

2018年09月17日

# IFRS9 时代险资股票投资新特征

## ——保险行业深度报告

看好

相关研究

本期投资提示:

- **国际财务报告准则第9号-金融工具 (IFRS9) 于 2018/1/1 生效, 核心变化之一是对金融资产分类与计量由四分改为三分法, 核心变化之二是金融资产减值采用预期信用损失模型。**原四分法下 4 类金融资产包括交易性金融资产、AFS、HTM、贷款及应收款, 企业可通过 AFS 浮盈结转一定程度上把握业绩释放节奏; 三分法下将严格按照管理业务模式及合同现金流特征划分 3 类金融资产, 包括 FVPL/FVOCI/AC, 具体判定上, 债务工具通过 SPPI 测试后据持有目的决定分类至 AC/FVPL/FVOCI, 权益工具预设为 FVPL, 与旧准则下交易性金融资产属性类似, 其公允价值变动直接进入损益表。若计入 FVOCI 需满足严格条件且不可撤销, 公允价值变动计入其他综合收益 (所有者权益), 处置时累计在其他综合收益中的浮盈不能结转至损益表, 但股息收入可以计入当期损益。
- **新准则下, AFS 中大部分股票资产将重分类至 FVPL, 而 FVPL 大幅增长将导致险企业绩波动增大。**中国平安已经实施 IFRS9, 其他 AH 险企将于 2021 年起实施; 1H18 四大险企股票类 FVPL 占集团股票资产比重: 中国平安 49.5%/新华保险 4.3%/中国人寿 28.2%/中国太保 17.0%, 而中国平安 2017 年末 (旧准则下交易性资产) 比重仅为 6.2%。过去, 权益类资产更多划分在 AFS 中, 考虑到权益类 FVOCI 判定标准严格且不可逆 (基金不可指定为权益类 FVOCI), 我们判断过去 AFS 项下大部分股票资产在新准则下将重分类至 FVPL (股票类 FVPL 中国平安 1H18 较 2017 年末增加 1041 亿元), 其公允价值变动直接计入当期损益的特性意味着对业绩波动的影响将增大。
- **请务必重视 IFRS9 时代大额集中长期持股对保险公司的重要意义:**对于保险公司这样的大型机构投资者而言, 在久期匹配和现金流稳定的前提下追求相对更高的资产收益率是其投资策略的出发点, 新准则下股票资产大量划转至 FVPL、进而加剧业绩波动与这一目标是背道而驰的, 预计未来 FVPL 资产应更多着眼于通过量化对冲等方式弱化业绩波动。另一方面, FVOCI 资产公允价值变动不计入损益、股息收入计入损益的特征决定了其对险企股票投资的重大战略意义: 高股息率 FVOCI 股票资产非常符合险资“收益确定、久期匹配、业绩波动小”的投资目标。据港交所披露, 1H18 平安集团持有 87 亿股工商银行 H 股 (约合 417 亿元)、13 亿股汇丰银行 (约合 741 亿元), 两大持仓合计规模约 1158 亿元, 几乎占到 1H18 2448 亿股股票资产半壁江山, 我们推测这两大持仓应该包含于中报披露的 1388 亿 FVOCI 股票资产之中。以 2017 年全年实际分红测算, 当前工商银行 H 股股息率 5.3%、汇丰银行股息率 5.9%, 均显著高于 1H18 平安集团总投资收益率 4.0%, 若用未来分红和实际建仓成本测算股息率更高。此外, 由于 FVOCI 资产不能以交易为目的、认定之后不可逆转, 其必然具备长期持有、大额持有的特征。因此, 我们判断, IFRS9 时代险资资金大额集中长期持有高分红、低估值蓝筹股的趋势将愈发显著。
- **我国险资运用趋于积极, 未来股基占比提升空间较大; 久期匹配较好、现金流稳定下收益相对较高的资产对于险资具有较强吸引力, 高分红低估值股票重要性提升:**近 5 年险资运用余额 CAGR 为 17%, 7M18 达 15.7 万亿元, 配置结构为其他投资 39%>债券 35%>存款 13.1%≈股票基金 12.7%。过去 5 年以非标为典型代表的其他投资占比从 11%大幅提升至 39%, 但未来随着国家对非标资产的限制, 我们判断险资对标准化的股票、债券配置需求将持续提升, 其中投向股票基金占比的提升空间仍然较大。
- **IFRS9 时代险资集中大额持股是大势所趋, 高分红、低估值的蓝筹股是重要投资标的。**看好保险板块, 短期把握上市险企负债端增长的预期差, 中报业绩确定负债端改善趋势及资产端整体影响可控; 负债端新单拐点进一步确认: 平安 NBV 增速转正, 新华 NBV 增速收窄至 -9%, 上半年保险结构改善带动价值率提升, 预期下半年保障型保险持续推进改善全年价值率, 新单降幅进一步收窄甚至有望转正; 资产端波动影响可控, 准备金释放提振利润表现, 预期全面业绩表现可持续。**标的推荐: 新华保险、中国平安、中国太保。**

证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002  
makp@swsresearch.com  
王丛云 A0230516090001  
wangcy@swsresearch.com

研究支持

华天行 A0230117120002  
huatx@swsresearch.com  
葛玉翔 A0230118070005  
geyx@swsresearch.com  
许旸珊 A0230118070006  
xuys@swsresearch.com

联系人

许旸珊  
(8621)23297818x 转  
xuys@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 结论和投资建议

IFRS9 时代大额集中长期持股对于保险公司而言具有重要意义，高分红、低估值蓝筹股是重要的投资标的。看好保险板块，短期把握上市险企负债端增长的预期差，中报业绩确定负债端改善趋势；资产端波动影响可控，准备金释放提振利润表现，预期全面业绩表现可持续。

标的推荐：新华保险、中国平安、中国太保。

### 原因及逻辑

一方面，新准则下，AFS 中大部分股票资产将重分类至 FVPL，而 FVPL 大幅增长将导致险企业绩波动增大。对于保险公司这样的大型机构投资者而言，在久期匹配和现金流稳定的前提下追求相对更高的资产收益率是其投资策略的出发点，新准则下股票资产大量划转至 FVPL、进而加剧业绩波动与这一目标是背道而驰的，预计未来 FVPL 资产应更多着眼于通过量化对冲等方式弱化业绩波动。

另一方面，FVOCI 资产公允价值变动不计入损益、股息收入计入损益的特征决定了其对险企股票投资的重大战略意义。高股息率 FVOCI 股票资产非常符合险资“收益确定、久期匹配、业绩波动小”的投资目标；此外，由于 FVOCI 资产不能以交易为目的、认定之后不可逆转，其必然具备长期持有、大额持有的特征。

当前我国险资运用趋于积极，未来股基占比提升空间较大。近 5 年险资运用余额 CAGR 为 17%，7M18 达 15.7 万亿元，配置结构为其他投资 39%>债券 35%>存款 13.1%~股票基金 12.7%，过去 5 年以非标为典型代表的其他投资占比从 11% 大幅提升至 39%，但未来随着国家对非标资产的限制，我们判断险资对标准化的股票、债券配置需求将持续提升，其中投向股票基金占比的提升空间仍然较大。

### 有别于大众的认识

我们认为 IFRS9 实施敦促保险公司改变权益投资策略，大额集中长期股票持仓更具战略性意义。FVOCI 资产公允价值变动不计入损益、股息收入计入损益的特征决定了高股息率 FVOCI 股票资产对险企股票投资的重大战略意义。险资集中大额持股是大势所趋，高分红、低估值的蓝筹股是重要投资标的。

我们预计未来 FVPL 资产应更多着眼于通过量化对冲等方式弱化业绩波动。新准则下 AFS 中大部分股票资产将重分类至 FVPL，股票资产大量划转至 FVPL、进而加剧业绩波动与追求稳定投资收益的目标是背道而驰的，我们预计 FVPL 资产可通过着眼于量化对冲等方式弱化业绩波动。

## 目录

---

<b>1. IFRS9 核心变化：金融资产分类计量与减值 .....</b>	<b>5</b>
1.1 核心变化之一：金融资产分类与计量-四分法变三分法.....	5
1.2 核心变化之二：金融资产减值采用预期信用损失模型 .....	7
<b>2. 短期影响：FVPL 大幅增长，加大业绩波动 .....</b>	<b>8</b>
2.1 AFS 中大部分股票资产将重分类至 FVPL.....	8
2.2 金融资产价格变化带来的业绩波动增大 .....	9
<b>3. IFRS9 时代险资股票投资将展现新特征 .....</b>	<b>11</b>
3.1 大额集中长期持股对保险公司具有重要意义 .....	11
3.2 险资运用积极，未来股基占比提升空间较大 .....	11
<b>投资建议：推荐新华保险、中国平安、中国太保.....</b>	<b>14</b>

## 图表目录

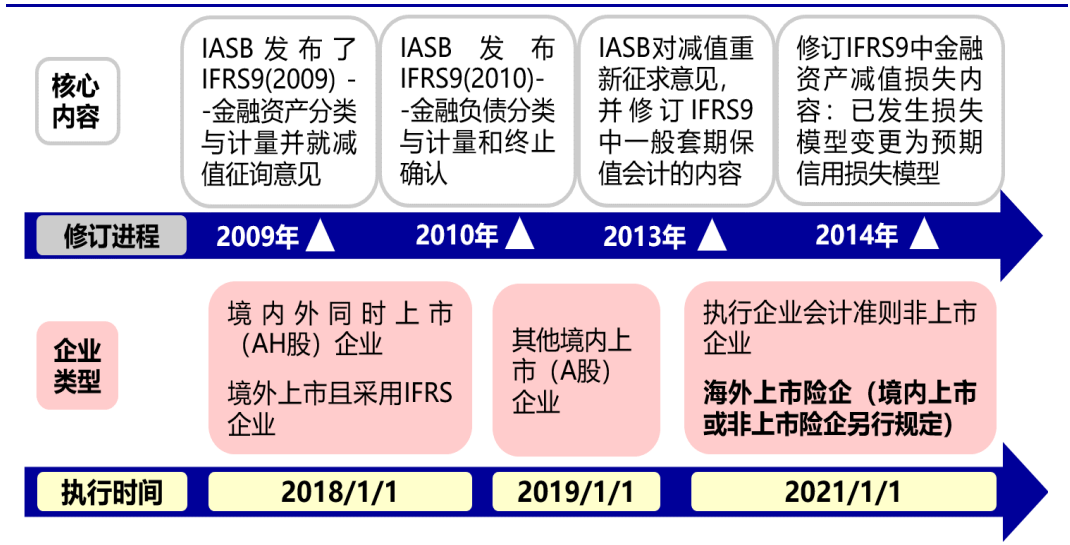
图 1: IFRS9 修订进程及各类企业执行时间.....	5
图 2: IFRS9 对金融资产分类计量的逻辑判定框架 .....	6
图 3: IFRS9 下指定为 FVOCI 的金融资产分类及会计处理方式.....	7
图 4: IFRS9 采用预期信用损失模型的三阶段 .....	7
图 5: 1H18 上市险企股票投资规模及在 FVPL/AFS/FVOCI 中分布情况 (亿元) 8	
图 6: 1H18 上市险企 FVPL 构成, 中国平安 FVPL 规模较年初增长明显 (亿元) 8	
图 7: 1H18 上市险企 AFS 构成及中国平安 FVOCI 构成 (亿元) .....	9
图 8: 四分类下, 2017 年末中国平安金融资产规模及占比 (亿元) .....	10
图 9: 三分类下, 2018 年初中国平安金融资产规模及占比 (亿元) .....	10
图 10: 7M18 险资运用余额 15.7 万亿元, 4M13 至今 CAGR 为 16.7%.....	12
图 11: 险资运用余额占总资产比重近 1 年稳定在 88~89%之间 .....	12
图 12: 7M18 险资资产配置余额及年化增速 (亿元) .....	12
图 13: 7M18 较 4M13 险资配置结构变化 .....	12
图 14: 2018 年至今股票基金投资余额基本稳定在 1.9~2 万亿元 .....	13
图 15: 近 18 个月股票基金投资余额占比基本稳定在 12.5%~13.0%之间 .....	13
表 1: 切换新旧准则前后金融资产规模变化, 以中国平安为例 (亿元) .....	10
表 2: 保险行业重点公司估值表 .....	14

# 1. IFRS9 核心变化：金融资产分类计量与减值

历经 5 年反复修订，国际财务报告准则第 9 号-金融工具（IFRS9）于 2014 年 7 月定稿，并于 2018 年正式生效。按照规定，AH 股上市企业、境外上市并采用 IFRS 企业将于 2018 年 1 月 1 日实施；境内上市公司于 2019 年 1 月 1 日起实施；海外上市的保险公司将于 2021 年 1 月 1 日起实施，但境内上市险企与非上市险企另行规定。

目前，中国平安已经于 2018 年 1 月 1 日起实施 IFRS9，其他 AH 险企将于 2021 年 1 月 1 日起实施。

图 1：IFRS9 修订进程及各类企业执行时间



资料来源：申万宏源研究

## 1.1 核心变化之一：金融资产分类与计量-四分法变三分法

旧会计准则 IAS 39 四分法下，金融资产包括四大类：一是以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（简称 FVPL，其中又分为交易性金融资产和指定计入部分）、二是可供出售金融资产（简称 AFS，其中包括按公允价值计量和按成本计量部分）、三是贷款和应收账款、四是持有至到期投资（简称 HTM）；后面两种金融资产均主要是按摊余成本计量的资产。

新会计准则 IFRS 9 下，金融资产计量类别按照管理金融资产的业务模式及合同现金流特征划分，具体包括三类：一是以摊余成本计量的金融资产（简称 AC）、二是以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（简称 FVPL）、三是以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（简称 FVOCI，包括指定为 FVOCI 的权益工具和指定为 FVOCI 的债权型工具）。

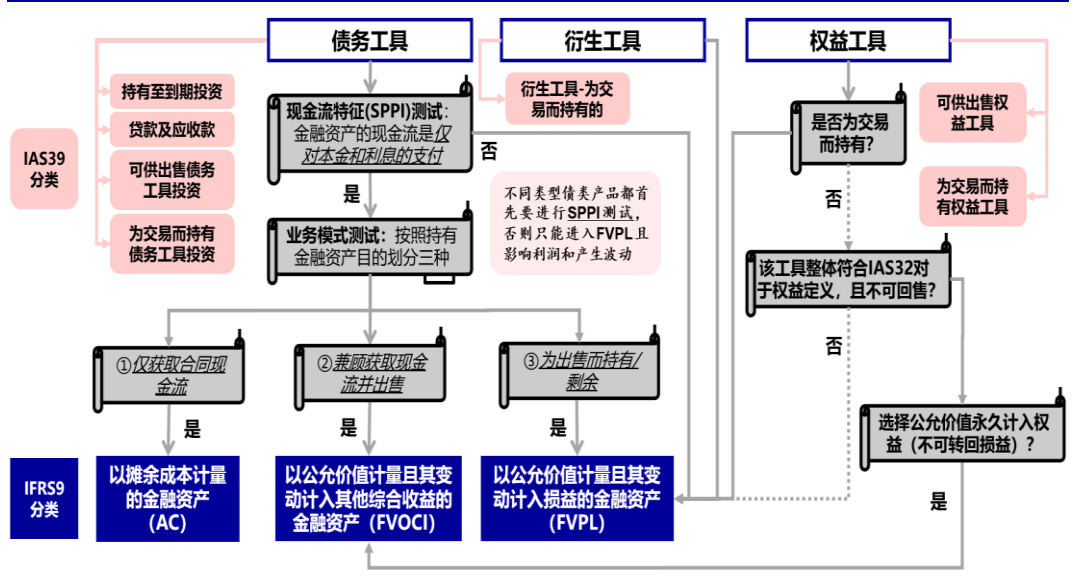
**债务工具**首先进行 SPPI 测试，未通过现金流特征测试的直接分类为 FVPL，通过 SPPI 测试后将根据其业务模式（持有目的）为“仅获取合同现金流”/“兼顾获取现金流并为出



售”/“为出售而持有（剩余）”决定最终分类，分别对应 AC/FVOCI/FVPL。IFRS9 下债类产品都需要进行现金流特征测试，除了交易所、银行间、非公开发行的各类债券外，还包括各类计划投资如信托计划、债权投资计划、资产管理计划等等，一旦现金流测试不通过则直接计入 FVPL。

**衍生工具**与旧准则下并无大异，根据“为交易而持有”的业务模式计入 FVPL；**权益工具**预设为 FVPL，与旧准则下交易性金融资产属性类似，其公允价值变动直接计入损益表，若计入 FVOCI 需满足严格条件且不可撤销，即满足 IAS 32 对权益的定义，并且不可回售，其公允价值变动计入其他综合收益（所有者权益）。

图 2：IFRS9 对金融资产分类计量的逻辑判定框架



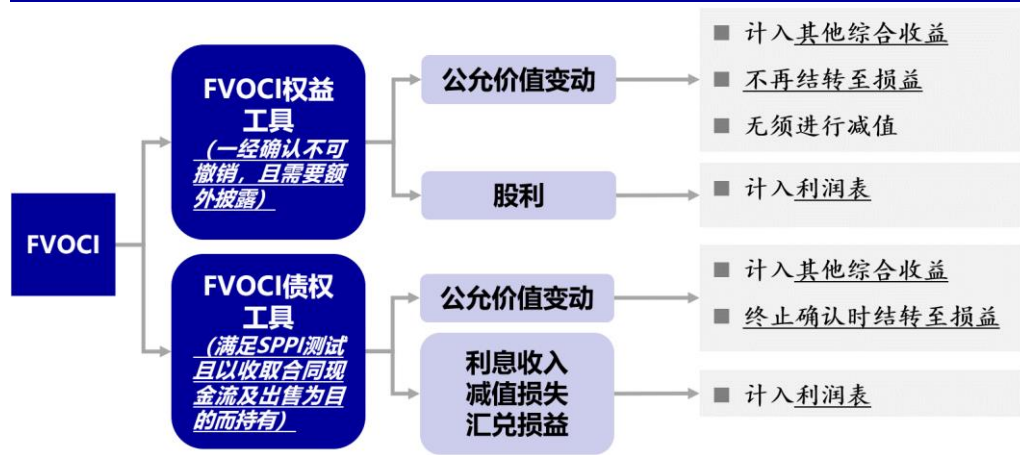
资料来源：申万宏源研究

旧准则四分法下企业通过可供出售金融资产科目一定程度上能调整利润释放节奏。原四分法下，FVPL 在持有期间的公允价值变动将直接计入当期损益，AFS 在持有期间的公允价值变动则不计入损益表而是计入其他综合收益；但在对 AFS 进行处置时，累计浮盈（浮亏）可重新结转至利润表。故在旧准则下，企业可在报告期内选择性对部分可供出售金融资产进行处置，从而达到将浮盈（浮亏）重新结转至利润表，比如在业绩差强人意时通过处置有浮盈的资产增加利润，在业绩增速过高时处置有浮亏的资产降低业绩增速，进而实现业绩长期较稳增长。

IFRS9 下指定为 FVOCI 的权益工具不可撤销，且其累计在其他综合收益中的浮盈（浮亏）将不复计入损益表。IFRS9 下，衍生工具与权益工具均采用公允价值计量，且权益工具的预设分类是 FVPL，只有在满足特定情况下才可以进行指定为 FVOCI；此外，FVOCI 一经指定便不可撤销，同时 FVOCI 权益工具在进行资产处置时累计浮盈（浮亏）不能结转至损益表，但 FVOCI 债务工具在终止确认时公允价值变动仍可结转至损益表。需要特别注意的是，基金产品由于其可回售性质将不能计入 FVOCI 权益工具。1H18，中国平安 FVOCI

构成中，权益工具仅包括股票、优先股、非上市股权投资，而不包括基金；基金投资直接计入 FVPL。

图 3：IFRS9 下指定为 FVOCI 的金融资产分类及会计处理方式



资料来源：申万宏源研究

## 1.2 核心变化之二：金融资产减值采用预期信用损失模型

新准则下金融资产减值，从原来的“已发生损失模型”变更为“预期损失模型”，以预期信用损失为基础进行减值会计处理，计提力度增大且减值范围扩展至表外。旧准则下 IAS 39 关于金融资产减值采用已发生损失模型，存在问题在于减值金额确认延迟或不充分。新准则相对旧准则，在资产确认首日就要确认预期信用损失，且对未来损失的估计依据是过去、现在及未来的预测信息，一旦初始计量后信用风险显著增加，即便无客观减值证据，未来存续期间的 ECL 全部进行确认；此外，适用范围扩大，不仅包括表内的存款、贷款、应收应付款等等，表外的业务如承诺、担保均要求计提减值。

图 4：IFRS9 采用预期信用损失模型的三阶段



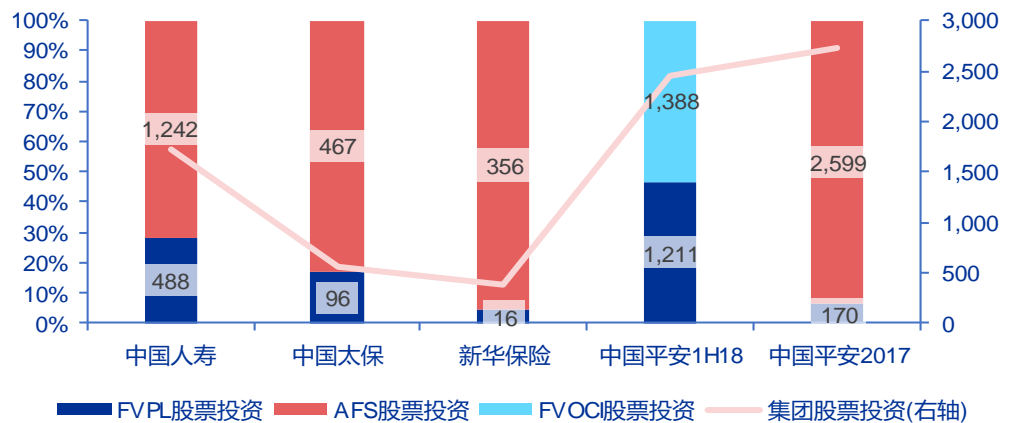
资料来源：申万宏源研究

## 2.短期影响：FVPL 大幅增长，加大业绩波动

### 2.1 AFS 中大部分股票资产将重分类至 FVPL

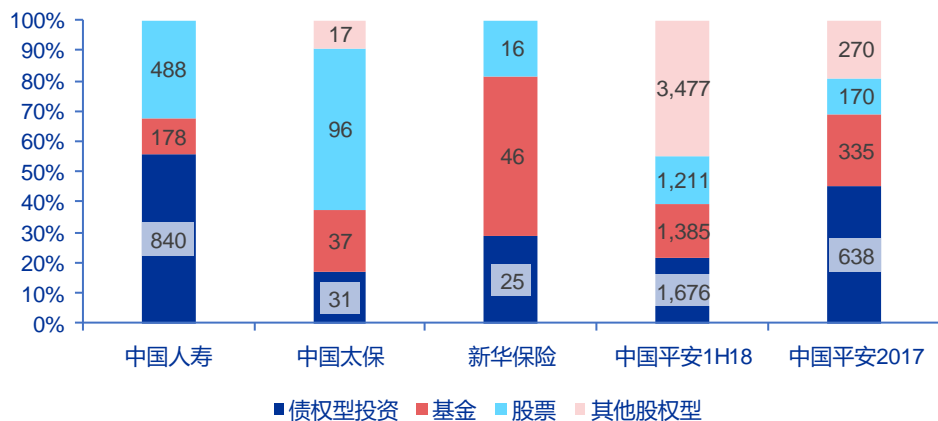
旧准则下，上市险企可供出售金融资产的股票类投资占全部股票投资比重平均超 8 成。旧准则下上市险企股票资产高度集中于 AFS 项下，少数在 FVPL 项下。1H18，上市险企 AFS 中股票投资规模：中国人寿 1242 亿元、中国太保 467 亿元、新华保险 356 亿元；上市险企 FVPL 中股票投资规模：中国人寿 488 亿元、中国太保 96 亿元、新华保险 16 亿元；由此计算得到 AFS 股票投资占全部股票投资比重：中国人寿 71.8%、中国太保 83.0%、新华保险为 95.7%。切换至新准则的中国平安 FVPL 股票类投资大幅增长，占比提升至近 5 成，而 2017 年末占比不足 1 成。1H18，中国平安 FVPL 股票投资规模 1211 亿元，较年初的 170 亿元多增 1041 亿元，占集团股票投资规模的比重为 49.5%；而 2017 年末 FVPL 股票投资占比仅为 6.2%。

图 5：1H18 上市险企股票投资规模及在 FVPL/AFS/FVOCI 中分布情况（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

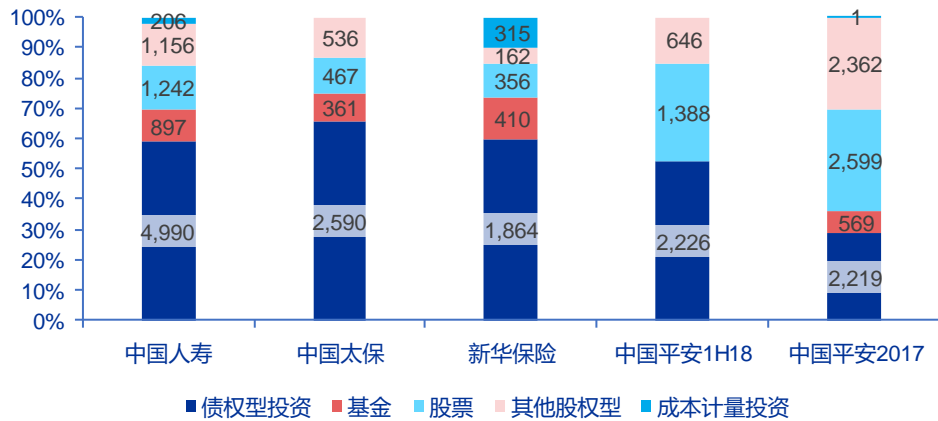
图 6：1H18 上市险企 FVPL 构成，中国平安 FVPL 规模较年初增长明显（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究



图 7：1H18 上市险企 AFS 构成及中国平安 FVOCI 构成（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：中国平安 1H18 采用新准则，原四分法中的可供出售金融资产一项不再列示；上图展示的债权型投资为合并财务报表中的 FVOCI-债务工具；股票为合并财务报表中的 FVOCI-权益工具中的股票，其他股权型投资为合并财务报表中的 FVOCI-权益工具中的优先股与非上市股权投资之和。

## 2.2 金融资产价格变化带来的业绩波动增大

旧会计准则下，企业投资购买股票时，为了避免由股价波动性较高而导致的二级市场价格变动影响公允价值变动净收益进而大幅影响净利润的情况，倾向于把股票类投资资产放在可供出售金融资产项下；此外，可供出售金融资产若处置，则期间浮盈浮亏将从其他综合收益结转至利润表，因而企业可通过适当处置 AFS 来调节当期利润，这也是旧准则下险资投资资产中股票类 AFS 规模显著高于股票类 FVPL 规模的原因之一。

IFRS9 下，指定为 FVOCI 的权益投资需要满足一定条件且不可撤销，增加了企业将股票投资确认为 FVOCI 资产的谨慎性。一方面，FVOCI 资产公允价值变动不计入损益、股息收入计入损益的特征下，未来浮盈浮亏不可划转至损益表，意味着原来利用 AFS 的处置来把握业绩释放节奏将难以继续；另一方面，原来 AFS 中的股票资产大量重分类为 FVPL，其变动计入损益的特征下，二级市场波动导致金融资产价格的变化带来业绩波动增大；上述两个原因共同导致险企业绩波动增大。

新准则下平安 FVPL 投资规模大幅增长，且大量的股票投资被重分类至 FVPL 科目下。旧准则下，中国平安 2017 年末金融资产规模/占比如下：FVPL 1413 亿元/占比 5%、AFS 7751 亿元/占比 26%、HTM 12438 亿元/占比 41%、应收款项类投资 8472 亿元/占比 28%；切换至新准则后，2018 年初金融资产规模/占比如下：FVPL 6924 亿元/占比 23%、FVOCI 4348 亿元/占比 14%、AC 19480 亿元/占比 64%；当期变动计入 PL 的资产多增了 5511 亿元，而当期变动计入 OCI 的资产较原准则下 AFS 减少了 3403 亿元。

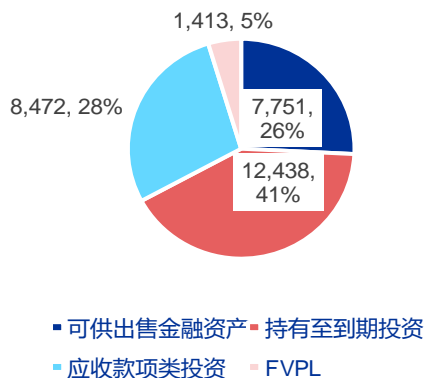
金融工具分类和计量体现在已采用新准则的中国平安报表层面，2018/1/1 新准则下 FVPL 为 6924 亿元，与 2017/12/31 旧准则下 1413 亿元，多增 5511 亿元，变更如下：

➤	(新) FVPL = (旧) FVPL	=141,250
	- (旧) FVPL 重分类转出至 FVOCI	-8,897
	+ (旧) 可供出售金融资产重分类转入	+378,434 (-116)
	+ (旧) 持有至到期投资重分类转入	+9,625 (-211)
	+ (旧) 应收款项类投资重分类转入	+149,351 (-1,083)
	+ (旧) 发放贷款及垫款重分类转入	+358
	+ (旧) 其他资产重分类转入	+178
	+ (旧) 定期存款重分类转入	+23,500
		<b>=692,389</b>

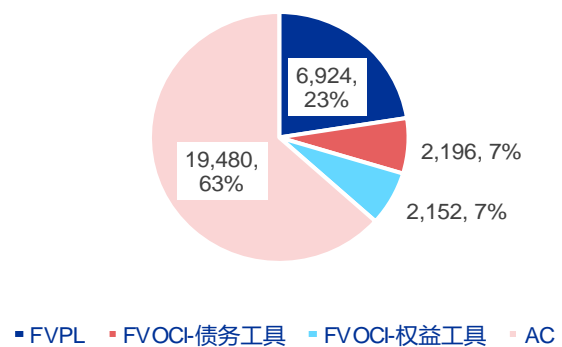
**表 1: 切换新旧准则前后金融资产规模变化, 以中国平安为例 (亿元)**

计量类别	原科目名称	旧准则 2017/12/31	新科目名称	新准则 2018/1/1	多增	变化幅度	
公允价值计量	变动计入 P&L	FVPL	1,413	FVPL	6,924	5,511	390.2%
	变动计入 OCI	AFS	7,751	FVOCI-债务工具 FVOCI-权益工具	2,196 2,152	-3,403	-43.9%
摊余成本计量	持有至到期投资	12,438	AC	19,480	-1,430	-6.8%	
	应收款项类投资	8,472					
合计		30,073	合计	30,751	678	2.3%	

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

**图 8: 四分类下, 2017 年末中国平安金融资产规模及占比 (亿元)**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 9: 三分类下, 2018 年初中国平安金融资产规模及占比 (亿元)**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 3. IFRS9 时代险资股票投资将展现新特征

### 3.1 大额集中长期持股对保险公司具有重要意义

我们判断，IFRS9 时代保险资金大额集中长期持有高分红、低估值蓝筹股的趋势将愈发显著。

对于保险公司这样的大型机构投资者而言，在久期匹配和现金流稳定的前提下追求相对更高的资产收益率是其投资策略的出发点，新准则下股票资产大量划转至 FVPL、进而加剧业绩波动与这一目标是背道而驰的，预计未来 FVPL 资产应更多着眼于通过量化对冲等方式弱化业绩波动。

另一方面，FVOCI 资产公允价值变动不计入损益、股息收入计入损益的特征决定了其对险企股票投资的重大战略意义：高股息率 FVOCI 股票资产非常符合险资“收益确定、久期匹配、业绩波动小”的投资目标。此外，由于 FVOCI 资产不能以交易为目的、认定之后不可逆转，其必然具备长期持有、大额持有的特征。

高股息大额长期持仓策略已经在践行，IFRS9 时代险资大额集中长期持股将是新趋势。据港交所披露，1H18 平安集团持有 87 亿股工商银行 H 股（约合 417 亿元）、13 亿股汇丰银行（约合 741 亿元），两大持仓合计规模约 1158 亿元，几乎占到 1H18 2448 亿股股票资产半壁江山，我们推测这两大持仓应该包含于中报披露的 1388 亿 FVOCI 股票资产之中。以 2017 年全年实际分红测算，当前工商银行 H 股股息率 5.3%、汇丰银行股息率 5.9%，均显著高于 1H18 平安集团总投资收益率 4.0%，若用未来分红和实际建仓成本测算股息率更高。

### 3.2 险资运用积极，未来股基占比提升空间较大

2013 年以来，我国险资运用余额持续增长，占保险公司总资产比重稳定接近 9 成。4M13-7M18，险资运用余额从不足 7.0 万亿元增长到约 15.7 万亿元，年化复合增速达到 16.7%；占保险公司总资产比重近 1 年稳定在 88%~89%。

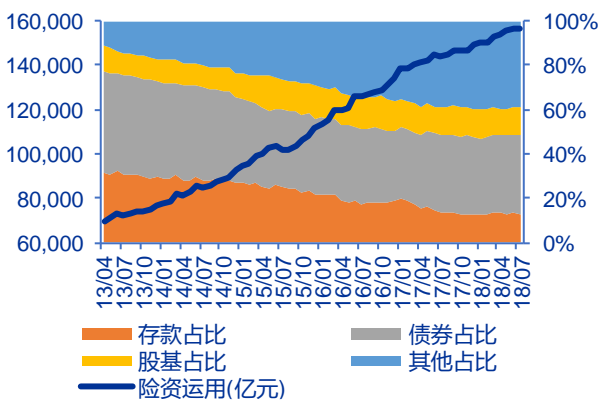
当前险资大类资产配置结构：其他投资 39%>债券 35%>存款 13.1%≈股票基金 12.7%。7M18，总计 15.7 万亿元的险资运用余额中，大量资产配置规模及占比如下：其他投资 6.1 万亿元/占比 38.8%、债券投资 5.6 万亿元/占比 35.4%、股票基金投资 2.0 万亿元/占比 12.7%、银行存款 2.1 万亿元/占比 13.1%。其他投资主要是非标准化债权投资，包括各类银行理财产品、信托资金计划、基金公司及其子公司的专户投资计划、券商资管计划等等。

险资配置趋势特征表现明显：一是银行存款占比大幅下降，表明险资运用更加积极，7M18 相较于 4M13，银行存款余额从 2.21 万亿下滑至 2.05 万亿元，占比从 31.6%下降至 13.1%，预计未来仍将保持下降趋势；二是债权投资占比虽有下降，但仍是最为重要的

压舱石，35%的投资比例仍然是配置的重要资产类型；三是非标类投资迅速崛起，股票基金投资占比近1年来保持稳定，以非标债权投资为代表的其他投资 CAGR 达 27.6%，占比从 11.5%大幅提升 27.6 个 pct 至 38.8%；股票与基金投资增速 CAGR 达 18.9%，快于险资运用增速和债券投资增速，但由于基数低，整体占比提升不明显仅从 11.5%提升 1.2 个 pct 至 12.7%。

在久期匹配和现金流稳定的前提下追求相对更高的资产收益率是险资投资策略的出发点。在 2010 年以前，债券投资一直是险资配置的底仓资产，占比超过 5 成，但随着险资投资范围的放开，非标投资受益以下几个特征：一是相对纯债收益更高，二是久期匹配险资偏好（诸如以基建、房地产等为底层资产的各类投资计划期限较长），三是过去刚兑时代非标投资利息收入实际稳定有保障；三者共同导致非标投资成为险资青睐的“高收益、低风险”的资产。收益相对更高、久期匹配度较好、利息收入稳定的特征，使得非标为典型代表的其他投资占比从 11%提升至 39%，成为过去 5 年其他投资增长迅速且对债券投资产生一定替代的原因。

图 10: 7M18 险资运用余额 15.7 万亿元, 4M13 至今 CAGR 为 16.7%



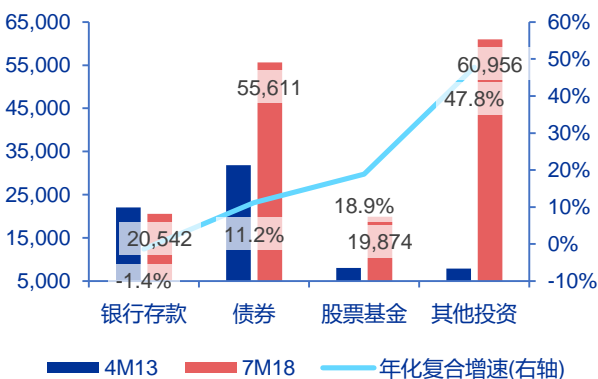
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 11: 险资运用余额占总资产比重近 1 年稳定在 88~89%之间



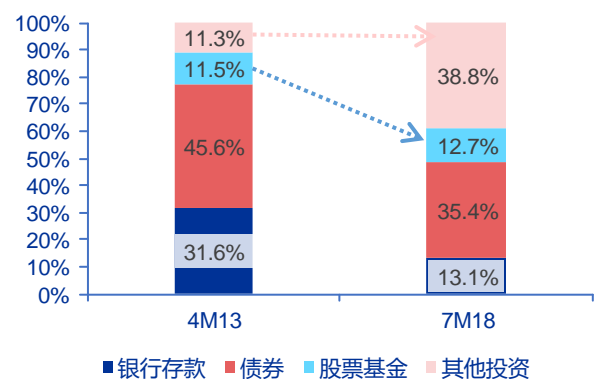
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 12: 7M18 险资资产配置余额及年化增速 (亿元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 13: 7M18 较 4M13 险资配置结构变化

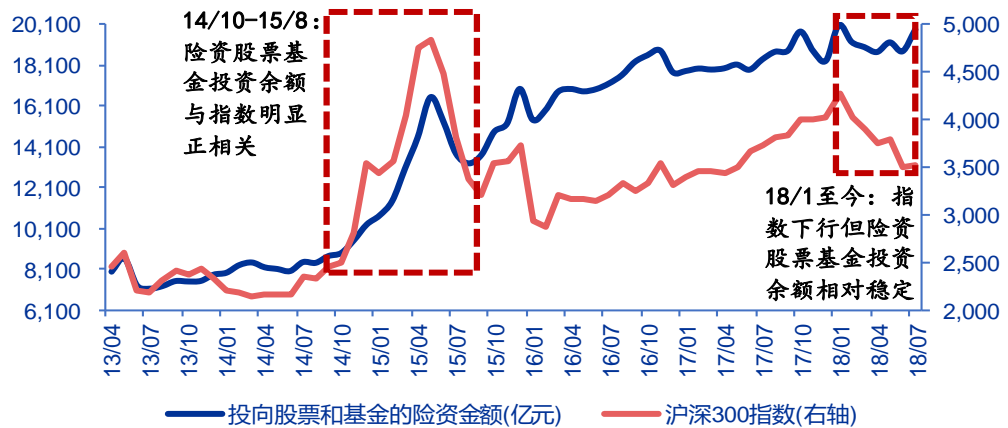


资料来源: Wind, 申万宏源研究

**2016 年以前险资股基投资余额随沪深 300 指数大幅波动，但近 1 年占比相对稳定。**  
 在 2016 年以前股基投资余额与大盘指数走势有较强的正相关性，2014 年 10 月-2015 年 5 月牛市期间，股票基金投资余额大幅增长，从 8924 亿元增长到 1.66 万亿元，占险资运用余额的比重从 10.1% 提升至 16.1%，大幅提升了 6 个 pct，此后随牛市戛然而止，3 个月间余额下降至 1.33 万亿元，占比大幅下降了 3 个 pct，2015 年 8 月为 13.1%；此后险资股基投资余额步入小幅震荡中增长的趋势，尤其进入 2018 年以来，虽然大盘指数震荡下行，但是股票基金投资余额占比并未出现较大变化。

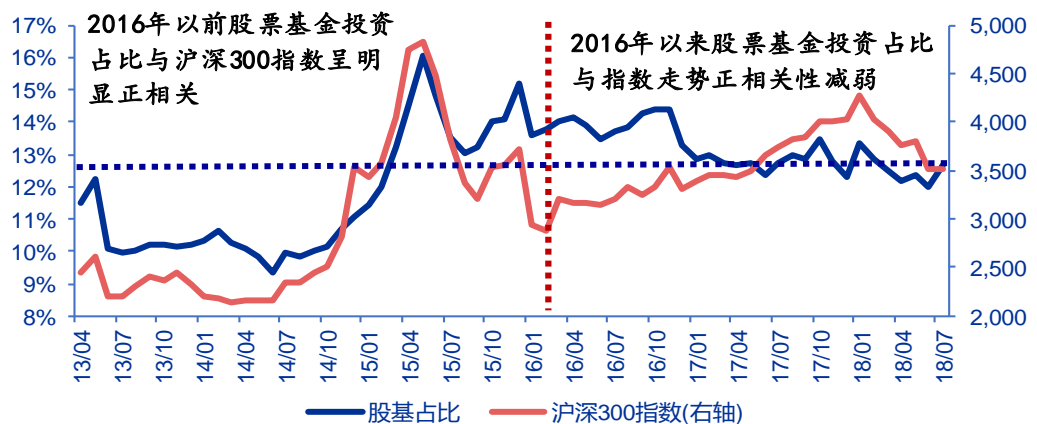
伴随国家对非标投资资产的限制，未来险资对标准化的股票、债券配资需求投资将提升，投向股票基金占比的提升空间仍然较大。过去 5 年以非标为典型代表的其他投资占比从 11% 大幅提升至 39%，1H18 中国平安、中国太保、新华保险非标投资占比分别为 14.1%、20.1%、31.8%；资管新规出台背景下，非标资产投资占比将确定性下降，险资对标准化的股票、债券配置需求将持续提升，其中投向股票基金占比的提升空间仍然较大。高股息率 FVOCI 股票资产非常符合险资“收益确定、久期匹配、业绩波动小”的投资目标，该类 FVOCI 资产的需求将确定向上。

图 14：2018 年至今股票基金投资余额基本稳定在 1.9~2 万亿元



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：近 18 个月股票基金投资余额占比基本稳定在 12.5%~13.0% 之间



资料来源：Wind，申万宏源研究



## 投资建议：推荐新华保险、中国平安、中国太保

IFRS9 时代险资集中大额持股是大势所趋，高分红、低估值的蓝筹股是重要的投资标的。看好保险板块，短期可把握上市险企负债端增长的预期差，中报业绩确定负债端改善趋势及资产端整体影响可控：负债端新单拐点进一步确认：平安 NBV 增速转正，新华 NBV 增速收窄至 -9%，上半年保险结构改善带动价值率提升，预期下半年保障型保险持续推进改善全年价值率，且新单降幅进一步收窄甚至有望转正；资产端波动影响可控，准备金释放提振利润表现，预期全面业绩表现可持续。标的推荐：新华保险、中国平安、中国太保。

表 2：保险行业重点公司估值表

EVPS	最新收盘价 18/9/14	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	P/EV	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
中国人寿	21.08	19.82	23.07	25.97	29.69	33.95	中国人寿	1.06	0.91	0.81	0.71	0.62
中国平安	63.30	30.24	34.88	45.14	52.75	63.24	中国平安	2.09	1.81	1.40	1.20	1.00
中国太保	32.13	22.69	27.14	31.58	36.95	42.96	中国太保	1.42	1.18	1.02	0.87	0.75
新华保险	46.24	33.44	41.50	49.20	58.11	68.65	新华保险	1.38	1.11	0.94	0.80	0.67
EPS	最新收盘价 18/9/14	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	P/E	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
中国人寿	21.08	1.23	0.66	1.13	1.38	1.77	中国人寿	17.17	31.94	18.65	15.32	11.90
中国平安	63.30	2.97	3.41	4.87	5.33	6.51	中国平安	21.35	18.55	12.99	11.88	9.72
中国太保	32.13	1.96	1.33	1.62	2.14	2.94	中国太保	16.42	24.15	19.86	15.03	10.92
新华保险	46.24	2.76	1.58	1.73	2.22	3.73	新华保险	16.75	29.27	26.73	20.87	12.40

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao1@swsresearch.com">chentao1@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan4@swsresearch.com">lidan4@swsresearch.com</a>
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	<a href="mailto:xiewenni@swsresearch.com">xiewenni@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang2@swsresearch.com">zhufang2@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。