

如何发挥长期资金优势支持科创板

长期资金支持科创板的重要性与必要性

融资结构方面：目前我国融资结构以间接融资为主，使得全国杠杆率偏高，推动融资结构调整、提高直接融资比例是改变“资金和资本”供求关系的重要途径。引入长期资金有助于完善资本市场的直接融资功能，提高资本的配置效率。2）居民资产配置方面：当前我国居民资产配置主要集中在房地产和银行存款上，与发达国家相比股票和基金配置比例相对较低，科创板的设立有利于引导居民配置资金参与直接投资，改善居民资产配置结构。3）科创板+注册制的落地实施，将推动我国资本市场制度进一步完善，使定价机制更加市场化且高效率，长期资金参与科创板有利于引导理性价值投资，建立长期健康向好预期，同时实现全民财富保值增值。

长期资金的来源

1）鼓励养老金及险资入市：养老金等长期资金对市场稳定性起到很大作用，我国已发布系列政策逐步完善中国版“401K”计划、鼓励养老金及险资入市，未来5年上千亿资金将有望进入股市将是长期增量资金的重要来源；2）鼓励地方政府投资以及产业资本入市：近年来政府引导基金设立的步伐加快，已经成了股权投资市场上最大的LP，引导基金担负着资产保值增值的任务，能够为科创板提供长期稳定资金，同时又能从科创板的推出丰富退出路径。3）鼓励外资通过QFII/RQFII入市：QFII额度提高、A股入富摩等因素推动外资放量流入，在A股的持股比例持续提升，对A股的影响日渐深入。4）鼓励居民资产配置结构调整：居民投资股票和基金的热情有所增长，叠加宏观经济因素、人口因素，相比之下长期持有股票的优势将逐渐显现，预期居民资产配置中权益比例将会有所提升。

如何鼓励长期资金主动入市

不断深化资本市场制度改革，规范证券市场的法律法规，加大对上市公司信息披露质量的监管、完善奖惩机制，提升监管震慑；2）适度提高机构投资者的比例，优化调整当前投资者结构，建立以长期投资、价值投资为导向的激励与考核机制；3）实现权益市场保值增值功能，改变“牛短熊长”的局面，建议进一步完善现行上市、退市制度，并严格执行。4）深化金融供给侧结构性改革，形成资本和资产的正反馈，优化融资结构、鼓励发展直接融资与普惠金融，破除无效供给，加大不良资产处置力度。5）切实加强投资者的教育工作，提高树立科学的投资理念，调动投资者主动关注风险的积极性，从国家层面出发，有规划、有战略的实施投资者教育。

非银金融

维持

增持

赵然

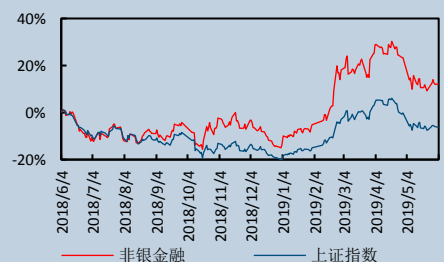
zhaoran@csc.com.cn

021-68821600-829

执业证书编号：S1440518100009

发布日期：2019年06月10日

市场表现



相关研究报告

目录

长期资金支持科创板的重要性和必要性	1
有利于解决当前国内金融体系融资结构的问题.....	1
有利于解决当前国内居民资产配置比例不协调的问题.....	2
有利于促进国内权益市场的稳健健康运行，实现全民财富的保值增值.....	4
如何发挥长期资金优势支持科创板	5
长期资金的来源	5
鼓励养老金及险资作为长期资金入市	5
鼓励地方政府投资及产业资本入市	7
鼓励外资通过 QFII/RQFII 入市	7
鼓励居民资产配置的结构调整	8
如何鼓励长期资金主动入市	8
不断深化资本市场制度改革，规范证券市场的法律法规.....	8
适度提高机构投资者的比例，优化调整当前投资者结构.....	9
实现权益市场保值增值功能，改变“牛短熊长”的局面.....	9
深化金融供给侧结构性改革，形成资本和资产的正反馈.....	10
切实加强投资者的教育工作，提高树立科学的投资理念.....	10

图表目录

图表 1： 我国社会融资结构	1
图表 2： 居民资产配置情况	2
图表 3： 金融资产中股票配置比例偏低	3
图表 4： 户均金融资产/人均 GDP 国际比较（2014）	3
图表 5： 金融资产/家庭总资产国际比较（2014）	4
图表 6： A 股市场投资者持股市值结构（2017）	5
图表 7： A 股市场投资者交易量结构（2017）	5
图表 8： 保险投资资产规模（亿）及增速	6
图表 9： 保险资金配置结构	6
图表 10： 外资流入情况	8

