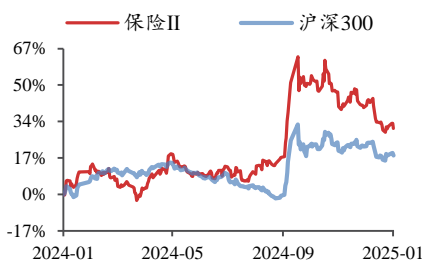


## 非银金融

2025 年 01 月 23 日

投资评级：看好（维持）

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《预定利率动态调整细则落地，险企预定利率保持不变——《预定利率动态调整政策》点评》-2025.1.12

《11 月人身险保费增速企稳，2025 开门红有望延续景气度——上市险企保费点评》-2024.12.17

《分红型产品占比提升，开门红有望延续景气度——行业深度报告》-2024.12.17

## 明确中长资金入市规模超预期，拉长考核周期治本

### ——《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》点评

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

唐关勇（联系人）

tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790123070030

#### ● 中长期资金入市细则落地，明确增配权益规模和拉长考核周期

1 月 22 日中央金融办等六部门印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，1 月 23 日证监会等五部委举行新闻发布会。核心内容：一、提升险资 A 股投资比例与稳定性。(1) 引导大型国有保险公司增加 A 股(含权益类基金)投资规模和实际比例，2025 年起每年新增保费 30% 用于投资 A 股；(2) 经营绩效全面实行 3 年以上长周期考核,ROE 当年考核权重≤30%，3-5 年周期考核指标权重≥60%；

(3) 抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地(1000 亿规模)，春节前批复 500 亿元投资股市。二、优化全国社保基金、基本养老保险基金投资管理机制。

(1) 提高全国社保基金股票类投资比例，扩大基本养老保险基金委托投资规模；(2) 明确细化全国社保基金 5 年以上，基本养老保险基金 3 年以上考核机制。

三、提高企(职)业年金基金市场化投资运作水平。加快出台 3 年以上业绩考核指导意见，扩大覆盖面，支持放开个人投资选择和基金管理人差异化投资。四、提高权益类基金的规模和占比，证监会表示未来 3 年公募基金持有 A 股流通市值每年至少增长 10%。五、优化资本市场生态。加大上市公司回购和分红。

#### ● 节前发布政策彰显稳股市积极态度，直击痛点，增量资金超预期

(1) 政策表态积极提振信心：本次方案延续“9.26 中长期资金入市指导意见”思路，春节假期前发布政策，彰显政策端“稳股市”的积极态度，提振投资者信心。

(2) 明确增配 A 股规模，拉长考核周期直击“堵点”。明确引导大型国有险企增配 A 股，同时拉长险资和养老金考核周期，提高长期资金对权益资产波动的容忍度，直击堵点，提升长期资金增配权益资产动力。优化养老保险基金委托模式，利于引导养老金稳步入市。(3) 险资和公募增量资金可观(测算见表 2-4)：2024 Q3 末保险业资金运用余额 32.2 万亿，权益资产(股+基+长股投)合计占比 20%。假设大型国有险资占比 50%，以 2024 年保费数据测算，在新单/总保费两个口径下，每年险资(寿险+财险)增配 A 股资金分别 0.43 万亿/0.85 万亿。2024 年末公募基金持有股票总市值 5.9 万亿，10% 每年增长对应 0.59 万亿增量资金。

(4) 养老金潜力较大。截至 2023 年末广义一支柱(全国社保基金 3 万亿+基本养老保险结余 7.8 万亿)10.8 万亿，二支柱 5.8 万亿，2024 年 10 月全国社保基金理事会副理事长指出，我国养老基金、企业年金权益资产比重 10% 左右(上限 40%)。养老金权益投资占比提升 1%/5%/10% 将带来 0.17/0.83/1.66 万亿增量资金。

#### ● 中长期资金入市提振投资者信心，业务端和投资端改善利好非银板块

(1) 明确中长期资金入市规模，拉长考核周期治本，资本市场投融资协调发展生态持续完善，进一步提升投资者信心，增量资金超预期，利好权益市场和非银金融板块。(2) 看好低估值券商板块和互联网券商机会，推荐东方财富，东方证券，财通证券，受益标的指南针，九方智投控股(H 股)，同花顺，招商证券，国信证券，中国银河，东兴证券。(3) 拉长国有险企考核周期，险企增配权益资产的动力提升，有利于改善利差水平，关注后续偿付能力等松绑政策，看好权益属性突出的标的机会。推荐中国人寿、中国太保，受益标的新华保险。

● 风险提示：保险负债端增长不及预期；长端利率下行和股市波动风险。

**表1：中央金融办等6部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》**

| 关键词                       | 主要内容   |
|---------------------------|--|
| 提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性      | (1) 在现有基础上， <b>引导大型国有保险公司增加 A 股（含权益类基金）投资规模和实际比例。</b><br>(2) 对国有保险公司经营绩效全面实行 <b>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%。</b><br>(3) 抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地，后续逐步扩大参与机构范围与资金规模                           |
| 优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制 | (1) <b>稳步提升全国社会保障基金股票类资产投资比例</b> ，推动有条件地区进一步扩大基本养老保险基金委托投资规模。<br>(2) 细化明确全国社会保障基金五年以上、基本养老保险基金投资运营三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。   |
| 提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平      | (1) 加快出台企（职）业年金基金三年以上长周期业绩考核指导意见。<br>(2) 逐步扩大企业年金覆盖范围。<br>(3) 支持具备条件的用人单位探索放开企业年金个人投资选择。<br>(4) 鼓励企业年金基金管理人开展差异化投资。  |
| 提高权益类基金的规模和占比             | (1) 强化分类监管评价约束，优化产品注册机制，引导督促公募基金管理人稳步提高权益类基金的规模和占比。<br>(2) 牢固树立投资者为本的发展理念，建立基金管理人、基金经理与投资者的利益绑定机制，提升投资者获得感。<br>(3) 推动私募证券投资基金运作规则落地，依法拓展私募证券投资基金产品类型和投资策略。   |
| 优化资本市场投资生态                | (1) 引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策。<br>(2) 推动上市公司加大股份回购增持再贷款工具的运用。<br>(3) 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。<br>(4) 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。<br>(5) 进一步扩大证券基金保险公司互换便利操作规模。 |

资料来源：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、开源证券研究所

**表2：总保费和新单口径下，2024年预计国有大型险企增配资金0.85/0.35万亿**

| 总保费口径测算（万亿元）    |                | 2023A       | 2024E       |
|-----------------|----------------|-------------|-------------|
| 总保费             |                | 5.10        | 5.65        |
|                 | YOY            |             | 10.8%       |
| 财险              |                | 1.36        | 1.43        |
|                 | YOY            |             | 5.5%        |
| 人身险             |                | 3.76        | 4.22        |
|                 | YOY            |             | 12.0%       |
| 国有大型保险公司保费收入    |                | 2.55        | 2.83        |
|                 | 占比             | 50%         | 50%         |
| <b>投资 A 股规模</b> |                | <b>0.77</b> | <b>0.85</b> |
|                 | <b>占总保费比重</b>  | <b>30%</b>  | <b>30%</b>  |
| 新单口径测算（万亿元）     |                | 2023        | 2024E       |
| 国有大型保险公司人身险总保费  |                | 1.88        | 2.11        |
|                 | 占比             | 50%         | 50%         |
| 国有大型保险公司人身险新单保费 |                | 0.67        | 0.72        |
|                 | 占人身险保费比重       | 36%         | 34%         |
| 国有大型保险公司财险保费    |                | 0.68        | 0.72        |
|                 | 占行业财险保费比重      | 50%         | 50%         |
| 新单保费：财险+人身险     |                | 1.35        | 1.44        |
| <b>投资 A 股规模</b> |                | <b>0.40</b> | <b>0.43</b> |
|                 | <b>占新增保费比重</b> | <b>30%</b>  | <b>30%</b>  |

数据来源：Wind、金管局、开源证券研究所

**表3：2024年国有 A 股上市险企总保费占全行业 35%，人身险新单占比 34%**

| 单位：万亿元             |               | 2023       | 2024E      |
|--------------------|---------------|------------|------------|
| 国有 A 股上市保险公司总保费    |               | 1.89       | 1.98       |
|                    | <b>占全行业比重</b> | <b>37%</b> | <b>35%</b> |
| 国有 A 股上市保险公司人身险总保费 |               | 1.19       | 1.23       |
| 国有 A 股上市保险公司新单保费   |               | 0.42       | 0.42       |
|                    | <b>新单保费占比</b> | <b>36%</b> | <b>34%</b> |

数据来源：各公司公告、金管局、开源证券研究所

**表4：养老金权益占比提升 1%/5%/10%将带来 0.17/0.82/1.66 万亿的增量资金**

| 单位：亿元            | 2023         | 2024Q3       | 假设 1         | 假设 2          | 假设 3          |
|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 一支柱+二支柱规模        | 165,646      |              |              |               |               |
| (1) 全国社保基金       | 30,146       |              |              |               |               |
| (2) 基本养老保险基金     | 78,000       |              |              |               |               |
| (3) 企业年金         | 31,900       | 34,904       |              |               |               |
| (4) 职业年金         | 25,600       |              |              |               |               |
| <b>权益类资产占比</b>   | <b>10%</b>   |              |              |               |               |
| <b>权益增配比例</b>    |              |              | <b>1%</b>    | <b>5%</b>     | <b>10%</b>    |
| <b>养老金增量权益资金</b> |              |              | <b>1,656</b> | <b>8,282</b>  | <b>16,565</b> |
| 保险资金运用余额         | 281,574      | 321,512      |              |               |               |
| 股票+基金+长股投        | 59,113       | 65,438       |              |               |               |
| <b>权益类资产占比</b>   | <b>21.0%</b> | <b>20.4%</b> |              |               |               |
| 保险+养老金           |              | 487,158      | 487,158      | 487,158       | 487,158       |
| <b>权益增配比例</b>    |              |              | <b>1%</b>    | <b>5%</b>     | <b>10%</b>    |
| <b>增量权益资金</b>    |              |              | <b>4,872</b> | <b>24,358</b> | <b>48,716</b> |

数据来源：全国社保基金、金管局、2024 金融街论坛、开源证券研究所

注：保险+养老金规模数据取自 2024Q3 保险资金余额+2023 年末一支柱和二支柱资产余额

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20% 以上；    |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5% 以下。     |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn