

2025年01月22日

政策强化春季行情开启

事件点评

投资要点

- ◆ **事件：2025年1月22日，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》。**
- ◆ **方案落地对股市影响积极。**（1）分子端：优化资本市场投资生态，改善上市公司盈利能力。方案中明确强调加强回购力度和分红频率、加大回购增持再贷款工具的运用、允许公募基金和险资等作为战略投资者参与上市公司定增等方向，后续对于质地优良上市公司提升每股盈利、增强投资者信心等有重要意义。（2）流动性：政策大力引入中长期资金入市，流动性维持充沛。一是提升商业保险资金A股投资比例与稳定性。二是优化全国社保基金、养老保险基金投资管理机制。三是提高企业年金基金市场化投资运作水平。四是提高权益类基金的规模和占比。（3）风险偏好：方案落地提振市场情绪。去年末以来全A成交额逐步缩量，市场情绪在海外风险扰动、国内政策步入空窗期后有所回落，本轮引入中长期资金入市的政策力度和实施速度均较强，后续风险偏好有望随着政策效果的逐步显现得以修复。
- ◆ **短期可能催化春季行情开启，中期强化A股慢牛逻辑。**（1）短期可能催化春季行情启动。首先，历史上短期调整时悲观情绪出现改善主要受政策和外部事件、流动性等影响。其次，方案落地提振政策预期、流动性维持充裕下可能推动春季行情启动：一是特朗普正式就职，短期悲观情绪已经充分释放，同时方案的落地强化了政策实施节奏和力度的预期，市场情绪逐步回升；二是中长期资金在政策导向下可能加速流入A股，叠加春节前后国内降准预期较强，流动性仍维持宽松。（2）中期强化A股慢牛逻辑。一是政策发力导致信用筑底进而提升A股估值的逻辑进一步强化。二是牛市形成需要的基本面条件可能进一步满足：首先，政策和流动性条件均已具备；其次，盈利大概率维持阶段性高位筑顶，且年报预告来看A股盈利也延续修复趋势，财政政策发力下经济和盈利后续均可能回升，牛市形成所需的基本面条件可能确认。
- ◆ **鼓励中长期资金入市下非银、科技成长及部分高股息可能受益。**（1）鼓励中长期资金入市下，非银有望受益：一是险资、社保资金入市比例仍较低，人口老龄化加剧下险资后续有较大提升空间；二是中长期资金入市下长期有望提振权益市场，因此鼓励中长期资金入市下券商、保险等非银等金融行业有望受益。（2）鼓励保险、社保基金等中长期资金入市，中长期来看以新质生产力为代表的科技成长方向可能受益：政策和产业趋势向上的电子（消费电子、半导体）、通信（算力）、传媒（AI应用）、计算机（自动驾驶、数据要素）、机械（机器人）等是受益具体方向。（3）鼓励保险、社保基金等中长期资金入市，中长期来看部分高股息行业可能受益：首先，中长期资金偏好盈利稳定的高股息行业，社保基金重仓股中对有色金属等行业持仓市值居前；其次，长期经济潜在增速下行的趋势难以扭转，十年期国债收益率可能维持低位，作为低估值稳定类的权益资产的高股息板块具有明显的长期配置价值；最后，炼焦煤、大众成人品牌服饰、家纺、全国性股份制银行III等高股息行业，当前盈利增速预期较高，盈利波动稳定且估值处于中性偏低位置，可能受益。
- ◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用，政策超预期变化，经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

 SAC 执业证书编号：S0910523080001
 denglijun@huajinsec.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

报告联系人

张诗瀑

zhangshipu@huajinsec.cn

相关报告

新股整体交投情绪或有稳定迹象，不排除将进入布局观察窗口-华金证券新股周报
 2025.1.19

春季行情可能开启 2025.1.18

北向资金四季度流入非银、传媒、电新
 2025.1.14

二级交投情绪略有改善，但分歧可能依然剧烈-华金证券新股周报 2025.1.12

短期可能见底，聚焦科技 2025.1.11



内容目录

一、方案落地对股市影响积极	3
二、春季行情有望开启，关注非银、科技成长及部分高股息	4
（一）短期可能催化春季行情开启，中期强化慢牛逻辑	4
（二）行业方面，关注非银、科技成长及部分高股息	4
三、风险提示	6

图表目录

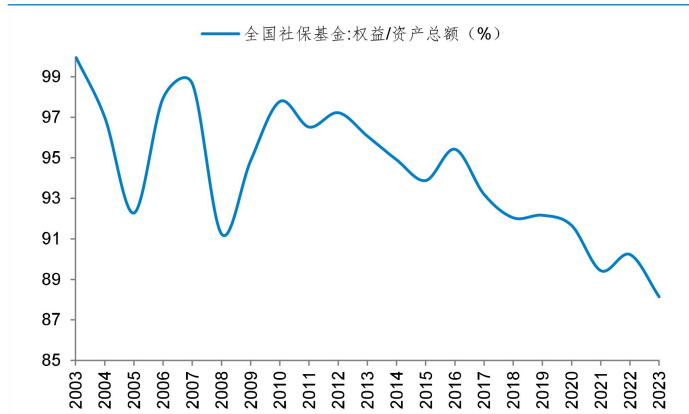
图 1：社保基金权益配置比例有所下降	3
图 2：股票型公募基金份额逐年上升	3
图 3：近年来社保基金权益资产总额逐年上升	5
图 4：当前险资入市比例较低	5
图 5：2024 年 11 月半导体销售额同比增长达 20.7%	5
图 6：2024 年 12 月集成电路出口金额累计同比达 17.4%	5
图 7：炼焦煤、大众成人品牌服饰等高股息行业，当前盈利增速预期较高且估值较低	6

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》。

一、方案落地对股市影响积极

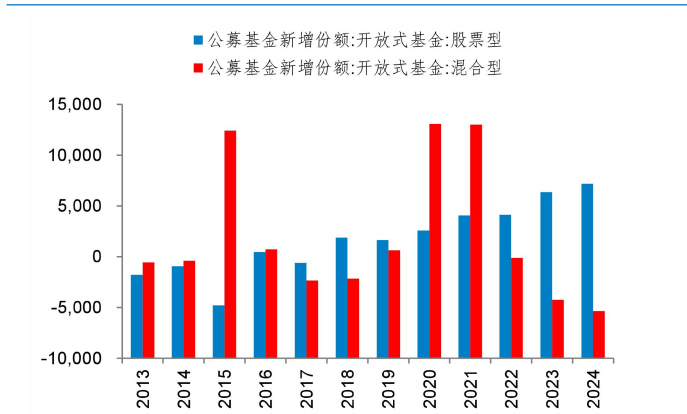
方案落地对股市影响积极。（1）分子端：优化资本市场投资生态，改善上市公司盈利能力。方案中明确提出“优化资本市场投资生态”，强调加强回购力度和分红频率、加大回购增持再贷款工具的运用、允许公募基金和险资等作为战略投资者参与上市公司定增等重点方向，后续对于质地优良上市公司提升每股盈利、增强投资者信心等具有重要意义，分子端盈利有望在方案的实施下迎来改善。（2）流动性：政策大力引入中长期资金入市，流动性维持充沛。一是提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性：当前险资配置 A 股规模较低，截至 2024 年 9 月底，保险公司的股票和证券投资基金投资余额占总投资余额之比约为 12.8%，较 2023 年底的 12.3%略有提升，而方案加大力度引导大型国有保险公司增加 A 股投资规模和实际比例，并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%），在当前十债收益率极低的资产荒环境下，可能提升险资投资优质 A 股标的比例。二是优化全国社保基金、养老保险基金投资管理机制：方案提出提升全国社会保障基金股票类资产投资比例，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，在考核标准的实施下社保基金也可能成为后续耐心资本的重要增量来源之一。三是提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平：方案要求出台企（职）业年金基金三年以上长周期业绩考核指导意见、扩大企业年金覆盖范围，并支持放开企业年金个人投资选择、鼓励企业年金管理人开展差异化投资，后续企业年金可能作为收益稳健的投资方式之一加速流入 A 股市场。四是提高权益类基金的规模和占比：方案从优化发行、加强监管等多个方面优化权益基金市场环境，此外对于私募基金也需丰富产品类型、优化投资策略，基金产品作为股市资金的核心来源可能迈上新的发展阶段。（3）风险偏好：方案落地提振市场情绪。自去年年末以来，全 A 成交额逐步缩量，市场情绪在海外风险扰动、国内政策步入空窗期后有所回落。而方案的落地短期内无疑缓解了市场的悲观情绪，本轮引入中长期资金入市的政策力度和实施速度均较强，后续风险偏好有望随着政策效果的逐步显现得以修复。

