

行业研究 | 行业专题研究 | 保险 II

保险公司的投资策略如何演变？



| 报告要点

1979 年国内保险行业恢复以来，监管颁布了一系列关于推动保险资金运用的政策发文。在监管政策的持续推动下，保险公司的可投资资产范围持续扩大，保险公司的投资行为也更加规范。目前保险公司形成了以固收类资产为主、权益及其他类资产为辅的投资策略。后续随着利好政策继续加码带动房地产市场企稳、资本市场回暖，保险公司的投资收益水平有望边际改善，进而能支撑板块估值继续修复。

| 分析师及联系人



刘雨辰

SAC: S0590522100001



朱丽芳

SAC: S0590524080001

保险 II

保险公司的投资策略如何演变？

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

1、《保险 II：上市险企 2024 年三季报综述：寿险 NBV 延续向好，投资收益改善带动净利润同比高增》2024. 11. 04



扫码查看更多

➤ 政策是影响保险公司投资策略的主要因素之一

1979 年国内保险行业恢复以来，监管颁布了一系列关于推动保险资金运用的政策发文。随着监管陆续放开保险公司投资基金、企业债等债券、境外资产、股票、不动产、未上市股权等资产的限制，保险公司的可投资资产类别日渐多元化。同时随着监管引导保险回归保障本源，保险资金对安全性的要求有所提升。当前保险行业整体形成了以固收类资产为主、权益及其他类资产为辅的投资策略。2024H1，保险行业对银行存款、债券、股票和证券投资的配置比例分别为 9.3%、47.5%、12.7%。

➤ 上市险企的资产配置结构呈现“大同小异”特征

上市险企的资产配置结构体现了监管政策导向和保险资金偏好。目前平安、国寿、太保、新华 4 家上市险企的资产配置结构呈现“大同小异”特征。其中“大同”体现为其资产配置结构较为一致，即固收类资产占据主要比重。截至 2024H1，4 家上市险企对债券的配置比例在 50%-60%左右。“小异”体现为其在具体资产的配置比例上存在差异，其中新华、国寿对权益类资产的配置比例相对更高。截至 2024H1，新华、国寿、平安、太保对权益类资产的配置比例为 24.7%、24.1%、20.8%、18.6%。

➤ 当前上市险企的投资策略有何共同之处？

当前 4 家上市险企的投资策略呈现三大特征：1) 新准则实施后，债券的配置比例有所抬升，且严控信用风险。2023-2024H1，4 家上市险企对债券的平均配置比例由 53.9%提升至 55.7%，同时其持有的债券信用评级基本为 AA 级及以上。2) 低利率及新准则下，低波动、高股息的股票更加受到保险资金青睐。2023-2024H1，4 家上市险企的 FVOCI 股票占总股票的平均比重由 19%提升至 25%。3) 地产及非标的配置比例有所下降。2023-2024H1，4 家上市险企对投资性物业、其他固收和权益类资产的平均配置比例分别由 1.03%、13.43%降至 0.95%、11.66%。

➤ 投资建议：维持保险行业“强于大市”评级

展望后续，随着利好政策继续加码带动房地产市场企稳、资本市场回暖，保险公司的投资收益水平有望边际改善，进而能支撑 2024 年全年的净利润延续较好增长态势。当前保险板块的估值仍处于历史相对低位，后续仍具备修复空间。个股重点推荐：中国平安（受益资产端预期改善和房地产风险化解）、中国人寿（负债端更稳、资产端弹性更大）、中国太保（基本面更优）、新华保险（资产端弹性更大、新业务价值率提升更明显）、中国财险&中国人保（业绩有望逐季改善、商业模式稀缺）。

风险提示： 经济复苏不及预期；长端利率下行；资本市场波动加剧

正文目录

1. 政策如何影响险资的配置行为？	5
1.1 萌芽期（2010年及之前）：利好政策频出，保险资金可投范围不断扩大	5
1.2 发展期（2011-2016年）：政策持续宽松，保险资金增配权益及非标	7
1.3 整改期（2017-2018年）：监管政策趋严，保险资金的配置相对稳定	8
1.4 规范发展期（2019年至今）：政策持续优化，保险资金注重风险防范	10
2. 上市险企的投资策略如何演变？	12
2.1 中国平安：债券占比先降后升，股基占比相对稳定	12
2.2 中国人寿：债券占比较为稳定，股基占比波动较大	14
2.3 中国太保：债券占比相对稳定，股票占比整体抬升	16
2.4 新华保险：债券及股基占比均有所抬升	18
3. 当前上市险企的投资策略有何共同点？	20
3.1 债券的配置比例有所抬升，信用债严控风险	20
3.2 高股息股票的配置比例有所抬升	21
3.3 地产及非标的配置比例有所下降	22
4. 投资建议：维持保险行业“强于大市”评级	23
5. 风险提示	24

图表目录

图表 1： 2010年及以前监管颁布的关于保险资金运用的相关政策	5
图表 2： 2010年前保险行业的资产配置结构	6
图表 3： 2010年及以前保险行业的资金运用平均收益率	6
图表 4： 2011-2016年期间监管颁布的关于保险资金运用的相关政策	7
图表 5： 2011-2016年保险行业的资产配置结构	8
图表 6： 2011-2016年保险行业的资金运用平均收益率	8
图表 7： 2017-2018年期间监管颁布的关于保险资金运用的相关政策	9
图表 8： 2017-2018年保险行业的资产配置结构	9
图表 9： 2017-2018年保险行业的资金运用平均收益率	9
图表 10： 2019年至今监管颁布的关于保险资金运用的相关政策	10
图表 11： 2019年以来保险行业的资产配置结构	11
图表 12： 2019-2024H1 保险行业的资金运用平均收益率	11
图表 13： 中国平安的投资资产规模持续增长	12
图表 14： 中国平安的投资资产结构（按资产大类分）	13
图表 15： 中国平安的投资资产结构（按细分资产类别分）	13
图表 16： 中国平安及保险行业的投资收益率表现	14
图表 17： 中国人寿的投资资产规模持续增长	14
图表 18： 中国人寿的投资资产结构（按资产大类分）	15
图表 19： 中国人寿的投资资产结构（按细分资产类别分）	15
图表 20： 中国人寿及保险行业的投资收益率表现	16
图表 21： 中国太保的投资资产规模持续增长	16
图表 22： 中国太保的投资资产结构（按资产大类分）	17

图表 23:	中国太保的投资资产结构 (按细分资产类别分)	17
图表 24:	中国太保及保险行业的投资收益率表现	18
图表 25:	新华保险的投资资产规模持续增长	18
图表 26:	新华保险的投资资产结构 (按资产大类分)	19
图表 27:	新华保险的投资资产结构 (按细分资产类别分)	19
图表 28:	新华保险及保险行业的投资收益率表现	20
图表 29:	2011-2024H1 各上市保险公司投资的债券占总投资资产的比例	21
图表 30:	2024 年半年报中上市险企对于债券信用评级的表述	21
图表 31:	2011-2024H1 各上市保险公司投资的股票占总投资资产的比例	22
图表 32:	2024H1 各保险公司的 FVOCI 股票占比均有所提升	22
图表 33:	2011-2024H1 各上市保险公司投资的投资性物业占总投资资产的比例	23
图表 34:	2011-2024H1 各上市保险公司投资的其他固收类及其他权益类资产占总投资资产的比例	23
图表 35:	各上市险企的 P/EV 表现	24

1. 政策如何影响险资的配置行为？

1979 年国内保险行业恢复以来，监管颁布了一系列关于推动保险资金运用的政策发文。在监管政策的持续推动下，保险公司的可投资资产范围持续扩大，保险公司的投资行为也更加规范。目前保险公司形成了以固收类资产为主、权益及其他类资产为辅的投资策略。

1.1 萌芽期（2010 年及之前）：利好政策频出，保险资金可投范围不断扩大

推动保险资金运用的利好政策频出，保险资金可投资的资产类别持续扩大。1995 年颁布的《保险法》规定保险资金仅可用于投资银行存款、政府债和金融债等资产，主要是为了保障保险资金的安全性。随着保险行业持续发展，为了改善保险公司的资产配置，助力保险公司分散风险、增加收益，监管出台了一系列政策发文。1999 年以来，监管先后放开了保险公司投资基金、企业债、次级债、可转债、境外资产、股票、不动产、未上市股权等资产的限制。

图表 1：2010 年及以前监管颁布的关于保险资金运用的相关政策

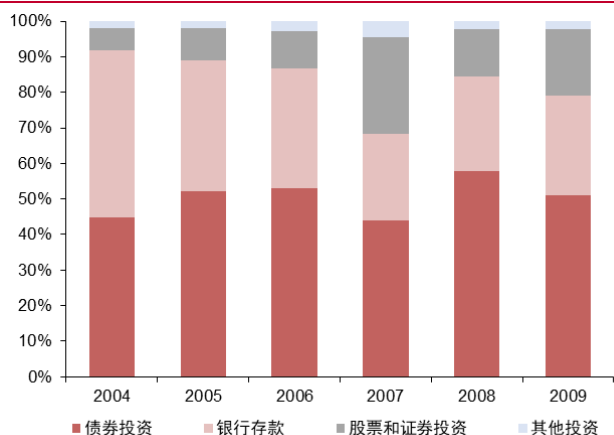
时间	发文名称	主要内容
1995	《保险法》	保险公司的资金运用限于银行存款、政府债券、金融债券等形式。
1999	《保险公司投资证券投资基金管理暂行办法》	允许保险公司投资证券投资基金。
2003.05	《保险公司投资企业债券管理暂行办法》	允许保险公司投资信用评级机构评级在 AA 级以上的企业债券。
2004.03	《关于保险公司投资银行次级定期债务有关事项的通知》	允许保险公司投资国有独资商业银行和全国性股份制商业银行发行的次级债。
2004.07	《关于保险公司投资可转换公司债券有关事项的通知》	允许保险公司投资可转换公司债券。
2004.08	《保险外汇资金境外运用管理暂行办法》	允许保险公司进行境外投资，但投资品种限于银行存款，外国政府债券、国际金融组织债券和外国公司债券，中国政府或企业在境外发行的债券，银行票据、大额可转让存单等货币市场产品等。境外投资比例不得超过公司上年末外汇资金余额的 80%。
2004.10	《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》	允许保险公司投资股票。
2006.03	《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》	允许保险公司间接投资不动产领域，但保险资金投资的基础设施项目范围仅限于交通、通讯、能源、市政、环境保护等。
2006.06	《国务院关于保险业改革发展的若干意见》	鼓励保险资金直接/间接投资资本市场，逐步提高投资比例，稳步扩大保险资金投资资产证券化产品的规模和品种，开展保险资金投资不动产和创业投资企业试点。支持保险资金参股商业银行、境外投资。
2007.07	《保险资金境外投资管理暂行办法》	允许保险公司运用自有外汇或购汇进行境外投资。将境外投资比例上限放宽至公司上年末总资产的 15%，将境外投资范围从固定收益类拓宽到股票、股票型基金、股权、股权型产品等权益类产品。

2007.07	《保险资金间接投资基础设施债权投资计划管理指引》	允许保险公司间接投资基础设施债权投资计划。
2009.04	《关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》	允许保险公司投资债权投资计划，投资比例上限为公司上季末总资产的10%，对单一项目的投资比例上限为40%。
2009.04	《关于规范保险机构股票投资业务的通知》	保险公司应根据资金特性和偿付能力状况确定股票投资规模和比例。保险公司偿付能力充足率>150%，可正常开展股票投资；偿付能力充足率连续4个季度处于[100%,150%]，应调整股票投资策略；偿付能力充足率连续2个季度<100%，不得增加股票投资。
2009.04	《关于增加保险机构债券投资品种的通知》	新增加的债券投资品种包括：财政部代理发行、代办兑付的地方政府债；境内市场发行的中期票据等非金融企业债务融资工具，大型国有企业在香港市场发行的债券、可转换债券等无担保债券。
2010.07	《保险资金运用管理暂行办法》	保险资金运用限于银行存款，买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券，投资不动产等。
2010.08	《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》	增加部分投资品种，调整可投资债券的信用级别；取消有担保债券总额限制和小类比例；在维持证券投资基金总体比例的基础上，打通股票和股票型基金比例；放宽境外投资范围。
2010.09	《保险资金投资股权暂行办法》	允许保险公司直接投资未上市企业股权。
2010.09	《保险资金投资不动产暂行办法》	允许保险公司直接投资不动产。

资料来源：中国政府网，中国人大网，原保监会，中国新闻网，中国法院网，司法部，国联证券研究所整理

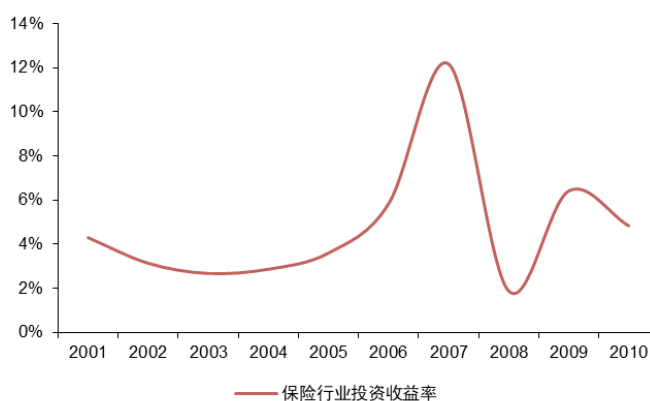
保险行业的资产配置结构变动较大，投资收益率也有所波动。2004-2009年，随着保险资金可投资的资产范围不断扩大，整体保险行业对银行存款的配置比例由47%降至28%、对股票和证券投资的配置比例由6.2%升至18.6%。随着权益投资资产的配置比例明显提升，保险资金运用平均收益率的波动也明显加大。这表明在保险行业发展前期，保险公司的投资能力仍需提升。

图表2：2010年前保险行业的资产配置结构



资料来源：保险年鉴，国联证券研究所

图表3：2010年及以前保险行业的资金运用平均收益率



资料来源：保险年鉴，国联证券研究所

1.2 发展期（2011-2016年）：政策持续宽松，保险资金增配权益及非标

监管政策持续宽松，保险公司的投资限制进一步放开。2012年以来，为了更好地满足保险公司的投资需求，监管进一步扩大了保险资金的投资范围、降低了保险资金的投资门槛。在投资范围上，监管允许了保险公司投资境外不动产、创业板股票、另类资产等金融资产。在投资门槛上，监管改进了基础设施与不动产金融产品投资比例的计算方法，增加了保险公司的操作空间。在投资比例上，监管放宽了保险资金对股权、蓝筹股等资产的投资比例上限。

图表4：2011-2016年期间监管颁布的关于保险资金运用的相关政策

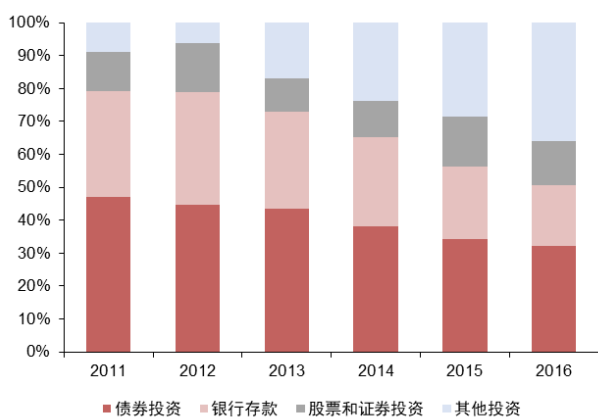
时间	发文名称	主要内容
2012.07	《保险资金投资债券暂行办法》	增加混合债券和可转换债券作为债券投资品种。提高无担保债券投资上限至50%，保留单品种比例限制为20%。
2012.07	《保险资金委托投资管理暂行办法》	增加证券公司和基金公司作为保险资金受托投资管理机构；规定委托投资范围为资本市场的债券、股票和基金等证券。
2012.07	《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》	保险公司投资股权或者不动产，不再执行上一会计年度盈利等规定。在股权投资方面，对未上市企业股权、股权投资基金等相关金融产品的投资比例上限由公司上季末总资产的5%调整为10%；在不动产投资方面，允许保险资金采用多种投资方式。
2012.10	《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》	规定保险公司境外投资品种包括货币市场类、固收类、权益类资产及不动产。保险公司境外投资比例上限为公司上年末总资产的15%，对巴西、印尼等新兴市场的投资比例上限为公司上年末总资产的10%。
2012.10	《保险资金参与金融衍生品交易暂行办法》	规定可自行参与衍生品交易的保险公司的资质等。
2013.02	《关于加强和改进保险机构投资管理能力建设有关事项的通知》	允许保险集团整合内部资源，构建股权和不动产投资的统一专业平台简化股权和不动产投资能力的现场评估程序；对购置自用性不动产或投资保险类企业股权不作能力备案要求。
2014.01	《关于保险资金投资创业板上市公司股票等有关问题的通知》	允许保险公司投资创业板上市公司股票。
2014.02	《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》	将保险公司的投资资产划分为流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产等5大类资产，同时规定保险公司对权益类资产、不动产类资产、其他金融资产、境外投资的投资比例上限分别为公司上季末总资产的30%、30%、25%、15%。
2014.04	《保险资金运用管理暂行办法》（2014年修订）	明确保险资金可以投资创业投资基金等私募基金和设立不动产、基础设施、养老等专业保险资产管理机构。
2014.05	《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知》	保险资金投资集合资金信托计划的基础资产限于融资类资产和风险可控的非上市权益类资产。其中，固收类集合资金信托计划的信用等级不得低于A级。
2015.07	关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知	对于上季度末偿付能力充足率不低于120%以及股票投资中蓝筹股占比不低于60%的保险公司，投资单一蓝筹股占公司上季度末总资产的比例上限由5%调整为10%；权益类投资资产占公司上季度末总资产的比例达到30%的保险公司，可进一步增持蓝筹股票，增持后权益类资产的投资比例上限调整为公司上季度末总资产的40%。
2015.09	《关于设立保险私募基金有关事项的通知》	支持保险资金设立成长基金、并购基金、新兴战略产业基金、夹层基金、不动产基金、创投基金及相关母基金，重点投向国家支持的重大基础设施、战略性新兴产业、养老健康医疗服务、互联网金融等产业和领域。

2015.12	《关于保险资金投资优先股有关事项的通知》	允许保险公司投资具有 A 级或相当于 A 级以上的长期信用等级的优先股。
2016.07	《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》	放宽保险资金可投资基础设施项目的行业范围，增加政府和社会资本合作（即 PPP 模式）等可行投资模式。

资料来源：中国政府网，中国人大网，原保监会，中国新闻网，中国法院网，司法部，国联证券研究所整理

保险行业的投资策略更加多元化，投资收益率明显改善。2011-2016 年，随着监管持续放开保险资金对股票、未上市股权、不动产等资产的限制，保险行业的配置结构更加多元化。2011-2016 年，整体保险行业对银行存款的配置比例继续由 32% 降至 19%、对股票和证券投资的配置比例由 12% 小幅抬升至 13%、对不动产等其他资产的配置比例由 9% 大幅提升至 36%。从投资收益率来看，多元化的配置策略有利于保险行业更好地分散风险、增厚收益。2011-2016 年，保险资金运用平均收益率由 3.5% 提升至 5.7%，且整体呈现稳步上升趋势。

图表5：2011-2016 年保险行业的资产配置结构



资料来源：保险年鉴，国联证券研究所

图表6：2011-2016 年保险行业的资金运用平均收益率



资料来源：Wind，保险年鉴，国联证券研究所

1.3 整改期（2017-2018 年）：监管政策趋严，保险资金的配置相对稳定

保险资金运用乱象显现，监管态度明显趋严。保险资金运用限制持续放开使得保险行业掀起了举牌潮，保险资金对不动产、另类资产等激进投资的问题也逐渐暴露。为了规范保险资金运用，防范化解风险，监管加强了对保险公司投资行为及关联交易等方面的管理。2017 年以来，监管颁布了《关于开展保险资金运用风险排查专项整治工作的通知》、《关于进一步加强保险公司关联交易管理有关事项的通知》、《保险资金运

用管理办法》等多项政策，加大了对保险资金运用重大风险领域的监管。

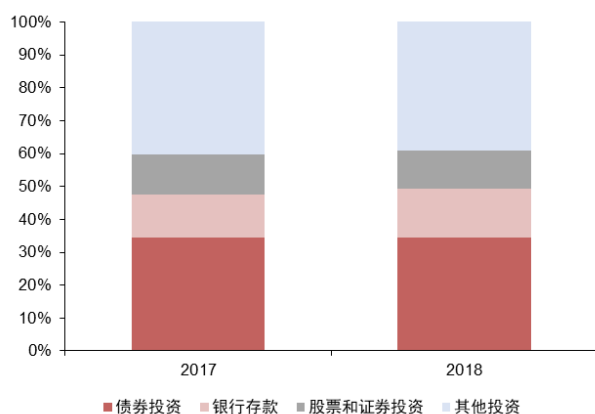
图表7：2017-2018年期间监管颁布的关于保险资金运用的相关政策

时间	发文名称	主要内容
2017.05	《关于开展保险资金运用风险排查专项整治工作的通知》	重点关注重大股票股权投资、另类及金融产品投资、不动产投资和境外投资等业务领域；重点梳理合规风险、监管套利、利益输送、资产质量、资产负债错配等风险点；重点检查利用金融产品嵌套和金融通道业务开展投资等行为。
2017.07	《关于进一步加强保险公司关联交易管理有关事项的通知》	明确穿透监管原则。从严认定关联方和关联交易，采取“实质重于形式”的原则认定关联方和关联交易。
2018.01	《保险资金运用管理办法》	根据“放管服”等政策安排修订有关内容，包括明确保险资产管理产品实行注册制管理、债权投资计划等产品发行由备案制改为注册制，保监会根据资金运用实际情况对保险资产的分类、品种以及相关比例等进行调整，明确资产管理部门主要负责人的任职由事前核准改为事后报告。
2018.03	《保险公司股权管理办法》	强化股权结构监管：根据股东的持股比例和对保险公司经营管理的影响，将保险公司股东划分为财务I类、财务II类、战略类、控制类四个类型，并将单一股东持股比例上限由51%降为三分之一。

资料来源：中国政府网，中国人大网，原保监会，原银保监会，中国新闻网，中国法院网，司法部，国联证券研究所整理

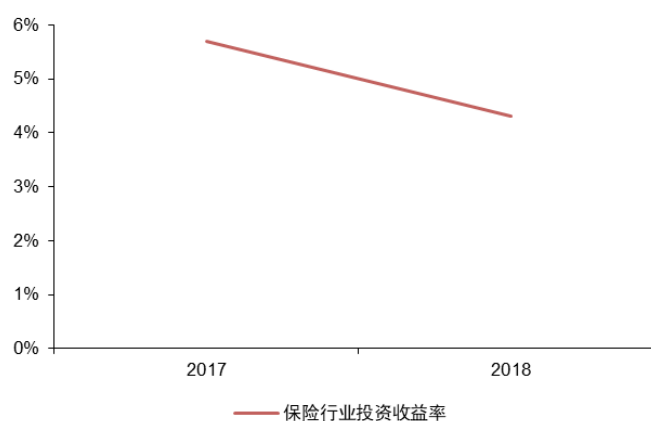
保险行业的资产配置结构相对稳定，权益市场下跌拖累投资收益率表现。2017-2018年，受监管趋严影响，保险公司的资产配置结构整体较为稳定，但小幅减配了权益类资产和其他投资。2017-2018年，整体保险行业对股票和证券投资的配置比例由12.3%降至11.7%、对不动产等其他资产的配置比例由40.2%降至39.1%。从投资收益率来看，2018年权益市场大幅下跌导致保险资金运用平均收益率由5.7%降至4.3%。

图表8：2017-2018年保险行业的资产配置结构



资料来源：保险年鉴，国联证券研究所

图表9：2017-2018年保险行业的资金运用平均收益率



资料来源：Wind，保险年鉴，国联证券研究所

1.4 规范发展期（2019 年至今）：政策持续优化，保险资金注重风险防范

保险资金运用范围继续扩大，监管政策持续优化推动保险行业更加注重防范风险。

经过 2017-2018 年的整顿期，2019 年以来保险行业的资金运用行为更加规范。在投资范围上，为了进一步优化保险资产配置结构，监管放开了保险资金投资二级资本债、国债期货、理财公司理财产品、单一资产管理计划等资产的限制。在投资比例上，监管根据保险公司的偿付能力充足率等指标设置了差异化的投资比例上限。

图表 10：2019 年至今监管颁布的关于保险资金运用的相关政策

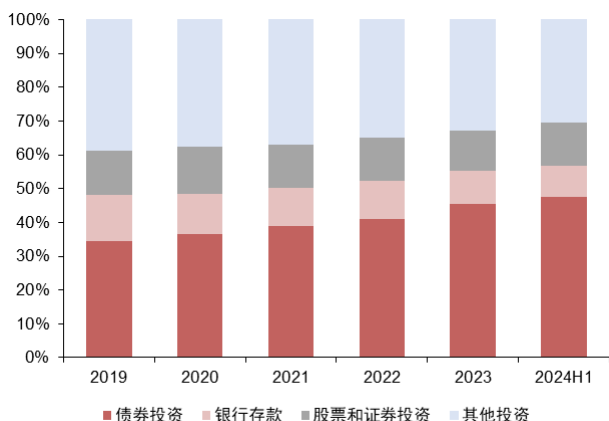
时间	发文名称	主要内容
2019.05	《关于保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的通知》	保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务仅限于对冲风险。
2019.07	《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》	保险资金投资的集合资金信托，基础资产限于非标债权资产、非上市权益类资产以及银保监会认可的其他资产。对于基础资产为非标准化债权资产的集合资金信托，应进行外部信用评级，且信用等级不得低于 AA 级。
2020.05	《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》	保险资金可以投资银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券，但保险机构的信用风险管理能力应当达到银保监会规定的标准，且上季度末偿付能力充足率不得低于 120%。
2020.07	《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》	设置差异化的权益类资产投资监管比例：1) 公司上季末综合偿付能力充足率 < 100%，权益类资产投资比例上限为公司上季末总资产的 10%，且不得新增权益类资产投资；2) 上季末综合偿付能力充足率为 [100%, 150%)，权益类资产投资比例上限为公司上季末总资产的 20%；3) 上季末综合偿付能力充足率为 [150%, 200%)，权益类资产投资比例上限为公司上季末总资产的 25%；4) 上季末综合偿付能力充足率为 [200%, 250%)，权益类资产投资比例上限为公司上季末总资产的 30%；5) 上季末综合偿付能力充足率为 [250%, 300%)，权益类资产投资比例上限为公司上季末总资产的 35%；6) 上季末综合偿付能力充足率为 [300%, 350%)，权益类资产投资比例上限为公司上季末总资产的 40%；7) 上季末综合偿付能力充足率 > 350%，权益类资产投资比例上限为公司上季末总资产的 45%。
2020.07	《保险资金参与金融衍生产品交易办法》、《保险资金参与国债期货交易规定》、《保险资金参与股指期货交易规定》	允许保险资金参与国债期货交易，规定保险资金参与金融衍生品和股指期货的交易目的应当以对冲或规避风险为目的。
2020.09	《关于保险资金投资债转股投资计划有关事项的通知》	保险资金投资的债转股投资计划，投向市场化债转股资产原则上不低于净资产的 60%；可投资的其他资产包括合同约定的存款（包括大额存单）、标准化债权类资产等银保监会认可的资产；设置单一公司 50% 和集团合计 80% 的投资比例限制。
2021.01	《保险资产管理公司监管评级暂行办法》	明确从公司治理与内控、资产管理能力、全面风险管理、交易与运营保障、信息披露等 5 个维度指标对保险资产管理公司进行综合评分。以“赋分制”打分，5 个指标分别赋予 20 分、30 分、25 分、15 分和 10 分。
2021.09	《关于资产支持计划和保险私募基金登记有关事项的通知》	明确资产支持计划实行初次申报核准、后续登记制度，首单产品由银保监会核准，后续产品由保险资产管理机构设立，并向中保保险资产登记交易系统有限公司进行登记。
2021.11	《关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》	规定保险机构投资基础设施基金的资质条件、保险资金投资的基础设施基金相关管理人的要求。

