



# 非银行金融行业研究

**增持（维持评级）**
**行业周报**  
 证券研究报告

**非银组**

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 联系人：方丽

shusiqin@gjzq.com.cn

fangli@gjzq.com.cn

## 非银业绩和估值与市场共振，关注强贝塔行情的持续

### 证券板块

**券商股有望迎来跨年行情。**近期中央政治局会议和中央经济工作会议先后召开，积极的政策基调有望再次点燃市场情绪。我们认为在政策催化+流动性宽松（中央政治局会议提出适度宽松货币政策）+基本面改善（预计24年业绩实现正增、25年上半年再低基数下增长延续）等条件催化下，券商板块有望迎来跨年行情。

**在政策利好和资金回暖双重利好下，叠加今年低基数，预计明年券商板块业绩与估值有望实现双重提升。**24年前三季度市场行情整体下行，券商经营业绩承压明显，9/24以来，券商经纪业务受益于交易量的放大，自营业务受益于股市上涨，同时券商互换便利工具提升权益敞口，有助于提高权益市场向上对其利润的弹性。市场行情向好叠加业绩低基数，我们预计券商业绩将实现底部回升，24年业绩增速有望实现正增长，25年业绩有望实现双位数增长。

**流动性宽松推动市场成交放量，2010年以来，每一轮货币宽松周期内券商板块均具有超额收益。**复盘2010年以来货币宽松的周期（分别是2012年1月到2013年的2月，2014年7月到2015年6月，2018年的10月到2019年的3月，2020年6月到2020年7月），四个阶段上证指数涨幅分别为9%、109%、14%以及14%，同期券商指数涨幅分别为56%、175%以及54%、29%，相较于大盘均有明显的超额收益。

**投资建议：**展望25年，流动性宽松+积极的政策基调，有利于提高市场的活跃度，待经济基本面预期回暖，股市有望进一步上行，利好券商板块估值和业绩双提升。复盘历次流动性宽松背景下券商估值扩张至1.9X以上，当前券商估值仅为1.6X，综合来看具有一定的上涨空间。券商板块建议关注三条主线：（1）强贝塔业务（权益投资弹性+交投弹性）券商基本面更加受益权益市场回暖。（2）国君海通并购效应带动下，券商并购预期增强，建议关注券商并购潜在标的的机会。（3）权益资管产品发行和管理具备优势的券商。

### 保险板块

**12月-Q1股市向上的β驱动引领，叠加开门红预期上修，有望带来保险股阶段性行情。**短期保险股行情预计仍由资产端的强贝塔属性驱动，如12月-Q1市场积极向上有望带来Q4-明年Q1利润高弹性增长。同时，继续关注开门红销售预期，将会是12月-Q1保险股阶段性行情的重要支撑。中长期保险股估值抬升静待顺周期逻辑的启动。

**我们预计25年开门红NBV有望实现增长。**居民风险偏好整体偏低叠加储蓄需求强劲，且预定利率再次下调后，传统储蓄险的收益率仍优于银行定期存款且具备长期保值增值优势，而分红险“保证2.0%+浮动产品”产品在市场回暖的情况下，销售难度降低；叠加价值率提升，25年开门红NBV有望实现同比正增长。

**个人养老金迎全国推广，养老金融市场预计将受提振，保险机构受益于购买流程简化，预计保险产品占比有望提升。**自12月15日起，个人养老金制度实施区域由36城推广面向全国。产品供给方面，在现有理财产品、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品的基础上，将国债纳入个人养老金产品范围；将特定养老储蓄、指数基金纳入个人养老金产品目录。我们认为，可投资产品的丰富有望大幅提升个人养老金制度的吸引力，居民覆盖面及参与意愿有望增强。对于保险机构，后续参加人在商业银行通过个人养老金资金账户线上购买商业养老保险产品的，取消“录音录像”要求，保险产品购买流程的复杂程度大幅下降，与其他金融产品看齐，占比有望继续提升。

**投资建议：**建议保险股关注3条主线：①权益市场β驱动估值反弹，关注高权益弹性标的；②25年开门红销售预期较好的标的。③财险Q1业绩预计在低基数下实现高增，Q1有望实现估值突破。

### 风险提示

1) 权益市场向下：将直接降低公司的投资收益，拖累利润表现；2) 长端利率大幅下行：进一步引发市场对保险公司利差损的担忧；3) 资本市场改革不及预期：中长线资金引入等投资端改革不及预期或利空券商财富管理和机构业务。



## 内容目录

一、市场回顾.....	3
二、数据追踪.....	3
三、行业动态.....	5
风险提示.....	6

## 图表目录

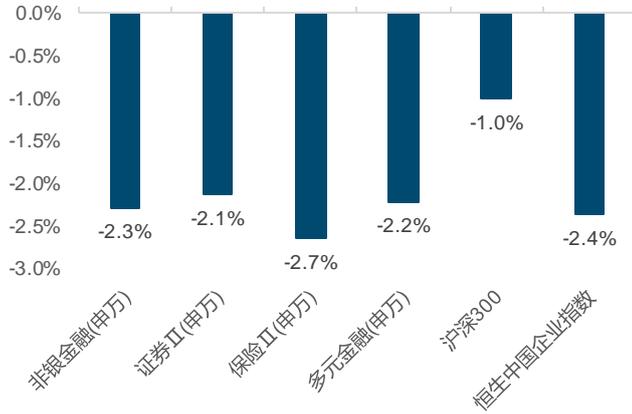
图表 1: 本周非银金融子行业表现.....	3
图表 2: 保险股周涨跌幅.....	3
图表 3: 券商股周涨跌幅.....	3
图表 4: 周度日均 A 股成交额 (亿元).....	4
图表 5: 月度日均股基成交额 (亿元) 及增速.....	4
图表 6: 融资融券余额走势 (亿元).....	4
图表 7: 各月权益公募新发份额 (亿份).....	4
图表 8: 各月股权融资规模 (亿元) 及增速.....	4
图表 9: 各月债承规模 (亿元) 及增速.....	4
图表 10: 非货公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份).....	5
图表 11: 权益公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份).....	5
图表 12: 长端利率走势 (%).....	5
图表 13: 红利指数累计涨跌幅.....	5
图表 14: 中央经济工作会议重点提法.....	6



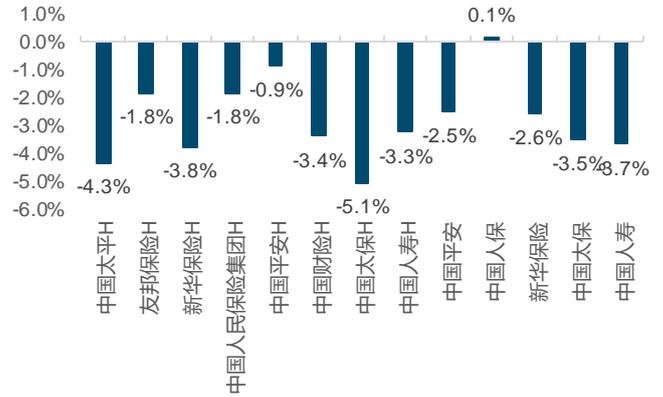
## 一、市场回顾

本周 A 股行情有所下行，沪深 300 指数-1.0%，非银金融（申万）下跌 2.3%，跑输沪深 300 指数 1.3pct，其中证券、保险、多元金融分别-2.1%、-2.7%、-2.2%，超额收益分别为-1.1pct、-1.6pct、-1.2pct。从核心个股表现来看，本周国联证券、第一创业、信达证券、中国人保涨幅居前，分别+8.7%、+6.5%、+1.6%、+0.1%。

图表1：本周非银金融子行业表现



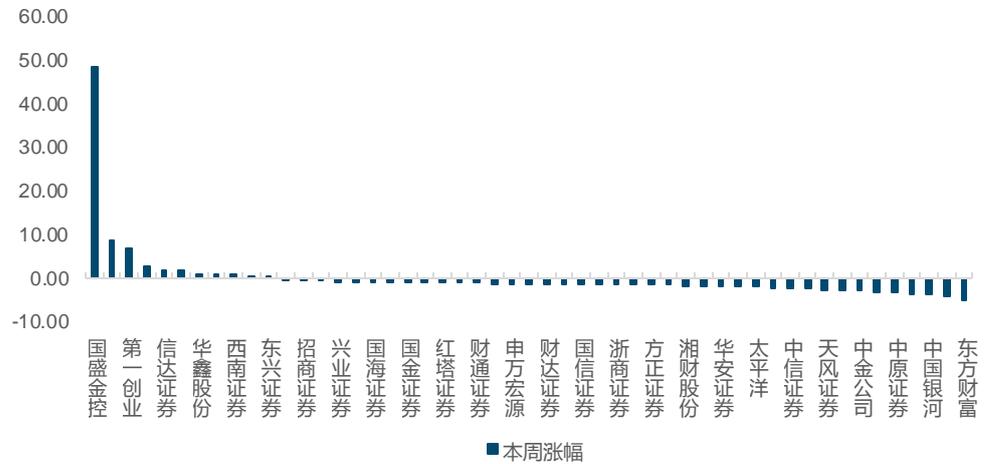
图表2：保险股周涨跌幅



来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 12 月 9 日至 12 月 15 日

来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 12 月 9 日至 12 月 15 日

图表3：券商股周涨跌幅



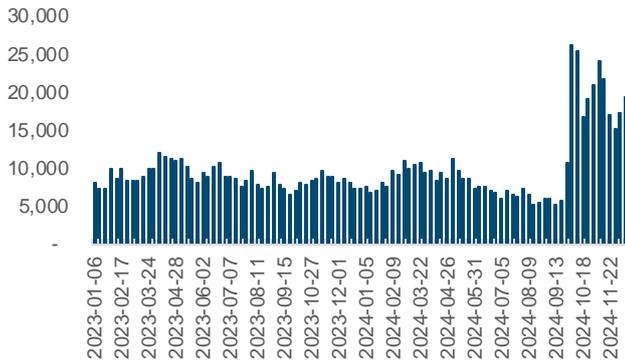
来源：wind，国金证券研究所 注：时间周期为 12 月 9 日至 12 月 15 日

## 二、数据追踪

**券商：**1) **经纪业务：**①交投：本周 A 股日均成交额 19329 亿元，环比+12.1%。24 年 1-11 月日均股基成交额 11591 亿元，同比+15.7%。②代销业务：24 年 1-11 月新发权益类公募基金基金份额合计 2833.3 亿份，同比+7.8%。2) **投行业务：**①股权承销：1-11 月 IPO/再融资合计募资规模分别 580/2172 亿元，同比分别-83%/-70%。②债券承销：1-11 月债券承销规模 125938 亿元，同比-0.5%。3) **资管业务：**截至 24 年 10 月末，①公募：非货公募 18.0 万亿元，较上月末-5.2%。权益类公募 7.9 万亿元，较上月末-2.1%。②私募：私募基金 19.9 万亿元，较上月末+1.5%。



图表4: 周度日均A股成交额(亿元)



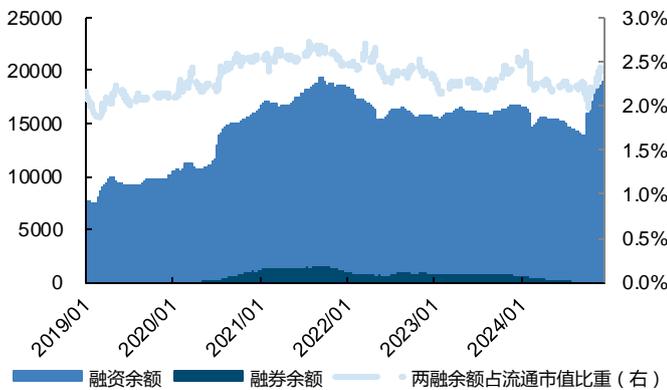
来源: wind, 国金证券研究所

图表5: 月度日均股基成交额(亿元)及增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表6: 融资融券余额走势(亿元)



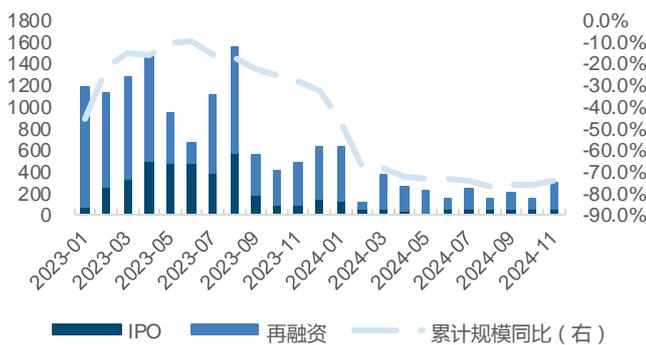
来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 各月权益公募新发份额(亿份)



来源: wind, 国金证券研究所

图表8: 各月股权融资规模(亿元)及增速



来源: wind, 国金证券研究所

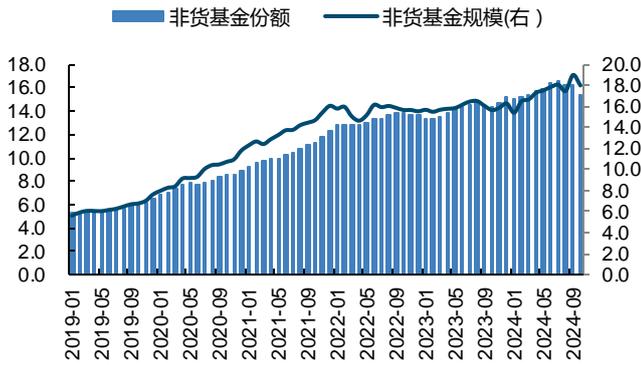
图表9: 各月债承规模(亿元)及增速



来源: wind, 国金证券研究所

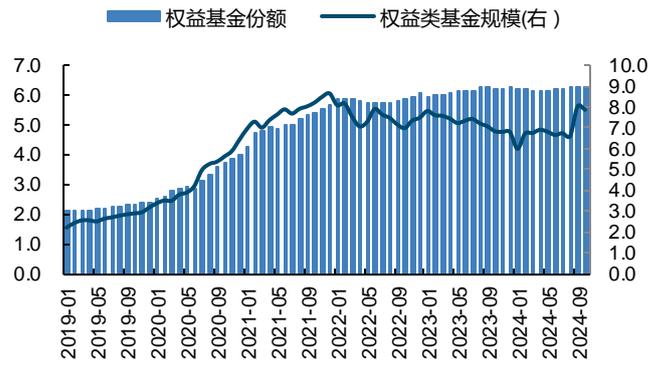


图表10: 非货公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份)



来源: wind, 国金证券研究所

图表11: 权益公募存量规模&份额 (万亿元/万亿份)



来源: wind, 国金证券研究所

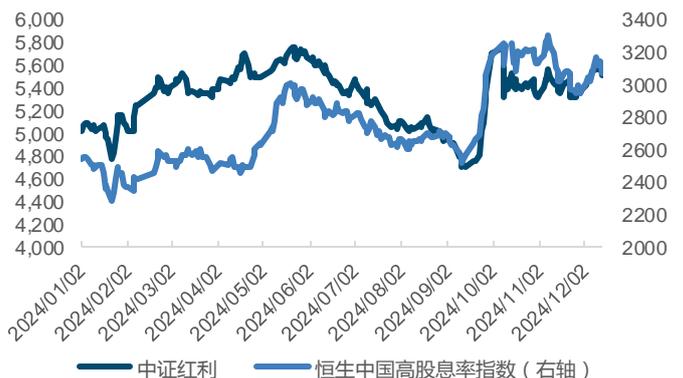
**保险:** 本周 10 年期国债到期收益率-14bps 至 1.78%, 30 年期国债到期收益率-11bps 至 2.01%。本周中证全债指数、中证国债指数、中证信用债 AAA 指数分别+0.91%、+1.12%、+0.35%。

图表12: 长端利率走势 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表13: 红利指数累计涨跌幅



来源: wind, 国金证券研究所

### 三、行业动态

#### 【中央政治局会议重提货币政策适度宽松】

政治局会议提到“加强超常规逆周期政策调节”、“稳住楼市股市”和“适度宽松”，超市场预期。2024 年 12 月 9 日，中共中央政治局今日召开会议，提到要“实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市”，同时要“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节”。其中，“稳住楼市股市”政策基调相比以往更加明确；货币政策转为“适度宽松”，之前仅在 2009-2010 年实施过，期间大型/中小型存款准备金率分别累计下调 2pct/4pct，一年期存贷款利率分别累计下调 1.62pct/1.89pct；并首次提到“超常规”。

流动性宽松推动市场成交放量，带来券商板块的估值提升与盈利改善。2010 年以来，每一轮货币宽松周期内券商板块均具有较高的配置价值。复盘 2010 年以来货币宽松的周期（分别是 2012 年 1 月到 2013 年的 2 月，2014 年 7 月到 2015 年 6 月，2018 年的 10 月到 2019 年的 3 月，2020 年 6 月到 2020 年 7 月），四个阶段上证指数涨幅分别为 9%、109%、14%以及 14%，同期券商指数涨幅分别为 56%、175%以及 54%、29%，相较于大盘均有明显的超额收益。



【中央经济工作会议重点提法】

图表14：中央经济工作会议重点提法

重要提法	具体论述
不断深化对经济工作的规律性认识	必须统筹好有效市场和有为政府的关系，形成既“放得活”又“管得住”的经济秩序。 必须统筹好总供给和总需求的关系，畅通国民经济循环。 必须统筹好培育新动能和更新旧动能的关系，因地制宜发展新质生产力。 必须统筹好做优增量和盘活存量的关系，全面提高资源配置效率。 必须统筹好提升质量和做大总量的关系，夯实中国式现代化的物质基础。
保持经济稳定增长	明年要保持经济稳定增长，保持就业、物价总体稳定，保持国际收支基本平衡，促进居民收入增长和经济增长同步。 提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。 加大财政支出强度，加强重点领域保障。
实施更加积极的财政政策	增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。 增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。 优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重惠民生、促消费、增后劲，兜牢基层“三保”底线，党政机关要坚持过紧日子。
实施适度宽松的货币政策	适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。
全方位扩大国内需求以科技创新引领新质生产力发展	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求 综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
发挥经济体制改革牵引作用	深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性。 持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。
有效防范化解重点领域风险	合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。 推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。 稳妥处置地方中小金融机构风险。 央地协同合力打击非法金融活动。
预期管理	加强预期管理，协同推进政策实施和预期引导，提升政策引导力、影响力。

来源：国金证券研究所

【吴清主席主持召开党委（扩大）会议，继续推动中长期资金入市】

12月14日，中国证监会党委书记、主席吴清主持召开党委（扩大）会议，传达学习中央经济工作会议精神，结合全国金融系统工作会议要求，研究部署证监会系统贯彻落实工作。会议强调，深化资本市场投融资综合改革。抓好推动中长期资金入市工作，协同构建完善全国社保基金、保险、年金、理财等“长钱长投”的制度环境，进一步打通卡点堵点，充沛源头活水。推动股票发行注册制走深走实，深化科创板、创业板、北交所改革，健全多层次资本市场服务体系。把握好改革的时度效，适时推出一批典型案例，以点带面激发市场活力。坚持以开放促改革，稳步推进与境外市场互联互通，更好支持企业用好两个市场、两种资源。完善REITs管理基础制度，助力盘活存量资产。

风险提示

- 1) 权益市场波动：将直接降低公司的投资收益，拖累利润表现；
- 2) 长端利率大幅下行：进一步引发市场对保险公司利差损的担忧；
- 3) 资本市场改革不及预期：中长线资金引入等投资端改革不及预期或利空券商财富管理和机构业务。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究