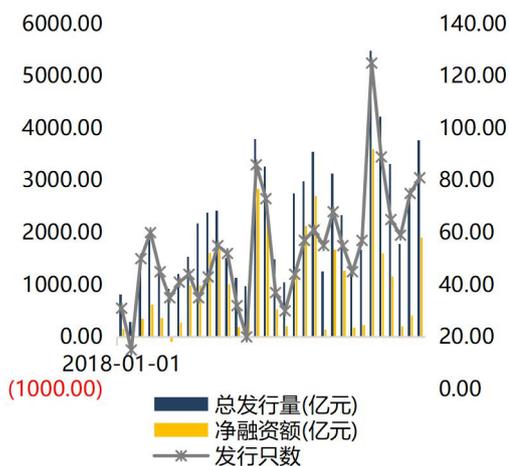


金融债发行呈季节性变化，二级市场配置价值凸显

金融债发行情况（亿元、只）：



主要观点：

- **银行业：**8月份银行信贷投放平稳，企业再生产、投资意愿增强带动信贷投放结构进一步向中长期倾斜，但净息差收窄及资产质量下行压力下，商业银行面临一定盈利压力；
- **证券业：**8月券商业绩表现较好，投行业务持续增长，A股成交活跃度仍旧较高，经纪业务维持强劲；
- **保险业：**险企保费收入增速走阔，投资端资金更加多元化配置权益类、固收类产品，未来保险需求增加以及国债收益率上行将提振险企业绩；
- **金融债发行：**8月国有及股份制商业银行债券发行提速，发行利率环比延续抬升，但增幅收窄，商业银行债券等级利差持续收敛。
- **金融债二级市场：**考虑到银行负债端压力及地方政府债供给压力仍存，市场仍存一定的流动性收紧压力，预计金融债收益率短期将延续小幅上行趋势。
- **级别调整：**海南银行、温州鹿城农商行主体级别上调至AA+。
- **金融债市场展望：**9、10月份为大型商业银行发债高峰期，但由于资金利率中枢稳中偏紧，其发行利率水平难以明显改善，随着二级市场到期收益率上行，票息策略

分析师：

李茜 郗亚美

时间：2020年9月22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

成为金融债交易的主流策略。

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. 金融债市场展望.....	

1. 行业动态

1.1 银行业

8 月份银行信贷投放平稳，企业再生产、投资意愿增强带动信贷投放结构进一步向中长期倾斜，但净息差收窄及资产质量下行压力下，商业银行面临一定盈利压力

9月14日，银保监会有关负责人表示2020年1~8月银行业新增人民币贷款投放14.4万亿，同比多增2.4万亿，贷款主要投向制造业、基础设施、科技创新、小微、三农等重点领域。从8月份信贷投放来看，金融机构新增人民币贷款1.28万亿元，同比多增0.07万亿元，环比多增0.29万亿元，信贷投放较为平稳。从投放结构来看，企（事）业单位中长期融资结构持续优化，当月企（事）业单位中长期贷款新增7252亿元，同比多增2967亿元，环比多增1284亿元；短期贷款增加47亿元，同比多增382亿元。居民户新增贷款8415亿元，同比多增1877亿元，其中住户部门中长期贷款新增5571亿元，同比多增1031亿元，零售信贷需求稳定走高。票据融资方面，8月份票据融资规模出现持续萎缩，收缩幅度有所扩大，同比少增4102亿元。月末，金融机构人民币贷款余额为167.47万亿元，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趋于平稳。

从负债端来看，8月末金融机构存款余额209.49亿元，同比增长10.30%，增速连续4个月保持在10%以上。当月新增存款1.94万亿元，同比多增0.14万亿元，其中居民户及企（事）业单位分别同比多增1259亿元和1699亿元；财政存款同比多增5244亿元，是新增存款增加的主要因素；非银金融机构存款同比少增9910亿元，显示居民投资及消费需求回落。自4月份以来，央行LPR报价维持1年期3.85%、5年期4.65%。随着国内经济基本面稳健修复，货币政策将逐步向结构性优化倾斜，5月份以来市场资金利率中枢持续小幅上行，下半年银行业投资收益将有所改善。但国常委要求金融机构向企业合理让利，贷款利率优惠将使银行业金融机构息差仍面临收窄压力。2020年以来，金融机构人民币一般贷款平均贷款利率下降了0.70个百分点，截至6月末为5.26%。

