

行业动态跟踪

险资投资黄金试点开启，优化资产配置、分散投资风险

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业年度策略报告-非银行金融-保险行业 2025 年度策略：稳中求进，变革图强-强于大市 20241213

【平安证券】行业年度策略报告-非银行金融-证券行业 2025 年度策略：拐点已现，景气可期-强于大市 20241213

证券分析师

王维逸	投资咨询资格编号 S1060520040001 BQC673 WANGWEIYI059@pingan.com.cn
李冰婷	投资咨询资格编号 S1060520040002 LIBINGTING419@pingan.com.cn
陈潇榕	投资咨询资格编号 S1060523110001 CHENXIAORONG186@pingan.com.cn
韦霁雯	投资咨询资格编号 S1060524070004 WEIJIWEN854@pingan.com.cn

事项：

2月7日，国家金融监督管理总局发布《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》”）。

平安观点：

- **优化资产配置，分散投资风险。**《通知》明确了10家试点保险公司可以投资黄金的范围及其投中管理规范，明确投资比例为黄金账面余额合计不超过本公司上季末总资产的1%，旨在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。1) 背景：低利率环境下，亟需拓宽保险资金运用渠道。保险资金继续保持较为稳健的配置结构，以利率债、信用债、银行存款为主，另类投资占比下降。IFRS9加剧险企投资收益率和利润波动，险企经营需要平衡收益的可持续性与报表的稳定性，但我国长久期资产供给以长期利率债为主，近年来，长久期利率债收益率下行，而寿险负债成本压力较大、险资新增和到期再配置资产承压，亟需进一步优化保险资产配置、增厚投资收益。2) 影响：黄金作为避险类金融资产，其避险属性和通胀对冲功能有助于提升保险资金在通胀、宏观经济增长承压等环境下的抗风险能力，对于实现保险资产保值、减少保险投资收益率波动、稳定保险投资组合回报率等方面具有重大作用。黄金具有高流动性、不生息的特征，其价值并不直接受利率影响，有助于在增加保险投资资产的多样性、缓解资产配置压力、分散保险投资组合风险的同时，能够改善保险投资的变现能力、有效降低利率变动对保险投资的影响，进而提升保险投资的稳定性。按照2024年3季度末总资产的1%测算，10家试点保险公司投资黄金业务规模上限约1990亿元。
- **海外经验借鉴：险资投资黄金实属常态，放开黄金ETF可期。**保险资金参与黄金投资（尤其是黄金ETF）属于常态。目前我国投资黄金方式多样，但黄金ETF交易便捷、费用低廉、投资门槛低和流动性高，若未来放开保险资金投资黄金业务试点范围进一步放开黄金ETF，将更有助于保险资金的灵活稳健配置。
- **投资建议：**低利率环境下，开启保险资金投资黄金业务试点将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，有助于保险投资保持长期稳健的投资收益。目前板块估值与持仓仍处底部，β属性与地产投资风险缓解将助力板块估值底部修复。个股方面，若权益市场持续震荡，建议优先关注个险转型坚定、负债端发展具备韧性、资产端兼具弹性的中国太保，以及存量业务负债成本相对较低、“开门红”启动较早、业务发展稳健的中国人寿。若权益市场持续向好，建议关注资产端弹性更大的新华保险、中国人寿。
- **风险提示：**1) 黄金价格可能面临下跌风险。2) 权益市场波动剧烈。3) 寿险新单与NBV增长不及预期。4) 长端利率超预期下行，政策落地效果不及预期，到期资产再配置和新增资产配置承压。

2月7日，国家金融监督管理总局发布《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》”)。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，金融监管总局决定开展保险资金投资黄金业务试点。

一、优化资产配置，分散投资风险

1.1 主要内容：明确 10 家试点险企投资范围及其投中管理，明确投资比例不超过 1%

《通知》明确了 10 家试点保险公司可以投资黄金的范围及其投中管理规范，明确投资比例为黄金账面余额合计不超过本公司上季末总资产的 1%。具体来看：

- 试点开始时间：自本通知发布之日起，开展投资黄金业务试点。
- 试点投资用途：以中长期资产配置为目的。
- 试点投资黄金范围：在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、黄金询价即期合约、黄金询价掉期合约和黄金租借业务。
- 试点参与主体：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。
- 试点投资要求：

1) 审慎投资：试点保险公司投资黄金应当灵活运用大宗交易、询价交易、竞价交易等方式分期分批建仓，避免因异常交易行为对市场造成冲击。**试点保险公司投资黄金应当使用货币资金**，不得办理黄金实物的出、入库业务。

2) 不同投资范围的具体要求：①投资黄金现货延期交收合约，应当以风险管理或资产配置为目的，合理把控业务规模，禁止用于投机套利。②投资黄金询价即期和掉期合约，交易对手应当限于金融机构，并做好授信额度管理，切实防范信用风险。试点保险公司应当严格控制掉期业务融资规模，融入资金禁止投资高风险和流动性差的资产，掉期业务远端的空头净敞口在任一时点应低于保险公司持有的黄金现货资产。③开展黄金租借业务，交易对手应当限于金融机构，并合理控制交易对手集中度，单一交易对手租借规模不得超过试点保险公司持有黄金现货合约的 20%。

3) 投资比例要求：投资黄金账面余额合计不超过本公司上季末总资产的 1%。①黄金现货延期交收合约以该业务黄金现货合约市值为统计口径，②黄金询价掉期合约以该业务黄金持仓净敞口为统计口径，且单边的存续规模不超过本公司上季末总资产的 1%。③借出黄金规模应纳入投资比例管理。

在《通知》发布之前，多项政策明确提出加快探索保险资金投资黄金业务。

图表 1 多项政策加快探索保险资金投资黄金业务

时间	事件	主要内容
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》	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、石油等大宗商品”。
2023 年 11 月	《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》	提出“支持保险资金依托上海自贸试验区内有关交易所试点投资黄金等大宗商品”。
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”。

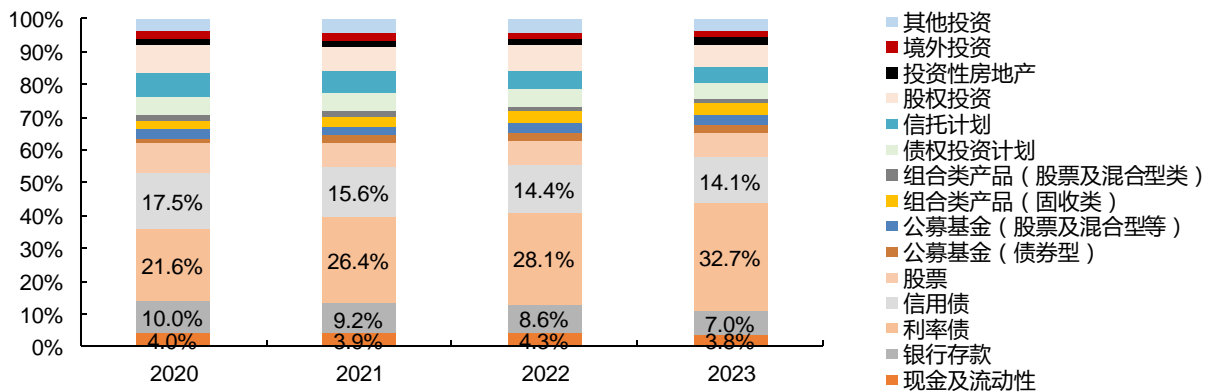
2024年6月	第十五届陆家嘴论坛主题演讲《推动保险业高质量发展 助力中国式现代化建设》	提出“积极探索保险资金试点投资上海黄金交易所黄金合约及相关产品”。
2025年2月	《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》	10家试点保险公司可以中长期资产配置为目的，开展投资黄金业务试点。

资料来源：中国政府网、国家金融监督管理总局，平安证券研究所

1.2 背景分析：低利率环境下，亟需拓宽保险资金运用渠道

根据中国保险资产管理协会最新数据，从资产配置结构来看，2023年保险资金继续保持较为稳健的配置结构，以利率债、信用债、银行存款（含现金及流动性资产）为主，合计占比57.60%，较上年末提升2.31pct；另类投资（资管产品、债权投资计划、信托计划等）占比持续下降。从各类资产具体构成来看，现金及流动性资产占比3.85%，较上年末下降0.44pct；银行存款占比6.98%，较上年末下降1.60pct；债券占比46.77%（包括利率债32.68%、信用债14.09%），较上年末上升4.33pct（其中利率债上升4.63pct、信用债下降0.30pct）；股票占比7.36%，较上年末下降0.17pct；公募基金（不含货基）占比5.61%，较上年末上升0.29pct；组合类保险资产管理产品占比4.68%，较上年末下降0.36pct；债权投资计划占比5.40%，较上年末下降0.09pct；信托计划占比4.72%，较上年末下降0.78pct；股权投资占比6.75%，较上年末下降1.08pct；投资性房地产、境外投资占比分别为2.14%、1.87%，分别较上年末上升0.18pct、下降0.12pct。

图表2 保险资金大类资产配置结构



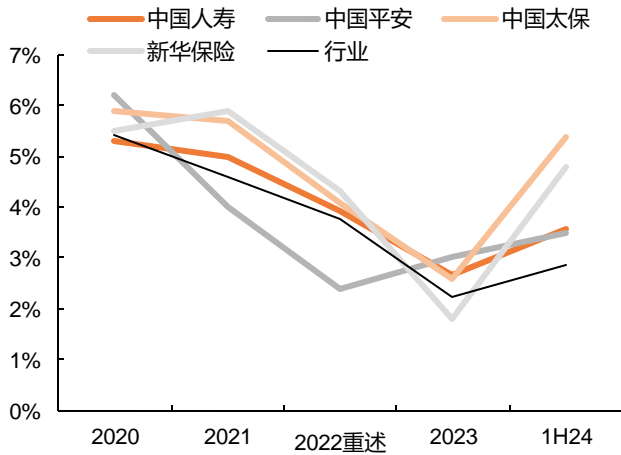
资料来源：中国保险资产管理协会，平安证券研究所

2023年险企全面切换IFRS9，加剧险企投资收益率和利润波动，险企业经营需要平衡收益的可持续性与报表的稳定性。同时，寿险负债久期较长，保险投资需要考虑资产负债久期匹配问题。因此，目前险企仍高度关注OCI权益类资产和长债的配置机遇。具体来看，基金属于债务工具，且无法通过资产特征测试，需计入FVTPL（以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产）；股票属于权益工具，一般直接计入FVTPL，计入FVTPL的股票市值波动将体现在当期利润表中。尽管保险公司拥有股票会计科目分类的自由裁量权，部分股票可以指定计入FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产），但一经指定不得撤销，指定计入FVOCI的股票分红可以计入利润表，但市值波动计入资产负债表的其他综合收益、卖出时浮盈浮亏也不计入利润表。而IAS39下，权益类资产大多计入AFS（可供出售金融资产），公允价值变动计入其他综合收益、不影响当期利润，但在卖出时浮盈浮亏可以转入利润表。因此，在IFRS9下，大部分股票将直接计入FVTPL，加剧险企投资收益率和利润波动。2024年上半年总投资收益率分别为：中国人寿3.6%、中国平安3.5%、中国太保5.4%、新华保险4.8%。

但我国长久期资产供给以长期利率债为主，近年来，长久期利率债收益率下行，而寿险负债成本压力较大、险资新增和到期再配置资产承压，亟需进一步优化保险资产配置、增厚投资收益。截至2月8日，10年、30年、50年期国债到期收益

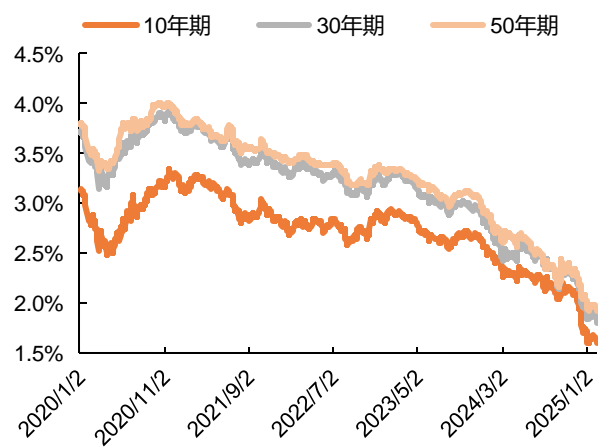
率分别仅 1.61%、1.81%、1.91%；而根据我们此前外发报告《保险行业 2025 年度策略：稳中求进，变革图强》，截至 2024 年上半年，国寿、太保寿、新华 NBV 打平投资收益率测算分别为 2.23%、2.70%、3.26%，VIF 打平投资收益率测算分别为 2.23%、2.17%、3.06%。

