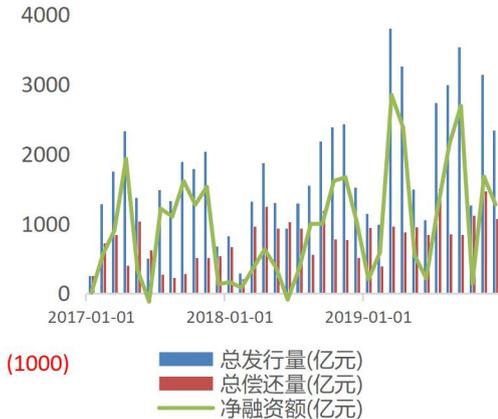


## 金融债二级市场交易量再创新高

### 金融债发行情况（亿元）：



### 分析师：

李茜 鄒亚美

时间：2020年1月17日

邮箱：dfjc-jr@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层 100600

### 主要观点：

- **市场环境：**人民币贷款投放良好，贷款结构改善明显，11月新增社融环比基本持平，M2和M1增速双双回升，实体经济活跃度有所提升。
- **金融债发行：**12月份金融债发行规模保持较高水平，其中商业银行债发行明显增加，发债主体资质进一步下沉。
- **金融债发行利率：**金融债发行利差整体有所回落，等级利差呈现收窄趋势，中小金融机构融资环境有所改善，但由于次级债及私募债发行占比提升。
- **金融债二级市场：**优质资产稀缺，金融债二级市场交易量再创新高，商业银行债成交活跃度提升。
- **到期兑付：**12月份金融债均正常兑付，整体兑付规模有所下降。
- **信用级别上调：**4家商业银行主体级别上调，华福证券和国药控股融资租赁主体级别上调至AAA，长安责任保险评级展望由负面调整为稳定；浙商银行和重庆农商行二级资本债券债项级别调升至AAA。

1. 市场环境.....	1
1.1 社会融资.....	1
1.2 货币供应量.....	1
2. 12 月份金融债市场.....	2
2.1 一级市场发行量.....	2
2.2 发行利率及利差分析.....	4
2.3 二级市场.....	5
2.4 金融债到期兑付.....	6
2.5 主体级别（含展望）调整.....	7

## 1. 市场环境

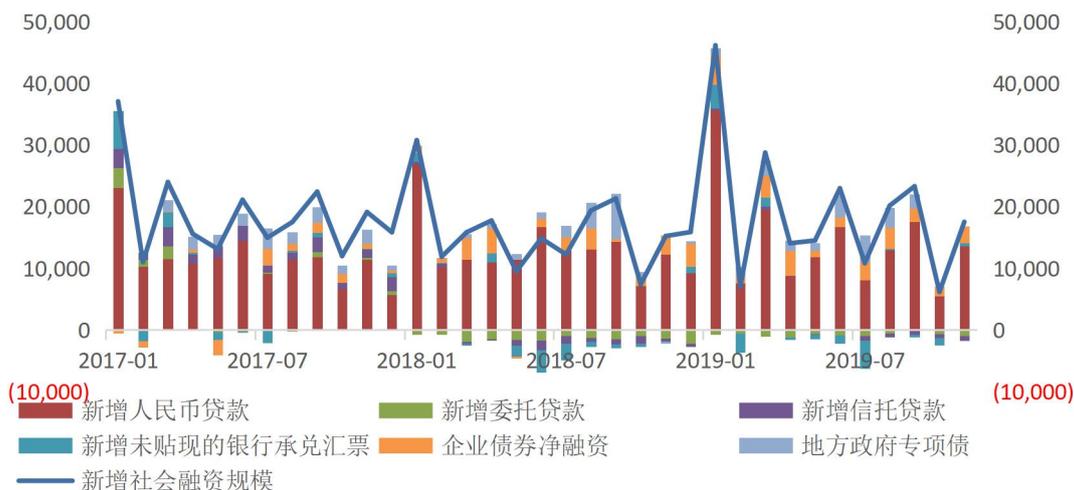
### 1.1 社会融资

#### 人民币贷款投放良好，且中长期贷款规模增长较快，结构改善明显

自 2019 年 12 月起，央行将国债和地方一般债纳入社融口径，由于国债及地方债发行节奏平稳，总体对于社融增速影响不大。12 月新增社融规模约 2.10 万亿，环比基本持平，同比增加 1719 亿，主要源于人民币贷款新增 1489 亿元，其他分项增量环比、同比涨跌互现，但变动规模较小，对社融整体影响较小。最大拖累项为企业债券融资，同比减少 1270 亿元。

从新增贷款投放结构来看，企业中长期贷款是最大支撑项，结构改善明显。12 月企业中长期贷款同比多增 2002 亿，延续自 8 月以来的同比多增势头，主要系前期货币政策逆周期调节加码，银行加大信贷投放力度以及年末实体需求短暂回暖综合影响所致。同时，我们也关注到，12 月新增企业短期贷款，同比增加 825 亿，特别是票据贴现相对较小的增长值也从侧面反映了贷款结构的改善。但从全年信贷结构看，短贷及票据占比提升幅度远高于企业中长期贷款，未来结构仍需继续改善，期待宽信用政策持续发力。

图表 1 社会融资规模结构变化（亿元）



数据来源：WIND

### 1.2 货币供应量

#### M2 和 M1 增速双双回升，企业景气度边际好转，实体经济活跃度有所提升

12 月末 M2 同比增长 8.7%，增速较上月和上年同期分别上升 0.5 和 0.6 个百分点。数据显示，本月 M2 增速超预期回升主要系新增居民存款同比大幅多增 3,705 亿和新增企业存款同比多增 1,793 亿推动。此外，12 月财政支出进度加速，财政存款环比下降 1.08 万亿，使得财政存款对 M2 的拖累也相应降低。整体上看，近期 M2 增速基本保持稳定，处于略高于名义 GDP 增速的水平。

12 月末 M1 同比增长 4.4%，比上月末加快 0.9 个百分点，主要是年末随着企业景气度边际好转，实体经济活跃度有所提升。

图表 2 M1 与 M2 增速（%）



数据来源：WIND

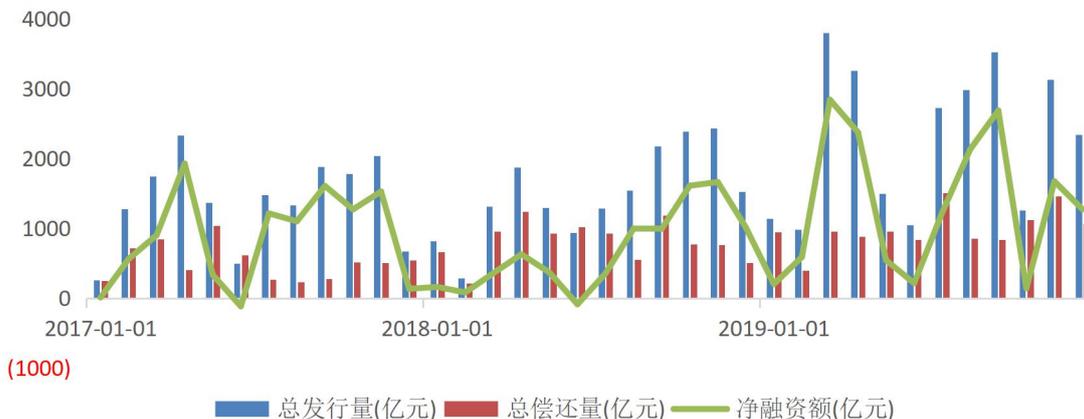
## 2. 12 月份金融债市场

### 2.1 一级市场发行量

#### 12 月份金融债发行规模保持较高水平，发行主体资质进一步下沉

2019 年金融机构共计发行金融债 618 只，同比增长 22.13%；发行规模为 27779.30 亿元，同比增长 55.96%。2019 年监管机构鼓励金融机构发行二级资本债、创新资本补充工具以满足业务发展需要，大型商业银行资本补充债券增幅显著。2019 年商业银行共计发行次级债 11651.00 亿元，同比增长 1.91 倍。2019 年 12 月，金融债发行规模仍旧保持较高水平，中小商业银行债券发行占比提升。

