信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

资管新规延后，迎接券商第二波

非银行金融行业周报

2020 年 8 月 2 日

证券研究报告

行业研究——周报

非银行金融行业

王舫朝　非银行金融行业首席分析师

执业编号：S1500519120002
联系电话：（010）83326877
邮　箱：wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

资管新规延后，迎接券商第二波

2020 年 8 月 2 日

本期内容提要

- **核心观点：**资管新规延后到 2021 年，符合市场预期，体现积极压降非标和防范金融风险的主思路。我们应以更高格局看待此次资本市场改革，新证券法全面推进注册制、创业板注册制火速推出，新三板精选层等，包括或有银证混业，未来债券市场大概率扩容，券商投行收入空间达 1.2 万亿规模，国家将打通实体经济和资本市场的重任赋予资本市场。近期市场调整，再次出现买入机会，当前头部券商估值锚仍然具有一定安全边际，建议积极布局。同时保险板块也受益于权益市场上涨，利率上行充分释放原有估值压力，估值修复正在进行。建议关注：中信、一创、招商、国寿、太保。

- **市场回顾：**本周主要指数上行，上证综指报 3310.01 点，+3.54 %；深证指数报 13637.88 点，+5.43 %；沪深 300 指数报 4695.05，+4.20 %；中证综合债（净价）指数报 98.91，-18bp；创业板报 2795.40，+6.38 %。沪深两市 A 股日均成交额 10223.18 亿元，环比-15.86%，两融余额 14169.87 亿元，较上周升+2.12 %。个股方面，券商：财通证券+28.28%，锦龙股份+21.70%，东吴证券+16.65%；保险：中国平安-1.43 %，中国太保 0.48 %，西水股份+6.75%；多元金融：易见股份+12.35%，仁东控股+6.10 %。

- **证券业观点：**受到市场交投活跃度的提升及利好政策频发，上市券商业绩全面向好。从部分上市券商近期公布的业绩预告、快报中不难看出，在 2019 年业绩高基数的背景下仍实现大幅增长，已公布业绩快报、预告及未经审计的财务数据的 23 家券商中，有 10 家净利润同比涨幅超过 50%，中信建投+96.54%、东方财富证券+71.95%，中信证券+38.47%。另外，证监会对《重组办法》第二十八条、第四十五条规定的理解适用问题进行完善，以证券期货法律适用意见行形式发布，提高了法律层级。证监会发布的与并购重组相关的 16 项监管指引中主要有六项修改内容，拓宽并购“小额快速”审核通道、统一募集配套资金用于补流的补流的比例、明确并购重组中业绩奖励对象范围、明确业绩承诺及奖励适用新会计准则的监管要求、放宽发行股份购买资产的交易对象数量限制、完善并购重组内幕交易核查相关工作。其中，拓宽小额快速通道、统一募集配套资金用于补流的比例，使得优质企业更容易获得融资，有利于推动产业转型升级，激发市场活力，券商投行再迎利好。资本市场改革加速推进+流动性宽裕，继续看好券商板块。目前行业平均估值 2.14xPB，仍有上升空间。建议关注：中信证券、招商证券、第一创业及互联网券商东方财富。

- **保险业观点：**负债端，上半年保费增速整体呈现平稳复苏态势，展望下半年，受益于复工复产带来居民消费积极性提升叠加保障需求提升，同时上市险企通过优化基本法发力增员，并提升增员品质，预计下半年负债端有望延续改善趋势。上半年 NBV 增长承压料拖累 EV，期待下半年 NBV 持续修复。资产端利率上行叠加股市上行利好投资收益，1）十年期国债收益率 2.97%，利差收窄影响弱化。随着宽信用的推进以及经济的企稳，同时政治局会议明确货币政策以精准导向

为主，不再提降准降息和再贷款，为长端利率提供了有力支撑，2）股市表现带动投资端β属性显现，3）保险权益资产投资比例从 30%提升至 45%，权益市场牛市利好投资收益。偿付能力监管新规将偿二代提出的三支柱上升至部门规章，对指标和监管要求进一步细化，上市险企均达标，受影响有限。目前国寿、平安、太保、新华估值分别为 0.87x、0.93x、0.59x、0.67x，仍然处于历史较低水平，当前估值隐含总投资收益率假设分别为 4.4%/2.66%/1.52%/2.92%，估值仍然隐含了投资端悲观预期。推荐受新业务价值正增长、且受权益市场上涨内含价值弹性较高的国寿，低估值龙头太保，以及负债端表现优异且弹性较高的新华。

- **流动性观点：**量方面，本周央行公开市场净投放 1200 亿元，其中逆回购投放 2800 亿元，逆回购到期 1600 亿元。下周共有 2800 亿元逆回购到期。价方面，本周资金利率上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 2bp 至 1.94%，银行间质押式回购利率上行 6bp 至 1.98%。R001 上行 4bp 至 1.92%, R007 上行 23bp 至 2.33%，DR007 上行 13bp 至 2.24%。SHIBOR 隔夜利率下行 5bp 至 1.79%。政治局会议定调下半年货币政策将更加灵活适度、精准导向，确保新增融资重点流向制造业和小微企业，且定调“货币政策供应量和社会融资规模合理增长”，表明下半年货币宽松收兵，信用扩张也将放缓。考虑到近期债券发行压力较大，央行或将通过公开市场操作来对冲。

- **多元金融观点：**关注后续受益于拉动经济政策的信托、金控板块。

- **风险因素：**新冠疫情恶化、中国经济超预期下滑，长期利率下行超预期，开门红不及预期，金融监管政策收紧，低利率造成利差损风险、代理人脱落压力、保险销售低于预期、资本市场波动对业绩影响的不确定性等。

目 录

市场概况及一周点评.....0
行业新闻.....4

表 目 录

表 1：7 月 13 日~19 日央行操作和债券发行与到期（亿元）.....6

图 目 录

图 1：本周证券板块跑输沪深 300 指数 0.75%.....0
图 2：2020 年以来证券板块跑赢沪深 300 指数 0.83%.....0
图 3：本周 A 股日均成交金额环比-15.86%.....1
图 4：沪深 300 指数和中证综合债指数.....1
图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 2396.35 亿元、4496.73 亿元.....1
图 6：1 月以来债券承销规模 47166.05 亿元.....1
图 7：本周两融余额较上周+2.12%.....2
图 8：本周股票质押市值较上周-1.14%.....2
图 9：证券期货经营机构资管产品月备案数量及规模.....2
图 10：券商板块 PB.....3
图 11：10 年期国债收益率及 750 日移动平均线（%）.....5
图 12：上市险企 PEV.....5
图 13：公开市场操作：投放、回笼、净投放量.....6
图 14：加权平均利率.....7
图 15：Shibor 隔夜拆借利率（%）.....7
图 16：DR007 和 R007.....8
图 17：同业存单到期收益率.....8
图 18：期限利差：十年期国债收益率-一年期国债收益率.....8
图 19：国债收益率.....8

市场概况及一周点评

一、证券业务：

1. **证券经纪：**本周沪深两市累计成交 3786.86 亿股，成交额 51115.89 亿元，A 股日均成交额 10223.18 亿元，环比-15.86%，日均换手率+1.42 %，环比-29.26bp。

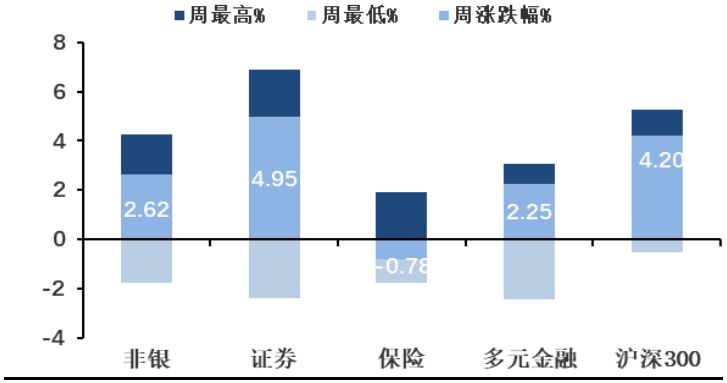
2. **投资银行：**截至 7 月 31 日，2020 年 IPO 承销规模为 2396.35 亿元,再融资承销规模为 4496.73 亿元；券商债券承销规模为 47166.05 亿元 。

3. **信用业务：**（1）融资融券：截至 7 月 30 日，两融余额 14169.87 亿元， 较上周+2.12%，占 A 股流通市值 2.43%；（2）股票质押：截至 7 月 31 日，场内外股票质押总市值为 47378.77 亿元。

4. **证券投资：**本周沪深 300 指数报 4695.05 ，较上周+4.20%，上证综指报 3310.01，较上周+3.54 %，深圳成指报 13637.88 ，较上周+5.43%，中证综合债（净）指数报 98.91，较上周-18bp。

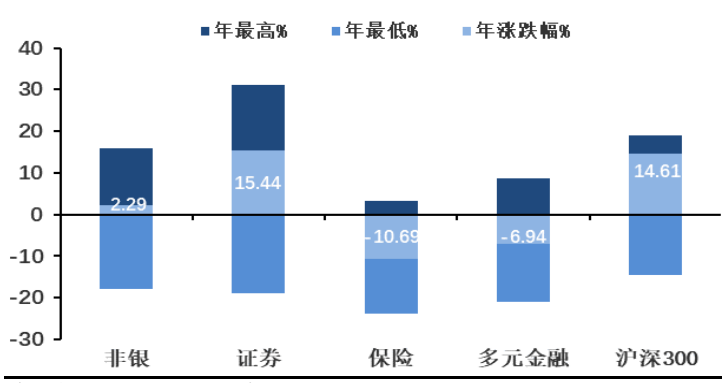
5. **资产管理：**截至 2020 年 2 月底，证券公司及资管子公司资管业务规模 9.15 万亿元， 证券公司私募子公司私募基金规模 5052 亿元。

图 1：本周证券板块跑赢沪深 300 指数 0.75%



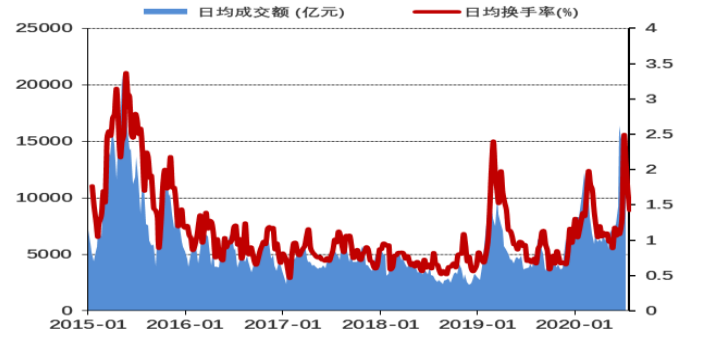
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 2：2020 年以来证券板块跑赢沪深 300 指数 0.83%



资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 3：本周 A 股日均成交金额环比-15.86%



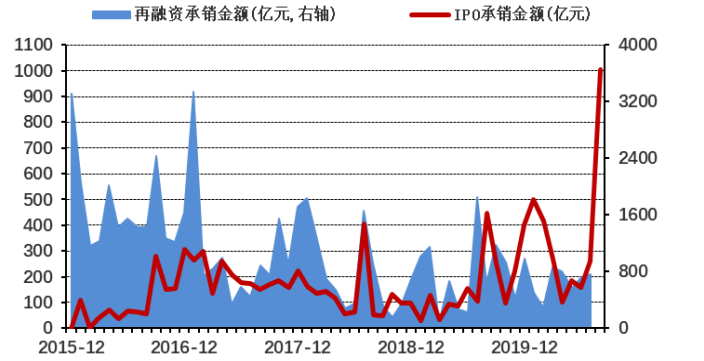
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：沪深 300 指数和中证综合债指数



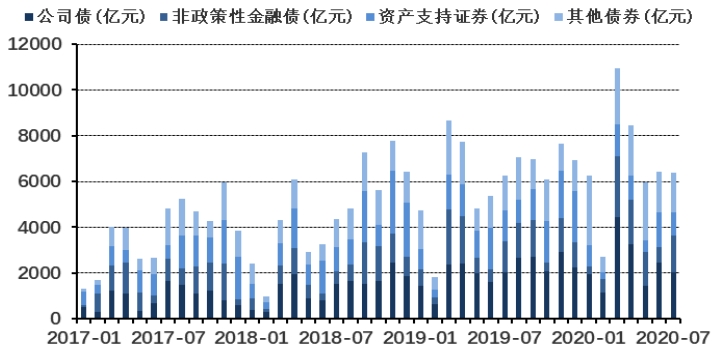
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 2396.35 亿元、4496.73 亿元



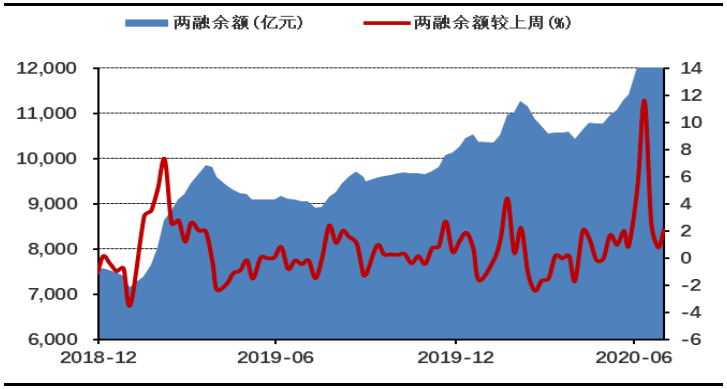
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：1 月以来债券承销规模 47166.05 亿元



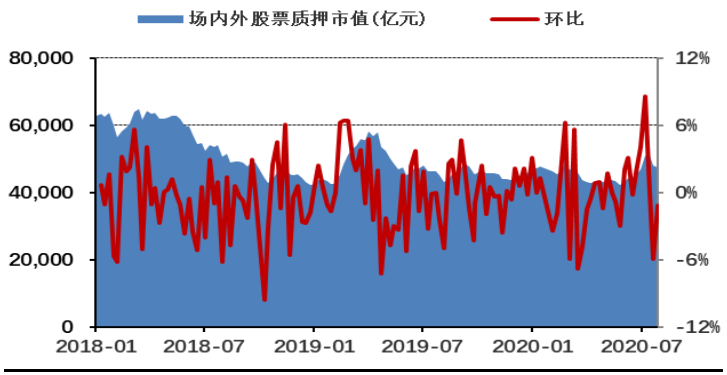
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：本周两融余额较上周+2.12%



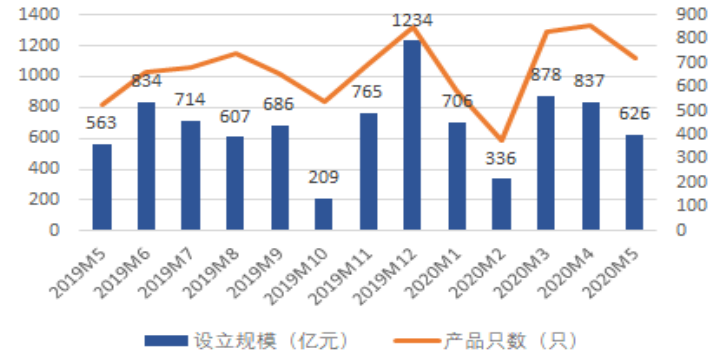
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：本周股票质押市值较上周-1.14%



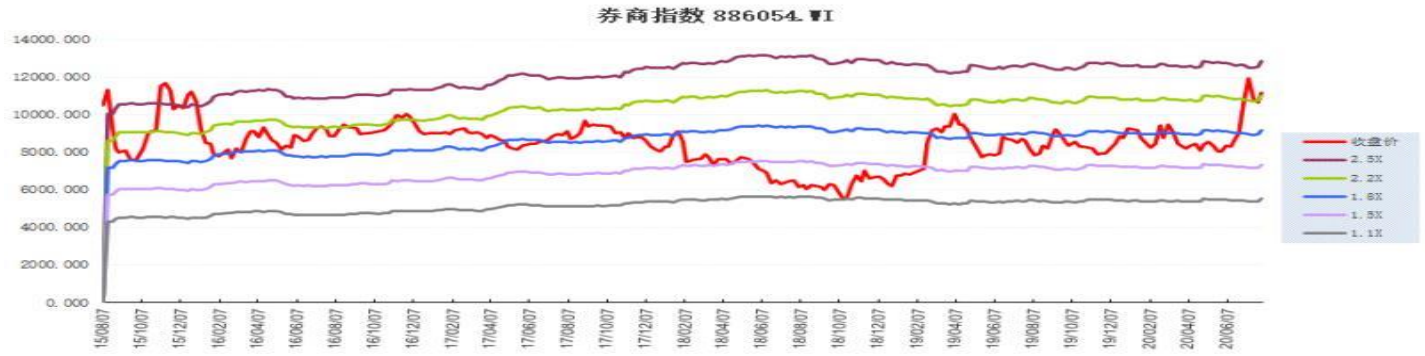
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：证券期货经营机构资管产品月备案数量及规模



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：券商板块 PB



资料来源: Wind，信达证券研发中心

二、保险业务：

1. 行业动态

中国银保监会、中国人民银行就《保险公司偿付能力管理规定（征求意见稿）》公开征求意见

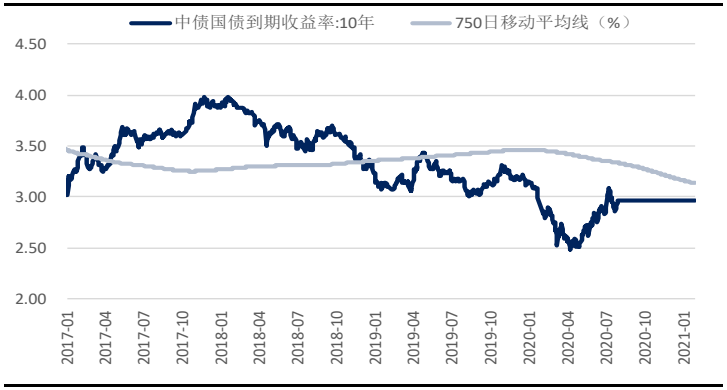
7 月 21 日，中国银保监会、中国人民银行就《保险公司偿付能力管理规定（征求意见稿）》公开征求意见。《征求意见稿》吸收了偿二代 2016 年实施以来的成果，将偿二代监管规则中原则性、框架性要求上升为部门规章，并进一步完善了监管措施，主要就偿付能力监管指标体系、保险公司主体责任、偿付能力信息透明度等方面进行了修订和补充，以提高其针对性和有效性，更好地防范化解保险公司偿付能力风险。

完善偿付能力监管指标体系和监管措施。主要变化有：1）**偿付能力指标扩展为 3 条，即核心偿付能力充足率，综合偿付能力充足率，风险综合评级。且必须同时满足“综合≥100%，核心≥50%，风险评级≥B 类”三个条件才能达标。**保险行业从 08 年来一直沿用的偿付能力规定仅以偿付能力充足率低于 100%作为判断偿付能力不达标依据。根据 2016 年偿二代建立起的定量资本要求、定性监管要求以及市场约束机制构成的三支柱框架体系，此次指标体系的完善也是顺应偿二代监管的要求，将偿付能力管理提上议程。**2）对于不达标的公司，可采取的监管措施从 9 条增加至 12 条，包括追回高管薪酬。**银保监会将采取针对性监管措施，分为必须采取和选择采取，必须采取的新增监管谈话、要求保险公司提交预防偿付能力充足率恶化或完善风险管理的计划，进一步强化偿付能力监管约束。此外对于选择采取的新增“对风险和损失负有责任的董事和高级管理人员，责令保险公司根据聘用协议书面承诺等追回其薪酬”。如偿付能力未明显改善或进一步恶化的，银保监会将进一步采取接管、申请破产等措施。**3）增加重点核查对象，对于综合＜120%，核心＜60%的保险公司，银保监会及派出机构将建立偿付能力数据核查机制。**

强化保险公司偿付能力管理的主体责任，并定期信息披露。《征求意见稿》还要求保险公司建立健全偿付能力风险管理组织架构，偿付能力风险管理制度和机制，制定三年滚动资本规划等，强调了保险公司偿付能力管理的主体责任，明确董事会和相关高级管理层的职责，叠加追回薪酬监管，确保高管合规履职。此外，新规要求保险公司每季度披露偿付能力报告摘要，提升偿付能力信息透明度，强化市场约束。

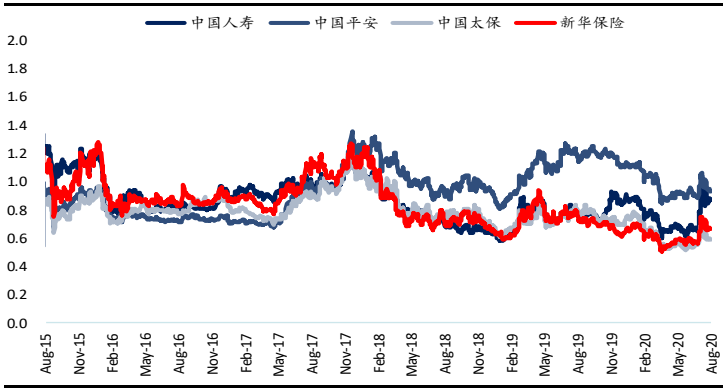
我们认为，新规整合了偿二代实施以来的成果，是对 08 版偿付能力监管要求的更新，对于偿付能力管理要求严格的上市险企影响不大。今年一季度不达标的公司主要有 4 家，渤海财险、君康人寿、百年人寿最近一期风险综合评级均为 C，中法人寿偿付能力指标为负且风险评级为 D。上市险企国寿、平安寿险、平安产险、太保、新华核心偿付能力充足率分别为 272.15%、221.7%、219.2%、254% 、272.51%，综合偿付能力充足率分别为 281.57%、225.2%、261.6%、254%、272.51%，受新规影响较小。

图 11：10 年期国债收益率及 750 日移动平均线（%）



资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 12：上市险企 PEV



资料来源: Wind，信达证券研发中心

三、市场流动性追踪：

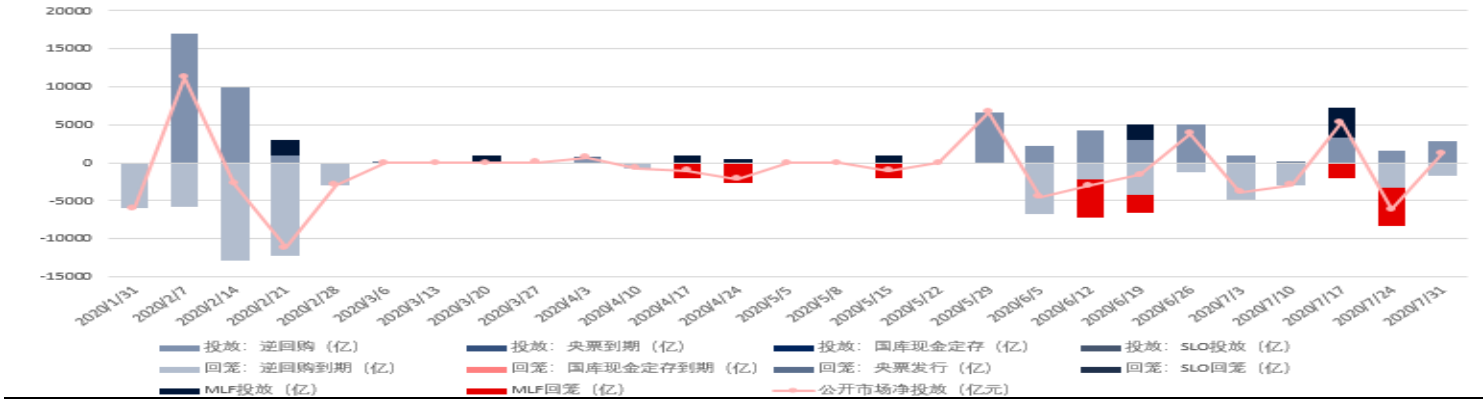
1、基础货币投放量和债券发行情况

本周央行公开市场净投放 1200 亿元，其中逆回购投放 2800 亿元，逆回购到期 1600 亿元。下周有 2800 亿元逆回购到期。

同业存单共发行 5345.2 亿元，到期 2840.9 亿元，净融资+2504.3 亿元。

本周地方债共发行 898.16 亿元，到期 690 亿元，净融资 208.08 亿元。

图 13：公开市场操作：投放、回笼、净投放量



资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 1：7 月 27 日~8 月 2 日央行操作和债券发行与到期（亿元）

工具		发行量	到期量	净投放	利率%	变动(bp)
逆回购（亿元）	7 天	2800	-1600	1200		
	14 天	-	-	-		
	28 天	-	-	-		
	63 天	-	-	-		
国库现金定存		-	-	-		
MLF/TMLF		-	-	-		
央行票据互换		-	-	-		
SLO		-	-	-		
同业存单		+5345.2	-2840.9	2504.3		
地方债		+898.16	-690	208		

资料来源：Wind，信达证券研发中心

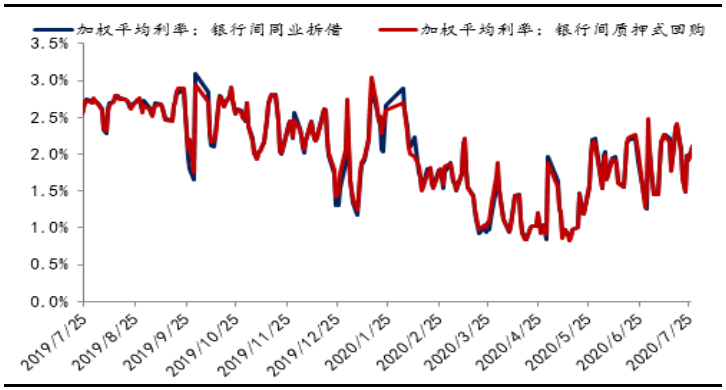
2、利率

货币资金面：本周资金利率小幅上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 2bp 至 1.94%，银行间质押式回购利率上行 6bp 至 1.98%。R001 上行 4bp 至 1.92%，R007 上行 23bp 至 2.33%，DR007 上行 13bp 至 2.24%。SHIBOR 隔夜利率下行 5bp 至 1.79%。考虑到 8 月债券供给压力或有增加，央行或将通过公开市场操作来对冲。

本周同业存单发行利率 1 个月、3 个月有所下降，6 个月有所上升。1 个月、3 个月、6 个月同业存单（AAA+）到期收益率分别为 2.16%、2.56%、2.77%，较上周分别-7bp、-2bp、+8bp。

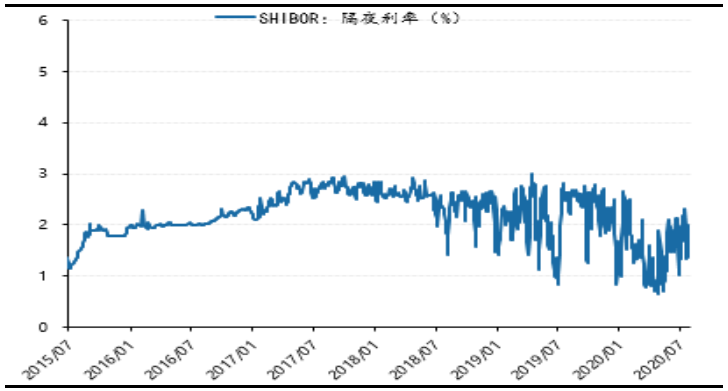
债券利率方面，本周国债与国开债收益率总体上行，1 年期国债收益率与上周持平，为 2.24%，10 年期国债收益率上行 11bp 至 2.97%，期限利差 0.72%，扩大 11bp。1 年期、3 年期和 10 年期国开债收益率分别变动+10bp、+18bp、+14bp 至 2.57%、3.10%、3.47%。

图 14：加权平均利率



资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 15：Shibor 隔夜拆借利率（%）



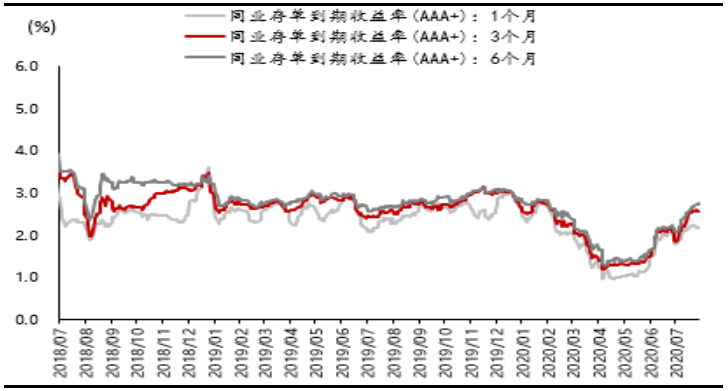
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 16：DR007 和 R007



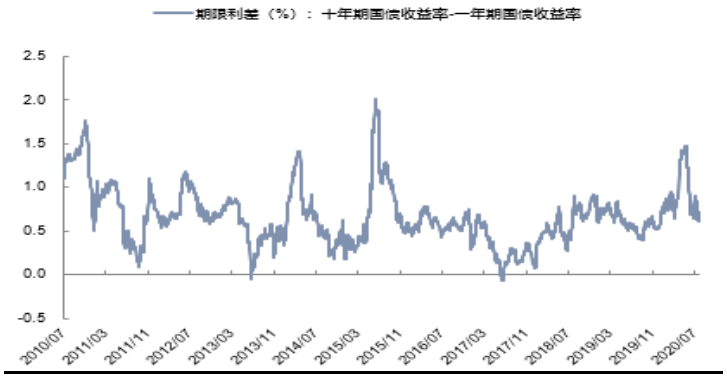
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 17：同业存单到期收益率



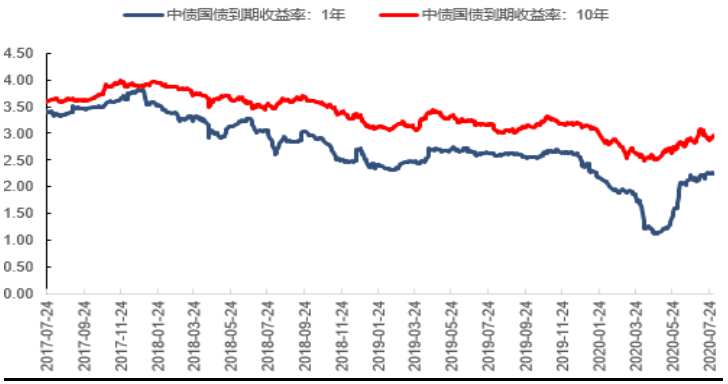
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 18：期限利差：十年期国债收益率-一年期国债收益率



资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 19：国债收益率



资料来源: Wind，信达证券研发中心

行业新闻

证券：

7 月 31 日，证监会就《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法（征求意见稿）》及相关配套规则，公开征求意见。

7 月 31 日，深交所发布关于就《深圳证券交易所指数证券投资基金开发指引（征求意见稿）》公开征求意见的通知

7 月 31 日，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法第二十八条、第四十五条的适用意见——证券期货法律适用意见第 15 号》

保险：

7 月 21 日，中国银保监会、中国人民银行就《保险公司偿付能力管理规定（征求意见稿）》公开征求意见。

7 月 31 日，央行发布《优化资管新规过渡期安排 引导资管业务平稳转型》公告称，资管新规过渡期将延长至 2021 年底。

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于 2020 年 4 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年 11 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。