

## 非银金融行业周报（7.1-7.5）

### 华福非银周报：央行为稳定利率开展国债借入操作，新公司法实施助力资本市场健康发展

#### 本周观点：

保险方面，当前各险企为管控负债成本，降低利差损风险，逐步自发性调降产品预定利率，预计行业整体负债成本将得到充分管控，同时在央行开展国债借入操作背景下，长端利率预计逐步企稳回暖，高弹性保险板块估值持续回升。券商方面，新公司法正式实施，上市公司质量将持续得到提升，推动资本市场长期健康发展，同时公募降佣政策正式实施，研究业务加速转型，将通过打造差异化投研服务以增厚收益表现。

非银板块建议关注：中国太保、新华保险。

#### 核心数据追踪：

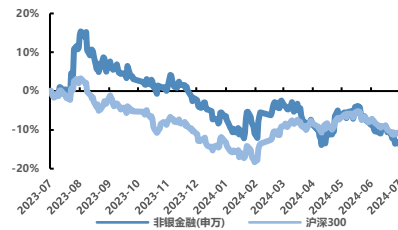
- 经纪业务：本周日均股基成交额7261亿，环比-7.1%；年初至今日均股基成交额9608亿，同比-8.9%。
- 融资融券：截至7月4日，两市两融余额为1.4741万亿，较前周-0.86%，较年初-11.0%；目前两融余额占流通市值比例为2.38%，较年初-0.24pct。
- 投行业务：本周2单IPO上市，募集资金13.42亿；年初至今IPO规模338.36亿。
- 公募基金：上周新成立权益基金11只；2024年前二十五周新成立权益基金规模1022.60亿。
- 国债收益率：截至7月5日，中债国债10年期到期收益率为2.28%，较上周+7bps，较年初-28bps；十年期国债750移动平均为2.70%，较上周-1bps，较年初-14bps。
- 板块估值：截至7月5日，券商板块PB（LF）0.96x，位于2018年以来0.0%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的PEV估值分别为0.57、0.45、0.45、0.32，分别处于自2012年来的2.66%、1.48%、11.75%、7.14%分位数。

#### 风险提示：

- 经济复苏不及预期；长端利率持续下行

### 强于大市（维持评级）

#### 一年内行业相对大盘走势



#### 团队成员

分析师 周颖婕  
 执业证书编号：S0210523090002  
 邮箱：zyj30302@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 1、《华福非银周报：各险企跟进中期分红，股息率预期持续向好》—2024.06.30



## 正文目录

1、本周观点 .....	3
2、核心数据 .....	5
3、板块估值 .....	6
4、风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1: 日均股基成交额 (亿元) .....	5
图 2: 沪深两融余额 (亿元) .....	5
图 3: IPO、再融资规模 (亿元) .....	5
图 4: 权益基金新发规模 (亿元) .....	6
图 5: 中债国债到期收益率 .....	6
图 6: 中债国债到期收益率 750 日移动平均曲线.....	6
图 7: 券商板块估值情况 .....	7
图 8: 保险板块估值情况 .....	7
表 1: 指数涨跌情况 .....	6

## 1、本周观点

**保险：1) 保险行业消保公约发布，引导险企规范健康发展。**7月5日，中国保险行业协会发布《保险行业消费者权益保护自律公约》。该公约从服务行为管理、消费者信息安全保护、消费者教育、纠纷化解等方面制定了一系列规范。《自律公约》作为保险行业消保领域首部纲领性自律规范，是行业消保工作的基本要求与示范指南，也是今后做好消保工作的评价准则。

我们认为《自律公约》将显著提升保险公司的自律管理水平，规范市场行为。服务行为管理方面，公约要求险企应确保服务质量，避免不正当竞争。销售行为规范方面则要求风险匹配与行为自律并重，销售过程中应充分考虑消费者的实际需求和风险承受能力。公约在促进保险业消费者保护的同时，有望促进险企与投保人互信建立，促进险企发展。

**2) 部分险企停售 3.0 产品，负债端成本进一步下降。**部分保险公司已于6月30日正式停售 3.0%的增额终身寿险，并于7月1日上市预定利率 2.75%的产品。此次预定利率下调未受监管要求的窗口指导或通知，为部分保险公司自主调整。但部分增额终身寿险产品仍保持 3.0%的预定利率，如长城人寿、太保寿险均有预定利率 3.0%的增额终身寿险产品在保险中介渠道销售。此外，7月3日，有保险公司近期备案的个别保险产品预定利率仅有 1.75%。

预定利率的下调将进一步降低各险企负债端成本，降低利差损风险，中长期需求依旧旺盛。我们预计预定利率的下调将不会大幅影响险企负债端销售，消费者中长期储蓄需求将不会发生变化，新单增速将延续较高水平；当前监管仍着重关注各险企资产负债匹配管理，近年来在权益市场波动加剧、资本市场承压背景下，各险企投资收益及再配置压力加剧，如何覆盖存量高预定利率保单的高负债成本成为着重考虑因素。近年来预定利率的持续下调将有助于各险企负债成本的压降，减弱资产端投资压力，长期利差损风险有望得到进一步管控。

**3) 截至7月5日，国寿、平安、太保、新华的 PEV 估值分别为 0.57、0.45、0.45、0.32，均处于历史低位。当前在政策推动下，长端利率有望逐步企稳回升（央行决定面向一级交易商开展国债借入操作，以保持收益率曲线长端向上），利于缓解固收类资产投资收益压力，中长期利好险企利润端；同时负债端预定利率预计进一步下调，各险企刚性负债成本有望进一步压降，行业整体利差损风险将逐步减弱，保险估值有望持续回暖提升。**

**券商：1) 新公司法施行，助力资本市场健康发展：**7月1日起，新公司法正式施行。新公司法在完善公司资本制度，优化公司治理结构，加强中小股东权益保护、强化控股股东、实际控制人和董监高责任等方面做出了修订。

我们认为新公司法进一步规范“关键少数”行为，增强公司信息公开程度，有利于资本市场长期健康发展。在控制层行为规范方面，新公司法加强对董监高关联交易的规范，新增关联交易报告义务和回避表决规则。此外，新引入“事实董事”“影子董事”制度，明确“双控人”义务以及作为“影子董事”的责任。在投资者知情权方面，新公司法扩大股东查阅材料的范围，允许股份有限公司符合条件的股东查阅会计账簿和会计凭证，新增允许股东查阅、复制全资子公司相关材料等。

**2) 央行面向一级交易商开展国债借入操作，意在增加长期国债供给以抬高收益率：**  
7月1日，中国人民银行公开市场业务操作室发布公告称，为维护债券市场稳健运行，在对当前市场形势审慎观察、评估基础上，人民银行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。截至7月5日，央行已与几家主要金融机构签订了债券借入协议。目前已签协议的金融机构可供出借的中长期国债有数千亿元，将采用无固定期限、信用方式借入国债，且将视债券市场运行情况，持续借入并卖出国债。

我们认为央行主动借入国债意在抬高长端收益率，稳定市场情绪以及与美利差。上半年央行已多次提示长债利率偏低风险，6月央行会议便指出，要加大已出台货币政策实施力度，保持流动性合理充裕，会通过预期管理或是国债买卖操作等方式引导长端利率上行。本次接入操作将通过借券到二级市场卖出，影响债券二级市场供求关系，引导长债利率逐步企稳回升。从成效来看，7月5日10/30年国债收益率为2.28/2.51%，环比上涨7/8bp。另一方面，抬高长期利率可以降低与美利差，抑制资本外流以稳定汇率。

**3) 公募降佣开始实施，研究所加速转型：**7月1日起，《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》正式实施。《规定》主要包括四方面核心内容，一是调降基金股票交易佣金费率；二是降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限；三是全面强化基金管理人、证券公司相关合规内控要求；四是明确基金管理人层面交易佣金信息披露内容和要求。

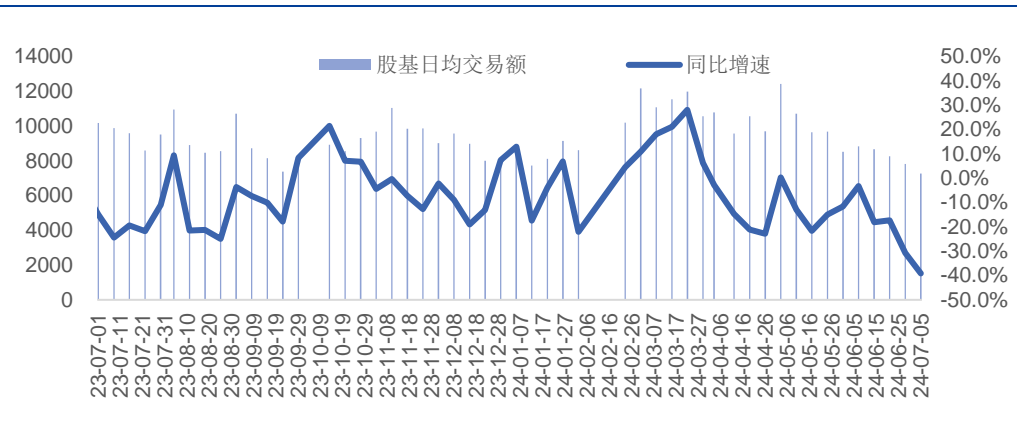
我们认为规定将促进研究所进行业务拓展。规定预计会降低券商研究所的佣金收入，可以通过拓展覆盖市场、品类、主题等方式来拓宽研究广度和深度，打造差异化的投研服务来应对。同时，通过协同财富管理、IT等部门，为基金公司提供综合金融服务，以豁免佣金分配比例上限规定，延伸公募产业链条，增厚综合服务收益。

非银板块建议关注：中国太保、新华保险。

2、核心数据

经纪业务:本周日均股基成交额 7261 亿,环比-7.1%;年初至今日均股基成交额 9608 亿,同比-8.9%。

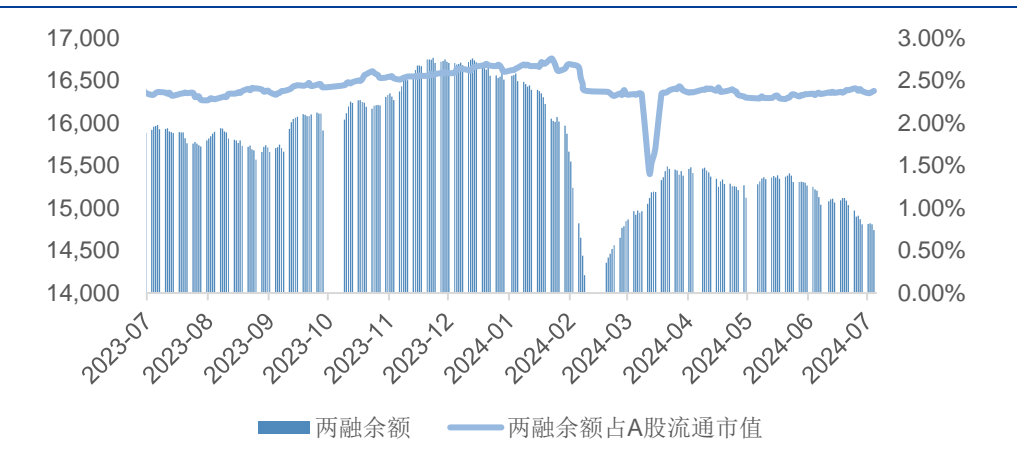
图 1: 日均股基成交额 (亿元)



数据来源: wind、华福证券研究所

融资融券:截至 7 月 4 日,两市两融余额为 1.4741 万亿,较前周-0.86%,较年初-11.0%;目前两融余额占流通市值比例为 2.38%,较年初-0.24pct。

