信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

非标压缩未曾放松，券商行情已在路上

非银行金融行业周报

2020 年 6 月 21 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

非标压缩未曾放松，券商行情已在路上

2020 年 6 月 21 日

本期内容提要

- **核心观点：**部分信托公司接到融资信托暂停通知，监管压非标态度坚决，AA 评级及以下城投公司和地方房企现金流承压。此举对权益市场影响有二：一是通过房地产刺激经济概率极低，内需拉动仍是主要方向；二是不代表流动性收紧，今年以来表外转表内趋势明显，高评级城投投资初步改善，流动性收紧可能性不大。当前利率处于合理区间，经济数据随需求转暖逐步变好，叠加流动性不收紧，非银板块重大投资机会显现，推荐非银组合：中信、国寿、东财，及自营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 2967.63 点，+1.64%；深证指数报 11668.13 点，+3.70%；沪深 300 指数报 4098.71，+2.39%；中证综合债（净价）指数报 99.51，-29bp；创业板报 2319.45，+5.11%。沪深两市 A 股日均成交额 7496.63 亿元，环比+12.22%，两融余额 11304.92 亿元，较上周升+2.03%。个股方面，券商：中信建投+12.20%， 光大证券+10.64%，中国银河+1.66%,；保险：中国人保+3.06%，新华保险+2.38%，中国太保 0.83%；多元金融：民生控股+12.47%，新力金融+6.38%，香溢融通+4.75%。

- **证券业观点：** 6 月 19 日，深交所发布《关于做好创业板上市公司适用再融资建议程序相关工作的通知》，再融资简易程度的非公开发行，融资额度由 5000 万元且不超过净资产的 10%，提高至 3 亿元且不超过净资产的 20%。创业板小额快速再融资有利于创业板企业在短时间获得融资资金，企业不需要一次性大规模融资，从而导致融资后长时间资金限制，再融资效率将大幅提高。创业板注册制已进入实操阶段，资本市场改革加速推进+可流动性宽裕，继续看好券商板块。目前行业平均估值 1.76xPB，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、国泰君安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。资产端，我们认为利率下行不必过于悲观，原因是 1）近期十年期国债收益率提升明显，随着宽信用的推进以及国常会提出金融机构让利 1.5 万亿元，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 0.54x~0.93x，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%/2.5%/1.13%/2.35%，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，本周央行公开市场投放 5000 亿元，回笼 6600 亿元，净回笼资金 1600 亿元，其中逆回购投放 3000 亿元，到期 4200 亿元，央行时隔四个月重启 14 天逆回购操作。本周 MLF 缩量续作，投放 2000 亿元，到期 2400 亿元。在之前的预告下，6 月 15 日央行开启 MLF 操作，但操作规模仅 2000 亿元，远少于本月 7400 亿元的到期量，且 MLF 利率与上次持平，MLF 降息预期落空。价方面，本周资金利率明显回升。加权平均银行间同业拆借利率上升 63bp 至 2.24%，银行间质押式回购利率上行 58bp 至 2.2%。R001 上行 62bp 至 2.18%, R007 上行 25bp 至 2.17%，DR007 上行 23bp 至 2.13%。SHIBOR 隔夜利率上行 60bp 至 2.13%。央行对本月到期的 MLF 缩量续作且 MLF 利率维持不变、抗疫特别国债发行加速以及国常会提出金融系统全年向企业合理让利 1.5 亿元等均导致本周资金利率上行。根据政府工作报告确定的今年 M2 和社融增速将明显高于去年以及国常会提出“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，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.....7

表 目 录

表 1：6 月 15 日~21 日央行操作和债券发行与到期（亿元）.....5

图 目 录

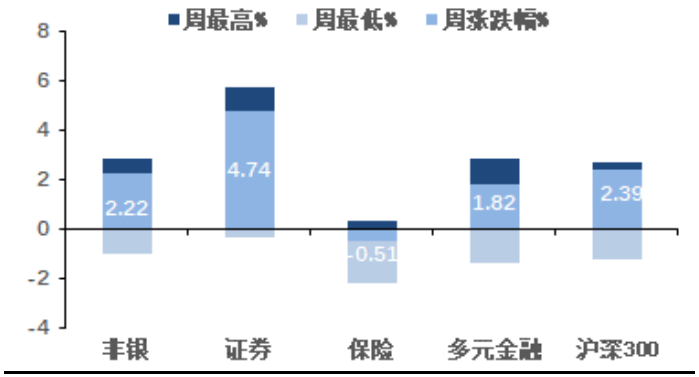
图 1：本周证券板块跑赢沪深 300 指数 2.35%.....0
图 2：2020 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 8.45%.....0
图 3：本周 A 股日均成交金额环比+12.22%.....1
图 4：沪深 300 指数和中证综合债指数.....1
图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 1330.33 亿元、3542.62 亿元.....1
图 6：1 月以来债券承销规模 37662.99 亿元.....1
图 7：本周两融余额较上周+2.03%.....2
图 8：本周股票质押市值较上周-0.18%.....2
图 9：券商板块 PB.....2
图 10：10 年期国债收益率及 750 日移动平均线（%）.....4
图 11：上市险企 PEV.....4
图 12：公开市场操作：投放、回笼、净投放量.....5
图 14：Shibor 隔夜拆借利率（%）.....6
图 15：DR007 和 R007.....7
图 16：同业存单到期收益率.....7
图 17：期限利差：十年期国债收益率-一年期国债收益率.....7
图 18：国债收益率.....7

市场概况及一周点评

一、证券业务:

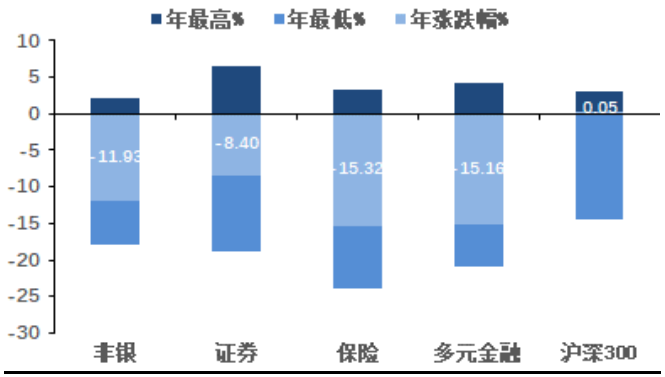
1. **证券经纪**：本周沪深两市累计成交 3093.53 亿股，成交额 37482.14 亿元，A 股日均成交额 7496.43 亿元，环比+12.22%，日均换手率 1.15%，环比+9.45bp。
2. **投资银行:** 截至 6 月 19 日，2020 年 IPO 承销规模为 1330.33 亿元,再融资承销规模为 3542.62 亿元；券商债券承销规模为 37662.99 亿元 。
3. **信用业务:**（1）融资融券：截至 6 月 18 日，两融余额 11304.92 亿元， 较上周+2.03%，占 A 股流通市值 2.24%;（2）股票质押：截至 6 月 19 日，场内外股票质押总市值为 44275.05 元，较上周-0.18%。
4. **证券投资:** 本周沪深 300 指数报 4098.71，较上周+2.39%，上证综指报 2967.63，较上周+1.64%，深圳成指报 11668.13，较上周+3.70%，中证综合债（净）指数报 99.51，较上周-29bp。
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 2.35%



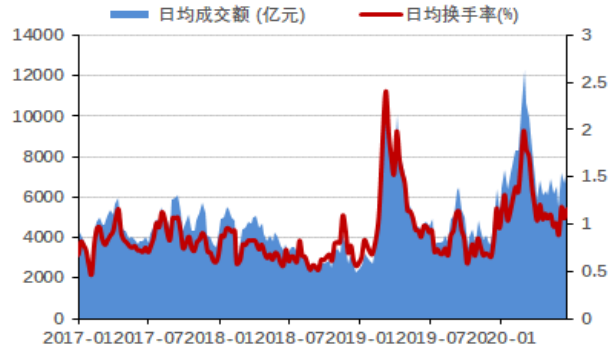
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 2：2020 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 8.45%



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+12.22%



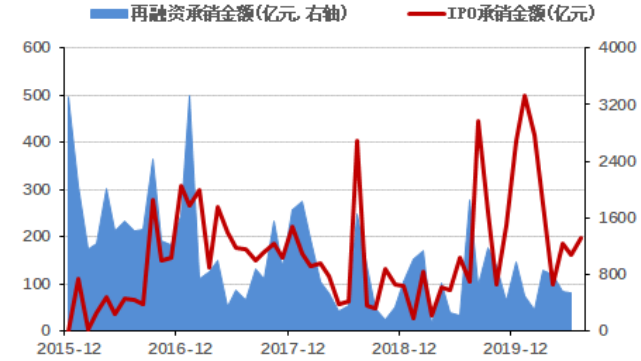
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：沪深 300 指数和中证综合债指数



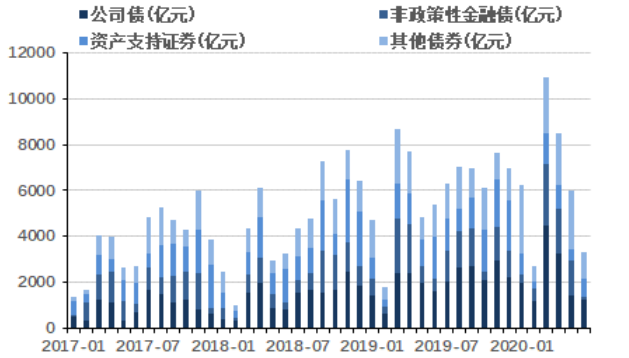
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 1330.33 亿元、3542.62 亿元



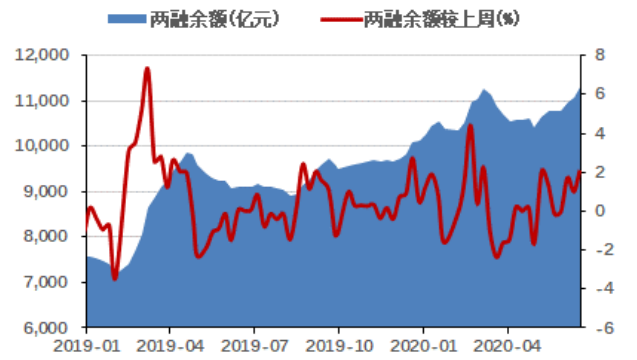
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：1 月以来债券承销规模 37662.99 亿元



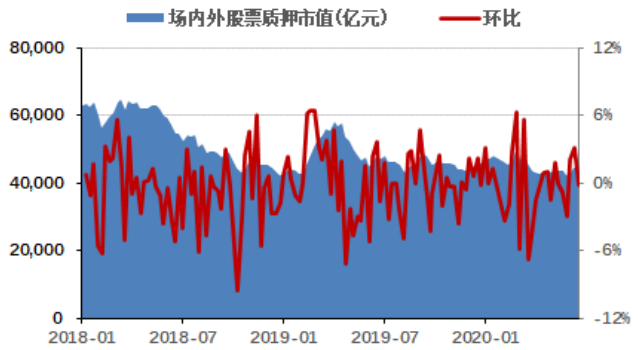
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：本周两融余额较上周+2.03%



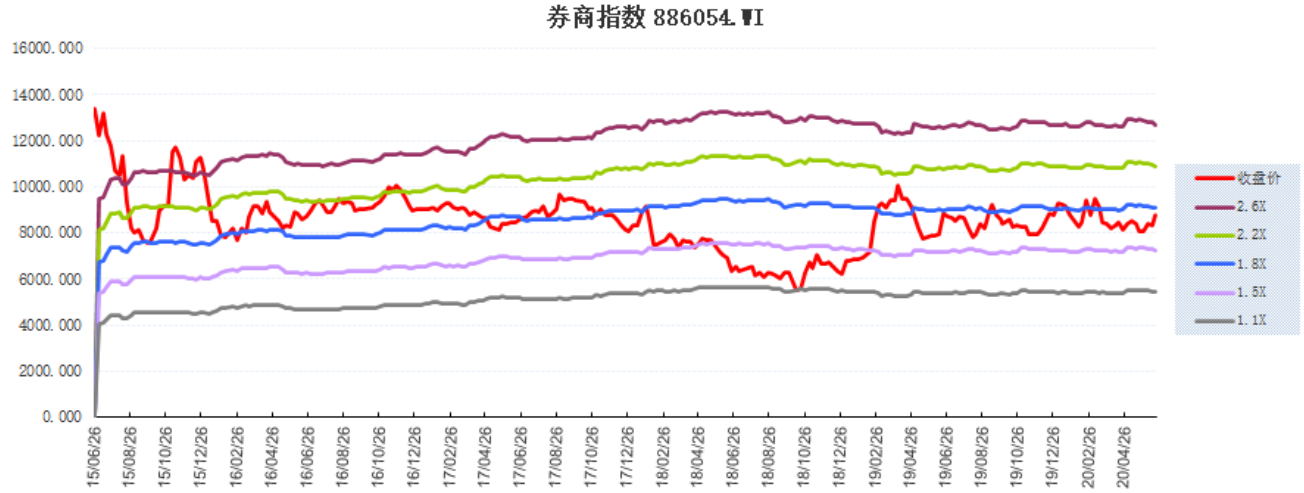
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：本周股票质押市值较上周-0.18%



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

郭树清在陆家嘴金融论坛表示拟设立保险资管公司，支持资本市场发展

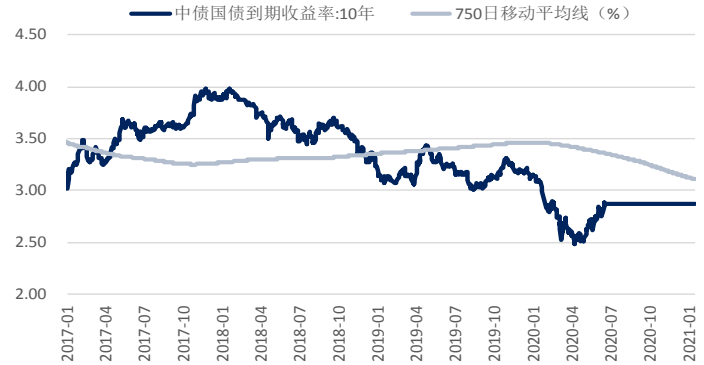
6 月 18 日，央行党委书记、银保监会主席郭树清在第十二届陆家嘴论坛多次提到保险，主要体现在两方面：1）**保险要发挥特有的抗风险作用**，包括扩大风险保障覆盖面，增加营业中断险、出口信用险产品供给，针对抗疫减灾和农业农村等薄弱环节，推出更多保险品种；支持疫后重建，加大理赔力度同时提高理赔效率；加大对企业中长期债券的投资。2）**更好支持资本市场的发展**，包括批设更多的保险资产管理公司；推进银行和保险的深度合作；研究出台保险机构投资私募理财产品和私募股权基金相关政策；支持保险公司通过直接投资、委托投资、公募基金等各种渠道增加资本市场投资等；对保险权益类资产配置实施差异化监管，引导保险资金配置于权益类资产。

友邦保险"分改子"获批，首家外商独资寿险诞生

6 月 19 日，中国银保监会批复同意友邦保险上海分公司改建为独资人身保险公司，为中国内地首家获得设立批复的外商独资寿险公司。此外，银保监会还批复了友邦人寿主要高管任职资格。其中，李源祥担任友邦人寿董事长，张晓宇任友邦人寿总经理。

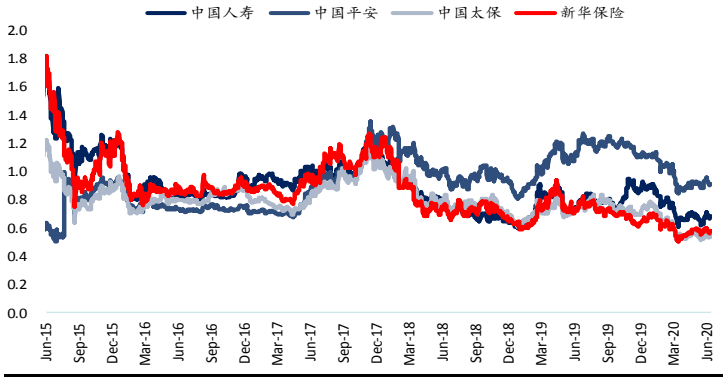
我们认为此次分改子的影响主要有：1）获得了独立法人资格，将拓宽友邦在中国的区域布局。2019 年前因历史及政策原因，友邦作为唯一一家外资独资寿险公司不能实现全国范围展业，仅能在中国内地五个省市开展业务。此次分改子后，友邦将申请在其他区域设立新的分支机构，加速全国范围内的布局。据悉，首批分公司或将在四川、山东、安徽、浙江、湖北等地选址。2）友邦人寿将与国内机构享有一样的市场准入和监管规定，3）提升公司治理效率，优化运营架构。友邦人寿中国业务的经营决策可以直接由友邦人寿中国境内董事会批准，有助于提升反应速度和经营效率，且更贴合本土化发展。同时优化运营组织结构，避免了过去分公司各自作战的局面，共享运营平台，提升运营效率，降低成本。4）发挥保险资金投资的规模优势。对各家分支机构的各自的投资账户划归友邦人寿统一管理，有助于提升保险资金的规模，并做更好的投资决策。

图 10：10 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 11：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

本周央行逆回购投放 3000 亿元，到期 4200 亿元，其中开展 7 天和 14 天逆回购操作分别 1200 亿元和 1800 亿元，这也是央行时隔四个月重启 14 天逆回购操作。其中 6 月 18 日开展的 700 亿元 14 天逆回购利率下调 20bp 至 2.35%，其目的主要有 1）跟随此前 7 天逆回购利率和 MLF 利率同步下降，2）保持季末流动性平稳，3）6 月 18 日抗疫特别国债发行对市场资金面的冲击，4）缓解近期资金利率大幅上行局面。目前 DR001 和 DR007 均突破 2%。

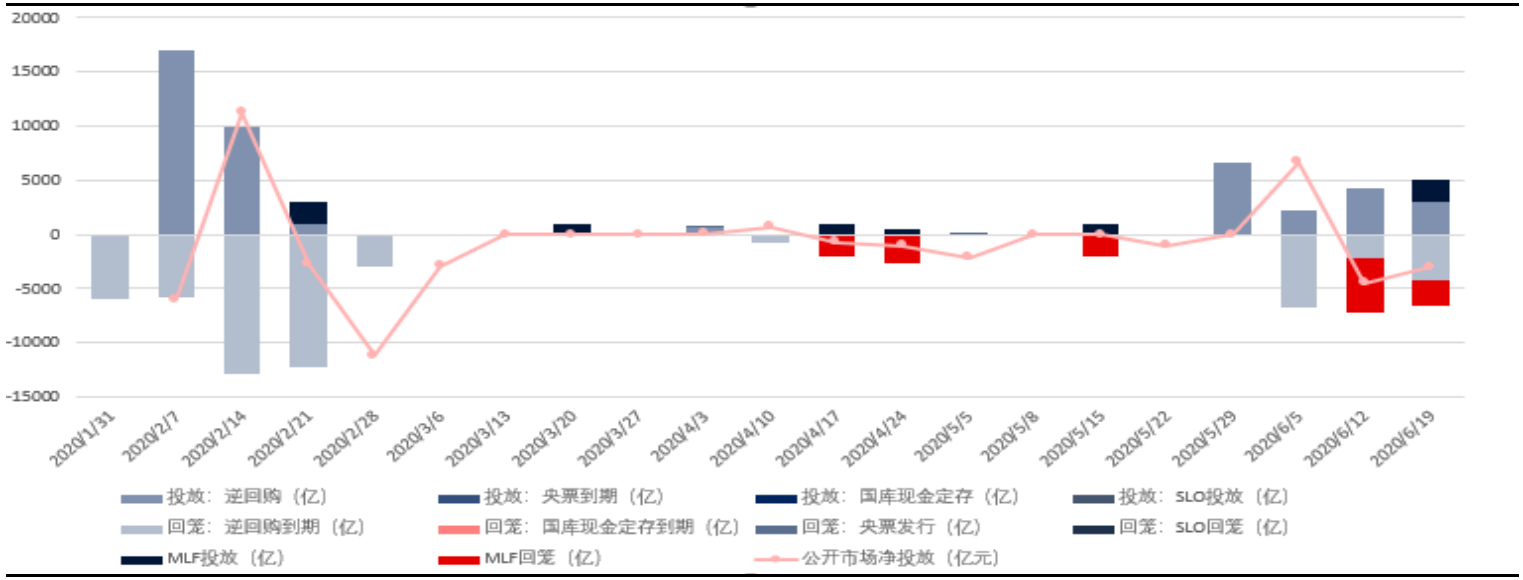
本周 MLF 缩量续作，投放 2000 亿元，到期 2400 亿元，本周净回笼资金 1600 亿元。在之前的预告下，6 月 15 日央行开启 MLF 操作，但操作规模仅 2000 亿元，远少于本月 7400 亿元的到期量，且 MLF 利率与上次持平，MLF 降息预期落空。我们认为主要因为 1）当前市场流动性仍然保持充裕，2）遏制短端利率套利空间，3）5 月社融和信贷表现强劲。我们预计 6 月 LPR 大概率保持不变。

6 月 18 日首批 1000 亿元抗疫特别国债发行，其中 5 年期和 10 年期均为 500 亿元，剩余 9000 亿元将于 7 月底前完成发行。6 月以来央行公开市场操作频繁，预计央行后续仍会通过公开市场操作或降准等方式缓解国债发行对资金面的扰动。

同业存单共发行 5769.2 亿元，到期 4315.2 亿元，净融资 1454 亿元。

本周地方债共发行 752.31 亿元，到期 1351.01 亿元，净融出 598.7 亿元。

图 12：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 15 日~21 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	+1200	-4200	-1000	2.2%	0
	14 天	+1800	-	+1800	2.35%	-20bp
	28 天	-	-	-		
	63 天	-	-	-		
国库现金定存		-	-	-		
MLF/TMLF		+2000	-2400	-400	2.95%	0
央行票据互换		-	-	-		
SLO		-	-	-		
同业存单		5769.2	-4315.2	+1454		
地方债		752.31	-1351.01	-598.7		

资料来源：Wind，信达证券研发中心

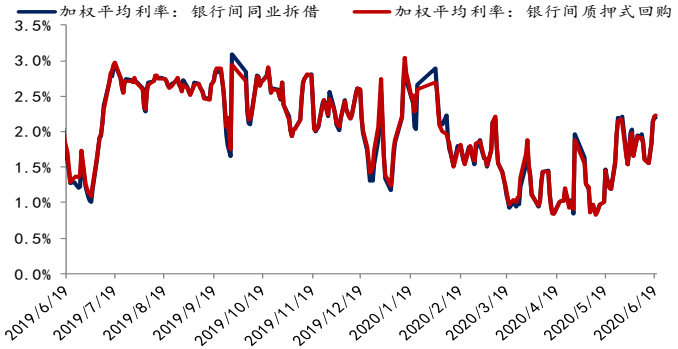
2、利率

货币资金面：本周资金利率明显回升。加权平均银行间同业拆借利率上升 63bp 至 2.24%，银行间质押式回购利率上行 58bp 至 2.2%。R001 上行 62bp 至 2.18%, R007 上行 25bp 至 2.17%，DR007 上行 23bp 至 2.13%。SHIBOR 隔夜利率上行 60bp 至 2.13%。央行对本月到期的 MLF 缩量续作且 MLF 利率维持不变、抗疫特别国债发行加速以及国常会提出金融系统全年向企业合理让利 1.5 亿元等均导致本周资金利率上行。根据政府工作报告确定的今年 M2 和社融增速将明显高于去年以及国常会提出“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，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均继续回升，1 个月、3 个月、6 个月同业存单（AAA+）到期收益率分别为 2.03%、2.12%、2.17%，较上周分别变动 12bp、2bp、-1bp。

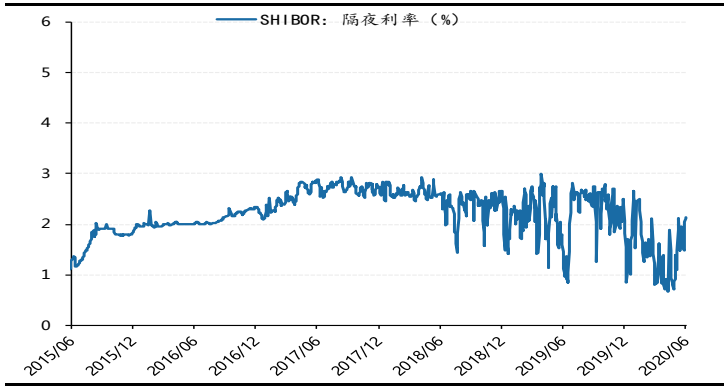
债券利率方面，本周国债收益率和国开债收益率上行，1 年期国债收益率上行 7bp 至 2.12%, 10 年期国债收益率上行 13bp 至 2.88%，期限利差 0.75%，上升 6bp。1 年期、3 年期和 10 年期国开债收益率分别上升 9.2bp、15.5bp、6.5bp 至 2.3%、2.71%、3.16 %。

图 13：加权平均利率



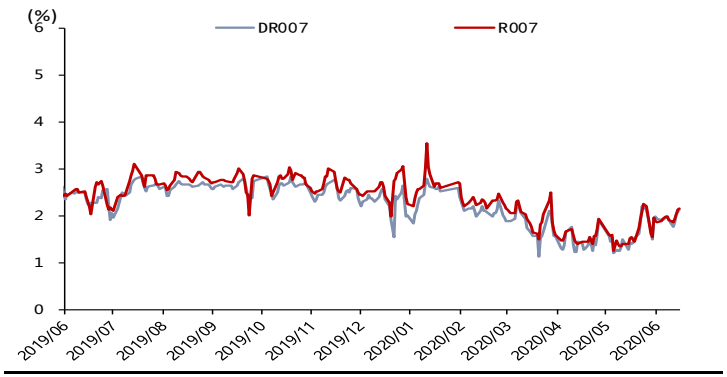
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 14：Shibor 隔夜拆借利率（%）



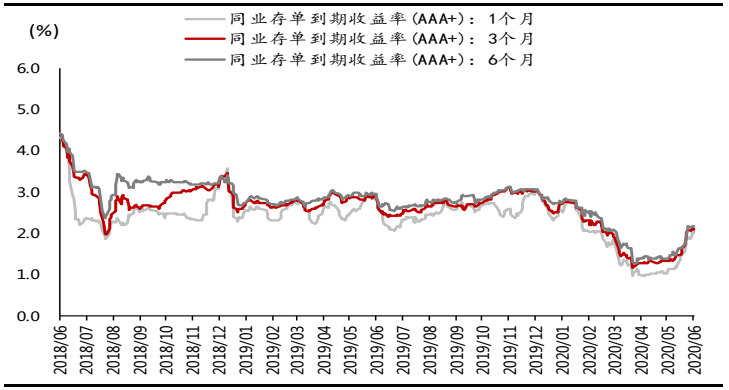
资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 15：DR007 和 R007



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 16：同业存单到期收益率



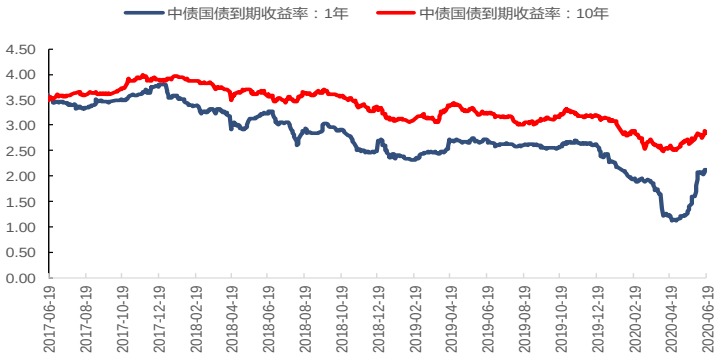
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 17：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 18：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 15 日，瑞信方正完成控制权变更，瑞士信贷自此以 51%的持股比例实现控股，成为第七家外资控股券商

6 月 17 日，华安证券披露 40 亿配股预案

6 月 18 日，摩根大通期货获批成为中国首家外资全资控股期货公司。

6 月 19 日，上交所发布《关于明确科创板股票异常波动认定所涉基准指数有关事项的通知》

6 月 19 日，深交所发布《关于做好创业板上市公司适用再融资简易程序相关工作的通知》

保险:

6 月 16 日，据上海证券报报道，监管部门已起草《加快财产保险业高质量发展三年行动方案（2020-2022 年）（征求意见稿）》，正在业内征求意见，到 2022 年财产险保费收入达 1.7 万亿元，保险深度达 1.5%，保险密度达 1200 元。

6 月 17 日，国常会指出推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。

6 月 17 日，财联社消息，银保监会本周已向各银保监局、各保险公司下发《意外险市场清理整顿工作方案》。

6 月 18 日，郭树清提出推进银行、保险、基金合作，并批设更多银行理财子公司、保险资管公司等。

6 月 18 日，中国太保 GDR 定价敲定 17.6 美元，拟于 6 月 22 日登陆伦交所。

6 月 19 日，中国银保监会批复同意友邦保险上海分公司改建为独资人身保险公司。

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。