

保险 II 行业

2018-8-2

行业研究 | 点评报告

评级 看好 维持

保险基本面梳理六十四：美国寿险资金何以获取超额收益率？

报告要点

■ 事件描述

1980-2016 年，利率持续下行，美国寿险公司获取超额收益率的能力持续提升。

■ 事件评论

- **无风险利率下行，美国寿险业收益率相对稳健，超额收益明显。**1980 年以来美国国债利率持续下行，2014-2015 年 1 年期和 10 年期国债收益率达到低点 0.1% 和 2%；反观寿险业投资收益率，虽有下行但仍保持在 4% 以上的水平，与国债收益率相比超额收益非常明显。寿险业投资收益率相对平稳的核心基于以下策略：久期策略、信用策略和多元化配置策略。
- **围绕利率曲线结构多元化，充分运用久期策略和信用策略。**动态评估利率市场，利率下行时期，期限溢价和信用溢价陡峭化为资产配置提供了新策略和新窗口，加配长久期债券获取期限溢价，适当降低配置债券等级获取信用溢价成为有效的险资配置策略。利率下行环境中，保险公司充分发挥负债的长期性，拉长久期获取市场期限溢价。同时 1995 年以来险企加配了分类等级为 2 的债券（1-6，数字越大评级越低），减少了评级为 1 的债券，且通常选择市场信用溢价拉大的时期。灵活调整债券配置信用评级要求适度承担风险获取信用溢价。
- **动态平衡固收和其他资产收益分布，多元化资产配置提升收益率。**平衡利率市场和权益市场收益，投资趋于多元，股票规模及收益占比增加。从 1997 年到 2016 年，股票市场对投资收益的贡献从 10% 左右提升到 30% 左右，占比呈现波动上升。从资产配置来看，权益规模约从 10% 提升到 30%，其中独立账户资产配置风格偏向于高风险高收益，股票配置大幅提升至接近 80%；一般账户以稳健为主，整体配置仍以债券为主。
- **思考：重视寿险投资收益率的韧性，动态综合评估利率影响。**动态评估利率变化影响，关注期限结构、信用结构和权益市场影响，重视寿险业投资收益率的韧性。一方面，利率波动具有周期性，应当以跨越周期的视角看待保险公司的长期投资收益率；另一方面，保险公司可以通过获取期限、信用溢价，以及多元化配置资产来增强投资收益韧性，平滑投资收益波动。在合理的资产配置情景假设下，险资悲观预期仍能获得 4% 的投资收益率，对应调整后 PEV 估值底部约为 0.8-0.9 倍，当前板块估值已充分反馈。

分析师 周晶晶

☎ (8621) 61118727

✉ zhoujj1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514070005

联系人 孙寅

☎ (8621) 61118727

✉ sunyin@cjsc.com.cn

分析师 徐一洲

☎ (8621) 61118727

✉ xuyz1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070002

联系人 吴一凡

☎ (8621) 61118727

✉ wuyf4@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《保险行业 7 月投资策略：信用溢价陡峭化，聚焦 19 号文下保障新产品》2018-7-11

《保险行业 2018 年度中期投资策略：外部赋能，内生成长》2018-7-11

《保险行业 6 月投资策略：信用债风险可控，保费回暖持续观察》2018-6-9

风险提示：

1. 利率水平大幅下行，权益市场大幅下挫；
2. 新单保费增速不及预期，行业恶性价格战。

利率下行时期，美国寿险业投资表现如何

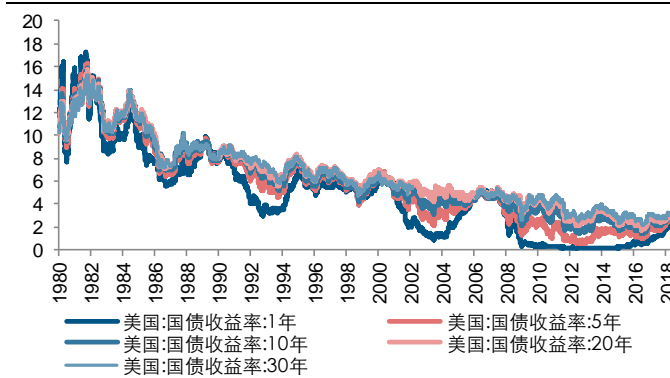
寿险行业的投资端表现决定了整体的盈利水平，追求稳健安全的配置风格使其更多配置于固收资产获取收益，因此，利率环境的变化直接影响了保险公司中长期的投资收益率水平，也同样影响到市场对于保险公司投资收益率趋势的预期。

回顾美国寿险业，在国债利率下行的过程中，整体投资收益率确实存在一定下行，但是下行幅度相对较小；在国债长端收益率低于 2% 的时期，寿险业仍然保持了 4% 以上的投资收益率水平，获取无风险收益率之上的超额收益能力有所提升。

投资收益率相对稳健

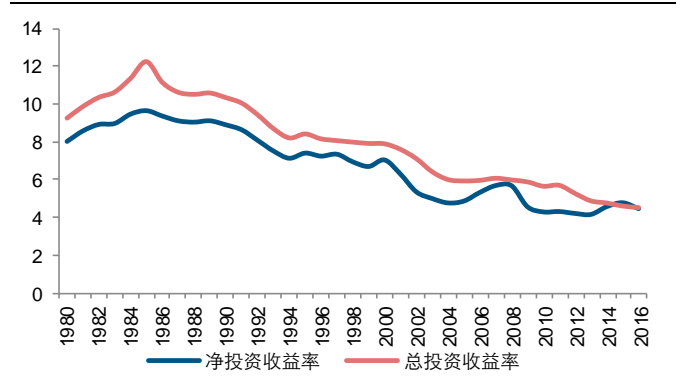
寿险投资收益率随利率有所下行，但仍旧保持 4% 以上的稳健水平。1980 年以来，美国国债利率持续下行，1 年期、10 年期国债收益率在 2014 年-2015 年达到低点 0.1%、2% 附近；反观寿险业投资收益率，虽然在 1995 年后不断下行，但仍保持在 4% 以上的水平，相对平稳。

图 1：1980 年以来美国国债收益率走势（单位：%）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

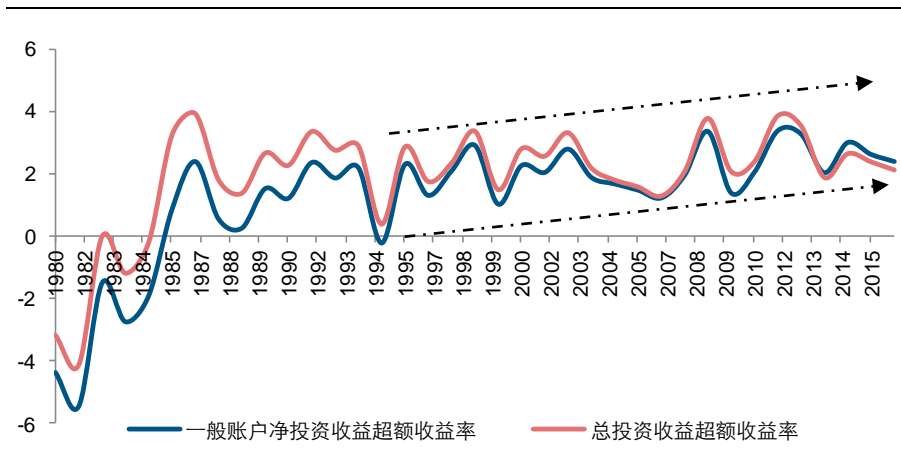
图 2：1980 年以来美国寿险业投资收益率情况（单位：%）



资料来源：ACLI, 长江证券研究所

超额收益能力有所提升。随着无风险收益率的持续下行，美国寿险业获取超额收益的能力有所提升。2007 年以后一般账户净投资收益率、总投资收益率相对 10 年期国债收益率，均实现 2-4% 左右的超额正收益，较前期略有提升。

图 3：1980 年以来美国寿险业净/总投资收益率与 10 年期国债收益率差额（单位：%）



资料来源：ACLI, Wind, 长江证券研究所

债券收益率平缓下行，股票收益率是主要波动。从分项资产计算出的投资收益率来看，债券资产随利率水平平缓下行，但整体下行幅度较利率水平更小；股票资产收益率普遍位于 1-4% 区间震荡，受此影响总投资收益率有所波动。

表 1：各类资产投资收益率计算（单位：%）

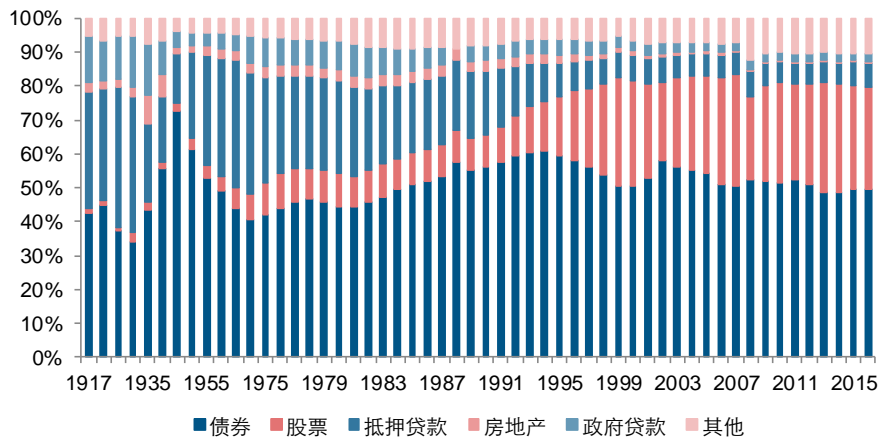
投资收益率	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
债券	7.6%	6.9%	7.6%	7.3%	7.1%	7.0%	6.9%	6.5%	6.1%	5.7%	5.6%
优先股	9.2%	5.8%	7.4%	7.0%	5.5%	6.9%	7.5%	7.2%	5.4%	4.9%	4.8%
普通股	4.7%	3.5%	5.0%	4.7%	3.6%	6.2%	4.8%	2.4%	1.4%	1.5%	2.2%
股票	4.8%	3.6%	5.0%	4.7%	3.7%	6.2%	4.9%	2.5%	1.5%	1.6%	2.2%
抵押贷款	9.1%	14.6%	9.3%	8.8%	8.4%	8.0%	7.9%	7.8%	7.7%	7.3%	7.1%
房地产	17.8%	16.4%	18.9%	17.6%	19.3%	17.2%	17.1%	18.1%	16.5%	16.0%	15.1%
现金/短期投资											
合计	7.6%	7.4%	7.5%	7.0%	6.4%	7.1%	6.3%	5.4%	4.9%	4.6%	4.7%
投资收益率	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
债券	5.6%	5.7%	5.6%	5.7%	5.5%	5.2%	5.0%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%
优先股	7.1%	6.1%	6.1%	2.0%	5.0%	5.8%	5.5%	5.8%	5.6%	5.6%	5.6%
普通股	3.6%	4.4%	5.1%	2.6%	1.7%	1.9%	2.4%	2.5%	3.5%	4.6%	3.9%
股票	3.7%	4.5%	5.2%	2.5%	1.7%	2.0%	2.4%	2.5%	3.5%	4.6%	3.9%
抵押贷款	6.9%	6.6%	6.3%	6.0%	6.0%	6.0%	5.9%	5.6%	5.4%	5.1%	4.9%
房地产	14.5%	13.8%	13.8%	14.0%	14.1%	13.8%	13.2%	12.7%	12.5%	13.2%	11.2%
现金/短期投资			4.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.8%
合计	5.2%	5.4%	5.3%	4.4%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%	4.3%	4.5%	4.2%

资料来源：ACLI，长江证券研究所

资产配置结构

固收为主配置资产，权益配置持续增加。美国寿险业资产配置仍以债券配置为主，占比达到 50% 左右，抵押贷款占比下降较快，目前仅占 7% 左右；股票资产的占比持续提升，达到 30% 附近，主要为独立账户配置。利率下行周期，资产结构的配置存在较大变化。

图 4：美国寿险业债券资产结构（单位：%）



资料来源：ACLI，长江证券研究所

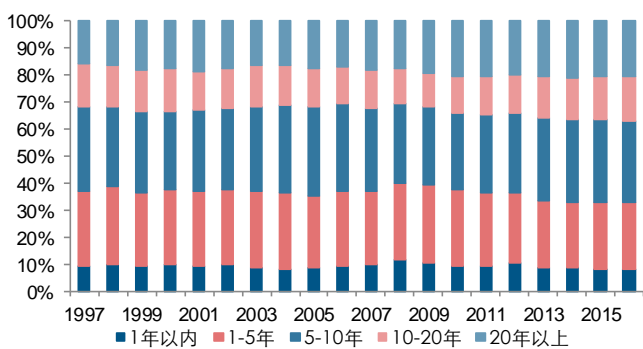
面对利率下行，美国寿险业如何应对？

对于寿险业而言，利差收益是重要的收益来源，主要包括期限和信用利差，因此获取更高收益的方式主要是提升投资的期限和信用溢价；同时，增加多元化的资产配置也是获取投资收益支撑的方式。面对利率下行，美国寿险业在投资方面的主要应对在于拉长资产久期获取期限溢价、适当降低债券评级获取信用溢价、多元化配置资产获取更多收益来源。

拉长资产久期获取期限溢价

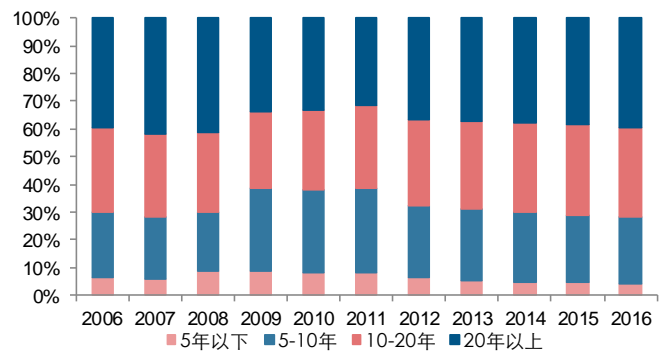
加配长久期债券是获取期限溢价的核心。考虑到利率的持续下滑，保险公司维持适当投资收益率的首选是充分发挥资金的长期性，获取市场的期限溢价。从 20 世纪 90 年代以来，保险公司一般账户的存量久期结构趋向于长期化，20 年期以上债券配置占比提升了近 5 个百分点，而 5 年以下资产占比则有所下滑。从新增债券配置来看，2006 年以来，除去金融危机后三年长久期债券配置略有下降外，10 年期以上资产配置均在 70% 上下。从美国的国债结构也可以看出，10 年期以上债券规模相对较大，占比在 15-20% 之间，给予保险公司足够的配置空间。

图 5：美国一般账户债券存量久期结构（单位：%）



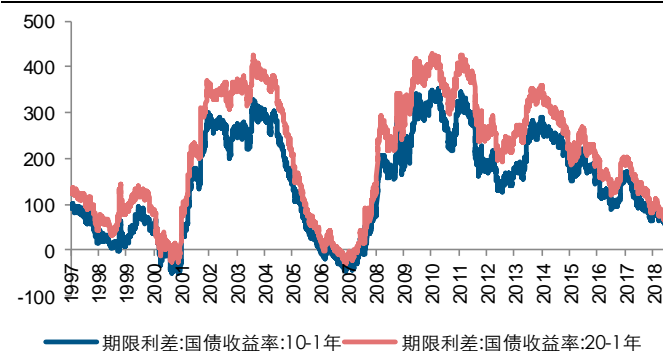
资料来源：ACLI，长江证券研究所

图 6：美国一般账户债券购买时点久期结构（单位：%）



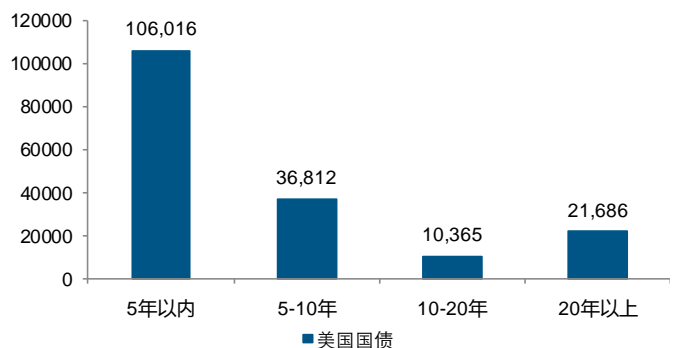
资料来源：ACLI，长江证券研究所

图 7：美国 1997 年以来期限利差变动（单位：BP）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：美国国债期限结构（亿美元）



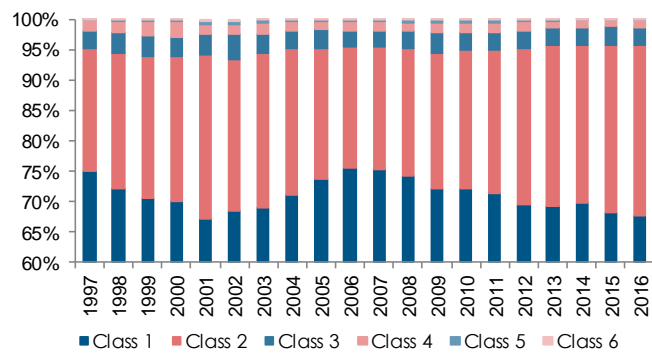
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所；为 2018 年 7 月 19 日数据

适度降低债券配置等级获取信用溢价

在信用溢价提升的阶段适度降低债券配置等级，获取信用利差收益。信用溢价的获取主要通过适度对债券配置评级要求下调。从寿险业配置的债券等级来看，1995 年以来保险公司选择加配了分类等级为 2 的债券（1-6，数字越大评级越低），降低了评级为 1 的债券，3-6 左右评级的债券占比较低变化较小。

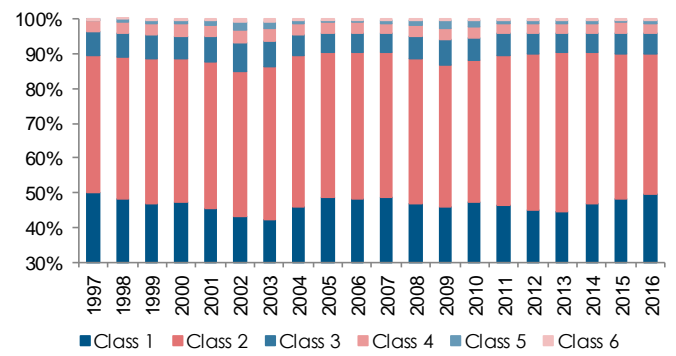
从信用溢价的角度来看，保险公司通常选择信用溢价较大的时候增加等级 2 评级债券配置，例如 2008-2010 年信用溢价飙升，等级 2 类债券配置也相应增加。而相反，2006-2008 年的信用溢价较低，保险公司主要配置等级 1 的优质债券。

图 9：美国公共债券分等级规模占比（单位：%）



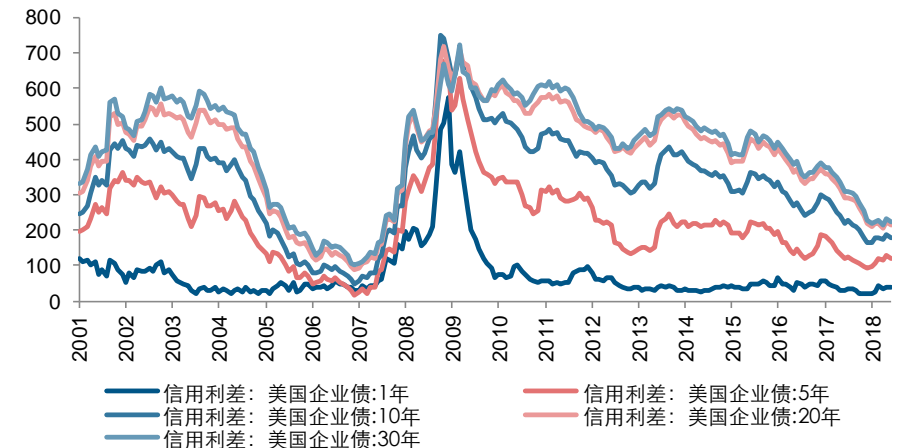
资料来源：ACLI，长江证券研究所

图 10：美国私人债券分等级规模占比（单位：%）



资料来源：ACLI，长江证券研究所

图 11：美国企业债 2001 年以来信用利差变动（单位：BP）



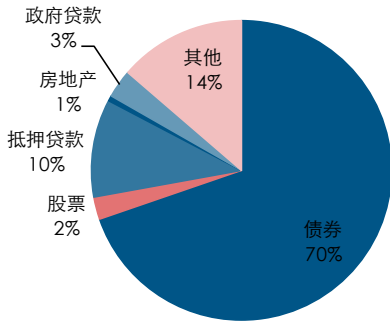
资料来源：Wind，长江证券研究所

多元化配置加大权益投资收益

股票规模及收益占比增加，投资趋于多元。除去占比较高的债券外，权益资产的配置也是重要的收益来源。由于独立账户的投资风险由投保人承担，给予了保险公司更高的投资风险偏好。从配置规模来看，独立账户资产配置风格偏向于高风险高收益，股票配置大幅提升至接近 80%，而一般账户以稳健为主，整体配置仍以债券为主，两者综合来看权益占比在 30% 附近，较 1990 年有大幅提升。从投资收益来看，股票投资的收益跟随

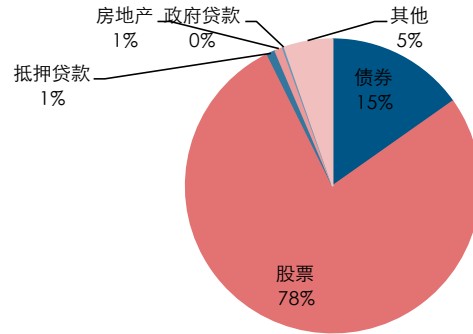
市场有所波动，2003 和 2009 年左右占比相对较低，但整体呈现扩大趋势，在投资收益中的占比也已经接近 30%。

图 12：2016 年美国一般账户资产配置结构（单位：%）



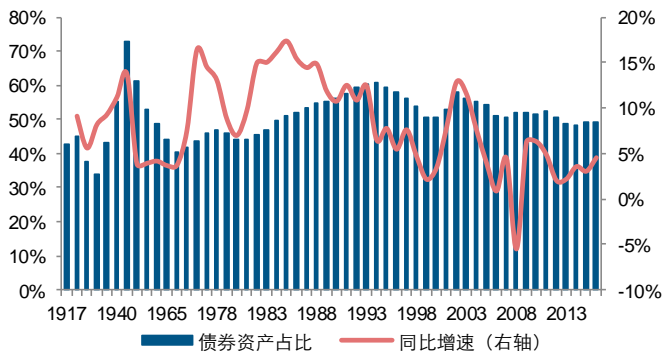
资料来源：ACLI, 长江证券研究所

图 13：2016 年美国独立账户资产配置结构（单位：%）



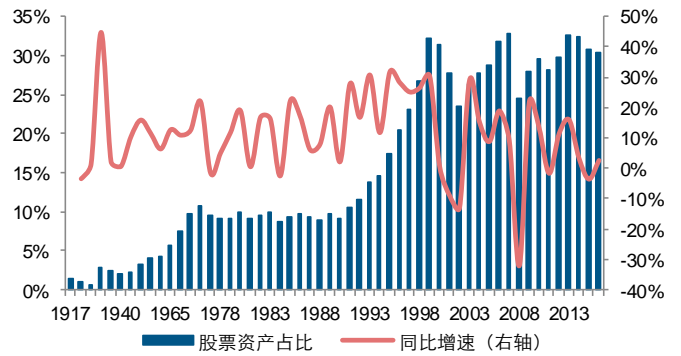
资料来源：ACLI, 长江证券研究所

图 14：美国寿险债券资产占比及增速（单位：%）



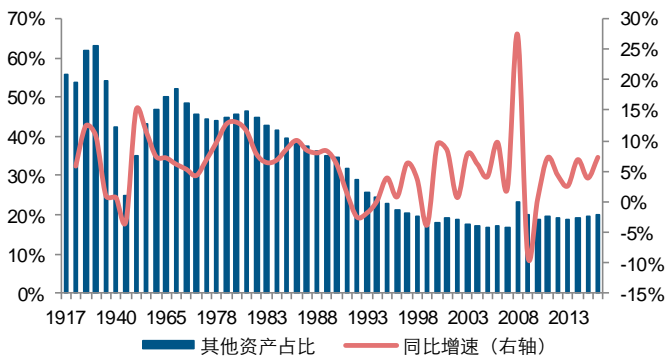
资料来源：ACLI, 长江证券研究所

图 15：美国寿险股票资产占比及增速（单位：%）



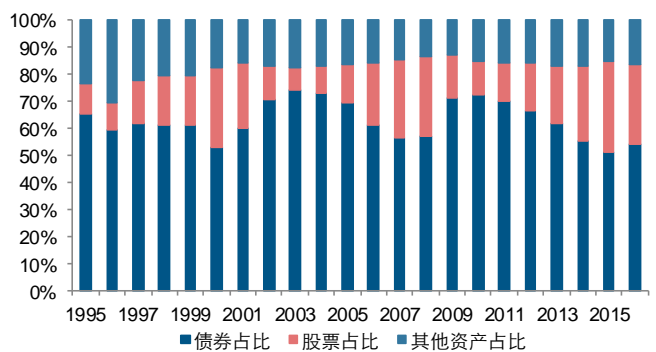
资料来源：ACLI, 长江证券研究所

图 16：美国寿险其他资产占比及增速（单位：%）



资料来源：ACLI, 长江证券研究所

图 17：美国寿险投资收益结构（单位：%）



资料来源：ACLI, 长江证券研究所

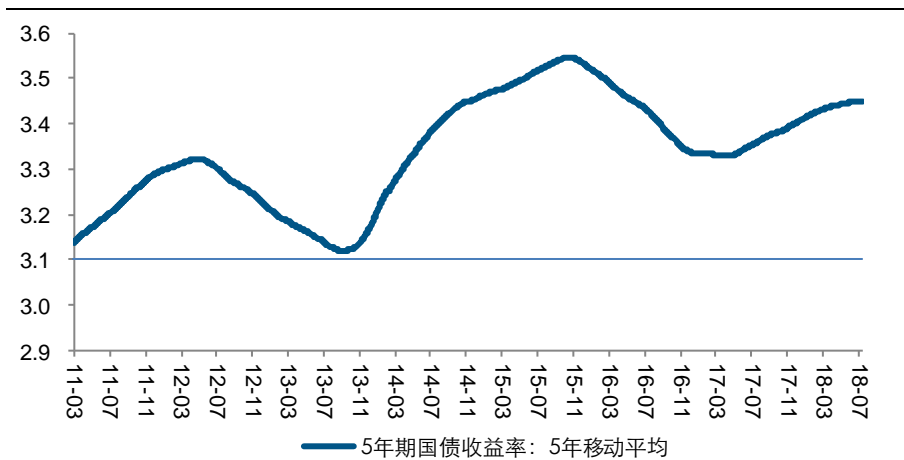
投资思考：关注寿险投资收益率的韧性

上半年利率下行引发市场对于投资收益率的担忧，对此我们认为寿险的投资收益率具有一定的韧性，与利率并非单纯的线性相关，保险公司可以采取相应的投资管理措施来平滑利率下行的影响。

从利率下行对投资收益率的影响上来讲，一方面，利率波动具有周期性，对于保险公司的当期影响仅限于再配置和新配置资金，影响相对有限，保险公司的长期投资收益率应跨越利率周期去看待而非单纯关注周期的一个阶段；另一方面，保险公司可以通过拉长资产久期、适当提升信用溢价、多元化配置资产等方式平滑利率波动带来的收益率下行，将长期投资收益率稳定在一个适度的水平。即使如美国无风险收益率长期下行且长端低于 2% 的利率环境，寿险业也能够做到 4% 以上的投资收益率。

