



# 非银行金融行业跟踪：融券&转融券规模下降后对权益市场波动影响减弱，投资者信心有望持续修复

2024年6月20日

看好/维持

非银行金融

行业报告

**证券：**6月10日至6月14日一周市场日均成交额环比减少约170亿至0.75万亿；两融余额（6月14日）持平于1.5万亿。继新“国九条”颁布后，多部门就发展经济、优化资本市场的政策有序推出，房地产政策效果也有望逐步显现。在**稳定市场、保护消费者权益**层面，周日证监会在就融券和转融券相关情况答记者问时指出，经过对相关业务的严格监管，截至6月14日全市场转融券余额340亿元，较2月6日政策发布时下降536亿元，降幅61%，为今年以来最低水平，转融券余额占A股流通市值0.05%。未来还将持续加大行为监管和穿透式监管力度，对大股东、相关机构通过多层嵌套、融券“绕道”减持限售股等违法违规行，依法严肃查处。我们认为，随着余额的快速缩小，融券和转融券业务对市场波动的影响已经显著减弱，监管层维稳市场的举措已取得显著成效，后续将监管力度保持在较高水平有望从源头降低市场波动，保护投资者权益。而随着投资者信心逐步修复，权益市场企稳向好，监管对融券与转融券规模的限制或将有所松动。

我们认为，资本市场改革节奏和宏观经济复苏趋势将成为主导行业价值回归的核心因素，业务模式创新将为券商盈利增长开启想象空间，同时应重点关注政策边际变化。整体上看，**并购重组**仍是行业年内主线，我们更加看好行业内头部机构在中长期创新发展模式和外延式并购趋势下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股，此外**证券ETF**为板块投资提供了更多选择。

从中长期趋势看，除政策和市场因素外，有三点将持续影响券商估值：1.国企改革、激励机制的市场化程度；2.财富管理转型节奏和竞争者（如银行、互联网平台）战略走向；3.业务结构及公司治理能力、风控水平、创新能力。

**保险：**展望全年，我们预计2024年险企负债端将延续复苏势头。居民保险意识增强和消费复苏趋势不改，叠加资产保值增值需求提升和竞品吸引力下降，保险产品的整体需求仍在上升通道。且随着LPR的下调，存款利率继续下行是大概率事件，储蓄型险种的比较优势凸显。全年寿、财险有望协同发力，推动险企经营业绩修复。综合来看，考虑到负债端需求回暖，地产、非标等风险暂时无法量化且在房地产利好政策加速落地之下风险逐步有序释放，保险股的投资价值有望持续回归。需要注意的是，自2021年起涉及险企经营行为规范的监管政策频出，2022年以来政策推出频率进一步上升，可以预期监管政策仍是当前险企经营重要的影响因素。

**风险提示：**宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

未来3-6个月行业大事：

无

行业基本资料

占比%

股票家数	82	1.79%
行业市值(亿元)	54085.69	6.45%
流通市值(亿元)	41827.78	6.21%
行业平均市盈率	17.9	/

行业指数走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘嘉玮

010-66554043

liujw\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050001

## 1. 行业观点

### 证券：

6月10日至6月14日一周市场日均成交额环比减少约170亿至0.75万亿；两融余额（6月14日）持平于1.5万亿。继新“国九条”颁布后，多部门就发展经济、优化资本市场的政策有序推出，房地产政策效果也有望逐步显现。同时，扩大资本市场对外开放、加强沪深港互联互通的政策也在加速落地中。周五，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。我们认为，放宽销售限制有助于加强同一机构在内地与香港的协同销售，通过更具针对性的销售方式和有一定互补性的产品组合深度挖掘客户需求，进而增加财富管理业务收入。将管理职能转授予海外资产管理机构或有助于利用海外资产管理机构的市场影响力吸引并深度绑定客户，增强客户粘性；引入海外资管机构有望进一步丰富底层资产投向，提升投资回报率；与海外资管机构的深度合作亦有望将其先进资产管理理念引入，有助于提升内地与香港资管机构的资产管理能力。

在稳定市场、保护消费者权益层面，周日证监会就融券和转融券相关情况答记者问时指出，经过对相关业务的严格监管，截至6月14日全市场转融券余额340亿元，较2月6日政策发布时下降536亿元，降幅61%，为今年以来最低水平，转融券余额占A股流通市值0.05%。未来还将持续加大行为监管和穿透式监管力度，对大股东、相关机构通过多层嵌套、融券“绕道”减持限售股等违法违规行为，依法严肃查处。我们认为，随着余额的快速缩小，融券和转融券业务对市场波动的影响已经显著减弱，监管层维稳市场的举措已取得显著成效，后续将监管力度保持在较高水平有望从源头降低市场波动，保护投资者权益。而随着投资者信心逐步修复，权益市场企稳向好，监管对融券与转融券规模的限制或将有所松动。

此外我们看到，近期海外主流投行对内地和香港资本市场&房地产市场的观点更趋正面，有助于显著提升海内外各类投资者的风险偏好。结合国内更为积极的财政、货币政策支持，和二季度经济的持续复苏，“政策—宏观经济—资本市场—投资者”间的正循环有望加快形成，进而有效改善资本市场投资回报和证券公司中期业绩预期。

从投资角度看，当前行业核心关注点仍在财富管理主线和投资类业务在权益市场复苏中的业绩弹性，但考虑到市场近年来的高波动性和较为有限的风险对冲方式，财富管理&资产管理业务在提升券商估值下限的同时平抑估值波动的作用将不断提升此类业务在券商业务格局中的重要性。我们认为，资本市场改革节奏和宏观经济复苏趋势将成为主导行业价值回归的核心因素，业务模式创新将为券商盈利增长开启想象空间，同时应重点关注政策边际变化。整体上看，并购重组仍是行业年内主线，我们更加看好行业内头部机构在中长期创新发展模式和外延式并购趋势下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股，此外证券ETF为板块投资提供了更多选择。

从中长期趋势看，除政策和市场因素外，有三点将持续影响券商估值：**1.国企改革、激励机制的市场化程度；2.财富管理转型节奏和竞争者（如银行、互联网平台）战略走向；3.业务结构及公司治理能力、风控水平、创新能力。**整体上看，证券行业当前业务同质化仍较高，在马太效应持续增强的背景下，仅龙头的护城河有望持续存在并加深，资源集聚效应最为显著，进而有机会获得更高的估值溢价。故我们继续首推兼具beta和较高业绩增长确定性的行业龙头中信证券。近年来公司业务结构持续优化，不断向海外头部平台看齐，具备较强的前瞻性。在补充资本后经营天花板有望进一步抬升，大股东中信金控积极增持亦彰显信心，且华南

多家分公司管理框架调整后财富管理业务想象空间打开，我们坚定看好公司发展前景。公司当前估值仅1.07xPB，建议持续关注。

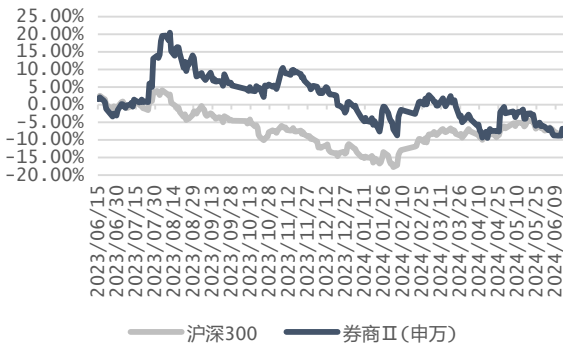
**保险：**

展望全年，我们预计 2024 年险企负债端将延续复苏势头。居民保险意识增强和消费复苏趋势不改，叠加资产保值增值需求提升和竞品吸引力下降，保险产品的整体需求仍在上升通道。且随着 LPR 的下调，存款利率继续下行是大概率事件，储蓄型险种的比较优势凸显。全年寿、财险有望协同发力，推动险企经营业绩修复。综合来看，考虑到负债端需求回暖，地产、非标等风险暂时无法量化且在房地产利好政策加速落地之下风险逐步有序释放，保险股的投资价值有望持续回归。需要注意的是，自 2021 年起涉及险企经营行为规范的监管政策频出，2022 年以来政策推出频率进一步上升，可以预期监管政策仍是当前险企经营重要的影响因素。

**2. 板块表现**

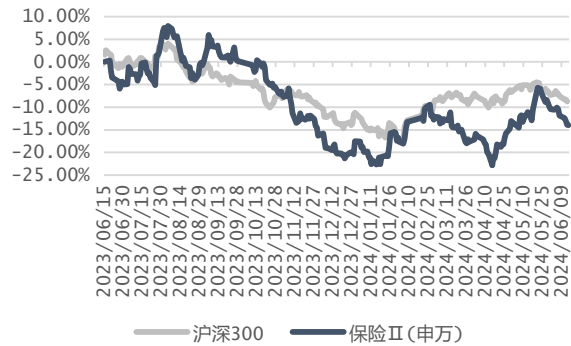
6 月 11 日至 6 月 14 日 4 个交易日非银板块上涨 1.20%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业 6/31；其中证券板块上涨 2.07%，跑赢沪深 300 指数 (-0.91%)；保险板块下跌 0.25%，跑赢沪深 300 指数。个股方面，券商涨幅前三分别为海通证券 (9.78%)、浙商证券 (6.52%)、信达证券 (6.35%)，保险公司涨跌幅分别为中国人寿 (1.36%)、中国太保 (1.13%)、新华保险 (-0.56%)、中国平安 (-0.59%)、中国人保 (-1.33%)、天茂集团 (-4.57%)。

