

活跃资本市场的潜在举措？

——行业专题报告

投资要点

□ 7 月 24 日政治局会议明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，8 月 18 日证监会就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问，在下一步政策部署上提到了大力发展权益基金、提高上市公司投资吸引力、优化完善交易机制、引入更多中长期资金等方面，我们对这些方面的历史政策进行回顾，并对未来潜在的政策及效果进行展望。

□ 潜在的政策工具箱

1、投资端

(1) 引导中长资金入市：中长期资金是资本市场的稳定器，中长期资金入市能够优化投资者结构、提升资本市场效率。近几年来，“引导中长期资金入市”多次被监管提及，成为投资端改革中至关重要的环节，具体的方式包括提升险资权益仓位，发展金融衍生品服务中长期资金的风险管理需求，扩大公募规模，提高权益基金占比等。**险资方面：**2020 年 7 月，银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，明确八档权益类资产监管比例，最高可到占上季末总资产的 45%，赋予公司更多自主投资权。2023 年 6 月，股票和基金占到行业总投资资产的 12.9%，处于近 10 年的中枢水平，如果加上长股投等其他权益类资产，则预计总的权益类资产占比大概在 23%左右。23Q1，保险行业的平均综合偿付能力充足率为 190.3%，相对应的权益资产占比上限为 25%。如果政策工具箱对保司综合偿付能力充足率的要求适当降低，或者在认定方面更为宽松，则险企在权益资产的投资占比将有进一步的提升空间，按悲观、中观、乐观三种场景，即入市资金比例分别提升 1%、2%、3%，则推测对应的增量资金规模 0.27 万亿、0.54 万亿、0.81 万亿元。**养老金方面：**①社保基金：2021 年末，规模达 3 万亿元。根据监管规定，按成本计算，社保基金的权益类资产占比不得高于 40%，假设政策工具箱将社保权益配置比例提升 5%-10%，社保基金相应提升权益仓位，则预计增量资金 0.16 万亿-0.32 万亿元。②个人养老金：第三支柱个人养老金未来空间广阔，未来 10 年，有望达到 3.4 万亿的总规模，按悲观、中观、乐观三种场景，分别假设个人养老金入市占比 10%、20%、30%，则测算对应入市规模可达 0.34 万亿、0.68 万亿、1 万亿元。**公募方面：**2018 年银行理财新规允许公募理财产品通过投资各类公募基金间接进入股市。2022 年 11 月，五部门联合发布《个人养老金实施办法》，证监会发布《个人养老金投资公募基金业务管理暂行规定》，对参与个人养老金投资公募基金业务的各类市场机构及其展业行为予以明确规范，公募基金有望迎来长期稳定资金来源。

(2) 提高上市公司质量

投资端改革不仅需要引导中长期资金入市，让中长期资金“愿意来”，还要让资金在好的投资环境中获得不错的体验感，投资优质的公司，有助于让市场更加健康稳健发展，才能“留得住”投资者，因此提高上市公司质量、严格落实退市制度，从而提高市场新陈代谢效率至关重要。我国退市制度中的退市指标持续优化，对重大违法违规的处罚力度不断加强，近年来退市公司数量增长较快。2020 年以前每年退市数量不超过 20 家，但退市新规实施后，市场上只“进”不“出”的情况有所改善，2022 年共 50 家公司退市，创历史新高。随着退市制度继续改革完善，未来退市公司数量或将继续增加。

2、交易端

(1) 降低投资交易成本：投资者的交易成本包括印花税、股票过户费、证管费、交易经手费、券商佣金等，历史上均有下调，尤其是印花税经历过多次下调，已经成为了调控市场的工具。如 1991 年、2001 年、2005 年、2008 年 4 月、2008 年 9 月下调印花税之前的半年内，指数的涨跌幅分别为 -33%/-25%/-12%/-39%/-43%，说明在市场持续低迷的时期，有可能推出下调交易成本的政策

行业评级：看好(维持)

分析师：梁凤洁
执业证书号：S1230520100001
021-80108037
liangfengjie@stocke.com.cn

分析师：洪希柠
执业证书号：S1230523070001
hongxing@stocke.com.cn

研究助理：胡强
huqiang@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《业绩增速放缓，业务条线分化》 2023.07.19
- 2 《费率改革正式启动，利好行业长期发展》 2023.07.09
- 3 《半年度策略：业绩向上，价值重估》 2023.05.18

来活跃资本市场。从政策发布后的效果来看，第二个交易日指数表现以上涨居多，2008 年降低印花税的消息让上证综指大涨 9%，活跃市场的效果显著。

(2) **放松融资融券规则**：2019 年 8 月，证监会对两融业务出台重大政策，取消了最低维持担保比例不低于 130% 的限制，完善维持担保比例的计算公式，将两融标的数量从 950 只扩大至 1,600 只，标的增幅达 68%，是 2013 年 9 月以来最大增幅。2021 年以来，两融相关的政策也在持续推出。融资融券本质上一种使用杠杆的交易方式，两融业务的相关松绑政策，有助于投资者提高资金杠杆。

□ 板块或将如何受益

券商板块：①**基本面**：经纪业务方面有望受益于市场活跃度提升后成交量的扩大，信用业务有望受益于两融规模的提升，资管业务有望受益于公募规模的扩张等等；②**情绪面**：若有一系列活跃资本市场的举措推出，进一步增强投资者信心，有望强化券商板块的贝塔。

保险板块：①**投资收益**：险企投资端直接受益于股市上行，尤其在权益仓位进一步提升后，将能进一步增厚股市上涨带来的业绩表现，同时，交易成本降低将节省险企开支，证券出借业务利于盘活险企存量金融资产。②**波动性**：中长期资金入市，由于其更追求长期稳定的收益，短期交易性操作减少，故能适当降低股市的波动性，这对险企利润表现的稳定性有所提升，降低不确定性风险。

□ 投资建议

券商板块：活跃度+流动性=买券商，新一轮活跃资本市场的政策开始推出，有望催化板块行情。当前板块 PB 估值 1.4x，10 年分位数 20%，我们认为估值仍有 30% 以上的修复空间。具体的选股思路包括：①**低估值龙头央国企**，最潜在受益于活跃资本市场改革举措：推荐中信证券、华泰证券、中金公司 H，建议关注招商证券。②**经纪业务弹性标的**，受益于成交额放大：推荐东方财富，建议关注国信证券、招商证券。③**财富管理收入占比高、参控股优质基金公司的券商**：推荐广发证券、东方证券。④**业绩高增长**：推荐东方证券，建议关注东吴证券。

保险板块：股市好+顺周期=买保险，资产端股市向好、地产风险缓释，对保险板块形成第一阶段催化；后续随着稳增长政策的持续推进，经济复苏预期增强，长端利率有望底部回升，同时，保费快增，进而形成资产负债共振，进一步驱动保险第二阶段行情。当前板块 PEV 估值 0.63x，10 年分位数 12%，估值修复空间第一阶段看 24%，第二阶段 49%。具体的选股思路包括：①**资产端高弹性的个股**：推荐中国人寿，建议关注新华保险。②**负债端 NBV 高增或边际改善更大的个股**：推荐中国平安、中国太保。

□ 风险提示

宏观经济大幅下行，政策不及预期，行业数据测算偏差风险。

正文目录

1 潜在政策	5
1.1 投资端：引导中长资金入市	6
1.2 投资端：提高上市公司质量	11
1.3 交易端：降低投资交易成本	14
1.4 交易端：放松融资融券规则	16
1.5 交易端：延长交易时间	18
2 受益逻辑	19
3 投资建议	24
4 风险提示	26

图表目录

图 1: 社保基金中交易性金融资产规模及占比.....	8
图 2: 美国 IRA、DC 持有的共同基金规模占共同基金比重.....	11
图 3: 美国 IRA、401K 资金中配置共同基金的占比.....	11
图 4: 我国公募基金中权益基金规模占比低于美国且波动较大.....	11
图 5: 我国历年退市公司数量远低于上市公司数量.....	13
图 6: 美国每年退市公司数量达数百家.....	13
图 7: 我国上市公司退市原因变化.....	14
表 1: 证监会答记者问总结.....	5
表 2: 近几年来“推动中长期资金入市”被频繁提及.....	6
表 3: 险资可投资资产品种的政策演变.....	7
表 4: 险资权益类资产投资比例上限.....	7
表 5: 险资及养老相关资金入市测算.....	9
表 6: 养老相关基金可能拓展的投资范围.....	9
表 7: 股指期货相关政策调整情况.....	10
表 8: 退市制度相关的重要政策.....	12
表 9: 2020 年退市新规全面修订了财务指标类、交易指标类、规范类、重大违法类退市标准.....	12
表 10: 历次下调交易成本后市场的表现.....	14
表 11: 下调印花税后成交额的变化情况.....	15
表 12: 历次两融标的扩容情况.....	16
表 13: 两融余额扩张规模测算.....	17
表 14: 世界主要交易所交易时长.....	18
表 15: 公募基金对上市券商的利润贡献度（2022 年）.....	19
表 16: 上市券商经纪业务净收入占比.....	20
表 17: 上市券商利息净收入占比.....	21
表 18: 股市上涨不同幅度下的险企业绩提升.....	23
表 19: 偿付能力放宽后的险企业绩提升.....	23
表 20: 上市券商估值、业绩、公司属性对比.....	24
表 21: 主要上市险企权益资产及非标资产占比情况.....	25

1 潜在政策

7月24日政治局会议明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，8月10日上交所提出要加快在完善交易制度和优化交易监管方面推出一系列务实举措，我们认为交易所新规是新一轮活跃资本市场政策的开端。8月18日证监会就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问，在下一步政策部署上提到了大力发展权益基金、提高上市公司投资吸引力、优化完善交易机制、引入更多中长期资金等方面，我们对这些方面的历史政策进行回顾，并对未来潜在的政策及效果进行展望。

表1: 证监会答记者问总结

政策分类	政策方向	具体措施
	引入更多中长期资金。	1、支持全国社保基金、基本养老保险基金、年金基金扩大资本市场投资范围。 2、研究完善战略投资者认定规则，支持全国社保基金等中长期资金参与上市公司非公开发行。 3、制定机构投资者参与上市公司治理行为规则，发挥专业买方约束作用。 4、优化投资交易监管，研究优化适用大额持股信息披露、短线交易、减持限制等法规要求，便利专业机构投资者投资管理。 5、五是丰富场内外金融衍生投资工具，优化各类机构投资者对衍生品使用限制，提升风险管理效率。 6、丰富个人养老金产品体系，将指数基金等权益类产品纳入投资选择范围。
投资端	加快投资端改革，大力发展权益类基金。	1、放宽指数基金注册条件，提升指数基金开发效率，鼓励基金管理人加大产品创新力度。 2、推进公募基金费率改革全面落地，降低管理费率水平。 3、引导头部公募基金公司增加权益类基金发行比例，促进公募基金总量提升和结构优化。 4、引导公募基金管理人加大自购旗下权益类基金力度。 5、建立公募基金管理人“逆周期布局”激励约束机制，减少顺周期共振。 6、拓宽公募基金投资范围和策略，放宽公募基金投资股票股指期货、股指期货、国债期货等品种的投资限制。
	提高上市公司投资吸引力，更好回报投资者。	1、制定实施资本市场服务高水平科技自立自强行动方案。 2、强化分红导向，推动提升上市公司特别是大市值公司分红的稳定性、持续增长性和可预期性。 3、修订股份回购制度规则，放宽相关回购条件，支持上市公司开展股份回购。 4、深化上市公司并购重组市场化改革。 5、进一步推动中国特色估值体系建设。 6、统筹好一二级市场平衡。合理把握IPO、再融资节奏，完善一二级市场逆周期调节。
	激发市场机构活力，促进行业高质量发展。	1、研究推出深证100股指期货期权、中证1000ETF期权等系列金融期货期权品种，更好满足投资者风险管理需要。 2、落实差异化监管政策，对优质私募股权创投基金简化登记备案，进一步推进私募股权创投基金实物分配股票试点。 3、大力发展中国特色指数体系和指数化投资，鼓励各类资金通过指数化投资入市。
	持香港市场发展，统筹提升A股、港股活跃度。	1、持续优化互联互通机制，进一步拓展互联互通标的范围，在港股通中增设人民币股票交易柜台。 2、在香港推出国债期货及相关A股指数期权。
	加强跨部委协同，形成活跃资本市场合力。	1、推动优化上市公司股权激励个人所得税纳税时点等资本市场相关税收安排。 2、推动建立健全保险资金等权益投资长周期考核机制，促进其加大权益类投资力度。

交易端 优化完善交易机制，提升交易便利性。	3、引导和支持银行理财资金积极入市。 4、支持银行类机构等更多投资者全面参与交易所债券市场。 1、降低证券交易经手费，同步降低证券公司佣金费率。 2、进一步扩大融资融券标的范围，降低融资融券费率，将ETF纳入转融通标的。 3、完善股份减持制度，加强对违规减持、“绕道式”减持的监管，同时严惩违规减持行为。 4、优化交易监管，增强交易便利性和畅通性，提升交易监管透明度。 5、研究适当延长A股市场、交易所债券市场交易时间，更好满足投资交易需求。
融资端 激发市场机构活力，促进行业高质量发展。	1、实施融资融券逆周期调节，在杠杆风险总体可控的前提下，研究适度降低场内融资业务保证金比率。 2、优化证券公司风控指标计算标准，适当放宽对优质证券公司的资本约束，提升资本使用效率。
融资端 进一步支持高水平科技自立自强	1、支持在美上市中概股在香港双重上市。 1、建立突破关键核心技术的科技型企业上市融资、债券发行、并购重组“绿色通道”，提高审核注册效率，增加优质上市公司供给。 2、持续完善科技型企业股权激励制度机制，优化实施程序，豁免短线交易，助力科技型企业吸引稳定人才。 3、优化科技型上市公司融资环境，积极研究更多满足科技型企业需求的融资品种和方式，研究建立科创板、创业板储架发行制度。 4、适当提高轻资产科技型企业重组估值包容性，支持科技型企业综合运用各类支付工具实施重组。 5、加强债券市场对科技创新的精准支持，重点支持高新技术和战略性新兴产业企业债券融资，将优质企业科创债纳入基准做市品种，支持新型基础设施以及科技创新产业园区等发行科技创新领域REITs。此外，积极支持私募股权创投基金发展，落实差异化监管政策，对优质私募股权创投基金简化登记备案，引导创投基金更多投向科技创新领域。

资料来源：证监会，浙商证券研究所 注：标红的条款为近期已出以及我们在文中分析到的条款。

1.1 投资端：引导中长期资金入市

中长期资金是资本市场的稳定器，中长期资金入市能够优化投资者结构、提升资本市场效率。近几年来，“引导中长期资金入市”多次被监管提及，成为投资端改革中至关重要的环节。

表2：近几年来“推动中长期资金入市”被频繁提及

时间	事件	主要内容
2019.09	外汇管理局取消 QFII 投资总额度限制	外汇管理局取消 QFII 投资总额度限制，同时也取消了 QFII 单家投资额度备案和审批。
2019.09	证监会全面深化资本市场改革工作座谈会	意见明确，提高中长期资金占比，支持更多优秀公募基金管理人参与养老金管理。
2020.06	陆家嘴论坛	中国银保监会主席郭树清表示，近期，中国银保监会拟推出六项举措支持资本市场发展。一是增加新的机构投资者；二是加大权益类资管产品发行力度；三是推进银行与基金公司、银行与保险公司等各类机构深度合作；四是引导商业银行有序处置非标不良资产，鼓励新设理财子公司加大证券投资；五是支持保险公司增加资本市场投资；六是对保险公司权益类资产配置实行差异化比例监管，引导保险机构将更多资金配置于权益类资产。
2020.07	银保监会办公厅发布通知	为进一步深化保险资金运用市场化改革，赋予保险公司更多投资自主权，实施差异化的审慎监管。
2020.09	2020 中国国际金融年度论坛	银保监会将培育非银行金融机构特色优势，把发展直接融资放在更加突出的位置，大力发展养老第三支柱有序进行，引导理财、保险资金等各类中长期资金进入资本市场。
2021.02	证监会发言人答记者问	证监会将以更大力度推进投资端改革，不断壮大市场买方力量，支持更多优质资产管理机构申请公募业务牌照，并持续优化中长期资金入市环境。
2021.03	全国人大代表、全国政协委员提出建议	通过完善相关法规制度、培育壮大专业投资者、引导长期投资、丰富金融产品等方式，大力推进资本市场投资端改革，优化中长期资金入市环境。

2021.12	17届中国（深圳）国际期货大会	推动中长期资金参与金融期货市场，积极丰富品种供给。
2022.04	证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》	支持差异化发展、强化长效激励约束机制、积极推动创新产品发展、提高中长期资金占比、着力提高投资者获得感、加快构建行业新发展格局等。
2022.05	证监会副主席接受采访	证监会定调四大举措鼓励中长期资金入市，举措一：五大布局推动公募高质量发展；举措二：全力做好个人养老金政策落地工作；举措三：推动机构投资者发挥专业买方作用；举措四：持续完善中长期资金“愿意来、留得住”的市场环境。
2022.11	人力资源社会保障部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会印发《个人养老金实施办法》	对个人养老金参加流程、资金账户管理、机构与产品管理、信息披露、监督管理等方面做出具体规定。
2023.06	陆家嘴论坛	中国证监会主席易会满表示，将继续大力发展权益类基金，推动公募基金行业“总量提升、结构优化”，进一步推动各类中长期资金加大权益类资产配置。
2023.07	中金所发布“长风计划”	支持会员等中介机构服务中长期资金参与金融期货市场，提升机构风险管理能力，促进树立期现一体的投资理念。

资料来源：财政部，国家税务总局，人力资源社会保障部，证监会，银保监会，中金所，浙商证券研究所

险资提升权益仓位，带来长期增量资金。 保险资金是资本市场重要的机构资金来源之一，2013-2022年，保险资金运用余额稳步增长，达25.1万亿元，年复合增速14%。从权益资产配置看，2023年6月，股票和基金占到行业总投资资产的12.9%，处于近10年的中枢水平，如果加上长股投等其他权益类资产，则预计总的权益类资产占比大概在23%左右。根据监管的要求，险企的权益投资比例受到公司综合偿付能力充足率的制约，23Q1保险行业的平均综合偿付能力充足率为190.3%，相对应的权益资产占比上限为25%。如果政策工具箱对保司综合偿付能力充足率的要求适当降低，或者在认定方面更为宽松（比如提高保单未来盈余计入核心资本的比例、适当降低权益类资产的市场风险基础因子等），则险企在权益资产的投资占比将有进一步的提升空间，按悲观、中观、乐观三种场景，我们分别假设险资提升入市资金比例1%、2%、3%，则推测对应的增量入市资金规模0.27万亿、0.54万亿、0.81万亿元。

表3：险资可投资资产品种的政策演变

时间	政策	险资可投资种类变化
2004.10	《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》	<ul style="list-style-type: none"> 原有范围：银行存款、利率债、金融债、基金。 新增种类：股票、可转债。
2010.09	《保险资金运用管理暂行办法》、 《保险资金投资不动产暂行办法》	<ul style="list-style-type: none"> 新增种类：基础设施等债权计划、不动产、股权、境外等。
2012.10	原保监会《关于保险资金投资有关金融产品的通知》、 《保险资金参与金融衍生产品交易暂行办法》	<ul style="list-style-type: none"> 新增种类：银行理财、银行业信贷资产支持证券、信托公司集合信托计划、券商专项资管计划以及项目资产支持计划，金融衍生品等。
2022.05	原银保监会《关于保险资金投资有关金融产品的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 新增种类：理财公司理财产品、单一资产管理计划、债转股投资计划等。

资料来源：银保监会，浙商证券研究所

表4：险资权益类资产投资比例上限

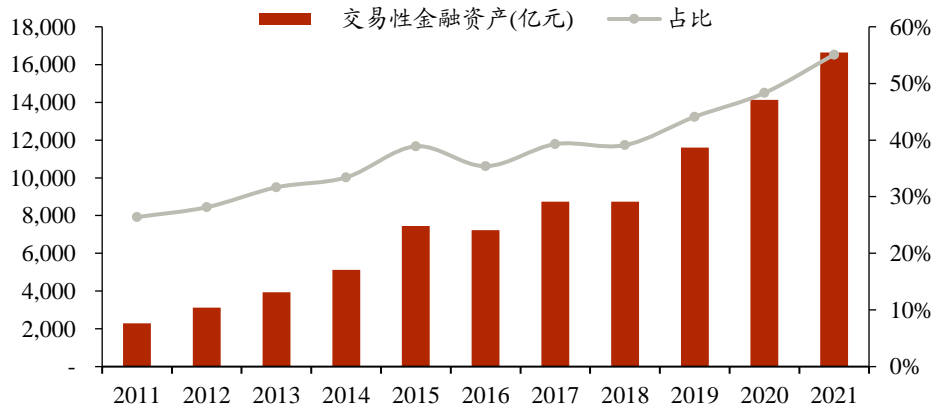
上季末综合偿付能力充足率	权益类投资余额占上季末总资产的比例上限
< 100%	10%
【100%，150%）	20%
【150%，200%）	25%

【200%， 250%）	30%
【250%， 300%）	35%
【300%， 350%）	40%
350%及以上	45%

资料来源：银保监会，浙商证券研究所。注：当上季末保司综合偿付能力充足率不足 100%时，保司应当立即停止新增权益类资产投资

养老资金乘政策东风而上，有望贡献持续的长期资金。我国已经进入深度老龄化社会，但养老资金的积累不足，政策持续加大在养老体系方面的支持力度，社保基金、个人养老金等作为稳定的长期资金，是资本市场的重要力量。①**社保基金**：2021 年末，规模达 3 万亿元。根据监管规定，按成本计算，社保基金的权益类资产占比不得高于 40%，社保基金理事会没有披露实际的权益配置占比，但从交易性金融资产的占比看（从 2011 年的 26.4%，增加至 2021 年的 55.1%），推测社保基金持续加大权益资产的配置比例。假设政策工具箱将社保权益配置比例提升 5%-10%，社保基金相应提升权益仓位，则预计对市场带来 0.16 万亿-0.32 万亿元增量资金。②**个人养老金**：第三支柱个人养老金未来空间广阔，在长期利率水平趋势下降背景下，居民的超额储蓄有望向收益率更高的权益资产转移，美国权益市场长期牛市，个人养老金参与股市也获得了更高的投资回报。假设国内政策工具箱通过进一步加大税收优惠、提供更加多元化的养老产品，则预计个人养老金增量规模可达 3.4 万亿元。根据美国的经验，其个人养老金在权益资产的配置比例很高，截至 2018 年底，美国传统 IRA（个人退休账户）与罗斯 IRA 账户中投向股票及股票基金的占比分别高达 51.1%、66.4%，未来 10 年，我们按悲观、中观、乐观三种场景，分别假设国内个人养老金入市占比 10%、20%、30%，则测算对应入市规模可达 0.34 万亿、0.68 万亿、1 万亿元。

图1： 社保基金中交易性金融资产规模及占比



资料来源：社保基金年报，浙商证券研究所

表5: 险资及养老相关资金入市测算

主体类型	总投资规模 (万亿元)	股市仓位提升假设			对应增量入市资金规模测算 (万亿元)			各主体总投资规模假设说明
		悲观	中观	乐观	悲观	中观	乐观	
保险公司	27.1	1%	2%	3%	0.27	0.54	0.81	假设今年保险行业投资规模同比增长8%，参考依据为去年同比增速7.8%。
社保基金	3.2	5%	7.5%	10%	0.16	0.24	0.32	假设2022年和今年的投资规模增速均为3.5%，参考依据为2021年同比增速3.3%。
个人养老金	3.4	10%	20%	30%	0.34	0.68	1.02	按未来10年的个人养老金规模测算，详见浙商外发报告《个人养老金，东风起，盛宴开》。

资料来源：金监局，社保基金会，浙商证券研究所。

扩充养老相关资金投资范围：可投资品种更丰富，预计逐步拓展。目前，全国社保基金、基本养老保险基金、年金基金均可投资于银行存款、国债、金融债等相对标准化的固收类产品，以及公募基金、股票等权益类资产，总体来说，主要为流动性高、风险低的标准化的金融资产。未来政策工具箱在投资范围的扩充上，预计增加基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）、债权计划、金融衍生品等多样化的投资工具，且适当增加境外投资品种，以为各类基金提供更多的品种选择。多样化的投资工具，有利于各类基金获取更高的回报，增厚总体投资收益，但应该同时看到，全国社保基金、基本养老保险基金、年金基金的资金性质均与当前或未来的养老需求相关，对资金的安全性、长期性要求较高，可拓展的投资品种在带来潜在高收益的同时，也增加投资风险，同时，优质的非标资产也面临“资产荒”的挑战，故预计各类养老相关基金将逐步审慎拓展投资范围，在风险可控的前提下，探索拓展。

表6: 养老相关基金可能拓展的投资范围

基金类型	当前可投资范围	可能拓展的投资品种
全国社保基金	<ul style="list-style-type: none"> •境内：银行存款、国债、上市流通的证券投资基金、股票、信用等级在投资级以上的企业债、金融债等有价证券、信托贷款、股权等；其中，理事会直接运作的仅限于银行存款和国债。 •境外：银行存款、外国政府债、公司债、股票、基金等。 	<ul style="list-style-type: none"> •REITs、债权计划、金融衍生品等；对于理事会直接运作的基金，可能增加股票、基金、金融债等。
基本养老保险基金	<ul style="list-style-type: none"> •限于境内，包括银行存款、中央银行票据、同业存单、国债、金融债、企业(公司)债、地方政府债券、可转换债、资产支持证券、债券回购、养老金产品、上市流通的证券投资基金、股票、股权、股指期货、国债期货等；国家重大工程和重大项目建设，国有重点企业改制、上市的股权。 	<ul style="list-style-type: none"> •REITs、债权计划、金融衍生品等；境外市场。
年金基金	<ul style="list-style-type: none"> •境内：银行存款、标准化债权类资产、债券回购、信托产品、债权投资计划、公开募集证券投资基金、股票、股指期货、国债期货、养老金产品。 •香港：通过股票型养老金产品或公开募集证券投资基金，投资港股通标的。 	<ul style="list-style-type: none"> •REITs、股权、金融衍生品等；香港以外的其他境外市场。

资料来源：国务院，人社部，全国社保理事会，浙商证券研究所

金融衍生品是机构提升风险管理能力的工具，能够助力中长期资金参与金融期货市场。近几年来，我国金融衍生品不断扩容，2019年股指期货扩容，上交所、深交所上市沪

深 300ETF 期权，中金所上市沪深 300 股指期货，新的期权产品推出后，交易量迅速追赶 50ETF 期权。2022 年中金所上市了中证 1000 股指期货、中证 1000 股指期权和上证 50 股指期权，上交所上市了中证 500ETF 期权；深交所上市了创业板 ETF 期权、中证 500ETF 期权和深证 100ETF 期权。2023 年，上交所上市了科创 50ETF，30 年期国债期货在中金所挂牌上市，30 年期国债期货正是管理长期资金的保险机构防范化解利率风险所需要的产品。8 月 18 日，证监会答记者问时也提及，研究推出深证 100 股指期货期权、中证 1000ETF 期权等系列金融期货期权品种，更好满足投资者风险管理需要。允许更多境内外投资机构在审慎前提下使用衍生品管理风险。

2017 年以来中金所通过调整“过度交易”的监管标准、下调保证金率、手续费率等方式对股指期货四次松绑，交易量也随之回升。2023 年股指期货迎来第五次松绑，自 2023 年 3 月 20 日起，四大股指期货各合约平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之二点三，进一步降低交易成本。衍生品品种丰富以及交易政策松绑，能够支持中长期资金参与资本市场，为中长期资金保驾护航。

表7：股指期货相关政策调整情况

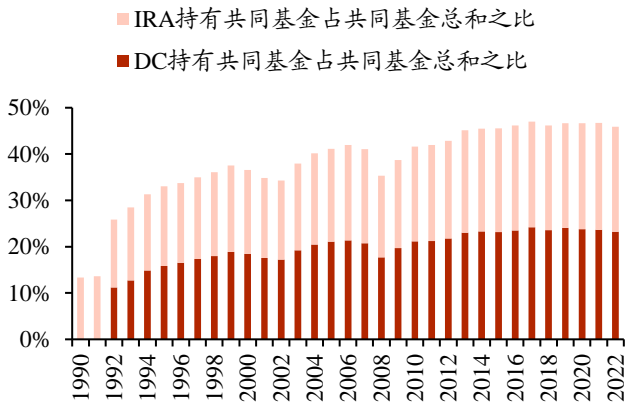
时间	非套期保值保证金			套期保值保证金			日内过度交易监管标准	平今仓手续费
	IF300	IH50	IC500	IF300	IH50	IC500		
2015 年 9 月 7 日之前	30%	30%	30%	10%	10%	10%	无限制	万分之 1.15
2015 年 9 月 7 日	40%	40%	40%	20%	20%	20%	10 手	万分之 23
2017 年 2 月 17 日	20%	20%	30%	20%	20%	20%	20 手	万分之 9.2
2017 年 9 月 18 日	15%	15%	30%	15%	15%	20%	20 手	万分之 6.9
2018 年 12 月 3 日	10%	10%	15%	10%	10%	15%	50 手	万分之 4.6
2019 年 4 月 22 日	10%	10%	12%	10%	10%	12%	500 手	万分之 3.45
2023 年 3 月 20 日	10%	10%	12%	10%	10%	12%	500 手	万分之 2.3

资料来源：财联社，浙商证券研究所

扩大公募规模，提高权益基金占比。

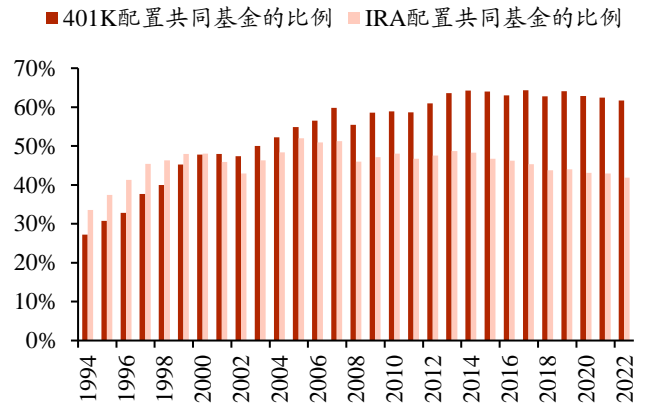
- **扩大公募规模方面：**2018 年银行理财新规允许公募理财产品通过投资各类公募基金间接进入股市。2022 年 11 月，五部门联合发布《个人养老金实施办法》，证监会发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》，对参与个人养老金投资公募基金业务的各类市场机构及其展业行为予以明确规范，公募基金有望迎来长期稳定资金来源。从美国的经验来看，上世纪 70、80 年代美国开启养老体系改革后为共同基金市场带来大量增量资金，美国共同基金市场加速发展，1975-1985 年复合增速达 27%。截至 2022 年末，美国的 401 (K) (雇主发起式养老计划) 和 IRA 计划 (个人养老账户) 配置在共同基金上的资金占比分别为 62% 和 42%，养老金是共同基金的重要来源。未来若是相关机构投资公募基金的限制进行放宽，则有更多长期资金助推公募扩容。

图2: 美国 IRA、DC 持有的共同基金规模占共同基金比重



资料来源: wind, 浙商证券研究所

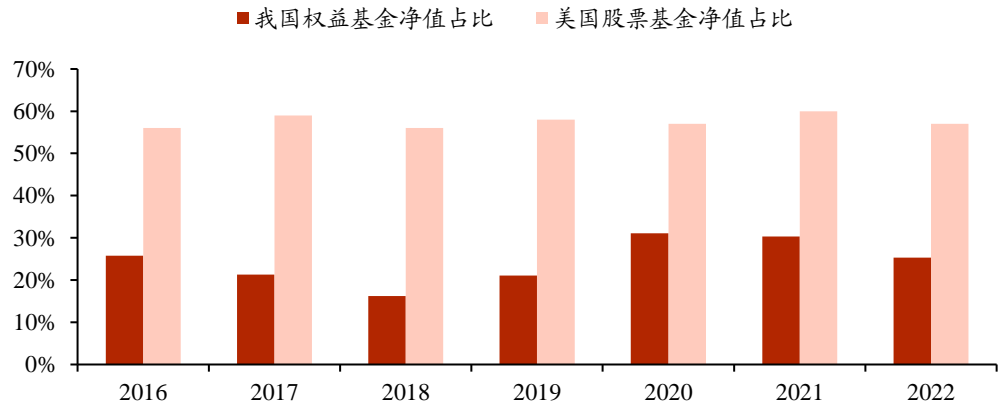
图3: 美国 IRA、401K 资金中配置共同基金的占比



资料来源: wind, 浙商证券研究所

- 提高权益产品占方面:** 美国共同基金中股票型占比保持在 50%以上且占比较为稳定, 我国公募基金中权益基金(包括股票+偏股型)净值占比约 25%, 且占比会随着股票市场表现而出现较大波动, 如 2018 年时占比仅 16%。我国的权益产品占比不高且波动, 主要是由于投资收益不够理想、产品供给不足等原因造成。改善投资收益方面有提高上市公司质量、改善投资者结构稳定市场等方法。而产品供给方面, 后续或将引导基金公司加强投研团队建设、与境外机构合作, 研发更多可供选择的中长期权益产品。

图4: 我国公募基金中权益基金规模占比低于美国且波动较大



资料来源: wind, ICI, 浙商证券研究所

1.2 投资端: 提高上市公司质量

不断完善退市制度, 提高上市公司质量。投资端改革不仅需要引导中长期资金入市, 让中长期资金“愿意来”, 还要让资金在好的投资环境中获得不错的体验感, 投资优质的公司, 有助于让市场更加健康稳健发展, 才能“留得住”投资者, 因此提高上市公司质量、严格落实退市制度, 从而提高市场新陈代谢效率至关重要。

2000年以后我国退市制度开始真正实施。从退市制度的发展历程来看，我国的退市制度萌芽起始于1994年的《公司法》和1999年的《证券法》，部分条款涉及退市制度，构建了初步的框架，但由于规定不够明确，并没有产生让公司退市的实际效果。2001年证监会发布了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》，明确规定了亏损三年的公司将暂停上市，当年PT水仙终止上市，是我国第一家真正退市的公司。2012年，上交所、深交所发布了完善上市公司退市制度的方案，并且首次提出“面值退市”。

对重大违法的处罚力度持续加强。2014年证监会发布了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》，这次改革较为严格，确立了重大违法类退市指标，此后对违法违规的处罚力度持续加强。2018年，证监会发布《关于修改〈关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见〉的决定》，进一步完善了重大违法强制退市的内容。2020年新《证券法》实施，取消了暂停上市、强化了信息披露要求、加大了违法违规的处罚力度，如信息披露违法行为的处罚由原先最高60万元提升至最高1,000万元。

表8: 退市制度相关的重要政策

时间	机构	主要内容
2001.02	证监会	《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》发布，针对连续亏损上市公司的暂停上市和终止上市做出了具体规定。
2006.11	深交所	《中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》发布，从上市公司财务、规范运作和市场交易三大方面增加了七项退市新指标，以进一步完善优胜劣汰机制，提高上市公司质量。
2012.07	沪深交易所	上市公司退市制度完善方案发布，增加了退市指标，引入净资产、营业收入、审计意见类型和市场交易等退市指标，首次提出“面值退市”。
2014.10	证监会	《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》实施，此次改革严格，尤其是在强制退市方面的规定包括实施重大违法公司强制退市制度、严格执行不满足交易标准要求的强制退市指标、严格执行体现公司财务状况的强制退市指标等。
2018.07	证监会	《关于修改〈关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见〉的决定》发布，不仅将欺诈发行、重大信息披露违法行为纳入强制退市情形，还将涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为纳入强制退市情形。
2020.03	全国人大常委会	新证券法实施，在证券发行方面系统体现了注册制相关内容，强化信息披露要求，加大了证券领域违法处罚力度。
2020.12	沪深交易所	沪深交易所分别正式发布了退市新规，全面修订了财务指标类、交易指标类、规范类、重大违法类退市标准。同时取消了暂停上市、恢复上市环节，优化退市整理期等，提高退市效率。

资料来源：全国人大常委会，证监会，沪深交易所，浙商证券研究所

“史上最严退市制度”推出。2020年底上交所、深交所发布了退市新规，全面修订了财务指标类、交易指标类、规范类、重大违法类指标退市标准；简化了退市流程，提高退市效率；优化了风险警示指标，强化风险揭示效果。常态化退市机制的形成有利于加速A股市场新陈代谢、保证资本市场平稳运行，从而提高资本市场对国内外长期资金的吸引力。展望未来，更多对退市指标的丰富、量化、细化政策有可能推出。

表9: 2020年退市新规全面修订了财务指标类、交易指标类、规范类、重大违法类退市标准

新规修订	主要内容
优化退市指标	1、财务类指标：取消了原来的单一净利润指标或营业收入指标，改为“扣非前后净利润为负+营业收入低于人民币1亿元”，连续2年将终止上市。计算“营业收入”时，不包括非主营业务收入以及不具有商业实质的关联交易收入。第一年因触及财务类指标被实施退市风险警示的公司，第二年如果再次触及财务类指标或者审计意见类型指标的任一指标，股票将直接终止上市，其有助于堵住上市公司规避退市风险的漏洞； 2、交易类指标：由原先的“面值退市”明确为“1元退市”，且新增了市值退市标准，即连续20个交易日总市值低于人民币3亿元的则终止上市；

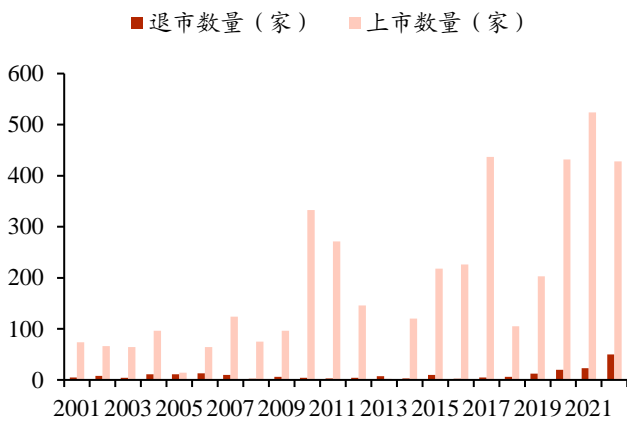
	3、规范类指标: 新增“信息披露、规范运作存在重大缺陷且拒不改正和半数以上董事对于半年报或年报不保真”两类情形;
	4、违法类指标: 进一步明确财务造假退市判定标准, 新增造假金额和造假比例的量化指标。
简化退市流程	1、若公司连续两年净利亏损且营业收入低于1亿元人民币, 就将终止上市, 不再有暂停上市和恢复上市环节; 2、新标准将退市整理期由原先的30个交易日缩短为15个交易日, 退市整理期首日不设涨跌幅, 且取消交易类退市情形的退市整理期; 3、将重大违法类退市连续停牌时点从收到行政处罚事先告知书或法院判决之日, 延后到收到行政处罚决定书或法院生效判决之日。
强化风险警示	1、新增“最近连续三个会计年度扣除非经常性损益前后净利润孰低者均为负值, 且最近一个会计年度财务会计报告的审计报告显示公司持续经营能力存在不确定性”的其他风险警示情形; 2、新增“最近一个会计年度内部控制被出具否定意见或无法表示意见审计报告, 或未按照规定披露内部控制审计报告”的其他风险警示情形; 3、优化风险警示股票的适当性管理和交易机制安排, 强化风险揭示和投资者保护力度。

资料来源: 浙商证券研究所

我国上市公司退市原因逐步变化。2005年以前因连续亏损退市的公司数量占比较高, 多的时候在50%以上, 与《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》的颁布有关。2007-2017年之间因吸收合并退市的公司数量占比较高, 主要是为了化解产能过剩的问题。近几年来, 因重大违法、信息披露等原因退市的公司较多, 可见从严打击财务造假等违法违规行为的实际操作在加强, 我国资本市场也将有“进”有“出”、优胜劣汰。

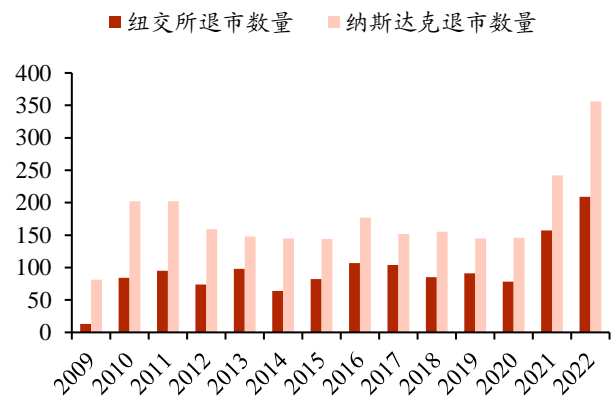
近年来退市公司数量增长较快, 但仍远小于上市公司数量。我国每年上市公司数量达数百家, 而每年退市数量在2020年以前不超过20家, 远低于美国每年数百家的退市数量。退市新规实施后, 市场上只“进”不“出”的情况有所改善, 2022年共50家公司退市, 创历史新高。随着退市制度继续改革完善, 未来退市公司数量或将继续增加。

图5: 我国历年退市公司数量远低于上市公司数量



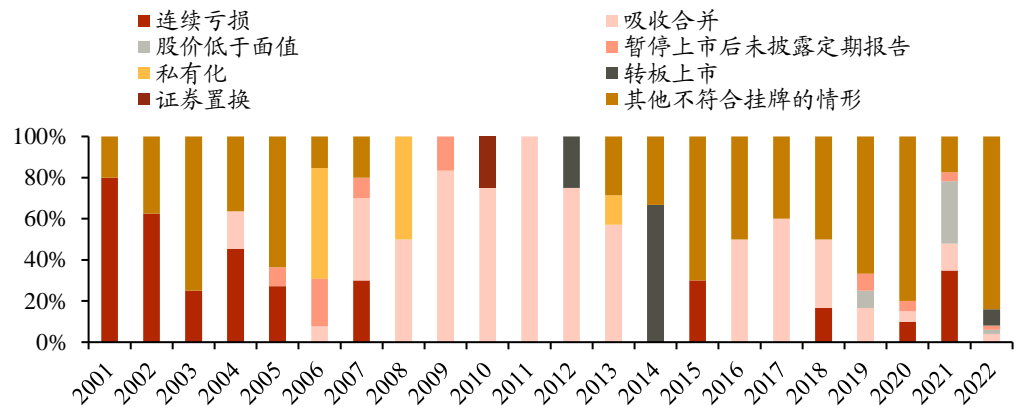
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图6: 美国每年退市公司数量达数百家



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图7：我国上市公司退市原因变化



资料来源：wind，浙商证券研究所

1.3 交易端：降低投资交易成本

投资者的交易成本包括印花税、股票过户费、证管费、交易经手费、券商佣金等，各类交易成本历史上均有过若干次下调。8月18日，上交所发布《关于调整股票交易经手费收费标准的通知》，自2023年8月28日起，将A股、B股股票交易经手费从按成交金额的0.00487%双向收取下调为按成交金额的0.00341%双向收取，降幅达30%。我们认为不排除后续进一步下调其他交易成本的可能。

下调时机：投机者的交易成本可以被视作用来调节市场的工具之一，尤其是股票印花税的调节作用较强。1991年、2001年、2005年、2008年4月、2008年9月下调印花税之前的半年内，指数的涨跌幅分别为-33%/-25%/-12%/-39%/-43%，由此可见，在市场持续低迷的时期，有可能推出下调交易成本的相关政策来活跃资本市场。

下调效果：从政策发布的当天或第二个交易日来看（考虑到政策发布时间可能在盘后，对当日涨跌幅不造成影响，我们结合当日及第二个交易日的表现来观察即时效果），指数表现以上涨居多，2008年降低印花税的消息让上证综指大涨9%。从政策发布一个月的效果来看，下调证管费、经手费、过户费等方式带来的涨跌幅相对平稳，1991、1999年下调印花税后一个月内指数上涨超20%，下调印花税的效果远超其他方式。从成交额变化来看，历次印花税下调都伴随着成交额的放大。

从以往降低投资者交易成本的时机和效果来看，政治局会议提出“活跃资本市场，提振投资者信心”后，不排除采用下调交易成本的方式的可能性。

表10：历次下调交易成本后市场的表现

交易成本类型	措施	日期	措施发布当天涨跌幅	措施发布后的交易日涨跌幅	措施发布一周内涨跌幅	措施发布一个月涨跌幅
印花税	1991年10月10日，印花税税率由6‰下调为3‰。	19911010	-10%	4%	0%	28%
	1998年6月12日，印花税税率由5‰下调为4‰。	19980612	3%	-1%	3%	1%
	1999年6月1日，B股印花税税率由4‰下降为3‰。	19990601	3%	-2%	4%	22%
	2001年11月16日，印花税由4‰下调到2‰	20011116	2%	1%	1%	3%

	2005年1月23日, 印花税由2‰下调到1‰	20050123	2%	2%	-2%	6%
	2008年4月24日, 印花税从3‰调整为1‰	20080424	9%	-1%	13%	6%
	2008年9月19日, 证券交易印花税由双边征收改为单边征收, 税率保持1‰	20080919	9%	8%	21%	2%
过户费	2012年4月30日, 沪深证券交易所和中国证券登记结算公司宣布, 降低A股交易的相关收费标准, 总体降幅为25%。调整后, 结算公司上海分公司的A股交易过户费将按照成交面额的0.375‰双向收取。	20120430	2%	2%	2%	0%
	2012年8月2日, 中国结算宣布, 上海市市场向买卖双方投资者分别收取的A股交易过户费下调20%, 从按成交面额的0.375‰收取降为按成交面额的0.3‰收取。	20120802	-1%	1%	2%	-4%
	2015年7月9日, A股交易过户费由沪市按照成交面值0.3‰、深市按照成交金额0.0255‰向买卖双方投资者分别收取, 统一调整为按照成交金额0.02‰向买卖双方投资者分别收取。	20150709	6%	5%	9%	7%
	中国结算2022年4月28日宣布, 将股票交易过户费由现行沪深市场A股按照成交金额0.02‰、北京市场A股和挂牌公司股份按照成交金额0.025‰双向收取, 统一下调为按照成交金额0.01‰双向收取。	20220428	1%	2%	1%	5%
证管费	从2012年7月1号开始, 中国证监会向上海、深圳证券交易所收取的证券交易监管费收费标准, 对股票由按年交易额的0.04%调整为按年交易额的0.02%收取。	20120701	0%	0%	0%	-5%
经手费	2012年4月30日, 沪深证券交易所和中国证券登记结算公司宣布, 降低A股交易的相关收费标准, 总体降幅为25%。调整后, 沪深证券交易所的A股交易经手费将按照成交金额的0.087%。	20120430	2%	2%	2%	0%
	2012年8月, 沪、深证券交易所宣布A股交易经手费将按成交金额的0.0696%双向收取, 降幅为20%。	20120802	-1%	1%	2%	-4%
	2015年7月, 沪深交易所宣布A股交易经手费将由按成交额0.0696%双边收调整为按成交额0.0487%双边收取。	20150701	-5%	-3%	-18%	-14%

资料来源: 财政部, 中央结算, 证监会, 浙商证券研究所 注: 由于措施可能是盘后发布, 因此结合发布当日和第二个交易日来看即期影响。1991年指数为深证成指, 其他为上证指数。

表11: 下调印花税后成交额的变化情况

下调印花税情况	成交额变化
1998年6月12日, 印花税税率由5‰下调为4‰。	日均成交额从1996年5月的44亿元增长至1996年10月的183亿元。
1999年6月1日, B股印花税率由4‰下降为3‰。	日均成交额从1999年5月的124亿元骤增至1999年6月的407亿元。
2001年11月16日, 印花税由4‰下调到2‰	日均成交额由2001年10月的108亿元增长至2002年3月的223亿元左右。
2005年1月23日, 印花税由2‰下调到1‰	日均成交额由2004年12月的90亿元左右增长至2005年3月129亿元。
2008年4月24日, 印花税从3‰调整为1‰	日均成交额由2008年3月的1,359亿元左右增长至2008年5月1,473亿元。
2008年9月19日, 证券交易印花税由双边征收改为单边征收, 税率保持1‰	日均成交额由2008年8月的562亿元左右增长至2008年12月1,026亿元。

资料来源: wind, 浙商证券研究所

1.4 交易端：放松融资融券规则

2019年三箭齐发，两融规则大松绑。融资融券本质上一种使用杠杆的交易方式，两融业务的相关松绑政策，有助于投资者提高资金杠杆。2019年8月，证监会对两融业务出台重大政策，取消了最低维持担保比例不低于130%的限制，完善维持担保比例的计算公式，除现金、股票、债券外，客户还可以券商认可的其他资产作为补充担保物，将两融标的数量从950只扩大至1,600只，标的增幅达68%，是2013年9月以来最大增幅。

近几年来仍有两融相关政策持续推出。2021年12月，银保监会发布《关于保险资金参与证券出借业务有关事项的通知》，允许保险资金参与证券出借业务。2022年10月，沪深交易所扩大融资融券标的股票范围，共新增600只股票，这是两融标的7次扩容，且下调转融资费率40bps。2023年2月1日，证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见，提及所有上市的新股在上市首日即可纳入融资融券标的范围。一系列积极政策能够激发两融业务活力，扩大两融规模。2023年4月，为进一步降低证券公司转融通业务成本，提升行业资金使用效率和保证金精细化、差异化管理水平，中证金融下调证券公司保证金比例，并且根据证券公司风险管理能力、持续合规及业务发展状况，将转融通保证金比例档次由两档调整为三档。

表12： 历次两融标的扩容情况

时间	沪市标的（只）	深市标的（只）	沪深总计（只）	增幅
2010.03	50	40	90	
2011.12	180	98	278	209%
2013.01	300	200	500	80%
2013.09	400	300	700	40%
2014.09	500	400	900	29%
2016.12	525	425	950	6%
2019.08	800	800	1600	68%
2022.10	1000	1200	2200	38%

资料来源：沪深交易所，浙商证券研究所

展望未来，扩大两融标的、下调费率等政策是活跃市场的潜在工具。我们对政策可带来的两融扩张规模进行测算。

截至2023年8月7日，全部上市股票中有约1,207（不包括ST和*ST股票）只未纳入两融标的范围，流通市值合计54,926亿元。假设乐观情况下有一半纳入两融（约600只标的），流通市值合计27,463亿元（简单假设每只标的市值相同）；中性情况下，假设有30%的标的纳入两融（约360只），流通市值合计约16,478亿元；悲观情况下，假设有20%的标的纳入两融（约240只），流通市值合计约10,985亿元。

从现有两融标的来看，平均每只标的的融资融券余额/流通市值的比例为3%，我们假设悲观情况下，政策未起到提升活跃度的作用，每只新增的两融标的将带来的两融余额增量=流通市值*3%；若乐观情况下有下调转融资费率等政策推出，使市场风险偏好进一步提升，则假设每只新增的两融标的将带来的两融余额增量=流通市值*5%；若中性的情况下，则假设每只新增的两融标的将带来的两融余额增量=流通市值*4%。

当前制度下，新上市的公司即纳入两融范围，我们统计了 2022 年以来上市公司的流通市值，再计算每月平均，即假设每月新上市公司带来的流通市值为 2,382 亿元，三个月维度看则是 7,146 亿元，同上，我们假设悲观、中性、乐观情况下练功两融余额分别为流通市值的 3%、4%、5%。综上，在悲观、中性、乐观的情况下，单季度内两融余额将较 2023 年 8 月 7 日增长 3%、6%、11%至 1.65/1.69/1.77 万亿元。

表13: 两融余额扩张规模测算

	两融余额 (亿元)	较实施日起的增速
2010.3.21	0.7	
3 个月	14	19343%
6 个月	45	64414%
2011.11.25	377	
3 个月	397	6%
6 个月	559	48%
2013.1.31	1,197	
3 个月	1,796	50%
6 个月	2,333	95%
2013.9.16	2,788	
3 个月	3,380	21%
6 个月	3,880	39%
2014.9.22	5,948	
3 个月	10,116	70%
6 个月	14,000	135%
2016.12.12	9,545	
3 个月	9,122	-4%
6 个月	8,671	-9%
2019.8.19	9,054	
3 个月	9,716	7%
6 个月	10,781	19%
2022.10.21	15,517	
3 个月	15,114	-3%
6 个月	16,383	6%
2023.8.7	15,939	
3 个月悲观	16,483	3%

3 个月中性	16,884	6%
3 个月乐观	17,669	11%

资料来源：wind，浙商证券研究所

1.5 交易端：延长交易时间

我国交易时间低于国际市场。当前我国 A 股交易时间为每天 4 小时，根据财联社报道，目前英国、法国、德国三个国家每天的证券交易时间达 8.5 小时；亚太地区韩国证券交易所香港联交所交易时长为 6.5 个小时，香港市场交易时间为 5.5 个小时，东京证券交易所交易市场也超过我国，为 4.5 个小时。

表14：世界主要交易所交易时长

交易所	所在国家	交易时长（小时）
伦敦证券交易所	英国	8.5
泛欧证券交易所	法国	8.5
法兰克福证券交易所	德国	8.5
新加坡证券交易所	新加坡	8
纽约证券交易所	美国	6.5
韩国证券交易所	韩国	6.5
澳大利亚证券交易所	澳大利亚	5.5
香港联合交易所	中国	5.5
东京证券交易所	日本	5
台湾证券交易所	中国	4.5
沪深证券交易所	中国	4

资料来源：财联社，浙商证券研究所

利好互联互通，但预计对成交量拉动程度有限。不考虑集合竞价，当前 A 股交易时间段分为上午时段 9:30-11:30 以及下午时段 13:00-15:00，港股交易时间分为上午时段 9:30-12:00 以及下午时段 13:00-16:00。若延长 A 股交易时间，尤其是延迟下午时段结束时间，有望提高与港股股市交易时段的重叠度，增强互联互通，利好更多跨境、互联互通产品的交易，吸引更多国际投资者通过香港市场投资中国。我们认为市场赚钱效应足，中长期稳定资金作为压舱石的情况下，才有望更大程度上提高成交量和流动性。但是从当前 A 股投资者结构来看，根据证监会披露的数据来看，个人投资者交易占比仍有约 60%，与机构投资者相比，个人投资者的交易行为出现投机性的概率更大，因此股市的投资回报率未必稳定，预计延长交易时间对成交量增长的拉动程度有限。

2 受益逻辑

券商板块:

1、投资端

(1) 引导中长资金入市: 通过引导养老金等中长期资金进入权益市场, 有望扩大公募基金规模, 从而有利于增厚基金公司的收入、利润, 参控股优质公募基金的券商有望受益, 如广发证券、东方证券等。

(2) 提高上市公司质量: 加强资本市场的“优胜劣汰”, 提高上市公司的可投资价值, 从而能够吸引更多资金入市, 或将激发市场的活跃度、提升投资收益, 券商的经纪、两融、投资业务都有望受益。

表15: 公募基金对上市券商的利润贡献度(2022年)

券商名称	公募基金名称	参持股比例	基金营业收入	基金净利润(亿元)	券商归母净利润对22A净利润贡献(亿元)	净利润对22A净利润贡献	净利润贡献合计
西南证券	银华基金	44%	37	8	3	117%	117%
东北证券	银华基金	19%	37	8	2	67%	86%
	东方基金	58%	7	1	2	19%	
长城证券	景顺长城基金	49%	42	14	9	75%	84%
	长城基金	47%	10	2	9	9%	
第一创业	银华基金	26%	37	8	4	53%	73%
	创金合信基金	51%	10	2	4	20%	
东方证券	东方红	100%	27	8	30	28%	53%
	汇添富基金	35%	68	21	30	25%	
	长城基金	18%	10	2	30	1%	
国海证券	国海富兰克林基金	51%	7	2	2	50%	50%
兴业证券	兴证全球基金	51%	43	17	26	33%	39%
	南方基金	9%	65	18	26	6%	
中泰证券	万家基金	49%	16	3	6	27%	27%
广发证券	广发基金	55%	84	21	79	15%	26%
	易方达基金	23%	139	38	79	11%	
申万宏源	富国基金	28%	74	21	28	21%	24%
	申万菱信基金	67%	6	1	28	3%	
招商证券	博时基金	49%	53	17	81	10%	21%
	招商基金	45%	58	18	81	10%	
海通证券	富国基金	28%	74	21	65	9%	12%
	海富通基金	51%	13	5	65	4%	
华泰证券	华泰柏瑞基金	49%	14	4	111	2%	8%
	南方基金	41%	65	18	111	7%	
国信证券	鹏华基金	50%	44	10	61	8%	8%
西部证券	西部利得基金	51%	4	1	4	7%	7%
中信证券	华夏基金	62%	75	22	213	6%	6%

长江证券	长信基金	45%	6	2	15	5%	5%
光大证券	光大保德信基金	55%	5	1	32	2%	5%
	大成基金	25%	19	4	32	3%	
财通证券	财通基金	40%	7	2	15	5%	5%
国泰君安	华安基金	51%	36	10	115	5%	5%
东兴证券	东兴基金	100%	1	0	5	2%	2%
国元证券	长盛基金	41%	5	1	17	2%	2%
华安证券	华富基金	49%	4	0	12	2%	2%
方正证券	方正富邦基金	67%	3	0	21	1%	1%
浙商证券	浙商基金	25%	3	0	17	1%	1%
东吴证券	东吴基金	70%	2	0	17	1%	1%
中信建投	中信建投基金	100%	3	0	75	0%	0%
国金证券	国金基金	51%	2	0	12	0%	0%
国联证券	中海基金	33%	2	(0)	8	-1%	-1%
南京证券	富安达基金	49%	1	(1)	6	-4%	-4%
红塔证券	红塔红土基金	59%	0	(1)	0	-78%	-78%

资料来源: wind, 公司年报, 浙商证券研究所

2、交易端

(1) 降低投资交易成本: 若降低交易成本带来市场成交额的放大, 有利于增厚券商的代理买卖证券业务手续费及佣金净收入, 代买收入主要由成交额以及券商收取的佣金率决定, 当券商佣金率不变时(其他投资交易成本由证监会、交易所等机构收取), 代买收入对的增幅将与成交额的增幅接近。活跃度提高后, 投资者申购基金产品的意愿也有望加强, 从而利好券商的代理销售金融产品收入增长。经纪业务收入占比高的券商有望受益, 如大中型券商中的东方财富、国信证券、招商证券, 中小券商中的方正证券、太平洋等。

表16: 上市券商经纪业务净收入占比

股票代码	公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	5 年均值
601901.SH	方正证券	39%	42%	55%	55%	46%	47%
300059.SZ	东方财富	38%	46%	42%	41%	43%	42%
601099.SH	太平洋	76%	19%	42%	31%	33%	40%
000783.SZ	长江证券	36%	28%	39%	46%	50%	40%
002926.SZ	华西证券	30%	25%	36%	43%	52%	37%
600906.SH	财达证券	30%	30%	36%	30%	36%	32%
600918.SH	中泰证券	28%	25%	35%	33%	39%	32%
002736.SZ	国信证券	32%	29%	34%	30%	32%	32%
002945.SZ	华林证券	18%	25%	30%	43%	38%	31%
600909.SH	华安证券	32%	22%	30%	35%	33%	30%
601059.SH	信达证券	36%	30%	28%	28%	27%	30%
600999.SH	招商证券	28%	21%	28%	27%	34%	27%
600109.SH	国金证券	26%	26%	27%	27%	29%	27%
601696.SH	中银证券	19%	21%	30%	35%	32%	27%
601990.SH	南京证券	30%	27%	28%	26%	24%	27%

601788.SH	光大证券	29%	25%	23%	26%	31%	27%
601162.SH	天风证券	17%	15%	18%	24%	59%	27%
601881.SH	中国银河	35%	27%	29%	23%	19%	27%
601375.SH	中原证券	26%	22%	25%	19%	34%	25%
600369.SH	西南证券	18%	17%	24%	27%	38%	25%
601456.SH	国联证券	30%	22%	28%	21%	21%	24%
000776.SZ	广发证券	23%	18%	23%	23%	25%	22%
601211.SH	国泰君安	19%	19%	24%	22%	22%	21%
601066.SH	中信建投	21%	21%	21%	21%	22%	21%
000728.SZ	国元证券	22%	21%	22%	19%	19%	21%
601108.SH	财通证券	21%	16%	18%	21%	25%	20%
601688.SH	华泰证券	21%	17%	21%	21%	22%	20%
601555.SH	东吴证券	19%	20%	21%	23%	17%	20%
000750.SZ	国海证券	25%	15%	18%	19%	24%	20%
000166.SZ	申万宏源	21%	15%	19%	19%	25%	20%
601995.SH	中金公司	20%	19%	19%	20%	20%	20%
002673.SZ	西部证券	22%	18%	20%	18%	18%	19%
002939.SZ	长城证券	19%	17%	15%	16%	29%	19%
601198.SH	东兴证券	18%	17%	17%	19%	22%	19%
600030.SH	中信证券	20%	17%	21%	18%	17%	19%
601377.SH	兴业证券	21%	11%	16%	19%	26%	18%
000686.SZ	东北证券	10%	9%	15%	18%	22%	15%
601878.SH	浙商证券	19%	16%	14%	13%	11%	14%
600837.SH	海通证券	13%	10%	14%	14%	18%	14%
002797.SZ	第一创业	13%	11%	13%	15%	15%	13%
601136.SH	首创证券	17%	12%	13%	11%	14%	13%
600958.SH	东方证券	13%	8%	11%	15%	16%	13%
002500.SZ	山西证券	6%	7%	16%	14%	11%	11%
601236.SH	红塔证券	11%	8%	4%	4%	25%	10%

资料来源：wind，浙商证券研究所 注：东方财富经纪业务净收入占比用手续费及佣金净收入占比代替。

(2) 放松融资融券规则：若两融规模扩张，券商的融资融券利息收入有望直接受益。融资融券利息收入主要由两融规模、利率、融资融券天数决定，当其他条件不变时，收入增长的幅度将与两融规模增长的幅度接近。上市券商利息净收入不仅包括两融利息收入，还包括债权投资、货币资金等产生的利息收入，还会受到利息支出的影响，因此利息净收入占营收的比重可作为参考，但不能作为直接衡量两融利息收入占比的指标。

表17：上市券商利息净收入占比

股票代码	公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	5 年均值
601990.SH	南京证券	30%	36%	38%	36%	47%	37%
000728.SZ	国元证券	21%	40%	34%	30%	38%	33%
601696.SH	中银证券	25%	29%	28%	27%	27%	27%
002926.SZ	华西证券	22%	30%	22%	23%	36%	27%
002945.SZ	华林证券	16%	18%	23%	31%	29%	23%
601456.SH	国联证券	48%	31%	16%	7%	5%	21%

601881.SH	中国银河	35%	20%	18%	15%	15%	21%
000783.SZ	长江证券	11%	11%	16%	18%	37%	19%
601901.SH	方正证券	2%	21%	21%	24%	23%	18%
600109.SH	国金证券	15%	18%	16%	17%	24%	18%
601211.SH	国泰君安	26%	17%	16%	13%	13%	17%
601788.SH	光大证券	22%	16%	13%	15%	19%	17%
600837.SH	海通证券	20%	12%	13%	15%	24%	17%
000776.SZ	广发证券	24%	14%	15%	14%	16%	17%
600918.SH	中泰证券	9%	15%	20%	14%	23%	16%
600909.SH	华安证券	9%	17%	20%	17%	14%	16%
601198.SH	东兴证券	-23%	20%	15%	19%	44%	15%
601059.SH	信达证券	15%	20%	17%	12%	8%	15%
002736.SZ	国信证券	14%	12%	17%	10%	12%	13%
601688.SH	华泰证券	19%	9%	8%	10%	8%	11%
000166.SZ	申万宏源	22%	13%	12%	3%	0%	10%
601066.SH	中信建投	18%	11%	6%	6%	9%	10%
600999.SH	招商证券	16%	10%	11%	6%	7%	10%
601108.SH	财通证券	4%	5%	13%	13%	15%	10%
600906.SH	财达证券	16%	8%	5%	4%	11%	9%
601377.SH	兴业证券	-5%	5%	7%	9%	18%	7%
600030.SH	中信证券	7%	5%	5%	7%	9%	6%
600958.SH	东方证券	8%	5%	3%	6%	9%	6%
601375.SH	中原证券	16%	1%	3%	3%	7%	6%
600369.SH	西南证券	-16%	5%	10%	11%	20%	6%
601878.SH	浙商证券	9%	5%	6%	4%	5%	6%
002939.SZ	长城证券	0%	7%	6%	5%	9%	5%
601236.SH	红塔证券	28%	-12%	-5%	0%	10%	5%
601555.SH	东吴证券	-14%	6%	8%	8%	12%	4%
000750.SZ	国海证券	-24%	15%	9%	2%	13%	3%
002797.SZ	第一创业	-2%	-4%	4%	6%	8%	2%
000686.SZ	东北证券	1%	-1%	2%	3%	5%	2%
002673.SZ	西部证券	-2%	6%	5%	3%	-4%	2%
002500.SZ	山西证券	-3%	-3%	0%	-1%	1%	-1%
601136.SH	首创证券	-21%	1%	4%	3%	1%	-2%
601995.SH	中金公司	-2%	-7%	-5%	-3%	-4%	-4%
601099.SH	太平洋	-43%	-13%	2%	10%	20%	-5%
601162.SH	天风证券	-12%	-10%	-11%	-22%	-73%	-26%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

保险板块:

1、投资端

(1) 引导中长资金入市：险企投资收益有望提升，波动性有所降低，受益可观。①投资收益：险企投资端直接受益于股市上行，尤其在权益仓位进一步提升后，将能进一步增厚股市上涨带来的业绩表现。②波动性：中长期资金入市，由于其更追求长期稳定的收益，短期交易性操作减少，故能适当降低股市的波动性，这对险企利润表现的稳定性有所提升，降低不确定性风险。

(2) 提高上市公司质量：扩充险企优质投资标的范围，丰富投资备选池，优化投资组合，在一定程度上能够提升险企的投资收益。

2、交易端

(1) 降低投资交易成本：直接降低险企投资过程中发生的相关成本，对投资费用开支有所节省。

(2) 放松融资融券规则：拓宽保险资金运用方式，充分盘活存量金融资产，在增加险企投资收益方面有一定助力。

活跃股市的相关政策将驱动股市的上涨，我们对股市上涨幅度做出情景假设，进行敏感性分析，发现股市总体如果分别上涨 5%、10%、15%，则险企的净利润分别能够提升 31.6%、57.1%、78.2%。从偿付能力要求放宽政策看，我们分别假设促发险企在权益仓位的提升幅度分别为 1%、2%、3%，则对应带来险企净利润的提升分别为 2.1%、4.1%、6.2%。

对于个股而言，其投资资产配置中，权益资产占比更高的个股，将获益更大，对比各家险企的权益资产占比，预计新华、国寿占比更大，相应投资收益提升弹性高，受益大。

表18：股市上涨不同幅度下的险企业绩提升

科目（万亿元）	股市上涨幅度假设			
	0	5%	10%	15%
入市资金规模	3.3	3.3	3.3	3.3
股市上涨带来的收益增加	0	0.17	0.33	0.50
投资收益	1.42	1.58	1.75	1.92
投资收益率	5.24%	5.86%	6.47%	7.09%
投资收益率增加（pc）	/	0.62	1.23	1.85
净利润提升	/	31.6%	57.1%	78.2%

资料来源：金监局，浙商证券研究所

表19：偿付能力放宽后的险企业绩提升

科目（万亿元）	偿付能力放宽后，险资权益仓位提升假设		
	1%	2%	3%
增量权益资金规模	0.27	0.54	0.81
投资收益增加额	0.01	0.02	0.03
投资收益率提升（pc）	0.04%	0.07%	0.11%
净利润提升	2.1%	4.1%	6.2%

资料来源：金监局，浙商证券研究所

3 投资建议

券商板块：活跃度+流动性=买券商，新一轮活跃资本市场的政策开始推出，有望催化板块行情。当前板块 PB 估值 1.4x，10 年分位数 20%，我们认为估值仍有 30%以上的修复空间。具体的选股思路包括：①低估值龙头央企国企，若活跃资本市场的政策推出，各项业务市占率较高的头部券商更有望受益，且若有部分政策实行试点制，头部公司更容易获得试点资格：推荐中信证券、华泰证券、中金公司 H，建议关注招商证券。②经纪业务弹性标的，受益于活跃度提高带来的成交额放大：推荐东方财富，建议关注国信证券、招商证券。③财富管理收入占比高、参控股优质基金公司的券商，受益于中长期资金入市、公募扩容带来的基金公司收入增厚：推荐广发证券、东方证券。④业绩高增长：推荐东方证券，建议关注东吴证券。

表20：上市券商估值、业绩、公司属性对比

股票代码	公司名称	PB 估值	PE 估值	PB 十年分位数 (%)	PE 十年分位数 (%)	5 年平均 ROE%	23Q1 归母净利润增速 (%)	公司属性
300059.SZ	东方财富	3.75	31.04	4.69	7.15	14.04	-7	民营企业
601066.SH	中信建投	2.94	24.77	31.00	46.85	12.45	58	地方国有企业
3908.HK	中金公司	0.68	9.07	4.73	21.71	11.10	36	中央国有企业
002945.SZ	华林证券	7.66	129.21	82.91	95.41	9.44	-58	民营企业
002736.SZ	国信证券	1.25	13.59	15.23	32.56	9.19	130	地方国有企业
600999.SH	招商证券	1.30	14.81	17.26	29.26	9.00	52	中央国有企业
600030.SH	中信证券	1.45	16.51	38.10	31.52	8.63	4	中央国有企业
601881.SH	中国银河	1.44	15.58	51.94	37.53	8.48	44	中央国有企业
000776.SZ	广发证券	1.12	13.87	10.71	33.00	8.41	66	公众企业
601136.SH	首创证券	6.53	131.29	99.37	99.37	7.98	111	地方国有企业
601211.SH	国泰君安	0.98	12.68	15.24	42.84	7.93	21	地方国有企业
601108.SH	财通证券	1.26	22.06	22.40	54.63	7.90	215	地方国有企业
601688.SH	华泰证券	1.08	12.75	16.73	28.65	7.84	46	地方国有企业
601878.SH	浙商证券	1.72	23.48	21.86	27.54	7.69	51	地方国有企业
600909.SH	华安证券	1.34	18.28	25.72	19.31	7.30	242	地方国有企业
000166.SZ	申万宏源	1.27	32.90	18.67	93.61	7.17	88	中央国有企业
601377.SH	兴业证券	1.14	19.90	19.89	46.73	6.90	430	地方国有企业
600109.SH	国金证券	1.18	24.66	17.65	58.88	6.89	380	民营企业
600837.SH	海通证券	0.84	18.46	14.14	55.94	6.44	62	公众企业
002939.SZ	长城证券	1.34	27.37	19.25	43.20	6.38	676	中央国有企业
002926.SZ	华西证券	1.11	25.55	31.97	75.04	6.20	337	地方国有企业
601059.SH	信达证券	4.37	56.77	100.00	100.00	6.03	30	中央国有企业
601696.SH	中银证券	2.05	37.23	27.07	20.51	5.97	5	公众企业
601236.SH	红塔证券	1.79	41.77	23.58	34.12	5.93	131	中央国有企业
000783.SZ	长江证券	1.22	16.52	20.80	15.04	5.66	1,522	公众企业
600918.SH	中泰证券	1.55	42.74	41.09	87.63	5.63	424	地方国有企业
601198.SH	东兴证券	1.11	49.70	15.23	95.04	5.62	628	中央国有企业
000686.SZ	东北证券	1.09	22.96	21.74	50.43	5.50	244	公众企业
601555.SH	东吴证券	1.19	20.69	29.43	32.96	5.29	413	地方国有企业

601456.SH	国联证券	1.88	35.86	27.16	27.30	5.12	10	地方国有企业
601990.SH	南京证券	2.01	44.96	27.96	30.90	5.12	73	地方国有企业
600958.SH	东方证券	1.26	21.56	29.98	28.47	5.00	526	地方国有企业
600906.SH	财达证券	2.70	70.53	58.63	85.25	4.66	163	地方国有企业
000728.SZ	国元证券	0.99	17.61	18.25	20.47	4.59	533	地方国有企业
002797.SZ	第一创业	1.87	58.14	19.90	45.62	4.51	96	公众企业
002500.SZ	山西证券	1.36	31.08	17.92	16.32	3.80	285	地方国有企业
601788.SH	光大证券	1.49	23.95	63.87	48.79	3.57	44	中央国有企业
002673.SZ	西部证券	1.20	40.51	13.89	37.40	3.54	2,227	地方国有企业
600369.SH	西南证券	1.24	46.78	22.81	67.12	3.39	276	地方国有企业
601901.SH	方正证券	1.45	28.35	25.98	23.59	3.36	17	公众企业
000750.SZ	国海证券	1.20	56.48	21.29	68.02	2.73	333	地方国有企业
601375.SH	中原证券	1.59	138.43	28.45	86.17	1.35	282	地方国有企业
601162.SH	天风证券	1.49	NA	40.97	NA	0.85	749	地方国有企业
601099.SH	太平洋	3.48	NA	79.98	NA	-3.73	1,503	公众企业

资料来源：wind，浙商证券研究所 注：公司性质根据 wind 分类。底色越红表示越有优势。

保险板块：股市好+顺周期=买保险，资产端股市向好、地产风险缓释，对保险板块形成第一阶段催化；后续随着稳增长政策的持续推进，经济复苏预期增强，长端利率有望底部回升，同时，保费快增，进而形成资产负债共振，进一步驱动保险第二阶段行情。当前板块 PEV 估值 0.63x，10 年分位数 12%，估值修复空间第一阶段看 24%，第二阶段 49%。个股选择方面，①选取投资资产中，权益占比更高的个股，相应资产端高弹性：推荐中国人寿，建议关注新华保险；②选取负债端 NBV 高增或边际改善更大的个股：推荐中国平安、中国太保。

表21：主要上市险企权益资产及非标资产占比情况

类目	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险	备注
2022 年权益资产占比	17.6%	12.3%	21.1%	23.2%	各公司的统计口径有所不同，我们预计新华、国寿占比更高。
其中：股票及基金占比	11.4%	11.1%	12.4%	14.1%	
2022 年非标债权占比	8.0%	10.1%	21.3%	9.6%	太保数据包含非标股权类投资。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

4 风险提示

- 1、宏观经济大幅下行：宏观经济大幅下行会影响资本场景气度、居民收入与风险偏好，可能导致个人、机构投资者减少股票、基金投资，进而影响非银机构的盈利能力。
- 2、政策不及预期：非银机构、尤其是证券公司多项业务受益于资本市场改革带来的行业景气度上行，若政策推进不及预期，公司业绩表现可能受到影响。
- 3、行业数据测算偏差风险：报告内涉及的行业数据测算均基于一定前提假设条件，或存在实际达不到、造成预测结果不及预期的风险。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>