

# 新起点下的双向奔赴

## ——“十五五”下金融发展机会暨2026年非银金融行业策略

行业研究 · 深度报告

非银金融

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

证券分析师：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

S0980525070007

- **展望2026年，作为“十五五”规划开局之年，宏观经济与资本市场将呈现更深层次的良性互动。**在政策引导与产业升级双轮驱动下，科技创新、绿色经济等新型领域将持续涌现结构性机遇，推动金融资源更精准地流向国家重点支持方向。这一过程不仅是金融服务实体经济功能的深化，也将倒逼金融行业自身实现业务重构与高质量发展，形成产业与金融“双向奔赴”的新生态。
- **有进有出，资本市场资金结构预计将更趋均衡。**一方面，随着居民资产配置意识觉醒，储蓄向投资“搬家”进程延续，公募基金、银行理财等资管产品将吸纳可观增量资金；另一方面，保险、年金等绝对收益型机构投资者稳步入场，其长久期、低风险偏好的特性有助于平抑市场波动。同时，“国家队”资金有望继续发挥市场稳定器作用，在必要时调节节奏，而伴随市场信心修复，此前受限的股东减持、再融资等活动可能有序放开，持续助力产业结构转型，有进有出的资金结构促进成长与价值风格走向再平衡。
- **再融资将有序放开，证券行业迎来ROE长期中枢提升机会。**资本市场功能进一步恢复，券商融资渠道或逐步放宽，为其转型升级提供资本支撑。预计行业将把资源更多投向AI技术应用、跨境业务布局及机构资本中介等创新领域，通过提升服务效能与资产定价能力，打开ROE长期提升空间（如从当前中枢为6%提至10%），逐步摆脱同质化竞争格局。
- **保险公司从博投资收益转向挖掘真实客户需求，多元产品创新带来价值水平提升。**在监管引导与客户需求挖掘共同推动，保险公司将逐步淡化对投资波动性的依赖，转而深耕真实保险需求，聚焦发展分红险、健康险、养老险等保障型业务。这一转变不仅有助于优化负债结构、降低利差依赖，也更契合社会老龄化与健康需求，推动行业新业务价值率与内含价值稳步增长。
- **风险提示：**长端利率下行；资本市场收益波动；监管趋严等。

[ 01 ] 格局篇：繁荣的新起点

---

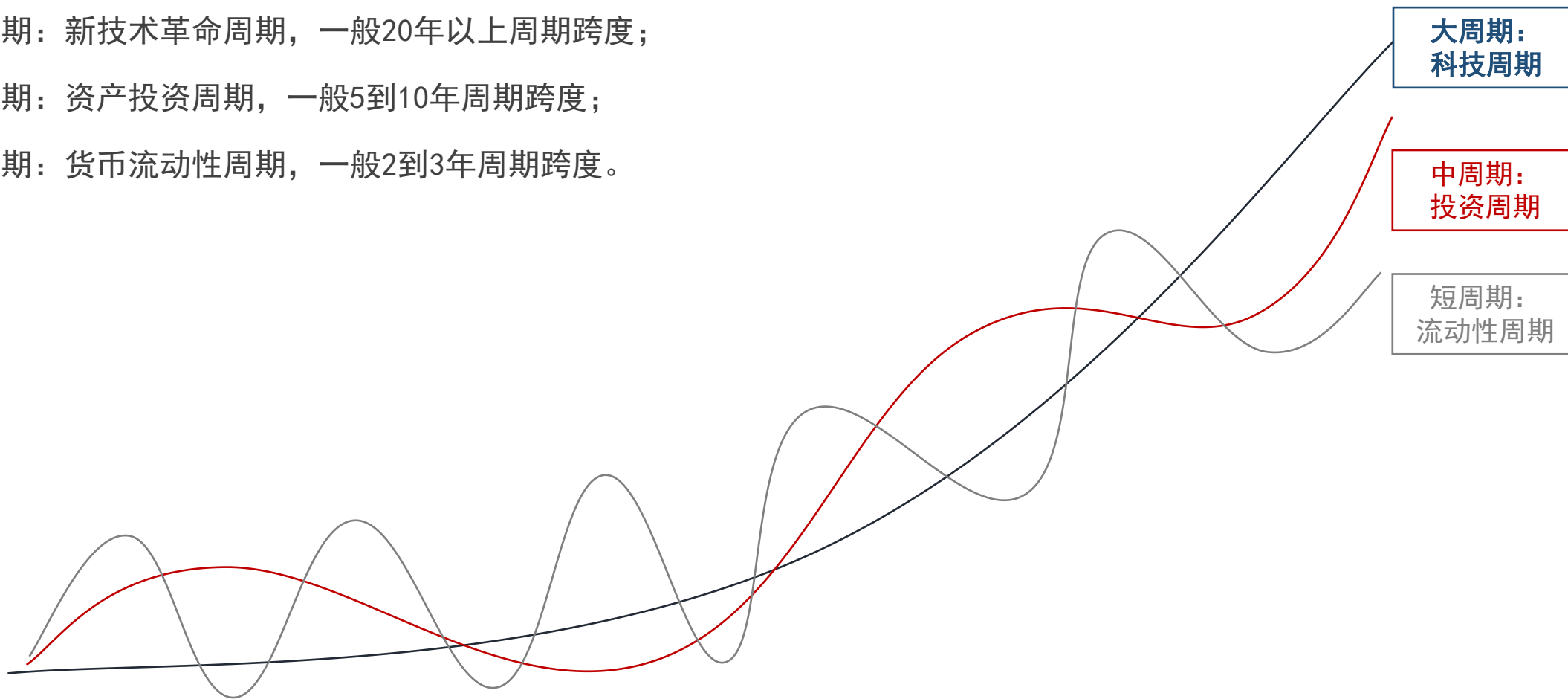
[ 02 ] 市场篇：资金的新平衡

[ 03 ] 证券篇：融资后新转型

[ 04 ] 保险篇：稳固后新价值

周期的叠加，既影响资产价格的表现，又影响金融机构的运作模式，我们重点把握以下三个周期：

- ✓ 大周期：新技术革命周期，一般20年以上周期跨度；
- ✓ 中周期：资产投资周期，一般5到10年周期跨度；
- ✓ 小周期：货币流动性周期，一般2到3年周期跨度。



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 大周期：科技周期跨越百年

百年以来科技大周期，下一轮革命或为AI引领的GenAI、具身智能和AIGC等技术。

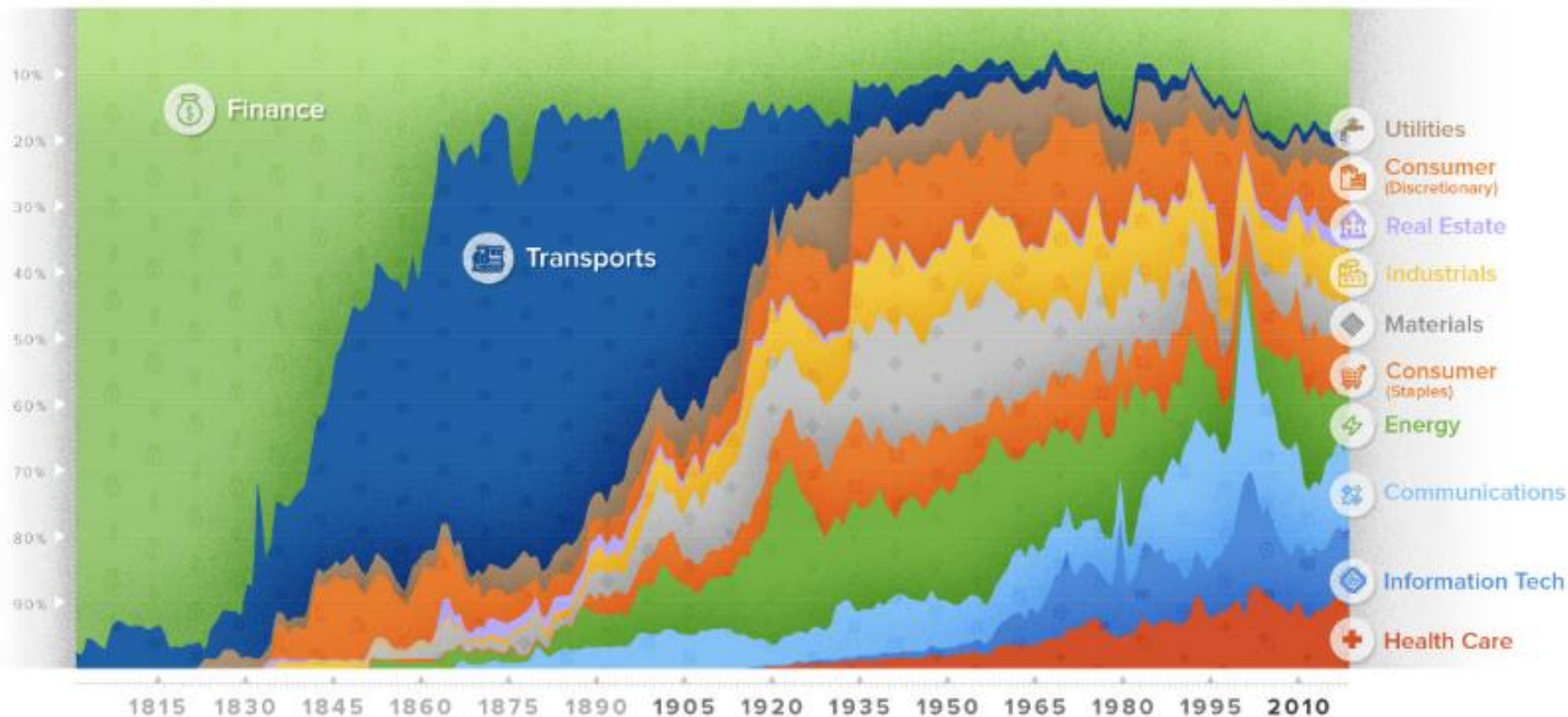


资料来源：《技术革命与金融资本：泡沫与黄金时代的动力学》，国信证券经济研究所整理

# 大周期：百年科技周期脉动

美股上市公司分行业市值占比变化，直观反映了百年科技周期的变化。

图：1880-2018年美股上市公司分行业市值占比变化

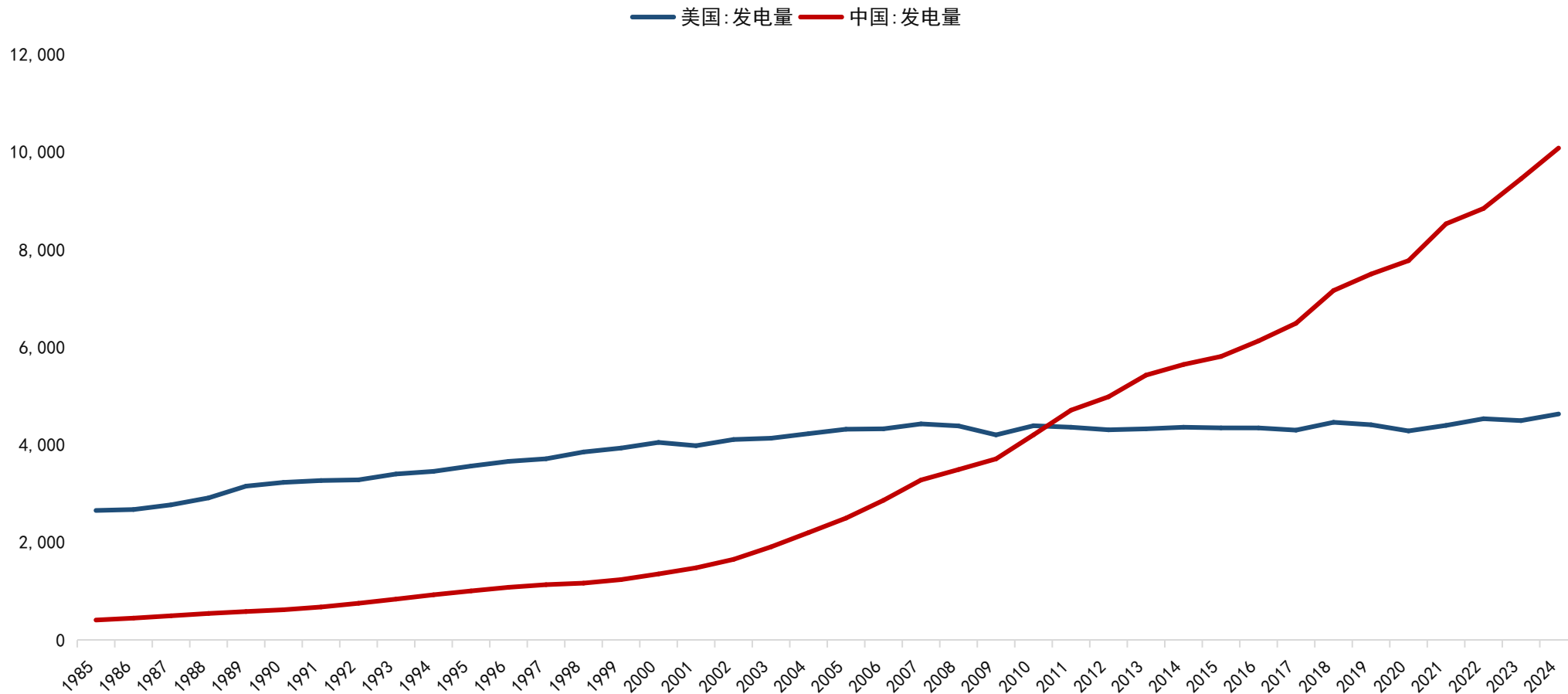


资料来源：visual capitalist，国信证券经济研究所整理

# 大周期：我国有望接棒全球科技周期

中国强大的基建能力是在新一轮科技周期中胜出的关键。电力是科技周期制胜关键，如今我国发电量已是美国的2倍以上。

图：中国、美国发电量对比（十亿千瓦时）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 固定资产投资中，房地产、制造业与基础设施是最重要的三项投资。
- 伴随近年来我国经济增速下降，前述三项投资增速持续下降，经济增长需要新动能。

图：中国房地产、制造业、基建投资同比增速

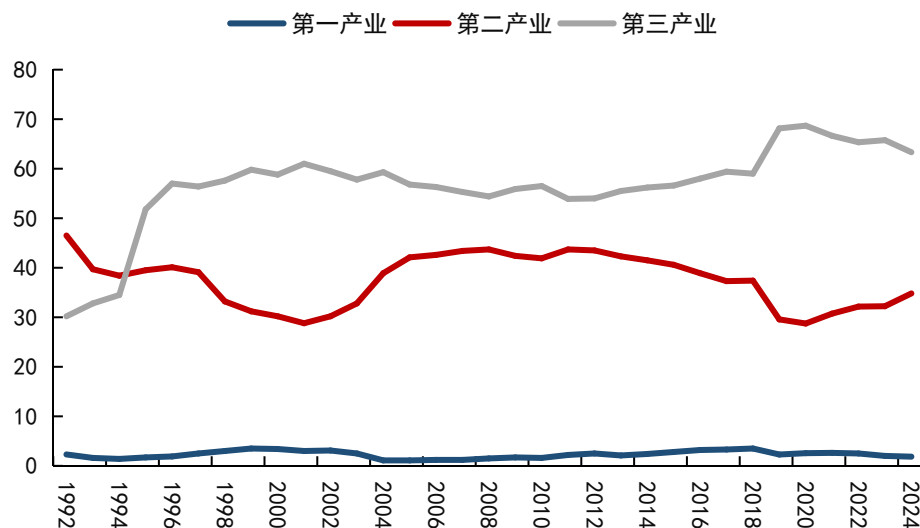


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 中周期：过去地产和基建投资周期占主导

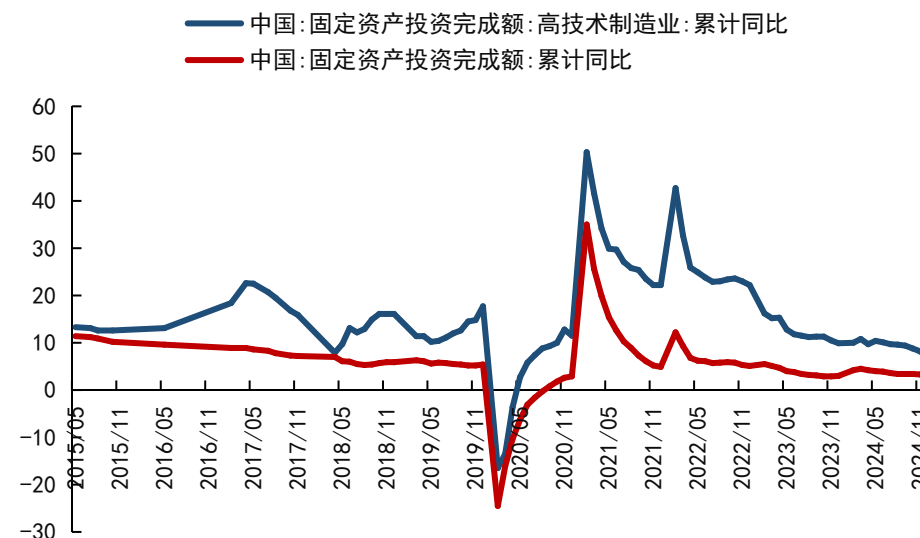
- 从产业占比角度，第三产业固定资产投资近年来一直占比最高，第二产业次之。
- 在经济动能转换期间，高技术制造业投资的同比增速大幅高于全部固定资产投资。

图：我国固定资产投资完成额占比-分产业（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

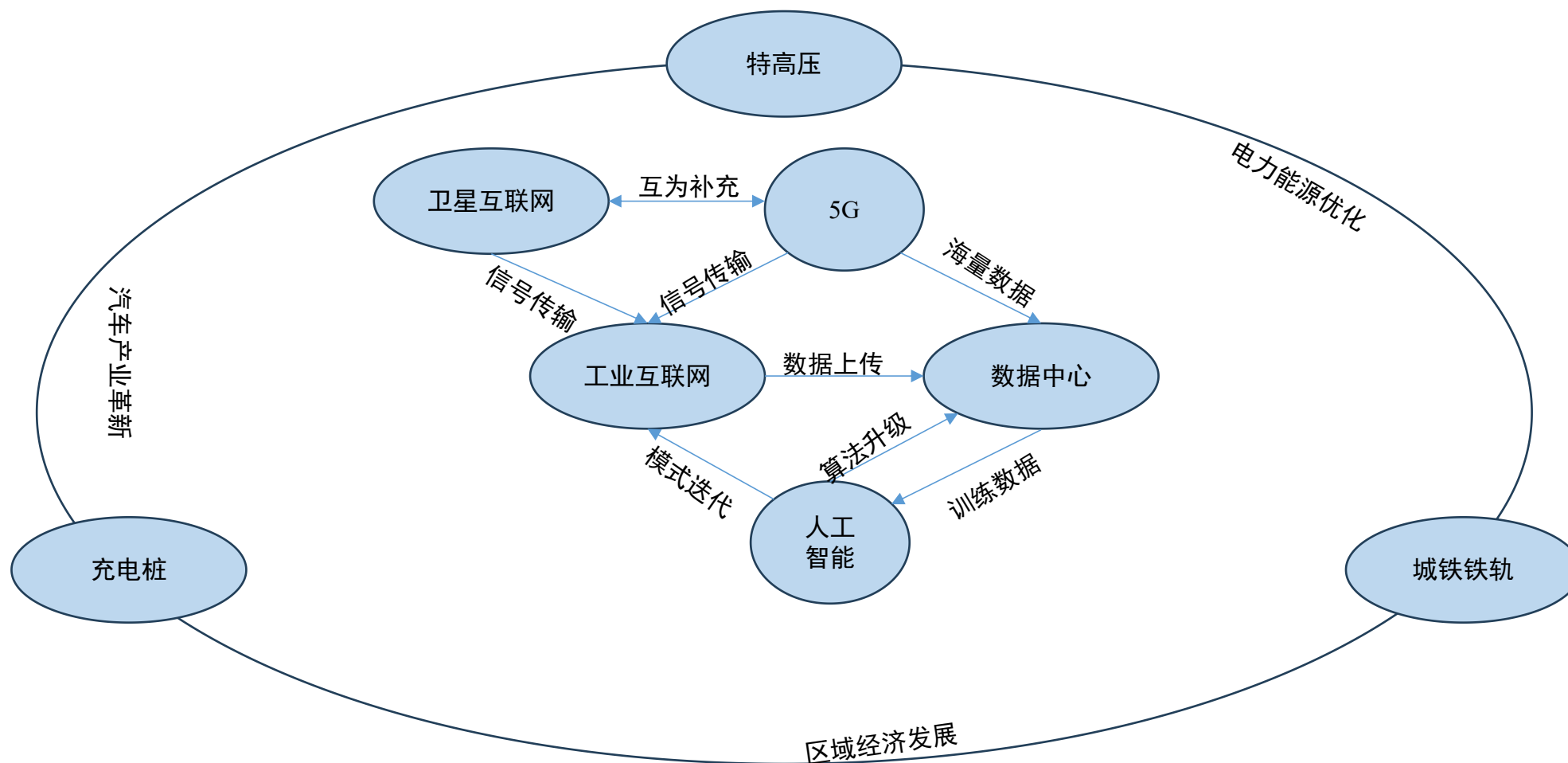
图：我国高新技术固定资产投资完成额同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我国强大的基建能力是在新基建投资周期中胜出的关键。传统基建为新基建提供强大支撑，新基建提高传统基建利用效率。

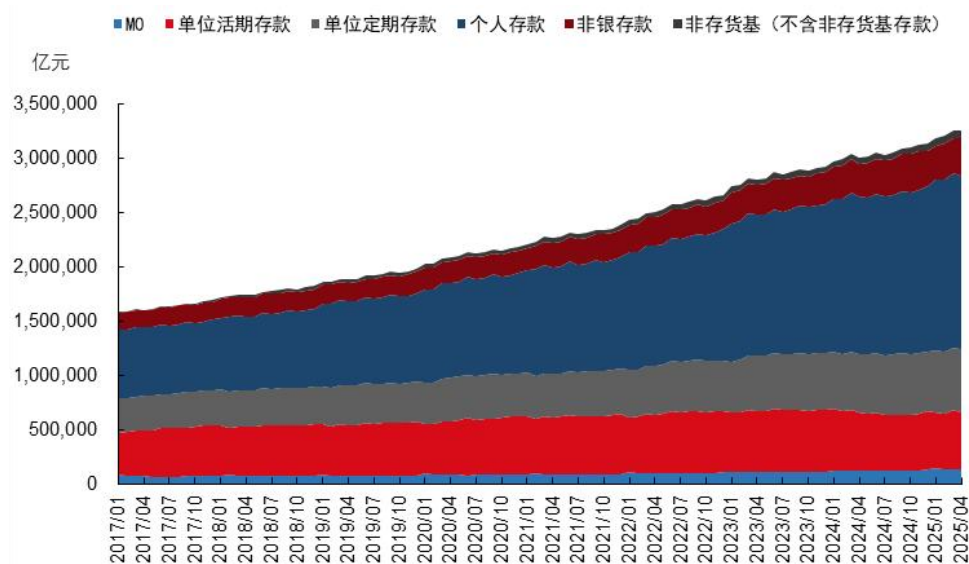
图：中国强大的基建能力为新基建提供支撑



资料来源：《聚焦需求侧》，国信证券经济研究所整理

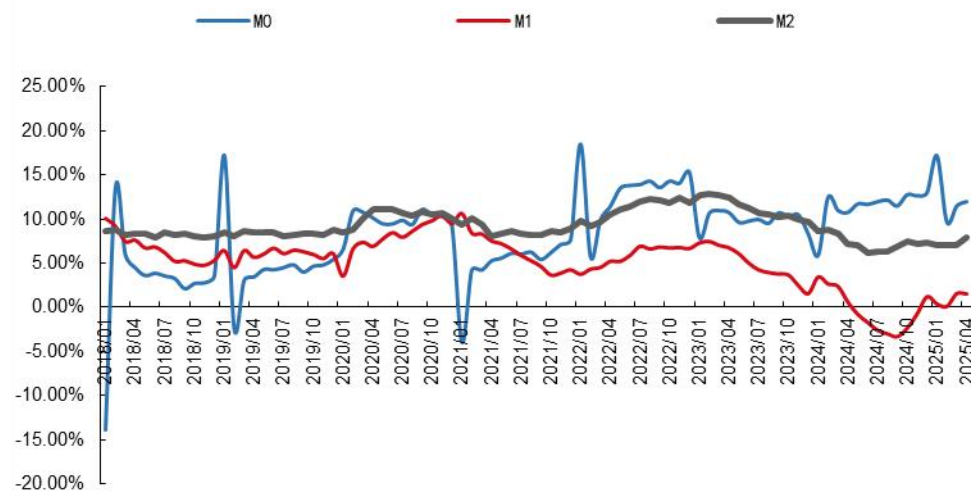
- 根据人行统计，2025年9月末，广义货币(M2)余额335万亿元，同比增长8%。狭义货币(M1)余额113万亿元，同比增长1.5%。流通中货币(M0)余额13.5万亿元，同比增长12%。
- 趋势上，M0具有明显的季节性，但整体占M2比重较为稳定。2022年以来个人存款占比大幅提升，单位存款占比下降，非银存款和非存货基占比也有所提升。

图：M2规模及结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：M2为最新统计口径下数据。

图：M0、M1、M2同比增速

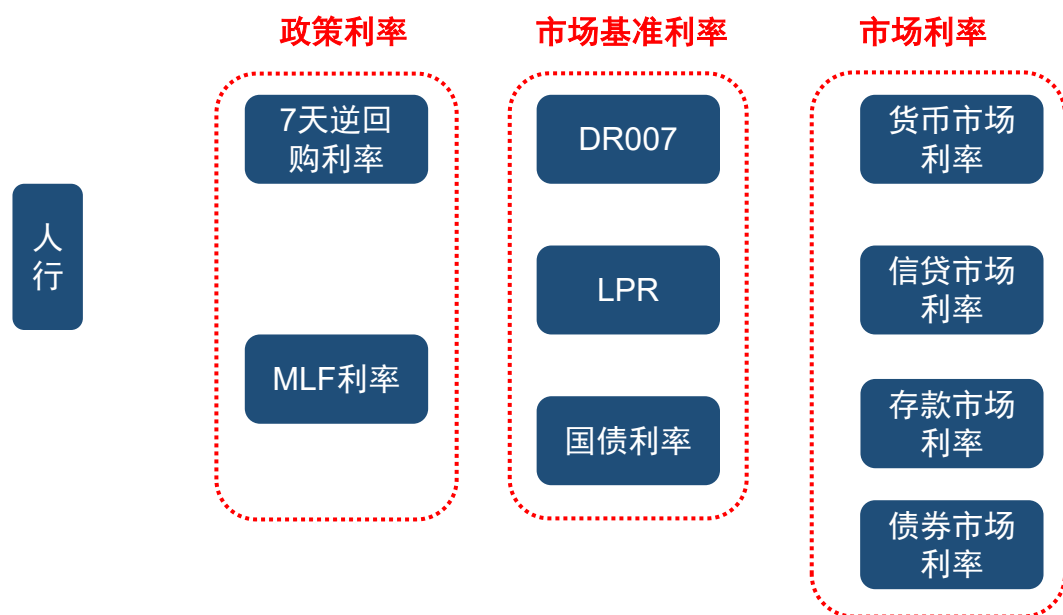


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：M1、M2为最新统计口径下数据。

# 短周期：“超级央行”主导货币和流动性周期

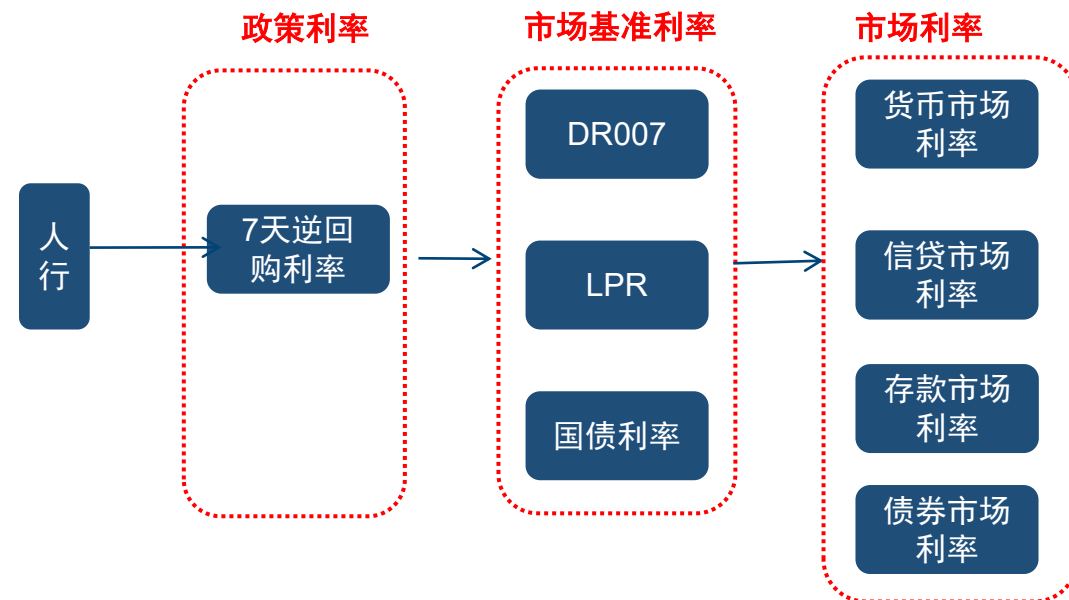
- 7天逆回购政策利率传导机制逐步理顺由短及长的传导关系，增强了货币政策的传导效率。
- 具体7天逆回购政策利率的传导为“政策利率→市场基准利率→货币市场利率/贷款市场利率”，货币政策信号通过“由短及长”的传导最终进入实体经济。其中，政策利率是央行的操作变量，市场基准利率和货币市场利率为中介变量，贷款市场利率则是货币政策的最终变量；央行只决定短端利率，长端利率由市场自发加点形成。

图：MLF政策利率传导机制



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图：7天逆回购政策利率传导机制



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

# 短周期：M2总量与经济相关性趋弱

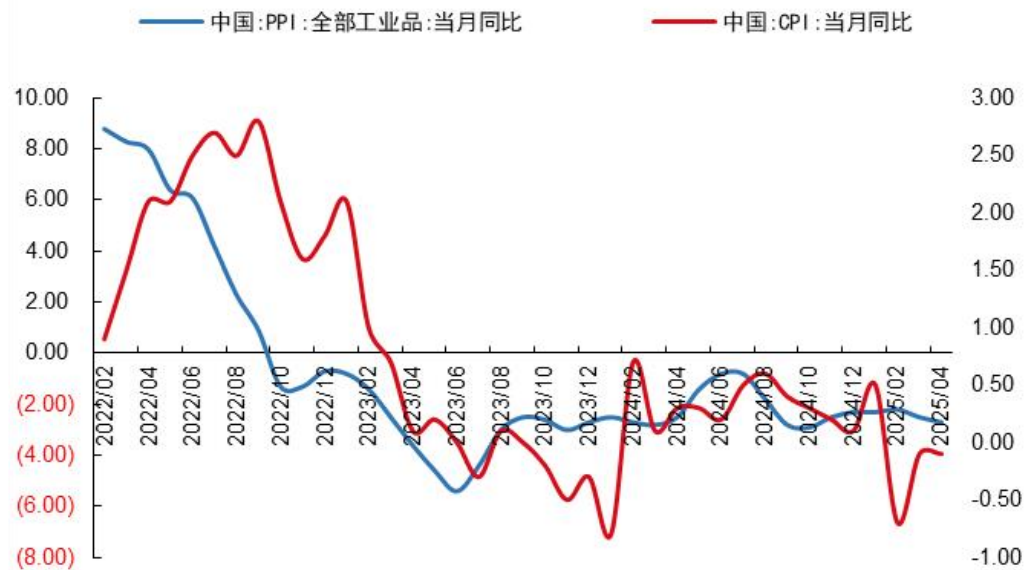
- 货币供应“总量充裕与结构失衡”矛盾显现。因此除了关注货币总量，还需要关注M2的结构性变化和失衡失衡来摸排货币传导与经济运行的堵点。
- 货币流通速度并不是稳定变量，名义收入、利率等影响货币需求的因素也同样影响着货币流通速度，货币流通速度兼具内生性和外生性，货币流通速度不稳定极大地削弱了货币供应量与货币政策最终目标之间的相关性。

