

# 关于开展保险资金投资黄金业务试点的点评

## 从配置角度看放开险资买黄金

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 |
| 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:

2月7日,为拓宽保险资金运用渠道,优化保险资产配置结构,推动保险公司提升资产负债管理水平,金融监管总局印发《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》(以下简称“《通知》”),开展保险资金投资黄金业务试点。

**国信非银观点:**近年来,“资产荒”叠加低利率环境,为保险资金配置带来一定挑战。拓宽保险投资渠道成为稳定中长期投资收益水平的重要手段。作为全球优质的避险类资产,黄金具备对抗通胀、流动性好、无信用风险等优势。《通知》的落地将直接打开险资参与黄金投资的空间,对优化资产配置结构、分散投资风险、增强流动性等方面带来诸多优势。综合来看,作为以固收类资产为“压舱石”的绝对收益型机构,险资投资黄金符合中长期优化资产配置结构的诉求,我们认为放开黄金投资试点或将成为险资构建“固收+”的重要工具之一。我们预计相应政策的落地或将为黄金市场带来2000亿元左右的增量资金。

### 评论:

#### ◆ 10家险企试点黄金投资

作为全球优质的避险类资产,黄金具备对抗通胀、流动性好、无信用风险等优势。此前,我国保险公司投资黄金仍面临诸多限制,险资则主要通过股票形式参与黄金投资,但股价表现与商品投资仍具备较大差异。《通知》确定首批试点保险机构分别为中国人民财产保险股份有限公司、中国人寿保险股份有限公司、太平人寿保险有限公司、中国出口信用保险公司、中国平安财产保险股份有限公司、中国平安人寿保险股份有限公司、中国太平洋财产保险股份有限公司、中国太平洋人寿保险股份有限公司、泰康人寿保险有限责任公司、新华人寿保险股份有限公司。本次政策的落地将直接打开险资参与黄金投资的空间,对优化资产配置结构、分散投资风险、增强流动性等方面带来诸多优势。

表1: 关于保险投资黄金相关政策的梳理

| 时间      | 政策/活动  | 内容   |
|---------|--|--|
| 2020年2月 | 《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》(银发〔2020〕46号)     | 明确提出探索保险资金依托上海相关交易所试点投资黄金、石油等大宗商品。                   |
| 2021年5月 | 《关于加快推进上海全球资产管理中心建设的若干意见》                              | 提出推进保险资金依托上海相关交易所投资黄金等。                              |
| 2024年2月 | 《上海市落实〈全面对接国际高标准经贸规则推进中国(上海)自由贸易试验区高水平制度型开放总体方案〉的实施方案》 | 提出在国家金融管理部门指导下,支持上海自贸试验区内有关经营主体开展保险资金投资黄金等大宗商品试点。    |
| 2024年6月 | 第十五届陆家嘴论坛  | 国家金融监督管理总局党委书记、局长李云泽表示将积极探索保险资金试点投资上海黄金交易所黄金合约及相关产品。 |
| 2025年2月 | 《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》                                  | 试点保险公司可以中长期资产配置为目的,开展投资黄金业务试点。                       |

资料来源: 金管局、保险行业协会, 国信证券经济研究所整理

《通知》分别明确了试点主要内容、试点投资要求以及监督管理三个方面。(1)试点内容确定10家试点保险公司,其中投资黄金范围为上海黄金交易所主板上市或交易的黄金现货实盘合约、黄金现货延期交收合约、上海金集中定价合约、黄金询价延期合约、黄金询价掉期合约和黄金租借业务。(2)试点投资要求对险企黄金投资的审批流程、人员配备、管理制度等方面均做出体规定。其中,需要注意的是,《通知》提出投资黄金账面余额合计不超过本公司上季末总资产的1%。**截至三季度末,上述10家试点保险公司的**

