

# 中长期资金入市深度报告

## A 股的机构化转型与长期价值重塑

中长期资金入市提速，A 股市场结构优化加速演进。

- **中长期资金入市政策落地，A 股迎来结构性优化机遇。**近年来，政策层面不断强化中长期资金入市的力度，从 2019 年提出目标，到 2024 年新“国九条”确立“长钱长投”体系，再到 2025 年中央金融办、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的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》细化落地，政策框架已基本成型。保险资金、公募基金、养老金等机构投资者的资金流入节奏加快，A 股市场的资金结构正从短线博弈向长期价值投资转变。
- **国际经验显示，中长期资金的稳定流入是市场成熟的重要支撑。**参考美国 401K、挪威 GPF、加拿大 CPP 等长期资金模式，税收优惠、市场化投资机制、政策引导是推动中长期资金入市的关键。长期资金的入市不仅优化市场流动性，还能有效降低市场波动性，稳定市场预期。
- **机构化占比提升，A 股投资风格趋于稳健。**长线资金涌入推动市场换手率下降，短期交易波动减少，价值投资逻辑强化。养老金和保险资金更偏向稳健投资，倾向于配置低波动、高现金流的核心资产，如金融、消费、公用事业等，而公募基金则在权益类资产配置上加速扩容，市场机构化程度显著提升。
- **风险因子调低将降低保险公司投资权益类资产的资本成本。**通过降低资本要求，险资可以更灵活地配置资金，增加对科技股的投资，推动 A 股科技行业发展，并改善科创板企业的融资环境，提升市场活跃度和估值。
- **保险、公募、养老金三大主力资金持续加仓。**对于商业保险资金，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，将带来几千亿的长期资金流入；公募基金持有 A 股流通市值预计每年增长至少 10%；养老金权益投资比例提升空间较大，未来或成为 A 股市场重要的长期资金来源。
- **A 股生态变革，行业配置趋势凸显。**在中长期资金持续入市的背景下，市场风格可能从“高波动高成长”逐步向“低波动高确定性”演进。核心赛道方面，保险资金偏好金融、消费、周期股，养老金更关注稳定增长的蓝筹股，而公募基金则可能加大对科技成长股的配置，形成结构性分化。随着科技企业现金流与分红能力增强，险资在传统高股息配置之外，正逐步迈向以“类公用事业型”科技股为代表的核心资产新阶段。
- **OCI 账户优化资本配置，推动中长期资金稳定入市。**OCI 账户在中长期资金入市中发挥着重要作用，助推券商优化资本配置、降低波动性，提升资金配置效率与市场稳定性。通过配置高股息资产和支持科技创新企业，OCI 账户成为推动资本市场结构优化、增强长期资金吸引力的重要工具。
- **风险提示：**1) 全球及国内经济增长的不确定性及相关政策调整的影响。2) 资本市场监管政策及中长期资金入市政策的执行力度不足。3) 中长期资金入市规模及节奏存在不确定性。4) A 股受投资者情绪、资金流向和国际市场联动的短期波动影响。5) 不同市场环境下投资策略有效性存差异。6) 地缘政治及外部不确定性因素的冲击。

### 相关研究报告

《市场更新：超预期经济数据的市场指引》  
20250417

《一季度进出口数据点评》20250415

《3 月金融数据点评》20250414

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

## 目录

一、中长期资金入市的政策历史沿革.....	5
1.1 政策演进 .....	5
1.2 政策基本框架 .....	6
二、他山之石 .....	9
2.1 美国：机制设计如何推动中长期资金入市 .....	9
2.2 挪威：国家主权基金如何带动长期资金 .....	10
2.3 加拿大：养老金体系如何推动长期资金入市 .....	12
三、国内中长期资金的市场现状及入市测算.....	14
3.1 全国社会保障基金、保险资金结构及增量测算 .....	14
3.2 公募基金结构及资金流入状况 .....	16
四、中长期资金入市如何影响 A 股远景.....	18
4.1 对 A 股市场的影响 .....	18
4.2 中长期资金与一般机构的偏好差异 .....	19
4.3 中长期资金对科技股配置的趋势 .....	22
4.4 中长期资金对行业配置的影响 .....	24
4.5 OCI 账户对中长期资金入市的影响 .....	27
风险提示 .....	29

## 图表目录

图表 1. 中长期资金入市相关政策演进.....	6
图表 2. 《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》重点安排.....	8
图表 3. 退休资产总计及增速.....	9
图表 4. DC 计划、年金及 IRA 情况.....	9
图表 5. DC 计划共同基金各类资产配置占比情况.....	10
图表 6. DC 计划共同基金权益类资产配置情况.....	10
图表 7. GPFG 股票投资额及收益率.....	11
图表 8. GPFG 全球股票投资比例.....	11
图表 9. 挪威养老金 2024 年全球股票投资行业情况.....	11
图表 10. CPP 基金投资构成 (2020-2024) .....	12
图表 11. CPP 资产净值及增速 (2015-2024) .....	12
图表 12. CPP 战略投资组合资产类别和区域资产分配百分比权重 .....	12
图表 13. CPP 基金投资区域构成 (截至 2024/3/31) .....	13
图表 14. CPP 资产投资类别情况 (截至 2024/3/31) .....	13
图表 15. 基本养老保险基金权益投资资产情况.....	14
图表 16. 企业年金权益投资资产情况.....	14
图表 17. 职业年金权益投资资产情况.....	14
图表 18. 全国社会保障基金权益资产及投资收益情况.....	14
图表 19. 保险资产配置情况.....	15
图表 20. 保险资产权益类资产配置情况.....	15
图表 21. 国内险资股票+基金配置占比.....	15
图表 22. 寿险行业财务打平收益率.....	15
图表 23. 保险资金的保费收入及权益投资增量测算.....	16
图表 24. 大型国有保险公司可投资的保费及增量资金预测.....	16
图表 25. 2021 年-2024 年各类基金净值规模及同比增速 .....	17
图表 26. 2017 年-2024 年公募基金持有 A 股市值情况.....	17
图表 27. 2023 年公募基金主要资金来源.....	17
图表 28. 保险资金在 A 股的持股占比.....	18
图表 29. 保险资金季度资金配置变化.....	18
图表 30. 社保&保险&公募基金持股换手率 (2024 年 1 月—2025 年 2 月) .....	20
图表 31. 保险资金各类股票配置比例 (2024 年 1 月-2025 年 2 月) .....	21
图表 32. 公募基金各类型股票配置比例 (2024 年 1 月-2025 年 2 月) .....	21
图表 33. 科技股在中长期资金投资组合中的比重变化趋势 (2024 年 1 月—2025 年 2 月) .....	22
图表 34. “偿二代”二期股票、基金的基础风险因子情况.....	23
图表 35. 保险资金资产配置变化 (2024 年 1 月—2025 年 2 月) .....	25

图表 36. 公募基金资产配置变化（2024 年 1 月—2025 年 2 月） .....	26
图表 37. ETF 重仓第一名市值合计行业规模排序（截至 2025 年 3 月 5 日） .....	27
图表 38. 其他权益工具投资规模前 20（权益 OCI）（截至 2024 年 6 月） .....	28
图表 39. 其他债权投资额前 20（债券 OCI）（截至 2024 年 6 月） .....	28

## 一、中长期资金入市的政策历史沿革

### 1.1 政策演进

中长期资金是资本市场健康运行的“稳定器”和“压舱石”。2025年政府工作报告提出，要“深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市”。推动中长期资金持续入市，不仅能为资本市场的稳定运行提供有力支撑，还有助于完善风险共担、利益共享的市场机制，提升资本市场服务实体经济的能力，进而助力我国经济结构转型和高质量发展。作为深化投融资改革的关键举措，中长期资金入市将成为资本市场投资端的重要突破口。同时，持续引导中长期资金成为资本市场的重要增量资金，有助于平抑市场短期波动，增强市场韧性，推动资本市场行稳致远。中长期资金入市并非一蹴而就。早在2019年，政策层面就已提出推动中长期资金入市的目標，但受制于市场环境、流动性约束、资金配置惯性等因素，落地进展缓慢。2023年，中央提出“活跃资本市场”，一度推动改革加速，但受市场低迷、投资者信心不足等影响，长期资金入市的规模和力度仍有限。2024年起，股市稳定成为高层重点任务之一，资本市场改革力度明显加大，中长期资金入市终于迎来突破口。

2024年4月12日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，即新“国九条”，聚焦中国式现代化这个中心，锚定金融强国建设这一奋斗目标，从投资者保护、上市公司质量、行业机构发展、监管能力和治理体系建设等方面定调资本市场发展。新“国九条”明确提出要推动中长期资金入市，构建支持“长钱长投”的政策体系。2024年9月26日召开的中共中央政治局会议提出“努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市”，成为资本市场改革的关键信号。为落实中央决策部署，2024年9月，中央金融办、中国证监会联合发布《关于推动中长期资金入市的指导意见》（下文简称《指导意见》），初步勾勒政策框架，提出促进保险机构做坚定的价值投资者；大力发展权益类公募基金，支持私募证券投资基金稳健发展；鼓励私募证券投资基金丰富产品类型和投资策略，推动证券基金期货经营机构提高权益类私募资管业务占比。

随后，2024年12月11日至12日召开的中央经济工作会议进一步明确“稳住楼市股市”，并提出“深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市的卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性”。这一系列举措反映出中央对资本市场的高度重视，并将资本市场改革提升至更高战略层面。随后，2025年1月22日，中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源和社会保障部、中国人民银行、金融监管总局六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》（下文简称《实施方案》），标志着政策进入实操阶段，进一步细化资金入市的路径、方式及支持政策。紧接着，1月23日，国务院新闻办公室召开新闻发布会，由中国证监会主席吴清、财政部副部长廖岷、人力资源和社会保障部副部长李忠、中国人民银行党委委员邹澜、国家金融监管总局副局长肖远企共同解读政策内容，表明政策执行的高规格和中央对市场信心的维护。

2025年4月8日，国家金融监督管理总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，主要包括：一是上调权益资产配置比例上限。简化档位标准，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调5%，进一步拓宽权益投资空间，为实体经济提供更多股权性资本。二是提高投资创业投资基金的集中度比例。引导保险资金加大对国家战略性新兴产业股权投资力度，精准高效服务新质生产力。三是放宽税延养老比例监管要求。明确税延养老保险普通账户不再单独计算投资比例，助力第三支柱养老保险高质量发展。

图表 1. 中长期资金入市相关政策演进



资料来源：中国政府网，人民网，财政部官网，中银证券

从市场反馈来看，短期内政策对股市提振作用有限。六部委发布实施方案后，政策信号明确，但市场反应相对温和，表明投资者仍在观望资金入市的实际规模和节奏。然而，从中长期看，随着政策逐步落地、制度障碍消除，长期资金有望成为市场稳定力量，优化市场投资者结构，推动资本市场高质量发展。

中长期资金入市是资本市场改革的重要一步。从政治局会议定调 → 经济工作会议明确方向 → 指导意见出台 → 六部委实施方案细化 → 高层发布会解读，形成了一个完整的政策闭环。尽管短期市场提振作用有限，但中长期资金的持续入市将改善资本市场结构，增强市场韧性，提高长期投资者占比。随着政策执行力度、制度障碍的消除情况、市场流动性变化，以及长期资金对市场估值体系和投资者结构的影响，将成为市场关注的重点。

## 1.2 政策基本框架

中央金融办、中国证监会联合印发的《指导意见》，进一步细化和深化了前期政策部署。《指导意见》明确提出，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。《指导意见》从完善资本市场生态、发展权益类公募基金、优化配套政策制度等方面入手，旨在为中长期资金入市提供更加明确的制度保障。后续印发的《实施方案》则是对前期系列重要会议和文件精神的具体落实，也是对《指导意见》具体实施措施的完善和补充，聚焦公募基金、商业保险资金、养老金等中长期资金入市的卡点、堵点问题，提出了一系列更具操作性的举措。

### （一）促进长期资金入市，增强市场稳定性

为进一步推动中长期资金入市，《实施方案》明确提出，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。在公募基金方面，政策提出“明确公募基金持有 A 股流通市值未来三年每年至少增长 10%。”，鼓励公募基金加大 A 股配置力度，提升其在资本市场的长期投资比例。对商业保险资金，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，这也意味着将每年至少为 A 股新增几千亿的长期资金。此外，第二批保险资金的长期股票投资试点已于 2025 年 3 月最终全部落地，规模总值 1120 亿元，其中春节前批准 520 亿元投入股市，3 月 4 日批复再新增 600 亿元。通过阶段性推进方式，既保障市场短期流动性，也确保长期资金的稳定入市。除了直接引导公募基金、保险资金等机构投资者扩大 A 股投资，人民银行也通过优化金融工具增强市场稳定性，包括证券、基金、保险公司互换便利，以及股票回购增持再贷款两项政策工具，旨在提升上市公司和行业机构的融资能力和投资能力，支持其更好地进行市值管理，维护市场稳定。

在股票回购增持再贷款方面，人民银行已优化核心政策要素。邹澜在 2025 年 1 月 23 日国新办举办的新闻发布会上强调，一是降低自有资金比例要求，将申请贷款时的自有资金比例从 30% 降至 10%，提升市场流动性；二是延长贷款期限，由原来的 1 年延长至 3 年，缓解短期流动性压力；三是鼓励银行发放信用贷款，拓宽融资渠道，增强市场韧性。此前，人民银行已分别于 2024 年 10 月和 2025 年 1 月推出 500 亿元和 550 亿元互换便利操作，并于 2024 年 10 月设立股票回购增持再贷款。作为资本市场的重要参与者，公募基金和保险资金的长期投资特性，使其入市不仅能提供持续的资金支持，还能改善投资者结构。这类长期资金的稳定性较强，有助于平抑市场短期波动，提升市场韧性和健康度，并推动资本市场向更加成熟、理性和高质量发展的方向迈进。

## （二）完善考核体系，鼓励长钱长投

《实施方案》明确提出，公募基金、国有商业保险公司、基本养老保险基金、年金基金等机构应全面建立并实施三年以上的长周期考核机制。这一机制的核心目标是调整考核周期，减少短期市场波动对投资行为的影响，鼓励机构投资者专注于长期价值投资，从而提升资本市场的稳定性和长期投资回报。

具体而言，《实施方案》对国有商业保险公司的考核机制进行了调整，降低短期经营考核权重，提高长期投资考核占比。其中，当年度经营指标考核权重被大幅降低，净资产收益率（ROE）的当年度考核权重不高于 30%，而三年到五年周期的考核指标权重不低于 60%。有助于保险公司减少短期业绩压力，弱化对市场短期波动的关注，从而使其更加注重长期投资收益。政策将进一步细化社保基金和养老金的长期考核机制，全国社会保障基金的考核周期将延长至五年以上，基本养老保险基金的考核周期将延长至三年以上，从而强化社保基金和基本养老保险基金的长期投资导向，使其充分发挥专业投资机构的优势，进一步增强资本市场的长期稳定性。长周期考核机制的实施，可以有效缓解短期市场波动对机构投资行为干扰，优化市场投资结构，增强投资稳定性。

## （三）稳中有进深化公募基金改革，推动行业高质量发展

《实施方案》聚焦公募基金行业的高质量发展，从完善治理、强化功能、加强监管执法三个方面入手，推动行业稳中有进，实现可持续发展。证监会主席吴清在 2025 年 1 月 23 日对《实施方案》解读发布会上强调，一是完善基金公司的治理和定位。加强党对基金行业的全面领导，进一步完善基金公司治理，推动股东会、董事会、经营层勤勉尽责，牢固树立以投资者为本的经营理念。引导基金公司回归本源，提升核心竞争力，推动行业从单纯的规模扩张向质量提升转变。

二是强化功能发挥，大力发展权益类基金。《实施方案》解读发布上强调，《实施方案》明确了公募基金持有 A 股流通市值未来三年每年至少增长 10%。公募基金的改革将会有助于实现每年增长 10% 的目标。要推出更多适配投资者需求的产品；加快推进指数化投资发展，制定促进指数化投资高质量发展行动方案，实施股票 ETF 产品的快速注册机制，原则上从受理之日起 5 个工作日内完成注册；强化监管分类评价引导，提高权益类基金规模占比和长期业绩等指标在监管分类评价当中的权重；督促提升核心投研能力，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。三是加强监管执法，切实保护投资者利益。完善股东股权、人员管理、市场退出等重点领域法律法规。强化对基金投资交易行为的引导和约束，坚决纠治“高换手率”“风格漂移”等过度投机行为。

## （四）多部门协同发力，强化中长期资金入市政策合力

此次推动中长期资金入市的政策由中央金融办牵头，联合财政部、证监会、人民银行、金融监管总局等多个部门共同推进。党的二十届三中全会明确提出，要“促进财政、货币、产业、价格、就业等政策协同发力”，并将“增强宏观政策取向一致性”作为提升宏观调控效能的重要抓手。在这一背景下，中央金融办统筹协调各部门资源，确保政策的整体性和连贯性，为中长期资金入市提供高效的政策支持。

在中长期资金入市的政策落实过程中，各部门分工协作，形成合力。财政部通过优化税收政策、调整财政支出结构，为资金入市创造良好环境；证监会完善市场制度、加强监管，保障资本市场稳定运行；中国人民银行运用货币政策工具，提供稳定流动性支持；金融监管总局强化金融风险防范，确保资金安全合规。中央金融办牵头，各部门紧密配合，打破政策壁垒，确保政策衔接和高效执行。这一协调机制不仅为中长期资金入市提供了坚实保障，也增强了市场信心，助推资本市场高质量发展。

图表 2. 《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》重点安排

资金种类	具体政策
商业保险资金	提升商业保险 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。 <b>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%。</b> 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于资金规模。
全国社会保障基金、基本养老保险基金	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。 <b>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</b> ，支持全国社会保障基金理事会充分发挥专业投资优势。
企（职）业年金基金	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。
公募基金	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，简历基金管理人、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，依法拓展私募基金产品类型和投资策略。
其他要点	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：证监会官网、中银证券

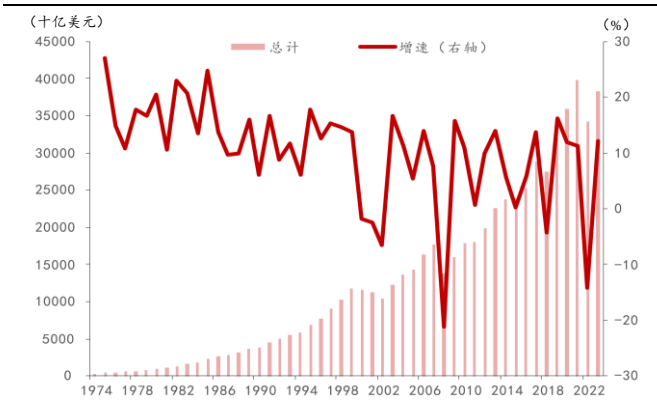
## 二、他山之石

### 2.1 美国：机制设计如何推动中长期资金入市

#### 2.1.1 美国养老金 401K 计划的市场影响

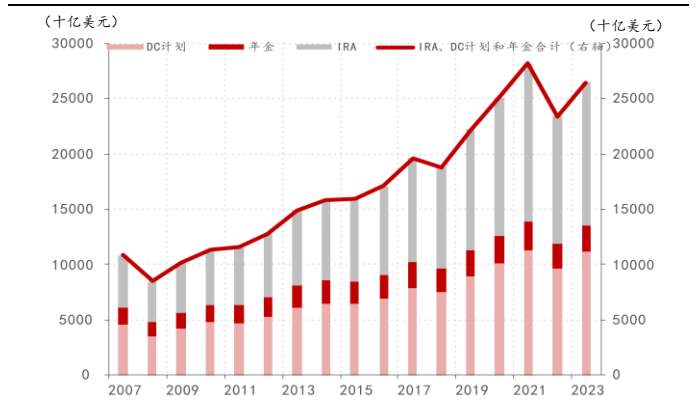
美国推出“401K”计划的初衷是为了鼓励美国国民增加养老储蓄。出乎意料的是，美国养老金的资产规模在与股市形成良性循环下快速增长，资产规模大幅增长的养老保险金直接成为美国 1978 年至 2000 年长达 22 年大牛市的有力推手。由于“401K”和“IRAs”的推行，个人退休资产逐年上升，截至 2024 年底，个人退休资产总计达 38.38 万亿美元，成立至今年均复合增长率为 9.73%。在 2001 年和 2008 年，退休资产总计呈负增长，这主要源于 2001 年互联网泡沫造成的股市崩盘以及 2008 年的次贷危机引起的金融危机，导致退休资产的大幅缩水。表明了个人退休资产投资过度依赖股票市场的兴衰。

图表 3. 退休资产总计及增速



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 4. DC 计划、年金及 IRA 情况



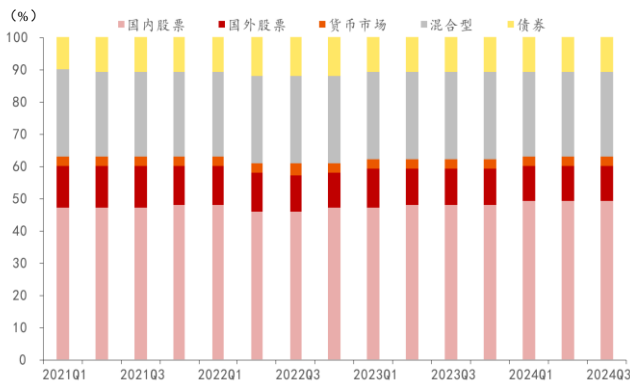
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

美国养老金资产规模持续增长，IRA 账户与 DC 计划成为核心推动力。1974 年至 2023 年，养老金总规模达到 38.38 万亿美元，尽管受 2008 年金融危机和 2020 年疫情影响短暂下滑，但长期趋势稳步上升，近三年同比增速为 +11.22%/-14.24%/+12.14%。DC 计划的共同基金配置占比提升，DC 计划中共同基金占比 2017 年达 59%，表明养老金投资市场化、机构化程度提高。2021 年资产规模达峰值后略有回调，但整体保持增长，体现出长期资金入市的稳定性和抗风险能力。税收激励、市场化投资机制和机构主导可有效推动养老金长期投资，为我国养老金市场改革提供重要借鉴。

#### 2.1.2 DC 计划在美股市场的作用

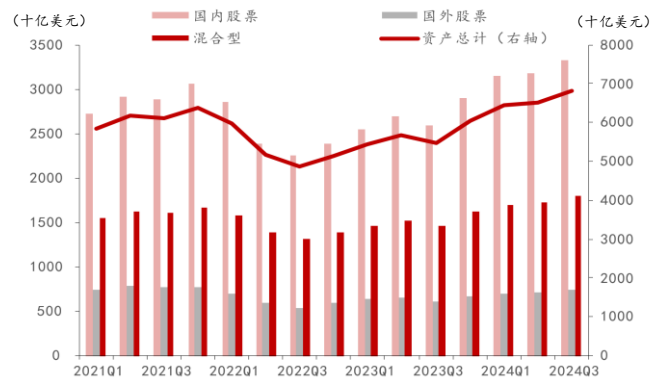
DC 计划是美国养老金体系的重要组成部分，为美股市场提供了长期稳定的资金支持。其资金规模庞大，投资范围涵盖股票、基金、债券、REITs 等，有助于分散风险并提高长期回报。同时，DC 计划推动了金融创新，如目标日期基金 (TDFs)，根据退休时间动态调整资产配置，降低市场波动风险。整体来看，DC 计划不仅优化了市场结构，还提升了美股的流动性和稳定性。

图表 5. DC 计划共同基金各类资产配置占比情况



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 6. DC 计划共同基金权益类资产配置情况



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

美国资本市场的长期繁荣离不开养老金体系的深度参与。DC 计划、401K 计划和 IRA 账户的发展，使美国家庭从直接持股转向基金投资，推动机构投资者成为市场主导力量。其中，DC 计划对国内股票配置比例最高，而国外股票、债券、混合型基金等用于分散风险。2024 年第三季度数据显示，国内股票、国外股票及混合型资产配置比例分别为 49%、11% 和 26%。近年来，DC 计划的权益类资产配置持续增长，特别是 2023 年后，国内股票和混合型基金投资规模显著上升。2024 年第三季度数据显示，国内股票、国外股票和混合型基金三类资产配置金额分别达到 3.32 万亿美元、0.75 万亿美元和 1.80 万亿美元，同比增速为 +4.24%、+6.09% 和 +4.94%。养老金的长期配置为美股提供了重要支撑。

然而，这一趋势背后是养老金缺口不断扩大的现实压力。自 1965 年以来，美国社会福利支出长期高于社会保险税收入，缺口持续扩大。根据美国非盈利机构 Equable Institute 估计，截至 2022 年底，美国州和地方养老金资金缺口已达 1.45 万亿美元。为填补这一缺口，个人和企业通过养老保险计划加大投资，推动养老金资金持续流入资本市场，进一步加深了养老金与美股的联动性。

### 2.1.3 中长期资金的科技股配置趋势

美国的中长期资金在科技股配置方面呈现出明显的上升趋势。随着科技行业的快速发展，科技股在美国股市中的地位日益重要。中长期资金，如养老金和大型基金，逐渐增加了对科技股的配置比例。由于科技行业具有高成长、高创新的特点，符合中长期资金追求长期增值的目标。中长期资金通过配置科技股可以分享科技行业发展带来的红利，或将使一些知名的科技巨头逐渐成为中长期资金的重要持仓标的。同时，一些新兴的科技企业也受到中长期资金的关注，这种对科技股的配置趋势不仅推动了科技行业的发展，也为中长期资金带来了较高的投资回报。

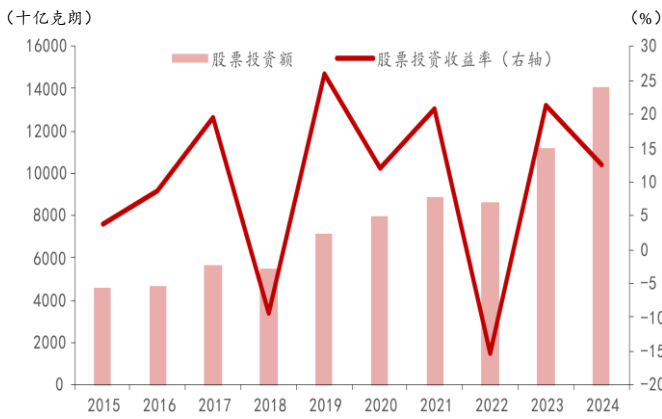
单独来看美国 401(k) 计划，美国 401(k) 计划作为退休投资工具，投资者通常通过标普 500 指数基金、目标日期基金和大盘蓝筹股基金进行分散投资，其中科技、医疗和金融是最主要的配置行业。具体来看配置情况，科技行业因创新驱动和高盈利能力备受关注；医疗保健因人口老龄化和稳定需求成为重要配置；金融行业依靠经济增长和较高股息吸引投资者。消费行业分为消费必需品和消费可选，分别在防御性投资和经济扩张期表现突出。此外，工业因全球经济周期影响较大但回报稳定，公用事业则以高股息适合低风险投资者。

## 2.2 挪威：国家主权基金如何带动长期资金

### 2.2.1 挪威政府全球养老基金 (GPF) 的长期投资模式

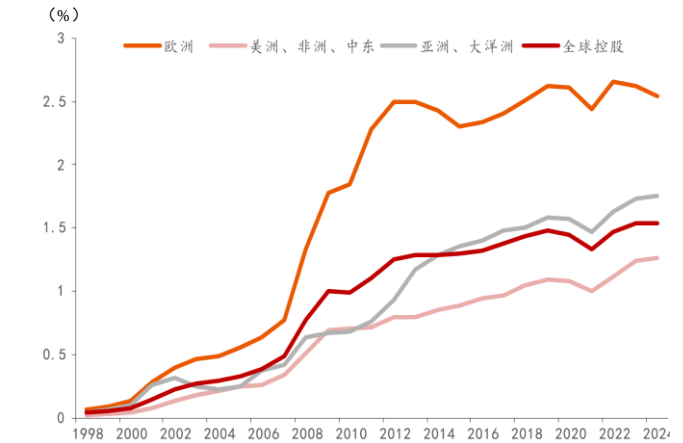
挪威建立了完善的“三支柱”养老体系，其中第一支柱全民保险养老计划是核心，包含政府全球养老基金 (GPF) 和政府国民养老基金 (GPFN)。GPFN 主要用于养老金支付，投资本国及北欧地区，而 GPF 作为养老储备基金，由政府划拨石油收入，不直接支付养老金，主要投资于全球市场，以应对人口老龄化和资源枯竭挑战。GPF 的国际化投资模式提升了资产回报，同时分散风险，确保养老体系的长期可持续性。

图表 7. GPFG 股票投资额及收益率



资料来源: NBIM 官网, 中银证券

图表 8. GPFG 全球股票投资比例



资料来源: NBIM 官网, 中银证券

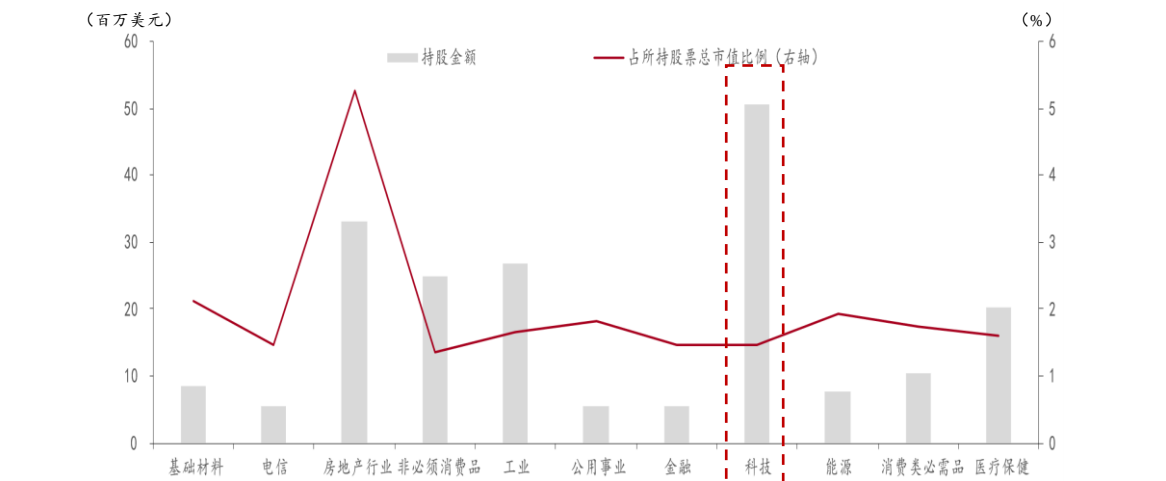
**GPFG 规模多年位居全球主权财富基金榜首, 投资收益驱动力加大。**截至 2024 年底, 该基金的价值为 19.74 万亿克朗。该基金价值的一半以上是投资回报, 总计 11.11 万亿克朗。5.10 万亿克朗来自政府的净流入, 3.55 万亿克朗来自货币。**大类资产配置方面以权益资产为主, 权益资产占比高是 GPFG 资产配置的显著特征。**2017 年, GPFG 将大类资产战略基准配置比例从“权益类 62.5%、固收类 37.5%”调整为“权益类 70%、固收类 30%”, 于 2018 年开始执行, 此后 GPFG 权益资产占比整体呈上升态势。截至 2024 年底, GPFG 的权益类、固收类、房地产投资占比各为 71.4%/26.6%/1.8%。**权益投资主要投向欧美发达市场。**截至 2024 年末, GPFG 的权益类资产占全欧洲股票市场的 2.54%, 占美洲、非洲、中东股票市场的 1.26%, 占亚洲、大洋洲股票市场的 1.75%, 分别同比-3.16/+1.59/+1.14pcts。

### 2.2.2 挪威政府全球养老基金 (GPFG) 2024 年股票投资表现

根据挪威政府全球养老基金(GPFG)2024 年报显示, 该基金的股票投资在 2024 年的回报率为 18.2%, 延续了 2023 年的积极表现。企业盈利稳健, 增长前景明朗, 加上政策利率的下降和通胀预期的回落, 推动了股市的强劲表现。科技股在 2024 年表现最为突出, 回报率高达 35.1%。这一强劲的回报主要得益于领先的互联网和软件公司, 以及其半导体供应商对基于 AI 的广告和聊天解决方案的强劲需求。

金融板块紧随其后, 回报率为 27.8%。得益于强劲的经济环境、虽高但不断下降的利率以及美国大选的结果, 人们对贷款和资本市场的增长充满信心, 信贷质量保持稳定。非必需消费品板块表现第三, 回报率为 19.3%。尽管市场面临挑战, 但由于市场份额和收益的提升, 该行业的领先公司价值继续增长, 甚至超过了 Covid-19 大流行前的水平。基础材料板块的回报率最低, 为-7.3%。这一表现受到了高利率、美国需求疲软以及欧洲和中国材料需求下降的影响。

图表 9. 挪威养老金 2024 年全球股票投资行业情况



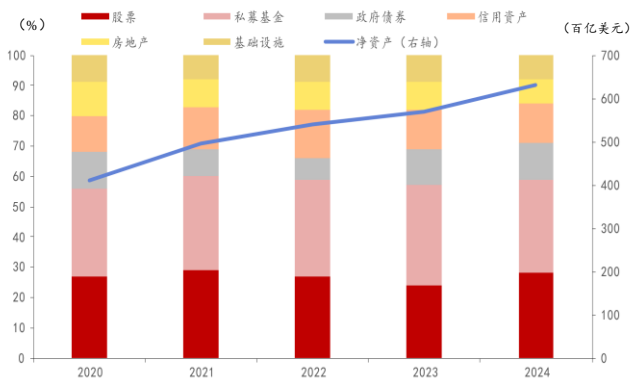
资料来源: NBIM 官网, 中银证券

## 2.3 加拿大：养老金体系如何推动长期资金入市

### 2.3.1 加拿大养老金计划投资基金（CPP）的长期投资模式

加拿大养老金计划投资基金（Canada Pension Plan, CPP）较为积极的投资策略为该基金取得了较高的超额收益，其资产的实际规模大幅超过各机构预测，实现加速增长。截至2024年3月31日，基金实际总资产超过6,000亿美元。从投资回报率来看，报告显示基金过去一年年化收益率达到8.0%，10年年化收益率达到9.2%。

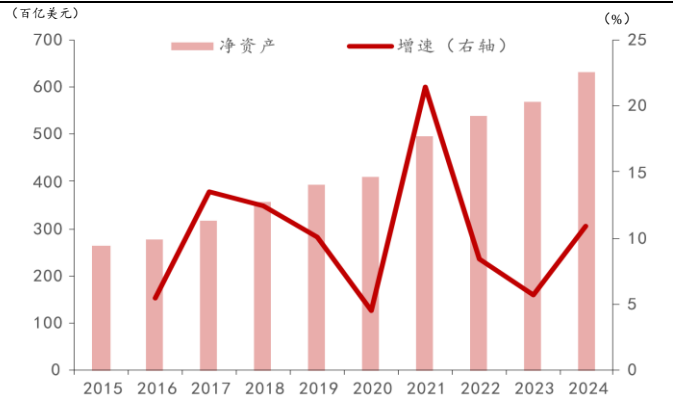
图表 10. CPP 基金投资构成（2020-2024）



资料来源：CPPINVESTMENTS 官网，中银证券

注：2024 年数据截至 2024/3/31

图表 11. CPP 资产净值及增速（2015-2024）



资料来源：CPPINVESTMENTS 官网，中银证券

注：2024 年数据截至 2024/3/1

截至2024年3月31日，CPP基础账户的净资产为5,938亿美元，占该基金的94%。相比之下，截至2023财年末，该基金的规模为5,462亿美元，占该基金的96%。净资产增加476亿美元，其中包括444亿美元的净收入和32亿美元的CPP净转移。截至2024年3月31日，新增的CPP账户净资产为385亿美元，占该基金的6%。相比之下，截至2023年3月31日，该基金的规模为238亿美元，占该基金的4%。净资产增加147亿美元，包括20亿美元的净收入和127亿美元的CPP净转移。

图表 12. CPP 战略投资组合资产类别和区域资产分配百分比权重

资产类别	base CPP 占比 (%)	additional CPP 占比 (%)
股票	28	18
私募股权	23	15
固定收益证券	41	55
信用 1	14	16
实物资产 2	26	17
现金类资产与绝对回报策略	(32)	(21)
合计	100%	100%
区域	base CPP 占比 (%)	additional CPP 占比 (%)
加拿大	7	14
除加拿大外的发达国家	77	75
新兴市场	16	11
合计	100%	100%

注：1. 信贷包括私人 and 公共信贷投资，但不包括高质量的政府债券。

2. 实物资产包括房地产、基础设施以及可持续能源领域的私募股权投资。

3. 数据截至 2024/3/31

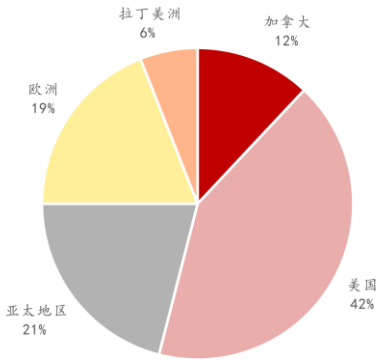
资料来源：CPPINVESTMENTS 官网，中银证券

加拿大养老金计划投资委员会（CPPIB）报告显示，截至2024年3月31日其战略配置中，股票和私募股权分别占28%和23%，合计51%，而补充养老金中的股票和私募股权占比分别为18%和15%，合计33%。从地域分布来看，加拿大养老金相比日本更加多元化，在基本养老金中，77%投资于非加拿大发达国家，16%投资于新兴市场；而在补充养老金中，75%投资于非加拿大发达国家，11%投资于新兴市场。

## 2.3.2 CPPIB 的全球投资布局

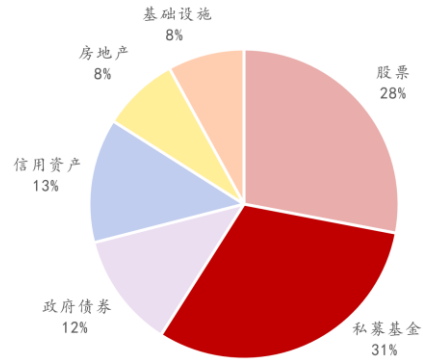
加拿大养老金计划投资委员会（CPPIB）采用全球多元化投资策略，广泛配置于股票、债券、房地产、基础设施和私募股权等资产类别。其投资覆盖美国、欧洲、亚太及新兴市场，特别注重基础设施和房地产项目，以获得稳定的现金流和资本增值。此外，CPPIB 还积极参与私募股权和另类投资，并将 ESG（环境、社会和治理）标准融入投资决策，推动可持续投资。

图表 13. CPP 基金投资区域构成（截至 2024/3/31）



资料来源：CPPINVESTMENTS 官网，中银证券

图表 14. CPP 资产投资类别情况（截至 2024/3/31）



资料来源：CPPINVESTMENTS 官网，中银证券

根据 2024 年 3 月 31 日披露的实际资产组合，加拿大养老基金的投资布局表现出较高的地域多元化，其中 42% 的资产投资于美国，21% 投资于亚太地区，19% 投资于欧洲地区，海外资产占比较大，地域分布较为均衡。加拿大养老金计划的投资策略展现了强大的地域和资产类别多元化，特别是在股票、私募股权及基础设施方面的配置，支持了其长期稳定的资金增值。

在行业偏好方面，CPP 在股票投资上关注科技行业、消费行业、新能源、医药、消费电子等成长型核心资产，这些行业具备较大的中长期需求空间，且当前估值较低。而在私募基金投资方面，CPP 主要配置于信息技术、非必需品消费、金融；医疗、工业。总体而言，CPP 在股票投资上更倾向于高增长和稳定现金流行业，而私募基金投资则更强调行业多元化和长期价值创造。相比之下，我国长期资金的投资结构较为单一，地域多样化程度和投资品类配置仍有提升空间。未来，随着市场环境的变化，我国可以借鉴加拿大等国家的经验，推动养老金投资结构多元化，提升长期资金的回报率和抗风险能力，为资本市场注入更多稳定的资金支持。

## 三、国内中长期资金的市场现状及入市测算

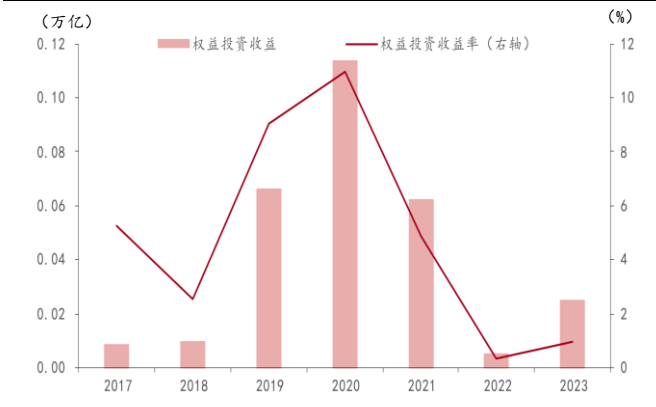
### 3.1 全国社会保障基金、保险资金结构及增量测算

当前，我国长线资金在资本市场的参与度稳步提升，全国社会保障基金、保险资金、公募基金等机构投资者在市场中的影响力不断增强，推动了资本市场投资者结构的机构化，促进了长期投资理念的发展。近年来，资本市场顶层设计逐步优化，引导各类长线资金加大对权益资产的配置，同时鼓励市场化投资方式，提高资金使用效率。随着政策逐步放开，社保基金和保险资金的市场参与度会逐渐提升并发挥其作为长期资本的关键作用。

#### 3.1.1. 基本养老保险金与全国社会保障基金的权益配置现状及提升空间

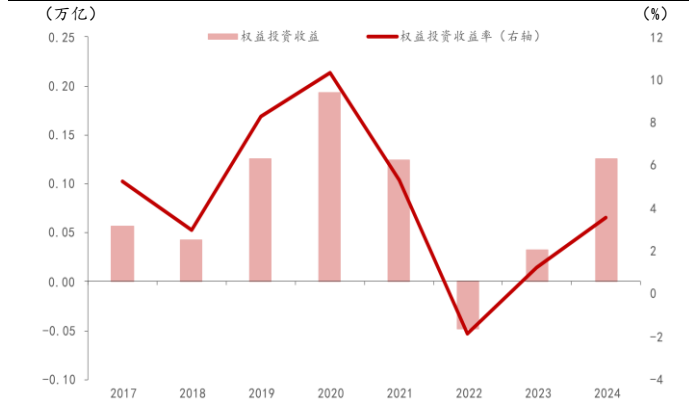
我国基本养老保险金与全国社会保障基金作为长期资金的重要来源，在推动资本市场稳健发展方面发挥着关键作用。总体来看，这些资金在权益类资产上的配置正逐步上升，但整体比例仍远低于政策允许的上限。未来，在监管政策支持及市场估值改善的背景下，机构资金对权益类资产的配置有望进一步扩大，为资本市场提供更为稳定的长期增量资金，推动市场结构优化和长期健康发展。

图表 15. 基本养老保险基金权益投资资产情况



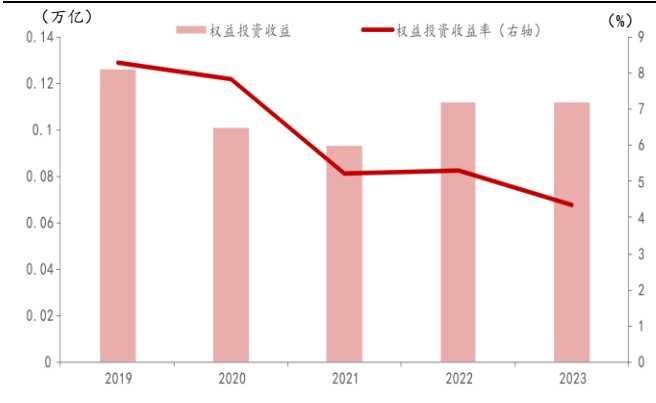
资料来源：人社部，中银证券

图表 16. 企业年金权益投资资产情况



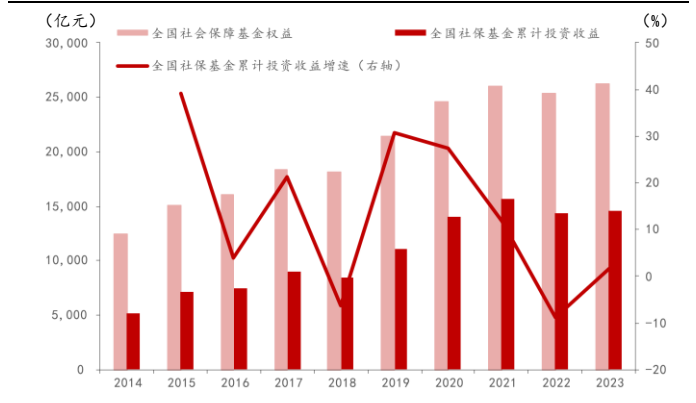
资料来源：人社部，中银证券

图表 17. 职业年金权益投资资产情况



资料来源：人社部，中银证券

图表 18. 全国社会保障基金权益资产及投资收益情况



资料来源：全国社会保障基金理事会，中银证券

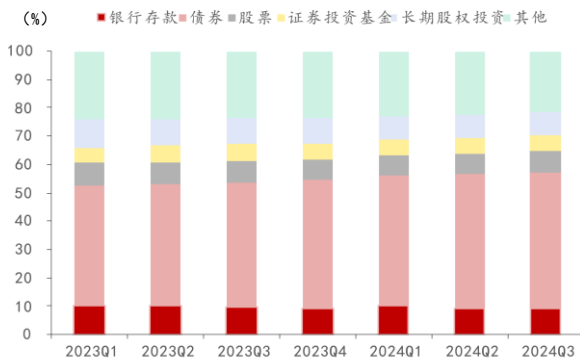
基本养老保险金规模的增长和权益配置比例的提升将为中长期资金入市提供增量支持。截至 2024 年底，基本养老保险基金投资运营规模达 2.3 万亿元，同比增长 23.65%。《实施方案》提出扩大基本养老保险基金委托投资规模，预计基金规模将进一步增长。企业年金保持稳步增长，2024 年前三季度投资资产净值达 3.49 万亿元，建立组合 5,781 个，加权平均收益率 3.56%，企业年金投资资产规模同比增长 11.63%。职业年金市场化运营时间相对较短，但增长迅速，2022 年-2023 年分别增长 17.88% 和 21.33%，截至 2023 年底规模达 2.56 万亿元。

### 3.1.2 保险资金：人身险、财产险的权益投资现状

保险资金是资本市场的重要机构投资者，规模庞大、风格稳健，其权益类投资比例受到监管政策、市场环境及负债特性等多重因素的影响。当前，保险资金主要来源于人身险和财产险业务，不同险种的投资策略和权益配置比例各有侧重。人身险资金因期限较长，逐步提高蓝筹股、公募基金和ETF配置，追求稳定收益。财产险资金流动性要求较高，权益配置更谨慎，偏好低估值龙头股。

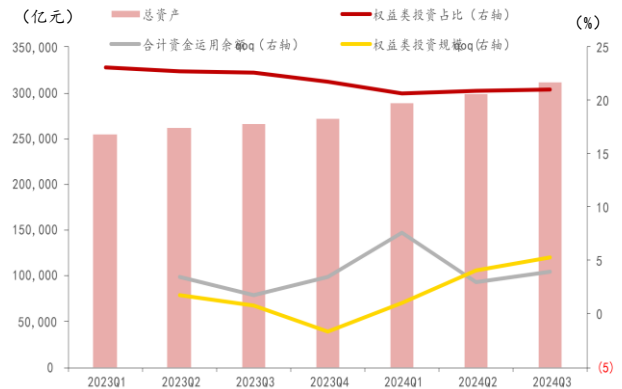
2024年9月，中央金融办和证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，明确提出“培育壮大保险资金等耐心资本，打通影响保险资金长期投资的制度障碍”。后续金融监管总局分别于2023年10月、2025年1月及2025年3月分别批复500/520/600亿元资金用于长期股权投资试点，截至目前，已有8家保险公司获批开展长期投资改革试点，总金额达1,620亿元。不仅为资本市场带来实实在在的中长期增量资金，而且进一步壮大了机构投资者群体。

图表 19. 保险资产配置情况



资料来源：国家金融监督管理总局，中银证券

图表 20. 保险资产权益类资产配置情况

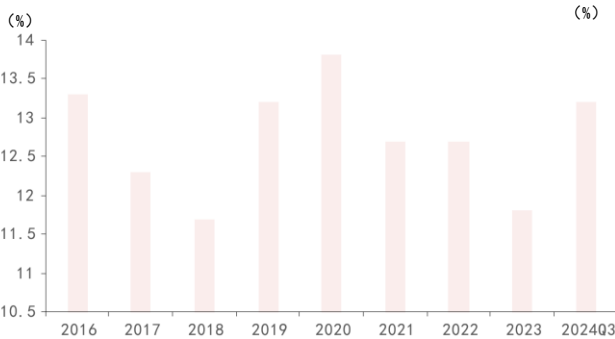


资料来源：国家金融监督管理总局，中银证券；

注：权益类资产=股票+证券投资基金+长期股权投资

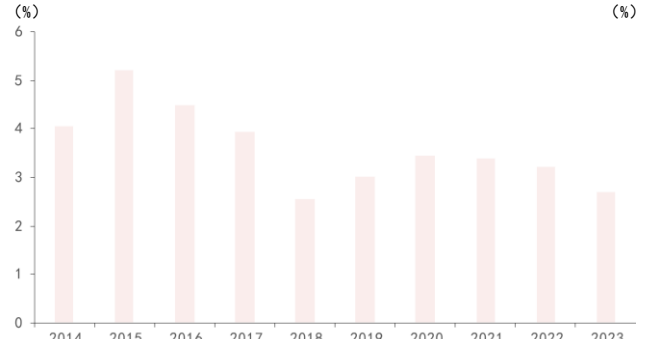
当前，我国保险公司的权益类资产配置比例仍有较大提升空间，资金运用规模整体呈现稳步增长态势。从2023年第一季度至2024年第三季度，保险业（包括人身险公司和财产险公司，下同）权益类资产的规模逐渐增加，其占保险资金运用总余额的比例基本稳定在20%至23%之间。从2023年-2024年第三季度末，股票类资产的占比介于6.75%至7.86%之间，且在2024年第三季度占比为7.51%，占比较低。在资金运用余额方面，2023年第一季度至2024年第三季度，保险业合计资金运用余额呈现逐季小幅增长态势。

图表 21. 国内险资股票+基金配置占比



资料来源：国家金融监管总局，中银证券

图表 22. 寿险行业财务打平收益率



资料来源：同花顺iFinD，中银证券

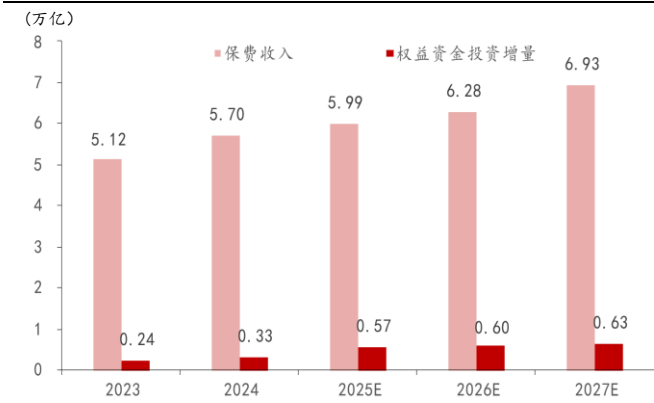
在利率下行周期下，长端利率持续创新低导致险企“利差损”压力突出，对稳健高股息资产的配置需求提升。2023年以来10年期国债收益率持续走低，2025年2月在1.76%低位徘徊，新配类债资产收益难以覆盖负债端成本。并且负债成本刚性（2014年-2023年寿险行业得以盈亏平衡的打平收益率平均约3.6%），叠加保单刚兑属性，资产端定价中枢下移迫使险企寻找安全稳定、相对高收益的长期资产。即在长端利率持续下行过程中增配高股息资产尤为必要

国内险资大类资产配置权益中枢保持稳定，相较监管规定的权益投资比例上限有较大空间。随着我国资本市场的不断发展完善以及保险机构投资能力的不断提升，保险资金进行权益投资的监管政策从投资范围和投资比例两个方面有序放开。从实际资产配置情况来看，2016 年以来保险行业股票+基金的配置中枢保持稳定，平均占比为 12.7%。

### 3.1.3 保险资金的保费市场规模及权益投资增量测算

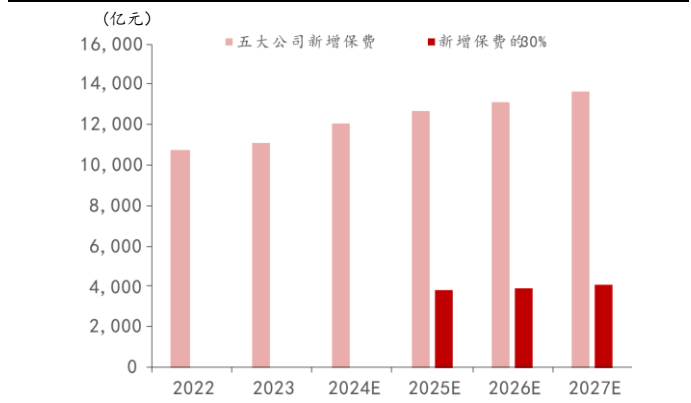
按照资金增长率预测法（CAGR）进行测算，预计 2025 年-2027 年原保险保费收入为 5.99/6.28/6.93 万亿元。根据《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》对于商业保险资金，力争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股来看，使用资产配置调整法（Portfolio Rebalancing）进行测算，预计 2025 年-2027 年每年将会带来权益资金投资增量为 0.57/0.60/0.63 万亿元。随着保险资金对权益市场的配置比例逐步提升，中长期资金入市规模有望进一步扩大，不仅将为 A 股市场提供稳定的长期资金支持，也将提升市场的机构化程度，推动资本市场的高质量发展。

图表 23. 保险资金的保费收入及权益投资增量测算



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 24. 大型国有保险公司可投资的保费及增量资金预测



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

保险资金在保费收入稳步增长的基础上，其对权益资产的配置力度也同步增强。保险资金用于权益资产投资量的增长主要得益于《实施方案》中提出的大型保险公司需将新增保费的 30% 用于权益类资产配置的政策导向。进一步细化五大国有保险公司新增保费及其对应的可投资权益资金，从中可以看出，在稳定的保费增量支撑下，中长期增量资金来源结构愈发明晰，保险资金将成为推动 A 股市场机构化和长期化发展的关键力量。

## 3.2 公募基金结构及资金流入状况

### 3.2.1 公募基金里的中长期资金

公募基金中的中长期资金指以权益资产（股票、混合型基金权益部分等）为核心配置（权益仓位≥50%）、持有周期超 3 年的资金，主要包括养老目标基金、三年及以上持有期混合基金及保险机构权益专户等。公募基金中权益类基金的规模和 A 股投资占比有望提升。《实施方案》提出公募基金持有 A 股流通市值未来三年每年增长至少 10% 的目标。2025 年 3 月 14 日，财联社披露的公募基金改革方案围绕考核机制、费率模式、产品管理和合规监管等多个方面，旨在强化长期投资导向，推动中长期资金入市。改革通过调整考核体系，使基金经理薪酬与长期业绩挂钩，并引入浮动费率机制，促使基金公司“靠业绩赚钱”，提升长期资金的市场吸引力。若各类方案顺利落地，或将有助于优化公募基金市场生态，提升长期资金在资本市场中的比重，增强市场稳定性和可持续性。

图表 25. 2021 年-2024 年各类基金净值规模及同比增速

基金类别	2021		2022		2023		2024	
	资产净值 (亿元)	yoy (%)	资产净值 (亿元)	yoy (%)	资产净值 (亿元)	yoy (%)	资产净值 (亿元)	yoy (%)
权益类	84,781.41	35.03	72,956.95	(13.95)	66,197.12	(9.27)	75,756.66	14.44
债券型	65,365.34	40.60	72,535.65	10.97	86,024.05	18.60	102,656.00	19.33
货币型	94,492.76	17.37	104,548.47	10.64	112,780.37	7.87	136,085.76	20.66
FOF	2,000.86	130.96	1,941.60	(2.96)	1,645.27	(15.26)	1,700.13	3.33
QDII	3,358.42	87.23	4,046.14	20.48	5,147.17	27.21	7,607.01	47.79
商品型	530.62	24.11	386.42	(27.17)	515.56	33.42	1,285.02	149.25
REITs	308.52	—	602.21	95.19	927.39	54.00	1,575.68	69.90
合计	250,837.94	30.06	257,017.46	2.46	273,236.94	6.31	326,666.25	19.55

注：权益类=股票型+混合型

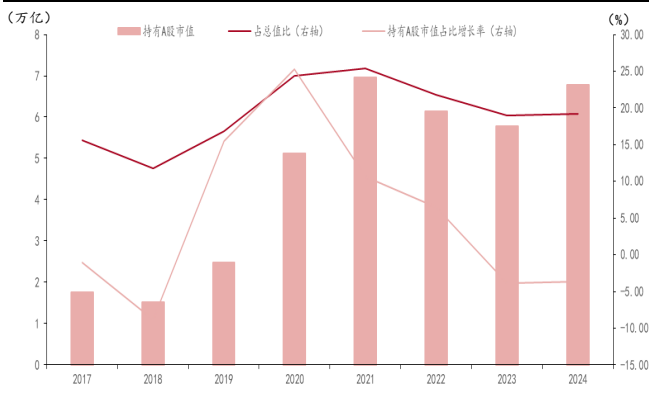
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

2021 年-2024 年期间，公募基金整体资产净值持续增长，年同比增速分别为 +30.66%/+2.46%/+6.31%/19.55%，截至 2024 年末，总资产净值达到 326666.25 亿元。**2022 年-2023 年期间，权益类基金（股票基金+混合基金）规模持续下滑，拖累整体规模增速。**然而，2024 年在新“国九条”推动权益类公募基金发展、提升权益类基金占比，以及 2024 年 9 月 24 日国新办新闻发布会明确“大力发展权益类基金”的影响下，权益类基金规模和整体基金净资产规模双双回升。截至 2024 年末，权益类基金资产净值达到 75,756.66 亿元，同比增长 14.44%，占总规模的 23.19%。未来，随着权益类基金规模稳步增长，加之国新办以及公募基金改革方案的落地，公募基金有望持续为 A 股市场带来增量资金支持。

### 3.2.2 公募基金资金流入状况

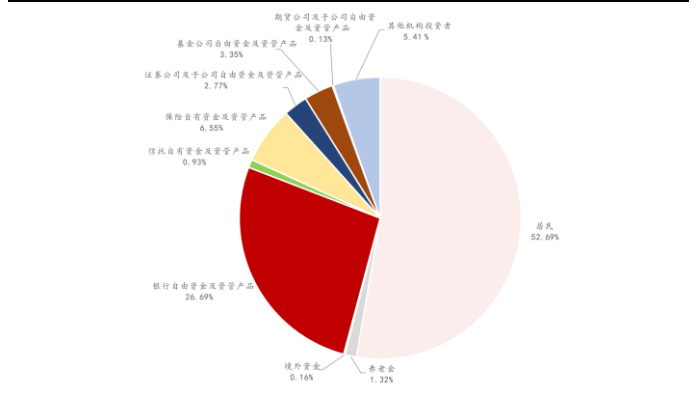
截至 2023 年末，公募基金中来源于个人投资者的资金占比为 52.70%，来源于养老金（社会保障基金、基本养老保险、企业年金、职业年金、个人养老金）的资金占比为 1.32%，来源于境外的资金占比为 0.16%，来源于其他各类机构投资者的资金占比为 45.82%，机构投资者（除养老金外）中，来源于银行的资金（含自有资金及其发行的资管产品）最多，占整个公募基金资金来源的 26.69%，其次为保险资金（含自有资金及其发行的资管产品），占整个公募基金资金来源的 6.55%。机构投资者主要为机构发行的资管产品，其中大部分仍是个人投资者资金的集合。随着公募基金对权益市场的配置比例逐步提升，中长期资金入市规模有望进一步扩大，不仅将为 A 股市场提供稳定的长期资金支持，也将提升市场的机构化程度，推动资本市场的高质量发展。

图表 26. 2017 年-2024 年公募基金持有 A 股市值情况



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 27. 2023 年公募基金主要资金来源



资料来源：中国证券投资基金业协会，中银证券

## 四、中长期资金入市如何影响 A 股远景

### 4.1 对 A 股市场的影响

#### 4.1.1 市场流动性提升：长期资金的进入对市场换手率的影响

长期资金的注入对 A 股市场的流动性和结构产生影响。养老金、保险资金、公募基金及外资等长期资金投资风格稳健，倾向于长期持有而非短期交易，关注企业长期成长价值，而非市场短期波动。这类资金的进入优化了市场资金结构，减少短期资金频繁进出带来的价格波动，增强市场韧性和抗风险能力，同时降低换手率，使市场资金更多流向长期投资，削弱高频交易和短线炒作带来的过度波动，推动 A 股从“炒作文化”向价值投资转变。此外，长期资金的流入会优化市场定价机制，提高优质企业估值稳定性，增强定价效率，并吸引更多机构资金，形成良性循环，抑制投机性，增强市场稳定性与成熟度，有助于 A 股向理性投资转型，促进市场健康发展。

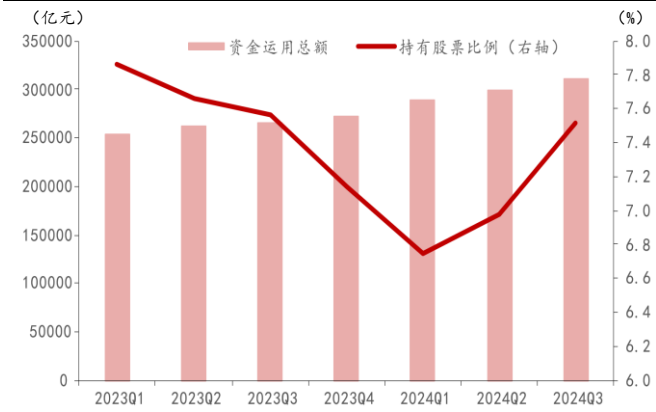
全 A 股日换手率从 2023 年至 2024 年初整体呈下降趋势，随后至 2025 年初又呈现出上升趋势，但受政策推动和市场情绪波动影响，阶段性波动较为明显。从 2023 年 1 月至 2023 年 10 月，换手率大体在 1.0%-1.5% 之间小幅波动，市场交易活跃度相对稳定。自 2023 年 10 月中央金融工作会议强调促进长期资金入市后，换手率逐步下降，市场交易频率降低。2024 年 4 月新“国九条”发布短暂推高换手率，但随后趋于回落。然而，2024 年 9 月-2024 年 10 月换手率大幅上升，最高上升至 4.3%，显示市场短期情绪波动较大。此后，2025 年 1 月《关于推动中长期资金入市实施方案》以及 2025 年 2 月证监会的“五篇大文章”实施意见推动市场逐步回归理性，换手率有所回落但仍高于 2023 年整体水平。整体来看，长期资金的持续流入对市场交易结构产生影响，降低了换手率，增强了市场稳定性，但在政策变化和市场情绪影响下，短期内仍可能出现波动。

#### 4.1.2 市场波动性降低：保险资金的稳健投资对 A 股市场波动性的影响

基本养老保险基金、保险资金等中长期资金的加入显著降低了 A 股市场的波动性，并提升了市场的稳定性。这类资金通常追求稳健回报，投资期限较长，更倾向于配置低波动性资产，避免短期市场波动带来的风险。保险资金更偏好具有稳定现金流的资产，从而减少市场中的短期交易冲击。相较于易受市场情绪波动影响的散户投资者，其投资风格更加稳定，有助于抑制市场过度波动，增强市场的抗风险能力。在全球经济不确定性加剧的背景下，基本养老保险基金、保险资金的持续流入不仅提高了 A 股市场的韧性，也推动了市场向更加健康、理性的方向发展。

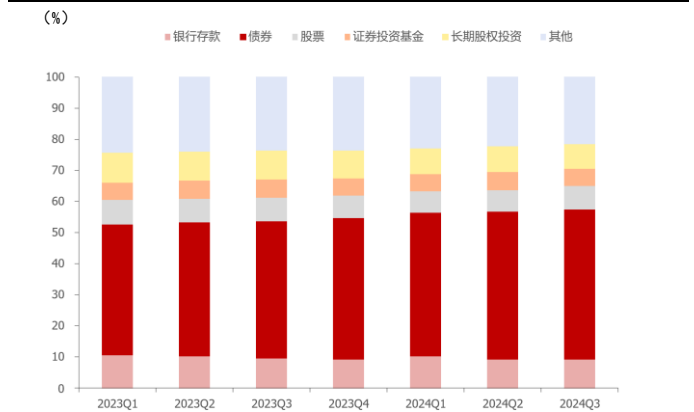
《实施方案》提出新增保费 30% 用于投资 A 股，其实施主体限定为“大型”国有保险公司。目前符合“大型”“国有”标准的可能仅有中国人寿和中国人保。若按照“原保费收入”口径进行计算，大型国有保险公司 30% 新增保费规模约 4,000 亿元。整体而言，尽管 4,000 亿元的增量资金相较于 A 股整体市值占比不高，但其对于大盘蓝筹股、红利股等机构资金偏好的板块可能产生更显著的流动性影响，进一步推动市场稳定和长期资金配置的优化。

图表 28. 保险资金在 A 股的持股占比



资料来源：国家金融监督管理总局，中银证券

图表 29. 保险资金季度资金配置变化



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

中长期资金的流入对 A 股市场的稳定性产生了积极影响，但市场易受到短期因素的阶段性波动。数据显示，保险资金在 A 股的持股比例自 2023Q1 的 7.86% 下降至 2024Q1 的 6.75% 低点，随后在 2024Q3 逐步回升至 7.51%，表明机构资金在市场调整后重新增持 A 股，投资信心有所恢复。长期资金的流入在一定程度上降低了市场波动性，增强了市场稳定性。年化波动率作为衡量市场风险的重要指标，其下降表明市场价格波动趋缓，投资环境更为稳健，而上升则意味着市场不确定性加大。长期资金，如养老金、保险资金，更倾向于稳健投资，有助于降低市场换手率，减少短期资金炒作带来的剧烈波动。尽管中长期资金有助于稳定市场，A 股仍会因政策调整、宏观经济环境及市场情绪变化产生阶段性波动，即短期冲击可以在政策指引下有效减弱但难以完全消除。

#### 4.1.3 机构投资者占比提升对 A 股市场结构优化的推动作用

机构投资者的占比提升对 A 股市场的长期稳定和结构优化具有重要推动意义。随着中长期资金的持续流入，A 股市场的机构投资者占比逐步上升，这一变化对市场结构的优化产生了影响。主要体现在提升市场稳定性、优化资金结构、促进价值投资等方面。相比散户，机构投资者资金规模大、持仓稳定、决策更理性，能够减少市场短期波动，降低投机交易的影响，提升市场稳定性。长期资金（如基本养老保险基金、保险资金、公募基金等）的持续流入，有助于减少散户情绪化交易导致的市场非理性波动，使 A 股市场更加成熟稳健，从“散户主导”向“机构主导”格局的演进。

机构投资者的长期持股行为优化了市场资金结构，降低换手率和市场波动性，削弱非理性投机行为，并推动资金流向具有稳定业绩增长的优质企业，使 A 股市场逐步从“炒作博弈”向“长期投资”转型。当机构资金主导市场后，价值投资理念将得到强化，绩优龙头企业获得更多稳定资金支持，而投机炒作、绩差股炒作等现象逐步减少，推动市场估值体系向更合理化方向发展，引导上市公司更关注长期治理和业绩表现，形成良性循环。

机构投资者占比的提升及政策引导，将推动中长期资金向高股息蓝筹、科技创新、消费医疗及“中特估”等重点板块流入，优化市场结构。机构投资者占比的提升，以及政策对中长期资金入市的引导，通常会推动资金流向高股息蓝筹、科技创新、消费医疗、“中特估”等领域。其中，高股息蓝筹板块（银行、电力、交通运输等）因其稳定分红和低波动特性受到养老金、保险资金偏好。科技创新板块，如半导体、人工智能、高端装备，因政策推动“新质生产力”战略，成为公募基金和私募基金的重点配置方向。消费与医疗健康板块受益于消费升级和人口老龄化趋势，长期资金倾向于投资高端消费、食品饮料和创新药龙头企业。随着国企改革深化，央企蓝筹和国企改革受益标的成为长期资金关注的“中特估”概念股。总体来看，机构投资者占比提升不仅有助于优化市场资金结构，增强市场稳定性，也符合政策引导方向，使 A 股市场更加成熟、健康，并加速机构化进程。

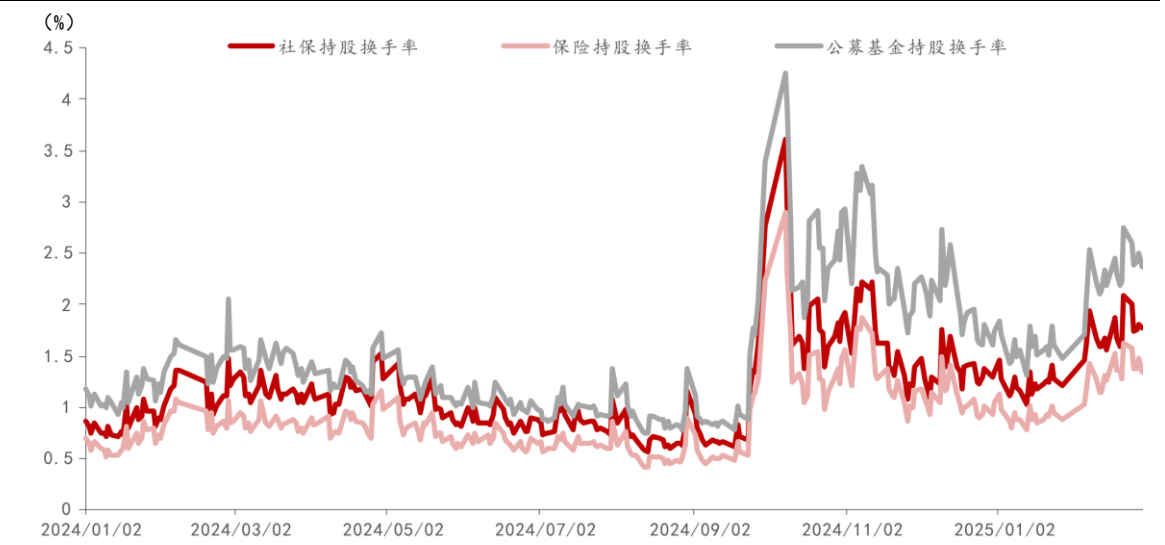
机构投资者占比提升，催生券商业务转型。“推动中长期资金入市”正在引发市场结构的深刻变革。券商控股的私募子公司和另类子公司是私募股权投资领域重要的专业化力量，为处于发展早期的企业提供稳定的资金支持。机构投资者占比提升，为券商机构业务和财富管理业务带来增长空间，同时也倒逼券商提升资产配置能力，财富管理业务不再是简单的产品销售，而是需要构建涵盖产品创设、资产配置、风险管理的一站式服务平台。另外，政策鼓励险资、养老金等机构投资者加大权益配置比例，券商可依托投研能力与产品创新承接增量资金，并优化自营投资与资管业务发展模式。

## 4.2 中长期资金与一般机构的偏好差异

### 4.2.1 投资风格对比：低换手率 vs. 高换手率

中长期资金与一般机构投资者在投资风格上存在显著差异，主要体现在换手率的高低。中长期资金通常具有低换手率的特点，更关注长期回报，倾向于选择能够持续稳定增长的资产，并长期持有。这类资金以长期配置和风险控制为核心策略，避免因短期市场波动而频繁交易，更注重资产的内在价值和稳健收益。相比之下，一般机构投资者（如公募基金主动管理产品、私募基金、量化交易机构）更关注短期市场表现，投资风格较为灵活，换手率较高。这类资金更关注市场趋势、流动性及短期催化因素，持仓周期较短，部分量化资金甚至采用日内或周度交易策略。尤其是主动管理型公募基金，受考核机制影响，需要在短期内跑赢基准指数，因此会通过频繁调仓优化收益，导致换手率较高。随着中长期资金的持续流入，A 股市场的换手率有望下降，市场整体交易活跃度将受到抑制，短期投机行为减少，投资风格趋于稳健，市场波动性也将进一步降低。同时，投资者的风险偏好将趋于稳定，市场将更加理性化，A 股市场也将逐步向长期价值投资方向转型。

图表 30. 社保&保险&公募基金持股换手率（2024 年 1 月—2025 年 2 月）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

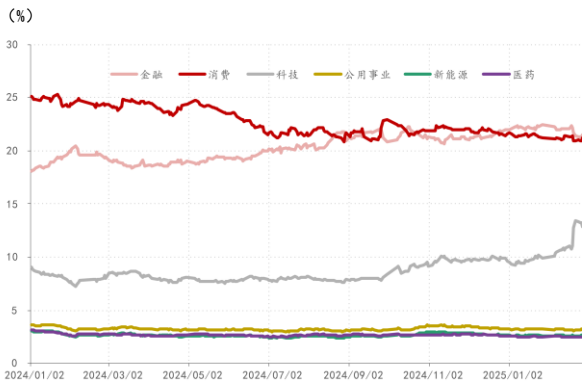
中长期资金的稳健投资风格降低了市场换手率，增强了 A 股的稳定性和理性化。数据显示，社保和保险资金的换手率整体趋势相对低于公募基金的换手率，在 2024 年 9 月至 2024 年 10 月，公募基金换手率一度大涨至 4.26%，并且社保和保险资金的换手率也同步上升，随后迅速回落。这一趋势表明，中长期资金（如社保、保险资金）更倾向于长期持有、稳健投资，而公募基金等机构投资者更关注短期市场表现，交易更加频繁。长期资金的持续流入不仅能减少高频交易和短期投机行为，降低市场整体换手率，增强市场稳定性，还将推动 A 股市场从“散户主导”向“机构主导”转型，使市场投资风格更加理性化。同时，随着市场结构的优化，投资者的风险偏好趋于稳定，市场对外部冲击的敏感度降低，A 股市场的长期价值投资属性将进一步强化。总的来看，中长期资金的低换手率策略有助于市场稳定，增强市场长期投资属性，而一般机构资金的高换手率策略则提升市场流动性，增加短期交易机会。两者的行业偏好差异，使市场在稳定性与交易活跃度之间形成动态平衡，推动 A 股市场的结构优化和多元化发展。

#### 4.2.2 资产配置差异：稳健价值 vs. 成长波动

中长期资金与一般机构投资者在资产配置上的偏好存在显著差异，主要体现在投资目标、风险偏好、收益预期及资产类别选择等方面。中长期资金更倾向于配置稳健的价值股，特别是那些现金流稳定、股息回报丰厚的行业、偏好长期持有稳定回报的资产，以降低波动性并匹配自身的长期负债需求，如金融、消费、公用事业等。这类行业波动性较低，能够提供长期稳定的回报，符合养老金、保险资金等长期投资者追求低风险、稳健收益的投资目标。而一般机构资金更关注成长性与市场波动，倾向于在不同市场周期中调仓换股，以获取更高的短期收益。一般机构资金（如公募基金主动管理产品、私募基金、量化基金）更偏向于高成长、高波动、市场热点轮动的投资策略，通过快速调仓和高换手率来捕捉市场短期机会。这类资金的持仓风格更加注重成长性和市场情绪，偏好高  $\beta$  值、高估值、高成长的个股。

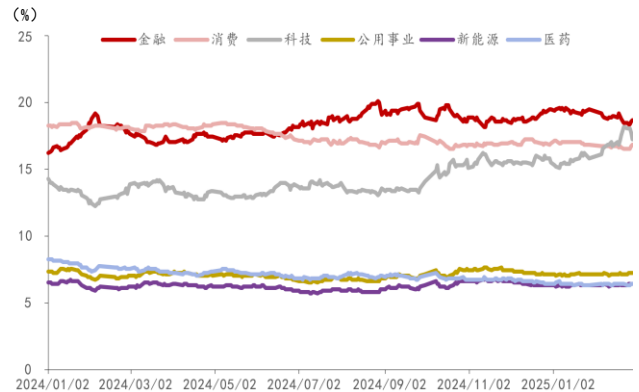
随着中长期资金的持续流入，A 股市场的投资风格有望逐步向价值投资倾斜，市场稳定性将进一步增强。由于中长期资金的投资周期较长，持仓风格更为稳定，其比重上升将减少市场的短期炒作，推动市场投资者更加关注稳健资产。这一变化不仅有助于降低市场整体波动率，还能优化市场的流动性结构，促使 A 股市场从短期投机向长期价值投资转型。随着市场结构的逐步优化，投资者的风险偏好趋于稳定，A 股市场也将呈现更加健康、可持续的发展态势。

图表 31. 保险资金各类股票配置比例（2024 年 1 月-2025 年 2 月）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 32. 公募基金各类型股票配置比例（2024 年 1 月-2025 年 2 月）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

保险资金与公募基金在 A 股市场的股票配置上存在显著差异，反映出两类投资者截然不同的投资风格。保险资金主要偏好稳健价值投资，配置以金融、消费等低波动、高分红行业为主。数据显示，金融行业和消费行业的持仓比例较高，但在 2024 年 6 月至 2025 年初，消费行业持仓占比呈下降趋势，从接近 25% 降至 22% 左右；金融行业持仓占比呈上升趋势，从不足 20% 上升至 22% 左右，公用事业、新能源、医药等行业占比较低，整体变化不大。然而，值得注意的是，科技行业的配置比例在 2024 年 Q3-2024 年 Q4 显著上升，接近 10%，表明保险资金在确保稳健收益的同时，开始小幅向具有成长潜力的行业倾斜。相比之下，公募基金的投资风格更具灵活性，持仓变化较大。金融行业的配置比例虽居首位，但波动较大，2024 年第三季度曾短暂上升，随后回落，而科技行业的配置占比持续上升，并在 2025 年初接近金融行业。此外，新能源、医药、公用事业等行业的持仓比例也在缓慢上升，反映出公募基金在市场轮动中的灵活调仓能力，更多关注高成长行业。

保险资金与公募基金的配置差异深刻影响 A 股市场的投资结构与稳定性，推动市场向更理性、多元的投资格局演变。保险资金的低换手率和长期持有策略，有助于市场稳定，增强市场的韧性，而公募基金的高换手率则更容易放大市场波动，影响市场情绪。随着保险资金逐步加大对科技等成长性行业的配置，市场可能逐渐向价值投资与成长投资共存的格局转变。这种变化不仅反映了市场对未来增长领域的期待，也意味着 A 股市场的投资风格将更加多元化，同时市场的短期波动性可能因公募基金的频繁调仓而继续存在。因此，长期资金的流入预计将推动市场向更健康、更理性的投资风格发展，但短期内仍需关注市场情绪和资金流动对波动性的影响。

总体而言，中长期资金的股票配置更注重 稳健增长、低波动、高分红，主要投资于价值型龙头股，而一般机构资金则更关注成长性、市场趋势和资金流向，偏好短期涨幅较大的热门板块和个股。

#### 4.2.3 对 A 股行业板块配置差异

在行业选择方面，中长期资金（如养老金、保险资金、公募基金长期持有型产品）由于投资期限较长、波动容忍度低，通常偏好高股息、低波动、收益稳定的行业，以匹配长期收益需求。这类资金偏好银行、电力、公用事业、交通运输、消费蓝筹、医疗健康、基建等具备稳定盈利能力和长期增长潜力的行业。个股方面，中长期资金更倾向于配置龙头企业和行业寡头，以确保长期收益的稳定，同时通过高股息收益匹配长期资金的现金流需求，降低市场波动带来的影响。

相比之下，一般机构资金（如公募基金主动管理产品、私募基金、量化基金）更注重成长性和市场情绪，主要布局半导体、人工智能、新能源、高端制造、TMT（科技、媒体、通信）等高成长但波动性较强的行业。个股方面，这类资金更偏好短期表现强势的高成长企业和市场热点龙头，以快速抓住市场波动中的超额收益，同时会根据市场风格变化频繁调仓，以获取短期趋势带来的投资机会。

在当前中国政策积极引导中长期资金入市的背景下，长期资金的行业配置逻辑进一步强化。根据趋势预测，养老金、保险资金、公募基金等或将增加对银行、电力、公用事业、交通运输、消费蓝筹、医疗健康、基建及高分红央企的投资量，这些行业因其现金流稳定、盈利能力强、分红收益高，符合中长期资金对稳健回报和抗风险能力的要求。此外，国家政策持续推动央企估值修复，进一步提升了高分红蓝筹股对长期资金的吸引力。

与此同时，尽管中长期资金仍主要配置稳健行业，但政策也在积极推动科技创新与“新质生产力”发展，并引导长期资金支持半导体、人工智能、数字经济、新能源、高端制造、军工及 TMT（科技、媒体、通信）等行业。这些行业因成长空间大、受政策催化影响明显、市场情绪推动作用强，成为一般机构资金的投资对象。随着资本市场改革、科技创新、自主可控产业发展等政策持续推进，部分中长期资金也逐步向这些新兴产业配置，推动价值投资与成长投资的融合，进一步优化 A 股市场的行业结构和投资生态。

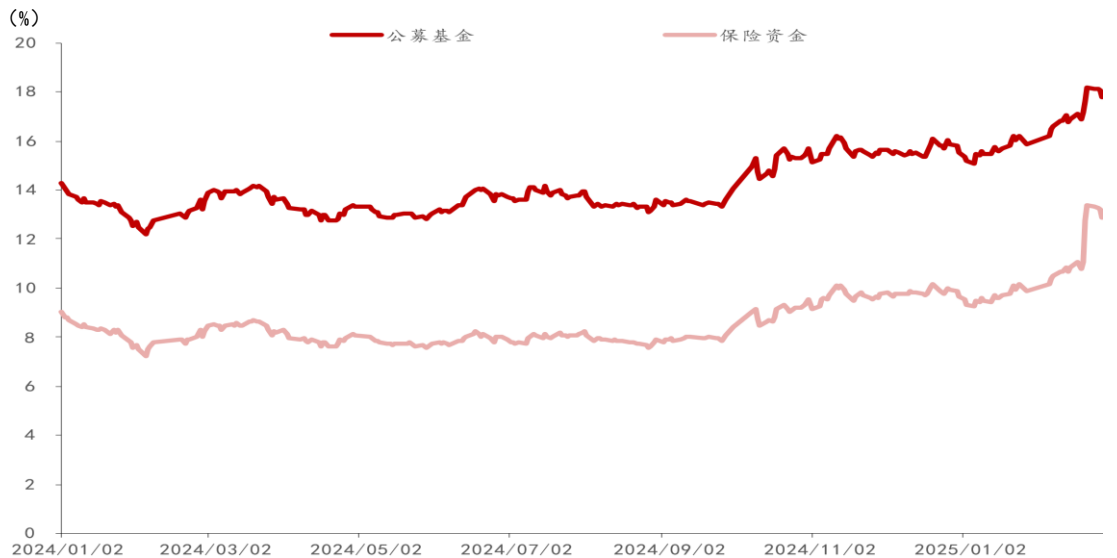
## 4.3 中长期资金对科技股配置的趋势

### 4.3.1 科技股在中长期投资组合中的比重变化

科技股在中长期投资组合中的比重不断提升，推动 A 股市场向创新驱动型市场转变。随着中国经济的转型升级，科技创新已成为推动经济增长的重要引擎，科技股在中长期资金配置中的比重逐步提升。近年来，在半导体、人工智能、新能源汽车等新兴产业中，技术突破与政策支持不断强化，使科技行业的投资吸引力持续增强。中长期资金通常更加关注行业的长期成长潜力及企业的核心竞争力，在配置科技股时，会综合评估技术前景、市场需求及行业壁垒，以甄选具备持续竞争优势的优质企业。

与传统稳健型资产相比，科技行业的高成长性和政策驱动效应，使其逐步成为长期资金配置的重要方向。科技股在中长期投资组合中的占比上升，不仅带动相关企业资本流入，也推动其在 A 股市场中的地位由边缘资产向核心资产转变。随着基本养老保险基金、保险资金以及全国社会保障基金等长期资金的持续配置，A 股市场的投资结构逐渐优化，市场的成长性与创新活力增强，同时，科技企业获得了长期稳定的资金支持。这一趋势不仅推动 A 股市场向创新驱动型经济演进，也促使市场投资者结构更加偏向长期价值投资模式，为资本市场的健康发展奠定了基础。

图表 33. 科技股在中长期资金投资组合中的比重变化趋势（2024 年 1 月—2025 年 2 月）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

科技股在中长期资金投资组合中的比重不断上升，显示出市场对科技行业长期价值的认可度提升。数据显示，科技股在中长期资金投资组合中的比重呈现上升趋势，公募基金的配置占比始终较高，而保险资金则在 2025 年初显著增持。公募基金的科技股持仓比例起点约 14%，经历小幅波动后稳步上升至 18% 以上，反映出其对科技行业的持续偏好和市场灵活配置能力。相比之下，保险资金的持仓比例起初较低，在 8% 附近长期横盘，但在 2025 年初出现明显增持，接近 10%，显示出长期稳健资金对科技股投资价值的认可度提升。随着政策支持与行业景气度上行，科技行业正逐步成为长期资金的重要配置方向，特别是保险资金的增持，意味着科技股正从传统的高波动板块向核心资产转变。

### 4.3.2 风险因子调低对险资进入 A 股科技行业的影响

“偿二代”二期是我国保险行业资本监管的重要改革措施，其核心目标是提升保险行业的偿付能力，确保其稳定性和可持续发展。特别是在资本充足性方面，“偿二代”二期通过对资本要求的严格规范，提高了保险公司对风险的管理能力。但是改革对保险公司在股票、基金等权益类投资方面提出了更高的资本约束要求，限制了保险公司在权益市场中的投资配置。

国家金融监督管理总局在 2023 年 9 月 10 日发布关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知，对于保险公司投资沪深 300 指数成分股，风险因子从 0.35 调整为 0.3；投资科创板上市普通股票，风险因子从 0.45 调整为 0.4；对于保险公司投资公开募集基础设施证券投资基金（REITs）中未穿透的，风险因子从 0.6 调整为 0.5。对于保险公司投资国家战略性新兴产业未上市公司股权，风险因子为 0.4。通过调低风险因子，降低了保险公司投资权益资产的门槛，使得保险公司可以更加积极地配置股票等权益类资产，从而为股市提供增量资金。

图表 34. “偿二代”二期股票、基金的基础风险因子情况

权益资产	“偿二代”二期基础因子 RF0
上市普通股票	0.30（沪深 300 成分股）
	0.35（其他沪深主板股）
	0.40（科创板股）
	0.45（创业板股）
长期股权资产	0.35（保险子公司及保险主业相关的养老、医疗、汽车服务子公司）
	0.35（合营联营为上市公司）
	0.41（合营联营为非上市公司）
证券投资基金	1.00（其余）
	0.06（债券基金）
	0.28（股票基金-普通）
	0.23（混合基金、商品及金融衍生品基金）

资料来源：中国政府网，原银保监会—《保险公司偿付能力监管规则第 8 号：市场风险最低资本》，中银证券

风险因子的调低直接降低了保险公司在投资权益资产时的资本成本，使得保险公司能够以较少的资本参与更具吸引力的权益类投资，特别是沪深 300 成分股、科创板股票和 REITs 等资产。具体来看，沪深 300 指数成分股的风险因子从 0.35 调整为 0.3，科创板股票的风险因子从 0.45 调整为 0.4。科创板的调整幅度（11.1%）虽然比沪深 300（14.3%）小，但因为科创板本身是高风险市场，所以调低风险因子有助于鼓励更多的资金流入这个新兴领域。

资本要求的降低，使得险资能够更加灵活地配置资金，尤其是在高成长潜力的科创板市场。险资通常依据资本充足率进行资产配置，资本要求的降低意味着它们可以在不违反偿付能力监管的前提下，增加对高回报、高风险科技股的投资。随着险资对科创板以及其他科技相关股票的增持，市场对科技股的关注和投资将进一步增加。从而为 A 股科技行业注入活力并提升整体板块估值。险资的进入将为科技企业提供长期资金支持，推动技术创新并提升市场活跃度，改善科创板企业的融资环境。风险因子的调整将促进险资进入 A 股科技行业，增强市场信心，推动科技行业的估值提升，促进资本市场的健康发展。

### 4.3.3 科技赛道的中长期投资逻辑

科技赛道的中长期投资逻辑正从单一技术优势向综合竞争力转变，投资者更加关注技术创新、市场适应能力、自主可控进程及产业链协同发展。传统的 AI 产业投资主要依赖于硬件算力的领先优势，但 DeepSeek 的崛起改变了这一格局，使得算法效率、行业应用落地及市场竞争力成为投资决策的核心考量因素。这一变化推动中长期资金调整投资方向，从单纯依赖硬件竞争转向对算法突破、智能化应用和生态构建能力的综合评估。

在当前国际环境下，技术封锁和供应链安全问题促使投资者更加关注芯片、AI 算法、云计算等关键领域的国产化替代进程。DeepSeek 的技术突破降低了 AI 产业的硬件依赖，推动了国内相关产业链的发展，为科技自主可控提供了重要支撑。因此，中长期资金倾向于投资那些具备自主研发能力、能够适应国产替代趋势，并在行业标准制定中占据优势的企业。这类企业不仅拥有广阔的市场空间，也能在政策支持下获得更稳定的发展机会，成为科技赛道长期增长的核心力量。

科技赛道的投资逻辑正在从单点技术突破向系统性应用转变，端侧 AI、云计算及网络安全成为新的增长极。DeepSeek 的应用加速了智能家居、自动驾驶、云计算等行业的发展，进一步推动边缘计算、网络基础设施升级和数据安全技术的进步。中长期资金在投资时，不仅关注单一技术的领先性，更重视企业在产业链整合、数据安全保护和智能应用生态构建方面的能力。尤其是网络安全成为影响企业长期竞争力的重要因素，投资者更加倾向于选择具备完善数据防护体系和信息安全技术的企业，以降低投资风险并提升长期回报。

#### 4.3.4 海外中长期资金科技股配置经验对 A 股的借鉴

海外成熟市场的中长期资金通过市场化机制和多元化投资策略，加大对科技行业的配置，为 A 股长期资金配置模式提供了重要借鉴。以美国、挪威和加拿大为代表的成熟资本市场，其养老金及长期资金通过政策激励、市场化投资策略及多元化配置，推动了科技行业的发展，并在全球资本市场中占据重要地位。美国 401K 计划、IRA 账户和 DC 计划等养老金体系的市场化运作，使中长期资金能够稳定流入资本市场，并逐步增加对人工智能、云计算、半导体等科技行业的配置比例。近年来，标普 500 指数的科技股权重不断攀升，科技行业在长期资金配置中的重要性不断增强。此外，挪威政府全球养老基金（GPF）和加拿大养老金计划（CPP）采用全球多元化投资策略，科技行业作逐渐成为长期重点配置方向，以获取持续增长的超额收益。

A 股市场应借鉴海外长期资金配置经验，优化投资机制，提升科技股的稳定性与机构化水平，推动市场长期健康发展。首先，完善养老金市场化投资机制，推动长期资金逐步增加对科技股的配置比例。通过优化税收优惠、投资指引及激励政策，引导养老金等长期资金向科技股倾斜，推动 A 股科技产业的发展。其次，增强科技股的长期投资价值，提高机构资金的参与度。当前，A 股科技股的波动性较大，部分科技企业的盈利能力仍处于早期阶段，而海外经验表明，政策支持、行业发展及市场化投资机制能够有效提升科技股的长期稳定性。最后，推动 A 股市场的机构化进程，提升科技股的流动性和估值体系。参考美国 DC 计划与加拿大 CPP 基金的经验，可进一步鼓励公募基金、养老金、保险资金及主权基金参与科技股投资，降低市场短期波动，提高长期资金的投资回报，为 A 股科技板块的健康发展奠定基础。

### 4.4 中长期资金对行业配置的影响

#### 4.4.1 保险资金偏好稳健资产：金融、消费、公用事业行业受益

保险资金具有投资期限长、资金规模大、风险偏好较低、注重稳健收益等特点，并受到严格的监管要求，以确保资产的安全性和稳定性。由于主要来源于长期保费收入，其投资策略以资产负债匹配管理（ALM）为核心，强调长期稳健增值，同时兼顾流动性和收益性。相比于公募基金，保险资金更偏向低波动、高分红、盈利稳定的资产，以满足长期负债需求，并降低市场波动对投资收益的影响。在资产配置上，保险资金主要布局固定收益类资产和权益类资产。固定收益类投资以债券（国债、地方政府债、信用债）及非标资产（基础设施投资、REITs 等）为主，以获取稳定的利息收入。而在权益投资方面，保险资金更倾向于低估值、高股息、盈利稳健的大盘蓝筹股，如银行、保险、公用事业，部分险资也会适度配置核心资产和高成长行业，但整体投资比例相对谨慎，以控制市场大幅波动带来的风险。

近年来，随着监管政策的放宽，保险资金在股市的配置比例逐步提升，部分头部险资也开始加大对科技创新、高端制造、长期成长行业（如新能源、智能制造）的投资，以推动资本市场的长期资金供给。此外，保险资金的长期持有特性有助于增强市场稳定性，对蓝筹股估值起到支撑作用，使其成为 A 股市场的重要“压舱石”。

图表 35. 保险资金资产配置变化（2024 年 1 月—2025 年 2 月）

日期/单位: 万亿元	金融	消费	科技	公用事业	新能源	医药	合计
2024-01-02	3.57	4.97	1.79	0.72	0.60	0.62	19.77
2024-02-01	3.79	4.64	1.46	0.62	0.51	0.51	19.00
2024-03-01	3.99	5.07	1.77	0.68	0.57	0.58	20.83
2024-04-01	4.00	5.27	1.77	0.70	0.57	0.57	21.41
2024-05-06	4.15	5.45	1.76	0.70	0.57	0.61	22.01
2024-06-03	4.18	5.10	1.69	0.69	0.56	0.57	21.66
2024-07-01	4.21	4.53	1.66	0.66	0.53	0.54	21.09
2024-08-01	4.14	4.33	1.67	0.65	0.52	0.54	20.26
2024-09-02	4.21	4.21	1.54	0.61	0.49	0.52	19.75
2024-10-08	5.06	5.41	2.17	0.79	0.65	0.67	24.05
2024-11-01	4.74	4.87	2.03	0.79	0.65	0.59	22.25
2024-12-02	4.74	4.97	2.21	0.79	0.66	0.62	22.52
2025-01-02	4.87	4.82	2.11	0.72	0.59	0.57	22.18
2025-02-05	4.89	4.64	2.23	0.70	0.58	0.56	21.94

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

保险资金偏好低波动、高分红、稳健增长的资产，重点配置金融、消费、公用事业等行业，同时逐步增加对科技、新能源等成长型行业的投资。高股息资产的长期稳定收益特性与险企负债端高度匹配。高股息资产主要集中在电力、交通运输、银行等行业龙头，这些企业盈利能力强，现金流稳定，能够持续提供分红，契合险企长期负债的需求。且中国保险资金受《保险资金运用管理办法》约束，要求投资“安全性、收益性、流动性”结合。公用事业、银行股（股息率普遍 3%-5%）能提供稳定现金流，匹配保险负债端的长期偿付需求。而科技股波动性大、分红率低（A 股科技公司平均股息率不足 1%），难以满足监管对“偿二代”体系下的偿付能力充足率要求。数据显示，从 2024 年 1 月到 2025 年 2 月，保险资金的总配置规模稳步增长，从 19.77 万亿元增至 21.94 万亿元，主要集中在金融（银行、保险）、消费和公用事业等稳健行业。其中，金融配置金额大幅提升（3.57 万亿元→4.89 万亿元），显示险资对低波动、高分红资产的偏好。

从国际经验来看，保险资金加大对科技股配置的转折点，通常源自宏观环境与产业结构的变化。以美国为例，其拐点出现于 2015 年前后，当时正处于科技产业正处于移动互联网红利集中兑现与人工智能加速酝酿的关键节点。手机移动端成为主流商业入口，硬件周期到达阶段性顶点，人工智能技术也在这一时期迈入突破前夜。2015 年被广泛视为“人工智能突破之年”，深度学习算法取得关键进展，人工智能进入爆发前夜，尽管当时 AI 尚未成为主流投资逻辑，但其前瞻性技术叙事已开始支撑科技板块的估值溢价，为长期资金提供了未来成长的合理预期。在这样“盈利兑现+前景明确”的双重背景下，美国保险资金开始打破对科技股“高波动、高风险”的传统认知，逐步将部分科技龙头企业视作“类公用事业型”的核心资产进行战略性配置。

相较于美国以产业趋势演化为主导的科技资产配置逻辑，日本保险资金在 2015 年前后的转折更多源于“资产性价比”的被动权衡。当时日本长期低利率甚至负利率政策持续发酵，国债收益率不断下探至零以下，导致传统固定收益类资产回报持续压缩，保险资金面临“资产荒”困局，亟需寻找具备更优风险调整后收益的替代资产。在这一背景下，科技股成为险资重新评估与增配的重要方向，日本本土的部分优质科技企业，成为保险资产配置中的“补充性配置”，这些本土科技企业承担着“利率替代+科技敞口”的双重功能角色。

日本保险资金配置科技股的路径，本质上体现为在负利率压迫与资产再平衡背景下，对具备长期成长性与稳健收益特征资产的主动识别与再定价过程。科技股之所以成为替代性配置首选，并非因为其产业趋势最为确定，而是因为特定宏观金融环境中，其风险调整后的回报水平显著优于传统固定收益资产，呈现出相对稀缺的“高性价比”特征。

这两类路径分别体现了基于产业趋势驱动与资产性价比权衡的两种典型策略：美国经验强调技术变革引发产业重构，推动保险资金前瞻性识别并配置“类公用事业型”科技资产；日本则更多是在利率长期下行、传统资产性价比下降的背景下，险资被动调整资产结构，重新评估科技股的配置价值。对照当前中国，一方面，金融、地产、公用事业等传统高股息板块受制于经济放缓与政策收紧，分红能力持续走弱；另一方面，以云计算、人工智能、新能源、半导体为代表的高端科技企业快速成长，通过服务化、订阅制等模式建立了更稳定的现金流结构，逐步具备“类公用事业”特征。在“偿二代”监管框架下，保险资金对收益稳定性、久期匹配和流动性的要求更高，而部分科技企业的财务表现已开始符合这些要求。值得注意的是，若 A 股科技板块整体股息率突破 2% 的关键门槛，有望触发险资的再配置机制。随着科技制造领域盈利与分红能力的持续改善，可能形成“技术突破—盈利提升—资金增配”的正向循环，推动科技股逐步进入险资的核心配置视野。

#### 4.4.2 公募基金布局多元：核心资产、高成长行业与防御性板块受益

公募基金具有资金规模大、投资者结构多元、流动性强、合规要求严格等特点，且受市场监管较为严格，以确保投资透明度和风险控制。其投资策略通常以基本面研究为主，强调长期价值投资，同时兼顾市场风格变化，以实现稳健增长和相对收益最大化。由于流动性要求较高，公募基金更倾向于配置流动性好、市值较大的股票，以避免大额赎回对基金净值造成冲击。此外，不同类型的公募基金，如股票型、债券型、混合型基金等，其投资偏好和风险承受能力各有不同，进而影响其资产配置策略。

在具体配置上，公募基金主要倾向于长期稳健增长的核心资产、高成长行业、低波动高分红的防御性资产、估值修复板块以及短期市场热点板块。其中，核心资产包括消费、医药和金融，因其盈利稳定且市场占有率高。高成长行业如新能源、半导体、人工智能等受政策扶持，市场前景广阔。防御性资产如公用事业、交运基建在市场震荡时更受欢迎，而估值修复板块如券商、互联网在市场回暖时具备反弹机会。此外，公募基金也会适当参与短期市场热点，如数字货币、ChatGPT 概念等，但通常不会长期持有。这些配置策略使公募基金在不同市场环境下保持稳健增长，并充分发挥其资产配置引导作用。

图表 36. 公募基金资产配置变化（2024 年 1 月—2025 年 2 月）

日期/(万亿元)	金融	消费	科技	公用事业	新能源	医药	合计
2024-01-02	10.81	12.21	9.51	4.90	4.32	5.50	66.62
2024-02-01	11.19	11.02	7.68	4.22	3.71	4.53	60.55
2024-03-01	11.88	12.10	9.29	4.71	4.17	5.05	67.03
2024-04-01	11.72	12.67	9.41	4.99	4.41	5.01	68.85
2024-05-06	12.09	13.02	9.34	4.99	4.40	5.25	70.21
2024-06-03	12.08	12.38	9.03	4.84	4.28	4.88	68.45
2024-07-01	12.05	11.34	9.10	4.42	3.88	4.55	66.26
2024-08-01	12.19	11.03	9.09	4.41	3.87	4.51	65.06
2024-09-02	12.13	10.55	8.35	4.24	3.73	4.33	62.35
2024-10-08	15.01	13.73	12.02	6.02	5.37	5.81	80.45
2024-11-01	14.26	12.69	11.39	5.60	4.96	5.08	75.36
2024-12-02	14.50	13.36	12.26	5.86	5.19	5.31	78.30
2025-01-02	14.56	12.89	11.51	5.33	4.71	4.84	74.97
2025-02-05	14.42	12.55	12.12	5.31	4.70	4.79	74.89

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

**公募基金资产配置稳步增长，核心行业与成长板块协同布局。**从 2024 年 1 月到 2025 年 2 月，公募基金的资产配置规模从 66.62 万亿元增长至 74.89 万亿元，呈现稳健增长和多元布局的趋势。在行业配置上，金融和消费行业占据主导地位，配置金融行业金额从 10.81 万亿元增长至 14.42 万亿元；配置消费行业金额从 12.21 万亿元增长至 12.55 万亿元，反映出公募基金对流动性强、盈利稳定行业的偏好。同时，科技（9.51 万亿元→12.12 万亿元）、新能源（4.32 万亿元→4.70 万亿元）等高成长行业配置金额稳步提升，受益于政策支持和行业景气度上行。此外，公用事业（4.90 万亿元→5.31 万亿元）作为防御性资产，在市场震荡期仍受到基金投资的偏好。

这一配置趋势表明，公募基金在追求长期稳健收益的同时，也在适度向成长性行业倾斜，基金的资产配置将进一步向科技创新、新能源、高端制造和数字经济等“新质生产力”相关领域倾斜，以响应政策引导和经济结构升级趋势。同时，随着资本市场改革和中长期资金入市政策落地，高股息蓝筹、央企估值修复板块预计仍将获得资金持续配置，提供稳健收益来源。

### 4.4.3 ETF 被动投资发展带来的配置趋势变化

ETF 加速市场机构化，推动 A 股资金配置结构优化。随着 ETF（交易型开放式指数基金）在中国市场的普及，被动投资策略逐渐成为中长期资金配置的重要方式。ETF 凭借广泛的市场覆盖和指数化投资的风险分散优势，契合保险资金、养老金、公募基金等长期机构投资者对稳健回报的需求。近年来，国内 ETF 市场规模快速增长，截至 2025 年 4 月 17 日，全市场 ETF 规模首次突破 4 万亿元大关，相比去年 9 月 26 日突破 3 万亿元大关，仅用了 6 个多月时间，继续跑出发展加速度。越来越多的资金流向宽基指数（如沪深 300、上证 50）和行业主题 ETF（如新能源、科技、医药），推动了 A 股市场的资金配置结构变化。

ETF 的普及不仅优化了市场资金流向，还带来了更深远的市场影响。长期资金的持续流入提升了市场稳定性，降低市场波动，提高流动性，同时，被动投资增强了资金配置的透明度和规则化，减少了短期炒作对市场的影响，推动市场机构化发展。展望未来，随着资本市场进一步开放和机构投资者占比的提升，ETF 市场仍将保持增长趋势，特别是 ESG（环境、社会、治理）、智能制造、创新科技等主题 ETF 可能成为新的投资热点，而宽基指数 ETF 仍将是中长期资金的重要配置工具。

图表 37. ETF 重仓第一名市值合计行业规模排序（截至 2025 年 3 月 5 日）

中证行业	重仓证券持仓第一名市值合计（亿元）	排名
主要消费	841.97	1
工业	556.69	2
信息技术	389.40	3
金融	176.79	4
医药卫生	118.22	5
可选消费	52.09	6
通信服务	26.95	7
原材料	22.98	8
能源	13.3	9
公用事业	9.94	10
房地产	6.04	11

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

ETF 推动 A 股市场机构化配置，资金倾向长期稳健与成长行业。ETF 市场规模持续扩张，显示出被动投资在 A 股市场的主流化趋势。当前 ETF 市场规模接近 40,000 亿元，资金配置偏向核心消费、工业和科技板块，其中主要消费（841.97 亿元）占据首位，工业（556.69 亿元）和信息技术（389.40 亿元）分列第二、三，反映出市场对消费稳定性、制造业升级和科技创新的长期看好。尽管金融行业具备稳定性，但 ETF 资金配置力度相对较低，仅 176.79 亿元，而公用事业、能源、房地产等传统行业市值占比靠后，说明 ETF 资金更倾向于成长型和长期稳定回报的行业。整体来看，ETF 的发展趋势推动 A 股市场的资金配置向长期稳健增长和结构性成长行业倾斜，未来消费、科技、制造业等行业预计将继续受益。

## 4.5 OCI 账户对中长期资金入市的影响

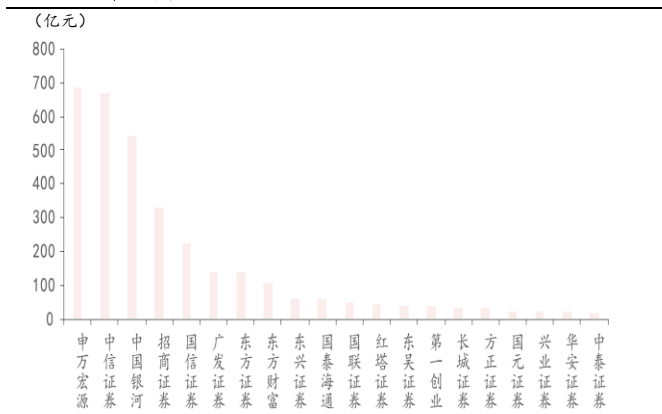
随着监管政策的逐步推进，尤其是关于引导中长期资金入市的《实施方案》的发布，OCI（Other Comprehensive Income，其他综合收益）账户在证券行业中的作用愈加凸显。通过合理运用 OCI 账户，券商不仅能够优化其资本配置，降低利润表波动，还能够为资本市场提供稳定的资金流入，进一步推动证券市场的健康发展。中长期资金入市的逐步推进，尤其是来自商业保险资金、全国社会保障基金、养老保险基金等大规模的资金流入，OCI 账户为券商提供了新的投资方式，使其能够以较少的资本成本配置更多的高股息资产和权益类投资。

### 4.5.1 降低资本成本与提高资金配置效率

资本成本的下降是 OCI 账户应用的核心优势之一。在利率下行的宏观经济背景下，券商的负债成本显著下降，为配置高股息资产提供了更大的空间。通过 OCI 账户，券商可以通过较低的资本成本进行股票和其他高股息资产的投资，OCI 账户的使用降低了直接资本需求，同时还有效降低市场波动带来的投资风险，扩大权益资产配置比例。

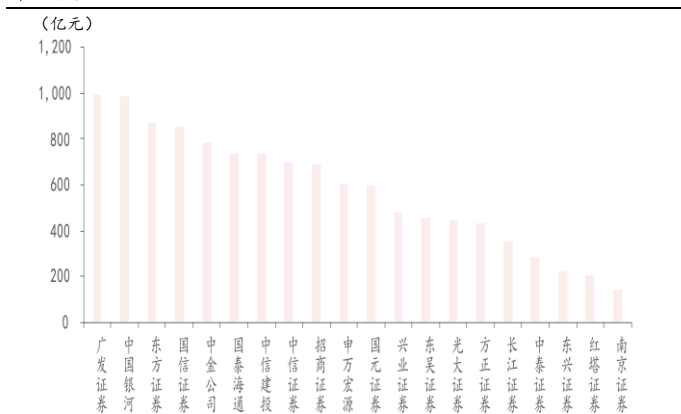
在推进中长期资金入市的背景下，OCI 账户的运用使得券商能够以更灵活的方式配置资金，尤其是在传统债券配置空间逐渐收窄的情况下。随着债券市场的利率进入低平台，券商的债券投资收益潜力受限，证券公司将更多资金从债券资产中抽离，转而配置到股票和其他权益类资产中，OCI 账户提供了这一转变的资金支持平台。

图表 38. 其他权益工具投资规模前 20 (权益 OCI) (截至 2024 年 6 月)



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 39. 其他债权投资额前 20 (债券 OCI) (截至 2024 年 6 月)



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

可以对券商的金融投资资产做一个分类：券商的金融投资资产可以分为交易性金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资四个科目。其中，其他权益工具投资主要包含高股息股票、永续债等资产，是俗称的权益 OCI 科目，持有的股票计入该科目后，公允价值波动直接计入其他综合收益、持有期间股利收入计入投资收益，运用该科目可以有效平抑短期的利润波动。

从其他权益工具投资规模，2024 年上半年末，业内权益 OCI 资产规模最大的十家券商分别是申万宏源、中信证券、中国银河、招商证券、国信证券、广发证券、东方证券、东方财富证券、东兴证券、国泰君安，规模最大的三家约为 687.1 亿元/670.1 亿元/541.2 亿元。

#### 4.5.2 促进资本市场结构优化与资金稳定性提升的 OCI 账户运用策略

券商可以通过 OCI 账户将高股息资产的投资收益转化为净资产的增长，并且不会对短期利润表造成波动影响，尤其是在市场震荡或者面临不确定性时，有效减缓了权益资产对财务表现的直接影响。有助于稳步增加公司净资产，提升企业在资本市场中的稳定性和信用，为中长期资金的入市提供了一个“缓冲机制”。这种机制使得长周期资本，如保险资金和年金基金，能够在相对稳定的资金环境下进入股市，避免资金快速撤离和市场不稳定性。

在利率下行的背景下，证券公司通过 OCI 账户配置高股息资产，可以获得稳定的现金流和长期回报。同时可以推动资本市场结构优化。券商通过长期配置高股息资产，能够在资金成本较低的情况下获得较高得股息回报，为资本市场的健康发展提供支持，提升证券行业的资本市场化程度。并且可以吸引中长期资金入市，推动股市长期投资价值的显现，提升市场整体稳定性和投资者信心。

#### 4.5.3 促进科技创新与行业发展

OCI 账户的合理运用，可以推动券商将更多资金投入科技行业和创新型企业中，尤其是高股息和成长性兼具的科技股票。不仅可以提升科技企业的融资能力，还可以推动技术创新和产业结构升级。在政策引导下，中长期资金的流入为创新型企业提供更充裕的资本支持，不断激发企业的创新活力和市场竞争能力。从 A 股市场来看，近年来科技创新行业的崛起对资本市场健康发展做出了较大贡献。通过 OCI 账户，券商能够为高成长的企业提供长期资金支持，其可以不过度依赖短期的市场波动或频繁调整资产配置。长远来看，这种资金的稳定流入将为资本市场的创新驱动发展注入强大动力。

## 风险提示

1) 全球及国内经济增长的不确定性、通胀水平波动、货币政策调整等因素可能对资本市场带来冲击，影响市场流动性和投资回报。2) 资本市场监管政策及中长期资金入市政策的执行力度、节奏调整等，可能影响市场流动性和投资者情绪，短期内带来波动性风险。3) 长期资金入市仍有不确定性，尽管政策推动长期资金入市，但资金实际落地规模、节奏及市场反馈仍存在不确定性，可能影响市场结构和估值体系。4) A股市场受投资者情绪、资金流向、国际市场联动等因素影响，短期波动难以避免，可能影响投资回报和资产配置策略。5) 市场结构变化、机构资金配置调整等可能导致部分行业或个股流动性收缩，影响交易效率及投资策略的执行。6) 不同市场环境下，投资策略的有效性可能存在差异，投资者需结合市场变化，合理调整资产配置，以降低投资组合的系统性风险。7) 地缘政治及外部冲击会带来不确定性，国际贸易关系、地缘冲突、全球市场系统性风险等外部因素可能对国内资本市场产生溢出效应，加剧市场不确定性。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371