图：2022-2023年M2持续高增



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：PPI和CPI持续负增



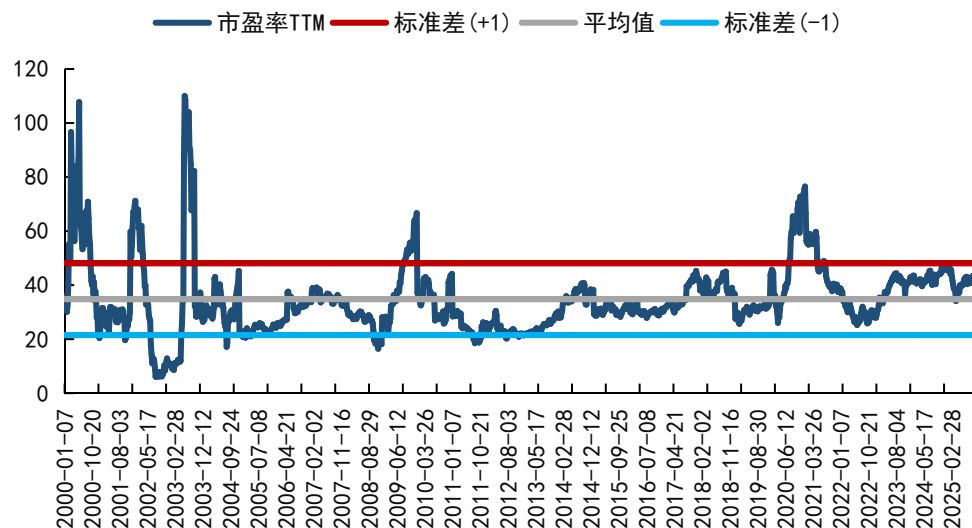
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理



# 同时科技周期驱动资本市场大行情：美国经验

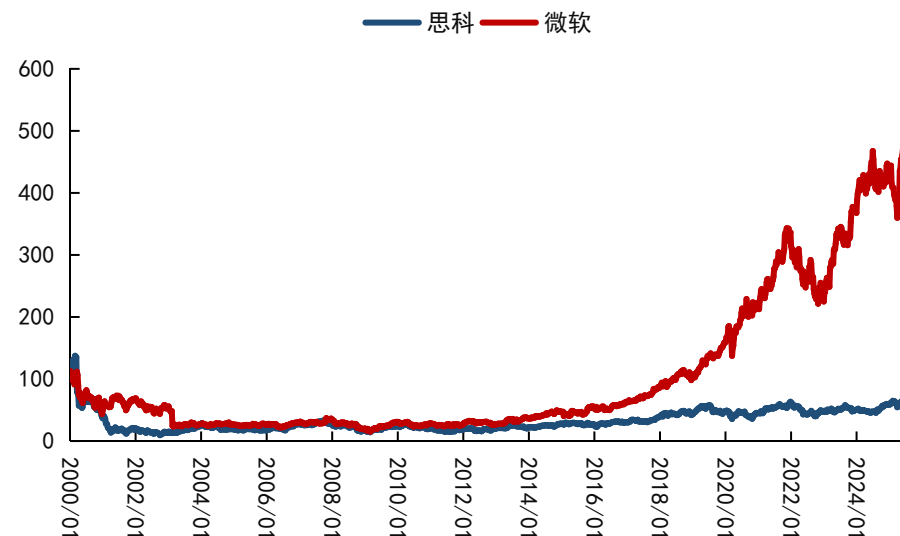
- 科技创新周期中，股票市场容易出现大行情，也会容易诞生伟大的公司。
- 美国1999-2001互联网周期中，纳斯达克指数估值一度突破100倍。思科、微软等大型科技公司股价飙涨，但最终泡沫破裂。部分公司股价在泡沫破灭后，公司发展一度陷入沉寂，比如思科，公司股价至今尚未涨回泡沫期间峰值。部分公司不断探索新业务，并最终成长为行业巨头，比如微软，股价持续创新高。

图：纳斯达克指数估值变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

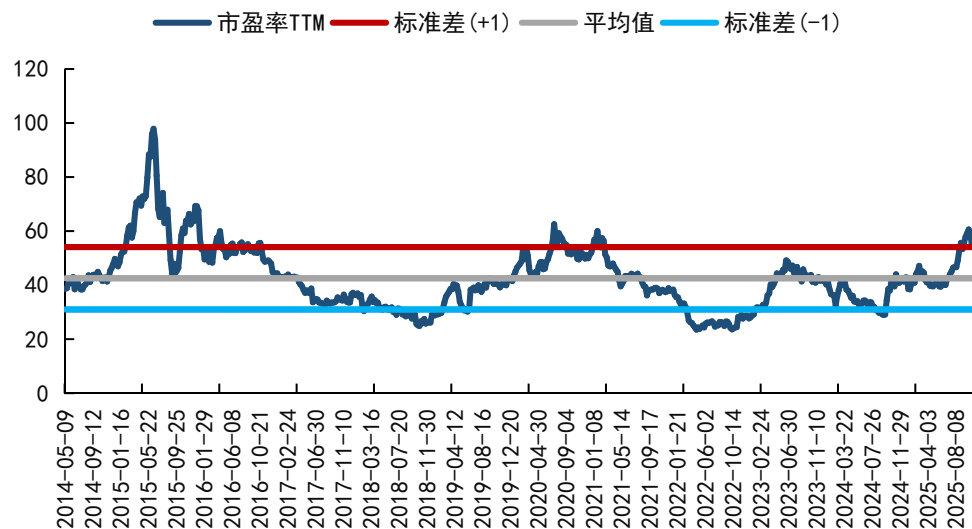
图：思科与微软股价走势（美元/股）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 科技创新周期中，股票市场容易出现大行情，也会容易诞生伟大的公司。
- 中国2013-2015互联网周期中，中证互联网指数估值一度突破100倍。期间热门股票全通教育一度成为A股股王，但飙涨之后便持续下跌。同花顺则成功顺应了移动互联网发展趋势，持续紧抓流量入口，股价屡创新高。

图：中证互联网指数估值变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：同花顺与全通教育股价走势（元/股）

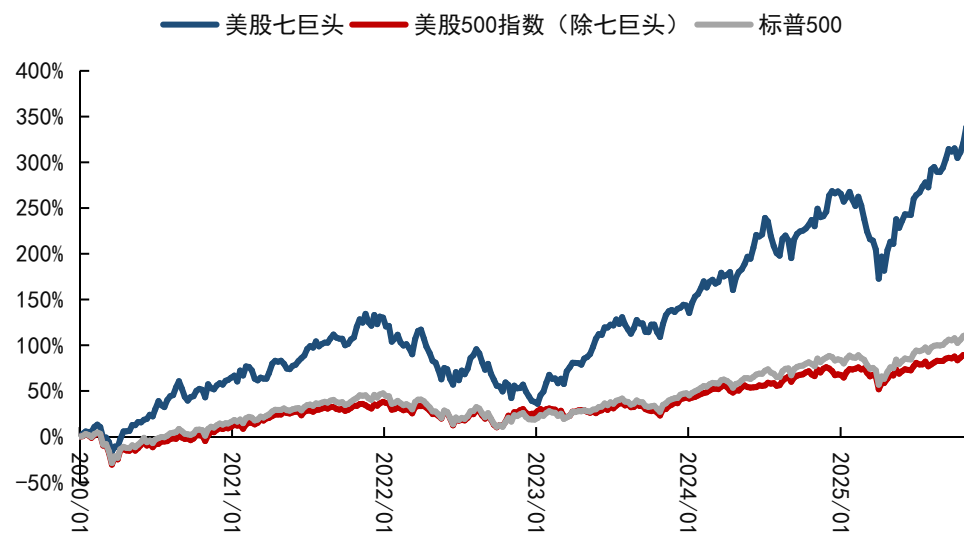


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 科技周期驱动资本市场大行情：AI产业风头正进

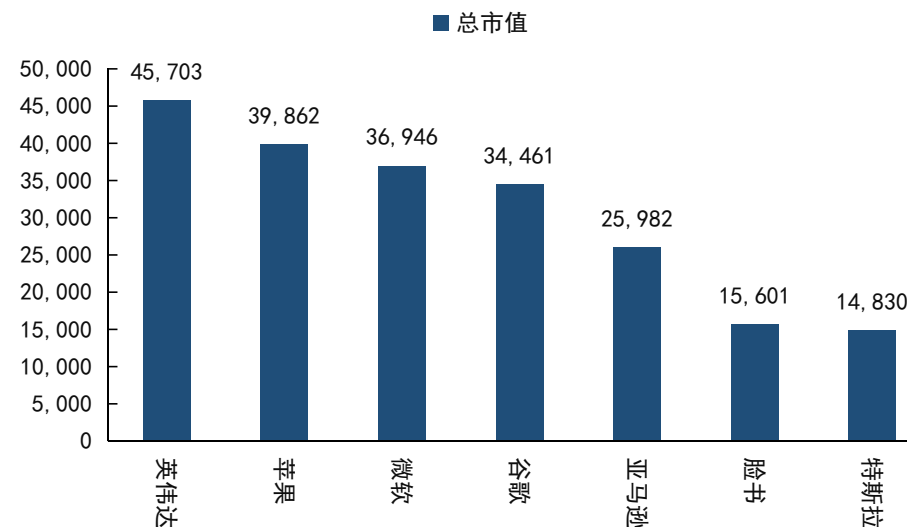
- 科技创新周期中，股票市场容易出现大行情，也会容易诞生伟大的公司。
- 2020年以来，美国进入以AI为代表的创新周期，美股七巨头引领市场。2025年以来，美股七巨头持续领涨全市场，英伟达已稳居4万亿美元市值以上，苹果、谷歌有望冲击4万亿美元市值。截至目前，市场对于美股七巨头的盈利前景仍然较为乐观。

图：美股七巨头指数股价变化及与非七巨头比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

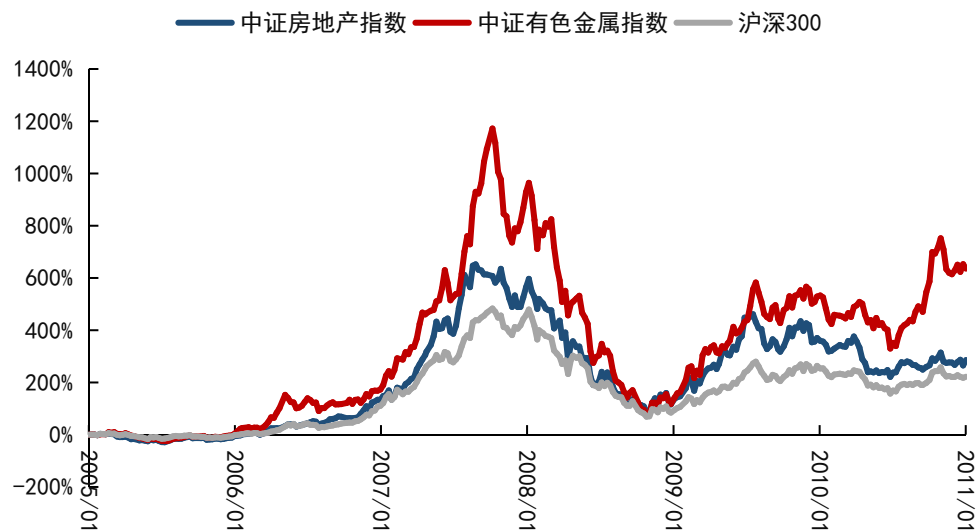
图：美股七巨头市值比较（亿美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
数据截至2025.11.6

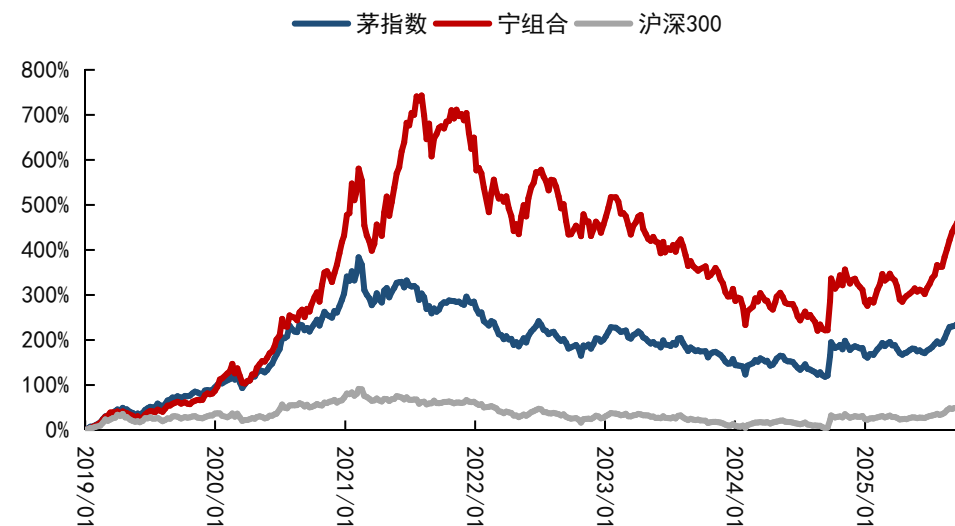
- 投资创新周期中，股票市场容易出现超额收益行情，核心是企业盈利驱动。
- 2005年，中国房地产投资、基建投资如火如荼，房地产、有色等行业股票涨幅大幅领先指数。2019年起，新能源、医药、消费等行业景气度高，相应股票涨幅也大幅领先指数。

图：中国2005-2009年有色地产行情



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国2019-2021年核心资产行情

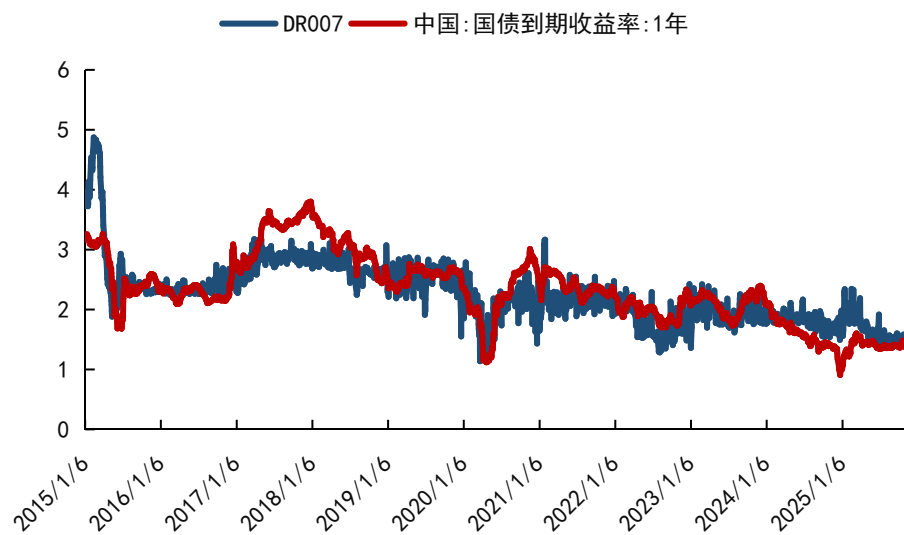


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 短周期直接决定了货币和债券市场利率

- 流动性周期中，货币宽松、收紧对货币市场、短期债券市场有快速影响。
- 2014年后房地产及基建投资持续降速，债券市场整体表现为牛长熊短。

图：中国DR007利率与1年期国债利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国10年期国债利率

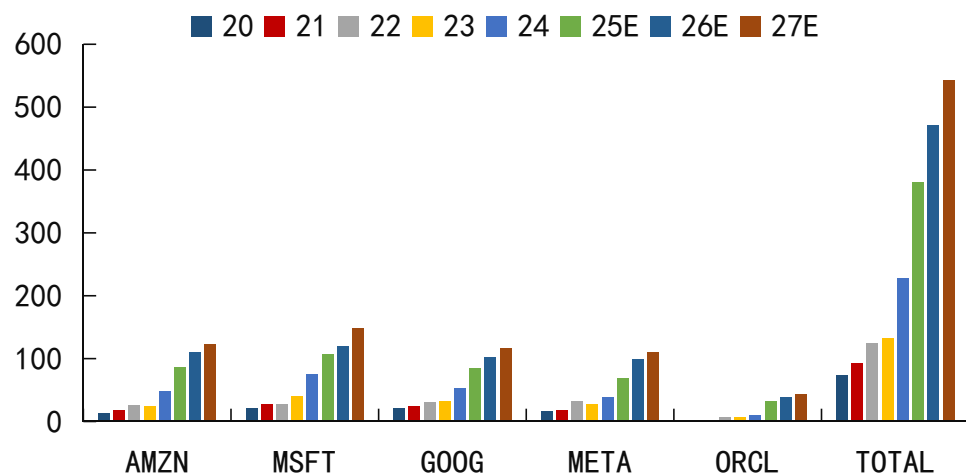


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 我国当下正处于周期的哪个位置？

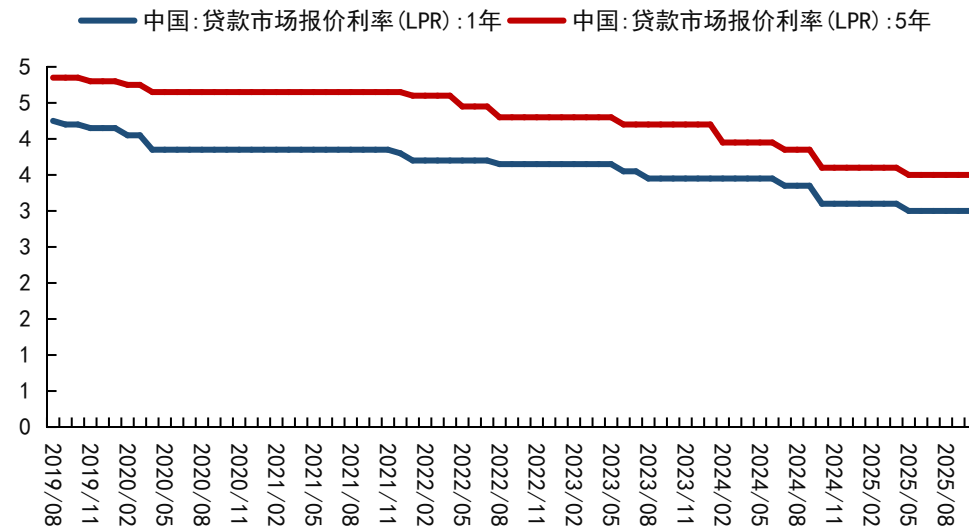
- 技术创新周期看：AI有可能是继互联网/移动互联网后新的科技革命；
- 投资周期看，房地产和基建的旧周期渐行渐远，新基建周期逐步加大；
- 流动性周期看，利率中枢低位，为经济转型提供宽松的流动性基础。

图：国内外AI产业投资周期持续加大投入一（单位：十亿美元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：我国利率中枢持续下行（单位：%）

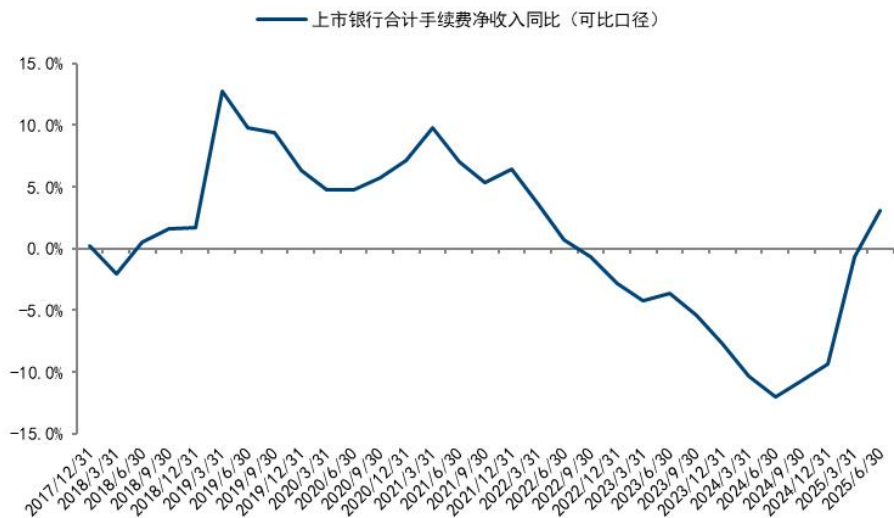


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 银行行为看周期：从卷规模到卷非息业务收入

- 2022年以来受房地产风险暴露、股市及债市波动、公募基金降费、保险“报行合一”、消费疲软等多重因素影响，上市银行手续费净收入持续减少，但2025年以来随着各项因素的不利影响消化，手续费净收入止跌。
- 展望明年，随着前期政策影响消除，以及资本市场回暖带来的代销、资产管理等收入增长，银行手续费净收入有望维持增长势头。

图：2025年以来上市银行手续费净收入止跌向上



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：多重因素导致银行手续费收入结构变化（以招商银行为例）

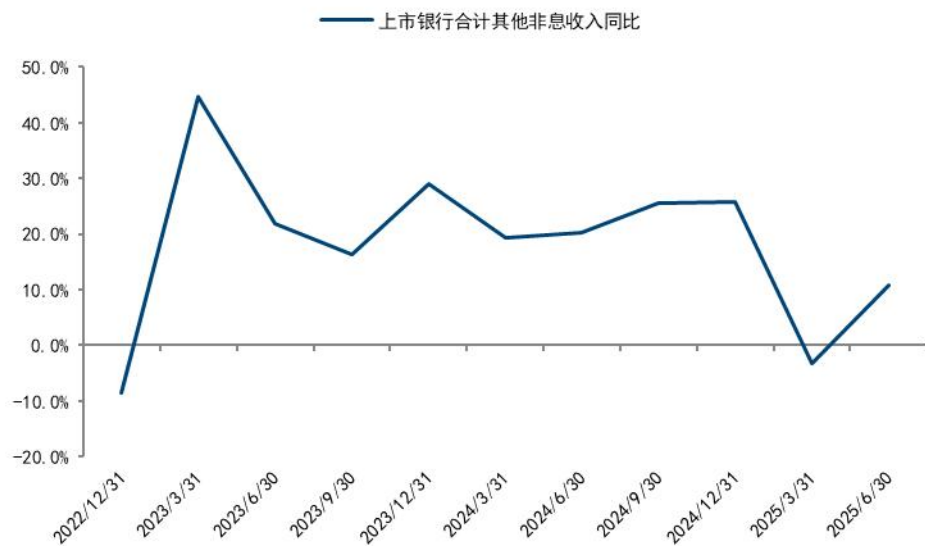
百万元	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31	2024/6/30	2025/6/30
银行卡	19,474	19,377	21,399	19,525	16,761	8,634	7,221
结算清算	12,601	13,902	15,051	15,492	15,505	7,859	7,602
受托理财	10,162	11,998	17,037	10,394	9,088	4,588	4,675
代销合计	22,421	28,072	23,004	21,970	12,715	7,146	7,210
其中：代销基金	9,042	12,315	6,599	5,179	4,165	2,132	2,438
代销保险	5,753	8,215	12,426	13,585	6,425	3,950	3,209
代销信托	7,626	7,542	3,979	3,206	2,125	1,064	1,563
托管业务	4,215	5,433	5,791	5,328	4,891	2,484	2,607
公募和资管	2,867	4,850	6,153	6,153	6,925	3,931	3,458
其他	14,944	18,686	14,937	13,972	15,155	7,224	9,094
<b>手续费收入合计</b>	<b>86,684</b>	<b>102,318</b>	<b>103,372</b>	<b>92,834</b>	<b>81,040</b>	<b>41,866</b>	<b>41,867</b>

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 银行行为看周期：非息中投资占比下降而财富代销提高

- 前几年利率持续下降导致上市银行投资收益、公允价值变动损益等来自金融市场业务的价差收入大幅增长。2025年以来受市场利率上升影响，其他非息收入增速明显下降，但由于净息差下降拖累整体收入增速，因此其他非息收入占比仍在提升。
- 我们估计明年债市震荡为主，同时在净息差压力减轻的情况下，银行通过处置浮盈债券提升收入的动机减弱，因此投资收益、公允价值变动损益等收入预计将保持稳定。随着利息净收入、手续费净收入改善，投资收益等其他非息收入在整体收入中的占比将降低。

图：2025年以来上市银行投资等非息收入增速明显回落



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市银行财富代销等非息收入占比将持续提升



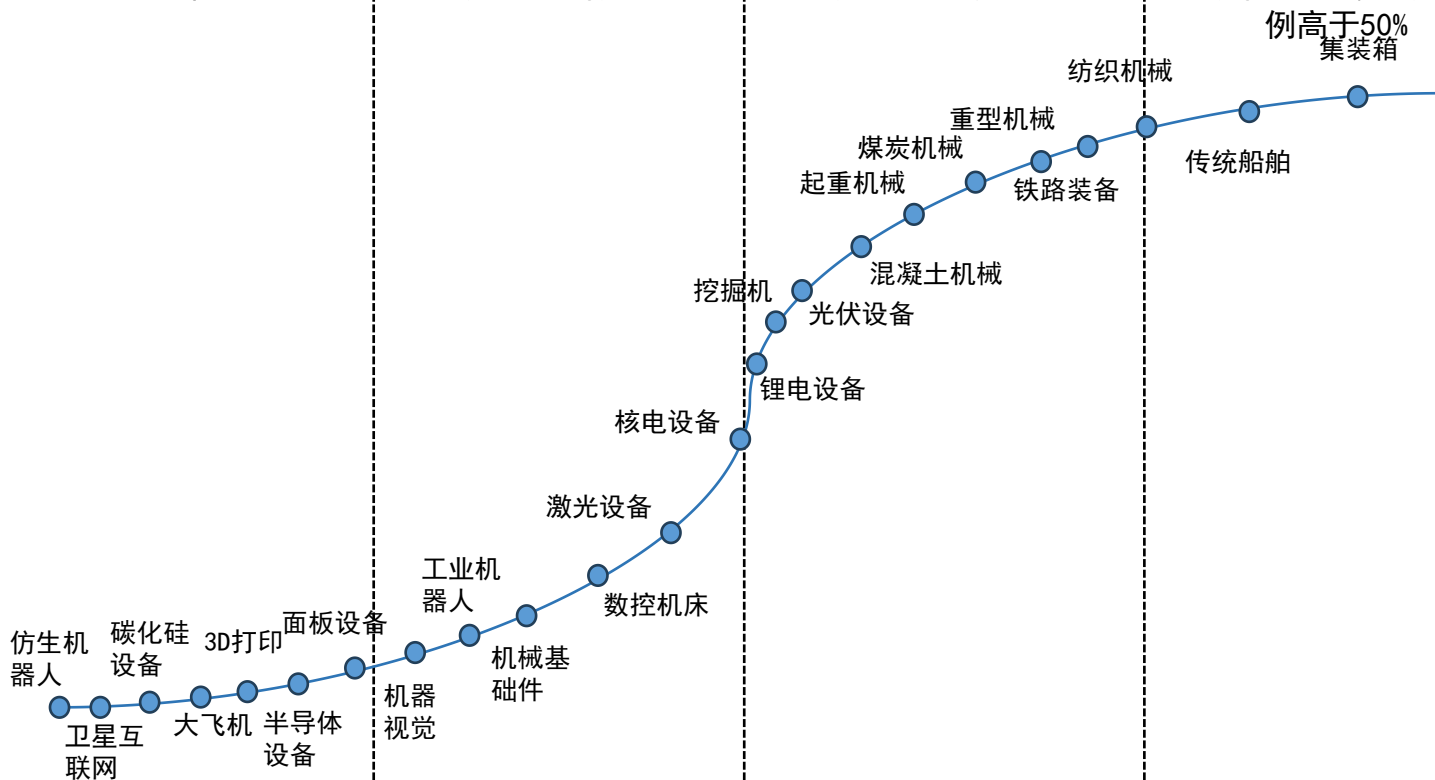
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 十五五规划加速新周期脉动

发展成熟度

制造业子行业发展阶段划分

国产化率低于10%，基本不出口  
国产化率10%~50%，海外收入比例低于10%  
国产化率50%以上，海外收入比例高于10%  
中国拥有全球领先地位，代表性公司海外收入比例高于50%



发展时期

萌芽期

成长期

成熟期

转型期

发展关键词

技术研发、进口替代

进口替代、进军全球

进军全球、提升份额

巩固市场，转型突破

主要方向

国产化、智能化

全球化、智能化

集中化、智能化

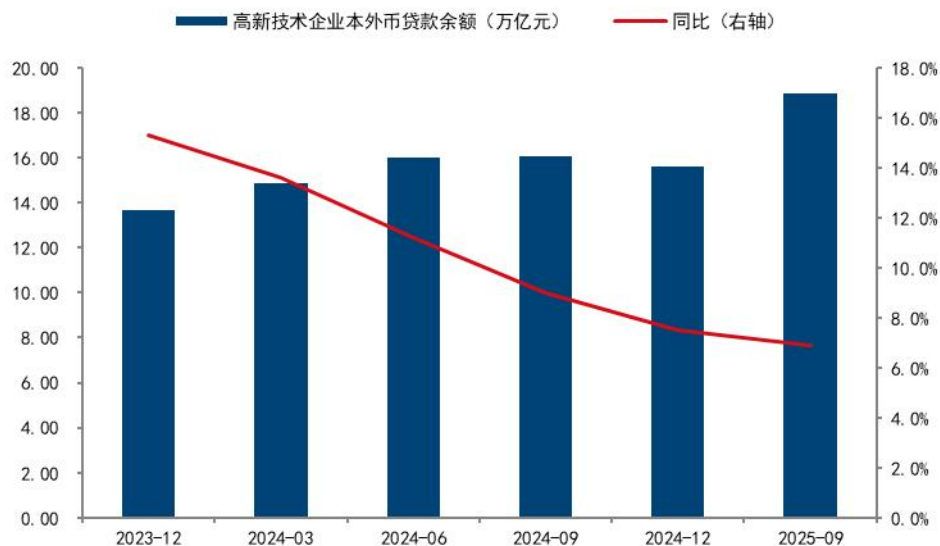
集中化、智能化

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 金融机构将持续加大科技金融投入力度

- 2023年举行的中央金融工作会议对金融行业提出了“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”的要求，其中“科技金融”作为金融“五篇大文章”之首，成为银行重要的投入方向。截至2025年9月末，高新技术企业本外币贷款余额达到18.84万亿元，同比增长6.9%，增速比各项贷款高0.4个百分点，预计未来科技领域还将为银行带来更多的融资需求。
- 除信贷外，银行通过成立AIC或通过香港子公司开展股权投资业务，进一步增强科技金融服务能力。

图：高新技术企业本外币贷款余额持续增长



数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：银行AIC成立情况

AIC名称	母行	注册资本 (亿元)	成立时间
工银金融资产投资有限公司	工商银行	270	2017年
建信金融资产投资有限公司	建设银行	270	2017年
农银金融资产投资有限公司	农业银行	200	2017年
中银金融资产投资有限公司	中国银行	145	2017年
交银金融资产投资有限公司	交通银行	150	2017年
中邮金融资产投资有限公司	邮储银行	100	获准筹建
招银金融资产投资有限公司	招商银行	150	获准筹建
兴银金融资产投资有限公司	兴业银行	100	获准筹建
信银金融资产投资有限公司	中信银行	100	获准筹建

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

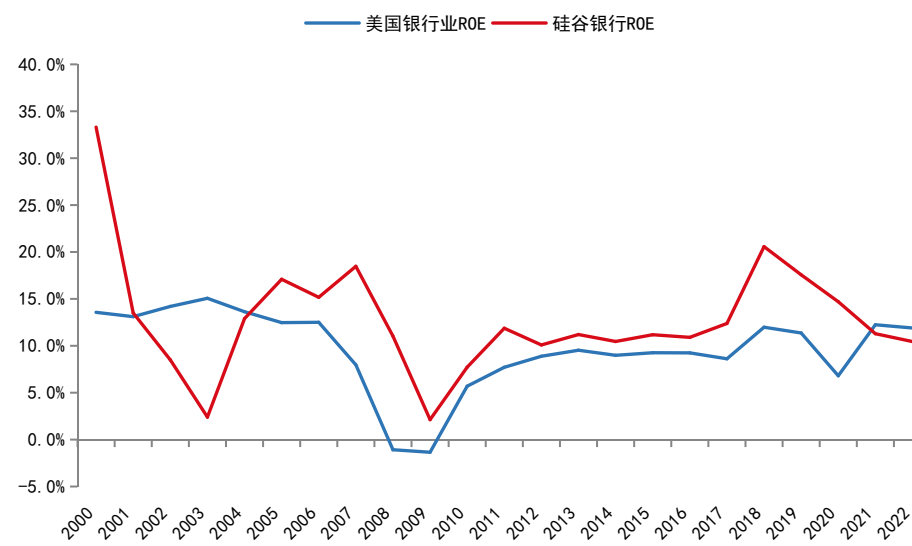
- 股权直投有望帮助银行通过“投贷联动”提升服务科技企业的能力，同时提升银行收益水平。
- 以硅谷银行为例，其在服务科技企业时，通过投贷联动增厚贷款收益，有效抵补了贷款投放面临的风险。（注：硅谷银行2023年在美联储大幅加息背景下，因流动性管理不善而倒闭，并非科技金融业务存在问题）

图：硅谷银行通过认股权证带来的收益平均在科技贷款规模的0.6%左右



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：硅谷银行的ROE长期高于行业平均水平

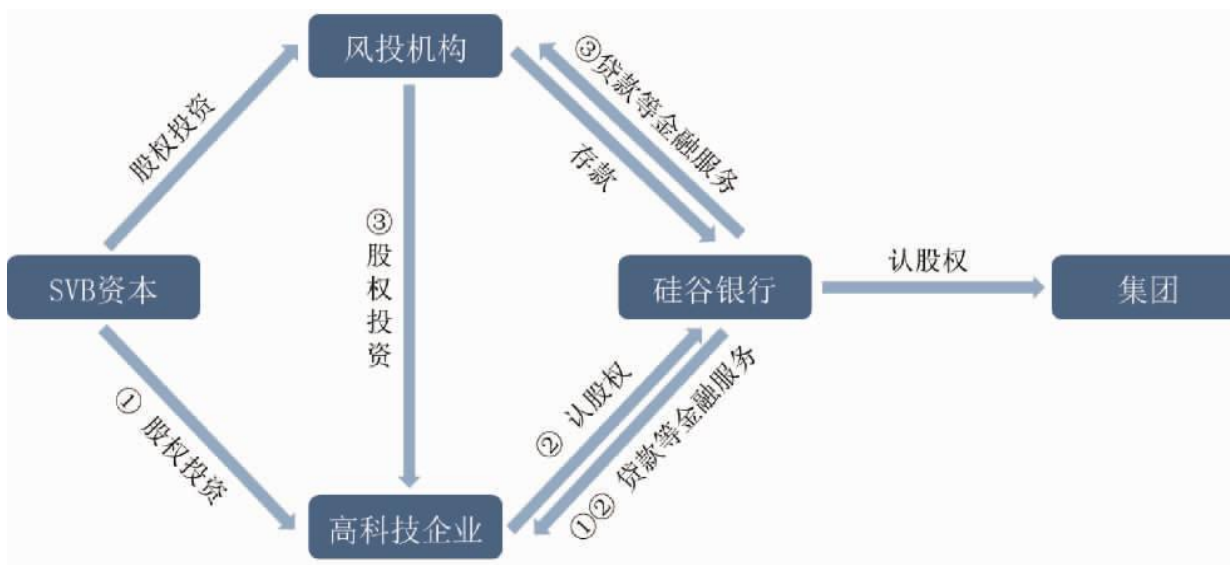


资料来源：FDIC, Wind, 国信证券经济研究所整理

## • 硅谷银行“投贷联动”的业务模式

- ✓ “贷款+认股权证”：硅谷银行向已有风投机构进入的科创企业提供风险贷款，风险贷款的还款来源主要依赖于企业后期所募集获得的风险资本，即企业融资性现金流，而非企业经营性现金流。同时，集团会与企业达成协议获得部分认股权证，在企业上市或被并购时行使，若不行权则可以通过转让认股权证来实现投资收益。
- ✓ “贷款+直接股权投资”：对于资质较优的客户，硅谷银行提供贷款的同时，硅谷资本会直接跟投，通常会与风投机构的资金同时入股。
- ✓ “直接贷款给PE/VC”：以PE/VC的投资者（GP/LP）的资本缴纳承诺作为担保的贷款。当PE/VC有看好的项目时，其投资者的资金一时可能不能全部到位，此时硅谷银行会投放信贷资金给PE/VC，当投资者资金到位后再偿还硅谷银行贷款。

图：硅谷银行投贷联动模式

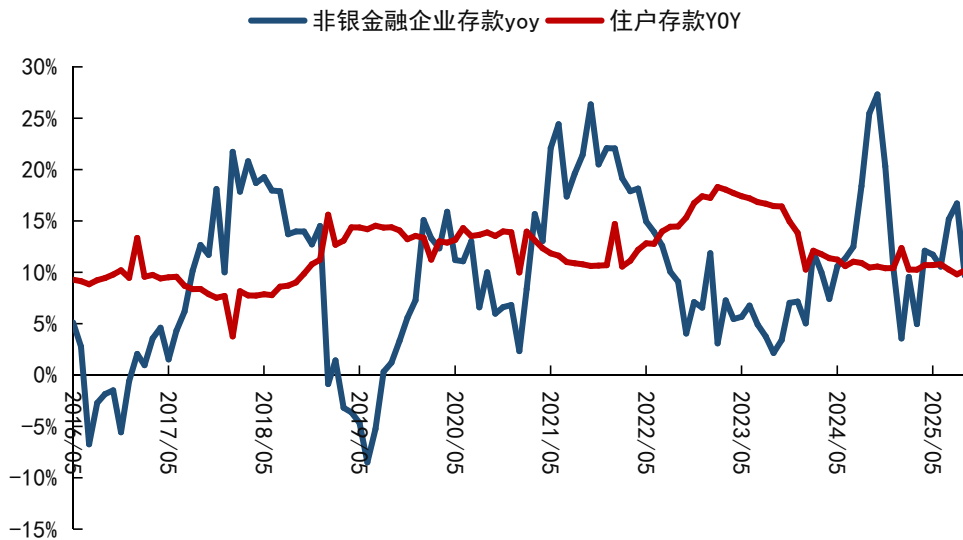


资料来源：《硅谷集团科技金融发展模式借鉴》，丁雨婷，2019，国信证券经济研究所整理

# 存款搬家持续利好非银金融，“大资管大财富”板块受益明显

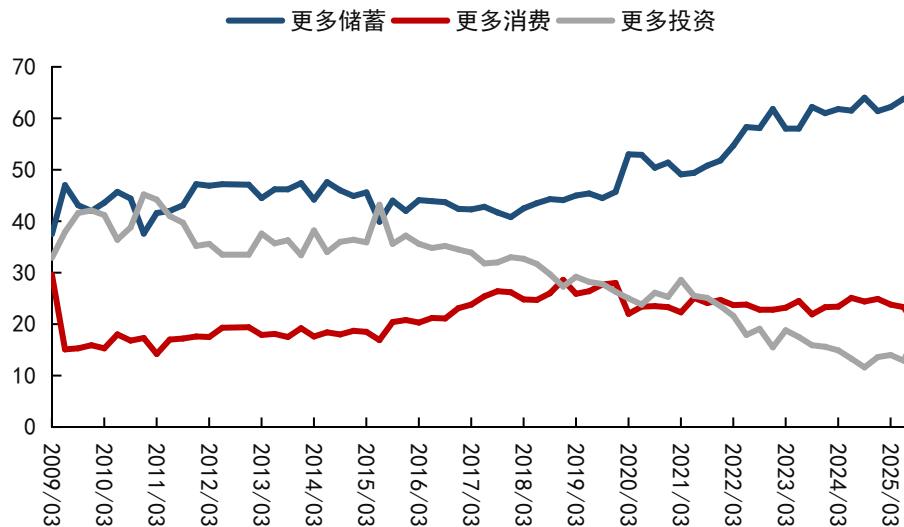
- 非银机构存款增速与居民储蓄存款增速呈现反向变动关系。本轮存款搬家，非银机构存款增速有所提升。
- 根据央行的城镇储户调查，截至2025年9月末，居民的投资意愿也有所提升、储蓄意愿保持平稳、消费意愿有所下降。这意味着，居民搬家这一进程是可持续的。

图：非银机构存款增速与居民储蓄存款增速比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：居民投资意向有所提升

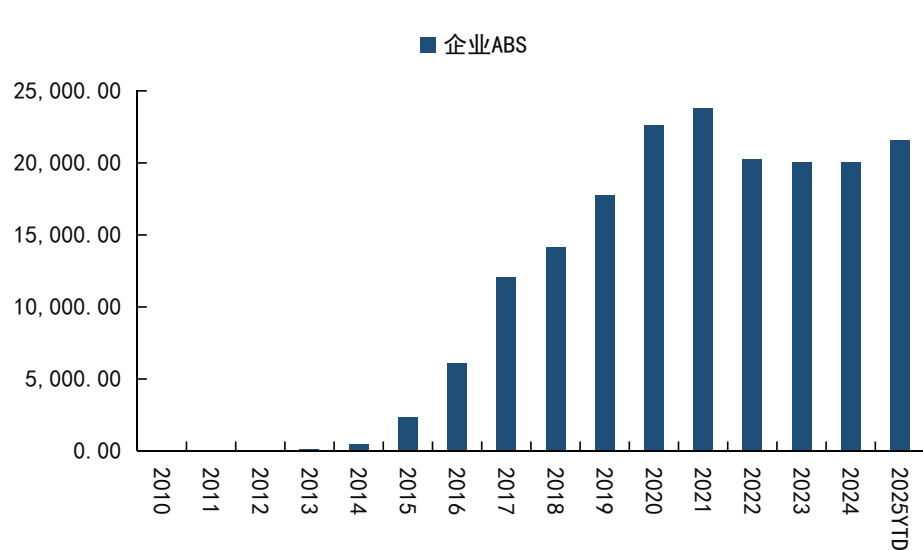


资料来源：Wind，中国人民银行，国信证券经济研究所整理

# 资管机构：非标转标，新型直接融资形式不断

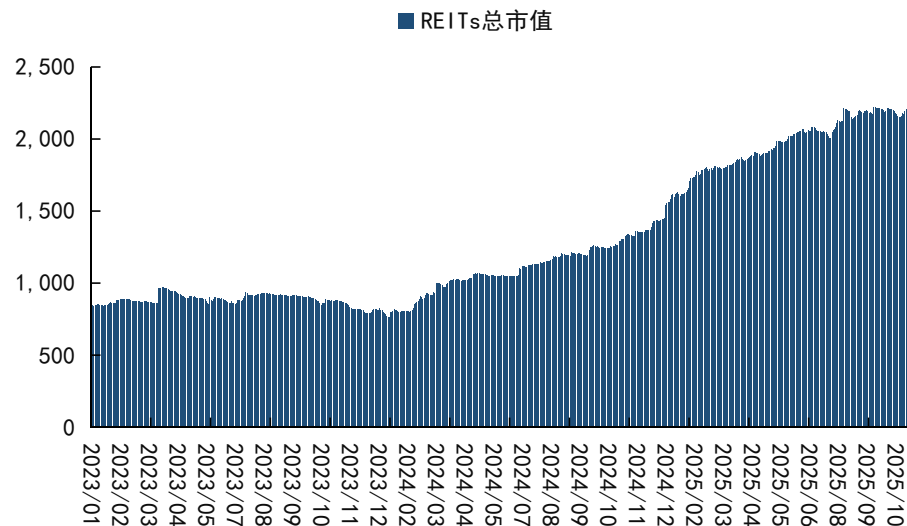
- 资产管理机构规模增长，对新型投资资产需求同步保持增长。ABS、REITs等另类资产将是良好的投资方向。
- 2025年以来，ABS、公募REITs规模均呈现增长趋势。

图：企业ABS规模2025年恢复增长（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募REITs市值保持增长（亿元）

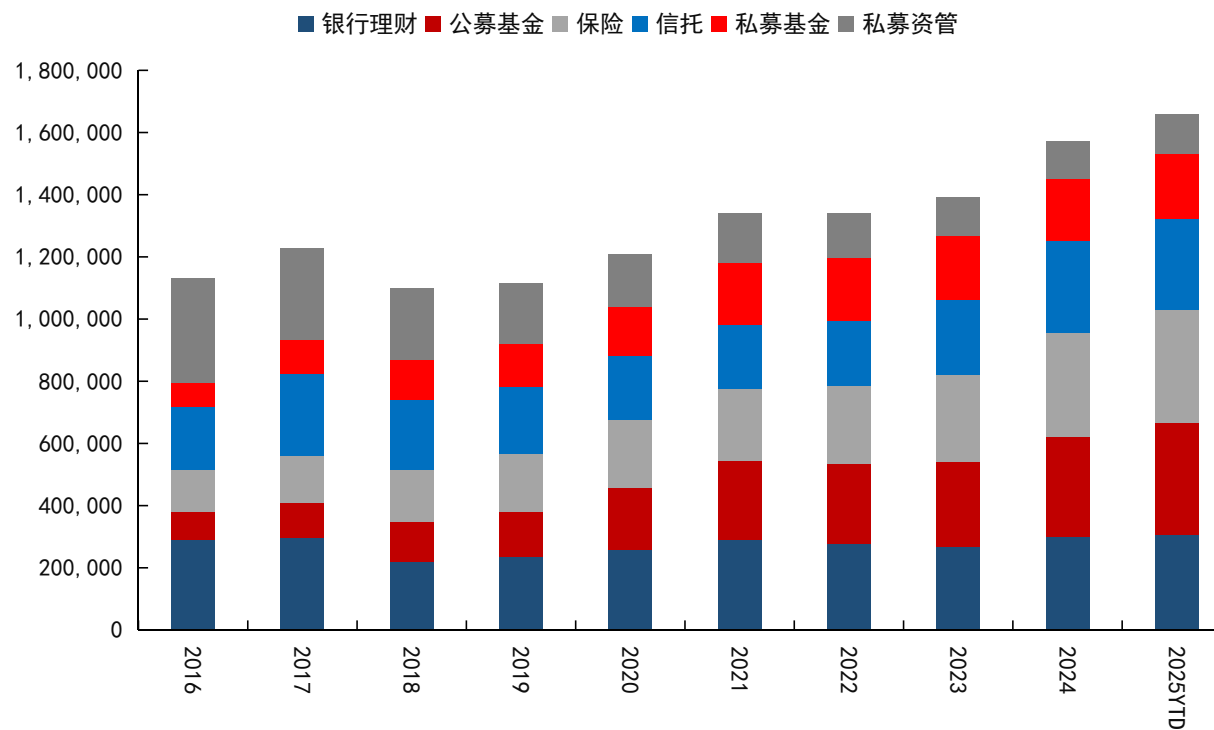


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 规模扩张叠加结构优化，资管机构进入“大而美”新时代

存款搬家过程中，各类型资管机构，如理财、险资、公募、私募等在2025年均有所增长。

图：各类资管机构管理规模对比（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

[ 01 ] 格局篇：繁荣的新起点

[ 02 ] 市场篇：资金的新平衡

---

[ 03 ] 证券篇：融资后新转型

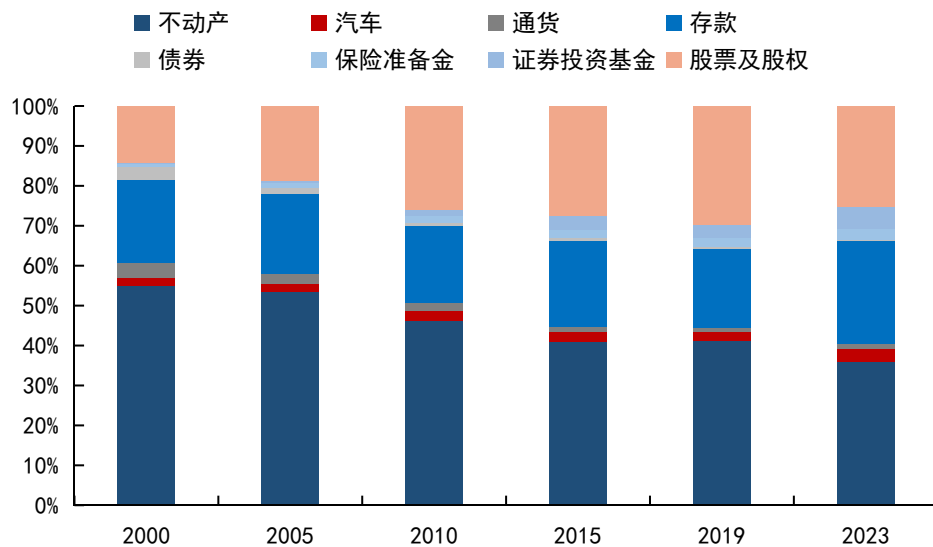
[ 04 ] 保险篇：稳固后新价值

- **资金流入**
- 资金流出

# 居民存款：低存款利率环境下继续结构性重配置

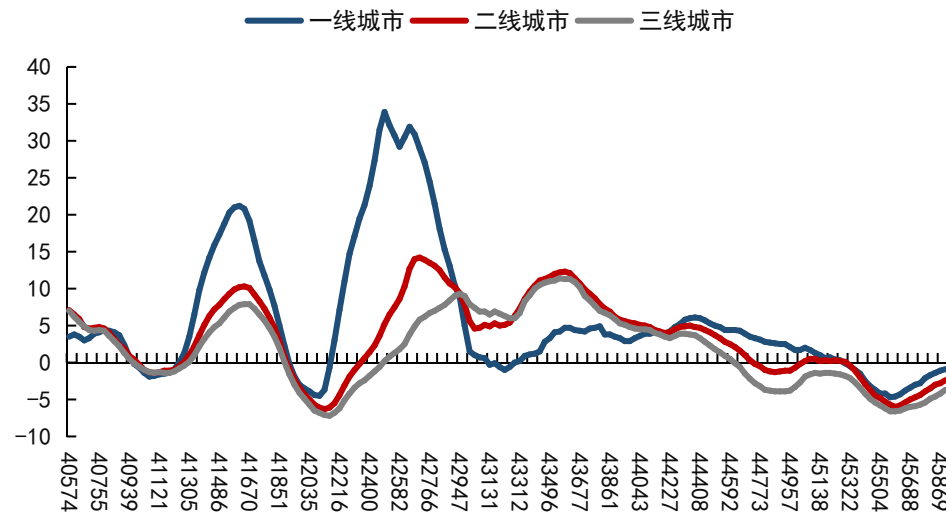
- 资产荒环境下的收益焦虑加剧了存款搬家压力。在广谱利率下行与房地产投资属性弱化的双重催化下，居民缺乏高收益投资标的，处于“资产荒”环境。与此同时，A股股息率近年来逐步提升，具有一定的投资吸引力；银行理财子公司产品净值回升、公募基金发行回暖形成鲜明的同步效应。这种收益差异使得居民对存款的“收益焦虑”加剧，寻求更高收益资产的动力增强。
- 资本市场赚钱效应则是存款搬家的核心催化剂。市场快速突破有效凝聚居民信心，并通过显著的赚钱效应吸引增量资金加速入场，形成“指数上涨-资金流入-成交放量”的正反馈机制。

图：中国居民资产配置结构变化



资料来源：燕翔等《优化居民资产配置 服务金融强国建设》，经济参考研究，国信证券经济研究所整理

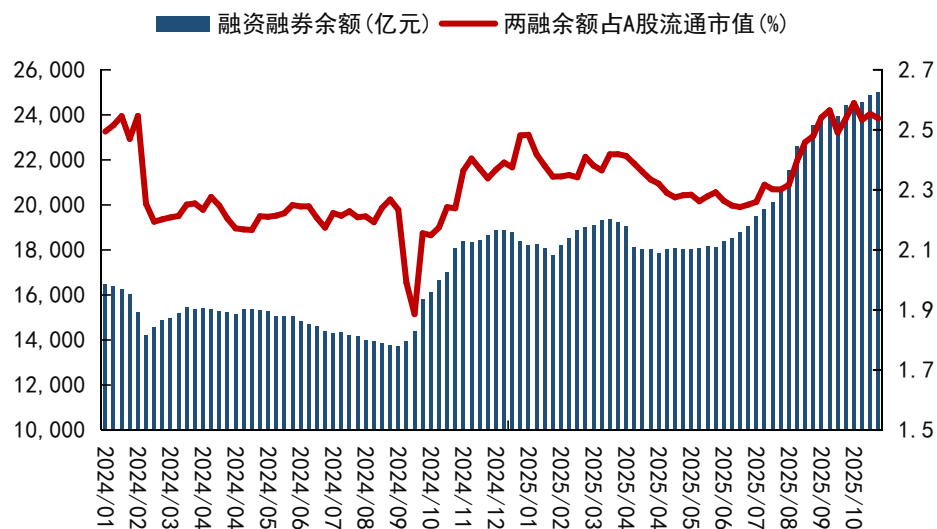
图：中国房价同比增速



# 融资资金：持续居于高位，流向HOT行业

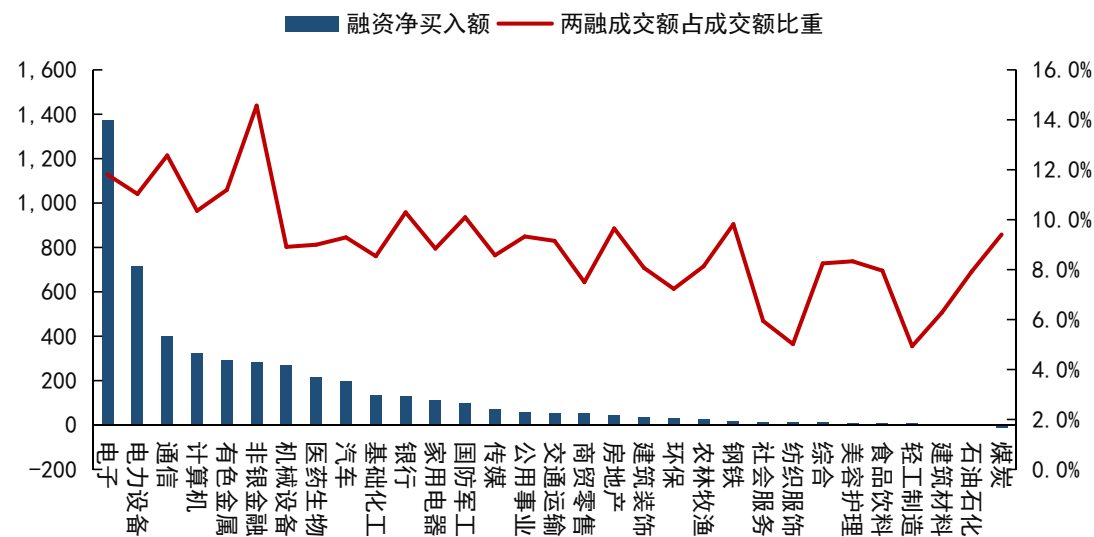
- 风险偏好较高的投资者通过融资资金进入股市。2025年以来，股市新开户数据仍然保持良好。2025年8月当月，上交所开户265万户，前8个月累计开户1,721万户、累计同比+47.9%。两融资金是今年以来股市最大的资金流入方之一。截至11月6日，两融余额24,988亿元，占A股流通市值比重达2.54%。两融绝对规模已创历史新高，但占股票市值比重与历史高位尚有较大差距（2015年时占比约4.5%左右）。
- 融资资金重点流向电子、电力设备、通信、计算机等行业。

图：两融资金余额及占A股市值比重



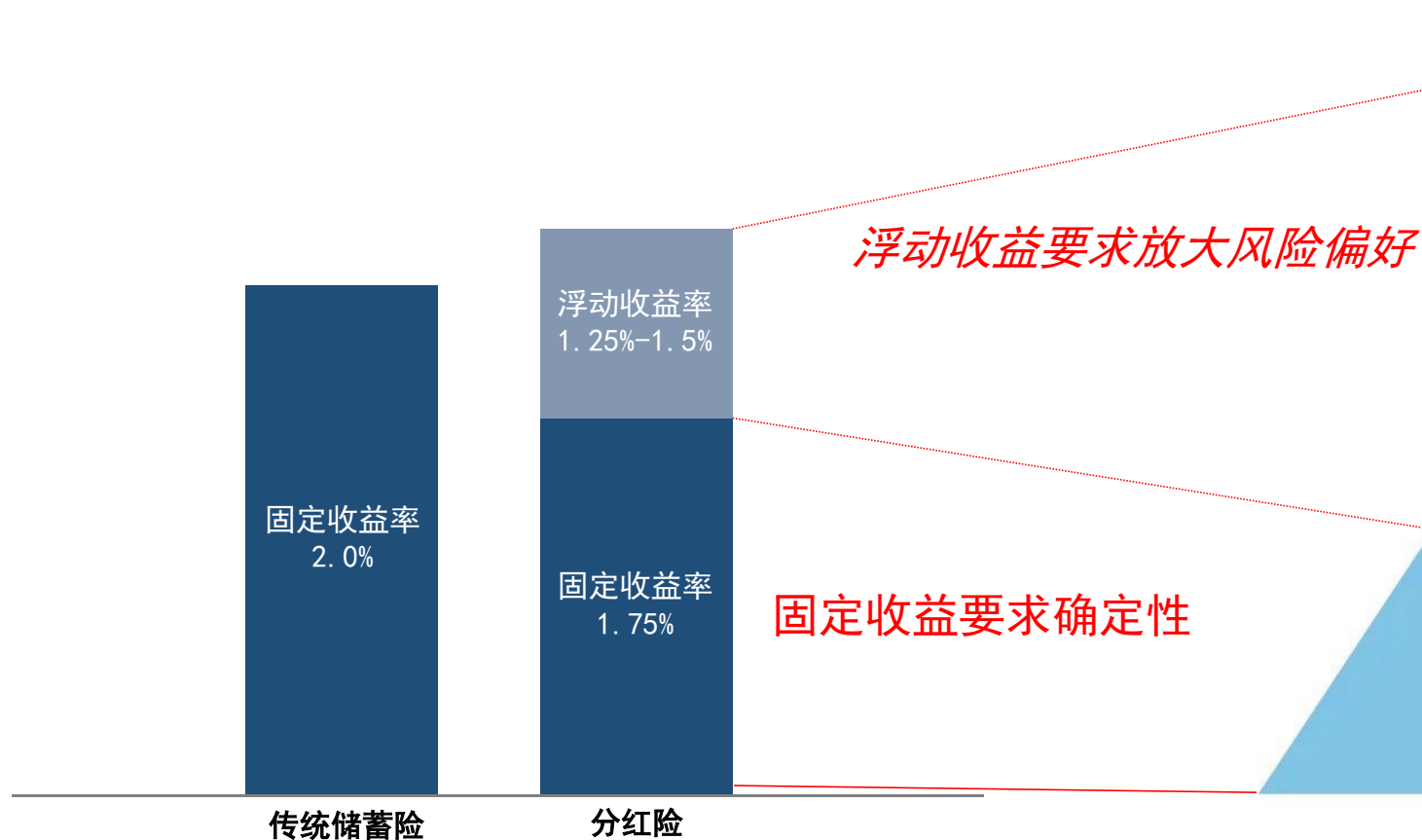
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：融资资金行业流向（亿元）



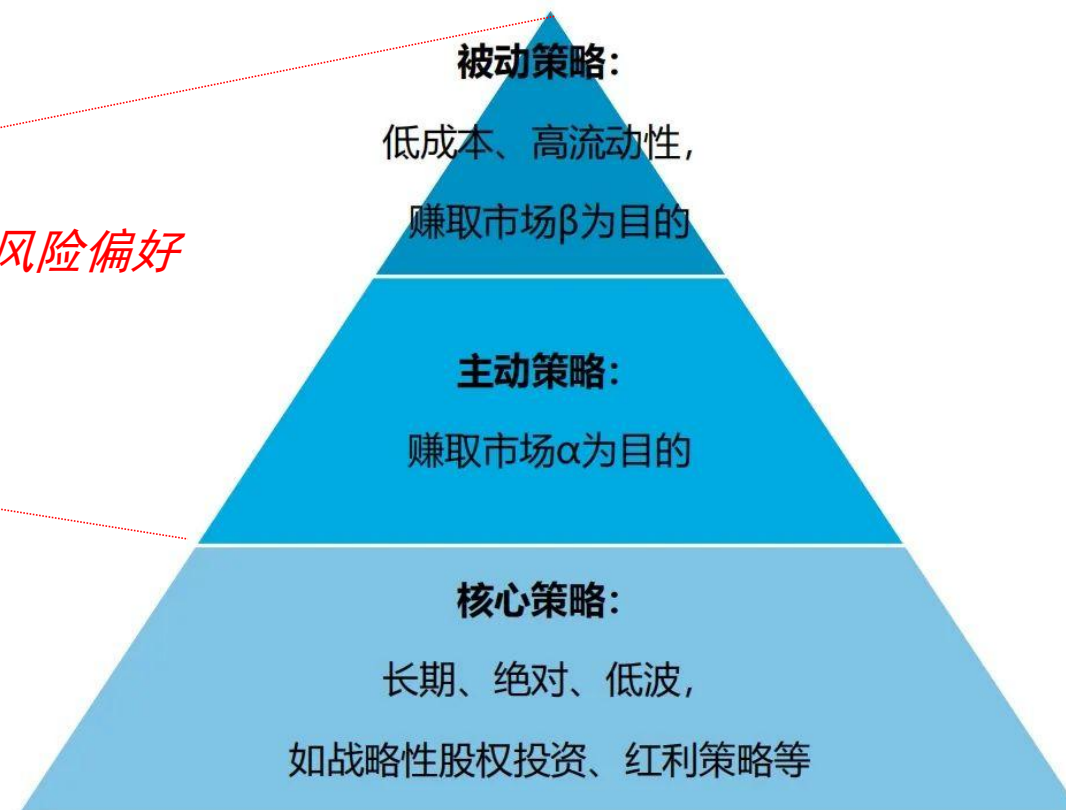
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：后续保险主要销售浮动受益产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：保险公司权益配置结构分层建设

