

非银金融

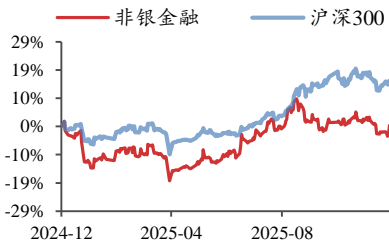
2025 年 12 月 07 日

券商杠杆上限有望松绑，险企调降风险因子释放资金

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《监管态度转向积极，看好券商板块行情——吴清主席在中证协大会的致辞学习》-2025.12.7

《大国崛起需建设金融强国，券商海外业务迎发展良机——券商海外业务深度研究》-2025.11.30

《公募 REITs 试点纳入商业不动产，险企开门红向好——行业周报》-2025.11.30

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（分析师）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790524040002

● 周观点：券商杠杆上限有望松绑，险企调降风险因子释放资金

证监会主席吴清表态积极且超预期，保险投资端松绑政策符合预期。券商和保险行业业务端景气延续，叠加政策端向好和全年相对滞涨，看好非银板块布局机会。

● 券商：监管表态积极，行业有望进入“政策宽松期”，杠杆上限提升助力 ROE

12 月 6 日证监会主席吴清在中证协第八次会员大会上致辞，表态积极，核心要点：

（1）**杠杆放松**：对优质机构适当“松绑”，进一步优化风控指标，适度打开资本空间和杠杆限制。（2）**鼓励创新**：在风险可控基础上，不断创新金融产品、服务和组织架构，积极研究、稳步推进人工智能等金融科技应用，畅通证券业创新试点工作机制。（3）**支持并购**：支持头部机构用好并购重组工具，实现优势互补，力争在“十五五”时期形成若干家具有较大国际影响力的头部机构。（4）**强调中小机构打造差异化优势**：一流投行不是头部机构的“专属”、“专利”，中小机构要把握优势、错位发展，在细分领域、特色客群、重点区域等方面集中资源、深耕细作，努力打造“小而美”的精品投行、特色投行和特色服务商。我们认为，证监会表态积极具有明确信号意义，行业经历严监管重塑后有望进入“政策宽松期”，后续杠杆上限提高有望直接助力行业 ROE 实现新突破，利好券商板块，继续看好战略性布局机会。**推荐三条主线**：海外和机构业务优势突出的华泰证券、国泰海通和中金公司；大财富管理优势突出的广发证券、东方证券 H；零售优势突出、受益于海南跨境资管试点的国信证券。受益标的同花顺。

● 保险：相关股票风险因子调降符合预期，鼓励长期投资，小幅提升偿付能力水平

12 月 5 日金监总局发布《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，一是**调降保司投资相关股票的风险因子 10%**，充分发挥耐心资本优势，包括持有超 3 年的沪深 300 成分股、中证红利低波动 100 成分股(持仓时间以过去 6 年加权平均持仓时间确定)、持有超过 2 年的科创板上市普通股(以过去 4 年加权平均持仓时间确定)。二是调整保险公司出口信用保险业务和中国出口信用保险公司海外投资保险业务风险因子，鼓励加大对外贸企业支持力度。**我们认为**：(1)上述政策是 5 月 7 日“稳股市”组合政策的具体落地，符合预期，鼓励险资加大入市力度，鼓励长期持有。3 季度股市上涨对险企偿付能力充足率带来一定压力，同时分红险占比提升下，险企有望进一步增配权益，监管松绑利好险企投资端。(2)截止 2025 年 3 季度末保险行业资产中股票规模 3.62 万亿，假设其中符合本次调降风险因子条件的股票占比 15%-30%，则**预计释放增量资金 543 亿-1086 亿(附图 1)**；若释放资金不配资产，以中国人寿和新华保险 3 季度偿付能力报告测算，**预计提升新华保险、中国人寿核心偿付能力充足率分别为 0.7%-1.5%、0.9%-2.2%(附图 2)**。银保高增有望助力险企负债端“开门红”，长端利率企稳、权益市场向好提振投资端，中长期维度看险企利差有望持续改善，带动 ROE 中枢和估值回升，推荐中国太保、中国平安和中国人寿 H。

● 推荐及受益标的组合

推荐标的组合：中国太保，中国平安，中国人寿 H，华泰证券，国泰海通，国信证券，广发证券，东方证券 H，中金公司 H；中国太保，江苏金租，香港交易所。

受益标的组合：同花顺，九方智投控股。

● **风险提示**：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端表现不及预期。

附图 1：本次松绑预计释放增量资金 543 亿-1086 亿

单位：亿元	情景1	情景2
2025Q3末保险行业股票持仓金额	36,210	36,210
假设符合本次调降风险因子的股票持仓占比	15%	30%
符合调降风险因子的股票金额	5,432	10,863
释放比例（调降风险因子比例）	10%	10%
A股增量资金（假设释放资金全部用来增配A股股票）	543	1,086

数据来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

附图 2：释放资本预计小幅提升险企核心偿付能力充足率

新华保险案例测算（单位：亿元）	调整前		调整后	
	2025Q2末	2025Q3末	情景1	情景2
核心偿付能力充足率	170.7%	154.3%	154.9%	155.8%
对核心偿付能力充足率的提升			0.7%	1.5%
核心资本	2,270	2,191	2,191	2,191
最低资本	1,329	1,420	1,414	1,406
调降10%带来的最低资本释放			6	14
分散效应影响（市场风险分散效应/最低资本）	57%	54%	54%	54%
市场风险-权益价格风险最低资本	905	1,003		
假设符合本次调降风险因子的股票持仓占比			15%	30%
符合本次调降风险因子的股票对应的最低资本			136	301

中国人寿案例测算（单位：亿元）	调整前		调整后	
	2025Q2末	2025Q3末	情景1	情景2
核心偿付能力充足率	139.5%	137.5%	138.4%	139.7%
对核心偿付能力充足率的提升			0.9%	2.2%
核心资本	7,494	8,248	8,248	8,248
最低资本	5,370	5,998	5,957	5,905
调降10%带来的最低资本释放			41	93
分散效应影响（市场风险分散效应/最低资本）	42%	39%	39%	39%
市场风险-权益价格风险最低资本	4,485	5,090		
假设符合本次调降风险因子的股票持仓占比			15%	30%
符合本次调降风险因子的股票对应的最低资本			673	1,527

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn