

# 谋而后动 ——金融机构财报里的配置动向

行业研究 · 深度报告

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：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：陈俊良

021-60875161

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

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

- 新一轮降息周期正在启动。中美贸易对抗持续升级，正在重塑全球货币政策的底层逻辑，对我国而言，货币政策保持宽松周期以对冲经济下行压力。宏观冲击下，避险情绪加速存款定期化趋势。居民部门和企业为应对不确定性，活期存款逐步定期化，这导致了银行资产端与负债端下行的不对称。在这种情况下，削减高成本存款，加速存款搬家，促进我国商业银行负债成本下行，这既是贸易战冲击下经济系统与金融机构自我调节的必然选择，更是宏观总量上逆周期调控政策传导的关键枢纽之一。
- 商业银行存款迁徙推动资管行业破局和转型。在利率下行与资本市场改革的双重驱动下，中国居民金融资产正经历从储蓄存款向财富管理产品的历史性迁徙。银行理财、公募基金、保险资管三大资管主力军，正依托各自禀赋构建差异化竞争力。银行理财以固收型产品为主，筑牢零售理财基本盘；保险资管守护长期财富安全，资产端加大红利资产配置，负债端推动产品净值波动化；公募基金被动态化转型方兴未艾，共同构建起多层次金融市场和资本市场生态，匹配低利率环境资产配置方向，为居民财富保值增值提供解决方案。
- 风险提示：资本市场波动、长端利率下行、宏观经济的不确定性等。

[ 01 ] 银行资负：存款搬家新去处

---

[ 02 ] 银行理财：存款替代新调整

[ 03 ] 保险资管：红利行情新泛化

[ 04 ] 证券基金：资金流动新动向

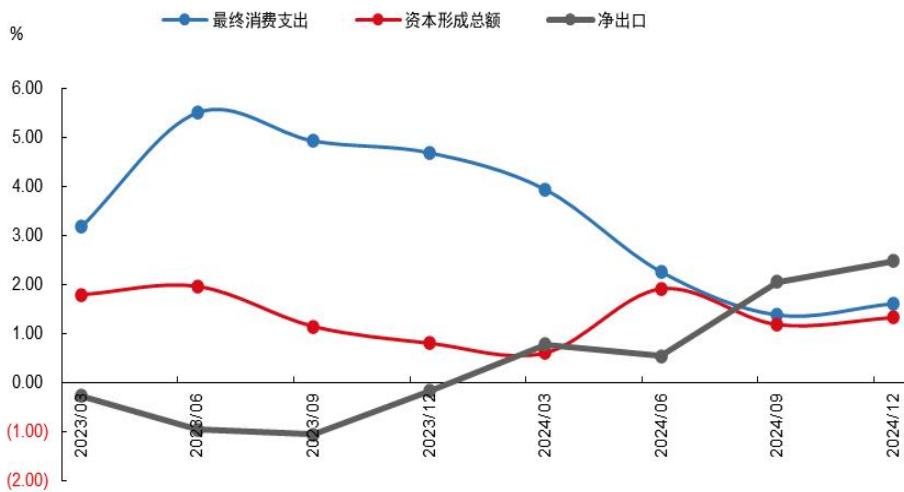
[ 05 ] 投资建议：策略思维，守而后攻

# 央行：通缩压力增加，货币政策更趋宽松

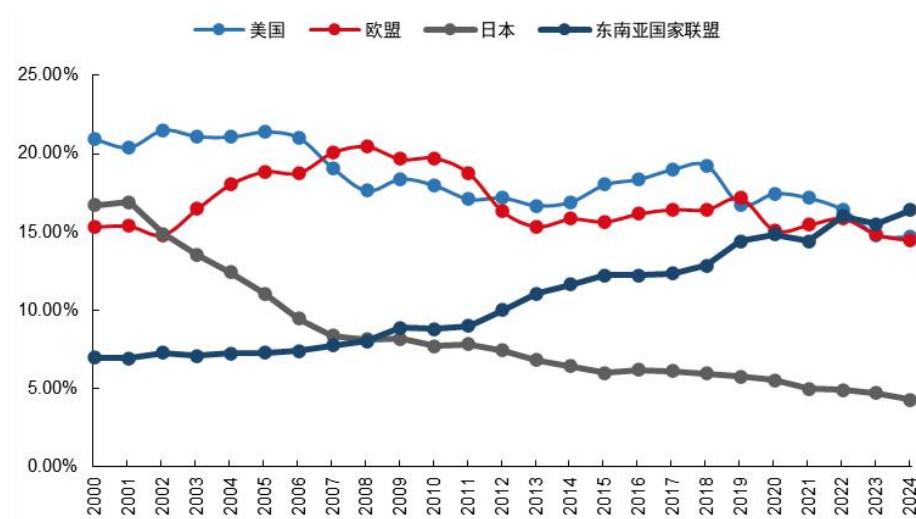


- 贸易战全面升级短期冲击我国经济，逆周期政策有望进一步加码。特朗普新一轮关税策略将中国置于核心打击位置，中国迅速采取同等反制措施，中美贸易战全面升级，短期内不可避免地对我出口造成负面影响，逆周期政策有望进一步加码对冲。
- 去年9月来的一系列政策虽然提振了市场信心，但在外部环境不确定性较大，以及国内房地产市场仍没有明确企稳迹象的大背景下，内需呈现出有坚实的底部基础，但没有看到明显改善的迹象。
- 当前贸易战全面升级将对我国外贸造成重大冲击，避险情绪概率进一步扩大，这会影响居民和实体企业的信心，尤其是民营企业的投资将变得更加谨慎，这也会制约我国内需的稳步复苏。另外，美国对中国全方位的打击不仅冲击我国外贸，短期也对我国产业升级提出了挑战

图：净出口对单季GDP同比的拉动



图：2018年以来我国对美出口依赖度持续下降



资料来源：WIND，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

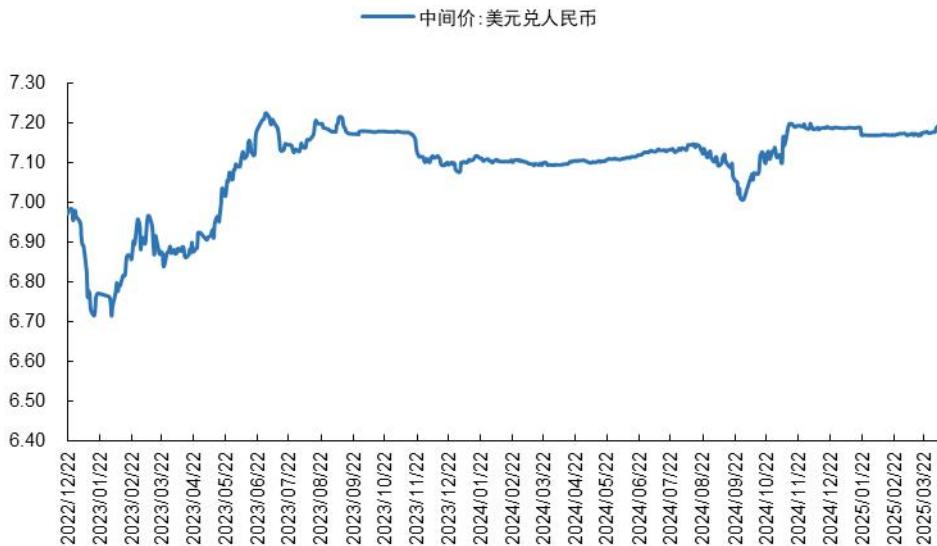
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

# 央行：通缩压力增加，货币政策更趋宽松（续）



- 央行将采取更加宽松的货币政策，降息短期或受人民币贬值掣肘，二季度降准确定性高。同时，考虑到关税冲击下财政政策积极发力，以及银行资本补充债的发行等因素，预计二季度银行资金缺口较大，降准的基础上，央行或还会重启国债买卖和买断式逆回购操作。
- ✓ 2025年政府债券合计规模约13.86万亿元（包括2万亿元置换债，以及0.5万亿元大行注资债），一季度政府债券发行规模4.1万亿元，财政政策节奏前置。4月贸易战全面升级，预计逆周期政策继续发力，二季度政府债券发行规模依然较大，加上0.5万亿元的注资特别国债也在二季度完成发行，大型银行面临较大的资金缺口。

图：人民币短期贬值压力较大



资料来源：WIND，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

图：政府债券发行规模

表：2025年二季度中央金融机构注资特别国债发行安排

月份	期限(年)	招标日期	首发/续发	付息方式
4月	5	4月24日	首发	按年付息
5月	5	5月14日	续发	按年付息
	7	5月14日	首发	按年付息
6月	7	6月4日	续发	按年付息

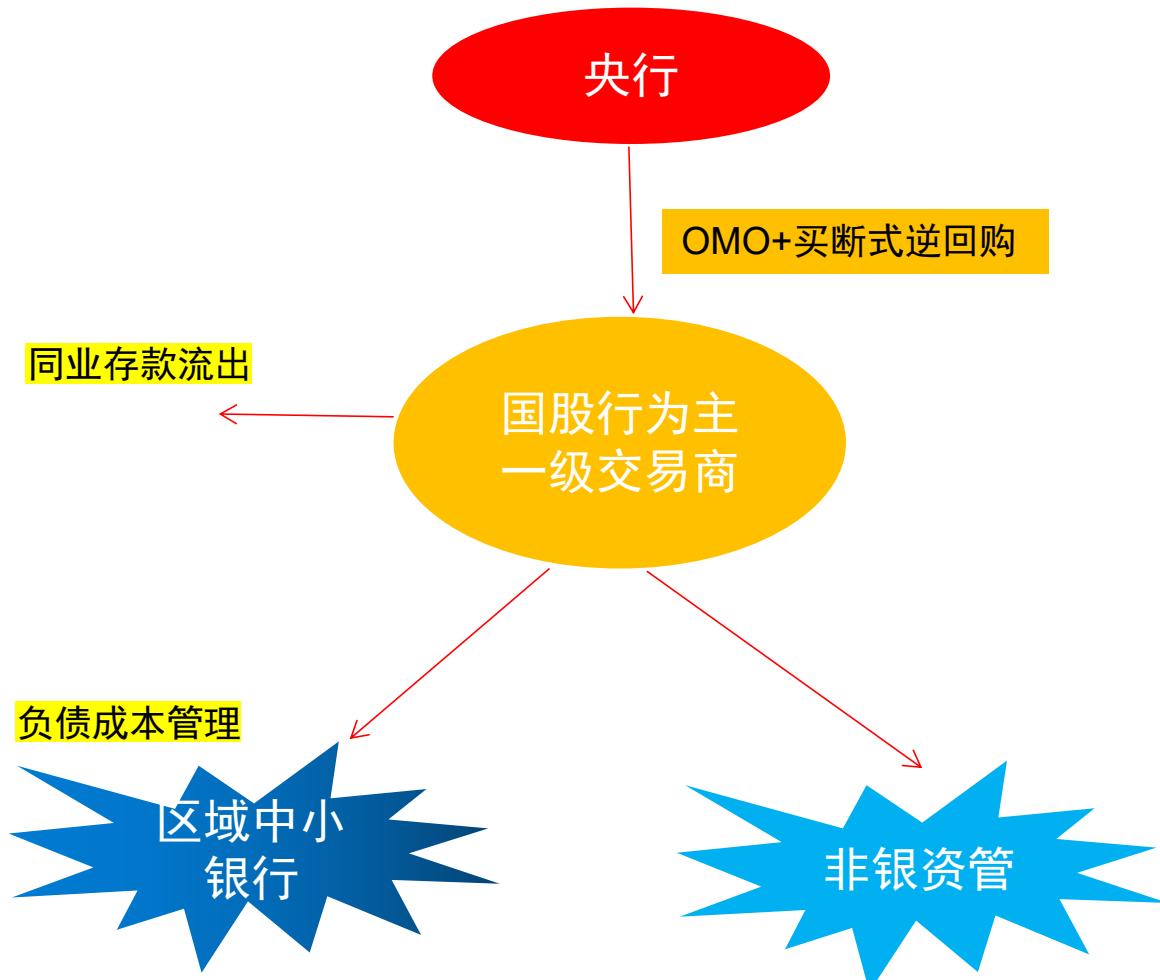
资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

- “保持流动性充裕”说明了中国人民银行货币政策的取向是适度宽松。与2024年相比，中国人民银行想通过现有政策工具降低市场基准利率，加快M2增速，从而实现 GDP增速5%左右、通货膨胀率涨幅2%左右的货币政策最终目标。
  - 中国人民银行可以进一步放松货币政策，通过降息、扩大公开市场操作规模等手段，支持财政政策，使之既能为基础设施投资提供资金，又不会抬高利率水平，导致“挤出”民间投资。
  - 今年人民币对美元汇率的贬值压力，应该要大于上一年度，但仍处在正常范围内。
- 
- 根据金融时报的报道，中国社会科学院学部委员余永定表示降准降息的“择时”主要基于三个触发因素：
    - 其一，**如果中国宏观经济形势出现某种不利变化**，如面临美国加征关税等外部冲击，对中国经济产生负面影响，中国人民银行可能进一步降准降息，刺激经济增长。
    - 其二，**如果扩张性财政政策产生的加息压力**，削弱了财政扩张效果，中国人民银行就可能加大公开市场操作力度，增加流动性供给，进一步降低利率，甚至在二级市场买入新增发的国债，使扩张性财政政策充分发挥作用。
    - 其三，**当资本市场（股市、楼市）遭受某种冲击暴跌**，引发系统性经济金融风险时，中国人民银行不但需要大幅降息，提供充分的流动性，甚至要直接入市干预，从而稳定资产价格。

# 央行流动性态度：从偏紧到宽松，择机降准降息

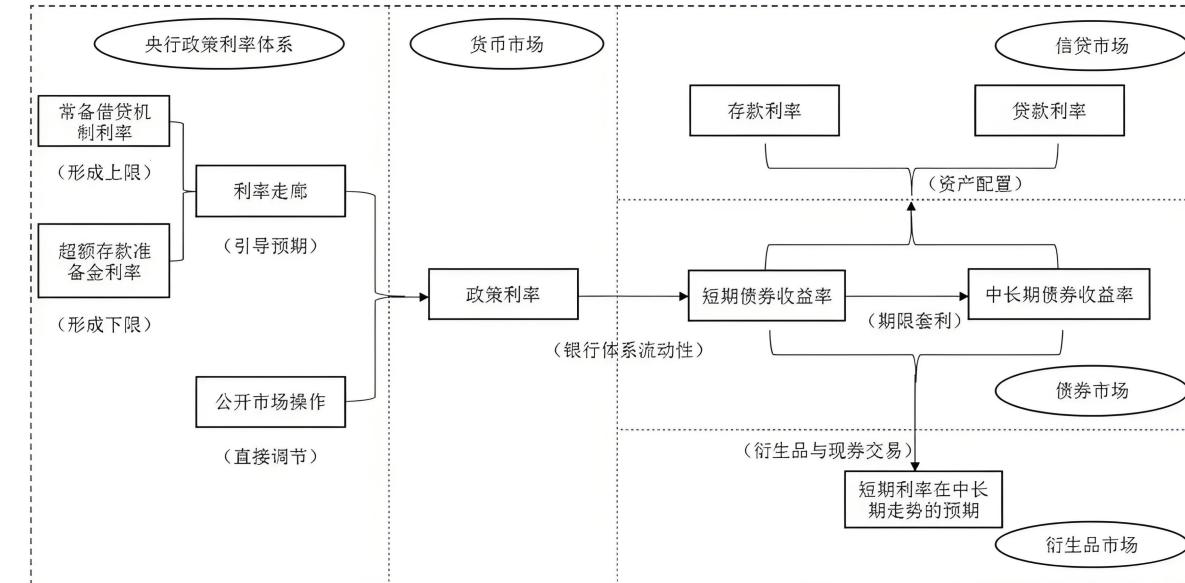


图：我国流动性传递体系



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：我国广谱利率体系



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 流动性历史视角：2020年一季度“疫情冲击”可参考性较大



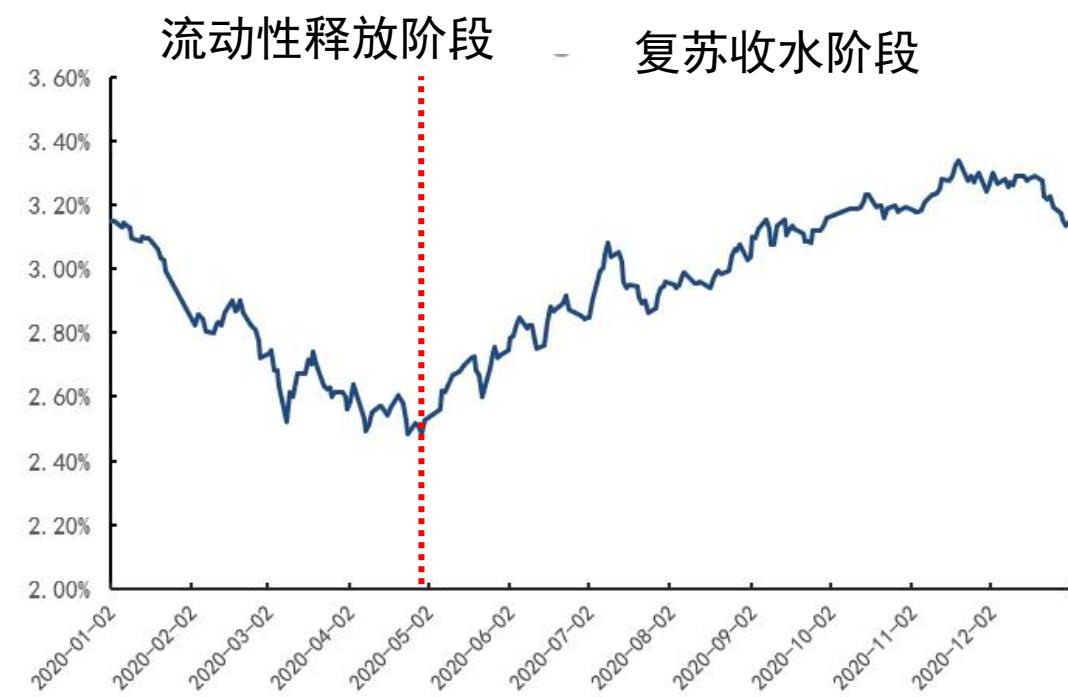
- 面对外部冲击，2020年大类资产冲击呈现出“恐慌抛售—政策救市—结构性复苏”三阶段特征。

图：2020年疫情对权益价格和十年期国债价格影响有差异



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2020年疫情对权益价格和十年期国债价格影响有差异



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 银行资产负债应对：稳定净息差，负债端先行，压降高成本负债



- 债券的逻辑：负债端持续下行（FTP下降），信贷成本下行，配置空间打开；
- 存单的逻辑：供需两旺，短期需求端占主导，收益显著下行；
- **后续：关注经济复苏尤其是信贷需求，关注存单供给（有助于拉长银行负债久期，优化流动性指标），发行备案额度将提升。**

图：银行负债端成本持续下行

负债端	负债端年内动作	资产端	资产端年内动作
央行给的钱	加量； 降价（下调OMO利率，用低成本模式替换MLF）		LPR下调； 存量房贷利率批量下调
同业存款	取消保险协议存款的“特权”； <b>12月1日起，限制同业存款利率</b>		
同业存单	？		
企业存款	取缔手工补息		？
个人存款	取缔手工补息； 降低存款挂牌利率		

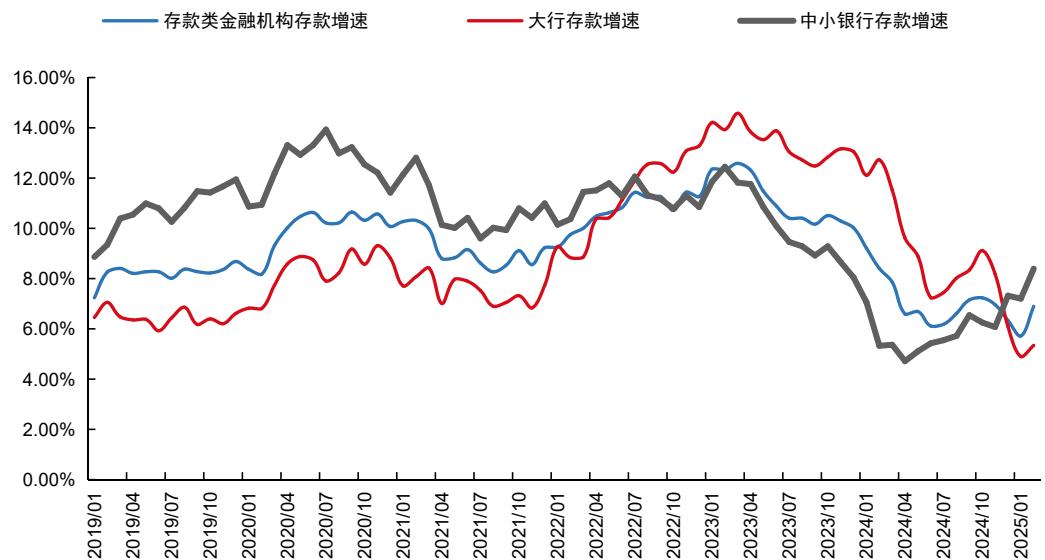
资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

# 大行“负债荒”延续，一季度末逐步边际改善



- 此轮存款增速放缓压力集中于大行，且大行信贷投放任务更重，大行存差大幅收窄。
- 手工补息、同业存款被规范主要冲击大行存款，相较于大行，城农商行深耕本地，客群以县域居民和中小企业为主，涉及规模不大。同时，城农商行依托地缘人缘优势，客户黏性较强，并且价格是城农商行揽储的重要方式，城农商行一般存款利率普遍都要高一点，因此手工补息和同业存款被规范后，涉及的部分存款从大行流向了利率更高的城农商行。
- 年初以来大行贷款投放相对更积极，中小银行信贷需求疲软。年初以来稳增长政策持续发力，但当前实体部门信心预期依然较弱，中小微企业和个人信贷需求仍未见起色，因此年初以来信贷需求主要来自于与市场化平台与国央企部门，因此大行存差大幅收窄，中小银行存差走扩。

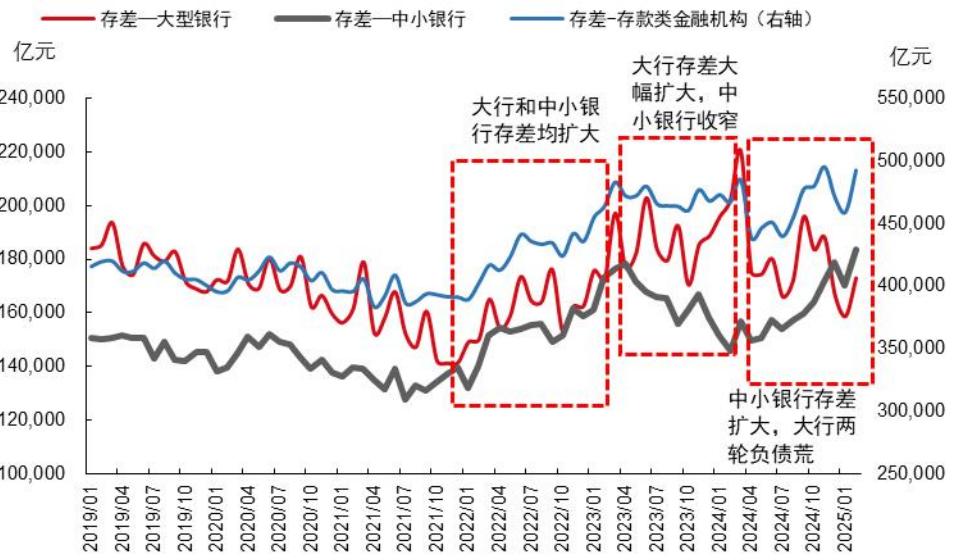
图：不同类型银行存款增速



资料来源：WIND，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

图：近年来不同类型银行存差情况



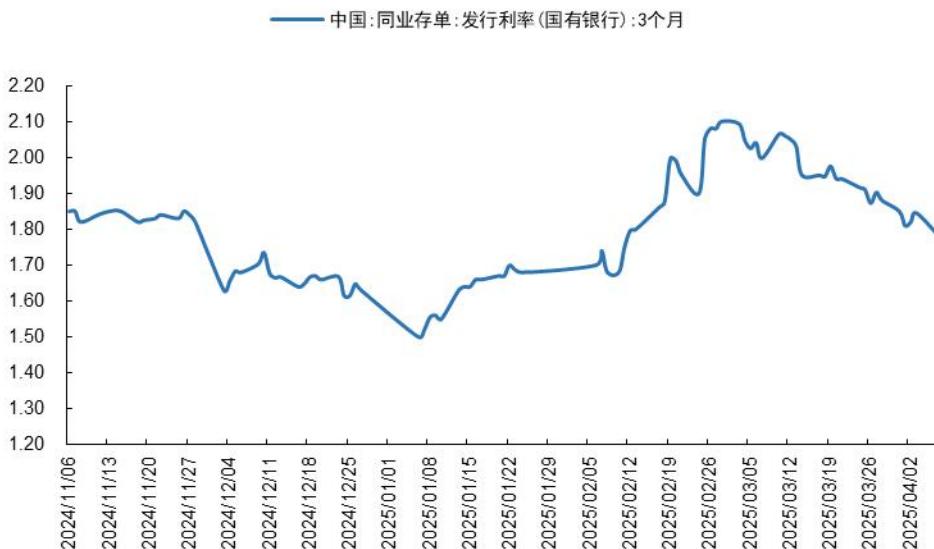
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

# 大行负债荒延续，一季度末逐步边际改善（续）



- 二季度央行态度意味着大行资金缺口将有所缓解，不过大行存款压力难以有效缓解。
- 虽然随着手工补息、同业存款等高息揽存行为调整完成，大行存款压力也将有一定缓解。但在当前稳息差的背景下，高息揽存行为被严监管的环境短期难以扭转，中小银行凭借其价格优势、差异化增值服务优势等，在未来的存款市场中将继续处于有利地位。
- 央行向银行体系投放的流动性不足是年初负债荒延续且加剧的根源，二季度央行态度边际改善，大行同业存单发行利率已有所下行。当市场存在结构性流动性紧张，央行一般会通过买卖国债、OMO、MLF等工具向其投放短期流动性。在央行暂停国债买卖的情况下，2024年11月以来大行向央行借款规模大幅下降，表明该阶段央行回笼了短期流动性。与2024年二季度手工补息被规范阶段，大行向央行借款规模维持稳定形成了鲜明的对比，这也是此轮大行负债荒延续且加剧的根源。

图：国有行同业存单发行利率下行



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：不同类型银行向中央银行借款规模



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

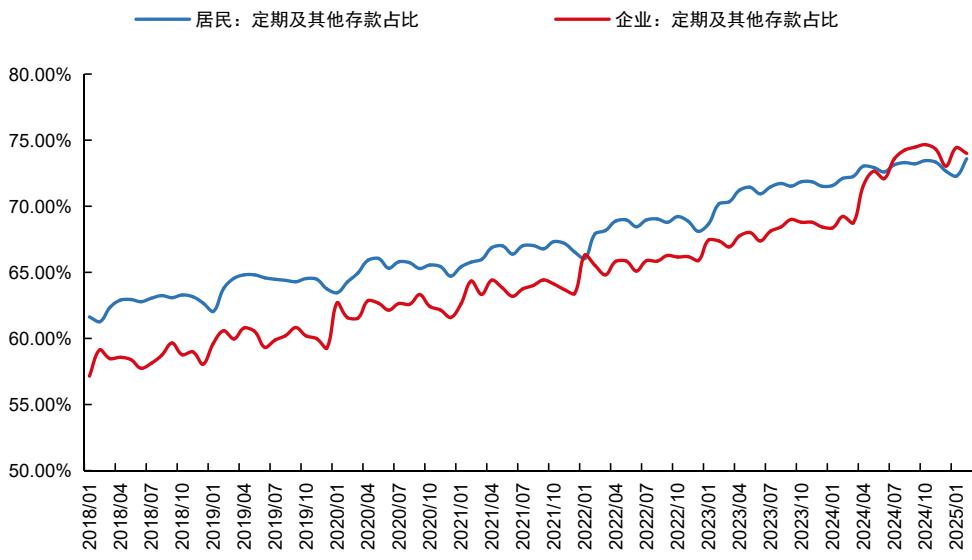
# 存款定期化趋势仍延续，但存款成本大幅下降



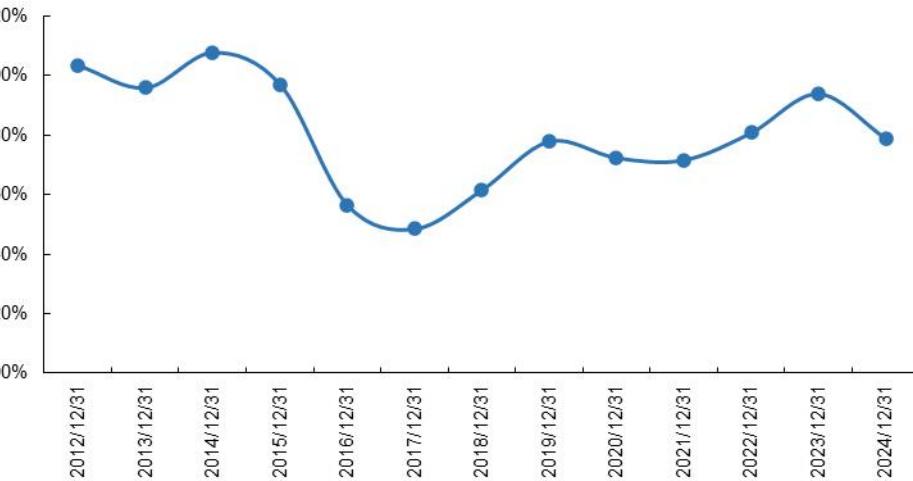
图：2024年上市样本行存款成本下降

- 存款定期化趋势延续，这也反映了实体部门信心依然不足，需要逆周期政策进一步加码。
- 2023年以来银行存款挂牌利率大幅下调；同时，各家银行进一步加大存款成本管理，一是主动优化存款久期，二是提升存款精细化定价能力，2025-2026年银行存款成本将延续大幅下降趋势。

图：存款类金融机构存款定期化趋势仍在延续



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表1：工商银行存款挂牌利率

	2015/10/24	2022/9/15	2023/6/8	2023/9/1	2023/12/22	2024/7/25	2024/10/18
活期	0. 30%	0. 25%	0. 20%	0. 20%	0. 20%	0. 15%	0. 10%
3个月	1. 35%	1. 25%	1. 25%	1. 25%	1. 15%	1. 05%	0. 80%
半年	1. 55%	1. 45%	1. 45%	1. 45%	1. 35%	1. 25%	1. 00%
一年	1. 75%	1. 65%	1. 65%	1. 55%	1. 45%	1. 35%	1. 10%
二年	2. 25%	2. 15%	2. 05%	1. 85%	1. 65%	1. 45%	1. 20%
三年	2. 75%	2. 60%	2. 45%	2. 20%	1. 95%	1. 75%	1. 50%
五年	2. 75%	2. 65%	2. 50%	2. 25%	2. 00%	1. 80%	1. 55%
协定存款	1. 00%	0. 90%	0. 90%	0. 90%	0. 70%	0. 60%	0. 20%
通知存款							
一天	0. 55%	0. 45%	0. 45%	0. 45%	0. 25%	0. 15%	0. 10%
七天	1. 10%	1. 00%	1. 00%	1. 00%	0. 80%	0. 70%	0. 45%

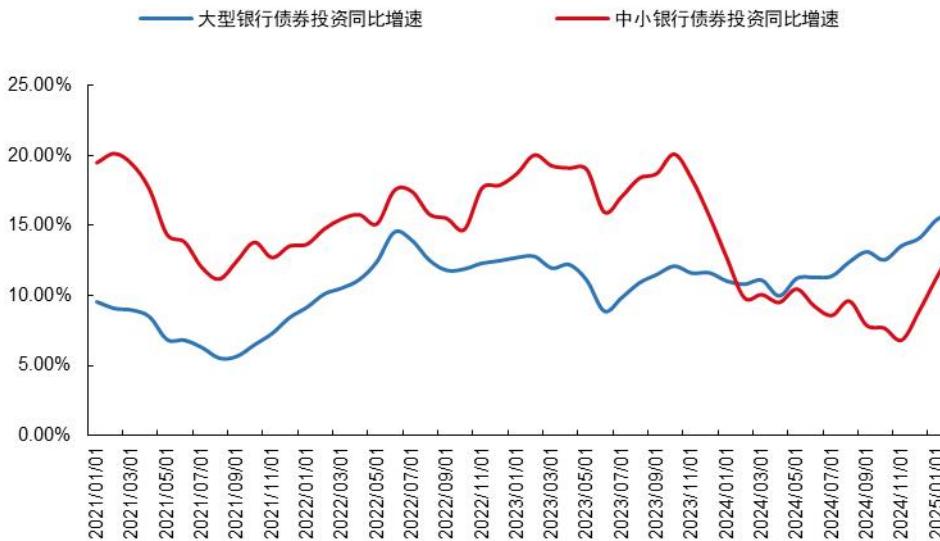
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

# “大行放贷+小行买债”再演绎



- 2021-2023年典型的“大银行放贷，小银行买债”行为：实体部门从中大型银行拿到低息贷款，然后再去购买中小银行的高息存款，中小银行再在二级市场购买债券。2024年以来大行和中小银行均加大了债券配置力度，但中小银行债券增速提升更快。
- 背后的核心逻辑：稳增长政策持续发力，然实体部门信心依然较弱，大行承担了更多的信贷投放任务，中小银行资产荒加剧。同时，前文我们分析指出在手工补息以及非银存款等高息揽存行为被规范的背景下，存在存款从大行流向中小银行的现象，因此中小银行存差大幅扩大。
- 国债收益率大幅下降，经济复苏缓慢的背景下，债券投资价值提升，这也是2024年以来大行和中小银行都加大了债券投资的原因。

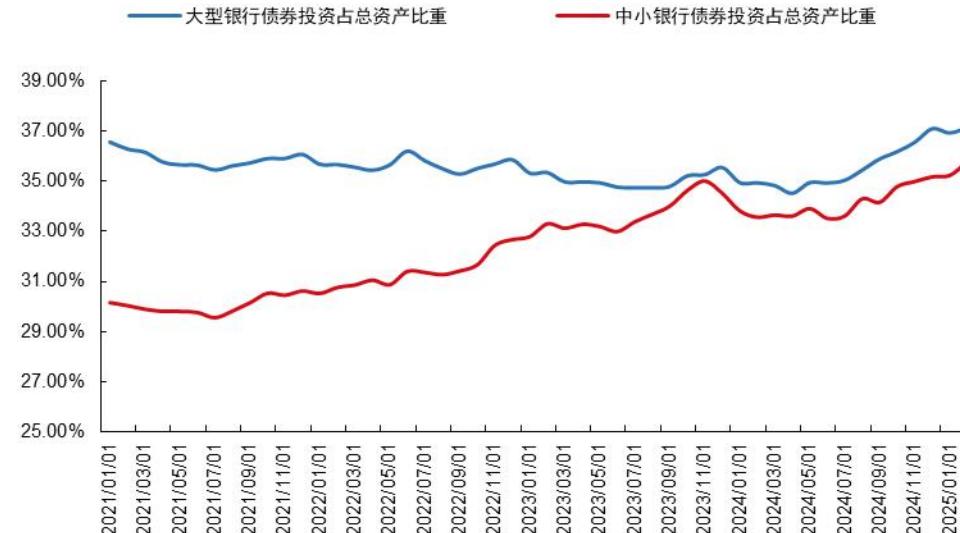
图：不同类型银行债券投资同比增速



资料来源：WIND，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

图：不同类型银行债券投资占总资产比重



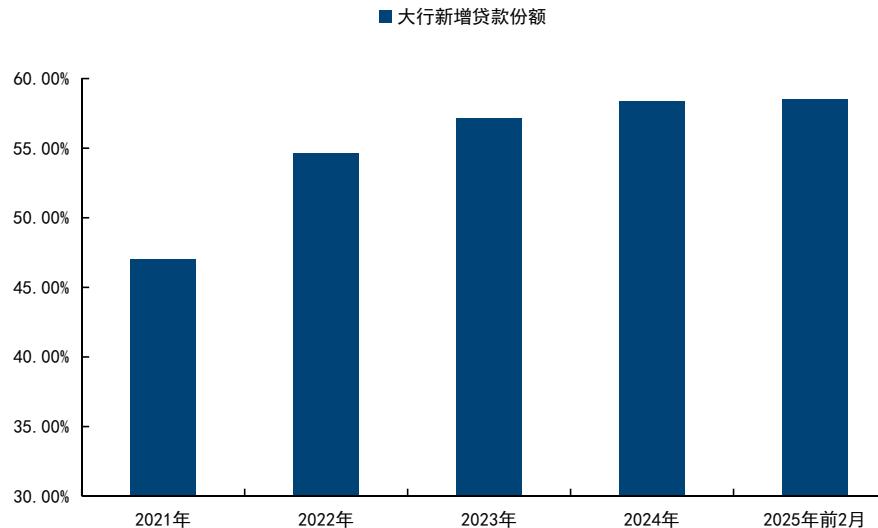
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

# “大行放贷+小行买债”再演绎（续）



- 展望2025年：大行和中小银行或都继续加大债券配置。
  - ✓ 2025年隐债置换和贸易战冲突加剧的背景下，银行面临的是信贷增速放缓与政府债供给增加，这促使银行债券投资比重持续上升。
  - ✓ 中小银行资产荒或进一步加剧：中小微企业信贷融资需求难以有效改善，加上隐债置换背景下中小银行非标部分流向大行表内贷款，因此中小银行债券配置增速仍将处在高位。

图：大行新增贷款份额



资料来源：WIND，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

图：十年期国债收益率走势



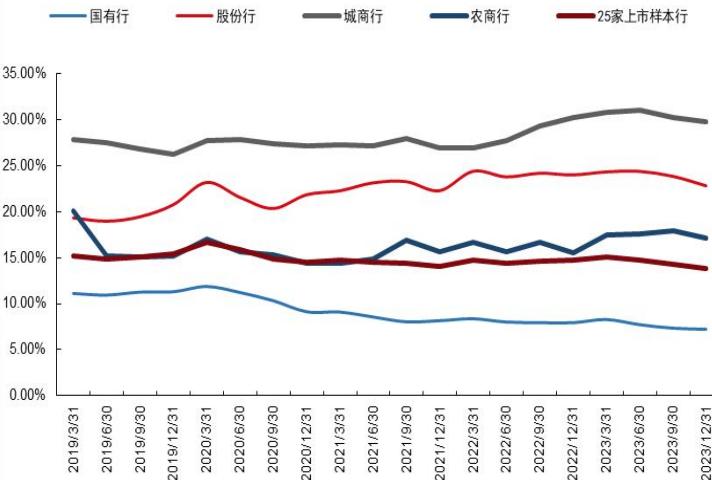
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

# “大行放贷+小行买债”再演绎（续）

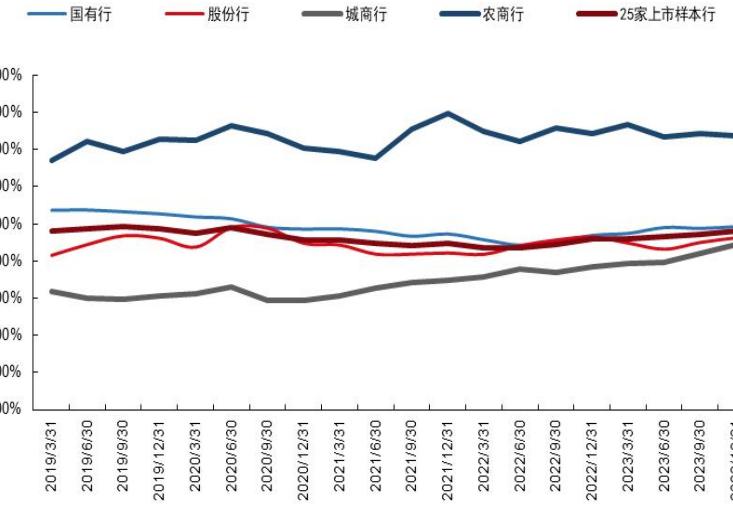


- 展望2025年：利率下行空间有限，加大波段操作力度，持续跟踪政策和货币政策两大主要逻辑。
- ✓ 特别关注央行的动作和表态，尤其在市场形成单边一致预期时需警惕风险。
- ✓ 二季度跟踪财政政策加码力度，下半年警惕财政政策效果显现。

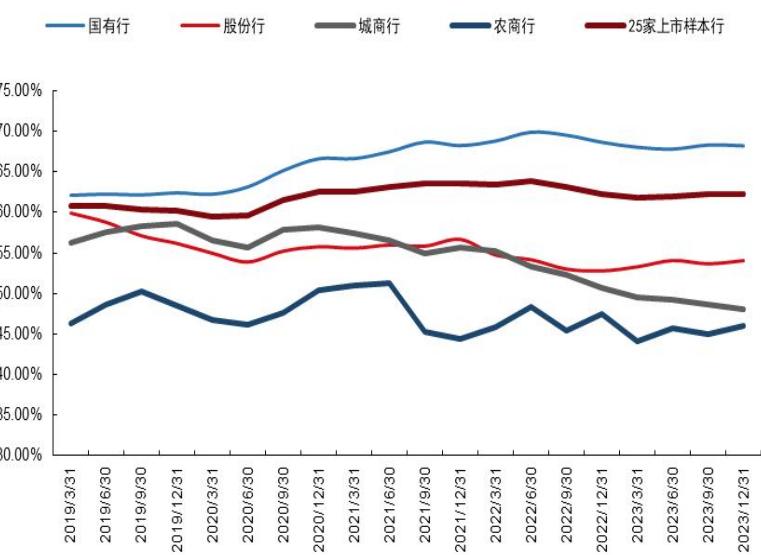
图：不同类型银行金融投资中FVTPL账户占比



图：不同类型银行金融投资中OCI账户占比



图：不同类型银行金融投资中AC账户占比



资料来源：WIND，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

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

[ 01 ] 银行资负：存款搬家新去处

[ 02 ] 银行理财：存款替代新调整

---

[ 03 ] 保险资管：红利行情新泛化

[ 04 ] 证券基金：资金流动新动向

[ 05 ] 投资建议：策略思维，守而后攻

# 理财“增量不增收”背后：突破31万亿元靠什么

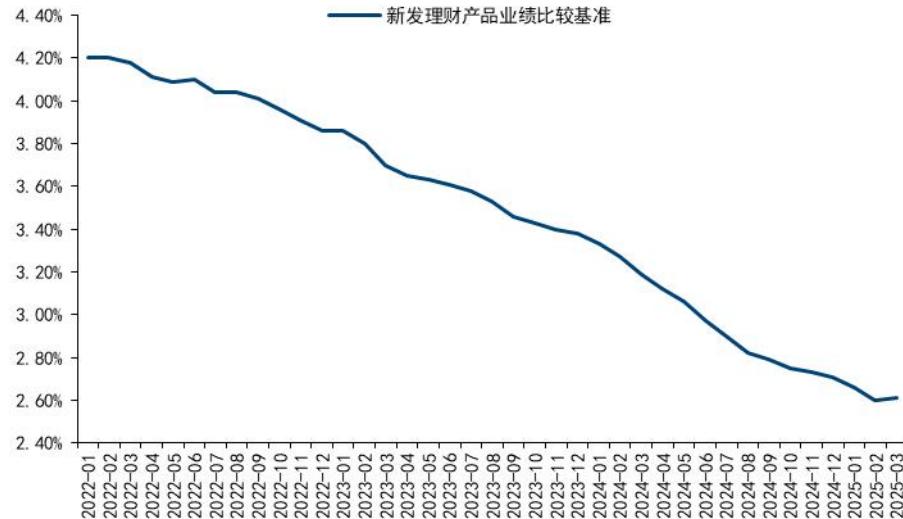


- 从规模来看，2023年以来银行理财规模持续回升，2024年二季度手工补息整顿带来较大贡献。其中理财年报披露的2024年末理财产品，共存续产品存续规模29.95万亿元，同比增加12%
- 今年以来理财规模在30万亿元附近徘徊，我们估计后续规模有望继续增长。一是得益于存款利率下行，近期中小银行存款利率下调，2%以上存款额度紧俏，相比之下新发理财产品业绩比较基准仍有2.6%，吸引力提升；二是母行基于壮大中收业务考虑，也在营销端加大支持。

图：银行理财规模在30万亿元左右



图：新发理财产品业绩比较基准在4月份有所反弹，目前在2.6%左右



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

# 理财“增量不增收”背后：“类存款”定位难有盈利空间



- 部分银行披露了2024年理财业务相关数据，显示出“增量不增收”
- 从规模来看，2024年各家银行的理财规模普遍回升，与行业趋势一致
- 从收入来看，2024年理财业务手续费收入整体而言基本持平，这表明理财规模增量刚好弥补管理费率下行

表：部分银行理财业务数据（单位：亿元）

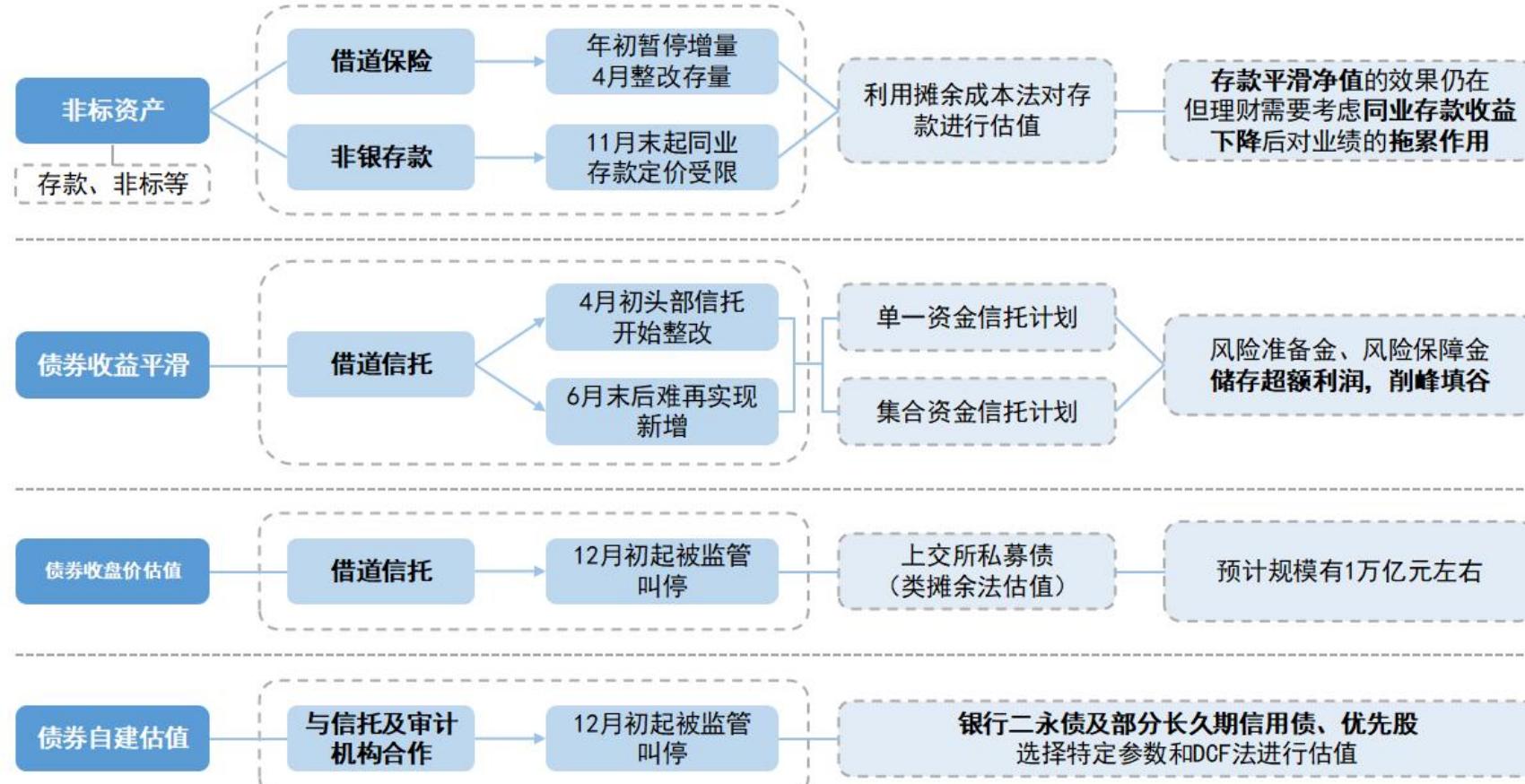
	2023年规模	2024年规模	2024年规模同比	2023年手续费收入	2024年手续费收入	2024年手续费同比
农业银行	16853	19854	18%	34.4	40.2	17%
邮储银行	7765	10225	32%	28.2	39.5	40%
招商银行	25489	24703	-3%	103.9	90.9	-13%
中信银行	17284	19927	15%	34.6	48.7	41%
光大银行	13123	15995	22%	37.3	20.6	-45%
浦发银行	10796	13951	29%	23.9	32.8	37%
民生银行	8677	10157	17%	31.4	25.2	-20%
浙商银行	1492	1446	-3%	4.4	5.2	19%
渝农商行	1096	1297	18%	2.3	3.4	48%
无锡银行	164	138	-16%	1.0	0.9	-10%
合计	102739	117693	15%	301	307	2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 理财估值技术在实施，预计上半年可扛住债市波动



图：2023年后银行理财平滑估值的探索



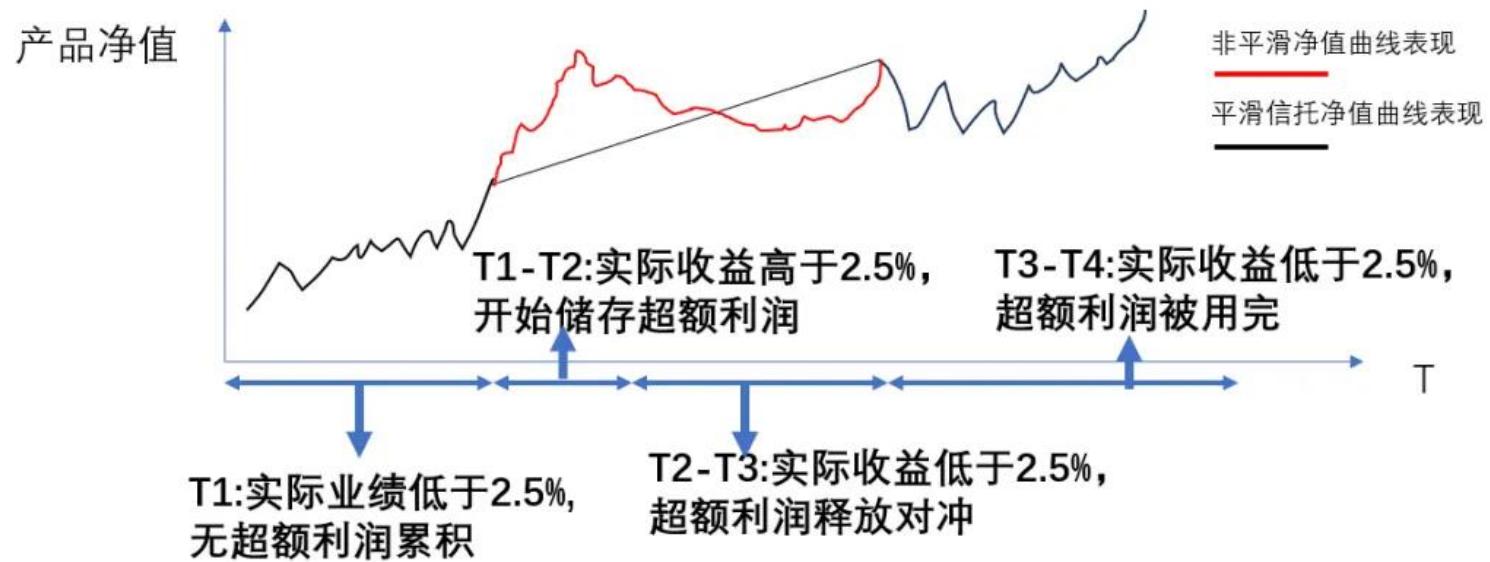
资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

# 长期看银行理财“估值魔法”难持续



➤ 借助信托实现收益平滑此前得到广泛运用，但是目前已受限制。信托设有“浮动管理费”和“风险准备金”等机制，可以通过调节收益实现净值平滑的目的。当底层债券资产收益超过信托约定的业绩基准时，信托可按照一定比例计提超额报酬。当资产价格出现波动时，信托又可将积累的超额报酬释放，从而达到以丰补歉的效果。除此之外，信托直接持债也具备一定估值优势，比如信托可以使用“收盘价法”对私募债进行估值，从而实现低波稳健的目的。

图：银行理财借助信托实现净值平滑



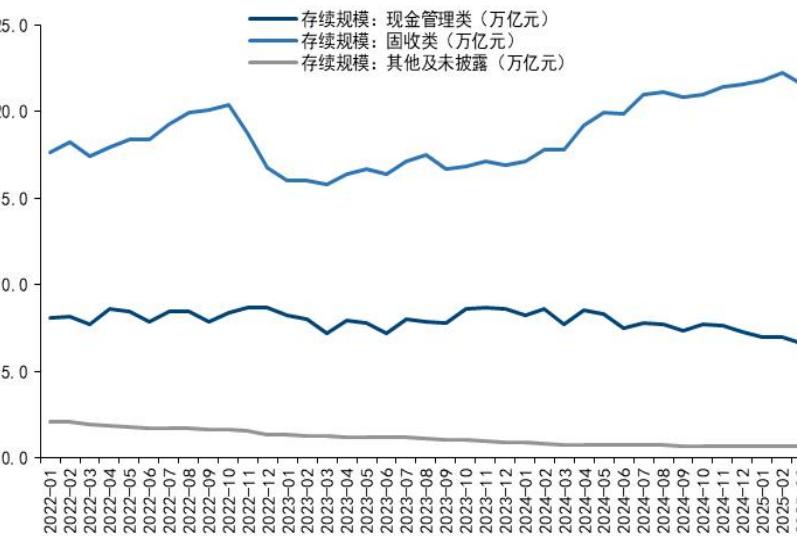
资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

# 理财下一步：稳固收，做增量，提升高费率产品占比



➤ 管理费率下降原因在于：一是增量主要来自固收类产品，但固收类产品费率下降明显；二是部分理财子通过他行（尤其农信体系）代销拓展渠道，相关代销过程中让渡了部分产品管理费率

图：低费率的现金管理类产品规模收缩、固收类规模扩张



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

图：按持仓类型划分的不同固收类产品费率

	当前平均费率	一年前平均费率
现金管理类	0.17%	0.17%
纯固收	0.16%	0.22%
固收+	0.19%	0.22%

资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

图：理财产品代销渠道持续拓宽。截至2024年末，全市场有562家机构代销了理财产品，较年初增加71家

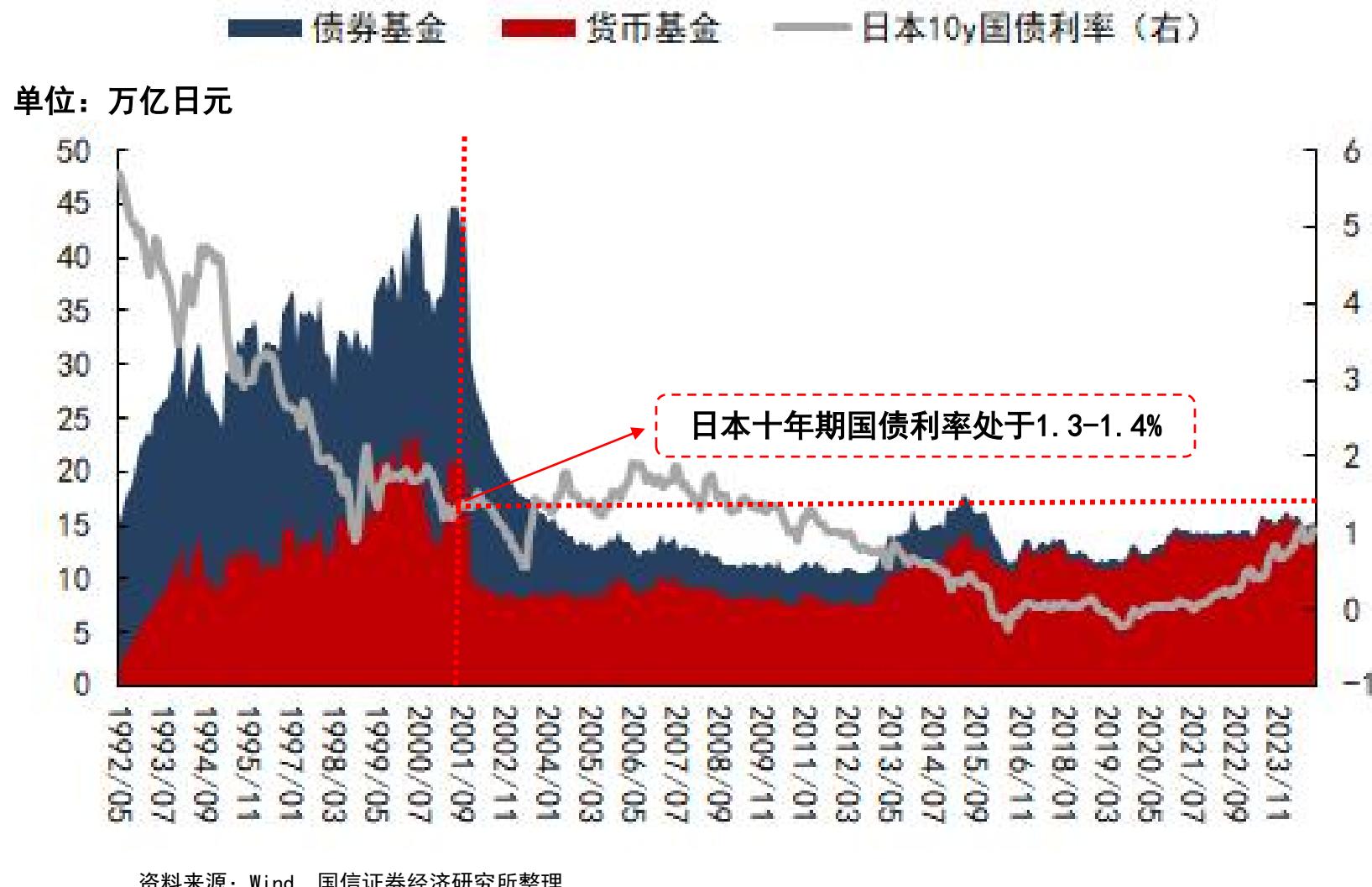


资料来源：中国理财网，国信证券经济研究所整理

# 日本往事：低利率环境下“固收+”成出路



➤ 日本债基和货基骤降发生在日债十年期在1.3-1.4%左右，之后资管产品收益主要靠商品、贵金属、海外资产来增厚。

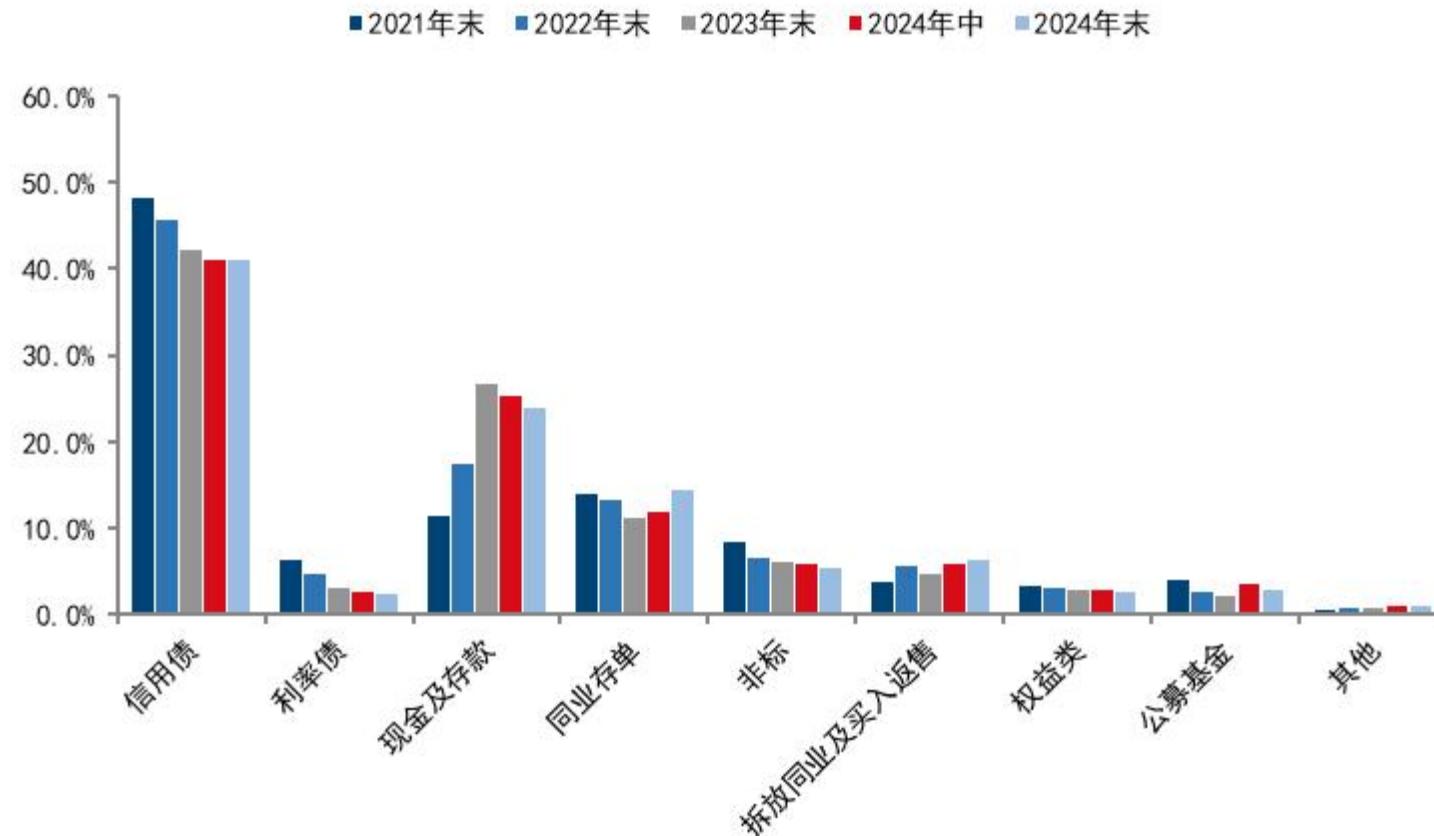


# 理财下一步：增加基金委外，拓展资产边界



- 从资产配置情况来看，2024年银行理财进一步减少了对债券（信用债及利率债均减配）、非标等配置，也减少了对现金及存款的配置，对同业存单、拆放同业及债券买入返售等配置增多。

表：理财产品资产配置情况



资料来源：中国理财网，国信证券经济研究所整理

[ 01 ] 银行资负：存款搬家新去处

[ 02 ] 银行理财：存款替代新调整

[ 03 ] 保险资管：红利行情新泛化

---

[ 04 ] 证券基金：资金流动新动向

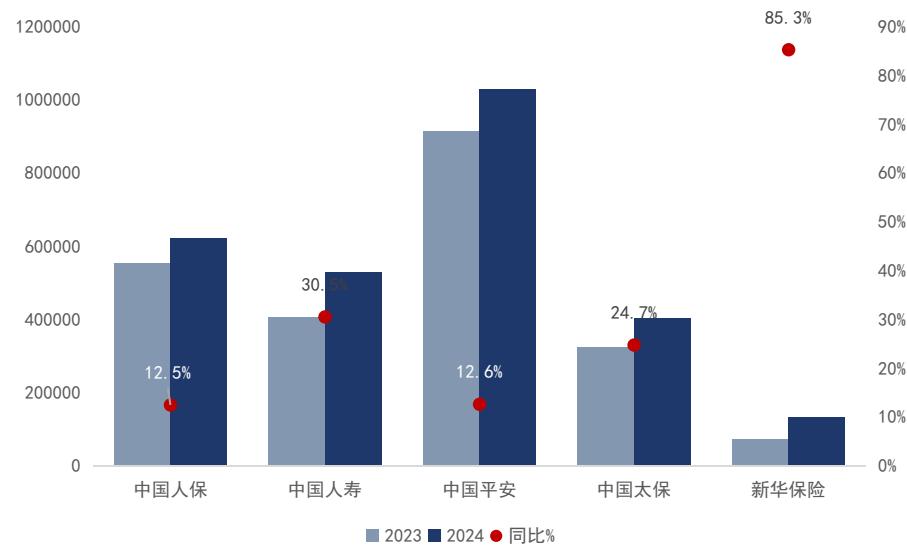
[ 05 ] 投资建议：策略思维，守而后攻

# “红利”行情背后：保险投资收益反弹，利润大幅提升

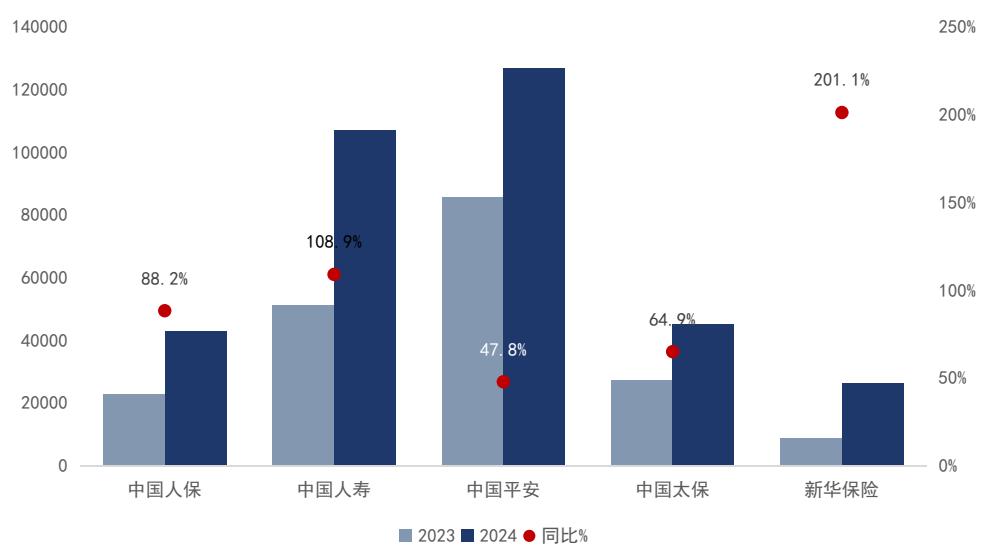


- 2024年，受益于投资端弹性释放及行业转型战略成果的持续优化，A股5家上市险企累计实现营业收入27161.08亿元，同比大幅提升19.8%。其中，新华保险、中国人寿、中国太保、中国平安、中国人保营业收入分别同比增长85.3%/30.5%/24.7%/12.6%/12.5%。受资产端较高的权益类资产配置占比因素影响，新华保险、中国人寿彰显出较高的利润增长空间。
- 2023年新准则实施以来，以FVTPL计量的权益类资产直接加大保险公司利润弹性，因此2024年三季度资本市场的回暖直接带动上市险企净利润的大幅反弹。截至2024年末，A股5家上市险企共计实现归母净利润3476.00亿元，同比增长77.7%。

图：上市险企营业收入（单位：百万元，%）



图：上市险企归母净利润（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# “红利”行情背后：保险投资收益反弹，利润大幅提升（续）



表：2024上市险企利润贡献率分析（单位：百万元，%）

- 新准则实施后，险企利润来源更加透明且更易拆分，主要可分为保险服务利润、投资利润、其他利润。从利润贡献率来看，2024年各上市险企资产端及负债端均实现较高利润贡献。
- 截至2024年末，受益于资本市场反弹及业务结构的持续优化，上市险企平均投资利润贡献率达46%，同比大幅提升。其中，中国人寿、新华保险、中国太保、中国人保分别为82%/55%/47%/47%。中国平安因非保险业务（如银行、证券、科技、租赁等）占比较高，因此投资收益对于利润贡献较低。
- 中国人寿及新华保险因资产端权益类资产配置比例较高，资产收益彰显更高弹性，在资本市场反弹背景下，大幅提升其业绩弹性。承保利润方面，受负债端产品主营业务险种差异等因素影响，中国太保、中国人保、中国平安、新华保险、中国人寿承保利润贡献率为63%/58%/56%/55%/24%。

	中国人寿	中国平安	中国人保	中国太保	新华保险	平均
1. 保险服务收入	208161	551186	537709	279473	47812	324868
2. 保险服务费用	180544	449102	492837	243147	31575	279441
3. 承保利润=1-2	27617	102084	44872	36326	16237	45427
承保利润贡献率=3/(3+11+14)	24%	56%	58%	63%	55%	49%
4. 利息收入	120958	123627	30876	55991	31917	72674
5. 投资收益	70378	83613	25139	26907	16306	44469
6. 公允价值变动损益	118160	66504	23774	37713	35437	56318
7. 信用减值损失	-270	85582	-1754	531	3415	17501
8. 承保财务损益	209952	172662	43329	92520	61185	115930
9. 分出再保险财务收益	671	960	1264	2103	388	1077
10. 利息支出	4200	19405	3245	2728	3166	6549
11. 投资利润=(4+5+6-7)-(8-9+10)	96285	-2945	36233	26935	16282	34558
投资利润贡献率=11/(3+11+14)	82%	-2%	47%	47%	55%	46%
12. 其他收入	10910	203995	4474	4005	1011	44879
13. 其他支出	17916	120707	8609	9840	3810	32176
14. 其他损益利润=12-13	-7006	83288	-4135	-5835	-2799	12703
其他利润贡献率=14/(3+11+14)	-6%	46%	-5%	-10%	-9%	3%
归母净利润	106935	126607	42869	44960	26229	69520
归母净利润同比	109%	48%	88%	65%	201%	102%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 长期利率下行：2024年下调投资收益假设及风险贴现率



- 在资产端普遍承压及宏观经济形势变化的背景之下，各上市险企均于2023年年报中宣布下调投资收益假设及风险贴现率，本次下调为2016年以来行业首次密集调整。其中，中国人寿、中国人保、中国平安、中国太保、新华保险分别下调投资回报率假设至4.0%（原为4.5%）。中国人寿将风险贴现率由8%调整至8%及7.2%（分别对应传统险、分红与万能险等非传统险）；中国人保从9%下调至8.5%；中国平安由9.5%下调至8.5%及7.5%；中国太保由9%下调至8.5%；新华保险由9%下调至8.5%。
- 投资收益率假设及风险贴现率是决定保险公司内含价值（Embedded Value, EV）的关键因素，同时也反映了保险公司基于当前经济及资本市场环境，对公司未来投资收益情况及风险情况择定的假设率。在当前宏观经济形势变化，及资本市场“赚钱效应”减弱的背景之下，保险公司资产端承压。此前行业普遍使用的5%的投资收益假设难以匹配当下资产配置环境，因此基于对未来收益水平及宏观形式等因素的考量，行业或将密集下调投资收益率假设。此外，风险贴现率方面，随着险资资产负债管理水平的不断提升，以及保险行业需求的演进，风险贴现率有一定的下调空间，从而帮助缓解下调投资收益率导致的公司内含价值及新业务价值（New Business Value, NBV）的波动。因此，审慎下调投资收益率假设及风险贴现率，有助于提升险企EV及NBV真实度。

表：上市险企投资收益率假设

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国人寿	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%
中国人保	5.75%	5.75%	5.75%	5.50%	5.25%	5.25%	5.25%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%
中国平安	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%
中国太保	5.20%	5.20%	5.20%	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%
新华保险	5.20%	5.20%	5.20%	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.50%	4.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：上市险企风险贴现率假设

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中国人寿	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	8.00%	8.00%/7.20%
中国人保	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	9.00%	8.50%
中国平安	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	9.50%	8.50%/7.50%
中国太保	11.50%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	9.00%	8.50%
新华保险	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	11.00%	11.00%	11.00%	9.00%	8.50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 保险行业应对：优化产品结构，压降负债成本，拓展资产边界

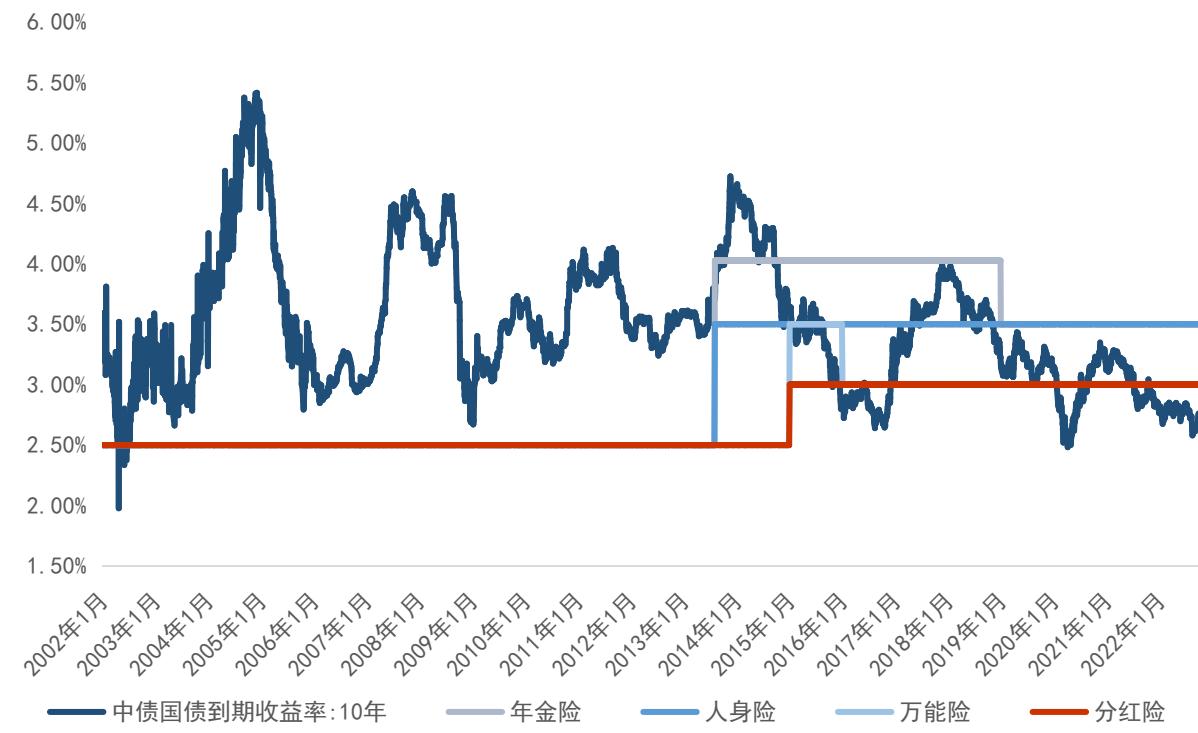


- 作为具有长周期资产配置需求的机构，保险公司在“资产荒”及长端利率下行背景下投资收益承压。叠加负债端相对刚兑且具备较高偿付资金需求的影响下，利差损风险进一步加剧。
- 与此同时，资产端收益率仍存在较多不确定因素，为更好的与负债端利率形成长期供给匹配，下调定价利率成为优化负债端成本管理的最直接方式。

图：上市险企平均综合负债成本（单位：%）



图：预定利率走势与十年期国债收益率走势对比（单位：%）



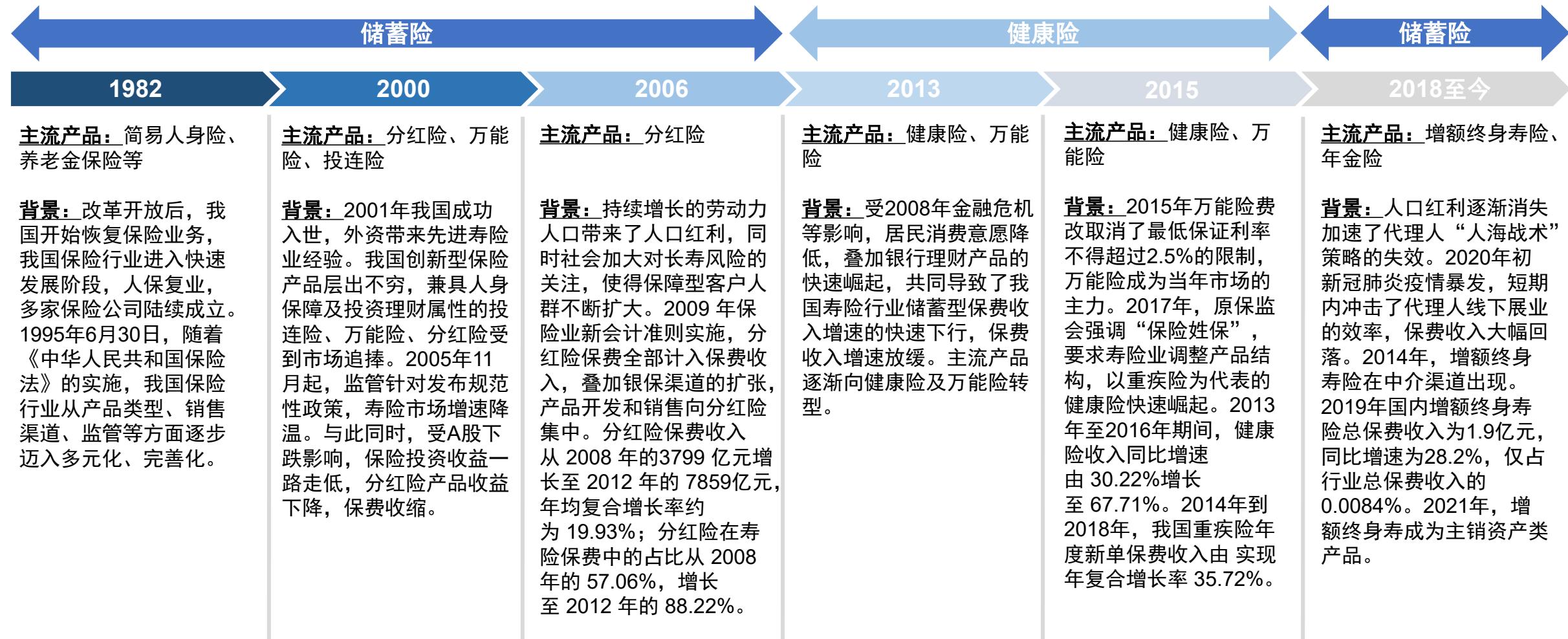
资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，原银保监会，金管局，国信证券经济研究所整理

# 我国保险产品需求演进：“储蓄—保障—储蓄”



➤ 受经济发展及资本市场变革等因素影响，我国寿险业发展存在一定周期性，下图主要展示了我国近年来六次行业周期特征，以及在行业发展的不同时期分红险、定期寿险、年金险、健康险等产品经历的发展周期。



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，我们持续看好后续我国保险业负债端的持续改善。

## 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：

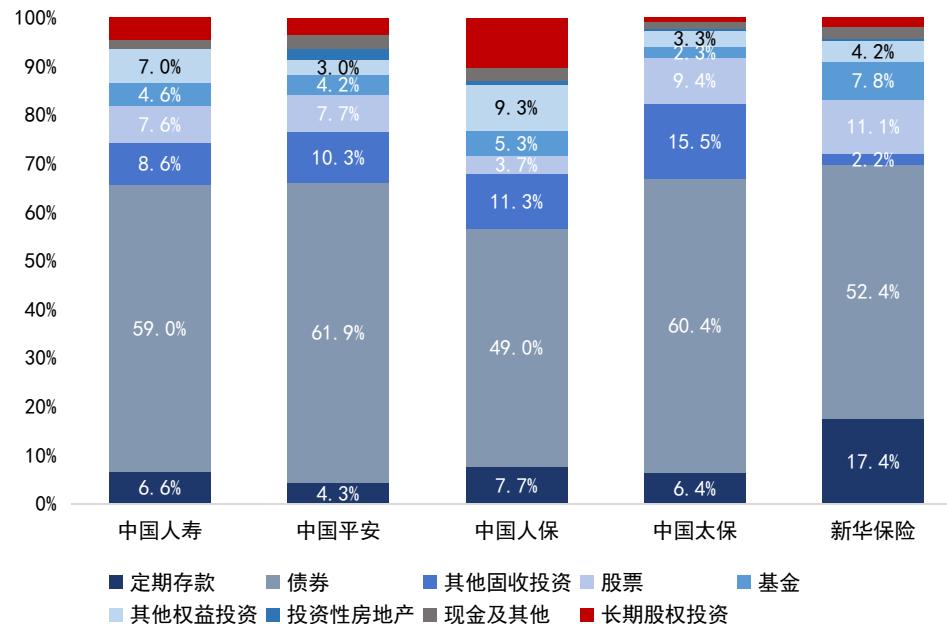
- 监管引导渠道规范化竞争，行业回归到竞争产品创设的赛道。捕捉市场需求、提高产品吸引力是未来险企差异化发展的关键；
- 淡化“开门红”，实现常态化销售和经营是行业长期两性发展的趋势，同时也有助于代理人综合能力的提升；
- 代理人分类在即，有望为业内代理人转型提供更强政策参考与指引，利于行业代理人的规范与统一。

# 丰富产品类型以提升险资权益资产增配空间



- 截至2024年末，A股5家上市险企权益类资产（包含股票、基金及其他权益投资）投资规模达3.2万亿元，占其总投资资产的17.5%，较监管要求上限仍有一定空间。
- 截至2024年末，上市险企偿付能力充足率均显著高于监管要求，其中中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险综合偿付能力充足率分别为207.8%/204.1%/281.0%/256.0%/217.6%。按照本次《通知》的要求，上市险企权益投资规模占总资产的比例仍有较大的提升空间。

图：2024年上市险企资产配置比例



表：保险公司投资单一创业投资基金监管要求

	2024综合偿付能力充足率	总资产（百万元）	权益投资占总资产比例	新规定下上限要求
中国人寿	207.8%	6769546	18.7%	30%
中国平安	204.1%	12957827	6.5%	30%
中国人保	281.0%	1766384	17.0%	40%
中国太保	256.0%	2834907	14.4%	40%
新华保险	217.6%	1692297	22.2%	30%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

# 保险公司应对：打开权益投资上限，高分红资产仍具吸引力



- 近期，金管局下发《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》（以下简称《通知》），聚焦权益类资产监管比例、创业投资基金投资集中度及税延养老保险账户管理三大核心领域，为保险资金服务实体经济、支持科技创新提供了制度保障。《通知》通过优化保险权益投资监管规定，进一步提升险资资金入市积极性，打开中长期权益投资比例上限。我们预计相应政策或将为市场带来1.5万亿左右的增量资金。
- 《通知》提出保险资金投资单一基金的账面余额占该基金实缴规模的比例不得高于30%。这一规定集中度比例从20%提升至30%，允许险资更深度参与单一基金的运作，提高资金配置效率。同时，通过设置上限避免保险资金过度集中于单一基金，有效防范流动性风险。《通知》有助于鼓励险资加大对科技、大数据、新能源等国家战略性新兴产业的股权投资力度，体现“精准高效服务新质生产力”的政策导向。

表：本次《通知》简化分档标准、提升保险资金权益投资上限

2020年规定			2025年规定		
	综合偿付能力充足率	权益类资产投资比例上限		综合偿付能力充足率	权益类资产投资比例上限
第一档	<100%	10%	第一档	<100%	10%
第二档	100%-150%	20%	第二档	100%-150%	20%
第三档	150%-200%	25%	第三档	150%-250%	30%
第四档	200%-250%	30%	第四档	250%-350%	40%
第五档	250%-300%	35%	第五档	>350%	50%
第六档	300%-350%	40%			
第七档	>350%	45%			

资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理（注：“投资比例”

为权益类资产的账面余额占公司上季末总资产的比例）

表：保险公司投资单一创业投资基金监管要求

政策名称	《保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》	《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》
时间	2014年	2025年
要求	保险公司投资单只创业投资基金的余额不得超过基金募集规模的20%，且总投资额度不超过保险公司总资产的2%	保险公司投资单一创业投资基金的账面余额占该基金实缴规模的比例不得高于30%

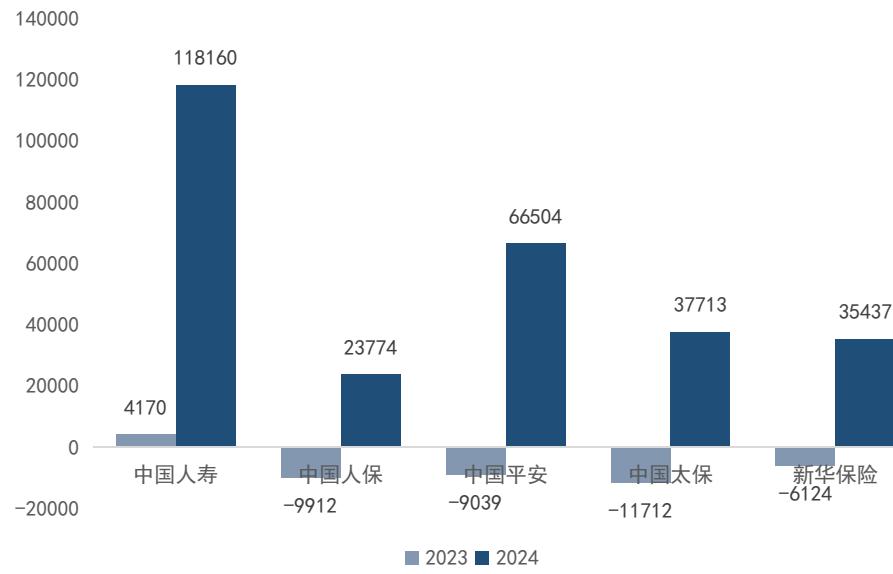
资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

# 保险公司应对：会计准则逐步调整，OCI账户持续构建



- 受益于2024年权益类资产的反弹，上市险企所持金融资产的公允价值变动损益同比大幅提升，带动营收及利润的同比大幅增长。
- 2024年，险资持续加大FVOCI权益类资产配置力度。其中，中国人保OCI股票投资规模同比大幅提升26.4%，对应投资收益率为36.3%，跑赢沪深300红利指数。

图：上市险企公允价值变动损益（单位：百万元）



表：2024上市险企资产配置比例（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	占比								
交易性金融资产 (FVTPL)	1,908,098	33%	1,445,335	27%	317,670	25%	667,199	27%	485,928	39%	964,846	30%
其他权益工具投资 (OCI权益)	171,817	3%	264,163	5%	115,778	9%	142,014	6%	30,640	2%	144,882	5%
其他债权投资 (OCI固收)	3,458,895	60%	2,993,899	55%	523,581	41%	1,607,972	65%	470,366	37%	1,810,943	52%
债权投资 (AC固收)	196,754	3%	695,666	13%	316,231	25%	64,844	3%	274,891	22%	309,677	13%
合计	5,735,564	100%	5,399,063	100%	1,273,260	100%	2,482,029	100%	1,261,825	100%	3,230,348	100%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 保险公司应对：产业投资视角，加大优质企业举牌力度



表：2024上市险企资产配置比例（按会计计量方式，单位：百万元，%）

年份	序号	保险公司	被举牌公司	所属行业	举牌后持股比例	2023年ROE
2023年	1	中国人寿保险	万达信息	计算机	20.34%	-34.39%
	2	阳光人寿保险	首控控股H股	商业贸易	3.36%	4.07%
	3	中国太平洋人寿保险	光大环境H股	综合	3.68%	9.27%
	4	中国太平洋财产保险	光大环境H股	综合	-	9.27%
	5	太平洋健康保险	光大环境H股	综合	0.02%	9.27%
	6	中国太平洋保险（集团）	光大环境H股	综合	5.94%	9.27%
	7	长城人寿保险	浙江交科	建筑装饰	7.30%	9.85%
	8	长城人寿保险	中原高速	交通运输	5.93%	6.68%
	9	阳光人寿保险	天图投资	非银金融	1.74%	-11.96%
2024年	1	紫金财产保险	华光环能	电气设备	4.94%	9.23%
	2	长城人寿保险	无锡银行	银行	6.97%	11.48%
	3	长城人寿保险	江南水务	环保	6.28%	8.96%
	4	长城人寿保险	城发环境	环保	6.34%	15.35%
	5	长城人寿保险	赣粤高速	交通运输	6.35%	6.83%
	6	瑞众人寿保险	龙源电力H股	公用事业	6.00%	8.92%
	7	中国太平洋保险（集团）	华能国际H股	公用事业	5.00%	6.57%
	8	中国太平洋保险（集团）	华电国际H股	公用事业	5.00%	6.92%
	9	中国太平洋财产保险	华能国际H股	公用事业	0.34%	6.57%
	10	中国太平洋财产保险	华电国际H股	公用事业	0.06%	6.92%
	11	太平洋安信农业保险	华能国际H股	公用事业	0.09%	6.57%
	12	太平洋安信农业保险	华电国际H股	公用事业	0.10%	6.92%
	13	中国太平洋人寿保险	华能国际H股	公用事业	2.97%	6.57%
	14	中国太平洋人寿保险	华电国际H股	公用事业	2.21%	6.92%
	15	太平洋健康保险	华能国际H股	公用事业	0.07%	6.57%
	16	太平洋健康保险	华电国际H股	公用事业	0.10%	6.92%
	17	长城人寿保险	绿色动力H股	环保	8.77%	8.31%
	18	瑞众人寿保险	中国中免H股	商贸零售	5.00%	13.32%
	19	瑞众人寿保险	龙源电力H股	公用事业	6.00%	8.92%
	20	中邮人寿保险	安徽皖通高速公路H股	交通运输	1.50%	13.45%
	21	利安人寿保险	深圳国际H股	交通运输	5.00%	6.05%
	22	新华人寿保险	上海医药	医药生物	1.12%	5.56%
	23	新华人寿保险	国药股份	医药生物	1.69%	13.68%
	24	新华人寿保险	海通证券H股	非银金融	5.02%	0.62%
	25	中国太平洋保险（集团）	中远海能H股	交通运输	5.04%	10.15%
	26	中国太平洋财产保险	中远海能H股	交通运输	1.03%	10.15%
	27	太平洋安信农业保险	中远海能H股	交通运输	0.09%	10.15%
	28	中国太平洋人寿保险	中远海能H股	交通运输	2.49%	10.15%
	29	太平洋健康保险	中远海能H股	交通运输	0.11%	10.15%
2025年	1	平安资管	工商银行H股	银行	16.01%	10.04%
	2	平安资管	建设银行H股	银行	9.35%	11.08%
	3	平安资管	邮储银行H股	银行	9.07%	9.03%
	4	平安资管	招商银行H股	银行	7.03%	14.52%
	5	平安资管	农业银行H股	银行	11.10%	9.69%
	6	新华保险	杭州银行	银行	5.87%	14.52%
	7	长城人寿保险	中国水务	水务	5.02%	14.29%
	8	阳光保险	中国国旅	电影和娱乐	7.15%	7.26%
	9	长城人寿保险	大唐新能源H股	公用事业	14.43%	8.85%
	10	长城人寿保险	泰港股份H股	交通运输	27.04%	7.11%
	11	瑞众人寿保险	中信银行H股	银行	5.00%	9.69%
	12	瑞众人寿保险	中国神华H股	煤炭与消费用燃料	5.00%	15.99%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 按照长期股权投资会计准则要求，当持有上市公司有表决权股份具有重大影响（联营企业）时，保险公司应当按照长期股权投资法中的权益法进行确认和计量。保险公司按照A股上市年度实现净利润和其他综合收益（OCI）而产生的所有者权益的变动中应当享有的份额确认当期投资收益和其他综合收益（OCI），并调整长期股权投资的账面价值，且在实际收到现金股利时相应地减少长期股权投资的账面价值。当险资举牌上市公司时，上市公司的股价波动并不会体现在保险公司的当期损益中，只有其当期净利润会影响保险公司投资收益。因此，从会计准则维度来看，险资举牌上市公司具有一定的平滑利润波动的作用。但通过长股股权投资法计量股票投资时也需要注意股价大幅下跌时的可能减值损失风险。

表：2024上市险企资产配置比例（按会计计量方式，单位：百万元，%）

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。
长期股权投资计量	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。

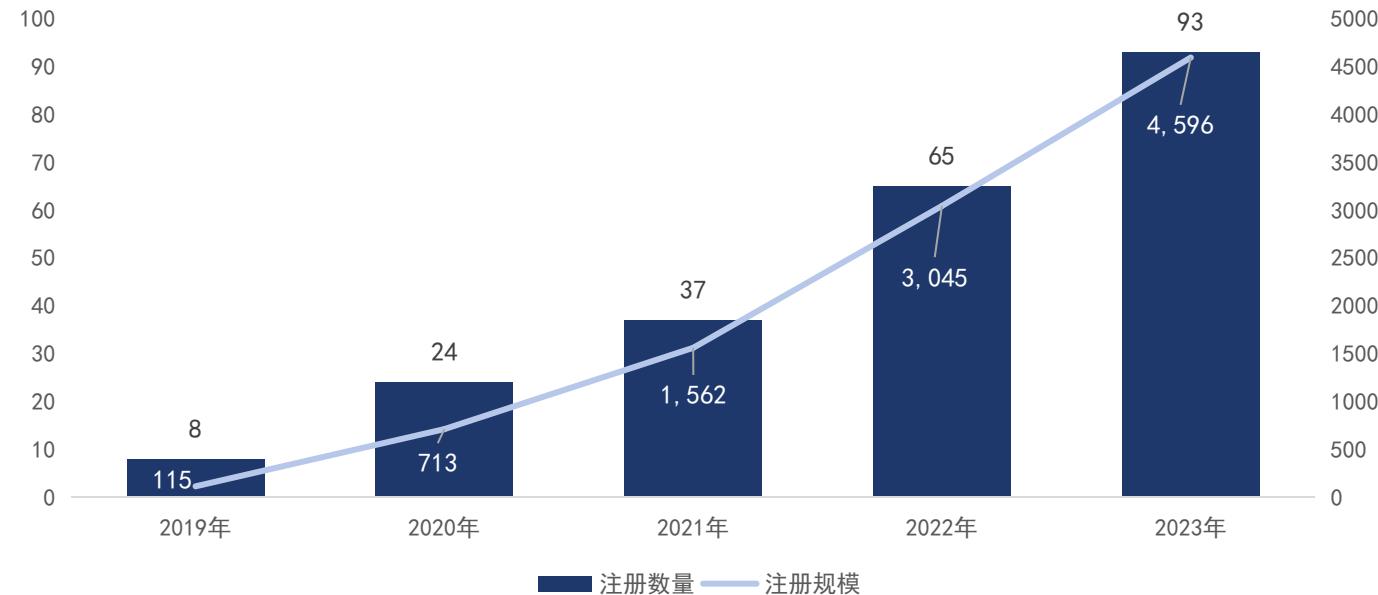
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 保险公司应对：泛红利下港股、REITs和ABS的增量机会



- REITs作为长期投资工具之一，其主要投向为不动产等领域，具备收益稳定、流动性较强及信息相对透明度等优势，与保险资金的中长期资金需求等有较强的契合度。因此，保险资金参与REITs领域投资，有助于优化保险资金的大类资产配置。截至目前，我国公募REITs发行规模超1000亿元，其中险资投资比例超13%，未来仍有较大配置空间。
- 保险ABS作为金融创新产品，通过盘活存量资产，有效降低企业融资成本，为险资开辟新的投资领域。预计随着相应政策的规范及放宽，未来险资ABS规模仍有较大增量空间。
  - 保险ABS规模持续增长，从2019年的115亿元增长至2023年的4595亿元，有效盘活存量资产。

图：2019-2023年保险资管ABS注册数量及规模（单位：只、亿元）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

[ 01 ] 银行资负：存款搬家新去处

[ 02 ] 银行理财：存款替代新调整

[ 03 ] 保险资管：红利行情新泛化

[ 04 ] 证券基金：资金流动新动向

---

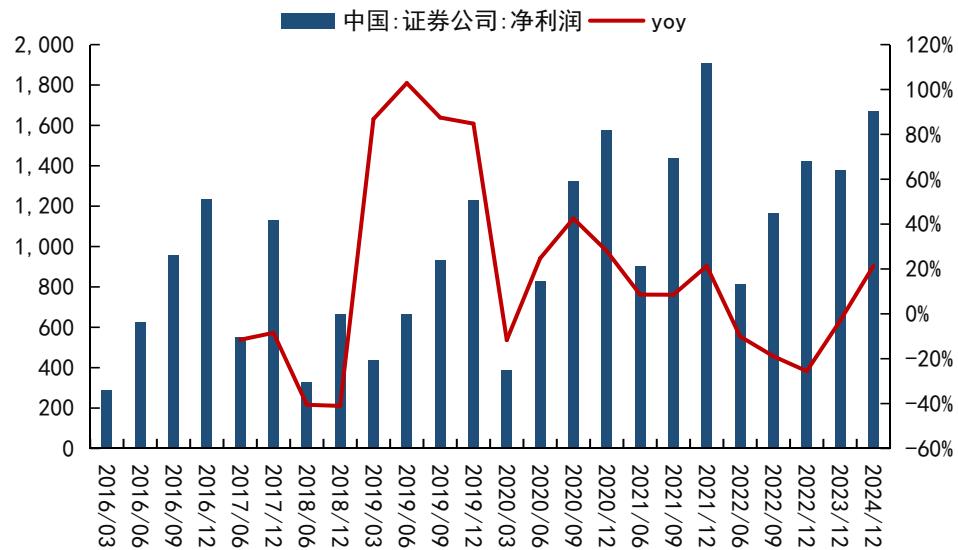
[ 05 ] 投资建议：策略思维，守而后攻

# 利润积累、杠杆提高，券商增强资本运用能力



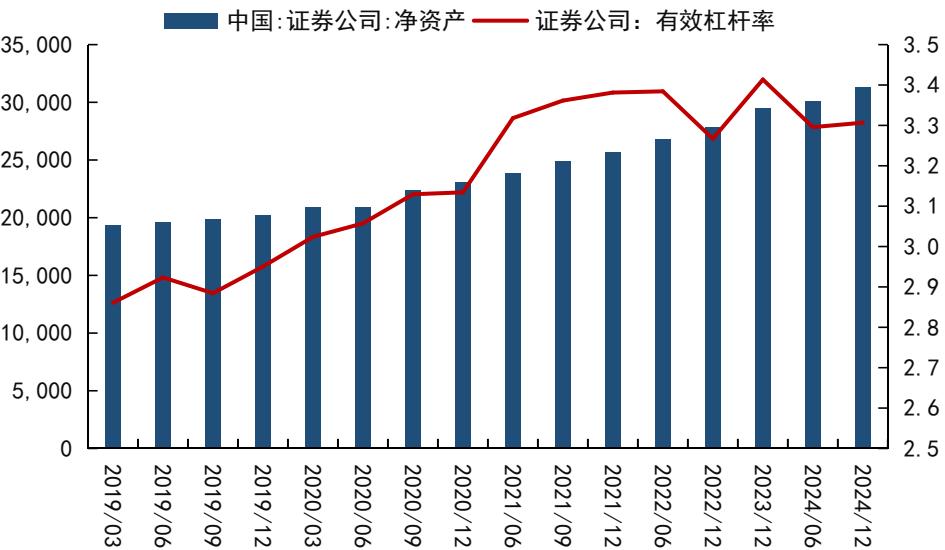
- 证券公司利润增长或更趋于稳定，逐步推动净资产稳定增长。与此同时，证券公司杠杆运用能力亦在稳步提升。
- 2024年，证券行业净利润1,672.57亿元，同比增长21.3%。近年来，证券公司通过多元化业务经营，利润规模稳中有增。主要增量体现在：股债均衡配置、OC1权益资产配置、券商业务出海等。
- 截至2024年末，证券行业净资产3.13万亿元，减去客户交易资产后的总资产10.35万亿元，有效杠杆率3.31x，杠杆呈逐年增长趋势。

图：证券公司净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：证券公司净资产及增速（单位：亿元）



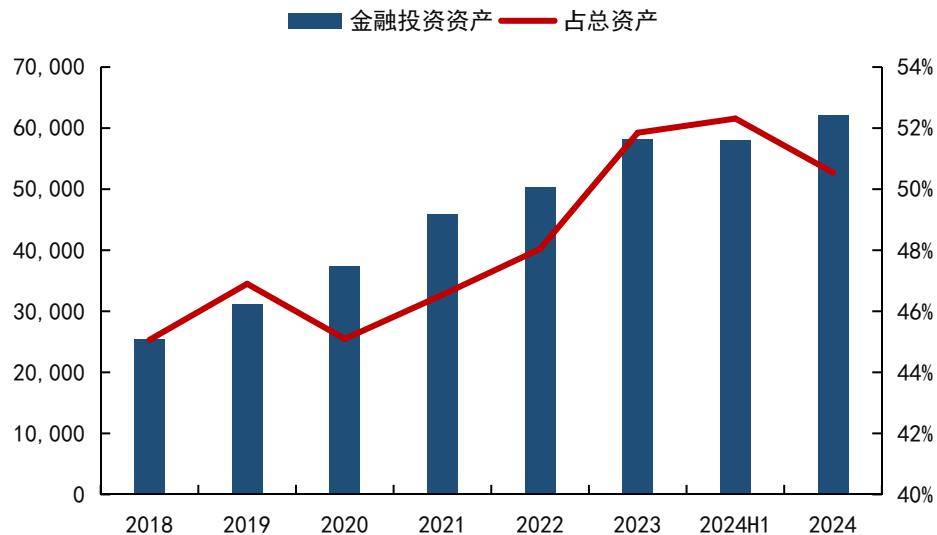
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 金融投资资产为证券公司主要扩表方向



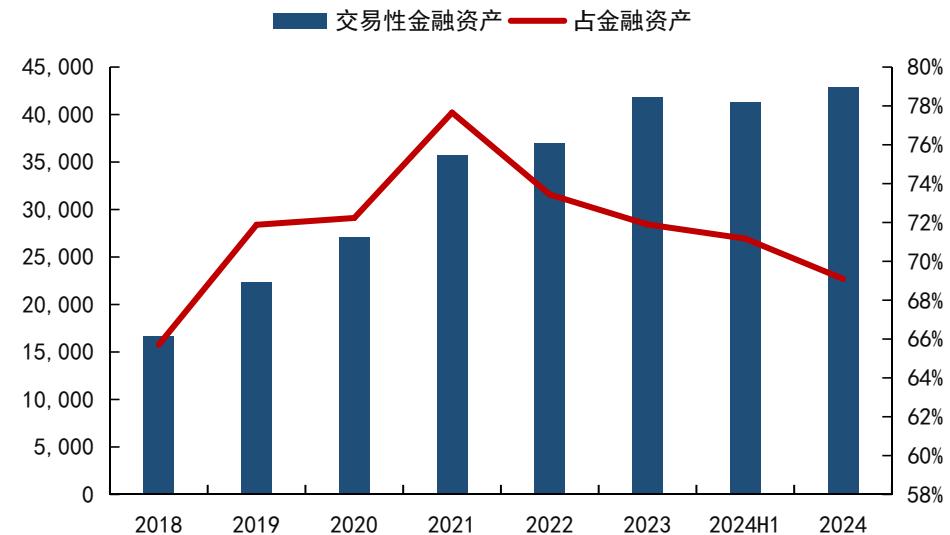
- 我们统计了43家上市券商的详细数据，以便更好了解券商的资产配置动向。
- **金融投资资产成为券商扩表主要方向。** 上市券商整体来看，金融资产占总资产的比重由2018年的45.1%升至2024年末的50.5%。截至2024年末，上市券商金融资产合计约6.2万亿元。
- 交易性金融资产占比近年来有所下降。截至2024年底，上市券商交易性金融资产约4.3万亿元，占金融资产比重约69.1%。

图：证券公司金融投资资产及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：证券公司FVTPL资产及占比（单位：亿元）



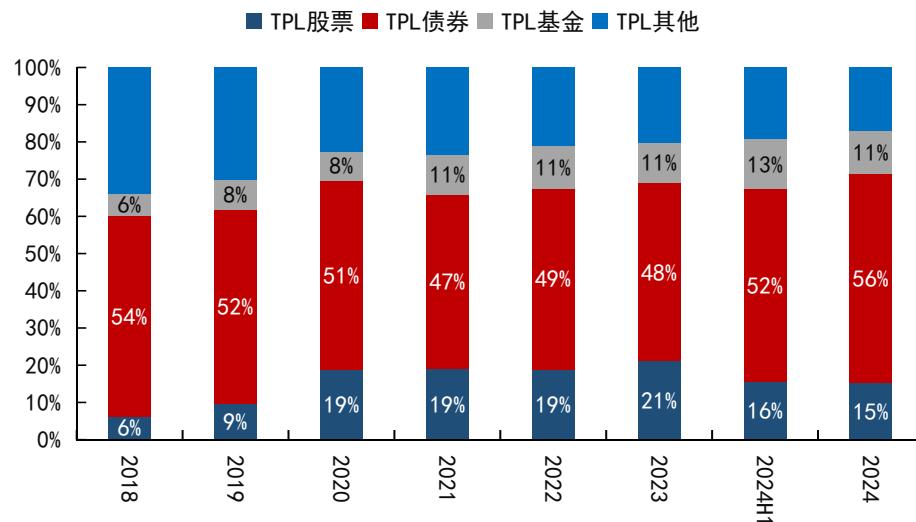
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# TPL账户增加债券配置，OC1账户增加权益配置



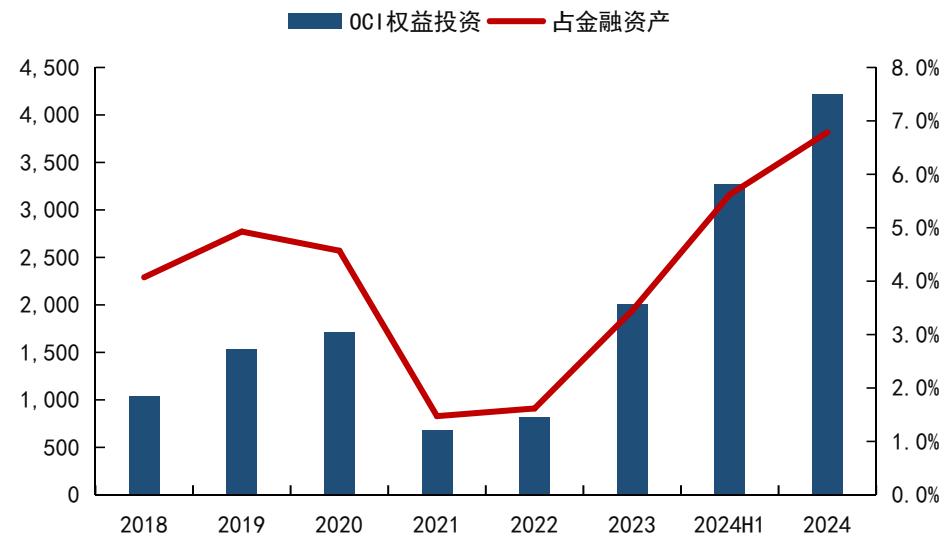
- 证券公司TPL账户资产配置结构中，债券占比明显提升，股票占比有所下降。此外，证券公司OC1权益投资规模及占比快速提升。
- TPL账户资产配置结构：2023年至2024年，债券占比由48%升至56%，股票占比由21%降至15%，公募基金及其他资产配置占比相对稳定。
- OC1权益投资显著增长。截至2024年末，上市券商OC1权益投资规模约4200亿元，占金融资产比重达到6.8%。

图：证券公司FVTPL资产配置结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：证券公司FVOCI权益投资资产及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 证券公司投资债券具备加杠杆优势



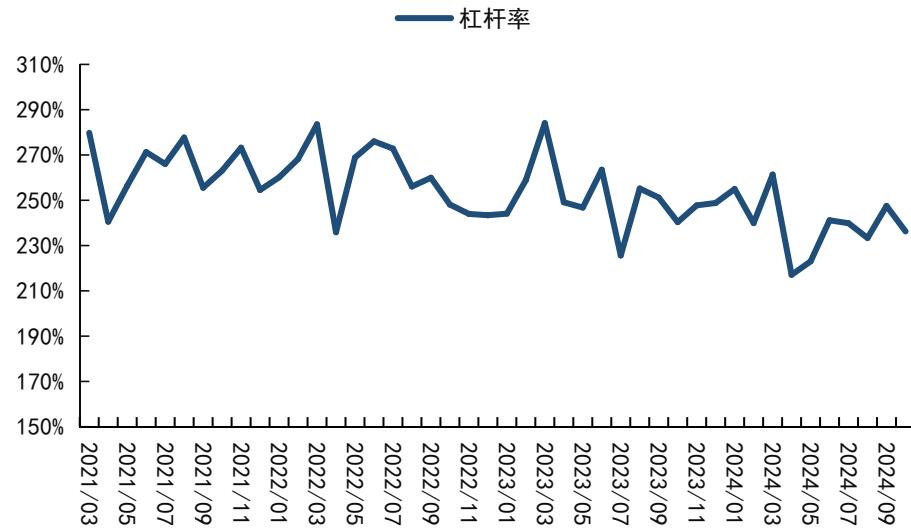
- 证券公司债券自营加杠杆，负债之中卖出回购金融资产款占比明显提升。上市券商卖出回购金融资产合计2.48万亿元，占负债比重接近25%。
- 证券公司债券业务杠杆率处于较高水平。证券公司场内加杠杆方式以银行间质押为主，我们以中债及上清所托管债券余额/（中债及上清所托管债券余额-质押式回购债券余额）统计证券公司杠杆率，2024年10月末证券公司杠杆率为236%，杠杆水平相对较高。

图：上市券商卖出回购金融资产款及占负债比重（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：样本为43家上市券商，剔除参股券商

图：证券公司债券业务杠杆率变化



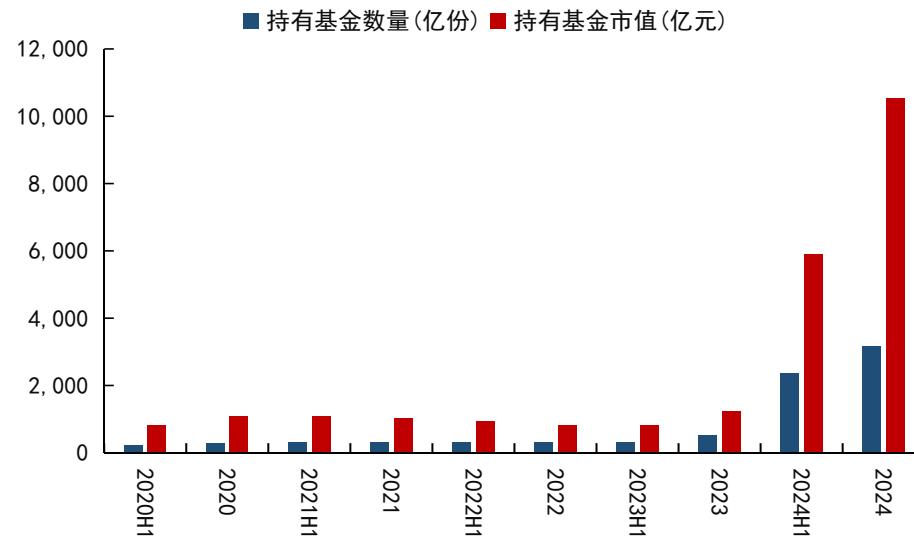
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：杠杆率=债券托管量/（债券托管量-质押式回购余额）

# 中央汇金大幅增持股票ETF，具备“类平准基金”属性



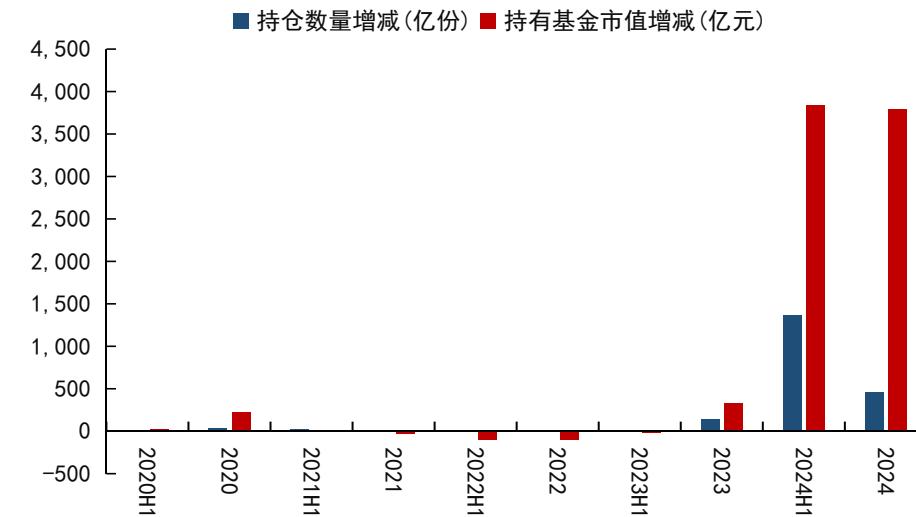
- 中央汇金每在市场波动剧烈时便出手增持ETF，已基本具备“类平准基金”属性。
- 截至2024年末，中央汇金持有ETF市值（前十大持有人口径）已经突破1.05万亿元，持有ETF数量接近3,200亿份。
- 2024年间，中央汇金在上半年和下半年均大量增持ETF。其中，2024年上半年增持1,362亿份、增持市值3,840亿元；2024年下半年增持459亿份，增持市值3,796亿元。当前，中央汇金已基本成为持有ETF规模最大的机构投资者。

图：中央汇金持有的股票基金份额及规模



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中央汇金持有的股票基金份额及规模变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 中央汇金或通过借入短期借款，增持基金等交易性金融资产



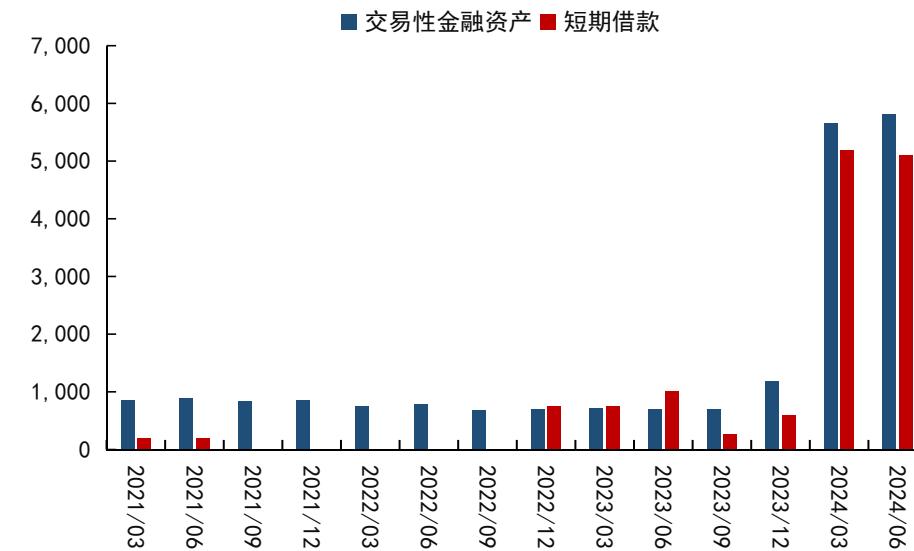
- 中央汇金可能以通过短期借款的形式筹集资金，并用于增持ETF等交易性金融资产。
- 中央汇金绝大部分资产为权益性资产。截至2024年上半年末，中央汇金资产负债率仅为12.7%，负债规模为9,824.48亿元。负债结构中，短期借款占比约52%，应付债券占比约43%，为最主要的负债项目。
- 短期借款与交易性金融资产同步变化。中央汇金资产和负债端的科目中，自2024年以来，交易性金融资产与短期借款变化方向、幅度高度接近，这可能是汇金借入短期借款，增持交易性金融资产所致。

图：中央汇金资产负债结构-截至2024H1末（单位：亿元）

资产结构			负债结构		
科目	规模	占比	科目	规模	占比
货币资金	1,319.88	1.70%	短期借款	5,105.00	51.96%
交易性金融资产	5,818.30	7.50%	应付职工薪酬	0.27	0.00%
其他应收款	4,366.25	5.63%	其他应付款	456.76	4.65%
长期股权投资	66,115.50	85.18%	应付债券	4,262.19	43.38%
其他资产	0.39	0.00%	其他负债	0.26	0.00%
资产总计	77,620.32	100.00%	负债总计	9,824.48	100.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中央汇金交易性金融资产与短期借款规模变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 中央汇金重仓ETF以宽基股票ETF为主



➤ 截至2024年末，中央汇金重仓的ETF以跟踪沪深300、上证50、中证500、中证1000等宽基指数的股票ETF为主。

图：中央汇金位居前十大持有人的ETF-截至2024年末（单位：亿份、亿元）

代码	简称	持有数量（亿份）	持仓比例	持仓市值（亿元）	持仓市值增减（亿元）
510300.SH	华泰柏瑞沪深300ETF	622.76	69.67%	2,505.55	1,236.78
510310.SH	易方达沪深300ETF	469.63	73.27%	1,814.84	871.27
510330.SH	华夏沪深300ETF	325.83	81.81%	1,341.74	589.09
159919.SZ	嘉实沪深300ETF	298.41	78.73%	1,231.26	493.68
510050.SH	华夏上证50ETF	405.76	73.33%	1,111.06	85.28
510500.SH	南方中证500ETF	108.51	62.03%	631.17	214.81
159915.SZ	易方达创业板ETF	149.32	34.27%	313.57	116.02
512100.SH	南方中证1000ETF	165.14	74.21%	399.78	39.06
510180.SH	华安上证180ETF	52.32	89.24%	191.26	18.58
588080.SH	易方达上证科创板50ETF	174.61	30.03%	176.91	33.47
159845.SZ	华夏中证1000ETF	99.21	83.86%	240.79	20.99
560010.SH	广发中证1000ETF	80.36	86.63%	194.75	16.76
512500.SH	华夏中证500ETF	20.51	47.18%	64.36	9.07
159922.SZ	嘉实中证500ETF	23.11	44.24%	52.81	4.89
510230.SH	国泰上证180金融ETF	25.64	71.53%	33.50	7.21
159629.SZ	富国中证1000ETF	27.74	75.16%	67.13	5.72
159952.SZ	广发创业板ETF	10.91	12.46%	14.00	3.01
588050.SH	工银上证科创板50ETF	9.70	7.19%	9.87	2.74
159977.SZ	天弘创业板ETF	2.31	4.76%	5.09	1.09
510100.SH	易方达上证50ETF	1.85	7.12%	2.46	0.26
159901.SZ	易方达深证100ETF	7.19	28.83%	19.90	2.89
515800.SH	汇添富中证800ETF	13.08	21.27%	13.25	1.81
560050.SH	汇添富MSCI中国A50互联	4.53	6.53%	3.75	0.38

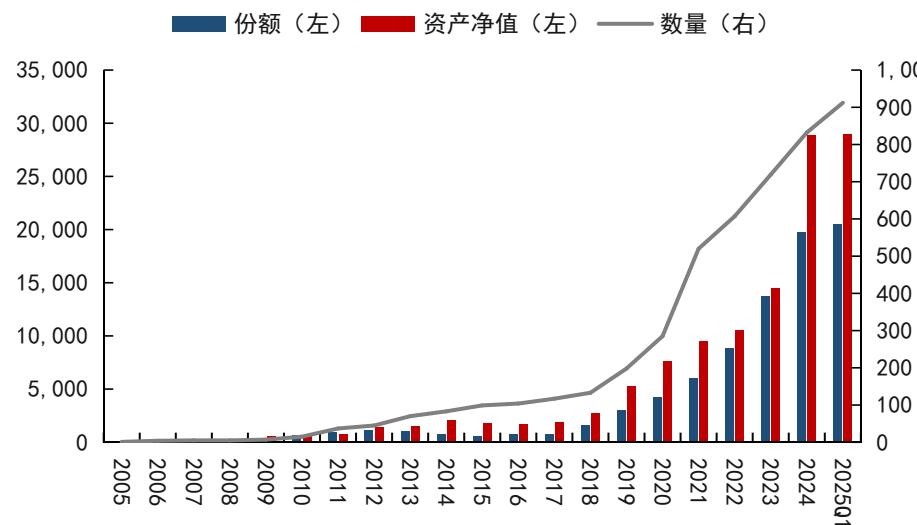
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 股票ETF规模持续扩张，资金持续净流入



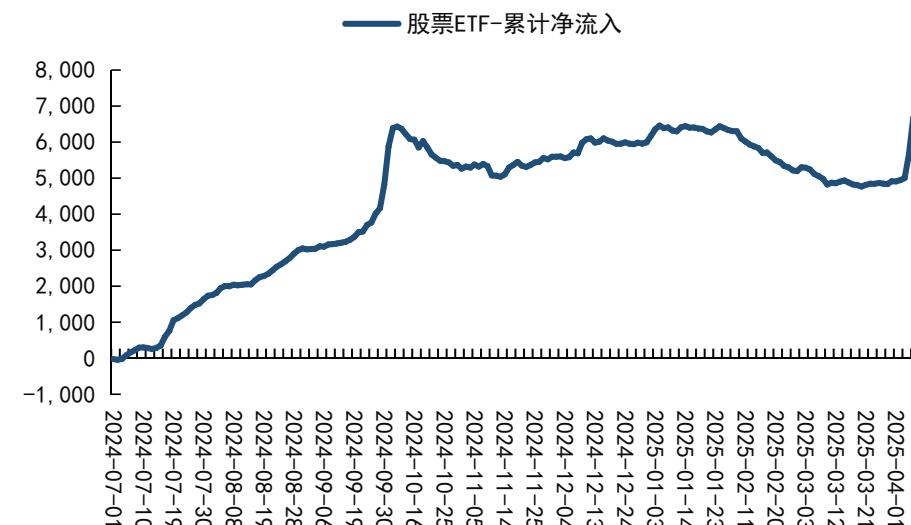
- 截至2024年末，股票ETF数量共912只，份额共20,464亿份、资产净值28,926亿元。股票ETF的快速发展，产品创设、市场变化、客户需求、渠道推动、市场维稳需求等关键因素皆有助力。我们统计了2024年7月以来股票ETF的资金流向，其清晰地反映了不同市场背景下，ETF投资者的投资偏好。
- 2024年7月初至今，股票ETF资金净流入约6,770亿元。近期因美国对等关税导致市场波动加剧，ETF资金大量流入以维稳市场，其中4月7日单日净流入662亿元，4月8日单日净流入1,010亿元。

图：股票ETF数量、份额及规模（单位：只、亿份、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：股票ETF资金净流入规模-自2024年7月以来（单位：亿元）



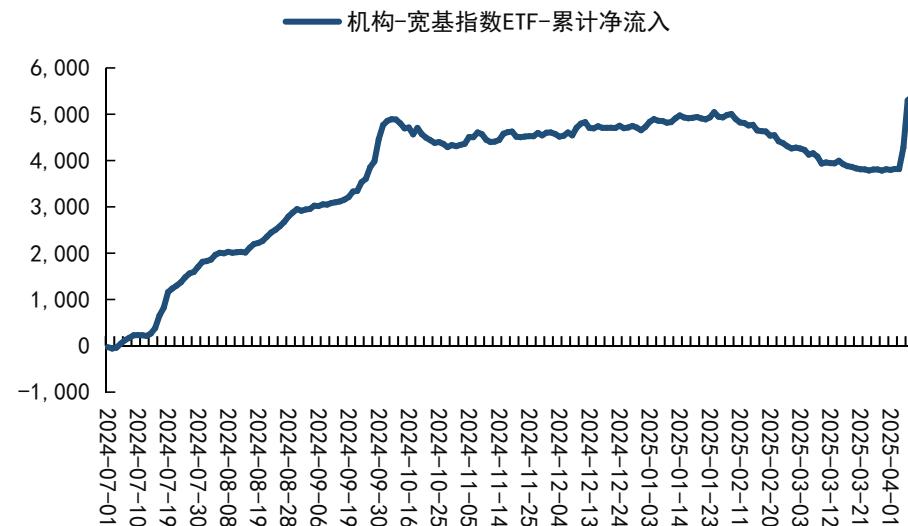
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 宽基股票ETF资金流向由机构主导



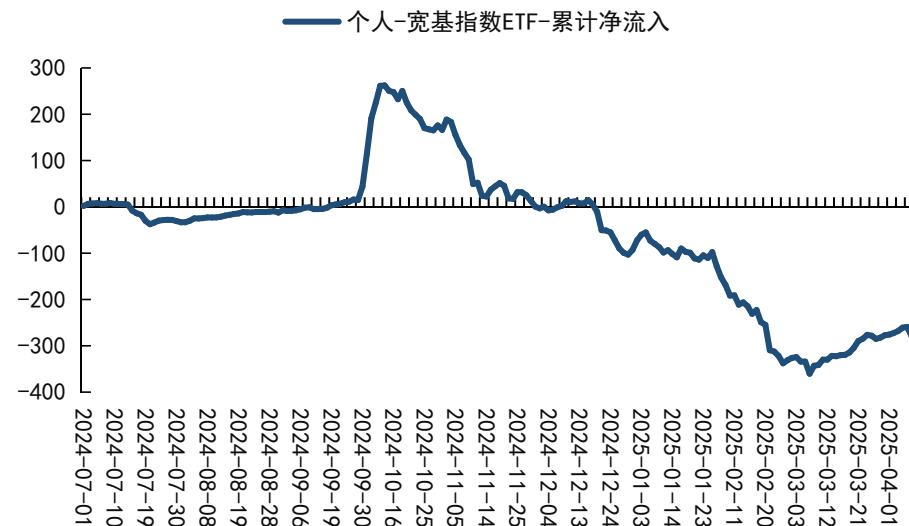
- 宽基ETF的资金流向基本由机构投资者主导。
- 2024年7月以来，机构投资者占比较高的宽基ETF资金净流入5,360亿元。为维护市场稳定，4月7日、8日单日净流入465亿元、1,018亿元。
- 2024年7月以来，个人投资者占比较高的宽基ETF资金净流出278亿元。9.24期间，一度出现资金快速流入，但最后趋势快速转变。

图：机构投资者占比较高的宽基股票ETF资金流向（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：个人持有占比较高的宽基股票ETF资金流向（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

[ 01 ] 银行资负：存款搬家新去处

[ 02 ] 银行理财：存款替代新调整

[ 03 ] 保险资管：红利行情新泛化

[ 04 ] 证券基金：资金流动新动向

[ 05 ] 投资建议：策略思维，守而后攻

---

- 市场风险偏好快速下降及潜在的基本面变化或不利于股票市场短期表现。建议关注资产配置结构均衡、股息率相对较高的金融板块上市公司。
- **银行：**整体而言，贸易战全面升级不可避免的会对我国经济造成冲击，且贸易冲突存在进一步升级的可能，短期筹码更优的国有大行避险属性更强，大概率有超额收益；同时招商银行由于其优质的客群优势和治理机制，基本面稳健确定性高，回调后的股息率已具备不错的吸引力。待短期避险情绪消化后，积极关注逆周期政策力度，如果政策力度足够强，对于城投敞口较大的城商行和基建敞口更大的国有大行更为利好，此时建议关注受益的江苏银行、杭州银行等。
- **保险：**受资本市场普跌影响，板块估值下挫，考虑到短期资本市场波动风险，建议关注基本面稳健且具备防御属性的中国太保及中国财险。基本面方面，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。考虑到当前行业面临的养老、医疗、养康、储蓄等多元需求，我们预计2025年保费同比增速约为5%至6%，对应NBV增速为25%。资产端方面，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。
- **证券与综合金融：**近年来，证券行业普遍提高对股票、债券平衡配置的重视程度。根据已披露2024年报的23家上市券商数据，债券资产配置（包括TPL账户及OCI账户的债券）占全部金融资产比重的平均值为62.3%，占净资产比重的平均值为143.7%。股票市场大幅波动之下，债券资产或可部分对冲投资收益率的潜在下滑压力。此外，鉴于市场风险偏好快速下降，具备防守属性的股息率较高的多元金融公司或可阶段性取得超额收益。
- **风险提示：**资本市场波动、长端利率下行、宏观经济的不确定性等。

# 免责声明



## 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、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