

推荐 (维持)

## 保险资金财务性股权投资行业限制正式取消

2020年7月16日

### 相关报告

《港股 2020 年中期海外保险行业投资策略:把握负债端改善带来的估值修复》20200601 海外行业深度研究报告

《长端国债收益率下行,不改港股保险股长期配置价值》20200307 海外事件点评报告

《港股 2020 年海外保险行业投资策略:负债端改善在即,把握三条投资主线》20191108 海外行业深度研究报告

《港股 2019 年春季海外保险行业投资策略:基本面改善,板块投资价值提升》20190422 海外行业深度研究报告

《港股 2019 年保险行业投资策略:静看山重水复,何如柳暗花明》20181125 海外行业深度研究报告

《2018 年兴业证券海外春季策略报告:倒春寒时,守望秋收》20180417 海外行业深度研究报告

### 海外金融研究

分析师:

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC:BMM189

SAC: S0190519060002

联系人:

张忠业

zhangzhongye@xyzq.com.cn

SAC: S0190120070060

### 事件:

- **保险资金财务性股权投资行业限制正式取消。**2020年7月15日,国务院常务会议指出,取消保险资金开展财务性股权投资行业限制,在区域性股权市场开展股权投资和创业投资份额转让试点。此前,《保险资金投资股权暂行办法》规定:保险资金直接投资股权,仅限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等企业的股权。

### 点评:

- **取消险资财务性股权投资的行业限制系大势所趋。**1)、此次国常会框架下,“取消保险资金财务性股权投资行业限制,在区域性股权市场开展股权投资和创业投资份额转让试点”是对“推进大众创业万众创新、重点支持高校毕业生等群体就业创业”的政策支撑,整体为宏观经济和稳就业服务。2)、我国商业保险资产配置范围逐步放宽,近两年的政策走势是鼓励险企配置长久期债权产品、放松股权投资限制。且此次政策变更在此前已有相关铺垫:2018年10月银保监会《保险资金投资股权管理办法(征求意见稿)》拟让保险公司自主审慎选择股权投资的行业和企业类型;2019年2月银保监会在《进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》中提出“加快研究取消保险资金开展财务性股权投资行业范围限制”。
- **短期对险企大类资产配置结构影响有限,长期或利于投资收益率稳定。**
  - **险企负债成本及久期、利率是影响保险资产配置的关键因素,此次政策对险企大类资产结构的短期影响有限。**当前我国寿险行业发展重点从中短期储蓄理财产品转向长期保障产品,整体负债成本率下行,一定程度上降低了资产配置的收益率压力。考虑税收因素,当前中国10年期国债预期收益率实际在3.5%以上,高于寿险产品实际定价利率上限;险企达到5%的长期投资回报率要求的难度较低,提高投资风险增配权益资产的动机较弱。截至2019年年底,平安、国寿、太保、新华、太平的保险资金权益资产配置比例(含长期股权投资)依次为17.8%、23.2%、15.7%、19.3%、19.5%,远低于银保监会规定的30%配置上限。
  - **IFRS-9 准则下,放开保险资金财务性股权投资行业限制或利于稳定险企总投资收益。**平安2018年1月1日执行IFRS-9,其他内资港股险企最晚于2022年1月1日执行。IFRS-9下,险企将权益资产计入可供出售金融资产以调节会计利润的途径失效,且难以抑制资本市场波动对当期利润的影响,险企权益资产配置将更倾向于价值投资。一是增配高分红、分红率稳定的蓝筹股计入FVOCI;二是筛选基本面良好、股价波动小的股票计入FVTPI;三是对于重大权益投资尽量按权益法入账。放开保险资金财务性股权投资行业限制,拓展了险企股权投资的蓝筹股选择空间,增配此类股票计入FVOCI或将利于稳定险企在IFRS-9准则下的总投资收益。

**风险提示:** 1)、宏观经济环境变动导致的资本市场波动; 2)、保费收入增长不达预期; 3)、政策落地效果不及预期; 4)、保险公司的经营风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

### 1、国务院坐实取消保险资金财务性股权投资行业限制

2020年7月15日，国务院常务会议指出“鼓励金融机构开展设备融资租赁和与创业相关的保险业务。取消保险资金开展财务性股权投资行业限制，在区域性股权市场开展股权投资和创业投资份额转让试点”。

此前保险资金股权投资的行业限制由2010年9月原中国保监会印发的《保险资金投资股权暂行办法》（保监发〔2010〕79号）规定，具体为：**保险资金直接投资股权，仅限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等企业的股权。**此后，2018年10月银保监会在《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》中提出“保险资金开展重大股权投资和一般股权投资，应当在符合安全性、流动性和收益性条件下，综合考虑偿付能力、风险偏好、投资预算、资产负债等因素，稳健选择投资的行业范围和企业类型”，也即**拟取消保险资金开展直接股权投资的行业范围限制**，要求保险公司自主审慎选择行业和企业类型。2019年2月银保监会《进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》中提出“**加快研究取消保险资金开展财务性股权投资行业范围限制**”。与此前银保监会相关文件的“征求意见”和“研究取消”不同，此次国常会系坐实取消保险资金开展财务性股权投资行业限制。

表 1、保险资金股权投资行业限制的相关规定

时间	文件或会议	股权投资行业限制
2010.9	原保监会《保险资金投资股权暂行办法》（保监发〔2010〕79号）	保险资金直接投资股权， <b>仅限于</b> 保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等企业的股权
2018.10	银保监会《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》	保险资金开展重大股权投资和一般股权投资，应当在符合安全性、流动性和收益性条件下，综合考虑偿付能力、风险偏好、投资预算、资产负债等因素， <b>稳健选择投资的行业范围和企业类型</b>
2019.2	银保监会《进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》	保险机构在风险可控情况下提供更灵活的民营企业贷款保证保险服务。支持银行保险机构通过资本市场补充资本。 <b>加快研究取消保险资金开展财务性股权投资行业范围限制</b> ，规范实施战略性股权投资
2020.7	2020年7月15日国务院常务会议	鼓励金融机构开展设备融资租赁和与创业相关的保险业务。 <b>取消保险资金开展财务性股权投资行业限制</b> ，在区域性股权市场开展股权投资和创业投资份额转让试点

资料来源：中国政府网，银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2、取消险资财务性股权投资行业限制系大势所趋

保险资金是权益市场的重要机构投资者，此次正式取消保险资金财务性股权投资行业限制既是服务整体宏观经济及稳就业的需要，亦符合保险行业放松投资端限制的趋势。1）、此次国常会框架下，“取消保险资金财务性股权投资行业限制，在区域性股权市场开展股权投资和创业投资份额转让试点”是对“推进大众创业万众创新、重点支持高校毕业生等群体就业创业”的政策支撑。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 2、2020 年 7 月 15 日国务院常务会议主要内容

项目	具体内容
目的	全面做好“六稳”工作、落实“六保”任务，应对疫情冲击和发展环境变化，深入推进大众创业、万众创新，激发市场活力和社会创造力，以新动能支撑保就业保市场主体，尤其是支持高校毕业生、返乡农民工等重点群体创业就业
措施	<p>(1) 加大对创业创新主体的支持。中央预算内投资安排专项资金支持双创示范基地建设。盘活闲置厂房、低效利用土地等，加强对双创重点项目支持。政府投资的孵化基地等要将一定比例场地，免费向高校毕业生、农民工等提供。对首次创业并正常经营 1 年以上的返乡入乡创业人员，可给予一次性创业补贴</p> <p>(2) 鼓励双创示范基地建设大中小企业融通、跨区域融通发展平台。建设专业化科技成果转化服务平台</p> <p>(3) 鼓励金融机构开展设备融资租赁和与创业相关的保险业务。取消保险资金开展财务性股权投资行业限制，在区域性股权市场开展股权投资和创业投资份额转让试点</p> <p>(4) 实施创业带动就业示范行动，推动企业、双创示范基地、互联网平台联合开展托育、养老、家政、旅游、电商等创业培训，引导择业观念，拓展就业空间</p>

资料来源：中国政府网，兴业证券经济与金融研究院整理

2)、1995 年至今，我国商业保险资产配置范围逐步放宽，近两年的政策走势是鼓励险企配置长久期债权产品、放松股权投资限制。而 2018 及 2019 年已有取消保险资金财务性股权投资行业限制的政策铺垫。

图 1、1995 至 2019 年商业保险资产配置范围逐步放宽

可办理国债回购、5 年以上大额协议存款、可购买证券投资基金间接入市	可直接投资股票，海外投资范围包括银行存款、债券、银行票据	可投资不动产及相关金融产品；可直接或间接投资未公开上市企业股权	可投资创业板股票、A 级以上优先股；可设立创业投资基金	允许保险资产管理公司设立专项产品						
1995 年	1999 年	2003 年	2004 年	2007 年	2010 年	2012 年	2015 年	2016 年	2018 年	2019 年
仅限银行存款、政府债、金融债		可投资 AA 级以上企业债	境外投资方式进一步放开，可投资固收类、权益类品种	可投资银行理财、信托、券商资管等非标产品；可从事股指期货交易、参与衍生品交易				放开间接投资基础设施项目的范围		可投资银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券

资料来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、2018-2019 年中国大陆保险投资相关法律法规及规定

时间	文件	主要内容
2018.10	《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》	允许保险资产管理公司设立专项产品。专项产品投资范围包括股票、上市公司及其股东公开发行的债券和非公开发行的可交换债券等，该产品不纳入险企权益类资产计算投资比例。目的在于发挥保险资金长期稳健投资优势，参与化解上市公司股票质押流动性风险，为优质上市公司和民营企业提供长期融资支持
2019.1	《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》	保险资金可投资银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券。政策性银行发行的按准政府债券的投资规定执行；商业银行发行的则纳入无担保非金融企业（公司）债券管理
2019.2	《关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》	保险机构在风险可控情况下提供更灵活的民营企业贷款保证保险服务，为民营企业融资提供增信支持。支持银行保险机构通过资本市场补充资本。加快研究取消保险资金开展财务性股权投资行业范围限制，规范实施战略性股权投资
2019.5	《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》	具备衍生品运用能力和信用风险管理能力的保险机构可参与信用风险缓释工具（包括合约类、凭证类产品）和信用保护工具（包括信用保护合约及凭证）业务，但仅限于对冲风险，不得作为信用风险承担方
2019.7	《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知》	调整了信托公司条件、信托信用等级、关联交易、责任追究等内容；新增了禁止将信托作为通道、强化信托公司主动管理责任、对底层资产进行穿透、加强投资者适当性管理、设置投资比例限制以及信用增级安排和免增信条件等要求

资料来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



### 3、短期对险企投资端影响有限，长期或利于投资收益率稳定

此前，保险资金直接投资股权，仅限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等企业的股权。此次取消保险资金财务性股权投资行业限制，使险企股权投资标的的可选范围进一步拓展，整体利好险企投资端。

1)、险企负债成本及久期、利率是影响保险资产配置的关键因素，此次政策对险企大类资产结构的短期影响有限。当前我国寿险行业发展重点从中短期储蓄理财产品转向长期保障产品，主要上市公司的健康险保费占比明显提升，整体负债成本率下行，一定程度上降低了资产配置的收益率压力。考虑税收因素，当前中国10年期国债预期收益率实际在3.5%以上，高于寿险产品实际定价利率上限；且在此利率背景下，险企达到5%的长期投资回报率要求的难度较低，提高投资风险增配权益资产的动机较弱。截至2019年年底，平安、国寿、太保、新华、太平的保险资金权益资产配置比例（含长期股权投资）依次为17.8%、23.2%、15.7%、19.3%、19.5%，均远低于银保监会规定的30%配置上限。我们预期此次取消保险资金财务性股权投资行业限制，短期内不会致使险企明显提高权益资产配置比例。

表4、中国大陆寿险产品历年实际定价利率上限

险种	时间段	实际定价利率上限	
传统寿险	普通型养老年金或 10年以上的普通型长期年金	1999.6至2013.8 2013.8至2019.8 2019.8至今	2.5% 4.025% 3.5%
	其他传统寿险	1999.6至2013.8	2.5%
		2013.8至今	3.5%
新型寿险	分红险	1999.6至2015.9	2.5%
		2015.6至今	3.5%
	万能险	1999.6至2015.2 2015.2至2016.9 2016.9至今	2.5% 3.5% 3%

资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：将不需要报送银保监会审批的预定利率、保证利率、评估利率上限视为实际定价利率上限；2019年8月以后仍有少数4.025%预定利率年金险在售

表5、当前保险公司资产配置比例限制

项目	限制
权益类投资	资产账面余额≤本公司上季末总资产*30%。且重大股权投资的账面余额不高于本公司上季末净资产（账面余额不包括保险公司以自有资金投资的保险类企业股权）；投资单一股票（上市公司收购及投资上市商业银行股票除外）的账面余额≤本公司上季末总资产*5%
不动产类投资（不含自用）	≤本公司上季末总资产*30%

自用性不动产	≤本公司上季末总资产*50%
其他金融投资	≤本公司上季末总资产*25%
境外投资余额	≤本公司上季末总资产*15%
其他限制	保险机构开展一般股票投资的，上季末综合偿付能力充足率应当不低于100%；开展重大股票投资和上市公司收购的，上季末综合偿付能力充足率应当不低于150%，且已完成股票投资管理备案，符合有关保险资金运用内部控制的监管要求

资料来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

**2)、IFRS-9 准则下，放开保险资金财务性股权投资行业限制或利于稳定险企总投资收益。**平安 2018 年 1 月 1 日开始执行 IFRS-9，其他内资港股险企最晚于 2022 年 1 月 1 日执行。IFRS-9 下，险企将权益资产计入可供出售金融资产以调节会计利润的途径失效，且难以抑制资本市场波动对当期利润的影响，险企权益资产配置将更倾向于价值投资。一是增配高分红、分红率稳定的蓝筹股计入 FVOCI；二是筛选基本面良好、股价波动小的股票计入 FVTPI；三是对于重大权益投资尽量按权益法入账。**放开保险资金财务性股权投资行业限制，拓展了险企股权投资的蓝筹股选择空间**，增配此类股票计入 FVOCI 或将利于稳定险企在 IFRS-9 准则下的总投资收益。

#### 4、风险提示

1)、宏观经济环境变动导致的资本市场波动；2)、保费收入增长不达预期；3)、政策落地效果不及预期；4)、保险公司的经营风险

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	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15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 【信息披露】

兴业证券股份有限公司（“本公司”）在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。本人确认并没有在发表报告之前 30 日内交易或买卖该等证券。本人及本人之有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员。本人及本人之有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

## 【有关财务权益及商务关系的披露】

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。