



分析师：张凯烽

执业证号：S0100524070006

邮箱：zhangkaifeng@mszq.com

研究助理：李劲锋

执业证号：S0100124080012

邮箱：lijinfeng_2@mszq.com

➤ **事件：**近日，经中央金融委员会审议同意，中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》（以下简称《方案》）。

➤ **六部委联合发布《推动中长期资金入市工作实施方案》，扩大资本市场稳定资金来源。**1月22日，中央金融办、证监会、财政部、人社部、央行、金融监管总局六部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。2024年9月中央金融办、中国证监会印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，主要举措包括建设培育鼓励长期投资的资本市场生态、大力发展权益类公募基金、着力完善各类中长期资金入市配套政策制度等。本次发布的《实施方案》对《指导意见》的三方面举措细化展开，其中对各类中长期资金入市配套制度方面的排序提前，强调提高权益类基金规模占比，并进一步优化资本市场投资生态。

➤ **明确提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性，险资权益投资空间有望打开。**《方案》重点围绕当前险资投资权益的一些痛点和难点做了针对性的改革，比如针对考核，明确对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上的长周期考核，净资产收益率当年度考核权重不高于 30%，三年到五年周期指标权重不低于 60%，我们认为提升考核周期，有望真正拉长投资周期，匹配长期资金属性，同时，第二批保险资金长期股票投资试点有望推动落地，后续逐步扩大参与机构范围与资金规模，险资在充当好耐心资本角色的同时有望分享资本市场发展带来的收益。

➤ 从险资配置来看，截至 3Q24，行业（人身险+财险，下同）/人身险公司/财产险公司的资金运用余额分别为 31.08/ 28.94/ 2.14 万亿元，行业/人身险公司/财产险公司的股票配置规模分别为 2.33/ 2.18/ 0.15 万亿元，占比总投资组合分别为 7.5%/7.5%/7.1%；行业/人身险公司/财产险公司的证券投资基金规模分别为 1.78/ 1.57/ 0.21 万亿元，占比总投资组合分别为 5.7%/5.4%/9.9%。

➤ 我们认为，当前险资在权益投资端主要的痛点和难点在于新会计准则下带来的当期利润波动、偿付能力充足率对于权益投资上限的约束和考核制度周期等，本次《方案》体现了高层对于推动中长期资金的决心和信心，我们认为支持方案后续有望进一步针对险资实操中的问题进行调整和完善，险资权益配置的占比有望逐步增加。当前利率下行背景下，加大权益投资比例和稳定性，有助于险企应对潜在利差损风险，有望更好发挥长期资金和耐心资本属性，从而有助于做好资产负债匹配。

➤ **优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制，提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平，有望提升长期资金入市规模。**截至 2023 年末，全国社会保障基金和地方委托管理的基本养老保险基金资产总额超 5 万亿元。其中全国社保基金资产总额 3.01 万亿元，同比增长 4.57%，自 2003 年以来年均复合增速保持在 5.14%。养老基金资产总额 2.23 万亿元，同比增长 20.93%。

（1）投资比例方面，根据 2023 年 12 月财政部发布的《全国社会保障基金境内投资管理办法》（征求意见稿），明确全国社会保障基金的股票类、股权类资产最大投资比例分别为 40%、30%，下调存款及利率类投资占比下限。（2）考核机制

推荐

维持评级

相关研究

- 1.非银行业周报 20250119: 保险分类监管再升级-2025/01/19
- 2.非银行业周报 20250111: 强化资产负债联动，预定利率迎动态调整-2025/01/12
- 3.非银行业周报 20250105: 积极布局回调后的非银板块-2025/01/05
- 4.非银行业点评: 寿险重点转向开门红，车险受益于汽车产销高增-2024/12/30
- 5.非银行业周报 20241229: 低利率下的 2025 年开门红展望-2024/12/29

方面，细化明确全国社会保障基金 5 年以上、基本养老保险基金投资运营 3 年以上长周期业绩考核机制，支持全国社会保障基金理事会充分发挥专业投资优势。我们认为有助于推动社保基金入市，耐心资本持仓比例提升也有助于提升资本市场稳定性。

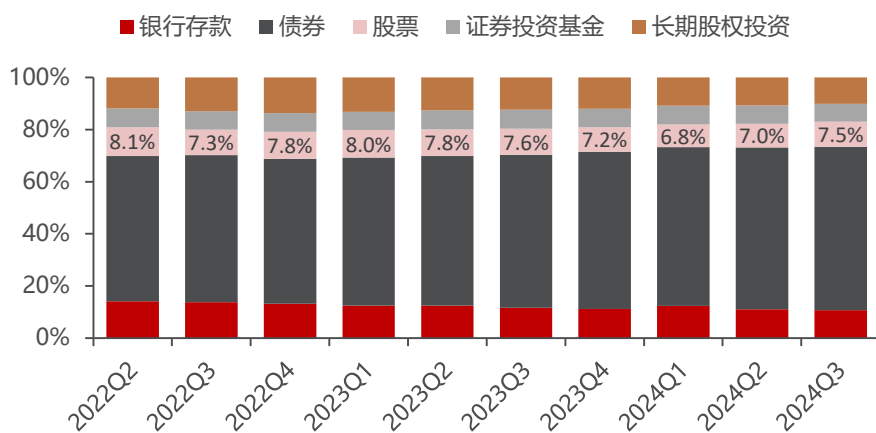
➤ **提高权益类基金的规模和占比。**证监会在 2024 年 9 月发布的《机构监管情况通报》中全面修订公募基金管理人分类评价制度，其中国大幅提升权益类基金规模加分权重，增加逆周期布局指标，对注重把握长期大势、积极发挥稳定市场作用的管理人予以加分，优化各类型产品中长期收益率加分指标等。公募基金 2019-23 年持有 A 股市值占比约 15%-23%。我们认为新规执行有助于引导公募基金管理人提高权益类基金的规模和占比，积极发挥资本市场“稳定器”作用。

➤ **优化资本市场投资生态，定向工具助力市场平稳运行。**本次方案继续强调优化资本市场生态，对于上市公司，引导其加大股份回购力度、落实一年多次分红政策。1 月 19 日央行与证监会联合召开股票回购增持再贷款座谈会，提到 2024 年上市公司披露回购增持计划近 3000 亿元，政策实施以来已有超 300 家上市公司发布使用银行贷款回购增持公告。对于非银金融机构，央行货政司司长邹澜在国新办发布会上表示，截至 2024 年末互换便利累计操作超过 1000 亿元。1 月 2 日第二次互换便利操作金额已增加至 550 亿元。2024 年上半年券商自营投资规模 6.14 万亿元，2018 年以来股票仓位约 7%-8%，仍具备提升空间，扩大定向工具操作规模也有助于非银机构更好发挥逆周期稳市作用。本次方案同时明确，允许公募基金、商业保险资金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、银行理财等作为战略投资者参与上市公司定增，同时在参与新股申购、上市公司定增、举牌认定标准方面，给予银行理财、保险资管与公募基金同等政策待遇。我们认为可为一级市场引入更多资金，拓宽耐心资本投资渠道，有助于进一步推动资本市场平稳运行。

➤ **投资建议：**当前流动性环境和基本面均有支撑，加大权益投资比例和稳定性，预定利率动态调整机制建立，均有助于险企应对潜在利差损风险，2025 年板块“资负共振”逻辑有望持续。个股建议关注中国太保、新华保险、中国人寿、中国财险、阳光保险。券商方面，24 年自营收入增长有望推动整体业绩修复，资本市场平稳运行也有助于加速券商业绩筑底进程，建议重点关注中国银河、中信证券、华泰证券等龙头标的。

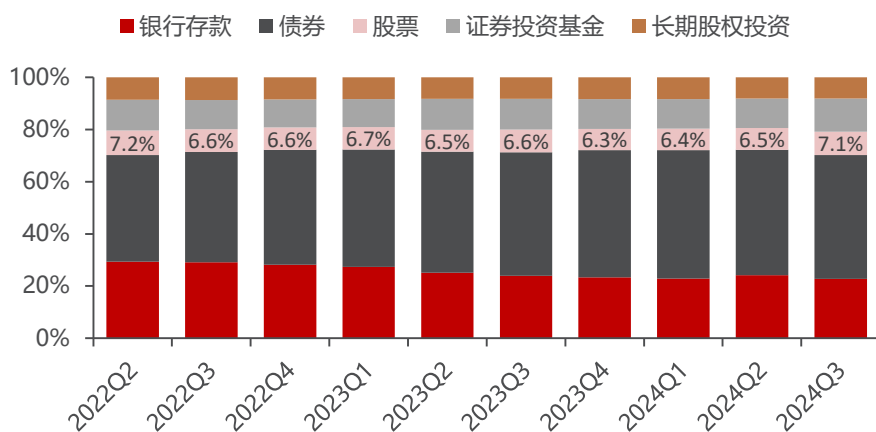
➤ **风险提示：**政策落地进度不及预期，资本市场波动加大，居民财富增长不及预期，长期利率下行超预期。

图1：人身险公司资金运用结构



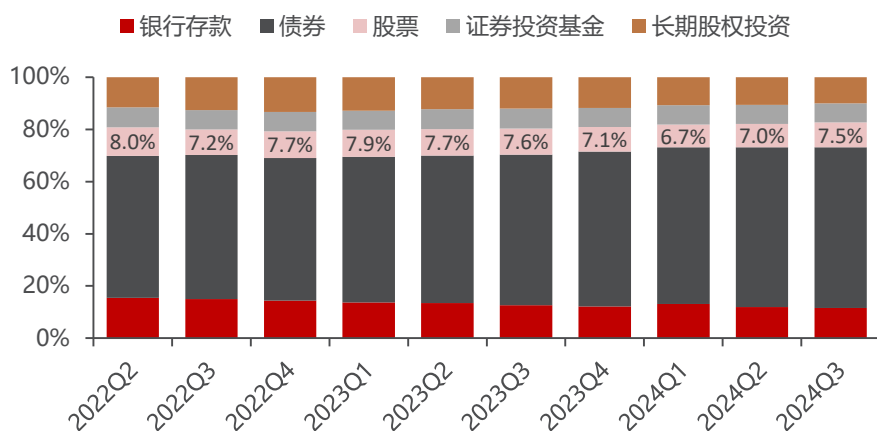
资料来源：国家金融监督管理总局，民生证券研究院

图2：财产险公司资金运用结构



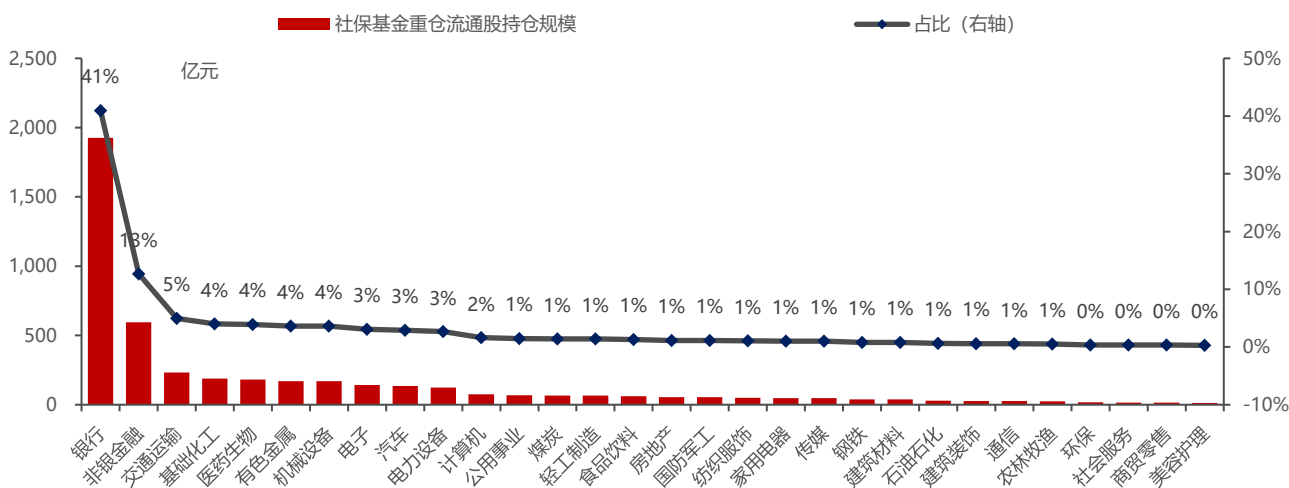
资料来源：国家金融监督管理总局，民生证券研究院

图3：保险行业资金运用结构



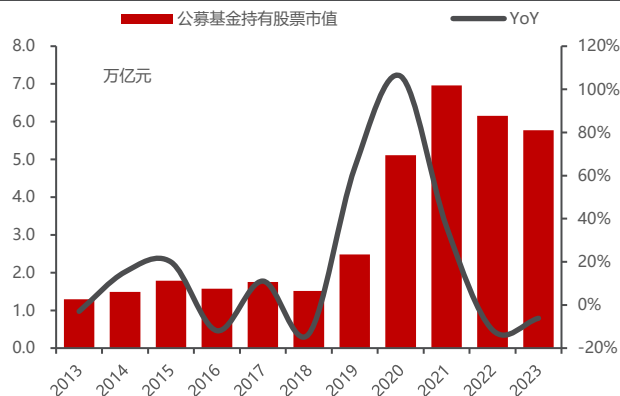
资料来源：国家金融监督管理总局，民生证券研究院

图4：社保基金重仓行业规模（亿元）及占比



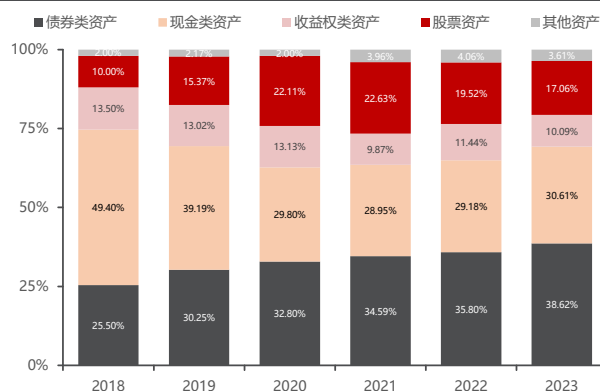
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图5：公募基金持有股票市值（万亿元）及 YOY



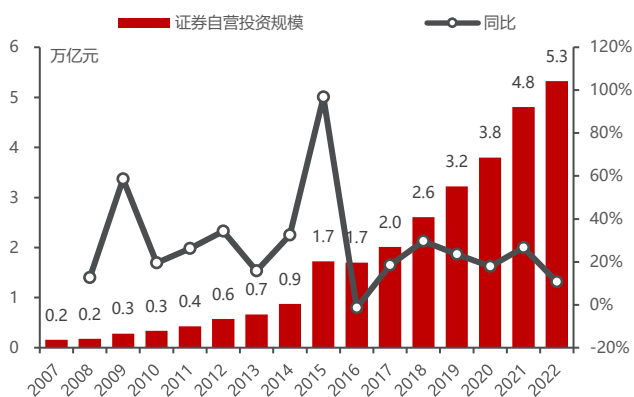
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：2023年公募基金资金股票资产占比约17%



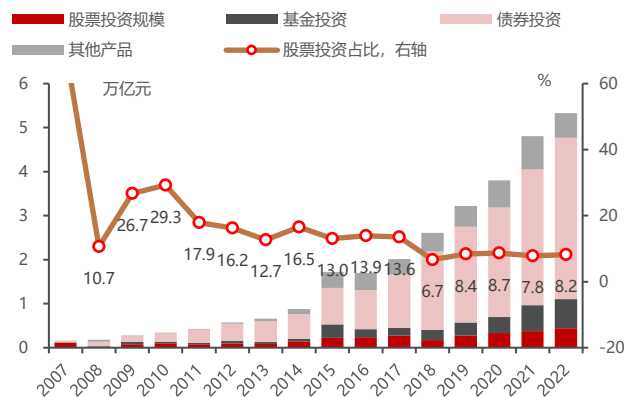
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图7：证券自营投资总规模（万亿元）及 YOY



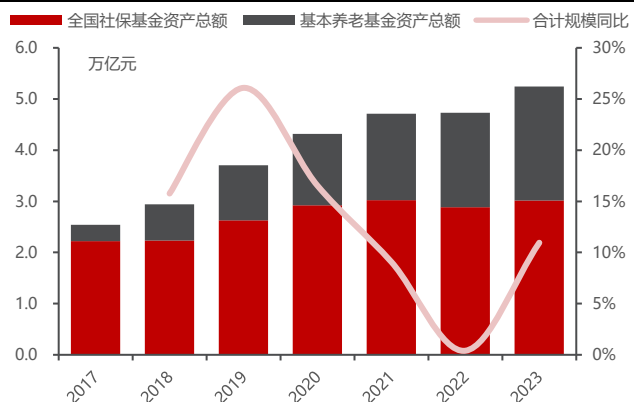
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图8：2022年券商自营投资股票持仓占比约8.2%



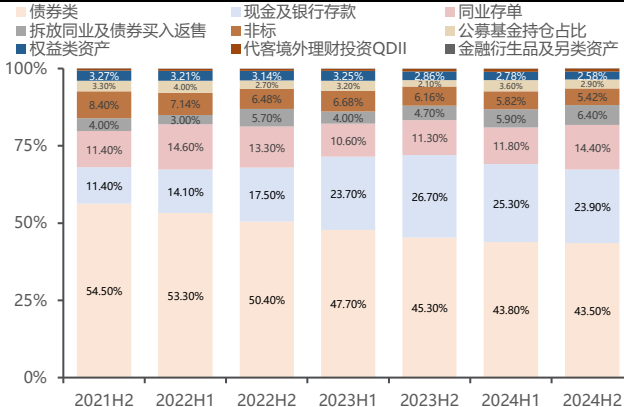
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：全国社保与基本养老保险基金规模（万亿元）及 YOY



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图10：24H2 银行理财持有权益类资产占比约2.6%



资料来源：iFinD，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048