信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

# 资金信托新规征求意见，重疾发生率表重新定义

非银行金融行业周报

2020 年 5 月 10 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

# 资金信托新规征求意见，重疾发生率表重新定义

2020 年 5 月 10 日

- **核心观点：**资金信托新规征求意见，非标 50%的限制使行业短期承压，但服务信托范围的明确和不属于资金信托的定性，为行业正规发展指明方向，信托公司未来只有通过做大分母才能扩大非标规模，长期利好。维持券商行业长期看好的观点不变，创新业务和投行业务将提升行业 ROE。保险行业仍将受益于保费增速改善的估值修复。

- **市场回顾：**本周主要指数上行，上证综指报 2895.34 点，+1.23%；深证指数报 11001.58 点，+2.61%；沪深 300 指数报 3963.62，+1.3%；中证综合债（净价）指数报 101.51，-30bp；创业板报 2125.24，+2.7%。沪深两市 A 股日均成交额 6915.35 亿元，环比+13.32%，两融余额 10624.68 亿元，较上周升+1.86%。个股方面，券商：天风证券+10.56%，红塔证券+9.57%，南京证券+7.93%；保险：中国人保+1.57%，中国平安-0.24%，中国人寿-2.10%；多元金融：熊猫金控+8.22%，吉艾科技+7.42%，香溢金融+5.74%。

- **证券业观点：**本周国联证券通过了证监会发审委审核，在拿到证监会正式批文后将在上交所主板上市。从 IPO 募集用途来看，约 65%用于公司发展资本中介业务，15%用于扩大公司证券投资业务，10%用于设立香港公司注资，10%将用作营运资本。随着监管层对券商净资本与业务资质、规模上限直接或间接挂钩，行业盈利模式从通道佣金业务向重资本业务转变，券商纷纷扩充资本金以实现扩张，使用资产负债表能力将成为核心竞争力。与此同时，创业板注册制改革正式启动，制度安排上借鉴了科创板的经验，但在技术门槛、行业限定、上市门槛以及投资者适当性门槛均低于科创板，创业板受众更加广泛、流动性可能更强。创业板注册制审核效率将大幅提高。改革的多重举措将增厚券商投行带来业绩增量。在市场化定价原则下，新股定价更加考验中介机构和机构投资者的专业能力，市场份额也将向定价能力、销售定价能力、风控能力强的券商集中，改革更利好头部券商。交易机制的放宽以及上市公司数量增长将有望提振交投活跃度，也将增厚券商经纪业务营收。流动性宽裕+资本市场改革加速推进，券商板块将持续受益。目前行业平均估值 1.69xPB，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：**一季度上市险企负债端表现分化，平安、太保新单增长承压，国寿因开门红布局较早，新华因加大银保趸交销售负债端表现优于同业。投资端表现同样分化，国寿、平安承压，平安因采用 I9 导致投资波动加大，国寿去年同期基数较高，太保、新华因出售 AFS 兑现浮盈，且 FVTPL 占比较小，投资收益表现亮眼。二季度估值提升在于线下展业恢复、保障需求提升以及重疾炒停带来的负债端回暖趋势。此次新版重疾发生率下降或将带来产品价格下降，推升保障型产品需求，叠加旧产品炒停售，将加速负债端回暖。对于资产端，我们认为利率下行不必过于悲观，原因是 1）利率下

行影响会随着估值走低而钝化，2）结合台湾和日本的经验，中国大陆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并加强资产负债匹配，估值有望得到巩固。目前四家上市险企估值位于 0.58x~0.92x，处于历史较低区间。我们测算当前估值隐含总投资收益率假设分别为 3.46%、2.55%、1.43% 、2.41%，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，5 月 4 日~5 日 10 日，本周无公开市场操作。价方面，中短期利率小幅下行。加权平均银行间同业拆借利率下行 105bp 至 0.91%，银行间质押式回购利率下行 103bp 至 0.86%。R007 下行 67bp 至 1.26%，DR007 下行 69bp 至 1.22%。SHIBOR 隔夜利率下行 104bp 至 0.85%。未来央行或将进一步加大逆周期调节力度，保持流动性合理充裕。

- **多元金融观点：**5 月 8 日银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》，对行业正本溯源。信托明确私募化，不得超过 200 人；贷款牌照保留，非标比例不得超过全部集合资金信托计划 50%；明确服务信托范围并不属于资金信托范围。未来信托公司将通过做大分母才能扩大非标规模。短期行业承压，长期利好形成。

- **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 ..... 1
行业新闻 ..... 10

## 表 目 录

表 1：5 月 4 日~10 日央行操作和债券发行与到期（亿元） ..... 8

## 图 目 录

图 1：本周证券板块跑赢沪深 300 指数 0.38% ..... 1
图 2：2020 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 5.79% ..... 1
图 3：本周 A 股日均成交金额环比+13.32% ..... 2
图 4：沪深 300 指数和中证综合债指数 ..... 2
图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 994.63 亿元、2473.48 亿元 ..... 2
图 6：1 月以来债券承销规模 28372.48 亿元 ..... 2
图 7：本周两融余额较上周+1.86% ..... 3
图 8：本周股票质押市值较上周+1.76% ..... 3
图 9：券商板块 PB ..... 3
图 10：2007 版定义下 6 种重大疾病经验发生率对比 ..... 5
图 11：2007 版定义下 28 种重大疾病经验发生率对比 ..... 5
图 12：2020 年新定义下 6 种重大疾病发生率与 07 版定义对比 ..... 6
图 13：2020 新定义下 28 种重大疾病发生率与 07 版定义 25 种对比 ..... 6
图 14：粤港澳大湾区版 6 种重疾发生率与 2020 版全国对比 ..... 6
图 15：粤港澳大湾区版 28 种重疾发生率与 2020 版全国对比 ..... 6
图 16：6 种重疾死亡率对比 ..... 7
图 17：28 种重疾死亡率对比 ..... 7
图 18：上市险企 PEV ..... 7
图 19：10 年期国债收益率及 750 日移动平均线（%） ..... 7
图 20：加权平均利率 ..... 9
图 21：DR007 和 R007 ..... 9
图 22：Shibor 隔夜拆借利率（%） ..... 9
图 23：同业存单到期收益率 ..... 10
图 24：国债收益率 ..... 10

# 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 1753.78 亿股，成交额 20758.05 亿元，A 股日均成交额 6919.35 亿元，环比+13.32%，日均换手率 1.10%，环比+4.01bp。

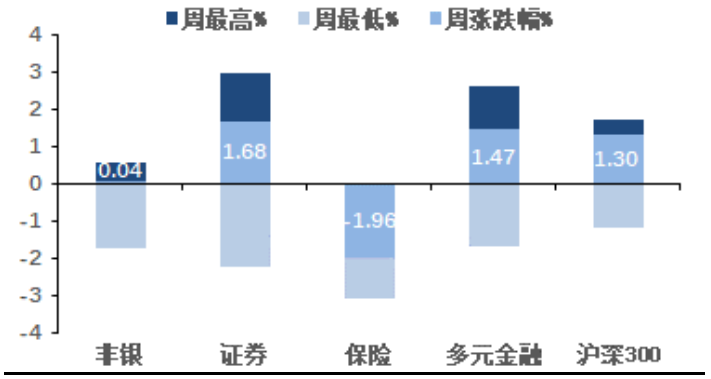
2. **投资银行：**截至 5 月 8 日，2020 年 IPO 承销规模为 994.63 亿元,再融资承销规模为 2473.48 亿元；券商债券承销规模为 28652.72 亿元

3. **信用业务：**（1）融资融券：截至 5 月 7 日，两融余额 10624.68 亿元， 较上周-0.94%，占 A 股流通市值 2.20%；（2）股票质押：截至 4 月 30 日，场内外股票质押总市值为 43812.65 元，较上周+1.76%。

4. **证券投资：**本周沪深 300 指数报 3963.62，较上周+1.3%，上证综指报 2895.34，较上周+1.23%，深圳成指报 11001.58，较上周+2.61%，中证综合债（净）指数报 101.51，较上周-30bp。

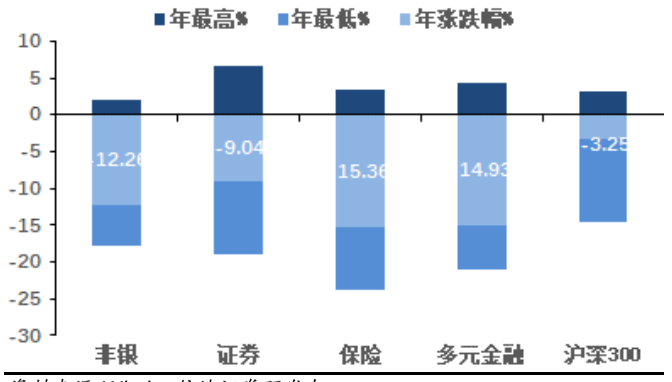
5. **资产管理：**截至 2020 年 2 月底，证券公司及资管子公司资管业务规模 9.15 万亿元， 证券公司私募子公司私募基金规模 5052 亿元。

**图 1：本周证券板块跑赢沪深 300 指数 0.38%**



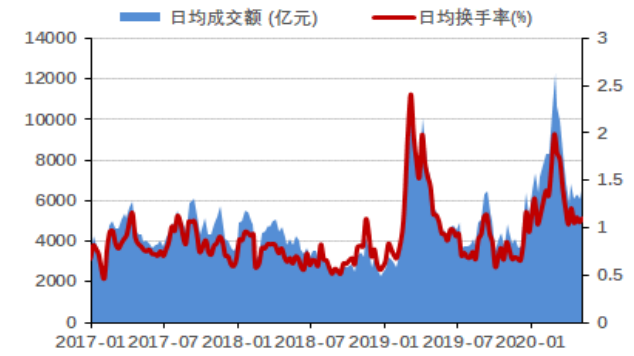

资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 2：2020 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 5.79%**




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+13.32%



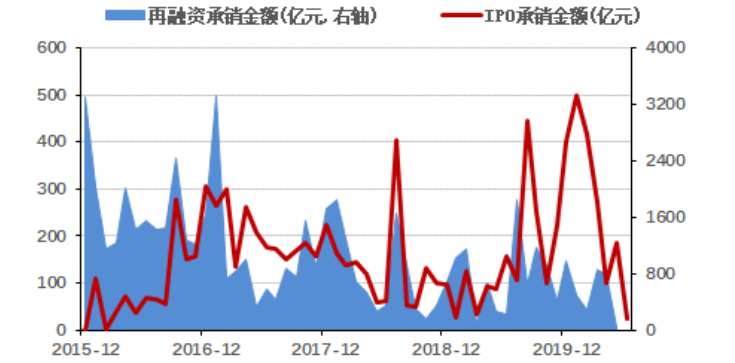

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：沪深 300 指数和中证综合债指数



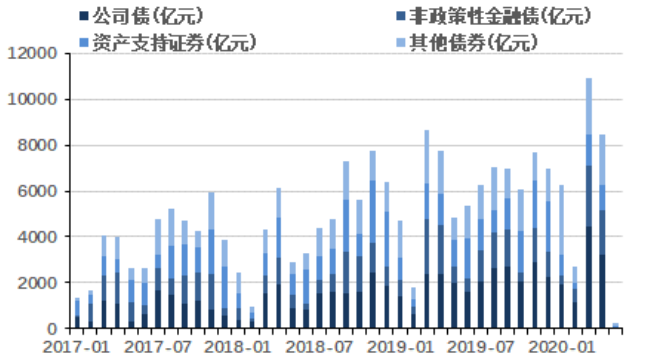

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 994.63 亿元、2473.48 亿元



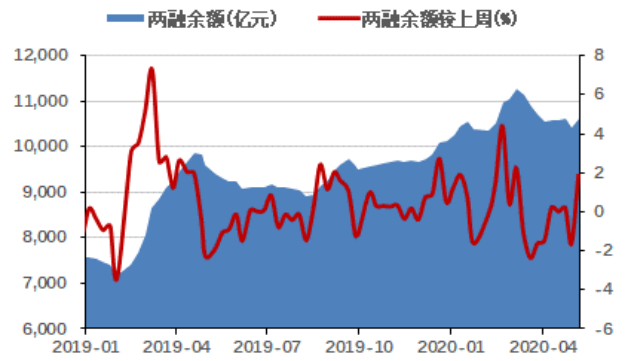

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：1 月以来债券承销规模 28372.48 亿元



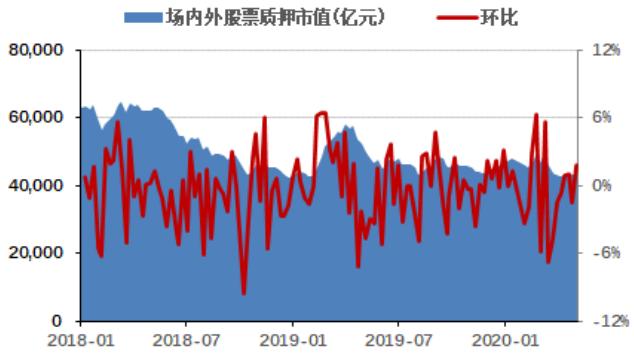

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：本周两融余额较上周+1.86%



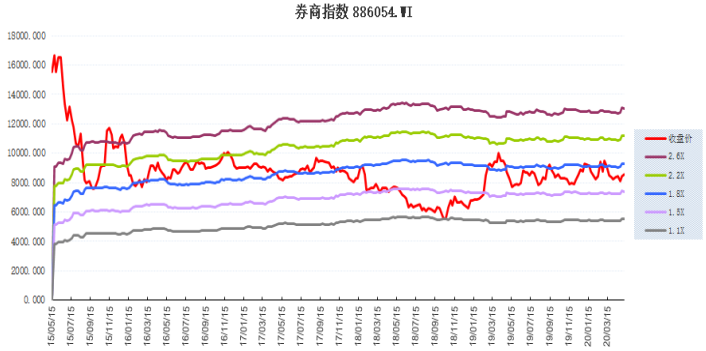

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：本周股票质押市值较上周+1.76%




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

**精算师协会发布《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）（征求意见稿）》**

**事件：**5 月 7 日，中国精算师协会发布《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）（征求意见稿）》，包括 2007 版定义的 6 种和 25 种经验发生率表，2020 版定义下的 6 种和 28 种经验发生率表，粤港澳大湾区专属的 6 种和 28 种经验发生率表，严重恶性肿瘤经验发生率表，以及因重疾死亡比例表 K1 和 K2 等 9 张表。

**修订背景以及内容：**3 月 31 日，保险业协会发布重疾新定义，将原来的 25 种重疾增加至 31 种，包括 28 种重疾和 3 种轻疾病，此次修订 2020 版重疾发生率表也是顺应前期的定义修改。此次重疾发生率表在 2013 版发布七年之后修订，源于国内经济社会发展以及国内医疗诊疗技术的提升使得原有的疾病谱和重疾发生率无法满足保险行业发展和消费者多元化需求，不能准确刻画过敏疾病发生的风险状况。此次修订新增大湾区、老年人代表性重疾专属发生表，更新 2007 版重疾表，具体内容有：1）编制新重疾定义下的粤港澳大湾区多病种重疾表，助力粤港澳大湾区战略发展，2）编制新重疾定义下的两种老年人代表性重疾经验发生率表，推出老年人专属产品来满足老年人健康保障需求，3）编制了新重疾定义下的 2020 年版的重疾表，以及数据更新的 2007 版重疾表。

**更新 2007 版重疾定义表：中青年重疾发生率调高，中老年以及未成年重疾发生率下降。**0-17 岁，更新至 2007 版的 6 种和 25 种男女疾病发生率均有所下降，且女性下降幅度更大；18-44 岁，男女疾病发生率均有所提升，且女性提升幅度大于男性，6 种/25 种女性最高为 252%/210%，男性最高为 153%/147%。45-56 岁，男性疾病发生率有所下降，但女性仍然较之前上升。57-105 岁，男女疾病发生率均下降。

**2020 版新定义与 2007 旧定义相比，男性发生率下降，女性中年时期略有上升，其余下降。**6 种疾病下，0-27 岁，男女重疾发生率均有所下降，其中女性下降幅度更大。27-35 岁，女性发生率下降幅度低于男性。36-47 岁，女性发生率有所上升，最高幅度为 109.6%。48 岁后女性重疾发生率下降，62 岁前下降幅度小于男性，62 岁后下降幅度大于男性。25 种类似，女性发生率在 38-46 岁发生率有所上升，其余均下降，男性均下降。我们认为主要源于属于恶性肿瘤 TMN 分期为 T1N0M0 期或更轻分期的乳头状或滤泡状甲状腺归为轻度恶性肿瘤,将使得严重恶性肿瘤的发生率下降。

**大湾区版重疾发生率普遍低于全国。**6 种疾病下，仅 9-14 岁男性和 8-16 岁女性粤港澳大湾区疾病发生率高于全国，其余粤港澳大湾区疾病发生率均低于全国，男性/女性最大降幅 20%/11%。28 种疾病下，粤港澳大湾区男性疾病发生率低于全国，女性 10-17 岁疾病发生率相比全国有所提升，其他均下降，男性/女性最大降幅 19%/17%。因此，大湾区价格或具备竞争优势。

**死亡率幼儿和少年阶段有所提升，中老年有所下降。**6 种疾病下，男女在 15/14 岁前死亡率有所上升，其他年龄段并无太大差异，在中老年段 41/44 岁开始有所下降。28 种疾病下，男女在 15/14 岁前死亡率有所上升，其他年龄段并无太大差异，在中老年段 44/48 岁开始有所下降。

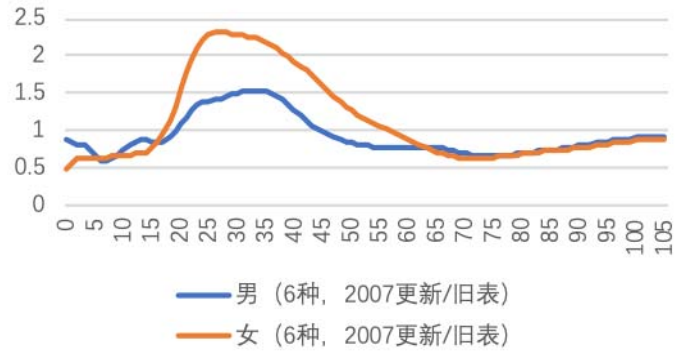
**此次修订对险企的影响：1）准备金：**2007 版定义更新版主要为了评估过往签发保单的准备金，由于男女性重疾发生率在中年时期均有所提升，预计准备金或将增提。**2）定价将更加合理性、科学性。**此次修订在曲线形态以及发生率水平上较现有的重疾表均有一定变化，尤其是优化风险边际，意在更加准确反映重疾发生率的变化，提升重疾产品定价的准确性、合理性。 对于未来是否降价，2020 版定义的重疾发生率较旧版重疾发生率有所下降，因此价格或将降低。但考虑到重疾产品价格主要由市场供给和需求决定，价格影响因素除重疾发生率外还有利率、费用率、风险发生率等，考虑到中小险企重疾价格贴近地板价，且超停售预期下，价格进一步调降空间有限。在降价新品的推出叠加炒停售预期下，险企负债端或将加速改善，带来估

值提升。

**中国太保发行 GDR 获中国银保监会批复**

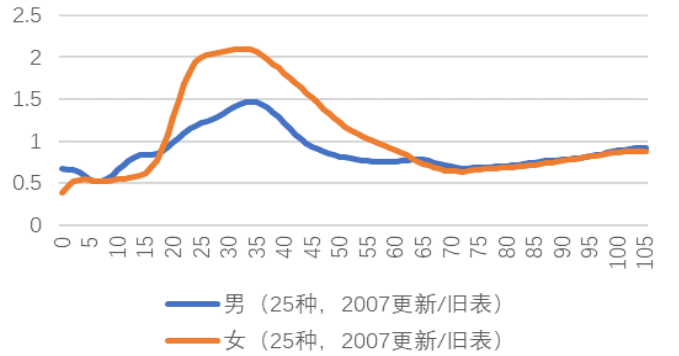
5 月 7 日，中国太保发行全球存托凭证（GDR）并在伦敦证券交易所上市获中国银保监会同意。本次发行上市尚需取得相关境内外证券监管机构和证券交易所的最终批准。太保拟发行的 GDR 所代表的新增基础证券 A 股股票不超过 6.2867 亿股，不超过此次发行前公司 A 股股份的 10%。发行 GDR 主要考虑 1）完善公司治理，引入优质海外投资者，2）推进国际化布局，提升影响力，3）夯实资本，提升稳健经营能力和风险管理水平。根据华泰发行经验看，若发行价格存在较大折价，或将形成较大的套利转换空间，压制估价。太保当前估值为 0.58x，位于历史低位，已反映一季度疫情影响下负债端压力以及 GDR 发行的悲观预期。考虑到二季度来负债端改善叠加利率下行影响钝化，以及引入战投降低股价波动，我们预计估值有提升空间。

**图 10：2007 版定义下 6 种重大疾病经验发生率对比**



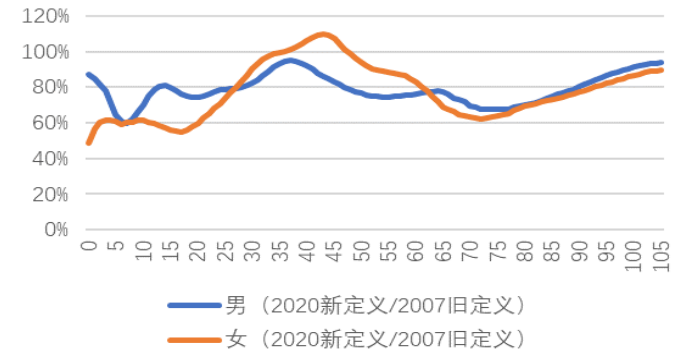

*资料来源：银保监会，中国精算师协会，信达证券研发中心*

**图 11：2007 版定义下 28 种重大疾病经验发生率对比**



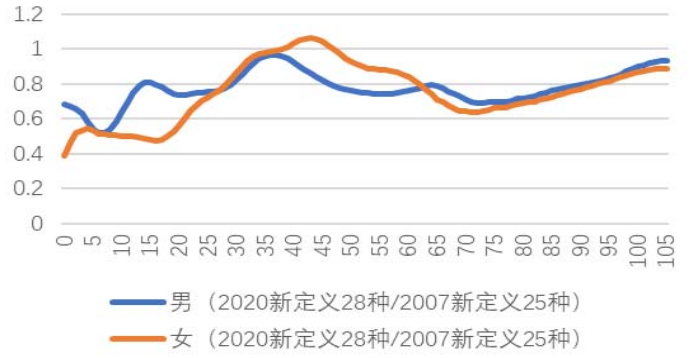

*资料来源：银保监会，中国精算师协会，信达证券研发中心*

图 12：2020 年新定义下 6 种重大疾病发生率与 07 版定义对比



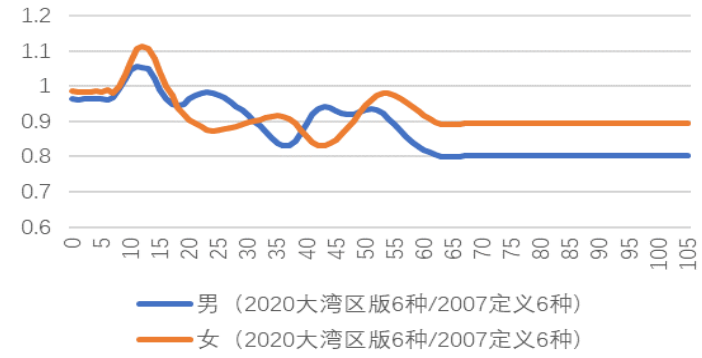

资料来源：银保监会，中国精算师协会，信达证券研发中心

图 13：2020 新定义下 28 种重大疾病发生率与 07 版定义 25 种对比



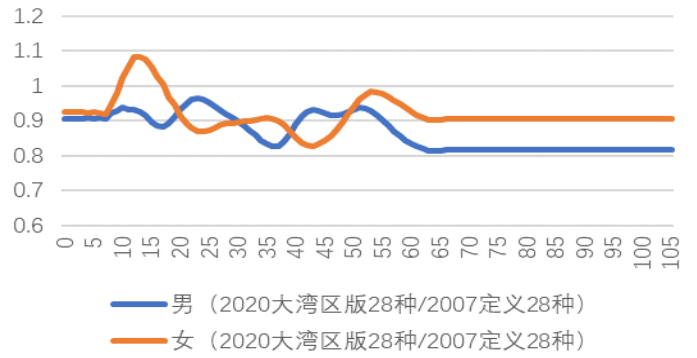

资料来源：银保监会，中国精算师协会，信达证券研发中心

图 14：粤港澳大湾区版 6 种重疾发生率与 2020 版全国对比



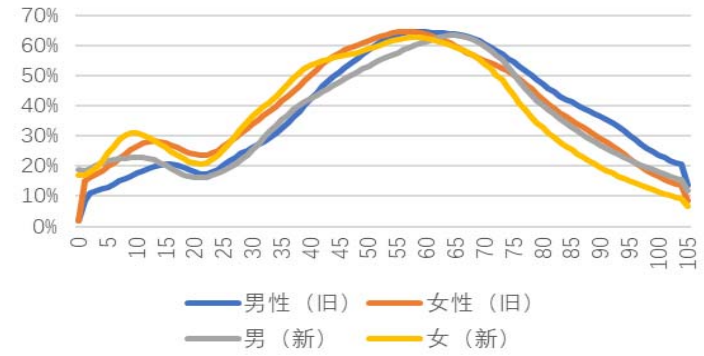

资料来源：银保监会，中国精算师协会，信达证券研发中心

图 15：粤港澳大湾区版 28 种重疾发生率与 2020 版全国对比



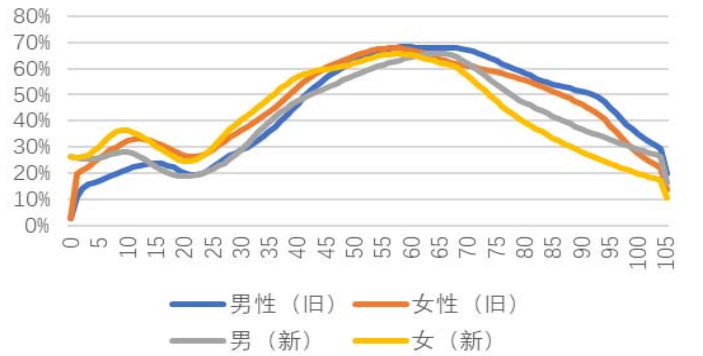

资料来源：银保监会，中国精算师协会，信达证券研发中心

图 16：6 种重疾死亡率对比



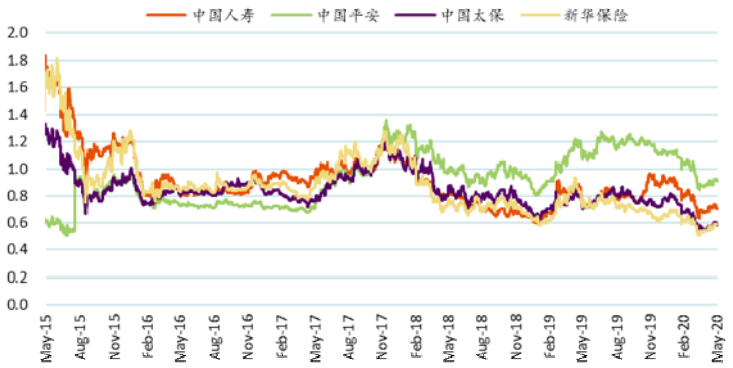

资料来源：银保监会，中国精算师协会，信达证券研发中心

图 17：28 种重疾死亡率对比



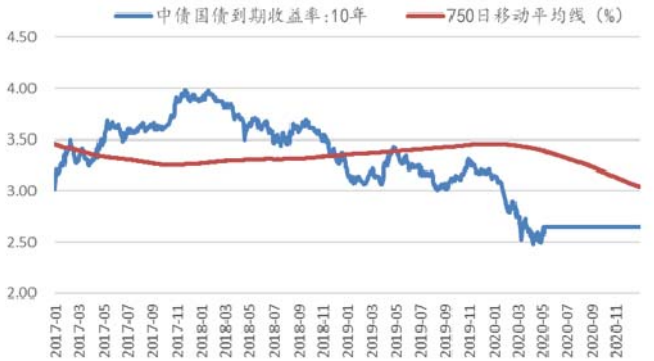

资料来源：银保监会，中国精算师协会，信达证券研发中心

图 18：上市险企 PEV




资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 19：10 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

## 三、市场流动性追踪：

### 1、基础货币投放量和债券发行情况

2020 年 5 月 4 日~5 日 10 日，本周无公开市场操作。

同业存单共发行 1536.6 亿元，到期 3697.9 亿元，净融出 2161.3 亿元。

地方债共发行 398.43 亿元，到期 132.54 亿元，净融资 265.9 亿元。

**表 1：5 月 4 日~10 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 | - | - | - | | |
| | 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 | | 1536.6 | -3697.7 | 2161.3 | | |
| 地方债 | | 398.43 | -132.54 | 265.9 | | |

*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

## 2、利率

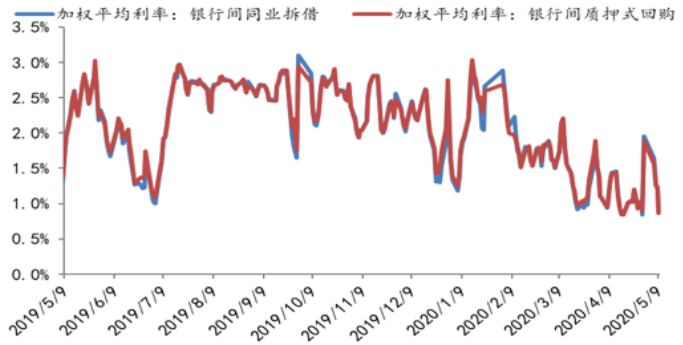
### 市场利率

5 月 4 日~5 日 10 日，中短期利率小幅下行。加权平均银行间同业拆借利率下行 105bp 至 0.91%，银行间质押式回购利率下行 103bp 至 0.86%。R007 下行 67bp 至 1.26%，DR007 下行 69bp 至 1.22%。SHIBOR 隔夜利率下行 104bp 至 0.85%。

同业存单方面，3 个月同业存单（AAA+）到期收益率为 1.31%，较上周末下降 2bp，6 个月同业存单到期收益率为 1.44%，较上周末上升 5bp。

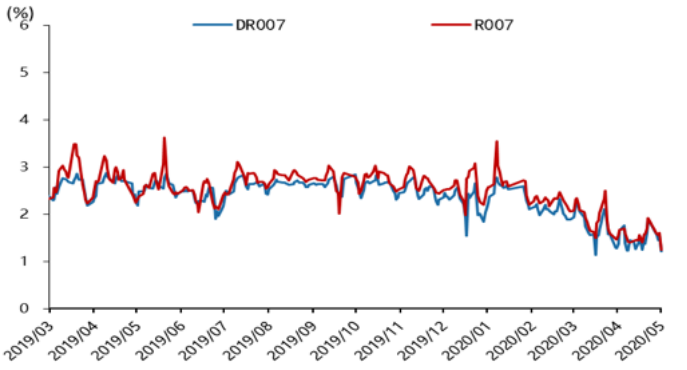
债券利率方面，1 年期国债收益率上升 6bp 至 1.21%，10 年期国债收益率上升 10bp 至 2.64%，期限利差 1.43%，上升 3.9bp。

图 20：加权平均利率



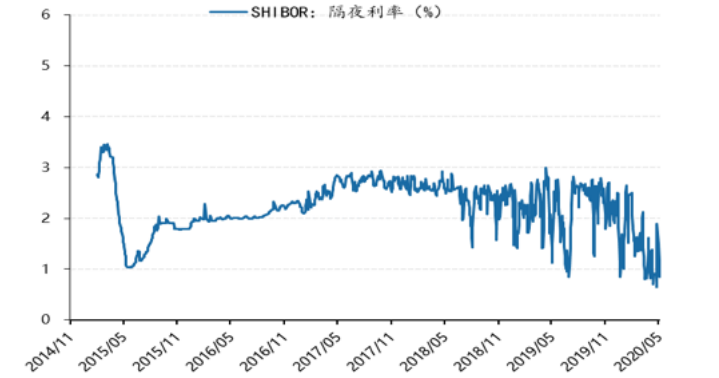

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 21：DR007 和 R007



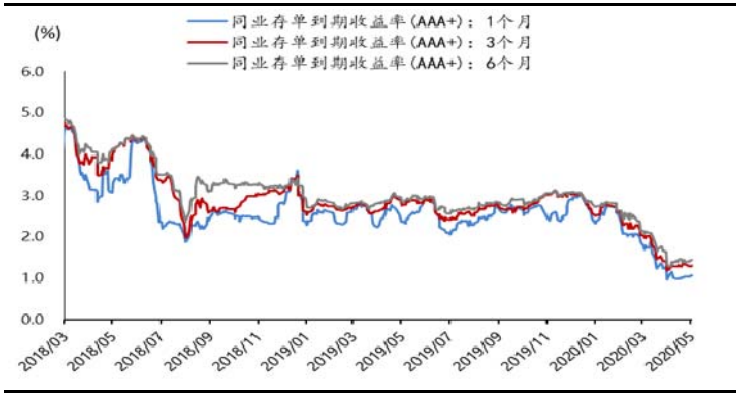

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 22：Shibor 隔夜拆借利率（%）



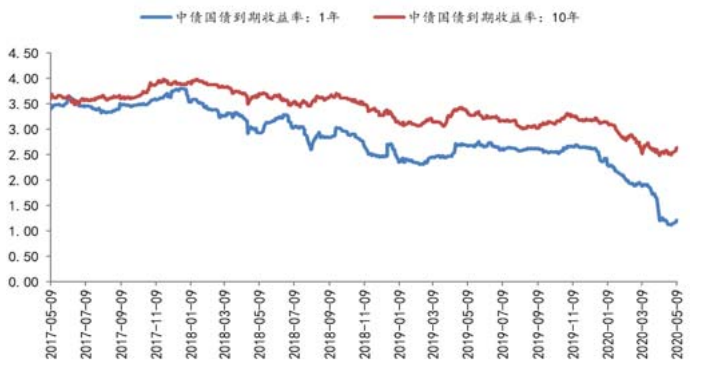

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 23：同业存单到期收益率




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：

5 月 8 日，国联证券 A 股 IPO 过会，即将登陆上交所

保险：

5 月 7 日，精算师协会发布《中国人身保险业重大疾病经验发生率表（2020）（征求意见稿）》

5 月 7 日，中国太保 GDR 发行获银保监会批准

## 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 |
| 华南 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@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）；<br>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。