

策略周报

政策落地，待新催化

政策预期阶段性落地，市场信心得到有力支撑，科技主线等待回归，配置上“以我为主”，关注内需、科技自主相关板块。

- **国新办发布会再优化中长线资金入市机制，政策预期阶段性落地。** 本周一行一局一会“一揽子金融政策”落地，政策基调及手段基本符合或略超市场预期，对市场信心的提振起到了积极作用。首先，本次降准降息落地时点略超预期；政策工具上，总量工具与结构工具并行；此外，对资本市场的关注及支持力度表态积极，类平准基金有望对市场资金面带来支撑。本次发布会提出将从扩大试点、降低风险因子、完善考核机制三方面系统性加大保险资金入市力度，是对险资“耐心资本”定位的持续强化。本次险资长投试点拟新增批复 600 亿元，是明确的可量化政策，我们预计总试点额度有望在今年中突破 2200 亿元。投资风险因子再下调，我们预计可释放资本金约 826.2 亿元，引致新增潜在股票资金约 2700 亿元。推动完善长周期考核机制，鼓励机构实现“长钱长投”，有助于构建以长期回报为导向、兼顾风险容忍度的制度型投资文化，推动机构投资行为从“短期博弈”向“长期配置”转型。
- **市场信心有力支撑，科技主线等待回归。** 对于市场的影响上，1) 一方面，本次会议高度贯彻了 4 月政治局会议对于货币及金融领域政策“稳企业、稳市场、稳预期”的定调。货币政策先行超预期落地，短期对于市场信心的提振有着积极作用。2) 此外，货币宽松的落地有望打开未来财政发力的预期空间，我们预计未来一段时间更加积极的财政政策有望加速落地。3) 内需政策对冲节奏及关税进展是近期影响 A 股市场的重要因素。短期来看，国内稳增长政策持续发力及中美关税谈判预期尚未证伪，市场信心有望得到支撑。但在当前无风险利率低位，信用环境尚未明显回温的环境下，双降对于市场增量资金的边际贡献有限。此外，与 4 月政治局会议基调一脉相承，融资政策重点方向依旧集中科技企业，未来一段时间，国内需求弱复苏预期难证伪。金融搭台、成长唱戏的局面有望得到演绎。
- **云厂商资本开支延续高增，行业配置仍需“以我为主”。** 2025 年 Q1 北美云厂商资本开支延续高增速，AI 正在强化赋能各个垂直领域。中美关税摩擦虽进入谈判阶段，但不确定性仍然，我们预计短期难以告一段落，行业配置仍需“以我为主”，关注受益于提振内需、科技自主的相关板块，特别是近期国内及海外龙头均业绩向好的人工智能和贸易摩擦下持续受益的自主可控，此外关注新兴消费、创新药、以及具备涨价逻辑的部分赛道，如钛白粉、休闲食品、饮料等。
- **风险提示：** 1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

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

证券分析师：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

证券分析师：徐亚
(8621)20328506
ya.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然
tianran.gao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

观点回顾.....	4
大势与风格.....	5
中观行业与景气.....	7
一周市场总览、组合表现及热点追踪.....	11
风险提示.....	14

图表目录

图表 1. 近期全球大类资产表现.....	5
图表 2. 本周国内外重点经济数据更新	6
图表 3. 本周成长风格相对占优.....	6
图表 4. 当前市场风格因子表现.....	6
图表 5. 5 月国内 CPI 趋稳 PPI 走弱	6
图表 6. 4 月出口增速维持高位.....	6
图表 7. 近一周一级行业表现	7
图表 8. 近一周二级行业表现	7
图表 9. 短期关注配置低于基准的相关行业	8
图表 10. 北美四大云厂商资本开支延续高增速.....	8
图表 11. 主要 AI 应用公司如 Tempus、Palantir 等营收增速持续提升.....	9
图表 12. 中观行业比较表格	10
图表 13. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）	11
图表 14. 本周股票型 ETF 单周净赎回规模继续增加（单位：亿元）	11
图表 15. 保险公司长期股票投资试点情况	12
图表 16. 风险因子调整后的新增股票资金情况.....	12
图表 17. 国内保险资金配置股票比例变动情况.....	13

观点回顾

——20241215《重回跨年配置行情主线》：重要会议定调下，新兴消费与“AI+应用”作为跨年主线的线索明确。

——20241216《重回科技主导产业——2025 年度策略报告》：盈利弱复苏，估值强支撑，科技和高端制造业有望成为市场主导。

——20250209《指数与情绪共振：AI Infra 向上重估》：A 股性价比优势凸显，DeepSeek 产业驱动下，AI Infra 有望率先反应。

——20250216《DeepSeek 行情的二阶段：聚焦云计算和 AI 应用》：DeepSeek 高性价比凸显之下，云计算正在成为大模型时代的“卖水人”。应用端重点关注医疗、企服、教育、办公、金融、营销等垂直领域。

