率曲线精细化至品种以及个券挖掘。券商债作为大金融债的重要组成部分，具有免征票息增值税、久期相对较短、品种条款较好、尾部信用风险可控等特征；同时券商行业存在严格的合规风控监管以及较高的系统重要性，整体信用资质较优。其中券商次级债相对普通债存在一定溢价，收益挖掘机会值得关注。

1、相较于银行二级资本债、保险次级债，券商次级债存在一定品种溢价，且估值波动较小以及条款更为友好，可关注 2-3 年期隐含评级 AA、AA+品种收益挖掘机会。低利率环境下信用债各品种收益率均处于历史较低水平，但从品种比价来看，券商次级债相对于其他大金融品种仍具有一定溢价，配置性价比相对较高。券商次级债适度拉长久期到2-3 年并进行信用下沉，受利率波动影响不大，同时可获得的票息收益性价比更高。

图表 1 大金融债各品种收益率比价及分位数水平（截至 2024 年 5 月 17 日）

期限	隐含评级	中债估值收益率(%)					历史分位数				
		中短票	银行二级资本	银行永续债	券商次级债	保险次级债	中短票	银行二级资本	银行永续债	券商次级债	保险次级债
1Y	AAA	2.07	2.13	2.18	2.15	-	3%	7%	5%	6%	-
	AA+	2.17	2.14	2.19	2.16	2.16	1%	6%	2%	7%	1%
	AA	2.22	2.19	2.26	2.19	2.21	0%	1%	2%	1%	1%
2Y	AAA	2.19	2.25	2.30	2.29	-	1%	2%	2%	6%	-
	AA+	2.29	2.27	2.31	2.30	2.30	1%	2%	2%	1%	1%
	AA	2.34	2.32	2.39	2.34	2.35	0%	2%	1%	1%	1%
3Y	AAA	2.32	2.34	2.39	2.36	-	2%	2%	2%	4%	-
	AA+	2.42	2.38	2.40	2.39	2.37	1%	2%	2%	1%	1%
	AA	2.48	2.43	2.48	2.51	2.42	0%	1%	1%	1%	1%
4Y	AAA	2.39	2.45	2.50	2.44	-	2%	3%	3%	5%	-
	AA+	2.50	2.49	2.51	2.47	2.50	1%	3%	3%	1%	2%
	AA	2.60	2.58	2.67	2.66	2.55	0%	2%	1%	1%	2%
5Y	AAA	2.45	2.50	2.54	2.48	-	1%	3%	2%	3%	-
	AA+	2.56	2.54	2.55	2.52	2.64	1%	3%	2%	1%	3%
	AA	2.66	2.66	2.83	2.72	2.70	0%	2%	2%	1%	3%

资料来源： ，

注：历史分位数起始日期为 2021 年 8 月 16 日，下同

2、当前券商次级债 1-3 年期收益率曲线较为陡峭，采取骑乘策略增厚收益可行性较高。从信用债各品种期限利差来看，当前 2-1Y 隐含评级 AAA-、AA+、AA 以及 3-2Y 隐含评级 AA 品种的期限利差较为充足，且流动性较好，可关注其骑乘策略带来的收益增厚机会。以 2-1Y 隐含评级 AAA-品种为例，具体操作为配置 2 年期隐含评级 AAA-券商次级债，持有 1 年后卖出获取骑乘策略带来的超额收益。

图表 2 当前信用债各品种期限利差情况 (截至 2024 年 5 月 17 日)

期限	等级	期限利差(BP)								
		信用债	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	银行二级资本债	银行永续债	券商次级债	保险次级债
2Y-1Y	AAA	12	12	12	12	12	12	12	14	14
	AA+	12	13	13	17	12	13	12	14	14
	AA	12	13	27	14	17	13	13	15	18
3Y-2Y	AAA	12	10	12	12	12	9	9	8	8
	AA+	12	10	13	18	12	11	9	10	8
	AA	13	9	30	15	18	11	9	18	8
4Y-3Y	AAA	7	5	8	7	7	11	11	8	13
	AA+	8	5	8	9	8	11	11	8	13
	AA	12	8	16	13	13	15	19	15	16
5Y-4Y	AAA	6	8	6	6	6	5	3	4	13
	AA+	6	10	6	7	6	6	3	5	14
	AA	13	11	8	6	6	9	15	6	29

资料来源： ，

注：大金融债次级债最高隐含评级均为 AAA-。

3、结合主体信用资质与收益率水平来看，当前券商次级债存续规模 Top30 主体收益率整体处于较低水平，其中 、 、天风证券等次级债挖掘价值相对较高， 可进行适当的信用下沉与拉久期。分期限来看，1 年以内天风证券一般次级债收益率相对较高，为 2.46%，隐含评级为 AA-；1-2 年 一般次级债、天风证券普通债收益率较高，分别为 2.51%、2.50%，隐含评级均为 AA；2-3 年 一般次级债、 一般次级债以及平安证券永续次级债收益率较高，分别为 2.66%、2.63%、2.56%，隐含评级分别为 AA、AA、AA+，配置性价比相对较高，收益挖掘机会值得关注。

图表 3 券商次级债存续规模 TOP30 主体分期限与品种收益率概览 (截至 2024 年 5 月 10 日)

发行人简称	存续次级债 次级债隐		券商普通债(%, 亿元)								券商一般次级债(%, 亿元)								券商永续次级债(%, 亿元)							
	规模(亿元)	含评级	0-1年	1-2年	2-3年	3-4年	4-5年	存续债规模	0-1年	1-2年	2-3年	3-4年	4-5年	存续债规模	0-1年	1-2年	2-3年	3-4年	4-5年	存续债规模						
中信建投	605.00	AAA-	2.09	2.19	2.31	2.38	2.45	700.00	2.01	2.24	2.36	-	-	310.00	2.14	-	2.38	2.45	2.55	295.00						
中国银河	525.55	AAA-	2.05	2.20	2.29	2.35	2.42	826.00	2.09	2.30	2.38	-	2.50	225.55	-	2.31	-	-	2.53	300.00						
华泰证券	397.00	AAA-	2.01	2.17	2.28	2.37	2.40	799.00	-	2.32	-	-	-	140.00	-	-	2.39	2.46	2.54	257.00						
招商证券	388.00	AAA-	1.96	2.15	2.27	2.40	-	1088.00	2.09	2.32	2.36	-	2.49	238.00	-	-	2.43	2.44	-	150.00						
申万宏源	375.00	AAA-	2.01	2.16	2.28	2.33	2.43	1052.00	2.12	2.33	-	-	2.49	108.00	-	-	2.37	2.46	2.54	267.00						
广发证券	370.00	AAA-	2.03	2.22	2.34	2.40	2.50	1114.00	2.17	2.35	2.42	2.47	-	125.00	-	-	2.49	2.55	2.63	245.00						
国信证券	300.00	AAA-	2.05	2.18	2.28	-	2.44	556.60	-	-	-	-	-	0.00	-	2.36	-	2.45	-	300.00						
中金公司	279.00	AAA-	2.06	2.19	2.29	-	2.44	455.80	2.08	2.32	2.38	-	2.49	115.00	-	2.30	2.41	2.47	-	164.00						
中信证券	258.00	AAA-	2.03	2.16	2.28	2.39	2.43	750.00	2.05	-	2.37	-	-	20.00	-	-	2.38	-	2.55	238.00						
国泰君安	255.00	AAA-	2.04	2.17	2.27	2.34	2.43	1084.00	2.08	-	-	-	-	55.00	2.10	-	-	2.45	2.53	200.00						
国投证券	249.00	AA+	2.02	2.23	2.32	-	2.45	290.00	2.02	2.24	2.41	-	-	249.00	-	-	-	-	-	0.00						
东方证券	240.00	AA+	2.06	2.19	2.29	2.37	-	455.00	2.08	2.35	2.40	-	2.52	190.00	-	2.32	-	-	-	50.00						
中金财富	150.00	AA+	2.02	2.21	2.30	2.38	2.45	316.00	2.19	2.35	2.41	2.47	2.53	150.00	-	-	-	-	-	0.00						
中泰证券	126.00	AA+	2.10	2.21	2.35	-	-	275.00	2.15	2.43	-	-	-	76.00	-	-	-	2.59	2.67	50.00						
兴业证券	123.00	AA+	2.05	2.23	2.32	-	2.46	330.00	2.05	-	2.40	-	2.52	33.00	-	-	-	-	2.61	30.00						
长江证券	114.00	AA+	2.04	2.27	2.39	2.46	-	210.00	2.03	2.31	-	2.57	-	69.00	-	-	-	2.72	2.76	45.00						
光大证券	95.00	AA+	1.97	2.17	2.29	2.34	-	1215.00	-	-	-	-	-	0.00	-	2.32	2.46	-	-	95.00						
海通证券	94.80	AAA-	2.03	2.19	2.28	2.35	2.43	1642.00	2.11	-	-	-	-	34.80	-	-	-	-	-	0.00						
财通证券	87.50	AA+	2.05	2.22	2.37	-	2.65	123.90	2.09	2.30	2.40	-	-	37.50	-	-	-	-	-	0.00						
平安证券	80.00	AA+	2.01	2.23	2.34	2.44	2.49	284.86	-	2.24	-	2.47	-	30.00	-	-	2.56	-	-	50.00						
东北证券	79.90	AA	2.24	-	2.51	-	-	100.00	-	2.47	2.66	-	-	79.90	-	-	-	-	-	0.00						
华福证券	70.00	AA	2.12	2.23	2.34	2.39	2.54	20.17	2.08	2.31	2.44	-	-	70.00	-	-	-	-	-	0.00						
国联证券	60.00	AA	2.03	2.23	2.37	-	2.56	232.00	2.16	2.34	2.49	-	-	60.00	-	-	-	-	-	0.00						
山西证券	60.00	AA	2.05	2.20	-	-	-	19.50	2.12	-	2.48	-	-	60.00	-	-	-	-	-	0.00						
天风证券	50.80	AA-	2.24	2.50	-	-	-	72.00	2.46	-	-	-	-	50.80	-	-	-	-	-	0.00						
浙商证券	46.00	AA	2.01	2.27	2.40	-	-	56.30	2.13	-	2.50	-	-	46.00	-	-	-	-	-	0.00						
首创证券	40.00	AA	2.06	2.30	2.46	-	-	179.10	2.34	2.51	2.63	-	-	40.00	-	-	-	-	-	0.00						
方正证券	32.00	AA	2.16	2.35	2.43	-	-	145.00	-	2.45	2.55	-	-	32.00	-	-	-	-	-	0.00						
华安证券	30.00	AA	2.05	2.19	2.36	-	-	21.50	-	-	2.44	-	-	30.00	-	-	-	-	-	0.00						
财达证券	30.00	AA	2.09	2.26	2.42	-	-	63.00	2.21	-	2.52	-	-	30.00	-	-	-	-	-	0.00						

资料来源： ，

二、券商债市场概况与条款特征

(一) 分类、资金用途与监管审核

证券公司发行的债券（简称“券商债”）按照监管机构不同可分为券商短期融资券和券商公司债，其中券商公司债按照是否偿债劣后可分为券商普通债和券商次级债，而券商次级债按其本息可否递延，进一步分为券商一般次级债和券商永续次级债。具体来看，券商债各品种特征如下：

1、券商短期融资券由交易商协会审批，在银行间市场发行与交易，发行期限在1年以内(含)，用于补充运营资金或流动资金，并实行余额管理。券商短期融资券管理办法出台于2004年，2005年首只券商短融券发行，2012年起券商短融券快速扩容，2021年监管机构将券商短融券的发行期限上限由91天调整至1年。证券公司发行短期融资券，需向银行间市场交易商协会申请注册，获得注册通知书后，可以在2年有效期内择机发行。此外，由于短期融资券实行余额管理，短期融资券与证券公司其他短期融资工具待偿还余额之和不超过净资本的60%，其他短期融资工具是指期限在1年以内(含)的融资工具，包括同业拆借、短期公司债等。

2、券商公司债由证监会审批，在交易所市场发行与交易，发行期限较为灵活，其中券商普通债主要用于补充营运资金、偿还到期债务、优化债务结构等，券商次级债通常用于满足流动性资金（短期次级债）与补充资本（长期次级债）。券商普通债发行期限大多为3年以内，券商一般次级债发行期限较为灵活，以3年期为主，同时有5年期、2年期、2+1、3+2等期限结构，券商永续次级债发行期限均为5+N。证券公司债起步于2004年，2013年起快速扩容，2020年监管放松发行制度，允许证券公司公开发行次级债券。证券公司发行证券公司债，需要报送证监会审核，审核流程为：交易所受理、初审、反馈问询、专家会议审议、向证监会报送审核意见、证监会注册。

根据2020年5月修订的《证券公司次级债管理规定》，券商次级债是指证券公司向股东或机构投资者定向借入的清偿顺序在普通债之后的次级债务，以及证券公司向机构投资者发行的、清偿顺序在普通债之后的有价证券。按照发行期限分类，期限在3个月（含）至1年的次级债可以分为短期次级债，用于满足正常流动性资金需要；1年以上的次级债为长期次级债，主要用途是补充资本金。其中短期次级债不计入净资本，但证券公司为满足承销股票、债券业务的流动性资金需要而借入或发行的短期次级债，可按照一定标准扣减风险资本准备。

图表 4 券商债分类、资金用途与监管审核全览

券商债					
债券分类	券商短融		券商公司债		
			券商普通债	券商一般次级债	券商永续次级债
	1年以内(含)		大多为3年以内(含)	以3年期为主	5+N
	补充运营资金或流动资金		补充营运资金、偿还到期债务、优化债务结构等	短期次级债(3个月至1年):满足流动性资金 长期次级债(1年以上):补充附属资本	
	交易商协会		证监会	证监会	证监会
	银行间市场		交易所市场	交易所市场	交易所市场

资料来源：

(二) 券商债各品种条款特征梳理

通过上述分类，可总结出券商债包括券商短期融资券、券商普通债、券商一般次级债和券商永续次级债等细分品种，不同品种之间有以下条款特征：

1) **清偿顺序**：券商短期融资券、券商普通债清偿顺序均优先于次级债券；券商一般次级债偿付在普通债务之后，在股权资本之前；券商永续次级债的偿付顺序原则上等同于次级债，但在实际条款设置中，部分券商永续次级债的清偿顺序位于本公司普通债务和次级债务之后，先于本公司股权资本，即劣后于一般次级债务。

2) **发行期限**：券商短期融资券在 1 年以内(含)，券商普通债发行期限较为灵活，大多在 3 年以内，其中 3 年期发行占比最高；券商一般次级债分为长期次级债与短期次级债，长期次级债以 3 年期为主，当前存量中其他期限结构还有 5 年期、2 年期、2+1 等，短期次级债为 3 个月至 1 年；券商永续次级债发行期限结构均为 5+N，无明确到期日。

3) **赎回限制**：券商短期融资券均为非含权债，无赎回条款，因而不涉及赎回限制；券商普通债部分含有赎回条款，但无赎回限制；券商次级债在赎回时面临一定限制，存在一定不赎回风险，若证券公司偿还或兑付全部或部分次级债后，各项风险控制指标不符合规定标准或触及预警指标，或者净资产数额低于借入或发行长期次级债时的净资产数额，则不得提前偿还或兑付次级债。

4) **发行规模限制**：券商短期融资券与其他短期融资工具待偿还余额之和不超过净资产的 60%；券商普通债暂无发行规模限制；券商发行次级债需满足长期次级债计入净资产的数额不得超过净资产（不含长期次级债累计计入净资产的数额）的 50%，且净资产与负债的比例、净资产与负债的比例等各项风险控制指标不触及预警标准。

5) **特殊条款**：券商短期融资券无特殊条款；券商普通债、券商一般次级债部分附有调整票面利率、回售、赎回、偿债保障承诺、经营维持承诺、交叉保护等条款；券商永续次级债均含有调整票面利率、利息递延权、延期条款，部分附有赎回、偿债保障承诺等条款。由于券商一般次级债不含延期与利息递延条款，其股性明显弱于券商永续次级债。

图表

5 券商债各品种条款特征梳理

条款	券商短期融资券	券商普通债	券商一般次级债	券商永续次级债
清偿顺序	优先于次级债务	优先于次级债务	普通债务之后，股权资本之前	原则上等同于次级债的清偿顺序，但在实际条款设置中，部分券商永续次级债的清偿顺序在普通债和一般次级债之后
发行场所	银行间市场	交易所市场	交易所市场	交易所市场
发行期限	1 年以内(含)	大多为 3 年以内(含)	长期次级债以 3 年期为主；短期次级债为 3 个月至 1 年	5+N
资金用途	补充运营资金或流动资金	补充营运资金、偿还到期债务、优化债务结构等	短期次级债用于满足正常流动性需要；长期次级债用于补充附属资本	补充附属资本
赎回限制	无	无	除以下情形外，证券公司不得提前偿还或兑付次级债：1、偿还或兑付全部或部分次级债后，各项风险控制指标符合规定标准且未触及预警指标，2、净资产数额不低于借入或发行长期次级债时的净资产数额（包括长期次级债计入净资产的数额）	
发行规模限制	短期融资券与其他短期融资工具待偿	无	1、借入或发行的长期次级债计入净资产的数额不得超过净资产（不含长期次级债累计计入净资产的数额）的 50%；	

	还余额之和不超过净资本的 60%		2、净资本与负债的比例、净资产与负债的比例等各项风险控制指标不触及预警标准。	
互持限制	无	无	证券公司互持券商次级债需全额扣除净资本，且不得向其实际控制的子公司发行次级债。	
特殊条款	无	部分附有调整票面利率、回售、赎回、偿债保障承诺、经营维持承诺、交叉保护等条款	部分附有调整票面利率、回售、赎回、偿债保障承诺、经营维持承诺、交叉保护等条款	调整票面利率、利息递延权、延期；部分附有赎回、偿债保障承诺等条款

资料来源：中国人民银行，证监会，

（三）券商次级债 VS 银行二永债、保险次级债

券商次级债、银行二永债、保险次级债等均为大金融债中清偿顺序劣后于普通债的次级债品种，由于其兼具存量规模较大、收益率溢价、免票息增值税等特征，近年来备受市场关注。上述三类次级债均可分为非永续债、永续债，其中券商次级债可分为券商一般次级债、券商永续次级债，银行二永债分为银行二级资本债、银行永续债，保险次级债分为保险资本补充债、保险永续债。

券商一般次级债、银行二级资本债、保险资本补充债均为非永续次级债，三者在品种条款上存在一定差异，主要体现在以下方面：

1) **发行期限：**券商一般次级债发行期限较为灵活，当前存量债以 3 年期为主，同时也有 5 年期、2 年期、2+1 等期限结构，银行二级资本债发行期限主要为 5+5 年、10+5 年，期限相对较长，保险资本补充债发行期限均为 5+5 年；

2) **特殊条款：**券商一般次级债当前存量中大部分无赎回或回售条款，以偿债保障承诺、经营维持承诺条款为主，银行二级资本债、保险资本补充债均含赎回条款，面临一定不赎回风险。其中保险资本补充债不赎回后票息利率需跳升 100BP，从条款来看， 保险资本补充债的不赎回意愿小于银行二级资本债。此外，银行二级资本债必须附有减记/转股条款，而券商一般次级债与保险资本补充债对此无强制要求，次级属性相对较弱。

