

关于长期资金入市政策的点评

优化考核，提升增量，打通堵点

◆ 行业研究 · 行业快评

证券分析师：孔祥 021-60375452
证券分析师：王德坤 021-61761035
证券分析师：陈俊良 021-60933163
证券分析师：王剑 021-60875165
联系人：王京灵 0755-22941150

◆ 非银金融

kongxiang@guosen.com.cn
wangdekun@guosen.com.cn
chenjunliang@guosen.com.cn
wangjian@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：S0980524070008
执证编码：S0980519010001
执证编码：S0980518070002

事项：

1月22日，证监会等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》（以下简称《方案》），贯彻落实中央经济工作会议、中央金融工作会议“稳住股市、打通中长期资金入市卡点堵点”“推动专业机构投资者建立三年以上长周期考核机制，提高权益投资比重”的重要决策部署，并在1月23日召开发布会介绍相关情况。

国信金融观点：推动中长期资金入市，既有利于维护资本市场稳定，又有利于机构投资者兼顾短期和长期收益。本次《方案》聚焦优化考核机制、提升权益占比、优化市场生态、加快工具应用四个方面，其中优化考核机制可提高机构投资者对短期投资收益波动的接受程度，更加注重长期投资、价值投资；提升权益占比可直接为资本市场带来确定性增量资金，根据发布会内容，中长期资金入市体量将达万亿元级别；优化市场生态主要关注提升上市公司股东回报能力，加大违法违规处罚力度等；加快工具应用主要为继续扩大互换便利、股票回购增持再贷款等工具的规模，以及增设保险公司长期股票投资试点等。我们预计各类机构资金入市体量为：（1）**保险：**预计相应政策将直接带动以国有商业保险为代表的增量资金入市，根据我们的测算，预计每年入市规模约为6000至8000亿元左右。结合长周期考核机制及长期股票投资试点，多措并举推动保险资金中长期稳定入市，持续利好以OCI为代表的红利类资产配置。（2）**公募基金：**截至2024年末，公募基金持有A股市值为5.89万亿元，根据发布会内容，未来三年持有A股流通市值每年至少增长10%，即每年增长约6000亿元。此外，2025年还将推进降低基金销售费率，进一步让利投资者。（3）**社保基金、基本养老保险及企（职）业年金：**资金来源稳定，投资规模持续增长，有望持续增配权益资产。（4）**银行理财：**我们估计银行理财投资的二级市场股票规模约为2900亿元，仅占理财投资资产的0.9%，未来仍有提升空间。

评论：

◆ 优化考核机制，提高权益占比，优化市场生态，加快工具应用

《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》（以下简称“《方案》”）聚焦优化考核机制，提高权益占比、优化市场生态和加快工具应用四个方面。《方案》涉及的中长期资金，主要指商业保险资金、全国社保基金、基本养老保险基金、企（职）业年金等资金来源较为稳定且资金体量较大的机构投资者。

优化考核机制，体现在推动实行长周期业绩考核机制。具体包括：国有保险公司全面实行三年以上的长周期考核，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，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。长周期业绩考核机制可以提高中长期资金对于短期投资收益率波动的接受程度，有利于促进中长期资金增配权益等高波动资产。

提高权益占比，体现在提高中长期资金权益投资比例。具体包括：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，提升全国社会保障基金股票类资产投资比例，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。中长期资金的投资资金来源稳定，规模增长稳健，提升其权益投资占比有望为权益市场带来确定性较强的增量资金。

优化市场生态，体现在注重上市公司股东回报和推进创新工具运用。具体包括：引导上市公司加大股份回购和落实一年多次分红，允许公募基金、商业保险基金等机构投资者参与上市公司定增，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。

加快工具应用，体现在扩大股票回购增持再贷款及互换便利操作规模等。

表1:《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》主要举措

主要举措	主要内容
提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性	在现有基础上，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。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%。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	稳步提升全国社会保障基金股票类资产投资比例，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。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	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。逐步扩大企业年金覆盖范围。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。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	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。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。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	引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策。推动上市公司加大股份回购增持再贷款工具的运用。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。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。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:中国政府网, 国信证券经济研究所整理

◆ 中长期资金规模体量庞大且增长稳健，有望为股市带来万亿级别增量资金

商业保险资金方面，本次会议提出，力争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30%用于投资 A 股。目前，我们主要基于中国人保、中国人寿、中国太保、中国太平、新华保险 2024 年保费收入进行测算，截至 2024 年末，上述五家商业保险公司保费收入规模为 2.2 万亿元，预计后续每年潜在入市规模约为 6000 至 8000 亿元左右。

表2: 国有商业保险公司 2024 年保费收入规模及入市规模测算

	2024 年保费收入规模 (亿元)	预计后续每年入市规模 (亿元)
中国人保	6928	2078
中国人寿	6717	2015
中国太保	4421	1326
中国太平	2516	755
新华保险	1705	512
合计	22287	6686

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

此外，本次会议提出 2025 年第二批保险资金长期股票投资试点将在 2025 年上半年落地，资金规模将不低于 1000 亿元。保险公司长期股票投资试点是指保险机构通过设立私募证券投资基金等方式，开展长期股票投资的试点项目。这一试点旨在引导保险资金加大对资本市场的长期投资力度，提升保险资金的投资收益，同时促进资本市场的稳定发展。以中国人寿及新华保险合资成立的鸿鹄基金为例，截至 2024 年 9 月 30 日，鸿鹄基金实收股本达 320.1 亿元。预计随着相应试点的落地，将为市场带来中长期稳定增量资金。

表3: 2024Q3 伊利股份前十大股东明细

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)	持股比例变动(%)	股本性质
1	香港中央结算有限公司	692,371,652	10.88	201.27	0.21	A股流通股
2	呼和浩特投资有限责任公司	538,535,826	8.46	156.55	0.00	A股流通股
3	潘刚	286,746,628	4.50	83.36	0.00	限售流通A股, A股流通股
4	中国证券金融股份有限公司	182,421,475	2.87	53.03	0.00	A股流通股
5	上证50交易型开放式指数证券投资基金	128,392,996	2.02	37.32	0.41	A股流通股
6	华泰柏瑞沪深300交易型开放式指数证券投资基金	121,343,023	1.91	35.27	0.73	A股流通股
7	鸿鹄志远(上海)私募投资基金有限公司	119,376,630	1.88	34.70	0.00	A股流通股
8	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	119,090,816	1.87	34.62	-0.03	A股流通股
9	赵成霞	92,420,140	1.45	26.87	0.00	限售流通A股, A股流通股
10	易方达沪深300交易型开放式指数发起式证券投资基金	81,062,889	1.27	23.57		A股流通股

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表4: 2024Q3 陕西煤业前十大股东明细

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)	持股比例变动(%)	股本性质
1	陕西煤业化工集团有限责任公司	6,325,960,665	65.25	1,744.70	0.10	A股流通股
2	香港中央结算有限公司	329,539,614	3.40	90.89	-0.04	A股流通股
3	中国证券金融股份有限公司	195,047,597	2.01	53.79	0.00	A股流通股
4	唐亮	101,800,000	1.05	28.08	0.02	A股流通股
5	太平人寿保险有限公司	90,216,250	0.93	24.88	0.15	A股流通股
6	张尧	84,871,085	0.88	23.41	0.04	A股流通股
7	陕西有色金属控股集团有限责任公司	79,999,900	0.83	22.06	0.00	A股流通股
8	上证50交易型开放式指数证券投资基金	78,105,677	0.81	21.54	0.17	A股流通股
9	华泰柏瑞沪深300交易型开放式指数证券投资基金	74,262,666	0.77	20.48		A股流通股
10	鸿鹄志远(上海)私募投资基金有限公司	70,162,252	0.72	19.35		A股流通股
	合计	7,429,965,706	76.65	2,049.18		

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

优化险企长期考核机制, 引导长期权益投资。此前, 我国保险公司投资考核主要以中年度考核的方式为主, 指标均以中短期为主, 从而降低了险资对于短期波动的容忍度, 并抑制了险资投资权益类资产的积极性。同时, 此前政策也导致险企过度追求短期收益, 与负债端需求背道而驰, 不利于险资优化资产负债管理。优化险企长期考核力度有利于增强险资长期权益投资积极性, 优化资产负债匹配程度。预计该政策有望进一步鼓励险资配置OCI权益类资产。目前上市险企权益配置比例约为11%左右, 而OCI权益类资产配置比例仅为5%, 有较大上升空间。

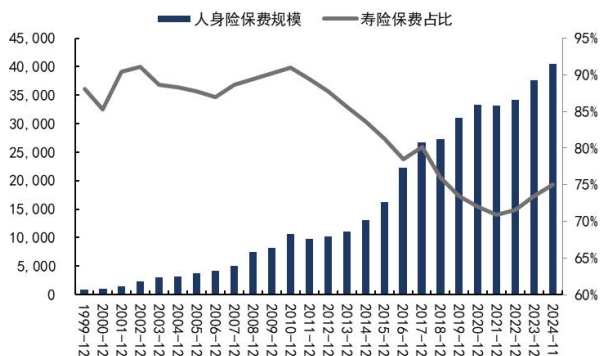
表5: 上市险企资产配置比例

	中国人寿		中国平安		中国人保		中国太保		新华保险		平均	
	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占金融资产比例	金额	占比
交易性金融资产 (FVTPL)	1,928,633	35%	2,249,122	33%	343,973	28%	674,142	29%	515,388	41%	1,142,252	33%
其他权益工具投资 (OCI 权益)	151,408	3%	310,401	5%	106,080	9%	126,832	5%	22,274	2%	143,399	5%
其他债权投资 (OCI 固收)	3,237,748	59%	2,968,935	44%	475,695	39%	1,446,163	63%	437,771	35%	1,713,262	48%
债权投资 (AC 固收)	191,516	3%	1,211,511	18%	303,794	25%	65,934	3%	283,719	23%	411,295	14%
合计	5,509,305	100%	6,739,969	100%	1,229,542	100%	2,313,071	100%	1,259,152	100%	3,410,208	100%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (按会计计量方式, 单位: 百万元, %)

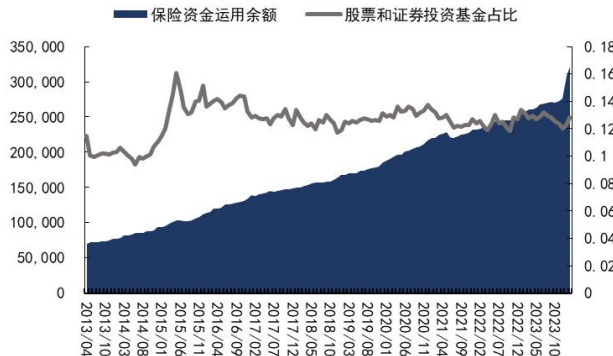
利率下行过程中，个人投资者通过购买保险产品，将利率下行风险转移至保险公司，保费增速往往与长端利率呈负相关关系。比如 2021 年以来，寿险保费增速与十年期国债收益率呈显著的负相关关系。在利率下行时期，保险产品具有的确定性收益仍有充足吸引力，从而吸引居民增加购买，带动保费规模扩张。2021 年以来，长端利率持续下行，人身险保费再度开启增长，增量主要来自寿险，其保费占人身险比重由 2021 年的 70.9% 升至 2024 年前 11 月的 75.1%。保费增长带动保险资金运用余额增长，截至 2024 年 9 月末，保险资金运用余额达 32.15 万亿元，其中股票和证券投资基金占比 12.8%，保险资金投资股票或权益类基金的金额已经超过 4.4 万亿元。

图1：人身险保费规模及寿险保费占比



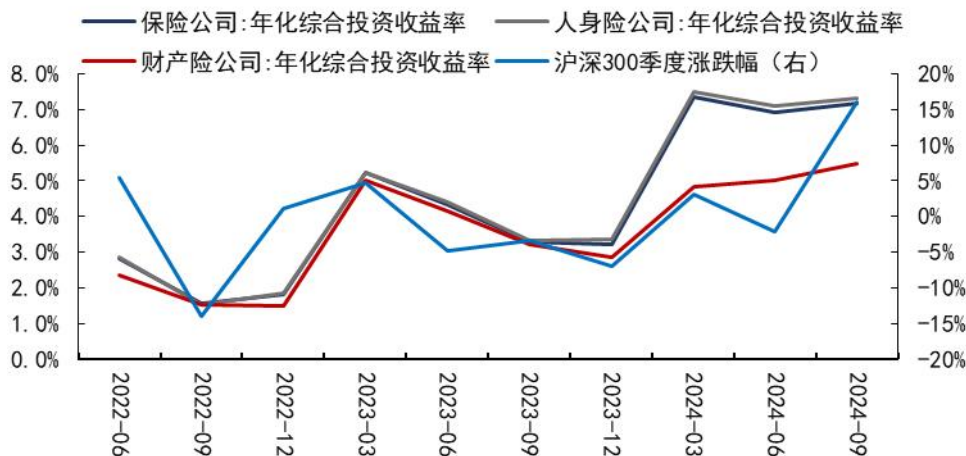
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

图2：保险资金运用余额及权益资产配置占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

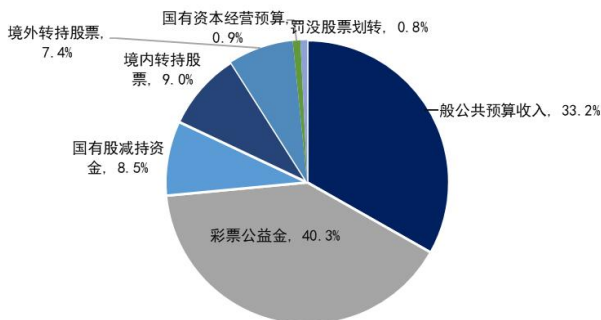
图3：保险公司投资收益率受权益资产表现影响较大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

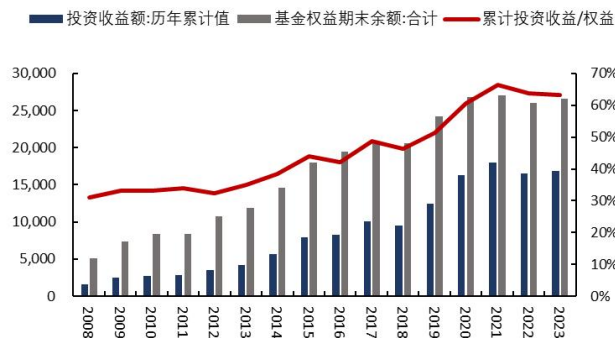
社保基金方面，资金来源稳定、投资收益累计使得基金投资规模持续扩大。全国社保基金用于国家人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂。全国社保基金还受托管理基本养老保险基金，但对其进行单独管理、集中运营、独立核算。全国社保基金资金来源由中央财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益和彩票公益金等资金构成。截至 2023 年，社保累计接受拨入资金 11,440.71 亿元。彩票公益金和财政预算收入是最大拨入项目。投资收益不断累计，已经占据基金权益的大部分，截至 2023 年末，社保累计投资收益占基金权益比重已达 60% 以上。伴随规模增长，社保也会持续增配权益资产。

图4: 截至 2023 年社保基金累计资金来源占比



资料来源: 全国社保基金, 国信证券经济研究所整理

图5: 社保基金累计投资收益占期末权益比重



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

图6: 社保基金以委托投资为主



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

图7: 社保基金投资收益率与权益投资收益率波动大体一致



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

企业年金方面, 企业年金计划持续成立和年金基金持续积累, 使得企业年金基金规模持续扩大。截至 2024 年 6 月末, 企业年金基金投资资产净值 3.36 万亿元, 其中含权类计划资产占比接近 90%。较高的权益资产配置, 使得企业年金投资收益率受权益市场影响较大。

图8: 企业年金计划数和积累基金规模



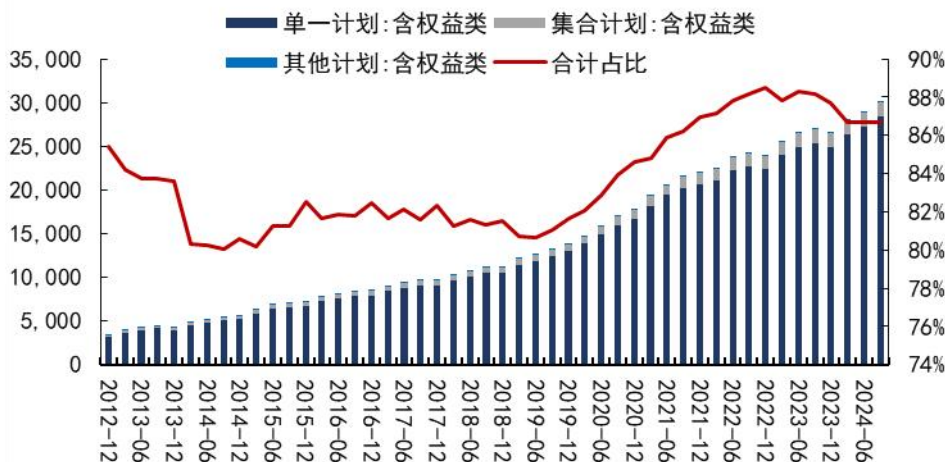
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 个、亿元)

图9: 企业年金投资收益率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

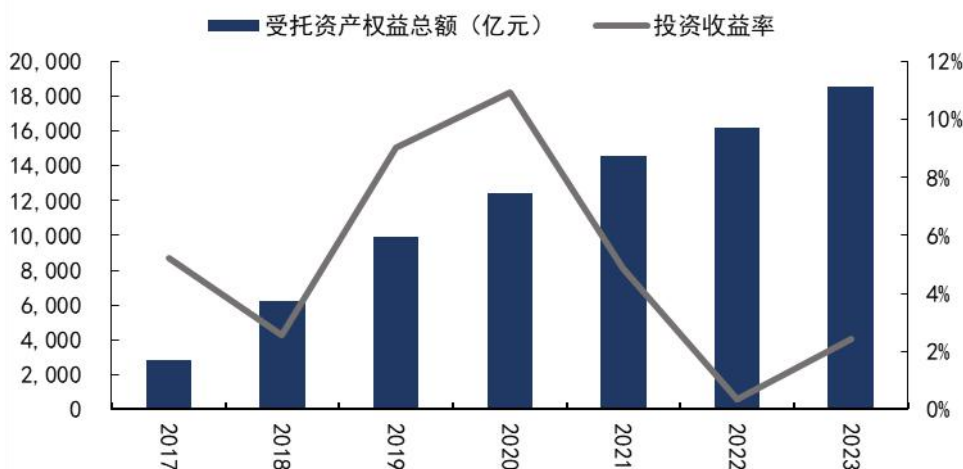
图10: 企业年金含权益类计划资产规模及占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

基本养老保险基金方面, 自 2016 年起逐步委托给全国社保基金管理, 委托资产逐年增长, 投资收益率也受到股市影响。截至 2023 年末, 基本养老保险基金权益总额 1.85 万亿元。自 2016 年 12 月受托运营以来, 年均投资收益率 5.00%。

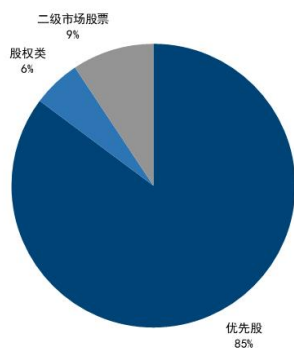
图11: 基本养老保险基金权益规模及投资收益率



资料来源: 全国社保基金官网, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

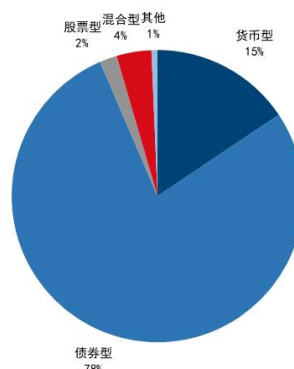
银行理财方面, 股票投资占比仍然很低, 未来有提升空间。截至 2024 年末, 理财产品投资资产合计 32.13 万亿元, 我们估计银行理财投资的二级市场股票规模约为 2900 亿元, 仅占理财投资资产的 0.9%, 未来有很大提升空间。估算方式如下: (1) 权益类资产绝大部分是优先股, 尤其是银行优先股。不过考虑到目前银行优先股总规模也仅约 7600 亿元, 因此银行理财所投资的权益类资产中, 优先股占比不太可能有 85%。不过这一数据起码说明优先股是银行权益类资产最大的投向类别, 假设其占权益类资产的一半。而股权类和二级市场股票投资按下图中 6:9 的比例假设, 据此估计, 银行理财产品 0.83 万亿元的权益类资产中, 投向二级市场股票的规模大概 2490 亿元。(2) 公募基金几乎都是债基和货基, 银行理财前十大持仓中, 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, 0.93 万亿元的公募基金投资中, 投向股市的规模大约为 370 亿元。

图12: 2024年6月末银行理财前十大持仓中权益资产分布



资料来源: 普益标准, 国信证券经济研究所整理

图13: 2024年6月末银行理财前十大持仓中公募基金分布



资料来源: 普益标准, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示:

政策落地不及预期, 资本市场景气度下滑, 宏观经济下行超预期等。

相关研究报告:

- 《从融资、衍生品和指数 ETF 视角看微盘股流动性-流动性风险可控, 增量资金可期》 ——2025-01-07
- 《寻找低利率环境下个人财富管理方案-个人养老金制度全面实施下银行、证券与基金模式探索》 ——2024-12-17
- 《当社交流量驱动资金入市--现代投资银行进化视角之一》 ——2024-12-16
- 《平抑净值波动, 探索仍在途中-银行理财降低波动的方法与影响分析》 ——2024-11-30
- 《革故鼎新, 渐进求变--2025 年非银金融行业投资策略》 ——2024-11-23

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