

长债破 2%后险资配置行为分析

偿二代延续，资产荒犹存

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融 · 保险 II

◆ 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
 联系人: 王京灵 0755-22941150 wangjingling@guosen.com.cn

事项:

近期, 30 年期国债收益率向下突破 2.0%。作为以配置固收类资产为主的绝对收益型机构, 险资资产收益承压。12 月 18 日, 据港交所披露的公告, 平安资管在场内增持 6725.5 万股建设银行 H 股股份, 耗资约 4.24 亿港元。此番增持后, 平安资管合计持有 120.54 亿股建行 H 股股份, 占建行 H 股总数的 5.01%, 占该行总股本的 4.82%。

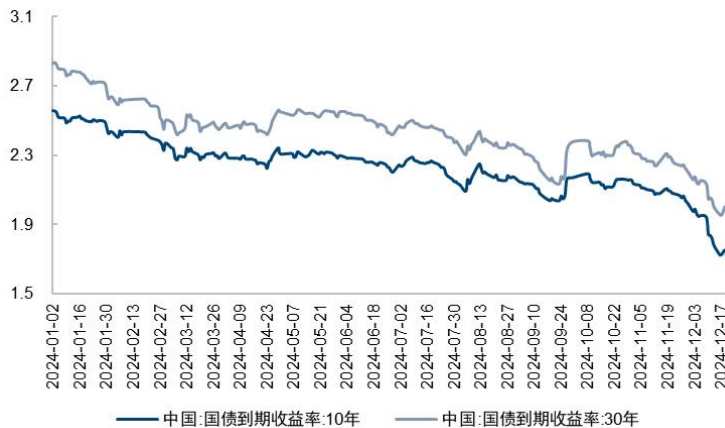
国信非银观点: 险资“破局”关键或集中在权益类资产及长期股权投资等方向。随着资产端长端利率下行, 叠加权益市场的持续波动, 保险公司资产端显著承压。此外, 优质非标资产的陆续到期为险资增厚投资收益带来一定压力。与此同时, 新金融工具准则下, 公允价值计量且其变动计入当期损益 (FVTPL) 类权益资产加剧利润表波动。保险公司通过举牌上市公司能够实现一定的会计利润平滑, 降低权益工具投资的投资收益波动; 但举牌也要求险企具有战略性产业眼光, 一级市场和二级市场视角相结合。我们预计未来险企将进一步增持具有高分红、高资本增值潜力、高 ROE 属性上市企业, 匹配保险行业资产端长期、稳定的需求。

评论:

◆ 资产收益承压, 险资开启新一轮“举牌潮”

长债利率中枢持续下移, 险资投资收益压力进一步加大。截至 12 月 20 日, 10 年期及 30 年期国债收益率分别为 1.71% 及 1.96%, 较年初下降 0.85bp 及 0.87bp。在存量负债成本相对固定背景下, 长债利率的持续走低进一步加大险企资产负债匹配压力。作为绝对收益型机构, 险资较少进行信用下沉, 因此进一步加大“资产荒”压力。

图1: 10 年期及 30 年期国债收益率 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

今年以来，以长城人寿、中国太保、瑞众人寿等为代表的公司纷纷加大对优质上市公司的举牌，主要行业集中在公用事业、交运、银行等领域，具备高分红及相对稳定的 ROE 水平。

