



宏观研究

【粤开宏观】《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》有哪些看点？哪些期待？

2025年01月23日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：原野

执业编号：S0300523070001
电话：15810120201
邮箱：yuanye_zb@y kzq.com

分析师：孟之绪

执业编号：S0300524080001
邮箱：mengzhixu@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】复盘 2024 年中国经济，力争 2025 年一季度“开门红”》2025-01-19

《【粤开宏观】化债之后需要考虑的三个问题——效果与长效机制构建》2025-01-14

《【粤开宏观】财政如何提振消费？》2025-01-12

《【粤开宏观】如何全方位扩大内需稳增长？》2025-01-05

《【粤开宏观】稳增长与防风险——专项债 2024 年回顾与 2025 年展望》2025-01-01

事件：

2025 年 1 月 22 日，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》（简称《实施方案》）；1 月 23 日，国新办举行新闻发布会，介绍大力推动中长期资金入市，促进资本市场高质量发展有关情况。

1、《实施方案》选择在特朗普就任后、春节前发布。短期看，有利于提振信心、活跃市场，对冲外部不确定性冲击；更延续了 926 政治局会议以来的施策思路，即以资本市场改革为“排头兵”，与促消费、稳投资、强产业等政策形成合力，激发居民和企业的积极性，进而起到稳经济的效果。长期看，推动中长期资金入市，不仅有利于健全投资和融资相协调的资本市场功能，还能增强资本市场服务实体经济能力。一是减少市场波动、稳定市场运行；二是优化和改善投资者结构，培育个人投资者理性、价值投资的理念；三是通过价格信号引导资源向新质生产力聚集。

2、《实施方案》是对前期《关于推动中长期资金入市的指导意见》的细化、深化和具体落实。《实施方案》提出了一系列更加具体的举措，切实推动长期资金的实际投资比例逐步靠近投资上限，增强长期资金投资意愿等。如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，这意味着每年将至少为 A 股新增几千亿的长期资金。再如，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%，长周期考核指标的权重更高。

长期资金入市已正式驶入“快车道”，本文主要分析三个问题：一是《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》有哪些举措值得重点关注？主要解决了什么问题？二是未来还有哪些政策会进一步优化？三是大力推动中长期资金入市是否意味短期资金不再重要？

风险提示：外部冲击超预期、政策落地见效有时滞



目 录

一、《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》有哪些举措值得重点关注？	
（一）引导中长期资金的实际投资比例向政策上限靠拢	
（二）开展长周期考核，鼓励“长钱长投”行为	
（三）提高上市公司质量和投资价值，增强中长期资金投资意愿	
（四）丰富投资工具，为中长期资金入市提供更多选择	
（五）推动公募基金改革，与长期资金良性互动	
二、未来还有哪些政策优化空间？	
三、大力推动中长期资金入市是否意味短期资金不再重要？	



一、《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》有哪些举措值得重点关注？

整体看，我国长期资金权益类资产投资规模仍显不足。截至 2023 年底，我国基本养老保险基金（简称“养老基金”）、企业（职业）年金、个人养老金、社保基金和保险资金五类长期资金规模合计为 44.73 万亿元，根据测算实际投向股市的资金为 5.14 万亿元，占我国股票市场总市值的 6.6%。反观美国，公共、私人养老金和保险资金等中长期资金持有的股票市值达 14.84 万亿美元（约合人民币 105.25 万亿元），占美股市场总市值的 17.3%。这背后既有各类中长期资金绩效考核期限偏短等内部因素，也有上市公司质量不高、风险对冲工具不足等外部因素。

《实施方案》针对这些问题提出了明确的要求，主要有以下五方面举措值得重点关注：

（一）引导中长期资金的实际投资比例向政策上限靠拢

目前，各类中长期资金投资权益类资产的实际比例，距离其投资监管比例上限仍有明显差距。以保险资金为例，根据综合偿付能力充足率的不同，其权益类投资比例有所不同，上限可达 45%。2024 年 3 季度末保险平均综合能力偿付充足率为 197.4%，对应权益类资产投资上限为 25%。而目前保险资金投资股票和权益类基金投资占比为 12%，加上未上市企业股权投资合计 21%，距离 25% 的平均权益资产投资比例上限仍有较大的潜力和空间。

本次《实施方案》明确提出：“提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性”，旨在推动长期资金实际投资比例向政策上限靠拢。

一是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，预计每年为 A 股带来几千亿增量资金。截至 2024 年 11 月，当年保险公司累计保费收入 5.36 万亿元，较上年同期增加近 5700 亿元，其中大型国有保险公司新增保费收入的 30% 将达上千亿元。

二是开展第二批长期股票投资试点，规模不低于 1000 亿元，后续将逐步扩大。保险公司长期证券投资基金是保险公司募集保险资金设立、长期投资资本市场的私募证券投资基金，能够有效提升投资收益、引导保险资金持续加力资本市场投资。第一批试点为 2023 年末中国人寿、新华人寿共同出资 500 亿元设立证券投资基金，第二批在机制上更加灵活（允许单一公司或多家联合设立）。此外，保险公司通过长期证券投资基金投资股市有助于减轻新会计准则下股票投资对其利润的影响，提高保险公司投资 A 股意愿。

（二）开展长周期考核，鼓励“长钱长投”行为

本次《实施方案》进一步提出“公募基金、国有商业保险公司、基本养老保险基金、年金基金等都要全面建立实施三年以上长周期考核。”

一是拉长考核周期。本次《实施方案》细化明确了全国社保基金五年以上的长周期考核安排；针对基本养老保险基金、企（职）业年金基金和公募基金设立三年以上长周期业绩考核机制。

二是提高长周期考核指标的权重。本次《实施方案》大幅降低国有商业保险公司当年度经营指标的考核权重。2023 年 10 月财政部对国有保险公司“净资产收益率”指标实施“50% 三年周期+50% 当年度”相结合的考核方式，本次《实施方案》进一步将“净



资产收益率”的三年周期指标的考核权重调整至不低于 60%，当年度考核权重降至不高于 30%。

（三）提高上市公司质量和投资价值，增强中长期资金投资意愿

过去，由于上市公司质量不高等原因，导致 A 股投资回报偏低且波动性较大，影响了长期资金入市的意愿。2014-2023 年，A 股上市公司平均每股收益（EPS）的年均增速为 2.68%，低于同期我国 GDP 5.75% 的年均增速，而美股 EPS 的年均增速为 13.65%，显著高于同期 GDP 增速，可见我国上市公司盈利能力相对较弱。2004-2023 年，沪深 300 指数的年化收益率为 5.42%，低于标普 500 指数（7.55%）和道琼斯工业指数（6.62%）同期表现，但收益率的标准差为 53.5%，远高于标普 500 指数（16.3%）和道琼斯工业指数（13.5%）。

背后原因有三：一是分红、回购比例偏低。二是入口端优质供给不足，出口端退市数量偏少，市场优胜劣汰的功能没有充分发挥，导致无法动态提高上市公司质量。三是事中上市公司持续监管不到位。

证监会主席吴清，在新闻发布会上明确指出：“要进一步加大政策供给”，“着力推动上市公司质量和投资价值”，“营造更加有利于长期投资、价值投资、理性投资的市场生态”。

一是进一步鼓励上市公司分红、回购，加强市值管理。当前，沪深 300 股息率达到 3%，明显高于 10 年期国债收益率，对追求长期稳定收益的中长期资金的吸引力进一步提升。

二是强调“进一步增加优质上市公司供给，支持更多标杆性高科技企业登陆 A 股市场”。这意味着未来仍会保持入口通畅，同时加大退市制度的执行力度。

三是“进一步完善治理，不断提升上市公司信息披露质量，进一步多措并举做强活跃并购重组市场”。

（四）丰富投资工具，为中长期资金入市提供更多选择

本次新闻发布会上，证监会主席吴清提出“在交易端，不断丰富适合中长期投资的产品和工具供给。”

一是拓宽长期资金入市渠道，允许公募基金、商业保险资金、基本养老保险基金等中长期资金作为战略投资者参与上市公司定增，同时放宽举牌认定标准等方面的政策限制。过去全国社保基金曾以战略投资者身份参与中国核电、国投电力定向增发，本次办法将各类中长期资金均纳入允许范围，给予各类资金价格优势，允许其以战略投资者身份参与公司治理，有助于增强投资意愿和稳定性。同时，对银行理财、保险资管举牌认定标准方面给予公募基金同等政策待遇，允许银行理财、保险资金多只产品合计持股达到 5% 时豁免举牌义务，有效降低其合规成本。

二是丰富指数化产品供给，实施股票 ETF 快速注册机制。境外实践表明，不少发达经济体的长期资金更青睐指数产品，以被动投资为主。例如，日本 GPIF 被动投资占比多年稳定在 80% 左右。2023 年财年报告显示，日本 GPIF 被动管理资产占总投资资产的 82.31%。一方面，ETF 等指数化产品能有效分散单一资产风险；另一方面，指数化投资可以降低管理成本。



（五）推动公募基金改革，与长期资金良性互动

中长期资金入市和基金行业发展是共荣共生的，基金行业发展有利于中长期资金入市，反过来中长期资金入市比例的提高也要求基金行业产品更丰富、管理更专业等。境外经验显示，美国大量私人养老金计划、保险资金将大规模的资金交由共同基金管理，既有助于分散风险，又有利于实现专业化管理。通过这一方式，美国共同基金快速增长，养老金、保险资金也实现了保值增值。根据美联储数据，2024年二季度末，美国人寿保险公司、财产保险公司、联邦政府退休基金、州和地方政府雇员退休基金、私人养老金五类长期资金，通过共同基金持股的比重约35.1%，2000年这一比例仅为10%左右。

本次新闻发布会上，证监会主席吴清明确提出一系列针对性的改革举措，旨在推进公募基金改革和长期资金入市形成“共振”。有以下几点值得关注：

一是明确提出公募基金持有A股流通市值未来三年每年至少增长10%；

二是进一步稳步降低公募基金综合费率，在已经降低基金管理费率、托管费率、交易费率的基础上，2025年起还将进一步降低基金销售费率，这样预计每年合计可以为投资者节约大概450亿的费用。

三是“建立基金公司投研能力评价制度”，引导基金公司强化投研核心能力建设，切实提高大类资产配置和风险管理能力。

四是坚决纠治“高换手率”“风格漂移”等过度投机行为。

二、未来还有哪些政策优化空间？

1、优化投资监管模式，放松长期资金股票投资比例的限制。

一是长期内，要逐步推动我国长期资金监管模式从数量化监管转向“谨慎人”监管。大多数国家都对长期资金的投资进行监管，或采取数量化监管模式，或遵循“谨慎人原则”。我国养老体系资金、社保基金和保险资金的投资管理均采取数量化监管模式，即对单一资产投资比例设置严格限制，如明确养老基金权益类资产占比不得超过30%，类似的还有德国、法国等。

而美国、日本、加拿大、澳大利亚等发达经济体普遍采用“谨慎人原则”，不对长期资金的资产配置作太多数量限制，仅要求管理机构的投资行为像一个“谨慎人”对待自己的财产一样，构建一个最有利于分散和规避风险的资产组合，投资过程中可以偏离组合基准。如日本，日本政府养老投资基金GPIF会自己定制一套战略配置基准，这个基准可以“因时而变”“因势而变”。目前日本GPIF权益资产的配置目标从2013年之前约20%提高到了约50%，固收类资产则从2013年之前的75%左右降为50%。

根据实践经验，采用谨慎人监管模式的国家在国内股票和海外资产的投资比例普遍高于实施数量化监管模式的国家。数量化监管模式虽然能够保证足够的安全性，但忽视了多样化投资时资产之间的低相关性有助于降低组合的整体风险，过多的严格数量限制规则阻碍长期资金的合理有效配置，降低其配置效率。

二是短期内，探索提高养老基金、企业年金、社保基金的持股比例上限，优化保险资金偿付能力相关投资风险因子。以保险资金为例，保险公司具体可以投资多少权益类资产，关键取决于其偿付能力，取决于风险资产对应的风险因子。风险因子越低，约束越小，可以投资的权益类资产越多。根据美国保险风险资本制度RBC体系，风险资产对应的风险因子不高，普通股风险因子为0.3。较我国《保险公司偿付能力监管规则（II）》相关规定更为宽松，我国保险公司投资股票对应的市场风险因子中，最低为投资沪深300



指数成份股对应的 0.3，而沪深主板、创业板和科创板股票对应的市场因子更高，分别为 0.35、0.45 和 0.40。我国相关规则未来仍有优化空间。

2、放松长期资金境外投资的比例限制，降低国内市场波动对投资收益的影响。

表面上，境外投资似乎长期资金入市没有关联；但实质上，全球化布局不仅能增厚长期资金的投资收益，也能降低国内权益市场波动对投资收益的影响，可变相提高了长期资金投资国内权益市场的意愿。目前，我国养老保险基金和个人养老金投资仅限于境内市场，企业年金可投资有限的境外市场（仅限于港股通标的股票），社保基金和保险资金虽可以投资境外资产，但投资比例上限均不高，分别为 20%和 15%。相比之下，国际典型长期资金均采用全球化投资的策略，如日本政府养老投资基金 GPIF 的投资组合中 50%的资产投向境外股票和债券、韩国国民养老基金资产的 45%为境外资产。

未来或可通过试点等方式逐步放松境外投资限制。

一是允许基本养老保险基金、个人养老金（公募基金）进行境外投资，可以沪港通、深港通作为先行试点渠道。

二是将企业年金境外投资的范围由沪深港通标的股票放宽至境外高等级债券、普通股等，同时提高境外投资比例上限，或可将除港股通标的股票外的资产投资比例上限设置为基金净值的 10%。

三是放松社保基金境外投资资金来源。目前《全国社会保障基金境外投资管理暂行规定》中对于社保基金境外投资资金来源有所限制，必须是以外汇形式上缴的境外有股减持所得。未来或可放松相关要求，允许社保基金购汇。同时，鼓励社保基金在境外主要金融中心设立办事处，增加对海外市场直接投资管理的比例，并加大与全球顶级资产管理公司的合作。

3、破除养老基金、企业年金、个人养老金自身发展的制度约束，从根本上提高长期资金开源能力，提高可用于投资的规模。

以企业年金为例，一是进一步降低企业缴费部分归属于职工的工作时限标准，提高职工参与企业年金计划的积极性。目前《企业年金办法》（2017）对企业缴费部分归属于职工的年限虽无强制要求，只规定上限不得超过 8 年。但部分企业在设立企业年金计划时，就按照规定的时限上限，要求员工需工作 8 年才可完全获得企业缴费部分。对于一些职工，尤其是身处快速成长行业或企业的职工而言，工作变动将减少甚至完全无法获得企业缴费部分，企业年金计划的吸引力也大为降低。

二是逐步建立企业年金向个人养老金转移机制。参考美国打通养老二三支柱的经验，允许职工退出企业年金后，由个人养老金账户承接原企业年金账户资产。

三是可借鉴美国经验，建立自动加入机制和合格默认投资工具。自动加入机制是指所有雇员默认参加工作即自动加入养老金计划，如果不想加入，可书面申请选择退出，这与自愿加入机制下需要申请加入企业年金的制度恰好相反。自动加入机制由于实际上是委婉的强制制度，因此对扩大年金参与度而言效果明显。2006 年美国通过《养老金保护法案》将自动加入机制引入企业年金，企业年金的雇员参与率从 2006 年的 66%提升到 2014 年的 77%。合格默认投资工具（Qualified Domestic Institutional Investor，QDIA）是为那些没有做出投资选择的养老计划参与者提供的一种默认投资选项，该工具允许养老计划的受托人在参与者未能主动选择投资方案时，代表他们进行投资决策。



三、大力推动中长期资金入市是否意味短期资金不再重要？

近两年，不少分析将资本市场出现的问题归因于一些短期资金的频繁进出从而对市场产生负面影响。随着顶层规划对长期资金重视度逐步提高，是否意味短期资金不再重要？我们有以下观点：

1、首先，需要明确的是，短期资金绝非“洪水猛兽”，短期资金对于资本市场至关重要。股票市场的短期资金一般指的是以股票短期价格波动为主要盈利手段的资金。境内外大量研究表明，游资等短期投机资金，或者是散户这类追涨杀跌的噪声交易者（noise trader），对于资本市场有着积极作用。主要体现在两方面：一是为市场提供流动性，使市场更加活跃；二是通过套利行为纠正市场的定价错误，提高市场的定价效率。

2、其次，A股的问题并不在短期资金本身，而在于缺乏合理的机制去规制短期资金的行为。一是双向价格发现工具仍显不足，仍未建立起相对完善的做空机制。导致部分短期资金可以利用资金优势、信息优势，进行操纵股价、内幕交易等违法行为，损害中小投资者的利益。例如，从证监会过往查处的案例来看，操纵股价的行为往往是部分短期资金利用资金和持股的优势，采取连续买卖、虚假申报和对倒交易等手段，控制使用多个账户，影响相关股票交易价格和交易量。这个时候，合理的做空机制可以增加操纵市场的难度，起到遏制短期资金不正当行为的效果。二是交易监管水平仍待提高。针对异常交易、操纵市场的监管标准还需要优化；过去一段时间内，对于程序化交易没有报告机制（目前已经出台）。三是投资者结构仍待完善。短期资金占比过高，导致市场过度倾向于短期投机，容易引发股价泡沫或市场崩盘，股价的大幅波动使得广大投资人的持股体验较差。

3、最后，长期资金入市主要起到优化投资者结构的效果，但针对短期资金的其他问题仍需要针对性政策进行规制。随着A股长期资金不断入市，占比不断提高，其“稳定器”和“压舱石”的作用将得到更好发挥，原因主要在于长期资金在投资时更注重投资标的的长期增值性和安全性等因素，更符合价值投资理念，往往在股票出现低估时进行买入，而在高估时卖出，从而起到平抑市场波动幅度的作用，在长期内有利于稳定整个A股市场的价格中枢水平。

此外，长期资金入市还能起到双向“信号传递”的作用。一方面，长期资金更注重价值投资，长期资金持股的企业可能更专注于提升企业长期价值，如更高的研发强度、更健全的治理结构等。另一方面，上市公司也会主动做出改变，以展示自己更专注长期经营，进而释放信号获得长期资金“青睐”。长此以往，市场也会形成价值投资等更健康的风气。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

原野，对外经济贸易大学学士、硕士，北京大学博士，2021年7月加入粤开证券，现任资深宏观分析师，证书编号：S0300523070001。

孟之绪，华北电力大学学士、硕士，2022年8月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300524080001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com