

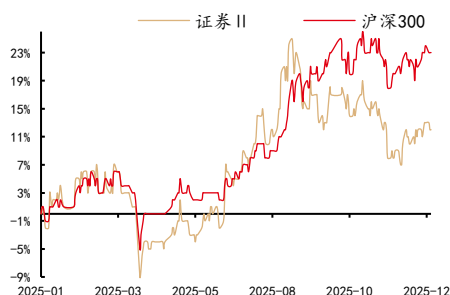
行业投资评级

中性 | 维持

行业基本情况

收盘点位	6932.99
52 周最高	7730.11
52 周最低	5627.38

行业相对指数表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 王泽军
SAC 登记编号: S1340525110003
Email: wangzejun@cnpsec.com

近期研究报告

《20251229-流动性宽松或驱动业务全面回暖》 - 2025. 12. 29

证券行业报告 (2025. 12. 29-2025. 12. 31)

2026 头部券商FICC 非方向性获利能力
或将凸显重要性

● 投资要点

2025 年末股债利差收官于 4.90%，预计 26 年利差缺乏单边扩张或收敛的强大动力，将在中性区间内反复波动，股票相对性价比不突出或将压缩自营盘方向性收益。债券成交额从 2024 年初的日均 2 万亿飙升至 2025 年的 3 万亿平台，标志债市从“配置市”转向“交易市”。2026 头部券商FICC 非方向性获利交易能力或将凸显重要性。

● 行业基本面跟踪

(1) 我们预计 2026 年 Shibor3M 利率将继续在历史低位区间运行，中枢预计在 1.4%-1.8%之间，全年大部分时间可能围绕 1.6%的中枢进行窄幅波动。上半年 (Q1-Q2)：惯性低位，略有波动。年初，在延续 2025 年末极度宽松的流动性环境下，利率可能继续在 1.55%-1.65%的极窄区间内震荡。随着一季度信贷投放旺季和可能的财政发力，资金需求可能阶段性上升，或导致利率小幅回升至 1.7%附近，但上行空间受制于明确的宽松货币政策导向。下半年 (Q3-Q4)：关注政策与经济数据的博弈，关键在于经济复苏力度：若内需修复超预期，信贷需求转旺，可能自发推动利率温和上行。另外如果央行如市场预期实施降息降准，将引导利率中枢进一步下移，反之，若政策力度不及预期，利率可能在当前平台夯实。

(2) 综合历史趋势、政策导向及市场环境，我们预计 2026 年 A 股市场股基成交额预计将告别巨幅波动，进入一个以结构性行情为主导、成交额温和增长的新阶段。市场流动性环境整体友好，但爆发式增长需要超预期的基本面或政策催化剂。具体数据方面，预计 2026 年 A 股日均股基成交额将在 2.2 万亿至 3.2 万亿元区间内运行，全年中枢有望达到 2.6 万亿至 2.8 万亿元，较 2025 年的活跃平台（约 2.5 万亿中枢）实现温和增长，但难以再现 2024 年 10 月前后的“井喷式”爆发。

(3) 2026 年的两融市场预计将从 2025 年的“高速扩张期”进入“高质量增长期”。余额的绝对值将继续创出新高，但增长动能可能将从单纯的“市场情绪驱动”转向“市场深度、机构参与”的多轮驱动。综合历史趋势、股基数据、政策环境及宏观流动性，预计 2026 年两融余额将在 2.6 万亿至 3.2 万亿元区间内运行，全年中枢有望达到 2.8 万亿至 3.0 万亿元，较 2025 年底的 2.55 万亿水平实现稳步增长，但增速将较 2025 年的爆发式扩张有所放缓。

(4) 预计 2026 年债券市场成交额将延续“高水位”特征，但较 2025 年的历史峰值平台可能温和回落，并在更宽的区间内高位震荡。预计日均成交额中枢区间为 2.5 万亿-3.0 万亿元，全年运行区间可能扩大至 2.0 万亿-3.2 万亿元。

(5) 鉴于宏观经济可能实现稳步修复,但并非强复苏。货币政策保持稳健偏宽松,10年期国债收益率在当前位置(历史低位)附近震荡,难有趋势性大幅上行或下行。股市呈现结构性行情,整体估值温和扩张。在此情景下,股债两大资产的驱动因素都相对平和,利差缺乏单边扩张或收敛的强大动力,将在中性区间内反复波动。预计2026年股债利差将延续2025年以来的“高位宽幅震荡”格局,但震荡中枢可能较2025年均值(约5.7%)略有下移或持平。全年主要运行区间预计在4.0%-6.0%。

● **行情回顾:**

上周A股申万证券Ⅱ行业指数-0.29%,沪深300指-0.09%,证券Ⅱ指数跑输沪深300指数0.20pct。券商板块(证券Ⅱ)相对1年前涨幅仅2.59%,远逊于沪深300指数17.66%的涨幅。从行业排名来看,上周A股证券Ⅱ与31个申万一级行业比较,排名第23,强于非银金融板块涨幅。港股证券和经纪板块,与恒生综合行业指数中各指数相比较,排名第1,+0.714%,强于金融业整体涨幅。

● **风险提示:**

后续成交无法持续维持高位,市场回调超预期。

目录

1 行业基本面跟踪.....	5
1.1 SHIBOR3M 利率	5
1.2 股基成交额.....	6
1.3 两融情况.....	7
1.4 债券市场指数及成交金额	8
1.5 股债利差.....	9
2 行情回顾.....	10
3 风险提示.....	12

图表目录

图表 1: SHIBOR3M 利率 (%)	6
图表 2: 股基交易额 (亿元)	6
图表 3: 两融余额 (左轴) 及占比和两融交易额占比.....	8
图表 4: 中债新综合指数 (财富指数)	9
图表 5: 沪深债券成交金额 (亿元)	9
图表 6: 股债利差%(沪深 300、10 年期国债).....	10
图表 7: 中债国债到期收益率%:10 年.....	10
图表 8: 一年来券商与 A 股沪深 300 指数涨跌幅对比情况.....	11
图表 9: 上周券商在 A 股申万一级行业涨跌幅中排序情况.....	11
图表 10: 上周证券和经纪板块在恒生综合行业指数涨跌幅中排序情况	12
图表 11: 上周 A 股券商涨跌幅前 5 位及后 5 位.....	12
图表 12: 上周港股证券和经纪涨跌幅前 5 位及后 5 位.....	12

1 行业基本面跟踪

1.1 SHIBOR3M 利率

进入 2025 年，Shibor3M 利率在年初短暂小幅反弹后，自 2 月份起再次进入稳定的下行&低位盘整通道。从 2025 年 3 月开始，利率从 2.0%左右持续、缓慢下滑，到 2025 年第二季度已降至 1.6%-1.65%区间。自 2025 年 7 月起，利率更是长期稳定在 1.55%-1.60%的历史极低水平，特别是 2025 年 9 月起至年底，几乎完全锚定在 1.58%和 1.60%两个点位，波动性几近消失。

整个周期呈现单边下行后企稳的形态，尤其是 2024 年上半年的快速下跌和 2025 年以来的超低位稳定，趋势性非常强。当前 1.60%左右的利率，不仅是 2024 年以来的最低点，若回顾更长期历史数据，也处于历史性的低位区间。这远低于 2017-2018 年 4%-5%的高位，也低于 2020 年疫情后货币宽松时期的平均水平。

2026 年中国的宏观经济与货币政策环境方面，货币政策基调预计维持“适度宽松”，为支持“十五五”规划开局之年的经济稳健复苏。央行可能继续降息，将继续通过降准和增加国债购买等方式投放流动性。2024 年以来，中国货币政策框架加速向价格型调控转型，更窄的利率走廊有助于货币市场利率（如 Shibor）在更窄的区间内围绕政策利率平稳波动。在货币市场方面，2026 年，虽然债市波动可能加大，但在宽松货币政策和偏弱的基本面支撑下，利率中枢难以大幅上行。

