

非银行金融 行业深度研究

资本市场范式转移：险资放量、券商扩表、公募重塑

证券分析师： 夏聿印

分析师登记编号： S1190523030003

证券分析师： 王子钦

分析师登记编号： S1190526010001

报告摘要

➤ 总论

新“国九条”及5.7政策体系落地后，资本市场进入“中长期资金驱动”阶段，波动率显著收敛，制度红利逐步替代流动性博弈。核心在于打通长期资金入市链条，构建以稳定回报为导向的市场生态。

➤ 险资放量：万亿级长期资金加速入市

权益比例上调、风险因子下调、长周期考核强化，险资由“沉睡资本”转为“活跃资本”。权益配置比例持续提升，理论增量空间仍然可观，成为本轮市场最关键的中长期资金来源。

➤ 券商扩表：资本约束优化，投行与中介功能强化

风控指标修订适度打开资本空间，鼓励低风险资本中介业务发展；并购重组机制提速，“并购+承销”联动增强。行业杠杆率回升、ROE改善，头部优质券商更受益于制度松绑。

➤ 公募重塑：利益重构推动配置回归基准

浮动费率、强制跟投、薪酬递延与第三阶段费改同步推进，行业由“规模驱动”转向“回报驱动”。主动基金长期欠配金融股，随着基准约束强化，未来存在结构性回补空间。

目录

- 一、总论：核心在打通中长期资金入市体系
- 二、活跃资本市场：保险发力、ETF护航
- 三、券商：优化风险资本提升低风险业务能力
- 四、公募基金：考核机制重塑投资机制

1.1 自去年5.7一揽子金融政策出台后，主要监管政策梳理

以“新国九条”为纲，在25年5月7日一揽子金融政策出台后，过去近一年内后续监管出台了如下主要政策：

图表1：近期监管政策一览

时间	政策名称	发布机构	核心内容	影响与监管导向
2025.6	扩大保险资金长期股票投资试点（第三批）	金监局	批准新增保险机构参与长期股票投资试点，扩大试点规模	持续推动险资入市，强化长期资金属性
2025.7	偿付能力监管规则应用优化通知	金监局	优化权益资产风险因子适用标准	降低权益投资资本占用
2025.9	保险资金运用比例监管优化	金监局	支持保险资金加大权益类资产配置	提高权益投资比例上限空间
2025.10	保险资金长期投资能力建设通知	金监局	鼓励险资通过长期账户投资资本市场	强化长期投资机制
2025.11	保险公司资本补充支持政策	金监局	支持保险公司发行资本补充债、永续债	提高偿付能力与投资能力
2025.12	偿二代二期工程实施优化细则	金监局	优化长期股权投资资本计量方式	降低权益投资资本消耗

时间	政策名称	发布机构	核心内容	影响与监管导向
2025.6	《证券公司风险控制指标计算标准》修订	证监会	优化风险资本准备计算规则	提高资本使用效率
2025.7	券商并购重组业务监管优化	证监会	提高并购审核效率，支持产业整合	利好投行业务
2025.8	融资融券业务监管优化通知	证监会	优化两融风险管理机制	提升资本中介业务空间
2025.9	券商资本补充工具支持政策	证监会	支持券商发行次级债、短期融资券	提升资本实力
2025.11	证券行业风控监管优化措施	证监会	优化风险覆盖率与资本约束	提高业务扩张能力
2025.12	证券公司分类评价制度优化	证监会	强化功能性导向评价	推动行业高质量发展

时间	政策名称	发布机构	核心内容	影响与监管导向
2025.6	公募基金费率改革实施细则	证监会	推动主动权益基金实施浮动费率	强化投资者利益绑定
2025.7	基金经理薪酬延期支付制度	证监会	薪酬30%以上延期发放	强化长期业绩导向
2025.8	公募基金长期考核机制改革	证监会	提高3年以上考核权重	降低短期交易行为
2025.9	基金经理跟投制度强化	证监会	提高基金经理跟投比例	强化利益一致性
2025.11	权益类基金发展支持政策	证监会	鼓励发行权益类基金产品	提升权益投资占比
2025.12	公募基金监管分类评价优化	证监会	强化长期投资导向评价	推动行业高质量发展

资料来源：太平洋证券整理

1.2 以政策方向解读，总结为三大类型

从行业逻辑角度，可归纳为三条监管政策主线：

- 1、保险行业的核心是“释放险资入市空间”，也就是鼓励长期资金入市类政策中的重要一环；
- 2、券商业务的核心是“提升资本中介能力与强调稳定市场功能”，包括互换便利工具（SFISF）、股票回购再贷款、风控指标优化、并购重组改革，目的都是让券商资本金约束适当缓解，在风险可控的前提下，把相对低风险业务空间适度打开；
- 3、公募基金的核心则是自23年公募基金费率改革大背景之下延续“从规模导向转向重视回报导向”，通过浮动费率改革、从业人员薪酬延期+业绩绑定、跟投制度强化、长期考核机制，让行业从“规模驱动”转向“回报驱动”。

1.3 指导思想：资本市场范式转移，从“规模优先”到“质量优先”

旧范式

融资主导、散户博弈、波动性高

- 1、融资导向为主导逻辑，IPO常态发行；
- 2、再融资整体宽松；
- 3、波动率持续处于高位区间，市场定价反映情绪与资金博弈；
- 4、减持相对宽松；
- 5、退市执行偏松；
- 6、融资功能优先；

新范式

投资主导、机构主导、长期增值

- 1、投资导向加速确立，IPO逆周期调节，大力倡导长期资产配置；
- 2、再融资强约束；
- 3、市场波动率中枢下移，增值逻辑由短期博弈转向价值积累；
- 4、减持严格绑定；
- 5、退市应退尽退；
- 6、投资者投资回报优先；

新“国九条”（2024年4月）推出后，A股的振幅率下降约50%，日均波动率下降约40%，极端波动显著减少，市场从“高振幅震荡”转为“窄幅震荡+慢趋势”。

目录

- 一、总论：核心在打通中长期资金入市体系
- 二、活跃资本市场：保险发力、ETF护航
- 三、券商：优化风险资本提升低风险业务能力
- 四、公募基金：考核机制重塑投资机制

2.1.1 保险资金入市是活跃资本市场的重要组成部分

- 活跃资本市场的系列政策可以说是新“国九条”的核心配套，通过投、融资端改革+货币政策的有效协同，共同构成一个有机整体，以实现长期资本入市，并成为市场资金主体的远期规划。
- 而保险资金入市既是这一政策链条的关键落地环节，也是联结“资金端”与“资产端”的枢纽，通过险资长期性、大规模性和高稳定性特征，为资本市场高质量发展提供坚实支撑。

图表2：活跃资本市场政策梳理

政策类别	核心政策	发布时间	主要内容
顶层设计文件	新“国九条”	2024.04	确立资本市场高质量发展的总体框架，强调“防风险强监管”，要求健全投资和融资相协调的资本市场功能。
中长期资金入市	《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	2025.01	明确提升商业保险资金A股投资比例与稳定性、优化社保/养老基金投资机制、提高权益类基金占比等具体措施。
融资端改革	科创板“1+6”改革	2025.06	扩大第五套上市标准至人工智能、商业航天、低空经济等前沿领域，提升对未盈利科技企业的包容性。
	修订《上市公司重大资产重组管理办法》	2025.05	简化审核程序、优化锁定期安排，发挥并购重组主渠道作用，促进产业整合。
	优化再融资一揽子措施	2026.02	进一步便利上市公司再融资，支持实体经济发展。
投资端改革	《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》	2025.02	聚焦科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融，引导资本流向国家战略领域。
	公募基金高质量发展行动方案	2025.05	推动基金公司从“重规模”向“重回报”转变，完成费率改革三阶段，强化长期考核。
货币政策协同	优化支持资本市场的货币政策工具	2025.05	为市场提供流动性支持，降低金融机构使用成本，增强逆周期调节能力。