**总资产规模约为 20 万亿，因此我们预计相应政策的落地或将为黄金市场带来 2000 亿元左右的增量资金。**

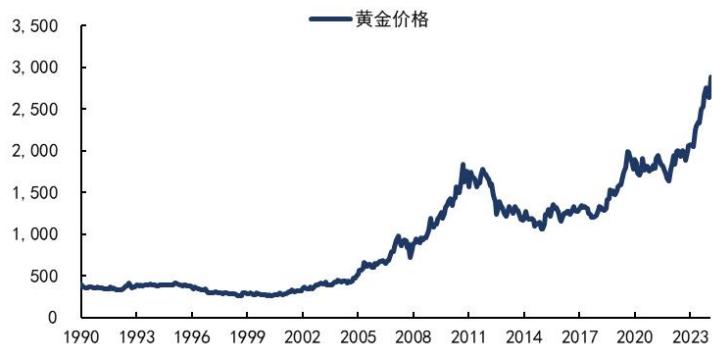
(3) 监督管理方面，《通知》明确试点保险机构应建立定期及临时报告机制，同时金融监管总局依法对试点保险公司投资黄金业务进行监督管理。

◆ **黄金投资在资产配置角色重要，理想配置比例不低于 3%**

保险投资黄金的优势主要可以有以下几方面。(1) **对冲通胀**：黄金可以有效抵御高通胀风险，在资产配置中具有保值功能。同时，投资黄金可以间接打开险资海外资产配置空间。(2) **流动性高**：黄金市场具有高度的流动性，投资者可以实时买入或卖出，对于那些对流动性有一定诉求的保险机构开辟新的投资渠道。

(3) **分散风险**：黄金与股票、债券等资产相关性较低，因此可作为险资资产配置分散投资风险的方式之一。(4) **避险属性**：在全球经济不确定性增加的情况下，黄金避险属性凸显。(5) **多元投资渠道**：在当前资产荒背景下拓宽险资投资渠道。需要注意的是，我们认为本次放开的是金交所品种，而黄金 ETF 是挂钩金交所的品种，所以试点阶段险资暂时还不能配置黄金 ETF，后续是否放开需要看机构需求。

图1: 黄金价格历史走势 (单位: 美元/盎司)

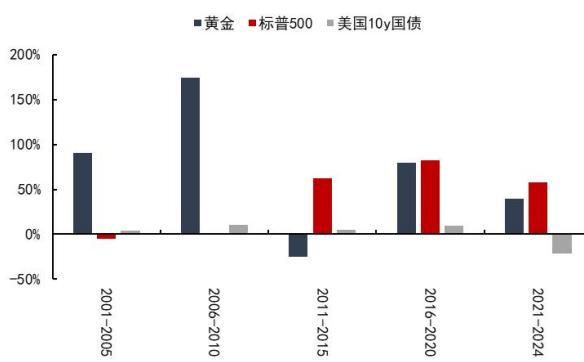


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**黄金在危机时期的价格表现较好。**回顾历史，黄金价格大幅上涨期间往往对应重大历史事件，比如 1970s 布雷顿森林体系瓦解、21 世纪初世界货币体系重构、2022 年以来的美国通胀和美债信用风险上升等。

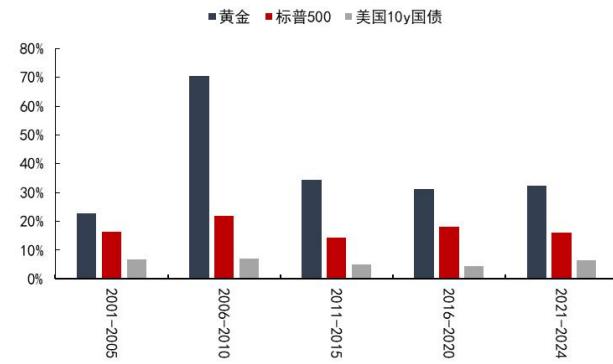
**与其他资产相比，黄金阶段性可取得明显超额收益，但也需注意黄金价格波动率较大。**2001 年以来，黄金价格在若干个时间段内表现领先于美股美债等资产，但同时，黄金价格的波动率一直高于美股美债等资产。

