



Research and  
Development Center

# 降准或在路上，有助于券商跨年行情展开

非银金融行业

2021年12月3日

## 证券研究报告

## 行业研究

## 行业周报

## 非银金融

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: +86 (010) 83326877

邮箱: [Wangfangzhao@cindasc.com](mailto:Wangfangzhao@cindasc.com)

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 降准或在路上, 有助于券商跨年行情展开

2021年12月5日

## 本期内容提要:

- **核心观点:** 总理提出“适时降准, 支持中小微企业”, 从经验上我们判断大概率近期降准落地。将有助于券商跨年行情展开。近期路演, 投资者对券商板块关注度明显提升。当前行业资产质量扎实, 业绩增速良好, 我们坚定推荐财富管理主线。协会公布的 Q3 行业经营数据, 经纪业务收入增速低于同期交易量增速, 佣金率进一步下滑, 未来收益率远高于经纪业务费率的财富管理业务会成为券商业绩支撑。三季度我们看到多家券商经纪与财富管理收入增速远高于同期交易量增速, 财富管理条线开始加速为券商兑现业绩。已经提前转型, 在战略上侧重并完成结构搭建的财富管理突出的券商将走出  $\alpha$  行情。保险板块, 监管允许保险机构出借券源, 有助于存量资产盘活, 提升投资收益, 但由于部分险企启动开门红, 叠加供需错配等因素, 险企负债端仍然承压, 弹性仍在投资端。核心标的: 广发证券、浙商证券、东方财富、中国太保、中国平安等。
- **市场回顾:** 本周主要指数上行, 上证综指报 3607.43 点, +1.22%; 深证指数报 14892.05 点, +0.78%; 沪深 300 指数报 4901.02, +0.84%; 创业板报 3478.67, +0.28%; 中证综合债(净价)指数报 99.49, -7bp。沪深两市 A 股日均成交额 11669.10 亿元, 环比-1.12%, 两融余额 18459.77 亿元, 较上周-0.18%。个股方面, 券商: 东方证券+7.20%, 广发证券+7.11%, 华林证券+5.64%; 保险: 中国人寿+1.24%, 新华保险+0.73%, 中国平安+0.55%; 多元金融: 岩石股份+12.59%, 华铁应急+10.67%, 海德股份+10.15%。
- **证券业观点:** 12月3日, 证监会同意开展证券公司账户管理优化试点, 在现有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, 合规风控能力强、信息系统建设领先的中信证券、中信建投、中金财富、招商证券等 10 家证券公司符合试点的基本要求, 同意 10 家券商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优化试点。试点有望提高客户在账户管理模式的便利性, 有助于券商更好的满足财富管理需求, 提升客户体验, 客户资产留存能力强、为客户提供账户管理便利的券商将充分收益。

我们继续推荐沿财富管理主线布局券商板块, 我们认为真正具有优质产品和高素质投顾、具备强大的留客能力的券商竞争力更强, 其收入是随客户资产和金融产品保有量的增加而提升, 盈利能力将随财富管理营收贡献的提升而持续提升, AUM 增速快、体量大的券商将享有估值溢价。建议关注受益于财富管理市场扩容的核心标的: 1. 产品与投顾优势明显, 推进高端财富管理规模化发展的中金公司; 2. 受益于居民财富通过机构入市, 产品与投顾服务双优+资管收入占比高+参控股公募基金贡献度高的广发证券、东方证券、兴业证券等; 3. 公司战略高度重视、私募代销特色明显, 有望实现弯道超车的浙商证券。当前券商板块估值 PB1.75 倍, 估值与业绩、资产质量仍不匹配, 距离 PB2.61x 估

值中枢尚有较大空间。

**保险业观点：**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》，明确保险机构可以参与证券出借业务。保险资金作为资本市场重要参与者，债券、股票等证券资产持有期限较长、存量规模较大，持仓结构稳定，适合于开展证券出借业务。保险资金通过这项低风险业务，资金范围进一步拓宽，在当前资产荒加剧以及利率下行的背景下有助于盘活存量资产、提升投资收益，同时增加券源，有助于提升市场流动性和活跃度。

展望四季度，负债端：受后疫情时代居民消费力不足、险企有效人力增长不及预期、客户需求与代理人素质不匹配等因素综合影响，我们预计今年负债端压力仍然存在。明年来看，考虑到开门红滞后，同时产能上升难抵代理人数量下滑，叠加去年同期重疾炒停带来的高基数影响，明年一季度业绩或继续承压。目前开门红产品形态以短险+增额终身寿以及附加万能账户的年金险等具备养老保障功能的产品为主，部分年金产品缴费期限比去年更短，NBV margin 或将降低。资产端，房地产投资对险企的不利影响已充分反映。受经济下行预期影响，货币政策易松难紧，未来仍有进一步降准的可能。我们判断，疫情以及政策性惠民保的出现推升居民对保险认知的加速，同时也导致了供需错配，暴露了传统代理人销售渠道的弊端。随着代理人红利的减退，第三方销售渠道有望崛起，尤其是受益于互联网发展及线下销售人员高素质的经纪渠道，以及 NBVM 出现明显改善且受益于“存款搬家”及养老账户设立的银保渠道。当前股价对应的国寿、平安、太保、新华 2021E PEV 分别为 0.68x、0.62x、0.52x、0.45x，具备较高的安全边际。

- **流动性观点：**量方面，本周央行公开市场净回笼 4400 亿元，其中逆回购净回笼 1700 亿元，国库现金定存到期 700 亿元，MLF 净回笼 2000 亿元。下周有 2300 亿元逆回购到期。价方面，本周短端资金利率 1 天上行 7 天下行。加权平均银行间同业拆借利率上行 13bp 至 1.99%，银行间质押式回购利率上行 12bp 至 1.98%。R001 上行 20bp 至 1.95%，R007 下行 28bp 至 2.16%，DR007 下行 21bp 至 2.05%。SHIBOR 隔夜利率上行 20bp 至 1.91%。同业存单发行利率下行。1 年期国债收益率上行 2bp 至 2.26%，10 年期国债收益率上行 5bp 至 2.87%，期限利差扩大 3bp 至 0.62%。三季度货币政策执行报告显示，经济下行压力担忧明显增大，稳增长重要性提升，且大宗商品持续下行使得通胀预期得到缓解，叠加近期疫情逐步严峻形势，降准预期深化，政策进一步放松预期升温。
- **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

证券业务概况及一周点评.....	5
保险业务概况及一周点评.....	6
市场流动性追踪.....	7
行业新闻.....	9

## 表目录

表 1: 央行操作 (11/27-12/3) 和债券发行与到期 (11/29-12/5), 亿元.....	7
---	---

## 图目录

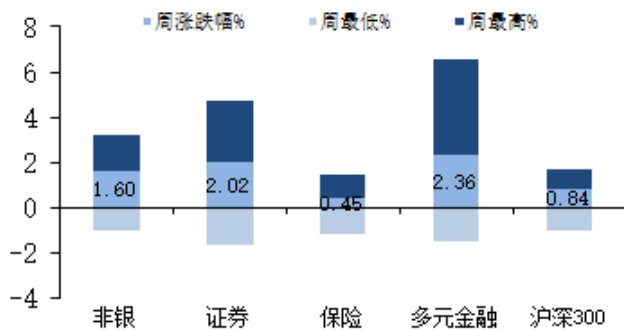
图 1: 本周券商板块跑赢沪深 300 指数 1.18%.....	5
图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 1.57%.....	5
图 3: 本周 A 股日均成交额环比-1.12%.....	5
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数.....	5
图 5: 1 月以来 IPO、再融资承销规模 4426 亿元、9170 亿元.....	6
图 6: 1 月以来债券承销规模 9.41 万亿元.....	6
图 7: 本周两融余额较上周-0.18%.....	6
图 8: 本周股票质押市值较上周+0.48%.....	6
图 9: 2Q21 券商资管规模降至 8.34 万亿.....	6
图 10: 券商板块 PB 1.75.....	6
图 11: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%).....	7
图 12: 滚动 PEV.....	7
图 13: 公开市场操作: 投放、回笼、净投放量.....	7
图 14: 地方债发行与到期.....	8
图 15: 同业存单发行与到期.....	8
图 16: 加权平均利率.....	8
图 17: shibor 隔夜拆借利率.....	8
图 18: DR007 和 R007.....	8
图 19: 同业存单到期收益率.....	8
图 20: 国债期限利差.....	9
图 21: 国债收益率 (%).....	9

