



保险行业研究

买入（维持评级）

行业点评

证券研究报告

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 分析师：黄佳慧（执业 S1130525010001）

shusiqin@gjzq.com.cn

huangjiahui@gjzq.com.cn

风险因子下调引导长钱长投，险资权益配置限制再放开

事件

12 月 5 日，金融监管总局发布《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》。

核心内容

长期投资的股票风险因子下调，险资权益配置掣肘再迎放松。1) 持仓时间（根据过去六年加权平均持仓时间确定）超过三年的沪深 300、中证红利低波动 100 指数成分股的风险因子从 0.3 下调至 0.27；2) 持仓时间（根据过去四年加权平均持仓时间确定）超过两年的科创板上市普通股的风险因子从 0.4 下调至 0.36。

本次风险因子调整是 5 月 7 日国新办新闻发布会内容的具体落实。彼时金融监管总局局长李云泽提出将推出三条措施支持稳定和活跃资本市场，包括“调整偿付能力的监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降 10%”。

偿付能力充足率水平决定保险公司投资权益上限，风险因子下调从分母端释放偿付能力，实现股票配置规模的扩容。综合偿付能力充足率=实际资本/最低资本，其对于权益配置的约束在于权益投资*风险因子影响最低资本要求，在同等资本占用下，保险公司可增配的股票规模=1/9*股票规模*A 股占比*A 股中符合风险因子 9 折的股票占比（即持仓超过 3 年的沪深 300 和中证红利低波 100、持仓超过 2 年的科创板），以 2025Q3 人身险与财产险公司的股票规模为基准，假设保险公司持仓中 A 股占比 70%、其中满足 9 折优惠的股票占比 35%，测算全行业可增配的股票规模近千亿。

风险因子调整对现阶段的偿付能力影响较小，预计对险企权益配置上限基本无影响。预计当前险资配置中能满足持有期要求的股票较少，因此对偿付能力影响整体有限，据测算，对太平、新华、太保、平安、国寿五家寿险公司综合偿付能力充足率的提振幅度均在 3% 以内，考虑到 750 日均线继续向下，险企 Q4 偿付能力下行压力较大，因此预计以 Q4 偿付能力来看，各家险企综合偿付能力仍在 150-250% 的区间，权益配置上限不变，均为 30%。

政策意在引导长期投资，助力资本市场稳定运行，但短期内预计对险资权益资产增配意愿及规模的实际拉动作用有限。尽管风险因子下调可通过降低权益资产最低资本占用释放部分偿付能力空间，但在当前行业整体偿付能力承压的背景下，预计险企不会仅仅因为风险因子下调就主动增配更多权益资产，从而导致偿付能力下降回原点。预计本《通知》意图有二，一是引导险资长钱长投，助力资本市场稳定运行；二是 750 日均线持续下行，险企普遍面临偿付能力压力，风险因子下调可一定程度上缓解险企压力。

测算明年将有 5500-6000 亿增量资金入市，加仓情况有所分化。1) 今年部分公司仓位提升较快，如平安上半年股票+权益基金占比提升 2.6pct，预计 25H2 仍有较大幅加仓，假设明年新增保费 20% 入市；2) 国寿、太平、新华、人保四家央企继续落实每年新增保费 30% 投资于 A 股，以“经营活动产生的现金流”测算，对应配置规模约 2500 亿元进入 A 股；但部分加仓空间大的公司，预计新增保费不止有 30% 入市，假设国寿、太平预计将有 40% 的新增保费入市；太保、阳光非央企，但是仓位不高，也预计 30% 新增保费入市；3) 其他非上市公司假设增量资金的 40% 进入股市。

投资建议

开门红景气度上行，预计新单保费有望实现双位数增长。展望明年，大量定存到期，对于低风险偏好、有长期财富保值增值诉求的资金来说，保险是较好选择，明年负债端的增长预期越加明朗；并且相较于前几年，新产品可以获取利差益，是更有“价值”的保单。银保渠道基于账户优势和客户资源的优势，预计将实现双位数增长，由于分红险转型推进，大公司的市占率提升将继续提升。长期基本面向上，短期增长预期提升，当前保险估值仍然低位，配置性价比较高。重点推荐：开门红预期较好，以及业务质地较好（负债成本低、资负匹配情况较好）的头部险企。

风险提示

1) 权益市场波动；2) 利率大幅下行；3) 经济修复不及预期；4) 新单销售不及预期。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究