

# 35万亿险资重构底仓资产 权益配置盘浇灌“时间的玫瑰”

作为中长期资金代表的险资，目前规模已达35万亿元大关,低利率、资产荒背景和负债端结构变化,让保险行业资产负债匹配的诉求愈发强烈，也在倒逼险资重构底仓资产,充实权益配置盘,发挥其中长期价值发现、弥补久期缺口的作用。

根据中国证券报记者在多家险企的走访和调研，权益投资的配置盘具有鲜明的“一手现金流，一手长股投”特征。“这两年我们在大力推动股票投资从交易类资产向OCI（其他综合收益）类资产转移,增加股息收益现金流,降低对交易价差收益的依赖;同时,在推动市价类向长股投类资产转移,储备长期股权投资标的。”一家上市险企投资部门人士告诉记者。这也是行业当下流行的做法。

密集在二级市场触发举牌，长期投资改革试点渐次落地,股权投资数量增长、形式拓展……险资正在以股为锚,以多种方式加速入市,在股票、股权等权益工具选择和挖掘上,更具有长期主义视角。不过,险资入市仍然存在一些堵点,只有将其破除,才能让险资真正发挥耐心资本和压舱石作用,在权益资产配置中收获“时间的玫瑰”。

● 本报记者 薛瑾



视觉中国图片  
制图/韩景丰



## 高股息资产“打底”

近日,金融监管总局批复同意中国太平旗下太平洋资产投资设立太平（深圳）私募证券投资基金管理有限公司。据了解,这是险资长期投资改革试点的一部分。在这类试点中,险企出资设立私募证券投资基金,主要投向二级市场股票并长期持有。

截至目前,监管部门已批准三批试点,总规模超2200亿元。多个试点项目近期有了新进展。例如,太保致远1号私募证券投资基金、国丰兴华鸿鹄志远三期私募证券投资基金1号和2号等完成基金备案并迅速投入运作,更多“真金白银”投向股票市场。

险资增持上市公司股票并触发举牌也在密集呈现。中国保险行业协会8月7日披露,弘康人寿近日通过港股通二级市场买入港股上市公司港华智慧能源股票,持股比例达到5%,触发举牌。今年以来,险资举牌已达22次,超过此前几年的年度举牌次数。

“今年险资在股票和股权投资上的特点之一,就是举牌次数显著增加,青睐高股息资产,银行、公用事业、能源、科技等行业较为热门,险资对经营良好且股息率高的上市公司情有独钟,将获取红利作为重要盈利模式。”中国社会科学院保险与经济发展研究中心主任郭金龙说。

多家险企人士表示,今年增配安全优质、长期收益稳定的底仓资产,调整了权益资产内部结构,以抵御低利率挑战。在底仓资产的选择上,具有稳定现

金流的标的成为不少险企的心头好,高股息资产“打底”现象普遍。

“与往年相比,今年权益投资参与度 and 实际投资比例是有提高的。在加仓类别上,主要聚焦高股息资产。一些宽基ETF成为险资的重要配置对象。H股因股息率颇具吸引力,也成为险资加仓的重点。”北京某中型保险资管公司权益和多策略部门负责人表示。

除了股票投资,险资还在多种权益工具上寻求确定性收益。今年以来,保险资管机构登记股权投资计划、私募股权基金规模大增,债权投资计划则是缩量。保险资管人士告诉记者,在相关项目投资决策链条上,底层资产的现金流和未来增长前景均属于关键考量因素。

险资通过战略配售、私募基金投资、专项基金等形式参与REITs投资的热情同样高涨。某头部保险资管股权投资负责人表示,REITs的权益工具属性得到更多险资重视,从中长期来看,它是很好的配置型资产,特别是近两三年派息确定性高的REITs项目,更受到业内资金追捧。

**做厚FVOCI账户**

“经过多次预定利率调整和浮动收益产品转型,现在行业新增保单成本有所下降。但险企积累了大量高预定利率的历史保单,导致行业负债端成本刚性,短期内很难大幅下降。”北京一位寿险公司人士说,特别是近几年全行业都在押注储蓄险,核心卖点就是“收益率更高”,形成险企长期刚兑债务,部分险企资产端收益与负债端成本甚至

形成倒挂。

高负债成本让险资面临利差损压力,也对险资投资收益形成严峻考验。债券收益空间缩小,在禁止“手工补息”等因素影响下,存款利息也在走低,险企需要增厚股息等现金流,贡献稳定收益。

从资产负债匹配角度看,多位业内人士表示,目前行业资产久期远小于负债久期,利率下行之下,准备金补提力度加大,行业久期缺口还有不断扩大的趋势,资产端拉长久期、缩小久期缺口,成为众多险企的现实需要。

新华资产总经理陈一江认为,当前

保险行业的负债端硬约束和资产端软着陆并存,利差损压力凸显。负债端呈现规模快速增长、久期偏长、成本刚性等硬约束;资产端进入软着陆阶段,高息非标资产陆续到期叠加信用利差收窄,导致优质高收益资产供给不足,再投资压力增大。增配高股息权益资产、控制波动并强化绝对收益目标,是行业当下共同探索的方向。

在华泰资产总经理杨平看来,利率中枢持续下行,收益率曲线呈现波动区间收窄、期限结构平坦化等特征,非标资产等传统配置品种规模持续收缩,优

质固收资产供给相对有限。虽然通过拉长久期、增加杠杆等方式在一定程度上缓解了配置压力,但随着收益率下行,这些传统策略逐步面临瓶颈。在低利率环境下,突破固收类资产局限,向其他资产类别寻求业绩增长点,已成为中长期资产配置策略调整的主要方向。

新会计准则也在重塑险资权益投资风格——以获取股息为主、资本利得为辅思路构建OCI资产组合,做厚FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益）账户,降低报表波动。“从资产负债联动出发,险企更需要关注那些基本面具备长期支撑、未来股息具备平稳增长潜力的优质标的,并将其作为FVOCI账户的核心持仓。”中信保诚资产相关负责人表示。

记者了解到,一些险资机构今年在投研团队建设上向红利策略和股权投资倾斜,不断充实相关领域投研力量,增加红利标的储备,挖掘各个行业中基本面稳定、具有红利属性的个股投资机会。

“新会计准则下,利润表波动加剧,投资风格要求趋于稳健,更偏好稳定分红型、长期型、兼顾资产负债匹配和对冲风险的资产。”某保险集团旗下

险资公司人士说,险企需要借助OCI科目,提升权益资产比重,未来保险配置型资金对红利资产的战略重视和逻辑挖掘还会不断得到强化。

**继续打通堵点**

在政策鼓励中长期资金入市、发挥耐心资本作用下,险资的权益投资障碍在逐一破除。但据记者了解,目前,仍存在一些堵点,涉及会计计量方式、偿付能力监管细则、权益资产分层、差异化监管等方面。

郭金龙认为,新会计准则权益投资的计量方式,在一定程度上影响了险资入市积极性。此外,偿付能力约束也是限制性因素。“权益类投资资本金消耗大,最低资本要求高,会导致险企偿付能力下降。”郭金龙说,“一些险企的考核机制侧重短期收益,资本市场波动直接影响险企的当期利润,进而影响绩效考核。此外,上市险企还面临季度财务披露要求压力,这进一步限制了其对长期高风险项目的投资。”

有保险资管业人士表示,近期监管部门明确,进一步落实对国有险企长周期考核引导,但保险资管机构的受托资金大多有年度结算的硬性要求,客观上造成了投资行为短期化。不只针对国有险企,长周期考核值得全行业借鉴推广。

“资产负债匹配难度加大,需要在偿付能力充足率、投资收益目标等多因素之间寻求平衡。在偿付能力监管政策方面,风险因子有进一步优化空间。”前述某保险集团旗下资管公司人士表示,“当前行业对投资收益的考核主要与会计年度匹配,与保险业长期经营和资产长期配置属性相比,存在短期化压力过大的问题。”该人士建议,全行业长周期考核机制亟待建立,以缓解长期投资目标与短期考核周期的不匹配;优化偿付能力监管标准,完善会计核算机制,缩小保险组合类产品与公募基金、银行理财在税负、穿透管理等方面的差异,丰富保险资金长期投资模式,适度放宽资金运用要求;在股权投资上,优化权益法认定标准,降低股权投资对险企核心偿付能力的占用等。

郭金龙认为,应进一步优化考核评估机制,强化3年期及以上长周期考核;优化会计核算机制,进一步优化FVOCI的金融资产认定标准,降低因应用新会计准则带来的财务波动,优化最低资本要求,考虑按权益资产的类别有差异化的资本金要求,或适当增加债务性资本补充工具,缓解险资权益投资的资本消耗压力。

中信保诚资产相关负责人表示,由于在偿付能力的分子端资本分级规则的存在,寿险公司季度偿付能力结果对于资本市场的波动较为敏感,建议优化“偿二代”部分规则,从寿险公司跨周期经营的特征出发,使寿险公司在偿付能力分子端形成缓冲垫。还有业内人士建议,将权益资产进行分层分类,在投资比例、风险计量等方面进行差异化监管。

# 瑞士再保险：中国寿险与健康险市场长期前景可观

● 本报记者 薛瑾

“我在北京工作已有10个月。通过这10个月的观察,我对中国保险市场的活力印象深刻,与其他市场形成了鲜明对比。”近日,瑞士再保险中国区总裁及中国区再保险业务首席执行官尚卓博（Beat Strebel）对记者表示,虽然从保险市场渗透率和人均保险支出方面看,中国市场依然属于新兴市场,但从行业成熟度、专业水准、数据质量、AI应用以及资本化水平、偿付能力等维度看,中国保险行业完全可以支撑起消费者需求的未来增长。

1995年,瑞士再保险在中国内地开设第一家代表处。“我们在此扎根已整整30年,现在这里已发展成为一家非常重要的分公司。”尚卓博说。瑞士再保险认为,中国寿险与健康险行业尽管短期面临周期性与结构性压力,但长期前景可观。在人口趋势、政策改革与对外开放驱动下,相关产品具有广阔的创新与发展空间。预计未来十年,中国的寿险与健康险业务在全球市场中的份额将升至17%。

**市场空间广阔**

根据瑞士再保险的展望,未来,中国寿险和健康险市场前景可观,该机构预计,在未来十年,中国寿险和健康险

“不同人生阶段的需求不同,产品应当随之调整,我们称之为‘可转换产品’,它可以自然地最初以死亡保障为主的产品,转变为在后期更侧重于收入保障或承担护理费用的产品。”

保费增速将超过GDP增速,中国保险市场在世界保险市场中的重要性将继续提升。

“当我们思考寿险和健康险行业的发展前景时,有一个重要方面必须考虑,那就是人口结构。人口结构的变化将给寿险行业带来巨大转变,保险产品必须不断演进,以适应这种变化。”瑞士再保险寿险与健康险再保险首席执行官沐睿柏（Paul Murray）表示。

“随着人类寿命延长,行业需要开发能够覆盖整个生命周期收入保障的产品。”沐睿柏说,“不同人生阶段的需求不同,产品应当随之调整,我们称之为‘可转换产品’,它可以自然地最初以死亡保障为主的产品,转变为在后期更侧重于收入保障或承担护理费用的产品。”

尚卓博表示,中国寿险与健康险市场的保险深度、保险密度与全球对比还有较大差距,但在人口趋势、政策改革与对外开放驱动下,这一市场迎来三大机遇:一是人口老龄化加速,推动银发

保障型产品转型的趋势加强,今年以来,不少人身险公司以更大力度储备和开发健康险产品,特别是医疗险产品。

尚卓博认为,针对性的改革政策,包括增设商业健康保险创新药品目录等,对行业来讲是非常重要的举措,它厘清了基本医保和商业保险各自的保障领域,有助于商保行业进一步推出创新性产品来覆盖特殊药物和治疗方式。近年来监管政策促进基本医疗保险体系与商业健康险体系之间实现越来越多的数据共享。得益于医疗部门和保险行业间的数据互联,实时理赔的案例也变得越来越多。

“这些政策会促进商业医疗险快速增长。中国内地的商业医疗险,无论是保险深度,还是保险密度,均处于较低水平。虽然在2014—2024年保险密度增长了8倍,但是基数仍较低,尤其是与中国香港、德国以及全球市场相比,低基数的特征明显。我们预计未来几年这一领域将有显著增长空间。”尚卓博说。

尚卓博还表示,医疗市场的进一步开放是健康险市场发展的一大驱动力。“去年,相关部门出台了独资医院领域扩大开放试点工作方案,允许9地设立外商独资医院,并鼓励这些医院对接国内外商业健康保险。这将吸引国际先进的医疗服务进入中国,从而进一步激发医疗保险领域创新,特别是在中高端产

品方面。”

瑞士再保险中国区寿险与健康险再保险董事总经理张永强认为,医疗险、重疾险和护理险会成为健康险发展的主要动力。“DRG（疾病诊断相关分组）/DIP（病种分值付费）会给行业带来产品创新机遇,商业保险创新药品目录等,都会成为医疗险发展的动力;当前重疾险的发展虽然遇到一些困难和挑战,但消费者的需求是实实在在的;此外,越来越多的保险公司在围绕护理险进行讨论和投入,护理险的发展会是一个新增长点。”

**助力资产负债匹配**

健康险的发展空间还蕴藏于保险行业资产负债匹配的内在逻辑里。瑞士再保险认为,中国寿险行业面临着较大的资产负债久期缺口。在负债端,让更多保障类产品成为承保利润新引擎,是保险公司应对低利率环境的重要选择。

“一些‘轻现金价值’产品,如定期寿险、定期重大疾病保险等纯保障类产品,是整个行业在低利率周期资产端承压时一个重要的探索方向。”张永强表示,“资产负债匹配现在可能是全行业的核心关注点之一。在产品端,利率敏感型产品如分红险,是全行业的一个发展重点,还包括探索一些指数型万能

险产品,降低了利率成本,并通过更多保障类产品增加了保险公司的承保利润来源,是行业走出低利率困境的选择之一。”

资产负债久期缺口以及低利率环境带来的再投资压力,让保险行业在投资端面临着调整资产结构的必要性。

沐睿柏表示,在低利率环境下,保险行业资产负债久期错配问题持续存在。中国寿险负债的平均久期超过12年,而资产的平均久期约为6年,导致资产与负债存在6年左右的久期错配。固收类资产是险资投资组合中最主要的资产类别,占比超过50%,其平均久期为5.6年;而长期另类投资或海外投资渠道较为有限。随着中国政策利率以及10年期国债收益率下行,保险公司面临着日益加剧的再投资压力,年均再投资需求超过2万亿元。

“保险公司若要很好地地进行财务管理,就应该持有限期相近的资产来支持相应的负债。这样当利率变化时资产负债表可保持韧性。”沐睿柏说,由于资产久期短于负债,在基础保单的生命周期中,这些资产会在某个时点到期,届时必须重新购买资产,而购买时的利率水平至关重要。由于利率走低,资产负债匹配逻辑下的再投资压力,可能迫使保险公司投资风险更高的资产,比如股票或私募股权,以期获得更多回报。

## 健康险有望成为新引擎

受益于相关政策推动以及行业向