## 证券业务概况及一周点评

### 证券业务:

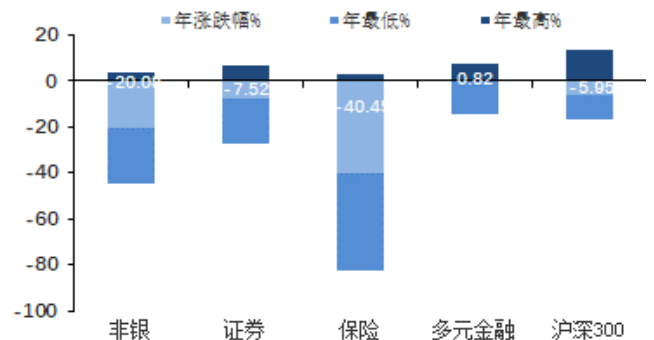
- 1. 证券经纪:** 本周沪深两市累计成交 4025.72 亿股, 成交额 58345.52 亿元, 沪深两市 A 股日均成交额 11669.10 亿元, 环比-1.12%, 日均换手率 1.38%, 环比+2.26bp。
- 2. 投资银行:** 截至 12 月 3 日, 2021 年 IPO 承销规模为 4425.60 亿元, 再融资承销规模为 9169.58 亿元; 券商债券承销规模为 94144.03 亿元。
- 3. 信用业务:** (1) 融资融券: 截至 12 月 2 日, 两融余额 18459.77 亿元, 较上周-0.18%, 占 A 股流通市值 2.63%; (2) 股票质押: 截至 12 月 3 日, 场内外股票质押总市值为 42080.87 亿元, 较上周+0.48%。
- 4. 证券投资:** 本周主要指数上行, 上证综指报 3607.43 点, +1.22%; 深证指数报 14892.05 点, +0.78%; 沪深 300 指数报 4901.02, +0.84%; 创业板报 3478.67, +0.28%; 中证综合债(净价)指数报 99.49, -7bp。
- 5. 资产管理:** 截至 2021 年 6 月底, 证券公司及资管子公司资管业务规模 8.34 万亿元, 其中单一资产管理计划 11411 只, 资产规模 5.16 万亿元, 集合资产管理计划 5985 只, 资产规模 2.63 万亿元, 证券公司私募子公司私募基金规模 1041 只, 资产规模 5537.06 亿元。

图 1: 本周券商板块跑赢沪深 300 指数 1.18%



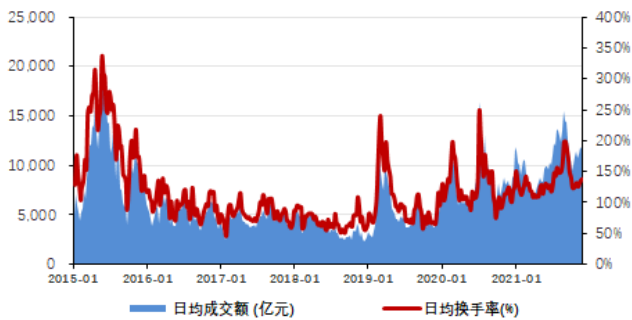
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 2021 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 1.57%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 本周 A 股日均成交额环比-1.12%

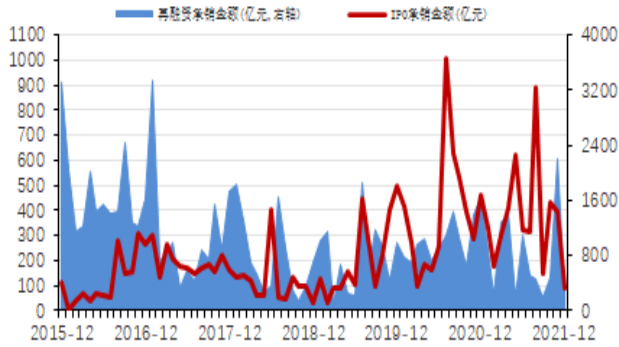


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

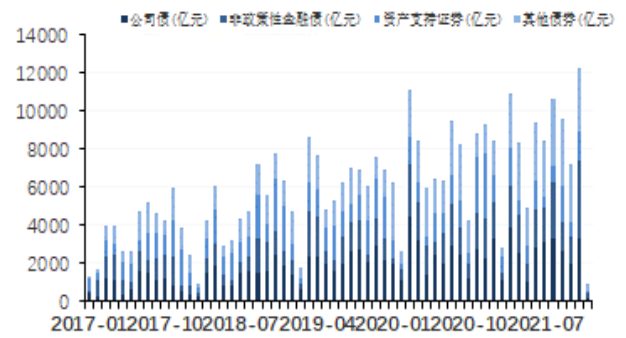
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数



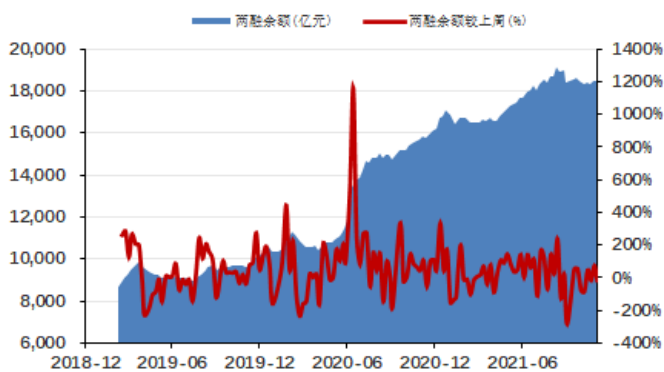
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 5：1 月以来 IPO、再融资承销规模 4426 亿元、9170 亿元**


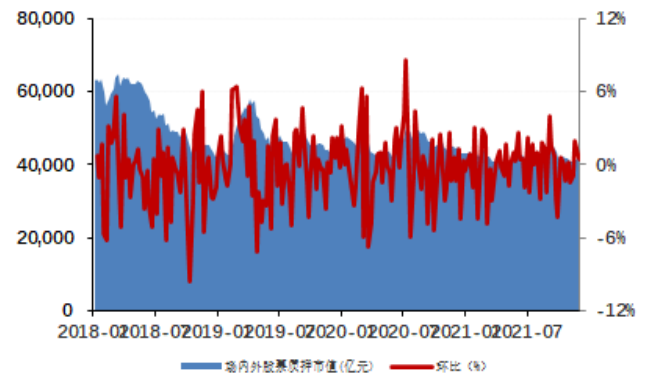
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 6：1 月以来债券承销规模 9.41 万亿元**


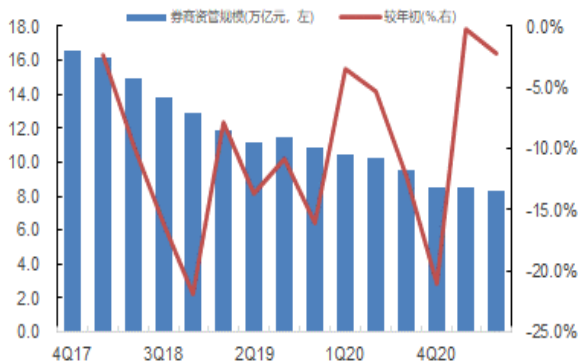
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 7：本周两融余额较上周-0.18%**


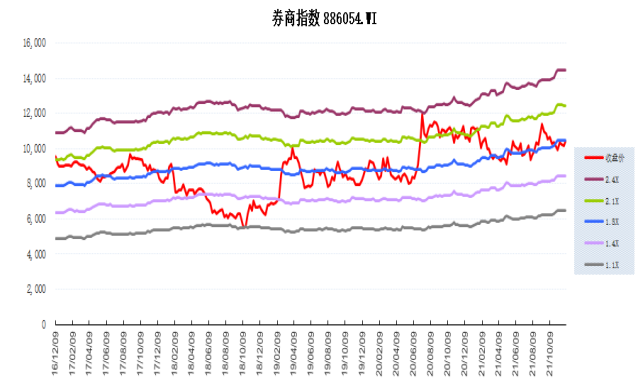
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 8：本周股票质押市值较上周+0.48%**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 9：2Q21 券商资管规模降至 8.34 万亿**


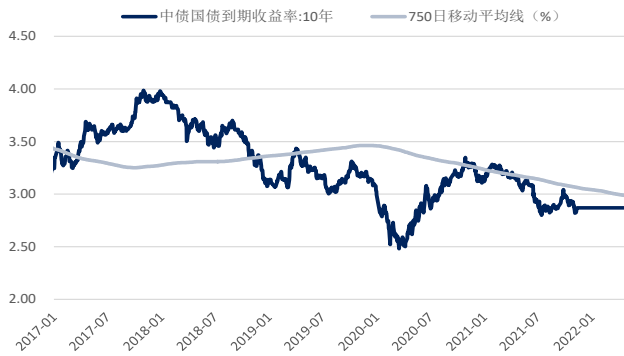
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 10：券商板块 PB 1.75**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 保险业务概况及一周点评



**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

**图 12: 滚动 PEV**

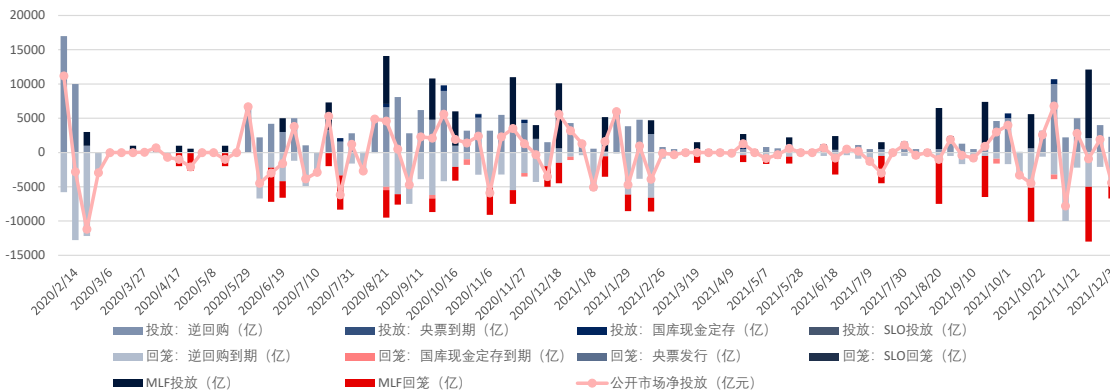

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 市场流动性追踪

本周央行公开市场净回笼 4400 亿元, 其中逆回购净回笼 1700 亿元, 国库现金定存到期 700 亿元, MLF 净回笼 2000 亿元。下周有 2300 亿元逆回购到期。

本周同业存单共发行 3009.00 亿元, 到期 3044.20 亿元, 净融资-35.20 亿元。

地方债共发行 2657.38 亿元, 到期 160.33 亿元, 净融资+2497.05 亿元。

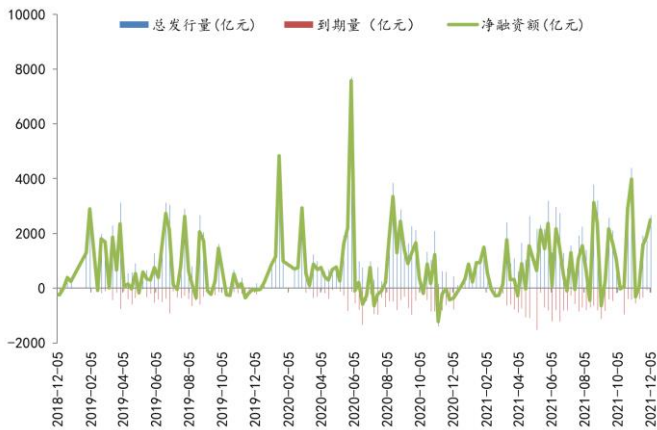
**图 13: 公开市场操作: 投放、回笼、净投放量**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

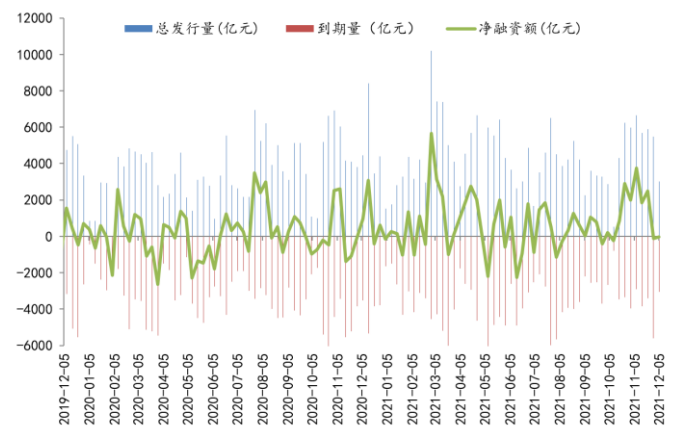
**表 1: 央行操作 (11/27-12/3) 和债券发行与到期 (11/29-12/5), 亿元**

工具	发行量	到期量	净投放	利率%	变动(bp)
逆回购 (亿元)	7 天	+2300	-4000	-1700	
	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	+3009.00	-3044.20	-35.20		
地方债	+2657.38	-160.33	+2497.05		

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 14: 地方债发行与到期**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 15: 同业存单发行与到期**


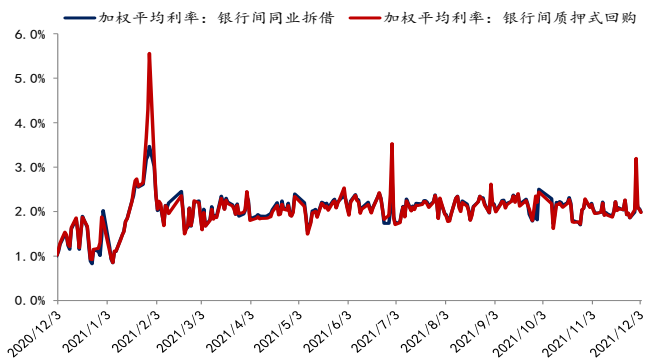
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2、利率

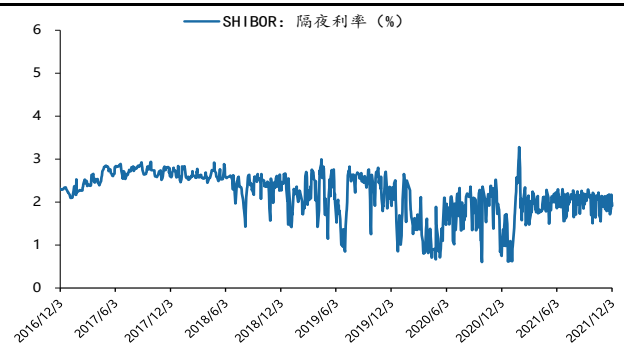
**货币资金面:** 本周短端资金利率 1 天上行 7 天下行。加权平均银行间同业拆借利率上行 13bp 至 1.99%，银行间质押式回购利率上行 12bp 至 1.98%。R001 上行 20bp 至 1.95%，R007 下行 28bp 至 2.16%，DR007 下行 21bp 至 2.05%。SHIBOR 隔夜利率上行 20bp 至 1.91%。

本周同业存单发行利率下行，1 个月、3 个月、6 个月同业存单（AAA+）到期收益率分别 -19bp、-1bp、-2bp 至 1.98%、2.50%、2.60%。

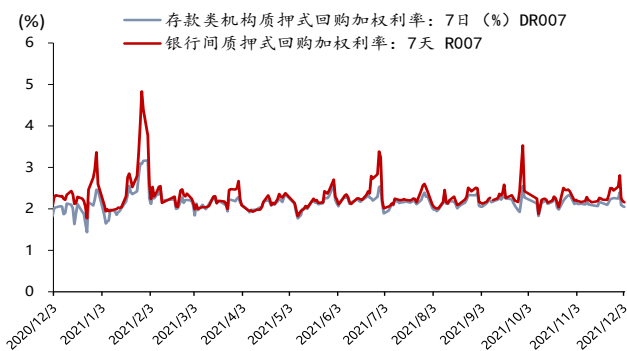
债券利率方面，本周 1 年期国债收益率上行 2bp 至 2.26%，10 年期国债收益率上行 5bp 至 2.87%，期限利差扩大 3bp 至 0.62%。

**图 16: 加权平均利率**


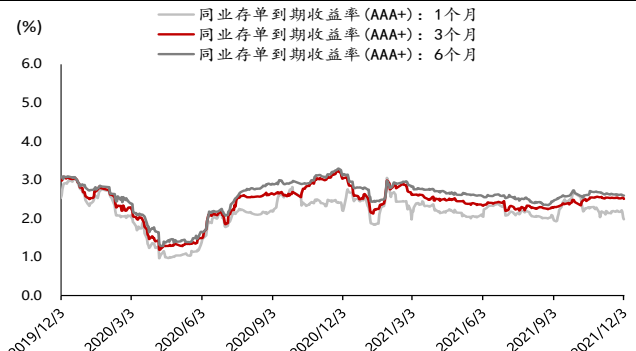
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 17: shibor 隔夜拆借利率**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

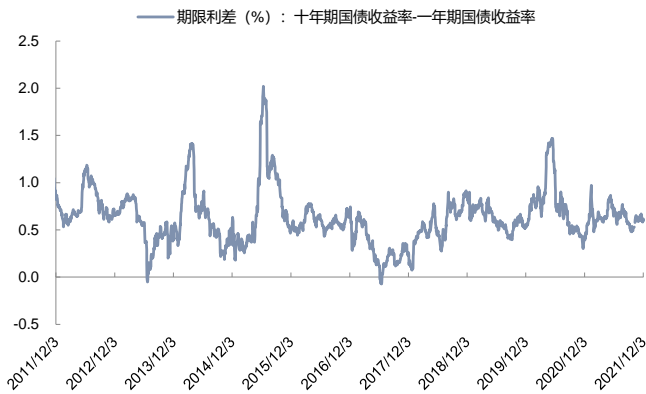
**图 18: DR007 和 R007**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 19: 同业存单到期收益率**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心



**图 20: 国债期限利差**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 21: 国债收益率 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 行业新闻

### 证券:

11月29日,证监会就《证券期货行政执法当事人承诺金管理办法(征求意见稿)》公开征求意见。

12月3日,中国证券业协会发布《证券公司收益互换业务管理办法》的通知。

12月3日,证监会同意开展证券公司账户管理功能优化试点,经证券业协会组织专家问询和评审,中信证券、国泰君安、银河证券、中金财富、国信证券、安信证券、招商证券、中信建投、申万宏源、华泰证券等10家证券公司符合试点的基本要求,获评审通过,证监会同意上述10家证券公司试点。

### 保险:

近日,国家医保局发布关于《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》,其中提到,从2022到2024年,要全面完成DRG/DIP付费方式改革任务,推动医保高质量发展。

11月30日,银保监会发布《保险集团公司监督管理办法》,对2010年的《保险集团公司管理办法(试行)》进行修订。

11月30日,太保寿险2021年蓝鲸协会年度峰会正式召开,此次峰会以“海上扬帆立潮头 长航虎将启‘芯’程”为主题。会上太保寿险发布“科技个险(铂金版)”,推出2022年度蓝鲸“芯”标准,分别从科技支持、服务支持、制度支持三个层面,赋能个险营销队伍,助力持续绩优品质,稳步推进“三化五最”。

11月30日,水滴公司披露2021年第三季度业绩显示,公司三季度净营业收入7.793亿元,经营亏损5.13亿元,环比减少37.1%;净亏损4.77亿元,环比减少27.3%。

12月1日,银保监会发布《加快建设中国金融人才库,为中小机构高质量发展提供人才保障》。

近日,新华保险推出“惠金享保险产品计划”,该计划由“惠金享年金保险”和“金利优享终身寿险(万能型)”组成。

近日,保险业协会向财险公司下发《关于新能源汽车商业保险专属产品基准纯风险保费表测算调整说明》,主要根据征求意见所收到的反馈,对新能源汽车商业保险专属条款和费率方案的征求意见稿进行了修订。据有业内人士表示,这意味着新能源车专属车险离正式出台为期不远。

12月1日,慧择披露2021年第三季度业绩报告显示,三季度慧择总保费收入9.7亿元,同比增长24%。其中,

首年保费同比上涨 42.7%，达 5.1 亿元，长期险保费占总保费比例为 94%，已连续 8 个季度占比超过 90%。此外，慧择将全年营收从 17 亿元上调到 19 亿元至 20 亿元之间，预计全年营收同比增长 56%至 64%。

12 月 2 日，上海银保监局拟对将于 2021 年 12 月 31 日到期的《上海市医保专属商业健康保险业务管理办法》进行修订，进一步推进医保个人账户资金购买商业健康险业务的健康发展，发挥商业保险补充保障作用。

近日，银保监会发布《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》。

12 月 2 日，银保监会发布《健全银行业保险业公司治理取得初步成效》，其中提到，《银行保险机构关联交易管理办法》已完成规章制定的前期工作，有望近期出台。

12 月 3 日，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》，旨在规范保险资金参与境内外证券出借业务行为，有效防范业务风险。根据《通知》，保险集团(控股)公司和保险公司可以直接参与证券出借业务，也可以委托保险资产管理公司参与证券出借业务。

## 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11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

温瑞鹏，硕士，毕业于复旦大学金融专业，曾工作于太平人寿保险有限公司，2021年5月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
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。