图 1：社保基金权益配置比例有所下降



资料来源：华金证券研究所，wind

图 2：股票型公募基金份额逐年上升



资料来源：华金证券研究所，wind

二、春季行情有望开启，关注非银、科技成长及部分高股息

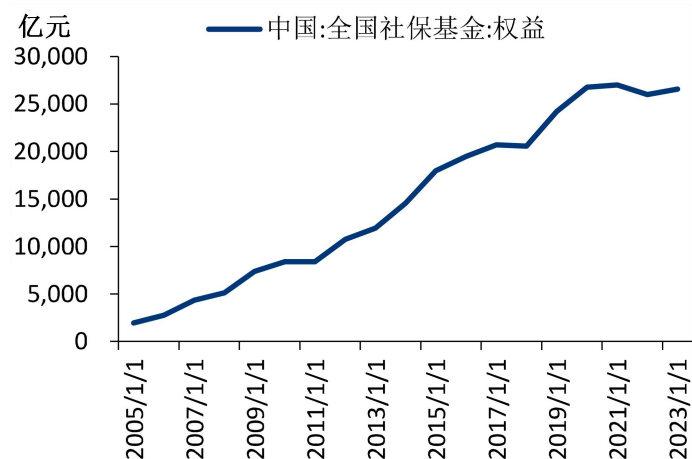
（一）短期可能催化春季行情开启，中期强化慢牛逻辑

短期可能催化春季行情开启，中期强化 A 股慢牛逻辑。（1）短期可能催化春季行情启动。首先，根据我们报告《春季行情可能开启》中所述，历史上短期调整时悲观情绪出现改善主要受政策和外部事件、流动性等影响。其次，方案落地提振政策预期、流动性维持充裕下可能推动春季行情启动：一是特朗普正式就职，短期悲观情绪已经充分释放，同时方案的落地强化了政策实施节奏和力度的预期，市场情绪开始逐步修复；二是中长期资金在政策导向下可能加速流入 A 股，叠加春节前后国内降准预期较强，流动性仍维持宽松。（2）中期强化 A 股慢牛逻辑。一是政策发力导致信用筑底进而提升 A 股估值的逻辑进一步强化：信用筑底时政策对其有提振，此外信用筑底时估值也多在低位，而政策发力对估值回升也有明显作用，因此当前信用正处筑底区间，本轮财政政策进一步发力下大概率推动信用和估值修复。二是牛市形成需要的基本面条件可能进一步满足：首先，政策和流动性条件均已具备，资本市场改革相关政策持续出台落地，解决当前供需不均的问题，同时美联储降息周期开启、地产投资属性减弱但公募基金赚钱效应回升、债券收益率偏低叠加政策引导中长期资金入市，外资、理财资金、社保基金均可能在政策催化下进一步流入；其次，盈利大概率维持阶段性高位筑顶，且年报预告来看 A 股盈利也延续修复趋势，财政政策发力下经济和盈利后续均可能回升，牛市形成所需的基本面条件可能确认。

（二）行业方面，关注非银、科技成长及部分高股息

鼓励保险、社保基金等中长期资金入市，短期券商、保险等非银行业受益。文件提到要提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性、抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地、稳步提升全国社会保障基金股票类资产投资比例、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。结合数据看，险资方面，2023 年险资入市比例仍较低，股票和基金占资金运用余额比例仅为 12% 左右，人口老龄化加剧下险资后续有较大提升空间；社保基金来看，2024 年二季度社保基金的持仓总市值达 4219 亿元，较一季度略有降低但仍然保持在历史高位水平，预计中长期资金入市下券商、保险等非银等金融行业有望受益。

