



Research and
Development Center

不必过于纠结社融，再提保险资产端弹性

非银金融

2024年05月12日

证券研究报告

行业研究

行业周报

非银金融

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

冉兆邦 非银金融行业分析师

执业编号: S1500523040001

邮箱: ranzhaobang@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

不必过于纠结社融，再提保险资产端弹性

2024年05月12日

本期内容提要:

- 核心观点:
- 4月社融规模和结构全面超预期回落，新增社融为-1987亿，M1同比-1.4%，M2同比在前值8.3%基础上继续回落至7.2%。我们认为，不应只关注M2-M1的持续走扩反应资金活化效率偏低的现实，还要关注央行一季度货币政策报告中再次强调“减少资金沉淀空转”，信贷总量增速放缓真正需要资金的高效企业反而会获得更多融资，伴随财政政策力度进一步加大，债券市场供需有望进一步改善。我们在之前多次周报中反复强调应重视伴随财政政策二三季度发力，经济企稳复苏得到验证（4月CPI温和提升且未来价格有望延续抬升，PPI再在荣枯线以上）时，长端利率上行给已在负债端改善的保险板块带来的估值提升。同时，资本市场好转带来的为资本市场服务的券商板块的β机会。
- 我们坚定认为需要重视当前经济回温和资本市场改革加速对于险企资、负两端的同时提振，建议重点关注中国太保、中国人寿和中国财险。也持续建议重视证券板块行情的持续性，沿并购重组和ROE提升做大做强两条主线布局，建议关注中国银河、方正证券、浙商证券、华泰证券等。
- 市场回顾：本周主要指数上行，上证综指报3,154.55点，环比上周+1.60%；深证指数报9,731.24点，环比上周+1.50%；沪深300指数报3,666.28点，环比上周+1.72%；创业板指数报1,878.17点，环比上周+1.06%；非银金融(申万)指数报1,436.17点，环比上周+1.44%，证券II(申万)指数报1,236.22点，环比上周+0.12%，保险II(申万)指数769.20点，环比上周+2.87%，多元金融(申万)指数报985.06点，环比上周+0.65%；中证综合债(净价)指数报102.76，环比上周-0.13%。本周沪深两市累计成交4323.90亿股，成交额47491.85亿元，沪深两市A股日均成交额9498.37亿元，环比上周-14.38%。截至5月10日，两融余额15339.96亿元，较上周+1.45%，占A股流通市值2.17%。截至2024年4月30日，股票型+混合型基金规模为6.07万亿元，环比-2.82%，4月新发权益基金规模份额199亿份，环比-41.55%。板块估值方面，截至4.26，券商板块PB估值1.23倍，低于三年历史估值7%分位。主要上市险企国寿、平安、太保和新华静态PEV估值分别为0.67X、0.50X、0.40X和0.34X。个股涨幅方面，券商：财达证券环比上周+3.02%，浙商证券环比上周+2.74%，中金公司环比上周+2.61%。保险：中国平安环比上周+3.80%，中国人寿环比上周+3.16%，中国太保环比上周+7.17%，新华保险环比上周+3.49%。
- 证券业观点:
- 为配套建设一流投资银行和投资机构标准，证监会对《关于加强上市

证券公司监管规定》进行进一步修订。

- **重点强调“审慎开展高资本消耗型业务”。**规定提出优化发展理念，统筹规范融资行为。把功能性放在首要位置，严格规范资金用途，审慎开展高资本消耗型业务。23年初，证监会已表态“倡导证券公司走资本节约型、高质量发展新路”，在年末对券商风控指标修订后，明确优化券商开展做市、资管等业务风控指标，我们预计此次文件后续券商上市公司非方向性重资产业务有望成为提升ROE的发展方向。
- **此外，《规定》兼顾风控与信息披露等涉及内部治理、风险控制及价值创造等事项，增加季报披露风控指标要求。**具体包括健全公司治理，强化内部管控和风险管理要求。建立健全组织架构保证公司运作的独立、稳健性，强化对股东及实控人权力规范、财务报表披露规范，完善从业人员长效激励机制。促进行业发展，完善信息披露要求。结合并表监管安排，风险计量方法等，在披露时对相关口径及差异化安排进行说明，增加要求上市券商在季度报告中披露净资本等主要风控指标达成情况，并对不符合规定情况及时公告披露原因，取消证券公司分类结果披露要求。践行人民立场，提升投资者保护水平。强调证券公司建立健全投资者关系活动相关制度及程序，进一步突出价值创造与股东回报，重视提高现金分红水平，鼓励形成股份回购机制安排。我们认为，加强风控和信息披露或有利于完善净资本为核心的风险控制体系，提升投资者回报。完善从业人员管理及长效激励约束机制有望增强从业人员稳定性。围绕净资本监管体系的进一步完善有利于提升对自身风控能力的重视程度，落实风控水平与业务风险相匹配原则，提升业绩抗波动能力。我们预计随监管导向证券行业“集约化”发展，后续并购、重资产业务非方向转型或成为行业高质量转型发展的重要方向。建议关注头部券商中信证券、中国银河、华泰证券、方正证券。
- **保险业观点：**
- **放开“1+3”网点合作限制，银保渠道规模和价值有望齐升。**2024年5月9日，为进一步深化银行保险合作，促进商业银行代理业务规范健康发展，更好满足消费者合法权益，国家金融监督管理总局发布《国家金融监督管理总局关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》(以下简称《通知》)。
- **取消银行网点与保险公司合作数量限制，引导回归良性竞争和提升业务品质。**相比之前规定，商业银行每个网点在同一会计年度中只能与不超过3家保险公司开展保险业务合作，此次《通知》开放了银行网点与保险公司合作数量限制，我们认为有助于扩大双方合作范围，也有助于银行网点与保险公司公平开展代理合作竞争，防范比拼费用带来渠道营销的恶性竞争，有助于引导行业回归客户需求，开发和销售更多符合消费者真实需求的产品。
- **强调佣金率不得超过产品备案水平，继续严格执行“报行合一”费用管控有望提升银保渠道价值贡献。**本次在合作对象放开基础上进一步强调佣金上限，我们认为有助于各分支机构加强费用管控，有助于保险和银行双方发挥各自优势和长期合作粘性，银保渠道合作的广度和

深度有望提升。

- 宏观经济保持复苏态势，居民消费逐步回暖，保险负债端和投资端有望充分受益助力估值回升。国家统计局公布 4 月 CPI 和 PPI 数据，4 月 CPI 数据环比由降转涨，同比+0.7%，较上月涨幅提升 0.1pct，4 月 CPI 显示居民消费需求持续恢复；4 月 PPI 同比-2.5%，环比-0.2%，同比降幅较上月有所收窄，部分行业需求阶段性回落导致环比数据小幅波动，整体来看 4 月工业生产保持复苏态势。
- 随着银保合作数量的放开，各大险企银保渠道有望持续聚焦价值转型，优化业务结构，随着合作范围的逐步扩展，银保渠道规模和价值表现均有望持续提升。同时，伴随宏观经济持续复苏，近期 10 年期国债收益率触底回升，同时权益市场表现亦有所回暖，另外央行最新发布的一季度货币执行报告中表示，加大逆周期调节力度，长期国债收益率与未来经济向好的态势将更加匹配，债券市场供求有望进一步趋于均衡，长端利率有望伴随经济复苏企稳回升，保险资产端有望充分受益。主要上市险企负债端和投资端均有望持续保持复苏，保险板块有望在逐步到来的顺周期背景下迎来估值持续反弹，建议重点关注中国太保、中国人寿和中国财险，关注中国平安和新华保险。
- 流动性观点：本周央行公开市场净回笼 4380 亿元，其中逆回购投放 120 亿元，到期 4500 亿元。
- 货币资金面：本周短端资金利率上行。3 月加权平均银行间同业拆借利率 1.84%。本周银行间质押式回购利率 R001-26 bp 至 1.74%，R007-22 bp 至 1.87%，DR007-29 bp 至 1.82%。SHIBOR 隔夜利率-5 bp 至 1.73%。
- 债券利率方面，本周 1 年期国债收益率+1 bp 至 1.71%，10 年期国债收益率+1 bp 至 2.31%。
- 风险因素：资本市场改革政策落地不及预期，券商行业竞争加剧，资本市场波动对业绩影响具有不确定性，险企改革不及预期，长期利率下行超预期，代理人脱落压力加剧，保险销售低于预期等。

目录

证券业务概况及一周点评.....	6
保险业务概况及一周点评.....	8
市场流动性追踪.....	9
行业新闻.....	12

表目录

表 1: 央行操作 (05/06-05/11) 和债券发行与到期 (05/06-05/11), 亿元.....	9
---	---

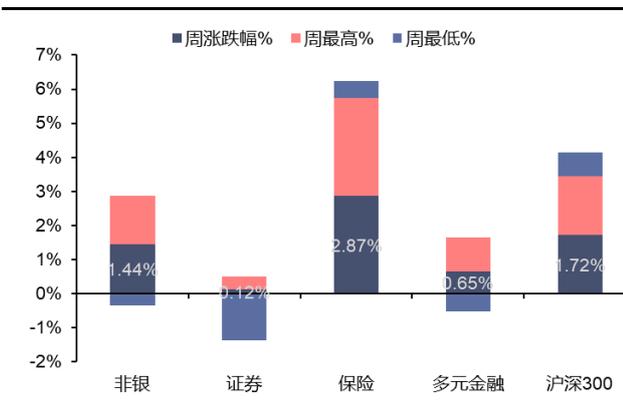
图目录

图 1: 本周券商板块跑输沪深 300 指数 1.60pct.....	6
图 2: 2024 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 7.73pct.....	6
图 3: 本周 A 股日均成交额环比-14.38%.....	6
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数.....	6
图 5: 截至 2024 年 5 月 10 日, IPO、再融资承销规模.....	7
图 6: 本周两融余额较上周+3.34%.....	7
图 7: 本周股票质押市值较上周+3.34%.....	7
图 8: 4Q23 券商资管规模降至 5.93 万亿 (单位: 亿元).....	7
图 9: 券商板块 PB 1.23 倍.....	7
图 10: 截至 2024 年 4 月股票+混合型基金规模 6.07 万亿元.....	7
图 11: 4 月新发权益类基金 199 亿份, 环比-41.55%.....	8
图 12: 2024 年 1 月-2024 年 3 月累计寿险保费增速.....	8
图 13: 2024 年 1 月-2024 年 3 月累计财险保费增速.....	8
图 14: 2024 年 1 月-2024 年 3 月单月寿险保费增速.....	8
图 15: 2024 年 1 月-2024 年 3 月单月财险保费增速.....	8
图 16: 10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%).....	9
图 17: 公开市场操作: 投放、回笼、净投放量.....	9
图 18: 地方债发行与到期.....	10
图 19: 同业存单发行与到期.....	10
图 20: 加权平均利率.....	10
图 21: shibor 隔夜拆借利率.....	10
图 22: DR007 和 R007.....	11
图 23: 同业存单到期收益率.....	11
图 24: 国债收益率 (%).....	11
图 25: 国债期限利差.....	11

证券业务概况及一周点评

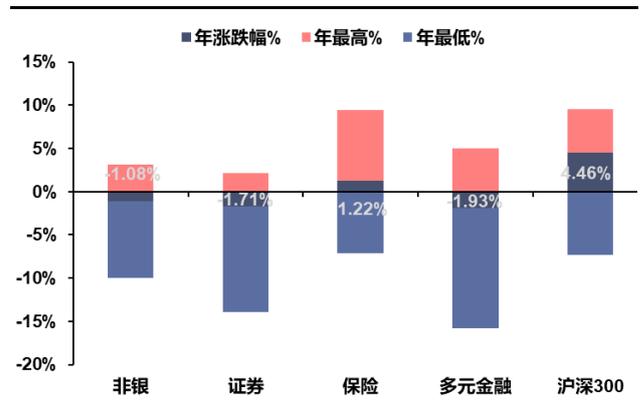
- 经纪业务: 本周沪深两市累计成交 4323.90 亿股, 成交额 47491.85 亿元, 沪深两市 A 股日均成交额 9498.37 亿元, 环比上周-14.38%。
- 投资银行: 截至 2024 年 5 月 10 日, 年内累计 IPO 承销规模为 251.79 亿元, 再融资承销规模为 878.68 亿元。
- 信用业务: (1) 融资融券: 截至 5 月 10 日, 两融余额 15339.96 亿元, 较上周+1.45%, 占 A 股流通市值 2.17%。(2) 股票质押: 截至 5 月 10 日, 场内外股票质押总市值为 26861.03 亿元, 较上周+3.34%。
- 证券投资: 本周主要指数上行, 上证综指报 3,154.55 点, 环比上周+1.60%; 深证指数报 9,731.24 点, 环比上周+1.50%; 沪深 300 指数报 3,666.28 点, 环比上周+1.72%; 创业板指数报 1,878.17 点, 环比上周+1.06%; 非银金融(申万)指数报 1,436.17 点, 环比上周+1.44%, 证券 II(申万)指数报 1,236.22 点, 环比上周+0.12%, 保险 II(申万)指数 769.20 点, 环比上周+2.87%, 多元金融(申万)指数报 985.06 点, 环比上周+0.65%; 中证综合债(净价)指数报 102.76, 环比上周-0.13%。
- 资产管理: 截至 2023 年 Q4, 证券公司及资管子公司资管业务规模 5.93 万亿元, 较年初-13.80%。其中单一资产管理计划资产规模 2.71 万亿元, 集合资产管理计划资产规模 2.59 万亿元, 证券公司私募子公司私募基金资产规模 6204.79 亿元。
- 基金规模: 截至 2024 年 4 月 30 日, 股票型+混合型基金规模为 6.07 万亿元, 环比-2.82%, 4 月新发权益基金规模份额 199 亿份, 环比-41.55%。

图 1: 本周券商板块跑输沪深 300 指数 1.60pct



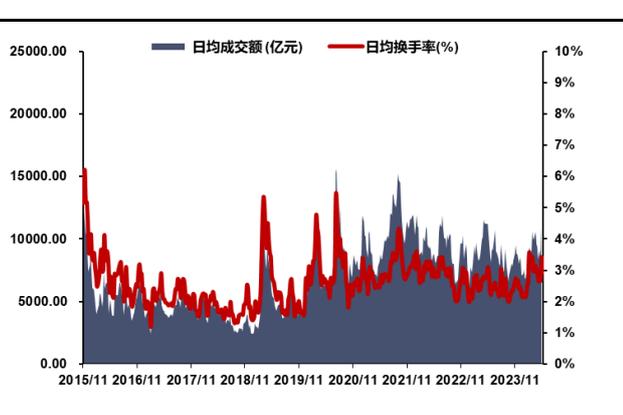
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 2: 2024 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 7.73pct



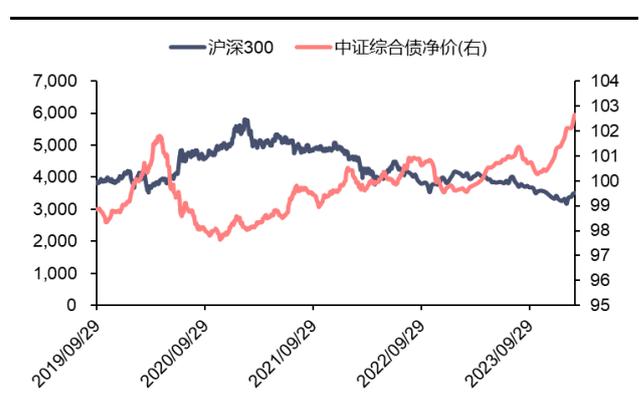
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 3: 本周 A 股日均成交额环比-14.38%

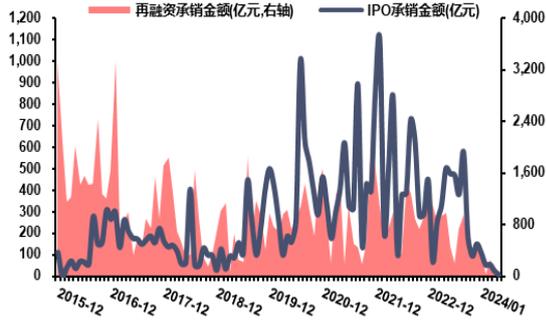


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

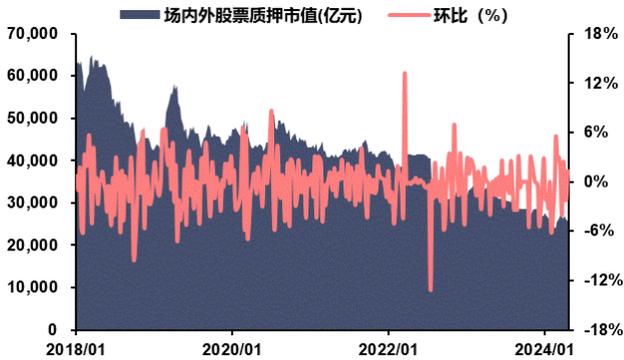
图 4: 沪深 300 指数和中证综合债指数



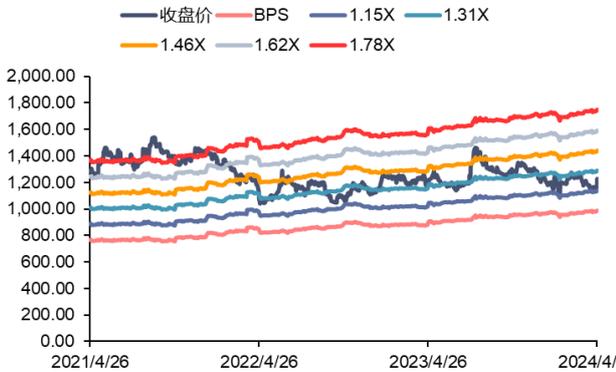
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 5：截至 2024 年 5 月 10 日，IPO、再融资承销规模


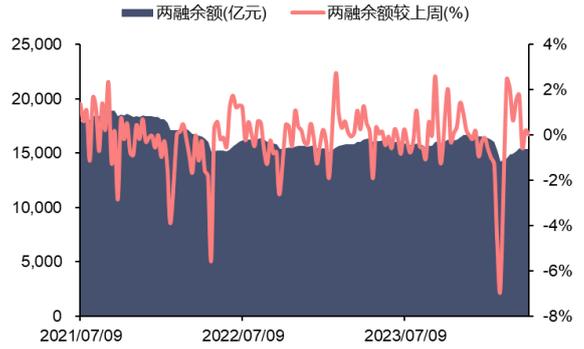
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 7：本周股票质押市值较上周+3.34%


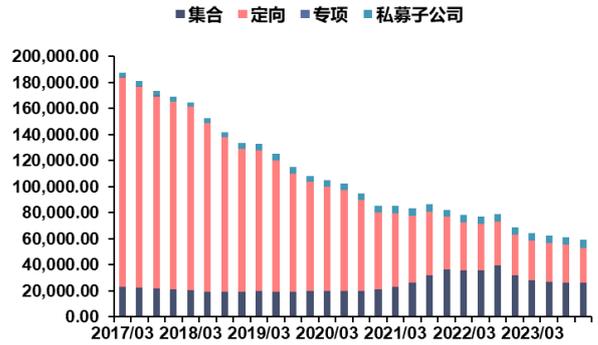
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 9：券商板块 PB 1.23 倍


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 6：本周两融余额较上周+3.34%


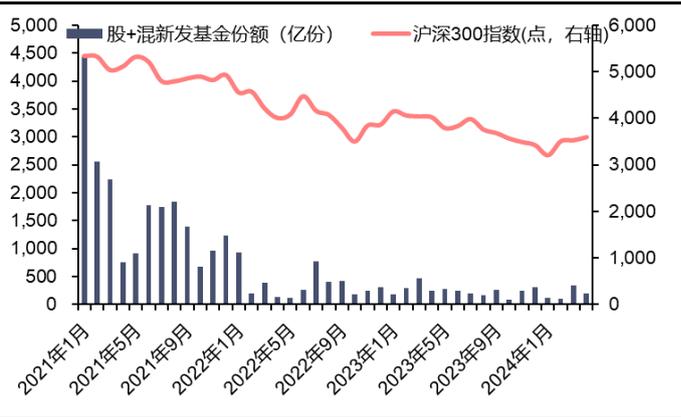
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 8：4Q23 券商资管规模降至 5.93 万亿（单位：亿元）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

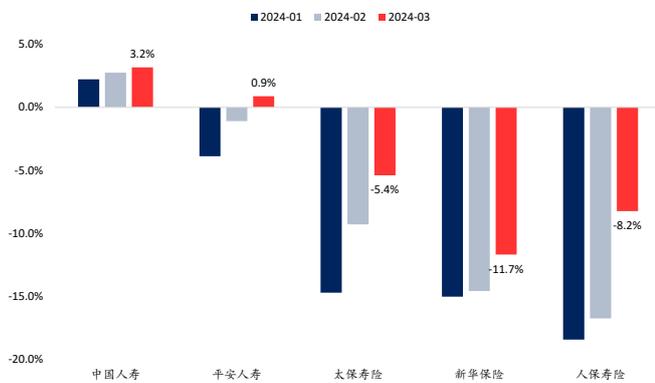
图 10：截至 2024 年 4 月股票+混合型基金规模 6.07 万亿元


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

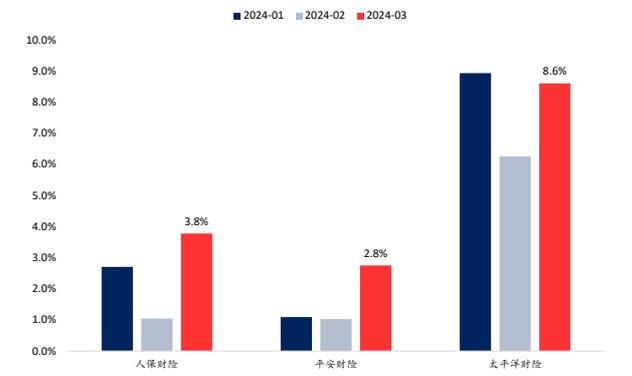
图 11： 4 月新发权益类基金 199 亿份，环比-41.55%


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

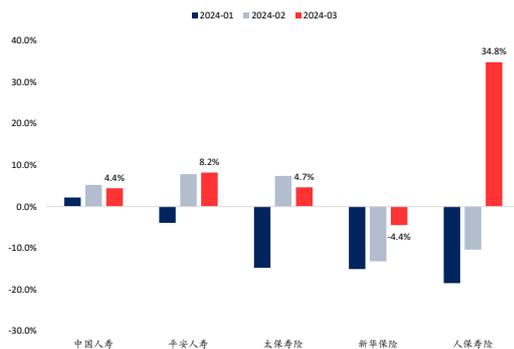
保险业务概况及一周点评

图 12： 2024 年 1 月-2024 年 3 月累计寿险保费增速


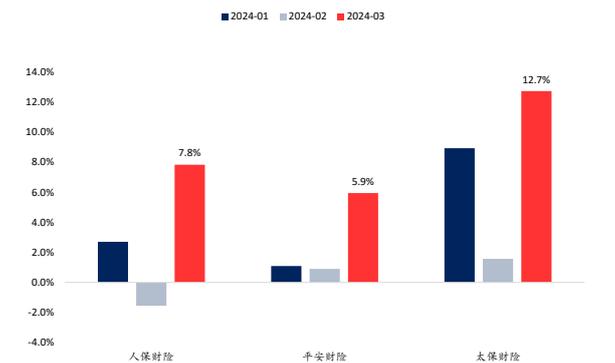
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 13： 2024 年 1 月-2024 年 3 月累计财险保费增速


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 14： 2024 年 1 月-2024 年 3 月单月寿险保费增速


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 15： 2024 年 1 月-2024 年 3 月单月财险保费增速


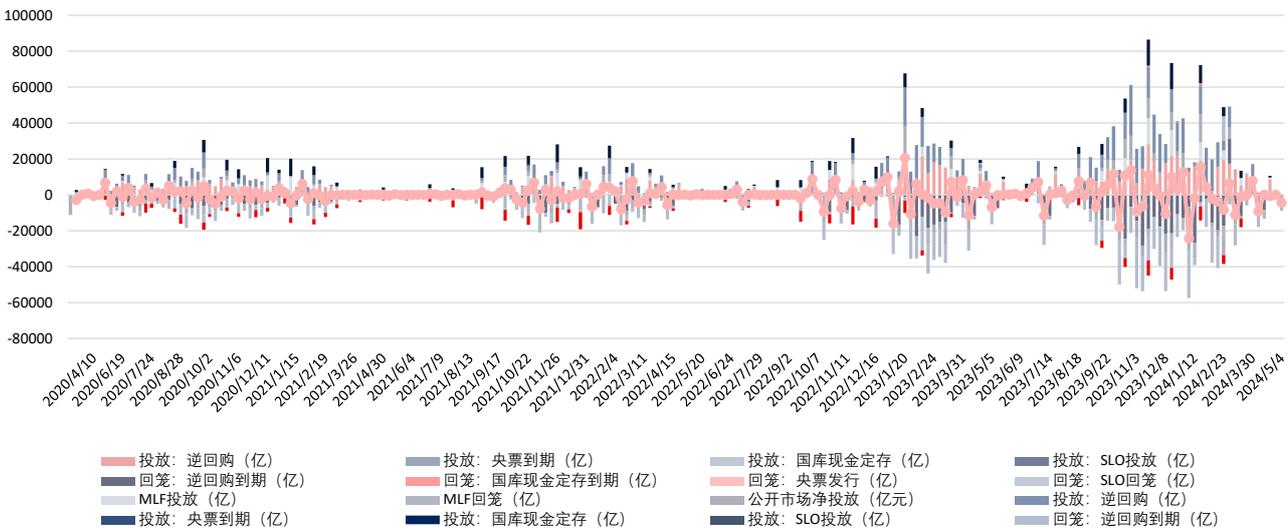
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 16：10 年期国债收益率及 750 日移动平均线 (%)


资料来源：iFind，信达证券研发中心

市场流动性追踪

流动性观点：本周央行公开市场净回笼 4380 亿元，其中逆回购投放 120 亿元，到期 4500 亿元。本周同业存单共发行 8518.40 亿元，到期 7426.60 亿元，净发行 1091.80 亿元。地方债共发行 1695.00 亿元，到期 371.49 亿元，净融资 1323.51 亿元。

图 17：公开市场操作：投放、回笼、净投放量


资料来源：iFind，信达证券研发中心

表 1：央行操作（05/06-05/11）和债券发行与到期（05/06-05/11），亿元

工具		发行量	到期量	净投放	利率%	变动(bp)
逆回购 (亿元)	天	120	4500	-4380		
	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		8518.40	7426.60	1091.80		

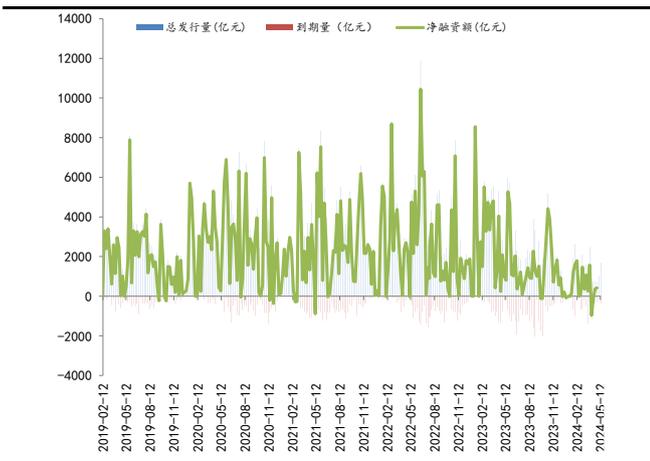
地方债

1695.00

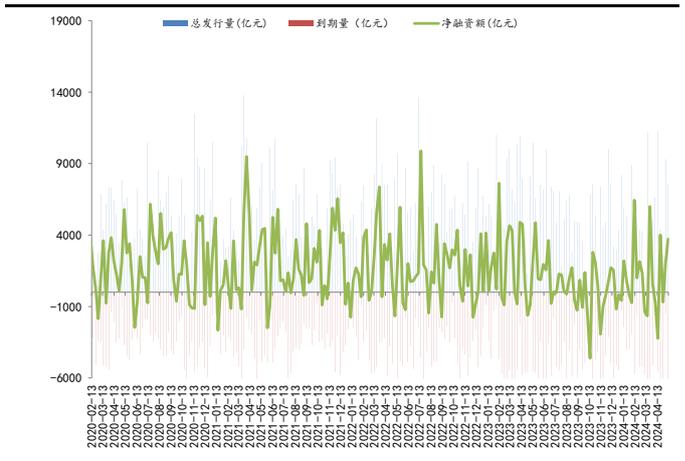
371.49

1323.51

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

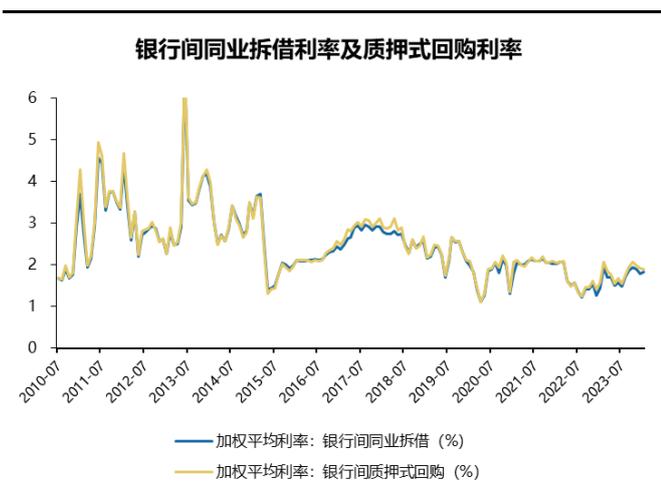
图 18: 地方债发行与到期


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

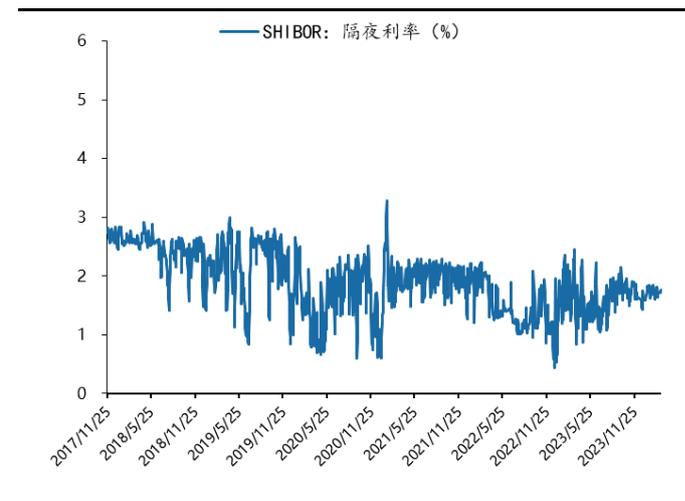
图 19: 同业存单发行与到期


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

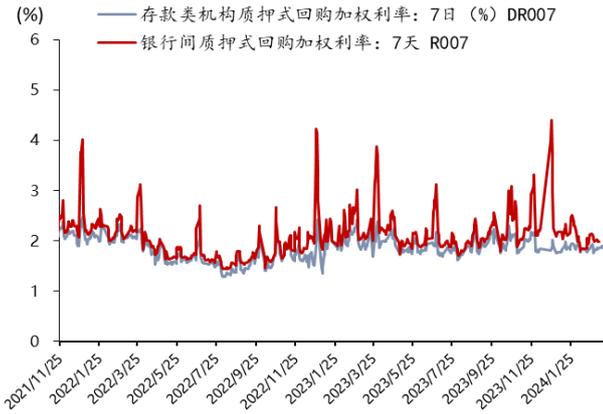
- **货币资金面**：本周短端资金利率上行。3 月加权平均银行间同业拆借利率 1.84%。本周银行间质押式回购利率 R001-26 bp 至 1.74%，R007-22 bp 至 1.87%，DR007-29 bp 至 1.82%。SHIBOR 隔夜利率 -5 bp 至 1.73%。
- **债券利率方面**，本周 1 年期国债收益率+1 bp 至 1.71%，10 年期国债收益率+1 bp 至 2.31%。

