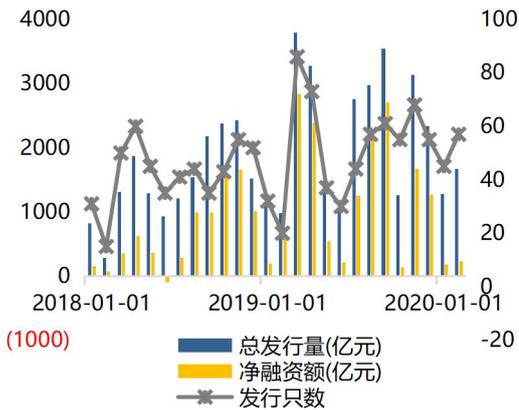


宽松预期下金融债维持强势，低信用等级次级债跌幅显著

金融债发行情况（亿元）：



主要观点：

- **银行业：**政策支持下，企业短贷支撑银行信贷投放平稳，但疫情对中小银行资产质量、盈利能力产生一定的负面影响；
- **证券业：**股市成交量活跃，券商2月业绩环比大幅增长，整体表现良好；
- **保险业：**险企2月线下新单拓展压力较大，投资表现不佳，但疫情后居民保障意识提升，对后续业务反弹形成支撑；
- **金融债发行：**金融债发行规模环比及同比均明显增长，证券公司债券发行强劲，流动性宽裕下，金融债发行利率持续下降，中长期债券利差改善。
- **金融债二级市场：**金融债交投仍较活跃，但疫情影响下金融机构经营分化或将加剧，部分临近赎回期或到期日中小金融机构次级债价格跌幅显著。
- **3月金融债市场展望：**政策引导以及流动性充裕环境下，3月份金融债发行量或突破历史峰值，债券到期收益率仍存一定下行空间，但部分经营状况不佳的中小金融机构次级债价格下跌及赎回压力值得关注。

如有引用请注明东方金诚金融业务部助理总经理李茜

时间：2020年3月19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

目录

1. 行业动态.....	1
1.1 银行业.....	1
1.2 证券业.....	1
1.3 保险业.....	1
2. 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.....	3
2.3 二级市场.....	4
2.4 金融债兑付情况.....	6
3. 2020年3月金融债市场展望.....	6

1. 行业动态

1.1 银行业

在防疫政策支持下，企业短贷支撑银行信贷投放平稳，但疫情对中小银行资产质量、盈利能力产生一定的负面影响

在央行投放专项再贷款以及五部委联合出台政策加强小微企业、制造业信贷投放等防疫政策支持下，2月商业银行新增人民币贷款投放7202亿元，好于预期，较去年同期仅减少439亿元。从新增贷款投放结构来看，2月新增贷款主要来源于企业短期贷款大幅增加。由于疫情影响消费信贷以及住房按揭贷款需求，2月居民户新增贷款同比及环比均明显下降，同时由于企业复工延后，企业中长期贷款投放受到一定抑制。预计随着监管政策的持续支持以及疫情的基本控制，居民户及企业中长期贷款将得到一定释放。

从资产质量来看，在疫情影响下中小企业生产经营压力较大，偿债能力下降，短期内以中小企业为主要客户的中小商业银行资产质量有进一步下行压力。同时，宽松货币政策下，LPR下调促使息差收窄，叠加资产质量下行压力，中小商业银行未来盈利面临挑战。由于信贷投放需求增加以及内源资本补充减弱，中小商业银行或将面临一定的资本补充压力。

1.2 证券业

股市成交量活跃，券商2月业绩环比大幅增长，整体表现良好

2月，35家上市券商实现净利润107.89亿元，环比增54%，同比增19%。货币市场宽松有利于股票市场，2月份沪深两市成交额19.63亿元，创近年来新高，日均成交额9815亿元，环比增40.29%，同比增66.63%。两融余额为11023亿元，日均余额10682亿元，环比上涨2.1%，市场活跃度较强。投行业务方面，2月IPO及再融资规模分别为270亿元和699亿元，环比分别下降35%和9.9%，其中定增规模423亿元，环比增23%。自营业务方面，2月股指继续走低，其中沪深300指数收跌1.59%，上证综指收跌3.23%，自营业务面临一定压力。

整体上看，券商经纪、资管等主要业务线上化程度较高，疫情对于这些业务的开展影响有限。在再融资新规发布、《证券法》修订实施等政策利好下，中长期来看券商行业业绩空间得到提升，其规模增长、模式升级与格局优化等将持续。

1.3 保险业

险企2月线下新单拓展压力较大，投资表现不佳，但居民保障意识提升，对后续保险业务

反弹形成支撑

受新冠疫情影响，保险业正积极推进业务线上化转型以推动产能恢复，但受制于线下展业依然受限，2月份保险业新单拓展仍受到一定阻力，拓展压力较大。随疫情好转，未来新增业务或将在后期反弹，且受疫情刺激居民保障意识提升，后期或将对保险业业务开展形成正面支撑。由于纳入新冠肺炎保险责任的主要是医疗保险，保险业整体赔付压力可控。投资端来看，2月货币宽松，长端利率持续下行，但由于增配比例不高，债券市场利率波动对险资投资影响较为有限。但受疫情影响，投资者悲观情绪增加，全球权益市场下跌，A股股指亦继续走低，短期内对保险业投资端带来一定的负面影响。

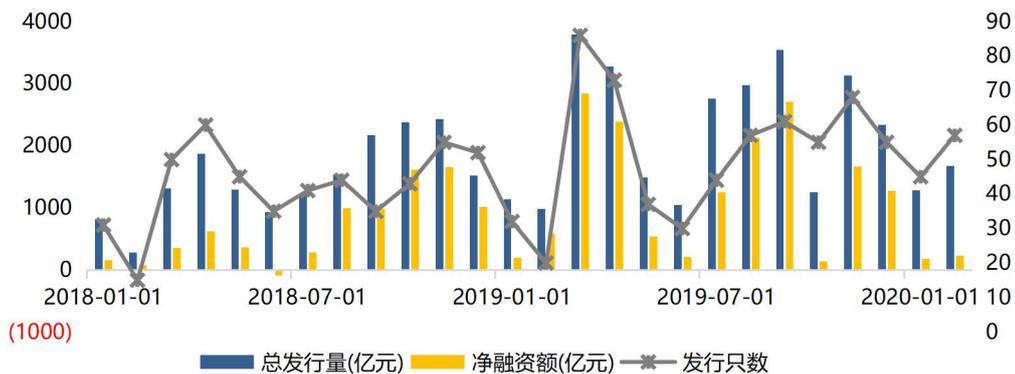
2. 金融债市场

2.1 一级市场发行量

2月金融债发行规模环比及同比均明显增长，证券公司债券发行仍旧强劲

2020年2月金融机构共计发行金融债57只，发行规模合计1674.5亿元，环比及同比分别增长30.21%和70.35%。证券公司营运资金及资本补充需求仍旧较强，本月证券公司共计发行债券1269.5亿元，环比增加26.70%。3月份为金融债发行季节性高峰，在当前利率宽松以及政策支持下，3月份金融债发行规模有望突破历史峰值。

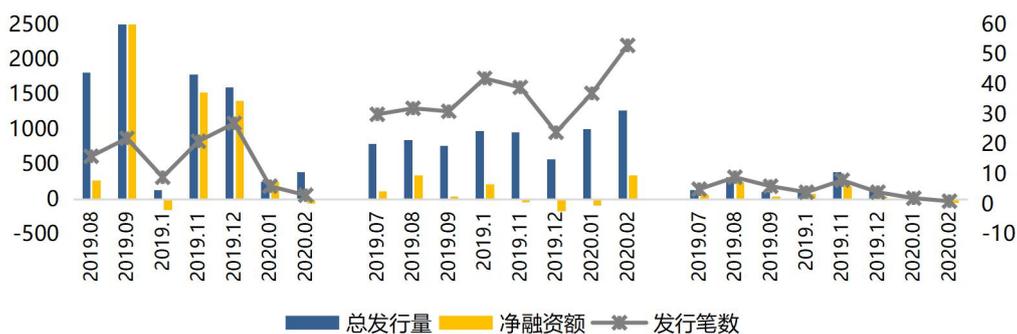
图表 1 金融债发行情况



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

商业银行永续债发行节奏加快，2月份平安银行发行300亿元永续债，使得当月商业银行债券发行规模环比明显增加。证券行业各业务板块运行平稳，且由于到期债务规模较大，使得证券行业债券发行强劲，整体发行规模保持高位。

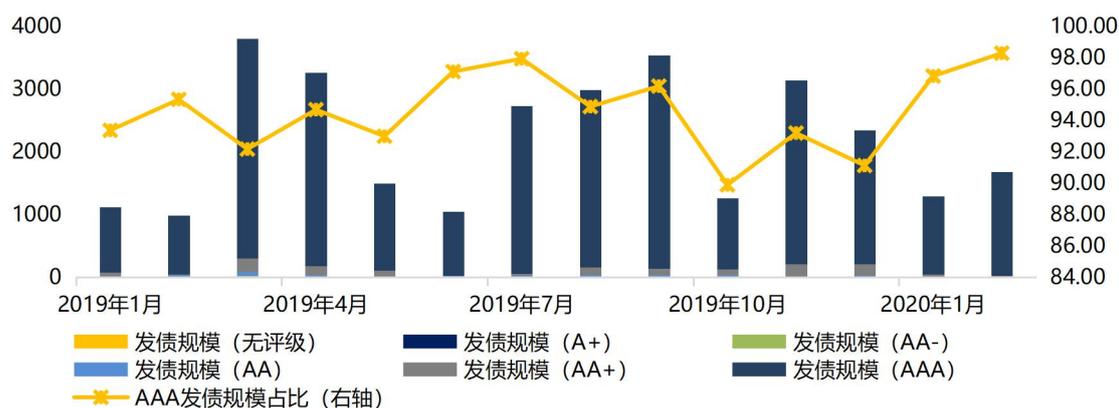
图表 2 各类金融机构债券发行情况 (亿元、只)



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

2月金融机构共计发行57只金融债，主体级别为AAA、AA+、AA及以下债券数量分别为53只、3只和1只。由于证券公司债券发行占比高使得发行主体向AAA集中，2月AAA级金融债发行规模占比达98.27%，创近期新高。

图表 3 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

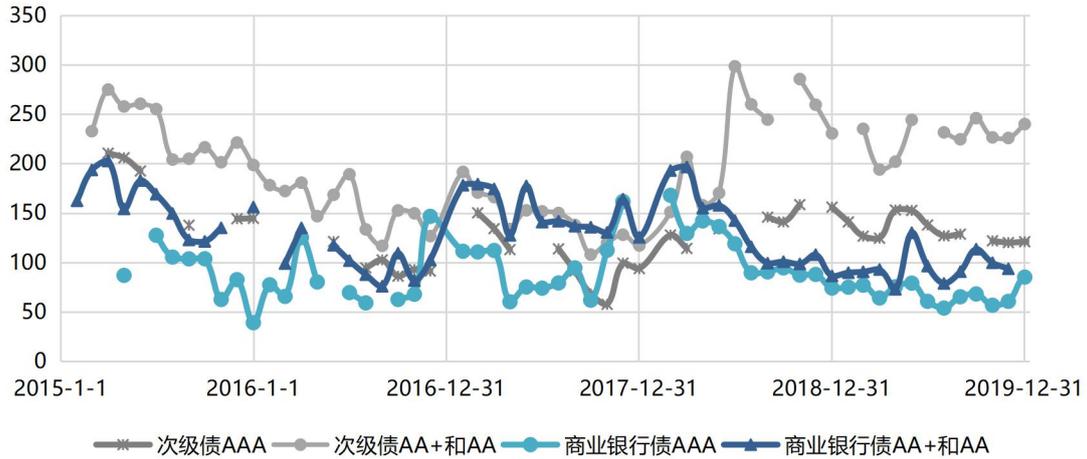
2.2 发行利率及利差分析

流动性宽裕下，金融债发行利率持续下降，中长期债券利差改善

为缓解疫情带来的流动性压力，春节假期后两日央行共计投放流动性1.7万亿元，使得2月份流动性整体保持宽裕水平。同时，2月证券公司短期融资券发行规模占比仍旧较高，当月金融债加权发行利率环比下降11.94bp至3.07%。

本月发债商业银行主体级别均为AAA，商业银行债及商业银行二级资本债发行利差环比分别增长0.12bp和下降7.14bp。

图表 4 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

2月证券市场行情平稳向好，证券公司债券供给持续增加。本月AAA级以及AA+和AA级证券公司债加权发行利差环比分别下降3.28bp和上升81.78bp（上升主要受前期异常值影响）。同期，AAA级以及AA+和AA级证券公司短期融资券加权发行利差较上月分别上升18.40bp和12.93bp，等级利差收窄。

图表 5 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

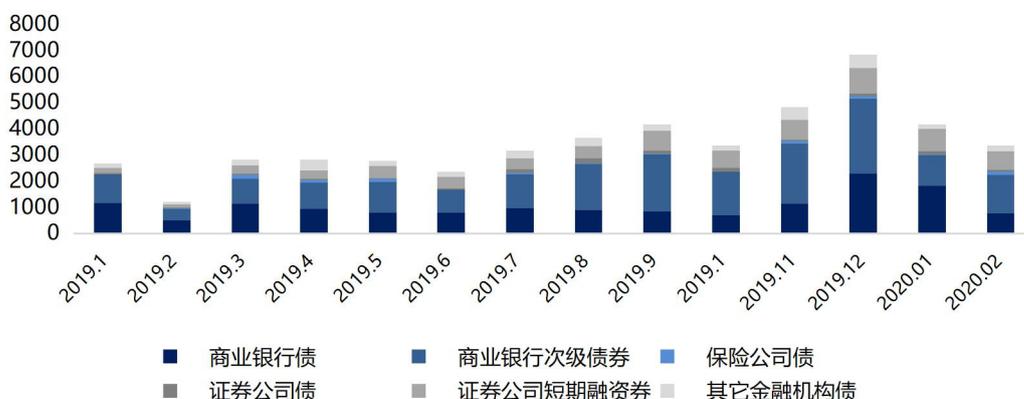
2.3 二级市场

多重因素影响下，2月金融债成交量环比下降，但交投仍旧活跃

流动性宽松以及避险情绪升温等多重因素作用下，2月份股票交易量大幅上涨，金融债成交

规模环比下降 19.81%。但 2 月金融债交投仍较活跃，成交规模共计 3348.31 亿元，同比大幅增长 175.61%。

图表 6 金融债成交情况 (亿元)

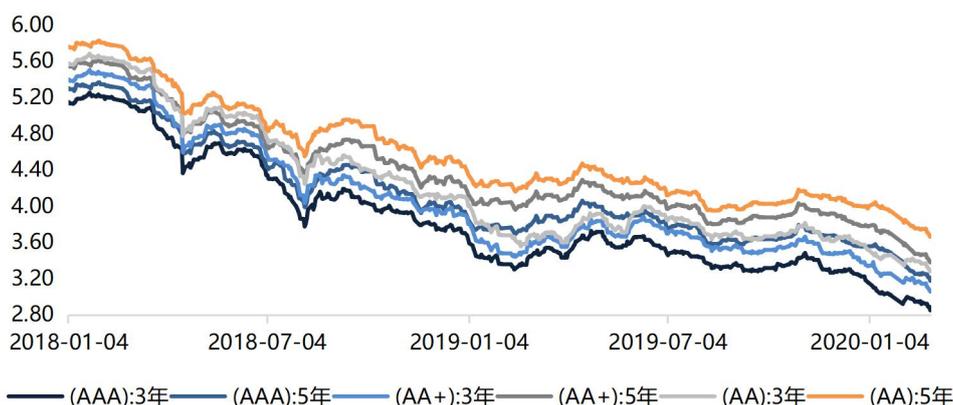


数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

2 月份央行投放 1.7 万亿资金助推债市上涨，商业银行债到期收益率持续回落

2 月 3 日和 4 日，央行累计开展了 1.7 万亿元的公开市场回购操作，向市场投放资金，同时将 7 天和 14 天逆回购的利率下调了 10 个基点。资金面充裕以及避险情绪发酵，助推债市持续上涨。2 月商业银行债到期收益率呈现持续下降趋势，5 年期债券到期收益率下降幅度较大，其中 3 年期 AAA 级商业银行债到期收益率降至 3% 以下，后期继续大幅下降的空间有限。