图表 3 金融债发行情况



(1000)

数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

2019 年商业银行债券规模突破万亿，达近 1.60 万亿元。由于系统重要性银行资本补充要求、大型商业银行资本补充债券中期赎回以及当前经济环境及监管政策下新增业务拓展带来的资本补充压力，商业银行资本债券发行需求明显增加。同时，在创新资本补充工具的支持下，大型商业银行资本补充债券持续落地，提振次级债券发行规模。2019 年商业银行次级债券发行规模亦突破万亿，达到 1.17 万亿元。12 月，商业银行共计发行债券 27 只，包括 2 只永续债、8 只二级资本债以及 17 只普通金融债（含“小微”、“双创债”及“绿色金融”专项债），发行规模合计 1604.00 亿元，仍旧保持在较高水平，其中普通金融债的发行数量及规模均创年内新高，中长

期负债规模的增加，为后期商业银行信贷业务拓展奠定基础。2019年股市活跃度上升，证券公司业绩明显回升。全年证券公司债券发行规模同比明显增加，2019年共计发行证券公司债券9044.30亿元，同比增长47.09%。临近年末，证券公司债券发行规模回落，本月证券公司共计发债24只，环比减少15只；发行规模合计576.0亿元，环比减少380.5亿元，呈现季节性特征。其他金融机构债券共计发行4只，发行规模160亿元，发行主体包括东方资产、中银资产、冀银金租等。

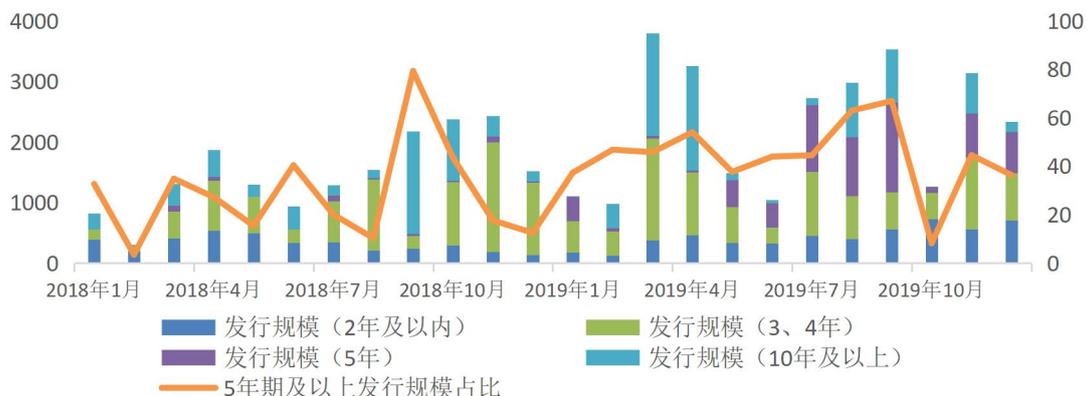
图表 4 各类金融机构债券发行情况（亿元、只）



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

2019年在信贷业务拓展及全球系统重要性银行资本约束下，商业银行资本补充需求仍较大，中长期资本补充债集中于3、4、8和9月，呈现一定季节性特征。2019年证券公司债券整体发行规模同比上升，其中证券公司短期融资券增幅显著，同比增长2.15倍。从月度发行量来看，证券公司春节前后、6月及年末发行量相对较低。12月资本补充债券发行趋缓，3年期以内金融债发行量延续上月，保持较高水平。12月新发行金融债加权平均发行期限由上月的4.46年下降至3.40年。

图表 5 金融债发行期限分布<sup>1</sup>（亿元、%）



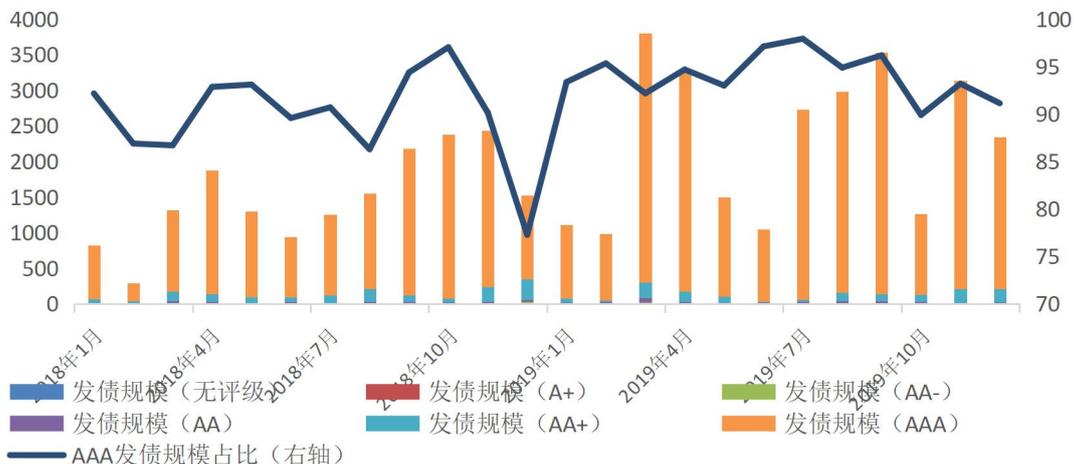
数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

2019年金融机构发债主体仍以AAA级企业为主。2019年金融机构经营业绩、流动性水平出现明显分层，大型金融机构融资通畅，带动市场优质供给增加。5月底，包商银行事件后，加剧

<sup>1</sup> 未考虑特殊期限安排。

中小金融机构融资难度。但在监管机构持续的政策呵护下，中小金融机构融资环境有所改善。12月金融机构共计发行55只金融债，主体级别为AAA、AA+、AA及以下债券数量分别为36只、12只和7只，商业银行债券发行主体资质下沉至A+，证券公司短期融资券发行主体下沉至AA+。12月AA+级及以下金融债发行规模占比为8.89%，发行数量占比为34.55%。

图表6 金融机构债券信用等级分布情况（亿元、%）



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

## 2.2 发行利率及利差分析

金融债发行利差整体有所回落，等级利差呈现收窄趋势，中小金融机构融资环境有所改善，但由于次级债及私募债发行占比提升，证券公司债发行利差上升且等级利差走阔

受益于监管政策支持以及较为宽松的货币市场环境，2019年金融债券发行环境改善，发行利率保持在较低水平。其中商业银行债受包商银行事件冲击影响，金融债发行利率有明显反弹，而后在监管呵护下，市场情绪有所恢复。降准预期的增加以及监管政策的支持持续利好金融机构债券发行。同时，12月金融机构以普通商业银行债为主的中短期债券发行数量及规模占比上升，使得12月份金融债加权发行利率环比下降16.75bp至3.65%。其中，商业银行债券加权发行期限明显下降，当期商业银行债券加权发行利率环比回落至年内较低水平。证券公司短期融资券发行规模及占比仍旧较高，证券公司债券加权发行利率亦小幅回落。

图表7 金融债发行利率走势（%）

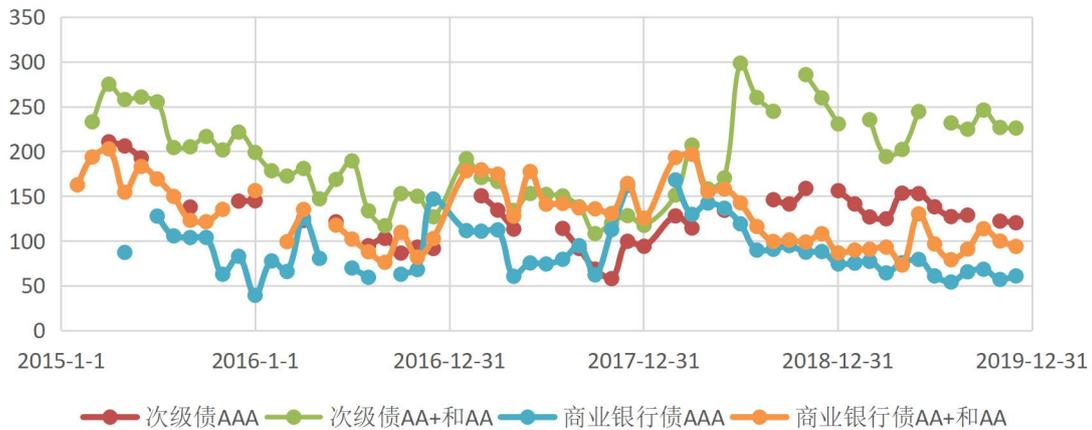


数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

本月AAA级商业银行次级债发行利差保持年内较低水平，AA+和AA级次级债发行利差环比微

降 0.63bp，显示出中小银行融资环境整体良好。AAA 级商业银行债、AA+和 AA 商业银行债发行利差环比分别上升 3.97bp 和下降 6.03bp，等级利差有所收敛，显示中短期商业银行债配置需求的持续改善。

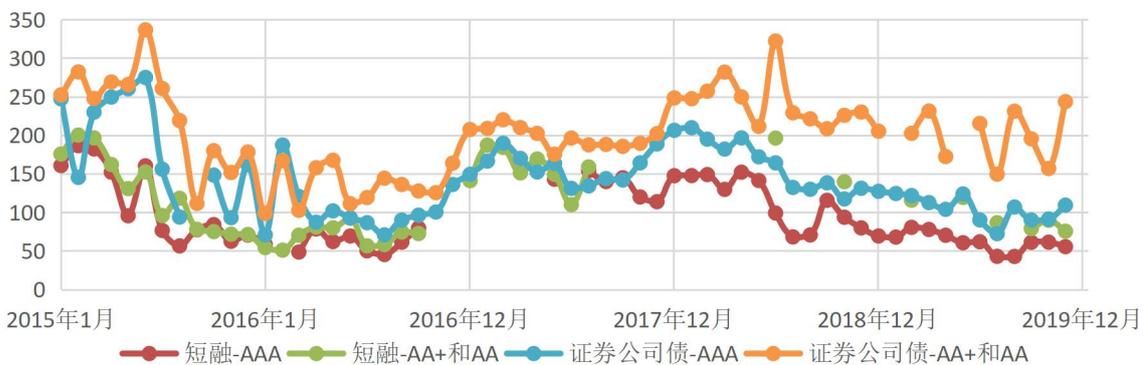
图表 8 商业银行债券信用利差走势 (bp)



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

12 月证券公司短融加权发行利差较上月有所下降，AAA 级以及 AA+和 AA 级证券公司短融加权发行利差较上月分别下降 5.80bp 和 14.18bp，等级利差收窄，股市行情走高带动中小券商融资环境有所改善。

图表 9 证券公司债券信用利差走势 (bp)



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

## 2.3 二级市场

### 金融债二级市场交易量再创新高，商业银行债成交活跃度提升

在产业债信用风险不断暴露、利率债市场行情不佳环境下，金融债基于其低风险、较高收益等属性成为当前经济形势下较好投资标的。2019 年全年金融债成交规模较去年明显增长。从月度数据来看，12 月金融债共计成交 6835.1 亿元，环比及同比分别增长 41.66%和 73.09%，交易规模再创历史新高。从交易结构来看，商业银行次级债券和商业银行债为金融债的主要交易品种，当月商业银行次级债和商业银行债成交量占比合计 75.18%，较上月持续增加。由于部分银行二级资本债券不赎回一定程度影响次级债券交易，当月商业银行债成交活跃度提升。临近年末，证券公司短期融资券成交活跃度有所下降。

图表 10 金融债成交情况 (亿元)

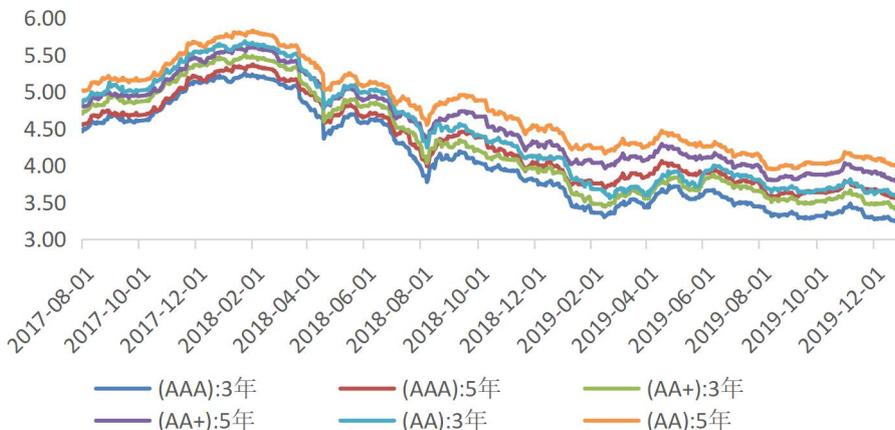


数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

### 流动性保持宽松，买方市场活跃，商业银行债到期收益率回落

2019 年央行多次降准，市场流动性整体充裕。商业银行债到期收益率整体呈现下降趋势，但在包商银行事件后，商业银行债到期收益率有所反弹。12 月份金融债成交热情持续走高，商业银行债到期收益率保持较低水平。由于实体经济活跃度依旧不高，降准预期增加，市场流动性整体良好。且当前优质投资标的稀缺，金融债供给增加推升买方市场活跃度，商业银行债到期收益率较 11 月末回落。12 月末，3 年期 AAA、AA+、AA 级商业银行到期收益率较上月末分别回落 8.21bp、11.78bp 和 6.66bp；5 年期 AAA、AA+、AA 级商业银行到期收益率较上月末分别回落 11.72bp、12.85bp 和 7.72bp。

图表 11 商业银行债到期收益率 (%)



数据来源：WIND

## 2.4 金融债到期兑付

### 12 月份金融债均正常兑付，整体兑付规模有所下降

12 月金融债兑付数量共计 45 只，环比减少 8 只，兑付规模合计 1067.70 亿元，环比减少 394.96 亿元，其中主体级别为 AA+ 及以下的金融债共计 9 笔，到期兑付金额 37.6 亿元。

12 月兑付金融债均正常兑付，其中 43 笔为到期兑付，2 笔为回售。回售债券分别为“16 华福 03”和“16 九州 02”，回售金额分别为 0.20 亿元和 1 亿元。从产品结构来看，本月证券公司债券兑付数量及金额占比分别为 68.89% 和 70.17%。由于“14 中国华融债 02”到期规模为 100 亿元，12 月其他金融机构债到期规模仍保持高位。

图表 12 金融债到期兑付情况（亿元、只）



数据来源：WIND

## 2.5 主体级别（含展望）调整

12 月份 4 家商业银行主体级别上调，华福证券和国药控股融资租赁主体级别上调至 AAA，长安责任保险评级展望由负面调整为稳定；浙商银行和重庆农商行二级资本债券级别调升至 AAA

由于永嘉恒升村镇银行、浙江嘉善农商行、江苏睢宁农商行、浙江海盐农商行各项业务稳步发展，信贷资产质量改善、拨备覆盖水平良好，主体级别分别被上调为 BBB+、AA、AA- 和 AA-。

华福证券网点已覆盖全国大部分地区，在福建省内市场份额位列第一，且公司净利润、融资业务利息收入、证券投资收入等指标排名有所上升，业务发展态势良好。中诚信国际与中诚信证券相继将其主体级别上调至 AAA。

国药控股融资租赁 9 月份公司增资 5 亿元，资本实力有所增强，前三季度盈利能力明显改善，且公司控股股东能在业务拓展、资本补充等方面给予其一定支持。中诚信国际、中诚信证券相继将其主体级别上调至 AAA。

2019 年以来，强监管环境有助于长安责任保险保持规范经营，且公司于 2019 年 10 月末，偿付能力重新达标，公司受限业务解除，且投资收益改善、经营趋于稳定。2019 年 12 月 27 日，大公国际将其展望调整为稳定。

此外，2019 年 12 月 2 日和 12 月 19 日，中诚信国际分别上调浙商银行（2019 年 11 月在上交所挂牌上市）和重庆农商行二级资本债券级别至 AAA。截至 2019 年 9 月末，浙商银行资产规模为 1.72 万亿元，净资产规模为 1141.78 亿元。截至 2019 年 6 月末，重庆农商行资产规模为 1.02 万亿元，净资产规模为 759.43 亿元，不良贷款率为 1.25%，资本充足率为 13.49%。

表格 1 金融机构主体级别上调情况

单位：亿元、%

发行人	最新评级时间	最新级别	上次级别	数据时点	总资产	净资产	净利润	不良率	资本充足率
永嘉恒升村镇银行	2019-12-27	BBB+	BBB	2019.9	20.20	3.12	0.18	1.40	19.93
浙江嘉善农商行	2019-11-15	AA	AA-	2019.6	310.25	21.47	1.64	0.78	12.95
江苏睢宁农商行	2019-12-6	AA-	A+	2019.9	231.20	16.77	0.51	2.17	14.57
浙江海盐农商行	2019-12-6	AA-	A+	2019.9	212.06	15.65	2.18	0.90	13.83
发行人	最新评级时间	最新级别	上次级别	数据时点	总资产	净资产	净利润	营业费用率	净资本/净资产

华福证券	2019-12-20	AAA	AA+	2019.9	467.77	143.31	6.87	56.14	85.09
华福证券	2019-12-23	AAA	AA+						
<b>发行人</b>	<b>最新评级时间</b>	<b>最新级别</b>	<b>上次级别</b>	<b>数据时点</b>	<b>总资产</b>	<b>净资产</b>	<b>净利润</b>	<b>不良率</b>	<b>风险资产/净资产</b>
国药控股融资租赁	2019-12-20	AAA	AA+	2019.9/2018.12 <sup>2</sup>	277.55	45.59	4.43	0.13	5.60
国药控股融资租赁	2019-12-24	AAA	AA+						
<b>发行人</b>	<b>最新评级时间</b>	<b>最新级别</b>	<b>上次级别</b>	<b>数据时点</b>	<b>总资产</b>	<b>净资产</b>	<b>净利润</b>	<b>综合赔付率</b>	<b>综合偿付能力充足率</b>
长安责任保险	2019-12-27	A/稳定	A/负面	2019.9	60.55	5.56	-0.71	58.73	166.98

资料来源：中国债券信息网、WIND，东方金诚

<sup>2</sup> 公司不良率及风险资产/净资产指标为 2018 年末数据，其余为 2019 年 9 月末数据。