资产质量方面，在经济下行及新冠疫情影响下，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%，中小银行资产质量下行压力较大。考虑到经济基本面稳健修复以及监管实施延期还本付息、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。2020年1~8月，银行业新计提拨备1.4万亿元，拨备余额6.5万亿元，拨备覆盖率176.5%，具备较强的信用风险抵御能力。

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，2020年1~8月，商业银行共计发行资本补充债券6345.8亿元。截至2020年6月末，商业银行资本充足率水平为14.21%。

1.2 证券业

8月券商业绩表现较好，投行业务持续增长，A股成交活跃度仍旧较高，经纪业务维持强劲

8月上市券商公布中报数据，38家上市券商实现营业收入2269亿元，同比增长21%，归母净利润727亿元，同比增长27%。其中经纪业务收入472亿元、投行业务收入185亿元、自营业务收入714亿元。

从业务结构来看，经纪业务方面，8月A股市场成交量环比有所回落，区间换手率为71.68%。但成交活跃度仍旧较高，沪深两市日均成交额达1.06万亿，同比增长1.37倍，总成交量22.24万亿元，同比增长1.26倍。月末两融余额为14954亿元，环比增长5%，信用业务对营收贡献边际改善。预计随着实体经济逐步复苏，下半年市场风险偏好将逐步改善，但仍需关注中美关系、全球疫情防控的不确定性以及货币政策影响。投行业务方面，8月份IPO规模630.6亿元、再融资规模1429.3亿元，股权融资规模保持较高水平，总量与上月基本相当；债券承销规模9547亿元，环比增长33%。自营业务方面，8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2.58%，上证综指收涨2.59%，中债总净价指数收跌0.57%，自营业务板块对券商业绩正向贡献减弱。9月份以来，股市震荡下行，短期内对券商业绩正向贡献将继续减弱。

2020年9月18日，证监会发布《关于修改〈关于加强上市证券公司监管的规定〉的决定》（证监会公告[2020]62号）：一是与新《证券法》等规则衔接，完善相关条款及表述；二是要求证券公司强化内部控制和内幕信息管理；三是取消月度经营数据的披露要求，取消中期报告关于证券公司分类结果的披露要求，有利于证券行业规范发展。

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自营、经纪业务开展，券商2020年业务将迎来改善。9月份以来，券商合并开启实质性进程，后期行业结构将进一步重塑。

1.3 保险业

险企保费收入增速走阔，投资端资金更加多元化配置权益类、固收类产品，未来保险需求增加以及国债收益率上行将提振险企业绩

2020年1~7月保险行业实现原保费收入3.01万亿元，同比增长7.03%，受疫情影响增速较去年同期明显下降，但增速呈现走阔趋势。其中7月份保险公司实现原保费收入2876亿元，

同比增长 13%，环比下降 30%。财产险和人身险分别实现原保费收入 983 亿元和 1892 亿元。随着疫情对线下业务冲击的逐步消除以及生产、生活的逐步恢复，预计保费收入增速将持续回升。8 月份以来上市寿险企业在险企代理人产能提升及中长期储蓄型产品等新产品研发力度的加大下，新单保费收入延续复苏趋势，在汽车消费政策刺激以及疫情后安全出行意识增强，汽车消费有望改善，带动车险增速提升，非车险业务将继续维持带动上市财险企业的保费收入提升。未来，疫情刺激居民保障意识提升、行业政策利好，将对保险业全年业绩开展形成正面支撑。赔付支出方面，2020 年 1~7 月赔付支出/原保费收入比为 24.88%，同比改善，其中 7 月份指标为 41%。

