商业银行债券发行利差与财务指标分析

联合信用评级有限公司　金融机构部

导读：本文主要用中债国债到期收益率作为基准利率，通过对 2018 年 1~10 月期间商业银行债券发行利差水平与自身财务指标进行对比分析，讨论商业银行发债主体同信用级别之间各企业的财务指标的好坏与利差是否存在相关性。

主要观点：

- 2018 年商业银行发债利率呈现上升态势，AAA 主体级别的商业银行债券平均发行利差同比提高 18bp 至 127bp，AA+主体级别银行提高 28bp 至 172bp，利率上行期 AAA 主体级别商业银行明显占优势。

- 平均发行利差低的商业银行资产总额已不是最主要的优势，其股东背景的强弱与利差的相关性较弱。从商业银行拨备覆盖率和不良贷款率等财务指标来看，明显发现拨备覆盖率保持较高充足水平和不良率低的情况下，与利差水平具有显著的相关性。

- 在信用风险发生周期中，银行的自身盈利水平和风险控制能力是保持利差较低水平的主要因素。A+~AA-主体信用级别中利差排名靠前的农商行与区域经济相关性较强，其自身盈利能力保持较高水平，同时不良率低于平均行业水平 2 个百分点左右。

正文分析：

一、2018 年商业银行债券发行情况

2018 年 1~10 月，52 家商业银行发行了 69 只金融债券，共募集资金 2,834.50 亿元，募集资金总额同比减少 20.60%；44 家银行发行了 50 只二级资本债，共募集资金 3,684.20 亿元，募集资金总额同比增长 9.15%。 AAA 主体级别的商业银行在金融债和二级资本债上的发行规模均占绝对优势，占市场发行量的比重分别为 85.87%和 92.83%。

表 1　2018 年 1~10 月商业银行债券发行基本情况（单位：只，亿元）

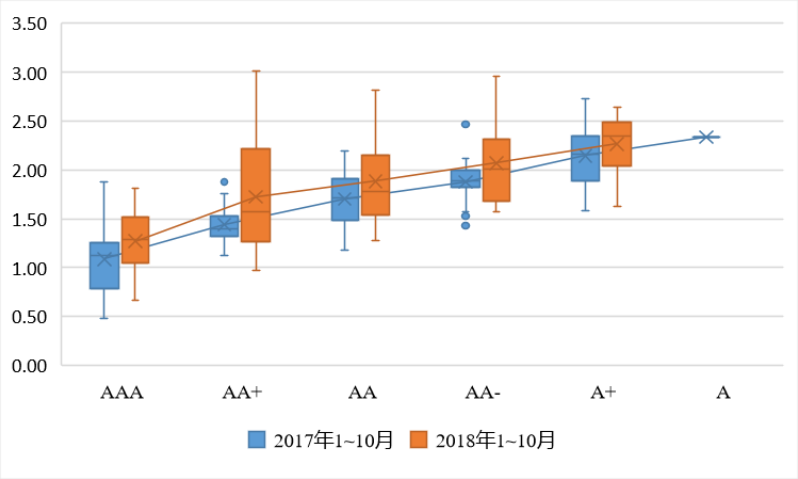
主体级别	金融债		二级资本债	
	发行数量	发行规模	发行数量	发行规模
AAA	35	2,434.00	14	3,420.00
AA+	17	306.00	15	181.00
AA	7	56.00	7	55.00
AA-	5	19.00	5	10.20
A+	3	4.50	9	18.00

资料来源：Wind，联合评级整理

联合评级通过对样本数据的分析发现，商业银行债券发行利率受主体级别的影响大于债项级别的影响。为分析商业银行主体级别对债券发行利率的影响，联合评级以商业银行发行的金融债和二级资本债为样本，选用中债国债到期收益率作为基准利率，对商业银行债券发行利差进行分析。

2018 年 1~10 月，各主体级别的商业银行债券发行利差同比均呈上升态势，AAA 主体级别的商业银行平均发行利差同比提高 18bp 至 127bp，AA+主体级别的商业银行平均发行利差上升幅度最大，提高 28bp 至 172bp，AA、AA-和 A+主体级别的商业银行平均发行利差分别为 188bp、207bp 和 227bp。AAA 主体级别的商业银行在发行利率方面仍具有较强的比较优势。

图 1　商业银行债券发行利差对比情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理
发行利差=债券发行利率-同期限国债到期收益率

2018 年 1~10 月，商业银行发行的金融债以 3 年期为主，2 年期和 5 年期的金融债发行规模较小，二级资本债的期限均为 5+5 年（附第 5 年末有前提条件的发行人赎回权）。总体看，对于同期限的债券，不同信用级别主体的平均发行利差具有较为明显的差距；对比 3 年期债券和 5+5 年期债券，随着期限的增加（A+级别除外），同时受发行人赎回权以及次级条款等债权特殊条款的影响，相同主体级别的商业银行的平均利差亦呈上升态势。由于 A+级别商业银行样本较少，存在一定样本误差，导致 A+主体级别的 3 年期债券平均发行利差高于 5+5 年债券平均发行利差。2018 年 1~10 月，仅有渤海银行发行了一只 2 年期的金融债，仅有江苏银行、南京银行和南洋银行各发行了一只 5 年期的金融债，样本量小，导致 2 年期债券的平均发行利差高于 3 年期债券的平均发行利差，而 5 年期债券的平均发行利差低于 3 年期债券的平均发行利差。

表 2　2018 年 1~10 月商业银行债券平均发行利差情况（单位：bp）

发行期限 / 主体级别	2 年	3 年	5 年	5+5 年	平均值
AAA	171	122	117	136	127
AA+	--	142	--	206	172
AA	--	164	--	213	188
AA-	--	185	--	228	207
A+	--	264	226	219	227

资料来源：Wind，联合评级整理

发行利差=债券发行利率-同期限国债到期收益率

央行在 4 月份和六月份两次降准以及 7 月 23 日投放 5,020 亿元一年期 MLF 和 8 月 24 日开展 1,490 亿元一年期 MLF 操作，银行体系资金面状况得到明显改善。五月份以来，各主体级别商业银行发行 3 年期金融债的平均发行利差均整体呈逐月下降的趋势。

表 3　2018 年 1~10 月商业银行 3 年期金融债平均发行利差情况（单位：bp）

发行时间	A+	AA-	AA	AA+	AAA
1 月	--	--	--	--	--
2 月	--	--	--	--	--
3 月	--	1.98	--	1.92	1.71
4 月	2.64	---	1.96	--	1.42
5 月	--	2.13	--	1.57	1.47
6 月	--	--	1.61	1.52	1.31
7 月	--	--	1.54	1.37	1.17
8 月	--	1.86	1.27	1.10	0.99
9 月	--	1.71	--	1.03	0.88
10 月	2.61	1.59	--	0.99	0.88

资料来源：Wind，联合评级整理
发行利差=债券发行利率-同期限国债到期收益率

二、2018 年商业银行债券发行利差与财务指标分析

截至 2018 年 1~10 月，从商业银行主体级别分布情况来看，大型商业银行和股份制商业银行均为 AAA 级，从资产规模来看，基本上需要达到 3,000.00 亿以上；城商行主体级别主要集中于 AA~AA+区间，主体信用级别普遍高于农商行，其资产规模处于 440.00 亿元~3,000.00 亿元；农商行受限制于自身银行的特性，以及受区域经济影响较大等因素，主体信用级别主要集中于 A~AA-区间，资产规模 80.00 亿元~600.00 亿元左右，同时此级别分布区间受各信用评级机构的信用政策影响较大，存在级别差异性。

表 4　2017~ 2018 年 10 月末商业银行债主体级别分布情况

银行种类 / 主体级别	大型商业银行	股份制银行	城商行	农商行	合计
AAA	5	10	20	3	**38**
AA+	-	-	27	9	**36**
AA	-	-	18	9	**27**
AA-	-	-	6	28	**34**
A+	-	-	-	23	**23**
A	-	-	-	1	**1**

资料来源：Wind，联合评级整理

综合表 1 和表 2 来看，期限为三年期债券主体级别在 A+~AA-区间发行利差差距最大达 79bp，主体性质多为农商行。期限 5+5 年的债券主体级别在 AA+~AAA 区间发行利差为 70bp，主体性质主要以大型商业银行、股份制商业银行和资质较好的城商行为主。由于 AA+~AA-级别的商业银行有农商行和城商行，利差与银行个体没有存在显著特征，因此本文主要从 AAA 级商业银行和 A+级商业银行为样本分析商业银行覆盖了全部商业银行类型，从银行股

东背景、资产总额和选取具有代表银行资产质量、风险控制能力和盈利能力的财务指标不良贷款率、拨备覆盖率和净息差等对比和分析与利差的相关性。

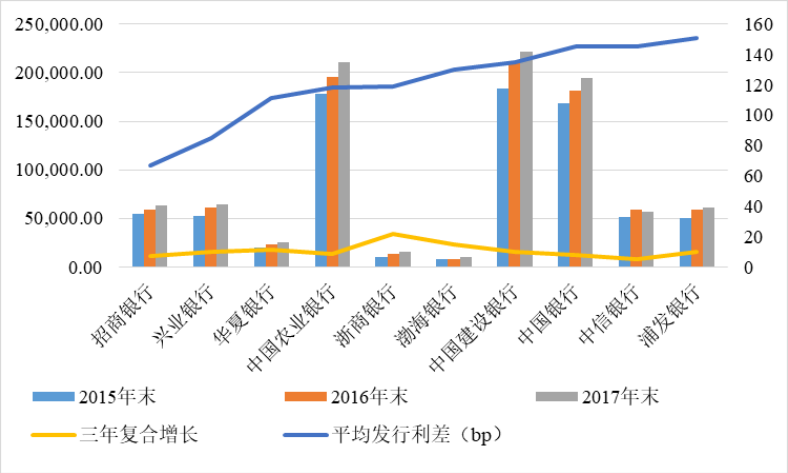
1、AAA 级主体商业银行利差分析

为了研究信用级别与发债主体财务指标的关系，从利差分布上来看，49 家 AAA 级商业银行利差 67bp~181bp，由于 AAA 级别中有 4 家商业银行因其外资背景，其多项指标显著劣于同级别其他主体，为了更准确地分析，此处予以剔除，分别为南洋商业银行（中国）、汇丰银行（中国）、星展银行（中国）和大华银行（中国）。联合评级将主体为 AAA 级商业银行分为全国性商业银行[1]和非全国性商业银行进行分析财务指标与利差关系。

（1）全国性商业银行利差分析

从下图可看出，主体级别为 AAA 级国有制商业银行的资产总额平均高于股份制银行 4 倍左右，但从发行利差上来看，平均发行利差低的商业银行资产总额已不是最主要的优势，其股东背景的强弱与利差的相关性较弱。从资产增速来看，浙商银行和渤海银行资产增速较高，利差排名处于中位，资产增速较低的中国银行和中信银行利差排名靠后。

图 2　截至 2018 年 10 月末全国性 AAA 级利差与资产总额情况分析(单位:亿元,%)

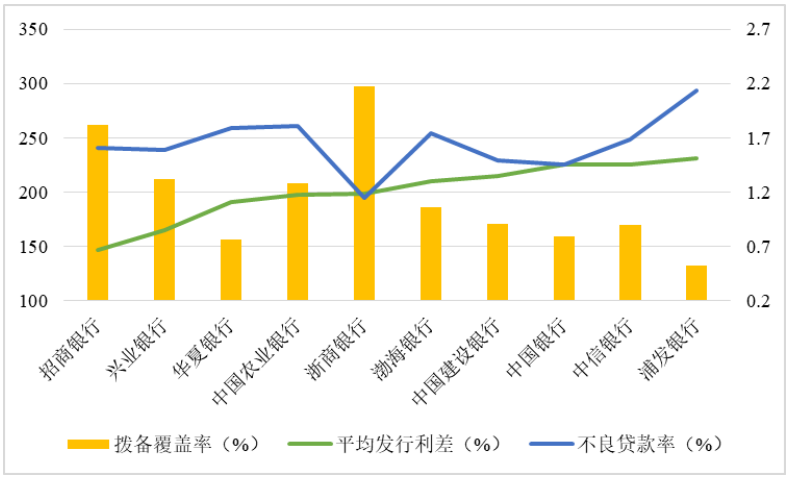


资料来源：Wind，联合评级整理。注：财务数据均采用各银行年报，

从商业银行拨备覆盖率和不良贷款率财务指标来看，明显发现拨备覆盖率以及不良率水平与利差有明显的相关性。排名靠前的招商银行拨备覆盖率和不良比率分别为 262.11%和 1.61%，高于行业平均水平（82.13 个百分点和 0.10 个百分点）；利差排名靠后的浦发银行拨备覆盖率为 132.44%和不良贷款率为 2.14%，风险控制能力低于行业平均水平，因此发行利差在 AAA 级商业银行中表现较差。剔除浙商银行因为其零售存款占比低的因素导致其利差排名处于中位。

