

# 指数基金纳入个人养老金，影响几何？ ——资金流跟踪系列（一）

证券分析师：陈刚

执业证书编号：S0600523040001  
邮箱：cheng@dwzq.com.cn

证券分析师：陈李

执业证书编号：S0600518120001  
邮箱：yjs\_chenl@dwzq.com.cn

研究助理：蒋琚逸

执业证书编号：S0600123040067  
邮箱：jiangjy@dwzq.com.cn

2024年12月16日

## 摘要:

### ✓ 政策热点：指数基金纳入个人养老金，影响几何？

- 12月12日，人力资源社会保障部等5部门联合印发《关于全面实施个人养老金制度的通知》，明确自12月15日起个人养老金制度将在我国全面实施，我国养老保险体系的“第三支柱”制度进一步完善。
- 从美国市场发展经验来看，养老金持续入市是推动美股的被动化趋势的中坚力量。从长期维度看，在我国人口结构持续改变的背景下，养老投资规模大幅增加以及权益类资产配置比例显著提升将是大势所趋，成为被动指数基金市场的重要增量资金来源，相关指数有望受益于增量资金流入，获得估值溢价。

### ✓ 宏观流动性与资金价格：宏观流动性维持宽松，债市利率回落，汇率贬值。

### ✓ 微观流动性与A股市场资金面：A股放量滞涨，可跟踪资金加大净流入。

- 散户：情绪进一步改善
- 杠杆资金：净流入规模扩大，加仓机械设备、传媒、计算机
- 外资：北向成交热度回升，海外ETF增配A股
- 公募：偏股型基金新发强度提升，以指数型基金为主；主动偏股型基金仓位回落；ETF持续净流入，加仓中证A500、沪深300、科创等。

### ✓ 市场交易情绪跟踪

- A股与汇率背离指数：已由严重背离区间回落
- 股债收益相关性指标：“跷跷板”效应边际增强
- A股与港股收益分化指标：高位回落
- A股与商品背离指数：处于历史偏高水平
- A股大小盘分化指数：收益走向均衡，换手率分化仍在高位

风险提示：经济复苏不及预期、海外衰退超预期、地缘政治事件黑天鹅、统计数据口径存在偏差等。



■ 1、政策热点：指数基金纳入个人养老金，影响几何？

---

■ 2、宏观流动性与资金价格

---

■ 3、微观流动性与A股市场资金面

---

■ 4、市场交易情绪跟踪

---

■ 5、风险提示

---

1、政策热点：  
指数基金纳入个人养老金，影响几何？

## 我国养老保险体系“第三支柱”进一步完善

- ✓ 12月12日，人力资源社会保障部等5部门联合印发《关于全面实施个人养老金制度的通知》，明确自12月15日起个人养老金制度将在我国全面实施，我国养老保险体系的“第三支柱”制度进一步完善。
- ✓ 养老金产品种类继续丰富，个人养老金基金名录新增85只权益类指数基金，且新增基金将增设个人养老金专属Y类基金份额，实施较行业偏低的托管费率和费率。

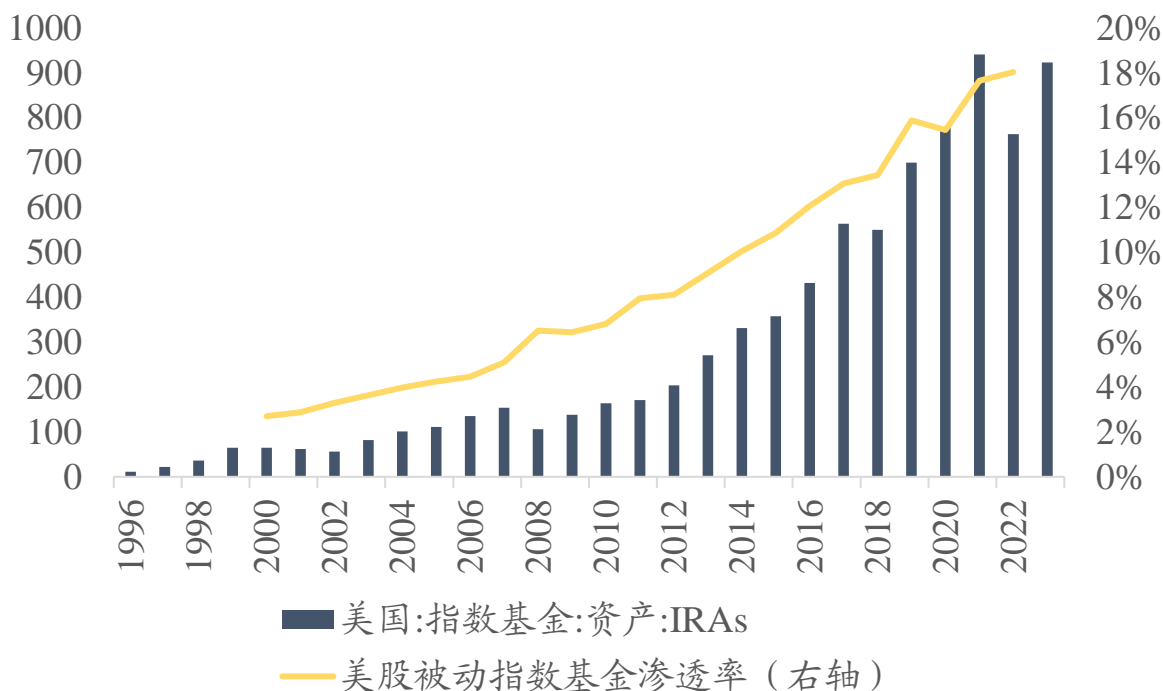
以部分指数联接基金为例，Y份额费率显著低于市场均值（单位：%）

	管理费率(%)		托管费率(%)	
	市场均值	Y份额	市场均值	Y份额
创业板指	0.22	0.15	0.06	0.05
科创50	0.26	0.15	0.06	0.05
科创创业50	0.38	0.15	0.08	0.05
300红利低波	0.38	0.15	0.08	0.05
红利低波100	0.43	0.15	0.09	0.05
中证A100	0.38	0.15	0.08	0.05

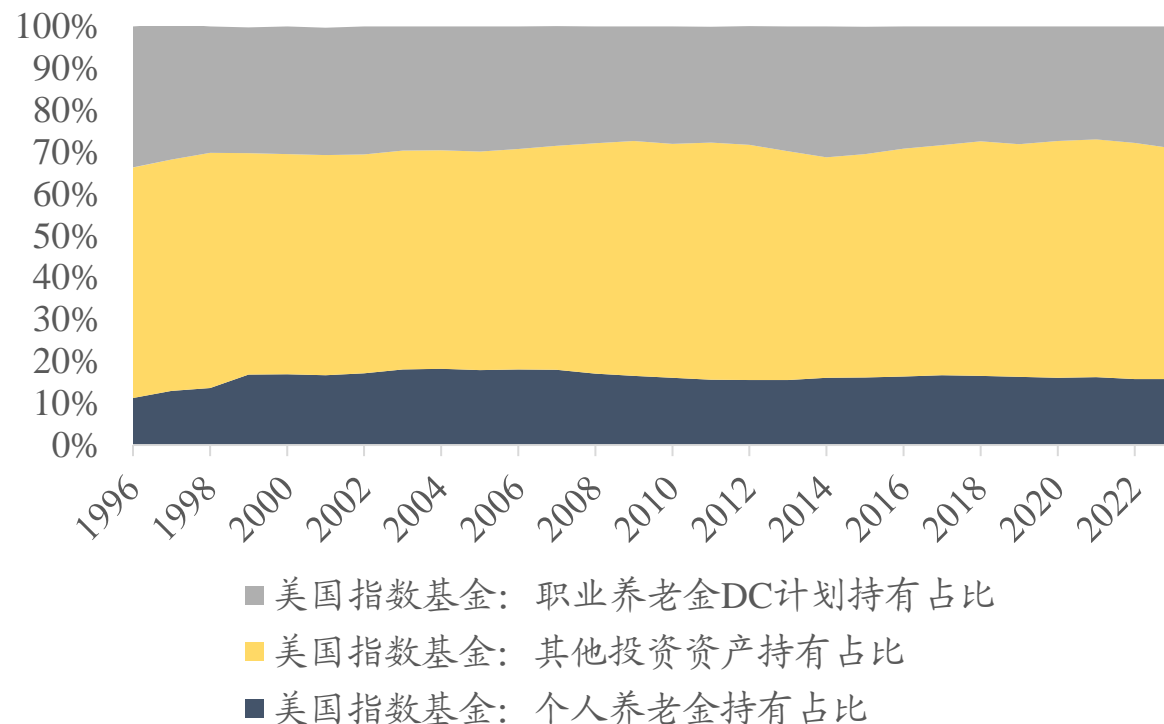
## 从美国经验看，养老金入市助推美股被动化

- ✓ 从美国市场发展经验来看，养老金持续入市是推动美股的被动化趋势的中坚力量。
  - 近年来美股被动化浪潮下指数基金规模持续扩大，其中养老金持有较大比重，个人养老金和职业养老金DC计划占比始终维持在16%、28.5%中枢水平，养老金规模扩增推动资金以被动指数形式入市。
- ✓ 养老投资具有资产配置属性强、投资周期长、安全性要求高等特点，指数基金低成本、持仓透明等特点能够较好适配。从长期维度看，在我国人口结构持续改变的背景下，养老投资规模大幅增加以及权益类资产配置比例显著提升将是大势所趋，有望成为被动指数基金市场的重要增量资金来源。

美国个人养老金持有指数基金规模呈增长态势（单位：十亿美元；%）



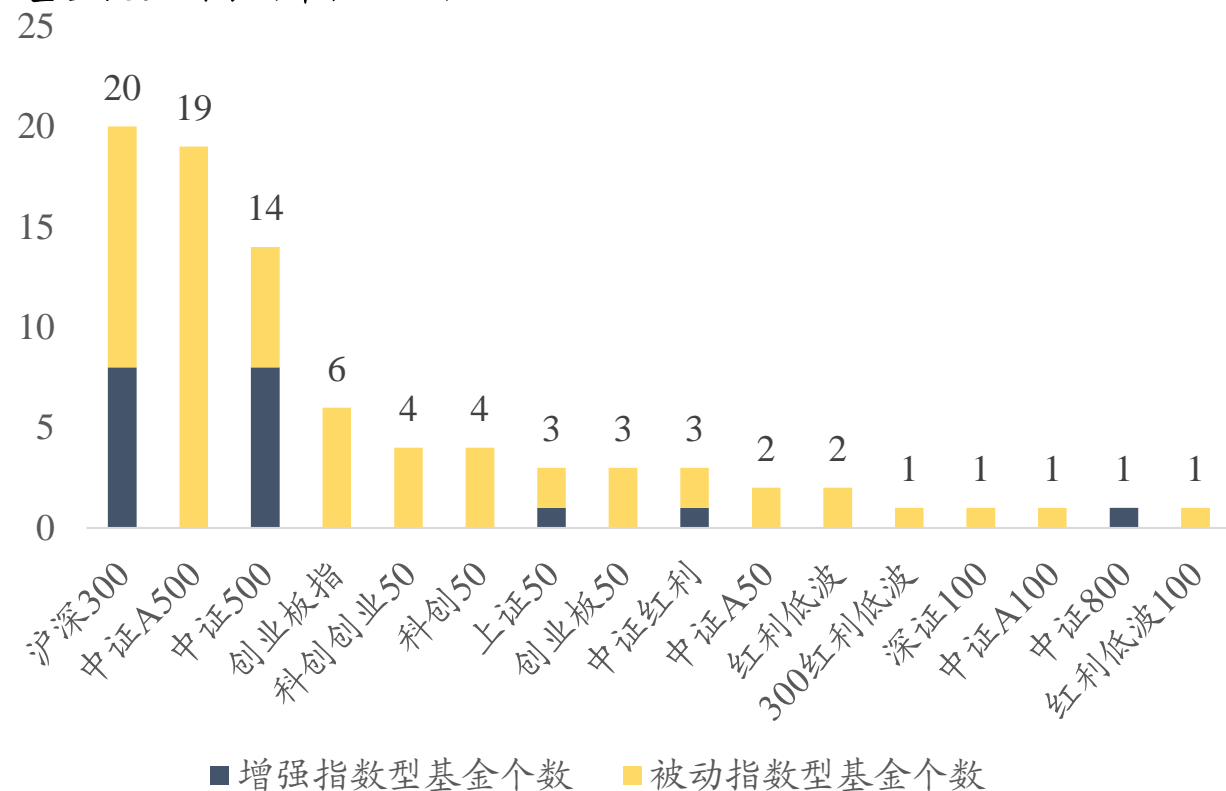
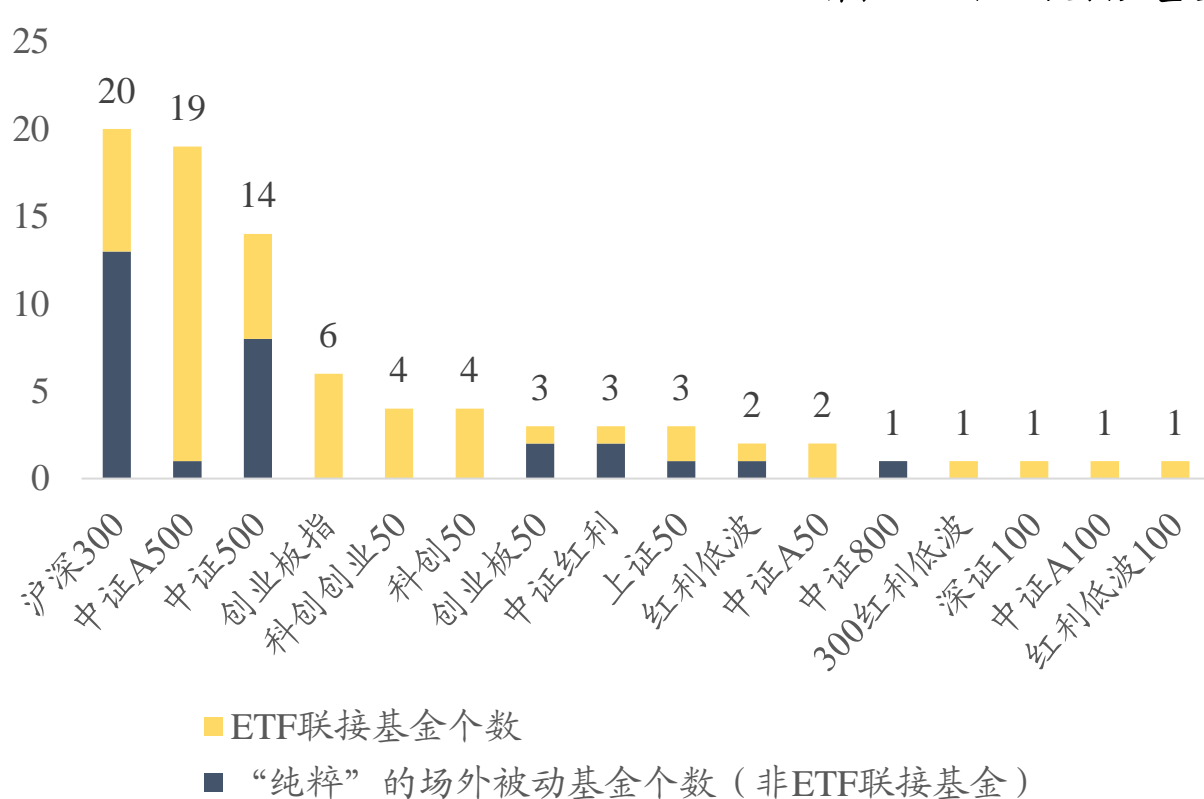
美国指数基金持有者中，养老金占据较大比重（单位：%）



## 养老金产品扩容，哪些指数有望受益？

- ✓ 分基金类型来看，首批85只权益类指数基金包括56只ETF联接基金，29只“纯粹”的场外被动基金；同时，可分为普通被动指数型基金66只和增强指数型基金19只。
- ✓ 分指数来看，跟踪沪深300、中证A500、中证500指数的基金产品较多，分别为20、19和14只；此外，双创和红利指数产品分别为17只和7只。长期看，相关指数有望受益于增量资金流入，获得估值溢价。

首批85只权益类指数基金按基金类型划分（单位：只）












## 2、宏观流动性与资金价格

## 宏观流动性维持宽松

✓ 公开市场操作：本期央行公开市场累计净投放1844亿元，宏观流动性维持宽松。

➢ 其中，货币投放量5385亿元，回笼量3541亿元。















注：表中所指本期为2024年12月7日-12月13日，上期为2024年11月30日-12月6日

公开市场操作（亿元）		本期	上期	边际变化	近6个月趋势图
逆回购	投放	5385	3541	1844	
	回笼	-3541	-14862	11321	
	净投放	1844	-11321	13165	
MLF	投放	0	0	0	
	回笼	0	0	0	
	净投放	0	0	0	
货币净投放 量总计	投放	5385	3541	1844	
	回笼	-3541	-14862	11321	
	净投放	1844	-11321	13165	

## 债市利率回落，汇率贬值

- ✓ 货币市场利率：短期资金成本提升，中长端利率下行。R007、DR007、SHIBOR（1周）利率明显回升，SHIBOR隔夜及中长期利率维持下行态势。
- ✓ 债券市场利率：国债及信用债收益率均下行，信用利差回升。
- ✓ 外汇市场：中美利差持续扩大，2Y达到-307bp。美元兑人民币即期汇率为7.28元，较前期贬值。

注：表中所指本期为2024年12月7日-12月13日，上期为2024年11月30日-12月6日

货币市场利率 (%)		本期	上期	边际变化 (bp)	历史分位 (近5年)	近1年趋势图
公开市场操作	逆回购利率 (7天)	1.50	1.50	0.0	0%	
质押式回购	R007	1.91	1.84	6.9	28%	
	DR007	1.69	1.66	2.6	16%	
SHIBOR	SHIBOR (隔夜)	1.40	1.48	-7.4	25%	
	SHIBOR (1周)	1.76	1.69	7.2	19%	
	SHIBOR (1个月)	1.71	1.71	-0.1	9%	
	SHIBOR (3个月)	1.74	1.76	-2.0	8%	
债券市场利率 (%)		本期	上期	边际变化 (bp)	历史分位 (近5年)	近1年趋势图
国债	国债收益率 (1Y)	1.16	1.35	-19.03	1%	
	国债收益率 (10Y)	1.78	1.95	-17.68	0%	
信用债	企业债收益率 (5Y/AAA)	1.96	2.08	-11.23	0%	
	企业债信用利差 (5Y/AAA)	0.53	0.47	6.35	25%	
外汇市场		本期	上期	边际变化	历史分位 (近5年)	近1年趋势图
汇率	美元兑人民币 (人民币元)	7.28	7.26	0.02	95%	
中美利差 (中-美)	中美利差 (2Y) (bp)	-307.30	-278.16	-29.14	2%	
	中美利差 (10Y) (bp)	-262.29	-219.61	-42.68	0%	

### 3、微观流动性与A股市场资金面

注：本期为2024年12月9日-13日，上期为2024年12月2日-6日

## 成交热度：A股放量滞涨

✓ 本期，万得全A下跌0.36%，日均成交金额达到1.93万亿元，较上期增加2083亿元，A股放量滞涨。

- 分板块来看，上证主板、深证主板、创业板、科创板日均成交额分别环比提升797.51、734.67、474、88、180.45亿元，北交所环比降低103.68亿元。
- 分重要指数看，沪深300、上证50、中证500、中证1000分别环比提升487.94、165.36、378.18、298.97亿元。

A股日成交金额20日移动平均（单位：亿元）



市场板块及重要指数周度成交额变动（单位：亿元）

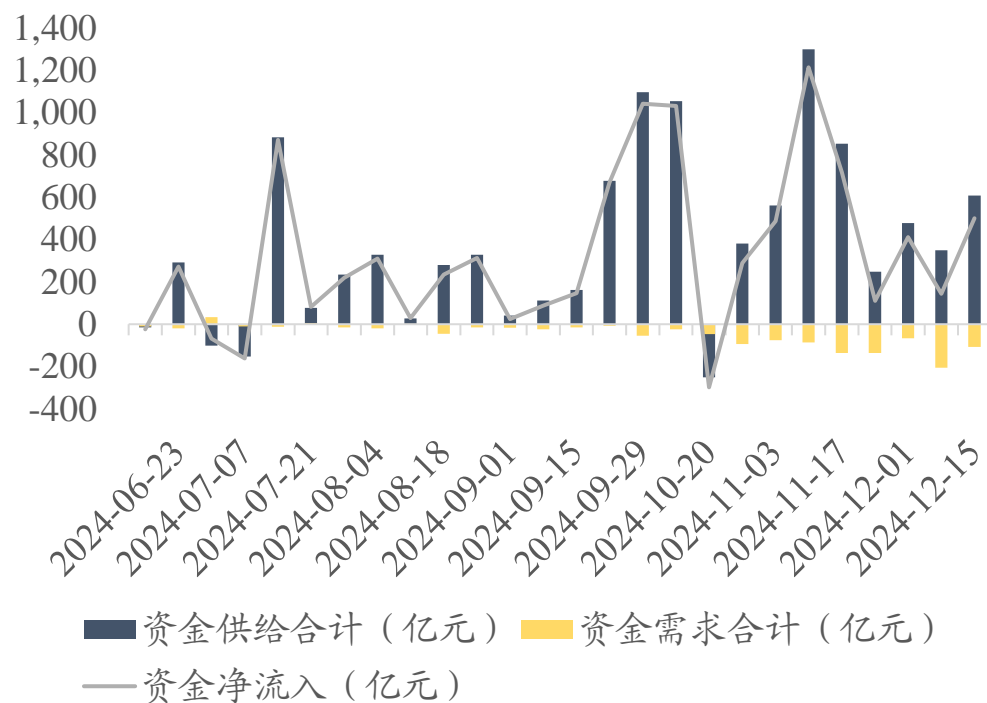
	日均成交额	日均成交额变动		日均成交额	日均成交额变动
全部A股	19,329.44	2083.82	上证主板	6,287.23	797.51
沪深300	3,722.73	487.94	深证主板	6,247.78	734.67
上证50	960.48	165.36	创业板	5,270.43	474.88
中证500	2,755.43	378.18	科创板	1,286.20	180.45
中证1000	4,041.89	298.97	北交所	237.79	-103.68

## 资金供需：A股可跟踪资金加大净流入

✓ 本期，A股可跟踪资金总计净流入502亿元，净流入量较前期增加358亿元，主要系股票型ETF净申购增加导致资金供给增加，以及定增减少导致资金需求减少所致。

- 资金总供给（偏股型公募基金新发+融资资金净流入+股票型ETF净申购）607亿元，较前期增加258亿元。
- 资金总需求（IPO+定增+重要股东净减持）105亿元，较前期减少100亿元。

A股周度可跟踪资金供需（单位：亿元）



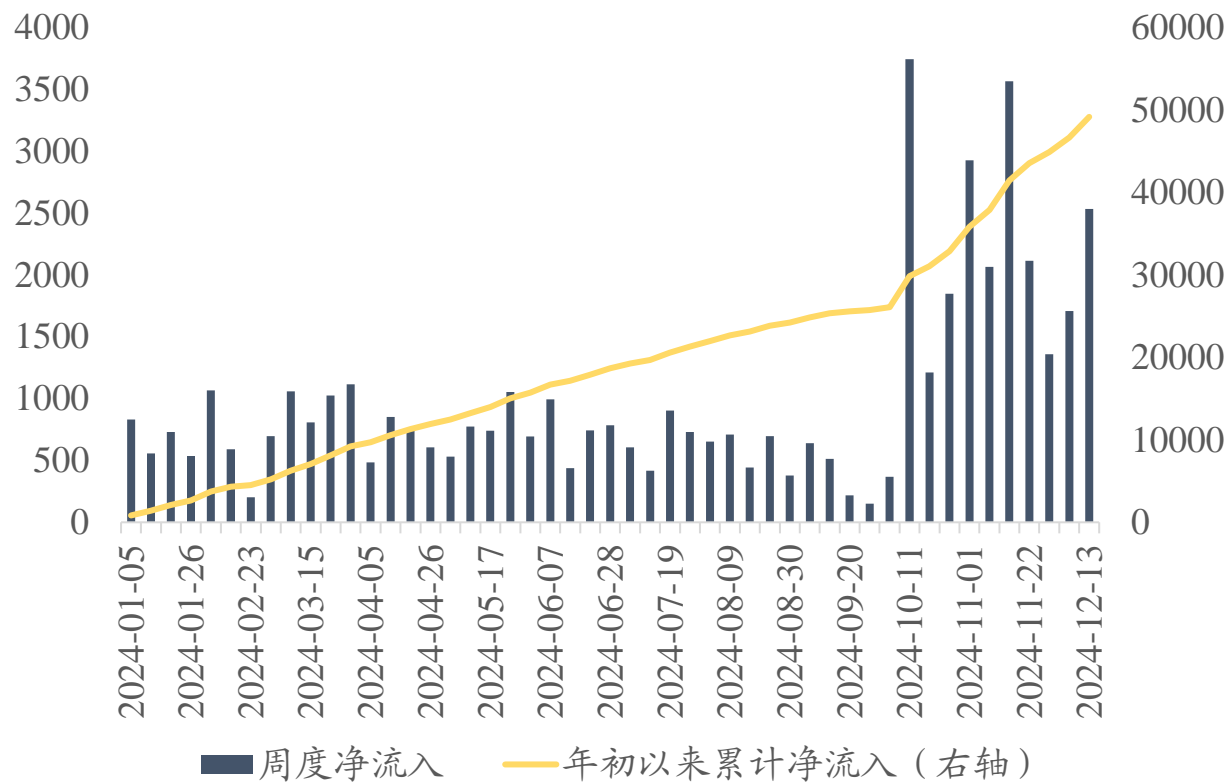
A股可跟踪资金流		本期	前期	变动
资金供给	偏股型基金新发份额	46	28	18
	融资资金净流入	250	192	57
	股票型ETF净申购	312	129	183
	合计	607	349	258
资金需求	IPO	13	20	-7
	定增	69	138	-68
	重要股东净减持	22.77	47.17	-24
	合计	105	205	-100
A股资金净流入		502	144	358

## 散户：情绪进一步改善

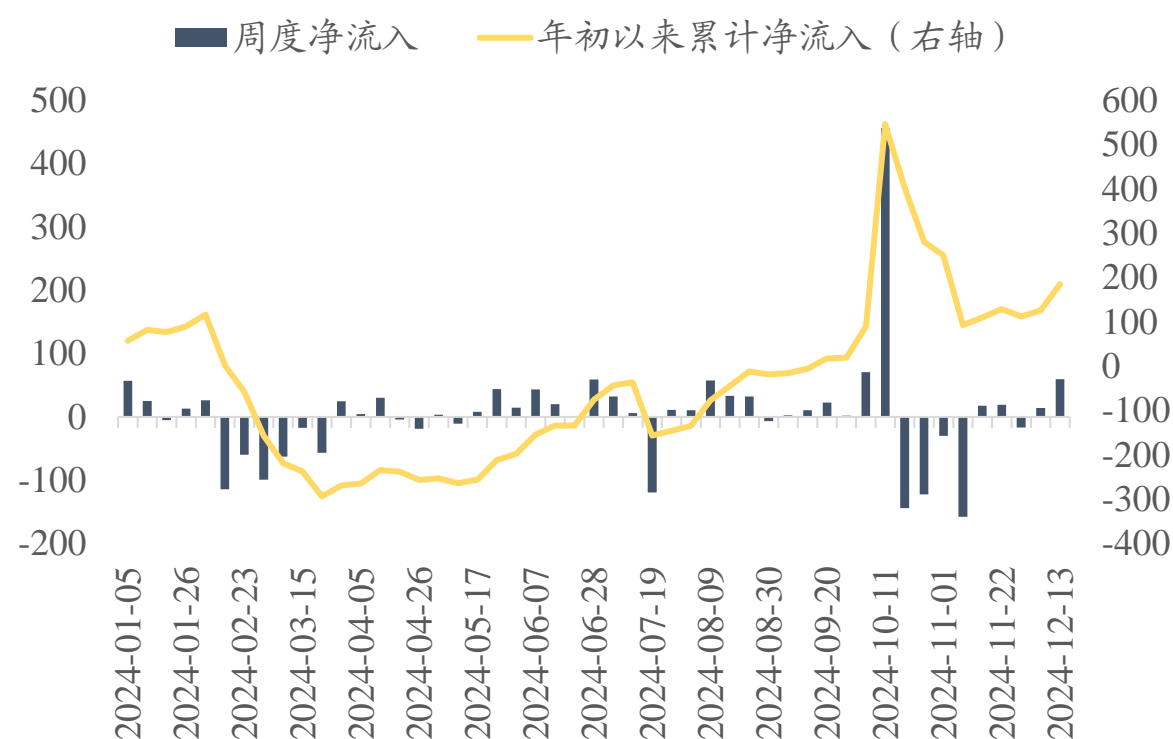
✓ 本期，散户情绪进一步改善。

- 以小单刻画的沪深两市散户资金净流入2532亿元，环比提升824亿元。
- 散户ETF资金净流入进一步增加，规模为59.4亿元，环比提升45.4亿元。

以小单刻画的沪深两市散户资金流向（亿元）



散户通过ETF市场净流入资金测算（单位：亿元）



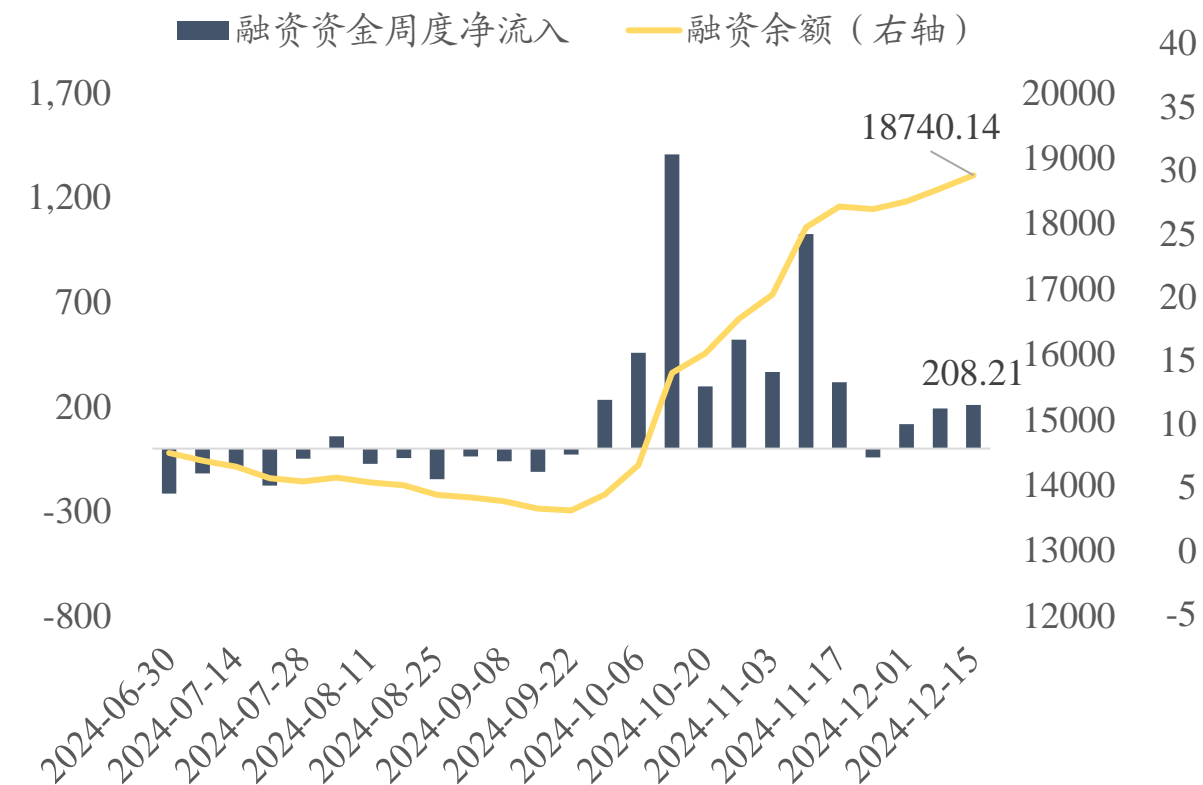
注：选取截至2024H1，穿透法计算后个人投资者占比较大的ETF

# 杠杆资金：净流入规模扩大，加仓机械设备、传媒、计算机

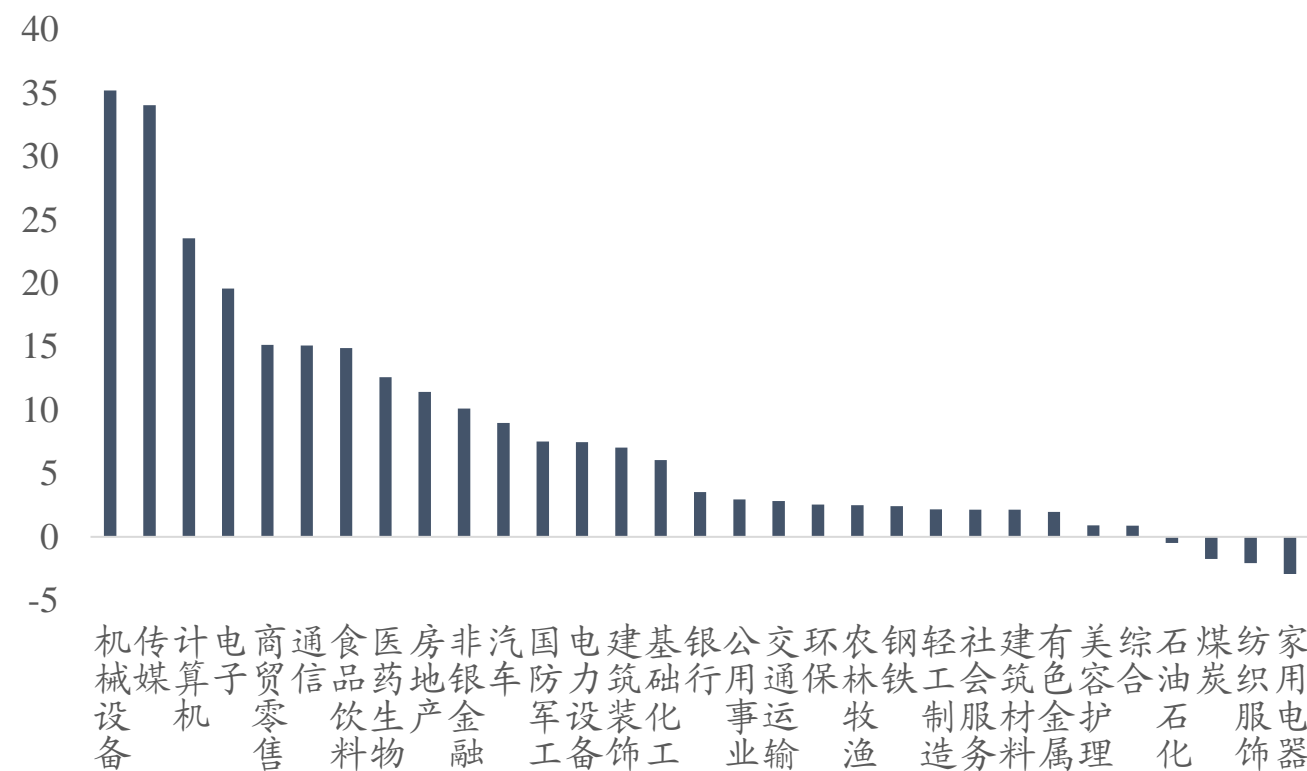
✓ 本期，杠杆资金流入规模扩大，市场风险偏好延续回暖。

- 融资资金净流入208亿元，融资余额升至18740亿元。
- 主要加仓机械设备、传媒、计算机，减仓家用电器、纺织服饰、煤炭行业。

融资余额及资金净流入规模（单位：亿元）



上周各申万一级行业融资净买入额（单位：亿元）

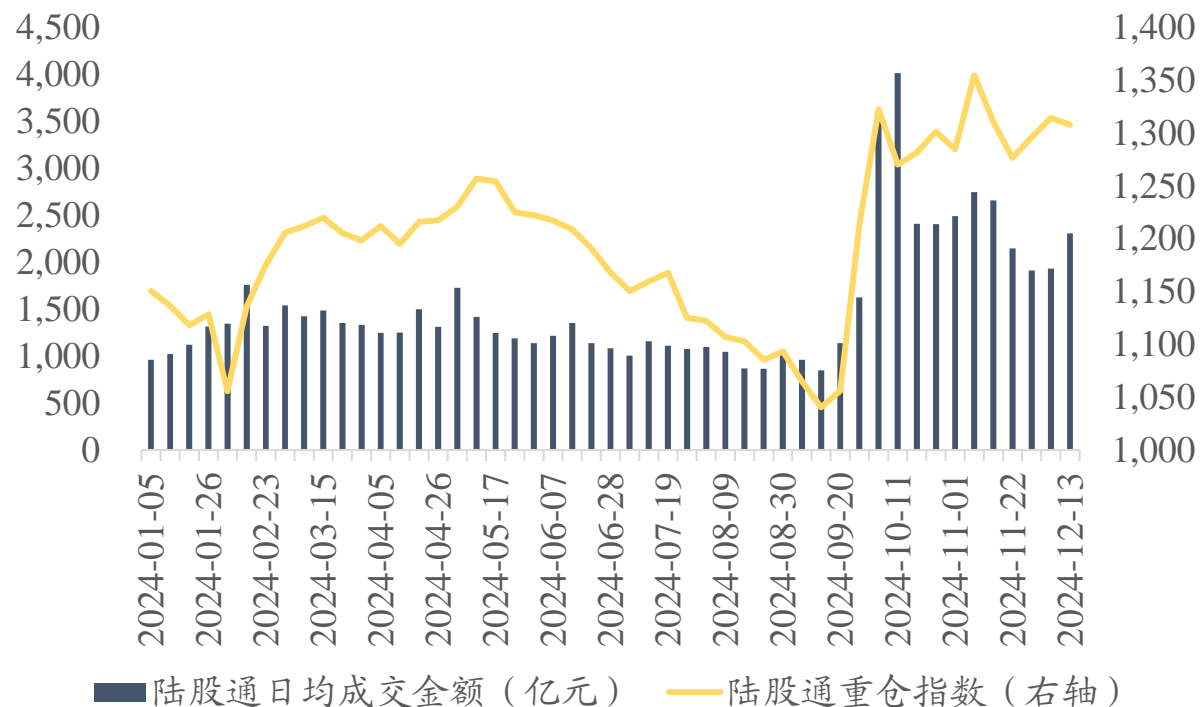


## 外资：北向成交热度回升，海外ETF增配A股

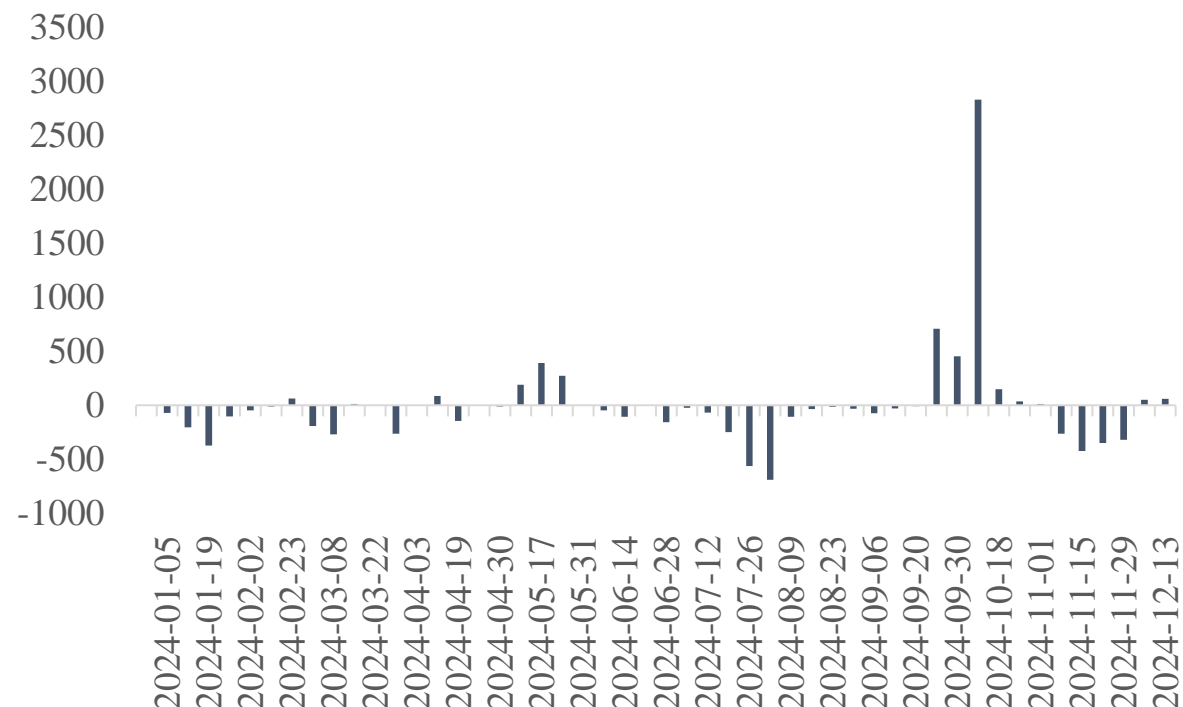
✓ 本期，北向成交热度进一步回升，海外重仓A股的ETF持续净流入。

- 陆股通日均成交金额提升至2306亿元，环比提升376亿元。
- 继上期海外上市重仓A股的ETF转为小幅净流入，本期延续净流入态势，规模约为5909万美元，其中沪深300ETF- X-trackers Harvest大幅净流入9806万美元。

陆股通日均成交金额（单位：亿元）



海外上市重仓A股的ETF资金流向（单位：百万美元）

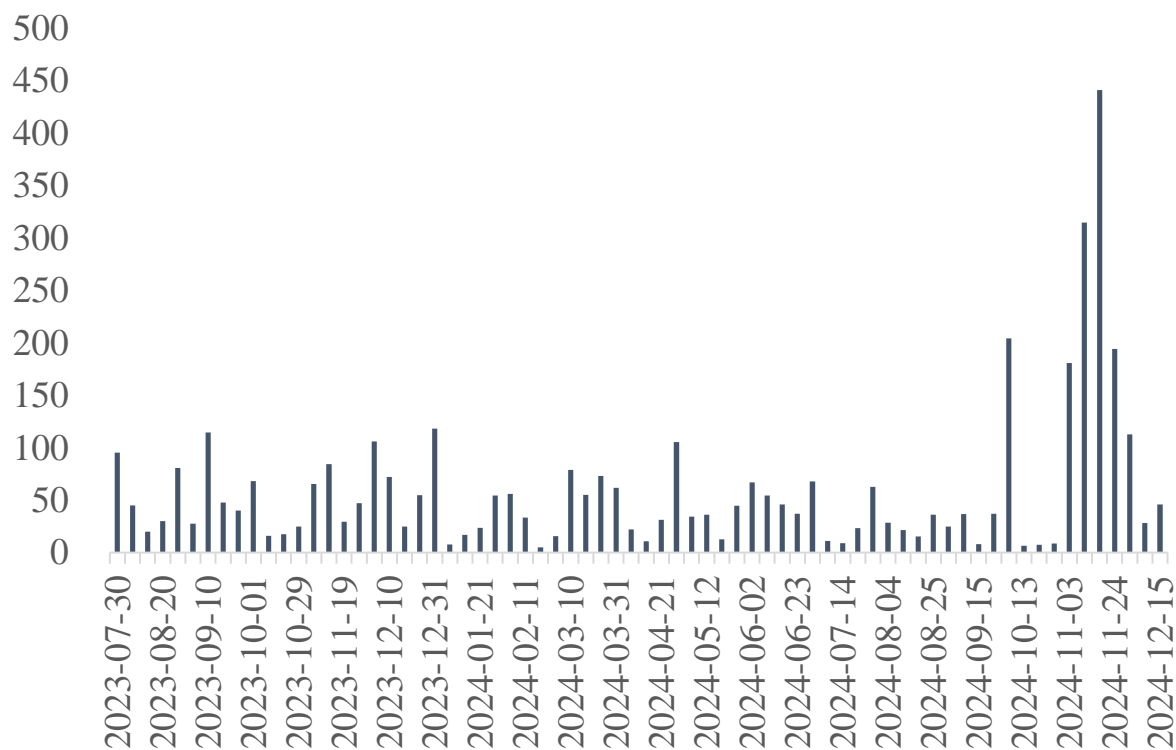


## 公募：主动偏股型基金仓位回落

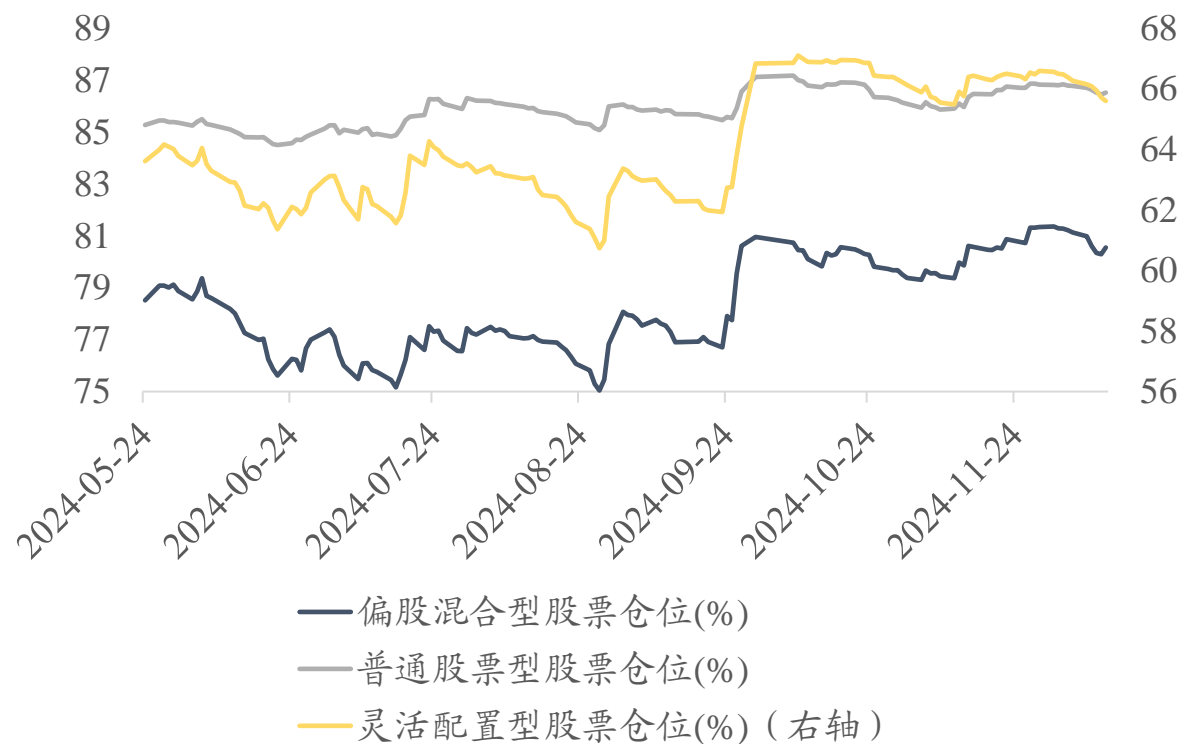
✓ 本期，偏股型基金新发强度提升，以指数型基金为主，主动偏股型基金股票仓位普遍回落。

- 新成立偏股型基金份额为45.82亿元，环比上升17.7亿元，其中指数型基金新发规模为31.3亿元。
- 偏股混合型、灵活配置型、普通股票型基金的股票仓位分别为80.55%、65.59%、86.52%，较前期环比变动-0.58pct、-0.67pct、-0.26pct。

新成立偏股型基金份额（单位：亿份）



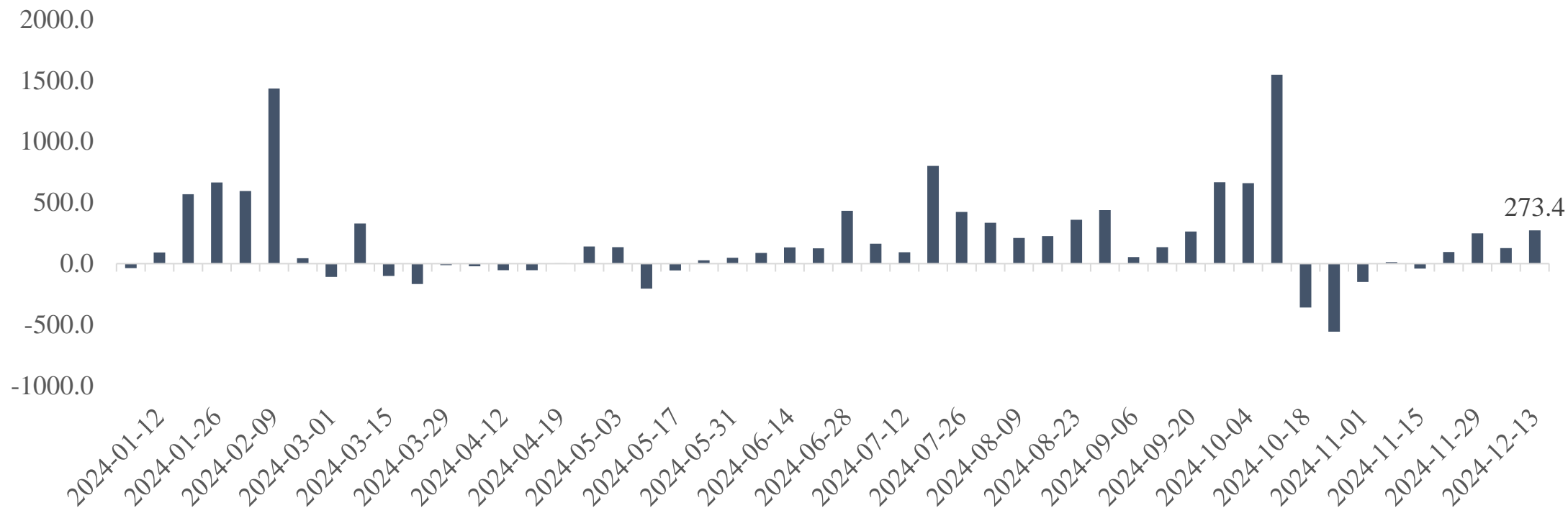
主动偏股型基金股票仓位（单位：%）



# 公募：ETF持续净流入，加仓中证A500

✓ 本期，股票型ETF持续净流入273亿元，环比回升146亿元。

股票型ETF当周净流入（单位：亿元）



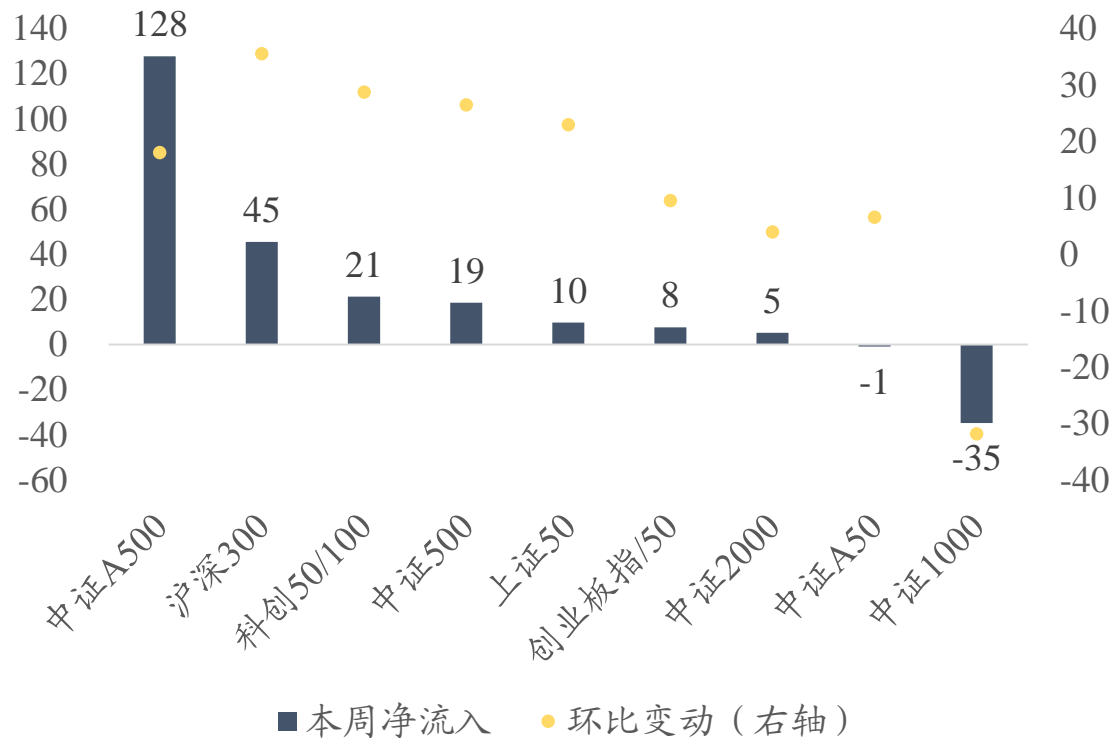
## 公募：ETF持续净流入，加仓中证A500

✓ 中证A500、沪深300持续净申购，科创50/100等ETF转为净申购。

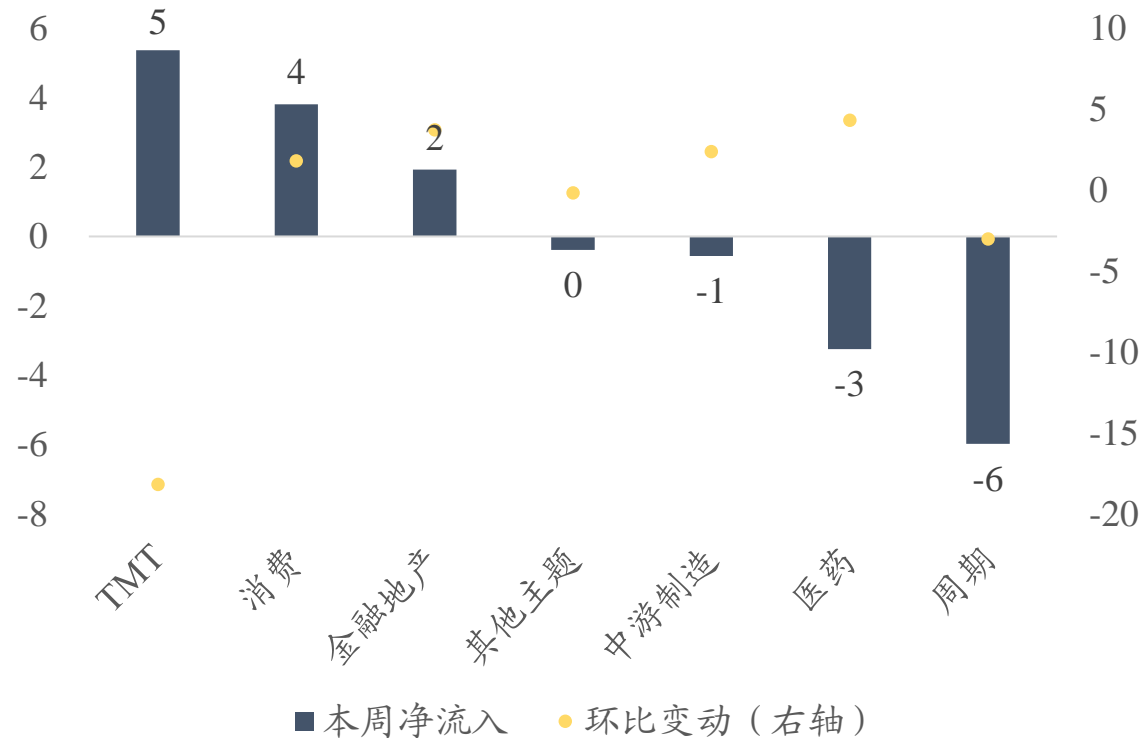
➢ 宽基ETF中，中证A500仍维持资金大幅净流入，规模为128亿元；科创50/100、中证500、上证50创业板指/50均转为净申购。

➢ 行业主题ETF中，净申购的板块为TMT、消费、金融地产，净赎回的板块为周期、医药、中游制造。

主要宽基ETF资金流情况（单位：亿元）



行业主题ETF资金流情况（单位：亿元）



## 公募：ETF持续净流入，加仓中证A500

- ✓ 本期，资金净流入的前十大ETF主要跟踪沪深300、红利等指数。
  - 净流入规模最大的前三大ETF为华泰柏瑞沪深300ETF、南方中证500ETF、深红利ETF，分别净流入36.9亿元、20.0亿元、13.6亿元。
  - 净流出规模最大的前三大ETF分为南方中证1000ETF、华夏中证1000ETF、鹏华中证酒ETF，分别净流出19.7亿元、10.0亿元、6.5亿元。

上周净流入前十大ETF（单位：亿元）

基金代码	基金名称	本周净流入	上周净流入	环比变动
510300.SH	华泰柏瑞沪深300ETF	36.9	4.3	32.6
510500.SH	南方中证500ETF	20.0	-3.0	23.0
159905.SZ	深红利ETF	13.6	0.5	13.1
510880.SH	华泰柏瑞上证红利ETF	12.3	16.0	-3.8
515180.SH	易方达中证红利ETF	10.8	3.5	7.3
510050.SH	华夏上证50ETF	10.8	12.6	23.3
588000.SH	华夏上证科创板50成份ETF	10.0	1.9	8.2
515100.SH	景顺长城中证红利低波动100ETF	9.6	1.1	8.5
159919.SZ	嘉实沪深300ETF	9.5	-1.5	11.0
159928.SZ	汇添富中证主要消费ETF	9.3	5.2	4.1

上周净流出前十大ETF（单位：亿元）

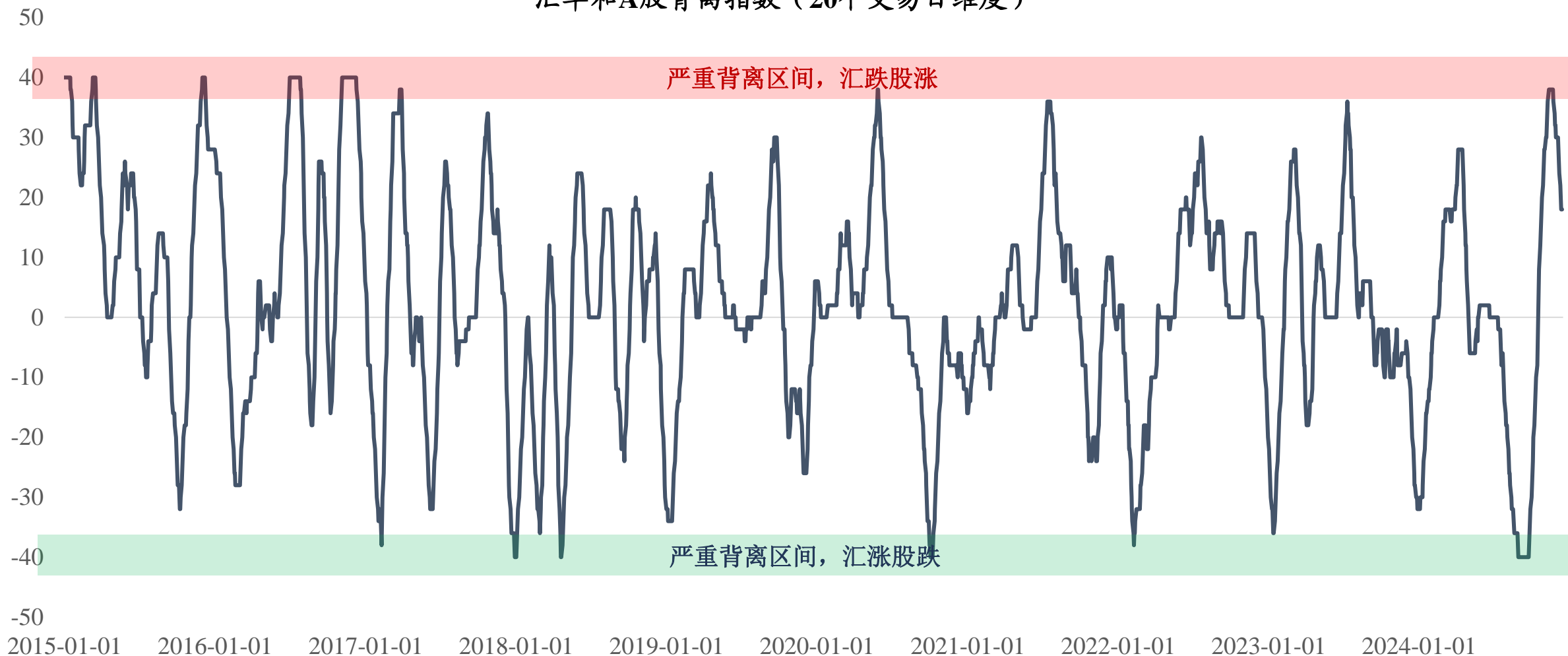
基金代码	基金名称	本周净流入	上周净流入	环比变动
512100.SH	南方中证1000ETF	-19.7	-6.6	-13.1
159845.SZ	华夏中证1000ETF	-10.0	6.4	-16.4
512690.SH	鹏华中证酒ETF	-6.5	-1.6	-4.9
159869.SZ	华夏中证动漫游戏ETF	-6.2	-3.6	-2.6
588200.SH	嘉实上证科创板芯片ETF	-6.1	8.1	-14.3
159339.SZ	银华中证A500ETF	-3.9	-0.4	-3.5
512200.SH	南方中证全指房地产ETF	-3.9	-2.1	-1.8
560010.SH	广发中证1000ETF	-3.8	-0.5	-3.3
515220.SH	国泰中证煤炭ETF	-3.8	-3.3	-0.5
512170.SH	华宝中证医疗ETF	-3.8	-3.4	-0.4

## 4、市场交易情绪跟踪

# A股与汇率背离指数：已由严重背离区间回落

✓ 我们构建的人民币汇率和A股背离指数已由严重背离区间回落，当前指标对于市场短期走势的指示性意义较弱。

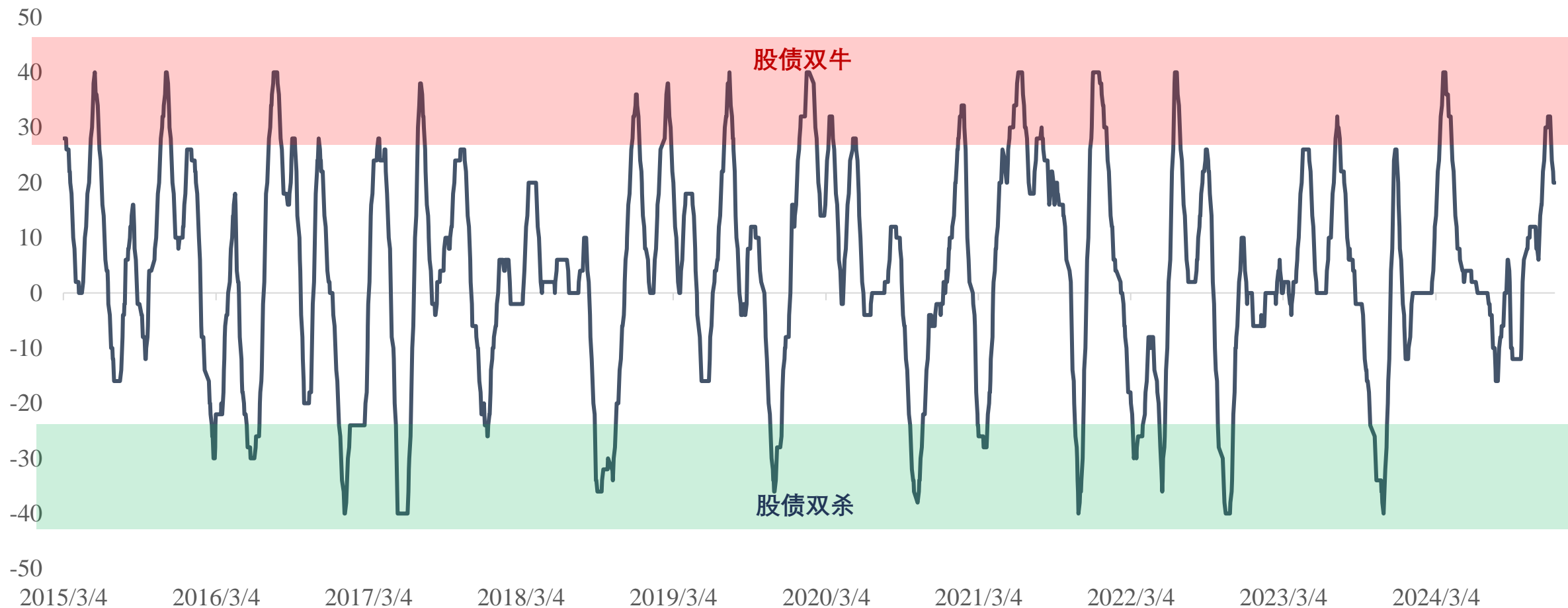
汇率和A股背离指数（20个交易日维度）



## 股债收益相关性指标：“跷跷板”效应边际增强

✓ 我们构建的股债收益相关性指标已由“股债双牛”的高度正相关区间回落，股债“跷跷板”效应边际增强。

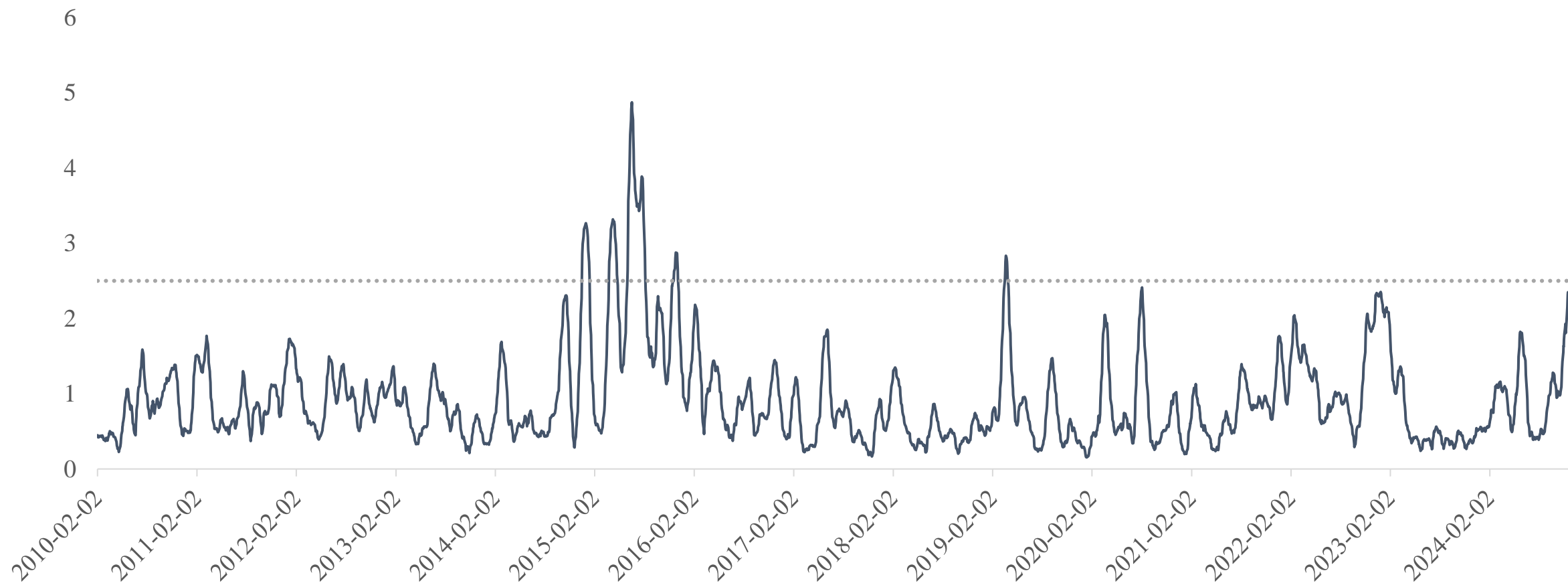
股债收益相关性指标（20个交易日维度）



## A股与港股收益分化指标：高位回落

✓ 我们构建的A股和港股收益分化指标已由高位回落，表明近期A股、港股收益表现趋同。

A股、港股收益分化指标（20个交易日维度）



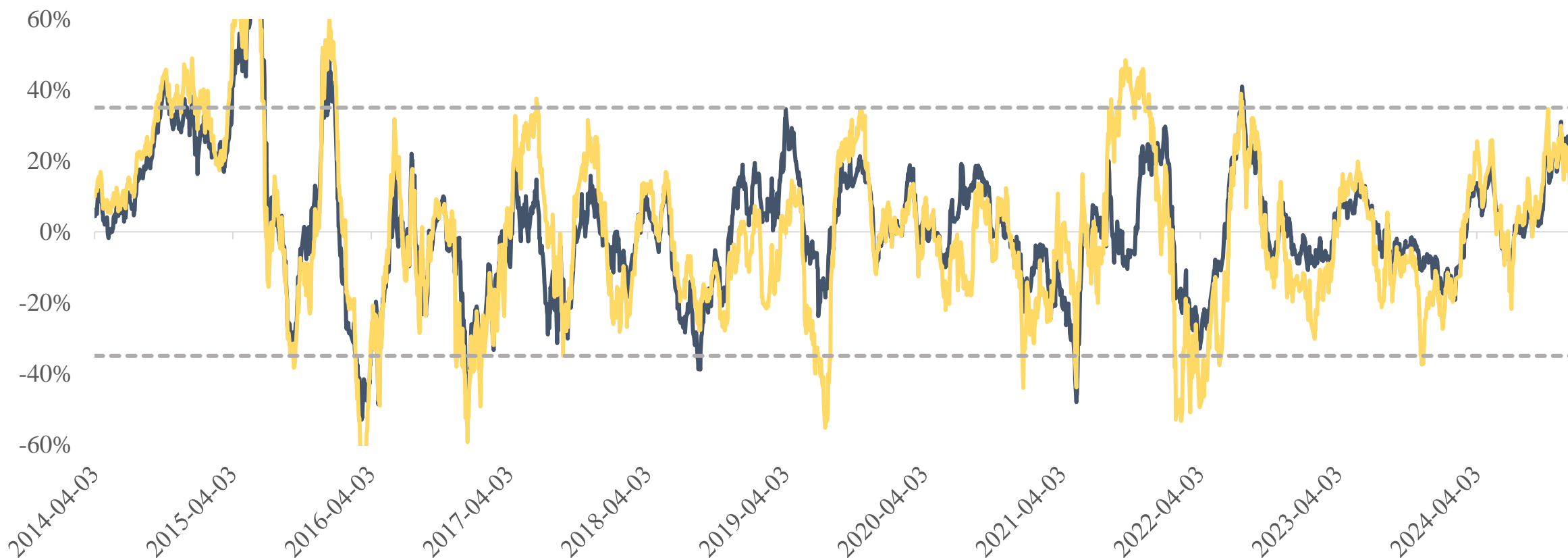
注：指标值越大，表明港股与A股的收益表现分化程度越高

# A股与商品背离指数：处于历史偏高水平

✓ 我们构建的A股和商品收益分化指标仍处于历史偏高水平，A股相对黑色系商品的收益表现仍较割裂。

### A股和黑色系商品收益表现分化（60个交易日维度）

— 万得全A和螺纹钢相对收益指标      — 万得全A和铁矿石相对收益指标



## A股大小盘分化指数：收益走向均衡，换手率分化仍在高位

✓ 我们构建的A股大小盘分化指数已由高位回落。从收益角度看，当前市场风格正走向均衡，但大小盘换手率分化仍在加大。

A股大小盘风格轮动指数（30个交易日维度）



换手率：国证2000-中证A100（30个交易日移动平均）（单位：%）



## 5、风险提示

- 经济复苏不及预期：经济复苏不及预期可能会加剧市场不确定性；
- 海外衰退超预期：或将影响国内进出口及相关产业链；
- 地缘政治事件黑天鹅：地缘政治风险或使国内外局势趋于紧张；
- 统计数据口径存在偏差：数据统计不全或口径差异可能会造成结果误差。

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

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）），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 财富家园