

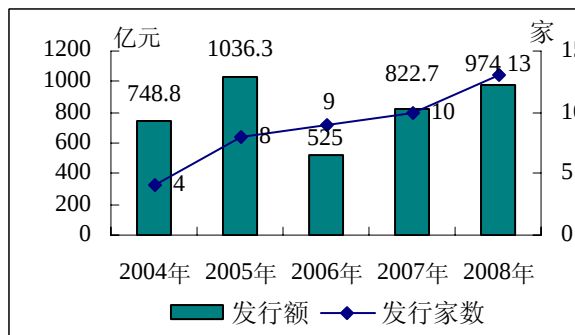
2008 年商业银行债券利差分析报告

联合资信 杨杰

一、商业银行债券发行概况

2008 年，共有 13 家商业银行发行了债券，比 2007 年增加 3 家，共计发行总额为 974 亿元的债券，较 2007 年增长 18.39%（图 1 是近年商业银行发行债券的情况统计），其中次级债券发行额为 724 亿元，占当年商业银行债券发行量的 74.33%。商业银行发行次级债券的主要目的是筹集附属资本，提高资本充足率。2008 年，发行债券的商业银行以股份制商业银行和城市商业银行为主。其中，股份制商业银行 6 家，城市商业银行 6 家。股份制商业银行发行债券金额合计 792 亿元，较 2007 年增长 45.00%；城市商业银行发行债券金额合计 157 亿元，较 2007 年增长近 5 倍，见表 1。

图 1：2004~2008 年商业银行债券发行情况



资料来源：中国债券信息网。

表 1 商业银行债券按发行人分类统计表 单位：亿元

项 目	2004	2005	2006	2007	2008
国有控股银行	660.7	689.3	-	250	-
股份制商业银行	88.1	304	512	546.2	792
城市商业银行	-	43	13	26.5	157
农村商业银行	-	-	-	-	25
合计	748.8	1036.3	525	822.7	974

注：银行分类按银监会统计口径划分。

资料来源：中国债券信息网，联合资信。

2008 年，共有 10 家商业银行通过银行间债券市场公开发行债券 944 亿元，占当年商业银行债券发行量的 95.89%。其中，金融债券发行额为 250 亿元，次级债券发行额为 694 亿元。从期限结构看，金融债券期限为 3 年和 5 年；除招商银行外，各家银行发行的次级债券均为 10 年期（第 5 年末附发行人赎回权），招商银行发行了一期 15 年、第 10 年末附发行人赎回权的次级债券。

公开发行的次级债券的信用等级分布于 A~AA+，其中招商银行、光大银行和浦发银行的次级债券信用等级为 AA+，深发银行和广发银行的次级债券信用等级为 AA，江苏银行、包商银行和杭州银行的次级债券信用等级为 AA-，盛京银行的次级债券信用等级为 A。公开发行金融债券的银行为兴业银行和北京银行，债券的信用等级分别为 AAA 和 AA。

二、债券发行的利率环境

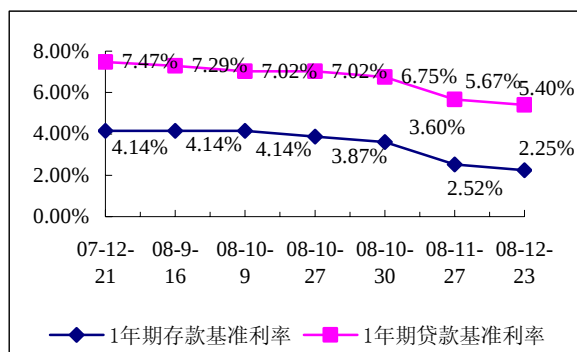
受美国金融危机的影响，2008 年我国经济增长速度在第三季度出现了较大幅度的回落。第三季度国内生产总值较 2007 年同期增长 9%，低于第二季度 10.1% 的增幅。为应对经济下行风

险，紧缩的货币政策开始向适当宽松的货币政策过度。央行自 9 月开始下调存贷款利率和存款准备金率，以增强银行系统流动性，扩大信贷投放规模，缓解企业由于市场需求下降带来的资金压力和财务负担，维持经济稳定增长。自 2008 年 9 月 16 日以来，央行 6 次下调贷款利率，4 次下调存款利率，见图 2。其中，

1 年期贷款利率由 7.47% 降至 5.40%，累计下降 2.07 个百分点，其中最大一次降幅为 1.08 个百分点；1 年期存款利率由 4.14% 降至 2.25%，累计下降 1.89 个百分点，其中最大一次降幅为

1.08 个百分点；其他各期限存贷款利率均有不同幅度的下降。同期，央行 4 次下调存款准备金率，存款准备金率由历史最高点的 17.5% 降至 13.5%。

图 2：2008 年人民币存贷款利率变化情况



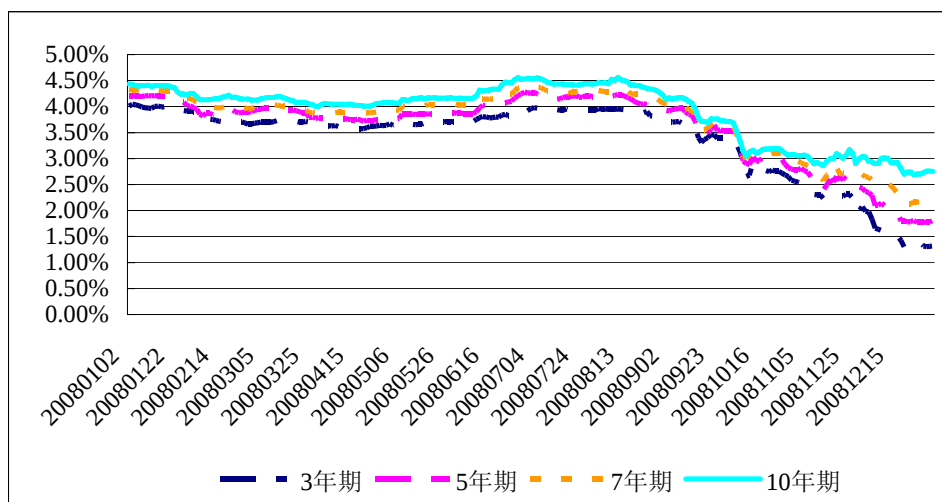
资料来源：人民银行。

存贷款利率降低导致债券市场收益率呈下降趋势。银行间市场 3~10 年期固定利率国债到期收益率曲线见图 3，截至 2008 年 12 月 31 日，3 年期国债到期收益率为 1.32%，较年初下降 2.73 个百分点；5 年期国债到期收益率为 1.81%，较年初下降 2.40 个百分点；7 年期国债到期收

益率为 2.17%，较年初下降 2.16 个百分点；10 年期国债到期收益率为 2.75%，较年初下降 1.67 个百分点。由于二级市场利率走低，2008 年在银行间债券市场发行的凭证式国债的发行

利率随之下降。2008 年 12 月发行的 5 年期和 10 年期国债的发行利率分别降至 1.77% 和 2.90%。

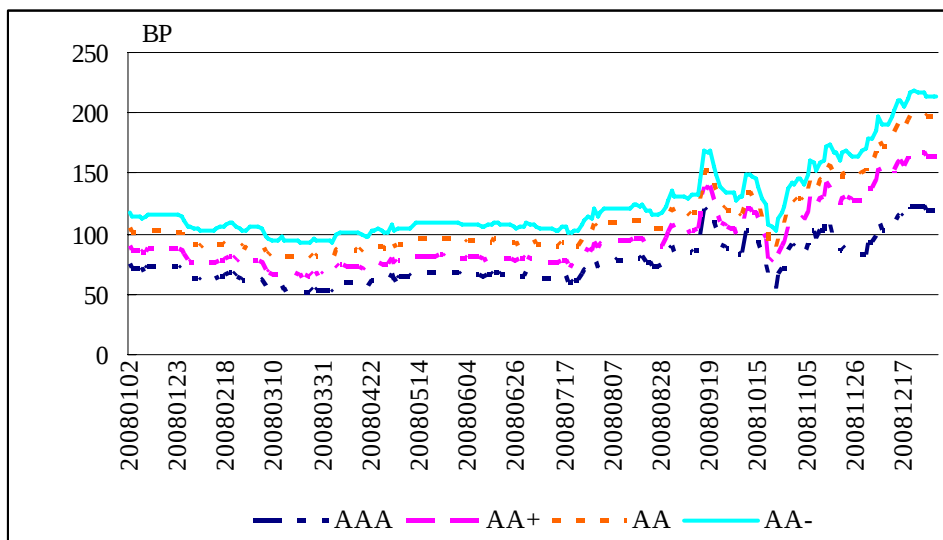
图 3：银行间市场固定利率国债到期收益率(中债)



数据来源：Wind 资讯。

在国内经济增长放缓的背景下，商业银行债券二级市场到期收益率利差于 2008 年 9 月开始出现较大波动，并呈显著上升的趋势。低信用等级债券利差上升的幅度较高信用等级债券的利差上升幅度要大，见图 4。截至 2008 年 12 月 31 日，AAA 级 5 年期商业银行债券利差较年初上升 44BP（1BP 为），AA-级 5 年期商业银行债券利差较年初上升 96BP。

图 4：银行间债券市场 5 年期商业银行固定利率债券利差分布



注：利差为商业银行固定利率债券到期收益率(中债)与政策性银行固定利率金融债到期收益率(中债)之差。

数据来源：Wind 资讯，联合资信。

三、商业银行债券利差分析

200

8 年，商业银行共发行 19 只固定利率债券，7 只浮动利率债券。由于存贷款利率下降，商业银行债券的发行利率随之降低。深发银行、广发银行、光大银行次级债券发行利率均低于降息前的发行利率；11 月与 12 月期间发行的 AA-次级债券的发行利率低于降息前 AA 次级债券的发行利率。

从固定利率债券发行利差（以同期限政策性金融债收益率为基准利率）看，商业银行 AAA 债券发行利差为 51BP，AA+债券发行利差为 97~179BP，均值为 137BP，AA 债券发行利差为 97~190BP，均值为 135BP，AA-债券发行利差为 155~270BP，均值为 239BP，A 债券发行利差为 273BP。发行利差整体上能够体现信用等级区别，即信用等级越高，发行利差越小。由于自 1

0 月中旬开始，二级市场利差逐步扩大（见图 4），债券发行利差也随之扩大。AA+发行利差由 97BP 上升至 179BP，AA-发行利差由 155BP 上升至 299BP。由于有 2 期 AA+债券在 12 月发行，从而使得 AA+债券平均发行利差高于 AA 债券的平均发行利差，同样，AA-债券集中在 11 月和 1 2 月发行，利差有所扩大，AA-债券与 AA 债券平均发行利差的差异值为 104BP。

表 2 商业银行债券发行利差表

项 目	最大利差(BP)	最小利差(BP)	均值(BP)	等级差异(BP)
AAA	51	51	51	-
AA+	179	97	137	86
AA	190	97	135	-2
AA-	270	155	239	104
A	273	273	273	34

数据来源：Wind 资讯，中国债券信息网，联合资信。

比较商业银行首日交易平均收益率与发行利率（见表 3），由于商业银行新发的债券上市交易活跃性低，二级市场交易量少，甚至部分债券无交易量，因此发行利差的样本与交易利差的样本存在很大差异，因此在计算发行利差和交易利差的差异值时，剔除了无交易量的债券，使交易利差样本与发行利差样本保持一致。从发行利差和交易利差看，交易利差均高于发行利差。其中，AA+债券交易利差与发行利差之间的差异最大，为 99BP，AA，AA-，A 的差异相对较小，见表 4。

本文认为由于 2008 年债券发行的宏观经济形势和利率环境变化较大，各信用等级债券发行期数少，甚至只有一期债券发行，且发行后，市场交易不活跃，从而使得利差的统计结果存在很大的突变性。

表 3 商业银行债券发行利率与交易收益率差异表

信用等级	发行利率	首日交易 平均收益率	交易利率与发行利率差异(BP)
AAA	5.32%	5.49%	17
AA+	5.70%	5.74%	4
AA+	5.90%	5.69%	-21
平均值	-	-	-8
AA	4.95%	4.86%	-9
AA	6.10%	6.12%	2
AA	5.30%	5.30%	0
AA	5.85%	5.85%	0
AA	6.30%	6.17%	-13
AA	5.85%	5.79%	-6
平均值	-	-	-4

AA-	5.15%	5.19%	4
A	5.50%	5.50%	0

1. 本文使用的交易收益率为发生第一次交易的当天平均收益率。

2. 数据来源：中国债券信息网，联合资信。

表 4 商业银行债券交易利差表

项 目	最大利差(BP)	最小利差(BP)	均值(BP)	与发行利差均值的差异
AAA	109	109	109	58
AA+	233	168	98	99
AA	288	100	177	35
AA-	299	299	299	29
A	312	312	312	39

注：本文使用的交易收益率为发生第一次交易的当天平均收益率。交易利差为首日交易平均收益率与当日政策性金融债券收益率之差。

1. 光大银行发行的 2008 年 6 月 25 日发行的利率为 5.92% 的次级债券第一次交易发生在上调信用等级之后，因此计算利差时将其归为 AA+，为保持样本一致性，该债券不计入样本。

2. 数据来源：Wind 资讯，中国债券信息网，联合资信。

如果二级市场收益率是合理的风险收益水平，那么二级市场收益率可作为一级市场的发行利率的参考利率。如政策性金融债券的发行利率与二级市场到期收益率趋于一致。2008 年，固定利率政策性金融债发行利率与二级市场收益率的利差为 -20~12BP，均值为 -1.57BP，两者相关系数为 0.9985。

表 5 2008 年政策性金融债券发行利率与二级市场收益率的利差情况表

项 目	最大利差(BP)	最小利差(BP)	均值(BP)	标准差(BP)
国开行	4.46	-11	-1.78	3.67
进出口银行	12	-20	-2.66	8.92
农发行	6	-4	-0.57	2.74
整体水平	12	-20	-1.57	5.28

3. 数据来源：Wind 资讯，中国债券信息网，联合资信。

比较商业银行债券发行利率与二级市场收益率，我们发现，发行利率与二级市场到期收益率的利差为 -56~125 BP，均值为 31BP。一级市场利率普遍高于二级市场收益率。兴业银行、招商银行、光大银行、浦发银行和江苏银行等银行债券的发行利率与二级市场收益率比较接近。从相关性看，商业银行债券发行利率与二级市场收益率相关系数为 0.80274。虽然商业银行与二级市场收益率相关性高，但二级市场对债券发行利率指导性弱于政策性金融债券市场，其主要原因是商业银行债券市场发行规模和交易活跃性与政策性金融债券市场有很大差距，这使得目前二级市场收益率不能作为发行定价的参照利率。

2008 年，除深发银行发行的债券以 3 个月 Shibor5 日均值为基础利率外，其他商业银行发行的浮动利率债券均以一年期整存整取定期存款利率为基础利率。在以存款利率为基础利率发行的债券中，5 年期金融债和 10 年期（第 5 年末附发行人赎回权）次级债前 5 年利差在 95~200BP，均值为 148BP。在 5 年末发行人未行使赎回权时，10 年期次级债后 5 年利率将在原利率或基本利差基础上上升 300BP（盛京银行次级债券上升 250BP）。

四、商业银行债券市场展望

目前，国内商业银行债券发行的目的主要是补充附属资本、提高资本充足率。在金融危机对金融系统和实体经济的影响下，为提高国内银行业抗风险能力，中国银监会采取了更为审慎的资本监管要求，中小商业银行的资本充足率应达到 10% 以上。而在股票市场低迷的情况下，公开募集股本相对较困难，发行次级债券和混合资本债券成为商业银行提高资本充足率的有效途径。有发行次级债券的需求可分为两类，一是换新债券，即在 2004 年发行次级债券的建设银行、中国银行、工商银行将可能在 2009 年发行新的次级债券，用于赎回部分次级债券；二是非换新债券。为维持经济稳定增长，政府出台了鼓励银行增加信贷投放政策，银行在配合政府刺激经济增长的政策时，需考虑信贷增长和流动性之间的平衡，可能会通过发行金融债券增加中长期信贷资金以改善负债结构。我们预计，2009 年商业银行债券市场发行规模将保持较高的增幅。

小结

2008 年，商业银行债券发行量和发行家数均比 2007 年有所增加，债券发行人以股份制商业银行和城市商业银行为主。在宏观经济增速放缓的背景下，央行为维持宏观经济的较快增长采取了宽松的货币政策，因此债券市场到期收益率和发行利率随存贷款利率下降而降低。由于宏观经济存在下滑的风险，债券市场信用利差正逐步扩大，发行利差也随之扩大。商业银行债券发行利差整体上能够体现信用等级区别，即信用等级越高，发行利差越小；交易利差普遍高于发行利差，但信用级差特点不显著；本文认为，由于 2008 年债券发行的宏观经济形势和利率环境变化较大，各信用等级债券发行期数少，甚至只有一期债券发行，且发行后，市场交易不活跃，从而使得利差的统计结果存在很大的突变性。虽然商业银行债券发行利率与二级市场收益率相关性高，但商业银行债券二级市场对发行利率的定价指导作用不如成熟的政策性金融债市场。商业银行发行的浮动利率债券目前主要以一年期整存整取定期存款利率为基础利率，且次级债券后 5 年的利差均在

原利差基础上提高 3%。

附录

表 1 2008 年商业银行固定利率债券发行利差表

发行人	债券类别	债券信用等级	期限	发行利率	票面利率 (后 5 年)	发行利差 (BP)	二级市场 利差(BP)	△利差 (BP)	首次交 易利差 (BP)	交易利差与 发行利差的 差异(BP)
兴业银行	金融债	AAA	3 年	5.32%	-	51	51	0	109	58
招商银行	次级债	AA+	10 年	5.70%	8.70%	108	107	1	168	60
			15 年	5.90%	8.90%	97	116	-19	233	136
浦发银行	次级债	AA+	10 年	3.95%	6.95%	179	167	12	-	
北京银行	金融债	AA	5 年	4.95%	-	97	153	-56	141	44
深发银行	次级债	AA	10 年	6.10%	9.10%	131	79	52	141	10
			10 年	5.30%	8.30%	190	103	87	240	50
光大银行	次级债	AA	10 年	5.85%	8.85%	114	89	25	100	-14
			10 年	5.92%	8.92%	98	93	5	277	179
		AA+	10 年	4.05%	7.05%	165	159	6	-	-
广发银行	次级债	AA	10 年	6.30%	9.30%	142	97	45	155	13
			10 年	5.85%	8.85%	177	133	44	288	111
江苏银行	次级债	AA-	10 年	6.20%	9.20%	155	128	27		-
包商银行	次级债	AA-	10 年	5.80%	8.80%	293	168	125		-
杭州银行	次级债	AA-	10 年	5.15%	8.15%	270	190	80	299	29
盛京银行	次级债	A	10 年	5.50%	8.0%	273	201	72	312	39
平均值	-	-	-	-		158	127	31	205	63

表 2 2008 年商业银行浮动利率债券发行利差表

发行人	债券类别	债券信用等级	期限	基础利率	发行利率	发行利差(BP)	后 5 年利差(BP)
兴业银行	金融债	AAA	3 年	4.14%	5.19%	105	-
			5 年	4.14%	5.39%	125	-
招商银行	次级债	AA+	10 年	4.14%	5.67%	153	453
深发银行	次级债	AA	10 年	2.28%	3.68%	140	440
北京银行	金融债	AA	5 年	4.14%	5.09%	95	-
光大银行	次级债	AA	10 年	4.14%	5.80%	166	466
广发银行	次级债	AA	10 年	4.14%	6.14%	200	500

注：1.发行利差为发行利率与发行日同期限的政策性银行债券到期收益率之差。

2.二级市场利差为商业银行固定利率债券到期收益率与政策性银行到期收益率之差。

3.△利差为发行利率与二级市场收益率的利差。

4.由于 10 年期次级债券附有第 5 年末发行人赎回权，前 5 年票面利率与后 5 年的票面利率差异很大，且次级债券在后 5 年计入附属资本的金额将按每年 20%的比例递减，发行人在第 5 年末行使赎回权的可能性很大，因此，本文将此类债券视为 5 年期债券。招商银行发行 15 年期第 10 年末附发行人赎回权的次级债券视为 10

年期债券。

5.联合资信已于2008年10月13日将光大银行主体信用等级上调至AAA，次级债券信用等级上调至AA+。

6.数据来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信。

表 3 2008 年商业银行债券发行情况表

公开发行						
发行人	债券种类	发行日期	发行规模(亿元)	期限(年)	发行利率	信用等级
兴业银行	金融债	2008-8-7	56.55	3	5.32%	AAA
			52.65	3	1 年期整存整取定期存款利率 +1.05%	
			40.8	5	1 年期整存整取定期存款利率 +1.25%	
北京银行	金融债	2008-9-17	25	5	4.95%	AA
			75	5	1 年期整存整取定期存款利率 +0.95%	
招商银行	次级债	2008-9-2	190	10	5.7%	AA+
			70	15	5.9%	
			40	10	1 年期整存整取定期存款利率 +1.53%	
深发银行	次级债	2008-3-21	60	10	6.1%	AA
			5	10	3 个月 Shibor5 日均值+1.40%	
		2008-10-24	15	10	5.3%	
广发银行	次级债	2008-7-25	16	10	6.3%	AA
			7	10	1 年期整存整取定期存款利率+2%	
		2008-9-23	27	10	5.85%	
光大银行	次级债券	2008-4-25	35	10	5.85%	AA+
			25	10	1 年期整存整取定期存款利率 +1.66%	
		2008-6-27	20	10	5.92%	
		2008-12-15	50	10	4.05%	
江苏银行	次级债券	2008-9-1	20	10	6.2%	AA-
浦发银行	次级债券	2008-12-25	82	10	3.95%	AA+

包商银行	次级债券	2008-11-21	10	10	5.8%	AA-
盛京银行	次级债券	2008-11-28	12	10	5.5%	A
杭州银行	次级债券	2008-12-8	10	10	5.15%	AA-
非公开发行						
淄博商行	次级债券	2008-4-3	5	10	6.10%	-
北京农村商行	次级债券	2008-3-17	12	10	6.2%	-
		2008-11-28	13	10	5.3%	-

数据来源：中国债券信息网。

表 4 2008 年发行的商业银行债券首次交易日期和收益率情况表

发行人	债券类别	债券信用等级	发行利率	首日上市交易 收益率	首次交易日期
兴业银行	金融债	AAA	5.32%	5.487%	2008-9-11
招商银行	次级债	AA+	5.70%	5.738%	2008-10-6
			5.90%	5.690%	2008-11-10
浦发银行	次级债	AA+	3.95%	-	-
北京银行	金融债	AA	4.95%	4.863	2008-10-9
深发银行	次级债	AA	6.10%	6.116%	2008-4-16
			5.30%	5.304%	2008-11-24
光大银行	次级债	AA	5.85%	5.853%	2008-6-17
			5.92%	4.926%	2008-12-18
		AA+	4.05%	-	-
广发银行	次级债	AA	6.30%	6.171%	2008-9-4
			5.85%	5.788%	2008-11-24
江苏银行	次级债	AA-	6.20%	-	-
包商银行	次级债	AA-	5.80%	-	-
杭州银行	次级债	AA-	5.15%	5.188%	2008-12-31
盛京银行	次级债	A	5.50%	5.499%	2008-12-16

数据来源：中国债券信息网。