

2024-09-06

· 商业银行二永债下半年投资策略与选择 ·

证券研究报告

证券分析师：夏聿印
研究助理：王子钦

执业登记编号：S1190523030003
一般从业登记编号：S1190124010010

- 24年《商业银行资本管理办法》落地，TLAC债发行推动债市供需环境进入新阶段，作为兼具票息与安全性的稀缺优质资产，二永债在结构性资产荒叠加政策性利率趋势性下行压力下，信用下沉与拉长久期的策略空间已经明显有限。二永债当前策略空间还有多少？24年发行与赎回潮作用下，下半年二永债估值怎么走？年内哪些二永债不会行权等问题值得探讨。
- 从存量二永债规模及估值上看，市场目前存续4.00万亿二级资本债、2.49万亿永续债，存量二永债估值范围集中在2.0%-2.5%区间内。期限上，1-3年内二永债到期（按赎回）1.94万亿，24年将迎来发行与赎回高峰。存量二永债主要分布在国股行中，合计占比达80%，但中小城商行发行数量多、票息高，有参与空间。地域分布上，山东省二永债三年内到期数量最多，其次是浙江与北京。
- 上半年二永债发行节奏同比趋缓且息票率进一步下行，二季度有较大融资缺口，预计三季度为发行高峰。规模上，隐含评级在AA+及以下的中小行二永债发行规模2070.5亿，江苏省发行规模最大，以539亿居首。
- 复盘21年至今二永债利差走势，当前阶段二永债定价逻辑受资金面宽裕及化债行情催化已有变动，利差处于被动跟随无风险利率的下行阶段，期限利差及等级利差已在二季度行情中迅速收窄，但7月初以来已有所扩大。
- 对于个券选择上，我们注重在配置盘的个券筛选，并分两个策略进行推荐。策略一：个券不行权风险小，注重对高收益、高流动性、强基本面个券的挖掘；策略二：对不行权风险进行甄别，试图找出行权确定性高的个券。
- 当前应关注货币政策框架调整与央行上修长端利率等债市风险事件，但利率中期内处于低位运行惯性不变，新的票息资产尚未出现之前，银行资本债仍将会是优质赛道。

目录

1

商业银行二永债市场总览

2

21-24年二永债利差走势分析

3

下半年到期个券选择

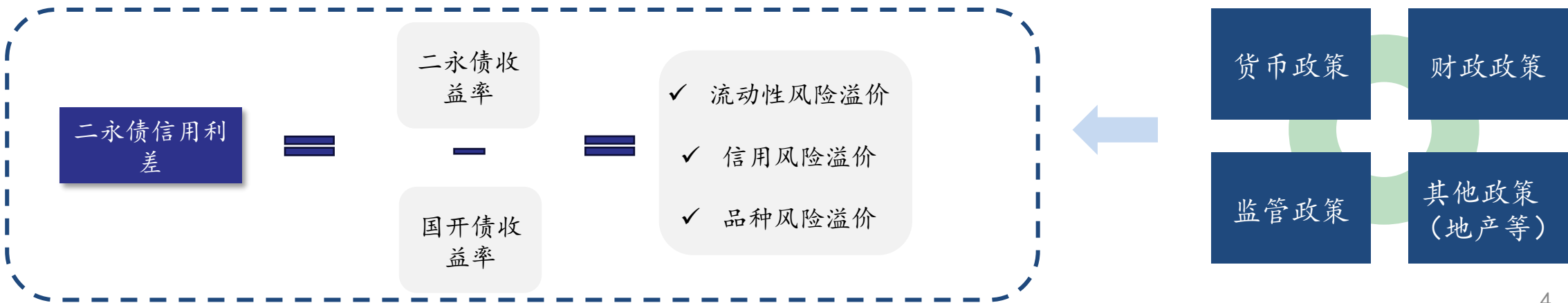
4

投资建议

二永债定价逻辑与研究框架、几大因素

- 定价逻辑：利差是债券估值的标尺，对于商业银行二永债，其利差可以分解为流动性风险溢价+信用风险溢价+品种风险溢价。广义信用利差可以理解为流动性风险和二永债与普通商行债信用利差的综合体现，是研究定价中枢的关键。此外期限利差作为判断期限结构的工具，能够辅助研究久期抉择。
- 二永债研究的内容可以分为信用风险、流动性风险、品种价差，其中商业银行的违约风险一般较低，一般不做考虑。因此研究方向可以大致设定为宏观上的久期与信用策略、中观上的区域策略以及微观层面的具体择券。
- 二永债利差走阔条件可以分为债市基准利率波动、机构参与度、发行主体行为三大因素。其中国开债利率作为债市基准本质上是围绕人均消费最大化稳态下的真实利率上下波动。机构行为的预测主要依据为资金面的松紧，本质与经济周期及市场预期联动。而发行主体行为较容易预测，主要考虑融资端因素，如上年监管机构发行审批规模及进度、资本管理办法落地后对于资本补充和TLAC要求的发行需求等，至于不赎回行为多受自身盈利能力不足及非上市导致的融资难等因素影响。

图1：二永债利差体系分解



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/828123046012006125>