

收缩债权加力股权 险资另类投资图谱生变

平平无奇的沙子经过一道道工序便可“点石成金”变成芯片。芯片设计企业紫光展锐（上海）科技有限公司（以下简称“紫光展锐”）总部内的上海集成电路科技馆内，详细展示着集成电路的设计流程。

2023年，中国人寿资产公司通过股权投资成为紫光展锐的间接股东。“这强化了资本纽带作用，为公司带来了新的活力和动力。”紫光展锐执行副总裁、首席财务官兼董事会秘书杨美告诉中国证券报记者。

中国人寿通过股权投资支持科技企业的案例，也是当下险资拓展投资新机遇的缩影。在经济转型升级、市场利率下行、资本市场波动背景下，险资长期配置难度加大，投资结构亟需调整。业内人士认为，险资加码股权投资，一方面是出于响应金融支持实体经济的考量，另一方面与股权投资特性密不可分，股权投资的跨周期性可以为险资应对短期经济周期波动提供助力，与险资相对较长的负债期限匹配。

● 本报记者 陈露

投资收益承压 高股息资产成险资“避风港”

● 本报记者 陈露

市场利率下行叠加资本市场波动影响，险资投资收益普遍承压。在这一背景下，险企积极调整投资策略以应对市场环境变化，其权益投资动向备受市场关注。

整体来看，当前险资权益投资比例仍有提升空间，多家上市险企管理层公开表示，将发挥长期资金优势，重点关注高股息类股票。

投资收益承压拖累业绩

从行业及上市险企披露的数据来看，2023年险资投资收益整体处于较低水平。金融监管总局数据显示，2023年保险资金年化财务收益率为2.23%，年化综合收益率为3.22%。

从A股五大上市险企2023年年报来看，投资收益率整体较上年出现下滑。2023年，除中国平安总投资收益率较去年同期有所上升之外，五家上市险企的净投资收益率，其余四家险企的总投资收益率均有所下滑。

投资收益承压也对上市险企净利润造成影响。年报显示，2023年五家上市险企合计实现归母净利润1655.17亿元，同比下降23.25%。五家上市险企归母净利润均较上年末出现不同程度下降。

招商证券非银首席分析师郑积沙表示，一方面，十年期国债收益率中枢持续下行，非标资产到期再配置压力增加，使得险企净投资收益率趋势性下降；股票市场波动加剧，权益品种和总投资收益率压力进一步加大。另一方面，2023年起上市险企已开始全面实施的新会计准则对保险行业资产负债带来挑战，新准则下金融资产AFS（可供出售金融资产）分类被取消，权益工具只能划分为FVTPL（以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产）或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），公允价值变动对当期利润的影响增大。

在长端利率长期下行背景下，险企实际投资收益率水平难以达到此前所设定的5%的长期投资收益率假设，多家上市险企在2023年年报中宣布下调长期投资收益率、风险贴现率等经济假设，将长期投资回报率从5%下调至4.5%，风险贴现率由10%—11%不等下调至8%—9.5%不等。

高股息资产成关注重点

整体来看，险资权益投资占比相对较低。业内人士认为，在市场利率持续下行等因素影响下，为缓解行业面临的利差风险，加大权益投资或成为险资增厚投资收益的重要选择。其中，增配高股息资产成为不少险企共识。同时，险企还通过配置ETF等寻求新的投资机会。

公开数据显示，险资近年来投资股票和证券投资基金占比基本在10%—15%区间浮动。根据金融监管总局披露的数据，截至2023年末，险资投资股票和证券投资基金规模为3.33万亿元，占比约12.02%。

在权益投资策略方面，“高股息资产”被上市险企管理层频频提及。中国人寿副总裁刘晖表示，中国人寿将长线布局，发挥权益投资的“关键少数”作用。在保持策略多元和结构均衡的同时，会发挥好保险资金的长线布局优势，重视高质量的高股息股票配置。新华保险副总裁兼首席风险官秦泓波表

示，2024年将考虑“做宽”权益投资，关注一级市场、高股息、优先股的配置机会。

业内人士分析，随着新会计准则的实施，险企资产的公允价值变动只能影响净资产，无法直接影响利润。因此，保险公司更愿意选择高股息股票，以获取更多股息回报。今年初，长城人寿举牌无锡银行，被业内人士看做是险资青睐高股息板块的一大例证。

此外，记者注意到，今年以来，险资在权益投资方面动作不断。3月份，中国人寿和新华保险共同出资设立的500亿元私募证券投资基金已完成备案，该基金被业内人士认为是险资落实投资端改革、创新参与资本市场方式的重大举措。新华保险董事长杨玉成近期表示，该基金将主要投资二级市场，着眼于可长期投资的资产。

与此同时，险资借“基”入市，通过配置ETF寻求新的投资机会。今年3月份，首批获准发行的10只中证A50ETF先后上市。从披露的上市交易公告书来看，多只中证A50ETF的前十大持有人中出现险资身影。业内人士表示，2023年以来，险资积极参与我国优质资产相关ETF的首发，ETF等指数化工具越来越受到险资关注。

优化考核机制

近年来，监管层出台一系列政策文件推动险资等中长期资金入市。国务院近日印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（简称“新‘国九条’”）再次提及引导险资入市。业内人士表示，此举将进一步打开保险资金投资权益资产的空间。

“预计2024年险资仍有响应监管号召入市配置的动力。”东吴证券非银分析师胡翔表示，在国内经济转型升级、金融市场改革深入推进、长期利率中枢下移的新形势下，以保险资金为代表的中长期资金加快发展权益投资正当其时。险资需要在偿付能力充足率、投资收益目标和资产负债匹配的财务目标之间寻求平衡。

多位保险资管人士告诉记者，从长远来看，新“国九条”的发布将有利于提升资本市场质量，在鼓励险资入市方面，期待有更多具体措施落地。业内人士建议，可通过优化考核机制、丰富投资工具等措施进一步引导险资入市。

多位保险资管人士在与记者交流时提到新会计准则的影响。某中外合资保险资管公司权益投资负责人表示，保险资金通常具有相对较长的投资期限，可以更好地承受短期市场波动，提高对波动的容忍度有助于更好地实现长期投资目标。这是保险资金相对于公募、私募等的优势，但新会计准则降低了对波动的容忍度。

某大型保险资管公司相关负责人建议，应推动各类中长期资金树立长期投资业绩导向，建立三年以上的长周期考核机制，从优化会计处理方式、完善委托机制、延长考核周期、健全激励机制、引入多元化考核指标等方面入手，为强化长期投资理念提供坚实制度保障。

此外，也有保险资管人士建议进一步扩大险资对金融衍生品的使用范围。保险资金对收益稳定有诉求，使用金融衍生品可以对冲相关风险，从而降低长周期考核的压力。但目前险资可使用的股指期货、期权等衍生品品种较少，也受到诸多限制。



视觉中国图片

在上海超硅半导体股份有限公司的生产车间内，一台台机器繁忙运转，不时有工作人员往来穿梭。该公司主要生产大尺寸硅片，是集成电路及其他半导体芯片的关键性、基础性原材料。

在紫光展锐的产品展厅内，中国证券报记者了解到，从智能手环、智能手机，到智能家居、AR眼镜、智能座舱等，5G芯片已与越来越多通信设备结合，为消费者带来丰富的智能化应用体验。

集成电路是上海市重点发展的三大先导产业之一，上海市聚集了1000余家集成电路设计、制造、封测、设备、材料厂商，是国内产业链最完整、产业聚集程度最高的区域。

集成电路产业发展离不开资金支持。2023年，中国人寿资产公司设立“中国人寿—沪发1号股权投资计划”，以S份额投资方式受让上海市国有企业所持上海集成电路产业投资基金股份有限公司股权，投资规模约118亿元，底层涉及十余家集成电路领域龙头企业，上述公司便是该股权投资计划间接持股公司。

据中国人寿资产公司副总裁刘凡介绍，该项目通过S份额投资方式，探索了保险资金与政府资金在区域发展、产业扶持方面的接力合作模式，即：政府规划、引导产业发展，实现重点领域从零到一的孵化培育，保险资金等社会资本在产业发展取得阶段性成果时予以接力，分享财务回报，帮助政府“腾笼换鸟”，提

升财政资金使用效率，打通产业引导与市场化发展壁垒。

刘凡表示，该项目借助创新思路，找到了保险资金运用与科技创新、区域发展的“同频共振点”，在实现合理财务回报的同时，有力支持了我国集成电路产业发展，助力上海国际科技创新中心建设。

科技企业研发投入大、周期长，在科技企业成长与发展过程中，也期待与险资等中长期资金“双向奔赴”。杨美表示，集成电路是一个资金、技术高度密集产业，需要对持续研发投入、科技创新更宽容的资本市场环境，需要获得长期资金支持，保险资金就属于典型的长期资金。

资管机构共登记债权投资计划433只，规模7356.61亿元，登记数量和规模分别较上年减少10.72%、15.56%。

业内人士分析，债权投资计划登记数量和规模的下滑，主要与其所投资的底层资产有关，当前房地产、基建、城投等行业领域进入调整期，投融资表现较为低迷。

某保险资管机构另类投资负责人向中国证券报记者表示，这一现象主要受供需等因素影响，一是当前经济结构处于转型过程中，房地产、基建等行业的好项目越来越少，部分新质生产力方向的项目还处于早中期阶段，造成市场上的好项目供给较少；二是近几年房地产行业面临的困局对保险资管的风险偏好产生影响，一些保险资管机构提高了风控标准、准

入门槛，可能会出现原来能做的项目现在做不了的情况。

“这一现象并不出人意料，和其所投资的一些传统行业融资需求收缩有关。”另一位保险资管公司负责人说。

在业内人士看来，债权投资计划的数量和规模或进一步收缩。星图金融研究院研究员黄大智表示，险资债权投资计划的底层资产以非标的地产债、城投债为主，近两年受房地产行业风险暴露因素影响，相关资产收益率出现下降，险资逐渐减少配置。“债权投资计划的登记规模在巅峰时期曾接近万亿元，但目前已收缩至不足八千亿元。在可预见的未来，其登记数量和规模将进一步下降。”黄大智说。

计登记债权投资计划、股权投资计划、保险私募基金和资产支持计划规模超8万亿元，而股权投资计划的累计登记规模不足万亿元，规模占比相对较小。

基于保险资金期限长、规模大、负债刚性等特性，多位业内人士均提到险资在进行股权投资时较为看重长期稳定收益。“保险资金进行股权投资并不像其他PE/VC一样有较高收益要求，主要还是看重收益的长期性、稳定性。”上述保险资管机构负责人说。上述保险资管机构另类投资负责人也表示，险资进行股权投资的主要逻辑是看被投资资产经营的稳定性、分红的稳定性是否与险资长期投资、资产负债匹配、久期匹配等要求相契合，以获得优质资产长期稳定的分红收益为目的。

在投资方向上，记者注意到，一些新兴产业正逐渐受到险资关注。中国保险投资基

金总裁贾飙此前表示，从2023年下半年开始，高端制造、医疗健康、智能制造、集成电路半导体等板块成为险资较为关注的股权投资方向。

刘凡表示，在未来股权投资方向上，将进一步聚焦新质生产力，一是围绕“优质主体”，积极探索与以科技产业链投资为主的央企、优质地方国企等不同类型企业合作，以基金、股权投资等方式服务重大科技项目及产业链项目投资需求。二是围绕“重点区域”，结合新质生产力不同领域所需要的资源禀赋不同，在形成“产业基础”的重点区域与合作伙伴一道，探索开展股权投资。沪发1号股权投资计划的落地正是该策略下的一次成功探索，后续将围绕集成电路、高端装备、智能制造、生物医药等相关产业，在各个集群发展优势明显的区域持续发力。

应产品。

中国人寿资产公司创新投资事业部高级副总裁庄思亮认为，股权投资专业性较高，需要专业团队进行项目筛选评估、投后风险管理。黄大智表示，长期来看，股权投资是险资另类投资的重要发力点，险资需要加大投研团队建设，进而发掘更多符合保险资金投资目标的优质资产。

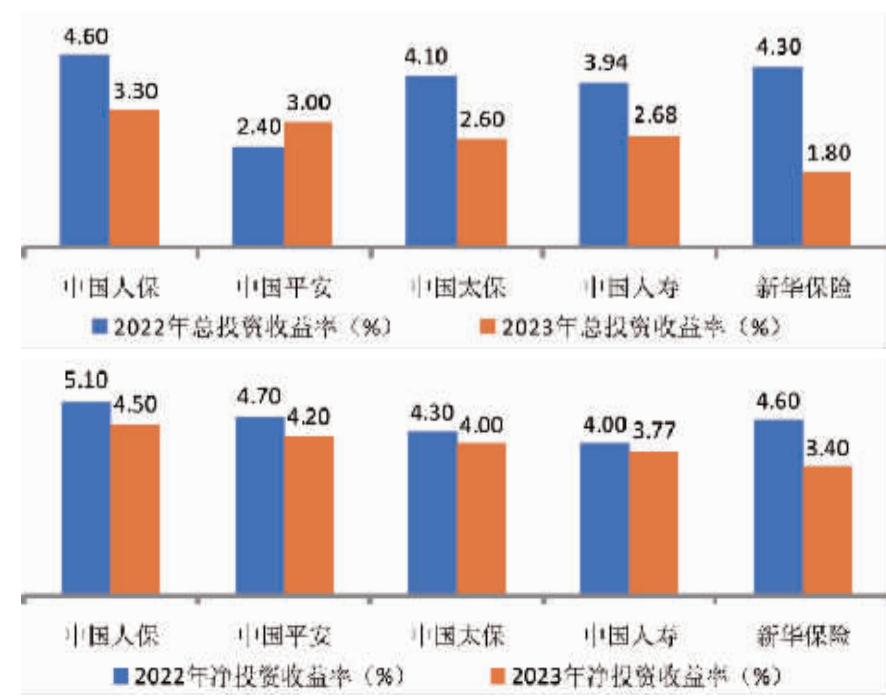
此外，业内人士还认为，保险资金在配置

时需要找到与实体经济的“同频共振点”。庄思亮表示，险资在开展股权投资时，首先，在保险资金负债成本刚性背景下，投资要满足绝对收益目标和期限匹配需求，应寻找与经济发展相适应、与保险资金属性相契合的资产；其次，迅速变化的经济环境和产业结构，对保险机构的投资团队提出了更高要求，应正确理解、准确把握、提前布局经济发展中的关键领域。

在业内人士看来，尽管险资股权投资有较大发展空间，但当前仍有一些制约险资进一步扩大股权投资的因素。多位业内人士建议相关部门进一步完善监管环境，保险资管机构要加强投研团队建设、风险管控能力。

上述保险资管机构另类投资负责人表示，从全球金融市场来看，非标产品是金融市场重要投资品种，涵盖范围广、市场容量大，需要资管机构围绕委托人诉求去开发相

A股五大上市险企投资收益情况



数据来源/相关公司年报 制表/陈露