[1] 全国性商业银行包括大型商业银行和股份制商业银行。

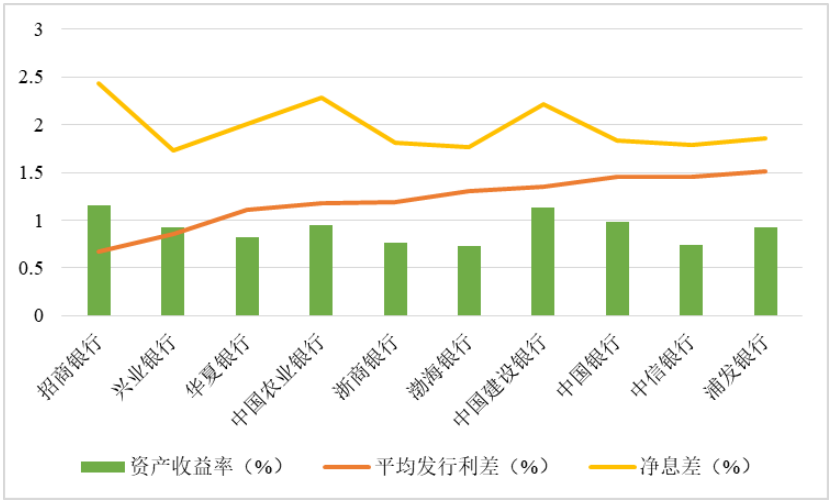
图 3　截至 2018 年 10 月末全国性 AAA 级利差与财务指标情况分析



资料来源：Wind，联合评级整理。注：财务数据均采用各银行 2017 年报，

从商业银行净息差和资产收益率来，利差与净息差相关性要高于资产收益率，招商银行净息差和资产收益率排名靠前，分别为 2.43%和 1.15%，而浦发银行净息差和资产收益率为 1.86%和 0.92%。剔除中国农业银行和中国建设银行自身国有银行特性外，总体而言，净息差保持较高水平的银行发行利差保持较低优势。

图 4　截至 2018 年 10 月末全国性 AAA 级利差与财务指标情况分析

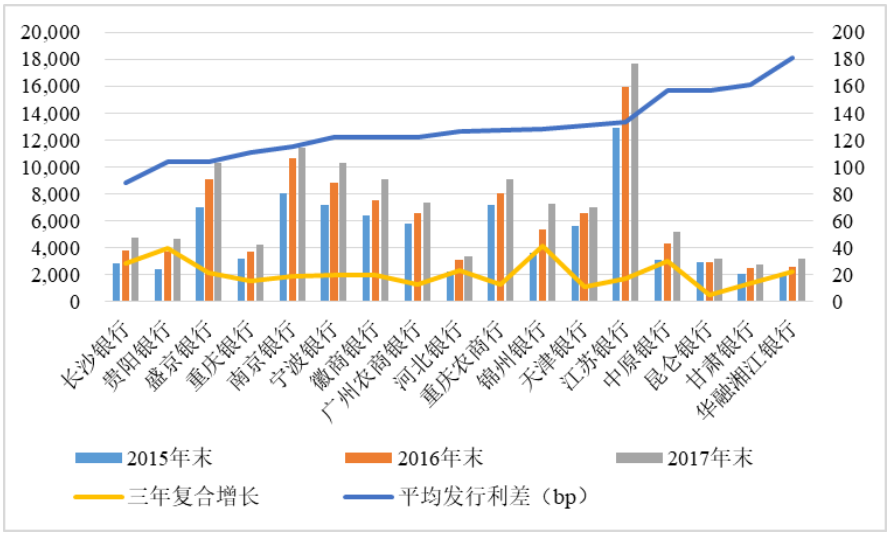


资料来源：Wind，联合评级整理。注：财务数据均采用各银行 2017 年报

（2）非全性商业银行

从非全国性 AAA 主体级别的商业银行来看，利差分布区间为 88bp~188bp。长沙银行受益于 2018 年 10 月央行第三次降准利好因素以及此时期仅有该银行发行债券的因素，利差处于低位，所以剔除此特殊原因。贵阳银行利差排名靠前受近三年资产增速达 39.60%影响所致，排名次之。华融湘江银行平均发行利差为 181bp，利差排名靠后主要系本身资产总额在 AAA 级中规模排名靠后所致。利差分布在 104bp~133bp 之间银行，资产规模与利差相关性较弱。

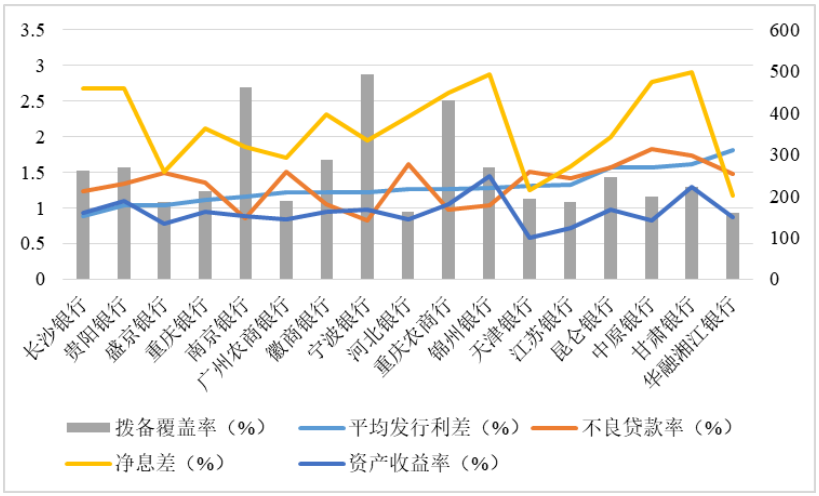
图 5　截至 2018 年 10 月末非全国性 AAA 级利差与资产情况分析（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，联合评级整理。注：财务数据均采用各银行年报，

从非全国性 AAA 主体级别的商业银行来看，华融湘江银行平均发行利差为 181bp，利差排名靠后，从财务指标来看，该银行净息差较低，拨备覆盖率处于 AAA 级商业银行中低水平；其余非全国性 AAA 级商业银行中，所处区域环境较好的重庆银行、南京银行、广州农商行、徽商银行和宁波银行，平均发行利差分布在 111bp~122bp，从财务指标来看，不良贷款率均处于行业较低水平，资产质量较好，拨备覆盖率保持充足水平；但由于昆仑银行、中原银行、甘肃银行所处地理位置经济欠发达，整体不良率在城商行中处于较高水平，平均利差水平明显排名靠后，保持在 157bp~161bp。

图 6　截至 2018 年 10 月末非全国性 AAA 级利差与财务指标分析



资料来源：Wind，联合评级整理。注：财务数据均采用各银行 2017 年报，

2、A+级主体农商行利差分析

主体信用级别为 A+级别的均为农商行，利差区间分布在 163~264bp 之间，剔除利差排名靠后的浙江三门农商行外资产没有达到 100.00 亿元的原因，资产总额在 140.00 亿元左右的农商行利差排名靠前，其不良贷款率在 1.20%左右、拨备覆盖率为 400.00%左右，均好于行业平均水平，说明在 A+级的农商行利差排名靠前不仅不良贷款要保持行业低水平而且拨

备覆盖率保持充足水平。同时同等规模农商行利差与其所在区域经济有相关性，从下图来看，所在山西省的农商行平均发行利差较为接近。整体看，主体 A+级农商行，不良率保持在 2.80%以下（行业平均 3.16%）大部分农商行净息差保持在 3.00%以上，但未来随着利率市场化的加剧，农商行的净息差将会有所收窄。

表 5　截至 2018 年 10 月末 A+主体级别发行利差情况及财务指标分析

银行简称	平均发行利差（%）	资产金额（亿元）	不良贷款率（%）	拨备覆盖率（%）	净息差（%）
宁波宁海农商行	1.63	143.60	1.24	405.60	3.99
福建长乐农商行	1.98	141.88	1.16	417.60	4.75
湖北孝感农商行	2.04	128.04	2.11	276.14	2.57
河北邢台农商行	2.26	136.19	2.54	199.89	4.72
山西榆次农商行	2.31	194.49	2.23	236.34	1.68
山西平遥农商行	2.38	172.65	2.38	233.64	0.26
山西清徐农商行	2.39	137.71	1.67	232.94	1.10
浙江海盐农商行	2.41	175.63	1.23	411.97	1.94
安徽太和农商行	2.51	149.97	1.93	338.32	5.22
浙江三门农商行	2.61	93.28	1.36	756.24	5.03
广东四会农商行	2.64	170.34	2.78	165.25	3.68

资料来源：Wind，联合评级整理。注：财务数据均采用各银行 2017 年报，

结语：

2018年以来，我国的经济增速有所放缓，受中美贸易战和金融去杠杆的影响，金融市场整体波动较大；监管部门延续2017年以来的强监管、严监管态势，银行业整体“去杠杆”明显，同时盈利能力明显改善，但银行资产质量仍存在一定压力。联合评级对今年以来银行发债的利差进行研究发现，同等评级的商业银行其利差水平受盈利指标与不良率指标影响较大，说明投资者已不再单纯的考虑银行的规模来定价而是越来越重视银行自身的内生可持续发展的盈利能力和风险控制能力。目前我国银行业受经济下行期的影响不断开始转型，行业间分化态势越发明显，随着监管的进一步加强，具备吸储能力较强，且资产运营能力和风险控制能力较强的银行，将在同业竞争中更具优势。