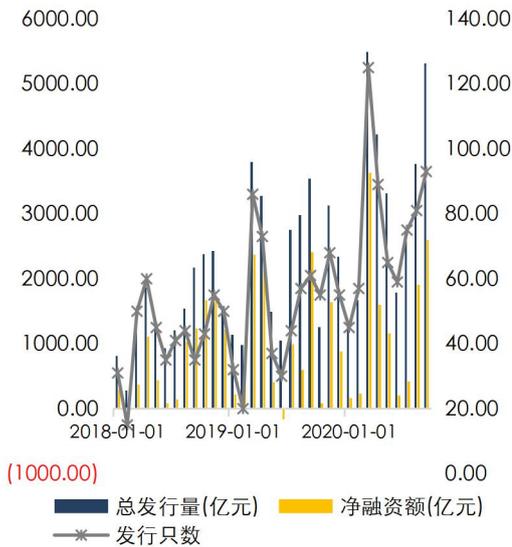


商业银行二级资本债供需旺盛，信用利差走高配置价值提升

金融债发行情况（亿元、只）：



主要观点：

- **银行业：**9月份企业中长期贷款投放量持续增加成银行贷款稳步增长的主动力，信贷结构持续优化；
- **证券业：**券商投行业务维持强劲，但自营业务及经纪业务拖累券商9月业绩；
- **保险业：**险企保费收入增速持续走阔，经济持续改善利于险企投资端配置及业绩提升；
- **金融债发行：**金融债供给量加大，结构向中长期倾斜，发行利率环比延续抬升处于年内高位。
- **金融债二级市场：**金融债成交量仍保持高位，收益率延续小幅上行，同业存单利率持续抬升对银行负债端成本构成较大压力，短期内将压制债市的表现。
- **级别调整：**建德农商行主体级别上调至AA-，首创证券级别上调至AA+。
- **金融债市场展望：**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，但商业银行二级资本债信用利差相对较高，且与城投债利差收敛，配置价值将得到凸显。

分析师：

郝亚美 李倩

时间：2020年10月26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.....	2
2. 金融债市场.....	3
2.1 一级市场发行量.....	3
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.....	7

1. 行业动态

1.1 银行业

企业中长期贷款投放量持续增加成银行贷款稳步增长的主动力，信贷结构持续优化，但净息差收窄及资产质量下行压力下，商业银行仍面临一定盈利压力

从9月份信贷投放来看，金融机构新增人民币贷款1.90万亿元，同比多增0.20万亿元，环比多增0.62万亿元，信贷增速超季节性抬升。从投放结构来看，居民户新增贷款9607亿元，同比多增2057亿元，其中住户部门中长期贷款新增6362亿元，同比多增1419亿元，居民户贷款稳步增长反映出居民消费回暖，市场需求扩张。企（事）业单位中长期贷款增速及占比均提升，融资结构仍在持续优化。当月企（事）业单位中长期贷款新增1.07万亿元，同比多增5043亿元，环比多增3428亿元；短期贷款增加1274亿元，环比多增1227亿元。从企业中长期贷款投向来看，国内经济内循环政策效应开始显现，基建、服务等领域投资力度加大，企业中长期贷款需求扩大，高技术制造业和不含房地产的服务业的中长期贷款保持快速增长，9月末上述中长期贷款余额同比分别增长了45.8%和17.3%。票据融资方面，9月份票据融资规模持续萎缩，收缩幅度进一步扩大，同比少增4422亿元，环比少增956亿元。9月末，金融机构人民币贷款余额为169.37万亿元，同比增长13.00%，增速与8月持平。未来随着经济复苏的持续、消费需求的回升，信贷结构将持续优化，但整体信用扩张速度将趋于平稳。

从负债端来看，9月末金融机构本外币存款余额216.86万亿元，同比增长10.70%，增速环比上升0.40个百分点。9月新增人民币存款1.58万亿元，同比多增0.86万亿元，其中居民户及企（事）业单位分别同比多增4004亿元和5201亿元；财政存款、非银金融机构同比分别少增1291亿元和4993亿元，显示季度末银行揽储驱动居民户和企业存款余额提高，资金持续流向实体经济。自4月份至今，央行LPR报价已连续7个月未做调整，1年期LPR为3.85%、5年期以上LPR为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。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年上半年，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。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。2020年1~9月，商业银行共计发行资本补充债券9826.8亿元。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

券商投行业务维持强劲，但自营业务及经纪业务拖累券商9月业绩

9月券商业绩环比回落。从业务结构来看，经纪业务方面，9月A股市场成交量环比回落24.04%，区间换手率为65.00%。但成交仍相对活跃，沪深两市日均成交额0.77万亿，同比增长35.85%，总成交量16.90万亿元，同比增长49.44%。月末两融余额为14723亿元，环比下降1.54%，信用业务对营收贡献边际微降。预计随着实体经济复苏，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，9月份IPO规模530.44亿元、再融资规模1070.52亿元，股权融资规模有所下降；债券承销规模11591亿元，环比增长21%。自营业务方面，9月主要股指下挫、中债总净价指数小幅下降，其中沪深300指数收跌4.75%，上证综指收跌5.23%，中债总净价指数收跌0.46%，自营业务整体经营环境不佳，或仍将成为拖累月度经营业绩的主要因素之一。10月份以来，股市震荡回升，短期内对券商业绩正向贡献将改善。

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。10月份以来各大权益类指数节后明显走强，固定指数低位盘整，券商自营业务或迎来改善，但受国庆假期因素等影响，券商经纪及投行业务或将难有较大提升，投行业务面临季节性回落，当月业绩改善空间有限。

1.3 保险业

险企保费收入增速持续走阔，经济持续改善利于险企投资端配置及业绩提升，但受开门红前置等影响，上市寿险负债端承压

2020年1~8月保险行业实现原保费收入3.32万亿元，同比增长7.15%，受疫情影响增速同比下降，但增速呈现持续走阔趋势。其中8月份保险公司实现原保费收入3185亿元，同比增长8.25%，环比增长10.75%。财产险和人身险分别实现原保费收入992亿元和2192亿元，其中上市寿险企业当月同比略有下降，显示各家公司负债端增长乏力，或与提前准备下年开门红有关。9月份以来上市寿险企业个险新单保费同比均有不同程度下降，或有开门红前置以及险企代理人增员放缓等因素所致，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持续提升。目前险企将业务中心逐步转入开门红，开门红高增长预期有望逐步兑现。赔付支出方面，2020年1~8月赔付支出/原保费收入比为26.04%，同比略有改善，其中8月份指标为37%，环比略有下降。

投资端来看，截至8月末保险资金运用余额为20.52万亿元，较上月末增加1.43%。从资产配置结构来看，8月保险公司资产配置结构略有波动，其中银行存款占比13.07%，较上月减少0.32pct；债券占比35.74%，较上月增加0.79pct，或与当前债券到期收益率上升，配置价值增加有关；股票和基金占比13.46%，较上月减少0.19pct；其他投资占比37.73%，较上月减少0.29pct，风险偏好略有下降。随着权益市场行情下行以及国债收益率的走高，险企资产配置向债券等倾斜。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，9月末，10年期国债到期收益率为3.15%，较上月末上升13.05bp，10月23日，10年期国债收益率上升至3.20%下方，后期货币政策将保持稳健中性，险企投资端改善有望持续。

