信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

社融超预期增长，改革稳步前行

非银行金融行业周报

2020 年 4 月 12 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

社融超预期增长，改革稳步前行

2020 年 4 月 12 日

- **核心观点：**3 月社融大超预期，贷款、票据、债券靓眼，在第三产业尚未明显复苏情况下，新老基建逆周期调节大方向凸显，市场流动性充沛，企业端融资需求改善。国务院发布《完善要素市场化配置体制机制意见》，资本市场改革继续推进。我们对 2020 年券商行业加杠杆+投行大年+政策改革趋动带动 ROE 提升，观点未变，仍是非银首推板块。保险估值处于低位，充分反映了利率下行和保费增速下滑的预期，绝对收益确定性高，建议关注。

- **市场回顾：**本周主要指数上行，上证综指报 2796.63 点，+1.18%；深证指数报 10298.41 点，+1.86%；沪深 300 指数报 3769.18，+1.51%；中证综合债（净价）指数报 101.50，+70bp；创业板报 1949.88，+2.27%。沪深两市 A 股日均成交额 6828.33 亿元，环比+15.74%，两融余额 10648.32 亿元，较上周升+0.87%。个股方面，券商：天风证券+9.34%，国金证券+5.52%，光大证券+3.39%，华创阳安-4.03%；保险：中国平安+3.09%，西水股份+2.26%，中国人保+2.08%，新华保险+1.23%；多元金融：香溢融通+12.41%，宝德股份+11.53%，海德股份-7.42%。

- **证券业观点：**。上交所发布《科创板上市公司股东以非公开转让和配售方式减持股份实施细则（征求意见稿）》，根据《实施细则》，拓宽科创板公司股东尤其是创投资本的退出渠道。非公开转让、配售的多个环节由券商等中介机构组织和核查，将为券商带来业绩增量。另外，自再融资新规落地以来，共 12 家券商定增或配股计划待实施，合计预计募资规模 1100 亿元，募资用途以发展投资与交易业务、扩大 FICC 投资规模及资本中介业务等重资本业务为主，使用资产负债表能力将成为核心竞争力，风控能力、定价能力强的头部券商更有优势。流动性宽裕+资本市场改革有序进行，券商板块将持续受益。目前行业平均估值 1.68xPB，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：**今年负债端短期有所承压，但随着复工复产的推进以及对健康险需求的提升，叠加科技赋能对代理人展业的支撑，预计负债端增长料逐步改善。资产端受制于长端利率下行趋势，但险企加强资产负债匹配，增加长久期债券配置，同时加大长期股权投资。此外，险企也有望在流动性宽松环境下配置低估值高股息率蓝筹股，因此我们预计边际影响有限。保险股估值处于历史低位，四大险企 2020E PEV 落于 0.54x~0.91x。不同于日本和台湾寿险行业，中国寿险保费需求空间仍然巨大，短期冲击不改长期投资价值。我们推荐价值增长突出，EV 利率敏感性较低，代理人高质量发展以及科技领先的中国平安。

- **流动性观点：**本周央行公开市场净回笼 700 亿元。短端利率小幅上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 32bp 至 1.44%，银行间质押式回购利率上行 32bp 至 1.46%。R007 上行 8bp 至 1.67%，DR007 上行 22bp 至 1.8%。SHIBOR 隔夜利率

上升 35bp 至 1.35%。4 月 7 日起，超额准备金率时隔 12 年从 0.72%下调至 0.35%。当前银行间市场流动性总体较为充裕。从信用派生方面，3 月信贷投放和社融增长超预期，拉动货币增长，M2 增速 10.1%，环比+1.3pct, M1 增速 5%，环比+0.2pct。随着疫情过后复工复产的推进，叠加供给端加大逆周期调节力度，加大货币政策和财政政策的刺激，我们预计信贷需求有望继续回暖，预计今年货币增速有望保持高位。

- **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.....1
行业新闻.....11

表 目 录

表 1: :4 月 6 日~12 日央行操作和债券发行与到期（亿元）.....6
表 2: 3 月新增信贷（亿元）.....9
表 3: : 2020 年 3 月存款（亿元）.....10
表 4: 2020 年 3 月社融规模（亿元）.....11

