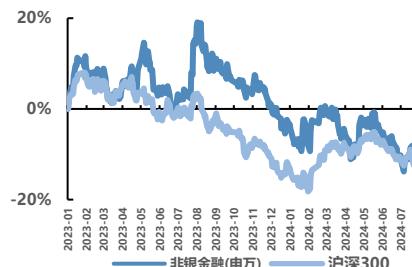


非银金融行业周报（7.22-7.26）

华福非银周报：央行推出降息“组合拳”，预定利率或迎新调降。

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



本周观点：

保险方面，预定利率的预期调降将部分改变各险企产品格局，未来分红险、健康险销售占比有望提升，负债成本将得到有利管控，进一步缓解投资端压力，利差损风险正逐步减弱。券商方面，央行推出降息“组合拳”，由短及长利率传导关系逐步理顺，利率市场化改革持续深入；融券新规落地，保证金比例上调，提高了融券交易门槛，有利于防范过度做空和恶意做空等业务风险，维护资本市场长期稳定发展。

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7480亿，环比-1.2%；年初至今日均股基成交额9318亿，同比-11.1%。
- 融资融券：截至7月25日，两市两融余额为1.4342万亿，较前周-0.40%，较年初-13.36%；目前两融余额占流通市值比例为2.37%，较年初-0.28pct。
- 投行业务：本周2单IPO上市，募集资金13.9亿；年初至今IPO规模360.26亿。
- 公募基金：本周新成立权益基金12只；2024年初至今权益基金规模1171.55亿。
- 国债收益率：截至7月26日，中债国债10年期到期收益率为2.19%，较上周-7bps，较年初-37bps；十年期国债750移动平均为2.69%，较上周-1bps，较年初-15bps。
- 板块估值：截至7月26日，券商板块PB(LF)1x，位于2018年以来1.1%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的PEV估值分别为0.58、0.45、0.46、0.32，分别处于自2012年来的3.83%、1.54%、11.86%、2.32%分位数。

风险提示：

- 经济复苏不及预期；行业监管趋严；长端利率持续下行

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：转融券按下暂停键，券商中期利润表现有所分化》—2024.07.14

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) 预定利率或迎新调降。据《中国证券报》消息，部分公司进行产品切换，其增额终身寿险产品将于 8 月底之前下架，分红险产品将于 9 月底之前下架。传统人身险产品预定利率或从 3% 降至 2.5%，分红险产品保证利率上限或从 2.5% 降至 2%，万能险产品保证利率上限或从 2% 降至 1.75%。

预定利率调降有望进一步压降险企负债成本，存款利率下调背景下储蓄险仍有竞争力。我们认为此次预定利率的调降或将影响各险企产品策略，当前以增额终身寿为主导的产品格局或将发生改变，分红险、健康险占比有望得到提升。同时随着银行存款利率的进一步下调（7 月 25 日六大行下调存款利率，三年/五年期存款利率分别调降至 1.75%/1.80%），储蓄险收益率未来仍有竞争力，预计销售端将持续旺盛。同时预定利率的调降意味着各险企负债成本的进一步降低，在当前投资端投资收益相对承压的背景下，有助于缓解利差损风险。

2) 中共中央：全面取消在就业地参保户籍限制，加快发展多层次多支柱养老保险体系。《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》指出，健全灵活就业人员、农民工、新就业形态人员社保制度，扩大失业、工伤、生育保险覆盖面，全面取消在就业地参保户籍限制，完善社保关系转移接续政策；加快发展多层次多支柱养老保险体系，扩大年金制度覆盖范围，推行个人养老金制度，发挥各类商业保险补充保障作用；鼓励和引导企业等社会力量积极参与，推进互助性养老服务，促进医养结合，加快补齐农村养老服务短板，改善对孤寡、残障失能等特殊困难老年人的服务，加快建立长期护理保险制度。

