信用海外掘金——外资 G-SIBs 债券投资价值分析



袁文博 分析员
SAC 执证编号：S0080523060023
wenbo.yuan@cicc.com.cn



许艳 分析员
SAC 执证编号：S0080511030007
SFC CE Ref：BBP876
xuyan@cicc.com.cn

G-SIBs 主体信用优势与债项风险

严格监管框架，在巴塞尔 III 框架下，G-SIBs 在最低资本充足率要求的基础上承担更高的资本充足率要求和更严格的损失吸收约束。**基本面稳健，**G-SIBs 收入来源更加多元化，2024-2025 年以来盈利改善。G-SIBs 的不良贷款率均处于可控区间，表明资产质量稳健。G-SIBs 的 CET1 整体处于较高水平并保持稳定，普遍高于监管要求，资本缓冲充裕。

G-SIBs 整体信用评级较高，国际评级机构给予的主体评级大多处于投资级中上水平，资本工具债券通常会被降档，**AT1 减档数量较多，债项有可能被降至高收益级**。AT1 次级风险较大，其减记触发并非简单依据固定指标，存在一定不可预知性，需特别关注监管认定条款，对于经营表现持续承压的主体应予重点关注。

G-SIBs 各类债券投资价值分析

普通债债项评级和主体评级基本一致，信用风险较低，普通债总体跟随基准利率走势波动，主要面临利率波动风险，在市场波动时期普通债相较资本工具债券更抗跌。**资本工具债券债项风险相对更高，**特别是 AT1 债项减档较多、条款次级风险较高，**AT1** 利差在不同阶段驱动因素也存在差异，主要受到利率波动风险、主体信用风险和债项次级风险影响，事件冲击时银行业信用事件冲击强于常规事件扰动，AT1 对银行业信用风险事件定价较普通债更显著，当 AT1 条款次级风险突出时，可阶段性成为主导变量。**T2** 次级风险低于 AT1 但也不可忽视减记尾部风险。人民币利率在全球利率波动的大环境中表现稳健，**离岸人民币债券**配置价值凸显，且无需担心汇率波动。

从配置思路来看，普通债可作为低风险底仓配置选择，特别是离岸人民币债券表现稳健且无需担心汇率波动，资本工具债券可作为增厚收益品种，相比普通债仍有一定利差，我们判断当前资本工具债券减记风险不高，但利差进一步压缩的空间也受限，更多是基于票息收益，仍需持续关注银行体系经营风险变化。

风险

美联储加息幅度超预期，超预期银行业信用风险事件，汇率波动较大。

G-SIBs 主体信用优势与债项风险

我们从监管框架和基本面两个维度分析全球系统重要性银行（G-SIBs）的信用资质情况，并就潜在的债项信用风险作分析。

严格监管约束和稳健基本面

更严格的监管框架约束

G-SIBs 由 FSB 每年基于规模、关联度、可替代性、复杂性、跨境业务五大维度评分确定其级别，2025 年 FSB 最新名单共计 29 家[1]，分为 5 档，对应梯度化附加 CET1 资本缓冲要求。

图表 1：外资 G-SIBs 名单

级别（附加资本要求）	国家	G-SIB	国家	G-SIB
5（3.50%）	-	-		
4（2.50%）	美国	摩根大通		
3（2.00%）	美国	美国银行	英国	汇丰控股
	美国	花旗集团		
2（1.50%）	英国	巴克莱	法国	法国农业信贷银行
	法国	法国巴黎银行	日本	三菱日联金融集团
	美国	高盛集团	瑞士	瑞银集团
1（1.00%）	美国	纽约梅隆银行	西班牙	桑坦德银行
	德国	德意志银行	法国	法国兴业银行
	法国	法国BPCE银行集团	英国	渣打集团
	荷兰	荷兰国际集团	美国	道富集团
	日本	瑞穗金融集团	日本	三井住友金融集团
	美国	摩根士丹利	加拿大	多伦多道明银行
	加拿大	加拿大皇家银行	美国	富国集团

资料来源：FSB，中金公司研究部

在巴塞尔 III 框架下，G-SIBs 并不是简单适用普通银行的最低资本充足率要求，而是在此基础上承担更高的资本充足率要求和更严格的损失吸收约束。普通银行的最低普通股一级资本充足率为 4.5%[2]，G-SIBs 考虑资本储备缓冲、逆周期资本缓冲以及 G-SIBs 附加资本要求后，实际需要维持的 CET1 明显更高。按照不同档位计算，G-SIBs 最低 CET1 要求大致处于 8.0%-12%之间[3]，AFME 统计显示[4]，2026 年一季度欧洲 G-SIBs 的 CET1 比率为 14.4%，整体资本充足率较高。

[1] https://www.fsb.org/2025/11/2025-list-of-global-systemically-important-banks-g-sibs/
[2] https://www.bis.org/basel_framework/chapter/RBC/20.htm
[3] 由官方规定的三层 CET1 要求相加得到：4.5%最低 CET1+2.5%资本储备缓冲+1%-2.5%G-SIB 附加要求+0%-2.5%逆周期资本缓冲=8.0%-12%
https://www.bis.org/basel_framework/chapter/RBC/30.htm
https://www.bis.org/basel_framework/chapter/RBC/40.htm
https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/b3_capital.htm
[4] https://www.afme.eu/publications/data-research/prudential-data-report-q1-2026/

除资本充足率外，G-SIBs 还受到杠杆率、流动性、风险治理及处置准备等多重约束。整体来看，上述制度共同构成从持续经营风险防控到危机处置准备的多层次约束体系，有助于降低风险事件对银行体系的冲击。

图表 2：G-SIBs 监管要求

监管要求	制度/指标	主要内容
资本充足与缓冲要求	最低资本要求	CET1不低于4.5%，一级资本不低于6%，总资本不低于8%
	资本留存缓冲	额外持有2.5%的CET1资本
	逆周期资本缓冲	通常为0-2.5%，由各司法辖区根据当地信贷周期确定
	G-SIB附加资本	按系统重要性分档，额外增加1.0%-3.5%的CET1要求
杠杆与流动性约束	杠杆率要求	一级资本杠杆率最低为3%。G-SIB还须配置相当于HLA要求50%的杠杆率缓冲，国际基准约为3.5%-4.75%。资本或杠杆率进入缓冲区间时，分红、回购及AT1自主付息等将受到限制。
	流动性要求	LCR正常情况下≥100%，要求高流动性资产覆盖未来30日压力情景净现金流出；NSFR≥100%，要求可用稳定资金覆盖一年期稳定资金需求。
风险治理与处置准备	风险治理、第二支柱与集中度约束	FSB对G-SIB提出更高的风险管理、风险数据归集、风险治理和内部控制预期；第二支柱要求银行开展资本充足评估及前瞻性压力测试。G-SIB对另一G-SIB的单一大额风险暴露原则上不得超过一级资本的15%。
	处置期损失吸收能力（TLAC）	不低于风险加权资产的18%，且不低于杠杆风险暴露的6.75%，用于处置时的损失吸收与资本重建。
	恢复与处置	制定恢复和处置计划，定期接受可处置性评估

注：CET1 ratio=CET1 资本/风险加权资产（RWA）；一级资本杠杆率=一级资本/总杠杆率敞口
资料来源：巴塞尔协议，中金公司研究部

盈利能力较好

G-SIBs 普遍拥有全球化、综合化的经营体系，业务覆盖商业银行、投资银行、财富管理、资产管理及证券服务等多个领域，并在北美、欧洲、亚太及其他主要金融市场建立广泛布局。相较于业务单一和区域高度集中的中小银行，G-SIBs 拥有庞大的客户基础、领先的市场份额和较强的产品服务能力，收入来源更加多元化。

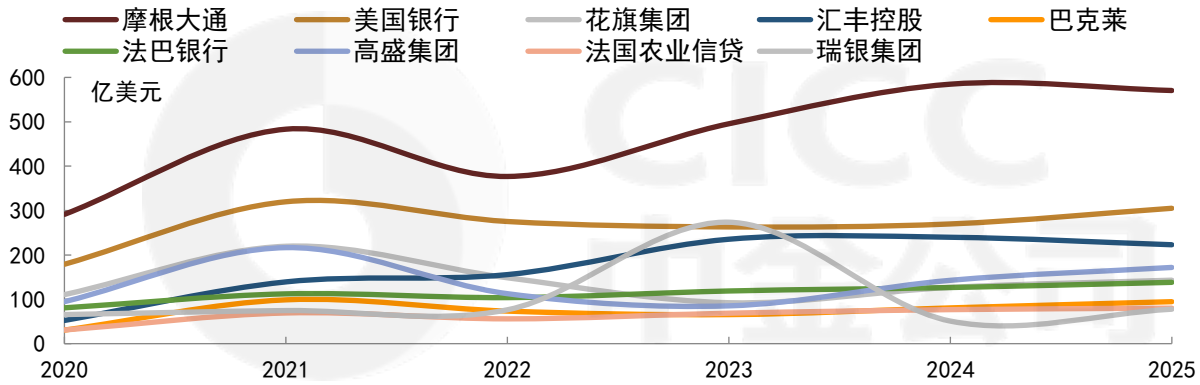
G-SIBs 的营业收入主要由利息净收入和非利息收入构成，前者来自商业银行业务中的存贷款等，后者来自投行等综合金融服务业务，反映银行多元化经营和综合金融服务能力。**利息净收入方面，**2022-2023 年 9 家样本银行平均增速达 10%以上，呈现明显增长。这一趋势并非个别银行现象，而是银行业在本轮加息初期的共同表现，2020-2022 年海外通胀大幅上升，美联储和欧洲央行连续快速大幅加息，在加息初期浮动利率贷款和新增贷款的收益率较快上升，而存款等低成本负债的利率调整相对滞后，资产端重定价快于负债端带来息差上升，更宽的净息差推动利息净收入上升，不过这并非可持续的常态，扩张将随着利率下行和滞后出现的减值损失而消退。**非利息收入**则在 2022 年普遍回落，在高通胀、俄乌冲突、快速大幅加息等不利因素影响下，资本市场表现承压，资本市场活动也降温，压低了投行等业务收入，后续减值损失上升亦对利润形成拖累，因此净息差改善并不一定带动银行总体利润上行。**总体来看，2022-2023 年受到多重不利因素影响，部分银行盈利有所下滑，2024-2025 年以来逐步缓解、盈利改善**。

图表 3：部分银行营收拆分（亿美元）

利息净收入/占比	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020	2021	2022	2023	2024	2025
摩根大通	546	523	667	893	926	954	46%	43%	52%	56%	52%	52%
美国银行	434	429	525	569	561	601	51%	48%	55%	55%	53%	53%
花旗集团	448	425	487	549	541	598	59%	59%	62%	72%	67%	71%
汇丰控股	276	265	304	358	327	348	51%	50%	54%	53%	46%	48%
巴克莱	105	111	131	158	165	191	34%	34%	38%	44%	43%	44%
法巴银行	221	229	222	207	212	240	42%	40%	42%	37%	36%	37%
高盛集团	48	65	77	64	81	136	11%	11%	16%	14%	15%	23%
法国农业信贷	146	157	151	170	177	199	48%	44%	54%	53%	51%	53%
瑞银集团	59	67	66	73	71	77	17%	18%	19%	17%	14%	15%
非利息收入/占比	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
摩根大通	650	693	628	691	852	871	54%	57%	48%	44%	48%	48%
美国银行	423	462	425	461	499	530	49%	52%	45%	45%	47%	47%
花旗集团	314	290	293	213	264	241	41%	41%	38%	28%	33%	29%
汇丰控股	260	268	259	323	388	378	49%	50%	46%	47%	54%	52%
巴克莱	201	221	215	202	216	243	66%	66%	62%	56%	57%	56%
法巴银行	299	344	304	345	376	407	58%	60%	58%	63%	64%	63%
高盛集团	398	529	397	399	455	447	89%	89%	84%	86%	85%	77%
法国农业信贷	159	198	131	151	173	174	52%	56%	46%	47%	49%	47%
瑞银集团	282	305	287	357	440	442	83%	82%	81%	83%	86%	85%

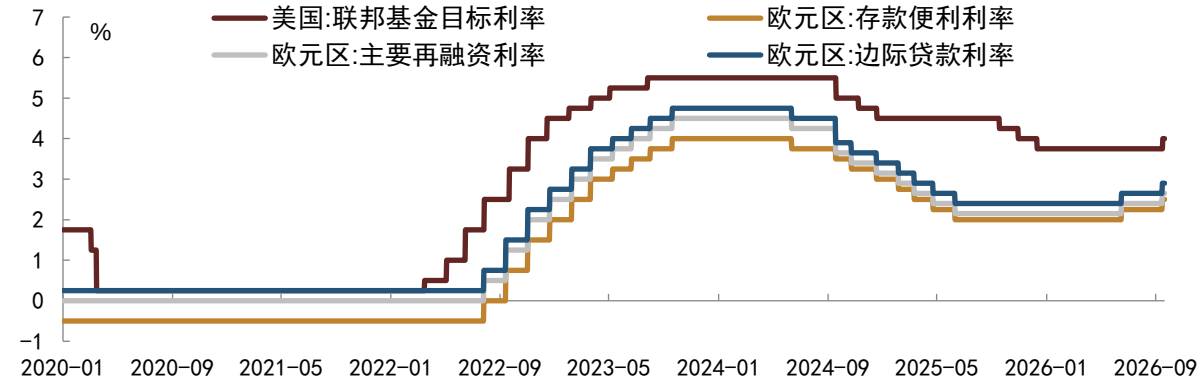
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 4：部分银行净利润



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 5：美联储及欧央行基准利率

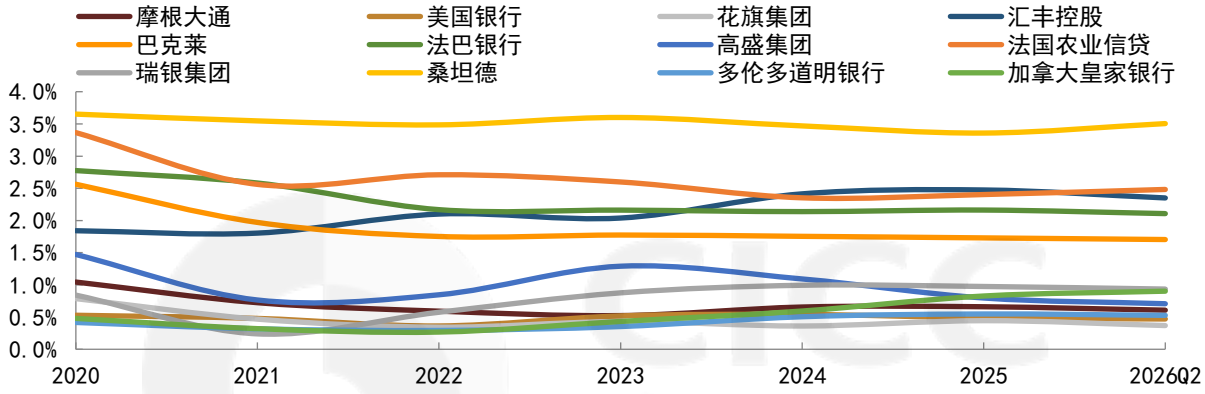


资料来源：Wind，中金公司研究部

资产质量稳健

不良贷款/总贷款（NPL ratio）反映贷款组合中已发生信用减值或存在较高回收风险的贷款占比，是衡量银行资产质量和信用风险暴露的重要指标。**纵向看，**2020 年以来样本 G-SIBs 不良贷款率总体呈下降趋势，美国样本均值下降约 44%，欧洲样本均值下降约 13%，反映其资产质量保持稳健。**横向看，**北美银行不良贷款率整体低于欧洲，截至 2026 年二季度，美国样本银行平均约为 0.5%，加拿大样本约为 0.7%，欧洲样本银行平均约为 2.2%，显示北美银行贷款组合的存量资产质量相对更优。**总体而言，主要 G-SIBs 的不良贷款率均处于可控区间，较低且趋于改善的不良贷款率水平表明 G-SIBs 资产质量稳健**。

图表 6：部分银行 NPL ratio 水平



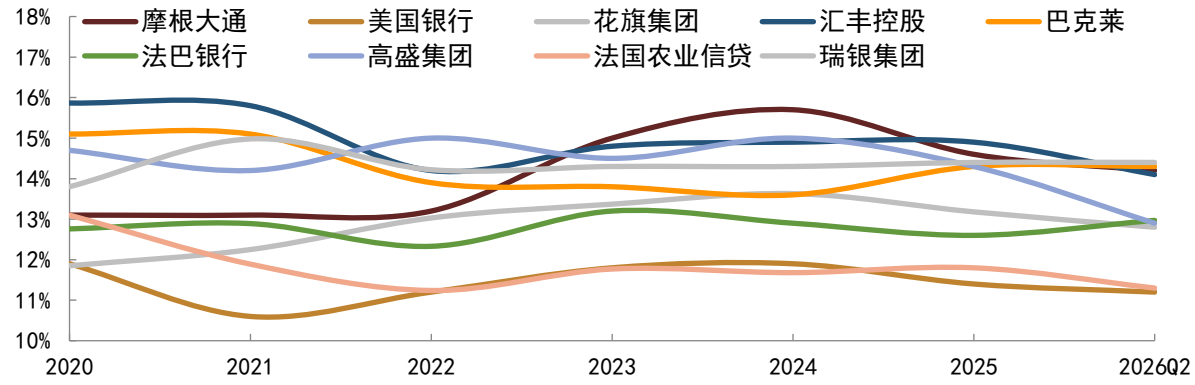
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

资本充足率充足

资本充足率用于衡量银行以自有资本吸收潜在损失的能力，核心计算口径为资本规模除以风险加权资产，其中核心一级资本充足率（CET1 ratio ）是衡量银行资本实力最重要的指标。

我们选取 9 家处于 2-4 级别的银行作为观察样本，主要 G-SIBs 的 CET1 整体处于较高水平并保持稳定，普遍高于监管要求，资本缓冲充裕。样本银行的 CET1 大多处于 11%-15%区间，从 2020 年至今其波动幅度在 2%以内，在满足最低监管要求后仍保留超额资本缓冲。较高的资本水平意味着银行能够通过自身资本吸收潜在信用损失、市场风险损失及经营波动，为债权人提供较厚的风险隔离层。压力测试结果进一步验证了 G-SIBs 资本体系的稳健性，在深度经济衰退、资产价格下跌和市场波动加剧等极端情景下，样本银行的最低 CET1 仍整体维持在约 8%-13%区间，仍满足监管最低要求。

图表 7：部分银行 CET1 水平



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 8：部分银行压力测试下 CET1 水平

	CET1起点	压力测试下降幅	压力测试下CET1
摩根大通	14.60%	2.00%	12.60%
美国银行	11.40%	1.40%	10.00%
花旗集团	13.20%	2.90%	10.30%
高盛集团	14.30%	2.90%	11.40%
汇丰控股	14.90%	3.00%	11.90%
巴克莱	13.50%	4.20%	9.30%
法巴银行	11.01%	2.35%	8.66%
法国农业信贷银行	14.29%	4.76%	9.53%

注：摩根大通、美国银行、花旗集团、高盛集团 CET1 ratio 为 2025Q4 数据，汇丰、巴克莱、法巴银行、法国农业信贷为 2024Q4 数据
资料来源：FRB，BOE，EBA，中金公司研究部

国际评级：主体高等级，资本债债项减档

G-SIBs 整体信用评级较高，国际评级机构给予的主体评级大多处于投资级中上水平，A 档居多，较高的外部评级反映出市场和评级机构对其资本实力、盈利韧性、流动性管理能力及系统重要性支持的认可，也为其各类债券发行提供了较好的主体信用基础。

图表 9：G-SIBs 主体信用评级

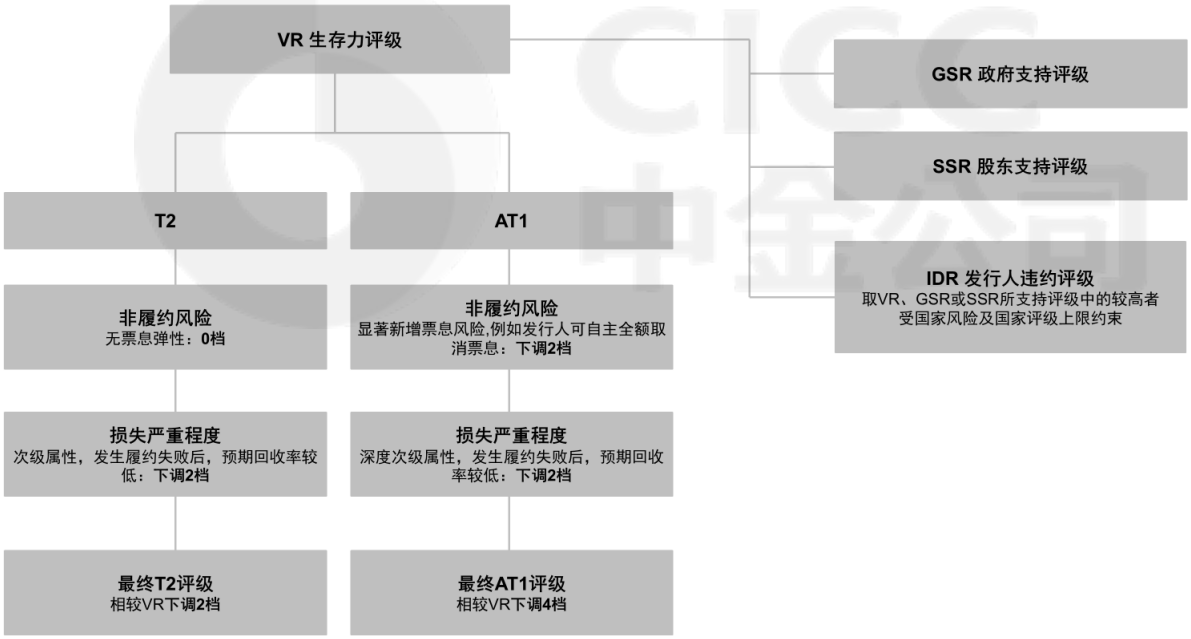
评级主体	穆迪 / 标普 / 惠誉	评级主体	穆迪 / 标普 / 惠誉	评级主体	穆迪 / 标普 / 惠誉
摩根大通	A1 / A / AA-	瑞银集团	A2 / A- / A+	加拿大皇家银行	Aa1 / AA- / AA+
美国银行	A1 / A- / AA-	三菱日联金融集团	A1 / A- / A-	桑坦德银行	A1 / A+ / A+
花旗集团	A3 / BBB+ / A	纽约梅隆银行	Aa3 / A / AA-	法国兴业银行	A1 / A / A+
汇丰控股	A3 / A- / A+	德意志银行	A1 / A / A+	渣打集团	A3 / BBB+ / A
巴克莱	Baa1 / BBB+ / A	法国BPCE银行集团	A2 / A+ / A+	道富集团	Aa3 / A / AA-
法国巴黎银行	A1 / A+ / AA-	荷兰国际集团	- / A- / A+	三井住友金融集团	A1 / A- / A-
高盛集团	A2 / BBB+ / A	瑞穗金融集团	A1 / A- / A-	多伦多道明银行	A2 / A- / AA-
法国农业信贷银行	A1 / A+ / AA-	摩根士丹利	A1 / A- / A+	富国集团	A1 / BBB+ / A+

注：控股型银行为集团公司评级，一体化银行为自身评级，控股型银行集团公司评级通常低于运营银行子公司评级；截至日期：2026 年 9 月 17 日
资料来源：公司官网，公司公告，中金公司研究部

G-SIBs 发行的债券包括普通债、TLAC 非资本债券、T2 及 AT1，AT1 用于补充其他一级资本，T2 用于补充二级资本。损失吸收顺序通常为 AT1 先于 T2，T2 先于 TLAC，普通债最后，清偿顺序则相反。

资本工具债券债项评级通常会减档，AT1 债项评级有可能降至高收益级，反映出其债项条款的次级属性较强可能会导致债券信用风险增加。G-SIBs 主体评级基本都在投资级，普通债债项评级通常和主体评级保持一致，但 AT1 和 T2 债项评级相较于主体评级会出现减档，特别是 AT1 减档数量较多，AT1 债项评级有可能被降至高收益级。（1）惠誉评级模型，通常 T2 和 AT1 的减档基准是生存力评级(VR)，在基准情形下 T2 和 AT1 相较 VR 分别下调 2 档和下调 4 档，由于 VR 通常不高于主体评级(IDR)，相较于主体评级 AT1 债项减档数量在 4 档及以上。（2）穆迪评级模型，在调整后的 BCA 基础上 T2 和 AT1 的 LGF 调整通常会下调 1 档，T2 和 AT1 的额外评级调整通常在 LGF 调整后下调 0 档和下调 2 档，相较于主体评级 AT1 债项减档数量通常不低于 3 档。（3）标普评级模型，通常 T2 和 AT1 的减档基准是 SACP，按照多个标准依次确认是否需要下调和下调次数，相较于主体评级 AT1 债项实际减档数量在 3 档及以上。

