

# 证券行业 2024 年 2 月投资策略

## 市场去杠杆带来板块左侧机会

超配

### 核心观点

- 一月以来呈现“债强股弱”的形式，资本市场担心因杠杆资金平仓导致流动性风险。1月以来，A股市场出现缩量下跌行情，日均成交量小于8000亿元，同时过去以险资配置盘为主的30年久期国债反而因交易资金增加，收益水平创历史新低。除担心经济基本面复苏节奏外，“雪球”衍生品批量敲入放大了投资者对流动性风险的担心，如担心形成卖盘踩踏的负反馈。
- 政策底部明确，当前市场流动性风险可控。（1）为对冲负反馈的冲击，2月以来证监会持续发布政策利好，提振股市信心、体现表态两融、股票质押风险可控，支持汇金资金入市等表述，长期资金入市可期，“债强股弱”现象得到一定纠正。（2）与历史上市场出现流动性风险时间比较，当前两融平仓压力弱于2015年6月，质押平仓压力弱于2018年下半年，考虑到汇金持续增配指数类ETF增加了市场流动性，相关杠杆业务整体可控；同时我们考察了DMA（多空收益互换）、“雪球”等产品方案，相关产品整体执行风险中性策略，即可以通过卖出对应股指起到风险缓释作用，故不应将相关衍生品风险过于夸大。
- 投资建议：我们对行业维持“超配”评级。建议关注资本实力雄厚、机构业务发力的优质券商，推荐与股东协同加大，业务协同预期强的兴业证券，底部存在反转预期的东方证券。

### 风险提示

经济复苏不及预期；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
601377.SH	兴业证券	增持	5.50	481.0	0.32	0.38	18.5	15.7
600958.SH	东方证券	买入	8.45	726.5	0.48	0.57	18.17	15.40

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究 · 行业月报

#### 非银金融 · 证券 II

#### 超配 · 维持评级

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《证券行业 2024 年 1 月投资策略-降准凸显非银 beta 弹性》——2024-01-24
- 《近期北交所政策点评-北交所激活券商全业务线》——2024-01-03
- 《证券行业 2023 年 12 月投资策略-券商并购，潮起潮落》——2023-12-17
- 《被动投资时代加速来临——基于近期佣金费率改革政策的分析》——2023-12-11
- 《证券行业 2023 年 11 月投资策略-滚动的“雪球”》——2023-11-12

## 内容目录

近期关注：资本市场去杠杆节奏 .....	3
行业重要动态 .....	5
成交量环比下降，股债“跷跷板效应”显著 .....	6
投资建议 .....	6
风险提示 .....	6
关键图表 .....	7

## 图表目录

图 1：A 股股权质押市值及占总股本比例（单位：亿元，%） .....	3
图 2：A 股融资余额占自由流动市值比例（单位：亿元，%） .....	4
图 3：融资融券担保值/融资融券余额比例（单位：%） .....	4
图 4：DMA 交易结构 .....	4
图 5：雪球交易结构 .....	5
图 6：两市日均成交额及环比涨跌 .....	7
图 7：IPO 融资规模及环比涨跌 .....	7
图 8：再融资规模及环比涨跌 .....	7
图 9：企业债及公司债承销规模及环比涨跌 .....	7
图 10：股债两市表现 .....	7
图 11：日均两融余额及环比涨跌 .....	7
图 12：券商指数 886054 走势 .....	8
图 13：中信一级行业 1 月涨幅排名 .....	8
图 14：上市券商 1 月涨幅排名 .....	9

## 近期关注：资本市场去杠杆节奏

1月以来，A股市场出现缩量下跌行情，日均成交量小于8000亿元。除市场担心经济基本面外，“雪球”衍生品批量敲入又进一步放大了投资者对流动性风险的担心，这形成了卖盘踩踏的负反馈，同时风格切换明显，大盘指数整体占优。

为对冲负反馈的冲击，证监会持续发布政策利好，提振股市信心、体现在两融、股票质押风险可控，支持汇金资金入市等表述。2月5日，证监会就股票质押情况发声，提出将引导券商等机构增加平仓线弹性，促进市场平稳运行。并表示将采取有力措施，防范股票质押风险；当日晚上，证监会就“两融”业务中的“融资”业务出台引导政策，重点要求券商放宽平仓线，即投资者具体交易过程中，维持担保比例低于平仓线，并不意味着马上强制平仓；同时在当前市场形势下，为维护市场秩序，证监会将引导证券公司全方位做好客户服务，通过延长追保时间、动态下调平仓线，保持平仓线弹性，以减少强平风险和市场压力。2月6日，证监会表态坚定支持中央汇金公司持续加大增持规模和力度，将为其入市操作创造更加便利的条件和更加畅通的渠道。同时，将继续协调引导公募基金、私募基金、证券公司、社保基金、保险机构、年金基金等各类机构投资者更大力度入市，鼓励和支持上市公司加大回购增持力度，为A股市场引入更多增量资金，全力维护市场稳定运行。

我们判断当前股票质押整体风险可控，质押流动性好于2018年水平。截至2024年2月2日，我们统计股权质押企业数量2425家，质押总市值2.28万亿元，A股质押总比例3.62%。其中，已达预估平仓线的规模为6688亿元，占比29.3%；已达预警线未达平仓线规模为2407亿元，占比10.6%。从历史规模来看，当前A股质押占总股本比例尚处于偏低规模，总规模只有历史高点的一半，我们判断这与2018年后券商结合监管政策强化质押融资方资质考核、主动压缩股票质押规模有关。

图1：A股股权质押市值及占总股本比例（单位：亿元，%）

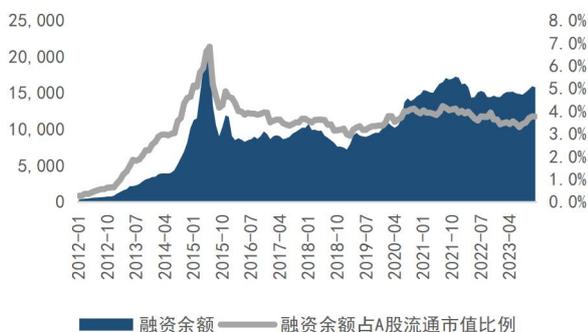


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

相比2015年6月两融去杠杆阶段，我们判断当前股票融资类业务仍处于可控范围内，但考虑到零售客户融资加杠杆集中在中小市值公司，重点关注小市值公司两融业务压

力。截至 2024 年 2 月 1 日，A 股融资余额占自由流动市值比重为 4.9%，低于 2015 年 5 月峰值的 6.6%。当前两融余额较 2024 年初已出现大幅下降趋势，去杠杆趋势明显。

图2: A 股融资余额占自由流动市值比例 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

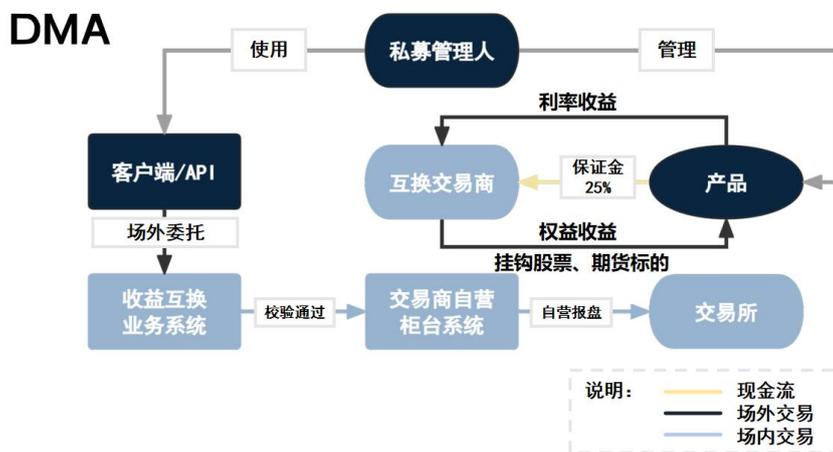
图3: 融资融券担保值/融资融券余额比例 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

同时，我们认为基于衍生品创设的产品风险也应关注。以 DMA 为例（即多空收益互换），该产品主要面向量化私募客户借券商席位加杠杆，杠杆最高可以做到 4 倍，估计当前规模（含杠杆资金）在 4000 亿元左右。出于去杠杆的综合考虑，2023 年 11 月份规模基本不再增加，考虑到规模缺乏新增，且实际交易操作中一般通过对冲指数形式给个股提供一定下跌保护，我们估计 DMA 规模整体相对可控。

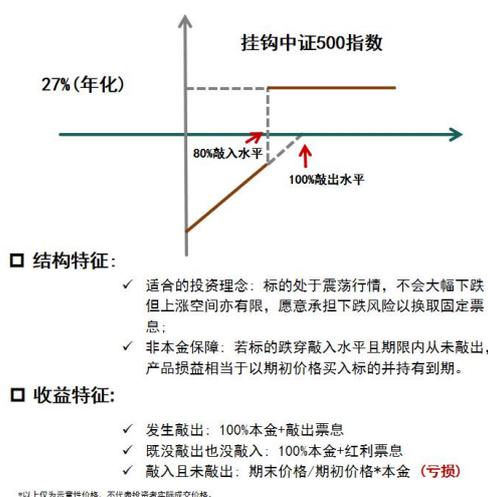
图4: DMA 交易结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

同时，我们估计“雪球”当前规模在 3000 亿元（实际本金口径）左右。一方面，只要不进一步加杠杆，“雪球”一般敲入后表现为“套牢盘”，不会对有显著平仓卖出压力，另一方面，大部分情境下，“雪球”对冲过程是减缓而不是加剧市场下跌，起到一定市场流动性风险缓释作用。

图5：雪球交易结构



挂钩单一标的自动敲入敲出结构（示例）		
挂钩标的	中证500指数 (000905.SH)	
期限	1年，每月观察敲出	
敲出事件	即存在某一敲出观察日，挂钩标的收盘价大于或者等于期初价格*100%。否则称为未敲出	
敲入事件（每日观察）	即产品存续期间只要有某一交易日挂钩标的收盘价小于期初价格*80%。否则称为未敲入	
敲出票息（同红利票息）	27%（年化）	
产品收益	敲出（自动提前终止）	敲出收益金额：27%×名义本金×计息天数/365
	未敲入未敲出	红利收益金额：27%×名义本金×计息天数/365
	敲入且未敲出	$(\text{期末价格} / \text{期初价格} - 1) \times \text{本金}$ （本金亏损）

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。以上仅为示意性价格，不代表投资者实际成交价格。

当下我们判断资本市场杠杆业务风险可控，但防患于未然，为了进一步防止相关资金的负反馈，除了技术性指标（如平仓线）调整外，现阶段加大鼓励险资入市、鼓励平准基金参与市场各类指数产品（包括微盘指数）有显著必要性。

## 行业重要动态

- **2月5日上午，证监会上市司召开推动上市公司提升投资价值专题座谈会。**会议围绕加强以投资者为本的上市公司文化、着力提升上市公司投资价值、大力推动公司高质量发展的主题，听取上市公司有关情况及意见建议。会议强调，上市公司要切实承担提升自身投资价值的主体责任，主动提升投资者回报，积极维护市场稳定，合力提振投资者信心。**一是**高度重视提升上市公司投资价值。上市公司必须关注市场对公司价值的反映，深入分析市值异常波动的原因，及时采取有效措施改善公司投资价值。**二是要**建立提升投资价值内部长期机制，强化上市公司自身对提升上市公司投资价值的思考。**三是**依法充分运用好提升投资价值“工具箱”，包括股份回购、大股东增持、常态化分红、并购重组等市场工具。**四是**主动加强与投资者沟通，通过业绩说明会、路演等方式，有效改善投资者预期。下一步，上市司将对标中央金融工作会议有关要求，持续开展以投资者为本的上市公司文化建设培训，优化完善上市公司监管制度，支持上市公司通过资本市场做大做强、积极维护市场稳定。
- **2月6日，证监会新闻发言人就“两融”融券业务有关情况答记者问。**证监会对融券业务的监管力度进一步加强。具体来看，证监会发言人表示，经研究决定，我会对融券业务提出三方面进一步加强监管的措施：**一是**暂停新增转融券规模，以现转融券余额为上限，依法暂停新增证券公司转融券规模，存量逐步了结；**二是**要求证券公司加强对客户交易行为的管理，严禁向利用融券实施日内回转交易（变相T+0交易）的投资者提供融券；**三是**持续加大监管执法力度，我会将依法打击利用融券交易实施不当套利等违法违规行为，确保融券业务平稳运行。

## 成交量环比下降，股债“跷跷板效应”显著

(1) 经纪业务方面，1月A股日均成交金额为7386.82亿元，环比下降5.6%，同比下降30%。(2) 投行业务方面，1月IPO数量为14家，募集资金规模为118亿元，环比下降20.8%；1月再融资规模为358.33亿元，同比下降66.2%；1月企业债和公司债承销规模为3553亿元，环比增加26.3%。(3) 自营业务方面，上证综指下跌6.27%，沪深300指数下跌6.29%，创业板指数下跌16.81%，中证全债指数上涨1.26%。(4) 从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，至1月30日，沪深北两融余额为15874.01亿元，较上一交易日减少92.22亿元，连续3个交易日减少。

## 投资建议

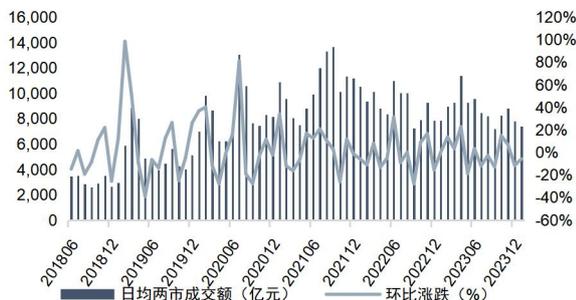
当前，券商PB估值为1.22倍，安全边际较足，我们对行业维持“超配”评级。根据中央金融工作会议精神，2024年将进一步加大投资端改革力度，吸引更多的中长期资金，活跃资本市场。建议关注资本实力雄厚、机构业务发力的优质券商，推荐与股东协同加大，业务协同预期强的国联证券，底部存在反转预期的东方证券。

## 风险提示

经济复苏不及预期；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

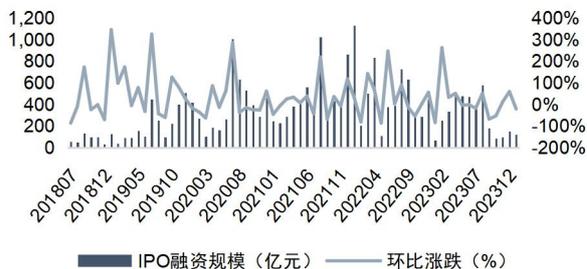
## 关键图表

图6: 两市日均成交额及环比涨跌



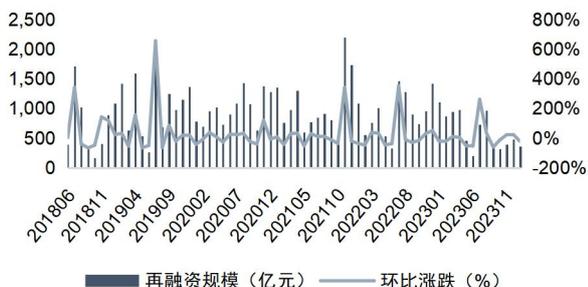
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: IPO 融资规模及环比涨跌



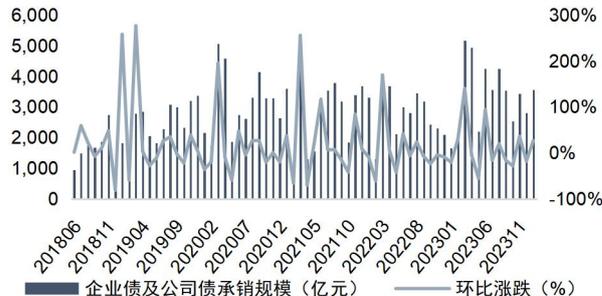
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 再融资规模及环比涨跌



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 企业债及公司债承销规模及环比涨跌



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 股债两市表现



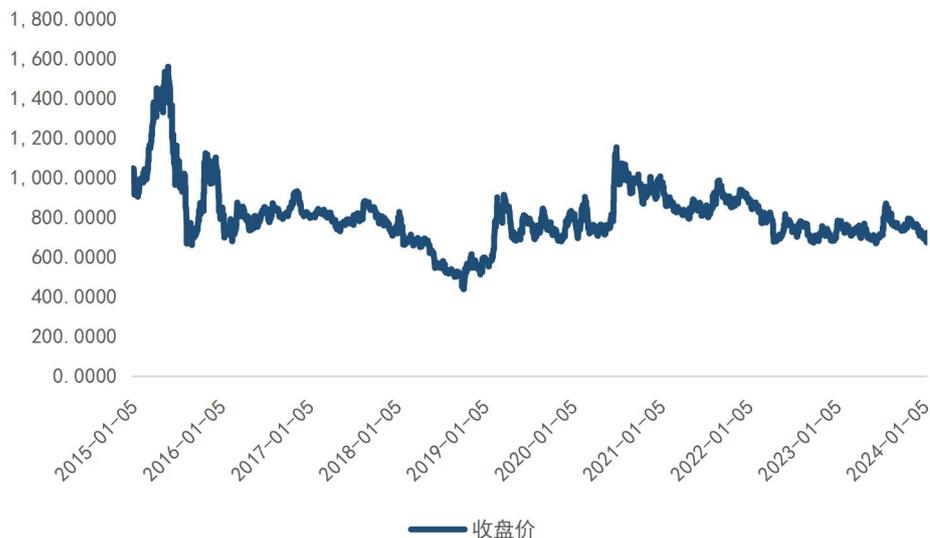
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 日均两融余额及环比涨跌



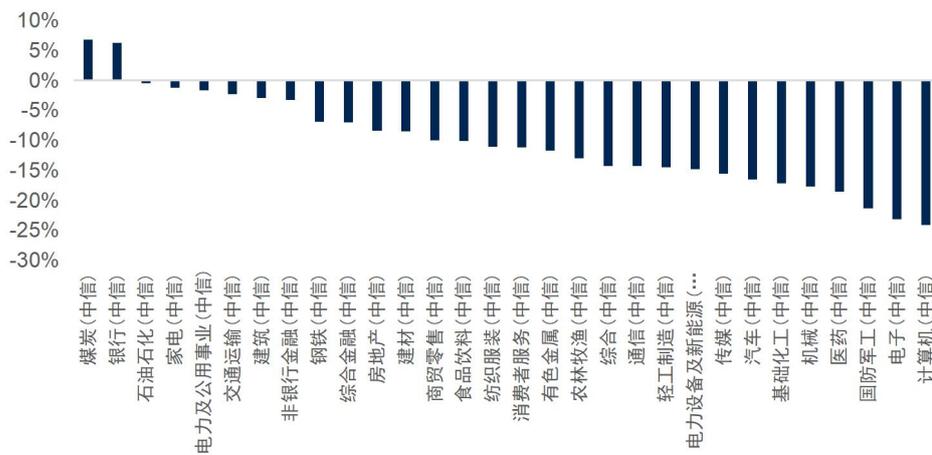
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 券商指数 886054 走势



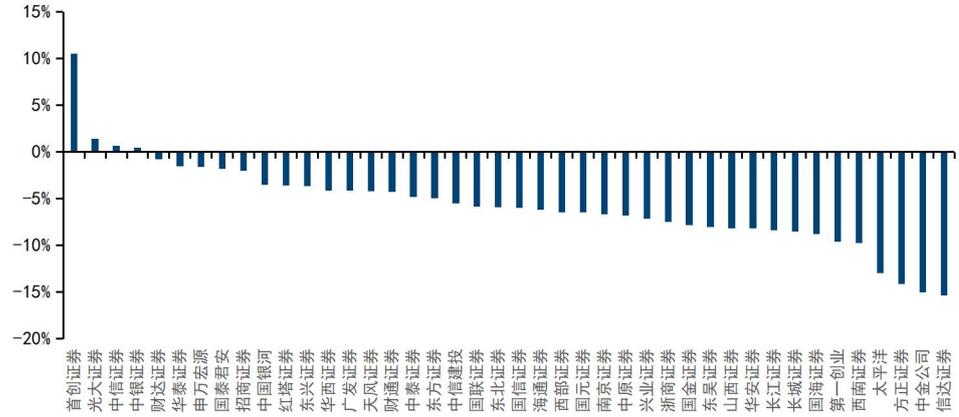
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 中信一级行业 1 月涨幅排名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 上市券商 1 月涨幅排名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 重点个股估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
601377.SH	兴业证券	增持	5.50	481.0	0.32	0.38	18.5	15.7
600958.SH	东方证券	买入	8.45	726.5	0.48	0.57	18.17	15.40

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测。注: 收盘价日期为 2024 年 2 月 6 日。

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032