

正文目录

1 机构投资者持有结构变动分析	1
2 公募基金配置转债的历史复盘与归因分析	3
2.1 固收+基金规模的影响因素	3
2.2.1 固收+基金规模与业绩的相关性较大，在资管新规施行前后经历高速增长长期	3
2.2.2 固收+基金以及转债型基金规模取决于股市以及转债市场行情	6
2.2 固收+基金配置转债偏好分析	6
2.3.1 固收+基金转债配置与市场平均转换价值呈负相关，且将公司信用债视为替代资产	6
2.3 历史复盘	10
3 保险配置转债的历史复盘及归因分析	11
3.1 保险资金运用余额的影响因素	11
3.1.1 宏观经济指标与保险行业监管政策共同影响历史保费收入增速	11
3.1.2 人身险为当前险企主要保险品种，其中寿险与健康险占比最大	14
3.1.3 政策支持下保费收入增速提升，保费收入结构优化	16
3.2 险资转债配置倾向分析	16
3.2.1 市场偏债性时转债配置需求增加，转债配置与股票配置有替代性	16
3.2.2 人身险资产配置中债券以及股票占比较大，财产险银行存款配置占比较大	20
3.3 历史复盘	20
4 企业年金转债配置的历史复盘与归因分析	22
4.1 企业年金投资管理实际运作规模的影响因素	22
4.1.1 年金缴费金额受年金投资收益影响，年金领取金额或逐步增长	22
4.1.2 长期养老体系有望加速向第二体系发展	24
4.2 企业年金转债配置倾向分析	25
4.2.1 企业年金转债配置倾向受转债市场余额与利率中枢影响呈上升趋势	25
4.3 历史复盘	27
5 风险提示	28

图表目录

图表 1: 2016 年 7 月-2017 年 7 月上交所转债持有人结构 (面值)	1
图表 2: 2017 年 8 月-2024 年 3 月上交所转债持有人结构 (面值)	1
图表 3: 2019 年 5 月-2024 年 3 月深交所转债持有人结构 (市值)	2
图表 4: 2024 年 3 月上交所转债持有人结构 (面值)	2
图表 5: 2024 年 3 月深交所转债持有人结构 (市值)	2
图表 6: 上交所公募基金、保险以及年金转债占比变化 (面值)	2
图表 7: 深交所公募基金、保险以及年金转债占比变化 (市值)	2
图表 8: 上交所公募基金、保险及年金转债占比与转债估值正相关	3
图表 9: 深交所公募基金、保险及年金转债占比与转债估值正相关	3
图表 10: 一级及二级混合债券型基金带动固收+基金规模快速上涨	4
图表 11: 固收+基金规模与 5 年期国债利率中长期呈负相关性	4
图表 12: 固收+基金规模与沪深 300 指数呈一定正相关性	4
图表 13: 固收+基金规模变化与绝对收益呈正相关	4
图表 14: 固收+基金业绩由债市以及股市行情表现共同驱动	4
图表 15: 政策监管规范理财产品、委外业务以及货币市场基金	4
图表 16: 银行理财产品余额在 2018 年后持续下降	5
图表 17: 银行理财收益在 2018 年后持续下降	5

图表 18: 固收+基金转债配置比例受混合一级及二级影响不断增长	6
图表 19: 转债存量规模带动固收+基金转债配置比例上升	6
图表 20: 固收+基金转债配置或受市场强赎脉冲的影响	6
图表 21: 当季转债发行额带动固收+基金转债配置占比提升	6
图表 22: 固收+基金转债配置受市场平均转债价格影响	7
图表 23: 固收+基金转债配置受市场平均转换价值影响	7
图表 24: 沪深 300 指数与固收+基金股票配置占比呈正相关	7
图表 25: 固收+股票配置与转债配置在部分时间段呈替代关系	7
图表 26: 股市行情与固收+基金转债配置占比的关系受转债行情影响	7
图表 27: 固收+基金转债配置占比与国债利率以及信用差负相关	7
图表 28: 信用利差与固收+基金企业债配置自 2018 年以来呈正相关	8
图表 29: 固收+基金企业债配置与转债配置呈替代关系	8
图表 30: 国债利率与转债纯债价值呈负相关	8
图表 31: 基金配置转债规模与固收+基金规模	10
图表 32: 基金配置转债规模与固收+基金配置占比	10
图表 33: 2020-2022 年主要险企的资产主要由准备金组成	11
图表 34: 2022 年主要险企的资产准备金占比高	11
图表 35: 2016-2023 年保费收入同比与资金运用余额增速	11
图表 36: 2016-2023 年赔偿支出同比与资金运用余额增速	11
图表 37: 2005-2023 年保费收入增速与人均 GDP 同比	12
图表 38: 2018-2023 年国债利率与投资型保费收入	12
图表 39: 2016-2023 年保险行业监管与政策梳理	12
图表 40: 2020-2023 年主要险企准备金合计构成	14
图表 41: 2016-2023 年保费收入占比结构	14
图表 42: 2018-2023 年主要险企合计人身险保费收入结构	14
图表 43: 1999-2023 年健康险保费收入以及同比增速	15
图表 44: 专属养老险自推出以来的保费收入规模	15
图表 45: 2016-2023 年健康险以及人身险赔偿率低于财产险	16
图表 46: 2016-2023 年险资资产配置结构	16
图表 47: 2016-2023 年险资地方债配置随地方债规模增长	16
图表 48: 2016-2023 年国债利率与险资转债配置相关	17
图表 49: 2016-2023 年险资转债配置偏好偏债性转债	17
图表 50: 险资债券配置在偏股性转债市场时与转债配置为替代关系	17
图表 51: 险资股票配置与转债配置倾向呈相似趋势	17
图表 52: 2016-2023 年股市行情与险资转债配置主要呈正相关	17
图表 53: 2016-2023 年保险行业对险资配置监管要求梳理	18
图表 54: 人身险资产配置债券占比较大	20
图表 55: 财产险资产配置流动性需求较强, 较为保守	20
图表 56: 险资配置转债面值以及市值与资金运用余额增速	20
图表 57: 险资配置转债面值及市值与险资配置转债占比	20
图表 58: 企业年金建立企业与企业年金投资管理实际运作规模	22
图表 59: 企业年金缴费金额与居民人均工资收入同比增长呈正增长	22
图表 60: 企业年金缴费金额与企业年金投资收益呈正相关	23
图表 61: 企业年金领取金额受人口老龄化影响	23
图表 62: 政策推动企业年金投资管理实际运作规模增长	23
图表 63: 包含企业年金以及职业年金的第二支柱逐步替代第一支柱	24
图表 64: 目前城镇职工企业年金覆盖率仍然较低	24
图表 65: 企业年金投资管理人以保险与公募基金为主	25
图表 66: 股市对转债配置倾向的影响取决于当期转债市场行情	25
图表 67: 企业年金持有转债倾向与五年期国债利率呈负相关	25
图表 68: 企业债与可转债有替代作用	25
图表 69: 企业年金转债配置倾向受转债市场存量余额影响	25
图表 70: 政策放宽企业年金投资限制	26

图表 71: 年金配置转债面值及市值与年金投资运作规模同比增长 27

图表 72: 年金配置转债面值及市值与年金转债配置倾向 27

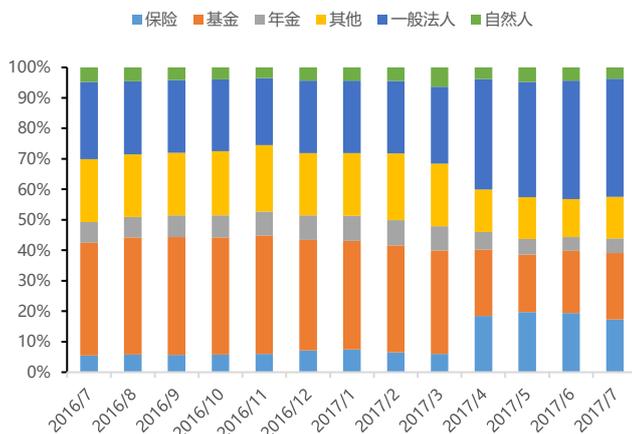
1 机构投资者持有结构变动分析

机构投资者对转债市场的定价至关重要。机构投资者是转债市场的核心参与者，机构投资者的转债投资行为对于转债市场的估值以及定价或有重要影响力。比如固收+基金对转债的配置规模 2021 年大幅上升，可能拉动了同时间段的转债估值提升，而 2023 年固收+基金对转债的配置规模受其自身规模与转债配置占比影响有所下降，从而导致转债估值下降以及转债相对于正股的弹性减小。本文希望通过历史复盘机构投资者的转债配置规模的影响因素，并对机构投资者短期以及中长期的转债配置规模做出展望，以帮助投资者更好地分析转债估值以及定价变化趋势。

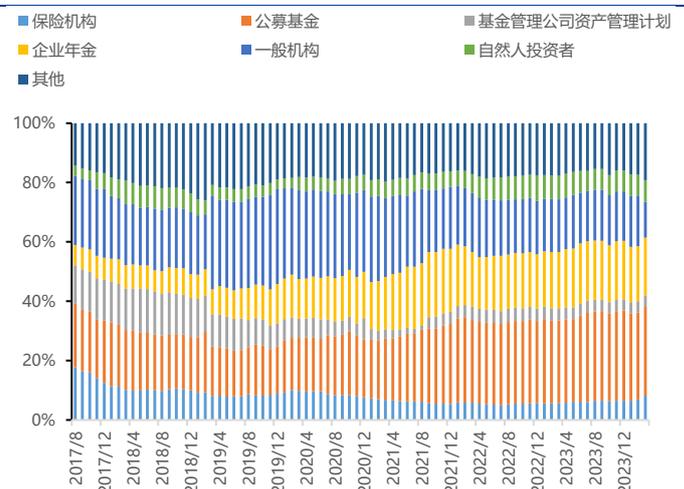
从上交所转债持有者结构来看，近年来公募基金和企业年金持仓占比体现震荡上行的趋势，成为主要的机构投资者，而一般机构和自然人的占比趋于下滑。上交所以及深交所披露可转债持有人的时间以及指标不同，我们对上交所以及深交所披露的可转债持有规模分别核算。在上交所转债持有面值结构中，2017 年 8 月以来持有转债面值占比较高的一般机构人（23.34%）以及基金管理公司资产管理计划（12.90%）的持有转债面值占比震荡下行，目前持有转债面值占比仅分别为 12.12%以及 3.88%。而公募基金以及企业年金转债持仓占比则总体呈现大幅上升的趋势，从 2017 年 8 月的 21.41%以及 6.80%分别上升至 29.89%以及 19.43%，成为目前上交所持仓转债面值最高的两类持有人。保险机构转债持仓占比有所减少，从 2017 年 8 月的 17.81%下降至 2024 年 3 月的 8.22%。

从深交所转债持有者结构来看，公募基金以及企业年金持仓占比稳步提升，保险持仓占比大幅下滑后保持平稳。根据深交所披露的转债持有人市值结构信息，基金以及企业年金转债市值持仓占比同样大幅上升，从 2019 年 5 月的 17.09%以及 8.66%分别提升至 2024 年 3 月的 29.28%以及 14.27%，并且是目前深交所持仓转债市值最高的两类持有人。同时，保险机构转债市值持仓占比于 2019 年 9 月大幅下降后保持平稳，目前占比为 4.96%。深交所转债市值持仓占比较大的自然人投资者以及一般机构有所上升，从 13.54%以及 9.66%分别提升至 18.40%以及 10.35%。而其余深交所转债市值持仓占比下降较为明显的持有人为基金专户以及券商自营，目前占比分别为 3.30%以及 4.78%。

图表 1: 2016 年 7 月-2017 年 7 月上交所转债持有人结构 (面值)



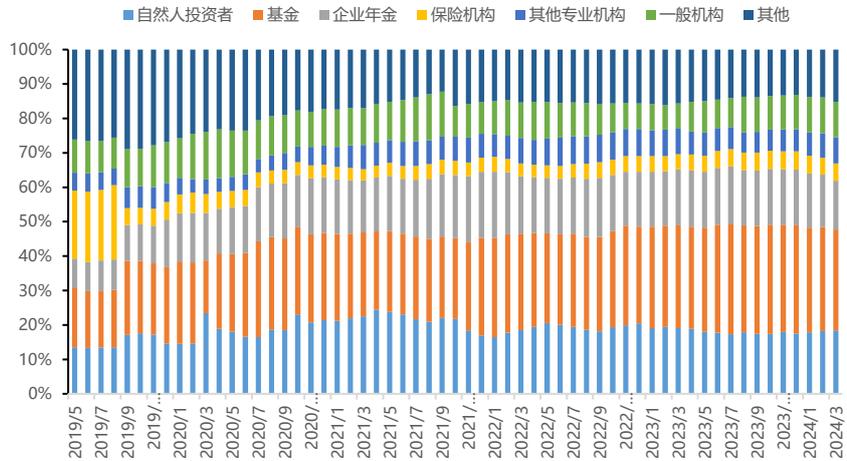
图表 2: 2017 年 8 月-2024 年 3 月上交所转债持有人结构 (面值)



