

# 革故鼎新，渐进求变

## 2025年行业投资策略

### 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

- **资本市场信心逐步修复，证券行业步入高景气周期。**“超级央行”时代，货币工具直达资本市场，“财政扩张、央行扩表、流动性宽松”成为市场主轴。政策转向有迹可循，结合“新国九条”，政策通过公募基金费率改革等，一方面通过扩大被动型指数基金的方式引导居民直接入市，同时也会通过打通社保、保险、理财等资金入市堵点，间接增加居民持有的权益规模。2024年9月底以来，久违居民开户入市或存量户“唤醒”，带动交易量、两融规模等持续扩张，券商各条线改善。考虑到居民存款搬家、后续持续降息、财政渐进式刺激，判断证券行业高景气周期持续，推荐行业引领创新的中信证券、华泰证券，推荐整合扩张业务规模的国联证券，推荐互联网业务弹性强的东方财富。
- **保险行业深化负债端渠道、产品、成本等领域的转型，人均产能及渠道质态得到显著改善，持续看好行业后续改革红利的持续释放。**资产端方面，上市险企持续优化资产配置结构，把握市场反弹机遇，前三季度投资收益水平显著回暖。预计“开门红”期间增量机遇或集中于组合型产品策略带来的增量保险需求挖掘，从而为险企资产配置贡献稳定需求。考虑到当前行业面临的养老、医疗、养康、储蓄等多元需求，叠加渠道及产品改革初见成效，预计2025年“开门红”期间保费同比增速约为7%至8%，对应NBV增速为25%。资产端方面，展望2025年一季度，随着续期及新单保费规模的扩大和存量非标资产到期，预计险资资产配置需求仍高，对应长债及高分红类资产（以OCI计量的资产）配置行情或将延续，险资资金配置窗口期或集中在12月末至一季度末。我们持续看好险资一季度配置诉求的延续，建议关注财产险行业龙头标的中国财险，以及渠道改革成效显著的中国太保、资产端高弹性的新华保险及中国人寿。
- **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 ] 格局篇：非银扩张的源泉

---

## [ 02 ] 行为篇：存款搬家新格局

## [ 03 ] 资金篇：多元资金齐布局

## [ 04 ] 业绩篇：高景气下驱动力

## [ 05 ] 推荐逻辑与风险提示

# 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

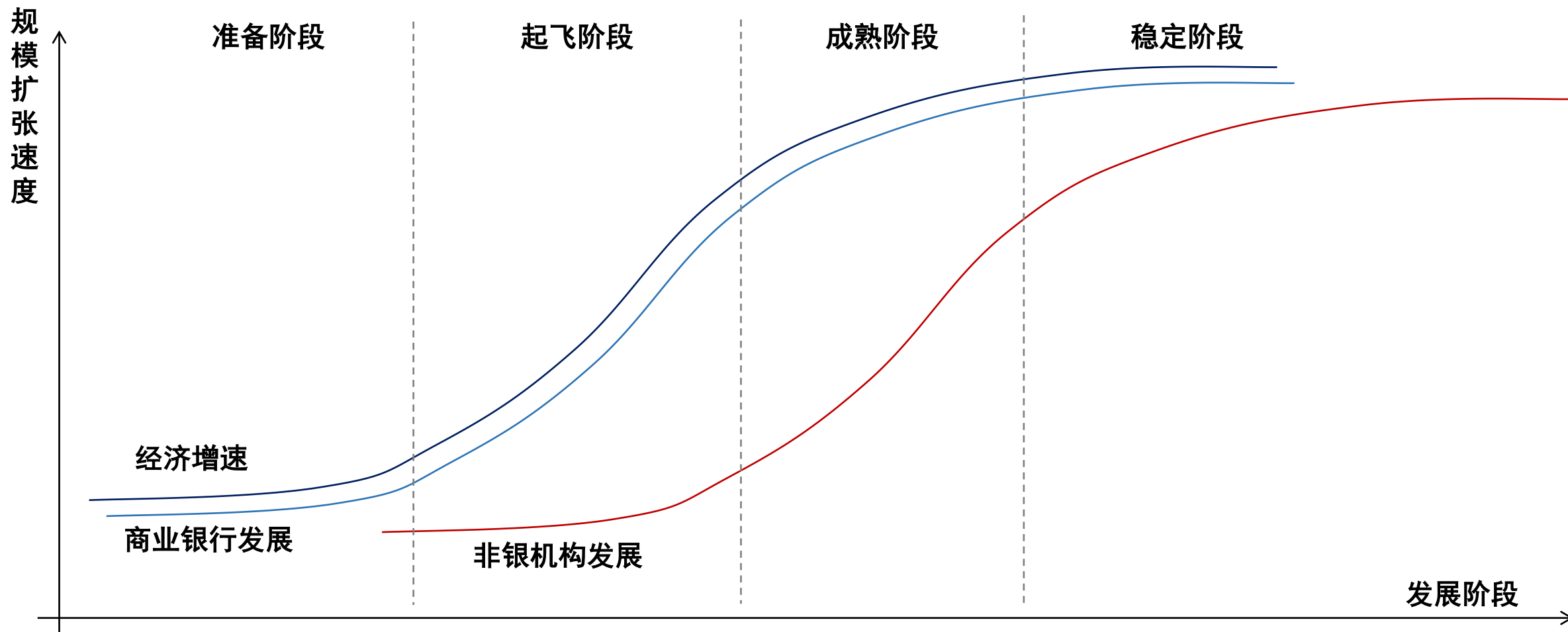
	准备阶段	起飞阶段	成熟阶段	稳定阶段
经济增速	较低	快速	增速下降	较低
政府行为	举债发力	持续举债	降低杠杆	达到均衡
企业行为	重工业	地产基建	产业转型	服务业、新技术
居民行为	基本保障	住房需求	中产崛起	财富管理
商业银行发展	开始起步	走向扩张	增速放缓	从企金到零售， 差异化服务客户
非银金融发展	需求未至	配合融资	走向扩张	定向服务 特定客户

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

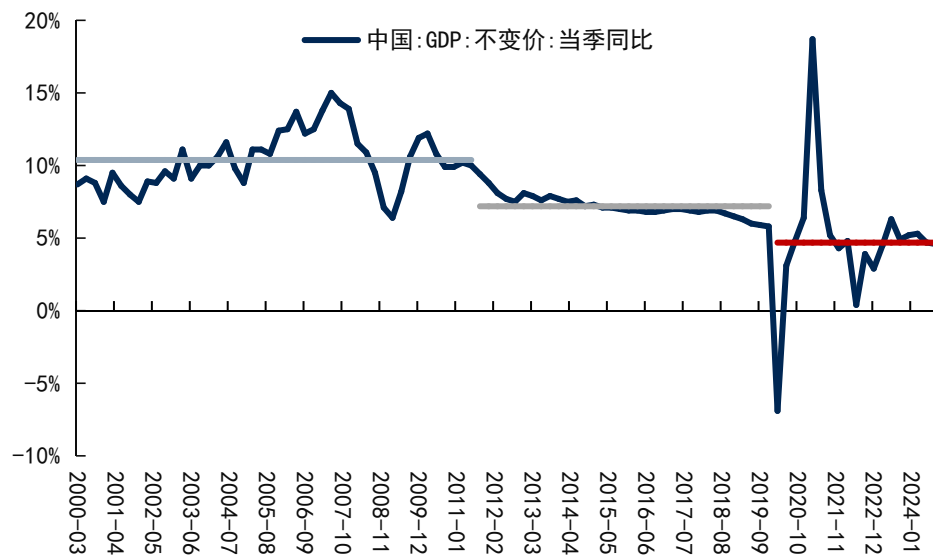


资料来源：国家金融与发展实验室，国信证券经济研究所整理

# 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



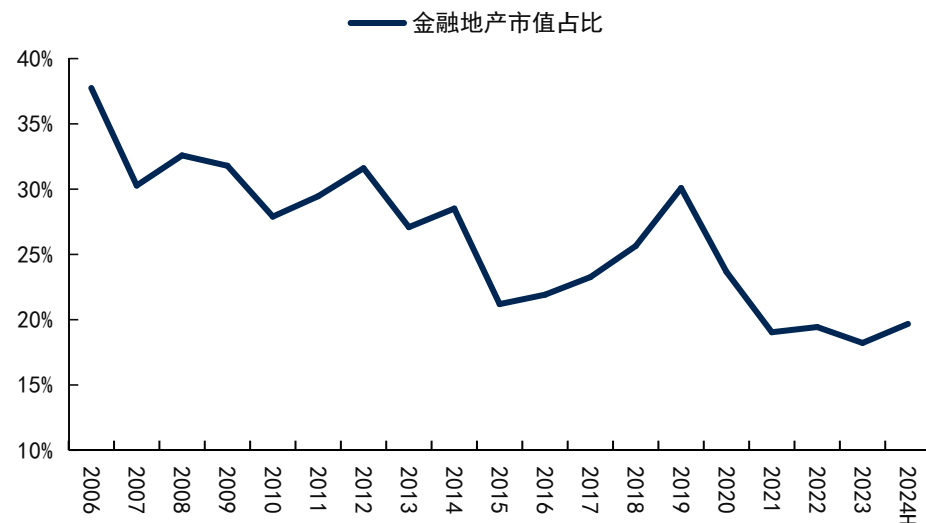
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：贷款增速持续下降



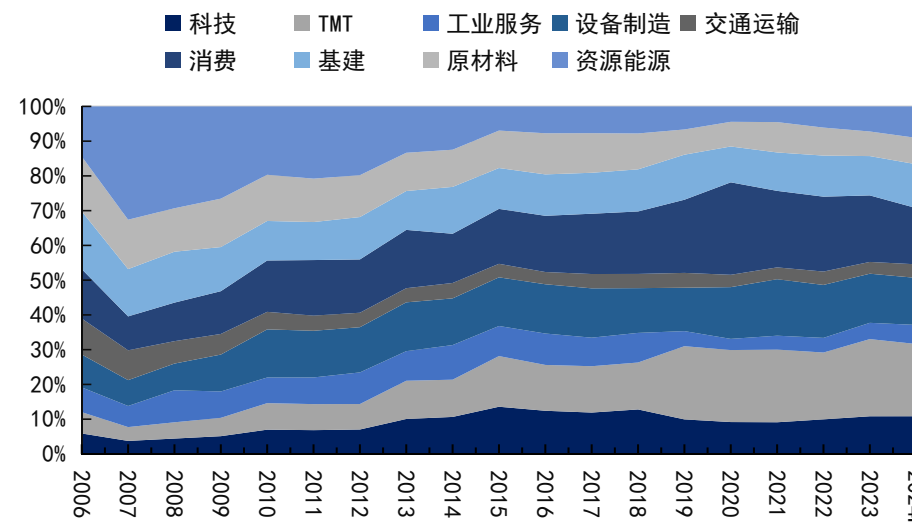
- 上市公司的利润结构发生着较深刻的变化。
- 金融地产行业的上市公司，合计利润占整体上市公司利润比重自2019年起下降。同时，TMT行业、科技行业、资源能源行业的利润占比提升幅度较明显。这些行业利润占比提升在于：1) 国家产业政策支持，比如TMT行业就及科技行业；2) 行业内上市数量增多，TMT行业最为明显；3) 价格周期波动，资源能源行业最为明显。

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

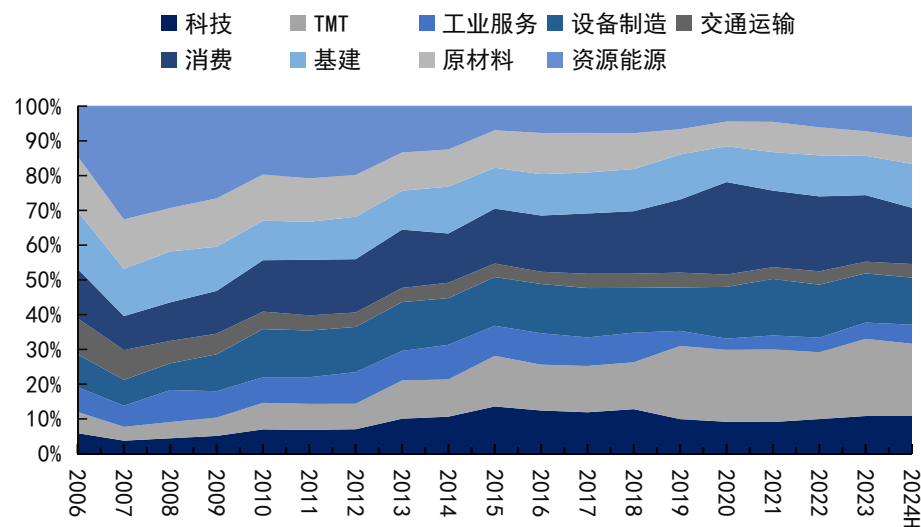
图：非金融企业中TMT、设备制造、消费、科技等上市公司利润占比提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

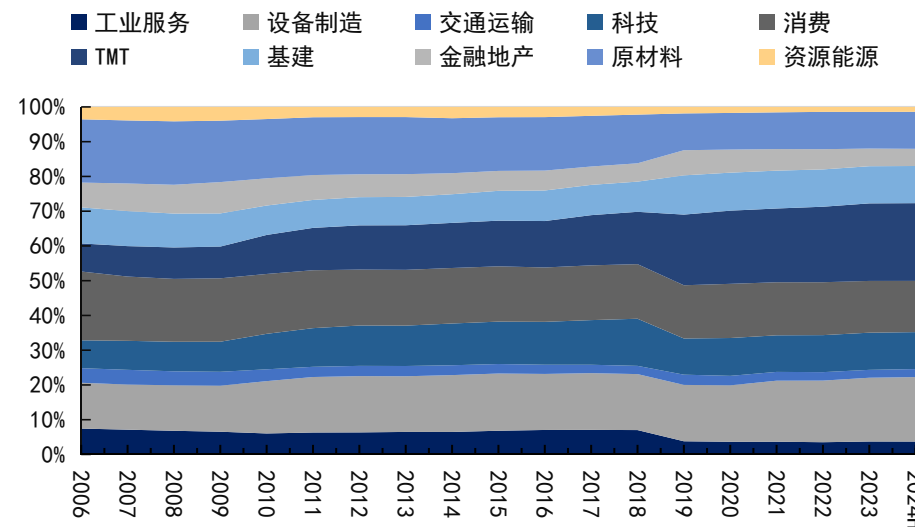
- 从上市公司总市值的角度观察，可以发现，TMT、科技行业总市值占比提升最为明显，消费行业市值占比有小幅提升，资源能源行业市值占比下降较明显。此外，从上市公司数量变化角度，2019年科创板开市以来，TMT、科技类公司上市数量迅速增长，在上市公司数量中的占比也快速提升。
- 以TMT和科技类公司为代表的硬科技企业是我国探索经济转型的重要方向，在地产增长乏力、基建投入产出比逐步下降、传统增长动能不足的背景下，发展硬科技企业有望为我国找出下一阶段经济扩张的动力。

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

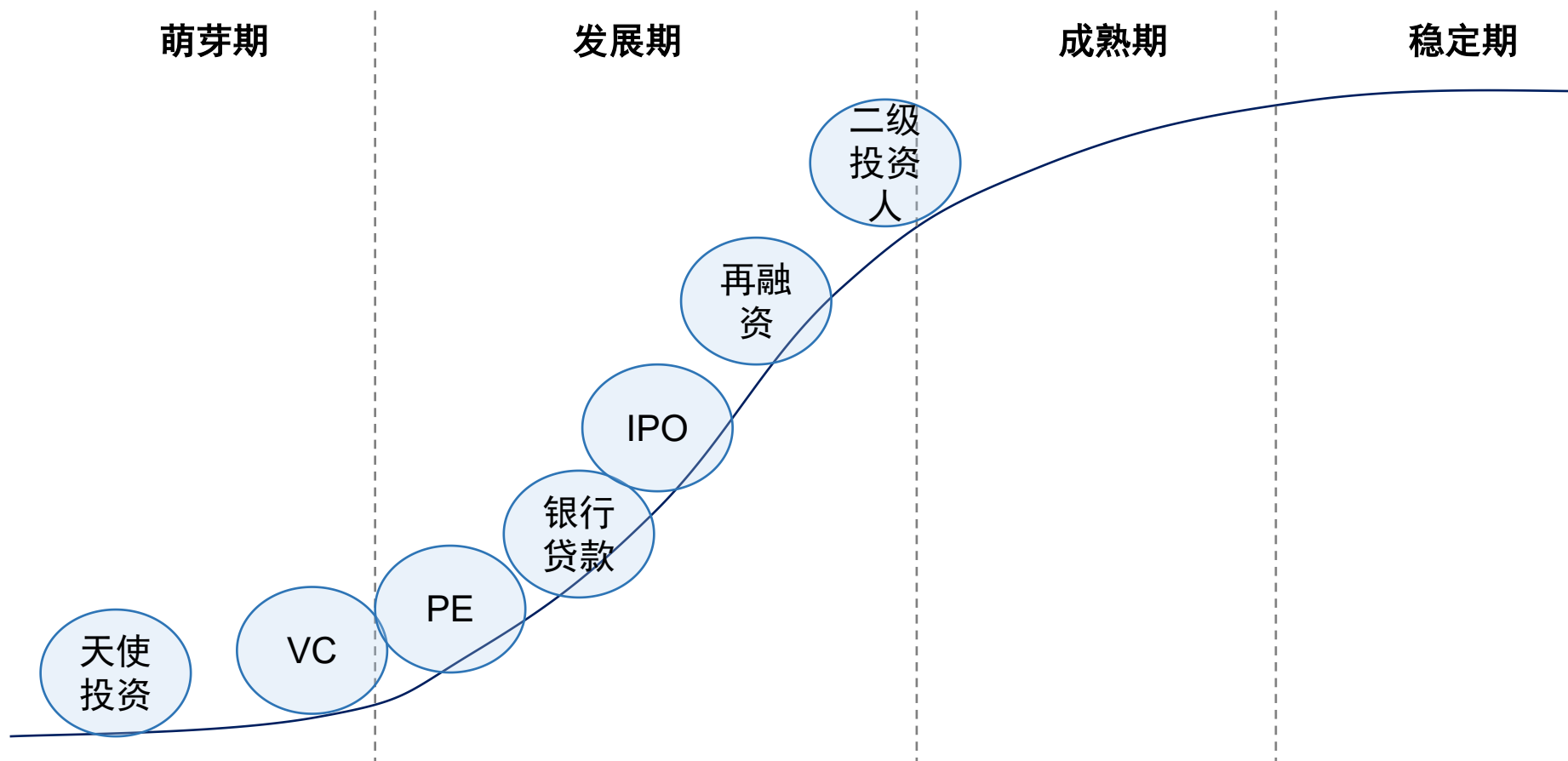


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



- 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

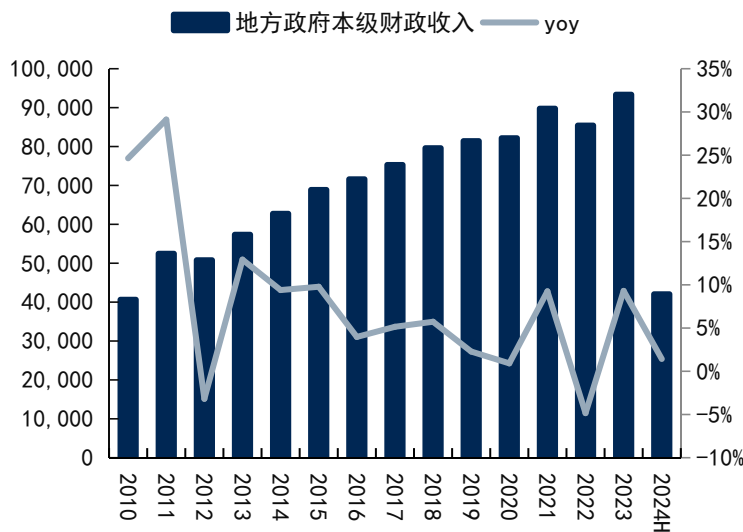


资料来源：金融时报，国信证券经济研究所整理

# 地方政府融资：从“开正门”到“堵偏门”

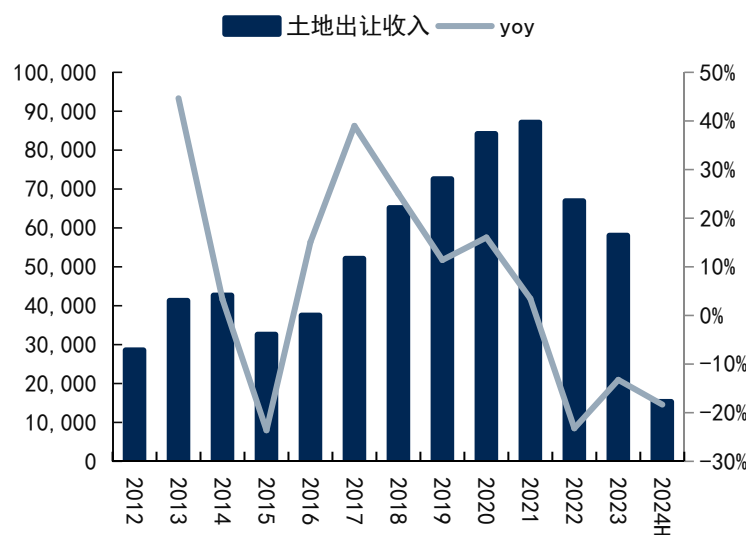
- 我国地方政府“四本账”，包括一般公共预算收入、政府性基金收入、国有资本运营收入和社保基金收入，其中用于经济发展的主要为一般公共预算收入及政府性基金收入。政府性基金收入的主体是土地出让金收入，占比基本处于85%以上。
- GDP整体下行期，地方政府财政收入及土地出让收入下行。土地出让收入下行主要源于房地产市场下行，本质上是因为经济增长承压。与此同时，地方政府杠杆率仍处于高位。从地方政府角度出发，收入增长下行或将压制举债动力，地方政府杠杆率或将逐步下行。

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



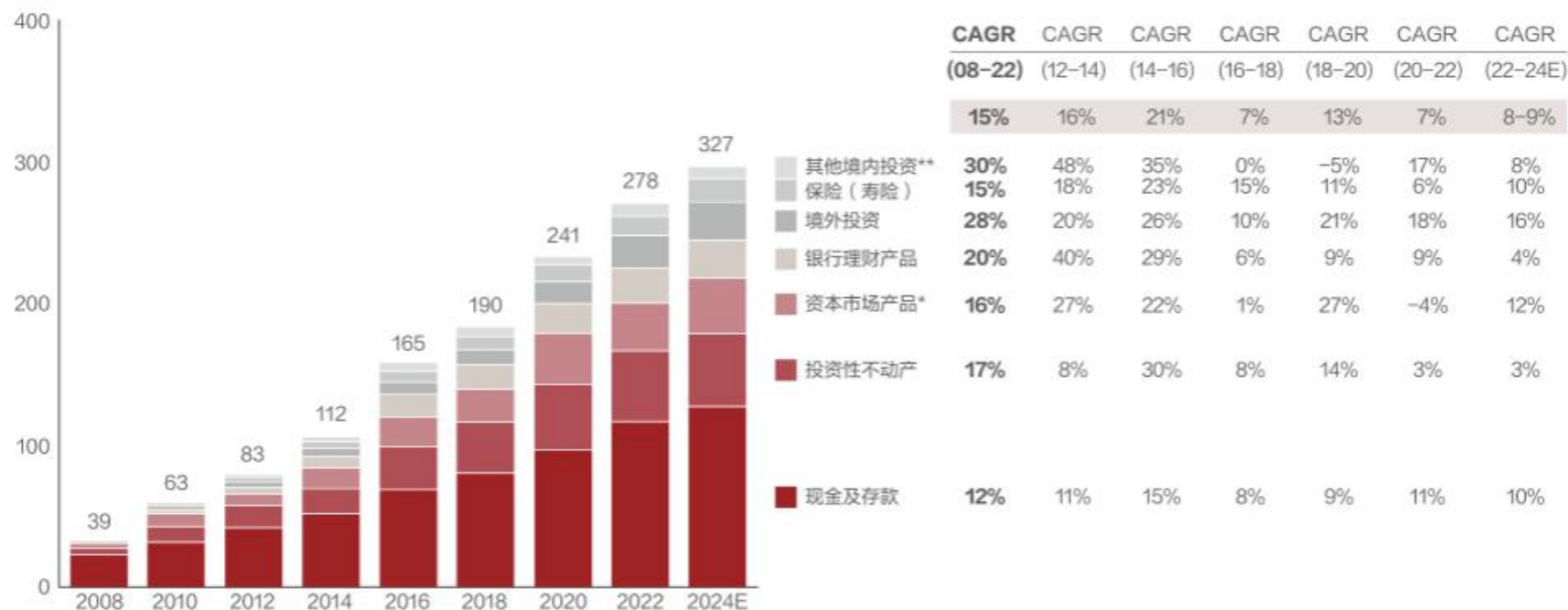
资料来源：社科院，Wind，国信证券经济研究所整理

# 居民财富持续累积，大财富产业链初具规模

- 历经长期的高速增长，我国居民财富已经累积至较高水平。过去年份中，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

# 高分红、高ROE权益资产匹配居民长期保值增值需求

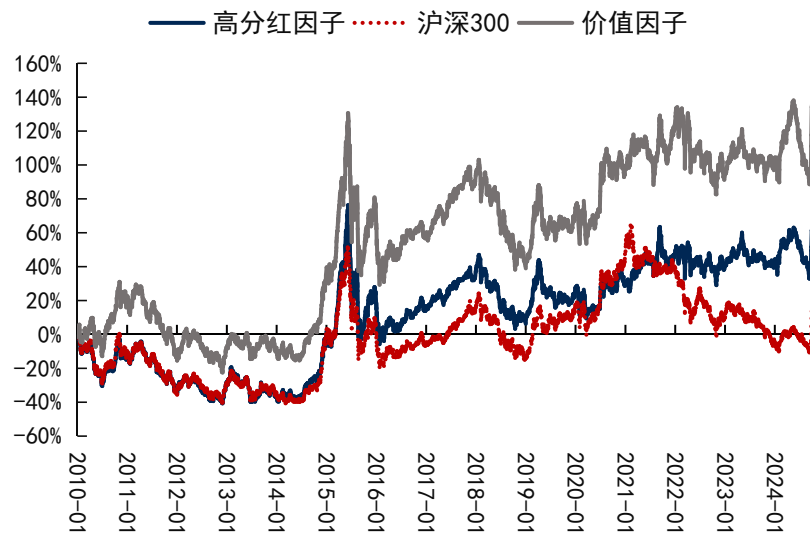
- ▶ 某公用事业龙头股票上涨趋势更稳健。2010年以来，某互联网龙头股票虽然股价累计涨幅巨大，但期间波动较大，部分区间跌幅甚至达到70%，某公用事业龙头股价虽累计涨幅不及互联网龙头，但是波动程度、最大回撤等关键指标更优，投资者持有体验更佳。
- ▶ 高分红因子与高价值因子具备长期的价值创造能力。与沪深300相比，高分红因子与价值因子均取得了显著的超额收益。
- ▶ 高换手率的股票投资难以创造价值。活跃股指数通过选取每周换手率最高的前100家公司，每周调整样本股，指数呈现一直创新低趋势。

图：某公用事业龙头股票持有体验更好



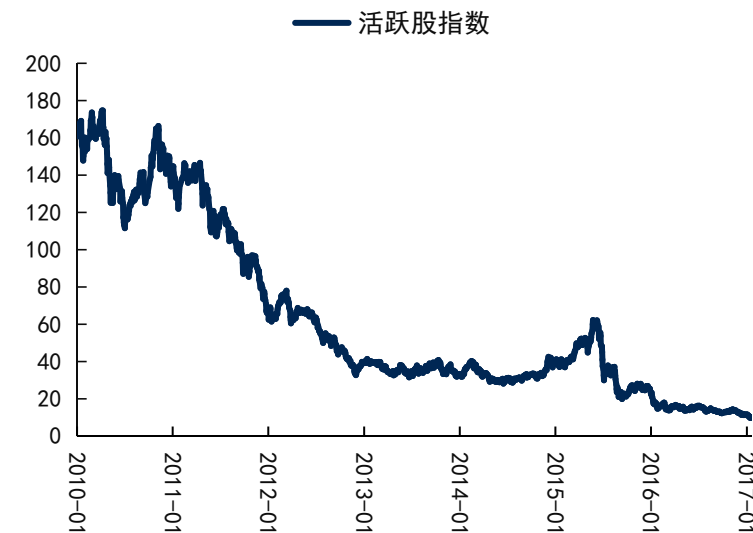
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：高分红和高价值因子指数长期创造价值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：高换手股票指数不断创新低

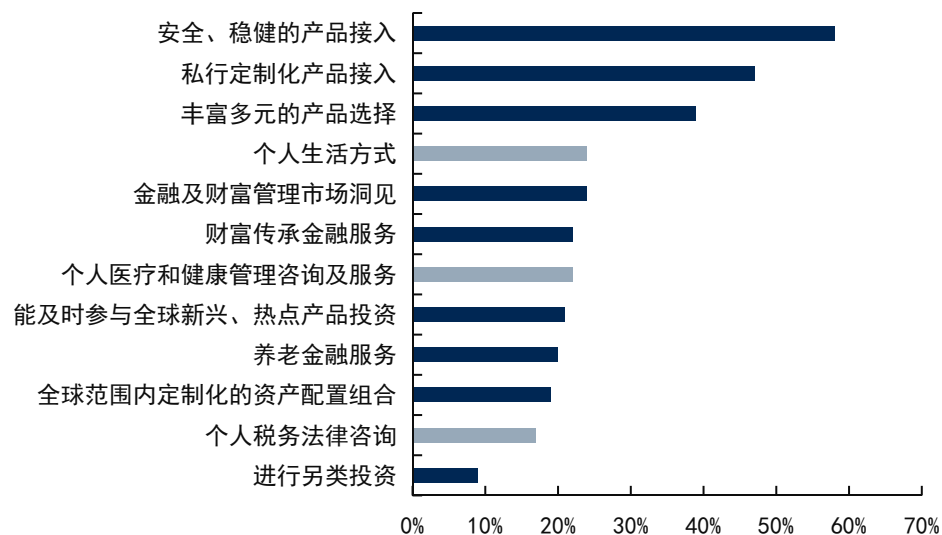


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 高净值客户需要财富产品乃至投行运作需求

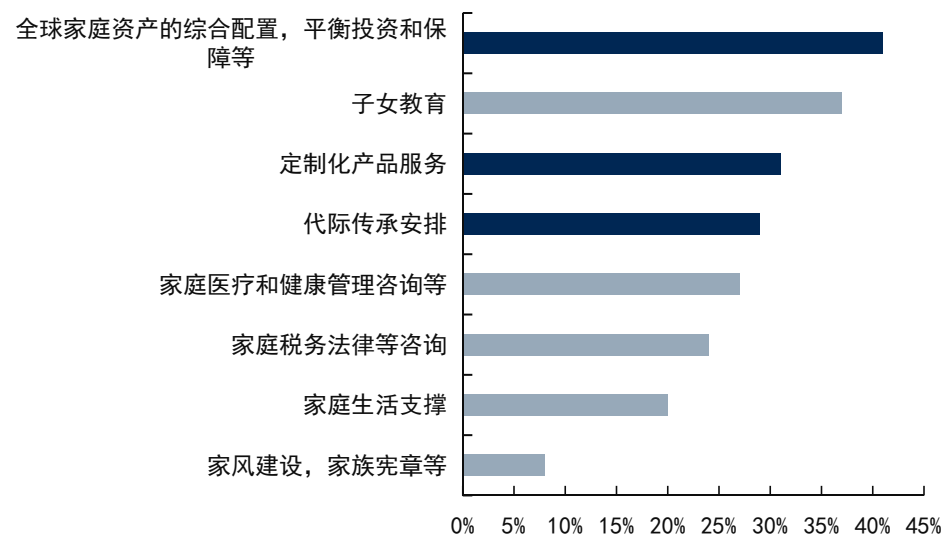
- 居民需求涉及金融类需求、泛金融需求及非金融需求。
- 金融类需求包括金融产品选择、定制化产品接入、全球资产配置、财富传承金融、养老金融等，不再是简单的贷款或融资服务。
- 泛金融类及非金融类需求更加广泛，包括医疗和健康管理、税务法律咨询等，对金融机构参与财富管理市场提出了更高的要求。

