

## 收益率延续上行，不减金融债发行及二级市场交易热情

### 金融债发行情况（亿元、只）：



### 分析师：

李茜 郗亚美

时间：2020年8月25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：**7月份信贷投放低于预期，投放结构持续优化，存款基础较为夯实但新增回落，净息差收窄压力下银行下半年面临一定盈利压力；
- **证券业：**市场交投情绪持续高涨、主要股指上升，7月券商业绩在高基数上实现进一步增长，各业务板块均表现良好；
- **保险业：**保费端及投资端双重改善，险企业绩持续增长，未来代理人产能释放及保险需求增加将提振险企业绩；
- **金融债发行：**金融债发行数量及规模呈现季节性上升，其中券商债券发行量增幅明显，发行利率环比延续抬升，加权利率水平处于年内高位，债券等级利差收窄。
- **金融债二级市场：**金融债成交量仍保持高位，收益率呈现“倒V”走势，考虑到基本面走强，货币政策边际收紧等因素，金融债收益率短期内将呈现小幅上行。
- **级别调整：**7月跟踪期湘财证券、兴农担保以及13家银行主体级别上调，与上年基本持平，上调后级别中枢集中在AA+及以上；由于资产质量恶化，资本充足性下降，7家农商行主体级别下调，2家租赁公司及百年人寿主体级别下调，下调数量同比减少3家。
- **金融债市场展望：**随着基本面逐步走强，货币政策的边际调整，金融债收益率将延续上行，但不减金融债发行及二级市场交易热情。

## 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. 金融债市场展望.....	8

## 1. 行业动态

### 1.1 银行业

**7 月份存贷款新增回落，净息差收窄及资产下行压力趋势确认，银行下半年面临一定盈利压力**

从信贷投放来看，7 月份人民币贷款增加 0.99 万亿元，同比少增 0.07 万亿元，环比少增 0.82 亿元，当期信贷投放低于预期。从投放结构来看，企（事）业单位中长期融资结构持续优化，7 月份企（事）业单位中长期贷款新增 5968 亿元，同比多增 2290 亿元；短期贷款减少 2421 亿元，同比少增 226 亿元。7 月份住户部门新增贷款 1510 亿元，同比多增 815 亿元，其中住户部门中长期贷款新增 6067 亿元，同比多增 1650 亿元，零售信贷需求稳定走高。票据融资方面，7 月份票据融资规模出现持续萎缩，政策对于套利空间的约束效果持续显现，同比少增 2305 亿元。7 月末，金融机构人民币贷款余额为 166.19 万亿元，同比增长 13.00%。未来随着经济复苏的持续、消费需求的回升，信贷结构将保持改善趋势，但整体信用扩张速度将减缓。

从负债端来看，7 月末金融机构存款余额同比增长 10.30%，增速较上月略有回落，但仍处于近年较高水平。当月新增存款 803 亿元，同比少增 5617 亿元，其中居民户同比少增 6163 亿元，是新增存款减少的主要因素；非银金融机构存款同比多增 4600 亿元，显示居民投资及消费需求回升。自 4 月份以来，央行 LPR 报价维持 1 年期 3.85%、5 年期 4.65%，。随着疫情防控取得显著成效以及宏观经济企稳回升，货币政策逐渐回归常态，将逐步向结构性优化倾斜。但 7 月份以来市场资金利率中枢仍在小幅上行，且国常委要求金融机构向企业合理让利，预计下半年银行业金融机构息差及盈利增长面临一定压力。

资产质量方面，在经济压力及疫情影响下，上半年商业银行不良贷款率持续上行。截至 2020 年 6 月末，商业银行不良贷款率为 1.94%，环比增加 0.03 个百分点；其中农商行及城商行不良贷款率分别为 4.22%和 2.30%，经济基础薄弱、前期疫情严重或外贸依存度较高区域的中小银行受到较大冲击。但考虑到宏观经济的逐步企稳以及不良传导的滞后性，且延期还本付息、展期、无还本续贷等政策延缓风险暴露，预计全年资产质量大幅恶化概率较小。

盈利及资本充足性方面，银行息差收窄以及信用成本上升将对商业银行盈利造成一定负面影响，上半年商业银行净利润同比下降 9.41%。随着经济的逐步复苏，信贷投放需求持续增加，银行资本补充需求上升。在监管部门持续出台政策鼓励银行多渠道补充资本引导下，2020 年以来商业银行资本补充稳步推进，商业银行资本较为夯实。未来中小银行资本补充需要仍旧较大、资本补充渠道需进一步拓宽。

### 1.2 证券业

**市场交投情绪持续高涨、主要股指上升，7 月券商业绩在高基数上实现进一步增长，各业务板块均表现良好**

2020 年 1~7 月，38 家上市券商累计实现净利润 769.19 亿元，可比口径同比增长 48%，其中 7 月实现净利润 110.70 亿元，可比口径环比增长 85%，同比增长 2.32 倍，主要源于市场交易情绪持续大幅升温、主要指数上升带来的券商自营及经纪业务改善。

7 月份券商全线业务表现良好。从业务结构来看，7 月 A 股市场活跃度大幅提升，成交量环比、同比明显扩大，区间换手率保持历史高位达 92.22%，7 月沪深两市日均成交额达 1.31 万亿环比增长 81%，总成交量 30.09 万亿元，环比增长 1.08 倍、同比增长 2.30 倍。截至 7 月末两融余额为 14249 亿元，环比增长 22%，信用业务对营收贡献提升。预计随着疫情基本得到控制，宏观经济逐步复苏，下半年风险偏好将逐步改善，但仍需关注中美关系、海外疫情带来的不确定性。投行业务方面，7 月份股权融资环比激增，IPO 规模 1003.6 亿元、再融资规模 1086 亿元，环比分别增长 2.85 倍和 20%。债券承销规模 7168 亿元，环比增长 10%。自营业务方面，7 月主要股指出现回升、中债总净价指数呈现 V 型波动，其中沪深 300 指数收涨 12.75%，上证综指收涨 10.90%，中债总净价指数收跌 1.05%，自营业务板块业绩表现良好。8 月份以来，股市横向盘整，主要股指在中枢小幅调整，短期内对券商业绩正向贡献将减弱。

长期来看，受新证券法全面推进注册制及创业板注册制的迅速推出等政策利好，券商下半年的投行业务将迎来增量业绩，同时宏观经济的企稳将带动经营、信用业务开展，券商 2020 年业务将迎来明显改善。

### 1.3 保险业

**保费端及投资端双重改善，险企业绩持续增长，未来代理人产能释放及保险需求增加将提振险企业绩**

2020 年上半年保险行业实现原保费收入 2.72 万亿元，同比增长 6.46%，受疫情影响增速较去年同期明显下降。其中 6 月份保险公司实现原保费收入 4122 亿元，同比增长 12%，环比增长 30%。财险和人身险分别实现原保费收入 1194 亿元和 2928 亿元。7 月份以来上市寿险企业的新单保费收入延续复苏趋势，上市财险企业的非车险企业高速增长。疫情影响下，上市险企采取不同应对策略，新单增速分化带动保费收入及新业务价值随之明显分化。未来随着险企代理人产能提升及新产品研发力度的加大，以及疫情刺激居民保障意识提升、行业政策利好，将对保险业下半年业务开展形成正面支撑。赔付支出方面，2020 年上半年赔付支出/原保费收入比为 23.20%，同比改善，其中 6 月份指标为 28%。

投资端来看，截至 6 月末保险资金运用余额为 20.1 万亿元，较上月末增加 2.19%。保险公司资产配置结构基本保持稳定，其中银行存款占比 13.99%，较上月减少 0.15pct；债券占比 34.63%，基本与上月持平；股票和基金占比 13.33%，较上月增 0.08pct；其他投资占比 38.05%，较上月增 0.07pct。随着权益市场行情大幅上升，险企资金配置向股票和基金等倾斜。随着宏观经济的复苏以及货币政策逐步向结构性优化调整，后期长端利率将进一步上行，7 月末，10 年期国债到期收益率为 2.97%，较上月上升 14.34bp，但整体收益率仍处于较低水平。7 月中旬，银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，对险资权益投资差异化监管，将提高优质险企投资比例上限，利于险企资金配置。

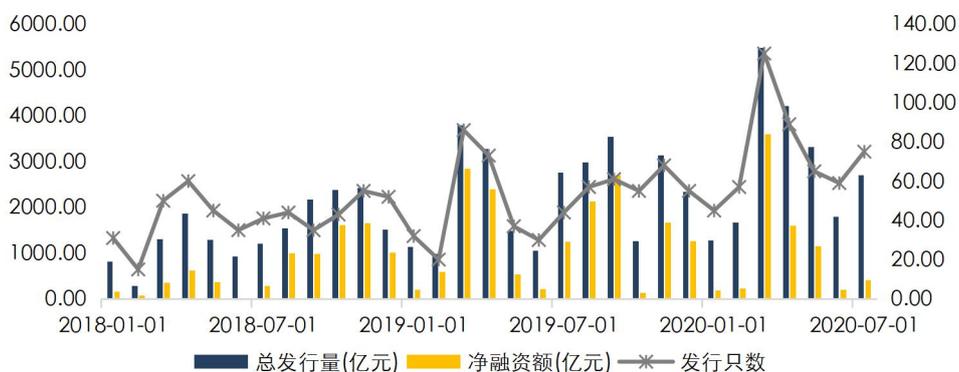
## 2. 金融债市场

### 2.1 一级市场发行量

7 月金融债发行数量及规模呈现季节性上升，其中受股票市场行情上涨带动，券商债券发行量增幅明显

7月金融机构共计发行金融债75只，环比增加16只，发行规模合计2710.58亿元，环比增长51.09%，呈现一定的季节性因素。

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

宏观经济正处于修复通道，政策引导下商业银行贷款逐渐步入平稳增，中小银行在业务拓展及盈利下滑背景下，资本补充压力增加。7月商业银行共计发行债券8只，环比减少6只，规模合计975亿元，环比增长47.28%，较去年同期下降明显，发行方涵盖股份制银行、城商行、农商行及民营银行。其中，次级债共计6只，中小商业银行资本补充需求仍存。7月证券行业共计发行债券65只，环比增加22只，发行规模为1685.58亿元，环比增长51.85%。在权益市场交投情绪高涨背景下，券商信用业务、自营业务等带动市场融资需求上升，当月证券公司债发行规模大幅增加。7月，其他金融机构债共计发行2只，发行人分别为招银金租和华融金租。

