



非银行金融行业跟踪：暂停转融券&提高融券保证金，监管呵护市场步履不停

2024年7月17日

看好/维持

非银行金融

行业报告

证券：7月8日至7月12日一周市场日均成交额环比增加约830亿至0.69万亿；两融余额（7月12日）降至1.46万亿。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。7月10日，证监会批准暂停转融券业务，提高融券保证金比例，进一步强化融券逆周期调节。同日，证监会有关部门负责人就程序化交易监管进展情况答记者问。我们认为，此次监管层就资本市场，特别是中小投资者最为关切的转融券业务和程序化交易提出更为严格的监管要求，是积极呵护中小投资者权益，提升中小投资者获得感，降低市场波动的举措。减少可能涉及做空的力量，打击违法违规行，有助于推动市场形成上涨合力，配合“新国九条”等重要监管举措，资本市场环境有望得到持续优化，进而推动中长期价值投资资金进场交易。

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：

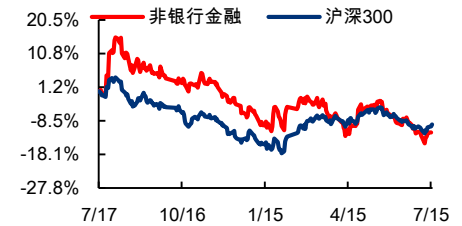
无

行业基本资料

占比%

股票家数	82	1.79%
行业市值(亿元)	51518.79	6.29%
流通市值(亿元)	39789.37	6.07%
行业平均市盈率	17.03	/

行业指数走势图



资料来源：同花顺、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

融券：

7月8日至7月12日一周市场日均成交额环比增加约830亿至0.69万亿；两融余额（7月12日）降至1.46万亿。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。7月10日，证监会批准暂停转融券业务，提高融券保证金比例，进一步强化融券逆周期调节。我们看到，近年来权益市场波动持续增大，赚钱效应显著减弱，投资者情绪陷入低谷，交易活跃度亦受到较大影响。针对上述情况，监管层已先后提出多项政策举措，包括限制战略投资者配售股份出借，上调融券保证金比例，降低转融券市场化约定申报证券划转效率，暂停新增转融券规模等；同步要求证券公司加强对客户交易行为的管理，持续加大对利用融券交易实施不当套利等违法违规行为的监管执法力度。根据证监会数据，自2023年8月严监管政策陆续推出以来，截至2024年6月底，融券、转融券规模累计下降64%、75%。融券规模占A股流通市值约0.05%，每日融券卖出额占A股成交额的比例由0.7%下降至0.2%，对市场的影响明显减弱。但从近期较为低迷的权益市场表现来看，政策呵护市场的效果尚未得到充分体现，维护中小投资者的重要政策目标还未达到。基于此，在前期持续压降融券、转融券规模的基础上，证监会进一步加大政策力度，依法批准暂停转融券业务，新政自2024年7月11日起实施。其中，存量转融券合约可以展期，但不得晚于9月30日了结。同时，批准证券交易所将融券保证金比例由不得低于80%上调至100%，私募证券投资基金参与融券的保证金比例由不得低于100%上调至120%，自2024年7月22日起实施。

同日，证监会有关部门负责人就程序化交易监管进展情况答记者问。相较之下，证监会加强对程序化交易的管理，特别体现了对中小投资者的呵护。程序化交易追求实现最优成交价格，通过设定好的程序推动最优交易的达成，和中小投资者在信息获取、交易实时性和优先度等方面存在一定差异，在一定程度上降低了市场公平。而一般机构投资者在交易层面的劣势较小。根据证监会数据，年初以来证券市场程序化交易总体稳中有降，交易行为出现一些积极变化。截至6月末，全市场高频交易账户1600余个，年内下降超过20%，触及异常交易监控标准的行为在过去3个月下降近6成。下一步，证监会主要从五个方面加强对程序化交易的监管，包括：1.指导证券交易所尽快出台程序化交易管理实施细则；2.指导证券交易所尽快公布和实施程序化异常交易监控标准；3.抓紧制定发布北向资金程序化交易报告指引，对北向投资者适用与境内投资者相同的监管标准；4.明确高频量化交易差异化收费安排，对高频量化交易额外收取流量费、撤单费；5.持续强化交易行为监测监管，从严打击违法违规行为。

我们认为，此次监管层就资本市场，特别是中小投资者最为关切的转融券业务和程序化交易提出更为严格的监管要求，是积极呵护中小投资者权益，提升中小投资者获得感，降低市场波动的举措。减少可能涉及做空的力量，打击违法违规行为，有助于推动市场形成上涨合力，配合“新国九条”等重要监管举措，资本市场环境有望得到持续优化，进而推动中长期价值投资资金进场交易。

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，和年初以来经济的持续复苏，“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1.08xPB，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

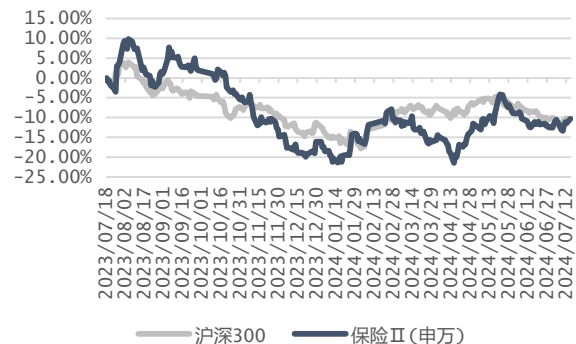
7月8日至7月12日5个交易日非银板块上涨1.48%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业7/31；其中证券板块上涨0.75%，跑输沪深300指数（1.20%）；保险板块上涨3.24%，跑赢沪深300指数。个股方面，券商涨幅前三分别为红塔证券（6.02%）、招商证券（3.65%）、中信证券（3.09%），保险公司涨跌幅分别为中国人寿（5.17%）、中国平安（3.79%）、新华保险（3.60%）、中国人保（2.90%）、中国太保（-0.89%）、天茂集团（-1.70%）。

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

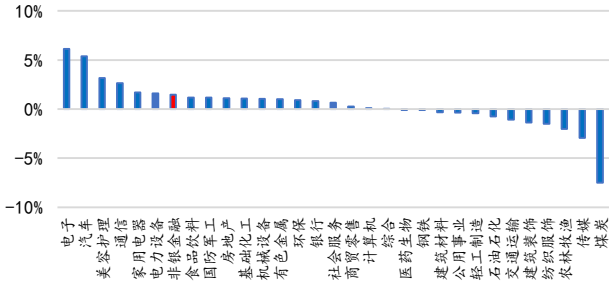
图2：申万Ⅱ级保险板块走势图



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

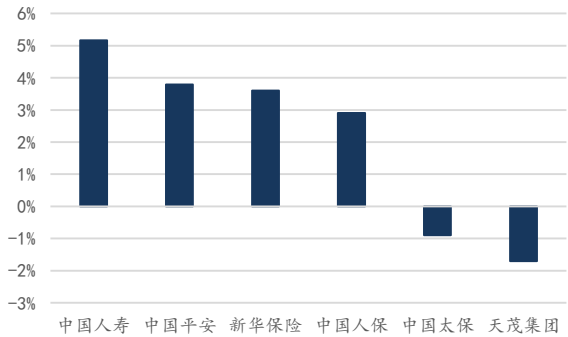
资料来源：

图3：申万 I 级行业涨跌幅情况



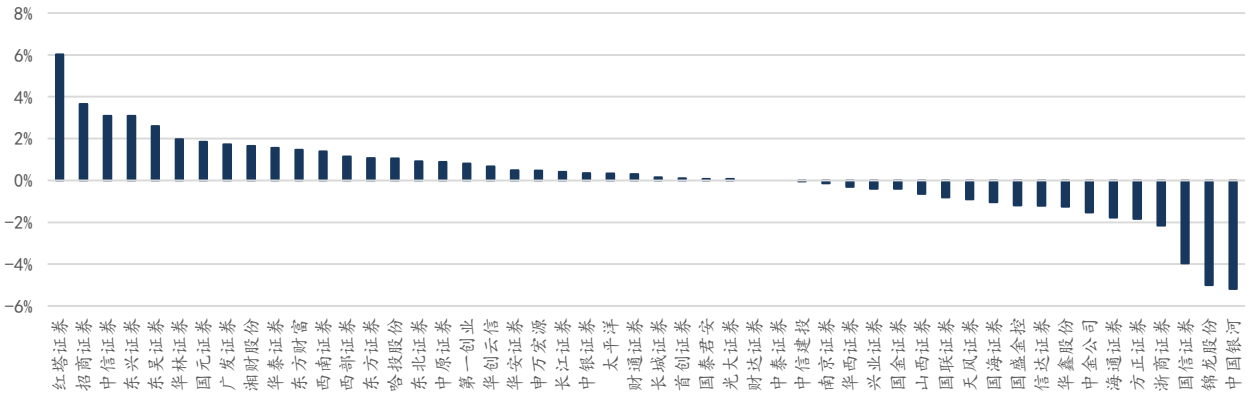
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

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	证券行业：多措并举降低市场波动，监管新政提振投资者信心	2024-07-11
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：强监管&推动发展新质生产力，资本市场环境有望持续优化	2024-07-11
行业普通报告	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	2024-06-20
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

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，九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

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526