图 3：近年来社保基金权益资产总额逐年上升



资料来源：华金证券研究所，wind

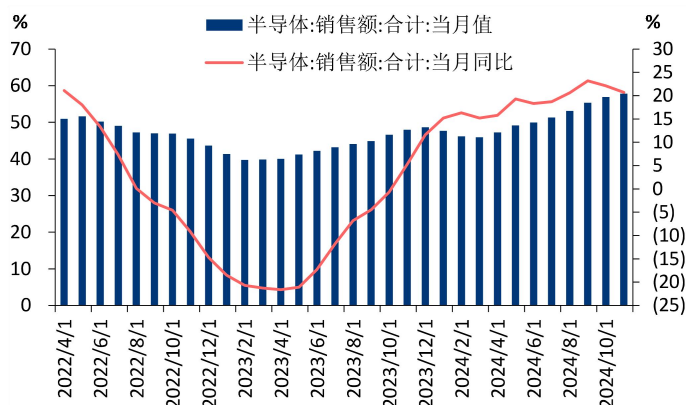
图 4：当前险资入市比例较低



资料来源：华金证券研究所，wind

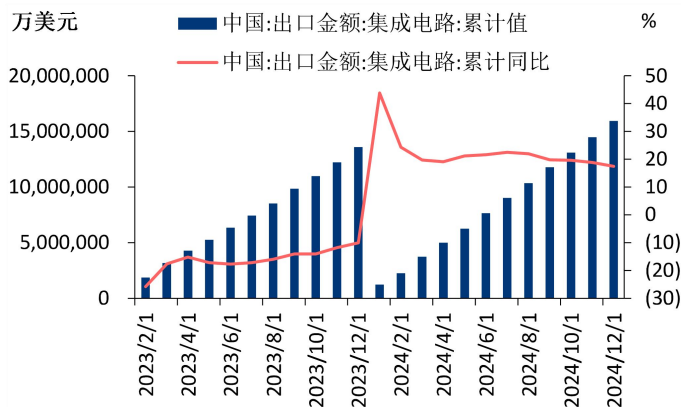
鼓励保险、社保基金等中长期资金入市，中长期来看以新质生产力为代表的科技成长方向可能受益。当前以半导体、芯片、机器人、算力、智能驾驶为代表的战略性新兴产业，具有技术含量高、市场潜力大等特点，但投资周期长、风险高，中长期资金的介入可为半导体企业提供长期稳定的资金来源，支持企业在技术研发、产能扩张等方面的投入，加速产业国产化进程，因此，新质生产力政策与 AI 周期共振下的科技成长值得关注：一是半导体方面，11 月半导体销售额同比增长 20.7%，月度销售额连续八个月环比增长，AI 推动的换机潮以及应用侧加速革新有望持续推动行业提升；二是算力方向，我国在用算力中心超过 880 万标准机架，算力总规模达 268EFLOPS，政策支持下算力基建完善建设下为 AI 各类产品更迭实现赋能；三是智能驾驶方向，英伟达推出 Cosmos 世界基础模型平台，可用于自动驾驶汽车，其成本远低于传统数据采集方式，赋能智能驾驶加速发展；四是数据要素方面，2024 年全国数据市场交易规模同比增长 30% 以上，其中场内市场数据交易规模同比实现翻番，各省加快数据交易市场建设下行业景气提升；五是机器人方向，马斯克表示特斯拉 (TSLA) 工厂将在未来三年内生产 50 万个人形机器人，头部公司加速布局下中短期催化不断；产能端，12 月工业机器人产品产量同比高达 14.2%，需求上升下行业基本面向好。

图 5：2024 年 11 月半导体销售额同比增长达 20.7%



资料来源：华金证券研究所，wind

图 6：2024 年 12 月集成电路出口金额累计同比达 17.4%



资料来源：华金证券研究所，wind

鼓励保险、社保基金等中长期资金入市，中长期来看，部分高股息行业可能受益。首先，中长期资金偏好盈利稳定的高股息行业，Wind 数据显示，在 162 只社保基金重仓股中，2024 年上半年末社保基金对有色金属、电子、基础化工行业持仓市值居前，分别为 53.21 亿元、44.07 亿元、39.41 亿元，此外，社保基金对通信、电力设备、医药生物、食品饮料、银行、机械设备的持仓市值均超过 20 亿元，因此鼓励中长期资金入市下相关盈利稳定的高股息行业可能受益；其次，长期来看，新增人口较低、地产下行、外需下降等导致经济潜在增速下行的趋势不变，高股息板块对大资金而言是较好的配置选择、长期经济潜在增速下行的趋势难以扭转，十年期国债收益率可能维持低位，作为低估值稳定类的权益资产的高股息板块具有明显的长期配置价值；最后，炼焦煤、大众成人品牌服饰、家纺、全国性股份制银行Ⅲ、厨房电器Ⅲ、城商行等高股息行业，当前盈利增速预期较高，盈利波动稳定且估值处于中性偏低位置，可能受益。

图 7：炼焦煤、大众成人品牌服饰等高股息行业，当前盈利增速预期较高且估值较低

	股息率 (近12月) %	盈利增速预期 (2025) %	19-23年 盈利增速标准差 (排名分位数)	ROE预期 (2025) %	PE估值分位数 (TTM)
炼焦煤	8.1	3.9	33.4	12.4	13.1
大众成人品牌服饰	6.2	10.1	19.4	9.6	0.0
家纺	5.8	1.5	20.2	11.9	1.8
全国性股份制银行Ⅲ	5.7	0.9	7.4	9.7	14.7
厨房电器Ⅲ	5.6	12.5	17.6	13.9	0.0
城商行	5.3	6.6	5.5	11.5	5.6
动力煤	5.3	2.2	35.6	15.6	50.0
国有大型银行Ⅲ	5.0	-0.5	4.2	10.0	40.7
炼油	4.9	21.4	20.7	8.0	64.3
农商行	4.8	6.7	6.6	10.0	34.5
房建建设	4.5	6.9	8.5	10.9	45.4
基建建设	4.2	9.4	6.8	9.0	4.7
中高端成人品牌服饰	4.1	21.0	25.0	7.8	0.1
小家电Ⅲ	3.8	23.2	6.9	15.6	0.0
贸易Ⅲ	3.8	13.3	48.2	5.3	23.5
白色家电Ⅲ	3.7	11.5	4.5	19.9	3.8
白酒	3.4	17.9	3.6	27.3	12.9
公路	3.1	5.8	46.3	9.9	41.7
家电3C	2.9	5.7	11.4	8.4	36.2
保险Ⅲ	2.2	30.4	42.3	10.1	31.3

资料来源：华金证券研究所，wind

三、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn