

撰写日期：2022 年 07 月 18 日

证券研究报告--产业研究月报

对券商板块 β 行情的思考

—证券行业月报（202207）

分析师：徐丰羽

执业证书编号：S0890517110001

电话：021-20321013

邮箱：xufengyu@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆ **每月关注：对券商板块 β 行情的思考。** 券商与资本市场联系密切，因此在宏观经济、资本市场边际转好时，无论从基本面还是情绪面来看，充当“牛市旗手”角色的券商都更容易率先反攻。对于市场流动性、监管政策较为敏感的券商股，叠加货币政策转向宽松、行业利好政策释放的催化下更容易走出亮眼行情。我们认为，二季度市场行情的修复、成交量的回暖将利好券商基本面的修复，结合目前券商板块的低估值，下半年伴随着疫情持续稳定控制、宏观经济进一步回暖，大盘指数上涨时券商板块将再度迎来 β 行情。

◆ **市场表现。** 6 月，权益及固收市场表现分化。上证指数收于 3398.62 点，上涨 6.66%，创业板指数收于 2810.60 点，上涨 16.86%，证券行业指数（申万）上涨 10.13%，跑赢大盘 3.47 个百分点。债市回调，中债总净价指数下跌 0.31%。

◆ 各业务线表现

经纪业务：6 月市场行情明显修复，创业板大涨 16.86%，日均股基交易量重回万亿以上，达到 12076.80 亿元，环比+31.35%。

信用业务：6 月末两融余额 16033 亿元，环比上升 5.30%；股票质押余额 35815 亿元，环比上升 7.87%。

自营业务：6 月权益市场指数表现创业板指（16.86%）> 沪深 300（9.62%）> 中证 800（9.00%）

资管业务：6 月券商集合理财产品新发 36.15 亿份，环比上升 42.61%。其中，混合型产品新发 10.34 亿份，环比增加 101.87%。

投行业务：6 月 IPO 融资 377.80 亿元，环比+246.28%；增发融资 141.20 亿元，环比-5.70%。公司债融资 2566.09 亿元，环比+25.91%；企业债融资 471.70 亿元，环比+459.55%；ABS 融资 1410.62 亿元，环比+91.79%。

◆ **投资建议。** 6 月以来，上海、北京等地疫情进入清零阶段，复工复产全面展开，国内经济触底回升，逐步恢复常态，叠加稳增长政策发力、社融指标超预期，市场信心明显提振，权益市场表现强劲，券商板块也在 6 月走出亮眼行情。当下海外通胀高企，美国经济即将面临“硬着陆”风险，A 股有望成为外资的“避风港”；资本市场持续深化改革赋能证券公司发展，下半年伴随着宏观基本面的转暖，大盘指数持续修复下券商板亦将有所表现。

