

政策提振增量资金入市

基于外资/理财/险资机构配置行为的分析

◆ 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：王德坤 021-61761035
 证券分析师：陈俊良 021-60933163
 联系人：王京灵 0755-22941150

◆ 非银金融

kongxiang@guosen.com.cn
 wangjian@guosen.com.cn
 wangdekun@guosen.com.cn
 chenjunliang@guosen.com.cn
 wangjingling@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：S0980524070008
 执证编码：S0980519010001

事项：

近期支持股市的政策密集出台，其中吸引保险资金、银行理财等中长期资金入市成为后续政策重中之重，同时外资因货币和财政宽松预期加大配置资源，中长久期资金入市为我国资本市场新增资金来源。

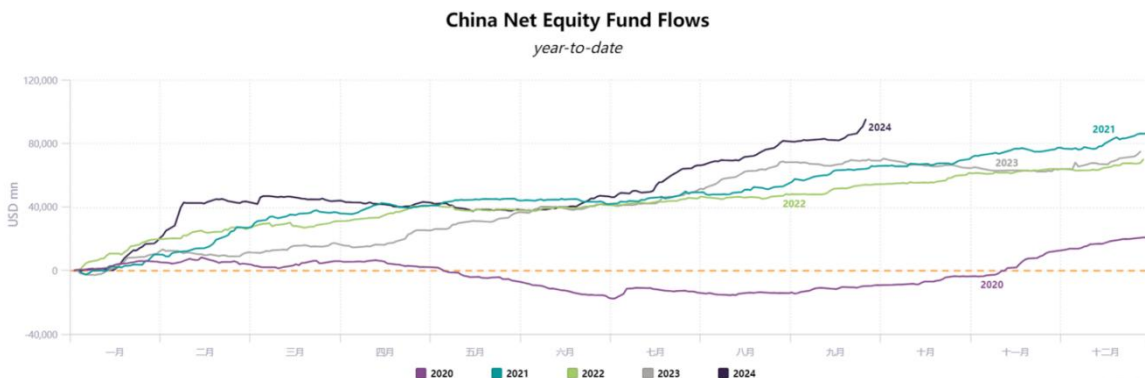
国信金融观点：判断外资、险资及银行理财资金未来或持续流入股市。**第一**，外资方面，9月下旬以来，中国权益基金净流入节奏加快。截至当前，净流入规模已超2021年全年。当前，外资对中国权益资产配置比例仍处较低位置，伴随政策持续落地、预期持续改善，外资或持续流入股市。**第二**，险资方面，分红险销售占比提升或加强险资的投资收益诉求，进而增配权益资产。一方面，受IFRS9及IFRS17的联动实施影响，分红险账户如采用VFA方法，险企能够实现较好的资产负债匹配，资产端公允价值的波动大部分可以镜像传递给负债端，险企资产负债不匹配的担忧有所减轻。另一方面，为了增强产品对投资者的吸引力，增配权益资产、提高产品预期收益率或将成为险企分红险账户的主要诉求。我们预计险企2024年至2028年每年权益投资增量资金规模为4500亿-8000亿不等。**最后**，银行理财方面，伴随非标资产供给持续下行，银行理财不得不通过小仓位股票配置增厚收益，多资产产品发行节奏将显著加快，不同场景测算下，银行理财未来五年平均每年股票入市规模约为100亿-3000亿。

评论：

◆ 外资流入中国股市节奏加快，未来流入仍有空间

9月下旬以来，外资呈加速流入中国股市的态势。2024年，中国权益基金的净流入规模已经超2021年全年。受政策推动和预期改善影响，近期外资整体上对中国权益资产配置较为积极。以美股市场中做多中国的ETF产品为例，大部分产品截至9月27日的周成交额均较前一周增长6-7倍。

图1：近期中国权益基金净流入速度加快（单位：百万美元）



资料来源：EPFR，CEIC，国信证券经济研究所整理

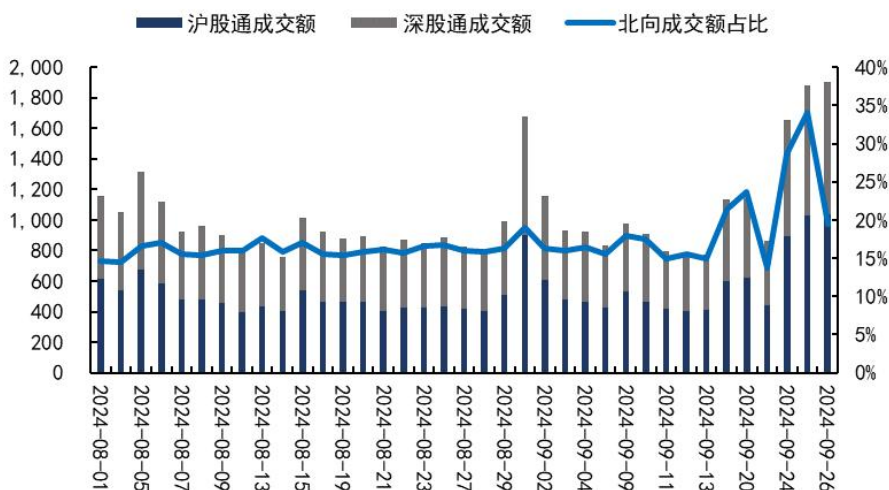
表1: 美股做多中国的 ETF 净值及成交额大幅增长（单位：美元）

代码	名称	截至 9.27 净值	截至 9.27 的一周净值同比涨幅	截至 9.27 的一周成交额同比涨幅	跟踪指数代码	跟踪指数名称
YINN	富时中国 3 倍做多 ETF	38.33	59.31%	765.75%	TFTXINOU.FI	富时中国 50 总回报
CHAU	沪深 300 两倍做多 ETF	16.87	39.42%	691.80%	000300.SH	沪深 300
CNXT	VanEck 创业板指数 ETF	25.75	27.23%	719.99%	399006.SZ	创业板指
AFTY	富时中国 A50 ETF	16.55	21.20%	756.47%	830009.XI	富时中国 A50
ASHR	Xtrackers Harvest 沪深 300 指数 ETF	27.33	18.98%	593.27%	000300.SH	沪深 300
ECNS	MSCI 中国小盘股 ETF	26.63	17.02%	722.31%	--	--

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

北向资金成交额明显放大，成交占比提升，净流入规模或扩大。8月初至9月20日，北向资金日均成交额约950亿元；9月23日至9月26日，北向资金日均成交额突破1800亿元。考虑到A股表现，北向资金成交额扩大或更多受到北向资金流入影响。今年年初的2月6日至2月8日，在股市大幅反弹背景下，北向资金日均成交额也迅速扩大至将近1800亿元，累计净流入约150亿元。考虑到本轮股市支持态度较强、政策更立体更全面、股指上涨速度更快，北向资金净流入规模或较年初时更大。

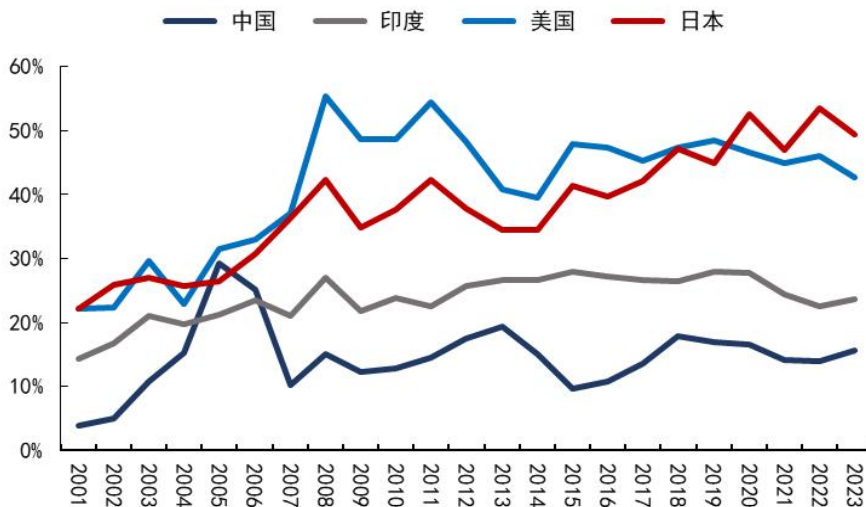
图2: 北向资金成交额放大，成交额占比提升（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

外资增配中国股市仍有较大空间。从外国证券投资组合市值占上市公司总市值的角度来看，中国当前落后于美国、日本、印度。2023年该比值：中国15.7%、印度23.7%、日本49.4%、美国42.6%。外资对中国股市配置力度，与中国的GDP及股市总规模并不匹配。伴随预期持续改善，外资增配中国股市仍有较大空间。

图3：外国证券投资占上市公司总市值比重的国别比较



资料来源：IMF, CEIC, 国信证券经济研究所整理

◆ 保费增长带动权益投资规模增长，销售分红险或提升权益投资比例

政策提出发挥保险“长钱”优势，持续引导险资入市。具体措施包括：一是扩大保险资金长期投资改革试点，支持其他符合条件的保险机构设立私募证券投资基金，进一步加大对资本市场的投资力度。二是督促指导保险公司优化考核机制，鼓励引导保险资金开展长期权益投资。三是鼓励理财公司、信托公司加强权益投资能力建设，发行更多长期限权益产品。今年上半年，新华与国寿设立的私募基金已完成近 200 亿元投资，主要投向集中在二级市场高分红、高股息类股票为主。预计后续险资资产配置空间或集中在新准则下资产划分等方面，如适当放宽险资投资公募基金的 FVOCI 认定权，鼓励险资配置 ETF、FOF、MOM 等资产，提高险资入市积极性。此外，政策提出将创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，将大幅提升资金获取能力和股票增持能力。该举措为人民银行首次创设结构性货币政策工具支持资本市场，首期规模为 5000 亿元，未来可视情况扩大规模。

保险资金投资需兼顾偿付能力、资产负债及投资收益要求。偿付能力方面，监管根据险企的偿付能力充足率设定了不同的权益资产投资比例上限，不过在现实中，险企权益投资占比均低于此上限要求，即当前险企权益投资受偿付能力制约较小。资产负债方面，险企需考虑大类资产配置中债券、权益等的投资比例，负债结构变化及资产负债久期缺口均会影响险企的大类资产配置比例，进而影响权益资产配置。投资收益方面，险企配置权益资产重在提高投资收益率水平。

表2：偿付能力充足率与权益资产投资占比上限

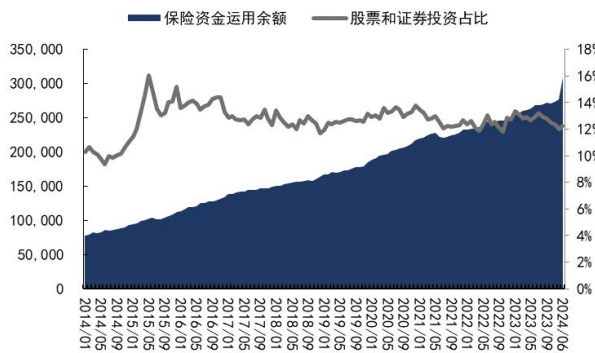
偿付能力充足率	权益类资产/上季度末总资产
<100%	<10%
100%-150%	<20%
150%-200%	<25%
200%-250%	<30%
250%-300%	<35%
300%-350%	<40%
>250%	<45%

资料来源：国家金融监管总局，国信证券经济研究所整理

保险资金运用余额持续扩张，权益资产投资占比基本稳定。根据保险资管协会数据，2023 年寿险行业投资资产占保险行业整体的 87%，因此行业的资产配置结构受寿险的影响较大。2021-2023 年，保险投资资产占比上升前三位为：利率债上升 6.3 个百分点，组合类产品(固收类)上升 0.6 个百分点，公募基金(股票及

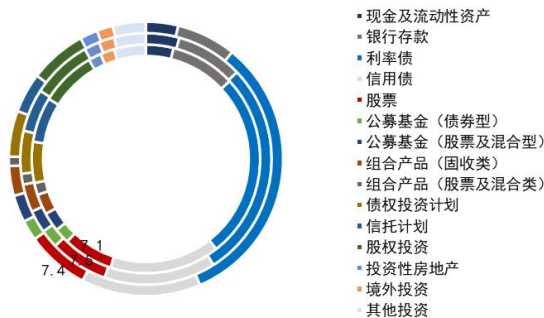
混合型)上升0.5个百分点,权益资产占比保持基本稳定。近年来,负债端终身寿险的热销拉长了保险公司的负债久期,利率持续下行进一步加剧了险企的资负匹配压力,故险企利率债配置占比显著提升。同时,考虑到IFRS9及IFRS17联动实施,险企FVOCI固收、FVOCI权益投资占比均有所增加。

图4: 保险资金运用规模增长,权益占比稳定(单位:亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 险企资产配置结构变化



资料来源: 保险资管协会, 国信证券经济研究所整理。注: 内圈为2021年, 中圈为2022年, 外圈为2023年

分红险销售占比提升, 险企资负匹配压力或减轻, 投资收益诉求或更强, 权益资产占比有望提升。在保险产品预定利率下调背景下, 险企纷纷加大分红险销售力度。一方面, 受IFRS9及IFRS17的联动实施影响, 分红险账户如采用VFA方法, 险企能够实现较好的资产负债匹配, 资产端公允价值的波动大部分可以镜像传递给负债端, 险企资负不匹配的担忧有所减轻。同时, 为了增强产品对投资者的吸引力, 增配权益资产、提高产品预期收益率或将成为险企分红险账户的主要诉求。

图6: 浮动收费法下, 保险公司资产负债匹配程度更高

浮动收费法 VFA		净资产			净利润		
		资产	负债	资产负债匹配	资产	负债	资产负债匹配
债务工具	AC	锁定利率, 摊余成本稳定	近类似于资产组合的公允价值	会计错配	稳定, 主要为利息收入	OCI选择权下, 保险财务损益与投资利润完全抵消(除非出现资产亏损下跌使的保险公司在亏损所占份额超过了负债的合同服务边际)	匹配
	FVOCI	现时利率, 公允价值波动		灵活(市场差时可选择持有收息; 市场好时可卖出获取资本利得)			
	FVTPL			波动			
权益工具	FVOCI	公允价值随行就市波动	匹配	稳定, 但预期收益仅为股息, 相对较低			
	FVTPL			波动			

资料来源: 阳光保险资产管理, 国信证券经济研究所整理

表3: 各类保险账户的资产配置偏好

产品大类	产品类型	产品收益率	负债久期	流动性需求	配置偏好
寿险	中期传统险	3.50%	5年左右	中	以固收FVOCI类资产为主, 同时配置少量权益

	长期传统险	3.50%	15-20 年左右	低	以固收 FVOCI 类资产为主，同时配置少量权益
	分红险	2.5%-3.0%	15-20 年左右	低	倾向于 FVTPL 权益类资产，提升投资收益
	万能险	2.5%-3.0%	10 年左右	高	倾向于 FVTPL 权益类资产，提升投资收益
健康险	医疗险	不涉及	1 年	高	以固收 FVOCI 类资产为主，同时配置少量权益
	重疾险	不涉及	15-20 年左右	低	以固收 FVOCI 类资产为主，同时配置少量权益
财产险	财险	不涉及	1 年左右	高	以固收 FVOCI 类资产为主，同时配置少量权益

资料来源：保险资管协会，国信证券经济研究所整理

我们对未来 5 年险资入市规模进行测算，分别基于资产类别及新准则下 FVOCI 权益类资产年度增量规模进行预测分析。其中，核心假设主要基于以下几点：

1. 保险资金运用规模：随着我国保险资管规模的逐步攀升，我们预计未来行业资金运用规模增速将逐步企稳，预计 2024 年至 2028 年增速分别为 10%/9.0%/8.5%/8.0%/8.0%。

2. 股票/证券投资基金占比：基于险资历史权益投资比例变动趋势及新准则下险资配置诉求，我们分别对险资投资股票及基金的占比情况进行预测。我们预计 2024 年至 2028 年股票投资比例为 7.5%/7.8%/8.4%/9.0%/9.0%；预计基金投资比例为 5.0%/5.3%/5.5%/6.0%/6.0%。

3. FVOCI 权益类资产占金融类资产比例：基于当前上市险企资产配置情况，我们预计 2024 年至 2028 年 FVOCI 权益类资产占股票类资产的比例为 35%/38%/43%/48%/52%。

基于上述预测，我们预计 2024 年至 2028 年每年增量资金规模为 4746 亿元/5415 亿元/6574 亿元/8279 亿元/4665 亿元，对应 FVOCI 权益类资产（高股息、高分红股票）增量规模为 1990 亿元/1844 亿元/3168 亿元/3793 亿元/2855 亿元。

表4：险资入市规模测算

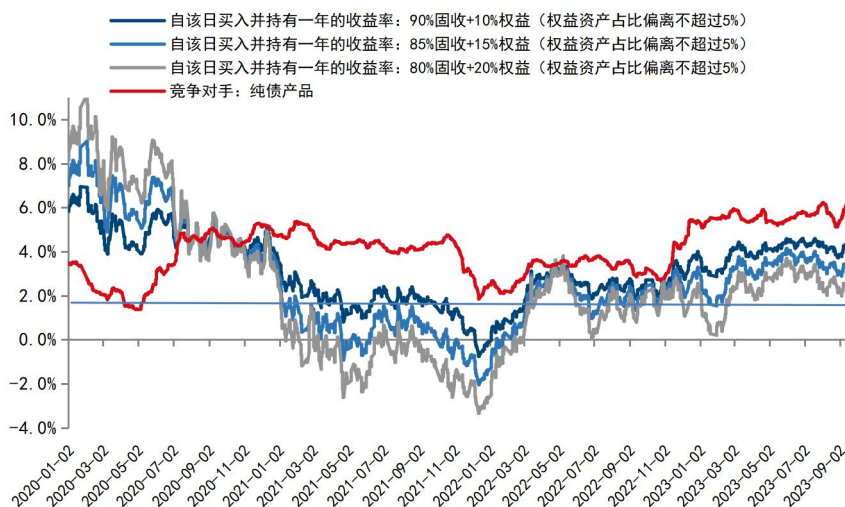
以资产类别核算	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
保险资金运用余额规模（万亿元）	25.05	27.67	30.44	33.18	36.00	38.88	41.99
同比增速	7.8%	10.5%	10.0%	9.0%	8.5%	8.0%	8.0%
股票（万亿元）	1.91	2.00	2.28	2.59	3.02	3.50	3.78
占比	7.6%	7.2%	7.5%	7.8%	8.4%	9.0%	9.0%
证券投资基金（万亿元）	1.27	1.33	1.52	1.76	1.98	2.33	2.52
占比	5.1%	4.8%	5.0%	5.3%	5.5%	6.0%	6.0%
股票+证券投资基金（万亿元）	3.18	3.33	3.80	4.35	5.00	5.83	6.30
占比	12.7%	12.0%	12.0%	13.1%	13.9%	15.0%	15.0%
当年增量资金（亿元）	2324	1500	4746	5415	6574	8279	4665
以会计计量方式核算	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
FVOCI 权益类资产（亿元）	5348	6000	7990	9833	13002	16794	19649
占股票类资产比例	28.0%	30.0%	35.0%	38.0%	43.0%	48.0%	52.0%
当年增量资金（亿元）	-	652	1990	1844	3168	3793	2855

资料来源：国家金融监管总局，国信证券经济研究所整理

◆ 银行理财客户风险偏好限制权益投资，非标供给下行或促进权益配置提升

理财产品的目标客群风险偏好低，限制银行理财配置权益类资产的能力。我们做一个简单思考：对于股票指数来讲，上下波动 10%-20% 很正常，对于股票仓位 20% 的理财产品来讲，这对应 2%-4% 的回撤，很容易就会击穿债券提供的安全垫，从而引起显著赎回。我们还可以将这一思路进行量化，做一个模拟分析：由于银行理财配置的债券主要是信用债，因此我们以 AAA 信用债指数和沪深 300 指数，模拟了不同水平“固收+股票”的理财产品净值变化。可以看出，假如投资者的投资期限是一年，则当股票配置比例达到 20% 之后，股票波动就很容易导致理财产品给客户带来亏损，进而可能引发大量赎回。而且即使将股票配置比例降低至 10%，也很容易导致客户理财收益率低于 2%，基本上跑不赢活期理财。此外，在股市牛短熊长的情况下，配置股票类资产很容易长期跑输纯债产品，让“固收+”变成“固收-”，也不利于理财规模扩张。因此，配置股票类资产增厚收益，对银行理财的择时能力有很高的要求，难度很大。

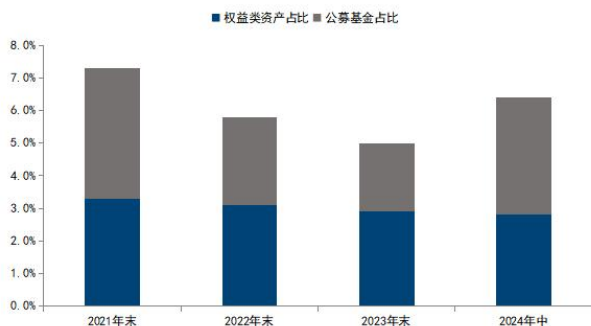
图7：不同情境下理财产品投资拟合收益率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

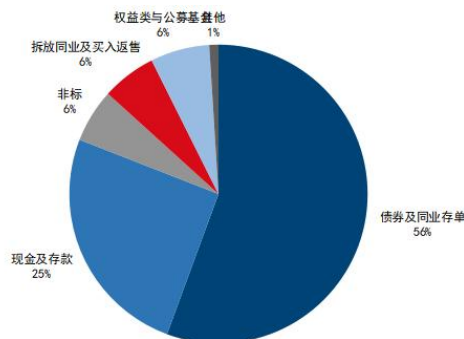
银行理财入市可以通过两个渠道，一是直接投资股票，二是配置公募基金。银行理财目前持有的权益类资产和公募基金约 1.94 万亿元。近几年银行理财配置的权益类资产占比约 3%左右，呈下降趋势；配置的公募基金占比波动性较大，平均也在 3%左右，两者合计仅占理财产品的 6%左右。

图8：银行理财产品中的权益类资产和公募基金占比



资料来源：中国理财网，国信证券经济研究所整理

图9：2024年中银行理财产品的资产配置

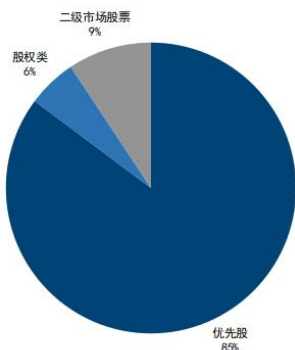


资料来源：中国理财网，国信证券经济研究所整理

我们估计截至 2024 年 6 月末，银行理财投资的二级市场股票规模约 3000 亿元。其中直接投资的股票规模估计 2550 亿元，通过公募基金间接投资的股票规模 420 亿元左右。由于银行理财披露的权益类资产不仅包括二级市场股票投资，还包括优先股、股权投资等，而其投资的公募基金则包括了债券型基金、货币基金等，因此银行理财直接或通过公募基金间接投向二级市场股票的资产规模要远少于 1.94 万亿元的规模。我们根据普益标准统计的银行理财前十大持仓数据，估计银行理财投资的二级市场股票规模约为 3000 亿元：（1）权益类资产绝大部分都是优先股，尤其是银行优先股。不过考虑到目前银行优先股总规模也仅约 8000 亿元，因此银行理财所投资的 8500 亿元权益类资产中，优先股占比不太可能有 85%。不过这一数据起码说明优先股是银行权益类资产最大的投向类别，假设其占权益类资产的一半。而股权类（包括股权直投以及为上市公司定增、员工持股等进行的融资）和二级市场股票投资按下图中 6:9 的比例假设，据此估计，银行理财产品 8500 亿元的权益类资产中，投向二级市场股票的规模约为 2550 亿元。（2）公募基金几乎都是债基和货基，股票型基金占比仅有 2%，混合型基金占比仅有 4%（假设其中一半资产投向股票）。据

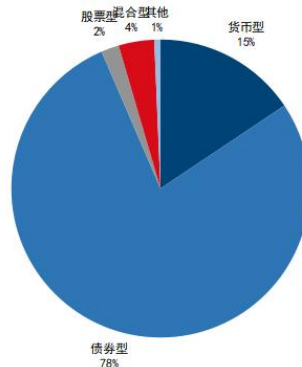
此估计，1.09 万亿元的公募基金投资中，投向股市的规模大约为 420 亿元。

图10: 2024 年中银行理财前十大持仓中的权益类资产绝大部分都是优先股



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

图11: 2024 年中银行理财前十大持仓中的公募基金资产：股票型占比



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

展望未来，我们认为银行理财配置权益仍然有其必要性，核心原因在于非标资产供给持续下行，所以银行理财不得不通过小仓位股票配置增厚收益。银行理财配置股票可能有两个思路：一是要在大类资产上择时，适当在右侧发行含权理财产品，这取决于理财的资产配置能力；二是拉长负债久期，发行封闭式的长周期理财，尽可能底部配置一定权益资产，这取决于理财乃至财富端的客户积累能力。

我们假设：

一是假设未来五年理财产品规模年增速在 2%-8% 之间。二是在悲观和乐观情景下选定假设范围：假设未来真正的含权理财产品占比能够达到 20%-30%，含权理财配置股票的比例在 5%-15%（20% 是极限，但不可能所有理财产品都达到这个极限，因此上限假设为 15%），则估计银行理财投向股票的比例可能在 1%-4.5% 之间（当前为 1%）。

在前述假设下，我们测算未来五年平均每年有望实现的理财资金股票入市规模大致在 100 亿-3000 亿。

表5: 不同假设下银行理财未来五年，平均每年有望实现的股票入市规模

		理财规模年化增速						
		2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
理财配置股票的比例	1.0%	30	61	94	128	163	200	238
	1.5%	345	392	441	492	545	600	657
	2.0%	660	722	788	856	927	1000	1076
	2.5%	974	1053	1135	1220	1308	1400	1495
	3.0%	1289	1384	1482	1584	1690	1800	1914
	3.5%	1604	1714	1829	1948	2072	2200	2333
	4.0%	1919	2045	2176	2312	2453	2600	2752
	4.5%	2234	2376	2523	2676	2835	3000	3171

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：

银行：当前银行板块估值处于低位，估值下行风险小，预计存量按揭利率调整以及 LPR 下调后存款利率将跟进下调以对冲其影响，我们预计 2025 年行业净息差降幅收窄、业绩迎来拐点，有望推动银行板块的估值修复，维持行业“优于大市”评级。个股方面推荐两条主线：一是对于追求低波动、绝对收益的资金，建议关注股息率较高且稳定的银行，推荐招商银行、国有大行；二是从成长性方面，建议关注营收利润增

长均较快的常熟银行、瑞丰银行。

证券：央行支持股市系列政策或提高券商用资能力，带动券商扩表，推动 ROE 提升。重点推荐资本实力雄厚、业务规模较大、资质优秀的龙头券商，如中信证券、华泰证券等。推荐与股东协同加大，业务协同预期强的兴业证券，底部存在反转预期的东方证券。

保险：宽信用政策下无风险收益率或企稳回升，为险资资产端修复提供支撑，叠加引导险资长期投资等相应政策，多方位支撑利好保险行业估值修复，建议关注基本面质态稳健的中国太保及资产端高弹性的新华保险。

◆ **风险提示：**

政策落地不及预期，宏观经济下行超预期，股市资金流出，保险产品销售下滑，银行理财规模波动等。

相关研究报告：

- 《2024 年上半年公募基金保有数据点评-“蚂蚁”一骑绝尘，三方和券商份额逆势向上》——2024-09-16
- 《保险“国十条”及基金分类点评-防范风险重于规模扩张，局部鼓励创新探索》——2024-09-13
- 《评估外部冲击下资管产品赎回压力-基于债市波动和产品抽样的方法》——2024-09-01
- 《外部冲击加大，负债成本下行——2024 年三季度机构资金配置行为分析》——2024-08-16
- 《竞合之势：机构资管业务总览——机构立体博弈系列之四》——2024-08-13

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