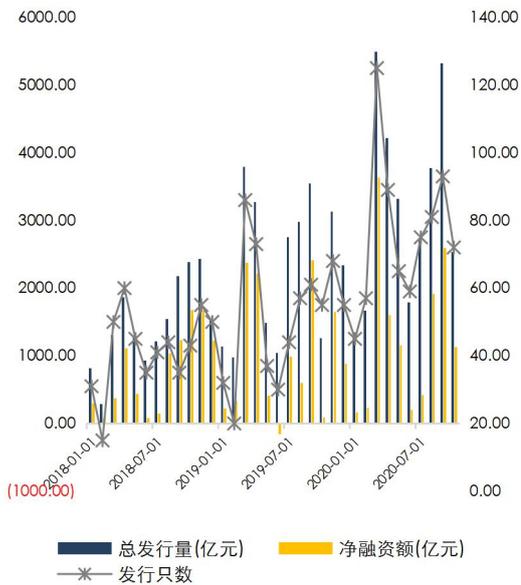


金融债发行呈现季节性回落，发行利率仍处较高水平

金融债发行情况（亿元、只）：



主要观点：

- **银行业：**付息成本走高、贷款利率下降压制净息差表现，且减值计提增加应对资产质量下行，将侵蚀商业银行盈利空间；
- **证券业：**受国庆假期因素影响，10月份券商业绩表现疲软；
- **保险业：**在疫情及宽货币政策等因素影响下，上市险企前三季度净利润同比负增长；
- **金融债发行：**10月假期因素，头部金融机构债券供给量缩减，商业银行次级债降幅最为明显，发行利率环比下行，但仍处于较高水平；
- **金融债二级市场：**商业银行次级债成交量增幅明显，收益率曲线趋于平坦，央行货币政策回归中性，同业存单利率抬升对银行负债端成本构成较大压力；
- **金融债市场展望：**经济基本面修复加速，货币政策回归中性，预计金融机构债券发行量将有所回升，发行利率处于较高水平。

时间：2020年11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

目录

1. 行业动态.....	1
1.1 银行业.....	1
1.2 证券业.....	2
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.....	6
4. 金融债市场展望.....	6

1. 行业动态

1.1 银行业

银行中长期贷款投放量稳步增加，信贷结构持续优化，但付息成本走高、贷款利率下降压制净息差表现，且减值计提增加应对资产质量下行，将侵蚀商业银行盈利空间

从10月份信贷投放来看，金融机构新增人民币贷款6898亿元，环比少增1.21万亿元，同比多增285亿元，仍保持较强投放力度。从投放结构来看，居民户新增贷款4331亿元，同比多增121亿元，其中中长期贷款新增4059亿元，同比多增472亿元，反映出居民消费回暖。企（事）业单位中长期贷款投放同比持续改善，结构化货币政策效果较为明显，融资结构优化。当月企（事）业单位中长期贷款新增4113亿元，同比多增1897亿元；短期贷款减少837亿元，环比少减341亿元。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，转型升级效果初现，基建、服务等领域投资力度加大，高技术制造业保持快速增长，9月末，基础设施建设贷款较年初增加3.1万亿元，科研和技术服务行业贷款同比增长22.3%，制造业贷款较年初增加2万亿元，为去年全年增量2.6倍。10月末，金融机构人民币贷款余额为170.06万亿元，同比增长12.90%。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。

从负债端来看，10月末金融机构本外币存款余额210.68万亿元，同比增长10.30%，增速环比下降0.40个百分点。9月新增人民币存款-3971亿元，同比少增6343亿元，其中居民户、企（事）业单位和非银金融机构分别同比少增3557亿元、1649亿元和5947亿元；财政存款同比多增3499亿元，主要受税期因素、财政资金投放节奏等影响。自4月份至今，央行LPR报价已连续8个月未做调整，1年期LPR为3.85%、5年期以上LPR为4.65%。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%。受结构性存款压降等影响，商业银行同业存单发行成本上行，平均边际资金成本存在一定上行压力。

资产质量方面，3季度宏观经济增速不及预期，商业银行不良贷款率延续上行。2020年3季度末，商业银行不良贷款率为1.96%，环比增加0.02个百分点；其中农商行及城商行不良贷款率分别为4.17%和2.28%，环比略有下降，但中小银行资产质量下行压力仍旧较大。前三季度银行业共处置不良贷款1.73万亿元，同比多处置3414亿元，新提取贷款损失准备1.54万亿元，同比增长15%，期末，商业银行拨备覆盖率179.89%，环比上季度下降2.51个百分点，但仍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对商业银行盈利造成一定负面影响，前三季度商业银行净利润同比下降8.27%，实现资产及资本净利率分别为0.80%和10.05%，持续小幅下降，净利润同比下降8.27%。随着宽信用政策的持续，信贷投放需求持续增加，银行资本补充需求上升。2020年1~10月，商业银行共计发行资本补充债券10513.80亿元。截至2020年9月末，商业银行资本充足率水平为14.41%，较上季度增加0.20个百分点，整体风险抵御能力较强，但以城商行及农商行为主的中小商业银行资本充足率水平均不足12.50%，风险抵御能力有待进一步改善。

1.2 证券业

受国庆假期因素影响，10月份券商业绩表现疲软，但长期来看，注册制等政策红利将利于行业中长期发展

受假期因素影响，10月券商业绩环比回落。从业务结构来看，经纪业务方面，受国庆假期影响，10月A股市场成交量环比回落29.41%，区间换手率为46.56%。沪深两市日均成交额0.75万亿，环比下降2.94%，总成交量11.93万亿元，成交活跃度一般。月末两融余额为15185亿元，环比增长3.14%，市场波动加剧，信用业务对营收贡献边际改善。由于3季度经济数据不及预期，国内疫情反复，实体经济快速复苏态势面临一定的障碍，股票市场行情短期内将呈现一定的震荡行情。投行业务方面，10月份IPO规模394.65亿元、再融资规模632.76亿元，股权融资规模下降；债券承销规模11591亿元，环比减少26%。自营业务方面，10月主要股指在中枢震荡、中债总净价指数小幅波动，自营业务表现平稳。11月份以来，股市震荡回升，短期内对券商业绩贡献将改善。

中国证监会主席易会满继在全国人大常委会常务委员会报告后在10月下旬的金融街论坛再次表示选择适当时机全面推进注册制改革，注册制的政策利好，将利好于券商未来经纪、投行及信用业务等，长期来看，券商行业的深度改善将有利于行业的未来发展。

1.3 保险业

疫情及宽货币政策等多重因素影响下，上市险企前三季度净利润同比负增长，险企提前备战开门红，长端收益率上行提振投资收益，预计后期经营业绩将改善

2020年1~10月保险行业实现原保费收入3.96万亿元，同比增长7.08%，增幅保持稳定。其中10月保险公司实现原保费收入2618亿元，环比下降30.06%，财产险和人身险分别实现原保费收入826亿元和1792亿元。上市企业前三季度净利润同比出现负增长，主要受新冠疫情带来的负面冲击以及“宽货币”政策下的10年期国债收益率下行等影响。前三季度寿险企业新单保费收入呈现小幅增长，但增速缓慢，各上市险企之间负债端呈现明显差异，其中保障型产品占比较高企业受疫情影响相对较大，此外，疫情影响下，代理人整体质态指标表现一般。同期，上市财险企业保费收入同比保持增长，其中三季度呈现边际改善，主要系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。4季度以来，险企提前准备下年开门红，不断提升险企代理人质效，开门红高增长预期有望逐步兑现。赔付支出方面，2020年1~10月赔付支出/原保费收入比为27.98%，其中10月份指标为41.75%，较9月有所改善（35.54%）。

投资端来看，截至10月末保险资金运用余额为20.85万亿元，较上月末增长0.67%。从资产配置结构来看，10月保险公司资产配置结构略有波动，其中银行存款占比12.19%，环比持续下降0.27pct；债券占比36.89%，环比增加0.30pct，或与当前债券到期收益率较高，配置价值增加有关；股票和基金占比13.18%，环比上升0.25pct；其他投资占比37.74%，环比下降0.28pct。随着权益市场行情震荡上行以及国债收益率的走高，险企资产配置向债券、股权和证券投资基金等倾斜。3季度经济数据不及预期，监管释放积极信号，后期长端利率存在进一步上行空间，10月末，10年期国债到期收益率为3.18%，较上月末上升3.28bp，11月23日，10