3) **互持限制：**券商之间互持一般次级债需全额扣除资本，互持限制较为严格，而银行二级资本债、保险资本补充债互持则存在一定资本扣除豁免。对于银行二级资本债， 若属于小额少数资本投资，银行互持规模不超过核心一级资本净额 10%的部分无需扣除， 若属于大额少数资本投资，银行互持部分则需全额扣除。对于保险资本补充债，保险互持不超过净资产 20%的部分无需扣除。

图表 6 券商一般次级债、银行二级资本债、保险资本补充债条款对比

条款	券商一般次级债	银行二级资本债	保险资本补充债
发行期限	以 3 年为主	5+5、10+5	5+5
发行目的	短期次级债用于满足正常流动性；长期次级债用于补充附属资本	补充二级资本	补充附属资本
清偿顺序	普通债之后，股权资本之前	存款人和一般债权人之后，股权资本、其他一级资本（永续债、优先股）之前	保单责任和其他负债之后，股权资本之前
赎回/回售条款	大部分无赎回或回售条款	含赎回，无回售条款	含赎回，无回售条款
赎回限制	提前偿还或兑付次级债需保证风险控制指标及净资本符合一定要求	赎回需保证资本水平明显高于监管资本要求，或使用同等或更高质量的资本工	赎回后需确保公司偿付能力充足率不低于 100%

		具替换被赎回的工具	
减记/转股条款	无	必须含有减记或转股条款	无
利率跳升机制	无	无	不赎回后票面利率跳升 100BP
担保增信	可采用担保方式发行	不得由发行银行或其关联机构提供抵押或保证	可采用担保方式发行
特殊条款	偿债保障承诺、经营维持承诺、交叉保护、调整票面利率、赎回、回售	减记、赎回、有条件赎回	减记、调整票面利率、有条件赎回
资本计提情况	长期次级债剩余期限在 3 年、2 年、1 年以上的，分别按 100%、70%、50%的比例计提资本	剩余期限在最后 5 年内计提的资本比例逐渐递减 20	剩余期限在最后 4 年内计提的资本比例逐渐递减 20%(含赎回条款)
发行规模限制	借入或发行的长期次级债计入净资本的数额不得超过净资本（不含长期次级债累计计入净资本的数额）的 50%	二永债等资本类债券存续余额不得超核心一级资本净额的 50%	计入附属资本的资本补充债与次级定期债之和不超过净资产的 100%
互持资本限制	全额扣除	小额少数资本投资不超过银行核心一级资本净额 10%，大额少数资本投资全额扣除	不超过净资产 20

资料来源：国家金融监督管理总局，证监会，

券商永续次级债、银行永续债、保险永续债均为永续次级债，相较于银行永续债、保险永续债含有减记或转股条款，不赎回后无利率跳升机制，且利息递延非累计或存在取消派息可能性，券商永续次级债品种条款较为友好，与非金融永续债条款较为接近，永续债的“权益属性”较弱。具体来看，上述永续债品种条款差异主要体现在以下方面：

- 1) 发行目的：**券商次级永续债发行用于补充附属资本，提升券商的风险覆盖率； 银行永续债主要用于补充银行其他一级资本；保险永续债用于补充保险核心二级资本，在“偿二代二期”体系下，监管对保险公司核心资本认定趋严，保险永续债发行规模或将放量；非金融永续债发行主要用于降低企业杠杆，满足长期资金需求。
- 2) 利息递延：**券商次级永续债、非金融永续债均含利息递延权，除非发生强制付息事件（向股东分红、减少注册资本），券商可自行选择是否延期付息，且不受次数限制，并且利息在递延期间按当期票面利率累计计息；银行永续债、保险永续债存在取消派息可能性，不构成违约，且递延支付利息的不进行累计计息。
- 3) 特殊条款：**券商次级永续债无减记/转股条款，不赎回后票面利率需跳升 300BP，且特殊条款含有偿债保障承诺，在大金融债中品种条款较为友好；银行永续债、保险永续债必须设置减记/转股条款，不允许设置利率跳升机制及其他赎回奖励。对于永续债的“权益属性”而言，券商永续次级债弱于银行永续债、保险永续债。