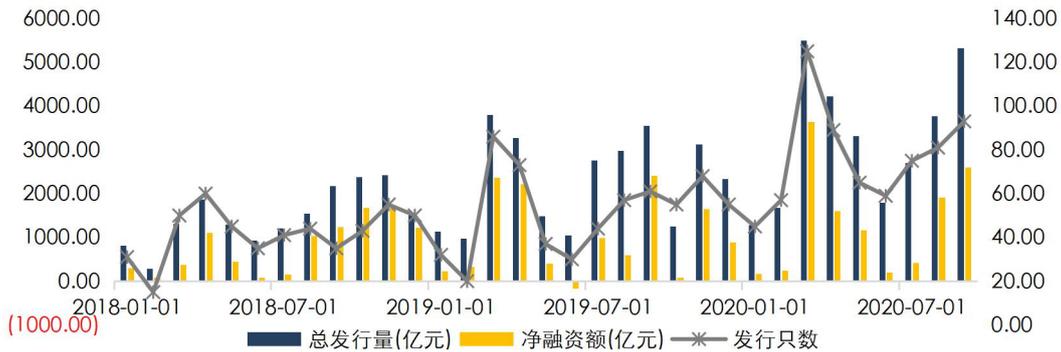
2. 金融债市场

2.1 一级市场发行量

9月金融机构债券发行呈现明显的季节性特征，金融债发行量环比持续提升，其中商业银行次级债发行量占比达65%

9月金融机构共计发行金融债93只，发行规模合计5322.75亿元，环比分别增长14.81%和41.00%，金融债发行提速呈现明显的季节性因素。

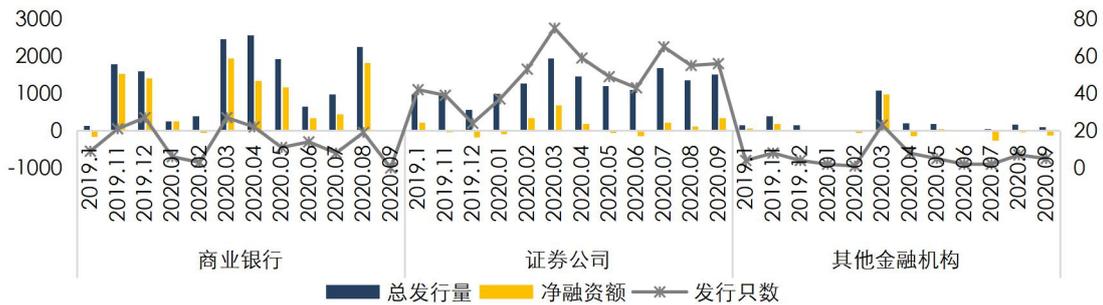
图表1 金融债发行情况



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，业务拓展及系统重要性银行资本补充需求增加，银行资本补充债券快速放量。9月份商业银行共计发行债券32只，环比增加13只，规模合计3716亿元，环比增长65.05%，发行方主要为国有银行、股份制银行和城商行。其中，次级债共发行25只、3481亿元。9月份证券行业共计发行债券56只，环比增加1只，发行规模为1511.75亿元，环比增长11.19%，整体相对平稳。9月，其他金融机构债共计发行5只，规模合计95亿元，发行主体以金租及寿险公司为主。

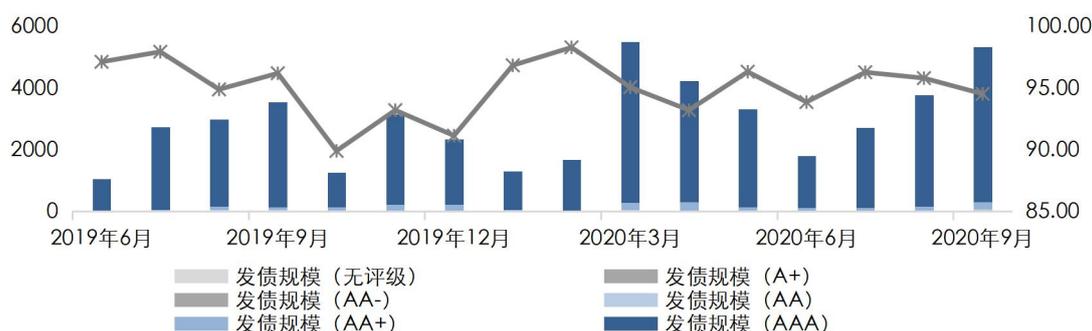
图表2 各类金融机构债券发行情况（亿元、只）



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

9月金融债主体级别在AAA、AA+和AA债券数量分别为72只、14只和7只。国股银行债券发行量激增，且中小银行资本补充情绪高涨，本月发债主体级别中枢水平略有下降，AAA级金融机构发行规模占比为94.50%，环比下降1.27个百分点。考虑假期等因素，10月份金融债发行或将回落。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

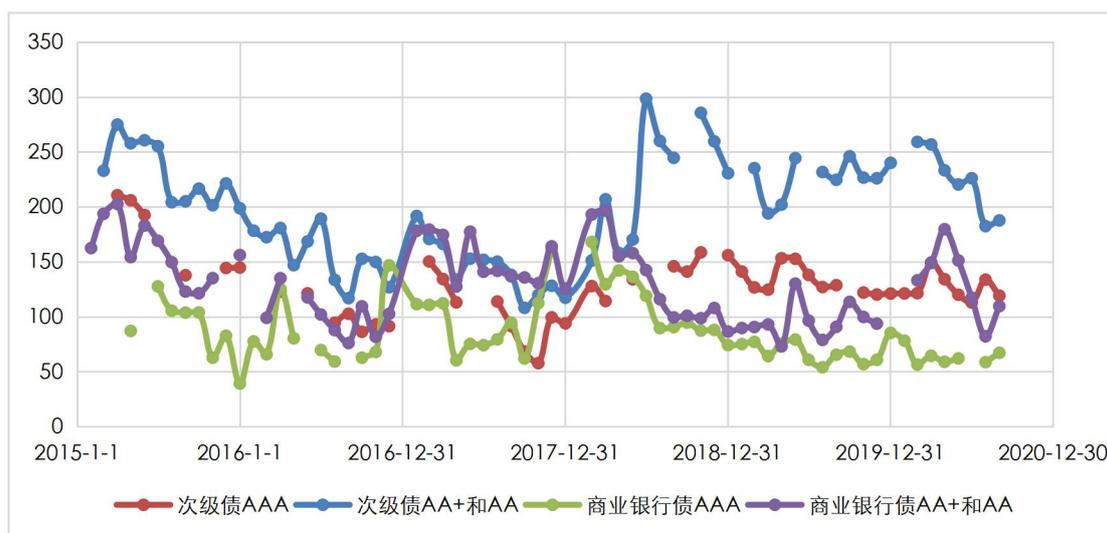
2.2 发行利率及利差分析

中长期金融债供给量加大，稳健中性货币政策下，发行利率环比延续抬升处于年内高位，头部机构议价优势明显，金融债券等级利差走阔

为了稳定季末流动性，央行 9 月末密集开展公开市场操作，资金呈现净投放，但当月债市供给压力较大，且央行维持货币稳健中性基调，市场中长期资金面偏紧，资金利率上行。同时由于当月中长期资本补充债券发行量占比较大，9 月金融债加权发行利率为 4.05%，自 4 月份触底以来，呈现持续抬升趋势，9 月环比增加 0.5 个百分点。

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，9 月小幅反弹；AAA 级商业银行次级债利差呈现下降趋势，显示商业银行整体议价优势明显。9 月商业银行债券发行利差小幅抬升，维持较低水平，商业银行等级利差走阔，显示国有行和股份行很强的市场议价能力。

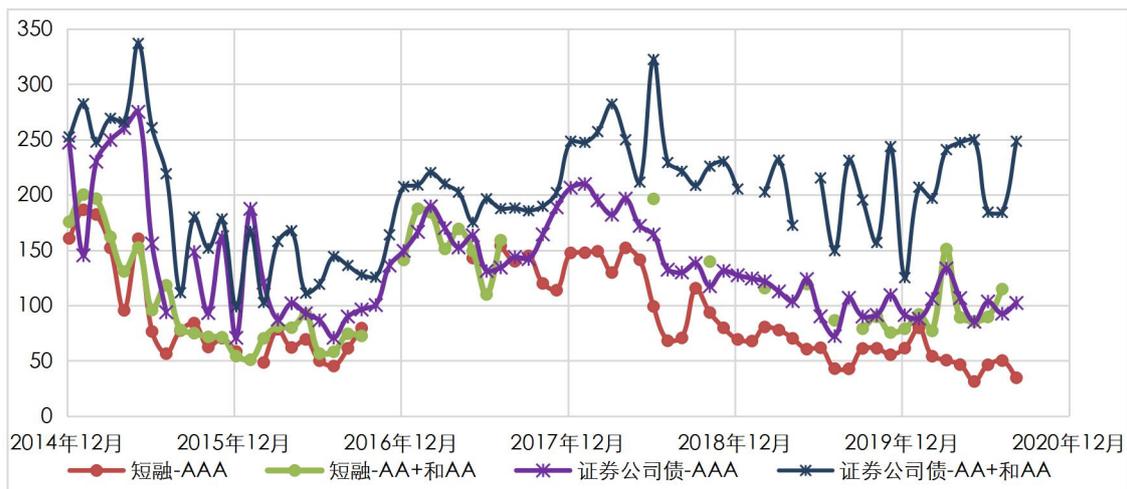
图表 4 商业银行债券信用利差走势 (bp)



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

9 月证券公司债券发行规模相对平稳，证券公司债券发行利差上升，其中 AAA 级短期融资券发行利差小幅下降并保持低位，显示头部券商议价优势显著，季度末超短融融资券等级利差走阔。市场债券供给集中，中长期流动性压力仍存，证券公司债券利差上升，等级利差走阔。

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，收益率延续小幅上行，央行维持稳健中性基调，同业存单利率持续抬升对银行负债端成本构成较大压力，短期内将压制债市的表现

9 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 6711.77 亿元，环比增长 9.48%、同比增长 61.25%。其中，商业银行次级债券成交量增幅显著，成交量占当期金融债成交规模接近 50%，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，债券期限较长，持有人主要包括理财和保险机构等。随着货币政策调整，资金面边际收紧，债券到期收益率持续上升。由于商业银行二级资本债信用利差较高，与城投债利差收窄，且由于商业银行整体信用风险偏低，其配置价值凸显。

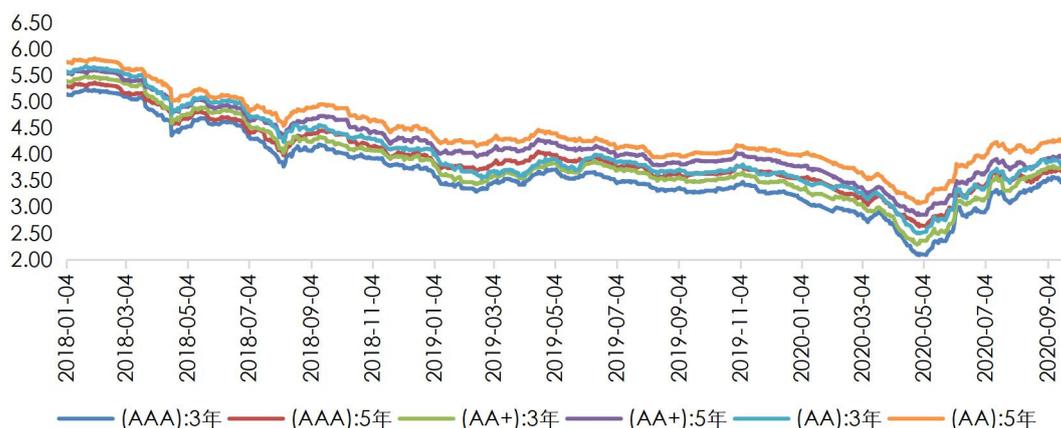
图表 6 金融债成交情况 (亿元)



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

9 月份以来基本面持续释放积极信号，一定程度上压制利率下限。当月债券供给压力较大，且央行维持稳健中性货币政策，结构性存款压降使得商业银行同业存单发行利率持续抬升，加大商业银行负债成本，对债市形成制约。季度末，央行密集进行公开市场操作，投放资金缓解流动性压力。9 月份金融债收益率呈现先升后降趋势。后期，市场资金供给走弱，仍存一定的流动性趋紧压力，由于银行负债端压力仍存，债市将维持小幅震荡。

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，商业银行次级债到期收益率水平较高，配置价值凸显

9 月份交易商业银行债开盘均价为 100.29 元，收盘均价为 99.92 元，当月票面交易价格跌幅超过 1 元的商业银行债券 15 只，占全部交易债券数量的 8.47%，跌幅收窄。商业银行次级债方面，9 月交易商业银行次级债开盘均价 100.42 元，收盘均价 99.93 元，当月票面交易价格跌幅超过 1 元的商业银行债券 49 只，占全部交易债券数量的 20.59%，环比上升，债券价格已处于历史较低水平，债券配置价值提升。

证券公司债方面，证券公司债开盘均价为 100.38 元，收盘均价为 99.74 元，票面价格跌幅超过 1 元的共计 24 笔，占全部交易债券数量的 25.81%，跌幅走阔，其中“19 长江 02”和“20 海通 05”票面价格跌幅超 4 元。债市延续回调，金融债收盘均价回落至较低水平，且信用利差与城投债利差收敛，配置价值提升。

2.4 金融债兑付情况

9 月金融债均正常兑付

9 月金融债兑付数量共计 71 只，兑付规模合计 2723.27 亿元，均正常兑付。证券公司及商业银行到期兑付规模分别为 1327.00 亿元和 1171.27 亿元。四季度金融机构债券到期规模 3680.60 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

建德农商行主体级别上调至 AA-，首创证券主体级别上调至 AA+

建德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-。

随着证券市场行情回暖，首创证券营业收入及净利润显著提升 2020 年 9 月，公司股东对首创证券增资 39.90 亿元，公司资本实力、风险抵御能力及业务拓展空间将显著提升，基于以上因素其主体级别上调至 AA+。

图表 9 金融机构主体级别调整情况

单位：亿元、%

9 月级别上调情况								
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
建德农商行	2020.9.10	AA-	A+	2019.9	170.36	12.98	0.97	12.78
	最新评级时间	最新级别	上次级别	数据时点	自有资产	净资产	净利润	资本杠杆率
首创证券	2020.9.28	AA+	AA	2020.6	165.27	47.25	2.53	16.54

数据来源：WIND 资讯

4. 金融债市场展望

四季度为金融机构发债高峰期，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，实体经济持续释放积极信号，基本面走强。四季度货币政策或将维持稳健中性，进一步收紧的概率较小，临近年终，市场资金利率中枢稳中偏紧，结构性调整及降成本为监管政策的主要基调。目前结构性存款压降、同业存单发行成本抬升一定程度上压制银行负债端成本，短期内债券收益率将保持小幅震荡。同时，当前金融债信用利差相对较高，且与城投债利差收敛，票息策略将成为目前金融债交易的主流策略。

从发行来看，四季度为金融机构债券发行高峰期，后期将随着资金及资本补充需求落地，供给量将保持在较高水平。目前货币政策为稳健中性，整体资金利率中枢稳中偏紧，金融债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。