图 目 录

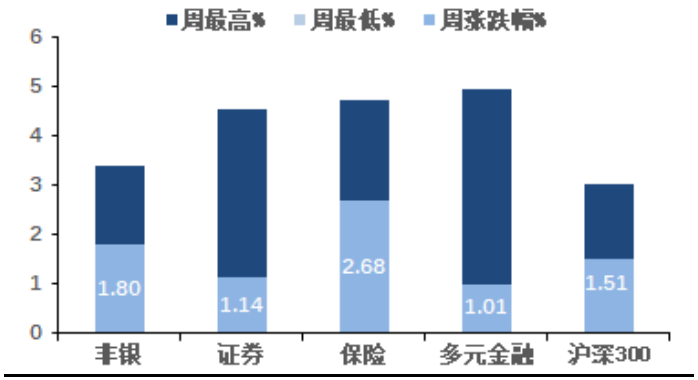
图 1: 本周证券板块跑输沪深 300 指数 0.37%.....2
图 2: 2020 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 3.03%.....2
图 3: 本周 A 股日均成交金额环比+15.74%.....2
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数.....2
图 5: 1 月以来 IPO、再融资承销规模 823.74 亿元、2037.32 亿元.....3
图 6: 1 月以来债券承销规模 23698.35 亿元.....3
图 7: 本周两融余额较上周+0.87%.....3
图 8: 本周股票质押市值较上周-1.48%.....3
图 9: 券商板块 PB.....4
图 10: 上市险企 PEV.....5
图 11: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线（%）.....5
图 12: 公开市场操作：投放、回笼、净投放量.....6
图 13: 同业存单净融资额（亿元）.....7
图 14: 地方债净融资额（亿元）.....7
图 15: DR007 和 R007.....8
图 16: Shibor 隔夜拆借利率（%）.....8
图 17: 同业存单到期收益率.....8
图 18: 国债收益率.....8
图 19: 货币增速.....10

市场概况及一周点评

一、证券业务:

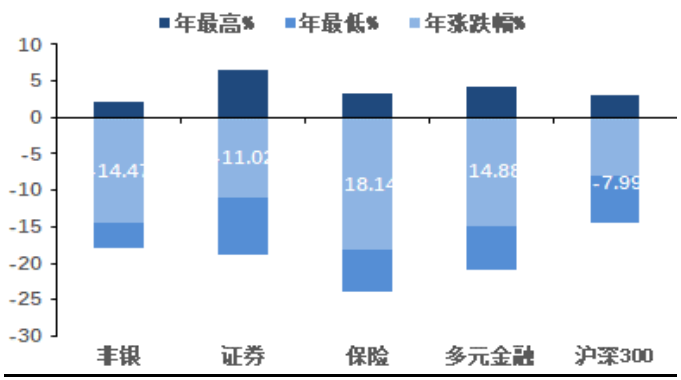
1. **证券经纪**：本周沪深两市累计成交 2556.28 亿股，成交额 27313.32 亿元，A 股日均成交额 6828.33 亿元，环比+15.74%，日均换手率 1.2%，环比+16.82 bp。
2. **投资银行:** 截至 4 月 10 日，2020 年 IPO 承销规模为 823.74 亿元,再融资承销规模为 2037.32 亿元；券商债券承销规模为 23687.35 亿元
3. **流动性**：截至 4 月 10 日，7 天银行间质押式回购利率为 1.6689%，较上周五+8.19bp；7 天存款类机构质押式回购利率为 1.6511%，较上周五+7.57bp。
4. **信用业务:**（1）融资融券：截至 4 月 9 日，两融余额 10648.32 亿元， 较上周+0.87%，占 A 股流通市值 2.25%;（2）股票质押：截至 4 月 10 日，场内外股票质押总市值为 42781.64 元，较上周-0.59%。
5. **证券投资:** 本周沪深 300 指数报 3769.18，较上周+1.51%，上证综指报 2796.63，+1.18%，中证综合债(净)指数报 101.50，较上周+70bp。
6. **资产管理:** 截至 2019 年 12 月底，证券公司私募资管业务规模 11.0 万亿元，包含大集合产品存续规模以及私募子公司私募基金规模。

图 1：本周证券板块跑输沪深 300 指数 0.37%



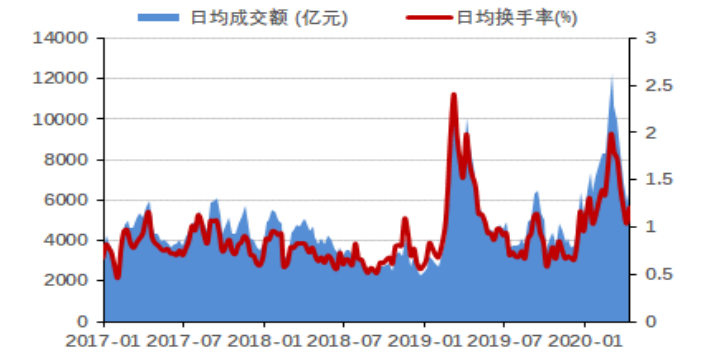
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：2020 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 3.03%



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+15.74%



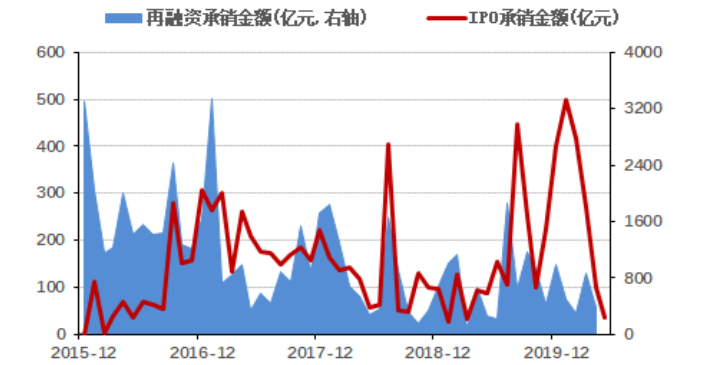
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：沪深 300 指数和中证综合债指数



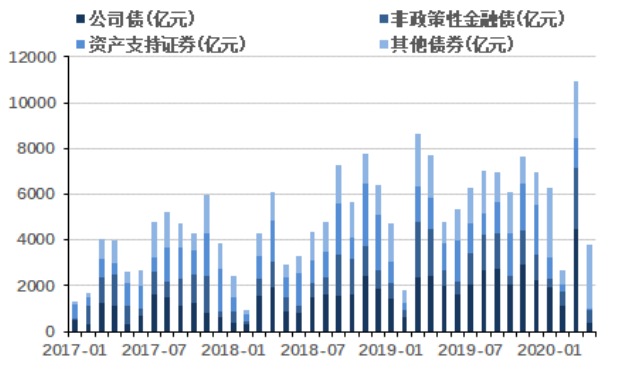
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 823.74 亿元、2037.32 亿元



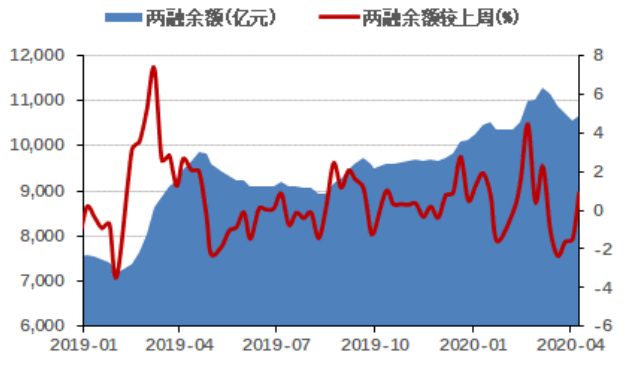
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：1 月以来债券承销规模 23698.35 亿元



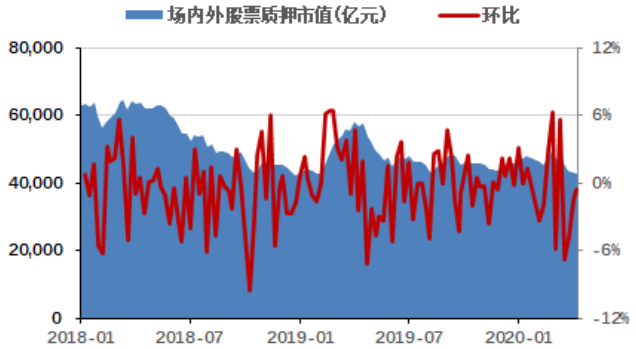
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：本周两融余额较上周+0.87%



