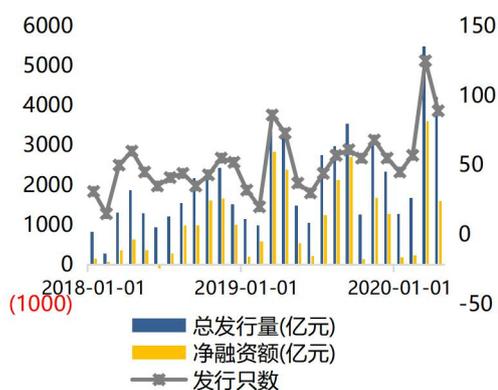


金融板块整体业绩回暖，部分次级债面临价格回调压力

金融债发行情况（亿元、只）：



主要观点：

- **银行业：**4月份信贷超预期投放，存款基础进一步夯实，但受国内外疫情影响，中小银行资产质量下行压力明显，资本充足性有待夯实；
- **证券业：**自营业务驱动下，券商4月业绩数据表现亮眼，中小券商业绩表现较强弹性；
- **保险业：**险企原保费收入明显反弹，4月新单拓展出现拐点，投资业绩改善；
- **金融债发行：**4月金融债发行数量及规模维持高位，发行成本持续走低，但债券等级利差走阔。
- **金融债二级市场：**4月金融债交投活跃度较高，预计随债券市场行情回调，金融债成交活跃度将随之下降。
- **级别调整：**首都银行（中国）及青岛城投租赁主体级别均上调至AA+。
- **5月金融债市场展望：**5月金融债发行量将维持较高水平，长短端债券利率维持低位，短期内部分次级债面临价格回调压力。

分析师：

李茜 郗亚美

时间：2020年5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 银行业.....	
1.2 证券业.....	
1.3 保险业.....	
2. 金融债市场	
2.1 一级市场发行量.....	
2.2 发行利率及利差分析.....	
2.3 二级市场.....	
2.4 金融债兑付情况.....	
3. 主体级别（含展望）调整	
4. 2020年5月金融债市场展望	

1. 行业动态

1.1 银行业

4 月份信贷超预期投放，存款基础进一步夯实，但受国内外疫情影响，中小银行资产质量下行压力明显，资本充足性有待夯实

随着企业复工复产以及支持政策的进一步加大，4 月份信贷投放超预期增长。4 月份人民币贷款增加 1.62 万亿元，同比多增 0.68 万亿元。从新增贷款投放结构来看，4 月份中长期贷款同比多增 0.29 亿元，企业部门信贷投放规模保持较高水平，同比多增 0.61 亿元。未来随着企业复工复产进程加快、消费需求回升以及监管政策引导下的融资成本改善，信贷结构将保持改善趋势。从负债端来看，4 月末金融机构存款余额同比增长 9.9%，创一年内新高，当月新增 1.27 万亿元，同比多增 1.01 万亿元。从新增存款结构来看，新增存款主要来源于企业存款及非银金融机构存款，受消费回暖影响居民户存款出现负增长。为应对疫情冲击，监管层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，4 月份 1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%，环比分别下降 20Bp 和 10Bp，降幅扩大，促使息差收窄。

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。但由于中小企业以及外贸型企业受疫情影响较大，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，2020 年一季度末商业银行不良贷款率为 1.91%，其中城商行及农商行不良率分别为 2.45%和 4.09%，环比上季度分别增加 0.13 和 0.19 个百分点。

资本充足性方面，大型商业银行生息资产持续扩张、资产质量可控，整体盈利稳健，资本充足水平良好。但由于信贷投放需求增加，且内源资本补充减弱，中小银行资本有待夯实。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

自营业务驱动下，券商 4 月业绩数据表现亮眼，中小券商业绩表现较强弹性

4 月份，37 家上市券商实现净利润 137.39 亿元，环比增长 52%，同比增长 97%，实现超预期增长。但各公司之间的分化现象仍存，中小券商业绩弹性较强。

从业务结构来看，4 月沪深两市日均成交额同比及环比均有所下降，经纪业务景气度下降，本月沪深两市成交额 13.19 万亿元，日均成交额 6281 亿元，环比减 28%，同比减 22%。截至 4 月末两融余额为 10431 亿元，环比持续小幅下降，对营收贡献减弱。投行业务方面，IPO、再融资规模分别为 185.85 亿元和 1029.25 亿元，环比分别增长 87%和增长 8%；债权融资规模为

8807 亿元，同比下降 18%。自营业务方面，4 月主要股指集体反弹、债券指数持续回升，其中沪深 300 指数收涨 6.14%，上证综指收涨 3.99%，创业板指数收涨 10.55%，中债总净价指数收涨 1.28%，自营业务成为券商业绩大幅上涨的主要推动力。股票质押方面，4 月股票质押规模整体保持平稳，月末市场质押股数 5518.32 亿股，市场质押股数占总股本 8.07%，市场质押市值为 43812.66 亿元。

整体上看，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。但 5 月份以来，中债总净价指数在连续上涨趋势中出现回调，或将对自营业务高速增长形成制约，同时假期因素将使得业务经纪难以回弹，5 月份券商业绩环比或将出现回落。

1.3 保险业

险企原保费收入明显反弹，4 月新单拓展出现拐点，投资业绩改善

4 月底银保监会公布保险公司经营业绩，3 月份保险公司实现原保费收入 4928 亿元，同比增长 5.20%，增速同比小幅回落 1.72 个百分点。其中财险和人身险分别实现原保费收入 1116 亿元和 3812 亿元，环比分别增长 118.71%和 75.10%，同比亦有所改善。从上市险企公布的 4 月保费数据来看，随疫情压力缓解，保险业积极推进业务线上化转型以推动产能恢复，各险企新单均有所好转，其中平安寿险新单保费同比转正，国寿新单持续增长。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，对保险业业务开展形成正面支撑，4 月车险有所恢复，健康险、人身意外伤害险等非车险增幅明显。赔付支出方面，一季度赔付支出/原保费收入比为 18%，同比有所改善，其中 3 月份指标为 23%，整体较为稳定。

投资端来看，截至 3 月末保险资金运用余额为 19.4 万亿元，较上月末增加 1.96%。保险公司资产配置结构基本保持稳定，其中银行存款占比 14.73%，较上月增加 0.80pct；债券占比 34.37%，较上月降 0.48pct；股票和基金占比 12.82%，较上月降 0.21pct；其他投资占比 38.08%，较上月降 0.10pct 平，经营稳定性提升。随着疫情防控得到初步控制、市场风险偏好逐步上移，4 月权益市场回暖，主要股指改善明显，对保险业投资端带来正面影响。4 月末，10 年期国债到期收益率为 2.54%，较上月下降 5.19bp，长端利率下行趋缓。5 月份以来长端利率上行至 2.7% 左右，且期限利差走阔，利于险资配置。

2. 金融债市场

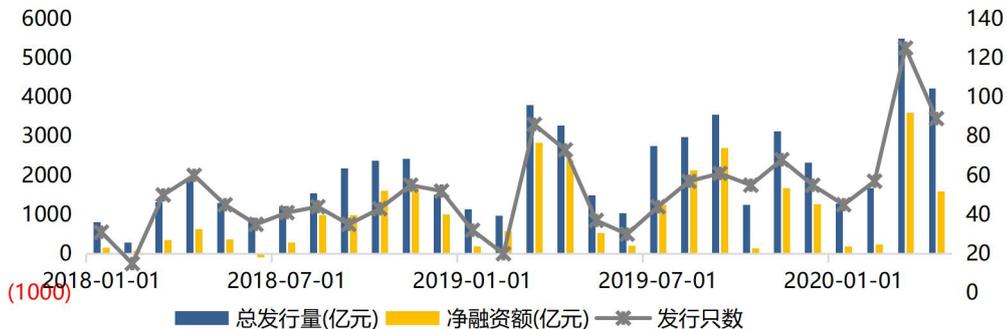
2.1 一级市场发行量

业务拓展需要增加、市场融资成本走低，4 月金融债发行数量及规模维持高位

4 月金融机构共计发行金融债 89 只，发行规模合计 4224.00 亿元，环比下降 23.13%、同

比增长 28.89%，保持较高水平。一方面是由于 4 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，市场融资成本持续走低，中小金融机构债券发行动力提升。

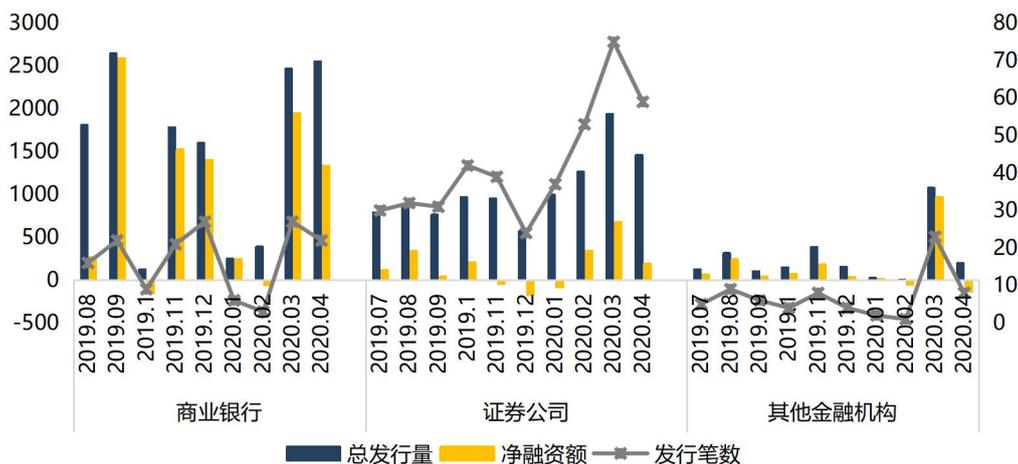
图表 1 金融债发行情况



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

随着对中小微企业信贷支持增加，商业银行资本补充债券以及小微债发行需求仍旧较大。4 月商业银行共计发行债券 22 只，其中次级债 7 只，小微债 10 只，永续债发行主体扩充至农商行。4 月自营业务驱动下证券行业业绩数据表现亮眼，且融资成本走低使得证券行业财务杠杆率呈现上升趋势。4 月证券行业共计发行债券 59 只，其中证券公司债和超短期融资券分别为 32 只和 27 只。4 月其他金融机构债共计发行 8 只，包含 3 只保险公司资本补充债以及 3 只金租公司金融债等。业绩预期改善使得保险公司偿付能力有待进一步夯实，中小保险公司亦通过发行资本补充债券积极补充资本。

图表 2 各类金融机构债券发行情况 (亿元、只)

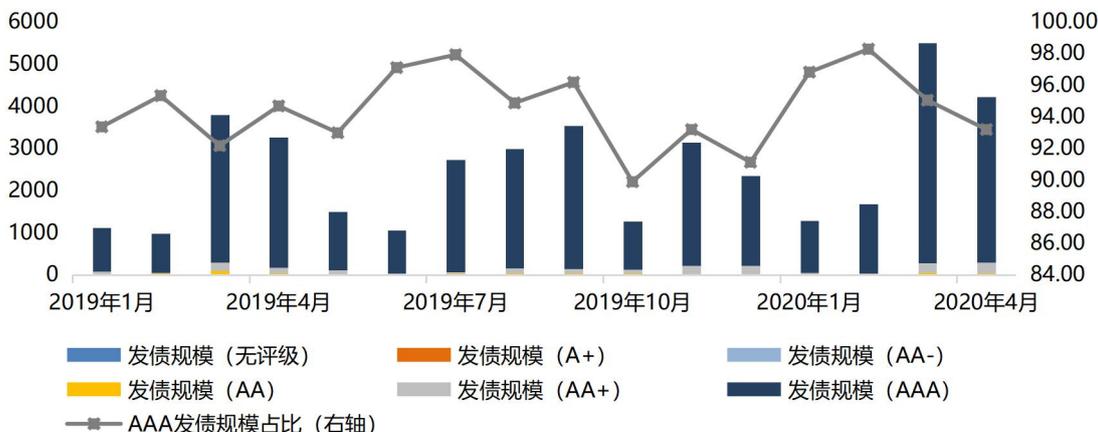


数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

4 月金融机构共计发行主体级别为 AAA、AA+、AA 及以下债券数量分别为 69 只、16 只和 4 只。当月，AA+ 及以下中小银行发行占比环比提升 1.67pct 至 22.47%。中小银行主要服务中小微企业，成为助力中小微企业复工复产的中坚力量，小微债发行需求明显增加。同时，

在融资环境友好下，中小券商业绩弹性增强，外部融资需求增加。

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

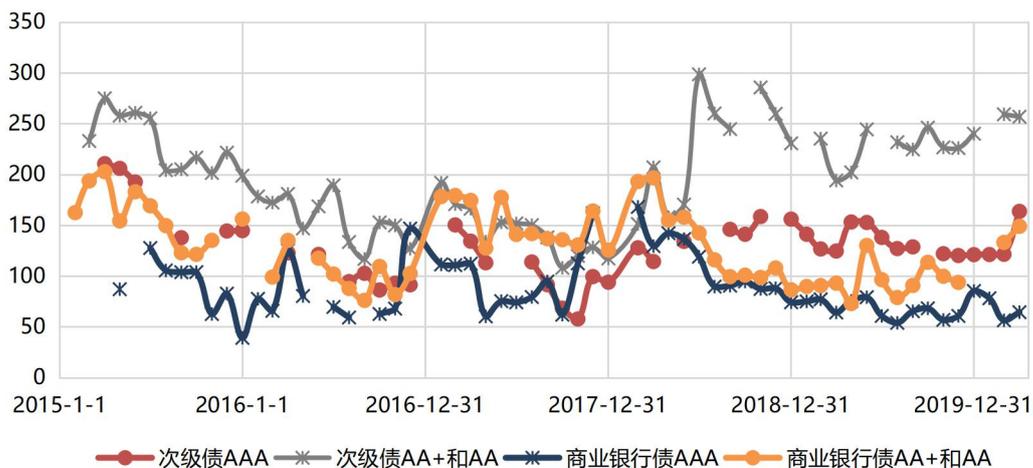
2.2 发行利率及利差分析

金融债发行利率持续走低，但债券等级利差走阔，头部金融机构成本优势显著

4 月份央行延续降准，流动性总体宽松，但公开市场操作频次下降，资金呈现净回笼。4 月金融债加权发行利率仅为 2.54%，创近年来新低。

本月发债商业银行主体级别有所下沉，商业银行债券整体发行利差反弹，等级利差走阔。显示中小商业银行利率下行幅度相对较小，大型商业银行发行成本优势显著。

图表 4 商业银行债券信用利差走势 (bp)

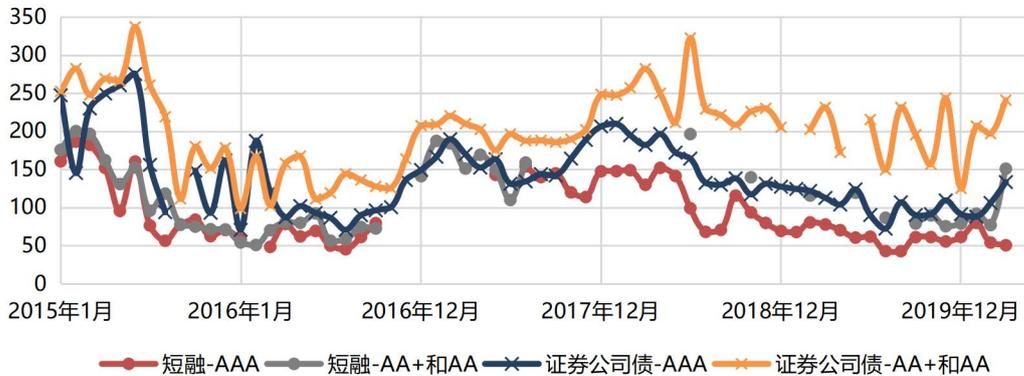


数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

4 月资金利率中枢下移，短端利率下降明显，其中 AAA 级短期融资券加权发行利差环比延

续下降，期限利差走阔。同期，AAA 级以及 AA+和 AA 级证券公司债加权发行利差反弹，等级利差走阔，显示头部券商议价能力凸显。

图表 5 证券公司债券信用利差走势 (bp)



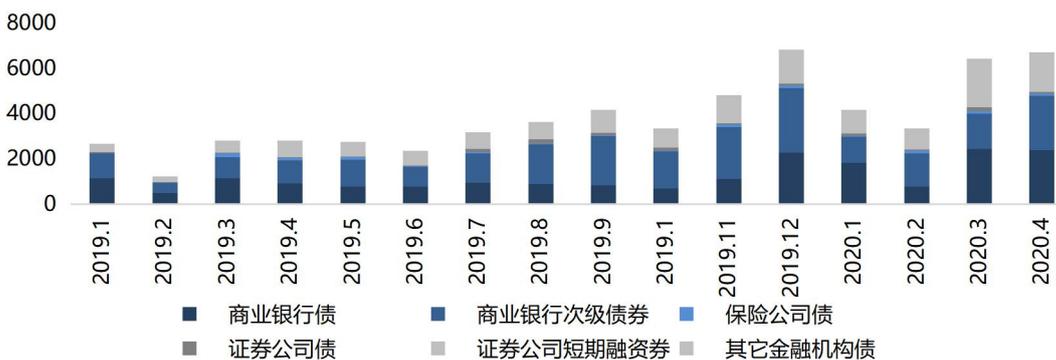
数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

2.3 二级市场

4 月金融债交投活跃度较高，预计随债券市场行情回调，金融债成交活跃度将随之下降

4 月债券市场延续走强趋势，金融债成交规模保持高位，交投活跃度高。4 月份金融债共计成交 6735.31 亿元，环比及同比分别增长 4.39%和 139.34%，其中商业银行次级债成交量增幅显著。

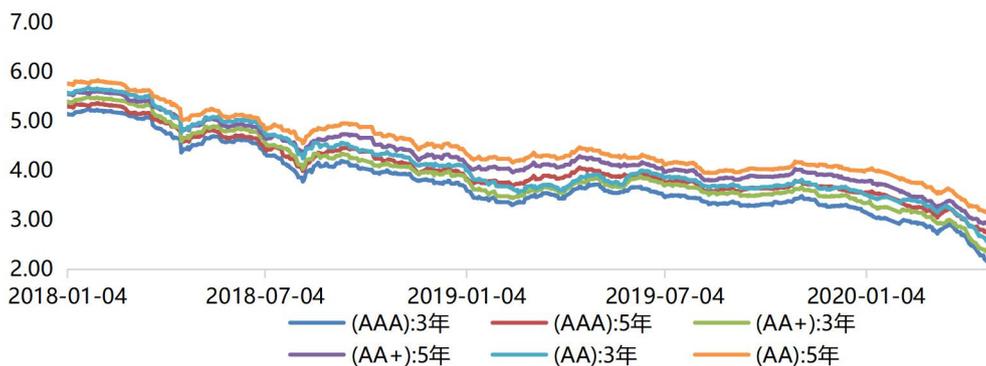
图表 6 金融债成交情况 (亿元)



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

4 月央行定向降准释放约 2000 亿元长期资金，当月资金面维持宽松，央行公开市场操作频率走低，债市持续上涨趋势。当月商业银行债到期收益率呈现持续下降趋势，3 年期商业银行债券到期收益率下降幅度较大。但 4 月底长端利率债利率水平已处于低位，“恐高”情绪使得市场稳定性走弱，5 月份以来中债总净价指数在连续上涨趋势中出现回调，或将对后期金融债券成交量及行情走势形成一定制约。

图表 7 商业银行债到期收益率 (%)



数据来源: WIND 资讯

部分中小金融机构次级债价格出现明显异动, 在资产质量下行压力下, 后期存在价格走低风险

4月债券市场延续走强趋势, 金融债市场再次出现分化, 中小金融机构次级债券价格出现明显异动。银行债方面, 价格增幅较大的发债主体以全国性商业银行、优质城商行为主, 而票面交易价格跌幅超过1元的商业银行次级债共计6笔, 发行人主要为东北、山东等地商业银行, 信贷资产质量压力相对较大。证券公司债方面, 证券公司债券票面价格波动较大, 跌幅超过1元的共计2笔, 其中“15国信Y1¹”临近赎回期价格波动剧烈; 票面价格涨幅达到2元及以上的共计11笔, 主体级别主要为AAA(其中“16中信G2”, 价格涨幅超10元)。以中小商业银行为主的金融机构受外部环境影响, 资产质量面临明显下行压力, 而目前金融债市场价格已处于明显高位, 后期随整体债市回落, 预计部分资产质量较差中小金融机构债券价格面临较大回调压力。

