

■拆解上市险企的 2023①

应对利率环境变化 上市险企集体调整关键假设

◎记者 何奎

面对市场利率中枢持续下行“大考”，调整经济假设成为上市险企普遍的选择。2023 年，A 股 5 大上市险企集体下调寿险经济假设，投资收益率假设均下调到 4.5%，风险贴现率假设下调到 8%至 9.5%区间，而上一次的普遍调整则是在 7 年前。

在业内人士看来，上市险企适应市场环境变化合理审慎调整经济假设，并不影响险企经营的基本面，反而内含价值和新业务价值指标可信度会随着假设调整提升。未来，“利差损”依旧是困扰险企长期健康发展的行业共性问题，资产负债匹配管理能力强的险企更具长期优势。

经济假设两大指标下调

2023 年 A 股 5 大上市险企年报显示，各险企投资收益率假设普遍从 5%下调到 4.5%，风险贴现率假设从 10%至 11%区间调降到 8%至 9.5%区间。投资收益率假设和风险贴现率假设均属于经济假设。

部分业务投资收益率假设也下调至同一水平。中国平安下调寿险及健康险业务内含价值长期回报率假设至 4.5%，中国人保下调传统险投资收益率假设至 4.5%，新华保险下调非投资连结型寿险资金投资回报率假设至 4.5%，中国太保下调长期险业务投资收益率假设至 4.5%，中国人寿下调投资回报率假设至 4.5%。

不过，各家机构风险贴现率假设调整幅度不一。中国平安风险贴现率假设从 11%下调至 9.5%，中国人寿从 10%下调至 8%，中国人保从 10%下调至 9%，中国太保和新华保险均从 11%下调至 9%。

上市险企选择下调经济假设，主要是应对市场利率中枢持续下行的环境变化。据东吴证券非银金融团队测算，2023 年上半年，A 股上市险企平均净投资收益率约 3.76%，总投资收益率约 3.66%，与 5.0%的内含价值长期投资收益率假设差距分别达到 1.24 个百分点和 1.34 个百分点。投资收益率假设和风险贴现率假设均面临下调压力。

针对经济假设调整，中国平安首席财务官张智淳在业绩发布会上解释称，因为对公司内含价值有下降压力，此次调整相比以往更加合理审慎。投资收益率调整充分考虑市场环境的变化，寿险是长期业务，投资回报注重长期；风险贴现率的调整充分考虑匹配模型，以及中国精算师协会关于投资收益率和风险贴现率之间的联动测试机制。

价值指标可信度提升

对于险企而言，投资收益率假设和风险贴现率假设是其内含价值以及新业务价值测算的重要指标。投资收益率下调，险企内含价值和新业务价值均下降；风险贴现率下

调，险企内含价值和新业务价值均上升。

在业内人士看来，内含价值是指在充分考虑总体风险的情况下，分配给适用业务的资产所产生的股东现金流的现值，因此可以用于评估险企真实经济价值；新业务价值是由新业务活动所创造的价值增量，可以用于观察险企的成长性和长期盈利能力。

经济假设下调会给险企带来哪些影响？招商证券非银金融研究团队认为，投资收益率假设和风险贴现率假设的联动下调将起到一定程度的对冲作用，如果风险贴现率下调幅度大于投资收益率，对内含价值的负面影响将更小。整体而言，在利源结构中利差占比越高的产品和公司对投资收益率和风险贴现率假设的调整越敏感。

上市险企对经济假设进行调整，通常是市场环境和预期发生较大变化，通过合理调整假设可以提升险企内含价值和新业务价值等价值指标的可信度。

招商证券非银金融研究团队表示，保险公司采用激进假设，如过高的长期投资收益率和过低的风险贴现率，将会使险企承担较大的投资风险，一方面导致当期内含价值和新业务价值“虚高”；另一方面也会降低“利差益”，使得未来年度内含价值和新业务价值逐步衰减并压缩利润空间。因此，投资收益率和风险贴现率假设的合理性，对提高险企评估价值的可信度，对险企短、中、长

期持续经营都具有重要意义。

经济假设调整不影响险企基本面

在业内人士看来，时隔 7 年后，上市险企再次选择调整经济假设，主要是适应市场环境变化，调整只改变财务数据的表现结果，对险企自身经营影响不大。长期来看，在市场利率下行环境中，负债端产品销售增量和产品结构优化，以及资产端投资收益表现才是险企价值的决定因素。

近年来，市场利率中枢下行速度较快，而具有刚性兑付属性的存量高利率保单给险企带来“利差损”压力。中国人寿总裁利明光表示，绝大部分长期的保险业务与利率是息息相关的，所以寿险行业经营的一个非常重要的任务是利率风险管理。

周期，是任何一个经济体和企业都无法逃避的历史规律。中国平安联席首席执行官、副总经理郭晓涛近期在接受记者专访时说：“寿险是长周期行业，都会碰到利率上行和利率下行。得益于优秀的资产负债管理，我们的资产负债久期敞口只有三年，优于行业平均水平，因此不用过多担心‘利差损’风险。”

展望未来，寿险行业仍有望出现负债端和资产端的共振回暖。国泰君安非银金融研究团队认为，当前寿险行业负债端得益于居民旺盛的保本储蓄需求，仍然维持较高的景气度；资产端随着经济预期逐步向上，预计投资收益将实现明显改善。

■勇立潮头 竞逐世界一流湾区⑤



惠州仲恺高新技术产业开发区电子企业集聚区·新华社区

迈向价值链中高端 粤港澳大湾区制造业动能澎湃

◎周亮

近年来，粤港澳大湾区制造业加速迈向全球价值链中高端；以科技创新推动产业创新，突破一批关键核心技术和产品，满足日益升级的国内外市场需求；以数字化智能化赋能制造业，引导制造业数字化转型从“点”延伸成“链”、拓展到“面”，推动人工智能赋能新型工业化，加快生产方式绿色转型，形成绿色生产力。

加大研发投入 转型升级蹄疾步稳

十年累计研发费用超1万亿元，华为最新的“成绩单”令人感叹。不久前华为披露 2023 年财报显示，2023 年研发投入达到 1647 亿元，占全年收入的 23.4%，十年累计投入的研发费用超过 11100 亿元。

据比亚迪 2023 年财报，去年，公司实现营收 6023.15 亿元，同比增长 42.04%；实现归母净利润 300.41 亿元，同比增长 80.72%；经营性现金流净额达 1697.25 亿元，均创历史新高。

2023 年比亚迪全球销量超过 300 万台，是全球第一大新能源车企。强劲的增长势头，背后是强大的技术优势。2023 年，比亚迪研发投入近 400 亿元，同比增长 97%。

年投入研发超百亿元的企业还有美的集团。2023 年，美的集团研发投入超过 140 亿元。2021 至 2023 年，美的集团研发投入合计超过 390 亿元。截至 2023 年 12 月，公司在全球拥有研发人员超过 2.3 万名，占非生产人员比例超过 50%。

2023 年，大湾区研发投入强度为 3.4%，接近美国（2022 年为 3.45%）的研发投入强度，研发经费投入、发明专利有效量、PCT 国际专利申请量等主要科技指标均保持国内首位。

南粤大地上，通过加大研发投入、进行求新求变的故事随处可见。大到汽车和装备制造，小到珠宝首饰乃至日常的消费品，大湾区制造业转型升级的步伐蹄疾步稳。近年来，聚焦构建更具国际竞争力的现代化产业体系，广东不断增厚夯实制造业“家当”。目前，20 个战略性新兴产业集群占全省 GDP 比重已超四成。

依托创新能力 产业竞争力不断提升

依托不断提升的创新能力，粤港澳大湾区产业竞争力也在不断提升。

伶仃洋畔，紧靠深中通道的港资企业鸿利达中山工厂内，作业机器的指示灯频频闪烁，多辆机器车正在注塑设备之间穿梭。依靠数字化技术，自主移动机器人在厂区内沿着规划路线有条不紊地运行，让这座“黑灯工厂”实现从上料、零件加工到物流全流程无人化生产。

鸿利达在广东已耕耘多年。随着广东制造业的升级和粤港澳大湾区的发展，鸿利达与合作伙伴香港生产力促进局协同研发了基于人工智能的数字化管理系统，实现了产品从研发到量产的全流程数字化。

深入参与大湾区制造业转型升级的进程，以鸿利达为代表的港澳企业正在发展中获得红利。“公司 2023 年人均营收比 2018 年提升约 138%，产值大幅增加，利润也有明显提升。”鸿利达集团创始人、行政总裁蔡俊杰说。

制造业是实体经济的“压舱石”，也是大湾区产业的鲜明底色。作为全球重要的制造业基地，广东 2023 年规模以上制造业企业营业收入达 17 万亿元，制造业增加值占 GDP 比重达到 32.7%，加上与制造业密切相关的生产性服务业，比重超过六成。今年 1—2 月，广东规模以上制造业增加值同比增长 10.8%，稳中向好态势明显。

当前，大湾区拥有国家印刷及柔性显示创新中心、国家高性能医疗器械创新中心、国家 5G 中高频器件创新中心、国家超高清视频创新中心、国家地方共建新型储能创新中心 5 家国家级制造业创新中心。

中国首席经济学家论坛副理事长屈宏斌表示，珠三角以制造业“立命”，未来应更加聚焦于技术含量高、高附加值的产业，加快发展新型金融，人才培养等相关服务业，培育更多“专精特新”中小企业。粤港澳大湾区是改革开放前沿阵地，“9+2”城市群已形成科技、制造业、商贸和金融企业的完整产业链，围绕这些产业集群，各个企业可以挖掘到投资，在中国新旧动能转换过程中找到新机会。

瞄准未来发力 持续向中高端领域迈进

佛山建筑陶瓷制造企业蒙娜丽莎，刚刚被评为建材工业智能制造数字转型典型企业。

“我们刚刚经过了最高温，温度的区间是 1220℃到 1230℃，但是你不会觉得很热，这就是我们不断地迭代升级设备带来的进步。”公司董事兼董秘张旗康介绍工厂制陶产线窑炉，“散发出去的每一度温度相对于我们经营制造企业来说都是成本，如果我们把温度降下一度，等于就节约了能耗。”

来到公司展厅，首先映入眼帘的是蒙娜丽莎的智能制造大数据中心平台。借助这个平台，参观者可实时了解多个生产基地的产量、耗能、耗水、物流等数据，只需几名生产技术人员就可以实现对生产过程的可视化监管。

张旗康说，10 年前，同样产能规模的一条陶瓷大板的生产线要 150 人到 200 人的岗位人员配置，而现在可以降到 70 人。“我们的产值量得到提升，我们的成本得到可控。通过培训，普通岗位的员工变成了能够操控

数字化、智能化先进设备的技术员工。”

当前，全球科技创新进入空前密集活跃期，未来产业已成国际竞争的焦点。

在低空经济方面，小鹏汇天副总裁何明全说，粤港澳大湾区已形成“飞行汽车”产业链创新链集聚态势，期待未来将其打造为科技新名片。

稍早前，小鹏汇天研发的“陆地航母”飞行汽车于 3 月 21 日向中国民用航空中南地区管理局提交了型号合格证（TC）申请，并已获得受理。近日，公司旗下的 eVTOL（电动垂直起降飞行器）旅航者 X2 首次飞跃广州 CBD，让城市人“打飞的上下班”的梦想进一步拉近。

以低空经济为代表的新质生产力正在南粤大地加速聚力成形。近年来，广东获批的国家级制造业创新中心增至 5 家，高居全国第一；累计获批 25 家国家产业技术基础公共服务平台、培育 61 家国家技术创新示范企业，位居全国前列。

面向未来，向“新”而行。广东提出，到 2030 年，未来电子信息、未来智能装备、未来生命健康、未来材料、未来绿色低碳产业集群将成为广东新的经济增长点。

产业向中高端升级发展的背后，广东不遗余力，持续为制造业保驾护航。从“制造业当家 22 条”，到全国首个加快推进新型工业化、建设制造强省的专门立法《广东省制造业高质量发展促进条例》；从“降低制造业成本十条”到工业投资跃升行动，广东推动要素资源向制造业集中配置，2023 年为企业新增减负超过 2000 亿元；从“技改十条”到开展工业技术改造“双增”行动、打造纺织服装新质生产力行动，广东“一业一策”推动“老树发新芽”，今年将再推动超 1 万家工业企业开展技术改造，9200 家规模以上工业企业数字化转型。

首批基金一季报披露 基金经理高仓位调结构

◎记者 赵明超

日前，首批基金 2024 年一季报出炉，国投瑞银基金、东吴基金、南华基金等公司率先亮相。一季报显示，在一季度的震荡行情中，基金经理“高举高打”，以高仓位运行，但对持仓结构略有调整。展望后市，基金经理们相对乐观。

高仓位应对后市

在一季度震荡的市场行情中，多位基金经理选择提高股票仓位。同去年底相比，百亿级基金经理施成管理的多只基金的股票仓位有明显提升。具体而言，国投瑞银先进制造混合的权益投资占基金资产净值比例从去年底的 92.82% 提升至今年一季度的 94.52%；国投瑞银产业升级两年持有混合的权益投资占基金资产净值比例从 84.77% 提升至 88.98%；值得注意的是，今年一季度，东吴移动互联混合的规模增长超 8 亿元。

“2023 年底，基金以 AI 算力及应用、电子半导体以及汽车智能化三大方向配置为主。虽然 1 月份 A 股市场出现较大幅度下跌，本基金净值也出现较大幅度回撤，但是在 1 月中下旬我们认为市场可能有些过度恐慌，当时市场中长期投资价值比较明显，因此本基金依然保持高仓位运作，并且行业配置方向基本保持不变。2 月初随着市场见底反弹，基金净值也出现快速回升。”刘元海表示。

除了主动权益类基金经理以外，FOF 基金经理也积极看待权益资产。国投瑞银平衡养老目标三年持有期混合 FOF 基金经理周宏成透露，随着 A 股和债券的上涨，一季度调整了固定收益资产的久期，减配二级债基金，并积极寻找 A 股、港股的结构性投资机会。

持仓更加聚焦能力圈

从持仓情况看，基金经理们各有各的坚守，但都更加聚焦在能力圈内。例如，深耕新能源领域的施成，依然重仓新能源板块；在 TMT 领域潜心多年的刘元海，则是大力配置科技股。

以国投瑞银先进制造混合为例，截至 3 月底，基金前十大重仓股为宁德时代、永兴材料、中矿资源、天赐材料、科达利、亿纬锂能、璞泰来、天齐锂业、华友钴业、盛新锂能。同去年底相比，今年一季度，施成略减持了宁德时代、永兴材料、华友钴业等个股，加仓了璞泰来、天赐材料等个股。

施成表示，目前所投资的领域，预计未来供需结构将会持续改善。大多数环节的盈利能力已经触底，甚至有部分环节的盈利开始回升。目前，行业龙头公司的盈利能力仍然优秀，预计未来这些公司首先会增加市场份额，然后再提升盈利能力。上游资源品以及具有资源属性的化工品，因为长期供应的限制，其盈利中枢会持续上升，并且有可能出现周期性的超额盈利。

从东吴移动互联混合的持仓看，前十大重仓股分别为德赛西威、中际旭创、韦尔股份、立讯精密、金山办公、新易盛、天孚通信、沪电股份、水晶光电、拓普集团。其中，拓普集团为基金新进前十大重仓股。

此外，部分基金则对持仓进行了较大幅度调整。以黄志钢管理的南华丰汇混合为例，与去年底相比，基金一季度末前十大重仓股均发生了变化。

对后市表示乐观

在基金一季报中，基金经理们分享了对后市最新的看法。

展望二季度，刘元海认为，A 股市场有望震荡上行。随着提高上市公司质量以及加大上市公司分红比率等制度落实，有望提升上市公司估值水平，利好 A 股市场。与此同时，今年政府工作报告提出，大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。随着新质生产力发展，未来或将看到新的经济增长点以及 A 股市场新的投资主线出现。

谈及后续关注的方向，刘元海看好受益于 AGI 通用人工智能技术发展的科技股投资机会。他认为，2024 年 AI 产业发展速度或将超出预期。从投资主线看，相对关注以下三大方向投资机会：AI 算力和应用、电子半导体以及汽车智能化。

第四届消博会 引领消费新潮流

(上接 1 版)

近五年海南实际利用外资年均增长 46%，外向型经济逐渐成为海南自贸港经济发展的重要支撑。“下一步，海南将加快推进规则、规制、管理、标准等制度型开放，夯实外向型经济发展基础，促进海南自贸港外向型经济高质量发展，打造高水平对外开放新高地。”陈怀宇说。

消博会上也传递出我国扩大开放的声音。4 月 13 日，商务部在海口召开消费品外资企业圆桌会，澳佳宝、达能、迪斐世、雅诗兰黛、宜家、欧莱雅、保时捷、泰佩思琦、大众等 15 家外资企业参会。商务部副部长盛秋平表示，欢迎跨国公司积极投资中国，在开放合作中实现互利共赢、共同繁荣。

“中国正在推进高质量发展，加快发展新质生产力，持续优化营商环境，为外资企业提供优质服务保障。中国消费市场潜力大、空间广，随着推动消费品以旧换新等促消费政策落地见效，新潜能不断释放，将为中外企业带来新的发展机遇。”盛秋平说。