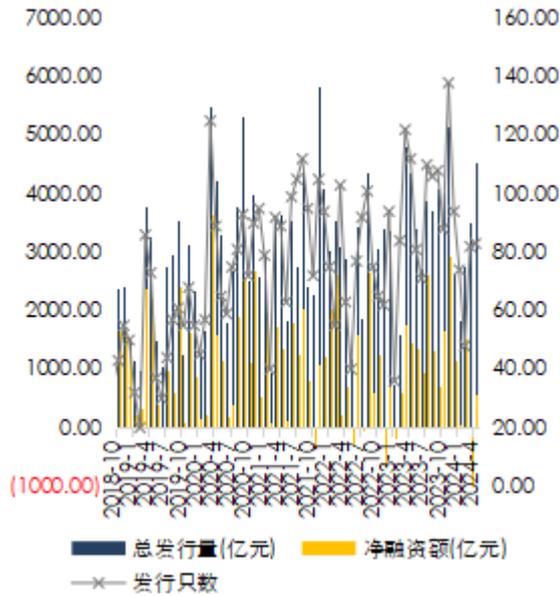


社融罕见负增长 次级债发行放量

金融债¹发行情况（亿元、只）：



主要观点

- **监管动态：**新“国九条”发布，旨在加快落地资本市场“1+N”政策体系，推动金融更好服务实体经济，促进经济高质量发展；
- **银行业：**弱需求叠加发债“空窗期”导致社融负增长，居民贷款表现较弱，企业贷款结构不佳，需关注二季度超长期特别国债启动、政府债发行加速对社融的带动情况；
- **证券业：**两市日均成交金额环比下滑，市场情绪有所回落，两融余额环比小幅下降，股权融资规模环比收缩，政策支持头部机构做优做强；
- **保险业：**3月车险保费收入表现稳健，居民储蓄需求持续旺盛，推动寿险保费收入延续较快增长；
- **金融债发行：**金融次级债发行放量，国股行等大型商业银行资本补充需求持续上升；同业存单发行规模小幅下滑，到期压力缓解下净融资规模大幅增加；
- **金融债市场展望：**TLAC非资本债券逐步亮相，基于金融机构不断“扩表”、永续债到期压力来临、全球系统重要性银行总损失吸收能力达标要求等，大型商业银行资本补充需求依旧旺盛。

分析师：

李倩 张琳琳 张兰兰

时间：2024年5月22日
邮箱：dfjc-jr@coamc.com.cn
电话：010-62299800
传真：010-65660988
地址：北京市丰台区丽泽金融商务区平安幸福中心A座45、46、47层 100071

¹ 本文金融债包含商业银行债、商业银行次级债、保险公司债、证券公司债、证券公司短期融资券、其它金融机构债，不含政策银行债。

目 录

1. 监管政策跟踪.....	1
2. 行业动态.....	2
2.1 银行业.....	2
2.2 证券业.....	3
2.3 保险业.....	3
3. 金融债市场回顾.....	4
3.1 一级市场发行量.....	4
3.2 发行利率及利差分析.....	5
3.3 二级市场.....	6
3.4 金融债兑付情况.....	7
4. 主体级别（含展望）调整.....	7
5. 总结.....	7

1. 监管政策跟踪

新“国九条”发布，旨在加快落地资本市场“1+N”政策体系，推动金融更好服务实体，促进经济高质量发展

2024年4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，是继2004年、2014年之后发布的第三个“国九条”。新“国九条”在提高上市标准、加强上市公司监管、加大退市监管力度、推动中长期资金入市等方面明确了若干政策条例和配套措施，旨在推动金融更好服务实体，促进经济高质量发展，坚持与证监会会同相关方面组织实施的落实安排，共同形成“1+N”政策体系。

图表 1 监管政策跟踪

日期	发布机构	政策文件	主要内容
4月3日	国家金融监督管理总局、工业和信息化部、国家发展改革委	《关于深化制造业金融服务 助力推进新型工业化的通知》（金发〔2024〕5号）	《通知》共十七条措施，明确了制造业金融服务的总体要求，围绕金融支持制造强国建设、推进新型工业化重点任务，从优化金融供给、完善服务体系、加强风险防控等方面，对做好制造业金融服务提出了工作要求。 《通知》要求，围绕重点任务，着力支持产业链供应链安全稳定、产业科技创新发展、产业结构优化升级、工业智能化和绿色化发展，持续加大金融支持力度，优化金融服务模式，增强金融专业化能力。
4月4日	国务院	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（国发〔2024〕10号）	《意见》共九个部分，是资本市场第三个“国九条”。其主要从以下九个方面进行了规定：一、总体要求；二、严把发行上市准入关；三、严格上市公司持续监管；四、加大退市监管力度；五、加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强；六、加强交易监管，增强资本市场内在稳定性；七、大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量；八、进一步全面深化改革，更好服务高质量发展；九、推动形成促进资本市场高质量发展的合力。
4月12日	证监会	《上市公司股东减持股份管理办法（征求意见稿）》	征求意见稿基本保持原《减持规定》的框架和主体内容，对市场反映的突出问题做出针对性调整完善，主要包括以下方面： 一是完善减持规则体系。二是严格规范大股东减持。三是有效防范绕道减持。四是细化违规责任条款。五是优化违法违规不得减持的规定。六是强化大股东、董事会秘书的责任。
4月20日	国家金融监督管理总局	《关于推动绿色保险高质量发展的指导意见》（金规〔2024〕5号）	《指导意见》主要包括五个部分、二十四条举措。分别从总体要求、加强重点领域绿色保险保障、加强保险资金绿色投资支持、加强绿色保险经营管理能力支撑以及工作保障等五个方面提出明确要求。《指导意见》是金融监管总局在2022年建立发布绿色保险业务统计制度基础上推出的又一重要工作举措，将进一步发挥监管引领作用，推动绿色保险有力有序发展。下一步，金融监管总局将持续推动完善绿色保险政策体系，不断提升绿色保险服务经济社会绿色转型质效，促进绿色保险发展进一步走深走实。
4月22日	中国人民银行	《非银行支付机构监督管理条例实施细则（征求意见稿）》	《实施细则》共六章、八十条，主要内容如下： （一）总则：明确《实施细则》制定依据、支付机构展业原则等。（二）设立、变更与终止：一是细化支付机构设立、变更和终止等行政许可事项的申请条件和材料、审批程序和时限要求等。（三）支付业务规则：规定储值账户运营、支付交易处理业务分别细分为Ⅰ类、Ⅱ类，并明确新旧分类方式对应关系。（四）监督管理：明确《条例》关于重大事项和风险事件报告、现场

			检查和非现场检查适用的程序和制度要求。（五）法律责任：一是明确中国人民银行分支机构处罚权限。二是明确无证经营支付业务机构的处罚措施。三是明确支付机构违规行为处罚措施。（六）附则：规定过渡期安排、适用的业务监管规定、名词释义、解释权和施行日期等。
4月29日	国家金融监督管理总局	《关于促进企业集团财务公司规范健康发展提升监管质效的指导意见》（金规〔2024〕7号）	《指导意见》分五部分，共二十条，第一部分提出了财务公司行业规范健康发展的指导思想、基本原则和发展目标。第二部分“坚守特色化功能定位”旨在引导财务公司坚守“依托集团、服务集团”的功能定位，充分发挥贴近实业优势，持续加大对国家重点领域支持力度，不断提升服务实体经济质效。第三部分“深化公司治理机制改革”明确党的领导、股东股权管理、公司治理机制建设等要求。第四部分“强化重点领域风险防控”要求财务公司防控信用风险、紧盯流动性风险、重点关注对外业务风险、扎实有序化解存量风险、加强信息科技风险管理等。第五部分“提升财务公司监管有效性”提出严把准入关口、全面加强日常监管、扎实有序化解存量风险、加大监管查处力度、强化监管协调联动的目标导向，旨在明确加强和完善现代财务公司监管要求，促进财务公司行业高质量发展。