考虑到保险公司久期通常在 5 年以上，我们将 5 年期国债收益率进行 5 年的移动平均平滑，发现 2011 年以来此项移动平均的收益率不低于 3.1%，相对平稳。基于上述国债收益率情况进一步对保险公司的投资收益率进行不同情景的测算，假设固收资产占比 80% 和 85%，国债投资平滑下的收益率在 2.5% 和 3%，险企投资固收资产相较无风险收益率溢价 100 和 150bps，权益投资收益率在 8% 附近，则保险公司可以取得 4.2%-5.2% 的收益，即使在各项指标悲观的情景下同样能够高于 4% 的水平。

图 18：我国 5 年期国债即期收益率 5 年移动平均高于 3.1%（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 2：不同情境假设下保险公司投资收益率测算 1（单位：%）

假设固收：权益=80%:20%	假设国债收益率（平滑）	假设险企固收投资收益率溢价	假设权益市场投资回报率	投资收益率测算
情景1	2.50%	100BP	8%	4.4%
情景2	3.00%	100BP	8%	4.8%
情景3	2.50%	150BP	8%	4.8%
情景4	3.00%	150BP	8%	5.2%
假设固收：权益=85%:15%	假设国债收益率（平滑）	假设险企固收投资收益率溢价	假设权益市场投资回报率	投资收益率测算
情景1	2.50%	100BP	8%	4.2%
情景2	3.00%	100BP	8%	4.6%

情景3	2.50%	150BP	8%	4.6%
情景4	3.00%	150BP	8%	5.0%

资料来源：长江证券研究所

给予第二种测算方式，我们将国债、企业债、非标类以及权益资产进行拆分，假设占比分别为 36%、24%、20%、20%（符合当前平均水平），给予四种收益率的情景假设，那么投资收益率水平大致维持在 4.1%-5.3%的水平，悲观假设下仍能超出 4%。

表 3：不同情境假设下保险公司投资收益率测算 2（单位：%）

假设	假设国债收益率	企业债配置	非标类资产	权益市场	投资收益率测算
情景1	2.50%	3.50%	4.00%	8%	4.14%
情景2	3.00%	4.00%	4.50%	8%	4.54%
情景3	3.50%	4.50%	5.00%	8%	4.94%
情景4	4.00%	5.00%	5.50%	8%	5.34%
资产分布	36%	24%	20%	20%	

资料来源：长江证券研究所

假设上市公司将投资收益率假设调低至 4%，则 100 个 BP 对于各公司内含价值的影响预期在 10-20%左右，对应估值底部在 0.8-0.9 倍 PEV。当前上市险企估值位于 0.8-0.9 倍区间震荡，基本反映了相对悲观的投资回报预期，利率下行无需过度担忧，当前估值安全边际较高。考虑到较好的负债成长性，估值底部的保险板块具备良好的配置性价比。

表 4：上市险企投资收益率+50BP 下新业务价值、有效业务价值敏感性（单位：%）

新业务价值敏感性	2011	2012	2013	2014	2015	2016H	2016	2017H	2017
中国人寿	13.14%	13.36%	12.69%	14.20%	18.23%	21.46%	17.10%	17.21%	14.26%
中国平安	6.26%	6.57%	6.52%	9.79%	11.14%	11.99%	9.47%	9.41%	9.62%
中国太保	11.62%	10.62%	10.48%	11.23%	12.68%	15.41%	14.09%	11.53%	11.42%
新华保险	17.11%	16.35%	16.48%	22.46%	24.78%	24.65%	15.53%	13.83%	13.44%
有效业务价值敏感性	2011	2012	2013	2014	2015	2016H	2016	2017H	2017
中国人寿	18.02%	16.93%	16.27%	15.85%	16.03%	16.61%	16.93%	17.28%	16.99%
中国平安	14.47%	12.61%	11.80%	11.34%	10.58%	10.35%	13.34%	12.50%	12.30%
中国太保	19.73%	18.11%	16.89%	16.16%	15.87%	15.68%	16.95%	15.83%	15.61%
新华保险	17.86%	17.64%	17.45%	17.02%	16.78%	16.58%	19.72%	19.46%	19.05%

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	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。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。