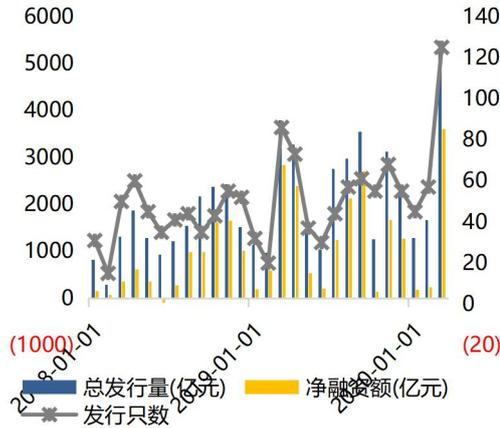


逆周期调节加码金融债持续强势，部分高收益金融债价格反弹

金融债发行情况（亿元）：



分析师：

李茜 郗亚美

时间：2020年4月15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：

- **银行业：**3月份企业及居民短期信贷需求回暖，但受国内外疫情影响，部分疫情严重区域以及外向型经济区域中小银行资产质量下行压力加大，盈利承压；
- **证券业：**股市震荡下行，叠加上月高基数因素，券商3月业绩环比下降；
- **保险业：**险企线下新单拓展压力较大，2月数据显示其原保费收入大幅下降，短期内投资承压；
- **金融债发行：**金融债发行数量及规模均突破历史峰值，各券种发行保持强劲，市场流动性宽松，金融债发行成本保持低位，中短期债券利差收敛。
- **金融债二级市场：**金融债交投活跃度高，逆周期政策调节下，部分高收益金融债价格明显反弹。
- **级别调整：**嵊州农商行主体级别被上调至AA。
- **4月金融债市场展望：**政策加持下，4月金融债发行量或将维持高位，债券到期收益率仍存一定下行空间，但需关注部分中小金融机构债券异常波动风险。

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.....	2
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.....	4
2.3 二级市场.....	5
2.4 金融债兑付情况.....	6
3. 主体级别（含展望）调整.....	7
4. 2020年4月金融债市场展望.....	7

1. 行业动态

1.1 银行业

3 月份企业及居民短期信贷需求回暖，但受国内外疫情影响，部分疫情严重区域以及外向型经济区域中小银行资产质量下行压力加大，盈利承压

随着企业复工复产以及消费支持政策的持续落地，3 月份信贷需求较 2 月份有所改善。一季度人民币贷款增加 7.1 万亿元，同比多增 1.29 万亿元，其中 3 月份定向降准释放 5500 亿元长期资金，本月新增人民币贷款投放 2.85 万亿元，同比多增 1.16 万亿元。从新增贷款投放结构来看，3 月新增贷款主要来源于居民短期、企业短贷等，反映出疫情得到初步控制下消费信贷需求以及企业流动性补充需要回升。预计随着监管政策的持续支持以及融资成本的下行，企业信贷需求将进一步提振。从负债端来看，一季度人民币存款增加 8.07 万亿元，同比多增 1.76 万亿元。其中 3 月人民币存款增加 4.16 万亿元，同比多增 2.44 万亿元。

为应对疫情冲击，监管层面一方面通过定向降准释放流动性促使 LPR 下调，同时引导商业银行对疫情防控重点企业提供优惠利率，但存款利率计价仍具刚性，使得息差收窄、商业银行营收端承压。资产质量方面，受益于监管出台多项措施以缓解疫情对商业银行资产质量带来的压力，商业银行资产质量大幅恶化的概率较小，但受国内部分企业持续停工以及海外疫情蔓延影响，中小企业以及外贸型企业生产经营压力较大，偿债能力下降，以此类客户为主的中小商业银行资产质量有进一步下行压力。由于信贷投放需求增加，且内源资本补充减弱，在采取多种有效方式加大中小银行资本补充力度的政策支持下，中小商业银行资本补充债券发行或将提速。

1.2 证券业

股市震荡下行，叠加上月高基数因素，券商 3 月业绩环比下降

一季度，37 家上市券商实现净利润 281.26 亿元，同比下降 7.33%。其中，3 月份 37 家上市券商实现净利润 90.53 亿元，环比下降 21.10%，同比下降 38.14%。

从业务结构来看，3 月沪深两市日均成交额虽维持高位，但环比有所下降，本月沪深两市成交额 18.63 万亿元，日均成交额 8470 亿元，环比减 13.90%，同比减 4.55%。截至 4 月 10 日两融余额为 10579 亿元，较 2019 年末增加 386 亿元。投行业务方面，受疫情影响，3 月 IPO、再融资规模分别为 99.61 亿元和 955.54 亿元，环比分别下降 63.11% 和增长 62.36%。自营业务方面，3 月主要股指承压，其中沪深 300 指数收跌 6.44%，上证综指收跌 4.51%，自营业务面临一定压力。股票质押方面，3 月股票质押规模整体保持平稳，截至 2020 年 4 月 13 日，市场质押股数 5584.7 亿股，市场质押股数占总股本 8.19%，市场质押市值为 43267.07 亿元；大

股东质押股数 5856.51 亿股，大股东质押股数占所持股份比 20.51%，大股东未平仓总市值 23657.86 亿元，大股东疑似触及平仓市值 21514.16 亿元。

整体上看，疫情对于券商主要业务的开展影响有限，但亦会通过影响资本市场表现间接对其产生一定影响。目前资本市场改革持续推进，在再融资新规发布、债券注册制、市场融资成本走低等利好下，券商业绩表现较强韧性，中长期来看券商行业业绩空间将得到提升。

1.3 保险业

险企线下新单拓展压力较大，2 月数据显示其原保费收入大幅下降，短期内投资承压

3 月底银保监会公布保险公司经营业绩，2020 年 2 月保险公司实现原保费收入 2687 亿元，单月同比增速大幅降低 27.36 个百分点至 -13.83%，其中财险和人身险分别实现原保费收入 510 亿元和 2177 亿元，环比分别下降 61.82% 和 71.89%。受疫情影响，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，其中寿险、意外伤害险及车险均出现不能程度的下滑，但由于疫情期间居民保险意识提升，叠加政策加持，健康险维持高速增长。随着保险业逐步全面复工，以及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。

投资端来看，截至 2 月末保险资金运用余额为 19.1 万亿元，较上月末增加 1.09%。保险公司资产配置结构基本保持稳定，其中银行存款占比 13.9%，与上月持平；债券占比 34.9%，较上月降 0.1pct；股票和基金占比 13%，较上月升 0.1pct；其他投资占比 38.2%，与上月持平。2020 年 1 季度末，10 年期国债到期收益率为 2.60%，较上年末下降 53.58bp，长端利率持续下行，对险资配置造成压力。同时，疫情影响下投资者悲观情绪增加，全球权益市场下跌，A 股股指亦明显下降，短期内对保险业投资端带来一定的负面影响，险资投资承压。

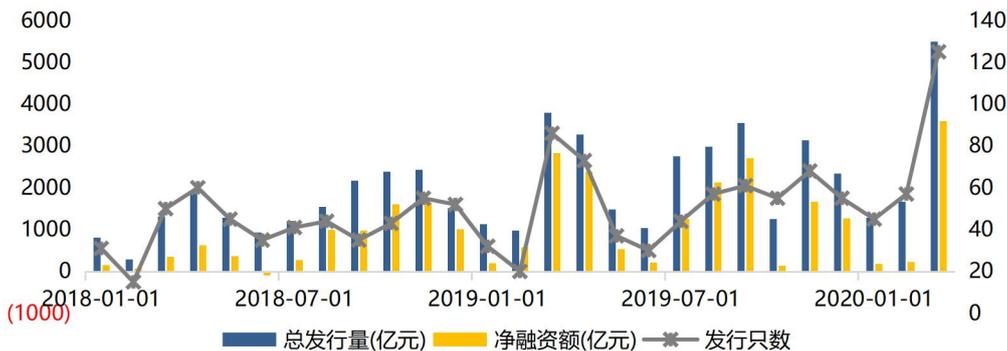
2. 金融债市场

2.1 一级市场发行量

3 月金融债发行数量及规模创历史新高，各券种发行均较为强劲

2020 年 3 月金融机构共计发行金融债 125 只，发行规模合计 5494.80 亿元，环比及同比分别增长 228.15% 和 44.64%，创历史新高。一方面是由于 3 月为金融债发行季节性高峰，另一方面在当前逆周期政策调节下，市场流动性整体充裕，融资成本持续走低。

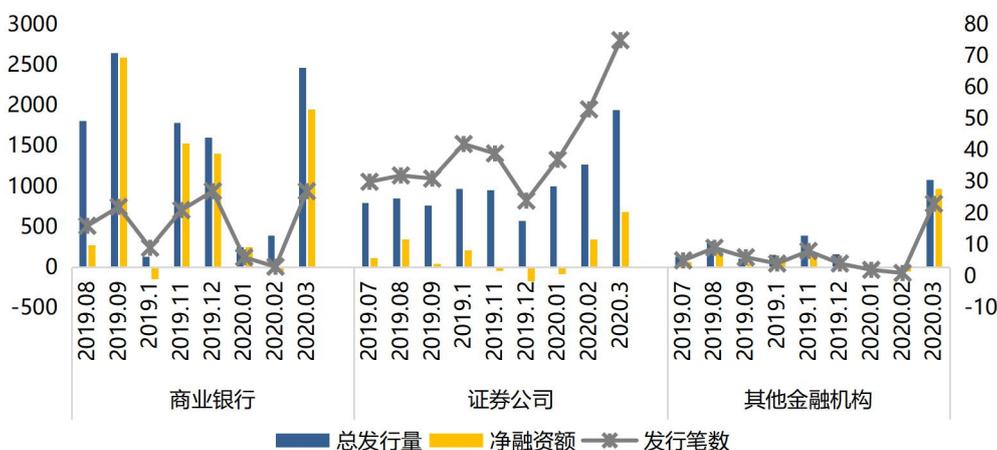
图表 1 金融债发行情况



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

政策引导下，商业银行资本补充债券以及小微债发行节奏明显加快，3月商业银行共计发行债券27只，其中次级债8只，小微债14只。证券行业业绩虽环比有所下滑，但仍表现较强韧性，且短期来看，市场融资环境将不断改善，券商投行及自营业务等将有一定提升空间，自身资金及资本补充需求仍旧旺盛。3月证券行业共计发行债券75只，其中证券公司债和超短期融资券分别为43只和32只。银行信贷资产质量承压下以及企业去杠杆政策引导下，资产管理公司以及银行系债转股子公司业务发展提速，对资金需求明显增加。3月其他金融机构债共计发行23只，包含6只保险公司资本补充债以及10只AMC及AIC发行的金融债。

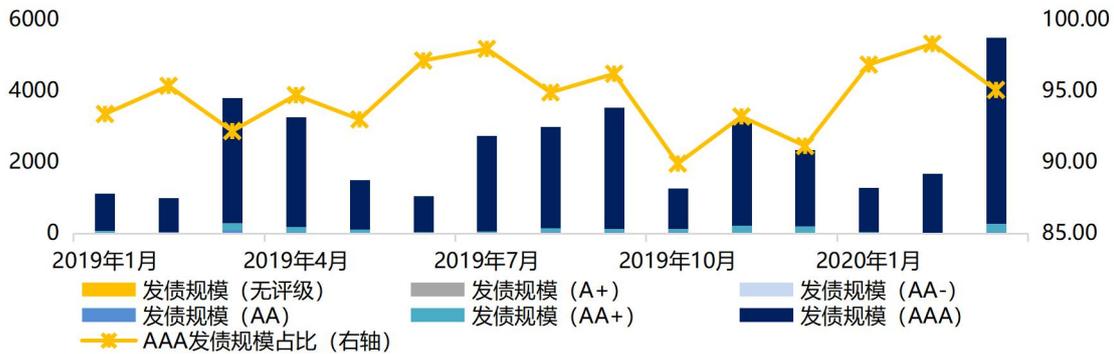
图表 2 各类金融机构债券发行情况 (亿元、只)



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

3月金融机构共计发行125只金融债，主体级别为AAA、AA+、AA及以下债券数量分别为99只、18只和8只。受益于政策支持以及融资环境友好，3月金融债发行主体下沉至A+，中小金融机构发债占比环比略有改善。

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

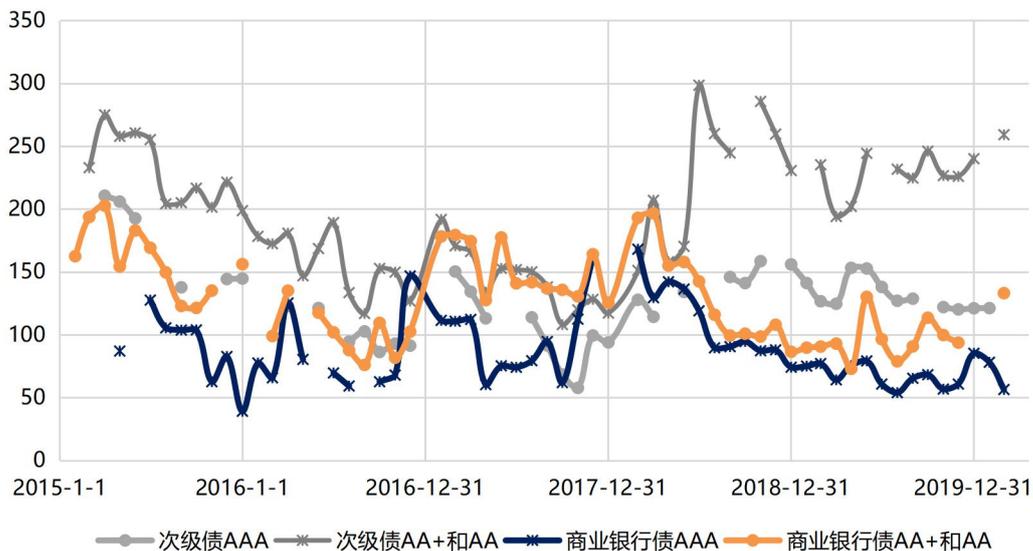
2.2 发行利率及利差分析

货币宽松边际加码，金融债发行利率保持较低水平，中短期债券利差收敛

监管继续加强逆周期调节力度，货币宽松边际加码，3 月份流动性保持充裕。3 月金融债加权发行利率为 3.11% 环比增加 3.29bp，主要系中长期债券发行占比提升所致。

本月发债商业银行主体级别下沉至 A+，商业银行二级资本债发行利差维持平稳；AAA 商业银行债利差持续收缩，但商业银行债等级利差走阔。

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

3 月证券公司债券供给持续增加。本月 AAA 级以及 AA+ 和 AA 级证券公司短期融资券加权发行利差环比分别下降 25.70bp 和 14.88bp。同期，AAA 级以及 AA+ 和 AA 级证券公司债加权发行利差较上月分别上升 17.94bp 和下降 10.08bp，等级利差收窄。

图表 5 证券公司债券信用利差走势 (bp)



