

2025年03月07日

超配

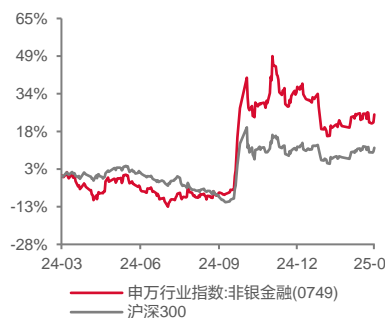
深化投融资改革，提升资本市场活力与
内在稳定性

——经济主题会之资本市场观察

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

1. 券业并购重组预期升温，险企对外开放再深化——非银金融行业周报（20250224-20250302）
2. 资本市场助力书写金融“五篇大文章”，险资投资黄金试点启动——非银金融行业周报（20250203-20250209）
3. 落实长周期考核，助力培育耐心资本——中长期资金系列研究（一）

投资要点:

- **事件:** 2025全国两会政府工作报告出炉，指明了资本市场未来的发展方向。十四届全国人大三次会议经济主题记者会业已召开，进一步阐释了资本市场改革的成效与下一步目标。
- **“1+N”制度体系逐步完善，严监管助推高质量发展。** 新“国九条”推出以来，证监会制定修订了50多项制度规则，我们预计“1+N”的制度体系有望逐步完善，以核心的顶层设计为引领，众多配套规则协同发力，全面提升资本市场的规范化与成熟度。此外，监管持续对投资者深恶痛绝的财务造假、欺诈发行、操纵市场和内幕交易等严重违法违规行为快查严惩，未来还要进一步增强监管执法的有效性，做到“依法严惩”、“依责严防”，完善“吹哨人”制度，压实“看门人”责任。我们认为在严监管下的资本市场违法犯罪行为已得到一定程度的遏制，但违法违规行为的复杂性与隐蔽性仍不可小觑，未来随着制度的完善和科技赋能的深化，有望进一步提升监管效能，切实完善投资者保护机制。在严监管下的高质量发展已显成效，去年分红回购已远超IPO、再融资和减持的总规模，沪深300指数股息率达到3.4%，投资和融资更加协调的市场生态正在加快形成。
- **引导中长期资金入市，深入推进投融资改革。** 长期资金具备规模大、久期长的属性，其资产负债匹配的要求明确其要注重长期投资组合的构建和稳健收益的获取，但现如今长期资金入市的规模和比例仍远远低于监管上限，一方面既有代表长期发展方向的可投资资产有限的约束，另一方面也有资产收益波动大而难以满足短期收益考核的困扰。在此背景下，投融资市场改革的重要性持续凸显，除上述对上市公司严监管以提升上市公司质量和投资价值外，也要优化投资环境，改善投资者结构，提升市场吸引力。去年实施的两项创新货币政策工具初现成效，入市长钱显著增加；公募费率改革仍在深化，公募注册发行显著提速，权益类ETF规模突破3万亿元。去年9月以来，各类中长期资金所持有的A股流通市值从14.6万亿元增长到17.8万亿元，增幅达到22%。下一步，保险资金长期股票投资试点的扩容有望带来更多稳定且持续的增量资金，长周期考核政策修订也能引导投资机构更聚焦于企业长期价值增长；此外，增强战略性力量储备被多次提起，我们认为平准基金的设立有望逐步提上日程，但具体设立的形式和节奏仍有待观察。未来，伴随持续扩容的中长期资金，叠加不断提升的上市公司质量，资本市场内在稳定性的提升值得期待。
- **服务新质生产力发展，制度改革激发市场活力。** 目前全市场战略性新兴产业上市公司市值占比已超过4成，资本市场与科创企业相互支撑、互相成就，监管也在不断推动制度改革以提升资本市场活力和吸引力。1) 在科创企业发展方面，围绕“并购六条”完善配套机制，提升市场资源配置效率，加快推动产业整合和提质增效；优化发行上市制度，更精准支持优质科技企业发行上市，以高质量的上市公司投资价值提升市场吸引力。2) 在耐心资本培育方面，畅通多元化退出渠道，完善考核容错机制，促进“募投管退”良性循环，制度层面上的条件放宽有望推动科技创新与耐心资本的深度融合，为经济高质量发展注入持久动力。3) 在产品创新上，央行表示将会同证监会和科技部推出债券市场的“科技板”，引导债券资金更加高效、便捷、低成本投向科技创新领域。我们认为“科技板”既丰富了资本市场的产品种类与层次，为投资者提供了更多元的投资选择，也提升资本市场对科技创新企业的接纳能力和服务水平，促进资本市场向更加专业化、精细化方向发展。
- **风险提示:** 权益市场大幅波动影响股票交投活跃度，投资者风险偏好降低拖累市场景气度，宏观环境下行影响市场基本面，政策落地力度不及预期。

正文目录

引言	3
1. “1+N”制度体系逐步完善，严监严管助推高质量发展	3
2. 引导中长期资金入市，深入推进投融资改革	3
3. 服务新质生产力发展，制度改革激发市场活力	4
4. 风险提示	5

引言

2025 全国两会政府工作报告出炉，对经济社会发展总体要求和政策取向做了部署，也指明资本市场未来的发展方向。十四届全国人大三次会议经济主题记者会业已召开，证监会主席吴清进一步阐释了资本市场改革的成效与下一步目标。

1. “1+N”制度体系逐步完善，严监严管助推高质量发展

修订 50 多条制度规则，“1+N”制度体系逐步完善。吴清主席表示，新“国九条”推出以来，证监会制定修订了 50 多项制度规则，从严把入口、狠抓日常、畅通出口等维度强化“全链条”约束，压实“关键少数”责任，提升上市公司质量；此外，也对交易机制、市值管理、并购重组等制度进行优化，系统性重塑基础制度和监管底层逻辑，为资本市场的稳健运行提供保障。吴清主席表示下一步要深化科创板、创业板、北交所改革，在发行上市、信息披露、板块层次等方面，优化差异化的制度安排，促进市场资源向新产业新业态新技术领域集聚，并支持创新转型、绿色发展。我们预计“1+N”的制度体系有望逐步完善，以核心的顶层设计为引领，众多配套规则协同发力，全面提升资本市场的规范化与成熟度。

严监严管态势不改，快查严惩肃清市场环境。监管持续对投资者深恶痛绝的财务造假、欺诈发行、操纵市场和内幕交易等严重违法违规行为快查严惩，2024 年办理各类案件 739 件，罚没款 153 亿元，金额超过上一年两倍。除行政处罚外，对涉嫌犯罪的还积极追究刑事责任，向公安机关移送案件和线索 178 件，同比增长 51%。吴清主席表示，未来还要进一步增强监管执法的有效性，做到“依法严惩”、“依责严防”，完善“吹哨人”制度，压实“看门人”责任。我们认为在严监严管下的资本市场违法犯罪行为已得到一定程度的扼制，但违法违规行为的复杂性与隐蔽性仍不可小觑，未来随着制度的完善和科技赋能的深化，有望进一步提升监管效能，切实完善投资者保护机制。

提升分红水平与回购力度，推动上市公司强化投资者回报。监管把提高上市公司投资价值作为重要抓手，推动上市公司强化投资者回报，积极实施一年多次分红、春节前分红等。2024 年全市场分红达到 2.4 万亿元，分红金额创历史新高。超 300 家上市公司在今年春节前 2 个月实施分红，金额超 3400 亿元，创造了历史记录。去年上市公司还实施了股份回购近 1500 亿元，也创了历史新高，分红回购已远超 IPO、再融资和减持的总规模，沪深 300 指数股息率达到 3.4%，投资和融资更加协调的市场生态正在加快形成。

2. 引导中长期资金入市，深入推进投融资改革

创新货币政策工具实施初见成效，入市长钱显著增加。2024 年创设的两项货币政策工具正平稳运行：1) SFISF 两期操作金额逾 1000 亿元，且第二期中标费率下降、质押品范围扩容、增选 20 家参与机构，推动操作成本的降低和投资选择上更大的灵活性，有望提高参与机构的积极性，改善市场活跃度，引导更多增量资金入市，提振市场预期；2) 股票回购增持再贷款政策也进行了优化调整，降低最低自有资金比例至 10%，降低了参与门槛，减轻借款人资金压力，也允许以其持有的其他股票进行质押，降低市场主体获贷难度和成本。吴清主席表示目前已有超 400 家上市公司公开披露股票回购增持再贷款信息，贷款额度上限近 800 亿元。我们认为政策工具的带动效应正逐步显现，对维护资本市场稳定运行、提振市场信心发挥了重要作用。

权益类基金发展动能强劲，权益类 ETF 规模突破 3 万亿元。去年以来，公募基金注册发行明显提速，股票 ETF 五个工作日即可完成注册。去年 9 月至今，共注册权益类基金 459 只，占同期注册基金产品总数的 7 成；权益类基金规模从 6.3 万亿元增长到 7.7 万亿元，占公募基金总规模的比例从 20% 提高到 24%。其中，权益类 ETF 规模突破 3 万亿元，公募基金持有 A 股流通市值规模从 2024 年年初的 5.1 万亿元增长到目前的 6 万亿元，增幅 17.4%。我们认为公募基金规模和占比的增长表明其在资本市场中的定价话语权不断提升，能有效引导资金流向优质企业，同时相对稳健的投资风格和长期投资理念，有助于平抑市场短期波动，为市场营造更为理性的投资氛围。

积极推动公募基金费率改革，预计每年节约成本超 450 亿元。针对公募基金第一阶段的管理费率改革已基本完成，管理费率 and 托管费率分别降至不高于 1.2% 和 0.2%。今年 1 月，多只大型宽基 ETF 进一步调降上述费率至 0.15% 和 0.05%（调整前分别为 0.5% 和 0.1%），以当前 1.3 万亿元规模测算，每年可为投资者降低持有成本约 50 亿元。此外，第二阶段交易费率改革已于去年 7 月正式实施，未来仍将进行销售费率改革，据监管机构预测，分阶段降低综合费率预计每年为投资者节省超 450 亿元。我们预计伴随公募基金费率改革的深化，产品吸引力有望逐步增强，基金公司 with 投资者利益绑定更为紧密，“长钱长投”的市场氛围将逐步形成，加速改善投资者结构。

保险资金长期股票投资试点扩容，长期资金长周期考核政策修订有望尽快推出。金融监管总局已启动了第二批保险资金长期股票投资试点，在春节前批复 520 亿元的基础上，近期又批复了 600 亿元，后续仍会进一步提额。去年 9 月以来，保险资金、各类养老金在 A 股市场净买入约 2900 亿元，规模大、期限长的保险资金能为市场带来稳定且持续的长期资金，有助于提升资本市场稳定性。此外，吴清主席在记者会上表示，财政部、人社部等部门正积极推进长期资金长周期考核政策文件的制定修订工作，目前已征求了相关方面的意见建议，有望尽快推出，推出后将全面建立全国社保基金五年以上以及年金基金、保险资金三年以上长周期考核机制，我们认为将引导投资机构更聚焦于企业长期价值增长，以更长远眼光规划投资布局，也能实现资产负债久期的更好匹配。

增强战略性力量储备，资本市场内在稳定性的提升值得期待。此次政府工作报告中提出的加强战略性力量储备和稳市机制建设与“国九条”一脉相承，吴清主席在记者会上也表示将多渠道增强战略性力量储备。我们认为现阶段 ETF 和中央汇金是重要的稳定资金，在此之外，平准基金的设立有望逐步提上日程，既能平抑市场过度波动，也能提振市场信心，但具体设立的形式和节奏仍有待观察。未来，伴随持续扩容的中长期资金，叠加不断提升的上市公司质量，资本市场内在稳定性的提升值得期待。

3. 服务新质生产力发展，制度改革激发市场活力

战略性新兴产业市值占比超四成，助力提升资本市场活力和吸引力。2024 年，科创板、创业板、北交所新上市公司中高新技术企业占比均超过 9 成，目前全市场战略性新兴产业上市公司市值占比已超过 4 成，先进制造、新能源、新一代信息技术、生物医药等重点领域涌现出一批龙头领军企业，资本市场服务科技创新、产业创新的质效明显提升。我们认为资本市场与科创企业相互支撑、互相成就。资本市场的制度创新与服务优化，为科创企业提供了便捷高效的融资渠道、规范的公司治理指引以及广阔的发展平台，极大地提升了科创企业的发展空间与成长速度；而科创企业的蓬勃发展也为资本市场注入了强大活力，进一步强化了资本市场服务实体经济的功能，提升了资本市场的吸引力。

支持机制有望持续完善，制度改革激发市场活力。“并购六条”为传统产业转型升级和新兴产业补链强链指明了方向，但仍需在估值定价、审核流程、支付工具等方面进一步打通堵点，提升市场资源配置效率，加快推动产业整合和提质增效。此外，用好“绿色通道”、未

盈利企业上市等制度，稳妥实施科创板第五套上市标准等更具包容性的发行上市制度，有望精准支持优质科技企业发行上市，以高质量的上市公司投资价值提升市场吸引力，最终推动资本市场和实体经济的良性增长。

耐心资本与新质生产力特征相匹配，制度优化培育长期投资生态。科技创新是发展新质生产力的核心要素，科技创新企业通常具有高投入、长周期、经营不确定性大等特征，而坚持“长期主义”的耐心资本相应的具有资金大、久期长、收益稳健的特征，在本质上高度契合。吴清主席在记者会上表示要围绕优化退出“反向挂钩”政策、推进向投资者实物分配股票试点、健全基金份额转让制度、支持私募股权二级市场基金(S基金)和并购基金发展等，进一步畅通多元化退出渠道，并与有关方面共同推动完善考核容错等机制，支持多渠道拓宽资金来源，促进“募投管退”良性循环。我们认为制度层面的条件放宽有望显著提升市场吸引力，推动科技创新与耐心资本的深度融合，为经济高质量发展注入持久动力。

创新推出债券市场“科技板”，丰富资本市场产品种类，提高接纳能力和服务水平。吴清主席表示，资本市场支持科技企业不只有上市一条路，也不只有股票一种工具，债券、可转债、优先股、资产证券化、期权、期货等产品和工具也可以有所作为，能够提供“接力棒”式的融资支持和服务。潘功胜行长也表示，将会同证监会、科技部等部门，创新推出债券市场的“科技板”，根据科技创新企业的需求和股权基金投资回报的特点，完善科技创新债券发行交易的制度安排，创新风险分担机制，降低发行成本，引导债券资金更加高效、便捷、低成本投向科技创新领域。我们认为“科技板”既丰富了资本市场的产品种类与层次，为投资者提供了更多元的投资选择，也提升资本市场对科技创新企业的接纳能力和服务水平，增强了资本市场的吸引力与竞争力，促进资本市场向更加专业化、精细化方向发展。

4.风险提示

- 1) 权益市场大幅波动影响股票交投活跃度：经纪业务为证券公司主要营收来源，资本市场波动影响市场交投活跃度，进而影响代理买卖证券佣金净收入；
- 2) 投资者风险偏好降低拖累市场景气度：包括长期投资者与中小投资者在内的市场参与者，若更偏向储蓄而不是投资，会导致参与热情降低，进而拖累市场景气度；
- 3) 宏观环境下行影响市场基本面：权益市场与利率市场表现均受到宏观环境影响，若宏观环境下行则导致市场收益率持续走弱；
- 4) 政策落地力度不及预期：监管下一步立法计划没有明确的时间表，对具体业务的约束或支持政策落地存在不确定性。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089