来源：上交所信息网，深交所信息网，iFind，华福证券研究所

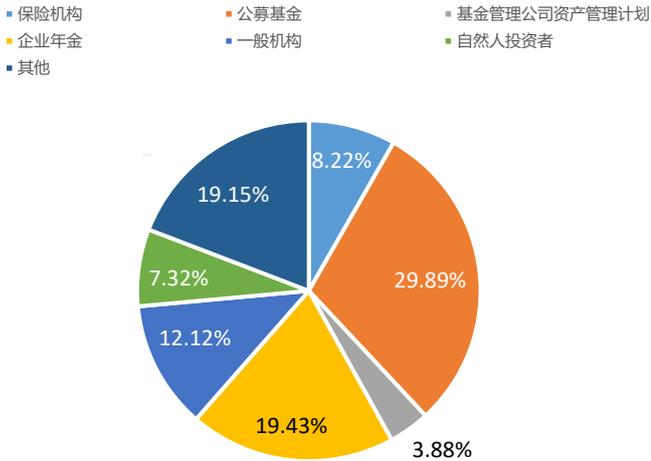
来源：上交所信息网，深交所信息网，iFind，华福证券研究所

图表 3：2019 年 5 月-2024 年 3 月深交所转债持有人结构（市值）



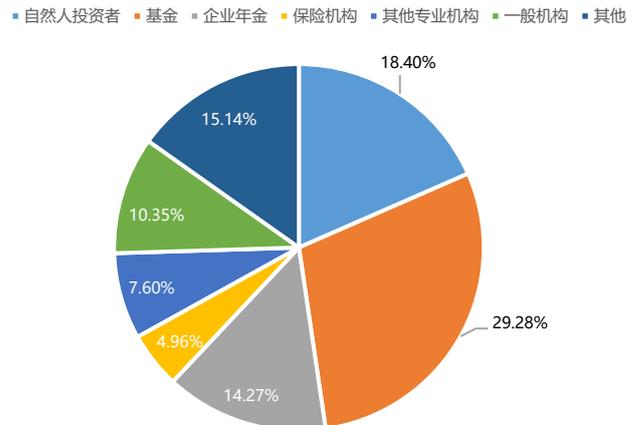
来源：上交所信息网，深交所信息网，华福证券研究所

图表 4：2024 年 3 月上交所转债持有人结构（面值）



来源：上交所信息网，深交所信息网，iFind，华福证券研究所

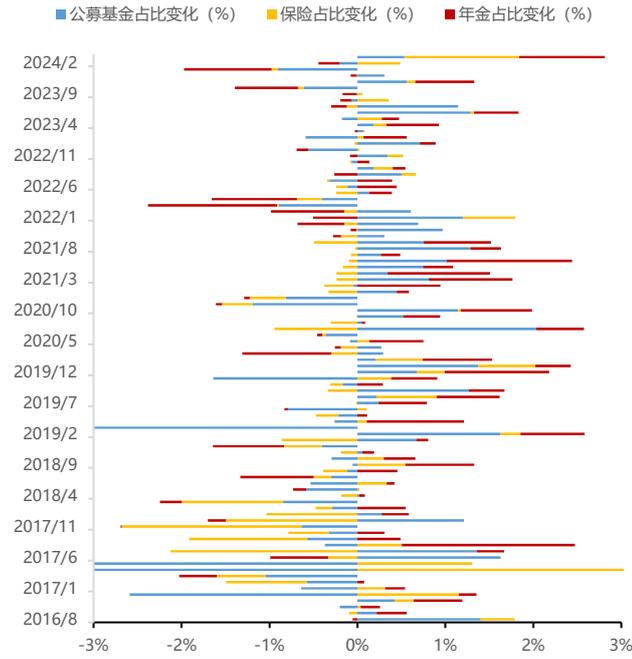
图表 5：2024 年 3 月深交所转债持有人结构（市值）



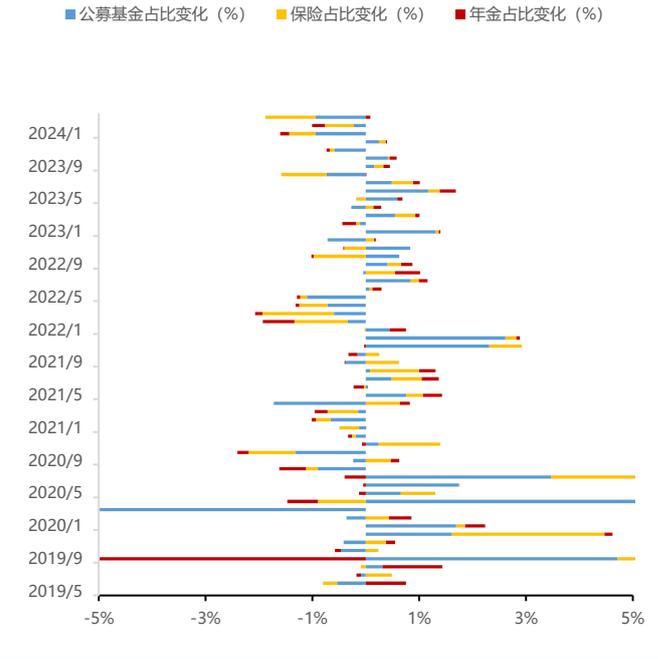
来源：上交所信息网，深交所信息网，iFind，华福证券研究所

图表 6：上交所公募基金、保险以及年金转债占比变化（面值）

图表 7：深交所公募基金、保险以及年金转债占比变化（市值）

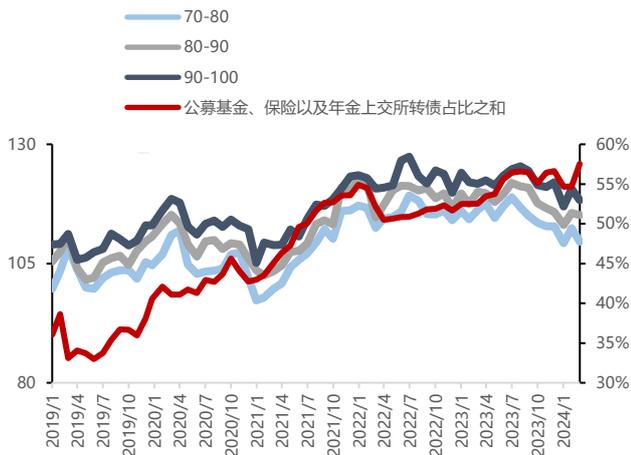


来源：上交所信息网，深交所信息网，华福证券研究所



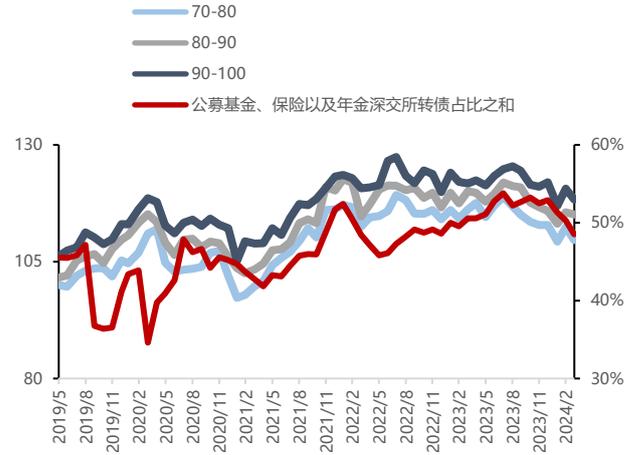
来源：上交所信息网，深交所信息网，华福证券研究所

图表 8：上交所公募基金、保险及年金转债占比与转债估值正相关



来源：上交所信息网，深交所信息网，华福证券研究所

图表 9：深交所公募基金、保险及年金转债占比与转债估值正相关



来源：上交所信息网，深交所信息网，华福证券研究所

因为公募基金、企业年金以及保险机构转债持仓占比较高，因此或对转债估值的定价能力较强，且公募基金、企业年金以及保险的转债持仓占比趋势不尽相同，所以下文主要分析和预判这三类金融机构的转债配置趋势。

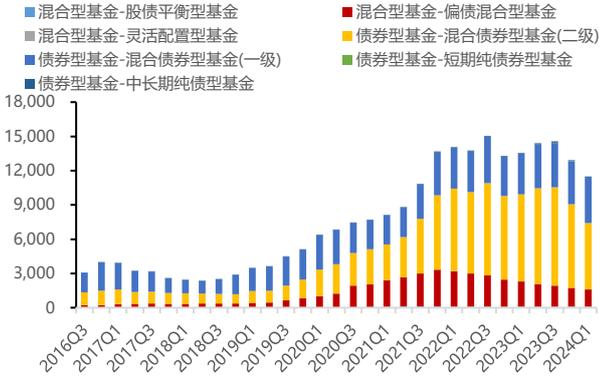
2 公募基金配置转债的历史复盘与归因分析

2.1 固收+基金规模的影响因素

2.2.1 固收+基金规模与业绩的相关性较大，在资管新规施行前后经历高速增长

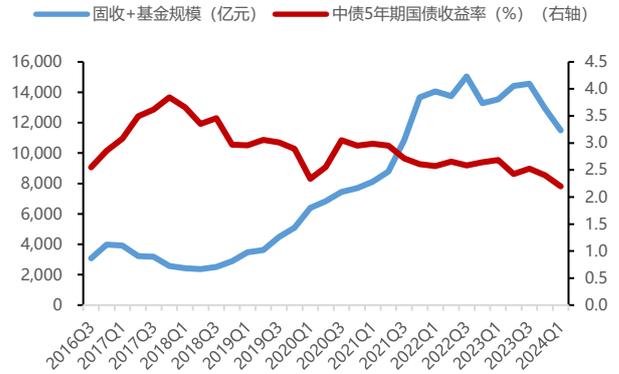
期

图表 10: 一级及二级混合债券型基金带动固收+基金规模快速上涨



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 11: 固收+基金规模与 5 年期国债利率中长期呈负相关性



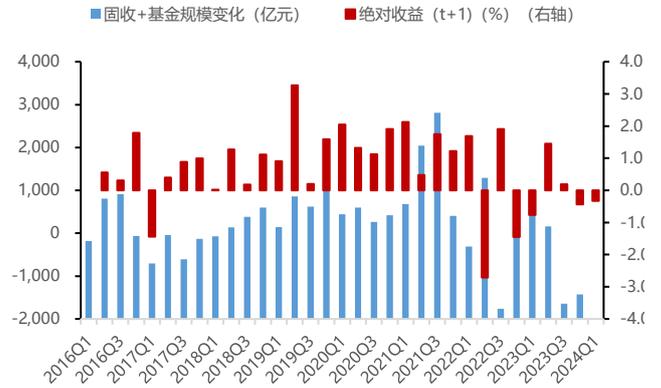
来源: Wind, 华福证券研究所

图表 12: 固收+基金规模与沪深 300 指数呈一定正相关性



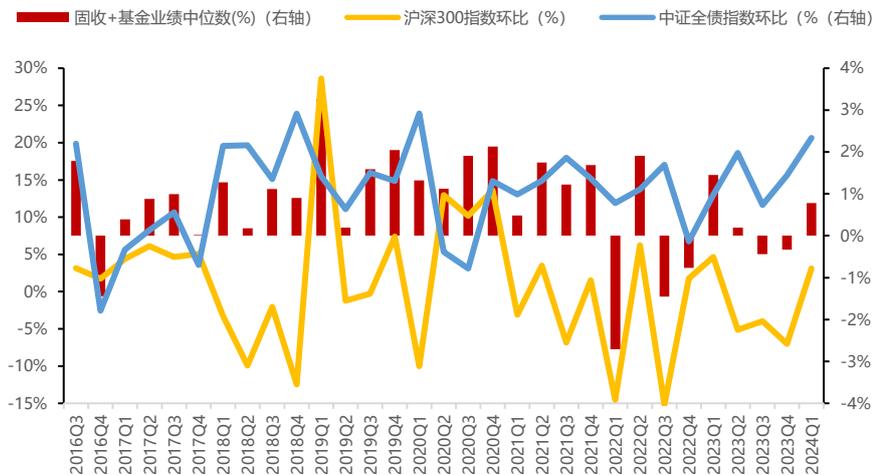
来源: iFind, 华福证券研究所

图表 13: 固收+基金规模变化与绝对收益呈正相关



来源: iFind, 华福证券研究所

图表 14: 固收+基金业绩由债市以及股市行情表现共同驱动



来源: iFind, 华福证券研究所

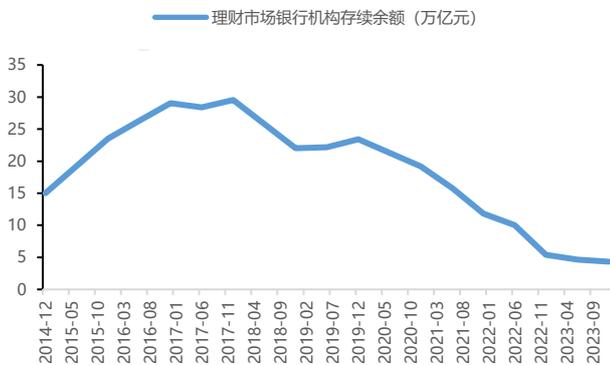
图表 15: 政策监管规范理财产品、委外业务以及货币市场基金

时间	政策标题	政策内容
----	------	------

2018年4月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	<ol style="list-style-type: none"> 1) 金融机构应当加强投资者教育, 不断提高投资者金融知识水平和风险意识, 向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的理念, 打破刚性兑付。 2) 金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理, 净值生成应当符合公允价值原则, 及时反映基础资产的收益和风险。 3) 明确禁止资产管理产品直接或间接投资于以下资产: 一是非标准化商业银行信贷资产及其收益权。已经投资的纳入金融机构的合并财务报表范围, 进行风险加权资产计量和资本计提, 并在过渡期内进行清理规范。二是非金融机构发行的资产管理产品或者管理的金融资产。三是法律法规和国家政策禁止进行债权或者股权投资的行业和领域。 4) 金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算, 不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。
2018年7月	《关于规范理财债券基金业务的通知》	对存量短期理财债基提出规范性要求, 委外和定制类货币基金遭严格限制, 规模面临大幅缩水, 除采取发起式形式外, 还要求摊余成本对组合资产进行会计核算, 提升估值透明度, 且投资范围大幅压缩, 委外基金吸引力降, 风险准备金与基金规模高度挂钩。
2022年8月	《国际金融报》基金公司监管部门窗口指导	固收+产品权益投资占比必须在10%-30%, 如果权益投资超过30%, 则这类产品不能被称作“固收+”, 同时也不能按照“固收+”的特征进行宣传。

资料来源: 中国政府网, 国际金融报, 华福证券研究所整理

图表 16: 银行理财产品余额在 2018 年后持续下降



来源: iFind, 华福证券研究所

图表 17: 银行理财收益在 2018 年后持续下降



来源: iFind, 华福证券研究所

固收+基金规模主要受绝对收益影响: 固收+基金规模的需求在 2016-2021 年期间飞速增长主要由于其自身原因、市场行情原因以及投资者替代理财产品的监管。固收+基金自身绝对收益在 2019 年至 2021 年期间显著为正, 或吸引资金增配固收+基金。而 22 年以来固收+基金绝对收益较低且波动较大, 导致固收+基金规模总体呈震荡下降趋势。

国债利率下行与股市指数的持续景气同时带动固收+基金规模快速上升: 固收+基金主要投资于债券市场以及股票市场, 因此固收+基金的业绩主要由债市行情以及股市行情驱动。理论上国债利率的下行带动债市牛市行情, 从而使投资于债市的固收+基金业绩上升, 股市指数的持续景气会使固收+基金增强相较于纯债型基金的业绩弹性。从历史相关性来看, 固收+基金根据债市以及股市行情表现决定其配置比例, 因此固收+基金的业绩在不同时期与不同资产行情呈现较强的相关性。2018Q2 之前,

由于股指持续下跌，固收+基金业绩与同时期债券呈现较强相关性，业绩小幅上行；2018Q2 之后，由于 2018 年-2020 年间股票市场行情表现大涨，固收+基金逐步增配股票，且股指涨跌幅波动性远大于债指涨跌幅波动性，固收+基金业绩波动主要受股指影响。但在部分股指下跌的时间段（如 2020Q1 以及 2021Q3），债指明显上涨，因此固收+基金业绩下跌幅度较小。2022 年以来股指持续下跌，债指处于震荡行情，因此固收+基金业绩震荡下行带动其总体规模有所下滑。

以资管新规为代表的监管政策限制与固收+基金构成竞争关系的相关理财产品：2018 年 4 月出台的资管新规限制保本理财产品以及涉及资金池业务的信托理财产品的推出，带动以保本为主的银行理财产品持续下降。同时通过限制非标资产的投资导致银行理财产品的收益率不断下降，因此固收+基金相对于银行以及信托理财产品等替代资产的吸引力加大。其余监管政策对委外业务以及货币市场基金的监管力度加大，同样导致固收+基金替代资产的规模受到影响，变相利好固收+基金规模的增长。

2.2.2 固收+基金以及转债型基金规模取决于股市以及转债市场行情

从历史数据来看，固收+基金规模和固收+基金的绝对收益相关性较强。固收+基金的绝对收益近两年来呈现震荡下行趋势且 2023 年下半年固收+基金绝对收益均为负，因此固收+基金规模近两年来同样呈现震荡为负的趋势。如果股市以及转债市场中期内明显回暖，在中长期国债利率中枢预计持续下降的情况下，固收+基金的投资收益或将显著回暖，进而带动基金规模预计上行。

2.2 固收+基金配置转债偏好分析

2.3.1 固收+基金转债配置与市场平均转换价值呈负相关，且将公司信用债视为替代资产

图表 18: 固收+基金转债配置比例受混合一级及二级影响不断增长



来源: iFind, 华福证券研究所

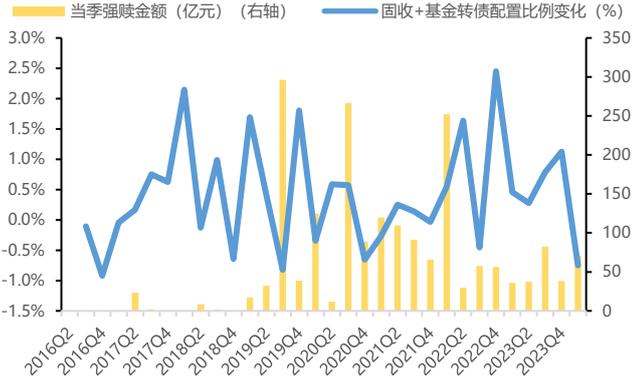
图表 20: 固收+基金转债配置或受市场强赎脉冲的影响

图表 19: 转债存量规模带动固收+基金转债配置比例上升

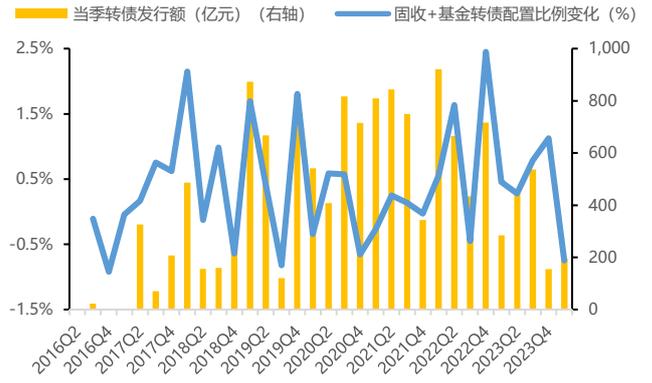


来源: iFind, 华福证券研究所

图表 21: 当季转债发行额带动固收+基金转债配置占比提升



来源: iFInd, 华福证券研究所



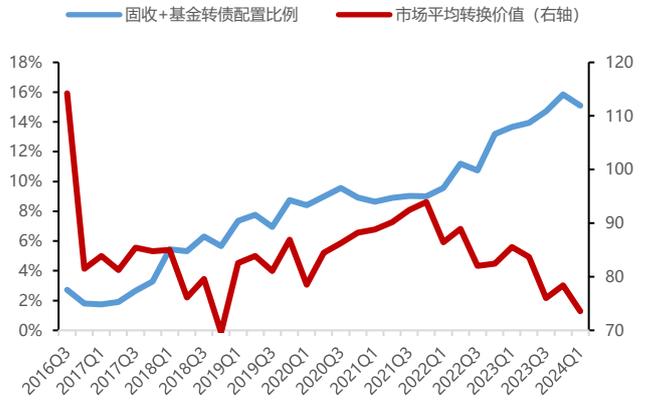
来源: iFind, 华福证券研究所

图表 22: 固收+基金转债配置受市场平均转债价格影响



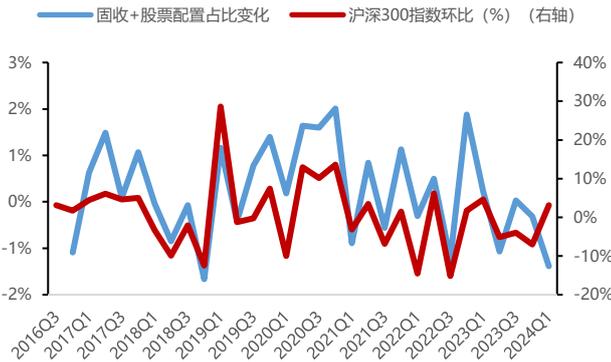
来源: iFInd, 华福证券研究所

图表 23: 固收+基金转债配置受市场平均转换价值影响



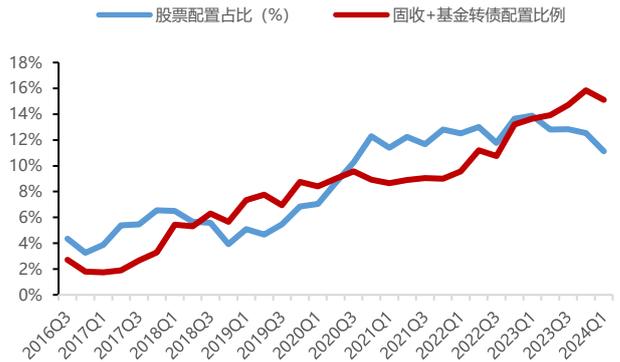
来源: iFind, 华福证券研究所

图表 24: 沪深 300 指数与固收+基金股票配置占比呈正相关



来源: iFind, 华福证券研究所

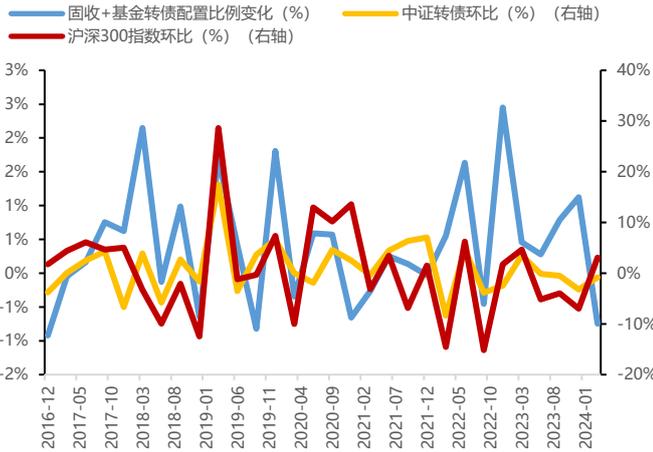
图表 25: 固收+股票配置与转债配置在部分时间段呈替代关系



来源: iFInd, 华福证券研究所

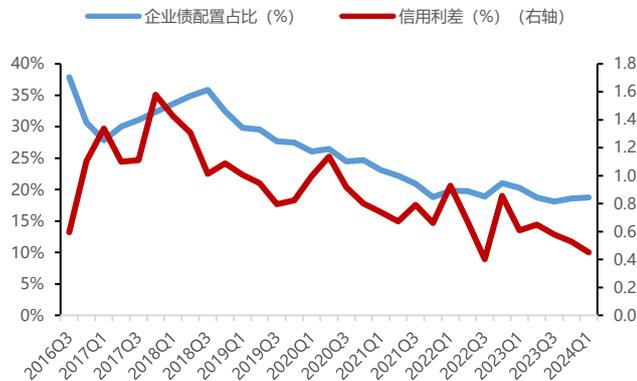
图表 26: 股市行情与固收+基金转债配置占比的关系受转债行情影响

图表 27: 固收+基金转债配置占比与国债利率以及信用差负相关



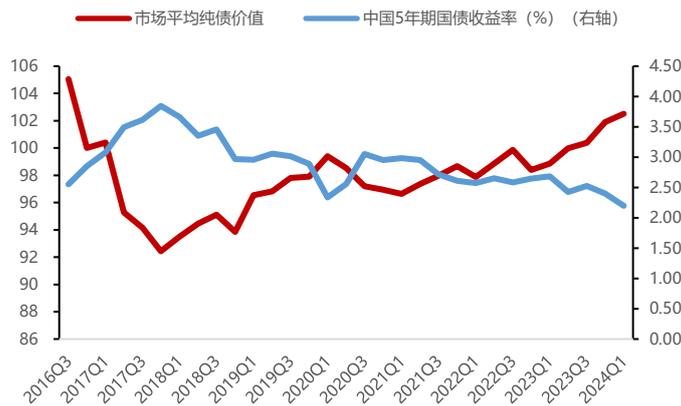
来源: iFind, 华福证券研究所

图表 28: 信用利差与固收+基金企业债配置自 2018 年以来呈正相关

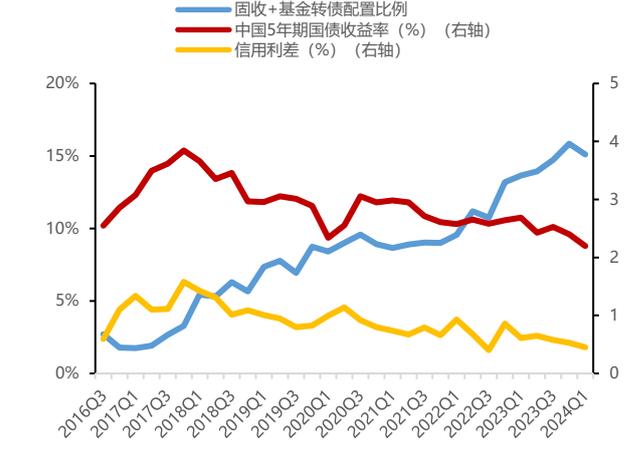


来源: iFind, 华福证券研究所

图表 30: 国债利率与转债纯债价值呈负相关

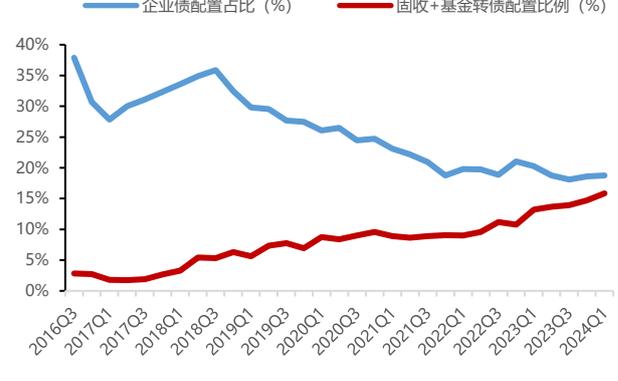


来源: 上交所信息网, 深交所信息网, iFind, 华福证券研究所



来源: iFind, 华福证券研究所

图表 29: 固收+基金企业债配置与转债配置呈替代关系



来源: iFind, 华福证券研究所

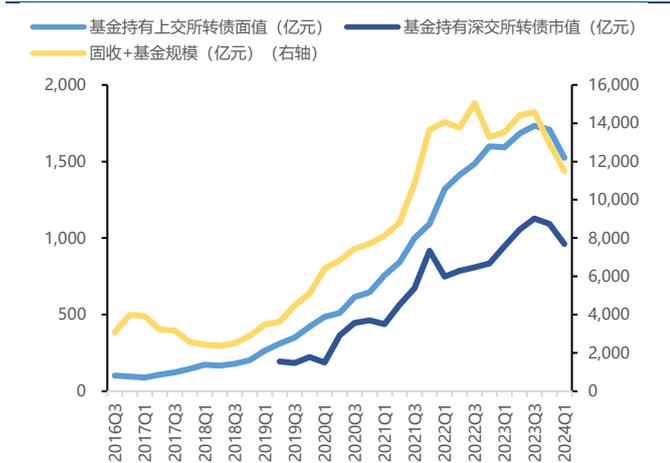
从固收+基金中的不同基金转债持仓来看, 固收+基金转债持仓主要由混合一级债券型基金的转债持仓以及混合二级债券型基金的转债持仓组成。2016 年以来固收+基金转债配置比例总体呈现上升趋势, 主要由于混合二级债券型基金转债持仓大幅上升。固收+基金的转债配置比例受转债市场因素、债券以及股票市场行情对转债的影响以及替代资产的变化。

- **转债市场平均转换价值以及存量余额影响固收+转债配置：**在转债市场结构方面，固收+基金转债配置占比受转债市场平均转换价值以及市场平均价格影响。偏债性转债市场能在市场波动时提供一定价格稳定性，回撤较为可控，而偏股性市场能在正股市场行情表现较好且投资者风险偏好较高时给予一定的收益弹性。因此我们认为固收+基金对转债的偏好可能在不同的市场环境下有所差异：偏好于在股市呈牛市状态时配置偏股性转债以提升其收益弹性回报，而在市场波动较大时配置低价偏债性转债。从历史数据中可以看出，在 2019-2020 年期间权益市场牛市，投资者风险偏好较高时，市场平均转换价值以及市场平均转债价格上涨带动固收+基金转债配置上升。而在 2021 年及以后权益市场呈震荡下行，投资者风险偏好有所下降，因此投资者较为偏好低价偏债性市场，市场平均转换价值以及平均转债价格的下降带动固收+基金转债配置占比上升。同时由于固收+基金的转债持仓需求占转债市场总体存量余额的较大部分，固收+基金的转债配置比例受转债市场存量规模的影响，转债市场存量规模变化又受当季转债强赎金额以及当季转债发行金额影响。当转债市场当季强赎金额较少且发行金额较大时，转债市场总体存量规模较高，固收+基金对转债的配置需求较容易得到满足，因此固收+基金转债配置比例有所上升。历史数据显示转债市场存量规模 2018-2020 年期间的飞速增长带动固收+基金转债配置比例高速增长，这主要是由转债市场的新发行量较高。在部分转债市场强赎金额较低的季度，固收+基金转债配置占比提升更为明显。而近 2 个季度发行量下降带动的转债存量规模下降也一定程度上导致固收+基金转债配置比例下降。
- **国债利率下降与转债正股上涨带动固收+转债配置：**在债券以及股票市场行情对转债的影响方面，国债利率与转债债底价值理论上呈负相关，国债利率的下降促进转债债底价值的提升。固收+基金强调绝对收益以及对风险的控制。转债对于固收+基金而言具有进可攻退可守的风险特征优势，因此固收+基金注重转债投资的安全性，而以纯债价值测量的债底就是评估转债安全性的重要指标。我们认为这就是国债利率与固收+转债配置呈现负相关的主要原因，国债利率的下降增强了转债的安全垫，从而带动风险偏好较低的固收+基金配置。股市行情带动的转债正股上涨提升固收+基金转债配置比例，尤其是 2017 年以及 2019 年至 2020 年时段中转债市场指数与股指同时上涨，且转债上涨弹性较大，从而带动固收+基金转债配置比例快速上涨。
- **企业债以及股票与转债配置有一定替代关系：**替代资产方面，固收+基金的债券配置中企业债与转债呈替代资产关系，因此企业债信用利差与固收+基金的转债配置负相关。当企业债信用利差下降时，固收+基金通过持有信用债获得的收益率下降，从而导致固收+基金信用债配置下降以及转债配置上升。从历史数据来看，信用利差从 2018 年开始下降与固收+基金转债配置比例开始大幅上升的时间相吻合。同时，2018 年以来固收+基金企业债配置随着信用债利差主要呈下降趋势，而固收+基金的企业债配置与转债配置主要呈负相关，由此我们认为固收+基金转债配置与信用利差呈负相关。由于固收+基金于 2022 年 8 月设置的监管要求为权益投资占比为 10-30%，其中权益资产包含转债配置与股票配置。2022 年以来固收+基金转债配置比例较高，转债配置与股票配置逐渐呈现替代效应。转债市场回撤相对较为可控，因此转债市场相较于股市具有抗跌性优势，带动固收+基金转债配置比例在权益市场回调时持续上升。而 2024Q1 转债市场的抗跌性优势减弱，转债市场行情表现不如股市行情表现，转债的波动性超过股市波动性，因此固收+基金转债配置比例有所下滑，从而

历史数据来看，固收+基金股票配置占比与转债配置占比自 2022Q4 以来呈一定负相关。

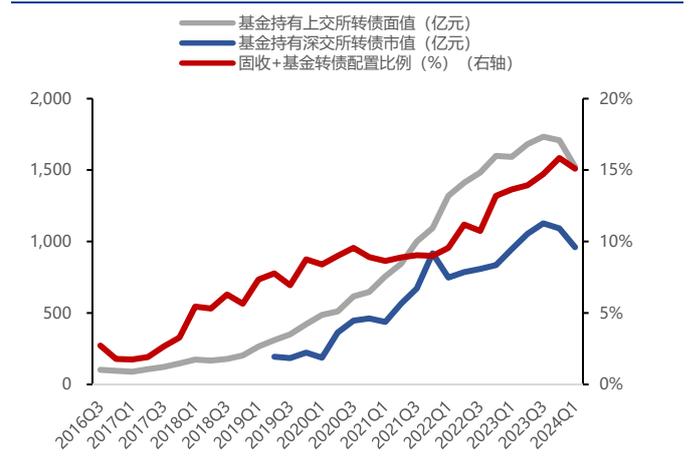
2.3 历史复盘

图表 31: 基金配置转债规模与固收+基金规模



来源: 上交所信息网, 深交所信息网, iFind, 华福证券研究所

图表 32: 基金配置转债规模与固收+基金配置占比



来源: 上交所信息网, 深交所信息网, iFind, 华福证券研究所

- 固收+基金的定义为主要投资于固定收益资产，同时也投资于权益类资产、商品、外汇等其他类型的金融产品。根据 2022 年 8 月监管定义，固收+基金的权益类资产占比需要介于 10%-30%之间，其中权益类资产包含股票以及可转债等含权类资产。固收+基金是公募基金中配置转债的核心产品类型，转债持仓水平较高，固收+基金的转债持仓规模占所有基金转债持仓规模的 60%以上，部分时间段高达 80%，因此固收+基金是我们主要的研究对象。复盘历史，不同时间段的固收+基金以及转债型基金配置转债规模呈现不同趋势：

- 2016 年 Q3-2021 年 Q4，基金持有转债规模呈现快速上涨趋势：**我们认为主要由固收+基金规模以及固收+基金转债配置占比同时驱动。规模方面，2016-2021 年期间固收+基金产生较高收益，在国债利率持续下行以及权益市场产生一定收益的行情下，更符合投资者的需求。监管机构颁布资管新规，增强对理财产品等固收+基金的替代资产严格监管，带动投资者对固收+基金的需求。转债市场大量转债新发行带动转债市场存量余额上涨，成功承接了固收+基金的增配需求。股市方面，2017-2018 年转债市场行情表现优于股票市场行情且转债波动性较低，带动转债配置倾向上行。2019-2021 年股票牛市带动的转债正股大幅上涨，转债在此次上涨行情中与正股弹性相当，转债配置倾向持续上升趋势。债市方面，国债利率与信用利差自 2018 年以来总体呈现下行趋势共同促进固收+基金加大对转债资产的配置。

- 2021 年 Q4-2023 年 Q3，基金持有转债规模维持上升趋势，但斜率有所放缓：**固收+基金规模在此期间开始震荡回落，固收+基金对转债配置受转债市场估值处于高位的影响，两方面原因导致 2022 年基金增配转债的斜率有所放缓；进入 2023 年，股票市场情绪企稳，转债估值回落至合理区间，此时国债利率以及信用利差持续下降，变相增加了转债作为替代资产的性价比，因此 2023Q1-

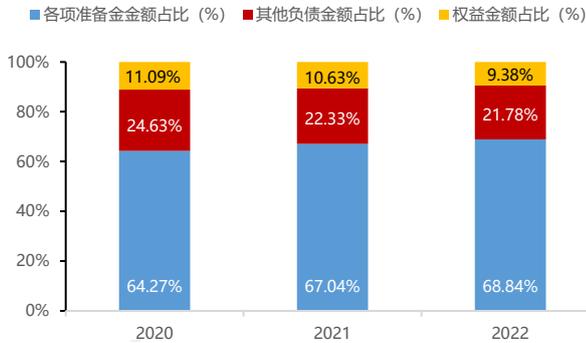
2023Q3 固收+基金转债配置占比提升。

-
- **2023 年 Q3-2024 年 Q1，基金持有转债规模呈回落趋势：**其中固收+基金规模均呈现回落趋势，主要由于固收+基金的绝对收益回落。股市以及转债市场均处于调整状态，导致固收+基金负债端的压力增大。

3 保险配置转债的历史复盘及归因分析

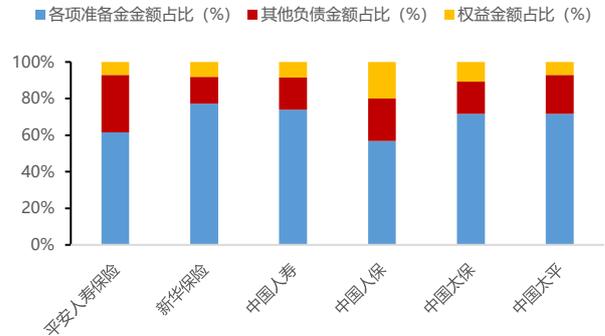
3.1 保险资金运用余额的影响因素

图表 33：2020-2022 年主要险企的资产主要由准备金组成



来源：iFind，公司年报，华福证券研究所

图表 34：2022 年主要险企的资产准备金占比高



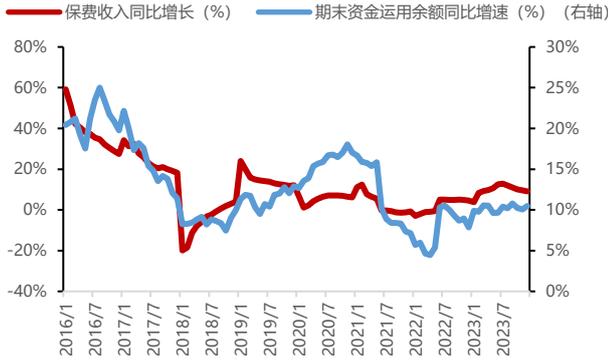
来源：iFind，公司年报，华福证券研究所

从主要险企的负债以及权益结构来看险企资产构成，险企的资产主要由负债项中的各项准备金组成，因此险资的资产运用余额增速主要取决于准备金增速。险资的准备金主要包括用于保证在保险合同有效期内承担未到期责任而设立的未到期责任准备金、用于处理未来可能发生的未决赔偿而设立的未决赔偿准备金、用于满足寿险合同长期责任的寿险准备金以及单独设立用于满足长期健康险长期责任的长期健康险准备金。四种用于满足保险责任的准备金收入均大部分来自保费收入，并且在面对未来保险合同索赔时，险企主要从准备金中偿付保险索赔。因此，准备金的增速主要取决于保费收入以及保险赔偿索赔。

3.1.1 宏观经济指标与保险行业监管政策共同影响历史保费收入增速

图表 35：2016-2023 年保费收入同比与资金运用余额增速

图表 36：2016-2023 年赔偿支出同比与资金运用余额增速



来源: iFind, 华福证券研究所



来源: iFind, 华福证券研究所

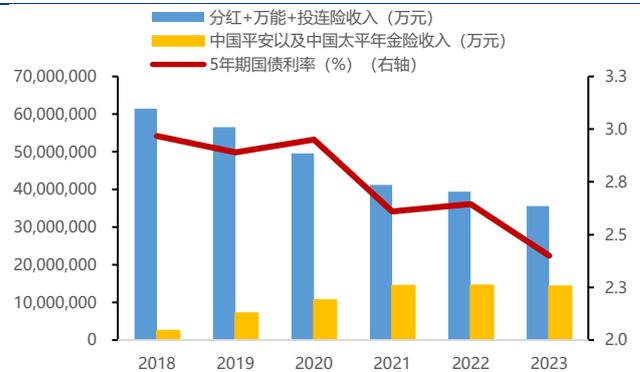
保费收入与资金运用余额增速走势相关性较强，保费赔偿支出在部分年份改变资金运用余额增速走势。保费收入增速与期末资金运用余额增速除 2020 年至 2021 年外均与资金运用余额增速呈现正向关系，而 2020 年至 2021 年资金运用余额增速上升主要是由于保险赔付支出于 2020 年明显下滑带动资金运用余额增速上升，而后于 2021 年维持较高增速带动资金运用余额增速显著下滑。2023 年保险资金运用余额增速维持在 10% 左右略有下滑，主要由于保费收入维持在 13% 左右，而保费赔偿支出在低基数下有所增长。因此保费收入以及保费赔偿支出同比增长与保险资金运用余额增长有较强联系。其中保费收入分为以保障预防型为目的的传统型保险产品收入，如健康险、财产险等，以及以财富增值为目的的投资型保险产品收入，如分红险、万能险及投连险等。不同于公募基金，保费收入中的传统型保险产品收入以保障为主要目的以期在特定事件发生时获得固定赔偿金额以及预定利率，因此传统型保险产品收入受到绝对收益的影响较小。投资型保险产品收入则有部分以财富增值为目的的配置需求，由于险资产品大部分投资于固定收益资产，绝对收益主要受债券市场影响，因此投资型保险产品收入主要与国债利率有关。而保险赔偿支出则与社会因素（如人口老龄化）、突发事件（如自然灾害、气候因素）以及保险产品结构较为相关。同时监管措施中 2019 年最高法院下发的《关于授权开展人身损害赔偿标准城乡统一试点的通知》在统一城乡赔偿标准的同时导致了赔偿标准的整体提升。

图表 37: 2005-2023 年保费收入增速与人均 GDP 同比



来源: iFind, 华福证券研究所

图表 38: 2018-2023 年国债利率与投资型保费收入



来源: 公司年报, iFind, 华福证券研究所

图表 39: 2016-2023 年保险行业监管与政策梳理

时间	政策标题	政策内容	影响分析
2016 年	全面落实“保险业姓	近期保险业连续暴露出集中举牌、跨领域或跨境并购、激	总量严监管

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/878076013013006074>