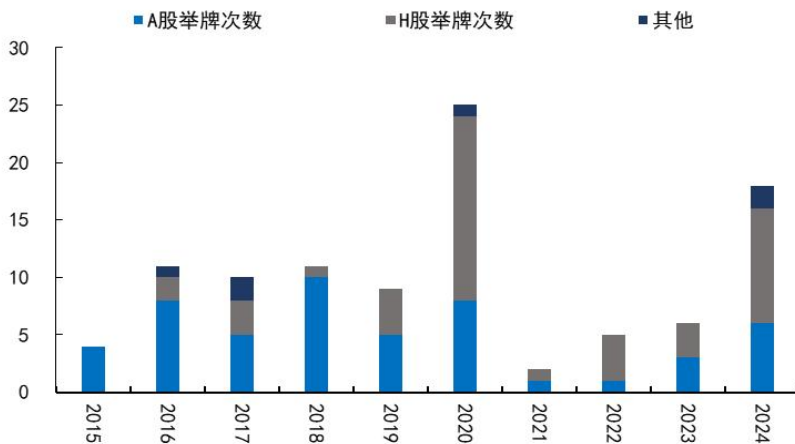
表1：2015年以来保险公司举牌统计

日期	保险公司	被举牌公司	所属行业	日期	保险公司	被举牌公司	所属行业
2015	中融人寿保险	鹏辉能源	电子	2021	中国太平洋人寿保险	锦江资本	商业贸易
	中融人寿保险	真视通	计算机		中国人寿保险(集团)	农业银行H股	银行
	中融人寿保险	天孚通信	电子		中信保诚人寿保险	中集集团(A+H)	机械设备
	中国人民财产保险	华夏银行	银行		中国人寿保险(集团)	工商银行H股	银行
2016	百年人寿	胜利精密	机械设备	2020	百年人寿	顾家家居	轻工制造
	平安养老保险	久远银海	计算机		太平人寿保险	中联重科	机械设备
	中国平安人寿保险	久远银海	计算机		中国人寿保险	广百股份	商业贸易
	上海人寿保险	中海海盛	交通运输		中国人寿保险	万达信息	计算机
	泰康人寿保险	保利地产	房地产		泰康养老保险	阳光城	房地产
	泰康人寿保险	苏富比	-		泰康人寿保险	阳光城	房地产
	阳光财产保险	伊利股份	食品饮料		中国人寿保险	工商银行H股	银行
	泰康保险集团	和美医疗	医药生物		泰康人寿保险	金科智慧	物业服务及管理
阳光财产保险	吉林敖东	医药生物	和谐健康保险	万达信息	计算机		
2017	中国人寿保险	申万宏源	非银金融	2021	百年人寿	浙商银行H股	银行
	中国人寿保险	天宸股份	房地产		中国人寿保险(集团)	中国华融	非银金融
	中国人寿保险	龙宇燃油	化工		泰康人寿保险	京新药业	医药生物
	中国人寿保险	京能电力	公用事业		中国太平洋保险(集团)	天齐锂业H股	有色金属
	中国平安人寿保险	旭辉控股集团	房地产		中国太平洋人寿保险	天齐锂业H股	有色金属
	中国人寿保险	中国联通	通信		中国太平洋财产保险	天齐锂业H股	有色金属
	中国平安人寿保险	株式会社津村	医药生物		太平人寿保险	工商银行H股	银行
	中国平安人寿保险	万国数据	互联网服务		太平人寿保险	工商银行H股	银行
2018	中国平安人寿保险	汇丰控股	银行	2022	中国人寿保险	万达信息	计算机
	中国平安人寿保险	久远银海	计算机		阳光人寿保险	首程控股H股	商业贸易
	平安养老保险	久远银海	计算机		中国太平洋人寿保险	光大环境H股	综合
	中国平安人寿保险	中国中药	医药生物		中国太平洋财产保险	光大环境H股	综合
	天安人寿保险	奥马电器	家用电器		太平洋健康保险	光大环境H股	综合
	中国平安人寿保险	华夏幸福	房地产		中国太平洋保险(集团)	光大环境H股	综合
	华安财产保险	精达股份	机械设备		长城人寿保险	浙江交科	建筑装饰
	中国人寿资产管理	通威股份	农林牧渔		长城人寿保险	中原高速	交通运输
	华夏人寿保险	凯撒旅游	休闲服务		阳光人寿保险	天图投资	非银金融
	华夏人寿保险	同洲电子	家用电器		紫金财产保险	华光环保	电气设备
	中国人寿资产管理	万达信息	计算机		长城人寿保险	无锡银行	银行
	2019	中国平安人寿保险	华夏幸福		房地产	2023	长城人寿保险
中国人寿保险(集团)		申万宏源	非银金融	长城人寿保险	城发环境		环保
中国人寿保险		万达信息	计算机	长城人寿保险	赣粤高速		交通运输
中国平安人寿保险		中国金茂	房地产	瑞众人寿保险	龙源电力H股		公用事业
中国人寿保险		中广核电力	公用事业	中国太平洋保险(集团)	华能国际H股		公用事业
中国人寿保险		中国太保	非银金融	中国太平洋保险(集团)	华电国际H股		公用事业
中国人寿保险		万达信息	计算机	中国太平洋财产保险	华能国际H股		公用事业
中国人寿保险		万达信息	计算机	中国太平洋财产保险	华能国际H股		公用事业
中国太平洋人寿保险		上海临港	机械设备	太平洋安信农业保险	华能国际H股		公用事业
华泰资产管理		国创高新	房地产	太平洋安信农业保险	华电国际H股		公用事业
太平人寿保险		大悦城	房地产	中国太平洋人寿保险	华能国际H股		公用事业
中国人寿保险		农业银行H股	银行	中国太平洋人寿保险	华电国际H股		公用事业
2020	中国太平洋人寿保险	锦江资本	商业贸易	2024	中国太平洋人寿保险	华电国际H股	公用事业
	中国太平洋保险(集团)	赣锋锂业H股	有色金属		太平洋健康保险	华能国际H股	公用事业
	太保安联健康保险	赣锋锂业H股	有色金属		太平洋健康保险	华电国际H股	公用事业
	安信农业保险	赣锋锂业H股	有色金属		长城人寿保险	绿色动力H股	环保
	中国太平洋人寿保险	赣锋锂业H股	有色金属		瑞众人寿保险	中国中免H股	商贸零售
	中国太平洋财产保险	赣锋锂业H股	有色金属		瑞众人寿保险	龙源电力H股	公用事业
	中国人寿保险	中广核电力H股	公用事业		瑞众人寿保险	龙源电力H股	公用事业
	中国太平洋人寿保险	锦江资本	商业贸易		中国太平洋保险(集团)	安徽院通高速公路H股	交通运输
	太平人寿保险	农业银行H股	银行		利安人寿保险	深圳国际H股	交通运输
	中信保诚人寿保险	中国光大控股	非银金融		新华人寿保险	上海医药	医药生物
	中信保诚人寿保险	中集集团H股	机械设备		新华人寿保险	国药股份	医药生物
					新华人寿保险	海通证券H股	非银金融
			中国平安保险(集团)	中远海能H股	交通运输		
			中国太平洋财产保险	中远海能H股	交通运输		
			太平洋安信农业保险	中远海能H股	交通运输		
			中国太平洋人寿保险	中远海能H股	交通运输		
			太平洋健康保险	中远海能H股	交通运输		
			平安资管	工商银行H股	银行		
			平安资管	建设银行H股	银行		

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

近期，平安资管分别举牌工商银行 H 股及建设银行 H 股，港股配置性价比逐步受到保险资金重视。2020 年以来，保险负债端因增额寿险高增得以迅速扩张，为满足资负匹配及投资收益要求，保险资金对红利类权益资产需求提升，低估值、高分红的港股资产受到险资举牌次数显著增加。此外，保险资金利用港股折价优势和企业所得税免征政策，进一步增加权益投资收益。

图2: 2016 年以来保险公司 A 股、H 股举牌次数



资料来源: 中国保险业协会, 国信证券经济研究所整理

◆ 险资举牌动因分析

新准则下, 险企资产分类更为透明但权益投资或直接加大利润表波动。2023 年 1 月 1 日, 保险行业全面实施 IFRS9 (以下简称“19”) 及 IFRS17 (以下简称“117”) 新会计准则, 分别为险企负债端及资产端会计计量方式带来一定变化。19 的实施对险资资产端金融工具计量带来较大影响, 分类更为客观。按照会计核算方式, 资产分类跟更为透明, 19 将金融资产分为三类: 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL)、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产 (FVOCI)、以摊余成本计量的金融资产 (AC)。新金融工具准则调整直接加大了险企利润表的波动性。新准则下, 更多权益类资产被划分为 FVTPL 科目, 例如基金、无法通过 SPPI 的固定收益类资产大量权益资产被指定为 FVTPL 计量, 直接加大利润表波动。此外, 按照新金融工具准则规定, 权益资产被指定为 FVOCI 后, 该决策不可撤销, 只有分红可计入损益, 处置时买卖价差不得计入损益, 只能计入留存收益, 因此保险公司将大量权益资产归入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL), 资本市场变动导致的金融资产公允价值变动对利润表的影响变大。

表2: 保险公司权益类资产及长期股权投资计量方式

会计准则	资产类型 (按计量方式)	内容
IFRS9	FVOCI 权益资产	计入 FVOCI 的股票, 仅有分红收益计入利润表, 其市值波动计入资产负债表的其他综合收益科目, 卖出时浮盈亏变动不能再计入利润表, 且一经指定不得撤销。分红收益相对稳定, 但 FVOCI 股票的市值增长将不再对利润表产生影响。
	FVTPL 权益资产	在 IFRS9 的要求下, 由于基金赎回时发行方有无条件交付现金的义务, 因此属于债务工具, 且无法通过资产特征测试, 只能被计入 FVTPL 权益类资产。股票一般直接计入 FVTPL, 其市值波动将实时体现在利润表中, 但是险企也可以选择将其指定为 FVOCI。
长期股权投资计量	长期股权投资 (权益法计量)	按照投资企业对被投资单位的持股比例不同, 长期股权投资可分为权益法计量和成本法计量两种。其中占股比例在 20%至 50%的, 属于对被投资单位具有重大影响, 采用权益法计量。
	长期股权投资 (成本法计量)	占股在 50%以上 (不含) 的, 属于对被投资单位实施控制, 采用成本法计量。

