

## 证券研究报告

2026年06月23日

行业报告：行业点评

# 非银金融

## 成交量显著放大，有望推升非银板块估值水平 ——美伊冲突缓解与贸易摩擦后行情的相似之处

作者：

分析师 杜鹏辉 SAC执业证书编号：S1110523100001

分析师 李劲锋 SAC执业证书编号：S1110526010004



行业评级：强于大市（维持评级）  
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

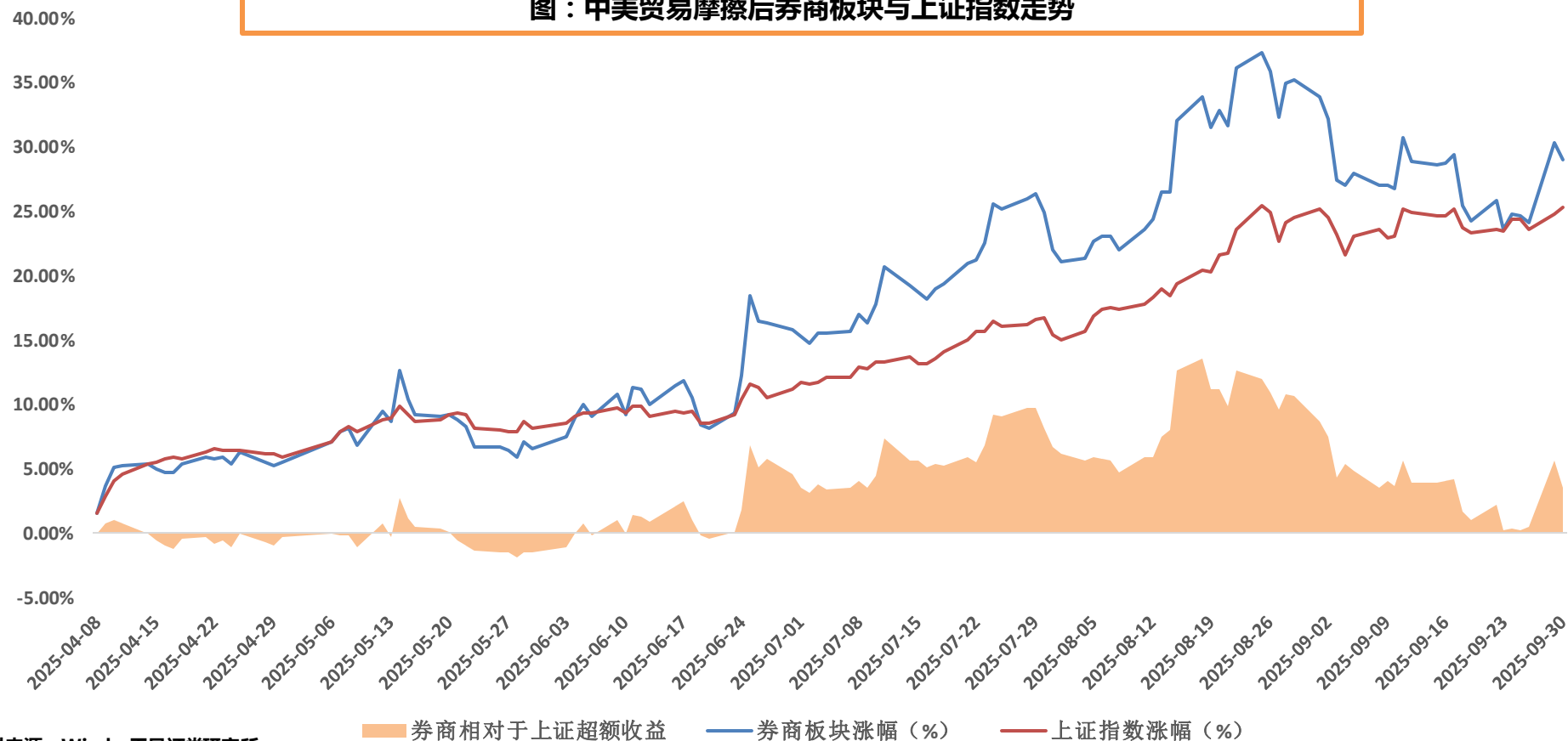
- 25年4月贸易摩擦后券商板块的行情大致可分为三阶段，市场成交量峰值能否有效放大是券商板块取得超额收益的关键：1）第一阶段为2025.04.08至2025.06.23，期间成交量保持低位，极值并未突破4月9日高点（1.74万亿），券商指数与上证指数走势基本保持同步，并未产生显著的超额收益；2）第二阶段为2025.06.24至2025.08.25，成交量峰值持续向上突破，在此期间券商板块超额收益与成交量峰值的相关性显著，券商指数跑赢上证指数，超额收益显著放大；3）第三阶段为2025.08.26至2025.09.30，上证指数进入震荡，成交量峰值并未实现有效突破，券商指数下行，超额收益大幅收敛。
- 当前的宏观环境与此前中美贸易摩擦存在相似之处：25年4月2日-4月4日中美贸易摩擦升级，而后中美双方进行多轮谈判带动外部环境好转，指数经历短期大跌后持续向上修复；当前，美伊冲突始于26年2月末，而后双方签订备忘录，并于6月21日在瑞士开展进一步磋商。我们认为，当前A股所面临的宏观环境与中美贸易摩擦后存在相似之处，美伊冲突的缓解带动外部不确定性下降，有望带动指数形成下一轮阶段性行情。
- 券商板块26年6月22日行情亦与25年6月24日存在相似之处，后续重点观察成交量峰值能否有效突破：25年6月24日市场成交量大幅放大至1.45万亿，券商板块同步大涨，至8月25日券商指数达到阶段性高点时，较6月23日区间涨幅25.6%；26年6月22日，市场成交量放大至3.76万亿，突破5月11日高点3.57万亿，逼近1月14日高点3.99万亿，券商指数日内大涨7.69%。后续应重点观察市场成交量能否持续放大。
- 板块方面，我们坚持市场仍有望处于“稳中有升”的大格局之下，当前更应关注非银板块对于“升”的带动效应：关注国际形势缓和后，风险偏好修复带动估值修复的核心逻辑，其中市场成交量的有效放大或是最重要的催化因素。券商板块关注国泰海通等，其他相关标的包括广发证券/同花顺/指南针/东方财富，保险板块关注新华保险/中国太保/中国人寿/中国平安。

**风险提示：改革推进不及预期；资本市场大幅波动；居民资产配置迁移不及预期；地缘政治与外部环境不确定性风险。历史复盘仅供参考，不构成对未来事件发展的预测，市场仍存在不确定性风险。报告中提及的“相关标的”仅为对相关公司的罗列，不构成任何投资建议；投资者在做出投资决策时，应基于独立的分析和判断，全面评估公司的基本面、行业前景及市场环境等因素。**

## 1.1 25年4月中美贸易摩擦后券商板块与上证指数行情复盘

➤ **中美贸易摩擦升温短暂冲击指数，此后两季度指数持续上行：**25年4月2日-4月4日中美贸易摩擦升级，4月7日上证指数大跌7.34%，券商指数（801193.SI）大跌10.14%；而后指数止跌回稳，两季度内（25.04.08至25.09.30）上证指数区间涨幅25.39%，券商指数区间涨幅28.97%，累计超额收益约3.58%，券商指数略微跑赢上证指数。

图：中美贸易摩擦后券商板块与上证指数走势

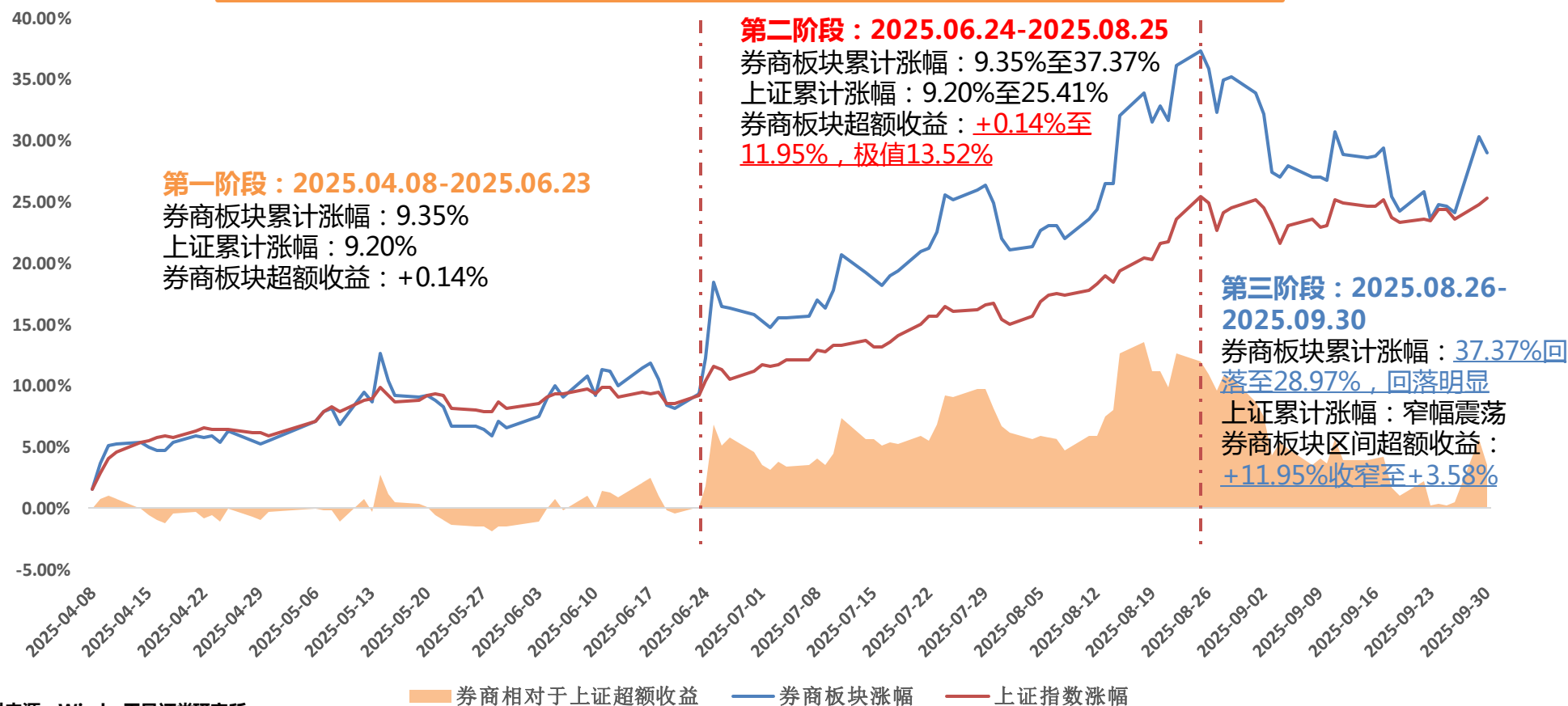


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2 25年4月中美贸易摩擦后券商行情复盘：可大致分为三阶段，第二阶段超额收益显著

➤ 25年4月贸易摩擦后券商板块的行情大致可分为三阶段：1) **第一阶段**为2025.04.08至2025.06.23，券商指数与上证指数走势基本保持同步，并未产生显著的超额收益；2) **第二阶段**为2025.06.24至2025.08.25，券商指数跑赢上证指数，超额收益显著放大；3) **第三阶段**为2025.08.26至2025.09.30，上证指数进入震荡，券商指数下行，超额收益大幅收敛。

图：中美贸易摩擦后券商板块行情可以分为三个阶段

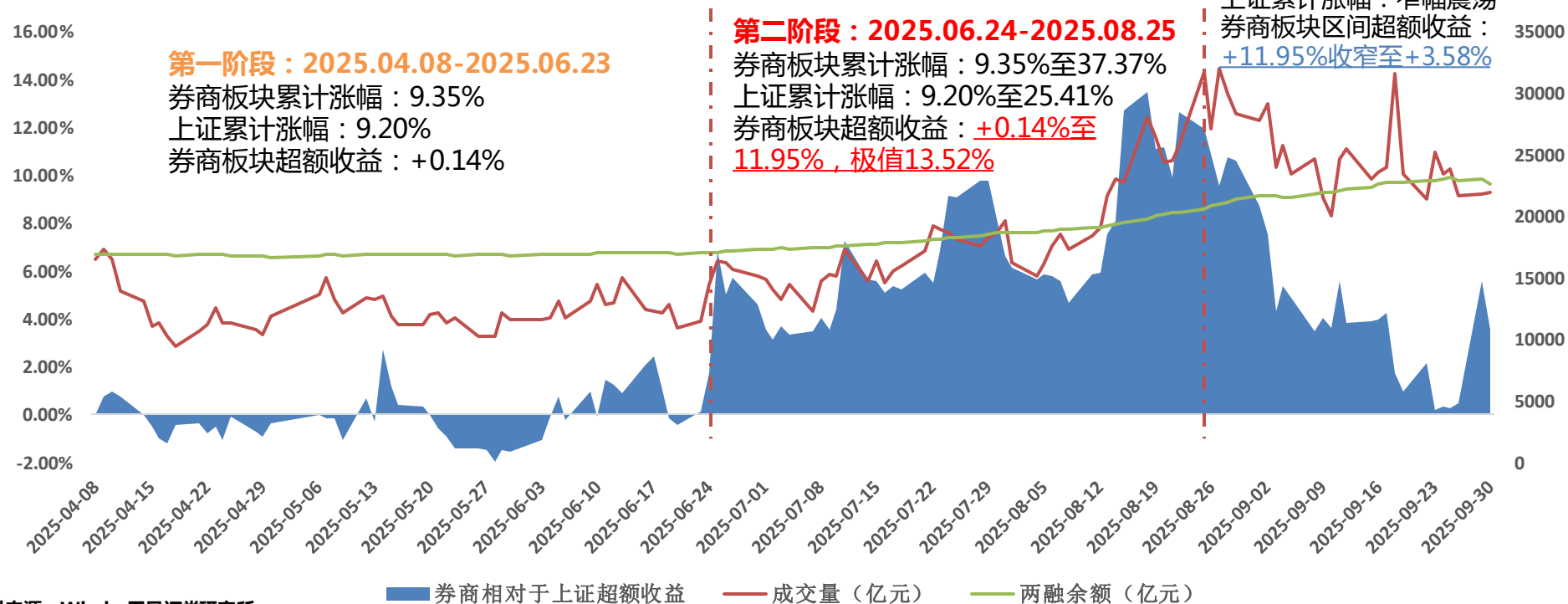


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.3 市场成交量峰值的有效放大是券商板块取得超额收益的关键

- **市场成交量峰值能否有效放大是券商板块取得超额收益的关键**：1）第一阶段期间，市场成交量均值1.24万亿，期间成交量极值并未突破4月9日高点（1.74万亿），券商板块表现为和上证指数同步缓慢上行；2）第二阶段期间，市场成交量均值1.82万亿，成交量在6月25日达1.64万亿并逼近4月9日高点，此后成交量在7月22日达1.93万亿，一举突破4月9日高点，券商板块超额收益持续放大，而后成交量峰值持续向上突破，在此期间券商板块超额收益与成交量峰值的相关性显著；3）第三阶段期间，市场成交量均值2.50万亿，但成交量峰值并未实现有效突破，券商指数转入震荡下行，超额收益大幅收敛。

图：中美贸易摩擦后券商板块行情与市场成交量的关系

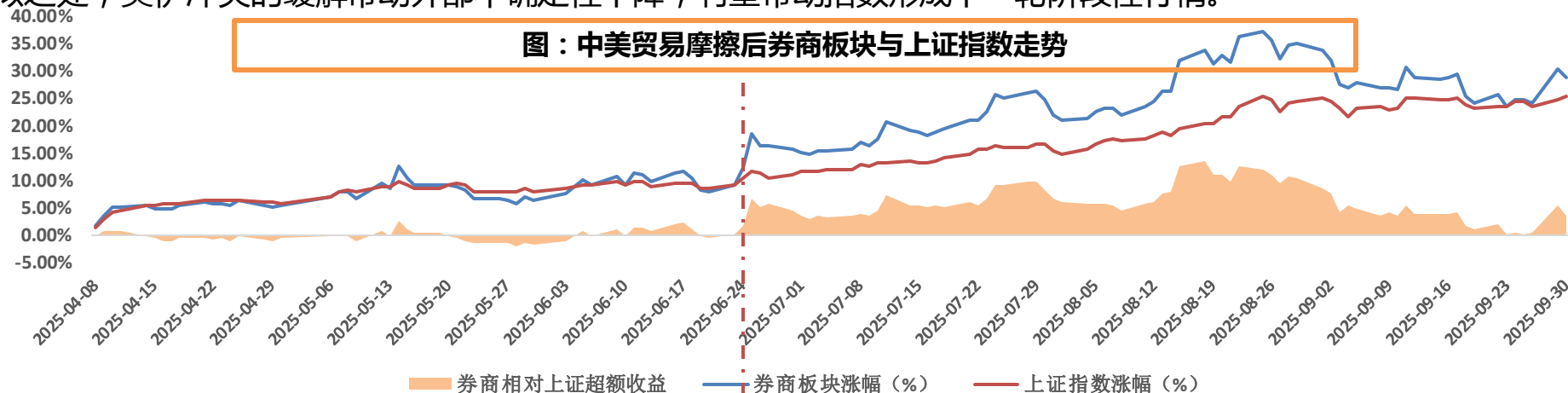


资料来源：Wind，天风证券研究所

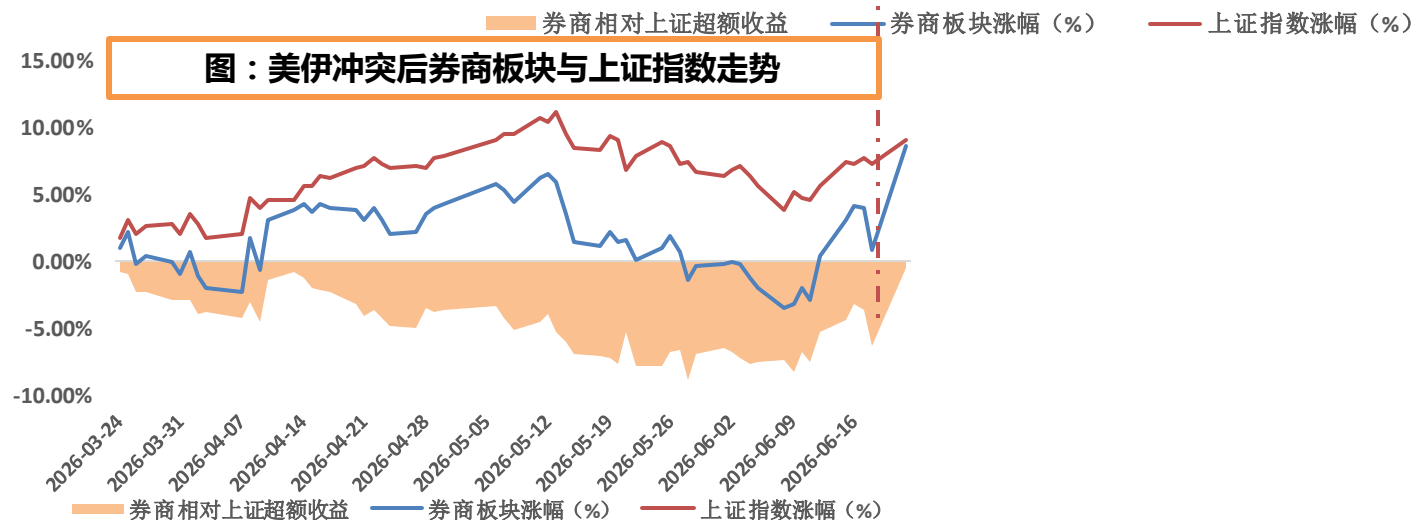
## 2.1 当前的宏观环境与25年4月中美贸易摩擦升级后存在相似之处

► **我们认为，当前的宏观环境与此前中美贸易摩擦存在相似之处：**25年4月2日-4月4日中美贸易摩擦升级，而后中美双方进行多轮谈判带动外部环境好转，指数经历短期大跌后持续向上修复；当前，美伊冲突始于26年2月末，而后双方签订备忘录，并于6月21日在瑞士开展进一步磋商。我们认为，当前A股所面临的宏观环境与中美贸易摩擦后存在相似之处，美伊冲突的缓解带动外部不确定性下降，有望带动指数形成下一轮阶段性行情。