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

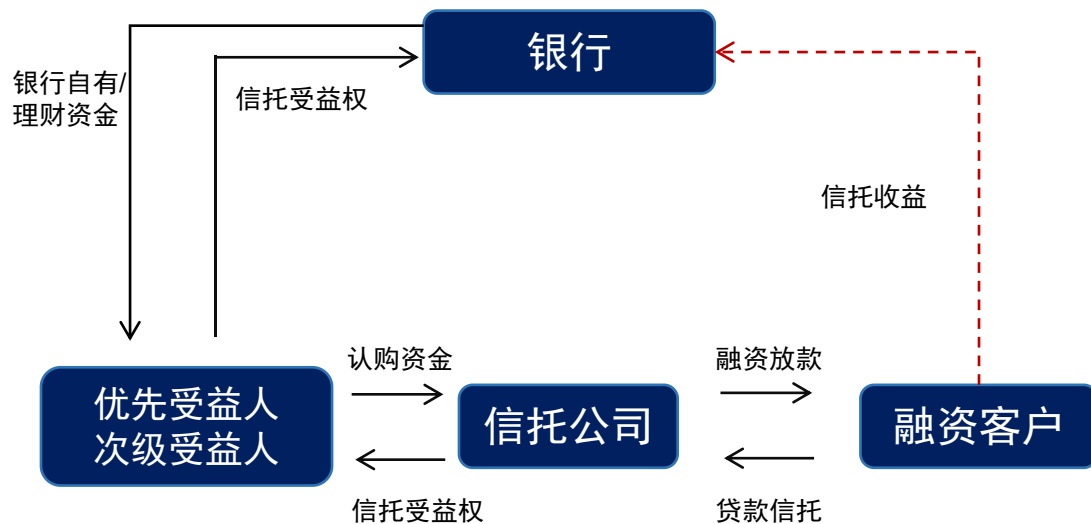


- 根据社科院统计数据，地方政府、居民及非金融企业等实体部门杠杆率均处于自身历史高位，由于经济发展阶段已与以往不同，各实体部门举债能力或将弱化。以往实体举债过程中，金融机构的债务融资功能得以充分体现，在实体经济不断增长、杠杆率不断提升的同时，金融机构的资产负债表也持续扩大。未来，伴随实体部门举债意愿减弱，金融机构的债务融资功能或将不再突出。取而代之的，是各个实体部门在新发展阶段体现出来的更为综合的金融需求。具体如下：
  - 对于地方政府，杠杆率较高且目前暂未上升趋势并未减缓。在GDP增速下行、地方财力下降之时，地方持续举债能力或将遭受考验，降杠杆或是势在必行。
  - 对于居民而言，杠杆率在高位企稳，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

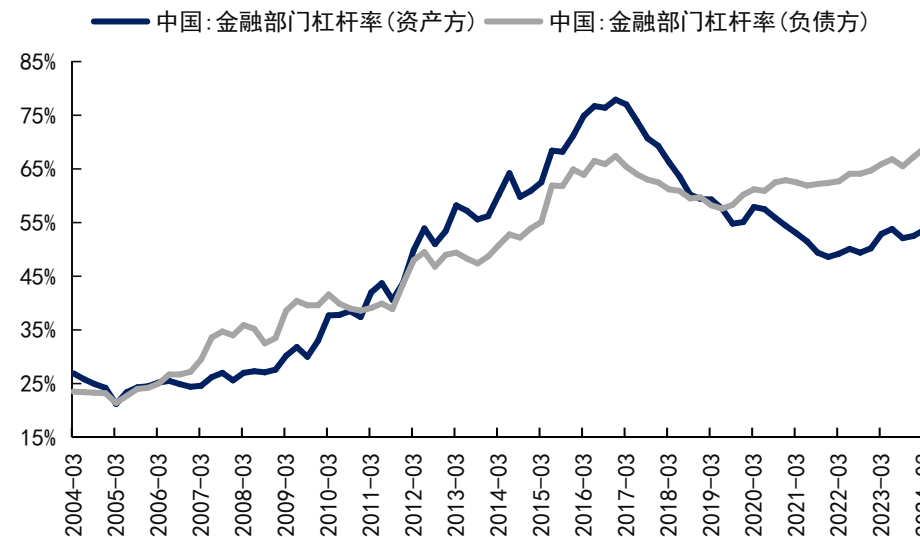
- 此前在分业监管模式下，各类金融牌照监管强度存在差异，一定程度上造成了部分牌照依靠制度红利而实现快速发展，其中最典型的即为银信通道业务，也即信托凭借牌照优势，帮助银行或其他金融机构将资金投向特定资产类别，而银行自营资金往往会禁止或限制投资此类特定资产。金融机构相互嵌套使得资金空转严重，并且增加了实体部门的融资成本。
- 金融机构嵌套空转规模已得到有效压缩：一方面，资管新规等监管政策及时拉平了各类牌照间的监管差异，统一监管标准并禁止多层嵌套；另一方面，实体部门在经济下行期，对高利率的融资方式接受度降低，金融机构内部空转赚取差价、最终由实体买单的模式自发地有所减少。
- 以资产方计，金融部门的杠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

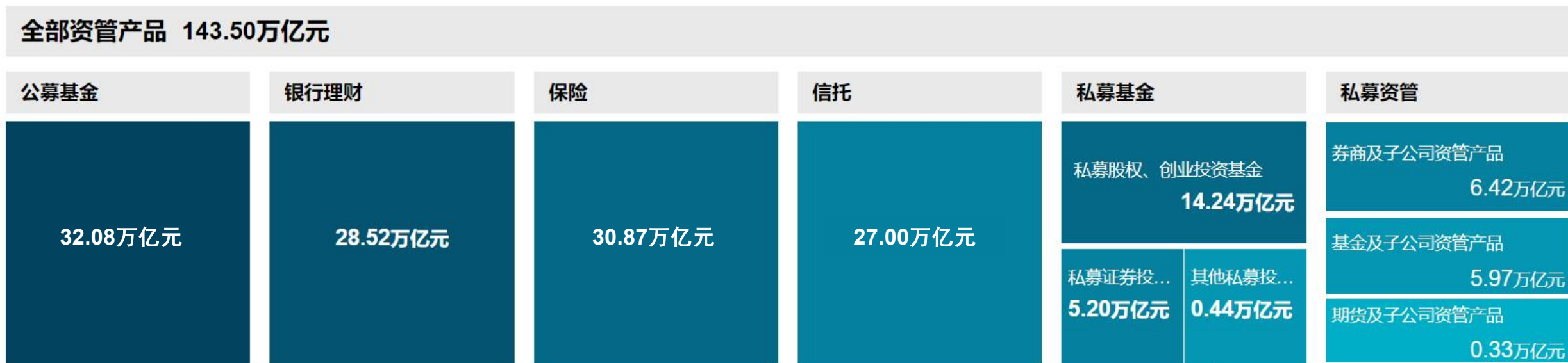


资料来源：社科院，Wind，国信证券经济研究所整理

# 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年中期，公募基金管理规模突破32万亿元，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

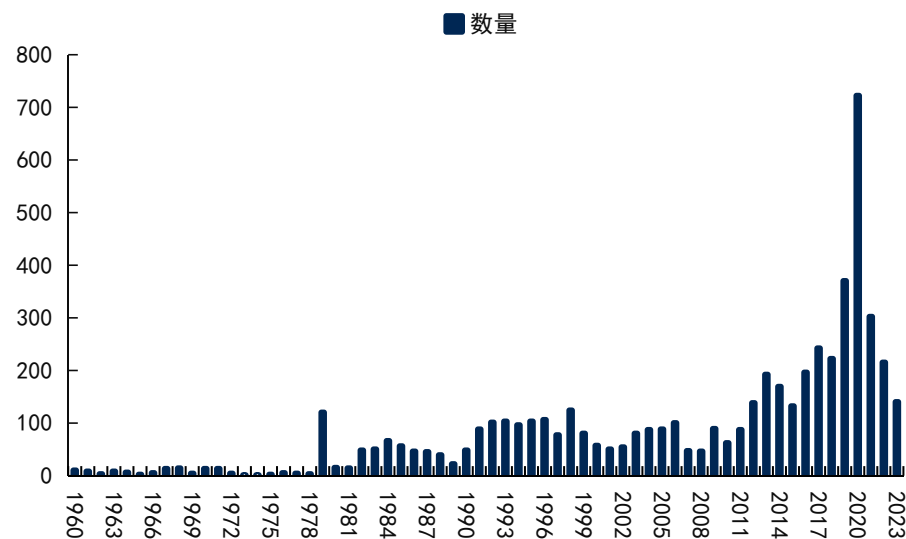


数据截至2024年中期  
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



- 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

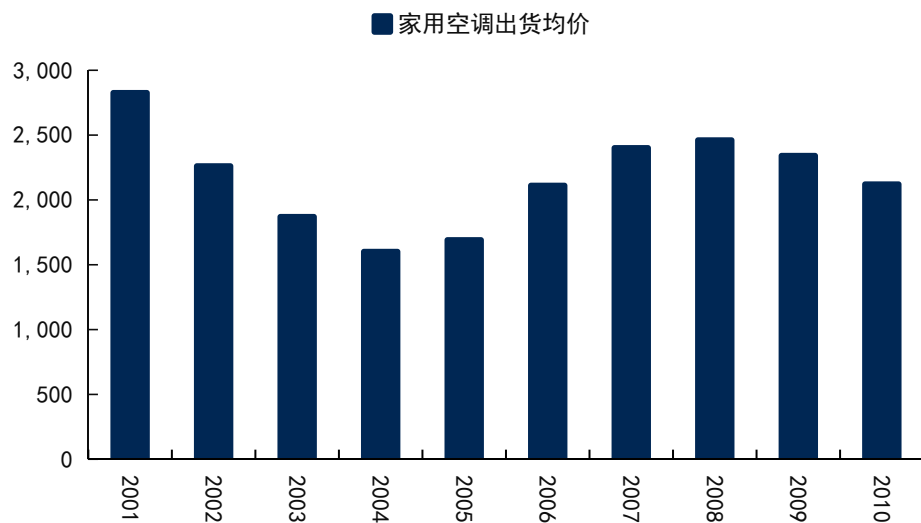
公司名称	总市值（亿美元）	上市年份	所属行业
AAR	20.38	1980	航天航空与国防
海科航空 (HEICO)	314.16	1980	航天航空与国防
赫氏公司 (HEXCEL)	49.81	1980	航天航空与国防
帕斯托工业	5.17	1980	航天航空与国防
帕克航空航天	2.48	1980	航天航空与国防
雷神技术 (RTX)	1,532.04	1980	航天航空与国防
SIFCO INDUSTRIES	0.20	1980	航天航空与国防

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

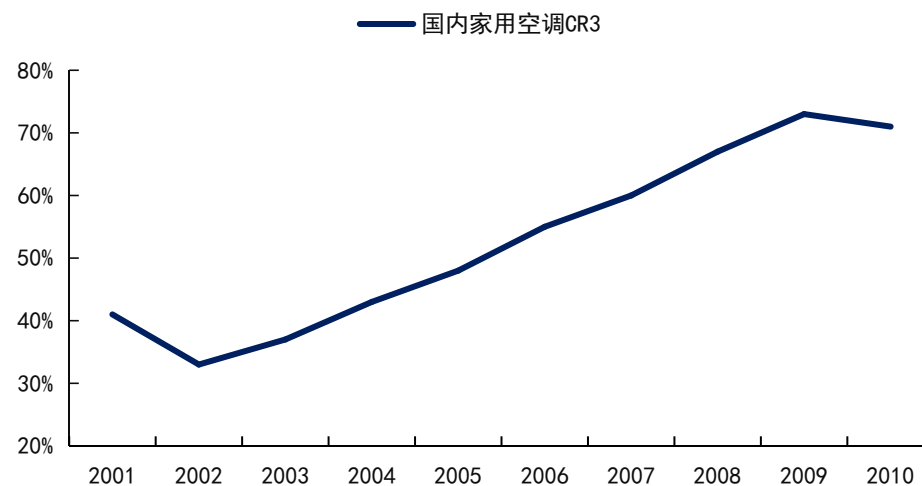
- 改革开放以后，我国空调市场产能急剧增长，在供过于求的背景下，企业价格战持续发生，空调出货价由2001年的接近3000元持续下降至2004年的1600元左右，行业平均利润率持续下降。
- 在价格下降的过程中，空调行业集中度持续提升，最终形成格力、美的、海尔三足鼎立的局势。2004年空调出货价触底时，行业CR3已由底部的33%升至43%。

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

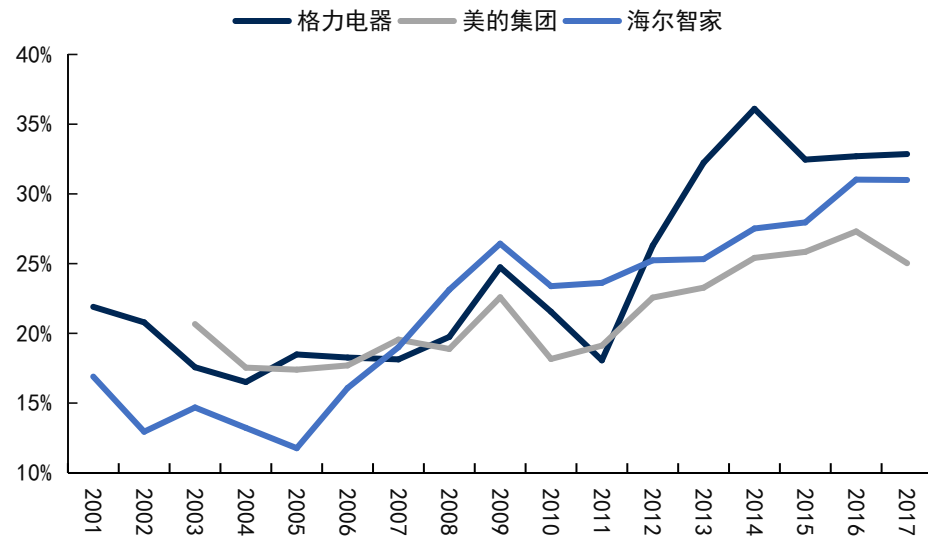


资料来源：2012年格力电器《增发招股意向书》，国信证券经济研究所整理

# 历史经验：行业出清后盈利改善，龙头恒强

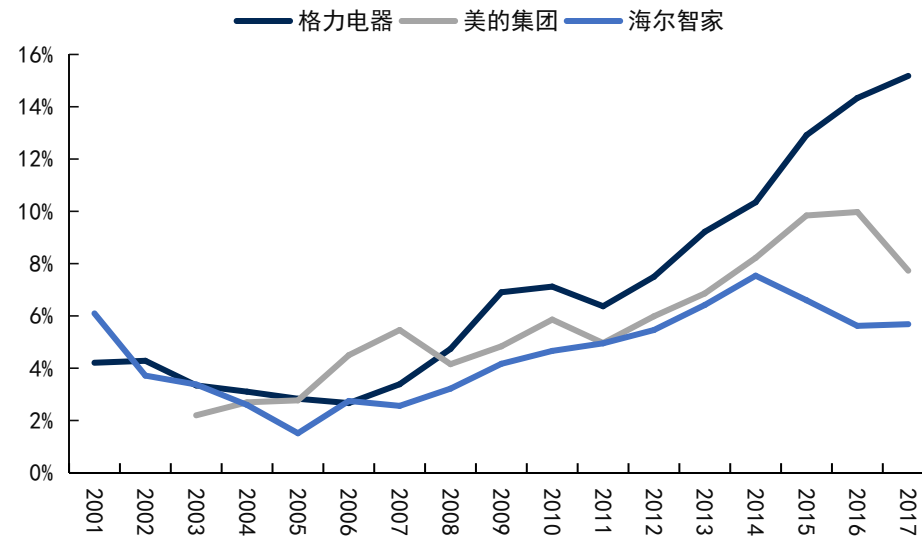
- 财务角度，2001年-2004年空调价格战最为激烈的时期，格力、美的、海尔等龙头公司毛利率、净利率亦有所下降，但在市占率逐步提升后，龙头厂商凭借成本控制、产品、渠道优势，毛利率、净利率等关键财务指标得以明显提升。
- 2004-2005年时，格力毛利率一度降至15%附近，海尔毛利率一度接近10%，但在此后上升趋势明显。2009年时，格力毛利率升至25%左右，净利率亦接近10%。金融危机期间，格力等公司财务指标受到负面影响，但由于格局改善，在此后毛利率、净利率继续保持提升趋势。

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

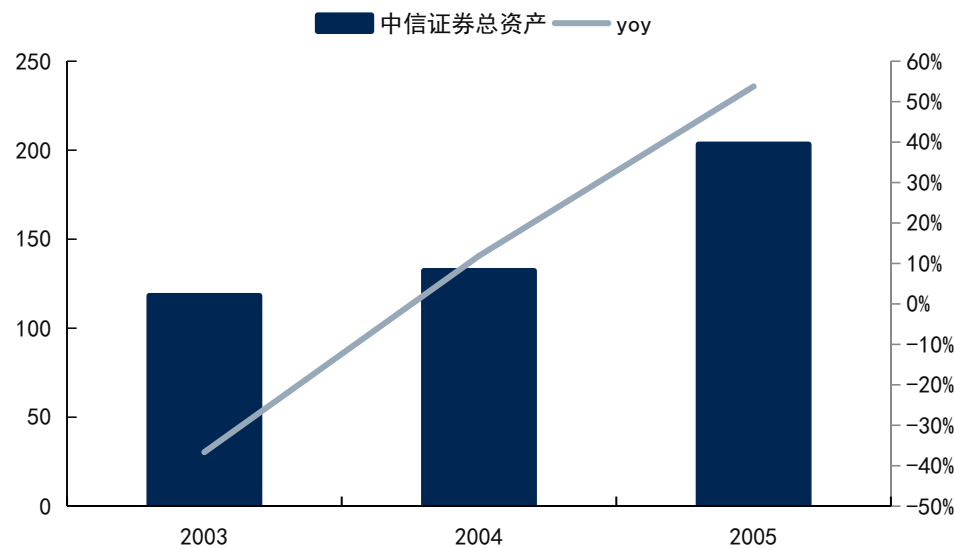
图：图：2001-2017年格力、美的、海尔净利率变化



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 ] 格局篇：非银扩张的源泉

[ 02 ] 行为篇：存款搬家新格局

---

[ 03 ] 资金篇：多元资金齐布局

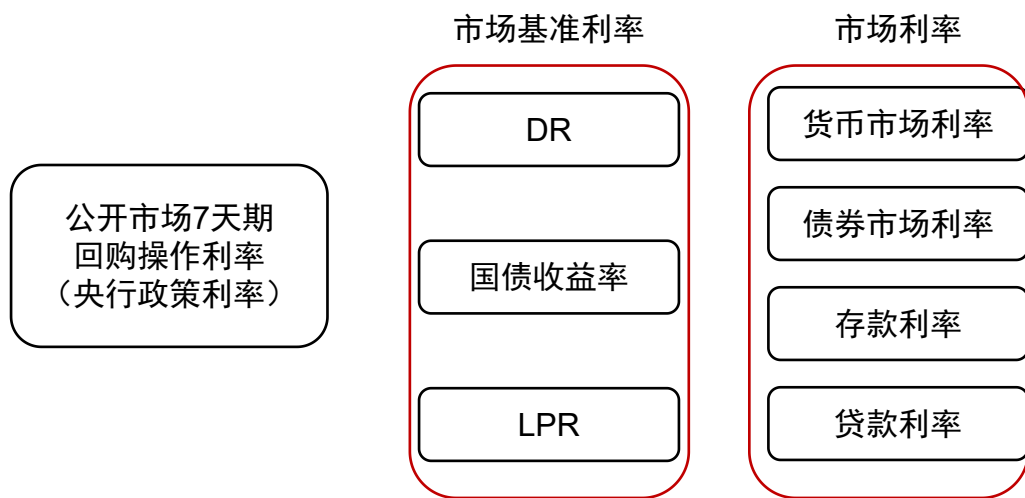
[ 04 ] 业绩篇：高景气下驱动力

[ 05 ] 推荐逻辑与风险提示

# “超级央行”时代：流动性控制力度显著增强

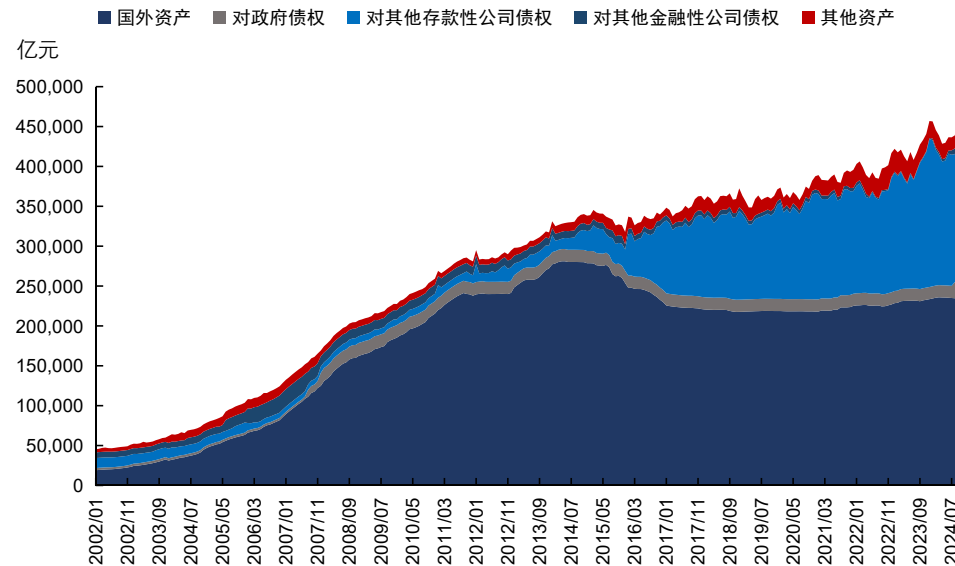
- 央行流动性管控结构：短端以7天逆回购利率为基准管控货币市场、债券市场利率，长端以调整长期国债持有规模调整长端利率。
- 9月末央行对中央政府债权余额为2.26万亿元，相比7月末1.52万亿增加7373亿元。8月30日，央行国债买卖业务公告，“2024年8月人民银行开展了公开市场国债买卖操作，向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期国债，全月净买入债券面值为1000亿元。”9月30日，央行国债买卖业务公告，“为加大货币政策逆周期调节力度，保持银行体系流动性合理充裕，2024年9月人民银行开展了公开市场国债买卖操作，全月净买入债券面值为2000亿元。”

图：央行流动性管控结构



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图：央行持有国债规模上行（单位：亿元）



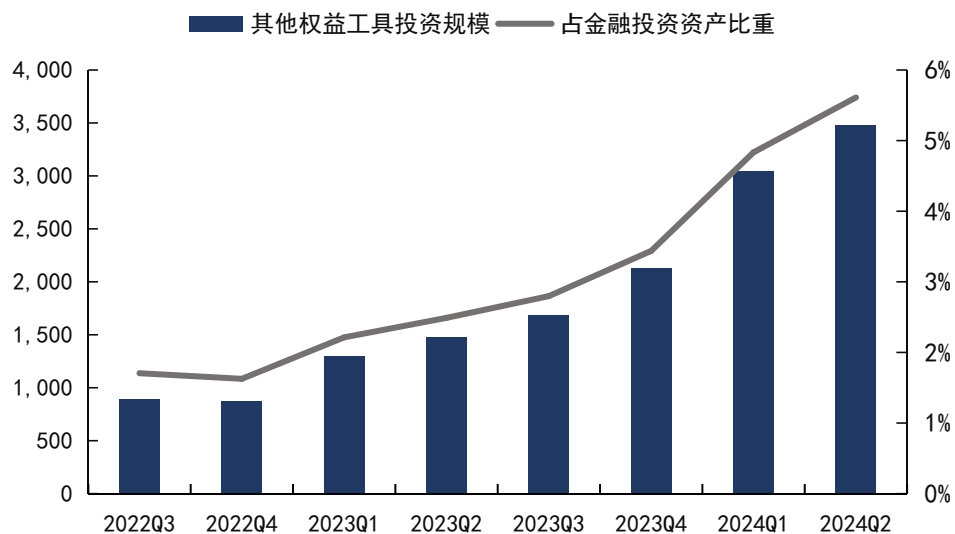
资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

# “超级央行”时代：互换便利实现资本市场流动性直达

➤ 为促进资本市场健康稳定发展，中国人民银行决定创设“证券、基金、保险公司互换便利（Securities, Funds and Insurance companies Swap Facility, 简称SFISF）”，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押，从人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。首期操作规模5000亿元，视情可进一步扩大操作规模。目前首批申报额度为2,000亿元。

➤ 为推进政策落地，互换便利成本可能不高，金融机构可以通过互换便利获得现金增持OCI权益资产获取稳定收益。

图：上市证券公司OCI权益资产规模及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市保险公司OCI权益资产规模及占比（单位：亿元）

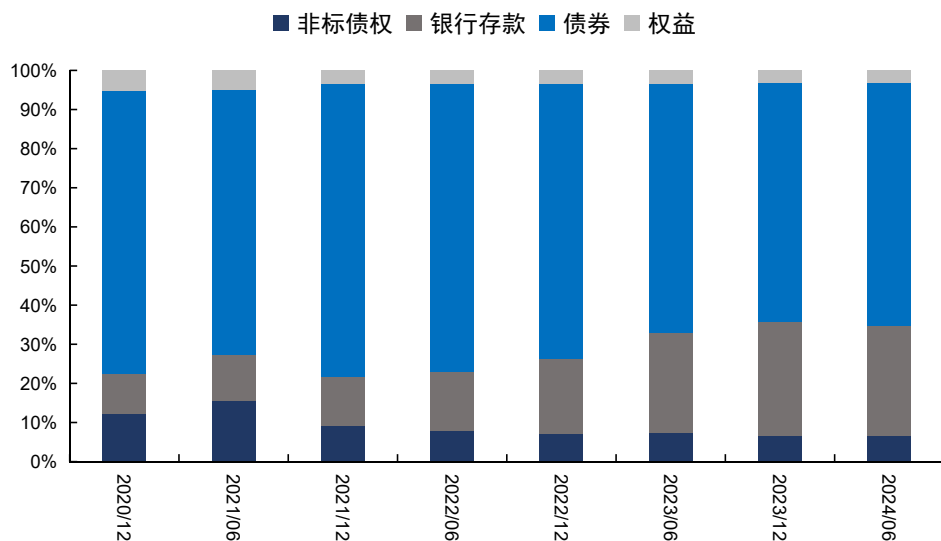
	中国人寿		中国平安		中国人保		中国太保		新华保险		平均	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
交易性金融资产 (FVTPL)	1,862,698	36%	1,291,200	27%	331,727	28%	647,822	30%	475,807	43%	921,851	33%
其他权益工具投资 (OCI 权益)	159,564	3%	207,015	4%	104,332	9%	121,365	6%	16,844	2%	121,824	5%
其他债权投资 (OCI 固收)	3,007,118	58%	2,695,825	55%	438,067	37%	1,343,839	62%	314,750	28%	1,559,920	48%
债权投资 (AC 固收)	191,099	4%	667,231	14%	315,497	27%	67,467	3%	300,845	27%	308,428	15%
合计	5,220,479	100%	4,861,271	100%	1,189,623	100%	2,180,493	100%	1,108,246	100%	2,912,022	100%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# “化债”长期逻辑：非标转标应对“资产荒”

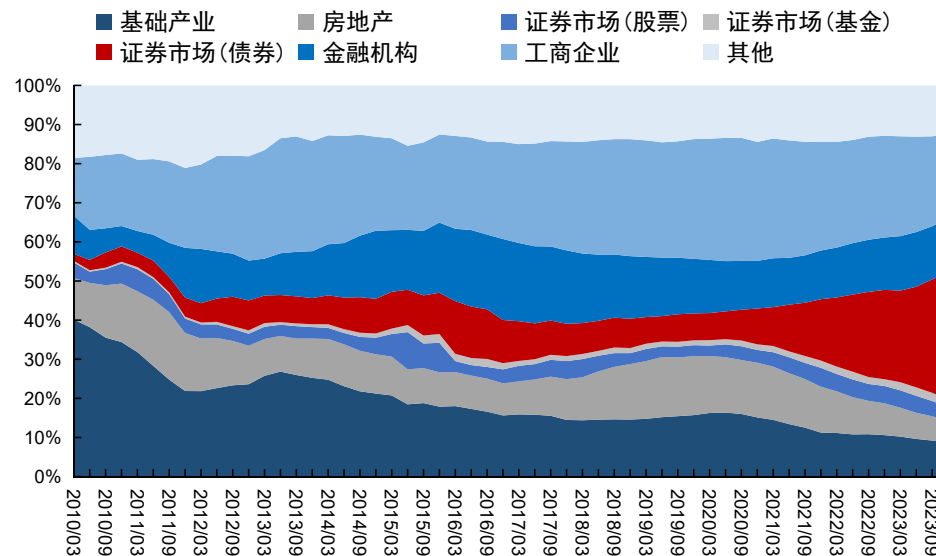
- **非标资产投资规模或将持续下降。**资管新规以来，高确定性、较高收益率的非标资产不断压降，运用债券、ABS、REITs等工具进行非标转标，既可使得原始权益人盘活存量资产，又可满足投资者的资产配置规范要求。
- **机构配置非标资产占比持续下降。**截至2024年6月末，银行理财资金配置非标债权仅占比5.8%。信托资产配置也大部分转向证券市场的标品投资，其中投资债券的占比由2021Q1末的10%显著提升至2023年末的33%。

图：银行理财资金资产配置结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：信托资产配置结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

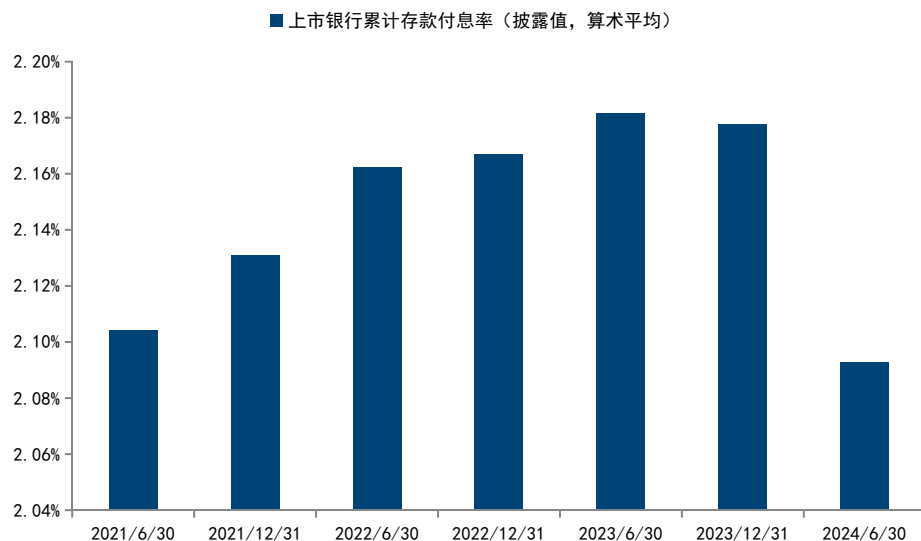


# 息差保卫战，利率下行促进存款搬家

## 通过存款利率对冲LPR下调影响，为降息打开空间

- ✓ 一是4月份手工补息被叫停后，银行存款成本下降明显，为货币政策宽松打开了一定空间
- ✓ 二是7月份银行存款挂牌利率普遍下调，进一步为货币政策宽松打开了空间
- ✓ 三是9月底国新办新闻发布会宣布“引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定”，预计后续存款利率还会下调，从而对冲LPR下降的影响。存贷款利率同时下降的对称式降息大大缓和了降低对银行净息差带来的压力，为降息打开空间

图：上市银行上半年存款成本下降明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：大行下调存款挂牌利率（以工行为例）

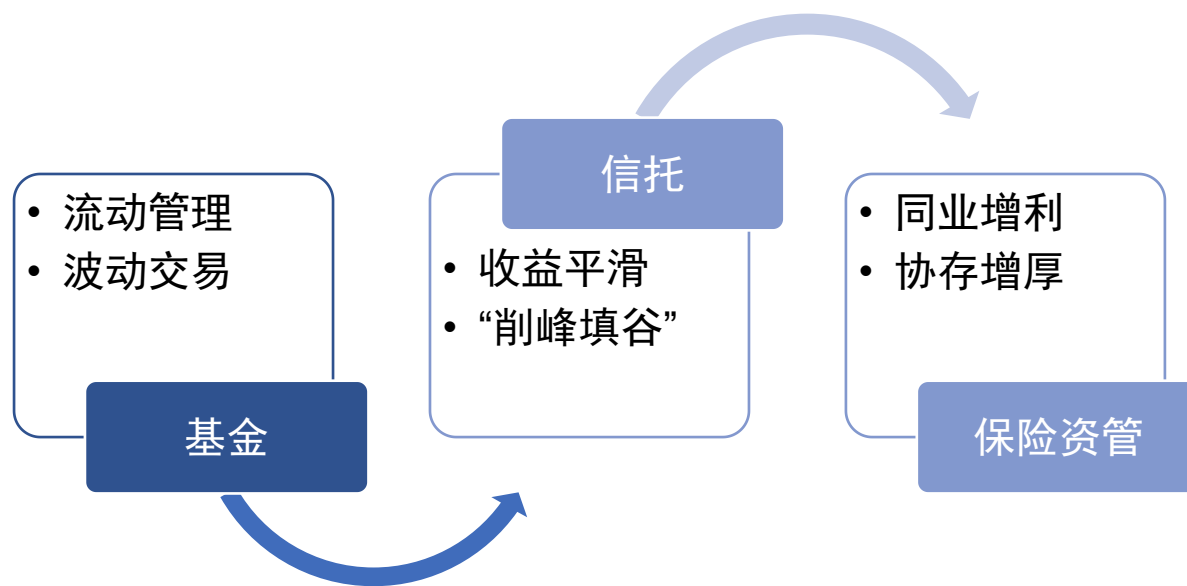
	2015/10/24	2022/9/15	2023/6/8	2023/9/1	2023/12/22	2024/7/25
活期	0.30%	0.25%	0.20%	0.20%	0.20%	0.15%
3个月	1.35%	1.25%	1.25%	1.25%	1.15%	1.05%
半年	1.55%	1.45%	1.45%	1.45%	1.35%	1.25%
一年	1.75%	1.65%	1.65%	1.55%	1.45%	1.35%
二年	2.25%	2.15%	2.05%	1.85%	1.65%	1.45%
三年	2.75%	2.60%	2.45%	2.20%	1.95%	1.75%
协定存款	1.00%	0.90%	0.90%	0.90%	0.70%	0.60%
通知存款						
一天	0.55%	0.45%	0.45%	0.45%	0.25%	0.15%
七天	1.10%	1.00%	1.00%	1.00%	0.80%	0.70%

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

# 银行理财“一拖三”的平滑模式难持续

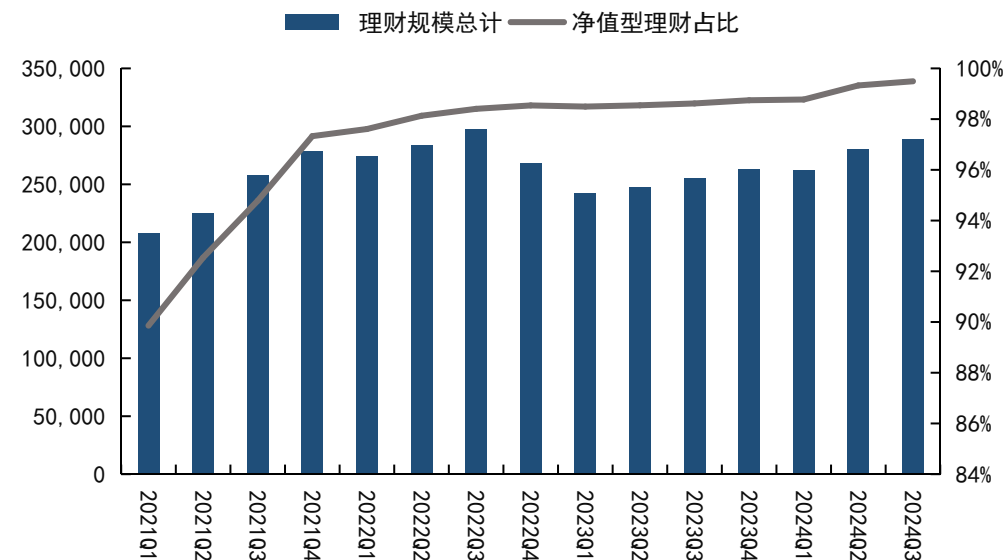
- 此前，理财短久期产品（如日度开放、最短持有期、定期开放产品）通过基金专户、信托平滑、保险资管嵌套等方式，一方面实现负债端稳定，另一方面实现了收益增厚，起到了“低波稳健”的效果。但相关产品涉及到了同业套利行为，在压降存款成本下降环境下，相关策略的使用日渐狭窄，银行理财最终要直面资产价格的波动。当前，信托平滑、保险协议存款等机制已经被限制。
- 净值型理财产品占比持续提升。截至2024Q3末，银行理财规模28.92万亿元，其中净值型产品占比达99.5%。银行净值波动可能会导致客户赎回，银行理财需要配置流动性较高的资产做好应对。

图：基金/信托/保险资管对银行理财收益平滑的作用



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：净值型银行理财占比持续提升（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 保险保持高景气，“开门红”仍值得期待

- 存款利率下调或将加大储蓄型保险吸引力。作为目前财富管理市场中唯一具有刚兑属性的产品，储蓄型保险在稳收益、长久期、可避税等方面仍具有绝对优势。随着近年来存款利率的持续下调，利好包括终身寿险、分红险、年金险等产品的销售，有利于明年一季度储蓄型保险需求的持续释放及保费的增量。
- 为应对产品预定利率下调，险企纷纷加大新产品开发力度，多元化产品策略或进一步催化“开门红”保险需求。
- 储蓄型保险中长期收益率仍具备较强吸引力。以终身寿险为例，中长期IRR随着预定利率的调整而下调，但目前该险种中长期IRR上限约为2.5%，中长期理财功能凸显。随着健康险需求的阶段性饱和及预定利率的下调，近年来人身险公司纷纷向分红险转型，预计2025年“开门红”为分红险发力的关键节点。

表：国有大行现行存款利率（单位：%）

银行	活期存款	零存整取、整存零取、存本取息			整存整取					
		一年	三年	五年	三个月	六个月	一年	二年	三年	五年
工商银行	0.10%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.12%	1.50%	1.55%
农业银行	0.10%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.12%	1.50%	1.55%
中国银行	0.10%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.12%	1.50%	1.55%
建设银行	0.10%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.12%	1.50%	1.55%
交通银行	0.10%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.12%	1.50%	1.55%

资料来源：各银行官网，国信证券经济研究所整理

表：某终身寿险保单现金价值演示

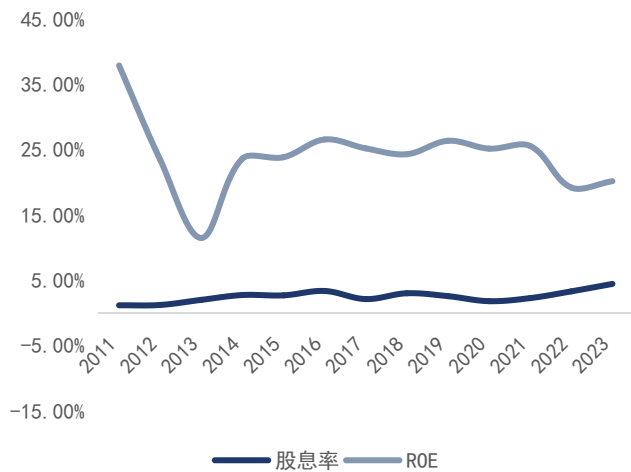
年度	年龄	当年保费	身故或全残金	现金价值	IRR
1	31	50000	80000	4450	-
2	32	50000	160000	10450	-
3	33	50000	240000	20500	-
4	34	50000	320000	43400	-
5	35	50000	400000	68350	-
6	36	50000	480000	95400	-
7	37	50000	560000	160250	-
8	38	50000	640000	244150	-
9	39	50000	720000	348350	-
10	40	50000	800000	474250	-
15	45	-	700000	605900	1.83%
20	50	-	700000	685200	2.04%
30	60	-	877150	877150	2.22%
50	80	-	1437250	1437250	2.34%
60	90	-	1839700	1839700	2.37%
70	100	-	2354650	2354650	2.39%
76	106	-	2696718	2696700	2.38%

资料来源：保险师，国信证券经济研究所整理（上述投保人案例为30岁女性，缴费期间为10年，年交保费为5万元）

# 红利年代下“长久期债券+高分红权益”持续配置

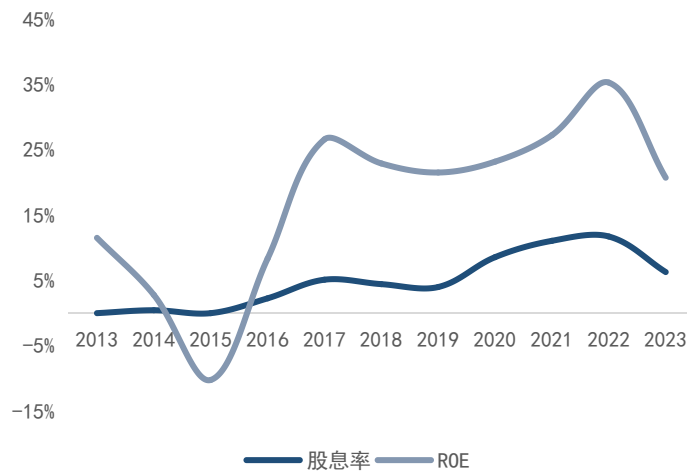
- 随着行业2025年“开门红”的持续推进及续期保费的稳健增长，为近期险资配置行为带来一定催化。近期各上市险企持续加大对高分红类资产的配置，以平衡当前资本市场环境下的资产收益波动。中国人寿与新华保险合资成立的鸿鹄基金已入股陕西煤业和伊利股份，位列前十大股东。同时，近期新华保险分别举牌国药股份（A股）及上海医药（A股+H股）。
- 2023年保险行业实施新准则以来，投资收益震荡直接加大险企利润表波动，叠加负债端产品结构向分红险转型及保费收入的持续扩张，预计险资资产配置需求仍高，对应长债及高分红类资产（以OCI计量的资产）配置行情或将延续。作为绝对收益型机构，在当前资本市场震荡延续背景下，预计险资持续加大具有高分红、高资本增值、高ROE属性资产的配置，在稳定利润波动的同时匹配保险行业资产端长期、稳定的需求。
- 预计后续随着政策的逐步落地，叠加负债端保费的持续扩张，险资也将通过互换便利参与资本市场投资，主要投向或集中在高股息类资产。在当前资本市场波动持续背景下，稳定险资资产端收益。

图：伊利股份股息率及ROE走势（单位：%）



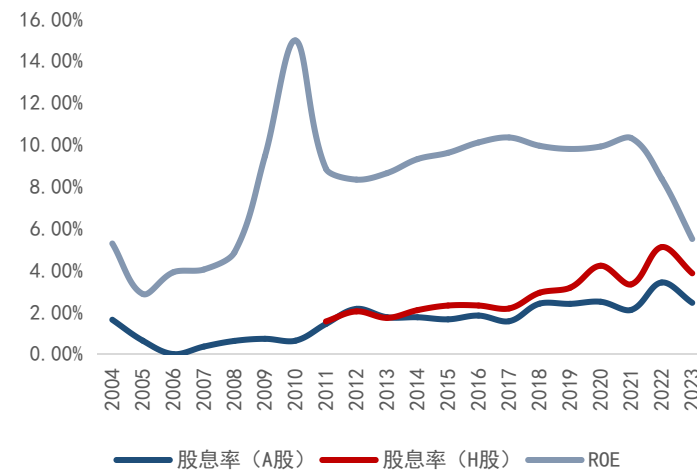
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：陕西煤业股息率及ROE走势（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

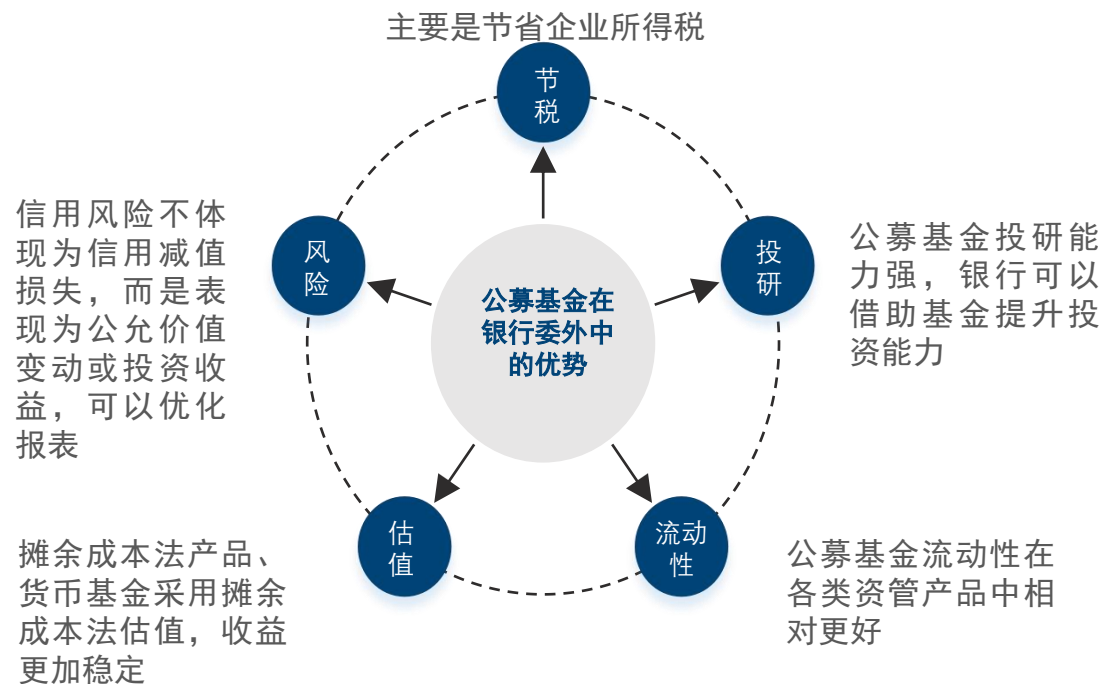
图：上海医药股息率及ROE走势（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

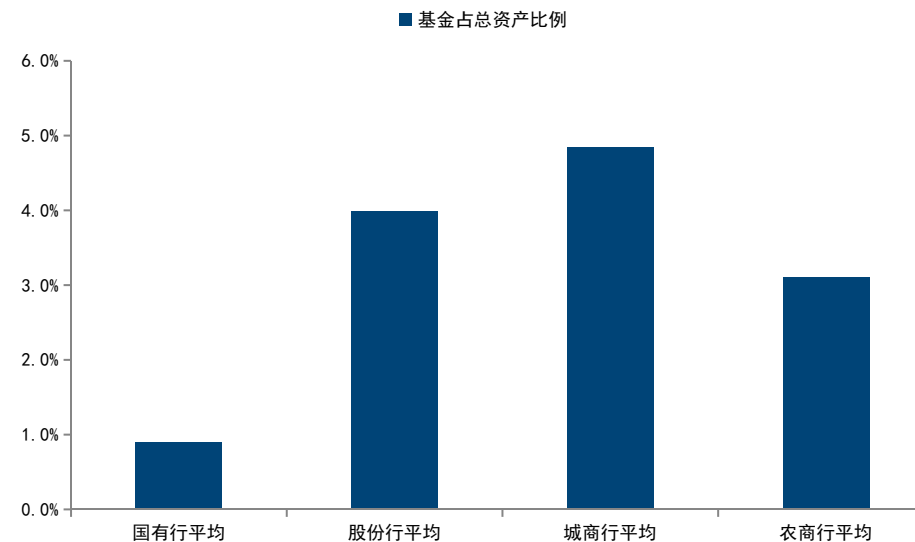
- 税收规避、增强资产流动性是此前银行投基主要驱动力。
- **SPV压降可能降低银行表内投基规模。**近几年随着监管加强，银行表内投资的信托及资管计划投资减少，更多将资金配置到基金上面。目前基金已经是银行最主要的结构化主体投资标的。从基金投资占比来看，股份行和城农商行是基金投资主力，大行基金投资占比相对较少。鉴于当前金融服务实体经济导向加强，通过SPV投基可能会相应受限。

图：公募基金在银行委外中的优势



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

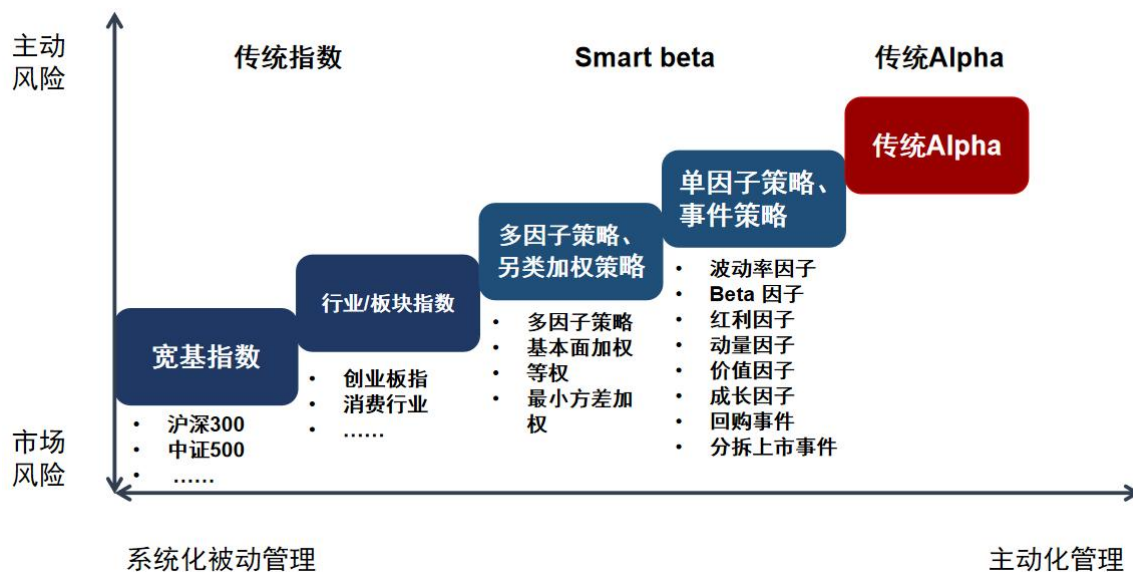
图：2023年上市银行投资的公募基金占总资产比重



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

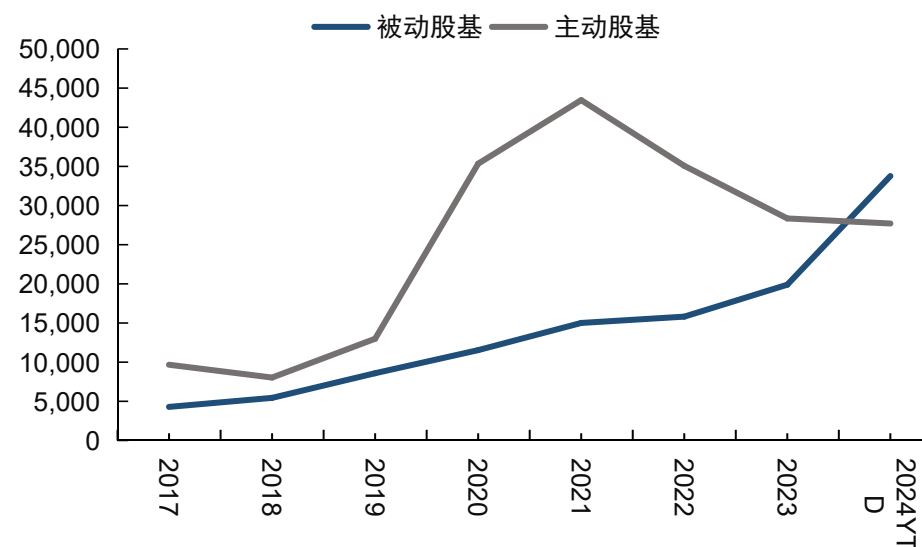
- 公募基金行业中的被动指数化投资发展迅速。一方面来自投资理念进化，尤其是随着市场有效程度提升，超额收益挖掘愈发困难，另一方面随着投资者对成本敏感度增加，越来越多人和机构投资者倾向于选择低成本的被动型基金。同时，富有创新意识的基金公司加大相关指数产品的研发，补全指数产品谱系，如除了传统宽基指数基金，还有更多行业类、Smart Beta类等也被挖掘，这些产品具有较高的流动性和透明度，适宜匹配各种投资策略。
- 公募基金持续加强涵盖主动权益、固定收益、被动投资、绝对收益、海外投资、ABS/REITs、商品与期货期权衍生品等在内的多资产多策略研究能力；具体体现在在打造底层资产清晰、风格稳定、业绩持续、布局全面的产品线基础上，积极发展FOF/MOM业务，持续大类资产配置能力；以此为基础，构建“Beta工厂”，包括积极推动组织架构创新，加快推进投研信息化建设，优化完善投研流程，构建并强化投资管理能力。

图：完善产品线布局，构建齐全的投资工具矩阵



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：权益基金角度，被动化趋势已较明显（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：主动股基包括普通股股票型、偏股混合型，被动股基包括被动指数型、增强指数型

# 金融机构合并，风险防范重于效率提升

- 年初以来，已有约300家(含拟定)中小银行进行合并重组。证券业重组事件也在不断落地。
- 行业整合对金融机构产生多重影响，表现在提升头部定价能力，化解尾部风险等。具体来看，一是集中力量办大事，金融行业作为经济融资的引擎，在维护经济金融稳定、扶植新质生产力发展方面作用巨大；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，避免中小机构因流动性、资产质量等陷入危机。在政策鼓励叠加行业发展趋势下，金融机构整合事件或将持续涌现。

图：2024年以来银行业重点整合事件

日期	发起银行	被合并银行
2024/9/20	北京银行	北京延庆村镇银行
2024/8/19	长沙银行	祁阳村镇银行
2024/6/14	民生银行	梅河口民生村镇银行
2024/6/7	兰州银行	永靖县金城村镇银行 甘肃西固金城村镇银行
2024/5/14	成都银行	四川名山锦程村镇银行
2024/4/12	恒丰银行	重庆江北恒丰村镇银行

资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

图：2024年以来证券行业整合事件

公告日期	合并方	被合并方	合并方式	交易对价（万元）
2024/10/10	国泰君安	海通证券	换股吸收合并	1股海通证券换0.62股国泰君安股票
2024/9/5	国信证券	万和证券96.08%股份	发行股份购买	--
2024/8/21	东莞联合体	锦龙股份旗下东莞证券20%股份	挂牌转让	227,175.42
2024/8/8	国联证券	民生证券99.26%股份	发行股份购买	2,949,180.57
2024/6/21	西部证券	国融证券64.5961%股份	现金收购	382,471.65
2024/6/7	浙商证券	国都证券7.4159%股份	竞拍受让	113,491.72
2024/3/29	浙商证券	国都证券19.1454%股份	协议转让	298,354.15

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

[ 01 ] 格局篇：非银扩张的源泉

[ 02 ] 行为篇：存款搬家新格局

[ 03 ] 资金篇：多元资金齐布局

---

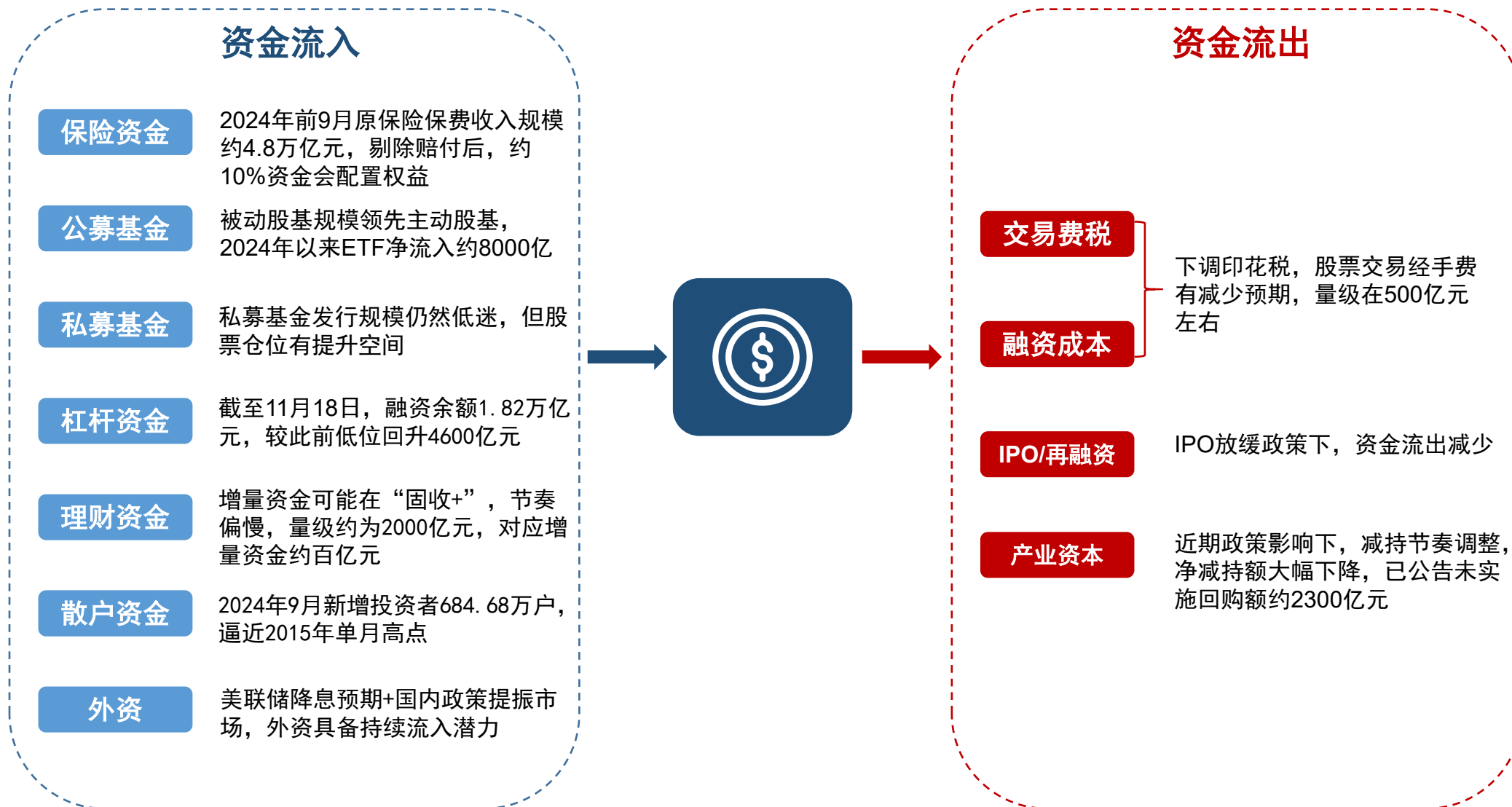
[ 04 ] 业绩篇：高景气下驱动力

[ 05 ] 推荐逻辑与风险提示



# 资本市场增量资金表：市场预期改善，各路资金入市动力增强

图：资本市场资金平衡表



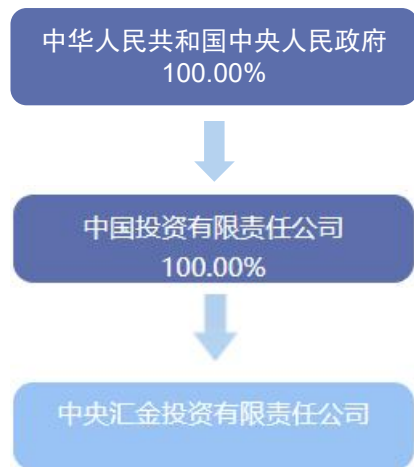
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- **互换便利：**首期规模5000亿元，视情可进一步扩大操作规模。为推进政策落地，互换便利成本可能不高，金融机构可以通过互换便利获得现金增持OCI权益资产获取稳定收益。
- **中央汇金：**今年以来，汇金增持较多股票ETF以稳定市场。短期来看，市场维稳仍较重要，预计汇金资金入市动作将于此前一致。
- **社保基金：**中长期资金，伴随资金规模不断累计，股票投资规模也相应提升。
- **保险资金：**保费增长、负债结构变化驱动资产配置结构变化。在保费保持增长、险企权益投资占比提升假设下，我们预计2024年至2028年每年增量资金规模为4746亿元/5415亿元/6574亿元/8279亿元/4665亿元，对应FVOCI权益类资产（高股息、高分红股票）增量规模为1990亿元/1844亿元/3168亿元/3793亿元/2855亿元。
- **股票ETF：**2024年以来，股票ETF每日净申购份额约为15亿份，考虑到股票ETF的投资者接受程度日益提升，假设此后申购份额趋势与2024年以来相同、且不考虑价格变动影响，股票ETF每月净申购可达月300亿份，净流入资金规模约450亿元，年度净流入额约5400亿元。
- **主动权益基金：**股票仓位或随着行情修复而提升。按照普通股票型基金规模5000亿元、偏股混合型基金规模2万亿元计算，不考虑新基金发行等因素，存量主动股票基金若加仓1pct至4pct，将为股市带来250-1000亿元增量资金。此外，新发基金还想贡献增量资金。
- **外资：**美联储降息+国内政策预期改善+中国权益资产低配，外资具备配置中国股票的窗口期。
- **个人投资者：**9月、10月以来投资者开户入市热度较高，假设本轮新增有效开户数200-300万户、户均资产5-10万元，则个人投资者潜在入市资金约为1000亿元-3000亿元。如股市持续向好，赚钱效应提升，个人投资者风险偏好提升，入市资金可能会继续增加。
- **两融资金：**目前融资余额已经恢复至15890亿元，较9月25日低点提升约2200亿元、升幅约15%。
- **产业资本：**A股股票回购总金额已突破1400亿元。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，央行的股东回购贷款工具或将逐步落地实施。此外，在政策推动下，股票市场减持压力和融资压力明显下降。
- **总结：**政策提振信心背景下，个人、机构及产业资本等向股票提供市场增量资金可期，而资金流出压力相对较小。

# 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

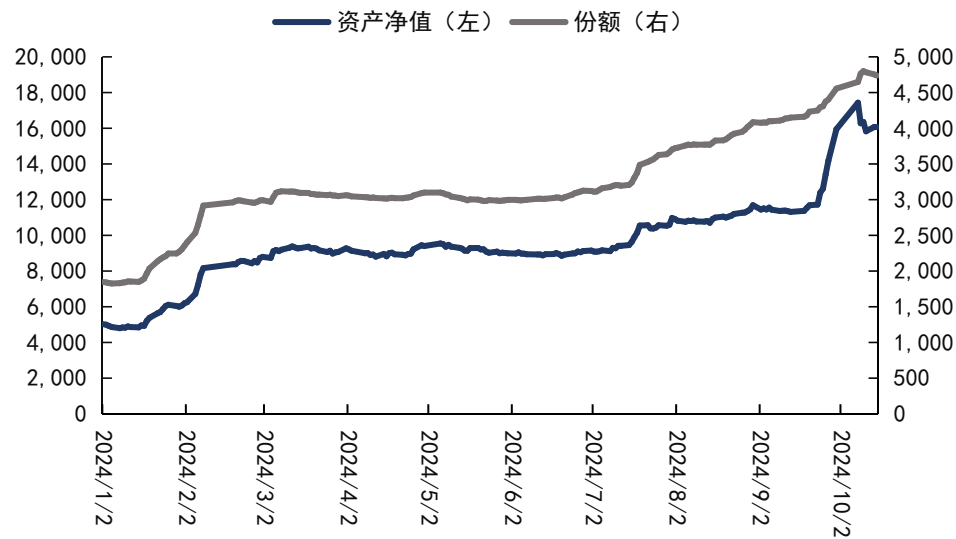


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 中央汇金是股票型ETF的主要增持者之一

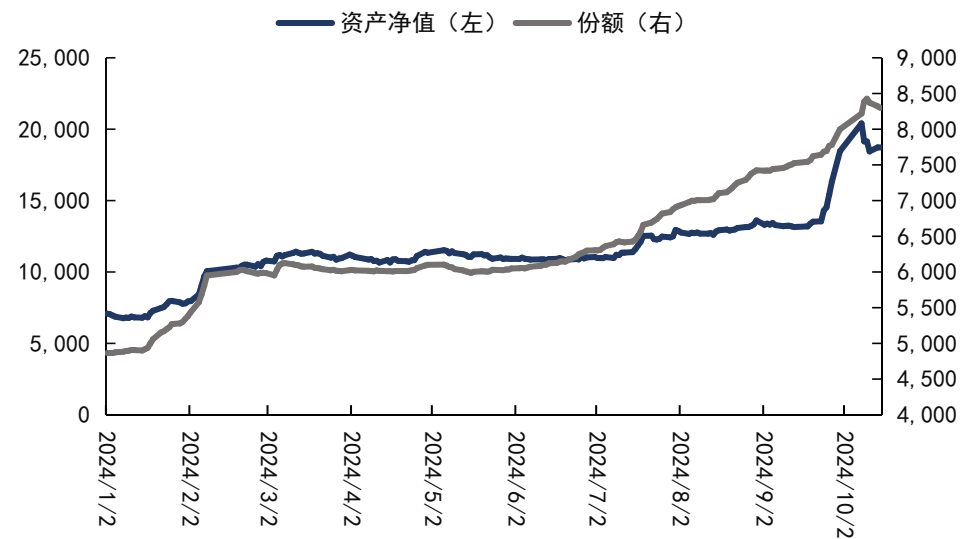
- 我们对前十大持有人中包含中央汇金的股票型ETF进行统计，发现2024年初以来，该类股票型ETF份额及规模大幅扩张。
- 中央汇金为第一大持有人的股票型ETF：截至目前，份额共4755亿份、为年初的2.57倍，资产净值共1.60万亿元、为年初的3.20倍。
- 中央汇金位居前十大持有人的股票型ETF：截至目前，份额共8297亿份、为年初的1.71倍，资产净值共1.87万亿元、为年初的2.64倍。
- 中央汇金是股票型ETF的主要增持者：以中央汇金为第一大持有人的股票ETF份额及净值为例，其份额占全部股票ETF的比例由年初的13%升至目前的26%，净值占比由年初的35%升至目前的56%。

图：中央汇金为第一大持有人的股票ETF规模变化（单位：亿份、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：最新数据截至2024.10.14

图：中央汇金位居前十大持有人的股票ETF规模变化（单位：亿份、亿元）

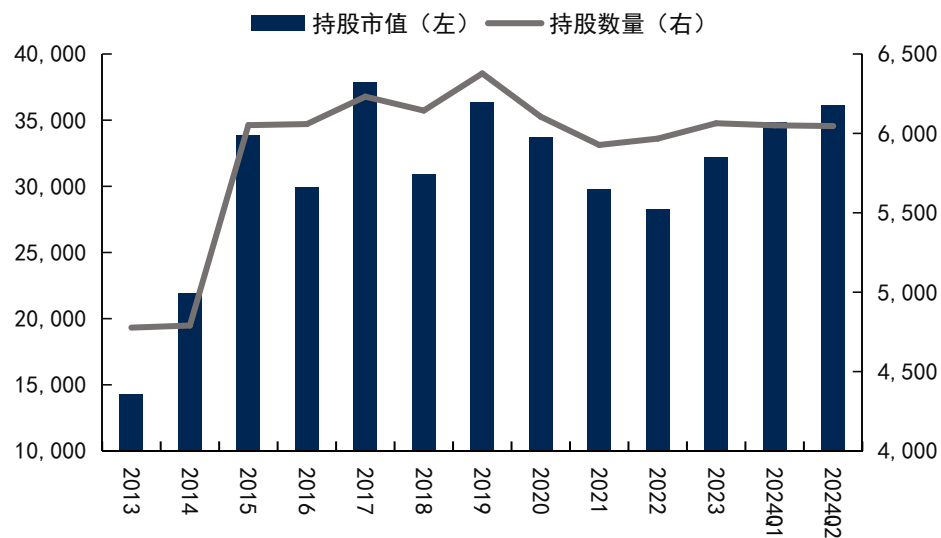


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：最新数据截至2024.10.14

# 中央汇金和中国证金：持股市值持续提升

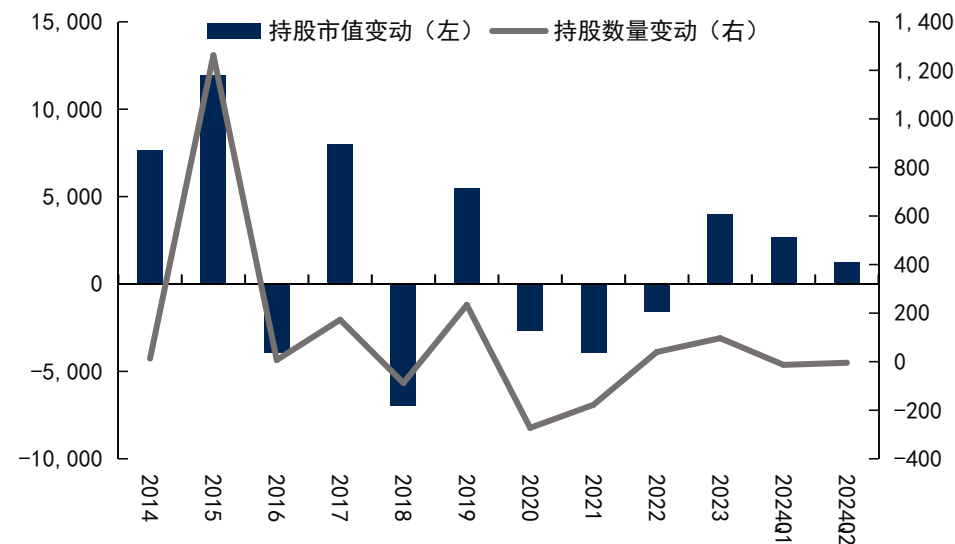
- **汇金及证金持股市值及数量：**截至2024Q2末，中央汇金及中国证金合计持股6046亿股、持股市值3.61万亿元
- **持股数量及市值变动：**2024Q1持股数量小幅下降13.13亿股、Q2小幅下降4.47亿股，2024Q1持股市值提升2672亿元、Q2提升1248亿元。
- **中央汇金及中国证金仍有一定托市功能：**在权益市场，中央汇金及中国证金在市场承压时为较明显的增量资金，而在市场向好时没有出现明显的减持。在当前政策注重中长期资金入市和资本市场长远健康发展背景下，中央汇金及中国证金具备提供持续增量资金的动力。

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）

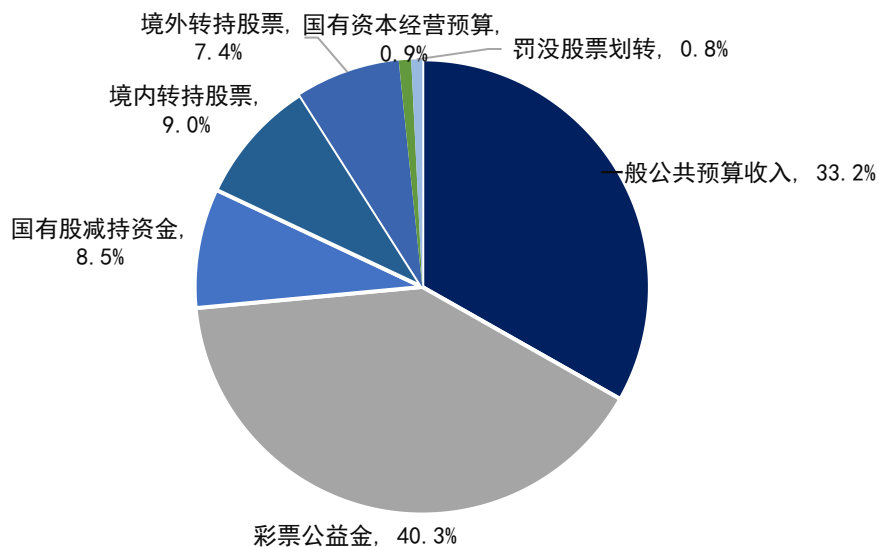


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 社保基金：资金主要来自于财政拨款、国有资本划转等

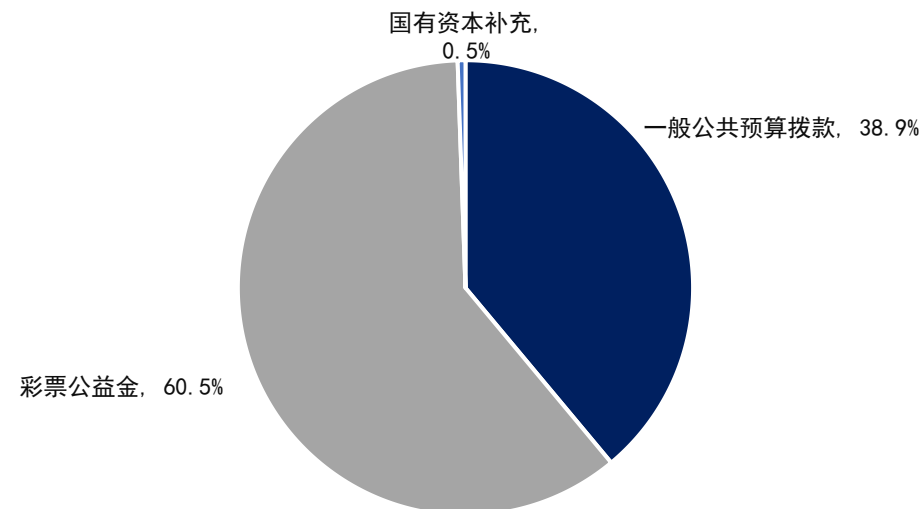
- 全国社保基金用于国家人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂。全国社保基金还受托管理基本养老保险基金，但对其进行单独管理、集中运营、独立核算。全国社保基金由中央财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益和彩票公益金等资金构成。截至2023年，社保累计接受拨入资金11,440.71亿元。
- 占比来看：累计拨入资金主要来源于一般公共预算拨款（占比33.2%）、国有资本划转（占比24.8%）、彩票公益金（占比40.3%）。

图：截至2023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：2023年当年社保基金资金来源占比

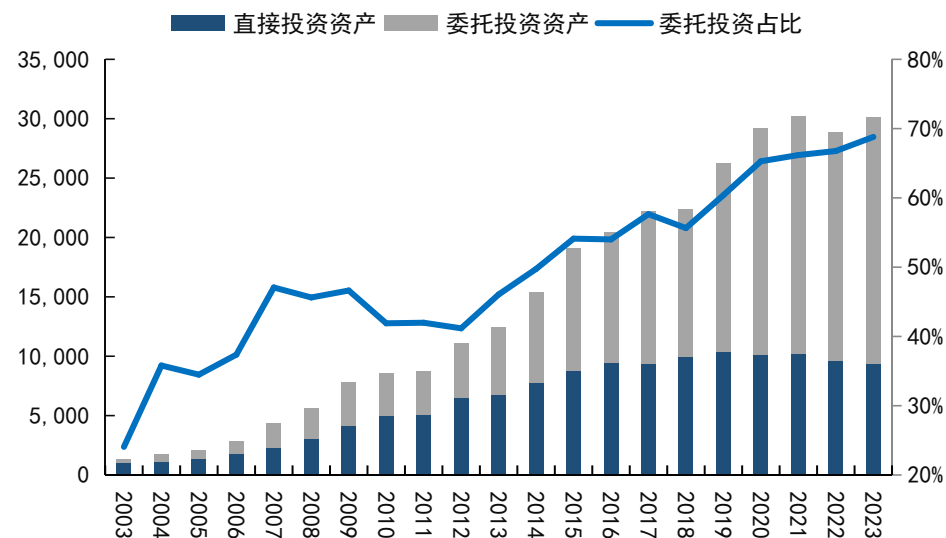


资料来源：全国社保基金官网，国信证券经济研究所整理

# 社保基金：委托投资占比提升趋势明显

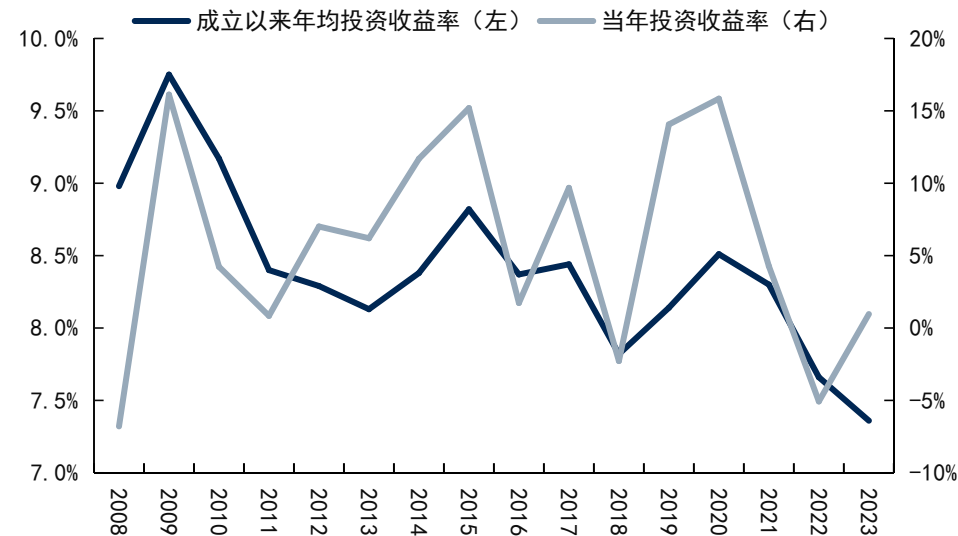
- 社保委托投资占比已经上升至65%以上。社保基金投资方式分为直接投资和委托投资两种，直接投资由社保基金直接管理运作，主要包括银行存款、信托贷款、股权投资、股权投资基金、转持国有股和指数化股票投资等。委托投资由社保基金委托投资管理人管理运作，主要包括境内外股票、债券、证券投资基金，以及境外用于风险管理的掉期、远期等衍生金融工具等。
- 投资收益率水平较高，权益资产对收益率影响较大。2008年-2023年，社保基金投资收益率稳居7.3%以上，2021年以前稳居8.0%以上。社保基金权益投资收益率波动较大，2009年时突破16.0%，2022年则下探至-5.1%。

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：社保基金年均投资收益率及当年投资收益率



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，2024Q2，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

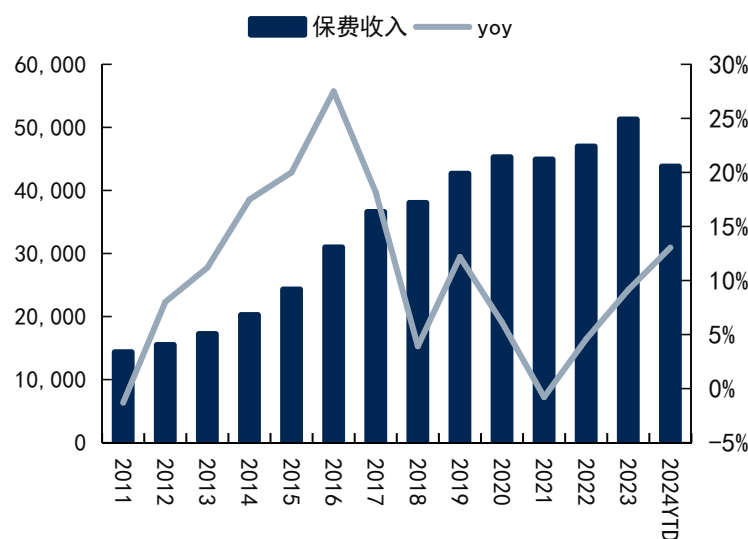
基金公司	账户数量	账户编号													
汇添富基金	14	1103	1502	16031	16032	17021	17022	1802	1902	2105	423	1007	117	416	909
博时基金	12	102	103	108	16011	16012	202	402	419	501	702	802	902		
华夏基金	11	007	107	1401	16021	203	2104	403	422	703	801	901			
易方达基金	10	1002	109	1104	17041	17042	2106	407	502	601	707				
嘉实基金	10	106	16041	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



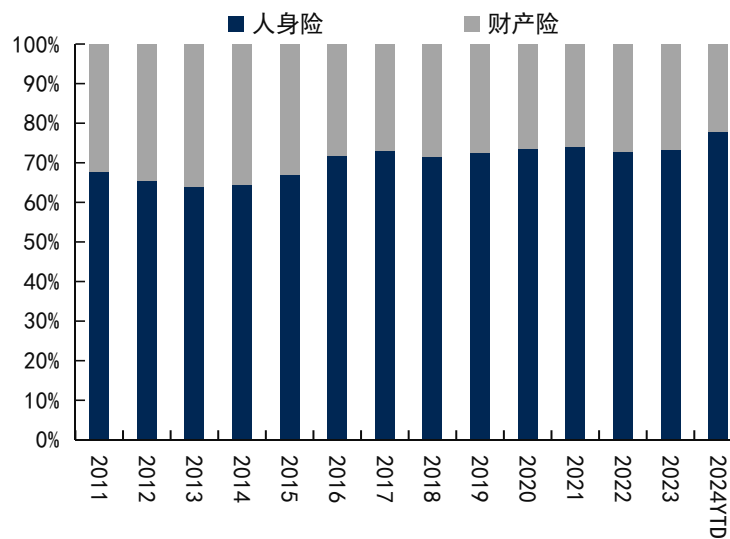
- 我国保险公司保费收入增速自2021年探底后持续回升：2024年前8月，我国保险公司实现保费收入4.38万亿元、同比+13.0%，保费增速创2021年以来新高。拆分险种来看，人身险保费占比由2021年的74.0%升至2024前8月的78.0%。再进一步拆分，人身险中寿险保费占比由2021年的70.6%升至2024前8月的76.4%，寿险成为保费增长主力军。
- 寿险行业依托优质产品的渠道复苏迎来负债端回暖趋势：产品端，储蓄型保险产品契合资产荒时代下个人投资者的需要，产品认可度高；渠道端，银保复苏和个险渠道企稳共同推动了产品的良好销售态势。

图：保险公司原保费收入规模及增速（单位：亿元）



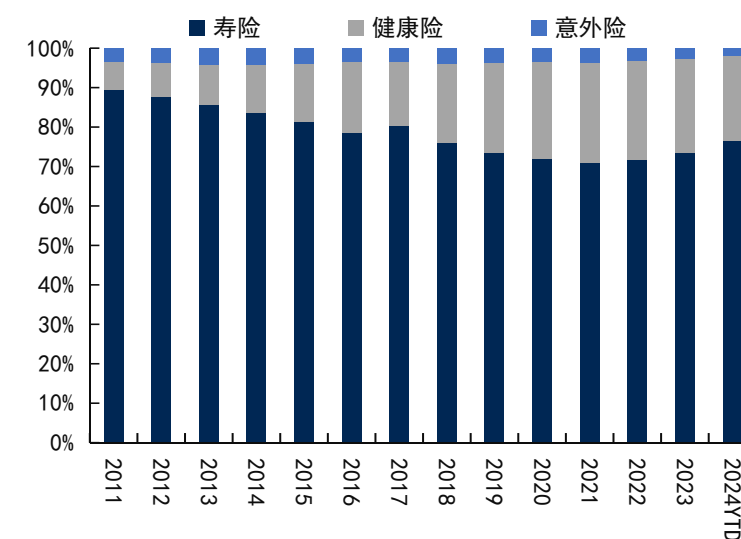
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

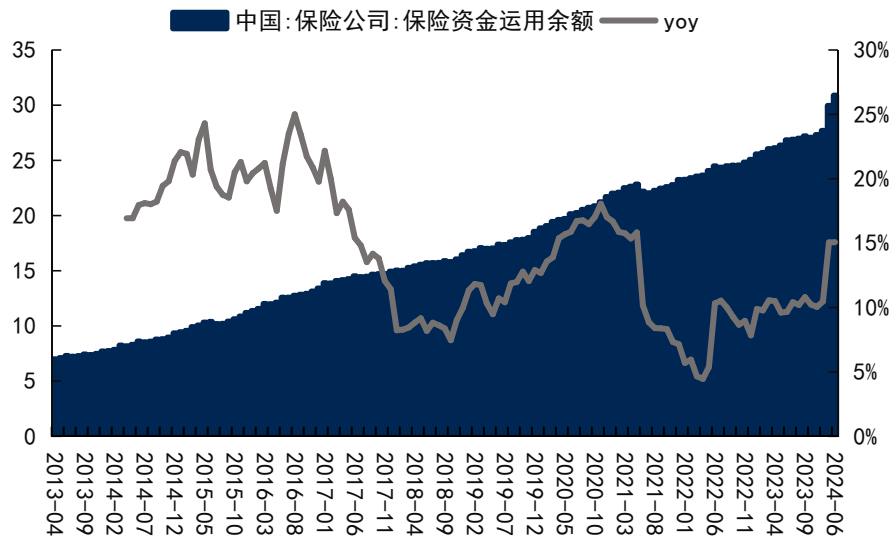


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 保险公司：负债驱动资产增长，资金运用余额保持较高增速

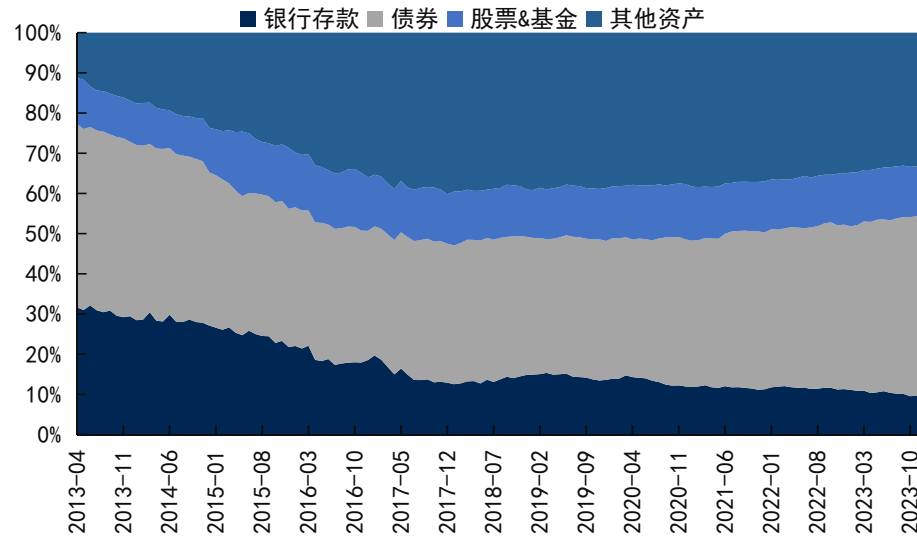
- 保险资金运用余额增速自2022年初快速提升，2023年初以来保持10%上下。截至2024Q2末，保险资金运用余额已达30.87万亿元、同比+15.1%。资金运用方面，债券投资占比增加，占比从2022年初的不足40%升至2023年末的45%左右。银行存款及另类投资占比减少，股票&基金投资占比保持稳定。
- 久期缺口大、债券收益好是保险公司增配固收的关键。保险公司原本的资产负债久期缺口较大，2023年中国保险资管业协会指出，目前寿险平均久期超过12年，资产平均久期6年左右，久期错配导致每年待配置保险资金和到期再投资资金超过2万亿。近几年来寿险产品的热销或进一步拉长保险公司负债久期。

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

# 保险资金为资本市场中长期增量资金



- **保险资金运用规模：**随着我国保险资管规模的逐步攀升，我们预计未来行业资金运用规模增速将逐步企稳，预计2024年至2028年增速分别为10%/9.0%/8.5%/8.0%/8.0%。
- **股票/证券投资基金占比：**基于险资历史权益投资比例变动趋势及新准则下险资配置诉求，我们分别对险资投资股票及基金的占比情况进行预测。我们预计2024年至2028年股票投资比例为7.5%/7.8%/8.4%/9.0%/9.0%；预计基金投资比例为5.0%/5.3%/5.5%/6.0%/6.0%。
- **FVOCI权益类资产占金融类资产比例：**基于当前上市险企资产配置情况，我们预计2024年至2028年FVOCI权益类资产占股票类资产的比例为35%/38%/43%/48%/52%。
- **基于上述预测，我们预计2024年至2028年每年增量资金规模为4746亿元/5415亿元/6574亿元/8279亿元/4665亿元，对应FVOCI权益类资产（高股息、高分红股票）增量规模为1990亿元/1844亿元/3168亿元/3793亿元/2855亿元。**

图：保险资金入市金额测算

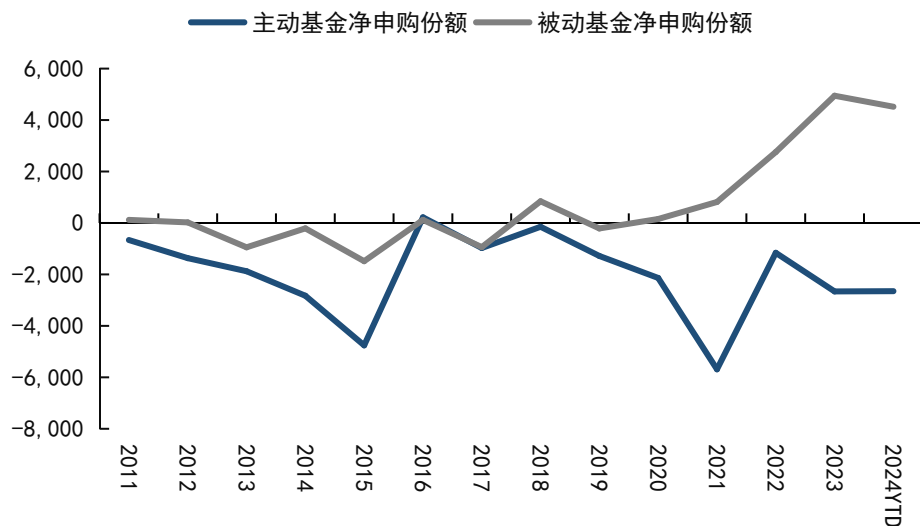
以资产类别核算	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
保险资金运用余额规模（万亿元）	25.05	27.67	30.44	33.18	36.00	38.88	41.99
同比增速	7.8%	10.5%	10.0%	9.0%	8.5%	8.0%	8.0%
股票（万亿元）	1.91	2.00	2.28	2.59	3.02	3.50	3.78
占比	7.6%	7.2%	7.5%	7.8%	8.4%	9.0%	9.0%
证券投资基金（万亿元）	1.27	1.33	1.52	1.76	1.98	2.33	2.52
占比	5.1%	4.8%	5.0%	5.3%	5.5%	6.0%	6.0%
股票+证券投资基金（万亿元）	3.18	3.33	3.80	4.35	5.00	5.83	6.30
占比	12.7%	12.0%	12.0%	13.1%	13.9%	15.0%	15.0%
<b>当年增量资金（亿元）</b>	<b>2324</b>	<b>1500</b>	<b>4746</b>	<b>5415</b>	<b>6574</b>	<b>8279</b>	<b>4665</b>
以会计计量方式核算	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
FVOCI 权益类资产（亿元）	5348	6000	7990	9833	13002	16794	19649
占股票类资产比例	28.0%	30.0%	35.0%	38.0%	43.0%	48.0%	52.0%
<b>当年增量资金（亿元）</b>	<b>-</b>	<b>652</b>	<b>1990</b>	<b>1844</b>	<b>3168</b>	<b>3793</b>	<b>2855</b>

资料来源：WIND，国信证券研究所整理

# 公募基金：被动基金的发行、申购均呈扩张趋势

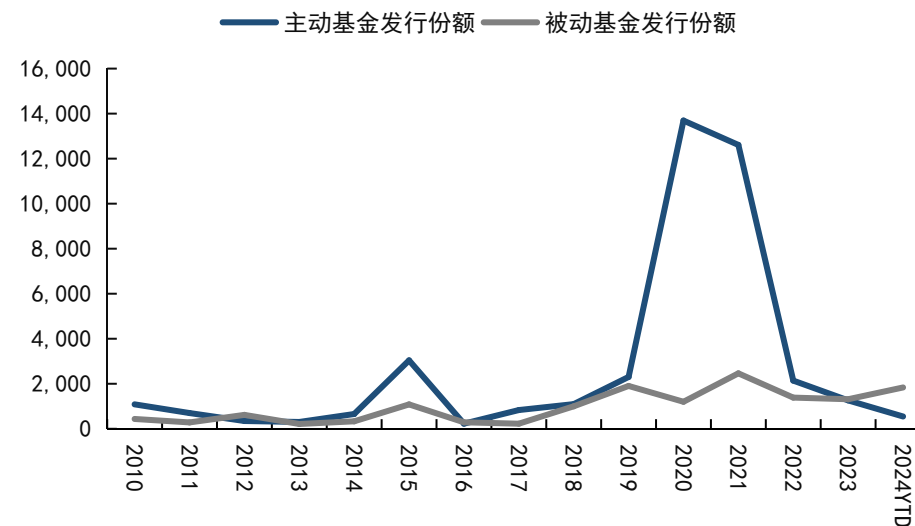
- **基金持营份额：**2022年以来，股指承压之下，主动股基持营份额连续下降，而被动股基份额则逆市提升。
- **基金发行份额：**被动股基保持稳步扩张，主动股基显著下滑。2020年、2021年主动股基发行达到阶段高点，随后便受市场影响快速下行。被动股基的发行份额则逆市提升。
- 主动股基与被动股基的发展对比，进一步突出了公募基金的被动化、工具化发展趋势。

图：主动股基与被动股基净申购份额变化（单位：亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主动股基与被动股基发行份额变化（单位：亿份）

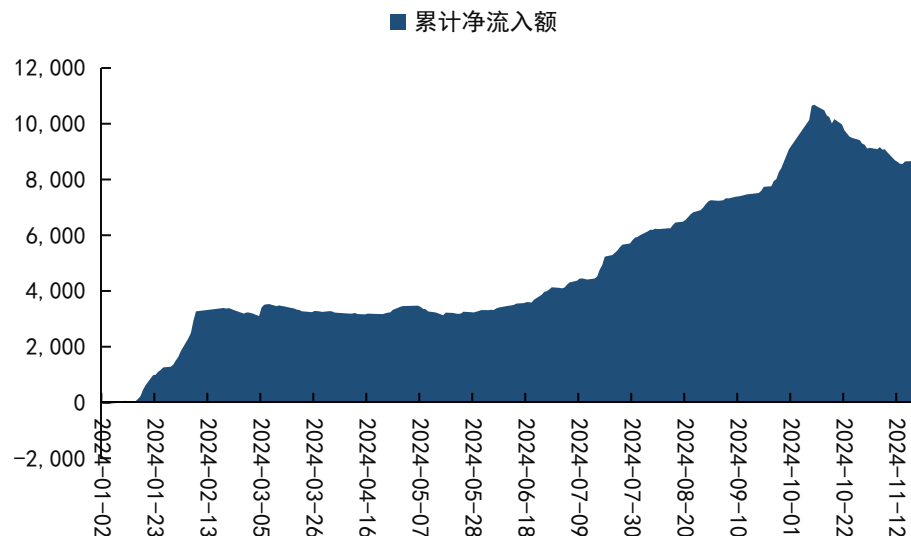


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 公募基金：ETF基金一度大幅流入但未能持续

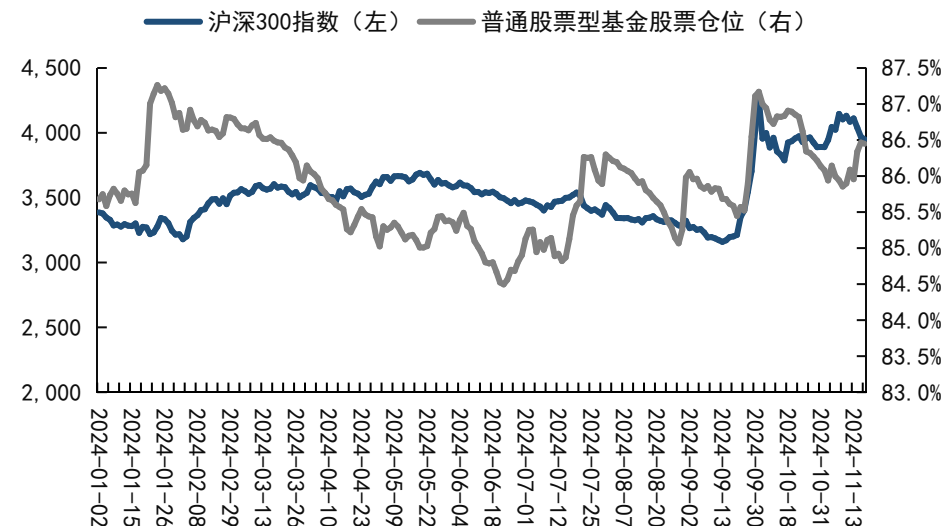
- **ETF资金净流入：**9.24行情启动以来，ETF首先呈现净流入，到阶段高点时，ETF资金累计净流入一度达到约2700亿元。在此之后，ETF资金有所流出，9月24日至11月18日，ETF资金净流入规模不足1000亿。
- **主动股基流入规模不甚显著：**主动股基仓位提升约1.5pct，按照主动股基规模约2.8万亿元计算，主动股基资金流入股市的规模约为420亿元。

