

保险

解密险资资产配置与投资偏好—投资端研究之一

保险资金规模及重要性持续提升，运作上以委托保险资管机构为主，固收资产为主要配置方向。截至19年底险资规模合计超过18.5万亿元，其中存款及债券分别占比14%、35%，股基占比自2011年以来相对稳定略高于10%，以非标为主的其他类投资近年占比快速提升至接近40%。投资模式上险资基本以委托关联方保险资管机构投资为主体，约占总险资资产的72%，自主投资约占24%，委外管理约占3%，以基金公司和券商及子公司为主。监管模式以大类比例限制+偿付能力隐性要求为主。

固收资产是保险公司长久期的压舱石，非标供需矛盾突出占比逐步下降：含非标的广义固收类资产占到上市险企总投资资产的75%以上，主要关注两个方面：一是信用风险状况，上市险企基本为高等级的债券，但短期利率环境及再投资压力下险企有信用下沉冲动，同时部分企业盈利恶化可能加大信用风险；二是资产负债久期匹配问题，上市险企资产负债久期仍有6-10年的缺口。非标方面以信托计划及债权计划为主，政策环境相对宽松，存量资产质量较优且收益率基本在5.5%以上，但短期资产荒加剧，且长期看收益率进入下行区间，优质非标的供需矛盾较为突出。

权益资产：占比相对趋稳，审慎规范举牌：当前险资权益投资监管相对宽松，且仍有继续放开的预期，整体配置相对稳定。行业明显偏好银行+房地产，个股方面高股息、高ROE成为首选。2019年以来险资举牌逐步成为常态，但更多为审慎规范之下的财务投资+业务协同，且主体多为资本实力较强的大型公司，持股集中度有明显提升，参与方式多样，并考虑会计分录操作以降低投资波动，梳理下未来潜在举牌标的市值规模空间仍然可观。上市险企权益配置的差异也影响了总投资收益率的弹性。

其他资产：多元化资产配置以提升收益率：不动产主要包括股权、债权和物权，收益率具备优势且市场仍然广阔；境外投资政策持续放开，但全球经济形势不确定性的增加使得监管及险企对境外投资保持相对谨慎态度。

资产供给仍有望稳定保险公司净投资收益率：虽然2020年以来长端利率呈现明显下行趋势，但1) 地方政府债显著扩容，考虑税收后基本能够稳定净投资收益率并有效拉长久期；2) 基建项目逐步落地，保险资管成立的非标项目规模有望明显回暖；3) 估值洼地，举牌低估值高分红的优质标的，获取稳定分红收益，梳理下A股及港股潜在举牌标的流通市值可达十亿元以上规模；4) 险资获准参与国债期货交易有利于对冲利率风险。

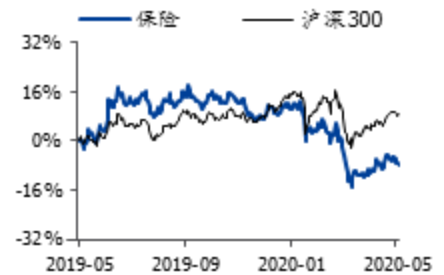
上市险企投资差异对价值层面的影响：市场从股价及投资的角度对投资端差异化关注相对较少，但各家在资产配置、投资收益以及对内含价值的影响方面还是有较为明显的不同。各上市险企投资收益假设及EV变动中投资偏差有所差异，同时EV及NBV对投资收益率的敏感性也有较为明显差异，平安由于更长的资产久期及集团优势而敏感性较同业更具优势。

投资建议：今年以来长端利率持续下行，市场对长期低利率对保险公司的影响担忧明显增加。但从保险公司资产配置的角度看，长期遵循稳健原则，短期利率下行对投资收益影响有限，且专项债扩容、基建项目逐步落地以及权益市场估值洼地高分红标的均给保险公司带来新的资产配置机会，此外险资获准参与国债期货交易同样一定程度上对冲利率风险，中短期看保险公司仍能实现净投资收益率相对稳定。对上市险企而言，短期长端利率抬升，利率对保险股股价的影响有所钝化，而负债改善仍将成为主导保险股估值的核心因素，当前上市险企估值处于历史底部，个股建议关注中长期稳健标的中国平安。

风险提示：长端利率下行风险；资本市场波动风险；资产负债久期缺口增加风险

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

分析师 赵耀

执业证书编号：S0680519090002

邮箱：zhaoyao@gszq.com

相关研究

- 1、《保险：境外险资长期资产配置趋势研究—投资端研究之二》2020-05-19
- 2、《保险：2020年版重疾表征求意见 发生率整体下降 价格仍有空间》2020-05-08
- 3、《保险：“险”滩已过 潮平岸阔—保险行业20Q1综述》2020-05-01



内容目录

1、 保险公司资产配置情况及模式.....	4
1.1 险资规模及重要性持续提升.....	4
1.2 险资资产配置：固收类资产为主体.....	4
1.3 投资模式：以委托投资为主，其中保险资管机构为投资主体.....	5
2、 大类比例限制的险资监管模式是国际的主流模式.....	8
2.1 我国采取大类比例限制+偿付能力隐性要求的监管模式.....	8
2.2 大类比例的监管模式同样是海外的主要模式.....	10
3、 固收资产：保险公司长久期的压舱石.....	10
3.1 险资配置主体，在利率下行环境中收益率面临压力.....	11
3.2 固收资产需要关注信用状况及资产负债匹配.....	11
4、 非标资产：供需矛盾突出，占比呈缓慢下降态势.....	12
4.1 政策端：维持宽松的非标投资环境.....	12
4.2 短期非标供需矛盾突出，仍具吸引力但配置压力加大.....	13
5、 权益资产：占比相对趋稳，审慎规范举牌.....	16
5.1 政策端：险资重要性提升，权益投资监管放松.....	16
5.2 权益资产配置整体趋稳.....	18
5.3 险资偏爱重仓哪些行业及个股？.....	18
5.4 再看险资举牌：审慎规范之下的财务投资+业务协同.....	21
5.5 上市险企权益配置差异影响总投资收益率弹性.....	23
6、 其他资产：多元化资产配置以提升收益率.....	24
6.1 不动产：市场空间仍然广阔.....	24
6.2 境外投资：险资审慎出海，防风险下占比稳步提升.....	25
7、 资产供给仍有望稳定保险公司净投资收益率.....	27
8、 上市险企投资差异对价值层面的影响.....	28
9、 投资建议.....	30
风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 我国保险行业资金运用余额及增速情况.....	4
图表 2: 2019年我国各类资管业务的管理规模情况（万亿元）.....	4
图表 3: 保险行业资金运用情况.....	5
图表 4: 我国保险资管行业主体及数量情况（个）.....	6
图表 5: 2019年我国保险公司投资目标设定情况.....	6
图表 6: 2019年我国保险资金投资管理模式情况.....	7
图表 7: 2019年保险公司投资模式选择（数量占比）.....	7
图表 8: 2019年保险公司投资模式选择（资金规模占比）.....	7
图表 9: 近年来险资中委托业外管理人管理规模情况（亿元）.....	8
图表 10: 2019年保险资管机构资金来源及变动情况（万亿元）.....	8
图表 11: 我国目前保险资金大类资产投资比例限制情况.....	8
图表 12: 上证综指情况与险资权益资产投资政策情况.....	9
图表 13: "偿二代"下市场风险计量中不同类资产项目基础因子 RF_0 情况.....	9
图表 14: 美国《保险人投资示范法》标准定义版本主要资产类别投资限制.....	10
图表 15: 上市险企固定收益类资产配置占比.....	11
图表 16: 上市险企固收类资产年化收益率情况.....	11

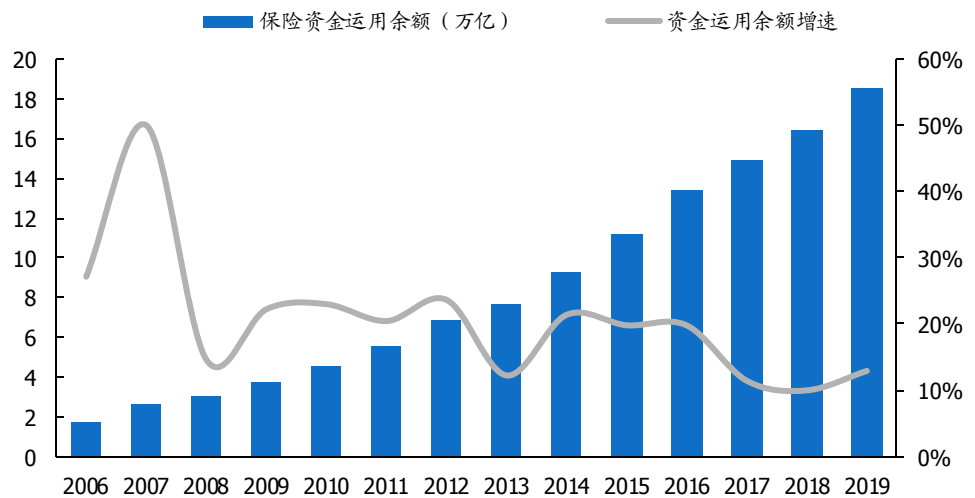
图表 17: 上市险企债券+中国债+政府债配置比例显著提升.....	12
图表 18: 平安资产负债久期不断缩窄(年).....	12
图表 19: 险资非标投资的相关监管规定梳理.....	13
图表 20: 2019年保险公司存量金融资产配置情况.....	14
图表 21: 2019年保险公司存量金融产品获取渠道情况.....	14
图表 22: 中国平安非标资产投资分布占比情况.....	14
图表 23: 中国太保非标资产投资分布占比情况.....	14
图表 24: 上市险企非标资产配置比例情况.....	15
图表 25: 保险资管机构每年成立债权投资计划情况.....	15
图表 26: 中国太保非标资产平均剩余到期期限情况(年).....	15
图表 27: 中国平安非标资产平均剩余到期期限情况(年).....	15
图表 28: 上市险企债券+定存资产配置占比情况.....	16
图表 29: 上市险企净投资收益率情况.....	16
图表 30: 险资权益投资的相关监管规定梳理.....	17
图表 31: 保险资金股基配置占比情况.....	18
图表 32: 险资重仓持股规模及占比情况.....	19
图表 33: 险资重仓持股的行业分布情况.....	19
图表 34: 2011年以来险资重仓持股的行业分布情况.....	19
图表 35: 2019年险资重仓流通股行业分布情况.....	20
图表 36: 2019年底险资持仓流通股占比前25的个股.....	21
图表 37: 2018年以来险企举牌情况统计.....	22
图表 38: 险资举牌潜在标的梳理情况.....	23
图表 39: 平安股票类资产计入会计科目变化情况(亿元).....	23
图表 40: 上市险企股票资产配置占比情况.....	24
图表 41: 上市险企股票+权益基金资产配置占比情况.....	24
图表 42: 上市险企总投资收益率情况.....	24
图表 43: 上市险企总投资收益率-净投资收益率情况.....	24
图表 44: 险资权益投资的相关监管规定梳理.....	25
图表 45: 险企境外投资金额持续提升.....	26
图表 46: 2019年末保险资金大类资产配置情况(调研数据).....	26
图表 47: 部分险企QDII额度情况(截至19M8).....	26
图表 48: 我国超长政府债发行情况及同比(亿元).....	27
图表 49: 2017年以来长期政府债发行明显增加(亿元).....	27
图表 50: 保险资管逐月成立非标资产规模情况(亿元).....	27
图表 51: 历年前4月保险资管成立非标规模情况(亿元).....	27
图表 52: 上市险企传统险投资收益率假设情况.....	28
图表 53: 上市险企投资收益偏差对EV的影响.....	29
图表 54: 上市险企NBV对投资收益率的敏感性情况.....	29
图表 55: 上市险企EV对投资收益率的敏感性情况.....	30

1、保险公司资产配置情况及模式

1.1 险资规模及重要性持续提升

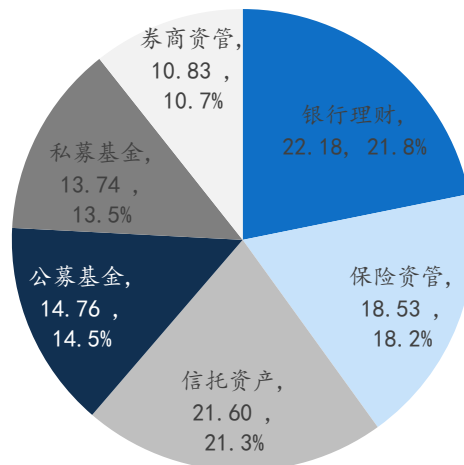
截至 2020M3 我国保险行业资金运用余额达到 19.43 万亿元，投资资产增速虽在近几年有所下降但是仍然维持 10% 以上的增速，同时在全类资管业务中规模占比也在近年有较为明显的提升。

图表 1：我国保险行业资金运用余额及增速情况



资料来源：银保监会，国盛证券研究所

图表 2：2019 年我国各类资管业务的管理规模情况 (万亿元)