图1：申万 II 级证券板块走势图



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

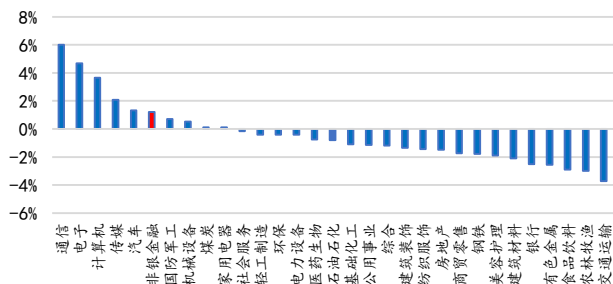
图2：申万 II 级保险板块走势图



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

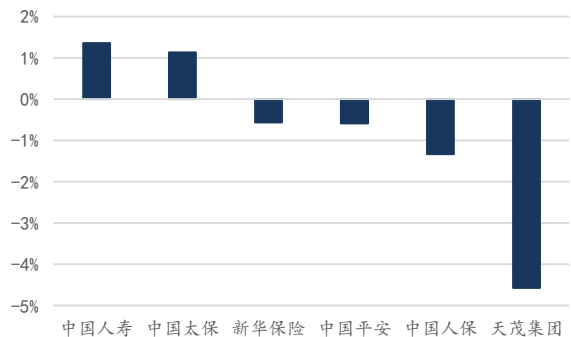
资料来源：

图3：申万 I 级行业涨跌幅情况



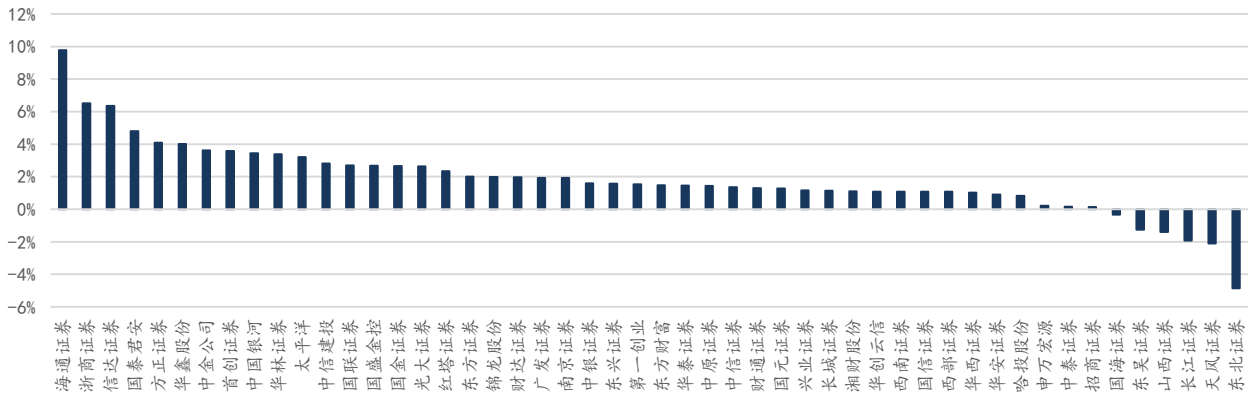
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：保险个股涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：证券个股涨跌幅情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 3. 风险提示：

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：多条监管细则落地，资本市场环境有望持续优化	2024-06-14
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：各类利好政策效果有望逐步显现，建议继续关注非银板块	2024-06-05
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：地产利好政策加速落地，险企投资端风险有望缓解	2024-05-21
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：上市券商监管加强，行业生态有望持续优化	2024-05-14
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：投资者风险偏好回升，非银板块估值修复有望持续	2024-05-07
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：金融行业做大做强预期不断提升，建议继续关注并购重组主线	2024-04-29
行业普通报告	证券行业：新“国九条”推动监管细化升级，资本市场生态望迎质变	2024-04-15
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：新“国九条”及配套政策有望加快资本市场各参与主体正循环的形成	2024-04-15
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：建议继续关注行业政策的边际变化	2024-04-08
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：投资类业务表现仍是当前行业业绩的主导因素	2024-04-01

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，八年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：  
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：  
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层	福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526