

中国保险行业

股票投资风险因子拟再优化，险资长钱加速入市可期

优于大市
(维持)

5月7日，央行、金融监管总局和证监会在国新办发布会上宣布一揽子金融政策，其中有关保险行业的增量政策包括 1) 进一步扩大保险资金长期投资试点范围，近期拟再批复 600 亿元，为市场注入更多增量资金；2) 调整偿付能力监管规则，将股票投资风险因子进一步下调 10% (继 2023 年 9 月 13 日《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》后再度下调，[报告链接](#))；3) 完善长周期考核机制，促进实现长钱长投。我们认为这是监管对 4 月初上调保险资金权益投资上限比例 ([报告链接](#)) 后的有力补充。经测算，若将股票投资风险因子对应释放的最低资本全部用于配置沪深 300 股票，有望带来逾 1,500 亿元增量入市资金；调整后 24 年行业平均综合偿付能力充足率将提升至 200.6% (原：199.4%)，增加 1.3 个百分点。

- **保险资金长期投资试点规模将提升至 2,220 亿元。**保险资金长期投资改革试点自 2023 年启动以来，目前已有 8 家头部保险公司获批参与，试点规模合计 1,620 亿元 ([表 3](#))，具体包括 1) 2023 年 10 月，国寿和新华合资设立私募证券投资基金 (鸿鹄基金一期)，注册资本 500 亿元；2) 2025 年 1 月，太保寿险 (200 亿元)、泰康人寿 (120 亿元)、阳光人寿 (200 亿元) 获批开展试点，规模合计 520 亿元；3) 2025 年 3 月，人保寿险 (100 亿元)、国寿和新华 (鸿鹄基金二期，双方各出资 100 亿元)、中国太平 (100 亿元) 和平安人寿 (200 亿元) 5 家险企获批开展试点，规模合计 600 亿元。第二批保险资金长期投资试点规模 1,120 元超过年初监管拟定的 1,000 亿元，反映头部险企参与的积极性，预计主要投向经营资质稳健的大盘蓝筹和高息股标的。对拟新增 600 亿元的试点规模，我们预计参与者将从头部险企向中型机构进一步拓展。
- **测算下调股票投资风险因子可释放逾 1,500 亿元增量资金。**发布会上提出将调整偿付能力监管规则，下调股票投资风险因子 10%，是继 2023 年 9 月《[关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知](#)》后监管再次提及优化权益风险因子。险企的偿付能力充足率决定其权益资产投资上限，具体约束为权益风险因子影响最低资本要求。假设投资于沪深 300 成分股和科创板上市普通股的风险因子均下调 10%，对应新的风险因子分别为 0.27 (原：0.3) 和 0.36 (原：0.4)。截至 2024 年底，行业保险资金运用余额为 33.26 万亿元，其中人身险和财产险公司期末股票投资余额 2.43 万亿元，占比 7.3%。假设险资二级股票投资中沪深 300 成分股占比 50%，科创板普通股占比 5%，**对应测算可释放最低资本 (未考虑风险分散效应) 413 亿元，若将其全部用于配置沪深 300 股票，将带来增量资金 1,529 亿元 (招银国际测算，[图 2](#))**。截至 4 季度末，行业综合偿付能力充足率为 199.4%；考虑 50% 风险分散效应后，最低资本释放可提升行业综合偿付能力充足率 1.3 个百分点至 200.6% (招银国际测算，[图 2](#))。
- **高股息是险企未来权益资产配置的重要方向。**截至 2024 年底，上市险企核心权益资产 (含股票和权益型基金) 占比 9%-18%，其中 OCI 股票占比 1%-6%。未来险资增配高息股空间充足，监管进一步下调股票投资风险因子，有助于缓解高权益持仓的资本消耗压力，结合权益投资上限打开，加速长钱入市进程。
- **配置建议：**我们看好上市险企中长期提升 OCI 股票配置的趋势。维持行业“优于大市”评级，建议配置：1) 财险防御性龙头，推荐买入中国财险 (2328 HK, 买入，目标价：15.8 港元)，公司加强主动管理有望达成全年强劲的业绩指引；2) 区域险企推荐买入友邦保险 (1299 HK, 买入，目标价：89 港元)，多元化市场布局驱动新业务价值稳健增长；16 亿美元回购计划提前完成支撑股价上行。
- **风险提示：**权益市场大幅震荡；市场利率中枢显著下移；新单保费不及预期。

中国保险行业

马毓泽

(852) 3900 0805

nikama@cmbi.com.hk

相关报告：

1. China Insurance: Raised cap for insurer's equity asset allocation could unleash max. RMB 1.7tn to stock market, Apr 9, 2025 ([link](#))
2. China Insurance - 4Q24 insurance funds: industry financial rate of return extended rally in a five-quarter streak, Feb 25, 2025 ([link](#))
3. China Insurance - 11/12M Monthly: Life sales diverged during the jumpstart; P&C softened by non-auto slowdown, 21 Jan, 2025 ([link](#))
4. China Insurance - 10M24 Monthly: Life premium retreated as expected, P&C grew with auto sales momentum, Nov 19, 2024 ([link](#))
5. China Insurance - 9M24 Monthly: Life growth normalized with highlights; P&C expected to see better UW profit, Oct 21, 2024 ([link](#))
6. China Insurance - 8M24 Monthly: Life jumped on top of low base; P&C top players rebounded in growth, Sep 23, 2024 ([link](#))
7. China Insurance - 7M24 Monthly: Life momentum kept strong; P&C edged up by auto & non-auto rebounds, Aug 20, 2024 ([link](#))
8. China Insurance - Insurance funds: Life/P&C diverged in allocation; financial yields marginally recovered in 2Q, Aug 14, 2024 ([link](#))
9. China Insurance - 6M24 monthly: Life prints better-than-expected on high base; P&C dragged by auto sales, Jul 23, 2024 ([link](#))
10. China Insurance - 5M24 Monthly: life growth stayed resilient; P&C auto premiums sequentially rebounded, Jun 19, 2024 ([link](#))
11. 中国保险行业 - 路演反馈：政策催化下的弹性拉涨可否持续？Jun 5, 2024 ([link](#))
12. China Insurance - 4M24 life diverged in face of high base; P&C top players dragged by non-auto, May 20, 2024 ([link](#))

重要图表

图 1. “一揽子金融政策支持稳市场稳预期”发布会保险业相关增量政策

会议内容	具体内容	调整前	调整后	调整比例
进一步扩大保险资金长期投资试点	近期新增 600 亿元长期投资试点规模	1,620 亿元	2,220 亿元	37.0%
优化偿付能力监管规则， 降低股票投资风险因子 10%	沪深 300 指数成分股风险因子	0.30	0.27	-10.0%
	科创板上市普通股票风险因子	0.40	0.36	-10.0%

资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

图 2. 股票投资因子下调释放最低资本金额测算

人身险公司股票投资余额（亿元）	22,679
财产险公司股票投资余额（亿元）	1,601
行业期末股票投资余额（亿元）	24,280
行业保险资金运用余额（亿元）	332,580
期末股票投资占比（%）	7.3%

股票投资比例(%)	CSI 300 成分股投资余额	风险因子优化调整	最低资本释放（亿元）
50%	12,140	-0.03	364

股票投资比例(%)	科创板普通股投资余额	风险因子优化调整	最低资本释放（亿元）
5%	1,214	-0.04	49

释放最低资本（未考虑风险释放效应）			413
若全部用于配置沪深 300 指数成分股带来增量资金（新增最低资本/新风险因子）			1,529
考虑 50%风险分散效应后，释放最低资本			206
行业净资产（假设实际资本等于净资产值）	33,247		
行业最低资本	16,674		
行业综合偿付能力充足率	199.4%		
调整后，行业平均综合偿付能力充足率(%)	200.6%		
变动幅度 (pct)	1.25pct		

资料来源：金融监管总局，招银国际环球市场预测

图 3. 保险资金长期投资试点范围、规模及相关进展

批次	批复时间	金融机构	险资长期投资试点规模 (亿元)	进展情况
第一批 (500 亿元)	2023.10	中国人寿、新华保险	共同出资 500 亿元设立私募证券投资基金管理公司(鸿鹄基金一期)投资二级股市并长期持有	鸿鹄基金一期全部投资落地
	2025.01	太保寿险、太保资产	契约制基金模式参与试点，试点规模 200 亿元	申请已报送监管，待批复
第二批 (1,120 亿元)		泰康人寿、泰康资管	契约制基金模式参与试点，试点规模 120 亿元	获批设立全资私募基金管理子公司泰康稳行，向泰康人寿定向发行契约型私募证券投资基金；泰康人寿为单一持有人
		阳光人寿、阳光资管	契约制基金模式参与试点，试点规模 200 亿元	获批筹备中
	2025.03	中国人寿、新华保险	新增 200 亿元（各出资 100 亿元）	获批筹备中
		人保寿险	试点规模 100 亿元	获批筹备中
		太平人寿	试点规模 100 亿元	获批筹备中
		平安人寿	试点规模 200 亿元	获批筹备中

资料来源：国家金融监管总局，招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。