

2021年12月05日

多重政策频繁出台，推荐券商

增持（维持）

投资要点

■ **行业总体观点及推荐：券商：重点关注财富管理主线和低估值龙头券商。**①市场对宏观经济普遍较为担忧，在此过程券商板块的自上而下的逻辑愈发明朗且市场逐渐形成“从高打低”共识，券商板块估值吸引力愈发明显。②目前核心构成券商板块长期成长 α 的三个核心：财富管理业务下的细分产业链、对标海外有成长空间的衍生品&资本中介和注册制下的投行业务及资管、并购重组等一系列的拓展业务。③市场景气度可观，券商整体三季报数据表现良好叠加市场数据持续验证，且北交所等政策密集出台，我们看好券商长期配置价值。**保险：静待行业回暖，关注上市险企改革进程。**①财险车险综改负面效应完整显现，行业格局强者愈强。车险综改届满一年，各大险企保费增速有望回暖，同时从长远来看，行业竞争格局得到优化，龙头险企将深度受益，进一步强化规模、渠道、品牌优势，打造竞争壁垒。②寿险短期因行业供需矛盾，负债端压力显著。但长期来看，伴随渠道转型推进、人口老龄化趋势和“健康中国”战略要求，寿险行业面临深刻重构：险企医养生态的逐步形成配合康养需求的日益旺盛，驱动行业走向发展与增长的良性循环，有望推动行业资产、负债两端的趋势性改善。**东吴非银推荐板块排序：证券、保险，推荐个股组合【东方财富】、【中金公司】、【中国财险】和【远东宏信】。**

■ 流动性及行业高频数据监测：

高频数据监测	本周	上周环比	去年同期比
中国内地日均股基交易额（亿元）	12,542	-0.58%	+24.43%
中国香港日均股票成交额（亿港元）	1,323	+30.60%	+38.29%
两融余额（亿元）	18,460	-0.18%	+16.25%
基金申购赎回比	1.08	1.04	0.82
开户平均变化率	6.99%	11.67%	-13.44%

数据来源：Wind, Choice, 东吴证券研究所

注：内地股基交易额和中国香港日均股票交易额去年同比均为年初至今日均同比；基金申购赎回比和开户平均变化率环比/去年同比分别为上周与去年同期真实数据（比率）

■ **行业重要变化及点评：1）衍生新规+互换管理同步出台，衍生品业务迎来新发展。**我们认为：①四部门联合发声，此次《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》将推动业务健康有序发展；②强调不得挂钩私募产品，清退无牌照经营，加速推进资本市场秩序优化；③衍生品规模逐步扩大，资格牌照不断放宽，券商抢夺衍生品市场有助于提升自身 ROE。2）**券商发展迎“新基建”，账户优化助推财富管理转型升级。**我们认为：①账户管理试点业务体现监管层对券商财富管理业务发展的支持，提升客户交易效率，有望实现客户资产转移推动券商竞争力；②为投资者打造证券公司的综合财富管理账户，加速形成以客户为中心的业务体系；③此次试点提升券商账户管理能力，有望提升客户体验推动资金向券商转移。3）**险资获准参与证券出借，资本市场供需结构进一步优化。**我们认为：①《通知》主要围绕险资参与证券出借的范围、参与主体资格及风险防控等方面作出了规定，保险资金可投资范围扩大，融券业务市场规模有望扩大；②保险资金存量资产流动性提升，保险资金可投资范围进一步扩大；③增加资本市场流动性，扩大融券业务市场规模，龙头券商有望受益。

■ **风险提示：**1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋近抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号：S0600520090004
zhujiayu@dwzq.com.cn

