

2025年01月06日

超配

SFISF扩容落地，把握板块回调后的配置机遇

——非金融行业周报（20241230-20250105）

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

1.渠道产品转型深化，春回草木业态复苏——人身险行业研究框架专题报告

2.央企市值管理强化，偿二代二期延长一年过渡期——非金融行业周报（20241216-20241222）

3.寿险改善财险稳健，业务重心转向2025“开门红”预录——上市险企2024年11月保费点评

投资要点:

- 行情回顾:** 上周非银指数下跌9.9%，相较沪深300超跌4.7pp，其中券商与保险指数呈现同步下跌态势，分别为-11.33%和-6.37%，证券指数超跌明显。市场数据方面，上周市场股基日均成交额15621亿元，环比上一周降低1.5%；两融余额1.84万亿元，环比上一周降低2%；股票质押市值2.6万亿元，环比上一周降低7.4%。
- 券商: 互换便利操作加速落地，股票回购增持再贷款政策优化。** 1) 央行于上周启动第二次互换便利操作，有以下几方面特点：一是操作金额较第一批增长50亿元至550亿元，且首批操作已全部落地，实际投放超过90%，体现广阔的市场需求和更大力度的顶层支持，目前两次互换操作合计达1050亿元；二是中标费率由第一批20bp下调至10bp，操作成本的降低有利于提高参与机构的积极性；三是质押品范围较第一批新增限售股和港股通股票，标的扩容给予参与机构投资选择上更大的灵活性和有效性；四是在第一批20家参与机构基础上增选了20家机构，目前已形成40家备选机构池，后续批次仍将进一步扩容；五是中國結算对所有涉及SFISF的證券質押登記費實施減半收取的優惠措施。我們認為多措並舉有望引導更多增量資金入市，改善市場活躍度，提振市場預期，進而提升資本市場內在穩定性。2) 上周监管对股票回购增持再贷款政策进行了调整优化，降低最低自有资金比例至10%，降低了参与门槛，减轻借款人资金压力；也允许以其持有的其他股票进行质押，降低市场主体获贷难度和成本。
- 保险: 年末险资举牌频发，投资端股债双重承压导致板块回调。** 1) 年末险资举牌频发，主要是出于市场风格切换和基金获利了结的原因考虑，红利资产备受青睐，险资对银行股的配置一方面是在长端利率持续下行的背景下（10年期国债收益率现已下探至1.6%左右），灵活调整权益配置，顺应中长期资金入市号召，推动FVOCI资产占比提升，以低股价波动和稳定的分红回报夯实投资表现；另一方面在去年取消“1+3”银保渠道约束的基础上，以更大的持股比例提升险企在“关键少数”中的影响力和话语权，进而推动银保业务合作持续深化。2) 上周板块回调主要源于市场对投资端股债双重承压的担忧，一方面长端利率走低导致再配置收益承压，但分阶段下调的预定利率结合险企开门红主推的分红型产品，已大幅降低负债成本，利差损风险整体可控；另一方面新年伊始的交易日表现低迷，但我们对创新货币政策工具的落地和积极的监管政策引导较为乐观，坚信监管提升市场长期活力的方向不改，板块回调已充分释放资本市场的调整预期，向上弹性有望加速显现，应重视估值低位下的配置机遇。
- 投资建议:** 1) 券商: 资本市场新“国九条”顶层设计指引明确了培育一流投资银行的有效性和方向性，活跃资本市场的长逻辑不变，建议把握并购重组、高“含财率”和ROE提升三条逻辑主线，个股建议关注资本实力雄厚且业务经营稳健的大型券商配置机遇；2) 保险: 新“国十条”聚焦强监管、防风险框架下的高质量发展，并以政策支持优化产品设计、提升渠道价值，建议关注具有竞争优势的大型综合险企。
- 风险提示:** 资本市场改革不及预期，长端利率超预期下行与权益市场剧烈波动，新单销售不及预期，系统性风险对业绩和估值的压制。

正文目录

1. 周行情回顾	4
2. 市场数据跟踪	6
3. 行业新闻	7
4. 风险提示	8

图表目录

图 1 A 股大盘走势（截至 2025/1/3）	4
图 2 日均股基成交额表现	6
图 3 沪深交易所换手率表现	6
图 4 融资余额及环比增速	6
图 5 融券余额及环比增速	6
图 6 股票质押参考市值及环比增速	6
图 7 十年期利率走势	6
图 8 股票承销金额表现	7
图 9 债券承销金额及环比	7
表 1 指数涨跌幅（截至 2025/1/3）	4
表 2 A 股券商前十涨幅表现（截至 2025/1/3）	4
表 3 A 股保险最新表现（截至 2025/1/3）	5
表 4 A 股多元金融前十涨幅表现（截至 2025/1/3）	5
表 5 主要港美股最新表现（截至 2025/1/3）	5
表 6 行业新闻一览	7

1.周行情回顾

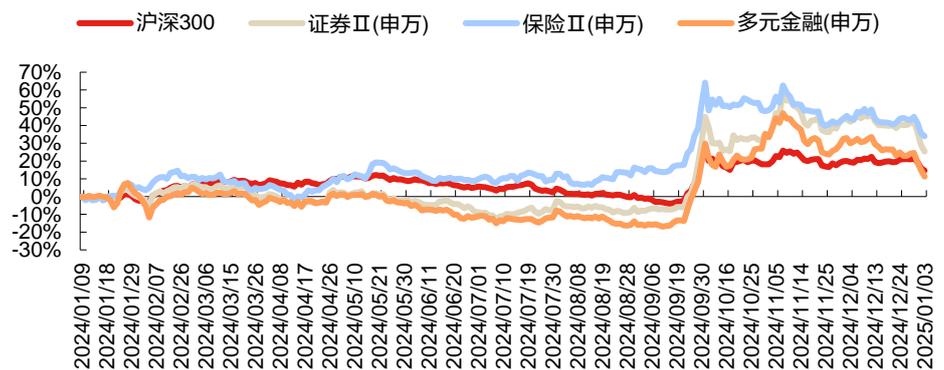
上周宽基指数方面，上证指数下跌 5.6%，深证成指下跌 7.2%，沪深 300 下跌 5.2%，创业板指数下跌 8.6%；行业指数方面，非银金融(申万)下跌 9.9%，其中证券 II (申万)下跌 11.3%，保险 II (申万)下跌 6.4%，多元金融(申万)下跌 10.4%。

表1 指数涨跌幅（截至 2025/1/3）

代码	指数名称	周涨跌幅	1 个月 涨跌幅	3 个月 涨跌幅	年初至今 涨跌幅
000001.SH	上证指数	-5.6%	-4.6%	-3.7%	-4.2%
399001.SZ	深证成指	-7.2%	-6.7%	-6.0%	-5.0%
000300.SH	沪深 300	-5.2%	-4.0%	-6.0%	-4.1%
399006.SZ	创业板指数	-8.6%	-8.9%	-7.3%	-5.9%
801790.SI	非银金融(申万)	-9.9%	-10.6%	-6.7%	-7.2%
801193.SI	证券 II (申万)	-11.3%	-11.8%	-4.1%	-8.1%
801194.SI	保险 II (申万)	-6.4%	-7.0%	-11.9%	-5.3%
801191.SI	多元金融(申万)	-10.4%	-14.4%	-6.6%	-6.8%

资料来源：Wind，东海证券研究所

图1 A 股大盘走势（截至 2025/1/3）



资料来源：Wind，东海证券研究所

表2 A 股券商前十涨幅表现（截至 2025/1/3）

证券代码	中文简称	最新股价	周涨跌幅	总市值（亿元）	PE(TTM)	PB(MRQ)	A/H 溢价
601211.SH	国泰君安	17.57	-7.3%	1,564.39	15.23	1.03	82%
600837.SH	海通证券	10.40	-8.3%	1,358.68	-33.86	0.84	79%
000776.SZ	广发证券	15.22	-8.3%	1,159.93	14.62	0.98	65%
600999.SH	招商证券	17.88	-8.6%	1,554.94	16.35	1.40	36%
601688.SH	华泰证券	16.53	-8.8%	1,492.21	9.51	0.93	45%
002926.SZ	华西证券	7.90	-9.1%	207.38	67.79	0.90	N/A
601555.SH	东吴证券	7.39	-9.2%	367.19	17.59	0.91	N/A
002670.SZ	国盛金控	12.52	-9.4%	242.27	4,424.44	2.20	N/A
600918.SH	中泰证券	6.22	-9.6%	433.45	105.93	1.17	N/A
002939.SZ	长城证券	7.67	-9.8%	309.44	23.38	1.05	N/A

资料来源：Wind，东海证券研究所

表3 A股保险最新表现（截至 2025/1/3）

证券代码	证券简称	最新收盘价	周涨跌幅	周成交额（亿元）	A/H 溢价率	A-PEV(25E)
601318.SH	中国平安	50.30	-5.6%	141.39	24%	0.55
601601.SH	中国太保	31.65	-7.2%	51.22	49%	0.50
601628.SH	中国人寿	39.32	-7.5%	23.03	203%	0.75
601336.SH	新华保险	46.18	-8.7%	47.53	125%	0.48
601319.SH	中国人保	6.96	-9.3%	27.65	105%	N/A
000627.SZ	天茂集团	3.96	-21.3%	34.41	N/A	N/A

资料来源：Wind，东海证券研究所

表4 A股多元金融前十涨幅表现（截至 2025/1/3）

证券代码	证券简称	最新股价	周涨跌幅	总市值（亿元）	PE(TTM)	PB(MRQ)
600901.SH	江苏金租	5.17	-0.8%	299.47	10.52	1.28
002608.SZ	江苏国信	7.35	-7.2%	277.69	9.82	0.87
000617.SZ	中油资本	6.52	-8.9%	824.26	20.60	0.81
000935.SZ	四川双马	13.55	-9.1%	103.45	18.42	1.40
000563.SZ	陕国投 A	3.38	-9.4%	172.85	14.59	0.98
002961.SZ	瑞达期货	13.40	-9.7%	59.63	17.77	2.19
600061.SH	国投资本	7.02	-10.1%	448.86	22.33	0.88
600927.SH	永安期货	12.47	-10.4%	181.51	30.84	1.44
002423.SZ	中粮资本	12.46	-10.5%	287.09	21.21	1.32
600390.SH	五矿资本	6.00	-11.0%	269.88	17.74	0.63

资料来源：Wind，东海证券研究所

表5 主要港美股最新表现（截至 2025/1/3）

证券代码	证券简称	币种	最新股价	周涨跌幅	总市值（亿元）	PE(TTM)	PB(MRQ)
HOOD.O	ROBINHOOD MARKETS	USD	41.35	6.0%	365.52	69.62	5.07
HUIZ.O	慧择	USD	3.35	3.7%	0.33	11.53	0.57
SQ.N	BLOCK	USD	92.16	3.6%	571.22	54.23	2.87
AFRM.O	AFFIRM	USD	66.50	2.9%	208.85	-46.81	7.37
1299.HK	友邦保险	HKD	55.50	-1.4%	6,011.60	15.95	1.96
2588.HK	中银航空租赁	HKD	59.50	-1.6%	412.94	5.50	0.87
WDH.N	水滴公司	USD	1.16	-1.7%	4.28	9.35	0.65
3360.HK	远东宏信	HKD	5.53	-1.8%	238.90	4.19	0.45
FUTU.O	富途控股	USD	80.63	-2.7%	111.21	19.42	3.04
0388.HK	香港交易所	HKD	287.00	-3.4%	3,638.69	30.66	7.19
TIGR.O	老虎证券	USD	6.61	-4.1%	12.21	39.57	2.27
0966.HK	中国太平	HKD	11.14	-4.5%	400.37	6.68	0.51
NOAH.N	诺亚控股	USD	11.03	-4.7%	7.39	8.90	0.53
6060.HK	众安在线	HKD	11.00	-7.3%	161.68	3.77	0.73
1833.HK	平安好医生	HKD	6.19	-7.6%	69.25	-296.36	0.47

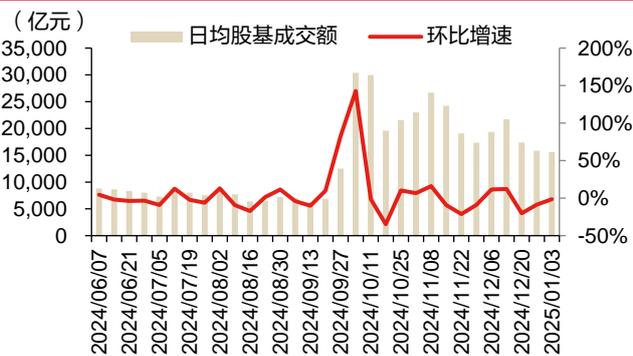
资料来源：Wind，东海证券研究所

2.市场数据跟踪

经纪：上周市场股基日均成交额 15621 亿元，环比上一周降低 1.5%；上证所日均换手率 1.07%，深交所日均换手率 2.84%。

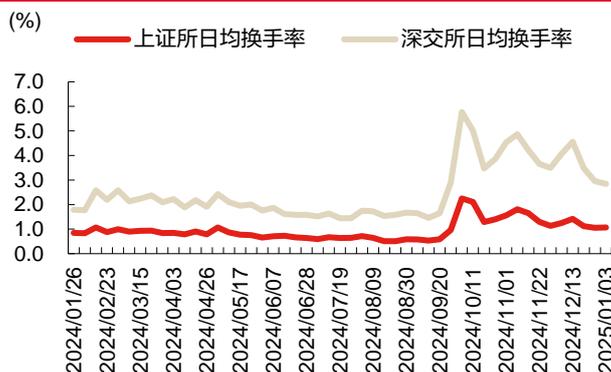
信用：两融余额 1.84 万亿元，环比上一周降低 2%，其中融资余额 1.83 万亿元，环比上一周降低 2%；融券余额 96 亿元，环比上一周降低 8%；股票质押市值 2.6 万亿元，环比上一周降低 7.4%。

图2 日均股基成交额表现



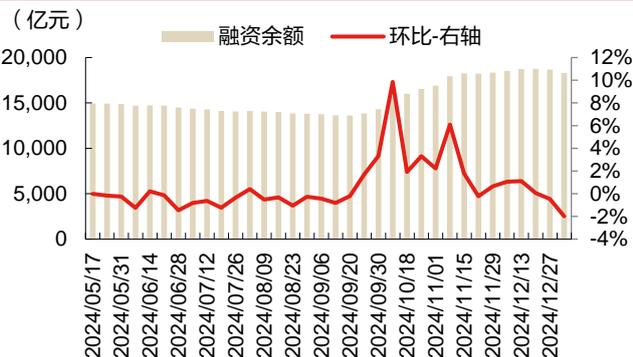
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 沪深交易所换手率表现



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 融资余额及环比增速



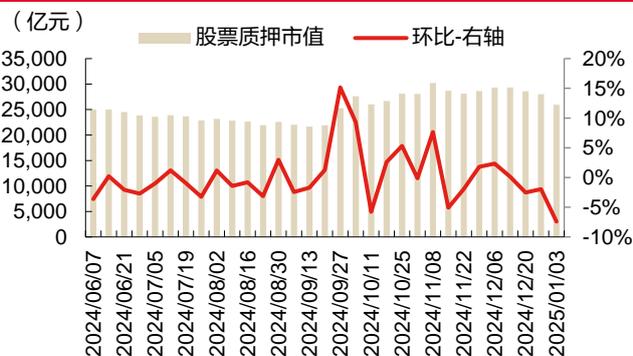
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 融券余额及环比增速



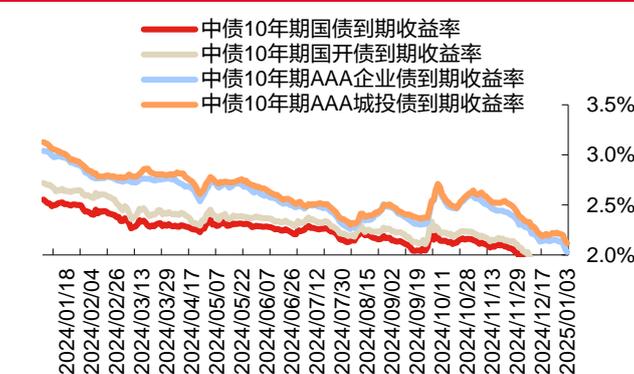
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 股票质押参考市值及环比增速



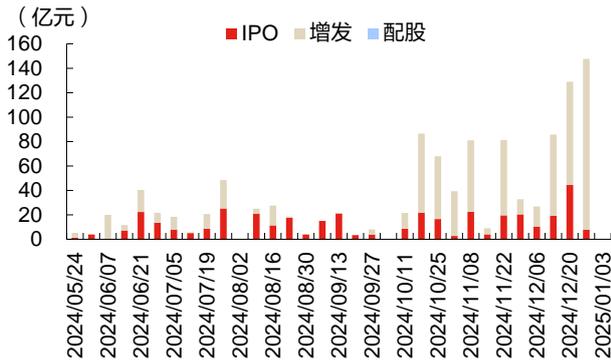
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 十年期利率走势



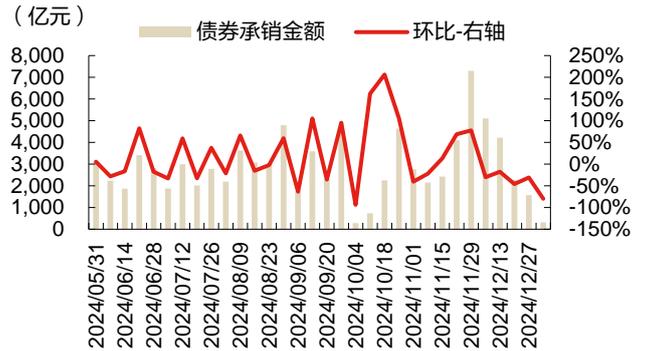
资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 股票承销金额表现



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 债券承销金额及环比



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.行业新闻

表6 行业新闻一览

日期	来源	内容
2024/12/31	央行，证监会	在首批 20 家参与机构基础上，根据分类评价、合规风控等条件增选了 20 家参与机构，形成 40 家备选机构池。每批次操作时，根据意向参与规模筛选出 20 家左右的机构参与中国人民银行招标操作。目前，第二次互换便利操作的各项准备工作就绪，今天开始操作。中国证监会要求相关机构充分发挥专业投资能力，加强合规风控管理，有效发挥稳市货币政策工具功能，加强和改善市场预期管理，促进资本市场稳定健康发展。
2025/1/2	央行	启动了第二次互换便利操作，并于 2025 年 1 月 2 日完成招标。本次操作金额为 550 亿元，采用费率招标方式，20 家机构参与投标，最高投标费率 30bp，最低投标费率 10bp，中标费率为 10bp。
2025/1/3	证监会	就修改《证券发行与承销管理办法》部分条款向社会公开征求意见，授权证券交易所制定分类配售的具体要求，将第十二条第三款修改为：“对网下投资者进行分类配售的，同类投资者获得配售的比例应当相同。公募基金、社保基金、养老金、年金基金、保险资金和合格境外投资者资金的配售比例应当不低于其他投资者。分类配售的具体要求适用证券交易所相关规定。”同时，根据《公司法》《上市公司股东减持股份管理暂行办法》等的修订情况，对第二十一条、第二十七条、第三十三条、第三十八条进行相应修改，并新增一条作为第六十一条。
2025/1/3	证券业协会	制定发布《网下专业机构投资者“白名单”管理指引（试行）》。对部分调控进行修改，包括要求网下投资者进行分类配售的，同类投资者获得配售的比例应当相同。

资料来源：Wind，东海证券研究所

4.风险提示

1) 资本市场改革不及预期。监管政策调整可能导致业务发展策略落地不到位，包括对衍生品、直接融资等券商业务监管的收紧，可能进一步影响投资者对于市场发展的信心，进而影响一级市场募投管退链条的畅通与二级市场交易活跃度等。

2) 长端利率超预期下行与权益市场剧烈波动。长端利率超预期下行影响险资固收资产再配置，权益市场大幅波动影响股票交投活跃度，投资者风险偏好降低拖累市场景气度，宏观环境下行影响市场基本面。

3) 新单销售不及预期。保障需求释放放缓、理财产品竞争力提升均会影响保险新单销售节奏，进而影响代理人收入、留存和价值增长。

4) 系统性风险对业绩和估值的压制。市场行情的负面影响超预期、中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期等系统性风险，可能提升重资本业务的风险，进而影响业绩预期和估值中枢。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089