资料来源: 金管局, 国信证券经济研究所整理

长期股权投资具备中长期稳健投资价值, 但需警惕减值风险。按照长期股权投资会计准则要求, 当持有上市公司有表决权股份具有重大影响 (联营企业) 时, 保险公司应当按照长期股权投资法中的权益法进行确认和计量。保险公司按照 A 股上市年度实现净利润和其他综合收益 (OCI) 而产生的所有者权益的变动中应当享有的份额确认当期投资收益和其他综合收益 (OCI), 并调整长期股权投资的账面价值, 且在实际收到现金股利时相应地减少长期股权投资的账面价值。当险资举牌上市公司时, 上市公司的股价波动并不会

体现在保险公司的当期损益中，只有其当期净利润会影响保险公司投资收益。因此，从会计准则维度来看，险资举牌上市公司具有一定的平滑利润波动的作用。但通过长股权投资投资法计量投资也需要注意可能的减值损失风险。一方面，从会计准则的角度看，险企需要在资产负债表日判断资产是否存在可能发生减值的可能，若资产的市价当期大幅度下跌是表明资产可能发生减值，而对于存在减值迹象的资产且其可收回金额低于账面价值的，需要计提资产减值损失，从而可能对险资投资收益带来一定负面影响。因此，险资主要选择低估值、高股息率和 ROE 的等具备中长期稳健投资价值的标的，投资行业集中在银行、公用事业、基建等。

◆ “偿二代”二期过渡期延长，优化行业风险出清

12月20日，国家金融监督管理总局发布《关于延长保险公司偿付能力监管规则（II）实施过渡期有关事项的通知》（以下简称《通知》），明确“对于因新旧规则切换对偿付能力充足率影响较大的保险公司，可于2025年1月15日前与金融监管总局及派出机构沟通过渡期政策，金融监管总局将于2025年2月底前一司一策确定过渡期政策”。

表3: 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

保险资金权益投资比例受到偿付能力监管指标的限制，在一定程度上影响保险公司增加权益投资的意愿和能力，预计相应政策调整将在一定程度上打开险资权益配置空间。偿二代二期工程对实际资本的认定更加严格，提高部分险资投资的特定资产的认定标准，导致保险公司的实际资本减少，进而影响保险公司偿付能力充足率。在此背景之下，保险公司偿付能力充足率普降。偿二代二期规则实施后，偿付能力对保险公司资产配置的约束从“软约束”变为“硬约束”，保险公司在资产端资本占用与收益的平衡难度加大，需要通过精细化管理提升资本使用效率，为此调整权益配置系数，为进一步鼓励险资配置权益资产提供空间。此外根据监管要求，权益类资产相较于固定收益类资产通常具有更高的风险权重，保险公司权益类资产配置具有更高的资本消耗。根据《保险资产风险分类办法（征求意见稿）》的规定，权益类资产的风险分类标准相较于固定收益类资产更为严格，导致其资本消耗增加，从而限制了保险资金入市的规模和积极性。根据监管要求，保险公司权益类资产监管比例最高可占上季末总资产的45%，当前保险行业权益投资规模占比约为12%，仍有较大提升空间。预计随着过渡期的延长，以中小保险公司为代表的险企或将打开一定的权益配置空间，预计主要配置方向以OCI高分红股票为主。

◆ 投资建议：

险资“破局”关键或集中在权益类资产及长期股权投资等方向。随着资产端长端利率下行，叠加权益市场的持续波动，保险公司资产端显著承压。此外，优质非标资产的陆续到期为险资增厚投资收益带来一定压力。与此同时，新金融工具准则下，公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL）类权益资产加剧利润表波动。保险公司通过举牌上市公司能够实现一定的会计利润平滑，降低权益工具投资的投资收益波动；但举牌也要求险企具有战略性产业眼光，一级市场和二级市场视角相结合。我们预计未来险企将进一步增持具有高分红、高资本增值潜力、高ROE属性上市企业，匹配保险行业资产端长期、稳定的需求。

◆ 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。

相关研究报告：

- 《关于大力发展长期护理险的点评-长护险的探索实践与展望》 ——2024-12-17
- 《2024年11月保费收入点评-存款降息叠加产品优化，驱动新一轮“开门红”》 ——2024-12-14
- 《医保、商保数据互通点评-商业模式重塑，医疗险空间望打开》 ——2024-12-03
- 《2024年三季度保险业资金运用情况点评与展望-静待发令枪》 ——2024-11-29
- 《2024年10月保费收入点评-短期调整，蓄力备战》 ——2024-11-16

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