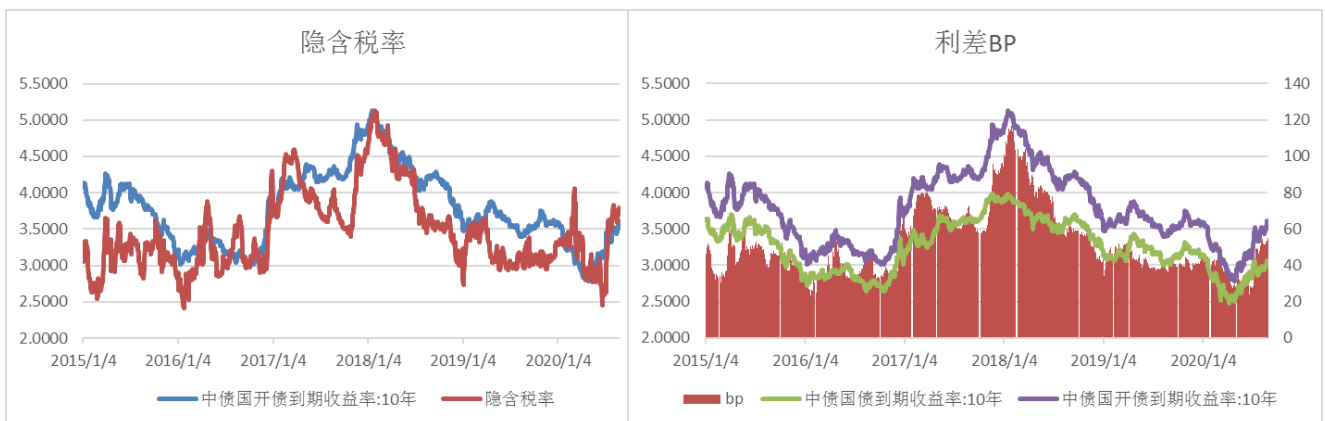


从银行负债角度看现券收益率

本文以国债为例比较贷款与债券的性价比。相比较贷款而言，国债具有如下几个优势：1.税收减免；2.不计风险权重；3.没有信用风险。分别考虑这三个方面的因素：

1. 税收减免因素。由于投资国债的利息收入免交企业所得税，而贷款利息收入需要交 25%的所得税，理论上贷款需要考虑的税收溢价是 25%。但在实际中，一方面贷款利息收入可以在扣除相关费用后再承担税收，另一方面许多银行对资产收益率采取税前考核，因此对税收溢价要求并不高。我们利用金融债里面的隐含税率这一概念来衡量税收溢价的问题： $(\text{金融债收益率}-\text{国债收益率})/\text{金融债收益率}=\text{隐含税率}$ 。从下图中可以看出，隐含税率跟国债收益率具有较强相关性，即当国债收益率上升时，免税效应所带来的税收优惠越多，非免税资产需要更高收益率进行补偿。



数据来源：wind

从趋势上看，从 15 年至今隐含税率中枢均值在 13%左右的水平上，带来的税收溢价大概在 40-50bp 左右。

2. 占用风险权重因素。由于国债风险权重记为 0，而贷款风险权重记为 100%，因此贷款需要获取额外的收益进行资本补偿，该资本溢价可以用风险权重*资本充足率*净资本收益率进行衡量。具体来说，由于贷款对应 100%风险权重，会产生 100 元风险资产，根据今年二季度银保监会公布的数据：资本充足率 14.21% 进行简化计算，那么 100 元风险资产需要消耗 14.21 元资本金。再考虑银保监会公布的 2020 年二季度商业银行资本利润率平均为 10.35%，因此会损失掉 1.47 元收益，即损失率约为 1.47%，对应 145-150bp 的资本溢价。

3. 信用风险因素。由于国债没有信用风险，而贷款则面临着一定信用风险，因此需要更高的收益率来补偿风险，在财务处理上，需要计提拨备。因此，我们利用商业银行的拨备率来计算信用溢价。2020 年二季度银保监会公布季度贷款拨备率 3.54%，计算出目前的信用溢价大概在 30bp 左右。

2020 年二季度一般贷款加权平均利率为 5.26%，扣除 40-50bp 税收溢价，140-150bp 资本溢价，30bp 信用溢价，可比国债收益率约为 3.0-3.1%，可比金融债收益率约为 3.5-3.6%左右，考虑到目前贷款基准利率又出现了一定幅度的下降，预计对于目前这个时点而言，贷款可比国债收益率将出现一定下行。

10 年国债收益率与贷款可比国债收益率受到非标的影响，一方面非标相较于贷款性价比更高，拉高了国债收益率的可比价值；另一方面非标直接消耗银行的库存现金与超额存款准备金，相当于大规模增加利率债供给，直接对利率债造成挤压，推高了利率债的收益率。自从非标得到控制后，国债收益率慢慢降低到

贷款可比国债收益率下方，交易盘主导债市力量明显增强，表现为国开债 7-10 年的倒挂，活跃券与非活跃券价差扩大，活跃券切换较为彻底等，使得贷款可比国债收益率与国债收益率的价差进一步拉大。尽管估出了国债的大致性价比，但仍需注意两点风险：一是今年股票市场爆发后，新股慢慢成为类固定收益类投资品种，且股债性价比也会推高债券的可比收益率；二是地方债的供给在没有基础货币大幅放水的背景下也会大幅度增加利率债供给，挤压利率债的配置资金，不排除再次出现国债收益率突破贷款可比国债收益率的可能性。

免责声明：本文所引述机构或个人的观点、言论、数据及其他信息仅作参考和资讯传播之目的，如发现违法或不良信息请与联系人沟通，我们将及时处理。

金融市场部联系人：

陈琦慧 电话：021-60934519 邮箱：chellychen@metrobank.com.cn

张佳璐 电话：021-60934495 邮箱：zhangjialu@metrobank.com.cn

赵思恒 电话：021-61910703 邮箱：iriszhao@betrobank.com.cn