年期国债收益率上升至 3.265%，险企投资端改善有望持续。

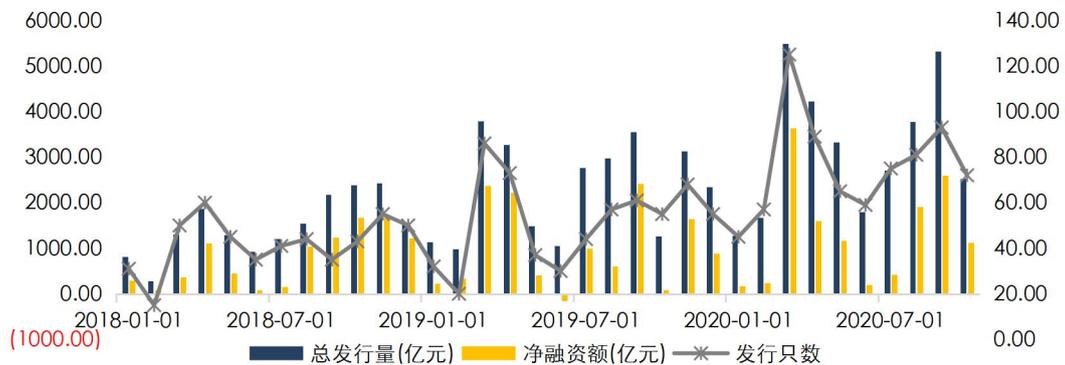
2. 金融债市场

2.1 一级市场发行量

受国庆假期、大型金融机构发债放缓等影响，10月金融债净融资规模较低，金融债发行只数及规模均环比回落，其中商业银行次级债降幅明显

10月金融机构共计发行金融债72只，发行规模合计2534.80亿元，环比分别下降52.38%和22.58%，其中商业银行发行量环比降幅最大。

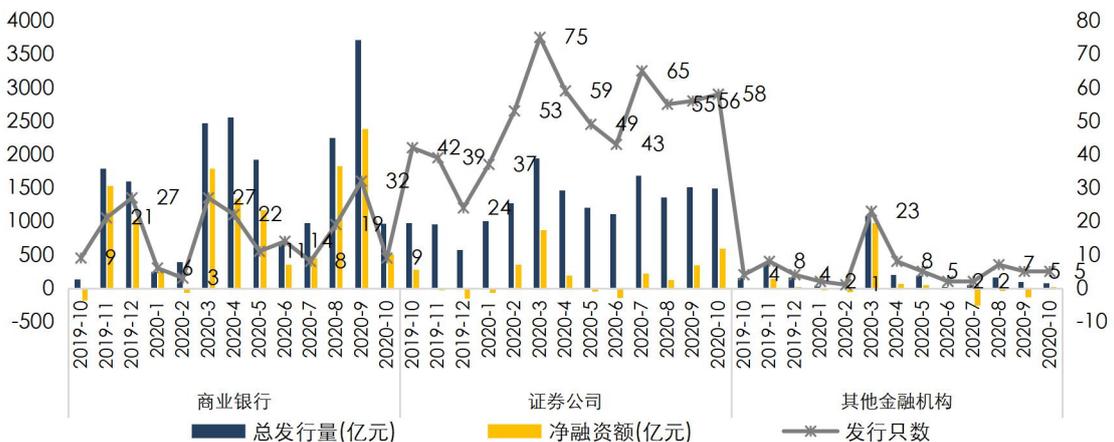
图表 1 金融债发行情况



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

大型商业银行金融债券发行步调放缓，发行数量和规模明显回落。10月商业银行共计发行债券9只，环比减少25只，规模合计967亿元，环比下降73.98%，发行方以城商行、股份制银行为主。其中商业银行债发行2只，规模合计280亿元，发行只数虽不及上年同期，但发行规模同比增长127.64%；次级债共发行7只、687亿元，环比分别下滑72%和80.26%，共有2家主体发行永续债，分别为兴业银行和三峡银行，规模合计312亿元。由于市场波动，国有大行拓展海外低利率成本叠加中小银行信用分层加剧，预计中小银行次级债发行节奏短期内或将放缓。10月证券公司共计发行债券58只，环比增加2只，发行规模为1492亿元，环比下降1.31%，整体发行相对平稳。10月，其他金融机构债共计发行5只，规模合计75亿元，发行主体包括3家金租（新增发债主体）、1家寿险和1家消费金融公司。

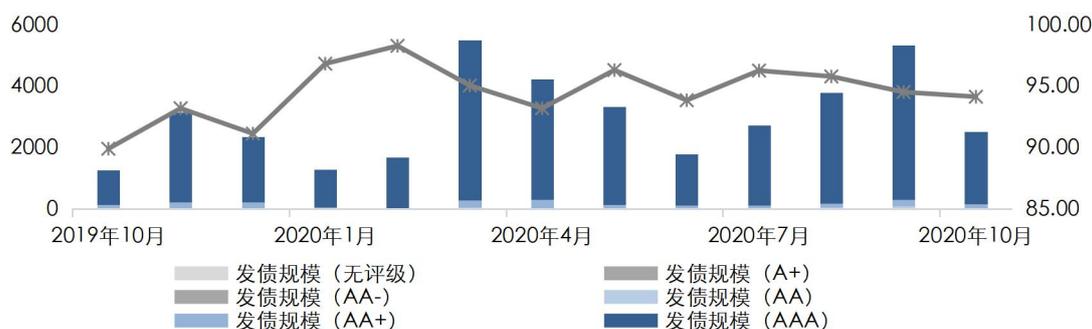
图表 2 各类金融机构债券发行情况（亿元、只）



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

10月金融债主体级别在AAA、AA+和AA债券数量分别为24只、11只和1只。受国有大行债券发行量收缩影响，本月发债主体级别中枢水平持续下降，AAA级金融机构发行规模占比为94.12%，环比下降0.38个百分点。10月证券公司债券发行相对平稳，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

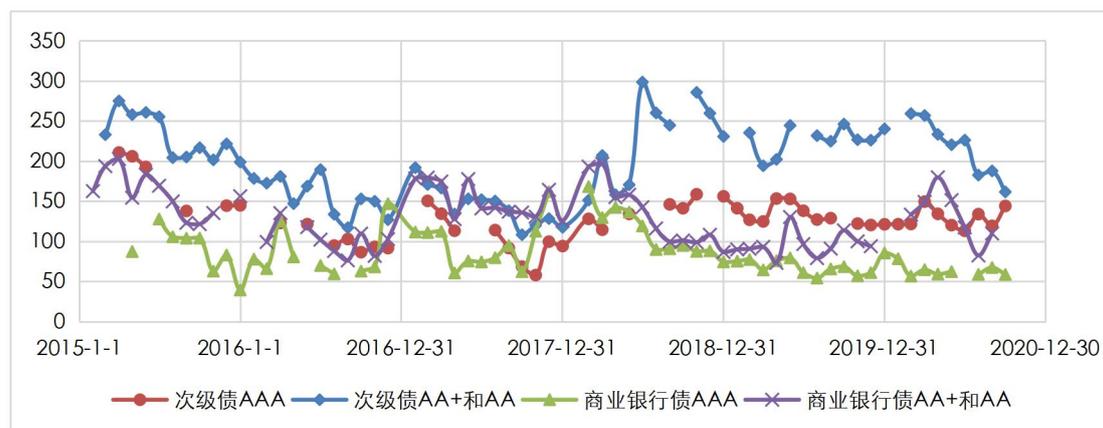
2.2 发行利率及利差分析

头部金融机构债券供给量缩减，稳健中性货币政策下，发行利率环比下行，金融债券等级利差有所收窄

10月为应对缴税等流动性扰动，央行连续12个工作日进行7天逆回购操作、超额续作MLF，银行间资金面维持紧平衡状态。LPR报价方面，1年期报价、5年期报价分别为3.85%、4.65%，连续7个月持平。10月金融债加权发行利率为3.73%，环比收窄0.32个百分点，银行间市场流动性分层现象加剧，高等级商业银行信用利差处于低位。

10月，商业银行债券发行利差小幅收窄，维持较低水平。其中，由于国有银行次级债发行量紧缩，发行主体以股份制银行、城商行为主，AAA级次级债发行利差环比上升，AA+级发行利差小幅收窄，当月等级利差有所收窄。

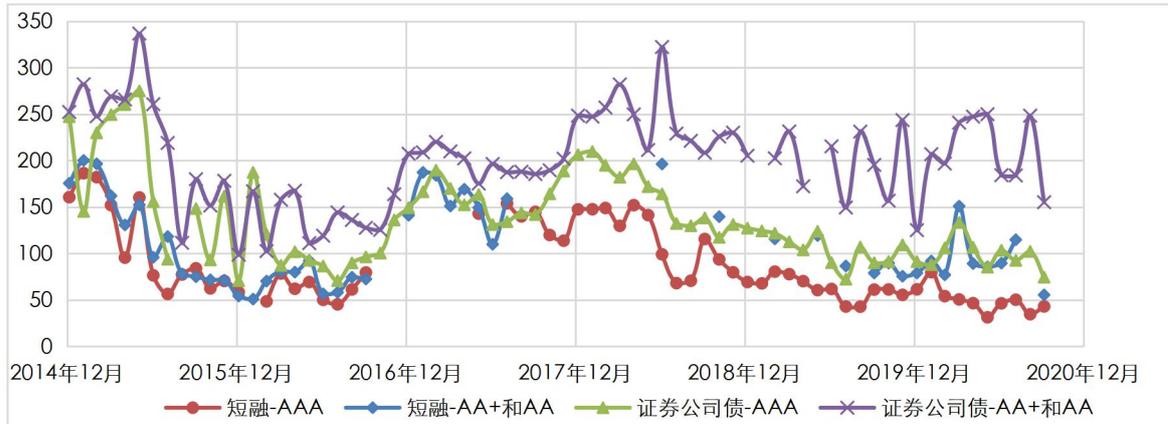
图表 4 商业银行债券信用利差走势 (bp)



数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

10月，证券公司债券发行规模相对平稳，短期融资券发行利差处于较低水平，头部券商议价优势依然显著。而证券公司债券发行利差下降明显，AA+和AA级证券公司债发行利差环比收窄93.19BP，等级利差收窄。

图表 5 证券公司债券信用利差走势 (bp)



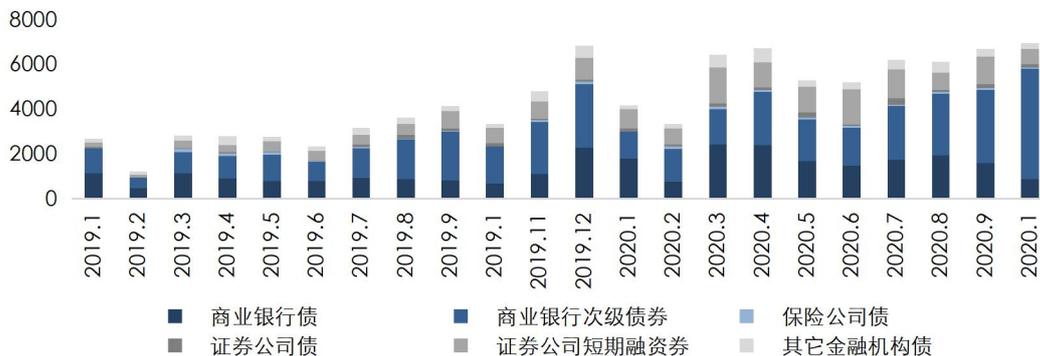
数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

2.3 二级市场

商业银行次级债成交量持增幅显著，收益率曲线趋于平坦，央行货币政策回归中性，同业存单利率抬升对银行负债端成本构成较大压力

10月金融债成交规模保持相对稳定，共计成交6956.76亿元，环比增长3.65%。其中，商业银行次级债成交量增幅明显，增幅环比上升31.25个百分点，成交量占比升至当期金融债成交规模的70.76%，依然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。由于商业银行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)

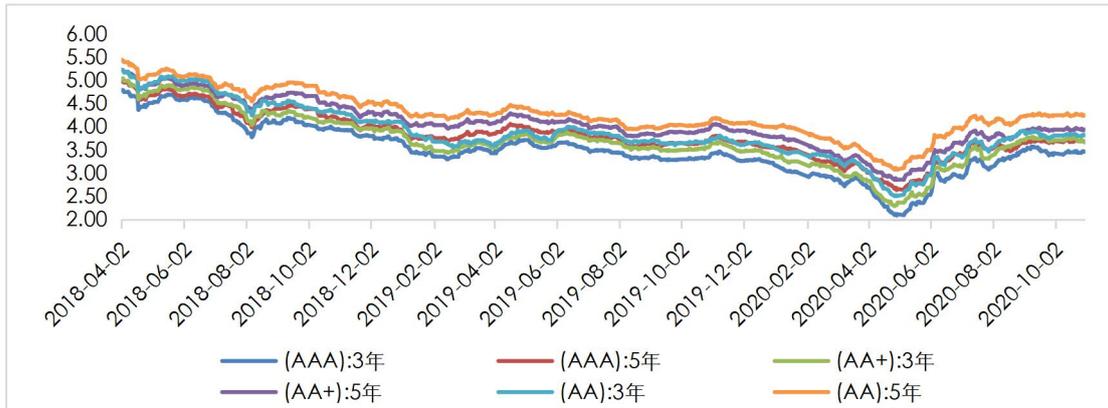


数据来源：中国债券信息网，Wind 资讯，东方金诚整理

10月，经济基本面修复加速，货币政策回归中性，央行MLF续作力度较上月有所下降，显示在当前经济基本面运行良好的背景下，货币政策宽松较为有限。10月各类债券收益率总体上行，债市整体呈现震荡上行的走势。近期债券供给压力较大，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，加大了商业银行负债成本，对债市形成制约。10月份金融债收益率整体平稳，考虑到税收缴款、压降结构性存款及债券供给压力，后

期仍存一定的流动性趋紧压力，银行负债端压力上升，债市将呈现小幅震荡。

图表 7 商业银行债到期收益率 (%)



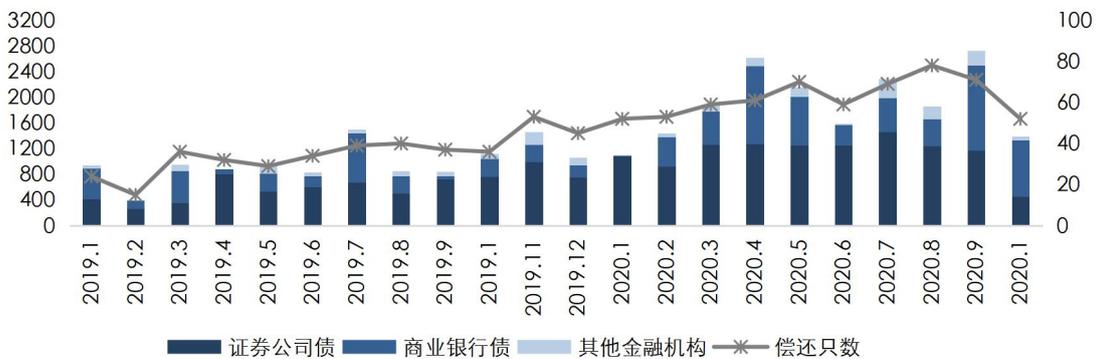
数据来源：WIND 资讯

2.4 金融债兑付情况

10 月金融债均正常兑付

10 月金融债兑付数量共计 52 只，兑付规模合计 1388.89 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 457 亿元和 879.89 亿元。11 月至 12 月金融机构债券到期总额 3065.18 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

10 月无金融机构主体级别调整事项。

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

随着经济修复逐步加速，货币政策回归中性，资金面中枢将维持紧平衡，结构性调整及降成本仍为监管政策的主要基调。10 月受财政存款扰动，叠加大型商业银行压降结构性存款力度加

大、同业存单利率持续攀升，未来银行负债端压力持续上升，短期债券收益率将呈现震荡态势。

从发行来看，受市场波动影响，中小银行信用分层现象加剧，未来外部资本补充难度将上升。而大型金融机构头部优势显著，发行利差将保持低位，预计债券发行量将回升。目前货币政策回归中性，整体资金利率中枢稳中偏紧，金融债发行利率将处于较高水平。

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。