图表 7 商业银行债到期收益率 (%)



数据来源：WIND

部分临近到期日或者赎回期的中小金融机构二级资本债价格跌幅显著

2 月份债券市场走强，二级市场票面交易价格涨幅在 2 元以上的金融债共计 24 笔，主要为

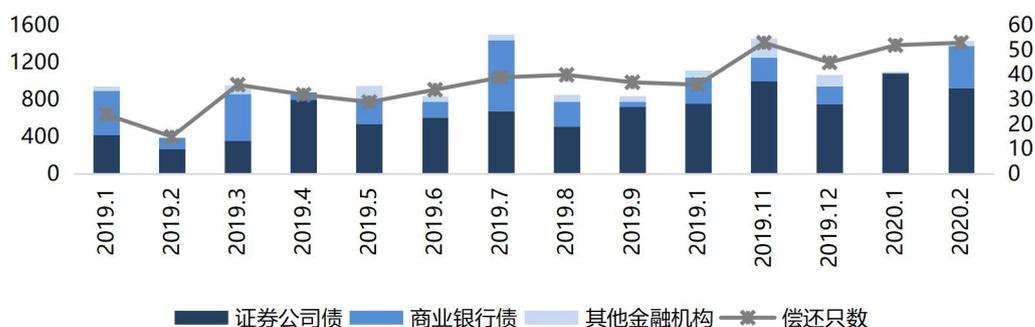
高信用等级商业银行二级资本债。本月，二级市场交易价格跌幅在 1 元以上的金融债共计 6 笔，主要为次级债券及私募债，均临近赎回期或到期日，发行主体包括城商行、证券公司以及保险公司。目前部分城商行业务转型压力加大，资产质量承压，其二级资本债券赎回压力增加导致二级资本债二级市场价格波动加剧。部分非银金融机构经营压力较大，盈利承压，外部风险事件等对其债券二级市场价格带来的负面影响较大。

2.4 金融债兑付情况

2 月金融债均正常兑付，其中平安证券提前兑付“17 平证 04”本金 12 亿元

2 月金融债兑付数量共计 53 只，兑付规模合计 1437.88 亿元。其中“18 大同 01”回售 0.7 亿元，待偿余额 0.30 亿元，“17 平证 04”提前兑付本金 12 亿元。当期利率宽松环境下，提前赎回续发新债有利于改善发行企业融资成本。2020 年 3 月 11 日平安证券发行 3 年期规模为 20 亿元“20 平证 02”，票面利率为 3.19%，低于“17 平证 04”1.8 个百分点。3 月和 4 月金融债待偿还规模分别为 1886.02 亿元和 2573.80 亿元，保持较高水平。

图表 8 金融债到期兑付情况 (亿元、只)



数据来源：WIND

3. 2020 年 3 月金融债市场展望

政策引导以及流动性充裕环境下，3 月份金融债发行量或突破历史峰值，债券到期收益率仍存一定下行空间，但仍需关注部分经营状况不佳的中小金融机构次级债价格下跌及赎回压力

2 月份大量企业延期复工，一定程度上对金融债发行形成一定阻力。考虑到目前流动性整体宽裕，且五部委出台措施要求银行加强对小微及制造业企业信贷支持力度，预计 3 月份商业银行小微债发行需求大幅增加。同时，永续债审批提速，商业银行资本补充节奏将加快。3 月，证

券公司在待偿债务规模仍旧较大以及股市活跃度较高的情况，营运及资本补充需要仍较大。

二级市场方面，目前在流动性充裕以及避险情绪升温等多重因素的影响下，短期来看，金融债基于其低风险、较高收益特征，其交投活跃度仍旧保持较高水平。疫情蔓延下全球宽松可期，随着 3 月份降准落地，国内债市仍将维持强势，金融债到期收益率仍存一定下降空间。但受疫情影响，金融机构经营分化呈现加剧形式，中小金融机构信用风险增加，仍需持续加强关注部分信用风险较大、盈利较弱的中小金融机构二级资本债的价格下跌风险，以及临近到期或赎回期的债券价格波动加剧及发行人不赎回压力。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。