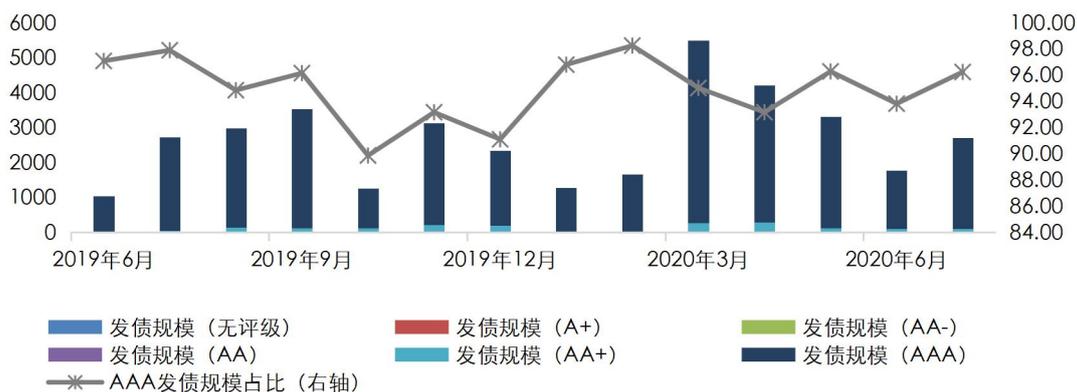
图表 2 各类金融机构债券发行情况（亿元、只）



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

7月份金融债主体级别在AAA、AA+、AA债券数量分别为64只、8只、3只，由于大中型证券公司集中发债使得本月发债主体级别中枢略有上移，AAA级金融机构发行规模占比环比增加2.42pct至96.25%。考虑到2季度商业银行资本充足率水平环比有所下降，城商行及农商行资本充足率水平相对偏低，后期仍存在资本补充债券发行需求。证券公司债券发行与股票市场行情、市场融资环境关联度较大，后期将随股票市场行情波动月度发行规模呈现小幅下降，AAA主体仍为发行主力。

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

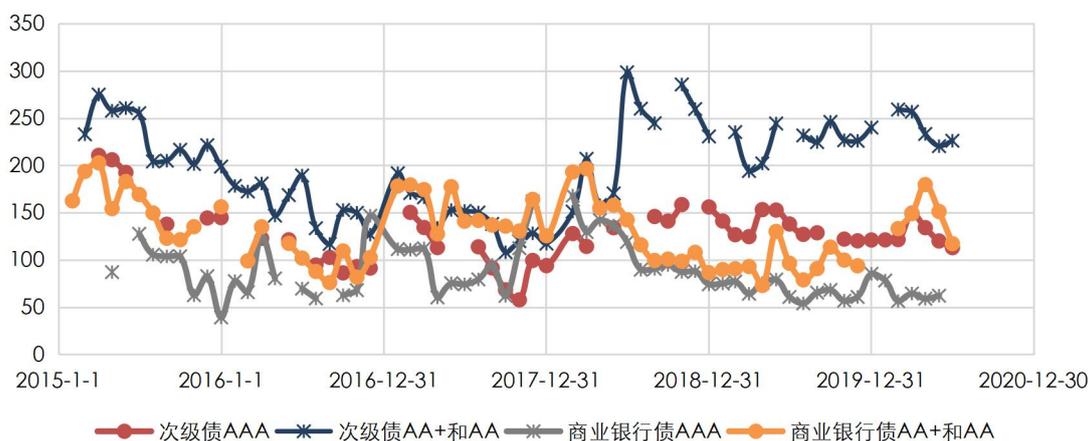
## 2.2 发行利率及利差分析

**金融债发行利率环比延续抬升，整体加权利率水平处于年内高位，金融机构债券等级利差收窄**

随着疫情防控取得显著成效以及宏观经济企稳回升，货币政策逐渐回归常态，7月份市场资金面呈现收紧趋势，资金利率上行。7月金融债加权发行利率为3.41%，自4月份触底以来，呈现持续抬升趋势，较上月增加0.43pct，超过年初发行利率水平。

2020年以来商业银行债券发行等级利差呈现走阔趋势，大型商业银行融资环境友好。7月发债商业银行债券发行利差延续小幅收窄趋势，3年期商业银行债等级利差自4月份以来有所收窄。

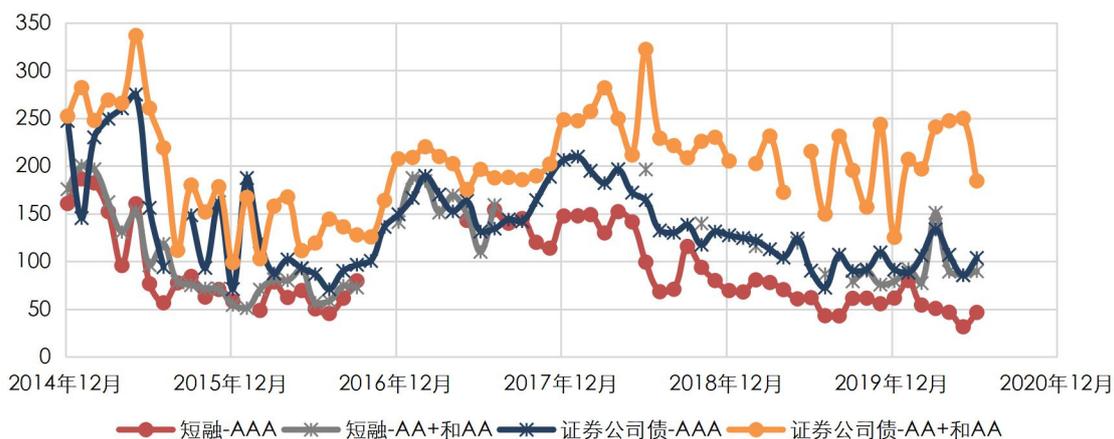
图表4 商业银行债券信用利差走势 (bp)



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

7月A股市场活跃度大幅提升，券商各业务板块均表现良好。当月证券公司债券发行利差小幅波动，其中低信用等级证券公司债发行利差回落明显。整体行业板块利好背景下，证券公司债及证券公司短期融资券等级利差均有所回落，其中证券公司债等级利差回落明显。

图表5 证券公司债券信用利差走势 (bp)



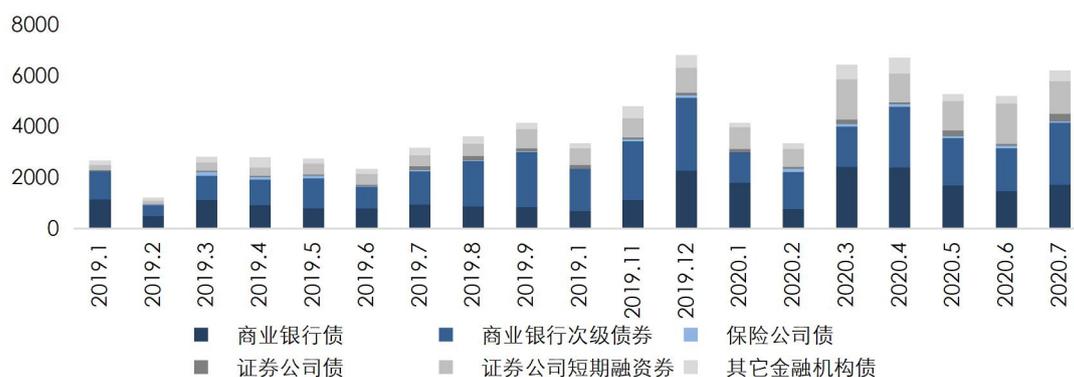
数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

## 2.3 二级市场

**金融债成交量仍保持高位，收益率呈现“倒V”走势，考虑到基本面走强，货币政策边际收紧等因素，预计金融债收益率短期内将呈现小幅上行**

7月份以来基本面逐步修复，市场预期改善，月初股市大涨，提升了风险偏好，打击了债市情绪，同时宽货币政策逐步向结构化优化方向调整，资金利率中枢上移，使得债市交易情绪受到压制。7月份在整体债券市场受到股市压制的背景下，金融债成交规模仍保持相对平稳。7月份金融债共计成交6227.61亿元，环比增长19.35%、同比增长96.25%，其中商业银行债券成交量增幅显著，成为当期金融债成交量保持较高水平的主要推动因素。

