

保险“国十条”及基金分类点评

防范风险重于规模扩张，局部鼓励创新探索

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	孔祥	021-60375452	kongxiang@guosen.com.cn	执证编码：S0980523060004
证券分析师：	王德坤	021-61761035	wangdekun@guosen.com.cn	执证编码：S0980524070008
联系人：	王京灵	0755-22941150	wangjingling@guosen.com.cn	

事项：

9月11日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》（以下简称《意见》），是保险业继2006年《关于保险业改革发展的若干意见》及2014年《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》后第三份重磅文件，对行业未来发展具有重要意义。

近日，监管部门对公募基金管理人分类评价制度进行全面修订，显示分类评价将更加突出合规风控、功能发挥和投资者获得感，避免单纯以业务规模来考量业务发展，并提出了一系列具体评价指标

国信非银观点：随着保险行业进入转型新周期，部分中小保险公司风险逐步暴露。叠加负债端变革及资产端“资产荒”等趋势，为保险行业高质量发展带来一定挑战。本次保险“国十条”的发布，明确以强监管、防风险、促高质量发展为主线，有利于提升保险公司综合竞争力。预计后续政策空间或集中于利率传导机制、资产端准则认定等方面，持续利好保险业整体估值修复。

近年来，公募基金行业发展多重问题，其中最突出的就是亏损较大、投资者持有体验较差。分类评价制度的修订，与时俱进且切中当前公募基金行业发展中存在的实际问题，利于行业长远健康发展，并且利于行业扶优去劣，分类评价结果良好的机构可据此获得开展业务的优势。总体来看，权益类基金管理能力强、合规风控制度完善的机构将受益于本次修订。修订内容中还提到A类管理人可优先参与创新产品（业务）试点。当前，基金创新产品是吸引投资者的重要手段，多资产、多策略正逐步成为各家公募基金开展业务的聚焦点。分类评价制度的修订，有助于高评价的机构在创新业务层面获得先发优势。

评论：

◆ 保险和基金的风险在哪里？

1. 保险：关注中小保险公司经营风险

人身险行业在产品结构调整、渠道质态转型等背景之下，部分中小保险公司风险逐步暴露。注册资金不足、负债端盲目扩张、资产端收益下行等进一步导致利差损风险加剧。尤其是“偿二代”二期之后，偿付能力普降，再加上现在整个行业负债端进入调整转型周期，以及资产端的压力增大，加剧了保险公司的经营压力。目前，监管对于保险公司偿付能力充足率的标准分别为：综合偿付能力充足率不低于100%、核心偿付能力充足率不低于50%、风险综合评级在B及以上（含）。偿付能力不足的机构面临一定的发债及投资限制，因此化解中小保险机构风险有利于行业格局的持续改善。

表1: 监管针对保险公司偿付能力充足率的3个标准(需同时满足)

名称	及格线
综合偿付能力充足率	≥100%
核心偿付能力充足率	≥50%
风险综合评级	B及以上(含)

资料来源:原银保监会,国信证券经济研究所整理

同时,部分中小险企偿付能力充足率或已接近监管红线,目前约有8家保险公司已连续多年暂停披露偿付能力充足率,行业风险处置进度需进一步关注。截至2023年末,非上市人身险公司总亏损数额超142亿元,其中中邮人寿、建信人寿、渤海人寿等公司分别亏损114.7亿元、43.0亿元、31.0亿元。预计随着后续政策的推进,有利于保险行业格局的优化。我们认为未来中小保险公司或将向特色化及专业化方向发展,从“牌照驱动”到“经营驱动”,根据各自自身优势定制差异化的发展方向。

表2: 暂缓披露偿付能力充足率公司梳理

序号	公司名称	最后一次披露时间	最后一次披露的综合偿付能力充足率	最后一次披露的核心偿付能力充足率
1	君康人寿	2020年第3季度	102.47%	102.47%
2	中融人寿	2021年第3季度	122.71%	122.71%
3	上海人寿	2021年第4季度	124.89%	119.99%
4	珠江人寿	2021年第4季度	104.04%	52.02%
5	昆仑健康	2021年第4季度	123.96%	123.96%
6	富德生命人寿	2021年第4季度	103%	87%
7	前海人寿	2022年第1季度	110.17%	66.39%
8	百年人寿	2023年第1季度	102.59%	64.43%

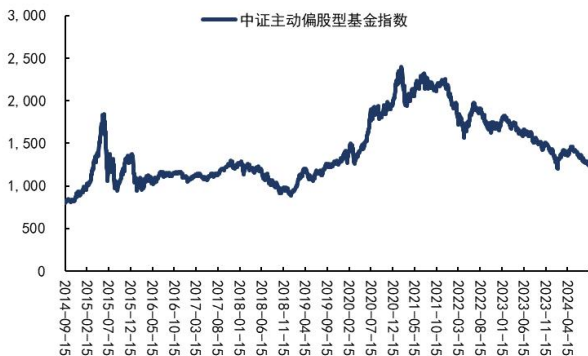
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

2. 基金:公募基金行业投资者获得感不足等问题较为突出

分类评价制度重点聚焦公募基金行业合规风控、功能发挥和投资者获得感等问题。近年来,公募基金行业发展多重问题,其中最突出的就是亏损较大、投资者持有体验较差。以中证主动偏股型基金为例,自2020年末以来持续下跌,显示公偏股型基金的业绩表现不佳。此外,我们统计了普通股票型基金的业绩分布,近三年以来累计亏损50%以上的普通股票型基金149只、占比23.1%,亏损20%-50%的共427只、占比66.1%、亏损0%-20%的共63只、占比9.8%,盈利0%-20%的共6只、占比0.9%。

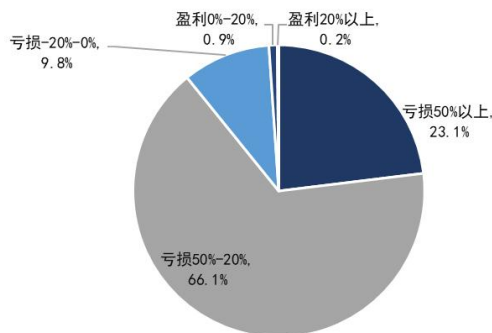
业绩重压之下,投资者对公募基金投资热度显著降低。以股票型+混合型基金为例,其净值规模已从峰值的约8.65万亿元下降至当前的不足6.2万亿元,降幅显著。此外,基金发行更趋低迷,股票型+混合型基金月度发行规模已经跌至100亿份以下,远低于2019年至2021年的发行高峰期。

图1: 中证主动偏股型基金指数走势



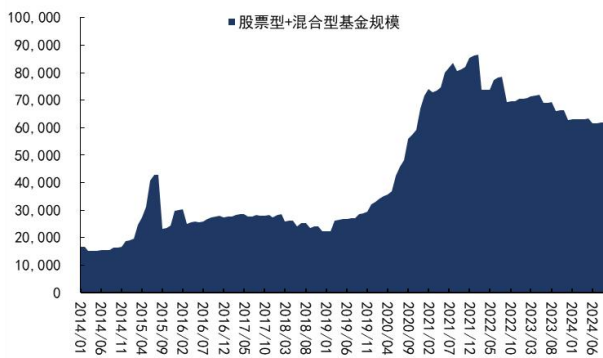
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 近三年来普通股票型基金业绩分布的数量占比



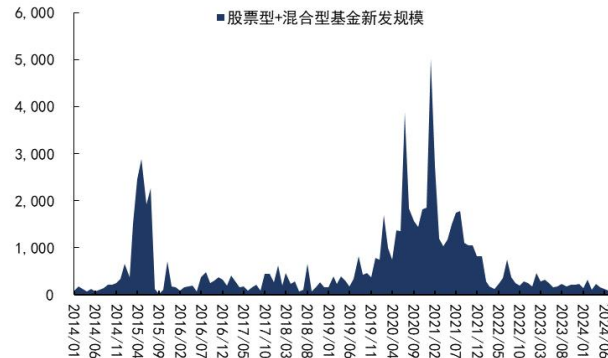
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公募基金股票+混合型基金净值规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公募基金股票+混合型基金发行规模 (单位: 亿份)



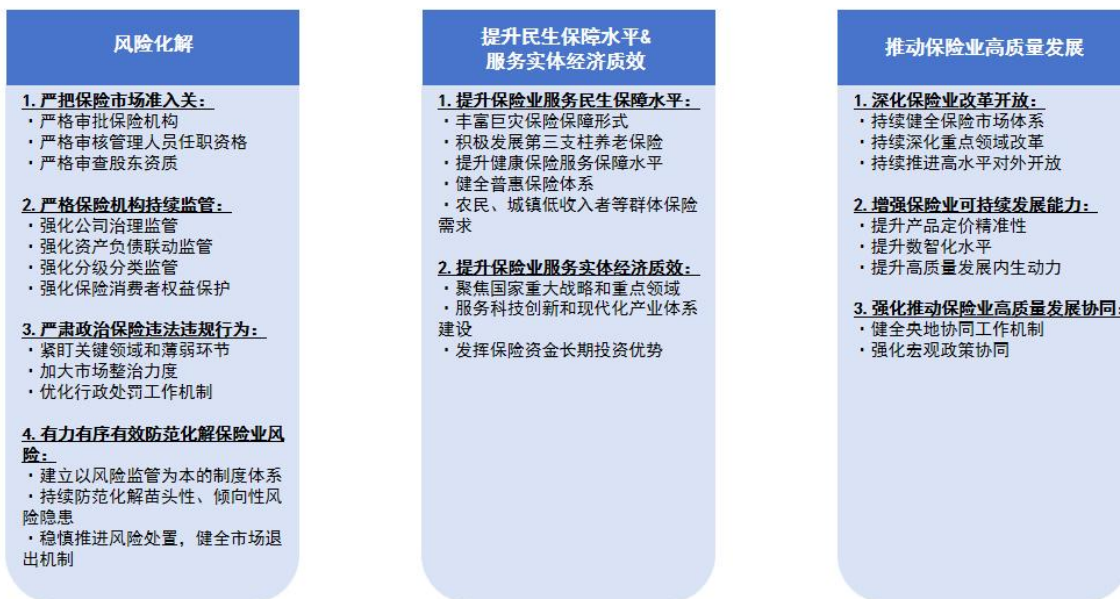
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 政策如何影响和治理风险?

1. 保险: 化解机构风险, 推动高质量发展

本次保险“国十条”的发布,明确以强监管、防风险、促高质量发展为主线,延续此前化解中小金融机构风险的监管思路,利好保险行业中长期高质量发展。从具体内容来看,主要可以分为一下三方面:保险业风险化解、提升名声保障水平及服务实体经济质效、推动保险业高质量发展。1) **风险化解**: 延续严监管态势, 从严把保险市场准入关、严格保险机构持续监管、严肃整治保险违法违规行为、有力有序有效防范化解保险业风险等四个维度入手, 推进保险行业风险化解工作。其中,《意见》提到“健全市场退出机制。对风险大、不具备持续经营能力的保险机构, 收缴金融许可证, 依法进入破产清算程序”, 预计后续将结合《保险法》, 引导行业有序推进风险化解。2) **提升名声保障水平及服务实体经济质效**: , 从巨灾保险、三支柱养老、健康服务、普惠保险等方面入手, 提高保险行业支持民生保障力度。3) **推动保险业高质量发展**: 聚焦当前国家“一带一路”等重大战略及重点领域, 引导保险行业中长期稳健发展。

图5：保险“国十条”概览



资料来源：国务院，国信证券经济研究所整理

2.基金：公募基金管理人分类评价制度迎全面修订

据证券日报消息，监管部门近日发布了新一期的《机构监管通报》（以下简称“《通报》”），其中对公募基金管理人分类评价制度进行全面修订。《通报》显示分类评价将更加突出合规风控、功能发挥和投资者获得感，避免单纯以业务规模来考量业务发展。

一是突出“合规风控为先”制度本位。将合规风控评分作为A类管理人的前置评价程序，将合规风控前置评价底线比例由10%提高到20%，将A类、B类、C类管理人的比例由50%、40%、10%调整为30%、50%、20%。
二是强化“更好发挥功能”监管导向。聚焦维护市场稳定健康发展、促进提高专业能力、提升服务中长期资金能力、提升投资者长期回报、助力推进高水平开放“五大功能”。
三是新增“重点专项工作”落实情况。根据评价期内重点工作部署，增加相应专项评价指标，对管理人落实监管重点工作情况加大正面激励和负面约束。

表3：公募基金管理人分类评价制度主要内容

监管方向	主要内容	监管目标
突出“合规风控为先”制度本位	合规风控评分作为A类管理人的前置评价程序，将合规风控前置评价底线比例由10%提高到20%，将A类、B类、C类管理人的比例由50%、40%、10%调整为30%、50%、20%	使评价结果结构分布更加合理，更好反映行业机构合规风控总体状况
强化“更好发挥功能”监管导向	聚焦维护市场稳定健康发展、促进提高专业能力、提升服务中长期资金能力、提升投资者长期回报、助力推进高水平开放“五大功能”	引导管理人践行理性投资、价值投资、长期投资，注重改善投资者体验
新增“重点专项工作”落实情况	根据评价期内重点工作部署，增加相应专项评价指标	以加大正面激励和负面约束督促管理人开展“重点专项工作”

资料来源：证券日报，国信证券经济研究所整理

基于上述总体评价框架，《通报》分别提出了合规风控指标、服务投资者指标、专项工作评价指标三大主要评价指标的具体内容。其中，大幅提升权益类基金规模加分权重；增加逆周期布局指标，对高位发行规模较大、投资者体验差的管理人予以扣分，反之加分；对注重把握长期大势、积极发挥稳定市场作用的管理人予以加分；对长效激励约束机制不健全、薪酬管理不符合政策导向的管理人予以扣分；对加大投资者触达面、积极宣传资本市场政策法规的管理人予以加分。

业务发展方面，《通报》指出A类管理人可优先参与创新产品（业务）试点；C类管理人原则上不得参与，并相应加大对其检查监测力度，审慎对待其申请设立子公司或新增业务资格。

◆ 如何影响保险和基金的行为？

1. 保险：鼓励险资入市

负债端方面，《意见》提及多个行业面临的焦点问题，包括浮动型保险、新能源车险、境外保险等。当前行业进入转型新周期，本次政策的发布从制度层面给予行业未来发展指引，有利于提高保险公司的产品及渠道竞争力。

资产端方面，本次政策提到衍生品及境外投资等领域，但整体态度仍偏审慎。预计后续险资资产政策空间或集中在新准则下资产划分等方面。如适当放宽险资投资公募基金的 FVOCI 认定权，鼓励险资配置 ETF、FOF、MOM 等资产，提高险资入市积极性。

2. 基金：分类评价制度修订有利于高评价机构积累业务开展优势

分类评价制度针对公募基金行业合规风控、功能发挥和投资者获得感等方面，提出合规风控、服务投资者、专项工作评价指标，切中当前公募基金行业发展中存在的实际问题，利于行业长远健康发展。具体来看：

第一，大幅提升权益类基金规模加分权重。权益类基金是体现公募基金管理人管理能力的核心产品之一，监管部门将其加分权重提升，意在引导管理人大力发展权益类基金。权益类基金亦是增强投资者回报弹性，切实提升投资者获得感的主要品种，伴随其加分权重提升，利于权益类基金管理能力较强的机构将在分类评价中获得更高评价，并有助于该类机构在业务发展中凭借高评价获取一定优势。

第二，增加逆周期布局指标，对高位发行规模较大、投资者体验差的管理人予以扣分，反之加分。直击基金管理人以规模为首要考量指标的不足。高位发行规模较大是公募基金行业此前存在的普遍问题，逆周期指标的增加，有助于公募基金行业逐步淡化对规模的诉求，引导行业稳定、可持续发展。

第三，对注重把握长期大势、积极发挥稳定市场作用的管理人予以加分。发挥公募基金行业耐心资本功能，鼓励长期投资理念。公募基金是资本市场的核心参与方之一，鼓励公募基金把握长期趋势利于增强市场稳定性，以及吸引更多长期资金。

第四，A 类管理人可优先参与创新产品（业务）试点；C 类管理人原则上不得参与，并相应加大对其检查监测力度，审慎对待其申请设立子公司或新增业务资格。分类评价结果直接与业务发展挂钩，A 类管理人的优势或将持续扩大。当前，基金创新产品是吸引投资者的重要手段，多资产、多策略正逐步成为各家公募基金开展业务的聚焦点。分类评价制度的修订，有助于高评价的机构在创新业务层面获得先发优势。

◆ 投资建议：

近年来，随着保险行业进入转型新周期，部分中小保险公司风险逐步暴露。叠加负债端变革及资产端“资产荒”等趋势，为保险行业高质量发展带来一定挑战。本次保险“国十条”的发布，明确以强监管、防风险、促高质量发展为主线，有利于提升保险公司综合竞争力。预计后续政策空间或集中于利率传导机制、资产端准则认定等方面，持续利好保险业整体估值修复。

近年来，公募基金行业发展多重问题，其中最突出的就是亏损较大、投资者持有体验较差。分类评价制度的修订，与时俱进且切中当前公募基金行业发展中存在的实际问题，利于行业长远健康发展，并且利于行业扶优去劣，分类评价结果良好的机构可据此获得开展业务的优势。总体来看，权益类基金管理能力强、合规风控制度完善的机构将受益于本次修订。修订内容中还提到 A 类管理人可优先参与创新产品（业务）试点。当前，基金创新产品是吸引投资者的重要手段，多资产、多策略正逐步成为各家公募基金开展业务的聚焦点。分类评价制度的修订，有助于高评价的机构在创新业务层面获得先发优势。

◆ 风险提示：

长端利率下行；资产收益承压；保费收入增速不及预期；政策风险；资本市场大幅波动的风险；基金发行持续低迷等。

相关研究报告：

- 《评估外部冲击下资管产品赎回压力-基于债市波动和产品抽样的方法》 ——2024-09-01
- 《外部冲击加大，负债成本下行——2024 年三季度机构资金配置行为分析》 ——2024-08-16
- 《竞合之势：机构资管业务总览——机构立体博弈系列之四》 ——2024-08-13
- 《曙光初具——2024 年中期非银金融投资策略暨资本市场资金供需分析》 ——2024-08-09
- 《银行理财“存款化”：成因、影响与破局 ——机构立体博弈系列之一》 ——2024-08-01

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032