资料来源：国务院，金监局，证监会，太平洋证券整理

2.1.2 保险资金入市是活跃资本市场的重要组成部分

□ 从角色定位上，类平准基金是“一线部队”，社保/养老金是“压舱石”，公募是“活力引擎”，链接散户与机构资金；理财子是“潜力部队”。而保险资金因其“巨量、长钱、高效”的复合优势，注定了其是当前激活资本市场、构建长期资金良性循环中最关键和最可着力的主力环节，是长期资本中的“核心部队”。推动保险资金入市，实质上是将之前最大的一块“长期沉睡资本”转化为“长期活跃资本”，从而撬动整个资本市场的生态变革。

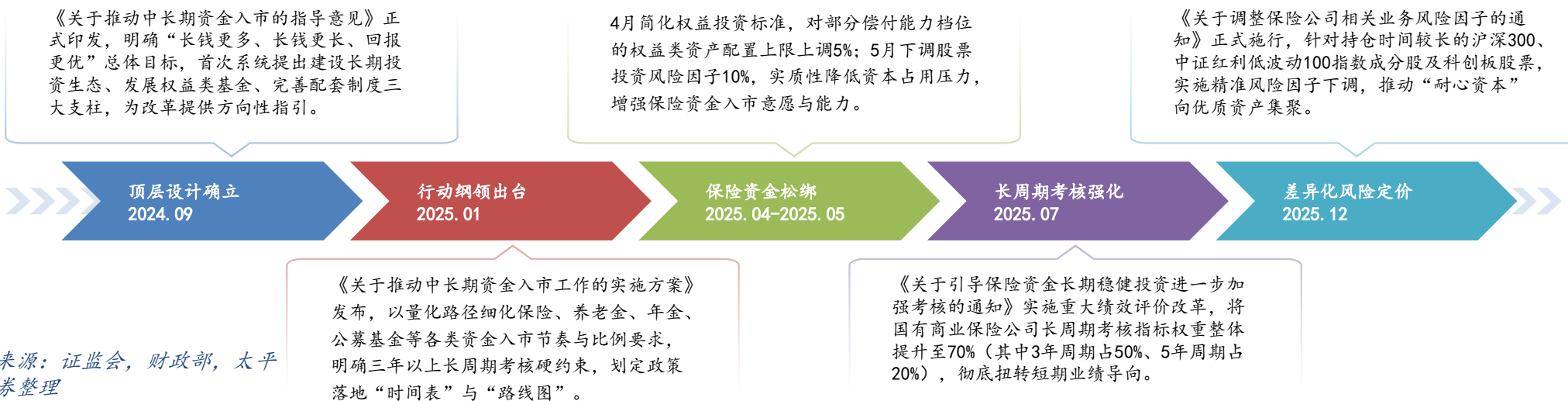
图表3：各类中长期资金特征比较

资金类型	管理机构	资金规模 (万亿)	稳定性	投资期限	权益投资上限	当前权益比例	潜在增量空间	政策支持力度	长期性	核心定位
类平准基金	中央汇金投资有限责任公司	6-7	极高	无限期	无明确上限	>40% (ETF为主)	1-2万亿	极强	极强	市场稳定器
社保基金	全国社会保障基金理事会	3	极高	20年以上	≤40%	30-35%	3000-5000亿	极强	极强	长期价值投资者
养老金 (基本+企业+职业)	人社部+社保基金	12	极高	20年以上	≤30%	20-25%	1-2万亿	极强	极强	核心长期资金
保险资金	国家金融监督管理总局监管	30	极高	10-30年	理论≤50% (综合口径)	12-15%	3-5万亿	极强 (本轮核心)	极强	最大长期资金来源
银行理财子	银行理财子公司	30	高	1-5年	无明确硬上限	3-5%	3-6万亿	强	高	最大潜在增量来源
公募基金	中国证监会监管	32	中等	不确定 (取决于申赎)	无上限	20-25%	1-3万亿	强	中高	权益市场核心机构

2.2 引导保险资金入市的政策演化之路：提高权益比例+考核约束松绑

- **主体文件：**2024年9月、2025年1月分别出台《关于推动中长期资金入市的指导意见》和《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，构成了当前推动中长期资金入市的顶层设计和行动纲领。
- **配套政策：**2025年4月金监局简化保险公司权益投资标准，对部分综合偿付能力档位的权益类资产比例上调5%；2025年5月金监局宣布将股票投资的风险因子进一步调降10%，促进保险公司加大入市力度；2025年7月《关于引导保险资金长期稳健投资进一步加强考核的通知》出台，对国有商业保险公司经营效益类绩效评价指标进行了重大调整，将长周期考核指标权重提升至70%（3年周期指标50%+5年周期指标20%），解决“长钱短投”的制度性障碍；2025年12月正式发布了《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，对持仓时间较长的沪深300、中证红利低波动100指数成分股及科创板股票的风险因子进行了具体下调。

图表4：保险中长期资金入市政策梳理



资料来源：证监会，财政部，太平洋证券整理

2.3 险资权益资产比例上调5%，有望带来万亿级增量资金

- 2025年4月金监局将保险公司权益投资比例监管标准简化为五档，对于偿付能力处于150%-200%、250%-300%和超过350%这三个区间的保险公司，其权益投资上限分别从原来的25%、35%、45%，提高至30%、40%、50%。
- 按2025年三季度末数据，保险公司权益投资比例监管标准优化后，寿险、财险理论权益投资上限分别为88024.44、9052.29亿元，较优化前分别提升10738.53、265.34亿元，即从中长期来看有望带来万亿级别的增量资金。

图表5：保险公司权益投资比例分档及规模提升测算

综合偿付能力充足率		权益类资产比例上限 (占上季度末总资产比例)			较原规定变化	
低于100%		10%			不变	
100%(含)至150%		20%			不变	
150%(含)至250%		30%			上调5%	
250%(含)至350%		40%			上调5%	
超过350%		50%			上调5%	

寿险					财险				
25Q3	综合偿付能力充足率	上季度总资产	原权益投资上限	现权益投资上限	25Q3	综合偿付能力充足率	上季度总资产	原权益投资上限	现权益投资上限
中国人寿	183.94%	70787.25	17696.81	21236.18	人保财险	243.67%	9478.64	2843.59	2843.59
平安人寿	185.68%	56168.64	14042.16	16850.59	平安产险	214.17%	5418.53	1625.56	1625.56
太保寿险	196.91%	26542.27	6635.57	7962.68	太保产险	242.08%	2443.89	733.17	733.17
泰康人寿	284.16%	19288.13	6750.84	7715.25	国寿财险	200.08%	1584.55	475.37	475.37
新华人寿	234.15%	17442.52	5232.76	5232.76	大地财险	274.76%	1037.19	363.02	414.88
太平人寿	247.69%	13744.70	4123.41	4123.41	中华联合财险	214.15%	943.74	283.12	283.12
人保寿险	235.48%	7813.86	2344.16	2344.16	阳光财险	258.78%	599.88	209.96	239.95
中邮人寿	165.01%	6936.34	1734.09	2080.90	太平财险	247.47%	441.85	132.55	132.55
阳光人寿	193.99%	5511.84	1377.96	1653.55	众安在线	227.58%	417.49	125.25	125.25
友邦人寿	358.43%	4787.43	2154.34	2393.71	英大泰和财险	289.06%	347.01	121.45	138.80
寿险合计			77285.91	88024.44	财险合计			8786.95	9052.29

资料来源：金监局，保险业协会，太平洋证券整理；注：测算表格仅列举总资产前10的机构，合计为行业总计数，不包含未披露偿付能力的机构，单位为亿元。

2.4 下调股票投资的风险因子，可释放超1100亿元增量资金

- 2025年12月监管对于持仓时间超过三年的沪深300指数成分股、中证红利低波动100指数成分股的风险因子从0.3下调至0.27；持仓时间超过两年的科创板上市普通股的风险因子从0.4下调至0.36，幅度均为10%。
- 按2025年三季度末数据测算，假定沪深300成分股&中证红利低波100成分股、科创板普通投资在股票投资中的占比分别为50%、5%，收益比例均为20%，风险因子调整后可释放最低资本338亿元（未考虑风险分散效应），若全部用于配置沪深300成分股，则可带来超1125亿元的市场增量资金。

图表6：保险公司股票投资风险因子下调影响测算

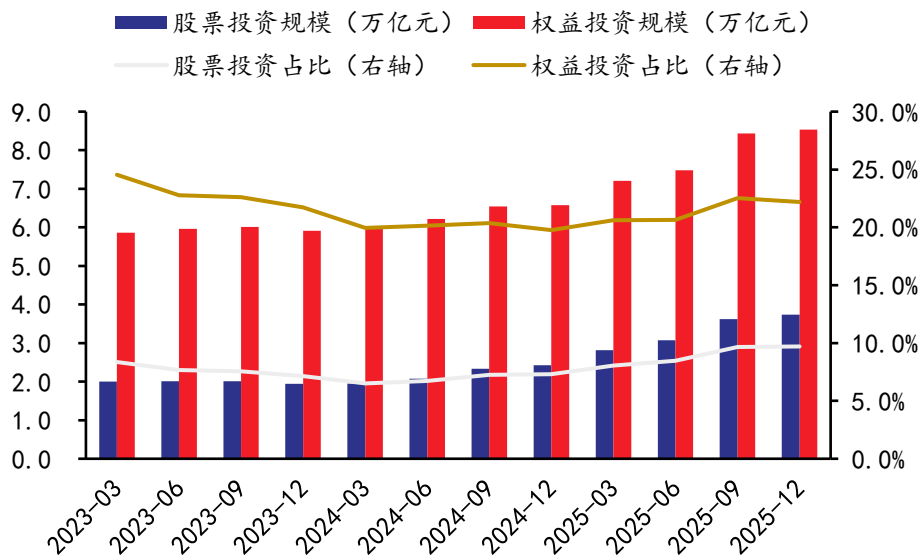
静态测算影响分析			
25Q3股票期末余额	36,210		
其中：沪深300成分股&中证红利低波100占比	50%	其中：科创板普通股占比	5%
沪深300成分股余额	15,343	科创板普通股	1,534
过去六年加权平均持仓时间超过三年比例	20.00%	过去六年加权平均持仓时间超过三年比例	20.00%
受益规模	3,069	受益规模	307
风险因子调整比例	10%	风险因子调整	10%
最低资本释放	307	最低资本释放	31
释放最低资本（未考虑风险释放效应）			338
若全部用于配置沪深300指数成分股带来增量资金（新增最低资本/风险因子）			1,125

资料来源：证监会，财政部，太平洋证券整理；注：采用政策调整前最新数据测算，单位为亿元

2.5 效果：政策已然发力，险资权益投资比例快速提升

- 险资权益投资快速提升。一方面高息资产减少推动险资主动寻求权益资产增厚收益，另一方面入市政策抬升险资权益投资比例。截至2025年末寿险、财险权益投资规模（含股基、股权）分别达79833、5538亿元，权益投资合计规模达85371亿元，占比达22.19%，同比+2.43pct。以前文2025年三季度末数据作比较，寿险、财险投资规模距离理论上限仍有8191、3514亿元的空间。

图表7：险资权益投资规模及占比



资料来源：金监局，太平洋证券整理

2.6 ETF制度优化加快被动化投资进程

- **放管结合，优化服务。**ETF政策优化的目标在于提升产品供给效率，同时通过评估、分批注册等机制防范扎堆申报、产品同质化等风险，推动ETF市场从高速扩容转向高质量发展。
- **被动化进程加快，ETF成为资金入市的重要渠道。**Wind统计显示，截至2024年底，被动指数基金的规模为3.96万亿元，主动权益类基金规模为3.44万亿元，被动指数基金规模首次超越主动权益类基金。截至2025年底，被动指数基金的规模为4.77万亿元，主动权益类基金规模为4.23万亿元，以ETF为代表的被动化投资得益于低费率、高透明度、交易便捷等优势，预计将保持在双位数增速水平。

图表8：ETF快速注册与常态化发行机制优化安排政策梳理

时间	政策名称/文件	核心内容
2025年1月	《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》	1. 建立 股票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。 2. 实施成熟宽基指数产品ETF及其联接基金统筹注册。 3. 持续完善ETF注册逆周期调节机制。 4. 全面评估并修订完善ETF发行、上市、交易、做市、退市及信息披露各环节运作机制。
2025年5月	《推动公募基金高质量发展行动方案》	明确实施股票ETF快速注册机制，大幅缩短审批时间，提升市场效率。
2025年11月	《机构监管情况通报》	1. 取消ETF注册环节提交证券交易所无异议函的要求。 2. 简化流程：对于跟踪成熟指数的ETF产品，基金管理人可直接向证监会申请注册，完成后向交易所申请发债和上市。 3. 分类管理：对于具有创新要素、复杂或新指数产品化等情形，交易所将适时启动产品开发评估机制。 4. 规范集中申报：针对管理人大量集中申报，将结合交易所意见、管理人分类评价结果等，采取分批注册、引导合理设置首发规模等措施，保障有序募集上市。
2025年11月	沪深交易所修订相关基金业务指南/指引	1. 修订基金产品开发与变更业务办理流程等技术细节。 2. 规范ETF命名：要求ETF扩位简称按“投资标的核心要素+ETF”结构命名，并包含基金管理人简称，提升产品辨识度。

资料来源：证监会，上交所，深交所，太平洋证券整理

目录

- 一、总论：核心在打通中长期资金入市体系
- 二、活跃资本市场：保险发力、ETF护航
- 三、券商：优化风险资本提升低风险业务能力
- 四、公募基金：考核机制重塑投资机制

3.1 新“国九条”体系下券商的功能定位：从“通道中介”到“资本市场枢纽”

- 新国九条及5.7政策体系下，监管适度通过优化风险指标支持扩表，通过鼓励并购重组释放投行业务空间，同时强化资本中介与市场流动性提供功能，推动券商从通道型中介向现代综合金融枢纽转型。

图表9：券商定位变化与对比

功能定位	旧模式	新国九条体系下的新定位
投融资枢纽	IPO、再融资通道	服务科技创新、产业升级的直接融资核心载体
资源配置中介	承销与经纪业务为主	推动并购重组、产业整合的重要执行主体
长期资金组织者	被动服务机构资金	主动引导承接保险、养老金、理财等长期资金入市
风险管理中枢	风控导向偏限制	支持资本中介业务发展，提高市场流动性

资料来源：证监会，太平洋证券整理

3.2.1 近期证券监管政策列表

图表10：近期券商行业监管政策梳理

发布时间	政策名称	发布机构	核心内容	对券商核心影响
2024年9月20日发布 2025年1月1日实施	《证券公司风险控制指标计算标准规定（修订稿）》	中国证券监督管理委员会	优化风险资本计算标准，降低权益投资、做市业务资本占用，提高资本使用效率	实质放松杠杆，提高ROE
2024年9月24日	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	中国证券监督管理委员会	放宽并购重组审核标准，缩短审核周期	投行业务增长核心来源
2025年5月16日	《上市公司重大资产重组管理办法（2025修订）》	中国证券监督管理委员会	提高并购审核效率，鼓励科技企业并购	提升券商并购财务顾问业务
2025年10月21日	股票回购增持再贷款政策优化通知	中国人民银行 中国证券监督管理委员会	支持上市公司回购和增持股票	券商股票质押及资本中介业务增长
2026年2月7日	《关于优化上市公司再融资监管安排的通知》	中国证券监督管理委员会	优化再融资审核节奏，支持优质企业融资	券商股权承销业务恢复

资料来源：中国人民银行，证监会，太平洋证券整理

3.2.2 证券业风控指标的演变

为加强对证券公司风险的监管，2006年1月6日证监会研究起草了《证券公司风险控制指标管理办法》和《证券公司净资本计算规则》（征求意见稿）并向社会公开征求意见，7月20日正式发布了《证券公司风险控制指标管理办法》，明确自**2006年11月1日起**施行。后经2008/2016/2020三次修订，其中2016年对风控指标体系做出了较大改动，主要通过资本杠杆率对公司杠杆进行约束，财务杠杆率大体上限为6倍左右（估算值）；**2021年12月16日发布的最新版仍完全沿用2016版风控指标**，并在2024年9月发布修订稿，2025年12月6日吴清主席在中国证券业协会第八次会员大会上提出了“适度打开资本空间和杠杆限制”，以提升资本使用效率和服务实体经济能力。

表11：历次风控指标体系调整

	2006	2008	2016	2020	2021
发布日期	2006年7月20日 证监会令第34号	2008年6月24日 证监会令第55号	2016年6月16日 证监会令第125号	2020年3月20日 证监会令第166号	2021年12月26日
指标体系	（一）净资本与各项风险准备之和的比例不得低于100% （二）净资本与净资产的比例不得低于40% （三）净资本与负债的比例不得低于8% （四）净资产与负债的比例不得低于20% （五）流动资产与流动负债的比例不得低于100%	（一）净资本与各项风险资本准备之和的比例不得低于100% （二）净资本与净资产的比例不得低于40% （三）净资本与负债的比例不得低于8% （四）净资产与负债的比例不得低于20%	（一）风险覆盖率不得低于100% （二）资本杠杆率不得低于8% （三）流动性覆盖率不得低于100% （四）净稳定资金率不得低于100%	不涉及	（一）风险覆盖率不得低于100% （二）资本杠杆率不得低于8% （三）流动性覆盖率不得低于100% （四）净稳定资金率不得低于100%
核心净资本	$\text{净资本} = \text{净资产} - \text{金融产品投资的风险调整} - \text{应收项目的风险调整} - \text{其他流动资产项目的风险调整} - \text{长期资产的风险调整} - \text{或有负债的风险调整} - / + \text{中国证监会认定或核准的其他调整项目}$	$\text{净资本} = \text{净资产} - \text{金融资产的风险调整} - \text{其他资产的风险调整} - \text{或有负债的风险调整} - / + \text{中国证监会认定或核准的其他调整项目}$	$\text{核心净资本} = \text{净资产} - \text{资产项目的风险调整} - \text{或有负债的风险调整} - / + \text{中国证监会认定或核准的其他调整项目}$ $\text{附属净资本} = \text{长期次级债} \times \text{规定比例} - / + \text{中国证监会认定或核准的其他调整项目}$	不涉及	$\text{核心净资本} = \text{净资产} - \text{资产项目的风险调整} - \text{或有负债的风险调整} - / + \text{中国证监会认定或核准的其他调整项目}$ $\text{附属净资本} = \text{长期次级债} \times \text{规定比例} - / + \text{中国证监会认定或核准的其他调整项目}$

3.2.3 目前证券业风控指标具体要求

现行风险控制指标体系中的四项指标均为“不得低于”规定标准，即资本杠杆率指标的预警线为9.6%，风险覆盖率、流动性覆盖率和净稳定资金率三项指标的预警线为120%。

表12：风控指标预警线

指标名称	控制线	预警线	计算方式
风险覆盖率	100%	120%	风险覆盖率=净资本/各项风险资本准备之和×100%
资本杠杆率	8%	9.6%	资本杠杆率=核心净资本/表内外资产总额×100%
流动性覆盖率	100%	120%	流动性覆盖率=优质流动性资产/未来30天现金净流出量×100%
净稳定资金率	100%	120%	净稳定资金率=可用稳定资金/所需稳定资金×100%

表13：金融业三大支柱行业风控指标对比

	保险业	证券业	银行业
核心指标	(一) 核心偿付能力充足率不低于50% (二) 综合偿付能力充足率不低于100% (三) 风险综合评级在B类及以上	(一) 风险覆盖率不得低于100% (二) 资本杠杆率不得低于8% (三) 流动性覆盖率不得低于100% (四) 净稳定资金率不得低于100%	(一) 核心一级资本充足率不得低于5% (二) 一级资本充足率不得低于6% (三) 资本充足率不得低于8% (四) 杠杆率不得低于4%
行业现状 (2022)	(一) 核心偿付能力充足率：128.4% (二) 综合偿付能力充足率：196.0% (三) 风险综合评级B类以上：154家	(一) 风险覆盖率266.08% (二) 资本杠杆率22.88% (三) 流动性覆盖率351.77% (四) 净稳定资金率165.56%	(一) 核心一级资本充足率：10.74% (二) 一级资本充足率：12.30% (三) 资本充足率：15.17% (四) 杠杆率：6.87%

3.3 优化券商风险资本计量

- 发挥风险控制指标的指挥棒作用。一方面放开对股票投资、做市、标准化资管等鼓励性业务的资本限制，并给予优质券商更大空间；另一方面收紧对场外衍生品、非标投资等高波动、高风险业务的资本要求。

图表14: 《证券公司风险控制指标计算标准规定》修订内容梳理

修订方向	具体调整	监管意图
引导功能发挥，优化业务结构	1. 股票投资：投资指数成分股和一般上市股票的风险资本准备计算标准，分别从10%、30%下调至8%、25%。 2. 做市业务：对经证监会认可的做市业务，其市场风险资本准备给予90%的优惠系数。 3. 标准化资管业务：投资标准化资产的单一/集合资产管理计划风险资本准备计算标准，从0.3%/0.5%大幅下调至0.1%。	降低低风险业务的资本占用，引导证券公司加大长期价值投资、提升市场流动性、发展服务实体经济和居民财富管理资产管理业务
强化分类管理，支持优质券商	1. 分类调整系数：对于连续三年被评为A类AA级及以上的优质证券公司，表内外资产总额的折算系数引入0.7的调整系数，风险资本准备之和的调整系数从0.5降至0.4。 2. 内部模型法试点：允许上述优质券商试点采用内部模型法等高级方法计算风险资本准备	实施差异化监管，为合规稳健的头部券商释放资本空间，提升资本使用效率，鼓励其做优做强
突出全面覆盖，夯实风控基础	1. 纳入新业务：明确证券公司参与公募REITs、银行承兑汇票、私募基金托管、黄金租借等新业务的风险控制指标计算标准。 2. 优化流动性指标：调整流动性覆盖率和净稳定资金率的计算细节，使风险计量更科学。	确保风险控制指标体系覆盖所有业务活动，提升体系的完备性和科学性，夯实全面风险管理基础
突出审慎从严，防范重点风险	1. 场外衍生品：对未有效对冲的权益类场外衍生品，市场风险资本准备计算标准从20%提升至30%；对非全额保证金的个股收益互换业务，按2倍标准计算；对非全额保证金的权益互换新增5%的信用风险资本准备要求。 2. 非标资管业务：投资非标资产的单一/集合资产管理计划的特定风险资本准备，分别从0.8%/3%提高至3%/5%。	对创新和高风险业务施加更严格的资本约束，督促证券公司审慎开展，有效防范和控制潜在风险

资料来源：证监会，太平洋证券整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

3.4 扶优限劣导向明确，头部优质券商更加受益

□ 从政策支持角度来看，依然延续了本轮改革以来的扶优限劣导向。新规并非全面放松，而是定向为优质券商“松绑”，鼓励其提升资本效率、服务实体经济和财富管理。新规与建设一流投行、鼓励并购重组的政策方向协同，将加速行业供给侧改革，差异化发展依然是行业格局变化的主旋律。

