

2018-10-7

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

第三十九周周报：从经纪业务分化看机构客户的价值

报告要点

■ 银行理财新规落地，关注资管新规持续推进过程中的非银行业演进

银行理财新规落地，关注资管新规持续推进过程中的保险行业演进。1、银行理财新规落地，产品投资门槛降为 1 万元，公募产品可投权益、非标，但需满足期限匹配等要求；资管新规的推进方向侧面推动保险业以长期储蓄和保障业务为主导经营，短期储蓄业务经营具有一定的局限性，养老、健康或将成为保险发展主题，推动行业步入稳健增长模式。2、长端利率在 3.6%附近震荡，海外加息背景下或不具备大幅下降的基础，投资端预期阶段性企稳，资管新规下利率曲线或呈陡峭化趋势，保险公司投资环境更加友好，充分释放保险资金长久期的优势。当前板块 PEV 估值仍较低，位于 0.8-1.2 区间，权益、利率、保费均呈现边际向好趋势，关注板块估值修复机会。个股推荐新华保险和中国平安。

境外业务新规落地，关注龙头配置机遇。1、证监会发布《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》，对于两类机构设立和收购境外机构的条件、境外子公司的管理职责以及业务范围和组织架构进一步约束，引导券商在合规基础上开展海外业务；2、上市券商大多通过设立全资香港子公司开展海外业务，范围集中于经纪、承销和交易类业务，净利润贡献区间约 1%-5%，龙头券商由于前瞻布局和资金优势更具竞争实力。3、当前板块 PB 估值大约在 1.2 倍，具备较强安全边际，建议积极关注，个股推荐中信证券。

银行理财新规缓和信托短期压力，中长期整改方向维持不变。银行理财管理办法正式落地，对银行理财非标投资的限制以及过渡期中后期处理办法给出明确指引，短期内信托清理压力有望缓和，中长期来看资管新规约束下通道业务及期限错配整改压力仍大。相反上半年租赁公司盈利增长稳健，部分公司不良率同环比均下降，后续持续关注资产质量及相关政策变动。

■ 从经纪业务分化看机构客户的价值

2018 上半年，部分券商经纪业务在席位租赁收入推动下实现良好增长，背后是市场机构化特质逐步显现。传统机构业务聚焦席位租赁收入，相较于零售一方面其贡献更高费用率，另一方面更具稳定性，随着机构投资者主体扩容，2014 至 2018H 上市券商席位租赁收入占比从 6.7%提升至 14.2%；展望未来机构客户服务方式将围绕个性化需求，从交易通道向以托管结算、场外期权等综合化业务拓展，这类业务具备更高的市场集中度和利润率水平，随着资管新规逐步落地银行亦将成为权益市场重要主体，券商机构业务的主体和内容将持续丰富。

风险提示：

1. 市场交易量和佣金费率均大幅下滑；
2. 股票质押和债券投资出现信用风险。

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

《第三十八周周报：交易商资格获批后的场外期权业务现状及展望》2018-9-23

《第三十七周周报：上半年券商资产结构发生了哪些变化》2018-9-15

《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

目录

从经纪业务分化看机构客户的价值	4
机构业务特质：稳需求和高韧性	4
机构业务潜质：从经纪业务向创新业务拓展	6
机构业务现状：经纪业务集中度低，创新业务集中度高	7
核心数据跟踪与分析	9
指数与板块表现	9
市场概况及重点经营数据	9
行业及公司重点关注	16
行业要闻	16
公司公告	19
周度观点	19

图表目录

图 1：PB 业务为机构业务提供综合金融服务	6
图 2：机构席位租赁收入和代买净收入集中度（单位：%）	7
图 3：衍生品业务新增规模集中度（单位：%）	8
图 4：截至 9 月 28 日一周内沪深 300 上涨 0.83%（单位：%）	9
图 5：非银板块仅保险板块上涨（单位：%）	9
图 6：截至 9 月 28 日一周内央行货币净回笼 2300 亿元（单位：亿元）	10
图 7：截至 9 月 21 日一周内新增投资者 23.24 万人（单位：万人）	10
图 8：截至 9 月 28 日一周内两市日均成交额 2753.02 亿元（亿元）	10
图 9：截至 9 月 28 日一周内日均换手率 0.70%（单位：%）	10
图 10：截至 9 月 27 日两市两融余额 8309.22 亿元（单位：亿元）	10
图 11：截至 9 月 28 日股票质押新增规模 98.80 亿元（单位：亿元）	10
图 12：截至 9 月 28 日一周内股权融资规模 177.40 亿元（单位：亿元）	11
图 13：截至 9 月 28 日一周内各类债券融资规模（单位：亿元）	11
图 14：7 天银行间质押式回购利率环比上升 37.57 个 BP（单位：%）	11
图 15：7 天银行间同业拆借利率上升 53.14 个 BP（单位：%）	11
图 16：公募基金发行份额概况（按成立日统计，单位：亿份）	11
图 17：公募基金发行数量概况（按成立日统计，单位：个）	11
图 18：沪港通累计净买入金额（单位：亿元）	12
图 19：深港通累计净买入金额（单位：亿元）	12
图 20：信托发行概况（按成立日统计，单位：亿元，%）	12
图 21：信托新发产品构成（按成立日统计，单位：亿份）	12
图 22：银行理财产品规模及收益率变动（单位：只，%）	13
图 23：余额宝 7 日年化收益率（单位：%）	13

图 24: 750 日国债移动平均收益率 (单位: %)	14
表 1: 29 家上市券商合计机构、个人客户保证金规模 (单位: 亿元, %)	4
表 2: 29 家上市券商合计席位租赁净收入和代理买卖证券业务净收入规模 (单位: 亿元, %)	4
表 3: 上市券商 2018 上半年经纪业务收入情况 (单位: 亿元, %)	5
表 4: 以招商证券为代表的券商积极布局 PB 业务 (单位: 亿元, 只, 位)	6
表 5: 目前有 14 家公司获取公募托管资格	7
表 6: 部分中小券商依然在研究佣金领域实现弯道超车	8
表 7: 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, %)	12
表 8: 5 年期债券收益率变动 (单位: 基点)	14
表 9: 5 年期债券信用利差与期限利差变动 (单位: 基点)	14
表 10: 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)	15
表 11: 非银行业公司本周发债情况 (单位: 亿元, 年, %)	15

从经纪业务分化看机构客户的价值

2018 上半年在市场总成交额略增 1.5% 背景下, 部分券商经纪业务收入实现较好正增长。

细致来看, 2018 半年度 29 家上市券商代理买卖证券款中, 机构客户代买款金额 2386 亿元, 个人客户 6636 亿元, 相较于年初分别上升 20.6% 和下滑 1.3%, 也是最近年度比较难得的机构客户代买款正增长、零售客户负增长的格局; 在此背景下, 2018 半年度上市券商代表机构业务的交易席位租赁收入业务收入 36.6 亿元, 相较于去年同期增长 17.0%, 代理买卖证券业务净收入下滑 9.4%。

2018 上半年数据背后的理解:

- 1、阶段性市场机构化特质正在显现, 机构化特质对收入分化已经产生较为明显的推动作用, 机构化一方面与市场环境有关, 另一方面资管新规效应或在逐步显现, 在资管新规持续推动背景下机构化趋势是否会持续值得关注;
- 2、机构业务领域的竞争在从传统及业务逐步向外拓展, 机构业务发展从经纪业务切入是最常用的路径, 但是机构业务竞争未来更多需要依托场外衍生品、CDR 等业务创新方向。

机构业务特质: 稳需求和高韧性

机构业务收入相较零售业务更具韧性。相较于传统零售业务, 机构业务一方面能够通过服务维持更高的费用率水平, 另一方面业务需求更具韧性, 因此能够在一定程度上弱化市场波动对于公司盈利的影响。

机构客户保证金规模整体波动幅度明显小于个人客户, 尤其是向下波动窗口。复盘 2014 年至今客户保证金规模, 机构客户保证金规模整体波动较为有序, 相较于零售客户, 阶段性在市场走强环境下向上弹性较大、市场走弱环境下向下弹性较小。机构客户整体的韧性优于零售客户。

表 1: 29 家上市券商合计机构、个人客户保证金规模 (单位: 亿元, %)

项目名称	2014	2015	2016	2017	2018H
个人保证金	7,671	12,446	8,649	6,726	6,636
变动	-	62.3%	-30.5%	-22.2%	-1.3%
机构保证金	1,573	3,143	2,994	1,978	2,386
变动	-	99.8%	-4.7%	-34.0%	20.6%

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

机构客户带来的部分席位租赁收入在经纪业务收入中占比明显提升。我们以 29 家上市券商席位租赁净收入和代理买卖证券业务净收入为统计口径, 2014 年席位租赁收入 47.6 亿元, 占总收入比重约 6.7%, 截止 2018 年半年度占比提升至 14.2%。

表 2: 29 家上市券商合计席位租赁净收入和代理买卖证券业务净收入规模 (单位: 亿元, %)

项目名称	2014	2015	2016	2017	2018H
代理买卖证券业务净收入	658.7	1,763.1	661.2	505.5	221.3
占比	93.3%	93.9%	89.6%	88.0%	85.8%

交易单元席位租赁净收入	47.6	114.1	76.7	69.1	36.6
占比	6.7%	6.1%	10.4%	12.0%	14.2%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

在此背景下，券商机构客户和零售客户占比差异对于经纪业务收入的影响正在逐步体现，部分券商经纪业务收入整体韧性明显更强。2018 上半年部分券商经纪业务收入实现同比正增长，其中太平洋、兴业证券增速加快，分别达到+18.3%、+11.6%；2018 年上半年市场整体成交额同比变动+1.5%，太平洋、兴业证券经纪业务两位数正增长的核心原因都是因为机构业务的快速增长；同时机构客户占比较高的券商，经纪业务收入整体降幅也明显优于同业。¹

表 3：上市券商 2018 上半年经纪业务收入情况（单位：亿元，%）

公司名称	经纪业务收入	同比	席位租赁收入占比	机构客户保证金占比
太平洋	1.60	18.3%	29.0%	11.2%
长江证券	7.80	11.7%	36.1%	22.5%
兴业证券	6.30	11.6%	40.8%	43.0%
第一创业	1.30	2.6%	-5.2%	24.1%
招商证券	16.83	0.5%	14.2%	30.1%
中信证券	34.02	-1.0%	11.3%	48.8%
广发证券	17.40	-3.9%	14.3%	17.6%
国金证券	5.03	-4.2%	21.3%	26.3%
国泰君安	23.08	-4.4%	10.0%	24.3%
西部证券	2.98	-6.4%	11.6%	15.1%
中国银河	18.40	-6.5%	6.6%	25.6%
东北证券	3.05	-8.0%	26.4%	16.0%
华泰证券	16.67	-8.6%	10.5%	24.8%
东方证券	5.43	-8.6%	42.9%	47.2%
国信证券	17.25	-8.9%	7.8%	17.9%
方正证券	10.90	-9.0%	12.5%	8.5%
东兴证券	3.29	-10.1%	19.1%	24.8%
申万宏源	16.92	-10.1%	13.3%	27.5%
东吴证券	4.09	-10.5%	19.0%	17.4%
山西证券	1.61	-11.3%	3.3%	18.1%
西南证券	2.65	-11.5%	22.4%	14.6%
华西证券	4.23	-12.7%	1.4%	8.6%
国元证券	2.90	-13.2%	0.3%	15.7%
海通证券	14.50	-13.4%	17.8%	27.8%
国海证券	1.94	-13.5%	9.0%	21.7%
光大证券	9.13	-16.1%	23.0%	23.3%

¹ 这里的经纪业务收入不含金融产品代销收入

浙商证券	3.73	-18.2%	6.4%	15.6%
华安证券	2.73	-20.0%	2.0%	7.6%

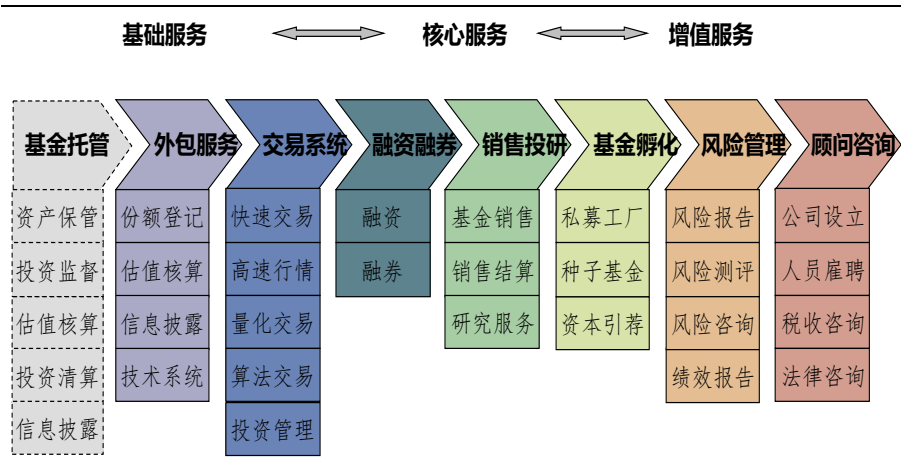
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

机构业务潜质：从经纪业务向创新业务拓展

机构客户业务从经纪业务向综合服务拓展。依托传统经纪业务的机构客户服务是切入点，但机构主体不断丰富、需求日益增加，提供差异化、前瞻性机构客户服务更加重要。

经纪业务服务从研究和交易通道向前端销售和中后台托管结算渗透。大券商积极布局 PB 业务和公募基金托管结算业务。以主经纪商（PB）业务为例，致力于为客户提供一揽子综合金融服务，涵盖托管、外包、两融等业务，目前招商、华泰、国君等大券商纷纷布局 PB 业务，其中招商证券 2018 上半年托管外包产品 17614 只，较 2017 年末增长 7.7%，规模达到 2 万亿元，公司托管的备案产品数量市场份额 26.45%，排名市场第 1 名。

图 1：PB 业务为机构业务提供综合金融服务



资料来源：长江证券研究所

表 4：以招商证券为代表的券商积极布局 PB 业务（单位：亿元，只，位）

报告期	托管资产规模	托管外包产品	排名
2014年报	近千亿	-	1
2015年报	超过6000亿元	超过5000只	1
2016中报	接近8500亿元	超过8000只	1
2016年报	破万亿	破万只	1
2017中报	18229亿元	14229 只	1
2017年报	20789亿元	16354只	1
2018中报	20221亿元	176114只	1

资料来源：公司公告，长江证券研究所

同时，目前已经有 14 家券商获取公募基金托管业务资质，部分公司已经形成丰富客户积累。未来机构业务竞争将有单一牌照竞争转向全面综合服务竞争，综合服务能力较强、

较早布局的大券商或将受益。

表 5: 目前有 14 家公司获取公募托管资格

序号	公司名称	序号	公司名称
1	海通证券	8	中信证券
2	国信证券	9	兴业证券
3	招商证券	10	中信建投
4	广发证券	11	中金公司
5	国泰君安	12	恒泰证券
6	中国银河	13	中泰证券
7	华泰证券	14	国金证券