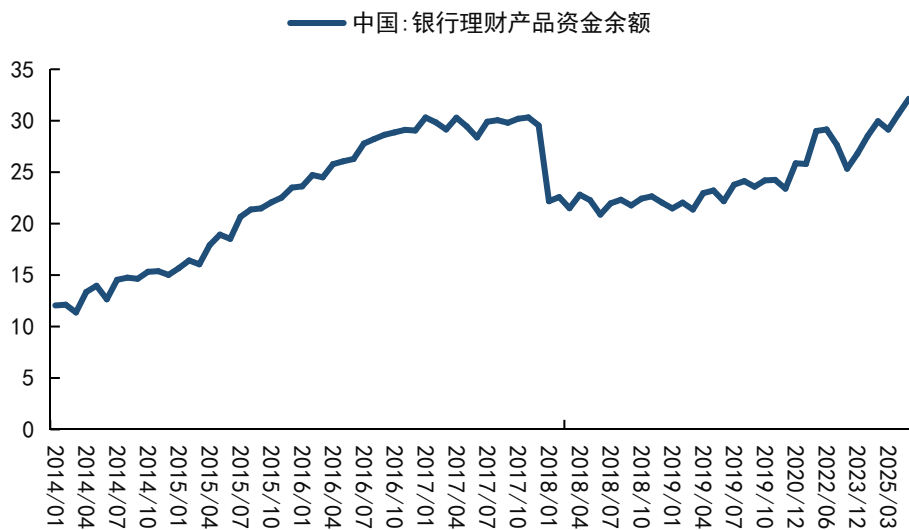


资料来源：太平洋保险，国信证券经济研究所整理

# 银行理财：多资产突破，类存款定位被打破

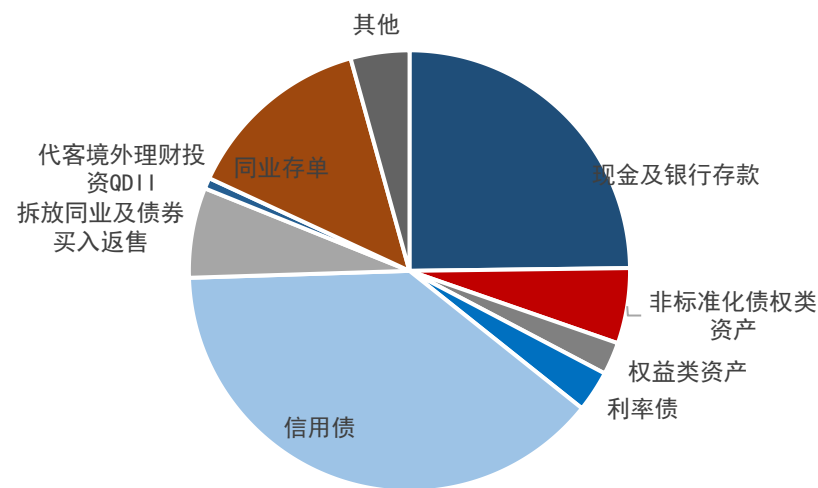
- 银行理财产品在承接存款搬家资金方面表现出强大潜力。截至2025年9月末，银行理财存续规模达到30.67万亿元，环比增长约5%。
- 在资产配置上，银行理财呈现双重倾向：一方面增加利率债和高等级信用债配置，以提供稳定收益基础；另一方面适度提升权益资产占比，通过主动管理或委外管理获取超额收益。截至2025年6月末，银行理财最主要投资于信用债，资产占比38.8%。此外，权益资产占比2.4%，占比仍处于低位。
- 银行理财对债券市场的影响主要表现为配置需求增加和期限结构变化。近期以来，理财资金增配利率债和高级别信用债，推动债券收益率下行；理财资金或可通过“固收+”产品间接进入股市，成为重要的增量资金来源。

图：理财产品余额（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：理财产品投资结构

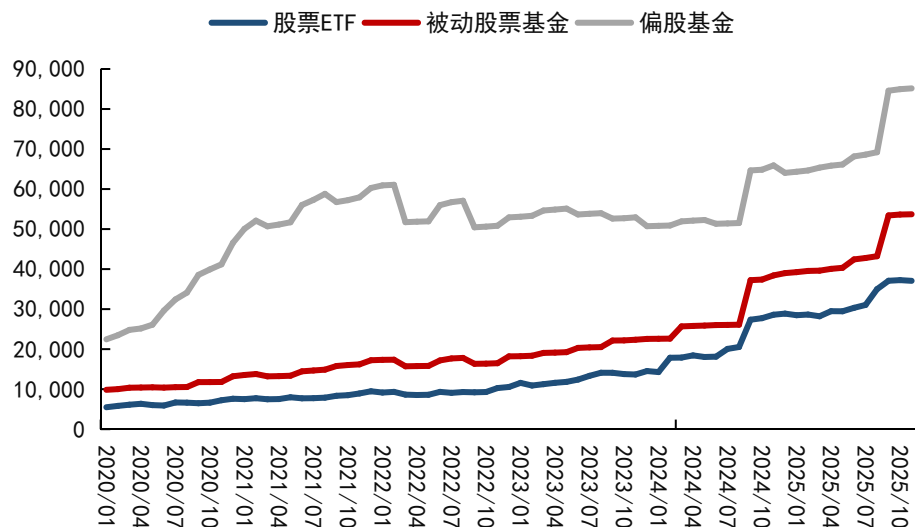


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 公募基金：谋求高质量发展，探索“低成本+绝对收益”解决方案

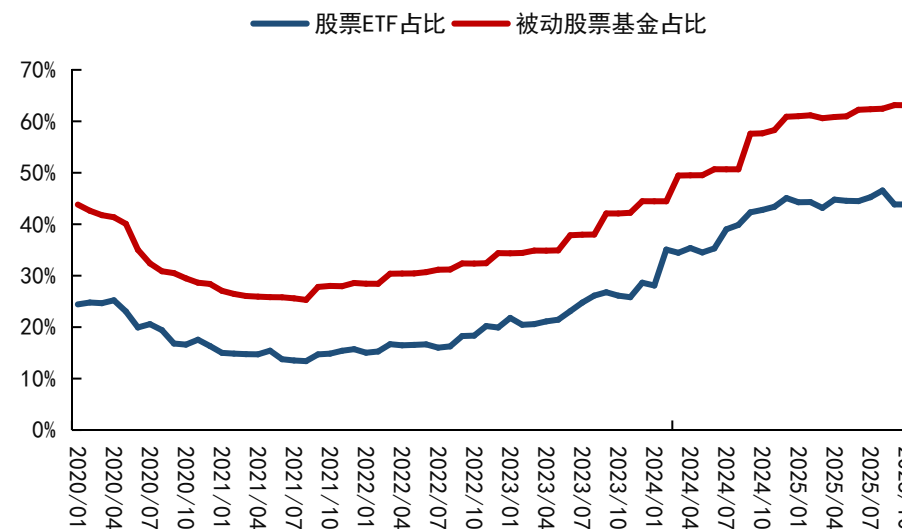
- 2021年至2024年，公募基金被动化趋势显著，2025年以来，公募基金主动超额收益归来；
- 截至2025年10月底，股票ETF占股票基金规模比重约45%，被动型基金（包括股票ETF、场外被动基金）占比约60%。

图：股票型基金规模变化（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：股票ETF及被动股票基金占股票基金规模比重



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 公募基金：高质量行动方案塑造行业新范式（核心要求）



2025年5月，证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，《方案》重点从公募基金产品和公募基金机构两方面，针对行业经营理念有偏差、功能发挥不充分、发展结构不均衡、投资者获得感不强等问题，提出针对性举措。

图：《方案》要点梳理

对象	要点	具体内容
基金公司	改革基金公司绩效考核机制	1、出台基金公司绩效考核管理规定，要求基金公司全面建立以基金投资收益为核心的考核体系，适当降低规模排名、收入利润等经营性指标的考核权重，基金投资收益指标应当涵盖基金产品业绩和投资者盈亏情况，前者包括基金净值增长率、业绩比较基准对比等指标，后者包括基金利润率、盈利投资者占比等指标。 2、基金公司股东和董事会对公司高管的考核，基金投资收益指标权重不低于50%；对基金经理的考核，基金产品业绩指标权重不低于80%。 3、对基金投资收益全面实施长周期考核机制，其中三年以上中长期收益考核权重不低于80%。
	强化监管分类评价的引导作用	1、将投资者盈亏及占比、业绩比较基准对比、权益类基金占比、投研能力评价情况等纳入基金公司评价指标体系。 2、将三年以上中长期业绩、自购旗下权益类基金规模、投资行为稳定性、权益投资增长规模等指标的加分幅度在现有基础上提升50%。 3、前述指标占“服务投资者能力”的评分权重合计不低于80%。
	加大薪酬管理力度	1、完善证券基金经营机构薪酬管理制度，督促基金公司建立健全与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制。 2、强化基金公司、高管与基金经理的强制跟投比例与锁定期要求。
	优化行业发展格局	1、支持优质头部基金公司业务创新发展，促进资产管理和综合财富管理能力双提升。 2、支持基金公司市场化并购重组，推动严重违规机构依法出清。
	加强监管引导与制度供给	1、在基金公司监管分类评价中，显著提升权益类基金相关指标权重，突出权益类基金发展导向，依法强化分类评价结果运用。 2、制定公募基金参与金融衍生品投资指引，更好满足公募基金加强风险管理、稳定投资行为、丰富投资策略等需求。
基金产品	强化业绩比较基准的约束作用	1、制定公募基金业绩比较基准监管指引，明确基金产品业绩比较基准的设置、修改、披露、持续评估及纠偏机制，对基金公司选用业绩比较基准的行为实施严格监管，切实发挥其确定产品定位明晰投资策略、表征投资风格、衡量产品业绩、约束投资行为的作用。 2、对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过10个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降；对三年以上产品业绩显著超过业绩比较基准的基金经理，可以合理适度提高其绩效薪酬。
	建立浮动管理费收取机制	1、对新设立的主动管理权益类基金大力推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式，对符合一定持有期要求的投资者，根据其持有期间产品业绩表现确定具体适用管理费率水平，如持有期间产品实际业绩表现符合同期业绩比较基准的，适用基准档费率；明显低于同期业绩比较基准的，适用低档费率；显著超越同期业绩比较基准的，适用升档费率。 2、在未来一年内，引导管理规模居前的行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的60%。
	稳步降低基金投资者成本	引导行业机构适时下调大规模指数基金、货币市场基金的管理费率与托管费率。
	突出权益产品导向	1、优化权益类基金注册安排，实施ETF快速注册机制，原则上自受理之日起5个工作日内完成注册；对主动管理权益类基金和场外成熟宽基股票指数基金，原则上自受理之日起10个工作日内完成注册；对明确约定最低持股比例要求的混合型基金、债券型基金，原则上自受理之日起15个工作日内完成注册。 2、推动权益类基金产品创新发展，积极支持主动管理权益类基金创新发展，研究推出更多与基金业绩挂钩、投资者回报绑定、鼓励长期持有的浮动费率基金产品；大力发展各类场内指数基金，持续丰富符合国家战略和发展导向的主题投资股票指数基金；研究创设专门参与互换便利操作的场外宽基指数基金试点产品。
	支持各类基金产品协调发展	加大含权中低波动型产品、资产配置型产品创设力度，修订完善基金中基金(FOF)、养老目标基金等产品规则，适配不同风险偏好投资者需求，促进权益投资、固定收益投资协调发展。

资料来源：证监会，国信证券经济研究所整理

# 公募基金：高质量行动方案塑造行业新范式（改革实践）



《方案》以“强监管、防风险、促发展”为核心导向，通过系统性制度重构引导行业从规模扩张转向质量提升。

表：《方案》内容及影响

主旨	重点内容	对应条款	具体影响
费率模式与利益绑定机制改革	对主动管理权益类基金推行浮动管理费率，根据业绩表现分档收取管理费，业绩低于基准需少收费用	第1条	<b>1、基金公司经营逻辑转变：</b> 打破“旱涝保收”模式，倒逼机构提升投研能力，管理费收入将与投资者收益深度绑定，头部机构可能凭借投研优势扩大市场份额，中小机构面临转型压力。 <b>2、行为长期化：</b> 通过薪酬与业绩的强关联（如三年业绩低于基准10%需降薪），抑制基金经理短期博弈行为，推动投资策略转向长期价值创造。
	强制高管及基金经理自购产品并延长锁定期，绩效薪酬与中长期业绩挂钩	第8条	
考核评价体系重构	全面实施三年以上长周期考核，权重不低于80%，引入基金利润率、盈利客户占比等投资者回报指标	第5条	<b>1、市场波动率下降：</b> 长周期考核将降低基金换手率，减少追涨杀跌行为，增强市场稳定性。 <b>2、行业生态优化：</b> 考核导向从“规模扩张”转向“回报创造”，推动中小机构聚焦细分赛道（如主题ETF、智能投顾），形成差异化竞争格局。
	修订基金分类评价标准，降低规模排名权重，提升权益类基金占比及投研能力评分	第6条、第9条	
权益投资规模与市场稳定性提升	实施股票ETF“5日快速注册”机制，推动中低波动含权产品扩容	第10条、第11条	<b>1、资金供给优化：</b> 权益类基金有望为市场引入长期稳定资金，促进投融资平衡。 <b>2、风险防控强化：</b> 通过业绩基准约束，降低行业集中度风险，防范系统性风险传导。
	强化业绩比较基准约束，严控主题基金风格漂移，动态调整产品注册节奏	第2条	
投资者服务能力升级	出台基金投顾管理规定，推广机构投资者直销服务平台	第15条	<b>1、投资体验改善：</b> 投顾业务规范化和组合投资服务普及，将提升投资者资产配置效率；信息披露透明化有助于降低信息不对称，增强信任感。 <b>2、投资成本降低：</b> 综合费率改革叠加销售费用调降，提升投资者净收益。
	修订信息披露模板，新增跟踪误差、信息比率等透明度指标	第3条	
监管与风控体系强化	完善流动性风险防控机制，建立压力测试和巨额赎回应急预案	第19条	<b>1、合规水平提升：</b> 通过分类评价和风险画像，倒逼机构完善内控，新规将进一步遏制违规行为。 <b>2、行业韧性增强：</b> 衍生品投资指引的出台将提升风险对冲能力，结合逆周期调节机制，增强行业抗冲击能力。
	严查股权代持、风格漂移等违规行为，修订《证券投资基金法》提升违法成本	第24条	

资料来源：证监会，国信证券经济研究所整理

# 公募基金：基准指数与主动股基行业权重差异比较

强化基准作用下，行业配置或面临纠偏。主动股基对银行与非银金融的低配程度较大，对电子、医药高配程度明显。

图：沪深300、中证A500与主动股基的行业配置权重差异（单位：%）

行业名称	主动股基权重	沪深300权重	主动股基-沪深300	中证A500权重	主动股基-中证A500
电子	15.99	9.50	6.49	10.72	5.27
医药生物	10.83	6.13	4.70	7.58	3.25
电力设备	10.45	7.24	3.21	8.56	1.89
食品饮料	6.87	9.13	-2.26	7.34	-0.47
汽车	6.38	4.64	1.74	5.17	1.21
机械设备	4.29	2.46	1.83	3.19	1.10
通信	4.22	3.24	0.98	3.34	0.88
家用电器	3.86	3.74	0.12	3.80	0.06
计算机	3.56	3.65	-0.09	4.92	-1.36
传媒	3.50	0.71	2.79	1.65	1.85
有色金属	3.30	4.12	-0.82	5.05	-1.75
银行	3.23	14.56	-11.33	9.35	-6.12
国防军工	2.95	1.72	1.23	3.47	-0.52
基础化工	2.90	1.83	1.07	2.82	0.08
交通运输	2.16	3.62	-1.46	3.83	-1.67
社会服务	1.60	-	1.60	0.30	1.30
公用事业	1.58	3.75	-2.17	3.28	-1.70
非银金融	1.50	10.81	-9.31	5.97	-4.47
轻工制造	1.43	0.12	1.31	0.34	1.09
商贸零售	1.36	0.54	0.82	0.67	0.69
房地产	1.21	0.78	0.43	1.00	0.21
石油石化	1.21	1.58	-0.37	1.62	-0.41
农林牧渔	1.12	1.47	-0.35	0.63	0.49
纺织服饰	0.98	0.04	0.94	0.16	0.82
煤炭	0.81	1.39	-0.58	1.16	-0.35
建筑装饰	0.68	1.91	-1.23	1.97	-1.29
美容护理	0.52	0.13	0.39	0.25	0.27
建筑材料	0.48	0.65	-0.17	0.68	-0.20
环保	0.47	-	0.47	0.37	0.10
钢铁	0.44	0.54	-0.10	0.81	-0.37
综合	0.11	-	0.11	-	0.11

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 头部渠道喜欢卖什么基金？

- **银行渠道代销产品：**FOF产品数量、份额及净值规模均持续扩张，为市场提供增量资金。在财富端，譬如招商银行“长盈计划”下的FOF投资规模持续增长，带动整体FOF规模提升；同事又通过“启明星”等计划加大均衡型主动权益产品营销。
- **互联网渠道代销产品：**如蚂蚁财富“指数+”，“指数+”整合了买宽基、选行业和工具使用的一站式指数投资服务平台，有助于提升用户决策效率和持有体验。

图：FOF产品份额、净值及数量（单位：亿份、亿元、只）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：蚂蚁财富“指数+”基金产品矩阵



资料来源：支付宝APP，国信证券经济研究所整理

- 资金流入
- **资金流出**

# 国家队资金：平准基金控节奏



中央汇金旗下四个主体持有股票ETF近1.3万亿元。其中，中央汇金投资和中央汇金资管是主要持基主体，中央汇金委托给易方达基金及华夏基金的资管计划持有少量股票ETF。2025H1末，持基分布：汇金投资6,677亿元、汇金资管6,123亿元、汇金易方达64亿元、汇金华夏34亿元。中央汇金持有股票ETF市值占全部股票ETF市值比重超过40%。2023年及之前，中央汇金持基份额及市值整体变化不大。2024年起，由于稳定市场的需要，中央汇金大举增持股票ETF，持基市值占比从2023H2的8.6%大幅跃升至2025H1的42.5%。

图：中央汇金四个主体的持基份额和市值

持基数量统计 (亿份)	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1
汇金投资	185.2	185.2	185.2	185.2	185.3	185.3	185.3	205.8	205.9	205.9	205.9	208.4	208.4	370.6	1,958.3	1,972.1	1,971.2
汇金资管	0.0	0.0	0.0	0.6	9.4	22.8	23.2	23.9	26.9	26.9	29.6	33.3	34.9	36.8	54.5	1,126.3	1,785.1
汇金易方达	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.2	12.6	15.5	25.5	22.7	32.2	30.2	25.8	26.8	31.9	42.9	46.0
汇金华夏	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.2	8.9	29.6	39.2	38.4	44.6	53.0	34.9	42.1	38.1	34.5	33.0
合计	185.2	185.2	185.2	185.8	194.7	215.5	229.9	274.7	297.5	293.9	312.2	324.9	304.0	476.2	2,082.8	3,175.8	3,835.3
全部股票ETF份额	744.2	706.8	1,037.6	1,581.0	2,221.5	3,031.8	3,582.0	4,219.7	4,454.4	6,003.5	7,076.6	8,822.3	11,002.8	13,698.3	15,765.5	19,717.1	19,925.9
汇金持基份额占比	24.9%	26.2%	17.8%	11.8%	8.8%	7.1%	6.4%	6.5%	6.7%	4.9%	4.4%	3.7%	2.8%	3.5%	13.2%	16.1%	19.2%

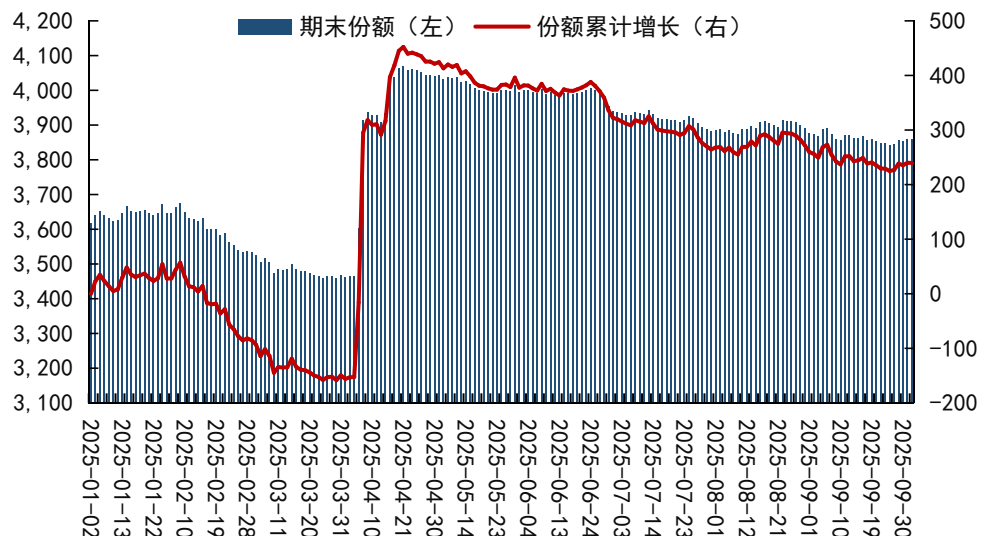
持基市值统计 (亿元)	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1
汇金投资	647.5	700.9	608.8	531.9	671.0	697.9	699.6	849.4	847.6	822.7	757.7	669.5	664.0	1,111.9	5,721.9	6,617.0	6,677.5
汇金资管	0.0	0.0	0.0	2.0	28.8	46.9	53.8	71.2	75.8	72.5	75.2	71.0	72.4	65.0	116.8	3,821.8	6,123.5
汇金易方达	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.2	32.6	49.1	58.9	50.6	53.7	42.6	37.8	35.8	39.0	61.6	64.2
汇金华夏	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.1	28.9	84.0	82.1	76.4	52.2	44.6	31.7	34.5	27.8	29.6	34.1
合计	647.5	700.9	608.8	533.9	699.8	770.1	814.9	1,053.7	1,064.3	1,022.2	938.7	827.6	805.8	1,247.3	5,905.4	10,530.0	12,899.2
全部股票ETF市值	1,810.2	1,897.3	2,141.3	2,729.9	4,161.8	5,233.2	5,911.3	7,605.0	7,712.1	9,471.9	9,321.2	10,546.2	12,392.7	14,524.4	18,119.2	28,876.8	30,323.3
汇金持基市值占比	35.8%	36.9%	28.4%	19.6%	16.8%	14.7%	13.8%	13.9%	13.8%	10.8%	10.1%	7.8%	6.5%	8.6%	32.6%	36.5%	42.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 国家队资金：平准基金控节奏

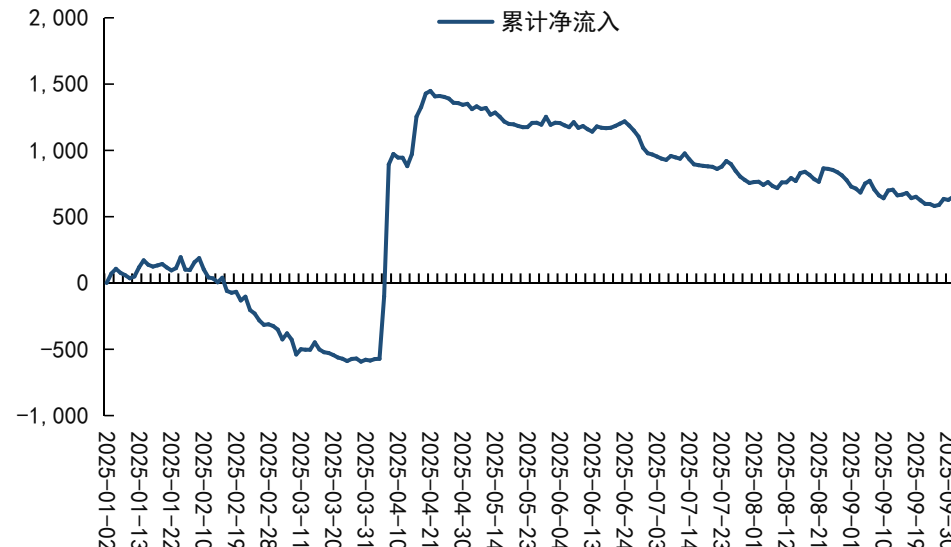
- 我们统计了中央汇金重仓ETF（中央汇金持有比例达70%及以上的ETF，份额变动及资金流向可基本视为由中央汇金决定）的资金流向。
- 年初至当前，中央汇金重仓ETF的资金流向呈现复杂变化。年初至3月底，中央汇金重仓ETF呈资金净流出状态，净流出金额接近600亿元。4月初关税冲击，股指崩跌，中央汇金急速救市，4月份中央汇金重仓ETF资金净流入约2,000亿元。5月初至当前，股指企稳回升，市场热度提升，中央汇金救市动机减弱，其重仓ETF再度呈资金净流出状态，净流出金额约800亿元。
- 结合中央汇金重仓ETF资金流向，我们认为，中央汇金的主要目的是“托底”市场，使之不发生流动性危机或系统性风险。一旦市场企稳之后，中央汇金或有阶段性减持操作。

图：年初以来汇金重仓ETF份额变化（亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

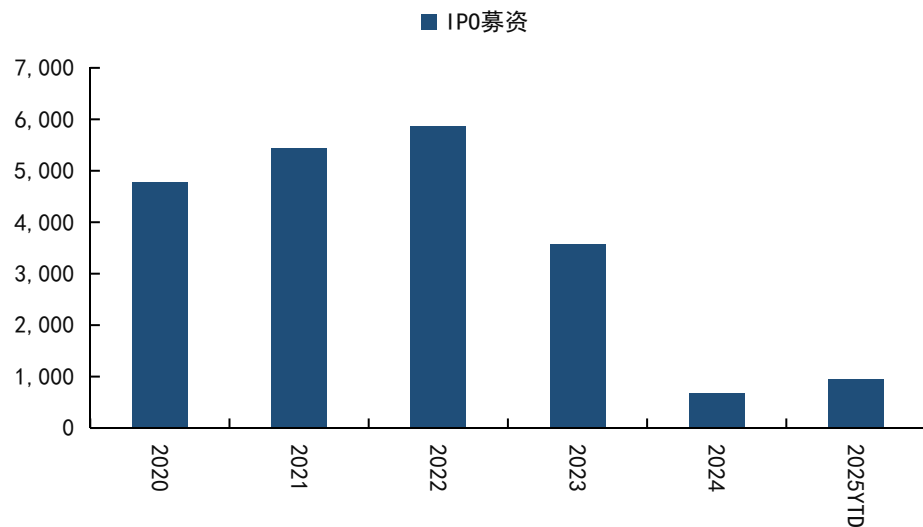
图：年初以来汇金重仓ETF资金累计净流入变化（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

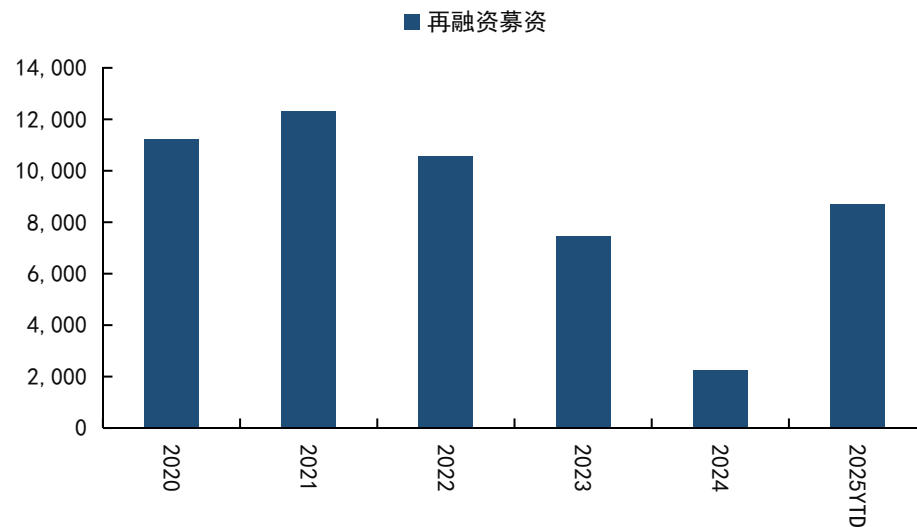
- 2025年以来，A股IPO承销规模未再出现大幅下降，已有企稳回升趋势，再融资承销规模大幅增长。其中IPO承销83家，承销金额810.1亿元，金额已超2024年全年。再融资承销167家，承销金额8,565亿元，已接近2024年全年的4倍。
- 储架发行制度促进海外优质资产回归。A股市场对于储架发行（尤其是定向增发、配股等再融资）也在逐步引入类似机制，以提高融资效率。例如，科创板、创业板等板块在再融资改革中，对符合条件的企业，允许其采用“一次审核、分次发行”的模式。

图：IPO融资规模（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

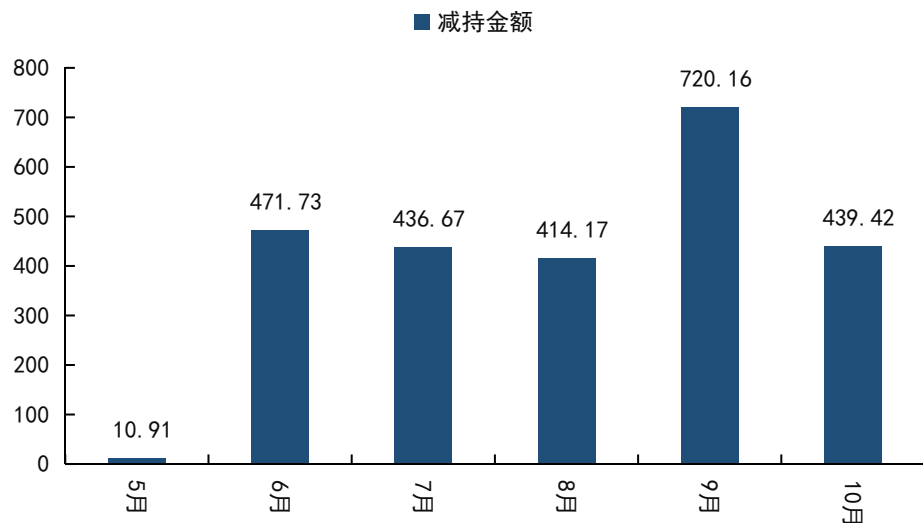
图：股权再融资规模（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

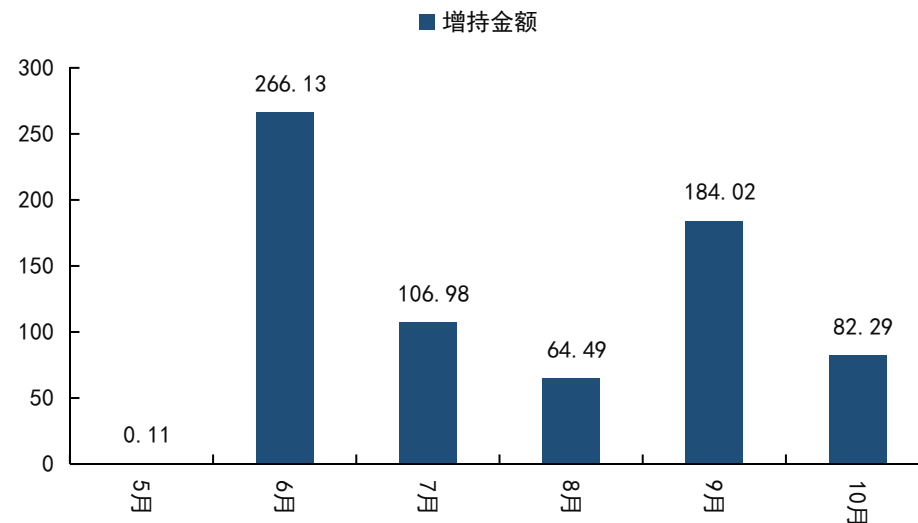
伴随股市迅速回暖，部分企业减持限制条件有所放松，减持金额开始增长。与之对应，增持金额开始下降。

图：5月以来A股减持规模（亿元）



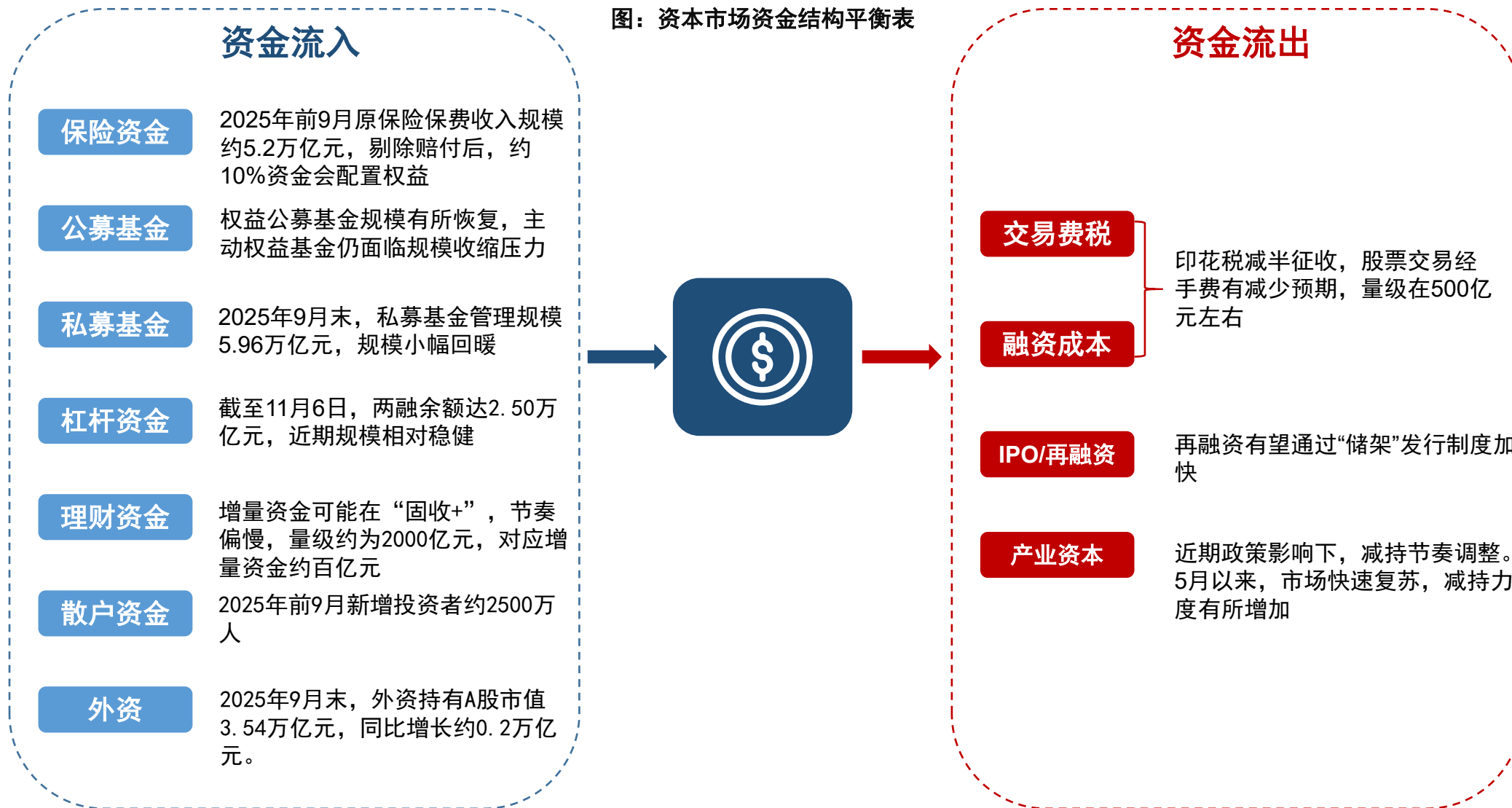
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：5月以来A股增持规模（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：资本市场资金结构平衡表



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

[ 01 ] 格局篇：繁荣的新起点

[ 02 ] 市场篇：资金的新平衡

[ 03 ] 证券篇：融资后新转型

---

[ 04 ] 保险篇：稳固后新价值

# 中信证券的经验：熊市并购，牛市融资



战略布局超前，熊市并购实现业务扩张。2003年中信证券启动大网络战略，先后并购万通证券、华夏证券、金通证券，营业部数量从2004年45家增加到2006年165家，一举奠定行业龙头地位。2020年公司收购广州证券，积极布局华南地区业务。2006年公司启动“大平台”战略，收购华夏基金、新设若干条与买方业务相关的业务线，引领行业向以客户为中心的买方业务转型。公司持续对标国际一流投行，积极布局境外业务，先后收购中信资本市场控股有限公司三家全资子公司、里昂证券、昆仑国际金融，立足香港、辐射全球。

表：中信证券并购历史

阶段	时间	事件
大网络战略，扩张营业网点	2003	收购万通证券
	2005	联手建银投资重组华夏证券，设立中信建投
	2006	收购金通证券，成立全资子公司中信金通证券
	2020	收购广州证券 100%股权
大平台战略，买方业务布局行业领先	2006	收购华夏基金 40.725%的股权
	2007	收购华夏基金 100%的股份
国际化战略，立足香港，辐射全球	2006	收购中信资本市场控股有限公司三家全资子公司
	2013	收购里昂证券
	2015	收购昆仑国际金融

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

牛市再融资，扩大资本金撬动更高杠杆，抓住市场机遇提升利润规模。公司自2000年确立扩张战略以来，共进行了5次再融资。总体而言，公司多轮融资都处于市场相对高位，考虑融资动作相对繁复的流程，公司管理层的前瞻性可见一斑。2022年公司净资产达到2443亿元，净利润达到231亿元，相比2003年主板IPO时净资产翻了约44倍，净利润翻了约62倍。

表：中信证券再融资情况

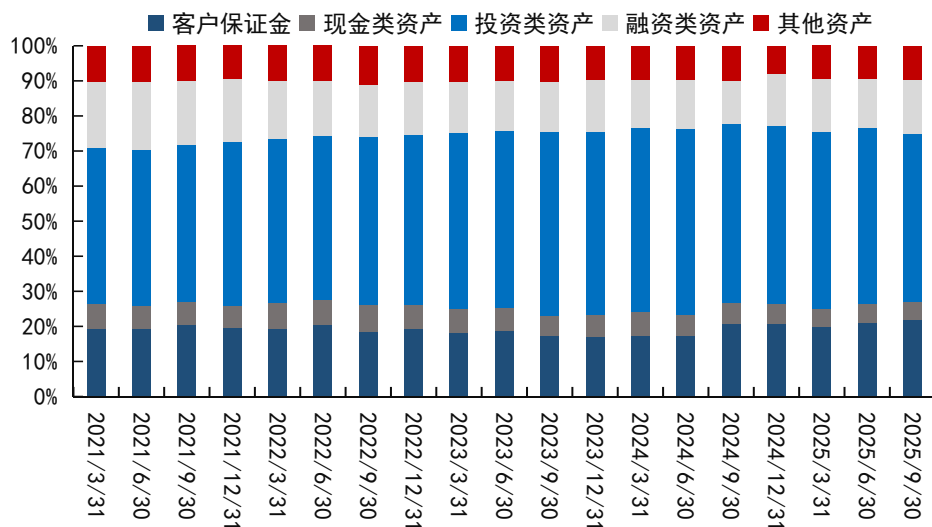
时间	事件
2006	A股定向增发，募资46.45亿元，全部用于补充营运资金
2007	A股公开增发，募资250亿元，其中70%用于资本中介业务发展，20%用于跨境业务发展及平台建设，10%用于补充本公司流动资金
2015	H股定向增发，募资270.6亿元，用于增加证券承销准备金、增强固定收益业务、开展权证与衍生产品业务、择机收购证券资产等
2020	A股定向增发，募资134.60亿元以收购广州证券
2022	A+H配股，募资272亿元，用于发展资本中介业务、增加对子公司的投入、加强信息系统建设以及补充其他营运资金

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 证券公司找到了资金使用新方向

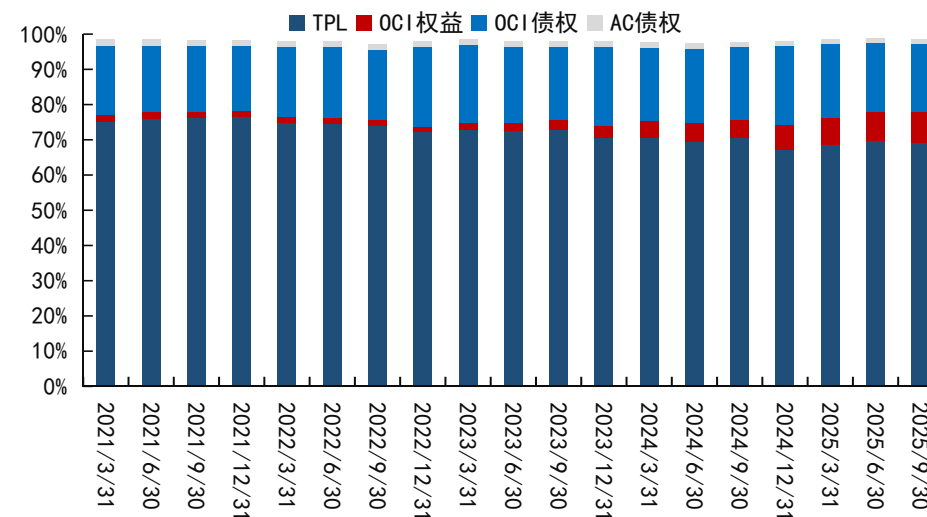
- 证券公司充分受益于股票市场回暖，客户保证金、融资类资产等被动扩表资产增长迅速，同时投资资产等主动扩表资产也保持增长。
- 证券公司金融投资资产中，OCI权益投资逐步成为一个重要扩表方向，占比越来越高。

图：证券公司资产结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：证券公司金融投资资产结构

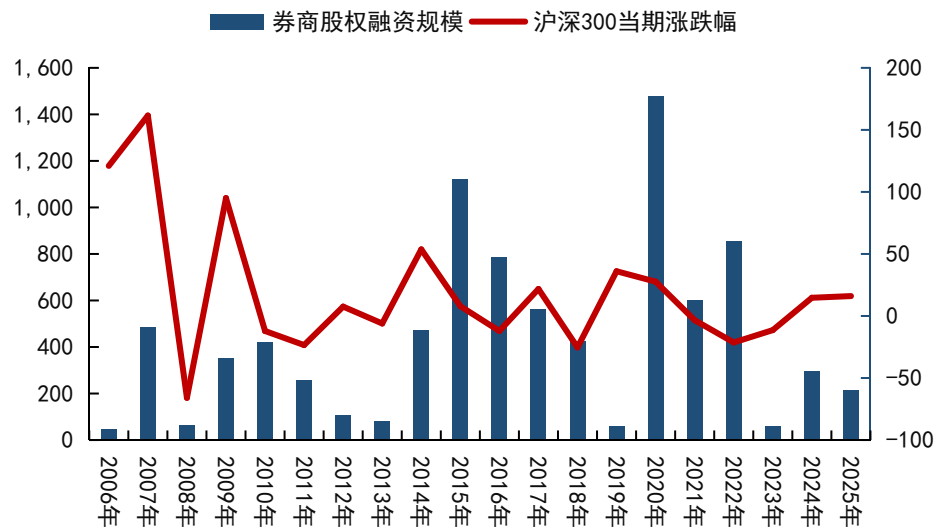


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 2026年证券公司股权融资有望回暖

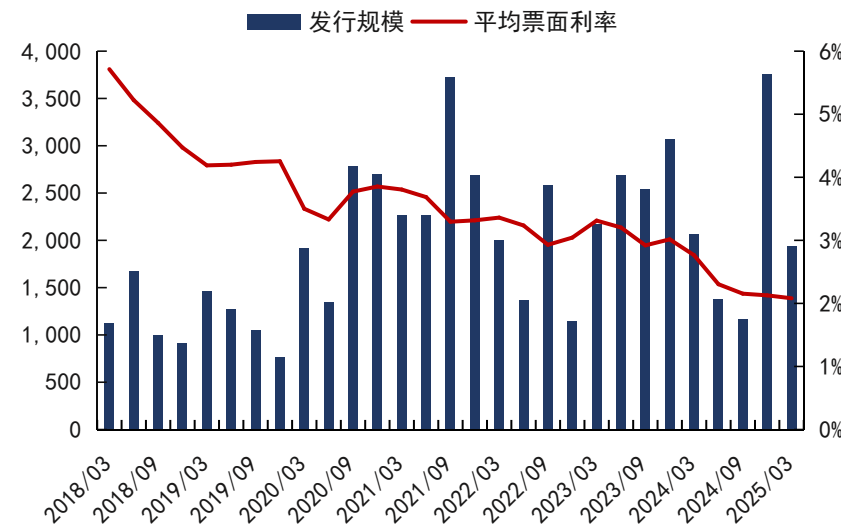
- 证券公司股权融资近年来受监管、市场影响而大幅下降。因此，发债融资成为证券公司最主要的融资方式。
- 回顾历史，沪深300取得大额正收益的年份，证券公司股权融资规模一般较大。2024年以来，券商股权融资规模有所复苏。

图：证券公司股票融资与沪深300当期收益率比较（亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：证券公司债券发行规模及利率（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 融资来了用哪里？AI投资推动业务模式转型

- 华泰“AI涨乐”通过在证券APP中运用AI智能体，逐步重构证券行业服务逻辑。在“AI涨乐”APP中，用户可以与APP实现智能化交互，用户只需用自然语言表达需求，AI便能实时分析、生成报告并支持智能交易。同时，在选股等关键场景中，AI会展示其规划、工具调用和推理的全过程。
- “AI涨乐”的核心在于将金融科技深度融合业务，并通过持续高强度的投入打造核心竞争力。对于证券行业而言，金融科技的竞争已从“功能叠加”进入“生态重构”阶段，未来行业需要以客户为中心，在信任、安全的前提下，通过技术实现服务的根本性质变。伴随监管与创新的持续平衡，AI技术有望进一步推动证券服务向更智能、更个性化、更普惠的方向演进。

图：华泰证券“AI涨乐”页面截图



资料来源：AI涨乐APP，国信证券经济研究所整理

- 行业整合并购案例大致可分为两类：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

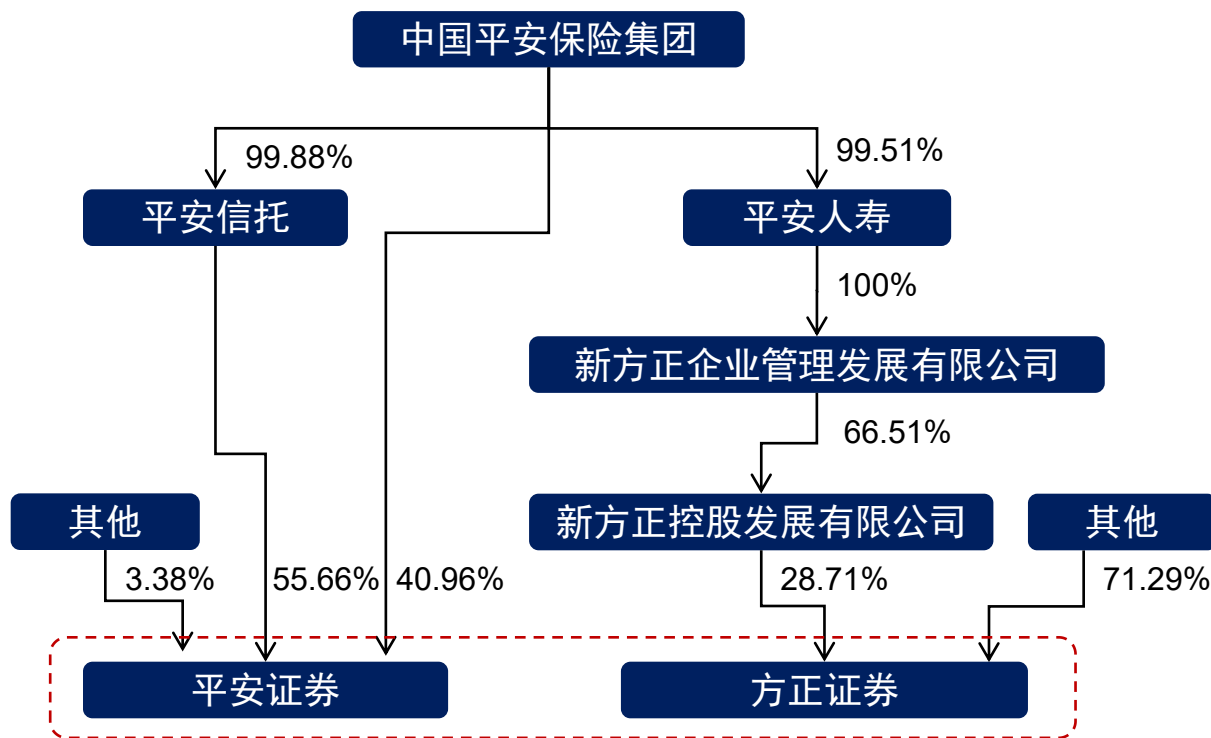
公告日期	合并方	被合并方	合并方式	交易对价（万元）
2024/10/10	国泰君安	海通证券	换股吸收合并	1股海通证券换0.62股国泰君安股票
2024/9/5	国信证券	万和证券 96.08%股份	发行股份购买	—
2024/8/21	东莞联合体	锦龙股份旗下东莞证券 20%股份	挂牌转让	227,175.42
2024/8/8	国联证券	民生证券 99.26%股份	发行股份购买	2,949,180.57
2024/6/21	西部证券	国融证券 64.5961%股份	现金收购	382,471.65
2024/6/7	浙商证券	国都证券 7.4159%股份	竞拍受让	113,491.72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

# 行业并购落地：平安&方正，国联&民生，国泰君安&海通

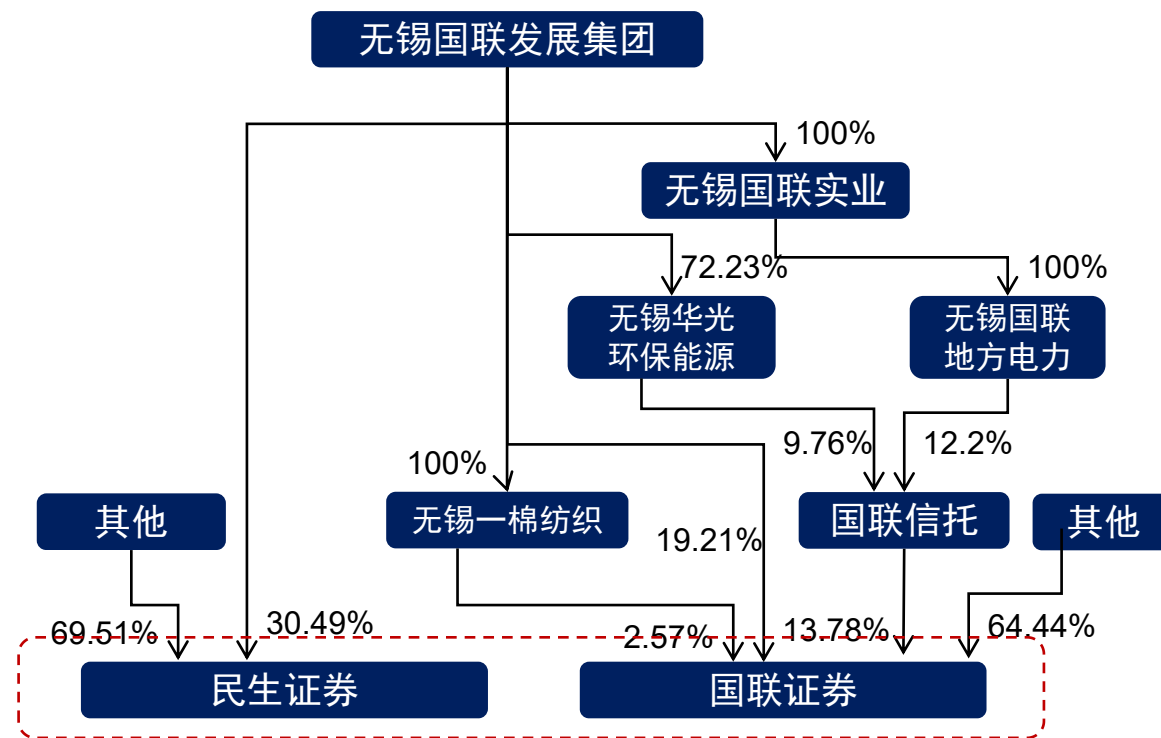
- 2022年12月，方正证券公告控股股东过户登记完成，控股股东变更为新方正集团，中国平安保险集团间接控制方正证券。
- 2024年5月，上市公司国联证券公告，拟定增用于购买国联集团等民生证券46名股东持有的民生证券100%股权。
- 2024年10月，国泰君安拟采用换股方式收购海通证券A/H全部股份，海通证券注销。

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

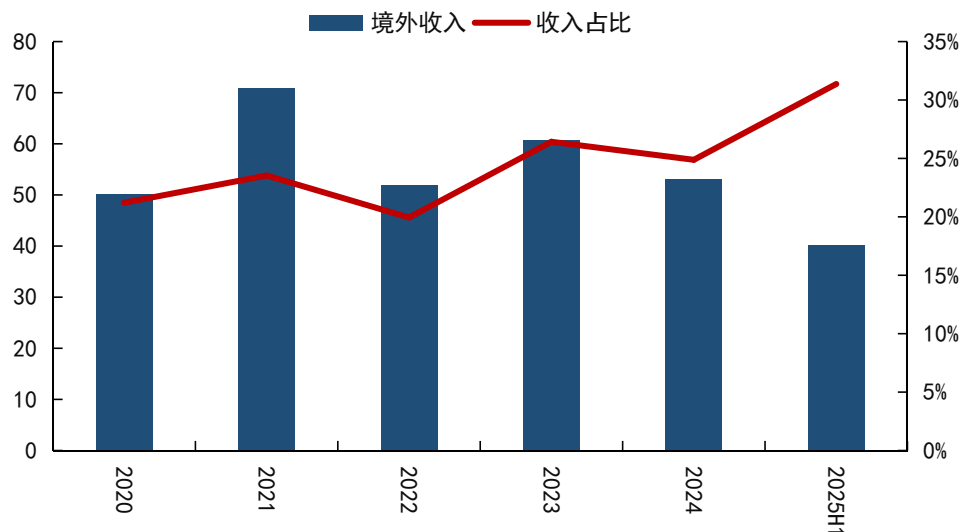
图：国联证券、民生证券股权结构



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

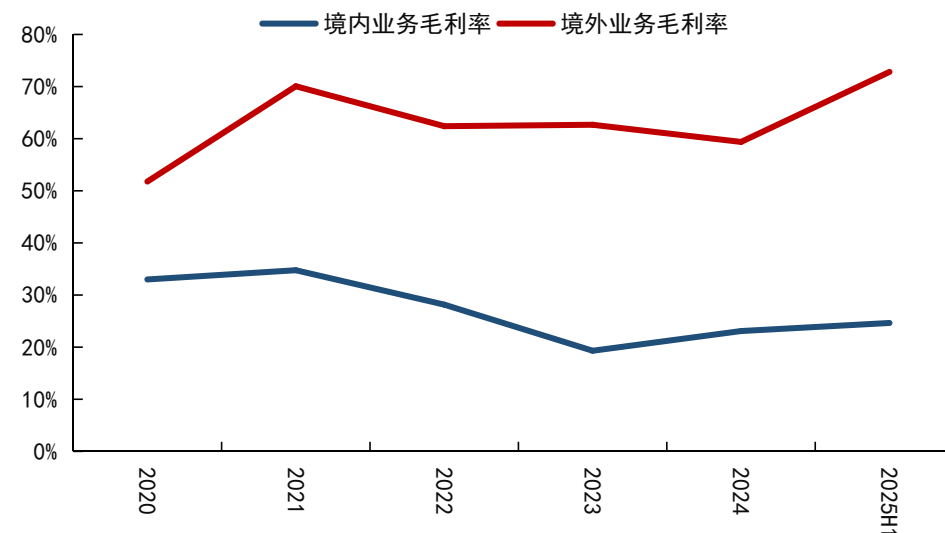
- 跨境业务是扩表方向之一。
- 中金国际以控股公司身份在中国香港、纽约、新加坡、伦敦、法兰克福和东京等世界各主要金融中心设立子公司或分支机构，并积极在“一带一路”地区拓展业务。目前，中金公司已在境外建立了证券研究、投资银行、机构经纪、资产管理和财富管理等业务平台。近年来，中金公司境外业务收入占比稳中有升，截至2025H1，公司境外业务收入达40.24亿元、收入占比31.4%。此外，由于公司在境外开展的主要是经纪、投行、资管等轻资产业务，公司境外业务毛利率显著高于境内业务。

图：中金公司境外收入及占比（单位：亿元）

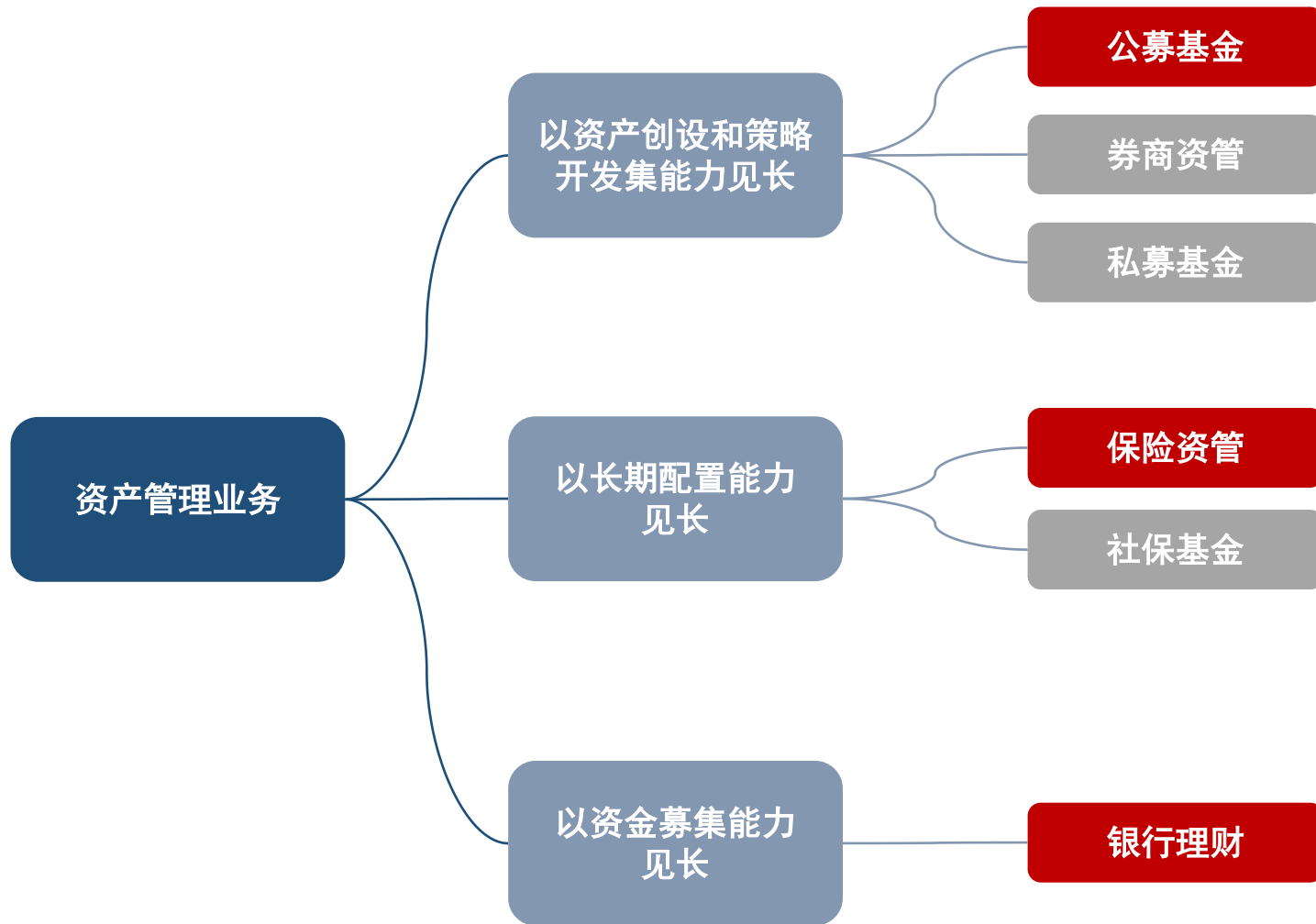


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中金公司境内外业务毛利率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



- 熟悉资本市场，股权类资产、复杂金融工具投资运作经验丰富
- 成熟的多元投资策略开发体系
- 平台型机构具备业务协同优势
- 配套系统完善，可提供交易、风控、绩效分析等业务支持

- 具备相对成熟的大类资产配置能力
- 具有期限长、规模大、稳定性强的优势，与长久期的资产能更好地匹配
- 具备全面审慎的风控体系

- 背靠银行端优势，销售网点众多，实时追踪投资者需求，覆盖不同年龄段、不同财富积累阶段的客户群体
- 注重信息科技投入，通过大数据描绘用户画像
- 理财业务与线上场景深度融合

# 机构业务：保险资管坚持“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。

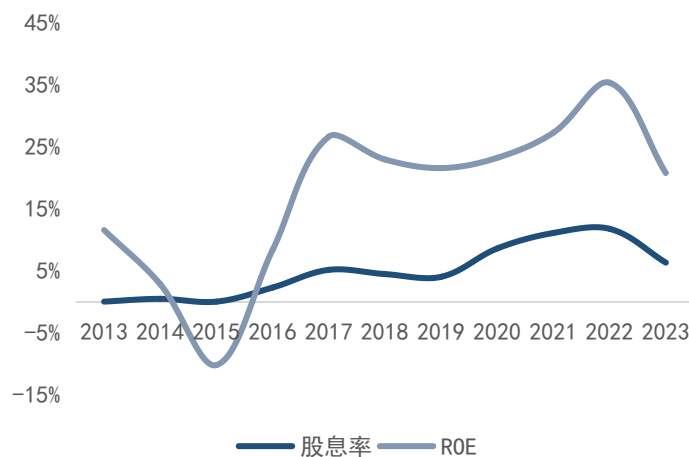
图：伊利股份股息率及ROE走势（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

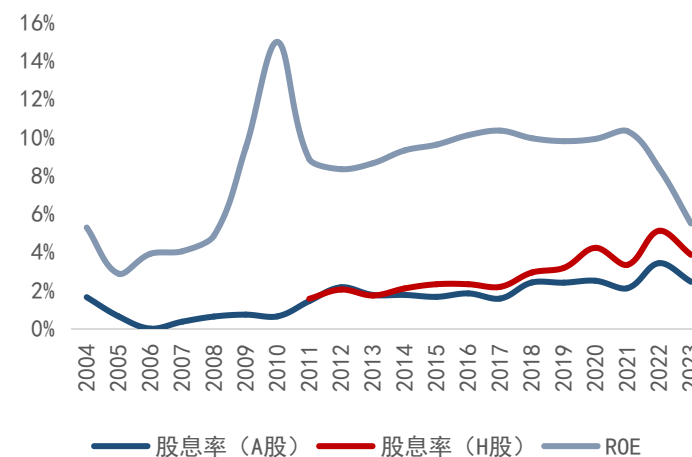
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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

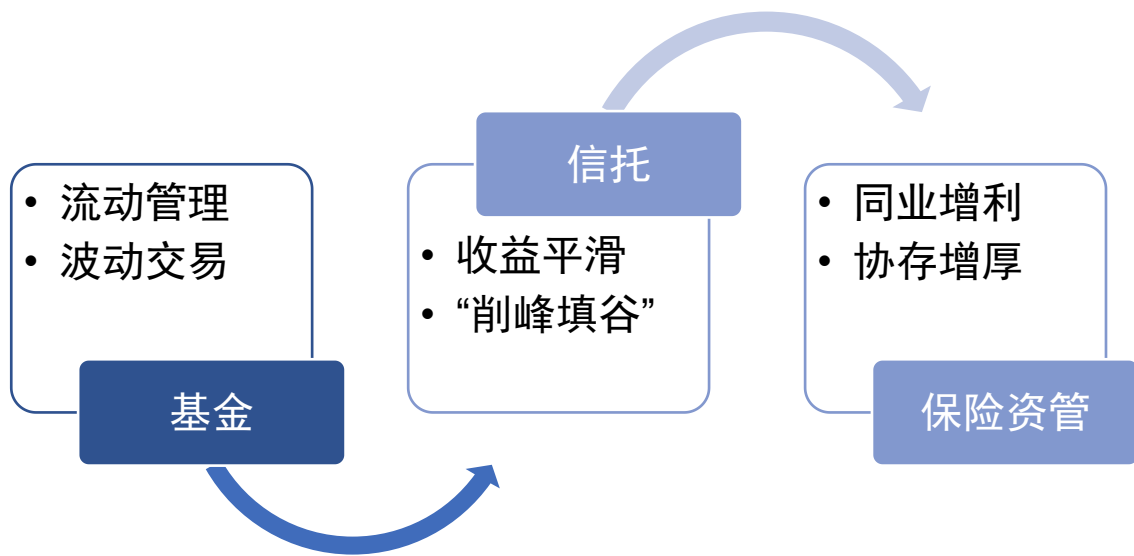
图：上海医药股息率及ROE走势（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

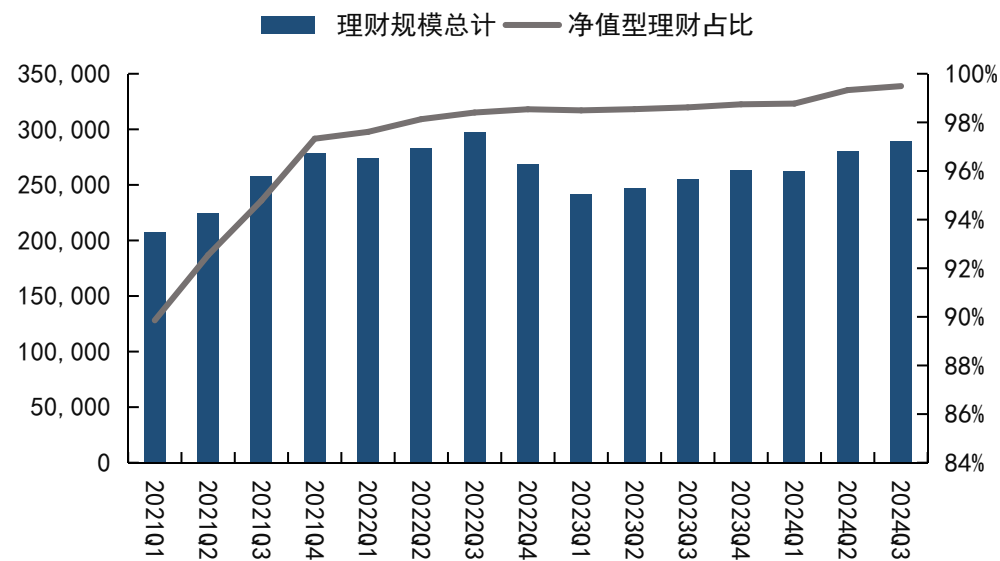
- 此前，理财短久期产品（如日度开放、最短持有期、定期开放产品）通过基金专户、信托平滑、保险资管嵌套等方式，一方面实现负债端稳定，另一方面实现了收益增厚，起到了“低波稳健”的效果。但相关产品涉及到了同业套利行为，在压降存款成本下降环境下，相关策略的使用日渐狭窄，银行理财最终要直面资产价格的波动。当前，信托平滑、保险协议存款等机制已经被限制。
- 净值型理财产品占比持续提升。截至2024Q3末，银行理财规模28.92万亿元，其中净值型产品占比达99.5%。银行净值波动可能会导致客户赎回，银行理财需要配置流动性较高的资产做好应对。

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）

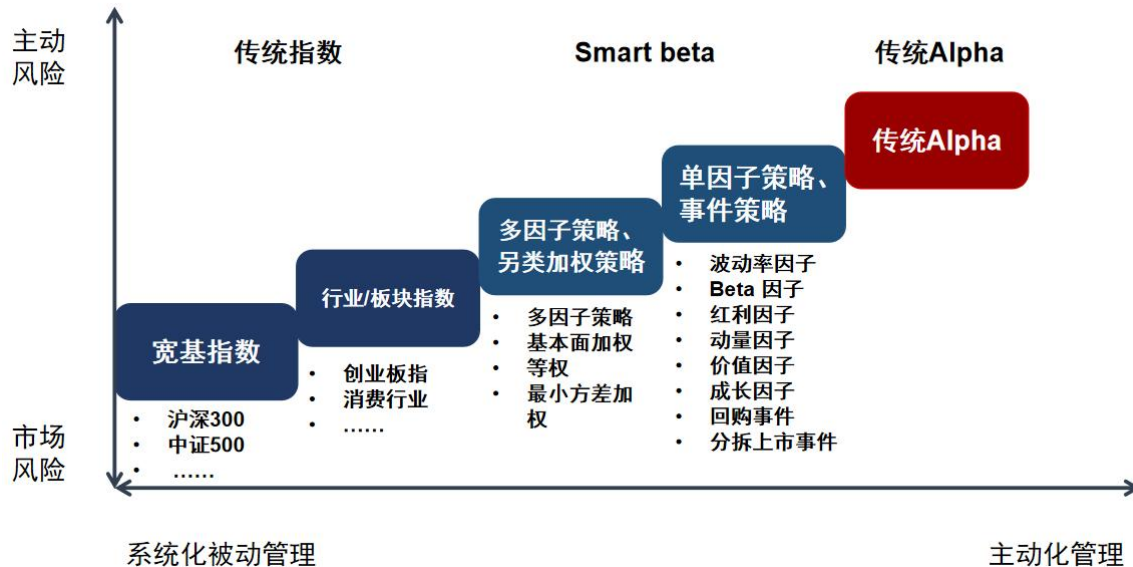


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 机构业务：公募基金开启“指数化+工厂化”转型时代

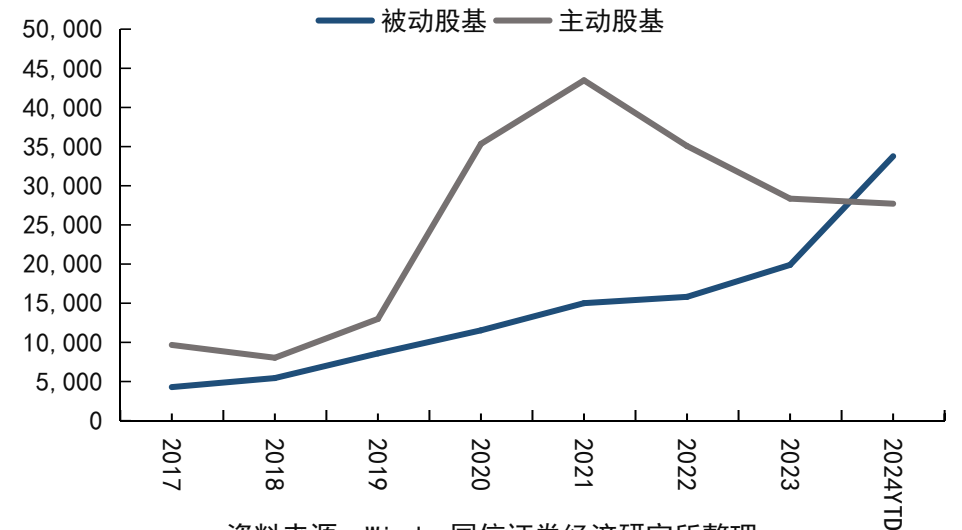
- 公募基金行业中的被动指数化投资发展迅速。一方面来自投资理念进化，尤其是随着市场有效程度提升，超额收益挖掘愈发困难，另一方面随着投资者对成本敏感度增加，越来越多个人和机构投资者倾向于选择低成本的被动型基金。同时，富有创新意识的基金公司加大相关指数产品的研发，补全指数产品谱系，如除了传统宽基指数基金，还有更多行业类、Smart Beta类等也被挖掘，这些产品具有较高的流动性和透明度，适宜匹配各种投资策略。
- 公募基金持续加强涵盖主动权益、固定收益、被动投资、绝对收益、海外投资、ABS/REITs、商品与期货期权衍生品等在内的多资产多策略研究能力；具体体现在在打造底层资产清晰、风格稳定、业绩持续、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）



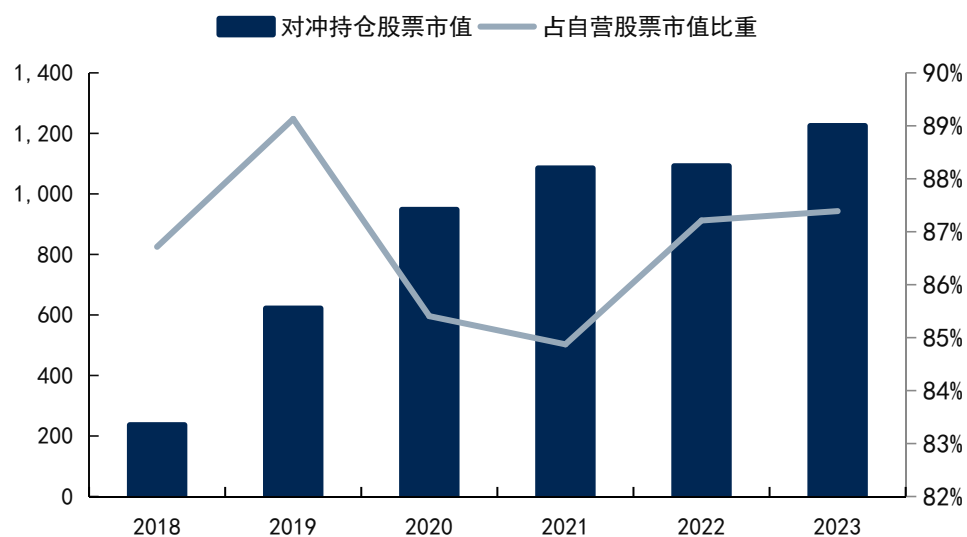
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：主动股基包括普通股票型、偏股混合型，被动股基包括被动指数型、增强指数型

# 机构业务：场外衍生品业务突破券商传统用表方式

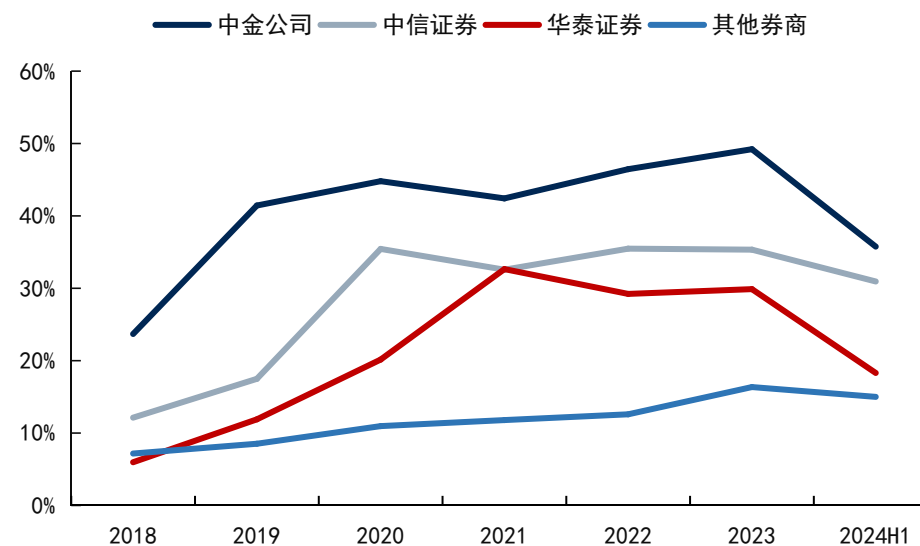
- 场外衍生品业务的发展促进了券商用表方式的创新。SAC市场体系下，场外衍生品业务一般由券商和交易对手在场外签订合同，由券商在场内（或场外不同交易对手之间）进行对冲，并通过Delta对冲、网格交易等形式赚取利润。在场内对冲时，券商一般适用股票、ETF及期指等工具。以中金公司为例，其持仓的股票中，将近90%是作为对冲持仓。
- 中金、中信、华泰等券商交易性金融资产中股票占比明显高于其他券商，且在2018年-2021年占比上升明显。考虑到中金、中信、华泰场外衍生品业务开展规模较大，增加的股票持仓或用于场外业务对冲。

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

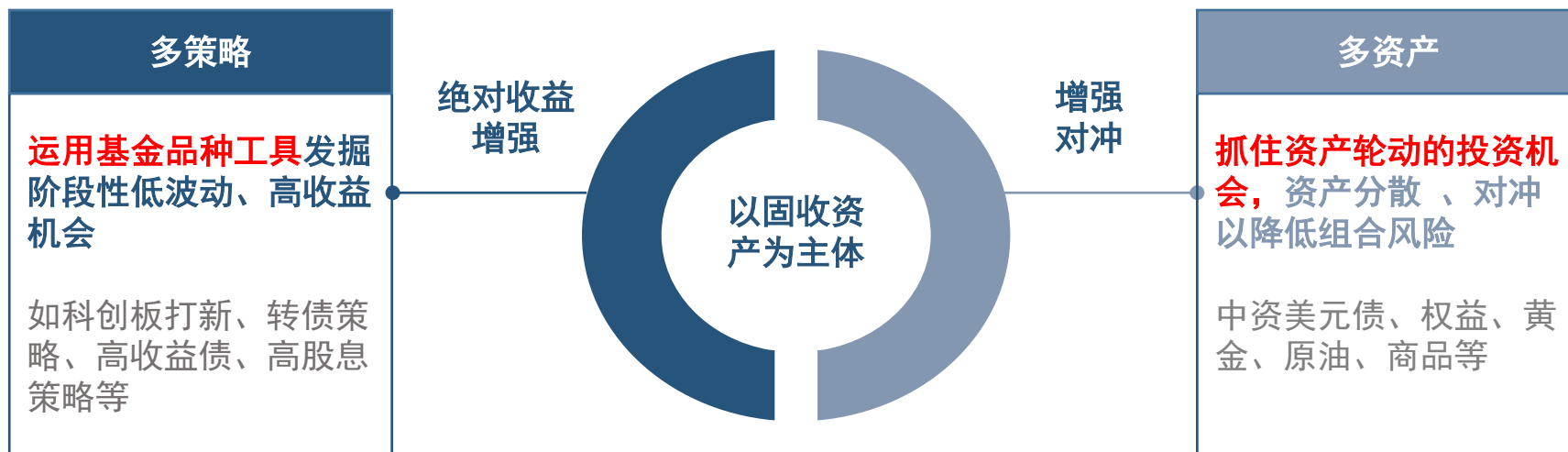
图：中金、中信、华泰等券商FVTPL中股票市值占比高于其他上市券商



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：多策略和多资产体系

1. 控制风险资产暴露
2. 不依靠单一资产
3. 追求平稳的波动和回测特征



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 券商与银行理财的合作：以理财子产品选择为例



机构名称	公募基金	货币市场型基金	被动指数型债券基金	短期纯债型基金	中长期纯债型基金	混合债券型一级基金	混合债券型二级基金	可转换债券型基金	被动指数型基金	增强指数型基金	偏债混合型基金	偏股混合型基金	灵活配置型基金	普通股票型基金	国际(QDII)债券型基金	国际(QDII)股票型基金	商品型基金	其他(含无法识别)
工银理财	427	-	95	60	180	39	1	-	4	0	0	1	1	1	4	1	2	37
招银理财	405	61	65	85	83	31	9	-	0	-	0	0	13	1	3	1	5	49
兴银理财	405	26	92	117	127	19	14	3	1	0	0	2	1	-	0	1	0	3
华夏理财	277	8	20	40	122	8	10	1	1	0	1	-	-	-	-	0	-	67
民生理财	272	36	2	55	113	39	6	4	1	-	1	0	1	0	0	0	0	12
交银理财	204	15	20	93	41	15	15	-	0	-	-	0	0	-	1	0	2	2
光大理财	135	8	34	32	45	5	0	0	1	0	0	0	2	-	1	0	-	5
北银理财	127	4	1	21	78	15	1	1	2	-	0	0	0	0	-	2	-	1
信银理财	113	-	15	51	30	4	1	1	0	0	-	0	3	0	-	0	2	5
青银理财	110	10	9	4	81	1	-	-	2	-	-	1	1	1	-	-	0	0
杭银理财	95	1	24	27	31	1	-	-	1	-	0	0	-	0	-	2	7	2
中邮理财	92	3	18	2	43	15	0	-	2	-	0	0	1	0	0	1	-	8
中银理财	83	2	4	16	7	8	0	1	4	-	-	0	3	0	-	0	0	36
浙商银行	78	0	1	35	42	0	0	-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
建信理财	78	0	19	23	30	2	1	-	-	-	1	-	1	-	-	-	-	0
苏银理财	75	8	47	-	19	-	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-	1	0
苏州银行	72	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	72
渤海理财	50	1	5	19	23	-	0	-	0	0	-	-	-	-	-	0	-	1
平安理财	42	18	6	0	12	1	2	-	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0
南银理财	41	-	4	11	0	-	0	-	0	-	-	0	0	0	-	0	0	24
恒丰理财	41	18	14	2	7	-	-	-	-	0	0	0	0	0	-	0	-	0
上银理财	33	10	2	6	14	1	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	1
浦银理财	28	-	0	14	2	-	2	-	0	-	-	0	0	0	-	0	-	9
农银理财	27	-	9	-	1	1	1	-	2	0	0	0	3	2	-	2	5	1
大连银行	25	-	0	1	2	1	1	-	1	-	-	-	0	-	2	-	-	16
徽银理财	22	-	2	10	5	0	1	-	0	-	0	-	0	-	1	-	0	2
广银理财	21	0	0	3	13	0	2	-	0	-	0	0	0	0	2	0	0	0
汉口银行	17	17	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
重庆银行	16	5	-	9	1	0	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
昆仑银行	13	-	2	5	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：普益数据，国信证券经济研究所整理

# 业务创新与杠杆扩张实现券商ROE中枢提升

中资龙头券商ROE低于海外龙头，主要原因在于杠杆不足。提升杠杆是中资券商提升ROE的重要路径。国际业务、机构业务等为券商加杠杆提供了空间。

图：境内外券商ROE比较及杜邦分析

ROE								
代码	简称	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1-3Q25
600030. SH	中信证券	7.77	8.68	11.82	9.22	7.56	7.72	7.62
601688. SH	华泰证券	7.97	8.60	9.62	7.05	7.41	8.28	6.41
000776. SZ	广发证券	8.55	10.60	10.60	6.99	5.45	6.80	7.26
GS. N	高盛	9.38	10.16	21.02	9.92	7.28	11.95	10.19
MS. N	摩根士丹利	11.18	12.00	14.51	10.73	9.12	13.16	11.62
净利率								
代码	简称	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1-3Q25
600030. SH	中信证券	29.32	28.53	31.37	34.05	34.19	35.41	42.85
601688. SH	华泰证券	36.43	34.57	35.88	35.48	35.64	37.43	46.89
000776. SZ	广发证券	35.56	36.95	35.20	35.41	33.75	38.77	45.40
GS. N	高盛	23.86	22.81	36.68	25.22	18.83	27.37	28.66
MS. N	摩根士丹利	22.30	23.19	25.31	20.94	17.22	22.00	24.04
资产周转率								
代码	简称	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1-3Q25
600030. SH	中信证券	0.062	0.058	0.070	0.053	0.047	0.044	0.031
601688. SH	华泰证券	0.054	0.049	0.053	0.040	0.043	0.049	0.030
000776. SZ	广发证券	0.054	0.063	0.062	0.041	0.034	0.036	0.031
GS. N	高盛	0.037	0.039	0.045	0.031	0.029	0.031	0.025
MS. N	摩根士丹利	0.047	0.048	0.052	0.045	0.045	0.051	0.041
权益乘数								
代码	简称	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1-3Q25
600030. SH	中信证券	4.59	5.37	5.97	5.60	5.29	5.63	6.15
601688. SH	华泰证券	4.12	5.08	5.49	5.27	5.09	4.64	4.63
000776. SZ	广发证券	4.45	4.50	4.85	5.08	5.08	5.09	5.69
GS. N	高盛	10.67	11.58	12.76	12.79	13.17	13.89	14.14
MS. N	摩根士丹利	10.81	10.97	11.12	11.52	11.92	11.83	12.03

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

[ 01 ] 格局篇：繁荣的新起点

[ 02 ] 市场篇：资金的新平衡

[ 03 ] 证券篇：融资后新转型

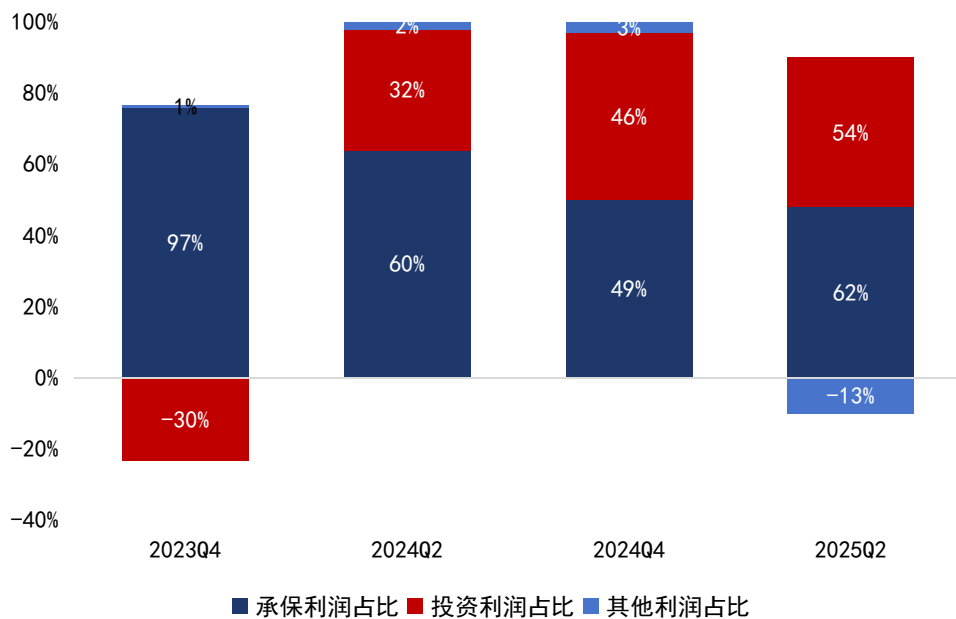
[ 04 ] 保险篇：稳固后新价值

---

# 回顾：2023年以来保险公司业绩弹性主要来自投资端

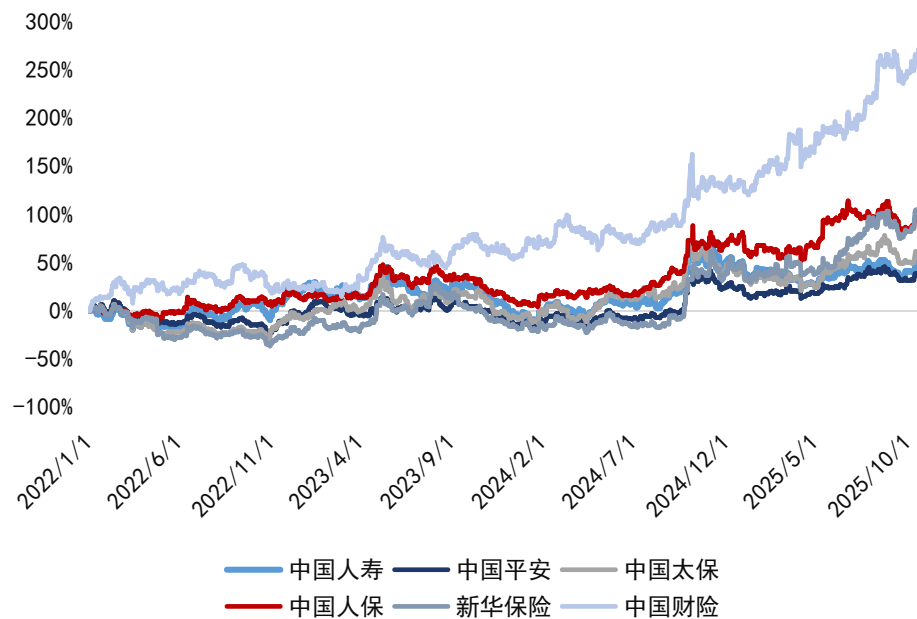
- 2023年上市险企实施新会计准则以来，大量资产被计入FVTPL，资产端投资收益的波动加大险资利润表现的震荡资产端。
- 在此背景之下，上市险企利润受投资收益的波动影响加大。2023年沪深300下跌11.38%，上市险企投资端利润贡献为-30%。2024年，受三季度资本市场大幅反弹影响，沪深300实现13.67%涨幅，上市险企平均投资端利润贡献度为46%，2024年上半年进一步提升至54%。

图：A股上市险企平均利润贡献占比



资料来源：上市险企财报，国信证券经济研究所整理

图：2022年以来高权益弹性上市险企涨幅明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



## 财富管理

**需求：**居民存款的释放、长期稳健的理财需求、税收政策；

**机遇：**“低保底+高浮动”投资属性保险产品、具有避税优势的终身寿险、税优产品等。



## 医疗保障

**需求：**医疗费用的上升、医疗资源紧张、医疗资源分配不均衡；

**机遇：**“基础社保+商业保险”的个人医保组合、由政府推行的“惠民保”项目、商业险的产品多元化建设等。



## 养老体系

**需求：**人口老龄化加剧及养老成本的上升是我国养老体系面临的主要问题；

**机遇：**养老的“三大支柱”体系建设、个人养老金制度、养康生态圈建设等。



## 分红险

- 满足财富管理类客户需求；
- 2025年9月，预定利率再次下调，传统固定收益型寿险产品吸引力进一步下降，边际利好“低保底+高浮动”型分红险的销售；
- 当前分红险实际结算利率约为3.1%-3.2%，中长期收益水平仍具备一定吸引力。



## 重疾险

- 满足中长期疾病保障需求；
- 2025年9月，金管局发布政策，支持监管评级良好的保险公司开展分红型长期健康保险业务，打开健康险中长期增长空间；
- 预计对重疾险加保人群具备较强吸引力。



## 养老险

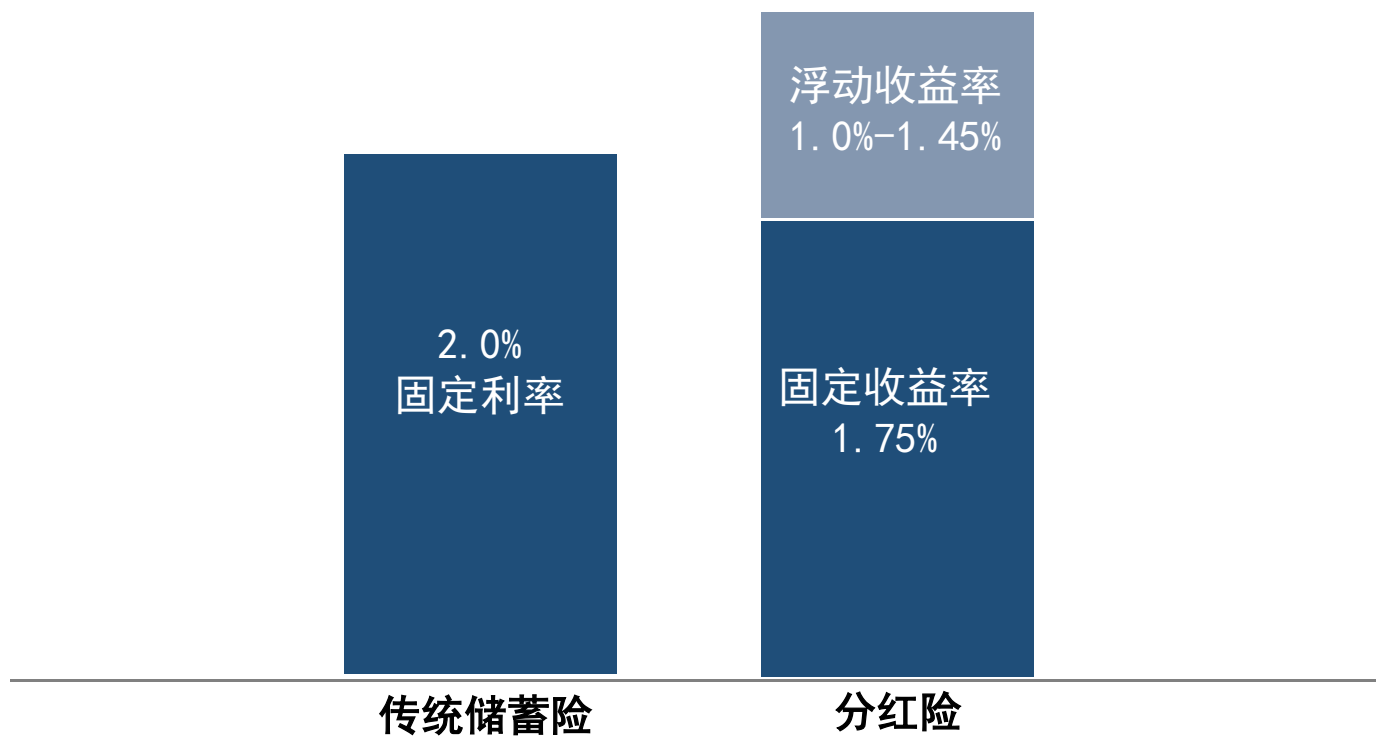
- 满足养老需求；
- 保险公司发力多层次养老保障体系，扩大养老类产品覆盖，推广年金险、个人养老金等产品发展；另一方面探索“保险 + 养老社区 + 健康管理”闭环；
- 满足中长期养老/储蓄需求。

- **分红险**
- 重疾险
- 养老金

# 分红险——“低保底+高浮动”产品突围

- 分红险成为保险行业应对利率下行周期的关键产品。分红险是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，按一定的比例分配给客户的一种人寿保险。因其“低保底+高浮动”的特点，险企与客户共担收益风险，有效降低险企的刚性兑付成本，因此在利率下行时期，分红险具有较大的发展潜力。
- 分红险核心的价值在于重构负债成本结构，化解长期利差损风险。在传统寿险模式下，预定利率形成刚性兑付义务，当投资端收益持续下行时，险企需以自有资本弥补缺口。而分红险通过将大部分收益设置为“非保证红利”，显著降低保证利率水平，使险企在低利率环境中获得更大缓冲空间。

图：传统险及分红险收益率构成

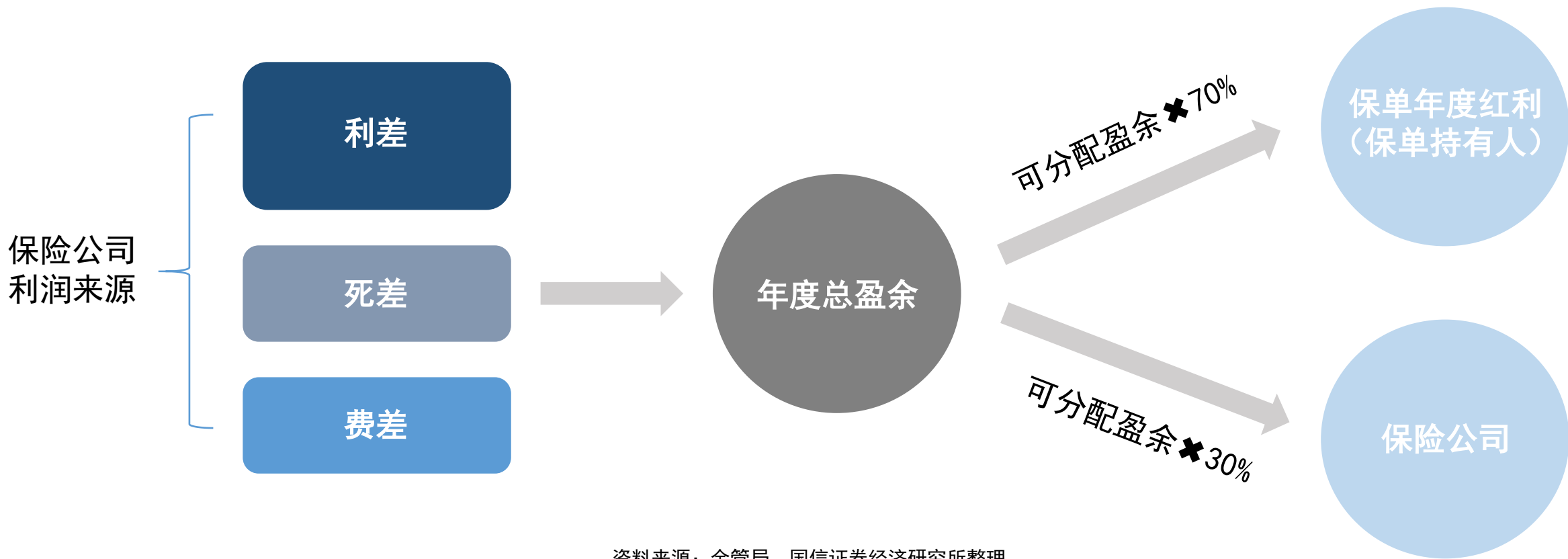


资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

# 分红险——“低保底+高浮动”产品突围

可分配盈余是红利分配的基础，指分红险业务在满足各项责任准备金提取、风险边际覆盖后，经审计可用于股东和保单持有人分配的盈余总额。2020年2月21日，原银保监会布《关于强化人身保险精算监管有关事项的通知》（银保监办发〔2020〕7号），明确保险公司为分红保险账户确定可分配盈余时，分配给保单持有人的比例必须统一为70%（既保险公司自留收益为30%）。

图：分红险红利运作方式



资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

# 分红险——美国分红险发展借鉴

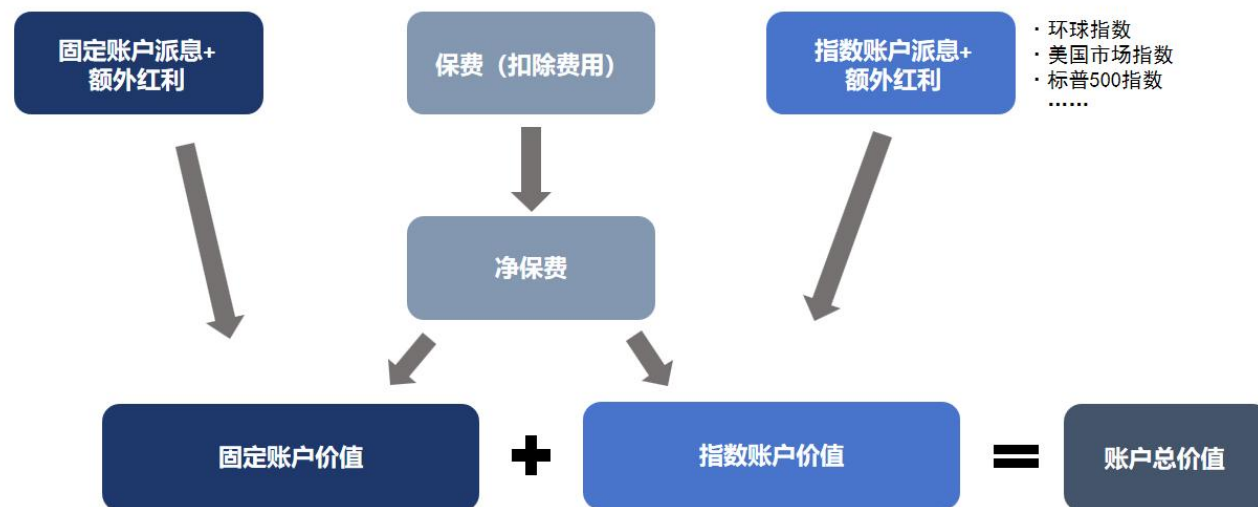
经过多年的发展，美国保险市场逐渐形成了以年金险为核心支柱的产品体系，产品形态高度多元化。其中，固定年金、变额年金及指数型年金共同构建了多层次产品体系，精准匹配不同风险偏好客户的储蓄需求。当前，美国分红险和变额险的市场份额已超过59%，年金险在退休家庭中的渗透率超过60%，成为覆盖医疗、长期护理等刚性支出的核心工具。

图：美国IUL运作模式

	保障期限	主要功能	收益构成	投资风险
定期寿险 (Term Life)	固定期限（10-30年）	纯身故保障，无储蓄功能	无现金价值，主要提供身故保障	低
终身寿险 (Whole Life)	终身保障（至被保人身故）	身故保障 + 强制储蓄	固定利率2%-4%	无市场风险，收益稳定但偏低
万能寿险 (Universal Life)	终身保障（可设定至100岁）	身故保障 + 灵活储蓄	最低保证收益1%-2%+浮动收益	利率波动风险（收益挂钩市场利率）
指数型万能险 (IUL)	终身保障（与指数表现挂钩）	身故保障 + 收益封顶托底	保底收益（0%-2%）+ 指数收益分成（年封顶约12%）	市场风险可控（下行保底、上行封顶）
投资型万能险 (VUL)	终身保障（依赖账户表现）	身故保障 + 主动投资	现金账户投资共同基金（无保底）	高风险（收益无封顶，亏损需追加保费）

资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

图：美国IUL运作模式

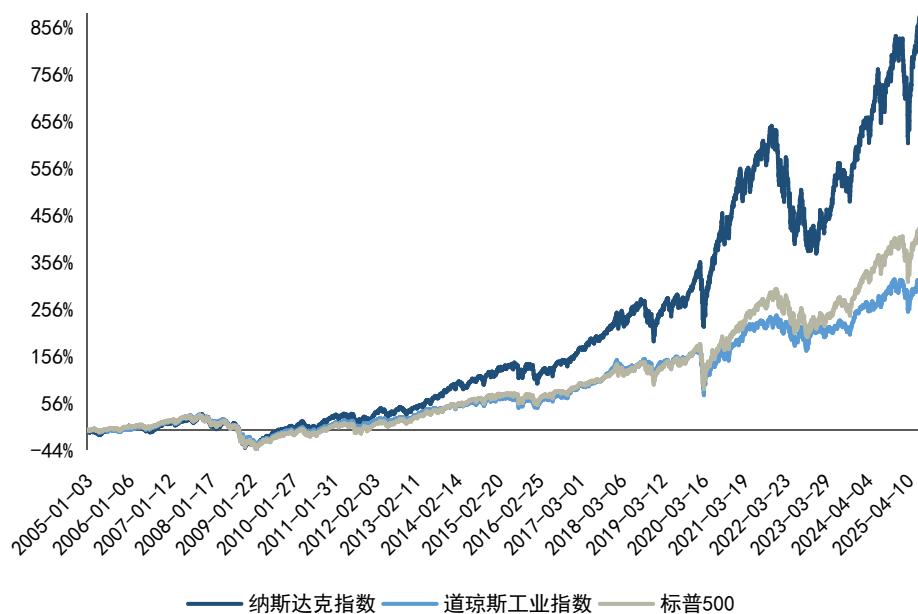


资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

# 分红险——美国分红险加大了权益投资弹性

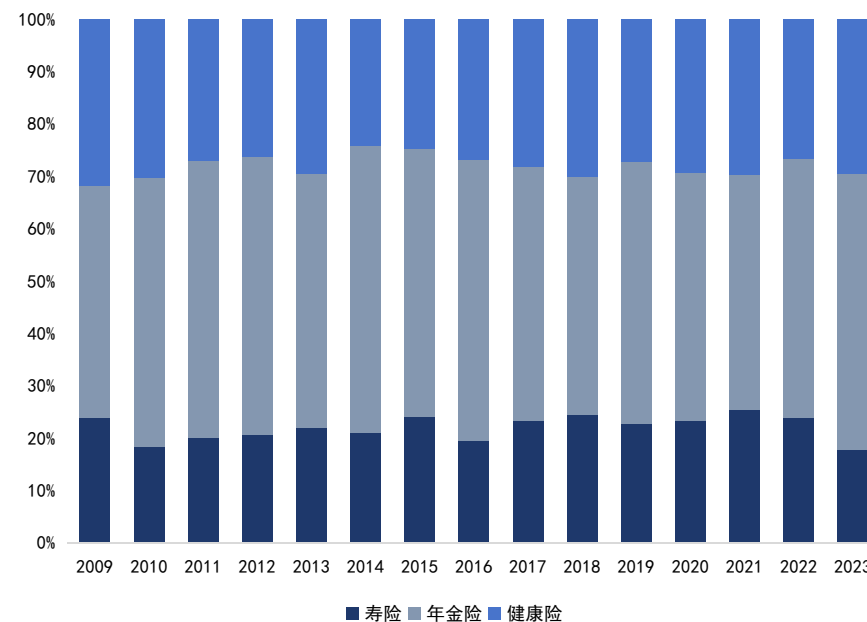
美国产品结构格局本质是利率环境、养老需求、制度创新与税优政策的多维共振。美国经验表明，利率下行周期是保险产品结构向分红型转型的关键窗口期。其成功经验凸显了四大核心要素：产品设计上“保证收益+浮动分红”的风险共担机制；资产配置中灵活高效的权益投资能力；监管框架下透明度与市场化的平衡；以及税制设计中长期储蓄的激励导向。当前我国监管政策已明确释放引导信号，通过建立预定利率动态调整机制等举措进一步推动行业从“刚兑型储蓄”向“风险共担型保障”转型。

图：美国三大指数走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国人身险各险种保费占比

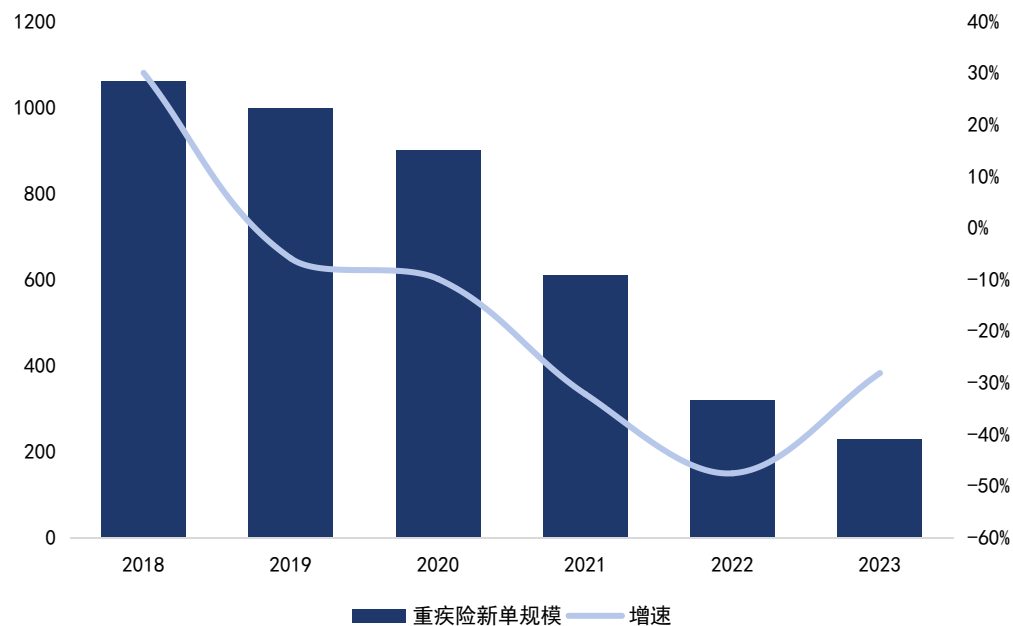


资料来源：ACLI，国信证券经济研究所整理

- 分红险
- **重疾险**
- 养老险

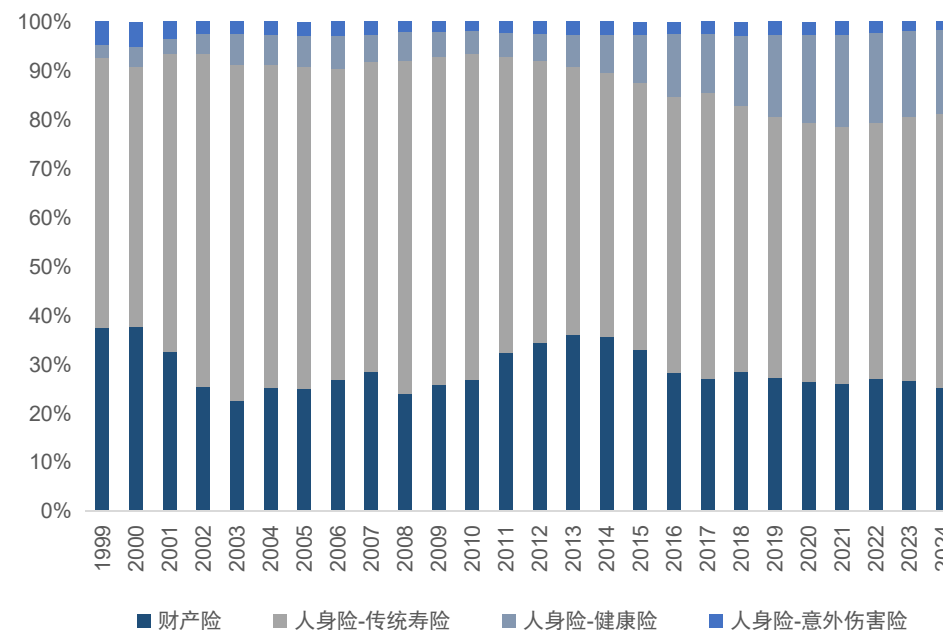
- 2013-2020年间，重疾险经历了一轮加速增长，动因包括产品降价、代理人队伍扩张、产品渗透率低。重疾险新单保费的高点出现在2018年，超过千亿规模。2021年开始，受代理人规模下滑、客户透支影响，叠加外部冲击和政策变化，重疾险出现快速下滑，并延续至今。
- 过去6年间，我国人身险产品的预定利率上限已从4.025%一路下调至2.0%，且下调步伐明显加快。2025年9月1日起，人身险产品预定利率正式进入“2.0%时代”。重疾险价格和预定利率成反比，2023年以来，传统险预定利率从3.5%降至2.0%，这导致重疾险价格节节攀升，保障杠杆（保险金额/保费）不断降低，重疾险销售雪上加霜。

图：我国重疾险新单保费规模及增速（单位：亿元，%）



资料来源：泰康长寿时代研究院，国信证券经济研究所整理

图：我国各险种保费收入占比情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 我国重疾险人均保额约为10-15万元，其中近50%人群人均保障不足10万元，与实际医疗费用支出水平有较大差距。
- 以中国香港及欧美市场为例，人均保额远高于我国平均水平。香港重疾险保额通常随时间递增，平均保额达50万-100万元，部分产品通过分红机制使保额逐年增长，长期保障能力更强。欧美市场保额普遍覆盖3-5倍年收入，而国内平均仅为1-2倍，保障深度不足。

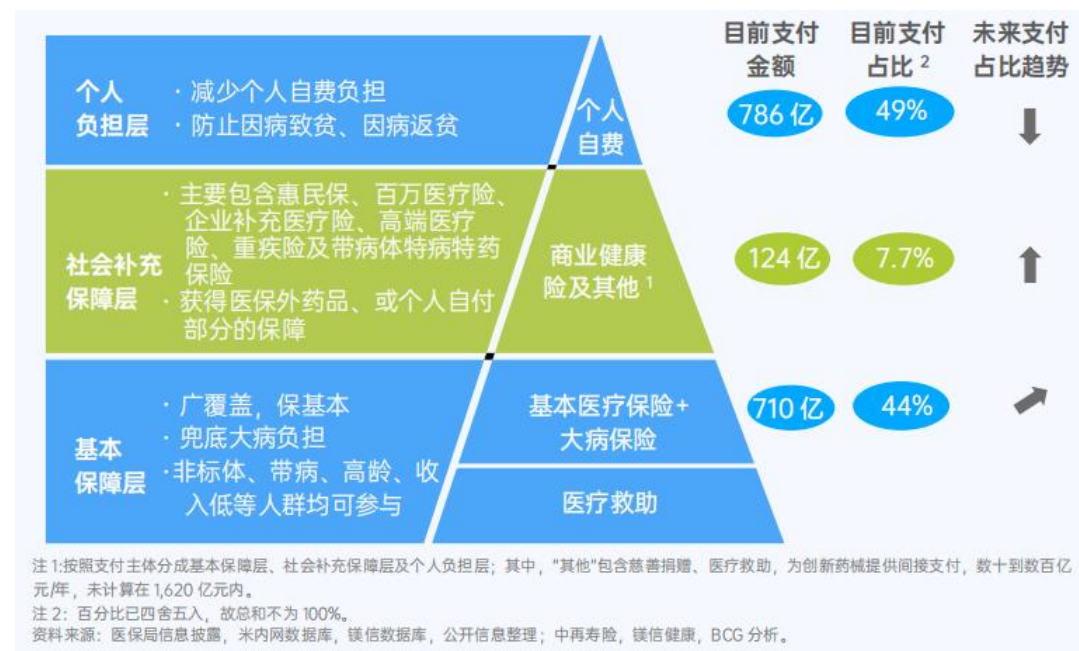
图：2023年医院患者门诊和住院费用统计

指标	医院		公立医院					
	2022	2023	三级医院		二级医院		2022	2023
			2022	2023	2022	2023		
次均门诊费用(元)	342.7	361.6	333.6	349.0	381.6	391.2	241.2	253.4
上涨%(当年价格)	4.1	5.5	4.0	4.6	3.1	2.5	3.9	5.1
上涨%(可比价格)	3.0	5.3	2.8	4.4	2.0	2.3	2.8	4.8
次均住院费用(元)	10860.6	10315.8	11468.6	10800.2	13711.4	12685.3	6790.5	6378.2
上涨%(当年价格)	-1.3	-5.0	-1.8	-5.8	-4.0	-7.5	-0.8	-6.1
上涨%(可比价格)	-2.4	-5.2	-2.8	-6.0	-5.0	-7.7	-1.8	-6.3
日均住院费用(元)	1186.5	1172.0	1312.8	1287.9	1644.0	1576.5	732.3	711.2
上涨%(当年价格)	-0.4	-1.2	0.7	-1.9	0.3	-4.1	-2.5	-2.9
上涨%(可比价格)	-1.5	-1.4	-0.4	-2.1	-0.8	-4.3	-3.6	-3.1

注：①绝对数按当年价格计算。②2023年居民消费价格指数为100.2。③次均门诊费用指门诊患者次均医药费用，次均住院费用指出院患者次均医药费用，日均住院费用指出院患者日均医药费用。下表同。

资料来源：国家卫健委，国信证券经济研究所整理

图：2024年我国创新药械支付规模及各方占比



资料来源：《中国创新药械多元支付白皮书》，国信证券经济研究所整理

# 长期健康险探索新品——分红型重疾险

- 2025年9月，金融监管总局印发《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》，明确提出“支持监管评级良好的保险公司开展分红型长期健康保险业务”，这意味着分红型重疾险时隔22年后再度回归市场。
- 分红型重疾险有望通过浮动收益补充提升产品整体保障水平，帮助客户的保障水平与通胀保持一致。

图：某分红型重疾险保额水平

保单年度	年龄	累计所交保费（万元）	保额	
			保证（万元）	预期（含分红，万元）
1	36	0.5	20.3	20.3
2	37	0.9	20.3	20.3
3	38	1.4	20.3	20.3
4	39	1.9	20.3	20.3
5	40	2.4	20.3	20.4
10	45	4.7	20.3	21.1
15	50	7.1	15	16.5
20	55	8.5	15	18.4
25	60	8.5	15	21.4
30	65	8.5	15	36.7
35	70	8.5	15	32.2
40	75	8.5	15	39.9
45	80	8.5	15	50.6
60	85	8.5	15	66
55	90	8.5	15	88.9
60	95	8.5	15	126.2
65	100	8.5	15	156.9

资料来源：保险师APP，国信证券经济研究所整理

# 长期健康险探索新品——分红型重疾险

- 分红型重疾险的保额具备一定增值预期，因此相较于传统重疾险，具备抵抗通货膨胀等优势。
- 传统重疾险的核心是“锁定”，以确定的成本购买确定的保障；而分红型重疾险的核心是“浮动”，以更高的成本购买一个具备增长潜力的保障，其最终价值与保险公司的投资和经营能力挂钩。

表：传统重疾险与分红型重疾险对比

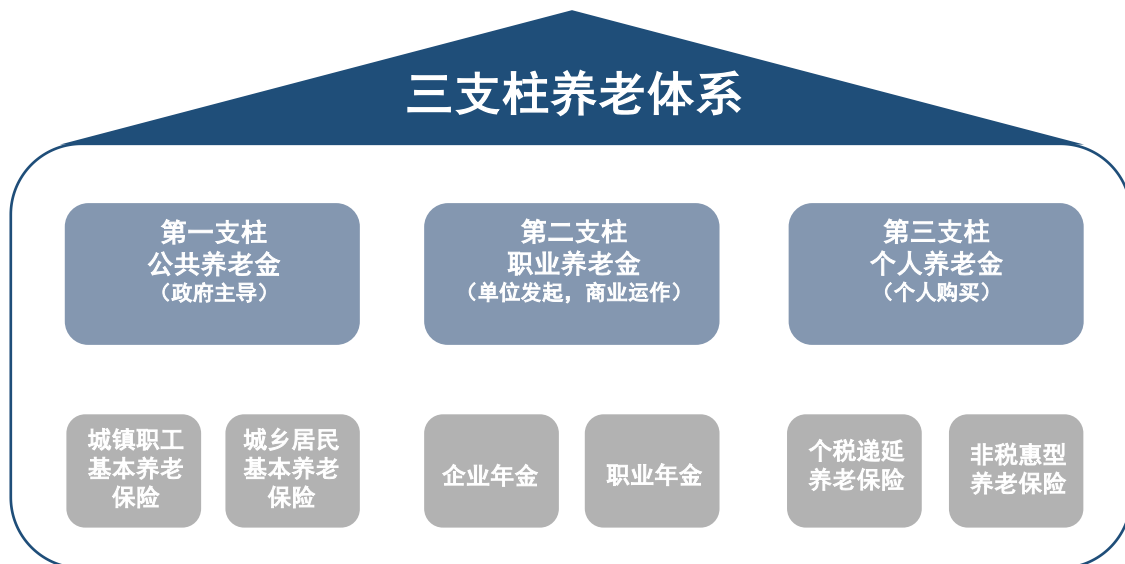
	传统重疾险	分红型重疾险
预定利率水平	固定，2.00%	保底+浮动，预计约为3.0%左右
核心功能	纯保障型：提供固定的疾病风险保障。	保障+储蓄增值：在提供基础保障的同时，通过分红分享保险公司经营成果。
保额与现金价值	固定不变。保险金额、现金价值在投保时即确定，不会随时间增长。	可能增长。基础保额固定，但通过分红（通常以增额红利方式），可使保额和现金价值随时间推移而增长。
主要利润来源	主要依赖“三差”中的死差益（实际理赔少于预期）和费差益（实际运营费用低于预期）。	利差益（投资收益高于预期）变得更为重要，因为分红与投资表现紧密相关。
保费水平	在相同预定利率环境下，保费相对较低。	因产品结构更复杂且包含分红功能，在相同条件下，初始保费通常高于传统型。
适合人群	偏好确定性保障、追求高性价比、预算有限的消费者。	看重长期保障与资产稳健增值、希望保额能对抗通胀、能接受一定利益不确定性的消费者。
保险公司风险	保险公司承担全部利差损风险（如果投资回报长期低于预定利率）。	将部分利差损风险转移给保单持有人（分红可调节），有助于保险公司稳健经营。

资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

- 分红险
- 重疾险
- **养老金**

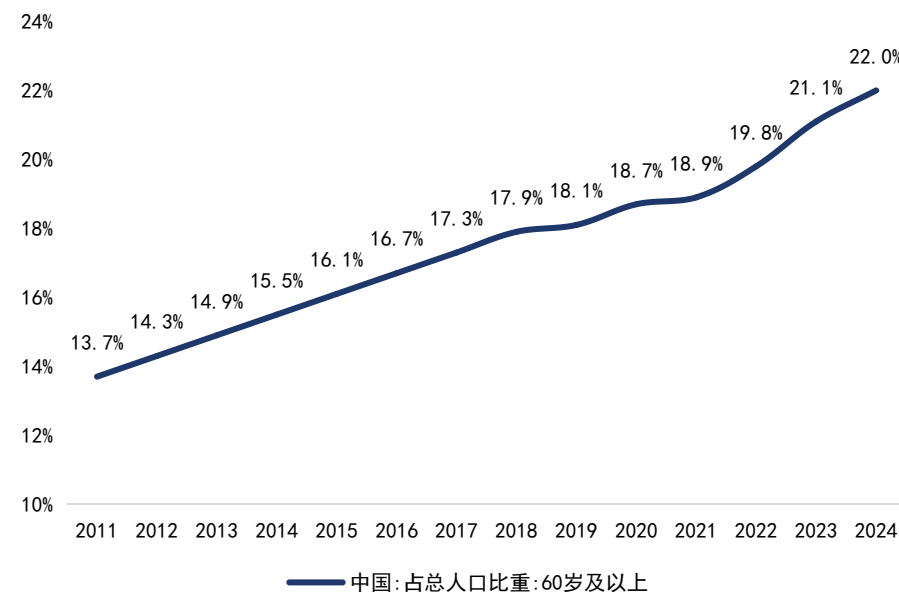
- 纵观各类市场主体，保险公司在健康、养老、资管等方面具备天然优势，在助力居民积累养老财富、发挥长期资金优势以及构建康养产业链方面拥有难以替代的独特价值。商业养老保险作为养老体系第三支柱的重要组成部分，是社会养老保险的重要补充。
- 目前，我国保险企业参与养老产业建设的方式主要为建设养老保险产品体系、打造养康社区、拓展养老型服务项目及整合产业链资源并提供相应资金支持几方面。

图：预计年金险新单保费收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：泰康长寿时代研究院，国信证券经济研究所整理

图：我国人口老龄化加剧



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 多元养老生态建设：养老财富产品

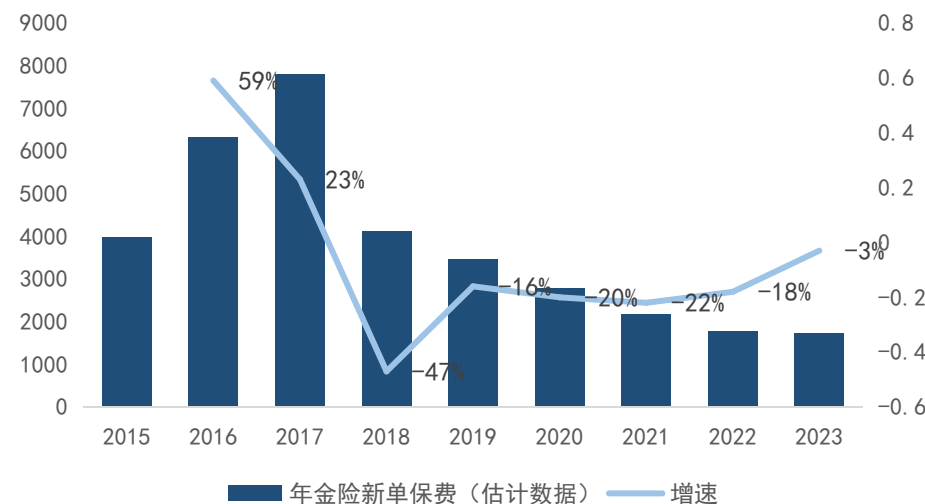
- 随着市场保险需求及公司自身产品创设力的更迭，保险公司在产品供给端具备专业能力。根据细分人群结合不同养老情景，各险企提供多元化的产品组合，构建养老金管理和养老服务一体化解决方案，满足居民多样化的养老需求。
- 从客户群体细分维度，人身险企及养老保险公司可提供全生命周期养老保险产品；特定阶段养老保险产品，如青年型、中年型、老年型产品；特定群体养老保险产品，如大湾区专属产品。从客户风险偏好细分维度，可提供确定收益型、“最低保证利率+不确定分红型”、“最低保证利率+结算收益型”、“最低保证利率+指数挂钩+抗波动型产品”、保本型与非保本型商业养老金产品等。从产品类型来看，目前养老型商业保险主要包括养老年金险、增额终身寿险、万能险、投连险等具备一定储蓄功能的产品。

表：增额终身寿险及年金险对比

	增额终身寿险	年金险
定义	增额终身寿险就是基本保险金额会随着投保年限不断增加、保险期限为终身、以被保险人死亡或全残为给付保险金条件的终身寿险产品。	在被保险人生存期间，保险人按照合同约定的金额、方式，在约定的期限内，有规则的、定期的向被保险人给付保险金的保险。
保障责任	以被保险人身故或全残为给付条件	以被保险人的生存为给付条件
投资期限	可自由选择	长线投资为主
灵活度	灵活度相对较高，可以通过部分减保或退保实现资金提取	灵活度相对较低，年金返还期限一般
“回本”时间	相对较短，一般为交完保费的第三年到第五年左右保单现金价值将超过累计所交保费	相对较长，现金价值通常要在交费期结束后才会开始逐步增长。
特点	保额逐年递增，且保单现金价值较高	稳健、安全，具有强制储蓄功能
适用功能	保值投资，抵御利率下行风险	子女教育金、婚嫁金、养老金等

资料来源：各保险公司官网，国信证券经济研究所整理

图：预计年金险新单保费收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：泰康长寿时代研究院，国信证券经济研究所整理

# 多元养老生态建设：养康社区建设

养老社区本身投资回报期较长、回报率不高、在REITS未切实发展之前，社会资本介入程度不高：从拿地、建设到运营，实现收支平衡通常需要6-8年时间，实现盈利需要8-10年时间，因融资成本、运营成本高，该类参与方主要为地产商、保险公司。保险资金具有长久期负债特点，“保险+养老社区”可实现整体净盈利、且中长期看具有现金流稳定性较高的特点。目前，我国各险企积极进军相关领域，通过差异化的定位及布局，在全国建设养老家园、社区、公寓等项目。其中包括太平人寿、泰康保险、平安人寿、中国人寿、大家保险、富德生命人寿等，纷纷在全国范围内投资建设高端养老社区。

表：部分养老社区项目及布局规划

公司名称	旗下养康社区项目	已开业社区	养老社区布局规划
中国人寿	国寿嘉园	4嘉（天津、苏州、三亚、成都）	计划布局20个城市
泰康人寿	泰康之家	20家（上海、背景、广州等）	34城、39项目
太平人寿	太平小镇	4家（上海、成都、三亚、广州）	布局近40家
太保人寿	太保家园	8家（上海、杭州大理等）	规划布局13-15家高端社区，其中12城14个项目已落地
平安人寿	平安臻颐年	4家（深圳、广州、上海、杭州）	北京、杭州、苏州、武汉等地
新华保险	新华家园	北京2家、海南1家	延庆二期项目

资料来源：各保险公司官网，国信证券经济研究所整理

图：太保家园上海普陀养康社区

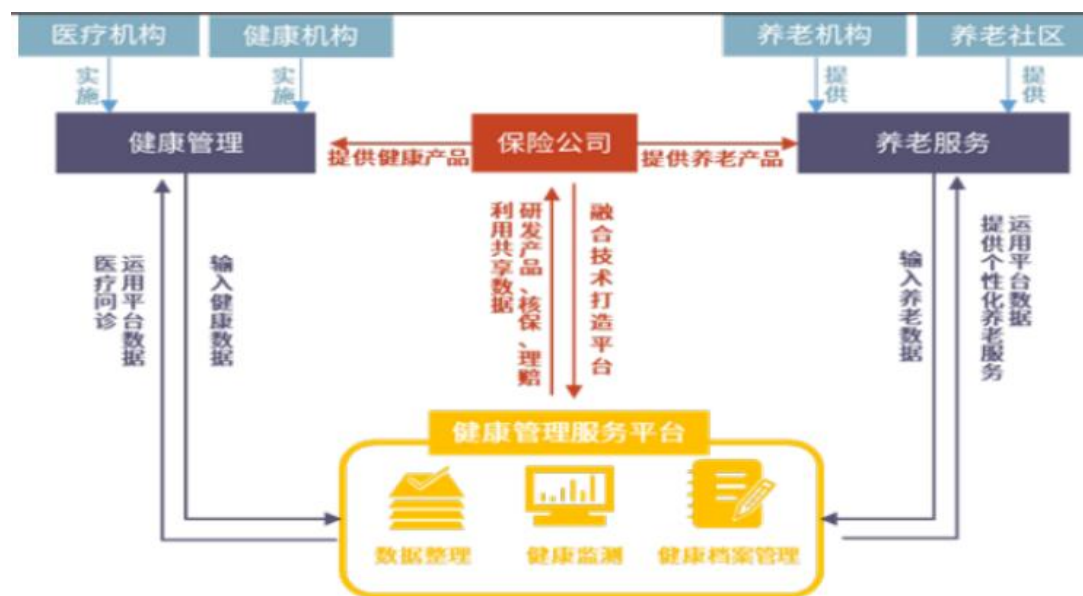


资料来源：太保官网，国信证券经济研究所整理

# 构建“保险+服务”生态

商业养老保险公司通过其在养老领域从产品、服务到资产管理的整合能力，将养老保险与养老服务有机结合，实现“保险+服务”的体系建设，从而从养老保险的保前、保中、保后提供全方面体系化服务。一方面，将养老服务与保险产品进行深度融合，在改变客户单一的产品购买模式的基础上，逐渐打造出基于客户精准需求的综合养老保障解决方案；另一方面，拓展保险产品服务的内涵与外延，强化产品养老实质属性，多维度分层适配相应的养老服务，以“内外结合、相互共融”的方式探索多样化“保险+养老”服务模式，完善多层次养老服务体系，助力养老金融体系建设。其中，主要的服务模式包括居家养老、提供门诊陪诊、住院绿通、家庭医生、上门家庭护理服务（限次数）等。

图：险企养老服务及健康管理模式梳理

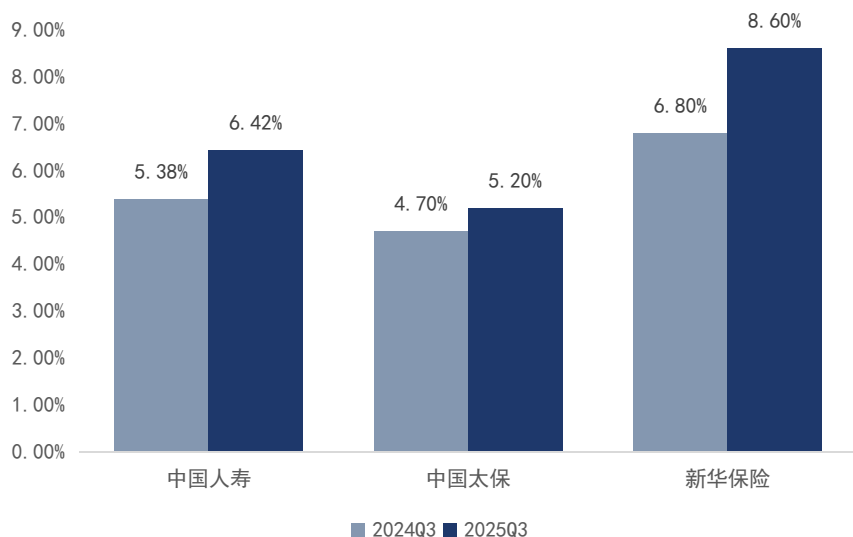


资料来源：《人口老龄化视域下寿险企业参与养老产业的模式、困境与对策》，国信证券经济研究所整理

# 资产端：资本市场回暖，资产收益提升

- 2025年前三季度，资本市场迎来反弹，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，新华保险、中国人寿、中国人保、中国太保总投资收益率分别为8.6%/6.42%/5.40%/5.20%，同比增长1.8pt、1.04pt、0.80pt、0.50pt。
- 2025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4.13%/10.48%/7.46%/6.26%/2.82%，相较2024年中期分别增长1.07pt、1.71pt、3.20pt、0.69pt、1.30pt。从中长期来看，随着负债端“开门红”的启动，我们预计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，%）

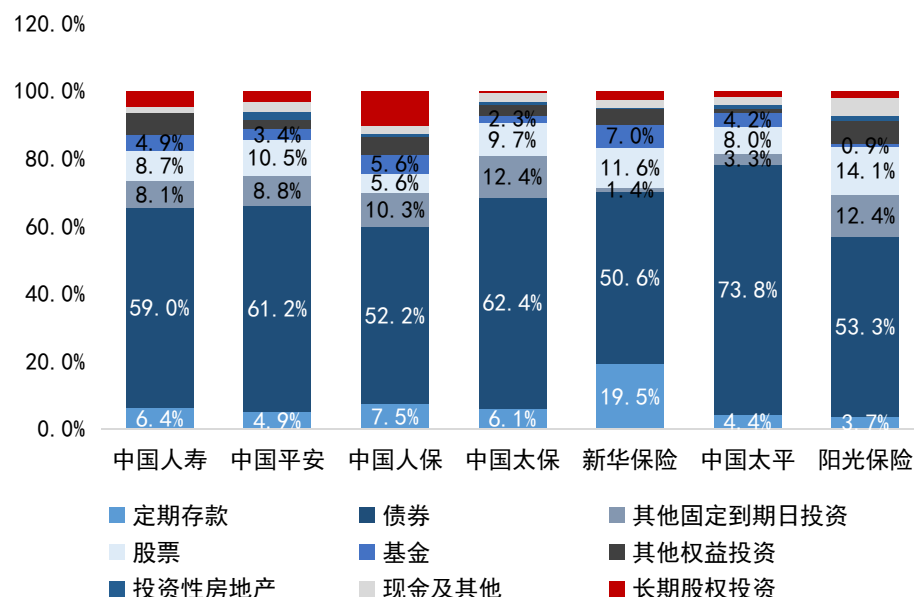
	中国人寿		中国平安		中国人保		中国太保		新华保险		平均	
	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占比
交易性金融资产 (FVTPL)	2,127,924	33%	2,666,334	35%	387,020	27%	723,365	27%	526,553	39%	1,286,239	32%
其他权益工具投资 (OCI权益)	263,039	4%	575,028	7%	152,645	10%	168,229	6%	38,126	3%	239,413	6%
其他债权投资 (OCI固收)	3,795,067	60%	3,241,903	42%	591,946	41%	1,740,402	65%	527,528	39%	1,979,369	49%
债权投资 (AC固收)	183,037	3%	1,228,986	16%	324,826	22%	53,637	2%	260,849	19%	410,267	12%
<b>合计</b>	<b>6,369,067</b>	<b>100%</b>	<b>7,712,251</b>	<b>100%</b>	<b>1,456,437</b>	<b>100%</b>	<b>2,685,633</b>	<b>100%</b>	<b>1,353,056</b>	<b>100%</b>	<b>3,915,289</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 资产端：险资权益类资产仍有增配空间

- 截至2025年中期，保险业股票及证券投资基金投资规模达4.7万亿元，占其总投资资产的13.1%，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：2024H1上市险企资产配置比例



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：保险公司投资单一创业投资基金监管要求

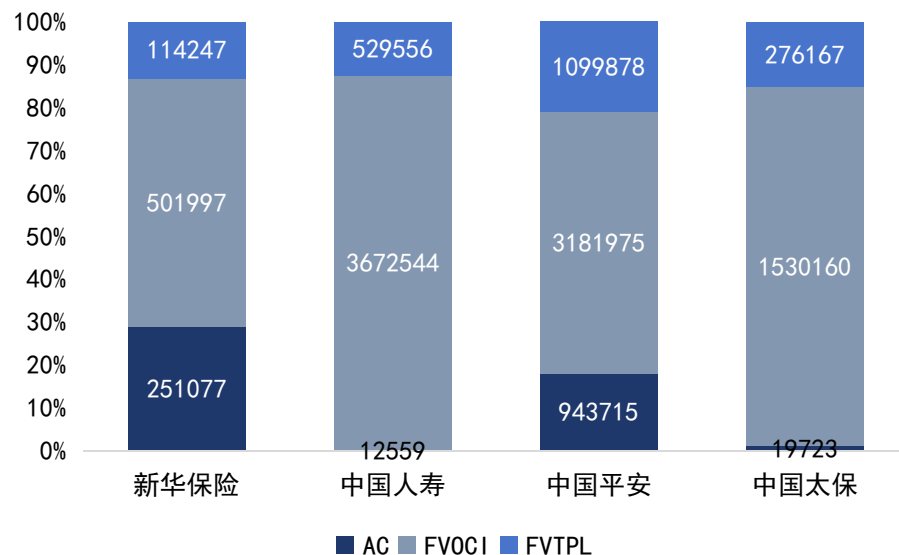
	2024综合偿付能力充足率	总资产（百万元）	权益投资占总资产比例	新规定上下限要求
中国人寿	207.8%	6769546	18.7%	30%
中国平安	204.1%	12957827	6.5%	30%
中国人保	281.0%	1766384	17.0%	40%
中国太保	256.0%	2834907	14.4%	40%
新华保险	217.6%	1692297	22.2%	30%

资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

# 资产端：险资权益类资产仍有增配空间

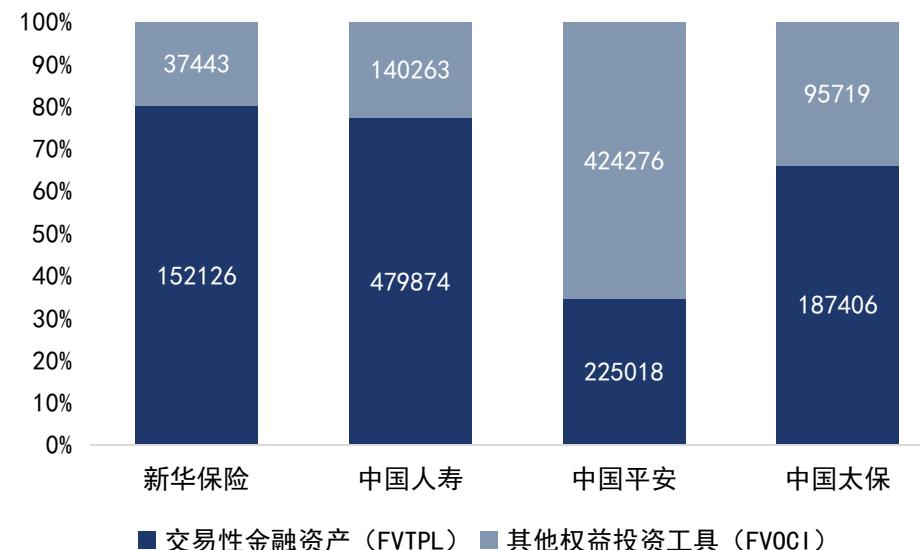
- 从会计计量方式来看，我们分别拆分了上市险企的债券及股票计量类型。债券方面，中国太保、中国人寿FVOCI占比较高，新华保险AC占比较高。股票方面，中国平安FVOCI权益资产占比最高，约占股票投资的65%，新华保险、中国人寿、中国太保约为30%。

图：2025H1上市险企债券投资类型（按会计计量方式）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2025H1上市险企股票投资类型（按会计计量方式）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

# 资产端：探索新准则下优质可配置资产

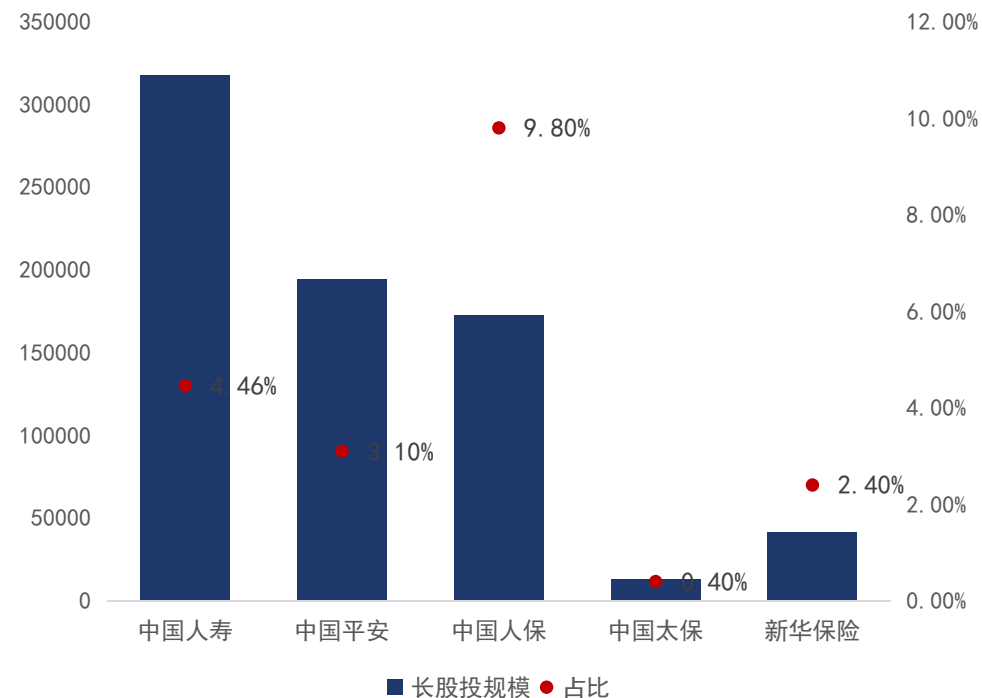
- **中国人寿及新华保险设立私募证券投资基金：**通过各自出资50%的方式成立私募基金，主要投向为二级市场优质的高分红类股票，会计方面主要按照FVOCI计量，能够有效降低投资收益波动，匹配险资长期需求。因此我们预计中国人寿和新华保险将通过私募基金配置部分OCI权益类资产，在把握长期高分红收益的同时降低利润表波动。
- **平安资管将京沪高铁间接持股转为直接持股：**挖掘优质的长期股权投资机遇，降低股价波动对利润表的影响，平滑中长期投资收益波动。

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：2025H1上市险企长期股权投资规模及占比（单位：百万元、%）

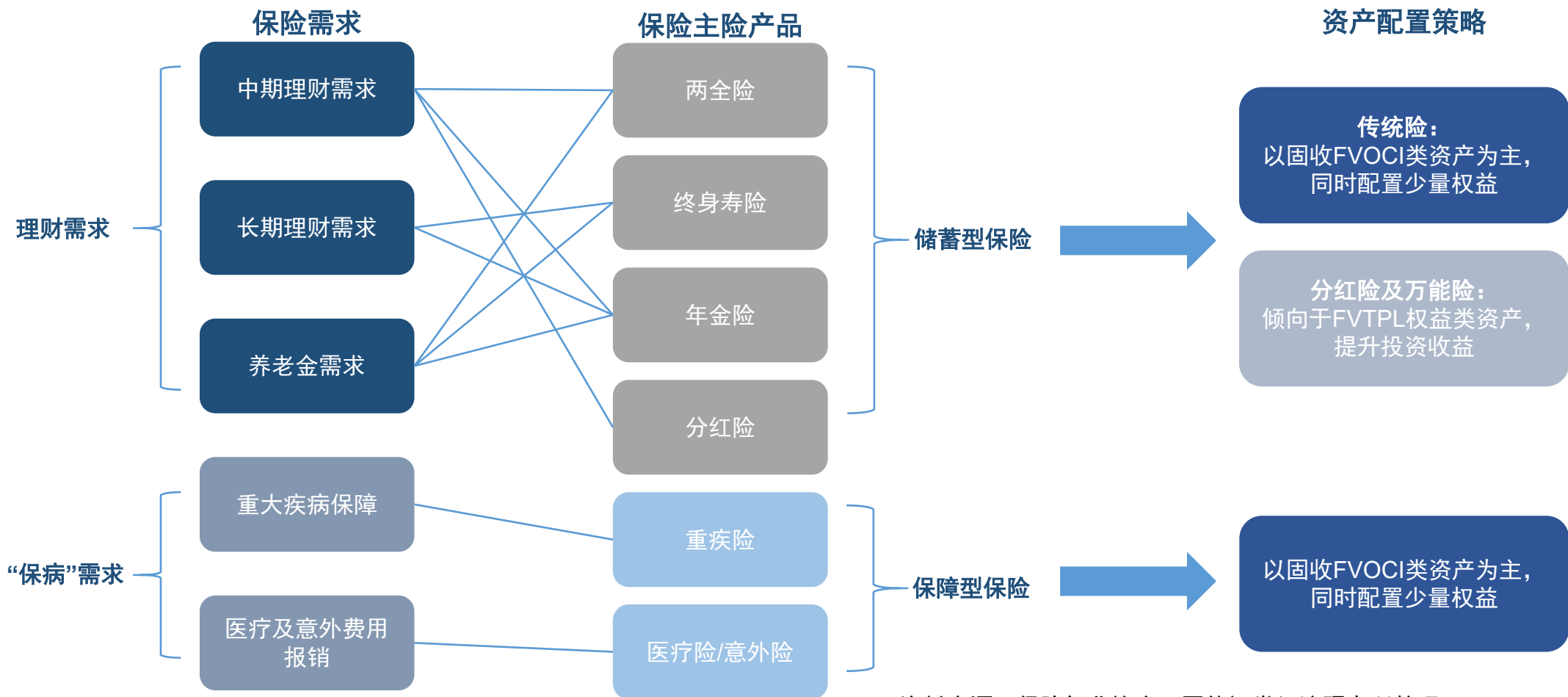


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 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2026年“开门红”保费同比增速约为5%至6%，对应NBV增速为32%。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

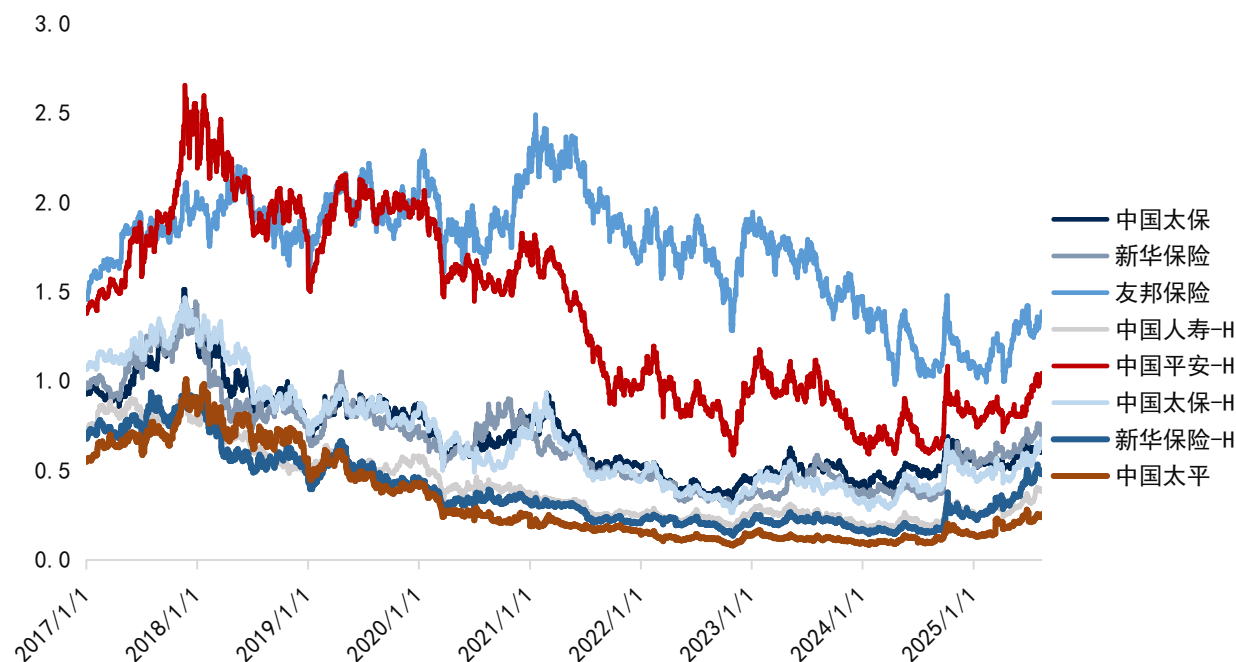


资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

# 保险尤其寿险投资机会：从博投资弹性到涨业务价值

- 当前，保险股投资多侧重于“博弹性”，即关注短期催化剂，如利率的阶段性上行、资本市场牛市带来的投资收益弹性。这种模式下，股价表现往往大起大落，与市场beta关联紧密。然而，近年来投资逻辑正深刻地向“涨价值”转变。
- 一是依赖“产品端”的革新，即高价值的长期保障型和储蓄型产品能否持续被社会所需要和认可，这考验着公司的产品设计和渠道深耕能力；二是看重“负债端”的成本优势，即公司能否凭借强大的品牌、渠道和服务，以更低的成本获取长期、稳定的资金来源；三是关注“投资端”的穿越周期能力，即在任何利率和市场环境下，都能通过大类资产配置和风险管理实现长期、稳健的绝对收益。

图：上市险企P/EV估值

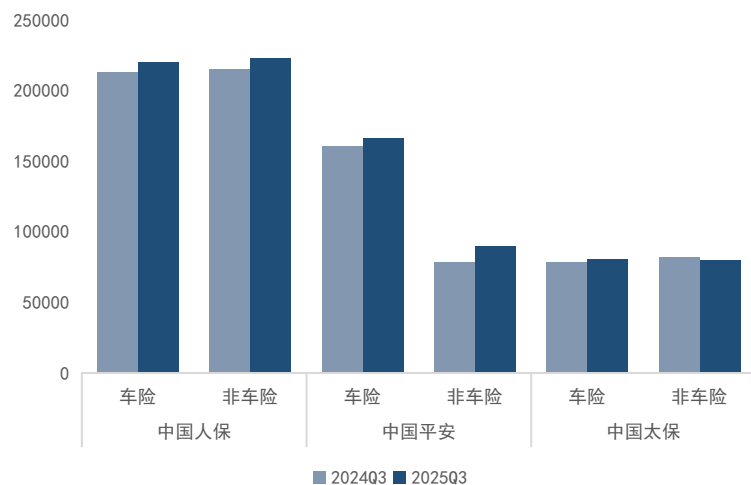


资料来源：上市险企财报，国信证券经济研究所整理

# 财险投资机会：需求稳定增长，头部份额集中，长期价值实现

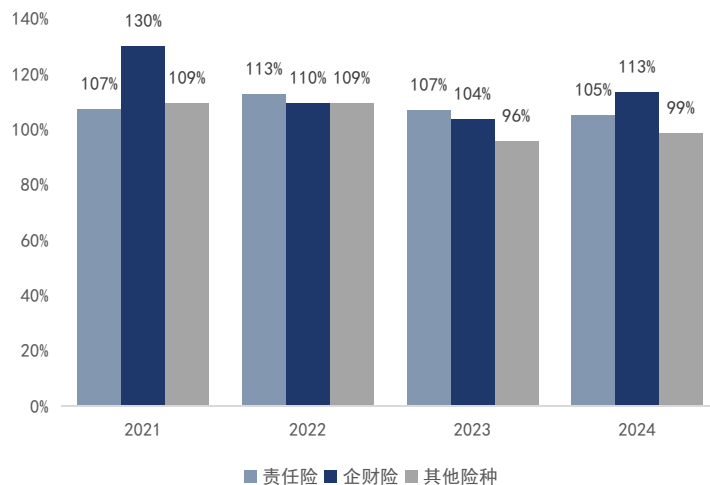
- 财险保费增速稳健。随着我国财产险保险需求的稳步提升，今年前三季度上市险企财险业务保费收入稳中有升。截至9月末，人保财险、平安财险、太保财险共计实现保费收入8596.35亿元，同比增长3.8%；其中车险业务保费收入4666.96亿元，同比上升3.2%；非车险业务保费收入3929.39亿元，同比上升4.6%。“老三家”凭借在产品体系、销售渠道、品牌影响力和稳健的投资能力等方面有绝对优势，保持相对稳定的市场份额和盈利能力，市占率维持在60%以上。
- 2025年11月，非车险正式落地实施非车险报行合一，打开行业承保盈利优化空间。相应政策旨在以“报行合一”为锚，推动行业从“规模竞赛”转向“价值深耕”。我们预计手续费率透明化与费用压降直接利好承保利润率的提升，预计头部财险龙头公司的COR将得到显著改善，建议关注中国财险、中国平安、中国太保。

图：“老三家”财险保费收入（单位：百万元）



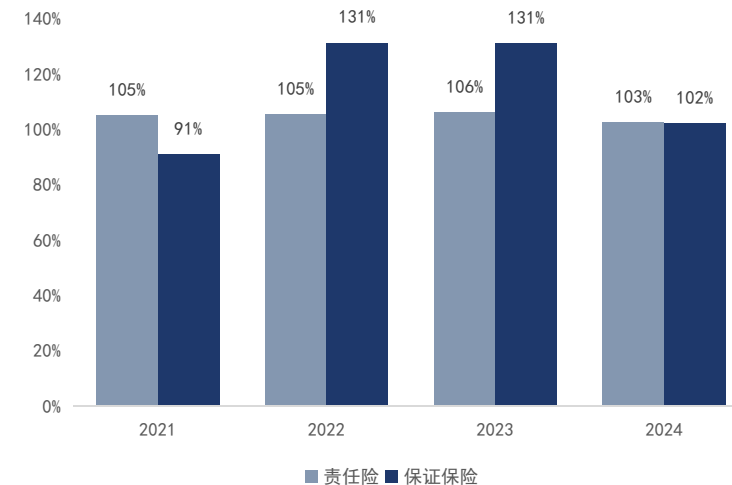
资料来源：上市险企财报，国信证券经济研究所整理

图：中国财险部分非车险种综合成本率



资料来源：上市险企财报，国信证券经济研究所整理

图：平安财险部分非车险种综合成本率



资料来源：上市险企财报，国信证券经济研究所整理

- 2025年，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。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。目前，行业正积极备战2026年“开门红”，在预定利率下调、第四套生命表发布、非车险“报行合一”等背景下，险企正积极调整策略。我们建议关注中国人寿、中国平安及中国财险。

表：上市险企业绩预测

细分板块	公司	代码	评级	营业收入（百万元，%）		归母净利润（百万元，%）		EPS		P/EV（P/B）	
				2025E	同比%	2025E	同比%	2025E	2026E	2025E	2026E
保险	新华保险	601336.SH	优于大市	160,552	21.12%	40,951	56.13%	13.13	15.45	0.78	0.72
	中国平安	601318.SH	优于大市	1,077,256	4.70%	140,658	11.10%	7.72	8.57	0.71	0.65
	中国太保	601601.SH	优于大市	429,995	6.41%	49,426	9.93%	5.14	5.25	0.52	0.45
	中国人寿	601628.SH	优于大市	648,114	22.62%	179,041	67.43%	6.33	6.51	0.84	0.77
	中国财险	2328.HK	优于大市	554,457	5.99%	41,565	29.19%	1.87	1.99	1.41	1.35

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

- 我们建议以PB-ROE框架展望券商后续表现，维持行业“优于大市”评级。在市场持续活跃、赚钱效应显现的背景下，市场成交量放大、两融余额增长、主要股指持续上行等因素将驱动券商估值与盈利双击。重点推荐：（1）低估值、业绩稳健的龙头券商，如华泰证券、中信证券；（2）权益弹性突出、业绩有望充分释放的高弹性标的，如兴业证券、东方证券；（3）经纪&两融市占率持续提升，流量变现能力强大的东方财富。

图：重点公司盈利预测及评级

证券代码	证券简称	投资评级	昨收盘	总市值	EPS		PE	
			(元)	(百万)	2025E	2026E	2025E	2026E
300059.SZ	东方财富	优于大市	24.18	382,142	0.71	0.79	34.17	30.78
600030.SH	中信证券	优于大市	29.95	443,875	1.69	1.84	17.77	16.31
601688.SH	华泰证券	优于大市	20.59	185,872	1.64	1.81	12.52	11.35
600958.SH	东方证券	优于大市	11.50	97,711	0.48	0.53	24.13	21.80
601377.SH	兴业证券	优于大市	6.72	58,034	0.31	0.34	21.64	19.50

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 一、资本市场景气度下滑的风险；
- 二、政策风险；
- 三、国际贸易争端风险；
- 四、AI等创新技术应用不及预期的风险；
- 五、海外利率及汇率波动风险。
- 六、经济增长不及预期的风险。

## 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