

策略周评 20250124

中长期资金入市将对市场风格带来什么影响？

2025 年 01 月 24 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 蒋珺逸

执业证书：S0600123040067

jiangjy@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyih@dwzq.com.cn

事件：1 月 22 日，经中央金融委员会审议同意，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》（下文简称《方案》），引导中长期资金入市。国新办于 1 月 23 日召开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。

■ 当前 A 股市场中长期资金呈现体量不足、投资“短视化”的特征

推动中长期资金入市是“新国九条”的重点任务，也是政治局会议、中央经济工作会议“稳住楼市”精神的重要延续。当前 A 股中长期资金呈现规模偏低、投资“短视化”的特征。

我国中长期资金规模偏低。2024 年 9 月 24 日金融口会议上提到一组数据，截至 2024 年 8 月，权益类公募基金、保险资金、各类养老金等机构投资者合计持有 A 股流通市值 14.5 万亿元，占 A 股流通市值的比例为 22%，相较之下，美股市场在 2018 年时中长期资金持股占比已经达到 50%。

进一步来看，险资、社保基金、养老金等权益投资比例偏低、占全部资产比重普遍不足 20%。以险资为例，截至 2024 年三季度人身险资金运用余额达 28.9 万亿，投资于股票、证券投资基金合计 3.75 万亿，占比仅有 12.97%。这一比例相较美国机构明显偏低。截至 2024 年三季度，美国第二支柱养老金投资金额在 28 万亿美元左右，其中投资公司股票比例就达到 30%，同时还会以投资共同基金的方式（2024Q3 投资比例为 21%）配置权益资产，这表明美国养老金投资权益资产比例至少超过 30%。

中长期资金投资“短视化”。我国机构资金换手率仍偏高，投资久期相对较短，难以有效改善市场的投资生态、发挥资本市场压舱石的重要作用。

■ 推动中长期资金入市的具体部署围绕资金入市规模、投资稳定性以及市场生态建设展开

面对我国中长期资金规模偏低、投资“短视化”的现状，有关部门高度重视引导中长期资金入市的相关工作。《方案》对资金入市规模、投资稳定性以及市场生态建设这三大方面进行具体部署，举措细节更加完善，信号意义更鲜明。

一是进一步提高中长期资金入市规模。《方案》提出商业保险资金、养老金、社保基金、公募基金等资金要加大权益投资比例：**1）保险资金**，要求每年新增保费的 30% 用于投资 A 股，这有望每年为 A 股市场带来千亿规模的增量资金。**2）养老金**，提出要加大委托基金投资规模；**3）社保基金**，要求提升股票类资产的投资比例；**4）公募基金**，发布会明确公募基金持有 A 股市值未来三年每年至少增长 10%。

基于权益投资比例提升测算增量资金入市规模。按照最新披露口径，保险资金运用余额、基本养老金、社保基金、企业年金（2024Q3）、职业年金合计 43.5 万亿，则上述机构权益投资比例增加 1% 能带来 4400 亿增量资金。

二是增强中长期资金投资的稳定性。《方案》针对各类中长期资金的考核方式作出完善，明确要求提高长期投资在考核中的权重，引导长钱实现“长投”。**1）对于商业保险**，修订长周期考核制度，如净资产收益率的长周期指标考核权重调整至不低于 60%，增加更多中长期资金入市；**2）针对社保基金**，在研究全国社保基金长周期考核体系，细化完善五年以上长周期考核机制要求。**3）对企（职）业年金**，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。**4）针对基金公司**，提高权益类基金规模占比和长期业绩等指标在评价当中的权重。

相关研究

《主动增配金融，电子超配比例大幅提升——2024Q4 公募基金持仓分析》

2025-01-22

《“特朗普交易”卷土重来——全球大类资产观察（1.5-1.19）》

2025-01-22

三是积极营造良好的市场生态环境。1) 资产层面, 持续提高上市公司质量。鼓励引导上市公司运用回购增持贷款等新型货币工具、并购重组等市值管理工具, 以及落实一年多次分红等要求, 着力提高上市公司质量、提高投资者获得感。2) 投资层面, 进一步丰富机构投资工具。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。3) 监管层面, 强调将严格落实监管“长牙带刺”、“有棱有角”的要求, 打击违法犯罪行为, 保护投资者利益, 推动资本市场健康发展。

■ 中长期资金入市将对市场风格带来什么样的影响?

中长期资金主要是通过被动指数基金投资 A 股市场, 中长期资金加速入市将推动我国资本市场被动化率提升, 进而对市场估值、风格产生深远影响。我们在此前的报告《被动化浪潮下的 A 股: 从美/日市场看未来趋势》中进行了详细的分析:

一是推升估值溢价。参考美日历史经验, 随着被动指数基金渗透率提升, 核心指数成分股和指数本身均获得估值溢价。1) 从个股层面来看, 美股、日股纳入重要指数后估值整体有所提升, 提示微观视角下, 被动资金的持续流入对于成分股估值溢价的形成或有贡献。2) 从指数层面来看, 被动资金的流入对“标杆”指数估值溢价的形成起到了重要推动作用, 在美股市场, 随着被动指数共同基金的发展以及 ETF 渗透率的不断提高, 标普 500 的估值中枢呈现持续上行趋势, 与美国全市场的估值相比明显上移。类似地, 日股市场中, 日经 225 相较东证指数的估值水平也出现显著抬升。

二是助推大盘/红利风格走强。1) 从长期趋势来看, 被动化进程助推了市场大小盘分化格局的形成。本质在于: 大盘股一方面受益于龙头竞争优势, 相关 ETF 吸引力更强; 另一方面也更容易纳入多个指数中被“多重叠加配置”; 而小盘股由于被较少指数所涵盖, 容易被被动资金忽略。2) 中长期资金加速入市将推动红利风格走强。在地产景气回落、地方财政转型的背景下, 地方债、城投债等高票息资产供给减少; “手工补息”叫停以及自律机制的构建疏通了存款利率下行的堵点; 权益市场上景气资产缺位, 获取超额回报的难度加大。国债收益率回落导致稳定收益难以覆盖机构负债端的成本, 而具备稳定分红能力、能作为债券“替代品”的红利资产展现出吸引力, 以险资为代表的中长期资金入市后将抬升红利资产的估值中枢。

■ 中长期资金入市有望提振市场信心, 推动指数走强

总结而言, 随着《方案》中的具体措施不断落地, 中国资本市场有望加速长钱长投优质生态的建设, 为指数走出长牛奠定坚实的制度基础。春节后, 在流动性、产业趋势以及政策预期等多因素共振影响下, 春季攻势仍可期, 科技成长和顺周期风格将一同演绎。

科技成长建议关注五个方向: 人工智能、新能源、自主可控、空天信息技术、数据要素等方向。顺周期建议关注: 化债受益的环保、建筑、机械、信创等; “两重”、“两新”结构性增量, 如消费电子、工业软件等; 消费新增长点/政策潜在增量, 如首发经济、电商新零售等。

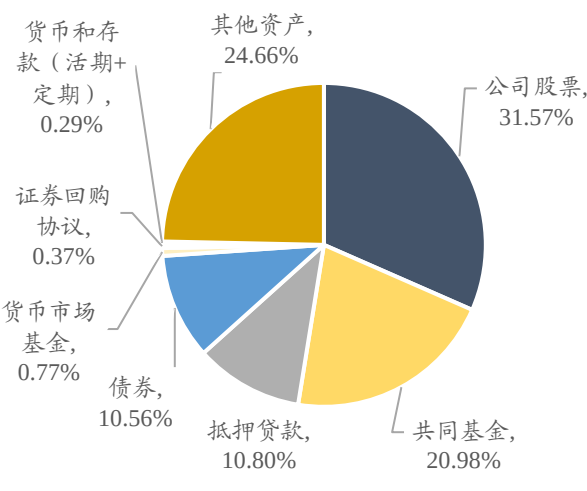
■ 风险提示: 国内经济复苏速度不及预期; 联储降息不及预期; 宏观政策力度不及预期; 地缘政治风险。

图1：保险资金权益投资占比偏低（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：美国第二支柱养老金资产配置情况（单位：%）