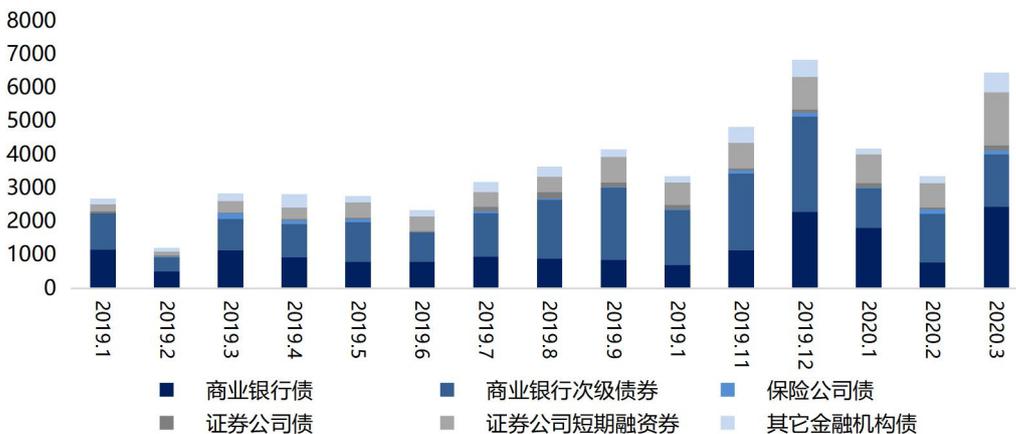
数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

2.3 二级市场

海外疫情蔓延使得避险情绪升温，3月金融债成交量明显增加，交投活跃度高

3月海外疫情持续蔓延使得避险情绪升温，且国内宽松预期升温，金融债成交规模环比大幅增长 92.80%，同比增长 128.13%，交投活跃度高。

图表 6 金融债成交情况 (亿元)



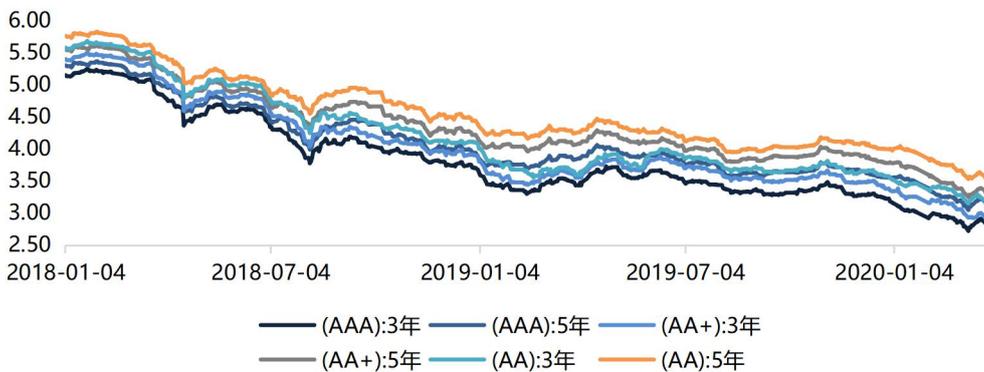
数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

3月央行继续通过定向降准、下调逆回购利率加强逆周期调节力度，助推债市持续上涨

3月16日央行普惠金融定向降准如期落地，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点，并对符合条件的股份制商业银行额外定向降准1个百分点，共释放长期资金5500亿；30日央行下调7天期逆回购利率20bp至2.20%，逆周期调节将不断加码。逆周期调节力度的加大以及避险情绪的升温，助推债市持续上涨，其中由于月度中旬，美元流动性危机冲击金融市场，国内债市阶段性受到干扰，长端利率短暂上行。3月商业银行债到期收益率呈现持续下降趋势，较低信用等级债券到期收益率下降幅度较大。随着逆周期调整力度的加大以及海外疫情的蔓延，

后期银行债到期收益率仍存在一定的下降空间。

图表 7 商业银行债到期收益率 (%)



数据来源：WIND 资讯

逆周期政策调节下，部分中小金融机构债券价格反弹

3月债券市场持续走强，金融债市场分化程度有所收敛。银行债方面，“16 贵阳银行小微 02”票面涨幅超 8 元，市场波动较为剧烈，目前票面价格仍低于市场估值净价。同时，票面交易价格涨幅达到 2 元及以上的商业银行次级债共计 10 笔，发行主体级别集中在 AA+ 及以下，银行经营区域集中在东北、山东、山西等地，其信贷资产质量普遍承压。而同期价格跌幅在 0.5 元及以上的商业银行债券共计 8 笔，主体级别集中在 AA+ 及以上。证券公司债方面，证券公司债券票面价格跌幅超过 1 元的共计 4 笔，其中“16 中信 G2”，票面跌幅超 9 元，票面价格明显低于市场估值净价；票面价格涨幅达到 2 元及以上的共计 7 笔，主体级别主要为 AAA（头部券商占比较少）。目前监管加强逆周期调节力度，市场对弱资质企业债券的负面反应有所修复，票面收益较高债券价格有所反弹。

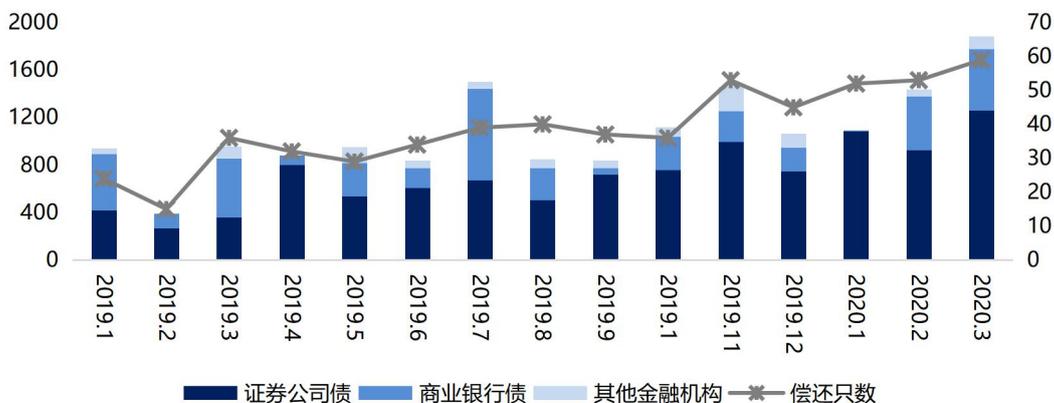
2.4 金融债兑付情况

3 月金融债均正常兑付，其中“17 东莞债”回售 0.50 亿元

3 月金融债兑付数量共计 59 只，兑付规模合计 1886.52 亿元。其中“17 东莞债”回售 0.5 亿元，待偿余额 10.50 亿元。4 月和 4 月金融债待偿还规模分别为 2573.80 亿元和 2038.18 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 资讯

3. 主体级别 (含展望) 调整

由于嵊州农商行存贷款业务稳步发展, 信贷资产质量持续改善, 盈利能力及资本充足率水平良好, 其主体级别被上调至 AA。

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	不良贷款率	资本充足率
嵊州农商行	2020-3-5	AA	AA-	2019.9	308.10	28.62	0.99	14.86

数据来源: WIND 资讯

4. 2020 年 4 月金融债市场展望

政策加持下, 4 月金融债发行量或将维持高位, 债券到期收益率仍存一定下行空间, 但需关注部分中小金融机构债券异常波动风险

4 月 3 日央行宣布年内第三次降准, 同时宣布 4 月 7 日大幅下调超额存款准备金利率 37bp, 逆周期调节力度持续加码。4 月 7 日金融委会议提到要采取多种有效方式加大中小银行资本补充力度, 增强抵御风险和信贷投放能力, 同时提出发挥好资本市场的枢纽作用, 不断强化基础性制度建设, 利好券商行业发展。预计 4 月商业银行小微债及资本补充债券将延续当期发行趋势, 证券公司在保持较强业绩韧性以及多重政策利好下, 营运及资本补充需要仍较大。

二级市场方面, 目前在流动性边际加码以及海外疫情蔓延带来的避险情绪升温下, 短期来看,

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，金融债基于其低风险、较高收益特征，其交投活跃度保持较高水平。在债券市场持续走牛情况下，短期内经济修复预期将制约高等级债券利率下行空间，市场对高票息债券的负面反应有所修复，但需关注部分中小金融机构债券异常波动风险。

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。