图表 10：惠誉评级模型及减档标准



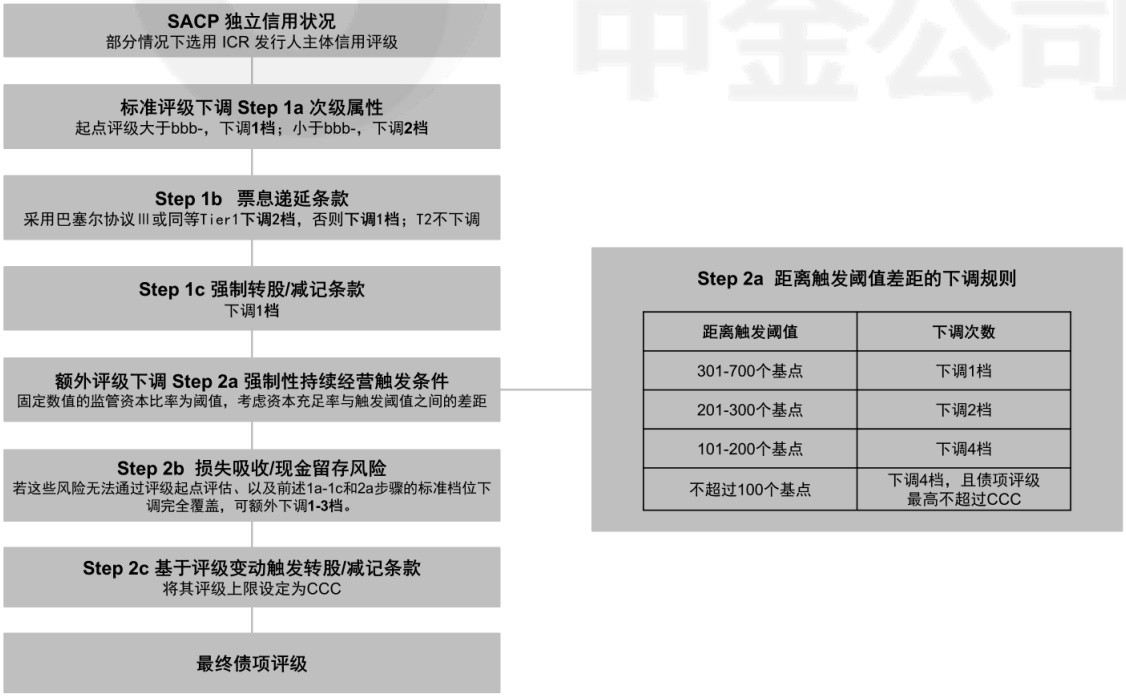
注：通常减档基准为 VR；特殊规定情形下减档数量有变化
资料来源：惠誉，中金公司研究部

图表 11：穆迪评级模型及减档标准



注：特殊规定情形下减档数量有变化
资料来源：穆迪，中金公司研究部

图表 12：标普评级模型及减档标准



注：通常减档基准为 SACP；特殊规定情形下减档数量有变化
资料来源：标普，中金公司研究部

图表 13：部分主体惠誉/穆迪/标普债项评级

主体名称	惠誉			穆迪			标普		
	主体评级	T2	AT1	主体评级	T2	AT1	主体评级	T2	AT1
汇丰控股	A+	A-	BBB	A3	Baa1	Baa3	A-	BBB+	
巴克莱集团	A	BBB+	BBB-	Baa1	Baa1	Ba1	BBB+	BBB	BB+
法国巴黎银行	AA-	A-	BBB	A1	Baa2	Ba1	A+	BBB+	BBB-
瑞银集团	A+		BBB	A2		Baa3	A-		BBB-
渣打集团	A	BBB+	BBB-	A3	Baa2	Ba1	BBB+	BBB-	BB+
法国兴业银行	A+	BBB	BB+	A1	Baa3	Ba2	A	BBB-	BB
德意志银行	A+	BBB	BB+	A1	Baa3	Ba2	A	BBB-	BB

注：截至日期：2026 年 9 月 17 日
资料来源：Bloomberg，惠誉，穆迪，标普，中金公司研究部

债项风险

AT1 与 T2 次级条款

AT1 是用于补充银行其他一级资本的混合资本工具，兼具债权与股权属性。从期限特征看，AT1 通常没有固定到期日，发行人可在首次赎回日后、获得监管批准的前提下选择赎回，但投资者无权要求其按期赎回。**从息票安排看**，其付息通常是可自由裁量的，银行在满足一定条件下（如资本充足率要求）可以选择不支付息票，取消付息一般不构成违约。**AT1 损失吸收机制的核心条款为减记或转股**，旨在确保在银行面临困境时能够及时吸收损失，AT1 减记或转股顺序先于 T2。根据巴塞尔协议[5]，当银行的 CET1 低于 5.125%时，AT1 触发减记或转股，AT1 也可能会约定更高的触发线（例如 7%）。**AT1 减记或转股也服从于本国的监管机构认定，**例如英国的内部纾困(Bail-in)规定，瑞士的无法生存触发事件（PoNV），监管机构认定条款触发机制相对灵活，主要基于监管机构的判断、具备自由裁量权，而非具体某项指标，在实际的 AT1 减记事件中会出现 CET1 高于约定标准时也触发减记。**综合以上，AT1 除了面临主体信用风险外，还面临条款次级风险，减记触发并非简单依据固定指标，存在一定不可预知性，需特别关注监管认定条款。**

图表 14：AT1 条款

AT1债券条款	
清偿顺序	次于存款人、普通债权人和银行的次级债务
期限/票息	永续性，即没有到期日，且不存在任何上调利率或其他赎回激励措施
本金偿还	任何本金的偿还（例如通过回购或赎回）必须获得事先监管批准，银行不应假设或创造市场预期认为监管批准将被授予
票息支付	股息/票息的酌情权：a. 银行在任何时候都必须有权完全取消分配/支付；b. 取消酌情支付不应构成违约事件；c. 银行必须能够完全使用取消的支付来履行到期的义务；d. 取消分配/支付不应对银行施加限制，除非与普通股股东的分配有关。

资料来源：巴塞尔协议，中金公司研究部

[5] https://www.bis.org/basel_framework/chapter/CAP/10.htm?inforce=20191215&published=20200605&tldate=20201101

图表 15：欧洲部分银行 AT1 减记/转股条款

银行	债券名称	触发事件
汇丰控股	HSBC 7.050% Perpetual Corp	(1)资本充足触发事件：若CET1比率在任意时点低于7%，则将立即触发自动转股； (2)英国内部纾困(Bail-in)相关约定：若英国相关处置机构行使内部纾困权力，且相应款项因该权力的行使被削减、转换、撤销、修改或变更，则在该权力行使之后，任何到期应付款项不再到期应付，也不予支付。
瑞银集团	UBS 9.250% Perpetual Corp	触发条件为触发事件或生存能力事件： (1)触发事件：发行人CET1 低于阈值比率7%； (2)生存能力事件：(a)FINMA认定常规资本补充措施在当时不足以实施或不具备可行性，必须实施减记或转股，作为核心必要措施，以防止集团控股公司陷入无力清偿、破产、无法偿还到期重大债务或无法持续经营；(b)常规措施在当时不充分或不可行，集团控股公司已收到公共部门提供的不可撤销承诺，将提供直接或间接的非常规支持，该等支持已经或即将产生改善集团控股公司资本充足率的效果，且经FINMA书面认定，若无该等支持集团控股公司将会陷入无力清偿、破产、无法偿还到期重大债务或无法持续经营。
法国兴业银行	SOCGEN 8.500% Perpetual Corp	若发行人合并口径的CET1比率低于5.125%，则票据的当前本金金额将被减记。完成该减记后，在满足特定条件的前提下，发行人可全权自主决定将当前本金金额予以回拨恢复。
德意志银行	DB 8.130% Perpetual Corp	若发行人的CET1低于最低要求5.125%即构成触发事件，一旦发生触发事件，对应票据的兑付金额及名义本金将按相关减记金额自动调减。

资料来源：债券募集说明书，中金公司研究部

T2 是用于补充银行二级资本的次级债务工具，不过次级属性相较 AT1 更弱，T2 有明确的到期日，且没有取消或延迟付息的条款。T2 也具备损失吸收机制，但是没有规定具体的资本充足率触发条件，**主要是服从于各国的自救权力安排（Bail-in）**，明确在监管机构需要行使自救权力时，T2 债券可能被减记或转股。

图表 16：T2 条款

T2债券条款	
清偿顺序	次于存款人和普通债权人
期限/票息	a. 最初期限至少为五年；b. 在到期前的最后五年内，其在监管资本中的认可将按直线法摊销；c. 不存在任何上调利率或其他赎回激励措施。
本金偿还	投资者在未来计划支付（票息或本金）的加速偿还方面没有任何权利，除非在破产和清算的情况下
票息支付	/

资料来源：巴塞尔协议，中金公司研究部

图表 17：欧洲部分银行 T2 债券减记/转股条款

主体	债券名称	触发事件
汇丰控股	HSBC 4.762% 29/03/2033 Corp	英国内部纾困(Bail-in)相关约定：若英国相关处置当局行使内部纾困权力，且相应到期应付款项因该权力的行使被削减、转换、撤销、修改或变更，则在该权力行使之后，该等到期应付款项不再到期应付，亦不予兑付。
法国巴黎银行	BNP 2.250% 11/01/2027 Corp	自救权力(Bail-In Power)相关约定：相关处置当局有权对陷入危机机构的无担保债权人的部分债权进行减记或转为股权，发行人在本票据项下的债务可被（部分或全部）削减、注销、修改，或转换为发行人或其他主体的股份、其他证券或其他债务。 当发生无法生存事件(point of non-viability），相关处置当局必须对资本工具实施减记，或将其转换为股份或其他所有权工具： (i) 在采取任何处置行动前，已认定满足处置启动条件；(ii) 主管当局认定，若不对相关资本工具行使该项权力，则该机构或集团将不再具备持续经营能力；或 (iii) 该机构需要获得非常规公共财政支持（特定情形除外）。
法国兴业银行	SOCGEN 7.367% 10/01/2035 Corp	本票据及担保安排受相关处置当局实施自救工具(Bail-in-Tool)的约束。若发行人或担保人被认定满足处置条件或发生其他情形，处置当局可对本票据或担保安排的全部或部分实施转股、减记或注销，或修改本票据或担保安排的条款与条件。

资料来源：债券募集说明书，中金公司研究部

历史风险事件回顾：减记与不赎回

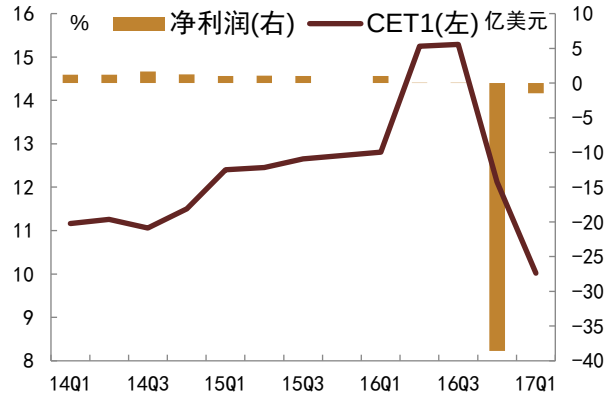
西班牙大众银行 AT1 和 T2 全部减记：2017 年 6 月，西班牙大众银行出现严重的流动性问题，被欧洲监管认定为“正在倒闭或可能倒闭”，欧洲监管做出 PONV 的认定，大众银行的股权和次级债务全部被减记，其中两笔 AT1 合计 12.5 亿欧元、三笔 T2 债券合计 7.9 亿欧元被减记为 0。同时，在西班牙政府和欧央行的支持下，桑坦德银行宣布以 1 欧元的象征性价格收购西班牙大众银行，以避免西班牙大众银行直接倒闭。

