

证券研究报告/行业研究/行业深度

2025 年 12 月 11 日

金融行业：非银业绩高增长有望延续，关注情绪反转与估值修复逻辑

金融行业月报（2025 年 11 月）

研报摘要

- 行情回顾：**2025 年 11 月，上证综指、深证综指分别下跌 1.67%、2.22%。银行指数（申万）上涨 2.99%，非银指数（申万）下跌 3.81%，申万一级行业涨幅排名分别为 2/31、28/31。银行/非银细分行业的市场表现继续分化，涨幅排名依次为国有大型银行（+4.02%）>股份制银行（+3.87%）>农商行（+1.18%）>保险（+0.97%）>城商行（0.67%）>多元金融（-4.30%）>证券（-5.83%）。
- ETF 行情：**相关银行/非银 ETF 涨幅方面，涨幅排序为银行类 ETF>红利低波类 ETF>证券保险类 ETF>证券类 ETF，其中银行 ETF（159887.0F）、银行 ETF（512800.0F）、银行 AH 优选 ETF（517900.0F）涨幅均超 2.8%，证券 ETF 东财（159692.0F）、证券 ETF（512880.0F）、香港证券 ETF（513090.0F）跌幅均超过 5%。ETF 资金流入方面，证券保险类 ETF 和证券类 ETF 资金净流入较多，银行类 ETF 资金净流出较多，ETF 的资金净流入方向与涨跌方向存在不一致，显示行情有反转动力。
- 监管动态：**
 - 金监局发布《关于做好<中国人身保险业经验生命表(2025)>发布使用有关事项的通知》；
 - 中国精算师协会发布《人身保险产品费用分摊指引》；
 - 金监局发布《关于促进养老理财业务持续健康发展的通知》；
 - 金监局就《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》公开征求意见；
 - 证监会印发《合格境外投资者制度优化工作方案》；
 - 证监会就《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引（征求意见稿）》公开征求意见；
 - 证监会就《关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告（征求意见稿）》公开征求意见；
 - 打击虚拟货币交易炒作工作协调机制会议召开。
- 行业动态：**
 - 首家股份行 AIC 获批开业；
 - 5 年期定存库存“告急”，银行负债管理更趋精细；
 - 中行完成配套融资审批额超 7000 亿元；
 - 多家银行持续上调积存金门槛；
 - 银行理财产品将更趋多元化；
 - 买断式逆回购加量续做 5000 亿元。

强于大市（上调）

行业指数与大盘走势对比



证券分析师

张宁

S0670524090001

zhangning@cnht.com.cn

联系人

相关研究：

20250915-金融街证券-大金融行业 ETF 月报：保险新增负债成本下降拐点显现，权益资产配置优化打开业绩增长空间

● 行业经营动态：

1、非息收入占比提升放缓，银行净息差走势趋稳。由于存款利率与贷款利率同步下行，下半年银行净息差趋于稳定。截至 2025 年三季度末，商业银行净息差为 1.42%，与 2025 年二季度基本持平，预期全年商业银行的净息差有望延续企稳之势。

2、三季度市场有所回落，全年净利润有望保持较高增速。2025 年 1-11 月，A 股日均成交额为 10668 亿元，同比增长 59.4%，较前三季度有所回落，预计全年上市证券公司的经纪业务收入同比增速约为 50%。2025 年 1-11 月，十年期国债全价指数下跌 1.11%，同期则上涨 4.50%；万得全 A 指数上涨 23.57%，去年同期则上涨 12.20%。展望 2025 年全年，预计 A 股上市证券公司自营业务收入同比增速有望延续第三季度的水平，A 股上市证券公司净利润同比增幅预计超过 50%。

3、保险业新增负债成本下降拐点显现，总投资收益率表现亮眼。2025 年 1-10 月，保险业实现累计原保费收入 5.48 万亿元，同比增长 7.99%。其中财产险收入同比增速基本稳定，人身险保费收入呈复苏态势，预计 2025 年全年保费同比增速将延续前 10 月 8%左右的水平。新增负债端成本下降拐点显现，2025 年上半年上市险企 NBV 打平收益率较 2024 年末下降 0.27-0.94pct，下降幅度较为明显。投资端方面，2025 年前三季度，A 股上市险企已实现总投资收益率情况均超过 5%，主要是由于股票市场表现较好，同时上市险企 FVTPL 资产规模占比提升。

● 银行/非银行业估值：

截至 11 月末，当前银行板块、保险子板块估值水平较 A 股整体 PB-MRQ 的折价分别为 63.74%、25.80%，银行板块、保险子板块估值水平分别处于 2018 年以来的 34.4%、49.9%分位。

截至 11 月末，当前证券子板块、多元金融子板块估值水平较 A 股整体 PE-TTM 水平分别折价 1.27%、溢价 40.93%，证券子板块、多元金融子板块的估值水平分别处于 2018 年以来的 7.8%、91.1%分位。

● 银行非银行业股息率水平：

银行保险股息率仍处于较高水平，存在着一定的配置价值。22 家 ETF 重仓银行股，股息率均在 2%以上，其中 7 家银行股息率在 5%以上。保险公司股息率近年来有提升之势，有 3 家保险公司股息率超过 3%。

● 重点 ETF 推荐：

重点关注非银板块在良好业绩基础上的情绪反转与估值修复逻辑，重点推荐 ETF 组合为：证券 ETF（512880.OF）、港股通非银 ETF（513750.OF）、香港证券 ETF（513090.OF）。

● 风险提示：

- 1、权益市场短期调整风险；
- 2、银行信贷需求放缓风险；
- 3、保费收入增长放缓风险。

目录

一、行情回顾	5
(一) 银行/非银行业行情回顾	5
(二) 银行/非银行业 ETF 行情回顾	7
二、行业动态	8
(一) 银行/非银行业监管政策动态	8
(二) 银行/非银行业动态	11
三、行业经营动态	13
(一) 银行业经营情况：银行净息差走势趋稳，非息收入占比提升放缓	13
(二) 证券业经营情况：三季度市场有所回落，全年净利润有望保持较高增速	15
(二) 保险业经营情况：新增负债成本下降拐点显现，总投资收益率表现亮眼	16
四、银行/非银行业估值与股息率水平	18
(一) 银行/非银行业整体估值与股息率水平	18
(二) 重点公司盈利预测与估值	19
五、行业重点 ETF 推荐	21
六、风险提示	21

图表目录

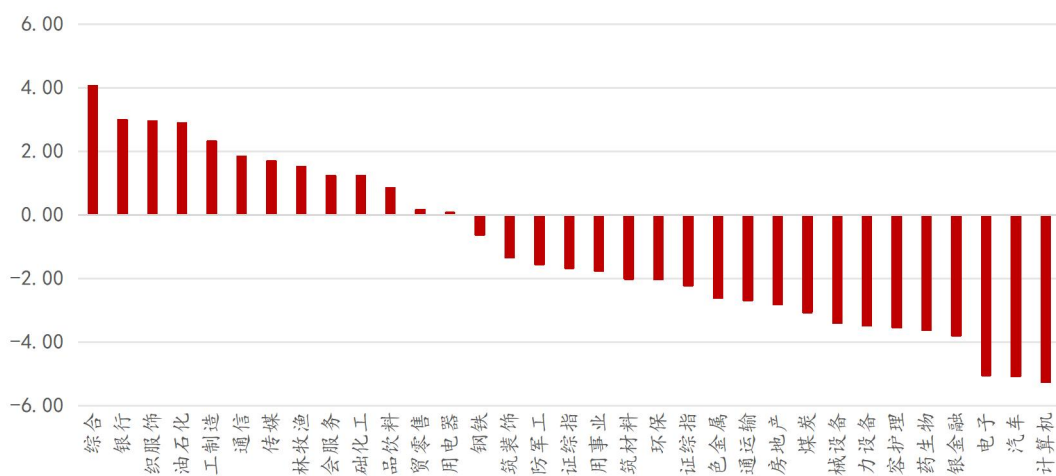
图 1 : 11 月沪深一级行业表现 (单位: %)	5
图 2 : 11 月沪深银行/非银细分行业表现 (单位: %)	5
图 3 : 相关银行业 ETF 的 A 股重仓个股表现 (单位: %)	6
图 4 : 相关银行业 ETF 的港股重仓个股表现 (单位: %)	6
图 5 : 相关非银 ETF 的 A 股保险业重仓股表现 (单位: %)	7
图 6 : 相关非银 ETF 的港股保险业重仓股表现 (单位: %)	7
图 7 : 相关非银 ETF 的 A 股证券业重仓股表现 (单位: %)	7
图 8 : 相关非银 ETF 的港股证券业重仓股表现 (单位: %)	7
图 9 : 金融机构新增人民币贷款累计同比与贷款加权平均利率 (单位: %)	13
图 10 : 金融机构新增人民币存款累计同比与工行 3 年期定存利率 (单位: %)	13
图 11 : 商业银行净息差趋于稳定 (单位: %)	14
图 12 : 银行理财产品新发规模 (单位: 亿元)	14
图 13 : 存款类金融机构债券投资余额与同比增速 (单位: 亿元, %)	14
图 14 : 商业银行非息收入占比 (单位: %)	14
图 15 : A 股市场日均成交额 (单位: 亿元)	16
图 16 : 万得全 A 与十年期国债指数区间涨幅 (单位: %)	16
图 17 : 人身险、财产险与整体保费收入同比增速 (单位: %)	16
图 18 : 中国汽车销量累计同比走势 (单位: %)	16
图 19 : 银行板块与 A 股整体 PB-MRQ 走势	18
图 20 : 保险子板块与 A 股整体 PB-MRQ 走势	18
图 21 : 证券子板块与 A 股整体 PE-TTM 走势	18
图 22 : 多元金融子板块与 A 股整体 PE-TTM 走势	18
表 1 : 2025 年 11 月银行/非银行业代表性 ETF 业绩表现	8
表 2 : 2018-2025 年上半年险企 NBV 打平收益率的变动趋势	17
表 3 : 2025 年三季度险企 FVTPL 占比提升	17
表 4 : 银行与保险公司股息率 (截至 2025 年 11 月 30 日)	19
表 5 : 重点公司盈利预测与估值 (截至 2025 年 11 月 30 日)	19

一、行情回顾

(一) 银行/非银行业行情回顾

2025 年 11 月（2025 年 11 月 1 日至 11 月 30 日），上证综指、深证综指分别下跌 1.67%、2.22%。银行指数（申万）上涨 2.99%，申万一级行业涨幅排名为 2/31，银行指数分别跑赢上证综指、深证综指 4.66pct、5.21pct。非银指数（申万）下跌 3.81%，申万一级行业涨幅排名为 28/31，非银板块分别落后上证指数、深证综指 2.13pct、1.58pct。

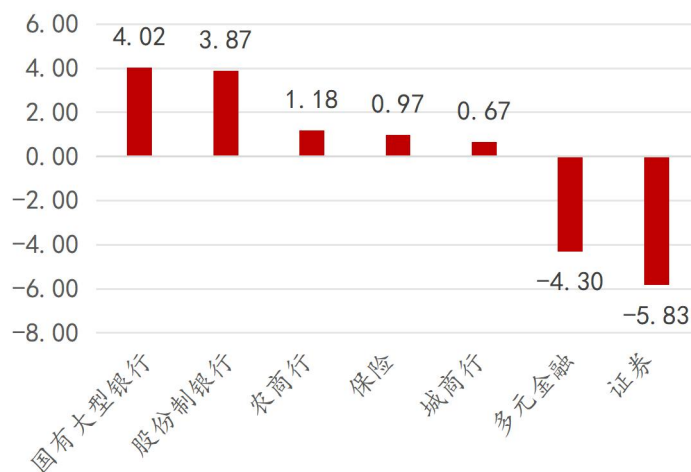
图 1：11 月沪深一级行业表现（单位：%）



资料来源：Wind，金融街证券研究所

2025 年 11 月，银行/非银细分行业的市场表现继续分化，国有大型银行表现最佳，其次为股份制银行和农商行，多元金融、证券表现较差，涨幅排名依次为国有大型银行（+4.02%）>股份制银行（+3.87%）>农商行（+1.18%）>保险（+0.97%）>城商行（0.67%）>多元金融（-4.30%）>证券（-5.83%）。

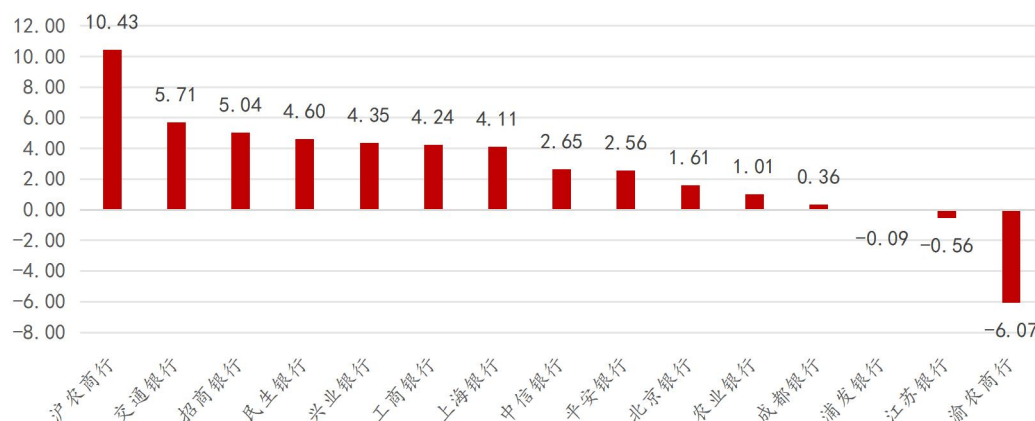
图 2：11 月沪深银行/非银细分行业表现（单位：%）



资料来源：Wind，金融街证券研究所

相关银行业 ETF 的 A 股重仓个股方面，11 月份银行股多数录得上涨，其中沪农商行（+10.43%）、交通银行（+5.71%）、招商银行（+5.04%）涨幅居前，渝农商行（-6.07%）、江苏银行（-0.56%）、浦发银行（-0.09%）跌幅居前。

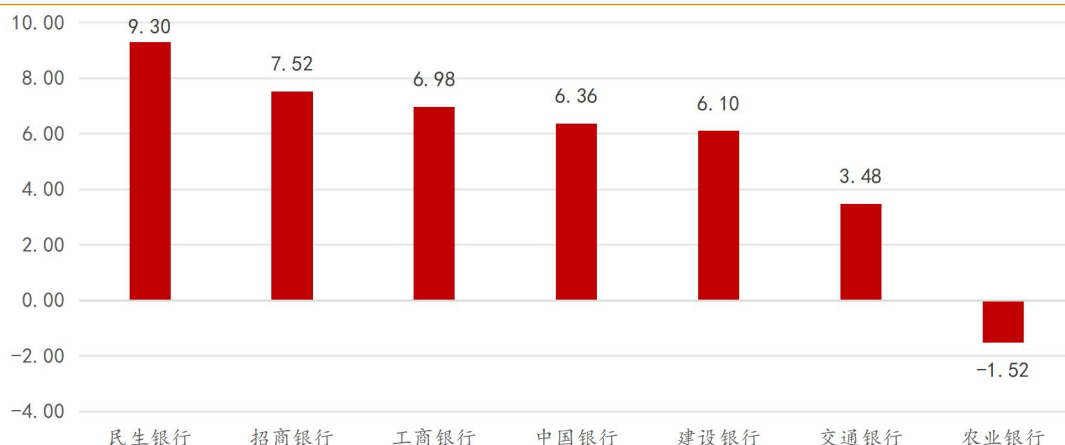
图 3：相关银行业 ETF 的 A 股重仓个股表现（单位：%）



资料来源：Wind，金融街证券研究所

相关银行业 ETF 的港股重仓股，11 月份除农业银行（-1.52%）下跌以外，其余涨幅均在 3.4% 以上，民生银行（+9.30%）、招商银行（+7.52%）、工商银行（+6.98%）涨幅居前。

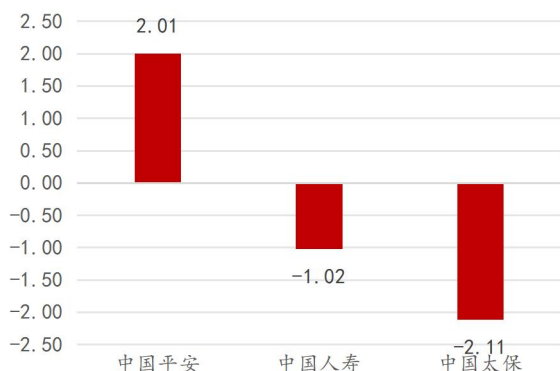
图 4：相关银行业 ETF 的港股重仓个股表现（单位：%）



资料来源：Wind，金融街证券研究所

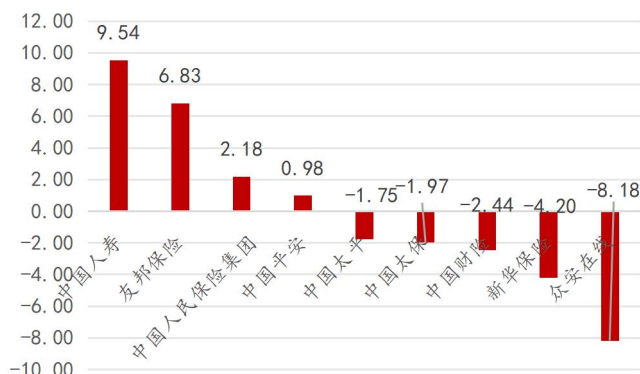
相关非银 ETF 的重仓保险业个股方面，A 股重仓股 11 月中国平安上涨（+2.01%），中国人寿（-1.02%）、中国太保（-2.11%）下跌；港股重仓股 11 月涨跌分化，其中中国人寿（+9.54%）、友邦保险（+6.83%）、中国人民保险集团（+2.18%）涨幅居前，众安在线（-8.18%）、新华保险（-4.20%）、中国财险（-2.44%）跌幅居前。

图 5：相关非银 ETF 的 A 股保险业重仓股表现（单位：%）



资料来源：Wind，金融街证券研究所

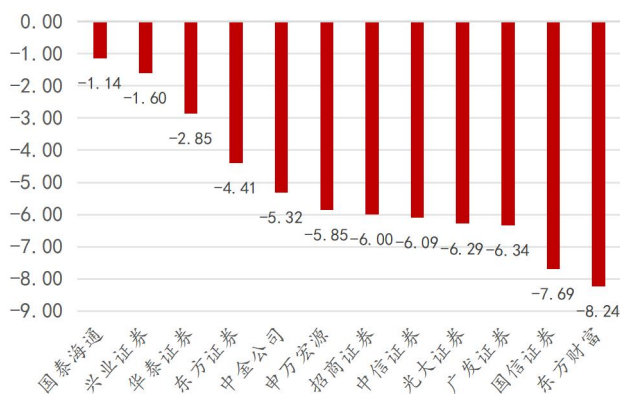
图 6：相关非银 ETF 的港股保险业重仓股表现（单位：%）



资料来源：Wind，金融街证券研究所

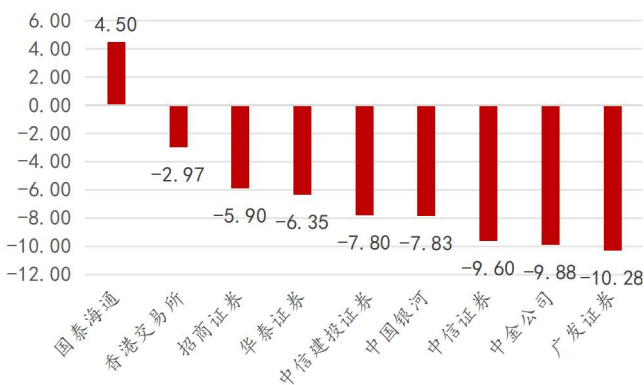
相关非银 ETF 的 A 股重仓证券业个股方面，11 月 A 股 12 家证券股全线下跌，其中东方财富（-8.24%）、国信证券（-7.69%）、广发证券（-6.34%）跌幅居前。11 月港股重仓证券股除国泰海通外均下跌，其中广发证券（-10.28%）、中金公司（-9.88%）、中信证券（-9.60%）跌幅居前。

图 7：相关非银 ETF 的 A 股证券业重仓股表现（单位：%）



资料来源：Wind，金融街证券研究所

图 8：相关非银 ETF 的港股证券业重仓股表现（单位：%）



资料来源：Wind，金融街证券研究所

（二）银行/非银行业 ETF 行情回顾

相关银行/非银 ETF 涨幅方面，涨幅排序为银行类 ETF>红利低波类 ETF>证券保险类 ETF>证券类 ETF。其中银行 ETF(159887.0F)、银行 ETF(512800.0F)、银行 AH 优选 ETF(517900.0F) 11 月涨幅居前，分别为 3.10%、2.83%、2.82%，恒生央企 ETF (513170.0F) 涨幅为 2.14%。相关证券类 ETF 跌幅较大，其中证券 ETF 东财 (159692.0F)、证券 ETF (512880.0F)、香港证券 ETF (513090.0F) 跌幅居前，分别为 -5.75%、-5.90%、-7.95%。

相关银行/非银 ETF 资金净流入方面，证券保险类 ETF 和证券类 ETF 资金净流入较多，银行类 ETF 资金净流出较多，ETF 的资金净流入方向与涨跌方向存在“错位”，显示证券类 ETF 行情有反转动力。近 1 月获得资金净流入超过 18 亿的 ETF 有四只：港股通非银 ETF (513750.0F)、证券保险 ETF (512070.0F)、证券 ETF (512880.0F)；资金净流出较大

的均为银行 ETF，分别为银行 ETF（512800.OF）、银行 ETF（159887.OF）。

表 1：2025 年 11 月银行/非银行业代表性 ETF 业绩表现

基础信息		市场表现				指数要素					
ETF代码	ETF简称	近1月涨跌幅 (%)	近1月日均成交 金额 (亿元)	近1月跟踪误差 (年化, %)	近1月ETF资金净 流入 (亿元)	指数当前PE(TTM)	3年以来分位数 (%)	最新收盘日 总市值(亿元)	最新收盘日 主力净流入额 (亿元)	近1月 区间日均成交 额(亿元)	
159887.OF	银行ETF	3.10	2.25	11.43	-1.93	7.49	97.66	160,250.92	5.65	297.18	
512800.OF	银行ETF	2.83	11.91	63.61	-8.12	7.47	97.66	162,103.82	6.07	314.88	
517900.OF	银行AH优选ETF	2.82	0.52	2.52	0.53	6.26	84.32	36,027.71	2.26	216.06	
513170.OF	恒生央企ETF	2.14	0.16	0.76	0.31	7.91	97.20	177,125.53	0.00	246.37	
513190.OF	港股通金融ETF	1.61	3.90	22.90	0.00	6.49	88.63	168,680.81	0.00	153.03	
512890.OF	红利低波ETF	1.35	6.75	44.78	10.55	8.49	98.21	212,192.21	8.38	366.03	
510230.OF	金融ETF	1.17	0.72	0.22	-0.92	7.89	87.76	207,098.54	6.44	446.45	
510230.OF	金融ETF	1.17	0.72	2.29	-0.92	7.89	87.76	207,098.54	6.44	446.45	
512530.OF	沪深300红利ETF	-0.06	0.04	0.20	0.10	9.00	97.94	264,467.07	12.81	543.62	
159940.OF	金融地产ETF	-0.39	0.05	0.28	-0.18	8.84	86.93	245,420.18	-4.35	863.34	
159940.OF	金融地产ETF	-0.39	0.05	0.38	-0.18	8.84	86.93	245,420.18	-4.35	863.34	
513750.OF	港股通非银ETF	-1.72	12.86	1.04	32.77	7.94	12.72	63,030.91	0.00	123.51	
512070.OF	证券保险ETF	-3.22	4.14	0.15	18.57	9.74	0.41	63,306.68	-4.21	269.79	
515630.OF	保险证券ETF	-4.32	0.26	0.34	-0.89	10.31	0.41	70,370.83	-4.57	348.98	
159993.OF	证券ETF龙头	-5.68	1.15	0.35	1.53	16.04	0.69	33,797.65	-6.39	229.24	
159692.OF	证券ETF东财	-5.75	0.56	0.11	1.36	15.55	0.69	33,102.81	-6.39	232.31	
512880.OF	证券ETF	-5.98	25.33	0.11	18.45	16.86	0.69	38,859.91	-6.90	297.68	
513090.OF	香港证券ETF	-7.98	87.23	0.88	1.69	12.61	27.47	22,053.55	0.00	37.48	

资料来源：Wind，金融街证券研究所

二、行业动态

（一）银行/非银行业监管政策动态

2025 年 10 月末及 11 月初，中国人民银行、金融监管总局、证监会等部委出台的相关监管政策，分别涉及到虚拟货币监管、保险费用分摊指引、养老理财、信托管理、境外投资、公募基金业绩指引、商业不动产 REITs 等主要方面。其中，加强虚拟货币监管与违规行为打击，主要是由于近期以来相关虚拟货币违法活动有所抬头，对金融秩序产生较大的负面影响；第四套生命表和人身保险产品费用分摊指引，有利于落实“报行合一”的政策要求并精准匹配当前保险公司的负债成本，优化保险公司资产负债管理；推动商业不动产 REITs，将 REITs 底层资产范围扩大至商业不动产领域，有利于增强商业不动产的流动性和增加优质证券资产的市场供给。相关政策的主要内容如下：

1、10 月 29 日，金融监管总局发布《关于做好<中国人身保险业经验生命表(2025)>发布使用有关事项的通知》。按照《国务院关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》工作部署，金融监管总局指导精算师协会编制了《中国人身保险业经验生命表（2025）》（第四套生命表）。为规范人身保险业科学使用第四套生命表，近日，金融监管总局印发了《关于做好<中国人身保险业经验生命表(2025)>发布使用有关事项的通知》。

《通知》主要包括：一是规范人身保险产品费率厘定对生命表的使用。要求保险公司根据产品的责任特征，按照审慎性原则确定死亡发生率。二是规范法定责任准备金评估对生命表的使用。要求保险公司按照精算规定评估法定责任准备金的最低标准时，审慎判断产品主要责任，选择适用的发生率表类型。三是规范分红保险红利分配对生命表的使用。要求保险公司确保红利计算的公平性，保护保单持有人合法权益。四是强化保险公司精算工作的主体责任。要求保险公司切实发挥精算在风险保障与风险计量等方面的关键作用，建立健全产品精算管理的内部决策机制，建立可检视、可计量的回溯机制。五是积极发挥精算师协会的行业自律作用。持续做好人身保险业经验生命表研究编制工作，健全精算师职业道德评价及管理机制，督促精算师持续提升专业性、独立性和职业道德。

2、11 月 21 日，中国精算师协会发布《人身保险产品费用分摊指引》。为贯彻落实《国

务院关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》精神，进一步提升人身保险产品定价中费用分摊的科学性与合理性，更好地落实“报行合一”相关要求，精算师协会发布了《人身保险产品费用分摊指引》。

《指引》立足行业人身保险产品费用分摊工作实际，并结合“报行合一”要求进一步细化，明确了费用的定义、分类和分摊范围，提供了费用归集、认定与分摊的方法，可进一步提升保险公司费用管理的科学性与合理性，夯实精细化管理基础。《指引》为身保险业费用分摊提供了科学指导，有助于保险公司持续提升费用管理水平，更好地执行“报行合一”政策，促进行业公平竞争与平稳健康发展。

3、10月30日，国家金融监督管理总局发布《关于促进养老理财业务持续健康发展的通知》。为深入贯彻党的二十大和二十届历次全会精神，落实中央经济工作会议和中央金融工作会议决策部署，按照《国务院办公厅关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》（国办发〔2024〕1号）要求，推动理财公司扎实做好养老金融大文章，金融监管总局近日发布《关于促进养老理财业务持续健康发展的通知》。《通知》共二十二条，包括稳步扩大养老理财产品试点、不断完善养老理财产品设计、探索提供多样化养老金融服务、持续完善内部管理机制、积极支持养老产业发展、切实加强风险管理等六方面要求。

《通知》稳步扩大养老理财产品试点。自《通知》印发之日起，养老理财产品试点地区扩大至全国，试点期限三年。试点机构扩大至符合开业满三年、经营管理审慎等条件的理财公司。试点额度提高至各试点机构上年末净资本扣除风险资本后余额的五倍，金融监管总局可以根据审慎监管原则进行调整。

《通知》坚持投资于物和投资于人紧密结合。支持理财公司投资与养老特征相匹配的长期优质资产，加大对健康产业、养老产业和银发经济的支持力度。支持理财公司完善养老理财产品设计，丰富产品形态，为投资者提供养老理财账户、养老理财顾问咨询、信息查询等多样化养老金融服务。支持理财公司在风险可控前提下，综合考虑养老理财产品所投资资产的风险收益特征与投资者的风险偏好，实现经济效益与社会效益相统一。

《通知》压实理财公司风险防控主体责任。在产品端，加强产品信息披露和风险提示，完善收费模式，增强投资者投资体验。在投资端，坚持审慎稳健的投资策略，健全风险化解机制，促进产品稳健运行。养老理财产品和个人养老金理财产品信息披露、信息交互和数据交换应当通过银行业理财登记托管中心理财行业平台进行。

4、10月31日，国家金融监督管理总局就《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》公开征求意见。为贯彻落实中央金融工作会议精神，规范信托公司资产管理信托业务发展，金融监管总局制定了《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》。主要内容如下：

一是明确产品定位。资产管理信托（以下简称信托产品）定位为基于信托法律关系的私募资产管理产品，坚持“卖者尽责、买者自负；卖者失责、依法赔偿”，面向具有风险识别和承担能力的合格投资者非公开发行。二是加强全过程管理。严格信托产品设立和销售管理，规范重点环节。加强信托产品存续期管理，严格信托资金运用规范，强化风险管理和净值管理。强化信托公司信息披露义务。规范信托产品到期清算。三是严格销售管理。明确信托文件、风险申明、投资者承诺、风险评估等销售重点领域和环节的管理要求，强化投资者适当性管理。规范信托公司和代理销售机构销售行为。引导提升投资者对信托产品

投资的风险意识。**四是加强投资管理。**明确信托产品投资各类基础资产要求，细化组合投资规则，规范关联交易行为，**严禁通道类业务和资金池业务**。加强投资其他资产管理产品的穿透管理，提高透明度。**五是加强风险管理和信息披露。**强化全面风险管理要求，加强操作风险、信用风险、流动性风险等管理。规范信息披露行为和-content，提升信息披露质量。

5、11月5日，国家金融监督管理总局发布《关于授权调整部分行政许可及报告事项监管层级的通知》。为进一步优化行政许可事项分级分类授权，充分发挥金融监管支局贴身监管优势，推动金融监管总局四级垂管体系不断凝聚“强监管”合力，金融监管总局在广泛征求意见的基础上，制定发布了《关于授权调整部分行政许可及报告事项监管层级的通知》。《通知》明确，各金融监管局可结合辖区实际情况，经过充分评估，在“接得住、管得好”的前提下，将辖内中资商业银行分支机构名称变更、辖内保险公司分支机构变更营业场所等2项行政许可事项，辖内中资商业银行、农村中小银行、保险公司分支机构以及保险兼业代理机构部分变更及人员任职等4类报告事项的监管层级下放至金融监管支局。金融监管支局承接相关行政许可及报告事项后，一并负责与之相应的许可证制发与管理。

6、10月27日，中国证监会印发《合格境外投资者制度优化工作方案》。党的二十届三中全会明确提出优化合格境外投资者制度。合格境外投资者制度是我国资本市场最早施行的开放制度之一，推出以来总体保持运行平稳，是境外投资者投资中国的综合性资产配置渠道，在扩大资本市场对外开放方面发挥了积极作用。

《工作方案》以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻落实二十届三中、四中全会，中央金融工作会议精神，坚持统筹金融开放和安全，坚持市场化、法治化、国际化方向，以优化准入管理、便利投资运作等为着力点，力争用两年左右的时间，**推动落实优化合格境外投资者制度制的改革举措，增强制度对境外中长期资金的吸引力，形成在岸与离岸渠道协调互补、配置型与交易型资金平衡发展、境内外证券投资基金期货机构良性互动的开放新格局。**

7、10月31日，中国证监会就《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引(征求意见稿)》公开征求意见。为落实《推动公募基金高质量发展行动方案》，规范公募基金业绩比较基准的选取和使用，切实发挥业绩比较基准表征风格、约束投资和衡量业绩等功能作用，完善基金管理人的内部控制，保护投资者的合法权益，根据《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》及其他有关法律法规，中国证监会起草了《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引（征求意见稿）》，现向社会公开征求意见。

《指引》共六章二十一条，主要内容如下：**一是突出业绩比较基准的表征作用**，业绩比较基准应当体现基金合同约定的核心要素和投资风格，一经选定则不得随意变更。**二是强化业绩比较基准的约束作用**，基金管理人应当建立全流程内控机制，提高内部决策层级，确保投资风格稳定性。**三是发挥业绩比较基准的评价作用**，规范薪酬考核、基金销售、基金评价等对业绩比较基准的使用要求。**四是健全多道防线**，在基金管理人自我约束基础上，进一步加强信息披露和基金托管人监督。

为指导行业机构更好落实《指引》，基金业协会同步起草了《公开募集证券投资基金业绩比较基准操作细则（征求意见稿）》，进一步明确业绩比较基准的选取展示、信息披露、风险控制、合规管理等具体操作规范，并向社会公开征求意见。

8、11月28日，关于《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告（征求意见稿）》公开征求意见。为贯彻落实党中央、国务院决策部署和资本市场新“国九条”要求，推动不动产投资信托基金（REITs）市场高质量发展，丰富资本市场投融资工具，支持构建房地产发展新模式，持续增强多层次资本市场服务实体经济质效，中国证监会研究起草了《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告（征求意见稿）》，现向社会公开征求意见。

《公告》共八条，主要包括以下内容：一是产品定义，商业不动产 REITs 是指通过持有商业不动产以获取稳定现金流并向基金份额持有人分配收益的封闭式公开募集证券投资基金。二是基金注册及运营管理要求，明确基金管理人及基金托管人、尽职调查、申请材料、商业不动产等方面要求，以及基金管理人的主动运营管理责任。三是发挥基金管理人和专业机构作用，压严压实责任，要求严格遵守执业规范和监管要求。四是强化监管责任，明确各监管机构依法依规履行商业不动产 REITs 监管和风险监测处置等职责。此外，商业不动产 REITs 其他有关事宜，参照《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》有关规定执行。

9、11月28日，打击虚拟货币交易炒作工作协调机制会议召开。2025年11月28日，中国人民银行召开打击虚拟货币交易炒作工作协调机制会议。公安部、中央网信办、中央金融办、最高人民法院、最高人民检察院、国家发展改革委、工业和信息化部、司法部、中国人民银行、国家市场监管总局、国家金融监管总局、中国证监会、国家外汇局有关负责同志出席会议。

会议指出，近年来各单位认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，按照 2021 年中国人民银行等十部门联合发布的《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》要求，坚决打击虚拟货币交易炒作，整顿虚拟货币乱象，取得明显成效。近期，受多种因素影响，虚拟货币投机炒作有所抬头，相关违法犯罪活动时有发生，风险防控面临新形势、新挑战。

会议强调，虚拟货币不具有与法定货币等同的法律地位，不具有法偿性，不应且不能作为货币在市场上流通使用，虚拟货币相关业务活动属于非法金融活动。稳定币是虚拟货币的一种形式，目前无法有效满足客户身份识别、反洗钱等方面的要求，存在被用于洗钱、集资诈骗、违规跨境转移资金等非法活动的风险。

会议要求，各单位要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面落实党的二十大和二十届历次全会精神，把防控风险作为金融工作的永恒主题，继续坚持对虚拟货币的禁止性政策，持续打击虚拟货币相关非法金融活动。各单位要深化协同配合，完善监管政策和法律依据，聚焦信息流、资金流等重点环节，加强信息共享，进一步提升监测能力，严厉打击违法犯罪活动，保护人民群众财产安全，维护经济金融秩序稳定。

（二）银行/非银行业动态

1、首家股份行 AIC 获批开业。11月9日，兴业银行公告称，金融监管总局已批准该行全资子公司兴银金融资产投资有限公司（以下简称“兴银投资”）开业。根据此批复，兴银投资注册资本为 100 亿元，注册地为福建省福州市。后续兴银投资将依照有关规定办理开业手续。这意味着，首家股份制商业银行金融资产投资公司（AIC）获批开业。

2、5年期定存库存“告急”，银行负债管理更趋精细。《中国银行保险报》记者登录多家银行 APP 并走访几家银行网点，发现不少银行的特色存款产品、大额存单最长存期仅为 3 年。在净息差持续承压的当下，银行业正对中长期储蓄产品进行重估与调整：部分产品悄然下架，而仍被保留的则附上了更为精细的管理规则。

大型银行方面，目前在六大行的手机银行 APP 上，五年期定期存款整存整取利率最高可至 1.60%，不过带有一定门槛限制。比如，记者在工商银行手机银行 APP 操作发现，如果存款金额达不到 10 万元，5 年起存整存整取利率仅为 1.30%；只有存款金额达到 10 万元，才能触发 1.55% 的最高利率。在股份制银行、地方性银行中，三年期、五年期定期存款利率倒挂的情况普遍存在，短期限存款选择更加丰富，长期限存款则相对较少。比如，招商银行手机银行 APP 中，特色存款产品最高期限为 2 年期，年化利率 1.4%。该行的 5 年期整存整取存款年利率只有 1.3%。

3、中行完成配套融资审批额超 7000 亿元。今年以来，中国银行落实党中央、国务院关于设立新型政策性金融工具的决策部署，在相关部委指导下，迅速出台系列措施，深化政银企三端协同，对接各政府部门、各政策性银行，坚持“早发力、早谋划、早见效”，精准施策，加快投放。截至目前，中国银行累计为新型政策性金融工具支持项目完成配套融资审批额超 7000 亿元，累计投放金额超 500 亿元。其中，自 9 月 29 日国开行、农发行、进出口银行分别设立新型政策性金融工具有限公司并实现首批投放以来，中国银行已向近 60 个项目新增贷款投放，加强了对科技创新、扩大消费、稳定外贸等重点领域的金融支持力度。

4、多家银行持续上调积存金门槛。11 月 11 日，中信银行公告称，为顺应市场形势变化，自 2025 年 11 月 15 日起，将积存金定期积存计划定时定额最低定投金额从 1000 元调整为 1500 元人民币。定期积存计划定时定量最低定投克重保持不变，仍为 1 克起存。

同日，建设银行披露了积存金业务相关公告，为保护投资者权益，修订了《中国建设银行个人黄金积存业务产品介绍及交易规则》，内容主要涉及交易报价、巨额赎回等事项。新版文本将于 2025 年 11 月 15 日（周六）正式启用。其中，有关黄金积存计划的日积存起点金额由此前的 1000 元上调为 1200 元。值得注意的是，这是本月建行第二次对涉及黄金的相关业务进行调整。

5、银行理财产品将更趋多元化。低利率和资产荒双重背景下，多资产多策略成为理财行业普遍共识。银行业理财登记托管中心公布的数据显示，2025 年三季度末，银行理财产品资产配置增配现金及银行存款、公募基金，债券配置占比下降。其中现金及银行存款占比 27.5%，较上年末提升 3.6 个百分点；公募基金占比 3.9%，较上年末提升 1 个百分点；**债券占比 40.4%，较上年末下降 3.1 个百分点。**

2018 年以来，受资本市场制度不断完善、市场利率变化等因素影响，各类资产价值回归到更加理性和均衡的水平，银行理财收益创造来源不再依赖单一资产，而要由组合来贡献。据普益标准统计，截至 2025 年三季度末，混合类理财产品近 7 日、近一月平均年化收益率分别为 13.21%、6.62%，较上季度分别上升 112.44bp、35.32bp，收益弹性显著提升。

6、买断式逆回购加量续做 5000 亿元。11 月 14 日，中国人民银行发布公告称，为保持银行体系流动性充裕，11 月 17 日将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 8000

亿元买断式逆回购操作，期限为6个月（182天）。考虑到本月6个月期买断式逆回购到期量为3000亿元，11月该期限买断式逆回购实现加量续做5000亿元。此前，中国人民银行还对3个月期买断式逆回购实行了等量续做。本月还将有9000亿元中期借贷便利（MLF）到期。

东方金诚首席宏观分析师王青认为，11月买断式逆回购加量续做符合预期，这也是中国人民银行连续第6个月通过买断式逆回购向市场注入中期流动性，且加量规模连续扩大。这有助于保持资金面处于较为稳定的充裕状态，更好助力政府债券发行，引导金融机构加大货币信贷投放力度。

7、保险业投资收益率显著提升。2024年，保险资产管理公司投资资产总规模32.68万亿元，同比增长25%。从资产配置结构看，截至2024年末，保险资产管理公司配置债券规模15.18万亿元，占比46%；配置金融产品（含保险资产管理产品）规模6.66万亿元，占比20%；配置银行存款规模4.46万亿元，占比14%；配置股票规模2.17万亿元，占比7%；配置公募基金规模1.27万亿元，占比4%；配置股权规模4299亿元，占比1%。

从主要资产增速看，债券、金融产品（含保险资产管理产品）和股票增速分别为28%、31%和36%；银行存款增速小幅增长，增速为11%；股权投资和公募基金保持平稳增长，增速分别为4%和1%。

三、行业经营动态

（一）银行业经营情况：银行净息差走势趋稳，非息收入占比提升放缓

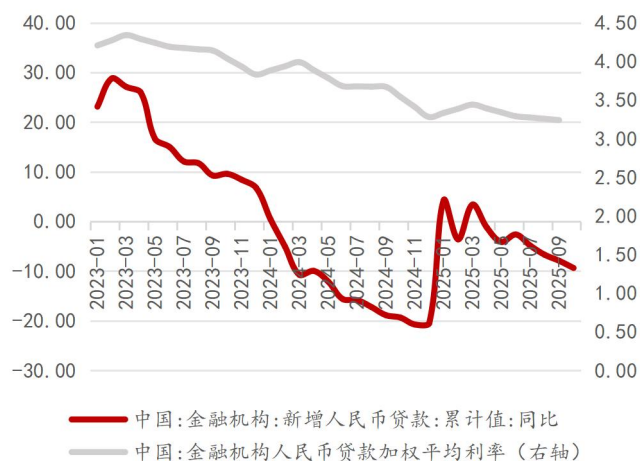
信贷业务方面，截至2025年10月，金融机构新增人民币贷款累计总额为14.97万亿，同比下跌9.38%，信贷规模同比跌幅连续四个月持续扩大；2025年二季度末、三季度末，金融机构贷款加权平均利率分别为3.29%、3.24%，分别较2024年二季度末、三季度末下降了39BP、43BP，同比降幅分别为10.60%、11.72%。2025年前三季度，商业银行的平均信贷规模、加权平均利率的同比降幅分别为15.3%、11.7%，则粗略估算前三季度银行信贷业务收入同比降幅约为25%，显示商业银行面临着较大的信贷业务压力。

存款业务方面，截至2025年10月，金融机构新增人民币存款累计23.32万亿，累计同比增速达到了35.42%。在2025年5月20日挂牌存款利率调整以前，3年期定存存款利率为1.50%，上年同期为1.95%，降幅为45BP。虽然2025年下半年挂牌存款利率没有统一下调动作，但考虑到国有大行之外的中小型银行存款利率下调跟进，甚至下架5年期存款业务，实际存款利率水平也在同步下降。

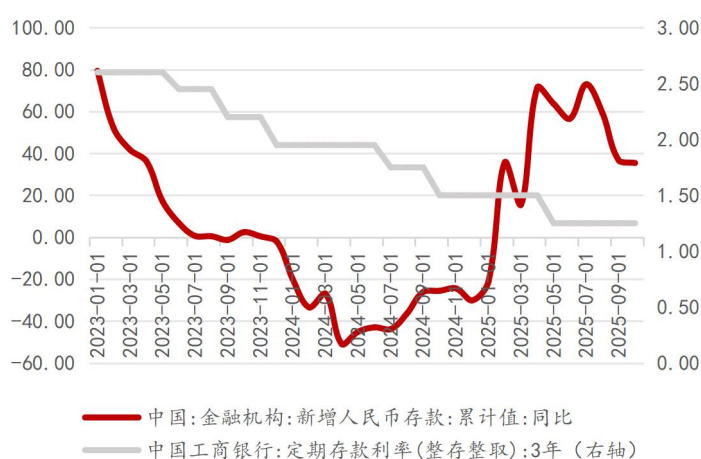
综合贷款存款业务来看，由于存款利率与贷款利率同步下行，下半年银行净息差趋于稳定。截至2025年三季度末，商业银行净息差为1.42%，与2025年二季度基本持平，预期全年商业银行的净息差有望延续企稳之势。

图9：金融机构新增人民币贷款累计同比与贷款加权平均利率（单位：%）

图10：金融机构新增人民币存款累计同比与工行3年期定存利率（单位：%）



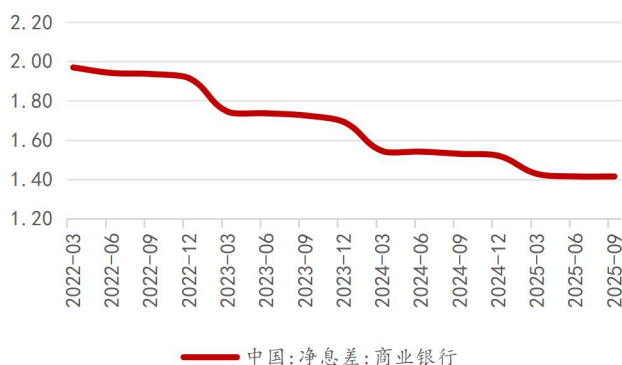
资料来源：iFind，金融街证券研究所



资料来源：iFind，金融街证券研究所

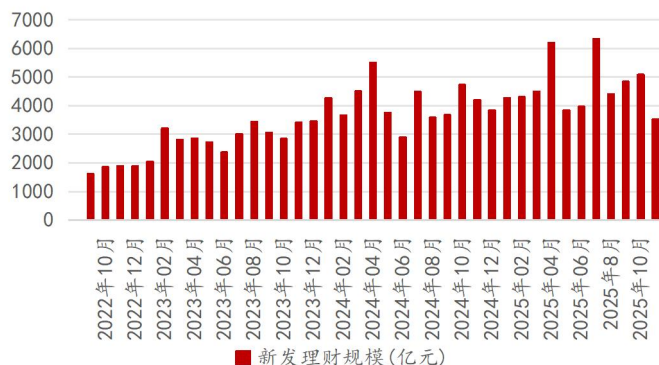
银行中间业务收入方面，传统的银行卡业务、代理业务、结算清算等中间业务，跟宏观经济的景气度高度相关，预计全年增长平稳。托管业务和理财业务，则跟资本市场有密切的关系。截至2025年三季度，银行理财存续规模为32.13万亿，较年初增长了7.28%。2025年1-11月，银行理财累计发行规模为5.13万亿，同比增长13.27%。但受近期资本市场震荡的负面影响，11月单月新发规模环比10月明显下滑。

图 11：商业银行净息差趋于稳定（单位：%）



资料来源：Wind，金融街证券研究所

图 12：银行理财产品新发规模（单位：亿元）

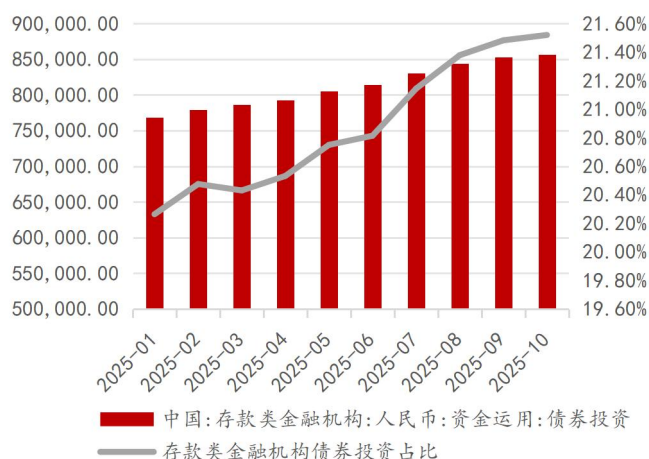


资料来源：Wind，金融街证券研究所

债券投资业务方面，截至2025年10月，以银行为主体的存款性金融公司的资金运用余额为397.8万亿，其中用于债券投资的资金余额为85.6万亿，占比为21.52%，占比较年初提升1.30pct。2025年1-11月，十年期国债收益率在1.60%-1.90%的区间内呈N型波动，2025年11月末十年期国债收益率较去年同期下降了17.9BP，同比下降8.9%。国债收益率下降对应着债券投资价格上升和公允价值的提升，有利于增厚商业银行FVTPL类债券资产的投资收益。

图 13：存款类金融机构债券投资余额与同比增速（单位：亿元，%）

图 14：商业银行非息收入占比（单位：%）



资料来源: Wind, 金融街证券研究所

资料来源: 银行业理财托管登记中心, 金融街证券研究所

中间业务收入和债券投资的投资收益(注:根据会计准则 IFRS 9, 债券资产分为 AC、FVTPL、FVOCI 三个类别, 投资收益主要来源于可以计入当期利润的 FVTPL 类资产的公允价值损益), 构成了非息收入的主要内容。近年来由于债券投资增长较快, 投资收益增长推动非息收入占比也在逐步提升, 截至 2025 年三季度末, 银行非息收入占比达到了 23.24%。由于 2025 年下半年国债收益率的提升, 预计三季度债券投资收益水平将有所下降, 这也导致三季度末银行非息收入占比环比二季度末下降 2.51pct。展望全年, 由于四季度国债收益率窄幅波动, 与三季末的国债收益率水平变化不大, 因此, **预计四季度银行非息收入占比大概率会延续三季度的水平。**

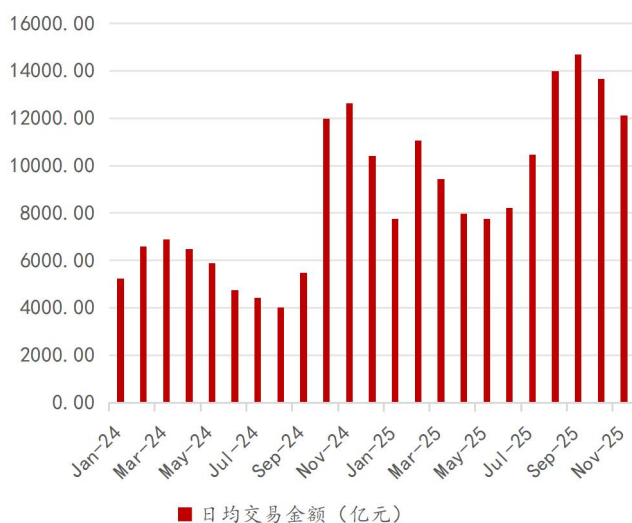
(二) 证券业经营情况: 三季度市场有所回落, 全年净利润有望保持较高增速

经纪业务方面, 2025 年前三季度, A 股日均交易额为 10230 亿元, 同比增长 86.84%, 带动上市证券公司前三季度经纪业务收入增长 74.25% (注: 统计中不含国盛金控、哈投股份、湘财股份、东方财富、国投证券、华鑫证券等 6 家 A 股证券上市公司), 显见日均交易额与经纪业务收入变动趋势高度相关。2025 年 1-11 月, A 股日均交易额为 10668 亿元, 同比增长 59.4%, 同比增速较前三季度有所回落, **预计全年上市证券公司的经纪业务收入同比增速约为 50%。**

自营业务方面, 2025 年前三季度, 债券市场十年期国债全价指数下跌 1.13%, 去年同期上涨 3.38%; 权益市场万得全 A 指数涨幅为 26.43%, 上年同期涨幅为 8.25%。总体上, 今年前三季度债券市场弱于去年同期债券市场, 但权益市场强于去年同期权益市场。根据 wind 统计, 三季度上市证券公司自营业务收入由去年前三季度的 1315.4 亿元大幅上升为 2025 年前三季度的 1886.8 亿元, 增长了 571 亿元, 同比增幅为 43.4%。2025 年前三季度, 50 家证券类上市公司净利润总和为 1881 亿元, 较去年同期增长 710 亿元, 同比增长 60.7%。由此可见, 自营业务收入增幅在净利润增幅的占比很高, 说明当前证券公司的净利润增长受自营业务收入增长的影响很大。

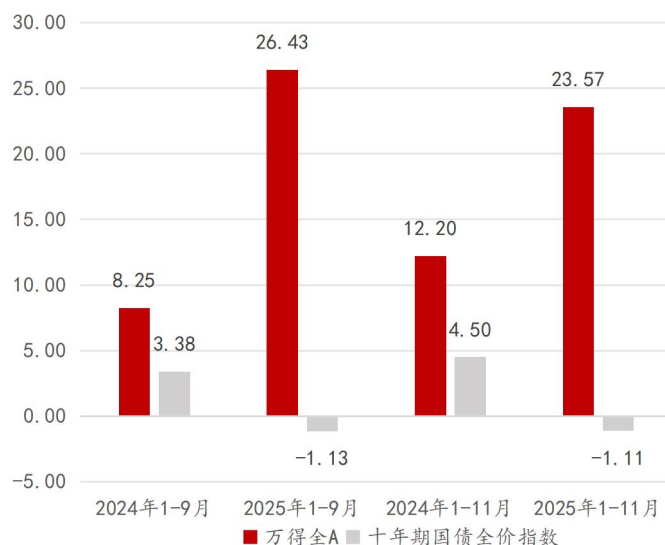
2025 年 1-11 月, 十年期国债全价指数下跌 1.11%, 同期则上涨 4.50%; 万得全 A 指数上涨 23.57%, 去年同期则上涨 12.20%。展望 2025 年全年, **预计 A 股上市证券公司自营业务收入同比增速有望延续三季度的水平, 预计 A 股上市证券公司净利润同比增幅超过 50%。**

图 15: A 股市场日均成交额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 金融街证券研究所

图 16: 万得全 A 与十年期国债指数区间涨幅 (单位: %)



资料来源: Wind, 金融街证券研究所

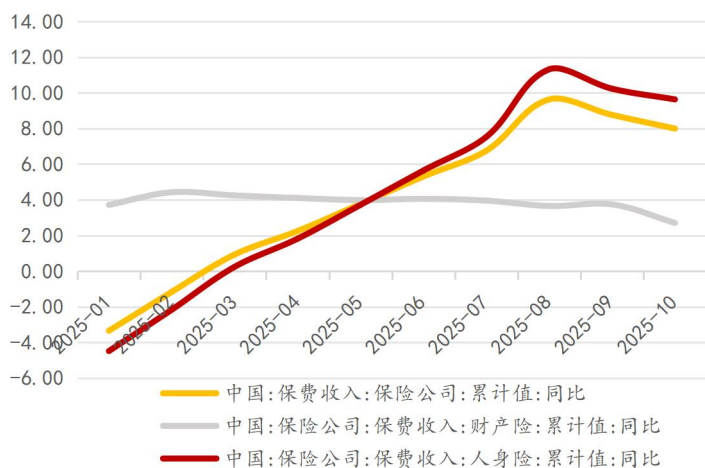
(二) 保险业经营情况: 新增负债成本下降拐点显现, 总投资收益率表现亮眼

负债端来看, 财险保费收入增长稳健, 寿险保费收入增速加快。2025 年 1-10 月, 保险业实现累计原保费收入 5.48 万亿元, 同比增长 7.99%。其中, 人身险原保费收入 4.25 万亿元, 同比增长 9.63%; 财产险原保费收入 1.23 万亿元, 同比增长 2.70%。2025 年 1-11 月, 财产险收入同比增速基本稳定 (主要在 3.5-4.5% 区间窄幅波动), 人身险保费收入同比增速则呈现一定的复苏态势 (下半年明显高于上半年)。由于今年保险公司年度保费任务达成率达成情况较好, 多家公司开始备战 2026 年“开门红”, 预计 2025 年全年保费同比增速将保持较好的增长水平。

分公司类别看, 人身险公司 2025 年 1-10 月寿险、意外险、健康险的累计保费收入分别为 32748 亿元、325 亿元、6850 亿元, 同比增速分别为 12.01%、-9.25%、0.06%。其中下半年寿险同比增速提升幅度较快, 预计主要受分红险产品销售加快、银行存款利率下调、保险预定利率下调预期等多重因素的推动, 意外险、健康险同比增速则有所回落。财产险公司 2025 年 1-10 月车险、责任险、农业保险、健康险、意外险等累计保费收入分别为 7611 亿元、1245 亿元、1449 亿元、2092 亿元、501 亿元, 同比增速分别为 3.20%、3.96%、2.55%、10.57%、11.47%。其中, 由于 2025 年以来汽车销量保持两位数增长, 带动车险业务稳健增长, 财险公司的健康险和意外险继续保持较高的同比增速。

图 17: 人身险、财产险与整体保费收入同比增速 (单位: %)

图 18: 中国汽车销量累计同比走势 (单位: %)



资料来源：Wind，金融街证券研究所

资料来源：Wind，金融街证券研究所

NBV 打平投资收益率明显下降，新增负债端成本下降拐点已现。所谓 NBV 打平收益率，是指使 NBV 为零时的假设投资收益率水平，这个指标同时也反映了保险公司的新增负债成本。根据保险公司定期报告中有关新业务价值率敏感性分析数据，我们计算了 2018-2025 年上半年的 NBV 打平收益率数据。总体趋势上看，2018 年到 2023 年保险公司打平收益率持续上升，2024 年则开始出现下降趋势，2025 年上半年这一趋势得到延续。**2025 年上半年，上市险企 NBV 打平收益率下降幅度区间在 0.27-0.94pct，下降幅度较为明显。**新增负债成本下降的主要原因在于保险预定利率的下降、“报行合一”的推行以及分红险等产品结构的优化等多重因素共同作用所致，预计新增负债成本下降趋势有望延续，从而为保险公司业绩持续增长打开空间。

表 2：2018-2025 年上半年险企 NBV 打平收益率的变动趋势

	2025H1	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	近半年变化
中国人寿	1.50%	2.44%	2.96%	2.88%	2.34%	2.04%	1.94%	1.70%	-0.94%
中国平安	1.73%	2.41%	2.43%	1.80%	1.45%	0.93%	0.14%	-0.41%	-0.68%
中国太保	1.77%	2.60%	3.12%	2.77%	1.70%	0.82%	1.32%	1.15%	-0.83%
中国太平	-	2.48%	3.46%	3.52%	3.25%	3.31%	2.98%	2.59%	-
新华保险	2.68%	2.98%	3.92%	3.96%	2.97%	2.24%	1.40%	0.60%	-0.30%
人保寿险	2.88%	3.15%	3.94%	4.07%	4.10%	3.63%	3.74%	3.60%	-0.27%

资料来源：Wind，各公司定期报告，金融街证券研究所

投资端方面，权益投资占比提升，总投资收益率表现突出。从已经公布的三季度报来看，2025 年前三季度，A 股上市险企已实现总投资收益率情况均超过 5%，其中新华保险（+8.60%）、中国人保（+5.40%）、中国太保（+5.20%）、中国平安（+5.40%）、中国人寿（+6.42%）（注：中国平安为已实现综合收益率）。**总投资收益率的提升，主要是由于股票市场表现较好，同时上市险企 FVTPL 资产规模占比提升，从而能够较好地释放浮盈并增厚当期利润。**2025 年三季度末，相关上市险企 FVTPL 类资产占比较 2024 年末提升了 0.05-1.62pct。因此，**由于上市险企资产配置的优化调整，预计全年总投资收益率有望达到 5% 以上的良好水平。**

表 3：2025 年三季度险企 FVTPL 占比提升

	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人保	新华保险
2024 年末	33.27%	33.23%	26.88%	24.95%	38.51%

请仔细阅读报告末页声明

17 / 22

2025 年三季度	33.41%	34.57%	26.93%	26.57%	38.92%
占比增长	0.14%	1.34%	0.05%	1.62%	0.41%

资料来源：Wind，各公司定期报告，金融街证券研究所

四、银行/非银行业估值与股息率水平

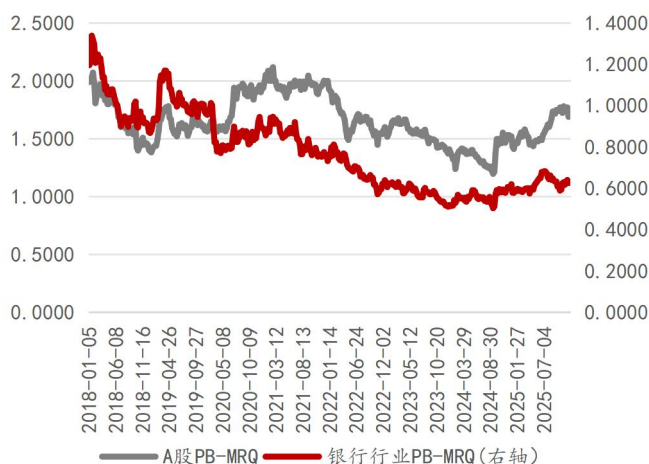
（一）银行/非银行业整体估值与股息率水平

当前，银行/非银金融细分行业的估值水平情况如下：

截至 11 月末，A 股整体 PB-MRQ 为 1.73X，银行板块、保险子板块的 PB-MRQ 分别为 0.63X、1.28X，当前银行板块、保险子板块估值水平较 A 股整体 PB-MRQ 的折价分别为 63.74%、25.80%，**银行板块、保险子板块估值水平分别处于 2018 年以来的 34.4%、49.9%分位。**

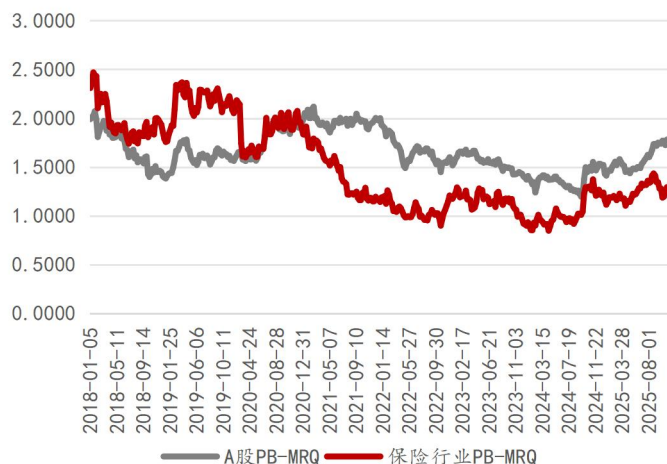
截至 11 月末，A 股整体 PE-TTM 为 16.49X，证券子板块、多元金融子板块的 PE-TTM 分别为 16.28X、23.23X，当前证券子板块、多元金融子板块估值水平较 A 股整体 PE-TTM 水平分别折价 1.27%、溢价 40.93%，**证券子板块、多元金融子板块的估值水平分别处于 2018 年以来的 7.8%、91.1%分位。**

图 19：银行板块与 A 股整体 PB-MRQ 走势



资料来源：iFind，金融街证券研究所

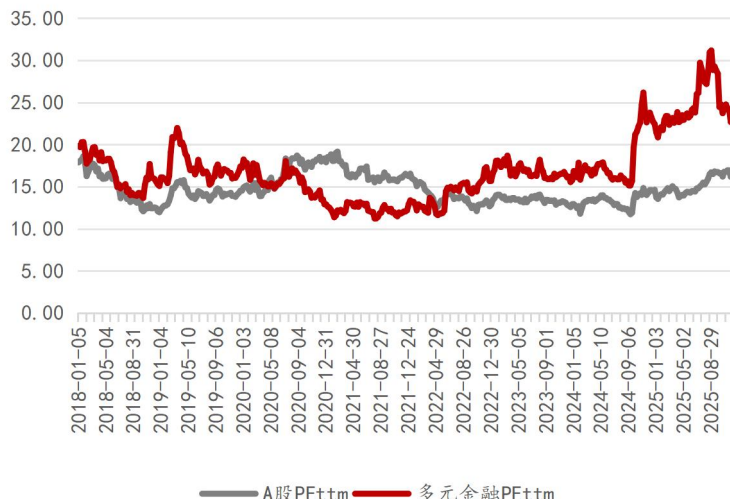
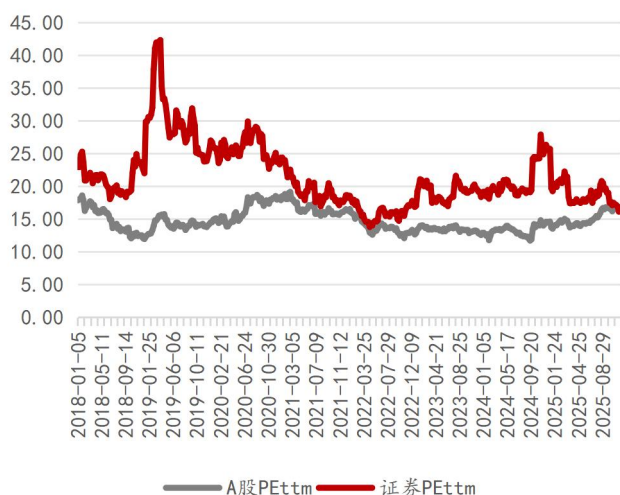
图 20：保险子板块与 A 股整体 PB-MRQ 走势



资料来源：iFind，金融街证券研究所

图 21：证券子板块与 A 股整体 PE-TTM 走势

图 22：多元金融子板块与 A 股整体 PE-TTM 走势



资料来源：iFind，金融街证券研究所

资料来源：iFind，金融街证券研究所

银行保险股息率仍处于较高水平，存在着一定的配置价值。22 家 ETF 重仓银行股，股息率均在 2% 以上，其中 7 家银行股息率在 5% 以上，6 家银行股息率位于 4%-5% 区间，6 家银行股息率位于 3%-4% 区间。保险公司股息率数值相对分散，有 3 家保险公司股息率超过 3%，分别为中国平安（4.37%）、新华保险（4.05%）、中国太保（3.11%）。

表 4：银行与保险公司股息率（截至 2025 年 11 月 30 日）

代码	简称	股息率 (%)	代码	简称	股息率 (%)
601166. SH	兴业银行	7. 70	601398. SH	工商银行	3. 77
600015. SH	华夏银行	5. 84	601658. SH	邮储银行	3. 75
601838. SH	成都银行	5. 28	601988. SH	中国银行	3. 57
601818. SH	光大银行	5. 26	601169. SH	北京银行	3. 52
601229. SH	上海银行	5. 26	600000. SH	浦发银行	3. 25
000001. SZ	平安银行	5. 15	601288. SH	农业银行	3. 05
601916. SH	浙商银行	5. 08	601939. SH	建设银行	2. 89
600016. SH	民生银行	4. 84	600919. SH	江苏银行	2. 00
600036. SH	招商银行	4. 66			
601998. SH	中信银行	4. 64	601318. SH	中国平安	4. 37
601009. SH	南京银行	4. 29	601336. SH	新华保险	4. 05
600926. SH	杭州银行	4. 23	601601. SH	中国太保	3. 11
002142. SZ	宁波银行	4. 23	601319. SH	中国人保	2. 22
601328. SH	交通银行	3. 97	601628. SH	中国人寿	1. 58

资料来源：金融街证券研究所

（二）重点公司盈利预测与估值

截至 2025 年 11 月 30 日，非银行业重点公司盈利预测与估值情况如下表所示。港股较 A 股存在一定的折价，按下表相关公司 2025 年预期市净率算术平均来看，**港股证券、保险股较 A 股具有一定的估值优势，A 股保险股与港股保险股的 PB 均值分别为 1.34x、1.09x，A 股证券股与港股证券股的 PB 均值分别为 1.41x、0.95x。**

表 5：重点公司盈利预测与估值（截至 2025 年 11 月 30 日）

证券代码	证券简称	最新收盘价（元）	总市值（亿元）	NAVPS（元/股）			PB（倍）		
				25E	26E	27E	25E	26E	27E
600016.SH	民生银行	4.09	1790.70	13.05	13.65	14.32	0.31	0.30	0.29
601169.SH	北京银行	5.68	1200.92	13.50	14.41	15.35	0.42	0.39	0.37
000001.SZ	平安银行	11.61	2253.03	23.55	25.34	27.18	0.49	0.46	0.43
600000.SH	浦发银行	11.48	3823.51	21.08	22.19	23.48	0.54	0.52	0.49
601077.SH	渝农商行	6.50	738.21	11.93	12.78	13.59	0.54	0.51	0.48
601166.SH	兴业银行	21.11	4467.48	38.39	40.82	43.47	0.55	0.52	0.49
601229.SH	上海银行	9.88	1403.85	17.48	18.90	20.25	0.57	0.52	0.49
601998.SH	中信银行	7.76	4318.06	13.18	14.16	15.10	0.59	0.55	0.51
601328.SH	交通银行	7.59	6706.81	12.26	13.04	14.03	0.62	0.58	0.54
601825.SH	沪农商行	9.42	908.51	13.71	14.92	16.52	0.69	0.63	0.57
601398.SH	工商银行	8.11	28904.55	11.14	12.03	12.99	0.73	0.67	0.62
600919.SH	江苏银行	10.72	1967.26	14.15	15.69	17.40	0.76	0.68	0.62
601838.SH	成都银行	16.87	715.02	21.43	24.23	27.21	0.79	0.70	0.62
600036.SH	招商银行	42.95	10831.92	45.50	49.90	54.46	0.94	0.86	0.79
601288.SH	农业银行	8.04	28138.64	7.92	8.50	9.10	1.01	0.95	0.88
1988.HK	民生银行	4.35	1904.54	13.05	13.65	14.32	0.33	0.32	0.30
3988.HK	中国银行	4.68	15079.54	8.22	8.79	9.42	0.57	0.53	0.50
1398.HK	工商银行	6.44	22952.56	11.14	12.03	12.99	0.58	0.54	0.50
3328.HK	交通银行	7.14	6309.17	12.26	13.04	14.03	0.58	0.55	0.51
0939.HK	建设银行	8.17	21372.75	13.12	14.10	15.13	0.62	0.58	0.54
1288.HK	农业银行	5.83	20404.01	7.92	8.50	9.10	0.74	0.69	0.64
3968.HK	招商银行	52.30	13189.98	45.50	49.90	54.46	1.15	1.05	0.96
601318.SH	中国平安	58.99	10681.70	57.01	61.14	65.31	1.03	0.96	0.90
601601.SH	中国太保	34.75	3343.07	33.32	38.00	43.12	1.04	0.91	0.81
601628.SH	中国人寿	43.52	12300.80	22.42	25.78	29.35	1.94	1.69	1.48
2601.HK	中国太保	30.88	2970.76	33.32	38.00	43.12	0.93	0.81	0.72
2318.HK	中国平安	56.70	10267.03	57.01	61.14	65.31	0.99	0.93	0.87
1339.HK	中国人民 保险集团	7.05	3117.79	6.92	7.83	8.72	1.02	0.90	0.81
2628.HK	中国人寿	26.86	7591.90	22.42	25.78	29.35	1.20	1.04	0.92
1336.HK	新华保险	46.38	1446.85	35.33	41.56	48.49	1.31	1.12	0.96
601377.SH	兴业证券	6.77	584.66	7.20	7.57	7.96	0.94	0.89	0.85
601688.SH	华泰证券	21.10	1904.67	21.03	22.67	24.46	1.00	0.93	0.86
600958.SH	东方证券	10.41	884.50	9.68	10.26	10.89	1.08	1.01	0.96
600999.SH	招商证券	16.29	1416.66	14.95	16.15	17.33	1.09	1.01	0.94
000776.SZ	广发证券	21.14	1607.88	19.22	20.86	22.48	1.10	1.01	0.94
601211.SH	国泰海通	19.16	3377.70	17.33	18.50	19.57	1.11	1.04	0.98
002736.SZ	国信证券	12.96	1327.33	11.66	12.57	13.57	1.11	1.03	0.95

000166. SZ	申万宏源	5. 15	1289. 56	4. 43	4. 66	0. 00	1. 16	1. 11	-
600030. SH	中信证券	27. 59	4088. 99	20. 07	21. 69	23. 45	1. 37	1. 27	1. 18
601995. SH	中金公司	34. 89	1684. 23	23. 85	25. 45	27. 26	1. 46	1. 37	1. 28
300059. SZ	东方财富	23. 40	3698. 14	5. 78	6. 51	7. 27	4. 05	3. 60	3. 22
3908. HK	中金公司	18. 96	915. 25	23. 85	25. 45	27. 26	0. 80	0. 74	0. 70
6886. HK	华泰证券	18. 30	1651. 92	21. 03	22. 67	24. 46	0. 87	0. 81	0. 75
6881. HK	中国银河	10. 18	1113. 12	11. 64	12. 78	14. 05	0. 87	0. 80	0. 72
1776. HK	广发证券	16. 84	1280. 82	19. 22	20. 86	22. 48	0. 88	0. 81	0. 75
2611. HK	国泰海通	15. 55	2741. 30	17. 33	18. 50	19. 57	0. 90	0. 84	0. 79
6099. HK	招商证券	14. 67	1275. 78	14. 95	16. 15	17. 33	0. 98	0. 91	0. 85
6030. HK	中信证券	26. 74	3963. 01	20. 07	21. 69	23. 45	1. 33	1. 23	1. 14

资料来源：Wind（备注：金融街证券研究所对上述公司未跟踪覆盖，所有盈利预测均选自 Wind 一致预期中值），金融街证券研究所

五、行业重点 ETF 推荐

从估值分位水平来看，证券估值分位最低（7.8%），银行（34.4%）和保险（49.9%）次之，证券 5 年期估值分位水平最低；从资金净流入角度看，证券类 ETF、证券保险类 ETF 的资金净流入较多，银行类 ETF 资金净流出较多；从港股和 A 股的估值差异来看，港股的证券股、保险股较 A 股有一定的估值折价。最后，从当前经营业绩预期来看，证券、保险均有较高的同比业绩增速，银行业整体业绩则相对平稳。

因此，综合上述相关指标来看，应重点关注非银板块在良好业绩基础上的情绪反转与估值修复逻辑，重点推荐 ETF 组合为：证券 ETF（512880.0F）、港股通非银 ETF（513750.0F）、香港证券 ETF（513090.0F）。

六、风险提示

（一）权益市场短期调整风险

受年末市场流动性波动等因素影响，导致权益市场调整风险。

（二）银行信贷需求放缓风险

受经济基本面等因素影响，导致银行信贷需求放缓。

（三）保费收入增长放缓风险

受保险预定利率等因素影响，导致保费收入增长放缓。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此声明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

法律主体声明

本报告隶属于金融街证券股份有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可登录 www.cnht.com.cn 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露

评级说明

公司评级	买入——自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 20%以上
	增持——自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 10%~20%
	持有——自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%~10%
	卖出——自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%以下
行业评级	强于大市——自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅 5%以上
	中性——自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%~5%
	弱于大市——自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%以下

相关证券市场代表性指数说明 本报告采用的基准指数——沪深 300 指数（简称基准）

免责声明

金融街证券股份有限公司具有证券投资咨询资格，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关法律责任的权利。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。