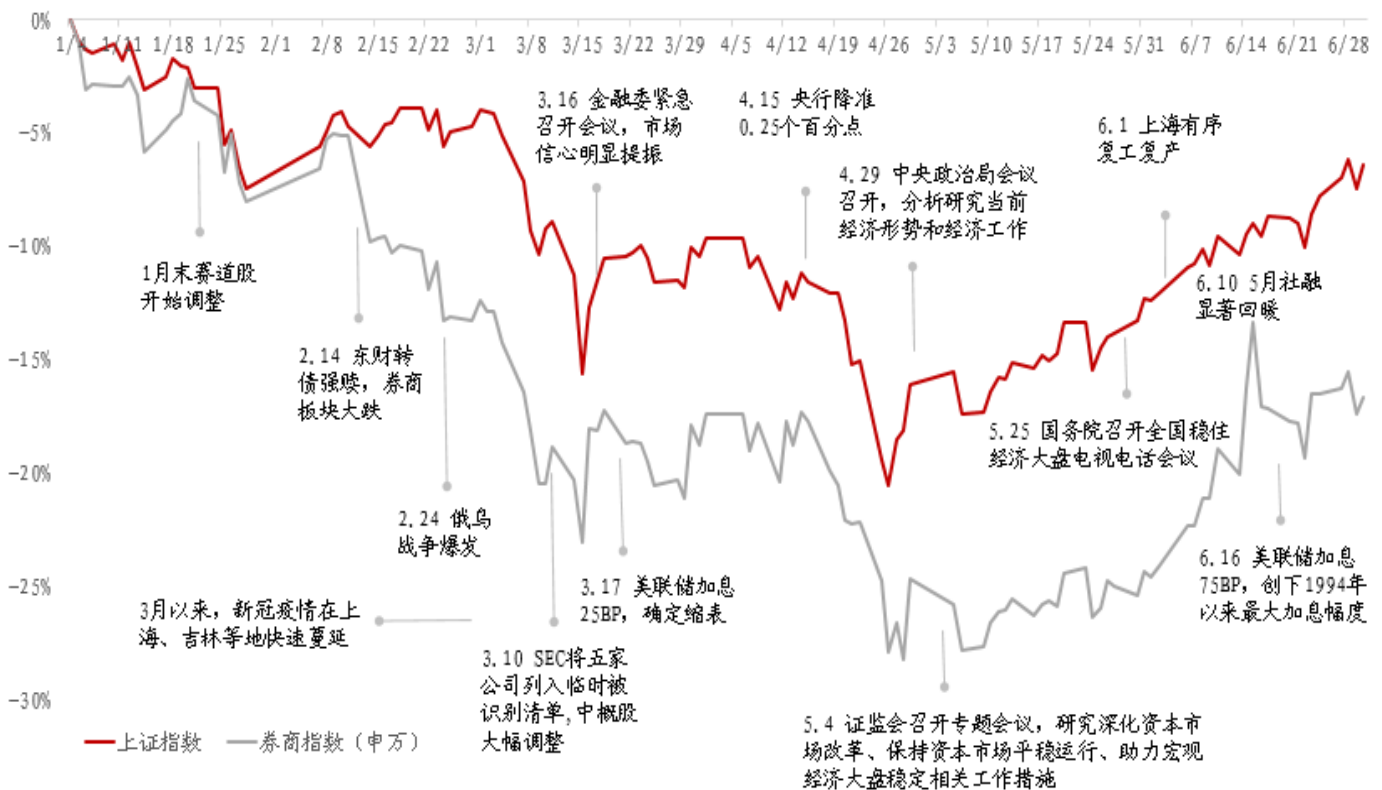
◆ **风险提示：** 资本市场波动风险。

1. 每月关注：对券商板块β行情的思考

事件：2022年6月，上证指数上涨4.57%，申万证券指数上涨10.13%，光大证券、中信建投表现亮眼。

点评：2022年6月，A股市场持续走强，市场风险偏好显著提升，日均股基成交量重回万亿，券商板块再次走出亮眼行情，光大证券6天5板领涨A股。2022年以来，俄乌冲突加剧、中美关系反复、美联储加息落地，外部宏观环境更加复杂；国内疫情卷土重来，宏观经济遭受冲击，多重因素扰动下A股市场接连下行，2022年4月27日达到阶段性低位2863.63点。6月以来，上海复工复产有序进行，国内经济回暖，稳增长、促消费政策接连落地，叠加市场较为宽松的流动性，投资者信心显著修复。上证指数6月上涨4.57%，申万证券指数上涨10.13%，表现出较强的β属性。

图1：2022年上半年资本市场波动剧烈



资料来源：证监会，公开资料，华宝证券研究创新部

我们对比了最近三次券商板块的上涨行情，可以发现，券商板块近三次启动具备一定共性：1）宏观经济处于阶段性低位或由于某些因素权益市场较为低迷：2018年末由于中美贸易摩擦等因素上证指数处于低位，2020年和2022年新冠疫情对经济造成一定冲击；2）市场保持了较为宽松的流动性：2020年央行降准降息，2018年和2022年央行有不同程度的降准；3）证券行业政策利好：自2018年底中央经济会议强调“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”，近年来资本市场深化改革进入新篇章，行业政策利好频出。2018年年末券商纾困基金落地以及2020年年中“银证混业”传闻更是成为行情助推器，相关获益券商股太平洋（纾困基金）、光大证券（银证混业）表现亮眼。2022年，多重因素影响下资本市场剧烈波动，一系列稳住宏观经济及大盘政策落地，利好资本市场及券商板块。

表 1：三次券商板块β行情复盘

	2018. 10-2019. 3	2020. 7	2022. 6
宏观及权益市场环境	2018 年全年实现 GDP 同比增速 6.60% 中美贸易战反复，2018 年年底上证指数跌破 2500 点，权益市场情绪低迷 2019 年 1 月社融同比增长 10.4%	2020 年初新冠疫情重创经济，二季度国内疫情得到稳定控制，GDP 一季度同比下降 6.8%，二季度同比增长 3.2%，经济恢复超预期提振市场信心	俄乌战争、美联储加息等外围因素扰动 上半年新冠疫情在上海等地快速扩散，经济 4 月触底，GDP 全年 5.5% 目标面临压力； 多重因素扰动下权益市场赛道股深度回调，交投情绪下降 6 月经济回暖，市场信心显著提升，5 月社融数据同比增加 10.5%，利好权益市场
流动性	存款准备金率：2018 年 4 月、6 月、10 月、2019 年 1 月大中型银行分别调降一次	存款准备金率：2020 年 1 月大中型银行调降一次；2020 年 4 月中小型银行调降一次 一年期 LPR：2019 年 8、9、11 月分别调降一次；2020 年 2 月、4 月调降一次	存款准备金率：2022 年 4 月大中型银行调降一次
行业政策	2018 年 10 月，首批券商纾困基金落地，用于化解流动性风险、股票质押风险；11 月习主席在进博会宣布上交所进行科创板注册制试点；12 月中央经济工作会议提出“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”，资本市场被提升到新高度	资本市场改革不断深化：新《证券法》实施；证监会松绑再融资政策；科创板拟推出做市商制度、“T+0”制度； 新三板改革开启 6 月，有消息称“证监会计划向商业银行发放券商牌照”，混业经营预期再起 “打造航母级券商”，券商并购整合受到广泛关注	公募基金进入战略发展期，《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》等政策相继落地，共同支持公募基金行业高质量发展，利好受益于权益公募业务链的券商
领涨券商	中信建投、天风证券等	光大证券、浙商证券等	光大证券、长城证券等

资料来源：华宝证券研究创新部

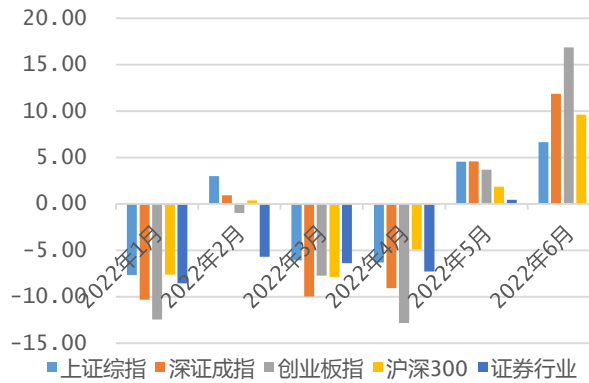
券商与资本市场联系密切，因此在宏观经济、资本市场边际转好时，无论从基本面还是情绪面来看，充当“牛市旗手”角色的券商都更容易率先反攻。对于市场流动性、监管政策较为敏感的券商股，叠加货币政策转向宽松、行业利好政策释放的催化下更容易走出亮眼行情。我们认为，二季度市场行情的修复、成交量的回暖将利好券商基本面的修复，结合目前券商板块的低估值，下半年伴随着疫情持续稳定控制、宏观经济进一步回暖，大盘指数上涨时券商板块将再度迎来β行情。

2. 市场表现

2022 年 6 月，权益及固收市场表现分化。上证指数收于 3398.62 点，上涨 6.66%，创业板指数收于 2810.60 点，上涨 16.86%，证券行业指数（申万）上涨 10.13%，跑赢大盘 3.47 个百分点。债市回调，中债总净价指数下跌 0.31%。

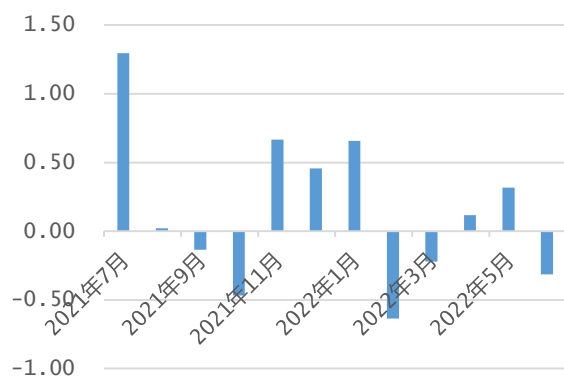
分行业看，电力设备（21.19%）、汽车（14.55%）、食品饮料（13.05%）涨幅靠前，石油石化（-3.35%）、建筑装饰（-0.16%）、公用事业（0.61%）跌幅靠前。本月证券行业表现较好，申万二级行业指数证券Ⅱ上涨 10.13%，同申万 31 个一级行业相比月涨跌幅位列第 11 位，环比上升 18 位。证券Ⅱ6 月振幅为 20.72%，环比上升 206.91%。

