

2018-9-15

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

投资银行业与经纪业行业

第三十七周周报：上半年券商资产结构发生了哪些变化

报告要点

■ 保费持续改善趋势不变，利率环境利好保险投资

保费持续回暖利率环境改善，偿付能力整体稳健。1、上市险企披露8月保费情况，新单增长保持平稳，基本延续了二季度持续回暖的趋势，总保费受续期业务支撑维持较好增长；2、10年期国债利率企稳，在3.6%附近震荡，市场对于保险长期投资的预期逐步稳固，期限溢价拉大趋势下保险面临更友好的利率环境；3、二季度行业176家保险公司的平均综合偿付能力充足率为246%，平均核心偿付能力充足率为235%，整体经营稳健。当前板块估值在0.7-0.9倍附近震荡，新单持续回暖、投资预期较上半年改善的大背景下，板块估值具备持续修复的条件。个股推荐新华保险和中国平安。

三季度预计业绩承压，关注龙头配置价值。1、9月过半，三季度市场在指数下跌、交易清淡的背景下，1-8月上市券商累计净利润降幅约27.5%，考虑到去年9月业绩基数较高，预计上市券商三季度累计净利润降幅或将走阔；2、当前板块PB估值仅1.2倍，充分反应市场对于行业盈利能力下滑和股票质押风险的隐忧，交易量和指数进一步下探空间有限，但是估值中枢的自我修复依然依赖市场环境的回暖；3、业务创新依然是券商股最好的催化剂，下半年重点关注衍生品业务发展契机，个股推荐已经在衍生品领域形成先发优势的中信证券。

■ 证券公司上半年融资类资产收缩，投资类资产结构调整

两融、股票质押规模下滑，权益固收配比调整，新会计准则下券商部分降低股票配置。2018年中期券商现金类资产、融资类资产和投资类资产占总资产的比重分别为15%-35%、15%-40%、25%-55%。上市券商两融规模受制于市场低迷明显下滑，占净资产比重较年初下滑大约1-30个百分点；信用风险加剧和股票质押新规下股债规模变动略有分化，大部分券商呈收缩态势，而申万、国海等历史规模偏低的券商股债规模有所增加；上半年股市下行债市向好，券商固收类资产配置增加，权益类自营规模明显下滑；新会计准则背景下，交易性金融资产中股票资产增加，部分券商为平滑业绩兑现计入可供出售金融资产中的股票资产，因此2018H股票资产占净资产比重下滑大约1-11个百分点。

■ 核心数据跟踪

截至9月14日一周内，中债总全价指数下跌0.15%；两融余额8492.16亿元，环比下滑0.89%，7天银行间同业拆借利率为3.2255%，环比下降17.34个BP。

风险提示： 1. 市场进一步下跌造成股票质押负面连锁反应，同时自营压力加大；
2. 监管对保费影响大于预期，利率大幅下行。

分析师 周晶晶

☎ (8621) 61118727

✉ zhoujj1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514070005

联系人 孙寅

☎ (8621) 61118727

✉ sunyin@cjsc.com.cn

分析师 徐一洲

☎ (8621) 61118727

✉ xuyz1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070002

联系人 吴一凡

☎ (8621) 61118727

✉ wuyf4@cjsc.com.cn

相关研究

《新会计准则下非银财报（二）：券商减值计提和客户分化进行时》2018-9-14

《第三十六周周报：资管新规下的多元金融行业生态跟踪》2018-9-9

《第三十五周周报：非银中报有亮点，关注股指期货政策方向》2018-9-1

目录

| | |
|------------------------|----|
| 2018 上半年券商资产结构发生了哪些变化？ | 4 |
| 融资类资产明显收缩 | 5 |
| 投资类资产结构调整 | 7 |
| I9 影响下股票资产减少 | 9 |
| 核心数据跟踪与分析 | 11 |
| 指数与板块表现 | 11 |
| 市场概况及重点经营数据 | 11 |
| 行业及公司重点关注 | 18 |
| 行业要闻 | 18 |
| 公司公告 | 20 |
| 周度观点 | 21 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 两融余额环比下滑 3.83%至 0.86 万亿元 (单位: 亿元, %) | 5 |
| 图 2: 8 月份融资净买入额-340.84 亿元 (单位: 亿元) | 5 |
| 图 3: 股票质押待解押规模增速放缓 (单位: 亿元, %) | 6 |
| 图 4: 沪深 300 和创业板指年初至今涨跌幅 (单位: %) | 8 |
| 图 5: 中债企业债到期收益率 (单位: %) | 8 |
| 图 6: 截至 9 月 14 日一周内沪深 300 下跌 1.08% (单位: %) | 11 |
| 图 7: 非银板块多元涨幅最高 (单位: %) | 11 |
| 图 8: 截至 9 月 14 日一周内央行货币净投放 3300 亿元 (单位: 亿元) | 12 |
| 图 9: 截至 8 月 31 日一周内新增投资者 23.58 万人 (单位: 万人) | 12 |
| 图 10: 截至 9 月 14 日一周内两市日均成交额 2379.27 亿元 (亿元) | 12 |
| 图 11: 截至 9 月 14 日一周内日均换手率 0.63% (单位: %) | 12 |
| 图 12: 截至 9 月 13 日两市两融余额 8,492.16 亿元 (单位: 亿元) | 12 |
| 图 13: 截至 9 月 14 日股票质押新增规模 35.89 亿元 (单位: 亿元) | 12 |
| 图 14: 截至 9 月 14 日一周内股权融资规模 50.65 亿元 (单位: 亿元) | 13 |
| 图 15: 截至 9 月 14 日一周内各类债券融资规模 (单位: 亿元) | 13 |
| 图 16: 7 天银行间质押式回购利率环比下降 15.07 个 BP (单位: %) | 13 |
| 图 17: 7 天银行间同业拆借利率下降 17.34 个 BP (单位: %) | 13 |
| 图 18: 公募基金发行份额概况 (按成立日统计, 单位: 亿份) | 13 |
| 图 19: 公募基金发行数量概况 (按成立日统计, 单位: 个) | 13 |
| 图 20: 沪港通累计净买入金额 (单位: 亿元) | 14 |
| 图 21: 深港通累计净买入金额 (单位: 亿元) | 14 |
| 图 22: 信托发行概况 (按成立日统计, 单位: 亿元, %) | 14 |
| 图 23: 信托新发产品构成 (按成立日统计, 单位: 亿份) | 14 |

| | |
|---|----|
| 图 24: 银行理财产品规模及收益率变动 (单位: 只, %) | 15 |
| 图 25: 余额宝 7 日年化收益率 (单位: %) | 15 |
| 图 26: 750 日国债移动平均收益率 (单位: %) | 16 |
| | |
| 表 1: 2018H 上市券商资产结构 (单位: 亿元, %) | 4 |
| 表 2: 上市券商两融规模变动 (单位: 亿元, %) | 5 |
| 表 3: 上市券商表内股票质押规模变动 (单位: 亿元, %) | 7 |
| 表 4: 上市券商自营资产规模变动 (单位: 亿元, %) | 8 |
| 表 5: 上市券商股票资产规模变动 (单位: 亿元, %) | 9 |
| 表 6: 上市公司融出资金规模占最近一个报告期的净资产比重 (单位: 亿元, %) | 14 |
| 表 7: 5 年期债券收益率变动 (单位: 基点) | 16 |
| 表 8: 5 年期债券信用利差与期限利差变动 (单位: 基点) | 16 |
| 表 9: 1 年期、5 年期和 10 年期债券收益率 750 日移动平均变动幅度 (单位: 基点) | 17 |
| 表 10: 非银行业公司本周发债情况 (单位: 亿元, 年, %) | 17 |

2018 上半年券商资产结构发生了哪些变化？

券商资产主要包括现金类资产、融资类资产和投资类资产三大类。其中，现金类资产在资产负债表中主要体现为货币资金和结算备付金，融资类资产主要体现为融出资金和买入返售金融资产，投资类资产主要体现为交易性金融资产、可供出售金融资产和持有至到期投资，A+H 券商在实行新会计准则后投资类资产则体现为交易性金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资。按照上述划分口径，我们简单测算上市券商资产结构，现金类、融资类和投资类资产占总资产的比重大约在 15%-35%、15%-40%、25%-55%。

表 1：2018H 上市券商资产结构（单位：亿元，%）

| 公司名称 | 现金类资产 | 融资类资产 | 投资类资产 | 现金类资产/ 总资产 | 融资类资产/ 总资产 | 投资类资产/ 总资产 |
|------|----------|----------|----------|---------------|---------------|---------------|
| 中信证券 | 1,472.72 | 1,487.11 | 2,476.77 | 22.39% | 22.61% | 37.66% |
| 海通证券 | 1,103.90 | 1,569.49 | 1,775.36 | 19.26% | 27.38% | 30.97% |
| 广发证券 | 818.56 | 938.68 | 1,656.15 | 20.96% | 24.04% | 42.41% |
| 国泰君安 | 1,107.06 | 1,367.07 | 1,628.04 | 25.13% | 31.04% | 36.96% |
| 华泰证券 | 943.78 | 1,086.66 | 1,481.22 | 23.85% | 27.47% | 37.44% |
| 东方证券 | 445.39 | 410.61 | 1,216.09 | 20.16% | 18.58% | 55.03% |
| 招商证券 | 716.35 | 930.37 | 1,156.07 | 24.03% | 31.21% | 38.78% |
| 申万宏源 | 852.22 | 1,175.53 | 1,048.43 | 25.31% | 34.91% | 31.14% |
| 中信建投 | 587.22 | 632.62 | 847.12 | 27.08% | 29.17% | 39.06% |
| 中国银河 | 730.96 | 974.80 | 783.58 | 27.78% | 37.04% | 29.77% |
| 光大证券 | 526.34 | 584.17 | 779.74 | 24.93% | 27.67% | 36.93% |
| 兴业证券 | 338.22 | 452.42 | 739.28 | 20.61% | 27.56% | 45.04% |
| 方正证券 | 375.81 | 314.52 | 699.55 | 24.31% | 20.35% | 45.26% |
| 国信证券 | 489.80 | 781.37 | 680.25 | 23.49% | 37.48% | 32.63% |
| 东兴证券 | 132.95 | 184.58 | 494.29 | 15.50% | 21.52% | 57.64% |
| 东吴证券 | 159.55 | 292.51 | 423.74 | 17.15% | 31.44% | 45.55% |
| 国海证券 | 117.96 | 156.41 | 345.12 | 17.99% | 23.86% | 52.64% |
| 长江证券 | 333.26 | 376.09 | 335.32 | 30.09% | 33.96% | 30.28% |
| 西南证券 | 161.38 | 108.90 | 331.24 | 24.69% | 16.66% | 50.68% |
| 国元证券 | 230.31 | 224.60 | 317.48 | 27.50% | 26.82% | 37.91% |
| 财通证券 | 138.25 | 152.37 | 256.14 | 23.19% | 25.56% | 42.96% |
| 西部证券 | 132.35 | 77.80 | 250.50 | 26.81% | 15.76% | 50.75% |
| 东北证券 | 152.50 | 162.72 | 246.92 | 24.17% | 25.79% | 39.14% |
| 山西证券 | 163.05 | 106.16 | 228.56 | 28.83% | 18.77% | 40.41% |
| 华安证券 | 116.71 | 122.41 | 205.22 | 25.06% | 26.28% | 44.06% |
| 华西证券 | 150.96 | 158.44 | 194.86 | 28.55% | 29.96% | 36.85% |
| 浙商证券 | 172.99 | 157.30 | 188.13 | 30.37% | 27.62% | 33.03% |
| 太平洋 | 51.80 | 151.30 | 185.79 | 12.59% | 36.79% | 45.17% |
| 国金证券 | 175.88 | 120.38 | 182.87 | 34.73% | 23.77% | 36.11% |

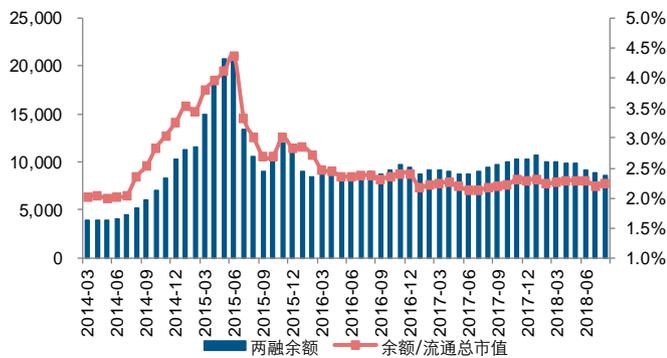
| | | | | | | |
|------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 第一创业 | 80.79 | 80.84 | 139.55 | 23.64% | 23.65% | 40.83% |
| 南京证券 | 87.88 | 80.90 | 65.17 | 34.49% | 31.75% | 25.57% |

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

融资类资产明显收缩

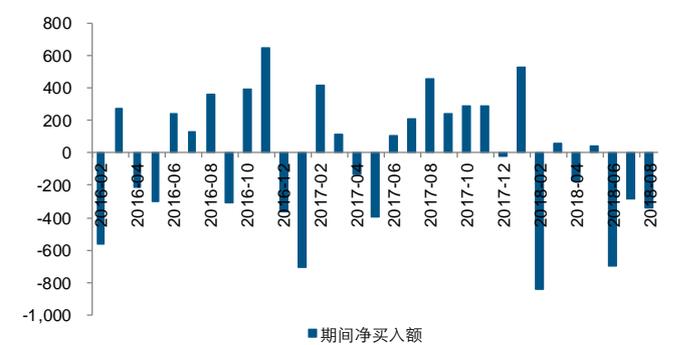
两融规模受制于市场低迷, 规模下滑显著。两融业务具备较强的顺周期属性, 2018年8月末, 两融余额环比下滑3.83%至0.86万亿元, 较年初下滑20.54%, 8月末两融余额占市场流通总市值的比重大约为2.24%。上市券商中, 华安证券、中信建投、国海证券2018年上半年两融余额较年初下滑幅度较大, 分别变动-27.9%、-25.8%、-25.5%。融出资金占净资产比重大约在20%-80%左右, 占比较年初下滑大约1-30个百分点。

图 1: 两融余额环比下滑 3.83% 至 0.86 万亿元 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 2: 8 月份融资净买入额 -340.84 亿元 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 2: 上市券商两融规模变动 (单位: 亿元, %)

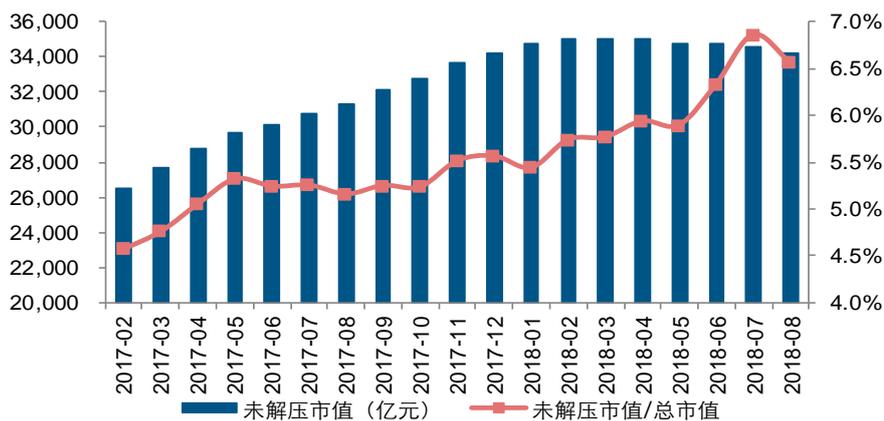
| 公司名称 | 两融余额 | | | 两融余额/净资产 | | | 融出资金 | | | 融出资金/净资产 | | |
|------|-------|-------|--------|----------|-------|----------|-------|-------|--------|----------|-------|----------|
| | 2017 | 2018H | 变动 | 2017 | 2018H | 变动 (pct) | 2017 | 2018H | 变动 | 2017 | 2018H | 变动 (pct) |
| 中信证券 | 709.8 | 647.2 | -8.8% | 46.3% | 42.2% | -4.2 | 739.8 | 676.7 | -8.5% | 48.3% | 44.1% | -4.2 |
| 国泰君安 | 641.4 | 548.5 | -14.5% | 48.0% | 41.4% | -6.5 | 739.8 | 621.7 | -16.0% | 55.3% | 47.0% | -8.4 |
| 华泰证券 | 588.1 | - | - | 66.4% | - | - | 599.9 | 521.4 | -13.1% | 67.7% | 57.0% | -10.7 |
| 中国银河 | 570.1 | 502.6 | -11.8% | 87.9% | 77.4% | -10.4 | 600.6 | 536.5 | -10.7% | 92.6% | 82.6% | -9.9 |
| 广发证券 | 560.0 | 505.7 | -9.7% | 63.2% | 57.4% | -5.7 | 617.5 | 553.3 | -10.4% | 69.7% | 62.8% | -6.8 |
| 招商证券 | 547.0 | 470.4 | -14.0% | 68.9% | 60.0% | -9.0 | 592.4 | 524.9 | -11.4% | 74.7% | 66.9% | -7.7 |
| 申万宏源 | 540.6 | - | - | 94.8% | - | - | 557.4 | 491.4 | -11.8% | 97.8% | 71.0% | -26.7 |
| 中信建投 | 480.9 | 356.6 | -25.8% | 109.3% | 74.4% | -34.9 | 478.2 | 370.8 | -22.5% | 108.7% | 77.3% | -31.4 |
| 海通证券 | 480.1 | 444.2 | -7.5% | 37.0% | 34.4% | -2.6 | 615.6 | 588.7 | -4.4% | 47.5% | 45.6% | -1.8 |
| 国信证券 | 389.2 | 343.1 | -11.8% | 74.6% | 66.8% | -7.8 | 401.4 | 351.3 | -12.5% | 77.0% | 68.4% | -8.6 |
| 光大证券 | 300.8 | 284.8 | -5.3% | 60.1% | 57.0% | -3.1 | 377.1 | 361.8 | -4.0% | 75.4% | 72.4% | -3.0 |
| 方正证券 | 236.0 | - | - | 61.8% | - | - | 236.9 | 217.3 | -8.3% | 62.0% | 56.7% | -5.3 |
| 长江证券 | 227.6 | 189.5 | -16.7% | 85.0% | 69.9% | -15.2 | 235.8 | 197.7 | -16.2% | 88.1% | 72.9% | -15.2 |
| 兴业证券 | 142.4 | 137.9 | -3.2% | 39.7% | 38.7% | -1.0 | 181.0 | 186.0 | 2.8% | 50.4% | 52.2% | 1.7 |
| 国元证券 | 127.5 | 113.0 | -11.4% | 50.2% | 45.4% | -4.8 | 138.6 | 124.0 | -10.5% | 54.6% | 49.8% | -4.8 |

| | | | | | | | | | | | | |
|------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 东方证券 | 126.5 | 120.5 | -4.7% | 23.6% | 23.3% | -0.4 | 129.4 | 123.1 | -4.9% | 24.2% | 23.8% | -0.4 |
| 财通证券 | 106.3 | - | - | 51.1% | - | - | 106.7 | 85.7 | -19.7% | 51.3% | 42.6% | -8.7 |
| 东兴证券 | 95.8 | 82.9 | -13.4% | 49.7% | 42.2% | -7.5 | 96.2 | 83.6 | -13.1% | 50.0% | 42.6% | -7.4 |
| 华西证券 | 92.9 | 87.7 | -5.6% | 72.5% | 48.6% | -23.9 | 92.7 | 87.4 | -5.7% | 72.3% | 48.4% | -23.9 |
| 华安证券 | 88.9 | 64.1 | -27.9% | 70.7% | 51.2% | -19.5 | 88.9 | 64.1 | -27.9% | 70.7% | 51.2% | -19.5 |
| 西南证券 | 82.3 | - | - | 41.0% | - | - | 87.6 | 82.5 | -5.9% | 43.7% | 42.3% | -1.4 |
| 东北证券 | 81.9 | 82.5 | 0.6% | 48.7% | 50.3% | 1.6 | 84.3 | 81.8 | -2.9% | 50.2% | 49.9% | -0.2 |
| 东吴证券 | 80.6 | 76.0 | -5.8% | 38.3% | 37.2% | -1.1 | 80.6 | 74.9 | -7.0% | 38.3% | 36.7% | -1.6 |
| 浙商证券 | 77.0 | 72.5 | -5.8% | 57.0% | 53.8% | -3.1 | 78.5 | 68.1 | -13.2% | 58.1% | 50.6% | -7.5 |
| 国金证券 | 73.5 | 67.6 | -8.0% | 38.9% | 35.5% | -3.4 | 77.5 | 70.4 | -9.1% | 41.0% | 37.0% | -4.0 |
| 国海证券 | 63.9 | 47.6 | -25.5% | 44.9% | 33.9% | -11.0 | 63.5 | 50.3 | -20.8% | 44.7% | 35.8% | -8.9 |
| 南京证券 | 55.9 | 48.1 | -14.0% | 59.5% | 45.5% | -14.0 | 55.7 | 47.9 | -14.0% | 59.3% | 45.3% | -14.0 |
| 西部证券 | 53.4 | 43.7 | -18.2% | 30.3% | 24.9% | -5.4 | 54.4 | 44.8 | -17.6% | 30.8% | 25.5% | -5.3 |
| 山西证券 | 52.4 | 50.5 | -3.6% | 39.5% | 38.7% | -0.8 | 54.1 | 49.9 | -7.7% | 40.8% | 38.3% | -2.5 |
| 第一创业 | 36.8 | 30.3 | -17.6% | 40.1% | 33.1% | -6.9 | 36.8 | 30.3 | -17.5% | 40.0% | 33.1% | -6.9 |
| 太平洋 | 23.9 | - | - | 19.8% | - | - | 24.6 | 27.2 | 10.5% | 20.4% | 22.9% | 2.5 |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

信用风险加剧和股票质押新规下股质规模稳中有降。2018 上半年随着市场震荡下行，信用市场频现风险事件，股票质押新规出台规范股质业务，股票质押规模增速变缓并有下降趋势，截止至 8 月末股票质押未解压股数 2696.15 亿股，未解压市值 34225.37 亿元，环比分别变动-1.28%和-1.09%，未解压市值占总市值之比大约为 6.56%。

图 3：股票质押待解押规模增速放缓（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

上市券商表内股票质押规模略有分化。与此同时，部分券商主动收缩股票质押业务规模，提高风控标准。从 2018 上半年数据来看，表内质押规模变动略有分化，大部分券商呈收缩态势，西南证券、华安证券、国信证券表内股票质押规模分别较年初下滑 31.4%、28.2%、27.9%；而申万宏源、国海证券等历史规模偏低的券商表内股票质押则有所增加；目前表内股票质押规模占净资产的比重在 8%-86%左右。

表 3：上市券商表内股票质押规模变动（单位：亿元，%）

| 公司名称 | 表内质押规模 | | | 表内质押规模/净资产 | | |
|------|--------|-------|--------|------------|-------|----------|
| | 2017 | 2018H | 变动 | 2017 | 2018H | 变动 (pct) |
| 中信证券 | 175.2 | 173.0 | -1.2% | 83% | 86% | 2.7 |
| 国泰君安 | 323.3 | 522.6 | 61.6% | 57% | 77% | 20.7 |
| 华泰证券 | 309.6 | 253.8 | -18.0% | 86% | 77% | -9.4 |
| 中国银河 | 406.0 | 385.8 | -5.0% | 78% | 75% | -2.6 |
| 广发证券 | 77.0 | 74.8 | -2.8% | 64% | 65% | 1.0 |
| 招商证券 | 363.6 | 409.1 | 12.5% | 56% | 63% | 7.4 |
| 申万宏源 | 745.3 | 733.6 | -1.6% | 57% | 63% | 5.2 |
| 中信建投 | 67.6 | 83.4 | 23.3% | 48% | 61% | 13.8 |
| 海通证券 | 311.4 | 273.2 | -12.3% | 58% | 53% | -4.8 |
| 国信证券 | 769.3 | 555.0 | -27.9% | 58% | 46% | -12.0 |
| 光大证券 | 166.8 | 122.1 | -26.8% | 62% | 45% | -16.8 |
| 方正证券 | 80.7 | 89.1 | 10.4% | 42% | 45% | 3.5 |
| 长江证券 | 484.1 | 400.6 | -17.3% | 55% | 44% | -10.2 |
| 兴业证券 | 186.3 | 214.1 | 14.9% | 37% | 44% | 6.9 |
| 国元证券 | 48.1 | 44.3 | -7.9% | 42% | 44% | 2.1 |
| 东方证券 | 46.7 | 50.9 | 9.0% | 37% | 42% | 4.5 |
| 财通证券 | 307.0 | 316.3 | 3.0% | 39% | 40% | 1.7 |
| 东兴证券 | 780.3 | 594.3 | -23.8% | 51% | 40% | -11.4 |
| 华西证券 | 79.4 | 91.5 | 15.1% | 31% | 37% | 5.5 |
| 华安证券 | 72.5 | 52.1 | -28.2% | 43% | 34% | -9.0 |
| 西南证券 | 40.1 | 27.5 | -31.4% | 44% | 31% | -12.3 |
| 东北证券 | 265.8 | 263.3 | -1.0% | 30% | 31% | 1.3 |
| 东吴证券 | 53.6 | 48.2 | -10.0% | 42% | 27% | -15.0 |
| 浙商证券 | 103.5 | 82.1 | -20.7% | 27% | 22% | -5.2 |
| 国金证券 | 30.0 | 26.7 | -11.3% | 23% | 22% | -1.1 |
| 国海证券 | 44.5 | 32.9 | -26.2% | 24% | 17% | -6.2 |
| 南京证券 | 17.9 | 16.1 | -10.1% | 9% | 8% | -0.5 |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

投资类资产结构调整

2018 上半年股债市走势分化。年初以来，沪深 300、创业板指累计下跌 17.28%和 18.11%；债券市场方面，8月末中债企业债到期收益率 6 月期和 3 年期分别报收 3.4757%和 4.1485%，分别较年初下降 165.82BP 和 114.49BP。

券商固收类资产配置增加。不难发现，券商也随市场变化调整自营投资资产的结构，增加固收类资产，权益类自营规模则有所下滑。2018 上半年，海通证券、华泰证券、国泰君安等大券商固收类自营规模分别较年初增加 44.7%、40.0%、38.2%；大部分券商权益类自营资产收缩，浙商证券、南京证券、西部证券等中小券商因历史权益类自营资

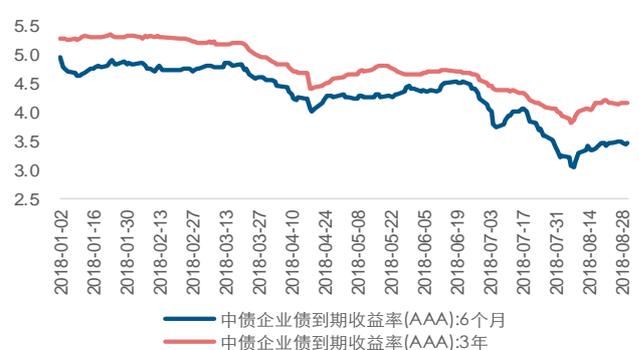
产规模偏小有较快增速，华泰证券、国泰君安、海通证券等大券商因投资能力较强，权益类自营资产增速相对稳健；目前自营资产占净资产比重在 60%-200%左右。

图 4：沪深 300 和创业板指年初至今涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：中债企业债到期收益率（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 4：上市券商自营资产规模变动（单位：亿元，%）

| 公司名称 | 权益类自营 | | 固收类自营 | | 自营总规模 | | 自营/净资产 | | 自营结构 | | | |
|------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|----------|--------|--------|---------|---------|
| | 2018H | 变动 | 2018H | 变动 | 2018H | 变动 | 2018H | 变动 (pct) | 2017权益 | 2017固收 | 2018H权益 | 2018H固收 |
| 中信证券 | 266 | -7.8% | 1,442 | 33.8% | 1,708 | 25.0% | 111.3% | 15.9 | 21.1% | 78.9% | 15.6% | 84.4% |
| 广发证券 | 204 | -8.7% | 1,199 | 21.4% | 1,403 | 15.9% | 159.4% | 19.9 | 18.4% | 81.6% | 14.5% | 85.5% |
| 国泰君安 | 279 | 3.8% | 1,095 | 38.2% | 1,375 | 29.5% | 103.8% | 7.9 | 25.3% | 74.7% | 20.3% | 79.7% |
| 东方证券 | 157 | -10.2% | 909 | 9.9% | 1,066 | 6.4% | 206.1% | 6.9 | 17.4% | 82.6% | 14.7% | 85.3% |
| 招商证券 | 135 | -19.3% | 921 | 14.2% | 1,055 | 8.4% | 134.6% | 14.9 | 17.1% | 82.9% | 12.7% | 87.3% |
| 华泰证券 | 318 | 12.5% | 708 | 40.0% | 1,026 | 30.1% | 112.2% | 10.9 | 35.9% | 64.1% | 31.0% | 69.0% |
| 申万宏源 | 140 | -2.7% | 838 | 22.3% | 978 | 18.0% | 141.4% | -0.1 | 17.4% | 82.6% | 14.3% | 85.7% |
| 海通证券 | 233 | 0.5% | 629 | 44.7% | 862 | 29.3% | 66.8% | 4.9 | 34.8% | 65.2% | 27.0% | 73.0% |
| 中国银河 | 153 | -8.6% | 579 | 18.2% | 732 | 11.4% | 112.7% | 3.9 | 25.4% | 74.6% | 20.9% | 79.1% |
| 中信建投 | 46 | -2.7% | 655 | 21.9% | 700 | 19.9% | 146.1% | 28.9 | 8.0% | 92.0% | 6.5% | 93.5% |
| 国信证券 | 155 | -14.8% | 465 | 50.9% | 620 | 26.5% | 120.8% | 1.9 | 37.2% | 62.8% | 25.0% | 75.0% |
| 光大证券 | 93 | -1.1% | 523 | 0.7% | 616 | 0.5% | 123.3% | 11.9 | 15.4% | 84.6% | 15.2% | 84.8% |
| 兴业证券 | 78 | 1.9% | 493 | 8.9% | 571 | 7.9% | 160.0% | 0.9 | 14.4% | 85.6% | 13.6% | 86.4% |
| 方正证券 | 87 | 3.4% | 385 | 33.7% | 472 | 26.8% | 123.2% | 21.9 | 22.7% | 77.3% | 18.5% | 81.5% |
| 东兴证券 | 51 | 12.2% | 345 | 21.0% | 397 | 19.8% | 202.0% | 9.9 | 13.9% | 86.1% | 13.0% | 87.0% |
| 国海证券 | 11 | -4.5% | 336 | -0.9% | 347 | -1.0% | 247.0% | 5.9 | 3.2% | 96.8% | 3.1% | 96.9% |
| 长江证券 | 58 | -5.2% | 244 | -10.5% | 302 | -9.5% | 111.4% | 8.9 | 18.3% | 81.7% | 19.1% | 80.9% |
| 东吴证券 | 40 | -9.7% | 254 | -6.1% | 294 | -6.6% | 143.8% | -1.1 | 14.0% | 86.0% | 13.5% | 86.5% |
| 西南证券 | 62 | -15.5% | 231 | 23.3% | 293 | 12.5% | 150.2% | 25.9 | 28.0% | 72.0% | 21.0% | 79.0% |
| 西部证券 | 14 | 37.2% | 225 | 4.5% | 240 | 6.1% | 136.4% | 24.9 | 4.7% | 95.3% | 6.0% | 94.0% |
| 财通证券 | 18 | 25.9% | 208 | 1.7% | 227 | 3.3% | 112.6% | 27.9 | 6.6% | 93.4% | 8.1% | 91.9% |
| 东北证券 | 30 | -16.6% | 194 | 13.8% | 224 | 8.6% | 136.7% | 17.9 | 17.3% | 82.7% | 13.3% | 86.7% |
| 山西证券 | 8 | -24.1% | 198 | 80.6% | 206 | 71.5% | 157.8% | 22.9 | 8.7% | 91.3% | 3.9% | 96.1% |
| 华西证券 | 7 | -9.6% | 169 | 5.6% | 176 | 4.9% | 97.3% | 20.9 | 4.6% | 95.4% | 4.0% | 96.0% |

| | | | | | | | | | | | | |
|------|----|--------|-----|--------|-----|--------|--------|------|-------|-------|-------|-------|
| 国金证券 | 28 | -8.7% | 147 | 74.6% | 175 | 52.5% | 91.7% | 23.9 | 26.5% | 73.5% | 15.9% | 84.1% |
| 浙商证券 | 6 | 104.4% | 167 | 16.0% | 173 | 17.7% | 128.7% | 26.9 | 2.0% | 98.0% | 3.4% | 96.6% |
| 太平洋 | 13 | -24.6% | 156 | 0.6% | 169 | -2.0% | 142.3% | 2.9 | 10.3% | 89.7% | 8.0% | 92.0% |
| 华安证券 | 6 | -7.5% | 161 | 128.3% | 167 | 116.0% | 133.5% | 13.9 | 9.1% | 90.9% | 3.9% | 96.1% |
| 国元证券 | 12 | -19.3% | 142 | 20.3% | 155 | 15.7% | 62.2% | 16.9 | 11.6% | 88.4% | 8.1% | 91.9% |
| 第一创业 | 3 | -25.2% | 121 | 7.3% | 124 | 6.2% | 134.9% | 18.9 | 3.4% | 96.6% | 2.4% | 97.6% |
| 南京证券 | 4 | 39.9% | 69 | 60.3% | 73 | 58.9% | 69.0% | 29.9 | 6.6% | 93.4% | 5.8% | 94.2% |

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

19 影响下股票资产减少

新会计准则背景下, 交易性金融资产中股票资产增加, 部分券商为平滑业绩兑现计入可供出售金融资产中的股票资产。在新会计准则下, 一旦原先以可供出售金融资产计量的股权资产全额计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产, 则将极大提升券商的业绩弹性, 且其他计入以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产无法回转损益并进入利润表, 因此部分公司选择提前兑现部分前期存在浮盈的股票类资产。2017 年下半年部分 A+H 券商已经着手兑现可供出售金融资产中的股票类资产, 2018 年上半年尚未实施新会计准则的券商可供出售金融资产中的股票类资产规模也较 2017 年末有所下滑, 下滑区间大约在 10%-50%左右。而新会计准则实施后, 可供出售金融资产中的股票资产进入交易性金融资产中, 可以看到 2018H 交易性金融资产中的股票资产较年初增加约 20%-200%左右, 但由于已兑现部分股票资产, 因此 2018H 股票资产整体规模略有下滑, 占净资产比重下滑大约 1-11 个百分点。

表 5: 上市券商股票资产规模变动 (单位: 亿元, %)

| 公司名称 | 交易性金融资产-股票 | | | 可供出售金融资产-股票 | | | 股票资产合计 | | | 股票资产/净资产 | | |
|------|------------|--------|--------|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|----------|-------|----------|
| | 2017 | 2018H | 变动 | 2017 | 2018H | 变动 | 2017 | 2018H | 变动 | 2017 | 2018H | 变动 (pct) |
| 中信证券 | 539.03 | 424.61 | -21.2% | 53.52 | - | - | 592.55 | 424.61 | -28.3% | 38.7% | 27.7% | -11.0 |
| 华泰证券 | 76.44 | 230.82 | 201.9% | 104.54 | - | - | 180.98 | 230.82 | 27.5% | 20.4% | 25.2% | 4.8 |
| 海通证券 | 158.59 | 179.16 | 13.0% | 77.56 | - | - | 236.15 | 179.16 | -24.1% | 18.2% | 13.9% | -4.3 |
| 东方证券 | 90.81 | 160.11 | 76.3% | 11.03 | - | - | 101.84 | 160.11 | 57.2% | 19.0% | 30.9% | 11.9 |
| 国泰君安 | 87.10 | 113.24 | 30.0% | 53.46 | - | - | 140.56 | 113.24 | -19.4% | 10.5% | 8.6% | -2.0 |
| 财通证券 | 90.72 | 106.02 | 16.9% | 7.23 | 6.18 | -14.6% | 97.95 | 112.20 | 14.5% | 47.1% | 55.8% | 8.7 |
| 招商证券 | 125.63 | 103.53 | -17.6% | 12.27 | - | - | 137.90 | 103.53 | -24.9% | 17.4% | 13.2% | -4.2 |
| 广发证券 | 48.79 | 88.06 | 80.5% | 49.10 | - | - | 97.88 | 88.06 | -10.0% | 11.0% | 10.0% | -1.0 |
| 中国银河 | 66.65 | 86.91 | 30.4% | 30.25 | - | - | 96.90 | 86.91 | -10.3% | 14.9% | 13.4% | -1.5 |
| 兴业证券 | 75.03 | 75.92 | 1.2% | 8.87 | 9.05 | 2.1% | 83.90 | 84.98 | 1.3% | 23.4% | 23.8% | 0.5 |
| 国信证券 | 48.22 | 32.48 | -32.7% | 38.70 | 32.15 | -16.9% | 86.92 | 64.63 | -25.7% | 16.7% | 12.6% | -4.1 |
| 光大证券 | 27.00 | 51.40 | 90.4% | 30.66 | - | - | 57.66 | 51.40 | -10.9% | 11.5% | 10.3% | -1.2 |
| 西南证券 | 31.50 | 21.74 | -31.0% | 32.33 | 22.09 | -31.7% | 63.83 | 43.83 | -31.3% | 31.8% | 22.5% | -9.4 |
| 长江证券 | 31.17 | 30.98 | -0.6% | 10.01 | 9.97 | -0.4% | 41.18 | 40.95 | -0.5% | 15.4% | 15.1% | -0.3 |
| 中信建投 | 43.00 | 40.37 | -6.1% | 6.31 | - | - | 49.30 | 40.37 | -18.1% | 11.2% | 8.4% | -2.8 |
| 东兴证券 | 28.16 | 24.98 | -11.3% | 12.95 | 13.78 | 6.4% | 41.11 | 38.76 | -5.7% | 21.4% | 19.7% | -1.6 |

| | | | | | | | | | | | | |
|------|-------|-------|--------|-------|-------|----------|-------|-------|--------|-------|-------|------|
| 东北证券 | 1.25 | 0.97 | -23.0% | 46.02 | 36.70 | -20.3% | 47.28 | 37.66 | -20.3% | 28.1% | 23.0% | -5.1 |
| 申万宏源 | 24.74 | 31.85 | 28.7% | 41.96 | - | - | 66.70 | 31.85 | -52.3% | 11.7% | 4.6% | -7.1 |
| 方正证券 | 20.31 | 26.68 | 31.4% | 2.43 | 4.15 | 71.1% | 22.74 | 30.84 | 35.6% | 6.0% | 8.0% | 2.1 |
| 太平洋 | 15.67 | 13.34 | -14.9% | 4.21 | 3.07 | -27.1% | 19.88 | 16.40 | -17.5% | 16.5% | 13.8% | -2.7 |
| 东吴证券 | 21.73 | 11.10 | -48.9% | 7.71 | 4.75 | -38.3% | 29.43 | 15.85 | -46.1% | 14.0% | 7.8% | -6.2 |
| 西部证券 | 10.13 | 14.52 | 43.3% | 0.46 | 0.48 | 5.3% | 10.59 | 15.00 | 41.6% | 6.0% | 8.5% | 2.5 |
| 华西证券 | 6.11 | 5.20 | -15.0% | 0.02 | 8.74 | 53791.7% | 6.13 | 13.94 | 127.5% | 4.8% | 7.7% | 2.9 |
| 国海证券 | 13.28 | 11.20 | -15.7% | 2.35 | 1.50 | -36.5% | 15.64 | 12.69 | -18.8% | 11.0% | 9.0% | -2.0 |
| 国元证券 | 7.24 | 8.89 | 22.8% | 2.63 | 2.07 | -21.3% | 9.87 | 10.96 | 11.1% | 3.9% | 4.4% | 0.5 |
| 浙商证券 | 0.77 | 4.26 | 454.9% | 9.31 | 6.33 | -32.0% | 10.08 | 10.59 | 5.1% | 7.5% | 7.9% | 0.4 |
| 山西证券 | 8.00 | 9.01 | 12.6% | 4.44 | 1.38 | -68.9% | 12.44 | 10.39 | -16.5% | 9.4% | 8.0% | -1.4 |
| 华安证券 | 5.47 | 3.85 | -29.6% | 1.24 | 1.32 | 6.5% | 6.71 | 5.17 | -22.9% | 5.3% | 4.1% | -1.2 |
| 第一创业 | 3.76 | 3.99 | 6.2% | 1.34 | 0.58 | -56.7% | 5.10 | 4.57 | -10.3% | 5.5% | 5.0% | -0.6 |
| 南京证券 | 2.92 | 3.92 | 34.4% | 0.23 | 0.13 | -45.8% | 3.15 | 4.04 | 28.5% | 3.3% | 3.8% | 0.5 |
| 国金证券 | 0.57 | 0.03 | -95.4% | 1.36 | 1.26 | -7.4% | 1.93 | 1.29 | -33.3% | 1.0% | 0.7% | -0.3 |

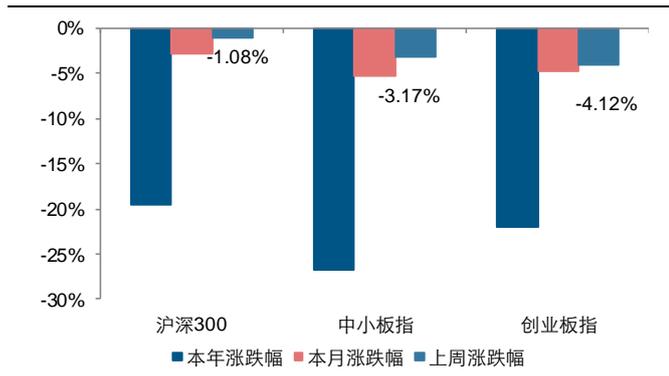
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

核心数据跟踪与分析

指数与板块表现

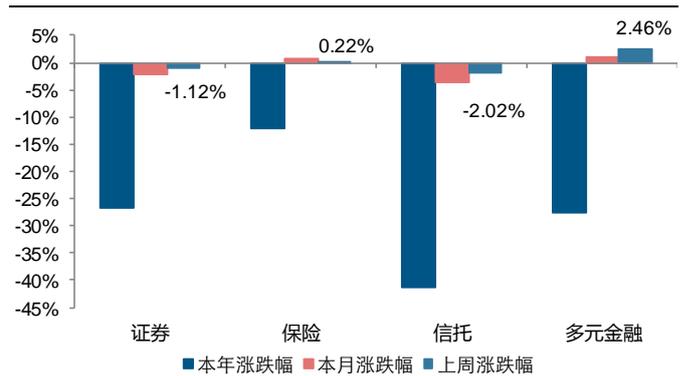
截至 9 月 14 日一周内，沪深 300 指数下跌 1.08%，中小板指下跌 3.17%，创业板指下跌 4.12%，中债总全价指数下跌 0.15%；板块表现方面，证券板块下跌 1.12%，保险板块微涨 0.22%，信托板块下跌 2.02%，多元金融板块上涨 2.46%。

图 6：截至 9 月 14 日一周内沪深 300 下跌 1.08%（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：非银板块多元涨幅最高（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

市场概况及重点经营数据

公开市场操作：截至 9 月 14 日一周内，货币净投放 3300 亿元，其中货币回笼 0 亿元，货币投放 3300 亿元。

新增投资者：2018 年 8 月 31 日至 2018 年 9 月 7 日，新增投资者数量 23.58 万人，环比下降 2.00%。

市场成交：截至 9 月 14 日一周内，两市日均成交额 2379.27 亿元，环比下降 7.81%，日均换手率 0.63%，环比下降 4.11 个 BP。

融资融券：截至 9 月 13 日，两融余额 8,492.16 亿元，环比下降 0.89%。

股票质押：截至 9 月 14 日一周内，股票质押新增规模 35.89 亿元，环比提升 10.47%。

投行业务：截至 9 月 14 日一周内，股权融资规模 50.65 亿元，环比下降 32.62%，其中 IPO 融资规模 44.20 亿元，再融资规模 6.45 亿元；债权融资规模 10978.64 亿元，环比增加 28.71%，其中公司债规模 187.80 亿元，企业债规模 38.00 亿元。

期货市场：截至 9 月 14 日一周内，期货市场成交金额 8.81 万亿元，环比上升 1.14%，其中商品期货成交金额 8.31 万亿元，环比提升 0.78%，占比 94.28%；金融期货成交金额 0.50 万亿元，环比增加 7.47%，占比 5.72%。

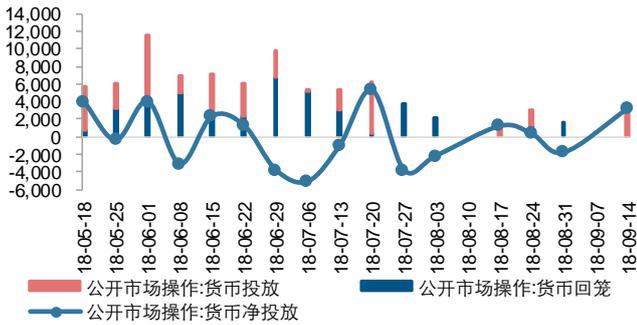
流动性观察：截至 9 月 14 日，7 天银行间质押式回购利率为 2.5908%，环比下降 15.07 个 BP；7 天银行间同业拆借利率为 3.2255%，环比下降 17.34 个 BP。

基金产品发行：2018 年 8 月新发行基金份额 236.02 亿份，环比增加 322.55%；其中新发行股票型、混合型、债券型基金分别为 16.50、116.26、43.75 亿份。

信托产品发行: 2018年8月新发行信托规模225.06亿元, 环比下降7.86%; 其中新发行证券投资类、贷款类、股权投资类、债权投资类和权益投资类信托分别为4.35、34.41、6.16、7.22和23.78亿元。

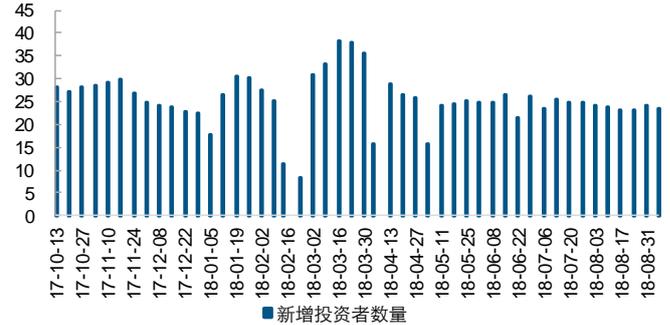
沪港通、深港通: 截至9月14日一周内, 沪港通、深港通累计净买入金额分别为3,327.19亿元、2,528.86亿元, 环比分别下降0.05%、0.62%。

图 8: 截至9月14日一周内央行货币净投放3300亿元(单位: 亿元)



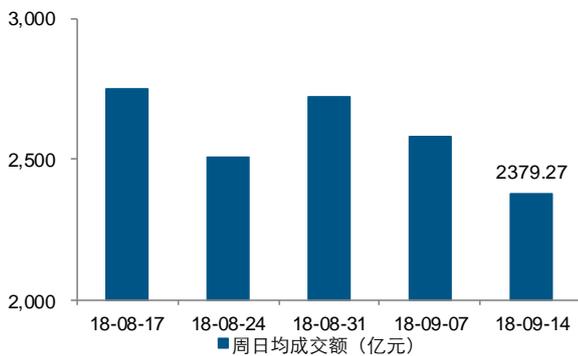
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 9: 截至8月31日一周内新增投资者23.58万人(单位: 万人)



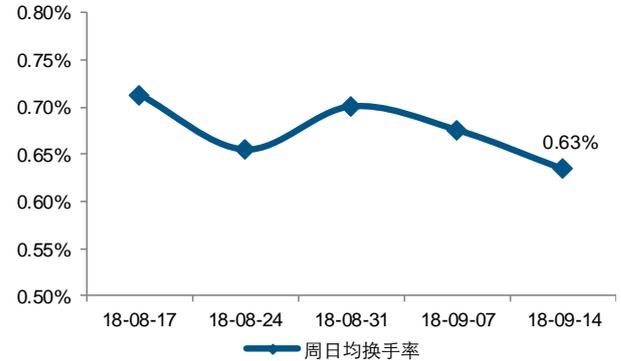
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 10: 截至9月14日一周内两市日均成交额2379.27亿元(亿元)



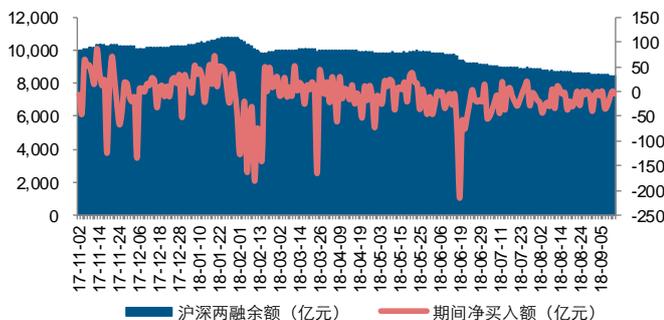
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 11: 截至9月14日一周内日均换手率0.63%(单位: %)



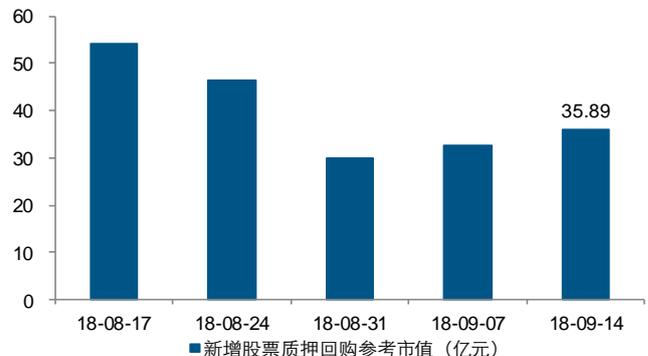
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 12: 截至9月13日两市两融余额8,492.16亿元(单位: 亿元)



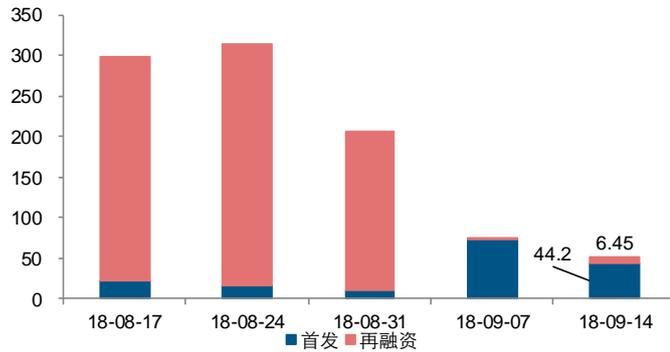
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 截至9月14日股票质押新增规模35.89亿元(单位: 亿元)



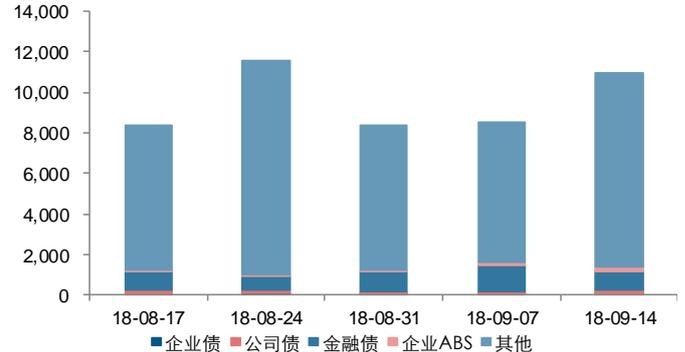
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 截至 9 月 14 日一周内股权融资规模 50.65 亿元 (单位: 亿元)



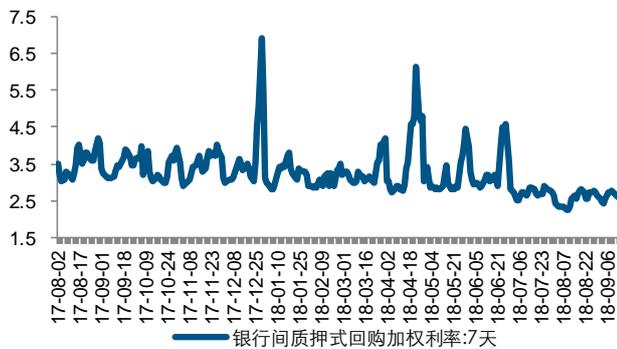
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 15: 截至 9 月 14 日一周内各类债券融资规模 (单位: 亿元)



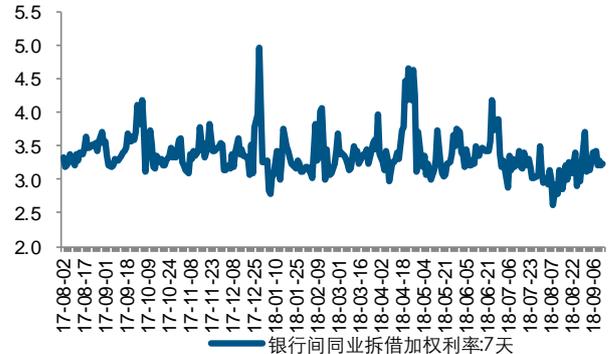
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 16: 7 天银行间质押式回购利率环比下降 15.07 个 BP (单位: %)



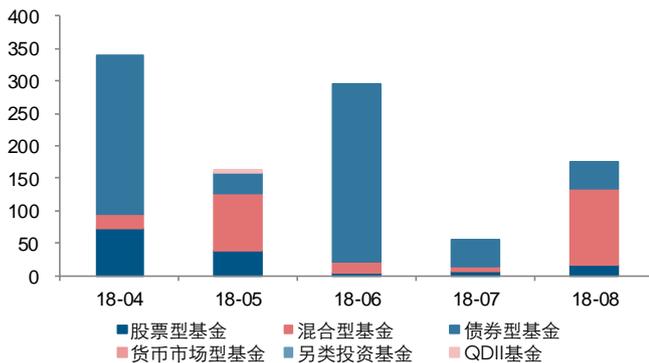
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 17: 7 天银行间同业拆借利率下降 17.34 个 BP (单位: %)



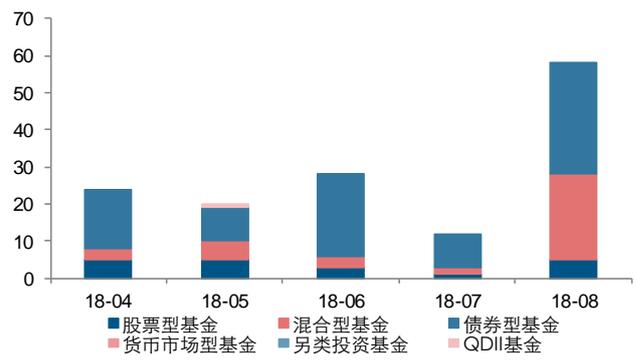
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 18: 公募基金发行份额概况 (按成立日统计, 单位: 亿份)



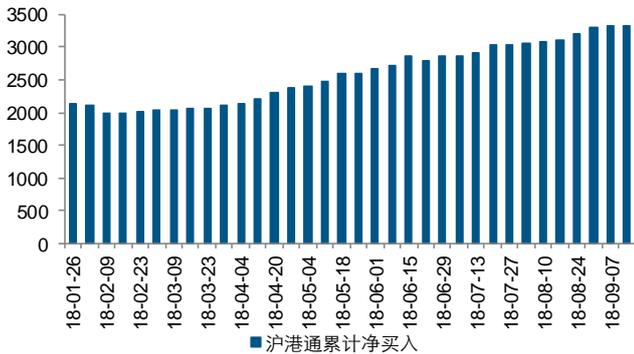
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 19: 公募基金发行数量概况 (按成立日统计, 单位: 个)



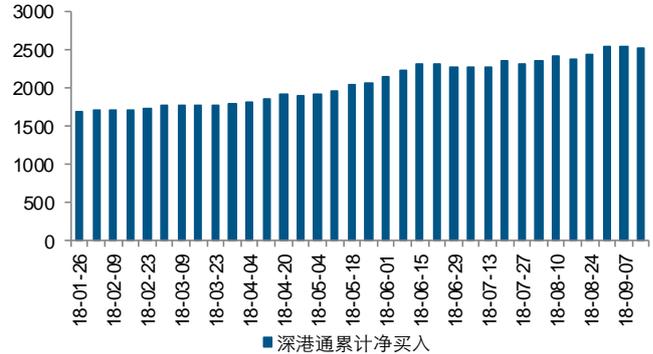
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 20: 沪港通累计净买入金额 (单位: 亿元)



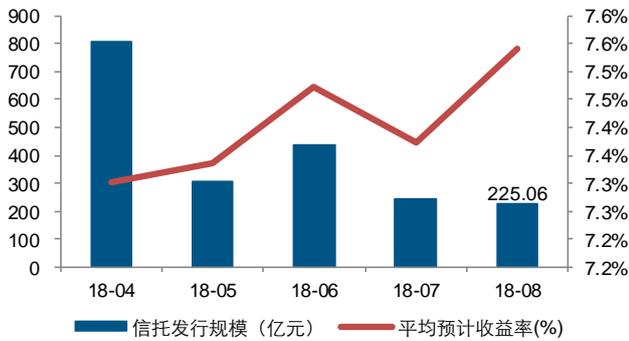
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 21: 深港通累计净买入金额 (单位: 亿元)



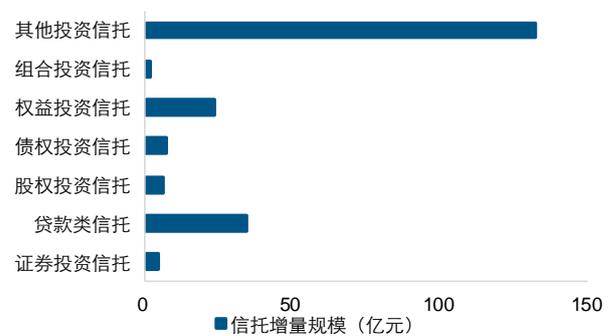
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 22: 信托发行概况 (按成立日统计, 单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 23: 信托新发产品构成 (按成立日统计, 单位: 亿份)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 6: 上市公司融出资金规模占最近一个报告期的净资产比重 (单位: 亿元, %)

| 证券简称 | 未解压市值 | 35%质押率下融出资金 | 融出资金/净资产 |
|------|-------|-------------|----------|
| 第一创业 | 600 | 210 | 239% |
| 东吴证券 | 778 | 272 | 135% |
| 申万宏源 | 1,837 | 643 | 95% |
| 兴业证券 | 888 | 311 | 94% |
| 国信证券 | 1,354 | 474 | 92% |
| 太平洋 | 277 | 97 | 84% |
| 海通证券 | 2,573 | 901 | 77% |
| 国海证券 | 275 | 96 | 71% |
| 东兴证券 | 382 | 134 | 68% |
| 国金证券 | 357 | 125 | 66% |
| 华泰证券 | 1,666 | 583 | 65% |
| 中国银河 | 1,160 | 406 | 63% |
| 国元证券 | 392 | 137 | 55% |
| 光大证券 | 759 | 266 | 55% |
| 中信证券 | 2,331 | 816 | 54% |

| | | | |
|------|-------|-----|-----|
| 东北证券 | 226 | 79 | 52% |
| 国泰君安 | 1,679 | 588 | 48% |
| 方正证券 | 512 | 179 | 48% |
| 西南证券 | 259 | 91 | 48% |
| 山西证券 | 154 | 54 | 44% |
| 招商证券 | 976 | 341 | 44% |
| 广发证券 | 983 | 344 | 41% |
| 浙商证券 | 156 | 55 | 41% |
| 东方证券 | 563 | 197 | 38% |
| 华安证券 | 120 | 42 | 34% |
| 财通证券 | 172 | 60 | 30% |
| 西部证券 | 131 | 46 | 26% |

资料来源：Wind，长江证券研究所

银行理财：截至9月9日，理财产品预期年收益率为4.73%，较上周下降5.41BP；理财产品发行数量2728款，环比上升8.38%；截至9月14日，余额宝7日年化收益率为3.04%，环比下降10.10BP。

债券收益率：截至9月14日，5年期债券收益率变动幅度约在+3.75BP至+9.52BP之间，其中企业债和中短期票据涨幅最大，为9.52BP。

信用利差与期限利差：截至9月14日，各债券5年期信用利差变动幅度约在-2.36BP至+3.41BP之间，其中企业债和中短期票据涨幅最大，为3.41BP；各债券5年期期限利差变动幅度约在-0.95BP至+21.81BP之间，其中进出口债涨幅最大，为21.81BP。

750日国债移动平均收益率：截至9月14日，5年期国债750日移动平均绝对值为3.1603%，环比增加0.23BP。

非金融企业债券发行：截至9月14日一周内，非银行业公司发债285.50亿元，发债票面利率位于2.83%-6.50%区间内，均值为5.32%。

图 24：银行理财产品规模及收益率变动（单位：只，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：余额宝 7 日年化收益率（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26: 750 日国债移动平均收益率 (单位: %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 7: 5 年期债券收益率变动 (单位: 基点)

| 5年期 | 国债 | 政策性金融债 (进出债) | 政策性金融债 (国开债) | 商业银行债 (AA) | 企业债(AA) | 中短期票据 (AA) |
|------------|--------|-----------------|-----------------|---------------|---------|------------|
| 2018-08-03 | -12.39 | -17.68 | -15.88 | -11.59 | -11.46 | -11.46 |
| 2018-08-10 | 13.82 | 11.67 | 2.24 | 3.76 | 6.40 | 6.40 |
| 2018-08-17 | 9.75 | 11.56 | 11.44 | 13.68 | 19.38 | 19.38 |
| 2018-08-24 | 2.15 | 2.29 | -1.50 | 1.59 | 6.28 | 6.28 |
| 2018-08-31 | -6.04 | -0.65 | 0.33 | 5.22 | -3.80 | -3.80 |
| 2018-09-07 | 9.04 | 9.32 | 6.96 | 1.06 | 3.40 | 3.40 |
| 2018-09-14 | 6.11 | 3.75 | 5.35 | 5.50 | 9.52 | 9.52 |

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 8: 5 年期债券信用利差与期限利差变动 (单位: 基点)

| 5年期信用利差 | 政策性金融债 (进出口债) | 政策性金融债 (国开债) | 商业银行债 (AA) | 企业债 (AA) | 中短期票据 (AA) |
|------------|------------------|-----------------|---------------|----------|---------------|
| 2018-08-03 | -5.29 | -3.49 | 0.80 | 0.93 | 0.93 |
| 2018-08-10 | -2.15 | -11.58 | -10.06 | -7.42 | -7.42 |
| 2018-08-17 | 1.81 | 1.69 | 3.93 | 9.63 | 9.63 |
| 2018-08-24 | 0.14 | -3.65 | -0.56 | 4.13 | 4.13 |
| 2018-08-31 | 5.39 | 6.37 | 11.26 | 2.24 | 2.24 |
| 2018-09-07 | 0.28 | -2.08 | -7.98 | -5.64 | -5.64 |
| 2018-09-14 | -2.36 | -0.76 | -0.61 | 3.41 | 3.41 |

| 5年期期限利差 | 国债 | 政策性金融债 (进出口债) | 政策性金融债 (国开债) | 商业银行债 (AA) | 企业债 (AA) | 中短期票据 (AA) |
|------------|-------|------------------|-----------------|---------------|----------|---------------|
| 2018-08-03 | 5.39 | 4.66 | 5.05 | 29.95 | 24.10 | 24.10 |
| 2018-08-10 | 13.77 | 6.78 | -0.84 | -6.19 | -4.06 | -4.06 |

| | | | | | | |
|------------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 2018-08-17 | -6.06 | -21.22 | -22.13 | -4.25 | 2.92 | 2.92 |
| 2018-08-24 | 6.72 | 15.62 | 13.45 | 11.82 | 19.88 | 19.88 |
| 2018-08-31 | -6.79 | -3.56 | -1.60 | 3.74 | -6.60 | -6.60 |
| 2018-09-07 | 9.17 | 5.16 | 2.44 | 4.32 | 3.75 | 3.75 |
| 2018-09-14 | 4.26 | 21.81 | 9.20 | -0.95 | 9.39 | 9.39 |

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 9：1 年期、5 年期和 10 年期债券收益率 750 日移动平均变动幅度（单位：基点）

| | 1年国债750日移动平均 | 5年国债750日移动平均 | 10年国债750日移动平均 |
|--------|--------------|--------------|---------------|
| 2016Q1 | -4.39 | -5.08 | -6.32 |
| 2016Q2 | -5.08 | -4.23 | -4.55 |
| 2016Q3 | -14.98 | -13.74 | -13.12 |
| 2016Q4 | -13.10 | -13.18 | -12.36 |
| 2017Q1 | -6.17 | -10.30 | -10.28 |
| 2017Q2 | -0.41 | -4.55 | -5.86 |
| 2017Q3 | -2.70 | -3.59 | -5.48 |
| 2017Q4 | 2.43 | 2.17 | 1.17 |
| 2018Q1 | 2.53 | 3.70 | 3.21 |
| 2018Q2 | 5.49 | 1.21 | 0.90 |
| 2018Q3 | 6.14 | 1.73 | 1.20 |
| 2018Q4 | 3.58 | 5.60 | 5.43 |
| 2018 | 17.73 | 12.24 | 10.74 |

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 10：非银行业公司本周发债情况（单位：亿元，年，%）

| 债券简称 | 发行起始日 | 计划发行规模(亿) | 发行期限(年) | 债券评级 | 主体评级 | 票面利率(%) | 发行人简称 | Wind债券类型(二级) |
|---------|------------|-----------|---------|------|------|---------|--------|--------------|
| 18创富1A1 | 2018-09-14 | | 0.03 | AAA | | 5.90 | 创富租赁 | 证监会主管ABS |
| 18创富1A2 | 2018-09-14 | | 0.11 | AAA | | 5.90 | 创富租赁 | 证监会主管ABS |
| 18创富1A3 | 2018-09-14 | | 0.20 | AAA | | 5.90 | 创富租赁 | 证监会主管ABS |
| 18创富1A4 | 2018-09-14 | | 0.28 | AAA | | 5.90 | 创富租赁 | 证监会主管ABS |
| 18创富1A5 | 2018-09-14 | | 0.36 | AAA | | 6.10 | 创富租赁 | 证监会主管ABS |
| 18创富1A6 | 2018-09-14 | | 0.45 | AAA | | 6.30 | 创富租赁 | 证监会主管ABS |
| 18创富1A7 | 2018-09-14 | | 0.53 | AAA | | 6.50 | 创富租赁 | 证监会主管ABS |
| 18创富1B1 | 2018-09-14 | | 0.61 | AA | | 6.50 | 创富租赁 | 证监会主管ABS |
| 18创富1B2 | 2018-09-14 | | 0.69 | AA | | 6.50 | 创富租赁 | 证监会主管ABS |
| 18创富1B3 | 2018-09-14 | | 0.78 | AA | | 6.50 | 创富租赁 | 证监会主管ABS |
| 18借呗1B | 2018-09-14 | 2.25 | 1.00 | AA+ | | 5.45 | 蚂蚁商诚小贷 | 证监会主管ABS |
| 18借呗1C | 2018-09-14 | 2.25 | 1.00 | | | | 蚂蚁商诚小贷 | 证监会主管ABS |

| | | | | | | | | |
|--------------|------------|-------|------|-----|-----|------|--------|-----------|
| 18借呗1A | 2018-09-14 | 25.50 | 1.00 | AAA | | 5.10 | 蚂蚁商诚小贷 | 证监会主管ABS |
| 18创富1次 | 2018-09-14 | 0.34 | 2.53 | | | | 创富租赁 | 证监会主管ABS |
| 18招商F8 | 2018-09-13 | 30.00 | 0.56 | A-1 | AAA | 3.78 | 招商证券 | 证券公司债 |
| 18大唐租赁SCP006 | 2018-09-13 | 5.00 | 0.73 | | AA+ | 4.18 | 大唐租赁 | 超短期融资债券 |
| 18天成租赁SCP003 | 2018-09-12 | 5.00 | 0.73 | | AAA | 4.40 | 华能天成租赁 | 超短期融资债券 |
| AUX8A1 | 2018-09-12 | 2.80 | 0.87 | AAA | | | 奥克斯租赁 | 证监会主管ABS |
| AUX8A2 | 2018-09-12 | 2.30 | 1.88 | AAA | | | 奥克斯租赁 | 证监会主管ABS |
| 18安租06 | 2018-09-12 | 23.30 | 3.00 | AAA | AAA | 6.08 | 平安租赁 | 私募债 |
| AUX8A3 | 2018-09-12 | 3.20 | 3.38 | AAA | | | 奥克斯租赁 | 证监会主管ABS |
| AUX8B | 2018-09-12 | 0.90 | 3.88 | AA | | | 奥克斯租赁 | 证监会主管ABS |
| AUX8次 | 2018-09-12 | 1.06 | 4.88 | | | | 奥克斯租赁 | 证监会主管ABS |
| 18中信CP008 | 2018-09-12 | 40.00 | 0.25 | A-1 | AAA | 2.83 | 中信证券 | 证券公司短期融资券 |
| 18花呗6C | 2018-09-11 | 2.80 | 1.03 | | | | 蚂蚁小贷 | 证监会主管ABS |
| 18花呗6A | 2018-09-11 | 35.60 | 1.03 | AAA | | 4.54 | 蚂蚁小贷 | 证监会主管ABS |
| 18花呗6B | 2018-09-11 | 1.60 | 1.03 | AA+ | | 5.33 | 蚂蚁小贷 | 证监会主管ABS |
| 华海1次 | 2018-09-11 | 0.25 | 2.00 | | | | 海通证券 | 证监会主管ABS |
| 华海1优 | 2018-09-11 | 4.75 | 2.00 | AAA | | 4.55 | 海通证券 | 证监会主管ABS |
| 花呗61A1 | 2018-09-11 | 35.60 | 2.03 | AAA | | 4.95 | 蚂蚁小贷 | 证监会主管ABS |
| 花呗61B | 2018-09-11 | 3.00 | 2.03 | | | | 蚂蚁小贷 | 证监会主管ABS |
| 花呗61A2 | 2018-09-11 | 1.40 | 2.03 | AA+ | | | 蚂蚁小贷 | 证监会主管ABS |
| 18湘财01 | 2018-09-11 | 3.30 | 2.00 | AA+ | AA+ | 5.77 | 湘财证券 | 证券公司债 |
| 18湘财02 | 2018-09-11 | 3.30 | 3.00 | AA+ | AA+ | 6.00 | 湘财证券 | 证券公司债 |
| 18国信证券CP002 | 2018-09-11 | 30.00 | 0.25 | A-1 | AAA | 2.85 | 国信证券 | 证券公司短期融资券 |
| 18借02A2 | 2018-09-10 | 1.50 | 2.03 | AA+ | | | 蚂蚁商诚小贷 | 证监会主管ABS |
| 18借02A1 | 2018-09-10 | 17.00 | 2.03 | AAA | | 5.19 | 蚂蚁商诚小贷 | 证监会主管ABS |
| 18借02B | 2018-09-10 | 1.50 | 2.03 | | | | 蚂蚁商诚小贷 | 证监会主管ABS |

资料来源：Wind，长江证券研究所

行业及公司重点关注

行业要闻

1、税收制度是私募基金健康发展的保障¹

内容：据中国基金业协会公众号消息，9月10日在“私募股权投资基金与国家科技创新峰会”上，中国证券投资基金业协会党委书记、会长洪磊表示，税收制度是私募基金健康发展的保障，在私募基金税收征管过程中，应当明确区分作为管理人的合伙企业和作为基金产品的合伙企业，依合伙企业不同收入的性质，准确适用税种和税率。

2、证监会发布关于《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条“经营性资产”的

¹ 中国基金业协会：税收制度是私募基金健康发展的保障 证券时报网

相关问题与解答²

内容：据第一财经报道，证监会 9 月 10 日发布关于《上市公司重大资产重组管理办法》第四十三条“经营性资产”的相关问题与解答，上市公司发行股份拟购买的资产为企业股权时，原则上在交易完成后应取得标的企业的控股权，如确有必要购买少数股权，应当符合条件：少数股权与上市公司现有主营业务具有显著的协同效应，或者与本次拟购买的主要标的资产属于同行业或紧密相关的上下游行业，通过本次交易一并注入有助于增强上市公司独立性、提升上市公司整体质量。

3、23 家保险资管今年前 8 月注册产品规模 2248 亿³

内容：据中国保险资产管理业协会 9 月 11 日披露的数据显示，2018 年前 8 月，23 家保险资产管理公司注册债权投资计划和股权投资计划共 109 项，合计注册规模 2247.95 亿元。相较于 7 月而言，8 月注册资产管理产品的公司和注册规模均有所上升。

4、银保监会处理部分金融机构违法违规为⁴

内容：据财政部 9 月 13 日消息，财政部前期向银保监会反映了部分金融机构违法违规向地方政府提供融资问题。银保监会对相关问题进行核实，责令相关金融机构限期整改，对部分金融机构及有关责任人进行了处罚和问责，涉及机构包括：交通银行池州分行、国通信托、光大兴陇信托、国民信托、陆家嘴国际信托等。

5、当前保险业偿付能力充足稳定⁵

内容：据银保监会 9 月 13 日消息，当前保险业偿付能力充足稳定，2018 年第 2 季度末，176 家保险公司的平均综合偿付能力充足率为 246%，较上季末下降 2 个百分点；平均核心偿付能力充足率为 235%，较上季末下降 2 个百分点；119 家保险公司在风险综合评级中被评为 A 类公司，52 家被评为 B 类公司，2 家被评为 C 类公司，2 家被评为 D 类公司。

6、证监会发布《关于进一步加强期货经营机构客户交易终端信息采集有关事项的公告》⁶

内容：9 月 14 日，证监会新闻发言人高莉表示，为进一步落实期货市场的看穿式监管要求，证监会发布《关于进一步加强证券期货经营机构客户交易终端信息采集的公告》。主要有三个方面，一是明确会员对客户的管理责任，二是保障会员能够得到准确可靠信息，三是明确由中国期货市场监控中心负责接受客户交易终端信息并共享给期货交易所，同时制定配套技术规范。

² 证监会：上市公司拟购买资产为少数股权时 应与现有主营业务具有显著的协同效应
证券时报网

³ 23 家保险资管今年前 8 月注册产品规模 2248 亿 证券时报网

⁴ 银保监会高度重视金融风险防范 依法依规处理部分金融机构违法违规行为 财政部

⁵ 当前保险业偿付能力充足稳定 证券时报网

⁶ 证监会发布《关于进一步加强期货经营机构客户交易终端信息采集有关事项的公告》
证监会官网

7、证监会核发两家企业 IPO 批文⁷

内容：据证券时报网 9 月 14 日报道，证监核准两家企业的首发申请，其中深交所中小板 1 家，深交所创业板 1 家，融资总额不超过 25 亿元。

公司公告

1、【招商证券】公开发行 2018 年公司债券 18 亿（2018 年 9 月 10 日）

内容：招商证券于 2018 年 9 月 7 日完成公开发行 2018 年公司债券（第五期），发行规模 18 亿元，期限 3 年，票面利率 4.23%。

2、【华鑫股份】终止公开发行 A 股可转换公司债券（2018 年 9 月 10 日）

内容：华鑫股份根据实际情况，决定终止公司公开发行 A 股可转换公司债券事项并向中国证券监督管理委员会申请撤回本次公开发行 A 股可转换公司债券的申请文件。

3、【华鑫股份】全资子公司华鑫证券拟公开挂牌转让摩根士丹利华鑫证券 2% 股权（2018 年 9 月 10 日）

内容：华鑫股份拟通过由全资子公司华鑫证券在上海联合产权交易所公开挂牌的方式，转让其所持有的摩根士丹利华鑫证券 2% 的股权，挂牌价格不低于评估值（经国资备案为准）。转让后，华鑫证券持有摩根士丹利华鑫证券 49% 的股权。

4、【新华保险】1-8 月累计实现保费收入 841.41 亿元，同比+11.57%（2018 年 9 月 11 日）

内容：新华保险 1-8 月累计实现保费收入 841.41 亿元，同比增加 11.57%；8 月单月实现保费收入 82.30 亿元，同比增加 16.93%。

5、【越秀金控】广州证券获准设立 3 家营业部（2018 年 9 月 11 日）

内容：越秀金控控股子公司广州证券获准设立 3 家营业部，其中 1 家 B 型，2 家 C 型。

6、【中国人寿】1-8 月累计实现保费收入 4190 亿元，同比+4.05%（2018 年 9 月 12 日）

内容：中国人寿 1-8 月累计实现保费收入 4190 亿元，同比增加 4.05%；8 月单月实现保费收入 335.71 亿元，同比下降 0.03%。

7、【西水股份】子公司天安财险 1-8 月累计实现保费收入 103.89 亿元，同比+11.44%（2018 年 9 月 12 日）

内容：西水股份子公司天安财险 1-8 月累计实现保费收入 103.89 亿元，同比增加 11.44%；8 月单月实现保费收入 10.07 亿元，同比下降 2.93%。

8、【厦门国贸】受让世纪证券 44.65% 股权（2018 年 9 月 12 日）

内容：厦门国贸与前海金控组成的联合体与转让方等共同签署了《产权交易合同》，公司与前海金控以挂牌底价 35.59 亿元联合受让在北交所公开挂牌转让的世纪证券 91.65% 股权，其中，公司出资 17.34 亿元受让标的企业的 44.65% 股权。

⁷ 证监会核发 2 家企业 IPO 批文 拟筹资不超过 25 亿元 证券时报网

9、【国信证券】发行短期融资券 30 亿元（2018 年 9 月 12 日）

内容：国信证券于 2018 年 9 月 11 日完成发行 2018 年度第二期短期融资券，发行规模 30 亿元，期限 91 天，票面利率 2.85%。

10、【中信证券】发行短期融资券 40 亿元（2018 年 9 月 13 日）

内容：中信证券于 2018 年 9 月 13 日完成发行 2018 年度第八期短期融资券，发行规模 40 亿元，期限 91 天，票面利率 2.83%。

11、【中国平安】1-8 月累计实现保费收入 5,064.20 亿元，同比+19.23%（2018 年 9 月 14 日）

内容：中国平安 1-8 月累计实现保费收入 5,064.20 亿元，同比增加 19.23%，其中平安人寿、平安财险、平安健康险、平安养老分别实现保费收入 3,294.81、1,589.50、25.18、154.71 亿元，分别同比增加 21.00%、14.70%、78.85%、24.23%；中国平安 7 月单月实现保费收入 496.94 亿元，同比增加 17.07%，其中平安人寿、平安财险、平安健康险、平安养老分别实现保费收入 279.97、202.79、3.57、10.61 亿元，分别同比变动+19.58%、+14.70%、+107.31%、-10.52%。

12、【华西股份】华西股份出售华泰证券股票 419.32 万股（2018 年 9 月 14 日）

内容：2018 年 8 月 30 日至 2018 年 9 月 13 日，华西股份通过集中竞价交易方式出售华泰证券股票 419.32 万股，减持均价为 14.91 元/股。

周度观点

保费持续回暖利率环境改善，偿付能力整体稳健。1、上市险企披露 8 月保费情况，新单增长保持平稳，基本延续了二季度持续回暖的趋势，总保费受续期业务支撑维持较好增长；2、10 年期国债利率企稳，在 3.6%附近震荡，市场对于保险长期投资的预期逐步稳固，期限溢价拉大趋势下保险面临更友好的利率环境；3、二季度行业 176 家保险公司的平均综合偿付能力充足率为 246%，平均核心偿付能力充足率为 235%，整体经营稳健。当前板块估值在 0.7-0.9 倍附近震荡，新单持续回暖、投资预期较上半年改善的大背景下，板块估值具备持续修复的条件。个股推荐新华保险和中国平安。

三季报预计业绩承压，关注龙头配置价值。1、9 月过半，三季度市场在指数下跌、交易清淡的背景下，1-8 月上市券商累计净利润降幅约 27.5%，考虑到去年 9 月业绩基数较高，预计上市券商三季报累计净利润降幅或将走阔；2、当前板块 PB 估值仅 1.2 倍，充分反应市场对于行业盈利能力下滑和股票质押风险的隐忧，交易量和指数进一步下探空间有限，但是估值中枢的自我修复依然依赖市场环境的回暖；3、业务创新依然是券商股最好的催化剂，下半年重点关注衍生品业务发展契机，个股推荐已经在衍生品领域形成先发优势的中信证券。

两融、股票质押规模下滑，权益固收配比调整，新会计准则下券商部分降低股票配置。2018 年中期券商现金类资产、融资类资产和投资类资产占总资产的比重分别为 15%-35%、15%-40%、25%-55%。上市券商两融规模受制于市场低迷明显下滑，占净资产比重较年初下滑大约 1-30 个百分点；信用风险加剧和股票质押新规下股质规模变动略有分化，大部分券商呈收缩态势，而申万、国海等历史规模偏低的券商股质规模有

所增加；上半年股市下行债市向好，券商固收类资产配置增加，权益类自营规模明显下滑；新会计准则背景下，交易性金融资产中股票资产增加，部分券商为平滑业绩兑现计入可供出售金融资产中的股票资产，因此 2018H 股票资产占净资产比重下滑大约 1-11 个百分点。

投资评级说明

| | |
|-------|---|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 看好 | 相对表现优于市场 |
| 中性 | 相对表现与市场持平 |
| 看淡 | 相对表现弱于市场 |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 买入 | 相对大盘涨幅大于 10% |
| 增持 | 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 |
| 中性 | 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 |
| 减持 | 相对大盘涨幅小于-5% |
| 无投资评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼（518048）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。