三大变化折射证券行业2027年发展前景

板块左侧战略配置价值逐步显现

临近年底，机构对各个行业新一年的投资策略成为投资者关注的话题。作为与资本市场表现关联紧密的行业之一，证券行业在经历持续的估值与盈利错配后，其在2027年能否迎来估值回升并延续盈利增长势头，成为投资者衡量行业投资价值的关键因素。

从多家机构发布的证券行业2027年投资策略看，并购整合加速使得头部券商有望持续扩大市场份额，深化财富管理转型与买方投顾业务发展有望弱化券商盈利的周期属性，出海业务持续发展有望为券商打开新的业绩增长空间，板块左侧战略配置价值正逐步显现。

● 本报记者 胡雨



视觉中国图片

市场尚未充分定价行业基本面变化

回顾券商板块今年以来的表现，“估值与盈利错配”的特征十分明显。Wind数据显示，截至11月12日收盘，券商指数今年以来累计下跌逾18%，A股多家上市券商处于破净状态；从基本面看，上市券商2026年前三季度整体营收及归母净利润同比均实现两位数增长。

“2026年以来，券商板块走势与大盘错位、与业绩背离，主要是受资金面因素影响。”在华泰证券金融首席分析师沈娟看来，随着行业多元化转型不断深化，券商抗周期属性正在持续增强，合理PB估值中枢理应同步抬升，但当前市场尚未充分定价这一基本面变化，板块估值仍处于被低估的状态。

结合对2016年以来券商业务结构转型对ROA（资产收益率）影响的分析，中信证券券商与科技金融首席分析师陆昊认为，券商重资本业务占比逐步提升，带来的大类资产配置和非方向性投资交易业务降低了市场周期及单一业务对券商业绩的影响，并对行业ROA形成底部支撑；与此同时，证券行业和头部券商杠杆率稳步提升，带动长期ROE（净资产收益率）中枢逐步上行。

值得注意的是，尽管A股上市券商2026年第三季度业绩环比有所下滑，但这并不完全是因为同时期权益市场出现波动，2024年以来，A股市场震荡上行，使得上市券商整体业绩近两年持续增长，高基数效应下，券商维持业绩高速增长的难度明显加大。展望2027年，行业整体业绩将出现怎样的变化？哪些业务有望提供更多盈利增量？

开源证券非银金融首席分析师高超认为，2027年，A股上市券商经纪业务收入增长或有所放缓，但财富管理转型有望增强收入韧性；境内IPO储备项目增加，叠加企业跨境融资需求升温，有望为券商投行业务收入提供支撑，但在高基数影响下，增速或有所放缓；投资收益方面，需要关注明星项目上市带来的直投收益，直投及跟投业务将成为券商盈利弹性的重要来源，预计客需占比较高、业务结构更均衡的券商表现将相对稳健。

三大变化或抬升行业估值中枢

在券商通过发力自营等业务提升盈利韧性的同时，近年来并购重组加速带来行业集中度提升、财富管理转型持续推进、内资券商“走出去”进展提速等诸多变化，正深刻影响着行业生态，上述变化也成为业内人士研判行业景气度和券商未来差异化发展路径的重要依据。

日前，中金公司公告称，聘任原东兴证券董事长李娟、原信达证券董事长林志忠为公司总裁助理、管理委员会成员。中金公司吸收合并原东兴证券、信达证券是近年来证券行业同业并购的典型案例，证券行业并购进入系统性整合期也成为今后一段时间值得关注的变化之一。

沈娟判断，证券行业竞争正从单项业务比拼转向资本、客户与综合服务能力的竞争，资源向头部集聚的趋势具备持续性：“并购整合加快存量资源集中，资本补充能力分化进一步拉开业务承载能力差距，头部券商有望在服务大型企业、机构客户及满足跨境需求中持续扩大份额。展望2027年，即使行业总量增长放缓，龙头机构仍有望通过份额提升实现业绩增长，支撑盈利表现。”

就券商业务结构变化而言，随着公募化改造完成、费率改革落地，证券行业也逐渐从规模导向转向价值创造，财富管理转型与买方投顾业务是券商打造差异化竞争力的重要发力点。

中信建投非银及金融科技首席分析师赵然认为，证券行业传统经纪与自营业务的收入高度依赖市场成交额与行情涨跌，而买方投顾与财富管理业务的收入来自按客户资产规模收取的管理费，具有更强的韧性和可预测性：“财富管理转型越深入，券商盈利的周期属性越弱，估值体系也越有望从周期股向成长股切换，财富管理转型的战略价值远超当期收入。”

在深耕境内业务转型升级的同时，越来越多券商也将目光投向境外，通过打磨出海能力拓展新的业绩增长空间。

结合对内资券商国际化历程的分析，赵然认为，出海的本质是用境外业务对冲境内业务波动，是降低券商板块β属性的战略举措之一：“如果境外业务能够形成稳定的与A股关联度较低的收入，那么券商盈利波动性将系统性下降，估值中枢有望随之抬升，出海的逻辑也从业务扩张升级为估值重塑。展望2027年，港股IPO、离岸债、跨境财富管理与资管等业务是券商出海的核心方向。”

板块左侧战略配置价值凸显

对于券商板块2027年投资价值，沈娟认为，行业集中度提升有望推动行业龙头券商持续获取市场份额，国际业务拓展则对境内业务形成补充，多元业务支撑下，行业ROE有望保持较高中枢。当前券商板块估值尚未充分反映上述变化，看好券商板块的左侧战略配置价值，建议聚焦盈利韧性较强、国际业务布局领先的头部机构。

高超认为，稳市政策与资金再平衡是券商板块2027年估值修复的重要潜在催化因素，目前机构对券商板块的持仓水平相对较低，若政策预期改善叠加市场风格再平衡，头部券商有望迎来重新定价机会。在配置上，建议优选估值合理、股息回报可观且具备内生增长逻辑的标的。

赵然认为，行业格局向头部券商集中、出海、财富管理转型三条主线交叉协同，2027年券商板块的投资机会或由三条主线叠加共振驱动，能够同时在前述三条主线上取得进展的券商，将获得超越单一主线驱动带来的估值提升。因此，在配置时，应优先关注低估值、综合能力强而非仅有单一亮点的标的。

陆昊认为，在基本面持续改善、行业估值相对承压、分红比例稳步提升的宏观环境下，证券行业也具备了以股息红利为支撑的价值投资属性。从成长端看，证券行业在买方投顾、投资交易等业务层面具备发展空间。具体配置上，建议聚焦价投潜力已充分展现的高成长证券公司。

衍生品新规施行在即 券商跨境业务加速合规重塑

● 本报记者 赵中昊

11月16日，《衍生品交易监督管理办法（试行）》将正式施行。这是证监会监管的衍生品行业首部部门规章，半年过渡期即将结束。业内人士认为，随着股票类跨境收益互换（TRS）新增暂停、第三批互换便利1000亿元操作落地，券商衍生品与跨境业务正从规模扩张转向合规与专业能力比拼的阶段。券商短期整改压力与长期集中趋势并存，行业马太效应或进一步加剧。

首部行业规章出台 5亿元门槛重塑展业逻辑

《办法》于5月14日正式公布，将期货交易以外的互换、远期和非标准化期权合约及其组合纳入统一监管，仅适用于证监会监管的交易场所，以及证券公司、期货公司等经营机构，银行间及银保类柜台市场不直接适用。

展业门槛明显抬高。《办法》规定，券商申请开展衍生品业务，最近6个月净资本须持续不低于5亿元，并具备健全的内控、合规与风控制度；监管可实施分级分类管理，并保留调整净资本限额的空间。交易环节实行账户实名制和专业交易者适当性标准，套期保值客户可豁免部分要求。

《办法》同时明确，上市公司不得开展以本公司股票为标的物的衍生品交易，券商不得与上市公司持股5%以上股东、实际控制人、董监高及限售股东开展相关交易，直接切断借衍生品交易进行违规减持、内幕交易和利益输送的通道。不符合规定的存量业务到期了结，不得新增。

行业分层格局清晰 马太效应利好头部券商

行业规模与分层格局，是理解新规影响的基础。据金融街证券研报数据，全行业场外衍生品名义本金存量由2018年的3467亿元增至2025年的30406亿元，年均复合增速约36.4%；其中场外期权约17259亿元、收益互换约13147亿元。目前业务实行分层经营，8家一级交易商为中信证券、中信建投、中金公司、招商证券、华泰证券、国泰海通、广发证券、申万宏源，另有37家二级交易商；前者可直接开展对冲交易，后者只能通过一级交易商进行场内个股对冲。头部券商体量可观，华泰证券2025年年报显示，年末收益互换存续规模945.69亿元，场外期权存续规模1560.86亿元。

东吴证券研报认为，《办法》将推动券商从粗放式规模增长转向以客群多元化和精细化服务为核心的新模式，走资本集约型、专业化道路；头部券商凭借净资本、人才和系统优势，在承接机构客群、跨境业务及复杂产品上占据先发优势，中小券商则更可能聚焦细分行业和区域客户深耕。

中信建投证券赵然团队判断，衍生品业务进入规范发展新阶段，短期整改压力与长期集中趋势并存。短期看，存量整改、系统升级、协议修订及资本占用增加将带来经营压力，部分通道化收入面临收缩；客户结构需从私募等高杠杆群体，向保险、银行理财、产业客户等中长期资金群体拓展。《办法》要求券商使用对冲专用账户、不得直接依据交易者指令对冲，强化了券商作为风险承担主体的独立性。该团队同时提示，保证金管理等配套细则尚存不确定性。

跨境TRS降温 合规通道与开放布局并行

跨境业务的调整早于规章落地。今年6月下旬起，券商暂停股票类跨境TRS新增规模，存量合约可正常到期、平仓，不强制砍仓；期货类、城投债类TRS及部分FICC、北向业务暂未纳入此次调整。所谓券商TRS（总收益互换），是一种场外金融衍生品，指投资者本金不出境，由券商或其境外子公司先行持有标的，再通过收益互换将海外股票等资产的收益与风险转移给境内客户，过去主要服务于私募等专业机构客户。

业务降温对业绩冲击有限。据业内人士介绍，跨境股票TRS业务收入占上市券商收入比重本身较小。监管出手规范TRS的背景是，跨境展业平台整治后，部分资金借道私募间接配置海外权益，意在防范海外权益市场回撤时，杠杆、保证金及适当性风险向境内传导，并非否定其全球配置价值。

中信建投研报表示，《办法》通过交易报告库和信息报送机制强化跨境风险监测与监管协同，为具备跨境资质的头部机构预留空间，但合规边界仍需细则厘清，短期内难以释放增量。与此同时，合规渠道持续扩容：QDII、跨境理财通、北向业务及自贸离岸债等制度安排稳步推进，国泰海通落地首批中央结算公司自贸离岸债DVP模式二级交易，跨境结算进一步对标国际规则。

境内流动性支持与跨境通道规范同步发力。中证协数据显示，截至2025年末，券商互换便利累计操作金额已达1050亿元；证监会有关负责人11月12日在上海证券交易所国际投资者大会上确认，券商、基金公司今年已开展第三批互换便利操作1000亿元，同时提出丰富市场投资工具，加大权益类产品供给和创新力度，引导主动ETF加快建仓，发挥融资融券逆周期调节功能。在业内人士看来，一边是稳市工具护航，一边是跨境业务回归牌照、额度与适当性框架，券商竞争重点正从“给额度”转向合规边界内的资产配置与风险管理能力。

护航“油瓶子”安全 葵花籽油期货期权赋能产业发展

● 本报记者 马爽

11月12日，葵花籽油期货及期权在郑州商品交易所正式挂牌上市。上市首日，市场运行整体平稳，产业企业积极参与，首笔场外期权交易同步落地。

一滴油，连着国际市场的供需变化，也连着千家万户的餐桌。随着全球油脂油料贸易格局深度调整，进口依赖度较高的葵花籽油产业面临着价格、物流及贸易政策等多重不确定性。业内人士表示，葵花籽油期货及期权上市，不仅进一步丰富了我国油脂油料衍生品市场体系，也为产业链企业提供了更加精准的风险管理方案。

产业链企业积极拥抱新工具

葵花籽油期货及期权上市首日，市场整体运行平稳。文华财经数据显示，截至11月12日收盘，首日挂牌的2705、2707、2709、2711四个合约累计成交量28887手，持仓量6317手。

对于产业企业而言，此次上市最直接的意义，在于获得了与现货品种直接对应的风险管理工具。浙江省粮食集团有限公司总经理助理、油脂油料部总经理方刚表示：“过去，企业生产经营长期面临较大的葵花籽油价格波动风险敞口，只能用菜籽油等期货品种开展跨品种替代套保，但受品种间价差波动影响，避险效果存在一定折扣。”

葵花籽油期货及期权上市后，企业风险管理有了更加直接的抓手。尤其是对于进口贸易企业而言，从海外签约到货物装船发运，再到国内抵港销售，贸易周期较长，期间价格波动可能对采购成本和销售利润产生较大影响。借助期货市场，企业能够更加灵活地管理价格风险。

方刚表示，未来，企业可在货物装船发运时，通过期货市场提前锁定销售利润，将长途运输的在途风险转化为可控的基差风险。同时，随着“期货价格+基差”定价模式的逐步普及，将有效降低产业链的议价成本，助力企业做大贸易规模，更好发挥期货市场助力保供稳价的作用。

期货工具落地的同时，场外衍生品服务也迅速跟进。上市首日，南华期货及其风险管理子公司浙江南华资本管理有限公司积极响应客户需求，达成首笔葵花籽油场外期权交易。

据了解，本次交易的参与方是一家专注于粮油领域国际化经营的国内贸易企业，主营葵花籽油、菜籽油、花生油等油脂品类进出口贸易，年进口贸易量达数十万吨。针对葵花籽油海外签约、海上运输周期较长以及采购成本容易受到价格波动影响等经营特点，企业最终采用“熔断累计期权”策略，在震荡行情中以相对优惠的成本逐步建立套保头寸，并通过结构内置的熔断机制控制风险。

产业风险管理需求迫切

作为全球第四大、我国第五大食用植物油品种，葵花籽油凭借“健康、营养、少油烟”等特点，成为我国居民食用油消费多元化的重要组成部分。同时，葵花籽油也是全球植物油市场中贸易属性较为突出的品种之一，在国际油脂贸易中占据重要位置。

然而，国内葵花籽油供应主要依赖进口，哈萨克斯坦等国是主要进口来源。对于进口商、加工企业和贸易商而言，价格风险并非仅仅来自市场行情变化，还贯穿于海外采购、运输、库存和销售等多个环节。

中国植物油行业协会秘书长高雯表示，当前，全球油脂油料市场格局深刻调整，贸易环境、供需结构和价格影响因素更趋复杂，葵花籽油进口、加工、贸易企业时常承受价格波动带来的经营压力，产业对于专业化风险管理工具有着十分迫切的现实诉求。

在高雯看来，葵花籽油期货及期权的推出，是补齐国内油脂衍生品板块拼图的重要一环，也是产融结合赋能实体经济的生动实践。

她认为，期货市场将为产业提供公开透明的价格参考，通过推动基差贸易、含权贸易等成熟模式普及，帮助实体企业平滑经营周期中的各类风险，助力提升我国植物油产业在国际贸易中的价格影响力。

郑商所党委书记、理事长朱丽红表示，上市葵花籽油期货和期权，一是将护航葵花籽油产业稳健运行，与菜籽油、花生等品种有效联动，满足油脂油料企业多样化、精准化的风险管理需求，帮助企业稳定生产经营，提升产业链供应链韧性；二是培育形成葵花籽油基准价格，推动国内供需信号向国际市场传导，填补全球贸易中权威定价参考的空白，逐步增强中国价格的国际影响力；三是优化油脂油料进口多元化格局，更好发挥葵花籽油与其他主流油品进口来源地互不重叠、运输路径互为补充的独特优势，助力强化国家油脂储备，守护“油瓶子”安全。

期现联动服务产业升级

自2007年推出菜籽油期货，到葵花籽油期货和期权的上市，郑商所油脂油料板块已发展到9个品种，期货期权协同、场内场外联动、国内国际互通的风险管理工具体系进一步健全，服务油脂油料现代化产业体系建设、保障国家粮油安全的能力进一步增强。

中粮期货研究院院长李楠认为，葵花籽油期货及期权同步上市，进一步丰富了油脂油料产业链的风险管理工具序列。

他表示，在产业应用层面，期货工具帮助实体企业解决基础的方向性风险，期权则提供了更为灵活精细的策略选择。作为连接交易所与产业客户的桥梁，期货公司将发挥专业优势，重点引导企业建立基差思维，完善内部风控制度，提供从行情研判到交割实务的辅导，推动实体企业真正会用、善用金融工具，让期货市场服务实体经济的效能切实落地。

朱丽红表示，下一步，郑商所将坚守服务国家战略和实体经济的初心使命，深化市场培育，加强“一企一策”精准赋能；坚持严监严管，严守风险防控底线，确保葵花籽油期货和期权起步平稳、运行稳健；深耕产业需求，持续跟踪完善合约规则，合理优化交割布局，更好服务油脂油料产业高质量发展。