



李迅雷：如何让长期资金成为资本市场的定海神针



意见领袖 | 李迅雷团队

引言

近期，国际地缘冲突加剧，也给全球资本市场带来了巨幅震荡。年初至今，沪深 300、创业板指等主流指数跌幅超过 15%，不仅远超美股标普 500 的-8.6%调整，越南、印度等亚太新兴市场-2.4%与-0.67%的跌幅，甚至超过直接受俄乌战争影响、天然气等原材料暴涨的德国、法国等欧洲市场指数-9.9%、-8.2%的跌幅。不得不说，这种现象是出人意料且引人深思的。

造成这种暴跌的原因，除了中概股面临美国监管机构退市威胁以及部分美国官员无理的所谓“连带制裁”等威胁的诱因外，缺乏“定海神针”式的长期稳健入市的增量机构资金或是资金面上的主因：外资在地缘风险等因素下持续大幅流出，仅 3 月至今北上资金流出额就达到 300 亿元，外资流出造成了机构重仓股大幅下挫，又引发了包括：银行理财、“固收+”产品、保险资金在内有着严格止损要求的绝对收益资金被动平仓，上述资金的流出进一步加剧了市场的恐慌，使得 A 股市场上占据主流的散户资金以及近两年规模快速增加的量化资金等短线资金形成“恐慌盘抛售”，引发资金连锁“负向循环”。

面对这种资金“负向循环”可能诱发的金融系统性风险，管理层采取果断措施，3 月 16 日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，及时回应市场关键问题，表达了管理层对于资本市场的“底线思维”，提出欢迎

长期机构投资者增加持股比例，大幅提振了市场信心。

中长期看，如何防止此类资金“负向循环”再度发生？如何从根本上提升我国资本市场抵御各种风险的韧性？正所谓“问渠哪得清如水，为有源头活水来”，纵观全球资本市场的发展历程，持续不断引入长期增量资金，不仅是发达国家股市“慢牛”的“压舱石”，亦是成熟市场抵御各种外部风险的“定海神针”。这也是本次金融委会议明确强调“欢迎长期机构投资者增加持股比例”的重要原因。

与全球相比，当前我国资本市场的长期资金构成如何？多年来，我国长期机构投资者占比始终偏低的原因和深层次体制机制“痼疾”又是哪些？有哪些行之有效的措施或可提升我国长期机构投资者的入市意愿？未来长期机构投资者日趋扩大后，对于资本市场的投资主线又将产生哪些影响？本文将就上述问题展开讨论。



我国长期资金入市比例往往“不尽如人意”

近些年，A股市场上机构投资者规模逐步扩大，公募基金、私募基金管理规模达36.85万亿，机构投资者比例也提高至48.2%。虽然A股去散户化的进程加快，但市场资金短视化的抱团、炒作等造成个股股价大起大落的现象也屡见不鲜。这正是由于长期机构投资者的长期投资行为没有得到合理的保护。从资金博弈的角度看，我国资本市场要防止上述“负向循环”，必须需要加大长期资金的入市比重。

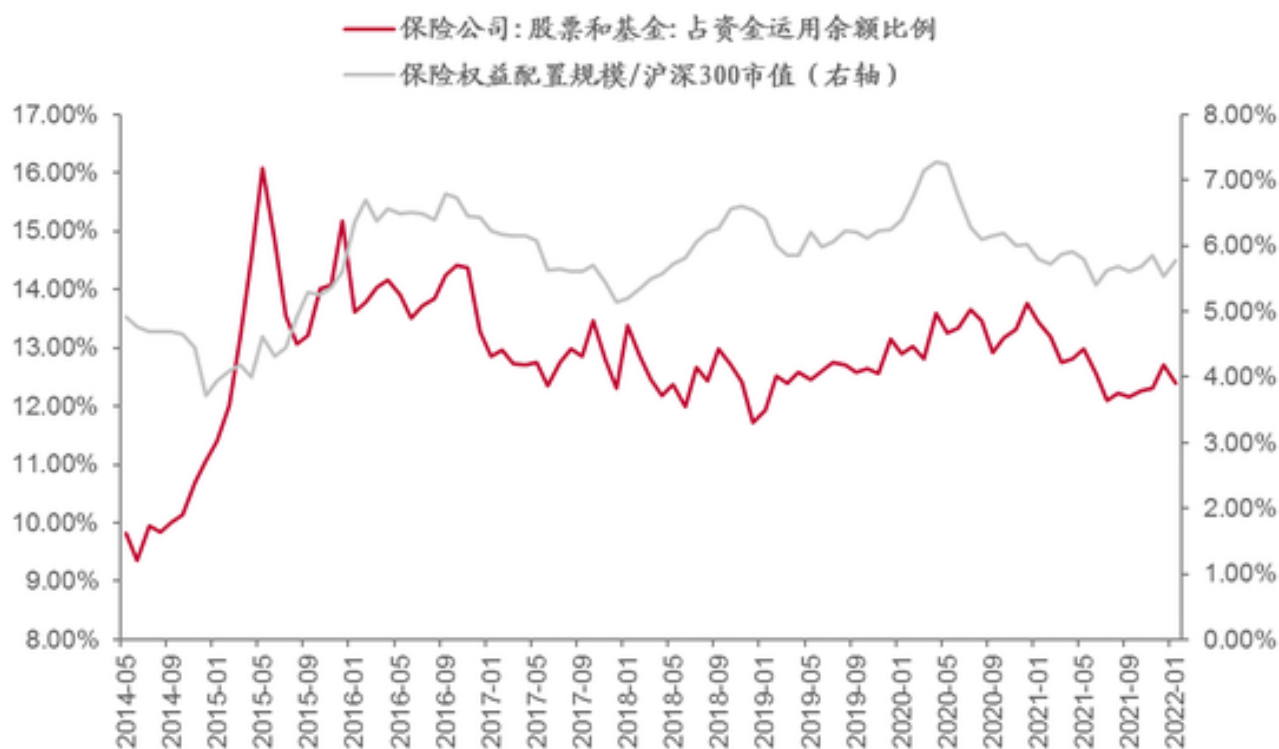
一般来看，长期资金指的是指包括保险资金、养老金、企业年金、慈善资金、具有长期投资理念的高净值个人投资的资金等，而国内的中长期资金一般包括养老金、保险资金。

首先，我国三支柱的养老金体系中，以基本养老保险为代表的第一支

柱，涉及基本民生的兜底，故其对投资风险控制要求与入市比例限制往往较为严格。2020 年我国养老金整体规模约 9.35 万亿元，其中第一支柱的基本养老保险占比 72% 是绝对主力，第二支柱的企业年金占比仅 28%，且覆盖率低；而第三支柱的个人商业养老保险整体规模占比更是近乎忽略不计（截至 2020 年末，第三支柱累计实现保费收入仅 4.26 亿元）。与美国、日本等相比，我国养老金三大支柱结构明显失衡，国际上社会养老金入市的主力军是第二支柱即企业年金，我国则很低，特别是第三支柱的个人商业养老保险占比明显偏低，造成我国养老金入市力度不足。

其次，就保险资金而言，我国险资入市比例上限已经放宽至 45%。2004 年 10 月 25 日，我国保险资金首次入市比例上限仅为 5%，2007 年 7 月 17 日比例上调至 10%，2010 年 8 月 5 日进一步上调至 20%，2014 年 2 月 19 日上调至 30%。2020 年 7 月该比例继续放开，保险公司上季末综合偿付能力充足率为 350% 以上的，权益类资产投资余额最高可占上季末总资产的 45%。然而，虽然保险资金权益类配置比例限制不断上调，但实际上我国险资实质上提高入市比例的进程往往“不尽如人意”，甚至出现险资入市比例在 2020 年限制松绑后却明显下降的现象。

保险资金入市比例及其权益配置规模占沪深 300 市值比例



来源: Wind, 中泰证券研究所

历史上的几次险资入市比例的上调也明显看到了市场受到了短期的提振,但险资一直没能成为A股市场上稳定增加的长期资金。根据银保监会统计,2021年末,保险资金运用余额23.23万亿元,其中,银行存款和债券合计占比达50.31%,股票和证券投资基金合计占比达12.70%。且根据中国保险保障基金发布的《2020中国保险业风险评估报告》披露,保险行业中九成公司配置股票比例低于10%。就保险资金而言,虽然保险资金已经被预期为股市贡献稳定的增量资金,但目前保险投资股票和基金的比例(12.7%)相比2015年的高点(16%)仍存在一定差距。

同时,在国际对比中,我国保险资金权益配置比重也远低于美国保险资金配置权益的比例。而根据美国保险信息协会的最新数据来看,美国保

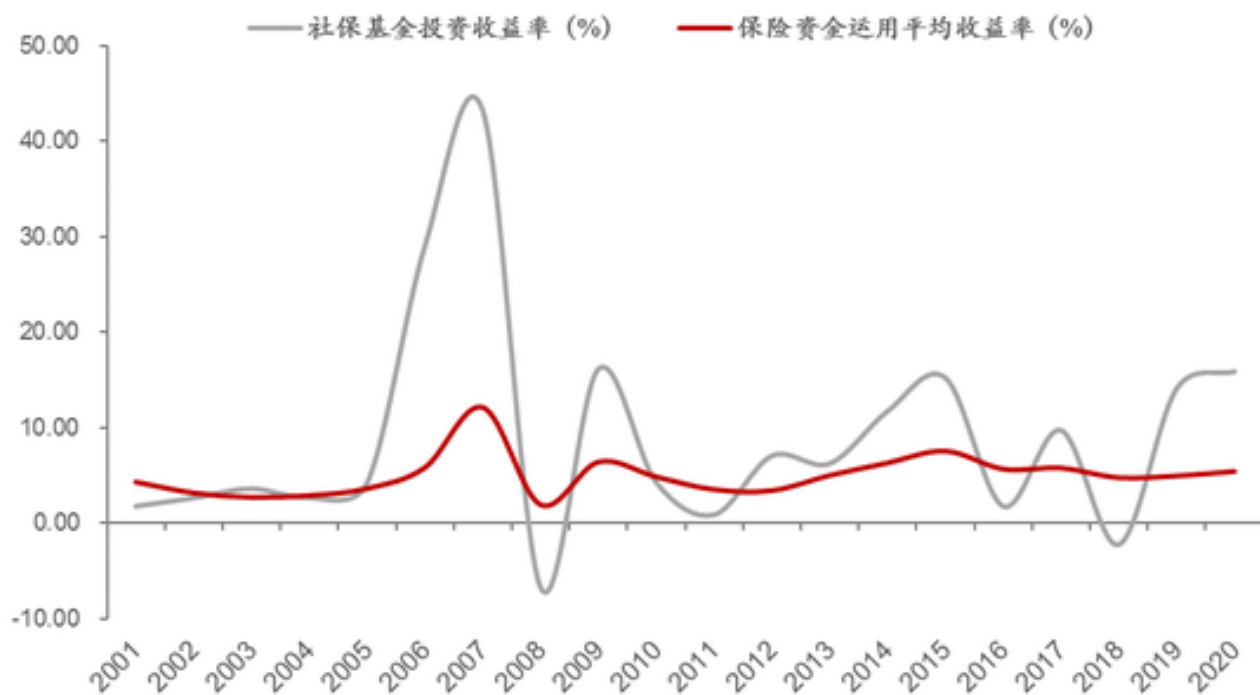
险资金的投资范围也涵盖了债券，股票，房地产抵押贷款，衍生品及证券借贷再投资抵押资产等。其中，2020年的美国财险的资金配置中股票占比约为26.71%。在20世纪90年代和2003-2007年的两轮美国股票牛市中表现得较为明显，美国保险业的股票投资占比分别从9%提升至32%、从23%提升至33%。2008年之后，美国保险业的股票资产的占比持续保持在30%左右的历史较高水平。

为什么险资权益配置比例那么低——

资金偏好的“稳健与安全”

风险偏好视角下，保险资金的本身属性决定了对于其而言，收益率稳定及本金安全是第一位的。从我国保险、社保基金等投资实践结果来看，在我国保险资金和社保基金的资产配置中，债券、存款、股权等投资收益比较稳定，而股票权益类的投资收益率起伏较大，并且对当年的总投资收益构成较大影响。从年均收益率看，社保基金收益率高于保险资金。2005-2019年，保险资金年均收益率为5.44%，社保基金为9.65%。而2015-2019年，保险资金年均收益率为5.65%，社保基金为7.46%。

2001-2020年社保基金投资收益率与保险资金运用平均收益率对比



来源：Wind，中泰证券研究所

造成这种差异的原因在于——保险资金对收益率双向波动的容忍度极低，保险资金最大的特点就是寻求低风险收益率的稳健性，而社保基金的收益率则相对宽幅震荡。从衡量风险回报的夏普比率看，保险资金风险调整后的收益率是社保基金的两倍多。过去十五年，保险资金的夏普比率为 1.19，社保基金的夏普比率为 0.61；过去五年，二者的夏普比率分别为

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39639

