

保险 II 行业点评报告

债券通南向通拟扩容，保险资金将打开出海新窗口

增持（维持）

投资要点

■ **【事件】**7月8日中国人民银行和香港金融管理局在香港举行的“债券通周年论坛 2025”上公布了多项债券通优化措施，其中包括完善南向通机制，拟扩大境内投资者范围至券商、基金、保险、理财等四类非银机构。

■ **债券通南向通机制：可投资香港外币债券，目前主要为银行机构参与。**1) 南向通机制于 2021 年 9 月正式上线，允许境内投资者通过该通道投资香港债券市场，许可投资范围包括①离岸人民币债券、②港币债券、③G3（美元、欧元、日元）债券。2) 目前参与债券通“南向通”的内地投资机构主要是央行公开市场业务一级交易商中的 41 家银行类金融机构。3) 债券通“南向通”实行限额管理，现阶段资金净流出的年度总额度为 5000 亿元等值人民币，每日额度为 200 亿元等值人民币。4) 根据国际金融报数据，截至 2025 年 5 月末，通过金融基础设施互联互通模式托管“南向通”债券 918 只，余额 5329.4 亿元，分别较 2021 年 9 月末的 35 只、55.25 亿元实现大幅增长。

■ **近年来险企投资端面临持续低利率和资产荒压力。**1) 近年来伴随利率下行和非标供给萎缩，险企资产荒压力凸显，主要通过增配长久期利率债来稳定收益。2025Q1 人身险公司债券资产占比高达 51.2%，已较 2022 年末提升 9.5pct。但在利率持续下行压力下，2024 年上市险企平均净投资收益率为 3.5%，平均同比下降 0.2pct。2) 此前国内险资主要通过 QDII 方式参与境外投资，但 QDII 额度有限，目前有 48 家险企获批 QDII 资格，额度合计仅 389 亿美元，不足以满足险资配置需求。3) 根据保险行业协会数据，2023 年末保险资金境外投资占比仅为 1.9%，远低于监管 15% 的上限要求。

■ **我们认为，南向通扩容将有助于缓解险企资产端压力。**我们认为，南向通的扩容将打开险资出海新通道，在当前欧美市场利率相对较高的背景下，配置多元币种、利率水平较高的境外债券有助于缓解险企投资端压力。以 10 年期国债为例，中国、美国和欧元区利率分别为 1.64%、4.34% 和 3.24%，而国内传统型人身险产品预定利率目前为 2.5%，明显低于欧美地区债券收益率。

■ **负债端、资产端均持续改善，估值仍有较大向上空间。**1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率企稳于 1.64% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2025 年 7 月 10 日保险板块估值 2025E 0.61-0.95 倍 PEV、0.99-2.15 倍 PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

■ **风险提示：宏观经济不及预期；政策趋紧抑制行业创新；市场竞争加剧。**

2025 年 07 月 10 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 曹锐

执业证书：S0600524120004

caok@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

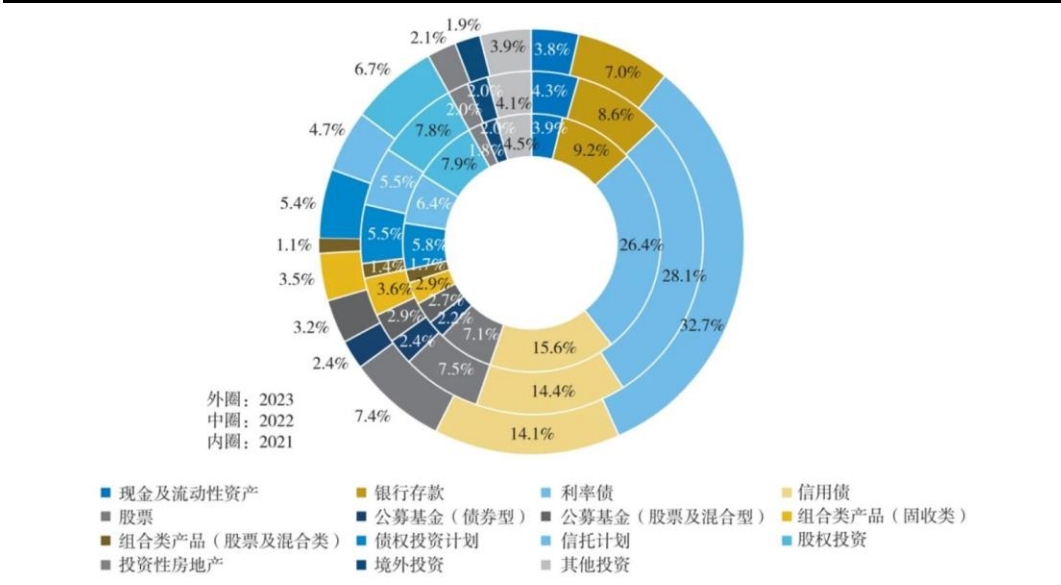
《推动普惠保险体系高质量发展，护航社会稳定与经济发展》

2025-07-09

《保险行业 5 月月报：寿险保费增速持续向好，财险业务表现稳健》

2025-06-28

图1：2023 年末保险资金海外投资比例仅为 1.9%



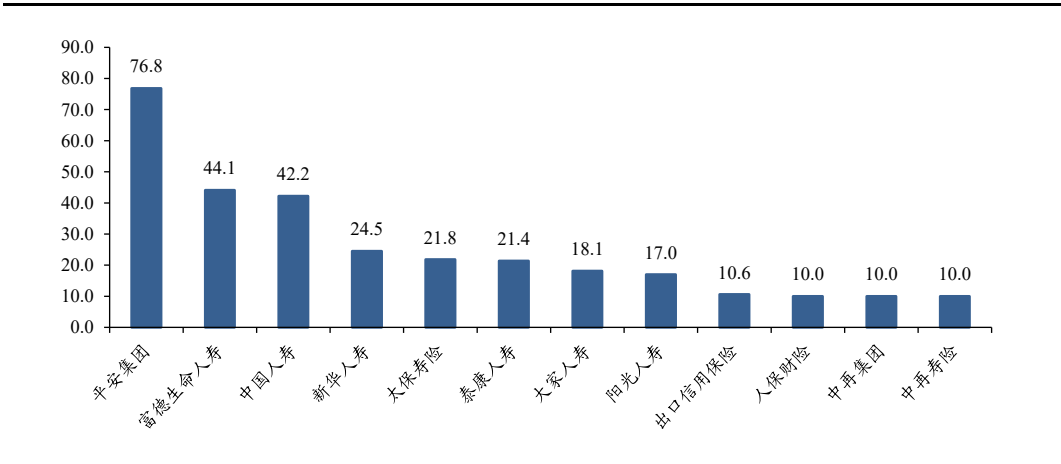
数据来源：中国保险资产管理业协会，东吴证券研究所

表1：各类型机构 QDII 额度审批情况（截至 2025.06）

类型	机构数（家）	额度（亿美元）
银行类	41	282.40
证券类	78	942.90
保险类	48	393.23
信托类	24	90.16
合计	191	1708.69

数据来源：国家外汇管理局，东吴证券研究所

图2：QDII 额度在 10 亿美元（含）以上的保险机构情况



数据来源：国家外汇管理局，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>