

# 新质生产力发展的引擎

## ——从《决定》中理解金融机构下一阶段核心使命

### ◆ 行业研究 · 行业快评

证券分析师：孔祥 021-60375452  
证券分析师：王剑 021-60875165  
证券分析师：陈俊良 021-60933163  
证券分析师：田维韦 021-60875161  
证券分析师：王德坤  
联系人：王京灵 0755-22941150  
联系人：刘睿玲 021-60375484

### ◆ 非银金融

kongxiang@guosen.com.cn  
wangjian@guosen.com.cn  
chenjunliang@guosen.com.cn  
tianweiwei@guosen.com.cn  
wangdekun@guosen.com.cn  
wangjingling@guosen.com.cn  
liuruling@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980523060004  
执证编码：S0980518070002  
执证编码：S0980519010001  
执证编码：S0980520030002  
执证编码：S0980524070008

## 事项：

7月21日新华网授权发布《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》（以下简称“《决定》”）。

**国信金融观点：**《决定》中金融改革意在发挥金融功能属性，核心是“找准金融定位+健全资本市场+完善金融监管”，银行、证券、保险、基金在此过程中找准自身定位。

## 评论：

### ◆ 《决定》中金融改革意在发挥金融功能属性，核心是找准金融定位+健全资本市场+完善金融监管

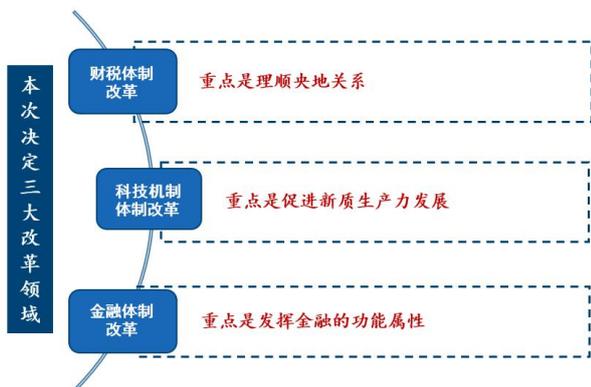
7月21日，新华社授权发布《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》（以下简称“《决定》”）全文，锚定2035年基本实现社会主义现代化目标，重点部署未来五年的重大改革举措。《决定》全文分为三大板块，由15部分60条300多项改革组成，本文将重点解读《决定》在经济金融改革方面释放的重要信号。

在本次决定稿的内容摆布上，特别注重发挥经济体制改革牵引作用。第一个主要任务，完善有利于推动高质量发展的体制机制，意味着要处理好政府和市场关系的核心问题。具体举措包括但不限于着眼提升国企核心竞争力，推进国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大；着眼推动非公有制经济发展，提出制定民营经济促进法，加强产权执法司法保护等。第二个主要任务，塑造发展新动能新优势，意味着要促进新质生产力发展，围绕发展以高技术、高效能、高质量为特征的生产力，提出加强新领域新赛道制度供给，建立未来产业投入增长机制，以国家标准提升引领传统产业优化升级，促进各类先进生产要素向发展新质生产力集聚。

纵观全文，我们认为本次《决定》的改革重心主要聚焦在三大领域，分别围绕着财税、科技和金融。正好对应去年新设立的几个高规格委员会。其中，财税体制改革，重点是理顺央地关系；科技机制体制改革，重点是促进新质生产力发展；金融体制改革，重点是发挥金融的功能属性。

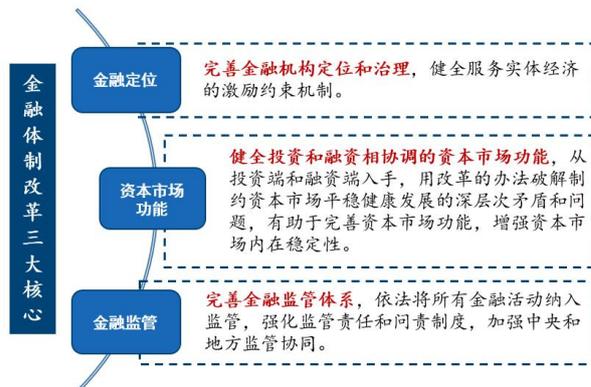
相对财税改革和科技改革的篇幅和用意相比，金融体制改革在通篇文本里不呈现为核心部分，更多立足于服务实体经济，和深化经济体制改革打好配合，促进社会资金进一步与新兴产业、新质生产力的需求精准匹配。我们认为，可以粗略提炼出以下三个核心：（1）完善金融机构定位和治理，健全服务实体经济的激励约束机制；（2）健全投资和融资相协调的资本市场功能，从投资端和融资端入手，用改革的办法破解制约资本市场平稳健康发展的深层次矛盾和问题，有助于完善资本市场功能，增强资本市场内在稳定性；（3）完善金融监管体系，依法将所有金融活动纳入监管，强化监管责任和问责制度，加强中央和地方监管协同。

图1: 本次《决定》改革聚焦财税、科技和金融三大领域



资料来源:《决定》, 国信证券经济研究所整理

图2: 本次《决定》金融体制改革的三大核心



资料来源:《决定》, 国信证券经济研究所整理

其中, 决定就深化金融体制改革进行一系列部署, 作出制定金融法、加快完善中央银行制度、健全投资和融资相协调的资本市场功能等安排。具体内容而言, 可以总结为找准金融定位、健全资本市场和完善金融监管三个方面。

● 找准金融定位: 坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨

决定提出, 加快完善中央银行制度, 畅通货币政策传导机制。完善金融机构定位和治理, 健全服务实体经济的激励约束机制。积极发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融, 加强对重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务。发展多元股权融资, 加快多层次债券市场发展, 提高直接融资比重。优化国有金融资本管理体制。

● 健全资本市场: 破解制约资本市场平稳健康发展的深层次矛盾

决定围绕促进资本市场健康稳定发展提出系列举措, 包括“支持长期资金入市”“提高上市公司质量, 强化上市公司监管和退市制度”“建立增强资本市场内在稳定性长效机制”“完善上市公司分红激励约束机制”等。从投资端和融资端入手, 用改革的办法破解制约资本市场平稳健康发展的深层次矛盾和问题, 有助于完善资本市场功能, 增强资本市场内在稳定性。

● 完善金融监管: 强化监管责任和问责制度

在完善金融监管体系方面, 决定明确, 依法将所有金融活动纳入监管, 强化监管责任和问责制度, 加强中央和地方监管协同。建设安全高效的金融基础设施, 统一金融市场登记托管、结算清算规则制度, 建立风险早期纠正硬约束制度, 筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系。健全金融消费者保护和打击非法金融活动机制, 构建产业资本和金融资本“防火墙”。

图3:《决定》深化金融改革部分的具体内容



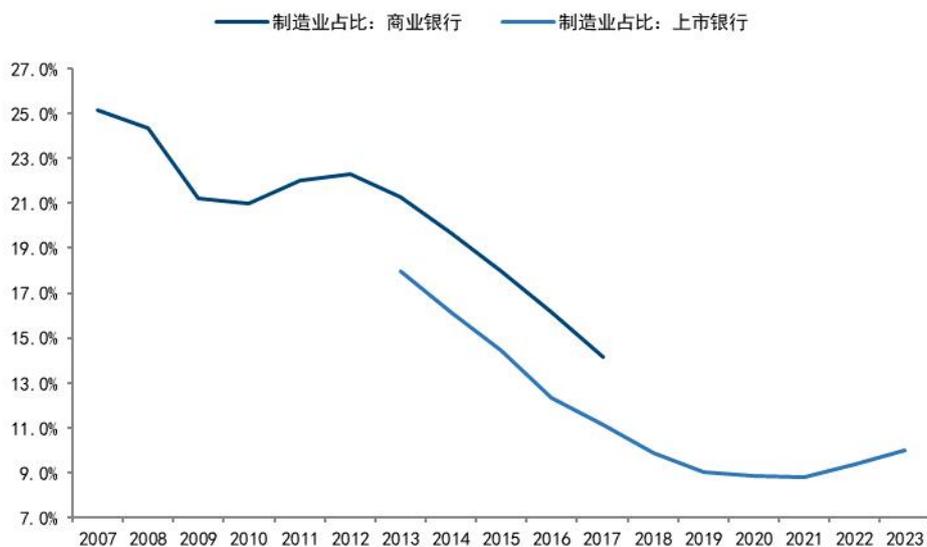
资料来源:《决定》，国信证券经济研究所整理

金融领域改革是我国全面深化改革的重要组成部分。党的二十届三中全会对深化金融体制改革作出前瞻性、系统性的顶层设计，推动金融高质量发展、加快建设金融强国，不断开创新时代金融工作新局面。下面几个部分本文将根据《决定》，分别从银行、证券、基金、保险的视角来进行相应的分析解读。

### ◆ 银行：服务新质生产力，擘画“五篇大文章”

实体经济是金融服务业的最终客户，金融服务的种类要适应客户的需求。在过去近二十年的时间里，银行业信贷投向也是动态调整的，从早期偏重制造业，到后面增加房地产、基建领域的信贷配置，都与实体经济需求的变化有关。展望未来，随着我国经济发展模式向高质量发展转变，新兴产业发展壮大，对银行需求也将产生重大影响。科技行业或为银行带来更多信贷投放需求，成为银行重要的信贷投放领域。

图4: 制造业贷款占比一度持续回落, 近两年再度回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 房地产领域贷款占比先升后降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

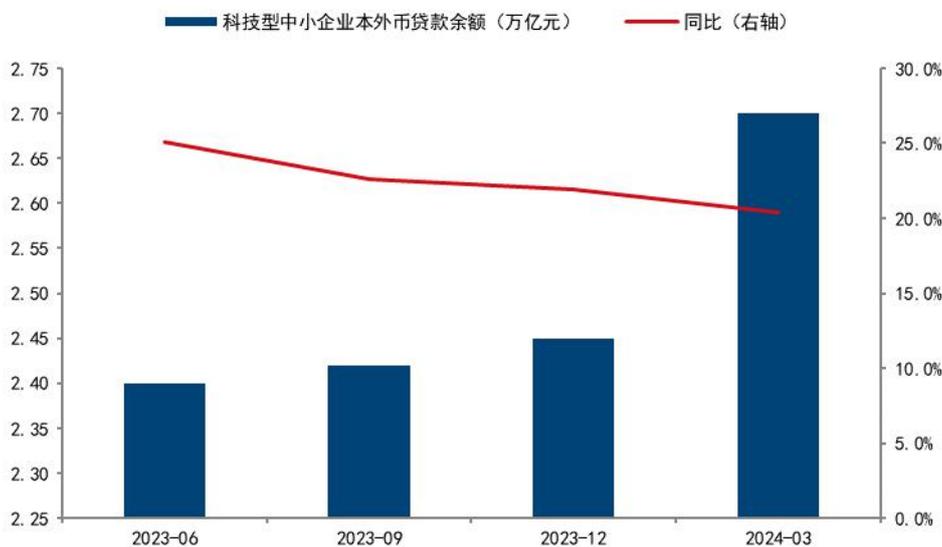
图6: 城投基建领域贷款占比在过去几年增加较多



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：城投基建领域用交通运输、仓储和邮政业，电力、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业，租赁和商务服务业四个行业汇总值表示。

银行在科技领域的信贷投放已经持续快速增长，未来信贷资源或进一步向科技领域倾斜。《2024年一季度金融机构贷款投向统计报告》显示，2024年一季度末科技型中小企业本外币贷款余额 2.7 万亿元，同比增长 20.4%；高新技术企业本外币贷款余额 14.84 万亿元，同比增长 13.6%，均高于同期各项贷款增速。我们认为，随着新兴产业发展壮大，未来银行在科技领域的贷款投放占比或进一步增加。

图7：科技型中小企业贷款快速增长



资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

《决定》提到“积极发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融”以及“完善金融机构定位和治理”。这与去年中央金融工作会议提到的“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”以及“完善机构定位，支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石，严格中小金融机构准入标准和监管要求，立足当地开展特色化经营”表述一致，也为银行未来的发展指明了方向。未来除前述科技领域外，普惠金融、绿色金融将继续成为银行重要的信

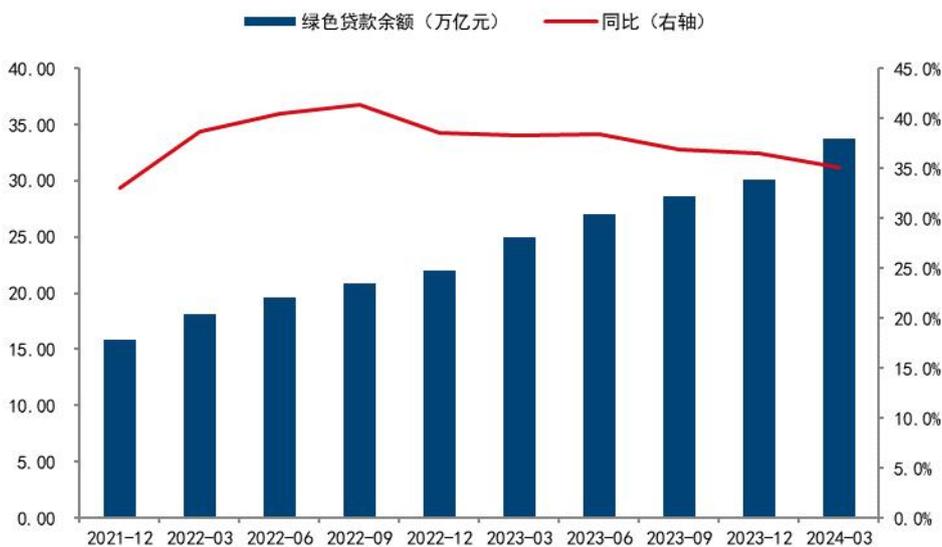
贷投放领域，随着人口老龄化加深，养老金融或为银行带来新的业务增量，数字金融或成为银行服务实体经济的重要支持力量，银行金融科技投入有望继续增加。而不同规模的银行在业务定位上也有所差异，依据自身禀赋发挥特色化业务专长。

图8: 银行普惠小微贷款保持较高增长



资料来源：央行，国信证券经济研究所整理。注：2024年一季度普惠小微贷款口径调整，图中同比数据为可比口径同比。

图9: 银行绿色贷款保持较高增长



资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

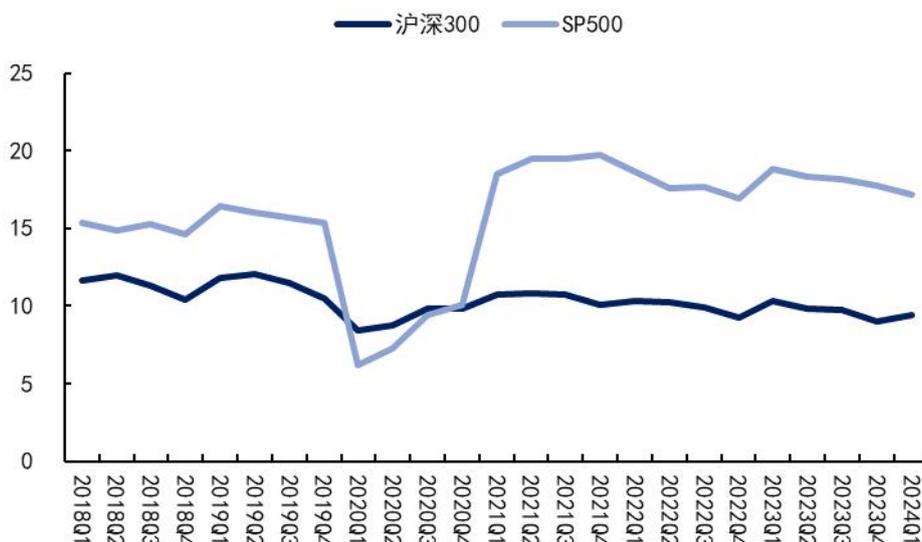
除信贷之外，银行也可以通过子公司支持新质生产力。如五大行下属的金融资产投资公司均持有私募基金管理人牌照，目前可以在上海地区开展股权直投业务。2024年6月份国务院办公厅印发《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》，提出“支持金融资产投资公司在总结上海试点开展直接股权投资经验基础上，

稳步扩大试点地区范围”，因此银行也有望通过子公司以股权投资形式参与支持科技企业，从而更好地发挥投贷联动作用。此外，银行理财子公司也可以通过表外理财资金投资股权类资产。

◆ 证券：提质量、重回报、促发展、促稳定

**第一，提质量。关注发展新质生产力、强化上市公司监管和退市等举措。**首先，发展新质生产力有助于提高上市公司质量。对比成熟资本市场，我国上市公司呈现出 ROE 不高的特点，反映出企业产品附加值不高、同质化竞争程度较大等问题。《决定》指出，加强新领域新赛道制度供给，建立未来产业投入增长机制，完善推动新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等战略性新兴产业发展政策和治理体系，引导新兴产业健康有序发展。此举或将培育出一批盈利能力较强、成长能力良好的新兴企业，有利于向资本市场供给优质新兴企业，从而提升上市公司质量，进一步提升我国资本市场的投资属性。此外，强化上市公司监管和退市有助于增强投资者对上市公司质量的信心。近年来，退市制度建设不足，劣质、造假等上市公司拖累了资本市场整体长远健康发展，也一定程度助长了炒小、炒差等不良市场风气。《决定》指出，提高上市公司质量，强化上市公司监管和退市制度。此举或有利于扶优去劣，从融资端和投资端给予优质上市公司更多发展机遇，从而提高上市公司整体质量。

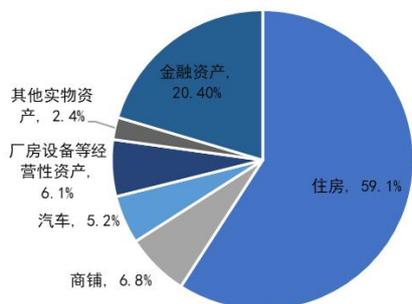
图10: 以沪深300 为代表的我国核心上市公司 ROE 低于标普 500



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

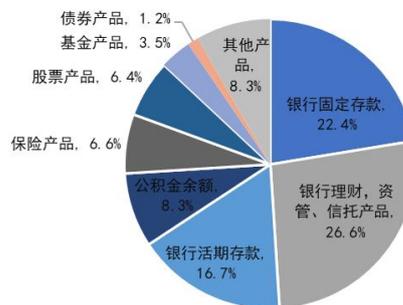
**第二，重回报。关注完善大股东、实际控制人行为规范约束机制。完善上市公司分红激励约束机制。健全投资者保护机制。**对比成熟资本市场，我国资本市场重融资、不重投资，股东回报重视不足等问题突出，间接造成股票、基金等金融资产在居民财富中占比较低。以中美对比为例，我国居民资产中股票、基金等占比大幅低于美国居民。成熟资本市场发展经验表明，平衡好投融资发展、重视股东回报不仅有利于资本市场健康发展，对促进居民财富向资本市场转移、提升资本市场的财富效应也大有裨益。《决定》指出，完善大股东、实际控制人行为规范约束机制；完善上市公司分红激励约束机制；健全投资者保护机制。我们认为，此举或是增强投资者信心、促进市场活跃度提升和居民及社会财富向资本市场转移的关键举措。

图11: 我国居民资产结构



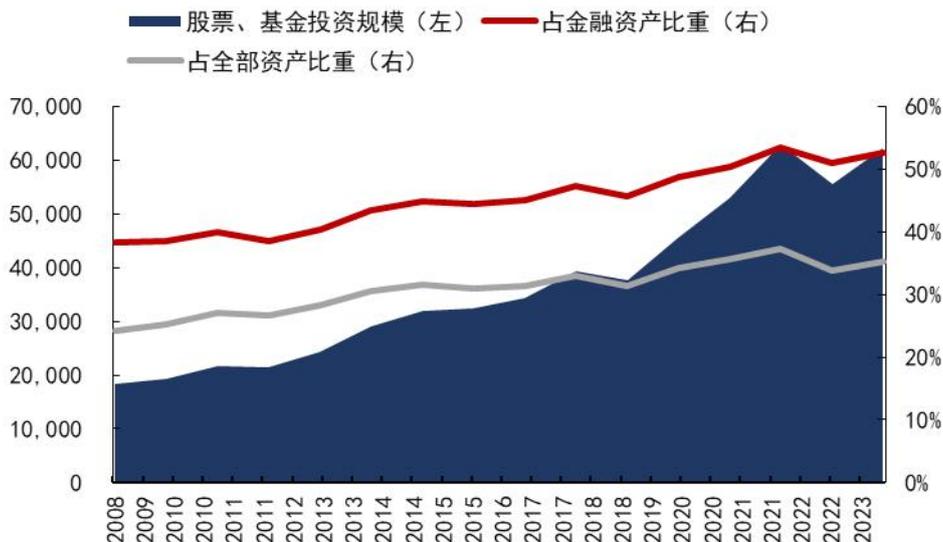
资料来源: 经济日报, 央行《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》, 国信证券经济研究所整理

图12: 我国居民金融资产结构



资料来源: 经济日报, 央行《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》, 国信证券经济研究所整理

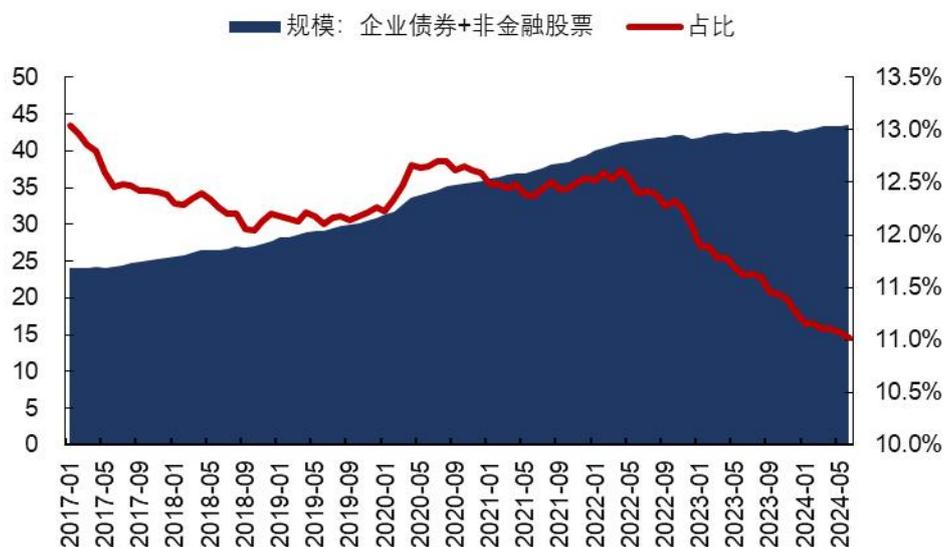
图13: 美国居民股票、基金投资规模占金融资产比重及占全部资产比重 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**第三, 促发展。发展多元股权融资, 加快多层次债券市场发展, 提高直接融资比重。**提高直接融资比重是我国资本市场建设的核心目标之一。截至目前, 我国多层次资本市场体系已初步建立, 服务实体能力较强。《决定》指出, 发展多元股权融资, 加快多层次债券市场发展, 有利于我国直接融资比重进一步提升。

图14：我国企业债券+非金融股票融资规模（直接融资）占社融比重（单位：万亿元）



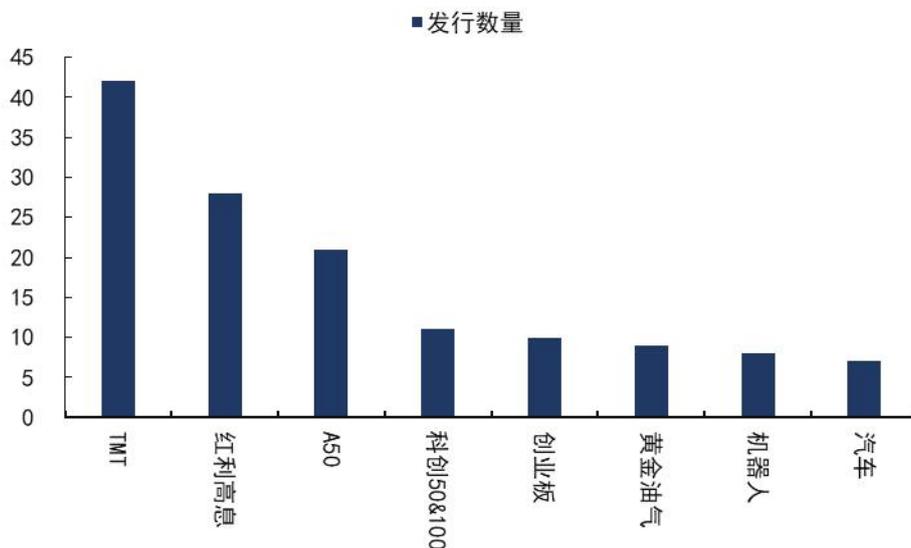
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**第四，促稳定。发展耐心资本，支持长期资金入市。**长期以来，我国股市呈现机构持股比例较低、短期资金流动波动程度较大等问题，并在一定程度上造成了市场波动率较高、投资者阶段性损失较大等问题。《决定》指出，发展耐心资本和支持长期资金入市等举措，或有利于解决我国资本市场短期波动程度大等问题。

◆ **基金：服务新质生产力建设，助力居民财产性收入增长**

**第一，服务新质生产力建设。**资本市场在促进创新资本形成、支持科技创新方面具有天然优势。近年来，公募基金对半导体、新能源、人工智能等新兴领域的投资机会高度重视，与报告中促进新质生产力建设的精神不谋而合，并且公募基金在新兴领域已经积累了相当充足的投研经验。2024年以来，公募基金发行的行业主题基金中，TMT、机器人及汽车等高端制造领域基金数量位居前列。

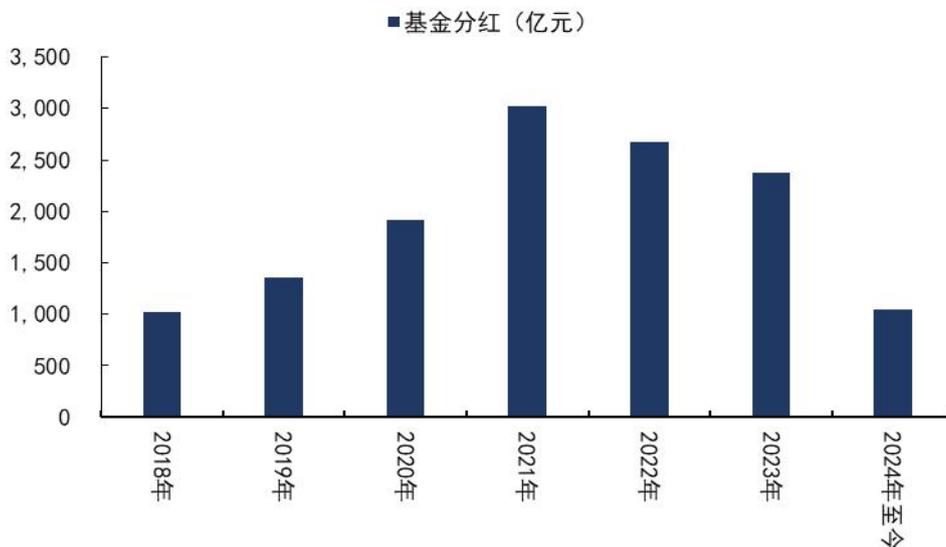
图15: 2024年以来公募基金发行的行业主题基金数量（单位：只）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**第二，助力居民财产性收入增长。**《决定》指出，要规范收入分配秩序，规范财富积累机制，多渠道增加城乡居民财产性收入。公募基金每年向居民分红规模高达数千亿元。

图16: 公募基金历年分红规模（单位：亿元）



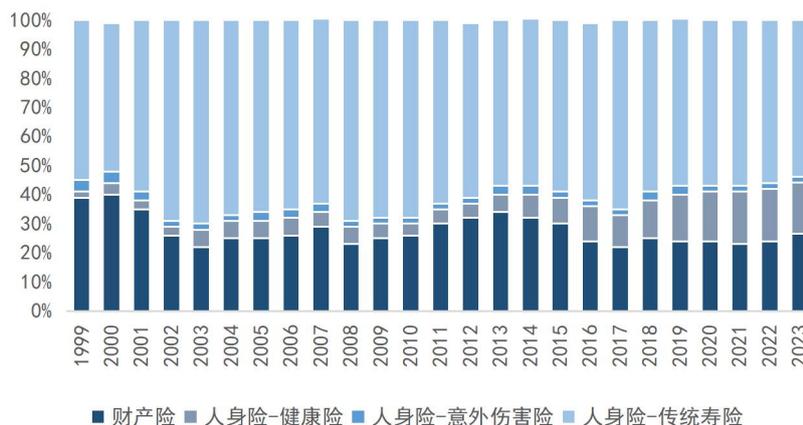
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

此外，公募基金在绿色金融、养老金融领域也有布局。《决定》指出，要积极发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融。绿色金融方面，ESG 投资理念深切贴合绿色金融发展主题，近年来公募基金在 ESG 领域发力，为实现“双碳”目标助力。养老金融方面，公募基金已成为养老金融的中坚力量，受托管理各类养老金规模超 4 万亿元，占我国养老金委托投资规模的 50% 以上。

◆ 保险：优化多元产品供给，匹配长线科技资金需求

保险公司作为金融体系的重要组成部分，可以通过保险产品供给、资产配置等多种方式支持新质生产力的发展，不仅能够促进自身的转型升级，还能够为经济社会的高质量发展提供有力支持。负债端产品供应方面，当前我国保险产品供给仍然面临着同质化问题，承保能力与社会总保险需求仍具备一定差异。随着新质生产力的发展，保险业应进一步为科技型企业提供全面的保险保障，健全风险分散机制，加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持。《决定》中提到的举措包括提高航运保险承保能力和全球服务水平、发展多层次农业保险等。

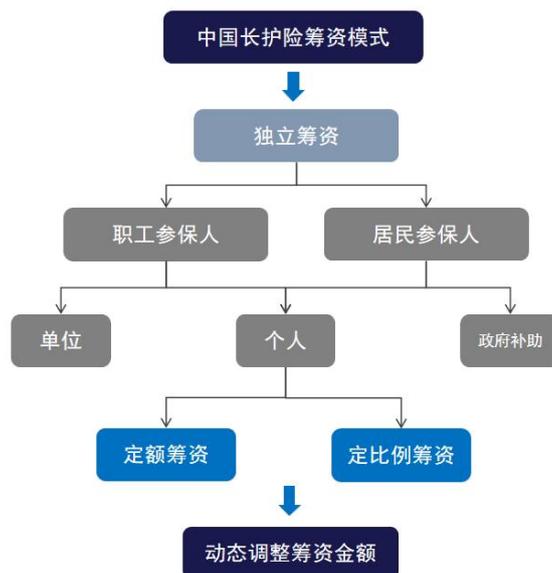
图17: 各险种保费收入占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

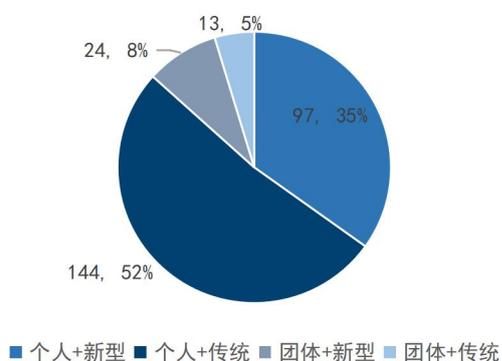
此外，随着我国人口老龄化的加剧，作为我国养老第三支柱的重要组成部分，保险公司应进一步参与完善发展养老事业和养老产业政策机制，优化基本养老服务供给。《决定》中提到的举措包括加快建立长期护理保险制度等。根据《长期护理保险报告》，截至 2023 年 6 月底，我国长护制度参保人数达到 1.7 亿，累计超 200 万人享受待遇，累计支出基金约 650 亿元，年人均减负约 1.4 万元。随着失能老年人数增多，家庭照料负担日益加深，社会长护险难以满足居民高层次护理需求，我国发展商业长护险是必要之举。

图18: 我国长护险筹资模式机制构想



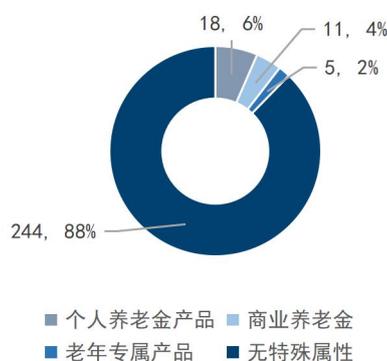
资料来源: 中国医疗保险, 国信证券经济研究所整理

图19: 根据承保方式、设计类型划分养老年金保险种类



资料来源: 中国保险行业协会, 国信证券经济研究所整理

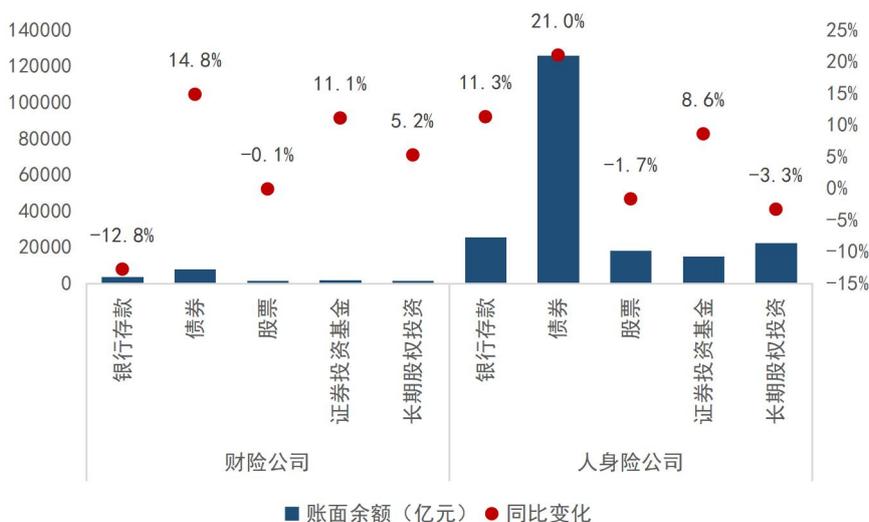
图20: 根据产品特殊属性划分养老年金保险种类



资料来源: 中国保险行业协会, 国信证券经济研究所整理

资产端方面, 保险资金具备长周期、大规模、来源相对稳定等特点, 在支持新质生产力方面, 更加贴合科创型产业发展周期较长、资金需求较大的特点。经过几十年的耕耘, 我国保险资管业已具备相对成熟的投研体系框架, 成为我国资本市场中的重要组成部分。截至目前, 险资通过债券、直投股权、私募股权基金、创业投资基金、保险资产管理产品等多种形式, 为战略性新兴产业提供长期稳定资金支持, 为包括人工智能、生物科技、新材料等领域注入发展动能。当前保险参与股权项目确定性有余, 成长性不足, 随着利率中枢下降, 进一步加大新兴产业股权投资将是险资应对“资产荒”的重要策略。截至2024年一季度末, 我国保险业总投资规模达29.9万亿元, 其中长期股权投资规模为2.4万亿元, 占比8%。与此同时, 私募股权基金成为保险公司股权投资的核心, 根据195家保险公司的统计结果显示, 在保险股权投资中, 2022年底投资私募股权基金的金额超过5200亿元, 占当年股权投资的比重为28%。其中医疗健康、智能制造、集成电路、养老服务等产业领域是险资投资私募股权基金关注的重点领域。

图21: 保险行业 2024Q1 投资结构及变化 (单位: 亿元)



资料来源: 金管局, 国信证券经济研究所整理

#### ◆ 投资建议:

**银行:** 下半年我国经济仍有压力, 复苏缓慢, 且银行基本面仍处在下行周期中, 因此我们判断高股息策略继续占优。中长期来看, 我国政策空间充足, 经济内生性在逐步恢复, 2025 年上市银行业绩大概率迎来业绩拐点。在个股上, 建议关注成长性较好的个股, 如常熟银行、瑞丰银行、宁波银行和招商银行。

**证券:** 证券公司是资本市场的核心中介。《决议》中涉及到的新质生产力发展、提高上市公司质量、完善分红激励机制以及提高直接融资占比等内容, 是推进我国资本市场长远健康发展的重要动力。伴随资本市场改革向纵深推进, 我国居民配置股票基金资产趋势或将提速, 投资者信心也将逐步提升, 资本市场活跃度或有所提高, 证券公司或将因此受益。建议关注业务发展全面的龙头证券公司中信证券、华泰证券等。

**保险:** 保险公司在支持新质生产力发展的过程中, 不仅可以为经济社会提供更多的保障和服务, 还能够促进自身的转型升级和可持续发展。通过提高保障型产品供应、增加股权投资、创新保险产品和服务、加强风险管理, 险企可以为新质生产力的发展提供全方位的支持, 推动经济社会的高质量发展。低利率环境下, 加大股权投资将促进各险企保险资金的直接运作, 有利于各险企更好地实现保险资金的保值及增值, 满足未来偿付需求, 从而为保险资金进一步服务实体经济奠定基础。建议关注具有长期稳健投资能力、股权投资类型广泛的大型保险公司, 建议关注中国财险、中国太保、中国人寿等。

#### ◆ 风险提示:

长端利率下行, 资本市场低位震荡, 政策趋严等。

#### 相关研究报告:

《“资产荒”下保险资管两端突围-机构立体博弈系列之二》——2024-06-02

《破局“资产荒”-2024 年二季度机构资金配置行为分析》——2024-05-17

《银行理财“存款化”: 成因、影响与破局——机构立体博弈系列之一》——2024-04-11

《险资配置荒, 理财去套利, 资本市场降杠杆-2024 年一季度机构资金配置行为分析》——2024-03-08

《个人养老金制度全面推行点评-推动产品供给, 驱动长期资金》——2024-01-28

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032