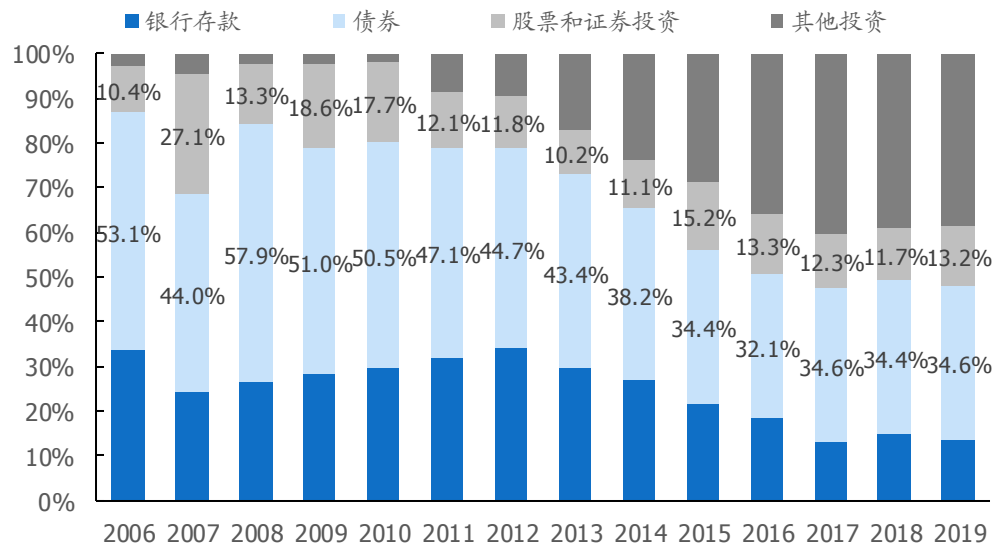
资料来源：银保监会，中基协，wind，国盛证券研究所注：银行理财为 19H 数据。

1.2 险资资产配置：固收类资产为主体

以银保监会月度披露的最常见的行业大类资产配置情况看，固定收益类资产持续为险资资产配置的主体，股基配置占比自2011年以来相对稳定，而其他类投资从2011年以来快速增长，近几年占比已接近40%。

- ✓ **银行存款：占比逐步下降趋稳。**截至2019年底，险资投资中银行存款占比13.6%，近几年占比明显下降后逐步趋稳。17年之前主要在投资资产多元化的背景下存款收益率并不具备明显优势而占比逐步下降，18年协议存款的阶段性的机会使得整体银行存款配置明显增加，当前占比相对稳定。
- ✓ **债券：持续为主体，但近年来占比同样呈下降趋稳。**以债券为主体的固收类资产持续为险资配置的主体，近年来在整体利率下行环境下配置比例同样呈下降趋稳态势。
- ✓ **股基：配置比例随市场行情小幅波动。**近年来股基配置整体占比略高于10%，当市场整体上行时一般保险公司会有所加仓，同时存量整体净值提升，在总资产中占比会有所提升。
- ✓ **其它投资：占比持续提升并处于高位。**其他类资产以非标为主，此外包括不动产、权益类理财、非上市股权等，14-15年以来非标资产机会之下保险公司大量增配，使得其他投资占比显著提升，17年以后占比逐步稳定，当前占比仍处于相对高位。

图表3：保险行业资金运用情况



资料来源：银保监会，国盛证券研究所

1.3 投资模式：以委托投资为主，其中保险资管机构为投资主体

保险公司投资管理业务包括资产负债管理、资产配置、信用评级、风险管理、直接投资、委托投资等；其投资主体主要包括保险公司、保险资管机构、保险资管机构专业平台以及业外管理人四大类，截至18年底共有426家机构。

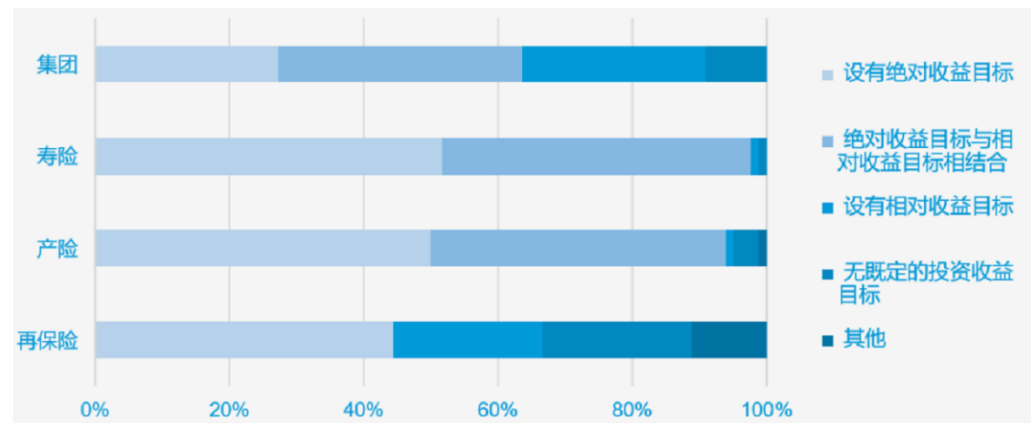
图表 4: 我国保险资管行业主体及数量情况 (个)

类别	类型	家数	代表公司
保险公司 (202家)	寿险	91	平安寿险、中国人寿
	财险	88	人保财险、平安产险
	集团	12	平安集团、国寿集团
	再保险	11	中再、国寿再保
保险资管机构 (33家)	保险资管公司	24	平安资管、国寿资管
	专业型保险资产管理机构	6	国寿投资控股、平安不动产
	养老险保险资管机构	3	
保险资管机构 专业平台 (32家)	香港保险资产管理机构	11	平安资产管理(香港)
	保险资管机构下设私募基金管理人	15	平安创赢资本、国寿金石资管
	保险资管机构获取的公募牌照	6	国寿安保基金、平安基金
业外管理人 (159家)	公募基金	72	
	证券公司	35	
	证券资管	13	
	境外管理人	39	

资料来源: 银保监会, 保险资管协会, 国盛证券研究所 注: 数据截至 18 年底。

保险公司投资管理目标设定通常“立足自身、对标行业”: 保险公司投资管理目标设定通常以绝对收益为主、相对收益为辅。以 2019 年保险资管协会的调研数据看, 半数左右的产寿险公司设有绝对收益的目标, 而超过 40% 的产寿险公司以绝对收益目标与相对收益目标相结合。整体看在目标设定中考虑绝对收益因素的公司占比超过 90%

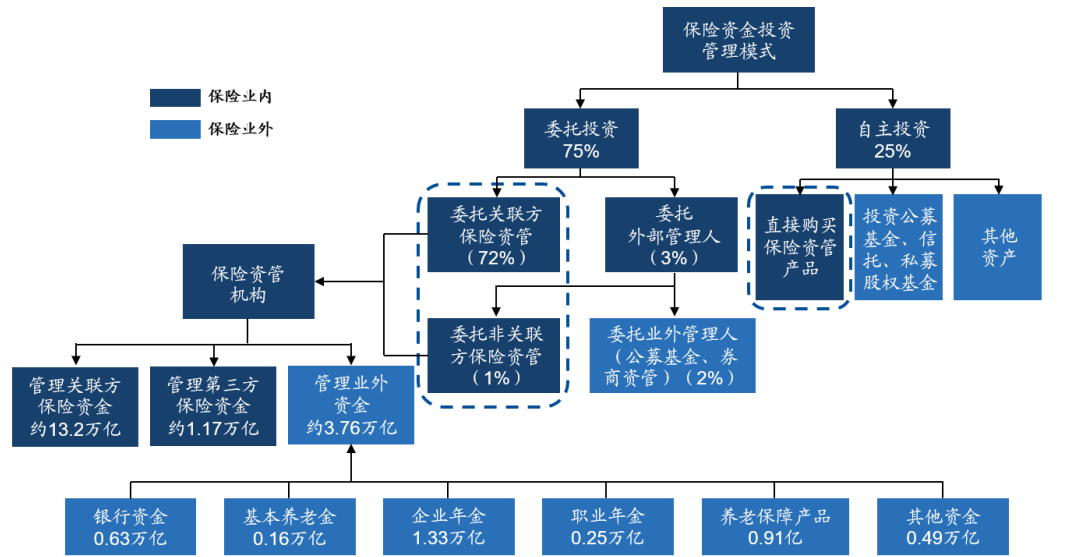
图表 5: 2019 年我国保险公司投资目标设定情况



资料来源: 保险资管协会, 国盛证券研究所 注: 按不同类型公司数量统计

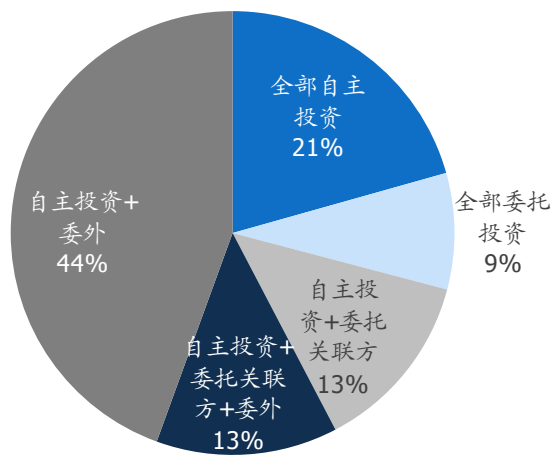
险资投资模式: 委托保险资管机构为主体, 但大多公司采取“自主投资+委外”方式。 2019 年底我国接近 20 万亿险资通过自主投资或委托投资的方式进行投资, 具体看自主投资资金规模占比为 25%; 委托关联方的保险资管机构投资模式为主体, 大约占总险资资产的 72%; 除此以外 2012 年《保险资金委托投资管理暂行办法》增加了证券公司及基金公司作为险资的受托管理机构, 以基金公司及证券子公司为主体的业外管理人托管的险资规模整体呈逐步提升趋势, 但委托业外管理人占总险资规模仍不足 3%。此外还有少部分规模为委托非关联方的保险资管进行投资。从资管协会调研的 190 家保险公司数据显示, 同时进行自主投资和委外投资是险企最多选择的投资模式。

图表 6: 2019 年我国保险资金投资管理模式情况



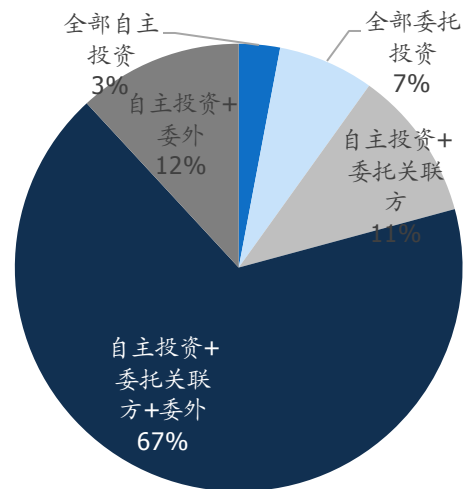
资料来源: 保险资管协会, 国盛证券研究所 注: 百分比为资金规模

图表 7: 2019 年保险公司投资模式选择 (数量占比)



资料来源: 保险资管协会, 国盛证券研究所

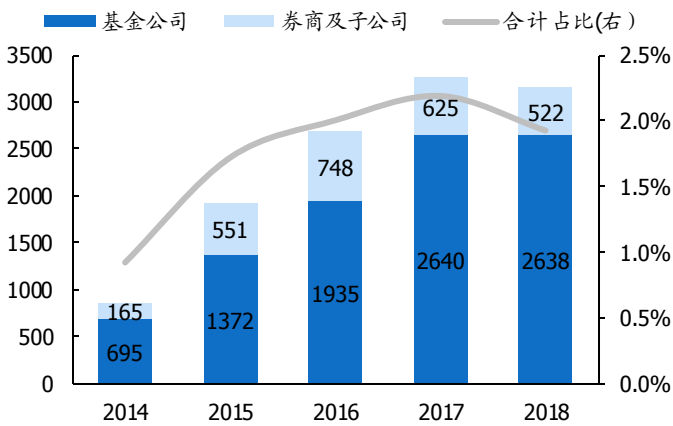
图表 8: 2019 年保险公司投资模式选择 (资金规模占比)



资料来源: 保险资管协会, 国盛证券研究所

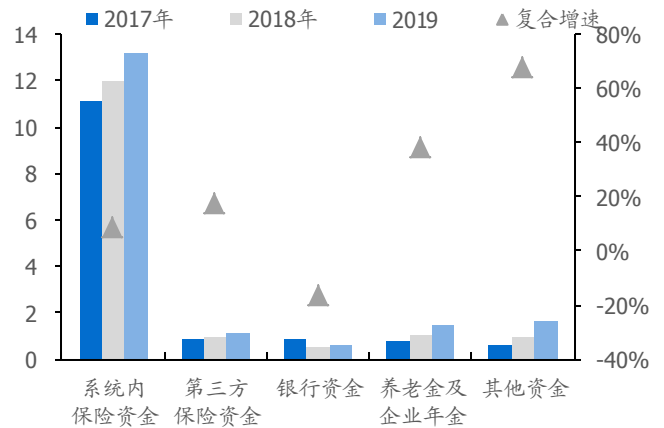
保险资管机构同样以险资为主要资金来源, 但养老金及其他业外资金管理规模保持较快增速: 2019 年底保险资管机构共管理资金约 18.1 万亿元, 其中险资约为 14.4 万亿元, 其余 3.8 万亿元为业外资金, 主要包括养老金 (占比 8.2%, 主要为企业年金及基本养老金)、银行资金 (占比 3.53%) 及其他类资金 (包括养老保障产品、职业年金等), 其中业外资金中养老金及其他资金保持较快的增速。

图表 9: 近年来险资中委托业外管理人管理规模情况 (亿元)



资料来源: 保险资管协会, 国盛证券研究所

图表 10: 2019年保险资管机构资金来源及变动情况 (万亿元)



资料来源: 保险资管协会, 国盛证券研究所

2、大比例限制的险资监管模式是国际的主流模式

2.1 我国采取大比例限制+偿付能力隐性要求的监管模式

目前我国险资投资是按照大比例限制的模式进行监管。在资金运用方面最主要的监管文件为 2018 年 1 月发布的《保险资金运用管理办法》，将险资的投资限制为：1) 银行存款；2) 买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券；3) 投资不动产；4) 投资股权；5) 国务院规定的其他资金运用形式。

而对保险公司大类资产比例的限制，主要参考文件为 2014 年 1 月《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，依据风险收益特征将险资划分为五大类别，制定不同大类资产总量及集中度监管比例上限，在防范系统性风险的前提下增强投资灵活性。

图表 11: 我国目前保险资金大类资产投资比例限制情况

资产类别	比例限制
权益类资产 (含境内外上市权益资产及未上市的股权及股权基金等)	不高于上季末总资产的 30%
不动产类资产 (不动产及相关投资计划、金融产品, 以及境外不动产、REITs 等)	不高于上季末总资产的 30%
其他金融资产 (非标金融产品等)	不高于上季末总资产的 25%
境外投资余额	不高于上季末总资产的 15%
创业投资基金 (同时纳入权益类资产比例管理)	合计不超过上季度末总资产的 2%
单一股票的账面余额	不高于上季末总资产的 5%

资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

在比例监管之下，可能会依据资本市场的实际情况进行调整：如 2015 年 7 月原保监会

发布《关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》，明确权益资产余额占比达上季末总资产比例30%的，可进一步增持蓝筹股票，增持后权益类资产余额不高于上季度末总资产的40%；并在2017年初下调回30%的监管比例。2020年3月银保监会副主席周亮表示，将深化保险资金市场化改革，允许偿付能力充足率较高的、资产匹配度较好的保险公司适度提高权益类投资比重，突破30%上限。两次权益投资政策的灵活调整均是在市场持续下跌的过程中发布。

图表 12: 上证综指情况与险资权益资产投资政策情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

“偿二代”形成对保险公司资产配置的隐性要求:除了大类比例的显性监管以外,“偿二代”同样对保险公司资产配置提出隐性要求。在寿险公司偿付能力充足率的计算过程中,分母的最低资本主体为量化风险最低资本,其中最主要为市场风险和保险风险,即保险公司不同的资产配置将会消耗不同程度的最低资本,从而直接影响公司偿付能力充足率水平,因而偿付能力要求也间接限制了保险公司在资产配置上的选择。

图表 13: “偿二代”下市场风险计量中不同类资产项目基础因子 RF_0 情况

大类资产	细项分类	基础因子 RF_0
上市普通股票	沪深主板股	0.31
	中小板股	0.41
	创业板股	0.48
无法穿透的资产管理产品	权益类	0.25
	固定收益类	0.06
	另类	0.40
境外资产	混合类	0.20
	发达国家固收	0.0762
	新兴市场固收	0.2139
	发达国家权益	0.30
优先股	新兴市场权益	0.45
	上市险企公开发行	0.06

资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所注: 不同大类资产因特征系数 k 值有差异, 基础因子 RF_0 不可直接比较。

2.2 大类比例的监管模式同样是海外的主要模式

美国：美国保险业实行的是联邦政府和州政府的双重监管模式，建立了以全美保险监督官协会（NAIC）和州保险监督机构为主的保险监管体系。保险投资监管方面各州有所不同，但大部分地区援引 NAIC 的《保险人投资示范法（Investments of Insurers Model Act）》。2001 年的标准定义版本就规定了资产类别投资比例限制。个体投资比例限制则确保了风险分散化，持有单一机构及其附属机构（政府除外）发行的证券，寿险公司不超过 3%，非寿险公司不超过 5%。2017 年的限制定义版本的示范法按人身险、非人身险分章节规定各资产类别的投资限制。

图表 14: 美国《保险人投资示范法》标准定义版本主要资产类别投资限制

资产类别	占认可资产的比例上限	
	寿险	非寿险
债券、类债优先股、政府单位欠款和融资工具、私人企业实体（包括资产支持证券、SVO 评级共同基金）	中低级投资	20%
	低级投资	10%
	SVO 评级为 5 或 6 的投资	5%
	SVO 评级为 6 的投资	1%
	比国库券收益还低的中低级投资	1%
贷款（由抵押贷款、信托契约、房地产证券利益，或政府保险公司提供的保险担保）	45%	25%
普通股、类权益优先股、实体企业股权利益、SVO 评级以外的在 SEC 注册的共同基金份额	20%	25%
为保险人经营提供便利交易的的的必要房地产		20%
产生（或在合理改造后可预期产生）持续收益的房地产，包括固定设施、家具、装饰、设备	20%	10%
美国和加拿大以外国家的现金、存款和以上类别投资		20%
债券和其他美国参与的国际发展组织欠款		2%
销售或租赁合同下的私人实物资产		2%

资料来源：NAIC，国盛证券研究所

日本：日本在 2007 年的保险业法中明确了对部分投资资产的比例上限，包括国内股票、外币资产以及不动产的投资上限分别为 30%、30%、20%，此外单一主体发行的资产不得超过总资产的 10%。长周期看日本也是处在对资产配置不断放宽监管的过程中，往前追溯还曾对贷款、信托资产等有过严格的比例规定。

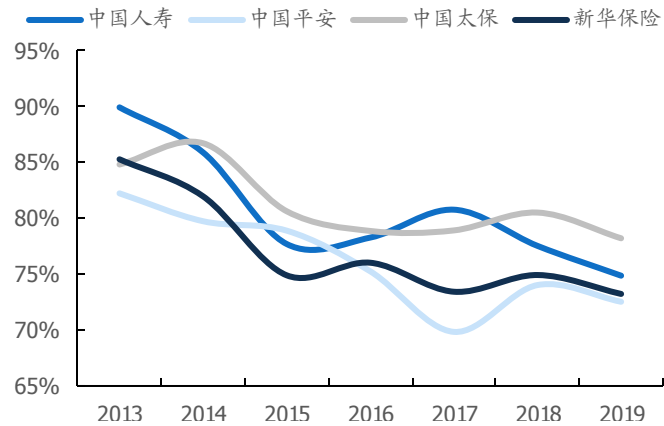
此外包括台湾地区、新加坡等均对保险公司大类资产配置比例做出限制，并在不同时期针对市场情况进行调整，主流国家中仅英国没有对保险资金的投资比例做出明显的限制，是保险资金运用监管最为宽松的国家。英国仅通过法律规定金融衍生品只能作为风险对冲工具而不可用作投机，而对资产配置通过审慎监管和偿付能力监管的方式进行间接监管。

3、固收资产：保险公司长久期的压舱石

3.1 险资配置主体，在利率下行环境中收益率面临压力

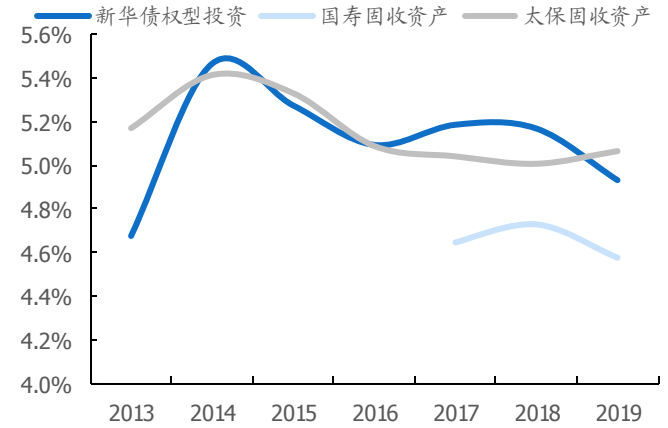
固定收益类资产一直以来是险资资产配置的主力，从大类上分可以包括：定期存款、债券（国债、金融债、企业债、次级债等）、债权型非标资产（各类信托计划、债权计划、资产项目支持计划等）以及其他固收类投资（保户质押贷款、存出资本保证金等）。上市险企方面，固定收益类资产配置基本可以占到总投资资产的75%以上，而在长端利率持续下行压力的背景下，上市险企19年固收类资产整体年化投资收益率基本都在5%以下。

图表 15: 上市险企固定收益类资产配置占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所注：含定存、债券及债类，不含优先股及现金类；

图表 16: 上市险企固收类资产年化收益率情况



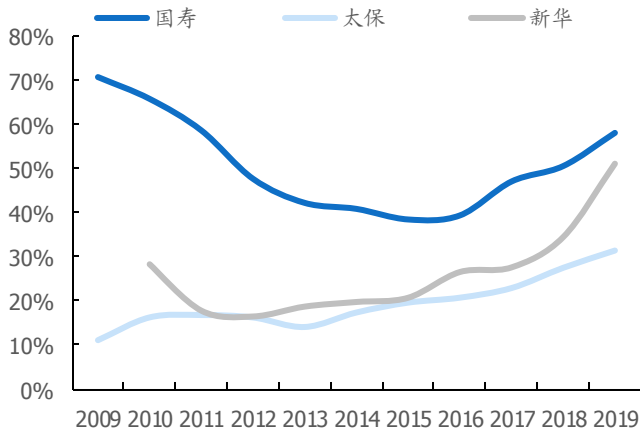
资料来源：公司公告，国盛证券研究所注：数据为测算数据；

3.2 固收资产需要关注信用状况及资产负债匹配

固收类资产方面各险企均注重风险状况，基本为高信用等级的债券：太保 2019 年底企业债及非政策性银行金融债中债项或其发行人评级在 AA/A-1 级及以上的占比达 99.7%，其中 AAA 级占比 90.6%；人保则全部为 AA/A-1 级及以上，且 AAA 级别达 97.9%。公司债方面整体信用水平也相对较高，平安持有的公司债中信评约 99% 为 AA 及以上，约 89% 为 AAA 评级。但当前面临的低利率环境以及较大的再投资压力，保险公司存在信用下沉冲动，而疫情下部分企业盈利的恶化对现金流和经营产生负面影响，信用风险预计仍然会呈现抬升的态势。

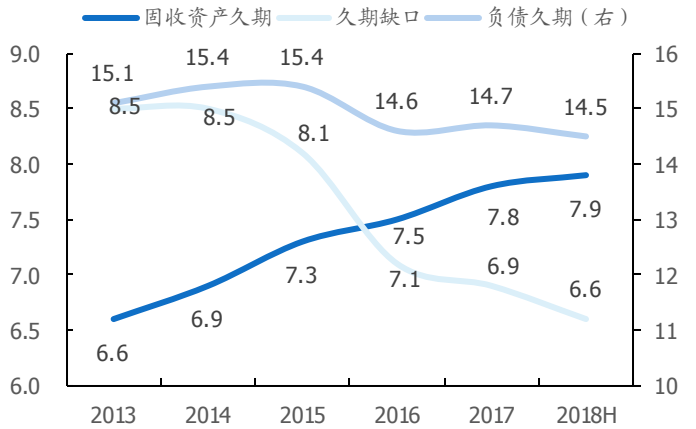
上市险企当前的资产负债久期缺口在 6-10 年：由于我国资本市场上长久期资产较少，险企整体资产久期较短。2019 年人身险行业负债久期 12.44 年，资产久期 5.77 年，缺口达 6.67 年；上市险企整体的固收资产久期基本为 6-8 年，而负债久期在 12-16 年不等，整体的资产负债久期缺口在 6-9 年左右。险企也在积极布局长久期债券，国债及政府债在近年来整体债券占比中获得明显提升，平安债券资产中 20 年期以上配置接近一半，长债久期 15 年左右；太保国债、地方政府债及政策性金融债占比也逐步提升，19H 平均久期达到 15.1 年。对于长期资产负债缺口及匹配需要持续关注。

图表 17: 上市险企债券中国债+政府债配置比例显著提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 平安资产负债久期不断缩窄(年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4、非标资产：供需矛盾突出，占比呈缓慢下降态势

4.1 政策端：维持宽松的非标投资环境

非标类资产通常就是未在证券市场或者银行间市场进行公开交易、没有公开透明定价机制的产品，以债权类资产为主，也包括部分股权类资产，常见的非标资产包括基础设施债权计划、不动产债权计划、商业银行理财产品、信托公司信托计划、保险资管公司产品、券商专项资管计划、股权投资计划等。

监管整体对非标投资整体维持了较为宽松的环境：监管最初在 2006 年开始明确险资可以投资基础设施计划，2010 年明确可以投资不动产及相关金融产品，2012 年开始放开各类非标金融产品。险资由于期限长、规模大，天然匹配如基础设施建设、不动产等部分行业对长期资金需求；同时如棚改、交通设施建设、重大水利工程等大型国家项目能够很好发挥险资长期投资优势，参与国家建设与经济发展，因此监管整体上对非标资产投资较为支持。

图表 19: 险资非标投资的相关监管规定梳理

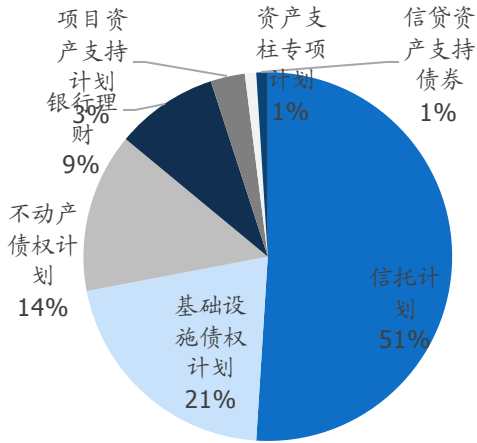
时间	事件/文件	具体内容
2006. 3. 14	《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》	1、设立投资计划 <u>可以采取债权、股权、物权及其他可行方式投资基础设施项目</u> ； 2、寿险公司投资余额，按成本价格计算不得超过公司上季度末总资产的 5% ；财险公司投资余额，按成本价格计算不超过公司上季度末总资产的 2%；
2009. 3. 19	《关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》	1、投资债权投资计划的余额，不超过该保险公司上季末总资产的 10% ；
2010. 7. 31	《保险资金投资不动产暂行办法》	1、保险资金 <u>可以投资基础设施类不动产、非基础设施类不动产及不动产相关金融产品</u> ； 2、投资不动产的账面余额，不高于本公司上季度末总资产的 10%，投资不动产相关金融产品的账面余额，不高于本公司上季度末总资产的 3% ；投资不动产及不动产相关金融产品的账面余额，合计不高于本公司上季度末总资产的 10%；
2012. 10. 22	《关于保险资金投资有关金融产品的通知》	1、保险资金可以投资境内依法发行的 <u>商业银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划等金融产品</u> （以下统称金融产品）； 2、保险公司投资理财产品、信贷资产支持证券、集合资金信托计划、专项资产管理计划和项目资产支持计划的账面余额，合计不高于该保险公司上季度末总资产的 30% 。保险公司投资基础设施投资计划和不动产投资计划的账面余额，合计不高于该保险公司上季度末总资产的 20% ；
2014. 2. 19	《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》	1、保险资金各种运用形式整合为流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产等五个大类资产。投资其他金融资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 25% ；
2016. 6. 14	《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》	1、 <u>简化行政许可</u> 。根据近年市场化改革成果，明确取消了相关当事人业务资质审批、投资计划产品发行备案、保险机构投资事项审批等许可事项。修订后，《办法》已无行政许可事项的规定； 2、 <u>拓宽投资空间</u> 。在防范风险的前提下，放宽保险资金可投资基础设施项目的行业范围，增加政府和社会资本合作（即 PPP 模式）等可行投资模式；
2017. 5. 16	《中国保监会关于债权投资计划投资重大工程有关事项的通知》	对符合条件的关系民生的重大工程，在免信用增级及优先受理方面进行支持；
2019. 1. 29	简化股权投资计划和保险私募基金注册程序	支持保险机构加大股权投资力度，提高股权投资计划和保险私募基金注册效率，保险资产管理机构及其下属机构发起设立股权投资计划和保险私募基金，由中国保险资产管理业协会办理注册工作；
2019. 7. 1	《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》	新增禁止将信托作为通道、强化信托公司主动管理责任、对底层资产进行穿透、加强投资者适当性管理、设置投资比例限制以及信用增级安排和免增信条件等要求。

资料来源：银保监会，国盛证券研究所

4.2 短期非标供需矛盾突出，仍具吸引力但配置压力加大

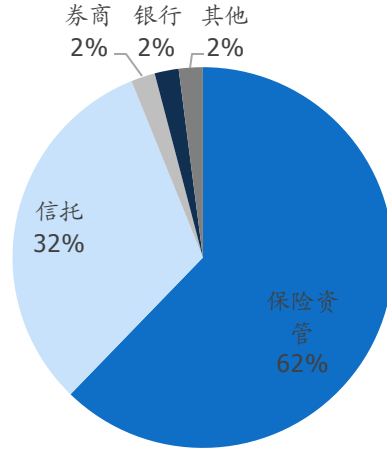
保险公司非标资产以信托计划以及债权计划为主，主要来自保险资管及信托渠道：以行业调研数据看，2019年保险公司存量金融资产配置品种中以信托计划（占比51%）、基础设施及不动产债权计划（分别占比21%、14%）为主，三者合计占总存量金融产品的86%；从获取渠道方面看，保险资管及信托为最主要的投资获取渠道。

图表 20: 2019年保险公司存量金融资产配置情况



资料来源：保险资管协会，国盛证券研究所

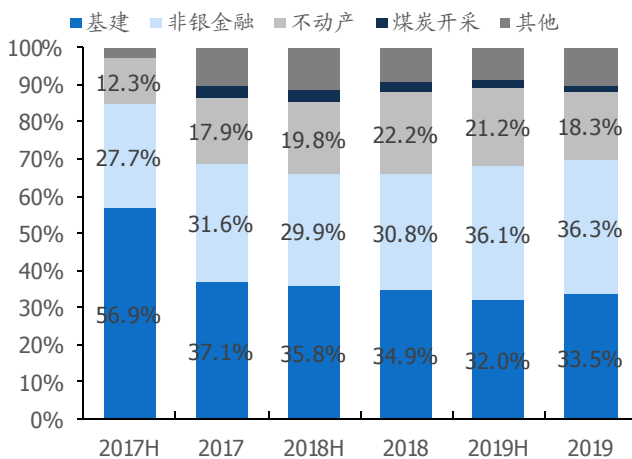
图表 21: 2019年保险公司存量金融产品获取渠道情况



资料来源：保险资管协会，国盛证券研究所

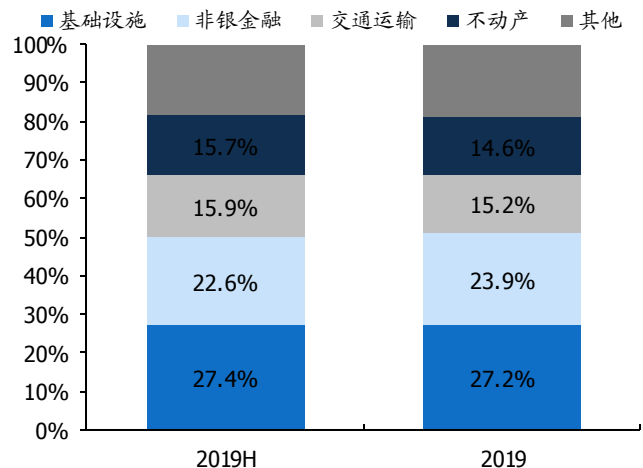
上市险企存量非标资产质量相对较优且具备较好的收益率。以平安及太保情况看，上市险企的非标债类的目标资产基本以基础设施、非银金融、交通运输、不动产为主，地域基本集中在北京、上海、广东、江苏等经济发达地区，且整体信用评级水平较高：平安所持有的债权计划和信托计划外部信用评级98%以上为AAA，2%左右为AA+，除部分高信用等级的主体融资免增信外，绝大部分项目都有担保或抵押；太保98.9%的资产有外部信用评级，其中AAA占比达93.7%、AA+及以上占比达99.9%。在收益率方面同样具备优势：整体名义投资收益率基本在5.5%以上，部分项目可以达到6%以上。

图表 22: 中国平安非标资产投资分布占比情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 23: 中国太保非标资产投资分布占比情况



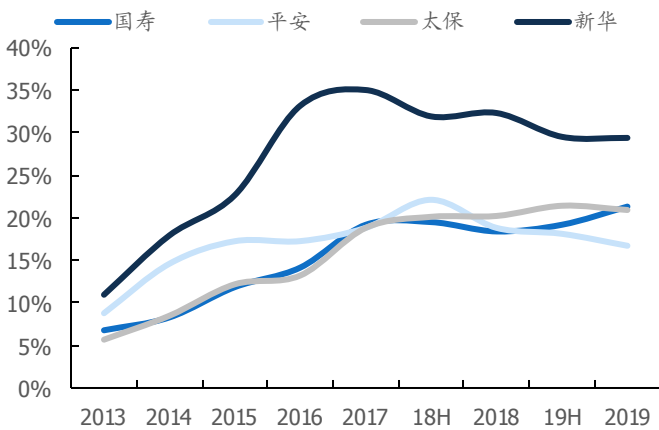
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

优质标的持续稀缺，供需矛盾突出，配置占比逐步趋于下行：非标投资由于长期性、稳定性及收益性而持续受到保险公司青睐，从配置情况看新华自2013年以来非标资产配置占比明显超过其他上市公司，当前仍然维持在接近30%的水平，而其余上市险企基本

维持 20%左右的配置比例。而当前受多方面因素影响非标资产配置比例逐步趋于下降：

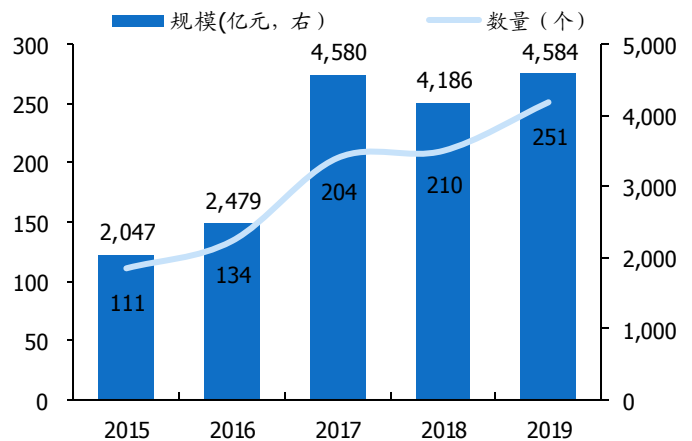
- **18 年以来资管新规之下尤其是信托通道类非标项目供给明显减少，疫情加剧短期非标“资产荒”：**资管新规之下保险公司的信托通道类非标产品供给明显下滑，同时监管趋严，而存量非标资产中半数信托计划；疫情以来受开工延期、现场调研等受阻影响，保险资管的投行类项目短期发行下降，加剧短期非标“资产荒”。
- **存量非标资产逐步到期：**通常非标债权类资产平均期限为 5-8 年左右，2013-14 年集中配置的非标以及协议存款等资产逐步到期，存量非标资产的平均剩余期限持续下降，而难有质量较好且收益率具备吸引力的资产进行续接。
- **险企加大对项目风险的把控：**随着信用风险暴露的逐步加剧，尤其在疫情之下，险企在融资主体信用资质等方面也加大了排查力度。

图表 24: 上市险企非标资产配置比例情况



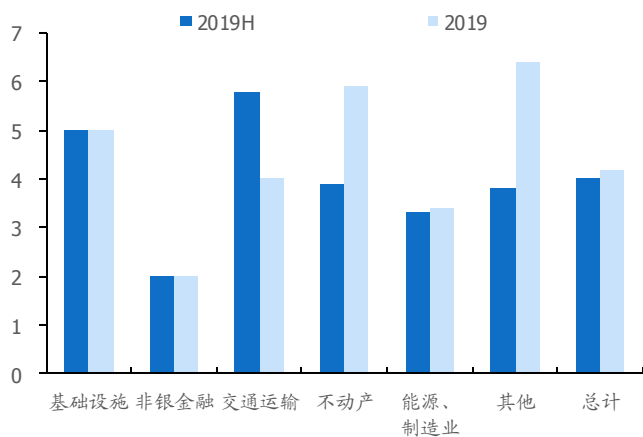
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 25: 保险资管机构每年成立债权投资计划情况



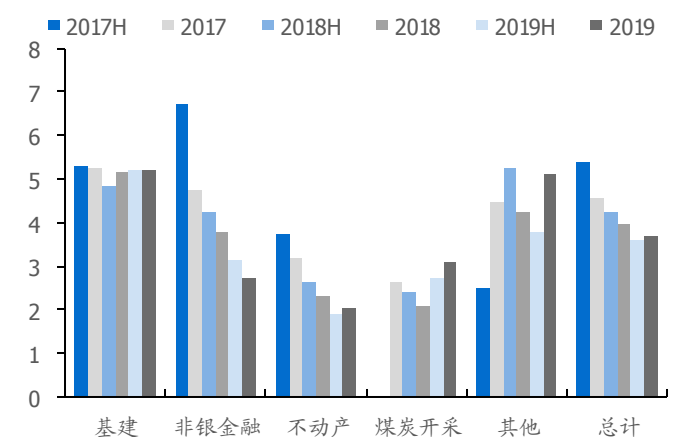
资料来源：保险资管协会，国盛证券研究所

图表 26: 中国太保非标资产平均剩余到期期限情况（年）



资料来源：保险资产管理协会，国盛证券研究所

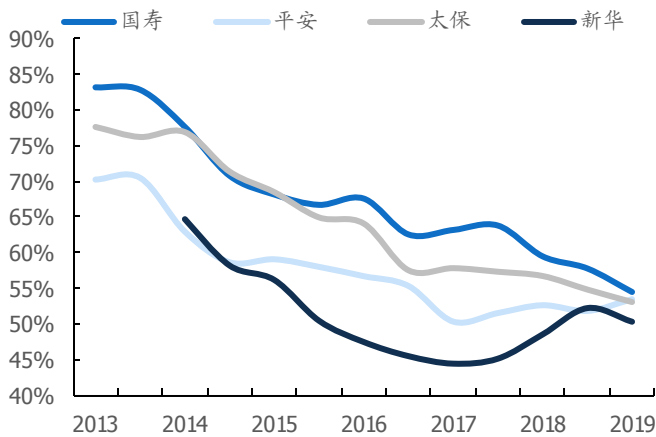
图表 27: 中国平安非标资产平均剩余到期期限情况（年）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

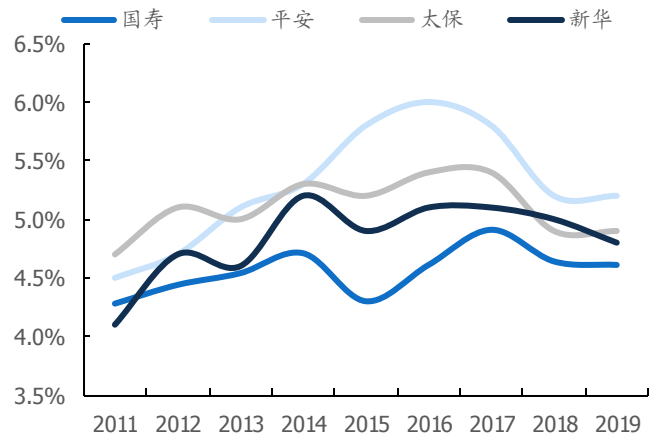
非标资产仍保持较高的吸引力：而当前疫情使得近期非标开工受阻，同时利率环境明显承压，优质非标供需矛盾较为突出：一方面优质非标资产荒进一步加剧，同时非标收益率进入下行区间；另一方面对险企而言非标仍然具备较高吸引力，短期配置压力明显加大。未来看非标虽然占比在缓步下滑，但下半年预计仍然会有基建项目的机会，优质非标资产仍是保险公司青睐的选择。

图表 28: 上市险企债券+定存资产配置占比情况



资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

图表 29: 上市险企净投资收益率情况



资料来源: 保险资管协会, 国盛证券研究所

5、权益资产：占比相对趋稳，审慎规范举牌

5.1 政策端：险资重要性提升，权益投资监管放松

2019年7月银保监会副主席梁涛在国新办新闻发布会上表示，经过近两年的治乱象，保险机构资金运用的合规意识有了明显的提升，保险资金投资股票的总体规模占我国A股市值的3.1%，是继公募基金之后的第二大机构投资者。

长周期看险资权益投资在持续放松的阶段，当前仍有继续放开的预期。我们拉长历史看从2004年底放开险资投资股票以后，投资权益资产比例整体呈现持续放松的趋势：从2005年的5%到2010年提升至20%再到2014年放开至总资产的30%，2015年股灾之下一度放开至总资产的40%，当前仍然维持权益资产30%的投资限额。而2018年以来保险资金监管整体进入放松阶段，且当前对险资权益资产投资比例上限仍有进一步放开的预期。

图表 30: 险资权益投资的相关监管规定梳理

时间	事件/文件	具体内容
2004.10.24	《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》	允许保险公司直接投资股票及可转债,但不得投资过去 12 个月涨幅超过 100% 的股票。险机构投资者投资股票的具体比例,由中国保监会另行规定。
2004.11.8	《保险公司股票资产托管指引(试行)》	保险公司应当选择符合规定条件的商业银行或者其他专业金融机构托管股票资产。
2005.2.7	《关于保险机构投资者股票投资有关问题的通知》	1、保险公司应当根据产险、寿险资金的特性,制定股票投资策略方案,并向中国保监会提出股票投资业务申请。 2、保险机构投资者股票投资的余额,传统保险产品按成本价格计算,不得超过本公司上年末总资产扣除投资连结保险产品资产和万能保险产品资产后的 5%;投资连结保险产品投资股票比例,按成本价格计算最高可为该产品账户资产的 100%;万能寿险产品投资股票的比例,按成本价格计算最高不得超过该产品账户资产的 80%。
2007.4.4	《关于股票投资有关问题的通知》	保险公司参与股票发行申购,由不超过上年末总资产的 10%调整为不设申购上限;同时取消不得投资过去 12 个月涨幅超过 100% 的股票的限制。
2010.7.30	《保险资金运用管理暂行办法》	投资于股票和股票型基金的账面余额,合计不高于本公司上季末总资产的 20%;投资于未上市企业股权的账面余额,不高于本公司上季末总资产的 5%;投资于未上市企业股权相关金融产品的账面余额,不高于本公司上季末总资产的 4%,两项合计不高于本公司上季末总资产的 5%;
2014.1.7	《关于保险资金投资创业板上市公司股票等有关问题的通知》	保险资金可以投资创业板上市公司股票,应将投资创业板上市公司股票的账面余额纳入股票资产统一计算比例
2014.2.19	《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》	投资权益类资产的账面余额,合计不高于本公司上季末总资产的 30%,且重大股权投资的账面余额,不高于本公司上季末净资产。
2015.7.8	《中国保监会关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》	经报我会备案,投资单一蓝筹股票的余额占上季度末总资产的监管比例上限由 5%调整为 10%;投资权益类资产的余额占上季度末总资产比例达到 30%的,可进一步增持蓝筹股票,增持后权益类资产余额不高于上季度末总资产的 40%。
2017.1.24	《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》	保险机构投资单一股票的账面余额不得高于本公司上季末总资产的 5%,投资权益类资产的账面余额合计不得高于本公司上季末总资产的 30%。
2019.1.28	发言/采访	中国银保监会新闻发言人肖远企接受采访时表示,为更好发挥保险公司机构投资者作用,维护上市公司和资本市场稳定健康发展,银保监会鼓励保险公司使用长久期账户资金,增持优质上市公司股票和债券,拓宽专项产品投资范围,加大专项产品落地力度。
2019.6.9	发言/采访	中国银保监会新闻发言人透露,银保监会正在积极研究提高保险公司权益类资产的监管比例事宜。
2019.7.4	发言/采访	银保监会副主席梁涛在国务院新闻办发布会上表示,正具体研究提高保险资金投资权益类资产比例。
2020.3.22	新闻发布会	银保监会副主席周亮表示,将深化保险资金市场化改革,允许偿付能力充足率较高的、资产匹配度较好的保险公司适度提高权益类资产投资比重,突破 30% 上限。

资料来源:银保监会,国盛证券研究所

5.2 权益资产配置整体趋稳

从险企股票投资放开以后，配置比例持续上升，股基配置比例在 2007 年底一度达到保险资金运用余额的 27.12%，在 08 年股灾以后配置占比显著下降。09-10 年期间行业部分时段股基配置占比接近 20%，而当前看险资配置股基基本稳定在 10-15% 的范围内，权益市场涨跌虽会使得配置比例小幅波动，整体占比仍然较为稳定。

展望看保险公司预计仍然会保持相对稳定的权益资产配置占比：险资投资整体仍然遵循稳健原则，从更为本源的角度看，险企通过长久期固定收益类产品的配置覆盖负债成本，稳定赚取利差，而当前我国部分外资险资也采用了这种投资模式。而大多数险企在实际经营过程中会通过一定比例的权益资产配置长期提升总投资收益率，但仍要关注减小投资收益及利润的波动。从境外主流国家及地区的险资配置情况看，传统账户一般也对权益资产配置比例较低。

图表 31: 保险资金股基配置占比情况

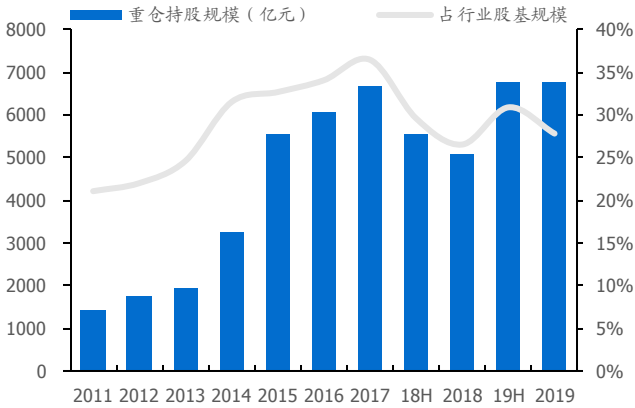


资料来源：银保监会、国盛证券研究所

5.3 险资偏爱重仓哪些行业及个股？

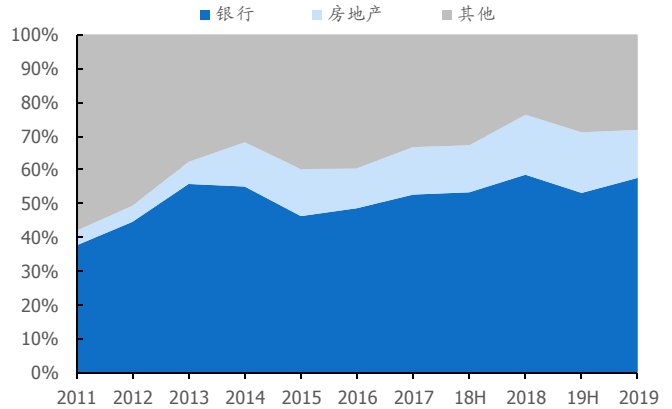
行业偏好：银行+房地产板块持续获得超配。我们以 2011 年以来的上市公司年报分析险资偏爱的重仓股票，剔除集团对子公司的持股（如中国平安持股平安银行），2019 年险资出现在了 361 家 A 股上市公司的前十大流通股股东中，合计持股金额达到 6772 亿元。长周期看险资股票配置的集中度呈上升趋势；从行业配置看，银行版块持仓持续增加，2017 年以来已经超过 50%；房地产版块持仓 18 年以来也基本维持在 15% 以上。对银行及房地产行业的显著超配，一方面板块估值相对较低、股息率较高且股价波动相对较小，另一方面利率持续下行的背景下，险资对房地产偏好持续增加，为房地产企业提供流动性资金，同时通过大比例持股能够对险企自身发展形成有效的协同。

图表 32: 险资重仓持股规模及占比情况



资料来源: 银保监会, Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 险资重仓持股的行业分布情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 2011年以来险资重仓持股的行业分布情况

持仓占比	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
银行	37.6%	44.6%	55.9%	55.1%	46.3%	48.7%	52.7%	58.6%	57.2%
房地产	4.3%	4.8%	6.5%	13.1%	13.9%	11.8%	14.1%	17.7%	14.2%
电力及公用事业	1.7%	1.6%	1.4%	0.7%	1.2%	1.1%	0.9%	1.4%	5.3%
医药	4.9%	6.1%	6.8%	5.9%	6.3%	5.1%	4.9%	3.8%	3.4%
建筑	2.5%	2.6%	2.2%	0.3%	0.9%	2.6%	0.9%	0.4%	3.2%
电力设备及新能源	2.8%	1.9%	1.4%	1.2%	3.0%	2.3%	2.1%	1.9%	2.1%
食品饮料	4.3%	5.6%	2.8%	2.5%	2.3%	2.3%	2.8%	1.8%	2.1%
非银行金融	6.5%	6.1%	5.4%	6.8%	7.8%	8.6%	7.0%	1.7%	1.5%
交通运输	5.8%	3.5%	3.7%	1.9%	2.6%	1.7%	1.3%	1.5%	1.4%
汽车	2.7%	1.6%	1.5%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	0.7%	0.9%
计算机	0.8%	0.9%	1.0%	0.4%	1.0%	1.0%	0.8%	0.7%	0.8%
家电	0.4%	0.4%	0.6%	1.3%	0.9%	1.2%	1.7%	1.8%	0.7%
基础化工	2.6%	2.5%	0.7%	0.6%	1.0%	0.9%	1.0%	1.4%	0.6%
农林牧渔	1.9%	0.9%	1.2%	2.2%	1.9%	1.2%	0.7%	0.7%	0.6%
通信	2.5%	1.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.3%	0.6%
有色金属	2.1%	2.4%	0.9%	1.0%	0.6%	0.9%	0.4%	0.4%	0.6%
建材	0.7%	0.5%	0.1%	0.1%	0.9%	1.0%	1.0%	0.6%	0.6%
煤炭	2.4%	3.2%	0.9%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%
电子	1.3%	1.0%	1.3%	1.2%	1.4%	1.5%	1.5%	0.7%	0.5%
商贸零售	2.3%	1.7%	0.9%	0.6%	1.3%	1.1%	0.8%	0.8%	0.5%
钢铁	0.7%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.8%	0.5%
机械	1.8%	1.7%	1.2%	0.7%	1.0%	1.0%	0.7%	0.3%	0.4%
传媒	0.5%	0.9%	0.6%	0.9%	1.0%	1.0%	0.4%	0.3%	0.4%
石油石化	3.9%	1.7%	0.4%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
国防军工	1.3%	0.9%	0.3%	0.4%	0.7%	0.3%	0.4%	0.4%	0.2%
消费者服务	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%
综合	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	0.7%	0.3%	0.2%	0.2%
轻工制造	0.5%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.2%	0.1%
纺织服装	0.6%	0.6%	0.7%	0.3%	0.5%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%
综合金融	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 2019年险资重仓流通股行业分布情况

板块	持仓比例	标配比例	持仓-标配	18-19年度 平均股息率	2019年化 波动率	市净率
银行	57.65%	15.92%	41.73%	3.93%	36.49%	0.79
房地产	14.21%	3.93%	10.28%	3.20%	44.94%	1.40
电力及公用事业	5.27%	3.19%	2.07%	2.49%	44.92%	1.67
建筑	3.35%	6.84%	-3.49%	1.10%	45.31%	1.05
医药	3.19%	2.31%	0.88%	2.02%	46.58%	3.85
食品饮料	2.15%	3.36%	-1.22%	1.32%	46.32%	6.27
电力设备	2.06%	6.23%	-4.17%	1.85%	51.55%	2.15
非银行金融	1.46%	9.67%	-8.21%	1.74%	50.93%	2.10
交通运输	1.36%	3.62%	-2.26%	2.08%	43.96%	1.61
家电	0.86%	2.82%	-1.96%	3.45%	46.72%	3.19
基础化工	0.84%	4.18%	-3.34%	0.53%	48.34%	2.17
汽车	0.68%	2.24%	-1.56%	2.59%	49.08%	1.69
电子元器件	0.64%	3.45%	-2.81%	1.85%	54.70%	3.85
农林牧渔	0.61%	1.67%	-1.06%	1.32%	51.65%	3.79
钢铁	0.61%	2.61%	-2.00%	0.68%	40.60%	0.98
建材	0.60%	2.14%	-1.55%	1.19%	47.91%	2.09
煤炭	0.59%	1.45%	-0.86%	2.54%	39.27%	1.11
有色金属	0.57%	1.36%	-0.79%	4.37%	48.33%	2.23
传媒	0.51%	6.05%	-5.54%	1.08%	52.30%	2.49
计算机	0.49%	1.45%	-0.96%	2.00%	55.50%	4.17
石油石化	0.46%	1.28%	-0.82%	5.13%	43.44%	1.08
商贸零售	0.44%	3.58%	-3.15%	1.38%	39.64%	1.44
机械	0.36%	2.26%	-1.90%	1.38%	49.79%	2.34
国防军工	0.31%	3.62%	-3.31%	3.79%	52.48%	2.95
综合	0.24%	1.45%	-1.20%	0.44%	49.98%	1.89
通信	0.24%	1.00%	-0.76%	1.01%	57.09%	3.24
餐饮旅游	0.16%	0.42%	-0.26%	1.50%	40.61%	3.83
轻工制造	0.09%	1.19%	-1.11%	1.65%	48.73%	2.53
纺织服装	0.04%	0.71%	-0.68%	3.45%	42.82%	1.86

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

个股偏好: 高股息、高 ROE 成为首选, 同时上市险企偏好更为稳健, 个股选择更加审慎。从个股角度看我们筛选了险资持流通股占比居前的 25 只个股, 并对上市险企及 15-16 年期间激进举牌的寿险公司 (以安邦/大家、前海、福德生命、华夏、和谐健康等为主) 进行了区分。上市险企方面更多重仓银行、地产等行业高股息、高 ROE 的公司或部分业务层面有协同的企业, 并且大多为行业头部公司, 在标的选择上更为审慎; 而中小公司除此以外, 还重仓了部分“举牌潮”时就开始持有的公司, 但当前看其中部分公司并不完全符合险资整体配置的特征。

图表 36: 2019 年底险资持仓流通股占比前 25 的个股

公司	险资占流通股比例	所属行业	2019年ROE	2019涨跌幅	2019年股息率	持有险资及占比情况
金地集团	50.3%	房地产	20.1%	58.1%	4.1%	富德生命 (29.8%) / 安邦人寿 (14.6%) / 大家人寿 (5.9%)
金融街	34.8%	房地产	10.3%	31.2%	3.7%	和谐健康 (15.9%) / 安邦人寿 (14.1%) / 长城人寿 (4.8%)
南玻A	33.2%	建材	5.8%	39.6%	0.9%	前海人寿 (33.2%)
农产品	30.0%	农林牧渔	8.1%	15.5%	0.2%	富德生命 (30.0%)
华夏幸福	25.3%	房地产	35.7%	17.2%	4.2%	平安人寿 (25.3%)
民生银行	24.6%	银行	12.4%	16.3%	5.5%	安邦人寿 (20.7%) / 华夏人寿 (3.9%)
天宸股份	24.0%	综合	2.9%	20.3%	0.5%	国华人寿 (24.0%)
华夏银行	21.8%	银行	10.6%	6.2%	2.3%	人保财险 (20.0%) / 华夏人寿 (1.8%)
浦发银行	20.7%	银行	12.3%	30.1%	2.8%	福德生命 (20.7%)
韶能股份	20.0%	电力及公用事业	8.6%	53.3%	2.7%	前海人寿 (20.0%)
金风科技	16.8%	电力设备及新能源	7.9%	34.2%	2.1%	和谐健康 (16.9%)
邮储银行	16.6%	银行	13.1%	4.5%	3.7%	华夏 (4.3%) / 大家 (3.4%) / 前海 (3.0%) / 信泰 (3.0%) / 君康 (3.0%)
北京文化	16.6%	传媒	-2.1%	-15.6%	0.6%	富德生命 (15.7%) / 平安人寿 (0.9%)
欧亚集团	16.5%	商贸零售	2.3%	-1.4%	2.2%	大家人寿 (15.4%) / 人保健康 (1.1%)
海航科技	16.1%	交通运输	3.8%	8.1%		国华人寿 (16.1%)
同仁堂	15.9%	医药	10.3%	5.4%	2.7%	大家人寿 (9.2%) / 安邦人寿 (5.8%) / 农银人寿 (0.9%)
大商股份	15.0%	商贸零售	10.5%	13.2%		大家人寿 (15.0%)
兴业银行	14.7%	银行	14.0%	37.7%	3.5%	人保寿险 (6.7%) / 人保财险 (5.0%) / 华夏人寿 (3.0%)
京能电力	13.7%	电力及公用事业	5.7%	9.2%	2.6%	中国人寿 (13.7%)
万达信息	13.4%	计算机	-4.5%	28.9%	0.2%	中国人寿 (13.4%)
云南白药	13.3%	医药	10.3%	24.1%	1.8%	平安人寿 (12.3%) / 新华人寿 (1.0%)
招商银行	12.2%	银行	16.8%	53.1%	2.5%	和谐健康 (6.1%) / 大家人寿 (6.1%)
杭州银行	11.1%	银行	12.2%	27.5%	2.7%	中国人寿 (6.1%) / 太保寿险 (5.0%)
精达股份	10.2%	电力设备及新能源	13.1%	-6.9%	1.5%	华安财险 (10.2%)
*ST同洲	10.0%	电子	-3.6%	-23.0%		华夏人寿 (10.0%)

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.4 再看险资举牌: 审慎规范之下的财务投资+业务协同

2019 年以来保险公司举牌热情再度上升, 尤其在年后资本市场震荡加剧的背景下, 资本市场的估值洼地使得保险公司频繁举牌。从 18 年以来上市险企的举牌行为看, 与 15-16 年的险资举牌潮有明显不同, 主要体现在几个方面:

- 1) 参与主体方面, 以上市险企或大型险企为主, 中小公司极少参与, 19 年的 8 起险资举牌参与主体基本为国寿、平安、太保等大型上市险企, 而 15-16 年基本为以资产驱动负债型保险公司的万能险资金为主。
- 2) 以财务投资为出发点, 同时被举牌公司与举牌的险企之间业务协同性更为显著, 且举牌港股明显增加, 在年后估值洼地下港股标的被持续举牌。
 - 国寿 2019 年以来连续增持万达信息, 同时在公司转型大背景下, 拟筹建互联网寿险公司及健康险公司, 业务方面预计有所协同。万达信息作为民生服务和智慧城市信息化行业的科技龙头企业, 客户遍布政府及医院等, 在医疗健康、民生保障、政务管理等方面具备优势; 公告中表示本次交易是中国人寿建设“科技驱动型”企业, 推动“科技化创新”的重要举措, 中国人寿将在医疗健康、智慧城市、云计算、大数据等业务领域, 以万达信息为主要平台整合科技资源和业务资源。
 - 平安在 18 年初举牌中国中药, 在 17 年下半年还举牌日本津村, 都是从财务投资的角度出发, 但同时又可以和公司现有的医疗板块形成有效协同。
 - 平安在 18 年下半年开始持续入股华夏幸福, 从财务投资的角度看华夏幸福 ROE 高、

股息率高；从公司经营角度看，华夏幸福现金流出现一定问题，需要长期资金的支持；从业务方面看，华夏幸福在土地储备方面的资源以及在长租房和产业园区方面的资源经验都可以给平安的房地产业务带来协同，同时还有在银行、团险、年金、养老险等业务的合作。

- 3) 参与方式更为多样：不仅通过二级市场买入的方式对上市公司进行举牌，还有通过协议转让、大宗交易、非公开发行等各种方式获取上市公司股权。

往后看我们认为在资本市场对外开放不断推进、长端利率下行压力之下，险资举牌会成为常态，但更多是险企在财务投资的基础上，综合考虑分红及估值水平、业务协同以及长期发展趋势，审慎规范的长期投资。同时随着2021年所有上市险企会计准则的转换，险企持股预计将更为集中并更多考虑在会计分录上计入长期股权投资项。

图表 37: 2018 年以来险企举牌情况统计

公司	交易日期	被举牌公司	代码	增持后持股比例 (港股为流通股)	总持股数 (亿股)	交易后账面余额	方式
中国太保	2020/4/7	锦江资本	2006.HK	15.10%	2.10	2.5亿元	QDII账户买入
太平人寿	2020/3/23	农业银行	1288.HK	5.03%	15.45	39.98亿港元	沪港通二级市场买入
中信保诚	2020/3/19	中国光大控股	0165.HK	5.13%	0.86	8.03亿元	沪港通二级市场买入
中国太保	2020/3/18	锦江资本	2006.HK	10.46%	1.46	1.66亿元	QDII账户买入
中国人寿	2020/3/13	中广核电力	1816.HK	10.01%	11.17	17.69亿元	沪港通二级市场买入
中国太保	2020/2/24	赣锋锂业	1772.HK	5.16%	0.10	2.9亿元	沪港通二级市场买入
中国太保	2020/2/19	锦江资本	2006.HK	5.02%	0.70	0.89亿元	QDII账户买入
中国人寿	2020/2/19	农业银行	1288.HK	5.247% (20M3增至7.11%)	16.13	46.51亿元	沪港通二级市场买入
太平人寿	2019/12/16	大悦城	000031.SZ	6.61%	2.83	19.07亿元	参与非公开发行
华泰资管	2020/1/9	国创高新	002377.SZ	8.00%	0.73	2.79亿元	协议转让
中信保诚	2020/1/6	中集集团	2039.HK	5.01%	1.03	6.58亿元	深港通二级市场买入
中国太保	2019/12/2	上海临港	600848.SH	5.33%	1.12	26.93亿元	非公开发行
中国人寿	2019/10/18	万达信息	300168.SZ	15.03%	1.65	15.89亿元	二级市场买入
中国人寿	2019/8/6	万达信息	300168.SZ	10.01%	1.10	4.68亿元	二级市场买入
中国人寿	2019/8/1	中国太保	2601.HK	5.08% (20M3增至7.03%)	1.41	41.11亿元	二级市场买入
中国人寿	2019/7/25	中广核电力	1816.HK	5.02%	5.60	10.88亿元	二级市场买入
平安人寿	2019/7/26	中国金茂	00817.HK	15.22%	17.90	75.67亿元	协议转让
中国人寿	2019/4/26	申万宏源	6806.HK	6.91%	1.73	5.39亿元	通过基石协议参与H股IPO
平安人寿	2019/2/11	华夏幸福	600340.SH	25.25%	7.58	214.45亿元	协议转让
中国人寿	2018/11/30	通威股份	600438.SH	5.00%	1.94	5.71亿元	大宗交易(纾困基金)
平安人寿	2018/3/19	中国中药	00570.HK	12.00%	6.04	21.60亿元	定向增发
平安人寿	2018/1/23	久远银海	002777.SZ	8.54%	0.15	4.00亿元	非公开发行

资料来源：保险行业协会，国盛证券研究所

险资举牌仍然有较大机会，潜在 A 股及港股标的流通市值规模可达十万亿以上空间：我们通过对 A 股及港股通成分的港股在 ROE、股息率、总市值及流通市值、估值等维度进行筛选，结果看 A 股及港股均有近百只标的符合险资举牌的主要需求，合计流通市值达 15.84 万亿元。具体看尤其是港股标的平均 ROE 达到 20.7%、股息率达 7.3%且平均 PE 仅为 6.5 倍，行业分布上无论 A 股或港股均以银行、非银及房地产分布为主，三个行业潜在标的合计大约占到总流通市值的 75%以上。相较于当前险资举牌或权益资产配置情况，未来仍存在较大的举牌机会与空间。

图表 38: 险资举牌潜在标的梳理情况

	A 股	港股 (港股通成分)
标的数量	96 只	92 只
合计流通市值 (万亿元)	8.07	7.77
平均 ROE (2019 年)	17.5%	20.7%
平均股息率 (近 12 月)	6.2%	7.3%
平均 PE (TTM)	9.5	6.5
主要行业分布 (按流通市值)	银行 (59.9%)、非银金融 (11.1%)、房地产 (8.3%)	银行 (45.7%)、非银金融 (16.1%)、房地产 (13.0%)

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.5 上市险企权益配置差异影响总投资收益率弹性

- ✓ 股票配置方面, 平安持续高配但大部分计入 OCI, 国寿配置相对较高, 太保新华低配。如一并考虑权益基金, 则太保明显低配, 投资端稳定性更强。

股票资产配置方面, 平安整体持续高配, 但由于 IAS39 准则之下保险公司基本把全部的股票类资产计入可供出售项, 而 IFRS9 之下股票基本只能计入 FVTPL 或 FVOCI 项下, 可以看到平安逐步增加 FVOCI 项下的股票资产配置, 而稳步降低 FVTPL 项下的股票配置, 当前平安绝大部分的股票资产配置仅为获取股息而非交易收益, 以降低投资波动。

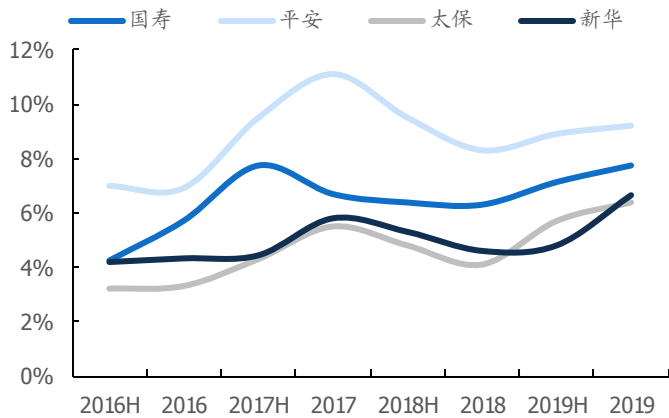
图表 39: 平安股票类资产计入会计科目变化情况 (亿元)

中国平安	2019		2019H		2018		2018H		2017 (IAS39)	
	资产规模	占比	资产规模	占比	资产规模	占比	资产规模	占比	资产规模	占比
总资产	32,088		29,568	-	27,946	-	25,825	-	24,495	-
股票资产	2,954	9.2%	2,633	8.9%	2,318	8.3%	2,448	9.5%	2,725	11.1%
其中: FVTPL	959	3.0%	888	3.0%	788	2.8%	1,087	4.2%	107	0.4%
其中: FVOCI	1,996	6.2%	1,746	5.9%	1,542	5.5%	1,388	5.4%	-	-
其中: AFS	-	-	-	-	-	-	-	-	2,599	10.6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

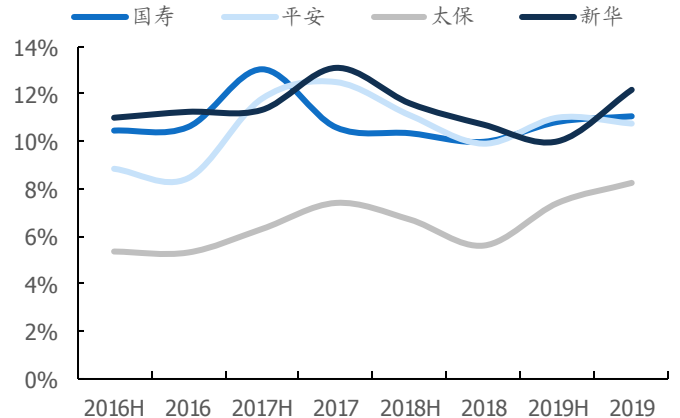
国寿股票及整体的股票+权益基金配置相对较高, 尤其在股票资产配置占比明显高于太保及新华, 因此在各年之间投资收益及收益率波动会相对较大。太保近年来在股票+权益基金配置整体都低于 8%, 在上市险企中明显较低, 因此投资收益率的波动明显更小, 投资端最为稳健。新华股票资产配置同样相对较少, 但权益基金配置比例较高。

图表 40: 上市险企股票资产配置占比情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 新华包括优先股

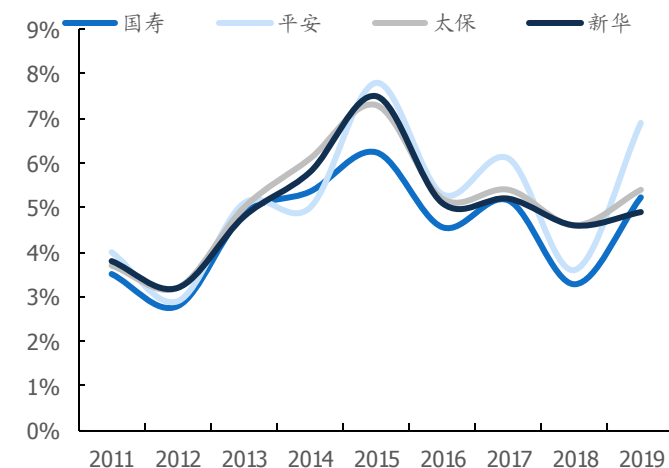
图表 41: 上市险企股票+权益基金资产配置占比情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 国寿包括货币及债券基金

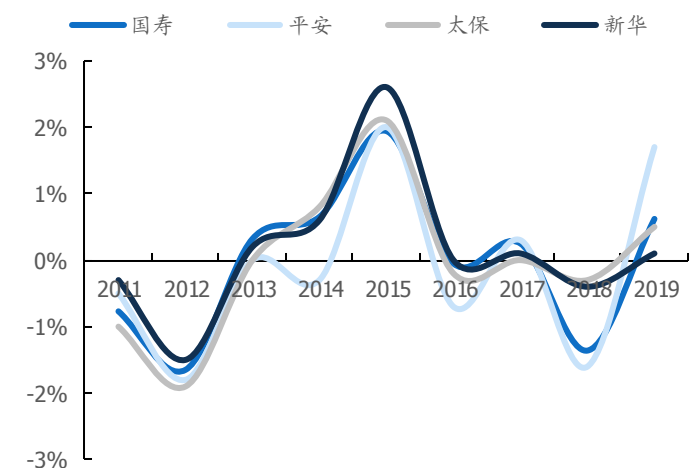
总投资收益率角度看, 平安在大多数年份的投资收益率保持一定优势, 但 IFRS9 之下波动显著增加。太保及新华总投资收益率方面会相对稳健。

图表 42: 上市险企总投资收益率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 上市险企总投资收益率-净投资收益率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

6、其他资产：多元化资产配置以提升收益率

6.1 不动产：市场空间仍然广阔

2010 年原保监会《保险资金投资不动产暂行办法》正式确立险资对不动产的投资, 文件明确保险公司可以投资基础设施类不动产、非基础设施类不动产及不动产相关金融产品。但保险资金采用债权、股权或者物权方式投资的不动产, 仅限于商业不动产、办公不动产、与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等不动产及自用性不动产, 而不得投资开发或者销售商业住宅以及不得直接从事房地产开发建设。

险资对不动产的股权、债权及物权三种投资类型中, 股权主要以上市房地产企业的股票形式体现, 债权主要为不动产的非标类资产, 物权方面 19H 险资资产配置中投资性房地产总规模 1852 亿元, 占总投资资产 1.07%, 而部分保险公司也在积极布局养老产业园、

长租公寓，在服务保险主业的同时，有效实现保险资产长周期的回报，而房地产企业同样可以获得较低成本的长期稳定资金流。

6.2 境外投资：险资审慎出海，防风险下占比稳步提升

政策持续推进险资出海：我国险资进行境外投资始于2004年，2005年开始部分险企运用保险外汇资金开始逐步进行境外投资，同时监管办法及细则也陆续出台。起初投资地区仅限于香港地区，2015年开始放开至45个发达地区及新兴市场，并在16-17年允许险资参与沪港通与深港通业务。

图表 44: 险资权益投资的相关监管规定梳理

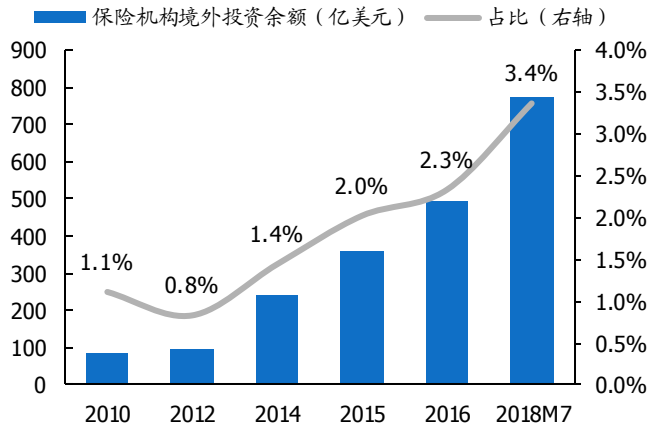
时间	事件/文件	具体内容
2005	《保险外汇资金境外运用管理暂行办法实施细则》	允许保险外汇资金投资中国企业在境外发行的股票，并将结构性存款、住房抵押贷款证券、货币市场基金等成熟投资品种纳入保险外汇资金投资范围。
2007.7.25	《保险资金境外投资管理暂行办法》	1、允许保险机构运用自有外汇或购汇进行境外投资，标志保险资产管理步入新的发展阶段。 2、支持保险公司通过委托管理，将保险资金交给专业资产管理机构运作，借助专业机构的能力，实现防范风险、提高收益的目标。 3、放宽投资比例。允许保险公司运用总资产15%的资金投资境外，并将境外投资范围从固定收益类拓宽到股票、股权等权益类产品，支持保险机构自主配置、提高收益，抵御人民币升值风险。 4、投资地区方面，保险资金应当投资全球发展成熟的资本市场，配置主要国家或者地区货币。但本办法适用于香港及澳门地区。
2012.10.12	《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》	1、进一步细化了2007年7月发布的《保险资金境外投资管理暂行办法》 2、境内受托人托管保险资金限于投资香港市场；境内保险机构在香港设立资产管理机构未达一定条件的情况下同样也仅能投资于香港市场。 3、保险机构境外投资余额不超过上年末总资产的15%，投资新兴市场余额不超过上年末总资产的10%。
2015.3.27	《中国保监会关于调整保险资金境外投资有关政策的通知》	1、进一步拓宽险资境外投资范围，保险资产管理公司、保险机构或保险资产管理公司在香港设立的资产管理机构受托管理集团内保险机构的保险资金开展境外投资时，投资市场由香港市场扩展至45个国家或者地区金融市场。 2、扩大境外债券投资范围和放开香港地区创业板投资限制。
2016.9.18	《关于保险资金参与沪港通试点的监管口径》	保险资产管理机构发起设立的组合类保险资产管理产品，可以投资港股通试点股票。
2017.6.30	《保险资金参与深港通业务试点监管口径》	明确了保险机构可以投资深港通下的港股通股票，应当参照《保险资金参与沪港通业务试点监管口径》的要求执行。

资料来源：银保监会，国盛证券研究所

官方数据显示险资在2018年7月境外投资余额为774亿美元，占总资产的3.36%，且从2012年开始呈现明显的逐年提升趋势。具体看包括境外股票、债券、存款、基金等在内的传统投资占比约47%，股权投资基金、不动产等另类投资占比约52%，其中境外股票、股权以及不动产投资为主要方向。但2019年预计险资境外投资呈现下降的趋势，保险资管协会发布的《2019-2020保险资管业调研报告》通过对190家保险机构资

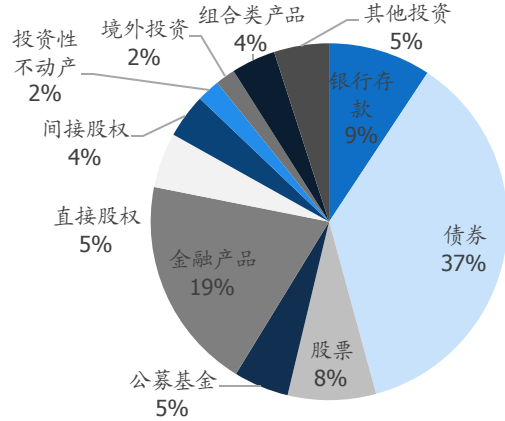
金运用数据调研，显示2019年底境外资产配置占比为1.8%，较18年底无论是占比或是规模均有明显下降。

图表 45: 险企境外投资金额持续提升



资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

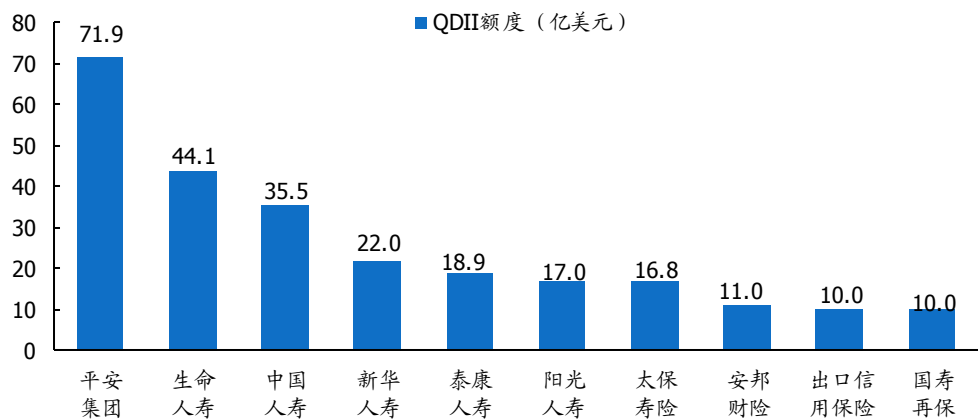
图表 46: 2019年末保险资金大类资产配置情况 (调研数据)



资料来源: 保险资管协会, 国盛证券研究所

监管及保险公司当前对境外投资保持相对审慎: 境外投资能够充分进行风险分散, 压缩国内经济与金融市场的风险敞口; 同时缓解成本端压力, 进一步提升投资收益率。但同样境外投资也存在一定的风险, 主要在于流动性、再融资及高杠杆方面的风险。我国险资境外投资主要以 QDII 以及港股通的方式为主, 此外还有部分通过境外融资以及内保外贷的方式进行。46 家保险公司 QDII 额度从 2018 年以来维持在 339.53 亿美元, 而境外融资及内保外贷业务也在 18 年因为潜在风险被加强监管。随着全球经济形势的不确定性增加, 当前险企对境外投资整体保持相对谨慎态度。

图表 47: 部分险企 QDII 额度情况 (截至 19M8)

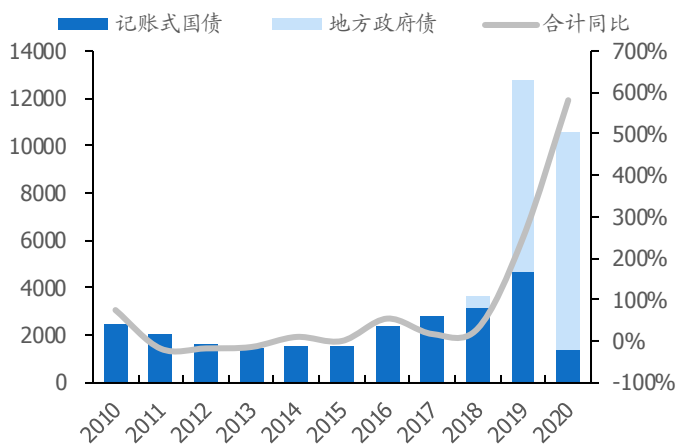


资料来源: 外管局, 国盛证券研究所

7、资产供给仍有望稳定保险公司净投资收益率

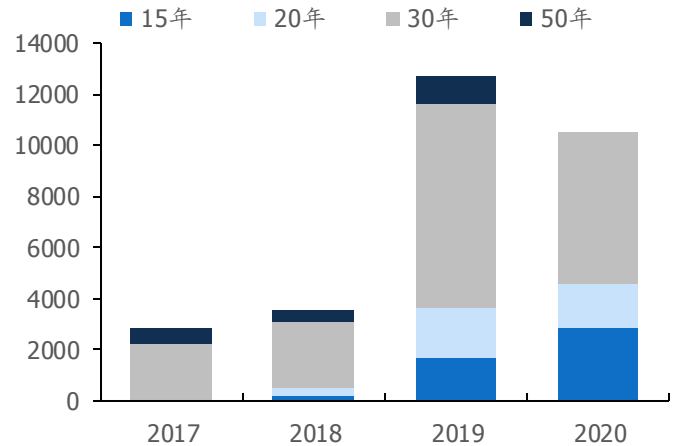
地方政府债显著扩容，考虑税收政策后基本能够稳定净投资收益率，并有效拉长久期：2019年以来长债发行持续增加，险资成为重要投资者，十年期及以上的超长政府债持续扩容；2020年扩大政府投资、对冲经济下行压力，积极财政政策会显著加大对冲力度，全年新增地方政府专项债有望达到3.5万亿元以上，同时明确提出的抗疫特别国债有望达万亿规模。疫情以来政府债票面利率大多仍能达到3.6%以上，考虑到25%的税收优惠后，绝对收益水平仍然能到4.8%以上，基本可以稳定保险公司的长期净投资收益率，且显著拉长保险公司的资产久期。

图表 48: 我国超长政府债发行情况及同比 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2020年数据截至5月;

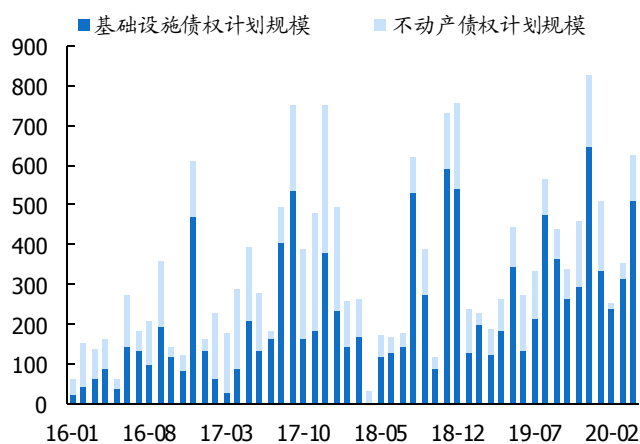
图表 49: 2017年以来长期限政府债发行明显增加 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2020年数据截至5月;

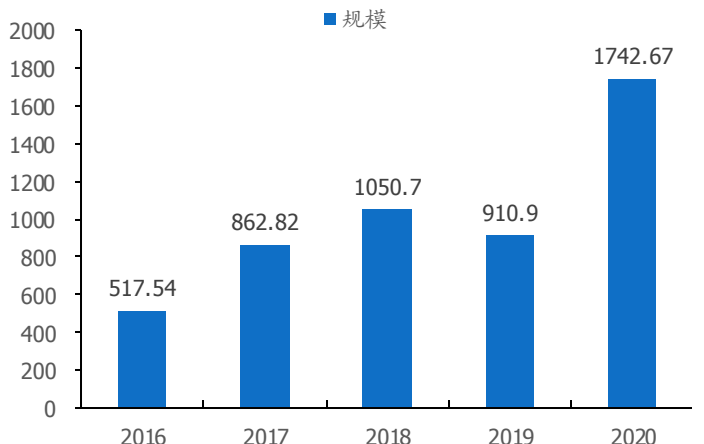
基建项目逐步落地，保险资管成立的非标项目规模有望明显回暖：除了地方政府债以外，在整体经济环境下也要求加强新老基建，下半年开始有望逐步落地。对保险公司而言，传统信托通道业务的非标资产供给预计仍呈下降趋势，而保险资管投行类业务由于疫情影响逐步降低且复工复产的持续推进，成立的债权计划供给有望明显增加，续接保险公司2013年以来逐步到期的非标资产。2020年前4月保险资管累计成立债权计划达1743亿元，同比增长超过90%。

图表 50: 保险资管逐月成立非标资产规模情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2020年数据截至5月;

图表 51: 历年前4月保险资管成立非标规模情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2020年数据截至5月;

估值洼地，举牌低估值、高分红的优质标的：此次疫情使得部分标的尤其是港股标的被错杀，当前估值水平处于估值洼地，而分红仍然能够达到5%以上；同时2021年保险公司面临IFRS9的切换，对分红较高且稳定的个股计入FVOCI中能够有效避免短期股价波动对利润的影响，同时获取稳定的分红收益，因此今年以来尤其是上市险企对港股的举牌显著增加。我们在前文举牌部分也对潜在标的及其规模进行了梳理，预计符合ROE、估值、股息、市值等维度要求的A股及港股通成分港股的流通市值合计可达10万亿元以上，仍然具备较大的配置空间。

险资获准参与国债期货交易，一定程度上利于对冲利率风险：今年2月保险公司获准参与国债期货交易，包括股指期货和利率互换两类，仅限于对冲或规避风险，不得用于投机，这与英国等国家的监管规定相一致。随着长周期利率的下行以及保险公司在资产负债久期上缺口，保险公司长周期最大的风险即在于利率风险，且一直以来缺乏对冲风险的工具。国债期货交易放开以后，虽然在整体投资比例上保险公司预计会保持极低的水平，但能够一定程度上利于对冲利率风险。

8、上市险企投资差异对价值层面的影响

对于上市险企而言，市场从股价及投资的角度更多关注险企的负债端数据及差异，对投资端的差异化关注相对较少，主要因为各家险企都面临相同的利率环境及市场环境，但各家在资产配置、投资收益以及对内含价值的影响方面还是有较为明显的差异。投资端对EV的影响我们主要从几个方面看待：

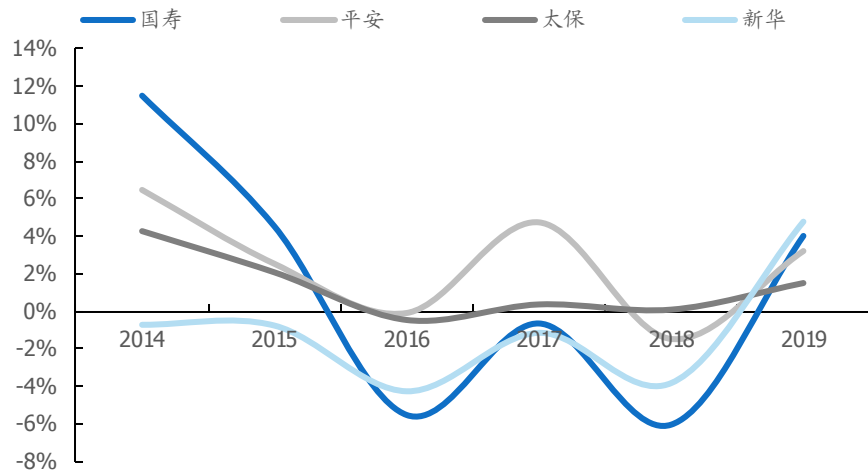
投资收益率假设及EV变动中投资收益偏差：上市险企传统险投资收益的长期假设均为5%，但短期投资收益率假设有所差异，其中新华最为保守，由即期的4.5%逐步上升至5.0%，平安为4.75%、5.0%，而太保、国寿长短期均为5.0%，这使得各家在EV变动的投资收益偏差中的基数有所差异。从实际投资偏差对EV的影响情况看，国寿历年波动相对较大，平安整体获得持续的正向贡献，太保由于投资端更为稳健，整体仍然为正贡献但波动明显更小。

图表 52: 上市险企传统险投资收益率假设情况

投资收益率假设	2019	2020	2021	2022
中国人寿	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
中国平安	4.75%	5.00%	5.00%	5.00%
中国太保	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
新华保险	4.50%	4.60%	4.80%	5.00%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 53: 上市险企投资收益偏差对 EV 的影响



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 新华为投资回报差异及市场价值和其他调整的综合影响

投资收益率对 NBV 及 EV 的敏感性情况: 对 NBV 和 EV 的关注仍然是核心, 而无论 NBV 或是 EV 均是建立在各类长期假设的基础之上, 其中投资收益率的影响最为显著。NBV 方面投资回报率下降 50bp 可能会使得上市险企当期 NBV 下降 10-20%, 其中对平安的影响相对较少, 主要是险种结构中分红险占比较高对收益率下降形成一定的缓冲。而随着当前上市险企整体持续加大健康险的推动, 在价值率提升的同时对投资收益率的敏感性也都有不同程度的提升。

图表 54: 上市险企 NBV 对投资收益率的敏感性情况

NBV 敏感性		国寿	平安寿 (一年)	太保寿	新华
2011	投资回报率上升 50bp	3.1%	6.3%	11.6%	17.1%
	投资回报率下降 50bp	-13.0%	-6.2%	-11.7%	-17.1%
2012	投资回报率上升 50bp	3.4%	6.6%	10.6%	16.3%
	投资回报率下降 50bp	-13.2%	-6.5%	-10.6%	-16.4%
2013	投资回报率上升 50bp	2.7%	6.5%	10.5%	16.5%
	投资回报率下降 50bp	-12.5%	-6.5%	-10.4%	-16.5%
2014	投资回报率上升 50bp	4.2%	9.8%	11.2%	22.5%
	投资回报率下降 50bp	-14.1%	-9.8%	-11.1%	-22.5%
2015	投资回报率上升 50bp	18.2%	11.1%	12.7%	24.8%
	投资回报率下降 50bp	-18.2%	-11.1%	-12.6%	-24.9%
2016	投资回报率上升 50bp	17.1%	9.5%	14.1%	15.5%
	投资回报率下降 50bp	-17.1%	-9.5%	-14.1%	-15.6%
2017	投资回报率上升 50bp	14.3%	9.6%	11.4%	13.4%
	投资回报率下降 50bp	-14.2%	-9.7%	-11.4%	-13.5%
2018	投资回报率上升 50bp	15.1%	9.2%	13.0%	11.4%
	投资回报率下降 50bp	-15.1%	-9.3%	-13.0%	-11.4%
2019	投资回报率上升 50bp	16.4%	10.3%	13.6%	13.9%
	投资回报率下降 50bp	-16.3%	-10.3%	-13.6%	-14.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

EV 方面由于更大的存量规模使得影响明显小于 NBV, 但上市险企投资回报率下降 50bp 仍然会使得 EV 下降 5-10% 左右。

图表 55: 上市险企 EV对投资收益率的敏感性情况

EV敏感性分析		国寿	平安	太保	新华
2011	投资回报率上升50bp	11.2%	5.9%	8.5%	9.9%
	投资回报率下降50bp	-11.1%	-6.3%	-6.1%	-9.9%
2012	投资回报率上升50bp	10.5%	5.3%	7.9%	9.7%
	投资回报率下降50bp	-10.4%	-5.6%	-5.5%	-9.8%
2013	投资回报率上升50bp	11.2%	5.0%	8.9%	9.6%
	投资回报率下降50bp	-11.1%	-5.2%	-6.0%	-9.6%
2015	投资回报率上升50bp	9.1%	4.3%	8.6%	8.4%
	投资回报率下降50bp	-9.0%	-4.4%	-5.7%	-8.5%
2015	投资回报率上升50bp	8.3%	4.3%	8.6%	8.7%
	投资回报率下降50bp	-8.3%	-4.4%	-5.6%	-8.7%
2016	投资回报率上升50bp	7.9%	4.8%	7.1%	7.3%
	投资回报率下降50bp	-7.8%	-4.8%	-7.3%	-7.4%
2017	投资回报率上升50bp	8.4%	4.7%	7.4%	7.5%
	投资回报率下降50bp	-8.4%	-4.7%	-7.6%	-7.5%
2018	投资回报率上升50bp	9.1%	4.6%	7.6%	7.8%
	投资回报率下降50bp	-9.0%	-4.6%	-7.8%	-7.8%
2019	投资回报率上升50bp	8.7%	4.8%	7.5%	7.6%
	投资回报率下降50bp	-8.7%	-4.8%	-7.7%	-7.6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

9、投资建议

今年以来长端利率持续下行, 市场对长期低利率对保险公司的影响担忧明显增加。但从保险公司资产配置的角度看, 长期遵循稳健原则, 短期利率下行对投资收益影响有限, 且专项债扩容、基建项目逐步落地以及权益市场估值洼地地下高分红标的均给保险公司带来新的资产配置机会, 此外险资获准参与国债期货交易同样一定程度上对冲利率风险, 中短期看保险公司仍能实现净投资收益率相对稳定。对上市险企而言, 短期长端利率抬升, 利率对保险股股价的影响有所钝化, 而负债改善仍将成为主导保险股估值的核心因素, 当前上市险企估值处于历史底部, 个股建议关注中长期稳健标的中国平安。

风险提示

- 1) 如长端利率持续下行, 将给保险公司固收资产再配置带来持续的压力; 同时如长期较低的利率环境, 也会给公司负债端业务带来压力。
- 2) 权益市场波动将直接影响保险公司的总投资收益率, 进而影响当期利润表现。
- 3) 如险企资产负债久期缺口持续增加, 对到期资产再配置有一定压力。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com