韧对冲击，长钱定锚

——2027年资本市场机构资金流向暨非银金融行业策略

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：王文静
0755-81981648
wangwenjing@guosen.com.cn
S0980526050001

报告要点

国信证券 GUOSEN SECURITIES

➢**冲击：风险再认识。**2027年资产定价的关键约束，是全社会对风险的再认识。地方化债、资管流动性错配、中小金融机构偿付能力约束与转型增长压力相互叠加，容易沿“流动性收缩—价格下跌—资本消耗—被动减持”的链条形成顺周期传导。但本轮以资产端预防性降低仓位为主，居民端未出现负反馈，尾部风险可控，不构成系统性冲击。

➢**资金：结构再平衡。**2027年资金面表现为：总量不再扩张，增量来自长期资金，呈结构再平衡。存款搬家步伐放缓，公募主动权益承压而被动产品扩张，私募、两融、外资与散户资金均趋弱，确定性增量集中于保险与理财“固收+”。定价力量由交易型资金转为配置型资金，总量弹性有限，结构分化与低波特征突出。

➢**证券：寻找利差。**证券业的核心命题是寻找利差，即以更低成本的负债支撑更高收益的资产扩张。中资龙头与海外同业的ROE差距来自杠杆不足，而两地的盈利能力差距并不大；国际业务、机构业务与场外衍生品突破传统用表约束，构成加杠杆的三个支点。行业延续“头部综合化、腰部特色化”，并购整合与跨境扩表是主要方向。

➢**保险：回归本源。**保险业进入承保修复与资产端再平衡的再出发阶段。分红险占比提升与预定利率下调使负债成本下行，报行合一下综合成本率改善；资产端转向OCI固收与高股息权益，以匹配长久期负债、平滑利润波动。估值逻辑正由投资周期股向消费成长股切换，健康险与非车险构成第二曲线。

➢**综合金融：政策主线。**综合金融的机会由政策主线界定：金融租赁由规模扩张转向质量提升，资本效率与专业能力成为价值分水岭；期货业景气提升，经纪与风险管理业务受益于交易规模扩张。行业格局优化与并购整合构成贯穿主线，建议关注头部综合券商与优质金融租赁标的，同时警惕市场景气回落与政策变化风险。

目录

01 冲击：风险再认识

02 资金：结构再平衡

03 证券：寻找利差

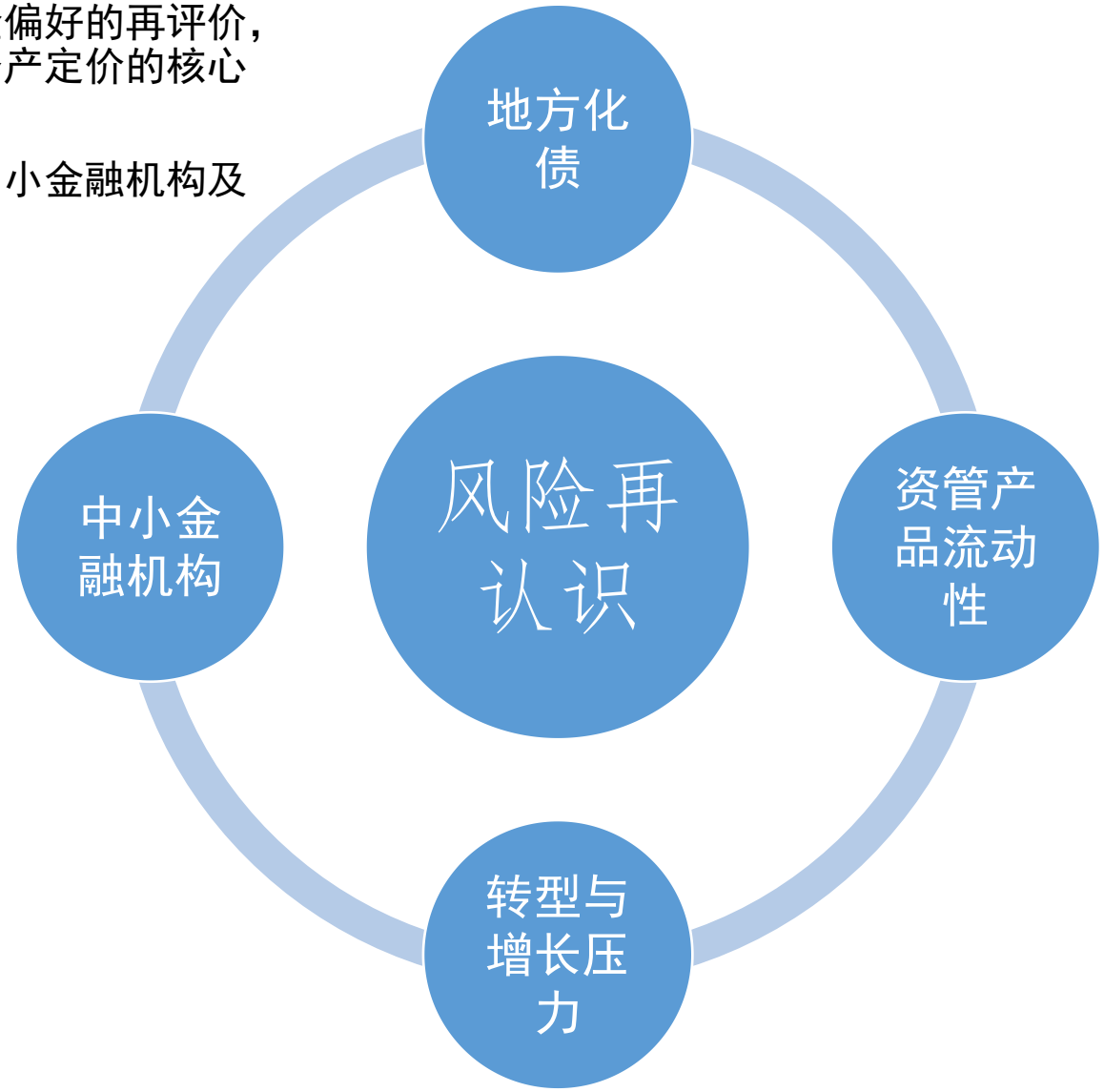
04 保险：回归本源

05 综合金融：政策主线

06 投资建议

转型与增长赛跑，导致全社会对风险再认识

- 2027年风险再认识会引起全社会对无风险收益和风险偏好的再评价，进而影响资产价格，这是2027年影响股票债券在内资产定价的核心约束。
- 这一认知重塑将通过地方化债、资管产品流动性、中小金融机构及经济转型与增长压力四个维度。



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

转型与增长赛跑，导致全社会对风险再认识（续）

国信证券 GUOSEN SECURITIES

➢ 风险传导的来源，在于负债端净值敏感性上升、资产端流动性分层加剧。

➢ 当前理财持有公募基金规模达2.96万亿元，占投资资产比重7.9%，公募基金成为流动性冲击的核心传导载体；叠加长久期利率债交易拥挤，同等赎回规模下的价格冲击被显著放大。冲击由外部触发后沿“流动性收缩—资产价格下跌—资本缓冲消耗—被动减持”链条传导，尾部中小金融机构偿付能力缓冲空间偏窄，易形成顺周期放大效应。

图：“流动性-信用-资本”风险传导链



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资管流动性风险：季末赎回是净值转型与流动性错配的显性化

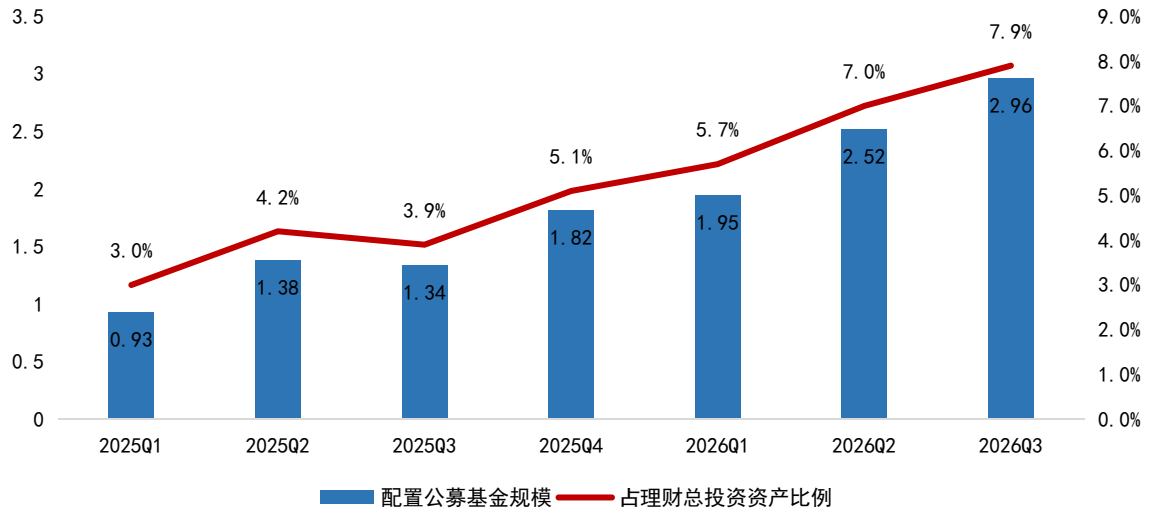
国信证券 GUOSEN SECURITIES

➢ **负债端先动：**理财与基金持有人对净值回撤高度敏感，季末考核叠加信用舆情，机构倾向先赎回再评估。2026年10月30日某信用主体兑付舆情后，多家理财子赎回债基，规模约1000-3000亿元。

➢ **基金是缓冲垫：**基金份额变现快且不直接冲击理财自身估值，赎回压力因此集中到公募，而非理财资产负债表。

➢ **久期拥挤放大冲击：**截至10月末，10年期国债收益率下行至1.64%附近、30年期在2.09%左右，长端票息持续偏薄，机构配置向长久期资产拥挤，同等赎回规模下的价格冲击被显著放大。

图：银行理财持有公募基金季度规模及占比（单位：万亿元，%）



资料来源：银行业理财登记托管中心，国信证券经济研究所整理

图：季末赎回传导链



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2026与2022的不同：理财资产端预防性赎回，负债端暂时稳固

国信证券 GUOSEN SECURITIES

➢ **两次都是赎基金保流动性。**2022年是净值化首年叠加刚兑预期未退，赎回本质是被动变现；2026年是低利率与拥挤交易下的预防性降仓，10月全市场理财产品破净率仅为4.5%，居民端尚未集中赎回，本质属于流动性冲击；叠加10月26日BNSF工具落地与DR001约1.29%的宽松资金面支撑，利率债与高评级二永债的调整窗口具备逢低增配价值。

图：2026与2022资负两端赎回链条对比



资料来源：中国理财网，国信证券经济研究所整理

地方化债风险：制度背景、区域发展与经济转型

国信证券 GUOSEN SECURITIES

➢ 化债是以地方债务风险为切入口、以预算约束硬化为主线、以央地财政关系规范化为重要落脚点的国家治理现代化变革。核心是规范地方举债融资行为，重塑【官员激励—财政纪律—市场约束】的三元关系。

图：化债解读误区及三层逻辑

市场常见的三种解读偏误

01 化债＝展期·置换·降息

认为化债仅为存量债务的技术操作，将债务置换等同于城投刚兑信仰的延续

02 归因于地方违规举债、决策失当

把结构性问题归结为道德风险，忽视了背后的制度土壤与激励结构

03 地产下行与土地财政退潮的被动结果

认为只要经济回暖、房价企稳，债务问题便可自然消解

三层逻辑：从财政技术到治理现代化

表层 财政技术操作：化存量、控增量

债务置换、限额管理、全口径债务监测、财政承受能力评估，把隐性债务重新拉回预算与限额的双重约束

中层 地方权力重塑：把融资权限装进笼子

六条战线协同推进，把可支配的地方权力（融资、招商、空间资源）重新装进制度化、可监督的笼子

深层 国家治理现代化：角色与结构转型

发展型政府→服务型政府；GDP导向→多元指标+硬约束；过度分权→高质量分权+国家能力现代化

资料来源：信堡投研，国信证券经济研究所整理

化债引导区域信用风险再定价

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：化债配套约束机制与债务影响

维度	中央层面约束机制	地方保留的自主权限	对债务的影响
财政	债务限额管理、专项债项目库与负面清单、全口径监测	预算执行与绩效管理主动权（零基预算下进行）	开正门堵偏门：法定债务成为唯一阳光融资渠道
税收	国地税合并征管上收（2018）；公平竞争审查切断优惠返还（2024）	消费税征收环节后移并下划、增加地方自主财力	规范区域无序税收竞争，地方“优惠让利招商”的模式逐步弱化
审计	中央审计委员会（2018）、《审计法》修订（2021），常态化全覆盖	整改台账落实与问责清单的属地执行权	违规举债必被审计、整改、追责，违规成本显著上升
空间资源	自然资源部统一用途管制（2018）；「三区三线」刚性划定（2022）	低效用地再开发、建设用地指标跨区域交易	压缩以地生财空间，卖地融资转向存量盘活
金融	中央金融委、金融监管总局（2023）；35号文 / 47号文 / 退平台安排	地方金融监管局属地协同	切断隐性担保的资金端，城投信仰让位于信用分层
投资	政府投资项目负面清单，重点省份严禁新增形象工程	专项债“自审自发”试点（10省份＋雄安新区）	遏制低效无效投资，严格管控债务增量，推动总量压降与结构优化

60+万亿元

地方政府整体债务：法定47.5万亿元（2024年末）＋甄别隐债14.3万亿（2023年末）

10万亿元

【6+4+2】化债资源安排（2024年11月人大批准6万亿置换限额，配套4万亿专项债化债、2万亿棚改债务展期）

百万亿量级

城投平台有息债务推升的广义债务口径

资料来源：财政部，Wind，信堡投研，国信证券经济研究所整理

金融机构风险：中小险企的综合偿付能力约束

国信证券 GUOSEN SECURITIES

➢ 行业整体运行稳健

2026年二季度末行业综合偿付能力充足率180.6%、核心133.5%，显著高于100%与50%的监管红线。

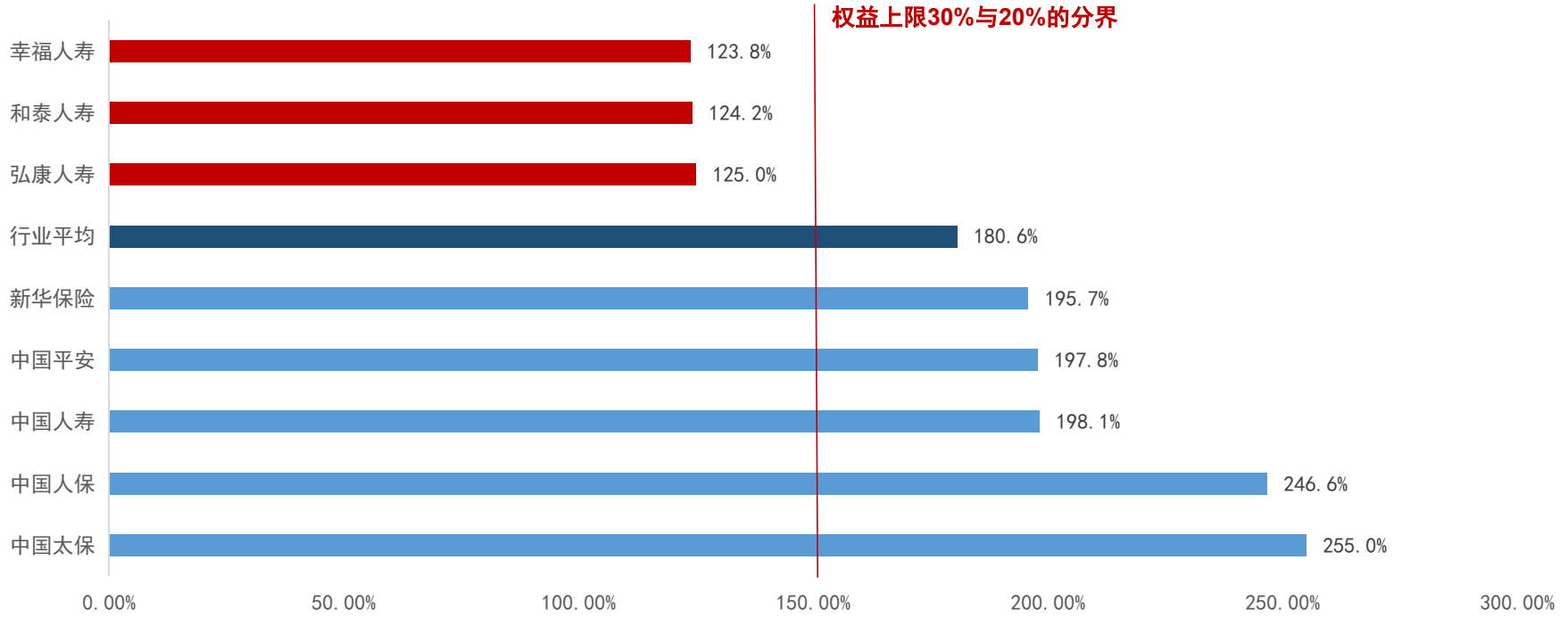
➢ 个体结构分化显著

134家已披露险企中5家不达标，包括华汇人寿、安华农险、长生人寿、前海财险、亚太财险；另有20余家长期未披露，部分接近120%重点核查线。尾部中小机构集中分布于120%至160%，距150%档位线不足10pct。

➢ 降档即被动减仓

综合偿付能力150%以上对应权益上限30%，跌破150%降至20%。权益市场下跌导致偿付能力下降，进而触发机构的合规调整压力，形成顺周期资产抛售效应。

图：2026年二季度末主要险企偿付能力充足率对比（单位：%）



资料来源：国家金融监督管理总局，公司公告，国信证券经济研究所整理

金融机构风险：险资被动减持规模有限，不构成系统性冲击

压力测试

- 通过测算，权益市场下跌10%，头部寿险公司核心偿付能力降幅约为7.5-12.5pct，综合偿付能力充足率降幅约为1.0-3.0pct。即使权益市场下跌30%，人身险行业综合偿付能力充足率仍可维持在160%以上，行业系统性的偿付能力档位下调压力较小。

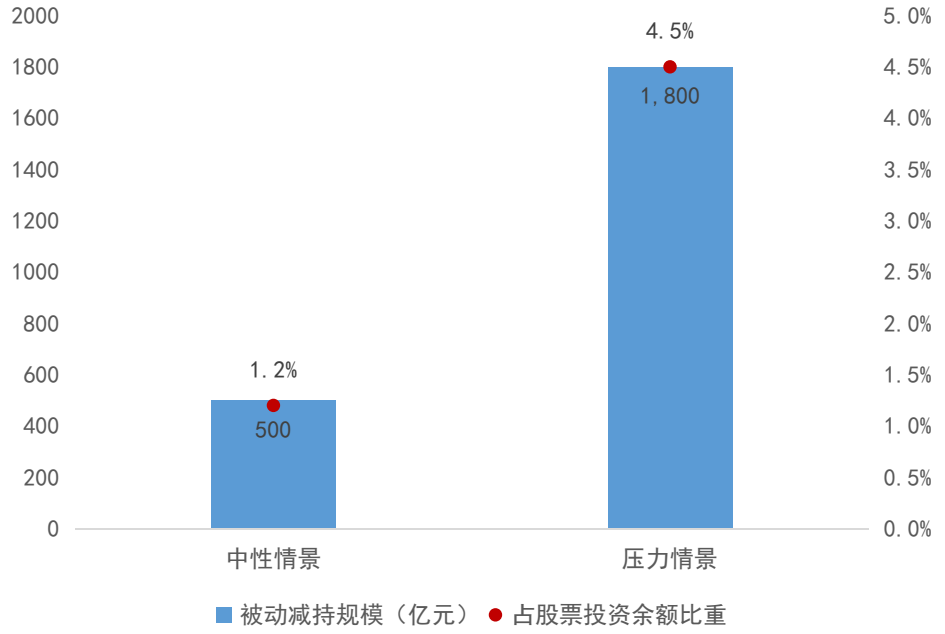
减持规模有限

- 中性情景下，全行业因偿付能力降档触发的被动权益减持规模约500亿元；极端压力情景下规模上限约1800亿元，仅占险资股票投资余额4.1万亿元的1.2%至4.5%，整体冲击幅度有限。

优化偿付能力行为已被验证

- 国富人寿通过压降权益资产等方式，综合偿付能力充足率环比提升约67pct；恒安标准养老、东方嘉富人寿等机构亦通过调整权益持仓结构优化偿付能力，均属于通过降低资本占用改善偿付能力的市场化操作。

图：险资被动减持规模及占股票投资余额比重（单位，亿元，%）



资料来源：国家金融监督管理总局，公司公告，国信证券经济研究所整理
注：比重计算分母为2026年二季度末保险资金股票投资余额4.1万亿元

金融机构风险：中小银行风险出清以重组为主

国信证券 GUOSEN SECURITIES

出清明显加速

- 2023-2026年上半年，全国被兼并重组、解散注销的中小银行法人机构分别为67家、198家、527家、224家；2025年受省联社改革与村镇银行整合推动，达到阶段性出清高峰。

处置路径与底层核心矛盾

三类核心处置路径：省联社改革推动区域整合、城商行吸收合并弱质机构、高风险机构纳入市场化法治化统一处置框架。

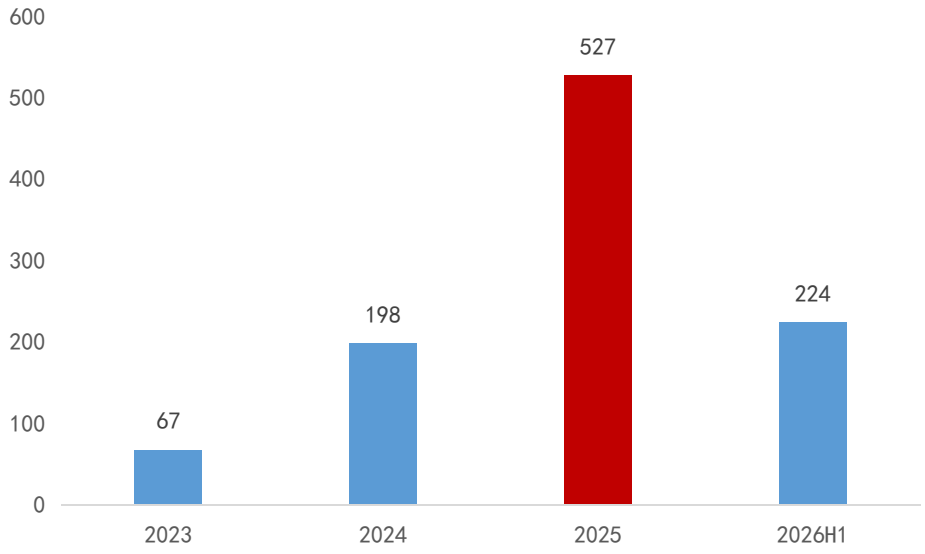
底层双重压力：

- 资产端：助贷新规收紧+大行下沉挤压，弱质机构净息差收窄至1.3%以下，资产质量承压
- 资本端：二级资本债发行门槛抬升，尾部机构市场化融资渠道系统性收窄

风险隔离而非风险消灭

- 处置特征：普遍采用“先剥离不良、再重组承接”的模式，审慎适用破产程序，核心是隔离信用风险传染，而非直接消解风险。
- 非银传导：中小银行整合后，理财代销与委外合作向头部机构集中，头部理财子、公募基金与保险资管的同业份额趋于提升。

图：2023-2026年6月被兼并重组或注销的中小银行数量



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

经济转型：内需政策加码是对冲增长压力

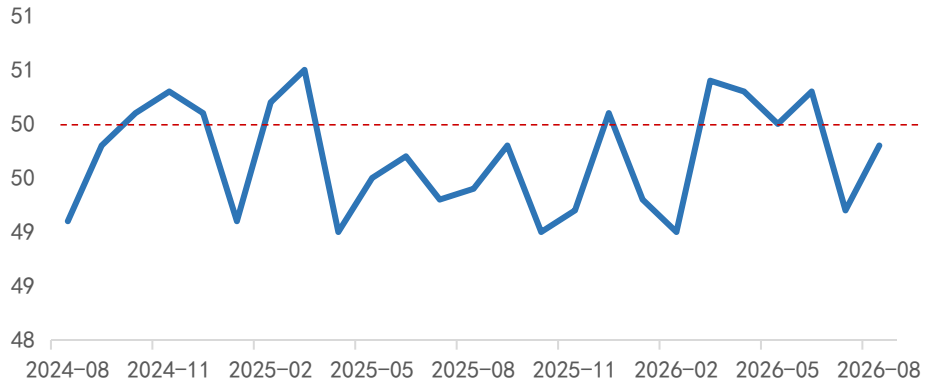
- 内需修复偏慢：2026年前三季度GDP同比4.6%，三季度单季4.5%；9月制造业PMI50.1%、工业增加值同比5.5%。整体呈现生产外需偏强、内需投资偏弱的格局，政策以对冲调节为主，非大规模强托底。
- 政府杠杆资金侧重化债民生：2026年三季度NIFD口径宏观杠杆率307.9%；住户56.4%、非金融企业178.6%延续去杠杆，政府窄口径73.0%为唯一主动加杠杆部门，增量资金优先投向化债与民生保障。
- 准财政定向发力，消费向服务倾斜：部门持续加杠杆，居民、企业部门延续去杠杆/弱修复
- 准财政工具定向发力，消费主线从商品转向服务：PSL、政策性金融工具定向支持保障房、化债等领域；前三季度服务零售增速5.0%，持续跑赢商品零售，政策聚焦放宽准入、扩大服务供给。

表：2026年三季度NIFD口径宏观杠杆率（单位：%）

部门	杠杆率（2026Q3，NIFD口径）
住户部门	56.40%
政府部门（窄口径）	73.00%
非金融企业（含平台）	178.60%
合计宏观杠杆率	307.90%

数据来源：国家统计局，国家金融与发展实验室（NIFD），国信证券经济研究所整理
注：口径为社融存量-股票融资+非银外债，分母为TTM名义GDP；平台计入企业部门

表：制造业PMI走势（单位：%）



数据来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

目录

01 冲击：风险再认识

02 **资金：结构再平衡**

03 证券：寻找利差

04 保险：回归本源

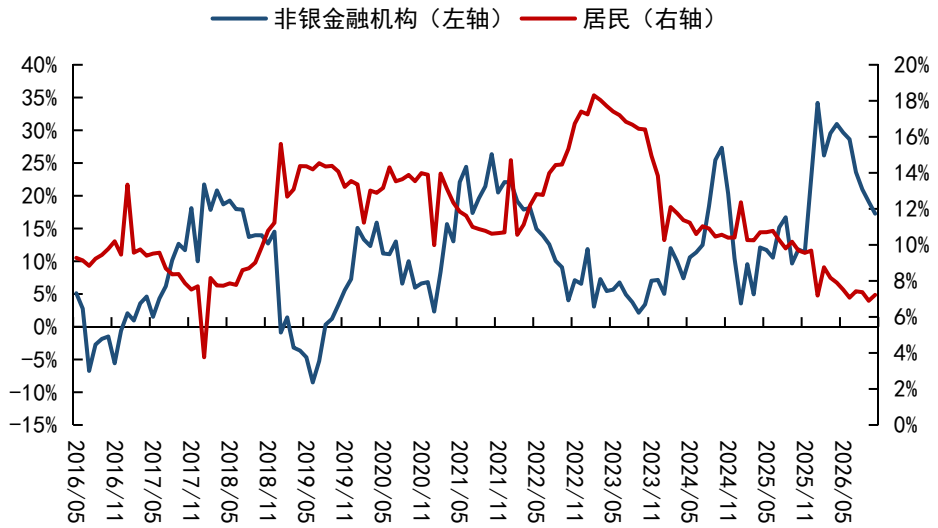
05 综合金融：政策主线

06 投资建议

存款搬家行至半途，节奏明显放缓

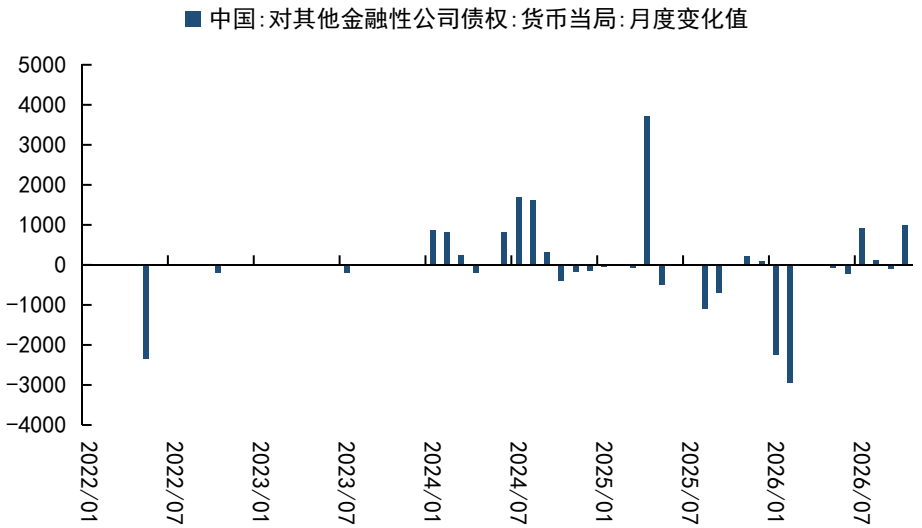
- 今年以来，非银机构和居民存款增速均呈现下行趋势。非银机构有高基数原因。
- 央行给中央汇金公司的贷款一般计入对其他金融性公司债权科目，规模变动与汇金入市操作趋势总体吻合。近期以来，该项科目读数未发生较大变化。
- 今年10月以来，资本市场波动明显加大，其他金融性公司债权当月新增量达到985亿元。

图：非银金融机构存款与居民存款增速对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：央行对其他金融性公司债权月度变化值（亿元）

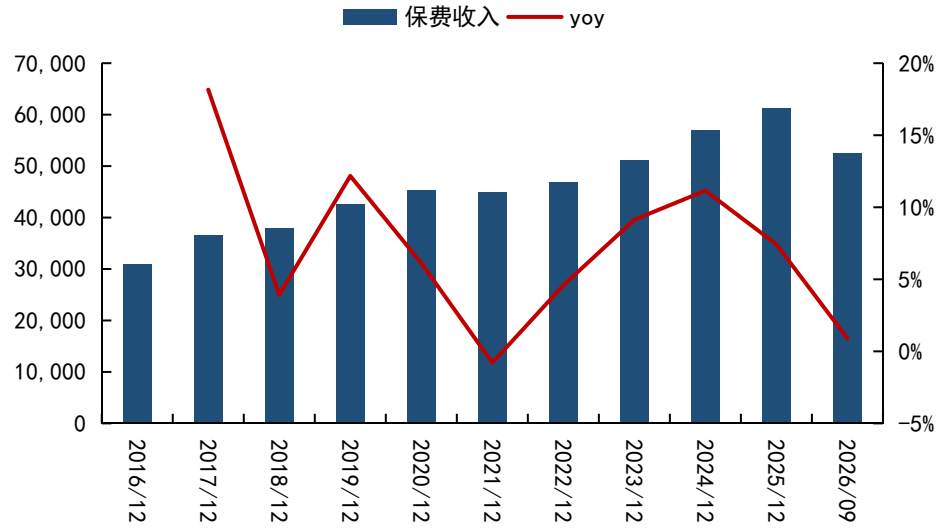


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险：保费增速下行，偿付能力充足率下降

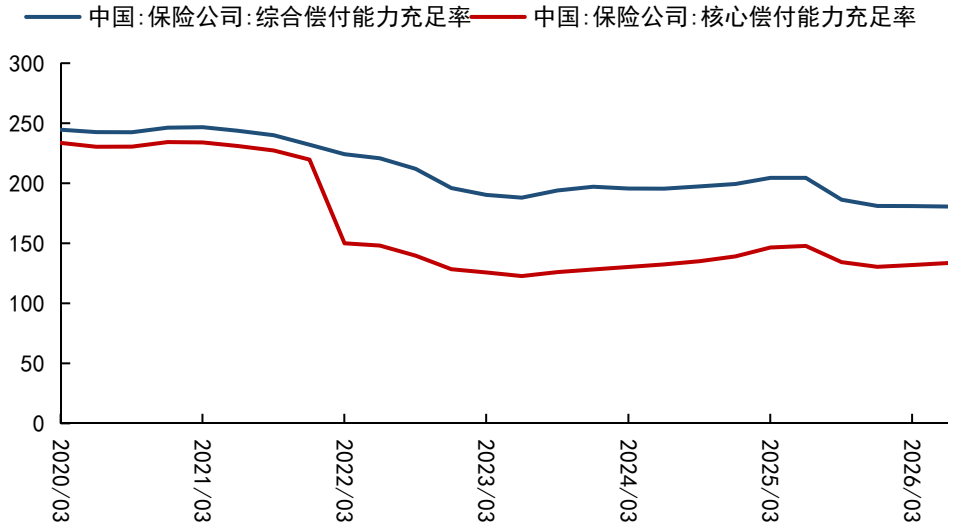
- 今年前9月以来，保险行业保费收入超5.26万亿元，同比增速降至0.9%。
- 资本市场波动、权益资产扩张等因素增加保险公司资本消耗。核心、综合偿付能力充足率均有所下行，这会对险资进一步增配权益资产形成制约。

图：保险公司保费收入及增速（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：保险公司偿付能力充足率变化（单位：%）