图 20: 加权平均利率


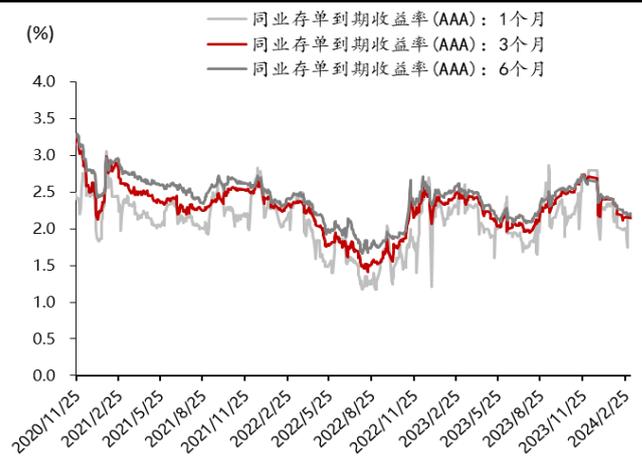
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 21: shibor 隔夜拆借利率


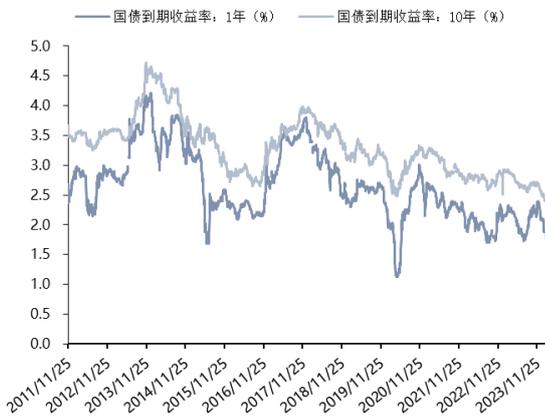
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 22: DR007 和 R007


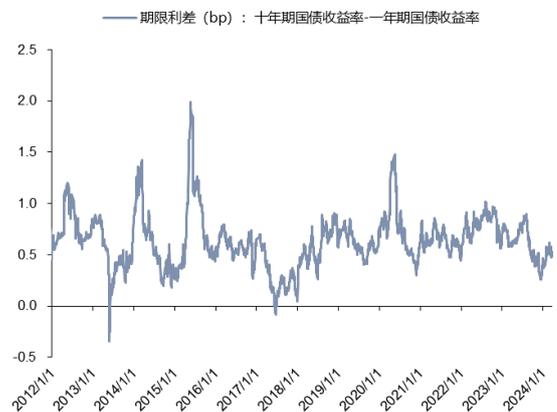
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 23: 同业存单到期收益率


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 24: 国债收益率 (%)


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 25: 国债期限利差


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

行业新闻

证券：

为进一步加强证券公司监管，推动证券公司两类子公司合规展业，防范金融风险，提升服务实体经济质效，5月10日，证券业协会发布关于修订发布《证券公司另类投资子公司管理规范》和《证券公司私募投资基金子公司管理规范》及适用意见的通知。（证券业协会）

为贯彻落实《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》，加强对上市证券公司的监管，促进行业机构高质量发展，证监会2024年5月10日发布了修订后的《关于加强上市证券公司监管的规定》（证监会）

保险：

金融监管总局近日印发《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》。《通知》取消了银行网点与保险公司合作的数量限制，并明确银行代理业务佣金标准。（中国证券报·中证网）

金融监管总局发布《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》。《指导意见》提出，未来5年，银行业保险业多层次、广覆盖、多样化、可持续的“五篇大文章”服务体系基本形成，有力推动新质生产力发展。（中国证券报·中证网）

截至5月8日，在我国35家保险资管公司中，除华夏久盈资产管理有限责任公司暂未披露2023年年报之外，已有34家保险资管公司披露了2023年年报。2023年，上述34家公司中，有32家盈利，合计净利润为155.99亿元，盈利的公司占比超过九成；2家亏损，合计亏损5600万元。从对比数据来看，由于中邮保险资产管理有限公司（以下简称“中邮资管”）新成立，无可对比数据，剔除该公司后，2023年，33家保险资管公司合计实现营业收入362.76亿元，同比增长4.3%，合计实现净利润155.24亿元，同比增长5.8%。（中国证券报·中证网）

5月6日，深圳比亚迪财产保险有限公司（下称“比亚迪财险”）获得监管层批复，可以在部分地区使用全国统一的交强险条款、基础保险费率和相应的费率浮动系数。这意味着，比亚迪财险开展新能源车险业务又向前一步。（上海证券报，中国证券报·中证网）

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，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。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，曾就职于民生证券，国泰君安证券，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财子、资产负债、风控、相关外部环境等。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

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。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。