图：年初以来ETF资金净流入规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主动股票基金仓位变化

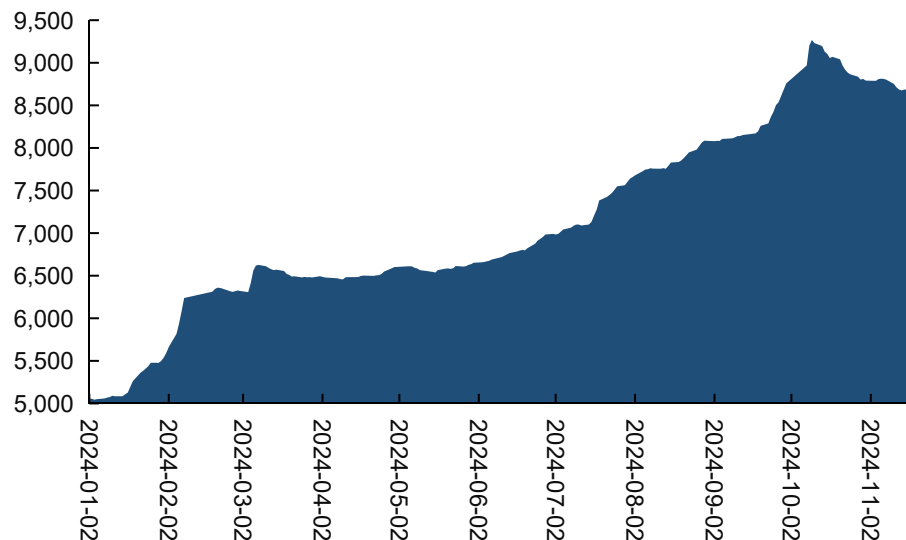


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 公募基金：ETF基金持有人具有较大差异

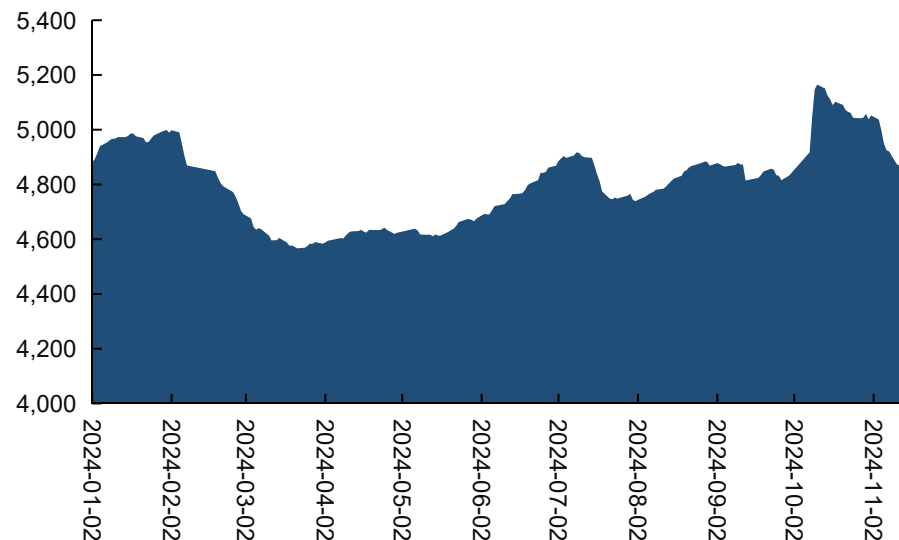
- ETF投资者呈现“机构偏宽基、散户爱主题”的特点。
- 年初以来，机构持有人占比较高的股票ETF规模持续扩张，个人持有人占比较高的股票ETF规模则大幅波动。机构的资金体量大、配置属性强，故宽基指数ETF更符合其投资需求，散户资金体量小、交易属性强，故更趋于主题ETF投资。10月以来，机构持有人占比较高的股票ETF及个人持有人占比较高的股票ETF份额均有所下降。

图：机构持有人占比较高的ETF份额变化（单位：亿份）



资料来源：国家金管总局，国信证券经济研究所整理

图：个人持有人占比较高的ETF份额变化（单位：亿份）

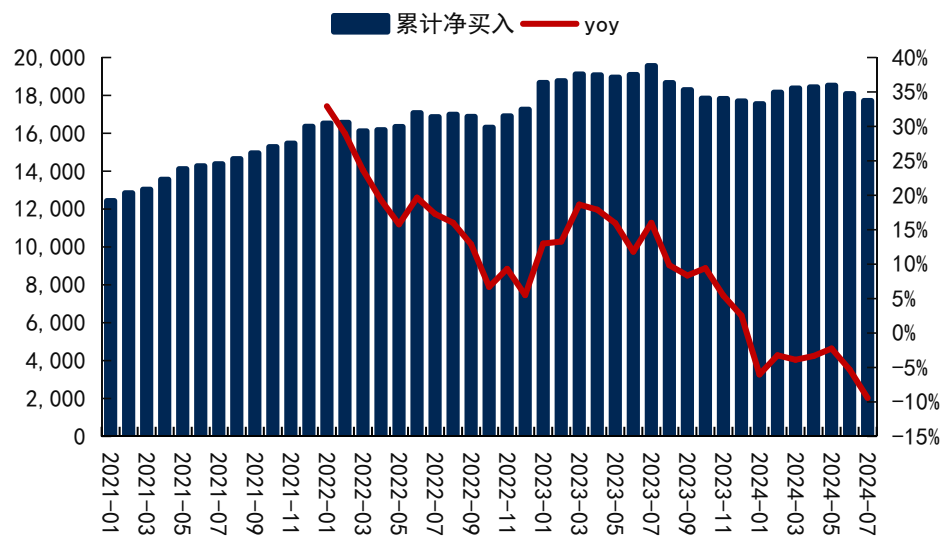


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 北向资金：成交额迅速提升显示交投热度提高

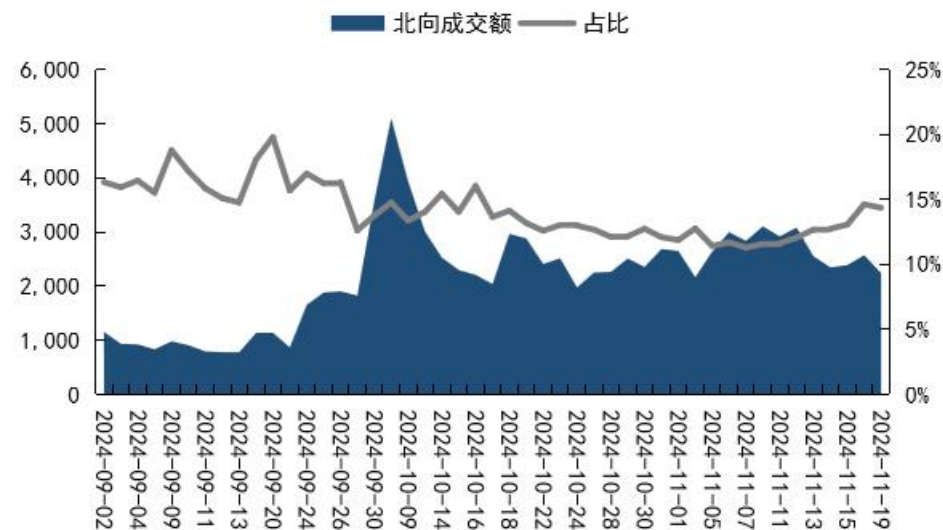
- ▶ 北向资金交易活跃度提升。自9月25日以来，北向资金成交额均值约为2500亿元，较此前大幅提升。考虑到A股市场预期改善、政策支持力度较强、股指上涨较快，本次北向或贡献较多的资金净流入。

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  
最新数据截至2024年8月，此后数据交易所不再更新

图：北向资金成交额及占比（单位：亿元）

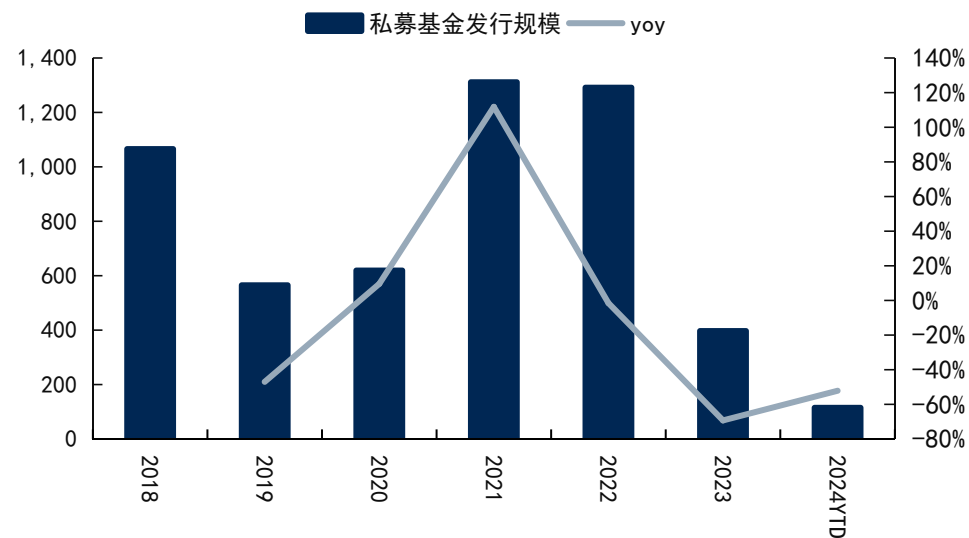


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 私募基金：发行规模降幅收窄，但仍有较大压力

- 2024年以来，私募基金发行规模仍处于低位。
- 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。

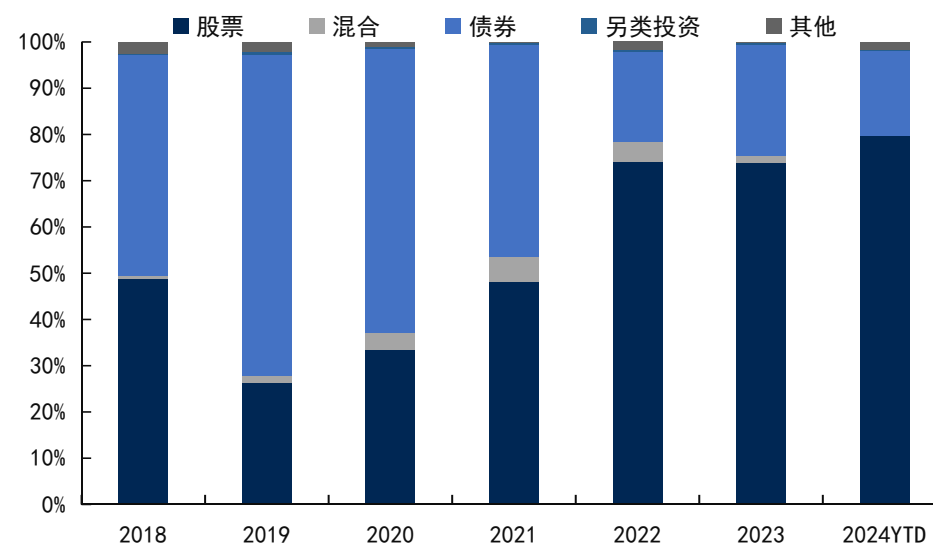
图：私募基金发行规模（单位：亿元）



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）



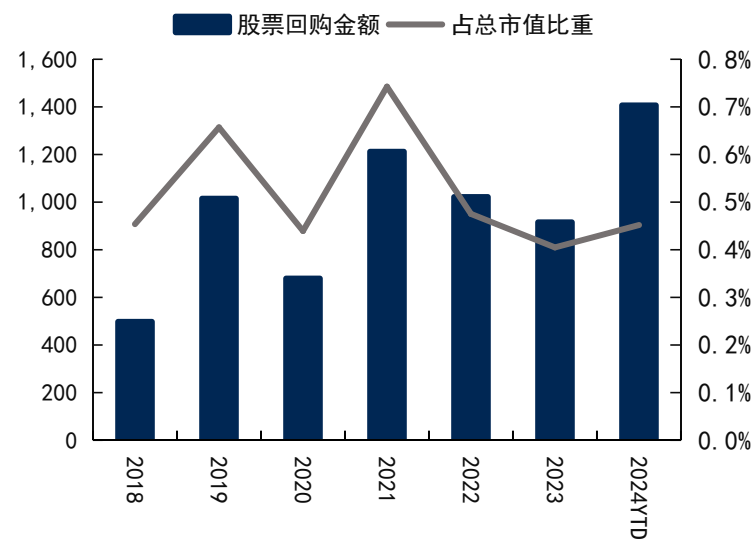
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



# 股票回购增加，减持及融资压力减轻

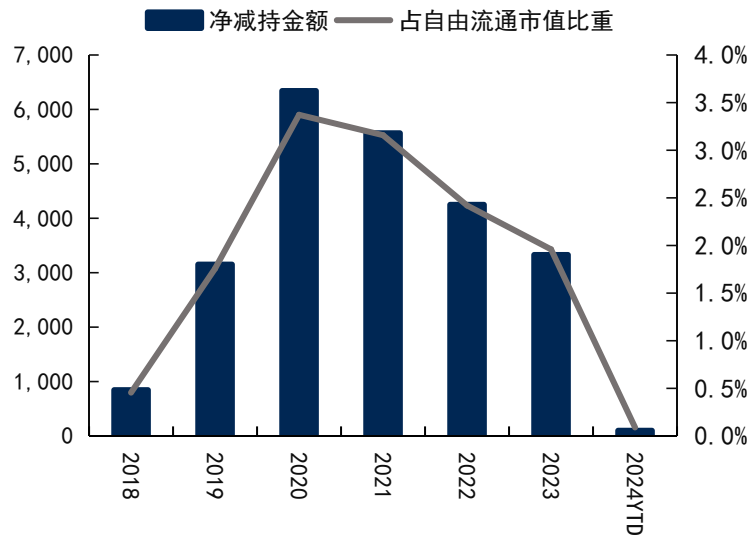
- 2024年前9月，A股股票回购总金额已突破1400亿元，回购金额占产生过回购股票总市值的比重为0.45%。在监管引导和提倡下，上市公司股票回购金额有望继续提高，股票回购在提高股东回报方面的作用或将愈发明显。
- 此外，在政策推动下，股票市场减持压力和融资压力明显下降。

图：A股股票回购金额及占市值比（单位：亿元）



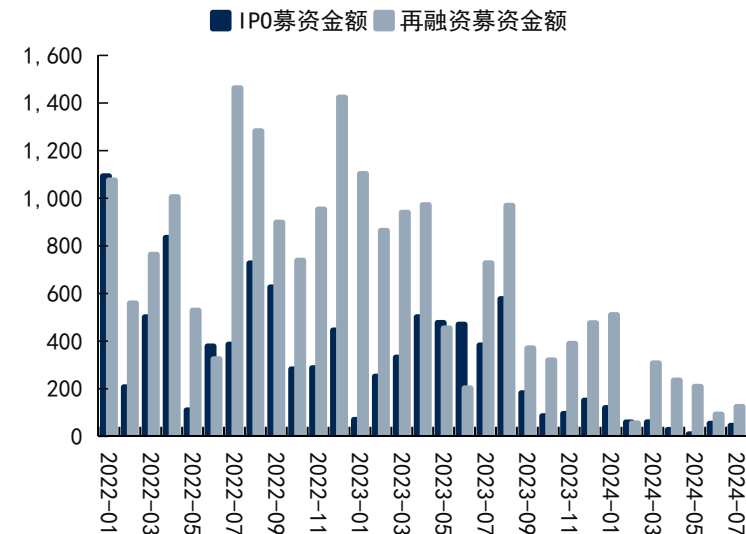
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股净减持金额及占市值比重



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

[ 01 ] 格局篇：非银扩张的源泉

[ 02 ] 行为篇：存款搬家新格局

[ 03 ] 资金篇：多元资金齐布局

[ 04 ] 业绩篇：高景气下驱动力

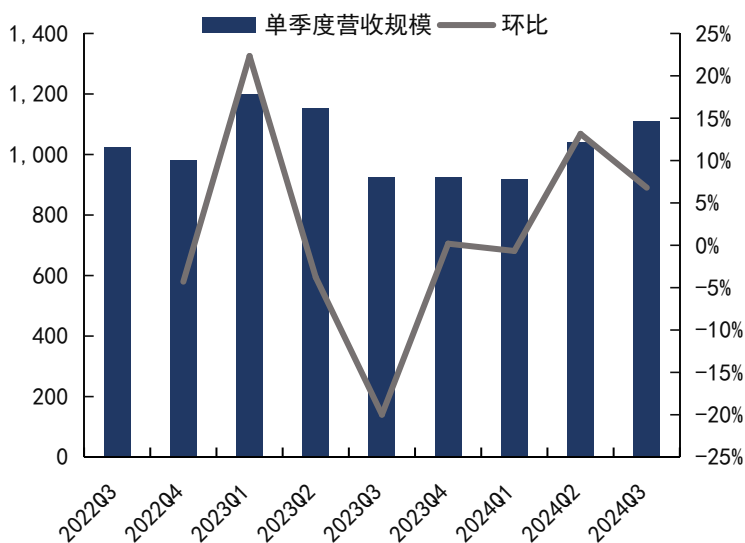
---

[ 05 ] 推荐逻辑与风险提示

## 证券：beta弹性因互换工具提升

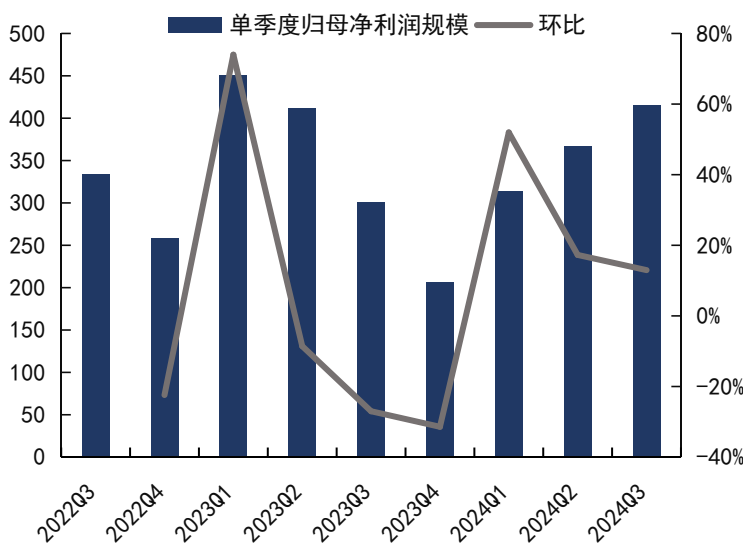
- 上市券商前三季度营业收入、归母净利润同比下降。Q1-Q3, 上市券商营收2,627亿元、同比-8.8%, 归母净利润1,095亿元、同比-5.8%。
- 单季度来看, 上市券商2024Q3营收、净利润均呈环比正增长。2024Q3单季度营收1,110亿元、环比+6.8%, 归母净利润414.74亿元、环比+13.0%, 连续三个季度环比改善。
- 投资收益(含公允价值变动)占比提升。Q3营收结构: 经纪206.77亿元、占比18.6%, 投行77.16亿元、占比6.9%, 资管111.81亿元、占比10.1%, 利息78.40亿元、占比7.1%, 投资574.85亿元、占比51.8%, 其他61.31亿元、占比5.5%。

图：上市券商单季度营收规模及增速（单位：亿元）



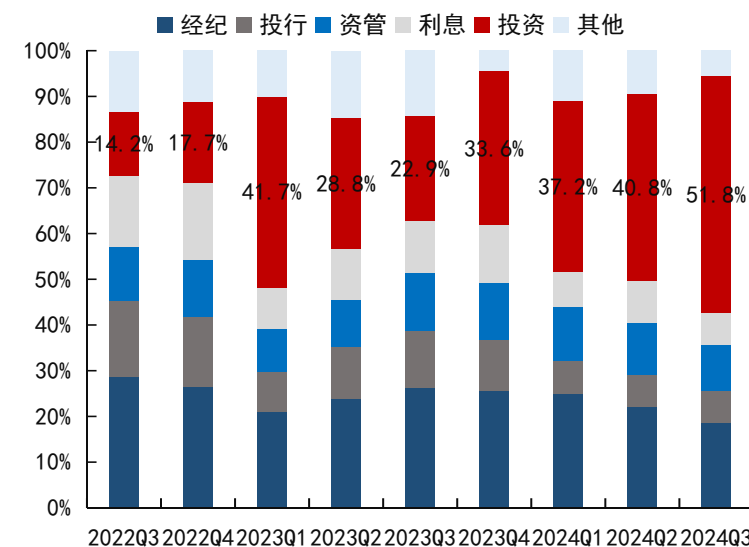
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：剔除部分参股金融的公司，后文未有特别说明的，“上市券商”含义均与此相同

图：上市券商单季度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

图：上市券商营收结构

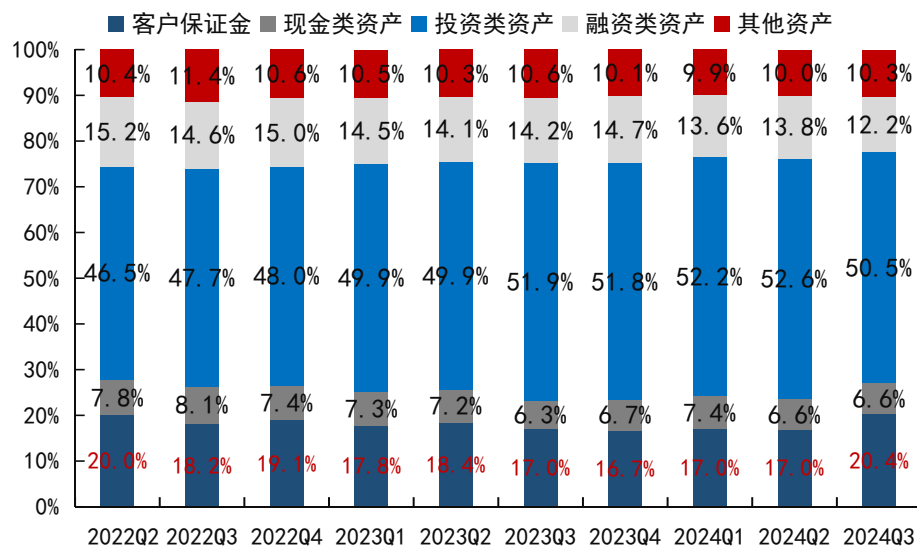


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 资产结构：客户保证金占比提升

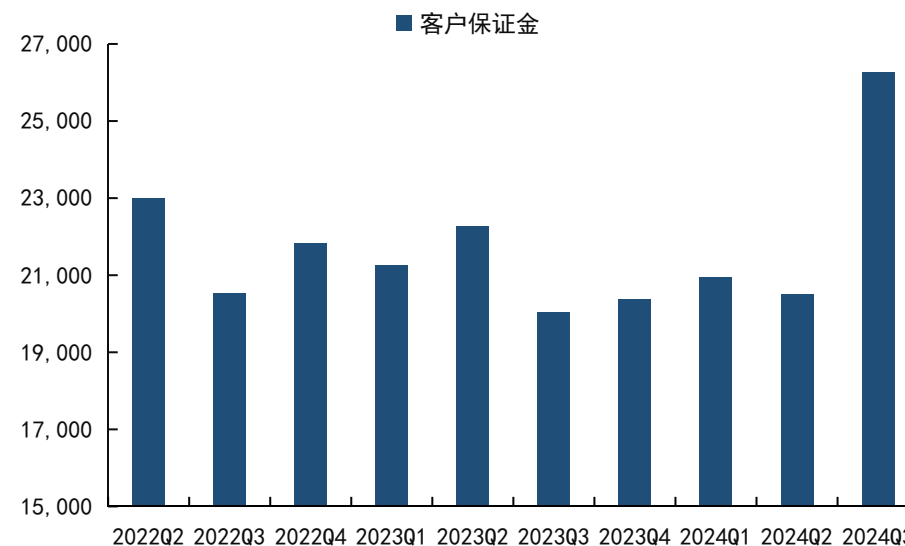
- 上市券商Q3资产规模恢复增长，主要由客户保证金资产增长带动。上市券商Q3末总资产12.89万亿元，较Q2增长7,978亿元。Q3资产增量：客户保证金+5,768亿元、现金类资产+552亿元、投资资产+1,508亿元、融资资产-936亿元、其他+1,086亿元。

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：上市券商客户保证金规模（单位：亿元）

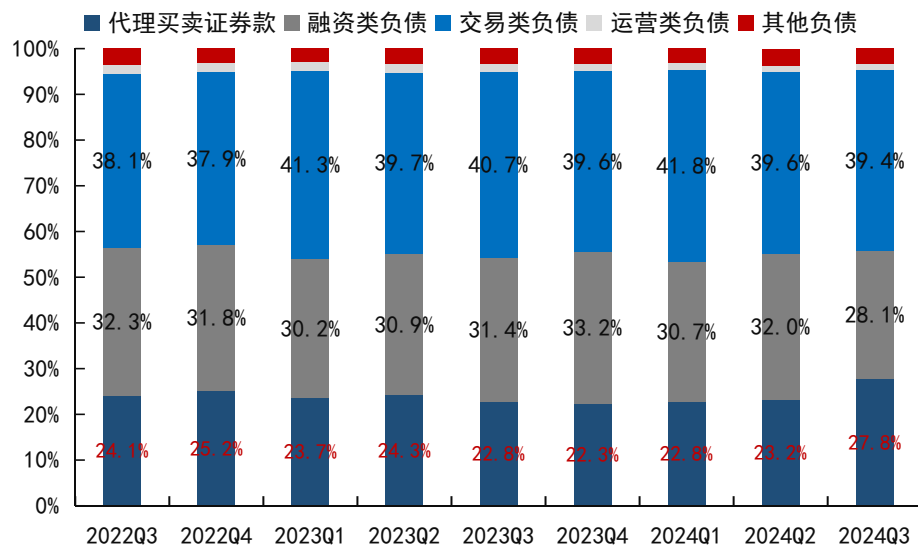


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 负债结构：代理买卖证券款占比提升

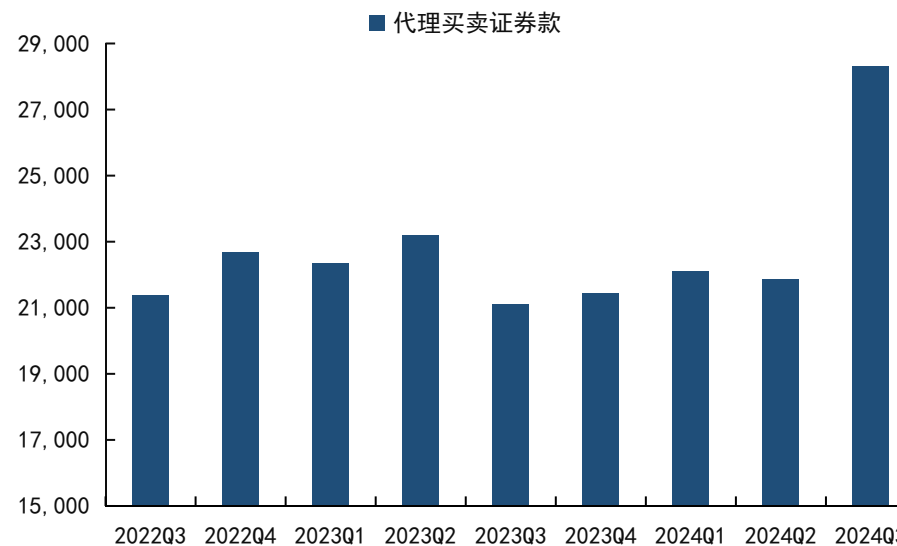
- 上市券商负债规模增长，主因代理买卖证券款增长。上市券商Q3末总负债10.20万亿元，较Q2增长7,694亿元。Q3负债增量：代理买卖证券款+6,453亿元、融资类负债-1,561亿元、交易类负债+2,887亿元、运营负债+23.68亿元、其他-109.08亿元。

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：上市券商代理买卖证券款规模（单位：亿元）

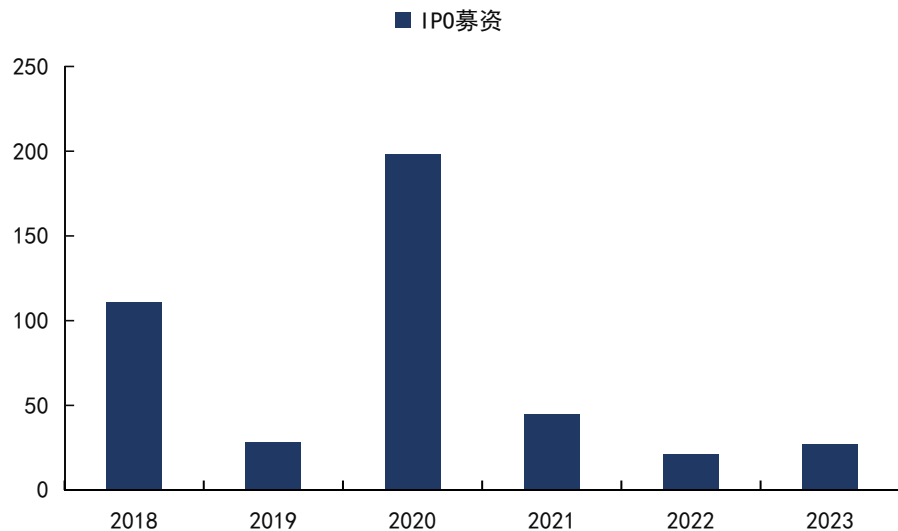


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 资本补充：主要用于并购及配套融资

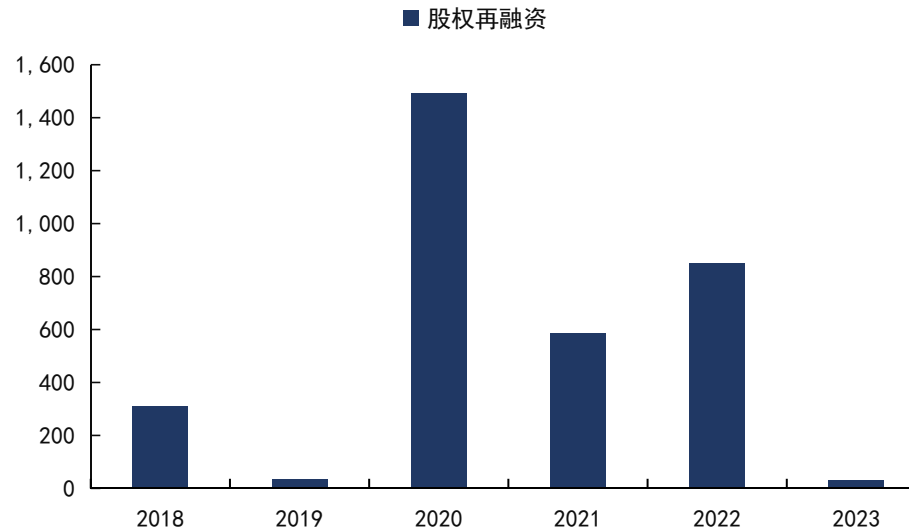
- 年初以来尚未有证券公司完成股权融资。IPO方面，证券公司IPO上市融资规模连年处于低位，2024年未有新上市证券公司。股权再融资方面，融资规模自2023年以来显著降低，2024年暂未有券商完成股权再融资。
- 2024年以来的股权再融资预案主要用于并购及配套融资。国联证券定增融资约295亿元用于收购民生证券，并募集20亿元配套融资，是规模最大的一宗再融资。国泰君安合并海通证券，配套融资100亿元，融资规模亦居前列。中泰证券、南京证券、天风证券等公司因补充资本金、扩大业务规模需要发起再融资，当前再融资方案进度均为股东大会通过。

图：上市券商IPO融资规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市券商股权再融资规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 今年以来的行业整合并购案例，大致可以分为两类：一是上市券商跨区域收购中小券商，目的在于业务补短板或扩充业务实力，比如浙商证券收购国都证券、国联证券收购民生证券；二是地方国资系统内部整合，目的在于壮大国资系统券商实力和提高经营效率，比如国泰君安收购海通证券、国信证券收购万和证券。
- **政策鼓励券商通过并购重组等方式做大做强，券商整合潮持续推进。**行业整合对券商领域产生多重影响，表现在提升头部定价能力，化解尾部风险等。具体来看，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，避免中小机构因流动性、资产质量等陷入危机。在政策鼓励叠加行业发展趋势下，券商整合事件或将持续涌现。

图：2024年以来证券行业整合事件

公告日期	合并方	被合并方	合并方式	交易对价（万元）
2024/10/10	国泰君安	海通证券	换股吸收合并	1股海通证券换0.62股国泰君安股票
2024/9/5	国信证券	万和证券 96.08%股份	发行股份购买	—
2024/8/21	东莞联合体	锦龙股份旗下东莞证券 20%股份	挂牌转让	227,175.42
2024/8/8	国联证券	民生证券 99.26%股份	发行股份购买	2,949,180.57
2024/6/21	西部证券	国融证券 64.5961%股份	现金收购	382,471.65
2024/6/7	浙商证券	国都证券 7.4159%股份	竞拍受让	113,491.72
2024/3/29	浙商证券	国都证券 19.1454%股份	协议转让	298,354.15

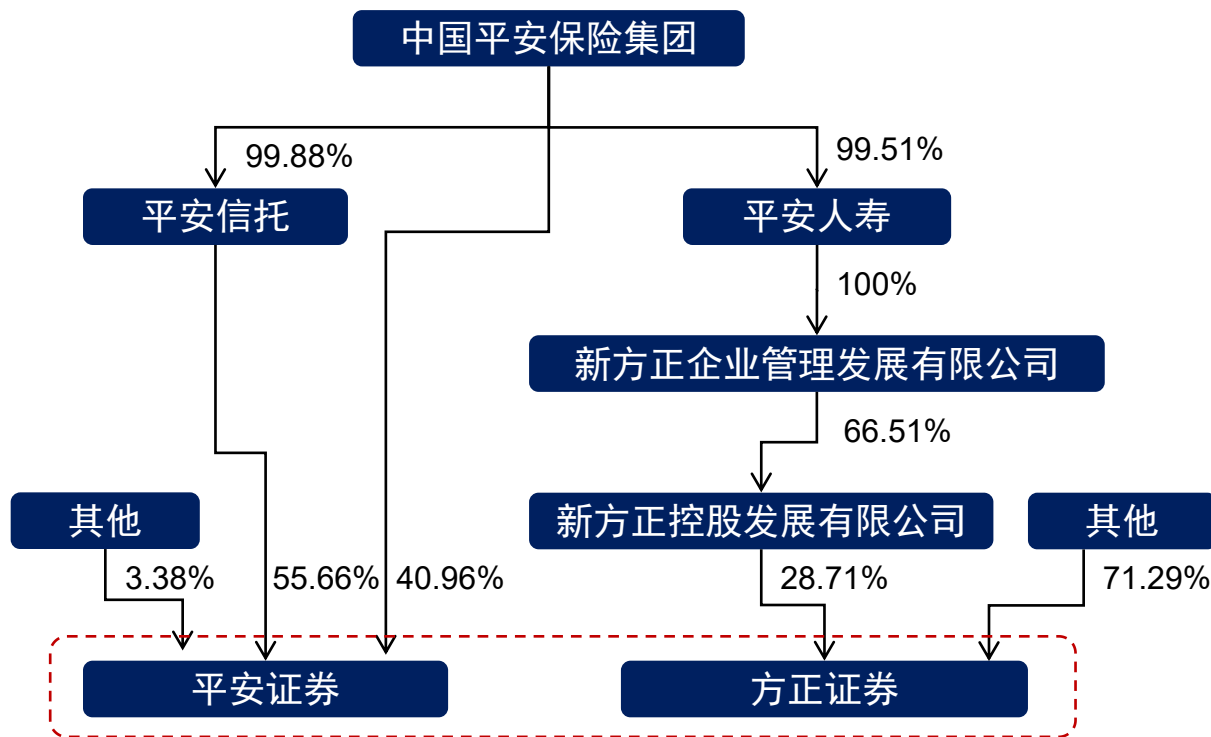
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



# 行业并购：平安&方正，国联&民生，国泰君安&海通

- 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。
- 2024年5月，上市公司国联证券公告，拟定增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。
- 2024年10月，国泰君安拟采用换股方式收购海通证券A/H全部股份，海通证券注销。

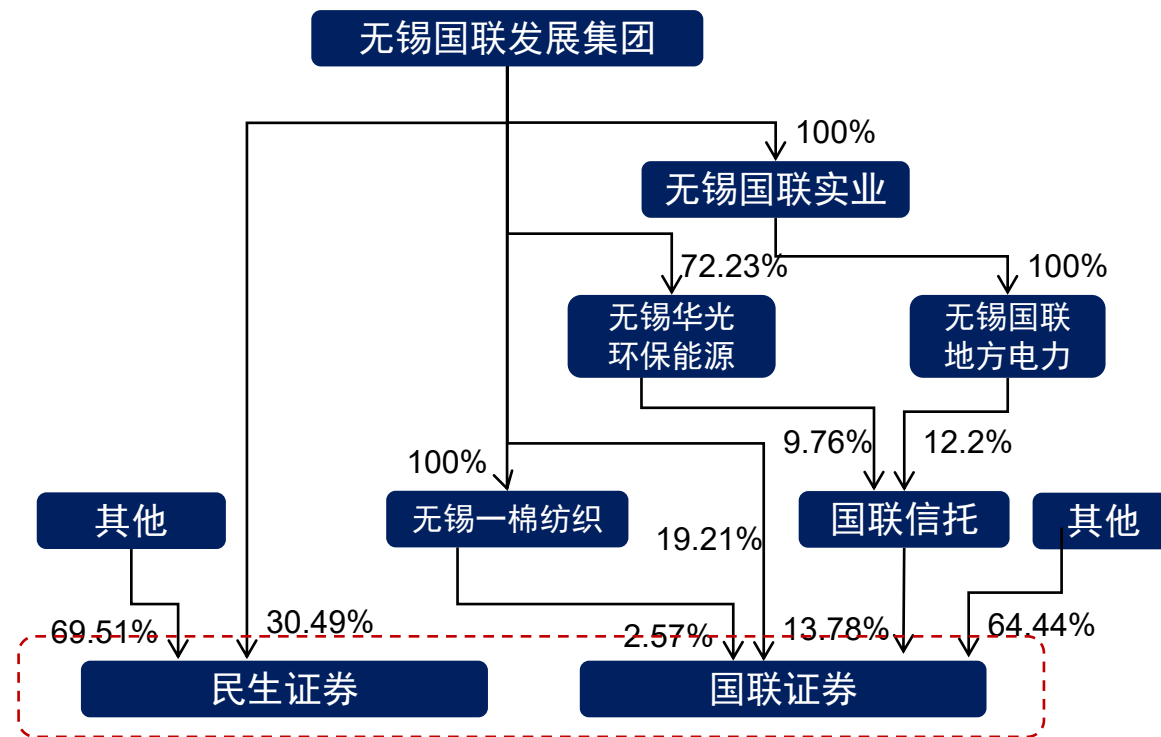
图：平安证券、方正证券股权结构



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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：国联证券、民生证券股权结构

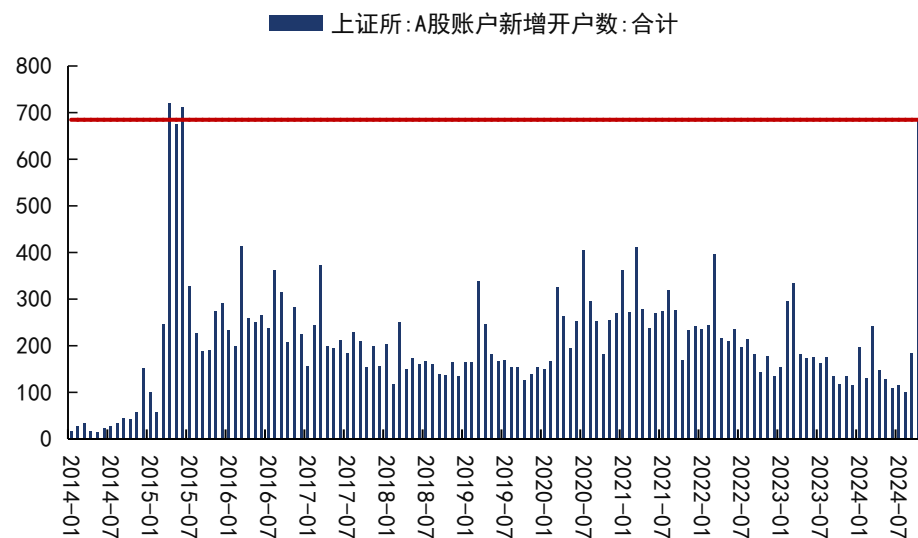


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：为便于展示，部分股权结构有所简化

# 投资者入市：开户数激增，资金入市积极

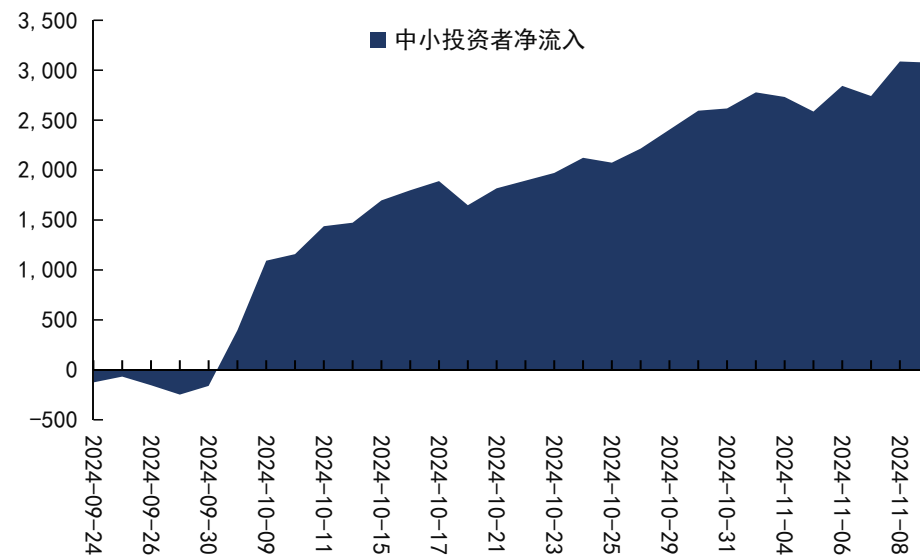
- **9月投资者开户数激增，显示投资热情。**根据上交所统计，9月当月，上交所A股账户新增开户数684.68万户、同比+484%、环比+275%。中小投资者资金入市趋势也较为明显，我们以Wind统计的中单+小单分析中小投资者的资金流动情况，9月24日至11月11日，中小投资者资金累计净流入3,076亿元。
- **投资者阶段性大幅涌入，考验券商客群经营能力。**当前，相较于蚂蚁集团、同花顺等流量平台，券商在开户端流量竞争方面并不占优。券商获客往往需要与流量平台合作，以“买流”的形式让流量平台将新开户客户导流至自身旗下，获客成本相对较高。因此，提升客群经营能力，充分发挥财富管理、两融、投资顾问等牌照价值，提高客户资金留存将是券商提高盈利能力的关键所在。

图：投资者9月开户数激增（单位：万户）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中小投资者资金净流入态势明显（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 投资者经营：加快产品创新，以更多牌照延伸变现价值链



- 上市券商加速财富管理转型，买方投顾成为重点发展方向。部分券商在半年报中披露了买方投顾业务发展概况，整体来看，账户资产规模、服务客户数等关键指标都取得良好表现。

图：2024年半年报中部分券商的基金投顾业务发展概况

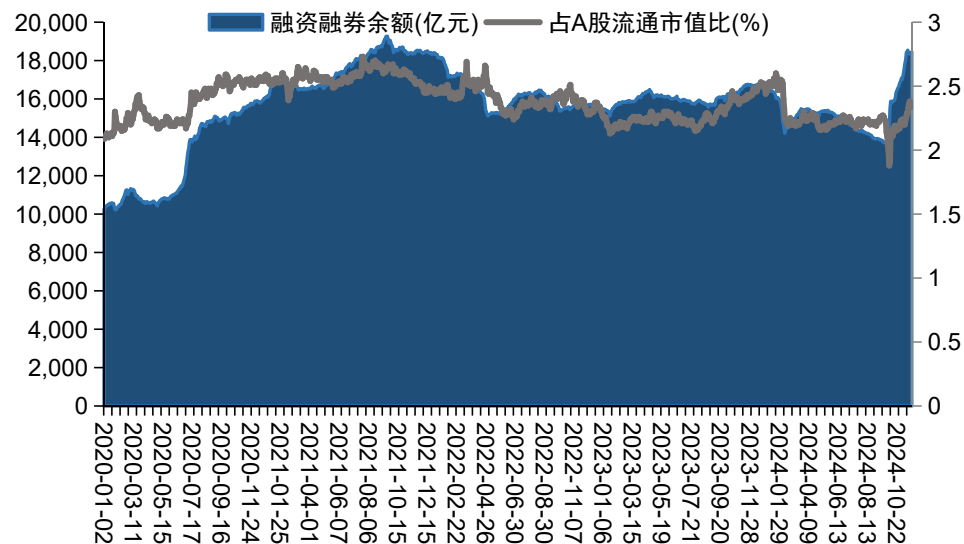
公司名称	业务概况
中金公司	由“中国 50”、“微 50”、“公募 50”等产品组成的买方投顾产品规模稳定在近 800 亿元水平。其中，“公募 50”保有量突破百亿元
国泰君安	“君享投”投顾业务客户资产保有规模 165.71 亿元、较上年末增长 30.2%
东方证券	推出“悦”系列和“钉”系列两个产品体系、共 20 只投资组合策略，规模约 146 亿元，较年初增长 1.67%。服务客户数约 12.9 万，客户留存率 64%，复购率 77%
国联证券	基金投顾总签约客户数 31.94 万户，同比增长 13.35%，授权账户资产规模 69.58 亿元，同比基本持平，累计上线合作渠道 30 家

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

# 投资者经营：充分运用两融、财富管理等牌照

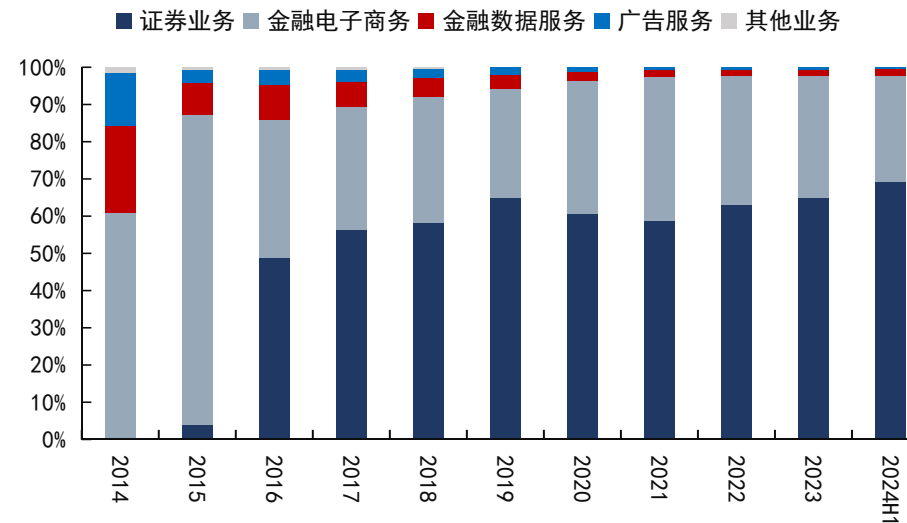
- 两融业务也是重要的变现牌照之一。截至11月21日，两融规模已接近1.84万亿元，较今年低位回升约4,600亿元，假设年化利差为2.5%，则本轮两融规模扩张有望为行业带来约120亿元的年化利息净收入。
- 以东方财富为例，其以金融牌照变现流量的模式仍具有较高的业务价值。业务结构方面，东方财富在2015年获得证券牌照后，证券业务逐步成长为主要的收入来源。其中，证券经纪收入及两融利息收入是最主要的细分项。除证券业务以外，基金代销业务进一步延伸了客户的变现价值。

图：两融余额近期增长较快（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：东方财富营收结构变化

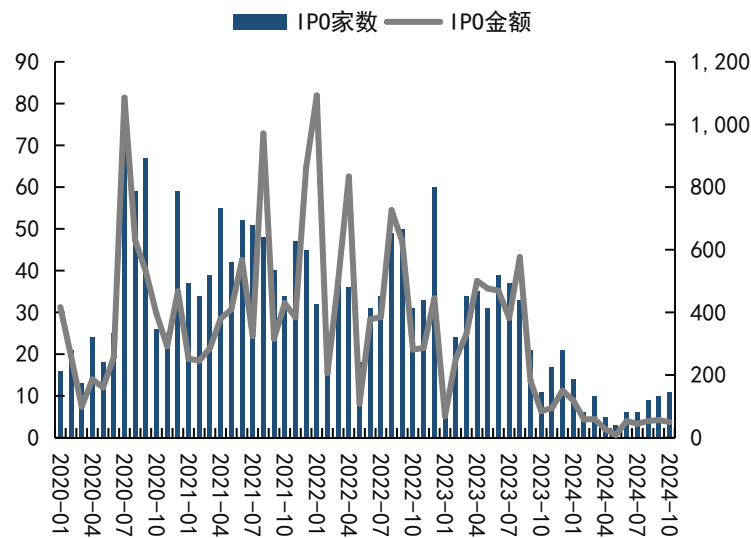


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 投行业务：股权承销承压，并购重组具备潜力

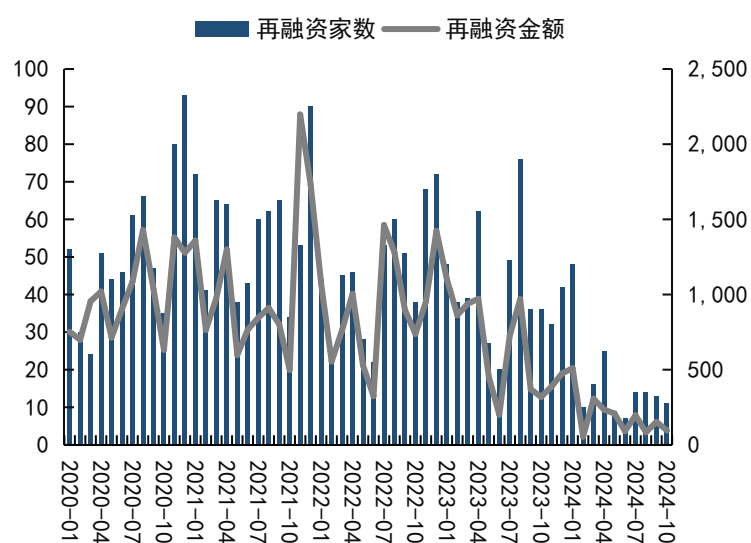
- 2024年以来，监管部门出台的并购重组相关政策总体以支持鼓励为主。其中，9月24日发布的并购六条及配套规则聚焦助力新质生产力发展、加大产业整合支持力度、提升监管包容度、提高支付灵活性和审核效率、提升中介机构服务水平和依法加强监管，政策基调偏宽松。三类企业或呈现较强的并购意愿：一是IPO撤否企业或寻求并购重组，以便一级市场投资方退出；二是有产业链发展或产业结构调整需求的公司，或寻求并购重组以整合资源，提升产业协同效应；三是地方政府或以控制的上市公司为平台，通过并购重组注入新资产。
- 股权承销依旧低迷，证券公司投行业务仍旧承压。今年前10个月，首发融资528.36亿元，同比下降84.1%，股权再融资1,933.31亿元，同比下降72.0%。

图：IPO承销家数及金额（单位：家、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：再融资承销家数及金额（单位：家、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：监管关于并购重组相关政策梳理

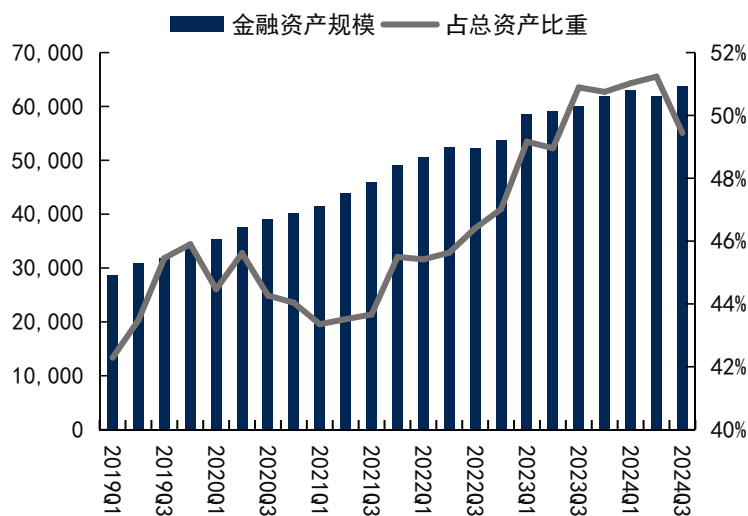
法规名称	部门	发布日期
《中国证监会关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（简称“《并购六条》”）	证监会	2024年9月24日
《上市公司重大资产重组管理办法（征求意见稿）》（简称“重组管理办法”）	证监会	2024年9月24日
《上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则（征求意见稿）》	上交所	2024年9月24日
《深圳证券交易所上市公司重大资产重组审核规则（征求意见稿）》	深交所	2024年9月24日
上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）	证监会	2024年9月24日
《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（科八条）	证监会	2024年6月19日

资料来源：各部门官网，国信证券经济研究所整理

# 自营业务：投资资产规模增长，投资收益率逐季提升

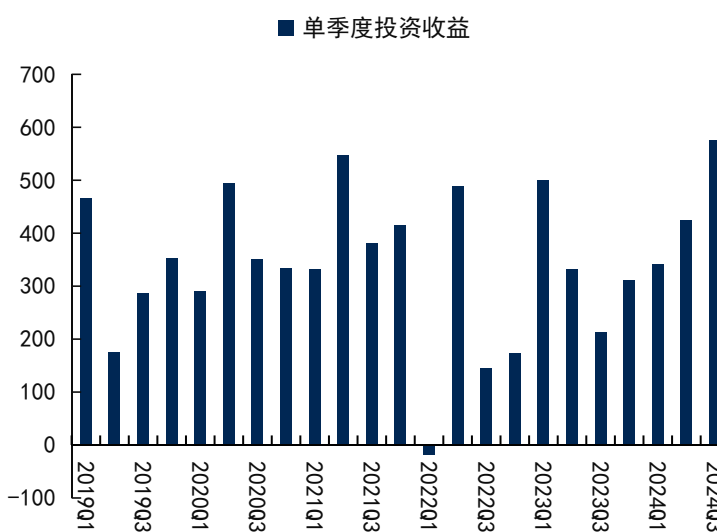
- 金融投资资产是近年来主要的扩表方向。上市券商金融投资资产规模持续扩大，占总资产比重由2019年初的约42%升至2024Q3末的50%左右。
- 自2023年底以来，逐季增长的投资收益反映了券商良好的资产配置能力。2023年下半年以来，券商主要在两方面调整资产配置：一是在FVTPL端增配债券资产，二是增配FVOCI权益资产，两个方向契合市场走势，因此券商投资收益表现良好。2024Q3以来，权益资产弹性得以发挥，带动券商投资收益率进一步提升。上市券商在2024Q3单季度取得投资收益达574亿元，为近年来的单季度新高。

图：上市券商金融投资资产规模及占比（单位：亿元）



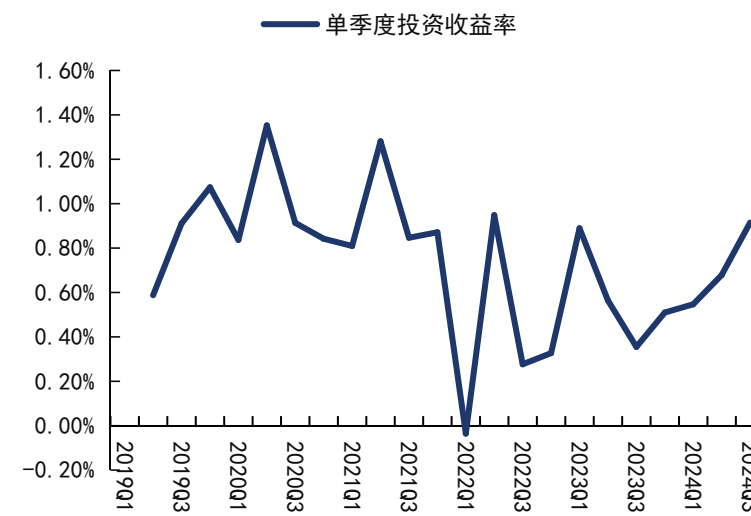
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市券商单季度投资收益规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市券商单季度投资收益率

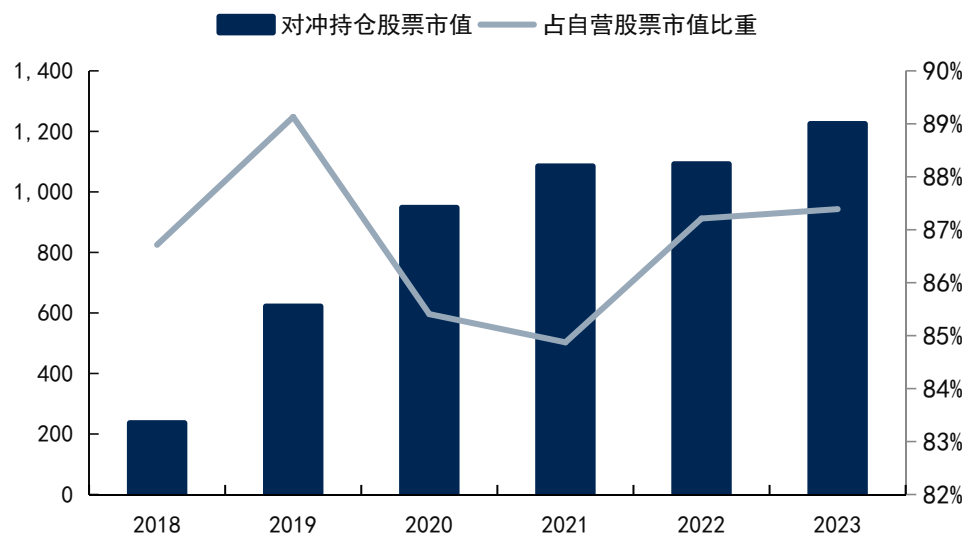


资料来源：各部门官网，国信证券经济研究所整理

# 场外衍生品业务突破券商传统用表方式

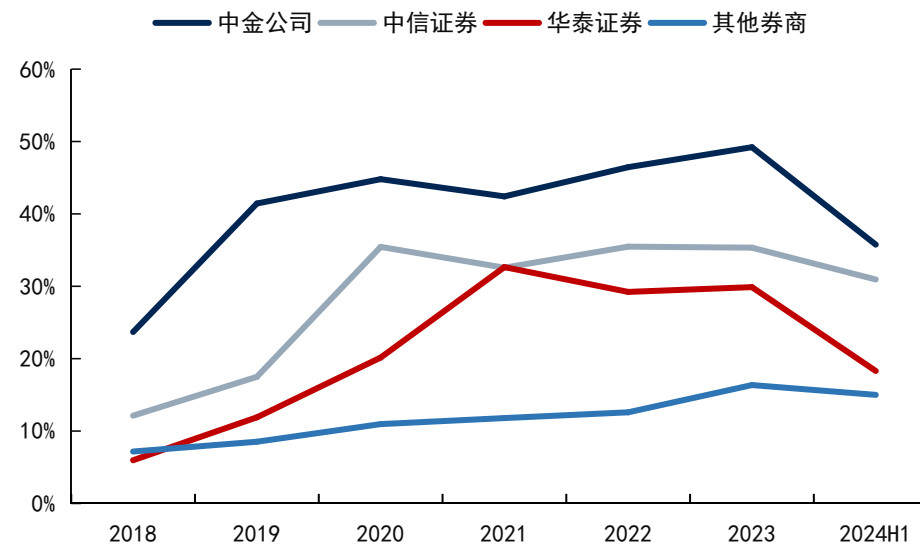
- 场外衍生品业务的发展促进了券商用表方式的创新。SAC市场体系下，场外衍生品业务一般由券商和交易对手在场外签订合同，由券商在场内（或场外不同交易对手之间）进行对冲，并通过Delta对冲、网格交易等形式赚取利润。在场内对冲时，券商一般适用股票、ETF及期指等工具。以中金公司为例，其持仓的股票中，将近90%是作为对冲持仓。
- 中金、中信、华泰等券商交易性金融资产中股票占比明显高于其他券商，且在2018年-2021年占比上升明显。考虑到中金、中信、华泰场外衍生品业务开展规模较大，增加的股票持仓或用于场外业务对冲。

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

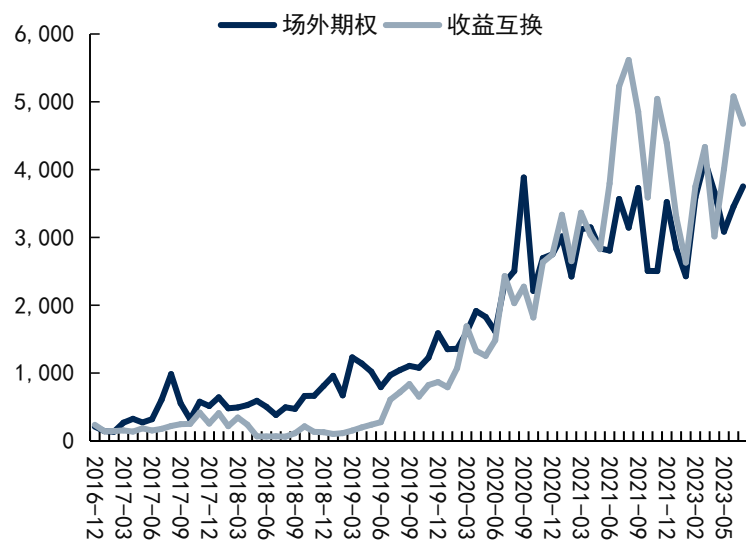


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 场外衍生品规模在高位波动

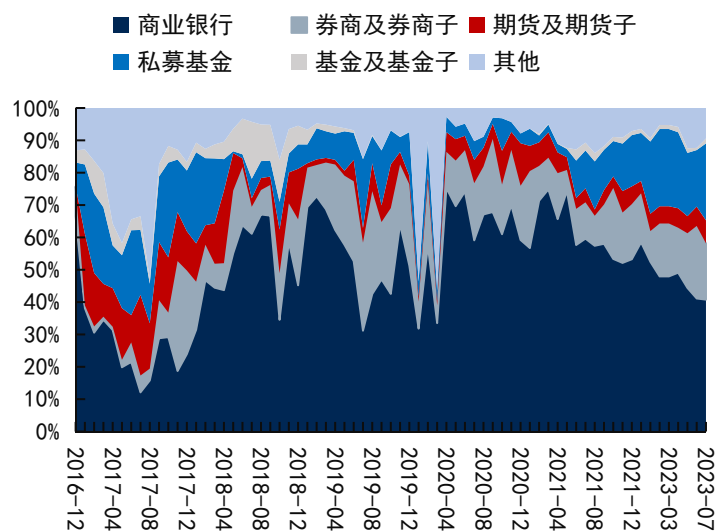
- 券商的场外衍生品业务以场外期权和收益互换为主。2021年8月起，监管对雪球、收益互换等场外业务出台了诸多政策限制，场外业务规模从此后没有明显增长。新增名义本金角度，2023年7月，场外期权新增名义本金3752亿元、收益互换新增名义本金4676亿元，均与2021年9月时的规模接近。
- 场外期权以商业银行为主要交易对手，收益互换以私募基金为主要交易对手。商业银行可以基于场外期权开发结构化存款产品，增强产品吸引力。收益互换较为灵活，私募基金的中性、T0等投资策略中使用较多。

图：场外期权及收益互换新增名义本金（单位：亿元）



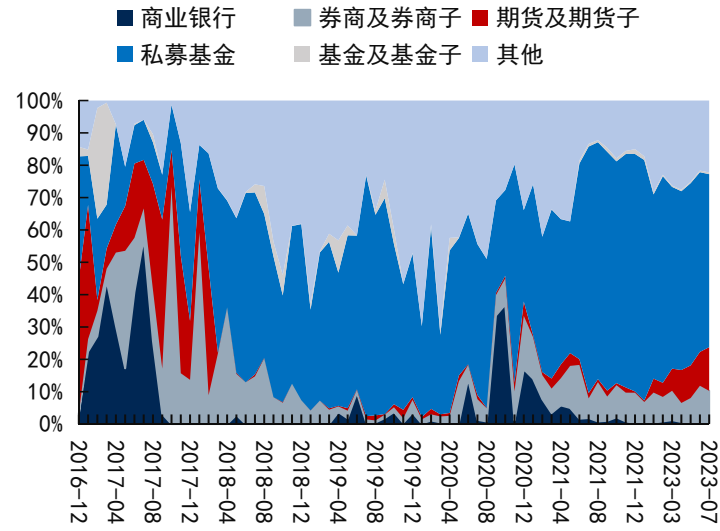
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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



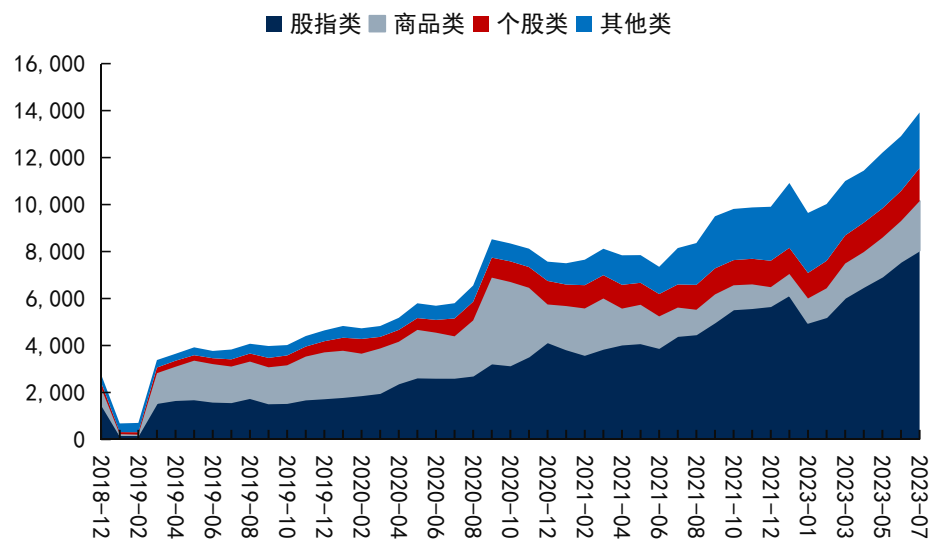
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



# 衍生品挂钩标的以股票和其他类为主

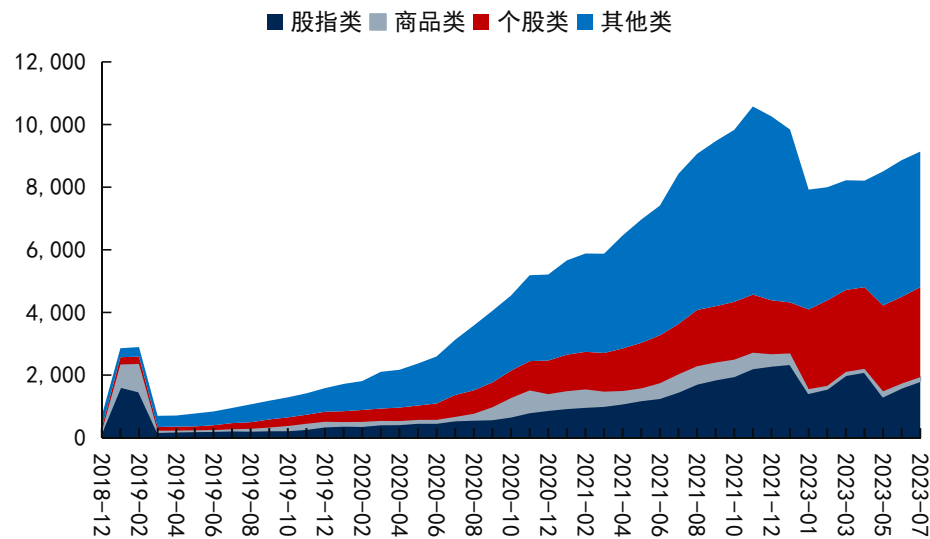
- ▶ 存量名义本金角度，场外期权主要挂钩股指类标的，2024年7月，挂钩股指类的场外期权，存量名义本金占比57.8%。收益互换主要挂钩其他类标的，其中以跨境类标的为主。2024年7月，挂钩其他类的收益互换，存量名义本金占比47.4%。

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

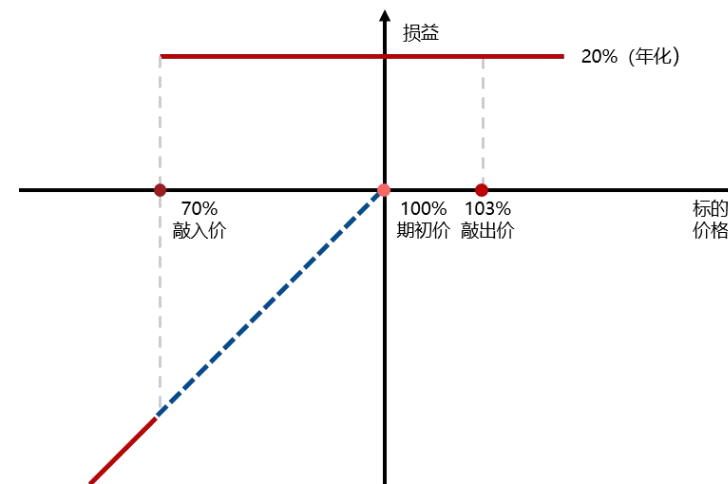
- 经典雪球结构中的关键要素包括挂钩标的、期限、敲入敲出要素。不同情景下，雪球将呈现不同甚至差异极大的收最终受益。
- 雪球本质是波动率类交易，如标的波动率较小，则投资者收获最终较高票息的概率较大。

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%

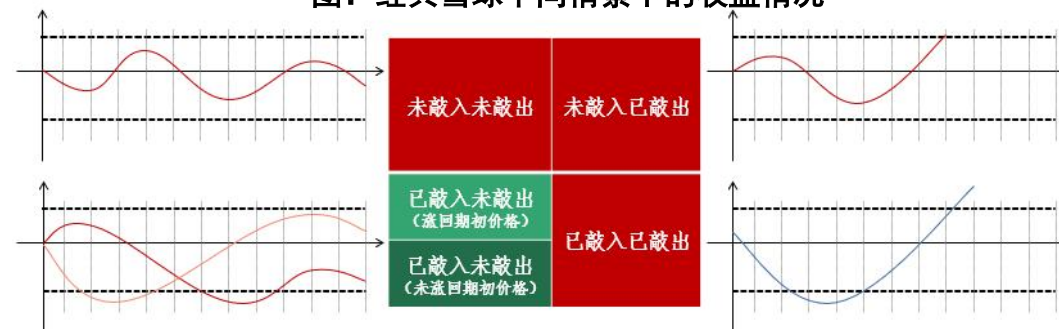
资料来源：凌瓴数科，国信证券经济研究所整理

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

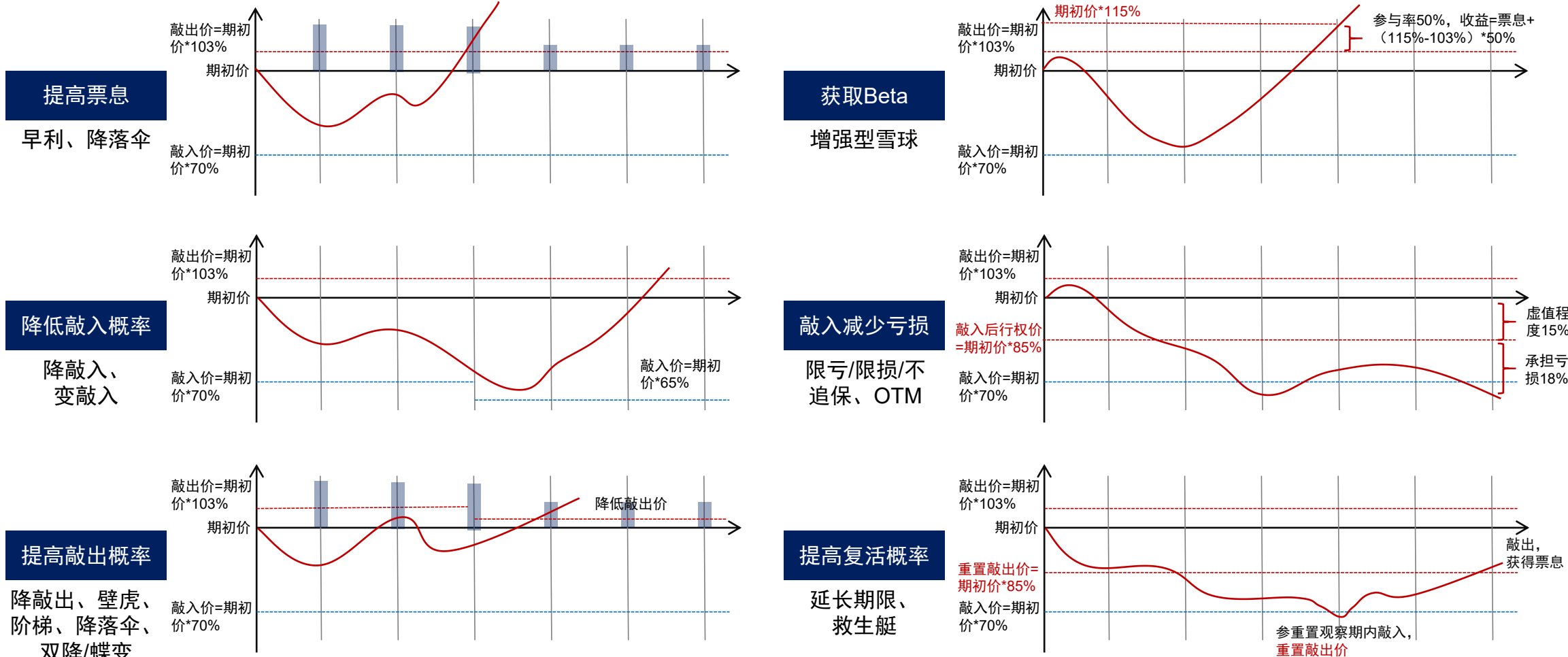


资料来源：凌瓴数科，国信证券经济研究所整理

# 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：凌筑数科，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

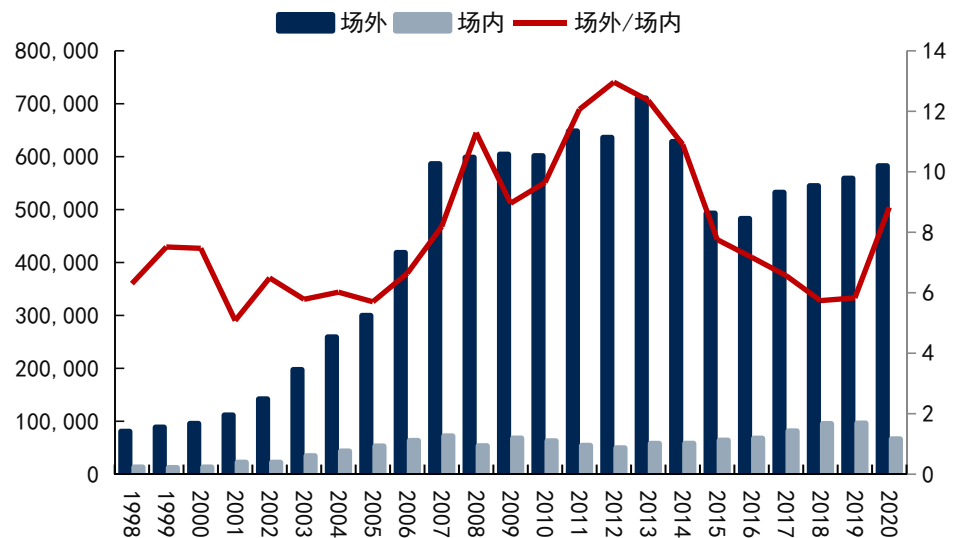
时间	监管对象	内容
2021年8月	资管机构	单只产品投资雪球期权比例不超过25%，全部为专业投资者且单个投资者超过1000万的封闭集合计划可豁免
2022年1月	信托公司	不得向个人发售雪球类信托计划，或限制开展雪球类业务
2022年9月	私募基金	中证协发布通知，公示私募备案案例，强调管理人不可以以极低的管理费+无业绩报酬的模式发行产品，并百分之百投向雪球结构收益凭证 一度暂停100W起雪球类产品募集与备案，要求产品投向雪球结构期权比例不超过25%
2022年12月30日	私募基金	中证协发布《私募投机基金等级备案办法（征求意见稿）》，明确备案最低规模要求为1000万。可能会影响“先备案后募集”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

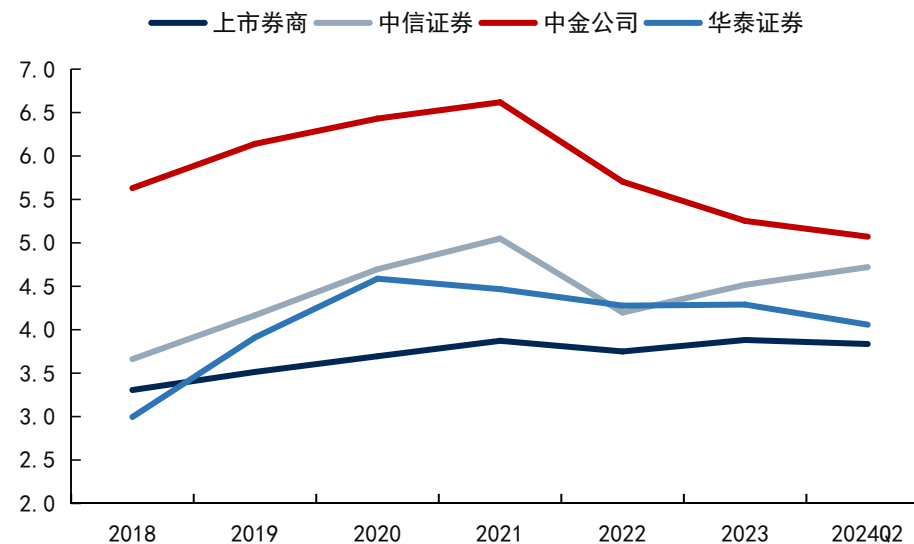
- 对比全球最成熟的场外业务市场—美国市场，场外衍生品业务规模是场内的10倍左右，我国场外衍生品业务还具备较大发展空间。
- 短期来看，由于政策限制、场内市场本身不够完善、投资者教育不足等因素，场外业务或难以推动券商明显扩表。
- 2021年，针对场外业务监管趋严后，场外业务规模较大的中金、中信及华泰等券商，杠杆率开始下降。

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

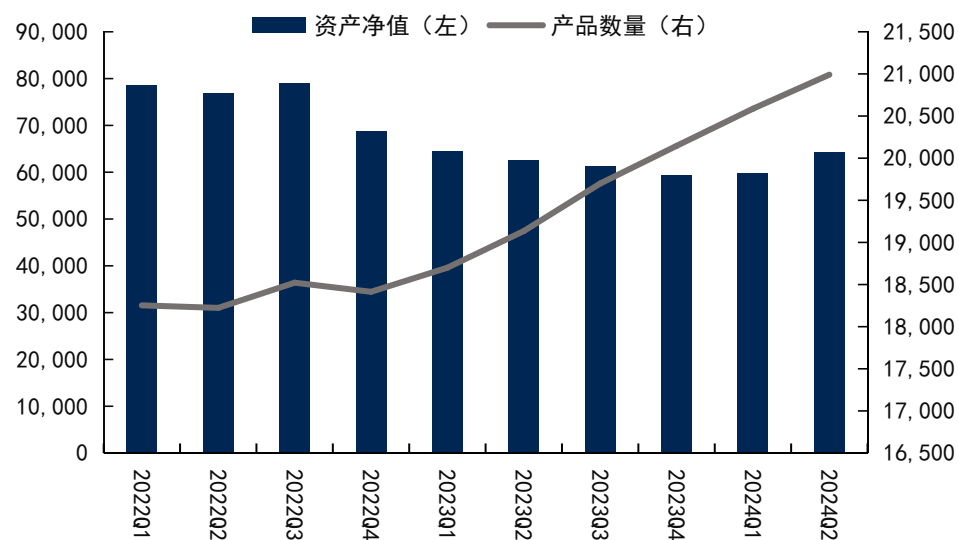


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 资产管理：私募规模增长，公募偏主动管理

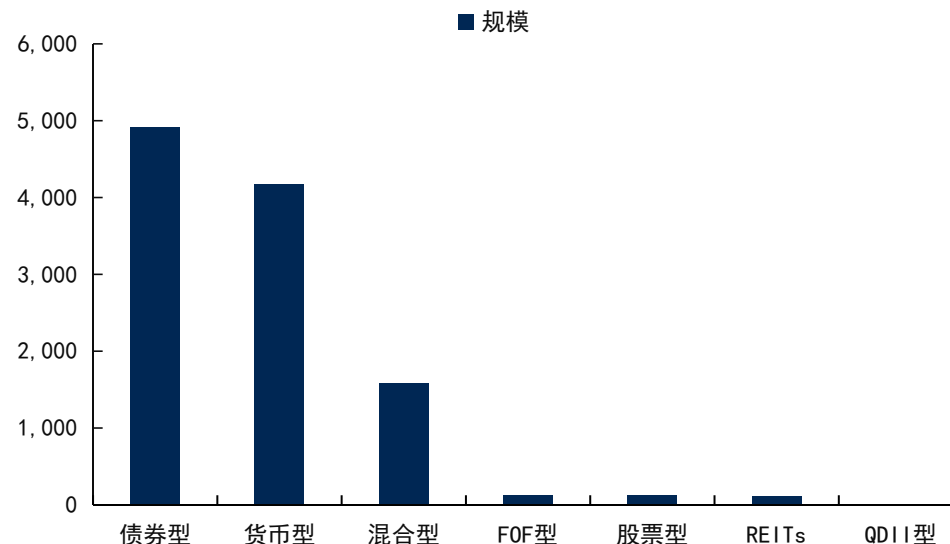
- 2024年券商私募资管净值规模及数量保持增长趋势。截至2024Q2末，券商私募资管资产净值约6.42万亿元、产品数量约2.1万只。券商私募资管产品资金来源以银行自有资金和银行理财资金为主。根据中基协发布的《中国证券投资基金业年报（2023）》，券商私募资管产品资金来源以机构投资者为主。2022年末，银行自有资金占比20.45%、银行理财资金占比48.79%、非金融企业占比8.52%，银行为最主要的资金来源方。居民占比仅为11.05%。
- 以产品类型分，券商公募资管产品以债券型为主，货币型次之。截至2024年10月末，券商公募资管产品分类规模：债券型4,919亿元、货币型4,172亿元、混合型1,586亿元、FOF型129亿元、股票型[此处股票型产品=普通股票型+被动指数型+增强指数型产品。]119亿元、REITs 116亿元。券商公募资管产品类型与公募基金行业几无差异，但产品结构差异较大。

图：证券公司私募资管资产净值及数量（单位：亿元、只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

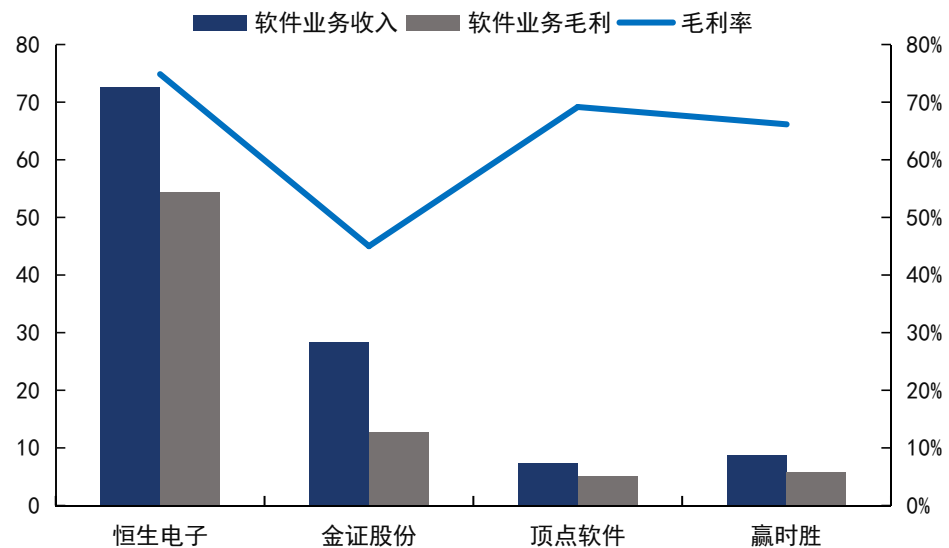
图：证券公司公募资管各产品类型及规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。数据截至10月末

- 券商等资管机构信息技术投入主要用于基础设施建设，用于购买及研发开展证券业务所需要的经纪软件、投资交易软件及其他业务软件。为证券、资管机构及银行等金融机构提供相应软件产品或服务的厂商，主要包括恒生电子、金证股份、顶点软件、赢时胜等。
- 恒生电子软件业务收入、毛利规模最大，毛利率居于高位。以2023年数据来看，恒生电子软件业务收入突破70亿元、毛利率接近80%，金证股份收入规模仅次于恒生电子但是毛利率较低，顶点软件、赢时胜毛利率较高但收入规模较小。恒生电子的产品线齐全、证券经纪软件等核心业务市占率较高，业务发展具备优势。

图：金融软件公司的软件收入规模、毛利规模及毛利率（单位：亿元）

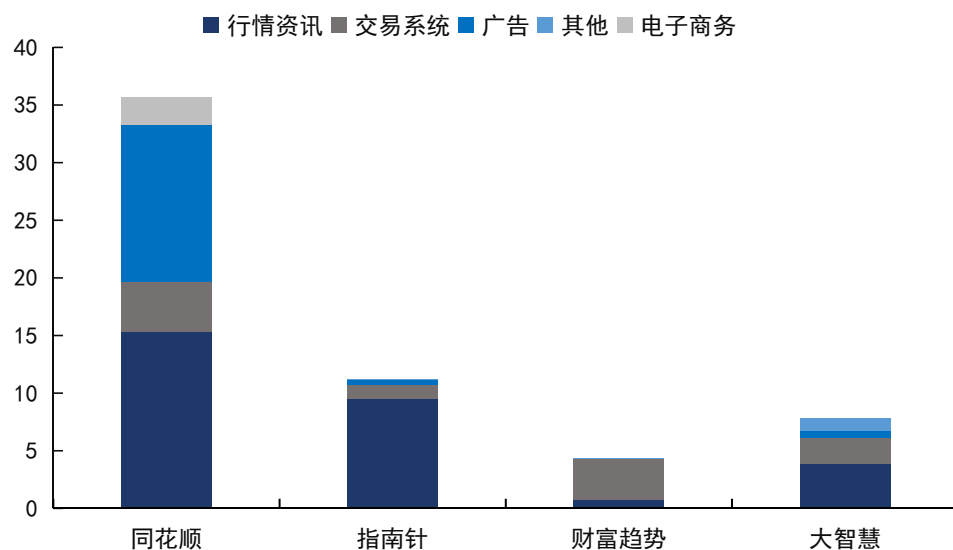


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 金融科技：信息服务商受益于客户流量与市场成交量增长

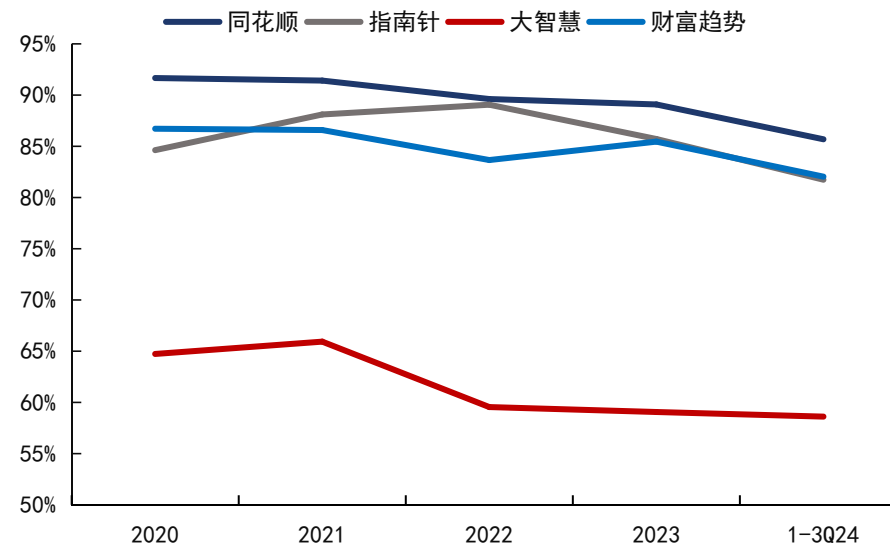
- 金融信息服务商主要面向个人客户。业务形式为依托网站、软件、app终端等媒介向用户提供相关金融信息，服务内容包括金融资讯、金融数据、信息交流、培训教育、分析工具、交易工具等。主要供应商包括东方财富、同花顺、指南针、财富趋势、大智慧等，鉴于东方财富已逐渐转向证券业务模式，在此处不予赘述。
- 同花顺为金融信息服务业龙头，收入规模最大且毛利率最高。同花顺的主要优势在于个人客户数量庞大且粘性较强，使得同花顺的增值电信业务收入（行情升级软件等）及广告和互联网业务收入规模显著领先其他竞争对手。

图：金融信息服务商收入类型及规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：金融信息服务商毛利率比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



表：证券行业2025年业绩预测

亿元	2024E			2025E		
	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
经纪业务	918	975	1,050	1,084	1,324	1,582
投行业务	310	368	429	385	432	481
信用业务	363	383	416	403	432	446
资管业务	220	232	242	228	238	248
投资业务	1,278	1,582	1,704	1,342	1,740	1,874
营业收入	3,089	3,540	3,841	3,441	4,167	4,631
净利润	1,050	1,221	1,325	1,174	1,425	1,589

资料来源：Wind，中国证券业协会，国信证券经济研究所整理

**保险：资产价值重估，改善周期延续**

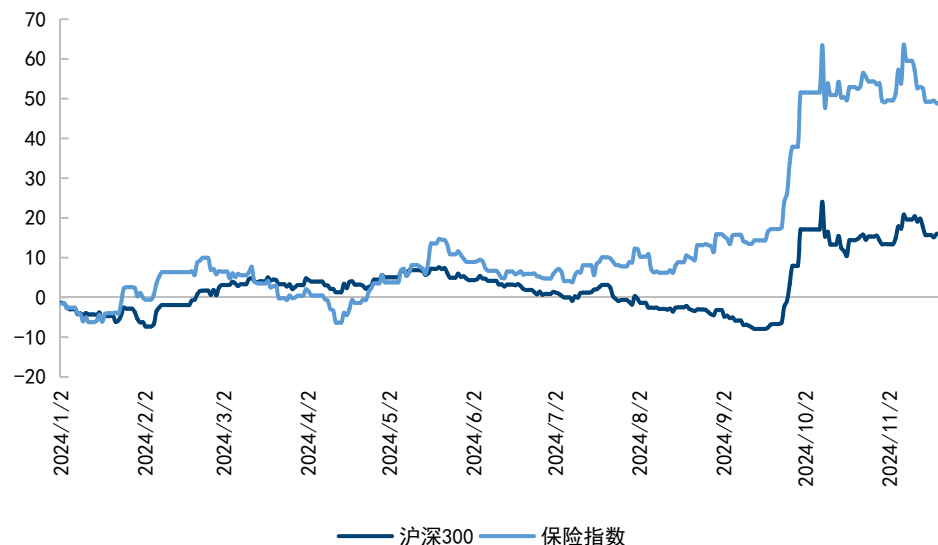
# 行情回顾：多因素加持下的修复行情

➤ 2024年，保险股在红利行情及资产重估等多因素催化下，截至2024年11月20日，累计实现涨幅48.67%。具体来看：

- 1月至2月：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8月：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。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。
- 9月至今：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。权益市场大幅反弹，叠加长端利率企稳回升，带动保险公司资产重估。

➤ 个股表现方面，截至11月20日，上市险企累计涨跌幅分别为新华保险（+66.76%）>中国人寿（+58.71%）>中国人保（+55.68%）>中国太保（+53.22%）>中国平安（+44.95%）>中国财险（41.94%）。受资产端弹性较高因素影响，新华保险及中国人寿股价实现较高涨幅。

图：2024年保险指数涨跌幅（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：%）

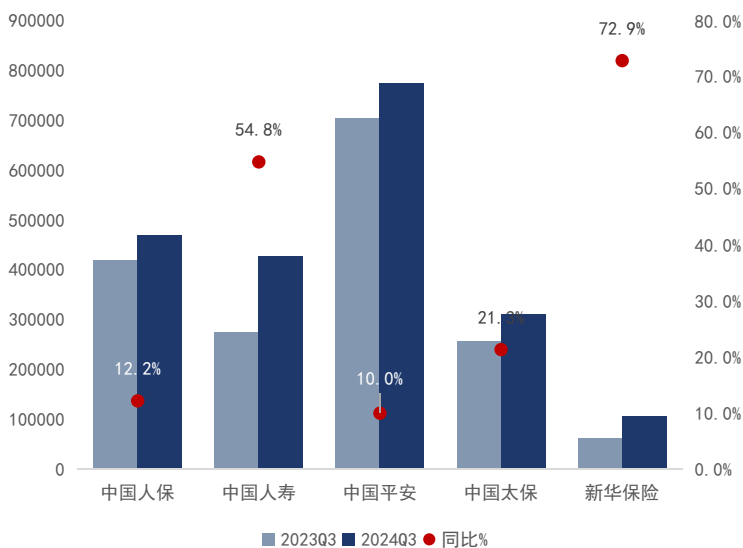


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 负债端：核心指标企稳回升，归母净利润波动加大

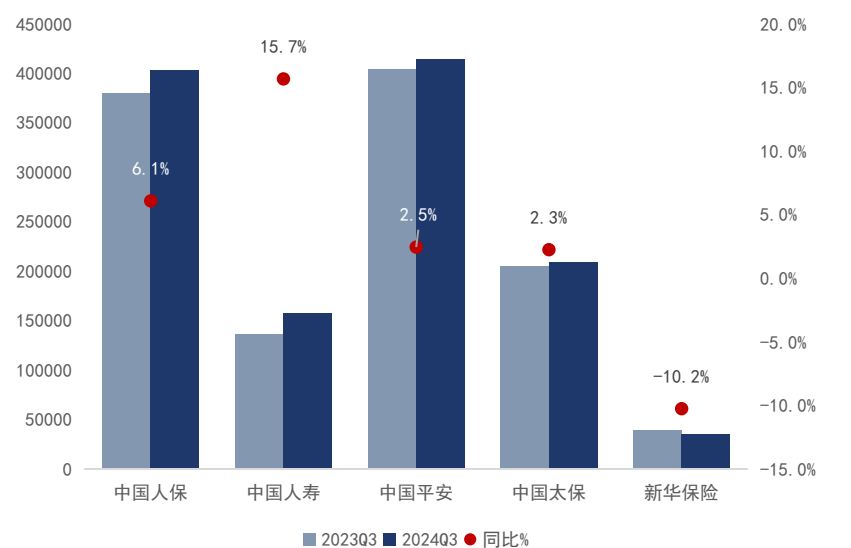
- 2024年三季度，资本市场大幅反弹，叠加长端利率的企稳，上市险资产端得到显著修复，带动营收及利润实现高增速。截至2024年三季度末，A股5家上市险企累计实现营业收入20896.6亿元，同比大幅提升21.7%。其中，新华保险、中国人寿、中国太保、中国人保、中国平安营业收入分别同比增长72.9%/54.8%/21.3%/12.2%/10.0%。
- 改革红利持续释放，看好后续保费增速延续。2023年以来，监管持续引导行业下调预定利率，在行业产品结构转型背景下，带动储蓄型保险快速放量。2024年前三季度，中国人寿、中国人保、中国太保、中国平安、新华保险保险服务收入分别同比+15.7%/+6.1%/+2.3%/+2.5%/-10.2%。进入十一月，保险业陆续开启2025年“开门红”，行业在产品结构、人力转型、渠道生态等方面仍具有一定调整空间，我们持续看好行业后续保费收入的规模增量。

图：Q3上市险企营收同比提升（单位：百万元，%）



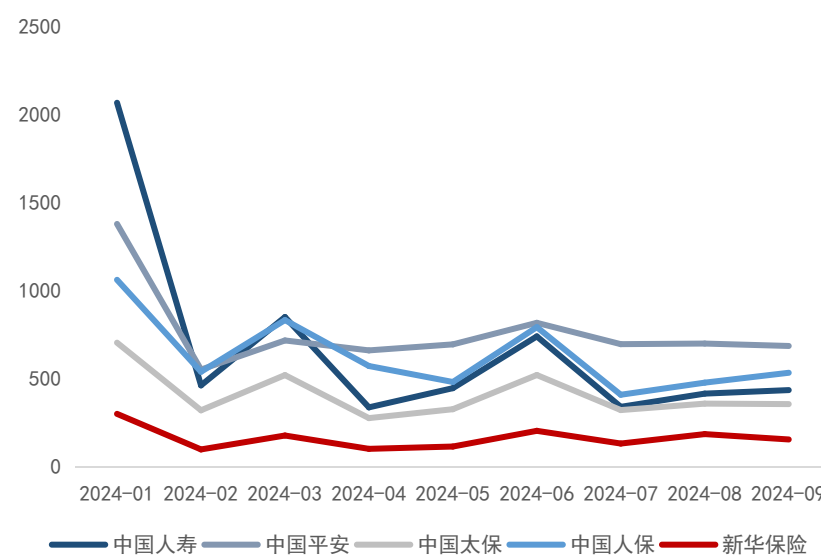
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Q3上市险企归母净利润同比改善（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）

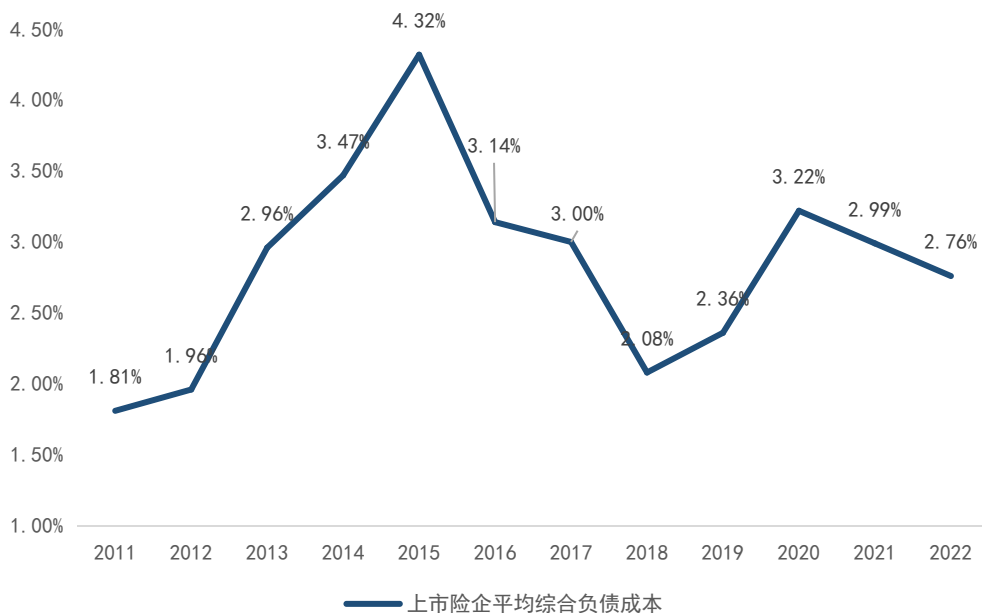


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 人身险：产品及渠道调整，短期增速承压

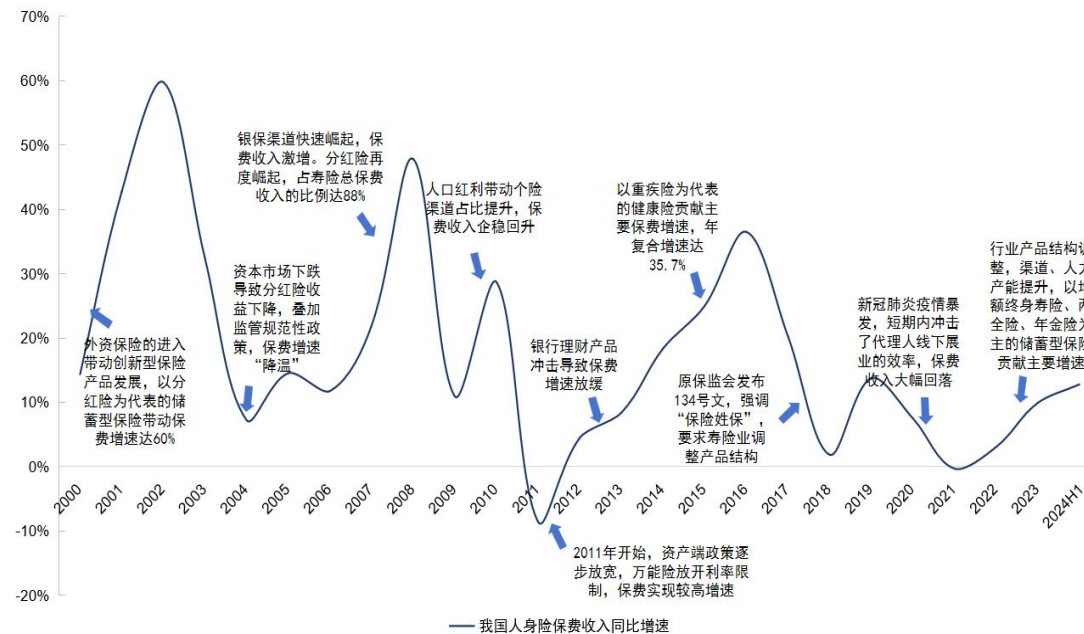
- 2023年以来，监管持续引导行业下调预定利率，带动储蓄型保险快速放量。作为具有长久期资产配置需求的机构，保险公司在“资产荒”及长端利率下行背景下投资收益承压，叠加负债端相对刚兑且具备较高偿付资金需求的影响下，利差损风险进一步加剧。为更好的与负债端利率形成长期供给匹配，下调定价利率成为优化负债端成本管理的最直接方式。
- “炒停售”等行为，引发市场对于2025年“开门红”需求透支的担忧。随着长端利率的快速下移及资本市场的震荡，险企资产端收益承压，为更好的实现资产负债匹配管理，自2023年以来监管引导行业进入新的预定利率下调周期。在此背景下，险企加大对定价利率更为敏感的储蓄型保险的销售力度，短期“炒停售”带动行业实现保费收入的脉冲式增长，但客户保险需求的不断挖掘或透支部分2025年“开门红”期间的保费增量，为“开门红”带来一定挑战。结合当前行业面临的几大趋势，我们持续看好2025年“开门红”的保费收入表现。

图：上市险企平均综合负债成本（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：我国人身险行业同比增速及周期分析



资料来源：金管局，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

# 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

# 人身险：产品结构向“低保底+高浮动”分红险转型

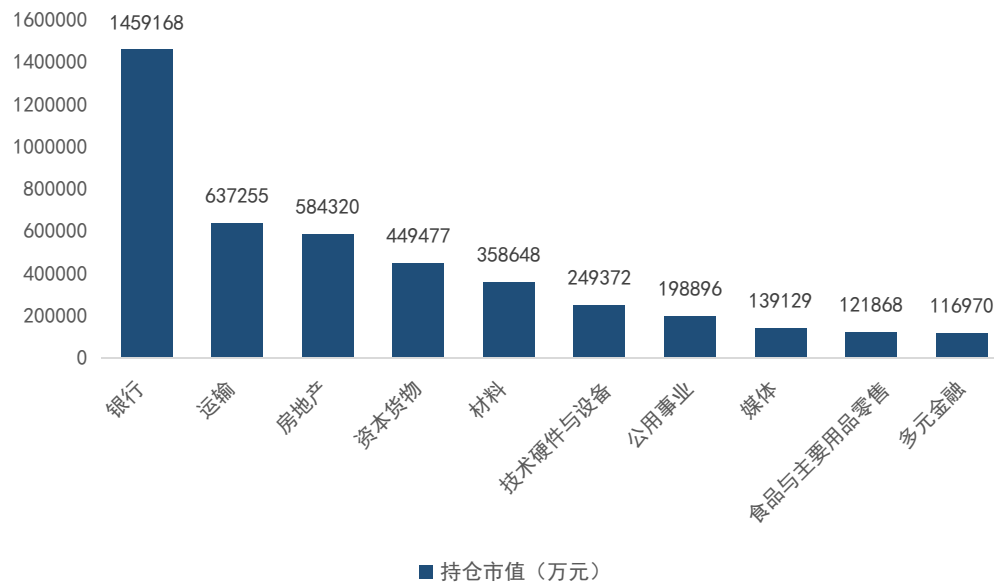
- 随着健康险需求的阶段性饱和及预定利率的下调，近年来人身险公司纷纷向分红险转型，预计2025年“开门红”为分红险发力的关键节点。分红险指保险公司在每个会计年度结束后，将上一会计年度该类分红保险的可分配盈余，按一定的比例、以现金红利或增值红利的方式，分配给客户的一种人寿保险。
- 从产品逻辑来看，分红险具有“低保底+高浮动”的特点，对险企而言，通过与被保险人共担投资风险的方式降低刚性兑付成本。在“资产荒”背景下，降低负债端刚性成本及资产负债匹配压力，从而为险资资产配置提供一定的灵活性。对分红险而言，由于采用浮动收费法计量，资产端的波动会被合同服务边际吸收后逐期释放，也就意味着分红险利润直接来自合同服务边际的摊销，利润具有较高的确定性和稳定性。

图：2013-2023保险业分红险分红实现率推算（单位：%）



资料来源：13精数据，国信证券经济研究所整理

图：分红型账户重仓流通股行业及市值（单位：万元）



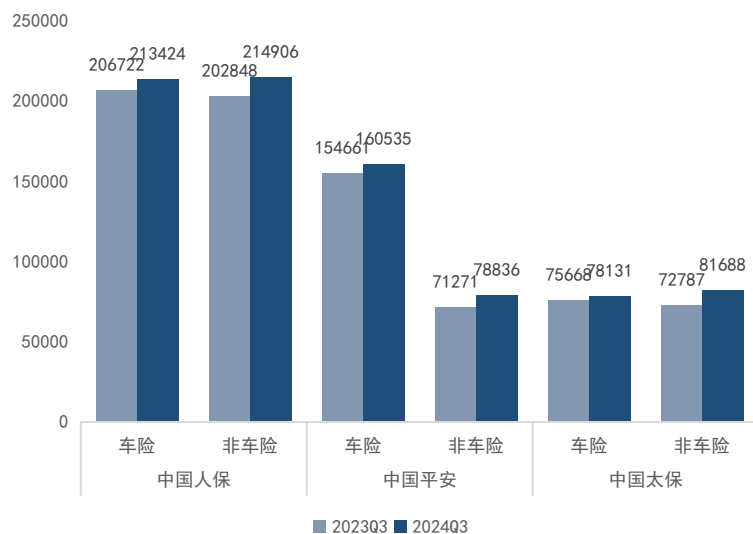
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



# 财产险：保费收入企稳，COR受巨灾影响波动

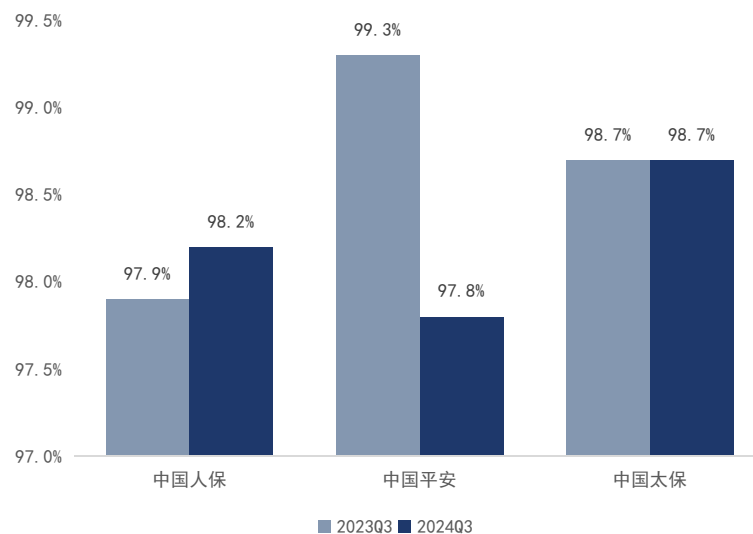
- 随着我国财产险保险需求的稳步提升，今年前三季度上市险企财险业务保费收入稳中有升。截至9月末，人保财险、平安财险、太保财险共计实现保费收入8275.2亿元，同比增长5.6%；其中车险业务保费收入4520.9亿元，同比上升3.4%；非车险业务保费收入3754.3亿元，同比上升8.2%。
- 2024年，受车险“报行合一”因素影响，行业车险业务增速普遍回落，费用率明显下降。在政策引导下，财险公司逐步将综合费用率的支出部分转向综合赔付率，让利消费者。在此背景下，行业也逐步从费用竞争向服务竞争模式转变，这对公司的产品创新、定价、风控、理赔等能力提出更高要求，总体利好龙头企业。截至三季度末，人保车险、平安车险、太保车险保费收入分别同比提升3.2%/3.8%/3.3%。
- 2024年以来，受北方冻雨及南方台风频发等大灾因素影响，上市险企COR同比表现分化。截至三季度末，中国人保COR为98.2%，大灾拖累承保利润空间，COR同比上升0.3pt。中国平安受信保业务整顿等因素影响，COR同比优化1.5pt至97.8%。中国太保前三季度COR为98.7%，与去年同期持平。

图：上市险企Q3财险保费收入（单位：百万元）



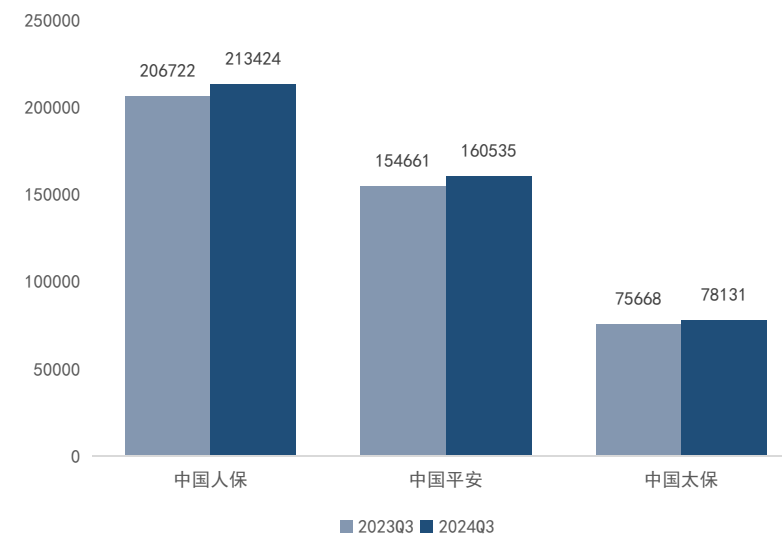
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：上市险企Q3 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：%）

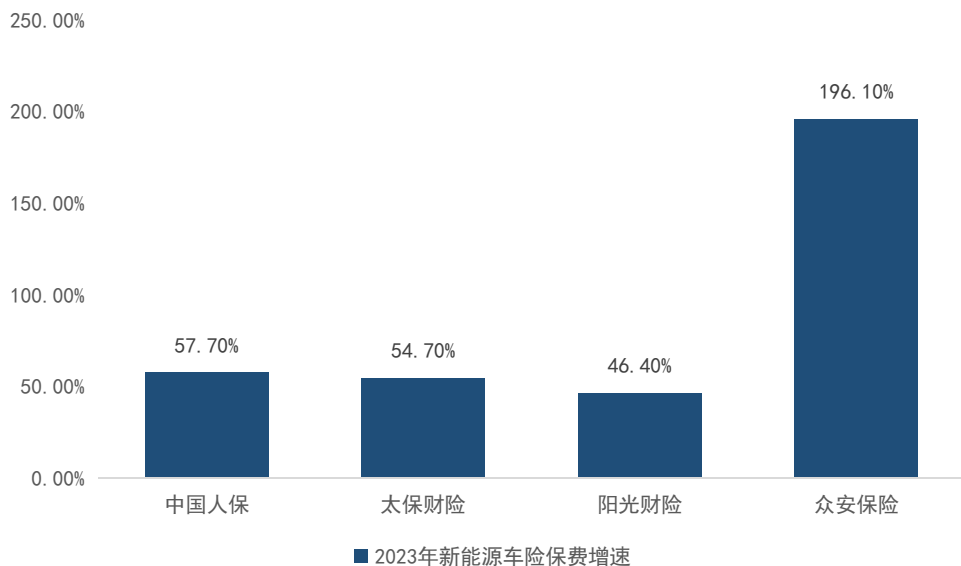


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 财产险：关注结构性增量空间

- 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。

图：2023年上市险企新能源车险保费收入增速（单位：%）



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

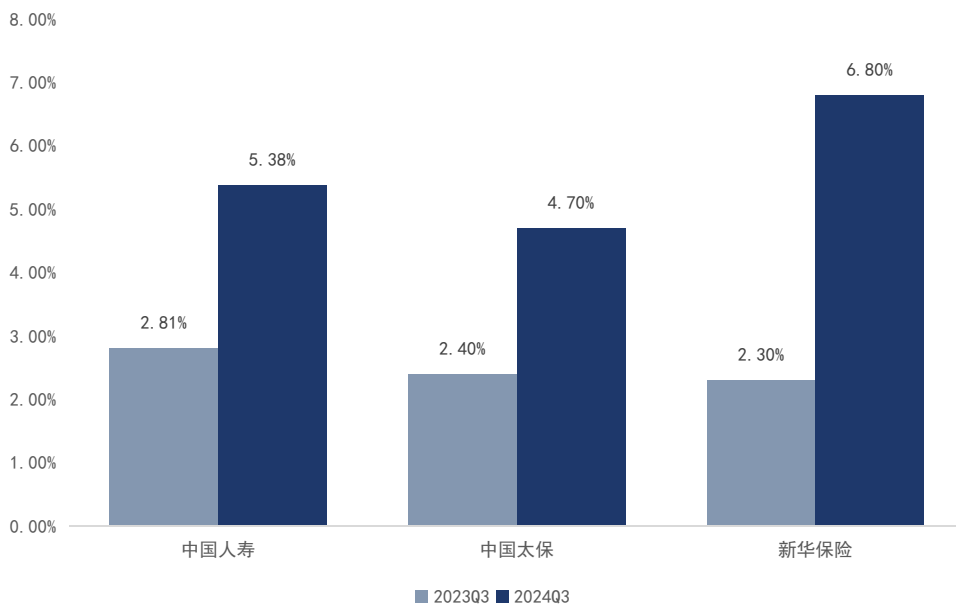
年份	预计无人机数量规模（万架） A	件均保费（元） B	保费规模（亿元） A*B
2024	201	3500	70
2025	268	3500	94
2026	356	3500	125
2027	445	3800	169
2028	557	3800	212
2029	696	3800	264
2030	870	3800	331

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）

# 资产端：投资收益回暖，配置结构优化

- 2024年三季度，资本市场迎来大幅反弹，以股票为代表的权益类资产公允价值大幅提升，带动上市险企投资收益率同比改善。截至三季度末，中国人寿、中国太保、新华保险分别实现总投资收益率5.38%、4.70%、6.80%，同比增长2.57pt、2.3pt、4.5pt。
- 2024年，险资持续加大FVOCI权益类资产配置力度。截至三季度末，中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、新华保险FVOCI权益类资产占金融资产的配置比例分别为2.75%/8.63%/4.61%/5.48%/1.77%，相较年中分别-0.31pt/ -0.14pt/+0.35pt/-0.09pt/0.25pt。从短期来看，三季度末险资或兑现部分投资收益，因此资产配置比例或有所调整。从中长期来看，随着负债端“开门红”的启动，我们预计2025年险资资产端配置机遇主要集中在以下几方面：1) 进一步挖掘包括OCI权益类等资产在内的高分红投资机会，叠加相关政策突破，在一定程度上打开险资配置空间。2) 长债仍是险资配置的“基本盘”，匹配险资长期资产配置需求，降低资产负债久期错配风险。3) 当前险资配置境外资产占比较低，相较于海外，仍有一定提升空间。

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

表：上市险企资产配置规模及占比（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	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占比
交易性金融资产 (FVTPL)	1,928,633	35%	2,249,122	33%	343,973	28%	674,142	29%	515,388	41%	1,142,252	33%
其他权益工具投资 (OCI权益)	151,408	3%	310,401	5%	106,080	9%	126,832	5%	22,274	2%	143,399	5%
其他债权投资 (OCI固收)	3,237,748	59%	2,968,935	44%	475,695	39%	1,446,163	63%	437,771	35%	1,713,262	48%
债权投资 (AC固收)	191,516	3%	1,211,511	18%	303,794	25%	65,934	3%	283,719	23%	411,295	14%
合计	5,509,305	100%	6,739,969	100%	1,229,542	100%	2,313,071	100%	1,259,152	100%	3,410,208	100%

资料来源：Wind，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	12,620	0.21%	1.49%	2024年中报 预计地产相关投资 约占长股投的10% 基于公司2024年中 报债权型金融产品 规模进行预测
	长期股权投资	27,485	0.45%		
	非标	50,190	0.82%		
中国人保	投资性房地产/物业	15,454	1.01%	3.75%	2024年中报 预计地产相关投资 约占长股投的8% 基于公司2024年中 报债权投资规模进 行预测
	长期股权投资	12,698	0.83%		
	非标	27,398	1.91%		
中国平安	物权投资	164,073	3.49%	4.00%	2024年中报 2024年中报 2024年中报
	债权投资	35,055	0.75%		
	其他股权投资	8,297	0.18%		
中国太保	投资性房地产/物业	10,379	0.42%	2.67%	2024年中报 预计地产相关投资 约占长股投的10% 2024年中报中披露 的不动产占非公开 市场融资工具的数 据
	长期股权投资	2,313	0.10%		
	非标	48,361	2.15%		
新华保险	投资性房地产/物业	9,246	0.64%	3.71%	2024年中报 预计地产相关投资 约占长股投的15% 基于公司披露的非 标投资规模进行预 测
	长期股权投资	2,443	0.18%		
	非标	38,551	2.89%		

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

# 资产端：探索新准则下优质可配置资产

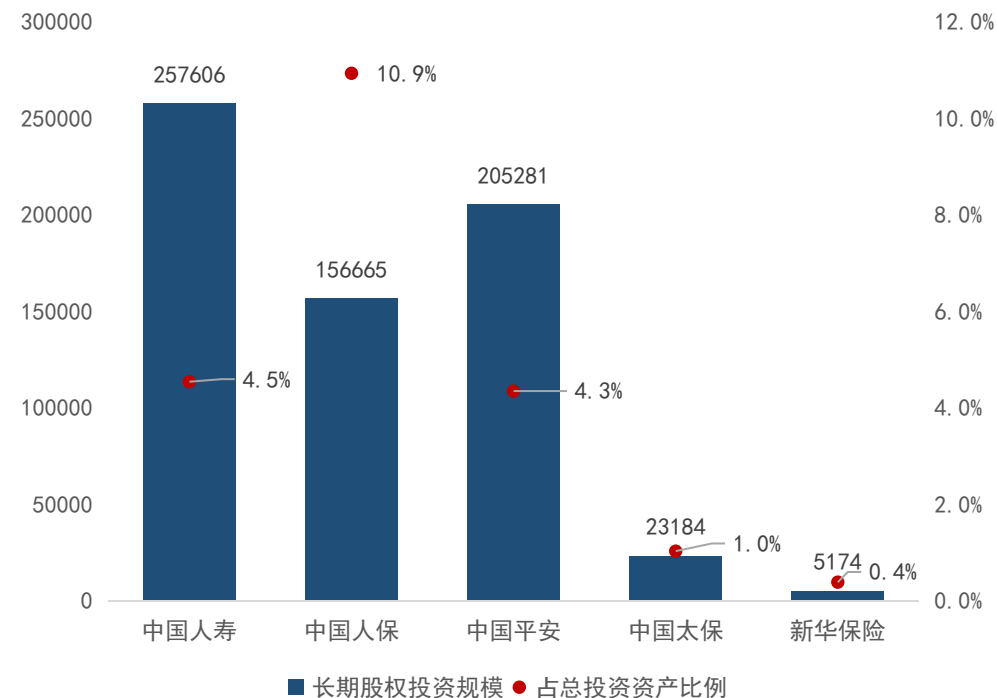
- **中国人寿及新华保险设立私募证券投资基金：**通过各自出资50%的方式成立私募基金，主要投向为二级市场优质的高分红类股票，会计方面主要按照FVOCI计量，能够有效降低投资收益波动，匹配险资长期需求。因此我们预计中国人寿和新华保险将通过私募基金配置部分OCI权益类资产，在把握长期高分红收益的同时降低利润表波动。
- **平安资管将京沪高铁间接持股转为直接持股：**挖掘优质的长期股权投资机遇，降低股价波动对利润表的影响，平滑中长期投资收益波动。

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其他综合收益科目，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

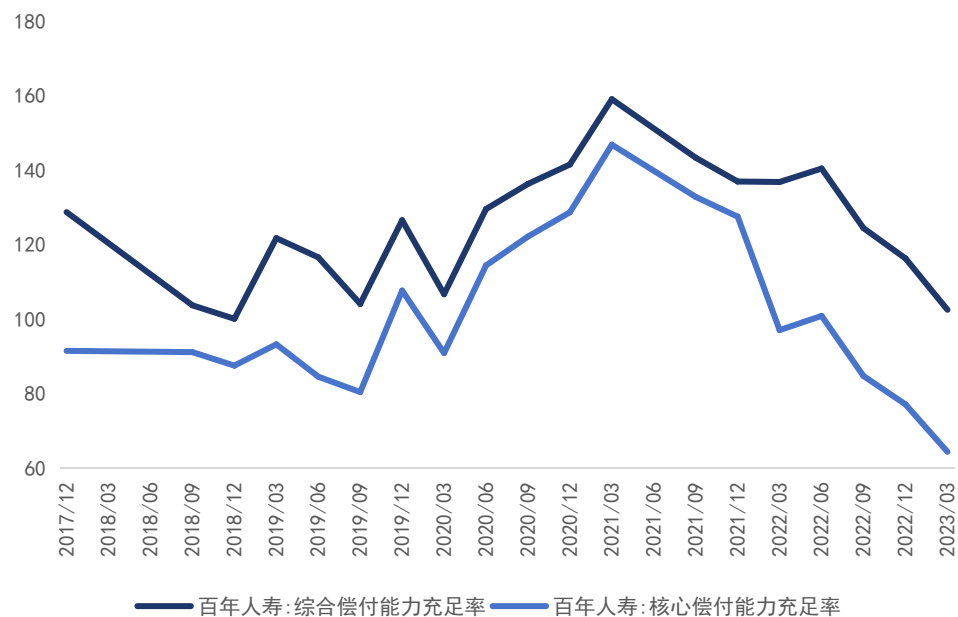
➤ 注册资金不足、负债端盲目扩张、资产端收益下行等进一步导致部分中小险企利差损风险加剧。截至2023年末，非上市人身险公司总亏损数额超142亿元，其中中邮人寿、建信人寿、渤海人寿等公司分别亏损114.7亿元、43.0亿元、31.0亿元。同时，部分中小险企偿付能力充足率或已接近监管红线，行业风险处置进度需进一步关注。

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）

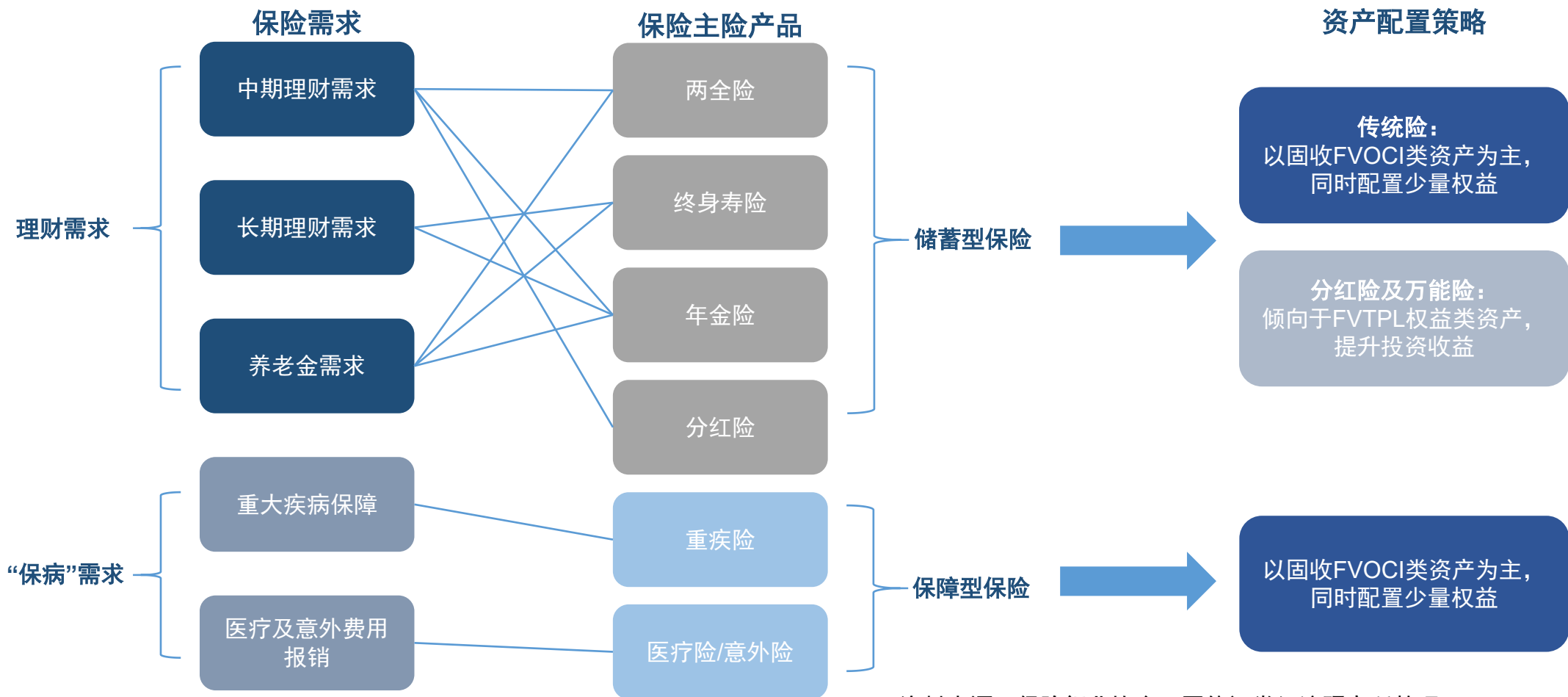
名称	及格线
综合偿付能力充足率	≥100%
核心偿付能力充足率	≥50%
风险综合评级	B及以上（含）

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

- 考虑到当前行业面临的养老、医疗、养康、储蓄等多元需求，叠加渠道及产品改革初见成效，我们预计2025年“开门红”保费同比增速约为7%至8%，对应NBV增速为25%。资产端方面，上市险企把握市场反弹机遇，投资收益显著回暖。展望后续，随着续期及新单保费规模的扩大，预计险资资产配置需求仍高，对应长债及高分红类资产（以OCI计量的资产）配置行情或将延续

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



[ 01 ] 格局篇：非银扩张的源泉

[ 02 ] 行为篇：存款搬家新格局

[ 03 ] 资金篇：多元资金齐布局

[ 04 ] 业绩篇：高景气下驱动力

[ 05 ] 推荐逻辑与风险提示

---

- **市场信息复苏，成交额逐步放大，证券板块有望凭借流动性改善去的超额收益。**展望各个业务条线：（1）经纪业务将充分受益于市场成交额放大，财富管理业务有望受益于ETF规模的扩张；（2）投行业务已处于阶段底部，股权融资低迷基础上对并购重组业务展开探索，或将使投行业务有所复苏；（3）资管业务规模稳健增长，在市场回暖背景下有望实现稳中向好发展；（4）利息净收入直接受益于两融规模扩张；（5）自营业务依托于良好的股债配置能力，投资收益率趋于稳健。
- **行情回暖趋势下，重点推荐：**一是资金使用效率高、机构客户储备强、业务条线全面的券商，受益标的：中信证券、华泰证券；二是并购整合落地后推进券商，受益标的：国联证券；三是AI革新，互联网券商受益于技术革新的持续推进，受益标的：东方财富。

表：上市券商估值及盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（百万元）	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600030.SH	中信证券	优于大市	30.33	449,507	1.39	1.53	21.86	19.87
601688.SH	华泰证券	优于大市	17.53	158,249	1.59	1.70	11.03	10.32
601456.SH	国联证券	优于大市	11.99	33,953	0.18	0.31	65.79	38.34
300059.SZ	东方财富	优于大市	25.90	408,846	0.57	0.62	45.32	41.80

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。数据截至2024.11.22

➤ 行业深化负债端渠道、产品、成本等领域的转型，人均产能及渠道质态得到显著改善，持续看好行业后续改革红利的持续释放。资产端方面，上市险企持续优化资产配置结构，把握市场反弹机遇，前三季度投资收益水平显著回暖。我们预计“开门红”期间增量机遇或集中于组合型产品策略带来的增量保险需求挖掘，从而为险企资产配置贡献稳定需求。考虑到当前行业面临的养老、医疗、养康、储蓄等多元需求，叠加渠道及产品改革初见成效，我们预计2025年“开门红”期间保费同比增速约为7%至8%，对应NBV增速为25%。资产端方面，展望2025年一季度，随着续期及新单保费规模的扩大和存量非标资产到期，预计险资资产配置需求仍高，对应长债及高分红类资产（以OCI计量的资产）配置行情或将延续，险资资金配置窗口期或集中在12月末至一季度末。我们持续看好险资一季度配置诉求的延续，建议关注财产险行业龙头标的中国财险，以及资产端高弹性的新华保险及中国人寿。

表：上市险企估值及盈利预测

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%	2024E	同比%	2024E	2025E	2024E	2025E
保险	中国财险	2328.HK	优于大市	12.22	2,718	504,480	6.6%	29,521	20.1%	1.28	1.44	1.04	0.96

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%	2024E	同比%	2024E	2025E	2024E	2025E
保险	新华保险	601336.SH	优于大市	50.13	1,564	88,984	24.4%	19,682	125.9%	4.35	5.36	0.54	0.50
	中国太保	601601.SH	优于大市	35.12	3,379	344,776	6.4%	32,002	17.4%	3.28	3.52	0.66	0.62
	中国人寿	601628.SH	优于大市	44.18	12487	908,163	8.4%	42,646	102.0%	1.45	1.80	0.94	0.86

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 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.GSI）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中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