

保险 II 行业深度报告

保险资金长期入市现状、动因和展望

2024 年 03 月 07 日

增持（维持）

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

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002
luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- 7·24 政治局会议后，证监会协同多部委，号召以保险资金为代表的长期资金积极入市。作为近年来寄予厚望的增量资金，险资能否持续增配股票成为投资者热议的话题。
- 持续低利率环境，叠加存量非标高收益资产集中到期，险资再配置收益率显著承压。以十年期国债为代表的长端利率中枢水平整体下行，从疫情前 3.0% 中枢震荡下行至当前 2.3% 附近。IFRS9 下，原 AFS 科目被取消，虽然 FVOCI 权益工具可以平抑短期股票公允价值波动对利润表的冲击，但无法兑现标的资产持续上涨带来的资本利得，公司面临利润成长性与稳定性的权衡。对于负债成本较低的大型险企，高股息资产的相对优势逐步显现。但对于负债成本较高的中小险企，配置高股息掣肘来自股息策略或难以满足绝对收益率考核和“非交易性”实务判断要求。
- 险企应以负债为驱动，以偿付能力为核心指标，致力于创造穿越宏观经济周期的稳定的投资收益，以满足负债需求，并且要严格且有纪律地执行战术资产配置，积累优质资产以应对当下配置型的优质资产荒环境。从偿付能力约束分析配置股票动因，险资戴着镣铐起舞，择时与择股底层逻辑与传统资管机构本质差异。从投资收益目标分析配置股票动因，股票作为险资收益增强型的大类资产配置方向，“稳股息”比“高股息”可能更重要。复盘来看，熊市下险资获取 A 股绝对收益难度仍然非常大，作为当下市场重要增量资金，险资重仓流通股行业主要集中于银行、房地产、公用事业、食品饮料和通信等行业。从资产负债匹配分析配置股票动因，新准则下合同服务边际损失吸收功能增大，有利于险企资产负债匹配。
- 保险资金新增资金入市测算。中性假设下，我们预计 2024 年至 2026 年，险资股基余额占比分别为 12.5%、13.0% 和 13.5%，逐年提升至 2030 年 15.0% 左右，期末股基余额为 3.74、4.18 和 4.64 万亿元，其中股票投资余额分别为 2.24、2.51 和 2.78 万亿元。同时，根据中性（当年股基增量的 20%）假设，2024 年至 2026 年，行业 OCI 增量配置资金为 817、882 和 929 亿元。
- 关于险资入市的几点建议。1) 优化权益风险因子偿付能力标准，例如对超过一定股息率和持有超过一定期限的股票资产给予风险因子认定上优惠；2) 建议对原银保监会《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》规定的各档位水平分别下调 25% 或 50%；3) 放宽公募基金 FVOCI 认定，鼓励险资通过市场化的 FOF/MOM 委托机制广泛布局高成长的权益组合
- 投资建议：我们认为险资长期入市与权益市场长牛是共生且互为前提，险资需要在偿付能力充足率、投资收益目标和资产负债匹配的财务目标三者间寻求平衡。对于 2024 年，险资仍有响应监管号召长期资金入市的配置动力，分歧点在于偿付能力，利润表冲击和赚钱效应。我们认为保险股投资机会正逐步从左侧转向右侧。当前悬在寿险股估值上方的仍是利差损这一达摩克利斯之剑，关注 2H24 预定利率再次下调的可能性，财险股的避险优势仍将延续。活跃资本市场政策持续加码，严监管肃清市场乱象，为长期资金入市保障制度基础，保险股票投资收益预期改善。推荐中国太保、中国财险、底部反转的新华保险和中国平安。
- 风险提示：多重约束下股票配置动力受阻，股市赚钱效应低于预期，实际测算情况低于预期。

行业走势



相关研究

《优化信息披露，打开报表黑箱，提高长期估值》《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 4 号——保险公司信息披露特别规定》深度分析建议》

2024-02-27

《上市险企 1 月保费数据点评：主动放缓银保趸交业务，个险新单稳步增长》

2024-02-22

内容目录

1. 引言：证监会积极号召长期资金入市，保险资金意愿几何？	4
2. 保险资金配置股票现状分析	5
2.1. 低利率环境下再配置收益率显著承压，存量非标高收益资产集中到期	5
2.2. 新准则下面临机遇与挑战：可供出售金融资产科目被取消，FVOCI 权益工具仍在积极探索布局	6
2.3. 不同类型机构配置权益策略显分化	8
2.4. 产寿险公司资产配置略有差异	9
2.5. 长期股票投资实践：国寿与新华合作成立公司型基金	11
3. 保险资金配置股票动因分析	13
3.1. 从偿付能力约束分析险资配置股票动因：戴着镣铐起舞，择时与择股底层逻辑与传统资管机构本质差异	14
3.2. 从投资收益目标分析险资配置股票动因：“稳股息”比“高股息”可能更重要	18
3.3. 从资产负债匹配分析险资配置股票动因：新准则有利于资产负债匹配	20
4. 保险资金入市空间展望	22
4.1. 股基投资余额配置比例变化	22
4.2. 增量资金预测	23
5. 投资建议与风险提示	25
5.1. 关于险资入市的几点建议	25
5.2. 投资建议	26
5.3. 风险提示	26

图表目录

图 1:	长端利率趋势性下行增加权益收益增强压力 (%)	5
图 2:	理财产品收益率持续下行 (%)	5
图 3:	平安非标债权资产名义收益率逐步下降, 平均期限和剩余到期期限下行 (%)	6
图 4:	平安非标债权资产产品结构	6
图 5:	权益工具投资-分类判定流程	7
图 6:	满足下列条件之一, 可确认为交易性金融资产	7
图 7:	2020-2022 年保险资金大类资产配置结构	8
图 8:	2020-2022 年不同类型保险公司的资产配置结构	8
图 9:	人身险公司资金运用余额占比变化情况	9
图 10:	财产险公司资金运用余额占比变化情况	9
图 11:	保险公司逐季年化财务收益率	10
图 12:	保险公司逐季综合财务收益率	10
图 13:	上市险企股基投资占比波动上升	11
图 14:	公司与中国人寿共同对外投资	12
图 15:	保险资金投资考核纬度	14
图 16:	偿二代针对股票投资的风险因子引入了逆周期调整	15
图 17:	近年来, 险资股票投资收益率表现绝对水平一般	19
图 18:	3Q23 末险资 A 股重仓流通股申万 (一级行业) 分布和持仓产品数	19
图 19:	当前我国寿险公司 (以平安为例) 普遍面临负债久期大于资产久期的困境 (单位: 年)	20
图 20:	保险资金股票及基金投资仓位占比与沪深 300 指数变化	23
图 21:	偿二代二期下行业核心偿付能力充足率下行	25
图 22:	C 类和 D 类公司数量偿二代二期后逐步增加	25
表 1:	证监会会同多个部委号召长期资金入市	4
表 2:	A 股上市险企 FVOCI 权益资产金额及占比情况 (截止 2023/6/30, 单位: 百万元, %) ...	7
表 3:	保险股票、基金和长股投余额情况 (单位: 亿元)	10
表 4:	保险资金权益投资上限	14
表 5:	二期工程下权益价格风险因子明显提升	16
表 6:	若释放最低资本全部增配沪深 300 股票, 对应资金为 1,953 亿元; 若以 1Q23 全行业平均偿付能力充足率 190.3% 为样本, 预计可以提升 15.2 个百分点 (单位: 亿元)	17
表 7:	保险资金运用收益额 (亿元)	18
表 8:	保险资金运用收益率	18
表 9:	3Q23 末险资 A 股重仓流通股前十个股一览表 (按照期末持仓市值排序)	20
表 10:	新准则下合同服务边际 (CSM) 具有损失吸收效应, 来自利率、权益和投资成分的经验偏差可以被吸收	21
表 11:	VFA 计量模型下, 可实现负债端价值镜像反映资产端的价值, 提升财务稳定性	22
表 12:	BBA 计量模型下, OCI 选择权下保险公司资产端和负债端的关联度和匹配度均有提高, 可有效平滑净资产波动	22
表 13:	保险资金增量配置预测	24

1. 引言：证监会积极号召长期资金入市，保险资金意愿几何？

7·24 政治局会议后，证监会协同多部委，号召以保险资金为代表的长期资金积极入市。“7·24 政治局会议”指出“活跃资本市场，提振投资者信心”，展现了对资本市场的高度重视和殷切期望。此后，证监会会同各部委积极从投资端、融资端、交易端等方面综合施策。此前银保监会刊文提出“稳步推进保险资金长期股票投资改革试点，加大优质上市公司股票投资，支持资本市场稳定发展”。2023 年 9 月，金监总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，明确引导保险公司支持资本市场平稳健康发展。对于保险公司投资沪深 300 指数成分股，风险因子从 0.35 调整为 0.3；投资科创板上市普通股票，风险因子从 0.45 调整为 0.4。2023 年 10 月末，财政部刊发《关于引导保险资金长期稳健投资加强国有商业保险公司长周期考核的通知》，拉长考核久期。保险公司尤其是寿险公司，面临负债业务久期长、资产负债匹配难度大、战略执行定力要求高等特点，本次调整有望培育行业主体“前人栽树后人乘凉”长期稳健的经营与管理理念，利好行业长期健康发展。2024 年年初证监会召开 2024 年系统工作会议，强调大力推进投资端改革，推动保险资金长期股票投资改革试点加快落地，完善投资机构长周期考核，健全有利于中长期资金入市的政策环境，促进投融资动态平衡。

表1：证监会会同多个部委号召长期资金入市

时间	部委	文件/主要内容	概述
2023.8.18	证监会	就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问	1) 推动研究优化保险资金权益投资会计处理，推动保险资金长期股票投资试点落地，并逐步扩大试点范围与资金规模；2) 推动建立健全保险资金等权益投资长周期考核机制，促进其加大权益类投资力度，引导和支持银行理财资金积极入市。
2023.8.24	证监会	召开机构投资者座谈会	合力推动解决中长期资金入市的体制机制障碍，会同相关部门放宽保险资金、年金基金等股票投资比例限制，积极引导各类机构实施长周期考核，强化投资稳定性。
2023.9.4	监管调研	《关于开展保险资金长期入市情况调研的通知》	1) 了解保险资金长期入市情况，组织开展有关调研，内容包括国外（欧美）市场历史演变、政策支持；国内投资情况、投资方式、考核方式；2) 国内发展中存在困难及问题；以及政策建议等，要求形成调研报告并发送。引导保险公司支持资本市场平稳健康发展。
2023.9.19	金监局	《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》	对于保险公司投资沪深 300 指数成分股，风险因子从 0.35 调整为 0.3；投资科创板上市普通股票，风险因子从 0.45 调整为 0.4。对于投资公开募集基础设施证券投资基金（REITS）中未穿透的，风险因子从 0.6 调整为 0.5。
2023.10.30	财政部	《关于引导保险资金长期稳健投资加强国有商业保险公司长周期考核的通知》	将经营效益指标的 ROE 由当年度 ROE 变为“50%的 3 年 ROE 几何平均数”+“50%的当年度 ROE”，以加强国有商业保险公司长周期考核。明确要求“保险资金要投向风险可控、收益稳健、具有稳定现金流回报的资产，不得用于收益不稳健、价格波动大、现金流不稳定的高风险投资”
2024.1.12	证监会	新闻发布会	积极支持保险资金开展长期股票投资试点，中国人寿、新华保险作为首期试点机构，拟共同出资 500 亿元，聚焦投资二级市场优质上市公司，目前该项目进入落地阶段。

2024.1.25

证监会
召开 2024 年系
统工作会议

大力推进投资端改革，推动保险资金长期股票投资改革试点加快落地，完善投资机构长周期考核，健全有利于中长期资金入市的政策环境，促进投融资动态平衡

资料来源：证监会，金监总局，财政部，东吴证券研究所；注：土黄色为证监会发布，蓝色为其他部委协同文件

2. 保险资金配置股票现状分析

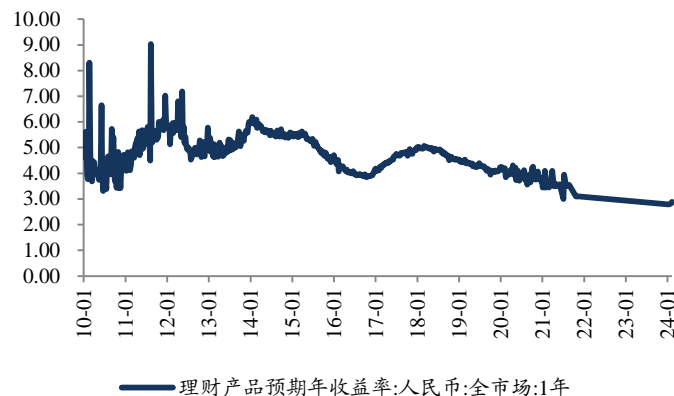
2.1. 低利率环境下再配置收益率显著承压，存量非标高收益资产集中到期

长端利率趋势性下行，增加险企权益收益增强动力。2023 年，国内经济恢复性复苏，但内生动力不足，需求仍然疲弱，海外地缘政治不确定性加剧。市场表现来看，二季度后权益市场明显走弱，8 月后加速下行，各板块间延续极致结构性行情；以十年期国债为代表的利率中枢水平整体下行，从疫情前 3.0% 中枢震荡下行至当前 2.3% 附近，同时信用风险隐患依然较大。险企如何应对低利率时代的权益战术资产配置是摆在各保险机构首席投资官的重要课题。同时近年来理财产品收益率持续下行，从 2018 年初 5.0% 附近一路震荡下行至当前 2.8% 左右，面临一定压力。在国内经济转型升级、金融市场改革深入推进、长期利率中枢下移的新形势下，我们认为，以保险资金为代表的中长期资金加快发展权益投资正当其时。

图1：长端利率趋势性下行增加权益收益增强压力(%)



图2：理财产品收益率持续下行(%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计当前到 2025 年仍有大量非标到期再配置压力。近年来，险企有大量存量高利率固定收益类资产到期，而优质投资资产较为稀缺，保险公司面临逐年提升的再配置压力。2013 年保险债权投资计划的发行由备案制调整为注册制，发行效率显著提升，推动 2013-2017 年非标资产的投资快速增长。而 2018 年资管新规后非标业务受到长期严监管，优质非标资产的供给极为稀缺。可投非标资产收益率大幅下降，导致非标资产到期后再投资压力显著提升。我们以中国平安披露的非标债权资产结构和收益率分布为例，2017 年末公司非标名义投资收益率为 6.0%，平均期限为 7.47 年，剩余到期期限为 4.55 年；而截止 2023 年中期，资管新规调整规范后，债权计划及债权型理财产品名义投资收益率为 4.98%，平均期限为 6.78 年，剩余到期期限为 3.88 年，由于名义投资收益率包括存量业务贡献，我们预计当期再配置收益率已经降至 2.5% 左右。拉长周期来

看，名义投资收益率、期限和剩余到期期限均在逐年下降。从结构来看非银金融行业与不动产行业占比下降最为明显，分别从2017年末的31.6%和17.9%下降至17.4%和12.8%。

图3: 平安非标债权资产名义收益率逐步下降，平均期限和剩余到期期限下行(%)

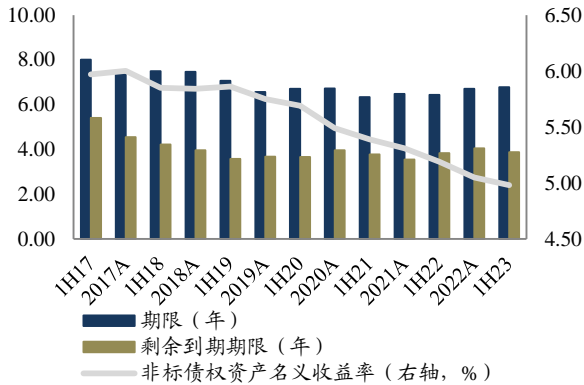
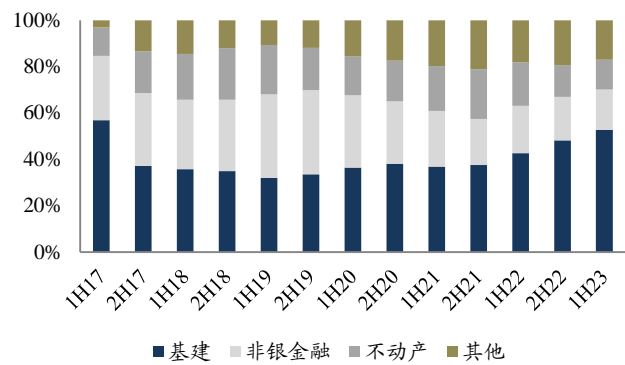


图4: 平安非标债权资产产品结构



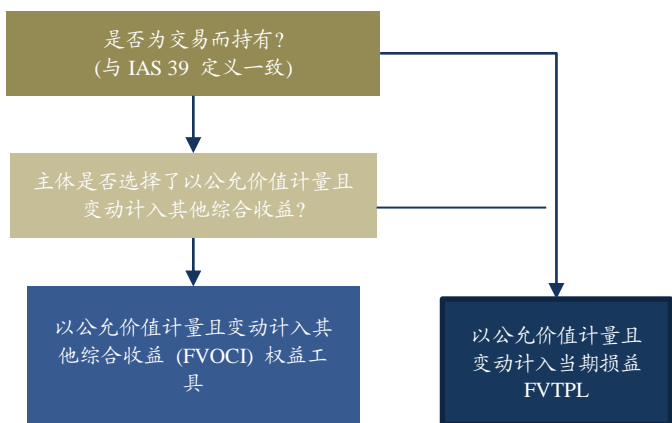
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 资管新规后, 非标债权资产调整为债权计划及债权型理财产品口径

2.2. 新准则下面临机遇与挑战: 可供出售金融资产科目被取消, FVOCI 权益工具仍在积极探索布局

上市险企从2023年1月1日起, 同步实施《企业会计准则第25号——保险合同》(后文简称IFRS17)、《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》(后文简称IFRS9)两个新准则。

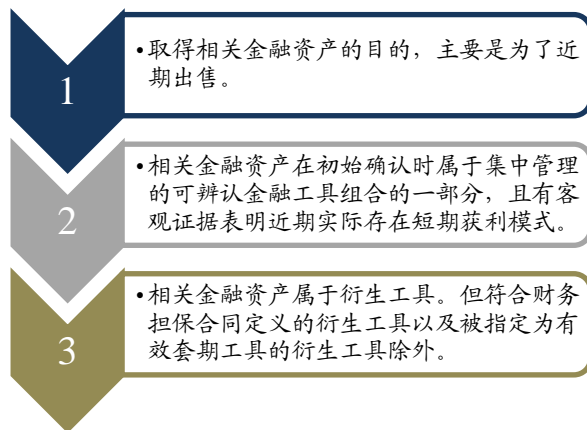
新准则下企业的会计利润波动性加强。IFRS9下, 原AFS(可供出售金融资产)科目被取消, 大量股票被计入FVTPL(以公允价值计量且其变动计入当期损益)科目, 放大了当期净利润波动。例如, 企业以赚取差价为目的从二级市场购入的股票、债券和基金等, 或者发行人根据债务工具的公允价值变动计划在近期回购的、有公开市场报价的债务工具, 表明企业持有该金融资产或承担该金融负债的目的是交易性的。我们以A股上市险企为例, 1H23合计二级市场股票投资余额为1.054万亿元, 若持仓下跌10%, 在假设50%分红险占比下, 对当期净利润影响为527亿元, 金额较大。金融资产划分方式由管理层意图判断转变为业务模式和现金流量模式, 金融企业过去通过可供出售金融资产(AFS)进行盈余管理的可操性降低。不过需要注意的是, 由于非交易性FVOCI-权益工具处置时不可转损益, 直接转留存收益, 企业在投资初期将慎重划分。FVTPL-权益工具比例或将大幅提升, 利润波动性提升。

图5: 权益工具投资-分类判定流程



数据来源: 财政部, 东吴证券研究所

图6: 满足下列条件之一, 可确认为交易性金融资产



数据来源: 财政部, 东吴证券研究所

上市险企仍在积极探索 FVOCI (以公允价值计量且其变动计入其他综合损益) 科目认定和布局, 但幅度不大。我们以 A 股上市险企为例, 1H23 合计 FVOCI 权益工具中股票余额为 2367.59 亿元, 在股票持仓占比为 22.46%, 由高至低分别为平安 (67.05%)、人保 (31.25%)、太保 (14.08%)、新华 (5.85%) 和国寿 (0.03%), 认定比例并不高。

表2: A 股上市险企 FVOCI 权益资产金额及占比情况 (截止 2023/6/30, 单位: 百万元, %)

公司	其他权益工具投资期末余额	其中: 股票	其中: 永续金融产品	其中: 其他权益类投资	保险资金运用余额	权益投资余额	股票投资余额	FVOCI 在权益投资占比	FVOCI 在股票投资占比
平安	189,392	189,392	-	-	4,615,762	835,016	282,470	22.7%	67.0%
国寿	127,059	135	75,725	51,198	5,421,819	976,991	435,889	13.0%	0.03%
太保	90,271	26,701	12,635	50,935	2,118,655	331,498	189,624	27.2%	14.1%
新华	5,786	5,769		17	1,259,159	309,175	98,681	1.9%	5.8%
人保	81,138	14,762	54,871	11,505	1,379,818	440,165	47,240	18.4%	31.2%
合计值	582,620	236,759	143,231	113,655	14,795,213	2,892,845	1,053,904	20.1%	22.5%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

新准则下, FVOCI-权益工具是把“双刃剑”。FVOCI-权益工具虽然可以平抑短期股票公允价值波动对利润表的冲击, 但无法兑现标的资产持续上涨带来的资本利得, 面临利润成长性与稳定性的权衡。根据准则要求, 只有不符合交易性金融资产的权益工具投资才可以指定为 FVOCI 权益工具; 非交易性权益工具投资一经指定为 FVOCI 权益工具, 不得撤销。¹从净利润管理角度看, 若追求净利润的稳定性, 应适度增加 AC 和 FVOCI 资产的比例; 若追求净利润的弹性, 应增加 FVTPL 的资产比例。

¹根据《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》第十九条规定, 在初始确认时, 企业可以将非交易性权益工具投资指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产, 并按照本准则第六十五条规定确认股利收入。该指定一经做出, 不得撤销。

2.3. 不同类型机构配置权益策略显分化

大型寿险公司配置股票比例相对更高。根据《中国保险资产管理业发展报告(2023)》，185家保险公司调研数据显示,2022年末,从细分资产来看,现金及流动性资产占比4.3%,银行存款占比8.5%,债券占比42.2%,股票占比7.5%,公募基金(不含货基)占比5.4%,股权投资占比7.8%,债权投资计划占比5.5%,组合类保险资管产品占比5.1%,信托计划占比5.7%,境外投资2%左右。2020-2022年间,利率债占比上升6.2个百分点,组合类产品(固收类)上升0.9个百分点;信用债、信托计划、股票占比分别下降3.1、2.1、1.2个百分点。185家保险公司调研数据显示,2022年末寿险公司配置利率债比例更高,产险、再保险偏向于配置信用债,保险集团配置股权类资产比例更高。寿险公司中,超大型、大型寿险配置利率债和股票比例更高,中型寿险配置债权投资计划、信托计划更高,小型寿险配置信用债、组合类固收类产品、债权投资计划比例更高。产险公司中,大型、中型产险配置信用债更高,小型产险配置银行存款(含流动性资产)和固收类组合类产品更高。

图7: 2020-2022年保险资金大类资产配置结构

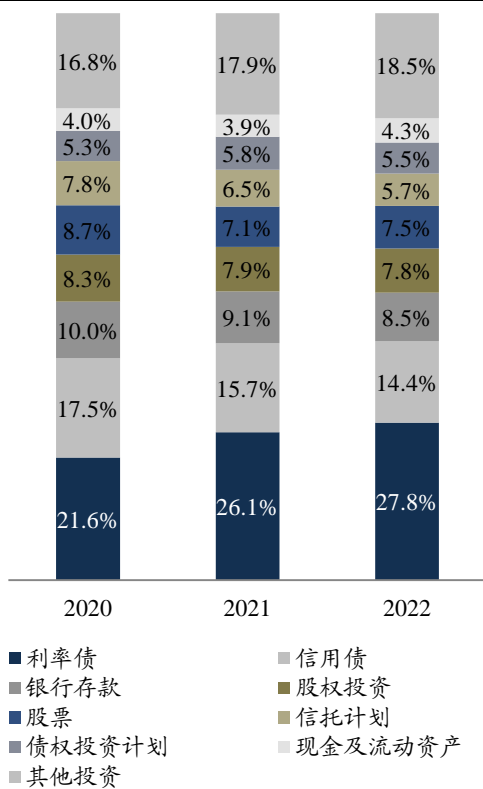
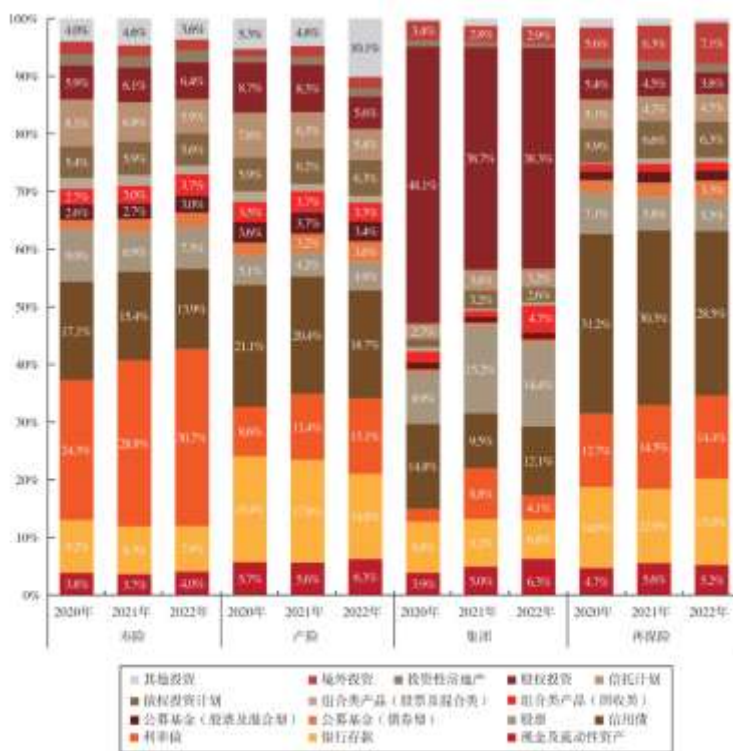


图8: 2020-2022年不同类型保险公司的资产配置结构



数据来源: 中国保险资产管理业协会《中国保险资产管理业发展报告(2023)》, 东吴证券研究所; 注: 数据样本为同时参与2020年、2021年和2022年的185家寿险、产险、集团和再保险公司

对于负债成本较低的大型险企, 低利率环境下, 高股息资产的相对优势逐步显现。当前十年期国债到期收益率仅为2.3%左右, 随着前期非标资产到期和新增保险负债成本走低, 4.5%左右的绝对股息率水平“类债”个股逐步受到险资青睐, 但需要注意“高股息”的价值陷阱, 中长期盈利展望的稳定性和派息政策的持续性相比当下的股息率水平更重要。新准则下, 原可供出售金融资产科目被取消, 大量股票被计入FVTPL科目,

放大当期净利润波动，头部险企仍在探索 FVOCI 科目认定和布局。

但是对于负债成本较高的中小险企，配置高股息 FVOCI 资产的难度来自两方面。

1) 股票为体现大类资产配置下收益增强要求，承担一定资本利得要求，部分中小机构绝对收益率考核要求仍为大个位数甚至两位数要求，绝对股息策略或难以满足绝对收益率要求。2) 根据财政部对权益工具投资为“非交易性”判断要求——取得相关金融资产的目的并非主要是为了近期出售或回购。根据我们和会计事务所沟通，实务中往往6个月不能交易。值得注意的是，公募基金需直接计入 FVTPL 一定程度上降低了 FOF 配置的积极性。

2.4. 产寿险公司资产配置略有差异

近七个季度，产寿险公司债券占比均居于首位，并稳定上升。2Q22 至 4Q23 七个季度中，对于人身险公司，债券占比分别为 41.6%，41.8%，41.7%，42.9%，43.6%，44.8% 和 46.0%；对于财产险公司，债券占比分别为 31.1%，32.3%，33.6%，34.5%，35.4%，36.3% 和 37.8%。2Q22 至 4Q23 七个季度人身险公司资金运用余额中银行存款占比比较财产险公司低 10pct.左右，相应地，人身险公司的债券占比比财产险公司高 10pct.左右。持续低利率环境下，对债券偏好不降反升，指向当下“资产荒”现象严重。

图9：人身险公司资金运用余额占比变化情况

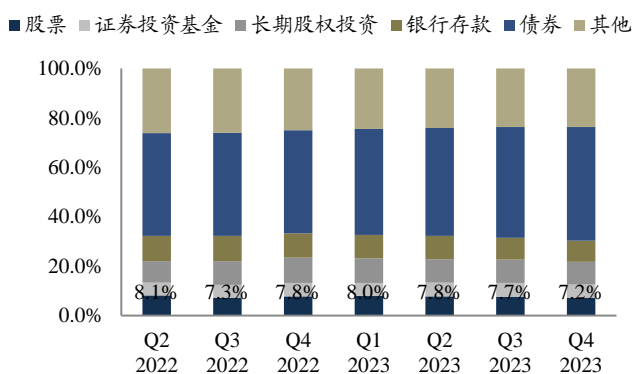
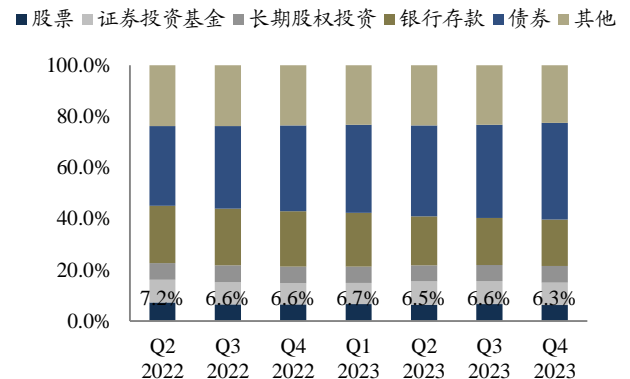


图10：财产险公司资金运用余额占比变化情况



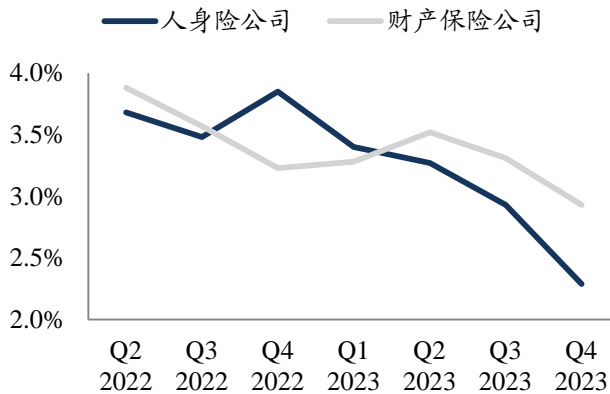
数据来源：金监总局，东吴证券研究所

数据来源：金监总局，东吴证券研究所

人身险公司和财产保险公司的年化财务收益率总体呈下降趋势，综合财务收益率波动较大。2Q22 至 4Q23，人身险公司的年化财务收益率分别为 3.68%，3.48%，3.85%，3.40%，3.27%，2.93% 和 2.29%，除 4Q22 较 3Q22 上升之外其他时间一直下降，4Q23 已经陡降至 2.5% 以下，险企面临很大投资压力；财产保险公司的年化财务收益率分别为 3.88%，3.57%，3.23%，3.28%，3.52%，3.31% 和 2.93%，除 4Q23 之外其他六个季度稳定在 3.0% 至 4.0% 之间，只出现小幅波动。近七个季度人身险公司的综合财务收益率分别为 2.84%，1.51%，1.83%，5.24%，4.41%，3.32% 和 3.37%，财产保险公司的综合财务收益率分别为 2.34%，1.29%，1.49%，5.00%，4.14%，3.21% 和 2.87%。逐季度综合财务收益率波动较为剧烈。人身险公司和财产保险公司的逐季度年化财务收益率没有过大差异，逐季度综合财务收益

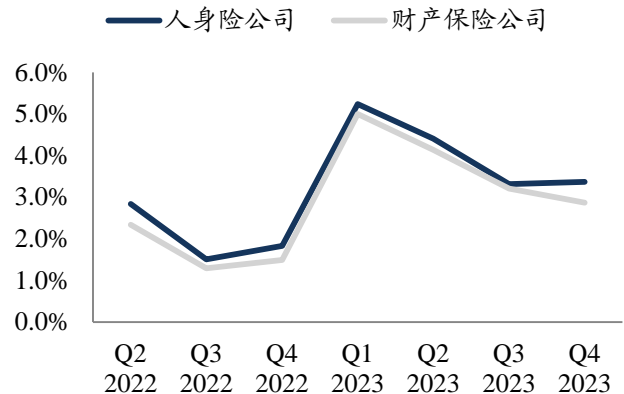
率变化趋势基本一致且数值接近。

图11: 保险公司逐季年化财务收益率



数据来源: 金监总局, 东吴证券研究所

图12: 保险公司逐季综合财务收益率



数据来源: 金监总局, 东吴证券研究所

根据金监总局统计, 截止 4Q23 人身险公司与财产险公司合计股票、基金和长期股权投资余额分别为 19,425 亿元、15,335 亿元和 24,353 亿元, 在保险资金余额占比为 7.1%、5.6%和 8.9%。其中人身险公司股票、基金和长期股权投资余额分别为 18,160 亿元、13,549 亿元和 23,047 亿元, 在资金运用余额占比为 7.2%、5.4%和 9.1%; 而财产险公司投资余额分别为 1,265 亿元、1,786 亿元和 1,306 亿元, 在资金运用余额占比为 6.3%、8.8%和 6.5%。

人身险公司股票、基金和长期股权投资余额的合计值除 4Q23 下降外逐季上升, 财产险公司的三者合计值稳中有升。2Q22 至 4Q23 人身险公司的股票、基金和长期股权投资余额合计值分别为 48,468 亿元、48,808 亿元, 52,915 亿元, 54,436 亿元, 55,240 亿元, 55,666 亿元和 54,756 亿元; 财产险公司的合计值分别为 4,242 亿元, 4,121 亿元, 4,110 亿元, 4,169 亿元, 4,395 亿元, 4,416 亿元和 4,357 亿元。

表3: 保险股票、基金和长股投余额情况 (单位: 亿元)

公司类型	项目	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
人身险公司	股票	17,849	16,118	17,630	18,677	18,769	18,794	18,160
	证券投资基金	11,615	11,497	12,081	12,309	13,399	13,779	13,549
	长期股权投资	19,004	21,193	23,204	23,450	23,072	23,093	23,047
	合计值	48,468	48,808	52,915	54,436	55,240	55,666	54,756
财产险公司	股票	1,350	1,244	1,272	1,308	1,301	1,330	1,265
	证券投资基金	1,672	1,620	1,591	1,607	1,831	1,812	1,786
	长期股权投资	1,220	1,257	1,247	1,254	1,263	1,274	1,306
	合计值	4,242	4,121	4,110	4,169	4,395	4,416	4,357

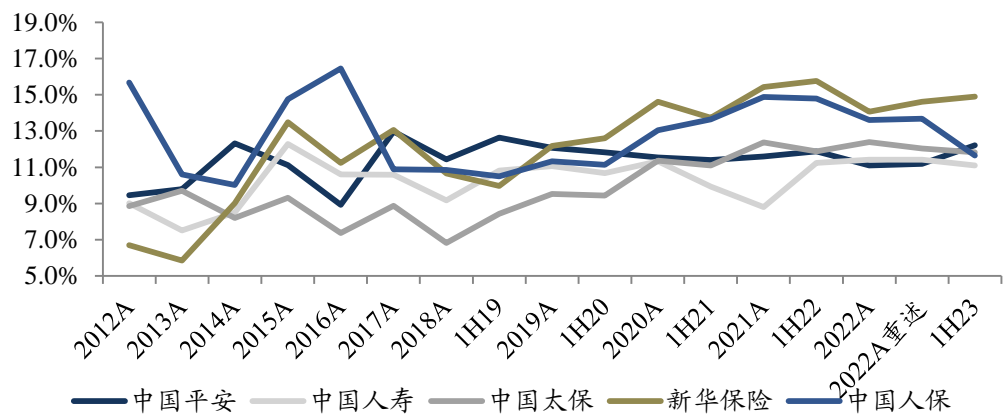
数据来源: 金监总局, 东吴证券研究所

股票余额波动不大, 基金及长股投余额稳步上行。2Q22 至 4Q23 人身险公司的股票投资余额除 4Q23 下降外逐年上升, 其余季度基本在 1.6 万亿至 1.9 万亿元之间波动;

财产保险公司的股票投资余额较为稳定，在 1300 亿元上下震荡波动。长期股权投资余额和证券投资基金余额在人身险公司和财产保险公司中均有所上升，人身险公司的长期股权投资余额从 2Q22 的 19,004 亿元上升到 4Q23 的 23,047 亿元，证券投资基金余额从 2Q22 的 11,615 亿元上升到 4Q23 的 13,549 亿元；财产保险公司的长期股权投资余额从 2Q22 的 1,220 亿元上升到 4Q23 的 1,306 亿元，证券投资基金余额从 2Q22 的 1,672 亿元上升到 4Q23 的 1,786 亿元。

当前险资股基配置处于历史中位数上方，从 2012 至 1H23，国内五家上市保险公司的股基投资占比总体呈波动上升态势。在 2012 年，除中国人保以外，其余四家保险公司的股基投资占比均在 10% 以下，而在 1H23，股基投资占比基本达到 10% 以上，五家险企差异缩小，趋向于稳定。其中，新华保险的股基投资占比增速较快，在 2012 年占比低于其他四家保险公司，但在 1H23 跃居第一。

图13：上市险企股基投资占比波动上升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

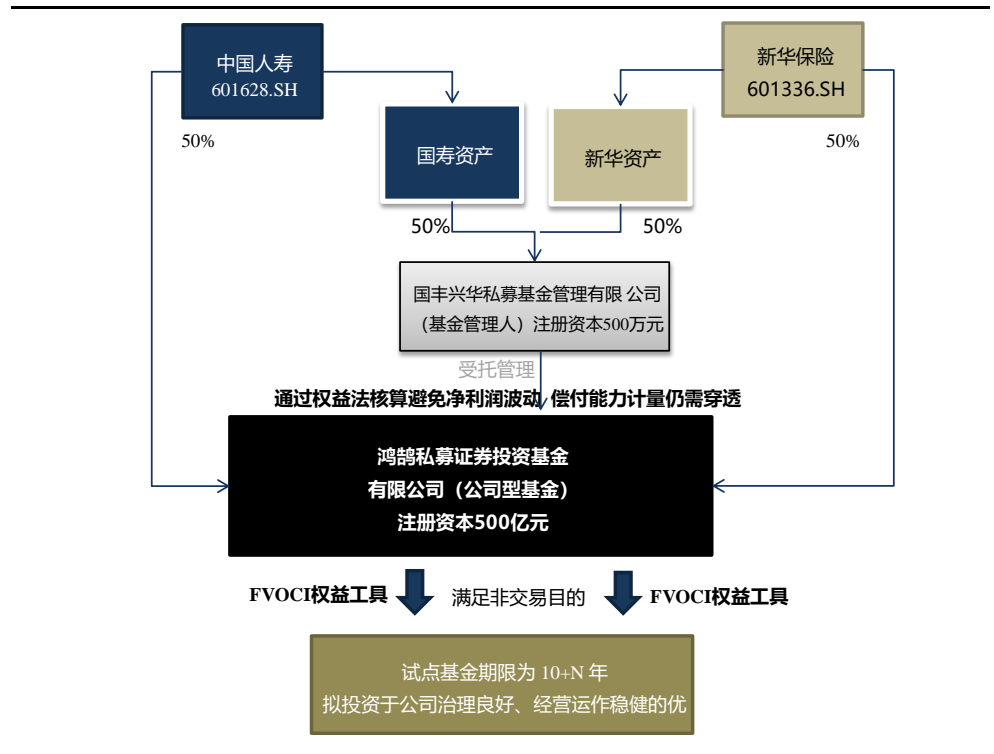
2.5. 长期股票投资实践：国寿与新华合作成立公司型基金

2023 年 11 月，中国人寿与新华保险共同公告为进一步增加符合公司投资策略的长期投资资产，优化保险资金资产负债匹配，提高资金使用效率，双方拟分别出资 250 亿元共同发起设立私募基金公司。新华资产与国寿资产分别出资 500 万元共同发起设立基金管理人，担任上述私募基金公司的管理人。

基金双层架构设立。基金管理人为国丰兴华私募基金管理有限公司，从取名意向来看，体现了国寿与新华作为共同管理人的合意。私募基金公司为鸿鹄私募证券投资基金有限公司，从取名意向来看，古人常以“鸿鹄之志”来形容志向远大，这里的“鸿鹄”是指天鹅。该基金期限为 10+N 年，在 10 年期届满后，可以通过变更备案的方式进行延期，或者经双方协商一致后退出。该私募基金拟投资于公司治理良好、经营运作稳健的优质上市公司股票，这将有利于发挥好保险长线机构投资者的积极作用，拓展保险资金参与资本市场的广度、深度，实现保险资金与资本市场的良性互动、共同发展。该基金将根据市场形势把握建仓时机，动态优化策略。

公司型基金后续运作，偿付能力计量仍需穿透，但是上市公司短期业绩波动有望被熨平。新金融工具准则下，公司型基金对旗下非交易性权益类资产指定为 FVOCI(其他权益工具)。偿二代二期下上市公司主体仍需对公司型基金所持有的股票进行穿透并计量最低资本，不过考虑到 9 月《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》降低对沪深 300 股票市场风险因子(从 0.35 下降至 0.3)，对偿付能力压力相对有限。上市公司通过权益法对公司型基金后续计量中，有望熨平对净利润波动，FVOCI 权益工具对净资产的波动体现为上市公司报表中其他综合收益。我们初步估算下若 250 亿元全部配置沪深 300 股票对国寿和新华 3Q23 综合偿付能力充足率静态影响幅度分别为 3.9 和 16.2 个 pct.。

图14：公司与中国人寿共同对外投资



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司型基金成立，公司短期业绩波动有望被熨平。新金融工具准则下，公司型基金对旗下非交易性权益类资产指定为 FVOCI，FVOCI 权益工具对净资产的波动体现为上市公司报表中其他综合收益。公司通过权益法对公司型基金后续计量中，有望熨平净利润波动。初步估算下，若 250 亿元全部配置沪深 300 股票对公司 3Q23 综合偿付能力充足率静态影响幅度为 16.2 个 pct.。

信号意义明显，考虑到当前 A 股处于历史估值低位水平，该投资有望激发市场短期信心。相比于国寿和新华直接购买二级市场股票，成立私募基金一方面有助于认定非交易性 FVOCI 权益认定，一方面有利于向资本市场传递积极信号。国寿和新华作为保险央国企发挥“头雁效应”，主动设立基金拟投资于公司治理良好、经营运作稳健的优质上市公司股票，有助于释放积极稳定市场信号，我们预计运作类似“平准基金”，沪深 300 和上证 50 或将为主要投资标的。

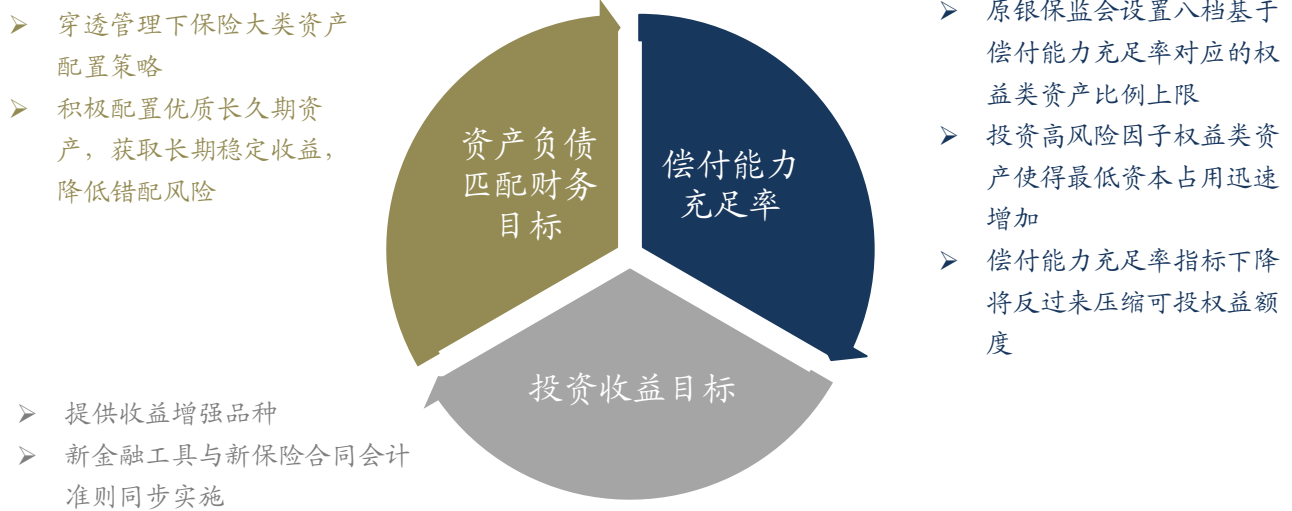
国丰兴华（北京）私募基金管理有限公司已完成登记备案。根据中国证券投资基金业协会查询，该基金成立时间为2023年12月22日，基金登记时间为2024年1月8日，办公地址位于金融大街17号中国人寿中心17层1728。目前该基金配置高管3人，其中法定代表人为杨琳总（来自国寿系，资产权益部总经理），总经理为李杰总（来自新华系），合规风控负责人张振总（来自国寿系），员工团队达8人。该基金投资范围为，覆盖上市公司股票以及货币市场基金、银行存款、国债逆回购等现金管理类投资品种。股票投资方面，基金将选择具有较大市值、流动性好及较高市场影响力的优质上市公司。我们认为此举有助于释放积极稳定市场信号，沪深300和上证50或将为主要投资标的，或将进一步点燃“高股息”红利板块投资热情。我们预计新增资金来自保险资金运用到期再配置（如此前高收益率的非标、持有至到期债券等）。

3. 保险资金配置股票动因分析

我们认为险企应以负债为驱动，以偿付能力为核心指标，致力于创造穿越宏观经济周期的稳定的投资收益，以满足负债需求，并且要严格且有纪律地执行战术资产配置，积累优质资产以应对当下配置型的优质资产荒环境。

我们认为险资长期入市与权益市场长牛是共荣共生且互为前提，险资需要在偿付能力充足率、投资收益目标和资产负债匹配的财务目标三者间寻求平衡。我们从偿付能力充足率、投资收益目标和资产负债匹配财务三个方面看险资配置股票的影响因素。1. 偿付能力充足率约束了权益类资产的比例上限，如果投资高风险因子权益类资产使得最低资本占用增加，这会降低偿付能力充足率，偿付能力充足率指标的下降反过来会压缩权益类资产额度。2. 从投资收益目标来看，股票和其他权益类资产通常具有较高的潜在回报，尤其是近年来长端利率趋势性下行增加权益收益增强压力。值得注意的是，新金融工具与新保险合同会计准则同步实施也给行业带来挑战。3. 从资产负债匹配的财务目标来看，险资应致力于创造穿越宏观经济周期的稳定的投资收益，投资权益类资产可以提高资金收益率，高股息的优质权益类资产，为险资提供稳定充沛的现金流，可以很好契合负债端资金属性，降低保险公司的错配风险。

图15: 保险资金投资考核纬度



数据来源：东吴证券研究所整理

3.1. 从偿付能力约束分析险资配置股票动因：戴着镣铐起舞，择时与择股底层逻辑与传统资管机构本质差异

保险机构是特殊的“负债型”金融机构，保险资金是负债资金。保险资产配置过程必须关注各类资金运用监管约束和偿付能力约束，因此险资运用类似戴着镣铐起舞，择时与择股底层逻辑与传统资管机构存在差异。

偿付能力约束权益配置上限。为引导保险资金更好服务实体经济，积极发挥保险机构作为资本市场重要机构投资者的作用，2020年7月原保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，分八档设置权益投资上限（按照不高于上季末总资产的10%、20%、25%、30%、35%、40%和45%）。《通知》根据偿付能力充足率来对保险公司的权益类资产投资进行差异化监管，权益类资产配置比例最高可达45%。一方面，对偿付能力充足率高的保险公司放宽权益类投资的监管比例，增加了其配置资产的弹性和灵活性，拉长了资产配置期限和盈利能力；另一方面，限制了偿付能力充足率低的企业进行权益类投资。

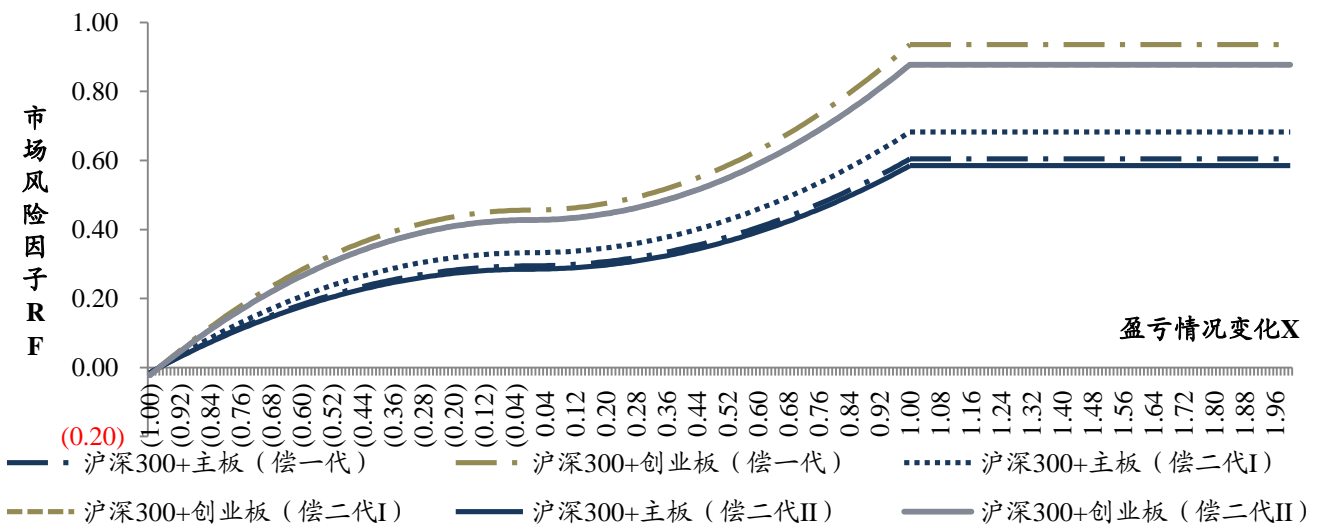
表4: 保险资金权益投资上限

偿付能力充足率	权益类资产/上季末总资产
<100%	<10%
100%-150%	<20%
150%-200%	<25%
200%-250%	<30%
250%-300%	<35%
300%-350%	<40%
>350%	<45%

数据来源：原银保监会，东吴证券研究所

保险公司内部风险管理制度和偿付能力评估标准的监管制度在不断升级和改进的过程中，经历了以下主要阶段。在 2016 年之前，首次引入了“偿一代”监管体系，该体系主要侧重于依据险种和保险规模来计算最低资本和实际资本，但却未充分考虑不同公司的风险管理能力、不同资产的风险差异以及不同经济周期中的系统性风险等因素。这使得监管体系无法有效评估保险公司所面临的风险，从而无法提供更精准的监管。2016 年偿二代一期正式实施，首次引入了以风险为导向的偿付能力监管体系，针对股票投资的风险因子进行了逆周期调整（当股票价格上涨时，风险因子会相应增加，从而导致最低资本要求的上升。反之，当股票价格下跌时，风险因子会降低，有助于减轻最低资本的负担），这一变革有助于保险公司更好地适应市场波动，降低险企“追涨杀跌”主观动能，有助于实现“长期资金”稳定大市的积极作用。2022 年偿二代的二期实施进一步深化了监管改革。风险因子的调整变得更加差异化，特别是对权益类资产的风险因子进行了显著提升。

图16: 偿二代针对股票投资的风险因子引入了逆周期调整



数据来源：原银保监会，东吴证券研究所

二期工程下权益价格风险因子明显提升。以偿二代二期为例，该阶段对权益价格风险因子进行了明显提升。具体而言，上市普通股中沪深主板股的风险因子从 0.31 提高至 0.35，中小板股和创业板股的风险因子从 0.41 和 0.48 提高至 0.45；未上市股权的风险因子也从 0.28 提升至 0.41；而证券投资基金中混合基金和可转债的风险因子分别从 0.2 和 0.18 提高至 0.23。2023 年 9 月，国家金融监管总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，从差异化调节最低资本要求、引导保险公司回归保障本源、引导保险公司支持资本市场平稳健康发展和引导保险公司支持科技创新四个方面展开。经过测算，我们预计，若释放最低资本全部增配沪深 300 股票，对应资金为 1,953 亿元；若以 1Q23 全行业平均偿付能力充足率 190.3% 为样本，预计可以提升 15.2 个百分点。具体来看，《通知》优化降低权益因子，有助于提升险资权益配置意愿，若释放最低资本全部增配沪深 300 股票，对应资金为 1,953 亿元。《通知》对于投资沪深 300 指数成分股，风险因

子从 0.35 调整为 0.3；投资科创板上市普通股票，风险因子从 0.45 调整为 0.4。2023 年 7 月末，险资投资股票和证券投资期末余额为 3.55 万亿元，我们假设其中股票占比为 60%，（其中假设投资沪深 300 比例为 50%，投资科创板比例为 5%），则考虑风险分散效应前静态释放最低资本为 586 亿元，若这部分资金全部增配沪深 300 股票，对应股市资金（除以风险因子 0.3）为 1,953 亿元。值得注意的是，《通知》要求保险公司加强投资收益长期考核，在偿付能力季度报告摘要中公开披露近三年平均的投资收益率和综合投资收益率。

表5：二期工程下权益价格风险因子明显提升

资产类别	一期方案平均	二期方案平均	《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》
上市普通股票	$RF_0 = \begin{cases} 0.31 & \text{沪深主板股} \\ 0.41 & \text{中小板股} \\ 0.48 & \text{创业板股} \end{cases}$	$RF_0 = \begin{cases} 0.35 & \text{沪深主板股} \\ 0.45 & \text{创业板股、科创板股} \end{cases}$	$RF_0 = \begin{cases} 0.3 & \text{沪深主板股} \\ 0.4 & \text{科创板股} \\ 0.45 & \text{创业板股} \end{cases}$
未上市股权	$RF_0 = 0.28$ $RF_0 = 0.06$	$RF_0 = 0.41$	
证券投资基金-债券基金	对于分级债券基金，根据基金属于优先级或劣后级 $K_1 = \begin{cases} -0.2 & \text{优先级} \\ 0.2 & \text{劣后级} \end{cases}$	$RF_0 = 0.06$ 不区分分级债券基金的优先级或劣后级	
证券投资基金-股票基金	普通股票基金 $RF_0 = 0.25$ 分级股票基金根据基金属于优先级或劣后级 RF_0 不同 $K_1 = \begin{cases} 0.1 & \text{优先级} \\ 0.45 & \text{劣后级} \end{cases}$	$RF_0 = 0.28$ 不区分普通股票基金和分级股票基金	
证券投资基金-混合基金	$RF_0 = 0.2$	$RF_0 = 0.23$	
证券投资基金-货币市场基金	$RF_0 = 0.01$	$RF_0 = 0.01$	
长期股权投资	$RF_0 = \begin{cases} 0.1 & \text{对子公司的股权投资} \\ 0.15 & \text{对合营企业和联营企业的股权投资} \end{cases}$ 根据投资对象性质设定特征系数 k_1 $K_1 = \begin{cases} -0.25 & \text{金融机构} \\ -0.2 & \text{保险关联行业（非金融）} \\ 0 & \text{其他} \end{cases}$	(1) 保险类子公司及属于保险主业范围内的子公司时， $RF_0 = 0.35$ ； (2) 合营、联营企业为上市公司时， $RF_0 = 0.35$ ；合营、联营企业为非上市公司时， $RF_0 = 0.41$ ； (3) 其余情况， $RF_0 = 1$	
可转债	$RF_0 = 0.18$	$RF_0 = 0.23$	

数据来源：原银保监会，东吴证券研究所

表6: 若释放最低资本全部增配沪深 300 股票, 对应资金为 1,953 亿元; 若以 1Q23 全行业平均偿付能力充足率 190.3%为样本, 预计可以提升 15.2 个百分点 (单位: 亿元)

静态测算影响分析			
股票和证券投资期末余额			35,512
其中: 股票占比 (假设)			60.0%
股票期末余额			21,307
其中: 沪深 300 比例 (假设)	50.0%	其中: 科创板比例 (假设)	5.0%
沪深 300 期末余额	10,654	科创板期末余额	1,065
风险因子释放比例	5.0%	风险因子释放比例	5.0%
释放最低资本	533	释放最低资本	53
考虑风险分散效应前静态释放最低资本			586
如果全部增配沪深 300 权重, 对应股市资金(除以 0.3)			1,953
动态测算影响分析			
1.对于财产险公司和再保险公司, 总资产 100 亿元以上、2000 亿元以下公司的最低资本按照 95% 计算偿付能力充足率, 即特征系数为-0.05; 总资产 100 亿元以下公司的最低资本按照 90% 计算偿付能力充足率, 即特征系数为-0.1。			
2.对于人身险公司, 总资产 500 亿元以上、5000 亿元以下公司的最低资本按照 95% 计算偿付能力充足率, 即特征系数为-0.05; 总资产 500 亿元以下公司的最低资本按照 90% 计算偿付能力充足率, 即特征系数为-0.1			
保险公司最低资本 1Q23			24,700
释放比例			3.0%
最低资本释放金额			741
考虑风险分散效应前动态释放最低资本			741
3.剩余期限 10 年期以上保单未来盈余计入核心资本的比例, 从不超过 35%提高至不超过 40%			
寿险公司净资产			20,000
释放比例			12.8%
实际资本释放金额			2,564
寿险公司平均核心偿付能力充足率			109.70%
考虑风险分散效应前动态释放最低资本			2,337
整体测算影响分析			
考虑风险分散效应前合计释放最低资本			3,664
风险分散效应			50%
考虑风险分散效应后合计释放最低资本			1,832
1Q23 保险公司综合偿付能力充足率			190.3%
调整后			205.5%
改善行业偿付能力充足率幅度			+15.2pct.

数据来源: Wind, 原银保监会, 东吴证券研究所

3.2. 从投资收益目标分析险资配置股票动因：“稳股息”比“高股息”可能更重要

股票类投资被认为是一种收益增强型的大类资产配置方向。从 2017 年至 2020 年保险资金的投资收益来源来看，呈现多样化。以 2020 年为例，债券投资收益占比最高，达 2940.6 亿元，其次是股票投资和长期股权投资分别为 1866.5 亿元和 1416.9 亿元。在 2017 年至 2020 年，银行存款和债券投资的年收益额均呈现稳定增长的趋势。与此不同的是，股票投资和证券投资基金的年收益额波动较大。特别是在 2018 年市场陷入熊市时，股票和证券投资基金的收益率分别为-1.8%和-0.1%。从投资收益率的角度来看，股票、证券投资基金和长期股权投资的收益率普遍高于银行存款和债券。然而，在市场波动时，股票和证券投资基金具有较高的风险，而长期股权投资得益于成本法和权益法的后续计量，收益率表现相对稳定。

表7: 保险资金运用收益额（亿元）

	2017	2018	2019	2020
银行存款	830.4	856.2	986.1	1,009.5
债券	2,087.0	2,475.3	2,613.4	2,940.6
证券投资基金	443.5	-9.7	551.5	1,234.8
股票	1,184.0	-197.1	1,202.7	1,866.5
长期股权投资	1,283.1	1,202.3	1,084.3	1,416.9
投资性房地产	105.6	101.7	51.3	39.9

数据来源：原银保监会，东吴证券研究所

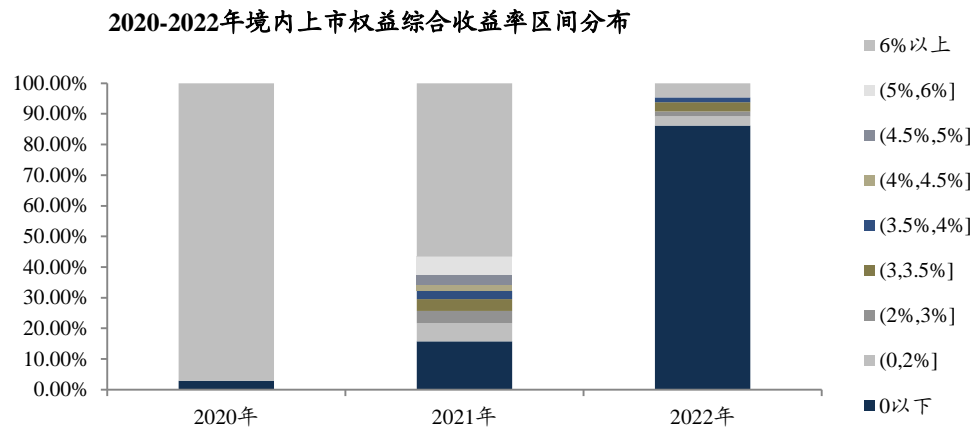
表8: 保险资金运用收益率

	2017	2018	2019	2020
银行存款	3.8%	4.0%	3.7%	3.7%
债券	4.3%	4.5%	4.4%	4.1%
证券投资基金	5.6%	-0.1%	6.1%	12.2%
股票	11.3%	-1.8%	9.2%	10.9%
长期股权投资	9.6%	7.5%	5.5%	6.7%
投资性房地产	6.5%	5.4%	2.8%	2.0%

数据来源：原银保监会，东吴证券研究所

不过疫后权益市场波动加大，A 股板块间轮动加剧，增加了险资这类长期资金获取超额收益的难度。根据《中国保险资产管理业发展报告（2023）》统计，2020 年综合收益率在 6% 以上的险企共有 135 家，仅有 4 家收益率为负；2021 年，境内上市权益负收益的险企增至 24 家，但 6% 以上收益率的险企仍有 86 家；而到了 2022 年，综合收益率在 0 以下的险企达到 56 家，仅有少数险企的收益率为正。2020 年沪深 300 指数收益率为 23.45%，2021 年为-5.2%，到 2022 年已跌至-21.6%。由此可见，在熊市下，险资权益投资获取超额收益仍然较大。

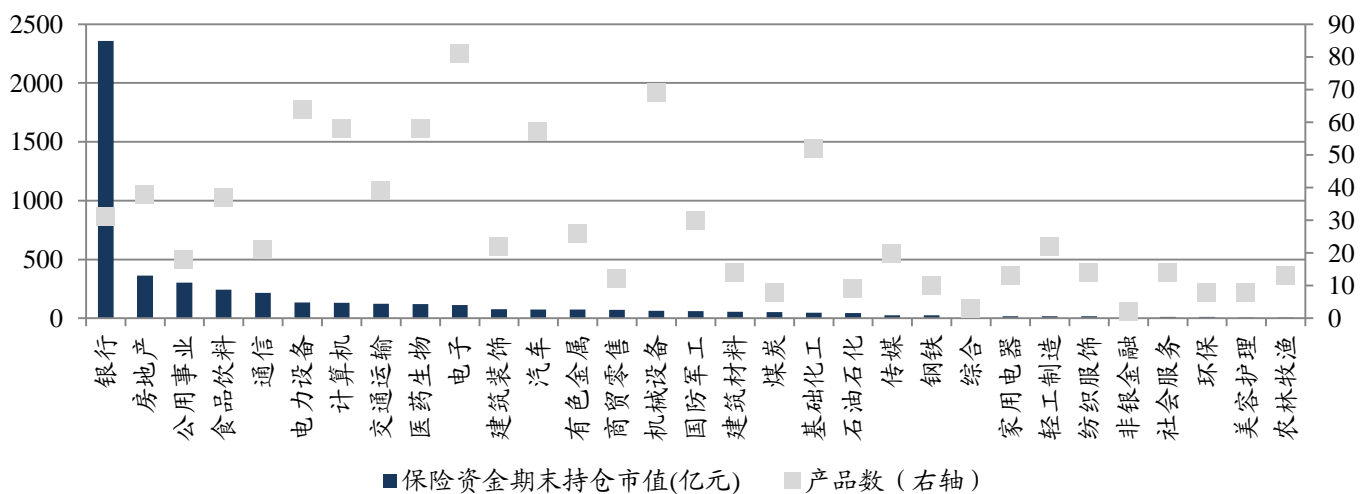
图17: 近年来, 险资股票投资收益率表现绝对水平一般



数据来源: 中国保险资产管理业协会《中国保险资产管理业发展报告(2023)》, 东吴证券研究所; 注: 数据样本为同时参与2020年、2021年和2022年的185家寿险、产险、集团和再保险公司

作为当下市场重要增量资金, 险资重仓流通股行业主要集中于银行、房地产、公用事业、食品饮料和通信等行业。当前, 保险资金是A股权益市场核心增量资金来源, 主要系稳定的保费现金流“弹药”供给和低利率环境下储蓄型业务“保本”优势的显现。我们根据Wind统计A股上市公司2023年三季报中披露的前十大流通股名单, 选出含有保险公司和旗下产品的个股并进行统计和梳理, 发现3Q23末险资A股重仓流通股申万(一级行业)分布主要集中在银行、房地产、公用事业、食品饮料和通信等行业, 持仓产品数主要集中在电子、机械设备、电力设备、计算机和医药生物等行业, 2023年9月30日时点平均动态股息率(近12个月)为3.88%, 合计持仓市值为4,907.3亿元。按3Q23末持仓市值排序来看, 险资A股重仓流通股前十个股分别为招商银行、兴业银行、浦发银行、民生银行、长江电力、中国联通、华夏银行、金地集团、邮储银行和保利发展。

图18: 3Q23末险资A股重仓流通股申万(一级行业)分布和持仓产品数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表9: 3Q23 末险资 A 股重仓流通股前十个股一览表 (按照期末持仓市值排序)

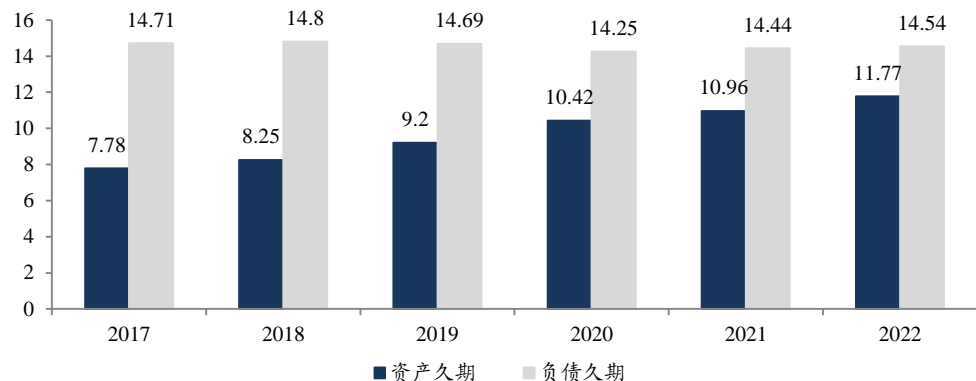
行标签	申万行业	3Q23 末动态股息率	3Q23 末合计 持仓市值 (亿元)	各类险资合计 占流通股比例 (%)	进入前十大 流通股次数
招商银行	银行	5.27%	628.9	9.25	2
兴业银行	银行	7.29%	455.0	13.44	4
浦发银行	银行	4.51%	412.7	19.80	3
民生银行	银行	5.57%	334.2	24.54	3
长江电力	公用事业	3.69%	219.7	4.34	1
中国联通	通信	2.15%	156.6	10.30	1
华夏银行	银行	6.70%	146.6	19.99	1
金地集团	房地产	1.99%	105.0	34.11	5
邮储银行	银行	5.19%	91.9	2.76	2
保利发展	房地产	3.53%	91.6	6.01	3
合计值		3.88%	4,907.3	10.26	871

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 从资产负债匹配分析险资配置股票动因: 新准则有利于资产负债匹配

资产负债匹配管理成为资产配置“硬约束”。资产负债管理能力评估和量化评估的评分结果,是监管机构对保险公司实施差别化监管的重要依据,资产负债管理能力低或匹配状况差的保险公司还可能被采取相应的监管措施。保险资金具有长久期特点,如何平衡投资端与负债端,实现资产债匹配管理,是险资需要面临的挑战和难题。我国寿险行业资产负债久期错配长期存在,相对较低的利率环境下,成本收益匹配压力日渐凸现,潜在利差损风险不容小觑。截至 2021 年末,我国人身险行业负债久期平均 13.14 年,资产久期平均 6.57 年,久期缺口为-6.57 年,虽较 2019 年的-7.43 年有所改善,但长钱短配的总体特征未明显改变。以平安人寿为例,公司 2022 年寿险负债的久期为 14.54 年,自 2017 年以来保持平稳,资产端久期已从 2017 年的 7.78 年逐年提升至 2022 年的 11.77 年,实属不易,但缺口仍然存在,错配压力仍然不得忽视。

图19: 当前我国寿险公司 (以平安为例) 普遍面临负债久期大于资产久期的困境 (单位: 年)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新准则下，合同服务边际损失吸收功能增大，有利于资产负债匹配。IFRS17 要求不同类型保险合同负债采取差异化的计量方式。一般而言，传统险的计量依旧采用一般模型法，但折现率中的无风险收益率由现行的 750 日移动平均线改为即期收益率，消除了财务报表维度下资产与负债计量的不一致性，将鼓励保险公司改善资产负债久期匹配状况。对符合条件的分红、万能保险合同，IFRS17 要求采用浮动收费法，该方法下保单签发时产生的合同服务边际（CSM）可以吸收投资收益波动中不超过 CSM 的部分，从而较大程度上消除了分红万能账户投资收益波动对保险公司利润的影响，提升了分红万能账户的风险承受能力。此外，IFRS17 下因精算假设调整带来的 CSM 变动不可确认为当期损益，也提升了保险公司利润表的透明度。

表10：新准则下合同服务边际（CSM）具有损失吸收效应，来自利率、权益和投资成分的经验偏差可以被吸收

新准则	旧准则	一般模型法 (长险-传统险种)	浮动收费法 (长险-分红、万能险)	财务影响
发生率、费用率、退保率 等非经济假设		CSM	CSM	CSM 吸收，当期损益影响小
利率变动		OCI	CSM	计入 OCI 或 CSM 吸收，当期损益影响小
权益市场变动	所有偏差及变动均直接反映在当期损益	P&L; OCI	CSM	BBA 下，直接影响当期损益或计入 OCI VFA 下，CSM 吸收，当期损益影响小
保险成分及维持费用经验 偏差		P&L	P&L	直接影响当期损益
投资成分经验偏差 (例如退保给付，满期给付)		CSM	CSM	CSM 吸收，当期损益影响小

数据来源：财政部，公司公告，东吴证券研究所

新会计准则下，有效运用资产会计分类，提升资产负债匹配能力，关注综合投资收益率。新金融工具准则下，金融资产分类标准不同，可能使更多金融资产分类为 FVTPL，可能导致净资产和净利润波动变大，但若会计匹配得当，新保险准则下的会计处理可抵消或减缓波动，比如：对万能和分红险采用浮动收费法可减缓利润和净资产的波动性、适当匹配 FVOCI 资产与其他综合收益选择权（金融假设变更导致的保险负债的波动）。新准则下，中国平安明确强调在计算保险资金运用的年化投资收益率时，剔除支持寿险及健康险业务的 FVOCI 的债权投资的公允价值变动额，以体现资产负债管理的经济实质。公司上半年年化综合投资收益率为 4.1%，同比提升 0.7 个百分点。

VFA 计量模型下，可实现负债端价值镜像反映资产端的价值，提升财务稳定性。整体来看，若资产和负债的久期匹配，利率波动对资产和负债端的影响相互抵消，净资产稳定；若资产和负债的久期严重不匹配，将造成净资产波动。鉴于目前长期传统型业务久期错配，预期净资产波动较大。新准则下，BBA 计量模型下，OCI 选择权下保险公司资产端和负债端的关联度和匹配度均有提高，可有效平滑净资产波动。VFA 计量模型

下，可实现负债端价值镜像反映资产端的价值，提升财务稳定性。

表11: VFA 计量模型下，可实现负债端价值镜像反映资产端的价值，提升财务稳定性

资产类别	计量方法	净利润	净资产/综合收益	总资产	投资收益率
权益类	FVTPL	稳定	波动(2)	波动	波动
	FVOCI	稳定	波动(2)	波动	不适用
	长期股权投资	稳定	波动(1)	稳定	稳定

数据来源：财政部，东吴证券研究所

备注：(1)资产端采用摊余成本法/权益法，账面价值稳定，波动来自负债端贴现率的变化。(2)负债端受利率波动影响，资产端受权益价格波动影响，风险不同质，波动可能同向，也可能异从而加大净资产波动风险。

表12: BBA 计量模型下，OCI 选择权下保险公司资产端和负债端的关联度和匹配度均有提高，可有效平滑净资产波动

资产类别	计量方法	净利润	净资产/综合收益	总资产	投资收益率
权益类	FVTPL	波动(1)	波动(1)	波动	波动
	FVOCI	稳定	波动(1)	波动	稳定
	权益法	稳定	波动(2)	稳定	稳定

数据来源：财政部，东吴证券研究所

备注：(1)负债端受利率波动影响，资产端受权益价格波动影响，风险不同质，波动可能同向，也可能异向，从而加大净资产/净利润波动风险。

(2)资产端采用摊余成本法/权益法，账面价值稳定，波动来自负债端贴现率的变化。鉴于负债久期长，利率敏感性高，净利润/净资产波动会很大。

新准则下传统账户风险偏好或下降，分红账户或将成为权益资产配置风险偏好的关键。 IFRS9 和 IFRS17 联动实施后，资产负债匹配管理的重要性更加凸显。一方面，无论是资产端取消 AFS 类权益资产的分类，还是负债端改进合同服务边际的后续计量，均使得保险公司的利润更加透明。为降低利润波动，保险公司应更加注重传统账户的资产负债久期匹配及权益组合管理策略优化。另一方面，不同类型账户之间的资产配置差异度可能增加，传统账户可能因会计分类方式变化降低对权益类资产的配置偏好以控制利润表波动，而分红万能账户的风险偏好可能提升，有利于加大权益资产配置、提升长期回报水平。

4. 保险资金入市空间展望

资本市场环境则是保险资产配置必须面对和考量的现实约束，险资长期入市与权益市场长牛是共生且互为前提。

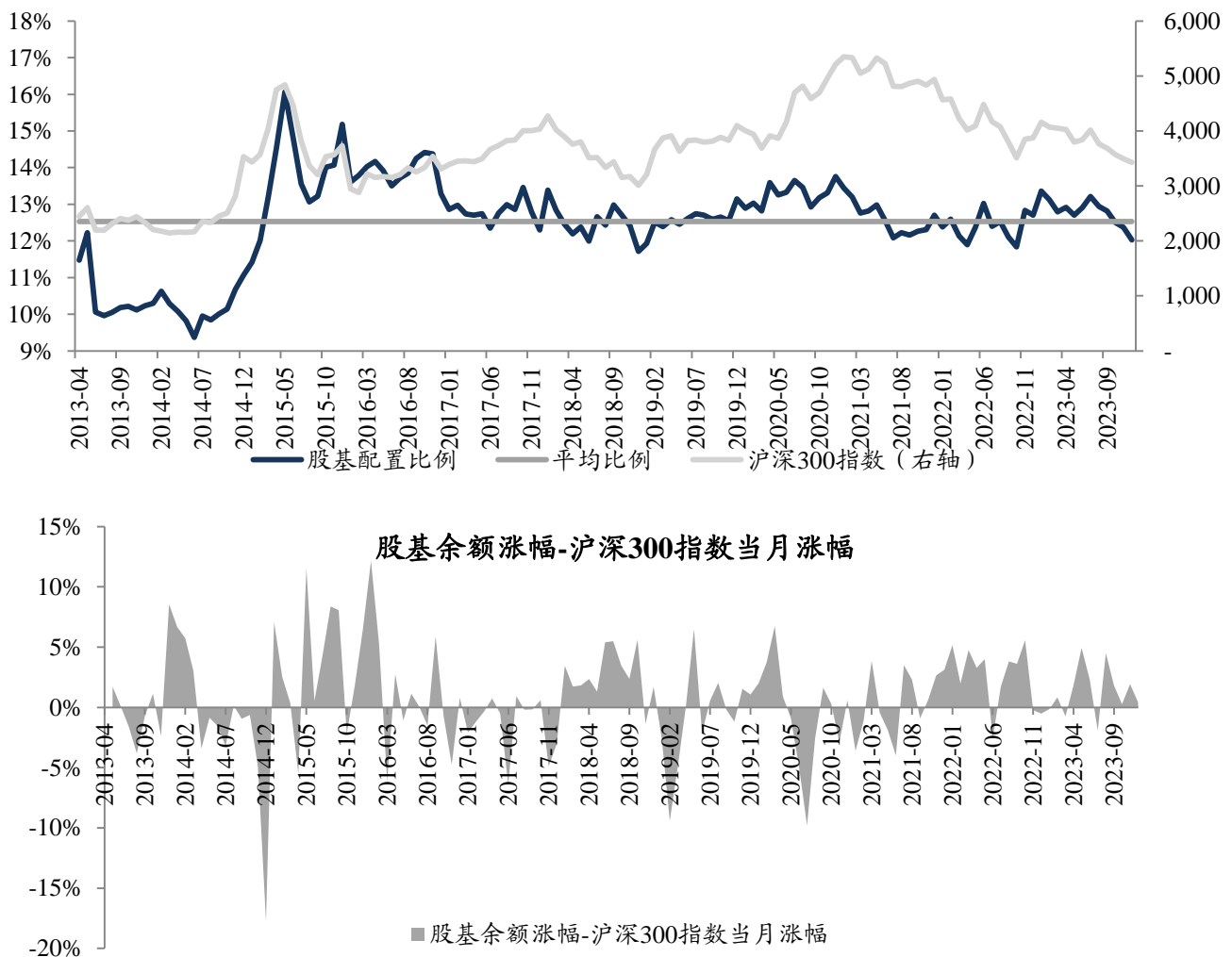
4.1. 股基投资余额配置比例变化

当前险资配置权益比例处于历史中枢上方。根据银保监会数据，截止 2023 年末。保险行业资金运用中配置股票和基金比例为 12.0%，余额为 33,274 亿元。我们预计其中股票和基金比例约为 65%和 35%。2013 年 4 月以来的平均余额为 12.5%。2016 年实施

偿二代后由于权益因子消耗占比提升，险资配置股基余额波动性明显降低，呈现围绕中枢周期性波动的特征。

从保险资金股票及基金投资仓位占比与沪深 300 指数变化图来看，偿二代实施后，险资股基占比余额相对稳定。尤其在 2015 年，市场经历了一波牛市，险资的股票基金配置比例和沪深 300 指数同时达到阶段性顶部。然而，2016 年后，随着偿二代政策的实施，根据股票的涨跌幅度设定不同特征因子，保险公司对上市公司股票的配置动力震荡下行。2017 年以白马股为代表的权重板块持续走出超额收益，险资股基余额占比维持历史中枢上方，2018 险资股基占比大幅走低系全年分子因 A 股熊市持续走低。2021 年初险资明显逆势减仓，因估值过高所致，此后核心资产迎来板块性下跌。2022 年 5 月和 11 月，险资逆势加仓，并迎来市场阶段性明显反弹。

图 20: 保险资金股票及基金投资仓位占比与沪深 300 指数变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 增量资金预测

险资长期入市与权益市场长牛是共荣共生且互为前提，伴随着低利率环境和居民金融资产再配置，保险资金未来仍有长足发展的空间。我们预计，低利率环境和竞品理财

表现低迷背景下，居民挪储行为仍将延续，险资可以发挥积聚长期资金的作用，通过投资促进债券和股票市场发展，促进资本市场结构优化，增强资本市场的内在稳定性。

保险资金新增资金入市测算，我们预计股票投资余额稳中有升。中性假设下，我们预计 2024 年至 2026 年，保险资金运用余额期末增速分别为 8.0%、7.5% 和 7.0%，股基余额占比分别为 12.5%、13.0% 和 13.5%，逐年提升至 2030 年 15.0% 左右，期末股基余额为 3.74、4.18 和 4.64 万亿元，其中股票投资余额分别为 2.24、2.51 和 2.78 万亿元。

险资入市增量 OCI 资金测算，我们预计未来三年增量配置金额接近千亿。根据我们中性（当年股基增量的 20%）测算，2024 年至 2026 年，行业 OCI 增量配置资金为 817、882 和 929 亿元。

表13: 保险资金增量配置预测

当年 FVOCI 净增资金量 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中性(20%)	465	289	817	882	929	969	1,003	1,028	614
悲观(10%)	232	144	226	231	394	230	406	217	226
乐观(30%)	697	433	1,278	1,874	1,508	1,584	1,651	1,704	1,844
当年股基净增资金量 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中性	2,324	1,445	4,086	4,408	4,643	4,847	5,016	5,142	3,071
悲观	2,324	1,445	2,259	2,310	3,942	2,298	4,056	2,166	2,264
乐观	2,324	1,445	4,259	6,245	5,026	5,281	5,502	5,681	6,148
中性假设下新增资金入市测算	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
保险资金运用余额 (万亿元)	25.05	27.67	29.89	32.13	34.38	36.61	38.81	40.94	42.99
同比增速	7.8%	10.5%	8.0%	7.5%	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%	5.0%
股票基金合计 (万亿元)	3.18	3.33	3.74	4.18	4.64	5.13	5.63	6.14	6.45
占比	12.7%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.0%
其中: 股票 (万亿元)	1.91	2.00	2.24	2.51	2.78	3.08	3.38	3.68	3.87
其中: 基金 (万亿元)	1.27	1.33	1.49	1.67	1.86	2.05	2.25	2.46	2.58
当年增量资金 (亿元)	2,324	1,445	4,086	4,408	4,643	4,847	5,016	5,142	3,071
悲观假设下新增资金入市测算	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
保险资金运用余额 (万亿元)	25.05	27.67	29.61	31.54	33.43	35.27	37.03	38.70	40.44
同比增速	7.8%	10.5%	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%	5.0%	4.5%	4.5%
股票基金合计 (万亿元)	3.18	3.33	3.55	3.78	4.18	4.41	4.81	5.03	5.26
占比	12.7%	12.0%	12.0%	12.0%	12.5%	12.5%	13.0%	13.0%	13.0%
其中: 股票 (万亿元)	1.91	2.00	2.13	2.27	2.51	2.64	2.89	3.02	3.15
其中: 基金 (万亿元)	1.27	1.33	1.42	1.51	1.67	1.76	1.93	2.01	2.10
当年增量资金 (亿元)	2,324	1,445	2,259	2,310	3,942	2,298	4,056	2,166	2,264
乐观假设下新增资金入市测算	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
保险资金运用余额 (万亿元)	25.05	27.67	30.03	32.43	34.86	37.30	39.73	42.11	44.64
同比增速	7.8%	10.5%	8.5%	8.0%	7.5%	7.0%	6.5%	6.0%	6.0%
股票基金合计 (万亿元)	3.18	3.33	3.75	4.38	4.88	5.41	5.96	6.53	7.14
占比	12.7%	12.0%	12.5%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%
其中: 股票 (万亿元)	1.91	2.00	2.25	2.63	2.93	3.25	3.58	3.92	4.28

其中：基金（万亿元）	1.27	1.33	1.50	1.75	1.95	2.16	2.38	2.61	2.86
当年增量资金（亿元）	2,324	1,445	4,259	6,245	5,026	5,281	5,502	5,681	6,148

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 投资建议与风险提示

5.1. 关于险资入市的几点建议

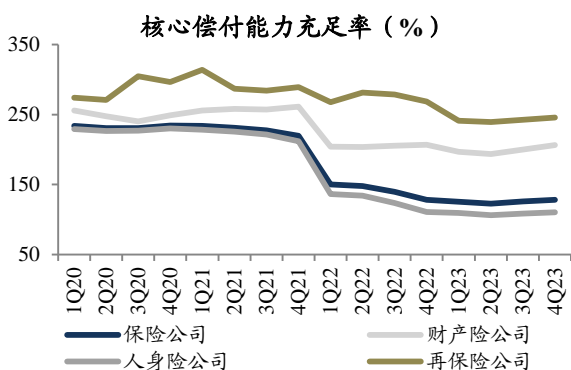
我们认为险资长期入市与权益市场长牛是共荣共生且互为前提，险资需要在偿付能力充足率、投资收益目标和资产负债匹配的财务目标三者间寻求平衡。对于 2024 年，险资仍有响应监管号召长期资金入市的配置动力，分歧点在于偿付能力，利润表冲击和赚钱效应。

1) 政策支持，优化权益风险因子偿付能力标准，例如对于认定为 FVOCI 股票资产可以在风险因子认定上给予优惠；对于超过一定股息率的股票资产可以在风险因子认定上给予优惠；对于持有超过一定期限的股票资产可以在风险因子认定上给予优惠。

2) 建议对原银保监会《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》（银保监办发〔2020〕63 号）规定的各档位水平分别下调 25% 或 50%。比如，保险公司权益类资产监管配置上限 25% 对应的上季末综合偿付能力充足率从 150%-200% 下调为 125%-175%，或是 100%-150%，鼓励保险资金为中小企业或科技企业提供多样化融资来源，支持资本市场稳定发展。

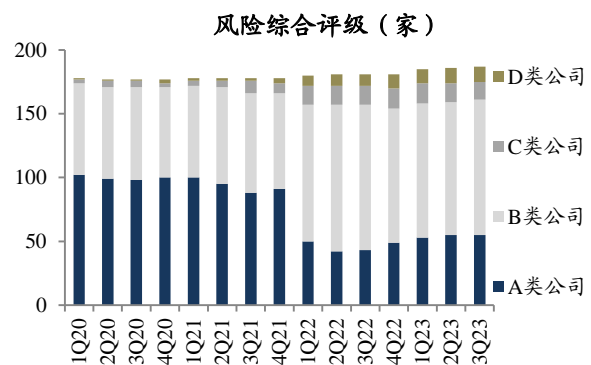
3) 放宽公募基金 FVOCI 认定，鼓励通过市场化的 FOF/MOM 委托机制广泛布局高成长的权益组合。新准则下，公募基金需直接计入 FVTPL 一定程度上降低了 FOF 配置的积极性。我们认为，当下 A 股权益市场结构性行情特征愈发明显，头部险企也应积极挖掘优秀管理人，均衡应对市场变化，追求长期超越市场的稳健投资收益。2022 年 5 月银保监会发布《保险资金委托投资管理办法》，保险资金委托管理未来发展存在三个趋势——多目标、多资产、多主体，保险公司的委托管理要建立和完善三种能力——配置能力、受托人管理能力、风控能力。

图21: 偿二代二期下行业核心偿付能力充足率下行



数据来源：金监总局，东吴证券研究所

图22: C类和D类公司数量偿二代二期后逐步增加



数据来源：金监总局，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

我们认为寿险股投资机会正逐步从左侧转向右侧。自 8·28 降印花税以来，保险股受持续低利率环境压制，估值迭创历史新低，保险股领跌金融板块，当前估值掣肘仍在于经济预期。2024 年 2 月 20 日，5 年期 LPR 报价超预期下调 25bps，市场对经济复苏、金融板块资产质量与盈利前景及市场情绪回暖预期转向积极，我们认为寿险股投资机会正逐步从左侧转向右侧。从金融板块分析来看，国有大行上涨扩散至优质城商行和超跌股份行，银行股超额收益扩散至寿险股，指向当前市场信心有明显修复迹象。信心比黄金更重要，我们始终认为对于金融股：一根阳线改变业绩预期，两根阳线转变经济预期，三根阳线抬高估值预期。

当前悬在寿险股估值上方的仍是利差损这一达摩克里克斯之剑，关注 2H24 预定利率再次下调的可能性，财险股的避险优势仍将延续。活跃资本市场政策持续加码，严监管肃清市场乱象，为长期资金入市保障制度基础，保险股票投资收益预期改善。推荐中国太保、中国财险、底部反转的新华保险和中国平安。

5.3. 风险提示

多重约束下股票配置动力受阻。资产负债环境、新会计准则、偿付能力准则、资本市场特征、资产供给结构等因素均对保险资产配置策略具有重要影响。长期来看，险资需要在偿付能力充足率、投资收益目标和资产负债匹配的财务目标三者间寻求平衡。险资配置股票类似戴着镣铐起舞，择时与择股底层逻辑与传统资管机构存在差异。

股市赚钱效应低于预期。正如前文所述，险资长期入市与权益市场长牛是共荣共生且互为前提，当前险资仍有响应监管号召长期资金入市的配置动力，分歧点在于偿付能力，利润表冲击和赚钱效应。当前 A 股市场交投活跃度仍然不足，市场赚钱效应仍有待释放。

实际测算情况低于预期。本文分析保险资金股票配置的现状、动因和展望，并提出了几点险资入市的建议。其中对险资增量资金的测算基于一定假设，若实际增量低于预期则对成文逻辑基础产生影响。

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>