

证券行业 2025 年 1 月报

指数行动方案下的新打法

优于大市

核心观点

指数化投资高质量发展，关注券商 ETF 做市及买方投顾业务机遇。伴随资本市场改革持续推进，资金结构及投资需求也出现深刻变化。一方面，保险资金等机构投资者资产负债表持续扩大，权益投资规模整体提升，权益基金类型及策略的丰富有助于帮助机构投资者构建投资组合，合理平衡收益与风险；另一方面，个人投资者在选择投资品种时，也更加注重产品的便捷性、低费率、灵活性和风格稳定性，个人对于 ETF 的投资热度持续提升。

《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》聚焦丰富指数基金产品体系、加快优化指数化投资发展生态和加强监管防范风险三个核心目标，适时匹配了资金结构变化及不同投资者的投资需求。指数化投资当前的发展动向契合本次《方案》中指数化高质量发展目标。一方面，当前股票 ETF 数量、份额及净值占比均超 75%，且以规模指数 ETF 为主，其他指数 ETF、债券 ETF、商品 ETF 仍具备发展空间。另一方面，被动基金净值规模持续增长，对 A 股市场影响力持续扩大。截至 2024 年底，被动股基净值规模 35,071 亿元，占 A 股自由流通市值比重达 9.1%，被动基金份额增减对股市资金流动影响举足轻重。指数化投资高质量发展有助于维护资本市场稳定健康发展。

证券公司 ETF 做市、买方投顾等业务存发展机遇。我们假设证券公司 ETF 做市持仓规模为 600-1000 亿元，资金占用利率为 4%-7%，则 ETF 做市业务收入贡献为 24-70 亿元。鉴于做市业务集中度较高，大型券商更受益于 ETF 做市业务发展。买方投顾业务方面，上市券商加速财富管理转型，买方投顾成为重点发展方向。部分券商在半年报中披露了买方投顾业务发展概况，整体来看，账户资产规模、服务客户数等关键指标都取得良好表现。

市场交易活跃度有所下降，IPO 规模有所下降。（1）经纪业务方面，1 月 A 股日均成交金额为 12,054 亿元，环比-25.2%，同比+63.2%。（2）投行业务方面，1 月 IPO 数量为 12 家，募集资金规模为 71.305 亿元，环比-23.4%；1 月再融资规模为 834.196 亿元，环比+132.2%；1 月企业债和公司债承销规模为 3015.92 亿元，环比-5.26%。（3）自营业务方面，1 月上证综指-2.46%，沪深 300 指数-2.99%，创业板指数-3.63%，中证全债指数下跌 0.11%。（4）从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，至 1 月 27 日，两融余额为 1.8 万亿元。

投资建议：我们对行业维持“优于大市”评级。着眼于严监严管下的两条主线，我们判断行业集中度会进一步提升，机构定价权进一步加深，资管指数化进一步加强，监管要求进一步提高。重点推荐龙头券商中信证券、华泰证券。建议关注业务协同预期强的兴业证券，整合推进顺利的国联证券。

风险提示：经济复苏不及预期；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600030.SH	中信证券	优于大市	26.93	399,117.33	1.39	1.53	19.41	17.64
601688.SH	华泰证券	优于大市	16.99	153,373.87	1.59	1.70	10.69	10.00
601377.SH	兴业证券	优于大市	5.97	51,556.84	0.31	0.33	19.26	18.09
601456.SH	国联证券	优于大市	10.92	59,754.70	0.18	0.31	60.67	35.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业月报

非银金融 · 证券 II

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

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《证券行业 2024 年 12 月报-被动基金扩容后的新打法》——2025-01-04
《证券行业 2024 年 11 月报-并购交易活跃，投行模式创新》——2024-12-03
《证券行业 2024 年三季度综述暨战略发展思考-高景气周期下行业转型指南》——2024-11-14
《证券行业 2024 年 10 月报-零售资金持续入市，券商两融弹性提升》——2024-11-01
《证券行业 2024 年 9 月投资策略-政策直达资本市场》——2024-09-24

内容目录

近期关注：指数行动方案下的新打法	5
资本市场资金面月度更新	10
行业重要动态	12
成交量有所下降，IPO 规模有所下降	13
投资建议	13
风险提示	13
关键图表	14

图表目录

图 1: 被动股基的机构及个人持有净值占比	6
图 2: 被动债基的机构及个人持有净值占比	6
图 3: 2022 年和 2023 年沪市机构投资者 ETF 日均持仓市值 (单位: 亿元)	7
图 4: 各类型 ETF 的发行数量 (单位: 只)	8
图 5: 各类型 ETF 的发行份额 (单位: 亿份)	8
图 6: 被动股基净值规模及占 A 股自由流通市值比重 (单位: 亿元)	8
图 7: 上市券商 2024Q3 末代理买卖证券款 (单位: 亿元)	10
图 8: 两融余额在高位保持平稳 (单位: 亿元)	10
图 9: 股票 ETF 份额及净值规模 (单位: 亿份、亿元)	10
图 10: 股票 ETF 资金净流入规模 (单位: 亿元)	10
图 11: 机构持有人占比较高的股票 ETF 份额 (单位: 亿份)	11
图 12: 个人持有人占比较高的股票 ETF 份额 (单位: 亿份)	11
图 13: 北向资金交易额及占沪深两市股票交易额比重 (单位: 亿元)	11
图 14: 主动股票基金新发数量及份额 (单位: 只、亿份)	12
图 15: 被动股票基金新发数量及份额 (单位: 只、亿份)	12
图 16: 普通股票型基金仓位变化	12
图 17: 偏股混合型基金仓位变化	12
图 18: 两市日均成交额及环比涨跌	14
图 19: IPO 融资规模及环比涨跌	14
图 20: 再融资规模及环比涨跌	14
图 21: 企业债及公司债承销规模及环比涨跌	14
图 22: 股债两市表现	14
图 23: 日均两融余额	14
图 24: 券商指数 PB 走势	15
图 25: 中信一级行业 1 月涨幅排名	15
图 26: 上市券商 1 月涨幅排名	16

