

曙光初具

——2024年中期非银金融投资策略暨资本市场资金供需分析

行业研究 · 深度报告

非银金融

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

联系人：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

- **整合成为行业Alpha来源。**行业整合对非银金融细分领域产生多重影响，表现在提升头部定价能力，化解尾部风险等：具体一是集中力量办大事，证券行业作为新型融资的引擎，通过加大直接融资，扶植新质生产力发展；二是有利于行业龙头定价，尤其是整合带来的集中度提升促进扶优去弱，三是有利于化解尾部风险，避免中小金融机构因流动性、资产质量等陷入经营危机。我国非银金融新一轮整合正在启动中，影响证券、保险乃至资管机构未来的发展格局。
- **增量长期资金成为市场Beta驱动力，险资入市确定性较强。**从宏观方面看，“财政扩张、央行扩表、海外宽松”有可能成为后续有利于经济稳增长的发展环境，从微观方面看，居民负债端规模扩张同时，负债成本持续下行，尤其是居民偏好负债端确定的长久期资管产品，保险负债端保持改善，这带来了资本市场增量资金，据测算险资及类险资每年增量资金约3000亿元。跟随OCI会计准则账户分类影响，险资入市有利于红利风格持续。
- **板块逻辑：**（1）**证券：**我们对行业维持“优大于市”评级。建议关注资本实力雄厚、机构业务发力的优质券商，推荐与股东协同加大、业务协同预期强的华泰证券、兴业证券。（2）**保险：**2024年上半年，人身险行业延续回调态势，渠道销售节奏调整叠加产品切换致使行业保费增速有所放缓。预计下半年随着代理人分级制度的逐步实施及银保渠道的回温，有望带动行业NBV的企稳。建议关注资产及负债端双向受益的中国财险，及人身险行业龙头中国人寿、中国太保。
- **风险提示：**政策不及预期、监管趋严、保险保费收入不及预期、投资收益承压等。

【 01 】 金融供给侧结构性改革进行

【 02 】 国九条下资本市场资金平衡

【 03 】 证券：整合成为行业主线

【 04 】 保险：产品调整与险资行为

经济步入成熟稳定发展阶段后社会金融需求结构性变化

➤ 经济处于不同发展阶段时，政府、企业、居民的行为有所不同，对应的金融机构扩张速度也有所不同。

图：经济处于不同发展阶段时的社会金融需求也不同

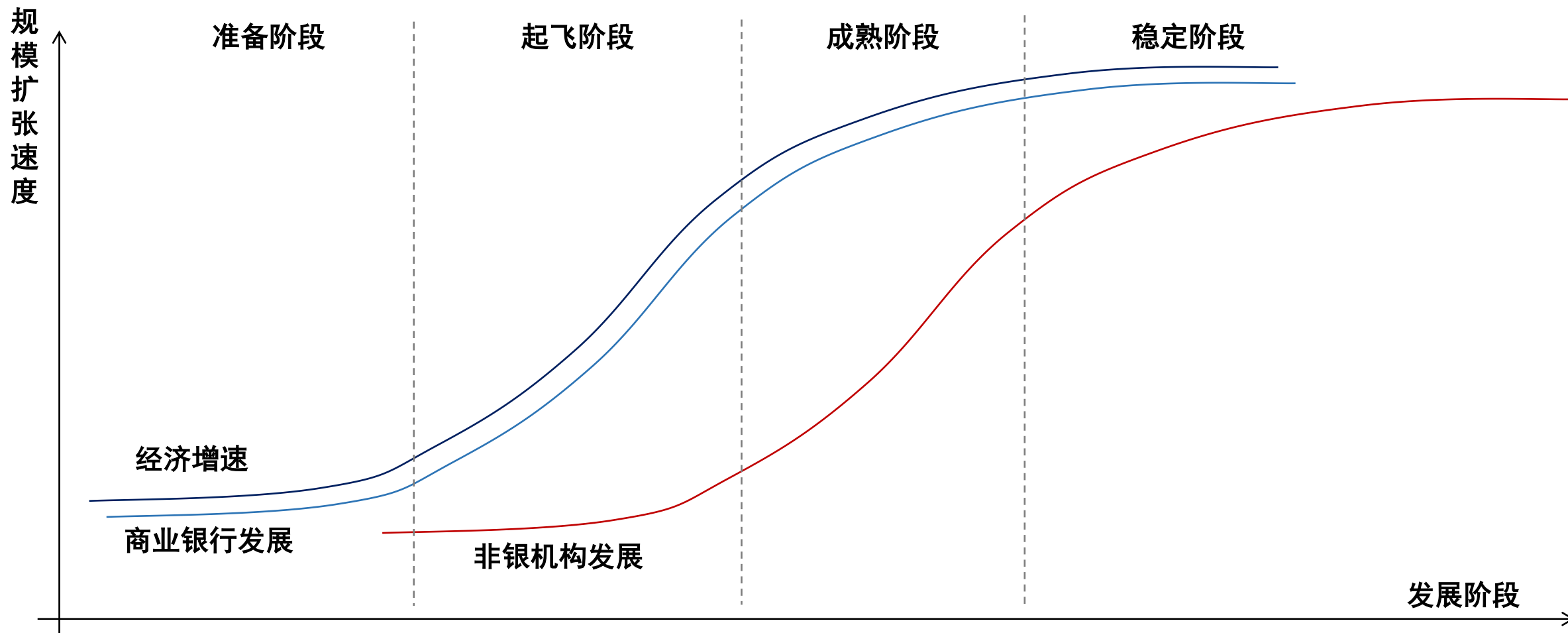
	准备阶段	起飞阶段	成熟阶段	稳定阶段
经济增速	较低	快速	增速下降	较低
政府行为	举债发力	持续举债	降低杠杆	达到均衡
企业行为	重工业	地产基建	产业转型	服务业、新技术
居民行为	基本保障	住房需求	中产崛起	财富管理
商业银行发展	开始起步	走向扩张	增速放缓	从企金到零售， 差异化服务客户
非银金融发展	需求未至	配合融资	走向扩张	定向服务 特定客户

资料来源：国家金融与发展实验室，国信证券经济研究所整理

非银金融机构发展在经济成熟阶段后

- 商业银行主要功能在于向实体提供融资，机构扩张节奏与经济增长基本一致。非银机构服务功能更趋多元，在居民财富管理、企业股权融资方面能提供差异化服务。由于居民财富积累和企业转型需要经济发展到一定阶段，故非银机构扩张时间稍稍滞后于商业银行机构。

图：非银金融机构发展在经济成熟阶段后

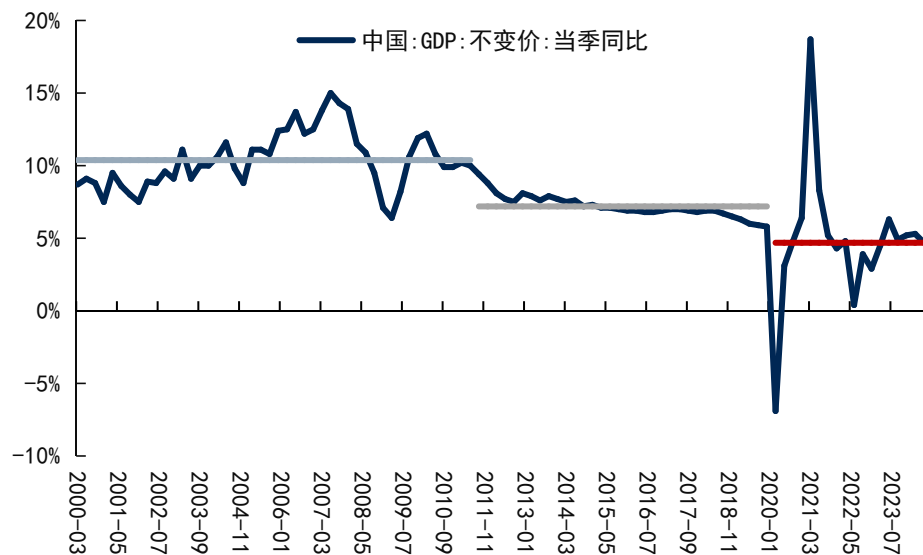


资料来源：国家金融与发展实验室，国信证券经济研究所整理

企业融资：GDP增速下台阶，信贷需求让位于股权融资

- 我国已度过经济高速增长期，在经济转型高质量发展的过程中，GDP增速呈现出逐步下台阶的趋势。
- 经济增速下降过程中，企业、居民等融资主体信贷需求下降。我国人民币贷款增速持续下行。

图：GDP增速下台阶



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

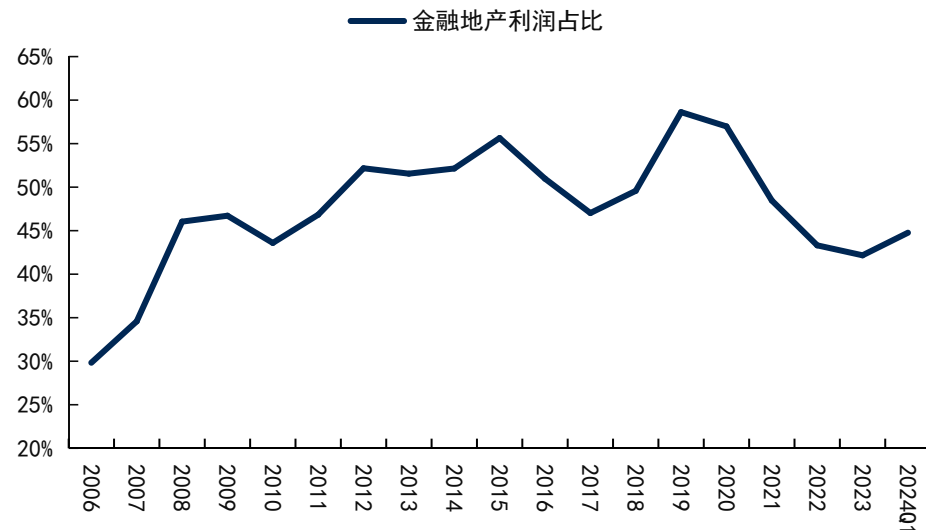
图：贷款增速持续下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

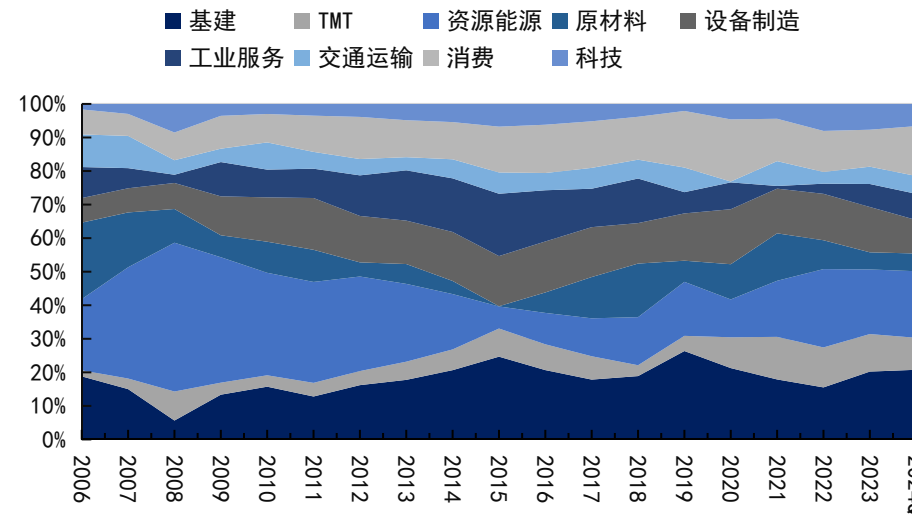
- 上市公司的利润结构发生着较深刻的变化。
- 金融地产行业的上市公司，合计利润占整体上市公司利润比重自2019年起下降。同时，TMT行业、科技行业、资源能源行业的利润占比提升幅度较明显。这些行业利润占比提升在于：1）国家产业政策支持，比如TMT行业就及科技行业；2）行业内上市数量增多，TMT行业最为明显；3）价格周期波动，资源能源行业最为明显。

图：金融地产上市公司利润占整体上市公司利润比重下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

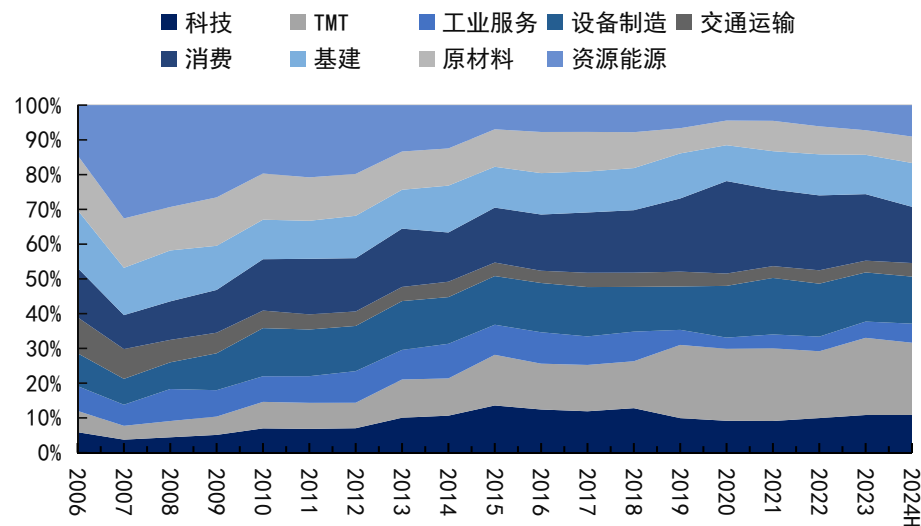
图：非金融企业中TMT、设备制造、消费、科技等上市公司利润占比提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

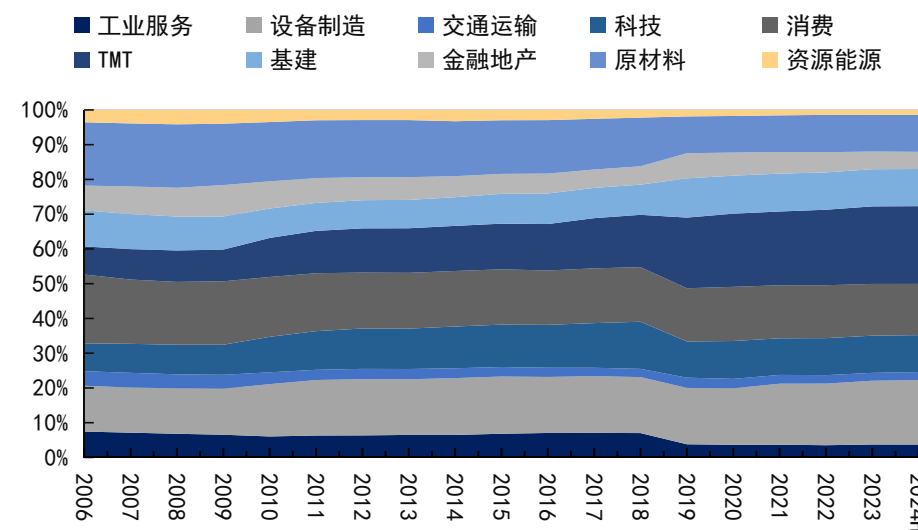
- 从上市公司总市值的角度观察，可以发现，TMT、科技行业总市值占比提升最为明显，消费行业市值占比有小幅提升，资源能源行业市值占比下降较明显。此外，从上市公司数量变化角度，2019年科创板开市以来，TMT、科技类公司上市数量迅速增长，在上市公司数量中的占比也快速提升。
- 以TMT和科技类公司为代表的硬科技企业是我国探索经济转型的重要方向，在地产增长乏力、基建投入产出比逐步下降、传统增长动能不足的背景下，发展硬科技企业有望为我国找出下一阶段经济扩张的动力。

图：非金融行业上市企业市值占比变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

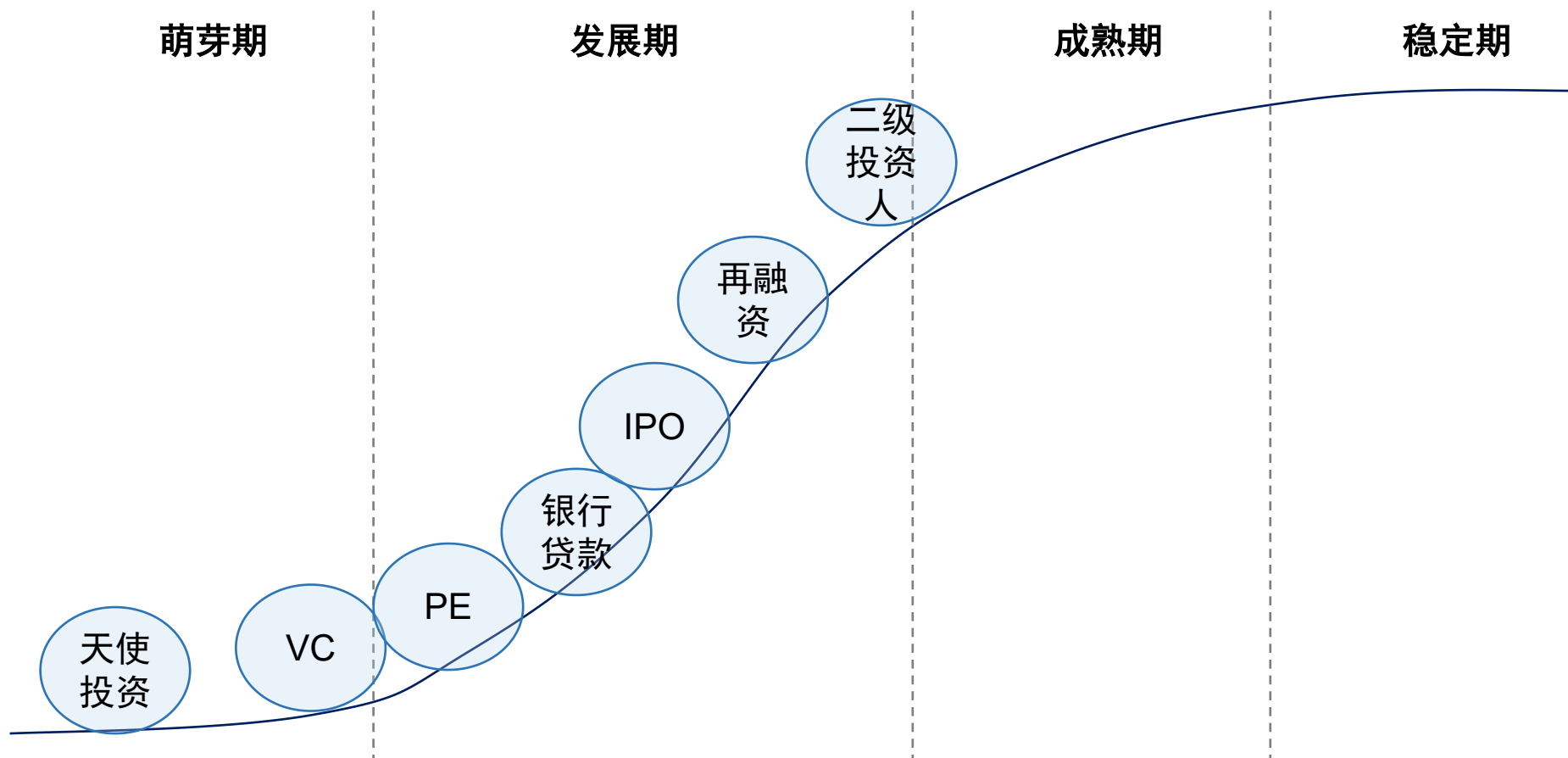
图：各行业在各时间段上市企业数量占比变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 硬科技企业的培育过程中不仅需要简单的贷款服务，更需要综合金融服务。由于硬科技企业多诞生于新兴领域，最开始往往是天使基金头字段项目，其后VC、PE、银行贷款、上市融资等方式相继加入，共同促进新兴企业的成长，并分享成果。

图：企业处于不同发展阶段时的金融需求也不同

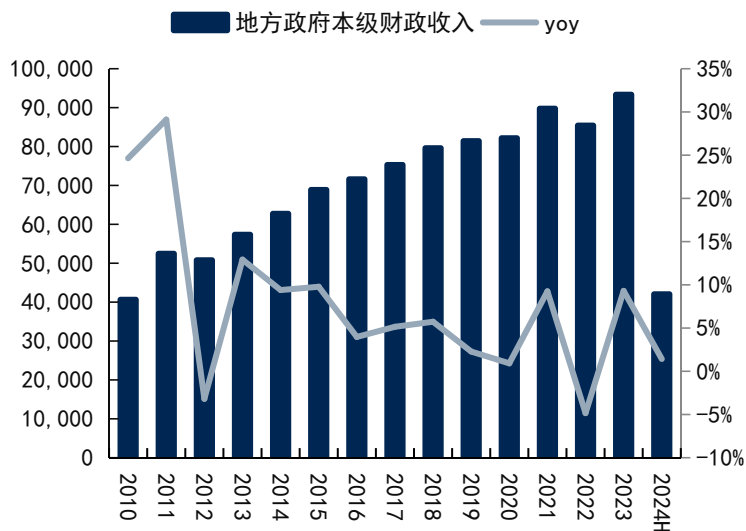


资料来源：金融时报，国信证券经济研究所整理

地方政府融资：从“开正门”到“堵偏门”

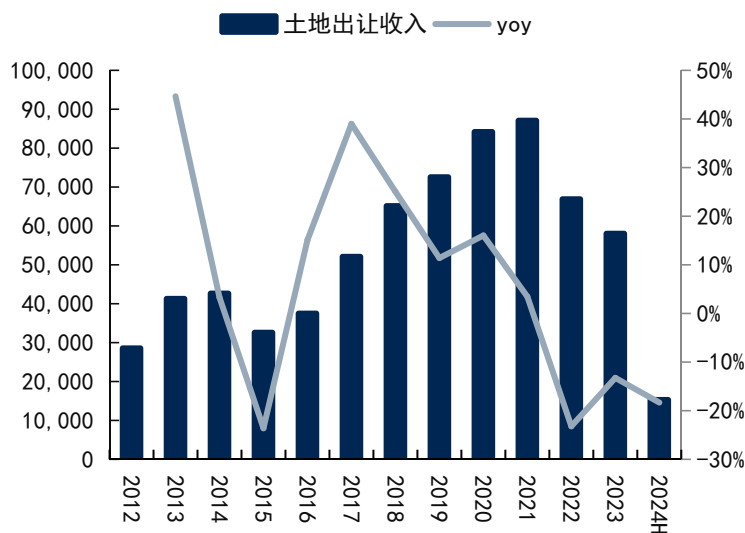
- 我国地方政府“四本账”，包括一般公共预算收入、政府性基金收入、国有资本运营收入和社保基金收入，其中用于经济发展的主要为一般公共预算收入及政府性基金收入。政府性基金收入的主题是土地出让金收入，占比基本处于85%以上。
- GDP整体下行期，地方政府财政收入及土地出让收入下行。土地出让收入下行主要源于房地产市场下行，本质上是因为经济增长承压。与此同时，地方政府杠杆率仍处于高位。从地方政府角度出发，收入增长下行或将压制举债动力，地方政府杠杆率或将逐步下行。

图：地方政府财政收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：地方政府土地出让收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：地方政府杠杆率

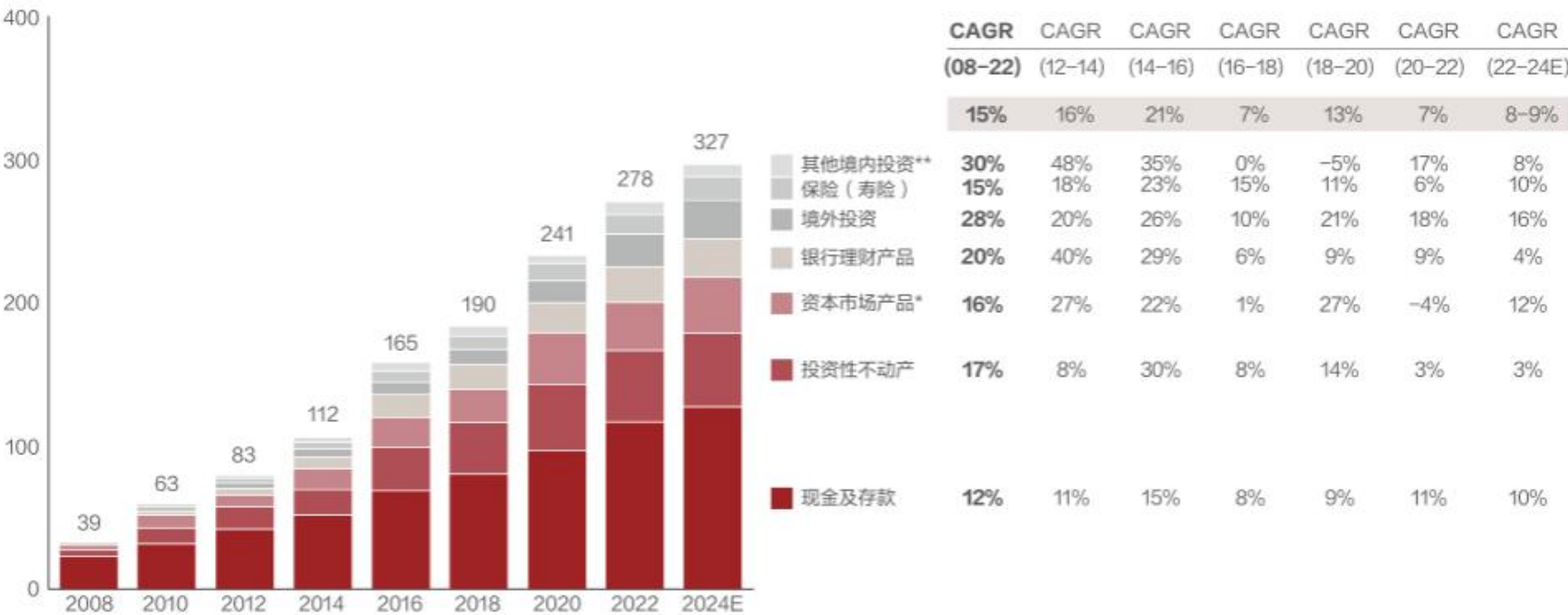


资料来源：社科院，Wind，国信证券经济研究所整理

- 历经长期的高速增长，我国居民财富已经累积至较高水平。过往年份中，以举债形式参与房地产投资为居民财富增长提供了重要助力，但在当前杠杆率居高不下、收入预期下降的背景下，“炒房致富”难以复制。居民财富管理需要探寻更多元的方式，以顺应居民更综合的财富管理需求。
- 根据招行《中国私人财富报告2023》，2022年我国居民可投资资产规模已达278万亿元，预计2024年有望达到327万亿元。细分资产类别中，资本市场产品、境外投资及保险产品的复合增速较快。

图：我国居民可投资资产规模变化

2008-2023个人可投资资产规模（人民币万亿）

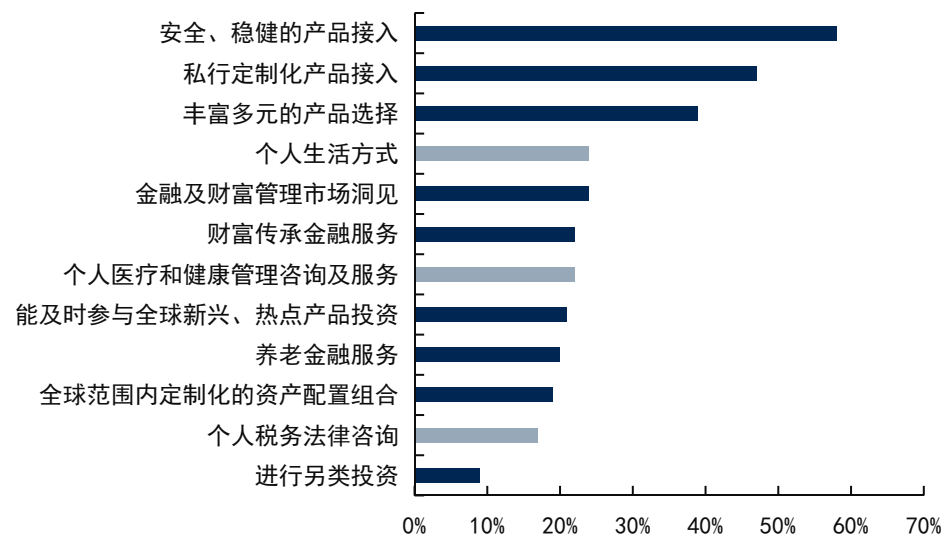


资料来源：2023年招商银行&贝恩咨询《中国私人财富报告2023》，国信证券经济研究所整理

高净值客户需要财富产品乃至投行运作需求

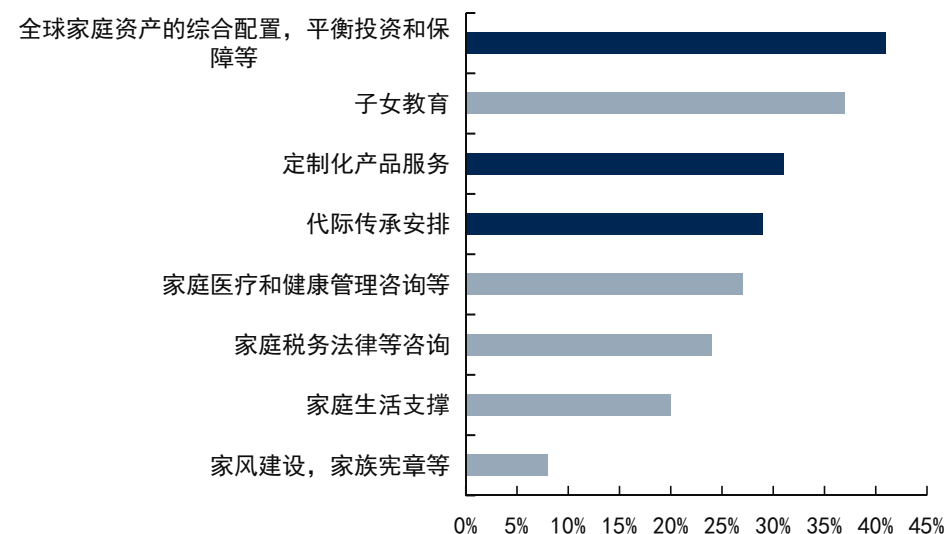
- 居民需求涉及金融类需求、泛金融需求及非金融需求。
- 金融类需求包括金融产品选择、定制化产品接入、全球资产配置、财富传承金融、养老金融等，不再是简单的贷款或融资服务。
- 泛金融类及非金融类需求更加广泛，包括医疗和健康管理、税务法律咨询等，对金融机构参与财富管理市场提出了更高的要求。

图：高净值人士的个人需求



资料来源：2023年招商银行&贝恩咨询《中国私人财富报告2023》，国信证券经济研究所整理
注：蓝黑色是金融类需求，灰色是泛金融/非金融需求

图：高净值人士的家庭需求



资料来源：2023年招商银行&贝恩咨询《中国私人财富报告2023》，国信证券经济研究所整理
注：蓝黑色是金融类需求，灰色是泛金融/非金融需求

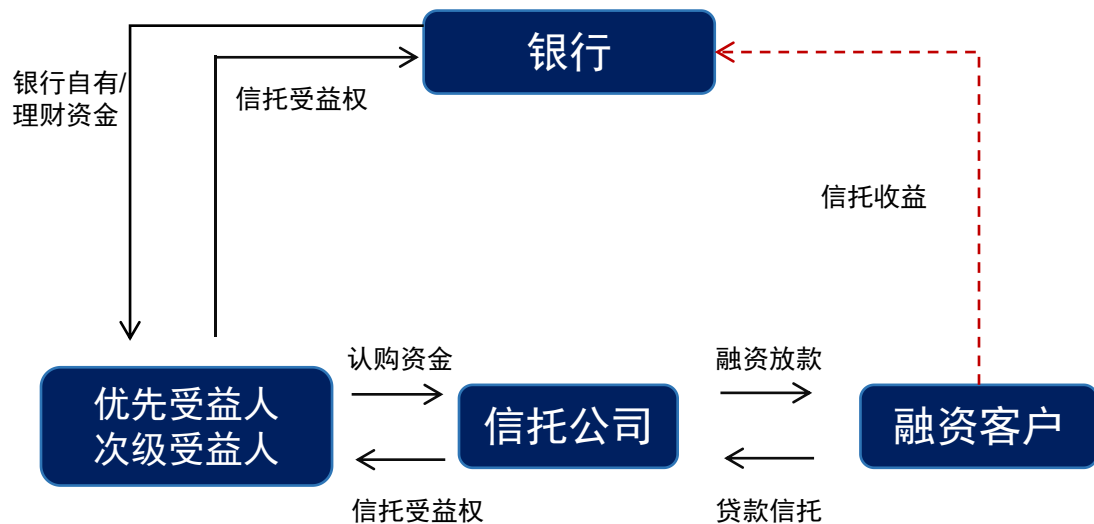
总结：实体部门融资需求变化促进金融行业结构转型

- 根据社科院统计数据，地方政府、居民及非金融企业等实体部门杠杆率均处于自身历史高位，由于经济发展阶段已与以往不同，各实体部门举债能力或将弱化。以往实体举债过程中，金融机构的债务融资功能得以充分体现，在实体经济不断增长、杠杆率不断提升的同时，金融机构的资产负债表也持续扩大。未来，伴随实体部门举债意愿减弱，金融机构的债务融资功能或将不再突出。取而代之的，是各个实体部门在新发展阶段体现出来的更为综合的金融需求。具体如下：
- 对于地方政府，杠杆率较高且目前暂未上升趋势并未减缓。在GDP增速下行、地方财力下降之时，地方持续举债能力或将遭受考验，降杠杆或是势在必行。
- 对于居民而言，杠杆率在高位企稳，目前尚无明显下降迹象。居民债务增长主体为房贷，在居民对房价预期上涨预期持续下降的背景下，房贷规模恐难持续扩张。此外，在我国经济经历长时期的高速发展后，居民财富积累丰厚，且当下收入预期下降、房价上涨预期下降背景下，“举债——炒房——致富”链条难以持续，居民需要更加综合的财富管理服务。
- 对于企业而言，杠杆率仍处于高位且有上升趋势。我们目前正处于经济转型的关键时期，从上市公司的角度出发，科技类、TMT类以及高端制造类企业的利润、市值、上市数量占比均有所提升，基本体现了我国经济转型思路。与传统行业发展不同的是，这类企业往往诞生于新兴领域，从企业成立开始便陆续开始需要天使投资、VC、PE、上市融资、银行融资等多元化融资方式。
- 对于金融机构，我们认为行业或将迎来的重要变化包括：
 - 1) 实体举债意愿或能力下降，金融机构利差或下降，原本以高负债成本吸引资金投向实体、扩大资产规模的金融机构或将面临增长压力，甚至被出清，行业格局或有所改善；
 - 2) 做大负债驱动资产增长业务模式逐渐转向为实体提供综合金融服务，包括财富管理、直接融资等；
 - 3) 高风险的金融机构或将面临被处置的前景，由于金融行业杠杆较高，防患于未然是监管的重要考量目标。

机构改革方向：推分业监管，促竞合发展

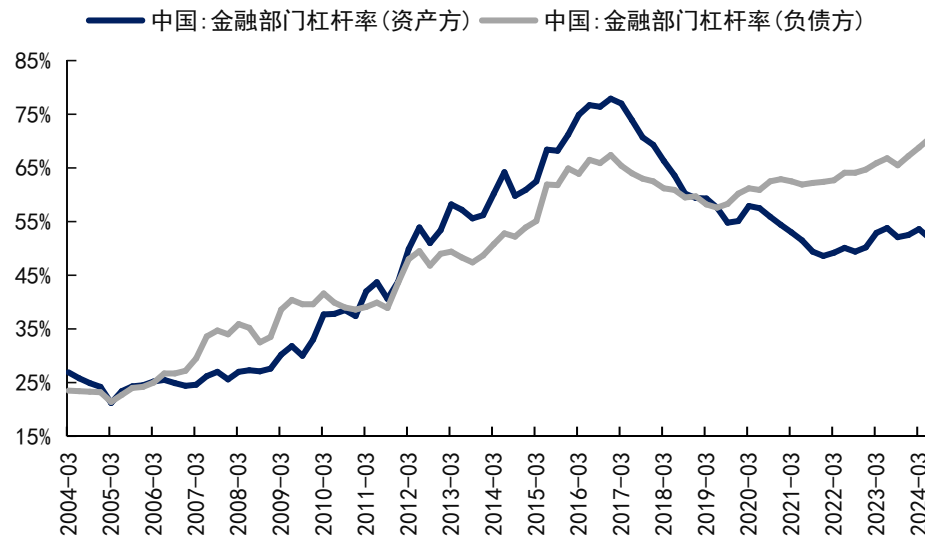
- 此前在分业监管模式下，各类金融牌照监管强度存在差异，一定程度上造成了部分牌照依靠制度红利而实现快速发展，其中最典型的即为银信通道业务，也即信托凭借牌照优势，帮助银行或其他金融机构将资金投向特定资产类别，而银行自营资金往往会禁止或限制投资此类特定资产。金融机构相互嵌套使得资金空转严重，并且增加了实体部门的融资成本。
- 金融机构嵌套空转规模已得到有效压缩：一方面，资管新规等监管政策及时拉平了各类牌照间的监管差异，统一监管标准并禁止多层嵌套；另一方面，实体部门在经济下行期，对高利率的融资方式接受度降低，金融机构内部空转赚取差价、最终由实体买单的模式自发地有所减少。
- 以资产方计，金融部门的杠杆率已经得到有效控制。

图：典型的银信通道业务模式



资料来源：银行家杂志，国信证券经济研究所整理

图：金融机构杠杆率变化



资料来源：社科院，Wind，国信证券经济研究所整理

三个“三十万亿”：中国大资管格局初成



- 资管新规的核心之一是统一监管标准。各类金融机构由原本的资金嵌套，逐步转变为竞合发展。
- 根据Wind等披露，截止2024年初，公募基金管理规模突破30万亿元，为目前最大的资管机构。2024年以来相较2023年，银行理财、公募基金即保险管理资产规模有所增长，信托管理资产规模基本平稳，私募基金及私募资管管理规模有所下滑。

图：各类金融资管机构管理资产规模变化

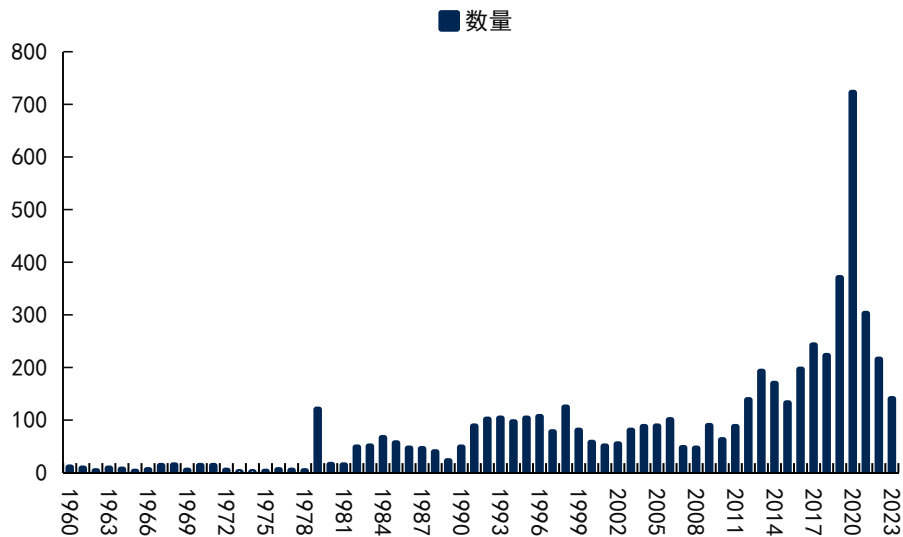


注：公募基金规模根据最新规模统计，数据截至2024-08-06;银行理财规模根据中理财网理财市场报告统计，数据截至2024-06-30；保险规模根据国家金监总局发布保险业经营情况表中的资金运用余额统计，数据截至2023-12-31；信托产品规模根据信托业协会公布统计，数据截至 2023-12-31；私募基金、私募资管规模根据中国基金业协会公布，数据截至 2024-06-30。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 20世纪80年代前后，美股迎来一波上市高潮。期间因为美国的“伟大边疆”计划和美苏冷战背景，一批航空航天与国防类的公司集中上市。

图：美国上市公司数量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：1970-1980年代美股上市的航空航天与国防类公司

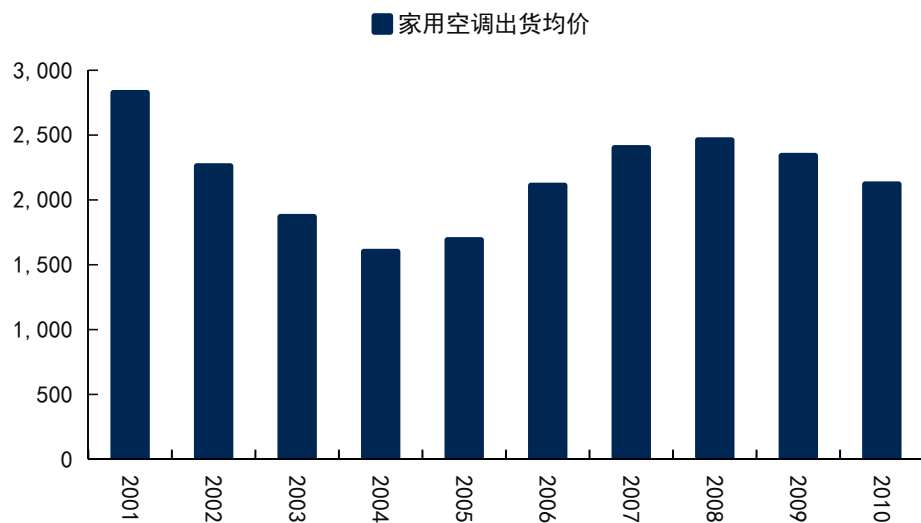
公司名称	总市值（亿美元）	上市年份	所属行业
AAR	20.38	1980	航天航空与国防
海科航空 (HEICO)	314.16	1980	航天航空与国防
赫氏公司 (HEXCEL)	49.81	1980	航天航空与国防
帕斯托工业	5.17	1980	航天航空与国防
帕克航空航天	2.48	1980	航天航空与国防
雷神技术 (RTX)	1,532.04	1980	航天航空与国防
SIFCO INDUSTRIES	0.20	1980	航天航空与国防

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：总市值数据为美股8月5日收盘数据

历史经验：行业整合促格局改善，提盈利空间

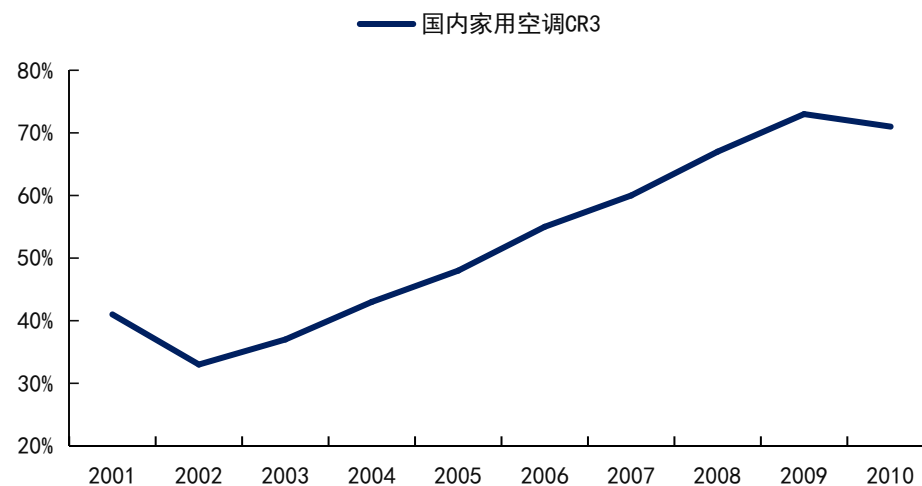
- 改革开放以后，我国空调市场产能急剧增长，在供过于求的背景下，企业价格战持续发生，空调出货价由2001年的接近300元持续下降至2004年的1600元左右，行业平均利润率持续下降。
- 在价格下降的过程中，空调行业集中度持续提升，最终形成格力、美的、海尔三足鼎立的局势。2004年空调出货价触底时，行业CR3已经由底部的33%升至43%。

图：2001-2010年家用空调出货价格（单位：元/台）



资料来源：2012年格力电器《增发招股意向书》，国信证券经济研究所整理

图：2001-2010年国内家用空调CR3

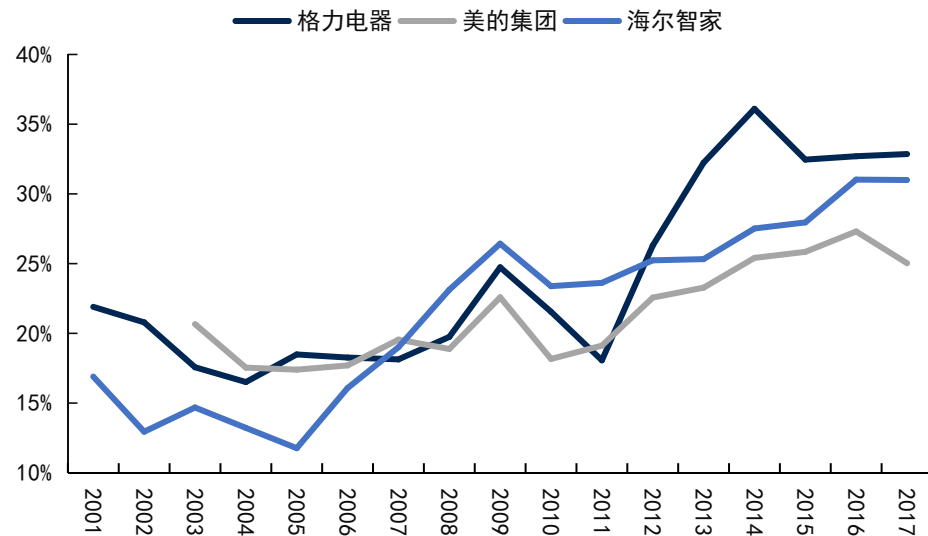


资料来源：2012年格力电器《增发招股意向书》，国信证券经济研究所整理

历史经验：行业出清后盈利改善，龙头恒强

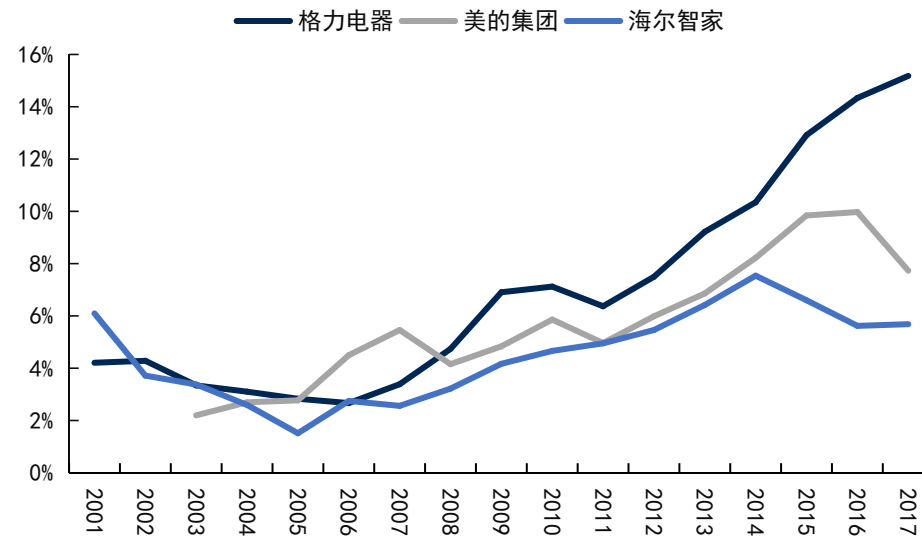
- 财务角度，2001年-2004年空调价格战最为激烈的时期，格力、美的、海尔等龙头公司毛利率、净利率亦有所下降，但在市占率逐步提升后，龙头厂商凭借成本控制、产品、渠道优势，毛利率、净利率等关键财务指标得以明显提升。
- 2004-2005年时，格力毛利率一度降至15%附近，海尔毛利率一度接近10%，但在此后上升趋势明显。2009年时，格力毛利率升至25%左右，净利率亦接近10%。金融危机期间，格力等公司财务指标受到负面影响，但由于格局改善，在此后毛利率、净利率继续保持提升趋势。

图：2001-2017年格力、美的、海尔毛利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

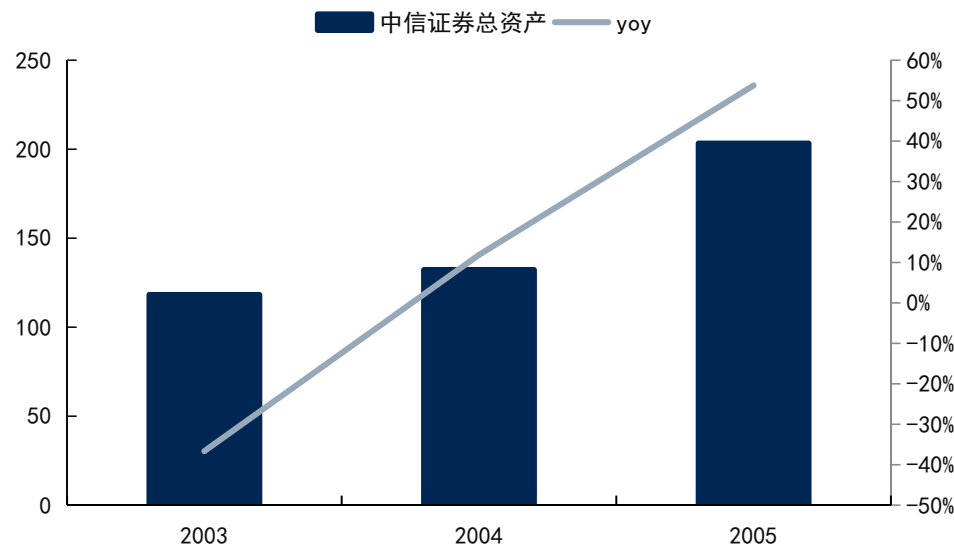
图：图：2001-2017年格力、美的、海尔净利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 金融属于高杠杆经营的部门，金融部门发生风险事件，可能会成倍扩大对宏观经济的影响。
- 供给侧结构性改革或能帮助化解中小机构风险。以证券行业为例，2004年8月起监管开展了针对证券公司的综合治理工作，多达30多家高风险券商被处置，中信等大券商抓住机遇通过托管收购了高风险券商的资产。
- **经典案例包括：**2004年，南方证券因违规挪用客户保证金及自营业务巨额亏损被行政接管，2005年被中国建银投资（中投证券前身，中投证券现已被中金公司收购并更名为中金财富）。同时期的华夏证券也发生违规挪用客户保证金的事件，并由于大额对外融资导致财务成本过高，业务经营难以为继，2005年被中信证券及中国建银投资筹建的中信建投证券收购证券类业务。

图：中信证券2005年总资产大幅提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

【 01 】 金融供给侧结构性改革进行

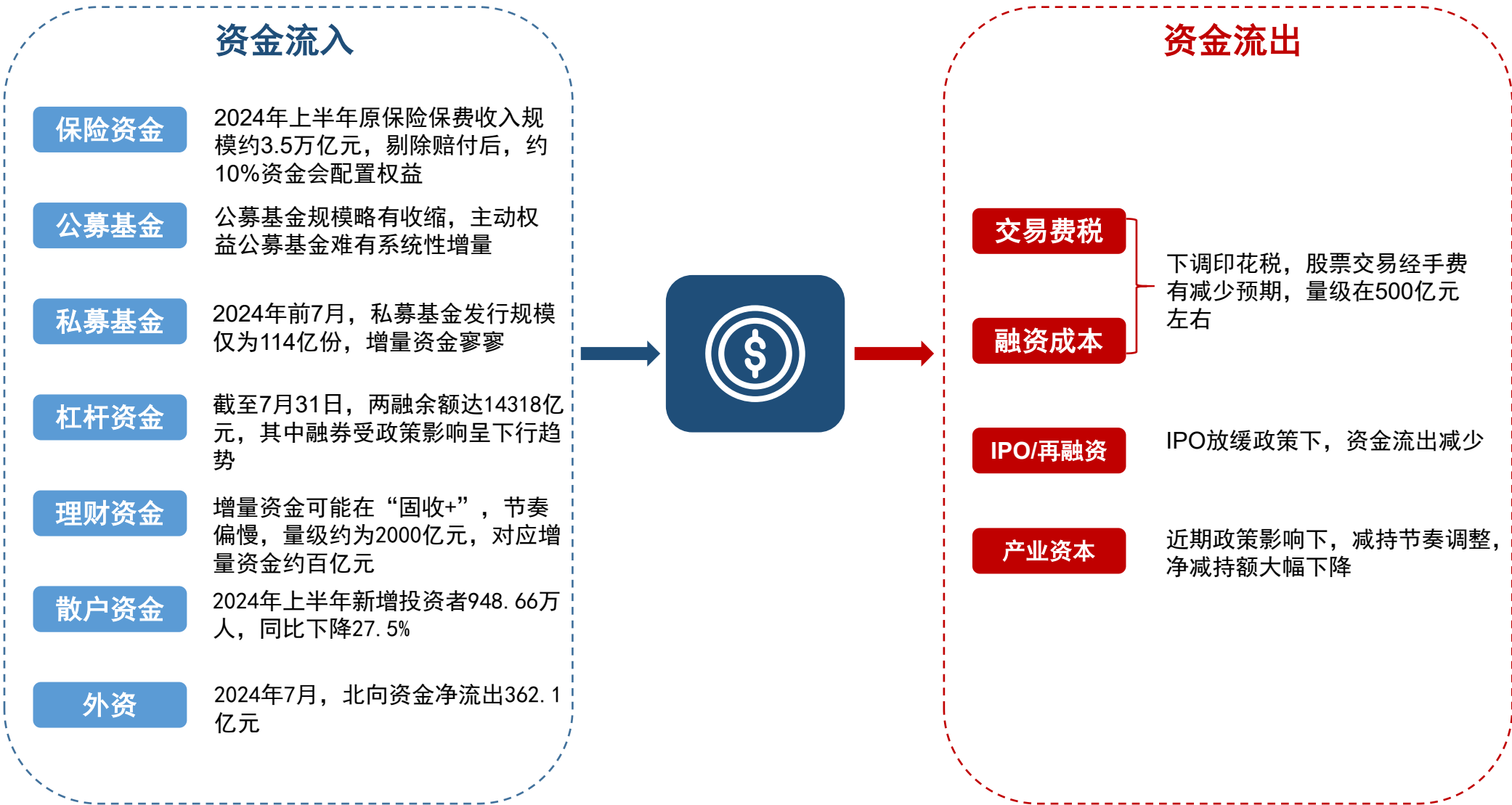
【 02 】 国九条下资本市场资金平衡

【 03 】 证券：整合成为行业主线

【 04 】 保险：产品调整与险资行为

资本市场资金平衡表：现阶段险资仍是最大增量资金来源

图：资本市场资金平衡表

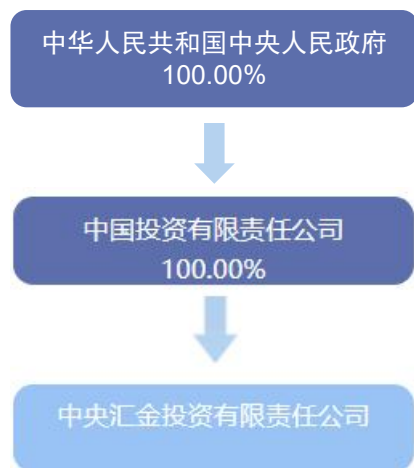


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中央汇金和中国证金：“国家队”的资金组成

- 中央汇金下设中央汇金投资有限公司、中央汇金资产管理有限公司；中国证金主要包括证金公司及其他多个中证金融资产管理计划。
- **中央汇金**：2003年12月成立，代表国家依法行使对国有商业银行等重点金融企业出资人的权利和义务。2007年9月，财政部发行特别国债，从央行购买中央汇金的全部股权，并将上述股权作为对中投公司出资的一部分，注入中投公司。中央汇金由国务院行使股东职责。
- **中国证金**：2011年10月成立，由上交所、深交所等多家交易所及中证登公司共同发起设立。主要职责包括：为证券公司融资融券业务提供转融资和转融券服务；运用市场化手段调节证券市场资金和证券的供给等。
- **中央汇金及中国证金资金绝大部分来自股东，负债率极低**：中央汇金2023年末总资产规模约6.92万亿元，资产负债率仅为7.36%；中国证金最新资产负债数据截至2017年，彼时中国证金总资产规模约1356亿元，资产负债率仅为7.44%。

图：中央汇金股权结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国证金股权结构

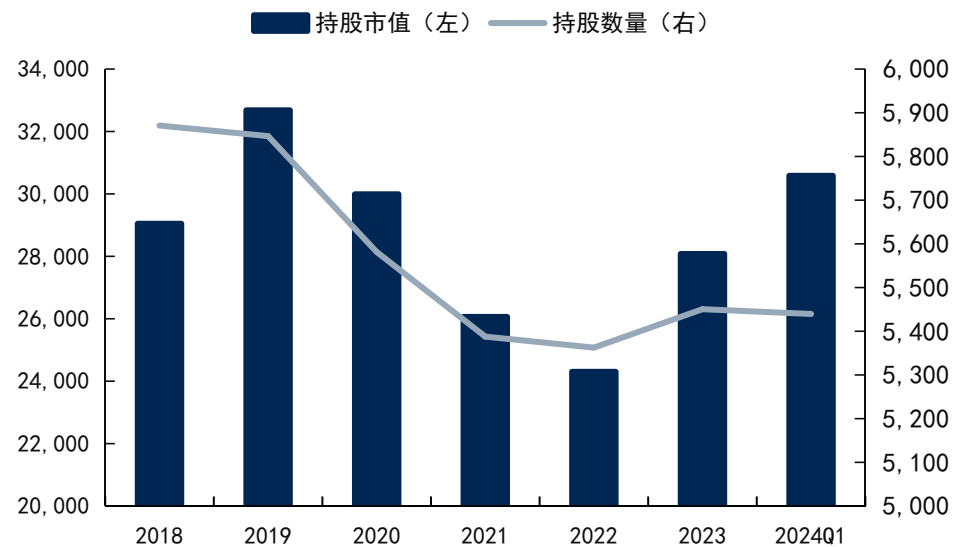


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中央汇金和中国证金：持股数量回升，市场影响力提升

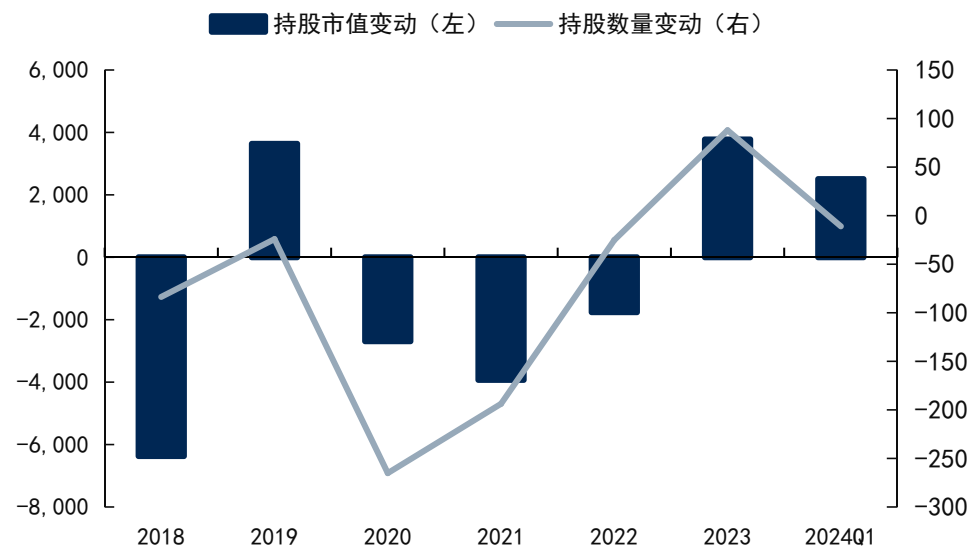
- 汇金及证金持股市值及数量：截至2024Q1，二者合计持股约5400亿股、持股市值约3.06万亿元。
- 持股数量角度，汇金及证金具备一定逆市布局思维：2019年至2021年，二者连续逐年减持。2022年持股保持稳定。2023年，二者较大幅度增持。2023年10月，工行、中行、农行、建行同时公告汇金公司增持公司股份。回顾历史，当股市整体走势承压、市场信心不足之时，汇金常有增持银行股以谋求稳定市场的举动，比如2008年-2009年、2011年-2013年时，汇金也曾增持工行、农行、建行、中行等国有大行的股份。

图：汇金及证金合计持股市值及数量（单位：亿元、亿股）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：汇金及证金持股市值及数量变化（单位：亿元、亿股）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中央汇金及中国证金：增减持股份以金融股为主



➤ **金融股持仓占比高：**截至2024Q1，二者金融股（银行及非银金融）持仓占比高达83.2%。除金融股外，食品饮料、采掘、建筑装饰、公用事业等行业持股占比较高，且持仓市值均在500亿元以上。**持股变动：**以增减持金融股尤其是银行股为主。2020年时，汇金将所持所持超102亿股光大银行股份转让给光大集团，光大集团控股股东仍为汇金公司。此外，汇金在2020年时少量减持了工行、中行、农行等多家银行的股份。2023年时，汇金增持农行近105亿股，增持数量最多，此外还增持中行约3.3亿股、工行约2.9亿股、建行约0.8亿股。

图：汇金及证金各行业持股市值变动（单位：亿元）

持股市值变动	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
银行	1,295.27	-3,806.15	-1,555.36	-204.52	3,574.75	2,359.06
非银金融	1,002.61	152.79	-445.70	-547.61	682.00	-213.99
食品饮料	305.52	615.70	-308.12	-165.30	-111.05	16.20
采掘	24.75	-60.33	10.84	64.81	51.00	110.93
建筑装饰	-28.71	-147.46	142.32	-10.48	-91.00	58.54
公用事业	-13.11	-38.56	18.07	-34.41	12.40	66.11
交通运输	53.36	-49.21	-29.81	-17.43	-62.71	16.65
家用电器	172.97	110.25	-195.74	-94.17	8.61	49.11
机械设备	-9.17	-11.17	-105.62	-71.85	-10.44	61.25
化工	26.24	41.81	-122.76	-46.31	7.28	18.23
汽车	42.86	158.54	-118.33	-100.30	4.65	5.15
有色金属	30.15	48.95	-52.36	-31.86	12.70	50.01
医药生物	122.39	139.46	-267.63	-111.83	-19.02	-41.10
电气设备	22.37	107.74	-19.31	-66.68	-35.23	10.73
房地产	139.58	-100.21	-123.29	-32.40	-90.40	-10.20
电子	232.97	119.10	-245.49	-106.42	1.84	-44.56
钢铁	-10.73	-7.42	41.73	-41.21	2.70	-2.02
休闲服务	24.04	137.37	-55.02	-2.38	-93.02	1.22
建筑材料	70.12	-2.63	-68.34	-33.58	-16.38	0.93
国防军工	18.20	37.73	-87.48	-24.47	-10.42	1.94
计算机	69.06	0.07	-108.09	-24.06	-8.20	-9.85
农林牧渔	43.31	-10.22	-71.15	-14.84	-3.09	-0.86
通信	22.87	-33.01	-20.03	-12.23	-13.89	1.29
商业贸易	5.89	-3.11	-37.54	-7.43	-3.45	-1.58
传媒	-0.07	-41.01	-35.54	-14.64	-4.17	-0.06
纺织服装	-3.61	-17.00	-0.07	-6.04	-8.45	3.91
综合	1.28	-2.65	-5.03	-0.26	-1.66	-0.68
总计	3,634.22	-2,689.91	-3,928.63	-1,759.20	3,774.41	2,505.29

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：汇金及证金各行业持股数量变动（单位：亿股）

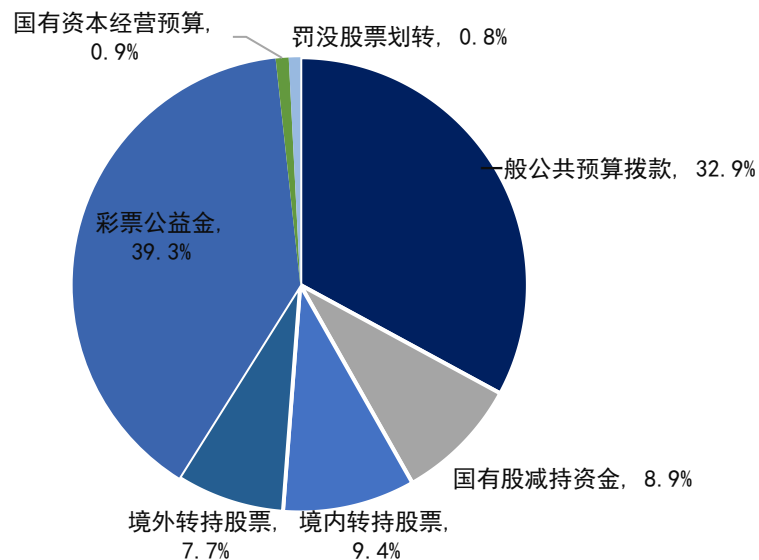
持股数量变动	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
银行	-19.78	-159.81	-39.88	6.71	108.48	-
非银金融	-0.33	-10.91	7.25	-1.47	15.37	-1.68
食品饮料	-0.24	-1.21	-3.48	-0.45	-0.06	-0.15
采掘	-1.26	-1.65	-9.86	-0.42	-1.01	-0.45
建筑装饰	5.95	-14.72	15.76	2.46	-7.98	-0.44
公用事业	-2.48	-7.74	-26.12	-2.57	-2.88	-0.64
交通运输	-1.71	-2.86	-10.43	-6.20	-5.02	0.09
家用电器	0.13	-2.45	-3.15	-0.85	-0.18	-
机械设备	1.24	-5.83	-11.15	-1.49	-2.40	0.10
化工	-1.68	-1.12	-17.28	-4.93	-0.93	-1.12
汽车	-0.45	-4.03	-5.76	-0.68	-0.33	-0.31
有色金属	-1.92	-0.38	-10.03	-0.93	-0.69	-
医药生物	0.91	-3.86	-12.51	-2.24	-2.04	-0.50
电气设备	-0.84	-3.41	-8.83	-0.73	0.06	-0.21
房地产	2.15	-4.13	-10.57	-1.33	-3.88	0.35
电子	1.17	-5.45	-8.91	-0.62	-1.39	-0.70
钢铁	0.25	-3.51	2.28	-3.46	2.84	-4.16
休闲服务	0.10	-0.13	-0.37	-	-	-
建筑材料	-0.15	-0.45	-2.90	-0.96	-1.95	-0.18
国防军工	-0.35	-1.07	-4.57	-0.28	-0.75	-
计算机	0.91	-2.19	-3.73	-0.25	-0.49	-0.23
农林牧渔	-0.13	-3.22	-3.90	-1.16	0.20	-0.10
通信	-0.37	-3.09	-4.34	-0.43	-0.76	-
商业贸易	0.07	-2.17	-4.47	-1.38	-0.87	-0.21
传媒	-1.14	-4.23	-5.47	-1.14	-0.72	-
纺织服装	-1.44	-3.92	-0.20	-0.67	-1.95	0.45
综合	0.01	-0.55	-1.10	0.17	-0.56	-
总计	-24.16	-265.12	-193.76	-25.14	87.95	-10.96

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

社保基金：资金主要来自于财政拨款、国有资本划转等

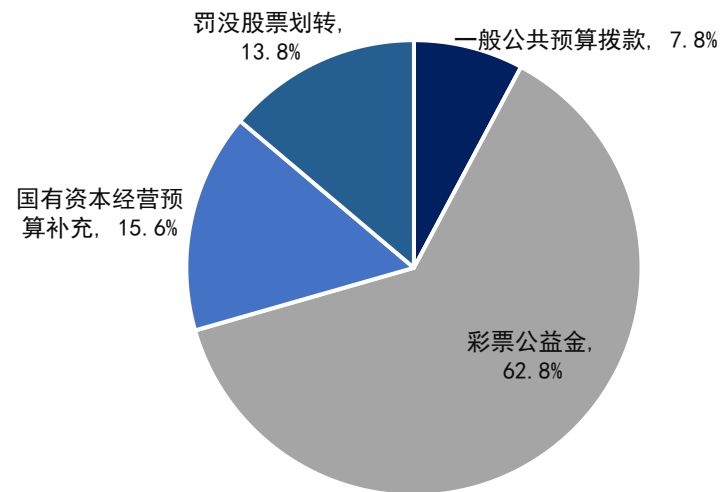
- 全国社保基金用于国家人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂。全国社保基金还受托管理基本养老保险基金，但对其进行单独管理、集中运营、独立核算。全国社保基金由中央财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益和彩票公益金等资金构成。截至2022年，社保累计接受拨入资金10,932.72亿元。
- 占比来看：累计拨入资金主要来源于一般公共预算拨款（占比32.9%）、国有资本划转（占比26.0%）、彩票公益金（占比39.3%）。

图：截至2022年社保基金累计资金来源占比



资料来源：全国社保基金官网，国信证券经济研究所整理

图：2022年当年社保基金资金来源占比

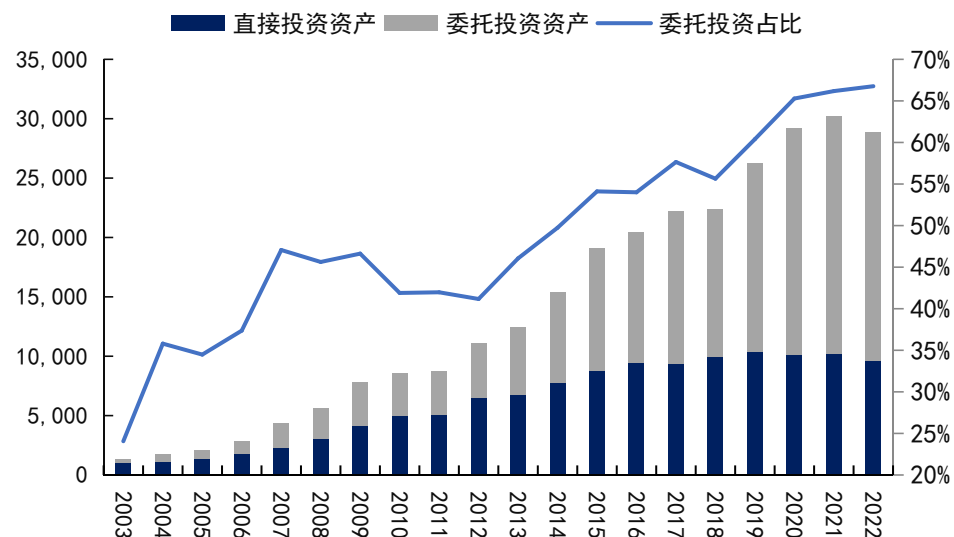


资料来源：全国社保基金官网，国信证券经济研究所整理

社保基金：委托投资占比提升趋势明显

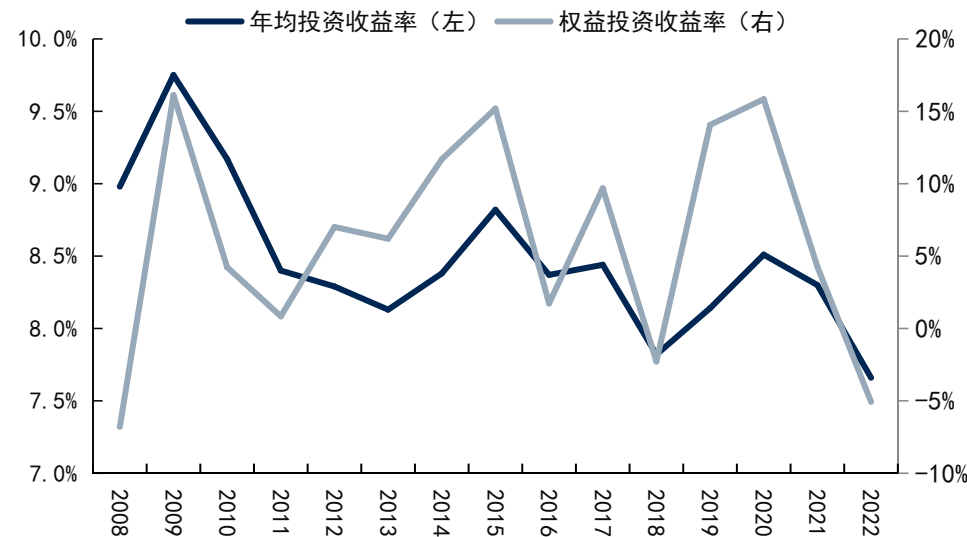
- 社保委托投资占比已经上升至65%以上。社保基金投资方式分为直接投资和委托投资两种，直接投资由社保基金直接管理运作，主要包括银行存款、信托贷款、股权投资、股权投资基金、转持国有股和指数化股票投资等。委托投资由社保基金委托投资管理人管理运作，主要包括境内外股票、债券、证券投资基金，以及境外用于风险管理的掉期、远期等衍生金融工具等。
- 投资收益率水平较高，权益资产对收益率影响较大。2008年-2022年，社保基金投资收益率稳居7.5%以上，2021年以前稳居8.0%以上。社保基金权益投资收益率波动较大，2009年时突破16.0%，2022年则下探至-5.1%。2008年-2022年，社保基金权益投资收益率简单平均值为6.2%。

图：社保基金委托投资占比逐年提升（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：社保基金投资收益率及权益投资收益率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

社保基金：委托管理人包括16家基金和2家券商



- 社保基金委托管理人中汇添富、博时、华夏、易方达、嘉实等管理组合数量较多。券商中金公司、中信证券分别管理5个、4个组合。
- 持股市值规模角度，2024Q1，嘉实、博时管理的社保组合持股总市值在200亿元以上，此外广发、银华、富国、鹏华、易方达、南方等基金公司管理组合持股市值在100亿元以上。

图：社保基金管理人及账户

基金公司	账户数量		账户编号												
汇添富基金	14	1103	1502	16031	16032	17021	17022	1802	1902	2105	423	1007	117	416	909
博时基金	12	102	103	108	16011	16012	202	402	419	501	702	802	902		
华夏基金	11	007	107	1401	16021	203	2104	403	422	703	801	901			
易方达基金	10	1002	109	1104	17041	17042	2106	407	502	601	707				
嘉实基金	10	106	16041	16042	2005	206	306	406	504	602	706				
鹏华基金	9	104	16051	17031	1804	204	304	404	503	704					
招商基金	8	110	1503	1903	2007	2108	408	604	708						
广发基金	7	1006	115	2003	2102	414	420	908							
长盛基金	6	105	205	305	405	603	705								
国泰基金	6	1102	111	2103	409	421	709								
富国基金	5	114	1501	1801	1901	412									
大成基金	5	1101	113	17011	2001	411									
银华基金	5	1008	1105	118	2107	417									
南方基金	5	101	201	301	401	701									
中金公司	5	112	410	710	1805	2008									
海富通基金	4	116	1803	216	415										
工银瑞信基金	4	1005	207	413	907										
中信证券	4	1106	17051	17052	418										
社保基金理事会	4	001	002	005	006										

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

社保基金：国有股权划转致持股变动较大

- 2019年财政部将所持工商银行、农业银行及中国人保的部分股权划转社保基金，当期金融股持股数量及市值明显增加；2022年中国人保部分股权进一步划转给社保基金。除开股权划转，社保资金投资颇具逆市布局意味，2019年-2021年减持的行业数量较多，2022年起则开始增加多个行业的持股数量。

图：社保基金分行业持股市值变动（单位：亿元）

持股市值变动	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
银行	-45.01	1,210.65	-179.54	-82.43	-27.40	253.44	222.79
非银金融	9.24	261.25	-47.00	-20.23	202.10	-0.67	13.16
交通运输	-24.16	1.72	1.03	156.93	28.11	-39.21	11.26
医药生物	-29.69	29.41	25.61	-107.31	-1.42	-11.62	-13.88
机械设备	-15.68	60.37	9.58	-4.37	15.49	14.01	9.82
有色金属	-59.06	5.40	13.75	46.85	33.65	-0.50	10.86
基础化工	-0.32	30.17	72.97	-26.10	-25.00	-7.82	10.56
电力设备	-21.16	46.52	92.30	18.06	-48.39	-18.65	-23.15
汽车	-19.61	2.09	33.20	9.76	0.60	40.87	-20.47
电子	-21.43	71.94	-24.54	85.74	-49.28	-30.03	-16.69
计算机	-4.27	22.72	-4.36	20.66	-1.56	0.95	-26.58
公用事业	-2.59	-28.10	-12.57	26.37	5.72	-1.76	11.08
轻工制造	-11.88	1.55	20.37	-12.00	18.19	3.78	10.83
家用电器	-60.01	13.88	-24.42	-11.61	5.91	37.16	4.18
煤炭	-13.93	-0.93	-4.43	23.15	15.40	9.45	-1.56
国防军工	3.17	8.74	53.52	7.88	0.26	-16.47	-18.36
传媒	-46.13	30.30	-15.45	-36.20	-15.38	24.05	9.89
食品饮料	10.29	32.29	13.06	-61.29	-10.26	4.34	-21.02
通信	-40.82	-2.92	-15.54	27.19	20.69	-22.00	-1.98
纺织服饰	-7.76	0.26	-1.09	-5.83	9.36	6.72	2.96
建筑材料	-8.69	23.65	-2.52	14.25	-23.06	-16.53	0.97
房地产	-57.32	-5.44	16.58	-18.15	-4.27	-4.82	3.63
农林牧渔	-3.22	-17.72	-2.24	-3.33	17.33	-0.98	-1.98
钢铁	3.09	9.86	-7.12	16.50	3.31	-5.82	-2.71
社会服务	-0.72	11.82	10.16	-27.28	3.00	-1.43	-1.87
建筑装饰	-27.94	-20.32	-2.57	2.19	14.47	-6.47	-1.11
石油石化	1.32	0.76	9.01	-18.15	18.11	-15.14	6.93
美容护理	-3.35	0.87	16.01	-10.47	-3.16	2.13	5.67
商贸零售	4.41	-1.43	-23.48	-21.70	0.59	10.65	-1.91
环保	-21.06	6.18	9.73	1.76	-8.11	-5.29	-2.71
总计	-515.84	1,803.08	30.01	-9.17	195.02	202.33	178.64

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：社保基金分行业持股数量变动（单位：亿股）

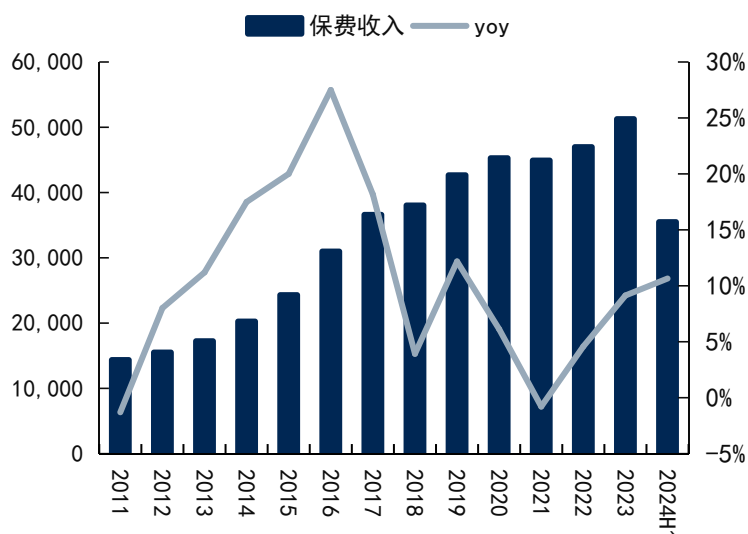
持股数量变动	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
银行	-0.80	254.61	17.73	0.88	2.66	0.07	-0.01
非银金融	1.72	35.05	-3.45	-0.79	40.26	1.45	-0.48
交通运输	-0.68	-1.30	1.04	30.43	1.12	-0.26	0.35
医药生物	2.39	-4.03	-2.49	-0.58	0.02	0.57	0.21
机械设备	0.40	0.76	-2.69	0.15	2.02	0.86	1.02
有色金属	-5.25	-3.06	0.32	2.61	1.44	2.18	-1.06
基础化工	2.83	-2.62	0.80	-1.36	0.79	0.78	0.30
电力设备	0.76	1.55	-1.13	-1.31	2.01	0.85	-0.55
汽车	-0.13	-2.19	0.64	-0.61	2.65	2.04	-0.58
电子	-0.69	0.29	-0.73	-0.56	1.67	-1.43	-0.17
计算机	1.18	-1.60	-0.61	0.30	0.49	1.33	-0.50
公用事业	-1.00	-7.61	-4.15	2.32	2.99	-3.55	0.41
轻工制造	0.65	-1.54	0.65	-0.61	1.04	0.58	0.28
家用电器	-1.42	-0.72	-0.92	-0.23	0.46	1.80	0.26
煤炭	-0.80	-0.62	-1.06	1.77	0.35	1.10	-0.27
国防军工	0.23	0.39	0.71	-0.01	0.84	-0.68	-0.34
传媒	-2.43	0.46	0.03	-3.70	-0.68	2.70	0.63
食品饮料	0.71	0.18	-1.38	-1.30	0.15	0.88	-0.67
通信	-1.16	-0.75	-0.87	0.69	0.65	-0.02	-0.08
纺织服饰	-0.43	-0.11	-0.15	-1.08	0.48	0.14	0.27
建筑材料	0.10	0.39	0.01	0.28	-0.59	-0.01	-0.20
房地产	-2.68	-1.80	0.29	-0.82	-0.21	0.47	0.41
农林牧渔	-0.05	-1.02	-0.50	-0.17	1.04	0.46	-0.01
钢铁	1.27	0.55	-1.50	3.21	0.85	-0.60	-0.38
社会服务	0.31	0.09	0.34	-1.81	0.18	0.51	0.16
建筑装饰	-1.15	-2.49	0.02	-0.19	1.80	-0.12	-0.33
石油石化	0.60	0.89	-0.29	-1.03	0.79	-0.49	0.73
美容护理	0.09	-0.42	0.45	-0.38	-0.14	0.08	0.16
商贸零售	1.23	-0.58	-2.83	-1.61	0.07	1.13	-0.33
环保	-0.25	0.05	0.74	-0.82	-0.05	-0.18	-0.08
总计	-4.49	262.29	-1.00	23.66	65.15	12.63	-0.87

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险公司：寿险带动保费增长提速

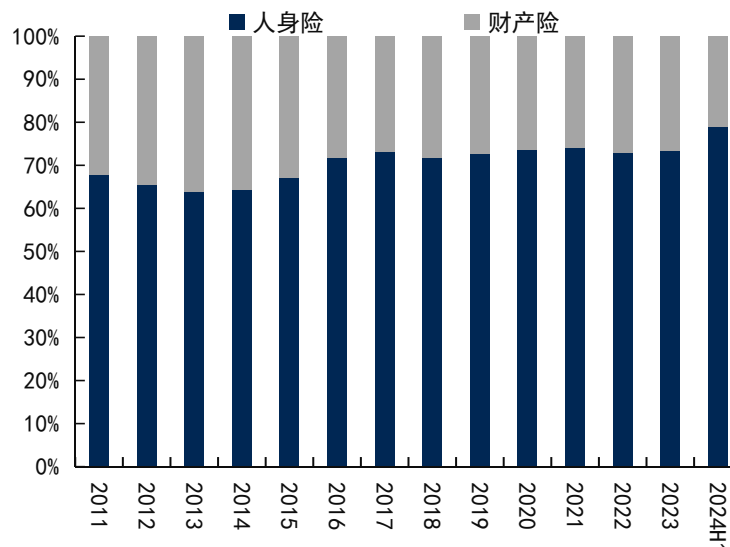
- 我国保险公司保费收入增速自2021年探底后持续回升：2024年上半年，我国保险公司实现保费收入3.54万亿元、同比+10.6%，保费增速创2021年以来新高。拆分险种来看，人身险保费占比由2021年的74.0%升至2024H1的79.0%。再进一步拆分，人身险中寿险保费占比由2021年的70.6%升至2024H1的76.6%，寿险成为保费增长主力军。
- 寿险行业依托优质产品的渠道复苏迎来负债端回暖趋势：产品端，预定利率3.0%的产品契合了资产荒时代下个人投资者的需要，产品认可度高；渠道端，银保复苏和个险渠道企稳共同推动了产品的良好销售态势。

图：保险公司原保费收入规模及增速（单位：亿元）



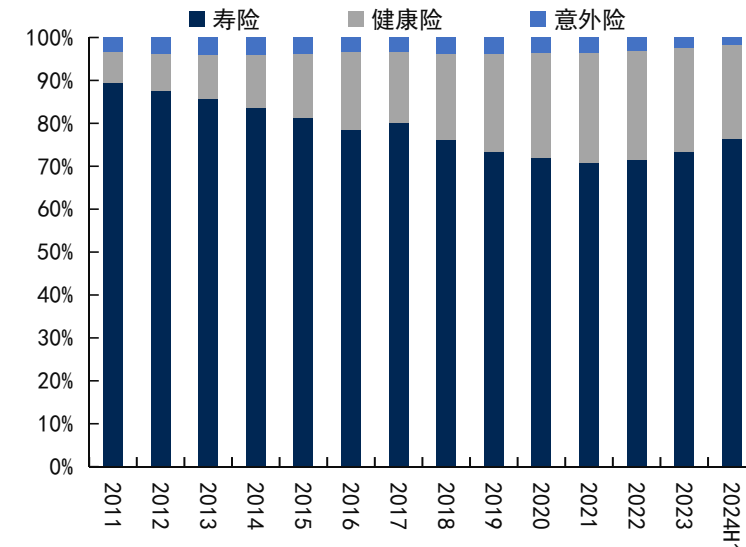
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：人身险及财产险保费占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：人身险中寿险、健康险和意外险占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险公司：负债驱动资产增长，资金运用余额保持较高增速

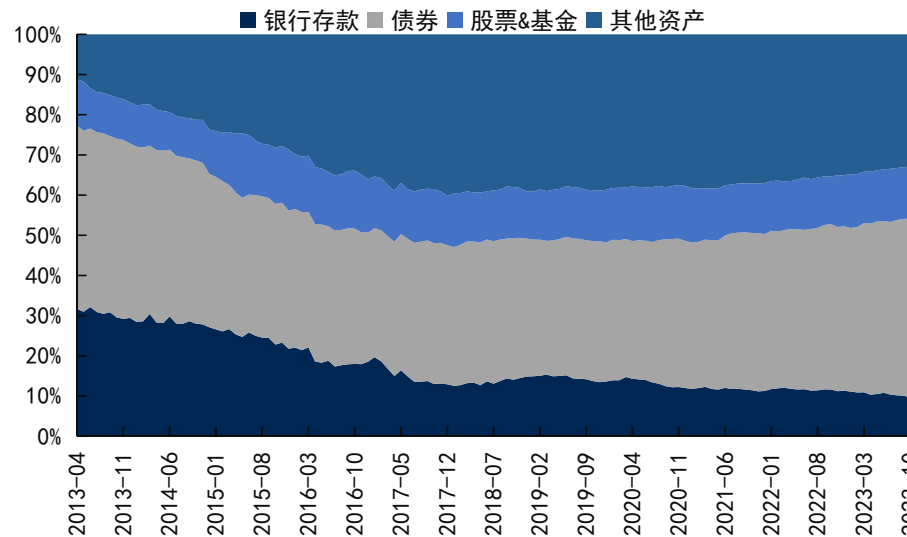
- 保险资金运用余额增速自2022年初快速提升，2023年初以来保持10%上下。截至2023年末，保险资金运用余额已达27.67万亿元、同比+10.5%。资金运用方面，债券投资占比增加，占比从2022年初的不足40%升至2023年末的45%左右。银行存款及另类投资占比减少，股票&基金投资占比保持稳定。
- 久期缺口大、债券收益好是保险公司增配固收的关键。保险公司原本的资产负债久期缺口较大，2019年8月，银保监会资金部主任袁序成曾撰文指出，当时我国保险业平均负债久期为13.19年，资产久期为5.76年，缺口高达7.43年。近几年来寿险产品的热销或进一步拉长保险公司负债久期。

图：保险公司保险资金运用余额及增速（单位：万亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：保险资金运用余额占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险公司：增持股票兼顾价值与成长



- 2022年以来，保险公司增持行业包括TMT、公用事业、环保、煤炭等，增持策略上兼顾了价值和成长的考量。
- 保险股连续减持银行股、地产股，2024年起减持电力设备股。保险公司持有的房地产行业股票从2018年的近900亿元降至2024Q1的215元左右，成为减持最多的板块。今年一季度，保险亦减持较多银行股，但因银行股涨幅良好，使得持股市值有所增长。

图：保险公司持股数量变动（单位：亿股）

持股数量变动	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
通信	-0.81	0.43	30.97	0.03	0.54	8.49	4.41
公用事业	7.98	14.37	-5.25	7.94	2.58	-5.19	3.91
传媒	0.50	1.56	-1.66	0.46	-1.17	1.13	2.16
电子	0.78	-1.83	0.15	2.59	3.25	-4.17	1.05
环保	0.61	0.84	0.24	-0.41	0.79	-0.57	0.82
基础化工	-0.01	-1.83	0.55	1.30	0.71	-0.60	0.80
煤炭	1.18	2.06	0.82	-4.77	1.15	1.88	0.56
非银金融	-8.36	-1.03	-5.79	-0.50	-0.20	-0.11	0.56
有色金属	0.14	1.18	12.63	-8.04	-0.55	0.03	0.51
纺织服饰	-0.26	-0.08	0.03	-0.08	1.14	-0.39	0.36
机械设备	-0.87	-0.27	0.98	-0.54	1.87	0.67	0.32
农林牧渔	1.88	-0.39	-0.51	-2.22	0.37	-0.05	0.15
钢铁	17.10	-2.33	-0.65	-16.01	2.78	0.29	0.14
食品饮料	-1.37	-0.42	-2.32	-1.42	1.49	1.06	0.11
轻工制造	-2.59	-0.39	1.72	-0.26	0.17	-1.18	0.03
综合	0.09	0.44	-0.55	-	0.33	-0.33	-
社会服务	0.38	0.12	-1.11	0.12	-0.20	0.91	-0.06
建筑装饰	-2.66	34.67	-33.07	-0.42	1.06	9.37	-0.08
美容护理	-0.32	-0.05	-0.16	0.05	0.07	0.15	-0.08
建筑材料	0.04	0.80	-0.51	1.03	0.08	-0.19	-0.08
医药生物	-2.02	0.82	-6.42	-0.56	0.74	1.36	-0.09
国防军工	-0.01	-0.28	0.99	-0.05	-0.77	2.00	-0.09
计算机	-0.81	0.82	2.75	-0.02	2.16	0.19	-0.13
商贸零售	0.94	-1.80	1.12	0.97	0.16	0.22	-0.17
家用电器	0.62	-2.15	-0.04	-0.59	0.41	-0.07	-0.20
汽车	-0.81	0.02	-1.70	0.32	0.85	1.39	-0.31
交通运输	5.24	-3.16	2.18	-1.69	1.66	7.07	-0.32
石油石化	0.88	2.41	15.68	-8.16	-4.91	1.10	-1.05
电力设备	3.32	1.64	-0.47	-0.22	2.80	0.41	-1.23
房地产	8.80	-0.58	-0.71	-11.13	1.23	-2.44	-2.03
银行	47.43	47.80	54.83	-61.57	-49.86	-13.08	-3.41
总计	77.02	93.37	64.71	-103.86	-29.26	9.37	6.55

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：保险公司持股市值变动（单位：亿元）

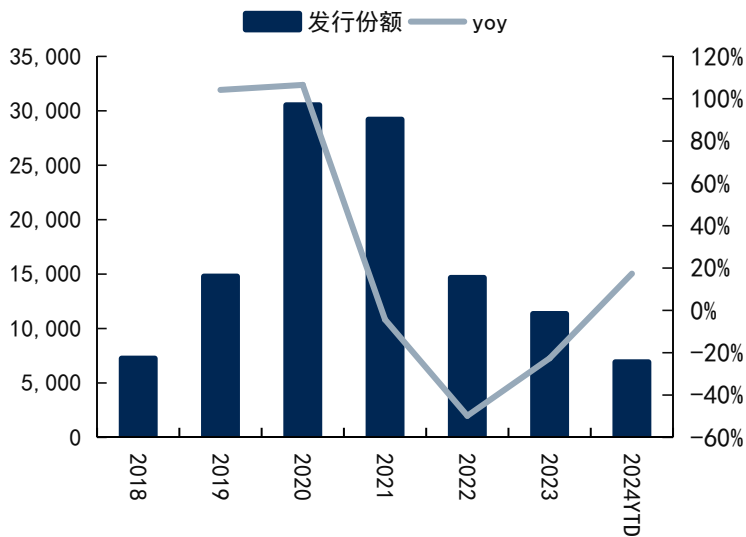
持股市值变动	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
银行	-837.98	1,707.87	332.94	-888.05	-976.59	-764.04	302.81
食品饮料	-89.04	52.88	81.93	-148.94	63.52	19.67	96.67
公用事业	13.72	277.37	-49.23	159.62	-61.72	-76.53	44.85
非银金融	-2,320.20	2,802.08	655.49	-1,633.95	1,351.18	-1,696.17	35.41
通信	-11.60	16.59	123.31	-15.91	28.46	47.20	32.64
有色金属	-8.81	17.49	52.67	-9.77	-5.22	6.66	24.50
传媒	-6.71	16.54	-5.11	-10.47	0.28	12.40	18.62
汽车	-62.24	21.91	-0.86	-3.61	16.59	15.05	15.92
煤炭	5.16	24.29	9.00	-39.78	25.38	19.79	13.44
基础化工	-17.40	-18.63	32.32	34.68	12.97	-23.51	5.61
环保	0.08	5.40	2.63	0.70	3.29	-5.83	4.22
机械设备	-13.85	2.61	21.79	3.74	28.05	13.09	2.35
纺织服饰	-3.03	-1.06	0.41	0.45	12.80	-0.95	2.25
钢铁	26.38	-8.88	-6.40	-16.25	13.97	7.56	1.43
交通运输	10.74	20.87	7.01	-4.03	14.38	36.94	0.69
轻工制造	-21.50	-2.39	42.75	-20.50	-4.75	-8.70	0.23
建筑装饰	-43.56	199.00	-190.26	1.96	1.53	43.79	-0.21
建筑材料	-34.02	11.60	13.01	43.65	-34.05	-11.23	-0.68
社会服务	-2.44	7.62	-18.27	0.46	5.97	1.52	-0.87
电子	-64.62	15.27	-12.43	45.58	50.96	-24.78	-0.93
美容护理	-6.00	0.39	-3.54	1.11	0.07	4.25	-1.37
石油石化	5.45	11.32	55.03	-32.40	-7.77	13.18	-1.40
综合	-8.27	6.38	-5.59	5.03	5.94	-5.65	-5.18
农林牧渔	-3.53	5.44	-2.92	-6.83	9.89	-2.46	-5.18
国防军工	-10.53	-0.59	34.96	7.08	-10.44	24.57	-5.38
家用电器	-15.68	-46.42	13.18	-37.69	3.75	-8.75	-5.81
商贸零售	-21.20	1.59	-0.12	25.33	-9.96	-9.40	-16.81
计算机	-32.57	36.50	59.97	-28.72	14.00	29.30	-22.79
电力设备	-44.22	50.48	65.54	44.72	-17.46	-68.80	-27.01
医药生物	-137.99	48.03	-175.64	-9.56	60.07	22.21	-27.74
房地产	-48.31	162.95	-231.89	-282.69	-62.63	-212.34	-46.79
总计	-3,803.74	5,444.48	901.65	-2,815.06	532.46	-2,601.96	433.49

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募基金：被动债基及“固收+”基金推动发行回暖

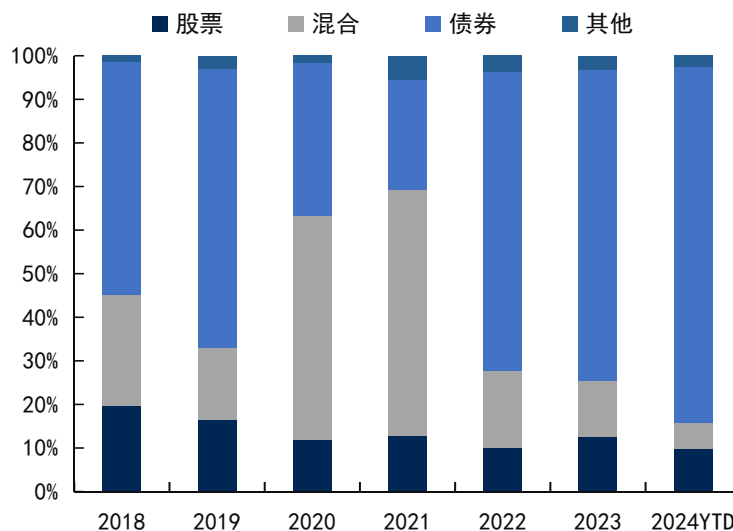
- **基金发行规模增速持续提升**：截至2024年7月，公募基金份额已近6900亿份，同比增速约17%。2022年时，公募基金发行份额同比减少近50%，主因股票型、混合型基金发行大幅下降。2023年起，基金发行增速在被动债基、“固收+”基金增长推动下持续提升。
- **被动债基、“固收+”推动发行回暖**：被动债基发行份额占比由2021年的不足5%提升至2024年前7月的近30%，占比提升最为显著；“固收+”基金发行在历经2022年的大幅下降后开始逐步回暖，截至2024年前7月，“固收+”基金发行份额已回升至15%左右。
- **主动股基占比持续下降，被动股基占比基本稳定**：主动股基发行占比由2021年的近50%降至2024年前7月的约6%，占比下降最为显著；被动股基发行占比稳定在10%左右。

图：公募基金发行份额规模及增速（单位：亿份）



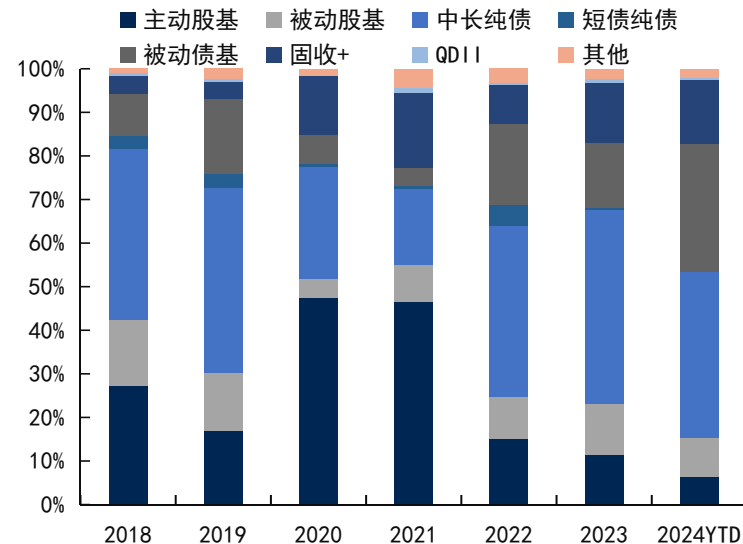
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各类基金发行份额占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各细分类别基金发行份额占比

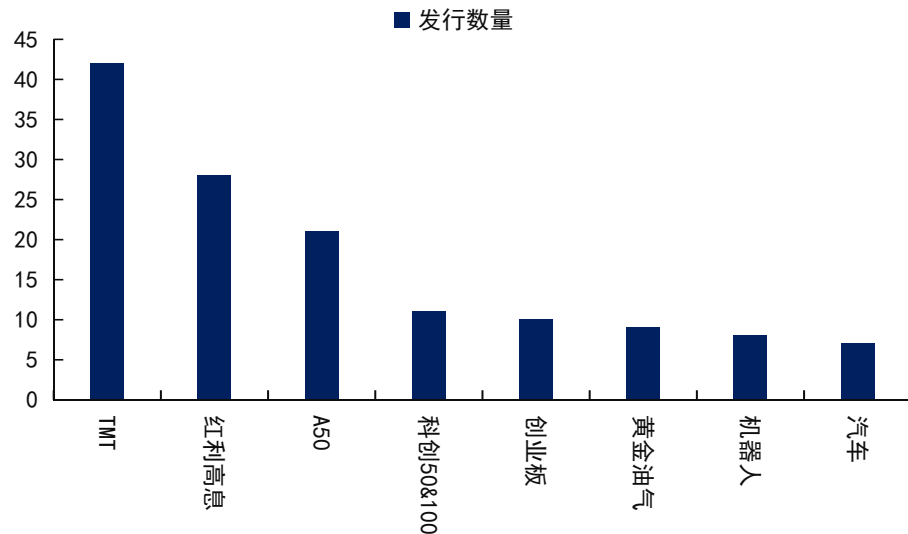


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募基金：2024年以来新发被动股基聚焦红利、TMT和A50指数

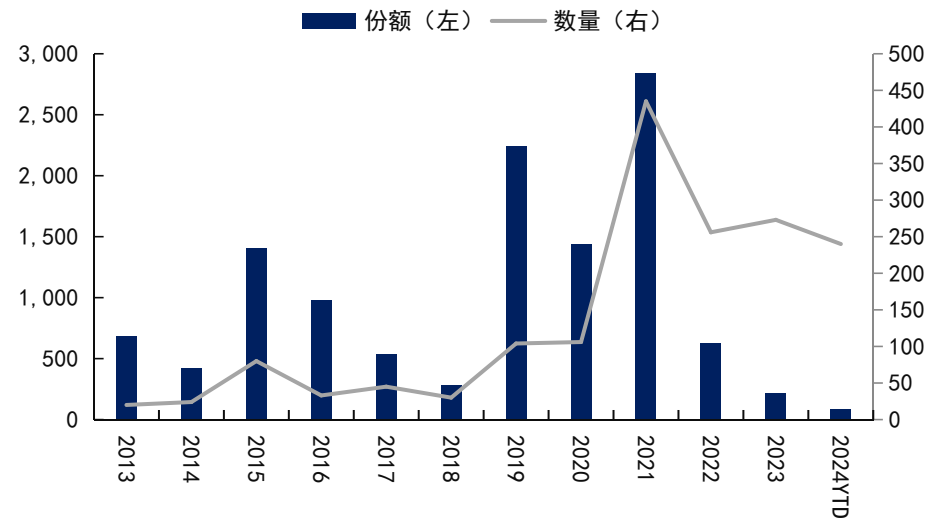
- 2024年以来，TMT、红利、黄金、机器人等主题热度较高，因此发行的相关ETF也较多。此外，2024年1月，中证A50指数发布，各管理人相继发行跟踪产品，截至目前已成功发行21只相关ETF。行业主题基金的优势在于，可供选择的跟踪标的较多，管理人可以根据市场风格发行相应产品。
- 行业主题基金曾在2019-2021年迎来高峰期，主因彼时新能源、半导体、消费、医药等行业出现了行业性成长机会。

图：2024年以来各类被动股票基金发行数量（单位：只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：行业主题基金发行仍处于低位（单位：亿份、只）

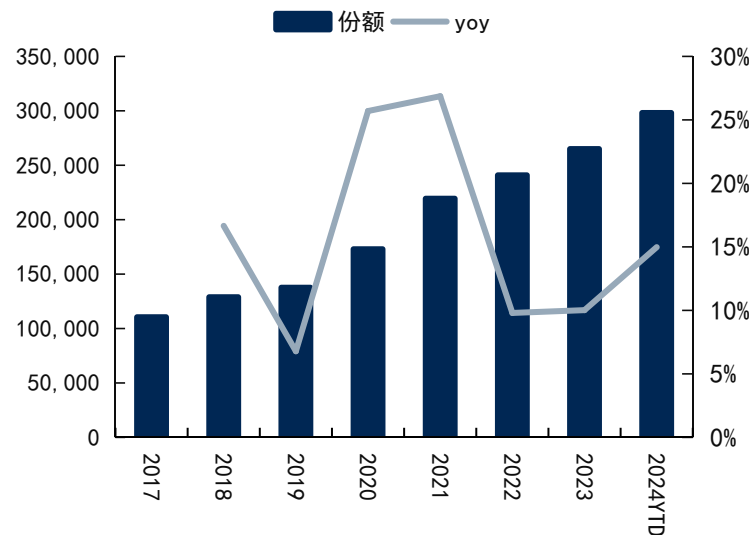


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募基金：债基、货基存量规模占比提升

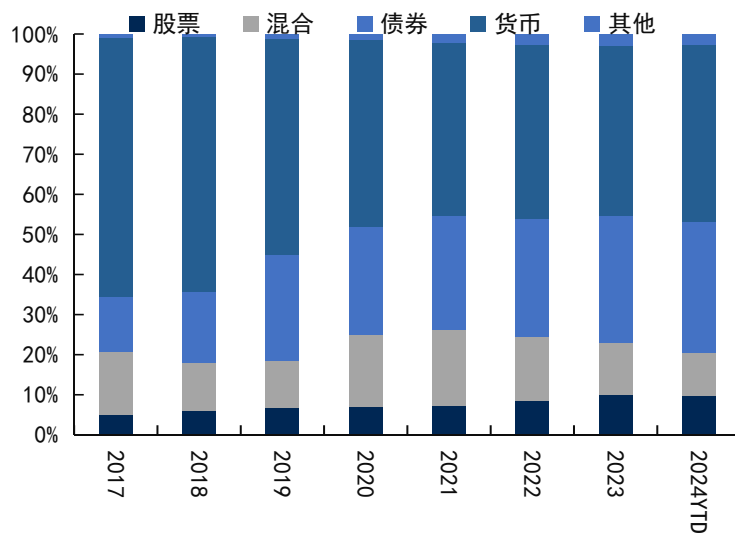
- 2024年以来，公募基金份额加速增长。截至2024年7月末，公募基金份额为29.80万亿份、同比增长15.0%。占比角度，股票基金和混合基金占比下降，债券基金和货币基金占比上升。非货币基金中，被动股基、中长债基、短期债基、被动债基及QDII基金占比上升，主动股基及“固收+”基金占比下降。
- 基金的申购、赎回是造成基金规模结构变化的主要原因。债券基金的各个细分品种，单只基金的份额规模均呈明显扩大的态势，投资者申购较为积极。被动股基、QDII基金同理。主动股基的单只基金份额规模则呈缩小趋势，显示其赎回压力较大。

图：公募基金存量份额规模及增速（单位：亿份）



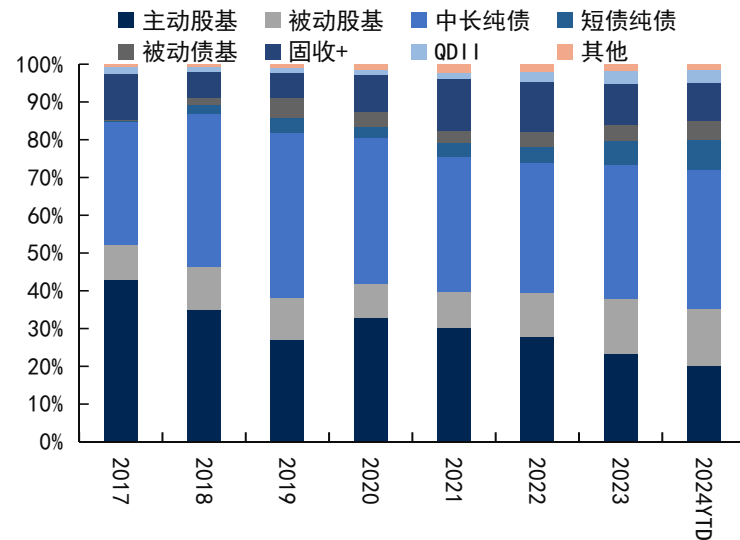
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各类基金存量份额占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各细分类别基金存量份额占比

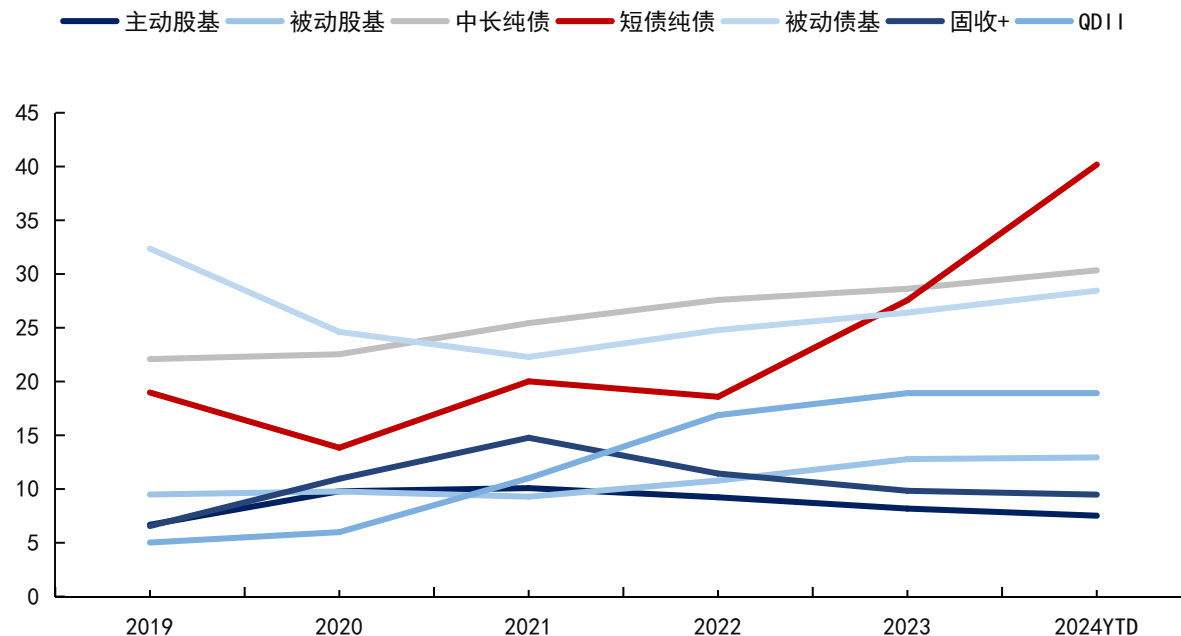


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募基金：股基单只基金的份额规模变小，定价能力边际下降

➤ 被动股基、中长债基、短期债基、被动债基、QDII基金的单只基金份额规模扩大。主动股基、“固收+”基金的单只基金份额规模缩小。

图：单只基金的份额变化（单位：亿份/只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募基金：重仓持股变动兼顾价值与成长



➤ 2024年以来，公募增持了金融、公用事业、煤炭、TMT、机械等行业的股票，增持的股票体现了对高股息和高成长板块的青睐。此外，公募减持了计算机、汽车、石油石化、食品饮料、医药生物等行业的股票。公募少量增持了电力设备板块股票，但是由于板块行情不佳，电力设备持股市值仍然明显下降。

图：公募基金重仓持股数量变动（单位：亿股）

持股数量变动	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
银行	-21.71	14.49	10.67	-7.33	12.58	11.23
公用事业	1.86	9.01	-4.10	3.32	9.22	8.09
通信	7.60	1.52	-1.50	-4.47	4.39	6.26
电子	9.13	9.56	13.40	15.31	-4.60	5.62
非银金融	-3.73	3.96	8.33	-2.90	-3.77	3.73
国防军工	-0.85	1.92	0.43	0.19	-4.58	3.52
机械设备	3.95	4.50	1.13	-0.65	1.98	2.27
环保	0.60	-0.04	0.53	-0.42	0.69	2.26
煤炭	-2.74	-1.65	0.65	3.14	-1.64	2.07
房地产	-7.41	-2.06	0.61	-2.57	-5.46	1.02
基础化工	-3.07	-5.02	3.29	-0.79	-2.22	0.93
电力设备	-5.76	7.32	-4.44	-6.36	-0.72	0.82
传媒	4.22	5.51	0.14	-6.99	1.82	0.42
钢铁	-0.69	3.03	3.37	0.43	-2.57	0.19
美容护理	0.03	0.15	-0.16	0.02	0.47	0.16
综合	-0.07	-0.01	1.47	0.18	0.13	-0.06
建筑材料	-0.86	-1.33	0.91	-2.82	-0.27	-0.21
建筑装饰	1.01	3.21	-1.81	-11.25	-1.72	-0.36
家用电器	3.73	3.81	1.56	0.26	2.82	-0.41
轻工制造	-1.81	-0.26	0.45	0.38	0.79	-0.43
交通运输	7.22	-8.26	7.79	-8.62	10.39	-0.46
纺织服装	0.99	-0.75	1.06	1.49	-1.62	-0.74
商贸零售	-0.55	0.76	1.08	-1.39	0.72	-0.81
社会服务	-3.35	-1.90	1.39	-1.08	-3.15	-1.80
农林牧渔	1.66	1.44	-0.32	3.84	-1.80	-2.16
有色金属	7.40	-5.32	6.62	3.59	19.99	-2.32
医药生物	9.48	11.60	2.38	3.50	-9.14	-4.11
食品饮料	-0.48	-2.12	-1.64	-0.16	-1.81	-4.57
石油石化	9.31	6.20	4.91	-14.29	4.50	-5.03
汽车	2.38	2.38	5.29	-0.10	0.11	-5.93
计算机	20.66	-2.11	-3.61	0.32	-12.17	-7.05
总计	37.23	59.58	59.76	-36.22	13.36	12.15

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募基金重仓持股市值变动（单位：亿元）

持股市值变动	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
电子	253.88	330.77	100.85	377.69	-539.62	516.97
通信	251.11	487.71	-203.76	-208.97	233.33	230.80
公用事业	16.97	94.11	-54.89	70.14	191.45	191.75
银行	-338.52	12.88	116.64	-175.21	249.46	160.35
国防军工	-222.11	55.96	-125.79	-76.78	-179.36	76.63
家用电器	108.55	162.90	-20.78	-22.17	238.09	74.71
传媒	300.15	48.99	-182.14	-256.15	-9.73	67.04
非银金融	-110.89	-72.07	242.33	-213.78	-67.75	43.61
汽车	-32.76	164.29	28.86	-131.93	-19.70	39.49
石油石化	92.58	0.44	101.98	-142.43	152.28	26.89
煤炭	10.45	-84.81	67.75	59.29	20.39	26.80
交通运输	21.20	-204.68	14.15	-91.13	100.65	8.46
建筑装饰	61.93	7.59	-38.27	-99.22	61.93	8.07
环保	2.03	4.51	-6.76	-11.42	11.89	6.18
社会服务	-149.14	-94.35	0.10	-165.61	9.68	4.76
建筑材料	-10.59	-59.31	24.31	-81.15	-14.65	2.15
钢铁	-15.60	10.06	18.68	-2.54	-6.90	0.96
综合	-0.76	0.20	9.35	4.68	3.35	-3.86
房地产	-149.49	-77.98	-23.23	-107.29	-66.56	-12.28
基础化工	-44.72	-194.20	48.88	-73.81	-56.17	-20.01
美容护理	-25.36	-53.40	-32.86	-30.42	23.90	-21.02
轻工制造	-58.30	-17.29	6.00	-8.10	49.39	-26.23
纺织服装	-13.02	-33.97	1.76	-11.41	6.29	-31.44
商贸零售	-157.05	-121.29	12.19	-50.80	12.92	-37.63
农林牧渔	21.02	-42.35	-32.61	109.05	-37.49	-39.41
有色金属	65.05	-179.89	-10.14	32.53	410.72	-51.89
机械设备	78.76	100.57	-40.09	19.57	-91.53	-71.77
电力设备	-577.70	-199.12	-1,007.80	-467.17	182.18	-288.49
计算机	1,059.18	-265.75	-466.05	-140.21	-387.61	-320.10
医药生物	39.72	-86.05	211.23	114.96	-740.26	-370.62
食品饮料	61.35	-1,033.92	188.13	-403.53	100.20	-944.63
总计	536.96	-1,336.42	-1,056.57	-2,183.28	-240.33	-753.76

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

北向资金：累计净买入额持续下降

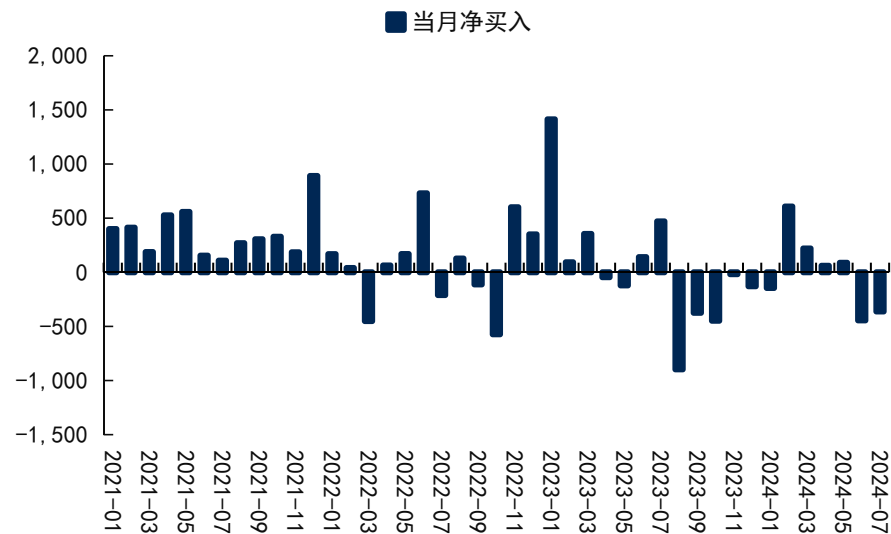
- 北向资金累计净流入增速总体呈下行趋势。2023年8月，北向资金单月流出近900亿元，创最大单月流出金额。
- 去年四季度至今，就全球范围来看，A股的表现相对落后于美国、日本、印度、欧洲等国家或地区的股市表现，国际资金可供配置的资产种类较多，且吸引力相对更强。叠加国内经济增长压力以及持续位居高位的中美利差，北向资金净买入额持续下降。

图：北向资金累计净买入额及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：北向资金当月净买入额（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

北向资金：增持股票偏向价值风格

➤ 北向资金2024Q1增持银行、交运、公用事业等板块，风格更偏价值。

图：北向资金持股数量变动（单位：亿股）

持股数量变动	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
SW银行	31.49	64.73	2.10	34.28	26.21	-5.87	39.88
SW交通运输	13.58	11.60	2.40	5.69	8.29	1.02	13.21
SW建筑装饰	9.42	15.42	0.65	9.35	13.11	-4.59	8.45
SW公用事业	7.26	10.61	-1.06	10.29	7.95	7.63	5.70
SW有色金属	5.04	11.79	12.87	8.42	14.81	4.09	4.46
SW汽车	5.41	4.67	6.06	-2.93	-2.00	17.36	2.45
SW国防军工	1.87	4.05	2.07	-2.27	-0.64	0.72	1.64
SW商贸零售	2.56	4.07	1.78	-1.75	-3.68	2.33	1.07
SW煤炭	2.79	3.88	2.38	6.45	3.38	2.35	0.93
SW电子	5.08	24.09	18.58	4.88	-6.20	30.19	0.88
SW机械设备	9.17	18.51	2.33	5.75	3.69	5.07	0.37
SW纺织服饰	2.18	0.92	-1.14	1.57	-0.19	4.97	0.36
SW食品饮料	9.61	2.17	1.70	5.72	0.28	-5.74	0.33
SW基础化工	2.51	4.71	7.42	9.19	-0.08	5.01	0.20
SW综合	-	0.40	0.03	-0.03	-0.00	0.42	0.15
SW美容护理	0.05	0.91	0.10	0.52	-0.17	0.41	-0.10
SW农林牧渔	2.39	5.43	0.94	4.34	-1.23	-2.13	-0.27
SW家用电器	3.76	15.09	-2.64	4.16	-1.65	3.36	-0.41
SW石油石化	7.69	0.48	9.55	11.90	3.34	6.95	-0.42
SW轻工制造	1.31	2.80	2.22	0.52	-0.34	0.21	-0.48
SW环保	1.64	0.18	0.86	2.70	-1.65	1.85	-0.60
SW社会服务	1.75	2.40	2.42	-1.17	-1.13	0.29	-1.01
SW钢铁	7.43	13.47	18.07	8.28	-16.74	-1.60	-1.29
SW建筑材料	6.72	5.82	2.22	3.17	-0.57	-3.25	-1.30
SW通信	2.64	6.77	-1.51	1.61	5.61	3.56	-1.48
SW非银金融	11.63	15.54	12.86	12.70	2.88	-0.44	-1.64
SW房地产	11.05	17.09	-1.63	-4.63	1.63	-2.45	-2.04
SW计算机	1.34	7.33	2.50	8.08	-3.05	1.00	-2.31
SW医药生物	8.81	13.56	7.17	8.22	-0.03	6.80	-4.20
SW电力设备	4.18	11.93	17.23	19.42	13.34	7.81	-6.04
SW传媒	8.73	10.72	4.22	6.70	7.00	5.27	-8.15
总计	189.09	311.12	132.75	181.13	72.20	92.57	48.36

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：北向资金持股市值变动（单位：亿元）

持股市值变动	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
SW银行	188.93	972.17	148.80	388.75	-157.80	-449.35	401.50
SW家用电器	-107.23	964.14	496.36	-360.82	-387.55	28.23	244.20
SW食品饮料	299.49	1,215.05	1,855.25	-423.80	-708.41	-676.60	172.83
SW有色金属	19.65	90.53	178.51	280.12	98.79	-30.41	166.94
SW汽车	-36.03	102.63	380.04	30.42	-193.21	280.56	148.03
SW公用事业	41.37	106.36	12.30	208.83	-11.91	118.56	117.76
SW交通运输	85.70	163.71	102.44	-28.48	70.66	-175.06	97.88
SW电子	8.24	487.28	692.84	775.09	-951.20	431.54	90.00
SW通信	4.22	110.49	4.38	26.43	6.30	97.99	83.96
SW建筑装饰	51.89	88.55	-13.95	79.52	40.28	-47.84	58.29
SW煤炭	11.81	37.91	19.62	120.03	134.07	-42.77	57.35
SW国防军工	16.68	66.77	115.73	17.20	-71.33	-26.45	52.29
SW石油石化	34.15	22.65	78.89	82.11	-6.23	55.00	47.16
SW电力设备	55.72	246.22	1,423.56	2,437.10	-1,073.18	-863.88	39.17
SW基础化工	30.74	75.17	209.50	379.20	-92.85	-27.55	17.55
SW非银金融	201.60	601.11	263.70	-86.84	-284.50	-169.63	12.62
SW纺织服饰	16.82	9.76	-1.57	14.57	-6.96	41.40	9.66
SW农林牧渔	31.18	182.50	22.86	50.68	-45.78	-56.81	3.55
SW商贸零售	69.78	107.01	371.51	-132.94	-13.24	-333.27	3.46
SW钢铁	32.53	32.30	93.77	91.05	-127.21	-8.60	1.48
SW综合	-	4.18	-1.70	0.60	0.20	2.43	1.40
SW环保	17.08	-2.53	-5.37	28.76	-23.06	12.95	-3.41
SW机械设备	78.82	282.83	565.59	88.97	-131.81	29.85	-9.20
SW社会服务	20.51	59.60	118.29	-45.45	-50.27	-51.12	-11.02
SW美容护理	-0.23	12.85	36.65	95.71	24.57	-49.83	-11.60
SW房地产	119.52	292.06	-55.52	-105.54	-28.71	-121.85	-12.66
SW轻工制造	9.62	66.23	97.97	56.85	-67.95	-56.75	-14.71
SW建筑材料	102.88	265.60	122.33	60.20	-186.82	-191.11	-16.80
SW传媒	50.98	128.44	110.83	52.23	-39.06	82.34	-62.14
SW计算机	-114.15	256.52	277.24	276.09	-344.36	-113.43	-73.16
SW医药生物	79.89	829.21	1,473.48	-234.15	-572.10	-185.97	-242.54
总计	1,422.15	7,877.32	9,194.34	4,222.49	-5,200.61	-2,497.41	1,369.82

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

下半年美联储降息或使外资净流入

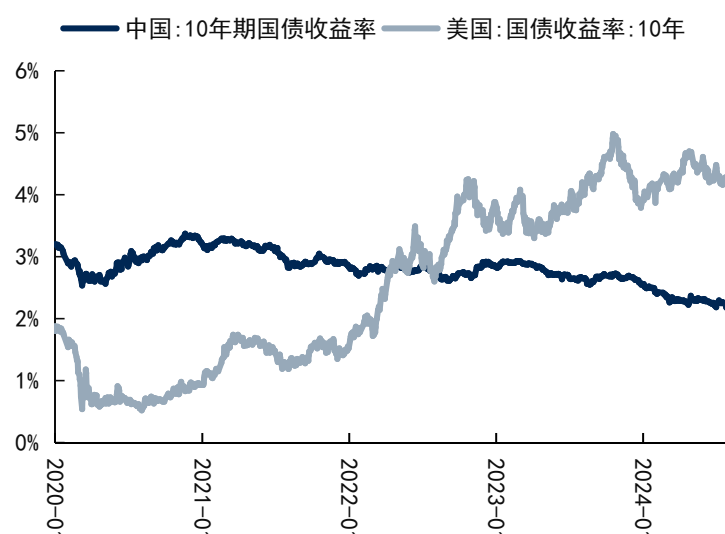
- 美国利率持续位居高位、中国利率不断下探使我国面临资本持续外流的压力。自2022年初起，中国的银行代客结汇金额呈现较明显的下行趋势。高点时单月结汇金额突破2700亿美元，而最新的2024年6月，单月结汇金额尚不足1600亿美元。中美利差较大是直接原因。
- 美国降息预期日益增强，中美利差收窄或使人民币汇率贬值压力减轻，增强人民币资产对外资的吸引力。截至8月2日，美国10年期国债收益率已下降至3.8%以下，较4月底的4.7%以上已明显下降。美元对人民币汇率（离岸）已经升至7.16-7.17之间，人民币贬值压力持续减轻。预计伴随美国降息落地，中美利差收窄，结汇意愿增强，人民币汇率稳中有升值得期待。

图：离岸人民币汇率走势



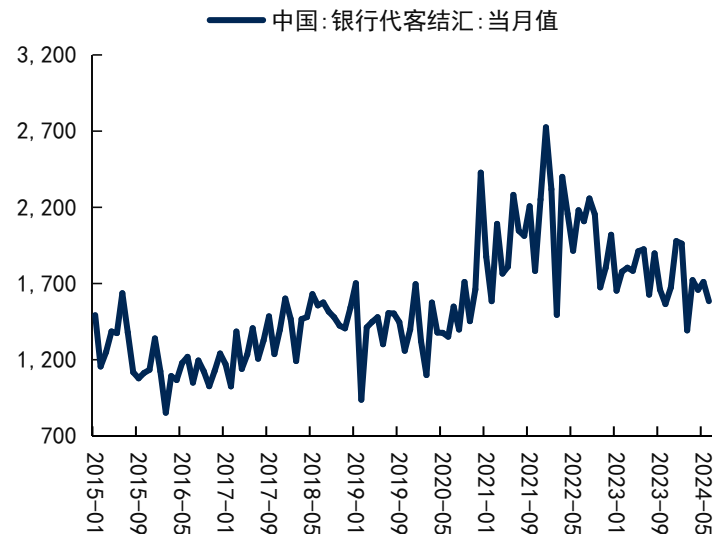
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中美利差仍较大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：银行结汇数量仍处于下降趋势（单位：亿美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 2024Q1QFII持股数量增长较多的电子通信及银行板块，增持股票时兼顾价值与成长考量。

图：QFII重仓持股数量变动（单位：亿股）

持股数量变动	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
电子	2.52	0.20	2.74	-0.91	-2.12	-0.17	3.14
银行	0.29	8.31	-0.04	2.45	10.20	-0.34	0.93
通信	0.86	-0.50	-0.31	0.29	-0.44	0.12	0.63
煤炭	0.04	0.16	-0.24	0.21	0.37	0.12	0.29
汽车	-1.50	0.74	0.05	2.23	-2.30	0.14	0.28
基础化工	0.25	0.05	1.07	0.28	-1.68	0.28	0.25
农林牧渔	0.36	-0.70	0.78	0.57	-0.72	-0.68	0.24
综合	-	-	-	0.34	-0.27	0.03	0.16
食品饮料	-1.24	-0.53	0.80	0.47	0.21	-1.51	0.08
美容护理	0.01	0.06	0.21	0.02	-0.07	0.08	0.06
环保	0.47	-0.02	-0.12	-0.34	-0.19	-0.02	0.06
建筑装饰	-0.09	3.05	-0.89	0.07	-2.31	0.10	0.05
商贸零售	-1.05	0.11	-0.32	0.26	1.13	-1.17	0.05
公用事业	0.83	0.35	-0.05	1.17	-1.33	-0.52	0.04
国防军工	-0.07	0.02	0.07	0.22	0.04	-0.20	0.02
纺织服饰	-0.14	-0.07	0.15	-0.01	0.32	-0.27	-0.08
交通运输	-1.84	-0.51	0.59	0.64	-1.04	-0.23	-0.11
建筑材料	-0.07	0.61	0.64	1.94	-1.64	-0.35	-0.22
计算机	-0.18	-0.89	0.47	0.31	-0.43	-0.82	-0.23
非银金融	-0.02	4.06	-2.17	0.14	0.17	-0.63	-0.27
电力设备	0.01	-0.18	1.34	0.55	-0.24	-0.34	-0.31
石油石化	0.02	0.20	-0.17	0.26	-0.23	0.59	-0.35
轻工制造	0.19	-0.02	0.09	0.24	0.13	-0.01	-0.36
房地产	0.37	1.81	-0.35	-0.24	0.46	-0.69	-0.52
社会服务	0.26	-0.29	-0.26	0.35	-0.19	0.26	-0.54
钢铁	8.15	-2.87	-1.64	-4.34	-0.18	0.26	-0.60
机械设备	0.65	0.90	0.88	0.54	-2.02	0.33	-0.79
家用电器	-0.23	-0.73	-0.77	-0.78	-0.85	-0.39	-1.44
医药生物	0.48	1.70	0.48	-0.47	1.35	-1.27	-1.51
有色金属	-0.30	0.37	0.32	1.21	0.28	1.25	-2.05
传媒	-0.73	0.42	-0.39	1.61	0.49	1.70	-2.48
总计	8.30	15.81	2.93	9.27	-3.10	-4.36	-5.57

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：QFII重仓持股市值变动（单位：亿元）

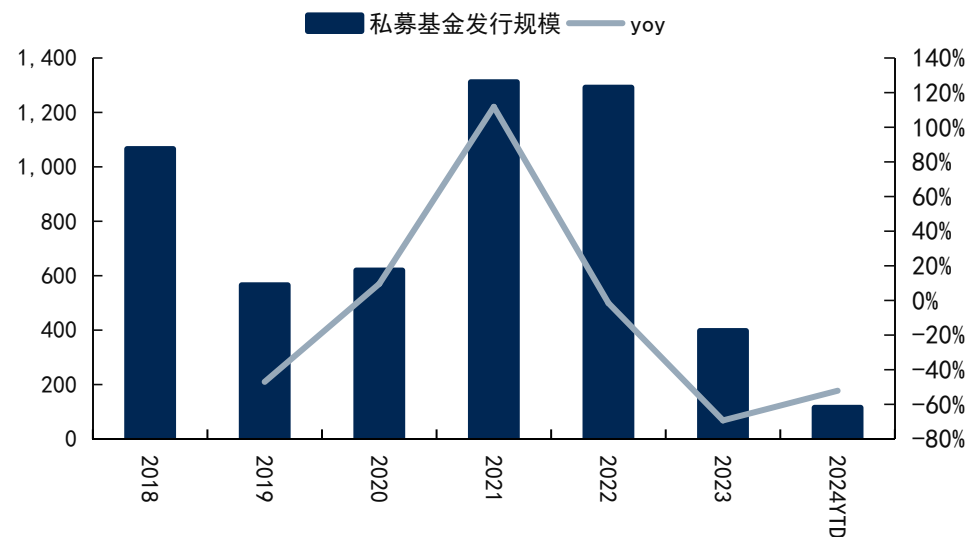
持股市值变动	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
银行	-22.07	269.97	64.84	97.78	-5.03	-211.59	47.49
汽车	-46.07	16.26	5.02	64.59	-74.44	3.60	7.49
通信	1.49	1.12	3.66	-5.70	-6.96	3.84	6.84
煤炭	0.09	1.47	-2.42	0.49	7.32	1.18	3.38
电子	-0.94	92.01	87.46	3.97	-142.87	11.30	2.39
建筑装饰	-3.42	17.06	-6.34	6.17	-18.27	2.17	1.43
美容护理	0.61	2.09	18.82	3.30	-14.52	2.65	1.05
综合	-	-	-	2.51	-2.21	0.33	0.60
公用事业	3.42	3.86	-1.43	14.67	-12.95	-4.36	0.46
石油石化	0.20	0.57	0.04	3.28	-3.01	3.26	0.31
农林牧渔	-0.33	-6.29	31.20	7.67	-21.28	-22.02	0.17
商贸零售	-16.29	-4.11	-5.27	-0.45	6.15	-6.13	0.02
环保	3.12	-1.36	-4.68	-0.18	-4.11	0.36	-0.30
基础化工	-7.85	14.28	29.01	26.77	-41.30	-0.25	-0.81
纺织服饰	-1.66	-0.58	0.53	2.21	1.18	-2.05	-0.90
国防军工	-1.87	0.51	1.29	4.50	2.93	-5.57	-0.94
食品饮料	-97.79	-98.96	24.75	21.32	-40.80	-31.40	-1.14
钢铁	11.96	1.25	-6.97	-15.45	1.32	0.96	-2.32
轻工制造	-1.20	2.23	7.69	3.36	-7.85	-0.49	-2.86
房地产	3.53	7.15	9.67	1.08	-8.15	-3.70	-3.65
非银金融	-0.20	57.14	-36.47	6.55	-5.65	-6.26	-3.92
交通运输	-24.18	5.29	16.11	15.51	-32.23	-17.40	-4.84
电力设备	18.43	-18.25	62.37	9.18	-16.65	-42.26	-5.18
社会服务	3.12	-2.58	2.22	0.58	-0.46	2.86	-8.53
计算机	-24.74	-0.42	77.67	-15.40	-55.58	-22.55	-8.87
建筑材料	-10.02	33.14	46.60	102.57	-123.29	-39.14	-9.39
传媒	-4.33	1.54	0.04	7.87	1.96	8.51	-15.30
有色金属	-2.99	3.65	6.17	22.34	-12.06	23.52	-15.37
机械设备	-10.26	40.00	43.79	28.90	-74.74	-4.93	-17.47
医药生物	-13.89	123.55	120.57	-157.68	-27.79	-24.42	-49.66
家用电器	-65.94	68.92	92.42	-140.43	-68.03	-22.91	-52.84
总计	-310.09	630.50	688.36	121.87	-799.36	-402.89	-132.64

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

私募基金：发行仍存较大压力

- 2024年以来，私募基金发行规模仍处于低位。2024年以来私募基金累计发行114.53亿份、同比下降52.1%。底层资产占比来看，股票型私募基金发行占比最高。
- 场外衍生品、转融券等方面的监管政策一定程度限制了私募基金的策略创新。2024年初，部分私募基金在中小市值因子上过度暴露导致大额回撤，致使业绩不佳，也导致私募基金投资吸引力有所下降。

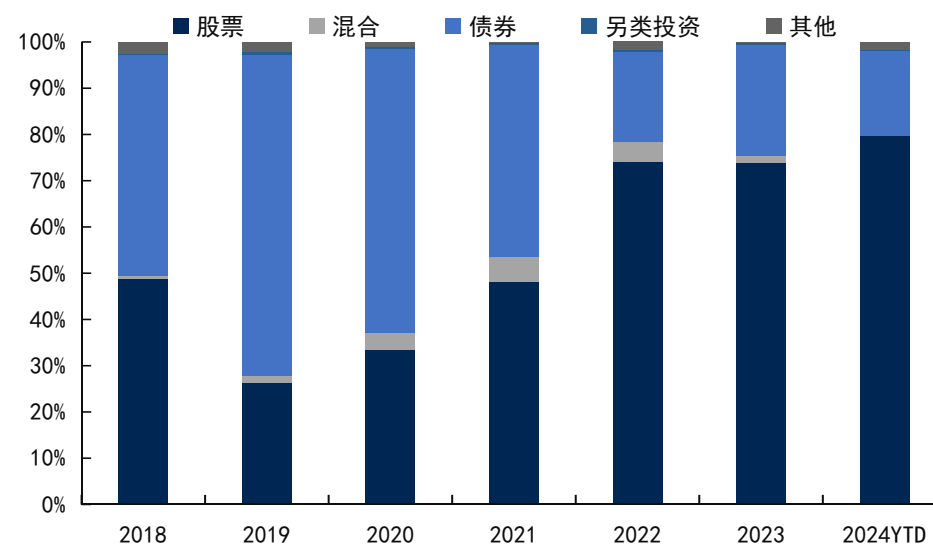
图：私募基金发行规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：已剔除单只发行规模较大、底层资产大致为债券或货币的私募基金

图：各类私募基金发行占比（单位：亿元）

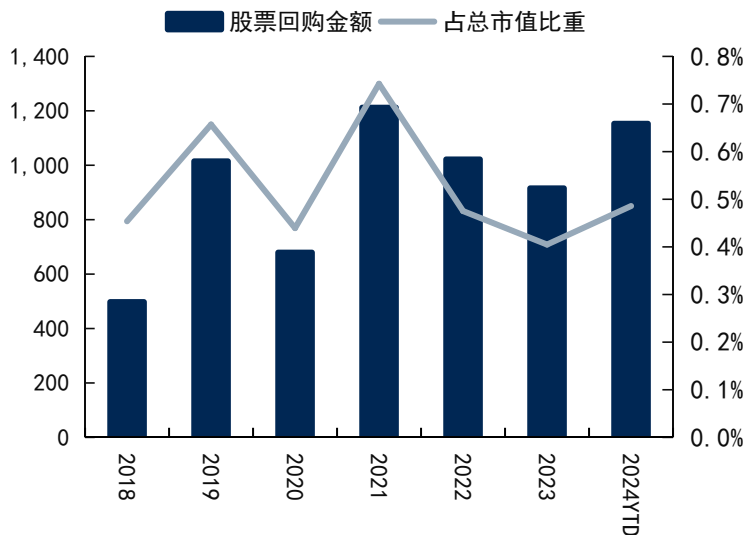


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股票回购增加，但新增投资者减少、两融规模持续下降

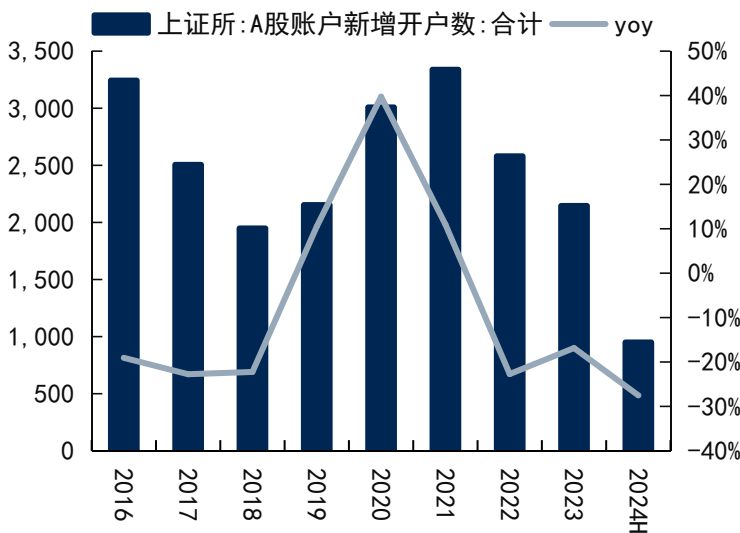
- 2024年前7月，A股股票回购总金额已突破1150亿元，回购金额与近年回购金额最高的2021年几乎持平，回购金额占产生过回购股票总市值的比重为0.49%。在监管引导和提倡下，上市公司股票回购金额有望继续提高，股票回购在提高股东回报方面的作用或将愈发明显。
- 新入市投资者持续下降、两融规模持续下降。受A股持续不佳的影响，新增投资者开户数连续第3年负增长。2024年上半年，上交所新增A股开户数948.66万户、同比-27.5%，此前的2022年、2023年，开户数同比增速分别为-22.7%、-16.9%。此外，投资者风险偏好也有所下降，两融余额已降至1.4万亿元左右。

图：A股股票回购金额及占比（单位：亿元）



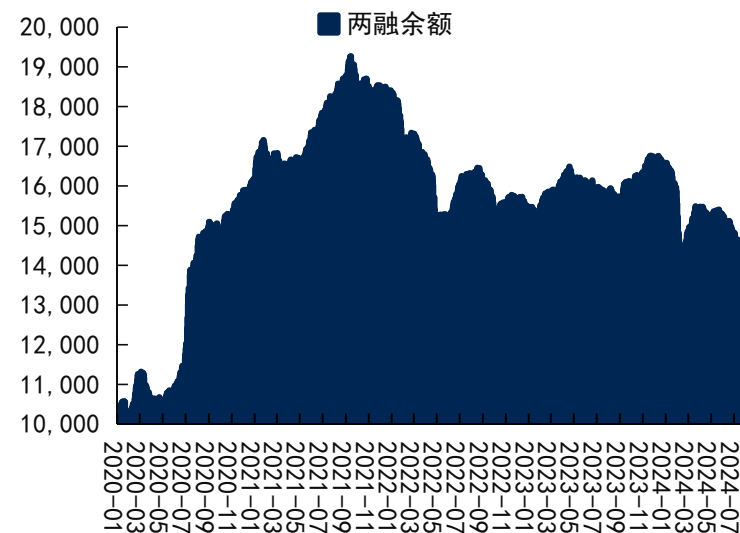
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：投资者新增开户数及增速（单位：万户）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：两融余额处于下降趋势（单位：亿元）

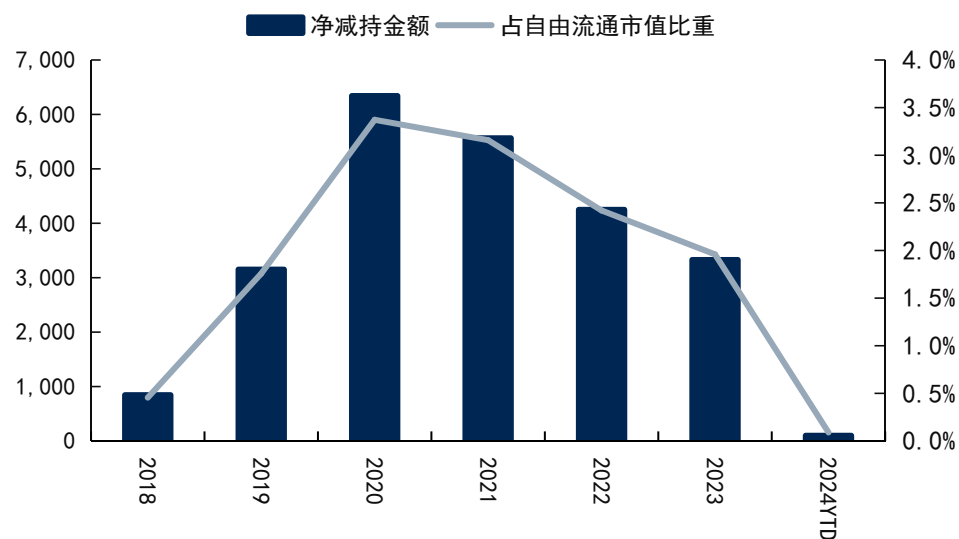


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股票净减持及股权融资额显著下降

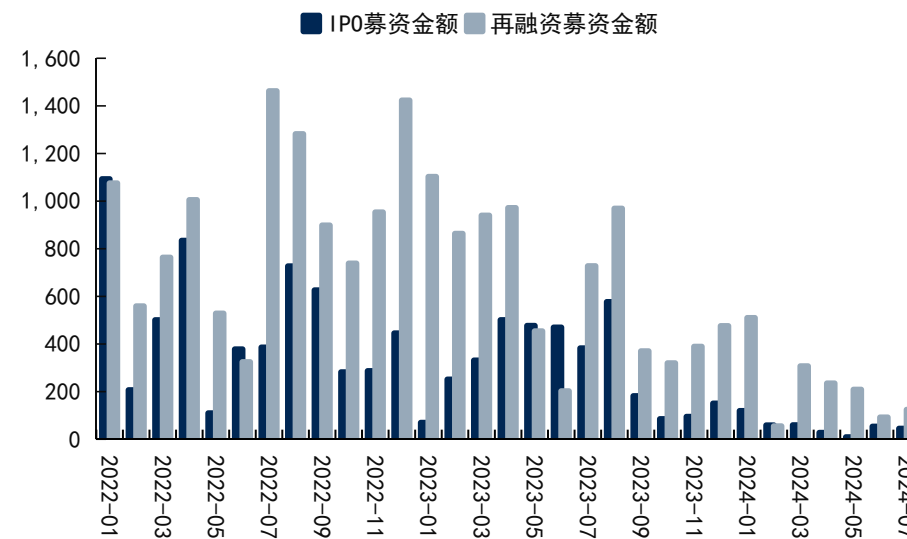
- 减持监管趋严后，A股净减持金额显著下降。2024年以来，A股累计净减持金额仅为96.33亿元、占有减持股票合计自由流通市值的0.09%。截至2024年7月末，A股5357家上市公司中，减持受限家数3199家、占比59.72%。
- IPO及股权再融资额显著下降。2024年前7月，A股IPO融资额369.36亿元、同比-85.10%，股权再融资额1528.59亿元、同比-70.93%。

图：A股历年净减持金额及占自由流通市值比重（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：IPO及再融资金额明显下降（单位：亿元）

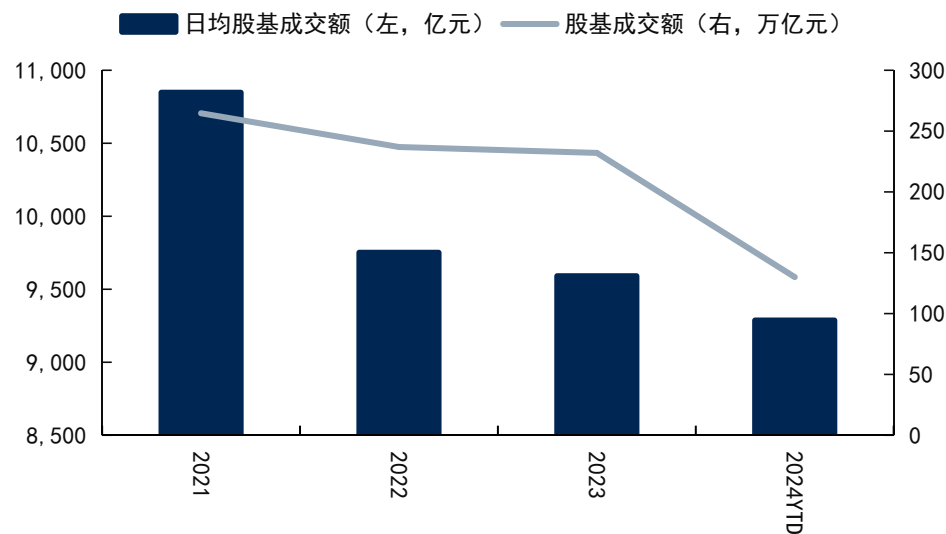


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

交易额下降背景下，交易佣金及交易印花税下降

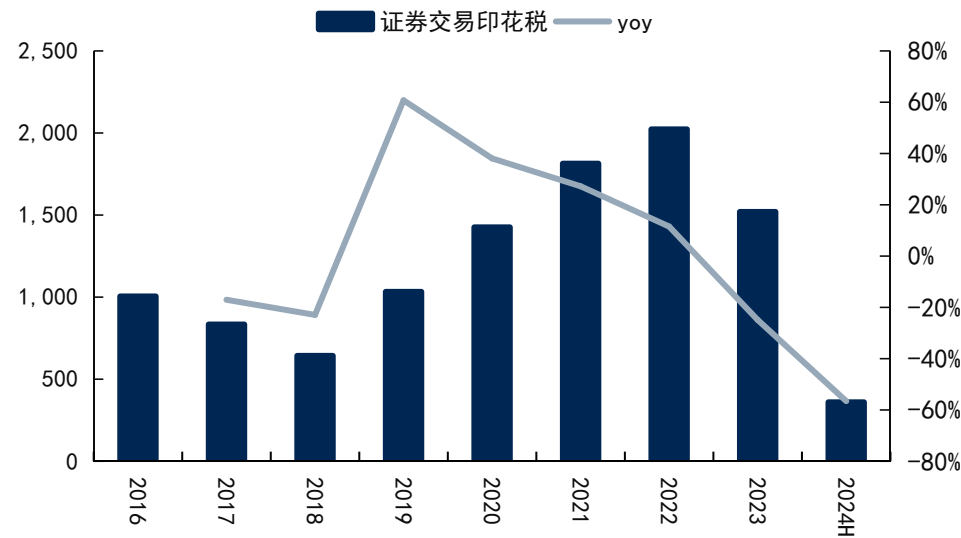
- 2024年前7月，A股成交额114.94万亿元，基金成交额14.06万亿元，股基成交额合计130万亿元。以证券行业2023年证券经纪收入984.37亿元、股基成交额232.06万亿元测算，交易佣金率约万分之2.1。假设2024年前7月交易佣金率为万分之2，则交易佣金为520.01亿元。
- 2024年上半年，证券交易印花税359亿元、同比-56.5%。2023年8月，印花税减半征收，税率下降及成交额下降使得证券交易印花税下降。

图：股基交易额下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：证券交易印花税下降（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

【 01 】 金融供给侧结构性改革进行

【 02 】 国九条下资本市场资金平衡

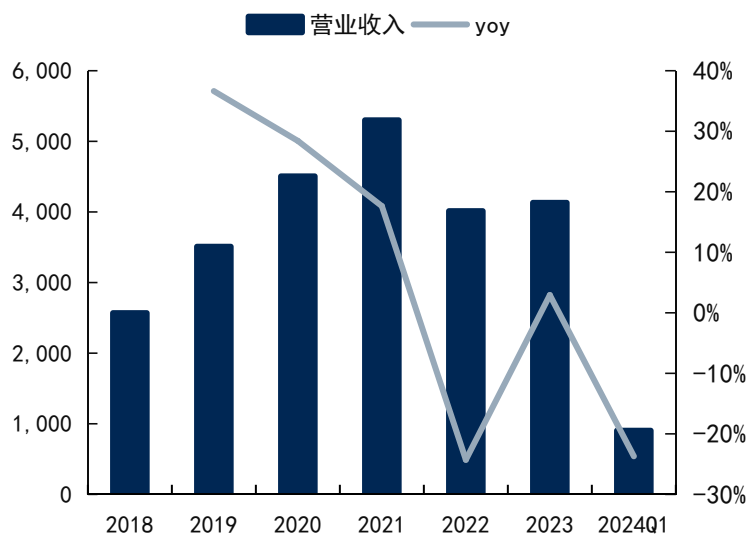
【 03 】 证券：整合成为行业主线

【 04 】 保险：产品调整与险资行为

业绩触底：营收、净利润负增长，投行、利息净收入拖累明显

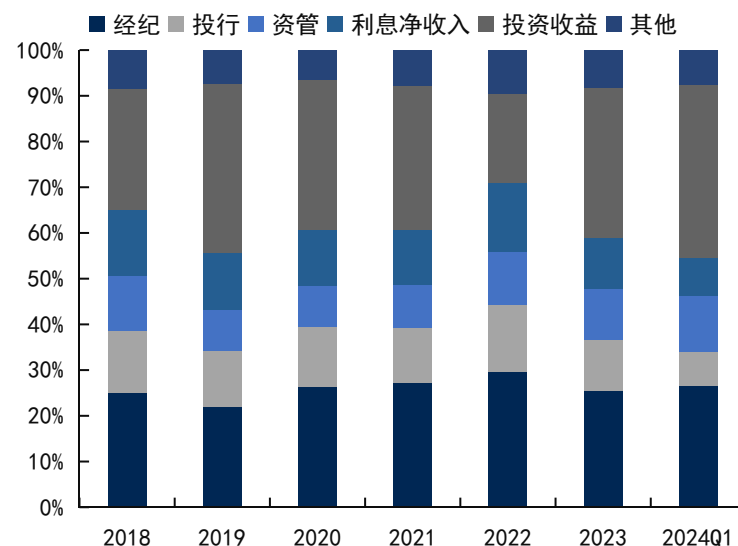
- 2024年Q1，A股上市券商合计营收901.69亿元、同比-23.7%，归母净利润313.05亿元、同比-30.3%。
- 营收结构方面，投行收入及利息净收入占比下降。投行收入减少主因股权融资额下降，利息净收入减少主因两融规模下降。经纪收入占比基本稳定，投资收益占比有所提升。今年以来，虽股市表现不佳，但债市表现良好。根据上市券商卖出回购金融资产款的增幅，我们判断债券收益提升一定程度上缓冲了股票收益的下降。

图：上市券商营收规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：剔除部分参股金融的公司，后文未有特别说明的，“上市券商”含义均与此相同

图：上市券商营收结构变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市券商归母净利润规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2024上半年业绩预告：多数券商营收、净利润同比下降



- 部分上市券商已发布2024年上半年的业绩预告或快报。
- 发布业绩快报的5家券商中，3家营收同比下降、2家归母净利润同比下降。
- 发布业绩预告的14家券商中，仅2家预告净利润同比增长，14家预告净利润同比下降或亏损。
- 证券公司业绩或将持续面临压力，股市交易低迷、投行业绩不振、两融规模下降等是压制业绩增长的直接原因。债市的良好表现可一定程度上缓冲业绩下降。

图：部分发布业绩快报的上市券商（单位：亿元）

证券代码	证券简称	2024H1 营收	营收yoy	2024H1 归母净利润	归母净利润yoy
600958.SH	东方证券	85.71	-1.43%	21.11	11.05%
601788.SH	光大证券	42.00	-32.03%	13.91	-41.87%
000728.SZ	国元证券	30.84	-0.85%	10.00	9.44%
601878.SH	浙商证券	80.10	-5.27%	7.80	-14.45%
600909.SH	华安证券	19.62	2.95%	7.14	8.65%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：部分发布业绩预告的上市券商

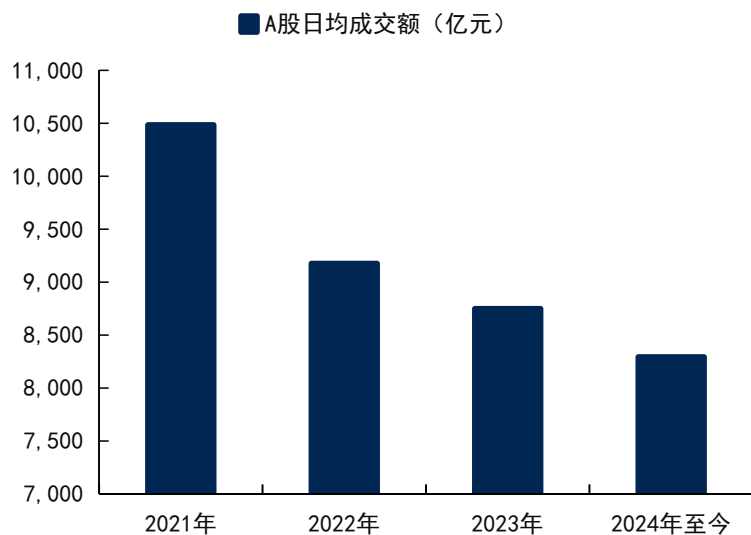
证券代码	证券简称	2024净利润区间	yoy
600837.SH	海通证券	9.19亿元 ~ 11.67亿元	-76.00% ~ -69.53%
601198.SH	东兴证券	5.3亿元 ~ 6.3亿元	+51.47% ~ +80.05%
601136.SH	首创证券	4.55亿元 ~ 4.95亿元	+65.44% ~ +79.98%
601236.SH	红塔证券	4.49亿元	+52.27%
600918.SH	中泰证券	4.34亿元	-73.50%
000750.SZ	国海证券	1.51亿元	-61.34%
000686.SZ	东北证券	1.23亿元	-77.50%
601456.SH	国联证券	0.83亿元	-86.24%
601099.SH	太平洋	0.55亿元 ~ 0.75亿元	-74.00% ~ -64.00%
002670.SZ	国盛金控	0.36亿元 ~ 0.51亿元	-63.65% ~ -48.51%
600155.SH	华创云信	0.35亿元 ~ 0.5亿元	-84.10% ~ -88.87%
002926.SZ	华西证券	0.35亿元 ~ 0.45亿元	-93.33% ~ -91.42%
000712.SZ	锦龙股份	-0.73亿元 ~ -0.38亿元	亏损
601162.SH	天风证券	-3.38亿元 ~ -2.70亿元	亏损

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

经纪及两融：市场交投低迷，分部收入持续负增长

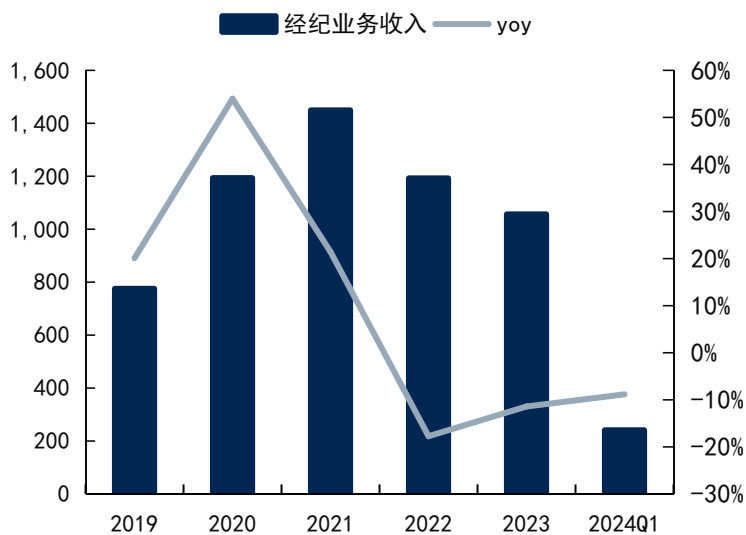
- 2021年以来，A股的日均成交额逐年下降，拖累了券商的经纪业务收入增长。此外，两融规模下降也明显拖累了利息净收入增长。
- 2024Q1，上市券商合计实现经纪业务收入240.49亿元、同比-8.8%，利息净收入75.85亿元、同比-34.3%。
- 投资者对于风险资产的偏好程度持续下降是股市交易低迷的关键。根据央行的城镇储户问卷调查，居民愿意增加更多投资占比由2020年末的25%左右降至2024年3月末的14.9%，而增加更多储蓄占比则大幅度上升。投资者行为保守、股市财富效应不佳致市场交投低迷，券商经纪收入及利息净收入因此承压。

图：股市日均成交额持续下降（单位：亿元）



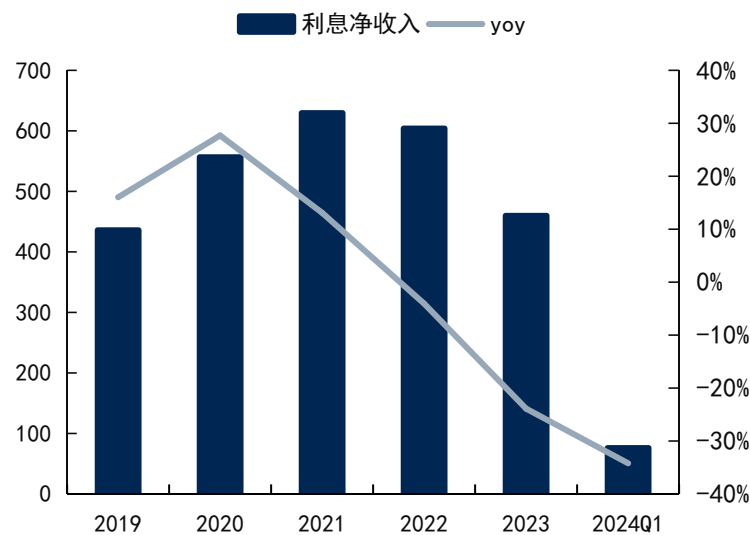
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市券商经纪业务净收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市券商利息净收入及增速（单位：亿元）

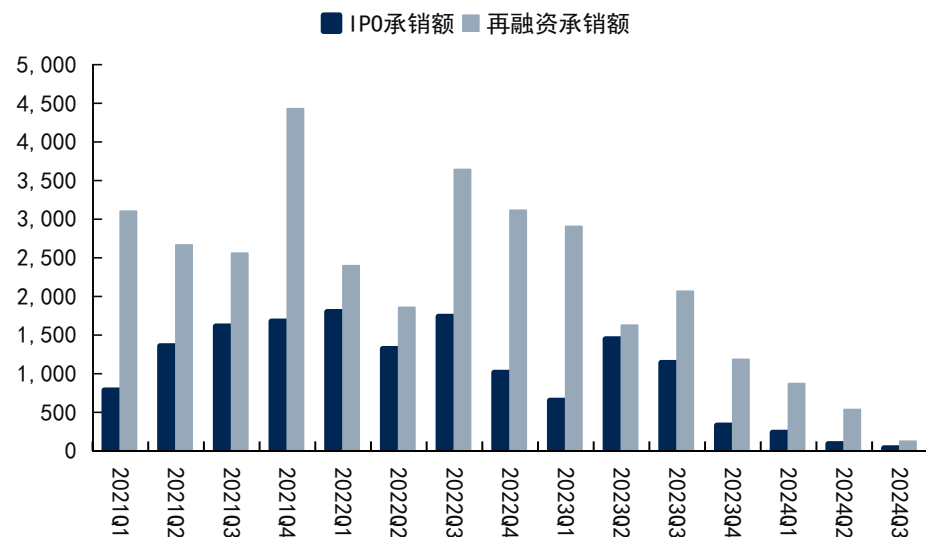


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投行业务：股权融资额显著下降拖累收入增长

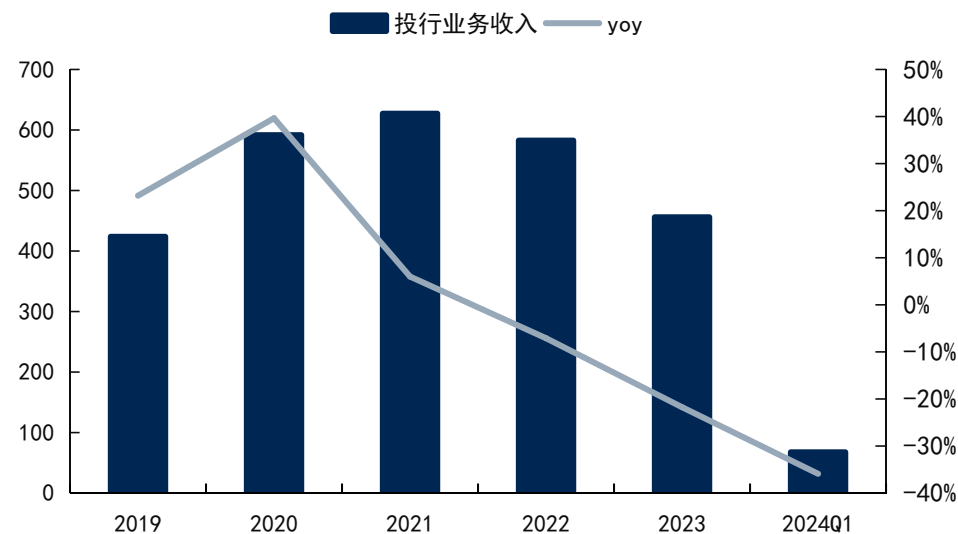
- 2023Q4以来，IPO及再融资节奏显著放缓。股市不振的大背景下，预计股权融资节奏难以重新提速，股权承销或将持续拖累券商的投行业务收入增长。2024Q1，上市券商实现投行收入67.44亿元、同比-35.9%。
- 在股权承销业务承压背景下，部分券商开始探索投行业务创新路径，包括开展北交所业务、拓展跨境业务、加大债承和财务顾问业务投入等。

图：股权承销额明显下降（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市券商投行业务净收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

部分券商投行业务创新路径



➤ 中信、中金、建投及华泰等上市券商投行业务创新要点包括：1）股权融资以开拓国际业务、加强北交所业务为主要。2）债务融资以聚焦绿色债、科创债、REITs和发展国际业务为主。具体包括：加大科创债、绿色债投入；构建Pre-REITs到公募REITs的完整业务生态链；发掘熊猫债机会，拓展中资离岸债、东南亚海外美元债等业务发展。此外，部分券商还提及丰富债券融资衍生产品。

图：中信、中金、华泰、建投等券商投行创新路径

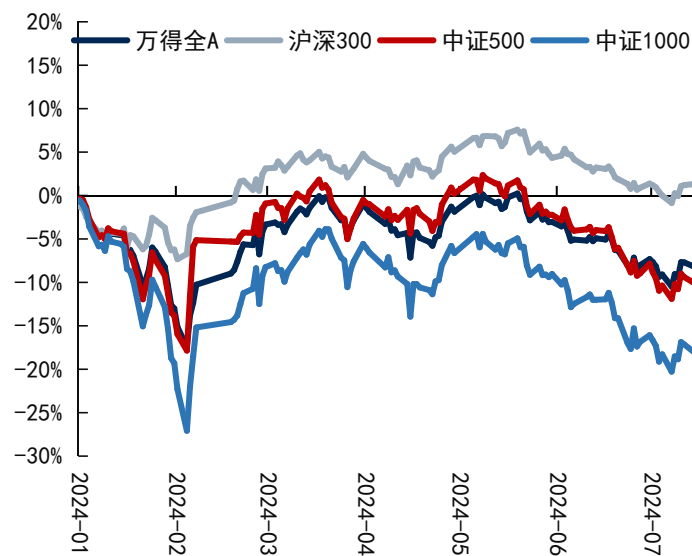
公司	股权融资	债务融资	财务顾问
中信证券	拓展国际客户，加强港股股权融资、GDR以及东南亚等海外股权融资业务开拓	加大科创债、绿色债、乡村振兴债等投入；协同构建 Pre-REITs 到公募 REITs 的完整业务生态；继续发掘熊猫债等业务机会，并大力拓展中资离岸债、东南亚等海外美元债业务	积极把握央企国企并购重组、私募股权交易、控制权收购、风险化解等并购交易机会。加强中资企业出境并购、外资企业入境并购、境外上市公司产业并购及私有化等业务开拓
中金公司	全面加强能力建设，提高项目储备、项目质量和市场份额	对科创债、ESG债券、乡村振兴和一带一路债券等专项品种加大投入力度；保持基础设施公募REITs战略定力和领先优势；积极把握企业债务管理与信用修复业务机会；国际化业务中持续推动离岸人民币债券市场建设，推动绿色及可持续发展债务融资；拓展海外客户群体	把握重点科技行业并购机会，争取稳步提高市场份额
中信建投	以北交所深化改革为契机，大力支持专精特新中小企业创新发展。加强与投资等公司其他业务的协同发展。国际业务方面，持续推进内地和香港投行一体化工作，实现中概股回归、港股私有化跨境收购等不同类型产品的多样化发展	国际业务方面，不断拓展评级顾问和绿色结构顾问服务，丰富债务融资衍生产品	巩固在上市公司破产重整财务顾问领域的优势，同时在跨境业务方面积极作为，继续拓展跨境收购、上市前引战融资和私有化等业务
华泰证券	聚焦重点行业、重点区域，不断提升产业认知水平和境内外一体化服务能力	增强优质客户及区域的覆盖力度，不断推动业务结构优化	持续拓展业务类型，积极支持上市公司注入优质资产、市场化并购重组和跨境并购

资料来源：中信、中金、华泰、建投等公司2023年报，国信证券经济研究所整理

投资业务：股市表现不佳但债市表现良好

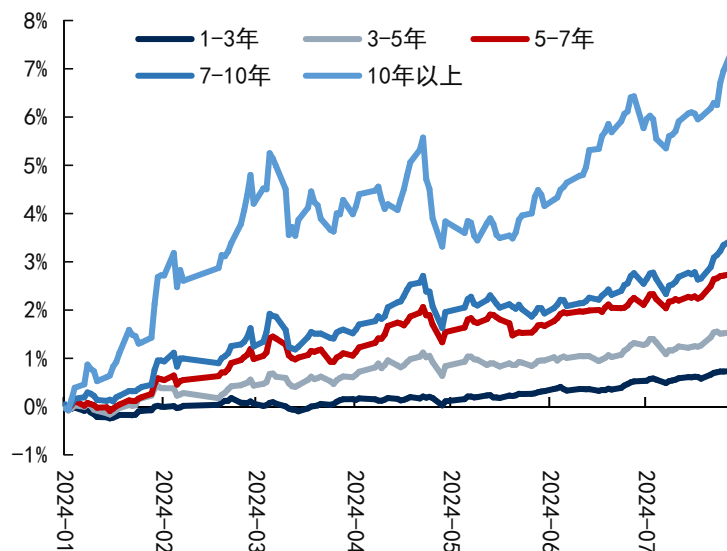
- 主要股指表现不佳：年初至7月末，主要股指累计涨跌幅：沪深300+0.3%、万得全A-7.8%、中证500-10.0%、中证1000-17.0%。
- 债市表现良好：年初以来，各类期限的债券均收获正收益，且期限更长的债券收益更佳。
- 2024Q1，上市券商投资业务收入（投资净收益+公允价值变动损益-联营合营企业投资收益）341.9亿元、同比-31.6%。

图：2024年以来主要股指表现不佳



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年以来债市表现良好



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以中债利率债全价指数为计算依据

图：上市券商投资收益及增速（单位：亿元）

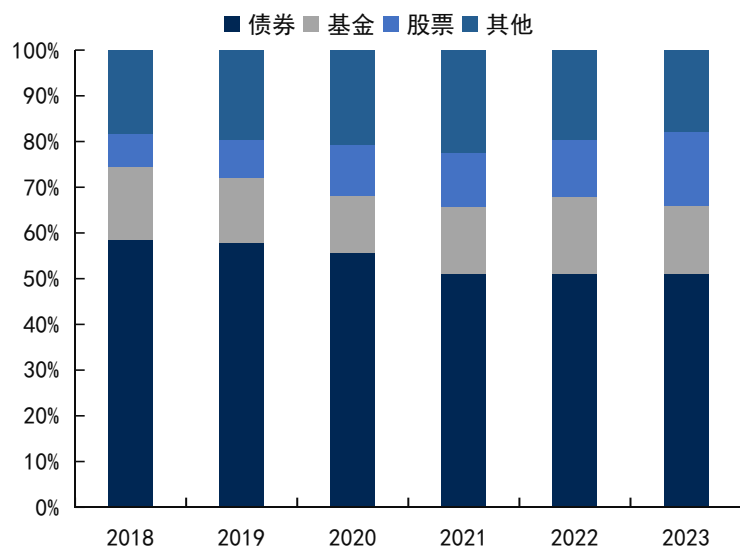


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资业务：券商增量投资资产主要为债券和股票

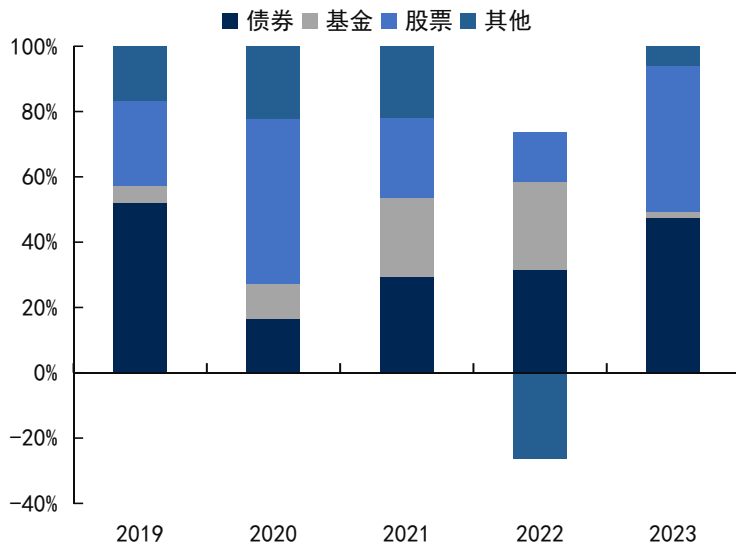
- 上市券商交易性金融资产中，债券占比最高，股票占比逐步提升。2018年以来，债券占比保持在50%以上，股票占比由2018年的7.2%升至2023年的16.4%。2020年、2021年股票占比提升较为明显。增量角度，2023年，上市券商交易性金融资产增量中债券占比47.3%、股票占比44.6%，投资资产增量主要来自债券和股票。
- 交易性金融资产占金融资产比重稳定在70%左右。截至2024Q1，上市券商交易性金融资产为4.56万亿元、占金融资产比重为70.8%。

图：上市券商交易性金融资产存量结构



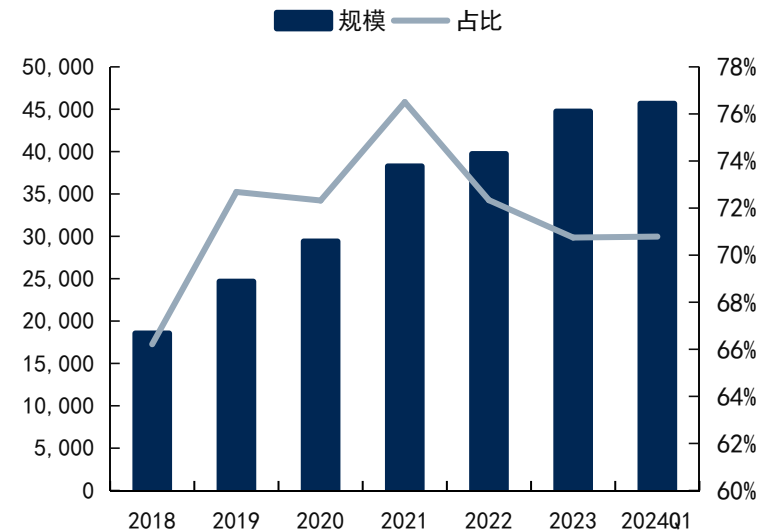
资料来源：各上市券商年报，国信证券经济研究所整理
注：此处“上市券商”为2024Q1交易性金融资产在2千亿元以上的券商

图：上市券商交易性金融资产增量结构



资料来源：各上市券商年报，国信证券经济研究所整理

图：上市券商交易性金融资产占比（单位：亿元）

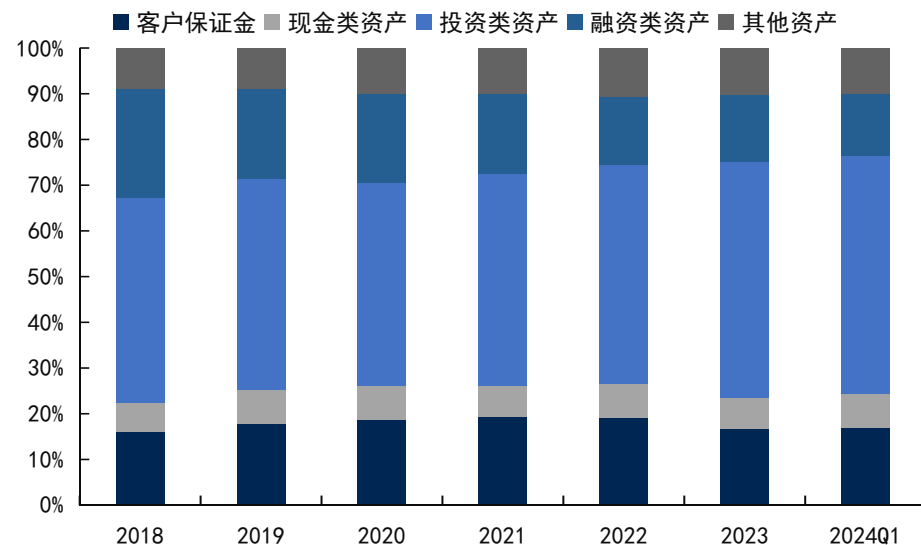


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：占比为占金融资产比重

投资类资产推动资产扩张，融资类资产下降

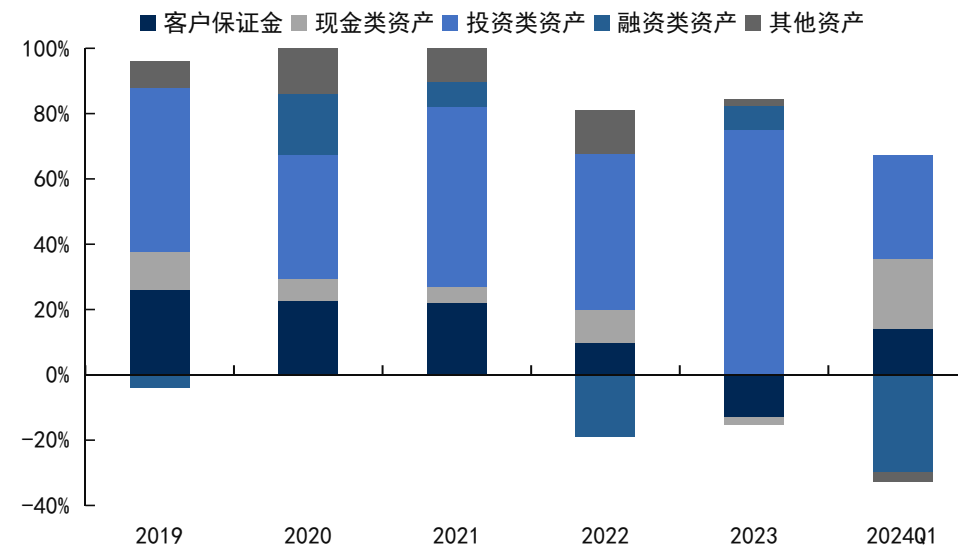
- 2024Q1，上市券商总资产12.35万亿元，资产占比：客户保证金17.0%、现金类资产7.4%、投资类资产52.2%、融资类资产13.6%、其他资产9.9%。投资资产不仅在存量资产中占比最高，在推动总资产扩张的过程中也是主力。
- 增量资产角度，2024Q1上市券商总资产较2023年末增长1390亿元，其中：客户保证金增长567亿元、现金类资产增长858亿元、投资类资产增长1268亿元、融资类资产减少1187亿元、其他资产减少115亿元。
- 投资类资产或将继续成为券商扩表主力，转融通业务受限或将使融资类资产扩张继续承压。

图：上市券商资产结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市券商各期资产增量结构

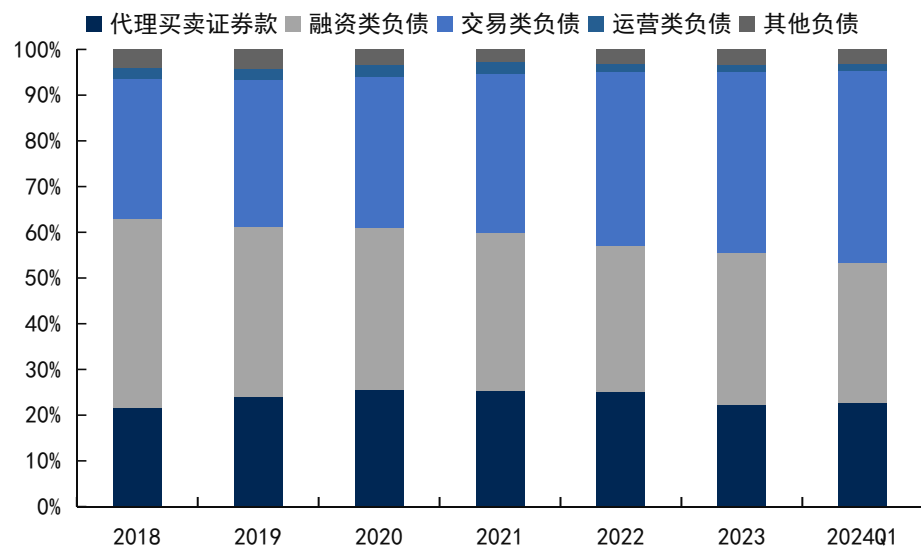


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

交易类负债持续增长彰显主动扩表能力

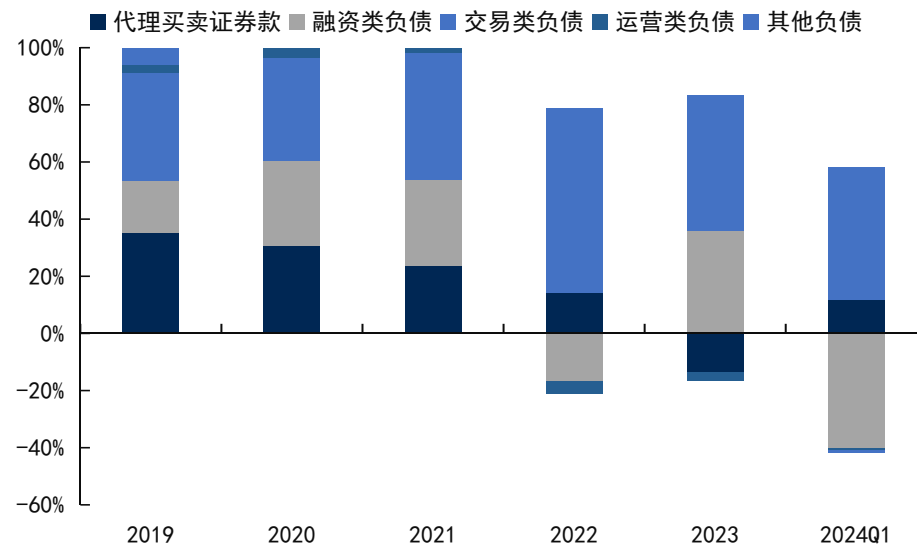
- 2024Q1，上市券商总负债9.69万亿元，负债占比：代理买卖证券款22.8%、融资类负债30.7%、交易类负债41.8%、运营类负债1.5%、其他负债3.2%。交易类负债中，卖出回购金融资产款占比65.0%。
- 增量负债角度。交易类负债稳步推动总负债规模增长。卖出回购金融资产款的规模持续提升，或显示券商参与债市投资的积极性增强。
- 融资类资产有所下降，代理买卖证券款波动较大。考虑到债市表现良好，券商依托交易类负债增长带动总负债增长的路径或可持续。

图：上市券商负债结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

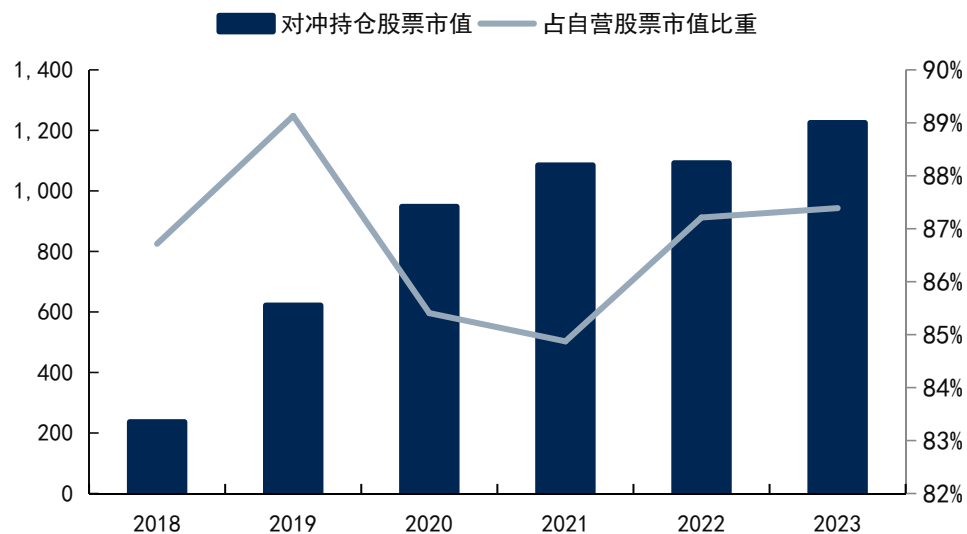
图：上市券商各年负债增量结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

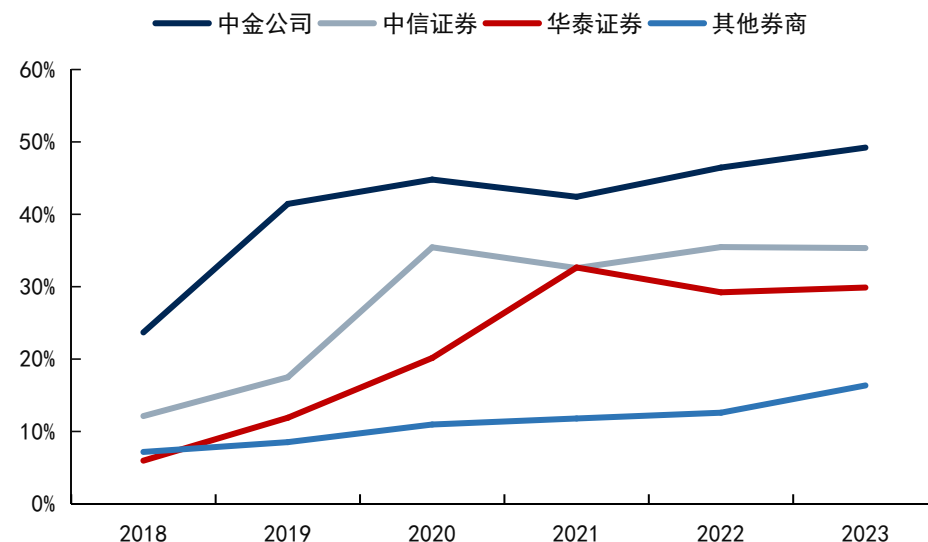
- 场外衍生品业务的发展促进了券商用表方式的创新。SAC市场体系下，场外衍生品业务一般由券商和交易对手在场外签订合同，由券商在场内（或场外不同交易对手之间）进行对冲，并通过Delta对冲、网格交易等形式赚取利润。在场内对冲时，券商一般适用股票、ETF及期指等工具。以中金公司为例，其持仓的股票中，将近90%是作为对冲持仓。
- 中金、中信、华泰等券商交易性金融资产中股票占比明显高于其他券商，且在2018年-2021年占比上升明显。考虑到中金、中信、华泰场外衍生品业务开展规模较大，增加的股票持仓或用于场外业务对冲。

图：中金公司对冲持仓股票市值及占比（单位：亿元）



资料来源：中金公司年报，国信证券经济研究所整理

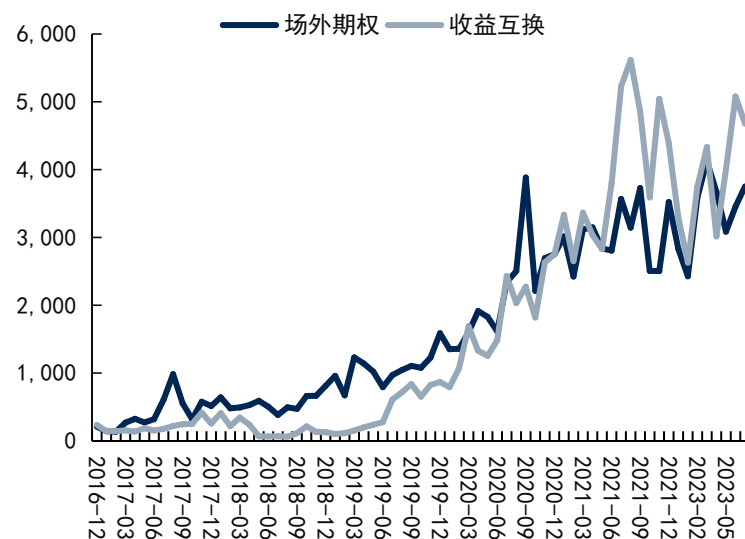
图：中金、中信、华泰等券商FVTPL中股票市值占比高于其他上市券商



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

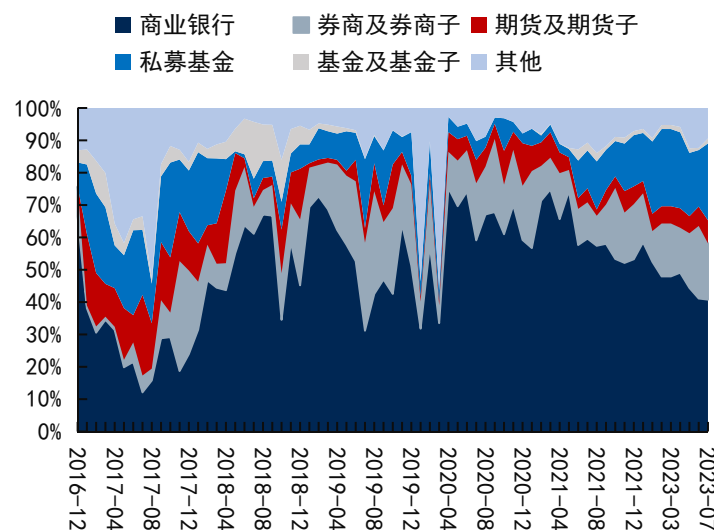
- 券商的场外衍生品业务以场外期权和收益互换为主。2021年8月起，监管对雪球、收益互换等场外业务出台了诸多政策限制，场外业务规模从此后没有明显增长。新增名义本金角度，2023年7月，场外期权新增名义本金3752亿元、收益互换新增名义本金4676亿元，均与2021年9月时的规模接近。
- 场外期权以商业银行为主要交易对手，收益互换以私募基金为主要交易对手。商业银行可以基于场外期权开发结构化存款产品，增强产品吸引力。收益互换较为灵活，私募基金的中性、T0等投资策略中使用较多。

图：场外期权及收益互换新增名义本金（单位：亿元）



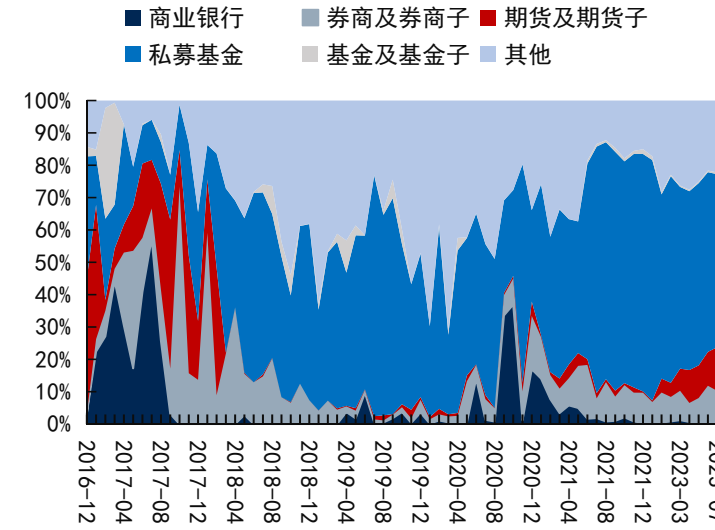
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：场外期权交易对手以商业银行为主



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

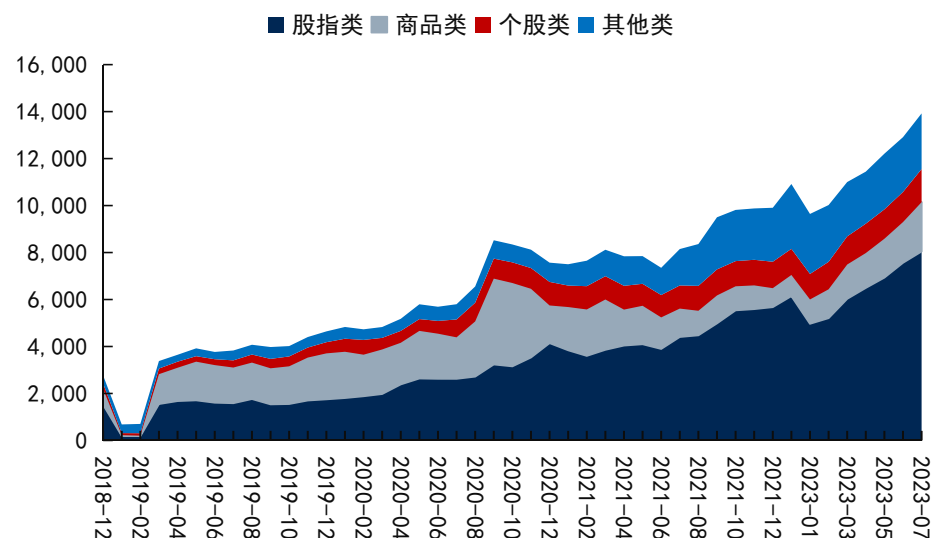
图：收益互换交易对手以私募基金为主



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

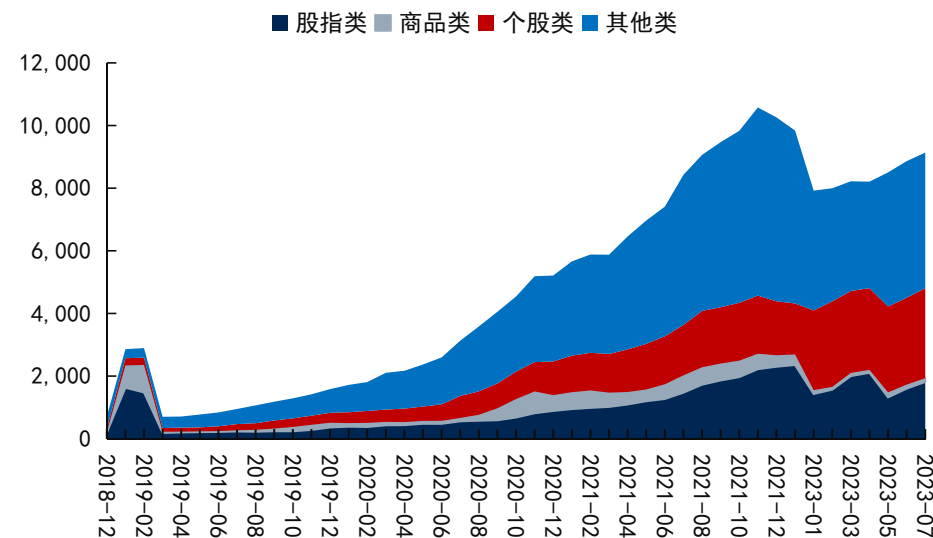
- 存量名义本金角度，场外期权主要挂钩股指类标的，2024年7月，挂钩股指类的场外期权，存量名义本金占比57.8%。收益互换主要挂钩其他类标的，其中以跨境类标的为主。2024年7月，挂钩其他类的收益互换，存量名义本金占比47.4%。

图：场外期权挂钩标的种类分类（存量名义本金，单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：收益互换挂钩标的种类分布（存量名义本金，单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

场外业务之经典雪球结构，独特的收益结构使其一度热销

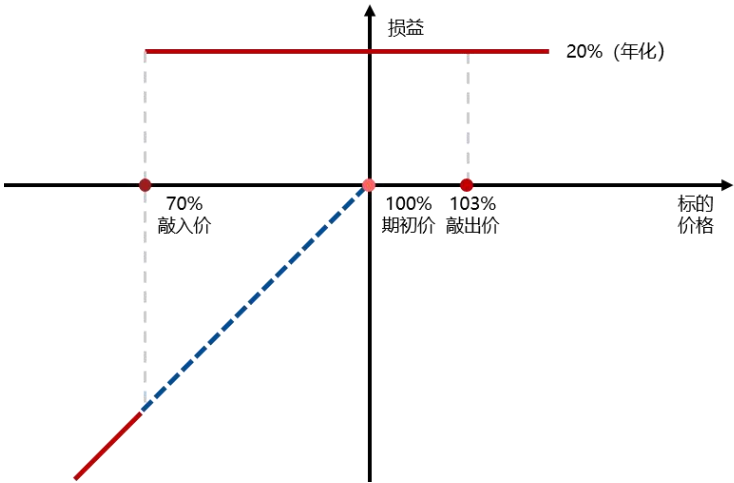
- 经典雪球结构中的关键要素包括挂钩标的、期限、敲入敲出要素。不同情景下，雪球将呈现不同甚至差异极大的收最终受益。
- 雪球本质是波动率类交易，如标的波动率较小，则投资者收获最终较高票息的概率较大。

图：一只挂钩中证500的经典雪球合约要素概览

经典雪球			
标的资产		中证500（000905.SH）	
期限		12个月	
敲出要素	敲出观察日	每月特定的一个交易日（月频）	
	敲出价格	期初价格×103%	
	敲出事件	任一敲出观察日，标的资产收盘价格≥敲出价格，提前终止	
	敲出/到期票息	20%（年化）	
敲入要素	敲入观察日	存续期间的每一交易日（日频）	
	敲入价格	期初价格×70%	
	敲入事件	任一敲入观察日，标的资产收盘价格≤敲入价格	
	执行价格	期初价格×100%	
收益情况		未敲入 + 已敲出	敲出票息（年化）= 20%
		已敲入 + 已敲出	
		已敲入 + 未敲出	或有亏损（非年化）= 标的跌幅
		未敲入 + 未敲出	到期票息（年化）= 20%

资料来源：凌瓴数科，国信证券经济研究所整理

图：一只挂钩中证500的经典雪球收益曲线



资料来源：凌瓴数科，国信证券经济研究所整理

图：经典雪球不同情景下的收益情况

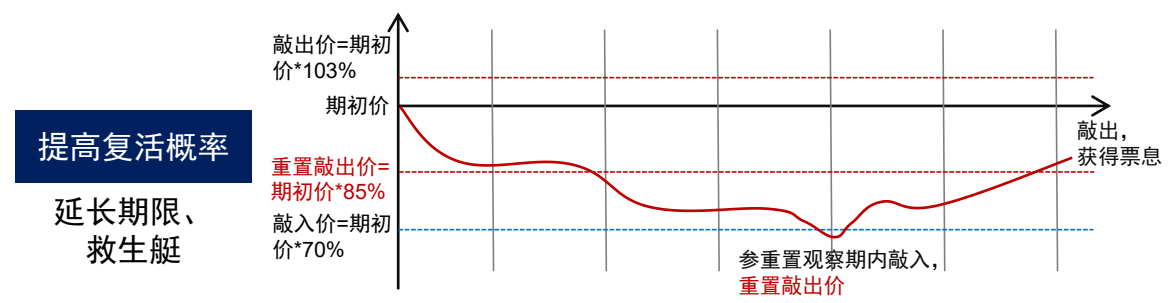
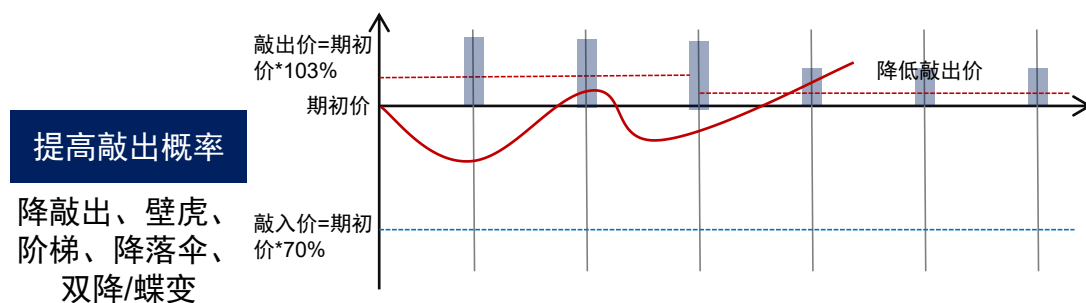
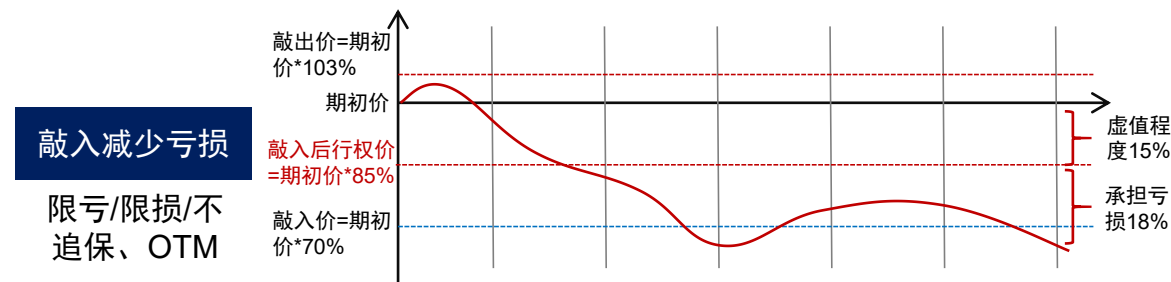
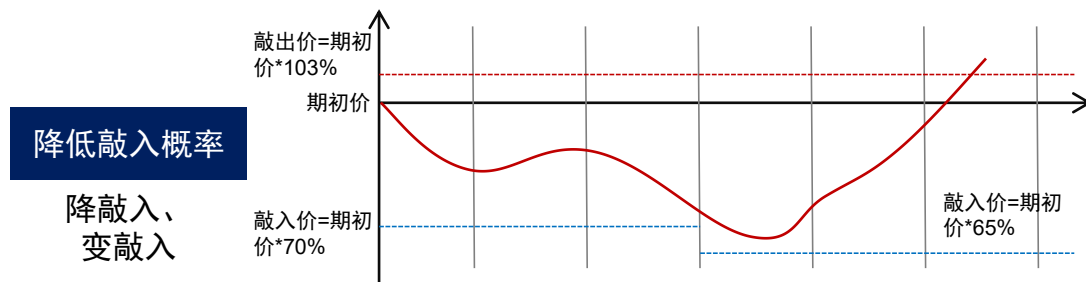
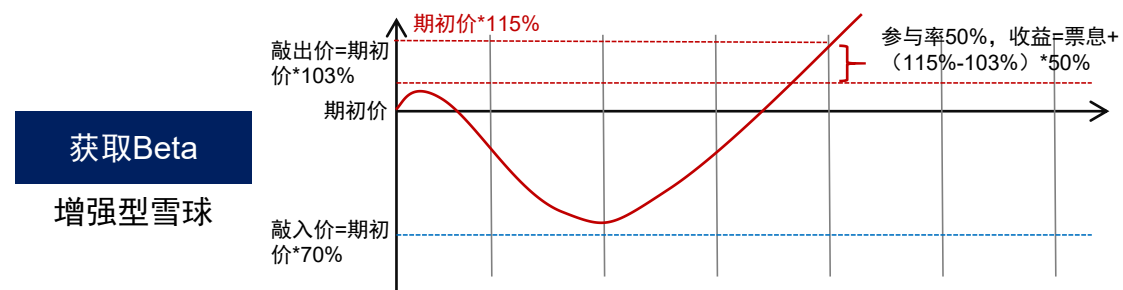
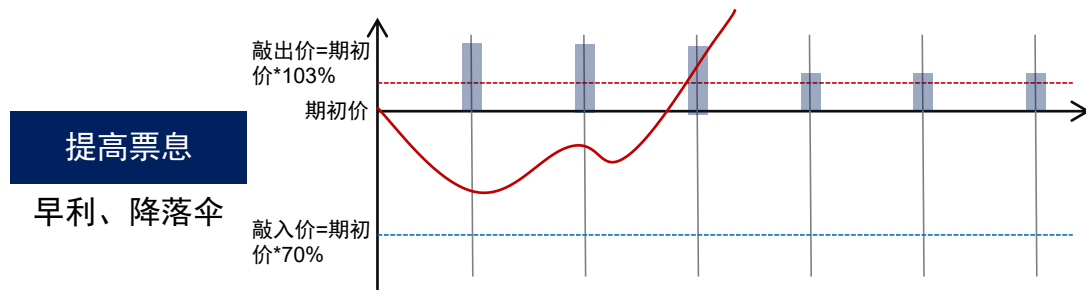


资料来源：凌瓴数科，国信证券经济研究所整理

雪球：丰富变种可用于构建灵活投资策略

➤ 改变经典雪球结构中的期限、敲入因素及敲出因素，可以衍生一系列雪球变种，满足不同投资者的不同需求。

图：雪球结构变种及其收益特征



资料来源：凌瓴数科，国信证券经济研究所整理

场外衍生品业务面临持续高密度的政策监管



- 2021年8月起，监管限制了单只资管产品投资于雪球的投资比例。此后，监管出台了一系列针对场外业务参与方的政策，核心在于降低场外业务杠杆、提高投资者参与门槛、增强业务合规性控制业务规模和维护市场稳定运行。

图：2021年以来关于场外衍生品业务的监管政策

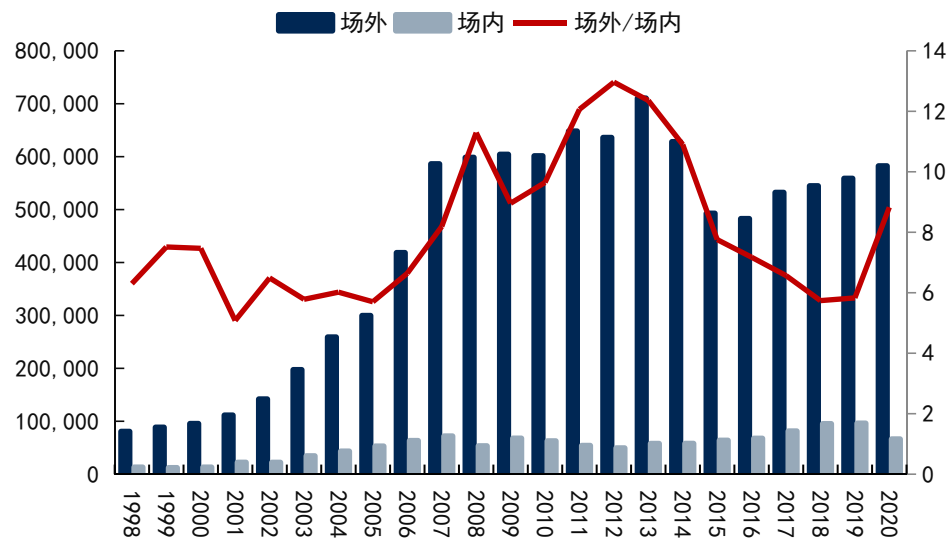
时间	监管对象	内容
2021年8月	资管机构	单只产品投资雪球期权比例不超过25%，全部为专业投资者且单个投资者超过1000万的封闭集合计划可豁免
2022年1月	信托公司	不得向个人发售雪球类信托计划，或限制开展雪球类业务
2022年9月	私募基金	中证协发布通知，公示私募备案案例，强调管理人不可以以极低的管理费+无业绩报酬的模式发行产品，并百分之百投向雪球结构收益凭证 一度暂停100W起雪球类产品募集与备案，要求产品投向雪球结构期权比例不超过25%
2022年12月30日	私募基金	中证协发布《私募投机基金等级备案办法（征求意见稿）》，明确备案最低规模要求为1000万。可能会影响“先备案后募集”的模式，进一步凸显了备案绿色通道的优势
2023年1月13日	期货公司	证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》，允许最近两期均为A类AA级的期货公司投资场外衍生品等非标资产等
2023年4月20日	私募基金	中基协发布《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》，限制通道产品、控制私募基金产品投资场外衍生品的杠杆和集中度
2023年11月17日	资管机构	证监会就《衍生品交易监督管理办法（二次征求意见稿）》征求意见，禁止通过衍生品交易规避持仓限额制度、信披制度、减持限售制度，禁止通过衍生品交易实施短线交易、内幕交易、市场操纵等
2023年12月8日	私募基金	证监会发布《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》，提高单一投资者参与投向单一标的和场外衍生品的基金产品的门槛
2024年2月9日	私募基金	证监会新闻发言人表示，将对DMA等场外衍生品业务继续强化监管、完善制度，指导行业控制好业务规模和杠杆，维护市场平稳运行

资料来源：中基协官网，中证协官网，中国证监会官网，国信证券经济研究所整理

展望：业务空间广阔，但短期券商扩表承压

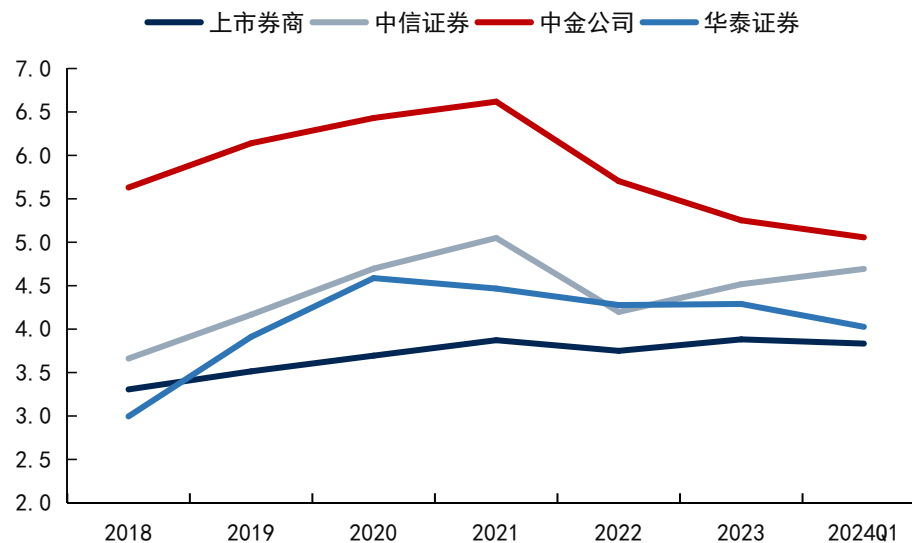
- 对比全球最成熟的场外业务市场—美国市场，场外衍生品业务规模是场内的10倍左右，我国场外衍生品业务还具备较大发展空间。
- 短期来看，由于政策限制、场内市场本身不够完善、投资者教育不足等因素，场外业务或难以推动券商明显扩表。
- 2021年，针对场外业务监管趋严后，场外业务规模较大的中金、中信及华泰等券商，杠杆率开始下降。

图：美国场外衍生品名义本金存量与场内名义本金存量对比（单位：十亿美元）



资料来源：OCC，国信证券经济研究所整理

图：中金、中信、华泰等杠杆率有所下降

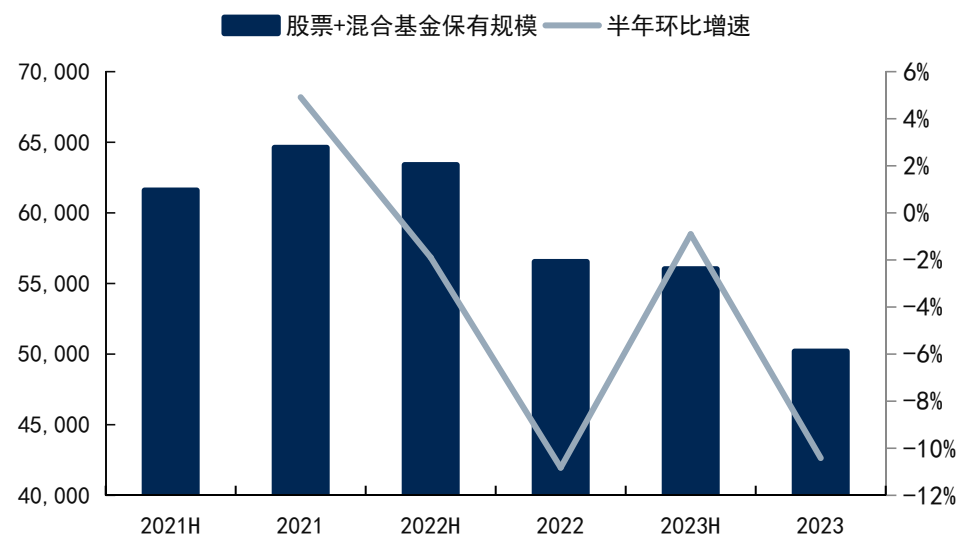


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股票+混合基金保有规模：券商超越独立基金销售机构

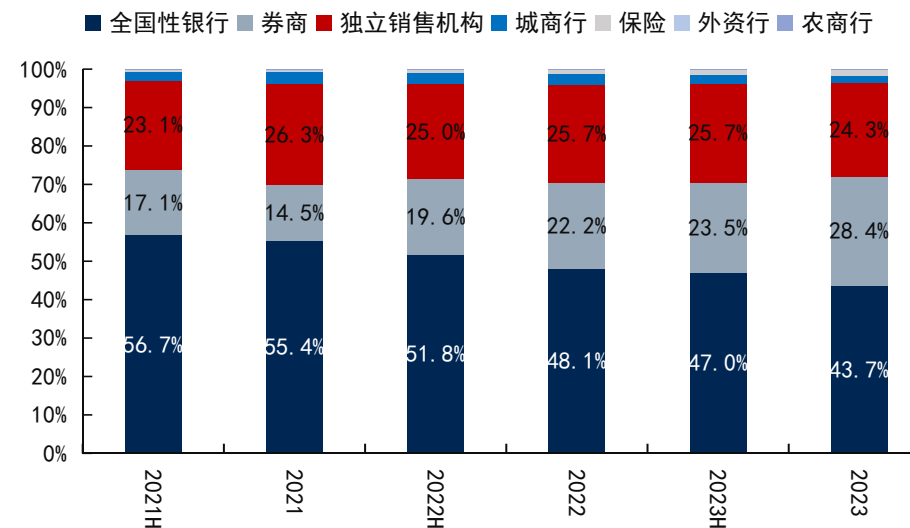
- 根据中基协数据，截至2023年末，代销机构股票+混合型基金保有规模（前100名）合计5.02万亿元、同比-11.2%、半年度环比-10.4%。
- 各代销机构中，券商保有量占比逐年提升，其占比由2021年上半年末的17.1%升至2023年末的28.4%。独立基金销售机构占比基本稳定在25%左右。全国性商业银行占比下降明显，由2021年上半年末的56.7%降至2023年末的43.7%。城商行、农商行、保险公司等机构保有量较低。

图：股票+混合基金保有规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各类机构股票+混合基金保有规模占比

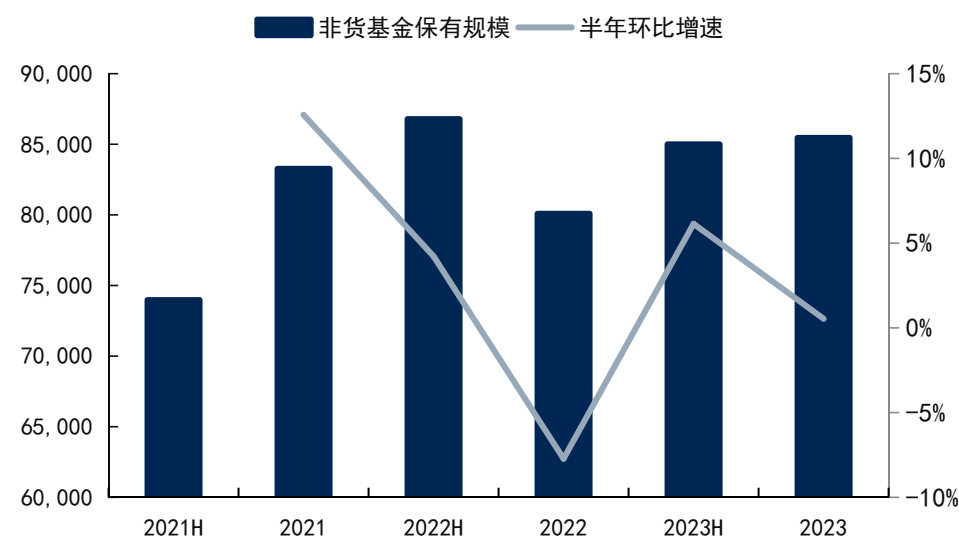


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

非货币基金保有规模：券商占比逐年提升，银行占比下降

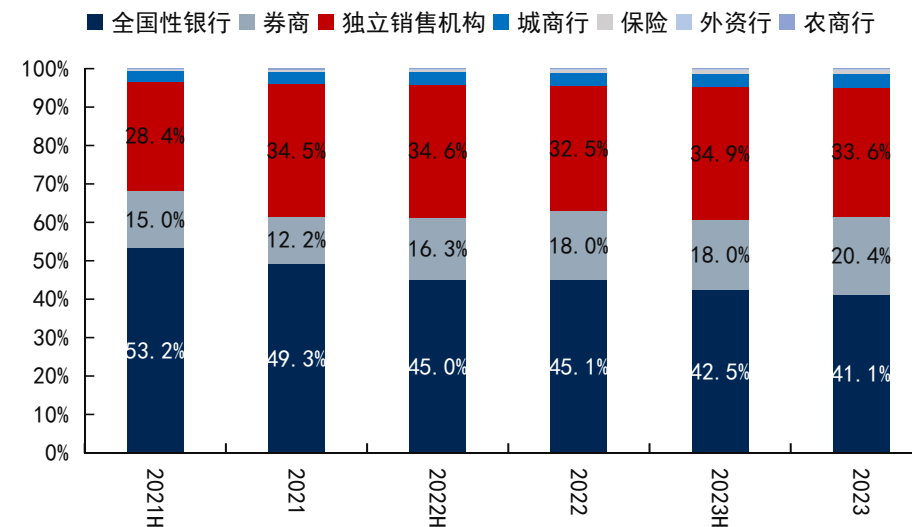
- 截至2023年末，代销机构非货币基金保有规模（前100名）合计8.55万亿元、同比+6.7%、半年度环比+0.5%。
- 各代销机构中，券商保有规模占比虽低于商业银行和独立基金销售机构，但保持提升趋势。商业银行保有量最大，但占比逐年下降。独立基金销售机构保有量仅次于商业银行，占比在33%左右保持稳定。