资料来源：东方金诚整理

2. 行业动态

2.1 银行业

弱需求叠加发债“空窗期”导致社融负增长，居民贷款表现较弱，企业贷款结构不佳，需关注二季度超长期特别国债启动、政府债发行加速对社融的带动情况

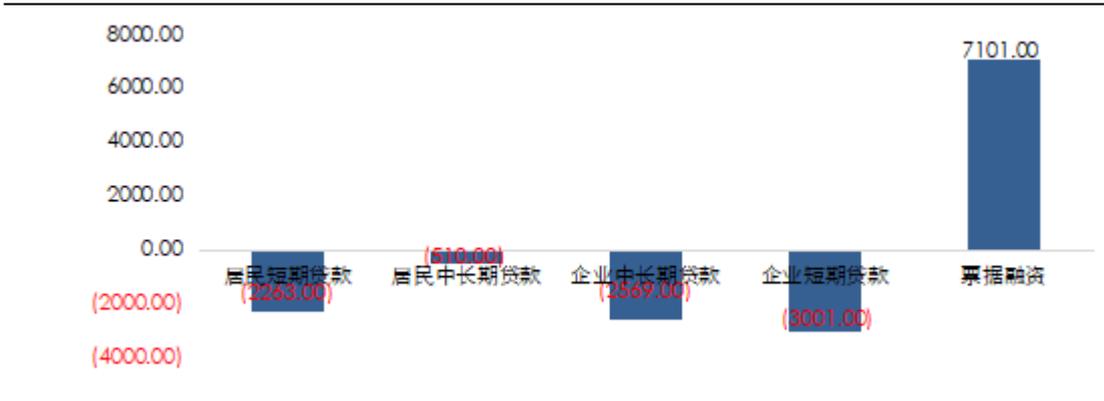
4月新增社会融资规模为-1987亿元，同比少增约1.42万亿，为2005年以来首次转负，除因投向实体经济的人民币贷款同比少增1125亿元以外，还受到政府债券融资、企业债券融资、表外票据融资和股票融资等分项拖累。4月人民币贷款新增7300亿元，同比多增112亿元。分部门看，4月居民贷款减少5166亿元，同比多减约2755亿元，居民端融资需求持续偏弱。其中，居民中长期贷款减少1666亿，同比多减510亿，主要受房地产市场持续低迷、居民提前偿还房贷等因素影响；居民短期贷款减少3518亿元，同比多减2263亿元，或与居民消费需求延迟释放有关。4月企业贷款增加8600亿元，同比多增约1761亿元，主要靠票据融资支持。其中企业中长期贷款增加4100亿元，同比少增约2569亿元，在基建及制造业资金投放支撑企业贷款增长背景下，企业中长期贷款少增一定程度体现信贷平滑、防止沉淀资金空转的政策导向；企业短期贷款减少4100亿元，同比多减约3001亿元；票据融资增加8381亿元，同比多增7101亿元，冲量特征明显。4月LPR延续上年3月水平，1年期LPR为3.45%，5年期以上LPR为4.20%。

负债端来看，4月人民币存款减少3.92万亿，同比多减3.46万亿元。其中，住户存款减少1.85万亿元，同比多减6400亿元，主要与存款利率下行，居民存款向理财转化有关。受实体经济贷款投放不足影响，派生存款增长放缓，非金融企业存款减少1.87万亿元，同比多减1.73万亿元；财政存款增加981亿元，同比少增4047亿元，财政支出进度偏慢；非银行金融机构存款减少3300亿元，同比多减6212亿元。

4月社融数据负增长，一定程度体现平滑信贷投放节奏效果初步显现，当前政策引导信贷投放质效提升，淡化对信贷、社融总量的关注，做好金融“五篇大文章”。随着5月超长期特

别国债的发行，叠加政府债发行加速，预计将对社融形成一定带动作用。

图表 2 2024 年 4 月信贷新增额的同比变化（亿元）



数据来源：中国人民银行，东方金诚整理

2.2 证券业

两市日均成交金额环比下滑，市场情绪有所回落，两融余额环比小幅下降，股权融资规模环比收缩，政策支持头部机构做优做强

4月沪、深两市月度股票成交总额为 18.33 万亿元，日均股票成交额为 9162 亿元，环比下降 9.78%。截至 4 月 30 日，沪深两市两融余额为 1.51 万亿元，环比下降 1.68%。股权融资方面，4 月股权融资合计募集家数 30 家，募集合计 261.54 亿元，环比下降 28.46%。其中 IPO 融资规模 27 亿元，环比下降 54.15%；增发融资规模 175.86 亿元，环比下降 30.84%。债权融资方面，4 月债券总发行规模为 6.9 万亿元，环比下降 3.29%。自营业务方面，4 月主要权益指数普涨，固收指数上涨。上证指数和创业板指单月涨跌幅分别为 2.09% 和 2.21%，中证全债指数单月涨跌幅为 0.56%。

4 月 12 日出台的新“国九条”明确加强行业机构股东、业务准入管理，推动行业机构加强投行能力和财富管理能力建设，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营，预计未来头部券商、资管等机构有望迎来高质量发展机会。

2.3 保险业

3 月车险保费收入表现稳健，居民储蓄需求持续旺盛，推动寿险保费收入延续较快增长

3 月，保险行业单月实现原保险保费收入 6212 亿元，同比增长 14.79%。分险种来看，3 月财产险原保费收入 1375 亿元，同比增长 3.8%；其中车险原保费收入 771 亿元，同比增长 4%，主要由新车销量回暖带动。3 月人身险原保费收入为 4837 亿元，同比增长 18.37%。其中寿险原保费收入为 3390 亿元，同比增长 24.99%，增速环比上升 4.94 个百分点，预计系低存款利率背景下，居民储蓄需求持续旺盛推动储蓄型保险较快增长。3 月健康险原保费收入为 923 亿元，同比增长 0.77%，中长期看健康险仍存在较大发展空间。赔付支出方面，3 月保险行业当月赔付支出 2048 亿元，同比增长 26.63%。3 月，保险公司赔付支出/原保费收入比为 32.98%，同比增加 3.08 个百分点。

4 月 26 日十年期国债收益率已回升至 2.31% 左右，未来伴随着经济复苏、地产稳增长政策持续发力，预计保险公司资产端投资收益率压力将有望改善。

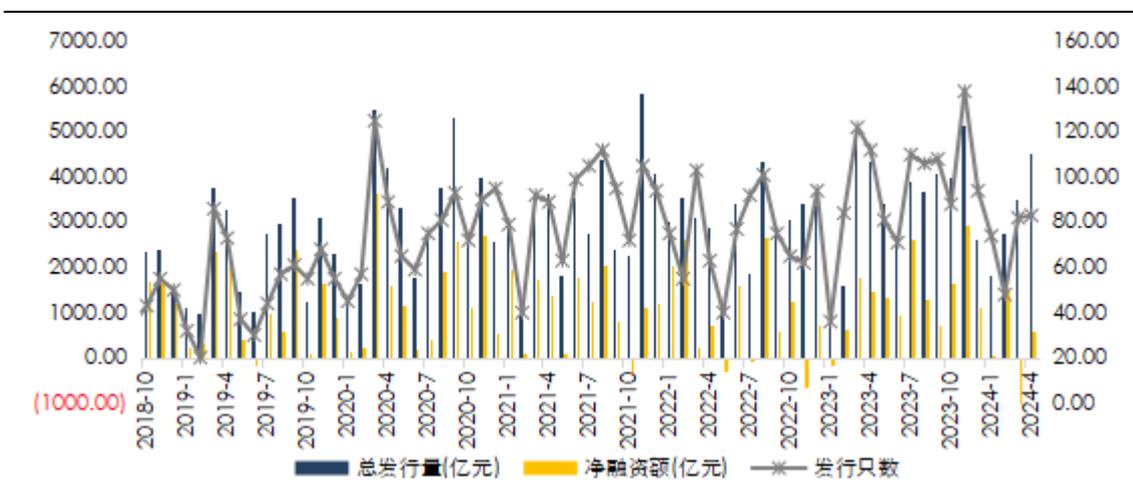
3. 金融债市场回顾

3.1 一级市场发行量

国股行等大型商业银行资本补充债券发行需求持续上升，金融债发行量延续高位

4月金融债发行规模继续大幅上升，当月共发行83只、4546.20亿元，规模环比增长29.41%，主要系国有行、股份行等大型商业银行资本补充需求持续增加所致。金融债当月总偿还量环比下降13.70%至3974.30亿元，带动当月净融资额由负转正，为571.90亿元。

图表3 金融债发行情况（亿元、只）



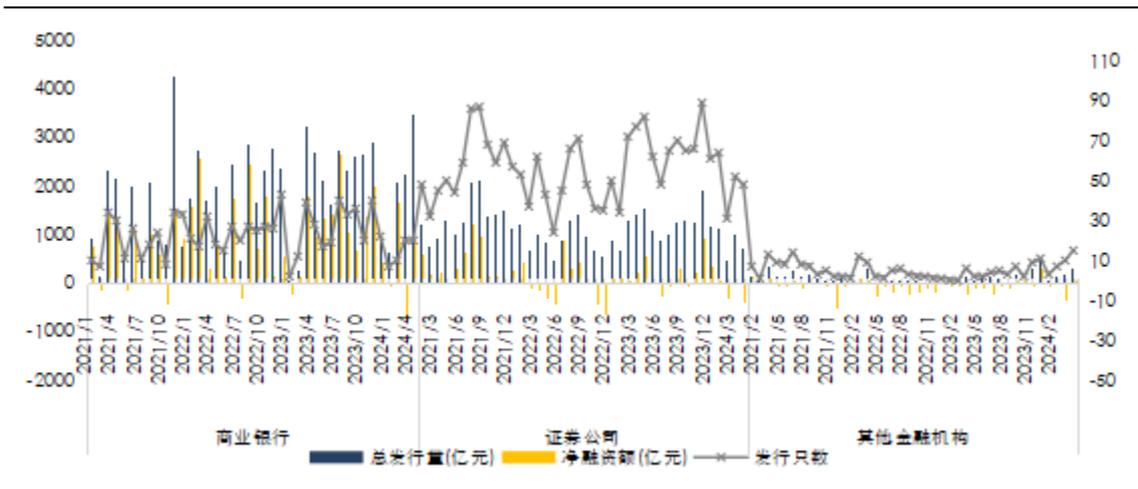
数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

4月，商业银行累计发行20只债券，规模合计3482.50亿元，发行规模环比上升53.55%。其中，商业银行债合计发行5只、820.00亿元，包括小微债2只、310.00亿元。4月金融次级债明显放量，国股行为主要发行主体，主要系大型商业银行对到期次级债的接续考虑以及资本补充需求上升影响。当月商业银行次级债合计发行15只、2662.50亿元，其中二级资本债13只、2062.50亿元，永续债2只、600.00亿元。具体来看，交通银行、中国银行和农业银行分别发行260.00亿元、600.00亿元和600.00亿元；股份行中民生银行、中信银行、兴业银行各发行300.00亿元，渤海银行、浙商银行的发行规模均超百亿元。未来，考虑到国有大行TLAC达标要求，相关TLAC非资本债券发行将逐步亮相。

4月证券公司累计发行债券48只、749.70亿元，分别环比下降7.69%和27.49%。其中，证券公司债合计发行29只、488.70亿元，分别环比下降23.68%和40.68%，包含2只、40.00亿元次级债；证券公司短期融资券合计发行19只、261.00亿元，分别环比上升35.71%和24.29%，证券公司短期资金需求持续上升。

4月利安人寿新增发行1只、10.00亿元保险公司债；当月其它金融机构债合计发行14只、304.00亿元，分别环比上升40.00%和44.08%，包含金租债7只、185.00亿元、消费金融债5只、89.00亿元、汽车债2只、30亿元，金租公司和消金公司金融债发行较为活跃。

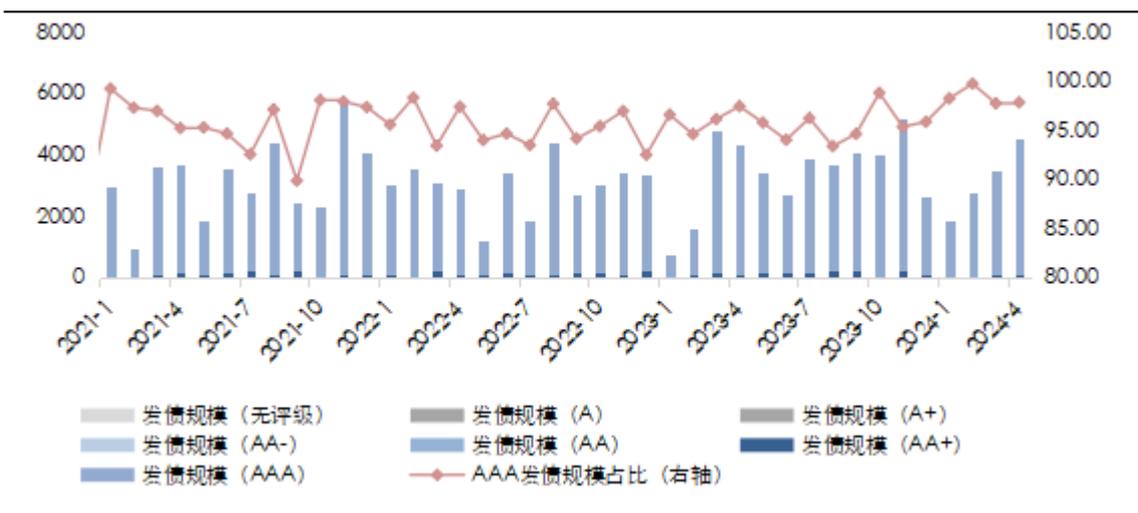
图表 4 各类金融机构债券发行情况（亿元、只）



数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

4 月金融债发行主体仍以高等级金融机构为主，当月主体 AAA 级债券发行占比 97.83%，环比上升 0.10 个百分点，主体级别中枢小幅上升。

图表 5 金融机构债券信用等级分布情况（亿元、%）



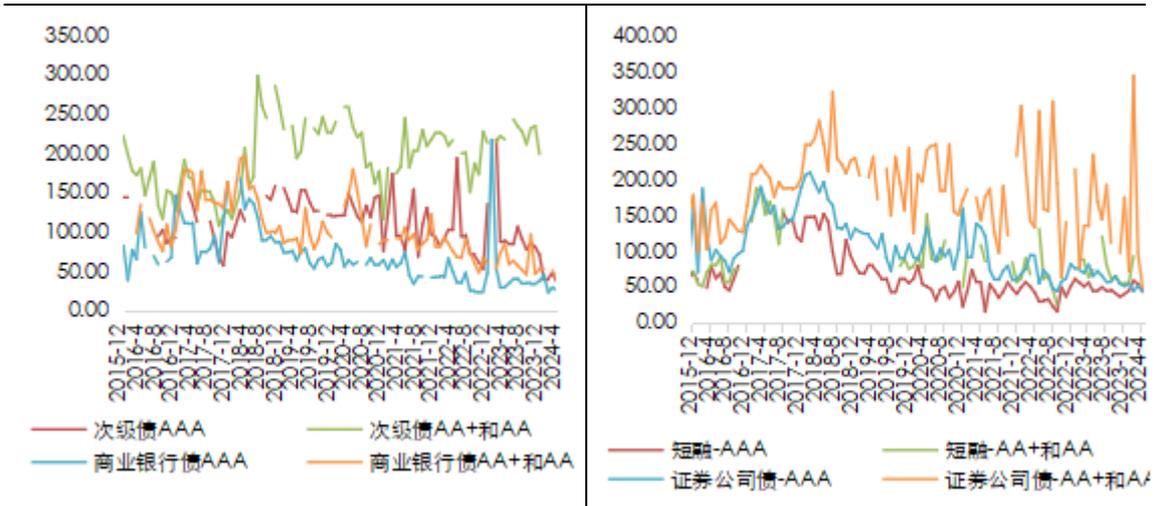
数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

3.2 发行利率及利差分析

资金面整体偏松，资产利率低位运行，金融债信用利差全线收窄

4 月信贷投放对超储消耗少，加之政府净供给较 3 月大幅减少，发债缴款需求大幅回落，流动性较为充裕，资金利率中枢继续下行。4 月金融债发行加权平均利率为 2.42%，环比下行 11BP。4 月信用利差全线收窄且幅度较大，其中 AAA 级商业银行次级债信用利差收窄 12BP，主要系二永债收益率下行趋势明显所致。