图表3 主要上市险企及保险行业总投资收益率承压



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 近年来国债到期收益率震荡下行



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：图表2中，1) 太保2024年数据已做简单年化。2) 行业2022年起为年化财务收益率。3) 行业2023年起切换 IFRS9，上市险企2022年数据为2023年报披露的重述数据。

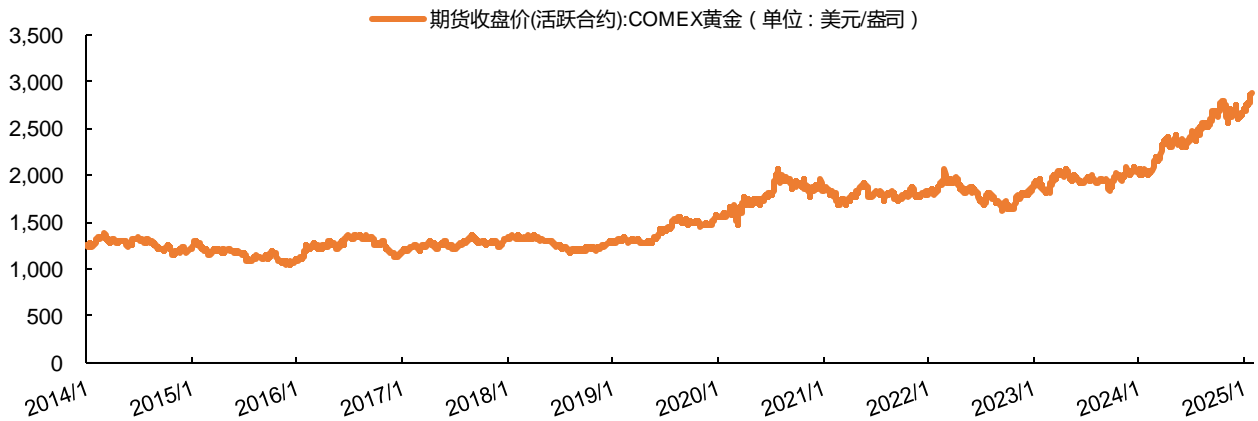
1.3 影响深远：黄金具备避险和货币属性，有望优化保险资产配置、分散保险投资风险

黄金作为底层储备，其避险属性和货币属性带来多重配置优势。具体来看：

- 1) 避险属性。**黄金可作为对宏观环境终极风险的对冲，包括地缘政治风险、市场风险、地理风险等。在宏观不确定性增加的情况下，黄金避险属性加速凸显，黄金价格通常具备较强的抗跌性和较大的增值潜力，相较于其他金融资产往往有更好的表现。
- 2) 通胀对冲。**黄金的稀缺性及其全球底层货币地位赋予其抗通胀属性。历史表现通常与通胀呈正相关，通胀时期能够对冲资产贬值，保值功能凸显。
- 3) 高流动性。**黄金作为全球公认的货币，可以随时转换为其他资产或货币，同时随着黄金市场上的交易规则和监管机制相对较为完善，投资者结构日益多样化，黄金交易量逐步提升，进一步增加了黄金市场的流动性。
- 4) 资产多样化。**黄金作为不生息资产，特有的避险属性和货币属性使其走势独立于股票、债券等资产，将黄金纳入配置可以增加投资组合的多样性，降低系统性风险，增加整体资产组合的多样性及稳定性。

保险公司大类资产配置风格稳健，以债券为主的固定收益类资产的风险敞口较大。近年来宏观经济向高质量发展转型，长端利率中枢下行、但其他优质长久期资产供给有限，信用风险尚未完全释放、金融市场波动加剧，利率债占比持续提升，根据中国保险资产管理协会披露的数据，利率债是保险资金大类资产配置中占比最高的资产（2023年占比高达 32.68%，较上年末+4.63pct）；保险资金运用在需要高度关注利率风险。黄金作为避险类金融资产，其避险属性和通胀对冲功能有助于提升保险资金在通胀、宏观经济增长承压等环境下的抗风险能力，对于实现保险资产保值、减少保险投资收益率波动、稳定保险投资组合回报率等方面具有重大作用。黄金具有高流动性、不生息的特征，其价值并不直接受利率影响，有助于在增加保险投资资产的多样性、缓解资产配置压力、分散保险投资组合风险的同时，能够改善保险投资的变现能力、有效降低利率变动对保险投资的影响，进而提升保险投资的稳定性。

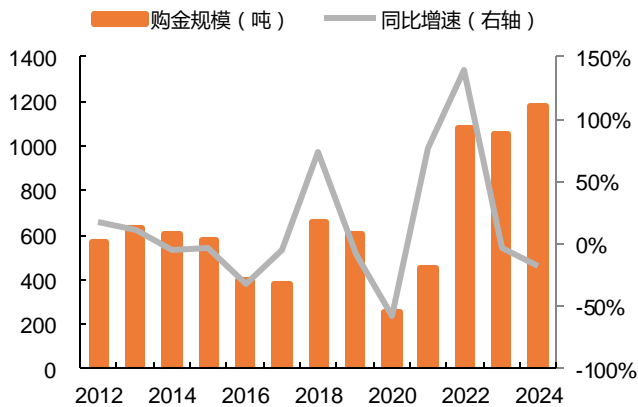
图表5 近年来 COMEX 金价走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

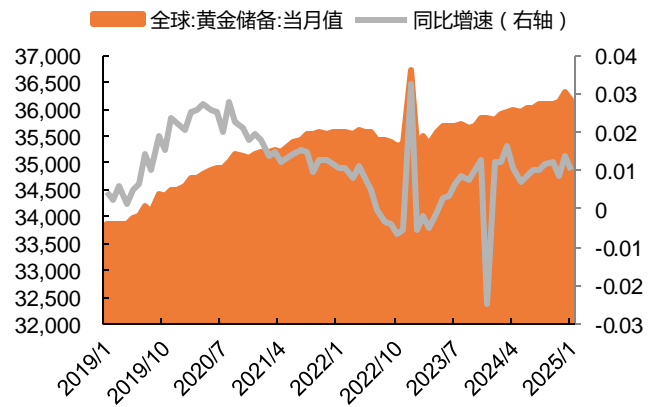
金价仍处于长期上行区间，黄金具有较高配置价值。近年来金价中枢持续上移主要受美元信用走弱驱动。随着美国政府债务规模持续扩大，特朗普政府保护主义政策推行，美国政治地位及美元货币地位或将持续下降，推动美元信用在长周期上进一步走弱。在此背景下，黄金底层储备地位将持续凸显，各国央行黄金储备抬升。央行背书下黄金避险属性及货币属性将进一步定价，金价中枢仍处于上行通道。

图表6 2024 年央行购金规模再增



资料来源: 世界黄金协会, 平安证券研究所

图表7 全球黄金储备情况 (吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

按照 2024 年 3 季度末总资产的 1% 测算，10 家试点保险公司投资黄金业务规模上限约 1990 亿元。保险机构作为金融市场上的重要机构投资者和长期投资者，资产配置风格稳健；放开险资投资黄金将进一步增加黄金市场的交易活跃度、更好地发挥市场价格发现功能，缓解黄金价格的非理性波动问题。

图表8 试点保险公司投资黄金业务规模上限测算

公司	3Q24 总资产 (亿元)	投资上限 (亿元)
人保财险	8573	85.73

中国人寿	63132	631.32
太平人寿	12054	120.54
中国出口信用保险公司	1976	19.76
平安财险	4853	48.53
平安人寿	48259	482.59
太保财险	2298	22.98
太保寿险	23309	233.09
泰康人寿	18038	180.38
新华人寿	16522	165.22
合计	199013	1990.13

资料来源：各公司官网，平安证券研究所

注：中国出口信用保险公司并未披露偿付能力报告，总资产为 2023 年报数据。

二、海外经验借鉴：险资投资黄金实属常态，放开黄金 ETF 可期

根据新华财经，国际市场上保险资金参与黄金市场投资是常态。全球最大再保险公司之一德国慕尼黑再保险集团自 2013 年开始投资实物黄金，此前为应对欧洲市场的负利率环境，大幅买入黄金进行对冲。此外，日本最大寿险公司之一的明治安田生命保险公司从 2022 年 10 月也开始投资黄金。

根据中国保险资产管理业协会，从国际经验看，保险资金、养老基金等长期资金对黄金市场的投资日益增加。全球最大的黄金 ETF (SPDR) 的投资者结构中，6% 的基金份额为养老基金持有，4% 的基金份额由保险公司持有（包括以 Allianz AMC 为代表的保险资产管理公司等）。2016 年 3 月，慕尼黑再保险公司宣布为抵消零利率或负利率带来的负面影响，将 3% 的投资基金配置黄金资产。实践证明，在资产组合中加入黄金配置，可以有效降低资产组合的损失程度，提高保险公司抵御极端风险的能力。

根据光大永明资产，保险公司配置黄金上市开放式基金是国际通行做法。全球最大的黄金 ETF GLD 的投资者中，4% 的基金份额曾为保险公司持有，持有人包括卫士人寿保险、CAN 金融集团、西北互助人寿保险等全球排名前列的著名保险公司。从监管层面看，发达国家或地区（如美国、德国、日本、中国台湾）监管法规对保险资金参与黄金开放式基金投资大多持开放态度，只是在参与资质、投资比例等具体规定上略有不同。从市场实践看，随着黄金产品的不断丰富，国际保险机构黄金市场参与度逐步上升。据世界黄金协会不完全统计，目前美国超过 30 家保险及养老机构投资黄金相关金融产品；日本超过一半以上的保险机构参与了黄金相关金融产品的投资。

根据海外经验，保险资金参与黄金投资（尤其是黄金 ETF）属于常态。目前我国投资黄金方式多样，但黄金 ETF 交易便捷、费用低廉、投资门槛低和流动性高，若未来放开保险资金投资黄金业务试点范围进一步放开黄金 ETF，将更有助于保险资金的灵活稳健配置。

三、投资建议

低利率环境下，开启保险资金投资黄金业务试点将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，有助于保险投资保持长期稳健的投资收益。负债端储蓄险需求持续释放，预计 2024 全年 NBV 保持较高增速，业务结构优化、NBVM 提升预期将助 25 年 NBV 在高基数下保持稳健。资产端权益市场回暖，2024 全年投资业绩有望维持增长、净利润保持较高增速。A 股中期向上仍有空间，25 年有望实现投资收益率提升、净利润温和增长。目前板块估值与持仓仍处底部，β 属性与地产投资风险缓解将助力板块估值底部修复。个股方面，若权益市场持续震荡，建议优先关注个险转型坚定、负债端发展具备韧性、资产端兼具弹性的中国太保，以及存量业务负债成本相对较低、“开门红”启动较早、业务发展稳健的中国人寿。若权益市场持续向好，建议关注资产端弹性更大的新华保险、中国人寿。

四、风险提示

1) 黄金价格可能面临下跌风险。

若美国 AI 产业应用有超预期进展，则美国经济动能释放下，美元或将再度走强，金价则面临下跌风险

2) 权益市场波动导致利润承压、板块行情波动剧烈。

宏观经济恢复进程不及预期，增加政策不确定性，权益市场情绪修复不及预期、主要指数大幅波动，投资收益率超预期下滑、净利润未如预期修复， β 属性导致板块行情波动加剧。

3) 寿险新单与 NBV 增长不及预期。

①寿险产品预定利率切换带来的负面影响超预期、居民储蓄险需求释放不及预期：海外宏观环境复杂，若国内宏观经济恢复不及预期，资本市场波动加剧、长端利率进一步下行，保险公司投资端压力加重。险企可能进一步调整储蓄类产品设计、降低固定负债成本，导致保险产品吸引力下降、销售难度加大，新单销售不及预期。

②监管政策不断趋严，对各渠道展业、业务发展的影响程度可能超过预期评估情况：寿险各渠道“报行合一”政策逐步落地，监管效果不及预期，监管可能会密集出台更为精细、更为严格的政策，进一步规范行业发展。寿险产品复杂程度更高，尽管银行与保险公司已经重新签订符合规定的手续费及合作协议，但在业务实际落地过程中可能存在其他违规行为，导致银保渠道“报行合一”政策落地效果不及预期；银行掌握网点、客户资源，渠道话语权较强，“报行合一”政策落地效果以及对不同公司的影响程度需待观测，新单增长不及预期。

4) 长端利率超预期下行，政策落地效果不及预期，到期资产再配置和新增资产配置承压。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层