信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

银行发放券商牌照传言起，资本市场扩容

非银行金融行业周报

2020 年 6 月 28 日

王舫朝　非银行金融分析师

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

银行发放券商牌照传言起，资本市场扩容

2020 年 6 月 28 日

本期内容提要

- **核心观点：**有媒体报道，“证监会计划向商业银行发放券商牌照”，由于商业银行收入体量较券业相差太大，所以在业绩上不会有较大增量。但对银行和整个资本市场来讲，由于商业银行目前如果传言为真，直接融资渠道的进一步拓展意义更为深远。由于当下银行间债权市场，银行已经是第一大承销主体，作为券商牌照各业务条线而言，最重要的当属股权融资资质，可以充分对接银行客户，实现增量。我们充分看好此轮资本市场改革，建议关注头部券商华泰、招商，互联网券商东方财富和自营业务占比较高的红塔证券。

- **市场回顾：**本周主要指数上行，上证综指报 2979.55 点，+0.40%；深证指数报 11813.53 点，+1.25%；沪深 300 指数报 4138.99，+0.98%；中证综合债（净价）指数报 99.38，-13bp；创业板报 2382.47，+2.72%。沪深两市 A 股日均成交额 7718.57 亿元，环比+2.96%，两融余额 11468.91 亿元，较上周升+1.45%。个股方面，券商：光大证券+22.64%，招商证券+13.76%，中国银+9.90%；保险：中国人保+1.25%，中国人寿+0.21%，新华保险-0.95%；多元金融：新力金融+33.09%，吉艾科技+12.54%，绿庭投资+10.37 %。

- **证券业观点：**本周深交所发布《上市公司纪律处分实施标准》，按照新证券法、创业板改革并试点注册制系列规则等最新监管要求，遵循过罚相当原则，进一步增强监管威慑、强化问责力度、压实中介责任，为资本市场改革保驾护航。另外，第十二届陆家嘴论坛上证监会易主席强调了更高水平开放与推动创新转型，具体政策指引包括扩大沪深股投资范围和标的、进一步完善沪伦通业务、进一步拓宽 ETF 的互联互通，加快推出将科创板股票纳入沪股通标的、研究允许 IPO 老股转让、引入做市商制度等创新制度，推出小额快速融资制度等，券商即将迎来新一轮的政策落地期。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 1.81xPB，低于 2X-2.5XPB 的估值中枢，攻守兼备。关注龙头券商：中金公司、中信证券、华泰证券、招商证券及互联网券商东方财富。

- **保险业观点：**前五月寿险保费增速继续回暖，受益于线下展业恢复、保障需求提升、险企加大营销力度，以及重疾炒停，负债端回暖趋势有望持续，料提振 NBV。同时财产险保费也延续回暖趋势，源于车险销售改善以及非车业务需求的逐步释放。资产端，我们认为利率下行不必过于悲观，原因是 1）十年期国债收益率提升明显，随着宽信用的推进，未来长端利率不太可能跌破前期 2.5%的低点，2）利率下行对 EV 影响短期有限，我们测算投资收益率假设下行 50bp 对国寿、平安、太保、新华的 EV 影响分别为-8.69%/-4.80%/-6.84%/-7.61%，影响可控，3）中国寿险业通过产品结构改善降低利率敏感度，同时在资产端调整策略（增配长久期国债和地方债，加大长期股权投资等拓宽配置范围）并加强资产负债匹配。目前四家上市险企估值位于 0.56x~0.90x，处于历史底部区间，当前估值隐含总投资收益率假设分别为

3.32%/2.33%/1.27%/2.31%，估值隐含了投资端悲观预期。推荐龙头寿险公司国寿、新华、太保、平安。

- **流动性观点：**量方面，为维护端午节假期以及半年末流动性稳定，本周央行逆回购投放 5000 亿元，到期 1200 亿元，净投放 3800 亿元，其中开展 7 天和 14 天逆回购操作分别 3100 亿元和 1900 亿元。另外，6 月以来，地方债发行较 5 月大幅放缓，或为 7 月底前需要发行完毕的特别国债腾挪空间。价方面，本周（2020 年 6 月 22 日~24 日）资金利率先上后下。受降准预期落空，特别国债发行以及国开债一级招标结果不及预期影响，周一周二市场利率持续高位运行，而随着 OMO 的不断加码对冲债券缴款压力以及对季末流动性的呵护，资金利率有所下行。加权平均银行间同业拆借利率下行 20bp 至 2.04%，银行间质押式回购利率下行 30bp 至 1.9%。R001 下行 69bp 至 1.49%，R007 上行 22bp 至 2.39%，DR007 持平于 2.13%。SHIBOR 隔夜利率下行 59bp 至 1.54%。我们认为，短期内资金面最紧张的时候已经过去，货币资金利率也已接近政策利率，未来继续大幅收紧的可能性不大。根据政府国常会提出“综合运用降准和再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕”的表述，叠加经济运行仍出现反复，预计货币政策仍然维持宽松态势，后续仍将期待降准和公开市场操作。
- **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.....9

表 目 录

表 1:6 月 22 日~26 日央行操作和债券发行与到期（亿元）.....7

图 目 录

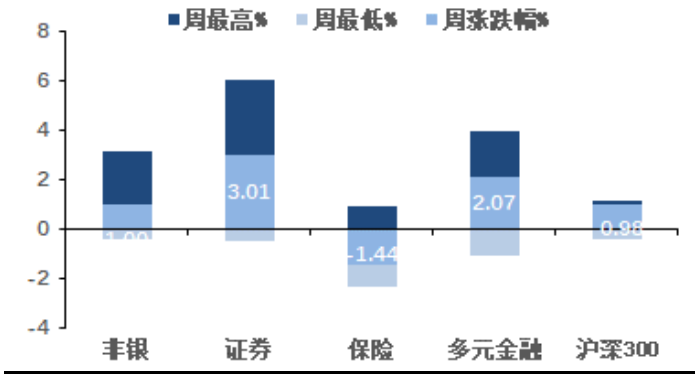
图 1: 本周证券板块跑赢沪深 300 指数 2.03%.....0
图 2: 2020 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 6.68%.....0
图 3: 本周 A 股日均成交金额环比+2.96%.....1
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数.....1
图 5: 1 月以来 IPO、再融资承销规模 1353.04 亿元、3726.38 亿元.....1
图 6: 1 月以来债券承销规模 39310.12 亿元.....1
图 7: 本周两融余额较上周+1.45%.....2
图 8: 本周股票质押市值较上周+1.78%.....2
图 9: 券商板块 PB.....2
图 10: 人身险单月保费（亿元）及增速.....4
图 11: 财产险单月保费（亿元）及增速.....4
图 12: 健康险单月保费（亿元）及增速.....5
图 13: 保险资金运用结构.....5
图 14: 财产公司各险种增速（%）.....5
图 15: 各险种赔付支出增速.....5
图 16: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线（%）.....6
图 17: 上市险企 PEV.....6
图 18: 公开市场操作：投放、回笼、净投放量.....7
图 20: Shibor 隔夜拆借利率（%）.....8
图 21: DR007 和 R007.....9
图 22: 同业存单到期收益率.....9
图 23: 期限利差：十年期国债收益率-一年期国债收益率.....9
图 24: 国债收益率.....9

市场概况及一周点评

一、证券业务:

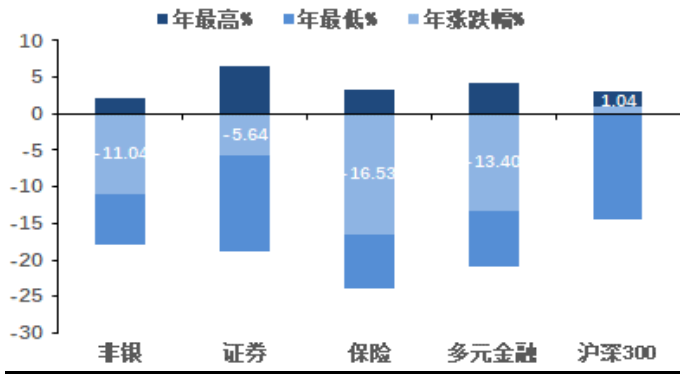
1. **证券经纪**：本周沪深两市累计成交 1747.83 亿股，成交额 23155.72 亿元，A 股日均成交额 7718.57 亿元，环比+2.96%，日均换手率 1.09%，环比-6.87bp。
2. **投资银行:** 截至 6 月 24 日，2020 年 IPO 承销规模为 1353.04 亿元,再融资承销规模为 376.38 亿元；券商债券承销规模为 39310.12 亿元 。
3. **信用业务:**（1）融资融券：截至 6 月 23 日，两融余额 11468.91 亿元， 较上周+1.45%，占 A 股流通市值 2.24%;（2）股票质押：截至 6 月 24 日，场内外股票质押总市值为 45065.13 元，较上周+1.78%。
4. **证券投资:** 本周沪深 300 指数报 4138.99，较上周+0.98%，上证综指报 2979.55，较上周+0.40%，深圳成指报 11813.53，较上周+1.25%，中证综合债（净）指数报 99.38，较上周-13bp。
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 2.03%



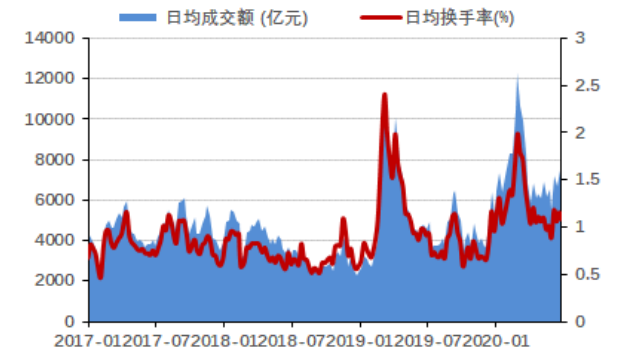
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 2：2020 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 6.68%



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+2.96%



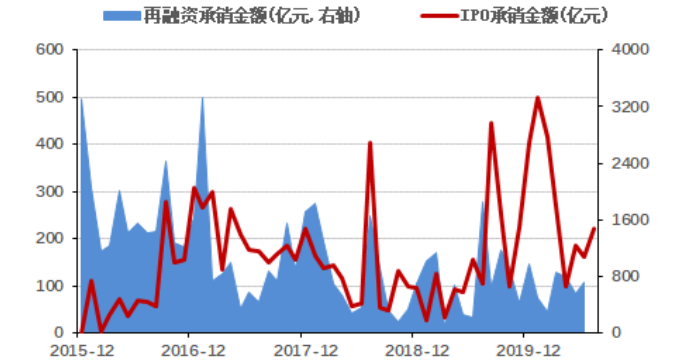
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：沪深 300 指数和中证综合债指数



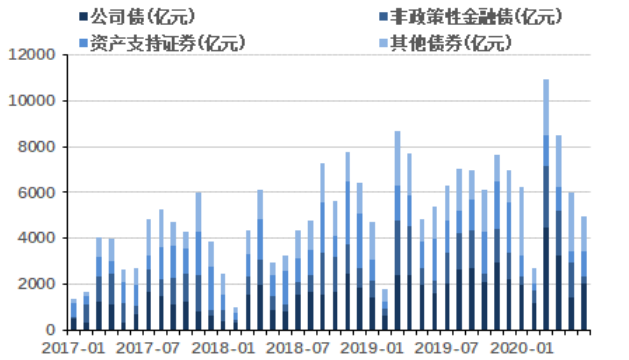
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 1353.04 亿元、3726.38 亿元



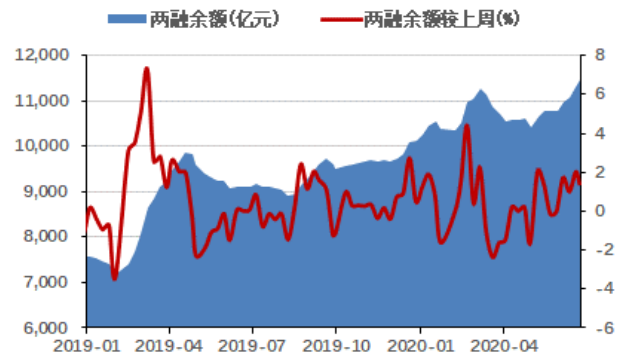
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：1 月以来债券承销规模 39310.12 亿元



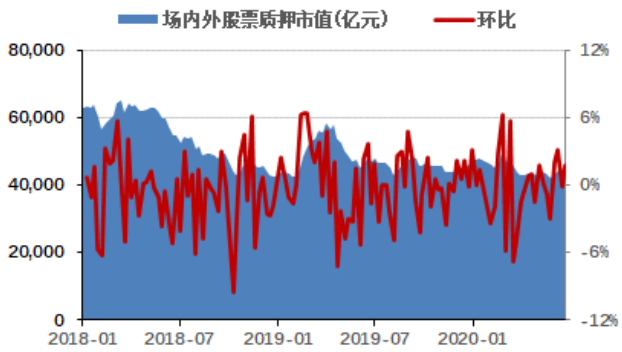
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：本周两融余额较上周+1.45%



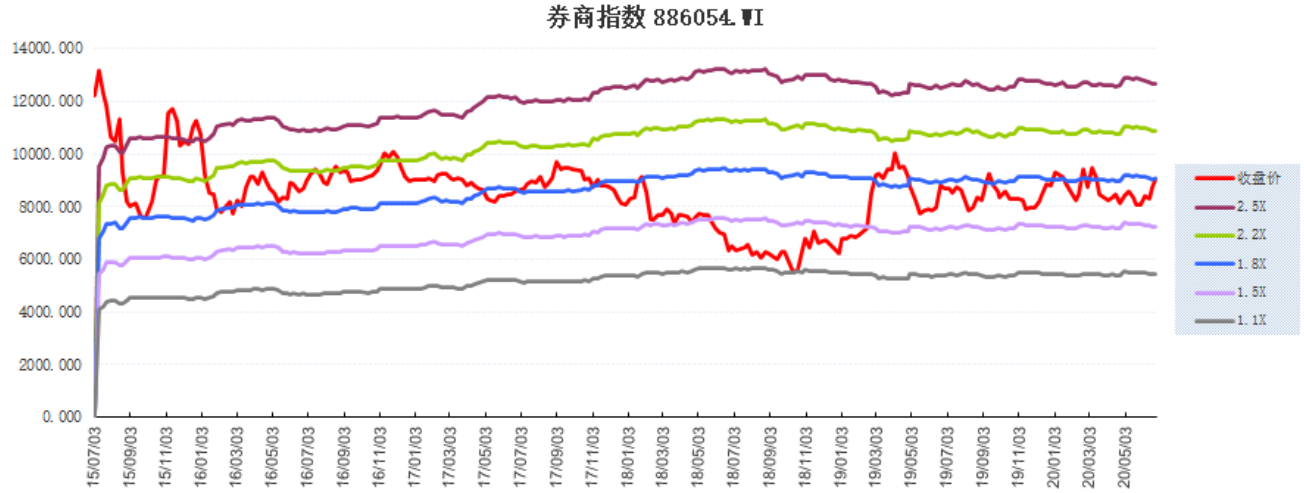
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：本周股票质押市值较上周+1.78%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：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

5 月保费数据 ： 1-5 月累计保费增速继续改善

1-5 月保险行业累计实现原保费收入 2.3 万亿元，同比增长 5.54%，增速环比上升 1.19pct。5 月单月原保费收入 3177.4 亿，同比+13.7%，增速环比-2.9pct。保护投资款新增交费 1-5 月新增 3833.5 亿，同比-28.9%，降幅收窄 8.8pct，5 月单月新增 731.2 亿元，同比+77.5%，环比+93.7pct。1-5 月投连险新增交费 153.8 亿，同比-15%，降幅扩大 5.8pct, 5 月单月 25.83 亿元，同比-35.4%，降幅扩大 1.3pct。截止 2020 年 5 月末，保险行业总资产 21.99 万亿元，同比增长 15.27%，增速环比+0.42pct，行业资金运用余额 19.69 万亿元，同比增长 15.69%，增速环比+0.31pct。

1-5 月寿险累计增速继续改善，健康险增速保持高位。1-5 月人身险原保费收入 1.81 万亿元，同比+5.88%，增速环比+1.27pct。5 月单月人身险原保费收入 2181 亿元，同比+16.2%，增速环比下降 4.8pct。1-5 月寿险业务保费收入 1.36 万亿元，同比 2.89%，增速环比+1.41pct，源于代理人展业逐渐恢复叠加前期需求的释放，以及险企加大营销力度。5 月单月寿险原保费收入 1451.8 亿元，同比+16.4%，增速环比下降 4.8pct。1-5 月健康险原保费规模 3926.8 亿元，同比+20.27%，增速保持平稳，5 月单月健康险原保费 652.4 亿元，同比+18.88%，增速环比上升 2.38pct，占人身险的比重为 21.75%,环比增加 1 个百分点。随着居民健康保险意识的提升，以及重疾定义修订或为险企带来一段“炒停售”时间，代理人复工逐步推进，预计健康险有望保持较快增长。

1-5 月产险累计原保费继续回暖,车险增速继续回暖。1-5 月产险原保费规模 5013 亿元，同比 4.33%，增速环比+1.03pct。5 月单月产险原保费规模 996.7 亿元，同比+8.69%，增速环比-4.09pct。车险增速继续回暖，1-5 月车险同比+2.11%，增速环比提升 1.62pct，占比较四月回升 1.7pct 至 57.6%，主要受益于 5 月乘用车销量回正，同比+6.97%，环比提升 9.55pct。非车业务同比+13.89%，增速保持平稳，非车业务中健康险、农险、责任险保持强劲增长，同比分别+39.62%、+22.10%、+12.39%，增速分别环比+1.01pct、+0.08pct、+1.67pct。企财险受复工复产推进，增速环比回升 0.57pct 至 5.79%。意外险因疫情导致外出减少影响持续，仍为负增长-9.21%，降幅收窄 2.08pct。 保证保险增速环比-2.82pct 至 1.65%，源于防风险考虑，行业对保证保险业务规模压降。

资金运用：存款和股基配置下降，债券和另类配置上升

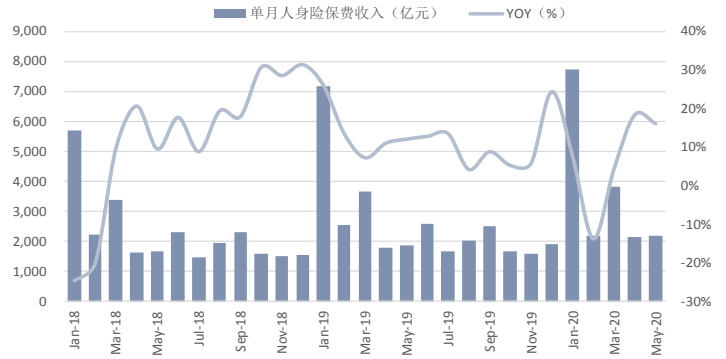
截至 2020 年 5 月，保险行业投资资产为 16.9 万亿，同比增长 16.88%，增速较环比提升 0.68 个百分点。截至 2020 年 5 月，银行存款、债券投资、股票和基金、另类投资占比分别为 14.14%/34.63%/13.25%/37.98%，环比分别-16bp、+38bp、-34bp、

+12bp。

赔付支出：1-5 月赔付支出降幅继续收窄

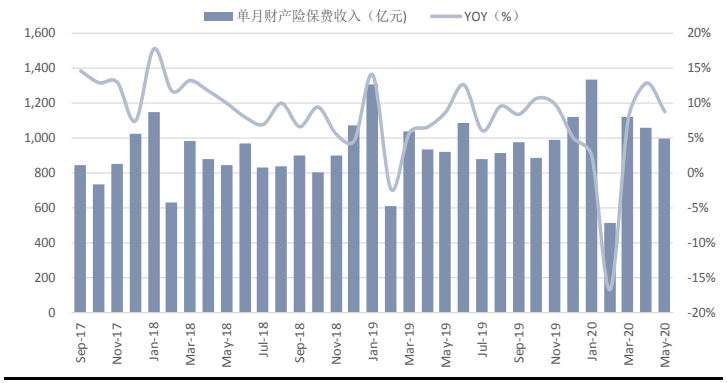
2020 年 1-5 月，保险行业累计赔付支出 5148.5 亿，同比-1.97%，降幅收窄 2.4 个百分点，其中财产险赔付 2389.16 亿，同比-2.28%，降幅收窄 3.93 个百分点，人身险赔付 2759.36 亿，同比-1.7%，降幅收窄 1.13 百分点，其中寿险同比-7.64%，降幅收窄 1.28 个百分点，健康险同比+11.06%，增速环比-0.59 个百分点，意外险同比-1.1%，增速环比收窄 3.98 个百分点。5 月单月赔付支出同比+8.8%，增速环比-1.3pct。5 月单月财产险和人身险赔付分别同比分 13.4%和 4%，增速分别环比变动+4.7pct 和-8.1pct。人身险中寿险、意外险、健康险赔付分别同比分别-0.1%、14.8%、8.8%，分别环比-4.1pct、+3.3pct、-15.3pct。

图 10：人身险单月保费（亿元）及增速



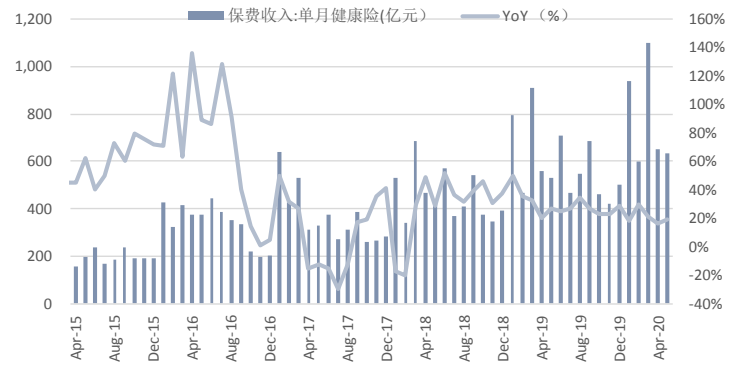
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：财产险单月保费（亿元）及增速



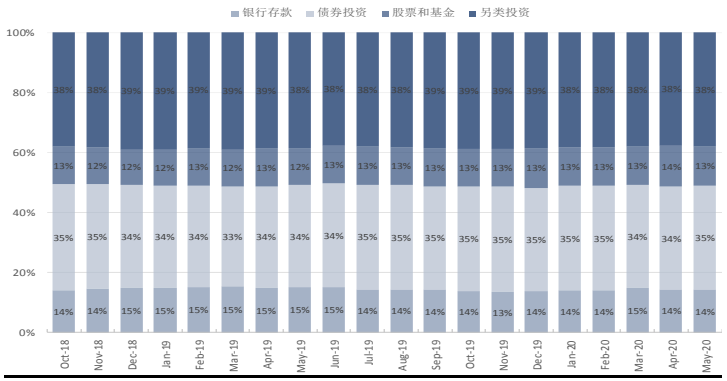
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 12：健康险单月保费（亿元）及增速



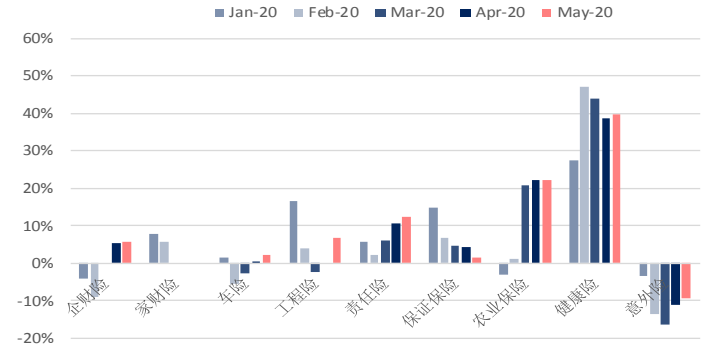
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 13：保险资金运用结构



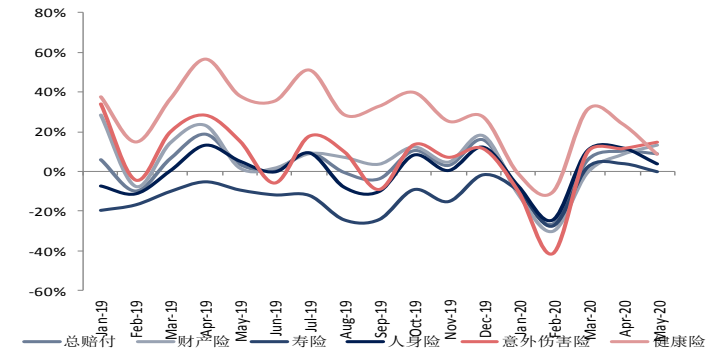
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：财产公司各险种增速（%）



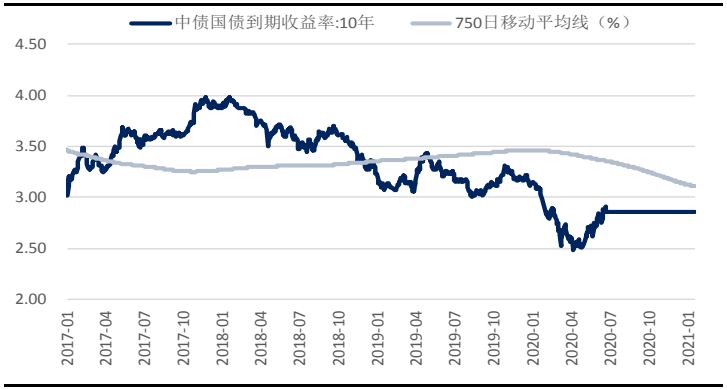
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 15：各险种赔付支出增速



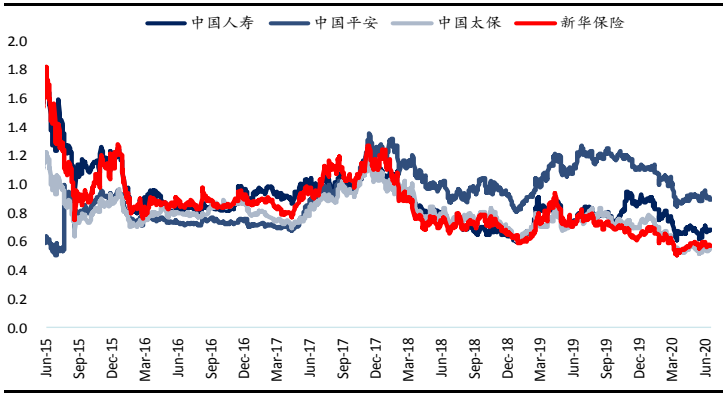
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 16：10 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 17：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：

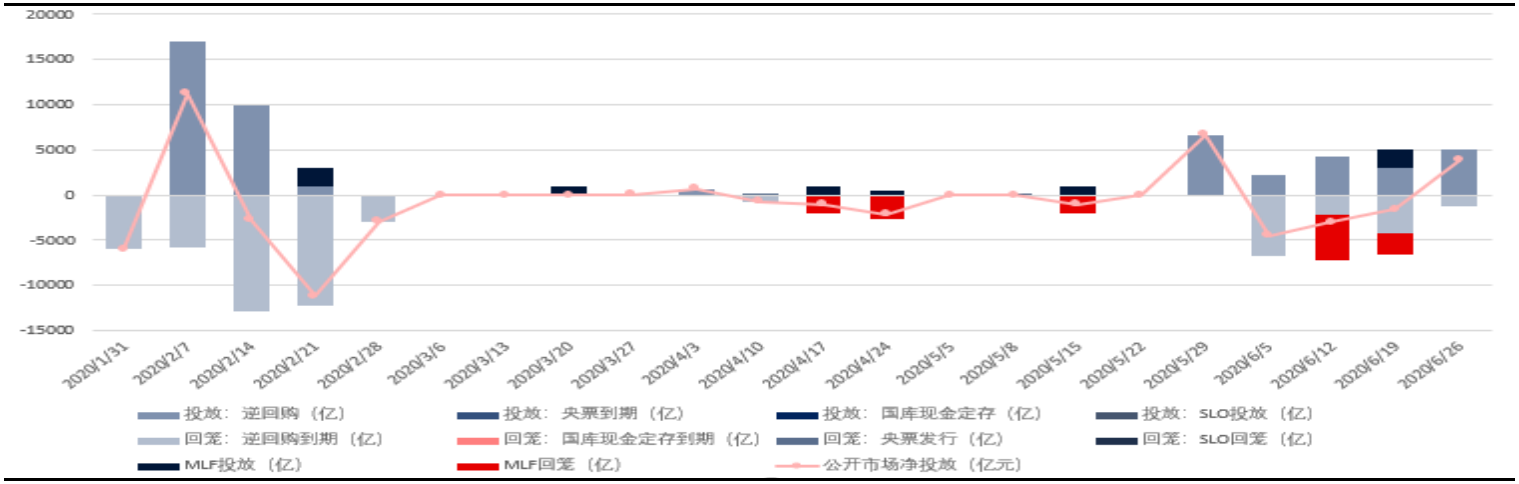
1、基础货币投放量和债券发行情况

为维护端午节假期以及半年末流动性稳定，本周央行开启大额净投放，逆回购投放 5000 亿元，到期 1200 亿元，净投放 3800 亿元，其中开展 7 天和 14 天逆回购操作分别 3100 亿元和 1900 亿元。在未出现逆回购到期的前三天开展逆回购操作体现了央行对季末资金面的呵护。

同业存单共发行 3111.6 亿元，到期 2499.1 亿元，净融资 612.5 亿元。

本周地方债共发行 215.2 亿元，到期 474.88 亿元，净融出 259.68 亿元。6 月份以来，地方债发行较五月份大幅放缓，或为 7 月底前需要发行完毕的特别国债腾挪空间。

图 18：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 1:6 月 22 日~26 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	+3100	-1200	+1900	2.2%	0
	14 天	+1900	-	+1900	2.35%	0
	28 天	-	-	-		
	63 天	-	-	-		
国库现金定存		-	-	-		
MLF/TMLF		-	-	-		
央行票据互换		-	-75	-		
SLO		-	-	-		
同业存单		3111.6	-2499.1	+612.5		
地方债		215.2	-474.88	-259.68		

资料来源：Wind，信达证券研发中心

2、利率

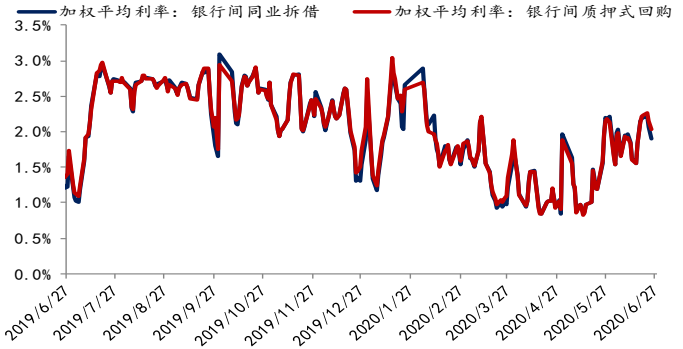
货币资金面：本周（2020 年 6 月 22 日~24 日）资金利率先上后下。受降准预期落空，特别国债发行以及国开债一级招标结果不及预期影响，周一周二市场利率持续高位运行，而随着 OMO 的不断加码对冲债券缴款压力以及对季末流动性的呵护，资金利率有所下行。加权平均银行间同业拆借利率下行 20bp 至 2.04%，银行间质押式回购利率下行 30bp 至 1.9%。R001 下行 69bp 至 1.49%, R007 上行 22bp 至 2.39%，DR007 持平于 2.13%。SHIBOR 隔夜利率下行 59bp 至 1.54%。我们认为，短期内资金面最紧张的时候已经过去，货币资金利率也已接近政策利率，未来继续大幅收紧的可能性不大。根据政府国常会提出“综合运用降准和再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕”的表述，叠加经济运行仍出现反复，预计货币政策仍然维持宽松态势，后续仍将期待降准和公开市场操作。

本周同业存单发行利率小幅上升，1 个月、3 个月、6 个月同业存单（AAA+）到期收益率分别为 2.10%、2.13%、2.18%，较上周分别+7bp、+2bp、+1bp。

债券利率方面，本周国债收益率和国开债收益率各期限涨跌不一，1 年期国债收益率上行 3bp 至 2.15%, 10 年期国债收益率下行 1.4bp 至 2.86%，期限利差 0.71%，收窄 4bp。1 年期、3 年期和 10 年期国开债收益率分别-1bp、+5bp、-2bp 至 2.29%、2.76%、3.14 %。

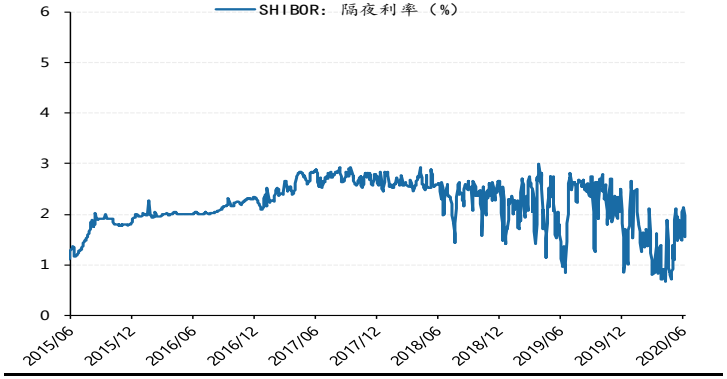
6 月 LPR 利率保持不变，主要因为前期 MLF 利率未降以及银行资金成本居高不下形成了制约。根据国常会传达的宽松货币政策基调以及随着 CPI 涨幅的回落，降准和降息有进一步空间，后续 LPR 仍将进一步下行。

图 19：加权平均利率



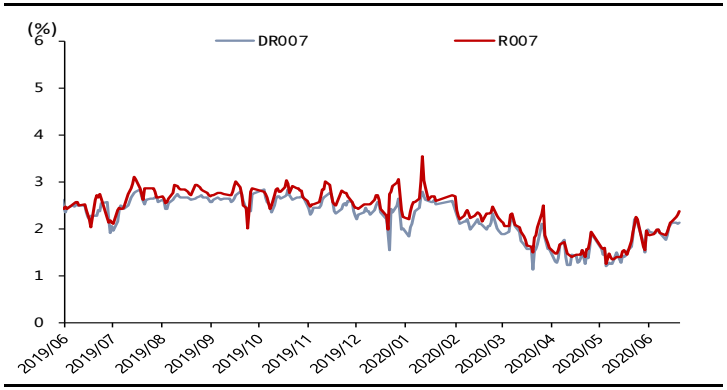
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 20：Shibor 隔夜拆借利率（%）



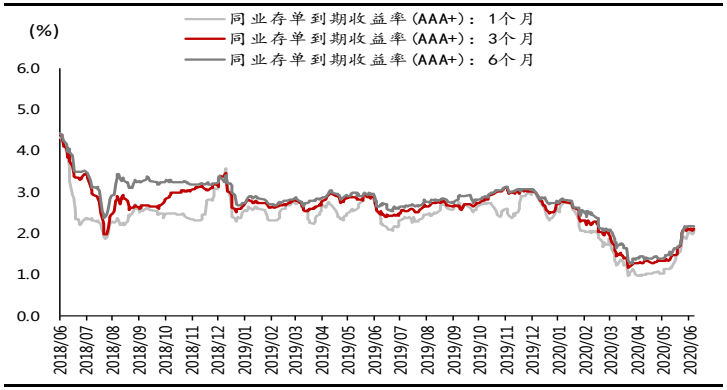
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 21：DR007 和 R007



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 22：同业存单到期收益率



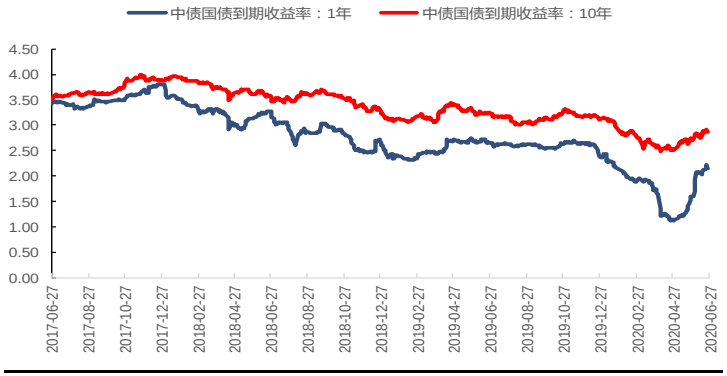
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 23：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 24：国债收益率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

行业新闻

证券：

6 月 24 日，深交所发布《上市公司纪律处分实施标准》进一步压实违法违规责任，护航创业板注册制改革

保险：

日前，银保监会人身险部要求各人身险公司报送发行资本补充债券情况。

6 月 23 日，银保监会发布《中国银保监会行政处罚办法》，将统一规范银行保险业行政处罚程序，提升金融违法违规成本，严肃整治金融市场乱象，规范化解金融风险。

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。