图表12：《证券公司风险控制指标计算标准规定》修订内容梳理

券商类型	受益程度	具体影响与策略转向
头部优质券商 (连续三年A类AA级以上/A类)	显著受益	1、资本空间释放最大：直接享受系数优惠，释放的资本可用于扩大两融、做市、投资等资本消耗型业务。 2、提升ROE：资本使用效率提高，有助于改善净资产收益率。 3、并购重组加速：政策鼓励下，更易通过并购做大做强，行业集中度提升。
中小券商	影响中性回或面临压力	1、资本约束相对更紧：无法享受系数优惠，在资本密集型业务上竞争力减弱。 2、转向轻资本业务：被迫向经纪、投顾、财富管理等轻资本和特色化赛道转型，寻求“小而美”发展路径。
整体行业	结构优化，风险收敛	1、马太效应加剧：头部与中小券商在资本实力和业务规模上的差距将进一步拉大。 2、业务结构优化：监管引导资金投向标准化、低风险资产，行业整体风险偏好更趋稳健。

资料来源：证监会，太平洋证券整理

3.5 头部券商打开资本空间，加杠杆能力增强

- 选取广发证券、申万宏源、中金公司三家资本杠杆率存在一定压力的头部券商。
- 以折算系数0.7计算，新规后三家头部券商资本杠杆率理论上升幅度为5.04%、5.10%、5.51%；若假定保持2024年底资本杠杆率不变，则三家头部券商可释放的资本规模为297.69、283.09、141.23亿元。
- 以折算系数0.9计算，新规后三家头部券商资本杠杆率理论上升幅度为1.31%、1.32%、1.43%；若假定保持2024年底资本杠杆率不变，则三家头部券商可释放的资本规模为77.18、73.39、36.62亿元。

图表13：修订后头部券商资本释放空间测算

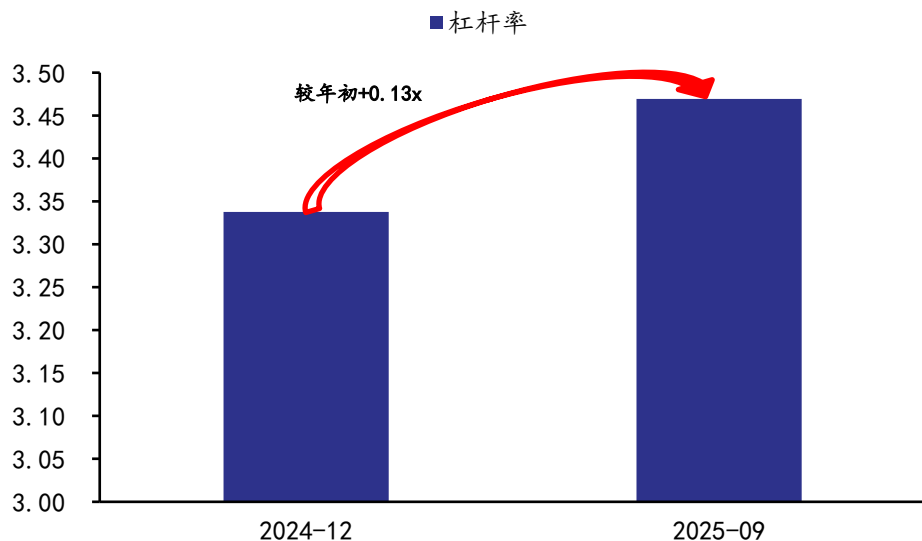
2024年	折算系数：0.7			折算系数：0.9		
	广发证券	申万宏源	中金公司	广发证券	申万证券	中金公司
净资产：亿元	1,315.24	1,237.61	874.81	1,315.24	1,237.61	874.81
核心净资产：亿元	694.6	660.55	329.54	694.6	660.55	329.54
表内外资产总和：亿元	5,906.75	5,552.45	2,563.62	5,906.75	5,552.45	2,563.62
资本杠杆率：%	11.76%	11.90%	12.85%	11.76%	11.90%	12.85%
调整后资本杠杆率：%	16.80%	17.00%	18.36%	13.07%	13.22%	14.28%
理论变化幅度：%	5.04%	5.10%	5.51%	1.31%	1.32%	1.43%
假定保持资本杠杆率不变						
增量资本：亿元	297.69	283.09	141.23	77.18	73.39	36.62

资料来源：各公司财报，太平洋证券整理；注：由于修订稿于2025年1月1日正式实施，故采用2024年底数据进行测算

3.6 效果：整体券商行业杠杆率有提升，风险覆盖率明显提高

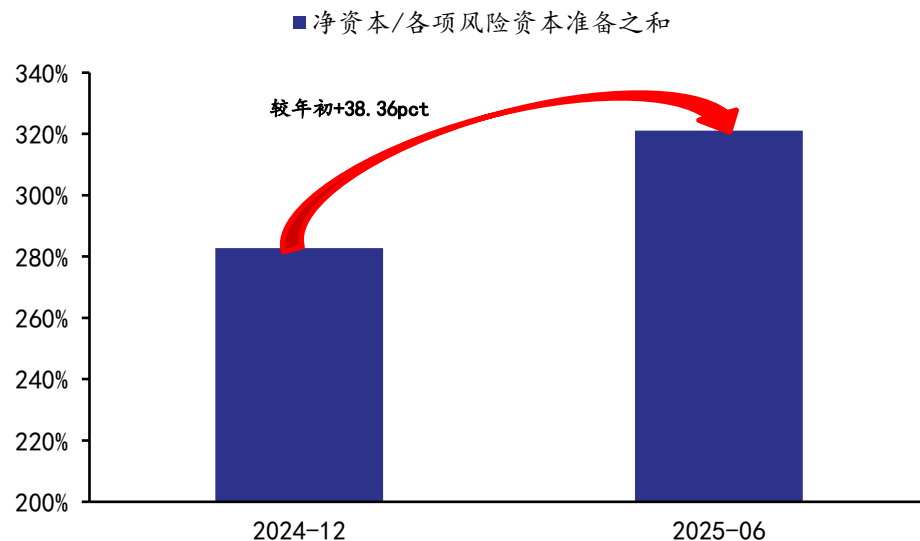
- 截至2025年三季报，上市券商平均杠杆率为**3.47x**，较2024年底+0.13x。券商资本空间释放使得其ROE改善提速，三季报上市券商平均年化ROE为**7.27%**，同比+2.53pct，全年有望超过8%。
- 截至2025年中报，上市券商平均风险覆盖率为**321.14%**，较2024年底+38.36pct，净资本不变的基础上减少了风险资本准备金，为股票自营投资、做市业务、标准化资管业务等低风险业务腾出了更多资本空间。

图表15：修订后券商杠杆能力加强



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表16：修订后券商风险覆盖率提升

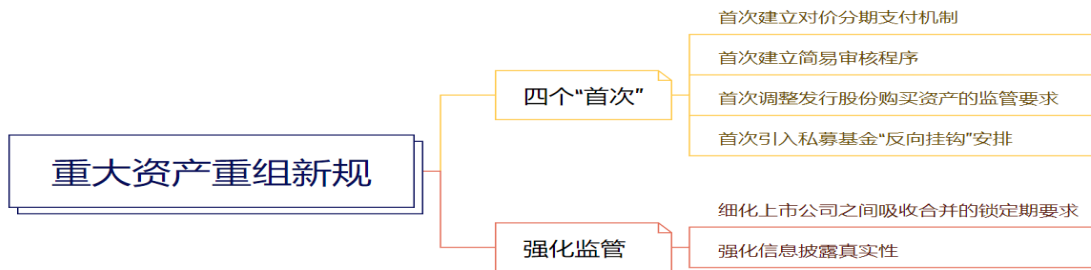


资料来源：iFind，太平洋证券整理

3.7 重大资产重组新规出台，强监管与宽政策并行

- 完善“并购六条”配套措施，四个“首次”+两个“强化”。
- 四个“首次”：
 - ✓ 首次提出分期支付机制。将申请一次注册、分期发行股份购买资产的注册决定有效期延长至48个月，在强制业绩承诺情况下，上市公司与对手方可选择业绩补偿或者分期支付加业绩补偿等方式履行承诺义务。
 - ✓ 首次建立简易审核程序。对上市公司之间吸收合并，以及优质大市值上市公司发行股份购买资产，实行“2+5+5”审核机制，即2个工作日内受理、5个工作日内完成审核、5个工作日内完成注册。
 - ✓ 首次调整发行股份购买资产要求。将“有利于改善财务状况”“有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性”的要求，调整为“不会导致财务状况发生重大不利变化，不会导致新增重大不利影响的同业竞争及严重影响独立性或者显失公平的关联交易”。
 - ✓ 首次提出私募基金“反向挂钩”。明确私募基金投资期限满48个月的，第三方交易中的锁定期限由12个月缩短为6个月，鼓励私募基金参与上市公司并购重组，有效缓解退出难问题。

图表17：重大资产重组新规要点

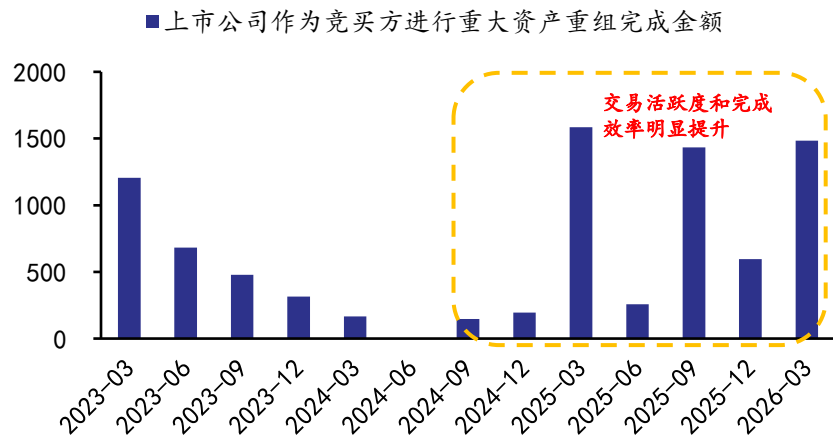


资料来源：证监会，太平洋证券整理

3.8 效果：政策支持之下，并购重组市场活跃度有提升

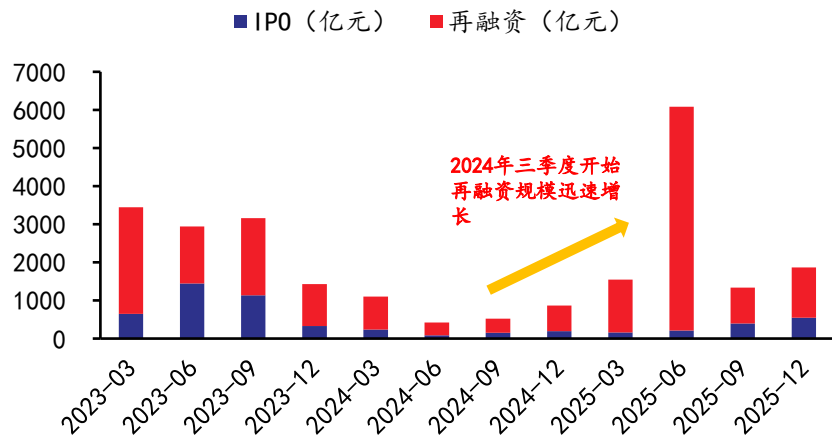
- 并购“六条”以来并购重组数量及交易额激增。并购“六条”推出后，2024年三季度上市公司重大资产重组交易完成金额环比增加146.38亿元至146.83亿元，扭转了2023年以来逐季下降的趋势。政策频出下并购市场持续活跃，交易效率亦有明显提升，**2025年交易完成额达3871.66亿元，同比+662.91%**。
- 并购活跃拉动配套融资，“并购+承销”联动效果显现。并购市场活跃带动融资需求回暖，2024年三季度开始再融资规模迅速增长，2024年三季度、四季度再融资规模分别达370.04、669.26亿元，环比+12.36%、+80.86%。2025年再融资保持高景气度，剔除四大行定增规模后，**2025年再融资规模为4308.65亿元，同比+93.11%**。

图表18：2023年以来上市公司重大资产重组交易完成金额（亿元）



资料来源：Wind，太平洋证券整理；注：仅统计上市公司作为竞买方的数据

图表19：2023年以来IPO和再融资规模



资料来源：Wind，太平洋证券整理

目录

- 一、总论：核心在打通中长期资金入市体系
- 二、活跃资本市场：保险发力、ETF护航
- 三、券商：优化风险资本提升低风险业务能力
- 四、公募基金：考核机制重塑投资机制**

4.1 近期公募基金政策梳理

□ **三大核心监管文件落地。**在总方案框架(《推动公募基金高质量发展行动方案》)下,三项关键配套规则相继出台,构成“一主体、三细则”的改革主体框架。公募基金行业开启了一场以“投资者利益为核心”的系统性改革,旨在彻底扭转行业“重规模、轻回报”的倾向。本轮改革的核心逻辑是“利益重构”,通过“浮动费率+基准约束+薪酬绑定”的组合拳,将基金管理人、销售机构的利益与投资者回报深度对齐。

图表20: 5.7之后公募基金行业主要监管政策梳理

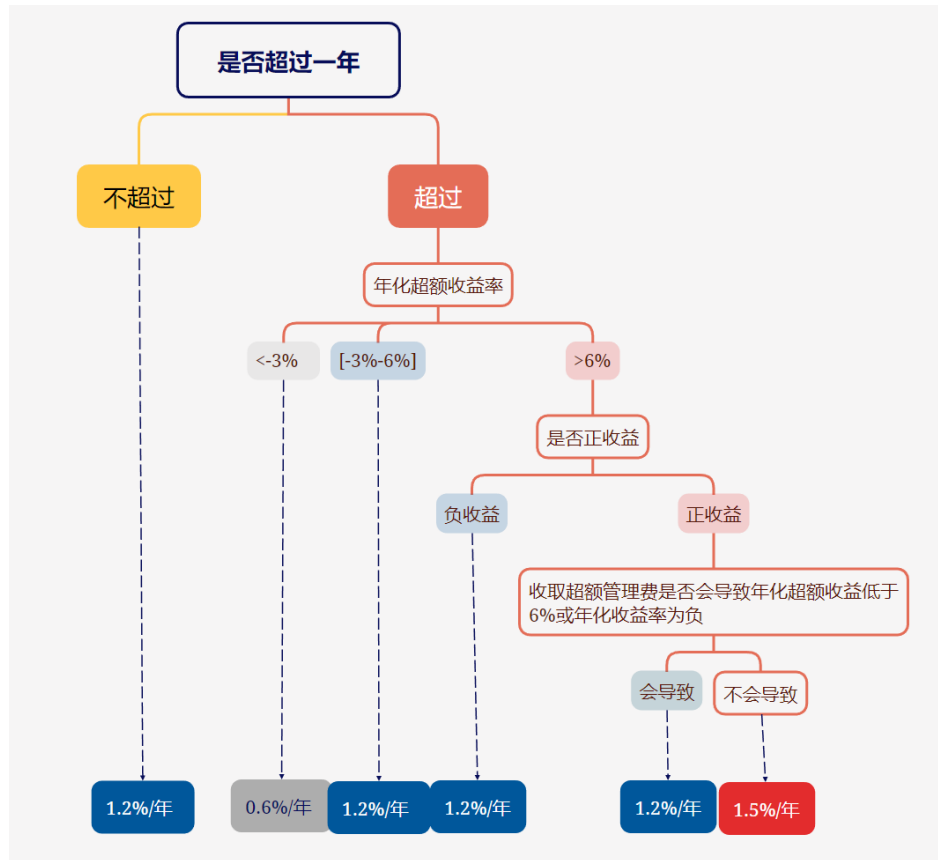
政策名称	发布/生效时间	核心内容和影响
《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》	<ul style="list-style-type: none"> 征求意见: 2025年9月5日 正式施行: 2026年1月1日 	费率改革“收官之作”,全面降低销售环节成本。 <ul style="list-style-type: none"> 调降认/申购费、销售服务费。 赎回费全额计入基金财产,抑制短期交易。 持有超1年免收销售服务费(货币基金除外),鼓励长期投资。 影响: 预计每年为投资者节省约300亿元成本,标志着公募基金“高费率时代”终结。
《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引》	<ul style="list-style-type: none"> 征求意见: 2025年10月31日 正式施行: 2026年3月1日 	根治“风格漂移”的关键制度,为基金投资设立“锚”和“尺”。 <ul style="list-style-type: none"> 基准必须真实反映基金投资风格与策略,不得随意变更。 决策层级上提至公司管理层,并纳入内部控制和托管人监督范围。 存量产品给予1年过渡期(至2027年3月1日)进行调整。 影响: 确保基金“名副其实”,约束投资行为,为科学考核和评价奠定基础。
《基金管理公司绩效考核管理指引(征求意见稿)》	<ul style="list-style-type: none"> 征求意见: 2025年12月6日 	薪酬改革的“指挥棒”,将持有人利益与内部考核深度绑定。 <ul style="list-style-type: none"> 考核权重刚性要求: 主动权益基金经理考核中,产品业绩指标权重不低于80%,其中与业绩基准对比权重不低于30%;三年以上长期业绩考核权重不低于80%。 薪酬阶梯化调整: 若产品三年业绩跑输基准超10个百分点且利润率为负,基金经理绩效薪酬降幅不低于30%。 提高跟投比例: 基金经理跟投比例提升至40%,且持有期不少于1年。

资料来源: 证监会, 中基协, 太平洋证券整理

4.2 浮动费率非对称调整，支持长期持有、加强长周期超额收益率考核

图表21：浮动费率机制示意图

- 浮动费率机制与持有期和超额收益挂钩，整体范围在[0.6%，1.5%]区间浮动。参照浮动费率机制，长周期考核中超额收益表现不佳的基金经理薪酬下降幅度或达50%（1.2%→0.6%），而表现较好的基金经理薪酬上浮幅度或达25%（1.2%→1.5%）。
- 浮动费率机制关注持有期是否超过1年、年化超额收益率（年化收益-业绩基准收益）、年化收益是否为正、以及收取超额管理费对年化收益的影响这四个节点：
 - ✓ 先关注持有期，若持有期不超过1年，管理费率为基础的1.2%。
 - ✓ 若持有期超过1年，再关注年化超额收益率。若年化超额收益率小于-3%，管理费率下调至0.6%；若年化超额收益率在[-3%，6%]，管理费率为基础的1.2%。
 - ✓ 若持有期超过1年、年化超额收益率大于6%，再关注年化收益率，若为负收益，管理费率为基础的1.2%。
 - ✓ 若持有期超过1年、年化超额收益率大于6%、年化收益率为正，再关注收取超额管理费的影响，若收取后会导致年化超额收益小于6%或年化收益率为负，则管理费率为1.2%；若不会导致，则管理费率上调至1.5%。



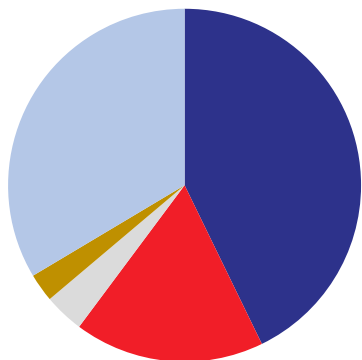
资料来源：太平洋证券整理

4.3 强化业绩基准约束带来部分基金调整业绩基准

- 超4成主动权益性基金业绩基准跟踪沪深300指数。从主动权益性基金业绩基准情况来看，超3100只基金业绩基准主要跟踪沪深300指数，占比达42.78%；另外有超1200只基金业绩基准主要跟踪中证800指数，占比17.41%。
- 原理上主动权益性基金对金融股的持仓缺口最大。截至2025年末，公募基金重仓股中金融股占比为5.30%（银行2.04%+非银3.26%），较沪深300指数权重的欠配比例达17.13%，欠配程度位于申万一级行业中首位。在实际过渡期中，部分基金通过提交修改申请-修改基金合同-召开持有人大会-系统改造等流程调整业绩比较基准，因此实际未来三年配置金融股的趋势存在，但力度或不及理想计算值。

图表22：主动权益性基金业绩基准主要跟踪指数分布情况

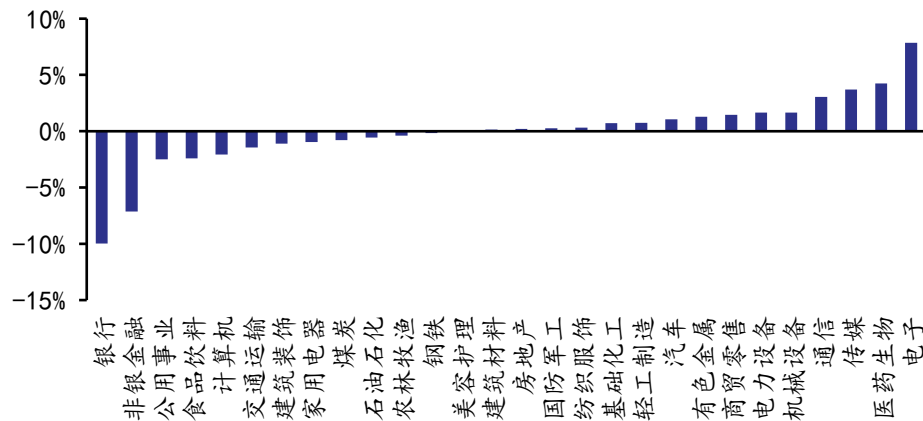
■ 沪深300指数 ■ 中证800指数 ■ 中证小盘500指数
■ 中证医药卫生指数 ■ 其他



资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：灵活配置型基金选取权益占比60%以上

图表23：各行业主动权益基金欠配和超配比例

■ 沪深300权重-主动权益基金重仓占比



资料来源：iFinD，太平洋证券整理；注：灵活配置型基金选取权益占比60%以上

4.4 利益共同体支柱一：以基金投资收益为核心的长期绩效考核体系

- 新规首次明确要求“全面建立以基金投资收益为核心的绩效考核体系”，并定义了关键量化指标。
- 这标志着行业评价标准从相对排名（跑赢同业）与规模收入，彻底转向绝对回报（是否让投资者真的赚钱）和基准战胜。基金经理不能再简单通过押注赛道博取短期排名，而必须为投资者的真金白银负责。

图表24：绩效考核量化指标及相关要求

量化指标	相关要求
基金利润率	衡量基金所有投资者整体资金的盈利效率，穿透净值增长的表面数据。
盈利投资者占比	直接计算赚钱投资者的人数和比例。
考核权重	1、对基金经理：基金产品业绩指标考核权重 不低于80% ，其中业绩比较基准对比指标权重 不低于30% 。 2、对销售高管及核心人员：投资者盈亏情况指标考核权重 不低于50% 。 3、对公司整体：三年以上中长期业绩指标权重 不低于80% ；对高管的考核中，基金投资收益指标权重 不低于50% 。

资料来源：中基协，太平洋证券整理

4.5 利益共同体支柱二：强制跟投实现风险收益共担

- 新规将“鼓励跟投”升级为“强制跟投”，且比例大幅提高，并设置持有期要求。
- 以一位年绩效薪酬100万的基金经理为例，改革后至少需拿出40万元购买自己管理的基金，且持有期需在1年以上。这意味着基民亏一块钱，基金经理也会承受绩效薪酬损失的风险，从而实现最直接的利益捆绑。

图表25：强制跟投要求变化对比及解读

人员	2022年旧规要求	2025年新规要求	解读
高级管理人员、主要业务部门负责人	不少于当年绩效薪酬的20%购买本公司基金，其中权益类不低于50%。	不少于当年绩效薪酬的30%购买本公司基金，其中权益类不低于60%，持有期不少于1年。	1、绑定公司整体利益：高管必须将个人财富与公司旗下基金整体表现深度挂钩，促使其从公司层面加强投研和风控建设。 2、引导资源向权益倾斜：更高的权益占比要求，直接呼应“提升权益投资”的政策导向。
基金经理	不少于当年绩效薪酬的30%购买本公司基金，并优先购买本人管理的基金。	不少于当年绩效薪酬的40%购买本人管理的公募基金，持有期不少于1年（封闭期等除外）。	1、身份转变：基金经理从委托人变为必须用真金白银为自己专业判断背书的合伙人。 2、抑制短期押注行为：持有期锁定了抛售冲动，迫使投资决策立足长期。

资料来源：中基协，太平洋证券整理

4.6 利益共同体支柱三：阶梯化薪酬调整与终身追责

- 薪酬递延支付+阶梯化薪酬调整+终身追责制度创新，建立了清晰的市场化筛选机制。
- 基金经理投资行为受到严格约束：第一，频繁调仓、追逐热点的成本抬高，将被迫转向深度基本面研究和长期价值投资。第二，风格稳定性成为事业生命线，业绩基准真正发挥指挥棒的作用，风格漂移将直接导致薪酬受损。人才流动或有新趋势：短期内可能加剧明星基金经理奔私压力，但长期看，公募平台的专业支持和制度变革将打造成为真正适合价值投资的土壤。

图表26：薪酬递延支付、阶梯化降薪、终身追责主要内容

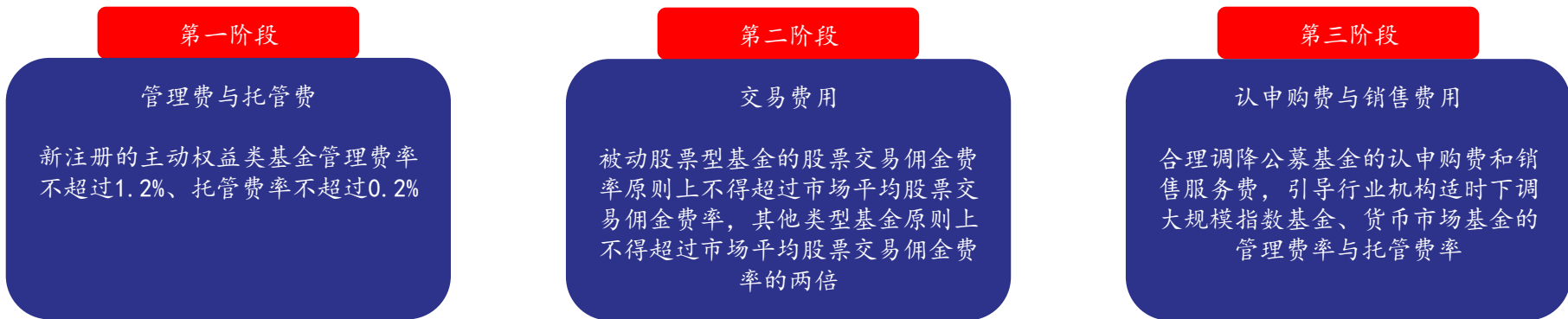
制度创新	主要内容
绩效薪酬递延支付	关键岗位人员绩效薪酬递延支付期限 不少于3年 ，递延支付比例原则上 不少于40% 。部分奖金被押后三年兑付，期间若业绩变脸或出现风险，可能被追回。
阶梯化薪酬强制调整	以主动权益类基金经理为例： 情形一（强制降薪）：过去三年业绩低于基准 超过10个百分点且基金利润率为负 → 绩效薪酬较上年下降 不少于30% 。 情形二：低于基准超10个百分点但利润率为正 → 绩效薪酬应当下降。 情形三：低于基准不足10个百分点但利润率为负 → 绩效薪酬不得提高。 情形四（奖励）： 显著超过基准且利润率为正 → 绩效薪酬可以 合理适度提高 。
离职人员的追索扣回机制	问责机制同样适用于离职人员，构筑贯穿职业生涯的责任闭环。

资料来源：中基协，太平洋证券整理

4.7 费改第三阶段开启，代销业务短期或有承压

- 第三阶段销售费用调降开启。公募基金高质量发展行动方案中明确提出合理调降公募基金的认申购费和销售服务费，第三阶段降费于2025年9月出台征求意见稿，2026年1月1日正式开始实施。
- 代销业务短期或有承压，长期稳健发展可期。销售费用调降或使得短期内销售渠道代销业务承压，但在新规重视投资回报导向下，叠加浮动费率可能带来的费率下调，销售资源将向长期绩优产品集中，形成回报增-规模增的良性循环。

图表27：公募基金费改进度



资料来源：国务院，证监会，太平洋证券整理

4.8 第三阶段改革每年让利约300亿元，有效减少投资者持基成本

- 据证监会测算，第三阶段改革每年为投资者让利约300亿元，全行业销售费用整体降幅达34%。例如，认购1万元主动偏股基金，成本从150元降至80元；持有1万元货币基金，年成本从25元降至15元。
- 公募第三阶段费改政策的核心是改变行业的激励相容机制。新规通过将销售机构的利益从交易规模转向保有规模，并与投资者的长期收益更紧密地绑定，从源头上治理行业痼疾，推动构建以投资者回报为中心的健康生态。

图表28：第三阶段费改降幅估算

费用类型	基金类别	改革前	新规上限	降幅估算
认(申)购费	主动偏股型基金	1.2%-1.5%	0.80%	最高降约47%
	其他混合型基金	1.2%-1.5%	0.50%	最高降约67%
	指数型基金、债券型基金	0.6%-0.8%	0.30%	最高降约63%
销售服务费 (持有满一年不再收取)	股票型、混合型基金	0.60%	0.40%	降幅33%
	指数型、债券型基金	0.40%	0.20%	降幅50%
	货币市场基金	0.25%	0.15%	降幅40%
客户维护费	向个人投资者销售	≤50%	≤50%	不变
	向机构投资者销售权益类基金	≤30%	≤30%	不变
	向机构投资者销售非权益类基金	≤30%	≤15%	降约50%

资料来源：证监会，太平洋证券整理

图表29：三阶段费改让利空间

改革阶段	实施时间	核心内容	年让利空间 (证监会测算数据)
第一阶段	2023年7月启动	调降主动权益类基金管理费率(1.5%→1.2%)、托管费率(0.25%→0.2%)	约140亿元
第二阶段	2024年4月落地	调降基金股票交易佣金费率，被动股票型基金≤0.26‰，其他类型≤0.52	约68亿元
第三阶段	2026年1月施行	全面调降销售环节费率(认申购费、销售服务费)，优化赎回费安排	约300亿元
三阶段累计	2023年7月-2025年12月	完成“管理-交易-销售”全链条费率改革	约510亿元

资料来源：国务院，证监会，太平洋证券整理

风险提示

- 政策落地不及预期；
- 宏观经济表现存在预期差；
- 资本市场大幅波动；
- 长端利率大幅下行。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究所

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取

制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。