投资端来看，截至 7 月末保险资金运用余额为 20.2 万亿元，较上月末增加 0.53%。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。7 月保险公司资产配置结构略有波动，其中银行存款占比 13.39%，较上月减少 0.60pct；债券占比 34.94%，较上月增加 0.31pct；股票和基金占比 13.65%，较上月增加 0.32pct；其他投资占比 38.02%，较上月减少 0.03pct，风险偏好略有上升。随着权益市场行情小幅上行以及国债收益率的走高，险企资金配置向股票和基金、债券等倾斜。随着实体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，8 月末，10 年期国债到期收益率为 3.02%，较上月末上升 5.13bp，9 月 21 日，10 年期国债收益率上升至 3.10%，但中长期仍旧面临低利率压力。随着保险公司负债久期逐步拉长、成本得到有效控制，以及保险资金配置多元化、中长期国债收益率上行，将提振险资下半年业绩。

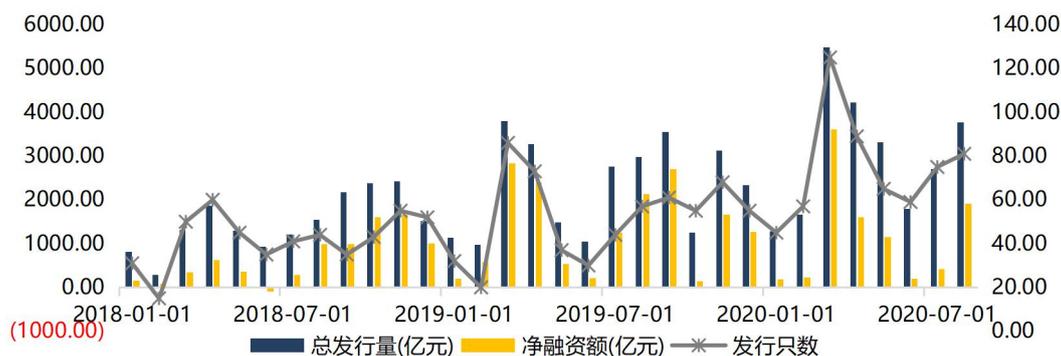
2. 金融债市场

2.1 一级市场发行量

8 月国有及股份制商业银行债券发行提速，带动金融债发行数量及规模延续上升

8 月金融机构共计发行金融债 81 只，环比增加 6 只，发行规模合计 3775.10 亿元，环比增长 39.27%，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投放平稳，业务拓展及拨备计提增加使得银行资本补充需求上升。8月份商业银行共计发行债券19只，环比增加11只，规模合计2251.5亿元，环比增长1.31倍，发行方主要为国有银行、股份制银行和城商行，其中次级债共计10只。8月份证券行业共计发行债券55只，环比减少10只，发行规模为1359.6亿元，环比减少19.34%。受权益市场交投活跃度略有下降，大型商业银行债券发行挤占等影响，当月证券公司债发行规模回落。8月，其他金融机构债共计发行7只，发行主体以金租为主。

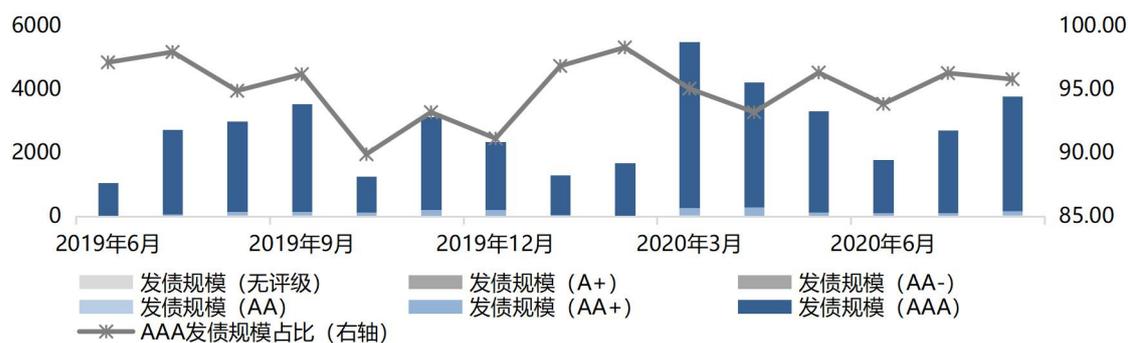
图表 2 各类金融机构债券发行情况 (亿元、只)



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

8月份金融债主体级别在AAA、AA+、AA和A+债券数量分别为68只、10只、2只和1只。随着证券市场行情持续小幅上涨，大中型证券公司债券发行量增加，且国有及股份制商业银行债券发行提速，使得本月发债主体级别中枢水平较高，AAA级金融机构发行规模占比为95.77%。9月、10月份为金融债发行季节性高峰，预计大型商业银行的集中发债将带动主体级别中枢上移。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将相对平稳，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

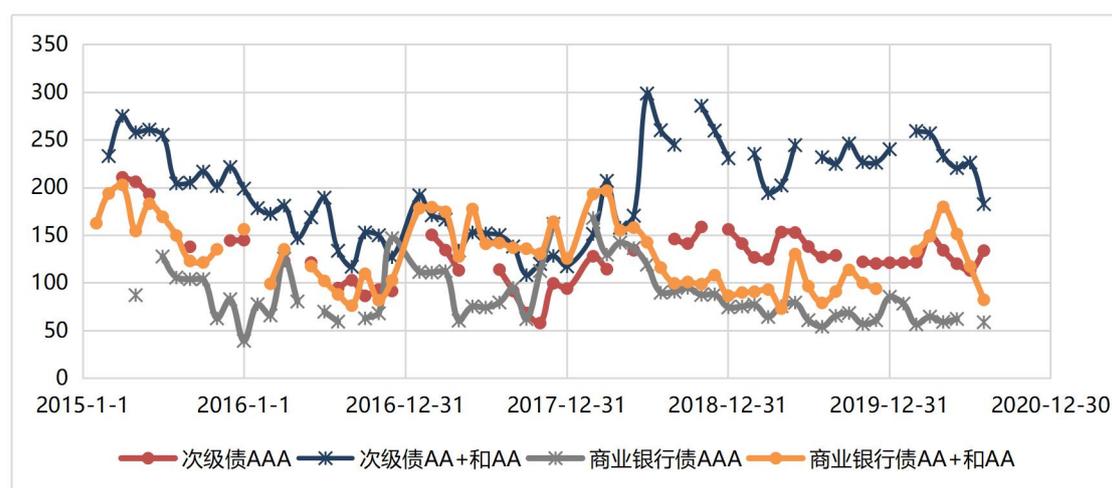
2.2 发行利率及利差分析

金融债发行利率环比延续抬升，加权利率水平处于年内高位，但增幅收窄，商业银行债券等级利差持续收敛

宽货币政策逐步向结构化方向调整，央行中长期流动性投放不足，8 月份市场资金面呈现收紧趋势，资金利率上行。8 月金融债加权发行利率为 3.55%，自 4 月份触底以来，呈现持续抬升趋势，较上月增加 0.14pct，超过年初发行利率水平，但增幅有所收窄。

8 月份商业银行债券发行利差延续小幅收窄，金融机构议价优势明显，商业银行等级利差呈现收敛趋势。其中 AAA 级 3 年期商业银行债发行利差保持历史低位，AA+和 AA 级商业银行债发行利差自 5 月份以来持续收窄，目前处于年内低位。

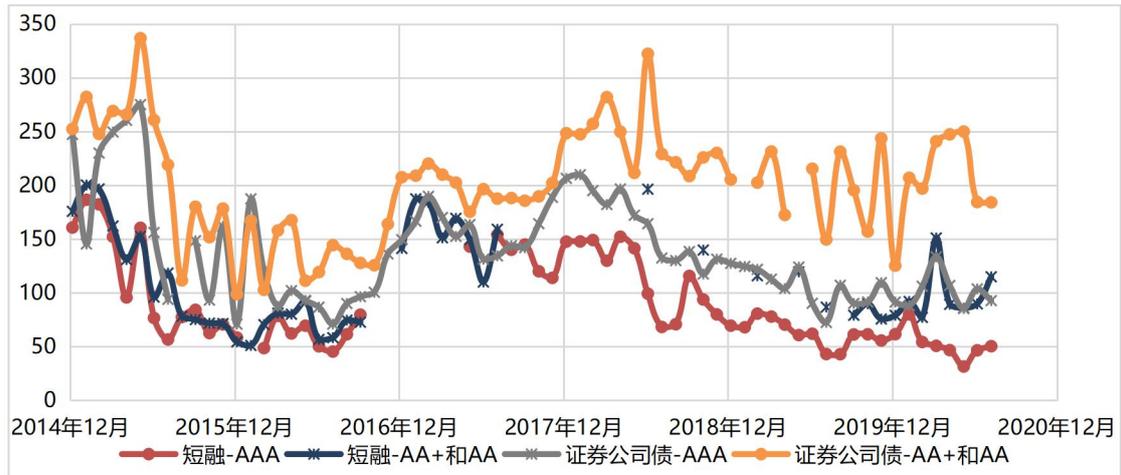
图表 4 商业银行债券信用利差走势 (bp)



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

8 月 A 股市场活跃度有所下降，当月证券公司债券发行利差小幅波动，其中短期融资券发行利差有所反弹，等级利差走阔。后期由于大型商业银行债券集中发行造成流动性挤占，且银行负债端压力及地方政府债供给压力仍存，证券公司债发行利差或将小幅上升。

图表 5 证券公司债券信用利差走势 (bp)



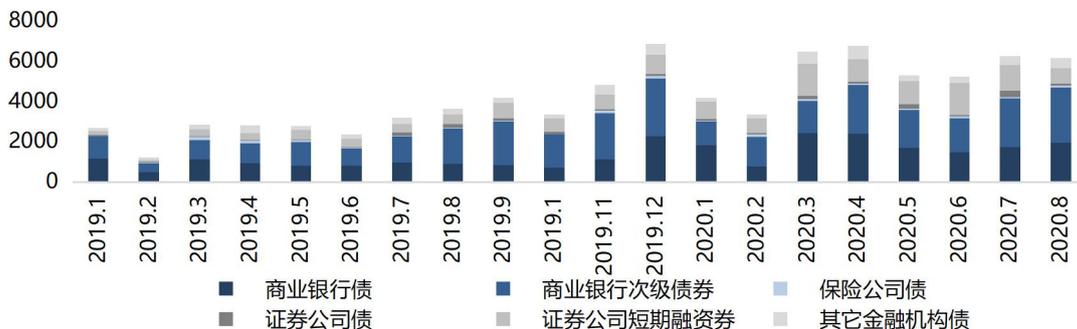
数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

2.3 二级市场

金融债成交量仍保持高位，收益率延续上行，考虑到银行负债端压力及地方政府债供给压力仍存，市场仍存一定的流动性收紧压力，债券收益率短期将延续小幅上行趋势

8 月份股市走势较为平稳，释放部分债券交易空间。当月金融债成交规模仍保持相对平稳，保持较高水平，共计成交 6130.77 亿元，环比下降 1.55%、同比增长 68.33%，其中商业银行次级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。商业银行次级债主要用于补充银行二级资本，期限为 5+5 年或 10+5 年期，持有人主要包括理财和保险机构等。7 月份以来随着资金面收紧，二级资本债信用利差较高，且由于商业银行整体信用风险偏低，其配置价值凸显。

图表 6 金融债成交情况 (亿元)

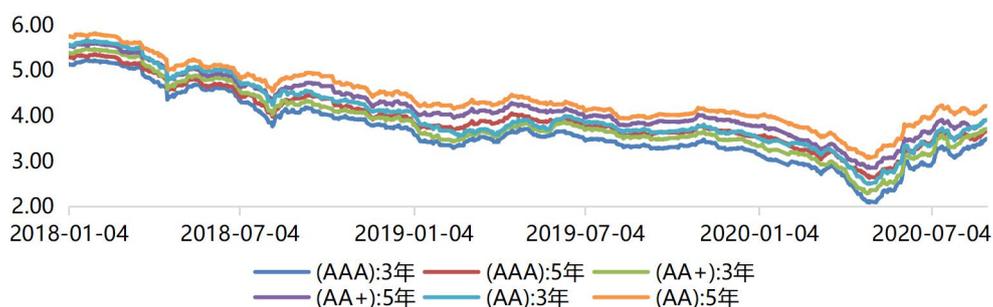


数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

8 月份以来基本面延续修复趋势，宽货币政策向结构化优化方向调整。当月银行间市场资金面收紧，短端资金利率中枢上移，中长期利率上行幅度加大，显示地方政府债供给压力较大、央行中长期流动性投放不足、结构性存款压降等使得银行中长期资金供给不足。8 月份金融债收益

率出延续上行趋势。后期，由于银行负债端压力及地方政府债供给压力仍存，市场仍存一定的流动性收紧压力，债券收益率将延续上行趋势。

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，商业银行债收盘均价回落至较低水平，配置价值凸显

8 月份交易商业银行债开盘均价为 100.62 元，收盘均价为 100.29 元，当月票面交易价格跌幅超过 1 元的商业银行债券 19 只，占全部交易债券数量的 10.61%。商业银行次级债方面，8 月交易商业银行次级债开盘均价 100.72 元，收盘均价 100.32 元，当月票面交易价格跌幅超过 1 元的商业银行债券 40 只，占全部交易债券数量的 17.94%，较上月下降，债券价格已处于历史较低水平，债券配置价值凸显。

证券公司债方面，证券公司债开盘均价为 100.48 元，收盘均价为 100.13 元，票面价格跌幅超过 1 元的共计 8 笔，占全部交易债券数量的 12.12%，其中“17 长证 02”和“19 国信 03”票面价格跌幅超 5 元。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

8 月金融债均正常兑付

8 月金融债兑付数量共计 78 只，兑付规模合计 1863.63 亿元，均正常兑付。证券公司到期兑付规模合计 1237.89 亿元。9 月与 10 月金融机构债券到期规模分别 1327.00 亿元、432 亿元，短期债务偿付压力不大。

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

海南银行、温州鹿城农商行主体级别上调至 AA+

温州鹿城农商行所在经营区域经济状况良好、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，主体级别上调至 AA+。

海南银行作为省级法人银行，在当地地位突出，中国铁路投资有限公司的入股使其股权结构得到进一步优化，近年来银行各项业务稳步发展，资本充足性良好，基于以上因素其主体级别上调至 AA+。

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
温州鹿城农商行	2020.8.18	AA+	AA	2019	811.89	63.15	0.90	13.86
海南银行	2020.8.3	AA+	AA	2019	536.74	47.17	0.98	14.37

数据来源：WIND 资讯

4. 金融债市场展望

9、10 月份为大型商业银行发债高峰期，由于资金利率中枢稳中偏紧，预计金融机构发行利率水平难以明显改善

在“宽货币”向“宽信用”转变过程中，实体经济逐步复苏，基本面持续走强。但目前监管导向逐步向结构性货币政策倾斜，且地方政府债供给压力仍存，市场仍存一定的流动性收紧压力，短期内债券收益率将延续小幅上行趋势。预计短期内金融债市场将维持震荡行情，且目前金融债

债信用利差相对较高，票息策略将成为目前金融债交易的主流策略。

从发行来看，9月份、10月份为大型商业银行债券发行高峰期，后期将随着资金及资本补充需要集中落地，供给量将明显上升。尽管大型金融机构整体议价能力较强，但在资金利率中枢稳定偏紧预测以及供给量冲击下，金融债加权发行利率难以明显改善。

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。