

国寿新华成立 500 亿私募将入市 逆行者如何突破政策限制

国寿和新华共同成立的业内首家险资系私募证券投资基金，绕路投资二级市场，到底获得了哪些政策倾斜？

在权益市场日渐低迷的当下，A 股即将迎来一笔源自于保险机构的中长期资金。

日前，中国人寿（ 601628.SH / 02628.HK ）、新华保险（ 601336.SH / 01336.HK ）两家大型国有商业保险公司拟共同设立一只规模高达 500 亿元的私募证券基金，用于投资优质上市公司股票，运作期限在 10 年以上。

这是保险业成立的首只私募证券基金。在此之前，保险公司成立的私募基金为私募股权基金，多投向未上市公司股权而非股票，每年注册登记的规模也不过 1000 多亿元。

据了解，该项基金系推进险资入市的试点项目。2023 年 8 月，证监会有关负责人在答记者问时，在关于将加强跨部委沟通协同、加大各

类中长期资金引入力度、提高权益投资比例方面，其中提到的一条措施就是要“推动研究优化保险资金权益投资会计处理，推动保险资金长期股票投资试点落地，并逐步扩大试点范围与资金规模”。

保险和养老金作为长期资金，往往会在资本市场大幅波动的时候成为逆行者，进行跨周期、逆周期投资，起到稳定器的作用。但近年来，保险资金投向权益的占比并未有明显提升，在权益市场低迷的当下，反而更加注重投向更为稳定的固收类产品。

为了推进保险资金这类长期资金入市，财政部在 10 月已经拉长了考核周期，将考核国有商业保险公司的净资产收益率（ROE）指标从原来的一年改为“一年+三年”相结合的模式；金监总局也在一定程度上“松绑”了“偿二代”二期的规定，下调了沪深 300 成分股等资产风险因子，通过降低其资本占用，鼓励险资入市。

但目前保险公司仍然受限于两大痛点：一是在新会计准则下，投向权益类资产对净利润的波动影响太大，最典型最新鲜的案例就是 2023 年三季度国寿净利暴跌 99%，其最主要的原因就是因为去年同期加仓的权益品种产生浮亏确认造成；二是在“偿二代”二期下，不少险企受制于偿付能力充足率的压力，投资股票仍会占用较高的资本，很难“放手一搏”。

据了解，此次 500 亿元试点基金，对于这两大痛点均有所涉及：一是通过基金架构在记账方式上降低对净利润的波动；二是给予偿付能力占用打七折、豁免权益类资产占比的政策优惠。

I. 500 亿元入市

11 月 29 日，中国人寿、新华保险分别发布公告称，双方拟分别出资 250 亿元，共同发起设立一家私募证券基金公司，公司名称为“鸿鹄私募证券投资基金有限公司”。

双方的控股子公司新华资产与国寿资产，分别出资 500 万元共同发起设立基金管理人公司，担任上述私募基金的管理人。基金期限为 10+N 年，在 10 年期届满后，可以通过变更备案的方式进行延期，或者经双方协商一致后退出。

据了解，该基金拟投资于公司治理良好、经营运作稳健的优质上市公司股票，按照市场化原则进行投资运作，根据市场形势把握建仓时机，动态优化策略。

保险公司设立私募基金并不稀奇。早在 2015 年，原保监会就开启了试点，允许保险资金设立私募基金，范围包括成长基金、并购基金、新兴战略产业基金、夹层基金、不动产基金、创业投资基金和以上述基金为主要投资对象的母基金。

但一直以来，险资设立的私募基金均为投资于非上市公司股权的 PE 类私募股权基金，而非投资于上市公司股票的私募证券投资基金。保险资管业协会公布的数据显示，2019 年以来，“保险系”私募基金注册登记的规模在每年 1000 多亿元的水平；截至 2022 年末共注册登记了 75 只，规模合计 5491 亿元。相比之下，国寿新华的 500 亿元私募基金可谓“大手笔”。

II. 平滑报表

保险公司可以通过直接持有或间接购买基金的方式投资上市公司股票，为什么这次要通过设立私募证券投资基金方式？

有业内人士向分析指出，国寿新华 500 亿元私募基金是推动保险资金入市的一项创新试点项目。两家公司共同发起设立私募证券投资基金公司，核心关键在于可以通过这一投资架构，避开公允价值计价方式，降低权益资产市值波动对于险企净利润的影响。

这一试点早有苗头。2023年8月，证监会召开全国社保基金理事会和部分大型银行保险机构主要负责人座谈会。参会机构表示，将更好地发挥中长期资金的市场稳定器和经济发展助推器作用，正确看待市场短期波动，把握长期向好的大势，强化逆周期布局，加大权益类资产配置。

证监会有关负责人在答记者问时表示，在加强跨部委沟通协同、加大各类中长期资金引入力度、提高权益投资比例方面，要“推动研究优化保险资金权益投资会计处理，推动保险资金长期股票投资试点落地，并逐步扩大试点范围与资金规模”。

据了解，在优化险资权益投资会计处理方面，保险行业曾提出三条建议，这些建议均是通过变更会计准则从而起到平滑报表数据的作用，但争议比较大。而此次通过设立公司型基金的方式，同样是为了熨平保险公司的短期业绩波动、降低权益市场公允价值波动对于险企净利润的影响，但在会计处理上并未有突破之处。

“监管部门的想法就是需要大家都来稳定市场，同时我们也有缓解资产配置压力的需求，所以就成立了这么一个基金。”一名接近国寿的人士表示。

有知情人士向表示，国寿和新华两家通过分别持有 50% 股权设立私募证券投资基金的方式，有两个好处：

一是资金独立运营，基金可以按照一年、三年两个考核指标分别来看，有利于拉长资金久期、稳定市场，与保险资金长期限、大体量、稳定性高的特征相适应。

二是不用穿透，尤其对于仍然处在新旧会计准则过渡期间的中国人寿，如果放在旧准则下，投资权益资产就会导致净资产的波动较大，但是此次放入私募基金中的资金则可以按照新准则走，且底层计入 OCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产），在对外披露时不计入股票和基金这两个二级市场的科目下，而是可能放到联营企业中，最终效果就是公允价值变动不计入当期损益，对险企净利润的影响也会相应减少。

值得一提的是，2023 年三季度，人身险公司净利润普遍出现骤降。新华保险和中国人寿三季度净利同比分别下降 120%、99%，下降幅度在上市险企中分别排名前二；净利骤降主要是由投资端权益市场的波动所致。尤其是中国人寿，由于其在 A 股仍需遵循旧准则，仅三季度单季就因持有超过一年的资产组合形成的价差亏损，计提减值了

近 200 亿元。由此可见，此次的试点基金架构提供的平滑作用对于促进其资金入市具有相当的吸引力。

III. 偿付能力占用打七折

除此之外，此次险资入市的试点基金项目或将享受另一项政策优惠，即偿付能力占用打七折，同时豁免权益类占比；该基金的主要投资标的亦将专注于上证 50。

所谓偿付能力占用，是指保险资金在投向不同品种的资产时，将随着资产本身的风险高低和政策导向，影响保险公司的偿付能力充足率。过高的风险因子容易导致大量保险资金对股票类资产望而却步，涌入固收类资产。

自 2022 年“偿二代”二期全面实施后，由于保险公司采用更加严格的资本认定标准和风险计量因子，偿付能力充足率水平整体出现行业性下滑。包括平安、泰康、友邦等这类保单未来盈余（类似会计中的未来利润）占比较高的公司，以及部分偿付能力压力已经处于极限的中小保险公司，都受到了较大影响。

今年9月，金监总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》在一定程度上松绑了“偿二代”二期。其中，该通知将沪深300股票市场的风险因子从0.35下降至0.3，也是促进险资入市的手段之一。

从寿险“老七家”来看，中国人寿和新华保险的偿付能力充足率排名前二，另外五家相对吃紧，比如太平人寿第三季度的核心/综合偿付能力充足率仅为80.97%/161.94%，其他险企的综合偿付能力充足率也处于200%上下。

截至2023年三季度末，中国人寿和新华人保的核心/综合偿付能力充足率分别为161.25%/232.68%、146.10%/239.52%，意味其可配置权益类资产的比例上限为30%。根据东吴证券初步估算，在不考虑偿付能力占用打七折的基础上，若250亿元全部配置沪深300股票，对国寿和新华综合偿付能力充足率静态影响幅度分别为3.9和16.2个百分点。

截至2023年6月末，中国人寿和新华保险的总资产分别为5.4万亿元、1.3万亿元；投向股票和基金的配置比例分别为11.2%、14.9%。

10 月份以来，上市公司、中央汇金、社保基金、公募基金等各类资金正在加大入市力度。在 10 月末召开的中央金融工作会议上，亦强调保险业要发挥“经济减震器和社会稳定器功能”。

值得一提的是，证监会主席易会满在日前接受新华社专访时表示，下一步证监会将全面推进投资端改革，进一步扩大中长期资金来源、提高权益资产投资实际比例、落实长周期考核机制。围绕“促进长期资本形成”，证监会将持续加强部门协同，出台《资本市场投资端改革行动方案》，加大中长期资金引入力度，提高各类中长期资金参与资本市场的积极性和稳定性，推动社保基金、基本养老保险基金、年金基金、保险资金等中长期资金与资本市场整体保持良性互动。