综上，我们预计 2026 年 Shibor3M 利率将继续在历史低位区间运行，中枢预计在 1.4%-1.8%之间，全年大部分时间可能围绕 1.6%的中枢进行窄幅波动。上半年（Q1-Q2）：惯性低位，略有波动。年初，在延续 2025 年末极度宽松的流动性环境下，利率可能继续在 1.55%-1.65%的极窄区间内震荡。随着一季度信贷投放旺季和可能的财政发力，资金需求可能阶段性上升，或导致利率小幅回升至 1.7%附近，但上行空间受制于明确的宽松货币政策导向。下半年（Q3-Q4）：关注政策与经济数据的博弈，关键在于经济复苏力度：若内需修复超预期，信贷需求转旺，可能自发推动利率温和上行。另外如果央行

如市场预期实施降息降准，将引导利率中枢进一步下移，反之，若政策力度不及预期，利率可能在当前平台夯实。

1.2 股基成交额

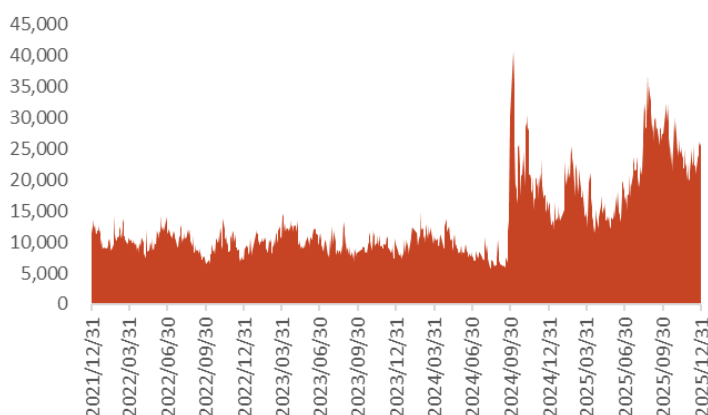
回顾过去 1 年多的市场轨迹，A 股交易活跃度已完成了从“冰封地量”到“温和活跃”的根本性转变。自 2024 年 9 月底开始，交易量出现爆发式增长。以 2024 年 10 月 8 日为例，单日成交额达到 40680 亿元，彻底点燃了市场热情。2024 年第四季度，市场周均交易额迅速跃升至 1.5 万亿至 2.5 万亿的区间，彻底摆脱了前期“地量”泥潭，市场流动性与活跃度得到了根本性修复。2025 年 1 月-2025 年 7 月，成交量在经过快速冲高后回落，进入一个相对稳定的区间，周均交易额主要围绕 1.2 万亿至 2.2 万亿波动，表明市场已从“全面普涨”的亢奋状态，进入结构性行情主导的阶段。市场虽然不再有爆发性增量，但基础活跃度已远高于 2024 年上半年的冰点期，为结构性机会提供了流动性支撑。自 2025 年 8 月中旬起，市场交易额开启了新一轮显著的放量上行。周均交易额从 8 月初的 2 万亿左右，快速攀升至 2.5 万亿至 3.5 万亿的高位平台。整个 2025 年第四季度，市场成交额基本稳定在 2 万亿至 3 万亿的较高水平，特别是在 10 月前后多次冲击 2.5 万亿以上，并在 2025 年底维持在 2.4 万亿上方，标志着市场活跃度已巩固在一个新的、更高的台阶之上。

图表1：SHIBOR3M 利率（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：股基交易额（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

综合历史趋势、政策导向及市场环境，我们预计 2026 年 A 股市场股基成交额预计将告别巨幅波动，进入一个以结构性行情为主导、成交额温和增长的新阶段。市场流动性环境整体友好，但爆发式增长需要超预期基本面或政策催化剂。具体数据方面，预计 2026 年 A 股日均股基成交额将在 2.2 万亿至 3.2 万亿元区间内运行，全年中枢有望达到 2.6 万亿至 2.8 万亿元，较 2025 年的活跃平台（约 2.5 万亿中枢）实现温和增长，但难以再现 2024 年 10 月前后的“井喷式”爆发。