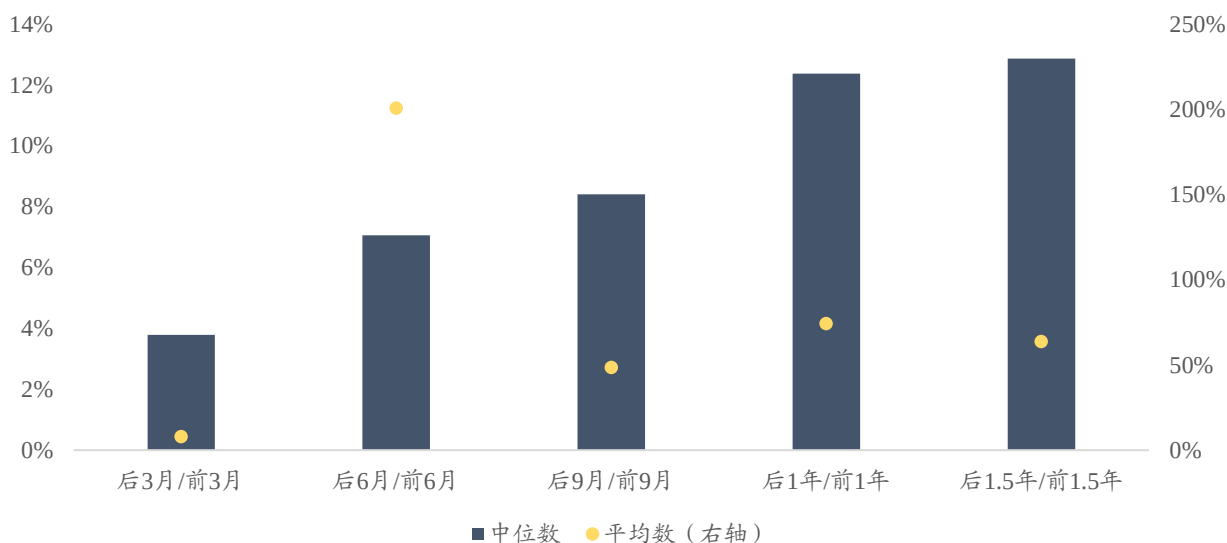
数据来源：Board of Governors of the Federal Reserve System，东吴证券研究所，数据截至 2024 年三季度

图3：基于权益投资比例提升测算中长期增量资金入市规模

中长期资金类型	整体规模（万亿元）	最新披露时间
保险资金运用余额	32.15	2024年三季度
基本养老金	2.3	2024年末
社保基金	3.01	2023年末
企业年金	3.49	2024年三季度
职业年金	2.56	2023年末
合计	43.51	
权益投资比例提升1%带来的增量资金规模	0.44	

数据来源：人社部，国家金管局，全国社保理事会，东吴证券研究所

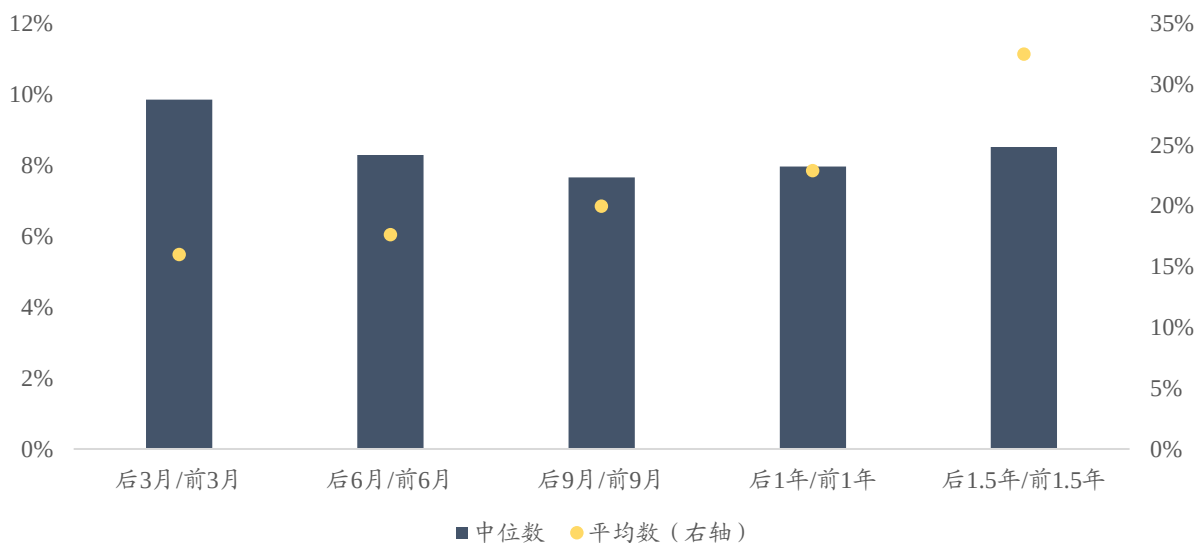
图4：个股纳入标普 500 前后估值中枢变化的中位数与平均数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：统计个股范围为 2012 至 2024Q3 期间纳入标普 500 且当前仍系标普 500 成分股，估值中枢基于每月末市盈率 TTM 均值计算，后同