大势与风格

政策预期阶段性落地。本周一行一局一会“一揽子金融政策”落地，政策基调及手段符合或略超市场预期，对市场信心的提振起到了积极作用。1) 首先，双降的落地时点略超预期。当前美元走弱，汇率压力缓和，而外部贸易不确定性对于生产及内需预期的影响逐步显现。在4月政治局会议召开后不到两周时间内，一揽子货币政策就加速落地，充分显示了稳预期的政策决心。2) 另一方面，政策工具上，总量工具与结构工具并行：针对服务消费与养老产业、汽车消费、科技创新、小微企业均有不同类型的新增贷款或融资工具支持，这点与4月政治局会议“设立服务消费与养老再贷款”以及加强科技企业的融资支持定调相吻合，体现政策靠前发力的思路。3) 此外，强调了资本市场的关注及支持力度。对于类平准基金表态相对积极，有望对市场资金面带来支撑。

对于市场的影响上，1) 一方面，本次会议高度贯彻了4月政治局会议对于货币及金融领域政策“稳企业、稳市场、稳预期”的定调。货币政策先行超预期落地，短期对于市场信心的提振有着积极作用。2) 此外，货币宽松的落地有望打开未来财政发力的预期空间。我们预计未来一段时间更加积极的财政政策有望加速落地，重点关注中低收入群体收入提振，“两新”政策“扩围提质”和“两重”政策“加力实施”。

内需仍有待稳固。本周公布的进出口数据显示，4月美元计价的我国出口同比增速8.1%，虽较3月回落4个百分点，但仍超市场预期，显示出较强的韧性。出口地区来看，对美出口金额占比回落较大，但对东盟国家出口金额大幅上行，显示关税摩擦背景下国内企业“抢转口”效应显著。此外4月PPI在外部冲击及内部产能压力共同作用下再度出现走弱，但消费需求的改善对CPI形成支撑。结合4月PMI价格分项数据，未来几个月国内PPI压力依旧。结合央行一季度《货币政策执行报告》及政治局会议中对于后续政策方向的表述，财政加力扩需求、优化供需错配将会成为未来一段时间国内政策的主要抓手。

科技主线等待回归。我们在此前周报中提到，内需政策对冲节奏及关税进展是近期影响A股市场的重要因素。短期来看，国内稳增长政策持续发力及中美关税谈判预期尚未证伪，市场信心有望得到支撑。但在当前无风险利率低位，信用环境尚未明显回温的环境下，双降对于市场增量资金的边际贡献有限。此外，与4月政治局会议基调一脉相承，融资政策重点方向依旧集中科技企业，未来一段时间，国内需求弱复苏预期难证伪。金融搭台、成长唱戏的局面有望得到演绎。

图表 1. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	5月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	0.12	1.54	0.10
	MSCI新兴市场	(0.10)	2.30	5.85
	标普500	0.17	1.63	(3.77)
	日经指数	1.83	4.04	(5.99)
	万得全A	2.32	2.32	0.98
	恒生指数	1.61	3.38	14.00
汇	美元指数	0.63	0.78	(7.43)
	美元兑人民币	0.11	0.11	0.29
	美元兑日元	1.17	1.61	(7.53)
	欧元兑美元	(0.60)	(0.71)	8.64
商	CRB商品	2.35	2.20	(0.54)
	LME铜	0.85	3.51	7.73
	WTI原油	6.88	4.90	(14.86)
	伦敦金现	2.30	10.28	25.00
债	10Y美债收益率(Bps)	4.00	22.00	(30.00)
	10Y国债收益率(Bps)	1.08	0.33	2.58

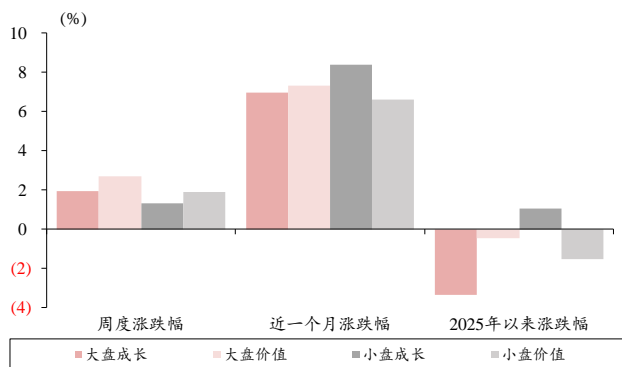
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 本周国内外重点经济数据更新

国家/地区	指标名称	前值	预测值	今值	环比变化
美国	4月ISM非制造业PMI(%)	50.8		51.6	0.8
	联邦基金目标利率(%)	4.5			(4.5)
	5月03日初请失业金人数:季调(人)	241000		228000	(13000.0)
欧盟	3月欧盟:PPI:同比(%)	3.2		2.1	(1.1)
中国	4月外汇储备(亿美元)	32406.7		32816.6	410.0
	4月出口金额:当月同比(%)	12.4	0.8	8.1	(4.3)
	4月进口金额:当月同比(%)	-4.3	-6.9	-0.2	4.1
	4月进出口金额:当月同比(%)	5		4.6	(0.4)
	4月贸易差额:人民币:当月值(亿元)	7367.0		6899.9	(467.1)
	4月PPI:同比(%)	-2.5	-2.8	-2.7	(0.2)
	4月CPI:同比(%)	-0.1	-0.2	-0.1	0.0