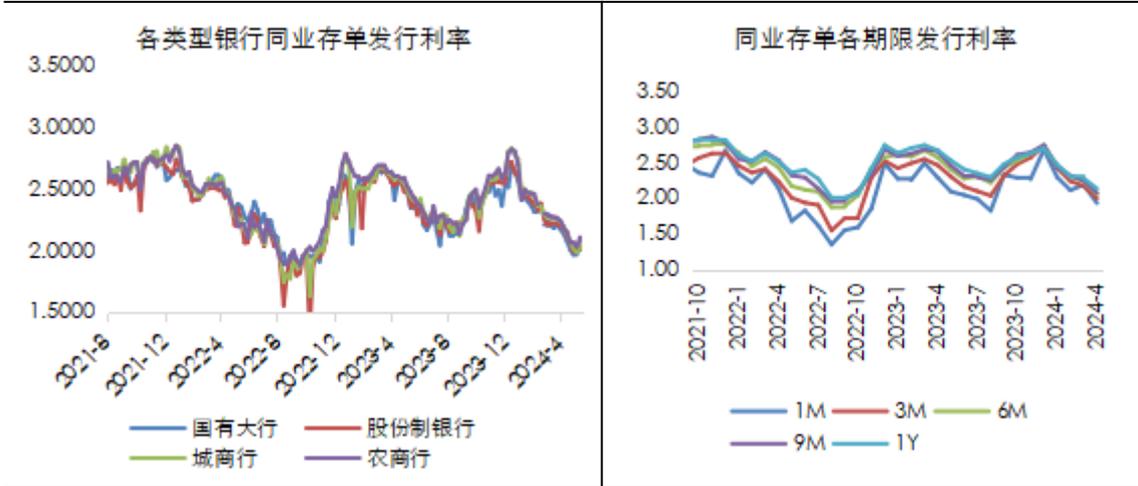
图表 6 商业银行和证券公司债券信用利差走势 (bp)



数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

4 月为传统信贷投放小月，银行负债端压力有所减轻，同业存单发行规模小幅下滑。当月同业存单共发行 2326 只、2.85 万亿元，分别环比下降 8.50% 和 2.51%。发行利率方面，随着银行中长期负债成本持续下降，各期限品种的同业存单发行利率均呈现下行趋势。当月同业存单加权发行利率 2.07%，环比下滑 16BP，其中国股行 1 年期同业存单到期收益率中枢较 3 月大幅下行降至 2.08%。到期规模方面，4 月同业存单总偿还量为 2.44 万亿元，环比下降 15.06%，净融资额为 4078.30 亿元。

图表 7 同业存单发行规模与发行利率 (%)



数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

3.3 二级市场

金融债交易活跃度有所回落，商业银行次级债仍为金融债配置主力

4 月金融债全月累计成交 2.19 万亿元，环比下降 5.83%。从交易结构来看，商业银行次级债占比最高为 55.05%，环比上升 1.73 个百分点。

图表 8 金融债成交情况（亿元）



数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

3.4 金融债兑付情况

金融债总偿还量有所回落，短期内偿还压力不大

4 月金融债总偿还量环比下降 13.70%至 3974.30 亿元，偿还兑付仍维持较高水平。但 5 月到期赎回压力不大，2024 年 5 月金融债总偿还量为 1217.00 亿元，赎回压力主要集中在下半年。同时，2024 年仍将有约 15 家银行面临永续债赎回，合计规模约 5700 亿元，未来偿还压力将有所上升。

图表 9 金融债到期兑付情况（亿元、只）



数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

4. 主体级别（含展望）调整

图表 10 主体级别调整情况（含评级展望）

公司名称	调整后级别	调整前级别	评级机构	级别调整时间
上调（含展望）				
民生证券股份有限公司	AAA/稳定	AA+/稳定	联合资信	2024/4/3

数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

5. 总结

4 月大型商业银行资本补充债券发行需求持续上升，同业存单发行规模小幅下滑，到期压力缓解下金融债净融资规模大幅增加。展望 5 月，预计资金面维持中性偏松，资金价格继续地

位运行，扰动因素来自政府债发行等。5月15日，工商银行发行2024年总损失吸收能力非资本债券（第一期），发行规模为300亿元，成为我国五家全球系统重要性银行（G-SIBs）中首个发行TLAC债券的银行。基于金融机构不断“扩表”、永续债到期压力来临、全球系统重要性银行总损失吸收能力达标要求等，大型商业银行资本补充需求依旧旺盛。同时，在监管机构推动和政策持续加码下，小微、绿色等专项债券发行规模仍将不断提升。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。