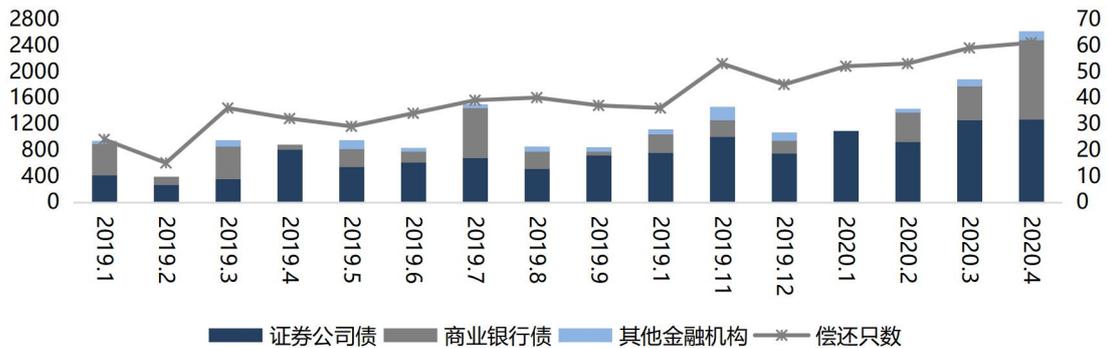
2.4 金融债兑付情况

4月金融债均正常兑付, 其中“17华股01”和“16九州02”分别回售1.31亿元和2.00亿元

¹ 发行人针对该支债券已发布不行使续期选择权并全部赎回的公告。

4月金融债兑付数量共计61只，兑付规模合计2620.91亿元，均正常兑付。其中“17华股01”和“16九州02”分别回售1.31亿元和2.00亿元，待偿余额分别为11.69亿元和6.00亿元。5月和6月金融债待偿还规模分别为1501.70亿元和2202.25亿元，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

首都银行 (中国) 及青岛城投租赁主体级别均上调至 AA+

政策放宽外资银行的人民币业务门槛，将对首都银行 (中国) 在华业务发展形成正向作用。同时，该行通过向母行转让信贷资产质量包、调整业务发展策略，信贷资产质量得到明显改善，其主体级别被上调至 AA+。

青岛城投租赁启动增资计划，实际控制人青岛城投同意青岛城投金控向公司增资 10 亿元的批复。增资完成后，公司资本实力将得到明显提升。此外，公司累计获得青岛城投及青岛城投金控 33 亿元债券发行担保，股东支持力度较大。因此，青岛城投租赁的主体级别被上调至 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
首都银行 (中国)	2020-4-1	AA+	AA	2019 年末	102.20	16.57	0.55	21.65
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	长期应收款	净利润
青岛城投租赁	2020-3-31	AA+	AA	2019 年	160.68	27.27	103.06	3.54

				未				
--	--	--	--	---	--	--	--	--

数据来源：WIND 资讯

4. 2020 年 5 月金融债市场展望

5 月金融债发行量将维持较高水平，长短端债券利率处于低位，短期内部分次级债面临价格回调压力

疫情影响下实体企业生产恢复需要营运资金支持。在推动企业复工复产进程中，监管要求持续加强对中小企业信贷支持，并支持中小银行采取多种有效方式以实现资本补充，增强中小微企业信贷投放及风险抵御能力。同时，券商业绩整体表现较强韧性，融资成本的下降使其杠杆率有所提升。预计 5 月商业银行小微债及资本补充债券将延续当期发行趋势，主体资质或将下沉，证券公司在保持较强业绩韧性下，营运及资本补充需要仍较大。

二级市场方面，目前流动性整体宽松，银行间市场流动性有所淤积，且市场长短端利率水平已经处于很低位置。基本面预期的改善将一定程度限制长端利率下行，并传导至金融债市场，其交投活跃度或将有所回落。5 月份以来总净价指数回调亦部分印证上述判断，目前金融机构经营出现进一步分化，部分资产质量较差、经营业绩不佳中小金融机构债券面临价格回调压力。

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。