图：中美贸易摩擦后券商板块与上证指数走势



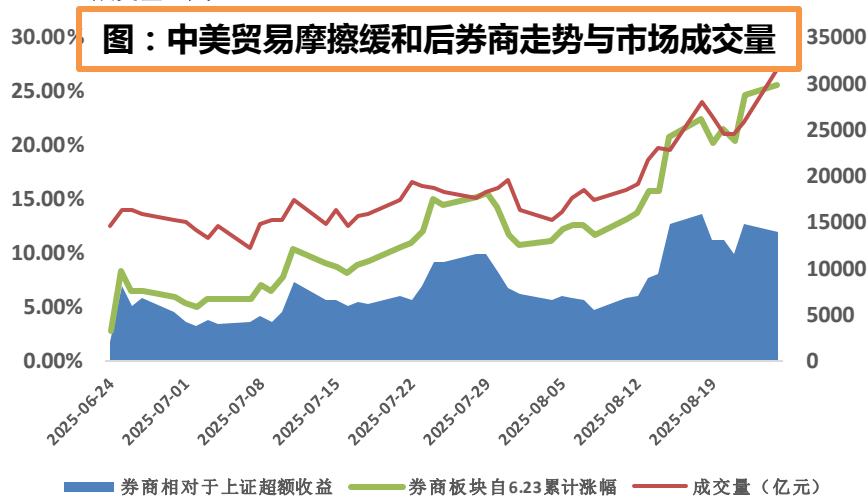
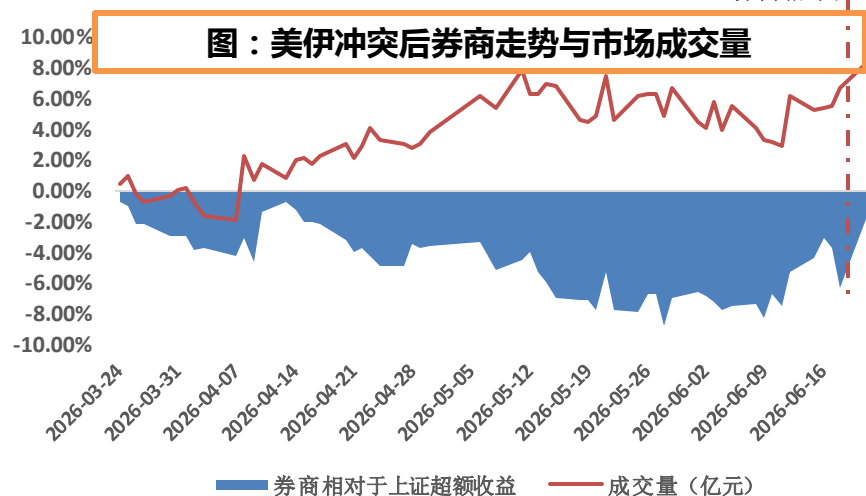
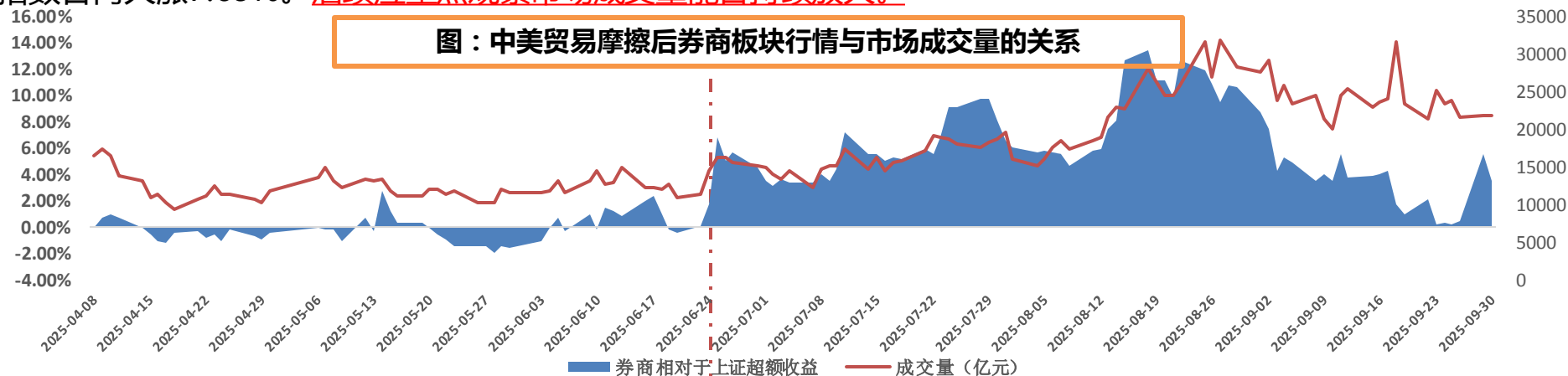
图：美伊冲突后券商板块与上证指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2 券商板块走势亦与中美贸易摩擦后存在相似之处

- 券商板块26年6月22日行情亦与25年6月24日存在相似之处，后续重点观察成交量峰值能否有效突破：25年6月24日市场成交量大幅放大至1.45万亿，券商板块同步大涨，至8月25日券商指数达到阶段性高点时，较6月23日区间涨幅25.6%；26年6月22日，市场成交量放大至3.76万亿，突破5月11日高点3.57万亿，逼近1月14日高点3.99万亿，券商指数日内大涨7.69%。后续应重点观察市场成交量能否持续放大。



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3 行业观点：重点关注市场成交量放大水平，锚定非银板块对于“升”的带动效应

- **美伊局势缓解，市场风险偏好回升有望带动非银金融板块估值修复**：我们在2026年5月5日《统筹安全与发展，中国股市叙事的内化与深化——4月政治局会议的点评与思考》中提到，“受制于国际形势，市场风险偏好仍然处于相对低位”是压制非银金融板块估值水平的核心因素之一。当前，美伊局势逐步缓解：双方于4月8日正式停火并重启和谈；6月17日，美伊已远程签署谅解备忘录；6月21日，美国和伊朗代表团在瑞士比尔根山开始谈判。国际形势不确定性显著下降，推动市场风险偏好提升，利好非银金融板块估值水平的逐步修复。
- **我们认为，长期来看，居民侧资金入市仍是支撑资本市场的核心力量，长期利好非银金融板块**。政策层面来看，我国资产管理和财富管理服务和需求潜力巨大，吴清主席在25年12月6日证券业协会讲话中明确将中美居民股票基金配置比例进行对比，当前我国居民资产中股票基金等资产合计占比约15%，大致相当于美国30年前水平。居民侧资金通过基金、保险产品、银行理财等方式进入资本市场将推动券商行业经纪、财富管理、资产管理等业务基本面显著改善，保险行业资产和负债两端也将持续受益。
- **板块方面，我们坚持市场仍有望处于“稳中有升”的大格局之下，当前更应关注非银板块对于“升”的带动效应**。关注国际形势缓和后，风险偏好修复带动估值修复的核心逻辑，其中市场成交量的有效放大或是最重要的催化因素。券商板块关注国泰海通等，其他相关标的包括广发证券/同花顺/指南针/东方财富，保险板块关注新华保险/中国太保/中国人寿/中国平安。

# 风险提示

- **改革推进不及预期。**资本市场改革推进节奏不及预期，可能影响资本市场活跃度表现，拖累证券公司和保险公司业绩。
- **资本市场大幅波动。**证券公司经纪、投行、自营等业务、保险公司投资业绩等，与A股一级市场、二级市场表现关联度较高。若资本市场波动幅度加大，交易额与主要指数增长超预期放缓，可能影响证券相关业务规模增长。
- **居民资产配置迁移不及预期。**证券公司财富管理业务规模、保险保费收入等受居民资产配置因素影响。若宏观经济复苏放缓、居民可支配收入和消费预期下降，可能导致居民购买力和财富管理需求减少，进而影响非银板块业绩表现。
- **地缘政治与外部环境不确定性风险。**地缘政治冲突加剧，国际形势等外部环境不确定性提升，可能压制市场风险偏好，加大资本市场波动，进而可能压制非银金融板块估值水平。
- 历史复盘仅供参考，不构成对未来事件发展的预测，市场仍存在不确定性风险。
- 报告中提及的“相关标的”仅为对相关公司的罗列，不构成任何投资建议：投资者在做出投资决策时，应基于独立的分析和判断，全面评估公司的基本面、行业前景及市场环境等因素。

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别     | 说明                         | 评级   | 体系               |
|--------|----------------------------|------|------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益20%以上    |
|        |                            | 增持   | 预期股价相对收益10%-20%  |
|        |                            | 持有   | 预期股价相对收益-10%-10% |
|        |                            | 卖出   | 预期股价相对收益-10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅5%以上     |
|        |                            | 中性   | 预期行业指数涨幅-5%-5%   |
|        |                            | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下    |

# THANKS