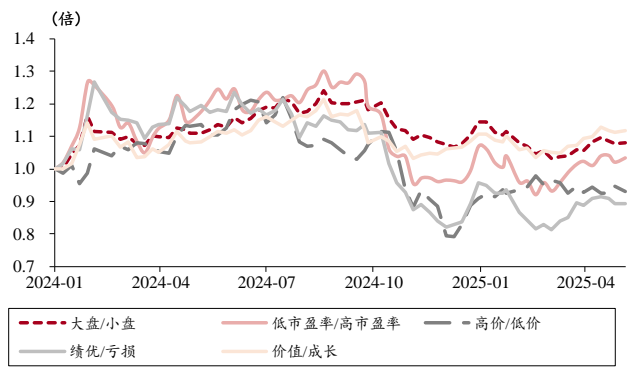
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 本周成长风格相对占优



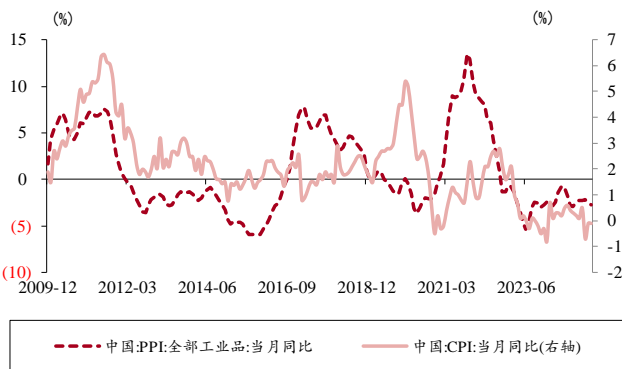
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 当前市场风格因子表现



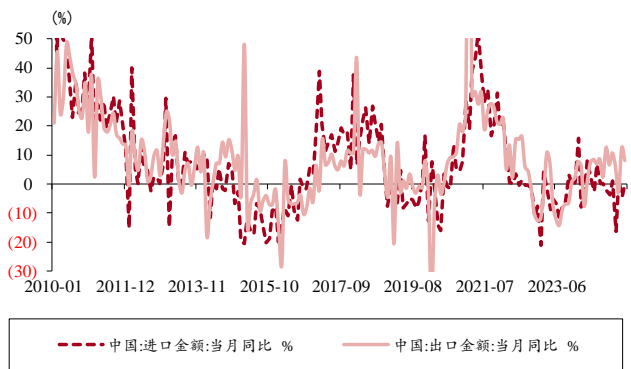
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 5月国内 CPI 趋稳 PPI 走弱



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 4月出口增速维持高位

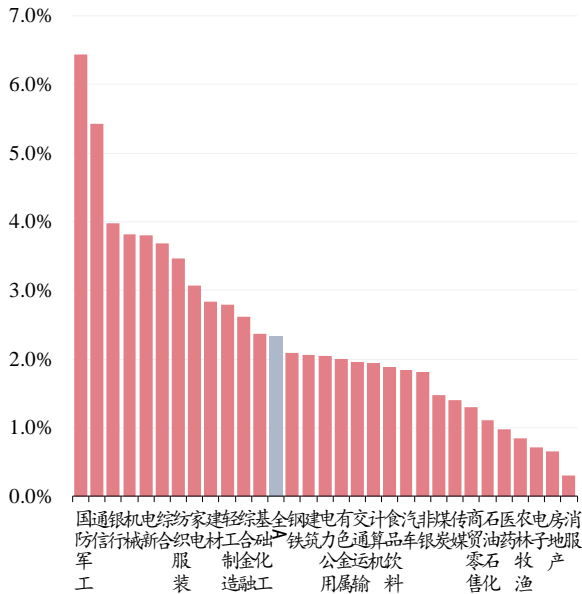


资料来源: 万得, 中银证券

中观行业与景气

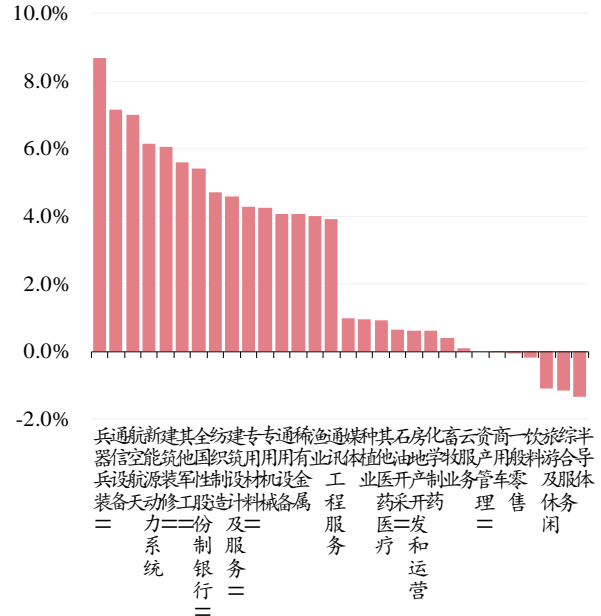
风险偏好明显提升，一级行业普涨。五一长假后第一周，受长假期间外围股市运行良好，国新办举行新闻发布会介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”的信息提振，国内市场风险偏好提升影响，一级行业本周录得普涨。军工行业受印巴军事冲突催化，本周涨幅第一。通信行业特别是通信设备方向受特朗普拟取消拜登时代的 AI 芯片限制的信息催化，本周涨幅第二。电子行业本周表现居后，或与中芯国际及华宏公司业绩指引不达预期有关。

图表 7. 近一周一级行业表现



资料来源：iFinD，中银证券

图表 8. 近一周二级行业表现



资料来源：iFinD，中银证券

短期关注主动偏股型基金欠配行业。5月7日，证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，旨在优化基金运营模式，建立健全基金公司收入报酬与投资者回报绑定机制。方案提到 1) 建立与基金业绩表现挂钩的浮动管理费收取机制。2) 强化业绩比较基准的约束作用。该方案大幅提升业绩比较基准的重要性，引导公募基金行业及个股配置向超越基准方向迈进。从最新 2025 年主动偏股型基金一季报来看，当前主动偏股型基金对于金融行业的配置及超配比例偏低，后续相关行业欠配比例有望逐步减少。

