

2025年05月09日

超配

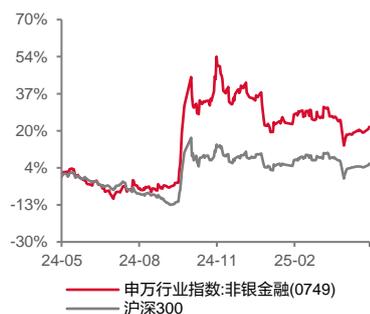
引长钱、促长投、兴科技，一揽子金融政策提振市场预期

——资本市场聚焦（二）

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

1. 券商一季报业绩大幅增长，保险NBV延续高增势头——非银金融行业周报（20250428-20250504）
2. 从蚂蚁要约收购耀才证券，看金融科技并购券商的国际化布局——资本市场聚焦（一）
3. 万能险最低保证利率可调整，特别储备与平滑机制保障稳健运行——保险业态观察（三）

投资要点:

- **事件:** 5月7日，国新办举行新闻发布会，央行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、证监会主席吴清出席会议并介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，我们从“引长钱、促长投、兴科技”三个维度来解读对资本市场相关的政策影响。
- **引长钱: 流动性注入叠加制度优化，长期资金配置空间再扩容。** 我们归纳下来大约有四个维度的政策或制度优化来推动长钱入市：1) 宏观层面上，央行采用数量型和价格型政策工具，推动降准降息同步发力，市场流动性预期大幅提升；2) 证监会表态全力支持中央汇金的类“平准基金”功能发挥，其作为应对市场系统性风险的重要政策工具，在国际实践中已有丰富经验并取得显著成效，我们预计稳市场作用将愈发显著；3) 央行将两项支持资本市场的创新货币政策工具SFISF和股票回购增持再贷款额度打通，额度使用充分的股票增持回购再贷款将进一步释放业务空间，工具的便利性和灵活性得以提升；4) 部分偿付能力充足率档位的险资权益投资比例上限于4月提升5%，若新规下以提高3%比例来测算，有望带来约1万亿元增量资金；5) 在前期1600亿元保险资金长期投资试点范围的基础上，拟再批复600亿元，为市场注入更多资金，增强市场韧性，也可提升险企投资表现以夯实业绩增长基础；6) 调降保险公司股票投资风险因子10%，降低权益投资资本占用，提高资金运用灵活性，且大型保险集团资本补充提上日程，为资产配置提供更多的资本支持，长钱入市力度可期。
- **促长投: 落实公募长周期考核，并购重组引导价值投资。** 1) 公募基金高质量发展方案出炉，从公司治理、产品发行、投资运作、考核机制等维度提出监管指引，其中明确建立与业绩挂钩的浮动费率制度，改变了以往无论业绩好坏均按固定费率收取管理费的“旱涝保收”模式，差异化的收费制度安排更能激励基金管理人努力提升投资业绩；同时，将投资收益纳入考核体系，强化基金公司投资者的利益绑定，一改过往关注扩大规模而对投资收益重视不足的问题，努力为投资者获取更好回报。此外，方案全面实施三年以上长周期考核机制，并与薪酬制度挂钩以优化激励机制，对三年以上产品业绩低于业绩比较基准10bp的基金经理，要求绩效薪酬应当明显下降；2) 证监会拟出台重大资产重组新规，拟进一步完善“并购六条”配套措施，以更大力度支持上市公司并购重组，围绕产业逻辑“强身健体”、激发活力、提高质量，不断提升创新能力以及风险抵御能力。并购重组也能提升企业投资价值，让投资者更关注企业长期发展潜力和内在价值，进而引导长期资金“长投”理念的形成。
- **兴科技: 债市“科技板”破茧，科技金融政策工具箱再升级。** 1) 央行和证监会联合设立债市“科技板”，丰富科技创新债券产品体系，加快构建多层次债券市场，同时也不断完善科技创新债券配套支持机制，为科技创新债券融资提供便利；沪深北交易所也出台相应配套细则以进一步支持债市“科技板”落地实施，预计有望显著提升债券市场服务科技创新的质效；2) 科技信贷和科技保险对新质生产力发展的支持力度也在持续加大，一方面通过优化信贷服务促进产业加快转型升级，另一方面强化保险保障以落实风险分担。此外，监管也鼓励扩大股权投资，加大对科创企业的投资力度，多措并举共同推动新质生产力高质量发展。
- **风险提示:** 资本市场改革不及预期，重点领域风险明显上升，区域经济明显转弱，美联储降息落地节奏不及预期，银行业资产负债期限匹配风险。

正文目录

1. 引长钱：流动性注入叠加制度优化，长期资金配置空间再扩容....	4
1.1. 降息降准同步发力，市场流动性预期大幅提升	4
1.2. 全力支持类“平准基金”，稳市场作用愈发显著	5
1.3. 创新货币政策工具额度打通，提升工具便利性和灵活性.....	6
1.4. 险资权益投资上限进一步提升，预计带来万亿增量资金.....	7
1.5. 扩大保险资金长期投资试点范围，拟再批复 600 亿元.....	8
1.6. 调降险企股票投资风险因子，保险集团资本补充提上日程	9
2. 促长投：落实公募长周期考核，并购重组引导价值投资	10
2.1. 建立公募基金费率浮动机制，全面落实三年长周期考核.....	10
2.2. 支持上市公司并购重组，围绕产业“强链补链”	11
3. 兴科技：债市“科技板”破茧，科技金融政策工具箱再升级	12
3.1. 创设债市“科技板”，以制度创新激活科技金融“债动力”	12
3.2. 优化科技信贷和科技保险服务，加大新质生产力服务力度	14
4. 风险提示	15

图表目录

图 1 规模排名前 10 股票型 ETF 资金净流入.....	5
图 2 国际平准工具运用典型案例梳理.....	6
图 3 近年来险资权益资产配置比例远不及监管上限.....	8
图 4 鸿鹄志远位列上市公司前十大股东持仓市值.....	9
图 5 鸿鹄志远位列上市公司前十大股东持股数.....	9
图 6 上市险企近四年综合偿付能力充足率表现.....	9
图 7 上市险企近四年核心偿付能力充足率表现.....	10
图 8 《推动公募基金高质量发展行动方案》核心梳理.....	11
表 1 央行推出三大类共十项政策工具支持稳市场稳预期.....	4
表 2 中国平准基金政策推进与市场呼声时间表（2024-2025）.....	6
表 3 对保险资金投资权益类资产比例上限调整的监管政策梳理.....	7
表 4 保险资金长期投资试点历次批复.....	8
表 5 可发行科技创新债券主体及募资用途.....	12
表 6 科技创新债券配套支持机制梳理.....	13
表 7 沪深北交易所对支持发行科技创新债券服务新质生产力通知的梳理.....	14

1.引长钱：流动性注入叠加制度优化，长期资产配置空间再扩容

1.1.降息降准同步发力，市场流动性预期大幅提升

央行潘功胜行长在发布会上表示，将进一步实施好适度宽松的货币政策，加大宏观调控强度，推动经济高质量发展，并推出三大类、共十项货币政策措施，政策组合拳齐发。

1) 数量型政策层面，央行公告自 5 月 15 日起，降低存款准备金率 0.5pp，金融机构平均水平从 6.6% 降至 6.2%，有利于优化流动性结构，降低负债成本，增强银行负债的稳定性，预计将向市场提供长期流动性约 1 万亿元；此外，还阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司存款准备金率从 5% 降至 0%，将有效增强这两类机构面向汽车消费、设备更新投资等领域的信贷供给能力。

2) 价格型政策层面，一方面下调政策利率 0.1pp，即 7 天逆回购利率从此前的 1.5% 降至 1.4%，14 天逆回购和临时操作利率在 7 天操作利率上加减点确定，预计将带动 LPR 同比下降 0.1pp，此项利率调整自 5 月 8 日起实施；另一方面，下调结构性货币政策工具利率 0.25pp，包括各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，均从目前的 1.75% 降至 1.5%；抵押补充贷款(PSL)利率从目前的 2.25% 降至 2%，预计每年可节约银行资金成本 150-200 亿元。此外，还调降个人住房公积金贷款利率 0.25pp，五年期以上首套房利率由 2.85% 降至 2.6%，预计每年节省公积金贷款利息支出超过 200 亿元。

表1 央行推出三大类共十项政策工具支持稳市场稳预期

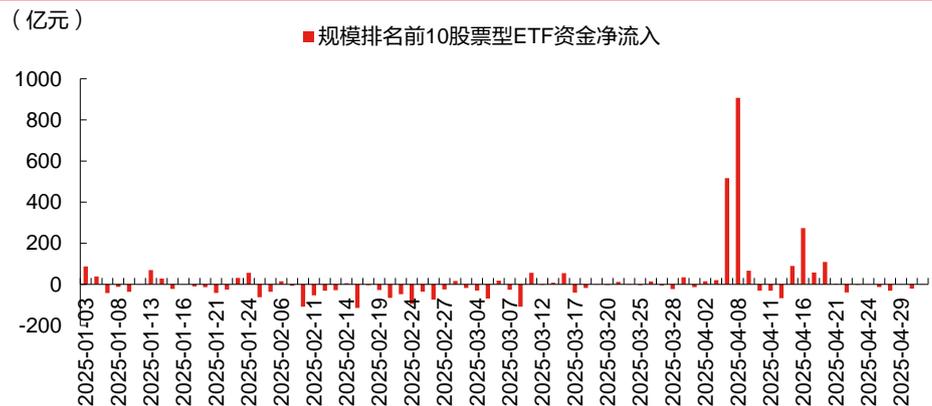
三大类	十小项	具体内容	预计影响
数量型政策	降低存款准备金率	降低存款准备金率 0.5pp (平均水平从 6.6% 降至 6.2%)	预计将向市场提供长期流动性约 1 万亿元
	完善存款准备金制度	阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率 (从 5% 降至 0%)	
价格型政策	下调政策利率	下调政策利率 0.1pp，即公开市场 7 天逆回购操作利率从 1.5% 降至 1.4%	预计将带动 LPR 同步下行约 0.1pp
	降低结构性货币政策工具利率	下调结构性货币政策工具利率 0.25pp，包括：各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，均从 1.75% 降至 1.5%；抵押补充贷款(PSL)利率从 2.25% 降至 2%。	预计每年节约银行资金成本 150-200 亿元
	调降公积金贷款利率	降低个人住房公积金贷款利率 0.25pp，五年期以上首套房利率由 2.85% 降至 2.6%，其他期限的利率同步调整	预计每年节省公积金贷款利息支出超 200 亿元
结构型政策	支持科技创新	增加 3000 亿元科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的 5000 亿元增加至 8000 亿元，持续支持“两新”政策实施	
	支持扩大消费	设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持	
	支持普惠金融	增加支农支小再贷款额度 3000 亿元，与调降相关工具利率的政策形成协同效应，支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放。	
	优化资本市场货币政策工具	将证券、基金、保险公司互换便利(SFISF) 5000 亿元和股票回购增持再贷款 3000 亿元额度合并使用，总额度 8000 亿元	
	创设科技创新债券风险分担工具	央行提供低成本再贷款资金，可购买科技创新债券，并与地方政府、市场化增信机构等合作，通过共同担保等多样化的增信措施，分担债券的部分违约损失风险，为科技创新企业和股权投资机构发行低成本、长周期科创债券融资提供支持。	

资料来源：央行，东海证券研究所

1.2.全力支持类“平准基金”，稳市场作用愈发显著

类“平准基金”持续增持ETF，拉动市场重回上升通道。4月初美国所谓“对等关税”政策导致市场大幅波动，中央汇金4月7日率先表态将作为“国家队”发挥类平准基金作用，坚定看好A股配置价值并立即实施ETF增持，并于次日进一步承诺将持续加大各类ETF配置力度。与此同时，两大国有资本运营平台快速响应：中国国新于8日凌晨宣布启动首批800亿元专项再贷款，重点增持央企及科技创新类股票；中国诚通随后宣布拟追加1000亿元再贷款资金用于上市公司股票增持。从ETF申赎数据来看，4月7日和8日规模前10股票型ETF资金净流入分别达516亿元和907亿元，有效对冲外部冲击带来的市场波动，上证指数4月8日起便步入稳步上升通道。

图1 规模排名前10股票型ETF资金净流入



注：资金净流入测算依据为当日增加份额×当日单位净值。

资料来源：Wind，东海证券研究所

平准基金作为应对市场系统性风险的重要政策工具，在国际实践中已有丰富经验并取得显著成效。从理论层面看，金融市场失灵时政府干预具有必要性，1929年美国大萧条和日本“失去的二十年”等历史教训证明，缺乏有效干预可能导致风险向实体经济蔓延。国际实践方面，美国1934年设立外汇平准基金并在2008年金融危机中通过700亿美元救市基金稳定市场；日本自二战时期就开始运用平准基金，2010年后更发展为央行直接购买ETF的常态化操作；韩国在1989-90年股市泡沫破裂、2003年信用卡危机等关键时点多次设立平准基金，其中2003年干预后股市开启4年牛市；中国香港1998年动用外汇基金成功击退国际炒家的经典案例，更是展现了平准基金维护金融稳定的重要作用。自4月7日中央汇金发表声明后，大量资金涌入股票ETF，市场企稳反弹，进一步验证了平准工具的有效性，也表明设计良好的平准基金有助于及时化解市场危机。

图2 国际平准工具运用典型案例梳理

国家/地区	时间	背景	平准工具形式
中国大陆	2015年	(清理场外配资) 股市动荡	央行给予流动性支持
	2023年	股市动荡	中央汇金出入市
中国香港	1998年	国际炒家恶意做空股市、汇市	外汇基金入市
美国	1934年	放弃金本位, 美元大幅贬值	外汇平准基金入市
	1987年	黑色星期一	美联储提供流动性支持
	2008年	金融危机	美联储提供850亿美元支持AIG(美国国际集团)免于倒闭, 联合十大银行成立700亿美元救市基金
	2020年	新冠疫情	美联储声明通过使用全套工具(无限量购买所需数量的国债和机构抵押支持证券; 使用外汇稳定基金(ESF); 发行一级市场公司信贷融资(PMCCF)和二级市场公司信贷融资(SMCCF); 建立定期资产支持证券贷款设施(TALF); 扩大货币市场共同基金流动性融资(MMLF)的范围; 扩展商业票据融资工具(CPFF); 以及建立“大众商业贷款计划”)来支持家庭、企业和国家整体经济
韩国	2003年	信用卡危机	股市稳定基金入市
	2008年	金融危机	股市稳定基金入市
	2022年	新冠疫情	股市稳定基金入市
日本	1964-65年	经济下行	共同证券基金与证券保有组合基金入市
	1995年	经济下行、阪神大地震	股市安定基金入市
	2010年	金融危机	央行入市购买ETF

资料来源: 公开资料整理, 东海证券研究所

监管明确表态全力支持, 类“平准基金”稳市场作用将愈发显著。证监会吴清主席在此次发布会上表示, 中央汇金公司在前方进行强有力操作, 中国人民银行作为后盾, 这是全世界最有力有效模式之一, 证监会将全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用。从多次政策会议和专家学者表态可以看出, 平准基金已从学术倡议逐步进入政策研究视野, 各方在规模设计和实施路径上逐步形成共识, 即通过制度化资金安排应对市场异常波动, 中央汇金作为类“平准基金”的稳市场作用将愈发显著。

表2 中国平准基金政策推进与市场呼声时间表 (2024-2025)

日期	机构/人物	来源/场合	主要内容
2024/09/24	央行行长潘功胜	国新办发布会	表示央行正在研究平准基金
2024/10/22	中国社会科学院金融研究所	《存量与增量并重: 宏观经济治理思路创新》	建议发行2万亿元特别国债设立平准基金, 通过蓝筹股和ETF操作稳定市场
2024/11/11	央行行长潘功胜	《国务院关于金融工作情况的报告》	将继续完善应对股票市场异常波动等政策工具, 维护金融市场平稳健康运行
2025/03/18	中国人民银行货币政策委员会	第一季度例会	新增“探索常态化的制度安排”, 暗示平准基金可能适时推出
2025/04/07	中央汇金	答记者问	公司一直是维护资本市场稳定的重要战略力量, 是资本市场上的“国家队”, 发挥着类“平准基金”作用
2025/05/07	证监会主席吴清	国新办发布会	全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用

资料来源: 央行, 证监会, 社科院, 东海证券研究所

1.3. 创新货币政策工具额度打通, 提升工具便利性和灵活性

制度便利不断优化, 政策实施效率有所提升。自2024年9月两项创新货币政策工具实施以来, 工具的政策要素不断优化, 例如证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)的参与机构范围由首批20家券商基金扩大到40家的备选机构池, 质押品范围纳入了港股、限售股等, 并指导金融基础设施降低业务收费标准; 股票回购增持再贷款最长期限从1年延长到

3年，将上市公司回购增持股票的自有资金比例要求从30%下降到10%，并且将中国诚通控股和中国国新控股这两个国有资本运营平台纳入到支持范围。

创新货币政策工具额度打通，提升工具便利性和灵活性。制度便利的不断优化，推动额度使用量快速提升。目前，SFISF已开展2次操作，总金额1050亿元，较5000亿元额度上限仍有差距；超过500家上市公司、主要股东公告使用贷款回购增持股票，贷款总金额约3000亿元，此类工具额度使用较为充分。央行潘功胜行长在此次发布会上表示，将SFISF 5000亿元和股票回购增持再贷款3000亿元额度合并使用，总额度8000亿元，额度打通有利于提升工具便利性、灵活性，更好满足不同类型市场主体需求。

1.4.险资权益投资上限进一步提升，预计带来万亿增量资金

金融监管总局于4月8日发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，旨在优化保险资金配置结构，发挥其长期投资优势，提升服务实体经济质效。

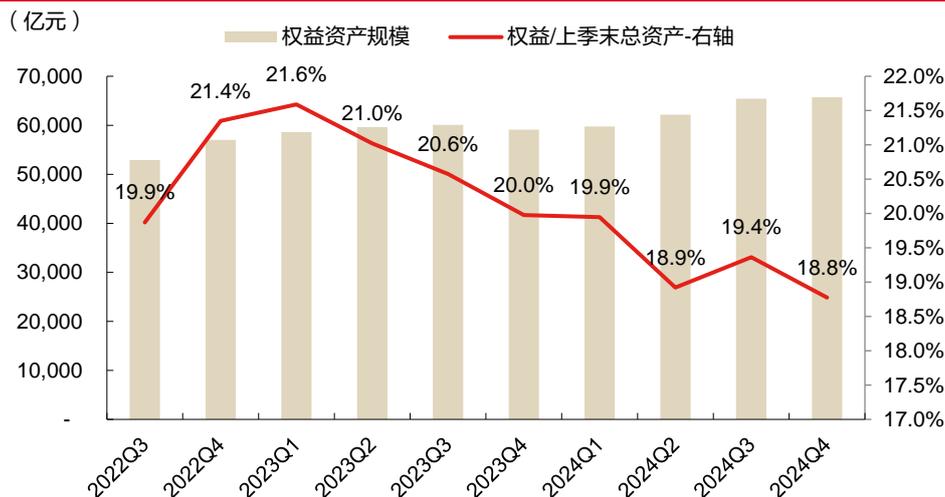
上调权益资产配置比例上限，预计带来1万亿元增量资金。新规在延续差异化监管的基础上，简化了档位标准，从2020年的七档调整为五档，并针对不同偿付能力充足率水平的险企，设定不同上限的权益类资产配置比例，其中对部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调5%。我们以2024年末保险行业资金运用余额33.26万亿元来测算，现阶段权益类资产配置（涵盖股票、证券投资基金和长期股权投资）占总资产比例仅为18.3%，较监管上限仍有较大差距，体现出更为稳健的配置属性，新规落地较难短时间内大幅提升配置比例。但若新规下险企提高3%的权益类资产配置比例，则有望带来约1万亿元增量资金，长线资金入市也能进一步改善投资者结构，提升资本市场活力和信心，进而促进险资进一步提升配置意愿，实现良性循环。

表3 对保险资金投资权益类资产比例上限调整的监管政策梳理

时间	监管机构	政策	主要内容	
2005/02/07	原保监会	《关于保险机构投资者股票投资有关问题的通知》	股票投资余额按成本价格计算，不得超过上年末总资产的5%。	
2010/08/11	原保监会	《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》	1) 投资证券投资基金的余额，不超过上季末总资产的15%； 2) 投资证券投资基金和股票的余额，不超过上季末总资产的25%。	
2014/01/23	原保监会	《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》	1) 投资权益类资产的账面余额，不高于上季末总资产的30%； 2) 重大股权投资的账面余额，不高于上季末净资产。（账面余额不包括保险公司以自有资金投资的保险类企业股权）	
2020/07/17	原银保监会	《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》	上季末综合偿付能力充足率水平 账面余额占上季末总资产比例	
			< 100%	≤ 10%
			[100%, 150%)	≤ 20%
			[150%, 200%)	≤ 25%
			[200%, 250%)	≤ 30%
			[250%, 300%)	≤ 35%
[300%, 350%)	≤ 40%			
≥ 350%	≤ 45%			
2025/04/08	金融监管总局	《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》	上季末综合偿付能力充足率水平 账面余额占上季末总资产比例	
			< 100%	≤ 10%
			[100%, 150%)	≤ 20%
			[150%, 250%)	≤ 30%
			[250%, 350%)	≤ 40%
			≥ 350%	≤ 50%

资料来源：金融监管总局，东海证券研究所

图3 近年来险资权益资产配置比例远不及监管上限



注：权益类资产涵盖股票、证券投资基金和长期股权投资。

资料来源：金监总局，东海证券研究所

提高创投基金投资集中度比例，加大对战略性新兴产业支持力度。新规将保险公司投资单一创业投资基金的账面余额占该基金实缴规模的比例由不得高于 20% 上调至 30%，增加了创投基金的资金供给和募资灵活性；同时，新规引导保险资金加大对国家战略性新兴产业股权投资力度，帮助企业更快地实现技术突破和产品商业化，加速产业创新和升级，助力我国在全球产业链重构中抢占战略制高点。

1.5. 扩大保险资金长期投资试点范围，拟再批复 600 亿元

保险资金长期投资试点已批复 1600 余亿元，参与主体热情较高。第一批保险资金长期股票投资试点于 2023 年 10 月启动，由中国人寿和新华保险联合发起设立的证券投资基金，规模达 500 亿元，已成功投资落地；2025 年 1 月批复太保寿险、泰康人寿、阳光人寿及相关保险资管公司以契约制基金方式参与试点，规模 520 亿元；2025 年 3 月，批复人保寿险、中国人寿、平安人寿、太平人寿、新华人寿开展长期投资试点，规模 600 亿元。此次发布会上，金监总局李云泽局长表示，将进一步扩大保险资金长期投资的试点范围，近期拟再批复 600 亿元，为市场注入更多的增量资金。

表4 保险资金长期投资试点历次批复

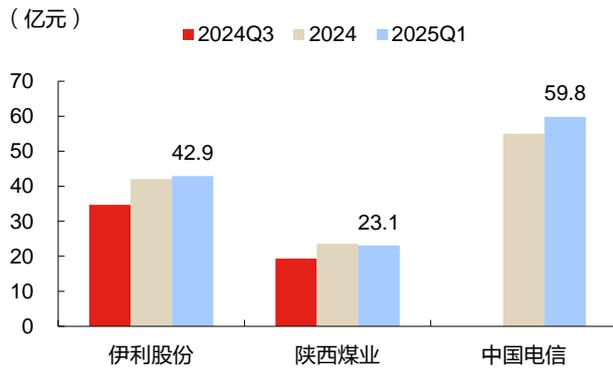
时间	机构	规模
2023 年 10 月	批复中国人寿和新华保险试点发起设立私募证券投资基金	500 亿元
2025 年 1 月	批复太保寿险、泰康人寿、阳光人寿及相关保险资产管理公司以契约制基金方式参与试点	520 亿元
2025 年 3 月	批复人保寿险、中国人寿、平安人寿、太平人寿、新华人寿开展长期投资试点	600 亿元
2025 年 5 月	拟再批复 600 亿元	

资料来源：金监总局，东海证券研究所

陆续出现于上市公司前十大股东名录，增强市场韧性且夯实企业业绩增长基础。中国人寿和新华保险合资设立的鸿鹄志远基金积极布局资本市场投资，从上市公司披露的前十大股东名单来看，其持仓已超过百亿，近期也宣布两大股东分别认购第二期 200 亿元基金份额。我们认为保险资金长期投资试点的扩容，一方面可有效增加长期资金供给，改善市场资金结构，以保险资金长期、稳定的特性平抑市场的过度波动，增强市场的韧性；另一方面此类试

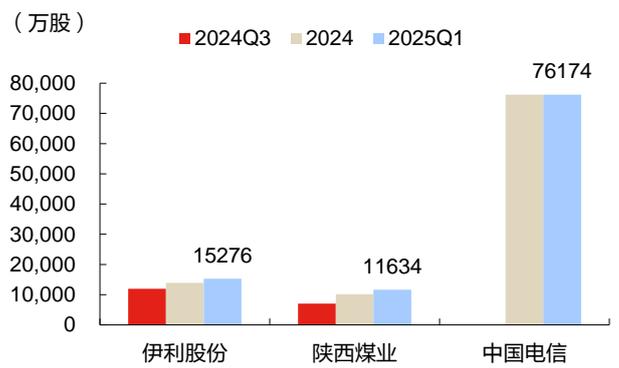
点资金大多为 OCI 账户，获取稳定分红收益的同时并不会带来自身收益的扰动，助力险企实现稳定的业绩增长。

图4 鸿鹄志远位列上市公司前十大股东持仓市值



注：鸿鹄志远于中国电信 2024 年报前十大股东中首次出现。
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 鸿鹄志远位列上市公司前十大股东持股数



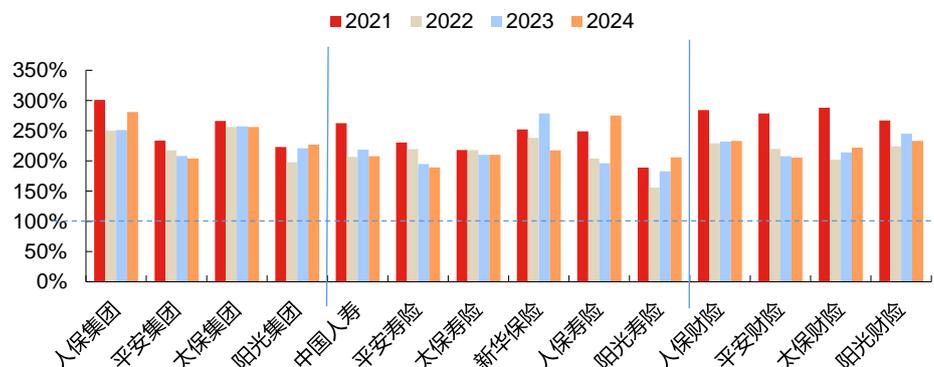
注：鸿鹄志远于中国电信 2024 年报前十大股东中首次出现。
资料来源：Wind，东海证券研究所

1.6.调降险企股票投资风险因子，保险集团资本补充提上日程

调降保险公司股票投资风险因子，增加市场资金供给。金监局李云泽局长在此次发布会上表示，将进一步调降保险公司股票投资风险因子 10%，以支持稳定和活跃资本市场。风险因子调降后，险企在偿付能力充足率测算上的股票投资资本占用减少，一方面降低偿付能力监管压力，在资产配置上有更大的灵活性，有利于提高资金运用效率，增强盈利能力；另一方面也能进一步提升股票资产配置比例，优化资产组合，更好地实现资产负债匹配，实现风险和收益的更加均衡。

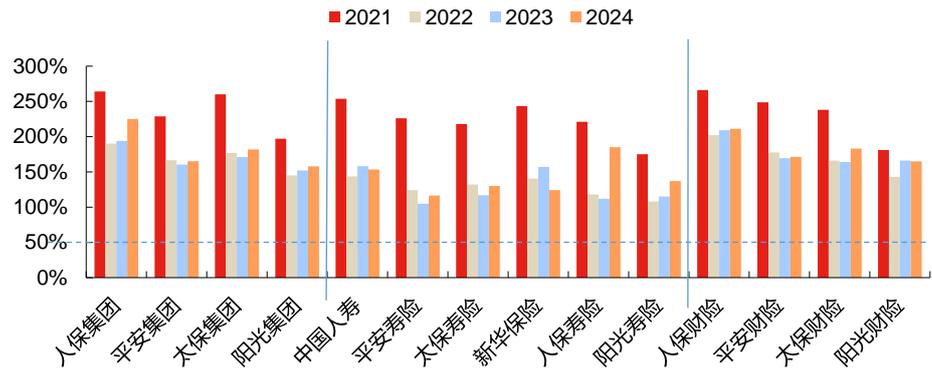
大型保险集团规划资本补充，长钱入市可期。“偿二代二期”工程实施后，对保险公司的资本认可更为严格，最低资本要求有所提高，而随着保险业务规模的不断扩大，产品的销售和投资的扩容均需要资本支撑。因此，据李云泽局长在发布会上表示，大型保险集团已将资本补充提上日程，我们认为资本的注入既能增强整体实力，稳定行业发展节奏，避免发生系统性风险的可能；也能提升资本运用的灵活性，发挥保险资金长期稳定的优势，为资本市场提供增量资金，以加大对实体经济的支持力度，促进实体经济发展。

图6 上市险企近四年综合偿付能力充足率表现



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图7 上市险企近四年核心偿付能力充足率表现



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2. 促长投：落实公募长周期考核，并购重组引导价值投资

2.1. 建立公募基金费率浮动机制，全面落实三年长周期考核

证监会于5月7日发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，从公司治理、产品发行、投资运作、考核机制等维度提出监管指引，力争用三年左右时间，扎实推动各项政策举措落地见效，形成行业高质量发展的“拐点”。

建立与业绩挂钩的浮动费率制度，强化业绩比较基准的约束作用。方案要求对主动管理权益类基金，大力推行与基金业绩表现挂钩的浮动管理费率收取模式，对于符合一定持有期要求的投资者，根据其持有期间产品业绩表现适用差异化的管理费率，并要求未来一年内，引导头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的60%。我们认为浮动费率制度改变了以往无论业绩好坏均按固定费率收取管理费的“旱涝保收”模式，差异化的收费制度安排更能激励基金管理人努力提升投资业绩。此外，方案要求明确基金产品业绩比较基准的设定、修改、披露、持续评估及纠偏机制，对基金公司选用业绩比较基准的行为实施严格监管。我们认为严格的业绩比较基准更能引导管理人聚焦特定的风格和方向，杜绝为追求短期业绩而偏离投资策略的行为，提升整体投资行为的稳定性。

投资收益纳入考核体系，强化基金公司与投资者的利益绑定。方案要求全面建立以基金投资收益为核心的行业考核评价体系，将业绩比较基准对比、基金利润率等直接关乎投资者利益的指标引入考核体系，其中投资收益指标对高管和基金经理考核权重分别不低于50%和80%，相应降低产品管理规模排名、基金公司收入利润等指标的考核权重。我们认为此举可一改过往关注扩大规模而对投资收益重视不足的问题，激励基金经理提升投资水平，努力为投资者获取更好回报，也有利于增强投资者信心和积极性，吸引更多资金流入公募基金市场。

全面实施三年以上长周期考核，并与薪酬制度挂钩以优化激励机制。方案要求对基金投资收益全面实施长周期考核机制，其中三年以上中长期收益考核权重不低于80%，并将三年以上中长期业绩纳入基金公司评价指标体系，构建以五年以上长周期业绩为核心的评价评奖体系，杜绝以短期业绩排名为导向的不合理评价评奖活动。此外，方案督促基金公司建立健全与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制，对三年以上产品业绩低于业绩比较基准10bp的基金经理，要求绩效薪酬应当明显下降，而表现优异的基金经理可以适度提高绩效薪酬。我们认为长周期考核将推动基金经理更加注重基本面研究和长期投资布局，避免短期追踪热点而导致的市场波动和净值阶段性大幅回撤，稳健的投资回报更能增强投资者信任，进而实现

“充足的投资者信心-健康的资本市场生态-长期价值的资产配置-稳健可持续的投资回报”的良性循环。

图8 《推动公募基金高质量发展行动方案》核心梳理

类别	举措	具体内容
产品设计	建立浮动管理费收取机制	对新设立的主动管理权益类基金大力推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式；持有期间产品实际业绩和同期业绩比较基准表现比较后，适用基准/低档/开档费率；在未来一年内，引导管理规模居前的行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的60%；试行一年后，及时开展评估，并予以优化完善，逐步全面推开。
	强化业绩比较基准的约束作用	对基金公司选用业绩比较基准的行为实施严格监管，切实发挥其确定产品定位、明晰投资策略、表征投资风格、衡量产品业绩、约束投资行为的作用
	稳步降低投资者成本	出台《公募基金销售费用管理规定》，合理调降公募基金的认申购费和销售服务费。引导行业机构适时下调大规模指数基金、货币市场基金的管理费率与托管费率。推动降低基金登记结算、指数授权使用、信息披露、审计及法律服务等相关固定费用。
	大力发展权益类基金	1) 分类评价中：显著提升权益类基金相关指标权重，突出权益类基金发展导向； 2) 创新发展：研究推出更多与基金业绩挂钩、投资者回报绑定、鼓励长期持有的浮动费率基金产品。大力发展各类场内指数基金，持续丰富符合国家战略和发展导向的主题投资股票指数基金。研究创设专门参与互换便利操作的场外宽基指数基金试点产品； 3) 优化注册安排：ETF快速注册机制，原则上受理之日起5个工作日内完成；对主动管理权益类基金和场外成熟宽基股票指数基金，扩宽至10日；对明确约定最低持股比例要求的混合型/债券型基金，扩宽至15日； 4) 基金销售机构分类评价：将权益类基金保有规模及占比、首发产品保有规模及占比、投资者盈亏与持有期限、定投业务规模等纳入评价指标体系；优秀机构在产品准入、牌照申请、创新业务等方面依法优先考虑。
考核评价	建立以基金投资收益为核心的考核体系	适当降低规模排名、收入利润等经营性指标的考核权重；基金投资收益指标应当涵盖基金产品业绩和投资者盈亏情况，前者包括基金净值增长率、业绩比较基准对比等指标，后者包括基金利润率、盈利投资者占比等指标。基金公司股东和董事会对公司高管的考核，基金投资收益指标权重不低于50%；对基金经理的考核，基金产品业绩指标权重不低于80%。
	强化分类评价引导作用	将投资者盈亏及占比、业绩比较基准对比、权益类基金占比、投研能力评价情况等纳入基金公司评价指标体系。
	全面落实长周期考核体系	1) 基金投资考核中：三年以上中长期收益考核权重不低于80%； 2) 分类评价考核中：将三年以上中长期业绩、自购旗下权益类基金规模、投资行为稳定性、权益投资增长规模等指标的加分幅度在现有基础上提升50%。前述指标占“服务投资者能力”的评分权重合计不低于80%； 3) 评价评奖体系：修订《公募基金评价业务管理暂行办法》及相关自律规则，构建以五年以上长周期业绩为核心的评价评奖体系，杜绝以短期业绩排名为导向的不合理评价评奖活动。
	收益挂钩的薪酬激励制度	督促建立健全与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制。强化基金公司、高管与基金经理的强制跟投比例与锁定期要求。严格落实基金公司高管和关键岗位人员绩效薪酬延期支付制度，对于严重违法违规的责任人员薪酬依法予以追索扣回。对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过10个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降；对三年以上产品业绩显著超过业绩比较基准的基金经理，可以合理适度提高其绩效薪酬。
行业格局	完善公司治理	修订《证券投资基金管理公司治理准则》，充分发挥国有大股东在公司治理架构中的功能，改革优化基金公司独立董事选聘机制，防范大股东不当干预与内部人控制。
	强化核心投研能力建设	加快“平台式、一体化、多策略”投研体系建设，支持基金经理团队制管理模式；鼓励基金公司加大对人工智能、大数据等新兴技术的研究应用，支持符合条件的基金公司设立科技及运营服务子公司。支持基金公司依法实施员工持股等长效激励措施，提升核心团队稳定性。
	差异化发展	支持优质头部基金公司业务创新发展，促进资产管理和综合财富管理能力双提升。制定中小基金公司高质量发展示范方案，支持特色化经营、差异化发展。支持基金公司市场化并购重组，推动严重违规机构依法出清。

资料来源：证监会，东海证券研究所

2.2.支持上市公司并购重组，围绕产业“强链补链”

并购市场热度高涨，重大资产重组新规或将发布。吴清主席在发布会上披露，去年“并购六条”发布以来，沪深两市披露重组项目近 1400 单，同比增长 40%，其中重大资产重组超 160 单，同比增长 2.4 倍，并表示证监会正抓紧修订《上市公司重大资产重组管理办法》以及相关监管指引，进一步完善“并购六条”配套措施，以更大力度支持上市公司并购重组，围绕产业逻辑“强身健体”、激发活力、提高质量，不断提升创新能力以及风险抵御能力。

并购重组提升投资价值，引导长期资金“长投”理念形成。并购重组有助于促进上市公司整合资源、拓展业务、提升竞争力，进而增强盈利能力和发展潜力，使公司更具投资价值，为长期资金提供优质标的；同时，也能引导资源向高效企业和行业集中，推动产业升级与结构优化，让长期资金更愿意投入前景好的行业和企业，实现资源有效配置。此外，优秀的投资标的和长期资金的良性互动，也让投资者更关注企业长期发展潜力和内在价值，推动形成长期价值投资理念。

3.兴科技：债市“科技板”破茧，科技金融政策工具箱再升级

3.1.创设债市“科技板”，以制度创新激活科技金融“债动力”

央行和证监会于5月7日联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》，从发行主体、产品设计、配套机制、政策支持等维度提出具体举措，旨在拓宽科技创新企业融资渠道，引导债券市场资金精准投向科技创新领域，力争通过多层次债券市场建设，加快培育新质生产力，助力科技金融体系完善。沪深北交易所也出台相应配套细则以进一步支持债市“科技板”落地实施。

丰富科技创新债券产品体系，加快构建多层次债券市场。通知允许金融机构、科技型企业和优质股权投资机构三类主体发行科技创新债券，其中金融机构募集资金可用于贷款、股权投资等多种科技金融支持方式；科技型企业可直接融资用于研发、并购等科技活动；股权投资机构则可募集资金设立或扩募私募股权投资基金。同时，通知鼓励灵活设置债券条款(如含权结构、长期限等)，以更好匹配科技创新领域的长周期、高风险资金需求特点。据央行初步统计，目前已有近100家市场机构计划发行超过3000亿元的科技创新债券，市场响应较为积极。

表5 可发行科技创新债券主体及募资金用途

类别	募资金用途
金融机构	通过贷款、股权、债券、基金投资、资本中介服务等多种途径，专项支持科技创新领域业务
科创型企业	用于科技创新领域的产品设计、研发投入、项目建设、运营、并购等
股权投资机构	用于私募股权投资基金的设立、扩募等

资料来源：证监会，东海证券研究所

完善科技创新债券配套支持机制，为科技创新债券融资提供便利。在发行端，简化信息披露、优化发行流程，并允许金融机构采用余额管理；在评级端，要求评级机构突破传统模式，建立针对科创企业的专项评级体系；在交易端，建立专项做市机制并提高承销评价权重；在风险管控端，引入信用保护工具、地方政府贴息担保等多元化风险缓释手段。此外，通知还明确将科创债券纳入金融机构考核，鼓励险资、养老金等长期资金参与，并推动跨市场基础设施服务优化，形成发行、投资、交易、风险管理的闭环支持。

表6 科技创新债券配套支持机制梳理

分类	具体内容
产品端	发行人可灵活选择发行方式和融资期限，创新设置债券条款，包括含权结构、发行缴款、还本付息等安排，更好匹配资金使用特点及融资需求。
发行端	优化科技创新债券发行管理流程，支持灵活分期发行。 简化科技创新债券信息披露规则，发行人可与投资人约定豁免相关披露信息。
评级端	信评机构可根据股权投资机构、科技型企业及科技创新业务的特点，打破传统以资产、规模为重心的评级思路，合理设计专门的评级方法和评级符号，提高评级的前瞻性和区分度。
交易端	建立科技创新债券专项承销评价体系和做市机制，组织做市商为科技创新债券提供专门做市报价服务，建立承销、做市联动机制。提高科技创新债券承销、做市在承销商、做市商评价体系中的权重。
资金端	各类金融机构、资管机构和社保基金、企业年金、保险资金、养老金等可投资科技创新债券。鼓励创设科技创新债券指数以及与相关指数挂钩的产品。
风险管控端	完善科技创新债券风险分散分担机制，商业银行、保险公司、证券公司等金融机构和专业信用增进机构、担保机构等可根据自身风险定价能力和管理水平，通过开展信用保护工具、信用风险缓释凭证、信用违约互换合约、担保等业务，支持科技创新债券发行和投资交易。 有条件的地方可依托自身财力，设立风险补偿基金或者出台其他优惠政策措施，为科技创新债券提供贴息、政府性融资担保等支持措施。
监督端	加强科技创新债券的事中事后管理，确保募集资金用于支持科技创新领域发展。将科技创新债券纳入金融机构科技金融服务质效评估。 银行间债券市场与交易所债券市场自律组织要加快完善科技创新债券配套规则，相关市场基础设施机构可为科技创新债券提供专门的发行、交易、登记托管、清算结算等服务，适当减免相关服务费用。

资料来源：证监会，东海证券研究所

债市“科技板”创新举措将显著提升债券市场服务科技创新的质效。一是构建差异化融资生态，通过专项评级体系与灵活发行条款的结合，使轻资产科创企业能够突破传统融资约束；二是形成市场正向循环，做市机制与承销激励的协同发力，将有效提升二级市场流动性，吸引更多长期资金配置；三是创新风险定价模式，信用衍生品与政府增信的组合运用，为投资者提供了多层次风险对冲工具。从实施路径看，政策采取“机构先行-市场培育-生态完善”的渐进式推进策略：金融机构将凭借成熟的发债经验成为首批试点主体，重点支持国家战略科技项目；随着配套机制逐步完善，更多专精特新企业和头部创投机构将通过债市获得长期资本，最终形成良性循环。这种制度设计既考虑了当前市场接受度，又为后续扩大试点预留了政策空间。

表7 沪深北交易所对支持发行科技创新债券服务新质生产力通知的梳理

目标	举措	具体内容
进一步拓宽发行主体和募集资金使用范围，扩大科技金融服务覆盖面	新增支持金融机构发行科技创新债券	1. 允许商业银行、证券公司、金融资产投资公司等金融机构发行科技创新债券 2. 募集资金可通过贷款、股权投资、基金投资、资本中介服务等多种方式专项支持科技创新领域
	新增支持股权投资机构募集资金	1. 符合条件的私募股权投资机构和创业投资机构可发行科技创新债券 2. 募集资金可用于私募股权投资基金的设立、扩募
进一步简化信息披露安排，提升信息披露针对性和有效性	简化科技创新债券信息披露安排	1. 适用简明信息披露安排的科技创新债券发行人，可豁免部分披露信息 2. 优质科技型企业可延长财务报告有效期（年度至当年 8 月末，半年度至次年 4 月末） 3. 最近一期无重大变化时可简要披露财务数据变动
	简化申报材料签章文件	1. 董事、监事、高管在申请阶段确认后，每期发行无需重复签署 2. 审计机构对前期文件已出具声明的，后续发行无需重复签署
进一步完善配套支持机制，打造一二级市场联动、投融资协同的良好市场生态	健全科技创新债券融资审核“绿色通道”机制	1. 适用“即报即审”机制 2. 突破关键核心技术的企业可参照知名成熟发行人优化审核安排 3. 无负面情形的审核时限不超过 10 个工作日
	鼓励发行人创新设计债券条款	1. 支持灵活设置发行方式、期限结构、利率挂钩条款等 2. 允许设置预期收益质押、知识产权质押、可转股、利率与项目收益挂钩等创新条款
	优化科技创新债券做市等交易机制安排	1. 支持质押融资，适度提高质押折扣系数，降低做市券门槛 2. 鼓励券商承销与做市联动，纳入券商年度评价
	引导投资机构加大对科技创新债券投入	1. 鼓励银行理财、券商资管创设专项科创债券产品 2. 推动科创债券类 ETF 发展 3. 支持社保基金、企业年金等中长期资金配置
	降低科技创新债券交易结算成本	1. 免收发行认购经手费、上市初费与年费、现券交易经手费等 2. 配合免收登记费、派息兑付手续费等结算费用

资料来源：沪深北交易所，东海证券研究所

3.2. 优化科技信贷和科技保险服务，加大新质生产力服务力度

金监总局李云泽局长在发布会上表示，将持续推动银行保险机构加大对科技创新的支持力度，积极探索科技金融的新路径，未来从以下三个着力点深入推进：

1) 优化信贷服务，促进产业加快转型升级。据金监总局数据，高新技术企业贷款增速是各项贷款平均增速的近 3 倍，要推动建立信贷支持科技创新的专项机制，支持银行有序设立科技金融专门机构，鼓励探索长周期的科技贷款绩效考核制度。此外，18 个城市试点银行的科技企业并购贷款“首单”业务都已经落地，金监总局表示将尽快出台实施并购贷款管理办法，进一步释放并购贷款的潜力，促进产业加快转型升级。

2) 强化保险保障，落实风险分担。会议表示将加快制定科技保险高质量发展的意见，更好发挥风险分担和补偿作用，支持更多以共保体方式为重大科技攻关提供保险保障，推动研发机器人、低空飞行器等新兴领域的保险产品，切实为企业创新发展保驾护航。

3) 扩大股权投资，加大对科创企业投资力度。监管表示鼓励保险资金按照市场化原则积极参与创业投资，有序开展对未上市科技企业的重大股权投资，并且支持符合条件的全国性商业银行设立金融资产投资公司，昨日兴业银行获批筹建兴银金融资产投资有限公司，对科创企业的投资力度持续增强。

4.风险提示

资本市场改革不及预期：监管政策调整可能导致业务发展策略落地不到位，包括对衍生品、直接融资等券商业务监管的收紧，可能进一步影响投资者对于市场发展的信心，进而影响一级市场募投管退链条的畅通与二级市场交易活跃度等。

重点领域风险明显上升：市场需求依然较弱，房地产行业信用风险压力仍存在。若房地产开发商及个人按揭贷款违约率明显上升将引起银行业资产质量明显恶化。此外，银行业对三农、中小微企业、服务业等市场薄弱主体的信贷支持力度较大，这类主体抗风险能力较弱，宏观经济快速下行将影响其还款能力。

区域经济明显转弱：信贷增速下行背景下，东部地区中小银行受益于扎实产业基础有望实现较快增长。若区域经济明显转弱，信贷需求与企业经营将受到较大影响，会导致本地银行业绩驱动力明显减弱。

美联储降息落地节奏不及预期：美国当前劳动力市场依旧强劲，通胀水平仍处高位，若回落不及预期或引发美联储态度转向偏慢，从而约束我国利率下行空间。

银行业资产负债期限匹配风险：参考海外部分中小银行风险经验，在利率低位时，商业银行资产端不宜对长久期利率产品配置占比过高。利率回升时可能引发久期错配，净息差压缩催生的流动性危机及挤兑风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089