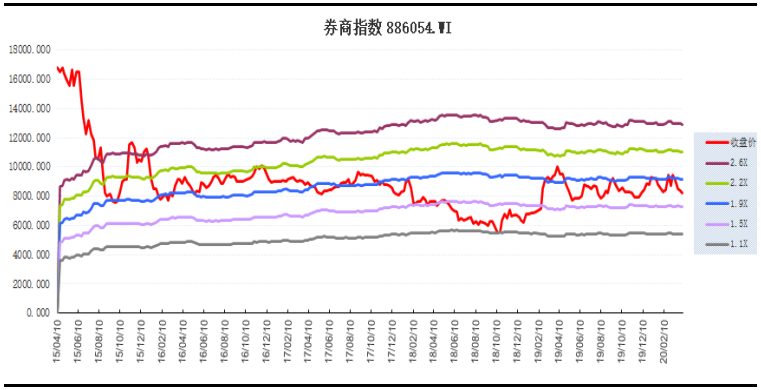
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：本周股票质押市值较上周-1.48%



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

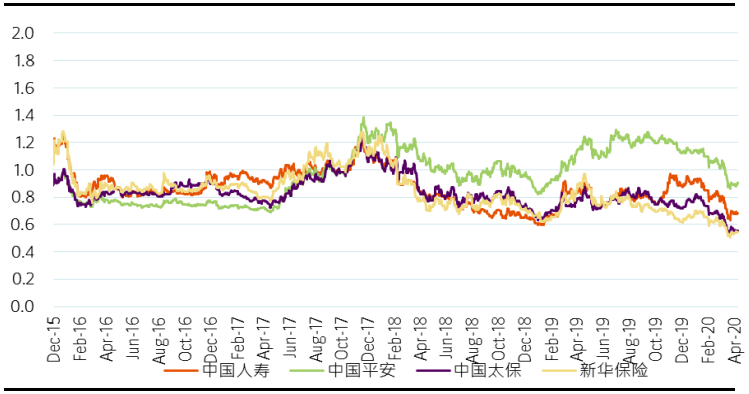
中共中央、国务院：探索科技保险等方式推动科技成果资本化

4 月 9 日，《中共中央 国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》正式公布，这是中央第一份关于要素市场化配置的文件。《意见》提出，要深化要素市场化配置改革，促进要素自主有序流动，提高要素配置效率，进一步激发全社会创造力和市场活力，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革。

在资本要素市场化方面，《意见》提出要主动有序扩大金融业对外开放。逐步放宽外资金融机构准入条件，推进境内金融机构参与国际金融市场交易。今年 4 月 1 日起，券商和基金外资持股比例已正式取消。外资保险持股放宽也在提速，自去年 7 月发布提出将人身险外资股比从 51%提升至 100%的过渡期提前至 2020 年，今年 1 月 1 日起合资寿险公司外资持股比例也已放宽至 100%。取消外资寿险公司股比限制后，国内寿险公司可以借鉴其先进的经营管理理念，加速多元化产品布局，同时也将更加完善代理人体系，促进高质量增员。

在加快发展技术要素市场方面，其中提到要促进技术要素与资本要素融合发展，通过风投、知识产权证券化以及科技保险等方式推动科技成果资本化。我们认为，保险科技正改变着保险行业传统发展模式，尤其在这次疫情催化下，加速保险公司数字化布局。保险科技不仅通过场景创造，催生更多保险需求，同时可以运用大数据、区块链等技术提升核保、理赔效率，提升客户体验，同时有效做好风险防控。此外，保险科技也有助提升内部经营效率，助力代理人展业。我们认为保险科技布局领先的险企有望享受更高的估值溢价。

图 10：上市险企 PEV



资料来源：Wind，信达证券研发中心

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

三、市场流动性追踪：

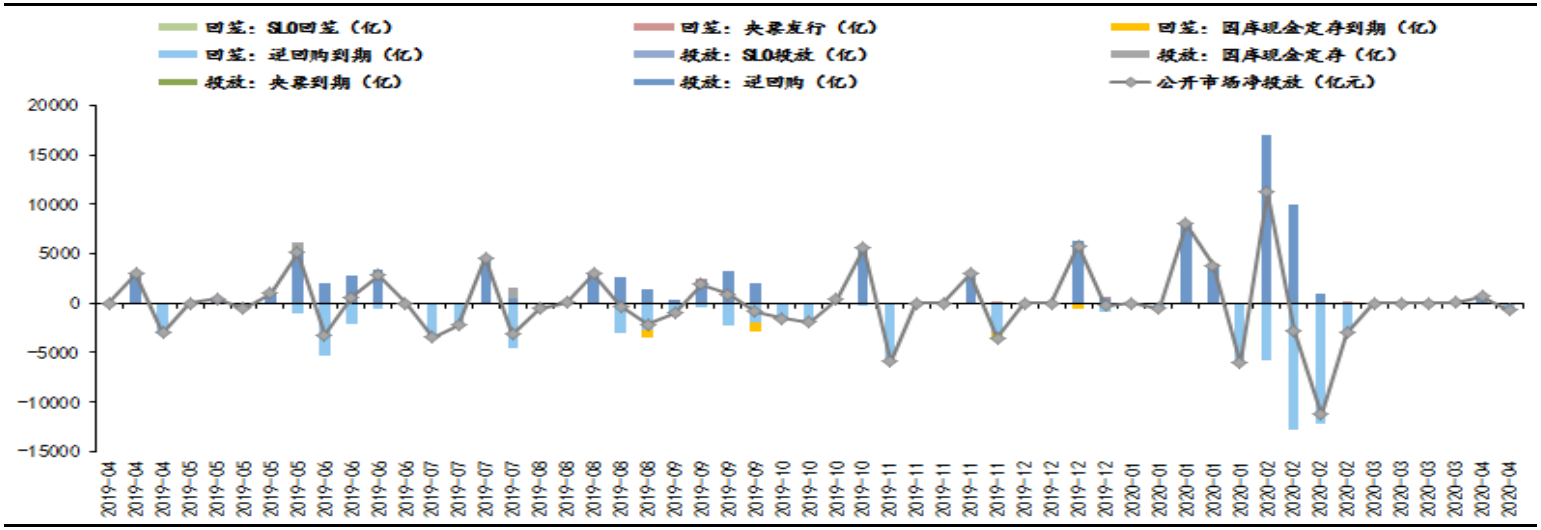
1. 基础货币投放量和债券发行情况

2020 年 4 月 6 日~12 日央行公开市场净回笼 700 亿元，其中逆回购净回笼 700 亿元。

同业存单共发行 2347 亿元，到期 1840 亿元，净融资 507 亿元。

地方债共发行 600 亿元，到期 190 亿元，净融资 410 亿元。

图 12：公开市场操作：投放、回笼、净投放量



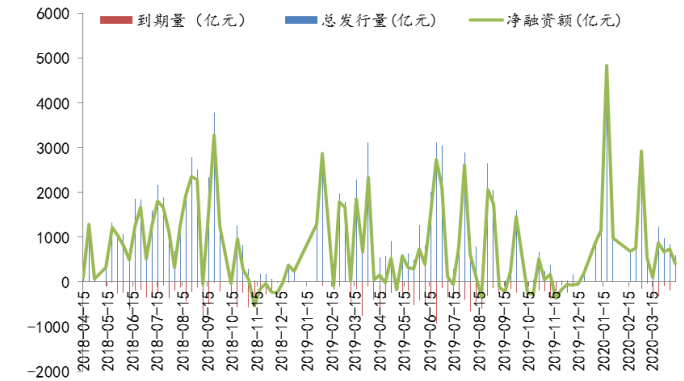
资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 1：:4 月 6 日~12 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
逆回购（亿元）	7 天	-	-700	-700
	14 天	-	-	-
	28 天	-	-	-
	63 天	-	-	-
国库现金定存		-	-	-
MLF		-	-	-
央票		-	-	-
SLO		-	-	-
同业存单		2347	-1840	506.88
地方债		600	-190	409.84