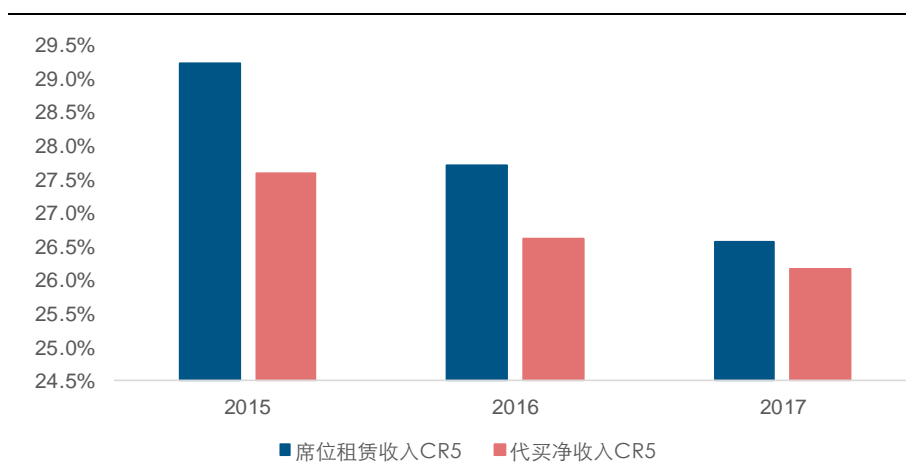
资料来源: 证监会, 证券业协会, 长江证券研究所

机构客户主体将持续扩容, 同时风险管理需求显性化释放, 创新业务围绕客户需求在逐步构建。在 2018 年年初场外衍生品业务快速发展, 市场开始关注机构客户的新需求, 虽然衍生品业务后期监管环境有所调整, 但是我们能够看到以衍生品为代表的机构客户对风险管理和多元资产配置的需求远远超过个人客户。同时在资管新规环境之下, 银行资产管理业务初具监管雏形, 银行资管产品投资权益市场的方向基本确定, 权益市场参与主体机构化主体扩容的方向确定; 同时这一类资金本身具有的绝对收益属性也将释放出更多的对于风险管理工具的需求, 将推动券商逐步拓展新业务。2017 年场外个股期权业务是其中的典型代表。

机构业务现状: 经纪业务集中度低, 创新业务集中度高

机构业务拓展依托的经纪业务竞争激烈。以机构席位租赁收入的集中度来看 2015 年-2018 年度 CR5 分别为 29.2%、27.7%、26.6%, 集中度并未明显上升。传统依托牌照的业务竞争难以创造较高的集中度提升趋势。

图 2: 机构席位租赁收入和代买净收入集中度 (单位: %)



资料来源: Wind, 证券业协会, 长江证券研究所

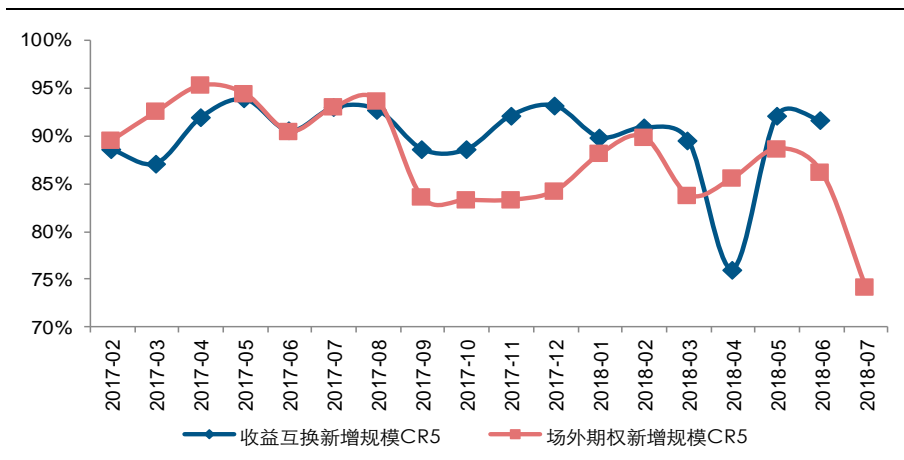
表 6：部分中小券商依然在研究佣金领域弯道超车

	2018H佣金排名	2017净资产排名		2018H佣金排名	2017净资产排名
长江证券	1	19	国泰君安	11	2
中信证券	2	1	申万宏源	12	8
广发证券	3	5	中泰证券	13	15
招商证券	4	6	中金公司	14	14
天风证券	5	49	安信证券	15	17
海通证券	6	3	方正证券	16	13
中信建投	7	12	国信证券	17	10
光大证券	8	11	中国银河	18	7
兴业证券	9	16	华泰证券	19	4
东方证券	10	9	国金证券	20	26

资料来源：证券业协会，中国基金报，长江证券研究所

围绕机构的创新业务集中度高于传统业务。当前机构业务主要围绕 PB、场外衍生品开展，这两类业务都具有较高的集中度。以场外衍生品为例，收益互换和场外期权新增规模 CR5 均在 70% 以上。

图 3：衍生品业务新增规模集中度（单位：%）



资料来源：中证场外衍生品市场，长江证券研究所

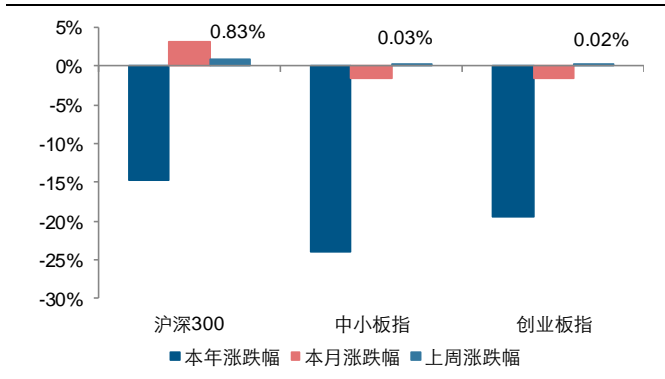
从传统机构服务向创新方向拓展将是机构业务发展最重要的前景和可维持的方式，随着创新业务的拓展也将提升传统机构经纪业务服务的渗透力和集中度。2018 年在资管新规正式落地的背景下，机构业务呈现出明显的变化，展望银行或将成为权益市场重要的直接参与主体，机构主体不断丰富，机构业务内容将不断创新。从传统机构服务向创新业务拓展，或是 2018 年市场正在开启的趋势。

核心数据跟踪与分析

指数与板块表现

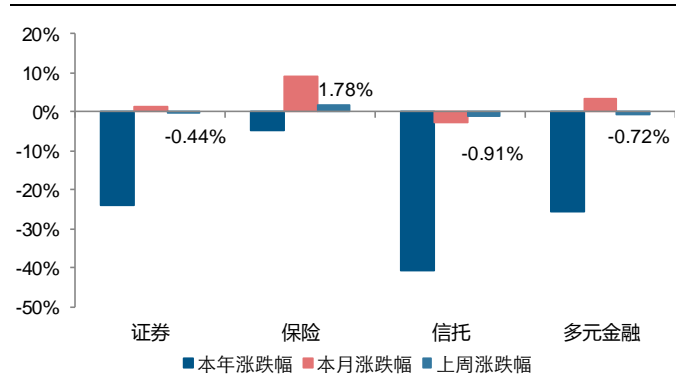
截至 9 月 28 日一周内，沪深 300 指数上涨 0.83%，中小板指上涨 0.03%，创业板指上涨 0.02%，中债总全价指数上涨 0.33%；板块表现方面，证券板块下跌 0.44%，保险板块上涨 1.78%，信托板块下跌 0.91%，多元金融板块下跌 0.72%。

图 4：截至 9 月 28 日一周内沪深 300 上涨 0.83%（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：非银板块仅保险板块上涨（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 28 日一周内，货币净回笼 2300 亿元，其中货币回笼 2900 亿元，货币投放 600 亿元。

新增投资者：2018 年 9 月 14 日至 2018 年 9 月 21 日，新增投资者数量 23.24 万人，环比下跌 3.49%。

市场成交：截至 9 月 28 日一周内，两市日均成交额 2753.02 亿元，环比上升 1.92%，日均换手率 0.70%，环比下降 0.47 个 BP。

融资融券：截至 9 月 27 日，两融余额 8309.22 亿元，环比下降 0.88%。

股票质押：截至 9 月 28 日一周内，股票质押新增规模 98.80 亿元，环比提升 67.64%。

投行业务：截至 9 月 28 日一周内，股权融资规模 177.40 亿元，环比增加 937.43%，其中 IPO 融资规模 64.66 亿元，再融资规模 112.74 亿元；债权融资规模 7707.50 亿元，环比下降 40.43%，其中公司债规模 253.40 元，企业债规模 20.00 亿元。

期货市场：截至 9 月 28 日一周内，期货市场成交金额 5.59 万亿元，环比下降 32.46%，其中商品期货成交金额 5.25 万亿元，环比下降 32.17%，占比 93.83%；金融期货成交金额 0.35 万亿元，环比下降 36.63%，占比 6.17%。

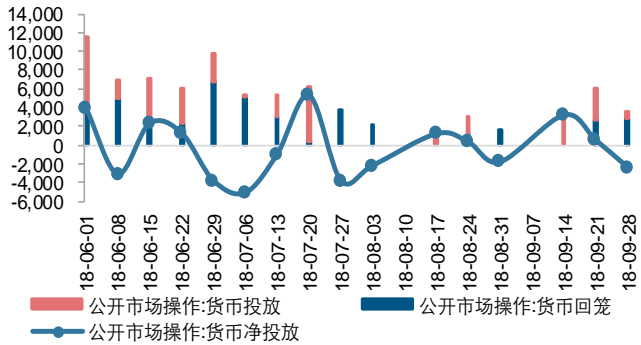
流动性观察：截至 9 月 28 日，7 天银行间质押式回购利率为 3.0343%，环比上升 37.57 个 BP；7 天银行间同业拆借利率为 3.7894%，环比上升 53.14 个 BP。

基金产品发行：2018 年 9 月新发行基金份额 155.81 亿份，环比下降 33.99%；其中新发行股票型、混合型、债券型基金分别为 5.11、11.00、136.19 亿份。

信托产品发行：2018年9月新发行信托规模364.78亿元，环比增加62.08%；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0.97、56.62、10.26、6.83和184.41亿元。

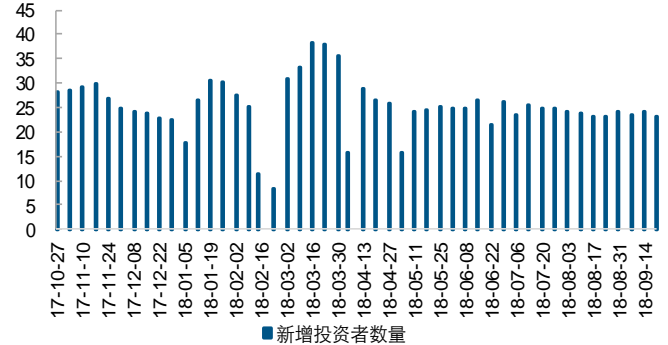
沪港通、深港通：截至9月28日一周内，沪港通、深港通累计净买入金额分别为3376.69亿元、2496.77亿元，环比分别变动+2.47%、-0.89%。

图 6：截至 9 月 28 日一周内央行货币净回笼 2300 亿元（单位：亿元）



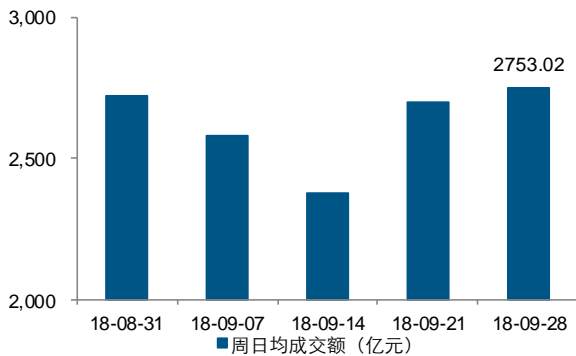
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：截至 9 月 21 日一周内新增投资者 23.24 万人（单位：万人）



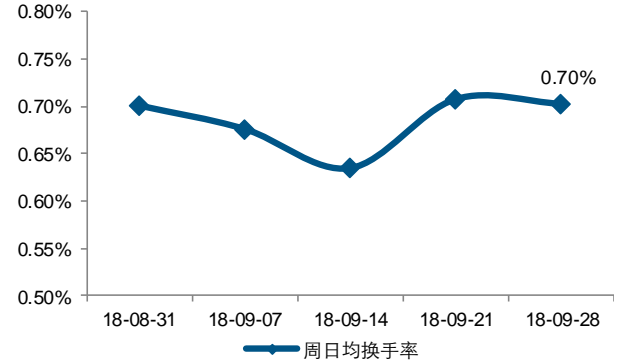
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：截至 9 月 28 日一周内两市日均成交额 2753.02 亿元（亿元）



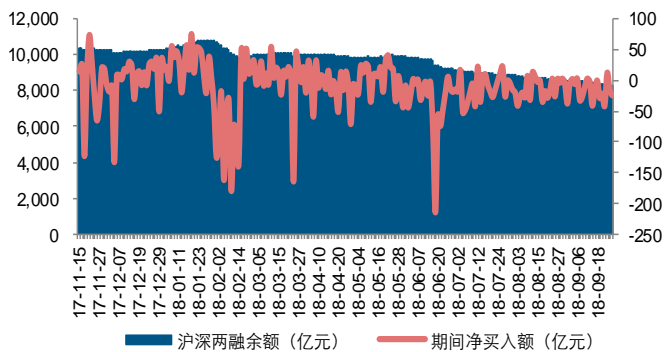
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：截至 9 月 28 日一周内日均换手率 0.70%（单位：%）



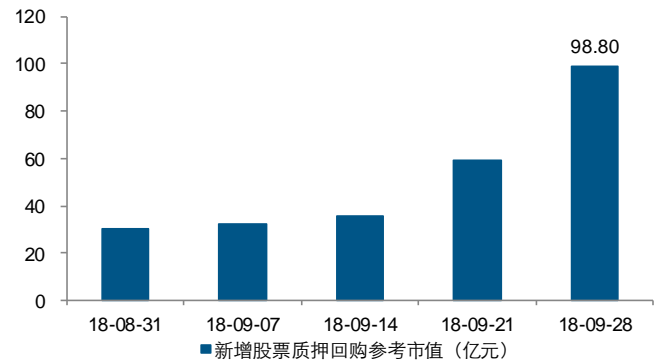
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：截至 9 月 27 日两市两融余额 8309.22 亿元（单位：亿元）



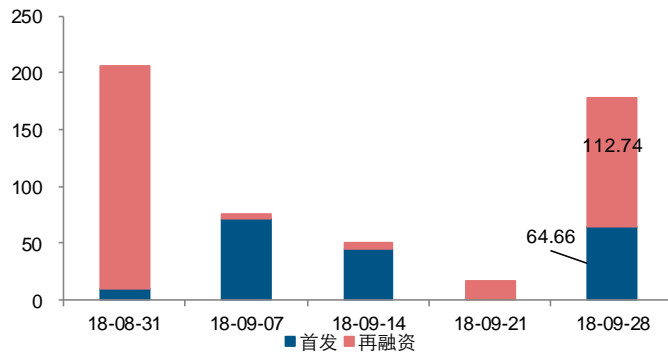
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：截至 9 月 28 日股票质押新增规模 98.80 亿元（单位：亿元）



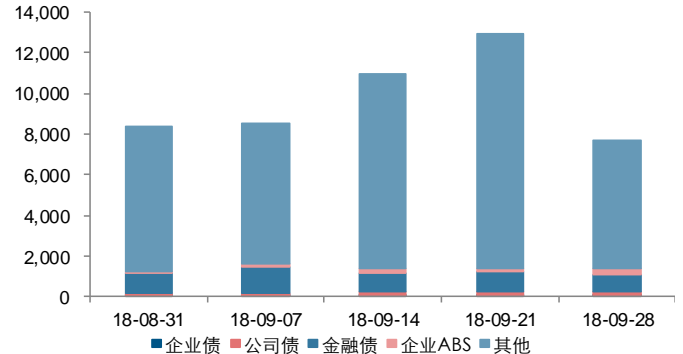
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12: 截至 9 月 28 日一周内股权融资规模 177.40 亿元 (单位: 亿元)



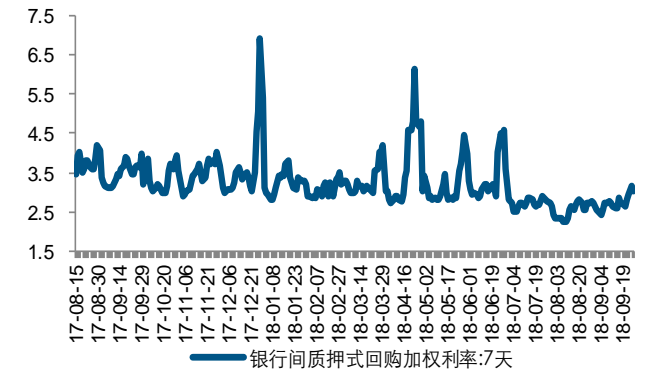
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 截至 9 月 28 日一周内各类债券融资规模 (单位: 亿元)



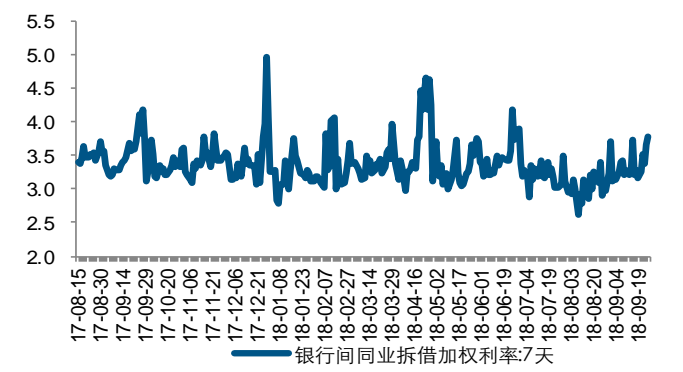
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 7 天银行间质押式回购利率环比上升 37.57 个 BP (单位: %)



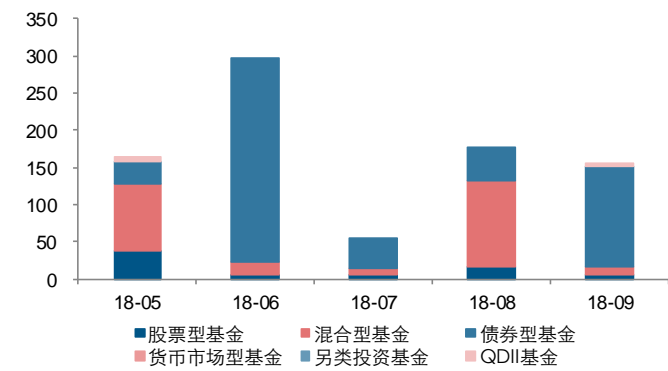
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 15: 7 天银行间同业拆借利率上升 53.14 个 BP (单位: %)



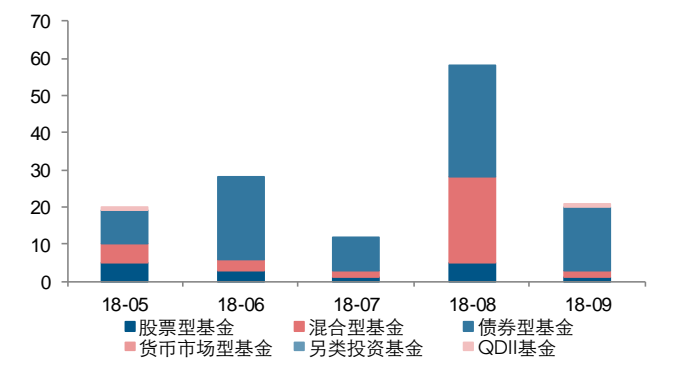
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 16: 公募基金发行份额概况 (按成立日统计, 单位: 亿份)



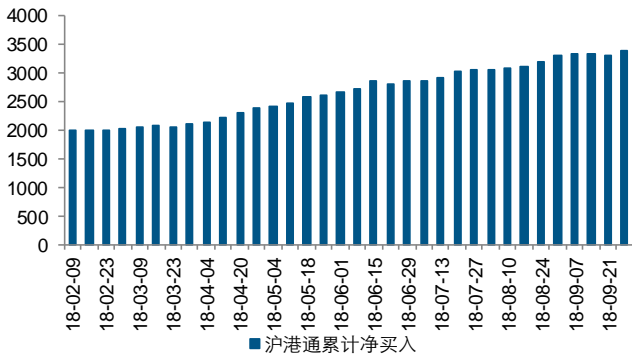
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 17: 公募基金发行数量概况 (按成立日统计, 单位: 个)



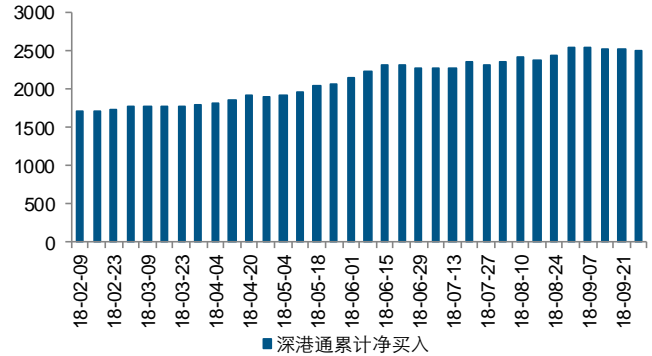
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 18: 沪港通累计净买入金额 (单位: 亿元)



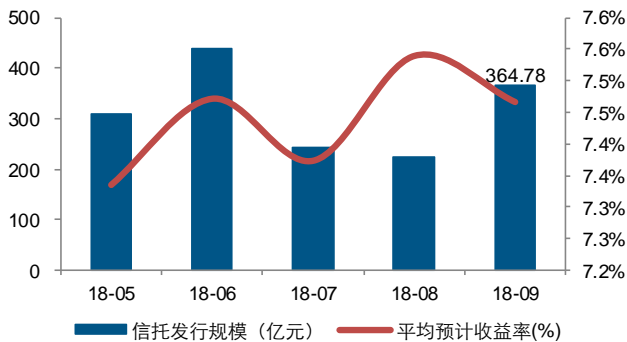
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 19: 深港通累计净买入金额 (单位: 亿元)



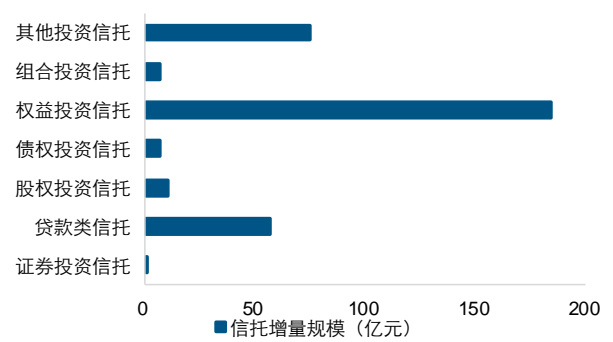
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 20: 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 21: 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 7: 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	未解押市值	35%质押率下融出资金	融出资金/净资产
第一创业	593	208	236%
东吴证券	777	272	135%
兴业证券	904	317	96%
申万宏源	1,818	636	94%
国信证券	1,359	476	93%
中信建投	1,203	421	88%
太平洋	277	97	84%
海通证券	2,590	907	77%
国海证券	282	99	73%
国金证券	375	131	69%
东兴证券	387	136	69%
中国银河	1,214	425	66%
华泰证券	1,646	576	64%
东北证券	245	86	56%
国元证券	396	139	56%

光大证券	764	267	55%
中信证券	2,311	809	54%
国泰君安	1,698	594	49%
方正证券	518	181	48%
西南证券	259	91	48%
招商证券	973	341	43%
山西证券	145	51	41%
广发证券	983	344	41%
浙商证券	154	54	40%
东方证券	564	198	39%
华安证券	118	41	34%
财通证券	172	60	30%
西部证券	124	43	25%
南京证券	56	20	19%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

银行理财: 截至 9 月 23 日, 理财产品预期年收益率为 4.65%, 较上周下降 2.36BP; 理财产品发行数量 2660 款, 环比增加 10.88%; 截至 9 月 28 日, 余额宝 7 日年化收益率为 2.82%, 环比下降 10.70BP。

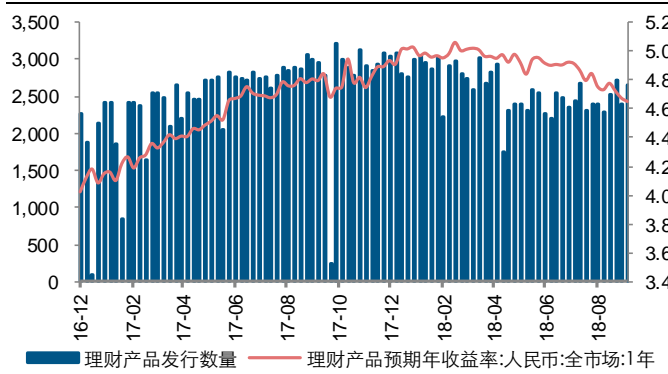
债券收益率: 截至 9 月 28 日, 5 年期债券收益率变动幅度约在-11.20BP 至-4.40BP 之间, 其中国开债跌幅最大, 为 11.20BP。

信用利差与期限利差: 截至 9 月 28 日, 各债券 5 年期信用利差变动幅度约在-4.49BP 至+2.31BP 之间, 其中进出口债涨幅最大, 为 2.31BP; 各债券 5 年期期限利差变动幅度约在-10.94BP 至-4.43BP 之间, 其中商业银行债跌幅最大, 为 10.94BP。

750 日国债移动平均收益率: 截至 9 月 28 日, 5 年期国债 750 日移动平均绝对值为 3.1648%, 环比增加 0.22BP。

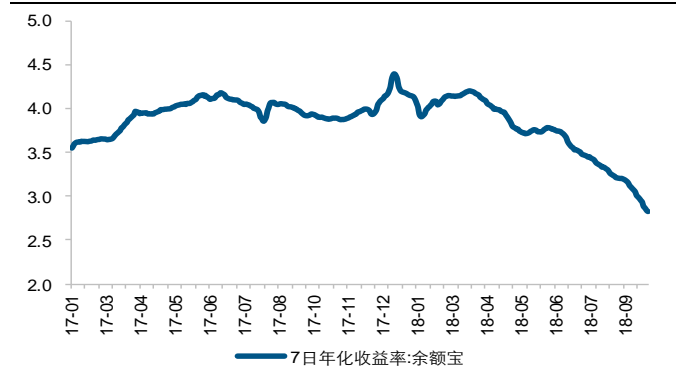
非银金融企业债券发行: 截至 9 月 28 日一周内, 非银行业公司发债 109.60 亿元, 发债票面利率位于 2.96%-7.50% 区间内, 均值为 5.86%。

图 22: 银行理财产品规模及收益率变动 (单位: 只, %)



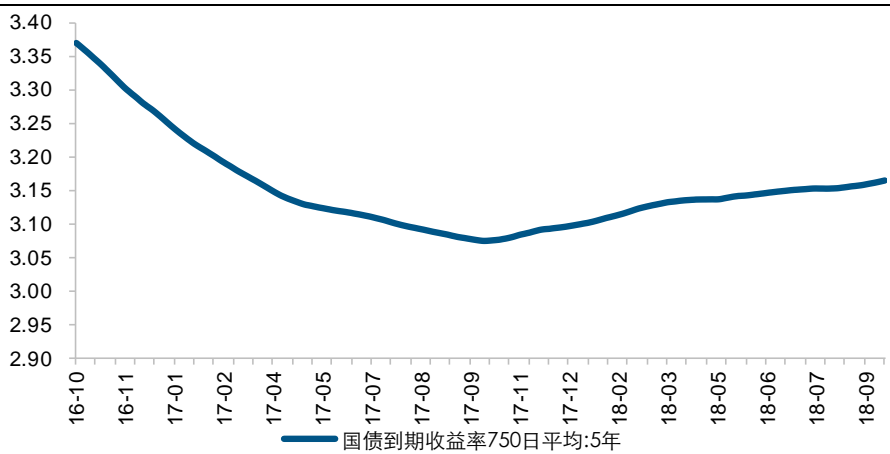
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 23: 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 24: 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 8: 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)
2018-08-17	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
2018-09-21	0.95	-0.01	2.99	-1.72	0.51	0.51
2018-09-28	-6.71	-4.40	-11.20	-6.04	-7.89	-7.89

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 9: 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)
2018-08-17	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
2018-09-21	-0.96	2.04	-2.67	-0.44	-0.44
2018-09-28	2.31	-4.49	0.67	-1.18	-1.18

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)
2018-08-17	-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
2018-09-21	-15.48	-7.15	3.28	-2.00	-1.96	-1.96
2018-09-28	-4.43	-7.35	-10.70	-10.94	-7.28	-7.28

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 10: 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	6.29	1.71	1.23
2018Q4	4.85	5.08	5.28
2018	19.15	11.70	10.61

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 11: 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)
开城次	2018-09-28	1.10	0.39				尚隽保理	证监会主管ABS
开城优	2018-09-28	9.88	0.39	AA+		7.50	尚隽保理	证监会主管ABS
逸锬2次	2018-09-27	0.32	0.94				逸锬保理	证监会主管ABS
逸锬2A1	2018-09-27	5.80	0.94	AAA		7.30	逸锬保理	证监会主管ABS
18京保5B	2018-09-27	0.50	1.05				邦汇保理	证监会主管ABS
18京保5A	2018-09-27	9.50	1.05	AAA		5.06	邦汇保理	证监会主管ABS
18品众ABN001次	2018-09-27	0.26	1.27	AAA			品众商业保理	交易商协会ABN
18品众ABN001优先B	2018-09-27	0.89	1.27	AA+		5.98	品众商业保理	交易商协会ABN
18品众ABN001优先A	2018-09-27	4.05	1.27	AAA		5.00	品众商业保理	交易商协会ABN
18上实B	2018-09-26	2.52		AA+		7.20	上实融资租赁	证监会主管ABS
18上实次	2018-09-26	3.47					上实融资租赁	证监会主管ABS
18上实A1	2018-09-26	7.77		AAA		6.20	上实融资租赁	证监会主管ABS
18上实A2	2018-09-26	9.66		AAA		6.70	上实融资租赁	证监会主管ABS
18上实A3	2018-09-26	8.08		AAA		6.80	上实融资租赁	证监会主管ABS

璀璨4A	2018-09-26	6.80	1.00	AAA		6.30	尚隽保理	证监会主管ABS
18大唐租赁MTN001	2018-09-26	9.00	3.00	AA+	AA+	5.30	大唐租赁	一般中期票据
18招商CP004	2018-09-26	20.00	0.19	A-1	AAA	2.96	招商证券	证券公司短期融资券
18平安租赁SCP016	2018-09-25	10.00	0.66		AAA	3.92	平安租赁	超短期融资债券

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、证监会强调要建立健全交易场所规范发展的长效机制²

内容：据证券时报网9月25日报道，交易场所清理整顿工作专题会议于9月13日在北京组织召开。会议要求，要稳妥推进交易场所清理整顿和遗留问题处置工作；各地区各部门要坚持标本兼治，建立健全交易场所规范发展的长效机制。

2、央行、证监会将推动债券市场评级业务资质的逐步统一³

内容：据证券时报网9月25日报道，央行、证监会发布公告称，将推动银行间债券市场和交易所债券市场评级业务资质的逐步统一。鼓励统一实际控制人下不同的信用评级机构法人，通过兼并、重组等市场化方式进行整合，更好的聚集人才和技术资源，促进信用评级机构做大做强。

3、央行、财政部颁布《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》⁴

内容：据证券时报网9月25日报道，央行、财政部颁布《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》，以促进全国银行间债券市场对外开放，规范境外机构债券发行，保护债券市场投资者合法权益。

4、保险资金境外投资基本稳定⁵

内容：据新华社9月25日报道，当前保险资金境外投资基本稳定，截至7月末保险资金境外投资余额约为774亿美元，传统投资和另类投资基本保持“平分秋色”的状态，包括股票、债券、存款、基金等在内的传统投资约占47%，包括股权投资基金、不动产等在内的另类投资约占52%。

5、中证协新增5个场外期权业务二级交易商⁶

内容：据证券时报网9月26日报道，中证协公布第二批场外期权业务交易商名单，新增场外期权业务二级交易商有5个，分别为长城证券、方正证券、国金证券、华安证券和兴业证券。

² 证监会：建立健全交易场所规范发展的长效机制 证券时报网

³ 两部委：推动债券市场评级业务资质的逐步统一 证券时报网

⁴ 全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法印发 证券时报网

⁵ 银保监会：保险资金境外投资基本稳定 证券时报网

⁶ 中证协公布第二批场外期权业务交易商名单 证券时报网

6、MSCI 拟将 A 股纳入因子从 5% 增加到 20%⁷

内容：据证券时报网 9 月 26 日报道，国际大型指数公司 MSCI 提出三项建议：第一，将中国大盘 A 股的纳入因子从 5% 增加到 20%，分两步实施；从 2019 年 5 月半年度指数评审开始，将深交所创业板市场加入符合 MSCI 指数条件的证券交易所名单；作为 2020 年 5 月半年度指数评审的一部分，将中国中盘 A 股以 20% 的纳入因子一步纳入 MSCI 中国指数。同时，全球第二大指数公司富时罗素也即将明天正式宣布是否将中国 A 股纳入其指数体系。

7、1249 只 A 股纳入富时罗素指数⁸

内容：据证券时报网 9 月 27 日报道，富时罗素公布了其 2018 年度市场分类评审结果，宣布正式将中国 A 股市场提升至新兴市场级别，并将于 2019 年 6 月起纳入富时全球股票基准，标的成分股合计有 1249 只股票。此次的 A 股纳入计划为第一阶段，纳入因子为 A 股可投资市值的 25%，预估有超过 100 亿美元的被动新增资金流入 A 股；预计未来 5-10 年内，以跟踪指数形式进入中国市场的被动资金可达 2.5 万亿美元。

8、证监会将会同相关部门完成 QFII 制度规则修订工作⁹

内容：据证券时报网 9 月 27 日报道，证监会副主席方星海在“富时罗素 2018 年中国 A 股评估结果新闻发布会暨研讨会”上的致辞，下一步，中国证监会将持续完善跨境交易制度，优化互联互通机制，会同相关部门完成 QFII 制度规则修订工作，便利境外长期资金扩大 A 股配置。加快推出便利境外机构投资者使用境内金融期货等避险工具的举措，逐步满足机构投资者风险管理方面的需求。

9、投资者价值投资理念逐步形成¹⁰

内容：据证券时报网 9 月 27 日报道，阎庆民副主席在首届“中小投资者服务论坛”开幕式上指出，自然人投资者数量和占比持续增加，个人投资者达到 1.42 亿，占市场总量超过 99%，其中呈现一些新的特点：首先，新入市投资者呈年轻化趋势，知识水平提高，权利意识增强。其次，从投资者行为看，价值投资理念逐步形成，但非理性投资行为仍然不容忽视。第三，投资者获取信息渠道发生变化。

10、8 月底我国公募基金资产总额 14.08 万亿¹¹

内容：据证券时报网 9 月 28 日报道，中国证券投资基金业协会发布 8 月份统计数据。数据显示，截至 2018 年 8 月底，我国境内共有基金管理公司 119 家，其中中外合资公司 44 家，内资公司 75 家；取得公募基金管理资格的证券公司或证券公司资管子公司共 13 家，保险资管公司 2 家。以上机构管理的公募基金资产合计 14.08 万亿元。

11、证监会核发中国人保 IPO 批文¹²

⁷ MSCI 拟将 A 股纳入因子提升 3 倍，创业板也在考虑范围 证券时报网

⁸ 富时罗素 CEO：五到十年内会有 2.5 万亿美元增量资金流入中国证券市场 证券时报网

⁹ 证监会方星海：会同相关部门完成 QFII 制度规则修订工作 证券时报网

¹⁰ 证监会副主席阎庆民：投资者价值投资理念逐步形成 证券时报网

¹¹ 中基协：8 月底我国公募基金资产总额 14.08 万亿 证券时报网

内容：据证券时报网 9 月 28 日报道，证监会核发中国人保 IPO 批文，未披露筹资金额。同时中国人保公告称获核准发行不超过 23 亿股 A 股股份，而根据中国人保此前发布的 A 股招股说明书申报稿，公司拟发行不超 45.99 亿股 A 股股份。

12、银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法》¹³

内容：据证券时报网 9 月 28 日报道，银保监会制定了《商业银行理财业务监督管理办法》。主要内容如下：商业银行全部理财产品持有单一上市公司发行的股票不得超过其可流通股票的 30%；银行理财产品投资非标准化债权类资产的余额不得超过理财产品净资产的 35%；单只公募理财产品销售起点由目前的 5 万元降至 1 万元；《办法》过渡期与“资管新规”保持一致等。

13、我国普惠金融发展取得四方面成果¹⁴

内容：据证券时报网 9 月 28 日报道，银保监会印发《中国普惠金融发展情况报告》摘要版部分。相关负责人表示，我国普惠金融发展主要取得了四方面的成果：基础金融服务覆盖面不断扩大；薄弱领域金融可得性持续提升；金融服务的效率和质量明显提高；金融服务的效率和质量明显提高。

14、证监会发布《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立收购参股经营机构管理办法》¹⁵

内容：据证券时报网 9 月 28 日报道，证监会正式发布《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立收购参股经营机构管理办法》。修改后的办法共 38 条，主要包括：维持适当门槛，整合两类机构走出去条件；规范业务范围完善组织架构；要求母公司加强管控，强化对境外子公司重大事项的管理；加强持续监管，完善跨境监管合作。

15、证监会就修订《境外证券交易所驻华代表机构管理办法》公开征求意见¹⁶

内容：据证券时报网 9 月 28 日报道，证监会就修订《境外证券交易所驻华代表机构管理办法》公开征求意见。主要修订内容包括：增加驻华代表处的监管要求；明晰简化备案手续；进一步规范业务范围；明确法律责任，提高执法效能。

16、多家券商暂停股票质押业务¹⁷

内容：据券商中国 10 月 5 日报道，目前多家证券公司已经停止股票质押融资业务，除了多家上市券商外，还有多家未上市的中小型券商。目前实质性暂停上市公司股票质押融资业务的券商，归纳起来的原因主要有三方面：存量规模过大、额度告急、出于对后市的悲观拒绝风险。

¹² 证监会：核发中国人保 IPO 批文 证券时报网

¹³ 银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法》 证券时报网

¹⁴ 银保监会：我国普惠金融发展取得四方面成果 证券时报网

¹⁵ 证监会发布《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立收购参股经营机构管理办法》 证券时报网

¹⁶ 证监会就修订《境外证券交易所驻华代表机构管理办法》公开征求意见 证券时报网

¹⁷ 多家券商暂停股票质押业务 融资门槛一提再提 券商中国

公司公告

1、【华泰证券】董事会同意公司发行 GDR（2018 年 9 月 25 日）

内容：华泰证券董事会同意公司发行全球存托凭证（GDR），并申请在伦敦证券交易所挂牌上市，本次发行的 GDR 所代表的基础证券 A 股股票不超过 8.25 亿股（包括因任何超额配股权获行使而发行的证券，如有），不超过本次发行前公司普通股总股本的 10%，拟募集资金总额预计不低于 5 亿美元。

2、【光大证券】公开发行公司债 28 亿（2018 年 9 月 26 日）

内容：光大证券于 9 月 26 日完成公开发行 2018 年公司债券（第二期），本期债券分为品种一（3 年期）、品种二（5 年期），但经发行人和主承销商共同协商，决定行使品种间回拨选择权将品种二全额回拨至品种一，品种一发行规模 28 亿元，发行票面利率 4.30%。

3、【中国银河】拟不超过 2.39 亿收购银河期货 16.68%股权（2018 年 9 月 27 日）

内容：中国银河董事会同意公司以不超过 2.39 亿元、行使优先购买权收购苏皇金融持有的银河期货 16.68%股权。

4、【西部证券】向中南重工追偿 0.85 亿（2018 年 9 月 27 日）

内容：中南重工在西部证券合计质押中南文化 2040 万股、剩余待购回本金 0.81 亿元，因履约保障比例低于平仓线且未能按照协议采取措施提高履约保障比例或提前购回，公司向中南重工提起诉讼追偿 0.85 亿元。

5、【招商证券】发行短期融资券 20 亿（2018 年 9 月 28 日）

内容：招商证券于 9 月 27 日完成发行 2018 年度第四期短期融资券，发行规模 20 亿元，期限 70 天，票面利率 2.96%。

6、【安信信托】因计提 9.91 亿可供出售减值损失等原因预计 Q3 归属净利润同比减少 90%-100%（2018 年 9 月 28 日）

内容：安信信托预计 2018 年前三季度归属净利润同比减少 90%-100%，去年同期为 28.25 亿元，主要系受宏观经济形势及相关监管政策影响，以及公司对截至 9 月 28 日持有印纪传媒股票对应的可供出售金融资产计提 9.91 亿元的减值损失，后者将减少公司 2018 年归属净利润约 7.44 亿元。

周度观点

银行理财新规落地，关注资管新规持续推进过程中的保险行业演进。1、银行理财新规落地，产品投资门槛降为 1 万元，公募产品可投权益、非标，但需满足期限匹配等要求；资管新规的推进方向侧面推动保险业以长期储蓄和保障业务为主导经营，短期储蓄业务经营具有一定的局限性，养老、健康或将成为保险发展主题，推动行业步入稳健增长模式。2、长端利率在 3.6%附近震荡，海外加息背景下或不具备大幅下降的基础，投资端预期阶段性企稳，资管新规下利率曲线或呈陡峭化趋势，保险公司投资环境更加友好，充分释放保险资金长久期的优势。当前板块 PEV 估值仍较低，位于 0.8-1.2 区间，权益、

利率、保费均呈现边际向好趋势，关注板块估值修复机会。个股推荐新华保险和中国平安。

境外业务新规落地，关注龙头配置机遇。1、证监会发布《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》，对于两类机构设立和收购境外机构的条件、境外子公司的管理职责以及业务范围和组织架构进一步约束，引导券商在合规基础上开展海外业务；2、上市券商大多通过设立全资香港子公司开展海外业务，范围集中于经纪、承销和交易类业务，净利润贡献区间约 1%-5%，龙头券商由于前瞻布局和资金优势更具竞争实力，随着人民币国际化和国内企业走出去进程加快，海外业务有望成为新增长点。3、当前板块 PB 估值大约在 1.2 倍，具备较强安全边际，建议积极关注，个股推荐中信证券。

银行理财新规缓和信托短期压力，中长期整改方向维持不变。银行理财管理办法正式落地，对银行理财非标投资的限制以及过渡期中后期处理办法给出明确指引，短期内信托清理压力有望缓和，中长期来看资管新规约束下通道业务及期限错配整改压力仍大。相反上半年租赁公司盈利增长稳健，部分公司不良率同环比均下降，后续持续关注资产质量及相关政策变动。

从经纪业务分化看机构客户的价值。2018 上半年，部分券商经纪业务在席位租赁收入推动下实现良好增长，背后是市场机构化特质逐步显现。传统机构业务聚焦席位租赁收入，相较于零售一方面其贡献更高费用率，另一方面更具稳定性，随着机构投资者主体扩容，2014 至 2018H 上市券商席位租赁收入占比从 6.7%提升至 14.2%；展望未来机构客户服务方式将围绕个性化需求，从交易通道向以托管结算、场外期权等综合化业务拓展，这类业务具备更高的市场集中度和利润率水平，随着资管新规逐步落地银行亦将成为权益市场重要主体，券商机构业务的主体和内容将持续丰富。

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。