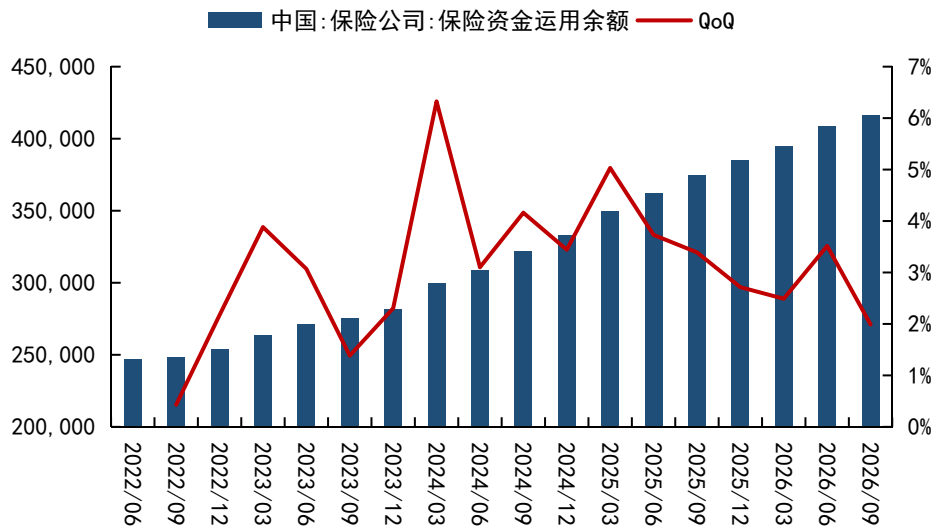


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险：资金运用余额突破40万亿，权益资产占比处于高位

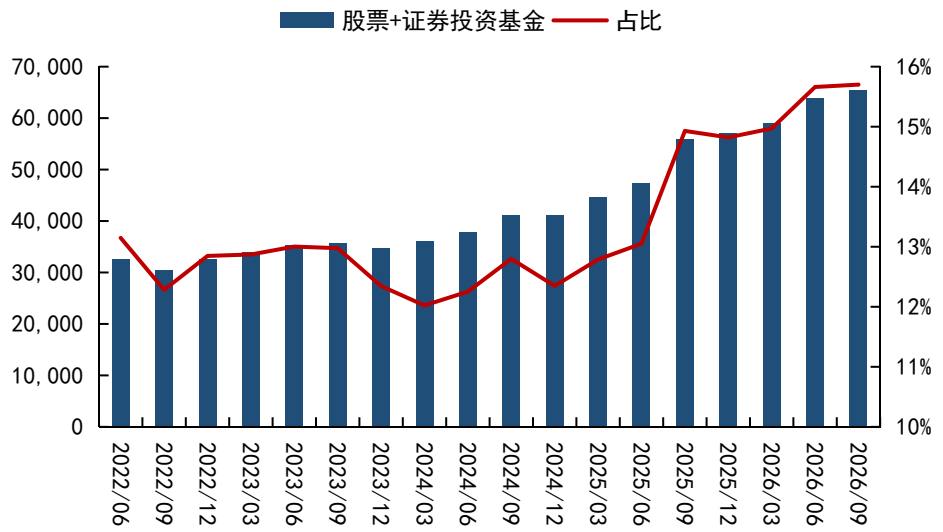
- 截至2026Q3，险资运用规模继续扩张，已突破41万亿。
- 保险公司持续加大权益资产配置，占比已经升至约16%。在监管政策支持、会计政策调整、险资规模扩张等多重因素影响下，保险配置权益资产规模攀升至高位。

图：保险公司资金运用余额及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：保险公司股票及基金配置规模及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

险资共识：股债收益中枢同步承压，结构重于方向

国信证券 GUOSEN SECURITIES

核心判断：

当前处于“低利率+弱权益”的轮换期，股债收益中枢同步承压，传统“类固收+贝塔配置”胜率下降，结构与工具的重要性显著提升。

环境特征：

低利率压缩固收票息与资本利得空间；

权益赚钱效应转弱，宽基超额不显；

风险偏好低位震荡，资产轮动速度放缓。

策略含义：

险资应从“方向押注”转向“结构优化+工具赋能”，采取久期匹配与结构增强并重的组合管理思路，稳健获取确定性收益。

图：轮换期象限图：当前处于“低票息+弱权益”象限



应对策略

久期匹配
动态匹配负债久期，
锁定期限溢价，
控回撤、稳收益

OCI红利
增配OCI债与高股息，
强化票息与权益分红
的稳定贡献

TPL成长卫星
配置信用与成长卫星，
挖掘超额收益来源，
提升组合弹性

分红险降成本
通过分红险结构
优化负债成本，
提升投资收益中枢

会计分类优化
优化FVTPL/OCI配置，
平滑净利润波动，
匹配负债特性

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

监管约束：有效久期缺口→利率风险对冲率

本次资负新规修订最核心的变化

征求意见稿(旧)	正式稿(新)
有效久期缺口=现金流流入有效久期−现金流流出有效久期 监管标准:不高于5年且不低于−5年 低于−5年时，现金流流入有效久期≥5年	**利率风险对冲率=现金流流入利率敏感度÷现金流流出利率敏感度** 监管标准:50%至150%之间 低于50%时，现金流流入利率敏感度≥5%

■**差值→比率：**管理对象从“资产久期与负债久期的绝对差”转为“资产利率敏感度对负债利率敏感度的覆盖比例”，更直观反映对冲程度。

■**单向→双向：**久期缺口主要靠“拉长资产”去填；对冲率是比值,分子（资产敏感度）与分母（负债敏感度）都可调节。

■**防利差损导向：**低于50%即“对冲不足”(资产久期显著短于负债)，利率下行时负债价值上升快于资产，利差损风险加剧**（正是低利率环境下监管最关注的情形）**。

注：正式稿将“有效久期缺口”(监管指标,±5年硬约束)降为监测指标,新增“利率风险对冲率”(监管指标,50%~150%)作为硬约束。对冲率近似为资产与负债有效久期之比,新约束等价于“资产久期≥0.5×负债久期”，旧约束为“资产久期≥负债久期−5年”；当负债久期>10年时新约束显著更宽松，比如假定负债有效久期约15年，按照之前“有效久期缺口口径”，资产有效久期要10年以上；而采取“利率风险对冲率”指标，简化看约7.5年能达标，可以减少约2.5年的长债久期增配需求。

监管约束：加大高股息资产有利于提高两个投资收益覆盖率

成本收益匹配要求

综合投资收益覆盖率

公式:综合投资收益÷负债资金成本

标准:≥100%

含义:过去5年综合投资收益须覆盖负债资金总成本(含客户保证利益+非保证利益)

导向:与5年长周期考核对应,鼓励险企做"耐心资本";平滑综合投资收益波动

净投资收益覆盖率

公式:净投资收益÷负债保证成本

标准:≥100%

含义:过去3年净投资收益须覆盖负债保证成本(客户保证利益)

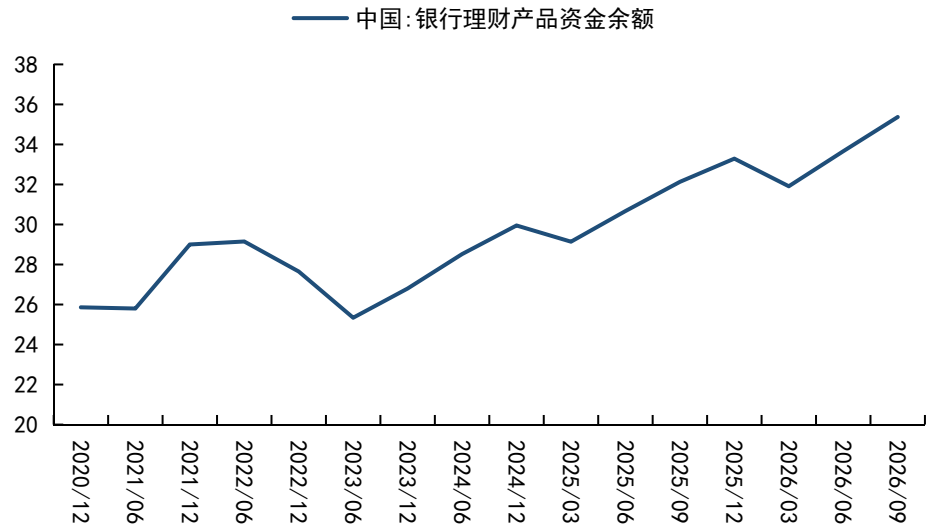
导向:净投资收益波动较小,取3年均值;与综合投资覆盖率形成"总成本+保证成本"双覆盖

注:负债资金成本中,普通型寿险/分红险/万能险用精算定价的客户利益成本;普通型非寿险业务用财务口径负债成本(负承保利润)。

银行理财本轮增加权益配置有限

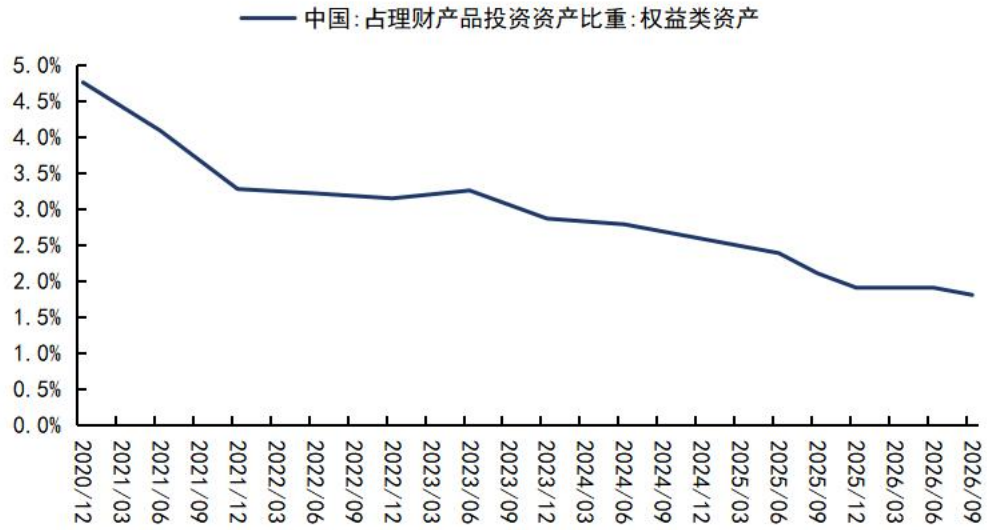
- 截至2026Q3末，银行理财资金余额已经突破35万亿元。
- 银行理财资产配置权益的占比为1.8%，较年初1.9%略有回落，显著低于其他类型机构投资者，伴随中长期资金入市政策推进，还有提升空间。

图：银行理财产品余额变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：银行理财投资资产中权益资产占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资管新规后银行理财四次演进线索

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 一条主线贯通四阶段

每一阶段资产端能提供多厚的票息缓冲，决定了可承担的风险类型；负债端能容忍多大的净值波动，决定资产端可采用的策略表达。

阶段之间的差异，本质上就是这两个变量的组合变化。

阶段	负债端特征	资产端特征	资负协同方式	代表性结果
2018年之前（资金池）	预期收益型报价、隐性刚兑、对净值波动无感知	可配置非标与长久期信用债、存在期限错配	以银行信用吸收资产端风险，属单向协同	风险在银行体系内累积，资管新规出台
2018—2022年（全面净值化）	净值敏感度高、破净率超过5%易触发赎回	以债券为主，权益与“固收+”占比有限	缺乏协同机制，赎回直接传导至资产端	2022年两轮破净潮与赎回负反馈
2023—2025年（估值平滑）	短期稳定性提升，但风险认知被扭曲	短期估值技术而非风险控扭能力	以估值技术遮蔽波动，突破净值型产品边界	2025年底估值整改全面完成
2026年及以后（低波稳健）	低波诉求刚性、负债短期化特征突出	转向多资产多策略，资质与工具持续补齐	以风险预算为纽带形成资负双向约束	转型进入能力建设与场景重构阶段

资料来源：银行业理财登记托管中心，国信证券经济研究所整理

估值平滑以技术降低波动，但面临监管博弈

国信证券 GUOSEN SECURITIES

整改改变了稳定性的来源

三类估值技术手段短期平抑了债市波动与权益调整，但净值不再真实反映底层资产的收益与风险，风险暴露被延迟。至2025年底整改全面收官，此后净值波动更直接传导至负债端，稳定性来自真实的波动控制能力与合理的预期管理。

整改时限为2025年6月底完成过半、2025年底全部完成。

估值手段	操作机理	主要问题	监管要求
收盘价估值	利用部分交易所私募债收盘价长期定格于100元，经信托计划通过形成类摊余成本效果	净值未反映真实风险，延迟风险暴露	应采用中债、中证、外汇交易中心提供的当日估值，覆盖直投与委外
平滑估值	通过特定会计处理赋平净值曲线	掩盖底层资产波动，投资者形成错误风险认知	禁止以平滑估值方式调节净值波动
自建估值模型	以内部模型替代第三方估值	削弱估值公允性与可比性，存在监管套利空间	禁止使用自建估值模型，压偏离收益应有序返还客户

2025年年末理财配置存款类资产增加**2.38万亿元**、占比升至**28.2%**，同期权益类资产减少**1700亿元**。

资料来源：银行业理财登记托管中心，国信证券经济研究所整理

多资产现实路径是借力公募，三季度基金占比升至7.9%创历史新高

国信证券 GUOSEN SECURITIES

结构调整方向清晰

2026年9月末理财投向公募基金占比升至7.9%，较年初提升2.8个百分点，创历史新高；债券占比41.0%、现金及银行存款27.5%、同业存单9.3%、权益类1.8%，资金持续向收益确定性更强的多资产类别腾挪。

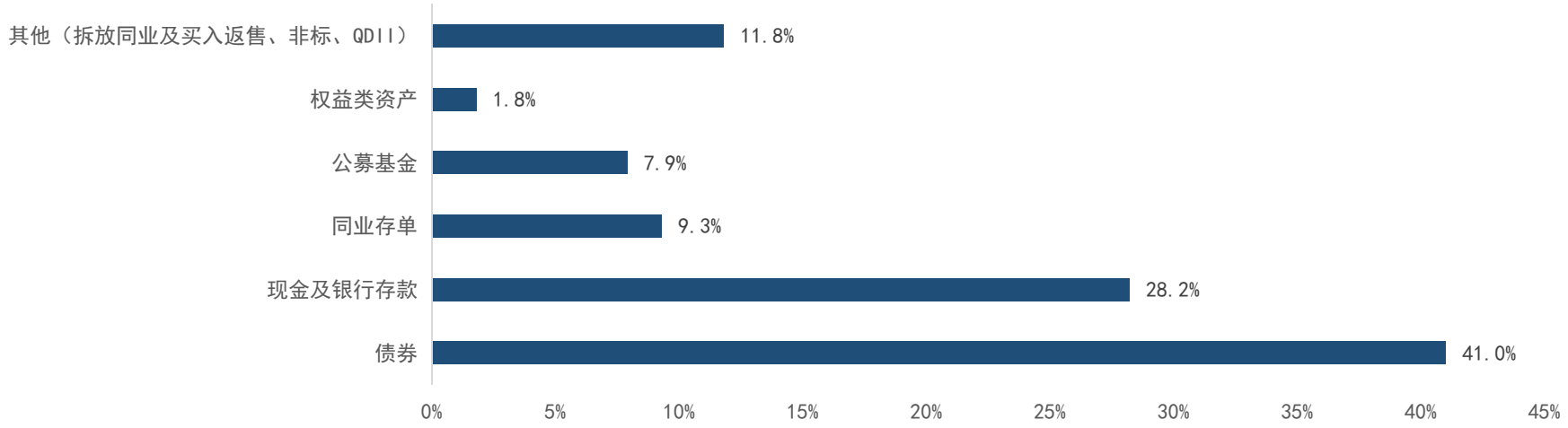
委外量级跃升

2026年前三季度理财新增超1.1万亿元委外敞口，合计配置公募基金约2.96万亿元。为平抑净值波动，理财大幅提升对摊余成本法债基的配置需求，中长期纯债基金累计配置约8000亿元。

含权敞口靠基金补足

权益直投能力仍在建设期，多数机构选择增配固收+基金与股票类基金，前三季度合计增配约2000亿元和1400亿元，指数工具与二级债基成为核心载体。

图：2026年9月末理财投资资产结构（单位：%）



前三季度新增委外敞口

超1.1万亿元

（测算口径）

合计配置公募基金

2.96万亿元

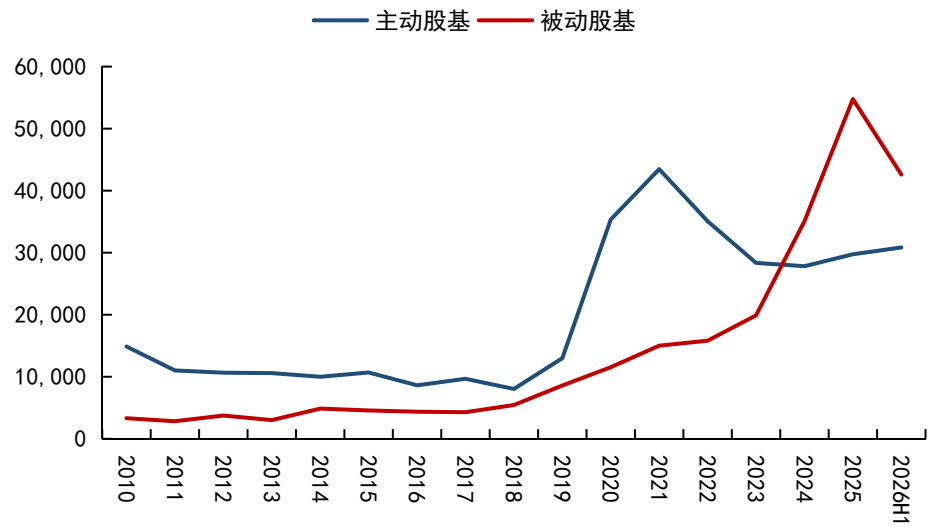
资料来源：银行业理财登记托管中心，国信证券经济研究所整理

公募基金：被动股基规模下降，“固收+”基金规模扩张

国信证券 GUOSEN SECURITIES

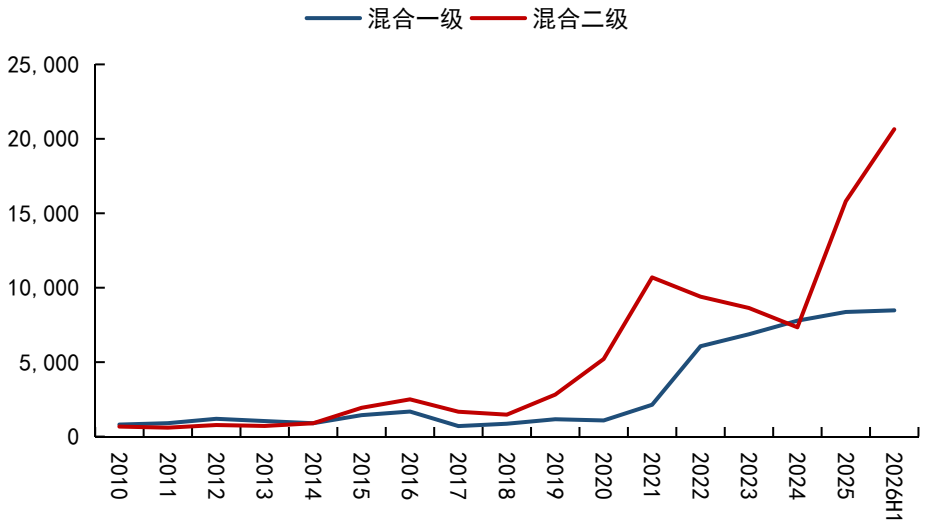
- 截至2026H1，被动股基规模下降明显。
- “固收+”产品中，混合一级、混合二级债基规模均增长，其中混合二级债基规模增长更加明显。

图：公募主动股基与被动股基规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：混合一级和混合二级基金规模（单位：亿元）

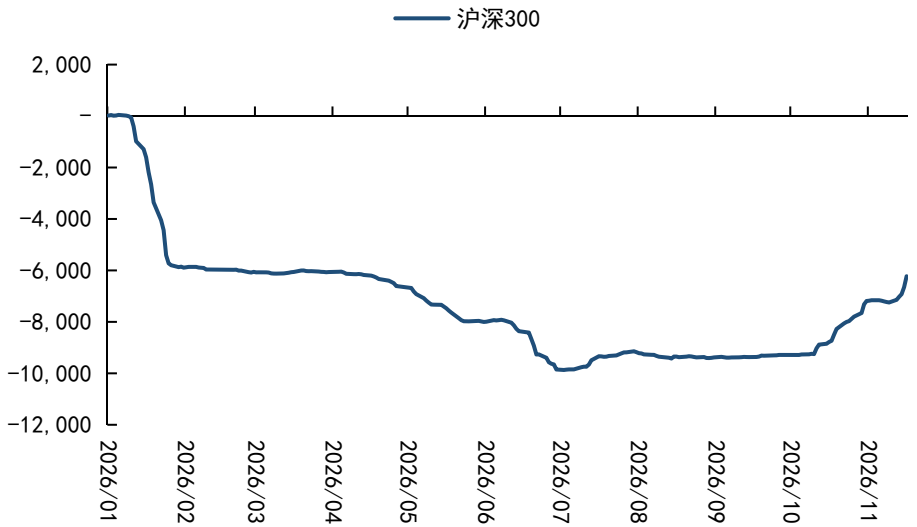


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中央汇金宽基ETF：资金恢复净流入

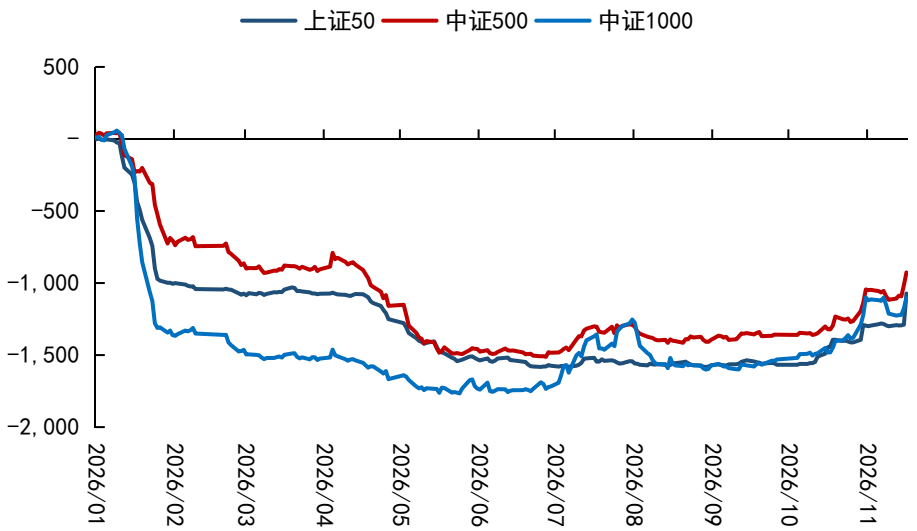
- 我们以2026H1中央汇金重点持仓的宽基ETF进行资金流向分析。
- 10月以来，重要宽基ETF如沪深300、上证50、中证500、中证1000等宽基ETF已经开始呈现大幅净流入状态。

图：沪深300ETF资金净流入额（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要宽基ETF资金净流入额（单位：亿元）



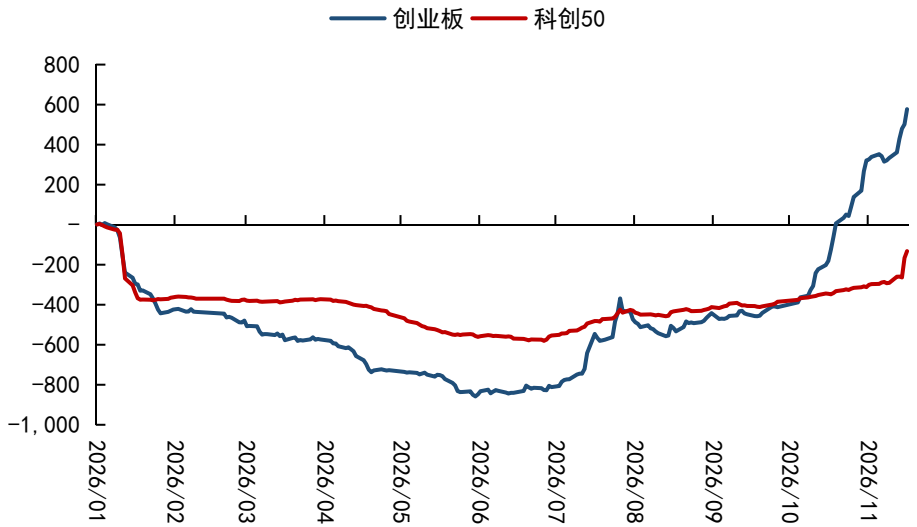
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中央汇金宽基ETF：资金恢复净流入

国信证券 GUOSEN SECURITIES

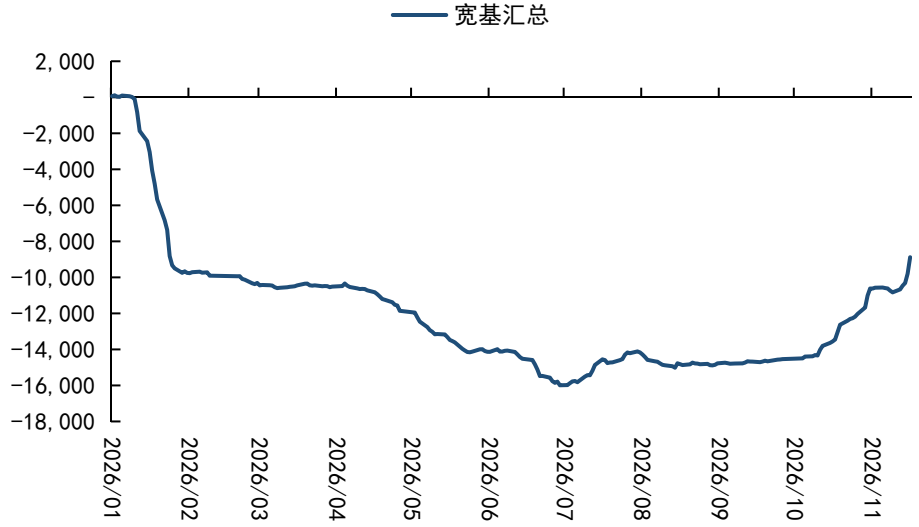
- 其中，创业板ETF、科创50ETF资金流向状态，已经快回正。
- 但是，宽基ETF汇总来看，今年以来仍呈现大幅净流出状态。

图：主要宽基ETF资金净流入额（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要宽基ETF资金净流入额（单位：亿元）



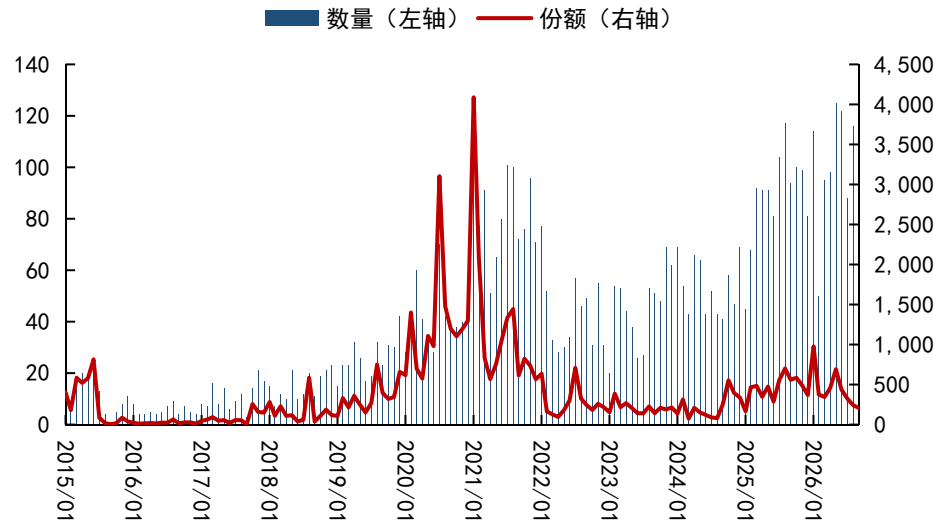
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募股基发行：发行速度减缓

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 公募股票基金发行热度呈现下降状态。数量未出现明显减少，但是平均发行份额下降较快。

图：公募股基发行数量及份额（单位：只、亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募股基平均发行份额（单位：亿元）

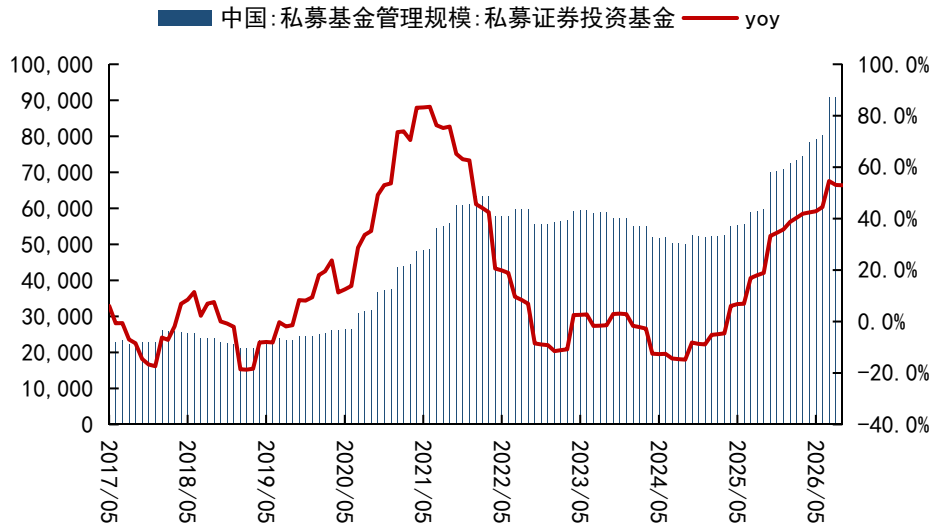


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

私募基金：管理规模增势放缓，新增备案下降

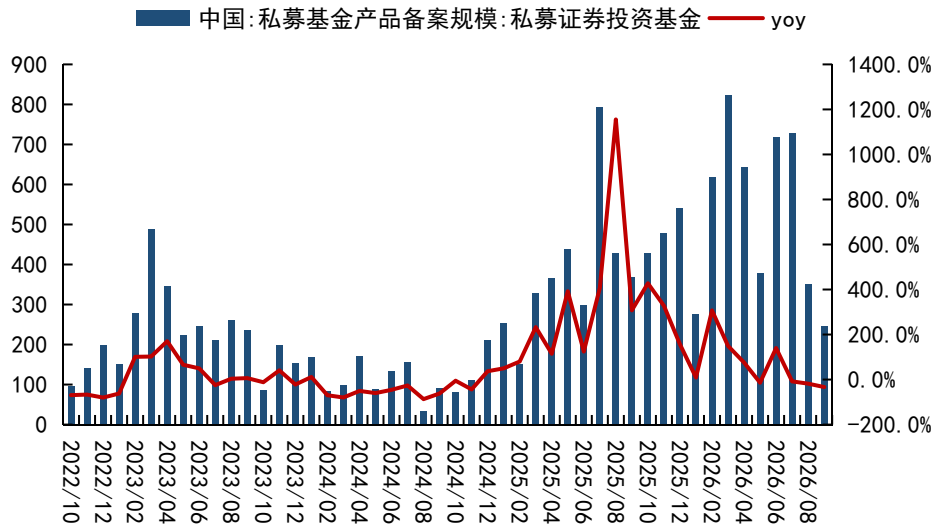
- 截至9月末，私募证券投资基金规模已经突破9万亿元。9月当月规模未再出现增长。
- 私募备案热度已呈现热度下降状态。

图：私募证券投资基金管理规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：私募证券投资基金备案规模及增速（单位：亿元）

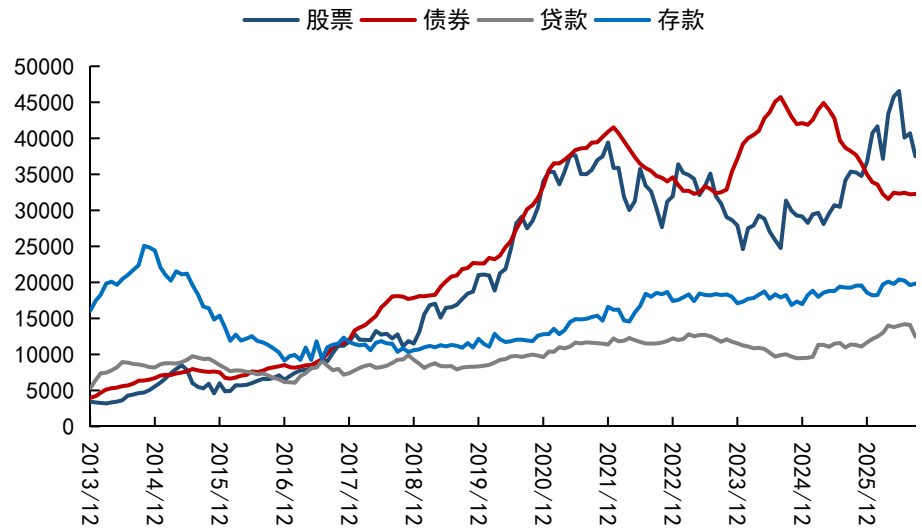


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

外资：持有股票资产开始下降，北向成交额占比小幅提升

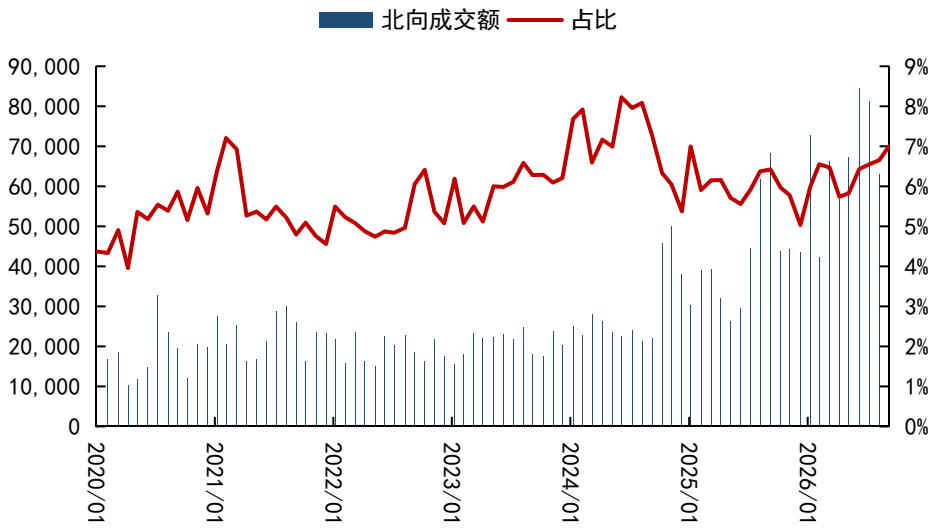
- 截至9月末，外资持有境内股票资产3.75万亿元，较今年6月高点下降超9000亿元。
- 北向资金成交额活跃度有所上行。

图：外资持有境内资产规模变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：北向资金交易额及占A股比重（单位：亿元）



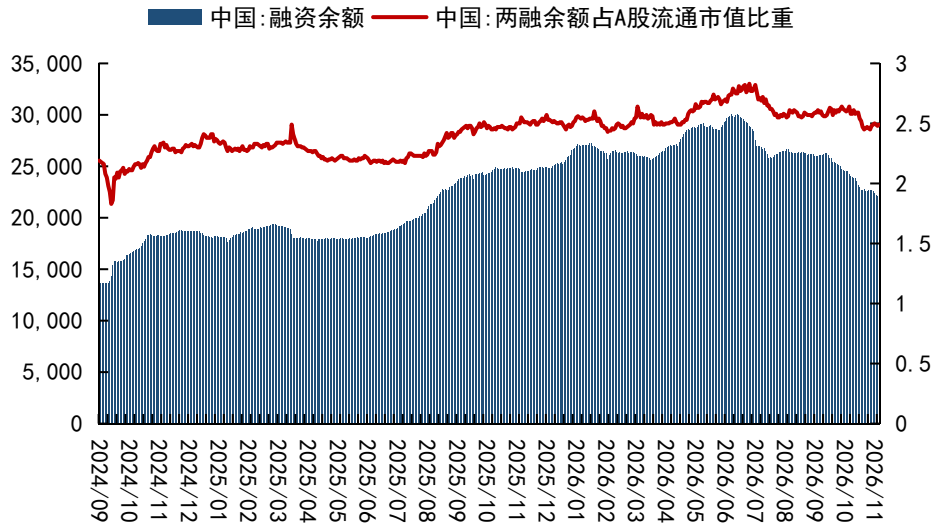
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

两融资金：规模持续收缩，成交活跃度亦下降

国信证券 GUOSEN SECURITIES

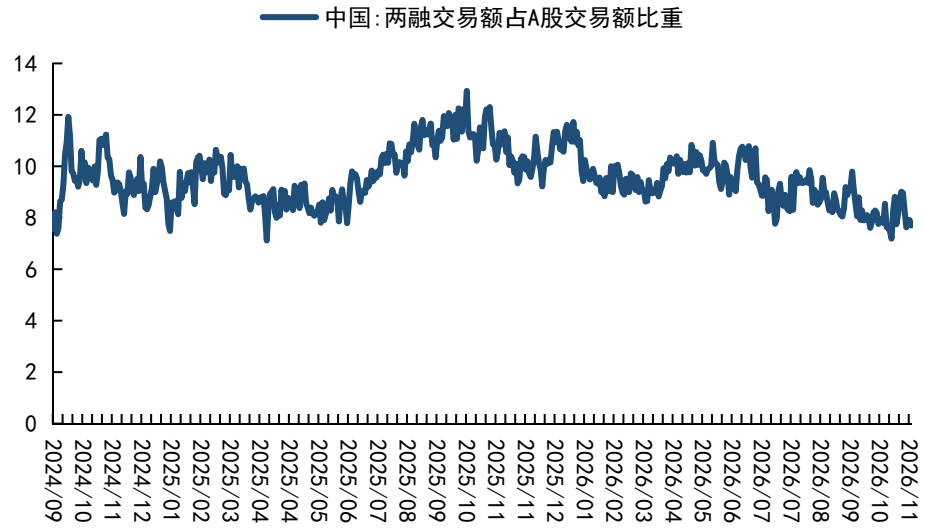
- 截至11月19日，融资资金规模已经降至2.2万亿元，较今年峰值下降约8000亿元。
- 同时，两融成交额占比亦呈现下行趋势。

图：两融规模及占A股流通市值比重（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：两融交易额占A股交易额比重（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

个人投资者：开户数量明显下降

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 个人投资者开户数量下降趋势较为明显。

图：上交所投资者新增开户数（单位：万户）



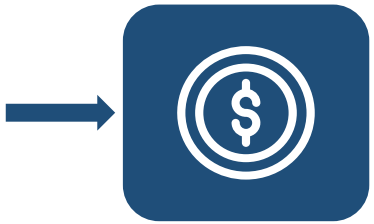
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2027市场资金结构：总量不再扩张，增量来自长期资金

图：资本市场资金结构平衡表

资金流入

保险资金	2026年前9月原保险保费收入规模约5.26万亿元，剔除赔付及费用后，预计险资将继续增配权益
公募基金	权益公募基金规模有所承压，主动权益基金仍面临规模收缩压力
私募基金	2026年9月末，私募基金管理规模9.13万亿元，规模增势暂停
杠杆资金	截至11月19日，两融余额达2.19万亿元，近期规模下降较快
理财资金	增量资金可能在“固收+”，节奏偏慢，量级约为2000亿元，对应权益增量资金约百亿元
散户资金	2026年前9月新增投资者约2800万人
外资	2026年9月末，外资持有A股市值3.75万亿元，较高点下降超9000亿



资金流出

交易费税	印花税减半征收，股票交易经手费有减少预期，量级在500亿元左右
融资成本	
IPO/再融资	科创融资推进，再融资有望通过“储架”发行制度加快
产业资本	政策影响下，减持节奏调整。7月以来，市场波动加大，减持力度有所下降

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2027市场资金净流入测算：分三种情景

国信证券 GUOSEN SECURITIES

图：资本市场资金净流入测算（单位：亿元）

方向	项目	悲观情景	中性情景	乐观情景	测算依据（假设详见「假设与依据」表）
资金流入	保险资金	3,000	4,200	5,500	新增保费约1.4万亿×30%投A股≈4000亿；险资股票占比已创新高，增配节奏平滑
	公募基金(含ETF)	2,500	5,500	7,500	公募持A股流通市值每年增10%；主动权益发行顺周期承压，ETF承接为主
	私募基金	0	1,500	3,000	证券类私募规模9.13万亿、增势暂停；业绩驱动的弹性资金
	杠杆资金	-1,000	1,500	3,000	两融余额2.22万亿，较6月峰值3.02万亿已出清
	理财资金	100	500	1,500	增量以「固收+」为主、节奏偏慢
	散户资金	1,000	3,000	5,000	2026年前9月新增投资者约2800万人；居民存款搬家滞后于赚钱效应
	外资	-1,500	500	2,000	2026H1北向净买入超5000亿，但9月末持股3.75万亿较高点降超9000亿；全球流动性转向压制回流幅度
	资金流入合计	**4,100**	**16,700**	**27,500**	**七路资金合计**
资金流出	交易费税	400	500	600	印花税减半征收、股票交易经手费下调，量级约500亿；随成交额小幅波动
	融资成本	900	1,200	1,600	两融余额约2.2万亿×融资利率约5.5%≈1200亿（估算）
	IPO/再融资	6,500	9,000	12,000	2026年前三季IPO 2163亿+再融资5348亿；预计2027年自高位回落；科创融资推进
	产业资本减持	3,500	5,000	7,000	2026年前三季净减持超3500亿；2027年纸面解禁规模增加
	资金流出合计	**11,300**	**15,700**	**21,200**	**四项抽水合计**
资金净流入（流入-流出）		**-7,200**	**1,000**	**6,300**	**中性情景约+1000亿：总量不再扩张，增量主要来自险资、ETF等长期资金**

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

目录

01 冲击：风险再认识

02 资金：结构再平衡

03 **证券：寻找利差**

04 保险：回归本源

05 综合金融：政策主线

06 投资建议

中信证券的经验：熊市并购，牛市融资

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **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

中信证券的经验：熊市并购，牛市融资

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **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

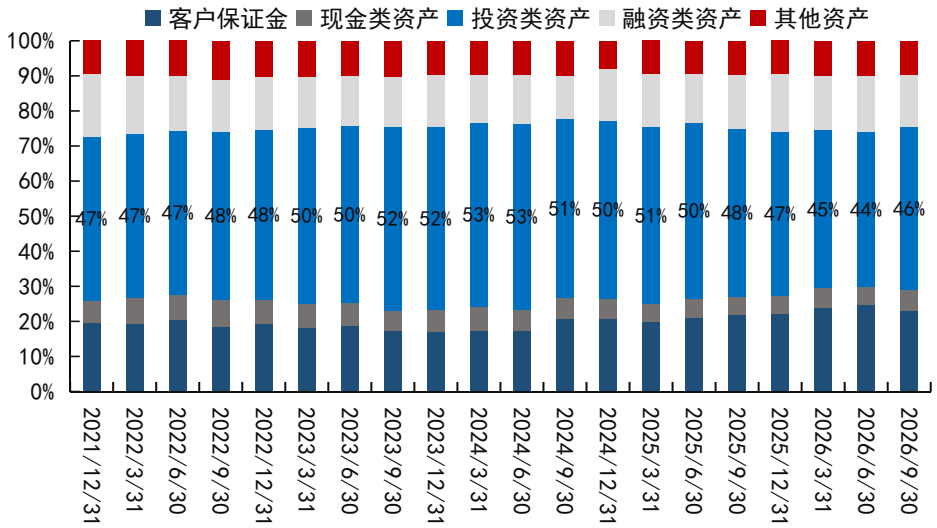
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

证券公司探索资金使用新方向

国信证券 GUOSEN SECURITIES

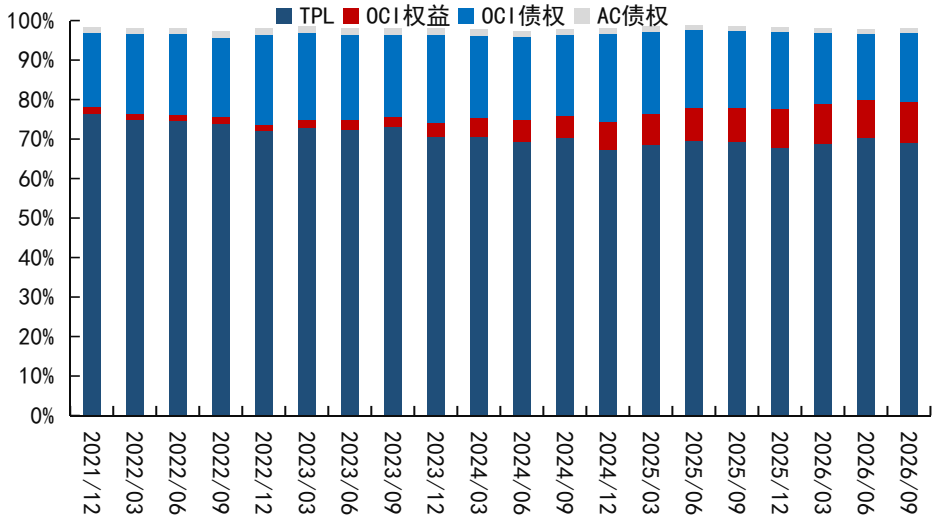
- 证券公司投资资产等主动扩表资产保持增长。
- 证券公司金融投资资产中，OCI权益投资逐步成为一个重要扩表方向，占比越来越高。

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

融资来了用哪里？下一轮并购整合

- 今年以来的行业整合并购案例，大致可以分为两类：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

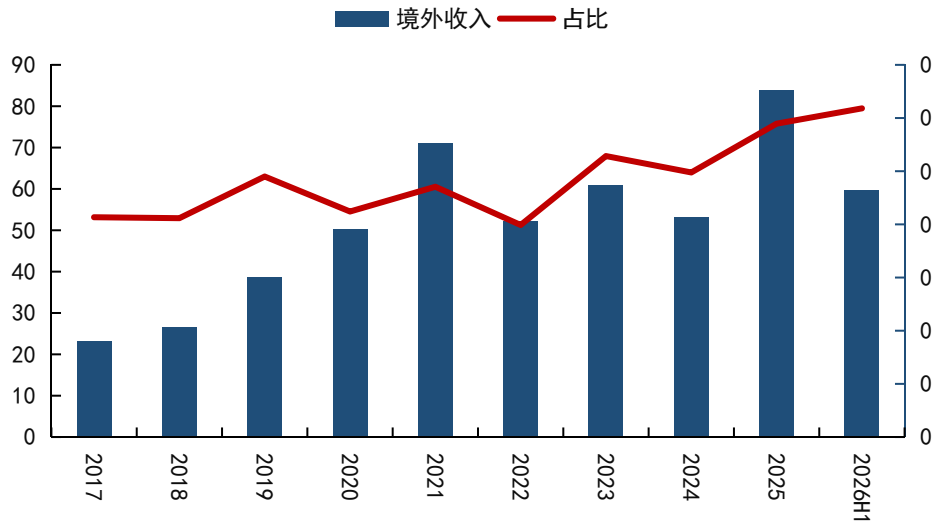
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

融资来了用哪里？券商出海，跨境用表

国信证券 GUOSEN SECURITIES

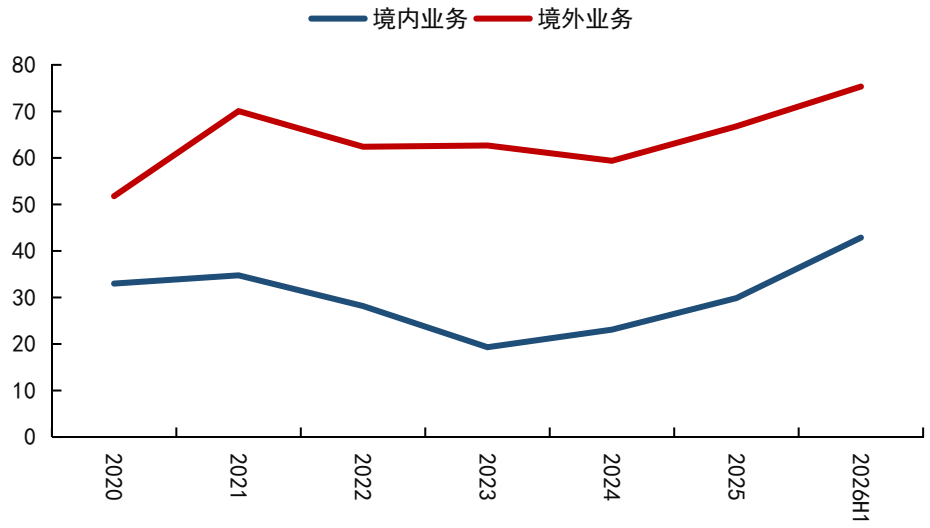
- **跨境业务是扩表方向之一。**
- 中金国际以控股公司身份在中国香港、纽约、新加坡、伦敦、法兰克福和东京等世界各主要金融中心设立子公司或分支机构，并积极在“一带一路”地区拓展业务。目前，中金公司已在境外建立了证券研究、投资银行、机构经纪、资产管理和财富管理等业务平台。近年来，中金公司境外业务收入占比稳中有升。由于公司在境外开展的主要是经纪、投行、资管等轻资产业务，公司境外业务毛利率显著高于境内业务。

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（单位：%）



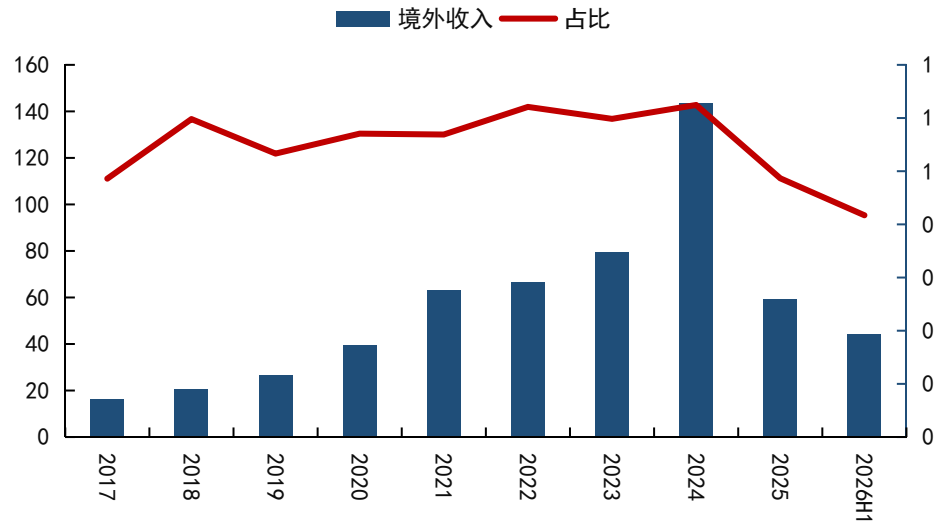
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

融资来了用哪里？券商出海，跨境用表

国信证券 GUOSEN SECURITIES

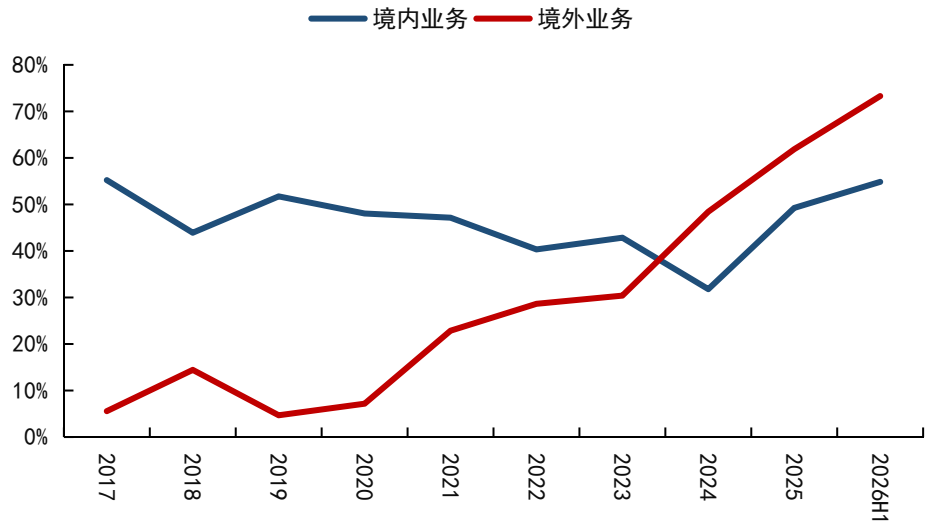
- **跨境业务是扩表方向之一。**
- 华泰证券在境外通过华泰国际及其持有的香港业务、美国子公司、新加坡子公司运营主体经营国际业务。华泰国际作为公司国际业务控股平台，全方位对接集团全业务链体系，推进跨境联动，为境内外客户提供跨境综合金融服务。以香港市场为依托，积极布局美国、欧洲、亚洲等成熟市场及新兴市场。

图：华泰证券境外收入及占比（单位：亿元）



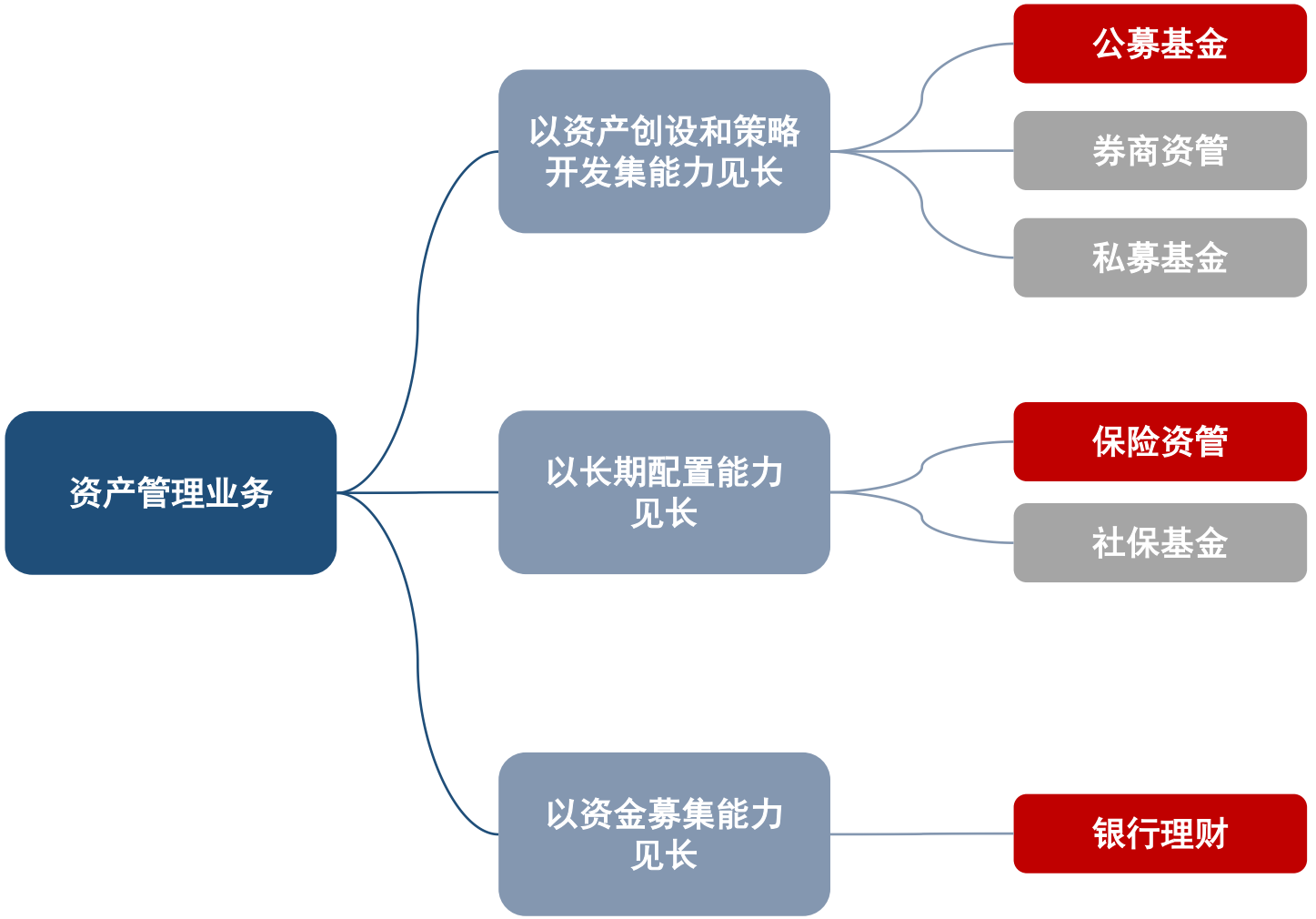
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：华泰证券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

融资来了用哪里？资本中介打造机构生态服务圈



- 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

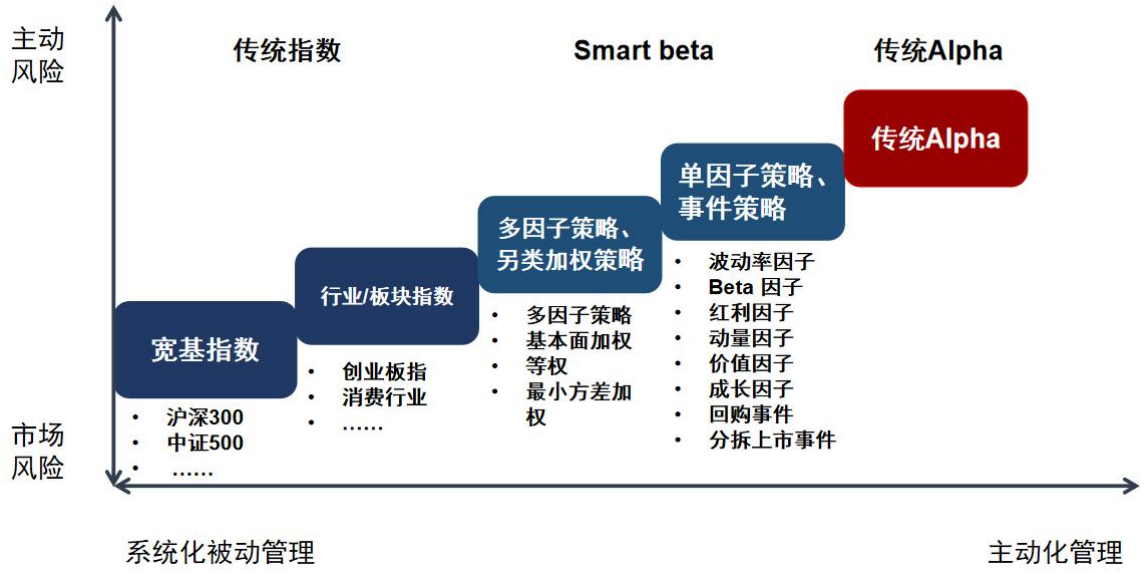
- 具备相对成熟的大类资产配置能力
- 具有期限长、规模大、稳定性强的优势，与长久期的资产能更好地匹配
- 具备全面审慎的风控体系

- 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：公募基金开启指数化+工厂化”转型时代

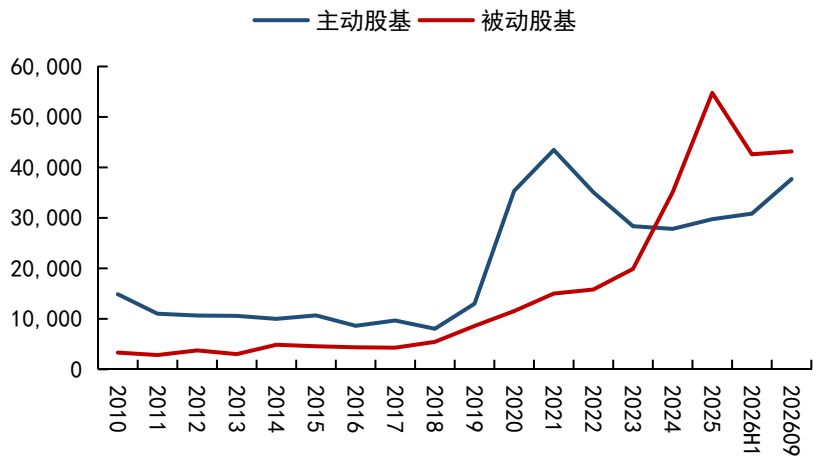
- **公募基金行业中的被动指数化投资发展迅速。**一方面来自投资理念进化，尤其是随着市场有效程度提升，超额收益挖掘愈发困难，另一方面随着投资者对成本敏感度增加，越来越多个人和机构投资者倾向于选择低成本的被动型基金。同时，富有创新意识的基金公司加大相关指数产品的研发，补全指数产品谱系，如除了传统宽基指数基金，还有更多行业类、Smart Beta类等也被挖掘，这些产品具有较高的流动性和透明度，适宜匹配各种投资策略。
- 公募基金持续加强涵盖主动权益、固定收益、被动投资、绝对收益、海外投资、ABS/REITs、商品与期货期权衍生品等在内的多资产多策略研究能力；具体体现在打造底层资产清晰、风格稳定、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



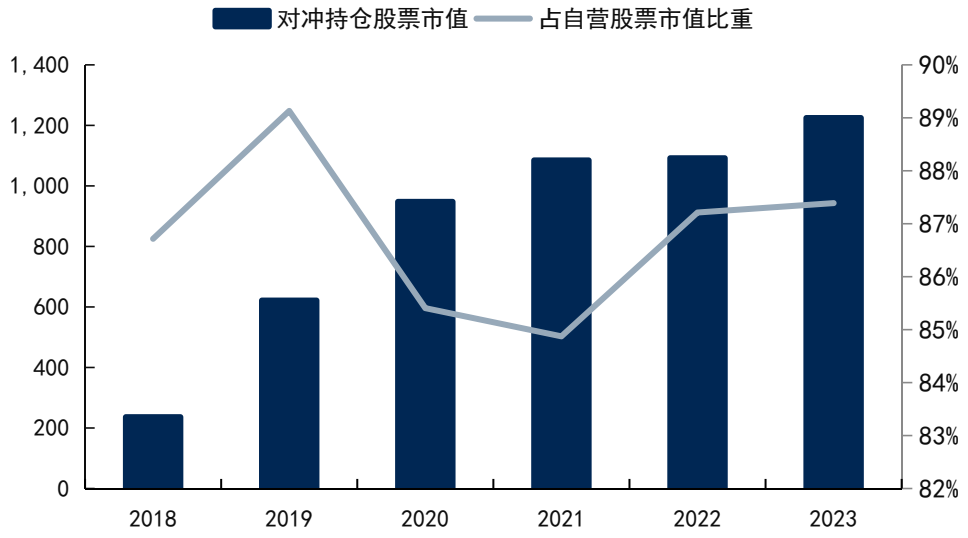
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

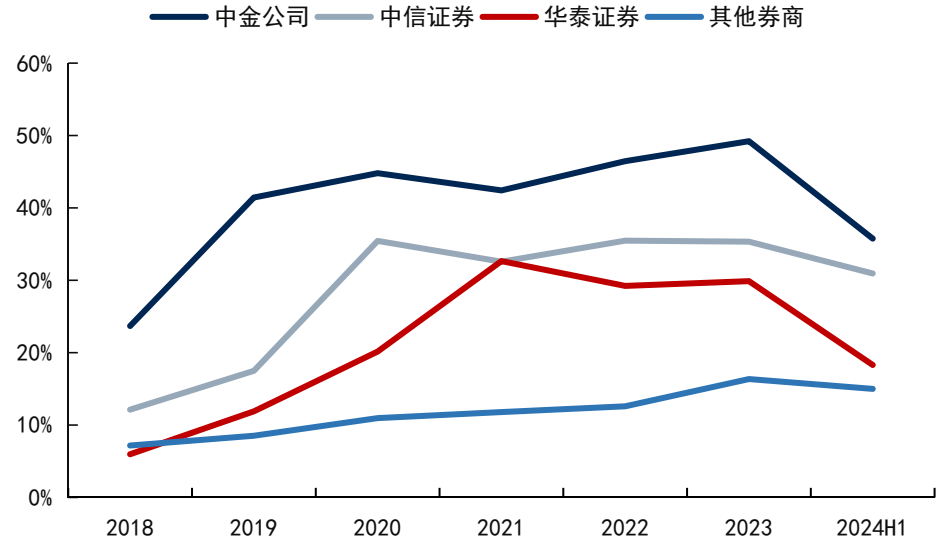
- 场外衍生品业务的发展促进了券商用表方式的创新。SAC市场体系下，场外衍生品业务一般由券商和交易对手在场外签订合约，由券商在场内（或场外不同交易对手之间）进行对冲，并通过Delta对冲、网格交易等形式赚取利润。在场内对冲时，券商一般适用股票、ETF及期指等工具。以中金公司为例，其持仓的股票中，将近90%是作为对冲持仓。
- 中金、中信、华泰等券商交易性金融资产中股票占比明显高于其他券商，且在2018年-2021年占比上升明显。考虑到中金、中信、华泰场外衍生品业务开展规模较大，增加的股票持仓或用于场外业务对冲。

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

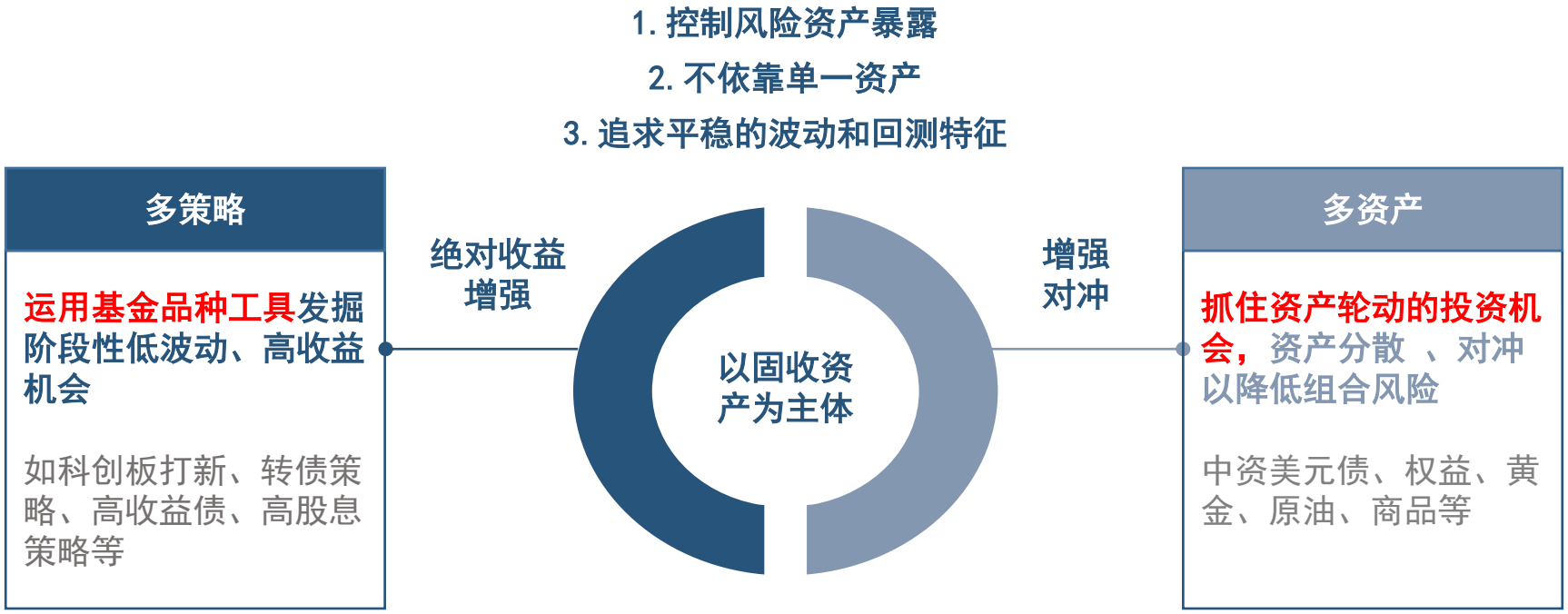
图：中金、中信、华泰等券商FVTPL中股票市值占比高于其他上市券商



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

竞合年代：券商为机构提供资产和风险管理解决方案

图：多策略和多资产体系



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

券商ROE提升途径

国信证券 GUOSEN SECURITIES

➢ 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	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1-3Q26
600030.SH	中信证券	8.68	11.82	9.22	7.56	7.72	9.81	9.03
601688.SH	华泰证券	8.60	9.62	7.05	7.41	8.28	8.22	7.09
000776.SZ	广发证券	10.60	10.60	6.99	5.45	6.80	9.02	9.57
GS.N	高盛	10.16	21.02	9.92	7.28	11.95	13.91	14.05
MS.N	摩根士丹利	12.00	14.51	10.73	9.12	13.16	15.60	14.04
净利率								
代码	简称	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1-3Q26
600030.SH	中信证券	28.53	31.37	34.05	34.19	35.41	41.42	47.73
601688.SH	华泰证券	34.57	35.88	35.48	35.64	37.43	45.72	47.41
000776.SZ	广发证券	36.95	35.20	35.41	33.75	38.77	42.13	46.28
GS.N	高盛	22.81	36.68	25.22	18.83	27.37	28.92	31.65
MS.N	摩根士丹利	23.19	25.31	20.94	17.22	22.00	24.22	26.26
资产周转率								
代码	简称	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1-3Q26
600030.SH	中信证券	0.058	0.070	0.053	0.047	0.044	0.046	0.030
601688.SH	华泰证券	0.049	0.053	0.040	0.043	0.049	0.040	0.030
000776.SZ	广发证券	0.063	0.062	0.041	0.034	0.036	0.039	0.036
GS.N	高盛	0.039	0.045	0.031	0.029	0.031	0.034	0.028
MS.N	摩根士丹利	0.048	0.052	0.045	0.045	0.051	0.053	0.040
权益乘数								
代码	简称	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1-3Q26
600030.SH	中信证券	5.37	5.97	5.60	5.29	5.63	6.19	6.45
601688.SH	华泰证券	5.08	5.49	5.27	5.09	4.64	4.75	5.48
000776.SZ	广发证券	4.50	4.85	5.08	5.08	5.09	5.71	6.29
GS.N	高盛	11.58	12.76	12.79	13.17	13.89	14.11	15.97
MS.N	摩根士丹利	10.97	11.12	11.52	11.92	11.83	12.19	13.61

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

目录

01 冲击：风险再认识

02 资金：结构再平衡

03 证券：寻找利差

04 保险：回归本源

05 综合金融：政策主线

06 投资建议

保险回归经营本源

- **行业正处在“承保盈利修复+资产端再平衡”的再出发阶段**：保费增长中枢放缓但结构持续优化，非车险成为增量核心；费用监管与“报行合一”推动综合成本率（COR）下行，承保盈利韧性增强；资产端净投资收益率承压但在权益增配与OCI重分类下，总投资收益率弹性可期。寿险端在“分红险占比提升+预定利率下调”下，负债成本下行趋势确立；长期视角下，健康险/责任险有望构成非车险的结构性增长主线。

图：寿险盈利三差拆解：强化资产负债匹配



资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

表：2026年前三季度保险行业经营维度分析

经营维度	2026年前三季度核心表现
保费	2026年1-9月行业仍维持低位正增长。人身险公司原保费38631万亿元（+0.5%），9月单月回暖，产险13982万亿元（+2.0%），非车险为主要增量，车险基本持平。
承保	寿险个险渠道具备韧性，银保渠道新单普遍承压，寿险NBV增速分化但价值率改善方向明确；头部财险COR持续优化，Q3灾害扰动不改全年趋势。
负债成本	分红险转型压降寿险刚性成本，银保“65号文”短期影响规模、长期利于价值率与负债成本优化；车险“报行合一”压降费用率，车险COR持续回落。
投资	2026H1多数险企总投资收益率同比提升、净投资收益率下行；Q3权益回撤使9M26利润承压，环比弹性取决于权益修复。

资料来源：金管局，公司财报，国信证券经济研究所整理

保费：温和增长、结构优化

人身险

分红险切换期新单短期承压，续期保费托底大盘。

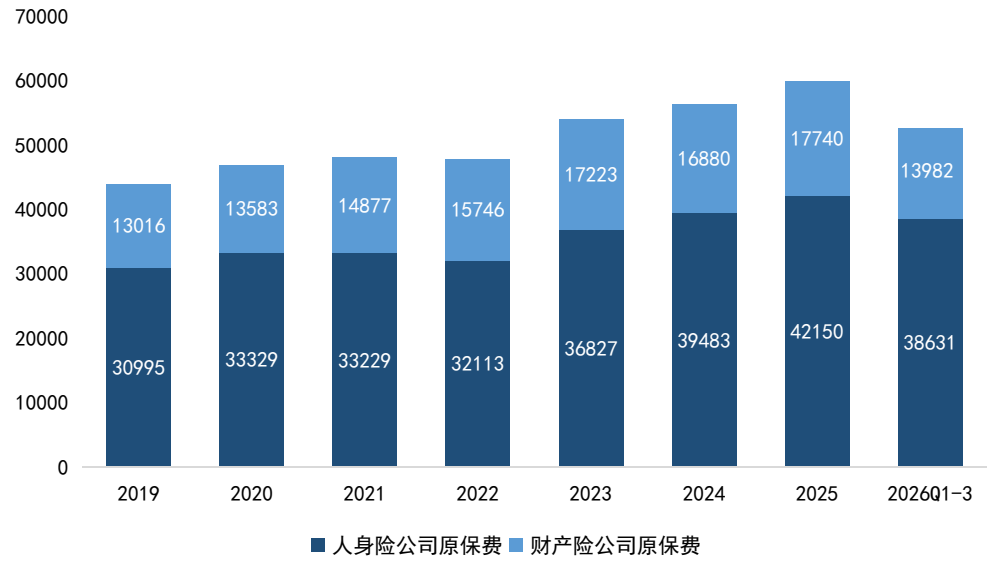
2026年1-9月人身险公司累计原保费3.86万亿元、同比+0.5%；寿险同比+0.9%，占比82.9%，分红险产品是新单保费增长支撑。其中，中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险寿险保费分别+1.0%/+4.4%/-1.7%/+3.5%。

财产险

车险步入存量竞争；非车险受政策与需求双驱动扩容。

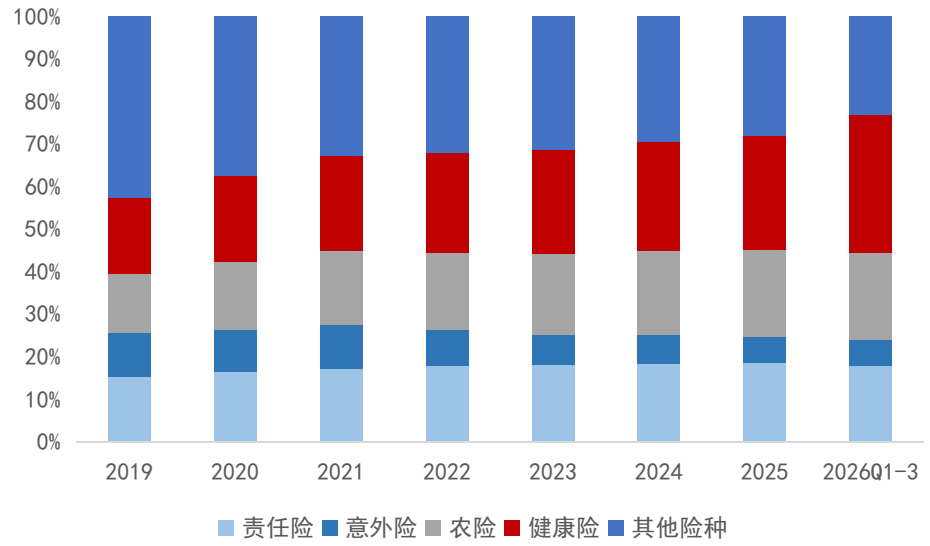
2026年1-9月产险累计原保费1.40万亿元、同比+2.0%；车险同比微降、非车险+4.0%，结构上非车险占比51.1%。健康险成为非车险中最主要的增长贡献者。其中，人保/平安/太保产险合计：车险保费分别+0.1%/持平/+0.1%；非车保费+3.2%/+10.0%/+3.7%。

图：人身险及财险公司原保险保费收入（单位：亿元）



资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

图：财产险公司非车险保费收入险种构成（单位：%）



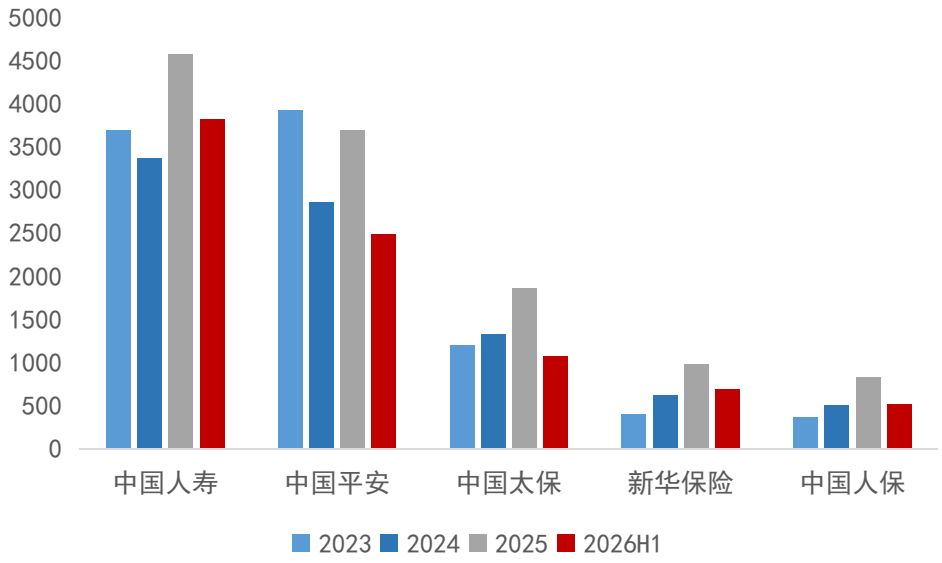
资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

承保：寿险负债成本下行，财险COR改善

寿险负债成本进入持续下行通道：产品端预定利率下调叠加分红险占比大幅提升，负债端刚性成本稳步压降，新业务价值对投资收益率波动的敏感性显著收窄，长期利差损压力边际缓释。2025年A股上市险企NBV整体同比增长35.8%，2026年上半年价值率延续修复态势，行业从规模驱动转向价值与负债成本管控并重。

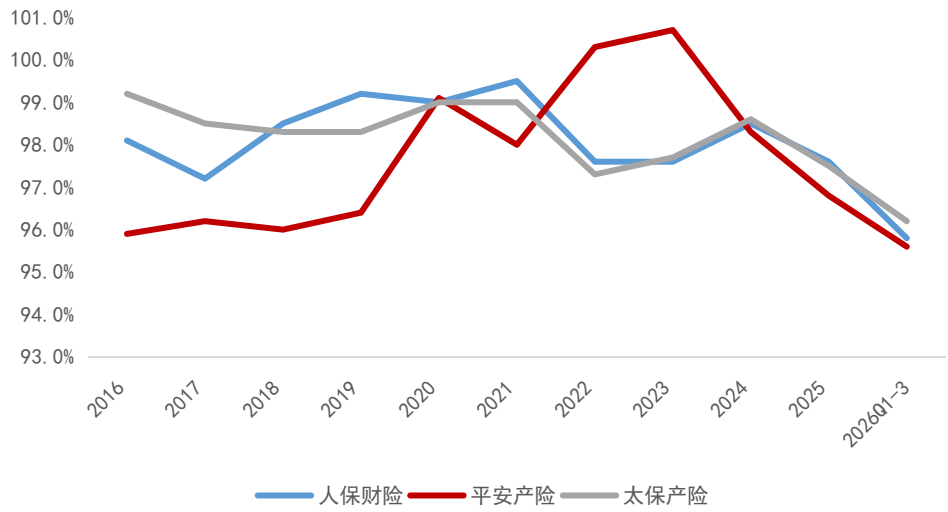
财险承保盈利持续修复：核心驱动为车险与非车险“报行合一”深化落地，费用虚高与变相返佣逐步出清，综合费用率持续压降；赔付端受三季度自然灾害扰动出现短期波动，但不改全年承保盈利修复的整体趋势，行业向精细化经营本源回归。

图：主要上市险企寿险新业务价值（单位：百万元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：主要上市险企财险综合成本率走势（档位：%）

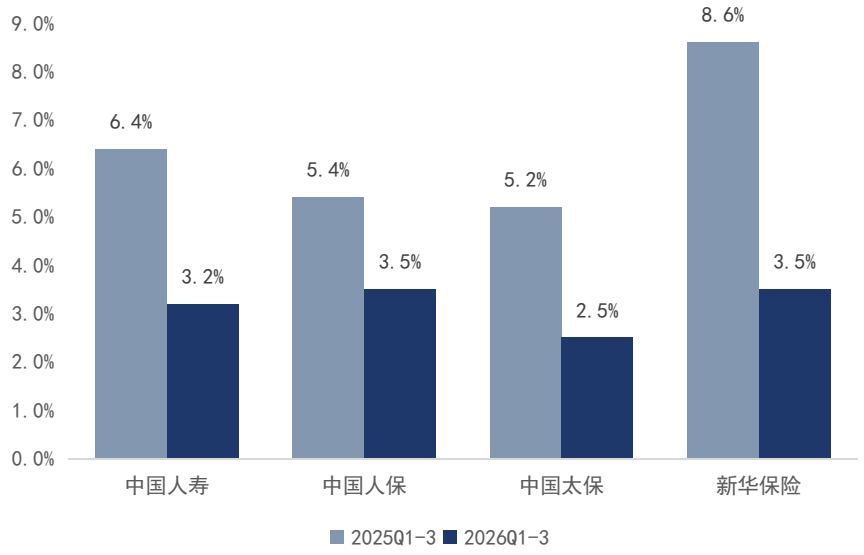


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

投资：资负匹配与业绩韧性并重

- IFRS9下，FVTPL类资产放大损益波动，FVOCI类资产将公允价值变动留存于净资产端，平滑利润表波动；三季度单季多家险企净利润大幅下滑，主要受权益市场回撤的阶段性影响。平安/太保前三季度归母营运利润分别+8.3%/+5.6%；国寿剔除公开权益短期波动后三季归母净利+15.8%，更能反映“资负长期经营”面的稳定性。
- 债券端优化会计分类结构，持续压降AC类固收占比、提升OCI固收配置比例，兼顾浮盈兑现平滑利润与利率风险对冲；权益端深化资产再平衡，主动收敛交易型敞口，高股息底仓向OCI迁移，同步推进TPL价值策略转型。
- 短期看，利润修复的弹性取决于权益企稳与反弹；中期看，在“低利率与资负新规”约束下，固收久期管理及高股息增强将成共识路径，增厚净投资以满足“净/综合投资收益覆盖率≥100%”的监管硬约束。

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

注：中国人寿、新华保险为年化投资收益率，其余为非年化投资收益率。

表：上市险企资产配置比例（按会计计量方式，单位：百万元，%）

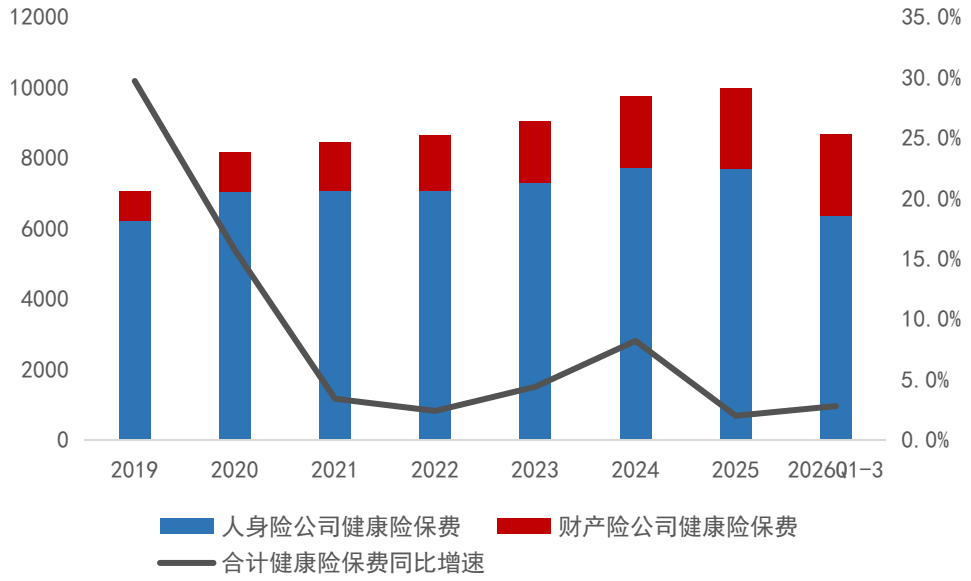
	中国人寿		中国平安		中国人保		中国太保		新华保险		平均	
	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占比
交易性金融资产（FVTPL）	1,977,193	28%	2,570,619	31%	469,689	28%	754,139	26%	764,264	47%	1,307,181	32%
其他权益工具投资（OCI权益）	570,889	8%	796,783	10%	173,342	10%	200,086	7%	78,572	5%	363,934	8%
其他债权投资（OCI固收）	4,398,605	62%	3,605,186	44%	708,703	43%	1,909,206	66%	621,387	38%	2,248,617	50%
债权投资（AC固收）	150,083	2%	1,313,364	16%	309,982	19%	44,855	2%	166,068	10%	396,870	10%
合计	**7,096,770**	100%	**8,285,952**	100%	**1,661,716**	100%	**2,908,286**	100%	**1,630,291**	100%	**4,316,603**	100%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

增量：健康险与非车险是第二曲线

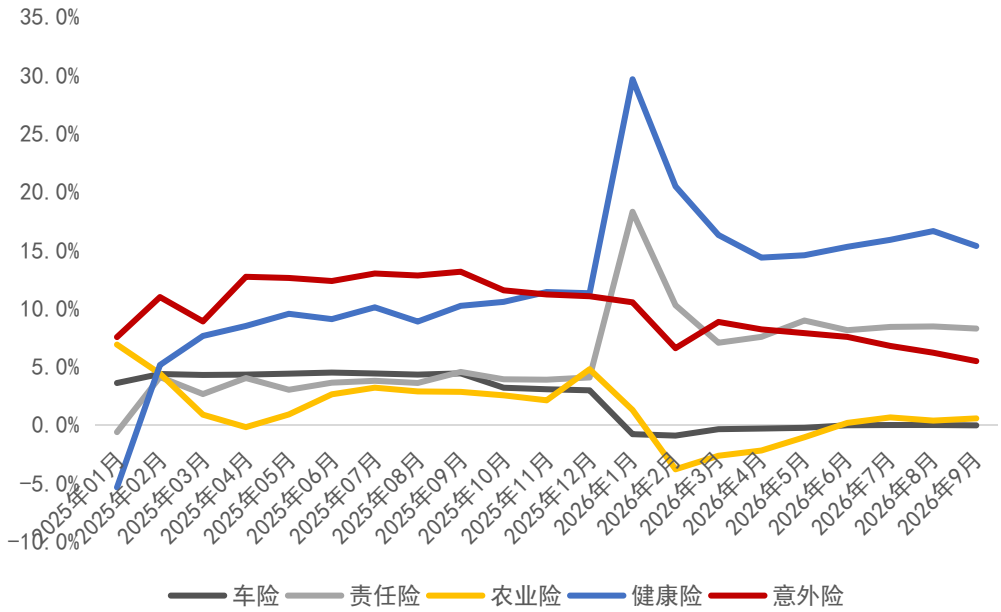
- 健康险是人身险的核心增量赛道，非车险是财险的增长引擎，二者共同支撑行业回归保障属性后的长期空间。保障型业务的扩容，本质是保险回归“风险保障”本源，死差、费差盈利占比提升，行业估值逻辑从“投资周期股”向“消费成长股”切换
- 健康险：2026年行业健康险保费有望突破1万亿元，政策支持+居民健康需求升级+医康养生态布局，支撑中长期韧性增长。非标体产品、普惠型团险、互联网健康险等细分赛道高速增长，打开客群覆盖边界。人保健康前三季度原保费同比增长10.7%，续期保费增速达27.3%。
- 2026年1-9月行业非车险保费同比增长4.0%，占产险总保费比重提升至51.1%。增量端，短期健康险、农险、责任险等赛道受政策引导与实体保障需求升级双轮驱动，持续贡献规模增长；存量端，非车险市场综合治理稳步推进，率先在企财险、雇主责任险等险种落地，压降综合费用率，承保盈利空间持续释放。

图：健康险行业保费收入变化情况（单位：亿元，%）



资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

图：财险分险种累计原保险保费收入同比增速（单位：%）



资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

目录

01 冲击：风险再认识

02 资金：结构再平衡

03 证券：寻找利差

04 保险：回归本源

05 **综合金融：政策主线**

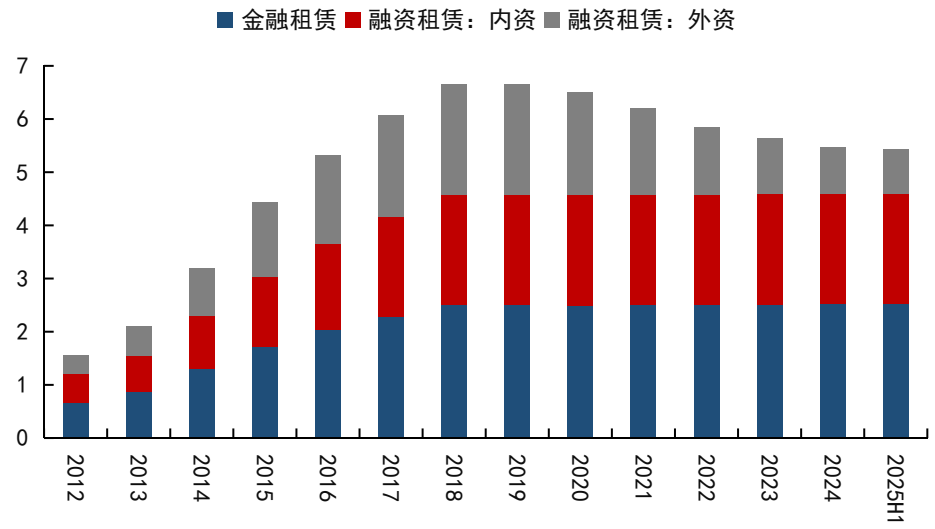
06 投资建议

金融租赁：从规模扩张向质量提升转型

国信证券 GUOSEN SECURITIES

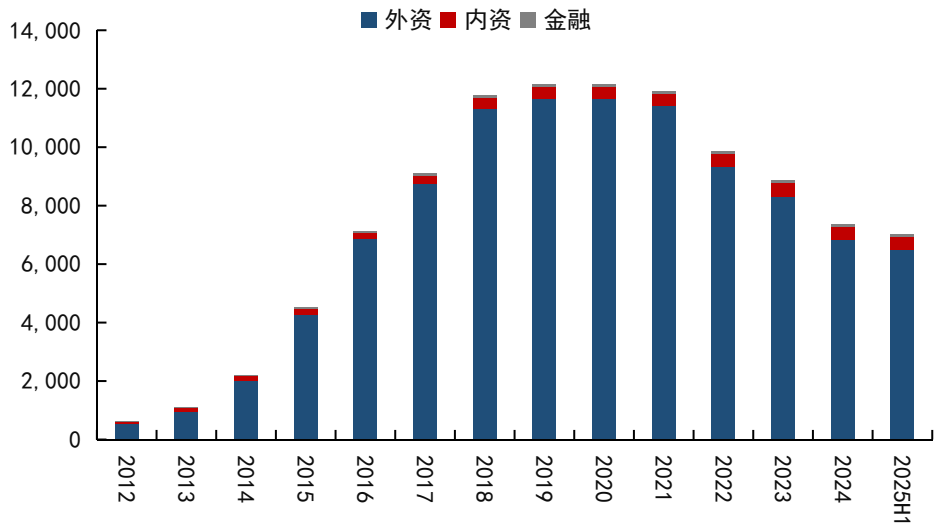
➢ 在监管引导与市场调整双重作用下，我国金融租赁行业正从规模扩张向质量提升转型。截至2025H1末，租赁行业合同余额规模达5.42万亿元。这一增长态势表明，行业在强化服务实体经济、回归“融物”本源的背景下，资产规模保持稳健扩张。从全行业口径（包含金融租赁、内资租赁和外资租赁）观察，融资租赁合同余额呈现结构性收缩。2025H1末，全国融资租赁企业数量下降至7,021家。这种“总量减少、结构优化”的趋势主要源于监管持续清理“失联”、“空壳”企业，引导业务回归租赁本源。

图：我国融资租赁合同余额变化（单位：万亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：我国各类型租赁企业数量变化（单位：家）



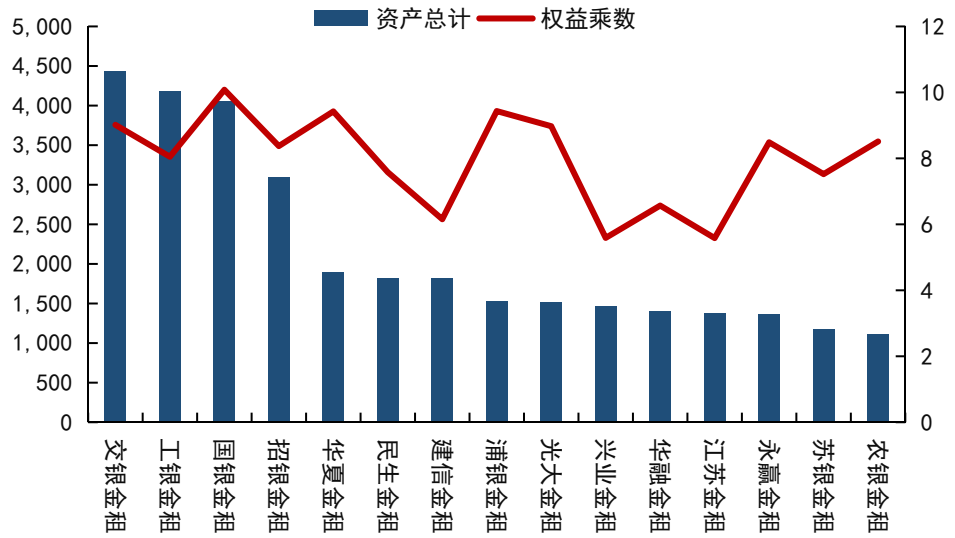
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

金融租赁：从规模扩张向质量提升转型

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 行业整体发展呈现“强者恒强”的态势，千亿级金融租赁公司已增至15家，其中绝大多数具有银行背景。这些公司凭借母行的客户资源、资金渠道和品牌信誉，在资金成本与规模扩张上占据天然优势。与此同时，监管政策持续引导行业聚焦主业，2024年实施的《金融租赁公司管理办法》强化了资本管理和风险监管要求，新增了杠杆率与财务杠杆倍数等指标，推动行业从粗放式扩张转向精细化运营。未来，随着金融租赁公司在新兴领域如算力设备、低空经济等赛道上的探索，行业竞争格局或持续深化，专业能力与资本效率将成决定公司长期价值的关键因素。

图：主要金融租赁公司总资产与权益乘数比较（单位：亿元）

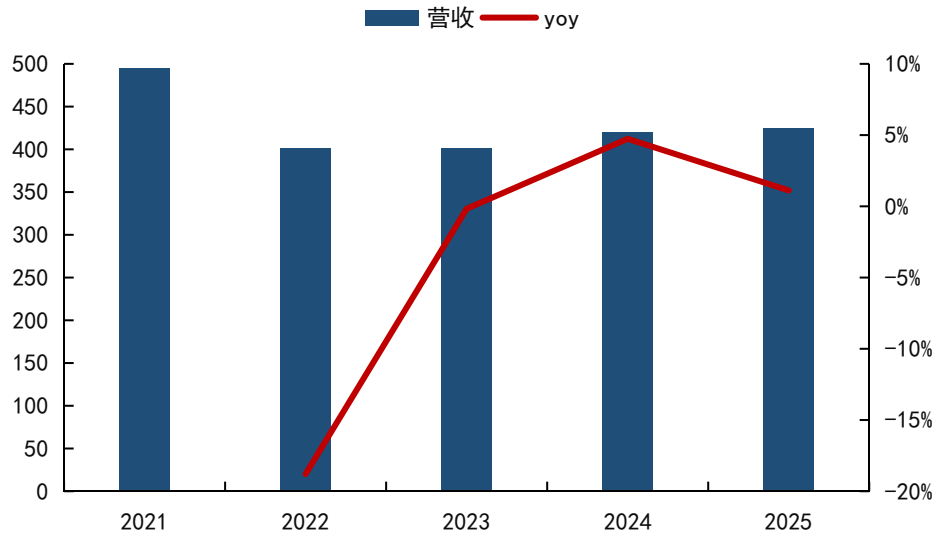


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

期货行业：景气度有提升

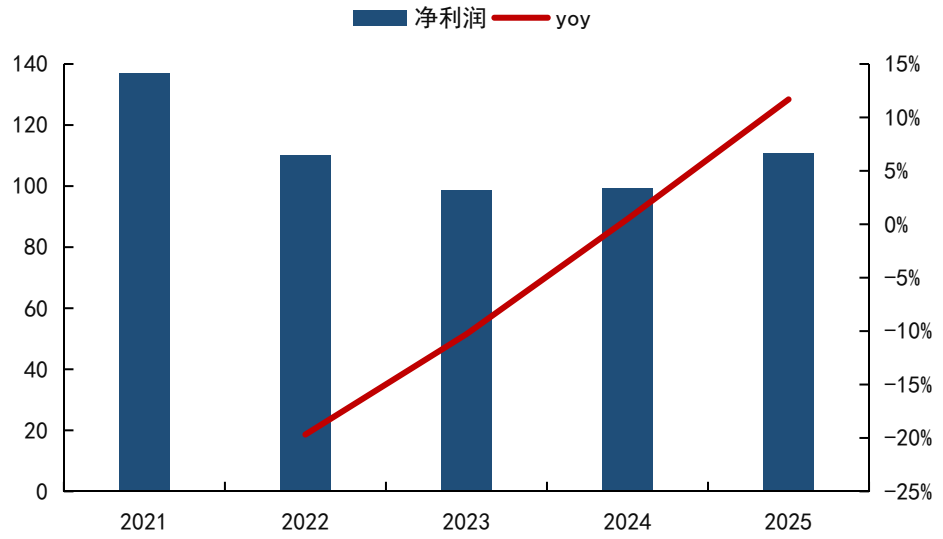
➢ 近年来，期货行业景气度显著提升。2025年，期货市场迎来多项历史性突破：市场资金总量与期货公司客户权益相继突破2万亿元；全年累计成交额达766.25万亿元，成交量90.74亿手，同比分别增长23.74%和17.4%，规模创历史新高；品种创新持续发力，截至2025年12月末，上市期货期权品种达164个。同时，国际化进程深化，合格境外投资者可交易品种增至107个，境外客户数显著增长。在监管引导下，行业竞争从“价格战”转向服务质量与专业价值创造，期货公司风险管理、资产管理业务崛起，成为新的利润增长点。这些进展共同标志着中国期货市场正从规模扩张转向质量提升，行业经营态势持续改善。

图：我国期货行业营收（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：我国期货行业净利润（单位：亿元）



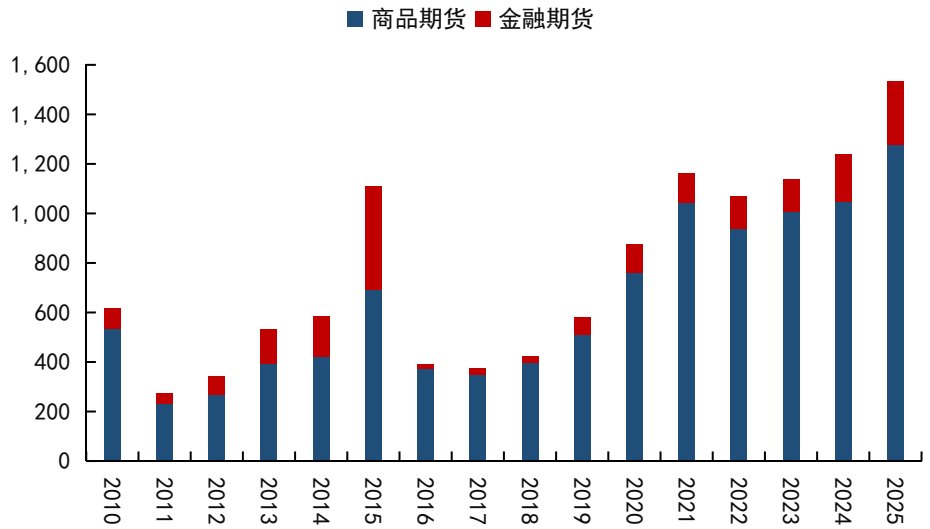
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

期货行业：经纪业务受益于期货交易规模扩张

国信证券 GUOSEN SECURITIES

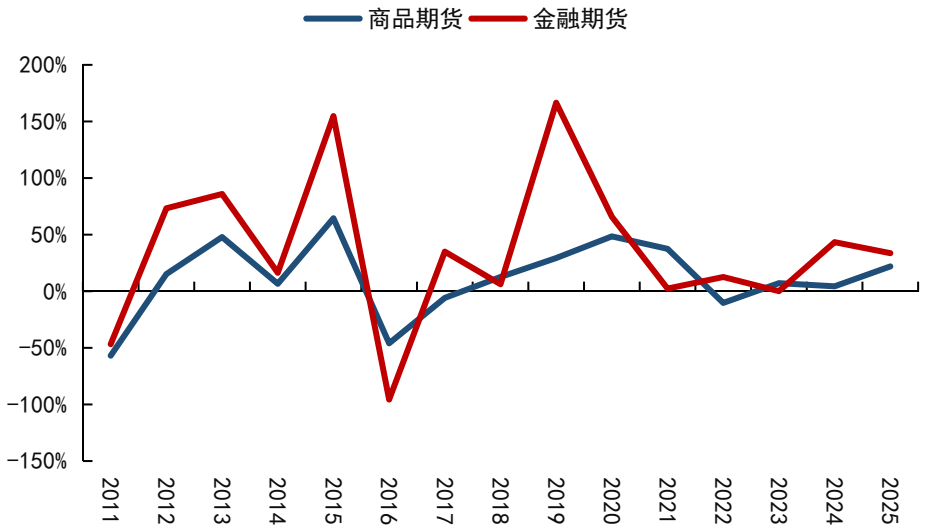
➢ 经纪业务主要受益于商品期货与金融期货的市场规模扩张。2010年4月沪深300股指期货上市，标志着金融期货市场正式破冰，填补了国内金融衍生品空白。商品期货品种体系持续完善，从传统农产品向能源化工、金属等产业链深度拓展。目前，商品期货市场形成了覆盖黑色、化工、农产品等多条产业链的品种集群。市场规模稳步增长，2025年商品成交额达1,277万亿元、同比+21.9%，成交量连续多年位居全球前列。国际化进程加速，原油、铁矿石等特定品种相继对外开放。金融期货产品序列快速丰富，继沪深300股指期货后，2013年国债期货重启，2015年上证50、中证500股指期货上市，逐步构建起涵盖股指与利率的金融衍生品体系。市场功能有效发挥，2025年金融期货成交额达255万亿元、同比+33.7%。

图：商品期货及金融期货交易额（单位：万亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：商品期货及金融期货交易额增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

目录

01 冲击：风险再认识

02 资金：结构再平衡

03 证券：寻找利差

04 保险：回归本源

05 综合金融：政策主线

06 投资建议

投资建议

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **行业竞争格局持续分化，马太效应进一步强化，“头部综合化、腰部特色化”的发展脉络愈发清晰。**在资本约束与合规监管趋严的背景下，头部券商凭借雄厚资本实力、全业务链布局与领先风控能力，持续抢占高壁垒业务赛道。机构化浪潮下，衍生品、做市业务、主经纪商等重资本、高技术壁垒业务集中度持续提升，头部券商的业务壁垒难以突破，利润贡献占比稳步上行，成为穿越周期的核心盈利支柱。财富管理赛道分化同样加剧，具备渠道深度与资管禀赋的券商，在客户运营、产品供给上逐步拉开差距，转型成效显著领先行业平均。部分区域龙头依托本地资源，在经纪、区域投行与债券承销上形成稳固基本盘；部分券商聚焦互联网经纪、细分资管赛道，打造差异化优势。长期来看，尾部券商经营压力持续加大，行业并购整合预期升温，格局优化将持续推进行业经营质量提升。

- 保险行业负债端分红险转型深化、渠道质态提升、期缴结构优化的主线清晰，承保盈利的压舱石作用持续凸显，盈利确定性稳步夯实。资产端方面，IFRS9下权益与债券的会计结构再平衡持续推进。后续若权益市场企稳，长端利率边际改善，资产端弹性将逐步释放。建议关注承保盈利具备护城河优势、COR持续优化的中国财险，以及资负管理能力领先、营运利润保持稳健增长、估值处于历史低位的中国平安、中国太保。

- **建议关注：中信证券、华泰证券、国泰海通、中金公司、江苏金租、中国财险、中国平安、中国太保。**

图：重点推荐个股概况

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS		PE/PB/PEV	
					2026E	2027E	2026E	2027E
600030.SH	中信证券	优于大市	25.39	396,700	2.51	2.67	10.12	9.49
601688.SH	华泰证券	优于大市	17.54	158,331	2.16	2.37	8.12	7.39
601211.SH	国泰海通	优于大市	16.60	291,846	1.83	1.97	9.08	8.41
601995.SH	中金公司	优于大市	27.06	214,623	1.90	2.01	14.23	13.49
600901.SH	江苏金租	优于大市	7.82	45,292	0.62	0.68	12.68	11.52
2328.HK	中国财险	优于大市	14.38	3735	1.58	1.68	1.03	0.97
601318.SH	中国平安	优于大市	55.46	10042	8.64	9.31	0.62	0.57
601601.SH	中国太保	优于大市	32.98	3173	6.16	6.26	0.48	0.45

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

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。

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

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
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