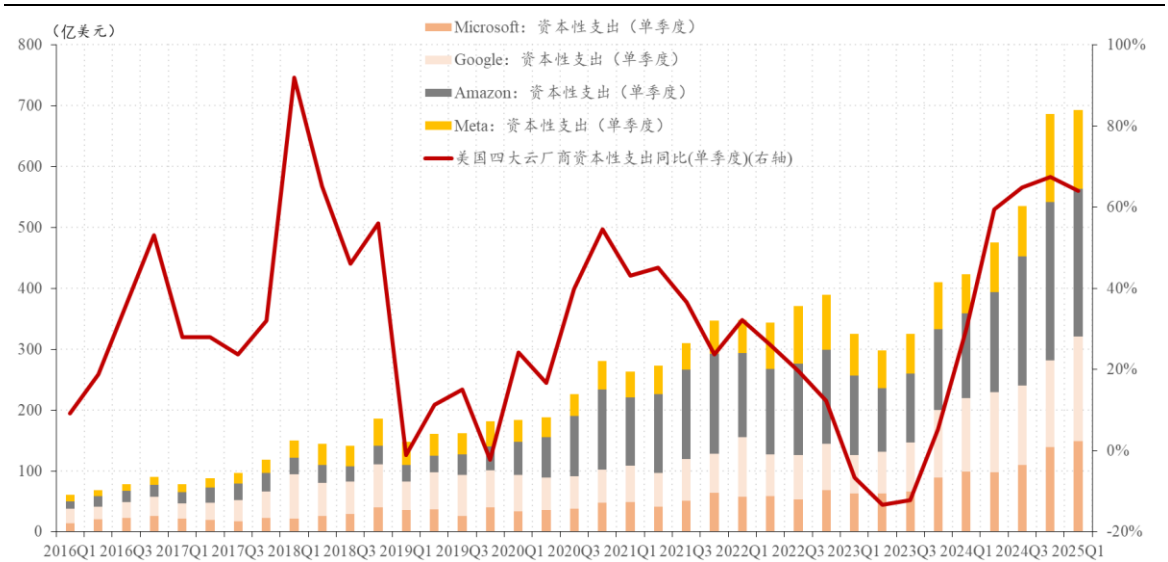
图表 9. 短期关注配置低于基准的相关行业

一级行业	25Q1主动偏股型基金配置比例	沪深300权重	中证800权重	△主动-沪深300	△主动-中证800
银行	3.7%	13.7%	10.8%	-9.9%	-7.0%
非银行金融	1.0%	10.6%	9.7%	-9.6%	-8.7%
电力及公用事业	1.3%	3.7%	3.7%	-2.4%	-2.4%
交通运输	1.6%	3.6%	3.1%	-2.0%	-1.5%
建筑	0.5%	1.9%	1.6%	-1.4%	-1.1%
石油石化	0.5%	1.6%	1.5%	-1.1%	-1.0%
煤炭	0.5%	1.4%	1.4%	-0.9%	-1.0%
食品饮料	8.8%	9.4%	7.6%	-0.6%	1.2%
计算机	3.1%	3.5%	4.5%	-0.4%	-1.5%
通信	2.6%	3.0%	2.7%	-0.4%	-0.1%
建材	0.5%	0.7%	0.7%	-0.2%	-0.2%
农林牧渔	1.3%	1.4%	1.3%	-0.1%	0.0%
综合金融	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
综合	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%
钢铁	0.6%	0.6%	1.0%	0.0%	-0.4%
房地产	0.8%	0.7%	0.9%	0.1%	-0.1%
消费者服务	0.5%	0.3%	0.5%	0.2%	0.0%
商贸零售	0.5%	0.2%	0.5%	0.3%	0.0%
纺织服装	0.4%	0.0%	0.2%	0.4%	0.2%
有色金属	4.5%	4.0%	4.3%	0.5%	0.2%
传媒	1.4%	0.7%	1.4%	0.7%	-0.1%
轻工制造	0.9%	0.1%	0.3%	0.8%	0.6%
家电	4.9%	3.7%	3.1%	1.2%	1.8%
国防军工	2.8%	1.1%	2.4%	1.7%	0.4%
汽车	6.8%	4.7%	4.3%	2.0%	2.5%
电力设备及新能源	9.8%	7.5%	6.9%	2.3%	2.9%
基础化工	4.6%	2.2%	3.6%	2.3%	1.0%
机械	6.5%	2.8%	3.5%	3.7%	3.0%
医药	10.6%	6.2%	7.3%	4.4%	3.3%
电子	18.9%	10.6%	11.0%	8.3%	8.0%

资料来源：iFinD，中银证券

2025 年 Q1 北美云厂商资本开支延续高增速。近期海外科技龙头公司密集发布 2025 年一季度财报，北美四大云厂商（微软、谷歌、亚马逊、meta）资本开支维持较高增速，一季度四公司合计资本性支出达 693.16 亿美元，同比增长 64.01%，同比增速基本与 2024 年四季度持平，处于历史较高水平，全球算力基础设施投资需求仍旧保持旺盛。

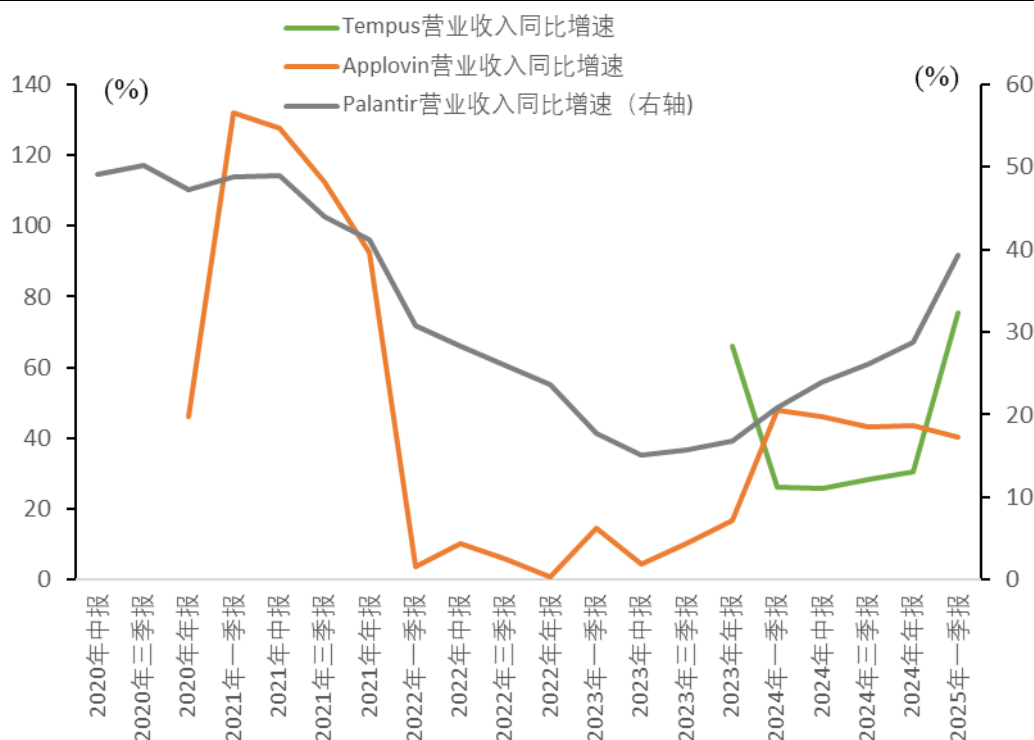
图表 10. 北美四大云厂商资本开支延续高增速



资料来源：万得，中银证券

2025 年 Q1 业绩来看，主要 AI 应用公司 Tempus、Plantir、Applovin 等景气向好，AI 正在强化赋能各个垂直领域。从 AI 应用端海外主要公司营收增速来看，应用端整体景气向好。“AI+企服”龙头公司 Palantir 营收同比增长 39.34%，在 2024 年的高增速基础上同比进一步提升，2025 财年 Q1 净利润更是达到 2.18 亿美元，同比增长 105.26%，显示了公司业务的高景气。“AI+医疗”龙头公司 Tempus 一季度业绩保持高速增长，营收同比增速达 75.38%，公司净营收超出市场预期，亏损幅度也较市场预期更低，尽管公司尚未能实现盈利，但在成本控制上已取得一定成效。“AI+营销”龙头 Applovin 发布 Q1 财报，2025 财年第一季度收入 14.84 亿美元，同比增长 40.25%，净利润 5.76 亿美元，同比增长 144.06%，业绩表现亮眼的同时，公司发布公告，同意将移动游戏部门出售给 TripleDot Studios，预计交易将于第二季度完成。AppLovin 也发布了对第二季度的业绩展望：预计广告收入 11.95 亿美元至 12.15 亿美元。预计调整后 EBITDA 9.70 亿美元至 9.90 亿美元，调整后 EBITDA 利润率为 81%。2025 年 Q1 业绩来看，主要 AI 应用公司 Tempus、Plantir、Applovin 等景气向好，AI 正在强化赋能各个垂直领域，贡献经营业绩。

图表 11. 主要 AI 应用公司如 Tempus、Palantir 等营收增速持续提升



资料来源：万得，中银证券

中美关税摩擦虽进入谈判阶段，但不确定性仍在，我们预计短期难以告一段落，行业配置仍需“以我为主”，关注受益于提振内需、科技自主的相关板块，特别是近期国内及海外龙头均业绩向好的人工智能和贸易摩擦下持续受益的自主可控，此外关注新兴消费、创新药、以及具备涨价逻辑的部分赛道，如钛白粉、休闲食品、饮料等。

图表 12. 中观行业比较表格

	大类行业风格赋分	中观景气指标及景气预期赋分	盈利预期赋分	估值及交易拥挤度水平赋分	行业综合评分	行业配置推荐
计算机	4	4	5	2	38	高配
电子	3	4	5	3	36	高配
自动化设备	4	4	3	2	33	高配
新兴消费	3	2	5	4	33	高配
通信	3	4	5	1	33	高配
医药	4	3	3	2	31	高配
社会服务	2	3	4	4	30	高配
商贸零售	3	2	4	3	29	高配
白酒	2	3	2	5	29	高配
食品	2	3	3	4	28	标配
能源金属	3	2	4	3	28	标配
家用电器	3	3	2	3	28	标配
银行	2	2	5	3	28	标配
钢铁	2	1	5	4	28	标配
家具家居	2	3	4	2	28	标配
猪产业	3	1	3	5	27	标配
贵金属	2	3	4	2	27	标配
传媒	3	2	5	1	27	标配
航运港口	4	3	0	3	27	标配
纺织服装	3	3	3	1	26	标配
建材	2	2	4	3	26	标配
电力设备	2	2	5	2	26	标配
汽车	3	1	4	3	25	低配
国防军工	3	2	4	1	25	低配
证券	3	2	1	4	24	低配
工程机械	2	2	3	3	24	低配
工业金属	2	1	3	4	24	低配
石油石化	2	2	2	4	23	低配
建筑	2	2	2	3	21	低配
房地产	2	1	1	5	20	低配
公用事业	2	1	1	3	18	低配
煤炭	2	1	1	3	17	低配

资料来源：万得，中银证券

注释：行业综合评分=3*大类行业风格赋分+3*中观景气指标及景气预期赋分+2*盈利预期赋分+2*估值及交易拥挤度水平赋分，数据统计截至 2025 年 5 月 9 日

一周市场总览、组合表现及热点追踪

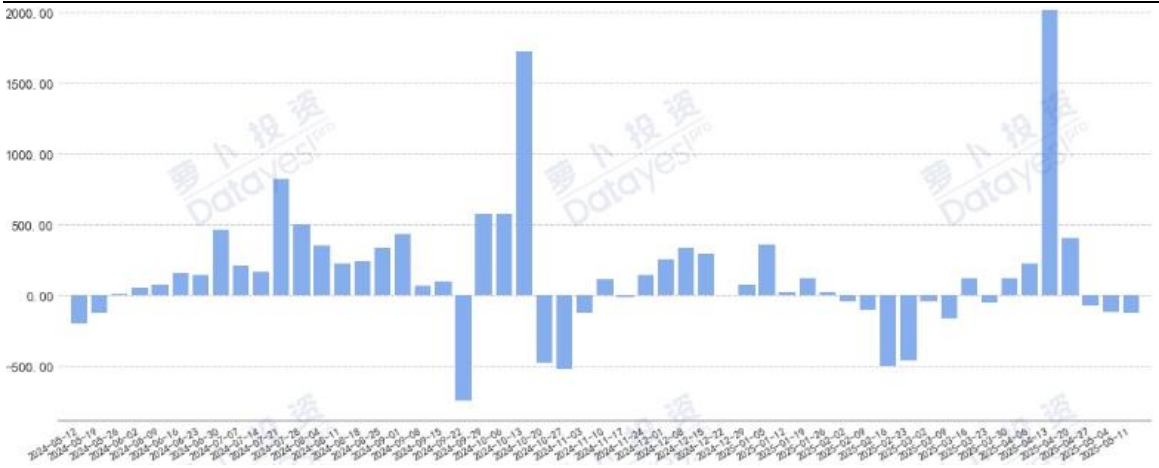
本周 A 股市场主力资金净买入 312.83 亿元，环比由净卖出转净买入，单周净买入规模创 2 个月以来最大。具体行业上，本周资金净流入最多的行业是受到地缘事件影响的国防军工，净流入规模达 154.95 亿元，银行、机械设备分列二、三，资金净流入规模分别是 92.78 亿元和 75.31 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是电子、计算机和医药生物。本周股票型 ETF 场内净赎回金额为 124.94 亿元，为连续第 3 周净赎回，当周净赎回较前周增加 8.26 亿元，单周净赎回规模创 2 个月以来最大。具体产品上，份额增加最多的五只 ETF 分别是华夏上证科创板 50 成份 ETF、嘉实上证科创板芯片 ETF、易方达中证人工智能主题 ETF、南方中证 1000ETF、国联安中证全指半导体产品与设备 ETF，集中在科技领域；减少最多的五只 ETF 分别是华泰柏瑞沪深 300ETF、易方达创业板 ETF、华夏上证科创板综合 ETF、易方达沪深 300ETF、易方达恒生科技 ETF(QDII)。

图表 13.主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
国防军工	154.95	70.16	(63.79)	(521.19)	有色金属	1.71	(55.86)	(284.11)	(669.77)
银行	92.78	163.85	172.44	256.33	美容护理	0.30	26.32	24.55	(7.30)
机械设备	75.31	79.05	(202.16)	248.34	综合	(1.10)	2.68	(12.44)	1.40
通信	36.80	37.03	(349.69)	(24.87)	钢铁	(1.41)	(21.19)	(36.18)	(71.92)
公用事业	33.82	30.37	(117.23)	(302.82)	农林牧渔	(1.89)	(133.72)	(143.74)	(305.35)
汽车	28.71	130.11	1.86	300.81	石油石化	(1.95)	(11.40)	(148.09)	(210.33)
电力设备	27.53	(52.09)	(533.68)	(895.29)	基础化工	(6.56)	(14.71)	(230.80)	(503.81)
交通运输	21.02	(47.02)	(113.67)	(285.38)	非银金融	(10.71)	(49.67)	(497.22)	(1603.93)
纺织服饰	17.15	35.69	15.11	57.84	社会服务	(12.88)	(62.43)	(97.50)	(143.62)
家用电器	15.95	40.59	(121.13)	(39.59)	商贸零售	(15.14)	(59.51)	(78.52)	34.17
食品饮料	14.87	(40.21)	49.66	(124.06)	传媒	(17.13)	(9.81)	(450.77)	(84.58)
建筑装饰	14.86	26.98	(61.10)	(268.56)	房地产	(18.28)	(11.16)	(82.82)	(336.10)
轻工制造	10.02	45.08	(18.27)	18.37	医药生物	(24.23)	(91.00)	(403.25)	(1108.08)
环保	5.43	(24.70)	(58.54)	(162.88)	计算机	(56.92)	(70.57)	(717.94)	(802.30)
煤炭	3.53	(14.79)	(109.79)	(179.50)	电子	(76.73)	(202.84)	(1364.98)	(1203.38)
建筑材料	3.06	(4.30)	(9.79)	(75.08)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2025/5/9

图表 14. 本周股票型 ETF 单周净赎回规模继续增加（单位：亿元）



资料来源：万得，中银证券

2025 年 5 月 7 日，国家金融监督管理总局局长李云泽在国新办新闻发布会上时表示，充分发挥保险资金作为耐心资本和长期资本的作用，提出将从扩大试点、降低风险因子、完善考核机制三方面系统性加大保险资金入市稳市力度，进一步释放长期资金的稳市潜力。这一轮政策释放的核心关键词是：“长钱”“稳市”“入市提速”。首先，在资金供给层面，扩大保险资金长期投资的试点范围，近期拟再批复 600 亿元。这是继 2023 年 10 月试点机制启动以来的又一次重大扩容，也是对险资“耐心资本”定位的持续强化。根据国家金融监管总局披露，截至目前已累计批复总额度达 1620 亿元，本次新增批复将总量推升至 2200 亿元量级，从探索阶段进入扩张深化阶段。其次，在制度约束层面，监管提出将股票投资的风险因子进一步下调 10%，险资在配置权益类资产时所面临的资本占用压力将明显缓解，有望释放出数百亿元的权益类配置空间。第三，明确表示将推动建立“长周期考核机制”，调动机构的积极性，促进实现“长钱长投”。

长期股票投资试点继续推进。5 月 7 日，金融监管总局局长李云泽在国新办举行的新闻发布会上宣布，未来将进一步扩大保险资金长期投资改革试点范围，近期拟再批复 600 亿元。此次新增 600 亿元为已明确由监管批复的政策性专项投资额度，主要以私募证券投资基金形式配置于 A 股市场，按照试点思路将以“低频交易+长期持有”模式为主，重点投向 A+H 优质蓝筹、分红稳健标的，着力打造“险资版国家队”。若叠加今年 1 月起第二批 1120 亿元试点，总试点额度有望在 2025 年年中突破 2200 亿元，对中短期 A 股流动性形成实质性支撑。

图表 15. 保险公司长期股票投资试点情况

批次	规模（亿元）	获批保险公司
第一批	500	中国人寿、新华保险
第二批	520	太保寿险、泰康人寿、阳光人寿
第三批	600	人保寿险、中国人寿、太平人寿、新华人寿、平安人寿
第四批	600（暂定）	待定

资料来源：中国政府网，新浪财经，腾讯网，中银证券

本次险资长期投资试点拟新增批复 600 亿元，虽在整体险资体量中占比有限，但作为明确的政策增量，具有积极信号意义。短期内，资金有望提振市场情绪，增强投资者信心，尤其是对低估值、高分红的蓝筹板块形成支撑。中期来看，长期资金的持续入场有助于优化 A 股资金结构，推动市场由“散户市”向“机构市”转变，提升市场稳定性和抗风险能力。同时政策也释放出监管层鼓励“长钱长投”、推动资本市场高质量发展的明确信号，险资在权益资产中的配置比例有望稳步提升，进一步推动 A 股构建更加理性、成熟的估值体系，同时为实体经济高质量发展提供有力的金融支持。

投资风险因子再次下调。股票投资风险因子是保险资金权益类资产配置的重要监管指标，此次进一步调降 10%，具体来看，沪深 300 成分股从 0.30 调降至 0.27、其他沪深主板股从 0.35 调降至 0.315、科创板股从 0.40 调降至 0.36、创业板股从 0.45 调降至 0.405。根据国家金融监管总局公布的 2024 年 4 季度保险业资金运用情况表数据显示，当前险资股票资产配置约 2.43 万亿元；其中假设投资沪深 300 比例为 50%，投资其他沪深主板比例为 30%，投资科创板比例为 10%，投资创业板比例为 10%，我们预计下调风险因子 10%可释放资本金（边际增量）约 826.2 亿元，若全部用于增配，可带来新增股票资金约 2700 亿元入市潜力。

图表 16. 风险因子调整后的新增股票资金情况

板块	原风险因子	调整后风险因子	假设占比 (%)	投资金额 (亿元)	原始资本占用量 (亿元)	调整后资本占用量 (亿元)	可释放资本金 (亿元)	新增股票资金 (亿元)
沪深 300	0.30	0.27	50	12,150.0	3,645.0	3,280.5	364.5	1,350.0
其他主板	0.35	0.315	30	7,290.0	2,551.5	2,296.4	255.2	810.0
科创板	0.40	0.36	10	2,430.0	972.0	874.8	97.2	270.0
创业板	0.45	0.405	10	2,430.0	1,093.5	984.2	109.4	270.0
合计					8,262.0	7,435.8	826.2	2,700.0

资料来源：国家金融监督管理总局，财联社，中银证券

近年保险资金股票的投资比例保持相对稳定，大约维持在 6.5%~8.5%左右。保险公司在进行股票资产配置时，需要考虑资产负债匹配、现金收益要求、利润波动性、偿付能力等诸多因素。对于偿付能力紧张的保险公司，新规或可一定程度上有助于提升权益配置比例。对于偿付能力充足的保险公司，考量因素更多是资产负债匹配，在投资收益和稳定性之间取得平衡。保险新会计准则更是加大了资产负债匹配管理的要求。

图表 17. 国内保险资金配置股票比例变动情况



资料来源：国家金融监督管理总局，同花顺 iFind，中银证券

“长周期考核”引导险资由短期博弈转向长期价值配置。以往保险机构的投资考核体系普遍偏向当期利润，导致短期业绩波动往往会影响到其投资策略的稳定性。此次监管层提出建立“长周期考核”机制，标志着险资考核方式正从以“利润导向”为核心，逐步向“净值导向”以及“收益+波动容忍”并重的方向转型。这一机制的完善，有望提升险资配置的稳定性，引导其在市场低迷期进行逆周期布局，强化其“市场稳定器”作用。推动完善长周期考核机制，鼓励机构实现“长钱长投”，实质上是引导险资等长期资金弱化对短期波动的关注，增强投资的长期性和稳定性。在 A 股市场层面，长周期考核将促使机构减少频繁交易、延长持仓周期，从而提升市场的整体韧性。同时，险资也将更加偏好基本面稳健、现金流良好、具备持续分红能力的优质企业，进一步推动价值投资理念在市场中深化。从资本市场整体来看，该机制将有助于构建以长期回报为导向、兼顾风险容忍度的制度型投资文化，推动机构投资行为从“短期博弈”向“长期配置”转型，提升资本市场的成熟度和理性化水平。总体而言，长周期考核机制的实施将释放险资“长钱”潜力，为资本市场注入更加稳定、可持续的资金来源，为服务实体经济和实现资本市场高质量发展奠定坚实基础。

风险提示

1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

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得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内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，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