图：非货币基金保有规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各类机构非货币基金保有规模占比

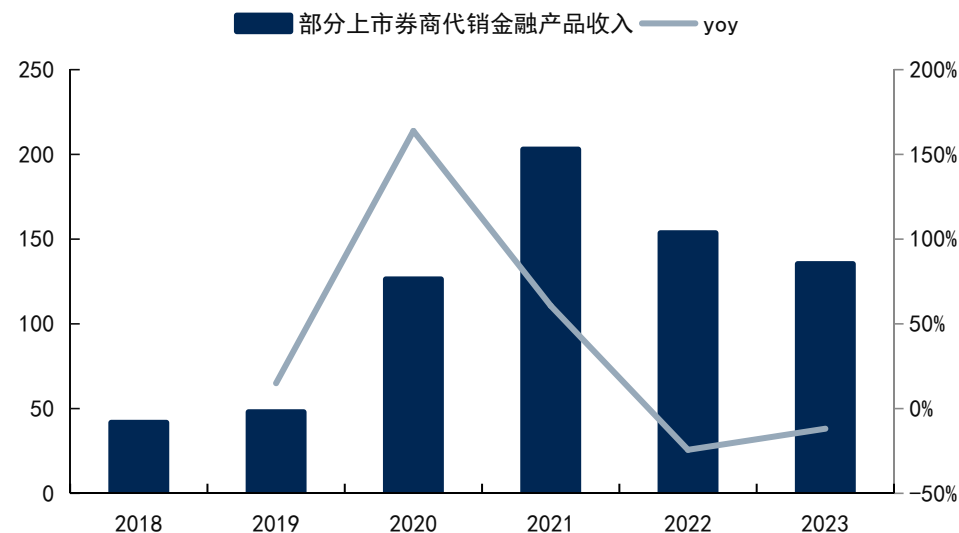


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

部分上市券商代销收入步入平台期

➤ 受代销费率下降及保有规模下滑影响，2023年上市券商代销金融产品收入有所下降。

图：上市券商代销金融产品收入及增速（单位：亿元）



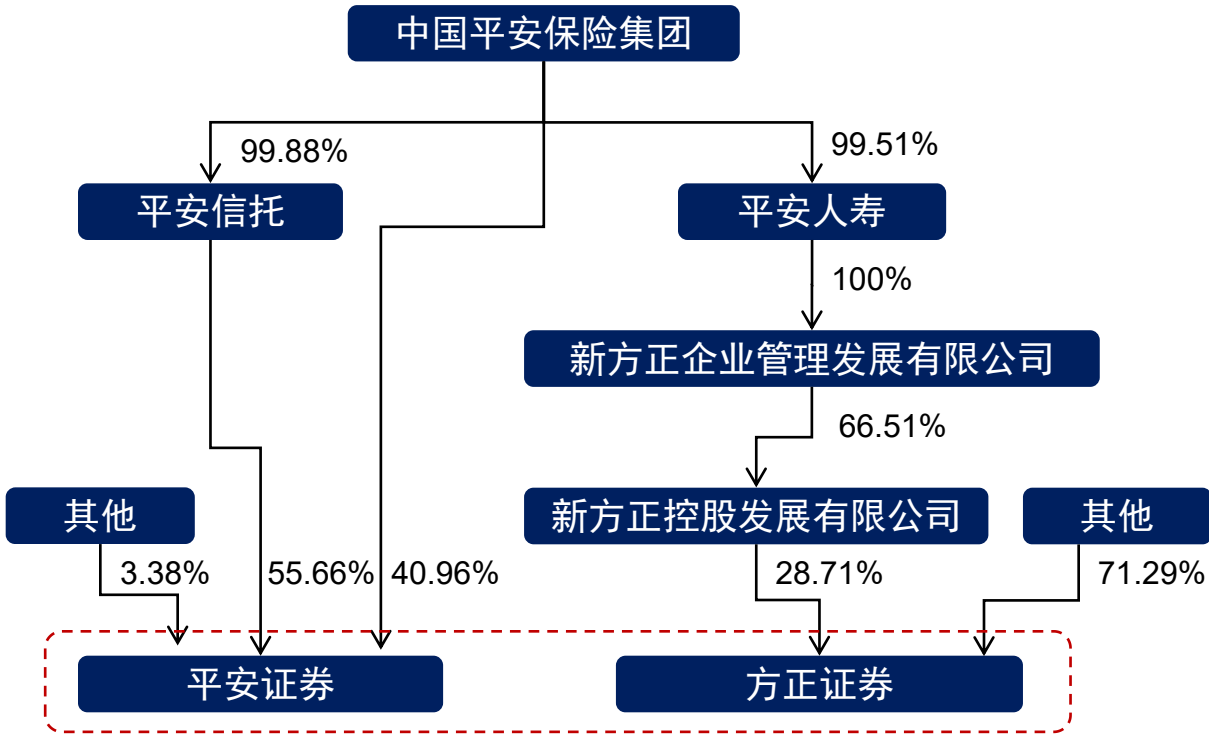
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

券商合并：平安集团控股方正，国联证券拟收购民生证券



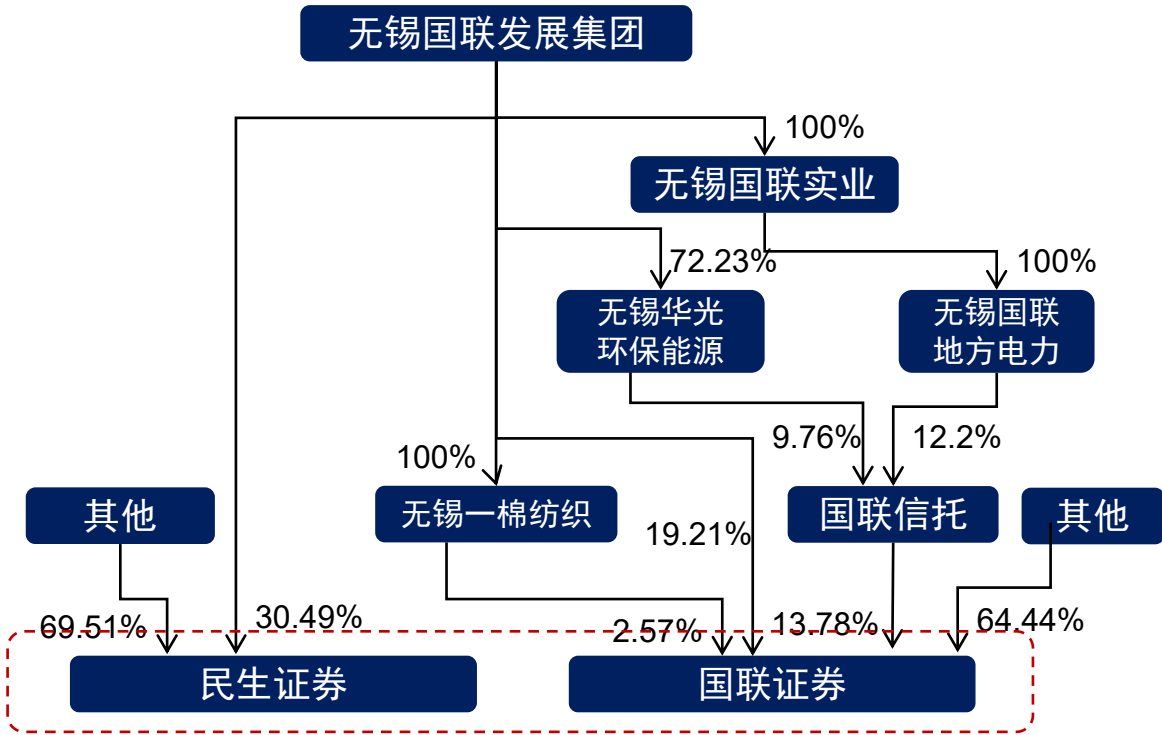
- 2022年12月，方正证券公告控股股东过户登记完成，控股股东变更为新方正集团，中国平安保险集团间接控制方正证券。
- 2023年3月，国联证券股东无锡国联集团拍得民生证券34.71亿股股权，2023年末持股占比为30.49%；2024年5月，上市公司国联证券公告，拟增发募资不超20亿元，用于购买国联集团等民生证券46名股东持有的民生证券100%股权。

图：平安证券、方正证券股权结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：为便于展示，部分股权结构有所简化

图：国联证券、民生证券股权结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：为便于展示，部分股权结构有所简化

➤ 盈利预测假设

- 经纪业务：2024年前7月股基日均交易额约9,300亿元，2023年全年为9,600亿元左右、经纪业务佣金率为0.022%。我们基于悲观、中性、乐观情景假设2024年股基日均成交额分别为9,000亿元、10,000亿元、11,000亿元，经纪业务佣金率分别为0.022%、0.023%、0.024%
- 投行业务：2024年前7月股债承销规模为62,926亿元，2023年全年为146,422亿元，简单测算2023年承销费率为0.37%。考虑到阶段性收紧IPO、再融资，我们基于悲观、中性、乐观情景假设2024年股债承销规模分别为110,000、130,000、140,000亿元，承销费率分别为0.35%、0.40%、0.45%
- 信用业务：2024年前7月两融日均余额为15,230亿元，2023年为16,058亿元，简单测算2023年利差为3.31%。我们基于悲观、中性、乐观情景假设2024年两融日均余额分别为14,000、15,000、17,000亿元，利差分别为3.30%、3.4%、3.5%
- 资管业务：2023年末证券行业资管业务规模为59,250亿元，简单测算管理费率为0.38%。资管新规后虽然资管规模整体呈现下降态势，但主动管理规模占比持续提升。鉴于此，我们基于悲观、中性、乐观情景假设2024年资管规模分别为58,000、59,000、60,000亿元，管理费率为0.38%、0.39%、0.40%
- 投资业务：2023 年行业投资类收入1,378.33亿元。鉴于股市、债市表现和经济弱恢复预期，我们基于悲观、中性、乐观情景假设2024年投资类业务收入同比增长分别为-10%、0%、10%
- 净利润率：2023年行业净利润率约为34.0%。考虑到2024年行业降本增效效果突出，我们基于悲观、中性、乐观情景假设2024年净利润率分别为34.0%、35.0%、36.0%。
- 2024年上半年以来A股交易较为低迷，但是下半年在经济复苏、美联储降息预期等条件支持下，市场交易情绪有望提高。基于谨慎原则，我们保守假设2024年全年增速与上半年增速大体一致。

表：证券行业2024年业绩预测

亿元	绝对值			同比		
	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
经纪业务	962	1,118	1,283	-7.0%	8.1%	24.1%
投行业务	385	520	630	-29.1%	-4.2%	16.0%
信用业务	462	510	595	-13.1%	-4.0%	11.9%
资管业务	220.4	230.1	240	-2.0%	2.4%	6.8%
投资业务	1,095	1,217	1,461	-10.0%	0.0%	20.0%
营业收入	3,125	3,595	4,209	-23.0%	-11.4%	3.7%
净利润	1,063	1,258	1,515	-22.9%	-8.7%	9.9%

资料来源：Wind，中国证券业协会，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 金融供给侧结构性改革进行
 - 【 02 】 国九条下资本市场资金平衡
 - 【 03 】 证券：整合成为行业主线
 - 【 04 】 保险：产品调整与险资行为
-

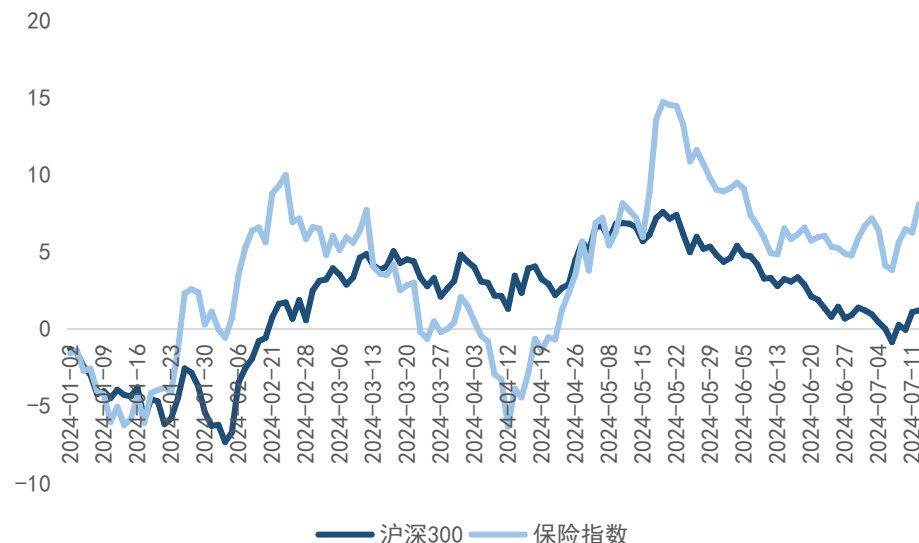
行情回顾：多因素加持下的修复行情

➤ 2024年上半年，保险股在红利行情及地产政策等多因素催化下，截至2024年7月12日，累计实现涨幅8.08%。具体来看：

- 1月至2月末：行业估值处于历史地位，随着红利行情走强，带动保险股整体估值修复。
- 3月至4月中旬：Q1业绩预期偏弱，叠加长端利率下行，“利差损”风险加剧，保险股走势呈现短期回调趋势。财险标的相对具备一定优势，股价表现优于寿险标的。
- 4月中旬以来：随着4月份地产政策的强力催化，带动保险板块地产风险的化解及出清，缓解资产端配置压力。负债端方面，政策进一步引导定价利率下调，缓解险企刚性负债成本压力。

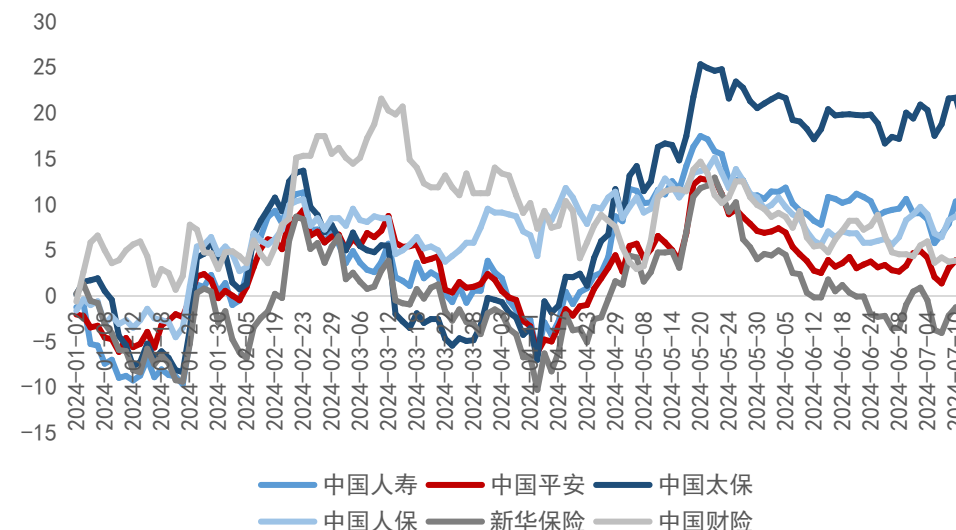
➤ 个股表现方面，截至7月12日，上市险企累计涨跌幅分别为中国太保（+20.8%）>中国人寿（+12.7%）>中国人保（+9.9%）>中国财险（+6.1%）>中国平安（+5.9%）>新华保险（-0.3%）。中国太保转型红利持续释放，负债端及资产端企稳，上半年实现领跑。

图：2024年上半年保险指数基本跑赢大盘（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年上市险企涨跌幅（单位：%）

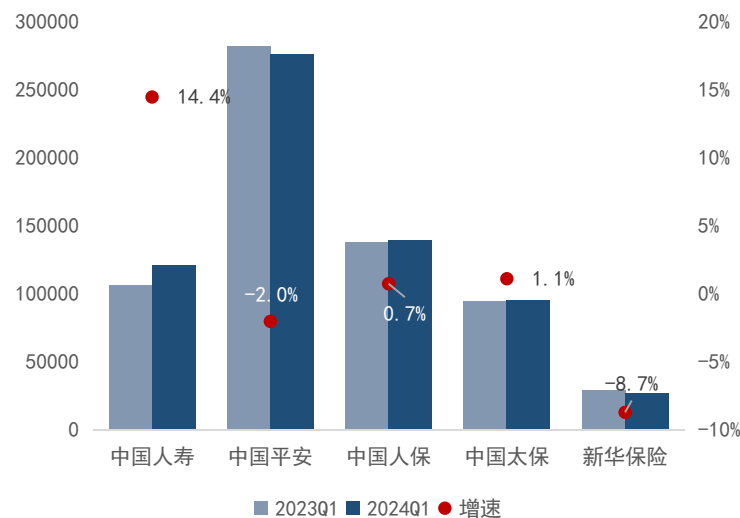


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

负债端：核心指标企稳回升，归母净利润波动加大

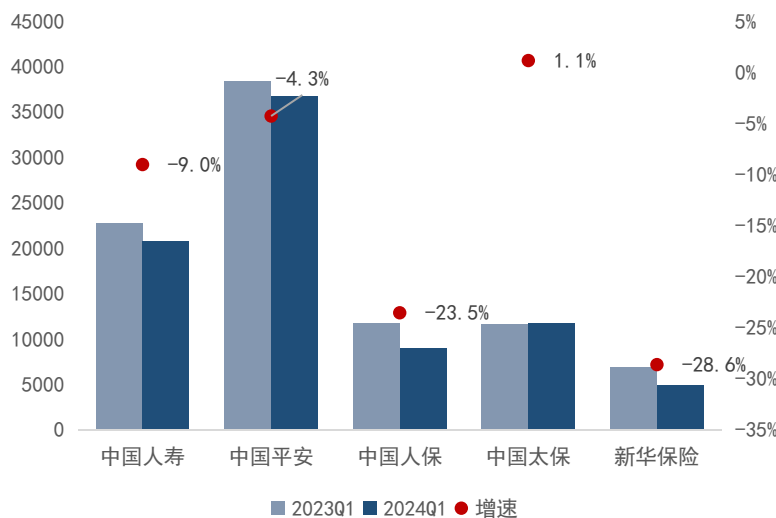
- 2024年上半年，在监管引导下，保险行业持续压降负债成本，叠加新会计准则的实施，保险业务核心价值指标稳增，归母净利润表现短期承压。营业收入方面，上市险企表现相对分化。2024年一季度，A股5家上市险企合计实现营业收入6575.5亿元，同比增长1.4%。
- 中国人寿人身险龙头优势凸显，叠加改革成果的持续释放，一季度营收同比增长14.4%，中国太保、中国人保、中国平安、新华保险分别同比1.1%/0.7%/-2.0%/-8.7%。归母净利润方面，受新会计准则实施的影响，资产端投资收益波动加大利润表震荡，一季度上市险企归母净利润实现830.9亿元，同比下降9.1%。其中，仅中国太保实现正增，归母净利润同比提升1.1%。中国平安、中国人寿、中国人保、新华保险分别同比下滑4.3%/9.0%/23.5%/28.6%。

图：Q1上市险企营收同比表现分化（单位：百万元，%）



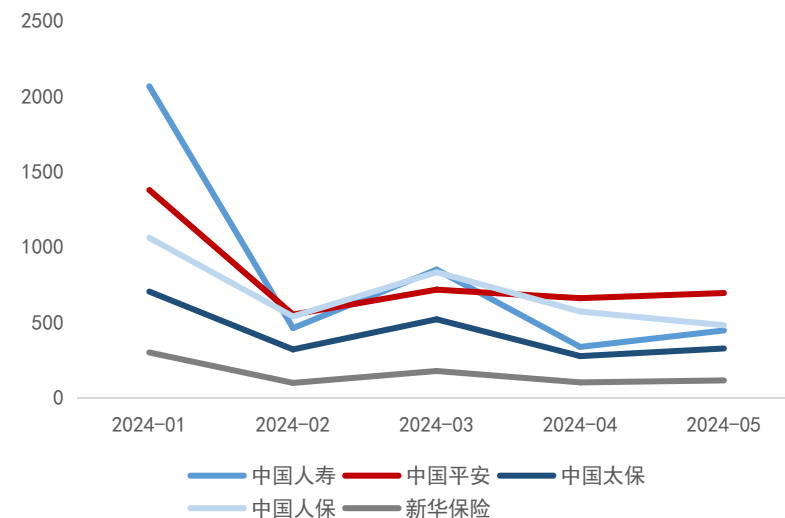
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Q1上市险企归母净利润同比承压（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：上市险企单月保费收入规模（单位：亿元）



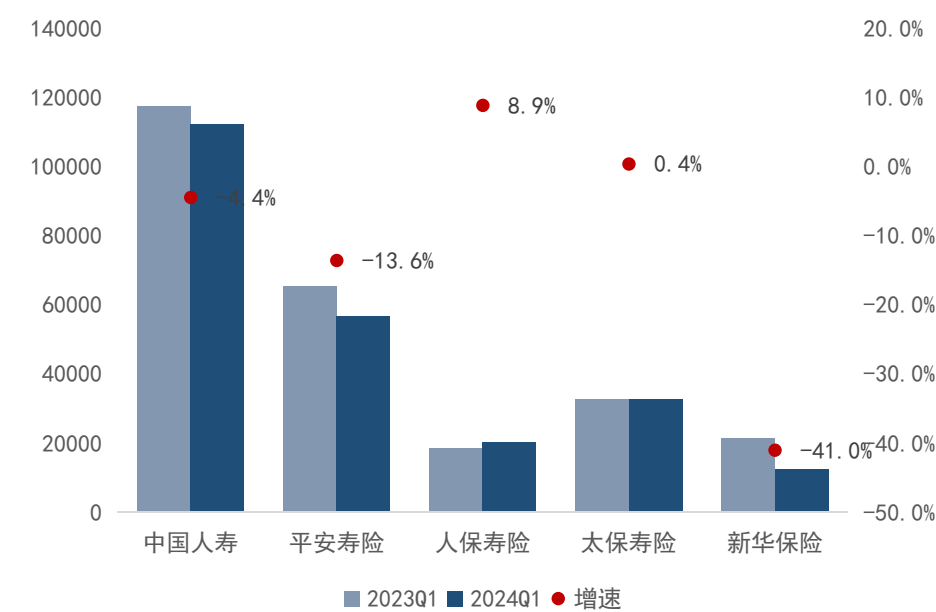
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

人身险：产品及渠道调整，短期增速承压



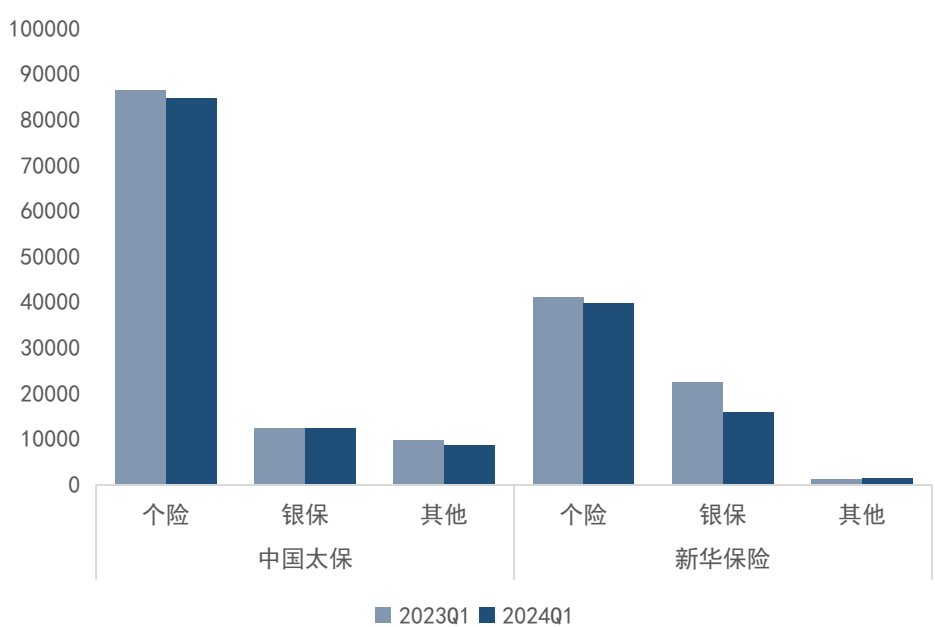
- 2024年“开门红”期间，各上市险企持续优化保单期限结构，推动长期价值型产品的销售，带动短期新业务价值及长期内含价值的持续优化。2024年一季度，上市险企人身险业务实现保费收入7934.5亿元，同比下降0.1%，与去年同期基本持平。
- 在监管趋严态势下，渠道销售节奏调整，致使新单保费增速短期承压。A股5家上市险企新单保费实现2346.8亿元，较去年同期下降8.2%。其中，人保寿险、太保寿险、中国人寿、平安寿险、新华保险新单保费收入分别同比+8.9%/+0.4%/-4.4%/-13.6%/-41.0%。

图：上市险企寿险新单保费规模及增速（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：中国太保及新华保险各渠道保费收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

人身险：监管引导压降负债成本



- 2024年，严监管态势助推行业压降负债端刚性兑付成本，在储蓄型保险占比提升及资产端配置承压背景下，引导行业降低未来保单偿付压力，优化险企资产负债管理能力。
 - 个险渠道：代理人分级制度开始实施，促进行业销售人员细化管理制度，推动代理人转型，提高从业人员水平及人均产能，进而提高渠道价值贡献；
 - 银保渠道：持续规范渠道手续费支付流程，叠加放开银行网点可合作保险公司数量限制，预计下半年银保渠道有望贡献主要保费增速。

表：2024年上半年保险行业核心政策梳理

序号	时间	相关政策	核心内容	主要影响
1	2024年3月	《保险销售行为管理办法》	2024年3月1日起实施的《保险销售行为管理办法》，通过实施代理人分级管理	推动个险渠道转型，提升行业代理人产能，稳固渠道价值
2	2024年3月	万能险结算利率窗口指导	监管部门要求人身险公司进一步严格落实成本收益匹配原则，压降万能险结算利率，部分中小险企万能险结算利率上限下调至3.3%，大型险企下调至3.1%。同时，分红险的分红水平也应参照万能险执行。	压降负债成本，缓解“利差损”风险
3	2024年4月	《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知（金规〔2024〕8号）》	1. 取消银行网点与保险公司合作的数量限制； 2. 明确双方合作层级； 3. 明确银行代理业务佣金标准。要求委托代理协议约定的佣金率不得超过保险公司法人机构产品备案的佣金水平。	旨在进一步规范银保渠道代理保险业务。该通知延续银保渠道“报行合一”的监管思路，在规范渠道费用的同时优化产品供给。
4	2024年6月	增额终身寿险定价利率下调	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。	部分公司或将利用该契机进行“炒停售”；中端（7-8月）或有一定保险需求透支影响，因此保费增速或有一定下滑；长端利好行业整体压降负债成本，降低利差损风险。
5	2024年8月	《关于健全人身保险产品定价机制的通知》	普通型产品预定利率上限为2.5%；新备案的分红型保险产品预定利率上限为2.0%，万能型产品最低保证利率上限为1.5%。提出建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，参考5年期以上LPR、5年定期存款基准利率、10年期国债到期收益率等长期利率。	产品定价利率下调，带动行业短期保费增量；各渠道全面落实“报行合一”

资料来源：金管局，保险行业协会，国信证券经济研究所整理

表：银保渠道政策梳理

序号	时间	政策	主要内容
1	2023年8月	《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》	1. 要求险企审慎合理的确定费用假设，并鼓励各公司探索佣金费用的递延支付； 2. 自政策发布之日起在产品备案时，要说明银保渠道的费用假设和结构，并按模版列式佣金上限； 3. 险企要据实列支费用，应于备案材料一致； 4. 要加强对分公司的管控； 5. 在2023年8月31日前已备案的产品要补报费用结构和费用上限等内容。
2	2023年10月	《关于银保产品管理有关事宜的通知》	进一步明确银保渠道“报行合一”费用认定原则，要求保险公司备案的银保渠道产品预定附加费用率，与报备的银保渠道总费用要一致，否则监管部门将依法依规严肃处理。
3	2024年1月	《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》	对银保渠道“报行合一”进行规范。保险公司需列明附加费用率期限和结构、严格规范佣金支付流程。同时，监管也将检查重点关注佣金水平超支、费用不真实等问题。
4	2024年4月	《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》	1. 取消银行网点与保险公司合作的数量限制； 2. 明确双方合作层级； 3. 明确银行代理业务佣金标准。要求委托代理协议约定的佣金率不得超过保险公司法人机构产品备案的佣金水平。
5	2024年5月	《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》	强调银行业保险业要强化监管，严防违法违规金融活动。

资料来源：金管局，保险行业协会，国信证券经济研究所整理

- 在长端利率下行和权益低位震荡的背景下，险企负债端通过下调定价利率、调整产品结构、优化销售渠道等方式降低利差损。目前，行业主要从拓宽可承保年龄范围、优化产品组合、丰富产品供给等方面捕捉市场需求，我们持续看好2024年负债端的改善。

图：储蓄型保险及保障型保险简介

储蓄型保险

寿险：

- 目前行业主推的包括生死两全险与终身寿险，分别对标不同客户需求；
- 两者在保障期间、功能、保额领取方式等方面略有不同。两全险保障期间更短，具有较强的“强制储蓄”功能；终身寿险保障期间为终身，强调“传承”属性。

年金险+万能险：

- “低保证收益+高浮动收益”的年金险可以有效降低保险公司的利差损、提升保险产品的价值率；同时，险企通过附加万能险增厚保单收益，提升产品吸引力；
- “年金+万能”的产品组合有望成为2024年的主推产品。

分红险：

- 分红的不确定性、公司管理能力、销售误导等风险使得分红险销售具有较大难度，对公司盈利能力以及代理人销售水平提出了较高要求。从中长期来看，有望通过“低保底+高浮动”的形式降低负债端成本压力。

保障型保险

健康险未来仍有较大上升空间：

- 我国保险深度和保险密度较全球平均水平仍有40%至50%以上的上升空间，2022年总保费收入是6700亿美元左右，若实现全球保险深度平均水平，预计保费总规模还有不少于5300亿美元上升空间；
- 我国人均重疾险保额不足10万元，仍有较大保障缺口。

回归产品创设，实现差异化竞争：

- 监管引导渠道规范化竞争，行业回归到竞争产品创设的赛道。捕捉市场需求、提高产品吸引力是未来险企差异化发展的关键；
- 淡化“开门红”，实现常态化销售和经营是行业长期两性发展的趋势，同时也有助于代理人综合能力的提升；
- 代理人分类在即，有望为业内代理人转型提供更强政策参考与指引，利于行业代理人的规范与统一。

资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

上市险企近期主推产品仍以储蓄险为主



公司	产品名称	保险类型	投保年龄	缴费期间	保障责任
中国人寿	鑫耀龙腾	两全险	28天-72周岁	趸交/3年/5年	年满五个保单年度后的首个年生效对应日起，至本合同保险期间届满前，每年根据不同缴费类型给付生存保险金；同时包含身故保险金和满期保险金的保险责任
	鑫耀鸿图	年金险	28天-72周岁	趸交/3年/5年/8年/10年	第五个保单年度至第九个保单年度，每年领取生存保险金；第十个保险年度开始每年按比例领取年金；同时包含身故保险金和满期保险金的保险责任
	鑫禧龙腾	年金险	60-75周岁	趸交/3年/5年	年满五个保单年度后的首个年生效对应日起，至本合同保险期间届满前，每年根据不同缴费类型给付生存保险金；同时包含身故保险金和满期保险金的保险责任
	鑫耀年年养老	年金险	男：55-75周岁；女：50-75周岁	趸交/3年	养老年金开始领取日起，至本合同的祝寿金领取日前，每年根据不同保险期间和缴费类型给付养老年金；除此之外根据不同保险期间提供祝寿金及身故保险金
中国平安	御享金尊终身寿险	终身寿险（普通型）	28天-75周岁	3年/5年	提供终身身故/全残保险金；除此之外还有减保、减额交清、保单贷款的保单权益
	御享金尊终身寿险	终身寿险（分红型）	28天-75周岁	3年/5年	提供终身身故/全残保险金；合同有效期内，每年根据分红保险业务的实际经营状况等因素确定红利分配方案；除此之外还有减保、减额交清、保单贷款的保单权益
	御享财富3.0	年金险	男：0-74周岁；女：0-75周岁	3年/5年	年满五个保单年度后的首个年生效对应日起，至第七个保单年度，每年根据不同缴费类型给付生存保险金；第八个保单年度领取满期生存保险金；同时提供身故保险金以及保单贷款、自动垫交、减额交清的保单权益
	御享财富3.0养老	年金险	男：57-80周岁；女：52-80周岁	趸交/3年/5年	自养老保险金开始给付时间起，被保险人每年到达保单周年日仍生存，根据不同缴费类型给付养老保险金；期满时给付满期生存保险金；同时提供身故保险金以及保单贷款、保费自动垫交、减额交清的保单权益
中国太保	长相伴（盛世版）2.0	终身寿险	30天-70周岁	趸交/3年/5年/10年/20年	提供身故/全残保险金，并按照不同的年龄区间给付对应的保险金金额；被保人为2人且未发生减少被保人的情况下提供意外身故/全残豁免保险金；同时提供保单贷款、减保、自动垫交、年金转换权的保单权益
	长相伴（精英版）2.0	终身寿险	5天-72周岁	3年/5年/10年	根据被保人数的不同，提供不同的身故/全残保险金，并按照不同的年龄区间给付对应的保险金金额；被保人为2人且未发生减少被保人的情况下提供意外身故/全残豁免保险金；同时提供保单贷款、减保、自动垫交、年金转换权的保单权益
	金生无忧 2023（成人版）	重疾险	18周岁-65周岁	趸交/5年/10年/15年/20年	在保单期内终身提供重大疾病保险金；成人特定重大疾病额外给付保险金；特定疾病额外给付保险金并以三次为限；同时提供身故/全残保险金
	鑫福年年（尊享版）	年金险（分红型）	5天-75周岁	趸交/3年/5年/10年/15年/20年	自养老金领取起始日起，至本合同保险期间届满前，根据不同领取方式（月领/年领）给付养老金；为投保年龄不超过54周岁的被保险人提供祝福金；同时提供保证给付养老金、身故/全残保险金，以及保单贷款、保费自动垫交的保单权益，每年可领取公司分红
新华保险	荣耀鑫享庆典版	终身寿险	0周岁（须出生满30日）至70周岁	3年/5年/10年	根据合同生效日起届满的不同时限，身故或身体全残保险金；同时提供保单贷款、减保的保单权益
	多倍领航（赢家版）	重疾险	18周岁-60周岁	5年/10年/15年/20年/30年	基本责任中根据疾病程度给付轻度/中度/重度疾病保险金，同时提供身故保险金，免交自确诊之日起本合同的保险费；可选责任中为被保险人提供最多2次的重度恶性肿瘤多次给付保险金
	惠鑫享年金保险	年金险	0周岁（须出生满30日）至72周岁	趸交/3年/5年	合同生效满五年的首个保单周年日，根据不同缴费类型给付关爱保险金；合同生效满六年起至保障期满前，每个保单周年日根据不同缴费类型给付生存保险金；提供满期生存保险金、身故保险金以及保单贷款的保单权益
中国人保	臻盈一生	终身寿险	28天-70周岁	3年/5年/10年	根据不同的年龄区间，给付不同比例的身故或全残保险金；提供重大自然灾害意外身故或全残保险金；同时提供保险费的自动垫交、减少基本保险金额、保单贷款、年金转换权的保单权益
	臻祥一生	终身寿险	28天-67周岁	3年/5年/10年	根据不同的年龄区间，给付不同比例的身故或全残保险金；提供轮船汽车意外身故或全残保险金；同时提供保险费的自动垫交、减少基本保额、保单贷款、年金转换权的保单权益
	荣耀鑫生	两全险	28天-72周岁	3年/5年	根据不同的年龄区间，给付不同比例的身故或全残保险金；从第5个保单年生效日起至第6个保单年生效日，根据不同缴费类型给付祝福金；提供期满保险金；提供可选的投保人意外身故或全残豁免保险费
	福耀鑫生	年金险	28天-75周岁	3年/5年	自合同第5个保单年生效对应日起，至合同第7个保单年生效对应日止，每年根据不同缴费类型给付年金；提供满期保险金、身故保险金、可选的投保人意外身故或全残豁免保费以及可选的万能账户；同时提供保单贷款、保费自动垫交的保单权益

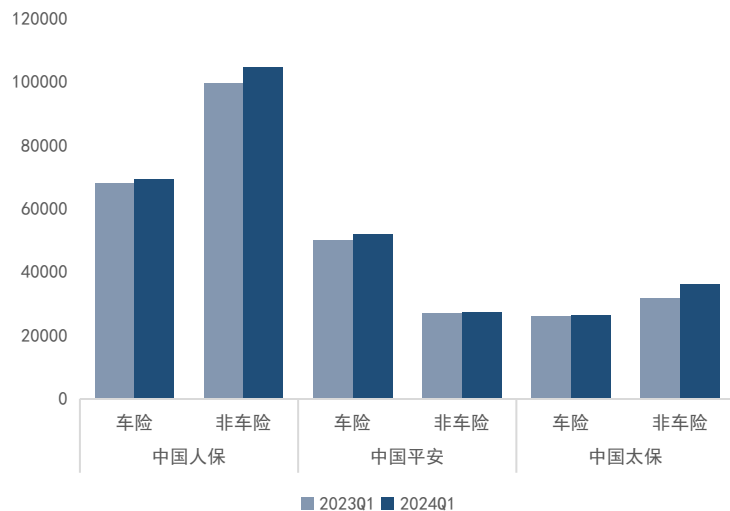
资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

财产险：保费复苏持续，COR同比上升

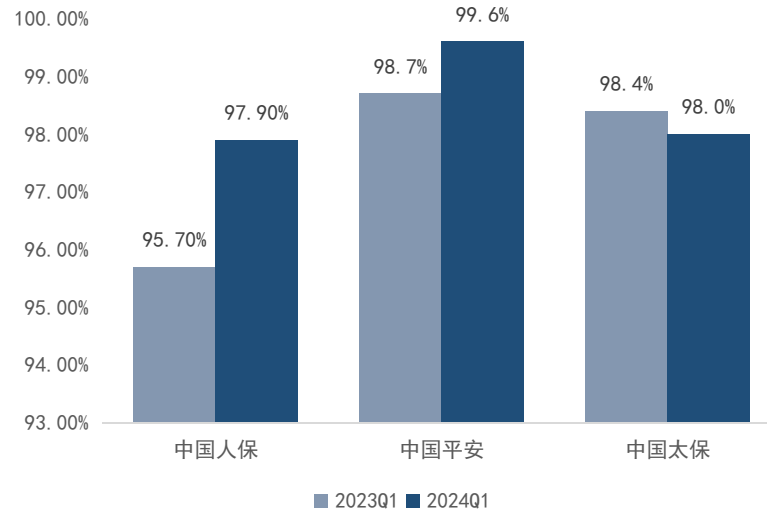
- 2024年一季度，人保财险、平安财险、太保财险共计实现保费收入3155.4亿元，同比增长4.4%；其中上述三家车险业务保费收入1475.2亿元，同比上升2.5%，占总财险保费收入的46.7%；非车险业务保费收入1680.3亿元，同比上升6.2%，占总财险保费收入的53.3%。
- 新能源汽车保有量的提升及用车频率的增加带动车险刚需的稳步提升，人保财险、平安财险、太保财险第一季度车险保费收入同比稳定增长。
- 非车险保费表现方面，中国太保持续领跑，保费较去年同期增长13.8%；人保财险、平安财险非车险保费收入增速为5.1%、1.3%。
- 2024年一季度，受大灾导致的赔付上升等因素影响，部分上市险企承保综合成本率均有所上升，人保财险、平安财险、太保财险分别为97.9%、99.6%、98.0%，同比+2.2pt/+0.9pt/-0.4pt。主要受以下两大因素影响：1）受低温雨雪冰冻等灾害影响，财险业务赔付率明显上行；2）车险“报行合一”后，费率有所下降。

图：上市险企Q1财险保费收入（单位：百万元）



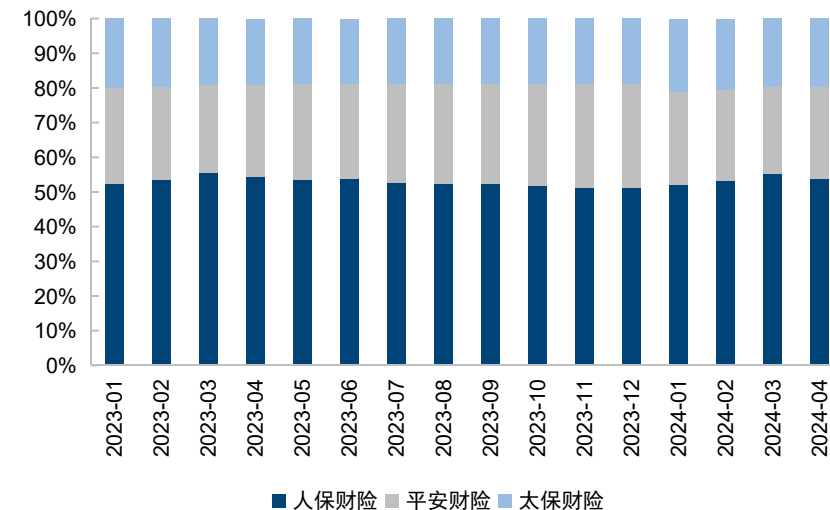
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：上市险企Q1 COR（单位：百万元）



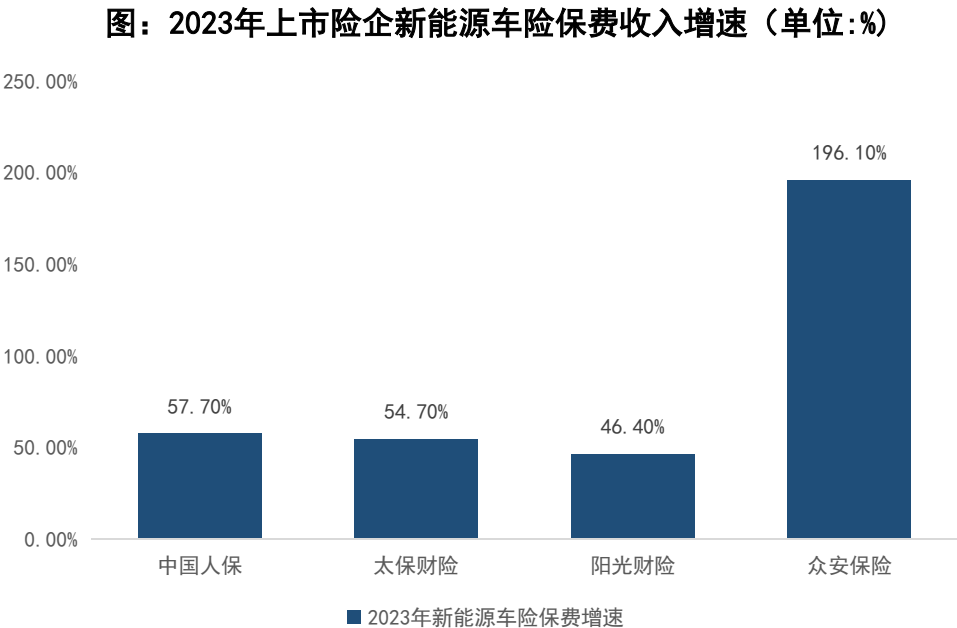
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：“老三家”保费收入占比（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 近年来，新能源车的持续放量带动新能源车险业务的快速提升。截至2023年末，新能源汽车保有量达2041万辆，较2018年增长682%。随着新能源汽车技术的快速突破及发展，为保险公司对于该类车型的风险定价、风控能力、大数据模型预测等带来更大挑战。新能源车从能源类型、底盘架构、智能化水平等方面与传统油车有较大差异，因此后续整体赔付情况及COR水平相对弱于传统油车业务，盈利空间受限。今年上半年，监管放开新能源车商业险自主定价系数，扩大商业车险自主定价系数的浮动区间，提高保险公司承保新能源业务的盈利能力，优化新能源车险产品供给。
- 受益于低空经济等政策推进，叠加灵活性较高、机动性能强、造价相对较低等特点，无人机被广泛应用于农业、建筑、医疗、军事、娱乐等领域，从而带动相关保险需求的快速崛起。我们预计2024年至2030年，我国无人机规模有望实现每年22%至33%左右的增速，考虑到件均保费约为3500元至3800元，预计至2030年对应潜在保险需求规模将超300亿元。



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

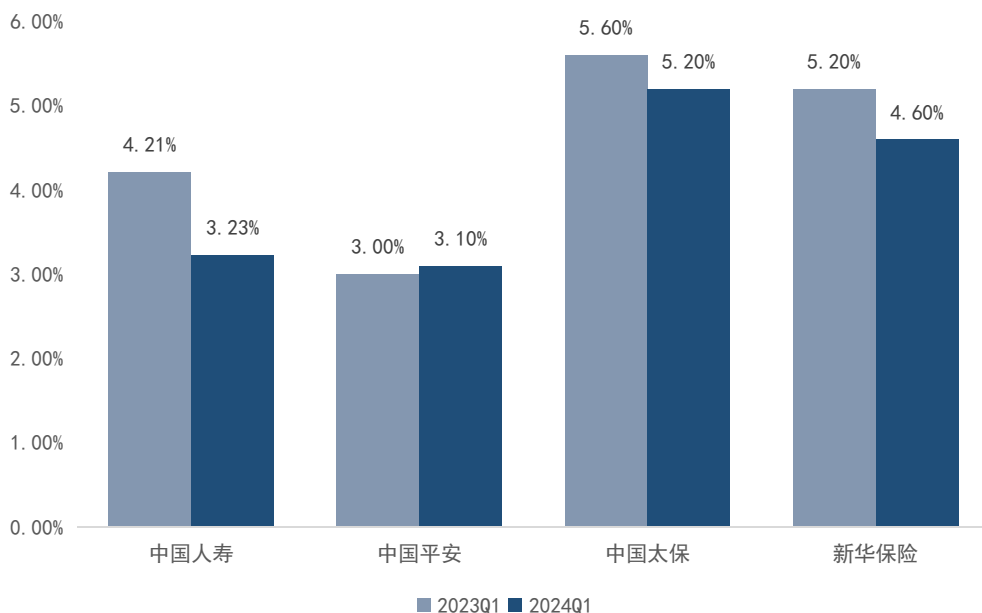
表：无人机保险保费规模预测

年份	预计无人机数量规模（万架） A	件均保费（元） B	保费规模（亿元） A*B
2024	201	3500	70
2025	268	3500	94
2026	356	3500	125
2027	445	3800	169
2028	557	3800	212
2029	696	3800	264
2030	870	3800	331

资料来源：Frost&Sullivan，国信证券经济研究所整理及预测
注：（件均保费包含机身险、三者险、飞手险等险种）

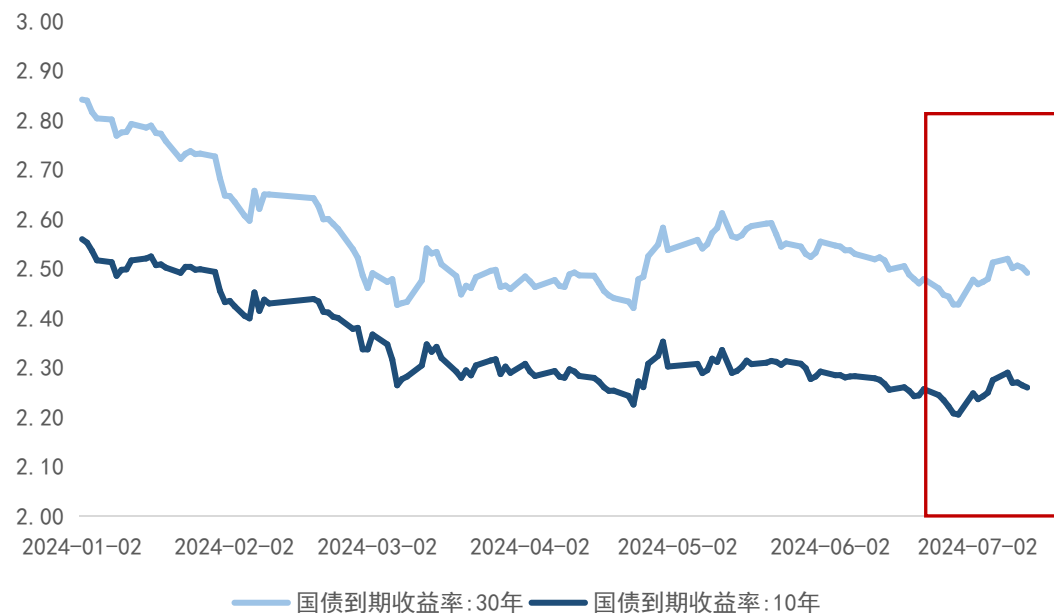
- 2024年一季度，权益市场涨幅较去年同期有所收窄，叠加长端利率中枢下移，各上市险企整体投资收益率承压。一季度，沪深300指数累计上涨3.10%，涨幅较2023年同期降低1.53pct。中国人寿、中国太保、新华保险分别实现年化总投资收益率3.23%/5.20%/4.60%，同比下降0.98pt/0.40pt/0.60pt。
- 预计新准则的变更将加大险企利润表波动，我们建议在跟踪利润表波动的同时，关注投资收益变化带来的资产负债表变动，全方位衡量险企资产配置行为及投资收益表现。

图：上市险企总投资收益率（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：长端利率走势（单位：%）

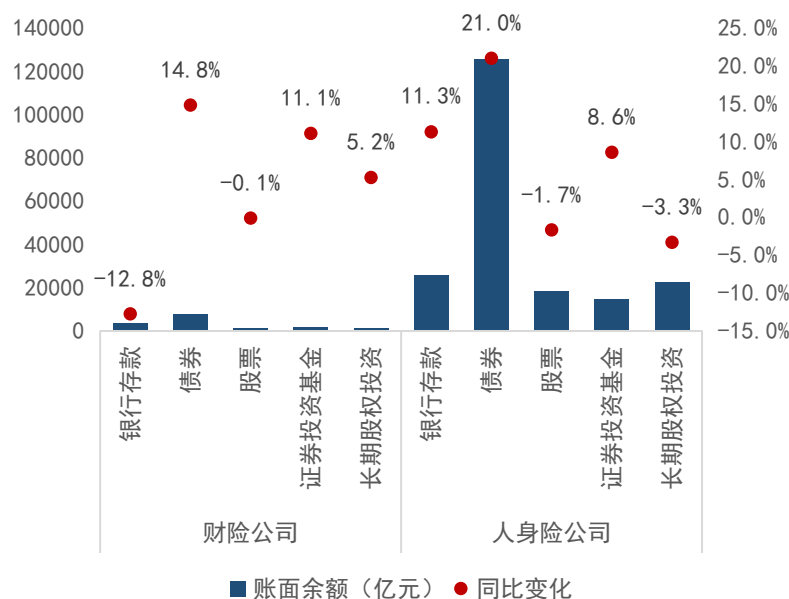


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产端：加大债券及基金配置

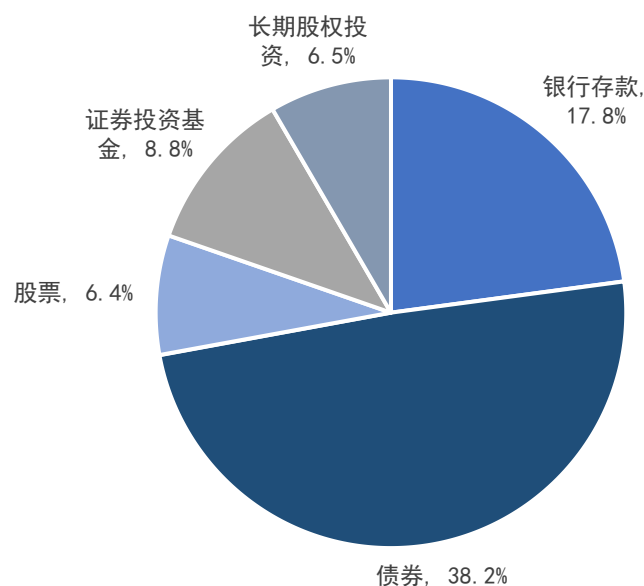
- 从资金体量来看，人身险公司仍是保险行业中增量资金的主力，截至一季度末，人身险公司资金运用余额占比达89.8%，叠加负债端刚性成本需求及资产到期等压力，预计后续仍将是增本市场主要的配置资金。
- 2024年一季度，保险行业进一步加仓债券及基金类资产。截至一季度末，财险公司及人身险公司债券投资规模分别同比提升14.8%及21.0%。随着非标类资产逐步到期及资本市场“资产荒”背景下，保险公司持续增持债券，在锁定基本投资收益率的同时拉长资产久期。

图：保险行业2024Q1投资结构及变化（单位：亿元，%）



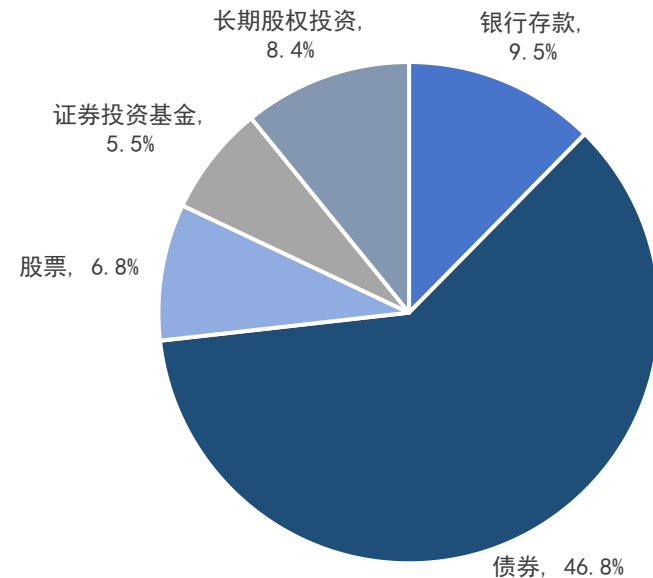
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：财险公司2024Q1投资结构（单位：%）



资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

图：人身险公司2024Q1投资结构（单位：%）



资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

资产端：长债、高分红资产没买够



- 从资产配置维度来看，随着保费收入的提升，持续利好险资高分红（OCI权益类）资产的配置，同时对长债的配置也有一定增量催化。整体来看，今年险资整体欠配，除了负债端扩张，考虑到保债计划等非标资产到期、手工补息整顿带来的再配置压力，整体处于缺资产状态。
- 一方面，高股息为特征的红利资产还没买够，一季度养老保险投资收益年化3.5%，当前代表性的银行、煤炭等板块股息约6%，吸引力明显；另一方面，高ROE资产对险资仍具有较高吸引力，今年长城人寿连续六次举牌的上市公司均为高股息高ROE资产，包括无锡银行/城发环境/江南水务/华光环能/秦港股份/赣粤高速。

表：2023年上市险企金融资产占比（按会计计量方式，单位：百万元，%）

	中国人寿		中国平安		中国人保		中国太保		新华保险		平均	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
交易性金融资产（FVTPL）	1,705,375	36%	1,803,047	32%	383,020	34%	581,602	29%	380,239	29%	970,657	32%
其他权益工具投资（OCI权益）	138,005	3%	264,877	5%	96,541	8%	97,965	5%	5,370	0%	120,552	4%
其他债权投资（OCI固收）	2,744,169	57%	2,367,008	42%	338,717	30%	1,247,435	62%	347,262	26%	1,408,918	43%
债权投资（AC固收）	211,349	4%	1,243,353	22%	318,605	28%	82,334	4%	598,047	45%	490,738	21%
合计	4,798,898	100%	5,678,285	100%	1,136,883	100%	2,009,336	100%	1,330,918	100%	2,990,864	100%

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

表：长城人寿2024年以来共举牌6家上市公司

序号	公司名称	代码	所属行业	长城人寿持股比例	EPS	ROE	股息率
1	无锡银行	600908.SH	银行	6.97%	0.98	10.45%	3.96%
2	城发环境	000885.SZ	环保	5.0001%	1.67	14.33%	2.22%
3	江南水务	601199.SH	环保	5.0001%	0.35	8.68%	2.10%
4	华光环能	600475.SH	电力设备	5.0012%	0.79	8.90%	3.37%
5	秦港股份	3369.HK	交通运输	5.21%	0.27	8.57%	6.83%
6	赣粤高速	600269.SH	交通运输	5.0001%	0.50	6.83%	3.89%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 随着近期地产政策的催化，预计险企房地产投资敞口风险有望在政策支持下逐渐释放。同时，地产板块的缓释利好险资非标融资，从而在一定程度上减轻险资“资产荒”的困境。
- 此外，宽信用政策下无风险收益率企稳回升，为险资资产端修复提供支撑。受资产负债和资金需求等因素影响，寿险公司债券配置比例较高，平均持仓占比在55%左右。近期，长债收益率有所上行缓解险资部分配置压力。

表：上市险企地产规模预测

公司名称	资产类别	规模 (百万元)	占投资资产 比例	合计 占比	口径
中国人寿	投资性房地产/物业	12,753	0.22%	1.52%	2023年年报
	长期股权投资	25,761	0.45%		预计地产相关投资约占长股投 的10%
	非标	47,996	0.85%		基于公司2023年债权型金融产 品规模进行预测
中国人保	投资性房地产/物业	15,791	1.10%	4.10%	2023年年报
	长期股权投资	12,533	0.87%		预计地产相关投资约占长股投 的8%
	非标	30,463	2.13%		基于公司2023年债权投资规模 进行预测
中国平安	投资性房地产/物业	128,059	2.72%	4.71%	2023年年报
	长期股权投资	41,056	0.87%		预计地产相关投资约占长股投 的20%
	非标	52,726	1.12%		2023年年报债权投资计划及债权 型理财不动产行业投资规模
中国太保	投资性房地产/物业	10,667	0.48%	3.22%	2023年年报
	长期股权投资	2,318	0.10%		预计地产相关投资约占长股投 的10%
	非标	59,388	2.64%		2023年年报中披露的不动产占非 公开市场融资工具的数据
新华保险	投资性房地产/物业	9,383	0.70%	4.28%	2023年年报
	长期股权投资	776	0.06%		预计地产相关投资约占长股投 的15%
	非标	47,084	3.52%		基于公司披露的非标投资规模 进行预测

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：保险机构主要持有地产股梳理

序号	代码	名称	险资持仓数量 (万股)	持仓比例
1	000402.SZ	金融街	91157.66	30.51%
2	600383.SH	金地集团	134698.98	29.84%
3	600340.SH	华夏幸福	98032.88	25.18%
4	600376.SH	首开股份	22323.8	8.65%
5	000069.SZ	华侨城A	56936.61	8.26%
6	600048.SH	保利发展	72469.34	6.05%
7	600848.SH	上海临港	13440	5.61%
8	000002.SZ	万科A	13086.82	1.35%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。数据截至2024/03/31

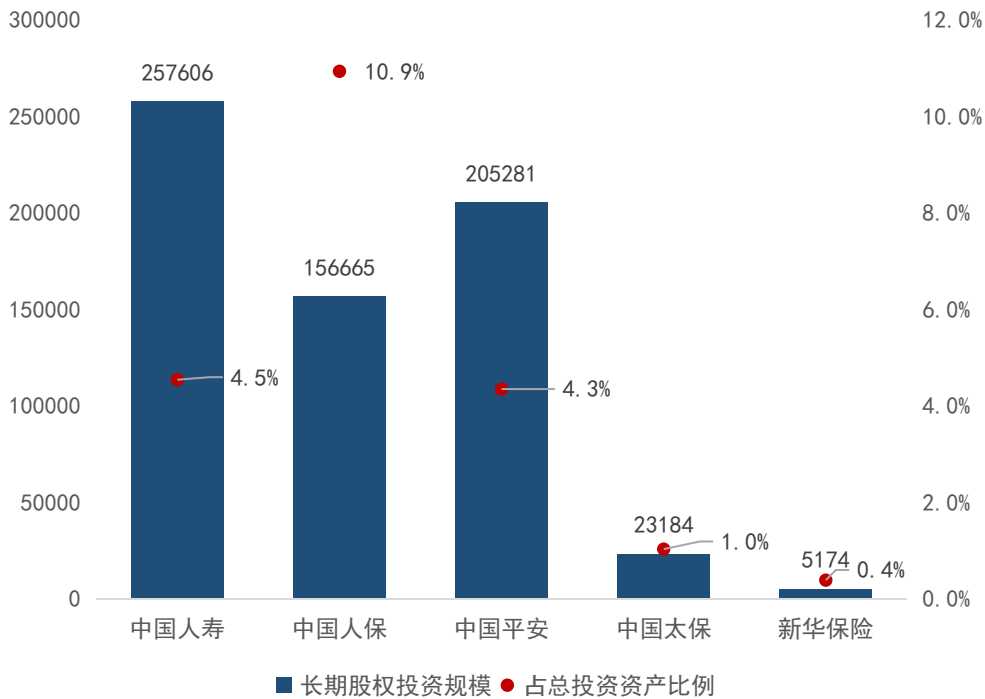
- 中国人寿及新华保险设立私募证券投资基金：通过各自出资50%的方式成立私募基金，主要投向为二级市场优质的高分红类股票，会计方面主要按照FVOCI计量，能够有效降低投资收益波动，匹配险资长期需求。因此我们预计中国人寿和新华保险将通过私募基金配置部分OCI权益类资产，在把握长期高分红收益的同时降低利润表波动。
- 平安资管将京沪高铁间接持股转为直接持股：挖掘优质的长期股权投资机遇，降低股价波动对利润表的影响，平滑中长期投资收益波动。

表：保险公司权益类资产及长期股权投资计量方式

会计准则	资产类型（按计量方式）	内容
IFRS9	FVOCI权益资产	计入FVOCI的股票，仅有分红收益计入利润表，其市值波动计入资产负债表的综合收益科目，卖出时浮盈亏变动不能再计入利润表，且一经指定不得撤销。分红收益相对稳定，但FVOCI股票的市值增长将不再对利润表产生影响。
	FVTPL权益资产	在IFRS9的要求下，由于基金赎回时发行方有无条件交付现金的义务，因此属于债务工具，且无法通过资产特征测试，只能被计入FVTPL权益类资产。股票一般直接计入FVTPL，其市值波动将实时体现在利润表中，但是险企也可以选择将其指定为FVOCI。
长期股权投资	长期股权投资（权益法计量）	按照投资企业对被投资单位的持股比例不同，长期股权投资可分为权益法计量和成本法计量两种。其中占股比例在20%至50%的，属于对被投资单位具有重大影响，采用权益法计量。
	长期股权投资（成本法计量）	占股在50%以上（不含）的，属于对被投资单位实施控制，采用成本法计量。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：上市险企长期股权投资规模及占比（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

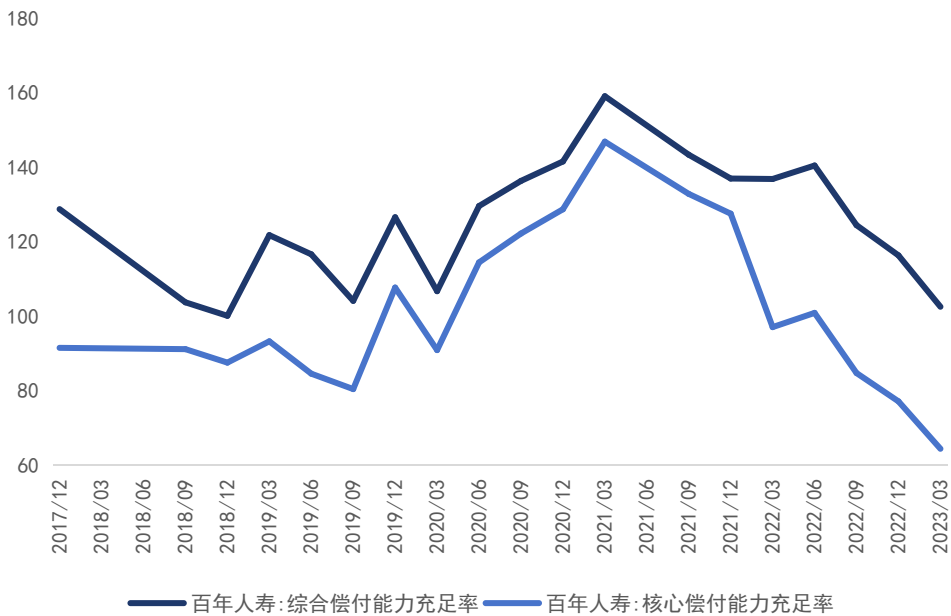
➤ 注册资金不足、负债端盲目扩张、资产端收益下行等进一步导致部分中小险企利差损风险加剧。截至2023年末，非上市人身险公司总亏损数额超142亿元，其中中邮人寿、建信人寿、渤海人寿等公司分别亏损114.7亿元、43.0亿元、31.0亿元。同时，部分中小险企偿付能力充足率或已接近监管红线，行业风险处置进度需进一步关注。

表： 暂缓披露偿付能力充足率公司梳理（单位：亿元、年）

序号	公司名称	最后一次披露时间	最后一次披露的综合偿付能力充足率	最后一次披露的核心偿付能力充足率
1	君康人寿	2020年第3季度	102.47%	102.47%
2	中融人寿	2021年第3季度	122.71%	122.71%
3	上海人寿	2021年第4季度	124.89%	119.99%
4	珠江人寿	2021年第4季度	104.04%	52.02%
5	昆仑健康	2021年第4季度	123.96%	123.96%
6	富德生命人寿	2021年第4季度	103%	87%
7	前海人寿	2022年第1季度	110.17%	66.39%
8	百年人寿	2023年第1季度	102.59%	64.43%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图： 百年人寿近年偿付能力充足率持续下滑（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 随着负债端竞争加剧叠加资产端投资收益下行，部分中小险企风险开始暴露，资本补充需求提升。在此背景之下，部分中小险企偿付能力持续承压，或接近监管“红线”，进而导致部分中小险企债券具有一定的“不赎回”风险。
- 在保险公司转向高质量发展阶段，行业“马太效应”加剧，或加大中小保险公司经营压力。相较于头部险企，中小保险公司在负债成本、渠道优势、客户群体、品牌效应等方面存在诸多短板，因此预计未来行业格局或有望得到进一步优化。

表： 历史不赎回保险公司债情况（单位：亿元、年）

序号	债券起始日	不赎回日期	债券名称	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	发行人	企业性质	发行方式
1	2011/6/20	2016/6/20	11华夏次级债	3	10	华夏人寿	民营	私募
2	2011/9/30	2016/9/30	11信泰次级债	2	10	信泰保险	民营	私募
3	2011/12/21	2016/12/21	11太平人寿债	80	10	太保寿险	公众企业	私募
4	2012/8/20	2017/8/20	12太平人寿债	75	10	太保寿险	公众企业	私募
5	2013/6/14	2018/6/14	13人保01	160	10	人保寿险	中央国有企业	私募
6	2013/12/23	2018/12/23	13人寿保险债	60	10	人保集团	中央国有企业	私募
7	2015/1/19	2020/1/19	15天安次级债	7.5	10	天安人寿	公众企业	私募
8	2015/9/29	2020/9/29	15天安财险	53	10	天安财险	中外合资	私募
9	2015/12/25	2020/12/25	15幸福人寿	30	10	幸福人寿	中央国有企业	公募
10	2015/12/25	2020/12/25	15天安人寿	20	10	天安人寿	公众企业	公募
11	2016/11/29	2021/11/29	16长安保险	5	10	长安保险	民营	公募
12	2019/3/29	2024/2/28	19百年人寿	20	10	百年人寿	公众企业	公募
13	2019/4/1	2024/2/29	19珠江人寿01	18	10	珠江人寿	民营	公募

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表： 偿付能力充足率标准（需同时满足）

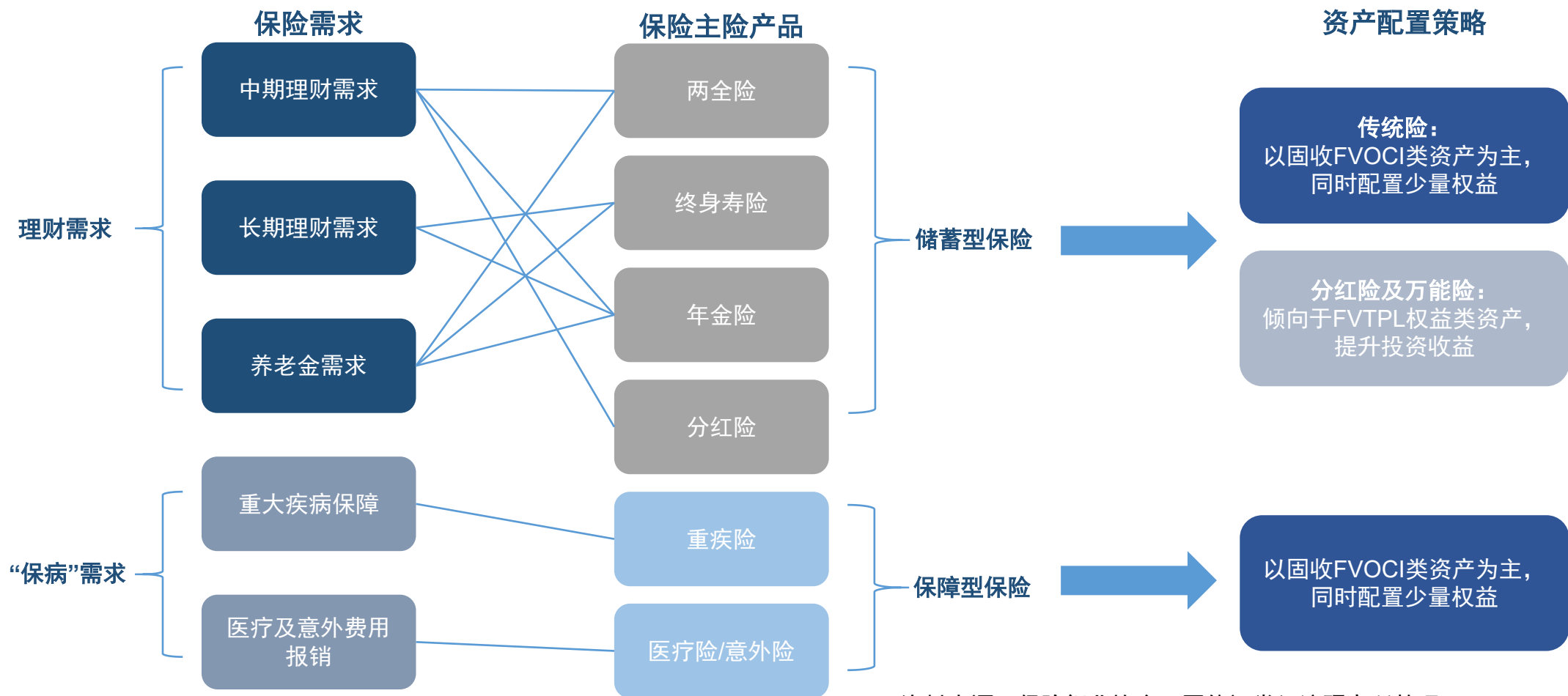
名称	及格线
综合偿付能力充足率	≥100%
核心偿付能力充足率	≥50%
风险综合评级	B及以上（含）

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

展望：关注结构性增量机会

- 2024年上半年，人身险行业延续回调态势，渠道销售节奏调整叠加产品切换致使行业保费增速有所放缓。预计下半年随着代理人分级制度的逐步实施及银保渠道的回温。我们预计市场保险需求的持续释放有利于带动行业NBV的企稳，预计各上市险企全年NBV有望实现22%的增速，对应保费增速7%。
- 此外，随着保费收入规模的提升，持续利好险资高分红（OCI权益类）及长债类资产的配置，是当前市场中较为稳定的增量资金。

图： 保险需求、产品及资产配置策略之间的对应关系



资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

- **证券**：我们对行业维持“优大于市”评级。建议关注资本实力雄厚、机构业务发力的优质券商，推荐与股东协同加大、业务协同预期强的华泰证券、兴业证券。
- **保险**：2024年上半年，人身险行业延续回调态势，渠道销售节奏调整叠加产品切换致使行业保费增速有所放缓。预计下半年随着代理人分级制度的逐步实施及银保渠道的回温，有望带动行业NBV的企稳。此外，随着保费收入规模的提升，持续利好险资高分红（OCI权益类）及长债类资产的配置，是当前市场中较为稳定的增量资金。建议关注资产及负债端双向受益的中国财险，及人身险行业龙头中国人寿、中国太保，维持行业“优于大市”评级。

表：非银金融板块估值及盈利预测

细分板块	公司	代码	评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营业收入（百万元，%）				归母净利润（百万元，%）				EPS		PB	
						2024E	同比%	2024 H1E	同比%	2024E	同比%	2024 H1E	同比%	2024E	2025E	2024E	2025E
证券	中信证券	600030.SH	优于大市	19.11	2,832	64,905	8.1%	33,390	6.0%	21,304	8.0%	12,097	7.0%	1.40	1.60	1.10	1.00
	中金公司	601995.SH	优于大市	29.40	1,419	25,576	11.2%	13,042	5.0%	6,874	11.7%	3,775	6.0%	1.40	1.60	1.60	1.50
	华泰证券	601688.SH	优于大市	12.87	1,162	38,780	6.0%	19,838	8.0%	13,927	9.2%	7,343	12.0%	1.50	1.60	0.80	0.80
	东方财富	300059.SZ	优于大市	10.75	1,697	11,618	5.0%	11,746	6.0%	8,830	8.0%	4,774	13.0%	0.56	0.60	3.20	4.00
保险	中国财险	2328.HK	优于大市	9.83	2,186	504,398	6.6%	250,649	6.0%	28,418	15.6%	27,201	10%	1.28	1.44	0.89	0.84
多元金融	永安期货	600927.SH	优于大市	11.45	167	25,038	5.1%	14,359	20.0%	758	4.0%	445	8.0%	0.52	0.57	1.92	1.83
	远东宏信	3360.HK	优于大市	5.26	227	39,919	4.8%	20,053	10.0%	6,306	1.8%	2,813	10.0%	1.46	1.51	0.45	0.42

细分板块	公司	代码	评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营业收入（百万元，%）				归母净利润（百万元，%）				EPS		P/EV	
						2024E	同比%	2024 H1E	同比%	2024E	同比%	2024 H1E	同比%	2024E	2025E	2024E	2025E
保险	新华保险	601336.SH	优于大市	30.26	944	82,566	15.4%	51,879	6.0%	13,560	55.6%	10,676	7%	4.35	5.36	0.34	0.31
	中国太保	601601.SH	优于大市	27.45	2,641	344,282	6.3%	187,836	7.0%	31,572	15.8%	19,981	9.0%	3.28	3.52	0.43	0.41
	中国人寿	601628.SH	优于大市	30.36	8,581	906,215	8.2%	586,810	6.0%	40,862	93.6%	17,286	7.0%	1.45	1.80	0.63	0.57

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测（数据截至2024年8月6日）

- 稳增长政策不及预期、海外经济超预期下滑等带来下半年我国经济复苏低于预期，这会导致投资者行为与理财规模变化很有可能超出预期。
- 金融监管政策出现重大变化导致机构行为发生变化。比如在金融科技语境下，诸如区块链、大数据等技术的发展，对许多金融交易的习惯与方式进行了重构，传统的金融立法难以有效界定并进行监管。层出不穷的新型金融业态和新型金融交易行为难以在现有的法律框架内进行有效的规制，从而在一定程度上存在合规性风险。
- 保险保费收入不及预期、自然灾害频发导致赔付上升，从而导致行业承保利润承压。此外，行业转型不及预期或影响中长期业务增速。长端利率下行及资本市场持续波动将加大险资投资收益压力，加剧利差损风险。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032