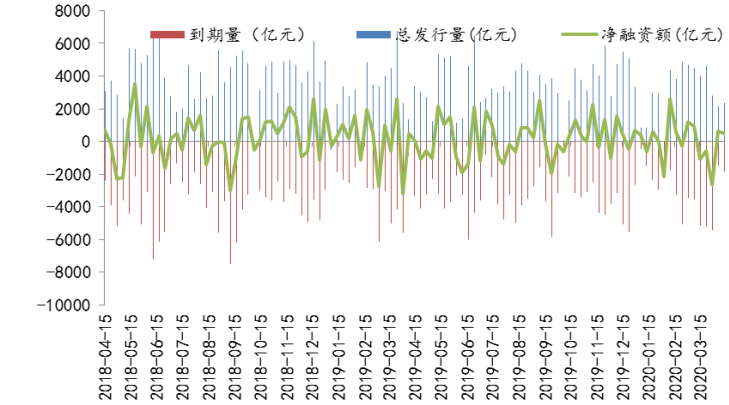
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 13：同业存单净融资额（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：地方债净融资额（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2. 市场利率

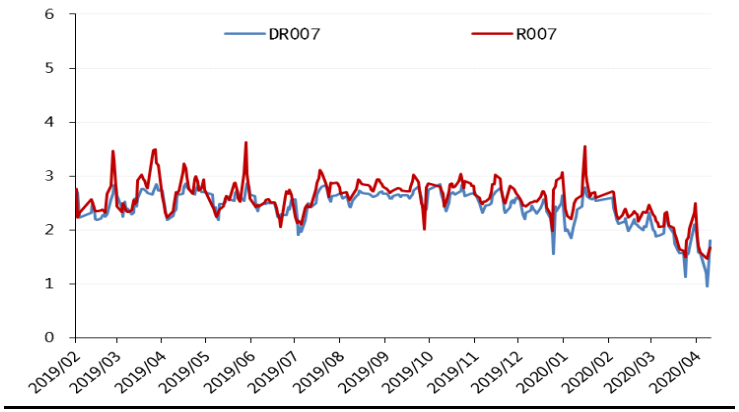
4 月 6 日-4 月 12 日，短端利率小幅上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 32bp 至 1.44%，银行间质押式回购利率上行 32bp 至 1.46%。R007 上行 8bp 至 1.67%，DR007 上行 22bp 至 1.8%。SHIBOR 隔夜利率上升 35bp 至 1.35%。

同业存单方面，3 个月同业存单（AAA+）到期收益率为 1.23%，较上周末下降 21bp，6 个月同业存单到期收益率为 1.33%，较上周末下降 33bp。

债券利率方面，1 年期国债收益率下降 41 bp 至 1.24%，10 年期国债收益率下降 6 bp 至 2.54%，期限利差上行 36bp 至 1.3%。

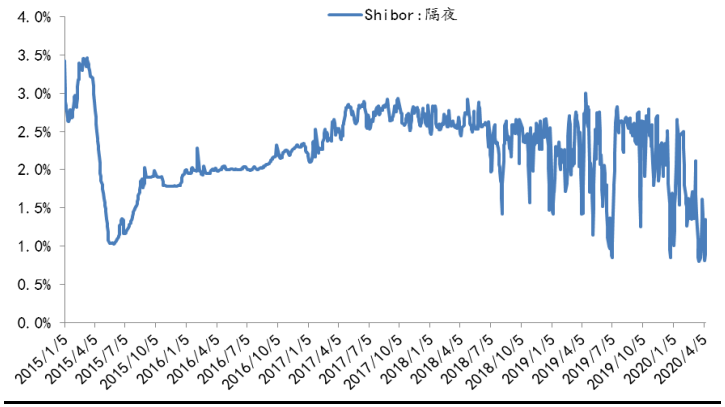
自 4 月 7 日起，中国人民银行将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%。

图 15：DR007 和 R007



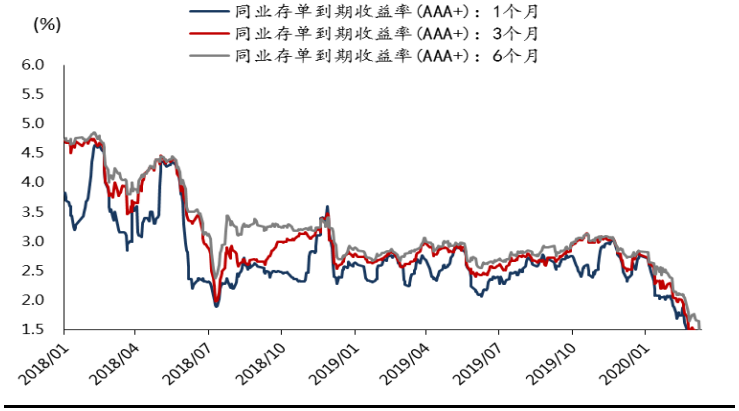
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 16：Shibor 隔夜拆借利率（%）



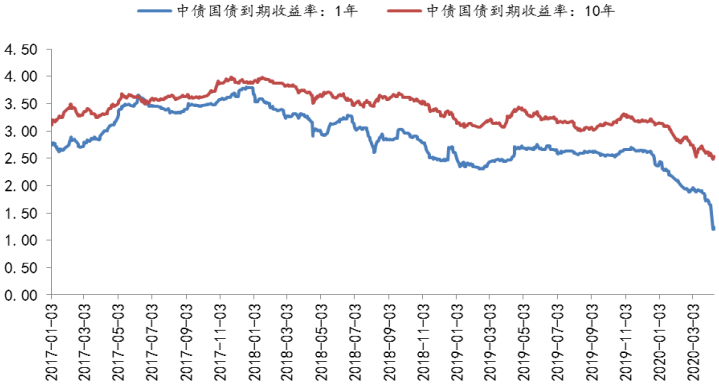
资料来源：Wind，信达证券研发中心

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：国债收益率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

3. 信用货币派生：3 月金融数据点评

3 月信贷投放超预期

3 月新增人民币贷款 2.85 万亿元，同比多增 1.16 万亿元，环比多增 1.94 万亿元，主要受企业贷款大幅增长拉动，同时居民贷款受疫情负面影响有所减退。

从结构上看，

1）3 月企业短期和中长期贷款均大幅增加，票据融资增长强劲。3 月企业贷款 2.05 万亿元，同环比分别多增 9841 和 9200 亿元。其中短期贷款+票据融资 1.08 万亿元，同比多增 6748 亿元，环比多增 3644 亿元，显示企业流动性需求较高，而企业中长期贷款新增 9643 亿元，同环比分别多增 3070 和 5486 亿元，主要由于 1）供给端：今年以来多次降准加大银行对实体经济的信贷投放，同时专项再贷款相继投放加大对疫情影响严重的行业的信贷支持，2）需求端：随着疫情好转，企业复工复产推进，企业投资需求开始回暖，基建投资也有所恢复，相关中长期贷款也将逐步释放。未来政策将继续加大逆周期调节力度，或将继续通过货币政策和财政政策等加大对实体经济的支持力度，我们预计贷款投放有望逐步恢复。

2） 居民贷款有所恢复。新增居民贷款 9892 亿元，同比多增 984 亿元，环比多增 1.4 万亿元，其中短期和中长期贷款分别同比多增 850 和 133 亿元，短期贷款恢复增长主要因为疫情好转导致居民消费意愿回暖，而中长期贷款回暖或由于地产商通过促销加大销售回款使得居民购房需求回升。

表 2：3 月新增信贷（亿元）

	金额	同比	环比
新增人民币贷款	28500	11600	19443
居民新增贷款	9892	984	14025
短期	5144	850	9648
中长期	4738	133	4367
企业新增贷款	20500	9841	9200
短期	8752	5651	2203
中长期	9643	3070	5486
票据融资	2075	1097	1441
非银贷款	-1948	766	-3734

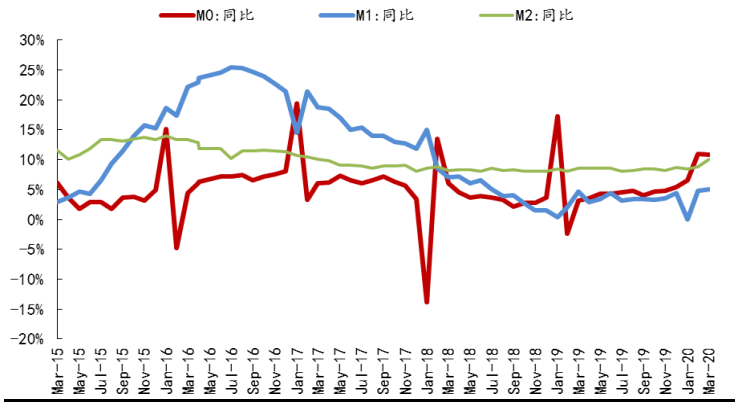
资料来源：央行，信达证券研发中心

M1、M2 增速回升

3 月末 M2 余额同比增长 10.1%，增速较上月上升 1.3 个百分点，源于信贷派生拉动。M1 增速 5%，增速较上月上升 0.2 个百分点。M1-M2 剪刀差为-5.1%，较上月减少 1.1pct。存款结构看，3 月存款 4.16 万亿元，同比多增 2.44 亿元，主要受居民企

业和存款拉动，分别多增 1.47 和 1.26 万亿元。财政存款净额为-7353 亿元，同比多减 425 亿元，源于加大财政投放。非金融机构存款负增 1.4 万亿元，同比多减 2989 亿元。未来稳增长仍然是主基调，央行或将继续加大逆周期调节力度，包括加大公开市场投放以及降低 LPR 利率，或加大降准力度等，同时市场利率与存款利率正实现两轨并一轨，助力金融机构加大实体经济的支持力度。我们预计宽松的货币环境料助力 M2 平稳上行。

图 19：货币增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 3：：2020 年 3 月存款（亿元）

	金额	同比	环比
新增人民币存款	41600	24400	31400
居民存款	23500	14700	24700
企业存款	31860	12621	29020
财政存款	-7353	-425	-7561
非金融机构存款	-14338	-2989	-19262

资料来源：央行，信达证券研发中心

3 月社融超预期，源于对实体经济发放人民币贷款、企业债以及政府债发行大增

3 月份社会融资规模增量为 5.16 万亿元，同环比分别多增 2.2 亿元和 4.3 万亿元。3 月末社融存量规模为 262.24 万亿元，同比增长 11.5%，增速较上月提升 0.8 个百分点。

分项来看，1）对实体经济发放的新增人民币贷款 3.04 万亿元，同比多增 1.08 万亿元，源于居民和企业需求恢复。2）企业债发行提速，新增 9953 亿元，同比多增 6407 亿元，或由于市场利率下滑拉动，同时表明直接融资作用进一步凸显。另外，4 月 9 日国务院发布了《完善要素市场化配置体制机制的意见》，明确了加快发展债券市场，提升债券市场定价效率，同时新《证券法》也提出了公司债注册制，我们预计随着债券市场基础设施的完善，债券市场有望迎来高速增长。3）政府债券新增 6363 亿元，同环比分别多增 2951 和 4539 亿元，源于今年以来政府加大财政赤字力度，同时前期下达的专项债额度逐步释放。4）表外融资方面，3 月表外融资大增，净融资额达 2208 亿元，同比多增 1385 亿元，源于未贴现银行票据的增长。而新增委托贷款和信托贷款仍下降，分别同比少减 482 和多减 550 亿元。考虑到资管新规延期实施以及部分商业银行放松房地产非标额度，委托贷款和信托贷款料有所放松。

表 4：2020 年 3 月社融规模（亿元）

	金额	同比	环比
新增社会融资规模	51627	22025	43073
对实体经济发放的人民币贷款	30374	10790	23172
表外融资	2208	1385	2208
信托贷款	-22	-550	518
委托贷款	-588	482	-232
未贴现银行票据	2818	1453	6779
直接融资	10150	6481	5841
企业债券	9953	6407	6093
股票融资	197	75	-252
政府债券	6363	2951	4539
存款类金融机构资产支持证券	477.7	217	478
贷款核销	166	-1061	166

资料来源：央行，信达证券研发中心

行业新闻

证券：

1. 证券：4 月 6 日，第一创业、招商证券定增、配股申请获证监会发审委通过，合计预计募集资金 188 亿元。

2. 天风证券设立资管子公司获证监会批复，券商资管子公司增至 19 家。

3. 41 家券商公布 3 月业绩，7 成券商环比下滑。

4. 上交所发布《科创板上市公司股东以非公开转让和配售方式减持股份实施细则（征求意见稿）》。

保险：

1. 中共中央、国务院：探索科技保险等方式推动科技成果资本化

2. 银保监会官网发布《关于防范“代理退保”有关风险的提示》

研究团队简介

王舫朝，硕士，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。

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）; 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。