图2: 黄金与美股美债区间涨跌幅比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 黄金与美股美债区间波动率比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**我们认为黄金投资符合险资中长期战略配置需求，但短期需求或相对疲软。**第一，近期黄金价格持续创历史新高，因此险资短期投资黄金意愿或受一定影响。第二，黄金与负债端久期匹配性较弱，因此难以作为缩短资产负债缺口的投资工具。第三，黄金除了租借外不产生利息，难以匹配新准则下对于未来现金流的

要求，因此不属于 FVOCI 偏好的资产种类。

◆ **总结：资产荒压力存在，长债与高分红股票打底，黄金/优质物业/Reits 等资产有效补充**

近年来，“资产荒”问题凸显，优质高收益资产稀缺，叠加持续低利率环境，为保险资金配置带来一定挑战。从上市险企数据来看，自 2022 年以来净投资收益率持续走低。截至 2024 年中期，中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险分别实现净投资收益率分别为 3.03%/3.30%/3.80%/1.80%/3.20%。

图4: 上市险企总投资收益率 (单位: %)

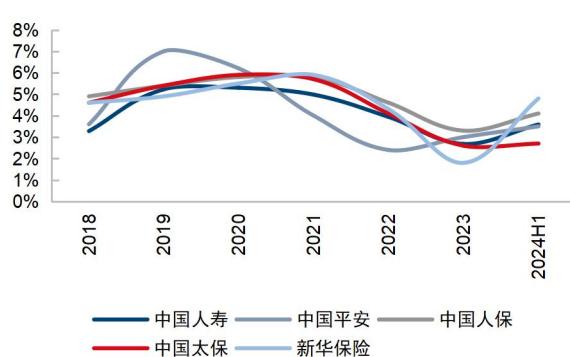
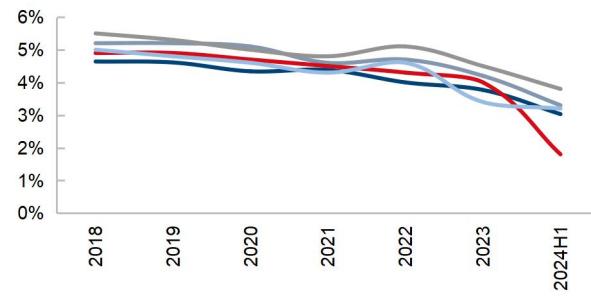


图5: 上市险企净投资收益率 (单位: %)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

此外，新金融工具准则的调整加大险企利润表波动，平衡收益与报表稳定性成为新准则下险资面临的又一“难题”。新金融工具准则调整对险企利润表波动的影响主要体现在以下两方面：第一，大量权益资产被指定为 FVTPL 计量，直接加大利润表波动。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。第二，利润表中与投资收益核算有关的科目发生变化。旧准则下与投资收益核算相关的主要科目是投资收益、公允价值变动损益和资产减值损失；新准则下的主要相关科目是利息收入、投资收益、公允价值变动损益、信用减值损失。其中，“利息收入”反映新金融工具准则下对分类为以摊余成本计量的金融资产和分类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按照实际利率法计算的利息收入。“信用减值损失”反映企业按新金融工具准则计提金融工具信用损失准备所确认的信用损失。

表2: 2024H1 上市险企金融资产占比 (按会计计量方式, 单位: 百万元, %)

|                 | 中国人寿      |      | 中国平安      |      | 中国人保      |      | 中国太保      |      | 新华保险      |      | 平均        |      |
|-----------------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|
|                 | 金额        | 占比   |
| 交易性金融资产 (FVTPL) | 1,862,698 | 36%  | 1,291,200 | 27%  | 331,727   | 28%  | 647,822   | 30%  | 475,807   | 43%  | 921,851   | 33%  |
| 其他权益工具投资 (OCI)  | 159,564   | 3%   | 207,015   | 4%   | 104,332   | 9%   | 121,365   | 6%   | 16,844    | 2%   | 121,824   | 5%   |
| 其他债权投资 (OCI 固收) | 3,007,118 | 58%  | 2,695,825 | 55%  | 438,067   | 37%  | 1,343,839 | 62%  | 314,750   | 28%  | 1,559,920 | 48%  |
| 债权投资 (AC 固收)    | 191,099   | 4%   | 667,231   | 14%  | 315,497   | 27%  | 67,467    | 3%   | 300,845   | 27%  | 308,428   | 15%  |
| 合计              | 5,220,479 | 100% | 4,861,271 | 100% | 1,189,623 | 100% | 2,180,493 | 100% | 1,108,246 | 100% | 2,912,022 | 100% |

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

在此背景下，我们认为险资资产端配置机遇主要集中在以下几方面。(1) 进一步挖掘包括 OCI 权益类等资产在内的高分红投资机会，叠加相关政策突破，在一定程度上打开险资配置空间。(2) 长债仍是险资配置的“基本盘”，匹配险资长期资产配置需求，降低资产负债久期错配风险。(3) 当前险资配置境外资产占

比较低，相较于海外，仍有一定提升空间。本次政策打开险资黄金配置空间，间接加大跨境资产配置比例。

图6: 上市险企资产配置结构 (单位: 百万元)

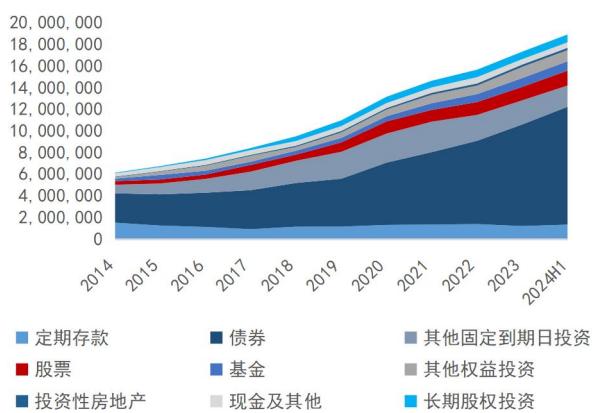
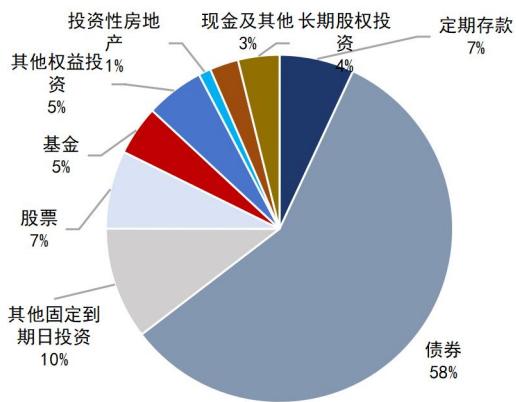


图7: 20204H1 上市险企资产配置结构



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（数据统计范围为中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险、中国太平、阳光保险）

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（数据统计范围为中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险、中国太平、阳光保险）

### ◆ 投资建议：

近年来，“资产荒”叠加低利率环境，为保险资金配置带来一定挑战。拓宽保险投资渠道成为稳定中长期投资收益水平的重要手段。作为全球优质的避险类资产，黄金具备对抗通胀、流动性好、无信用风险等优势。《通知》的落地将直接打开险资参与黄金投资的空间，对优化资产配置结构、分散投资风险、增强流动性等方面带来诸多优势。综合来看，作为以固收类资产为“压舱石”的绝对收益型机构，险资投资黄金符合中长期优化资产配置结构的诉求，我们认为放开黄金投资试点或将成为险资构建“固收+”的重要工具之一。

### ◆ 风险提示：

黄金价格波动；资产端收益下行；险资配置诉求不及预期等。

### 相关研究报告：

- 《关于深化新能源车险高质量发展的点评-完善车险生态，打通承保“痛点”》 ——2025-02-05
- 《2024年12月保费收入点评-“开门红”全面启动》 ——2025-01-18
- 《建立预定利率与市场利率挂钩机制点评-优化负债管理，提高定价效率》 ——2025-01-10
- 《长债破2%后险资配置行为分析-偿二代延续，资产荒犹存》 ——2024-12-22
- 《关于大力发展战略护理险的点评-长护险的探索实践与展望》 ——2024-12-17

## 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.CSI）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<br>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确观点     |
|  | 行业<br>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提供。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中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