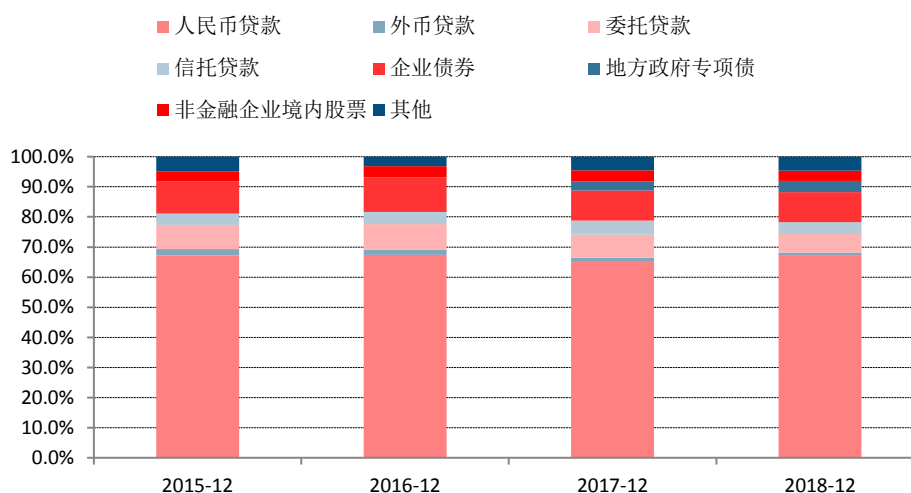
长期资金支持科创板的重要性和必要性

有利于解决当前国内金融体系融资结构的问题

我国的融资结构随经济体制、金融体制改革的进行而发生变化，不同时期呈现不同状态，最初，我国资金来源以财政拨款为主，后实行拨改贷，形成以银行为主导的间接融资体系，随着金融体制改革的不断深化，我国的融资结构也由原来的以银行为主导发展为新时期多元化的融资结构，股票和债券等直接融资方式重要性不断提升。然而目前我国融资结构整体以间接融资为主，以债务融资为主。银行贷款仍然是我国企业融资的最重要方式，长期占比超过 60%，非标融资占比接近 20%，其中以委托贷款为主，企业债券融资占比维持 10% 左右，境内股票融资占比仅为 3.5%。2018 年随着市场行情走弱，股票融资规模增速迅速下滑，股权融资受金融严监管影响，资金来源受限，面临显著的增速下滑。2018 年 A 股市场股权融资募集资金合计为 12087.35 亿元，比 2017 年同期下滑 29.82%

银行体系主导的融资形式直接导致资金以债务的形式存在，使得全国的杠杆率不断提高。总书记在 2017 年 7 月的中央金融工作会议上提到：“要把发展直接融资放在重要位置，形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系”。十九大报告中也指出：“要增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”。2018 年 12 月的中央经济工作会议上指出：“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”。因此，改变“资金和资本”的供求关系，更好地推动融资结构的调整、提高直接融资占比至关重要。参考海外成熟资本市场，在采用注册制后均实现较好的资本匹配和红利反哺，为重研发、盈利周期长的高新科技企业提供直接融资的便利，引入长期资金参与科创板投资，有助于完善资本市场的直接融资功能，大大提高资本的配置效率，也是解决当前经济高杠杆困境的有效途径。

图表1： 我国社会融资结构



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

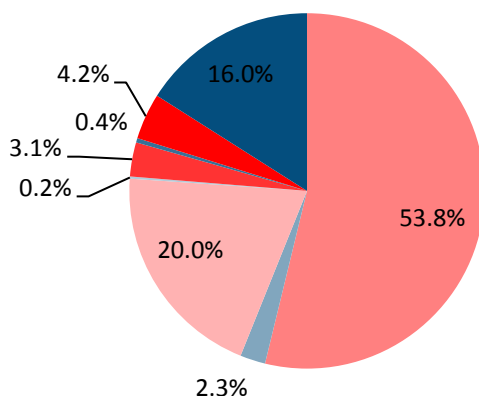
有利于解决当前国内居民资产配置比例不协调的问题

近几年，中国居民的资产主要集中配置在房地产和银行存款上，且与发达国家相比，比重偏高。根据中国社科院统计，2014 年中国居民总资产达到了 253.7 万亿，其中金融资产为 103 万亿，房地产、汽车等非金融资产为 150 万亿。房地产占比从 2004 年的 61% 下降至 54%，虽有所下降但占比仍超过一半。金融资产的年化复合增长率高达 19.1%，但金融资产配置存在明显不合理，以低收益“安全”资产为主，存款占比达到 49%，而股票和基金占比仅为 8% 和 1%。从国际经验看，随着收入的提高，居民持有的金融资产日益多元化，居民存款占金融资产的比例一般会逐步下降。目前我国居民存款占金融资产的比例明显高于 35% 的世界平均水平。股票占居民金融资产的比例与日本及荷兰相近，低于其他经济体。基金配比低于日本的 5%、英国的 5.4% 和美国的 14.8%，由此来看，我国居民对股票和基金的配置比例有较大提升空间。

随着房地产投资属性的下降、资本市场的不断发展、金融产品的逐渐丰富、海外投资渠道的逐步形成、资产管理咨询服务经验的累积，中国居民进行大类资产配置的必要性和可行性都在提升。考虑到我国的宏观债务杠杆较高，发展直接融资特别是股票融资也有助于稳杠杆和去杠杆。科创板的设立有利于引导居民配置资金参与直接投资，个人投资者参与科创板股票交易证券账户及资金账户的资产不低于人民币 50 万元，同时要满足证券交易满 24 个月的要求。根据 2018 年上交所统计年鉴，符合资产要求的投资者自然人数占投资者总数的 14%，但依据上交所口径，当前符合科创板投资者要求投资者群体贡献的成交量占上交所总成交量的七成。居民资金参与直接投资能够有效改善居民资产配置结构，使企业受益于融资便利提升和创新资本积累。

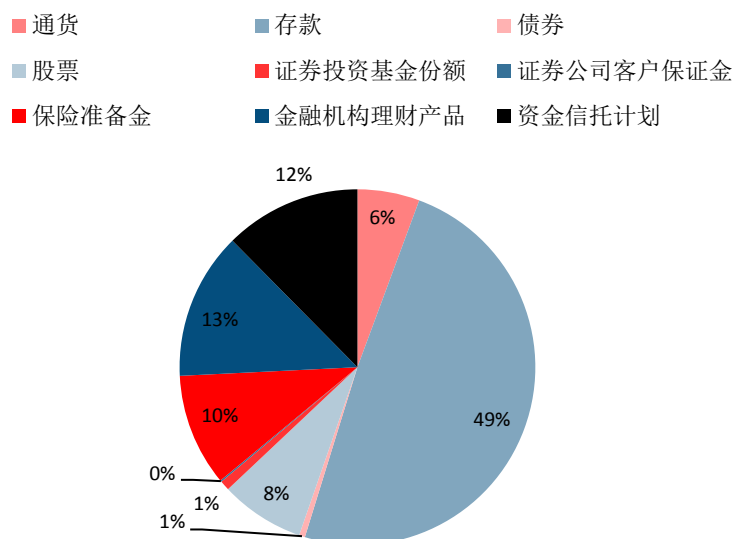
图表2：居民资产配置情况

■ 房地产 ■ 通货 ■ 银行存款 ■ 债券 ■ 股票 ■ 证券投资基金 ■ 保险准备金 ■ 其他



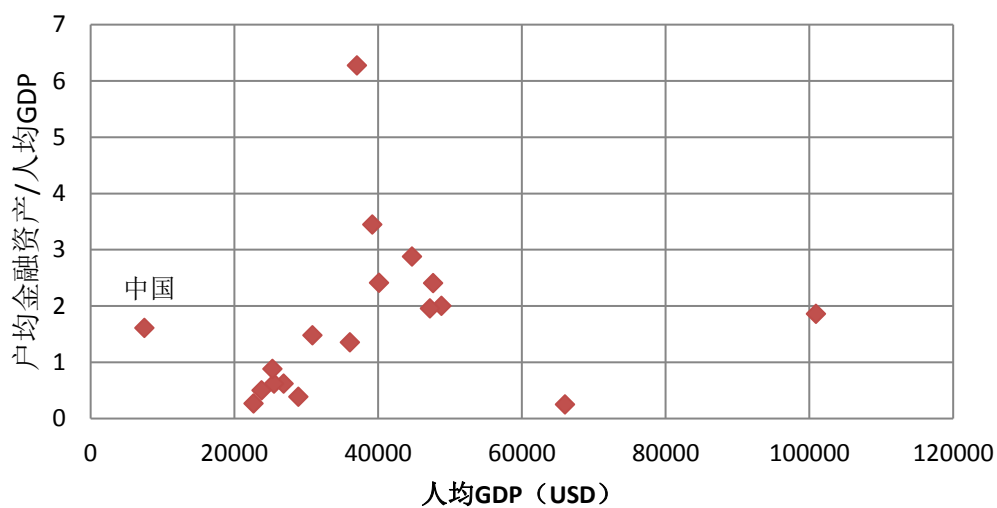
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表3： 金融资产中股票配置比例偏低



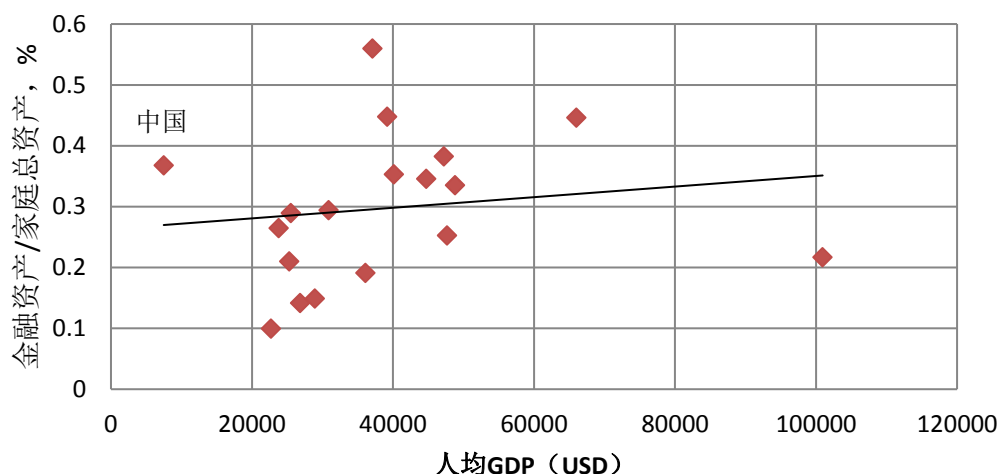
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表4： 户均金融资产/人均 GDP 国际比较（2014）



资料来源: wind, OECD, 中信建投证券研究发展部

图表5： 金融资产/家庭总资产国际比较（2014）



资料来源: wind, OECD, 中信建投证券研究发展部

有利于促进国内权益市场的稳健健康运行，实现全民财富的保值增值

长期以来，受股票供求结构、上市公司行业结构和投资者结构、券商连带责任等问题的影响，我国股票市场往往具有“牛短熊长”的特征。而科创板+注册制的落地实施，将推动我国资本市场制度进一步完善，使定价机制更加市场化且高效率，长期有利于股市的健康发展。首先，当前决策层从“增量改革”思路出发，将科创板作为改革实验田，试点注册制并建立有效的隔离机制，目前过渡期内注册制与核准制并行，先积累注册制方面的经验，探索出一条成功路径，再将“增量改革”推向“存量改革”，解决资本市场难题，平稳过渡更加有利于A股市场健康发展。其次，科创板+注册制的落地实施将提高对科技创新方向公司支持力度。注册制鼓励科创企业的升级发展，解决战略新兴产业的发展困境，再配合以宽松的融资政策，极大的活跃资本市场，而形成资本市场与实体经济“交互式”联动。一方面，降低企业上市门槛、上市成本并提高市场效率，有利于提高企业直接融资占比；另一方面，注册制逐渐成熟后改革力度及供给节奏不断调整，对标全球资产，未来A股市场估值将日趋合理，配合以A股市场对外开放步伐加大政策加持及偏理性价值投资引导下，中长期股市“慢牛”可期。

科创板是A股市场发展至今最为重要的一次变革，同时也是投资者可以把握的全新的一次机遇。目前中国沪深两市总市值45.6万亿元，约占中国国内生产总值（GDP）的56%。而美国上市公司总市值36万亿美元，约占美国国内生产总值的180%。对比中美GDP体量和上市公司市值体量，中国的资本市场规模至少存在翻倍的空间。基于对宏观经济的预期，中国股市中长期回报率相比历史均值将下行，但是横向比较其他资产，股票仍将是国内预期回报率最高的资产；中国股市是全球主要市场中波动率最高的，从未来发展来看，A股市场最为重要的两个方向：一是开放国际化，二是放宽与改进交易机制，这两点与科创板都息息相关，随着制度建设的推进、市场开放程度的提升，中国股市的长期投资者占比有望提升，市场波动率将明显回落，建立长期健康的向好预期，使中国经济逐步以资本市场为中枢而得到新的发展动能，居民也能够受益于财富保值升值。

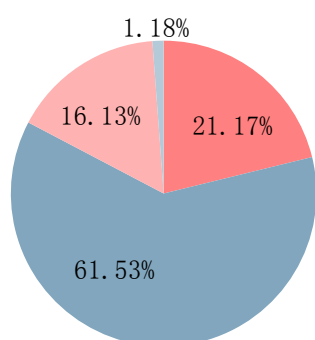
如何发挥长期资金优势支持科创板

长期资金的来源

美国股市以机构投资者为主导，养老金等长期资金对市场稳定性起到很大作用。从 A 股投资者结构来看，我国股市资金来源主力仍然一般法人和个人投资者，且个人投资者成交量占比较高。上交所披露数据显示，2017 年末我国个人投资者持股占比为 21.2%，一般法人（产业资本）的持股占比达 61.5%，而对比发达市场，我国机构投资者持股市值偏低，占比仅为 16.1%，其中投资基金的市值占比仅为 3.3%。专业机构投资者交易占比也相对较低为 14.76%，且法人持股中有部分股份被限制流通，导致二级市场中个人投资者成交比例明显偏高，2017 年我国个人投资者交易量占比高达 82%，大量散户主导交易导致 A 股市场羊群效应较为严重，容易导致市场价格波动过大。

图表6： A 股市场投资者持股市值结构（2017）

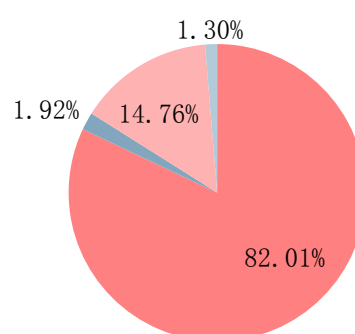
■ 自然人 ■ 一般法人 ■ 专业机构 ■ 沪股通



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表7： A 股市场投资者交易量结构（2017）

■ 自然人 ■ 一般法人 ■ 专业机构 ■ 沪股通



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

美国股市以机构投资者为主导，长期价值投资受到推崇。目前机构投资者股票市值占比为 61%，其中共同基金持股占比 23%，政府及私人养老金共占比 11.9%，外国投资者占比 15%。个人投资者持股市值占比为 39%。养老金等长期资金是美国机构投资者市值占比持续保持高位的重要保障。美国的养老金分为基本社会养老金、401K 补充养老计划和商业保险储蓄养老账户三部分，其中 401K 占到整个 DC 计划资产规模的 70% 左右，截止 2018 年底规模达到 5.2 万亿美元。401K 中的资金长期稳定投资于股市，显著提升了美国机构投资者在股票市场中的持股占比，为美国股市提供了长期稳定的资金来源，成为美国股票市场的稳定器。

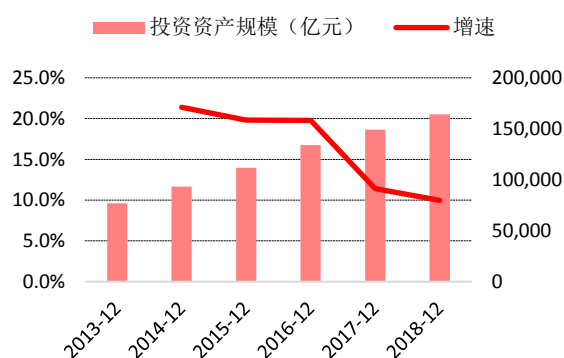
科创板重大制度建设下，必将出台更多配套政策，引导公募基金、保险资金及养老金以及外资等中长线增量资金入市，激发市场活力，直接融资占比提升或将奠定 A 股市场的长期活跃。

鼓励养老金及险资作为长期资金入市

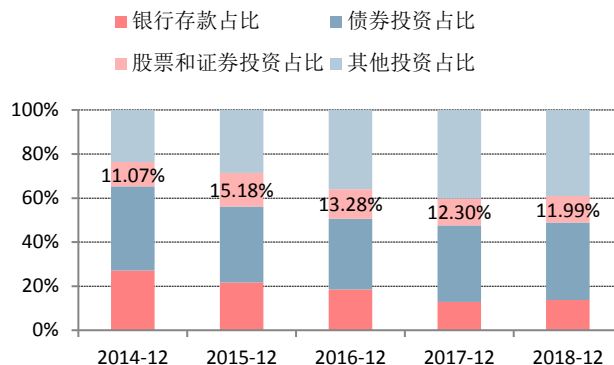
截止 2018 年底，美国 DC 计划及 IRA 计划持有的共同基金资产合计 8 万亿美元，持有境内外股票合计 4.6 万亿，占比达到 58%，长期资金投入是美国股市持续健康发展的重要基石。借鉴美国养老金投资经验，中国版“401K”计划将是长期增量资金的重要来源。

2013 年，财政部、人力资源社会保障部、国家税务总局联合发布《关于企业年金、职业年金个人所得税有关问题的通知》，自 2014 年 1 月 1 日起，实施企业年金、职业年金个人所得税递延纳税优惠政策，不过目前企业年金的覆盖范围并不高。2015 年 8 月 23 日，国务院印发《基本养老保险基金投资管理办法》，明确了养老金投资方向及具体细则。截止 2017 年底，城镇职工养老保险金介于 4.39 万亿，截至 2019 年一季度末，17 个省份委托合同规模 8580 亿元，其中 6248.69 亿元资金已经到账开始投资。如果按照 10% 的股票配置比例计算，目前已经为股市带来增量资金约 624 亿元。未来随着委托资金规模扩大以及股票配置比例的提高，将给股市带来更多增量资金。2018 年 7 月份，银保监会发布《个人税收递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》，继续完善中国版的 401K 计划，如果未来税延养老险在全国铺开，未来 5 年有望撬动商业养老保费规模超过万亿，按照目前养老体系资金平均约 10% 的股票配置比例，上千亿资金将有望进入股市，成为股市长期增量配置型资金。8 月份首批公募养老目标基金获批，随着获批基金的增多以及市场的转暖，从长期来看将给股市带来可观的增量资金。

此外，保险资金基于其资金量大、投资期限长、对收益稳定性要求高等特征，是资本市场上最典型的长期资金代表。截止 2018 年末，保险行业投资资产规模总计达到 16.4 万亿元，每年呈现稳定增长，复合增速达到 16%，但投资于股票和基金的比例相对较低，仅为 12%，若按照 10% 的增速和 12% 的配置比例，2019 年险资入市带来的增量资金接近 2000 亿。2018 年末，银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，允许保险资管公司设立专项产品参与化解上市公司股票质押流动性风险；发布《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》，鼓励保险资金直接增持优质股票，不再限制财务性股权投资和重大股权投资的行业范围，支持保险公司开展价值投资和长期投资。银保监会副主席周亮 3 月 11 日在全国政协经济界别驻地接受记者采访时表示，监管部门总体鼓励和支持险资作为长期资金入市，支持资本市场的发展，并争取加快推出《保险资金投资股权管理办法》，险资入市的限制得到松绑，为 A 股市场带来更多的增量。

图表8： 保险投资资产规模（亿）及增速


资料来源：银保监会，中信建投证券研究发展部

图表9： 保险资产配置结构


资料来源：银保监会，中信建投证券研究发展部

落到执行层面，通过政府号召和企业响应的模式，自上而下推动个人税收递延型商业养老保险业务的推进和落实，另外鼓励个人养老金购买公募基金产品，政策上给予更多税收优惠。参考美国，其税收优惠政策和合格默认投资机制推动养老金市场的快速发展，养老资金出于投资需求带动共同基金市场一同不断壮大。2017 年末，DC 计划和 IRA 计划占美国养老金市场的 60%，投资于公募基金市场的资产比例达 52%，公募基金资产中退休账户资产占比达 47%。

鼓励地方政府投资及产业资本入市

根据清科数据显示,2018年科技创新领域备受VC/PE关注,投资案例数量占据半壁江山,案例数量占比达到52.4%,投资金额占比达到35.8%，“科技创新”是股权投资的重要领域。截止到2018年底,国内股权投资基金存量已经达到9万亿,其中引导基金实际出资达到4万亿,所以,现在引导基金成了股权投资市场上最大的LP,而引导基金实质是政府财政资金,担负着资产保值增值的任务。近年来,政府引导基金设立的步伐持续加快,尤其2015年、2016年最为集中,呈现爆发式增长,截至2019年2月底,包括创业投资引导基金、产业投资引导基金、基础设施投资引导基金等在内的政府引导基金数量共2108只,总募资规模达到3.92万亿元,总目标规模11.92万亿元。目前申报科创板的部分企业背后,均出现了政府引导基金的身影,比如安集微由国家集成电路产业基金投资,新光广电获得国科瑞华战略投资,澜起科技、乐鑫科技穿透后均获亦庄国投出资等。

科创板和政府引导基金具有互相促进作用。2015年,财政部印发了《政府投资基金暂行管理办法》框定了投资的四大方向,核心在于鼓励科技创新、技术研发,与科创板的推出理念高度一致。政策支持方面,2017年11月,国有股权减持新规推出,原来IPO公开股份的10%都要划转社保,现在划转对象变为中央和地方企业集团已完成公司制改革的股份进行划转,划转企业集团的股权。同时,对国有创业投资基金、投资企业的股权也有豁免划转社保的政策支持。科创板的推出丰富了引导基金的退出路径,以前通过IPO退出对盈利要求较高,现在允许前期研发投入比较大、没有盈利的科技型生物医药类企业上市,且对于持股期限长的创业投资基金上市后减持规定也相对宽松,有利于引导基金的发展与退出。总体而言,通过科创板的推出会对政府引导基金的发展起到很好的促进作用,同时也能够更好的支持创新企业的发展。

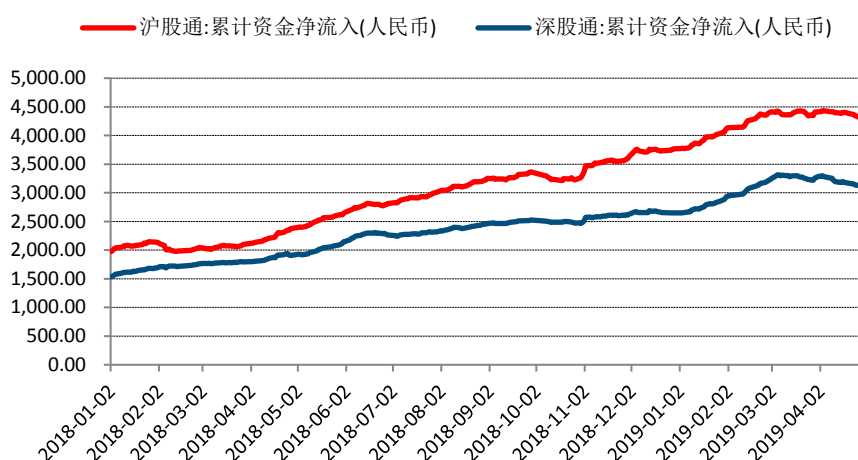
鼓励外资通过QFII/RQFII入市

去年年末以来,国家开放外资流入A股的进程加速。2019年1月,国家外汇管理局发布消息,将合格境外机构投资者(QFII)总额度由1500亿美元增加至3000亿美元,截至目前,已先后5次上调QFII的额度,监会副主席方星海表示,预计今年外资净流入A股的金额有望翻倍,达6000亿元。

同时,2019年MSCI将提高A股纳入比例,并且富时罗素指数和标普道琼斯指数也将纳入A股。在以上三项计划预期及全球市场风险偏好回升带动下,外资在年初放量流入。截至4月29日,沪股通总计净流入资金589亿元,深股通净流入492亿元,合计达到了1081亿元。自开通以来,沪股通和深港通的净流入资金分别达到了4355亿元和3142亿元。2019年A股纳入富时罗素指数、标普道琼斯指数及MSCI调整A股纳入因子等合计将给A股带来增量资金约814亿美元(按汇率6.7计算,约合人民币5450亿元),其中主动增量资金607亿美元,被动增量资金207亿美元。

随着外资放量流入,外资在A股的持股比例持续提升,其对A股的影响日渐深入。截至2019年一季度,境外机构和个人持股规模达16838.88亿元,其中通过陆股通持股7671亿元,约占外资持股总规模的45.5%。2019年3月末,陆股通持A股已破万亿,占同期A股流通市值的2.28%,如果按照陆股通持股占比45%的比例估算,全部外资持股在A股流通市值的占比可能已经达到5%,由此可见外资在A股的影响已经不容小觑。

图表10： 外资流入情况



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

鼓励居民资产配置的结构调整

截止 2014 年底,居民部门配置在房地产和金融理财产品的比重合计达到 67.2%,配置股票及证券投资基金的比例仅为 3.5%。2019 年年初开始,指数持续上涨,投资者的热情逐渐走高,2019 年整个 3 月募集成立的主动偏股型基金规模突破了 400 亿,创下 2018 年以来的新高,这些信号表明居民资金开始加速进入市场。另外,在基础货币投放大幅放缓,M2 增速退出历史舞台的情形下,房地产的金融属性可能会逐渐变淡,叠加 90 后新增人口明显下降、购房需求减弱,房价继续上行的货币基础和人口基础均有所削减,以及“房住不炒”的政策基调、房产税的实施等,相比之下长期持有股票的优势将逐渐显现,预期居民资产配置中权益比例将会有所提升。

如何鼓励长期资金主动入市

不断深化资本市场制度改革,规范证券市场的法律法规

从上世纪 90 年代初我国资本市场设立以来,我国的资本市场一直坚持从融资企业角度出发的资本市场改革逻辑,其本质要义是:资本市场为企业融资服务,或为资本市场提供优质企业以刺激投资需求。哪个企业能够上市以及企业质量好不好,均由政府负责筛选。在额度制阶段,由地方政府或中央企业主管部门和证监会共同决定和筛选。额度制改为核准制之后,则由证监会(尤其是通过其下设立的发行审核委员会)决定和筛选。现在,我国正在走向从投资者角度出发的资本市场改革逻辑。其本质要义是:资本市场是为投资者投资服务的,要为不同风险偏好的投资者提供不同风险等级的产品。股票的内在价值由投资者自己判断、自我决策、自我负责。政府不对股价的涨跌负责,不对股票的内在投资价值作出判断。证券监管主要是信息披露监管为中心的监管,要求信息披露的真实、准确、完整、及时、简明,这就是股票发行注册制。

科创板注册制已实现了资本市场改革的理念先行,但接下来还要坚持法治化与市场化,在此基础上进行制度建设,信息披露是证券发行注册制的灵魂和核心,需要从政策入手,通过严格的法律要求上市公司的信息如实披露,保证市场的有效性。对申报企业而言,负有及时向中介机构提供真实、完整、准确的财务会计资料 and

其他资料、全面配合中介机构开展尽职调查的责任。而作为“守门人”的中介机构，则要确保发行人的申请文件等信息披露资料真实、准确、完整、及时，同时，还要承担相应的法律责任。对监管部门而言，不再对上市企业资质进行审查，但应**加大对上市企业信息披露质量的监管**，强调信息披露内容的真实性、准确性和完整性，把握好信息披露的及时性原则，履行首次信息披露义务和进展公告，在信息披露行为上引导上市公司加强自愿性披露，激发信批的主动性。监管机构对信息披露的监管从事前转向事中和事后，信息披露内容和质量由上市公司根据相关规则自主把控。

但与此同时，更需要监管机构去**完善奖惩机制，提升监管震慑力**。目前的法律体系在保护投资者合法权益方面处罚力度过轻，《证券法》对诸多违法行为的行政处罚上限仅为 60 万元，违法成本较低。以目前科创板的契机，监管机构应加快《证券法》的修订，降低证券发行等领域的管制，同时加强执法，提高对证券违法犯罪的惩罚力度，增强监管震慑力，提升事中、事后监管水平。在刑事责任方面，对于情节严重的证券犯罪行为，应当适当提升量刑标准，有力打击扰乱市场秩序、操纵价格、违规造假等行为，不断改善我国证券市场的法制环境。

适度提高机构投资者的比例，优化调整当前投资者结构

随着科创板正式文件落地，配售规则得到进一步明确，科创板由于其投资风险较大，超过一般投资者风险承受能力，因此将更多的鼓励机构投资者参与。根据规定，网下发行股票数量的 50% 优先向公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金配售；同时，确定了券商跟投机制，并对获配股份设定限售期。这一制度的明确，将有利于提升机构投资者比例，优化科创板投资者结构。可以预见的是，随着放宽银行理财资金投资股市限制、鼓励保险资金增持股票、养老金与企业年金的加速入市，A 股的“机构势力”将逐渐扩张，这将有助于形成一个更具活力和韧性的市场，培育出更多规范、强大的金融机构，并形成相互促进、相互强化的良性循环。

机构投资者需加强自身专业能力、建立以长期投资、价值投资为导向的激励与考核机制。基金公司、保险公司等买方机构要切实践行专业投资、价值投资使命，最大限度地发挥优化资源配置的功能，用“真金白银”支持科创企业发展，同时，机构投资者作为专业资产管理机构，需要提升自身投资能力，学习外资优秀机构先进经验，资本市场的对外开放倒逼国内金融机构全方位提升自身能力，在竞争中发展壮大。以放宽证券期货服务业准入限制为代表的市场开放，吸引瑞银、桥水、贝莱德等一大批优秀外资机构“落户”中国，为市场带来先进的投资管理与风控理念。基于自身能力的提升，结合个人商业养老的递延税收政策，吸引老百姓资金流入并长期持有，在长期持有基金的基础上，为实体经济提供更多的长期资金，并优化老百姓的财富管理构成。其自身在运用管理上，也需要制定长期投资的目标导向，配以更侧重长期业绩的激励与考核方案。

适当放宽养老金投资股票比例。当前，我国养老金投资股票市场面临着较为严格的约束。根据 2015 年国务院发布的《基本养老保险基金投资管理办法》，投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品的比例，合计不得高于养老基金资产净值的 30%。目前，可以考虑适当放宽养老金投资股票市场的净值比例限制，同时加快未签约省份与社保基金理事会委托投资合同的签署，在考核养老金收益时，重点以中长期、绝对收益为考核重点，为市场引入稳定的中长期资金来源。

实现权益市场保值增值功能，改变“牛短熊长”的局面

一直以来，A 股难改“牛短熊长、暴涨暴跌”的格局，与成熟市场“牛长熊短、涨多跌少”呈鲜明反差。特定的发行制度决定了 IPO 由相关监管者决定，导致一些股票上市就被高估和爆炒，缺乏正常的退市制度又鼓励

了投资者壳炒作，信息披露制度不够完善，鼓励了一些市场操纵行为。这些情况让投资者面临一个难以进行价值投资的处境，要想赚钱只能依靠拉升股价以及高换手率，也就是击鼓传花式的交易，从而制造了“牛短熊长”的现象。

在强化金融供给侧结构性改革、建立多层次资本市场以及扩大直接融资比例的当下，需要尽快改善市场环境，**建议进一步完善现行上市、退市制度，并严格执行。**A股市场退市制度已多次改革，但退市率明显偏低，2014年至2018年，A股市场的退市企业累计仅有19家（同期美股、港股分别累计退市1863家和644家），且大多是被处罚退市，因业绩差而退市的A股公司很少，导致国内股市不能实现正常“新陈代谢”，市场上沉淀了大量“僵尸”公司。科创板的退市制度将发挥试验田的作用，在标准、程序和执行上较现有A股市场明显更为严格，要充分利用科创板推出的契机，建立一套客观、公平的企业上市标准，减少企业上市过程中的行政干预。企业符合标准的，就要准予上市，防止通过“指导”、“推荐”等形式变相干预或影响企业的上市流程。在日后向主板市场逐步推广的过程中，还需要引入追责制，对地方政府等的袒护行为制定追责办法，对因造假等造成的退市必须由上市公司给予投资者赔偿，在保护中小投资者利益方面可以引入保险机制。

深化金融供给侧结构性改革，形成资本和资产的正反馈

金融供给侧结构性改革要贯彻新发展理念，立足中国实际，走出中国特色金融发展之路，为实体经济服务，满足经济社会发展和人民群众需要。**首先，优化融资结构、鼓励发展直接融资与普惠金融。**政治局会议提出构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系，增加中小金融机构的数量和业务比重，政府可以考虑在民营银行牌照方面有所放开，但同时需加大对中小民营银行公司治理规范性、业务合规性进行监管与审查。近年来发展普惠金融的另一个重要措施就是大型国有银行建立普惠金融事业部，未来可以考虑向中型银行推广。另外，鼓励发展大数据、金融科技技术来降低信贷面临的信息不对称问题，从而降低信贷对于政府信用和房地产的依赖，减少信贷资源向国有部门和房地产领域的过度分配。

破除无效供给，加大不良资产处置力度。过去实体行业供给侧改革的一个重要方面就是去过剩产能，金融行业也有存量问题，就是银行不良资产的问题。不良资产处置不仅关系金融风险，也是一个收入分配问题。不良资产没有得到充分的暴露、化解和处置，导致僵尸企业、信贷资源被占用、没有金融资源去支持新的产业和新的增长点等问题。加大存量的不良资产的暴露和处置力度是金融供给侧改革的一个重要方面。地方政府可以引导地方资产管理公司发展，充分化解和处置存量不良资产，把有限的信贷资源从产能过剩行业、僵尸企业减少甚至退出，为实体经济腾出新的信贷空间。对符合产业发展方向、主业集中、技术先进、产品有市场、暂时遇到困难的实体经济，尤其是民营企业重点支持。

切实加强投资者的教育工作，提高树立科学的投资理念

与发达国家资本市场相比，我国投资者的投资水平和投资理念相对落后，长期以来，在A股占绝对数量的散户的投资风格多偏向追涨杀跌，投机短钱赚快钱，对资本市场的健康和发展成熟度产生一定负面影响。证监会主席易会满前不久在国新办举行的发布会上提出将推动投资者教育全面纳入国民教育体系，积极倡导理性投资、价值投资和长期投资，这无疑是治本的良方。

首先要让投资者多了解产品以及产品所隐含的风险，一方面可以强化对金融产品的管理和信息披露，让投资者更清楚的了解产品情况，避免出现把风险较大的产品错配到风险抵御能力较弱的投资者那里去的情况。另一方面，证监会、交易所等机构以及媒体应该在宣传市场规则和风险方面形成立体联动，重点是让广大投资者对新的市场规则、新金融衍生品的风险有更透彻的认识和了解。在资产、投资经验、风险承受能力等方面加强

科创板投资者适当性管理，引导投资者理性参与。鼓励中小投资者通过公募基金等方式参与科创板投资，分享创新企业发展成果。**其次，要调动投资者主动关注风险的积极性**，这可以通过强化更多元化的投资者教育渠道来进行，比如电视、电台、网络等渠道在开展投资者教育方面就还有很大拓展空间。**最后，从国家层面出发，有规划、有战略的实施投资者教育**，在整体的国家战略规划的指导下，现有的监管部门、金融机构、金融投资个体等可以有步骤、有规划地推进整体的投资者教育。

分析师介绍

赵然：中信建投研究发展部非银金融、前瞻研究组首席分析师。中国科学技术大学统计与金融系应用统计硕士，研究方向为数据挖掘与机器学习。曾任中信建投金融工程分析师，2018年wind金牌分析师金融工程第2名团队成员。研究成果包括：自上而下的全球大类资产战略及战术配置框架及因子投资模型等。目前专注于非银行业及金融科技领域（智能投研、智能投顾、金融信息服务、金融大数据等）的研究。

报告贡献人

王欣 18518181321 wangxinyf@csc.com.cn

庄严 18511554388 zhuangyan@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师惠 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859