

从产业革命到金融创新

——2026年下半年非银金融策略暨资本市场资金流动分析

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

- 产业革命、估值叙事与金融创新构成了连续递进关系，助力经济转型与高质量发展。以技术集群突破为核心的AI产业革命重塑了生产效率与要素分配，创造全新商业模式，成为所有价值的源头；资本市场为消化这种爆发式的非线性增长，重构估值叙事，跳出传统估值模式，转而拥抱渗透率、网络效应等前瞻性高景气指标，以此完成对新生产力的定价共识；最终，新定价共识倒逼金融创新，包括**跨境收购/双层股权结构/S型基金/主动管理ETF/收益互换（TRS）**等一二级市场创新，金融机构设计出与之匹配的复杂工具，解决高风险科创资产的期限错配与风险定价问题。三者互为因果，产业革命是底色，估值叙事是桥梁，金融创新是放大器，推动了资本向新质生产力的大规模迁徙与配置。
- 2026年下半年国内资本市场处存量资金博弈格局，存量打破需要经济企稳和政策预期。居民财富端，随着前期高息定存集中到期高峰逐步走过，存款搬家的边际增量减弱，资金更多依托保险、理财与广义“固收+”等低波载体，而非直接入市；机构资金端，保险资金延续“哑铃型”配置，在偿付能力约束与风险资本占用下，增量保费对权益的边际增配力度可能弱于2025年，更多向高股息权益（FVOCI底仓）与地方债以稳定波动；银行理财受制于净值化后的回撤约束与估值平滑工具使用，进一步抬升权益仓位的意愿有限。相对确定的增量更可能来自两条线索：一是“固收+”在银行与互联网渠道带动下对零售低风险资金的持续吸纳与结构性权益暴露抬升；二是若稳增长落地推动宽信用兑现、人民币资产相对吸引力提升，外资有望从低配转向对中国核心资产的再增配，形成“存量博弈→结构性增量”的边际破局条件。

- **保险行业：**板块估值处于历史极低分位，安全边际深厚。**负债端：**2026年前四月保费稳健增长，NBV延续高增，IFRS17准则下CSM存量利润步入上行通道，银保“报行合一”与储蓄险需求共振驱动价值转型。**资产端：**低利率倒逼“哑铃型”配置策略成型，险资显著增配高股息FVOCI资产以平滑波动，尽管一季度股市回调短暂拖累收益，但随市场回暖及南向通扩容，收益修复确定性强。当前下跌主要受短期交易情绪压制，与稳健基本面背离，修复空间明显，**重点推荐资产负债优异的头部险企：中国平安/中国太保/中国财险。**
- **证券行业：**传统经纪与通道业务同质化加剧背景下，行业增长逻辑正向“**跨境+机构**”双轮驱动深刻切换。依托互联互通机制深化及资本市场高水平开放，券商正将跨境业务打造为核心引擎：一方面，港股通、互换通及GDR发行构筑起跨市场投融资闭环，驱动投行保荐、跨境做市及场外衍生品创设等资本中介业务扩容；另一方面，依托全球托管与PB系统，为高净值客群及专业机构提供一体化财富管理与主经纪商服务。这种“交易+托管+融资+风险管理”的综合服务模式，不仅提升了客户黏性，更推动盈利结构优化，成为头部券商穿越周期的第二增长曲线。**重点推荐在跨境业务能有新叙事的机构：中信证券/华泰证券/中金公司/招商证券，同时推荐资管板块拓展创新的江苏金租/瑞达期货。**
- **风险提示：**政策不及预期、监管趋严、保险保费收入不及预期、投资收益承压、资本场景气度下降等。

- [01] 叙事篇：资本市场引领产业革命
- [02] 资金篇：破局存量资金博弈
- [03] 保险篇：周期向上，估值向下
- [04] 券商篇：挖掘第二增长曲线

图：四轮科技周期概况—市场证据

周期	时间跨度	持续时间	纳指区间涨幅	核心驱动力	领涨板块	代表性龙头	终结原因
第一轮 PC互联网	1995. 01– 2000. 03	约5年	纳指+400%（5048 点见顶）	货币政策宽松+外 部资金涌入+美国 产业政策支持	信息技术、 通信设备	微软、英特尔、 思科、戴尔	美联储加息至 6. 5%+盈利增速 跌破30%+用户红 利见顶
第二轮 移动互联网	2002. 10– 2007. 10	约5年	纳指+120%	美联储长期低利率 +PC互联网向移动 互联网过渡	信息技术、 消费电子	苹果、谷歌、亚 马逊、RIM	次贷危机引发全 球金融海啸
第三轮 云计算+消费互 联网	2009. 03– 2021. 11	约12年	纳指+900%	三轮QE+移动互联 网渗透+云计算爆 发+新冠财政刺激	FAANMG全面 领涨	苹果、微软、亚 马逊、谷歌、英 伟达、Meta、奈 飞	通胀飙升+美联 储激进加息至 5. 5%
第四轮 生成式AI	2022. 11至今	约3. 5年（进行中）	纳指+150%+	高利率下的AI技术 突破+产业政策+盈 利高增长	AI半导体、 云计算	英伟达、微软、 Meta、博通	待观察（关键变 量：云厂商 Capex拐点、加 息冲击）

资料来源：燕翔等《美股70年——1948~2018 年美国股市行情复盘》，Wind，国信证券经济研究所整理

图：四轮科技周期概况—市值证据

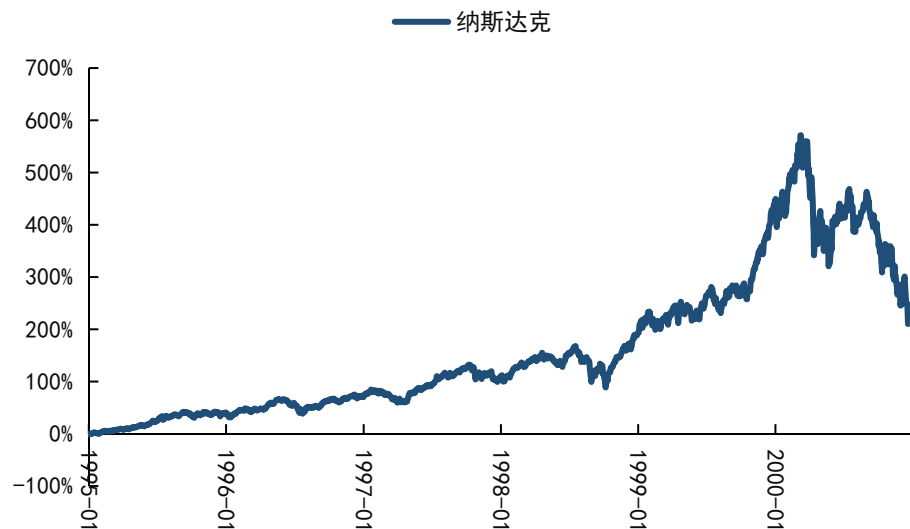
年份	美股前十大市值公司（科技类）	前十大市值中科技公司数量	变迁特征
1995年	微软、英特尔、IBM、惠普、摩托罗拉	5/10	PC时代：软硬件一体化巨头主导
2000年	微软、思科、英特尔、甲骨文、IBM、朗讯、北电	7/10	互联网泡沫顶峰：网络设备+软件巨头，大量电信设备商昙花一现
2005年	微软、英特尔、IBM、思科、戴尔	5/10	泡沫后大清洗：朗讯、北电等大量“千年虫”明星崩盘退市
2010年	苹果、微软、IBM、谷歌、甲骨文	5/10	移动互联网崛起：苹果（iPhone 2007）取代传统PC巨头
2015年	苹果、谷歌、微软、亚马逊、Facebook	5/10	消费互联网+云计算：FAAMG格局成形，IBM、英特尔退出前十
2020年	苹果、微软、亚马逊、谷歌、Facebook	5/10	持续巩固
2025年	英伟达、苹果、微软、谷歌、亚马逊、Meta、博通、特斯拉	8/10	AI时代：英伟达跃居榜首，科技巨头占比从50%升至80%

资料来源：燕翔等《美股70年——1948~2018 年美国股市行情复盘》，Wind，国信证券经济研究所整理

复盘1999-2000年互联网科技行情：新经济泡沫的兴起与破裂

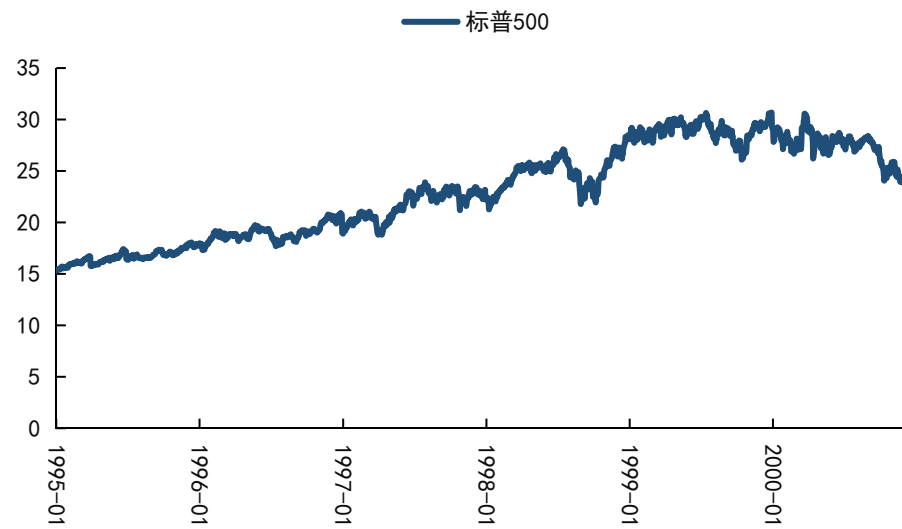
- **宏观背景与技术驱动：**美国“新经济”奇迹下信息技术贡献率攀升，“信息高速公路”计划加速基础设施建设；亚洲金融危机后全球资本涌入美股科技赛道，PC与浏览器的全民普及为互联网应用爆发提供了土壤。
- **标志性事件与市场狂热：**1995年网景上市，1997年亚马逊亏损上市打破传统估值逻辑；2000年3月纳斯达克指数创下高点历史峰值，全市场估值高企。
- **指数与估值表现：**纳斯达克指数在1995-2000年5年间涨幅接近500%，大量未盈利的互联网企业获得巨额融资，市场对“眼球经济”“用户规模”的追捧达到极致，估值体系大幅偏离基本面。

图：纳斯达克指数1995年初至2000年底的累计涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：标普500指数1995年初至2000年底的市盈率TTM变化

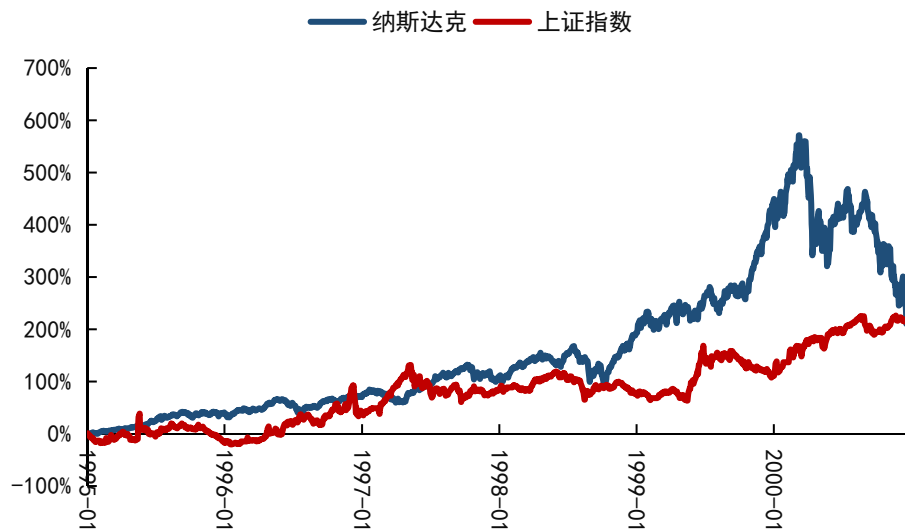


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1999-2000年行情：海外与国内的映射关系

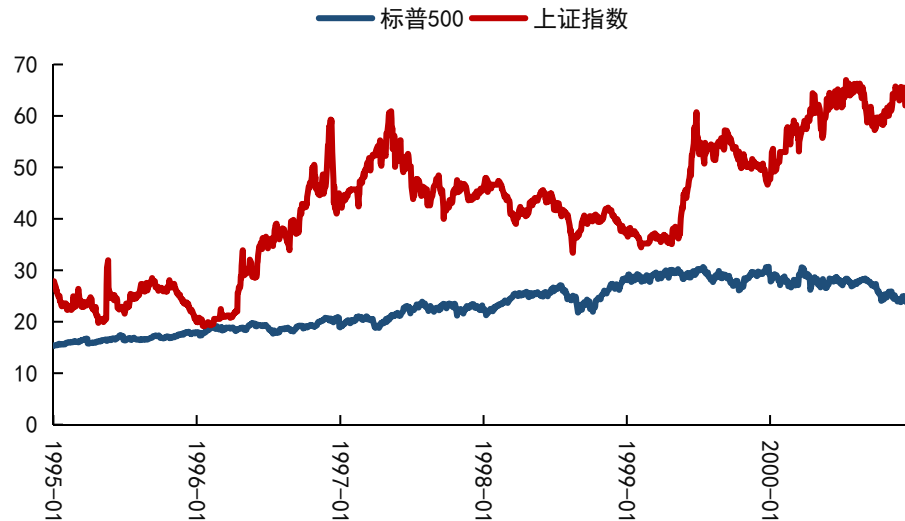
- **概念映射效应显著：**海外市场对“.com”公司的投资狂热通过媒体广泛传播至国内，直接引发A股市场对“网络科技”相关概念股的盲目追捧，市场出现大量纯概念炒作标的。
- **市场情绪跨境传导：**纳斯达克指数的持续大幅上涨激发了全球范围内的风险偏好提升，国内投资者对科技股的乐观情绪随之升温，成为推动相关板块短期上行的核心动力。
- **联动性较弱的核心成因：**一是A股当时以传统产业为主，缺乏实质性互联网产业基础支撑；二是严格的资本管制限制了跨境资本的自由流动，阻断了资金层面的直接联动；三是A股投资者以散户为主，决策更易受本土政策与短期消息影响，而非产业基本面逻辑。

图：上证与纳指1995年初至2000年底的累计涨跌幅比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上证与标普1995年初至2000年底的市盈率TTM比较

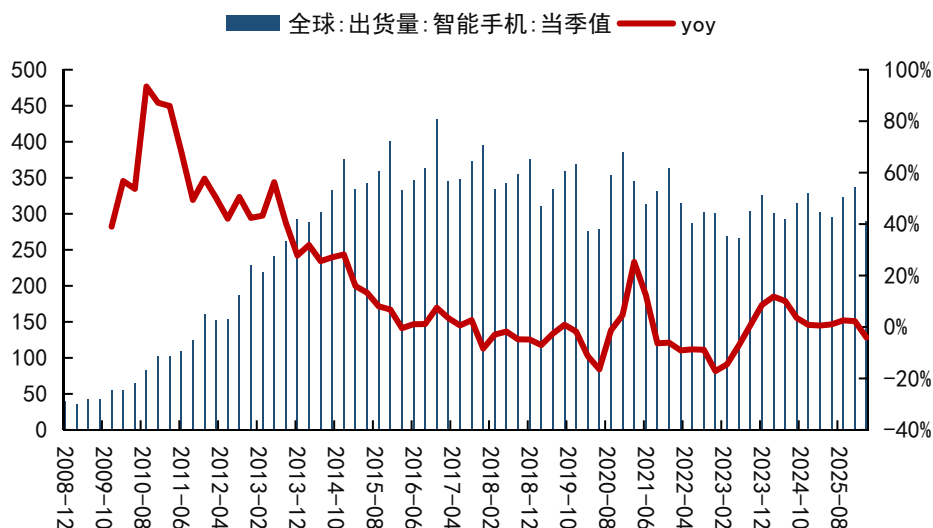


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

复盘2013-2015年移动互联网浪潮行情

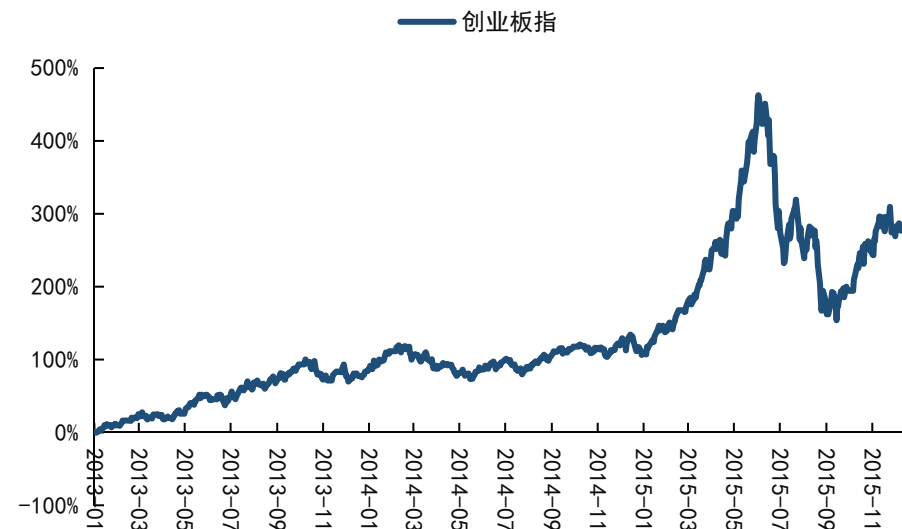
- **背景与技术基石：**中国经济步入新常态，政策大力扶持新兴产业；4G网络普及、智能手机渗透率快速提升、移动支付体系成熟，共同构筑了移动互联网爆发的三大技术支柱，为行业发展扫清了基础设施障碍。
- **资本市场壮阔行情：**以创业板为代表的成长股市场迎来超级牛市，指数累计涨幅超450%。市场资金高度聚焦TMT、传媒等新兴板块，赚钱效应显著带动了全市场的风险偏好提升。

图：全球智能手机出货量及增速（百万部）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：创业板指数2013年初至2015年底累计涨跌幅

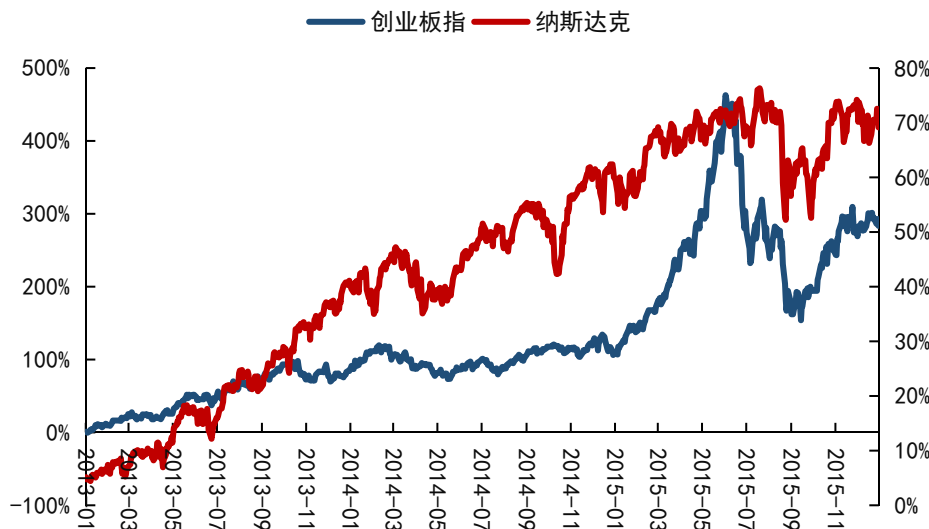


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2013-2015年行情：海内外市场的共振关系

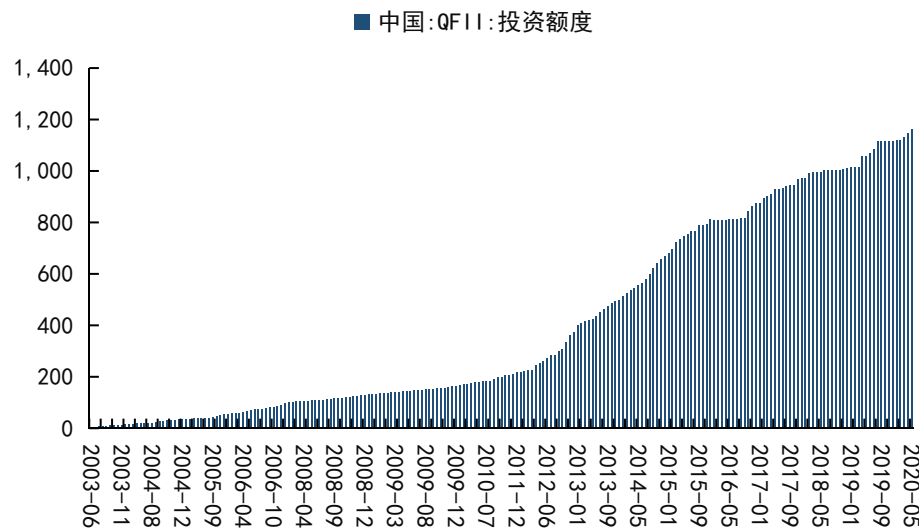
- **产业趋势共振：**全球同步进入移动互联网时代，A股市场掀起的“互联网+”投资行情，与全球科技产业发展的主流趋势完全契合，产业发展方向高度一致，形成了海内外市场在科技赛道上的同频共振。
- **龙头公司映射：**美股苹果、谷歌、Facebook等科技巨头凭借持续的技术创新实现高增长，其市场表现与估值逻辑，为A股相关产业链公司提供了重要的估值锚点，也打开了资本市场的想象空间。
- **资本流动增强：**QFII/RQFII投资额度的逐步扩大，以及沪港通的逐步开通，进一步拓宽了跨境资本流动的渠道，使得A股与海外市场的资金联动更加顺畅，市场间的传导效应与联动性显著提升。
- **中概股回归预期：**阿里巴巴等优质中概股在美股市场的成功表现，激发了A股市场对于本土互联网龙头企业的期待，同时中概股回归的预期持续升温，进一步推高了A股相关互联网概念股的市场估值与投资热度。

图：产业趋势共振，全球互联网股价趋势相近



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：QFII扩容，外资增配中国股票



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

复盘2023年至今的人工智能浪潮行情

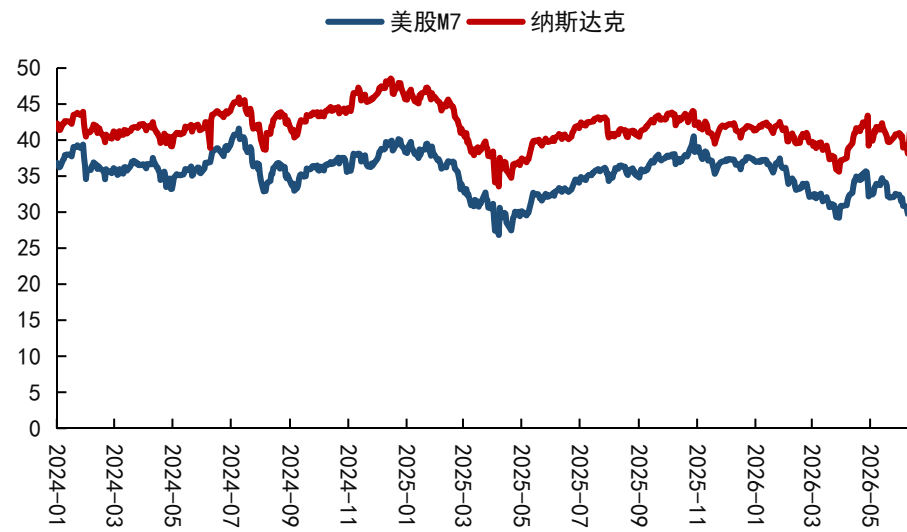
- **关键技术突破引爆产业变革：**2022年底ChatGPT发布标志生成式AI取得里程碑式突破，全球科技巨头随即展开大模型研发竞赛，算力基础设施跃升为AI产业发展的核心稀缺资源，GPU、数据中心等硬件需求呈指数级增长，为行业爆发奠定技术基石。
- **资本市场上演AI主题强势行情：**全球股市围绕人工智能主题展开结构性牛市，纳斯达克指数2023至今延续大涨趋势；英伟达、微软等算力与模型核心企业股价屡创新高，市场对AI商业化落地的预期持续升温，成为资本市场最强主线。

图：纳指与美股M7指数2023年以来的累计涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：纳指与美股M7指数2023年以来的市盈率TTM变化

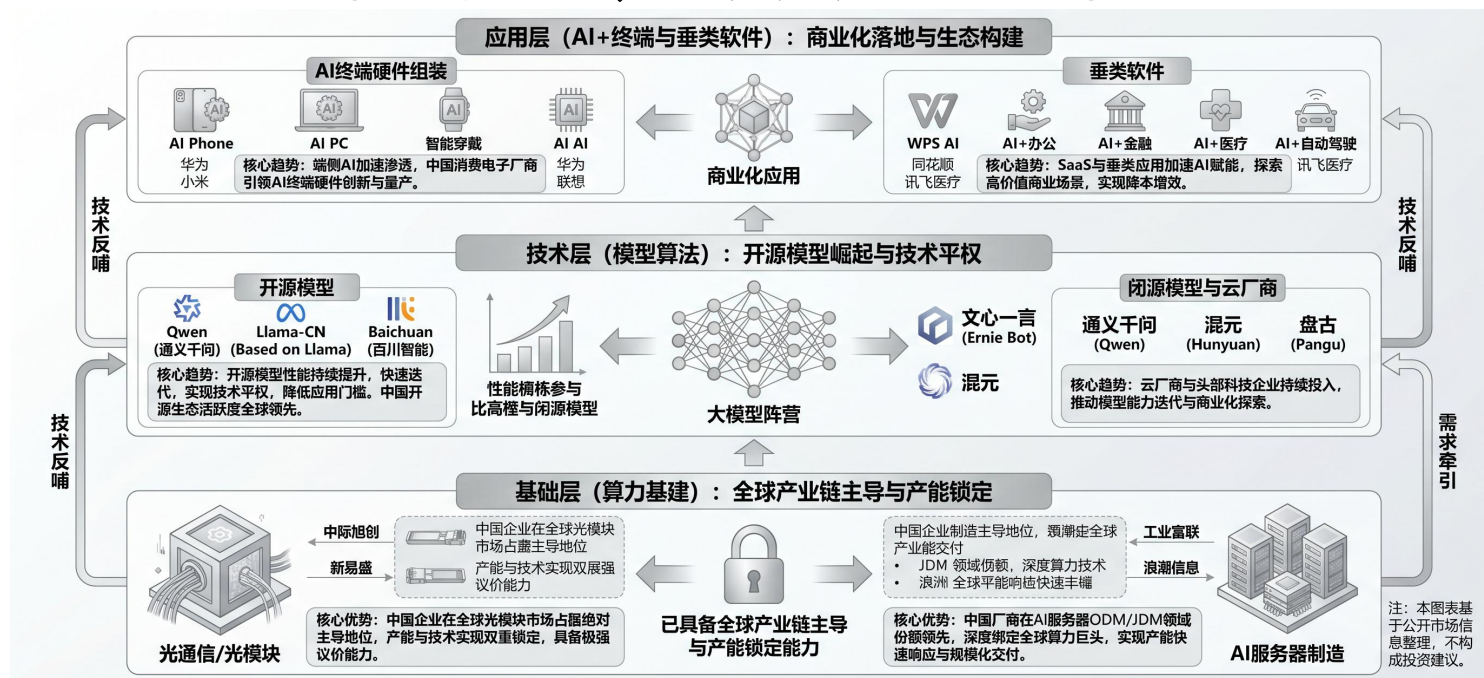


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

AI浪潮：海内外市场的共振效应

- **技术驱动的同步性**：以ChatGPT为代表的人工智能技术突破具备全球性特征，几乎同时点燃了海内外资本市场对AI赛道的投资热情，成为引发市场共振的核心技术原点。**产业链高度协同**：全球AI产业链呈现紧密相连的格局，A股市场的光模块、服务器、算力硬件等企业深度嵌入海外科技巨头的供应链体系，海外AI需求的爆发直接传导为国内相关企业的业绩增量。
- **情绪与估值的快速传导**：海外市场对AI概念股的持续追捧迅速传递至A股，英伟达等核心科技标的的股价走势成为A股AI板块的重要风向标，市场情绪与估值体系形成跨市场的快速联动。
- **国内政策大力支持**：中国政府将人工智能发展提升至国家战略高度，从产业规划、技术研发到应用落地均提供了全方位的政策支持，为A股AI板块发展构筑了强大的内生政策驱动力。

图：AI产业链中，已有多家A股公司居于核心位置



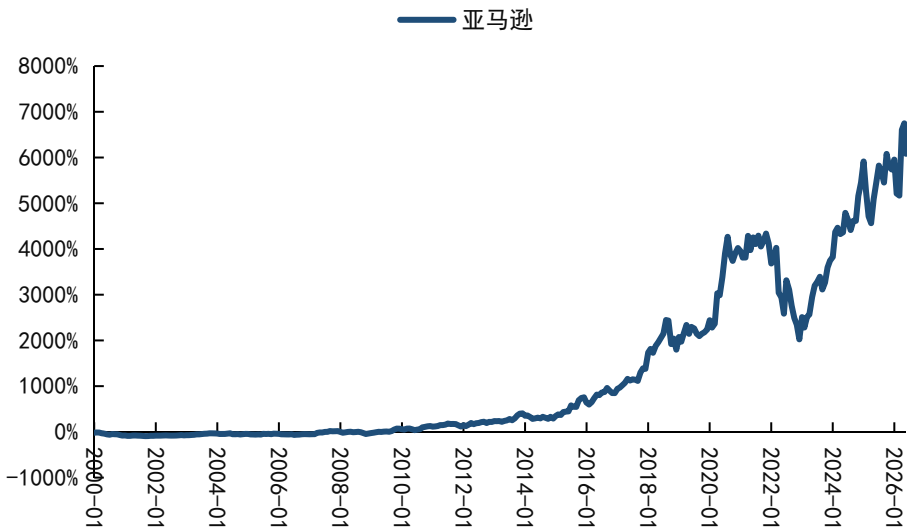
资料来源：公司公告，AI科技大本营，国信证券经济研究所整理

行业革命仍在突破，龙头公司重新崛起



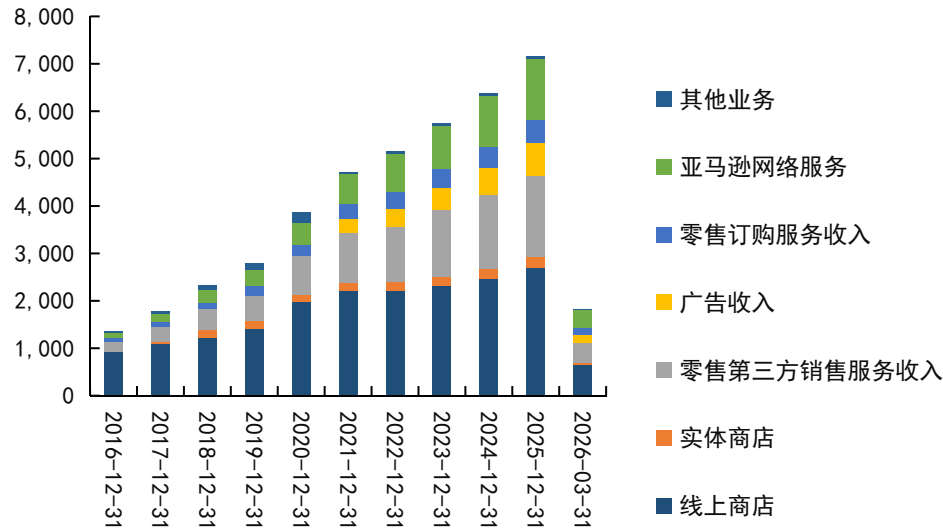
- **泡沫挣扎与逆势布局：**互联网泡沫期间亚马逊股价暴跌超90%且深陷亏损，但创始人贝索斯并未退缩，反而利用现金流持续重仓物流基础设施建设与前沿技术研发，在行业寒冬中默默夯实底层能力，为后续爆发积蓄力量。
- **关键创新构建护城河：**通过推出Prime会员计划锁定用户粘性与复购，同时将内部成熟的云计算技术商业化打造AWS业务板块，实现从电商平台向科技生态的跨越。凭借物流网络、会员生态与云服务的三重驱动，亚马逊成功突围并成长为全球市值顶尖的科技巨头。

图：亚马逊2000年以来股价走势变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

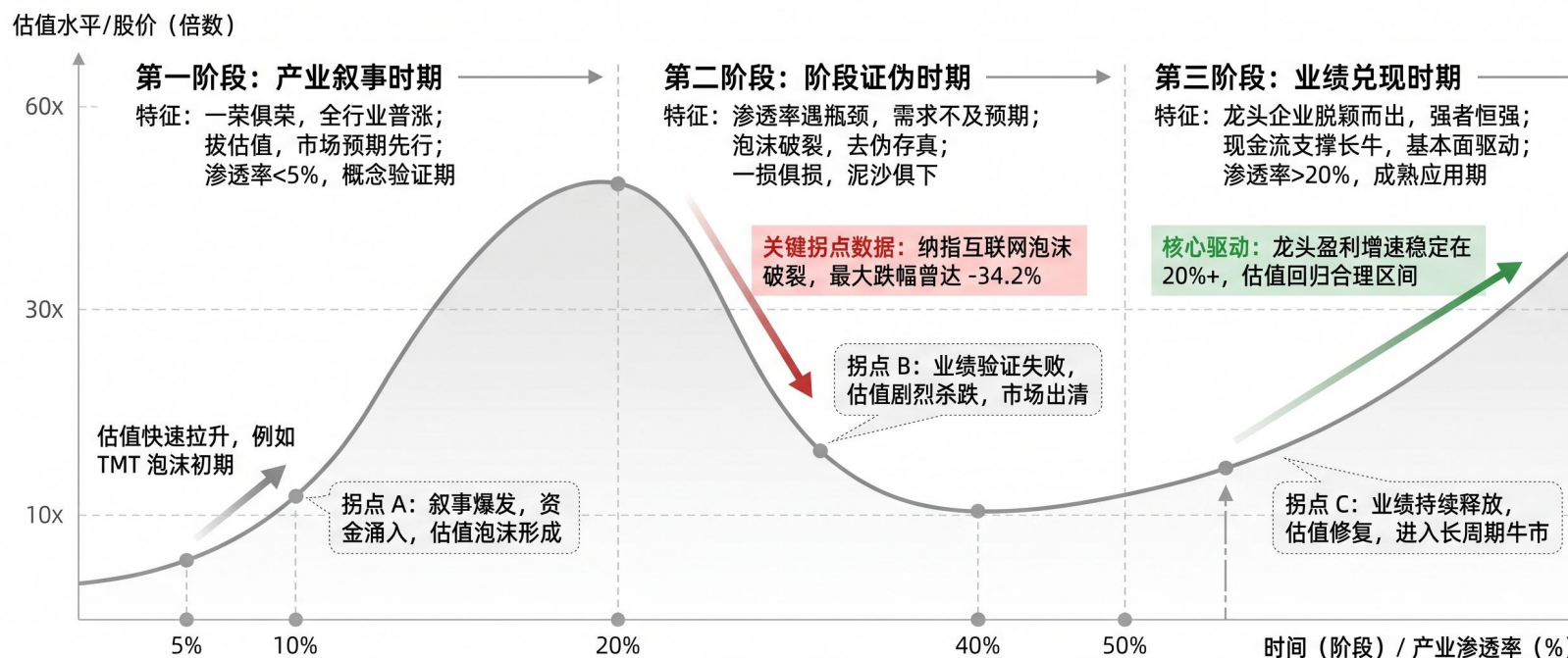
图：亚马逊分部业务收入增长显著（亿美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- **产业叙事期（一荣俱荣）**：革命性技术突破催生全新市场故事，资金涌入推动板块估值整体扩张，市场情绪主导价格走势，相关概念股呈现普涨格局，行业内标的差异被淡化，主题投资特征显著。
- **阶段证伪期（一损俱损）**：流动性边际收紧叠加业绩现实检验，缺乏基本面支撑的公司业绩暴露短板，市场形成“业绩不及预期-股价下跌-资金撤离”的负反馈循环，板块整体去伪存真，个股迎来深度调整。
- **业绩兑现期（龙头崛起）**：行业格局逐步清晰，市场份额向具备技术壁垒、成本优势与规模化能力的龙头集中，股价驱动逻辑从“故事”转向“业绩”，优质龙头凭借持续盈利实现价值重估，与尾部标的拉开显著分化。

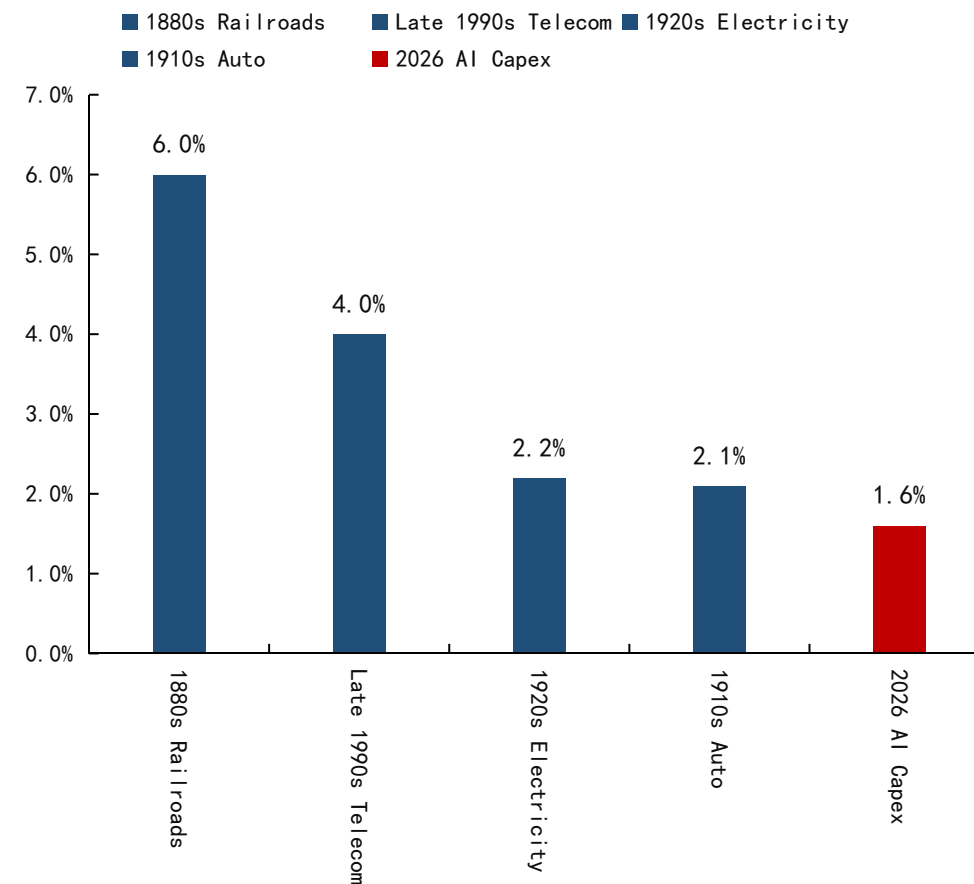
图：科技股行情投资三阶段



资料来源：金融时报，Wind，国信证券经济研究所整理

总结：AI革命引领了新一轮资本市场行情，产业趋势仍将持续

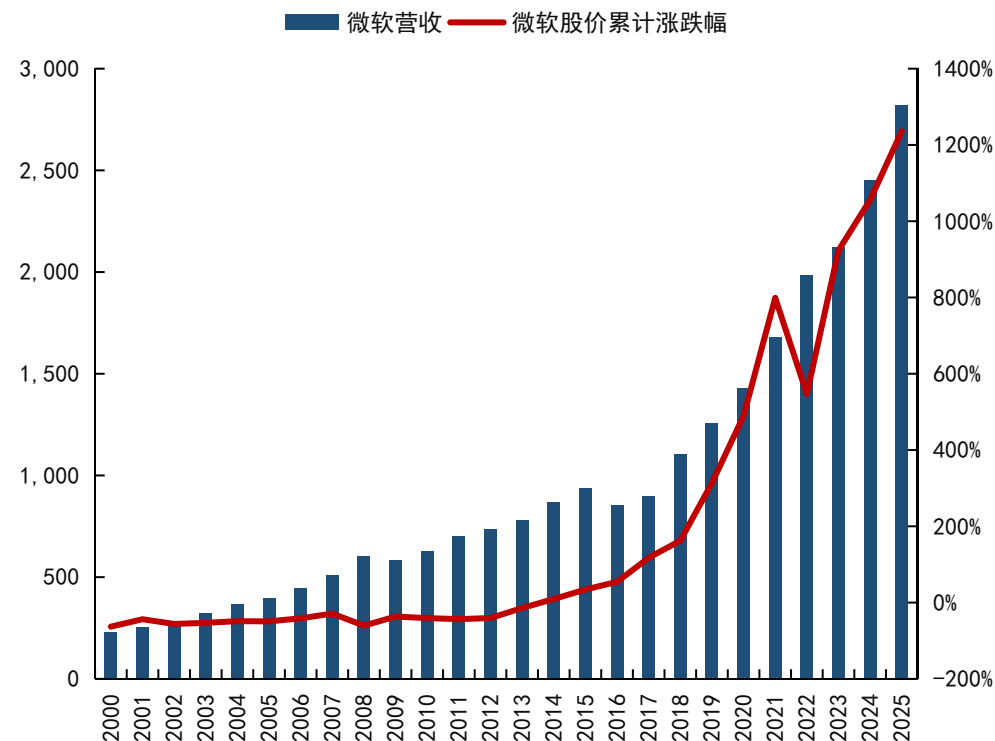
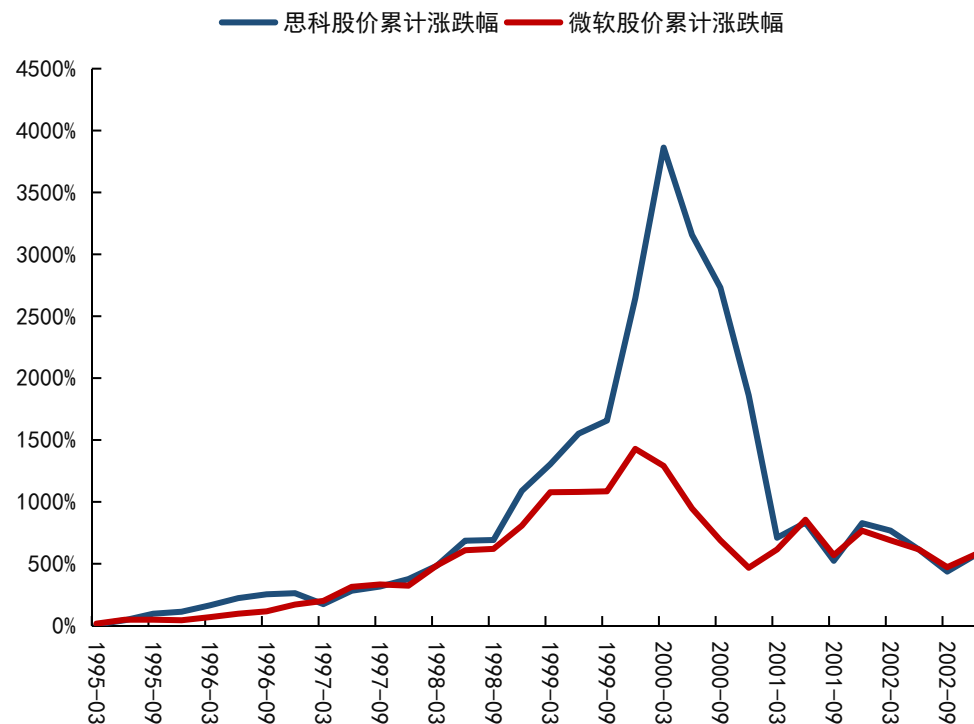
图：AI Capex占GDP比重显示产业趋势仍持续



资料来源：AI科技大本营，Wind，国信证券经济研究所整理

总结：但市场估值常走在产业叙事之前，阶段性也带来市场泡沫

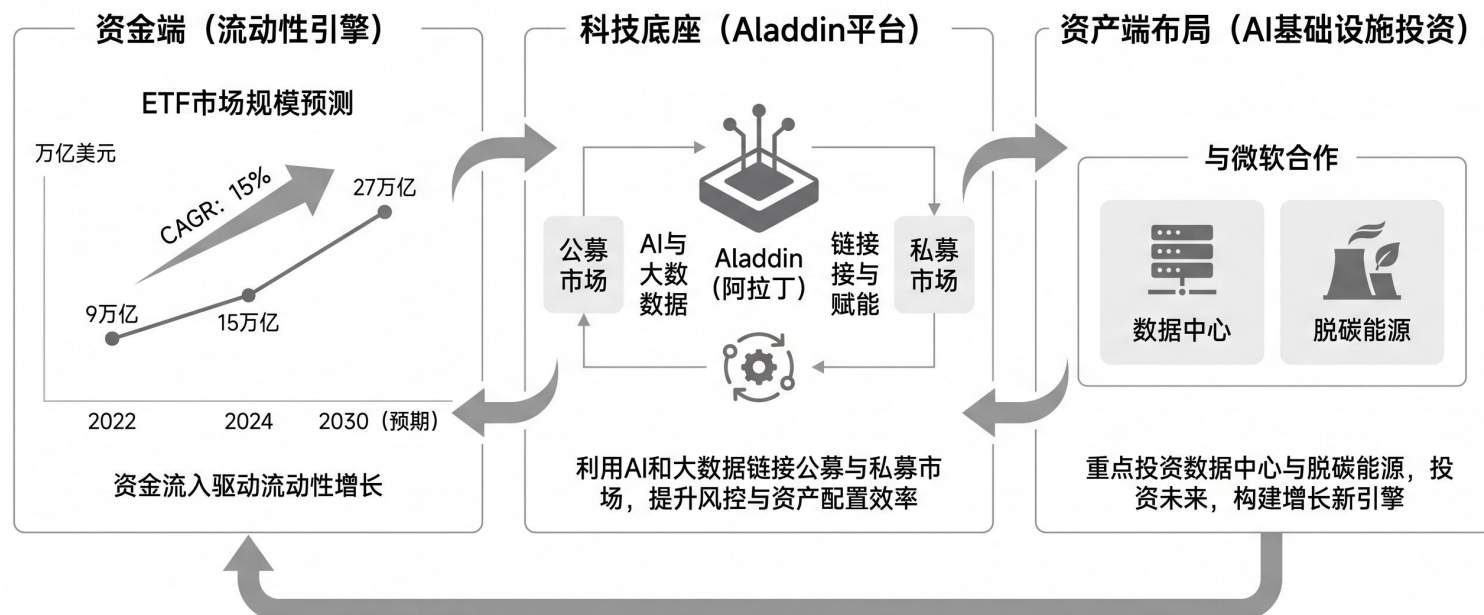
图：阶段性泡沫后，股价总围绕产业趋势波动（亿美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- **高盛 (Goldman Sachs)**：作为互联网泡沫时期的市场“助推器”，承销了大量科技企业IPO，深度参与了第一轮科技浪潮的资本运作；在后危机时代，其成功转型为“投行+资管+财富”一体化综合服务商，构建了全链条金融服务能力以适配科技企业全生命周期需求。
- **贝莱德 (BlackRock)**：全球资管巨头通过ETF产品和主动管理基金，成为科技股最重要的机构投资者之一，持续为科技板块注入长期流动性；同时积极前瞻布局AI产业链上下游，将人工智能技术深度应用于投资研究与资产配置流程，引领资管行业的智能化变革。
- **凯西·伍德与ARKK基金**：本轮科技创新周期的标志性代表，通过主动管理型ETF聚焦颠覆性创新领域（人工智能、基因技术、机器人等），以集中持仓和长期视角引领市场叙事，成为捕捉前沿科技红利的标杆产品，深刻影响了市场对科技成长股的定价逻辑。

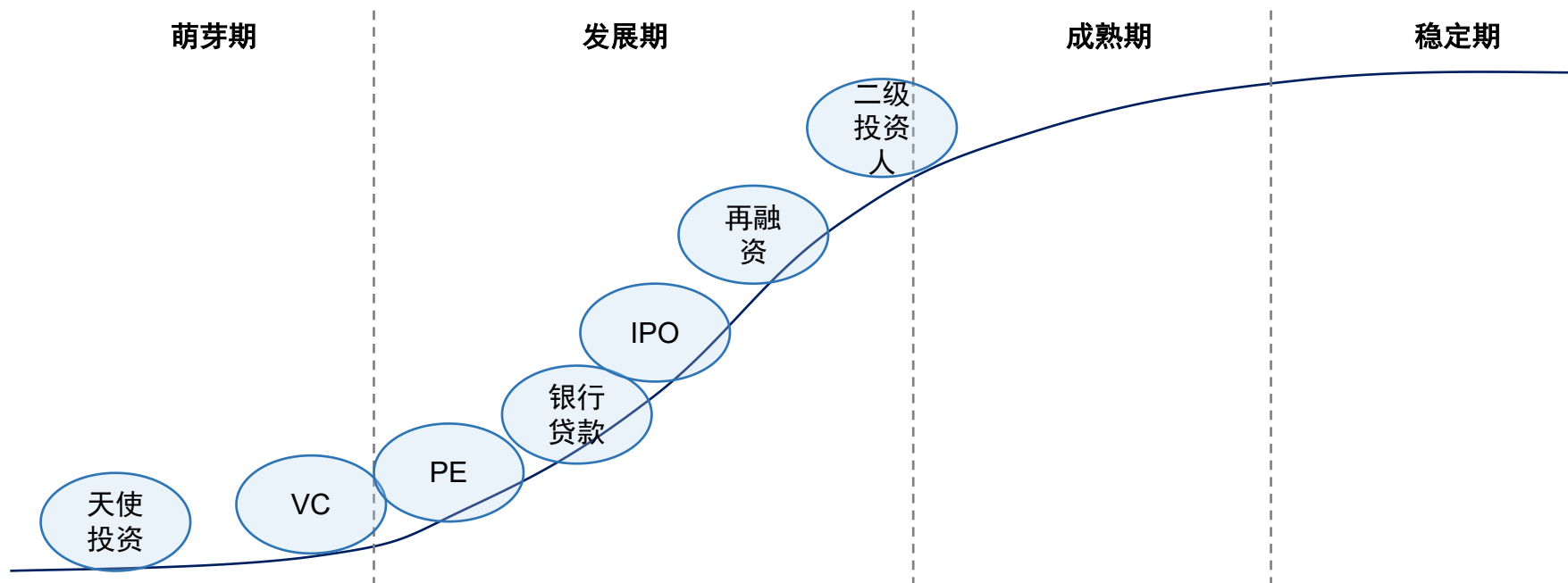
图：科技革命中，非银金融机构的角色与创新，以贝莱德为例



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- **券商直投/另类投资：**券商通过设立另类投资子公司，以自有资金直接投资处于初创期和成长期的科技企业，有效实现“投行+投资”的业务联动模式，在为科技企业提供早期资金支持的同时，也为自身构建了全产业链的业务布局，分享科技企业成长红利。
- **私募股权投资基金：**券商借助私募基金子公司作为募集与管理主体，广泛募集社会各类资本，重点投向聚焦科技领域的产业基金，以此撬动大规模社会资本参与科技创新，不仅拓宽了科技企业的融资渠道，也提升了资本市场服务实体经济的效能，助力科技业规模化发展。
- **VC/PE机构深度布局：**独立的风险投资（VC）和私募股权投资（PE）机构是一级市场发掘科技潜力公司的核心力量，凭借专业的行业研判与项目筛选能力，为优质初创科技企业提供资金注入与管理运营支持，并通过IPO上市、产业并购等多元化退出路径实现资本循环，成为培育科技独角兽企业的关键推手。

图：科技企业成长历程中，融资模式亦经历变革



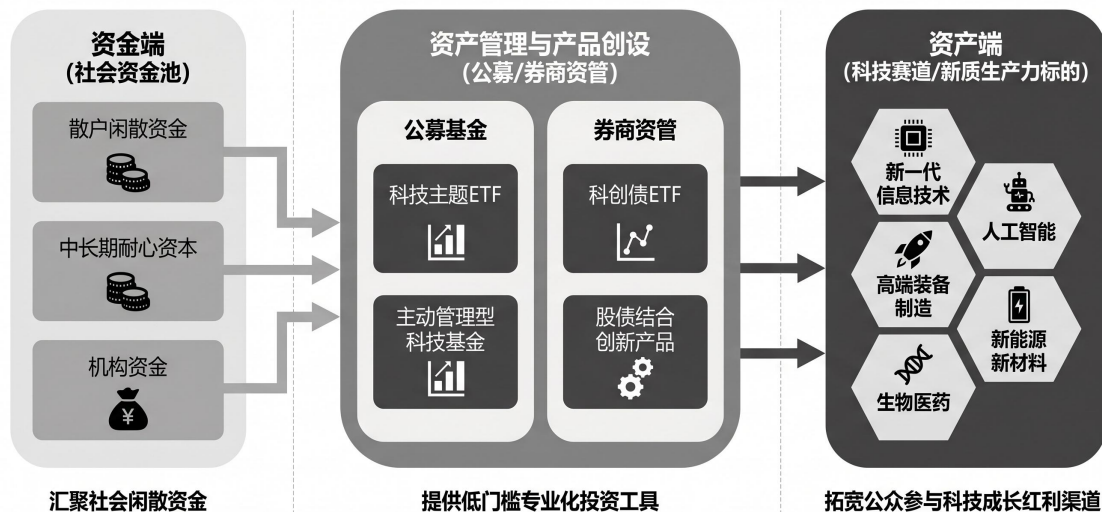
资料来源：金融时报，国信证券经济研究所整理

非银金融参与科技浪潮：二级市场方式

- **发行主题基金/ETF：**基金公司和券商资管子公司积极布局科技赛道，发行大量科技主题ETF及主动管理型基金，有效汇聚社会闲散资金，为普通投资者提供了低门槛、专业化、便捷化的科技资产投资工具，拓宽了公众参与科技成长红利的渠道。
- **做市与交易服务赋能流动性：**券商依托机构交易业务体系，为科技类个股提供专业做市服务，持续双向报价活跃市场交易，有效提升科技股流动性与定价效率；同时为机构投资者提供全链条的研究支持、交易执行及风险管理服务，助力机构精准把握科技投资机会。
- **财富管理实现资产配置融合：**理财顾问基于客户风险偏好与财富目标，将科技主题投资纳入整体资产配置方案，通过组合投资分散风险，把客户资金引导至优质科技投资标的中，在助力客户分享科技产业发展红利的同时，推动科技资本与实体经济的深度对接。

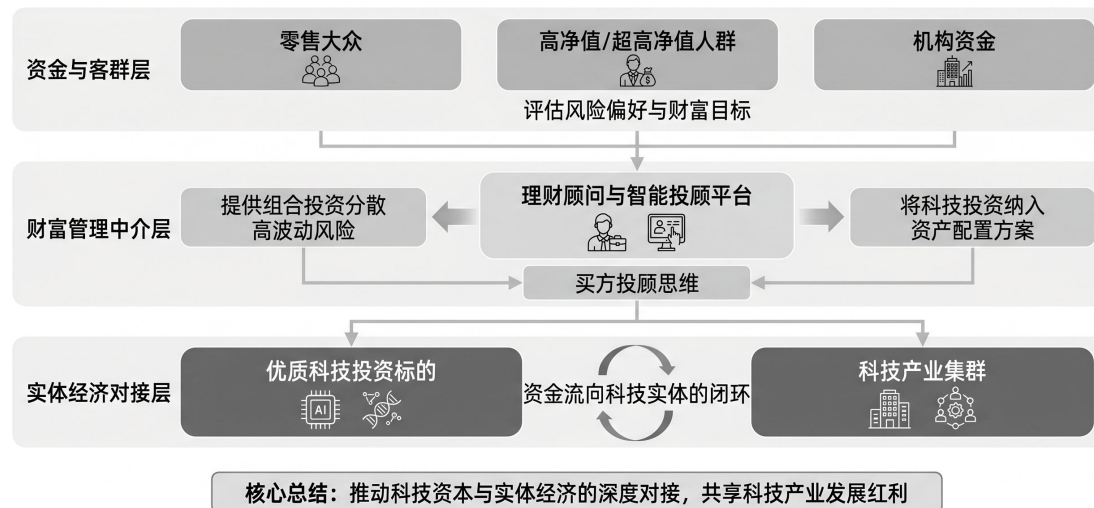
图：非银金融企业有多种参与二级投资的方式

非银金融机构科技主题产品资金汇聚流程架构图



财富管理端科技资产配置融合生态图

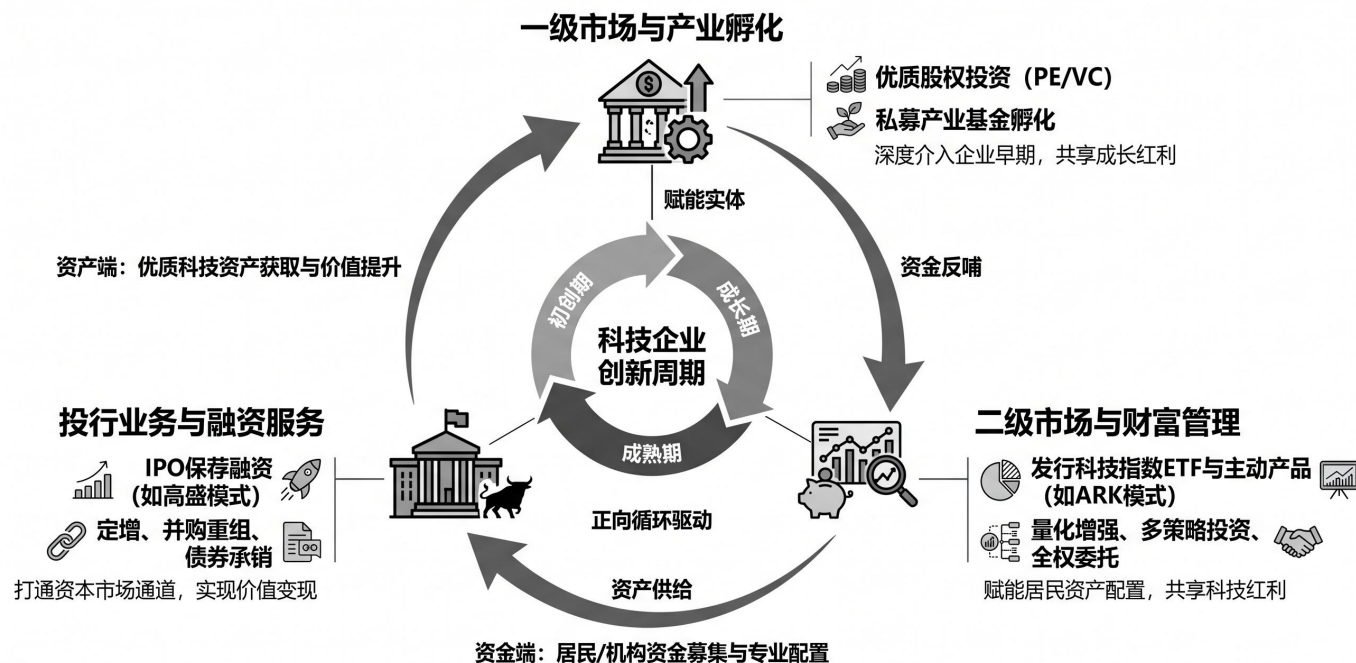
推动科技资本与实体经济的深度对接，共享科技产业发展红利



资料来源：中国基金报，Wind，国信证券经济研究所整理

- **构建“投行+资管+财富”一体化服务生态：**这是顺应科技企业全生命周期融资需求与社会财富管理需求的必然选择。投行端聚焦科技企业一级市场的融资、并购与重组，为技术落地和产业扩张提供直接助推；资管端承接社会分散资本，通过专业化配置转化为支持科技创新的长期耐心资本；财富端则作为资金汇集器，将高净值及大众投资者的资金有效引流至科技投资领域，形成资金供给的闭环。
- **三大业务深度协同打造核心壁垒：**投行服务积累的科技企业资源为资管和财富业务提供优质底层资产，财富端的资金需求反向引导投行挖掘匹配的科技项目，资管业务则成为连接资金与资产的关键枢纽。三者相互赋能、客户资源互通，不仅提升了服务效率，更深度绑定了科技企业与投资者，构建起难以复制的综合金融服务竞争力。

图：非银金融参与科技浪潮，终局是“投行+资管+财富”



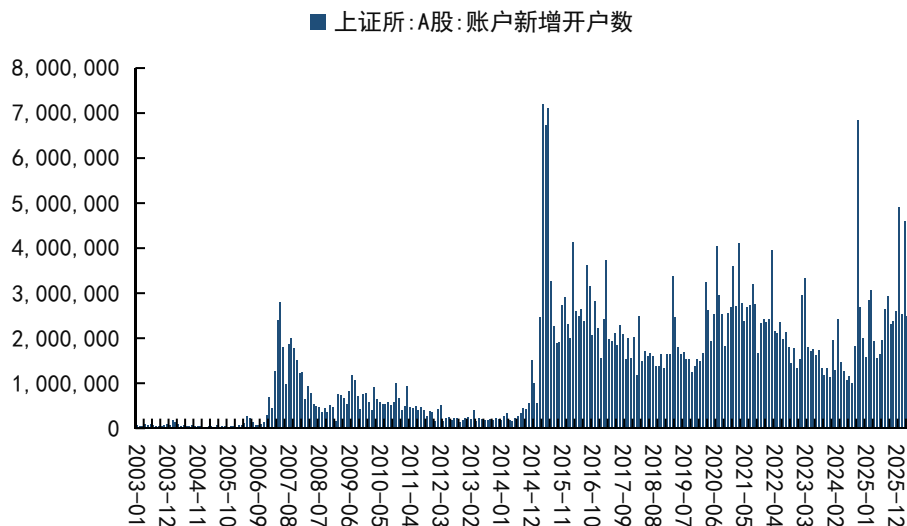
资料来源：中国基金报，Wind，国信证券经济研究所整理

- [01] 叙事篇：资本市场引领产业革命
- [02] 资金篇：破局存量资金博弈
- [03] 保险篇：周期向上，估值向下
- [04] 券商篇：挖掘第二增长曲线

零售资金：增量效应有限，风险偏好分化

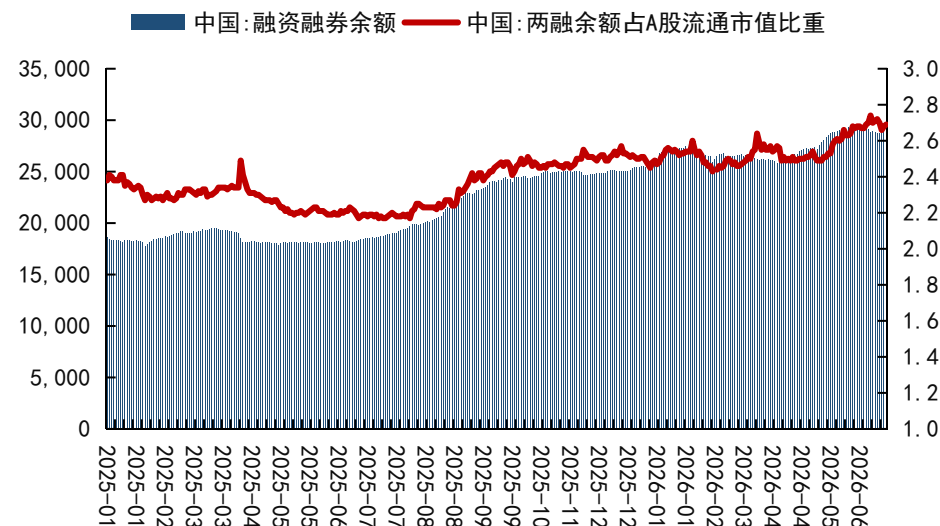
- **新增开户激增但资金分流严重**：2026年前5个月新增开户数增长，呈现出居民参与资本市场意愿提升的表象，但大量增量资金并未直接流入股市，而是因市场不确定性引发风险偏好下降，快速流向低风险、稳收益的金融产品，直接入市的资金占比偏低。
- **低风险偏好资金成承接主流**：分红险与“固收+”基金成为吸纳资金的核心渠道，2025年分红险原保费收入同比大涨，2026年一季度“固收+”基金规模突破3.6万亿元，反映出居民资产配置更倾向于安全边际高、收益相对稳定的品类。
- **高风险偏好资金依靠融资杠杆扩张**：两融余额长期稳定在2.9万亿元左右的历史高位，但增速明显放缓，意味着存量杠杆资金已接近“满仓”状态，投资者加杠杆意愿不足，进一步推动股市增量资金的动能持续减弱。

图：上交所月度新增开户数据（万户）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股两融规模变化（亿元、%）

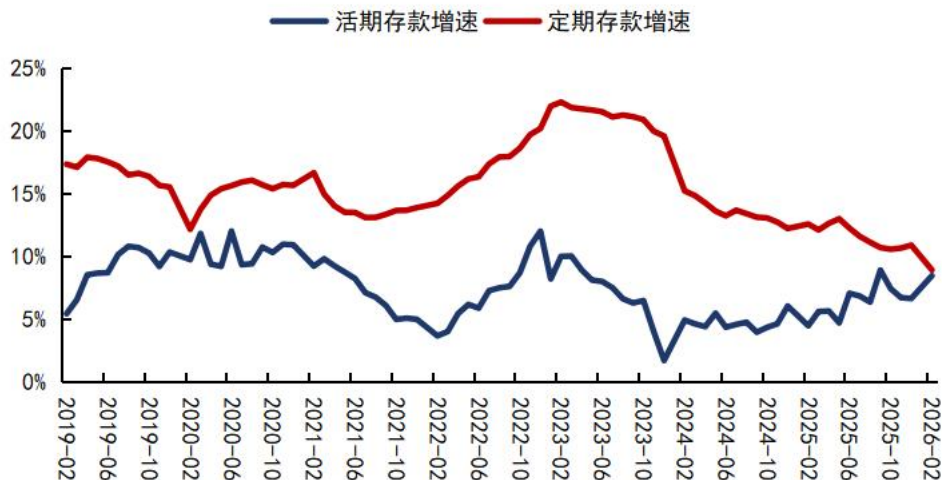


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

零售资金：下半年定存到期减少，居民存款搬家边际弱化

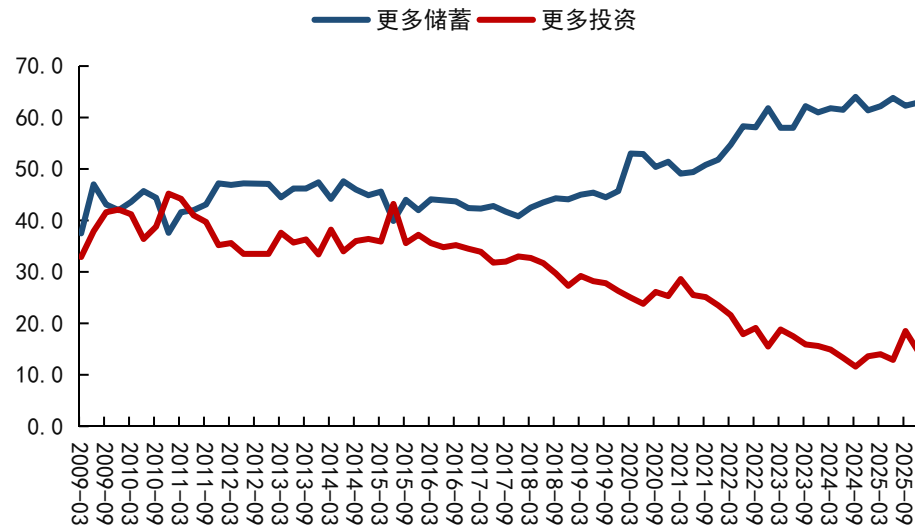
- 我国居民存款增速仍然保持在较高水平：2024年以来我国居民存款增速明显回落，但仍然保持了相对较高的增长，2025年末同比增速仍然达到9.7%，年末存款达165.9万亿元。截至2026年2月末，我国居民存款达171.1万亿元、同比+8.8%。
- 居民存款定期化情况趋于缓和。受宏观经济增速换挡与利率市场化改革深化的双重影响，居民风险偏好下降，加上投资渠道相对受限，2022年以来居民存款定期化趋势持续。根据人民银行披露数据，2022-2025年居民新增存款中定期及其他存款分别占77.0%、96.2%、83.6%和81.4%，2025年末居民定期及其他存款占存款总额的73.4%。不过从趋势来看，随着定期占比提升至高位，定期化趋势逐渐趋缓。
- 基于央行城镇储户问卷调查数据，当前居民部门“高储蓄、低风险偏好”的资产配置特征仍十分显著，但2025年以来风险偏好有小幅提升。

图：居民活期存款增速与定期存款增速比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：居民投资意愿小幅提升

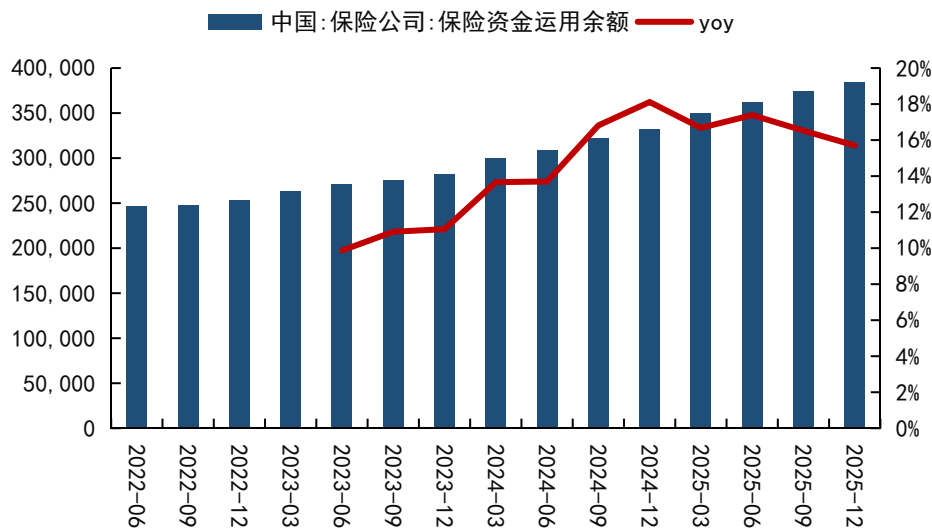


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险资金：政策空间与现实约束的矛盾

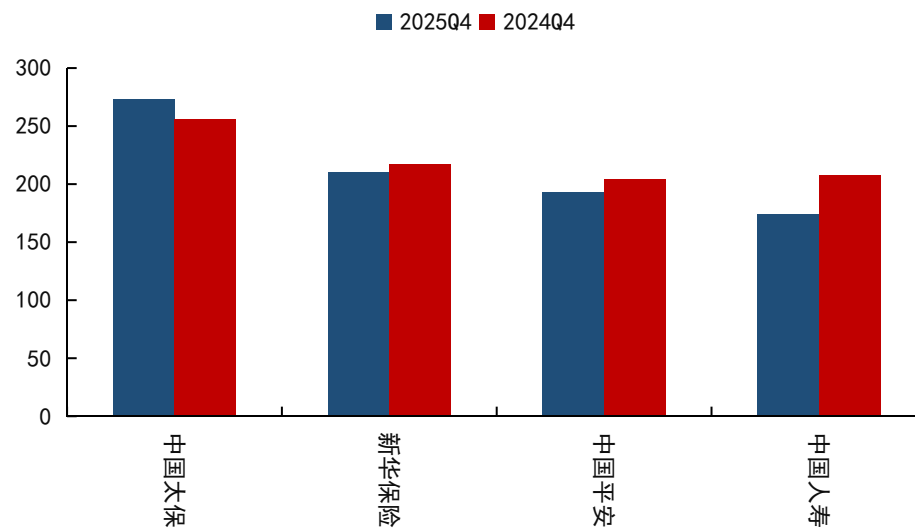
- **政策红利释放：**2025年新规将险资权益投资比例上限提升，为市场注入了政策层面的积极信号。
- **现实约束一：利润表高波动性制约操作：**保险公司的利润对利差部分依赖度高，2026年一季度股市震荡直接导致其投资收益受损、利润承压。结合财报表述，判断保险公司后续以维持现有权益仓位为主，进一步大幅提升权益比例可能性偏低。
- **现实约束二：偿付能力充足率承压：**2025年末保险公司平均综合偿付能力充足率虽高于监管红线但已呈现下滑趋势。权益资产的市场波动会直接传导并影响偿付能力充足率，因此险企在配置权益资产时，必须为风险敞口预留足够的安全垫，配置行为更为审慎。
- **核心结论：增量资金释放节奏偏缓：**在宏观经济复苏节奏、资本市场运行趋势尚未完全明朗之前，保险资金受限于利润稳定性和偿付能力风控要求，难以成为市场中主动入场的增量主力，其入市节奏将呈现缓慢且谨慎的特征。

图：保险资金投资资产规模（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股大型保险公司综合偿付能力充足率变化（%）

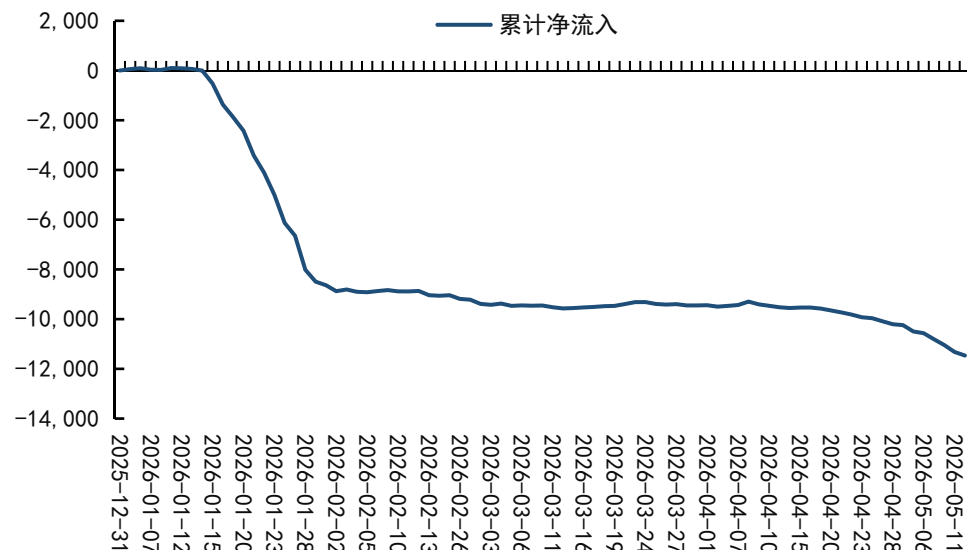


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募基金：ETF缩量与“固收+”增长的结构性分化

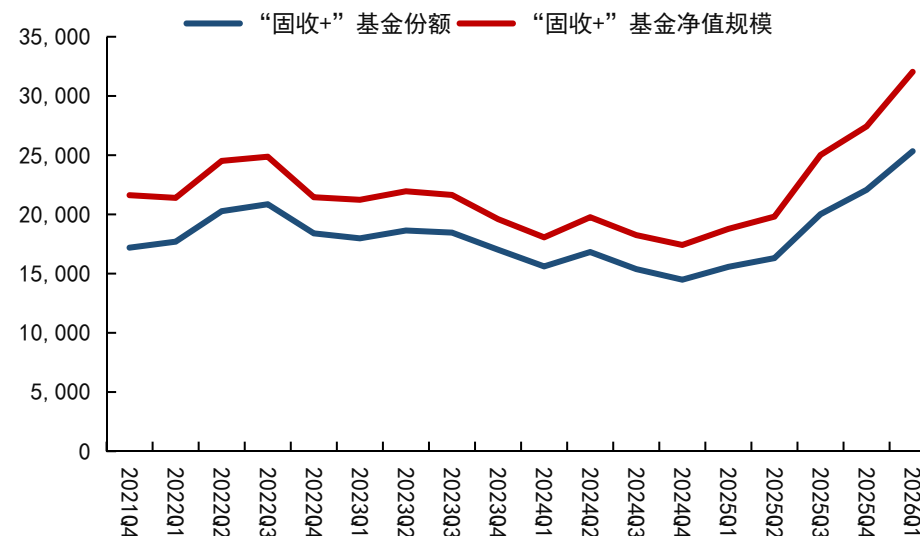
- 2025年以来ETF市场显著缩量，资金持续流出：受宽基ETF资金流出等因素影响，2026年初至5月末，相关ETF合计净流出约1.4万亿元，彻底改变了此前ETF市场持续吸金的火热态势，成为资金撤离的主要板块。
- “固收+”规模激增，资金拥抱稳健：2026年Q1“固收+”基金规模突破3.6万亿元。这一数据鲜明反映出投资者风险偏好下降，资金在公募体系内大规模向低波动、稳健收益类产品转移。
- 公募市场呈现显著“跷跷板效应”，资金从权益类ETF向“固收+”迁徙，整体未给市场带来显著净增量，体现了存量资金的结构再平衡。

图：主要宽基ETF资金流向变化（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

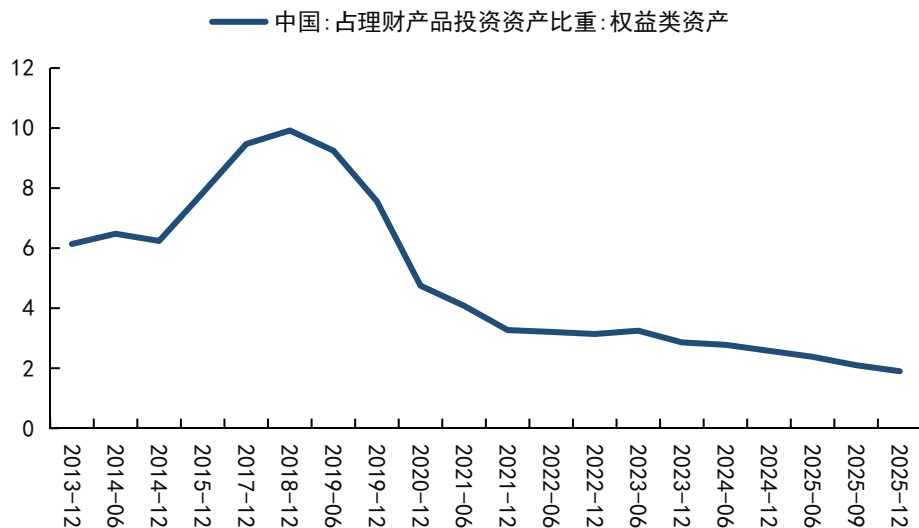
图：“固收+”基金份额及净值变化（亿份、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

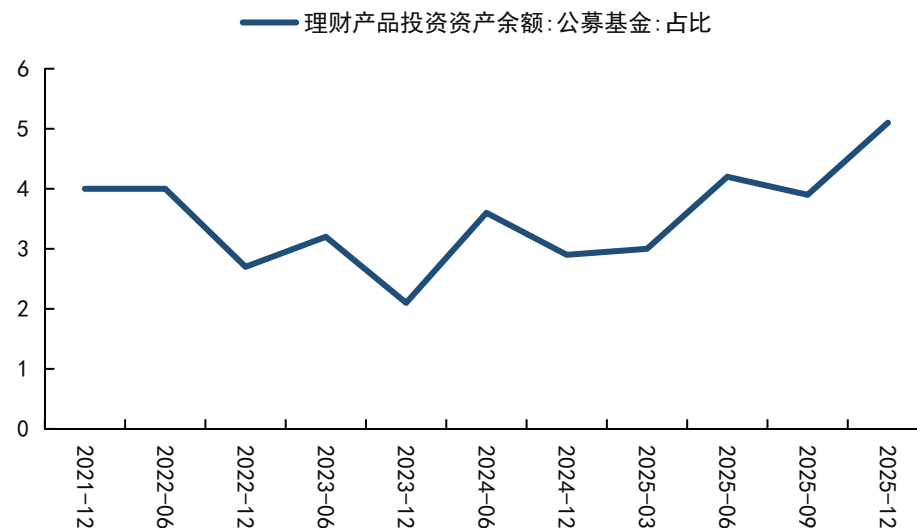
- **估值平滑技术“失效”**：监管层面持续收紧对“摊余成本法”等估值平滑技术的使用要求，核心目的是打破理财产品长期以来的“刚性兑付”幻觉，倒逼产品净值真实、及时地反映底层资产的实际市场价值，让投资者直面资产价格波动的本质。
- **净值“真实化”催生“净值焦虑”**：随着估值回归真实，理财产品的净值波动幅度显著加大，过往习惯了“稳收益”的客户对净值回撤表现出高度敏感，一旦出现短期下跌，极易引发非理性的大规模集中赎回行为，给产品运作带来流动性压力。
- **配置策略被动趋于保守**：为规避“净值下跌—集中赎回—被迫抛售资产—净值进一步下跌”的负反馈循环，理财公司在增配股票等波动较大的权益类资产时极为谨慎，即便长期看好权益市场，也不敢大幅提升配置比例，直接导致银行理财资金进入股市的进程明显放缓。

图：银行理财投权益资产占比变化（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：银行理财投公募基金占比变化（%）

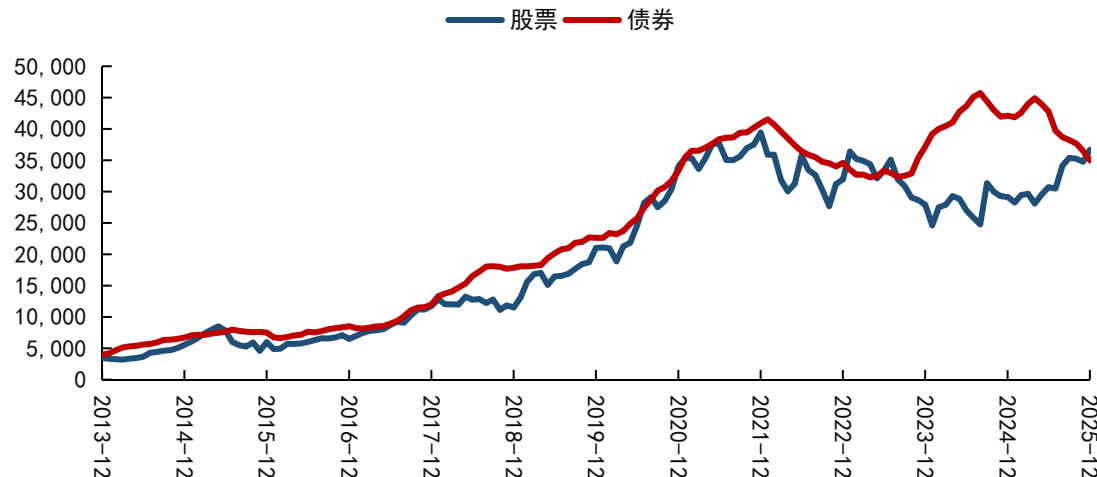


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

外资：观望与等待，期待信用扩张再起

- **中美利差倒挂压制吸引力：**美联储维持高利率政策，使得人民币资产的相对收益优势减弱，导致外资配置意愿阶段性走低，成为当前“不敢入”的核心货币因素。**全球宏观不确定性抬升避险情绪：**全球经济复苏放缓、地缘政治冲突等多重风险叠加，显著提升了国际资本的避险偏好，外资倾向于收缩新兴市场敞口，观望态势明显。
- **国内经济复苏斜率存疑影响预期：**市场对国内经济复苏的强度、持续性以及政策落地效果尚未形成一致乐观预期，盈利改善的确定性不足，制约了外资大规模入场的决策。
- **回流关键信号一：实体基本面明确企稳：**当基建投资持续发力、地产行业销售与投资端出现实质性企稳复苏迹象，经济增长的内生动力得到验证，将为外资回流提供核心基本面支撑。
- **回流关键信号二：产业革命带来增量机遇：**以AI为代表的新兴产业展现出全球领先的竞争力和完整产业链优势，能创造持续的盈利增长新赛道，成为吸引外资长期布局的重要结构性抓手。

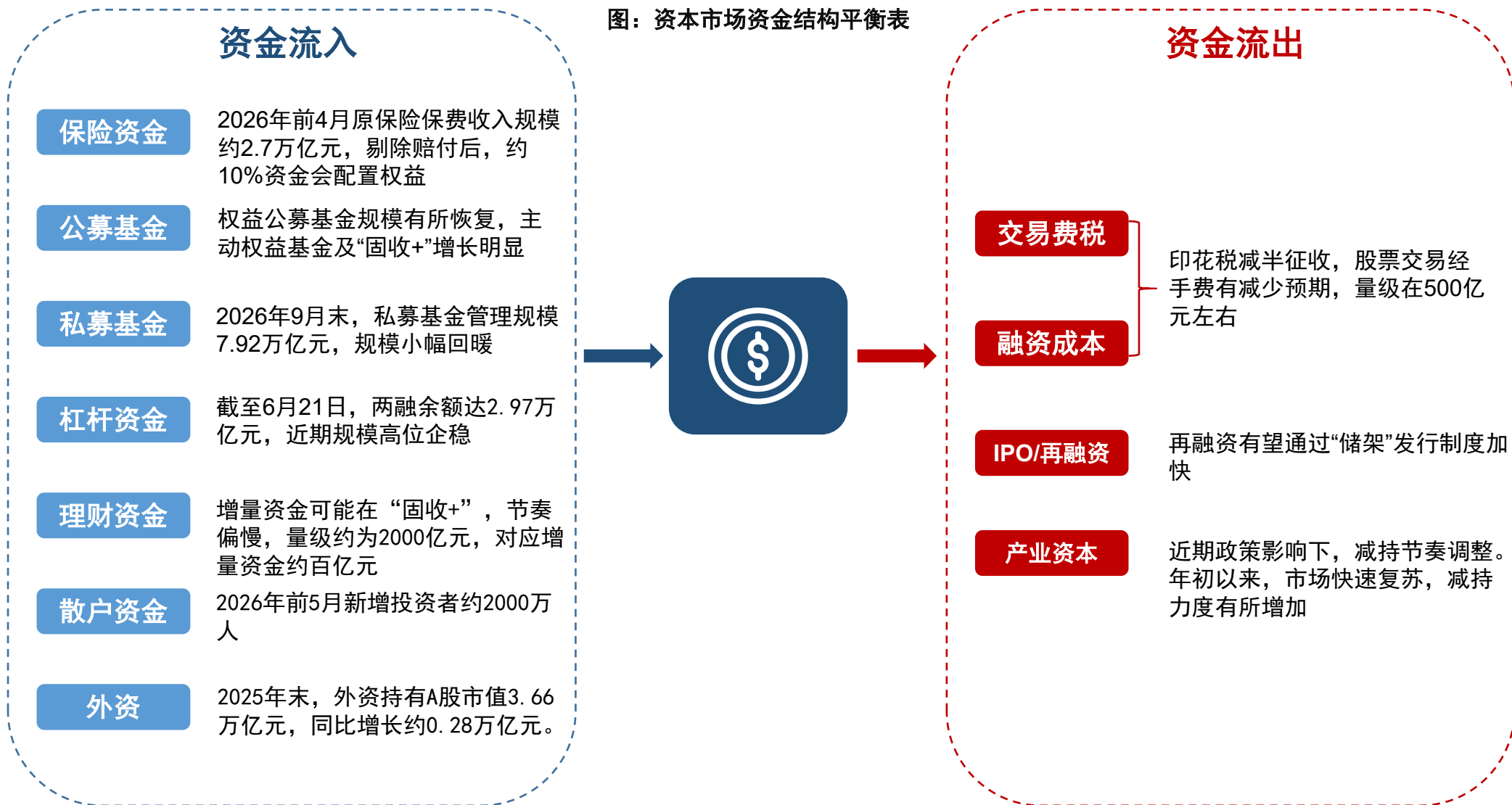
图：外资持有的境内股票及债券规模（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

总结：资金流入更多元，融资有序放开利经济转型

图：资本市场资金结构平衡表



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：国内经济增长仍是资本市场资金核心关注点



资料来源：证券日报，国信证券经济研究所整理

图：中美经济关注点总览

中美 经济 全景总览

01. 中国经济：以转型为核心的结构重塑

结构性讨论：制造业与地产的双向拉扯

制造业是当前核心获利与增长项目，但伴随内政外交层面的多重讨论；地产行业持续成为经济拖累项，风险逐步向消费端与金融体系传导蔓延。

转型导向的政策刺激：意愿与力度的平衡

政策端明确以转型为目标实施刺激，市场核心关注两点：一是政策出台的主观意愿强度，二是实际落地的财政与货币力度能否有效对冲下行压力。

02. 美国经济：AI红利与通胀压制的博弈

结构性讨论：AI Capex 驱动的局部增长

AI相关资本开支成为经济增长的核心驱动力，但增长效应尚未扩散至全行业；高利率环境持续压制传统经济部门，制造业与地产投资均受明显抑制。

通胀压制下的政策终点：联储独立性与降息节奏

核心关注美联储抗通胀的政策意愿及独立性，同时市场聚焦货币政策转向的节奏——即本轮降息周期的开启时点与最终利率终点的确定。

资料来源：证券日报，国信证券经济研究所整理

- [01] 叙事篇：资本市场引领产业革命
- [02] 资金篇：破局存量资金博弈
- [03] 保险篇：周期向上，估值向下
- [04] 券商篇：挖掘第二增长曲线

2026上半年保险股行情回顾

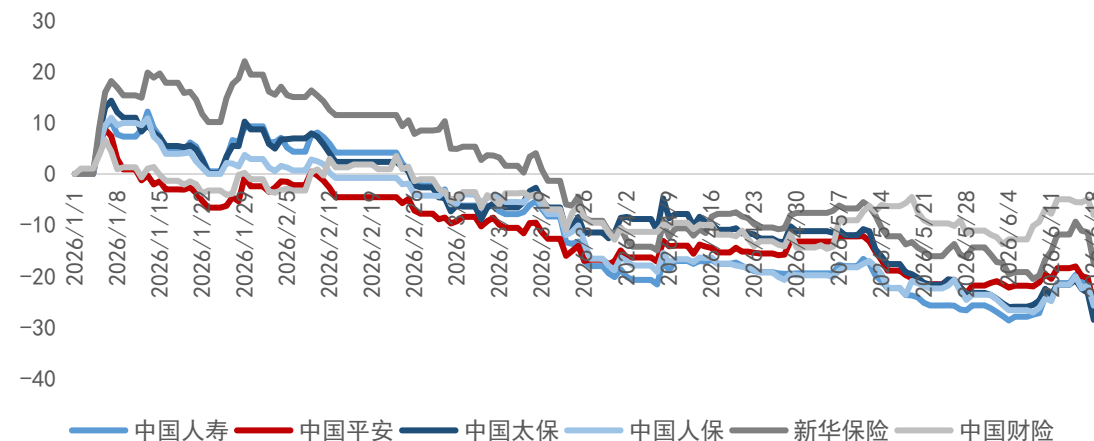
- 2026年上半年，受制于一季度权益市场波动拖累投资收益、超额卖出下的资金交易行为等因素影响，保险股整体走势偏弱。截至2025年6月18日，保险指数上半年累计跌幅25.41%。具体来看：
- 1月：开门红叠加股市开局走强，板块初期领涨；随后市场由于交易因素扰动以及担忧25Q4业绩预计承压，保险股出现回调，而保险基本面逐渐向好，股价走势后续持续修复。
 - 2月至3月：受地缘政治冲突影响，权益市场震荡下行，保险资产端整体阶段性业绩承压，引发市场对保险股利润波动的过度担忧，叠加资金风格切换科技板块，保险作为宽基ETF权重股被动抛售，保险板块持续承压。
 - 4月：“开门红”收官后4月负债端居民对储蓄险需求旺盛，上市险企NBV高增，缓解基本面担忧。一季报业绩不及预期已被市场充分消化，地缘冲突缓和背景下资产端权益市场回暖，保险股价回暖带动估值修复。
 - 5月：基本面缺乏催化因素，市场结构性行情下资金风格持续切换科技板块，交易因素扰动使得持有保险股资金呈现不断流出趋势，保险板块再度走弱。
 - 6月以来：保险板块处于负债端景气上行、资产端波动收敛、估值仍在低位的错位阶段，6月市场情绪持续向好，保险股26Q2业绩预计得到修复，估值企稳回升。
- 个股表现方面，截至6月18日，上市险企今年累计涨跌幅分别为中国财险（-8.01%）>新华保险A（-17.43%）>中国平安A（-25.39%）>中国人保A（-25.7%）>中国人寿A（-25.93%）>中国太保（-28.47%）。中国财险受益于财险属性及其稳定性商业模式表现较好。上半年保险股下跌更多反映短期利润扰动与交易性减持，而非负债端景气逆转；股价下行与基本面改善并存，为下半年估值修复埋下空间。

图：2026年上半年保险指数走势阶段性跑输大盘（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2026年上市险企涨跌幅（单位：%）



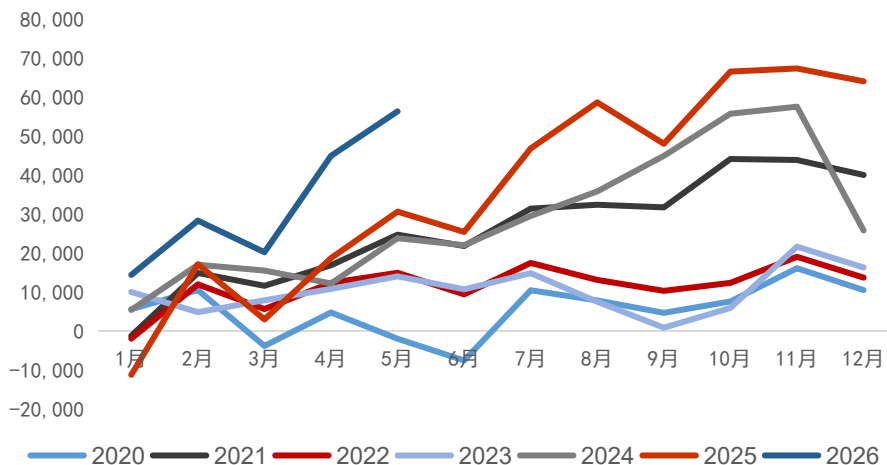
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

负债端：低利率催生存款搬家



- 当前国有大行人民币定期存款挂牌利率保持平稳低位，1年期、2年期、3年期、5年期利率分别为0.95%、1.05%、1.25%、1.30%。股份制银行存款利率虽较国有大行小幅抬升，但整体年化收益仍难以留住居民闲置资金，居民寻求存款替代资产的配置意愿不断增强。资金迁徙趋势直观体现在存款数据上，截至2026年5月，非银行业金融机构新增人民币存款累计规模达到5.64万亿元，较2025年同期形成明显增量。
- 从宏观层面梳理保险负债端增长核心逻辑：持续走低的存款利率推动居民大类资产再平衡，同时各大银行加码财富代销业务，银保渠道顺畅承接银行流出储蓄，保险产品由此成为低风险偏好资金的核心蓄水池。

图：非银行业金融机构新增人民币存款累计值（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表： 银行人民币存款挂牌利率（单位：%）

类别	银行	1年	2年	3年	5年
国有大行	工商银行 建设银行 交通银行 农业银行 中国银行	0.95	1.05	1.25	1.3
	邮储银行	0.98	1.05	1.25	1.3
股份制银行	招商银行	0.95	1.05	1.25	1.3
	广发银行 光大银行 华夏银行 中信银行 平安银行 浦发银行	1.15	1.2	1.3	1.35
		1.15	1.2	1.3	1.35
		1.15	1.2	1.3	1.35
		1.15	1.2	1.3	1.35
		1.15	1.2	1.3	1.35
		1.15	1.2	1.3	1.35
		1.15	1.2	1.3	1.35
	民生银行	1.15	1.15	1.3	1.35

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理
数据截至2026年6月15日，为银行官方挂牌利率，实际以网点为准

图：股份行人民币定期存款利率普遍低于2%

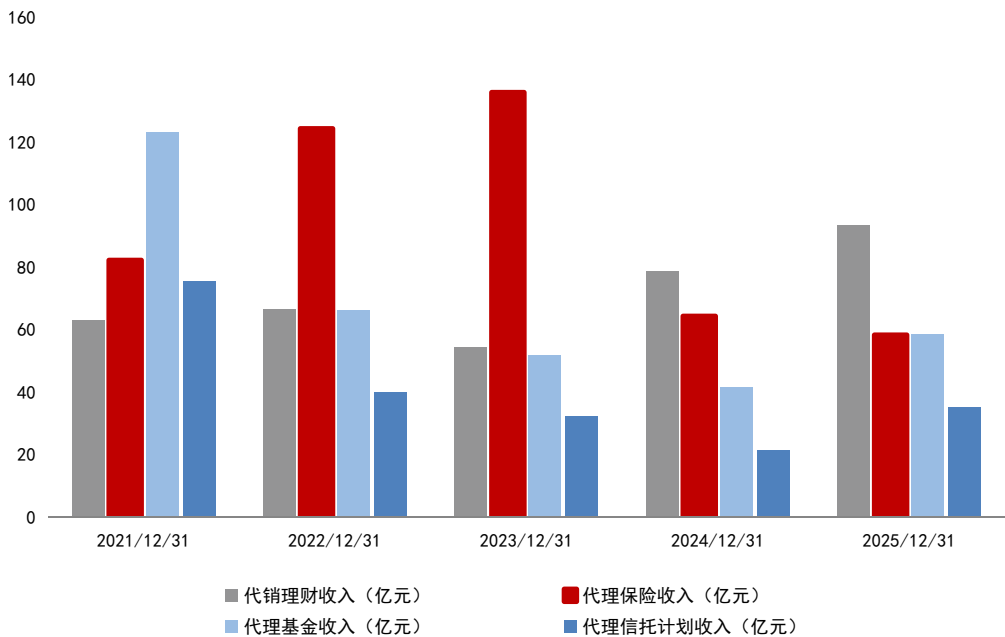


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

负债端：银保渠道加速向长期价值转型

- 低利率环境下，受益于资本市场回暖，银行财富管理业务收入回升。以招商银行为例，其2025年财富管理业务收入明显增加。其中保险在居民风险偏好偏低、长期养老与稳健增值需求增强背景下，逐步成为存款搬家核心的居民再配置资产。2020年至2025年，银行代销保险在低风险金融资产中的配置金额持续上升。
- 银保渠道已全面开启结构升级，发展主线围绕期交化、长期化、价值化推进。2025年中国人寿、中国平安、中国太保的银保渠道保费增速均超40%；从新单角度看，中国人寿、中国平安银保新单保费增速均超90%，中国太保、新华保险虽主动压降趸交，但银保期交保费分别同比+37.8%和+30.7%，渠道价值转化能力持续增强。

图：招商银行代销理财/保险/基金/信托收入（单位：亿元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

表：上市险企2025年渠道保费收入增速（单位：百万元，%）

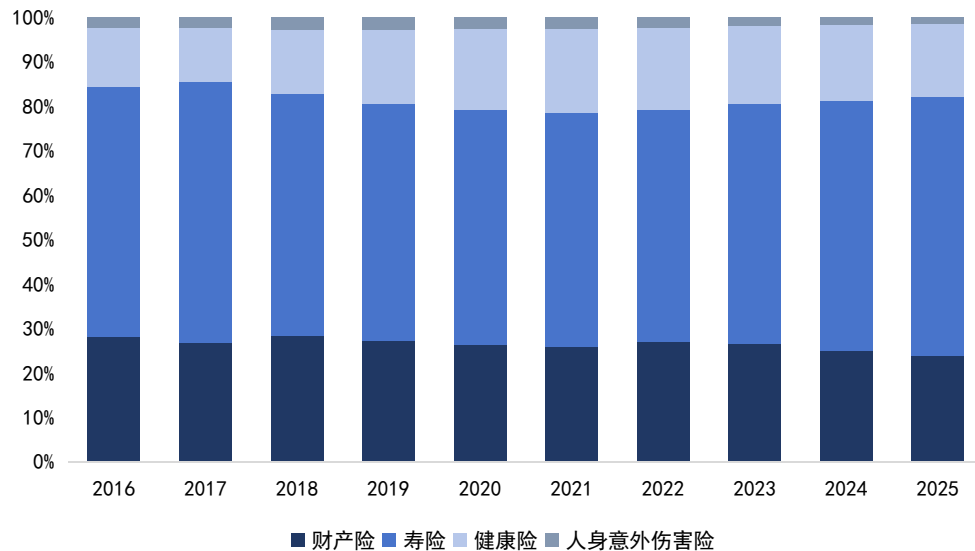
公司	渠道	2025年	同比增速	增速贡献
中国人寿	个代	551,790	4.3%	3.4%
	银保	110,874	45.5%	5.2%
中国平安	个代	529,722	1.9%	1.6%
	银保	71,520	50.3%	3.8%
新华保险	个代	120,581	4.0%	2.7%
	银保	72,102	39.5%	12.0%
太保寿险	个代	211,606	4.5%	3.5%
	银保	61,618	46.4%	7.4%
人保寿险	个代	54,004	5.4%	2.6%
	银保	68,278	33.5%	16.2%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

负债端：保费总量放缓但结构更优，储蓄险需求长期景气

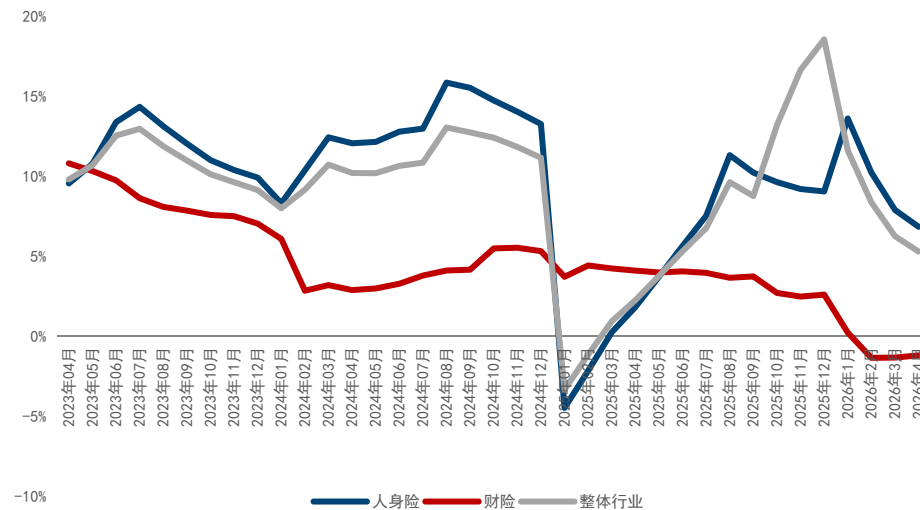
- 行业层面，居民储蓄类保险需求持续旺盛。我国保险公司保费收入增速自2021年探底后持续回升。2025年以来保险公司推动分红险转型，短期人身险保费增速有所放缓，行业持续加大分红险销售力度，在低利率环境时期把握浮动型产品销售机遇，保费增速逐渐企稳。拆分险种来看，人身险保费占比由2021年的74.0%升至2025年的76.0%。再进一步拆分，人身险中寿险保费占比由2021年的70.9%升至2025年的76.5%。
- 短期来看，2026年1-4月保险业原保险保费收入为2.73万亿元，同比增长5.3%，相较1-3月保费增速环比减少0.95pt，主要系高基数保费逐月放缓态势影响。其中1-4月人身险保费收入同比增长6.3%，4月单月保费收入同比增长0.6%，在去年同期增速达11.6%的高基数背景下仍然实现稳健增长。财产险公司受新车销量下滑及非车险“报行合一”影响，1-4月累计原保险保费收入同比增长2.2%，较1-3月增速环比下滑0.6pt。

图：各险种保费收入占比（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

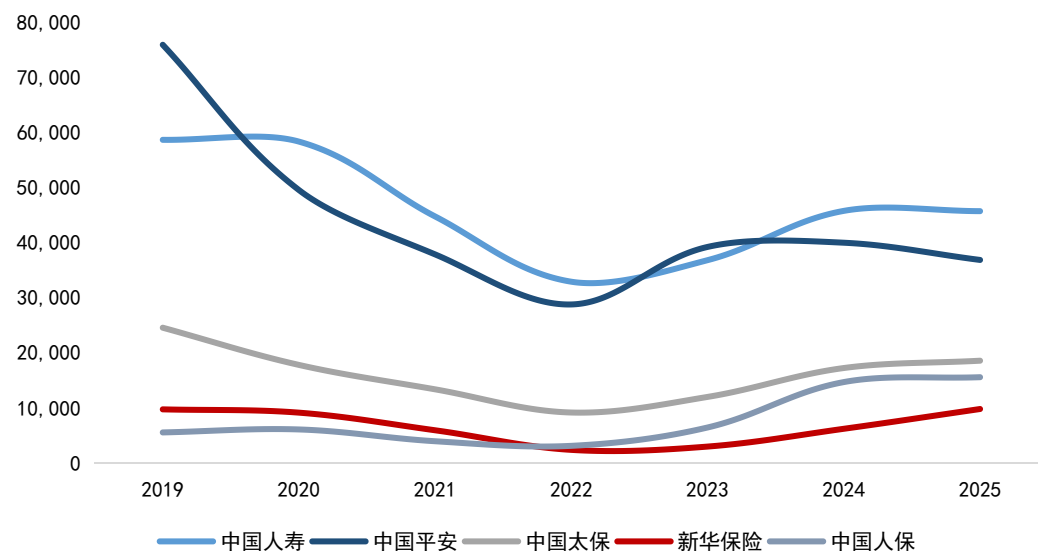
图：保险行业累计保费同比增速（单位：%）



资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

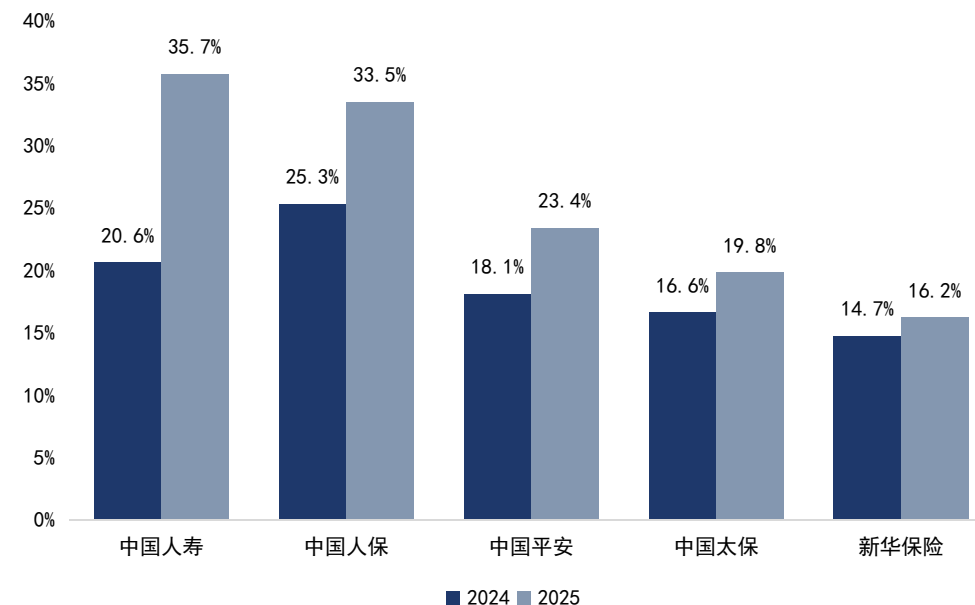
- 在预定利率持续下调、“报行合一”持续深化的政策背景下，上市险企人身险业务实现了量价齐升的发展格局。2020年至2022年，上市险企NBV持续负增长，2023年依托新单规模回暖叠加新业务价值率上行，NBV增速重回正值区间。2025年A股上市险企新业务价值合计约1267亿元，同比增长35.8%；2026Q1保险NBV景气度继续维持：国寿/新华/人保/平安/太保分别同比+75.5%/+24.7%/+21.0%/+20.8%/+9.6%。
- 2025年保险新业务价值率普遍改善，国寿/人保/平安/太保/新华2025年新业务价值率分别为35.7%/33.5%/23.4%/19.8%/16.2%，较2024年均明显提升。目前NBV高增已成为保险股基本面的最重要支撑，险企更需要维护新业务价值率稳定，预计后续险企将有序把控分红险推进节奏，通过期交、年金、健康险等产品共同平衡新业务价值率波动压力。

图：上市险企NBV水平（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：上市险企NBVM水平（单位：%）



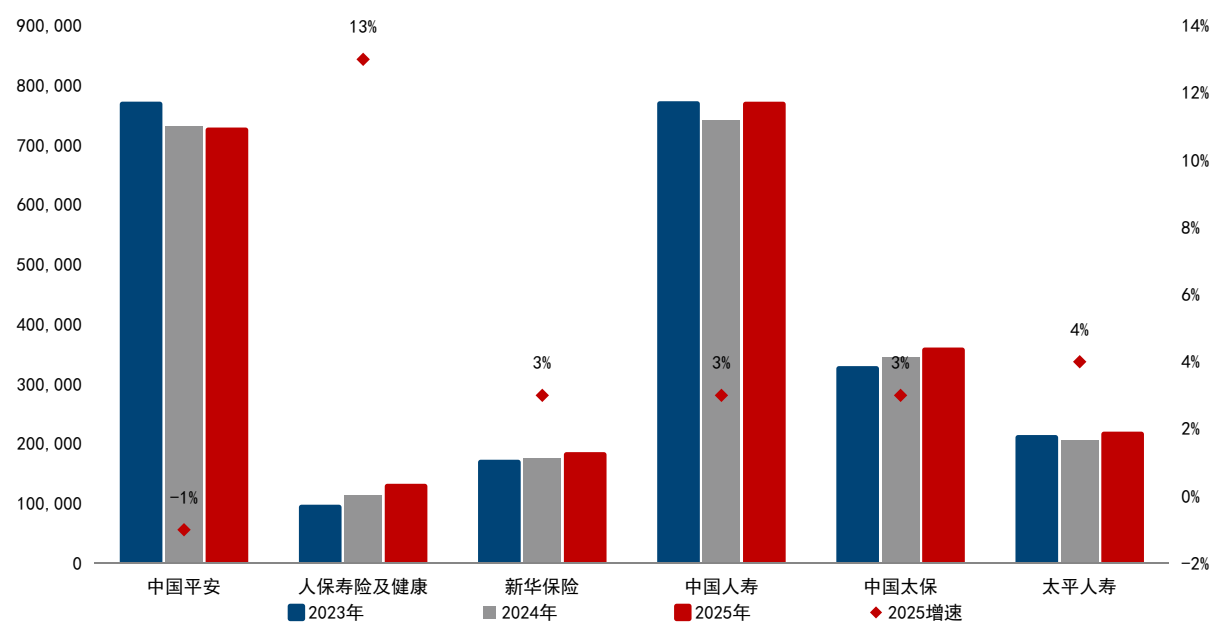
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

预期端：CSM存量利润拐点显现，利率下调优化长期资负结构



- 寿险承保端收益确定性较高。在新保险合同准则下，CSM（合同服务边际）已成为寿险公司承保利润最核心、最具可预测性的“利润蓄水池”。2025年除中国平安外，多数上市险企CSM余额已实现正增长，上市险企合计CSM期末余额为新准则实施以来首次转正，显示存量未赚利润池由降转升，结束此前连续承压态势。
- 监管持续下调产品预定利率与演示利率。2025年8月起传统险/分红险/万能险预定利率分别降至2.0%/1.75%/1.0%；2026年3月，分红险演示利率上限由3.9%下调至3.5%，并要求6月30日前完成相关产品调整。监管下调演示利率上限短期或小幅干扰保单销售节奏，但长期能够压降险企刚性负债成本，强化资产负债匹配管理，持续缓释远期利差损风险。

图：上市险企合同服务边际余额对比（单位：百万元，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

表：分红险预定利率及演示利率水平

时间	监管规定	预定利率上限	演示利率
2018-2023年中	无统一上限，三档演示（高/中/低）	未统一	4.5%-6.0%
2023年7月	取消三档演示，改为两档	未统一	4.50%
2024年9月前	预定利率2.5%，演示利率4.5%	2.50%	4.50%
2024年10月后	预定利率降至2.0%，演示利率分化为3.5%或4.0%	2.00%	3.5%-4.0%
2025年8月后	预定利率降至1.75%，演示利率分化为3.5%或4.0%	1.75%	3.5%-4.0%
2026年3月	分红险演示利率上限由3.9%下调至3.5%，，各公司高于3.5%演示利率的产品需要在6月30日前完成变更备案，或者报送停售。	多家险企完成预定利率为1.25%分红险储备	3.5%

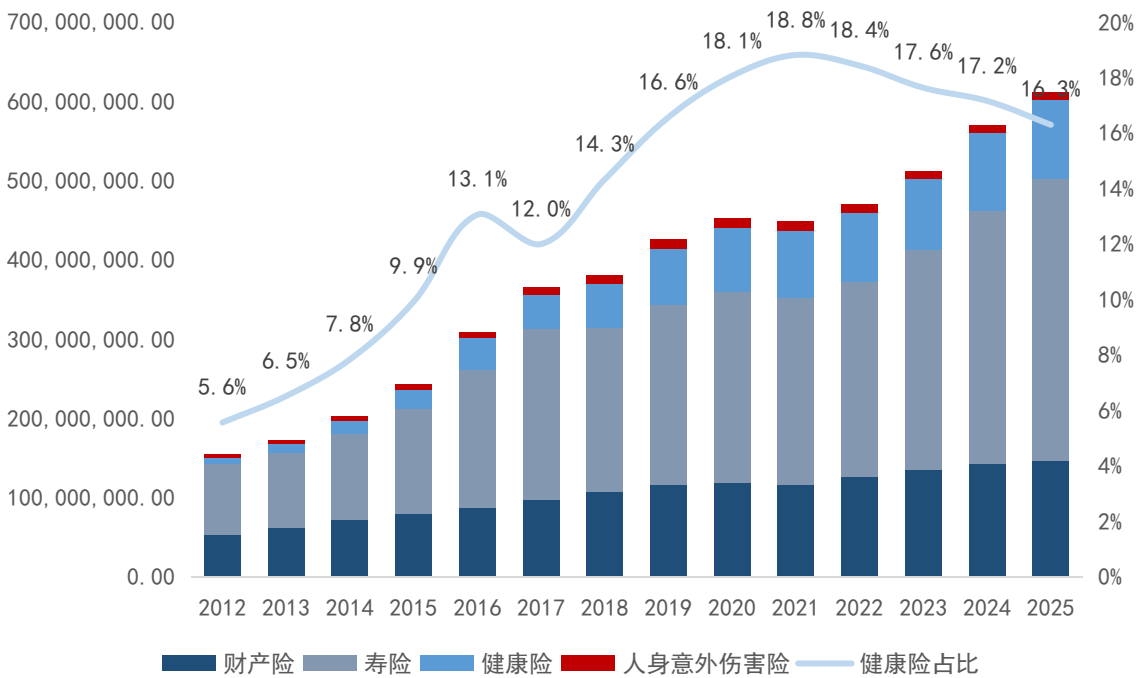
资料来源：保险行业协会，国信证券经济研究所整理

健康险：从重疾转向“医疗+护理+服务生态”驱动



- 2025年是商业健康险新旧“动能”切换的关键转折点，全年保费收入达9973亿。根据泰康战略发展部发布《健康险2026展望报告：在不确定性中寻找确定性》，截至2025年11月，医疗险作为主力险种保费收入约4550亿元，占比46%，疾病险占比约45%，护理险及失能险占比约9%。其中长护险近年增速普遍超过50%，虽然基数较小，但在老龄化和全国统一推进背景下，有望成为第二增长主线。
- 政策持续加码行业发展。2025年9月《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》提出支持分红型长期健康险，分红型重疾险重回市场；2026年政府工作报告首次将扩容商业健康保险列为重点工作。人口深度老龄化催生康养需求，叠加行业转型压力，头部险企加速搭建医养一体化服务生态圈。险企经营模式由线下销售转向场景化生态获客，上市险企均在养老社区、康复医疗、健康管理、旅居养老等方面加快布局。

图：各险种保费收入规模及健康险保费收入占比（单位：万元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市险企医养康养业务梳理

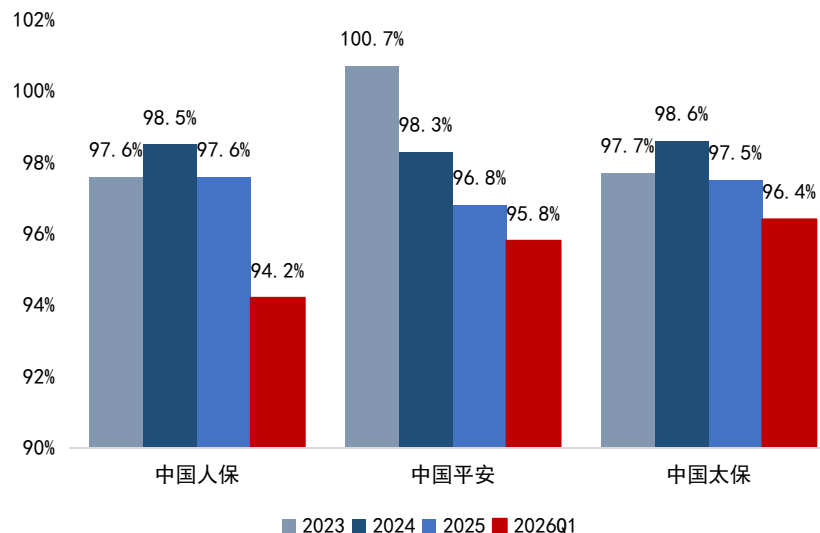
上市险企	2025年	2026规划
中国人寿	落地16城20个机构养老项目，推出旅居产品“随心居”，康养平台注册量同比+8.8%	持续落地机构/社区/居家养老三线布局，依托央企资源，发力实体养老，承接养老第三支柱需求
中国太保	13城15座太保家园，入住超3000人；两家康复医院开业，单独设立康养SBU，居家服务覆盖70余城	走重资产康养+康复医疗路线，依托独立事业部运营，落地远程医疗、AI健康服务，打通医疗与保险场景转化
中国平安	居家养老覆盖85城、付费客户24万；5城6个高端康养项目落地，完成全国全部三甲医院合作	主打轻量化居家养老模式，整合线下医疗资源，用康养服务直接拉动寿险新单件均、客户加保，转化逻辑已验证
新华保险	布局120个康养网点、53个康养社区、70个旅居点；养老权益拉动期交保费近200亿元	轻重资产同步扩张，靠养老入住权益带动保单销售，推出康养配套产品，将医养业务作为第二增长曲线
中国人保	成立专属健管子公司搭建统一服务中台；“暖心岁悦”机构养老覆盖14省50家网点	以健康管理中台为载体，开发账户式医疗、分红健康险，联动旗下多子公司业务，配置高股息资产稳定分红保单收益

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

财险：非车险报行合一推动行业价值转型

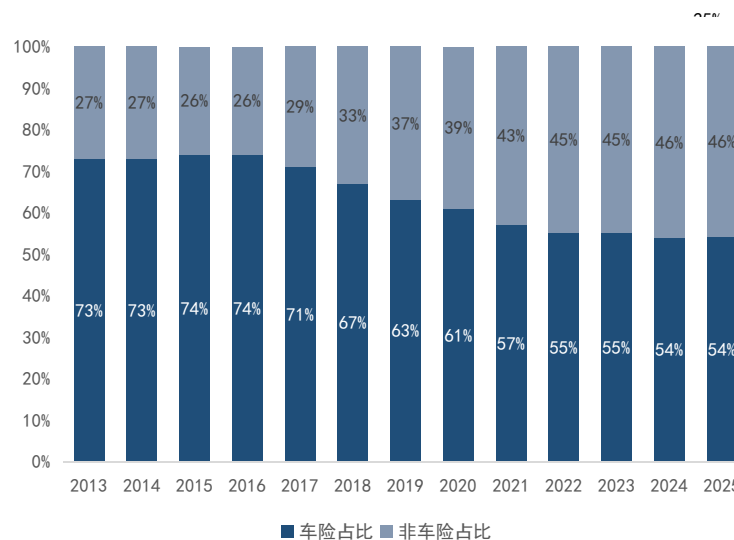
- 头部财险COR继续优化：26Q1人保财险/平安产险/太保产险综合成本率分别为94.2%/95.8%/96.4%，同比改善0.3/0.8/1.0pct；人保、平安、太保承保利润均实现正增长，承保盈利优于规模表现。
- 车险方面，新车销量低迷压制车险增长，行业保费增速走平；当前行业非车险综合成本率承压，承保亏损集中在保证险、责任险、农险三大细分赛道，亏损诱因各有差异：农险受业务结构约束、保证险受个人信保不良拖累，责任险主要受制于高渠道费用。
- 2025年11月起行业落地非车险“报行合一”新规，通过见费出单等刚性约束，引导行业告别粗放冲规模模式，转向价值经营，长期持续压降渠道费用。头部险企依托精细化定价与风控能力，盈利改善空间更为充足。

图：三大产险公司历史综合成本率（单位：%）



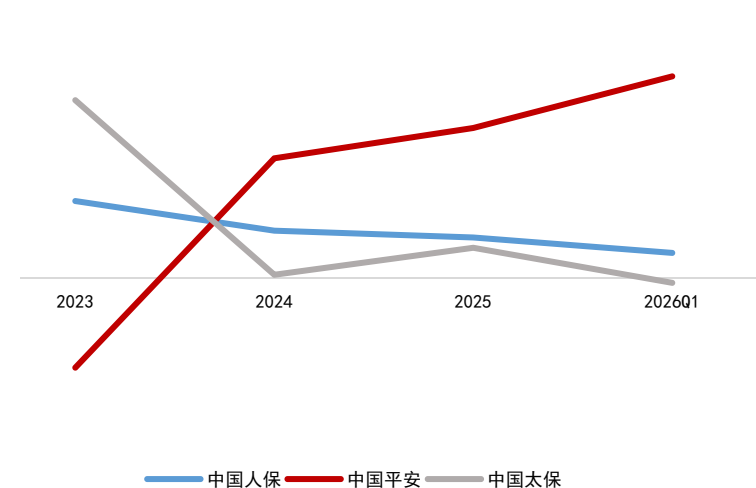
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：车险及非车险保费占比（单位：%）



资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

图：上市险企非车险保费增速



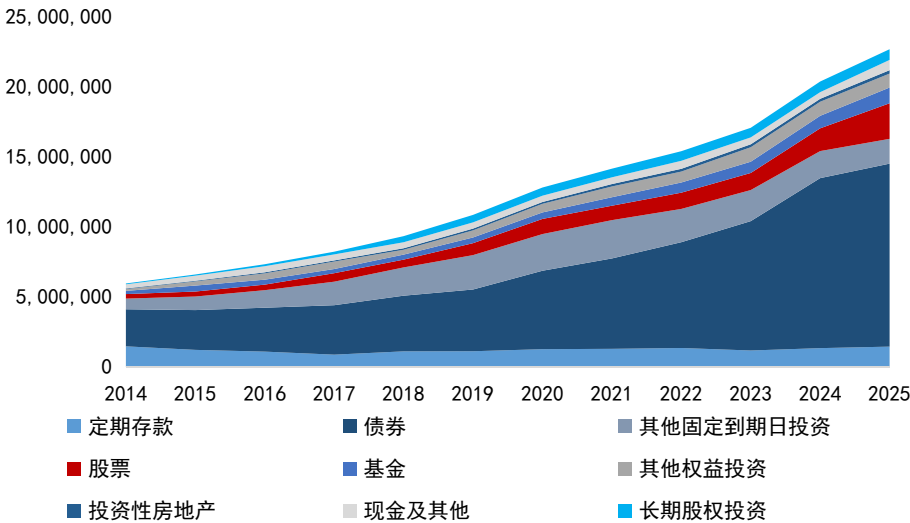
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资：权益占比高位，4月以来投资收益回暖



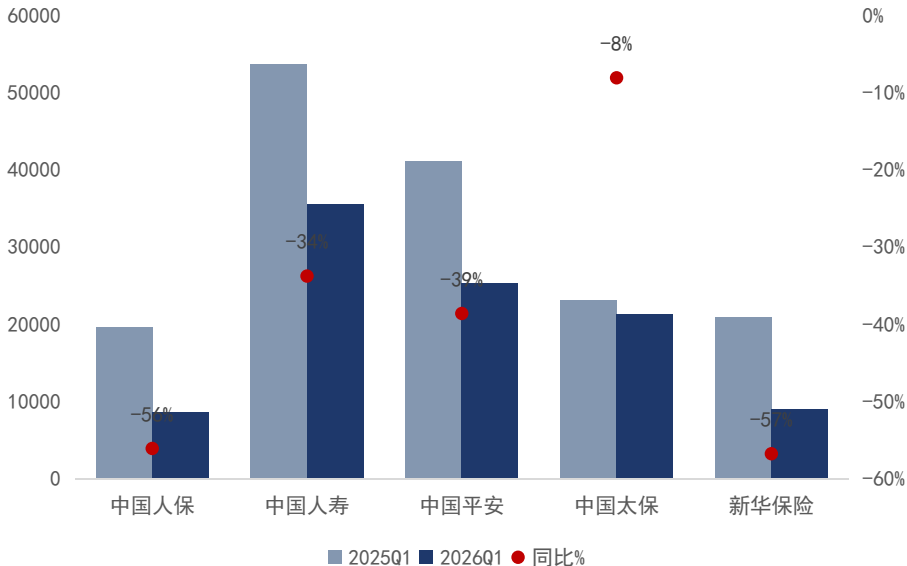
- 投资端是2025年保险行业业绩增长的核心驱动力，本质在于2021年重疾险的断崖销售下滑转向增额终身寿险为代表的储蓄险，再到2025年分红险畅销，产品结构的不断转型下利差重要性逐渐凸显。2025年险资增配债券的趋势明显放缓，股票和基金占比大幅提升。上市险企债券投资规模虽仍在增长，但年末平均占比降至50%，同比下降1.8个百分点；与此同时，各公司普遍大幅增配股票和权益基金，年末上市险企配置股票及权益基金资产平均占比达14.4%，同比提升3.5个百分点。
- 2026年一季度，中东地缘冲突扰动下权益市场走弱，5家上市险企实现投资类收益（利息收入、投资收益及公允价值变动损益）997.9亿元，同比下降37%，其中由于新准则下FVTPL权益和基金的公允价值变动直接进入当期损益，5家上市险企公允价值变动损益合计为-1404.1亿元，负向扰动影响较大。然而4月以来权益市场修复，截至6月12日沪深300较4月以来累计上涨7.35%，二季度投资收益修复概率较高，叠加上市险企底仓固收资产票息稳定，投资波段兑现能力仍在。

图：上市险企资产配置规模及结构（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：上市险企投资类收益规模及增速（单位：百万元，%）

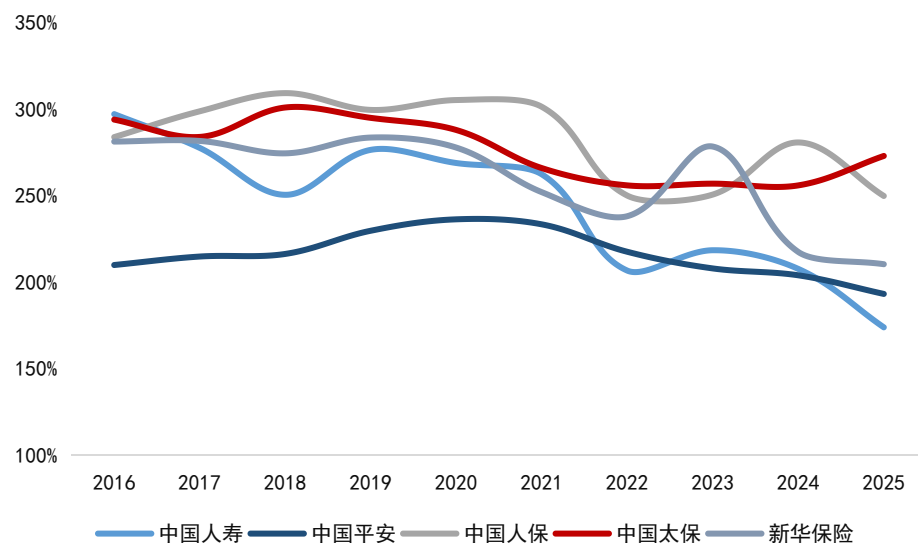


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

压力：上市险企偿付能力阶段性承压

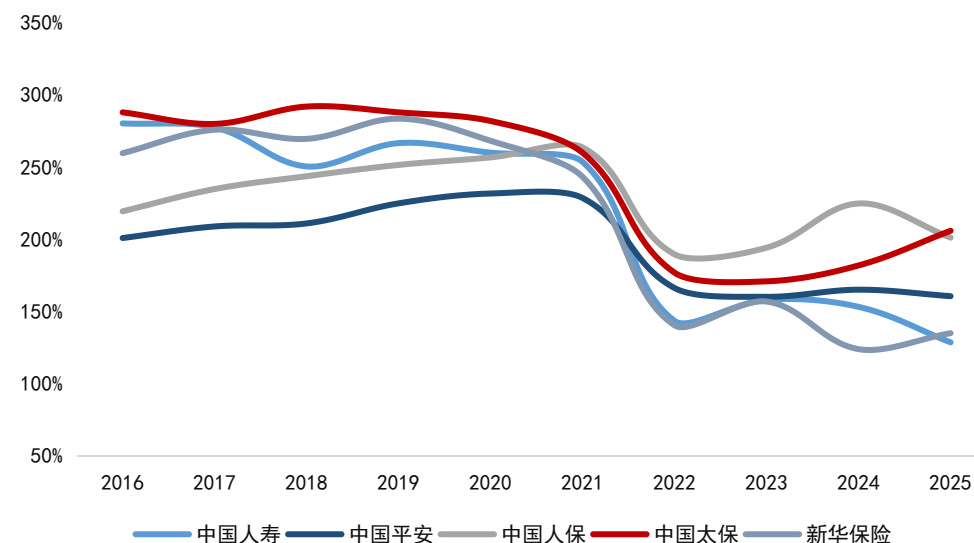
- 2025年上市险企普遍增配权益资产，受偿二代二期规则约束，行业偿付能力整体承压下行。二期规则下权益资产风险因子显著高于固收，抬升最低资本要求；同时规则收紧资本认定，非标资产实施穿透计量，挤压险企核心资本。其中个股表现分化：中国太保加仓节奏偏谨慎，权益占比仅提升2.2pct至13.4%，叠加资产负债结构优化，偿付能力充足率逆势上行；中国人寿、新华保险权益仓位已逼近30%监管上限，中国平安、中国人保权益资产占比偏低，仍有充足增配空间。
- 2026年一季度末，保险公司平均综合偿付能力充足率为181%，核心偿付能力充足率为131.9%，高于100%和50%的监管标准，部分险企因债券资产会计科目重分类等原因，实现偿付能力环比提升。

图：上市险企综合偿付能力充足率（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市险企核心偿付能力充足率（单位：%）

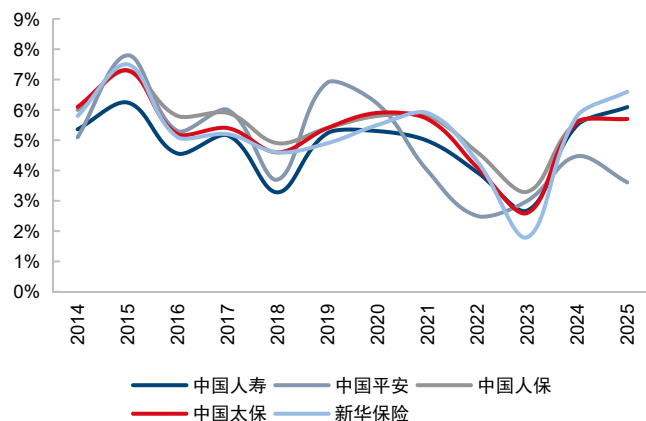


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

调整：保险资金后续更重视净投资收益水平

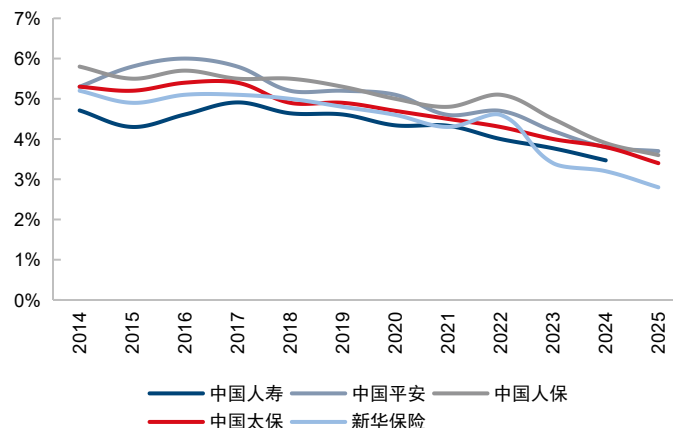
- 低利率环境下，净投资收益率对险资的战略地位提升。近年来我国利率中枢持续下行，10年期国债收益率从2013年的4.6%高点持续下行至2026年6月的1.7%左右，尤其在地方债务化解背景下，信用利差收窄。对于保险资金而言，负债端具有期限长、成本刚性的特点，传统上70%以上的资产配置于债券和银行存款等固收类资产。随着存量高收益非标资产逐步到期，债券票息收益不足，新增固收资产收益率持续低于负债成本，导致险企利差损潜在风险不断累积，传统以固收资产为主的资产配置模式面临转变。
- 保险资金进行配置再平衡，主要体现为两个维度的调整：一是大类资产间的再平衡，即降低权益仓位、增配长久期地方债、信用债等固收资产，更加重视久期匹配；二是权益资产内部的再平衡，即调整持股结构，从高弹性成长股转向高股息价值股。两者目的均为降低组合波动、锁定资产端长期收益，以应对低利率与市场不确定性。因此，红利资产正从阶段性防御工具，升级为险企资金跨周期配置的“制度性底仓”。2026年险资“南向通”推进，为港股高股息与低估值资产提供了新通道，这对中国财险、港股红利和部分央企高股息资产都形成中长期边际利好。

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

图：上市险企净投资收益率（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：低利率环境下保险资金投资的苦恼

传统配制策略
较短久期信用债+非标资产支持的“固收+”

长期国债收益持续走低，信用利差极致压缩

非标供给极度收缩，优质资产稀缺

负债成本调整滞后，利差损潜在风险上升

资料来源：太平洋保险投资者开放日资料，国信证券经济研究所整理

调整：加大FVOCI资产配置力度



- 2026年，上市险企整体持续提升FVOCI权益类资产配置力度。其中，中国人寿和中国人保实现FVOCI权益类资产规模同比增速分别高达82%、54%。截至一季度末，中国人保、中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险FVOCI权益类资产（高分红股票）占金融类资产的比例分别为11%/8%/7%/6%/3%，整体持续提升。
- 我们根据高志强等在《中国资产管理》专题文章即《资产负债联动下保险公司传统险账户权益资产配置研究》进行行业基准情形假设，若保险资金运用余额未来保持10%以上增速，权益资产占比逐步升至17.5%，其中OCI股票占权益资产比重升至44%，接近模型得出的合意配置比例。我们预测险资对OCI红利股票的增量配置至2028年累计约1.8万亿元，至2030年累计约3.5万亿元。

表：2026Q1年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)	2,015,827	31%	2,824,486	35%	419,865	28%	718,075	26%	650,445	47%	1,325,740	33%
其他权益工具投资 (OCI权益)	386,787	6%	618,178	8%	166,307	11%	192,813	7%	39,270	3%	280,671	7%
其他债权投资 (OCI固收)	4,034,416	61%	3,232,550	40%	625,199	41%	1,802,616	65%	504,489	36%	2,039,854	50%
债权投资 (AC固收)	166,895	3%	1,307,316	16%	315,039	21%	49,888	2%	201,616	14%	408,151	10%
合计	6,603,925	100%	7,982,530	100%	1,526,410	100%	2,763,392	100%	1,395,820	100%	4,054,415	100%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：基于模型合意水平，险资增配OCI股票规模测算(单位:亿元)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
保险资金运用余额	281,574	332,580	384,799	442,519	504,472	570,053	638,459	715,075
yoy	11.1%	18.1%	15.7%	15.0%	14.0%	13.0%	12.0%	12.0%
权益资产（股票+基金）规模	34,760	41,067	57,032	68,590	80,715	94,059	108,538	125,138
占总资产比	12.3%	12.3%	14.8%	15.5%	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%
OCI股票规模	6,971	12,251	19,668	24,693	30,672	37,624	45,586	55,061
占股票比	20.1%	29.8%	34.5%	36.0%	38.0%	40.0%	42.0%	44.0%
增量规模	--	5,280	7,417	5,025	5,979	6,952	7,963	9,475

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注:2023-2025年的OCI股票规模以A股五大上市险企OCI股票规模*1.5x进行估计

交易：非基本面因素对保险板块定价冲击较大



➤ 2026年一季度证金等持股A股保险比例的资金行为呈现出高度分化的特征。汇金系资金对核心保险股总体持仓比例保持稳定，证金资金出现明确边际减仓，社保基金在新华保险、中国人保等上市险企存在阶段性减持。对比券商来看，中信证券、国泰海通、华泰证券、广发证券和光大证券在一季度均受到证金等减持，整体非银板块共同承受交易性减持压力，后续边际压制有望趋弱。

表：一季度证金等持股A股保险变动梳理

保险	股东	2025 持股比例（%）	2026Q1 持股比例（%）	变动	备注
中国人寿	中国证券金融股份有限公司	2.51	2.48	-0.03	
	中央汇金资产管理有限责任公司	0.41	0.41	0	
	全国社保基金	0.05	0.04	-0.01	
中国平安	中央汇金资产管理有限责任公司	2.60	2.60	0	
	中证金融资产管理计划	4.41	4.13	-0.28	
中国太保	中国证券金融股份有限公司	2.82	2.76	-0.06	
	社保基金会	12.68	12.68	0	
中国人保	全国社保基金一零八组合	0.11	不在前十大	-0.05	1Q26第十大股东持股比例为0.06%，最少减持0.05%
	全国社保基金一零一组合	0.11	0.11	0	
	中央汇金投资有限责任公司	31.34	31.34	0	
新华保险	中证金融资产管理计划	3.28	2.92	-0.36	
	中央汇金资产管理有限责任公司	0.91	0.91	0	
	全国社保基金一一四组合	0.53	0.32	-0.21	

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

表：一季度证金等持股A股证券变动梳理

保险	股东	2025 持股比例（%）	2026Q1 持股比例（%）	变动	备注
中信证券	大成中证金融资产管理计划	1.19	不在前十大	-0.66	1Q26第十大股东持股比例为0.53%，最少减持0.66%
	中央汇金资产管理有限责任公司	1.38	1.38	0	
国泰海通	中国证券金融股份有限公司	2.39	2.1	-0.29	
华泰证券	中国证券金融股份有限公司	1.69	1.5	-0.19	
广发证券	中国证券金融股份有限公司	3	2.5	-0.5	
	全国社保基金113组合	不在前十大	0.84	0.1	2025第十大股东持股比例为0.74%，最少增持0.1%
光大证券	中国证券金融股份有限公司	2.82	1.94	-0.88	
	工银瑞信中证金融资产管理计划	0.53	不在前十大	-0.5	1Q26第十大股东持股比例为0.5%，最少减持0.03%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

估值：P/EV、PB显著低估，基本面向好支撑估值回归

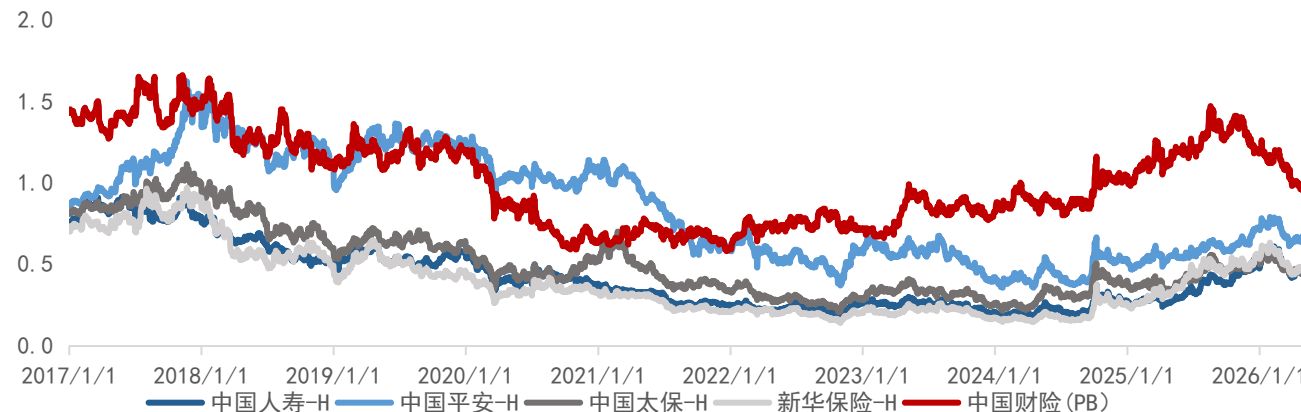
- 综合以上分析，本轮估值压缩本质上是交易层面先于基本面定价、并阶段性脱离基本面锚。而负债端边际修复仍在延续，保险板块在悲观定价后预计将触发估值修复。
- 当前保险板块整体估值具备较大修复空间。行业存量有效业务价值及新业务价值仍有重定价空间，叠加资产端收益预期企稳，板块估值具备持续提升能力。截至2026年6月18日，A股保险股平均P/EV约为0.58（不含中国人保），处于2017年以来历史分位的24.3%，从估值来看仍具备较大的提升空间。其中，中国人寿、新华保险、中国平安、中国太保估值P/EV分别为0.6、0.57、0.55、0.44倍。

图：A股险企历史P/EV估值水平（单位：倍）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：H股险企历史P/EV估值水平（单位：倍）



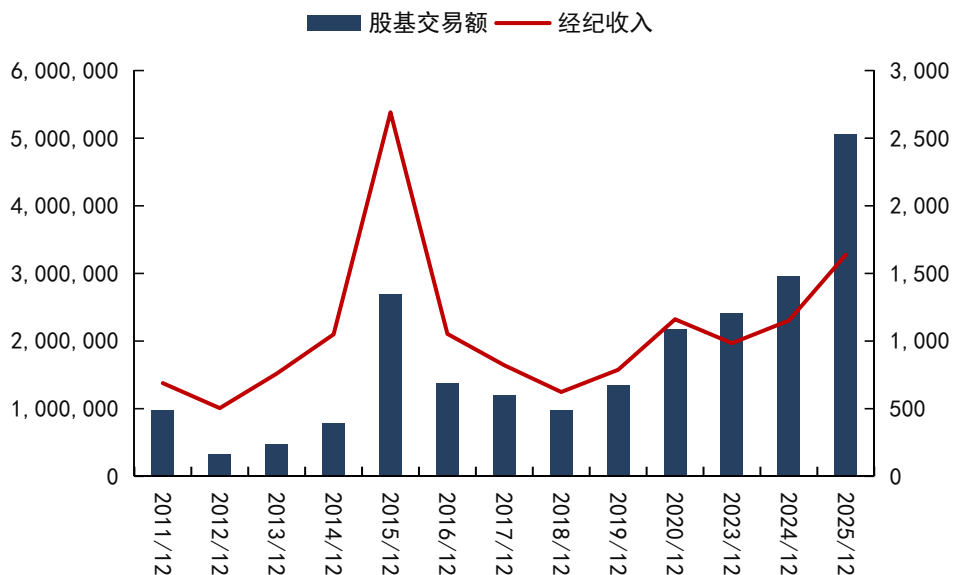
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：中国财险为PB估值

- [01] 叙事篇：资本市场引领产业革命
- [02] 资金篇：破局存量资金博弈
- [03] 保险篇：周期向上，估值向下
- [04] 券商篇：挖掘第二增长曲线

券商传统通道业务内卷仍在持续

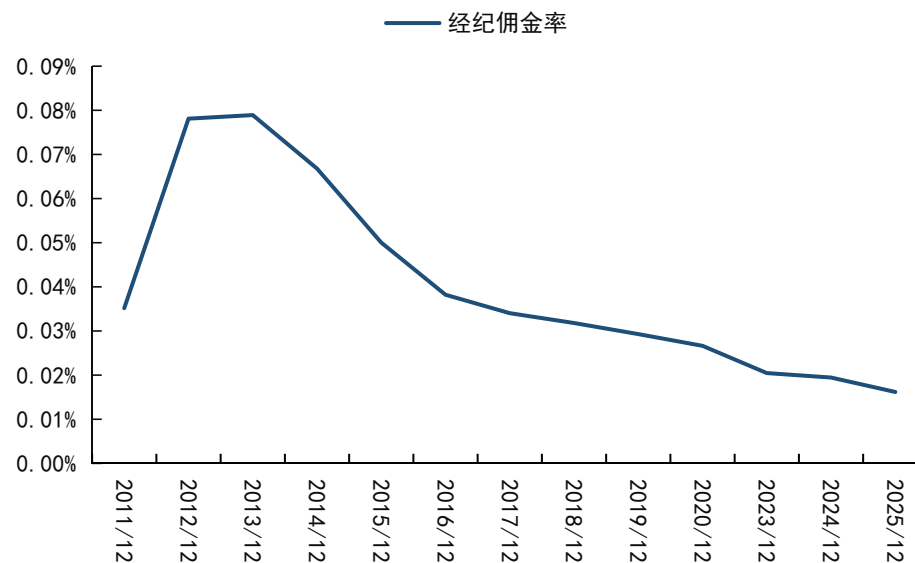
- 传统经纪业务的弹性正在逐步消失，主因经纪佣金率持续下降。
- 测算得到：2025年行业股基交易佣金率已经降至万二以下。

图：股基日交易额及代理买卖证券业务趋势（亿元）



资料来源：wind, 国信证券经济研究所整理

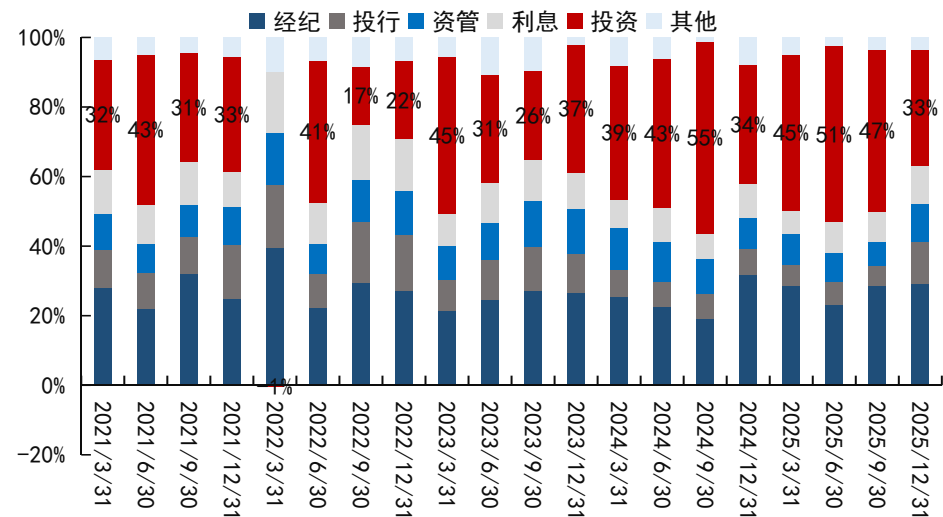
图：佣金率呈下降趋势



资料来源：wind, 国信证券经济研究所整理

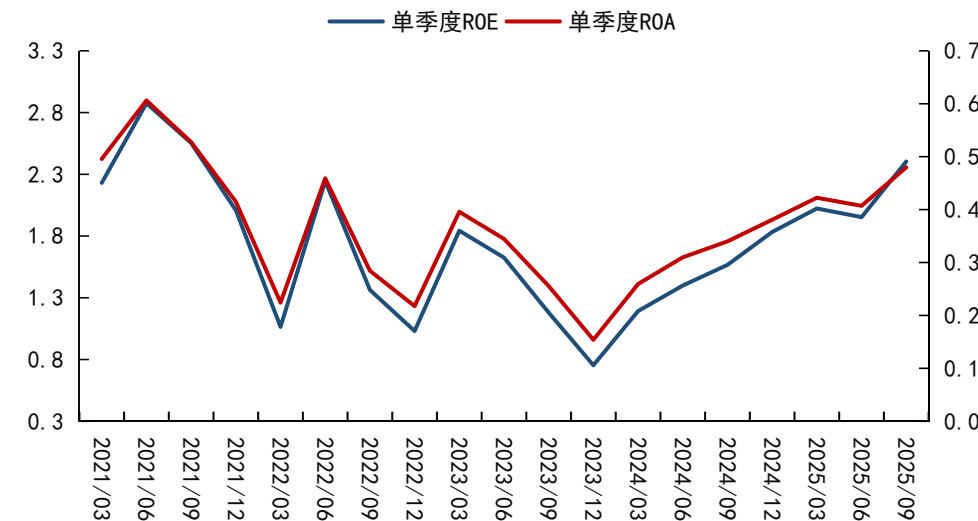
- 2025年市场交投活跃度大幅提升，证券行业实现营收与利润双高增长。25家上市券商合计实现营业收入4413亿元，经调整后同比增长31%；归母净利润1741亿元，同比增长45.5%，ROE平均提升至7.31%。
- 2025年25家上市券商业务收入构成：经纪收入1171.9亿元、同比+44.4%，投行收入326.5亿元、同比+38.3%，资管收入406.3亿元、同比+8.1%，利息净收入364.3亿元、同比+49.3%，投资收益（含公允价值变动损益）1848.6亿元、同比+32.9%。从业务结构来看，2025年经纪、投行、资管、利息、投资业务在营业收入中的占比分别为26.6%/7.4%/9.2%/8.3%/41.9%，同比变化分别为+2.5/ +0.4/-1.9/+1.0/ +0.6pct。

图：证券公司营收结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：证券公司ROA及ROE变化

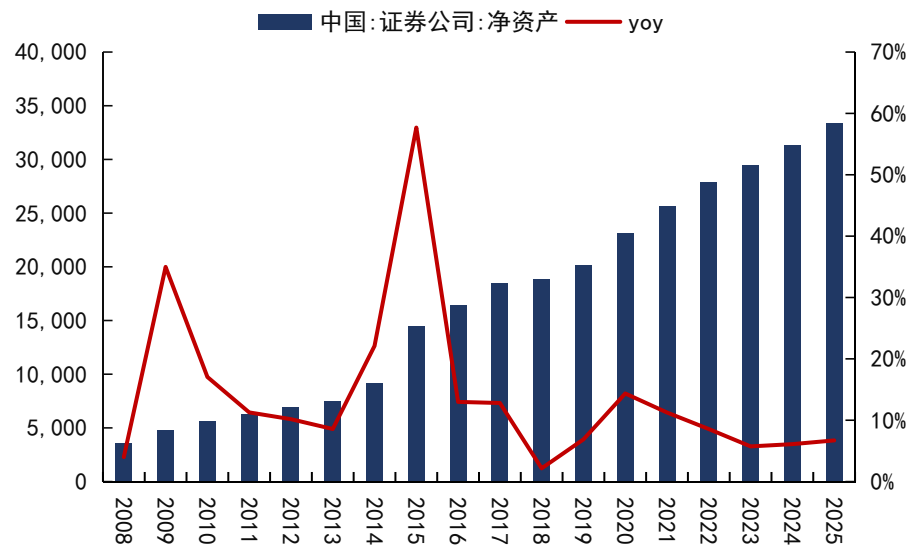


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

券商总资产扩张驱动力：净资产扩张叠加杠杆提升

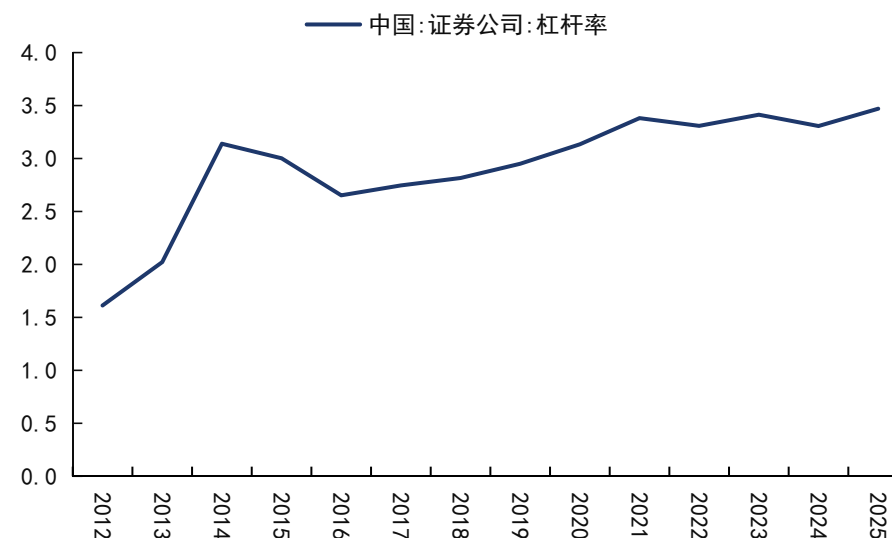
- 2025年，受益于证券公司良好的业绩表现，证券行业的净资产增速有所提升。
- 同时，证券行业的杠杆率有所提升，显示出证券行业在投资端更加积极的扩表行为。

图：证券公司净资产规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：证券公司有效杠杆率



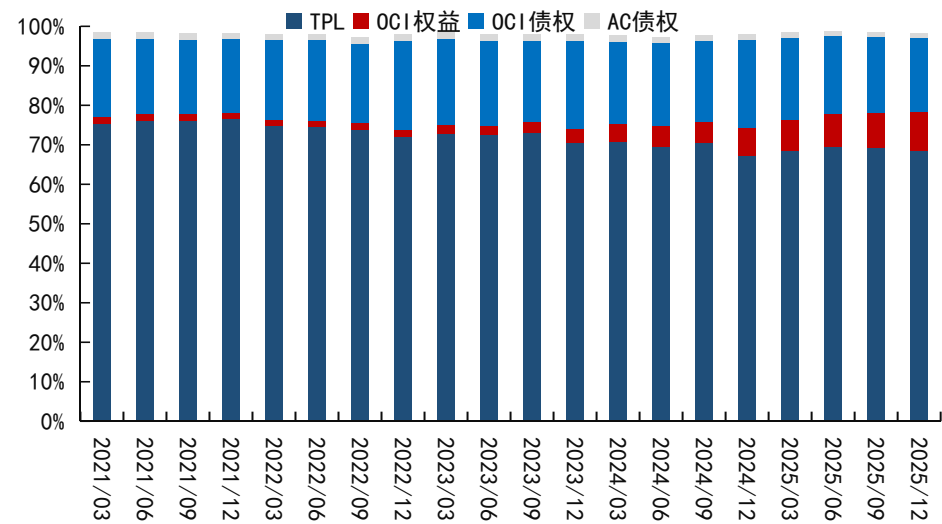
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

券商自营投资：股票投资占比显著提升，行业龙头更明显



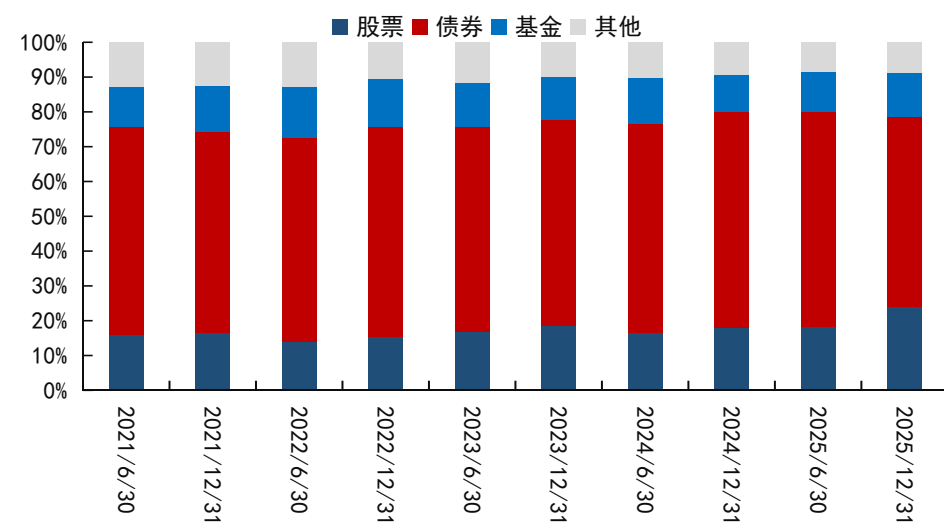
- 截至2025年末，25家上市券商金融投资规模合计达 59,758亿元，同比增长18%，占总资产比重46.7%，同比下降 3.6 个百分点。其中交易性金融资产、 债权投资、其他债权投资、其他权益投资分别为41,636亿元、704亿元、11,276亿元、6,140亿元，同比分别增长18.6%、2.7%、2.1%、60.9%，增配交易性金融资产和其他权益投资态势显著。
- 股票投资占比提升至24%，为近年来首次提升至20%以上。

图：证券公司金融资产投资结构-按账户分类



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：证券公司金融资产投资结构-按资产分类



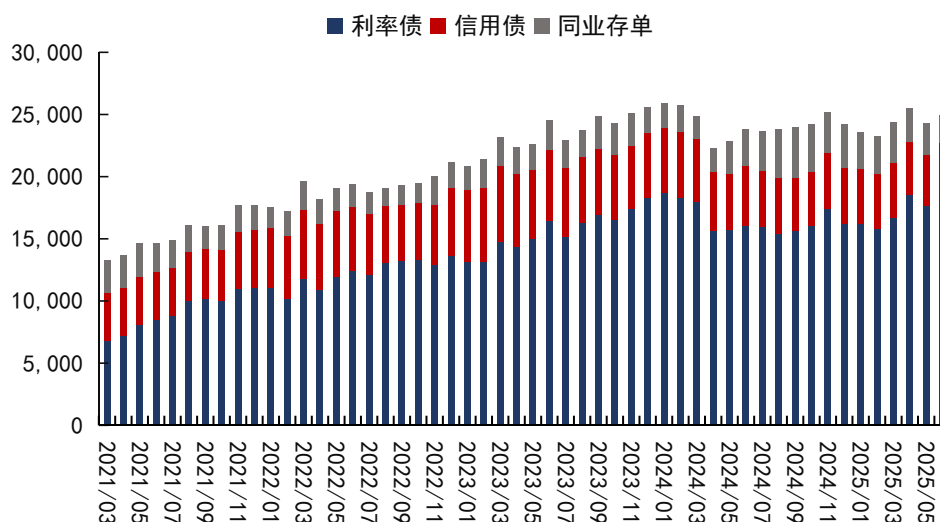
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

券商自营投资：信用与利率债占比稳定，收益增厚方式多元



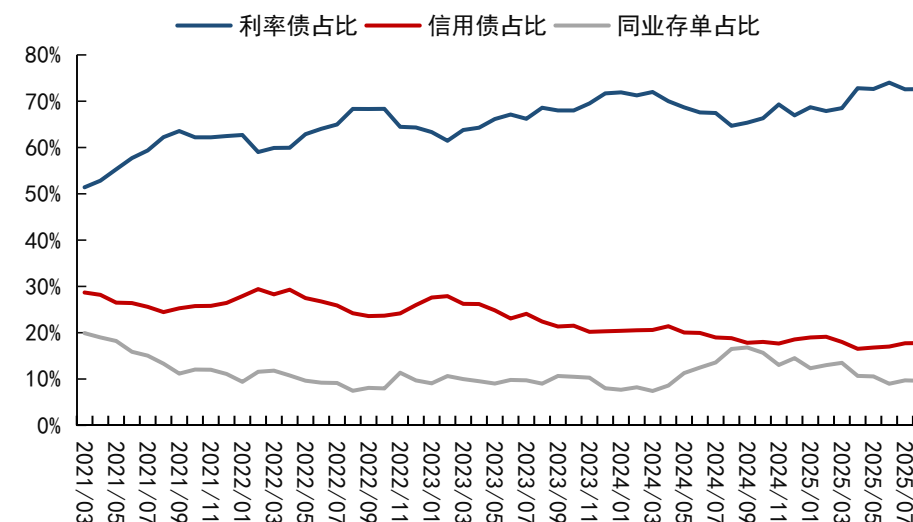
- 近年来，证券公司债券投资规模总体呈现上升趋势，其中利率债占比有所提升、信用债占比有所下降。
- 2025年以来，证券公司投资利率债、信用债、同业存单比例大致稳定，但通过投资一级二级债基、债券借贷、跨境投资等方式来增厚收益。

图：证券公司债券投资规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：证券公司债券投资占比

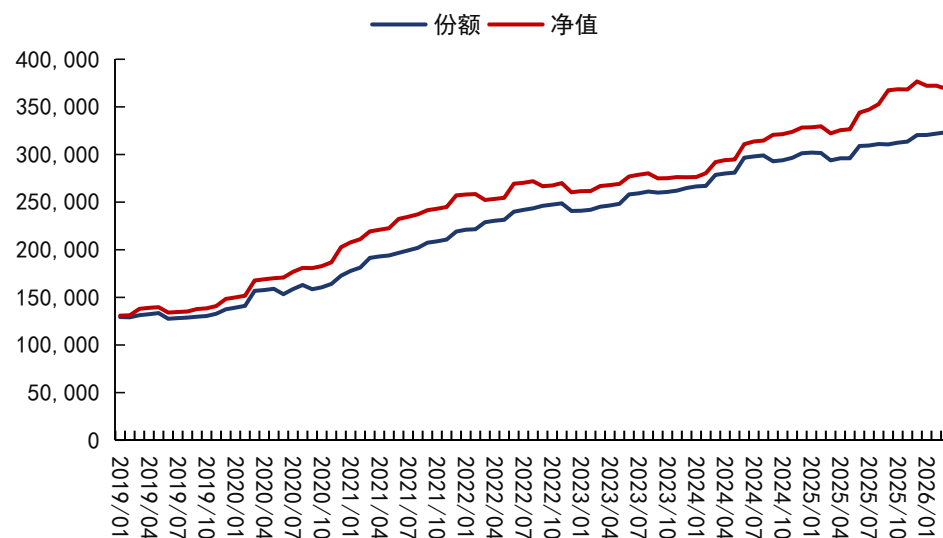


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募总量：规模逼近37万亿元，股票基金占比提升

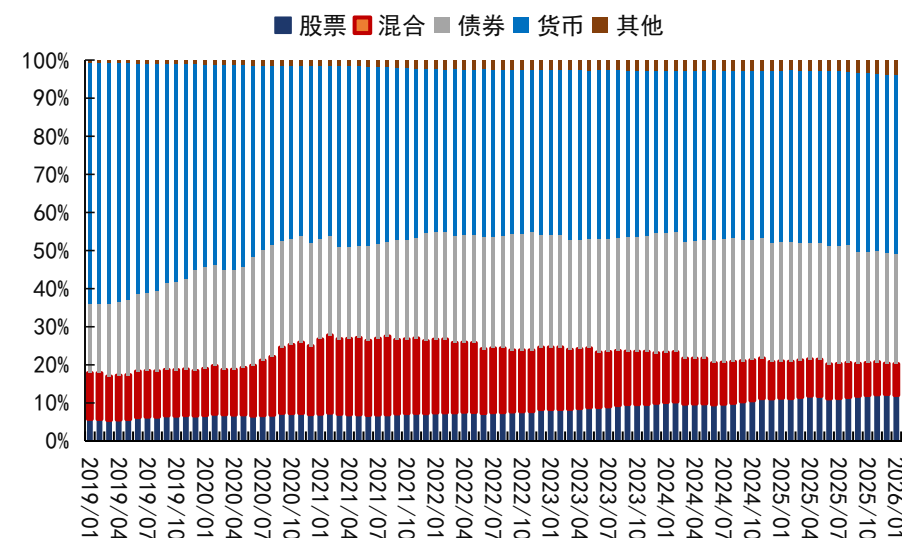
- 截至2026年3月末，公募基金份额达32.33万亿份、净值达36.91万亿元，份额与规模处于总体上升趋势。
- 截至2026年3月末，股票型基金净值占比提升至12.05%，债券型基金和货币型基金占比略有下降。

图：公募基金份额及净值（单位：亿份、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募基金各品类净值占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

主动管理规模占比高的基金公司业绩增量显著

➤ 2025年，主动管理基金规模（股票+混合+权益指数）占比较高的基金公司，营收和净利润超出同业。代表公司包括广发基金、富国基金、兴全基金、大成基金、东证资管等。

图：主要基金公司2025年财务表现及管理规模比较

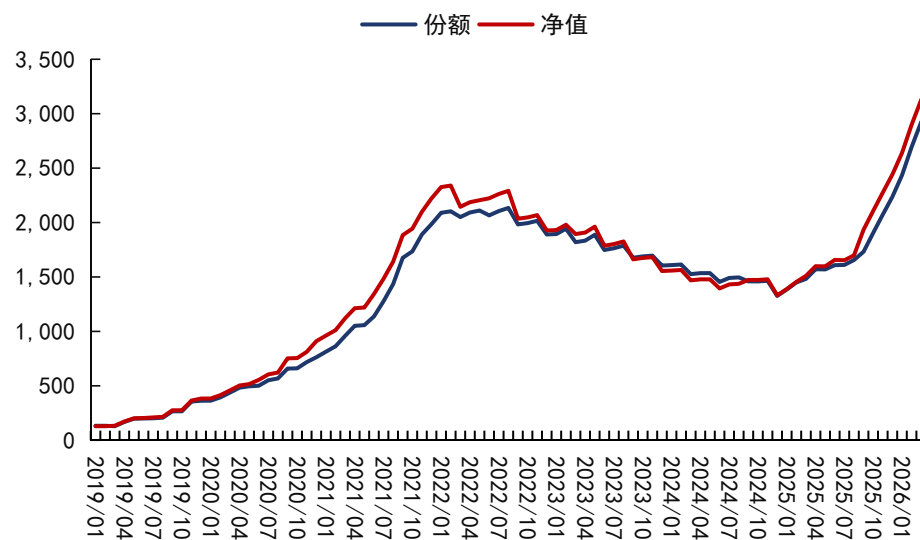
公司名称	财务表现（单位：亿元）				管理规模（单位：亿元）								
	2025年营收	营收yoy	2025年净利润	净利润yoy	全部	非货币型	货币型	股票型	混合型	债券型	指数型	权益指数型	ETF
易方达	129.96	7.33%	38.06	-2.42%	25,703	18,176	7,527	9,147	2,481	4,193	11,333	8,683	8,809
华夏	96.26	19.86%	23.96	11.03%	22,801	15,687	7,114	9,238	1,281	2,860	11,371	8,994	9,573
南方	87.67	16.55%	27.05	15.05%	15,127	8,742	6,385	4,425	1,053	2,656	5,516	4,322	4,174
广发	85.41	17.64%	27.53	37.70%	16,631	10,151	6,480	2,796	1,989	3,885	4,377	2,426	2,900
富国	78.82	23.06%	22.05	25.92%	13,521	8,885	4,636	2,740	1,659	3,887	3,631	2,435	2,534
汇添富	56.58	17.20%	14.21	-8.14%	11,327	6,862	4,466	1,932	1,658	2,891	2,571	1,725	1,496
招商	54.70	3.05%	14.38	-12.85%	9,772	6,048	3,724	1,498	455	3,822	1,803	1,253	845
博时	49.92	8.78%	15.31	0.18%	11,573	6,928	4,645	784	664	4,033	3,241	711	2,166
兴证全球	39.68	21.01%	15.90	12.53%	7,491	3,033	4,458	112	1,246	1,488	248	93	12
华安	34.93	12.32%	9.61	5.60%	8,134	5,293	2,840	922	844	1,699	2,790	886	1,951
银华	30.44	6.54%	6.05	8.26%	6,538	3,072	3,467	791	658	1,468	1,270	737	1,687
大成	26.04	23.01%	5.33	15.55%	4,648	2,855	1,793	376	779	1,267	862	170	623
华泰证券资管	22.06	26.23%	11.42	29.61%	1,805	258	1,548	3	25	174	28	3	0
华泰柏瑞	21.52	-6.97%	4.55	-37.69%	8,452	7,618	834	5,841	494	567	6,685	5,832	6,231
万家	20.75	16.63%	3.75	14.81%	5,956	1,521	4,435	313	474	688	401	291	207
国泰海通资管	20.57	20.34%	4.08	21.15%	1,129	718	411	131	63	417	132	116	-
东证资管	15.99	11.45%	4.28	28.37%	2,163	1,732	430	128	881	625	120	101	-
兴业	15.23	23.12%	5.12	20.19%	4,626	2,686	1,940	40	140	2,503	400	35	185
海富通	13.33	--	4.85	--	2,566	2,106	460	98	256	1,717	1,366	91	1,300

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募结构亮点：F0F和“固收+”成为增长黑马

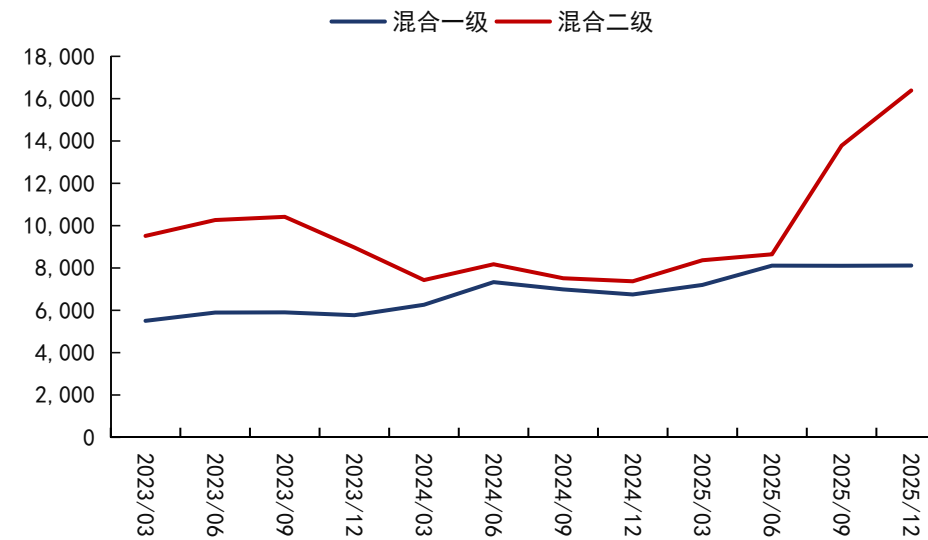
- 2025年以来，F0F基金呈现加速增长趋势，份额及规模显著提升。截至2026年3月末，净值已突破3,100亿元，同比接近翻倍。
- “固收+”基金方面，混合一级、二级债券基金均保持增长。尤其是混合二级债基，截至2025年底规模已经突破1.6万亿元。

图：公募F0F基金份额及净值（单位：亿份、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

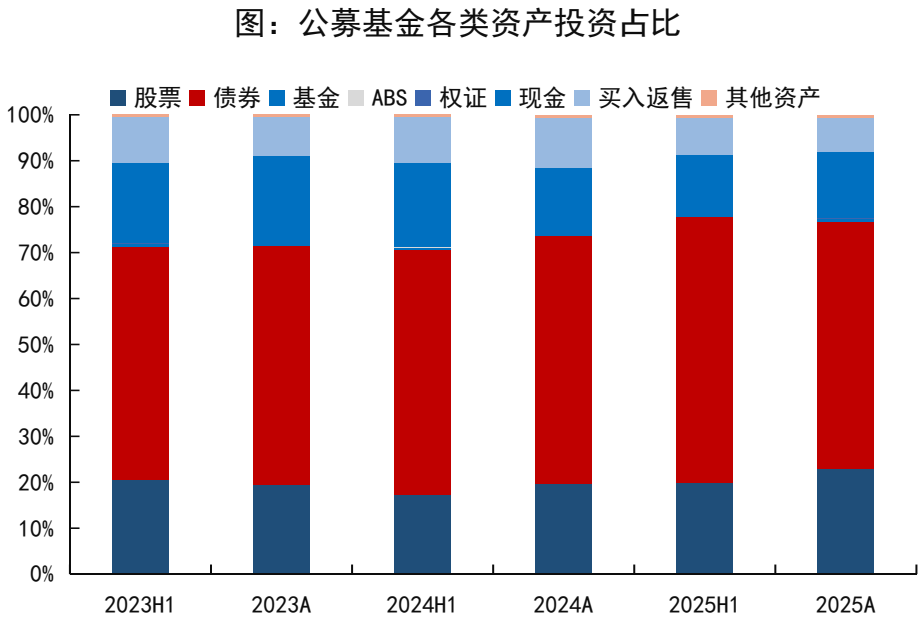
图：公募混合一级、二级债券基金份额及净值（单位：亿份、亿元）



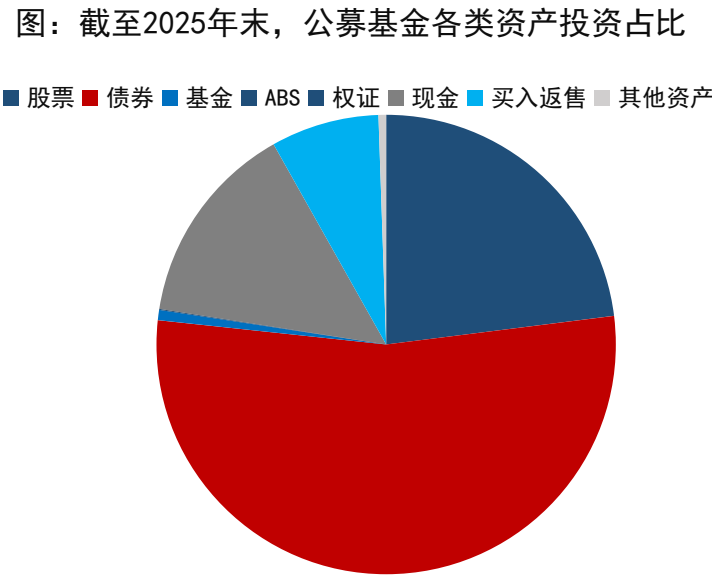
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募股票占比提升，债券规模压缩

- 2025年以来，公募基金股票配置占比略有提升，这主要与股市表现较好有关。
- 截至2025年末，公募基金资产配置结构：股票24.8%、债券57.9%、现金15.5%、买入返售金融资产8.2%。



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募基金业绩比较基准调整：调基准不调持仓



➤ 2026年4月30日至5月1日，易方达、华夏、富国、南方、招商、景顺长城、兴证全球、大成、海富通、华商、天弘、睿远12家头部公募基金公司集中发布公告，旗下合计195只存量基金将于6月1日正式调整业绩比较基准并修订基金合同。这是《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引》3月1日施行以来，首批按新规要求完成的存量基金业绩基准调整工作。本次调整涉及基金合计规模达3910.30亿元，覆盖股票型、混合型、债券型、FOF及QDII等全品类。从公司维度看，南方基金旗下调整产品数量最多，达25只；富国、易方达、招商、华夏基金调整数量均超过20只。

图：公募基金股票行业配置占比与行业基准比较

基金公司	股票型	混合型	债券型	QDII型	FOF	基金总数	基金规模
南方基金	--	18	6	--	1	25	328.08
富国基金	5	13	4	1	--	23	223.88
招商基金	4	12	4	--	1	21	210.67
易方达基金	1	12	4	2	2	21	620.06
华夏基金	1	11	6	--	3	21	194.73
大成基金	3	10	3	--	1	17	81.75
天弘基金	--	9	5	1	1	16	433.05
兴证全球	1	4	6	--	1	12	552.33
华商基金	--	10	2	--	--	12	481.08
海富通基金	1	4	5	1	1	12	150.00
景顺长城	1	7	1	1	1	11	160.06
睿远基金	--	3	1	-	--	4	474.62
合计	17	113	47	6	12	195	3,910.30

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股票型公募行业配置占比：TMT等超配，金融等低配



➤ 截至2025年末，公募基金股票配置按行业划分，TMT、医药等行业仍然维持超配；金融、石化等行业仍维持低配。

图：公募基金股票行业配置占比与行业基准比较

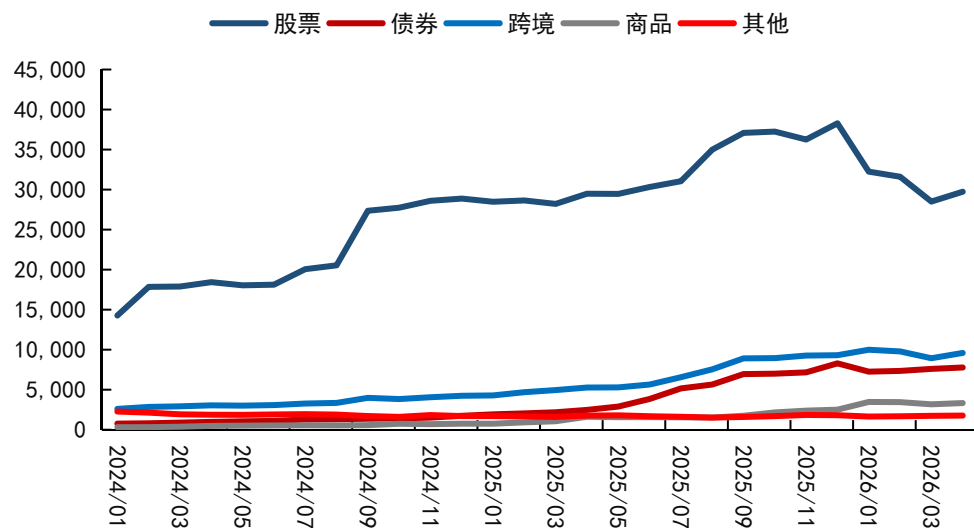
行业名称	行业投资市值(亿)	行业占比(%)	行业占股票投资市值比(%)	较上期变动(%)	标准行业配置比例(%)	超额行业配置比例(%)
电子	15,299.43	16.99	16.96	1.77	11.91	5.05
医药生物	7,555.47	8.39	8.37	-1.77	5.79	2.59
传媒	3,289.30	3.65	3.65	-0.15	1.63	2.02
通信	5,084.16	5.65	5.64	1.99	3.66	1.97
有色金属	5,667.09	6.29	6.28	2.52	4.71	1.57
电力设备	7,535.04	8.37	8.35	1.42	7.35	1.00
商贸零售	1,536.27	1.71	1.70	0.09	1.02	0.69
社会服务	1,045.41	1.16	1.16	0.03	0.48	0.68
非银金融	6,089.75	6.76	6.75	0.83	6.43	0.32
家用电器	1,721.34	1.91	1.91	-0.54	1.91	0.00
美容护理	225.37	0.25	0.25	-0.24	0.26	-0.01
综合	81.22	0.09	0.09	0.00	0.15	-0.06
食品饮料	3,864.79	4.29	4.28	-1.19	4.35	-0.07
纺织服饰	383.01	0.43	0.42	-0.07	0.63	-0.21
汽车	3,489.79	3.88	3.87	-0.49	4.08	-0.21
建筑材料	525.06	0.58	0.58	0.10	0.79	-0.21
农林牧渔	837.03	0.93	0.93	-0.19	1.15	-0.22
房地产	730.34	0.81	0.81	-0.21	1.13	-0.32
钢铁	509.76	0.57	0.57	0.08	0.97	-0.41
轻工制造	481.02	0.53	0.53	-0.24	0.96	-0.43
国防军工	2,244.64	2.49	2.49	-0.79	2.93	-0.44
环保	279.53	0.31	0.31	-0.06	0.77	-0.47
煤炭	828.98	0.92	0.92	-0.01	1.60	-0.68
计算机	3,259.19	3.62	3.61	-0.71	4.31	-0.70
建筑装饰	707.60	0.79	0.78	-0.16	1.76	-0.97
机械设备	3,545.55	3.94	3.93	0.48	5.04	-1.11
交通运输	1,693.99	1.88	1.88	-0.38	2.99	-1.12
基础化工	2,439.39	2.71	2.70	0.46	4.06	-1.36
公用事业	1,233.58	1.37	1.37	-0.46	3.22	-1.85
石油石化	1,025.35	1.14	1.14	0.14	3.22	-2.08
银行	4,166.30	4.63	4.62	-2.16	10.77	-6.15

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

ETF发展情况：股票ETF减少，债券、跨境ETF增加

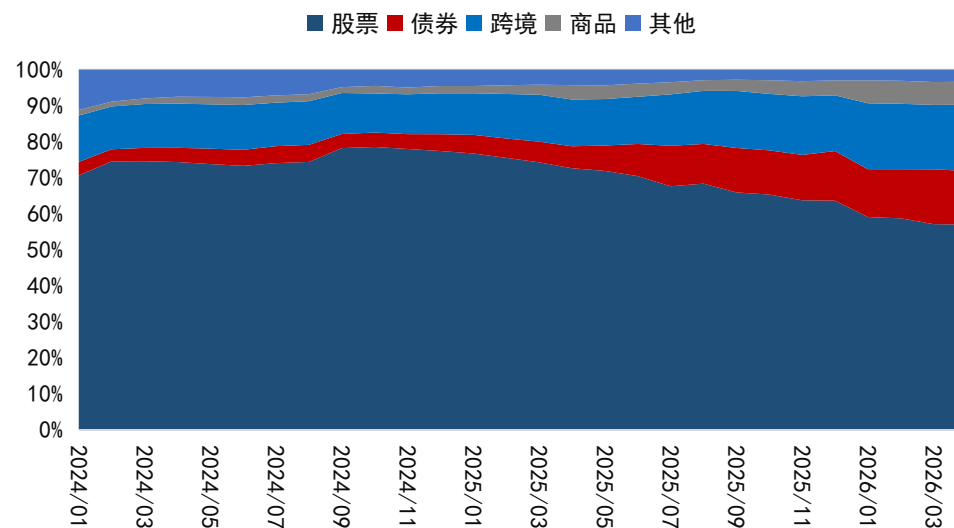
- 规模层面，股票ETF自2026年1月起大规模下降。截至2026年3月末，股票、债券、跨境、商品ETF规模分别为29,731亿元、7,774亿元、9,591亿元、3,330亿元、1,768亿元。
- 结构层面，股票ETF占比明显下降。债券、跨境ETF占比明显增加。

图：各类ETF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：各类ETF规模占比

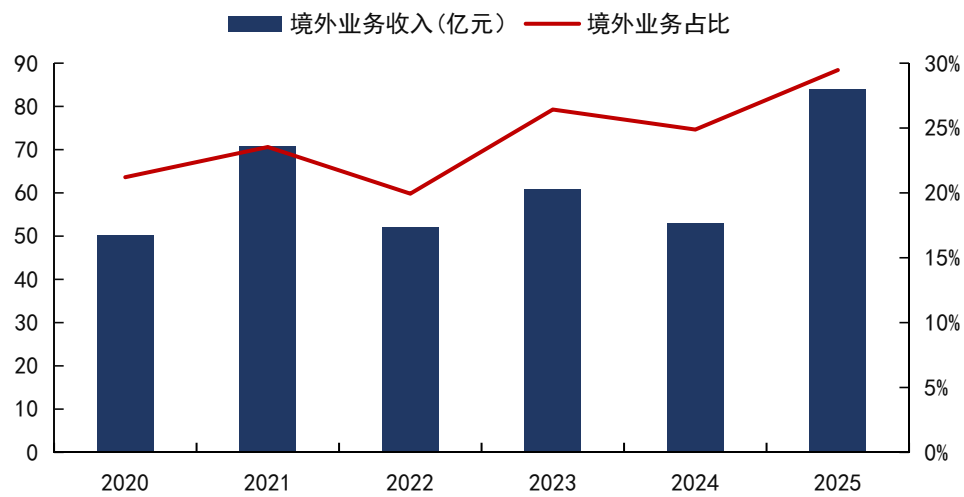


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

证券公司当前增量亮点：全面跨境布局

- **战略共识深度形成：**跨境业务已从传统补充性业务跃升为头部券商的核心战略方向。2025年以来，行业掀起新一轮“出海”热潮，中信、华泰等头部机构持续对境外业务增资，持续加码海外牌照获取与机构布局，构建全球化竞争壁垒。
- **收入贡献显著提升：**头部券商国际业务收入占比实现跨越式增长，成为重要盈利支柱。其中中金公司国际业务收入占比达29.5%，中信证券该比例为20.7%，跨境业务的利润贡献度持续走高，有效对冲了境内市场的周期波动。
- **业务布局全面进化：**跨境业务完成从单一投行业务向全产业链布局的蜕变，不再局限于承销保荐等单点突破，而是形成了投行、资管、自营、财富管理四大业务协同联动的全球化服务体系，实现了对跨境客户需求的全方位覆盖。

图：中金公司境外收入规模及占比（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：以华泰证券为例，跨境业务布局日趋全面



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

跨境业务1.0时代：投行业务跨境



- **时代核心定位：服务中企“走出去”融资需求。**这一阶段的核心逻辑是为中国企业出海提供传统投资银行服务，充当企业与海外资本市场的桥梁，解决企业国际化初期的资金获取与资本运作需求。
- **业务实施以项目制为主，覆盖全链条融资工具。**核心聚焦海外资本市场的股权与债权融资，包括海外首次公开发行（IPO）、增发配股等再融资操作，以及点心债、美元债等海外债券发行；同时深度参与跨境并购财务顾问业务，为企业海外扩张提供资本规划与交易撮合支持。
- **市场布局以中国香港为枢纽，辐射全球市场。**香港凭借地缘优势、成熟的资本市场体系及与内地的紧密联动，成为中资券商开展跨境投行业务的核心阵地，以此为支点逐步拓展至欧美及东南亚等全球主要资本市场。

图：2026年以来，港股股权承销市占率排名

机构名称	总计			
	募集资金 (亿港元)	市场份额 (%)	承销家数 (家)	市场份额 (%)
中國國際金融香港證券有限公司	389.86	21.59	27	4.49
華泰金融控股(香港)有限公司	172.91	9.58	14	2.33
中信证券(香港)有限公司	119.24	6.60	18	3.00
摩根士丹利亞洲有限公司	96.82	5.36	5	0.83
瑞士联合银行(集团)香港分行	89.30	4.95	4	0.67
中信里昂证券有限公司	62.61	3.47	28	4.66
高盛(亚洲)证券有限公司	61.70	3.42	6	1.00
J.P. Morgan Securities (Far East) Limited	60.56	3.35	3	0.50
中信建投(国际)金融控股有限公司	60.16	3.33	5	0.83
招商证券(香港)有限公司	59.33	3.29	7	1.16

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2026年以来，港股股权保荐市占率排名

机构名称	总家数	市场份额 (%)	IPO家数	市场份额 (%)
中國國際金融香港證券有限公司	21	12.73	21	12.73
中信证券(香港)有限公司	19	11.52	19	11.52
中信里昂证券有限公司	16	9.70	16	9.70
国泰君安融资有限公司	10	6.06	10	6.06
華泰金融控股(香港)有限公司	9	5.45	9	5.45
國泰君安證券(香港)有限公司	7	4.24	7	4.24
海通国际资本有限公司	6	3.64	6	3.64
招商证券(香港)有限公司	6	3.64	6	3.64
中信建投(国际)金融控股有限公司	6	3.64	6	3.64
海通国际证券有限公司	4	2.42	4	2.42

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

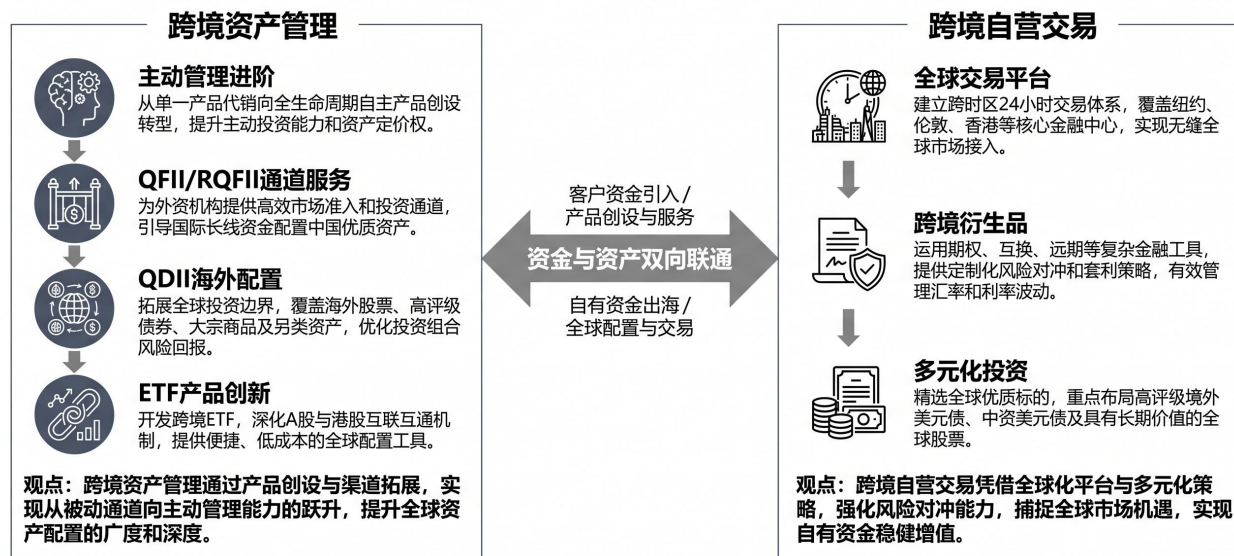
➤ 资产管理业务跨境：从产品代销进阶至主动管理与产品创设，构建境内外资本连接桥梁

- QFII/RQFII业务：为海外主权基金、养老金等长期资金提供投资中国市场的专属通道与定制化投研服务，引导外资配置核心资产。
- QDII业务：发行覆盖海外股市、债市、大宗商品的多元化基金产品，满足国内高净值及机构投资者的全球资产配置与风险分散需求。
- ETF产品创新：在香港市场发行追踪A股核心指数、信用债及行业主题的ETF产品，成为外资低成本、高效率配置中国资产的主流工具。

➤ 自营业务跨境：构建全天候全球交易能力，通过多元化布局实现收益稳定与风险对冲

- 全球交易平台：搭建覆盖纽约、伦敦、香港等地的24小时全球交易台，实现全天候跨市场交易与流动性管理，捕捉全球市场机会。
- 跨境衍生品业务：运用境外成熟的期权、远期、互换等衍生品工具，开展自营交易与风险对冲，创设新型金融工具。
- 多元化投资布局：适度提升境外优质股票、高评级债券及另类资产的投资敞口，优化自营投资组合结构。

图：跨境业务2.0时代

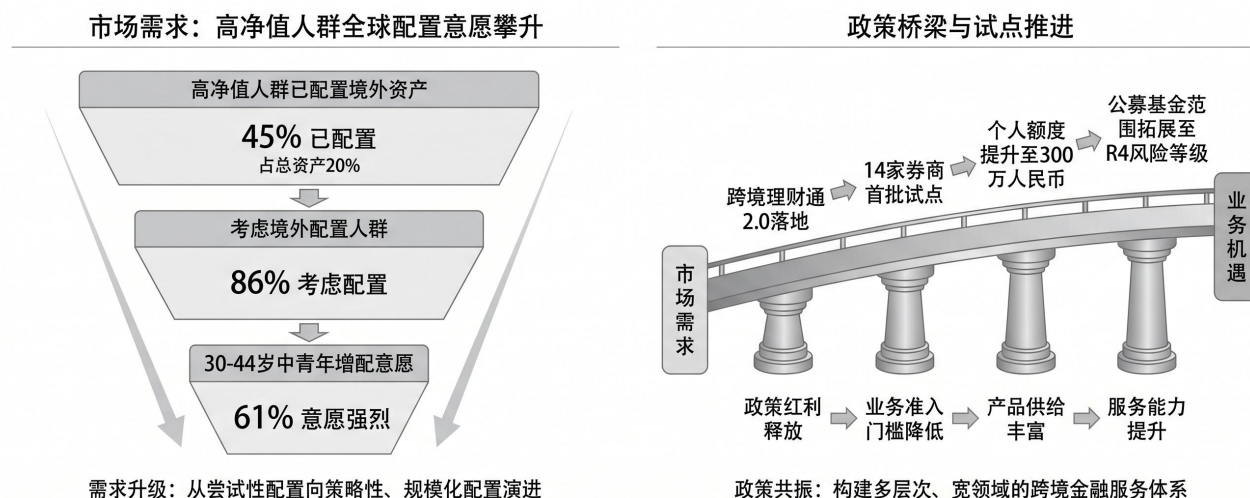


资料来源：证券日报，国信证券经济研究所整理

跨境业务3.0时代：财富管理业务跨境

- **市场核心需求驱动：**随着中国高净值人群全球化视野不断提升，其对资产全球化布局、投资品类多元化的财富管理服务需求愈发强烈，为券商跨境业务打开了广阔的市场空间。
- **布局“跨境理财通”业务：**2024年底“跨境理财通2.0”政策正式落地，证券公司获准参与其中，极大拓宽了业务服务边界，成为连接境内外财富管理市场的重要桥梁。
- **深化全球资产配置服务：**针对高净值客户定制专属全球资产配置方案，实现跨市场、跨币种、跨品类的资产组合优化，头部券商如中金公司海外资管规模已突破千亿港元，彰显服务能力。
- **构建多元化产品供给体系：**依托境外子公司的渠道与牌照优势，积极引入和创设覆盖全球股票、债券、另类投资等领域的丰富产品，充分满足客户多样化、个性化的投资需求。
- **打造高端一站式增值服务：**面向超高净值客户提供家族办公室、跨境税务规划、跨境信托、身份规划等综合化服务，构建全方位的财富管理生态圈，提升客户粘性与价值挖掘深度。

图：跨境业务3.0时代



资料来源：胡润百富，国信证券经济研究所整理

海外投行转型案例：摩根士丹利



- **转型背景：**金融危机后，摩根士丹利果断摒弃重交易、高波动的传统投行模式，转向以财富管理为核心、收入结构更稳定的发展路径，以此对冲资本市场周期波动带来的经营风险，筑牢长期发展根基。
- **关键举措：**通过一系列战略性重大并购快速扩张版图：并购添惠（Dean Witter）奠定财富管理业务基石；2020年收购E*TRADE极大扩充客户规模并完善数字化技术平台；2021年收购伊顿万斯进一步增强主动投资管理能力与全品类产品供给，构建起完整的财富管理生态。

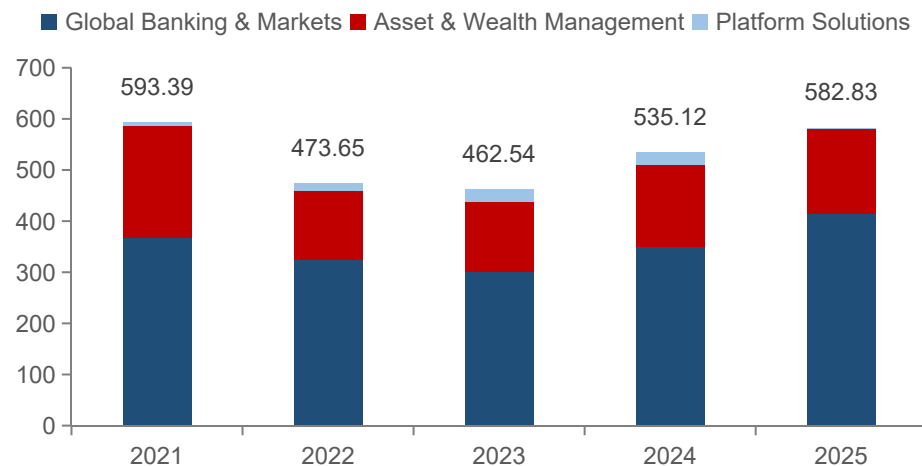
图：摩根士丹利的杜邦分析及同业比较

	净利率			资产周转率（资产剔除客户保证金）			权益乘数（资产剔除客户保证金）		
	600030. SH 中信证券	GS. N 高盛	MS. N 摩根士丹利	600030. SH 中信证券	GS. N 高盛	MS. N 摩根士丹利	600030. SH 中信证券	GS. N 高盛	MS. N 摩根士丹利
2014	39.70%	24.55%	10.70%	8.08%	4.61%	5.11%	3.79	9.29	9.26
2015	35.13%	17.99%	17.86%	14.19%	4.55%	5.67%	3.33	8.76	8.29
2016	27.78%	24.17%	17.68%	8.26%	4.19%	5.24%	3.21	8.42	8.54
2017	26.24%	13.36%	16.38%	8.56%	4.04%	5.51%	3.48	9.40	8.82
2018	25.93%	29.10%	22.15%	6.69%	4.94%	6.13%	3.58	8.43	8.18
2019	28.20%	23.86%	22.30%	6.77%	4.50%	5.88%	4.07	8.73	8.53
2020	28.94%	22.81%	23.19%	6.53%	4.81%	6.63%	4.59	9.26	7.81
2021	29.27%	36.68%	25.31%	8.18%	5.77%	7.27%	4.94	9.93	7.89
2022	32.12%	25.22%	20.94%	6.98%	4.39%	6.30%	4.11	8.95	8.14
2023	32.00%	18.83%	17.22%	5.33%	3.73%	6.29%	4.43	10.35	8.42
2024	32.77%	27.37%	22.00%	5.05%	4.29%	7.51%	4.67	10.19	7.96
2025	35.56%	28.92%	24.22%	5.45%	4.60%	7.22%	5.06	10.47	8.92
2026Q1	44.90%	33.29%	27.53%	1.37%	1.12%	1.79%	5.07	12.21	10.00

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

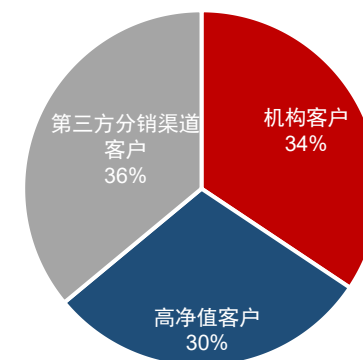
- 转型战略：巩固并深化机构业务护城河，稳步发力财富管理；形成“机构业务+资管/财富管理”双轮驱动，收入结构多元稳定。

图：高盛分部收入规模（亿美元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：高盛管理客户资产规模分类



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中国非银金融机构出海成功案例：南方东英



- **发展历程的关键机遇：**成立于2008年，是首家由内地公募基金在香港设立的子公司；2011年底RQFII政策正式推出，为其业务拓展带来了历史性的政策窗口期，成为布局跨境金融业务的重要起点。
- **核心业务的创新突破：**2012年率先发行南方富时中国A50 ETF，采用实物申赎模式精准匹配市场需求，成为爆款产品；同时深耕杠杆及反向产品领域，成为香港市场该品类的领导者，并成功发行全球规模最大的恒生科技指数ETF，持续以产品创新驱动业务增长。
- **行业领先的市场地位：**经过多年发展，已稳居全球规模最大的RQFII管理人席位，同时成为香港市场规模最大的中资ETF管理人，在跨境指数投资与资产管理领域建立了极强的品牌影响力与市场壁垒。
- **出海布局的成功启示：**其成功验证了中资金融机构出海需精准把握政策红利窗口，以产品创新为核心竞争力；同时坚持专注深耕特定赛道、持续连接中国与全球资本市场，是实现跨境业务长期可持续发展的关键路径。

表：南方东英代表ETF产品

代码	名称	增长率	今年以来回报 (%)	最近1年回报 (%)	最近2年回报 (%)	最近3年回报 (%)	最近5年回报 (%)	最新规模 (亿)	交易货币	投资类型
3033.0F	南方东英恒生科技ETF	-1.32	-16.43	-10.48	24.13	15.96	-42.77	711.39	HKD	股票型基金
3153.0F	南方东英日经225指数ETF	1.44	38.18	67.26	83.32			251.48	JPY	股票型基金
3443.0F	南方东英富时香港股票ETF	-1.53	-6.24	6.78				155.74	HKD	股票型基金
7709.0F	南方东英2倍做多SK海力士 ETF	11.81	898.06					144.18	USD	另类投资基金
7226.0F	南方东英2倍做多恒生科技ETF	-2.76	-34.83	-30.44	-0.05	-30.18	145.52	125.04	HKD	另类投资基金
3432.0F	南方东英MSCI港股通精选ETF	-1.24	-9.46	-5.54				99.47	HKD	股票型基金
2802.0F	南方东英国指备兑认购期权ETF	-0.93	-5.82					90.05	HKD	股票型基金
2822.0F	南方富时中国A50ETF	0.27	7.41	27.45	47.01	40.81	-4.11	65.81	CNY	股票型基金
2830.0F	南方东英沙特阿拉伯 ETF	-0.20	8.12	8.13	3.00			47.39	SAR	股票型基金
7747.0F	南方东英2倍做多三星电子 ETF	8.80	532.03	2,125.06				44.02	USD	另类投资基金

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险投资建议：中国平安/中国太保/中国财险（中国人保）



- 资产端哑铃配置提升持仓稳定性。上市险企权益半数仓位配置FVOCI高股息蓝筹，仅股息影响利润，股价波动不扰动当期损益。低利率下以高股息资产置换低票息债券，配置锚定长期资负匹配，短期资金面扰动不改基本面向上趋势。
- 负债端景气延续，悲观预期已充分消化。2026年开门红验证分红险转型加速，主要险企NBVMargin中枢仍保持20%增长，个险渠道三年调整后初现企稳，银保在“报行合一”新框架下重回双位数增长。头部险企P/EV平均压到0.58倍，隐含长期回报假设逼近无风险利率。目前保险板块资产端底仓更厚，负债端确定性更强，起点估值更低，正积蓄更大的反弹势能。
- 重点推荐负债成本低、资产端锁定长期收益、资负匹配情况较好的头部险企，如中国平安/中国太保/中国财险（中国人保）。

表：可比公司估值

代码	公司名称	当前股价	EPS					P/EV(财险P/B)				
		2026/6/18	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
2328.HK	中国财险	13.09	1.45	1.82	2.01	2.13	2.23	1.12	1.01	0.94	0.88	0.84
601318.SH	中国平安	49.38	6.95	7.68	8.64	9.31	9.84	0.63	0.59	0.55	0.51	0.48
601601.SH	中国太保	29.98	4.67	5.56	6.16	6.26	6.51	0.51	0.47	0.44	0.41	0.38
601628.SH	中国人寿	33.70	3.78	5.45	6.51	6.71	6.87	0.68	0.65	0.60	0.56	0.52
601336.SH	新华保险	57.55	8.41	11.63	12.69	13.27	13.60	0.69	0.62	0.57	0.52	0.48

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测。

➤ 当前证券板块PB估值约1.2倍，约处于近十年6%分位数，安全边际充足。科创改革深化背景下，券商“科创属性”有望迎来系统性价值重估。建议关注中信证券、中金公司、华泰证券、招商证券等综合实力领先、科创项目储备充足、全链条服务能力突出的头部券商。同时，建议关注江苏金租、瑞达期货。

表：可比公司估值

公司	公司	投资	收盘价	总市值	EPS		PE	
代码	名称	评级	(元)	(亿元)	2026E	2027E	2026E	2027E
600030. SH	中信证券	优于大市	26. 56	3, 936	2. 40	2. 64	11. 07	10. 07
601995. SH	中金公司	优于大市	33. 40	1, 612	2. 50	2. 77	13. 37	12. 04
601688. SH	华泰证券	优于大市	19. 55	1, 765	2. 13	2. 37	9. 16	8. 26
600999. SH	招商证券	优于大市	18. 58	1, 616	1. 62	1. 78	11. 46	10. 42
600901. SH	江苏金租	优于大市	6. 05	350	0. 62	0. 68	9. 82	8. 91
002961. SZ	瑞达期货	优于大市	20. 38	97	1. 64	1. 92	12. 42	10. 63

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测。数据截至2026.6.18

- 宏观经济下行风险：宏观经济增速不及预期，将压制资本市场整体景气度，拖累银行与非银板块核心业务盈利表现。
- 市场大幅波动风险：A股持续宽幅震荡、成交持续缩量，将直接冲击券商经纪、两融及期货资管等核心业务收入。
- 金融监管政策收紧风险：资本市场及非银金融行业监管政策超预期收紧，将对相关机构业务开展形成约束。
- 行业竞争加剧风险：非银金融行业同质化竞争持续加剧，可能导致行业整体盈利空间被持续挤压。
- 资金持续流出与流动性风险：市场去杠杆进程延续，资金持续流出，将加剧板块估值承压与个股流动性波动。
- 标的业绩不及预期风险：推荐标的核心业务进展、盈利表现不及市场预期，将导致股价表现不及预期。

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
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