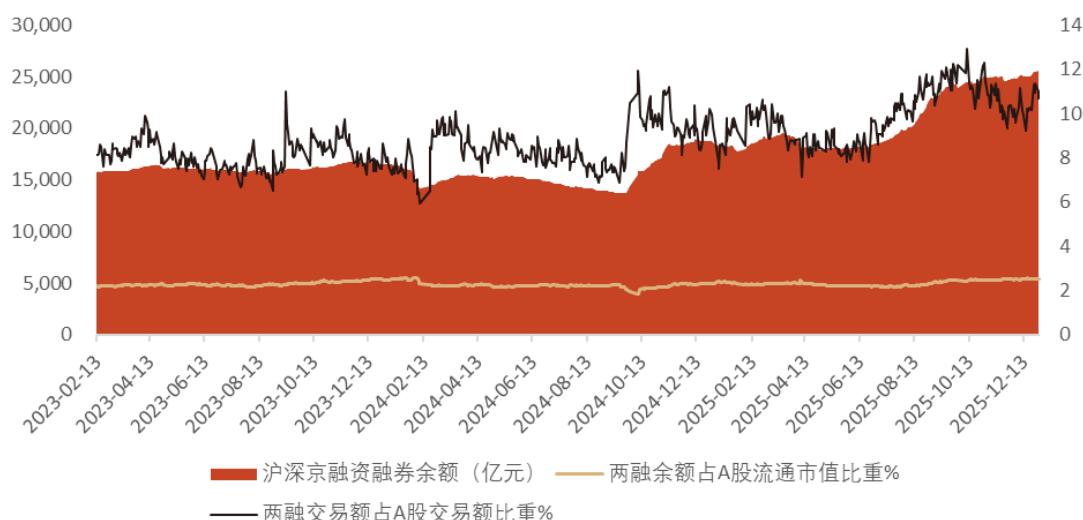
1.3 两融情况

与市场整体成交放量同步，自 2024 年 10 月 8 日（国庆节后首个交易日）起，两融余额结束跌势，开启陡峭的“V 型”反转。余额从 10 月 8 日的 15,478.37 亿元开始急速攀升。在短短约三个月内（至 2025 年 1 月初），两融余额连续突破 1.6 万亿、1.7 万亿、1.8 万亿元三大整数关口。此轮上涨斜率极为陡峭，市场情绪和资金风险偏好发生根本性逆转。2025 年 2 月-2025 年 7 月，两融余额进入一个宽幅的高位平台震荡阶段。整体运行区间在 1.75 万亿至 1.95 万亿元之间，表明杠杆资金在经过第一轮快速涌入后，进入消化和再平衡阶段。投资者态度从“疯狂追涨”转向“结构性选择”，杠杆的使用趋于理性，与市场进入结构性行情的特征相符。自 2025 年 8 月中旬起，两融余额结束了前期盘整，开启了新一轮更强劲、更具持续性的上升趋势。余额从 8 月初的 2.0 万亿元左右起步，开启单边上行，两融余额接连突破 2.0 万亿、2.1 万亿、2.2 万亿、2.3 万亿、2.4 万亿直至 2.5 万亿元的所有关键整数心理关口，上升趋势几乎未有明显回调。至 2025 年 12 月 30 日，两融余额达到数据周期内的历史最高点 25,552.84 亿元。这意味着，2025 年全年两融余额实现了从 1.8 万亿平台向 2.5 万亿平台的跨越，年度增幅巨大，彰显了杠杆资金对市场的强大信心和持续加持。

2026 年的两融市场预计将从 2025 年的“高速扩张期”进入“高质量增长期”。余额的绝对值将继续创出新高，但增长动能可能将从单纯的“市场情绪驱动”转向“市场深度、机构参与”的多轮驱动。综合历史趋势、股基数据、政策环境及宏观流动性，预计 2026 年两融余额将在 2.6 万亿至 3.2 万亿元区间

内运行，全年中枢有望达到2.8万亿至3.0万亿元，较2025年底的2.55万亿水平实现稳步增长，但增速将较2025年的爆发式扩张有所放缓。

图表3：两融余额（左轴）及占比和两融交易额占比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.4 债券市场指数及成交金额

2025年开年后，指数延续强势，于1月6日冲高至248.5695点的阶段高点，随后进入长达数月的高位箱体震荡，区间大致在245-250点之间。经

过2月至6月的充分震荡消化，指数于2025年6月起，开启了一轮具爆发力的上涨。上涨行情在2025年7月上旬达到巅峰，指数于7月7日触及数据周期内的最高点250.5194点，成功站上250点这一重要整数心理关口。创出新高后，指数并未大幅回落，而是进入了高位盘整期。自2025年11月起，指数在248.5点至249.5点的狭窄区间内维持强势整理，彰显出极强的韧性。截至2025年12月31日，指数收于248.9888点高位。

自2024年8月下旬起，债券成交额结束盘整，开启爆发式增长。周成交额从2.5万亿左右迅速攀升。2024年10月8日，当日成交额飙升至3.36万亿元，随后数周，成交额在2.6万亿至3.4万亿的高位区间剧烈波动，并于2024年11月4日当周达到阶段高点（周均值约2.8万亿），彰显了债市空前的交易热情。2024年11月-2025年7月，在经历快速冲高后，债券成

成交额并未大幅回落，而是进入了“高水位”平台整理。周成交额主要围绕2.5 万亿至 3.0 万亿元的区间波动，表明债市的活跃度已稳固在一个远高于 2024 年上半年冰点期的新平台。市场从“狂热追涨”转向对利率走势和信用风险的结构性博弈，交易行为趋于理性但依然活跃。自 2025 年 8 月起，债市成交额结束了前期盘整，开启了新一轮的放量上行。周成交额显著抬升。2025 年 10 月 9 日，成交额创下 3.77 万亿元的高位。此后直至 2025 年底，周成交额基本稳定在2.7 万亿至 3.3 万亿元的更高平台上，多次突破 3 万亿。

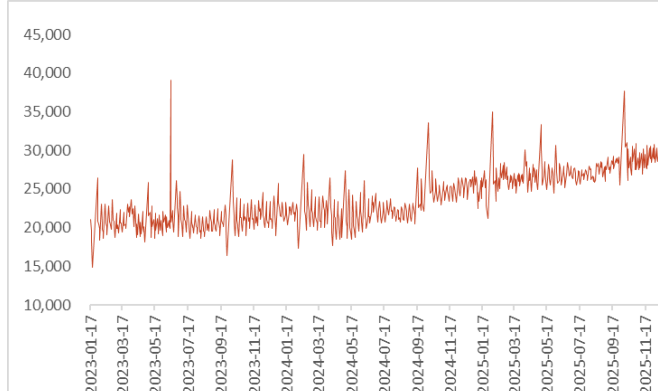
预计 2026 年债券市场成交额将延续“高水位”特征，但较 2025 年的历史峰值平台可能温和回落，并在更宽的区间内高位震荡。预计日均成交额中枢区间为 2.5 万亿-3.0 万亿元，全年运行区间可能扩大至 2.0 万亿-3.2 万亿元。

图表4：中债新综合指数（财富指数）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表5：沪深债券成交额（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

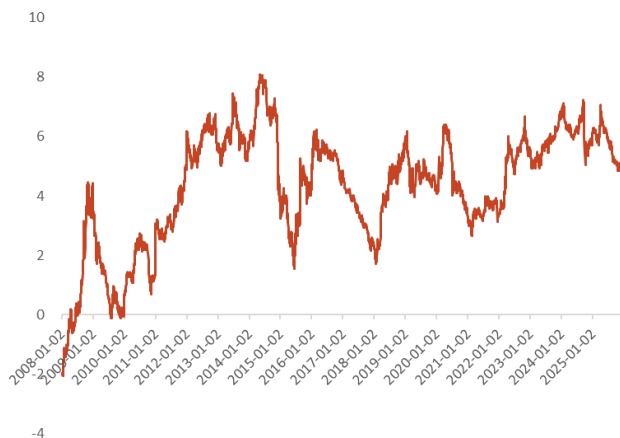
1.5 股债利差

2024 年 8 月至 9 月中旬，利差持续运行在6.5%以上的高位，并于2024 年 9 月 13 日触及 7.23%的多年峰值，反映了当时股市极度悲观与债市走强的极致分化。2024 年国庆节后，在强力政策驱动下，股市暴力反弹，利差暴跌超过 219 个基点，至 10 月初的 5.04%附近，完成了对极端定价的快速修正。2025 年上半年，利差经历了一轮“扩张-收敛”小周期，从年初的 6.2%附近震荡走阔，在 4 月份一度达到 7.06%。下半年，利差波动区间收窄，主要在4.9%至 6.0%之间运行。尤其在 2025 年第四季度，利差呈现明显的收敛并趋于稳

定的态势。2025 年 12 月 31 日，利差收于 4.90%。这一水平相较于 4 月的 7.0% 以上相对高位已大幅回落，这意味着，股票的相对性价比优势已不显著。

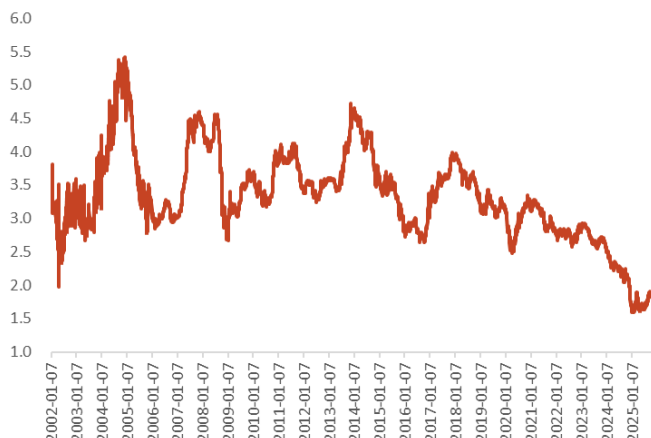
鉴于宏观经济可能实现稳步修复，但并非强复苏。货币政策保持稳健偏宽松，10 年期国债收益率在当前位置（历史低位）附近震荡，难有趋势性大幅上行或下行。股市呈现结构性行情，整体估值温和扩张。在此情景下，股债两大资产的驱动因素都相对平和，利差缺乏单边扩张或收敛的强大动力，将在中性区间内反复波动。预计 2026 年股债利差将延续 2025 年以来的“高位宽幅震荡”格局，但震荡中枢可能较 2025 年均值（约 5.7%）略有下移或持平。全年主要运行区间预计在 4.0%-6.0%。

图表6：股债利差%(沪深 300、10 年期国债)



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：中债国债到期收益率%:10 年

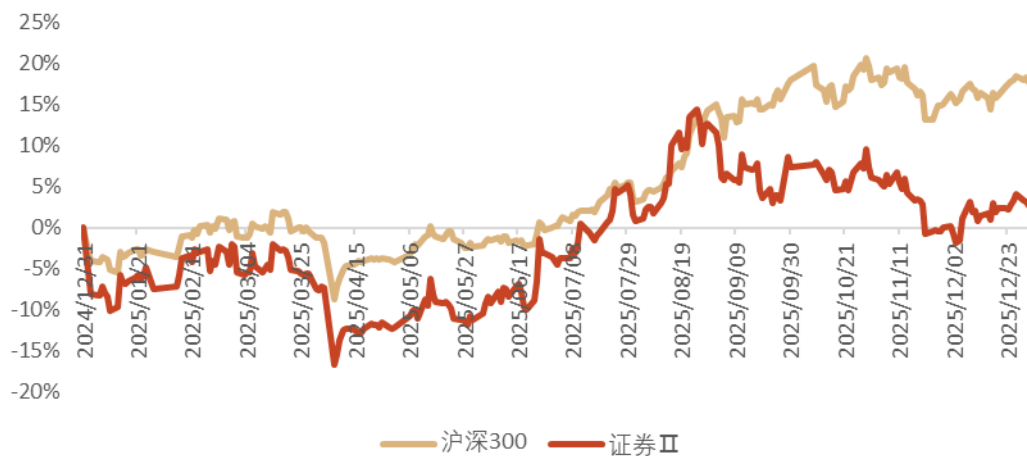


资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 行情回顾

上周 A 股申万证券 II 行业指数-0.29%，沪深 300 指-0.09%，证券 II 指数跑输沪深 300 指数 0.20pct。券商板块（证券 II）相对 1 年前涨幅仅 2.59%，远逊于沪深 300 指数 17.66% 的涨幅。

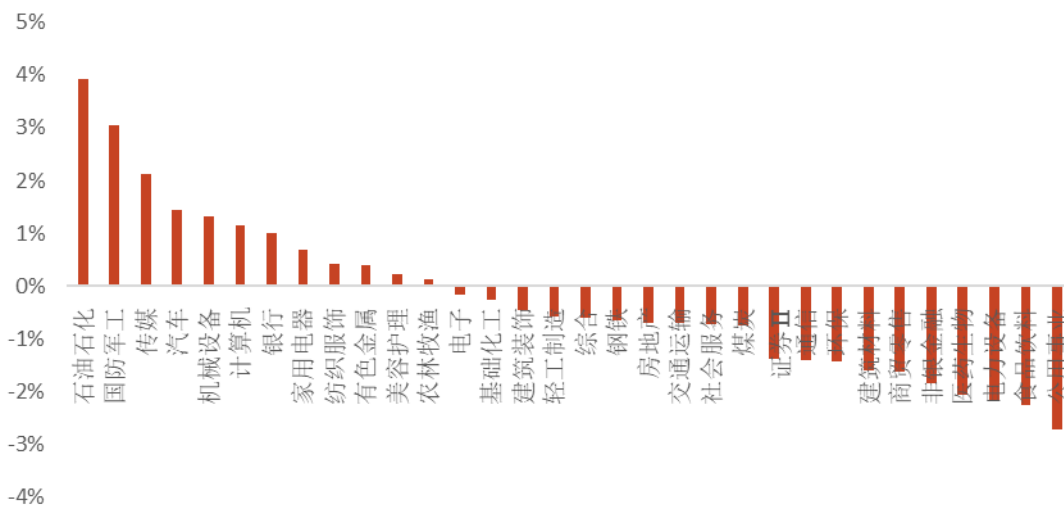
图表8：一年来券商与 A 股沪深 300 指数涨跌幅对比情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

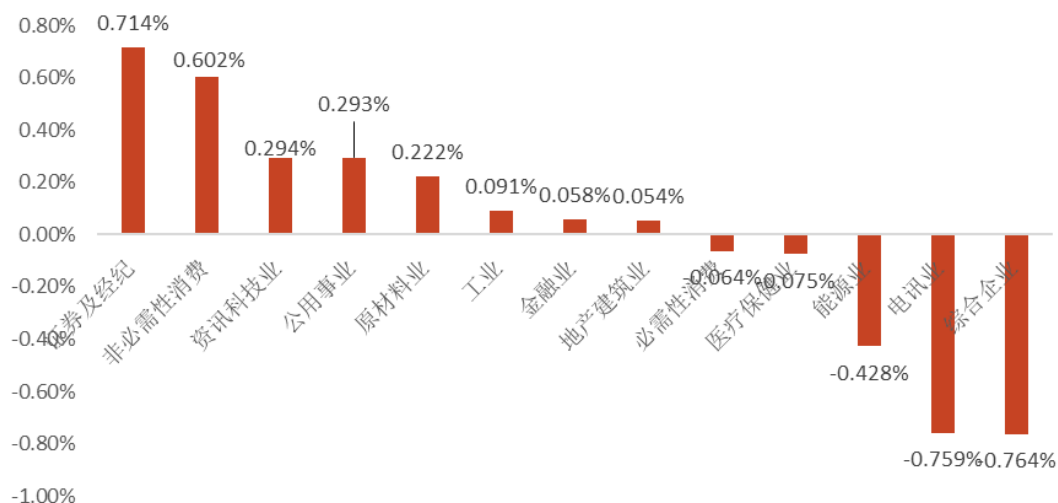
从行业排名来看，上周 A 股证券 II 与 31 个申万一级行业比较，排名第 23，强于非银金融板块涨幅。港股证券和经纪板块，与恒生综合行业指数中各指数相比较，排名第 1，+0.714%，强于金融业整体涨幅。

图表9：上周券商在 A 股申万一级行业涨跌幅中排序情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

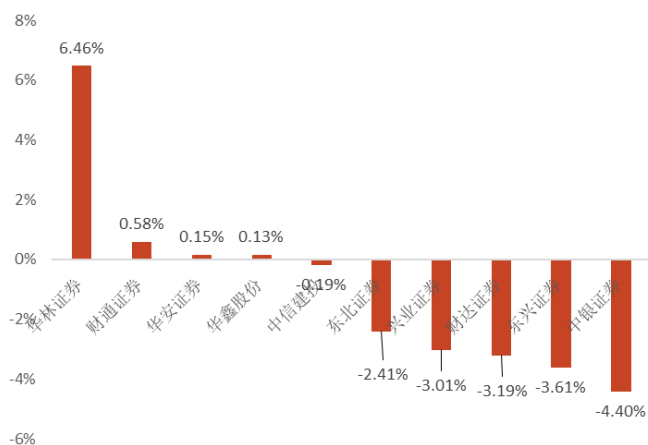
图表10：上周证券和经纪板块在恒生综合行业指数涨跌幅中排序情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

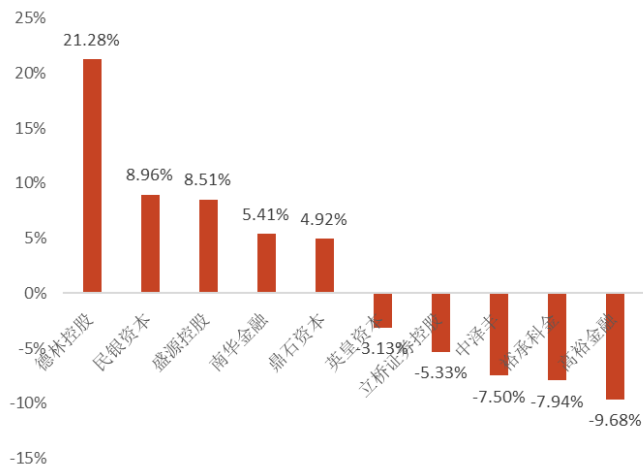
上周 A 股券商个股涨幅居前的分别为：华林证券 6.46%、财通证券 0.58%、华安证券 0.15%、华鑫股份 0.13%，港股证券和经纪板块个股涨幅居前的分别为：德林控股 21.277%、民银资本 8.955%、盛源控股 8.511%、南华金融 5.405%、鼎石资本 4.918%。

图表11：上周 A 股券商涨跌幅前 5 位及后 5 位



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表12：上周港股证券和经纪涨跌幅前 5 位及后 5 位



资料来源：iFind，中邮证券研究所

3 风险提示

后续成交无法持续维持高位，市场回调超预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048