2021.11	《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》	取消保险资金可投金融企业（公司）债券白名单要求以及外部信用评级要求。根据保险机构信用风险管理能力和抗风险能力，分类设置可投非金融企业（公司）债券最低外部信用评级要求。明确保险公司投资 BBB 级（含）以下债券的集中度要求。明确保险公司投资债券的大类比例核算。
2021.12	《关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》	取消保险机构参与证券交易的服务券商和托管人数量限制，鼓励保险机构自主投资标准化产品；允许保险资金投资由非保险类金融机构实际控制的股权投资基金，取消保险资金投资单只创业投资基金的募集规模限制；允许保险私募基金的发起人及其关联保险机构根据投资策略自主选择投资比例；取消保险资产管理公司设立和管理债权投资计划和资产支持计划的外部信用评级要求；增设投资于非标金融产品和不动产资产的比例限制。
2022.01	《关于开展保险资金运用关联交易专项检查的通知》	重点关注以资本运作为主业的金控或隐形金控平台，以及以多元发展激进扩张的产业资本为股东的中小型保险机构。
2022.05	《关于保险资金投资有关金融产品的通知》	将理财公司理财产品、单一资产管理计划、债转股投资计划等纳入保险资金可投资金融产品范围。
2022.05	《保险资金委托投资管理办法》	将保险资金受托人范围由“包括保险资产管理公司、证券公司、证券资产管理公司、证券投资基金管理公司及其子公司等专业投资管理机构在内的投资管理人”调整为“保险资产管理机构”；将委托投资范围放宽至银保监会规定的保险资金运用范围。

资料来源：中国政府网，中国人大网，原银保监会，中国新闻网，中国法院网，司法部，国联证券研究所整理

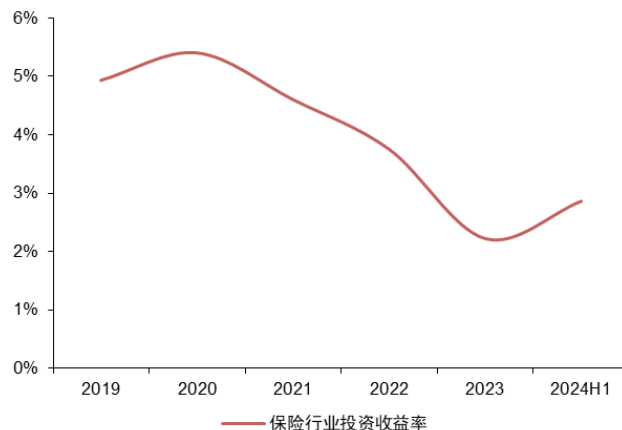
保险行业持续增配债券，投资收益率呈现下行趋势。在监管要求保险回归保障本源背景下，保险行业加大了对债券的配置比例以降低资产负债错配风险；叠加权益市场波动加大使得保险行业适当降低了对股票和基金的配置比例。2019-2024H1，整体保险行业对债券的配置比例由 34.6% 提升至 47.5%、对股票和证券投资的配置比例由 13.2% 小幅下降至 12.7%。从投资收益率来看，近年来受长端利率下行、不动产及非标资产收益率下降等影响，保险资金运用平均收益率由 4.94% 降至 2.87%。

图表 11：2019 年以来保险行业的资产配置结构



资料来源：保险年鉴，金融监管总局，国联证券研究所
 备注：2024H1 的数据为财险公司和人身险公司合计值。

图表 12：2019-2024H1 保险行业的资金运用平均收益率



资料来源：Wind，保险年鉴，金融监管总局，国联证券研究所

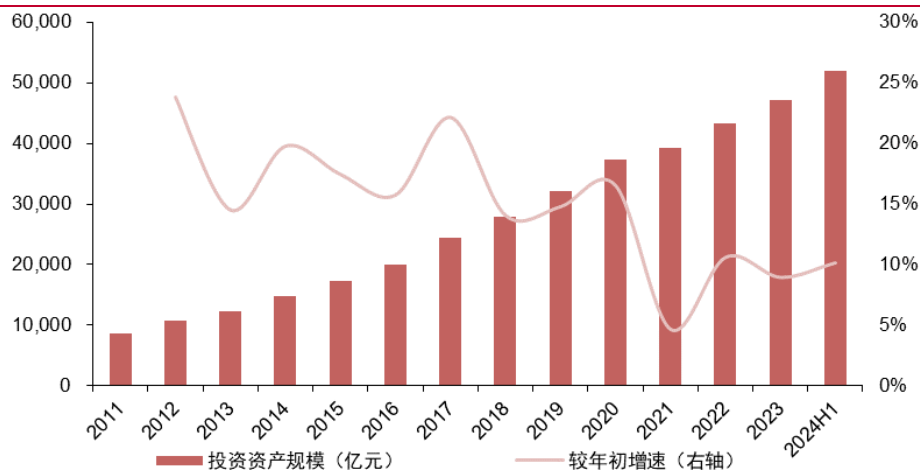
2. 上市险企的投资策略如何演变？

上市险企的资产配置结构体现了监管政策导向和险资偏好。整体来看，四大上市险企的资产配置结构呈现“大同小异”特征。“大同”体现在其资产配置结构较为一致，主要是以固收为主、权益及其他投资为辅。“小异”体现在其具体的资产配置比例存在差异，其中新华保险、中国人寿对权益资产的配置比例相对更高。

2.1 中国平安：债券占比先降后升，股基占比相对稳定

中国平安的投资资产规模持续稳健增长。2011-2023年，中国平安的投资资产规模由0.87万亿元增长至4.72万亿元，年复合增速达15.2%。截至2024H1，中国平安的投资资产规模达5.2万亿元，较年初增长10.2%。

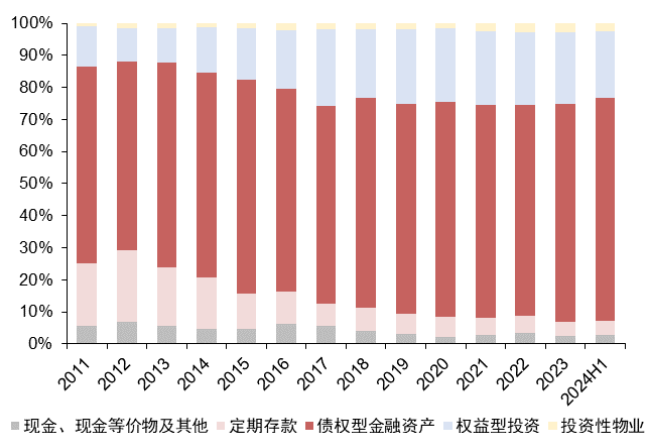
图表13：中国平安的投资资产规模持续增长



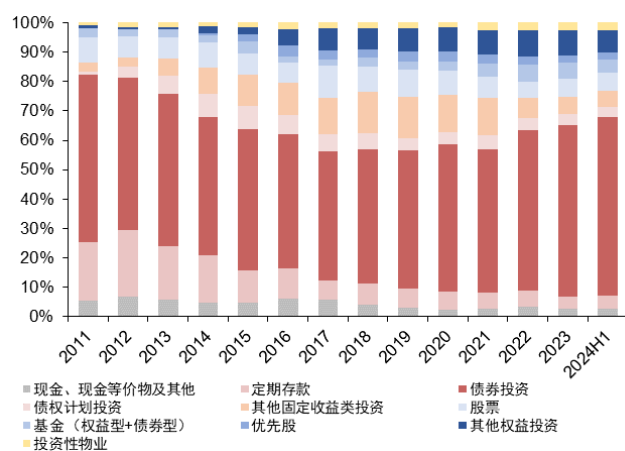
资料来源：公司公告，国联证券研究所

从结构上来看，中国平安主要配置固收类资产，权益类资产的配置比重有所抬升。2011-2024H1，中国平安对固收类资产（定期存款+债权型金融资产）的配置比例由81.0%小幅下降至73.8%。其中定期存款的配置比例有所下降、债券的配置比例稳中有升。2011-2024H1，中国平安对权益类资产的配置比例由12.5%提升至20.8%。其中股票的配置比例略有下降、非上市股权等其他权益类资产的配置比例有所抬升。具体来看，1) 2011-2017年：中国平安对固收类资产的配置比例有所下降、对权益类资产的配置比例有所抬升，主要系监管拓宽了保险资金的投资范围、权益市场有阶段性行情。2011-2017年，中国平安对定期存款、债券的投资比例分别由19.6%、57.0%下降至6.7%、43.8%，对股票的投资比例由8.6%抬升至11.1%，对优先股、其他权益资

产的投资比例由 0.0%、1.0%提升至 3.2%、7.5%。2) 2018 年至今：中国平安整体增配债券等固收类资产、减配股票等权益类资产，主要系：①利率持续下行使得保险公司资产和负债匹配的压力加大；②中国平安于 2018 年起正式实施新金融工具准则，新金融工具准则实施后股票价格波动对公司当期利润的影响加大。2018-2023 年，中国平安对债券的投资比例由 45.5%提升至 58.1%，对股票的投资比例由 8.3%调整至 6.2%。

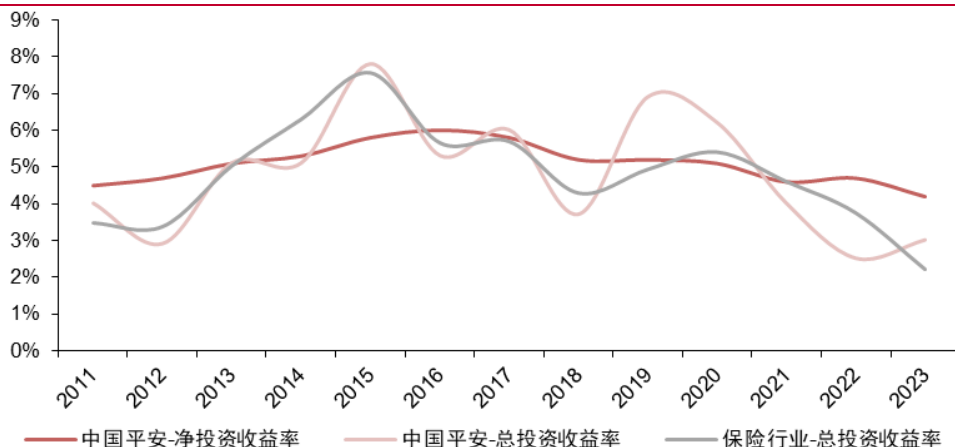
图表14：中国平安的投资资产结构（按资产大类分）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表15：中国平安的投资资产结构（按细分资产类别分）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

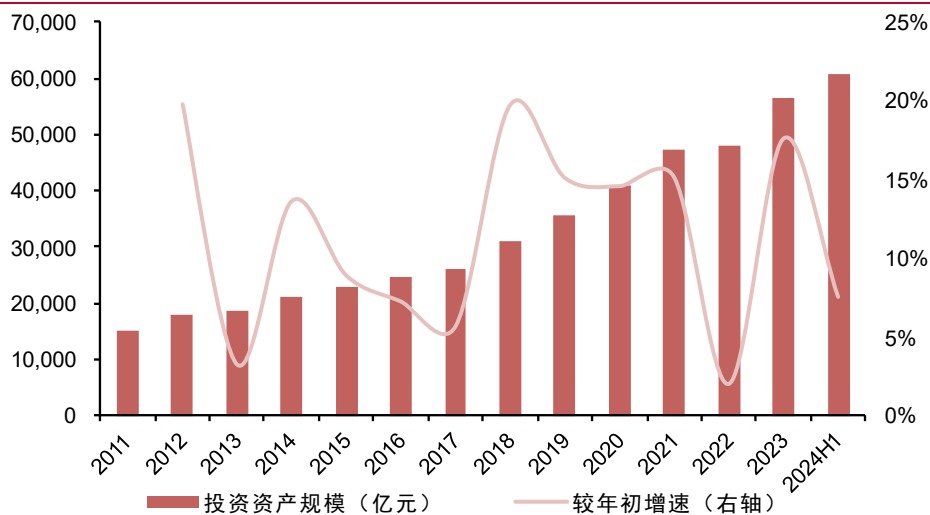
从投资收益率来看，中国平安的净投资收益率呈现先升后降态势、总投资收益率波动较大。对于净投资收益率，2011-2016 年，中国平安的净投资收益率由 4.5%提升至 6.0%，主要系固收类资产收益率上升、权益投资分红收入增加。2017-2023 年，中国平安的净投资收益率由 5.8%降至 4.2%，主要系长端利率持续下行。对于总投资收益率，2011-2016 年，中国平安的总投资收益率由 4.0%提升至 5.3%，主要系监管放开了险资投资非标等资产的限制、公司根据权益市场变化灵活调整资产结构。2017-2023 年，中国平安的总投资收益率整体震荡下行，主要系房地产市场风险暴露、优质非标供给减少、公司执行 IRFS9 后使得投资收益波动加大。

图表16：中国平安及保险行业的投资收益率表现


资料来源：公司公告，保险年鉴，国联证券研究所

2.2 中国人寿：债券占比较为稳定，股基占比波动较大

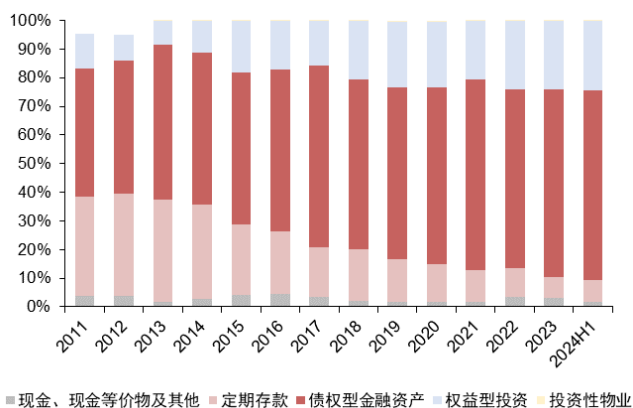
中国人寿的投资资产规模整体呈现增长态势。2011-2023年，中国人寿的投资资产规模由1.49万亿元增长至5.66万亿元，年复合增速达11.7%，投资资产规模显著高于其他上市同业。截至2024H1，中国人寿的投资资产规模达6.1万亿元，较年初增长7.5%。

图表17：中国人寿的投资资产规模持续增长


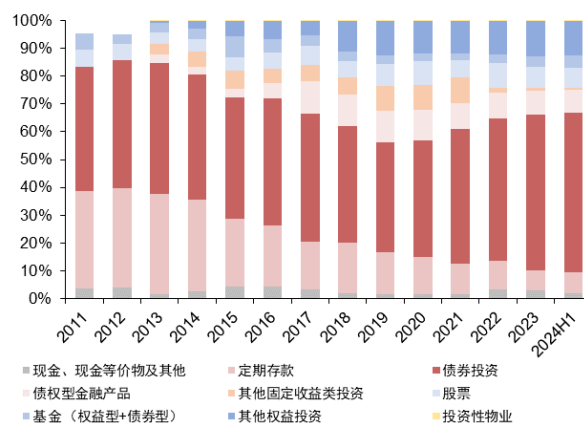
资料来源：公司公告，国联证券研究所

从结构上来看，中国人寿对固收类资产的配置比例较为稳定，权益类资产的配置比例整体有所抬升。2011-2024H1，中国人寿对固收类资产（定期存款+债权型金融资产）的配置比例由79.4%小幅下降至73.8%。其中定期存款的配置比例明显下降、债券的

配置比例稳中有升。2011-2024H1，中国人寿对权益类资产的配置比例由 12.1% 提升至 24.1%。其中股票的配置比例略有抬升、非上市股权和信托计划等其他权益类投资的配置比例明显抬升。**具体来看，1) 2011-2016 年：**中国人寿显著增配非上市股权、银行理财等其他权益类资产，主要系监管拓宽了保险资金的投资范围。2011-2016 年，中国人寿对其他权益资产的投资比例由 0.0% 提升至 6.6%，进而带动整体权益类资产的配置比例由 12.1% 提升至 17.2%。**2) 2017 年至今：**中国人寿调整了固收类资产的结构、适当增配了权益类资产，主要受负债端产品结构的调整和外部经济环境等影响。2017-2023 年，中国人寿对债券的投资比例由 45.8% 提升至 57.4%，对股票、其他权益投资的投资比例分别由 6.7%、5.2% 小幅提升至 7.6%、12.7%。

图表18：中国人寿的投资资产结构（按资产大类分）


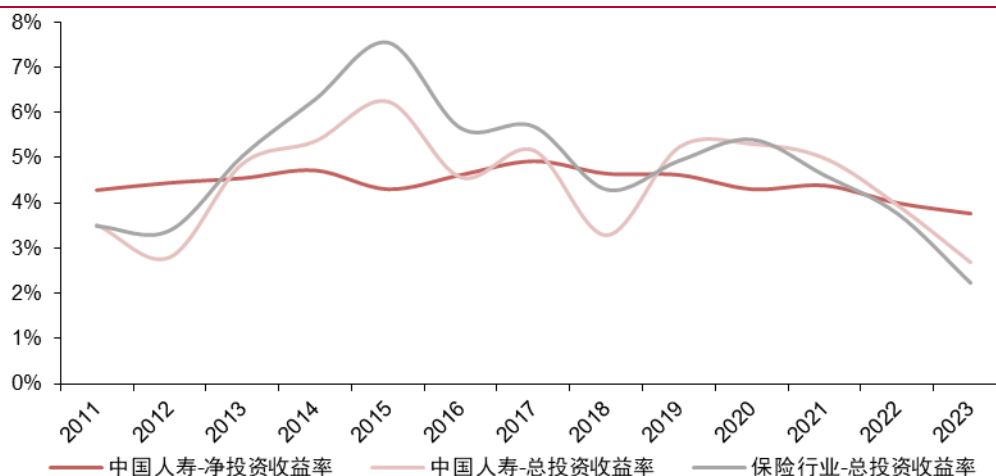
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表19：中国人寿的投资资产结构（按细分资产类别分）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

从投资收益率来看，中国人寿的净投资收益率更加稳定、总投资收益率波动较大。对于净投资收益率，得益于公司对固收类资产的配置比例较为稳定，2011-2023 年间中国人寿的净投资收益率整体在 4% 上下波动。但 2017 年以来，受长端利率持续下行影响，中国人寿的净投资收益率有所下降，由 2017 年的 4.9% 降至 2023 年的 3.8%。对于总投资收益率，2011-2023 年，中国人寿的总投资收益率由 3.5% 变化至 2.7% 且变动相对较大，主要系公司权益类资产的配置比例有所抬升。

图表20: 中国人寿及保险行业的投资收益率表现

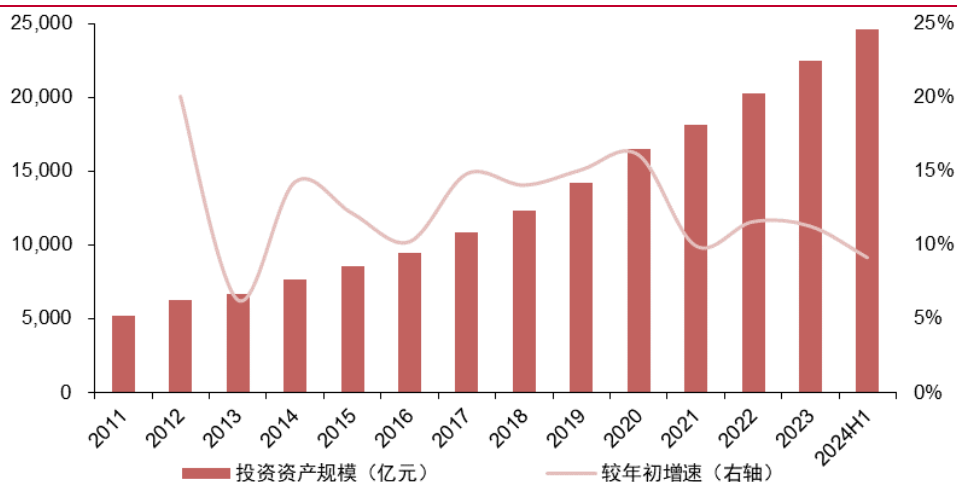


资料来源: 公司公告, 保险年鉴, 国联证券研究所

2.3 中国太保: 债券占比相对稳定, 股票占比整体抬升

中国太保的投资资产规模持续增长。2011-2023年, 中国太保的投资资产规模由 0.52 万亿元增长至 2.25 万亿元, 年复合增速达 12.9%。截至 2024H1, 中国太保的投资资产规模达 2.46 万亿元, 较年初增长 9.2%。

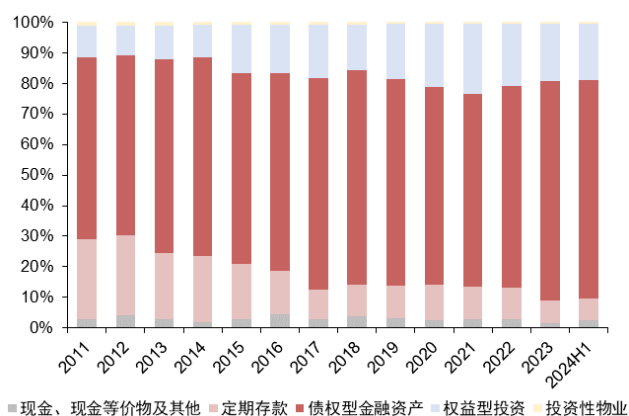
图表21: 中国太保的投资资产规模持续增长



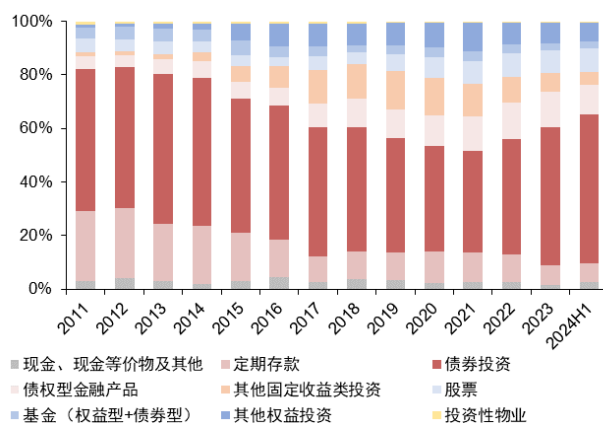
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

从结构上来看, 中国太保对固收类资产的配置比例高于其他同业, 且整体资产结构较为稳定。2011-2024H1, 中国太保对固收类资产(定期存款+债权型金融资产)的配置比例由 85.6% 小幅降至 78.4%, 固收类资产的配置比例高于其他同业。其中定期存款的配置比例明显下降、债券的配置比例整体有所抬升。2011-2024H1, 中国太保对

权益类资产的配置比例由 10.3% 提升至 18.6%。具体来看，1) 2011-2016 年：中国太保的资产配置策略整体以固收类资产为主、显著增配其他权益类资产，主要系监管放开了保险资金对其他权益资产的投资限制。2011-2016 年，中国太保对债券的投资比例由 53.0% 变化至 50.0%，对优先股、理财产品、其他权益资产的投资比例分别由 0%、0%、1.2% 提升至 3.9%、2.4%、2.0%。2) 2017 年以来：中国太保整体增配了股票，主要系监管号召保险等中长期资金入市、利率下行使得公司主动加大了对权益资产的配置。2017-2022 年，中国太保对股票的投资比例由 5.5% 提升至 9.0%，对债券的投资比例由 48.2% 下降至 43.1%。2023 年以来，上市险企均执行了新金融工具准则和新保险合同准则。为了降低净利润的波动、做好资产负债匹配，中国太保提升了债券的投资比例。2023-2024H1，中国太保对债券的投资比例由 51.7% 提升至 55.6%。同时公司适当增配了股票，预计主要系加大了对高股息股票的配置比例。

图表22：中国太保的投资资产结构（按资产大类分）


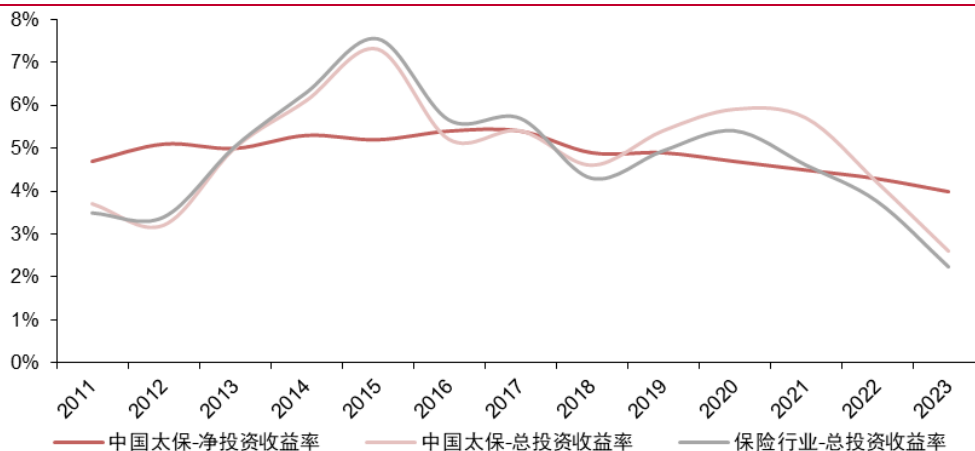
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表23：中国太保的投资资产结构（按细分资产类别分）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

从投资收益率来看，中国太保的净投资收益率较稳健、总投资收益率与行业走势基本一致。对于净投资收益率，2011-2023 年，中国太保的平均净投资收益率为 4.9%，处于同业相对较高水平，预计主要系公司对债券等固收类资产的配置结构较为稳定。对于总投资收益率，2011-2017 年，中国太保的总投资收益率整体低于行业水平，预计主要系中国太保对股票等权益类资产的配置比例相对较低。2018 年以来，中国太保的总投资收益率表现好于行业，主要系中国太保积极把握权益市场机遇，适当加大了对股票等权益资产的配置。

图表24：中国太保及保险行业的投资收益率表现

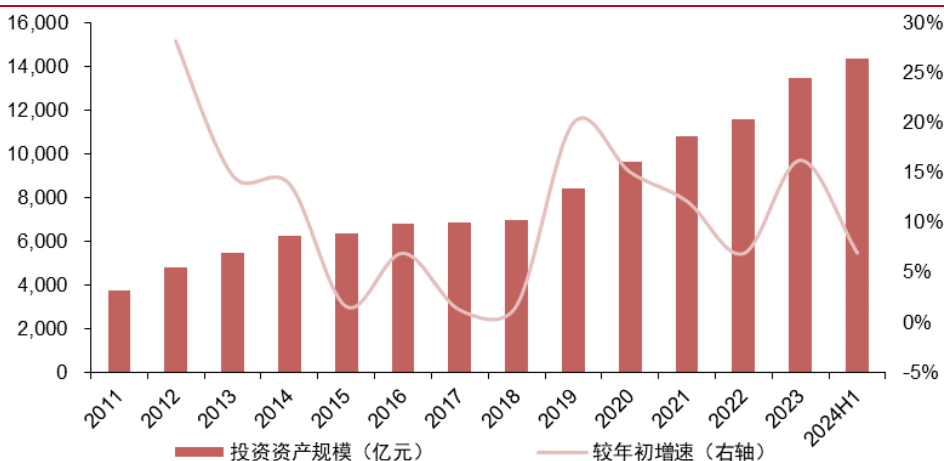


资料来源：公司公告，保险年鉴，国联证券研究所

2.4 新华保险：债券及股基占比均有所抬升

新华保险的投资资产规模不断增长，但增速略低于其他上市同业。2011-2023年，新华保险的投资资产规模由0.37万亿元增长至1.35万亿元，年复合增速达11.3%，资产规模及增速均低于其他同业。截至2024H1，新华保险的投资资产规模达1.4万亿元，较年初增长7.0%。

图表25：新华保险的投资资产规模持续增长

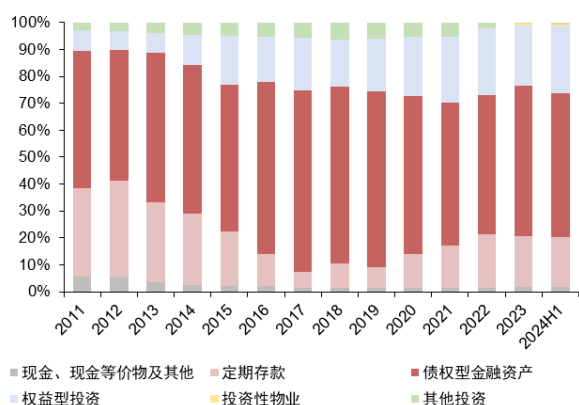


资料来源：公司公告，国联证券研究所

从结构上来看，新华保险对权益类资产的配置比例相对更高。2011-2024H1，新华保险对固收类资产（定期存款+债权型金融资产）的配置比例由83.8%下降至72.0%，公司对固收类资产的配置比例低于其他上市同业。其中定期存款的配置比例有所下降、

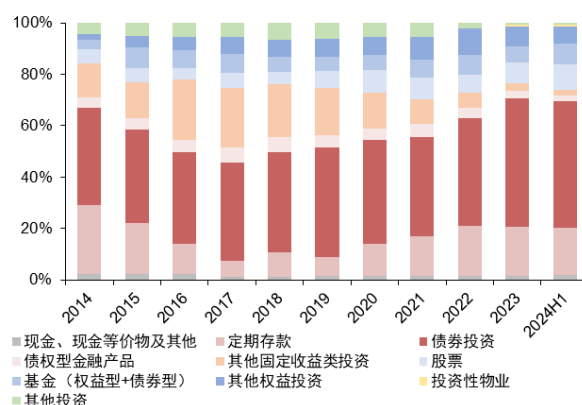
债券的配置比例有所抬升。2011-2024H1，新华保险对权益类资产的配置比例由 7.8% 提升至 24.7%，公司对权益类资产的配置比例高于其他上市同业。**具体来看，1) 2011-2016 年：**新华保险加大了对债权型金融产品和权益类资产的配置力度，主要系保险资金的可投资资产类别持续扩大。2011-2016 年，新华保险对债权型金融资产、权益类资产的投资比例分别由 50.9%、7.8% 提升至 64.3%、16.5%，对定期存款的投资比例由 32.9% 降至 11.7%。**2) 2017 年以来：**新华保险小幅调降了对固收类资产的配置比例、加大了对权益类资产的配置比例，主要系利率持续下行、优质非标资产供给减少。2017-2024H1，新华保险对股票、基金的配置比例分别由 5.8%、7.2% 提升至 10.0%、8.1%。

图表26：新华保险的投资资产结构（按资产大类分）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

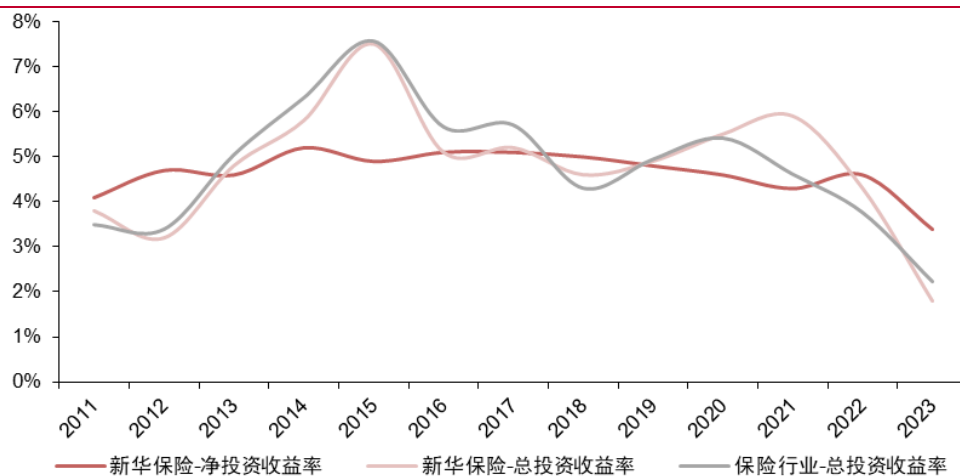
图表27：新华保险的投资资产结构（按细分资产类别分）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

从投资收益率来看，新华保险的净投资收益率较为稳定、总投资收益率波动性较大。对于净投资收益率，2011-2016 年，新华保险的净投资收益率由 4.5% 提升至 6.0%，主要系收益率相对更高的其他固收类资产占比有所提升。2017-2022 年，新华保险的净投资收益率呈现下行趋势，主要系长端利率下行。对于总投资收益率，2011-2023 年，新华保险的总投资收益率相较行业波动更大，主要系公司对权益类资产的配置比例更高。

图表28：新华保险及保险行业的投资收益率表现



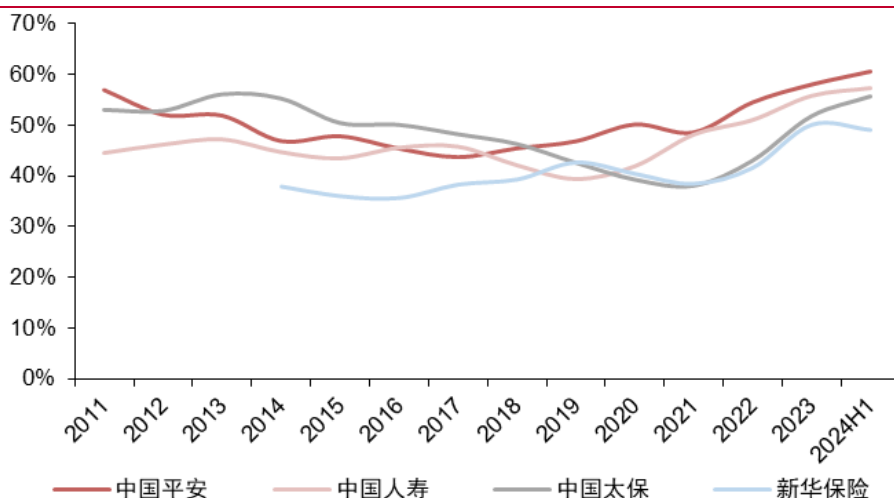
资料来源：公司公告，保险年鉴，国联证券研究所

3. 当前上市险企的投资策略有何共同点？

从上市险企的投资策略来看，近年来随着利率持续下行、房地产及非标资产风险逐渐暴露，保险公司的投资策略整体呈现三大特征：1) 增配债券；2) 增配高股息股票；3) 压降地产及非标。

3.1 债券的配置比例有所抬升，信用债严控风险

2023年新金融工具准则和新保险合同准则实施以来，保险公司加大了对债券的投资比例。新准则下，利率下行使得保险公司资产和负债匹配的压力持续上升，而寿险负债久期相较资产久期更长使得利率变化对负债端的影响更大，因此保险公司需要不断增配债券以拉长资产久期。2022-2024H1，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险对债券的配置比例分别由 54.6%、51.1%、43.1%、41.6%提升至 60.7%、57.4%、55.6%、49.1%。

图表29：2011-2024H1 各上市保险公司投资的债券占总投资资产的比例


资料来源：公司公告，国联证券研究所

同时，保险公司提高了对债券信用评级的要求。新金融工具准则将金融资产减值的会计处理由“已发生损失法”修改为“预期损失法”，要求考虑金融资产未来预期信用损失情况以更加及时、足额地计提金融资产减值准备，从而有助于更好地防控金融资产信用风险。在此背景下，保险公司倾向于投资评级更高的债券。从上市险企的实践经验来看，截至 2024H1，上市险企持有的债券或非标资产的信用评级基本都在 AA 级及以上。

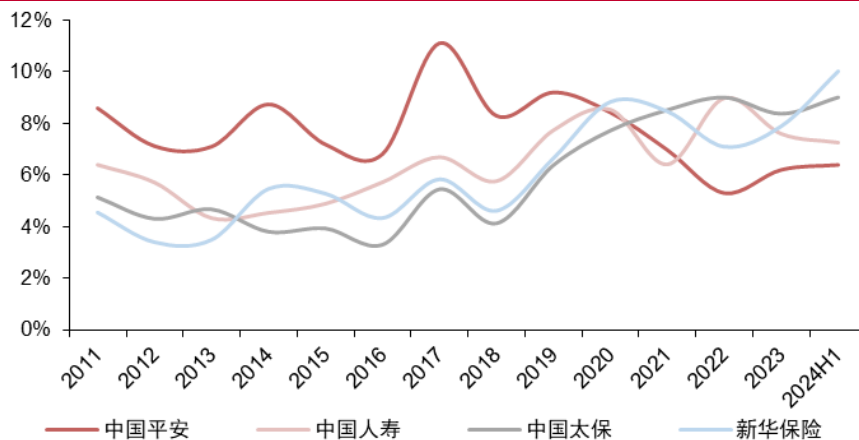
图表30：2024 年半年报中上市险企对于债券信用评级的表述

公司	具体表述
中国平安	公司保险资金投资的公司债券信用较好，外部信用评级约 99.5% 为 AA 及以上，其中约 62.6% 为 AAA 及以上评级
新华保险	公司存量的非标资产基本为 AAA 级，整体信用风险较小，安全性高。
中国人寿	公司持仓信用债外评 AAA 级占比超过 98%，债权型金融产品外评 AAA 级占比超过 99%。
中国太保	在企业债及非政策性银行金融债中，债项或其发行人的评级达到 AA 级及以上的占比达 98.8%，其中，AAA 级占比达 96.6%。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.2 高股息股票的配置比例有所抬升

2011 年以来上市险企对于股票的投资比例相对较为稳定，主要系保险资金对安全性、稳健性的要求较高。

图表31：2011-2024H1 各上市保险公司投资的股票占总投资资产的比例


资料来源：公司公告，国联证券研究所

从股票的配置结构上看，近年来保险公司加大了对高股息股票的配置比例。近年来受利率下行、房地产市场承压等因素影响，保险公司的投资收益面临一定的压力。在此背景下，低波动、高股息的股票受到保险资金青睐。2023-2024H1，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险的 FVOCI 股票占总股票的比重分别由 3.4%、53.2%、14.4%、5.0%提升至 7.7%、57.8%、20.8%、11.7%。

图表32：2024H1 各保险公司的 FVOCI 股票占比均有所提升

	中国人寿		中国平安		中国太保		新华保险	
	2023A	2024H1	2023A	2024H1	2023A	2024H1	2023A	2024H1
FVOCI	3.4%	7.7%	53.2%	57.8%	14.4%	20.8%	5.0%	11.7%
FVTPL	96.6%	92.3%	46.8%	42.2%	85.6%	79.2%	86.0%	81.6%

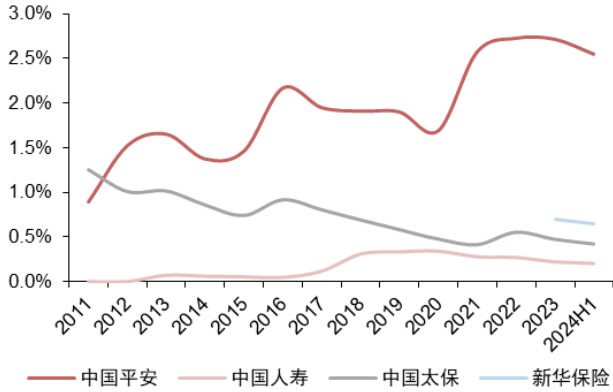
资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：以上占比为各类型股票占股票的比重。

3.3 地产及非标的配置比例有所下降

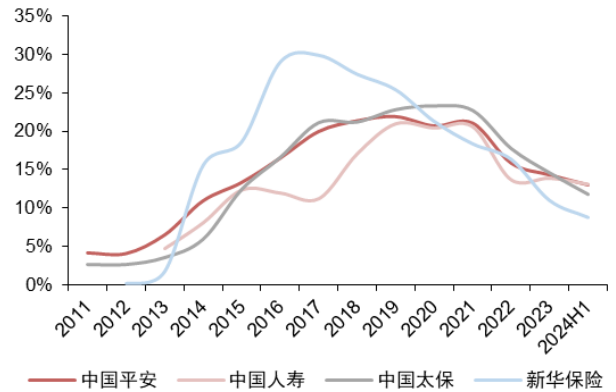
对于地产，由于房地产市场持续承压，保险公司投资的房地产资产风险不断暴露。近年来保险公司整体降低了对房地产的配置比例。对于非标资产，近年来受监管趋严、优质资产供应减少等因素影响，保险公司降低了对非标资产的配置比例。从上市险企的投资情况来看，2018-2024H1，中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险对其他固收类和其他权益类资产的配置比例分别由 21.4%、17.0%、21.2%、27.4%降至 13.0%、13.0%、11.8%、8.8%。保险公司对于非标资产的配置意愿明显降低。

图表33：2011-2024H1 各上市保险公司投资的投资性物业占总投资资产的比例



资料来源：公司公告，国联证券研究所
备注：2011-2022 年新华保险未披露投资性物业的具体数据。

图表34：2011-2024H1 各上市保险公司投资的其他固收类及其他权益类资产占总投资资产的比例



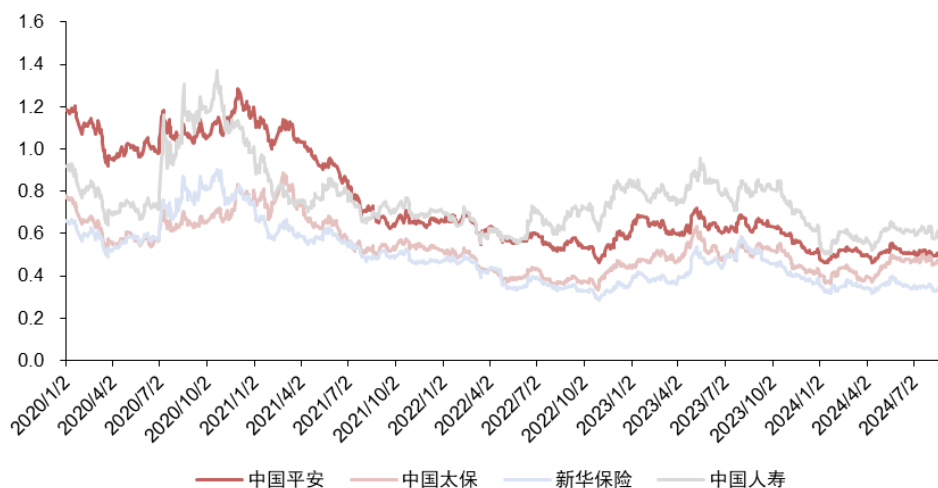
资料来源：公司公告，国联证券研究所

4. 投资建议：维持保险行业“强于大市”评级

我们维持保险行业“强于大市”评级。展望后续，随着利好政策继续加码，长端利率有望企稳、权益市场和房地产市场有望边际回暖，保险公司的投资收益率有望边际改善，进而能带动 2024 年全年的净利润延续向好。当前保险板块的估值仍处于历史相对低位，后续仍具备修复空间。

个股重点推荐：充分受益资产端预期改善和房地产风险化解的中国平安，负债端更稳、资产端弹性更大的中国人寿，基本面更优异、负债端韧性更强的中国太保，资产端弹性更大、新业务价值率提升更明显的新华保险，2024Q4 业绩有望改善、商业模式具有稀缺性的中国财险、中国人保。

图表35：各上市险企的 P/EV 表现



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

5. 风险提示

经济复苏不及预期：若后续经济增长不及预期可能会影响保险负债端的新单销售和资产端的投资收益，从而对公司业绩产生负面影响。

长端利率下行：若长端利率继续下行，或将影响保险公司的净投资收益率及估值水平。

资本市场波动加剧：若资本市场波动加剧，或将影响保险公司的投资收益表现，进而会对净利润产生负面影响。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