

非银金融

风险偏好震荡，更应关注政策的持续蓄力

周观点：

本周非银板块冲高回落，显示风险偏好仍处于震荡之中。本周券商指数+2.3%，保险指数-0.4%。周一券商和保险指数大涨而后震荡回落，显示出市场整体风险偏好略有抬升，但整体仍处于震荡之中。在此环境下，业绩的确定性仍是市场关注的重点，一季报超预期的个股仍是我们需要关注的重点。

从脉冲式刺激到持续性预期，中期维度更应关注政策端的持续蓄力。回顾本次全面注册制落地的过程，征求意见稿发布次日券商板块表现不佳，而正式稿发布后的下一个交易日券商板块大涨。这反应出，市场的交易行为从交易脉冲式的刺激转向交易持续性的政策预期。我们认为，从近期全面注册制的快速落地、转融通业务新规和横琴金融三十条等政策来看，当前资本市场正处于一轮新发展周期的起点，推动资本市场高质量发展、深化资本市场改革有望为券商板块带来一轮新发展周期，业务品质更具优势的龙头券商和精品特色券商将更为受益。

个股层面，建议关注：沿一季报业绩超预期和深化资本市场改革两条主线进行布局。1) 推荐负债端持续超预期的中国太保，一季报改善较为明确的东方证券/广发证券；2) 在投行业务中具有优势，更能抓住资本市场改革红利中金公司/国金证券

核心数据追踪：

1) 经纪业务：本周日均股基成交额 9377 亿元，环比-15%；年初至今日均股基成交额 9649 亿元，同比-11%。

2) 融资融券：截至 2 月 23 日，两市两融余额为 1.59 万亿元，同比-8%，较年初+3%。

3) 投行业务：本周 6 单 IPO 上市，较上周减少 1 单；年初至今 IPO 规模 297 亿，同比-76%。本周 3 单再融资，较上周减少 6 单；年初至今再融资规模 1864 亿，同比+14%。

4) 公募基金：本周普通股票型、指数型基金平均预估申赎比分别为 1.30、1.15，预计资金净申购；偏股混合型、平衡混合型、偏债混合型平均预估申赎比分别为 0.99、0.70、0.81，预计资金稳定或净赎回。

新成立权益基金规模 70 亿元，环比-33%；年初至今新成立权益基金规模 409 亿元，同比-64%。

2 月以来，共 43 只基金暂停大额申购，29 只基金放开大额申购，或一定程度上显示基金经理对后市判断偏谨慎。

5) 场外衍生品：截至 22 年 12 月，期末场外期权+收益互换存续未了结初始名义本金 2.09 万亿元，环比-0.4%/较上年末+3.5%。

6) 国债收益率：本周中债 10 年期到期收益率为 2.91%，较上周末+2bps，较年初+9bps；十年期国债 750 移动平均为 2.91%，较年初-0.4bp，较上周末环比小幅上升。

截至 2 月 24 日，券商板块 PB (LF) 1.25x，位于 2018 年以来 18.1% 分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华、友邦及太平的 PEV 估值分别为 0.69、0.55、0.47、0.34、1.49 及 0.14，分别处于自 2012 年来的 11.3%、4.6%、8.5%、4.8%、12.6%及 3.9% 分位数。

风险提示：改革推进不及预期；资本市场大幅波动；居民资产配置迁移不及预期

证券研究报告

2023 年 02 月 26 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

周颖婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060002
zhouyingjie@tfzq.com

吴浩东 联系人
wuhaodong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《非银金融-行业研究周报:关注一季报业绩修复个股》 2023-02-19
- 2 《非银金融-行业研究周报:厚积已现，静待薄发》 2023-02-12
- 3 《非银金融-行业点评:22Q4 公募基金保有量点评：财富管理转型+ETF 加仓驱动券商市占率持续提升》 2023-02-12

内容目录

1. 周观点	3
2. 核心数据跟踪	3
3. 板块估值	6
4. 热点聚焦	7
4.1. 重要新闻	7
4.2. 公司公告	8

图表目录

图 1：日均股基成交额（亿元）	3
图 2：新增投资者数量（万人）	3
图 3：沪深两融余额（亿元）	4
图 4：IPO、再融资规模（亿元）	4
图 5：基金大额申购放开、暂停数量	5
图 6：普通股票型、指数型、偏股混合型平均预估申赎比	5
图 7：基金新发情况（亿元）	5
图 8：当期新增名义本金规模（亿元）	5
图 9：当期存续名义本金规模（亿元）	5
图 10：中债国债到期收益率	6
图 11：中债国债到期收益率	6
图 12：券商板块估值情况	7
图 13：保险板块估值情况	7
表 1：指数涨跌情况	7

1. 周观点

本周非银板块冲高回落，显示风险偏好仍处于震荡之中。本周券商指数+2.3%，保险指数-0.4%。周一券商和保险指数大涨而后震荡回落，显示出市场整体风险偏好略有抬升，但整体仍处于震荡之中。在此环境下，业绩的确定性仍是市场关注的重点，一季报超预期的个股仍是我们需要关注的重点。

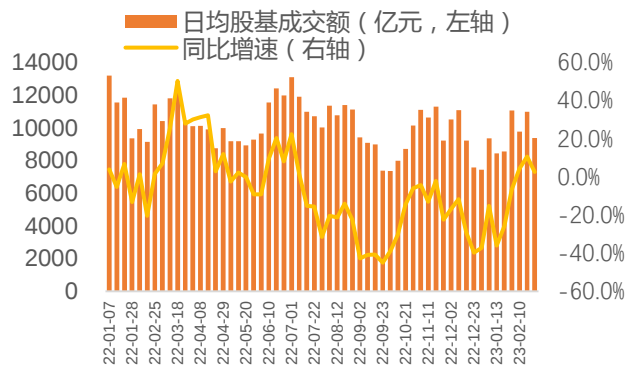
从脉冲式刺激到持续性预期，中期维度更应关注政策端的持续蓄力。回顾本次全面注册制落地的过程，征求意见稿发布次日券商板块表现不佳，而正式稿发布后的下一个交易日券商板块大涨。这反应出，市场的交易行为从交易脉冲式的刺激转向交易持续性的政策预期。我们认为，从近期全面注册制的快速落地、转融通业务新规和横琴金融三十条等政策来看，当前资本市场正处于一轮新发展周期的起点，推动资本市场高质量发展、深化资本市场改革有望为券商板块带来一轮新发展周期，业务品质更具优势的龙头券商和精品特色券商将更为受益。

个股层面，建议关注：沿一季报业绩超预期和深化资本市场改革两条主线进行布局。1) 推荐负债端持续超预期的中国太保，一季报改善较为明确的东方证券/广发证券；2) 在投行业务中具有优势，更能抓住资本市场改革红利中金公司/国金证券。

2. 核心数据跟踪

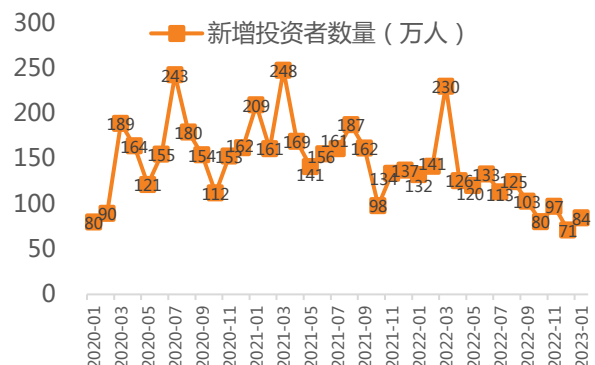
1) 经纪业务：本周日均股基成交额 9377 亿元，环比-15%；年初至今日均股基成交额 9649 亿元，同比-11%。1 月新增投资者 84 万人，环比+19%。

图 1：日均股基成交额（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

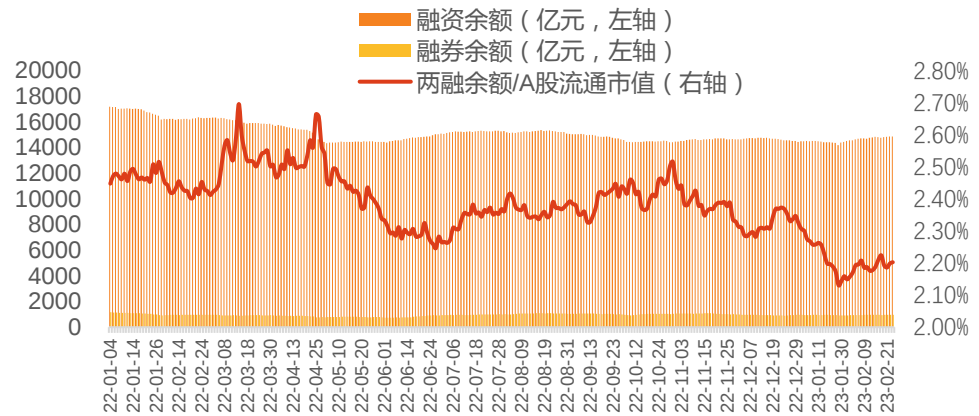
图 2：新增投资者数量（万人）



资料来源：中证登，天风证券研究所

2) 融资融券：截至 2 月 23 日（24 日数据未更新），两市两融余额为 1.59 万亿元，同比-8%，较年初+3%；目前两融余额占流通市值比例为 2.2%，较年初下降 0.1pct。

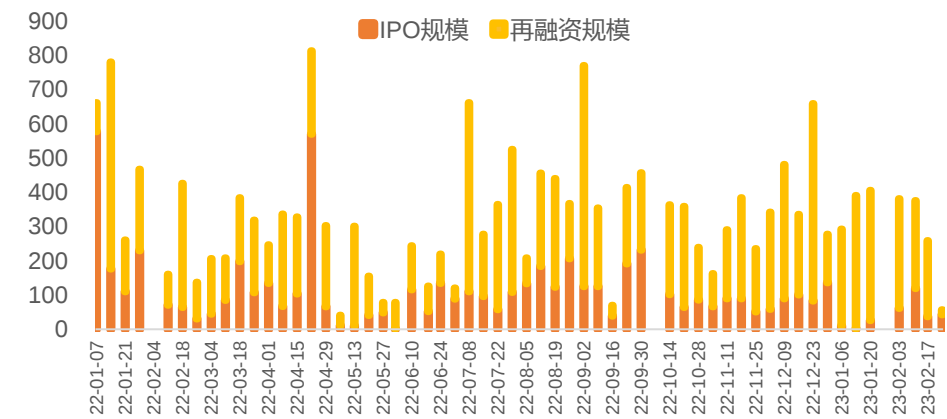
图 3：沪深两融余额（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3) 投行业务：本周 6 单 IPO 上市，较上周减少 1 单；年初至今 IPO 规模 297 亿，同比-76%。本周 3 单再融资，较上周减少 6 单；年初至今再融资规模 1864 亿，同比+14%。

图 4：IPO、再融资规模（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

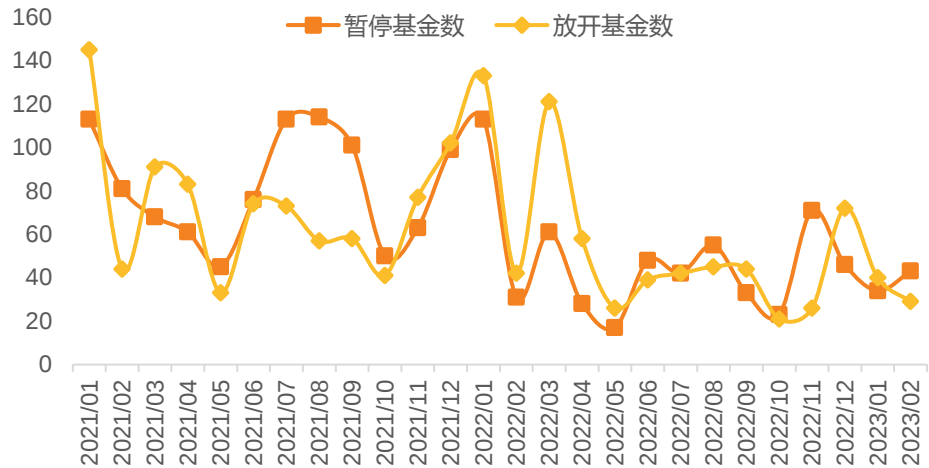
4) 公募基金

资金流动方面，本周普通股票性、指数型基金平均预估申赎比分别为 1.30、1.15，预计资金净申购；偏股混合型、平衡混合型、偏债混合型平均预估申赎比分别为 0.99、0.70、0.81，预计资金稳定或净赎回。

新发基金方面，本周新成立权益基金规模 70 亿元，环比-33%；年初至今新成立权益基金规模 409 亿元，同比-64%。

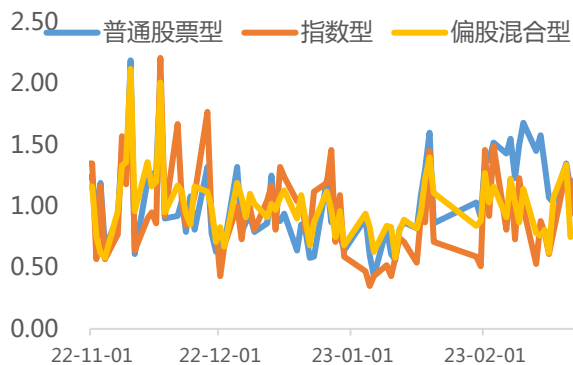
基金经理行为方面，2 月以来，共 43 只基金暂停大额申购，29 只基金放开大额申购，或一定程度上显示基金经理对后市判断偏谨慎。

图 5：基金大额申购放开、暂停数量



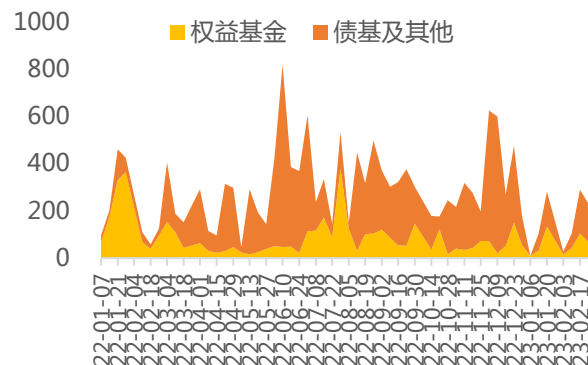
资料来源：Wind，天风证券研究所 注：数据剔除暂停时间 7 天以内，或限额 600w 以上的事件

图 6：普通股票型、指数型、偏股混合型平均预估申赎比



资料来源：Choice，天风证券研究所

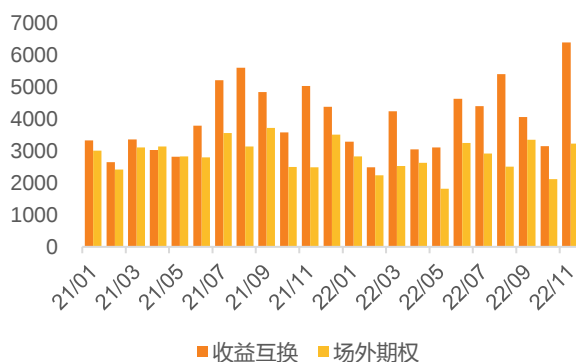
图 7：基金新发情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

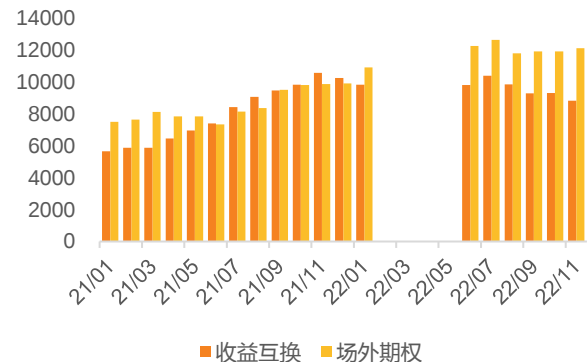
5) 场外衍生品：截至 22 年 12 月，期末场外期权+收益互换存续未了结初始名义本金 2.09 万亿元，环比-0.4%/较上年末+3.5%。其中场外期权 11915 亿元，环比-2%，收益互换 8953 亿元，环比+1%。

图 8：当期新增名义本金规模（亿元）



资料来源：Choice，天风证券研究所

图 9：当期存续名义本金规模（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

*注：2022-02 至 2022-05 数据无披露

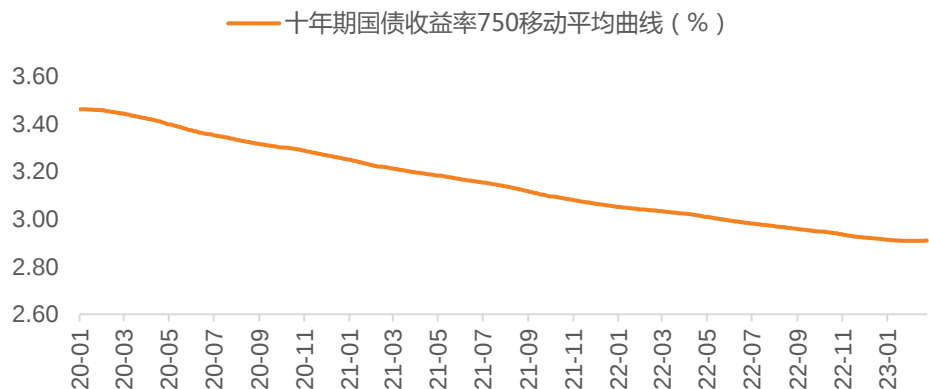
6) 国债收益率：截至 2 月 24 日，中债 10 年期到期收益率为 2.91%，较上周末+2bps，较年初+9bps；十年期国债 750 移动平均为 2.91%，较年初-0.4bp，较上周末环比小幅上升。

图 10：中债国债到期收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：中债国债到期收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 板块估值

上周沪深 300 指数上涨 0.7%，上证指数+1.3%，深证成指+0.6%，创业板指-0.8%。板块方面，非银金融上涨 1.5%，券商上涨 2.3%，保险下跌 0.4%。个股方面，湘财股份、中金公司、华林证券涨幅居前，东方财富跌幅居前。

截至 2 月 24 日，券商板块 PB(LF) 1.25x，位于 2018 年以来 18.1%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华、友邦及太平的 PEV 估值分别为 0.69、0.55、0.47、0.34、1.49 及 0.14，分别处于自 2012 年来的 11.3%、4.6%、8.5%、4.8%、12.6%及 3.9% 分位数。

表 1: 指数涨跌情况

指数	周涨幅	本月涨幅	本年涨幅
沪深 300	0.7%	-2.3%	4.9%
上证指数	1.3%	0.4%	5.8%
深证成指	0.6%	-1.8%	7.0%
创业板指	-0.8%	-5.9%	3.5%
科创 50	0.4%	-2.3%	3.2%
非银金融	1.5%	-2.6%	6.1%
券商指数	2.3%	-2.5%	7.0%
保险指数	-0.4%	-3.3%	2.7%

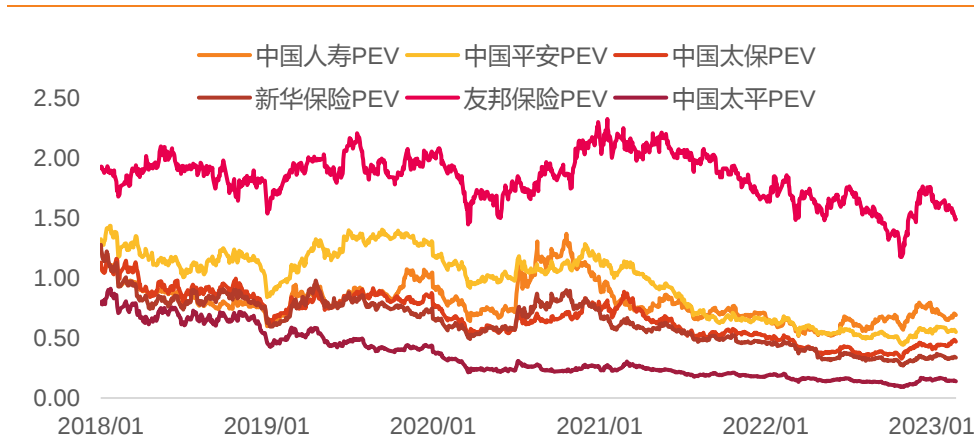
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 12: 券商板块估值情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: 保险板块估值情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 热点聚焦

4.1. 重要新闻

1、2月24日,证监会修订发布境外上市备案管理制度配套保密和档案管理规则。本次修订主要包括:一是调整适用范围,衔接《管理试行办法》,明确适用于企业直接和间接境外上市。二是为相关主体在境外上市活动中保密和档案管理工作提供更清晰明确的指引。三是完善跨境监管合作安排,为安全高效开展跨境监管合作提供制度保障。

2、2月24日，沪深港通交易日历优化将正式实施。中国证监会、香港证监会同意上交所、深交所、港交所、中国结算和香港结算于2023年4月24日正式实施沪深港通交易日历优化，开放因不满足结算安排而关闭的沪深港通交易日。实施后，港股通首次新增交易日为4月27日、4月28日，沪深股通首次新增交易日为5月25日。

3、2月21日，证金公司市场化转融资业务试点上线。市场化转融资业务采取“灵活期限、竞价费率”交易方式，证券公司可以自主选择期限，自行申报费率，转融资交易通过竞价方式完成。转融资期限范围为1-182天，分别设置为短（1-28天）、中（29-91天）、长（92-182天）三档，各档次对应的转融资费率下限由中证金融公司确定并发布。

4.2. 公司公告

1、广发证券：调整公司财富管理及衍生品业务组织架构：1）零售业务管理总部更名为“财富管理与经纪业务总部”、合并原机构与同业部、综合化业务部为“机构客户部”、电子商务部更名为“数字平台部”；2）权益及衍生品投资部更名为“权益投资部”、柜台交易市场部更名为“股权衍生品业务部”。

2、国联证券：因上海融晟持有的中融基金剩余24.5%股权仍处于质押状态，公司不再收购上述仍处于质押状态的中融基金24.5%股权。

3、中泰证券：万家基金已根据中国证券监督管理委员会批复要求完成了工商变更登记等必要手续。公司持有万家基金股权的比例变更为60%，万家基金成为公司的控股子公司。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com