研究助理 毕思琦

bisqi@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

1、《非银金融行业周报

（2021.11.22~2021.11.28）：人身险销售进一步规范，险企渠道改革进程亟需加速》2021-11-28

2、《金融行业周报

（2021.11.15~2021.11.19）：投顾业务进一步规范，看好券商财富管理大时代》2021-11-21

3、《金融行业周报

（2021.11.08~2021.11.12）：互联网代销基金保有量占比提升，北交所开市在即》2021-11-14

内容目录

1. 一周数据回顾	3
1.1. 市场数据	3
1.2. 行业数据	3
2. 重点事件点评	6
2.1. 衍生新规+互换管理同步出台，衍生品业务迎来新发展	6
2.2. 券商发展迎“新基建”，账户优化助推财富管理转型升级	7
2.3. 险资获准参与证券出借，资本市场供需结构进一步优化	7
3. 公司公告及新闻	8
3.1. 中国银保监会印发《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》	8
3.2. 中国银保监会发布《保险集团公司监督管理办法》	9
3.3. 上市公司公告	9
4. 风险提示	10

图表目录

图 1: 市场主要指数涨跌幅	3
图 2: 2020/01~2021/11 月度股基日均成交额 (亿元)	4
图 3: 2021 年 3~12 月初日均股基成交额 (亿元)	4
图 4: 2019.01.02~2021.12.02 沪深两市两融余额	4
图 5: 2021.01.04~2021.12.03 基金申购赎回情况	5
图 6: 2021.01.04~2021.12.03 预估新开户变化趋势	5
图 7: 2021.01.08~2021.12.03 证监会核发家数与募集金额	6

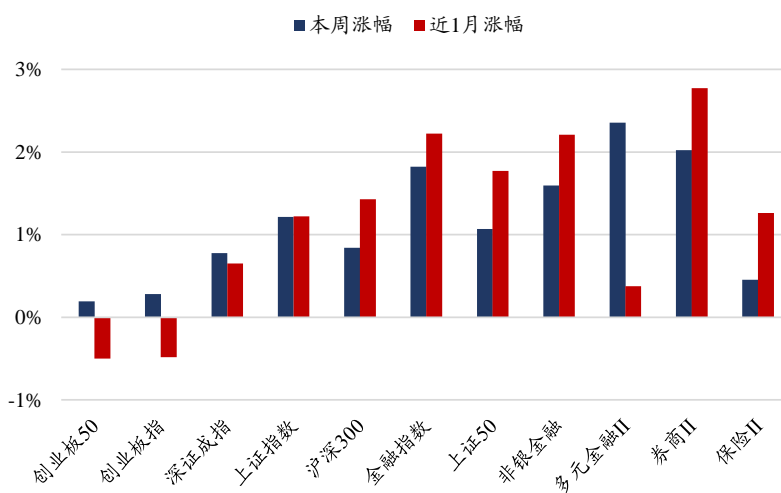
1. 一周数据回顾

1.1. 市场数据

截至12月3日，本周（11.29~12.03）上证指数上涨1.22%，金融指数上涨1.82%。非银金融板块上涨1.60%，其中券商板块上涨2.02%，保险板块上涨0.45%。

沪深300指数期货基差：截至12月03日收盘，IF2112升水5.18点，IF22201贴水3.62点，IF2203贴水18.22点，IF2206贴水52.42点。

图1：市场主要指数涨跌幅

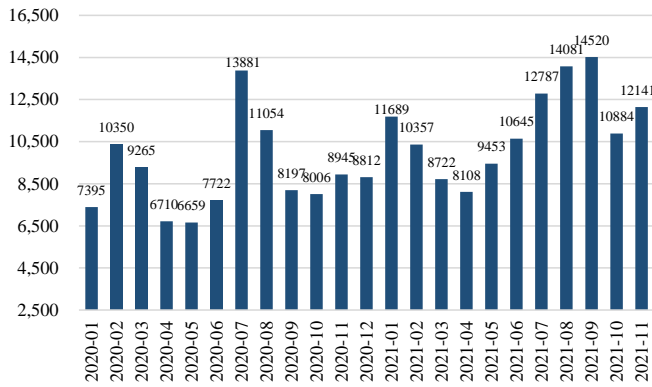


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 行业数据

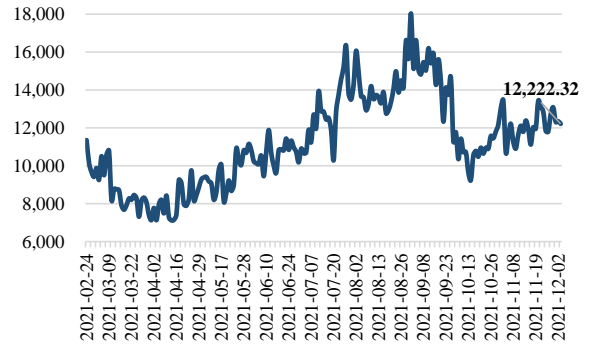
截至12月3日，本周日均股基交易额为12541.92亿元，较上周环比-0.58%；12月累计股基日均成交额12301亿元；年初至今股基日均成交额11271亿元，同比+24.43%；11月股基日均同比+35.7%。

图 2：2020/01~2021/11 月度股基日均成交额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：2021 年 3~12 月初日均股基成交额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

截至 12 月 2 日，两融余额/融资余额/融券余额分别为 18459.77/17249.79/1209.99 亿元，较月初分别-0.39%/-0.11%/-4.17%，较年初分别+12.3%/+14.6%/-12.3%。

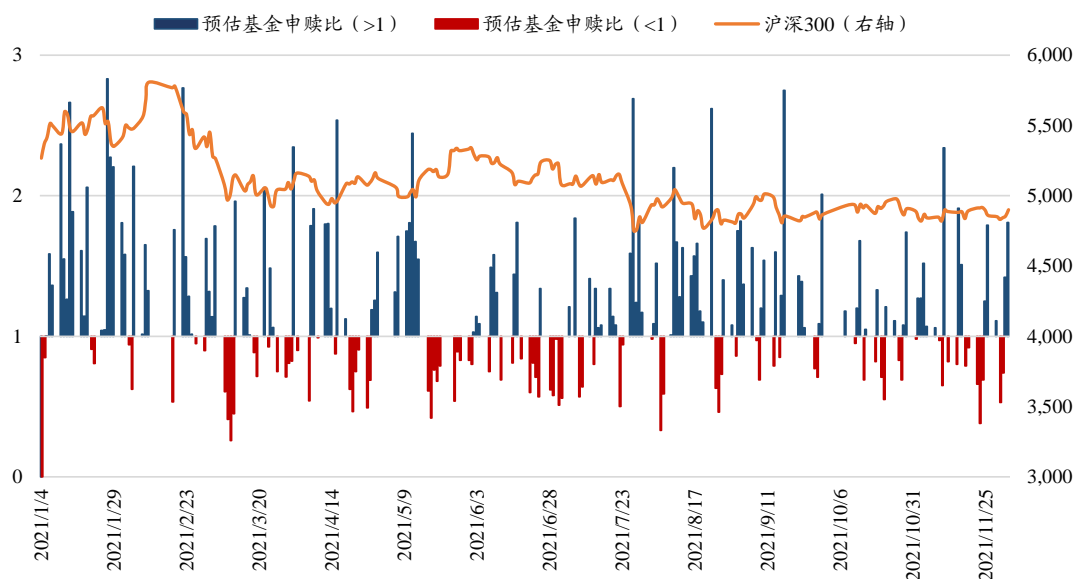
图 4：2019.01.02~2021.12.02 沪深两市两融余额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

截至 2021 年 12 月 3 日，近三月（9~12 月）预估基金平均申购赎回比为 1.14，基金申购的波动幅度 60.29%，市场情绪不稳定。截至 12 月 3 日，本周（11.29~12.03）基金申购赎回比 1.08，上周为 1.04；12 月累计平均申购赎回比为 1.38，2020 年同期为 0.82。

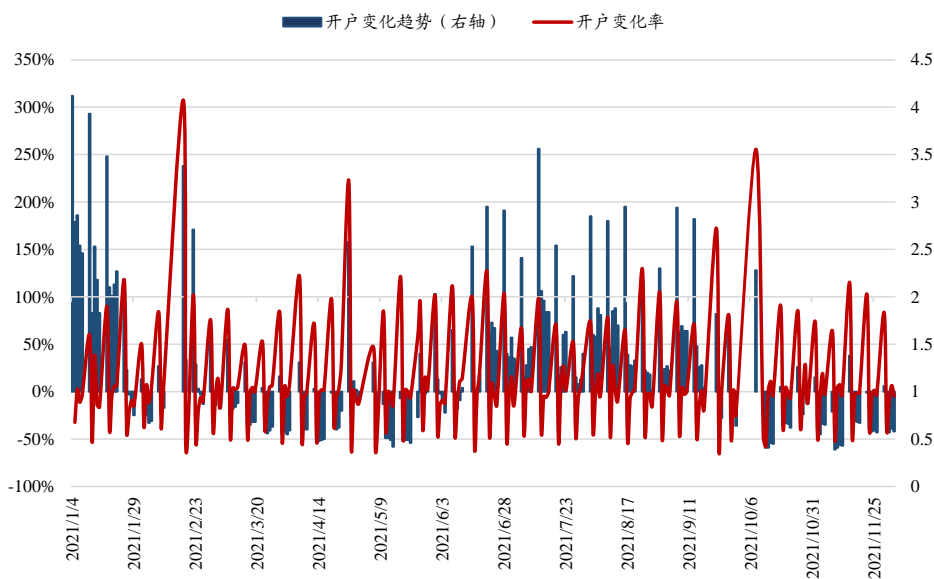
图 5: 2021.01.04~2021.12.03 基金申购赎回情况



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

截至 2021 年 12 月 3 日, 近三月 (9~12 月) 预估开户平均变化率为 10.78%, 预估开户变化率的波动率达 54.46%, 市场情绪不稳定。截至 12 月 3 日, 本周 (11.29~12.03) 开户平均变化率 6.99%, 上周为 11.67%; 12 月累计开户平均变化率为 -2.86%, 2020 年同期为 -13.44%。

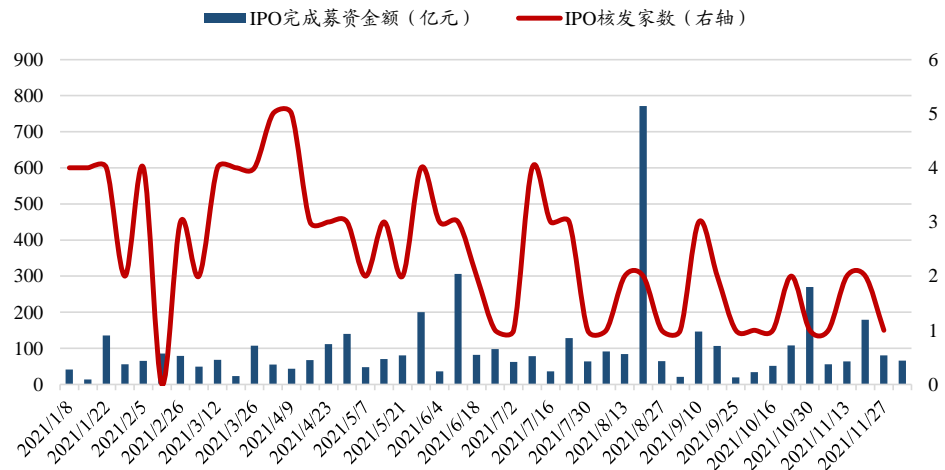
图 6: 2021.01.04~2021.12.03 预估新开户变化趋势



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

截至 12 月 3 日，本周 IPO 核发家数 1 家；IPO/再融资/债券承销规模环比-17.9%/+26.9%/-12.9%至 66.03/193.50/2043.15 亿元；IPO/再融资/债承家数分别为 8/8/870 家。年初至今 IPO/再融资/债券承销规模 4643.00 亿元/7992.91 亿元/68595.51 亿元，同比 +6.6%/-1.8%/+12.8%；IPO/再融资/债承家数分别为 452/451/19949 家。

图 7：2021.01.08~2021.12.03 证监会核发家数与募集金额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 重点事件点评

2.1. 衍生新规+互换管理同步出台，衍生品业务迎来新发展

事件：12月3日，中国证券业协会制定发布《证券公司收益互换业务管理办法》；同日中国人民银行、证监会、银保监会以及国家外汇管理局也启动了就《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》向市场公开征求意见。

点评：四部门联合发声，此次《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》将推动业务健康有序发展，利好头部综合实力强劲的券商：1)《征求意见稿》意在建设高质量的市场体系。充分发挥我国资本市场多层次间的协同，提升资本市场有效性，更重点强调投资者适当性管理和金融机构的内控管理，使整个衍生品业务得到更规范更健康地发展。2) 强调不得挂钩私募产品，清退无牌照经营，加速推进资本市场秩序优化。我们认为这一规定导致目前市场上的 AB 款业务受限，结合规定中为期一年的整顿清理要求，此类 AB 款业务需求将需要寻找新出口，市场或将迎来较大的挑战，而提高收益互换业务的风险管理要，有助于为互换业务的长期发展提供坚实保障。3) 衍生品规模逐步扩大，资格牌照不断放宽，券商抢夺衍生品市场有助于提升自身 ROE：2020 年 10 月场外衍生品月初存续规模达 1.9 万亿元，环比+8.9%，同比+50.8%，其中收益互换 10 月月初存续规模达 9469.8 亿元，环比+4.5%，同比+133.6%，产品规模

均创历史新高 10 月场外新增规模 CR5 为 74.6%，去年同期为 77.6%；其中收益互换新增规模 CR5 为 87.1%，去年同期 89.8%，整体保持高度集中。截至 2021 年 7 月，共有 41 家券商具有衍生交易商资格（8 家具有一级交易商资格），衍生品具有天然的高杠杆属性及其避险属性，预计未来成为券商的核心竞争力，综合实力突出的公司将深度受益于行业扩张。

风险提示：1) 宏观经济下行；2) 监管政策趋严；3) 证券市场进一步调整。

2.2. 券商发展迎“新基建”，账户优化助推财富管理转型升级

事件：12 月 3 日，中国证监会发布公告称“支持证券公司从建立综合客户账户、允许同名划转、分类账户管理等方面开展账户管理功能优化试点”，中信、国君、银河、中金、国信、安信、招商、中信建投、申万、华泰等 10 家证券公司优先获得试点资格。

点评：账户管理试点业务体现监管层对券商财富管理业务发展的支持，提升客户交易效率，有望实现客户资产转移推动券商竞争力。1) 为投资者打造证券公司的综合财富管理账户，加速形成以客户为中心的业务体系。根据 12 月 3 日证监会发布公告内容，支持取得试点资格的证券公司在现有客户交易结算资金第三方存管框架下，开展内部账户管理功能优化。我们认为此次账户优化为投资者提供券商一站式综合账户，账户管理功能优化将重塑证券公司对客户的服务模式，有助于证券公司从开户、客户分类、定制服务等维度提升客户体验，简化资金划转流程，提升交易效率，加速形成以客户为中心的业务体系，从而提高财富管理业务综合收入。2) 此次试点提升券商账户管理能力，有望提升客户体验推动资金向券商转移。此前与银行相比，账户分散使券商的一大短板，我们认为综合账户有望使客户更加直观的了解资产的归集和配置状态方便资金划转，同时随着券商财富管理业务的持续升级良好的用户体验将推动客户投资资金转移，券商竞争力有望获得提升。

风险提示：1) 宏观经济下行；2) 监管政策趋严；3) 证券市场进一步调整。

2.3. 险资获准参与证券出借，资本市场供需结构进一步优化

事件：12 月 3 日，中国银保监会发布《关于保险资金参与证券出借业务有关事项的通知》，正式放开保险资金参与证券出借业务。

点评：《通知》主要围绕险资参与证券出借的范围、参与主体资格及风险防控等方面作出了规定，保险资金可投资范围扩大，融券业务市场规模有望扩大。1) 《通知》明确业务范围和差异化监管标准。证券出借业务包括境内转融通证券出借、境内债券出借、境外证券出借等监管认可的业务。设置差异化监管标准，明确可参与证券出借业务的主体要求，同时引导保险机构加强借入人管理。2) 保险资金存量资产流动性提升，保险资金可投资范围进一步扩大。放开险资参与证券出借业务拓宽了保险资金运

用的方式，一方面为保险资金的运用增加了投资标的，出借证券业务带来的利润有望增厚险资投资收益；另一方面则有利于盘活保险资金长期持有的存量资产，提升其流动性。3) 增加资本市场流动性，扩大融券业务市场规模，龙头券商有望受益。保险资金参与证券出借业务有助于发挥保险资金资本市场机构投资者作用，对于提升市场流动性和活跃度具有积极意义。截至 2021 年 12 月 2 日，市场融券余额 1209.99 亿元，同比增长 1.1%，占市值整体两融余额的比重仅为 6.6%，这一比例对比海外市场仍处于较低水平（美国 2021M10: 17.6%）。险资参与证券出借业务后，市场融券券源将进一步提升，保险资金也有望为融券市场带来增量。

风险提示：1) 宏观经济下行；2) 监管政策趋严；3) 证券市场进一步调整。

3. 公司公告及新闻

3.1. 中国银保监会印发《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》

为贯彻党中央、国务院关于坚持把科技自立自强作为国家发展战略支撑的重大决策部署，深入实施创新驱动发展战略，完善支持科技创新的金融体系，推动银行业保险业科技企业金融服务质效提升，近日中国银保监会印发了《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》（以下简称《指导意见》），要求银行保险机构结合实际认真贯彻落实。

《指导意见》指出，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中、五中、六中全会精神，深入实施创新驱动发展战略，健全社会主义市场经济条件下的新型举国体制，深化金融供给侧结构性改革。按照创新引领、市场导向、统筹协调、风险可控的基本原则，充分发挥银行业保险业服务科技创新的积极作用，推动完善多层次、专业化、特色化的科技金融体系，为实现高水平科技自立自强提供有力支撑。

《指导意见》强调，要统筹推动直接融资与间接融资相互补充，政策性金融与商业性金融共同发力，充分考虑银行、保险、非银行金融机构优势和特点，调动科技金融服务积极性。要完善科技金融服务体系，发挥开发性、政策性金融作用，推动商业银行科技金融服务提质增效，强化科技保险保障，发挥非银行金融机构特色优势。要探索科技信贷服务新模式，鼓励采用更加灵活的利率定价和利息还付方式。积极支持科技企业直接融资。在依法合规、风险可控、商业自愿前提下，支持商业银行具有投资功能的子公司、保险机构、信托公司等出资创业投资基金、政府产业投资基金等，为科技企业发展提供股权融资。要强化科技保险服务，支持开展首台（套）重大技术装备保险试点和新材料首批次应用保险试点，以及有条件的地区探索开办首版次软件

保险。要加强科技人才创新创业服务，针对重点人群开发特色金融产品，更好满足创新创业金融需求。

《指导意见》明确，银行保险机构要完善专业机构体系，提高专业服务能力，健全专门风险管理制度，改进专门考核机制，培育专业人才队伍。《指导意见》还提出加强风险防范，营造良好外部环境等要求。

3.2. 中国银保监会发布《保险集团公司监督管理办法》

为加强对保险集团公司的监督管理，有效防范保险集团经营风险，促进金融保险业健康发展，中国银保监会对《保险集团公司管理办法（试行）》（保监发〔2010〕29号）进行了修订，形成《保险集团公司监督管理办法》（以下简称《办法》），自公布之日起施行。《办法》共十章，九十三条，包括总则、设立和许可、经营规则、公司治理、风险管理、资本管理、非保险子公司管理、信息披露、监督管理、附则等。《办法》主要修订内容：一是加强保险集团公司治理监管，要求保险集团公司具有简明、清晰、可穿透的股权结构，与下属成员公司股权控制层级合理，强化保险集团公司对整个集团公司治理的主体责任。二是强化保险集团风险管理，增设“风险管理”章节，要求保险集团公司整合集团风险管理资源，建立与集团战略目标、组织架构、业务模式等相适应的全面风险管理体系，新增完善了风险偏好体系、风险管理信息系统、集中度风险管理、防火墙设置、关联交易管理、对外担保管理以及压力测试体系等具体监管要求。三是完善非保险子公司监管，增设“非保险子公司管理”章节，明确保险集团可投资非保险子公司的范围和相关条件，完善了有关内部管控机制、禁止行为、外包管理、信息报送等规定。四是系统完善集团监管要求，强调并表监管“以控制为基础，兼顾风险相关性”，完善并表监管范围；提高保险集团公司信息披露、危机应对和处置能力等方面的要求；明确外资保险集团公司监管适用《办法》。《办法》强调保险集团公司的股权投资应坚持保险主业原则，推动保险集团聚焦保险主业、加强股权投资管理、规范经营行为，防止资本无序扩张；保险集团公司应降低保险集团股权结构的复杂性，提升保险集团公司治理能力；保险集团公司应建立集团整体的风险管理体系，特别关注保险集团特有风险；非保险子公司的投资设立应能优化集团资源配置，发挥协同效应，提升集团整体专业化水平和市场竞争能力，有效促进保险主业发展。《办法》的修订发布是银保监会推动保险集团公司稳定健康发展的重要举措。下一步，银保监会将督促指导各保险集团公司做好《办法》的贯彻落实，以《办法》为制度依据，强化监管力度，促进保险集团公司规范经营、健康发展。

3.3. 上市公司公告

1、东方财富：公司控股股东、实际控制人其实先生关于将其所持有的 3.5 亿股公司股份解除质押，本次解除质押股份数量占其所持股份比例的 16.65%，占公司总股本比例的 3.42%。

2、方正证券：发布关于择机出售参股公司股权的公告，拟出售公司交易性金融资产和长期股权投资项下的参股公司股权，账面价值总值约为 25.21 亿元，主要包括南粤银行、盛京银行、瑞信证券等股权标的。

3、天风证券：截至 2021 年 11 月底，公司已通过集中竞价交易方式累计回购 A 股股份 3630 万股，占公司总股本的比例为 0.4189%，购买的最高价为 4.01 元/股、最低价为 3.80 元/股，已支付的总金额为 1.41 亿元。

4、中国平安：截至 2021 年 11 月 30 日，公司通过集中竞价交易方式已累计回购 A 股股份 7776.51 万股，占公司总股本的比例为 0.43%，已支付资金总额 38.99 亿元（不含交易费用），最低成交价格 48.18 元/股，最高成交价格 51.96 元/股。

5、中国财险：根据中央纪委国家监委网站所披露的消息，公司副总裁、总会计师、财务负责人沈东涉嫌严重违纪违法，目前正接受中央纪委国家监委驻中国人民保险集团股份有限公司纪检监察组纪律审查和山东省济南市监察委员会监察调查。

6、泛海控股：（1）现根据公司资金安排，公司拟向民生银行申请调整相关融资的相关安排，具体方案为：27 亿元融资、17.8 亿元融资到期日分别延期至 2022 年 10 月 12 日、2022 年 9 月 11 日，两笔 11.6 亿元融资到期日均延期至 2022 年 12 月 17 日；17.8 亿元融资及两笔 11.6 亿元融资分别追加质押泛海不动产投资管理有限公司 4 亿股股权、3 亿股股权、3 亿股股权作为增信措施。（2）截至 2021 年 11 月 30 日，公司暂未实施股份回购。

7、海德股份：发布关于公司控股股东合并重整获得债权人会议表决通过公告：海南海德资本管理股份有限分别于 2021 年 7 月 10 日、2021 年 9 月 25 日披露了《关于控股股东债务化解进展的公告》、《关于控股股东进行实质性合并重整的公告》。现将公司控股股东永泰集团有限公司合并重整获得债权人会议表决通过情况公告如下：2021 年 9 月 23 日，公司收到控股股东永泰集团转发的江苏省南京市中级人民法院《民事裁定书》，南京中院裁定对永泰科技与永泰集团等五家公司进行实质合并重整。2021 年 11 月 30 日，公司间接控股股东永泰科技投资有限公司及其子公司永泰集团有限公司和永泰集团子公司海南祥源投资有限公司、海南新海基投资有限公司、永泰城建集团有限公司实质合并重整第二次债权人会议召开，本次债权人会议表决通过了以上公司实质合并重整计划（草案）。

4. 风险提示

- 1) 宏观经济不及预期;
- 2) 政策趋近抑制行业创新;
- 3) 市场竞争加剧风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