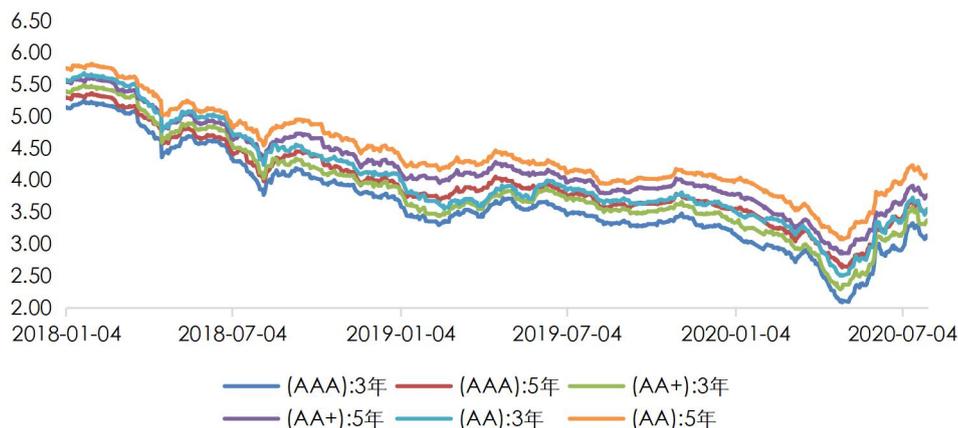
图表 6 金融债成交情况（亿元）



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

7月份金融债收益率出现“倒V”走势，月初股市大涨，提升市场风险偏好，且央行货币政策方向有所调整，压制债市情绪。7月中上旬金融债到期收益率触及高点。随着股票市场行情的回落，债券市场行情回暖，且税期等影响消除后，资金面转为相对宽松，金融债市场行情出现一定的反弹。但后期考虑到基本面持续走强，货币政策边际收紧等因素，金融债收益率短期内将呈现小幅上行趋势。

图表 7 商业银行债到期收益率（%）



数据来源：WIND 资讯

### 债市延续回调，收盘均价回落至较低水平

7月债券市场整体相较低迷，由于前期价格偏高，大中型商业银行债券价格出现持续下降，开盘均价为101.18元，收盘均价为100.55元。当月票面交易价格跌幅超过1元的商业银行债券达114只，占全部交易债券数量的28%，与上月相当，其中跌幅超过1元的商业银行债券中AAA数量占比75%。证券公司债方面，证券公司债开盘均价为100.88元，收盘均价为100.27元，票面价格跌幅超过1元的共计33笔，占全部交易债券数量的32%，跌幅扩大。债市延续回调，金融债收盘均价回落至较低水平。

## 2.4 金融债兑付情况

### 7月金融债均正常兑付

7月金融债兑付数量共计67只，兑付规模合计2290.35亿元，均正常兑付。证券公司到期兑付规模合计1460.35亿元。其中“17华创01”和“16九州02”分别回售0.60亿元和2.50亿元，债券余额分别为19.40亿元和3.50亿元。

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

**7月跟踪期湘财证券、兴农担保以及13家银行主体级别上调，与上年基本相当，上调后级别中枢集中在AA+及以上**

7月跟踪报告集中披露，主体级别上调金融机构共计15家，与上年基本相当，其中商业银行13家。上调商业银行中城商行与农商行占比数量相当，上调后级别集中分布在AA+和AAA。多家城商行基于在增资及上市等带来资本实力增强、经营区域金融体系中具有较强的地位、信贷业务稳步发展、资产质量有所改善（或整体良好）等因素，主体级别上调。以杭州余杭农商行为主的其他主体级别上调农商行主要集中在浙江、江苏、广东等发达地区，区域经济状况良好、银行信贷业务发展平稳、资产质量持续优化、风险抵御能力不断增强是其级别上调的主要因素。

湘财证券各项业务资质齐全，经纪业务市场竞争优势较强，投行及信用业务稳步发展，收入结构逐步多元化，且资本实力不断增强，哈高科发行股份认购湘财证券股份，其融资渠道进一步拓宽，基于上述因素其主体级别上调至AA+。兴农担保资本实力雄厚，现金类资产充足，代偿能力很强。

**由于资产质量恶化，资本充足性下降，7月共计7家农商行主体级别下调，2家租赁公司及百年人寿主体级别下调，较去年同期减少3家，下调后级别集中在AA-及以下**

由于信贷资产质量恶化，不良率激增，或非标资产信用风险暴露，盈利能力下降，资本充足性不足等因素，跟踪期内共计7家农商行主体级别下调，区域集中在东北、山东、贵州等地。由于百年人寿未来股权变更具有较大不确定性，且投资资产减值损失对盈利形成侵蚀，其偿付能力水平有待提升，主体级别下调至AA-；由于集团支持力度减弱，公司资产质量下降，盈利能力大幅下滑，晨鸣租赁主体级别由AA/稳定，调整为AA/负面；由于西藏金租单一最大股东实质性违约，其同业资金被占用，且同业业务资金逾期，盈利能力大幅下降，其主体级别下调至A+。

表格1 金融机构主体级别调整情况

单位：亿元、%

级别上调情况								
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
贵州银行	2020.7.29	AAA	AA+	2019	4093.89	338.89	1.18	14.45
浙江泰隆银行	2020.7.28	AAA	AA+	2020.6	2242.83	199.58	1.17	16.74
厦门银行	2020.7.24	AAA	AA+	2019	2468.68	155.72	1.18	15.21
桂林银行	2020.7.22	AAA	AA+	2020.3	3212.22	245.31	1.75	12.90
九江银行	2020.7.6	AAA	AA+	2019	3633.52	253.58	1.71	11.64
南海农商行	2020.7.16	AAA	AA+	2019	2007.12	196.14	1.06	18.30
邯郸银行	2020.7.6	AA+	AA	2020.3	1742.84	105.98	2.21	13.06
杭州余杭农商行	2020.7.6	AA+	AA	2019	1296.15	76.26	0.79	13.89

温州鹿城农商行	2020.7.29	AA+	AA	2019	811.89	63.15	0.90	13.86
嘉兴银行	2020.7.22	AA+	AA	2019	806.18	51.30	1.06	12.83
如皋农商行	2020.7.16	AA+	AA	2020.3	541.04	52.84	1.63	16.89
安吉农商行	2020.7.20	AA	AA-	2019	310.07	23.45	0.93	13.46
武义农商行	2020.7.15	AA-	A+	2019	188.73	17.17	0.67	15.31
六安农商行	2020.7.21	AA-	A+	2020.3	347.20	19.14	2.69	12.12
<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>营业收入</b>	<b>净利润</b>
湘财证券	2020.7.24	AA+	AA	2019	261.18	72.87	13.61	3.89
兴农担保	2020.7.6	AAA	AA+	2019	211.42	97.84	10.46	2.57
<b>级别下调情况</b>								
<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>不良贷款率</b>	<b>资本充足率</b>
长春发展农商行	2020.7.31	A+	AA-	2019	411.40	38.03	3.24	13.60
延边农商行	2020.7.30	AA-/负面	AA-	2020.6	414.66	41.01	1.74	10.82
烟台农商行	2020.7.24	A+	AA-/负面	2019	447.79	36.13	8.82	10.81
荣成农商行	2020.7.29	A+	AA-	2019	282.34	20.26	6.50	10.09
阳谷农商行	2020.7.24	A	A+	2019	211.71	14.48	7.82	12.29
蛟河农商行	2020.7.30	BBB/负面	BBB+/负面	2019	95.68	3.18	4.89	7.34
乌当农商行	2020.7.24	A-	A	2019	202.75	9.74	9.71	3.47
<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>营业收入</b>	<b>净利润</b>
百年人寿	2020.7.30	AA-	AA	2019	1272.39	54.76	504.57	2.23
晨鸣租赁	2020.7.29	AA/负面	AA	2020.3	164.53	97.61	60.85	(0.00)
西藏金租	2020.7.27	A+	AA/负面	2019	541.94	71.46	43.29	0.28

数据来源：WIND 资讯

#### 4. 金融债市场展望

**随着基本面逐步走强，货币政策的边际调整，金融债收益率将延续上行，但不减金融债发行及二级市场交易热情**

在“宽货币”向“宽信用”转变过程中，实体经济逐步复苏，基本面走强。但目前监管导向逐步向结构性货币政策倾斜，短期内债券收益率将延续上行趋势，但摊余成本法债基扩容，一定程度上提升中长期债券收益率安全边际，且外部不确定因素仍存，将对避险情绪产生扰动。预计短期内金融债收益率将延续上行趋势，但整体波幅将相对可控，金融债交易热情仍旧不减。

目前金融债加权发行利率已达到年内高位，但仍处于历史相对较低水平，考虑到以城商行、农商行为主的中小银行资本补充需求及信贷投放压力较大，后期发行利率上升预期将使得短期内债券发行量保持较高水平。

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。