图表 7 券商永续次级债、银行永续债、保险永续债、非金融永续债条款对比

条款	券商次级永续债	银行永续债	保险永续债	非金融永续债
发行期限	5+N	5+N	5+N	以 3+N、5+N 为主
发行目的	补充附属资本	补充其他一级资本	补充核心二级资本	降低企业杠杆，满足长期资金需求
清偿顺序	原则上等同于次级债的清偿顺序，但在实际条款设置中，部分券商永续次级	存款人、一般债权人和银行二级资本债之后，股权资本之前	保单持有人、一般债权人 和保险资本补充债之后，股权资本之前	1、次级永续债清偿顺序位于普通债务之后，先于股权资本；2、一般永续债清偿

	债的清偿顺序在普通债务和次级债务之后			顺序等同于发行人其他的债务融资工具
赎回/回售条款	含赎回条款，无回售条款	含赎回，无回售条款	含赎回，无回售条款	大部分含赎回条款，部分含回售条款
利息递延权	1、含利息递延权，除非发生强制付息事件（向股东分红、减少注册资本），发行人可自行选择是否延期付息，且不受次数限制；2、每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息	1、发行人有权取消全部或部分永续债的派息(需股东大会审批)，且不构成违约；2、选择递延支付利息的，递延部分非累计计息	支付利息后偿付能力充足率不达标的，当期利息支付义务应当取消	1、含利息递延权，除非发生强制付息事件（向股东分红、减少注册资本），发行人可自行选择是否延期付息，且不受次数限制；2、每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息
减记/转股条款	无	必须含有减记或转股条款，股性相对更强	应当含有减记或转股条款	无
特殊条款	调整票面利率、赎回、延期、利息递延权、偿债保障承诺	调整票面利率、赎回、延期、减记、转股	调整票面利率、赎回、延期、减记、转股	调整票面利率、赎回、回售、利息递延权、延期、持有人救济、偿债保障承诺
利率跳升机制	票面利率跳升 300BP	无	无	大多数票面利率跳升 300BP
发行规模限制	借入或发行的长期次级债计入净资本的数额不得超过净资本（不含长期次级债累计计入净资本的数额）的 50%	二永债等资本类债券存续余额不得超过核心一级资本净额的 50%	保险永续债余额不得超过核心资本 30	无
互持资本限制	全额扣除	小额少数资本投资不超过银行核心一级资本净额 10%，大额少数资本投资全额扣除	不超过净资产 20	无

资料来源：国家金融监督管理总局，证监会，

三、券商债重大政策与行业监管框架

（一）历史以来券商债重大政策梳理

券商债分为券商短融、券商普通债以及券商次级债，其中券商普通债发展最早，其次为券商短融，最后为券商次级债。2003 年证监会发布《证券公司债券管理暂行办法》，允许符合条件的券商发行普通债，公开发行担保金额应不少于本息总额，定向发行担保金额不少于本息总额的 50%，2004 年首只券商普通债“04 国泰君安债”开始发行。

2004 年中国人民银行发布《证券公司短期融资券管理办法》，允许券商在银行间市场发行短融，用于补充短期流动资金，2005 年首只券商短融“05 国君 CP01”发行落地。2010 年 9 月证监会出台《证券公司借入次级债务规定》，但当时仅规范了证券公司借入次级债务（非有价证券）的相关行为，未涉及次级债券（有价证券）。

2012 年 12 月证监会出台《证券公司次级债管理规定》，首次引入次级债券的概念，并放宽了长期次级债计入净资本的比例限制，但只能非公开发行。2020 年 5 月证监会修订《证券公司次级债管理规定》，允许证券公司发行公开次级债，同时增加证券公司发行

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/636150132232010140>