表1: 《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》主要内容	5
表2: 各类型 ETF 数量、份额及净值概况	7
表3: 2024H1 证券公司各类账户持有 ETF 市值 (单位: 亿元)	9
表4: 证券公司做市业务收入测算 (单位: 亿元)	9
表5: 2024 年半年报中部分券商的基金投顾业务发展概况	9
表6: 重点公司盈利预测及投资评级	16

近期关注：指数行动方案下的新打法

丰富产品、优化生态和加强监管是指数化投资高质量发展的核心目标。1月26日，证监会印发《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》（以下简称“《方案》”），聚焦丰富指数基金产品体系、加快优化指数化投资发展生态和加强监管防范风险。《方案》针对我国ETF市场发展不均衡、风险管理工具缺少、ETF资金流动波动性较大、部分指数编制质量还需提高等重点问题给出了具体措施。

当前，资本市场改革、资金结构变化对指数化投资发展提出新要求。资本市场注重引导中长期资金入市、保险资金等中长期资金机构资产负债表持续扩大、个人投资者对被动基金投资需求增加是指数化投资高质量发展的重要背景。根据1月22日发布的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，中长期资金主要包括商业保险资金、全国社保基金、基本养老保险基金和企（职）业年金。此外，中央汇金等机构投资者对于稳定资本市场也十分重要。中长期资金入市的卡点在于，一是投资与风险管理工具缺乏，二是权益市场波动影响机构短期利润及资本充足率，三是权益投资的资本占用较多。近年来，政策已经从会计准则调整（比如OCI选择权）、风控及资本指标优化等角度逐步疏通中长期资金入市的卡点。本次《方案》直指指数化投资高质量发展，则是进一步解决中长期资金入市投资及风险管理工具不足的问题。具体措施包括：扩充ETF产品类型及策略，比如拓展债券ETF，推出更多红利、低波、价值、成长等策略指数产品，支持促进场外指数基金发展，研究推出多资产ETF等。伴随资本市场改革持续推进，资金结构也出现深刻变化。一方面，保险资金等机构投资者资产负债表持续扩大，权益投资规模整体提升，权益基金类型及策略的丰富有助于帮助机构投资者构建投资组合，合理平衡收益与风险；另一方面，个人投资者在选择投资品种时，也更加注重产品的便捷性、低费率、灵活性和风格稳定性，个人对于ETF的投资热度持续提升。本次《方案》中的优化ETF注册发行安排，完善ETF运作机制，提高指数编制质量，降低指数基金投资成本等举措，适时匹配了资金结构变化及不同投资者的投资需求。

表1：《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》主要内容

主要目标	主要措施	具体措施
丰富指数产品体系	积极发展股票ETF	全面做优做强核心宽基股票ETF，打造行业旗舰ETF产品方阵，支持覆盖率高、代表性强、流动性好的宽基股票ETF注册发行，更好满足中长期资金配置需求。推出更多红利、低波、价值、成长等策略指数ETF，进一步提升ETF产品多样性和可投性。围绕做好金融“五篇大文章”、服务实体经济与国家战略、发展新质生产力，持续丰富主题投资指数ETF产品。
	稳步拓展债券ETF	在有效防控流动性风险和信用风险的前提下，持续丰富债券ETF产品供给，更好满足场内投资者低风险投资需求。支持推出更多流动性好、风险低的不同久期利率债ETF。稳妥推出基准做市信用债ETF，研究将信用债ETF纳入债券通用回购质押库，逐步补齐信用债ETF发展短板。
	支持促进场外指数基金发展	加大普通指数基金、ETF联接基金、指数增强型基金等具有不同风险收益特征场外指数产品供给力度，充分发挥指数产品透明度高、成本低、配置功能强、风险分散等优势，更好满足广大场外投资者多元化投资需求，实现场内指数产品协同发展。
	稳健推进指数产品创新	以风险可测可控、投资者有效保护为前提，研究推出多资产ETF、实物申赎模式跨市场债券ETF，银行间市场可转让指数基金等创新型指数产品。研究拓展ETF底层资产类别。持续丰富ETF期权、股指期货、股指期权等指数衍生品供给，为指数化投资提供更多风险管理工具。
加快优化投资生态	优化ETF注册发行安排	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。对成熟宽基指数产品实施ETF及其联接基金统筹注册安排。持续完善ETF注册逆周期调节机制。支持基金管理人基于可持续发展潜力、市场容量和标的的流动性等因素，开展ETF前瞻性布局和差异化竞争，完善具有不同风险收益特征的ETF图谱。
	全面完善ETF运作机制	全面评估ETF产品现行运作机制，及时修订完善发行、上市、交易、做市、退市及信息披露等各环节制度安排。抓紧推进跨市场ETF全实物申赎模式改造。稳慎研究推进宽基ETF基金通平台上线工作。扩大ETF集合申购标的，推动

切实提高指数编制质量	集合申购业务常态化。明确 ETF 产品适用短线交易、减持、举牌等监管要求，进一步便利指数化投资。
降低指数基金投资成本	不断完善指数编制方法，增强指数产品生命力。鼓励编制符合国家战略、表征金融“五篇大文章”、反映新质生产力、专精特新等特色指数，打造“中国品牌”指数体系，提升 A 股指数国际影响力。
稳步推进指数化投资双向开放	继续免收 ETF 上市年费，推动降低或减免 ETF 做市、登记结算、指数使用等费用，持续调降指数基金运作成本。适时适度引导行业机构调降大型宽基股票 ETF 管理费率 and 托管费率。将存量指数基金的指数许可使用费从基金财产中列支改为由基金管理人承担。
不断提升投资者服务水平	统筹开放与安全，稳步扩大指数产品制度型开放，完善 ETF 互联互通机制。稳步拓展 ETF 纳入沪深港通标的的范围。稳健推进 ETF 互挂合作和境内指数境外授权用于开发指数产品和指数衍生品，吸引外资通过指数化投资参与 A 股市场。
加强监管防范风险	引导行业机构牢固树立投资者为本理念，更加注重投资者服务，推动指数基金成为服务广大中小投资者财富管理、便利各类中长期资金入市的重要工具。加大指数投资宣传推广、投教培训力度，积极培育指数化投资理念，持续优化投资者服务质效，着力提升投资者获得感，不断扩大投资者群体。将符合条件的指数基金纳入个人养老金投资范围并动态调整，鼓励发展以指数基金为主要配置标的的买方投顾业务，提升对接居民中长期投资理财需求的能力。支持指数编制机构加强指数业务推广，为中长期资金开展指数化投资提供专业化指数编制服务。
突出风险防控	加强指数基金特别是 ETF 产品的日常监管，完善 ETF 自律监管，规范 ETF 场内简称与上市管理，强化信息披露和风险揭示。建立健全数据信息共享机制。督促基金管理人加强信息系统建设和人员保障，夯实 ETF 产品稳健运行基础。严格落实投资者适当性制度，健全投资者保护机制。
	压实交易所市场风险一线监管职责，着力加强 ETF 产品风险监测预警与应对处置。加强对 ETF 产品申赎及交易行为的分析监测，及时识别、处置异常交易行为和结算交收风险，动态评估完善交易机制安排和流程管控。指导基金管理人规范 ETF 申赎清单、参考净值的制作发布，强化对 ETF 交易价格、交易规模的实时监控与风险应对。指导券商完善内部控制，实施客户分层分类管理，完善客户交易动态跟踪监测机制和应急处置安排。

资料来源：证监会，国信证券经济研究所整理

指数化投资当前的发展动向契合本次《方案》中指数化高质量发展目标。

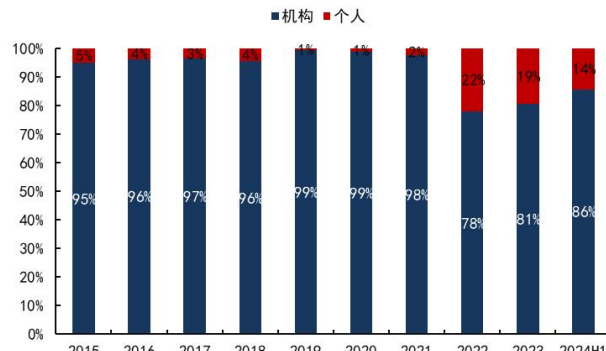
持有人角度，机构持有被动基金占比整体增长。被动股基角度，机构持有净值占比从 2020 年的 44% 升至 2024H1 的 59%，2023 年及 2024H1 上升最为明显，主要因为中央汇金及保险资金投资被动股基显著增长。被动债基角度，2022 年，因同业存单指数基金大量发行，个人投资者持有被动债基占比在当年大幅提升。2022 年以来，由于利率下行、股市波动等影响，保险资金、银行理财和商业银行资金加大债券 ETF 投资，机构持有被动债基的净值占比从 2022 年的 78% 升至 2024H1 的 86%。总结来看，机构投资者持有被动基金的净值占比提升，机构投资者的需求变化对被动基金发展的影响也更加深刻。但同时，个人投资者持有被动基金的净值仍然保持增长，只是增速未及机构投资者。

图1：被动股基的机构及个人持有净值占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

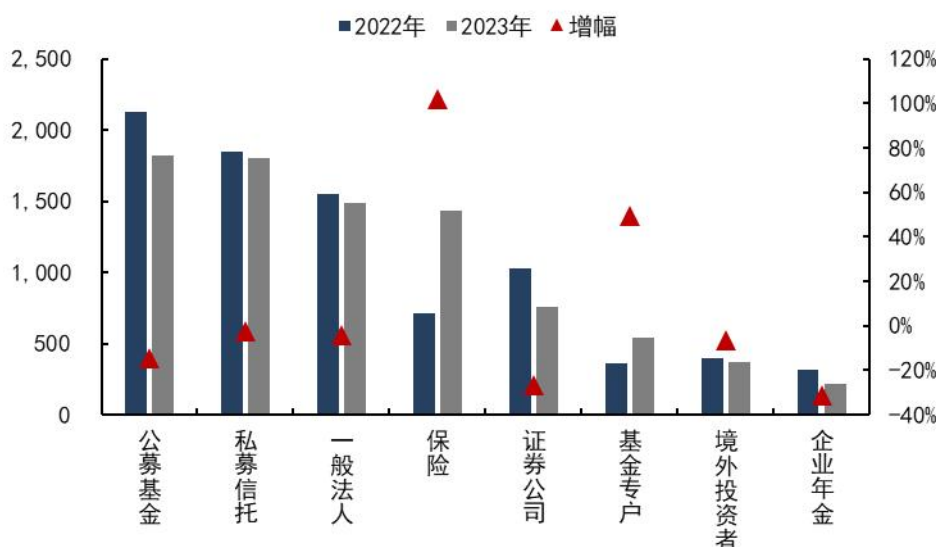
图2：被动债基的机构及个人持有净值占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险资金等机构增持 ETF 最为明显。2023 年，在沪市机构投资者中，证券公司 ETF 日均持仓规模 753 亿元，同比下降 26.5%。公募基金（主要为 ETF 联接基金）、私募信托和一般机构的 ETF 日均持仓规模排名靠前，日均持仓市值分别为 2124 亿元、1844 亿元和 1552 亿元。除社保基金、沪股通、财务公司和期货资管类别之外，其余机构投资者类别的日均持仓都超过 100 亿元。与 2022 年持仓情况对比，除基金专户和期货资管等机构之外，大部分机构投资者日均持仓市值都呈上升趋势。在日均持仓超过 100 亿元的机构投资者中，保险机构和企业年金的日均持仓较上一年同比增幅明显，分别达 102%和 46%。

图3：2022 年和 2023 年沪市机构投资者 ETF 日均持仓市值（单位：亿元）



资料来源：上交所 ETF 行业发展报告（2024），国信证券经济研究所整理

股票 ETF 是我国 ETF 市场中的主流产品，份额及净值占比均超 75%。股票 ETF 数量最多、份额最多、净值规模最大，结构上以规模指数 ETF 为主。本次《方案》提出进一步提升 ETF 产品多样性和可投性，有助于股票 ETF 市场均衡发展。《方案》中提到的红利、低波、价值、成长等策略指数产品，以及新质生产力等主题投资指数产品将是重要发展方向。

债券型 ETF 当前体量较小，但具备较大发展空间。一是机构投资者角度，保险资金久期匹配需求、商业银行资本管理需求和银行理财资金流动性管理需求稳步扩大，被动债基发展需求稳固；二是个人投资者角度，个人对被动债基投资需求也在持续增长，比如部分短期利率债基和中长期利率债基，个人投资者持有占比处于较高水平。本次《方案》提出支持推出不同久期利率债 ETF，稳妥推出基准做市信用债 ETF，有助于丰富债券 ETF 产品体系和改善产品流动性。

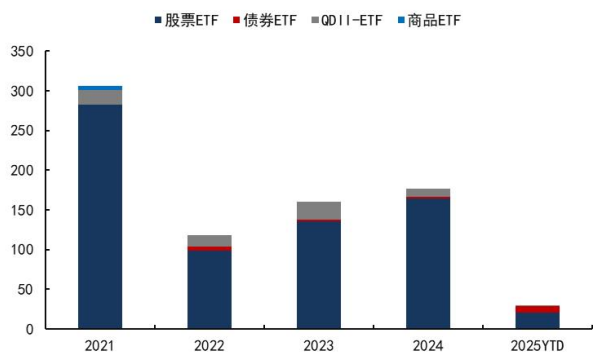
表2：各类型 ETF 数量、份额及净值概况

基金类型	数量合计 (只)	占比 (%)	份额合计 (亿份)	占比 (%)	资产净值合计 (亿元)	占比 (%)
股票型 ETF	858	79.74	20,130.15	75.12	28,490.69	76.77
主题指数 ETF	432	40.15	5,424.17	20.24	4,100.22	11.05
规模指数 ETF	280	26.02	11,800.72	44.04	21,617.19	58.25
行业指数 ETF	78	7.25	2,215.58	8.27	1,804.03	4.86

策略指数 ETF	58	5.39	663.43	2.48	945.51	2.55
风格指数 ETF	9	0.84	21.13	0.08	18.62	0.05
债券型 ETF	29	2.70	75.64	0.28	2,010.47	5.42
商品型 ETF	17	1.58	139.63	0.52	751.04	2.02
货币型 ETF	27	2.51	1,500.17	5.60	1,501.22	4.05
跨境 ETF	139	12.92	4,906.03	18.31	4,313.08	11.62
其他	6	0.56	45.00	0.17	45.00	0.12
全部 ETF	1,076	100.00	26,796.62	100.00	37,111.49	100.00

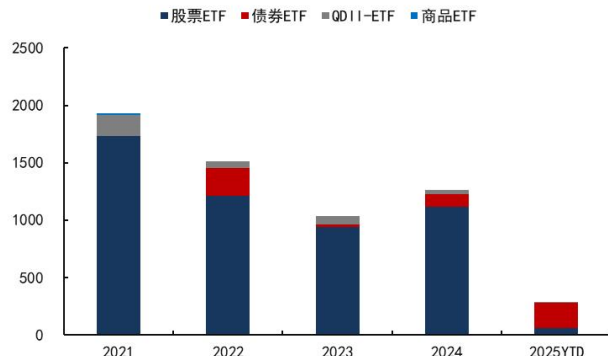
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：数据截至 2025.2.5

图4: 各类型 ETF 的发行数量（单位：只）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 各类型 ETF 的发行份额（单位：亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

被动基金净值规模持续增长，对 A 股市场影响力持续扩大。截至 2024 年底，被动股基净值规模 35,071 亿元，占 A 股自由流通市值比重达 9.1%，被动股基份额增减对股市资金流动影响举足轻重。本次《方案》提出持续完善 ETF 注册逆周期调节机制，有助于维护资本市场稳定健康发展。

图6: 被动股基净值规模及占 A 股自由流通市值比重（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

指数化投资高质量发展，为证券公司 ETF 做市、买方投顾等业务贡献发展机遇。基于 ETF 每半年披露的前十大持有人数据，我们对证券公司 ETF 持仓进行统计。证券公司 ETF 持仓账户主要包括自营账户、融券专用账户、客户信用交易账户、回购质押账户和转融通账户。鉴于前十大持有人并非全部持有人，并且进入前十大持有人的证券公司可能多用于做市，我们以证券公司自营账户持仓规模代替证券公司做市持仓规模。2024 年上半年，证券公司做市持仓规模 346.59 亿元，同比及环比降幅较大，我们认为主要原因为：（1）2024 年上半年，中央汇金、保险公司等机构大量增持宽基 ETF，使得部分 ETF 的前十大持有人中，证券公司被挤出；（2）佣金新规背景下佣金下降的潜在压力，或影响了相关业务开展。

表3: 2024H1 证券公司各类账户持有 ETF 市值（单位：亿元）

	做市	融券专用	客户信用交易	回购质押	转融通
2024H1	346.59	11.02	3.99	18.39	0.00
2023H2	805.73	19.49	3.15	23.90	2.30
2023H1	641.85	10.02	3.07	18.59	4.05
2022H2	844.17	25.93	2.43	7.31	1.64
2022H1	356.79	14.58	1.53	7.19	4.67
2021H2	486.28	20.86	1.87	10.95	14.70
2021H1	291.28	14.64	2.16	7.08	3.03

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我们假设证券公司 ETF 做市持仓规模为 600-1000 亿元，资金占用利率为 4%-7%，则 ETF 做市业务收入贡献为 24-70 亿元。鉴于做市业务集中度较高，大型券商更受益于 ETF 做市业务发展。

表4: 证券公司做市业务收入测算（单位：亿元）

ETF 持仓规模\利率	4%	5%	6%	7%
600	24	30	36	42
700	28	35	42	49
800	32	40	48	56
900	36	45	54	63
1000	40	50	60	70

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

买方投顾业务方面，上市券商加速财富管理转型，买方投顾成为重点发展方向。部分券商在半年报中披露了买方投顾业务发展概况，整体来看，账户资产规模、服务客户数等关键指标都取得良好表现。

表5: 2024 年半年报中部分券商的基金投顾业务发展概况

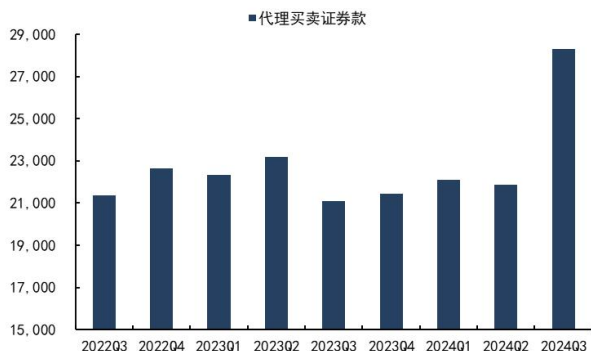
公司名称	业务概况
中金公司	由“中国 50”、“微 50”、“公募 50”等产品组成的买方投顾产品规模稳定在近 800 亿元水平。其中，“公募 50”保有量突破百亿元
国泰君安	“君享投”投顾业务客户资产保有规模 165.71 亿元、较上年末增长 30.2%
东方证券	推出“悦”系列和“钉”系列两个产品体系、共 20 只投资组合策略，规模约 146 亿元，较年初增长 1.67%。服务客户数约 12.9 万，客户留存率 64%，复购率 77%
国联证券	基金投顾总签约客户数 31.94 万户，同比增长 13.35%，授权账户资产规模 69.58 亿元，同比基本持平，累计上线合作渠道 30 家

资料来源：中金公司、国泰君安、东方证券、国联证券公告，国信证券经济研究所整理

资本市场资金面月度更新

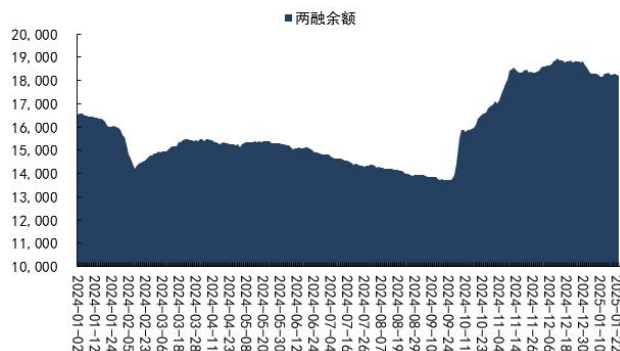
个人投资者角度，资金入市和杠杆使用情况均有明显改善。上市券商 2024Q3 末，代理买卖证券款达 2.83 万亿元、环比+29.5%。两融规模也在行情回暖之下持续攀升，2025 年 1 月末约 1.81 万亿元，较 2024 年 9 月 24 日提升约 4,476 亿元，较 12 月底减少 488 亿元。

图7：上市券商 2024Q3 末代理买卖证券款（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

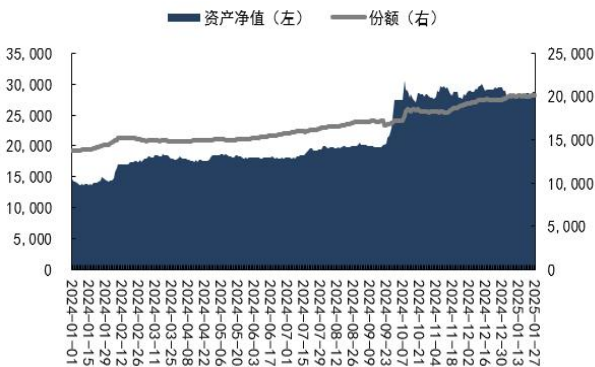
图8：两融余额在高位保持平稳（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

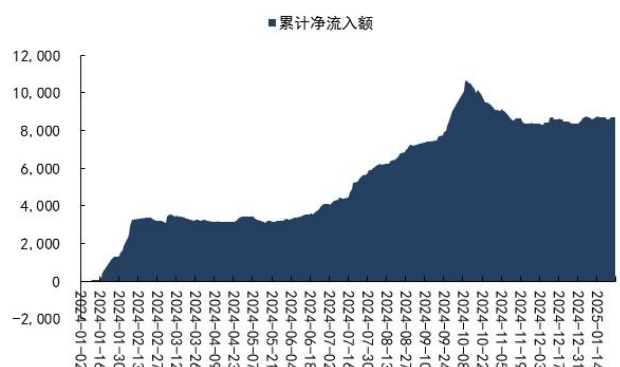
截至 1 月末，股票 ETF 份额约 2.01 万亿份，较 9 月 24 日提升 3,343 亿份，资产净值约 2.88 万亿元，较 9 月 24 日提升 7,454 亿元。资金净流入角度，2024 年初以来，股票 ETF 持续获得资金净流入，累计净流入规模约 8,706 亿元。

图9：股票 ETF 份额及净值规模（单位：亿份、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：股票 ETF 资金净流入规模（单位：亿元）

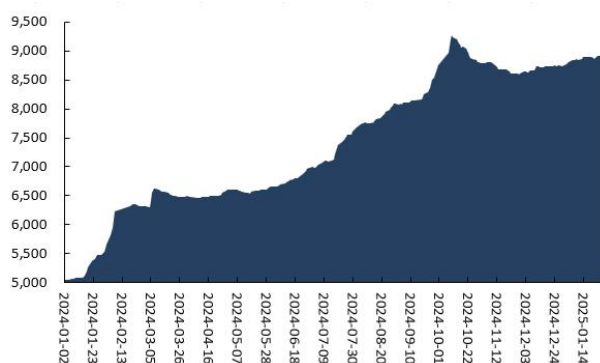


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

ETF 投资者呈现“机构偏宽基、散户爱主题”的特点。根据 ETF 中报披露的持有人结构，我们将股票 ETF 分为机构持有人占比较高的一类及个人持有人占比较高的一类，分类标准为：第一，剔除掉份额 5,000 万份以下的 ETF；第二，如某一 ETF 的持有人中，机构投资者占比为 65%及以上，则分类为机构持有人占比较高的 ETF，一共 231 只，规模较大的基金主要为沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000 等宽基指数的 ETF；第三，如某一 ETF 的持有人中，个人投资者占比为 65%及以上，则分类为个人持有人占比较高的 ETF，一共 107 只，规模较大的基金主要为科创创业、医药、半导体、酒、新能源等主题 ETF。

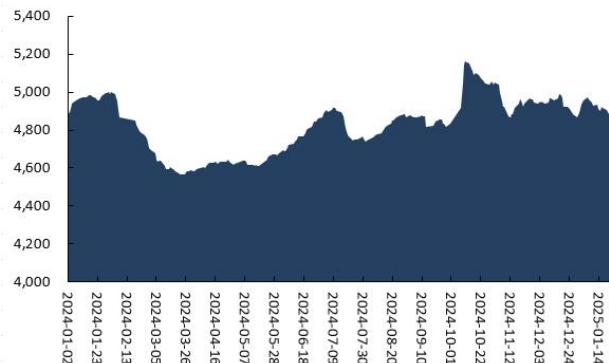
2024 年初以来，机构持有人占比较高的股票 ETF 规模持续扩张，个人持有人占比较高的股票 EF 规模则大幅波动。机构的资金体量大、配置属性强，故宽基指数 ETF 更符合其投资需求，散户资金体量小、交易属性强，故更趋于主题 ETF 投资。2024 年 10 月以来，机构持有人占比较高的股票 ETF 及个人持有人占比较高的股票 ETF 份额均有所下降。

图11：机构持有人占比较高的股票 ETF 份额（单位：亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：个人持有人占比较高的股票 ETF 份额（单位：亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

北向资金自 2024 年 9 月以来成交额显著放大。10 月 8 日，北向资金成交额达 5,101 亿元，创下单日成交额新高，占沪深两市成交额比重为 14.8%。1 月以来，北向资金成交活跃度整体较为平稳，呈现先下降后上升的波动趋势。

图13：北向资金交易额及占沪深两市股票交易额比重（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

基金发行角度，被动基金发行规模及数量持续领先主动基金。2024 年 11 月以来，被动基金发行数量及份额仍保持在较高水平，主动基金发行则有明显回落，2025 年 1 月延续此趋势。

图14: 主动股票基金新发数量及份额（单位：只、亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

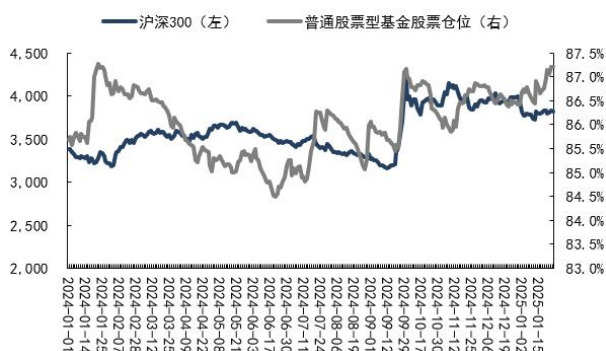
图15: 被动股票基金新发数量及份额（单位：只、亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

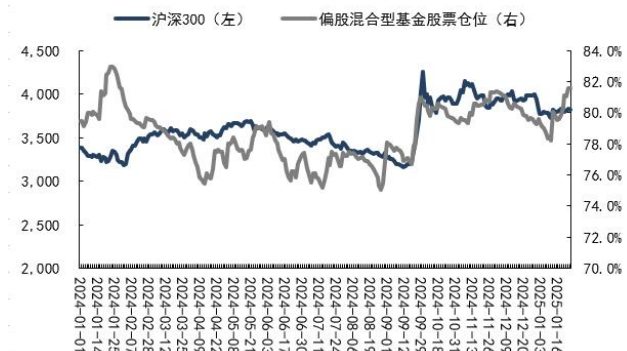
主动股票基金的股票仓位保持平稳。2024年9月下旬行情启动以来，普通股票型基金及偏股混合型基金的股票仓位均呈快速提升趋势。2025年1月以来，主动股票基金仓位有所提升。

图16: 普通股票型基金仓位变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17: 偏股混合型基金仓位变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

第二次互换便利操作规模增加，政策红利持续落地。2025年1月2日，第二次证券、基金、保险公司互换便利（以下简称“互换便利”）操作启动，操作金额550亿元，超过了首次操作规模，机构的积极性进一步提高。1月26日，中国太保、泰康保险和阳光保险获准以契约制基金方式参与试点，开展长期股票投资，规模为520亿元。

行业重要动态

- 2025年1月2日，第二次证券、基金、保险公司互换便利（以下简称“互换便利”）操作启动，操作金额550亿元，超过了首次操作规模，机构的积极性进一步提高。多项政策红利伴随第二次互换便利操作落地，包括质押品范围进一步扩大；互换便利费率下降；中国结算特批为互换便利质押登记降费。
- 国泰君安、海通证券合并重组将上会审议。1月2日晚间，国泰君安、海通证券发布公告称，上交所并购重组审核委员会定于2025年1月9日召开2025

年第 1 次并购重组审核委员会审议会议，审核两家公司本次合并重组交易申请。这也将成为 2025 年上交所审议的首个并购重组项目。

- 五大期交所明年全面减免手续费。大连商品交易所、郑州商品交易所、上海期货交易所、广州期货交易所、中国金融期货交易所等五大期交所，同步发布关于 2025 年全年手续费减免的通知。明年减免的手续费包括交割、仓单、套期保值等方面，但交易所认定的高频交易者除外。
- 1 月 22 日，证监会等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》（以下简称《方案》），贯彻落实中央经济工作会议、中央金融工作会议“稳住股市、打通中长期资金入市卡点堵点”“推动专业机构投资者建立三年以上长周期考核机制，提高权益投资比重”的重要决策部署，并在 1 月 23 日召开发布会介绍相关情况。
- 1 月 26 日，中国太保、泰康保险和阳光保险获准以契约制基金方式参与试点，开展长期股票投资，规模为 520 亿元。
- 1 月 26 日，证监会印发《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》（以下简称“《方案》”），聚焦丰富指数基金产品体系、加快优化指数化投资发展生态和加强监管防范风险。《方案》针对我国 ETF 市场发展不均衡、风险管理工具缺少、ETF 资金流动波动性较大、部分指数编制质量还需提高等重点问题给出了具体措施。

成交量有所下降，IPO 规模有所下降

(1) 经纪业务方面，1 月 A 股日均成交金额为 12.054 亿元，环比-25.2%，同比+63.2%。(2) 投行业务方面，1 月 IPO 数量为 12 家，募集资金规模为 71.305 亿元，环比-23.4%；1 月再融资规模为 834.196 亿元，环比+132.2%；1 月企业债和公司债承销规模为 3015.92 亿元，环比-5.26%。(3) 自营业务方面，上证综指-2.46%，沪深 300 指数-2.99%，创业板指数-3.63%，中证全债指数下跌 0.11%。(4) 从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，至 1 月 27 日，两融余额为 1.8 万亿元。

投资建议

当前，券商 PB 估值为 1.43 倍，市场向好情形下行业弹性较足，我们对行业维持“优于大市”评级。着眼于严监严管下的两条主线，我们判断行业集中度会进一步提升，机构定价权进一步加深，资管指数化进一步加强，监管要求进一步提高。重点推荐龙头券商中信证券、华泰证券。建议关注业务协同预期强的兴业证券，整合推进顺利的国联证券。

风险提示

经济复苏不及预期；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

关键图表

图18: 两市日均成交额及环比涨跌



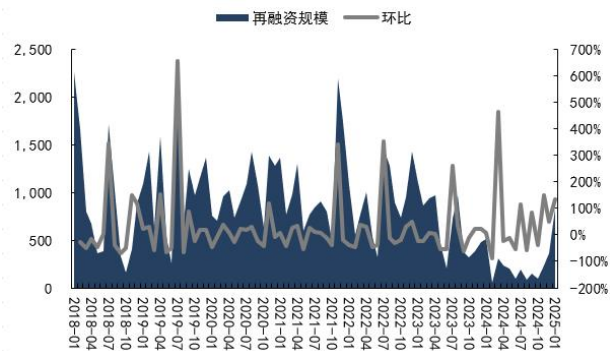
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: IPO 融资规模及环比涨跌



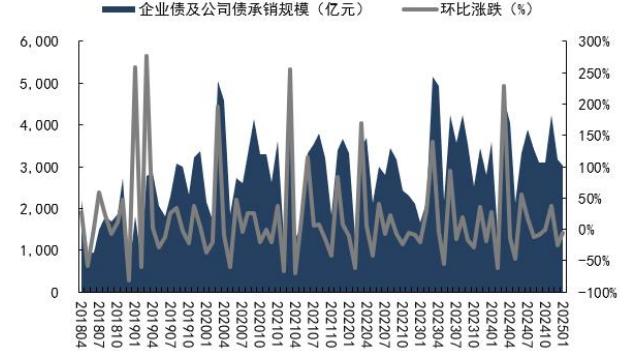
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 再融资规模及环比涨跌



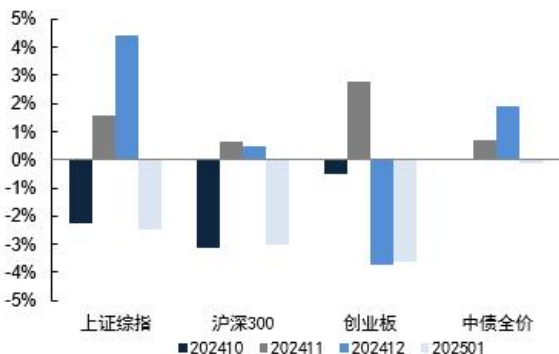
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 企业债及公司债承销规模及环比涨跌



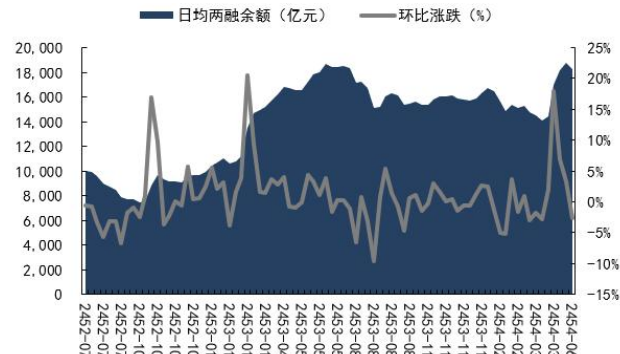
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 股债两市表现



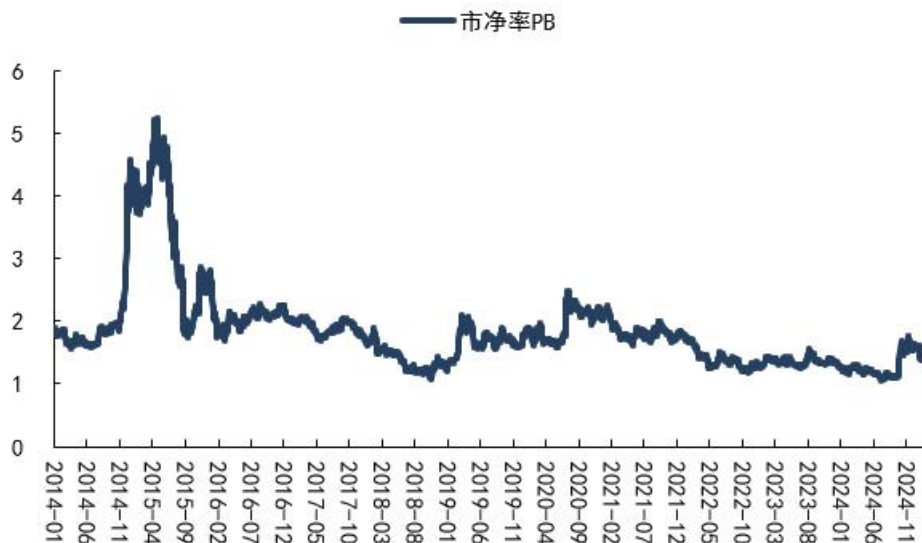
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图23: 日均两融余额



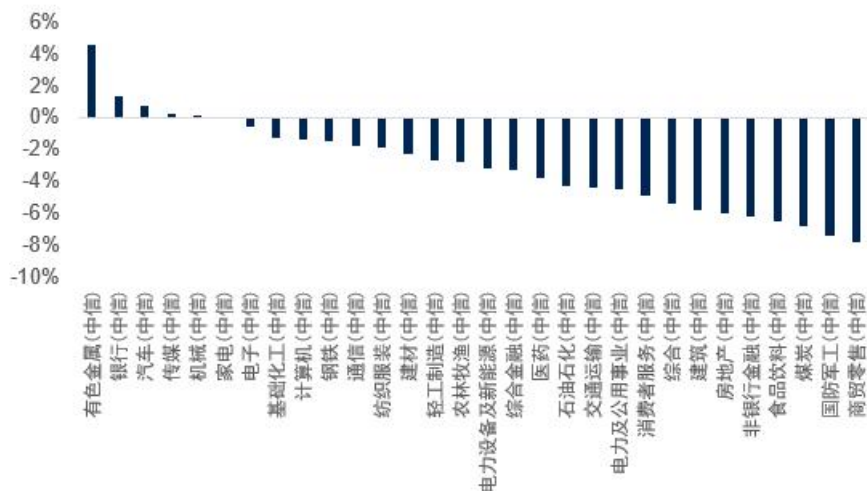
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图24: 券商指数 PB 走势



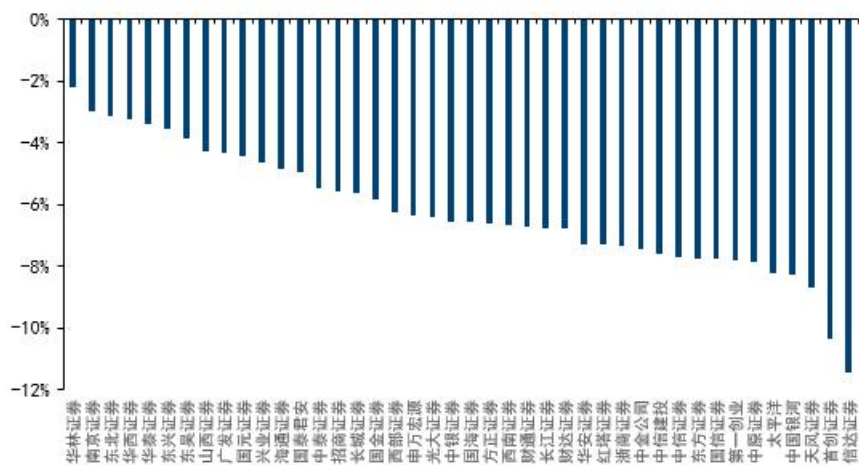
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图25: 中信一级行业 1 月涨幅排名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图26: 上市券商 1 月涨幅排名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表6: 重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600030.SH	中信证券	优于大市	26.93	399,117.33	1.39	1.53	19.41	17.64
601688.SH	华泰证券	优于大市	16.99	153,373.87	1.59	1.70	10.69	10.00
601377.SH	兴业证券	优于大市	5.97	51,556.84	0.31	0.33	19.26	18.09
601456.SH	国联证券	优于大市	10.92	59,754.70	0.18	0.31	60.67	35.23

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

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。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

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所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 层

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