



Research and
Development Center

财政发力，资产端反转或驱动非银板块业绩

非银金融

2024年06月16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

财政发力，资产端反转或驱动非银板块业绩

2024年06月16日

本期内容提要:

➤ 核心观点:

证券方面，国债发行叠加科技创新和技术改造再贷款，新质生产力金融支持或迎来加码。4月19日，证监会发布《关于资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，后续新质生产力企业的成长或将带动作为资本市场中介的证券公司投行、直投业务等发展，行业投行业务业绩或迎来长期增量。在建设一流投行、行业集约化发展的大背景下，当前行业估值水平具备较强安全边际。建议关注头部券商中信证券、中国银河、华泰证券及具备并购发展前景的国联证券、浙商证券、方正证券。

保险方面，50年超长期国债首次发行，有助于缓解“资产荒”的问题，同时稳定市场利率预期，助力险企优化资产负债管理，从而提升产品竞争力。此外，部分保险公司为符合公司风险管控要求，将于6月30日正式停售3.0%的增额终身寿险，并将于7月1日上市预定利率2.75%的增额终身寿险。在市场利率下行、资本市场波动的背景下，保险公司减轻负债端压力符合监管导向，有助于缓解长期利差损风险、提高企业偿付能力和增强市场对保险公司的信心。我们认为负债端压力减轻，“资产荒”问题缓解，伴随宏观经济的持续回暖，以及险资投资能力的提升，保险资管产品收益率或有望持续受益，或继续催化板块估值反弹。建议重点关注“负债端景气+资产端无明显隐忧”的中国太保、“负债优异+受益地产回暖”的中国平安，关注“权益占比大+负债端改善明显”的新华保险和“负债端稳健+投资端弹性大”的中国人寿。

➤ 市场回顾：本周主要指数上行，上证综指报3,032.63点，环比上周+0.61%；深证指数报9,252.25点，环比上周-0.04%；沪深300指数报3,541.53点，环比上周-0.91%；创业板指数报1,791.36点，环比上周+0.58%；非银金融（申万）指数报1,376.33点，环比上周+1.20%，证券II（申万）指数报1,155.22点，环比上周+1.87%，保险II（申万）指数报735.98点，环比上周-0.77%，多元金融（申万）指数报904.62点，环比上周-0.03%；中证综合债（净价）指数报103.28，环比上周+0.12%。本周沪深两市累计成交3422.95亿股，成交额37121.66亿元，沪深两市A股日均成交额7424.33亿元，环比上周-1.94%。截至6月14日，两融余额15064.63亿元，较上周+0.17%，占A股流通市值2.22%。截至2024年5月31日，股票型+混合型基金规模为6.09万亿元，环比+0.38%，5月新发权益基金规模份额160亿份，环比-19.94%。板块估值方面，本周券商板块PB估值1.18倍，位于三年历史3%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0.66X、0.49X、0.41X和0.33X。个股涨幅方面，券商：海通证券环比上周+9.78%，浙商证券环比上周+6.52%，国泰君安环比上周+4.79%。保险：中国平安环比上周-0.59%，中国人寿环比上周+1.36%，中国太保环比上周

+1.13%，新华保险环比上周-0.56%。

➤ 证券业观点：

50年期超长期特别国债发行，关注经济修复及新质生产力带来的增量证券行业业务机遇。6月14日，财政部首次发行50年期超长期特别国债，发行总额350亿元，本期国债票面利率确定为2.53%。我们认为中央财政加杠杆或有利于提振经济、刺激投资与内需。从产业支持方向看，近期央行发文称，2024年4月，中国人民银行联合科技部等部门设立5000亿元科技创新和技术改造再贷款，其中1000亿元额度专门用于支持初创期、成长期科技型中小企业首次贷款，激励金融机构更大力度投早、投小、投硬科技。我们认为，当前环境下新质生产力企业发展正面临持续加码的金融支持，4月19日，证监会发布《关于资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，后续新质生产力企业的成长或将带动作为资本市场中介的证券公司投行、直投业务等发展，行业投行业务业绩或迎来长期增量。

在建设一流投行、行业集约化发展的大背景下，当前行业估值水平具备较强安全边际。建议关注头部券商中信证券、中国银河、华泰证券及具备并购发展前景的国联证券、浙商证券、方正证券。

➤ 保险业观点：

➤ **50年超长期国债首次发行，拓宽险资配置通道，长期保险产品竞争或加强。**继6月7日财政部首次发行2024年30年超长期特别国债之后，2024年6月14日，财政部首次发行2024年50年超长期特别国债350亿元，票面利率2.53%。我们认为连续发行超长期特别国债有利于保险公司进行长期资产配置，缓解固收“资产荒”的问题。此外，发行超长期特别国债完善国债收益率曲线，有助于稳定市场利率预期，有助于险企进行更精准的资产负债管理从而提升产品竞争力。

➤ **部分公司停售3.0%增额终身寿险，新产品利率下调。**上海证券报6月12日报道，部分保险公司为符合公司风险管控要求，将于6月30日正式停售3.0%的增额终身寿险，并将于7月1日上市预定利率2.75%的增额终身寿险，新产品已经报备成功。今年以来，银行存款等竞品利率纷纷下调，定期存款年利率几乎不超过3%。在市场利率下行、资本市场波动的背景下，保险公司投资端承担了更大压力，机构负债成本有待降低。我们认为，保险公司下调增额终身寿险利率符合监管导向，或有望减轻负债端压力，缓解长期利差损风险，优化保险产品业务结构，提高企业偿付能力和增强市场对保险公司的信心。

➤ 近期保险板块整体小幅震幅，随着中央及各地地方地产支持政策出台以及权益市场自2月起整体回暖，估值有所修复，但整体估值仍处于近年低位。我们认为负债端压力减轻，“资产荒”问题缓解，伴随宏观经济的持续回暖，以及险资投研能力的提升，保险资管产品收益率或有望持续受益，或继续催化板块估值反弹。建议重点关注“负债端景气+资产端无明显隐忧”的中国太保、“负债优异+受益地产回暖”的中国平安，关注“权益占比大+负债端改善明显”的新华保险和“负债端稳

健+投资端弹性大”的中国人寿。

- **流动性观点：**本周央行公开市场净回笼 20 亿元，其中逆回购投放 80 亿元，到期 100 亿元。
- **货币资金面：**本周短端资金利率上行。5 月加权平均银行间同业拆借利率 1.81%。本周银行间质押式回购利率 R001+7 bp 至 1.80%，R007 持平为 1.84%，DR007+3 bp 至 1.82%。SHIBOR 隔夜利率+8 bp 至 1.73%
- **债券利率方面，**本周 1 年期国债收益率-2 bp 至 1.60%，10 年期国债收益率-3 bp 至 2.26%。
- **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 (06/10-06/16) 和债券发行与到期 (06/10-06/16), 亿元..... | 9 |
|---|---|

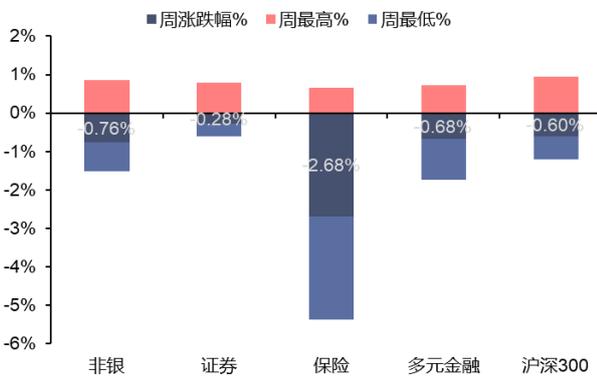
图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 本周券商板块跑赢沪深 300 指数 0.32pct..... | 6 |
| 图 2: 2024 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 10.14pct..... | 6 |
| 图 3: 本周 A 股日均成交额环比-13.62%..... | 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 31 日, IPO、再融资承销规模..... | 7 |
| 图 6: 本周两融余额较上周-0.25%..... | 7 |
| 图 7: 本周股票质押市值较上周-0.74%..... | 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 1.18 倍..... | 7 |
| 图 10: 截至 2024 年 5 月股票+混合型基金规模 6.09 万亿元..... | 7 |
| 图 11: 5 月新发权益类基金 160 亿份, 环比-19.94%..... | 8 |
| 图 12: 2024 年 1 月-2024 年 4 月累计寿险保费增速..... | 8 |
| 图 13: 2024 年 1 月-2024 年 4 月累计财险保费增速..... | 8 |
| 图 14: 2024 年 1 月-2024 年 4 月单月寿险保费增速..... | 8 |
| 图 15: 2024 年 1 月-2024 年 4 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..... | 10 |
| 图 23: 同业存单到期收益率..... | 10 |
| 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

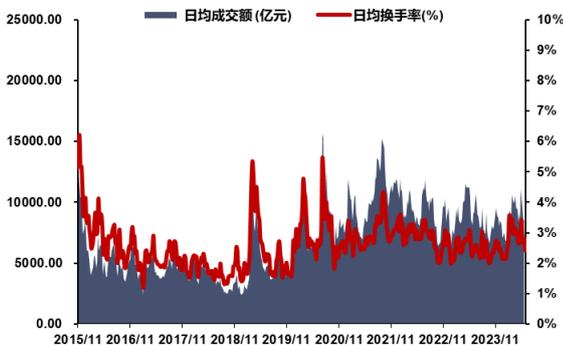
- 经纪业务：本周沪深两市累计成交 3422.95 亿股，成交额 37121.66 亿元，沪深两市 A 股日均成交额 7424.33 亿元，环比上周-1.94%。
- 投资银行：截至 2024 年 5 月 31 日，年内累计 IPO 承销规模为 275.34 亿元，再融资承销规模为 919.69 亿元。
- 信用业务：(1) 融资融券：截至 6 月 14 日，两融余额 15064.63 亿元，较上周+0.17%，占 A 股流通市值 2.22%。(2) 股票质押：截至 6 月 14 日，场内外股票质押总市值为 25024.02 亿元，较上周+0.20%。
- 证券投资：本周主要指数上行，上证综指报 3,032.63 点，环比上周-0.61%；深证指数报 9,252.25 点，环比上周-0.04%；沪深 300 指数报 3,541.53 点，环比上周-0.91%；创业板指数报 1,791.36 点，环比上周+0.58%；非银金融(申万)指数报 1,376.33 点，环比上周+1.20%，证券 II (申万) 指数报 1,155.22 点，环比上周+1.87%，保险 II (申万) 指数 735.98 点，环比上周-0.77%，多元金融(申万) 指数报 904.62 点，环比上周-0.03%；中证综合债(净价) 指数报 103.28，环比上周+0.12%。
- 资产管理：截至 2024 年 Q1，证券公司及资管子公司资管业务规模 5.98 万亿元，较年初+0.90%。其中单一资产管理计划资产规模 2.67 万亿元，集合资产管理计划资产规模 2.69 万亿元，证券公司私募子公司私募基金资产规模 6242.04 亿元。
- 基金规模：截至 2024 年 5 月 31 日，股票型+混合型基金规模为 6.09 万亿元，环比+0.38%，5 月新发权益基金规模份额 160 亿份，环比-19.94%。

图 1：本周券商板块跑赢沪深 300 指数 2.78pct



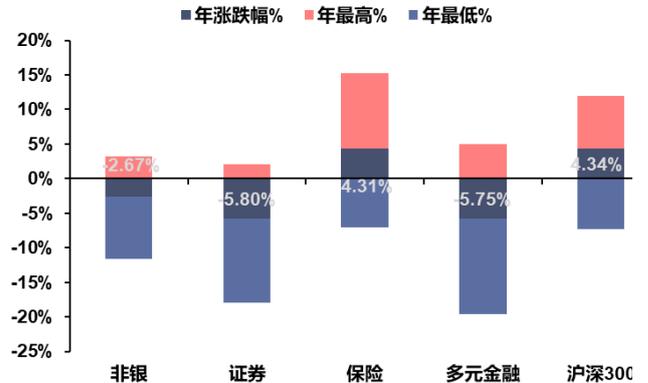
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 3：本周 A 股日均成交额环比-1.94%



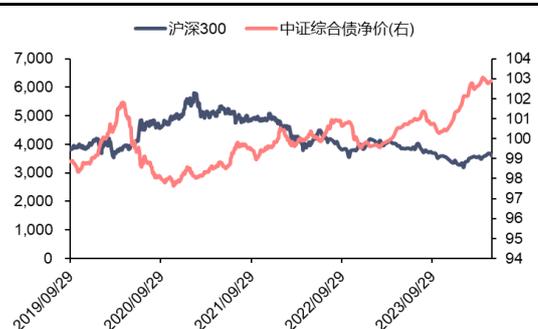
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 2：2024 年以来证券板块跑输沪深 300 指数 10.59pct

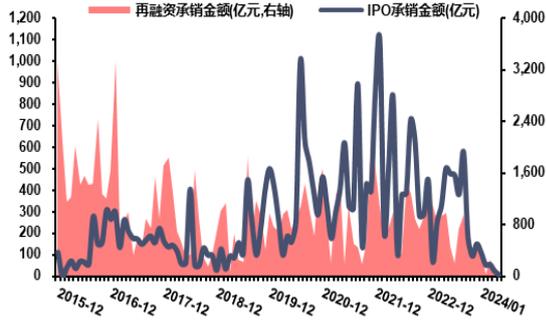


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

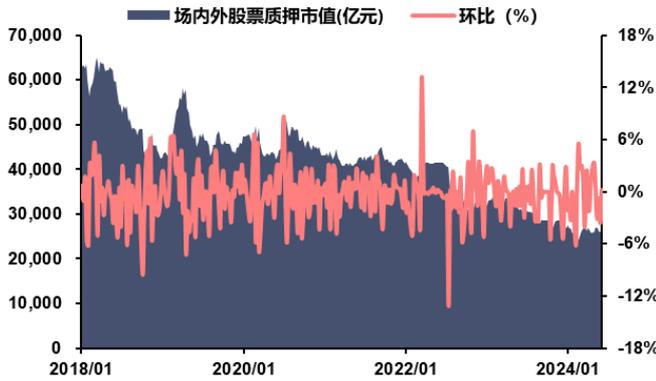
图 4：沪深 300 指数和中证综合债指数



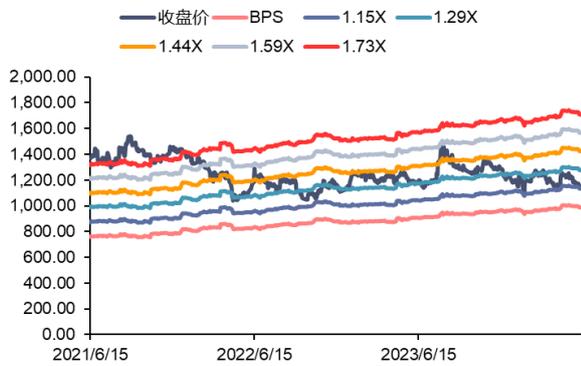
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 5：截至 2024 年 6 月 14 日，IPO、再融资承销规模


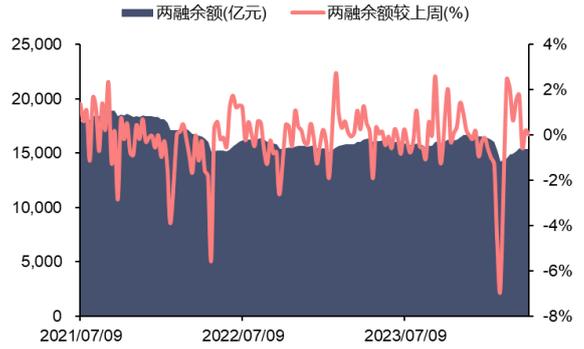
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 7：本周股票质押市值较上周+0.20%


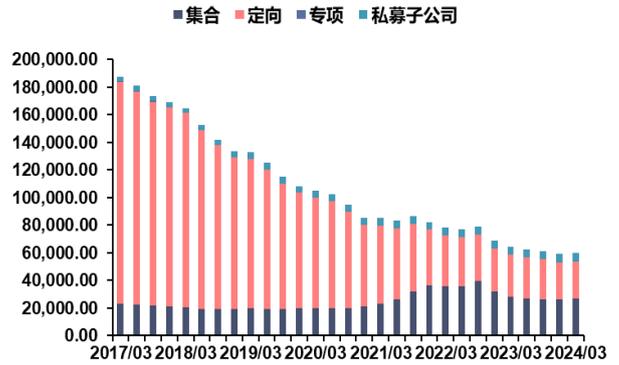
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 9：券商板块 PB 1.18 倍


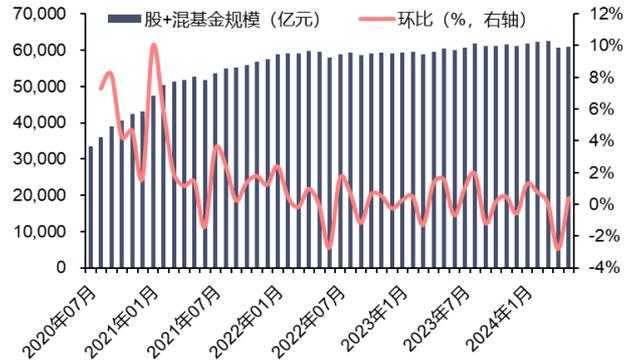
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 6：本周两融余额较上周+0.17%


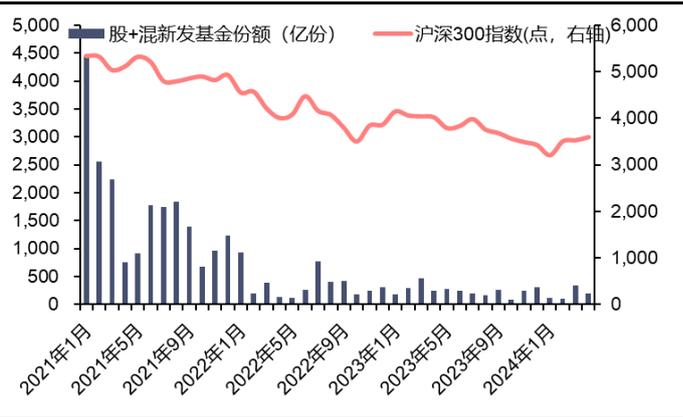
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 8：1Q24 券商资管规模降至 5.98 万亿（单位：亿元）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

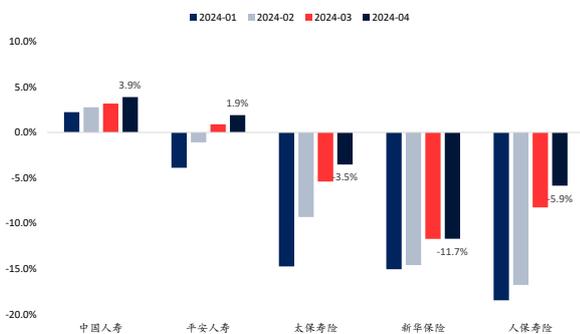
图 10：截至 2024 年 5 月股票+混合型基金规模 6.09 万亿元


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

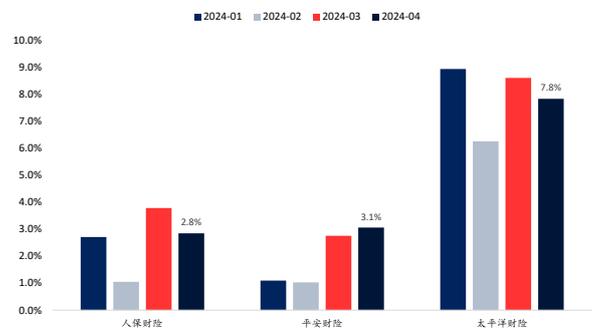
图 11： 5 月新发权益类基金 160 亿份， 环比-19.94%


资料来源：iFind， 信达证券研发中心

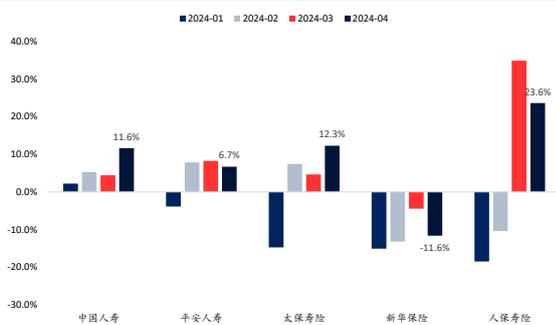
保险业务概况及一周点评

图 12： 2024 年 1 月-2024 年 4 月累计寿险保费增速


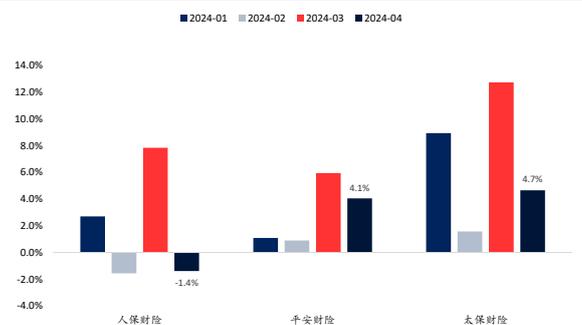
资料来源：各公司公告， 信达证券研发中心

图 13： 2024 年 1 月-2024 年 4 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 4 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 4 月单月财险保费增速


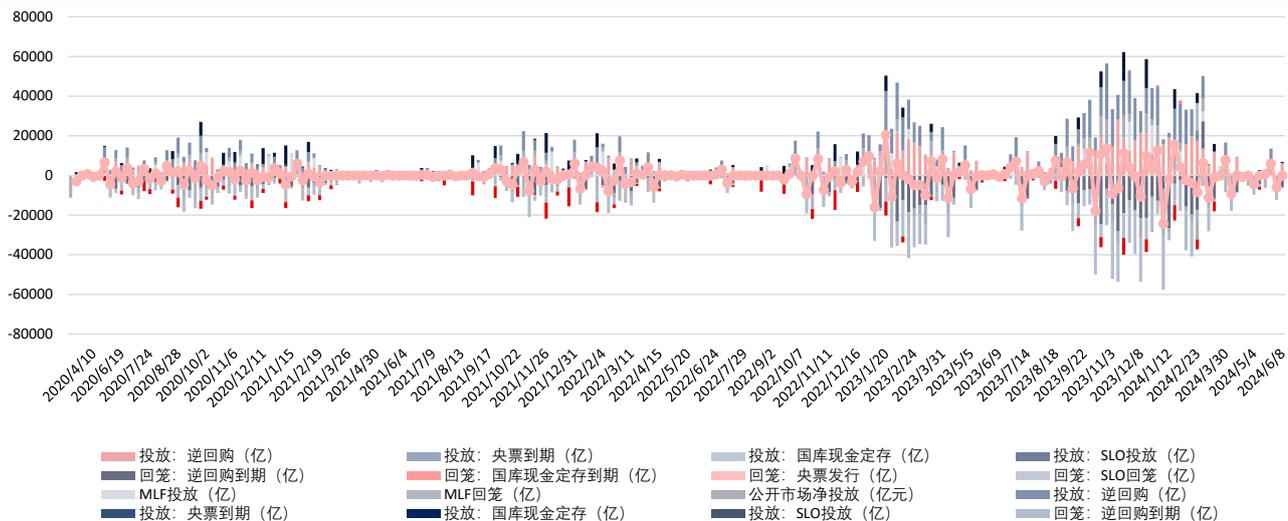
资料来源：各公司公告， 信达证券研发中心

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 20 亿元, 其中逆回购投放 80 亿元, 到期 100 亿元。本周同业存单共发行 6715.90 亿元, 到期 6576.80 亿元, 净发行 139.10 亿元。地方债共发行 530.50 亿元, 到期 940.36 亿元, 净回笼 409.86 亿元。

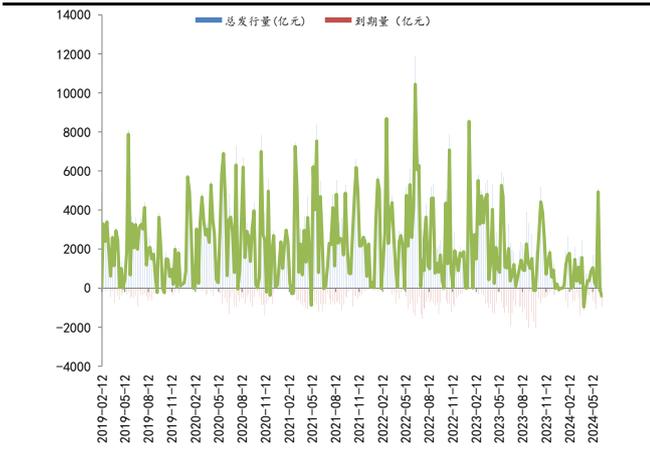
图 17: 公开市场操作: 投放、回笼、净投放量


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

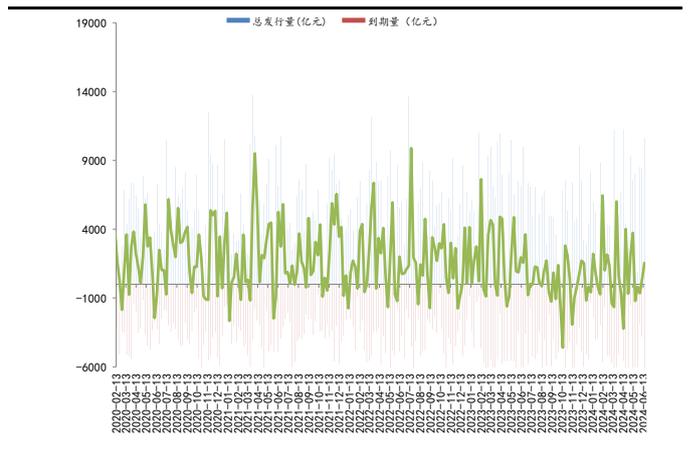
表 1: 央行操作 (06/10-06/16) 和债券发行与到期 (06/10-06/16), 亿元

| 工具 | 发行量 | 到期量 | 净投放 | 利率% | 变动 (bp) |
|----------|---------|---------|---------|-----|---------|
| 逆回购 (亿元) | 80 | 100 | -20 | | |
| | 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 | 6715.90 | 6576.80 | 139.10 | | |
| 地方债 | 530.50 | 940.36 | -409.86 | | |

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

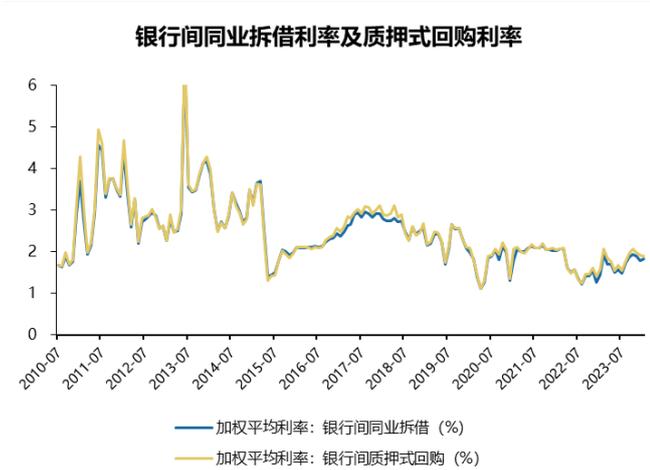
图 18: 地方债发行与到期


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

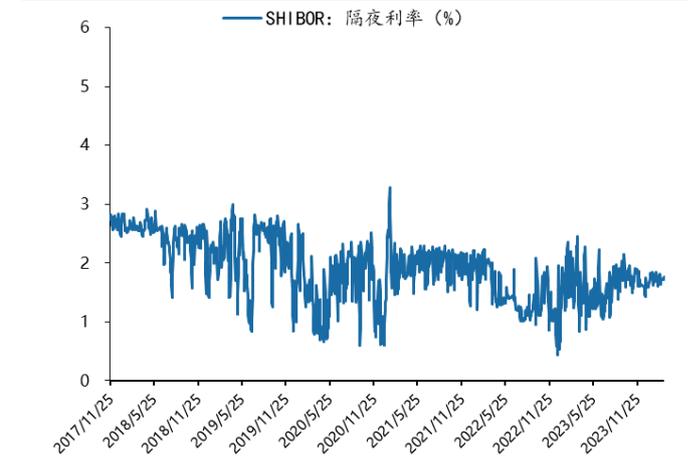
图 19: 同业存单发行与到期


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

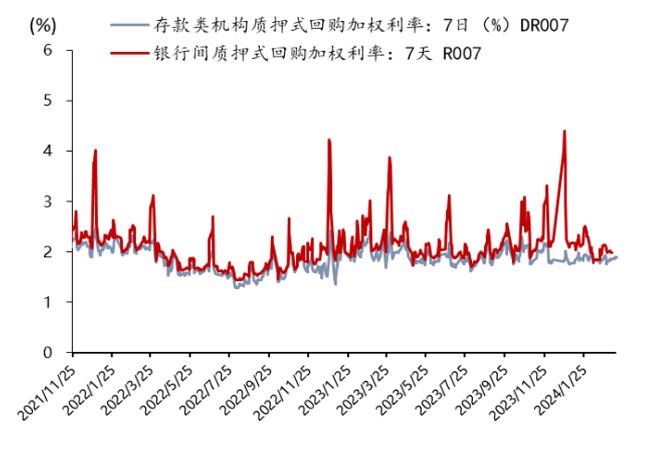
- **货币资金面:** 本周短端资金利率上行。5月加权平均银行间同业拆借利率 1.81%。本周银行间质押式回购利率 R001+7 bp 至 1.80%，R007 持平为 1.84%，DR007+3 bp 至 1.82%。SHIBOR 隔夜利率+8 bp 至 1.73%
- **债券利率方面,** 本周 1 年期国债收益率-2 bp 至 1.60%，10 年期国债收益率-3 bp 至 2.26%。

图 20: 加权平均利率


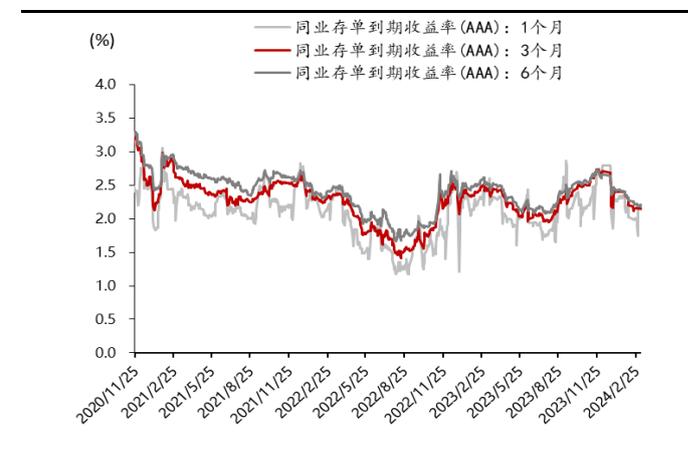
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 21: shibor 隔夜拆借利率


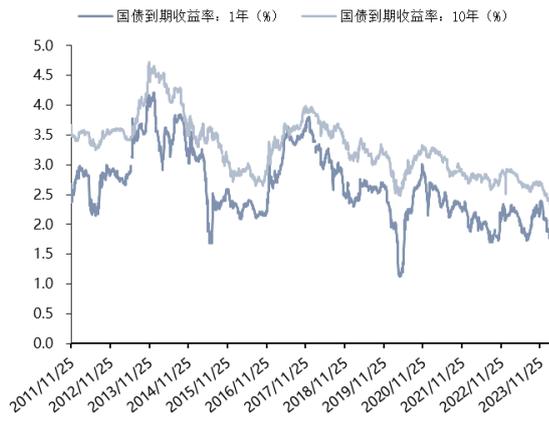
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 22: DR007 和 R007


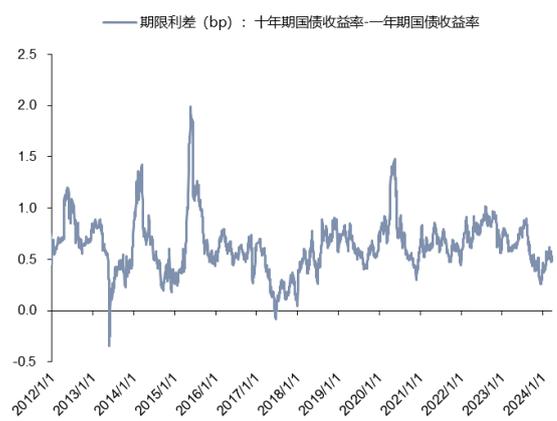
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

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：

6月14日，证监会就《香港互认基金管理规定（修订草案征求意见稿）》公开征求意见。本次规则修订拟从两方面进行优化，一是将互认基金内地销售比例限制由50%放宽至80%；二是允许香港互认基金投资管理职能转授予与管理人同集团的海外资产管理机构。（证监会）

6月14日，央行网站发文称，2024年4月，中国人民银行联合科技部等部门设立5000亿元科技创新和技术改造再贷款，其中1000亿元额度专门用于支持初创期、成长期科技型中小企业首次贷款，激励金融机构更大力度投早、投小、投硬科技。（券商中国）

6月14日，财政部首次发行50年期超长期特别国债，发行总额350亿元。由承销团进行竞争性招标后，本期国债票面利率确定为2.53%。本期国债为50年期固定利率付息债，自2024年6月15日开始计息，每半年支付一次利息，付息日为每年6月15日和12月15日。（央广资本眼）

保险：

6月12日，中国保险行业协会发布关于保险行业积极开展反保险欺诈工作的倡议书。各会员单位要建立健全反保险欺诈管理体系，建立风险评估、预警系统、实时监测、事后追责等流程，确保及时发现和处理欺诈行为。强化对各级机构、各部门、各环节的管理和监督，以定期召开联席会议的形式积极研判反保险欺诈相关问题，并融合日常工作开展相关研究，从源头上预防和减少欺诈行为的发生。（资料来源：财联社）

6月12日，部分保险公司为符合公司风险管控要求，将于6月30日正式停售3.0%的增额终身寿险，并将于7月1日上市预定利率2.75%的增额终身寿险，并且新产品已经报备成功。（资料来源：财联社 上证报）

6月13日，一家大型险企的银发产业私募股权投资基金（PE）即将成立。此前，中国人寿集团5月份发起设立总规模100亿元、首期规模50亿元的银发经济产业投资基金。近年来，险资充分发挥长期资金优势，助力养老产业发展，且正在进一步加大银发产业投资力度，今年以来有加速之势。（资料来源：财联社）

6月14日，国务院新闻办举行政策例行吹风会，国家卫生健康委副主任李斌介绍，要推进好“一老一小”相关改革工作。首先是提高老年人健康服务和管理水平，其次是加强服务体系建设。推动在价格和医保政策上加大老年健康服务的保障力度。（资料来源：财联社）

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。