图 2：各指数涨跌幅对比



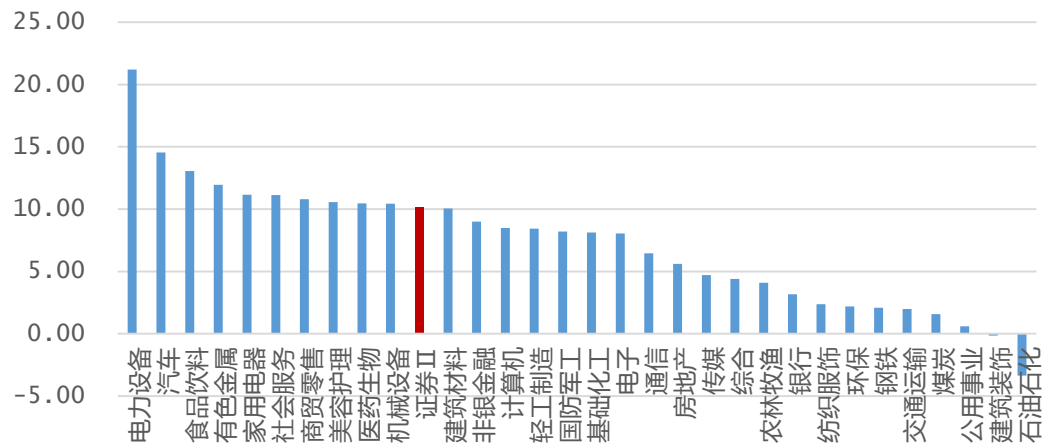
资料来源：华宝证券研究创新部，Wind

图 3 中债总净价指数涨跌幅



资料来源：华宝证券研究创新部，Wind

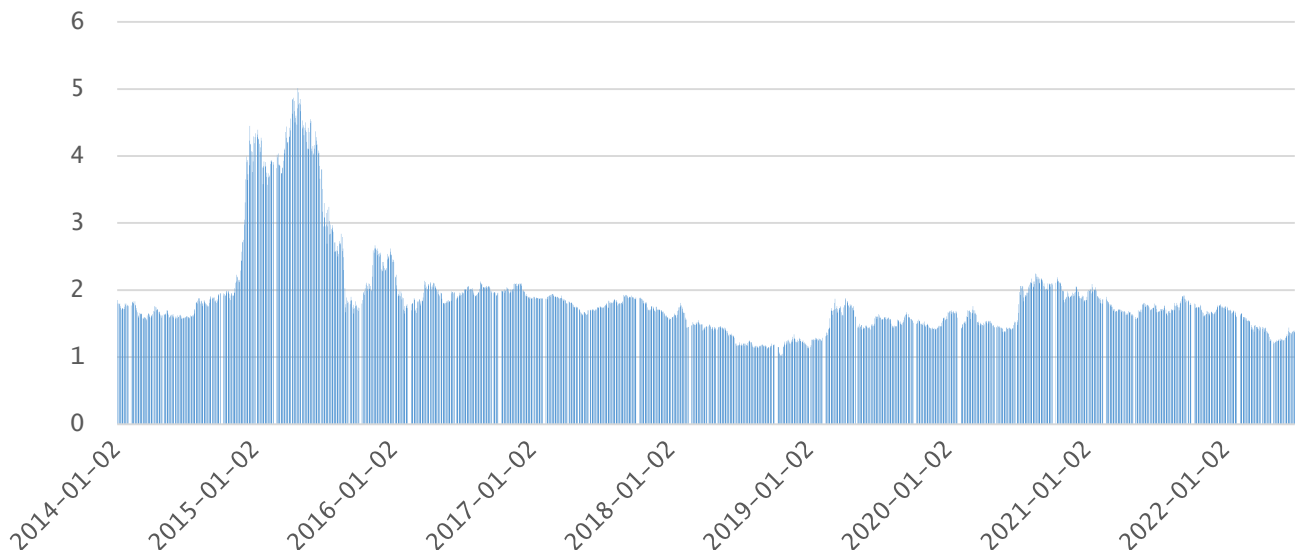
图 4：2022 年 6 月行业涨跌幅排名（申万分类）



资料来源：华宝证券研究创新部，Wind

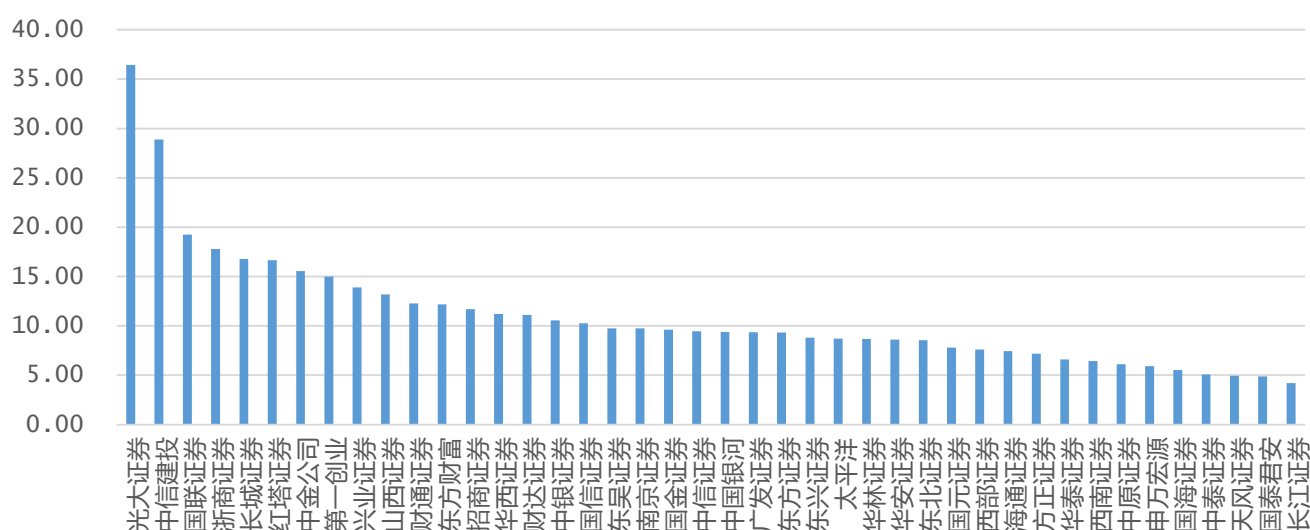
当前证券行业板块估值位于历史低位。从申万证券行业板块估值来看，目前行业 PB 估值仅 1.38，具有较高安全边际。

图 5：证券行业（申万）PB 变化



资料来源：华宝证券研究创新部，Wind

图 6：上市券商月涨跌幅（%）



资料来源：华宝证券研究创新部，Wind

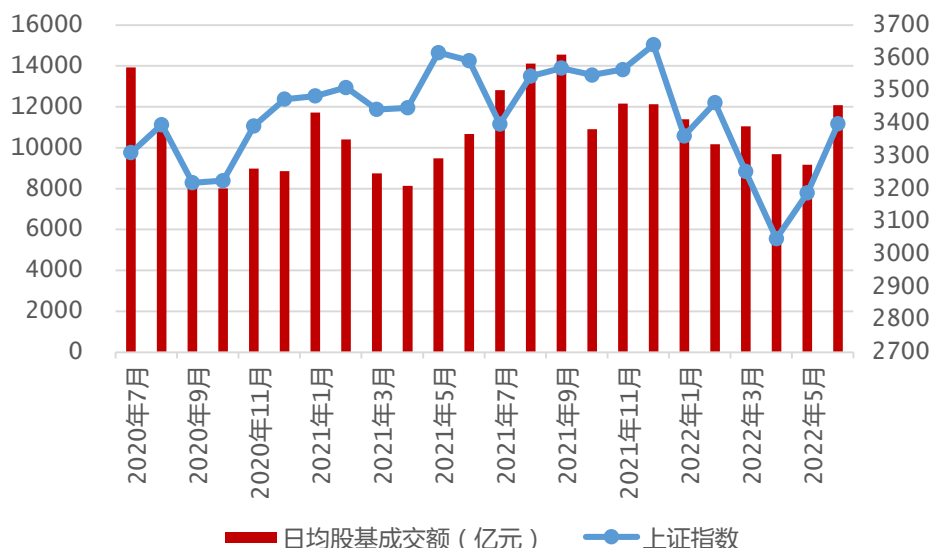
从上市券商月涨跌幅来看，2022 年 6 月券商股全部实现正收益，光大证券、中信建投、国联证券涨幅较高，分别上涨 36.45%、28.89%和 19.24%；长江证券、国泰君安、天风证券涨幅较小，仅上涨 4.22%、4.90%、4.94%。

3. 各业务线表现

3.1. 经纪业务

2022 年，伴随着俄乌冲突升级、美联储加息、国内疫情快速蔓延，A 股市场经历了深度回调。4 月日均股基交易量跌破万亿大关，5 月虽然指数回暖但交投情绪进一步下降，经纪业务成交量下跌至近一年低点。6 月，外部宏观环境转暖下，A 股市场行情明显修复，创业板大涨 16.86%，日均股基交易量重回万亿以上，达到 12076.80 亿元，环比上升 31.35%，经纪业务收入增加。市场行情修复下公募新发逐步回暖，6 月新发 1607.24 亿份，达到 2022 年年内高点。我们认为，资本市场短期波动不改长期趋势，财富管理仍将是贯穿行业的主要逻辑。在牌照红利弱化、佣金率不断降低的背景下，轻资产的券商财富管理业务有望为公司提供新的利润增长点，进一步提升公司 ROE 水平，同时有利于熨平券商业绩波动，降低业绩对于市场行情的依赖。

图 7：证券公司日均股基交易量

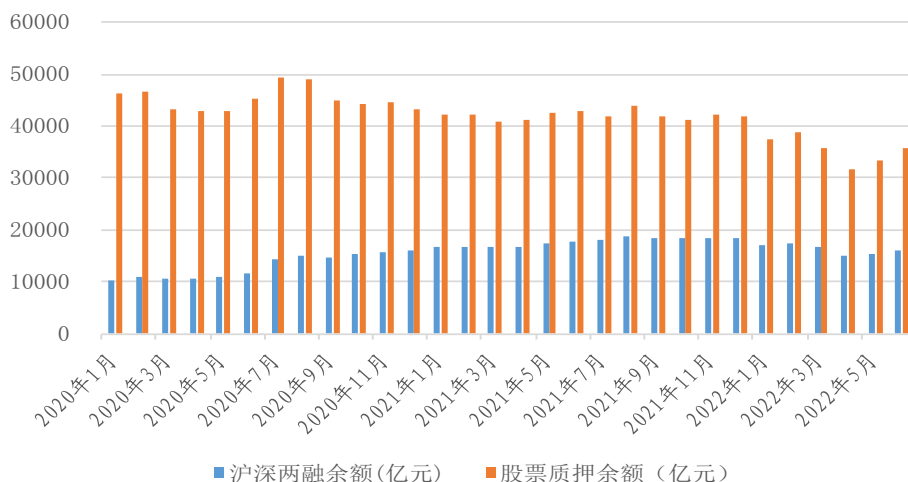


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.2. 信用业务

2022 年 6 月，权益市场的修复推动券商信用业务规模上升，6 月末券商两融余额 16033 亿元，环比上升 5.30%；股票质押余额 35815 亿元，环比上升 7.87%。

图 8：2022 年 6 月证券公司信用业务规模收缩

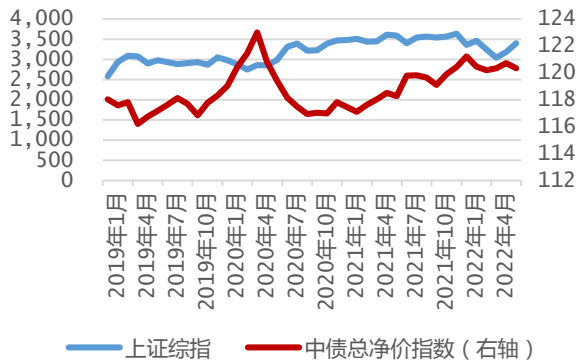


资料来源：华宝证券研究创新部，Wind

3.3. 自营业务

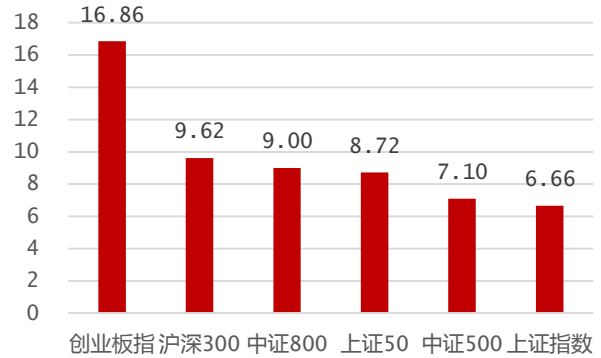
6 月上证指数上涨 6.66%，创业板指大涨 16.86%；债市回调，自营业务业绩分化。6 月权益市场指数表现：创业板指（16.86%）> 沪深 300（9.62%）> 中证 800（9.00%）。近年来券商自营业务对证券公司收入贡献占比逐渐上升，二季度伴随着权益市场行情转暖，券商业绩逐步修复。

图 9：6 月股债两市表现分化



资料来源：华宝证券研究创新部，Wind

图 10 6 月主要指数表现 (%)



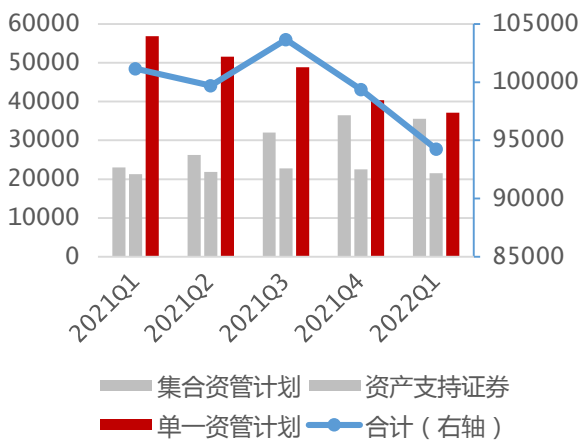
资料来源：华宝证券研究创新部，Wind

3.4. 资管业务

2022 年一季度末，券商资管规模 9.43 万亿，环比下降 5.14%；分项看，集合资管业务 3.56 万亿，环比下降 2.48%；单一资管业务 3.71 万亿，环比下降 8.04%；资产证券化 2.16 万亿，环比下降 4.27%。

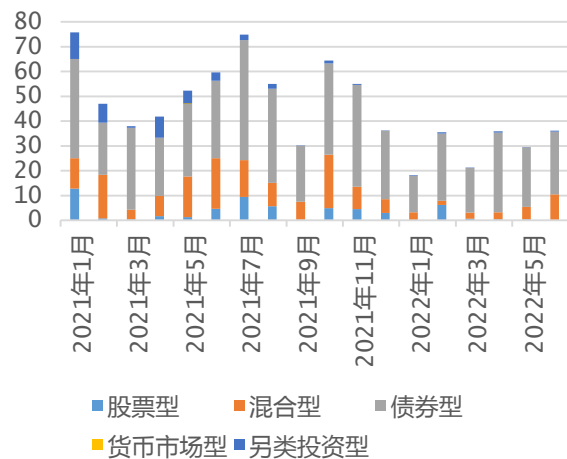
行情修复下，6 月券商集合理财产品新发 36.15 亿份，环比上升 42.61%。其中，混合型产品新发 10.34 亿份，环比增加 101.87%。（注：由于数据披露原因，下图仅展示部分资管产品发行规模）

图 11：2022 年 Q1 券商资管通道业务持续收缩



资料来源：华宝证券研究创新部，Wind

图 12 6 月资管业务新发产品份额（单位：亿份）

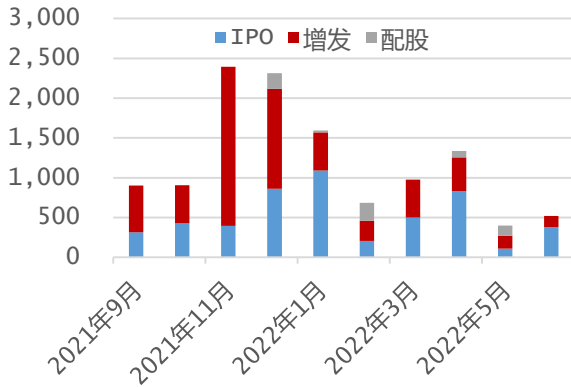


资料来源：华宝证券研究创新部，Wind

3.5. 投行业务

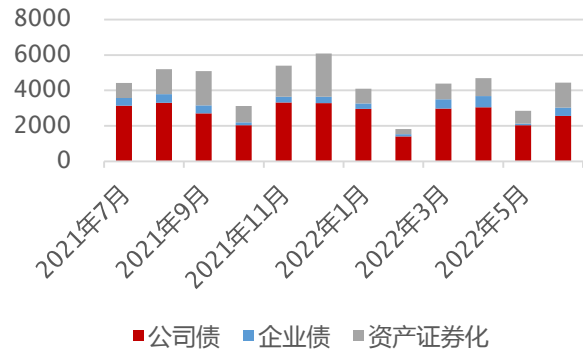
6 月权益市场进一步修复，股权融资回暖：IPO 融资规模 377.80 亿元，环比上升 246.28%；增发融资规模 141.20 亿元，环比下降 5.70%。债权融资方面，公司债融资规模 2566.09 亿元；环比上升 25.91%；企业债融资规模 471.70 亿元，环比上升 459.55%；ABS 融资规模 1410.62 亿元，环比上升 91.79%。当前资本市场改革持续深化，投行业务进入政策密集披露期，叠加全面注册制预期，券商投行业务将持续受益于资本市场改革红利。

图 13: 6 月股权融资环比上升 30.08% (单位: 亿元)



资料来源: 华宝证券研究创新部, Wind

图 14 6 月债权融资环比上升 55.66% (单位: 亿元)



资料来源: 华宝证券研究创新部, Wind

4. 投资建议

6 月以来, 上海、北京等地疫情进入清零阶段, 复工复产全面展开, 国内经济触底回升, 逐步恢复常态, 叠加稳增长政策发力、社融指标超预期, 市场信心明显提振, 权益市场表现强劲, 券商板块也在 6 月走出亮眼行情。当下海外通胀高企, 美国经济即将面临“硬着陆”风险, A 股有望成为外资的“避风港”; 资本市场持续深化改革赋能证券公司发展, 下半年随着宏观基本面的转暖, 大盘指数持续修复下券商板亦将有所表现。此外, 公募基金行业正步入战略发展期, 重磅文件相继落地, 共同助力公募基金行业高质量发展, 受益于权益公募业务链的券商将获得 α 行情。

5. 行业要闻及重大事件

【中基协发布《基金公司绩效考核与薪酬管理指引》】 6 月 10 日, 中国证券投资基金业协会发布《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》, 对薪酬结构、薪酬支付、绩效考核、薪酬内控管理等方面提出了具体要求。根据《指引》, 绩效薪酬的递延支付期限不少于 3 年, 递延支付速度应当不慢于等分比例。高级管理人员、基金经理等关键岗位人员递延支付的金额原则上不少于 40%。此外, 《指引》明确, 高级管理人员、主要业务部门负责人应将不少于当年绩效薪酬的 20%, 购买本公司管理的公募基金, 其中购买权益类基金不得低于 50%; 基金经理应当将不少于当年绩效薪酬的 30% 购买本公司管理的公募基金, 并应优先购买本人管理的公募基金。(新浪财经)

【央行: 5 月社会融资规模增量 2.79 万亿元, M2 同比增长 11.1%】 中国 5 月社会融资规模增量 2.79 万亿元, 预估为 20300 亿元, 前值为 9102 亿元。广义货币 (M2) 余额 252.7 万亿元, 同比增长 11.1%, 预估为 10.3%, 前值为 10.5%。5 月份人民币贷款增加 1.89 万亿元, 同比多增 3920 亿元; 预估为 1.223 万亿元, 前值为 6454 亿元。分部门看, 住户贷款增加 2888 亿元, 同比少增 3344 亿元, 其中, 短期贷款增加 1840 亿元, 中长期贷款增加 1047 亿元; 企 (事) 业单位贷款增加 1.53 万亿元, 同比多增 7291 亿元, 其中, 短期贷款增加 2642 亿元, 中长期贷款增加 5551 亿元, 票据融资增加 7129 亿元; 非银行业金融机构贷款增加 461 亿元, 同比少增 163 亿元。(财联社)

【证监会发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定 (征求意见稿)》】 为推进贯彻落实《关于推动个人养老金发展的意见》, 规范个人养老金投资公开募集证券投资基金业务, 证监会起草了《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定 (征求意见稿)》, 向社会公开征求意见。《暂行规定》共 6 章 30 条, 主要规定以下三方面内容: 一

是明确基金管理人、基金销售机构开展个人养老金投资基金业务的总体原则和基本要求；二是明确个人养老金可以投资的基金产品标准要求，并对基金管理人的投资管理和风险管理职责做出规定；三是明确基金销售机构的展业条件要求，并对基金销售机构信息提示、账户服务、宣传推介、适当性管理、投资者教育等职责做出规定。（央广网）

【证监会发布《关于交易型开放式基金纳入互联互通相关安排的公告》】为进一步深化内地与香港股票市场交易互联互通机制，证监会制定并发布了《关于交易型开放式基金纳入互联互通相关安排的公告》。《公告》共 5 条，一是明确互联互通机制拓展至交易型开放式基金，二是明确相关制度安排参照股票互联互通，主要参照《互联互通若干规定》执行，三是明确投资者识别码安排，四是明确证券公司、公募基金管理人相关要求，五是明确业务实施细则相关安排。（证监会）

【中金所就中证 1000 股指期货和股指期权合约及相关规则向社会征求意见】6 月 22 日，中国金融期货交易所官网发出通知，宣布就中证 1000 股指期货和股指期权合约及相关规则向社会征求意见。中信期货认为，中证 1000 指数期货满足了市场对小盘股的对冲需求，预计上市后会有较多的中证 1000 中性策略产品推出，能提升中证 1000 指数成分股的活跃度。指数期货预计有一定程度的贴水，大概率与中证 500 指数期货贴水相当。（财联社）

【内地及香港监管机构就持牌券商纳入跨境理财通进行讨论】财联社 6 月 24 日电，香港金管局和证监会均表示，正与人民银行和证监会讨论将持牌券商纳入跨境理财通计划内，但目前未有具体时间。香港金管局副总裁刘应彬在一个论坛上重申，留意到业界希望放宽理财通部分监管要求，但计划需要符合 3 个司法管辖区的监管要求，加上不少市民未曾尝试跨境投资，因此计划必须循序渐进。金管局未来会检视产品种类、风险、销售安排等，探讨潜在放宽和优化方向。香港证监会投资产品部执行董事蔡凤仪表示，目前与中证监的讨论良好，正努力处理理财通的中长期拓展，但过程不能一步到位。（财联社）

【易纲：货币政策将继续从总量上发力以支持经济复苏】央行行长易纲接受中国国际电视台（CGTN）记者专访时表示，过去十年来，中国的市场利率水平稳中有降。自然利率水平主要由资本边际产出率和人口长期发展趋势所决定。中国利率形成机制是由市场供求决定的，中央银行通过运用货币政策工具引导市场利率。目前定期存款利率约 1-2%，银行贷款利率约 4-5%，同时债券和股票市场较为有效地运行。考虑到通胀水平，可以看出实际利率水平是相当低的，金融市场得以有效配置资源。中国实行的是灵活的、以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节的汇率制度。与 20 年前相比，人民币对美元汇率升值约 25%，对一篮子货币的名义汇率升值约 30%，实际汇率升值幅度更高。中国的通胀前景较为稳定，CPI 同比增长 2.1%，PPI 同比增长 6.4%。保持物价稳定和就业最大化是我们的工作重点。今年以来，受疫情和外部冲击等影响，中国经济面临一定下行压力。货币政策将继续从总量上发力以支持经济复苏。同时，我们也会强调用好支持中小企业和绿色转型等结构性货币政策工具。（央广网）

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司就不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。