我们认为，随着就业地参保户籍限制取消以及养老保险体系的完善，商业养老保险或迎发展新机遇。近年来，我国人口老龄化程度不断加深，养老压力增大，早在“十四五”规划纲要中便已明确发展多层次、多支柱养老保险体系，提高企业年金覆盖率，规范发展第三支柱养老保险。随着居民养老需求的日益加大，在推行个人养老金制度、发挥商业保险补充保障作用等顶层设计的加持下，商业保险大有可为，同时为进一步提升普惠民生保障水平，商业保险还需提供多元风险管理服务，开拓普惠保障领域新业务，助力织密社会保障网，发挥保险业经济减震器和社会稳定器的功能。我们预计随着个人养老金制度发展、险企“资负匹配”，保险产品和服务体系的专业性和多样性将进一步完善，险企延续回升向好态势。

3) 截至 7 月 26 日，国寿、平安、太保、新华的 PEV 估值分别为 0.58、0.45、0.46、0.32，均处于历史低位。当前在央行一系列降息政策推动下，投资收益率有望逐步企稳回升，缓解固收类资产投资收益压力，中长期利好险企利润端；同时在负债端，预定利率或迎新降，企业负债端成本压力得到缓解，行业整体利差损风险将逐步减弱，保险估值有望回升向好。

券商：1) 央行推出降息“组合拳”。7 月 22 日早间，央行公告，为优化公开市场操作机制，从即日起，公开市场 7 天期逆回购操作调整为固定利率、数量招标。同时，为进一步加强逆周期调节，加大金融支持实体经济力度，即日起，公开市场 7 天期逆回购操作利率由此前的 1.80% 调整为 1.70%。7 月 25 日，人民银行发布公告称，为维护月末银行体系流动性合理充裕，当日以固定利率、数量招标方式开展 2351 亿元逆回购操作，操作利率为 1.70%。此外，以利率招标方式开展 2000 亿元 MLF 操作，操作利率为 2.30%，较前次下调 20 个基点。

我们认为央行正在逐步理顺由短及长利率传导关系，利率市场化改革持续深入。随着 7 天期逆回购操作利率、中期借贷便利（MLF）利率的接连下调，“淡化 MLF 政策利率色彩”信号持续释放，我国贷款利率已连创历史新低，反映了央行意在减少企业融资成本，缓解金融机构流动性需求，助力金融服务实体经济提质增效，支持实体经济企稳回升。我们认为央行降息可能是由于当前实际利率偏高同时投资收益率持续走低，抑制经济高质量发展，预计随着利率市场化改革向纵深推进，LPR 和 MLF 或将加快脱钩，利率调控传递路径和传导效率将持续优化，进一步巩固经济回升向好态势。

2) 融券新规落地。7 月 10 日，沪深交易所发布通知称，为加强融券逆周期调节，经中国证监会批准，沪深交易所就调整融券交易保证金比例作出了安排：投资者融券卖出时，融券保证金比例不得低于 100%。其中，投资者为私募证券投资基金的，融券卖出的融券保证金比例不得低于 120%。此次通知实施前尚未了结的融券合约，融券保证金比例要求仍按照原规定执行，其展期适用通知的要求。通知自 2024 年 7 月 22 日起施行。各市场参与人应当根据通知要求认真做好相关业务和技术系统准备，确保业务平稳运行。

我们认为，融券保证金比例上调，提高了融券交易门槛，短期融券成本将承压，但有利于防范过度做空和恶意做空等业务风险，维护资本市场长期稳定发展。根据交易所的部署，本周一开始融券保证金比例上调，投资者融券卖出时，融券保证金比例不得低于 100%，私募这一比例不得低于 120%（此前两者的比例分别为 80%、100%）。据 Wind 数据显示，融券新规落地当天，融资融券余额仅为 14423.99 亿元，环比-0.96%，较年初-12.87%，其中融券余额仅为 279.08 亿元，环比-7.68%，较年初-60.35%。我们认为融券保证金比例上调降低了进行杠杆操作的能力，可能导致投资者在进行融券交易时的资金成本增加，或者限制其进行这类交易的数量和频率，同时券商对融资融券业务的风险态度将更为谨慎，需要根据新的融券保证金比例规定调整其资金成本和风险管理策略。

3) 高频量化交易费率或升 10 倍。近日市场消息指出“高频交易买卖费用从当前每笔 0.1 元提升至 1 元”。同时有头部量化私募高管透露，近期监管针对高频量化交易差异化收费安排开会征求了意见，其中提及了如果被认定为高频交易，则流量费每笔委托（不含撤单）费用从 0.1 元升至 1 元，每笔撤单费为 5 元。

降低高频交易或为未来长期趋势，有助于实现资本市场长期价值投资。若按照此内容执行，高频交易的成本极高，因此各家量化私募需确保不被认定为高频交易，即单个账户每秒申报、撤单的最高笔数不可达到 300 笔以上，单个账户单日申报、撤单的最高笔数也不能达到 20000 笔以上。对程序化交易实施全链条监管，将进一步引导量化机构完善内控合规体系建设，确保程序化交易系统的安全性和稳定性。同时在策略层面，量化机构未来将进一步降低交易频率，投资策略将向长线转移并专注于资本市场价值发现功能。

4) 锦龙股份转让东莞证券股份。7 月 26 日晚间，锦龙股份发布公告，公司拟通过上海联合产权交易所正式公开挂牌转让持有的东莞证券 3 亿股股份，占东莞证券总股本的 20%，挂牌底价为 22.72 亿元。与此同时，锦龙股份还披露，拟转让所持有的中山证券 67.78% 股权。交易已在上海联合产权交易所预挂牌，继续征寻标的股权意向受让方。

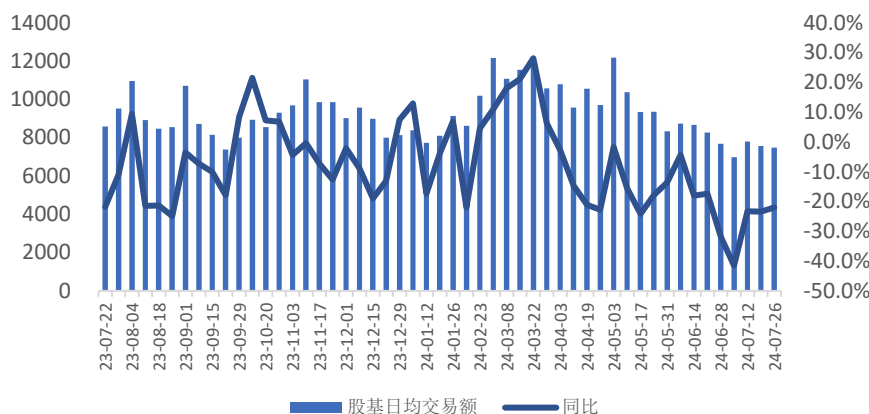
拟清仓转让两家券商股权，主要由于目前资产负债率较高，财务负担较重，相关交易是为了加大资金回笼规模，加快推进公司业务转型。2021 年至 2023 年，锦龙股份归母净利润分别亏损 1.31 亿元、3.92 亿元、3.84 亿元。公司上半年业绩预告显示，公司亏损 3790 万元至 7290 万元，亏损额较去年同期有所收窄。通过转让两家券商股权，将取得一定规模的回笼资金，用于偿还公司部分债务，可以降低公司负债、优化公司资本结构，有利于改善公司现金流等财务状况，提升公司盈利能力和抗风险能力。

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 7480 亿,环比-1.2%;年初至今日均股基成交额 9318 亿,同比-11.1%。

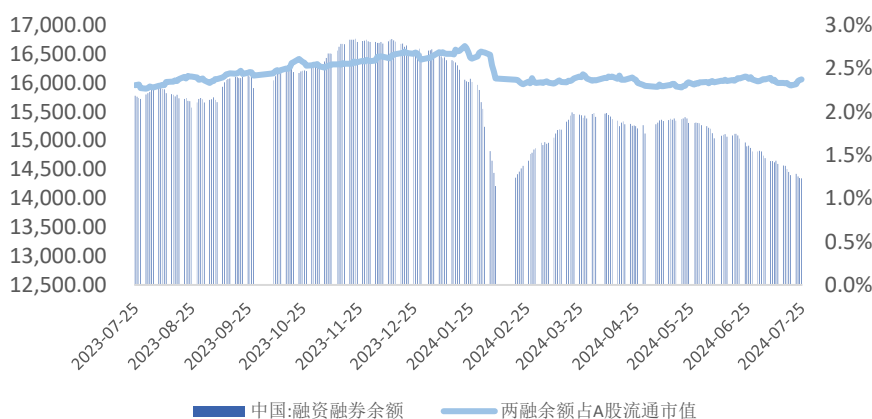
图 1: 日均股基成交额 (亿元)



数据来源: wind、华福证券研究所

融资融券:截至 7 月 25 日,两市两融余额为 1.4342 万亿,较前周-0.40%,较年初-13.36%;目前两融余额占流通市值比例为 2.37%,较年初-0.28pct。

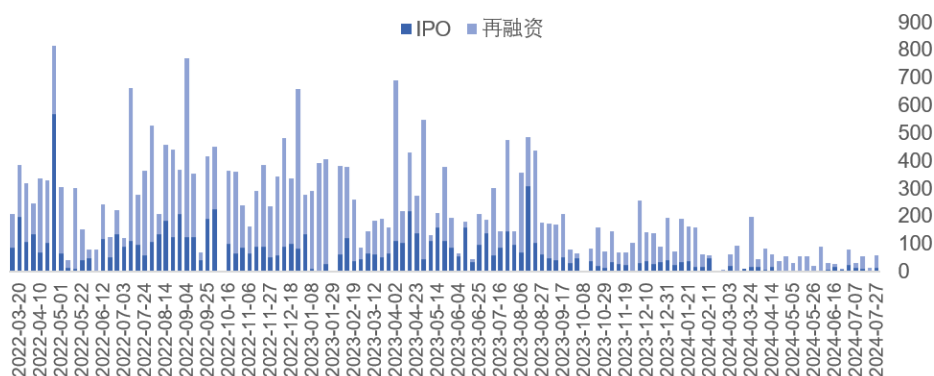
图 2: 沪深两融余额



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 13.9 亿;年初至今 IPO 规模 360.26 亿。

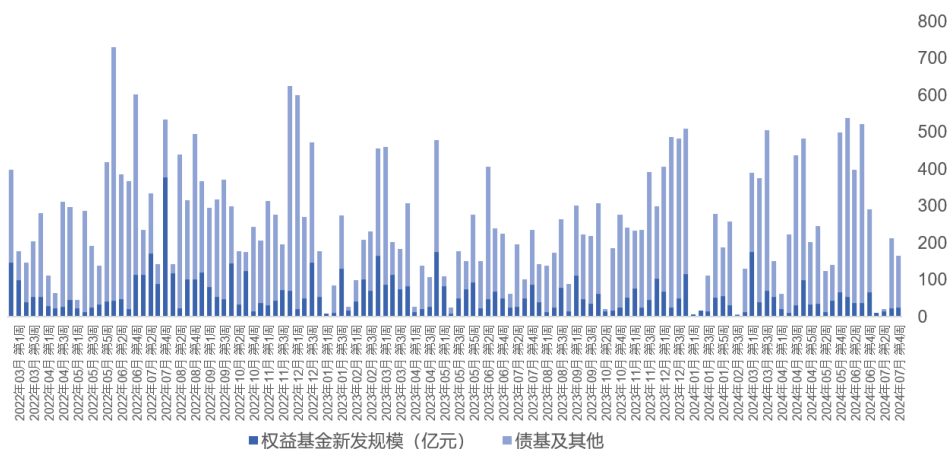
图 3: IPO、再融资规模 (亿元)



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 12 只；2024 年初至今权益基金规模 1171.55 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

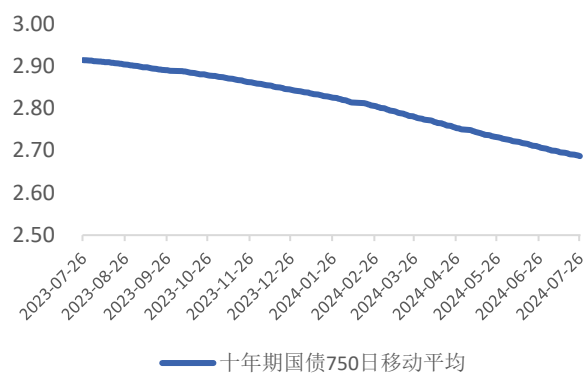
国债收益率：截至 7 月 26 日，中债国债 10 年期到期收益率为 2.19%，较上周-7bps，较年初-37bps；十年期国债 750 移动平均为 2.69%，较上周-1bps，较年初-15bps。

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 26 日，券商板块 PB (LF) 1x，位于 2018 年以来 1.1%分位数；保险方面，国寿、平安、太保、新华的 PEV 估值分别为 0.58、0.45、0.46、0.32，分别处于自 2012 年来的 3.83%、1.54%、11.86%、2.32%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	-3.67%	1.51%	-0.64%
上证指数	-3.07%	-2.58%	-2.82%
深证成指	-3.44%	-2.84%	-9.74%
创业板指	-3.82%	-1.42%	-12.26%
科创 50	-3.95%	1.09%	-15.51%
非银金融	-1.39%	1.13%	-7.55%
券商指数	-0.02%	2.07%	-11.59%
保险指数	-4.44%	-0.33%	3.96%

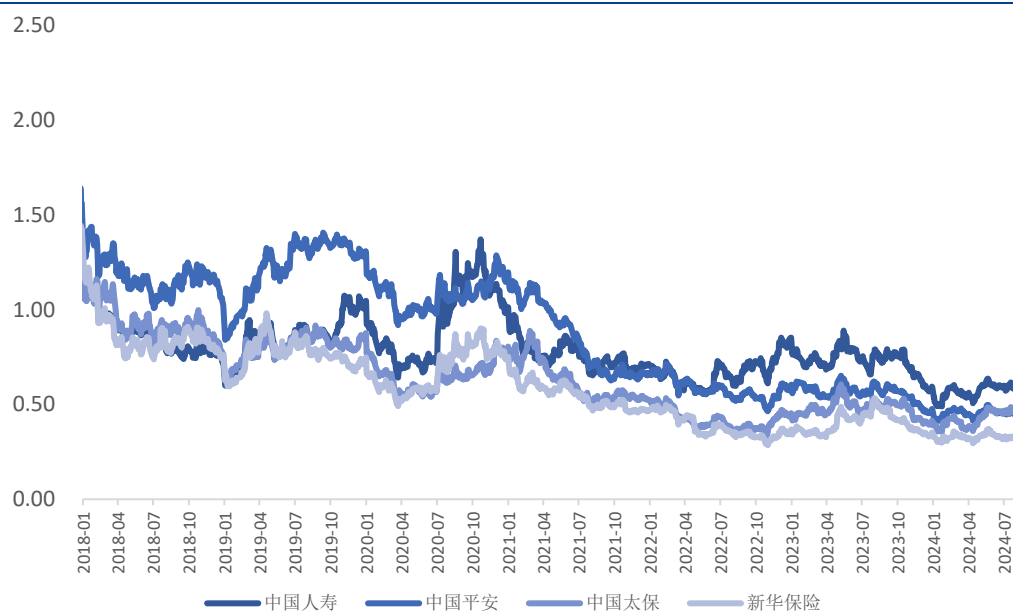
数据来源：wind、华福证券研究所

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；行业监管趋严；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。

投资评级说明

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