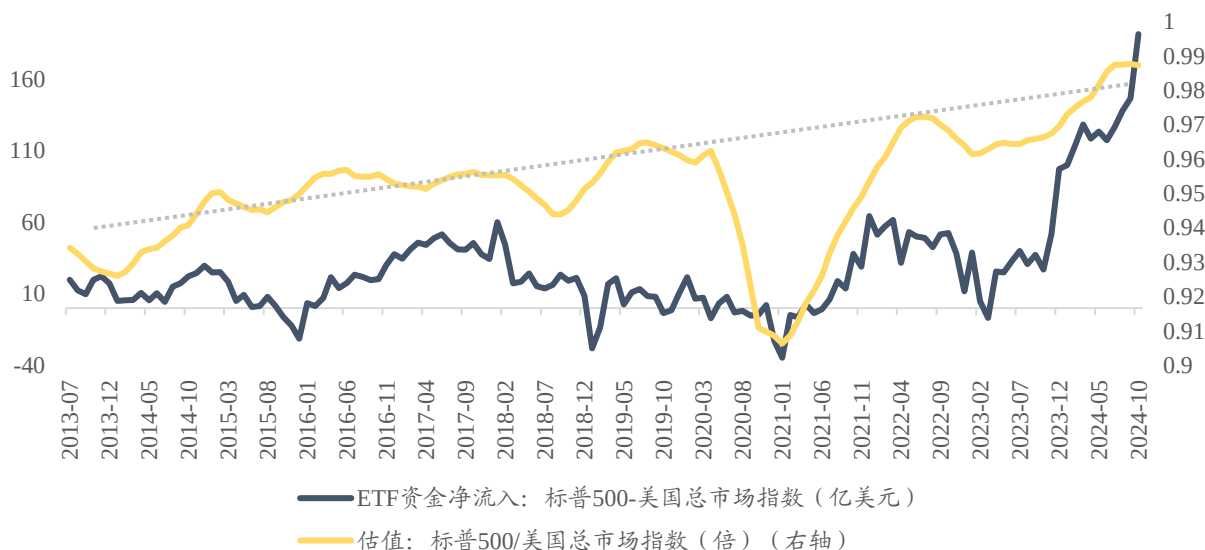
图5：个股纳入东证指数前后估值中枢变化的中位数与平均数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：统计个股范围为 2012 至 2024Q3 期间纳入东证指数且当前仍系东证指数成分股，估值中枢基于每月末市盈率 TTM 均值计算，后同

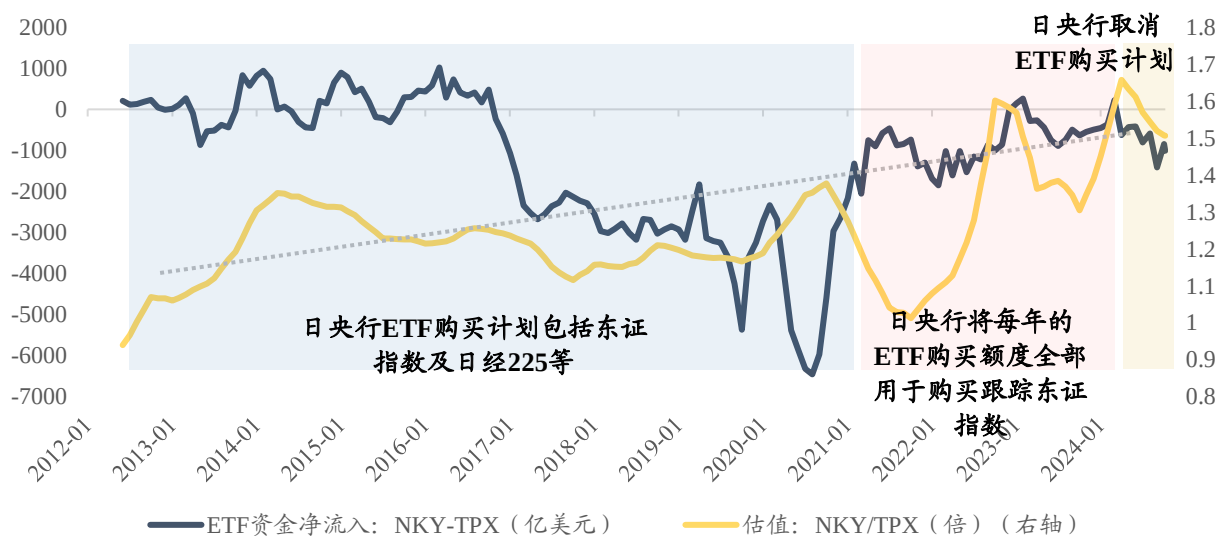
图6: ETF 资金大幅流入推升标普 500 估值相对抬升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：ETF 资金净流入及估值比均为 6 个月移动平均值，估值采用 PE-TTM

图7: ETF 资金大幅流入推升日经 225 估值相对抬升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：NKY 为日经 225 指数，TPX 为东证指数；ETF 资金净流入及估值比均为 6 个月移动平均值，估值采用 PE-TTM

图8: “资产荒”背景下, 类债属性成为红利资产交易的核心逻辑, 将持续吸引中长期资金入市配置 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 2021 年 GDP 增速采用 2020、2021 两年平均的方式

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>