瑞士信贷 AT1 减记：2023 年 3 月 9 日，美国证券交易委员会就瑞信既往财务报告中的现金流量表披露提出问询；3 月 14 日，瑞信发布 2022 年年报，披露财务报告内部控制存在“重大缺陷”，审计机构普华永道对其内部控制有效性出具否定意见，且瑞信 2022 年全年净亏损约 73 亿瑞士法郎。2023 年 3 月 19 日，在瑞士联邦政府、瑞士国家银行和瑞士金融市场监管局（FINMA）协调下，瑞银宣布以约 30 亿瑞士法郎收购瑞信。作为整体稳定方案的一部分，FINMA 要求瑞信发行的 AT1 工具全额减记，涉及名义本金约 160 亿瑞士法郎；同期瑞信 T2 工具未被减记，股东权益则通过并购交易得到部分保留。**瑞信 AT1 投资者承担了全额损失，而普通股股东并未被完全清零，实际处置结果与市场通常理解的“普通股先于 AT1 吸收损失”的顺位预期出现偏离**。瑞信 AT1 减记后，全球 AT1 市场一度出现明显恐慌，投资者重新评估 AT1 的风险和定价。3 月 23 日 FINMA 发布声明[6]，**瑞信 AT1 是根据债券发行文件中“生存能力事件”条款减记**，该条款是由于政府的“特别支持”而被触发，同时 3 月 19 日瑞士联邦委员会颁布《紧急法令》，该条例授权 FINMA 命令瑞信减记 AT1，因此从债券合约和法定措施两个方面来说，FINMA 都有充分依据要求 AT1 债券减记；此外，在瑞士 AT1 工具的设计方式就是在相关银行自身股权完全用完或者减记之前，AT1 会被减记或者转换成普通股一级资本。

两家银行 AT1 减记发生前最新财报的 CET1 均未触及减记触发条件，但已有下滑趋势，且银行已经出现明显基本面恶化，出现盈利下滑乃至大额亏损、不良贷款率上升等不利迹象。**因此投资 AT1 不能仅依据静态 CET1 判断减记风险，需特别关注监管机构认定条款，同时对于经营表现持续承压的主体应予重点关注**。

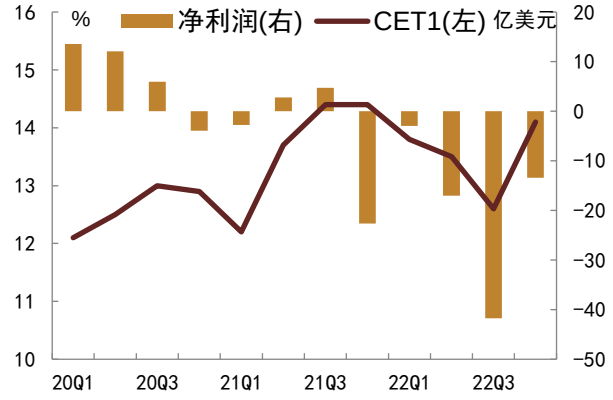
[6] https://www.finma.ch/news/2023/03/20230323-mm-at1-kapitalinstrumente/

图表 18：西班牙大众银行 CET1 和净利润



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

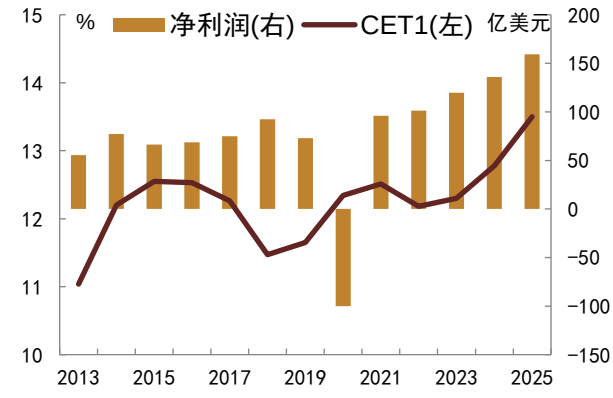
图表 19：瑞士信贷 CET1 和净利润



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

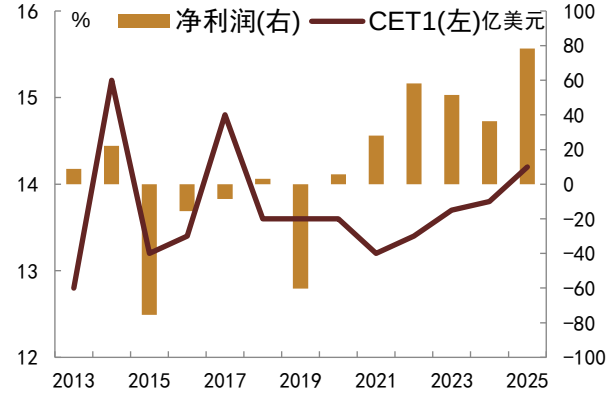
AT1 不赎回事件：（1）2019 年 2 月桑坦德银行宣布不赎回其 2014 年发行的欧元 AT1 债券，公司盈利较为稳健，但是 CET1 有所下降，另一主要原因是成本考量，原有 AT1 重置后的票息仍会低于新发 AT1 票息，2023 年桑坦德银行再次因为成本原因选择不赎回 AT1。（2）德意志银行两次不赎回 AT1。2020 年 3 月德意志银行不赎回其发行的 AT1 债券，一方面是德意志银行在 2015-2020 年连续数年经营表现较弱，公司盈利承压、部分年份出现大额亏损，公司 CET1 有所下降，尽管较监管要求仍有一定安全边际，但公司资本内生能力较弱、面临一定资本压力。另一方面也有成本考量，原有 AT1 重置后的票息仍低于新发 AT1 票息。2025 年 3 月德意志银行再次不赎回其发行的美元 AT1 债券，本次不赎回并非完全由资本压力所致，相比于 2020 年，此时德意志银行盈利已有所改善、CET1 也稳步回升，但由于欧元贬值，公司选择不赎回美元计价 AT1 以避免汇兑损失。**总结来看，AT1 不赎回主要有几点原因：一是公司基本面承压、面临资本压力，二是出于成本考量，三是出于汇率因素**。

图表 20：桑坦德银行 CET1 和净利润



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 21：德意志银行 CET1 和净利润

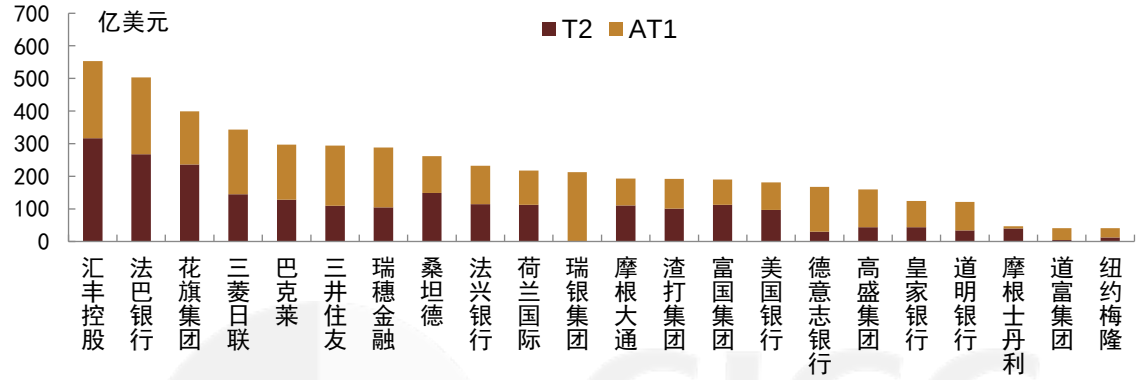


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

G-SIBs 各类债券投资价值分析

截至目前，外资 G-SIBs 存量债券规模为 32003 亿美元[7]，其中非资本债券规模 26942 亿美元占主导地位，T2 和 AT1 规模分别为 2315 亿美元和 2746 亿美元。仅看资本工具债券，汇丰控股、法巴银行、花旗集团、三菱日联金融集团和巴克莱存续规模前五，在 300 亿美元左右及以上，三井住友金融集团、瑞穗金融集团、桑坦德、法兴银行、荷兰国际集团、瑞银集团存续规模也超过 200 亿美元。

图表 22：G-SIBs 存续资本工具债券规模



注：截至日期：2026 年 9 月 15 日
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

普通债：稳健配置

普通银行债通常指控股型银行的运营银行子公司或一体化银行发行的高级无抵押债券。控股型银行集团层面发行的高级无抵押债券[8]，能够以结构性次级实现 TLAC 达标，不过债项评级和集团主体评级保持一致。

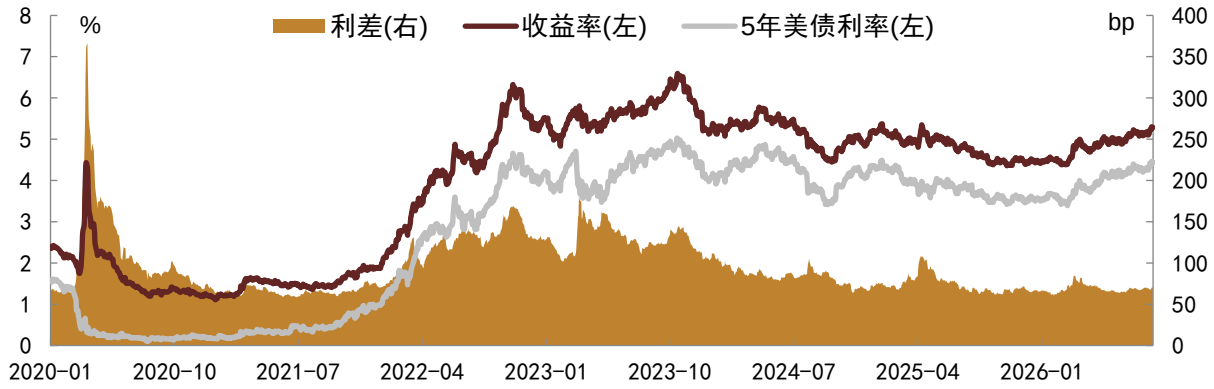
普通债主要面临利率波动风险，在市场走弱时期利差会走扩，但长期来看具有较强的修复能力。基于市场走势，我们大致可以划分为以下几个阶段，2020 年 3 月市场流动性冲击期间，利差一度升至 366bp，随后于 2020 年末回落至 63bp 左右，2021 年维持在较低水平；2022 年受到美联储快速加息和宏观环境不确定性等因素影响，债市整体走熊，利差再次走扩，年内最高走扩至 169bp；2023 年 3 月受到瑞信事件影响走扩至 184bp，随着持续收窄，2023 年末、2024 年末和 2025 年末分别降至 104bp、75bp 和 67bp，截至 2026 年 8 月末利差为 68bp，处于 2022 年以来的较低水平，反映市场对投资级银行高级债信用风险的定价总体平稳。同期债券收益率由 2020 年末的 1%左右波动上升至 2026 年 8 月的 5%以上，主要源于基准利率上升，同期 5 年期美债利率上行超过 400bp。**总体来看，债市明显走熊或事件冲击时利差明显走扩，债市牛市和事件冲击情绪修复后利差趋于收窄，震荡市利差维持波动但银行业信用稳健利差也趋于收窄**。

在市场波动时期普通债相较资本工具债券更抗跌。对比普通债和 AT1 持有回报，

[7] 样本范围为 Bloomberg 设定的 G-SIBs 范围，和依据主体 Ticker 覆盖的债券范围存在一定区别
[8] 一体化银行发行的 TLAC 非资本债券带有次级条款，和高级无抵押债券有明显区别

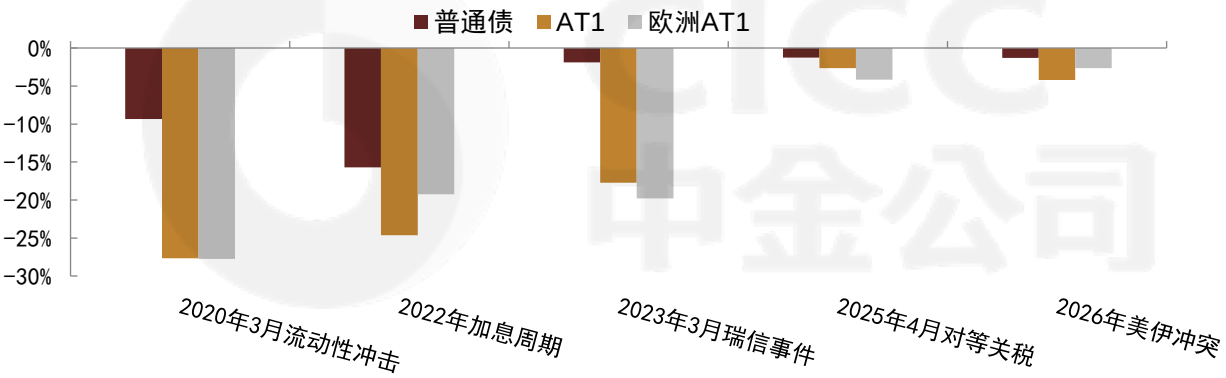
在流动性冲击、加息周期、事件冲击等市场表现较弱的时期，普通债持有回报率好于 AT1，或者说跌幅相对更小。

图表 23：投资级银行高级债收益率与利差走势



注：指标为 Bloomberg Invest Grade Banking Senior Total Return Index Value Unhedged USD
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 24：普通债 VS AT1 持有回报对比



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

Funding Notes 更多服务于投资者的定制化需求，通常面向合格机构投资者，以私募或定向方式发行。相较于普通高级无抵押债券，发行人可结合资金缺口及投资者偏好，就期限、币种、固定或浮动利率、付息及还本、提前赎回等条款协商设计。由于发行对象集中、单只债券条款差异较大且多不上市，二级市场流动性和公开信息覆盖相对有限；投资者通常以持有到期为主，在承担流动性、信息不对称及提前赎回风险的基础上，一般可获得相对更高的票息收益。

AT1：更高风险&更高收益

AT1 市场表现

根据标普研究[9]，欧洲 AT1 市场具备市场规模扩张、流动性改善、回报率较强等特征。过去五年欧元区 AT1 市场规模大幅扩张，背后体现出新券发行增加、欧洲各家银行资产负债表质量改善、发行主体范围拓宽，以及投资者需求回暖。欧元 AT1 指数市值由 2022 年末低点约 380 亿欧元、24 家发行人，增长至 2025 年 10 月约 750 亿欧元、30 家发行人，市场规模接近翻倍。**市场深度与流动性水平有所改善**，AT1 指数的平均买卖价差自 2020 年 10 月 76bp 收窄至 2025 年 10 月 39bp，在 2023 年初瑞信 AT1 减记事件期间，AT1 市场出现幅度最为剧烈的价差跳升。目前市场回归常态，AT1 与高收益银行债的流动性水平趋于接近，随着债券发行、投资者参与度快速修复，交易环境持续改善。**AT1 指数实现了显著超额收益**，过去五年 AT1 指数相比于银行债指数和高收益银行债指数实现了显著超额收益，但这并非主要源于发行人偏弱的信用基本面，AT1 指数的平均评级处于银行债指数与高收益银行债指数之间，这反映出尽管该工具在发行人资本结构中的清偿顺位靠后，但发行人本身信用资质通常相对较好。

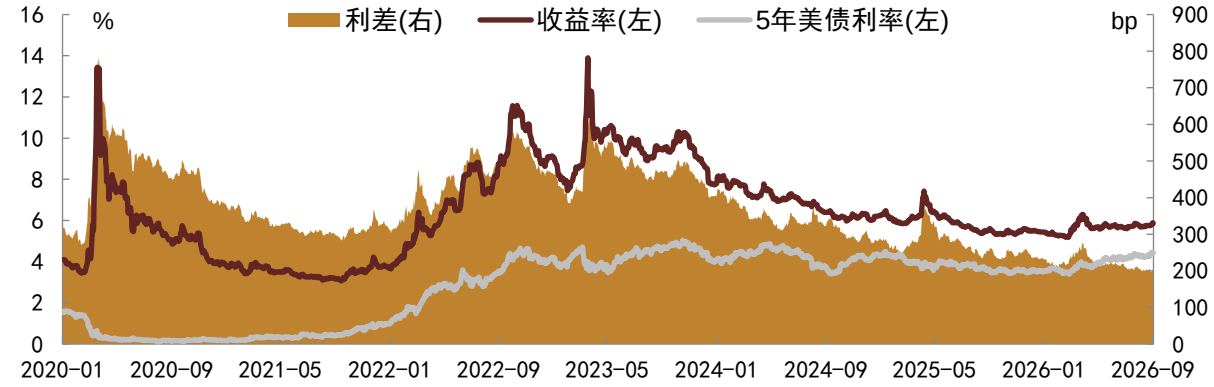
全球及欧洲 AT1 市场自 2020 年以来大致经历了“流动性冲击—流动性宽松下修复—加息周期走扩—2023 年银行业信用事件冲击—持续修复”的过程。2020 年 3 月，新冠疫情引发的美元流动性紧张使得 AT1 收益率和利差迅速上行；此后在全球主要央行超宽松政策支持下逐步回落，2021 年总体处于相对低位；2022 年起全球主要央行快速加息、金融条件收紧和银行经营压力上升推动收益率及利差再度抬升；2023 年 3 月瑞信事件等银行业信用事件冲击进一步放大波动，利差再度明显走扩；随着监管表态和支持，市场情绪有所修复，全球央行也逐步停止加息转向降息，收益率利差进入修复状态，同时瑞信事件之后再无类似的减记事件，市场对 AT1 的信用风险定价也在下降；2025 年 4 月对等关税、2026 年美伊冲突对市场带来事件扰动。截至 2026 年 8 月末，全球 AT1 收益率和利差分别为 5.790%、198bp，欧洲 AT1 分别为 5.953%和 207bp，市场风险定价较 2023 年高位明显收敛。

银行业信用风险事件是最核心的冲击。2023 年 3 月美国硅谷银行和签名银行先后关闭，5 月第一共和银行被 FDIC 接管并由摩根大通承接，美国区域银行事件并非 AT1 直接信用风险事件，但也暴露出加息环境中的银行业信用风险。2023 年 3 月作为 G-SIB 的瑞士信贷因经营困境引发财务危机，最终被瑞银集团收购，瑞士信贷 AT1 被全额减记，对 AT1 市场直接冲击较大。**AT1 对银行业信用风险事件定价更为显著，利差走扩幅度显著超过普通债**。

总体来看，AT1 利差走势和普通债类似，不过相较于普通债，AT1 对银行业信用风险事件定价更显著。

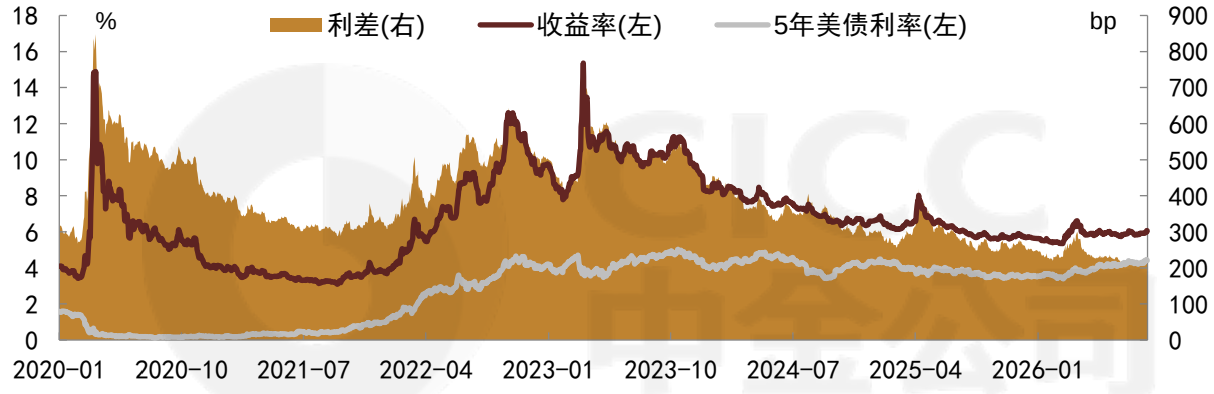
[9] https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/education/education-eur-at1s-in-focus.pdf

图表 25：全球 AT1 债券收益率与利差走势



注：指标为 Bloomberg Global CoCo Tier 1
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 26：欧洲银行 AT1 债券收益率与利差走势



注：指标为 Bloomberg European Banks CoCo Tier 1 Total Return Index Hedged USD
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

主体间收益率差异分析

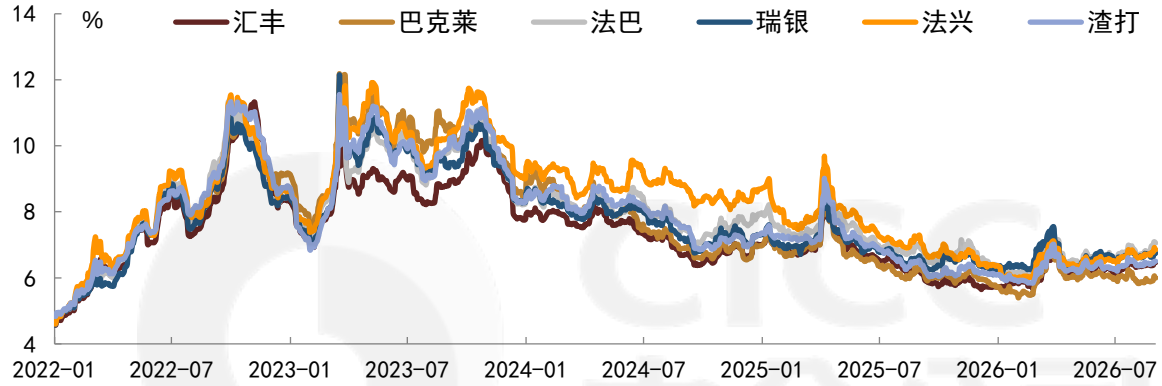
整体来看，汇丰控股、巴克莱集团、瑞银集团、法巴银行、法兴银行、渣打集团 AT1 收益率在绝大多数时间内走势趋同，核心驱动均为全球利率周期、银行业信用风险、AT1 条款风险等共性因素。2022 年加息周期中均呈现趋势上行，2023 年 3 月瑞信事件导致脉冲式跳升，2024-2025 年降息周期趋势下行，2025 年 4 月对等关税、2026 年美伊冲突影响下均同步冲高。

2023 年 Q4 至 2024 年 Q4 法兴银行美元 AT1 收益率持续高于另外五家，核心原因是市场定价逻辑转变和主体间信用分化。瑞信事件带来的系统性冲击导致市场更为关注 AT1 减记风险，2023 年下半年加息周期逐步见顶、基准利率上行的不确定性下降，主体基本面逐步成为定价核心。法兴银行基本面相对更弱，2022-2023 年盈利出现明显下滑，2023 年三季度开始 ROTE 下滑且明显低于其他大行，导致其 AT1 收益率在 2023 年 Q4 至 2024 年 Q4 形成了与同业收益率分化的走势。2024 年 Q4 至 2025 年 Q1 末法兴银行 ROTE 逐步修复至同业水平，收益率分化也逐步收敛。回看瑞信事件之前，2022 年 Q1 至 2023 年 Q1 法兴银行

ROTE 也明显低于同业，但是由于市场还未定价 AT1 减记风险，法兴银行与其他大行之间的收益率走势分化并不明显。

德银 AT1 收益率相对同业也偏高，主因历史包袱较重和不赎回事件影响。一方面是 2015-2020 年德银经营压力较大，盈利在 G-SIBs 中偏弱，个别年份出现大额亏损，历史包袱较重，CET1 也有下滑趋势；另一方面，德意志银行在 2020 年 3 月因资本压力和成本考量选择不赎回 AT1，也影响市场情绪；进入加息周期后再度叠加瑞信事件影响，市场意识到即便是 G-SIB，持续的经营压力也不可忽视，账面的 CET1 不能作为唯一判断标准，导致市场对德银的 AT1 风险定价更高。2025 年以来德银 ROTE 已逐步回升至同业一档水平，随着基本面修复、CET1 稳步回升，德银 AT1 收益率与同业水平也收窄。

图表 27：美元 AT1 债券收益率走势



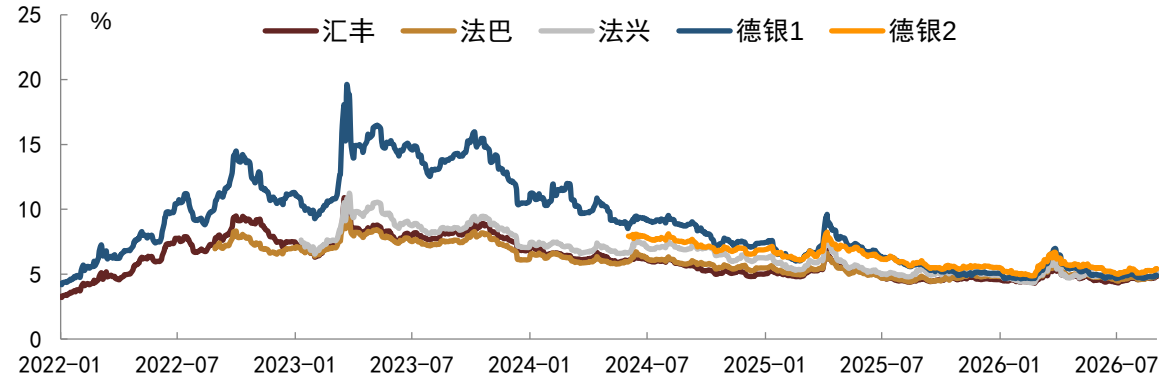
注：汇丰债券为 HSBC 4.6 PERP Corp，巴克莱债券为 BACR 8 PERP Corp，瑞银债券为 UBS 4.375 PERP Corp，法巴债券为 BNP 4.625 PERP Corp，法兴债券为 SOCGEN 5.375 PERP Corp，渣打债券为 STANLN 4.75 PERP Corp
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 28：德银美元 AT1 债券收益率走势



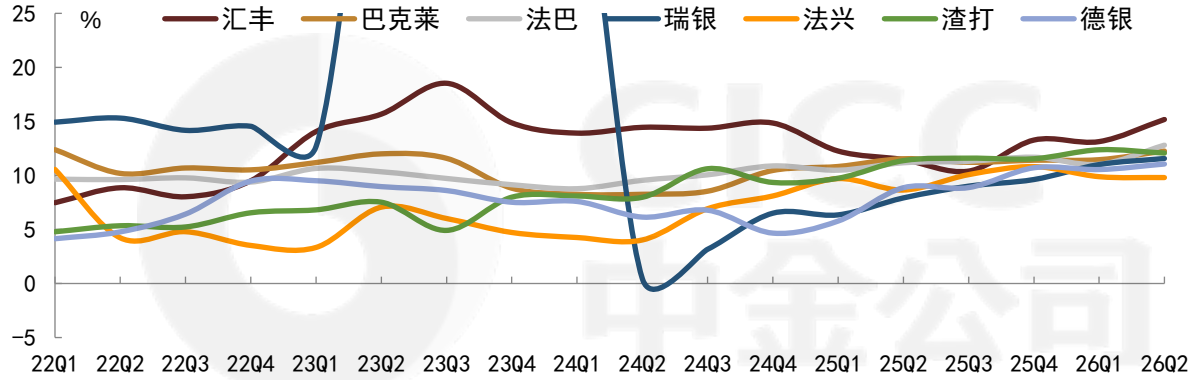
注：德银债券为 DB 4.789 PERP Corp
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 29：欧元 AT1 债券收益率走势



注：汇丰债券为 HSBC 4.75 PERP REGS Corp，法巴债券为 BNP 6.875 PERP Corp，法兴债券为 SOCGEN 7.875 PERP Corp，德银债券为 DB 4.625 PERP REGS Corp（2021 年和 2024 年分别发行）
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 30：欧洲银行 ROTE



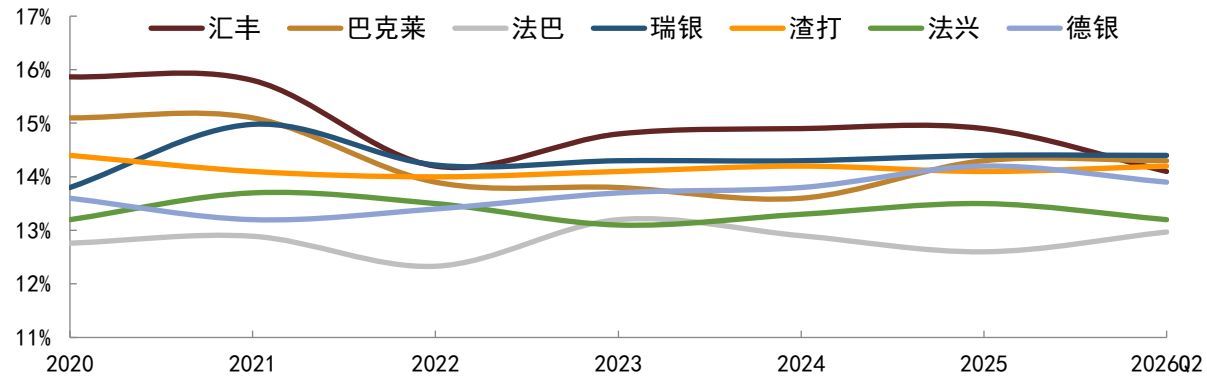
注：ROTE=净利润/平均有形股东权益，衡量公司利用有形股东权益（剔除商誉等无形资产后的净资产）创造利润的能力
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 31：欧洲银行净利润（亿美元）

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
汇丰	32.4	53.5	24.7	45.0	107.5	67.6	60.5	-0.3	105.8	65.3	65.2	3.5	73.2	47.3	52.8	49.4	73.5	79.1
巴克莱	21.7	15.9	20.2	15.5	24.7	19.9	19.4	1.3	22.9	18.8	23.6	15.3	26.4	25.5	23.1	19.3	29.3	33.6
法巴	20.6	32.9	27.9	21.9	34.0	30.6	29.0	11.5	33.7	36.6	31.5	24.8	31.1	36.9	35.6	34.6	37.7	50.5
瑞银	21.4	21.1	17.3	16.5	10.3	273.3	-7.2	-18.2	17.6	11.4	14.3	7.7	16.9	24.0	24.8	12.0	30.4	28.0
法兴	9.2	-16.1	14.5	10.9	9.3	9.8	3.2	4.6	7.4	12.0	15.0	11.1	16.9	16.5	17.8	16.5	19.9	20.8
渣打	11.8	9.1	10.9	-2.3	13.4	10.5	1.5	9.4	14.0	9.8	11.5	5.2	15.9	17.2	13.0	4.8	19.0	17.5
德银	13.3	12.6	12.2	19.9	13.9	9.8	12.8	15.1	15.4	0.1	17.9	3.2	20.7	19.1	20.7	17.5	24.8	21.5

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 32：欧洲银行 CET1

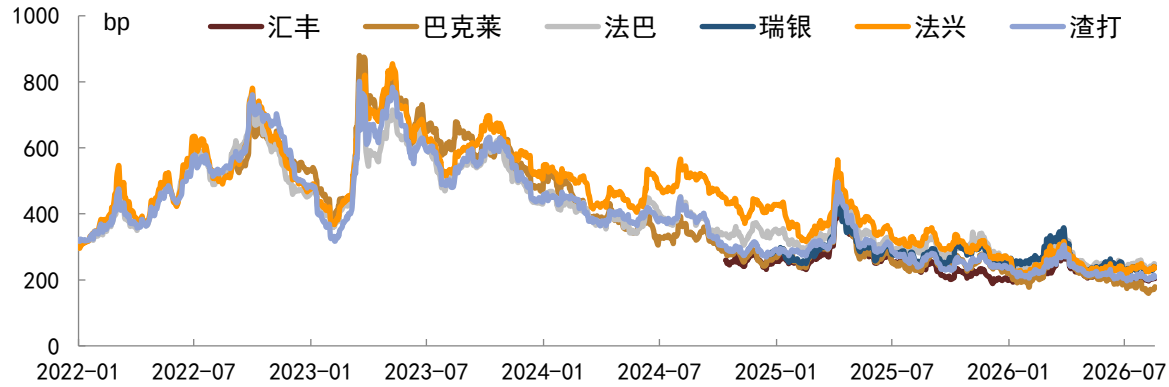


资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

AT1 利差拆分

AT1 利差反映总风险补偿，不同阶段驱动因素存在差异，主要受到利率波动风险、主体信用风险和债项次级风险影响，事件冲击时银行业信用事件冲击强于常规事件扰动。2022 年至今利差定价核心因素大致可分为“利率上行风险—事件冲击风险—主体信用风险回落”几个阶段。2022 年加息周期中利差走扩是基准利率抬升与潜在信用风险预期上升的双重结果，法巴、法兴和渣打自 2022 年初 300bp 左右走扩至 2022 年 10 月 760-780bp 高点；2023 年 3 月瑞信事件影响后利差大幅跳升、单月走扩 350-400bp，利差峰值达历史高位；2023 年 3 月以后总体处在利差压缩通道，2025 年 4 月对等关税、2026 年美伊冲突影响下利差也出现跳升、不过幅度低于瑞信事件影响。

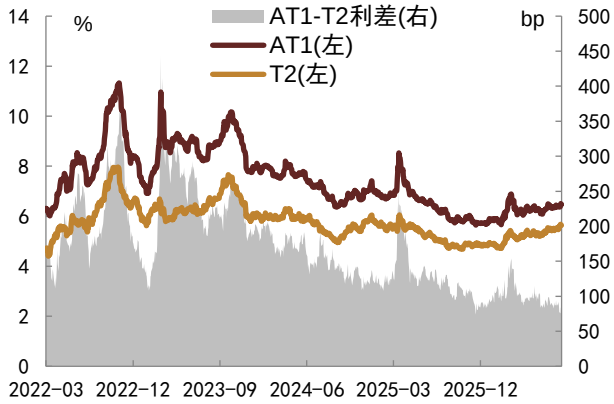
图表 33：美元 AT1 利差



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

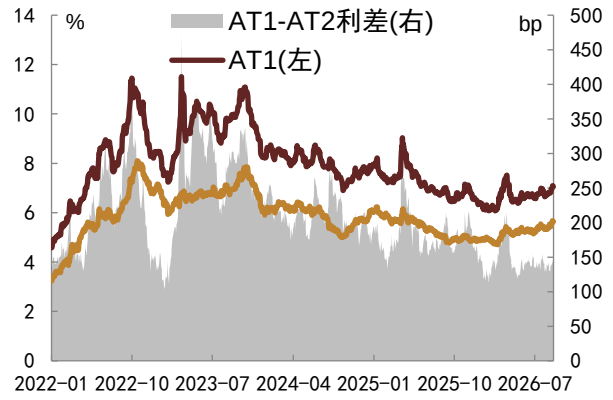
AT1 次级溢价反映资本工具中 AT1 的额外风险补偿，当 AT1 条款次级风险突出时，可阶段性成为主导变量。2023 年 3 月在欧美银行业危机中，瑞信 AT1 减记事件引发市场对 AT1 的恐慌性定价，汇丰、法巴、法兴和渣打的 AT1-T2 利差均在危机期间显著走扩，随着市场情绪改善，市场对 AT1 减记风险担忧回落，AT1 相对 T2 的次级溢价也逐步收窄。

图表 34：汇丰美元 AT1-T2 利差



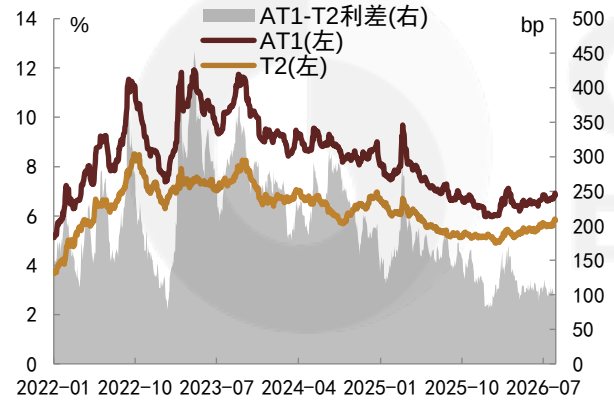
注：AT1 债券为 HSBC 4.6 PERP Corp，T2 债券为 HSBC 4.762 03/29/2033 Corp
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 35：法巴银行美元 AT1-T2 利差



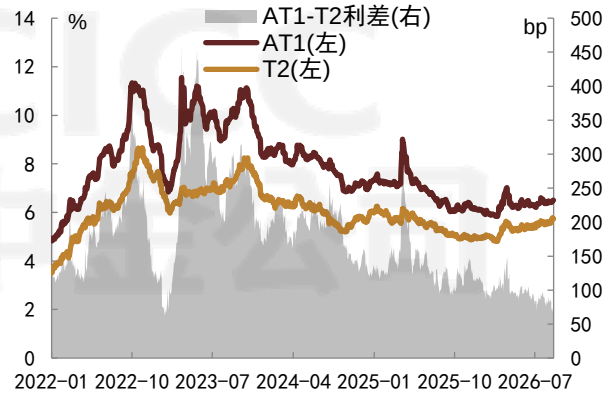
注：AT1 债券为 BNP 4.625 PERP Corp，T2 债券为 BNP 2.588 08/12/2035 144A Corp
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 36：法兴银行美元 AT1-T2 利差



注：AT1 债券为 SOCGEN 5.375 PERP Corp，T2 债券为 SOCGEN 3.653 07/08/2035 REGS Corp
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 37：渣打美元 AT1-T2 利差

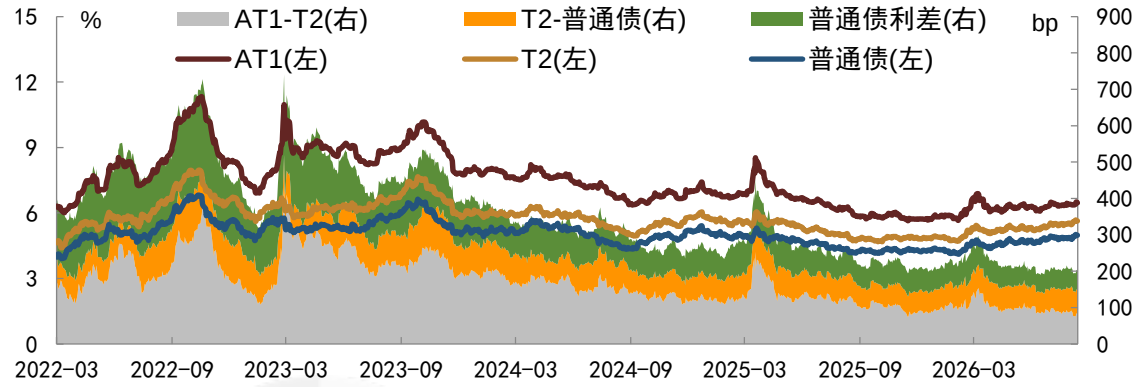


注：AT1 债券为 STANLN 4.75 PERP Corp，T2 债券为 STANLN 3.265 02/18/2036 144A Corp
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

进一步拆分利差结构，以汇丰为例，2022 年各债券之间的利差均有走扩，主要反映宏观因素变化及主体信用风险预期。2023 年 3 月瑞信事件冲击下，AT1-T2 利差跳升幅度最大、走扩最明显，而 T2-普通债利差和普通债利差虽也有走扩，但是幅度相对较小，表明市场主要是定价 AT1 次级风险。随着 AT1 系统性风险定价预期下降，AT1-T2 利差持续压缩，而 T2-普通债利差压缩有限，同期普通债利差也有收窄，说明主体信用风险及 AT1 次级溢价均在下降，汇丰控股资本充足率充实，盈利在加息期中仍保持稳健，信用基本面较好。**以法兴银行为例，**2022 年收益率走高主要是普通债利差和 AT1-T2 利差走扩，T2-普通债利差平稳，主要是反映主体信用风险预期上升。2023 年 3 月瑞信事件冲击下，AT1-T2 利差大幅走扩，同期 T2-普通债利差平稳、普通债利差也未进一步走扩，说明市场主要定价 AT1 的次级风险。随着盈利改善、信用风险预期下降，市场对其资本工具减记风险定价也下降，AT1-T2 利差收窄明显，但是仍明显高于 T2 和普通债利差，说明 AT1 次级溢价仍然存在。**渣打和巴克莱也呈现类似特征**，2022 年各债券之间

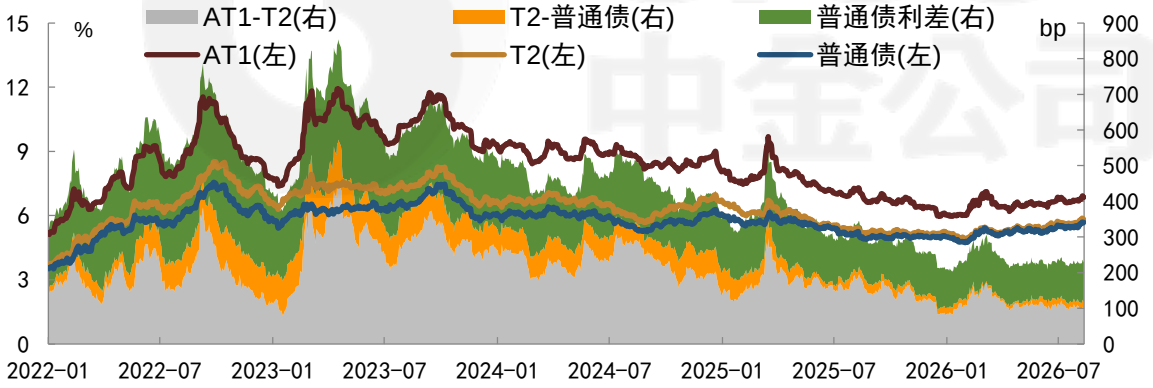
利差均走扩，2023 年 3 月瑞信事件冲击下 AT1-T2 利差走扩最为明显，利差修复过程中各级利差均有压缩，不过 AT1 次级溢价依然存在。**总体来看，宏观因素或主体信用风险预期导致的收益率走高，各级债券利差均有走扩，AT1 信用事件导致的市场调整更多体现为 AT1 次级溢价，利差修复过程中各级债券利差均有修复，不过 AT1 次级溢价仍然明显**。

图表 38：汇丰美元 AT1、T2 和普通债收益率



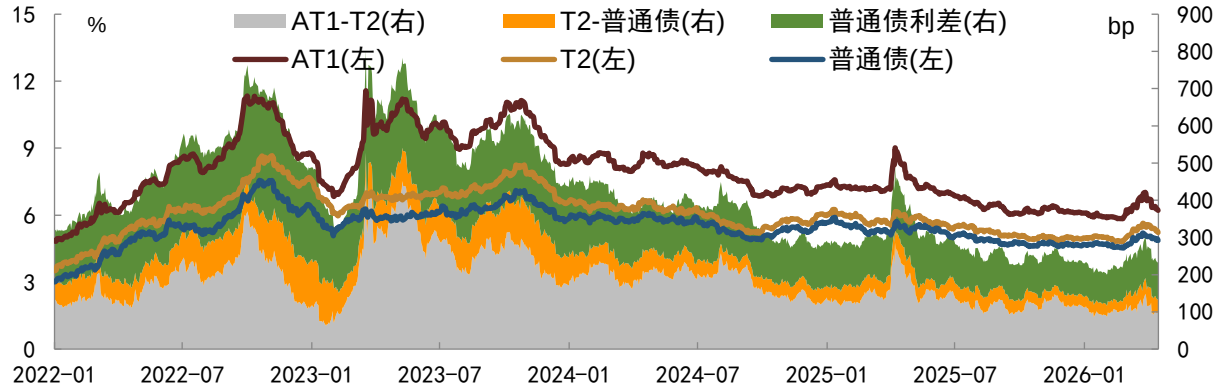
注：AT1 债券为 HSBC 4.6 PERP Corp，T2 债券为 HSBC 4.762 03/29/2033 Corp，普通债为 HSBC 4.95 03/31/2030 Corp
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 39：法兴银行美元 AT1、T2 和普通债收益率



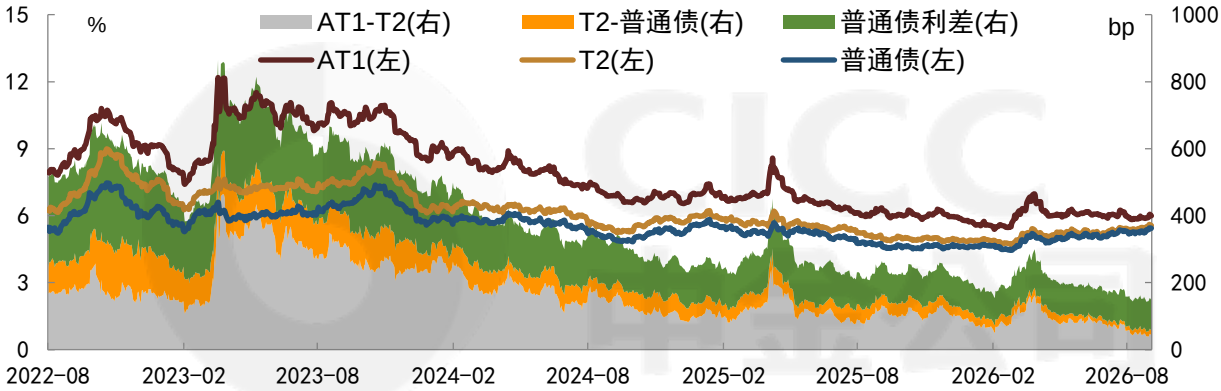
注：AT1 债券为 SOCGEN 5.375 PERP Corp，T2 债券为 SOCGEN 3.653 07/08/2035 REGS Corp，普通债为 SOCGEN 2.65 01/26/2032 Corp
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 40：渣打美元 AT1、T2 和普通债收益率



注：AT1 债券为 STANLN 4.75 PERP Corp，T2 债券为 STANLN 3.265 02/18/2036 144A Corp，普通债为 STANLN 2.678 06/29/2032 144A Corp
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 41：巴克莱美元 AT1、T2 和普通债收益率



注：AT1 债券为 BACR 8 PERP Corp，T2 债券为 BACR 3.564 09/23/2035 Corp，普通债为 BACR 2.667 03/10/2032 Corp
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

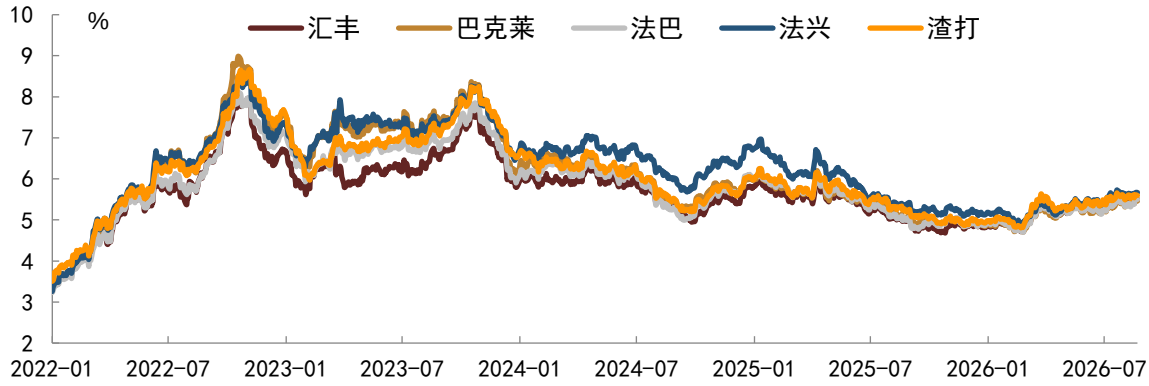
自 2023 年 3 月瑞信事件以后，全球市场范围内未再出现同类型引发市场系统性重定价 AT1 减记事件，当前 G-SIBs 资本缓冲、盈利和资产质量均处于较强水平，AT1 利差已经压缩至较低水平。**当前美元计价 AT1 绝对收益率仍具备不错配置价值，主要是把握较高的票息收益，依赖利差继续压缩获取收益空间有限。AT1 次级风险较高，由于不同地区监管机构安排差异，减记触发存在一定不可预知性，仍需持续关注银行体系经营风险变化。**

T2：次级风险低于 AT1 但不可忽视

T2 债券收益率主要受基准利率、主体信用风险和条款次级风险共同影响。T2 次级风险相较于 AT1 更弱，只在监管自救安排下面临减记风险，也存在减记触发不可预知性尾部风险。美元计价 T2 债券的收益率在 2021 年末处于 3.1%-3.4%，2022 年受美联储持续加息、宏观环境不确定性等因素共同影响快速上行，并于 2022 年 10 月升至 7.9%-9.0%高位，同期利差由 160-190bp 扩大至 360-480bp。2023 年 3 月瑞信 AT1 减记事件后，市场对银行资本工具减记风险的担忧显著上

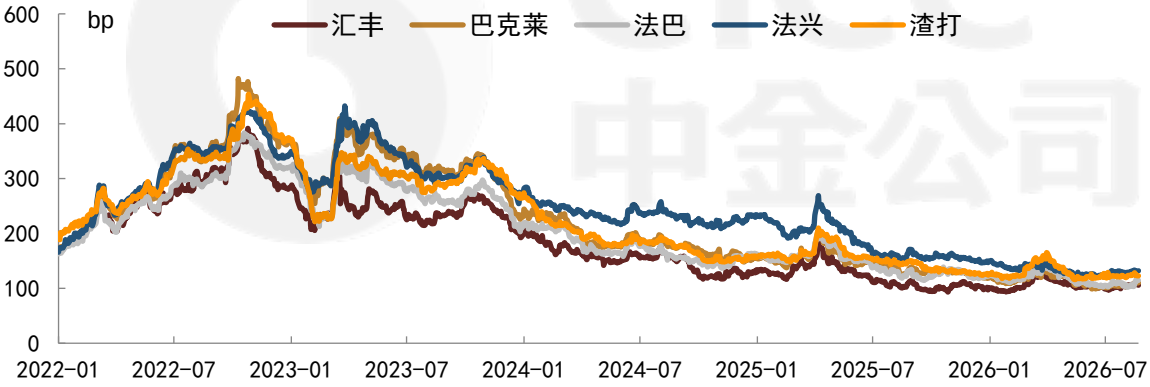
升，T2 债券利差由 3 月上旬的 230-300bp 再度走扩至 300-440bp。此后随着银行体系风险预期修复，利差整体持续收窄，截至 2026 年 8 月，收益率处于 5.5%-5.8%，利差处于 100-140bp。

图表 42：美元 T2 债券收益率走势



注：汇丰债券为 HSBC 4.762 03/29/33 Corp，巴克莱债券为 BACR 3.564 09/23/2035 Corp，法巴债券为 BNP 2.588 08/12/2035 144A Corp，法兴债券为 SOCGEN 3.653 07/08/2035 REGS Corp，渣打债券为 STANLN 3.265 02/18/2036 144A Corp
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 43：美元 T2 债券利差走势



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

离岸人民币债券：稳健配置价值凸显

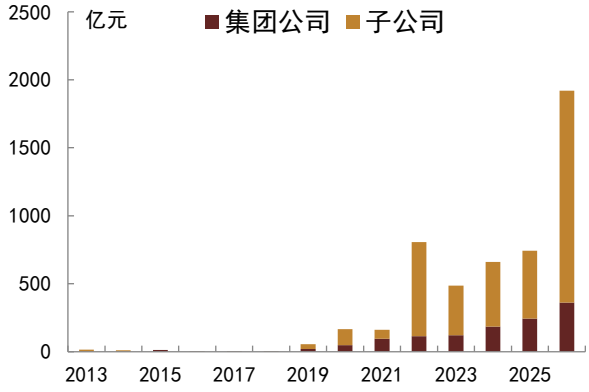
2026 年 G-SIBs 发行的离岸人民币债券规模显著上升，发行主体多为子公司或融资平台，集团公司发行占比不高，债券品种以普通债居多，也有部分 TLAC 债券，资本工具债券较少。

从当前估值收益率来看，相对于境内普通金融债或 TLAC 债券收益率曲线仍有不错的利差空间，我们重点推荐中等期限品种，建议优先考虑集团公司或核心公司发行的债券，收益率在 1.8-2.5%区间居多，具备不错的配置价值。

外币计价的 G-SIBs 债券汇兑损益或汇率对冲成本会明显拉低投资回报，相比之下，人民币利率在全球利率波动的大环境中表现稳健，G-SIBs 发行的离岸人民

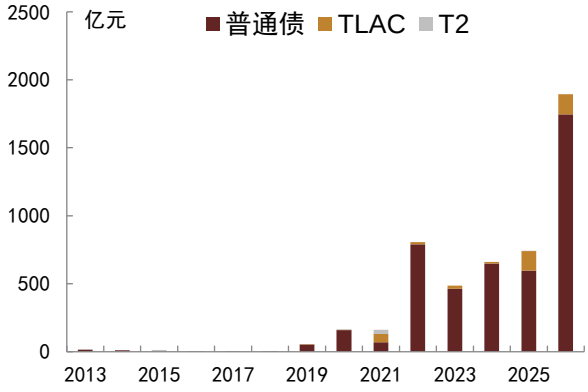
币债券配置价值凸显。

图表 44：G-SIBs 离岸人民币债券发行分主体层级统计



资料来源：DM，中金公司研究部

图表 45：G-SIBs 离岸人民币债券发行分债券性质统计



资料来源：DM，中金公司研究部

图表 46：G-SIBs 离岸人民币债券收益率分布

代码	信用主体	总体	1年以下	1-3年	3-5年	5-10年	10年及以上	普通债	1年以下	1-3年	3-5年	5-10年	10年及以上	TLAC	1年以下	1-3年	3-5年	5-10年	10年及以上	T2
JPM	摩根大通集团	2.11	1.62	2.21				2.22		2.22				2.06	1.62	2.20				
JPM	摩根大通金融公司	1.53	1.21	1.84				1.53	1.21	1.84										
JPM	摩根大通结构性产品公司	2.21	1.78	2.30				2.21	1.78	2.30										
JPM	摩根大通银行	1.89	1.76	2.13	2.06			1.89	1.76	2.13	2.06									
BAC	美国银行公司	1.52	1.41	1.57	1.88			1.27	1.27					1.58	1.50	1.57	1.88			
BAC	美林证券	1.67	1.48	1.86	1.76	2.07		1.67	1.48	1.86	1.76	2.07								
C	花旗集团公司	2.05	1.90	1.93	2.52			1.67	1.60	1.94				2.11	2.11	1.92	2.29			3.20
C	花旗集团全球市场控股公司	2.03	1.84	2.00	2.20		2.54	2.03	1.84	2.00	2.20		2.54							
C	Citigroup Global Markets Inc	1.67	1.67					1.67	1.67											
C	花旗集团全球市场融资卢森堡公司	1.81	2.04	1.11				1.81	2.04	1.11										
HSBC	汇丰控股有限公司	2.05		1.95		2.14		2.05		1.95		2.14								
HSBC	英国汇丰银行有限公司	1.71	1.57	1.77	1.88			1.71	1.57	1.77	1.88									
HSBC	汇丰欧洲大陆有限公司	1.87			1.87			1.87			1.87									
BACR	巴克莱银行有限公司	1.88	1.93	1.87	1.95			1.88	1.94	1.87	1.95			1.87	1.87					
ACAFP	法国东方汇理银行股份有限公司	2.21	1.93	2.36	2.31	2.49		2.21	1.93	2.36	2.31	2.49								
ACAFP	法国农业信贷CIB金融解决方案公司	2.19	1.95	2.31		2.56		2.19	1.95	2.31		2.56								
BNP	法国巴黎银行	2.04	1.82	2.02	2.19	2.29		2.06	1.77	2.06	2.19	2.31		2.00	1.86	1.83	2.19	2.27		
MUFG	三菱日联证券欧洲中东非洲有限公司	1.77	1.77					1.77	1.77											
GS	高盛集团股份有限公司	1.70	1.38	1.88				1.41	1.41					1.73	1.37	1.88				
GS	高盛国际	1.67	1.62	1.75				1.67	1.62	1.75										
GS	高盛国际金融公司	1.98	1.88	2.08	2.18	2.28		1.97	1.87	2.08	2.18	2.28		2.84	2.84					
UBS	瑞银集团伦敦分行	1.88	1.67	2.06	2.21	2.28		1.88	1.67	2.06	2.21	2.28								
MS	摩根士丹利金融公司	1.93	1.37	1.93	2.13	2.28	2.65	1.93	1.37	1.93	2.13	2.28	2.65							
MS	摩根士丹利国际股份有限公司	1.90		1.90				1.90		1.90										
DB	德意志银行股份有限公司	2.15	1.94	2.33	2.34	2.29		2.11	1.94	2.36	2.34			2.30		2.26	2.33	2.29		
SOCGEN	法国兴业银行	1.56	1.32	1.96	1.55			1.47	1.32	1.78	1.46			2.16		2.68	1.64			
STANLN	渣打集团有限公司	2.37		2.37				2.47		2.47				2.15		2.15				
STANLN	渣打银行	1.91	1.69	2.05				1.91	1.69	2.05										
SANTAN	西班牙桑坦德银行有限公司	2.18		2.17	2.21			2.04		2.04				2.24		2.26	2.21			
SANTAN	桑坦德国际产品公众有限公司	2.17	2.21	2.04	2.15			2.17	2.21	2.04	2.15									
WFC	富国银行公司	1.88	1.72	1.89		2.04								1.88	1.72	1.89		2.04		
WFC	美国富国银行有限公司	1.97		1.89	2.03			1.97		1.89	2.03									
RY	加拿大皇家银行有限公司	3.17	3.14	3.24				3.26	3.26					3.13	3.08	3.24				
RY	加拿大皇家银行伦敦分行	3.19	3.10	3.17	3.29			3.27		3.27				3.17	3.10	3.11	3.29			
BPCEGP	法国BPCE银行集团	2.12	1.90	2.13	2.72	2.83		2.12	1.90	2.13	2.72	2.83								
INTNED	荷兰国际银行	2.19	4.00	2.01	2.09	2.42		2.19	4.00	2.01	2.09	2.42								
MIZUHO	瑞穗证券股份有限公司	1.82	1.82					1.82	1.82											

注：2026 年 8 月 31 日 BVAL 估值中价 YTW 收益率
资料来源：DM，Bloomberg，中金公司研究部

投资策略

基于更严格的监管框架和稳健的基本面，我们认为 G-SIBs 主体信用资质较好、主体评级较高，具备较好配置价值。

普通债债项评级和主体评级基本一致，维持较高信用评级、信用风险较低，普通债总体跟随基准利率走势波动，主要面临利率波动风险，在市场波动时期普通债相较资本工具债券更抗跌。资本工具债券债项风险相对更高，特别是 AT1 债项减档较多、条款次级风险较高，且减记触发存在一定不可预知性。AT1 利差在不同

阶段驱动因素也存在差异，主要受到利率波动风险、主体信用风险和债项次级风险影响，事件冲击时银行业信用事件冲击强于常规事件扰动，AT1 对银行业信用风险事件定价较普通债更显著，当 AT1 条款次级风险突出时，可阶段性成为主导变量。T2 次级风险低于 AT1 但也不可忽视减记尾部风险。人民币利率在全球利率波动的大环境中表现稳健，离岸人民币债券配置价值凸显，且无需担心汇率波动。

从配置思路来看，普通债可作为低风险底仓配置选择，特别是离岸人民币债券表现稳健且无需担心汇率波动，资本工具债券可作为增厚收益品种，相比普通债仍有一定利差，我们判断当前资本工具债券减记风险不高，但利差进一步压缩的空间也受限，更多是基于票息收益，仍需持续关注银行体系经营风险变化。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、 38 条、 47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金 1~5 级评分体系定义

评分等级	含义
1	债务人长期信用基本面非常健康，中长期内没有可预期的经济、业务、环境等不利因素能对企业优异的基本面造成损害，其长期债务的偿还能力极强。
2	债务人长期信用基本面很健康，虽然与评分为 1 的客户比，更容易受环境和经济周期变化的影响，其长期债务的偿还能力仍然很强。
3	债务人拥有基本良好的长期信用基本面，自身的经营现金流就可提供充足的财务保障和偿还能力，但持续而重大的经济萧条或者不利环境变化可能会弱化债务人对长期债务的偿还能力。
4	债务人当前的长期信贷基本面尚可接受，可以提供债权保障，但是企业可能面对一些在未来一两年内可能影响其长期信贷基本面的变化趋势，突然的经济萧条和重大变化会危及其对长期债务的偿还能力。
5	企业没有长期良好的信贷基本面，任何在其经营环境中出现的困难均可导致其长期信贷基本面发生恶化，长期违约风险较高。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：金灿



北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560