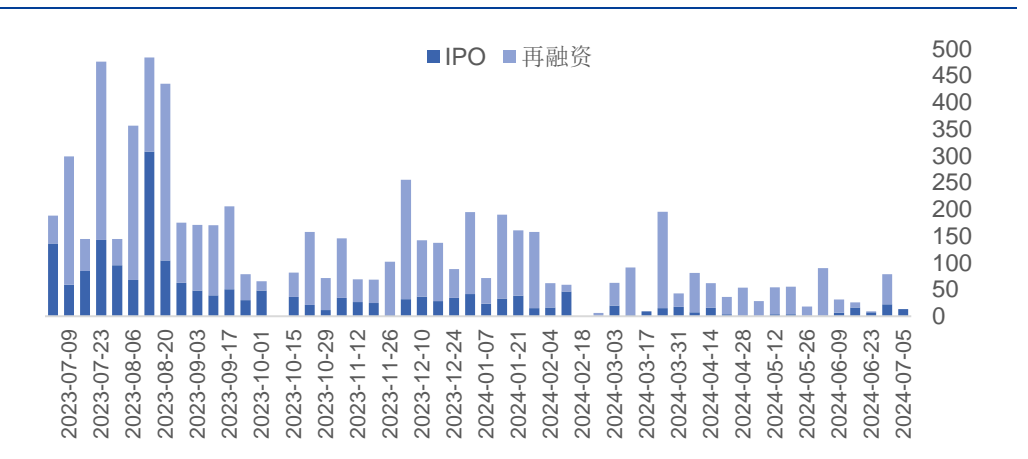
图 2: 沪深两融余额



数据来源: wind、华福证券研究所

投行业务:本周 2 单 IPO 上市,募集资金 13.42 亿;年初至今 IPO 规模 338.36 亿。

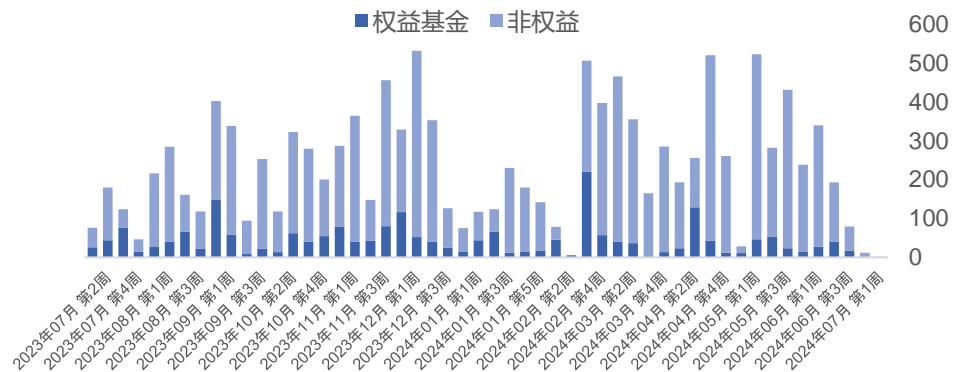
图 3: IPO、再融资规模 (亿元)



数据来源: wind、华福证券研究所

公募基金：本周新成立权益基金 11 只；2024 年前二十五周新成立权益基金规模 1022.60 亿。

图 4：权益基金新发规模（亿元）



数据来源：wind、华福证券研究所

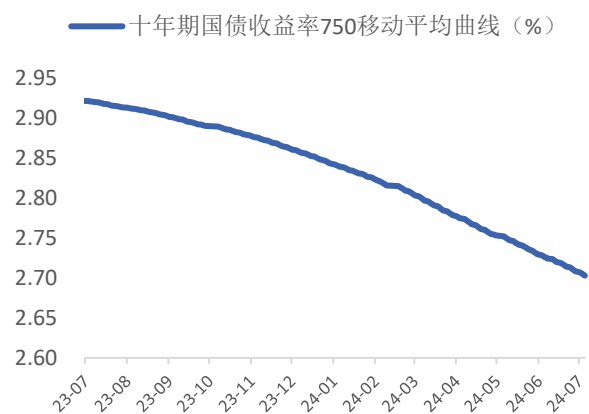
国债收益率：截至 7 月 5 日，中债国债 10 年期到期收益率为 2.28%，较上周+7bps，较年初-28bps；十年期国债 750 移动平均为 2.70%，较上周-1bps，较年初-14bps。

图 5：中债国债到期收益率



数据来源：wind、华福证券研究所

图 6：中债国债到期收益率 750 日移动平均曲线



数据来源：wind、华福证券研究所

### 3、板块估值

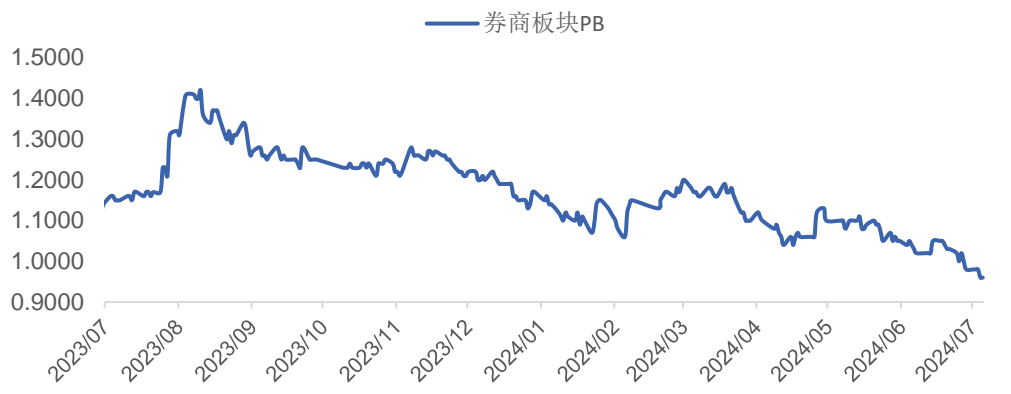
截至 7 月 5 日，券商板块 PB (LF) 0.96x，位于 2018 年以来 0.0%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的 PEV 估值分别为 0.57、0.45、0.45、0.32，分别处于自 2012 年来的 2.66%、1.48%、11.75%、7.41%分位数。

表 1：指数涨跌情况

指数	周涨幅	本月涨幅	本年涨幅
沪深 300	-0.88%	-0.88%	0.00%
上证指数	-0.59%	-0.59%	-0.84%
深证成指	-1.73%	-1.73%	-8.71%
创业板指	-1.65%	-1.65%	-12.47%
科创 50	-1.86%	-1.86%	-17.98%
非银金融	-1.47%	-1.47%	-9.92%
券商指数	-1.95%	-1.95%	-15.07%
保险指数	-0.67%	-0.67%	3.61%

数据来源：wind、华福证券研究所

图 7：券商板块估值情况



数据来源：wind、华福证券研究所

图 8：保险板块估值情况



数据来源：wind、华福证券研究所

#### 4、风险提示

经济复苏情况不及预期；长端利率持续下行

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

### 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn