

保险 II 行业点评报告

《保险资产管理公司管理规定》点评——奠定保险资管公司制度基础，引导市场化长期化经营理念

增持（维持）

2022年08月08日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

研究助理 方一字

执业证书：S0600121060043

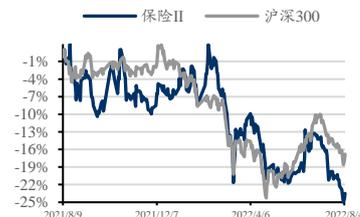
fangyy@dwzq.com.cn

事件：2022年8月5日，中国银保监会对《保险资产管理公司管理暂行规定》（保监会令〔2004〕2号）进行修订并征求了有关方面和社会公众意见建议，形成了《保险资产管理公司管理规定》（以下简称《规定》），并正式发布，《规定》自2022年9月1日起施行。

投资要点

- 银保监会对《保险资产管理公司管理暂行规定》进行修订，形成《保险资产管理公司管理规定》，以为进一步深化金融供给侧结构性改革，强化保险资产管理公司监管，促进保险资产管理行业高质量发展。
- 相较《暂行规定》，《规定》①新增公司治理章节，明确股东义务、激励约束机制、股东会及董监事会运作等制度；②新增风险管理章节，从风险管理体系、内控审计、子公司风险管理、关联交易、从业人员管理、风险准备金、应急管理等方面进行全面增补；③取消外资持股比例上限，并对所有类型股东明确和设定了统一适用的条件，严格对非金融企业股东的管理；④细化业务范围，增加受托管理各类资金基本原则，明确要求建立托管机制，禁止债务抵消表述，严禁开展通道业务，并对销售管理、审慎经营等作规定；⑤增补分级监管、信息披露、重大事项报告、违规档案记录、专业机构违规责任、财务状况监控和自律管理等内容。
- 《规定》从制度层面为保险资管公司发展奠定框架基础。一是优化股权结构设计，明确机构功能定位。二是加强股权管理，规范股东行为。三是完善公司治理要求，加强关键人员管理。四是坚持市场化导向，优化业务经营规则。明确保险资管公司自有资金运用、风险管理等基本规则，要求保险资管公司一视同仁对待保险资金和管理的其他资金，按照公平、合理、市场化原则签署合同、明确费率，强化信息披露管理和投资者权益保护。同时，列明“负面清单”，比如严禁提供担保、严禁利用受托管理资产和保险资管产品资产为他人牟利等，压实保险资管公司主动管理职责。《规定》此次修订在系统整合相关制度基础上形成了体系化、特色化的机构监管制度框架，夯实保险资管公司高质量发展基础。
- 引导保险资管公司建立市场化长期化经营理念。《规定》引导建立科学合理的长周期考核机制，明确“董事会对经营管理考核，应当包括长期业绩、合规和风险管理等内容，不得以短期业务规模和盈利增长为主要考核标准。”同时，明确保险资管公司“以实现资产长期保值增值为目的”，支持、鼓励和引导保险资管公司立足长期投资、稳健投资、价值投资，实现与其他资产管理机构的差异化发展。此外，《规定》进一步细化保险资管公司的经营范围，支持和引导保险资管公司全面提升综合服务能力，为保险资金、企业年金、职业年金等长期资金投资运作提供更加全面、优质、高效的服务，助力提升直接融资比重。《规定》的出台将进一步提升保险资管公司市场化、专业化水平，巩固强化长期投资优势，更好发挥机构投资者作用，为资本市场健康稳定高质量发展提供稳定的长期资金支持。
- 投资建议：近年来对于保险资金运用的政策持续放宽，保险资金投资范围拓宽、投资比例上限提高及创新投资方式涌现，缓解了险企在短期行业负债端低迷下的部分压力，而《保险资产管理公司管理规定》形成了体系相对完备、特色更加鲜明的机构监管制度框架，为保险资产管理公司市场化运作和高质量、差异化发展夯实了坚实基础。展望来看，财险α进行时：数星星不如数月亮，紧握景气度持续改善的财险板块；寿险β甜蜜期：新单孱弱已 Price-in，头部险企转型成效初显。个股推荐顺序：中国财险、中国平安、中国太保。
- 风险提示：1)《保险资产管理公司管理规定》推进不及预期；2)金融供给侧结构性改革落地不及预期；3)宏观经济下行。

行业走势



相关研究

《《人身保险产品信息披露管理办法（征求意见稿）》点评：保护消费者合法权益，减少潜在销售纠纷》

2022-08-03

《上市险企6月保费数据点评：车险保费重拾强劲升势，寿险量有余而价不足》

2022-07-17

《防范保险集团“大而不能倒”，产寿险子公司资本水平不受影响》

2022-07-11

内容目录

1. 政策出台背景	3
2. 主要变化及解读	3
2.1. 新增公司治理专门章节	3
2.2. 将风险管理作为专门章节	5
2.3. 优化股权结构设计	6
2.4. 优化经营原则及相关要求	7
2.5. 增补监管手段和违规约束	10
3. 影响分析及展望	10
3.1. 从制度层面为保险资管公司发展奠定框架基础	10
3.2. 满足保险资金等长期资金的保值增值需求	11
3.3. 引导险资参与资本市场投资的路径探索	11
3.4. 引导市场化发展运作，引导积极融入大资管竞争业态	12
4. 投资建议	12
5. 风险提示	13

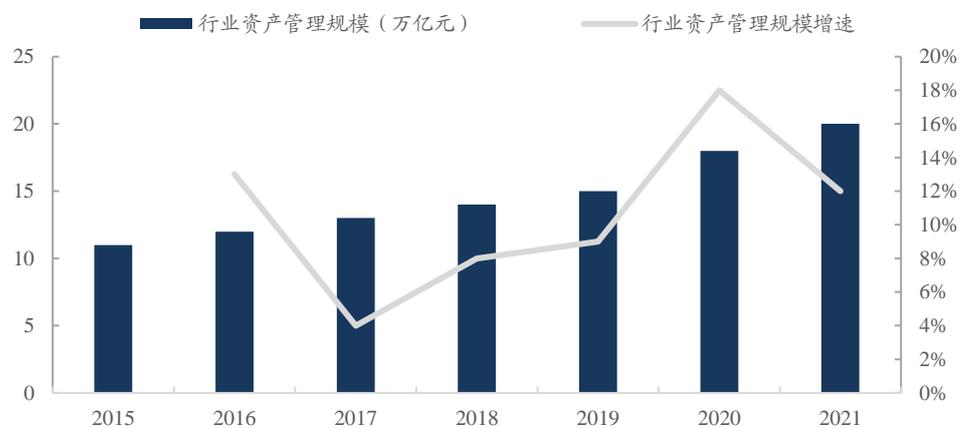
图表目录

图 1: 2015-2021 年保险资管公司资产管理规模及增速情况	3
图 2: 2021 年 7 月银保监会关于安联保险资产管理有限公司开业的批复文件	7
图 3: 2021 年末保险资管公司资金来源构成 (亿元)	8
图 4: 2019-2021 保险资管公司管理各类资金占比情况	8
图 5: 2019-2021 年末保险资管产品存续余额及增长率	9
图 6: 2019-2021 年保险资产产品管理费收入及增速	9
图 7: 2020-2021 年保险资管公司主要投资资产规模及增速情况	11
图 8: 《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》明确 8 档权益类资产占上季末总资产比	11
表 1: 《规定》新增公司治理专门章节	4
表 2: 《规定》将风险管理作为专门章节	5
表 3: 《规定》对于优化股权结构设计	7
表 4: 《规定》对于优化经营原则及相关要求	9
表 5: 上市险企估值表 (以 2022 年 8 月 5 日股价计)	14

1. 政策出台背景

为进一步深化金融供给侧结构性改革，强化保险资产管理公司监管，促进保险资产管理行业高质量发展，银保监会对《保险资产管理公司管理暂行规定》（保监会令〔2004〕2号）进行修订并征求了有关方面和社会公众意见建议，形成了《保险资产管理公司管理规定》（以下简称《规定》），现正式发布，自2022年9月1日起施行。自2003年以来，我国先后设立了33家保险资管公司。截至2022年7月，各保险资管公司通过发行保险资管产品、受托管理资金等方式，管理总资产超过20万亿元。为了规范保险资管公司发展，监管部门于2004年发布了《保险资产管理公司管理暂行规定》，2011年和2012年，先后印发《关于调整〈保险资产管理公司管理暂行规定〉有关规定的通知》《关于保险资产管理公司有关事项的通知》。这些制度共同构成保险资管公司的机构监管法规体系并运行至今。随着金融供给侧结构性改革的深入推进，“资管新规”的落地实施，居民养老保障和财富管理需求的不断增长，相关监管制度的滞后性、适用性等问题愈发突出，亟需修订完善。根据《2021-2022年保险资产管理业综合调研数据（保险资产管理专题）》统计，截止2021年，参与调研的机构资产管理规模合计近20万亿元，同比增长12%。

图1：2015-2021年保险资管公司资产管理规模及增速情况



数据来源：保险资管业协会，东吴证券研究所

2. 主要变化及解读

2.1. 新增公司治理专门章节

《规定》新增第三章公司治理章节，《规定》结合近年来监管实践，从总体要求、股东义务、激励约束机制、股东会及董监事会运作、专业委员会设置、独立董事制度、首席风险管理执行官、高管兼职等方面明确了要求，提升保险资产管理公司独立性，全面强化公司治理监管的制度约束。

表1: 《规定》新增公司治理专门章节

对象	主要内容	分析
总体要求	应当建立组织机构健全、职责分工清晰、制衡监督有效、激励约束合理的公司治理结构,保持公司独立规范运作,维护投资者的合法权益。	
股东义务	<p>不得有以下行为:</p> <p>(一) 虚假出资、抽逃或者变相抽逃出资;</p> <p>(二) 以任何形式占有或者转移保险资产管理公司资产;</p> <p>(三) 在资产管理等业务活动中要求保险资产管理公司为其提供配合,损害投资者和其他当事人的合法权益;</p> <p>(四) 通过任何方式隐瞒关联关系,隐瞒提供或虚假提供关联方信息;</p> <p>(五) 与保险资产管理公司管理的资产进行不当交易,要求保险资产管理公司利用管理的资产为自己或他人牟取利益;</p> <p>(六) 其他利用股东地位损害投资者、保险资产管理公司及其他利益相关方合法权益的行为;</p> <p>(七) 国家有关法律法规及监管机构禁止的其他行为。</p>	明确股东义务,强调真实可靠出资要求
激励约束机制	<p>董事会对经营管理人员的考核,应当包括长期业绩、合规和风险管理等内容,不得以短期业务规模和盈利增长为主要考核标准。董事会和董事长不得越权干预经营管理人员的具体经营活动。</p> <p>应当建立健全与公司发展相适应的长效激励约束机制和薪酬递延机制。</p>	强调“不得以短期业务规模和盈利增长为主要考核标准”
股东会及董监事会运作	<p>董事会应当按照法律法规、监管规定和公司章程等要求,制定公司总体战略和基本管理制度并监督实施,决策公司重大事项,监督评价经营管理人员的履职情况。<u>董事会对公司的合规管理和风险管控有效性承担最终责任。</u></p> <p>监事会或监事应当加强对公司财务状况和董事会、高级管理人员履职尽责情况的监督,但不得越权干预经营管理人员的具体经营活动。设立监事会的,监事会成员应当包括股东代表和公司职工代表,其中职工代表的比例不得少于监事会人数的 1/3。</p>	明确董事会对公司的合规管理和风险管控有效性承担最终责任。监事会应履职尽责情况的监督
专业委员会设置	在董事会下设置从事合规风控、审计、关联交易管理、提名薪酬和考核等事务的专门委员会,并在公司章程中明确规定各专门委员会的成员构成及职权。	
独立董事制度	<p>独立董事人数原则上不得少于董事会人数的 1/3。</p> <p>独立董事应当独立于保险资产管理公司及其股东,以维护投资者和公司合法权益为出发点,勤勉尽责,依法对受托资产管理和公司运作的重大事项独立作出客观、公正的专业判断。</p> <p>独立董事发现公司存在合规问题或重大风险隐患,应当及时告知董事会,并按规定向银保监会报告。</p>	强调独董以保护投资者和公司合法权益为出发点
首席风险管理执行官	<p>首席风险管理执行官不得主管投资管理。</p> <p>首席风险管理执行官负责组织和领导保险资产管理公司风险管理工作,履职范围包括所有公司运作和业务环节的风险管理,独立向董事会、银保监会报告有关情况,提出防范和化解公司重大风险建议。</p> <p>更换首席风险管理执行官,应当于更换前至少 5 个工作日,向银保监会书面报告更换理由,以及首席风险管理执行官的履职情况。</p>	首席风险管理执行官应保持独立性
高管兼职	不得在其他营利性经营机构兼任高级管理人员。因经营管理需要在母公司、子公司任职,或因项目投资需要在被投资项目公司任职的,原则上只能兼任 1 家机构的高级管理人员。	

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

2.2. 将风险管理作为专门章节

《规定》新增第五章风险管理章节,《规定》从风险管理体系、风险管理要求、内控审计、子公司风险管理、关联交易管理、从业人员管理、风险准备金、应急管理等方面进行全面增补,着力增强保险资产管理公司风险管理能力,切实维护保险资金等长期资金安全。

《规定》强调,保险资产管理公司应当建立全面风险管理体系。保险资产管理公司应当明确股东(大)会、董事会、监事会或监事、高级管理层、业务部门、风险管理部和内部审计部门的风险管理职责分工,建立相互衔接、相互制衡、协调运转的风险管理组织架构。

表2:《规定》将风险管理作为专门章节

对象	主要内容	分析
风险管理体系	应当明确股东(大)会、董事会、监事会或监事、高级管理层、业务部门、风险管理部和内部审计部门的风险管理职责分工,建立相互衔接、相互制衡、协调运转的风险管理组织架构	
风险管理要求	应当设立独立的风险管理部门,并配备满足业务需要的风险管理人員、方法和系统。建立完善全面风险管理制度和机制,有效进行风险识别、评估、计量、监测、报告和风险处置,防范各类业务风险。	明确应该“设立独立的风险管理部门”。
内控审计	应当建立健全内部控制制度和内、外部审计制度,完善内部控制措施,提高内、外部审计有效性,持续提升业务经营、风险管理、内控合规水平。 应当按规定,每年至少开展一次对资产管理业务的内部审计,并将审计报告报送董事会。董事会应当针对内部审计发现的问题,督促经营管理层及时采取整改措施。内部审计部门应当跟踪检查整改措施的实施情况,并及时向董事会提交有关报告。 应当委托外部审计机构每年至少开展一次资产管理业务内部控制审计,针对外部审计发现的问题及时采取整改措施,并按规定向银保监会报告。	强化完善内控措施,提升制度有效性
子公司风险管理	应当依法依规对子公司的经营策略、风险管理、内控合规和审计工作进行指导、监督。 保险资产管理公司与其子公司之间,以及保险资产管理公司各子公司之间,应当建立隔离墙制度,防止可能出现的风险传递和利益冲突。	
关联交易管理	应当遵守法律法规和银保监会相关规定,不得与关联方进行不正当交易和利益输送。 应当全面准确识别关联方,并定期对关联方清单进行检查更新。建立健全关联交易内部评估和决策审批机制,严格履行关联交易相关内部管理、信息披露和报告程序。	
从业人员管理	公司员工应当遵守法律法规及监管规定,恪守职业道德和行为规范。在公司任职期间,不得从事损害投资者和公司利益的证券交易及其他活动,不得利用职务之便为自己或他人谋取不当利益,不得进行利益输送。	

	应当建立证券投资相关从业人员证券交易行为管理制度，明确证券投资相关从业人员本人、配偶、利害关系人进行证券投资的申报、登记、审查、处置以及禁止性规定要求。	
风险准备金	在开展受托管理资金业务和保险资产管理产品业务时，应当建立风险准备金制度。风险准备金主要用于弥补因保险资产管理公司违法违规、违反合同约定、操作失误或技术故障等给受托管理资产、保险资产管理产品资产等造成的损失。 应当将风险准备金计提情况纳入公司年度财务报告，按规定报送银保监会。银保监会可以根据审慎监管的要求，提高保险资产管理公司风险准备金计提比例要求。	删除了此前征求意见稿中对“按照不低于管理费收入的10%计提风险准备金。风险准备金余额达到上季末资产管理余额的1%时可以不再提取”的表述，进一步强化风险要求
应急管理	应当建立重大突发事件应急处理机制，并指定相关部门具体负责突发事件的应急管理、信息报告等工作。	

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

2.3. 优化股权结构设计

《规定》落实国务院金融委扩大对外开放决策部署，对保险资产管理公司的境内外保险公司股东一视同仁，取消外资持股比例上限。此外，对所有类型股东明确和设定了统一适用的条件，严格对非金融企业管理。

严格对非金融企业管理，政策思路一脉相承。2018年人民银行、银保监会和证监会共同发布《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》，其中强调“企业投资金融机构应当以服务实体经济为目标，紧密围绕企业自身主业发展需要，科学布局对金融机构投资，避免脱实向虚。”并明确“企业具有以下情形之一的，不得成为金融机构控股股东：脱离主业需要盲目向金融业扩张；风险管控薄弱；进行高杠杆投资；关联企业众多、股权关系复杂不透明；关联交易频繁且异常；滥用市场垄断地位或技术优势开展不正当竞争，操纵市场，扰乱金融秩序。”

对保险资产管理公司的境内外保险公司股东一视同仁，取消外资持股比例上限。设置境内外股东统一适用的股东资质条件，有助于吸引国际优秀保险公司和资产管理机构参与中国保险资产管理行业发展。我国首家外资独资保险资管公司安联保险资产管理有限公司于2021年9月日开业，银保监会之前的批文显示，安联资管由安联（中国）保险控股有限公司全资设立，注册资本为1亿元。此前，安联中国控股副总经理兼首席运营官、安联资管拟任董事长陈良介绍说：“安联资管将发挥差异化竞争优势，凭借安联集团在境外投资和低碳领域的经验，以跨境业务和绿色投资为主要业务方向，为第三方机构客户提供定制化的资产管理服务。”

图2：2021年7月银保监会关于安联保险资产管理有限公司开业的批复文件

中国银行保险监督管理委员会

银保监复〔2021〕608号

中国银保监会关于安联保险资产管理有限公司开业的批复

安联保险资产管理有限公司（筹）：

《关于安联保险资产管理有限公司开业的请示》（安联资管<筹>〔2021〕1号）收悉。经审核，现批复如下：

- 一、同意安联保险资产管理有限公司开业。
- 二、核准安联保险资产管理有限公司英文名称为Allianz Insurance Asset Management Company Limited；住所为北京市顺义区中关村科技园区顺义园机场东路8号；营业场所为北京市朝阳区建国门外大街1号院1号楼国贸大厦A座39A层04-13,14B单元；注册资本为1亿元人民币。
- 三、核准该公司股东构成、出资额和持股比例如下：
安联（中国）保险控股有限公司出资1亿元人民币，持股比例100%。
- 四、核准该公司业务范围如下：
受托管理委托人委托的人民币、外币资金；管理运用自有人民币、外币资金；开展保险资产管理产品业务；与资产管理相关的咨询业务；中国银保监会批准的其他业务；国务院其他部门批准的业务。
- 五、公司法定代表人为Chen Liang。
- 六、核准《安联保险资产管理有限公司章程》（详见附件）。
- 七、接此批复文件后，该公司应按照有关规定办理开业前手续，自领取营业执照之日起6个月内开业。

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

表3：《规定》对于优化股权结构设计

对象	主要内容	分析
取消外资持股比例上限	境外机构作为股东的，应当符合所在国家或地区有关法律法规和监管规定，其所在国家或地区金融监管当局已经与国务院金融监督管理部门建立良好的监督管理合作机制；	全面贯彻落实国务院金融委办公室关于“取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于75%的规定，允许境外投资者持有股份超过25%”举措，不再限制外资保险公司持有保险资管公司股份的比例上限，同时，设置境内外股东统一适用的股东资质条件，有助于吸引国际优秀保险公司和资产管理机构参与中国保险资产管理行业发展。
严格对非金融企业股东的	非金融企业作为股东的，应当符合国家有关部门关于非金融企业投资金融机构的相关要求；	与2018年人民银行、银保监会和证监会共同发布《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》思路一脉相承

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

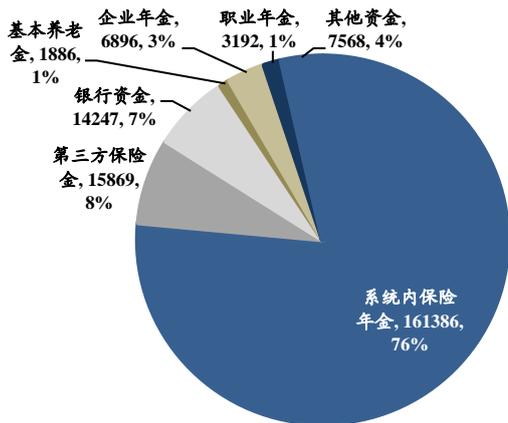
2.4. 优化经营原则及相关要求

《规定》细化保险资产管理公司的业务范围，增加受托管理各类资金的基本原则，明确要求建立托管机制，完善资产独立性和禁止债务抵消表述，严禁开展通道业务，并对销售管理、审慎经营等作了规定。

在业务范围上，《规定》明确除受托管理保险资金外，丰富开展保险资管产品业务、受托管理其他中长期资金和合格投资者资金等的表述，促进多元化发展。近年来，保险资管公司资金来源愈发多元化。从资金来源与资产配置情况来看，资金来源保持多样化，业外资金占比连续两年上升。2021年，参与调研的机构管理系统内保险资金规模占比超

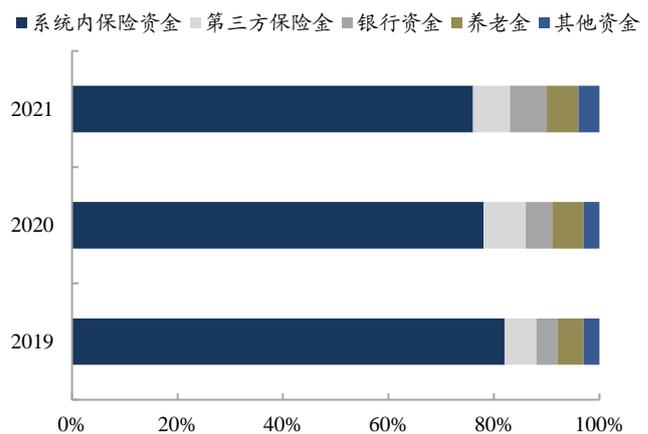
七成，第三方资金来源保持多样化，涵盖了第三方保险资金、银行资金、养老金（含基本养老金、企业年金、职业年金）等，占比从2019年的18%逐年提升至2021年24%。根据保险资管业协会调研数据，参与调研的机构管理业外资金（银行资金、养老金、其他资金）规模连续两年保持增长，2021年同比上升近3个百分点，整体市场化程度进一步提升。2021年，主要业务种类的资金来源各有特点。其中，专户业务以系统内保险资金为主；组合类产品中银行资金和其他资金占比超过半数；债权投资计划、股权投资计划与资产支持计划均以保险资金为主。

图3：2021年末保险资管公司资金来源构成（亿元）



数据来源：保险资管业协会，东吴证券研究所

图4：2019-2021保险资管公司管理各类资金占比情况

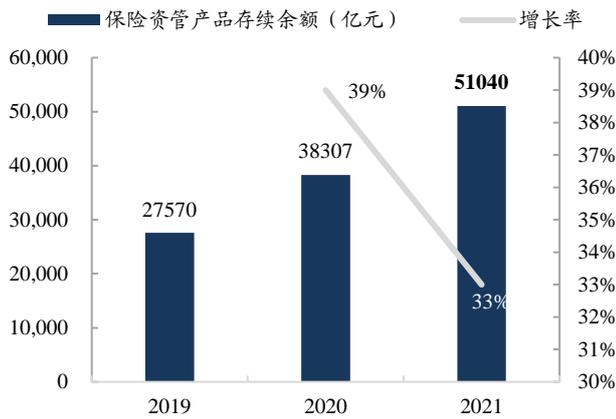


数据来源：保险资管业协会，东吴证券研究所

近年来保险资管公司业务结构不断多元化，收入来源日臻完善。其中保险资管产品存续余额增速放缓，收入增长平稳。2021年，32家机构和5家其他经营保险资产管理业务的机构保险资产管理产品存续余额超5万亿元，同比增长33%。2021年，32家机构和5家其他经营保险资产管理业务的机构保险资产管理产品管理费收入为95亿元，同比增长26%。

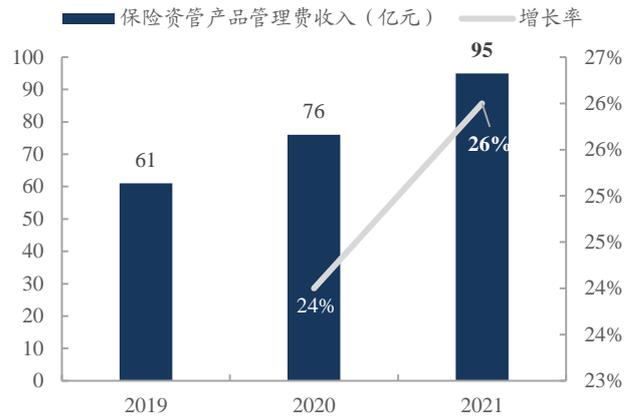
其中关于通道业务禁止的规定与此前保险资金委托管理新规一脉相承。根据2022年5月发布的《关于保险资金投资有关金融产品的通知》规定，委托投资中保险资管必须承担主动管理的责任，不得进行通道业务，政策思路一脉相承，强调压实保险资管公司的主动管理责任，引导保险资管公司强化主动管理能力。

图5: 2019-2021 年末保险资管产品存续余额及增长率



数据来源: 保险资管业协会, 东吴证券研究所

图6: 2019-2021 年保险资产产品管理费收入及增速



数据来源: 保险资管业协会, 东吴证券研究所

表4: 《规定》对于优化经营原则及相关要求

对象	主要内容	分析
业务范围	<p>(一) 受托管理保险资金及其形成的各种资产;</p> <p>(二) 受托管理其他资金及其形成的各种资产;</p> <p>(三) 管理运用自有人民币、外币资金;</p> <p>(四) 开展保险资产管理产品业务、资产证券化业务、保险私募基金业务等;</p> <p>(五) 开展投资咨询、投资顾问, 以及提供与资产管理业务相关的运营、会计、风险管理等专业服务;</p> <p>(六) 银保监会批准的其他业务;</p> <p>(七) 国务院其他部门批准的业务。</p> <p>“其他资金”包括基本养老保险基金、社会保障基金、企业年金基金、职业年金基金等资金及其他具备相应风险识别和风险承受能力的境内合格投资者的资金。</p>	<p>进一步细化保险资管公司的经营范围, 支持和引导保险资管公司全面提升综合服务能力, 为保险资金、企业年金、职业年金等长期资金投资运作提供更加全面、优质、高效的服务, 助力提升直接融资比重</p>
增加受托管理各类资金的基本原则	<p>不得将受托管理资产和所管理的保险资产管理产品资产归入其自有财产。因解散、依法被撤销或者被宣告破产等原因进行清算的, 其受托管理资产和所管理的保险资产管理产品资产不属于清算财产。</p> <p>不得承诺受托管理资产或保险资产管理产品资产不受损失, 或者保证最低收益;</p> <p>不得利用受托管理资产或保险资产管理产品资产等为他人牟取利益, 或者为自己谋取合同约定报酬以外的其他利益;</p> <p>不得以获取非法利益或进行利益输送为目的, 操纵自有财产、不同来源的受托管理资产、保险资产管理产品资产等互相交易或与股东进行资金运用交易;</p>	<p>强调资产独立性和安全性</p>
要求建立托管机制	<p>保险资产管理公司开展资产管理业务应当建立资产托管机制, 并由委托人或保险资产管理公司聘任符合银保监会监管规定的商业银行或者其他专业机构作为托管人。</p>	
资产独立性和禁止债务抵消	<p>保险资产管理公司股东入股资金为自有资金, 不得以债务资金、委托资金等非自有资金入股;</p> <p>保险资产管理公司作为受托人管理运用、处分不同委托人和保险资产管</p>	

	<p>理产品资产所产生的债权，不得与保险资产管理公司自有财产所产生的债务相互抵销。</p> <p>保险资产管理公司作为受托人管理运用、处分不同委托人和保险资产管理产品资产所产生的债权债务，不得相互抵销。</p> <p>保险资产管理公司与其他组织或者个人发生民事纠纷，其受托管理的资产和保险资产管理产品资产不得用于扣押、冻结、抵偿等。</p>	
严禁开展通道业务	不得提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务；	委托投资中保险资管必须承担主动管理的责任，不得进行通道业务，压实保险资管公司的主动管理责任，引导保险资管公司强化主动管理能力
销售管理	应当建立和完善客户服务标准，加强销售管理，规范保险资产管理产品及业务宣传推介行为，不得有不正当销售或者不正当竞争的行为。	

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

2.5. 增补监管手段和违规约束

《规定》增补了分级监管、信息披露、重大事项报告等内容，丰富了监督检查方式和监管措施，增加了违规档案记录、专业机构违规责任、财务状况监控和自律管理等内容。

3. 影响分析及展望

《规定》形成了体系相对完备、特色更加鲜明的机构监管制度框架，为保险资产管理公司市场化运作和差异化发展提供了空间，有利于引导和促进保险资产管理公司规范化运作和高质量发展，有利于更好满足保险资金等长期资金的保值增值需求，同时也助力保险资管机构为资本市场平稳健康运行提供有力保障并为实体经济高质量发展培育更多稳健型的机构投资者。

3.1. 从制度层面为保险资管公司发展奠定框架基础

保险资产管理公司作为保险资金运用专业化发展的“产业链”关键，此前在公司治理、业务规范、风险管理等方面主要参照保险公司或保险资金运用的监管规则，缺乏相对独立、成体系的监管制度，一定程度上束缚了发展。本次修订在系统整合相关制度基础上，形成了体系相对完备、特色更加鲜明的机构监管制度框架，有利于进一步增强保险资管公司独立性，提升市场化、专业化水平，推动实现高质量发展。一是优化股权结构设计，明确机构功能定位。二是加强股权管理，规范股东行为。三是完善公司治理要求，加强关键人员管理。四是坚持市场化导向，优化业务经营规则。明确保险资管公司自有资金运用、风险管理等基本规则，要求保险资管公司一视同仁对待保险资金和管理的其他资金，按照公平、合理、市场化原则签署合同、明确费率，强化信息披露管理和投资者权益保护。同时，列明“负面清单”，比如严禁提供担保、严禁利用受托管理资产和保险资管产品资产为他人牟利等，压实保险资管公司主动管理职责。

3.2. 满足保险资金等长期资金的保值增值需求

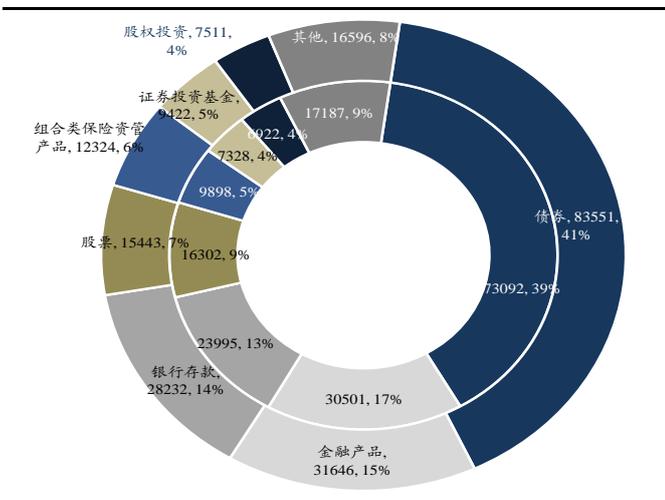
《规定》引导建立科学合理的长周期考核机制。《规定》明确“董事会对经营管理人员的考核，应当包括长期业绩、合规和风险管理等内容，不得以短期业务规模和盈利增长为主要考核标准。”同时，明确保险资管公司“以实现资产长期保值增值为目的”，支持、鼓励和引导保险资管公司立足长期投资、稳健投资、价值投资，实现与其他资产管理机构的差异化发展。

短期业绩考核和排名会使保险资管公司过分关注短期收益，或使投资行为出现跟风或交易频率增加，尤其是在市场下跌时更会做出短期化决策。建立科学合理的长周期考核机制，促进强化长期投资、价值投资理念至关重要。我们预计各保险资管公司探索拉长考核周期、薪酬递延发放、跟投机制、员工持股计划等引导建立机构长周期考核机制。

3.3. 引导险资参与资本市场投资的路径探索

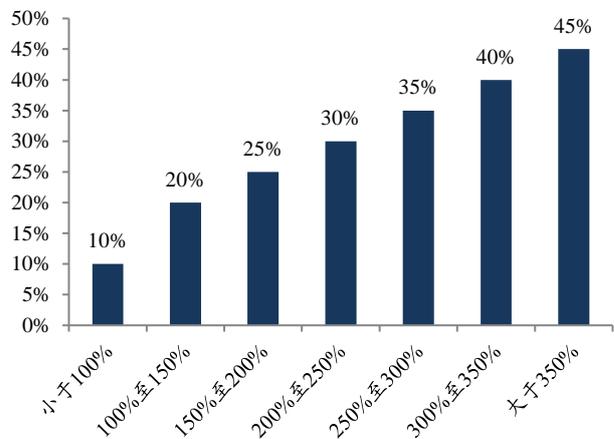
保险资金具有规模大、期限长、成本刚性的特征，在固收类资产配置压力不断增加的背景下，权益类资产长期高收益的特点契合险资配置需求，提升权益类资产的配置能力，化解资产负债的压力。当前中国经济进入转型期，随着利率中枢不断下移及信用风险持续上升，长期以来支撑保险资产配置的固收类资产面临供给不足的局面，尤其是过去能提供较高收益率的城投和地产融资需求正在萎缩或者被限制，非标融资不断收紧，供需矛盾下预计收益率将继续下行。行业面临“结构性”资产荒的挑战，新增配置收益率不断下行，利差损风险隐忧抬头。《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》根据偿付能力充足率、资产负债管理能力及风险状况等指标，明确8档权益类资产监管比例，最高可到占上季末总资产的45%。权益类资产是保险资产配置的重要方向。2021年，参与调研的机构投资资产保持以债券、金融产品和银行存款为主的特点，三者合计超14万亿元，占比超七成。

图7：2020-2021年保险资管公司主要投资资产规模及增速情况



数据来源：保险资管业协会，东吴证券研究所

图8：《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》明确8档权益类资产占上季末总资产比



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

险资与资本市场良性互动，为资本市场高质量发展提供强大动力。保险资金参与资本市场投资，一方面有效改善和提升了保险资金资产组合的风险收益，同时，也有力促进了资本市场的优化与发展。保险资金作为市场长期机构投资者，具有投资期长、投资换手率低，交易策略相对稳健的特征，大规模保险资金的沉淀对资本市场的稳定发展具有重要支撑作用，也为资本市场提供充足的流动性支持。同时，险资长期价值投资的理念，也成为引导资本市场参与者进行价值投资的重要力量，为资本市场高质量发展提供强大动力。

3.4. 引导市场化发展运作，引导积极融入大资管竞争业态

保险资管公司组织架构持续优化，已成为保险行业重要发展贡献力量。《规定》结合保险资管行业实践和长期资金需求，进一步细化保险资管公司的经营范围，支持和引导保险资管公司全面提升综合服务能力，为保险资金、企业年金、职业年金等长期资金投资运作提供更加全面、优质、高效的服务，助力提升直接融资比重。

保险资管公司作为资管行业的重要参与者，需要充分融入竞争业态，强化自身核心竞争力。当前我国资管市场面临三大机遇：养老金、高端财富管理、居民理财。在养老金方面，第一支柱为半委托模式，主要由社保基金开展资产配置，保险资管机构已是重要参与者。第二支柱采取“固收+”模式，主要由投资管理人开展资产配置。第三支柱面向个人投资者，对缺乏资产配置经验的个人，均衡策略有很大吸引力；而年轻投资者可能偏好特色策略产品。在高端财富方面，部分高净值客户风险承受能力较强，关注弹性较大的特色策略化产品；部分高净值客户对相对稳健的“固收+”产品更为青睐。2020年3月《保险资产管理产品管理暂行办法》再次强调了保险资管产品的私募性质定位，即保险资管产品只能面向合格投资者非公开发行，产品形式包括债权投资计划、股权投资计划和组合类保险资管产品等。在居民理财方面，稳定回报、增值保值是基本诉求，“固收+”有很好的群众基础。一方面，在利率中枢下行背景下，固定收益类资产无法实现保值增值的目标。另一方面，A股市场的波动性过大，超出普通个人投资者风险承受能力，固收+策略能够更好控制回撤，未来接受度有望继续逐步提升。

4. 投资建议

近年来对于保险资金运用的政策持续限宽，保险资金投资范围拓宽、投资比例上限提高及创新投资方式涌现，如允许资质合格的险资参与投资公募REITs等，助推保险行业资产端高质量发展，缓解了险企在短期行业负债端低迷下的部分压力，而《保险资产管理公司管理规定》形成了体系相对完备、特色更加鲜明的机构监管制度框架，为保险资产管理公司市场化运作和高质量、差异化发展夯实了坚实基础。**展望未来，财险α进行时：数星星不如数月亮，紧握景气度持续改善的财险板块。**权益市场回暖，汽车整车板块大幅反弹，戴维斯双击可期。疫情蔓延对财险业务影响整体利大于弊，车险保费需求侧刚性，赔付率压力下带动车险承保利润率明显改善。车险综改近两年，头部险企承保利润有望迎来量价齐升。值得注意的是，城市流量恢复具有滞后性，汽车出行率和

赔付率的恢复是一个缓慢的过程。出行密度恢复的时间差内，车险出险率仍将维持低位。综合考虑疫情防控形势和车辆出行率的下降情况，我们预计 2Q22 至 3Q22，汽车出险率同比下降逾 10%。**寿险 β 甜蜜期：新单孱弱已 Price-in，头部险企转型成效初显。**2021 年以来寿险板块的持续下跌反映出市场对中长期新单增长前景的确定性和可见度产生了明显的担忧，而且这一担忧不是个体的、局部的，而是一致预期。2Q22 以来寿险新单有企稳迹象，虽然价值型业务受供需两弱持续影响 NBV 增长仍旧承压，但队伍产能持续改善指向头部寿险公司队伍改革成效初现。**资产端或成为下半年超额收益的重要来源。**当前股价已 price in 极度悲观长期利率假设。我们预计下半年十年期国债到期收益率易上难下托底寿险估值。动态来看，对应 2022 年末，隐含的长端利率水平由高至低分别为国寿（3.2%）、平安（1.9%）、新华（1.4%）、太保（0.9%），已远远低于合理的中长期净投资收益率水平预期。**个股推荐顺序：中国财险、中国平安、中国太保。**

5. 风险提示

1) 《保险资产管理公司管理规定》推进不及预期：《保险资产管理公司规定》形成了体系相对完备、特色更加鲜明的机构监管制度框架，为保险资产管理公司市场化运作和差异化发展提供了空间，也将引导和促进保险资产管理公司规范化运作和高质量发展。若《规定》推进落地不及预期，保险资产管理公司管理顶层设计将仍存缺口，无法产生强约束力，从而导致保险资产管理公司发展乱象丛生。

2) 金融供给侧结构性改革落地不及预期：我国金融供给侧历来存在①金融产品匮乏，资金期限较短，居民大量投资于存款、理财等产品，股票、债券、基金等金融产品投资占比较低，风险承受能力较弱；②金融结构以间接融资为主，直接融资占比较低，且发展不充分等问题。若金融供给侧结构性改革落地不及预期，将增加《保险资产管理公司管理规定》推进的难度，不利于进一步提升保险资管公司市场化、专业化水平，巩固强化长期投资优势，更好发挥机构投资者作用，为资本市场健康稳定高质量发展提供稳定的长期资金支持。

3) 宏观经济下行：宏观经济下行将影响保险代理人展业、新单新业务价值增长及保险资产管理公司投资等与保险行业相关的方方面面，从而抑制行业负债、资产两端发展。

表5: 上市险企估值表 (以 2022 年 8 月 5 日股价计)

代码	EVPS (元)	收盘价(元)	2021A	2022E	2023E	2024E	P/EV	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	41.54	76.34	82.44	89.07	95.07	中国平安	0.54	0.50	0.47	0.44
601628.SH	中国人寿	26.84	42.56	46.71	51.47	56.43	中国人寿	0.63	0.57	0.52	0.48
601601.SH	中国太保	19.69	51.80	56.58	63.40	69.26	中国太保	0.38	0.35	0.31	0.28
601336.SH	新华保险	28.95	82.96	88.68	97.70	107.39	新华保险	0.35	0.33	0.30	0.27
代码	EPS (元)	收盘价(元)	2021A	2022E	2023E	2024E	P/E	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	41.54	5.56	7.81	8.62	9.40	中国平安	7.47	5.32	4.82	4.42
601628.SH	中国人寿	26.84	1.80	1.41	1.96	2.14	中国人寿	14.90	19.07	13.66	12.51
601601.SH	中国太保	19.69	2.79	2.34	3.32	3.69	中国太保	7.06	8.41	5.93	5.34
601336.SH	新华保险	28.95	4.79	3.81	5.72	6.08	新华保险	6.04	7.59	5.06	4.76
代码	BVPS (元)	收盘价(元)	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	41.54	44.44	48.78	54.05	59.86	中国平安	0.93	0.85	0.77	0.69
601628.SH	中国人寿	26.84	16.93	17.82	19.41	21.00	中国人寿	1.59	1.51	1.38	1.28
601601.SH	中国太保	19.69	23.57	25.06	27.63	30.16	中国太保	0.84	0.79	0.71	0.65
601336.SH	新华保险	28.95	34.77	37.58	42.63	47.52	新华保险	0.83	0.77	0.68	0.61
代码	BVPS (元)	收盘价(元)	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
2328.HK	中国财险	7.83	9.12	9.88	10.83	11.84	中国财险	0.74	0.68	0.62	0.57

数据来源: Wind, 公司财报, 东吴证券研究所

注: 除中国财险外, 以上公司皆为 A 股上市险企, 其中 A 股上市险企股价单位统一为人民币, 港股 (H 股) 险企股价单位统一为港元, 估值数据则按照 1 港元=0.8595 元人民币汇率计算, 数据更新至 2022 年 8 月 5 日, 上述公司盈利预测均来自东吴证券研究所

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

