

投行业务加速对接实体经济，资管业务走出差异化

2019年保险资产管理行业报告

分析师：李真

执业证书编号：S0890513110002

电话：021-20321298

邮箱：lizhen@cnhbstock.com

研究助理：王方鸣

电话：021-20321154

邮箱：wangfangming@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

- 1 《跨市场：资管细则落地，方向不变细节有所放松-《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及配套规则点评》 2018-10-24
- 2 《跨市场：方向不变，重要调整-“央行进一步明确资管新规通知”和“理财新规”点评》 2018-07-21
- 3 《跨市场：靴子落地，资产大腾挪时代正式开启-《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的解读》 2018-04-28

◎ 投资要点：

◆ **2018年保险资金运用整体情况回顾：**保险资金运用整体情况回顾：2018年保险行业原保费收入为3.8万亿元，同比增长3.92%，保费收入增速陡降。人身险保费收入增速大幅下滑。投连险新增交费规模继续萎缩，万能险保费收入增速由负转正。2018年保险资金运用余额16.4万亿元，较年初增长9.97%，资产配置结构再度优化，另类份额升债券份额降。截至2018年12月底，行业累计发起设立各类债权、股权投资计划1056项，合计备案（注册）规模25301.40亿元。

◆ **2018年行业监管聚焦：**资产负债管理监管制度发布，保险资金资产负债匹配规范化，负债端，税收递延保险产品落地，未来随着试点的进一步放开和个税优惠力度的加大，可将成为保险资金运用的重要来源之一。资产端，资金运用管理办法修订，差异化监管股票投资；以问题为导向，《保险公司股权管理办法》修订，规范保险公司股权管理；IFRS9逐步实施，保险资金投资注重波动率控制，加强信用风险管控；强化保险机构责任意识，防范化解地方债务风险，保险专项产品落地，提高保险机构安全高效服务实体经济能力。

◆ **2018年保险资产管理公司业务情况：**27家保险资产管理公司投行业务持续发力，债权计划扩容，第三方资产管理业务加速，保险资产管理产品数量规模扩容，行业产品线日益丰富，各公司走出差异化，本文对各类资产管理产品的风险收益特征综合评价，并重点介绍太保资产、阳光资产、中意资产、光大永明资产的产品特色，以展示行业资产管理能力。养老金产品呈现严控回撤与波动的特征，股票型养老金相较于公募更好的控制了下行风险，平均收益、波动率均优于公募基金。8家养老保险公司和一家养老金管理公司聚焦养老保障业务，个人养老保障产品风险收益高于市场同类产品。

◆ **2019年，保险资金在运用中应当：**建立资产负债管理机制，实现资产负债联动，在投资端应当更注重标的的波动性，配置高分红标的，追求长期稳定回报，降低对公司利润的影响。将防范风险作为投资运作的前提。资管新规真正开启平等的大资管时代，面对机遇，保险资产管理公司应充分认识和发展保险资产管理优势，重点关注资管新规后保险资产管理行业的配套监管政策变化。重视第三方业务的发展，在银行理财转型变革中寻找机遇，搭建满足客户需求的产品线体系，不拘一格提供综合性资产管理解决方案，定位市场化资产管理机构，锤炼具有竞争力的资产管理能力和客户服务能力，重视人员梯队建设和激励机制建设。无论是保险资金运用还是保险资产管理行业的发展中，都应当重视对实体经济建设的金融服务。

◆ **风险提示：**本报告不涉及市场观点，分析并不对投资形成建议。

目录

一、2018 年保费收入增速趋缓，资金运用中存款占比提升	5
1. 保费增速陡降，传统寿险稳速发展	5
2. 资产配置结构再度优化，另类份额升债券份额降	6
3. 另类投资增速发行，对接实体经济	7
二、2018 年保险资金运用监管回顾	8
1. 资产负债管理监管制度发布，保险资金资产负债匹配规范化	8
2. 负债端政策：税收递延保险产品落地	8
3. 资产端政策：牢守风险底线，监管政策时代感提升	9
3.1. 资金运用管理办法修订，差异化监管股票投资	9
3.2. 以问题为导向，规范保险公司股权管理	10
3.3. 新会计准则对保险资金运用的影响	12
3.4. 防范与化解风险	13
三、2018 年保险资产管理行业发展	14
1. 投行业务板块	15
1.1. 债权投资计划	16
1.1.1. 2018 年债权投资计划注册情况	16
1.1.2. 2018 年保险机构投资债权投资计划情况	17
1.2. 股权投资计划	19
1.2.1. 2018 年股权投资计划注册情况	19
1.2.2. 2018 年保险公司投资股权投资计划情况	19
1.2.3. 典型案例跟踪——中投保	21
1.3. 资产支持计划	21
1.3.1. 2018 年资产支持计划注册情况	21
1.3.2. 2018 年保险公司投资资产支持计划情况	22
1.4. 典型保险资产管理公司投行业务发展：为实体经济发展提供有力支持	23
1.4.1. 中意资产管理公司	23
1.4.2. 太保资产管理公司	24
1.4.3. 阳光资产管理公司	24
2. 资产管理板块	25
2.1. 2018 年保险资管产品	25
2.1.1. 保险资产管理产品分类情况	25
2.1.2. 各类别保险资产管理产品表现情况及对标	26
2.1.3. 典型公司及产品线介绍：太保资产，阳光资产，中意资产，光大永明资产	32
2.2. 企业年金资产管理业务	38
2.2.1. 企业年金业务市场概况	38
2.2.2. 养老金产品评价	40
2.3. 养老保障业务	45
2.3.1. 货币类个人养老保障产品收益比较	45
2.4. 公募业务——保险系公募持续扩容	47
四、2019 年保险资产管理展望	49
1. 2019 年保险资金的运用建议	49
2. 2019 年保险资产管理行业发展展望	49

图表目录

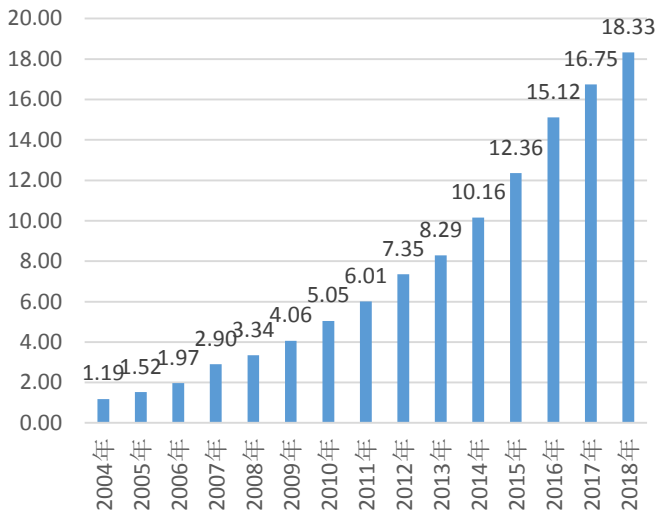
图 1: 2004-2018 年保险行业总资产规模情况 (万亿)	5
图 2: 2004-2018 年保险总资产增速情况 (%)	5
图 3: 2012-2018 保费收入 (亿) 及同比增速 (%)	6
图 4: 投连险及万能险规模变动情况	6
图 5: 2004-2018 年保险资金余额 (亿元) 变动情况	7
图 6: 2004-2018 保险资金资产配置趋势	7
图 7: 目前保险资产管理公司主要业务一览	15
图 8: 保险资产管理产品类型分布	26
图 9: 股票策略类保险资产管理产品与公募基金 2018 年收益对比	28
图 10: 股票策略型保险资管产品与公募基金区间 2 最大回撤对比	28
图 11: 2018 年量化公募基金收益情况	29
图 12: 债券型保险资产管理产品与公募基金 2018 年收益对比	30
图 13: 债券型保险资管产品与公募基金区间 2 最大回撤对比	30
图 14: 太保资产管理公司产品线基本情况	33
图 15: 太平洋行业轮动股票型产品净值曲线 (2018)	34
图 16: 太平洋卓越全利纯债产品净值曲线 (成立以来)	34
图 17: 阳光资产产品线情况	34
图 18: 阳光资产-消费优选 VS 中证内地消费指数	35
图 19: 阳光资产-价值优选 VS 中证申万低市净率指数	35
图 20: 中意资产产品线情况	36
图 21: 中意资产-信用纯债 3 号资产管理产品业绩	37
图 22: 光大永明聚宝 1 号混合型资产管理产品业绩情况	38
图 23: 2018 年三季度投资管理人管理的企业年金基金份额	39
图 24: 2017 年三季度投资管理人管理的企业年金基金份额	39
图 25: 2018 年固收交易型年金养老金产品及中长期纯债公募基金收益率分布	43
图 26: 2018 年股票型年金养老金产品及可比偏股型公募基金收益率分布	43
图 27: 2018 年固收交易型年金养老金产品及中长期纯债公募基金年化波动率分布	43
图 28: 2018 年股票型年金养老金产品及可比偏股型公募基金年化波动率分布	43
图 29: 2018 年固收交易型与股票型年金养老金分别在中长期纯债型与偏股混合型公募比较加权得分	44
表 1: 2018 年保费收入情况	5
表 2: 债权计划及股权计划注册情况	7
表 3: 四款个税递延养老保险产品区别	9
表 4: 2018 年险企股权变更情况	11
表 5: 2018 年监管及行业协会对险资运用引导规范文件	15
表 6: 2018 年保险资管绿色通道注册债权投资计划	17
表 7: 2018 年太平洋保险投资棚改债权投资计划情况	17
表 8: 2018 年保险资管注册的股权投资计划	19
表 9: 2018 年保险公司认购股权投资计划情况	20
表 10: 中保投基金重点投向	21
表 11: 2018 年银保监会批准设立的资产支持计划	22
表 12: 2018 年保险公司认购资产支持计划情况	22
表 13: 股票策略型保险资产管理产品 2018 年收益前二十	27
表 14: 量化策略类保险资产管理产品收益情况分析	28
表 15: 债券类保险资产管理产品 2018 年收益前二十	29

表 16: 混合类保险资产管理产品 2018 年收益前二十	31
表 17: 流动性管理类保险资产管理产品收益情况分析	31
表 18: FOF/MOM 类保险资产管理产品收益情况分析	32
表 19: 太平洋保险资产 2018 年部分产品表现情况	33
表 20: 目前保险机构企业年金牌照分布情况	38
表 21: 2018 年保监会监管的保险机构企业年金投资管理资产 (万元)	39
表 22: 各类养老金产品投资范围	40
表 23: 2018 年 3 季度企业养老金产品情况	41
表 24: 养老金产品收益情况分析	41
表 25: 与同类可比公募比较得分较高的养老金产品	44
表 26: 理财通平台养老保障产品	45
表 27: 保险系基金公司规模 (2018 年)	47
表 28: 保险系基金管理公司部分产品收益率情况	48

一、2018年保费收入增速趋缓，资金运用中存款占比提升

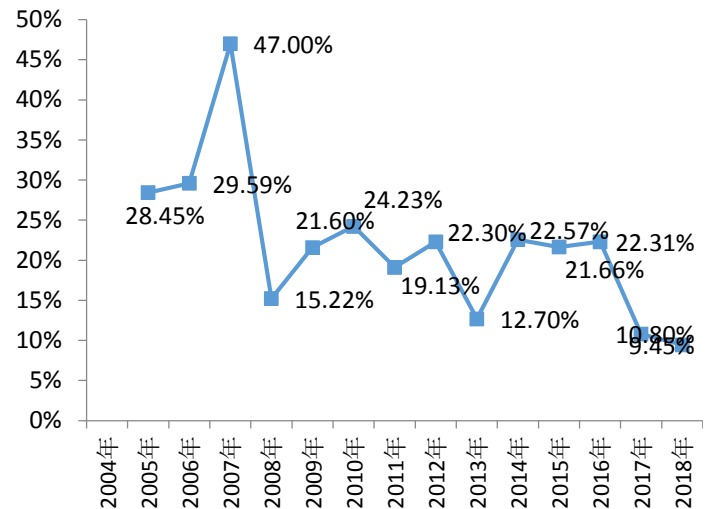
2018年保险行业总资产规模持续扩张，达18.33万亿元，较年初增长9.45%，增速相比2017年略有下降，净资产18845.05亿元，较年初增长9.31%。从整个行业趋势看，2017年开始，保险行业总资产扩张速度明显收缩。具体来看，产险公司总资产23,484.85亿元，较年初增长5.92%；人身险公司总资产146,087.48亿元，较年初增长10.55%；再保险公司总资产3,649.79亿元，较年初增长15.87%；资产管理公司总资产557.34亿元，较年初增长13.41%。

图1：2004-2018年保险行业总资产规模情况（万亿）



资料来源：银保监会网站，华宝证券研究创新部

图2：2004-2018年保险总资产增速情况（%）



资料来源：银保监会网站，华宝证券研究创新部

1. 保费增速陡降，传统寿险稳速发展

2018年保险行业原保费收入为38016.62亿元，同比增长3.92%，而2017年增速为18.16%，保费收入自2017年开始持续下降，更是在2018年陡降。具体分项目来看，人身险保费收入增速仅为1.87%，相比于2017年20.29%的增速，出现了大幅下滑，主要由于占比最大的寿险业务保费收入在2018年不增反降，降幅为3.41%，也导致寿险保费在整个人身险保费占比为76.06%，较2017年下降4个百分点，相比之下，健康险保费增速为24.12%，是2017年增速的3倍之余。此外，财险保费收入增速为9.51%，较2017年下降3个百分点。

表1：2018年保费收入情况

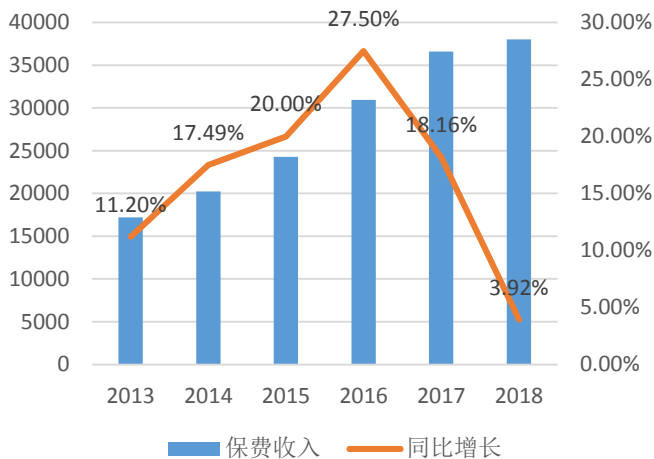
	原保费收入(亿元)	增速	占比
原保险保费收入	38016.62	3.92%	
1、财产险	10770.08	9.51%	
2、人身险	27246.54	1.87%	
(1) 寿险	20722.86	-3.41%	76.06%
(2) 健康险	5448.13	24.12%	20.00%
(3) 人身意外伤害险	1075.55	19.33%	3.95%
人身保险公司保户投资款新增交费	7953.73	34.98%	
人身保险公司投连险独立账户新增交费	332.85	-29.24%	

资料来源：银保监会网站，华宝证券研究创新部

值得关注的是，2018年投连险新增交费规模继续萎缩，全年投连险独立账户新增交费为332.85亿元，下降29.24%，万能险保费收入增速由负转正，全年新增交费为7953.73亿元，

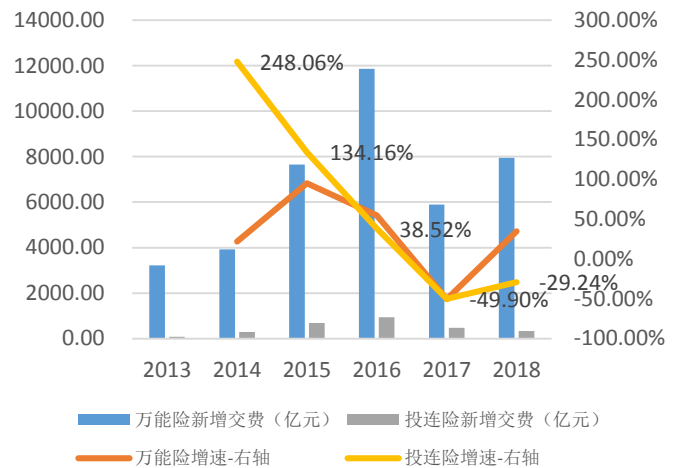
增幅为 34.98%，2016 年保监会对万能险和投连险进行严格监管，特别是要求保险公司对不符合要求的万能险进行整改，在这样的背景下，2017 年万能险新增保费规模仅为 2016 年的一半，2018 年整改完成的符合监管要求的万能险产品重新上线，其中，中资保险公司中平安人寿、新华人寿、富德生命人寿，合资保险公司中友邦人寿，招商信诺万能险新增保费收入增幅较大。

图 3：2012-2018 保费收入（亿）及同比增长（%）



资料来源：银保监会网站，华宝证券研究创新部

图 4：投连险及万能险规模变动情况

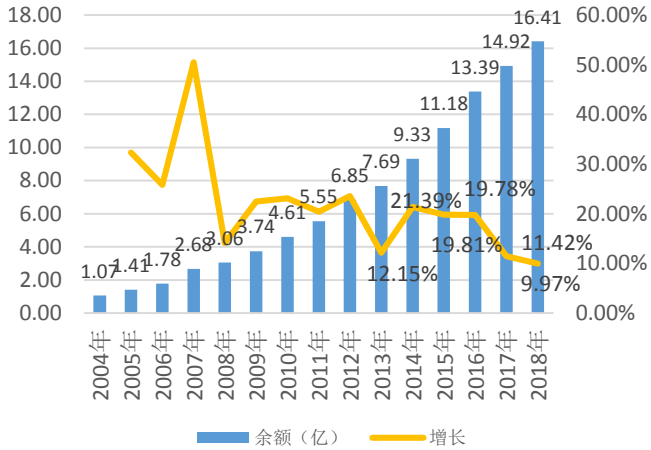


资料来源：银保监会网站，华宝证券研究创新部

2. 资产配置结构再度优化，另类份额升债券份额降

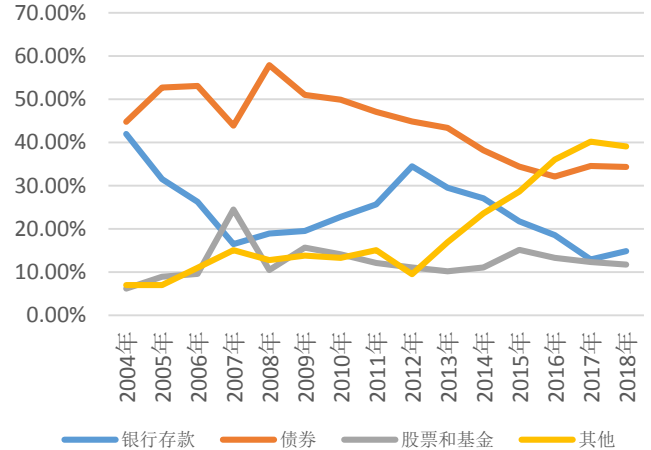
根据保监会公布的数据显示，2018 年保险资金运用余额为 164,088.38 亿元，较年初增长 9.97%，其中，银行存款 24,363.50 亿元，占比 14.85%；债券 56,382.97 亿元，占比 34.36%；股票和证券投资基金 19,219.87 亿元，占比 11.71%；其他投资 64,122.04 亿元，占比 39.08%。从趋势看，以保险债权计划等非标资产在内的其他类资产仍然在保险资金运用中占绝对比例，相比于 2017 年的主要变化体现在：银行存款资产占比的提升 1.93 个百分点，股票和基金类资产占比下降 0.59%。2018 年上证综指下跌 24.59%，导致保险资金运用中二级市场股票类资产缩水，同时，2018 年年初及年中时间，部分保险公司通过购买 ETF 指数基金增持权益资产并持有至年底，综合以上因素，保险资金运用中股票和基金类资产占比并未出现明显下降。此外，相比于持续下跌的权益市场和违约事件频出的信用品市场，银行存款成为保险资金规避风险的选择。

图 5：2004-2018 年保险资金余额（亿元）变动情况



资料来源：银保监会网站，华宝证券研究创新部

图 6：2004-2018 保险资金资产配置趋势



资料来源：银保监会网站，华宝证券研究创新部

3. 另类投资增速发行，对接实体经济

保险资金具有规模大，久期长，来源稳定的特点，目前保险产品中占比最大的寿险类产品的期限通常在 15 年以上，分红险的期限一般也在 10 年以上。保险资金来源稳定，能够满足国家大型基础设施和重大项目建设对长期资金的需求，近两年在支持实体经济发展领域做出了重要贡献。据中国保险资产管理业协会数据，截至 2018 年 12 月底，行业累计发起设立各类债权、股权投资计划 1056 项，合计备案（注册）规模 25301.40 亿元。2018 年 1-12 月，26 家保险资产管理公司注册债权投资计划和股权投资计划共 213 项，合计注册规模 4547.26 亿元。其中，基础设施债权投资计划 121 项，注册规模 2940.86 亿元；不动产债权投资计划 89 项，注册规模 1245.40 亿元；股权投资计划 3 项，注册规模 361.00 亿元。2018 年保监会发布《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》，明确不得借由股权投资计划开展明股实债和通道业务，导致相比于 2017 年同期，股权计划注册规模缩减，在债权计划中，基础设施债权计划的注册数量及规模增加明显，体现出 2018 年保险资金加大支持实体经济发展的态度有关。

表 2：债权计划及股权计划注册情况

		2018 年	2017 年	增幅
股权投资计划	数量-项	3	12	
	规模-亿元	361.00	495.50	-27%
基础设施债权计划	数量-项	121	81	
	规模-亿元	2940.86	2466.45	19%
不动产债权计划	数量-项	89	123	
	规模-亿元	1245.40	2113.52	-41%
债权计划合计	数量-项	210	204	
	规模-亿元	4186.26	4579.97	-9%
合计数	数量-项	213	216	
	规模-亿元	4547.26	5075.47	-10%

资料来源：中国保险资产管理业协会，华宝证券研究创新部

二、2018 年保险资金运用监管回顾

1. 资产负债管理监管制度发布，保险资金资产负债匹配规范化

面对复杂的利率环境和日益激烈的市场竞争，保险资金投资收益波动加大，与负债成本刚性的矛盾日益突出，保险业资产负债匹配难度增加，个别保险公司缺乏有效治理，激进经营、激进投资的策略加大自身以及行业整体经营风险。在这样的背景下，银保监会高度重视资产负债管理监管，专门成立了保险资产负债匹配监管委员会，推进资产负债管理体系建设工作，并建立了资产负债管理监管总体框架。2018 年 3 月，保监会发布《保险资产负债管理监管规则（1—5 号）》，明确了保险公司资产负债管理的评估范围与标准，数据要求和报送方式等内容，并明确了试运行期间相关安排。

资产负债管理监管制度总体框架包括一个办法和五项监管规则。一个办法即《保险资产负债管理监管暂行办法》，五项监管规则主要包括财产险公司和人身险公司的能力评估规则与量化评估规则，以及资产负债管理报告规则。整套制度从定性和定量两个方面，综合评估各公司资产负债管理的能力和匹配状况，依据结果实施分类监管，构建业务监管、资金运用监管和偿付能力监管协调联动的长效机制。能力评估规则是从目标策略、组织架构、人员职责、工作流程、系统模型、绩效考核等方面提出监管规范，促进保险公司资产负债管理工作形成有效的正反馈机制。比如，规定组织架构应包括董事会、资产负债管理委员会、执行委员会、秘书处四个层级，明确账户管理、程序流程、数据交互等方面应当满足的标准，规范了模型的最低输出功能，要求将制度健全性和遵循有效性情况纳入公司考核体系等。量化评估规则是通过构建模型和进行压力测试，从期限结构、成本收益和现金流等角度，全方位评估保险公司资产负债匹配状况，有效识别和计量资产负债错配风险。比如，期限结构匹配衡量现金流在期限结构上的匹配程度，控制错配带来的不利影响；成本收益匹配衡量保险公司是否具备持续盈利能力，防范利差损风险；现金流匹配衡量公司是否能够维持流动性充足，防范流动性风险。

资产负债管理体系的完善对于保险行业具有重要意义，首先，有利于回归保险本源，发挥长期稳健的风险管理和保障功能。通过推动保险公司建立有效的资产负债管理组织体系，充分运用资产负债管理技术，实现资产端与负债端的协调联动，有利于行业树立稳健审慎的风险文化，提升行业专业能力和服务水平，有利于强化“保险业姓保”，推动行业发挥长期稳健风险管理和保障功能，在此基础上延伸保险业价值链，更好地满足人民群众和实体经济多样化的保险需求。其次，有利于引导保险资金“脱虚向实”，推进保险资金服务实体经济。强化资产负债管理监管，有助于推动公司在账户层面加强精细化管理，促使资金供需在期限结构上更加匹配，对于资产负债匹配状况好且资产负债管理能力强的公司，适当给予资金运用创新试点、产品试点等鼓励政策，有助于引导保险资金发挥长期稳定的优势，为国家重大战略和实体经济发展提供有力支持。第三，有利于弥补监管短板，主动防范化解金融风险。保险资产负债管理监管通过定性与定量相结合，综合评估与差异化监管相结合，前瞻性地掌握公司的期限错配风险、利差损风险、流动性风险等情况，逐步建立产品监管、资金运用监管、偿付能力监管协调联动的长效机制，有利于及时有效识别和化解风险，维护经济金融安全。

2. 负债端政策：税收递延保险产品落地

当前我国面临人口老龄化加剧和社养老缺口严重的问题，但养老保障体系三支柱中基本养老保险占比过高，养老保险市场亟待商业养老保险扮演更加重要的角色，为推动养老保障体系第三支柱的发展，2018 年 4 月 12 日，财税部、税务总局、人力资源社会保障部、银保监会、证监会联合发布《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》（财税〔2018〕

22号),明确在上海市、福建省(含厦门市)和苏州工业园区三个试点地区开展为期一年的养老税收优惠保险产品业务试点,随后,银保监会发布《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》与《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》规范税收递延型保险产品的设计与开发。2018年7月6日,银保监会发布《个人税收递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》(下称《管理办法》),围绕税延养老保险资金长期保值增值的核心目标,从业务条件、大类资产配置、运作规范、风险管理和监督管理五个方面对税延养老保险的资金运用进行规范。目前,已有20家保险公司获得税延养老保险产品的经营资格,包括:中国人寿、太平养老、阳光人寿、人民人寿、建信人寿、太平洋人寿、太平人寿、中信保诚、民生人寿、恒安标准人寿、平安养老、泰康养老、中意人寿、工银安盛人寿、交银康联人寿、新华人寿、泰康人寿、英大人寿、东吴人寿、光大永明人寿。发行的税延养老保险产品包括收益确定型、收益保底型、收益浮动型三类,分别对应A、B、C三款产品,其中B类产品按结算频率可细分为两款:B1(每月结算)、B2(每季度结算)。A类产品有保证收益率,收益确定;B类产品收益由保底收益与额外收益组成,额外收益不固定,故投资者需承担部分风险;C类产品下设投资账户,收益视投资绩效决定,风险完全由投资者承担。

表3:四款个税递延养老保险产品区别

区别	A	B1	B2	C
保险责任	养老年金给付、全残保障、身故保障			
收益类型	收益确定型	收益保底型		收益浮动型
投资风险	保证年利率,收益确定	结算利率≥保证利率	保证利率+保单分红	浮动收益,投资风险由投保人全部承担
结算频率	每月	每月	每季度	每周至少一次
初始费	不超过2%			不超过1%
资产管理费	不设立投资账户,不收取			不超过1%
产品转换费	内部产品转换,每次收取比例不超过0.5%;跨公司产品转换时,前三个保单年度收取比例依次不超过3%、2%、1%,第四保单年度起不再收取			
投保限制	保险公司应当对购买C类产品的参保人进行风险承受能力评估,并根据评估结果协助参保人选择产品。参保人年龄大于55周岁的,保险公司不得向其销售C类产品。 参保人每次交费(含转入产品账户价值)时,购买C类产品不得超过其当次交费的50%。参保人进行产品转换时,C类产品账户价值不得超过其全部产品账户价值的50%。			

资料来源:银保监会网站,华宝证券研究创新部整理

注:A、B类产品最低保证收益与结算利率均针对产品账户中资金,不包括保险保障与账户经营管理费用,B2类产品保单红利不固定,B类产品投资者仍需承担部分风险。

税延养老保险产品服务于大众的养老性需求,负债具有长久期的特点(根据要求,参保人达到国家规定退休年龄或约定的领取年龄(不早于国家规定退休年龄)时,保险公司扣除对应的递延税款后按照保险合同约定提供终身或长期领取的养老年金),未来,随着试点的进一步放开和个税优惠力度的加大,税延养老保险产品可成为保险资金运用的重要来源之一。

3. 资产端政策: 牢守风险底线, 监管政策时代感提升

3.1. 资金运用管理办法修订, 差别化监管股票投资

2018年1月,保监会发布《保险资金运用管理办法》,较2016年发布的《保险资金运用管理办法》整体变化不大,值得关注的内容包括:

1) 将保险资金进行的股票投资分为一般股票投资, 重点股票投资和上市公司收购三个类别, 并且明确对于不同类别的股票投资进行差异化监管。

2) 明确了保险资金可以投资全国中小企业股份转让系统挂牌的公司股票。

3) 对于保险集团(控股)公司、保险公司购置自用不动产、开展上市公司收购或者从事对其他企业实现控股的股权投资明确了资金来源——应当使用自有资金, 2014年版中的表述是“不得使用各项准备金”。

4) 投资管理人受托管理保险资金时, 禁止性行为中增加了“不得将受托资金委托”和“不得为委托机构提供通道服务”两项内容, 这与全资产管理行业“去通道、去嵌套”的监管要求一致。

5) 保险资产管理业务范畴中, 将其他合格投资者加入到保险资产管理产品的可发售对象行列中, 此前2014年版本中并未明确罗列, 当然, 此前2013年保监会发布的《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》中明确规定保险资产管理产品限于向境内保险集团(控股)公司、保险公司、保险资产管理公司等具有风险识别和承受能力的合格投资人发行。2018年发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》中对合格投资者具有明确的定义:

“合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力, 投资于单只资产管理产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人和法人或者其他组织。(一) 具有2年以上投资经历, 且满足以下条件之一: 家庭金融净资产不低于300万元, 家庭金融资产不低于500万元, 或者近3年本人年均收入不低于40万元。(二) 最近1年末净资产不低于1000万元的法人单位。(三) 金融管理部门视为合格投资者的其他情形。

合格投资者投资于单只固定收益类产品的金额不低于30万元, 投资于单只混合类产品的金额不低于40万元, 投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于100万元。”

6) 新增“保险集团(控股)公司、保险公司开展证券投资业务, 应当遵守证券行业相关法律法规, 建立健全风险隔离机制, 实行相关从业人员本人及直系亲属投资信息申报制度, 切实防范内幕交易、利用未公开信息交易、利益输送等违法违规行为。”事实上, 资产管理行业体系内, 例如基金公司基金经理, 证券公司投资经理早已执行了预防老鼠仓内幕交易的风险防范措施, 而且相比于简单申报, 其实更为严格——需要注销证券户, 保险机构相关从业人员遵从执行同样的标准有助于避免违规事项的发生。

7) 在资金运用流程机制的设置上, 相比于2014年版本, 删除了“要求构建投资池、备选池和禁投池体系”的表述, 但是事实上, 这些内容早已成为一家规范的保险资金管理方正常的制度体系内容。

8) 细化了违反《资金运用管理办法》行为的行政处罚方式, “罚款、限制业务范围、责令停止接受新业务或者吊销业务许可证等行政处罚, 对相关责任人员依法予以警告、罚款、撤销任职资格、禁止进入保险业等行政处罚。”

3.2. 以问题为导向, 规范保险公司股权管理

2018年3月, 银保监会发布《保险公司股权管理办法》, 对2010年发布的《保险公司股权管理办法》进行全面修订, 涵盖股东资质、股权取得、入股资金、股东行为、股权事务、材料申报等内容, 新版制度以近些年保险公司股权治理中存在的一些问题为导向, 对股权比例做出调整, 对穿透式监管进行了制度设计, 增加了事前、事中、事后的机制, 来规范股东行为。

部分内容包 括：在股权变更时，为规范通过收购现有股东间接入股保险公司，以规避监管审核的行为，新的《办法》里设置了一些针对性措施，如纳入到备案管理，需要提前向监管部门进行报告和备案，从而进行资质条件审核，如果没有备案，监管机构将加大审查力度，或者采取相应的监管措施。在出资时，加强资金真实性来源的考核，在审核中间，原来一般从形式完备上做要求，比如要求提供财务报告等；现在对一些存疑的资金来源或者资金，要求进行整体资金来源的梳理，要求提供银行流水对账单等，要求在出资的时候承诺是自有资金。在公司治理方面，如果股东僵局始终不能达成一致的话，可能监管介入。

近年来，保险公司股权变化一直是市场关注的焦点，2018 年共有 29 家保险集团公司及保险公司发生了股权的变更，包括 5 家保险集团公司，5 家财险公司，以及 7 家人身险公司，12 家公司引入新股东。

表 4：2018 年险企股权变更情况

公司	转股比例(占总股本)	转让时间	转让方	转让后持股	受让方	受让后持股
保险集团公司						
中国太平洋保险集团	10%	2018/12/26	财政部	-	社保基金会	-
中国再保险(集团)	10%	2018/4/27	财政部	11.45%	社保险基金会	1.27%
中华联合保险集团	0.02%	2018/7/17	新疆昆仑神农	0	新疆生产建设兵团第三师国有资产经营	0.07%
中华联合保险集团	5.63%	2018/1/11	中国保险保障基金	0	富邦人寿保险	12.17%
阳光保险集团	1.35%	2018/12/25	北京兴安金泰物业管理	0	济宁如意金控投资	1.35%
华泰保险集团	0.09%	2018/12/29	中合供销一期(上海)股权投资基金合伙企业(有限合伙)	0	内蒙古君正化工	6%
华泰保险集团	4.93%	2018/11/16	深圳市亿鑫投资	0	安达百慕大保 险公司	6%
华泰保险集团	1.24%	2018/8/24	江苏悦达投资	0	浙江福士达集团	0.16%
华泰保险集团	0.16%	2018/8/24	中国国旅贸易	0	浙江福士达集团	0.16%
华泰保险集团	4.90%	2018/6/15	武汉当代金融控股集团(现更名为“武汉天盈投资集团”)	0.49%	北京朗净天环境工程咨询	4.90%
财产保险公司						
史带财产保险	5.03%	2018/7/16	中金投资(集团)	-	史带补偿及责任保险公司	-
永诚财产保险	3.28%	2018/1/19	云南电网	0	南方电网资本控股	3.28%
安诚财产保险	0.74%	2018/12/27	重庆联盛建设项目管理	-	重庆北部双龙建设(集团)	-
众诚汽车保险	15%	2018/1/18	广东粤财信托	0	上海灵秀实业	16.69%

发展							
恒邦财产保险	6.41%	2018/1/10	江西省行政事业资产集团	0	江西省金融控股集团	20%	
人身险公司							
中国平安人寿保险	0.00%	2018/12/7	北京大地科技实业总公司	0	中国平安保险(集团)	99.51%	
利安人寿	11.60%	2018/7/25	南京紫金投资集团	5.17%	江苏省国际信托	22.79%	
			江苏凤凰出版传媒集团	0			
			江苏苏汇资产管理	2.18%			
工银安盛人寿	10%	2018/9/21	中国五矿集团	2.50%	五矿资本控股	10%	
北大方正人寿保险	19.76%	2018/10/26	青岛海尔投资发展	0	海尔集团(青岛)金融控股	19.76%	
东吴人寿	4.98%	2018/11/30	苏州创元投资发展(集团)	5.75%	苏州文化旅游发展集团	4.98%	
渤海人寿保险	1.23%	2018/4/13	北京中佰龙置业	0	许昌三昌实业	2.31%	
	1.08%		上海圣展投资开发	3.54%			
新光海航人寿保险	50%	2018/7/27	海航集团	0	深圳市前海香江金融控股集团	20%	
						上海冠蒲房地产开发经营	10%
	25%			新光人寿保险	25%	深圳市柏霖资产管理	20%
	-					深圳市国展投资发展	14%

资料来源：华宝证券研究创新部、银保监会网站、中国保险业协会、各保险公司官网整理

截止 2018 年 12 月，银保监会披露了 13 家险企的股权变更批复，包括北大方正人寿、利安人寿、新光海航人寿、华泰保险集团、中国铁路财产保险自保公司、国任财产保险、安联财产保险、国联人寿、恒邦财产保险、中华联合保险集团、安诚财产保险、吉祥人寿以及鑫安汽车保险。其中，2018 年 7 月 3 日，国联人寿股东变更时因宁波金润资产资金未能按时达到要求金额被银保监会出具不予变更的批复。

3.3.新会计准则对保险资金运用的影响

经过 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 1 月 1 日正式生效。2017 年，财政部修订并发布《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号——套期会计》，对金融工具的分类和计量方法、金融资产的减值等内容进行了全面修订，全面对接 IFRS9。新准则主要有两大变化：第一。金融资产由原先的 IAS39 下的四分类重新定义为 IFRS9 下的三分类，原先会计准则下，金融资产包括：1、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，2、可供出售金融资产，3、贷款和应收款项类投资，4、持有至到期投资。在 IFRS9 新准则下，需要根据管理金融资产的业务模式和合同现金流特征，将金融资产划分为三类：1、以摊余成本计量的金融资产 (“AC”)，2、以公允价值计量且变

动计入当期损益的金融资产（“FVTPL”），3、以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产（“FVOCI”）。第二，资产减值的处理由“已发生损失法”修改为“预期损失法”，在计提损失是引入损失估计三阶段方法，对信用风险进行确认。

按照要求，符合条件的保险公司可在 2021 年之前开始使用该规则，目前平安人寿已经使用了 IFRS9 会计准则。新会计准则实施后对于保险公司利润（导致利润波动加大）、偿付能力（资产所述类别不同影响风险类别定义，进而导致实际资本金额变化）以及资金运用都将产生较大影响，具体来看，对于保险资金投资的影响包括：

第一，在原 IAS39 规则下，保险公司将金融资产划分为可供出售金融资产，当金融资产市场价格波动时，可以有选择的计入当期损益，特别是当出现浮亏时，可以不计入利润表，但是在 IFRS9 新准则下，权益类资产将有较大比例计入 FVTPL 中（目前，平安有超过 45% 的股票在 FVTPI 中，而旧规则中仅有 6%），这一科目项下金融资产的公允价值变动会计入当期损益，从而导致保险公司存在利润波动加大的风险，因此，IFRS9 规则下，保险公司会更偏向波动相对较小的标的，以追求长期更为稳定的回报。

第二，FVOCI 科目中，权益资产的股利可以计入利润表，而公允价值变动仅计入其他综合收益，不计入至利润表中，且一经归类，不可重新调整，因此，保险资金在权益投资中会倾向于高分红，高股息的持仓标的，以提高全年利润金额。

第三，新金融工具会计准则要求按照预期进行金融资产的减值提取，且一旦金融资产的信用风险特征由第一阶段进入第二阶段，则其减值提取将会大幅增加。因此，在信用品类资产（信托计划、债权计划、债券等）的投资过程中，保险资金会更倾向于高等级类金融资产品类，同时，为保证短期财务状况的稳定，将增加 FVTPL 类中短期债券的配置，对于长期债券更加注重全生命周期信用风险管理。

第四，在债务工具类资产的选择中，更倾向于配置能够通过 SPPI 测试的资产，这些资产需要满足以收取合同现金流，减少纳入 FVTPL 科目的比例，增加计入 AC 科目的比例权重。

未来，随着保险公司陆续筹备实施 IFRS9 会计准则，需要结合偿付能力要求、新保险合同会计准则要求，从公司发展战略、资产负债管理、资产配置策略、风险管理、投资绩效评价等方面进行系统性规划，进一步加强资产负债管理能力，充分考虑新会计准则对资产减值更严格的要求，注重长期信用风险的防范。

3.4. 防范与化解风险

2017 年以来，资管新规等一系列严监管的政策陆续出台，资产管理产品特别是银行理财期限匹配的要求下，城投表外融资受到较大影响，2018 年正值平台公司债务集中爆发时间段，开年之初便出现了城投违约风波不断的迹象。

鉴于此，为防范和化解地方债务风险，银保监会于 2018 年 1 月 18 日发布《关于加强保险资金运用管理 支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》（下称《指导意见》），要求：1、保险机构依法合规开展投资业务，鼓励保险机构购买地方政府债券，严禁违法违规向地方政府提供融资，不得要求地方政府违法违规提供担保，2、保险机构应当妥善处理涉及地方债务的存量投资业务，逐笔排查是否合法合规。属于违法违规行为的，积极整改，依法妥善处置；合法合规行为的，加强存续期风险监测。财政部驻各地财政监察专员办事处密切跟踪汇报。3、保险机构向融资平台公司提供债权投资的，应当对投资是否符合相关法律法规出具专项法律意见。要将融资平台公司视同一般国有企业，根据项目情况而不是政府信用独立开展风险评估，严格实施市场化融资。4、保险机构开展保险私募基金、股权投资计划、政府和社会资本合作（PPP）等保险资金运用创新业务，要遵循审慎合规原则，投资收益应当与被投资企业的经营业绩或股权投资基金的投资收益挂钩。5、保险业相关行业组织应当切实发挥行业平台

作用，在基础设施投资计划等保险资产管理产品注册、登记相关工作中，依法加强对保险资金运用涉及的地方债务风险的监测，严格查验投资合规性。6、保险机构作为保险资金运用主体，要严格落实风险管理责任。保险机构违法违规向地方政府提供融资的，应当自行承担相应损失，并依规追究相关机构和人员责任。《指导意见》有利于正面引导保险机构和地方政府尽职履责开展举债融资行为，有利于强化保险机构责任意识，防范化解地方债务风险，支持保险机构更加安全高效服务实体经济。

在复杂的内外部经济形势背景下，加之降杠杆的监管政策，导致前期采用高杠杆扩张的企业面临资金链断裂的风险，这种风险也在企业上下游之间迅速传染，加之 A 股 2018 年全年持续下跌，部分上市公司质押股权陆续出现爆仓，其中不乏优质上市公司面临平仓风险。为发挥保险资金长期稳健投资优势，参与化解上市公司股票质押流动性风险，加大保险资金投资优质上市公司力度，银保监会于 2018 年 10 月 24 日发布《中国银保监会关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，允许符合条件的保险资产管理公司面向保险机构、社保基金等机构投资者及金融机构资产管理产品发行专项资产管理产品用于化解优质上市公司股票质押流动性风险，同时，明确“保险公司投资专项产品的账面余额，不纳入权益类资产计算投资比例，纳入其他金融资产投资比例监管。”

截止 2019 年 1 月 25 日，已有国寿资产等 10 家保险资产管理公司完成专项产品的设立前登记，目标规模合计 1160 亿元。其中，5 单专项产品已经落地，完成投资约 22 亿元。2018 年 11 月 30 日，“国寿资产-凤凰专项产品”买入上市民企通威股份 1.91% 股权，成为该专项产品设立后公开落地的首单项目；12 月 27 日，国寿资产纾困专项产品第二单落地，国寿资产-凤凰专项产品通过协议转让的方式斥资 6.325 亿元购买万达信息 5500 万股（约占上市公司总股本的 5%）。专项保险资产管理产品的陆续落地，是贯彻落实党中央、国务院“六稳”要求、创造良好市场预期、维护金融市场稳定的重要举措。保险资金具有长期限的特点，通过向有前景、有市场、技术有优势但暂时出现流动性困难的优质上市公司和民营企业提供融资支持，有利于发挥保险资金长期稳健投资优势，发挥支持实体经济的作用，从而更好巩固市场长期投资的基础。

三、2018 年保险资产管理行业发展

2018 年共有 3 家保险资产管理公司获批筹备，包括工银安盛资产管理（2018-5-2），交银康联资产管理（2018-7-19），中信保诚资产管理（2018-9-21）。至此，目前保险资产管理公司合计 27 家（不含专业型保险资产管理机构）。保险资产管理公司主要从事两大业务板块：投行板块、资产管理业务板块。涉及的业务主要有 10 大方面：分别是投连险管理服务、保险资产管理计划、企业年金服务、养老保障、公募业务、私募股权基金、基础设施不动产债权计划、增值平台服务、公募业务以及第三方保险资产管理服务。

图 7：目前保险资产管理公司主要业务一览



资料来源：华宝证券研究创新部

1、投行业务板块

2018 年，由中国保险资产管理业协会（下称“中国保险资管协会”）批准注册的债权投资计划共计 195 项、股权投资计划 2 项，银保监会批准注册的资产支持计划 2 项。26 家保险资产管理机构作为发行主体参与了债权投资计划、股权投资计划以及资产支持计划的注册申请。

保险资金具备长期稳健的投资优势，是实体经济发展中重要的资金来源。而另类项目投资期限长、收益较为稳定的特性使得该类资产与保险资金的负债特性相匹配，在保险机构资产配置中颇受青睐。另类投资项目的发行能促进保险资金功能的发挥、巩固市场长期投资的基础，能不断提升险资服务经济社会的能力，是保险业服务国家战略和实体经济的重要渠道。

为进一步提升保险资金服务实体经济的质效，2018 年银保监会及保险资管协会对保险机构的保险资金运用投向上做出规范和倡导：

表 5：2018 年监管及行业协会对险资运用引导规范文件

时间	发布主体	发布事项	相关内容
2018 年 1 月 18 日	保监会、财政部	《关于加强保险资金运用管理、支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》	支持保险资金投资关系国计民生的各类基础设施、民生工程等政府投资项目 明确保险资金不得违法违规向地方政府提供融资
2018 年 1 月 26 日	保监会	《保险资金运用管理办法》	为切实加强保险资金直接投资实体经济的比重、降低实体经济融资成本： 允许保险资金投资资产证券化产品 允许专业保险资管机构设立私募基金 允许保险资金进行风险投资 明确保险资管产品实行注册制管理，将债券投资计划等产品的发行从备案制改为注册制
2018 年 5 月 28 日	银保监会	《关于保险资金参与长租市	为推进国家房地产调控长效机制建设、加快房地产市场供给侧结构性改革：

2018年6月 19日	保险资管 协会	《中国保险资产管理业绿色投资倡议书》	<p>鼓励保险公司通过直接投资，保险资管机构通过发起设立债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划、保险私募基金参与长租市场</p> <p>保险资管机构通过债权投资计划、股权投资计划、保险私募基金等方式投资长期租赁住房项目，注册申请享受绿色通道服务</p> <p>长期租赁住房项目处于北京、上海、雄安新区以及人口净流入的大中试点城市</p> <p>倡导各保险机构发挥金融服务供给侧结构性改革的积极作用，推动建立保险资金绿色投资新体系，通过债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划、绿色产业基金、绿色信托、绿色PPP、绿色债券等多元化投资方式，稳步加大保险资金绿色投资比重</p> <p>积极扩大清洁能源、节能减排、环境保护、绿色建筑、绿色交通等领域项目的参与程度，促进污染防治、节能资料</p> <p>来源：华宝证券研究创新部减排、新能源等领域的技术进步</p>
----------------	------------	--------------------	--

资料来源：银保监会网站、中国保险资产管理业协会、华宝证券研究创新部

1.1. 债权投资计划

债权投资计划是指由保险资产管理机构等专业投资机构作为发起人和管理人，依据信托原理，发行债权投资计划受益凭证，向保险公司等委托人募集资金、按照约定支付本金和预期收益的金融工具。保险机构作为持有大额长期资金的重要机构投资者，对基础设施及不动产项目的投资能够促进保险资金深入参与国民经济生活、更好地支持国民经济增长，同时也有助于保险资金运用渠道的拓宽，改善保险资产负债匹配状况，分散资本市场投资风险，促进保险资金与其他社会资源配置的有效结合。

1.1.1. 2018年债权投资计划注册情况

保险资管协会披露的产品注册数据显示，2018年1-10月，26家保险资产管理公司注册债权投资计划共138项，合计注册规模2699.04亿元。其中，基础设施债权投资计划75项，注册规模1811.64亿元；不动产债权投资计划63项，注册规模887.40亿元。

从注册主体上看，2018年泰康资管、太平洋资管、华泰资管注册的债权投资计划数量最多，分别注册债权投资计划16项、14项、14项，合计占2018年全年注册债权投资计划总数的22.6%。此外，平安资管、太平资管、中意资管、人保资产、合众资管、长江养老全年债权投资计划的注册数量超过10项。

从行业投向情况上看，基础设施债权计划多投向于交通、通讯、能源、市政、环境保护等行业的国家级重点基础设施项目，2018年国寿资管、华泰资管发行基础设施债权计划的数量最多，且国寿资管和华泰资管均参与了延长石油基础设施债权投资计划系列产品的发行，国寿资管发行2期、华泰资管发行4期；不动产投资计划方面，2018年保险资管机构注册发行的项目仍主要投向商业不动产项目，中意资管、太平资管和平安不动产注册产品数量位居前列，具体项目来看，保利地产、华侨城、首创置业、万科等地产企业旗下的商业不动产项目作为融资主体参与较多。

2017年5月22日，保监会印发的《关于债权投资计划投资重大工程有关事项的通知》，对保险资金通过债权投资计划形式投资重大工程给予了政策支持。对于投资“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带建设、军民融合、河北雄安新区等符合国家发展战略的重大工程

的债权投资计划，注册时可向保险资管协会申请注册绿色通道服务。根据保险资管协会披露的注册数据，2018年经绿色通道注册的债券投资计划如下：

表 6：2018 年保险资管绿色通道注册债权投资计划

项目编号	发行主体	项目名称	类别
保险资管协会注 [2018]26 号	太平资管	舞钢军民用宽厚板项目债权投资计划（绿色通道）	项目债权计划
保险资管协会注 [2018]47 号	合众资管	合肥产投 506 项目基础设施债权投资计划（绿色通道）	基础设施债权
保险资管协会注 [2018]53 号	光大永明	紫光长江存储基础设施债权投资计划（绿色通道）	基础设施债权
保险资管协会注 [2018]78 号	平安资管	江苏交控基础设施债权投资计划（绿色通道）	基础设施债权
保险资管协会注 [2018]117 号	华泰资管	四川九绵高速基础设施债权投资计划(1 号)（绿色通道）	基础设施债权
保险资管协会注 [2018]127 号	华泰资管	合肥晶合集成电路基础设施债权投资计划（绿色通道）	基础设施债权
保险资管协会注 [2018]147 号	光大永明	比亚迪动力电池基础设施债权投资计划（绿色通道）	基础设施债权
保险资管协会注 [2018]152 号	太平资管	舞钢军民用宽厚板项目债权投资计划(二期)(绿色通道)	项目债权计划
保险资管协会注 [2018]183 号	太平资管	中国恒天基础设施债权投资计划（绿色通道）	基础设施债权
保险资管协会注 [2018]184 号	太平资管	云南省国家级贫困区棚户区改造债权投资计划(绿色通道)	项目债权计划
保险资管协会注 [2018]188 号	太平资管	云南能投威信煤炭债权投资计划（绿色通道）	项目债权计划
保险资管协会注 [2018]193 号	太平洋资管	大唐国际发电债权投资计划（绿色通道）	项目债权计划
保险资管协会注 [2018]202 号	人保资产	中建三局宜昌伍家岗长江大桥债权投资计划（绿色通道）	项目债权计划

资料来源：中国保险资产管理业协会、华宝证券研究创新部

1.1.2. 2018 年保险机构投资债权投资计划情况

2018 年，保险资金在参与支农支小、普惠金融和乡村振兴战略方面积极布局。人保财险分别于 2018 年 5 月 4 日认购人保资产发行的“支农融资专属资管产品(A 款)”25 亿元、2018 年 9 月 4 日认购人保资产发行的“人保资产-普惠金融支农融资专属资管产品”25 亿元，募集资金用于以债权形式、委托人保财险为代理人投资于经审批的从事农业生产和经营的个人客户、公司客户和农民专业合作社。在普惠金融、解决金融服务不平衡不充分问题方面做出实效；

棚户区改造项目投资方面，太保、平安、华泰、泰康等多家保险机构在 2018 年投资棚户区改造项目债权投资计划近 150 亿元。其中太平洋保险 2018 年投资棚改项目较多，集团内太保人寿、太保财险、太保安联合计投资太保资产、长江养老发行的棚改项目债权投资计划的金额达 98.68 亿元。

表 7：2018 年太平洋保险投资棚改债权投资计划情况

项目名称	项目简介	设立/ 投资期	认购人	认购时间	认购金额
------	------	---------	-----	------	------

		管理 人	限(年)			(亿元)	
太平洋-昆明 未来城棚改 债权投资计 划	偿债主体为昆明未来城开发有限公 司,用于云南省 2013-2017 年城市棚 户区改造省级统贷项目(七期)-昆 明市西坝片区项目、昆明市云山村片 区项目、昆明市盘龙区白沙河片区龙 池村棚户区改造项目的非商业新建 部分的开发建设及补充运营。云南省 城市建设投资集团有限公司担保	太保 资产	4	太保财	2018/5/22	2.85	
				险			
				太保人	2018/5/22	3.85	
				寿			
太平洋-昆明 土储普坪棚 改债权投资 计划	偿债主体昆明市土地矿产储备中心, 将投资资金用于昆明市普坪片区棚 户区改造土地收储整理项目的征地、 拆迁、大市政配套建设及置换银行贷 款等。中国民生银行股份有限公司昆 明分行(转让方)担保	太保 资产	2	太保人	2018/3/20	15	
太平洋-宿迁 市洋河新区 棚改债权投 资计划	偿债主体为江苏洋河新城投资开发 有限公司, 将用于位于洋河新区 2016 年棚户区改造工程项目。宿迁 产业发展集团有限公司担保	太保 资产	7	太保财	2018/5/15	3	
				险			
				太保安	2018/5/15	0.56	
				联			
				太保人	2018/5/15	3.72	
				寿			
太平洋-首开 北京万泉寺 村棚改债权 投资计划	偿债主体为北京城市开发集团有限 责任公司,将用于北京市丰台区万泉 寺村棚户区改造和环境整治项目。北 京首都开发股份有限公司担保	太保 资产	7	太保财	2018/4/26	0.4	
				险	2018/4/20	1.6	
				太保人	2018/4/26	11.6	
				寿	2018/4/20	6.4	
					2018/3/19	9	
长江养老-宜 宾国资棚户 区改造债权 投资计划	偿债主体宜宾港腾地产开发有限责 任公司,将投资资金用于宜宾临港开 发区城中村棚户区改造一期项目。宜 宾市国有资产经营有限公司担保	长江 养老	7+3	太保财	2018/12/10	2	
				险			
				太保人	2018/12/10	6	
				寿	2018/8/27	3.5	
					2018/8/14	1.5	
长江养老-武 汉地产棚户 区改造债权 投资计划	募集资金全部用于武汉市楚宝片棚 户区改造项目及滨江东片三期棚改 区改造项目建设及与投资项有关的 其他费用。本项目由武汉地产开发 投资集团有限公司担保	长江 养老	5+2	太保人	2018/4/27	15.7	
				寿			
长江养老-长 沙城投棚户 区改造债权 投资计划	由偿债主体长沙城投城乡开发建设 有限公司, 将募集资金用于长沙市 朝正垸城中村改造及环境整治工程 项目。长沙市城市建设投资开发集团 有限公司担保	长江 养老	6+2+2	太保人	2018/3/29	3	
				寿			
长江养老-武 汉地产棚户 区改造债权 投资计划	募集资金全部用于武汉市江汉区楚 宝片棚户区改造项目及青山区滨江 东片三期棚户区改造项目的开发建 设及与投资项有关的其他费用	长江 养老	5+2	太保人	2018/3/8	2	
				寿			
长江养老-乌	划募集资金全部用于投资乌鲁木齐	长江	6+3	太保人	2018/2/9	7	

房集团棚户区改造债权投资计划	市 2014 年-2017 年棚户区改造项目一期工程项目的项目投资, 具体包括拆迁补偿、七通一平建设工程费用、安置房建设等	养老	寿
----------------	---	----	---

资料来源: 各保险公司官网整理、华宝证券研究创新部

1.2. 股权投资计划

1.2.1. 2018 年股权投资计划注册情况

股权投资计划是保险资金参与实体经济建设的重要途径和方式, 是保险资金服务实体经济、助力国家战略发展的重要投资形式。2018 年中国保险资产管理业协会注册的股权投资计划 2 项, 分别为合众—信中利混合股权投资基金股权投资计划(二期)和人保资本—山东高速发展股权投资计划。

表 8: 2018 年保险资管注册的股权投资计划

时间	注册编号	公司	项目名称
2018.7.9	0418075	合众资产管理股份有限公司	合众-信中利混合股权投资基金股权投资计划(二期)
2018.8.16	0418095	人保资本投资管理有限公司	人保资本-山东高速发展股权投资计划

资料来源: 中国保险资产管理业协会、华宝证券研究创新部

2018 年 1 月 5 日, 保监会针对保险资产管理机构发布《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》, 以规范保险资产管理机构股权投资计划设立业务。要点包括: 1) 收益维度: 不得以①设置明确的预期回报, 且每年定期向投资人支付固定投资回报; ②约定到期、强制性由被投资企业或关联第三方赎回投资本金的方式承诺保障本金和投资收益。2) 投资集中度: 股权投资计划投资私募股权投资基金的, 所投资金额不得超过该基金实际募集金额的 80%。此外, 要求保险资管机构要切实承担主动管理职责, 不得开展通道业务或嵌套投资, 并对投资于国家重点及实体经济项目的产品予以优先注册。

《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》旨在规范实践中存在的名股实债与通道业务, 减少险资通过以上方式进入实体经济, 有助于险资的规范运作与防控潜在的风险; 对于地方政府及其相关的国企而言, 则可以抑制地方政府债务规模的违规增加, 有利于防控金融和财政风险。

2019 年 1 月 29 日, 中国银保监会发布通知将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的注册工作移至保险资管协会, 以提高股权投资计划和保险私募基金注册效率, 更好地支持保险机构加大股权投资力度。此举是银保监会落实党中央、国务院关于转变政府职能, “放管服”改革的具体举措。股权投资类产品注册效率的提升有以下优势: 一则增加股权投资类产品的供给, 有利于拓展保险资金配置空间、更好服务保险主业发展; 二则有利于支持保险机构加大股权投资力度, 为实体经济提供更多长期资本性资金, 提升社会直接融资和股权融资比重; 三则能切实推动保险机构更好服务国家重大改革举措, 提升保险资金服务实体经济效能, 促进经济提质增效, 增强经济中长期发展韧性。

1.2.2. 2018 年保险公司投资股权投资计划情况

为进一步提升保险资金服务实体经济质效, 规范保险资金投资股权行为, 银保监会于 2018 年 10 月 26 日就《保险资金投资股权管理办法(征求意见稿)》公开征求意见, 取消保险资金开展股权投资的行业范围限制, 通过“负面清单+正面引导”机制提升保险资金服务实

体经济的能力。《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》的修订，能为民营经济发展提供更多长期资金支持、有效提升股权融资和直接融资比重、优化金融资源的配置。

2018年保险机构通过股权投资计划和股权投资基金进行投资的热情不减，其中：平安人寿认购股权投资合伙企业（有限合伙）的合计金额为101.59亿元，投资金额最高；中国人寿认购股权投资基金合伙企业（有限合伙）的合计金额为59.5亿元；中国人保旗下人保财险、人寿、健康险公司合计投资股权投资计划、产业投资基金（有限合伙）的金额总计为37.91亿元。

2018年保险机构通过股权投资合伙企业（有限合伙）进行股权类投资的投资规模远高于通过股权投资计划进行的投资。仅人保财险、人保健康险、长江养老进行了股权投资计划的认购，分别为：人保财险认购人保资产-前海母基金股权投资计划3亿元、人保健康险认购人保资本-广东顺德创新发展城市建设基金项目股权投资计划5亿元、太保人寿认购长江养老-合肥产投发展基金股权投资计划5亿元。

表 9：2018 年保险公司认购股权投资计划情况

认购人	项目名称	设立/管理	认购时间	认购金额 (亿元)
人保人寿	北京人保健康养老产业投资基金（有限合伙）	人保资本	2018/12/18	19.94
人保财险	人保股权-北京人保健康养老产业投资基金（有限合伙）	人保资本	2018/12/18	9.97
人保财险	人保资产-前海母基金股权投资计划	人保资管	2018/5/10	3
人保健康险	人保资本-广东顺德创新发展城市建设基金项目股权投资计划	人保资本	2018/8/31	5
中国人寿	国寿广德（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	国寿资本	2018/12/29	20
中国人寿	山东省新旧动能转换国寿高端装备股权投资基金合伙企业（有限合伙）	国寿资本	2018/12/28	39.5
太平人寿	苏州太平国发卓乾投资企业（有限合伙）	太平国发（苏州）	2018/6/13	2.5
太平养老	苏州太平国发天焱投资企业（有限合伙）	太平国发（苏州）	2018/11/29	0.05
平安人寿	宁波梅山保税港区创沃股权投资合伙企业（有限合伙）	平安创赢	2018/11/26	49.99
平安人寿	宁波橙医股权投资合伙企业（有限合伙）	平安资本	2018/11/13	2.5
平安人寿	宁波枫文股权投资基金合伙企业（有限合伙）	平安资本	2018/11/6	10
平安人寿	上海太富祥中股权投资基金合伙企业（有限合伙）	平安资本	2018/10/19	5
平安人寿	台州太富祥云股权投资合伙企业（有限合伙）	平安资本	2018/3/28	4.1
平安人寿	上海中平国璟并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）	上海中平国瑞资管	2018/2/5	30
太保人寿	长江养老-合肥产投发展基金股权投资计划	长江养老	2018/1/4	5
泰康人寿	春华兴康（天津）投资中心（有限合伙）	春华秋实（天津）股	2018/8/28	3

泰康人寿	春华荣信（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	股权投资 春华秋实（天津）股权投资	2018/6/4	5
------	--------------------------	----------------------	----------	---

资料来源：中国保险资产管理业协会、华宝证券研究创新部

1.2.3. 典型案例跟踪——中投保

2015年6月，国务院批复同意《中国保险投资基金设立方案》，中保投资有限责任公司（下称“中保投”），由27家保险公司、15家保险资产管理公司以及4家社会资本共46家股东单位出资、于2015年12月正式成立。中国保险投资基金（下称“中保投资基金”）由中保投资有限责任公司作为基金管理人发起设立，采取有限合伙制，中保投资有限责任公司担任普通合伙人，若干有限合伙人主要面向保险机构进行募集。基金总规模约3000亿元，其中保险机构出资认购有限合伙份额的规模不低于总规模的80%。

中保投资基金以股权、债权方式开展直接投资或作为母基金投入国内外各类投资基金，依托保险业的整体资源优势 and 保险业长期资金的战略优势，是引导保险资金对接国家重点战略和重大项目，支持实体经济发展的重点投资平台。中保投的重点投向有：

表 10：中保投资基金重点投向

重点投向	投资内容
国家重大战略	一带一路、长江经济带、京津冀协同发展等
重大民生工程	新型城镇化建设等
走出去战略	根据国家整体发展战略及保险资金自身的需求
基础设施建设	扩大有效投资稳增长、推动供给侧改革等
新经济增长和产业升级	大消费、大健康、新能源等
过剩产能并购重组	非金融国企 104 万亿总资产改革机遇等

资料来源：中保投资有限责任公司、华宝证券研究创新部

中保投资基金作为对接实体经济的重要力量，2016年累计落地项目规模已超1000亿元。截止2017年三季度末，中保投签约发行项目13个，总规模超过1200亿元。2018年中保投参与了阜平扶贫支农项目，开辟了创新扶贫模式：中保投作为受托管理人发起设立中国保险业产业扶贫投资基金，募集5000万元保险资金以“政府+保险+投资+产业”的方式投资于阜裕公司。

1.3. 资产支持计划

1.3.1. 2018年资产支持计划注册情况

资产支持计划是指保险资产管理公司作为管理人，向投资人发售标准化产品份额，募集资金，由托管机构担任资产托管人，投资于缺乏流动性但具有可预测现金流的资产或资产组合（基础资产），并以该基础资产产生的现金流作为还款支持的金融产品。保险资产管理公司发行资产管理计划实行初次申报核准，同类产品（基础资产类别、交易结构等核心要素基本一致）事后报告的发行登记制度。

2018年，中国银行保险监督管理委员会在保险体系仅新增批准设立2项资产支持计划，分别是中意资产管理有限责任公司发起设立的中意-漳泽租赁1号资产支持计划、华泰资产管理有限公司发起设立的华泰-长城国兴金租1号资产支持计划，基础资产均为租赁资产。

表 11：2018 年银保监会批准设立的资产支持计划

批复时间	发起设立方	项目名称
2018.3.16	中意资产管理有限责任公司	中意-漳泽租赁 1 号资产支持计划
2018.4.4	华泰资产管理有限公司	华泰-长城国兴金租 1 号资产支持计划

资料来源：银保监会网站、华宝证券研究创新部

华泰-长城国兴金租 1 号资产支持计划（第 1 期）已于 2018 年 5 月 22 日募集成立。该资产支持计划的融资主体为长城国兴金融租赁有限公司，计划发行总规模不超过 30 亿元人民币，用于购买长城国兴金租《租赁合同》项下的基础资产，计划投资期限为 3+2 年，受益人预期收益率为 6.1%。

1.3.2. 2018 年保险公司投资资产支持计划情况

根据保险公司官网披露的资金运用关联交易信息，2018 年保险公司认购资产支持计划的情况如下（不完全统计）：

表 12：2018 年保险公司认购资产支持计划情况

项目名称	项目简介	设立/管理人	认购人	认购时间	认购金额 (亿元)
人保投控-越秀租赁 1 号资产支持计划	资产服务机构为越秀租赁，募集资金用于购买基础资产及授权资产服务机构使用资产支持计划资金以滚动方式后续购买符合合格标准的基础资产。越秀集团提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保	人保投控	人保人寿	2018/12/25	5.6
			人保集团	2018/12/25	1.1
			人保财险	2018/12/25	5.6
			人保健康险	2018/12/25	2.2
			人保再保险	2018/12/25	1.7
			人保养老	2018/12/25	1.1
2018 平安租赁八期资产支持专项计划	资金用于向原始权益人为平安租赁以及平安租赁（天津）购买基础资产	海通资管	平安人寿	2018/12/4	0.2
2018 平安租赁六期资产支持专项计划	资金用于向原始权益人为平安租赁以及平安租赁（天津）购买基础资产	国泰君安资管	平安人寿	2018/10/30	0.29
			平安财险	2018/11/1	0.29
2017 平安租赁五期资产支持专项计划	资金用于向原始权益人平安租赁及平安租赁（天津）购买基础资产。即原始权益人在专项计划设立日转让给本计划管理人的、原始权益人依据融资租赁合同对承租人享有的租金请求权和其他权利及附属担保权益	国泰君安资管	平安财险	2018/1/16	0.29
			平安养老	2018/1/16	7.07
平安租赁资产支持计划（三期）	用于购买原始权益人平安租赁和平安租赁天津因提供融资租赁服务（包括出租及转让融资租赁资产）或发放委托贷款而对债务人享有的债权	平安资产	平安财险	2018/5/9	8
			平安健康险	2018/5/10	0.05

2017 平安租赁二期资产支持专项计划优先 A 级	基础资产为平安国际融资租赁有限公司的应收租金	德邦证券	平安养老	2018/6/4	0.1
太平洋-立根融资租赁资产支持计划优先级	资金用于受让由立根融资租赁(上海)有限公司所从事融资租赁业务所形成的融资租赁应收账款的收益权。广州金融控股集团有限公司担保	太保资管	太平洋财险	2018/4/26	1.3
			太平洋人寿	2018/4/26	1.85
			太保安联	2018/4/26	0.39

资料来源：各保险公司官网、华宝证券研究创新部

2018 年保险机构投资的资产支持计划仍以租赁资产为主，其中平安保险集团旗下各家保险机构配置对平安租赁为原始权益人的资产支持计划更为积极。

1.4. 典型保险资产管理公司投行业务发展：为实体经济发展提供有力支持

1.4.1. 中意资产管理公司

中意资产管理公司于 2013 年获得基础设施债权计划投资牌照，2014 年获得不动产债权计划投资牌照，2018 年获得资产证券化创新能力备案，全牌照运营赋予了中意资产为企业客户和金融机构客户设计各种创新型市场融资方案的专业能力，为开展各项资产管理业务提供了必要的基础条件。

成立之初，中意资产便作为“牵头发起人”及“执行受托管理人”，于 2013 年 6 月份成功发行中石油西一、二线股权投资计划，该股权投资计划注册规模 360 亿元，是迄今为止，保险业内规模最大的投资计划。历经多年市场化项目积累，中意资产团队在投行项目规模和质量上在行业内处于前列，2016 年、2017 年当年注册资管产品规模分别居于行业第七和第五，截止最新，中意资产已经通过债权投资计划、股权投资计划等方式，向实体经济领域累计注册超过 790 亿元资金。

2018 年中意资产在基础设施建设、棚户区改造等方面投入并进行业务拓展，为支持实体经济建设做出贡献，部分有代表性的项目包括：

中意-四川铁投基础设施债权投资计划。2018 年 2 月 12 日，中意资产注册通过了“中意-四川铁投基础设施债权投资计划”。该债权计划投资项目为宜宾临港经济技术开发区沿江老工业区基础设施（二期）工程。宜宾临港经济技术开发区于 2009 年 12 月 18 日正式成立，2013 年 1 月经国务院批准升级成为国家级经济技术开发区。开发区累计开发面积 24.65 平方公里，累计固定资产投资近 600 亿元。中兴、康佳、苏格智能终端、朵唯智能云谷、领歌、中车株洲、凯翼汽车等强势入驻，新能源汽车、智能终端、轨道交通、新材料四大主导产业及现代港航物流产业“4+1”产业园正集聚发展。2018 年，临港开发区预计完成固定资产投资 220 亿元，招商引资到位资金 120 亿元，港口集装箱吞吐量 45 万标箱。该投资项目位于开发区核心区域，是开发区棚户区改造规划片区重要的基础设施项目，也是完善开发区城市交通功能设施的重点区域项目。中意资产积极与各方沟通，最终于 2018 年 7 月完成该项目全额 19.9 亿元的募集。该项目对于完善城市功能、提升区域形象、维护社会稳定、促进城市化进程等方面均具有重要意义。

中意-蓉欧快铁成都国际铁路港基础设施债权投资计划。2018 年 8 月 14 日，中意资产注册通过了“中意-蓉欧快铁成都国际铁路港基础设施债权投资计划”。该债权计划投资项目由成都国际铁路港内物流园一期建设、铁路专线建设、货运大道拓宽工程三大板块构成，是成

都国际铁路港内的重大基础设施项目。该投资项目的建成将是四川省融入“一带一路”建设的重要依托，是实施商务部《“互联网+流通”行动计划》的重要体现，未来将在降低社会物流成本、促进产业结构升级、提升区域物流竞争力等方面发挥重要作用。国务院亦在《国务院关于印发中国（四川）自由贸易试验区总体方案的通知》（国发[2017]20号文）中给予成都国际铁路港项目以国家对外开放口岸、打造国际铁路运输重要枢纽、推进与泛欧泛亚国家（地区）枢纽城市互联互通等的重要定位。中意资产通过对项目全面的尽职调查，严谨的分析，高质量的材料准备，以及高效的项目推介，于2018年12月成功发起设立该投资计划，促进当地经济发展。

中意-云南香丽高速基础设施债权投资计划。2018年12月7日，中意资产注册通过了“中意-云南香丽高速基础设施债权投资计划”。该债权计划投资项目为云南省香格里拉至丽江公路项目。该投资项目是《云南省公路网规划（2005-2020年）》中高速公路网规划确定的丽江至香格里拉路段，项目总投资逾210亿元，是国务院批准的《国家公路网规划（2013年—2030年）》中国家高速公路网规划的北京至西藏高速的西宁—丽江联络线（G0613）组成路段，在国家和云南省干线公路中处于主骨架地位。该投资项目的建成将对完善国家、云南省高速公路网，改善西部地区公路交通现状具有重大意义。通过云南、青海的南北两端共同推进，最终将形成快速连接西藏、青海、甘肃、四川等省区及对外口岸的高速通道。

1.4.2. 太保资产管理公司

截至2018年末，太平洋资产管理公司累计发起设立债权投资计划、股权投资计划和资产支持计划等另类投资产品超过100个，累计投资超过1600亿元。其中既有关系国计民生的大型工程如京沪高铁、西气东输，有响应国家“一带一路”倡议的投资项目，也有服务区域经济发展的高速公路、地铁、城市基础设施项目，还有服务重点民生工程的棚改、保障性住房等项目。投资区域覆盖20多个省、市、区。在中西部地区已累计投资也已超过数百亿元。

根据中国保险资产管理业协会产品注册动态相关信息，太保资产2018年全年注册另类投资产品共18个，注册金额总计597.05亿元，连续两年创历史新高，较去年同比增长31.5%，注册金额及注册项目数量均位列行业第一，占全行业注册金额的13.1%；其中债权投资计划17个，股权投资计划1个，为全行业迄今单笔规模最大的纯股权投资计划。

在另类投资领域，太平洋资产管理公司开创了多个“第一”。公司在业内发起首个公租房债权计划、首个土地储备债权计划、首个市政类债权计划、首个水电类债权计划、首个风电类债权计划、首个“浮动+保底”利率结构的债权计划、首个“收费权质押”信用增级方式的债权计划、以及典型支持“一带一路”战略工作的债权计划等。

除了债权投资计划和资产支持计划，太平洋资产管理公司也积极探索股权投资业务，先后投资京沪高铁股权投资计划、杭州银行、上海农商行、中石油股权投资计划、顺丰快递等。

1.4.3. 阳光资产管理公司

阳光资产于2013年获得基础设施投资计划产品创新能力资格，2014年获得不动产投资计划产品创新能力资格。2018年阳光资产紧密围绕国家战略方向，结合险资运用实际践行险资社会责任，助力国家战略，服务民生普惠，支持实体经济发展，代表性项目包括：

阳光-中国五矿集团基础设施债权投资计划。2018年1月和9月，阳光资产分别发起设立了“阳光-中国五矿集团基础设施债权投资计划”的一期和二期项目，累计募集资金29.7亿元。其中一期项目主要投向“金铜综合回收产业升级技术改造”，该项目采用中国自主知识产权的水口山炼铜法对原有落后的生产厂进行改造，从而达到环境治理和资源综合利用的多重目标。二期项目投向“车用锂电正极材料产业化及环保技改”，该项目能够带动上游的金属原材料产业，下游的动力电池生产、电动汽车制造等相关产业；同时，通过对含盐溶液的盐

和水进行回收利用，基本无废水、氨氮、盐、重金属等工业废弃物排放。两期项目均受到了中国五矿集团和湖南省政府的高度重视，已列入湖南省发改委 2018 年重点建设项目名单，与国家产业升级和供给侧改革的重大战略方向紧密契合。

阳光-山东高速云南发展基础设施债权计划。阳光资产发起设立了“阳光-山东高速云南发展基础设施债权计划”，累计募集资金 17 亿元。该项目投资于云南发展，为昆明市新机场高速建设提供资金支持。昆明市新机场高速是云南省建设标准最高的高速公路，是连接昆明主城区和昆明长水国际机场的门户大道、景观大道。该项目对于贯彻国家“一带一路”、西部大开发战略部署，完善国家和云南省高速公路网，改善区域交通条件，发挥高速公路规模效益，促进沿线地区经济社会发展均具有重要意义。

阳光-中建八局基础设施债权投资计划。2018 年 12 月，阳光资产发起设立了“阳光-中建八局基础设施债权投资计划（一期）”，累计募集资金 26.5 亿元。该项目投向为青岛一汽大众项目和杭州奥体中心项目。青岛市为调整和升级产业结构、打造沿黄河流域汽车产业集群龙头，计划依托一汽大众即墨生产基地，建设一座汽车新城。本项目投入的“一汽大众华东生产基地基础配套工程”是建设汽车产业新城最重要的一步。杭州奥体博览城是由滨江区和萧山区共同建设的杭州钱江世纪城区块，是杭州市“十二五”城市建设发展的“亮点工程”，杭州奥体中心项目为杭州奥体博览城核心区重点建设项目，主要为奥体中心主体育馆和游泳馆的建设提供资金支持。

除了债权投资计划以外，阳光资产也积极参与股权投资业务，参与投资了江西省旅股权投资计划、融和医院、知乎、京东物流项目、容百新能源项目、奇虎 360 项目等，支持创新企业发展，服务实体经济建设。

2. 资产管理板块

2012 年，保监会发布《保险资金委托投资管理暂行办法》，允许保险资金委托基金公司和券商资管进行投资管理，面对激烈的市场竞争，保险资产管理公司积极开展第三方业务和非保资金业务。根据中国保险资产管理业协会公布的数据，截止 2017 年底（2018 年数据尚未公布），32 家保险资产管理机构的资产管理规模约 15.29 万亿元，同比增长 11.44%，其中，受托管理保险资金 11.8 万亿元，占其管理规模的 77%，管理的**第三方业务（含非股东方委托的保险资金）**规模约为 5.06 万亿元，占管理规模的 34.38%，同比增长 24.02%，据此估计，**32 家保险资产管理机构管理的非保第三方业务规模约为 3.49 万亿元**。目前，**第三方业务市场份额占比较高的保险资产管理公司包括平安资管、泰康资管、阳光资管、太平洋资管、中国人寿资管、太平资管**。此外，**中意资管 2018 年第三方资产管理业务规模增速达 37.8%**。

2.1. 2018 年保险资管产品

保险资产管理产品是保险资产管理机构发挥主动资产管理业务的重要突破，也是其迈入大资管平台的重要抓手。2013 年 2 月保监会发布《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》，允许保险资产管理公司发行“一对一”定向产品和“一对多”集合产品，意味着保险资产管理公司发行资产管理产品业务的重新开闸。根据中国保险资产管理业协会数据，截止 2017 年底，23 家保险资产管理公司资产管理规模合计约 13.44 万亿，同比增长 8.56%，其中，受托管理保险资金 11.2 万亿。**2018 年底，保险资产管理公司发行的单独以产品形式存在的组合类保险资产管理产品规模为 2 万亿左右，并且呈现逐年扩张态势。**

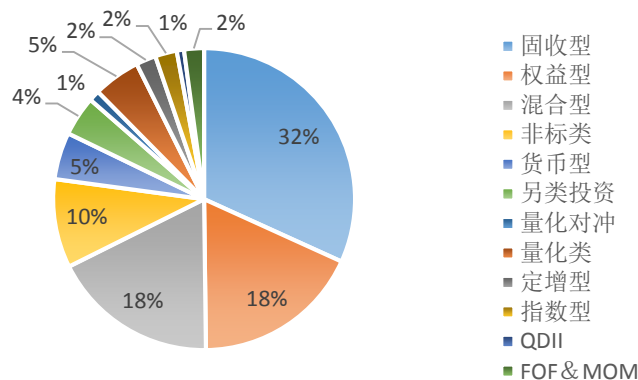
2.1.1. 保险资产管理产品分类情况

2018年4月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(下称“资管新规”)发布,明确资产管理产品按照募集方式不同分为公募产品和私募产品,保险资产管理产品属于私募类资产管理产品,面向合格投资者发售,值得注意的是,目前保险资产管理产品尚未对合格投资者个人开放。按照投资性质的不同,资产管理产品分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品产品和混合类产品。其中,前三类产品要求对应资产占比不低于80%,混合类产品是指投资于债权资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产且任一资产的投资比例未达到前三类产品标准的产品。

我们结合大智慧数据终端和wind资讯数据,并与部分保险资产管理公司进行沟通,汇总522只保险资产管理产品数据,在资管新规规范的四个分类基础上,为更清晰揭示保险资产管理产品产品线情况,我们综合投资范围和策略类别进行分布情况统计,如下图。

固定收益类保险资产管理产品占比最大,按照投资范围可以分成三类,纯债类(含可转债类)、债券增强类、非标类;权益类产品中,保险资产管理公司开发了明确主题类产品,如港股主题产品、明确投资风格类,绝对收益策略产品、量化策略产品、指数型产品等保险资产管理产品;混合类产品由于所投资产类别丰富,采用的策略也更加丰富。值得一提的是,除了传统的投资类别,保险资产管理产品的产品线丰富程度不断提升,量化对冲策略,定增策略,FOF/MOM策略也成为保险资产管理产品的特色。

图8: 保险资产管理产品类型分布



资料来源: 华宝证券研究创新部

注: 由于保险资产管理产品数据披露信息不完整, 统计结果可能与真实情况存在偏差

同时, 我们综合分类信息, 使用大智慧数据终端和wind资讯中的保险资产管理产品净值数据, 并结合全面尽调信息, 构建评价体系, 对保险资产管理产品的管理能力进行综合评价, 完整的评价体系会综合考虑产品的收益和风险以及持续性情况进行绩效评估, 并且结合短期、长期绩效进行综合分析判断。此外, 我们还会结合产品在不同的行情阶段的表现, 挖掘出管理人的能力特征, 如回撤控制能力, 收益弹性创造能力, 组合管理风格等, 这些特征信息都有助于我们将评价结果提升到具体的投资实践中。

由于本文作为2018年保险资产管理行业报告, 仅就2018年的部分评价结果进行展示, 值得说明的是, 由于保险资产管理产品属于私募类产品, 存在缺少信息披露, 导致数据不全或者有误的问题, 虽然我们采取了多数据库核对, 加强尽调等清洗数据的方法尽可能提高数据质量, 但数据仍可能存在偏差, 请投资者和读者谨慎使用, 也欢迎保险资产管理公司对我们的数据提出修正建议。

2.1.2. 各类别保险资产管理产品表现情况及对标

在每个类别产品内部，综合考虑收益和风险特征对保险资产管理产品进行评价，并与类似的公募基金产品进行对标。结果如下：

(1) 股票策略型保险资管产品收益表现及对标

2018年A股下跌，沪深300跌幅达到25.31%。我们按照市场表现，将全年分成三个阶段：2018年1月1日至2018年1月31日沪深300上涨6.08%，2018年2月1日至2018年10月10日沪深300下跌23.25%，以及2018年10月11日至2018年12月31日市场维持一段震荡行情后在最后10个交易日走出下跌，区间跌幅为-8.26%。据wind分类以及部分调研成果，我们梳理出于2018年之前成立的45只股票策略为主的权益类保险资产管理产品，并且观察这些产品在三个区间的表现情况。

值得关注的是，在权益市场全线下跌的市场环境下，太平洋行业轮动股票型产品2018年录得-2.93%的收益，全年超越比较基准沪深300指数28.24%。产品取得优异收益主要来源于在区间2较好的控制了组合的下行风险。

表 13：股票策略型保险资产管理产品 2018 年收益前二十

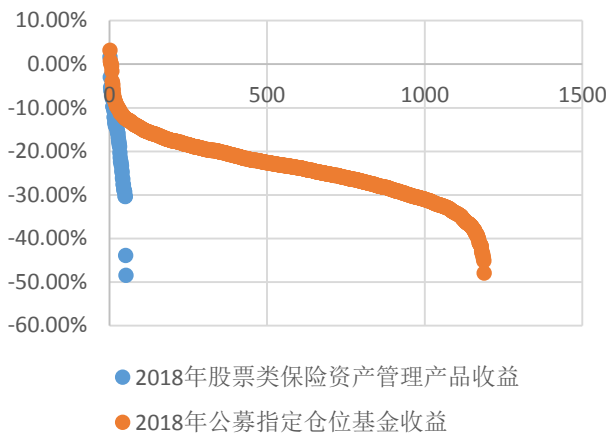
产品名称	2018 年 收益	2018 年周 收益波动 率	综合评价得 分=收益 *70%+30% 波动率	区间 1 收益： 2018-1-1 至 2018-1-31	区间 2 最大 回撤： 2018-2-1 至 2018-10-10	区间 3 收益： 2018-10-11 至 2018-12-31	备注
太平资产太平之星 19 号	1.69%	0.0175	97.40	3.89%	-12.02%	-0.75%	
太平洋行业轮动股票型产品	-2.96%	0.0227	90.60	2.80%	-8.26%	-0.36%	
光大永明行业精选	-5.35%	0.0199	92.80	5.84%	-6.20%	-1.54%	
民生通惠港惠 2 号	-6.04%	0.0242	86.00	6.89%	-8.88%	-3.45%	港股主题
泰康资产-丰泰锐进	-6.06%	0.0230	85.80	2.62%	-9.71%	-4.45%	
光大永明策略成长	-6.47%	0.0199	88.00	5.14%	-6.08%	-1.49%	
光大永明成长之星	-7.16%	0.0201	86.00	6.01%	-5.75%	-3.00%	
民生通惠惠鑫 32 号	-7.19%	0.0198	86.40	0.20%	-6.16%	-1.69%	
光大永明成长动力	-7.95%	0.0194	85.60	5.74%	-4.67%	-3.18%	
太平资产太平之星 18 号	-8.03%	0.0243	77.00	3.45%	-10.93%	-4.77%	
阳光资产-价值优选	-9.71%	0.0301	66.00	11.52%	-8.78%	-3.32%	
泰康资产-价值甄选	-9.72%	0.0234	74.00	3.98%	-7.15%	-5.85%	绝对收益
民生通惠泰山一号	-10.61%	0.0156	79.80	3.13%	-4.36%	-1.67%	
太平洋卓越股息价值多策略	-12.20%	0.0280	65.80	-0.02%	-12.57%	-5.82%	股息
泰康资产-主题精选	-12.20%	0.0299	59.60	7.34%	-10.06%	-3.68%	
太平资产量化 3 号	-13.61%	0.0261	66.00	7.46%	-8.40%	-8.26%	
太平资产太平之星 16 号	-14.14%	0.0212	70.00	-0.43%	-7.33%	-0.20%	
泰康资产沪港深精选资管产品	-14.19%	0.0301	54.20	7.65%	-9.59%	-8.25%	港股
生命资产-港股通海外价值优 选一号	-14.32%	0.0252	62.40	3.34%	-8.14%	-0.84%	港股
太平洋卓越阿尔法蓝筹	-14.58%	0.0297	54.29	7.98%	-8.10%	-4.34%	

资料来源：华宝证券研究创新部、wind 资讯、大智慧数据终端

注：由于保险资产管理产品投资范围约束条件并不披露，因此，wind 分类可能存在不恰当的情况，如将 0-80% 仓位的混合类产品分类至股票型，此外，在 2018 年 4 月资管新规发布之前，权益类保险资产管理产品的权益下限要求是 60%。

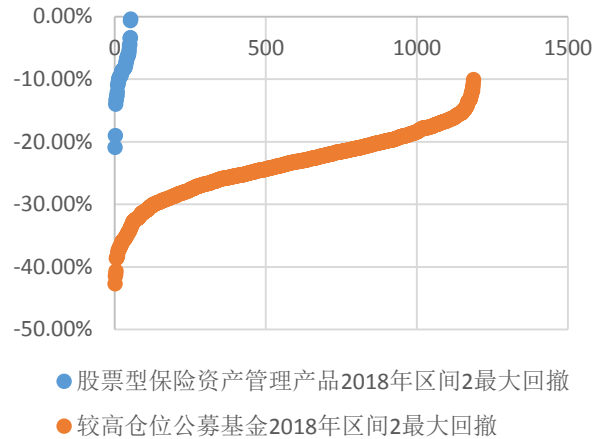
我们筛选出 2018 年四个观察季度仓位水平在 60% 以上的公募基金品种，与保险资产管理产品进行收益率和风险指标进行对比，结果如下，整理来看，保险资产管理产品整体收益明显好于公募基金，最大回撤水平明显好于公募基金。

图 9：股票策略类保险资产管理产品与公募基金 2018 年收益对比



资料来源：华宝证券研究创新部、wind 资讯

图 10：股票策略型保险资管产品与公募基金区间 2 最大回撤对比



资料来源：华宝证券研究创新部、wind 资讯

(2) 量化类保险资管产品收益表现

从全部样本中，明确使用量化策略的产品共计 21+4（5 只产品采用同样策略，因此不单独排名）只，其中 4 只于 2018 年年中结束运行，成立于 2018 年之前且尚在运行的产品 11+4（5 只产品采用同策略）只，部分产品 2018 年收益表现如下，股票型产品由于有仓位下限因此整体收益较混合型逊色。此外，保险资产管理产品部分指数增强产品也采用量化策略，如阳光资产-主动量化 1 号/2 号，太平资产量化 3 号。

表 14：量化策略类保险资产管理产品收益情况分析

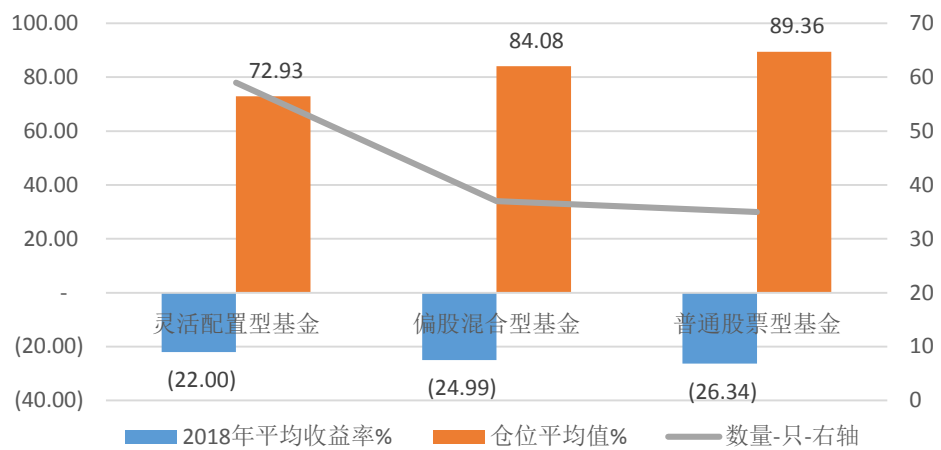
产品名称	2018 年收益	2018 年周收益波动率	类型标签	区间 1 收益：2018-1-1 至 2018-1-31	区间 2 最大回撤：2018-2-1 至 2018-10-10	区间 3 收益：2018-10-11 至 2018-12-31
太平资产量化 31-35 号	-1.54%	0.0048	量化类-混合型	1.50%	-1.68%	-1.26%
太平资产太平之星量化 1 号	-4.51%	0.0076	量化类-混合型	1.99%	-2.85%	-2.42%
太平资产太平之星量化 2 号	-5.69%	0.0126	量化类-混合型	2.73%	-5.44%	-3.69%
太平资产量化 3 号(沪深 300 指数增强)	-13.61%	0.0261	量化类-股票型	7.46%	-8.40%	-8.26%
平安资管量化优选股票(如意 12 号)	-17.99%	0.0331	量化类-股票型	9.84%	-9.33%	-9.85%
阳光资产-主动量化 2 号(沪深 300 指数增强)	-22.40%	0.0282	量化类-股票型	5.23%	-8.35%	-8.68%
太平洋卓越财富量化精选	-26.42%	0.0279	量化类-股票型	5.47%	-6.74%	-8.79%
阳光资产-主动量化 1 号(中证 500 指数增强)	-28.53%	0.0314	量化类-股票型	0.01%	-10.51%	-8.98%
平安资管量化成长(如意 36 号)	-29.36%	0.0313	量化类-股票型	1.06%	-9.43%	-7.23%
太平资产量化 11 号	-4.03%	0.0083	量化类	1.58%	-2.70%	-1.71%
太平资产量化 10 号	-6.72%	0.0134	量化类	2.79%	-5.24%	-4.25%

资料来源：华宝证券研究创新部、wind 资讯、大智慧数据终端

注：太平资产量化 31-35 号采用了同样的投资策略，因此 2018 年收益风险数据一致，在此仅展示一条数据

2018 年公募量化基金收益中位数为-23.60%，整体平均股票仓位为 80.46%，其中，35%产品的年度平均仓位高于 90%。详细情况如下：

图 11: 2018 年量化公募基金收益情况



资料来源：华宝证券研究创新部、wind 资讯

(3) 债券型保险资产管理产品收益表现

债券类保险资产管理产品是指 80%以上比例投资于债券资产的产品类型，剩余不超过 20%的比例中，保险资产管理产品可以投资于权益资产，亦可以投资于非标资产。依然按照前述评价方法，我们在 138 只债券类保险资产管理产品中，筛选出 2018 年表现优异的债券类保险资产管理产品如下表所示，综合得分较高的品种全年取得较好业绩并且较好控制了组合波动。从结果看，泰康资产和太保资产 2018 债券类组合管理水平较其他资产管理公司更胜一筹。

表 15: 债券类保险资产管理产品 2018 年收益前二十

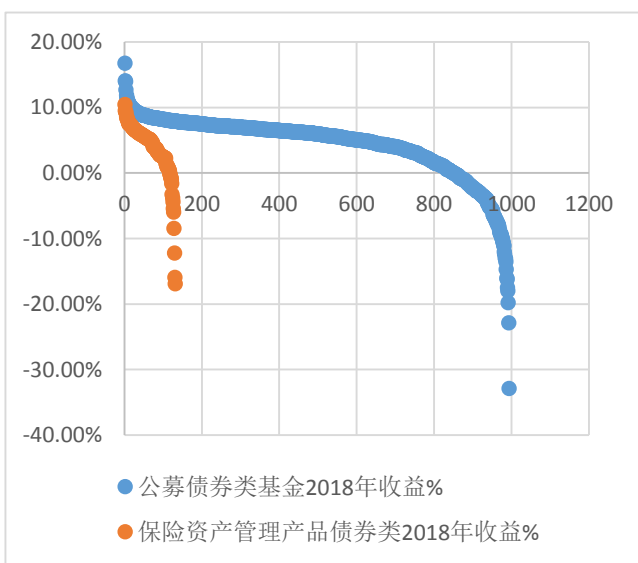
产品名称	2018 年 收益	2018 年 周收益波 动率	综合评 价得分= 收益 *70%+3 0%波动 率	债市↑区 间 1 2018-1-1 至 2018-4-18 收益	债市↓区 间 2: 2018-4-19 至 2018-5-15 最大回撤	债市↑区 间 3:2018-5- 16 至 2018-8-6 收益	2018 债券 ↓区间 3:2018-8-7 至 2018-9-19 最大回撤	债市↑区 间 3:2018-9- 20 至 2018-12- 31 收益	备注
泰康资产-稳定收益	10.49%	0.0051	76.32	4.56%	-0.25%	3.52%	-0.45%	2.78%	纯债- 利率 债
华安财保安华精选 2 号	9.55%	0.0016	87.72	2.00%	-0.51%	1.61%	-1.02%	4.08%	
太平洋卓越财富一 号	9.37%	0.0012	90.51	3.19%	-0.27%	2.67%	-0.83%	2.17%	
平安资管纯债增强 (如意 26 号)	9.23%	0.0018	84.93	3.03%	-0.29%	2.99%	-0.33%	2.95%	纯债
华安财保安华精选 1 号	8.66%	0.0010	91.25	2.14%	-0.54%	1.73%	-0.98%	3.00%	
泰康资产-信用优化 资产	8.44%	0.0017	84.78	2.83%	-0.06%	2.65%	-0.62%	2.60%	纯债
太平资产如意 6 号	8.27%	0.0022	81.18	1.08%	-0.22%	3.37%	-0.66%	2.82%	

泰康资产-信用精选资产	8.21%	0.0013	86.62	2.80%	-0.07%	2.46%	-0.64%	2.31%	
泰康资产-信用甄选	7.72%	0.0022	80.59	2.20%	-0.14%	2.97%	-0.29%	2.77%	
太平洋卓越纯债2号	7.55%	0.0011	88.01	2.82%	-0.20%	2.18%	-0.50%	1.95%	纯债
泰康资产-短融增益8	7.53%	0.0016	82.65	2.87%	-0.05%	2.63%	-0.54%	1.86%	
民生通惠民汇12号	7.46%	0.0018	81.03	3.38%	-0.19%	2.22%	-0.75%	1.31%	纯债
太平洋尊享增利1号	7.44%	0.0012	85.81	2.37%	-0.08%	2.86%	-0.46%	1.64%	
民生通惠民汇7号	7.35%	0.0882	63.01	2.77%	-0.46%	2.22%	-0.45%	1.26%	纯债
华安财保安华1号	7.32%	0.0070	67.35	2.12%	-0.43%	-2.65%	-2.65%	5.59%	
泰康资产-短融增益29	7.30%	0.0015	81.40	2.69%	-0.06%	2.36%	-0.49%	1.94%	
民生通惠民汇2号	7.24%	0.0012	82.87	3.04%	-0.21%	1.89%	-0.48%	1.65%	纯债
太平洋尊享安心回报1号	7.07%	0.0011	83.68	1.82%	-0.41%	1.90%	-1.32%	1.42%	
民生通惠民汇9号	6.95%	0.0019	76.99	3.53%	-0.28%	1.99%	-0.83%	0.65%	纯债
泰康资产-信用增利	6.95%	0.0013	80.88	1.99%	-0.05%	2.35%	-0.37%	2.52%	

资料来源：华宝证券研究创新部、wind 资讯、大智慧数据终端

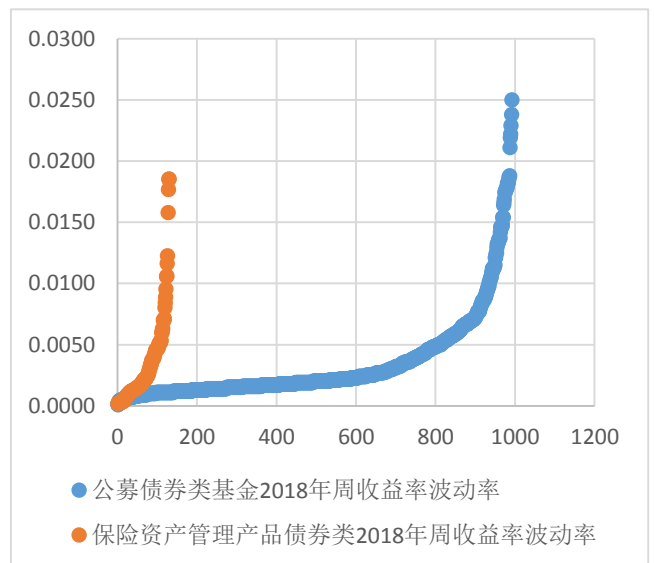
同样，我们将债券型保险资产管理产品样本与公募债券基金（包括中长期纯债、混合一级债基、混合二级债基）进行对比，两类资产管理产品整体表现情况差异不大，但类别内，各公司债券产品管理能力差异较大。此外，以样本中明确的 8 只二级债基产品来看，收益均值和中位数，均优于公募二级债基。3 只可转债类产品中，太平资产转债 1 号全年收益 6.02%，其余两只分别下跌 5.43%和 5.94%。

图 12：债券型保险资产管理产品与公募基金 2018 年收益对比



资料来源：华宝证券研究创新部、wind 资讯、大智慧数据终端

图 13：债券型保险资管产品与公募基金区间 2 最大回撤对比



资料来源：华宝证券研究创新部、wind 资讯、大智慧数据终端

（4）混合型保险资产管理计划收益表现

依据定义，凡不满足 80% 投资于单一类别资产的组合品种都可称之为混合型产品，区别于公募基金产品，保险资产管理产品组合里除股票、债券、基金外，还可以配置非标资产，因此，组合收益来源更多，策略也更复杂。在样本中，满足 2018 年前成立的混合型产品共有 76 只，收益中位数为 -13%，平均值为 -15.10%，收益最好的是太平洋卓越财富 5 号，2018 年产品收益为 8.19%。

表 16：混合类保险资产管理产品 2018 年收益前二十

产品名称	2018 年 收益	2018 年周 收益波动 率	综合评价得 分=收益 *70%+30% 波动率	区间 1 收益： 2018-1-1 至 2018-1-31	区间 2 最大 回撤： 2018-2-1 至 2018-10-10	区间 3 收益： 2018-10-11 至 2018-12-31
太平洋卓越财富五号	8.19%	0.0019	99.00	0.67%	-5.33%	1.74%
太平洋卓越财富二号	5.77%	0.0034	96.14	0.53%	-4.75%	1.11%
太平资产太平之星安心 6 号	-0.18%	0.0071	91.43	-1.51%	-7.23%	0.43%
光大永明聚宝 1 号	-0.29%	0.0182	81.43	2.26%	-12.00%	0.12%
太平洋第三极稳定增值混合型产品	-0.34%	0.0092	87.29	-0.36%	-5.92%	-1.93%
民生通惠通汇 4 号	-0.79%	0.0175	80.29	1.80%	-14.63%	-2.68%
太平资产稳赢 8 号	-1.16%	0.0040	88.71	0.58%	-1.52%	-0.39%
太平资产量化 31 号-35 号	-1.54%	0.0048	87.29	1.50%	-1.68%	-1.26%
太平洋卓越第三极稳定增值二号	-1.62%	0.0079	84.57	-1.69%	-3.91%	0.94%
民生通惠通汇 7 号	-2.59%	0.0133	79.29	2.39%	-8.18%	-1.21%
民生通惠中国龙 2 号	-3.98%	0.0141	75.43	2.59%	-6.66%	-1.98%
民生通惠通汇 9 号	-4.09%	0.0209	69.71	2.87%	-12.26%	-3.42%
太平资产太平之星量化 1 号	-4.51%	0.0076	79.00	1.99%	-2.85%	-2.42%
太平资产安心 23 号	-4.70%	0.0306	61.29	1.64%	-18.79%	-12.36%
平安资管行业核心精选(如意 20 号)	-4.73%	0.0154	71.00	-1.19%	-8.45%	0.16%
泰康资产-安鑫混合	-6.37%	0.0086	73.71	1.47%	-2.62%	-0.95%
泰康资产-精选配置 1 号	-7.19%	0.0156	67.57	3.23%	-4.35%	1.43%
太平资产太平之星 23 号	-7.65%	0.0230	61.00	0.97%	-9.52%	-5.21%
太平资产安心 22 号	-7.86%	0.0317	54.35	0.80%	-21.44%	-13.23%
太平资产-乾坤 10 号	-8.50%	0.0170	64.64	4.81%	-5.53%	-4.84%

资料来源：华宝证券研究创新部、wind 资讯、大智慧数据终端

(4) 流动性管理类保险资产管理产品

由于保险资金与银行开展存款业务上具有优势，因此相比于货币基金来说，流动性管理类保险资产管理产品的收益率往往高出 100bp，也因此成为保险资金进行流动性管理的重要工具，目前市场上发行了此类产品的保险资产管理公司包括阳光资产，太平洋资产，平安资产，民生通惠资产等，产品情况如下表所示。

表 17：流动性管理类保险资产管理产品收益情况分析

产品简称	投资类型	收益截止日 期	每万份 计划收益(元)	七日年化 收益率(%)	成立日期
民生通惠月月盈理财债券	债券型	2018-12-27	1.0416	4.921	2018-04-11
华安财保资产安鑫货币	货币型	2018-12-27	1.4141	4.84	
阳光资产安享 1 号	货币型	2018-12-27	1.2723	4.6962	2016-03-17
太平资产吉祥 2 号货币型	货币型	2018-12-28	1.3949	4.4507	2015-07-20
太平洋稳健宝货币市场产品	债券型	2018-12-31	1.2374	4.4426	2017-08-29

平安资产如意 19 号	货币型	2018-12-31	0.9704	4.0059	2016-03-10
太平洋资产稳健理财二号	货币型	2018-12-31	1.1405	3.9712	2016-06-14
泰康资产稳利流动性	货币型	2018-12-31	3.0859	3.8352	
平安养老聚宝盆现金型	货币型	2018-12-31	0.9688	3.747	2015-10-20
平安资产如意 37 号	货币型	2018-12-31	0.8466	3.7243	2017-07-27

资料来源：华宝证券研究创新部

(5) FOF/MOM 型保险资产管理计划收益表现及对标

从全部样本中，14 只产品采用 FOF 或 MOM 的方式进行投资，事实上，保险公司/保险资产管理机构较早开展了 FOF 和 MOM 投研实践，相较于公募基金 FOF 和券商 FOF，保险资管 FOF 更为成熟，经验也更加丰富，其管理的投连险产品接近 80% 都以投资公募基金为组合构建方法。太平洋资产、平安养老、平安资管旗下该类保险资产管理产品 2018 年录得正收益。

表 18: FOF/MOM 类保险资产管理产品收益情况分析

产品名称	2018 年 收益	2018 年周 收益波动 率	FOF/MOM 类型	区间 1 收益： 2018-1-1 至 2018-1-31	区间 2 最大 回撤： 2018-2-1 至 2018-10-10	区间 3 收益： 2018-10-11 至 2018-12-31
太平洋卓越全利纯债	7.94%	0.0013	债券型	0.72%	-4.76%	2.07%
太平洋智选债基 FOF 型产品	5.82%	0.0015	债券型	0.68%	-3.41%	1.54%
平安道远 MOM2 号	3.70%	0.0006	债券型	0.30%	-2.88%	0.41%
泰康资产 FOF 稳赢 1 号	1.64%	0.0024	FOF/MOM	2018-3-27 成立	-1.29%	0.99%
平安养老睿富优选 FOF	1.27%	0.0029	混合型	0.39%	-1.26%	1.33%
平安养老睿富优选 2 号 FOF	0.17%	0.0044	混合型	0.46%	-1.57%	1.40%
平安道远 MOM3 号	-2.14%	0.0058	混合型	0.11%	-2.98%	-0.79%
太平资管-泽财 1 号	-4.86%	0.0094	混合型	2.22%	-2.44%	-2.25%
平安资管新动力 FOF(如意 11 号)	-5.17%	0.0176	混合型	2018-9-7 成立	-1.25%	-4.83%
民生通惠精选策略 FOF1 号	-5.99%	0.0140	股票型	2.72%	-6.23%	-2.66%
平安资管主动管理 MOM(如意 30 号)	-11.94%	0.0187	混合型	1.93%	-7.00%	-2.28%
平安道远 MOM1 号	-18.23%	0.0284	股票型	5.35%	-7.69%	-4.72%
平安资管基金精选 FOF(如意 9 号)	-20.39%	0.0253	股票类	3.19%	-7.21%	-6.90%
太平洋卓越财富优选 50	-22.95%	0.0281	FOF/MOM	3.31%	-7.75%	-5.77%

资料来源：华宝证券研究创新部、wind 资讯、大智慧数据终端

(6) 量化对冲型保险资产管理产品

在样本中，共有 6 只量化对冲产品，分别隶属于太平资产、华泰资管、平安资管以及太平洋资产。其中：平安资管量化对冲(如意 16 号)2018 年收益为 2.65%，太平洋资产交银致远绝对收益 1 号 7 期 2018 年收益为-3.61%，华泰量化对冲一号 2018 年收益为-3.13%。

2.1.3. 典型公司及产品线介绍：太保资产，阳光资产，中意资产，光大永明资产

(1) 太保资产

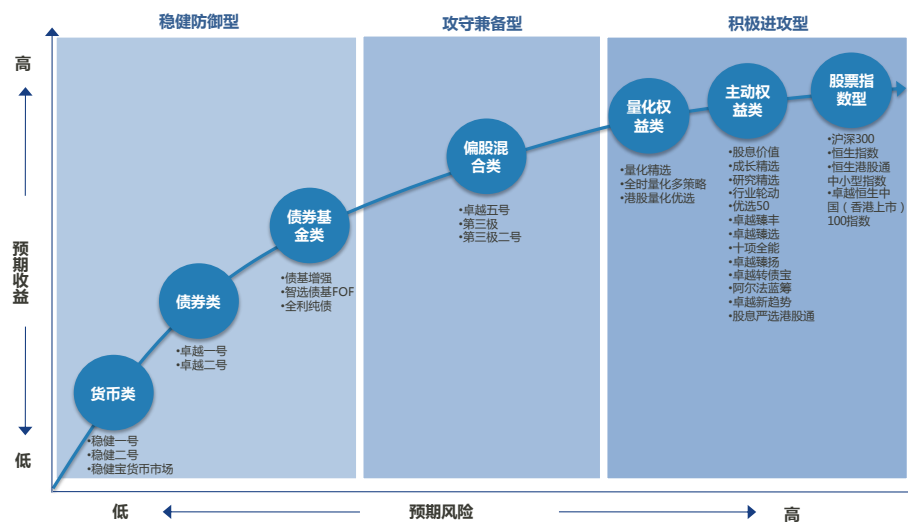
太平洋资产管理有限责任公司(下称“太保资产”)于 2006 年 6 月经中国保监会批准成立，

由中国太平洋保险（集团）股份有限公司控股，在服务保险主业的同时，聚焦第三方业务发展创新，经过多年积累，第三方业务发展处于行业领先水平。

2018年，太保资产继续维持与保险客户深度合作，服务保险主业，较好支持了保险资金配置。另一方面，加强多领域客户拓展，目前，太保资产的客户结构呈现出多元化的特点，产品份额持有者类型涵盖保险公司、商业银行、养老金、券商、信托、私募基金等金融企业以及实业企业客户。目前，太保资产产品开发数量与种类在行业内遥遥领先。截至2018年10月末，累计发行组合类资管产品超300个，募集资金近1200亿元。

在竞争日趋激烈的资管市场中，太保资产积极探索转型，依托大类资产配置能力，加大产品开发力度，从产品估值、产品结构、产品费用设计、产品风险控制机制等方面创新，打造了穿越投资周期产品线。如下图。

图 14：太保资产管理公司产品线基本情况



资料来源：华宝证券研究创新部、太保资产管理公司

太保资产具备中国保监会要求的股票投资能力、无担保债券投资能力、股权投资能力、不动产投资能力、基础设施投资计划产品创新能力、不动产投资计划产品创新能力和衍生品运用等全牌照的投资能力。太保资产投资收益超越长期负债成本和业绩基准，公司发展得到市场的广泛认可。截至2018年，太保资产连续三年荣获由证券时报主办的“方舟奖”重要奖项。荣获《上海证券报》“金理财”2018年度资产管理卓越奖，《21世纪经济报道》中国资产管理“金贝奖”2018最佳保险资产管理公司，《每日经济新闻》“第九届金鼎奖”2018年度卓越保险资管公司等荣誉。

2018年，太保资产旗下多只产品均取得的不错业绩，如下表所示。其中太平洋行业轮动股票型超越沪深300指数22.38%。

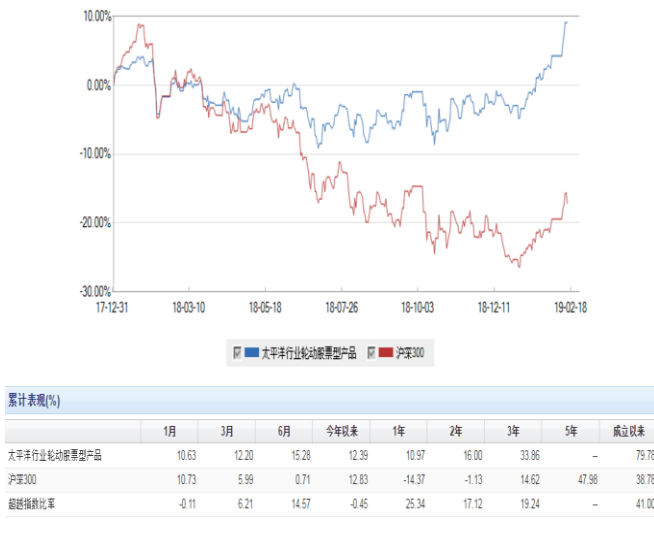
表 19：太平洋保险资产 2018 年部分产品表现情况

产品名称	2018 年收益	同类排名	类别
太平洋行业轮动股票型产品	-2.96%	3/53	股票型
太平洋卓越股息价值多策略	-12.20%	16/53	股票型
太平洋卓越全利纯债	7.94%	1/13	FOF/MOM
太平洋智选债基 FOF 型产品	5.82%	2/13	FOF/MOM
太平洋卓越财富五号	8.19%	1/69	混合型
太平洋卓越财富二号	5.77%	3/69	混合型

太平洋第三极稳定增值混合型产品	-0.34%	8/69	混合型
太平洋卓越第三极稳定增值二号	-1.62%	12/69	混合型
太平洋卓越财富一号	9.37%	3/137	债券型
太平洋卓越纯债 2 号	7.55%	10/137	债券型
太平洋尊享增利 1 号	7.44%	13/137	债券型
太平洋尊享安心回报 1 号	7.07%	18/137	债券型

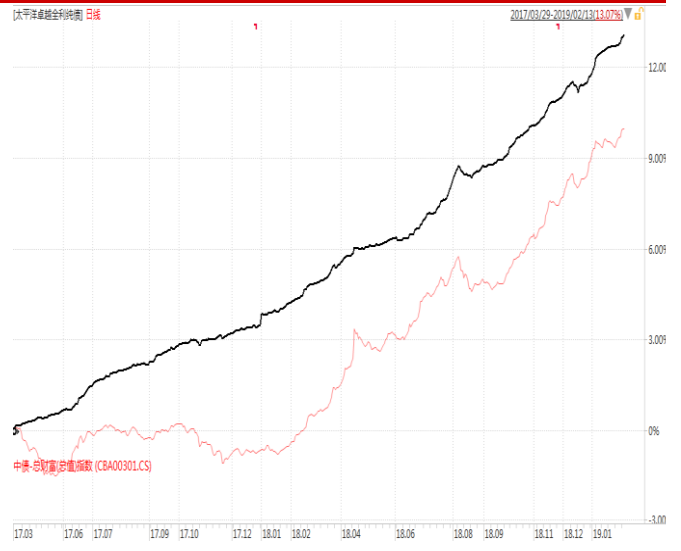
资料来源：华宝证券研究创新部、wind 资讯

图 15：太平洋行业轮动股票型产品净值曲线（2018）



资料来源：华宝证券研究创新部、wind 资讯

图 16：太平洋卓越全利纯债产品净值曲线（成立以来）



资料来源：华宝证券研究创新部、wind 资讯

（2）阳光资产

阳光财产保险股份有限公司成立于 2012 年 12 月，资产规模合计超过 4500 亿，是较早开展第三方业务的保险资产管理公司。目前具有股票投资、信用债投资、股权投资、基础设施投资计划产品创新能力资格、不动产投资计划产品创新能力资格、股指期货投资资格，保险资产管理产品业务资质等完备的业务和投资资格。阳光资产团队研究涵盖宏观经济、国内资产配置、海外资产配置等方面，建立以宏观配置研究、固定收益研究、行业和公司研究方向的研究团队，研究员数量位居行业前列，从业人员丰富。阳光资产投资业绩稳定，持续多年投资收益位居行业前列，年均投资实现收益率 9.5%

阳光资产打造了七大门类的产品线，包括，固收组合策略类、固收工具型品种、全市场主动管理权益类、行业主题投资类、风格投资类、绝对收益类、量化策略类品种，如下图所示。

图 17：阳光资产产品线情况



资料来源：华宝证券研究创新部，阳光资产管理公司数据整理

在固定收益类产品中，按照配置策略进行了细分，其中，流动性管理产品-阳光资产安享1号年化收益持续超越货币基金100bp, 已经成为机构投资者进行现金管理的最佳选择之一。此外，阳光资产还布局了权益仓位不超过20%的盈时二级债基系列产品、可转债优选产品、短债类产品，完善并且有效细分的产品线布局有助于其资产管理业务全面发展。

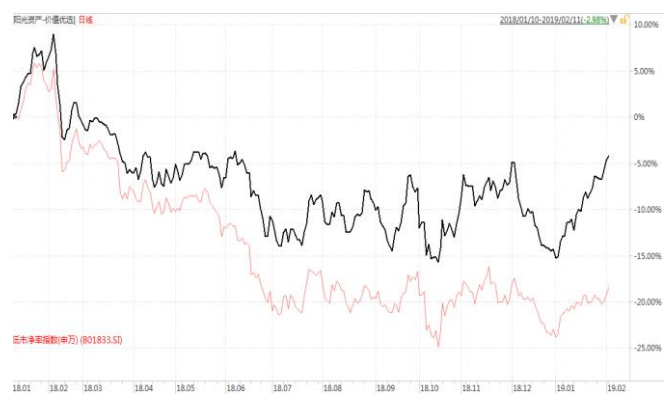
权益类产品中，阳光资产产品线按照投资范围和投资策略进一步细分，包括全市场选股，绝对收益，行业主题，风格主题，以及指数类工具型产品。2018年4月发行的阳光资产消费精选保险资产管理产品是一只相对收益产品，其比较基准是内地消费 X85%+一年期定存 X15%，2018年产品收益-10.97%，大幅超越内地消费指数的-23.72%的全年收益率，产品全年仓位维持在80%以上，多数时间仓位保持90%，业绩好于所有高仓位消费主题类公募基金产品。

图 18: 阳光资产-消费优选 VS 中证内地消费指数



资料来源：华宝证券研究创新部、wind 资讯

图 19: 阳光资产-价值优选 VS 中证申万低市净率指数



资料来源：华宝证券研究创新部、wind 资讯

在风格类产品中，阳光资产权益类产品坚持投资理念，特点突出。阳光资产-价值优选长期保持较高的信息比例和夏普比例，该只产品成立于2016年3月，至2018年3月9日期间全部投资于A股，比较基准为万得全A指数×90%+一年定存(税后)×10%；2018年3月9日后比较基准变更为恒生中国企业指数×70%+一年定存(税后)×15%+沪深300×15%。分析两段产品的投资业绩可以看出，投资于A股时期净值长期平稳超越比较基准，超额收益累积丰厚，管理期间累计超额收益达69%；投资于港股时期5月后开始累积超额。收益、风险、

风险调整后收益指标持续超越同类公募基金产品。

基金经理赵冬是全市场范围内典型的以价值投资为主的投资经理之一，管理经验较丰富，坚持自下而上的投资理念，淡化择时，重视组合业绩的稳定性，2018 年来组合 PE 维持 5 倍左右水平，通过对基本面风险的挖掘规避价值陷阱。2018 年管理的阳光资产-价值优选组合超越申万低市净率指数收益 10 个百分点。

经过多年稳健经营，阳光资产获得业界广泛认可与好评。公司多次获得《经济观察报》值得托付保险资管机构、《每日经济新闻》年度卓越保险资管公司、《证券时报》“中国最佳保险资产管理公司奖”、金鼎奖“年度最佳资产管理保险公司”与中国资产管理“金贝奖”等各项荣誉。

(3) 中意资产

中意资产管理有限责任公司（下称“中意资产”）于 2013 年正式成立，注册资本 2 亿，是经中国保监会批准的首家中外合资的保险资产管理公司。截止 2018 年末，中意资产管理资产总规模为 1561 亿元，其中，投资管理业务板块管理规模 934 亿元（包括受托管理保险母公司资产 538 亿元，受托管理第三方保险公司资产 91 亿元，组合类保险资产管理产品 305 亿元）。按照资产管理规模计算，第三方业务占总规模 65.5%。

投资管理业务板块，中意资产除通过委受托方式管理母公司中意人寿及第三方保险公司资产外，也建立了较为完善的组合类保险资产管理产品线，包括流动性管理产品、固定收益类利率产品、固定收益类信用精选系列产品、另类投资产品等“泛”固收类产品，以及权益主动管理、量化策略、定增策略、港股投资等权益类产品。同时突出其高收益债和跨境投资方面的特色，发行了一系列信用策略产品和港股投资产品。

图 20：中意资产产品线情况



资料来源：华宝证券研究创新部、中意资产管理公司数据整理

中意资产先后获得了信用风险管理能力、股票投资能力、股权投资能力、参与股指期货交易能力、不动产投资能力等原保监会监管项下全部投资能力备案，具有全面管理传统的债券、股票类资产，以及股权、不动产、衍生品等另类资产的能力资格。

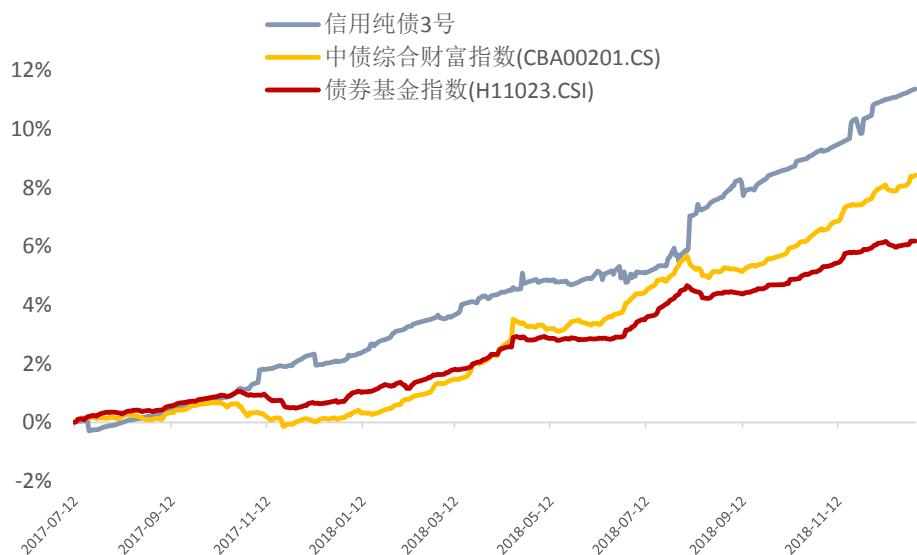
在管理中意人寿保险资金方面，中意资产获得了超出行业平均水平的投资业绩；受托管理母公司资产，过去 5 年投资收益率高出行业平均水平 0.20%/年；第三方业务方面，近年来主动管理产品线不断完善，通过降低单一风格暴露度有效地降低风险，主动管理产品业绩表现出色。2018 年，流动性管理产品日日增利年化收益率为 4.56%，高出同期货币基金中位值收益率 0.95%；固定收益类产品稳健创元、信用纯债收益率分别为 7.88%（过去三年累计 15.93%）、9.07%，超出同类型产品及债券基金；权益类产品业绩表现大幅超出主要指数及股

票型基金中位值水平。

中意资产旗下固收类产品持续表现优异，归因于其逐渐成熟的“信用精选策略”。该策略采用“中观与微观”相结合的理念，通过中观行业研究寻找行业轮动规律，并在各行业中进行个券基本面和投资价值挖掘。固收团队在传统宏观大类资产配置研究的基础上，从与宏观波动关系最密切的周期性行业着手，开始信用行业轮动与精选策略深度研究，诸如钢铁、化工、不动产等周期品，逐一扩展，经过多年的积累，覆盖的行业范围逐步扩大，建立了基于深度的个体债券调研与价值发现体系，最终形成了“信用精选策略”。基于对当前市场信用风险暴露程度不充分，信用利差主要由流动性溢价主导的判断，通过集中购买投资标的获取超额投资收益。

2016 年上半年开始，中意资产在存量账户中运用信用精选策略，并自 2017 年初逐步运用到多个组合类产品。以“中意资产-信用纯债 3 号”产品为例，该产品完全采用信用精选策略，面向不特定机构投资者发售。截至 2018 年底该产品已连续运作 17 个月，累计收益率达 11.37%，2018 年当年收益率为 9.07%，且账户净值回撤小，业绩表现优异。

图 21：中意资产-信用纯债 3 号资产管理产品业绩



资料来源：华宝证券研究创新部、中意资产管理公司数据整理

经过多年的积累，中意资产也受到了广泛认可，获得多项荣誉：在中国网主办的 2013 年度中国财富管理“金手指奖”评选中，2013 年中意人寿稳健理财账户，获得“年度最佳投连险产品”奖，187 只投连险账户中仅 5 只获此奖项；在揭晓的“2014 年中国固定收益市场展望调查”大奖中，中意资产荣获“2014 中国最佳固定收益市场展望”大奖；基于完善的研究体系和预测模型，中意资产从 77 家市场参与机构中脱颖而出，在 2014 年、2016 年、2017 年三度获得“汤森路透中国固定收益市场展望全年信用债奖第一名”。

(4) 光大永明资产

光大永明资产管理股份有限公司于 2012 年 4 月 11 日在北京正式开业，是中国保监会核准的第十二家保险资产管理公司，自 2013 年开始管理第三方资金，业务规模逐年上升。目前公司已建立较为完备的产品线，产品形态包含集合、定向等，产品投资范围基本覆盖固收、

权益、混合、货币、量化等类型。以受众面最广的集合产品来看，其大部分集合产品为固定收益类产品（或固定收益+）。其中包括：以永聚固收 3 号为代表的纯债类固定收益产品、以聚宝 2 号为代表的固定收益+产品、以聚宝 1 号为代表的混合类产品和以永铭货币为代表的货币类产品。其中，聚宝 1 号 2018 年全年收益-0.29%，位于同类产品前 1%水平，聚宝 2 号固收+产品全收益 6.94%，高于所有二级债基类保险资产管理产品

图 22：光大永明聚宝 1 号混合型资产管理产品业绩情况



资料来源：华宝证券研究创新部、光大永明资产管理公司数据整理

2.2.企业年金资产管理业务

2.2.1.企业年金业务市场概况

企业年金是指在政府强制实施的公共养老金或国家养老金之外，企业在国家政策的指导下，根据自身经济实力和经营状况建立的，为本企业职工提供一定程度退休收入保障的补充性养老金制度，是多支柱养老金体系之中的第二支柱。

开展企业年金管理的机构，必须首先获得相关牌照，包括受托人牌照、账户管理人牌照、托管人牌照、投资管理人牌照等四种牌照。其中，受托人包括大型商业银行、信托公司和养老保险公司；托管人一般由大型银行担任；而投资管理人中基金公司占据主流，另外包括保险资管、养老保险公司、证券公司等金融机构。

目前，市场上企业年金基金受托人 14 家，账户管理人 20 家，企业年金基金托管机构 10 家，企业年金投资管理机构 23 家。其中，人民养老保险为 2018 年新增受托人、账户管理人和投资管理机构。保险机构所持有的牌照情况如下。从规模情况看，中国人寿养老、平安养老在受托资产金额、账户数量以及管理组合金额上都处于行业前列，泰康资产管理在管理资产规模上拔得头筹，建信养老金在账户数量上位列第一梯队。

表 20：目前保险机构企业年金牌照分布情况

企业年金牌照	保险机构							全行业合计
	平安养	太平养	长江养	中国人	泰康养	建信养		
受托人								

受托资产金额 (亿元)	老	老	老	寿养老	老	老金					7818 .95
	2275.94	668.60	714.90	2977.62	587.36	594.53					
账户管理人 组合	平安养 老	太平养 老	长江养 老	中国人 寿养老	泰康养 老	新华人 寿	建信养老金				
企业/个人账户 数(个/万个)	837/ 33.499	10/ 0.3272	6670/ 93.985	9536/ 181.83	679/ 18.52	20/ 0.1528	3144/ 182.904				20896/ 511.22
投资管理 人组合资产 金额(亿元)	平安养 老	太平养 老	长江养 老	中国人 寿养老	泰康资 产管理	华泰资 产管理	人保资产 管理	建信 养老 金	人民养 老		
	2033.64	814.97	706.18	1563.27	2112.61	134.56	239.38	76.34	1.62		7682.34

资料来源：华宝证券研究创新部、银保监会网站

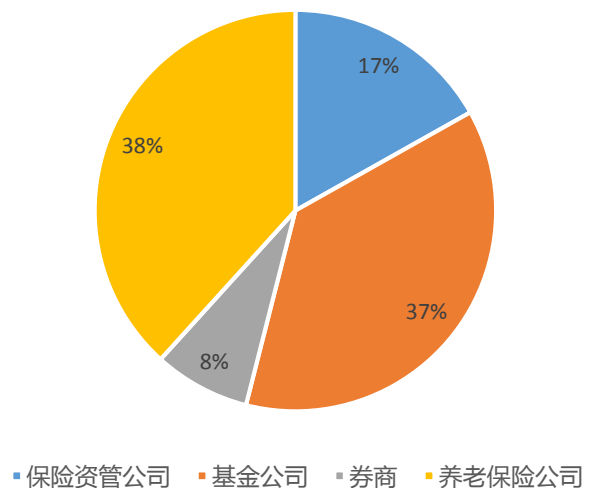
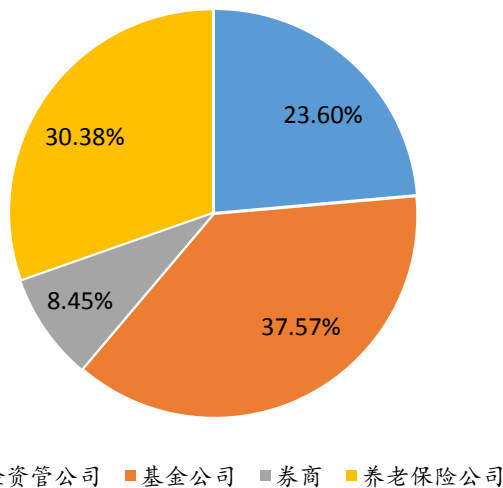
注：以上数据来自人力资源社会保障部社会保险基金监管局发布的《全国企业年金基金业务数据摘要-2018年三季度》

企业年金基金市场份额——保险机构仍占主导，保险资管公司占比提升

从投资收益角度看，2018年三季度末全年企业年金实际运作资产金额为14,046.81亿元，2018年以来至三季度末加权平均收益率为2.33%，相比与2017年同期的3.79%降低了1.46个百分点。就企业年金基金投资管理参与主体看，该业务的市场参与主体仍是保险机构（保险资管机构、养老保险公司和专业养老金管理机构），其中保险资管公司市场占比为43.72%，相较于2017年同期上升13.15%，合计管理规模3118.85亿元。

图 23：2018 年三季度投资管理人管理的企业年金基金份额

图 24：2017 年三季度投资管理人管理的企业年金基金份额



资料来源：华宝证券研究创新部，《全国企业年金基金业务数据摘要-2018年三季度》

资料来源：华宝证券研究创新部，《全国企业年金基金业务数据摘要-2017年三季度》

根据保监会公布的2018年保险机构企业年金等受托管理业务情况表显示，保监监管体系下企业年金受托管理资产规模最大的仍是国寿养老，占比达37.12%，年金投资管理资产规模最大的是泰康资产，占比为33.59%，在养老保障委托管理资产方面，平安养老和泰康资产、国寿养老、长江养老四家总共占据市场91.22%份额，其中国寿养老和长江养老市占率分别达30.2%和20.38%，占据市场第一和第二。

表 21：2018 年保监会监管的保险机构企业年金投资管理资产（万元）

敬请参阅报告结尾处免责声明

	企业年金受托管理业务缴费	企业年金投资管理业务缴费	养老保障及其他委托管理业务缴费	企业年金受托管理资产	企业年金投资管理资产	养老保障及其他委托管理资产
国寿养老	5903005.67	3298255.00	37965771.32	30125556.22	16031287.58	24773783.11
太平养老	1742436.68	1396353.68	8131175.63	7643003.95	8380637.93	5052390.25
平安养老	4644860.46	3990272.41	36596119.11	23646205.17	20652756.72	16715927.62
泰康养老	2822527.41		961608.74	6149690.24	0.00	562891.48
长江养老	783808.67	1231005.19	18136998.40	7450067.51	7248599.37	19985252.52
安邦养老			618789.30			728630.12
人保资产		658976.40	25000.00		2520335.29	583204.98
泰康资产		5433120.57	6782856.82		21886541.27	13328085.73
华泰资产		100672.31	4629.54		1383457.38	269433.90
人保养老	2682.67	67258.49		2747.32	160334.54	
合计	15899321.57	16175914.05	109222948.86	75017270.41	78263950.08	81999599.71

资料来源：华宝证券研究创新部、银保监会网站

2.2.2 养老金产品评价

2013年人社部、保监会、证监会、银监会联合发布《关于企业年金养老金产品有关问题的通知》(人社部发〔2013〕24号)，明确了养老金产品是指由企业年金基金投资管理人发行的，面向企业年金定向销售的企业年金基金标准投资组合。2018年8月31日，人力资源社会保障部社会保险基金监管局发布《关于暂停企业年金基金投资万能保险和投资连结保险的通知》，暂停企业年金投资万能保险和投资连结保险，在原有2013年24号文的基础上缩小投资范围。该项举措主要旨在统一企业年金与职业年金的投资范围，另一方面为防范万能险与投连险的投资风险。

根据养老金产品的投资范围，可以将产品划分为股票型养老金产品、混合型养老金产品、固定收益型养老金产品、货币型养老金产品、产品名称显示投资方向的固定收益型养老金产品(如商业银行理财产品型、信托产品型、基础设施债权投资计划型等)5大类别。对应的投资范围如下表所示。

表 22：各类养老金产品投资范围

养老金产品类别	比例限制要求
股票型	投资股票、股票基金、混合基金的比例，合计高于产品资产净值的 30%。债券正回购的资金余额在每个交易日均不得高于产品资产净值的 40%。
混合型	投资股票、股票基金、混合基金的比例，合计不得高于产品资产净值的 30%。债券正回购的资金余额在每个交易日均不得高于产品资产净值的 40%。
固定收益型	投资银行定期存款、协议存款、国债、金融债、企业(公司)债、可转换债(含分离交易可转换债)、短期融资券、中期票据、万能保险产品、商业银行理财产品、信托产品、基础设施债权投资计划、特定资产管理计划、债券基金的比例合计高于产品资产净值的 80%。债券正回购的资金余额在每个交易日均不得高于产品资产净值的 40%。可转换债(含分离交易可转换债)转股后应当于 10 个工作日内卖出。固定收益型养老金产品不得投资股票基金、混合基金；可以投资股票一级市场，且应当在上市流通过 10 个工作日内卖出，但不得投资股票二级市场。
货币型	投资银行活期存款、一年以内(含一年)的银行定期存款、剩余期限在三百九十七天以内(含三百九十七天)的债券、债券回购、期限在一年以内(含一年)的中央银行票据、货币市场基金、短期理财债券基金。债券正回购的资金余额在每个交易日均不得高于产品资产净值的 40%。
产品名称显示投	应当有 80%以上的非现金资产投资于投资方向确定的内容。可以包括存款型、债券型、债券基金

资方向的固定收益型养老金产品	型、商业银行理财产品型、信托产品型、基础设施债权投资计划型、特定资产管理计划型、保险产品型等类型。 商业银行理财产品型、信托产品型、基础设施债权投资计划型养老金产品，可以投资于建立企业年金计划的大型企业或者其控股子公司发行的商业银行理财产品、信托产品、基础设施债权投资计划。
----------------	--

资料来源：银保监会网站，华宝证券研究创新部

2018年3季度末企业年金养老金产品已备案565个，实际运作311个，期末资产净值4412.876亿元，2018年前三季度投资收益率2.48%，成立以来至2018年三季度末累计收益14.96%。其中，由于2018年权益市场表现不佳，股票型产品和股票专项型产品分别录得-12.43%和-6.05%的亏损，权益类资产产品整体平均收益为-7.21%。

表 23：2018 年 3 季度企业养老金产品情况

资产类型	产品类型	产品数 (个)		期末资产净值 (万元)	本期投资 收 益 率 (%)	本年以来 投资收 益 率 (%)	成立以来累积 投资收 益 率 (%)	
		已备案	实际运 作					
权益类资产	股票型	137	92	2,179,253.11	-4.50	-12.43	10.25	
	股权型	6	2	666,247.70	1.33	4.00	23.21	
	优先股型	11	3	399,893.78	0.67	3.37	17.09	
	股票专项型	8	4	273,797.71	2.58	-6.05	9.63	
	小计	162	101	3,519,192.30	-2.35	-7.21	13.37	
固定收益类资产	混合型	118	61	8,081,402.90	1.06	2.15	21.92	
	固定 收益 型	普通	93	70	11,490,217.86	1.46	4.00	13.67
		存款	18	8	4,757,655.22	1.27	3.66	4.97
		债券	19	8	1,876,696.45	1.39	3.76	12.88
		债券基金	4	-	-	-	-	-
		商业银行理 财产品	7	1	38,196.06	1.17	3.57	8.55
		信托产品	58	26	5,115,766.32	1.45	4.39	18.61
		债权计划	33	13	3,214,086.18	1.40	4.24	16.55
		特定资产管 理计划	14	-	-	-	-	-
		保险产品	2	1	353,913.53	1.23	3.63	9.36
		其他	-	-	-	-	-	-
	小计	248	127	26,846,531.62	1.41	4.04	12.91	
小计	366	188	34,927,934.52	1.33	3.52	15.02		
流动性资产	货币型	37	22	5,681,637.20	1.24	3.77	16.28	
其他投资资产	其他型	-	-	-	-	-	-	
合计		565	311	44,128,764.02	0.99	2.48	14.96	

资料来源：人社部，华宝证券研究创新部

发行养老金产品的主体共有 22 家。其中，公募基金管理公司 11 家，保险类公司共计 9 家，包括平安养老，泰康资产、太平养老、长江养老、国寿养老、华泰资产、人保资产、建信养老金以及 2018 年新增的人民养老。从正在运行的产品数量上看，泰康产反超平安养老，成为产品数量最多的公司。各类别产品 2018 年收益水平较高的产品如下所示。

表 24：养老金产品收益情况分析

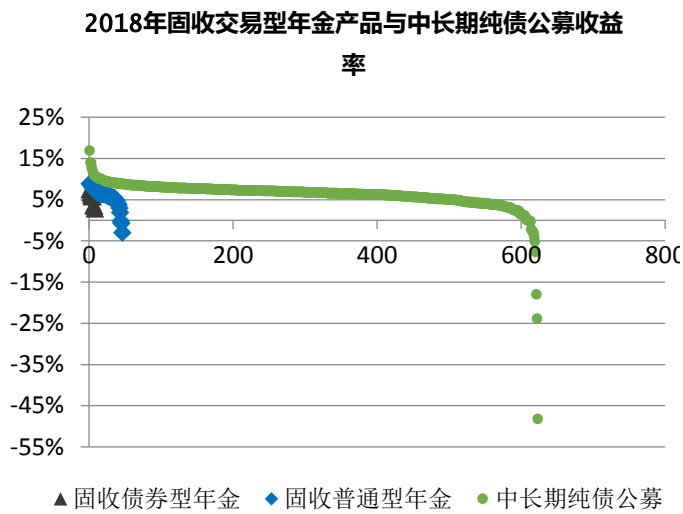
		值 (万元)	益率 (%)		
股票型产品	华泰量化绝对收益	9,830.86	4.19	华泰资产	
	国寿养老策略 3 号	5,777.32	-1.92	中国人寿养老保险	
	建信养老金养颐嘉富	19,196.59	-7.44	建信养老金管理	
	博时量化对冲	3,731.95	-7.45	博时基金	
股权型产品	泰康资产-聚能 2	62,465.60	5.02	泰康资产	
	优先股型	泰康资产-聚丰 3 期	79,926.60	5.48	泰康资产
	泰康资产-聚丰 4 期	54,175.78	5.32	泰康资产	
混合型	富国富源	155,688.09	6.85	富国基金	
	国寿养老配置 3 号	265,306.90	6.24	中国人寿养老保险	
	泰康资产-丰泽	71,425.53	5.21	泰康资产	
	易方达稳健配置一号	190,142.51	5.08	易方达基金	
固定收益普 通型	泰康资产鑫享纯债 1 号	194,780.72	9.01	泰康资产	
	泰康资产-信用增利养老金	531,282.05	8.93	泰康资产	
	工银瑞信添裕	489,159.19	8.59	工银瑞信基金	
债券型	国寿养老红盛债券型	310,783.65	7.53	中国人寿养老保险	
	中金光辉岁月	63,165.34	6.81	中金公司	
信托型	中信证券信和养颐	89,331.43	6.68	中信证券	
	泰康资产-丰裕 1	38,596.68	6.46	泰康资产	
	平安安康	288,535.30	6.40	平安养老保险	
债权计划型	太平养老电力行业	3,679.66	5.59	太平养老保险	
	人保资产汇鑫 2 期	9,510.42	5.43	人保资产	
	泰康资产-稳健回报 3	41,075.67	5.42	泰康资产	
	平安聚合(一期)	21,420.24	5.32	平安养老保险	
商业银行理 财型	中信证券信鑫添益	38,196.06	4.79	中信证券	
存款类养老金 产品	平安稳固增强存款型(十二期)	159,494.14	5.22	平安养老保险	
	泰康资产-稳盈增利 18	63,188.65	5.20	泰康资产	
	平安稳固增强存款型(十四期)	86,271.66	5.19	平安养老保险	
货币型	南方基金乐稳	73,866.44	5.27	南方基金	
	太平养老金溢利	456,832.98	5.21	太平养老保险	

资料来源：人社部，Wind 资讯，华宝证券研究创新部

2018 年固收类产品业绩全面优于权益型

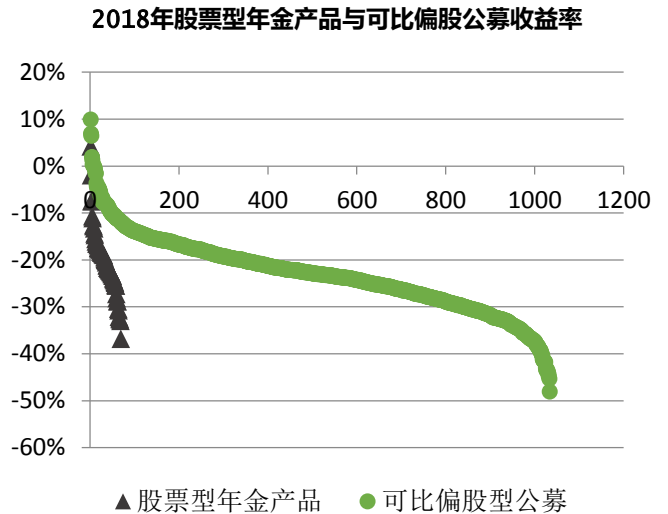
2018 年债券市场走牛，而权益市场持续震荡下跌。从 2018 年的投资业绩结果看，固收类产品全面优于权益类产品，其中固收普通型产品 2018 年平均收益最高，达 5.63%，最高收益达 8.87%；而股票型产品几乎少有收益为正，90%以上产品亏损超过 10%，最高亏损达 36.8%，平均收益-20.3%。从波动率看，多数固收交易类产品年化波动小于 5%，而股票型产品年化波动中位数达 20.6%。固收类产品在债券牛市中体现出收益稳定为正、波动低、高风险收益比的特征，股票型产品在 2018 年的熊市中亏损严重。

图 25: 2018 年固收交易型年金养老金产品及中长期纯债公募基金收益率分布



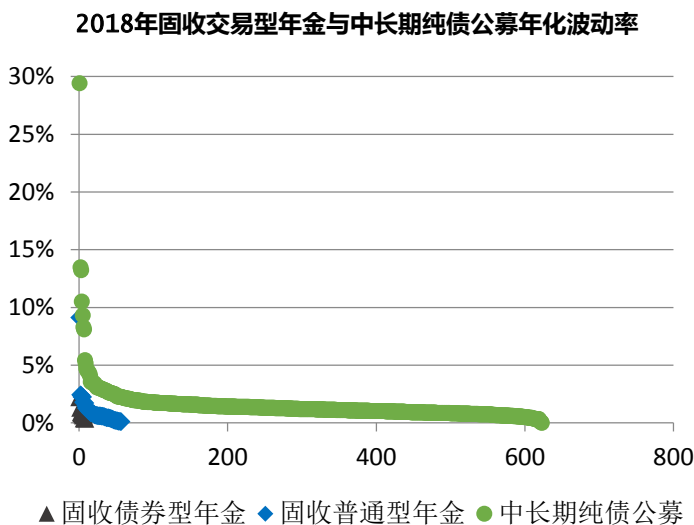
资料来源: Wind 资讯, 华宝证券研究创新部

图 26: 2018 年股票型年金养老金产品及可比偏股型公募基金收益率分布



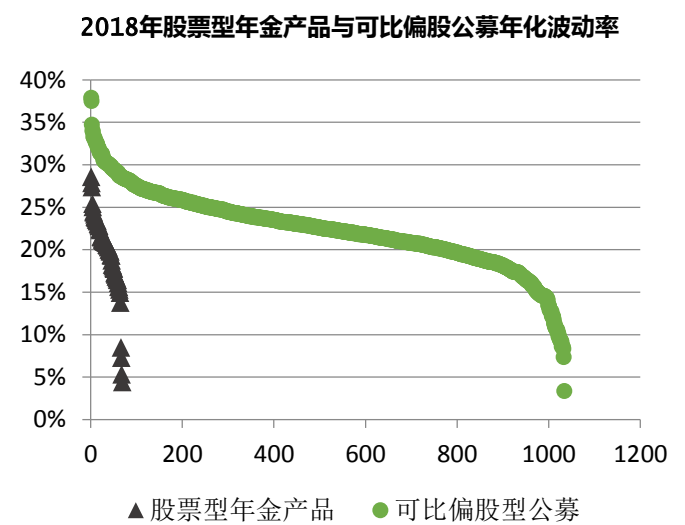
资料来源: Wind 资讯, 华宝证券研究创新部

图 27: 2018 年固收交易型年金养老金产品及中长期纯债公募基金年化波动率分布



资料来源: Wind 资讯, 华宝证券研究创新部

图 28: 2018 年股票型年金养老金产品及可比偏股型公募基金年化波动率分布



资料来源: Wind 资讯, 华宝证券研究创新部

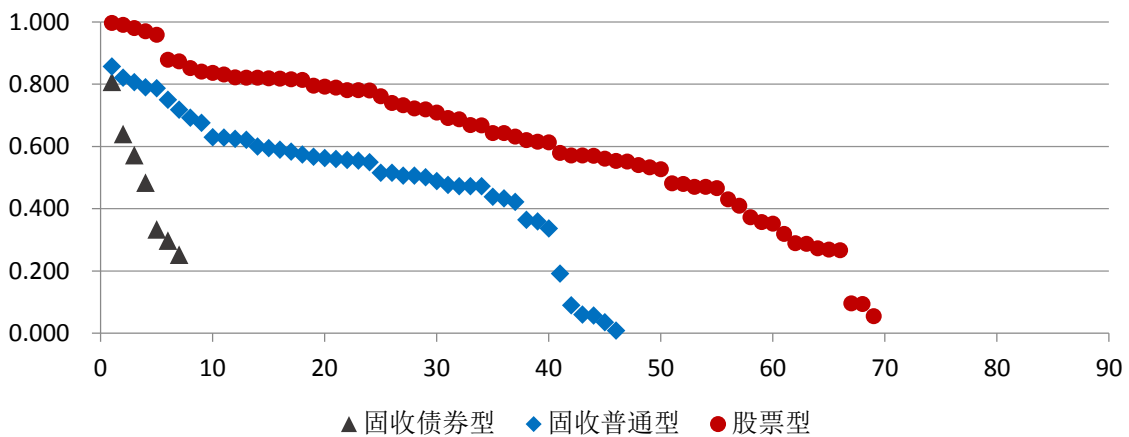
年金养老金产品与可比较同类公募产品

公募基金是中国市场净值化产品的投资标杆。养老金产品与公募基金产品投资范围有一定区别: 在固收产品方面, 固收类养老金产品可投资于银行理财、信托产品、基础设施债权计划等, 而这些通常非公募基金的投资标的, 且公募基金不得面对流动性的潜在不利影响; 在权益投资方面, 许多养老金产品以 FOF 的形式存在, 与直接投资于股票的策略存在差异。但是以投资范围为依据, 公募基金的分类与养老金产品的分类仍然有较大的相似之处, 并且年金资产与公募基金对于投资者而言, 均为可获取的投资工具。通过将养老金产品与相对应可比的公募产品比较, 可以更加鲜明揭示出养老金产品的业绩表现。

我们将固收交易类（固收债券型与固收普通型）养老金与长期纯债型公募比较，股票型养老金与偏股混合型公募比较，并将养老金产品在公募中的收益率、波动率的排名百分位进行加权打分，分值在 0-1 之间，得分越高，表明养老金产品的收益与波动综合得分越靠前。从 2018 年养老金与公募的比较结果看，72%的股票型和 59%的固收交易类养老金加权得分在 0.5 以上。细分业绩指标看，固收普通型养老金平均收益在可比公募产品中约为 60%左右分位数，低于公募平均值，而平均波动率水平在可比公募的 top25%以内；股票型养老金相较于公募更好的控制了下行风险，平均收益、波动率均优于公募产品。养老金产品在风险控制上更加控制，体现出更严格控制回撤与波动的特征。

图 29：2018 年固收交易型与股票型年金养老金分别在中长期纯债型与偏股混合型公募比较加权得分

2018年固收交易型与股票型年金公募同类排名得分



资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究创新部

下表为固收交易类、股票类在同类公募比较中收益与波动率综合得分较高的养老金产品：

表 25：与同类可比公募比较得分较高的养老金产品

产品类型	产品名称	2018 年投资收益率	2018 年年化波动率	管理人	成立日期	综合加权得分
固收交易类产品	招商康泰	8.44%	0.87%	招商基金	2017-03-01	0.856
	工银瑞信瑞福	8.18%	0.85%	工银瑞信基金	2017-12-28	0.821
	国寿养老红盛债券型	8.36%	0.95%	国寿养老	2017-12-28	0.808
	中信证券信福晚年	8.59%	1.07%	中信证券	2017-01-25	0.806
	泰康资产-信用增利养老金	7.53%	0.38%	泰康资产	2015-02-10	0.786
	银华坤利	7.59%	0.56%	银华基金	2016-06-16	0.750
	建信养老金养颐嘉祥	8.21%	1.07%	建信养老	2014-10-30	0.718
	国寿养老红信	8.84%	1.28%	国寿养老	2016-11-14	0.692
股票型	华泰量化绝对收益	4.21%	4.41%	华泰资产	2017-02-23	0.997
	国寿养老策略 3 号	-1.92%	5.29%	国寿养老	2016-11-17	0.990
	博时量化对冲	-7.45%	7.27%	博时基金	2016-11-14	0.980
	建信养老金养颐嘉富	-7.46%	13.74%	建信养老金	2017-07-28	0.970
	嘉实石化战略龙头	-11.07%	8.46%	嘉实基金	2016-04-28	0.959
中金先利对冲	-15.49%	15.64%	中金公司	2017-04-26	0.878	

泰康资产-丰益	-10.65%	20.48%	泰康资产	2015-07-31	0.874
中信证券信养天丰	-14.31%	19.77%	中信证券	2014-09-29	0.852
南方基金恒利	-16.52%	17.18%	南方基金	2017-03-22	0.840
华泰优选三号	-16.78%	16.64%	华泰资产	2016-12-28	0.836

资料来源: Wind 资讯, 华宝证券研究创新部

年金养老金产品投管人情况

截至 2018 年底, 市场上共计 547 只养老产品。从产品数量看, 泰康资产、国寿养老和平安养老各类产品数量总和最多, 分别为 99 只、98 只和 86 只。三家公司所涵盖的产品线为市场上最丰富; 其中泰康资产是为数不多的发行股票专项型和股票型产品的公司之一, 国寿养老是唯一发行保险型产品的机构。

从 2018 年的业绩统计结果看, 泰康资产旗下存款型产品数量众多, 业绩最佳, 平均收益达 5%; 建信养老金、华泰资产和博时基金在股票型产品方面实现了较低的亏损, 平均收益分别为-7.4%、-12.9%和-15.8; 公募基金公司和券商在固收类产品的收益上更加突出: 固收混合型产品中海富通基金、中金公司平均收益分别达 4.49%和 4.3%, 居行业前列; 固收普通型产品中, 招商基金、中信证券旗下平均收益分别达 8.3%和 7.4%。

2.3. 养老保障业务

我国养老保障体系一第三支柱为个人商业养老保险。将商业养老保险进行细分, 可分为养老保险业务和养老保障管理业务。其中, 养老保障管理业务是指养老保险公司作为管理人, 接受政府机关、企事业单位及其他社会组织等团体委托和个人委托人的委托, 为其提供养老保障以及与养老保障相关的资金管理服务, 值得注意的是, 当前开展的养老保障业务并不提供保险功能, 而更多体现出**财富管理的属性**。因此, 保险公司开展养老保障业务需要计提风险准备金和保险责任准备金, 而养老保险公司开展养老保障产品只需要计提风险准备金。

目前我国专业的养老保险服务机构数量增加至 9 家, 分别是平安养老、太平养老、长江养老和中国人寿养老、泰康养老、安邦养老、建信养老金、新华养老 (2016 年 9 月 19 日成立)、中国人民养老, 以及建信养老金。

2.3.1. 货币类个人养老保障产品收益比较

养老保障产品的投资范围较广, 包括流动性资产、固定收益类资产、上市权益类资产、基础设施投资计划、不动产相关金融产品、其他金融资产。流动性资产、固定收益类资产、上市权益类资产、基础设施投资计划、不动产相关金融产品、其他金融资产的分类和定义遵照中国保监会资金运用相关监管规定。开放式组合的投资门槛较低 1000 元起投, 2018 年 12 月 31 日收益率较货币基金高 30bp (货币基金 2018 年 12 月 31 日七日年化收益率中位数为 3.365%), 而具有封闭期的产品多采用摊余成本法, 收益率普遍较高, 与银行理财产品相当, 如下表所示。

表 26: 理财通平台养老保障产品

类别	产品名称	封闭期	投资范围	七日年化收益 (2018-12-31)	成立以来年化收 益(2018-12-28)
灵活可取, 千元起购	国寿嘉年天 天盈	灵活申赎	主要投资于流动性资产、固收类资产和信用等级较高的非标准化资产等	3.2210%	
	平安养老富	灵活申赎	主要投资于货币基金等货币类资产、央行票	3.7766%	

	盈 5 号	据等	
	天平养老颐养天天	灵活申赎	主要投资于流动性资产、固收类资产等，不参与股票二级市场投资
	泰康养老汇选悦泰	灵活申赎	债券资产（没有具体披露）
			7.3410%
	泰康汇选利泰 29 天	29	未具体披露（在保证资产安全型和流动性的基础上，力求获得稳定的收益）
			9.06%
	国寿嘉年月月盈	30	主要投资于流动性资产、固收类资产和信用等级较高的非标准化资产等
	建信养老飞益鑫	30	按照险资投资方向，资产配置范围广。可投资于流动性资产、固定收益类资产、上市权益类资产、基础设施投资计划、不动产相关金融产品、其他金融资产等
	太平养老颐养 30	30	主要投资于流动性资产、固收类资产和信用等级较高的非标准化资产等
封闭 1-3 个月，千元起购	平安养老富盈 45 天	45	主要投资于货币基金等货币类资产、央行票据、银行定期存款、国债、协议存款、债券、债券回购、债券基金及债券型保险产品、商业银行理财产品、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及国家政策规定保险资金可投资的其他资产
	太平养老颐养 66	66	主要投资于流动性资产、固收类资产和信用等级较高的非标准化资产等
	平安养老金通 90 天	90	主要投资于国内市场依法发行或上市的固定收益资产及国内市场货币市场工具
	太平养老颐养 99	99	主要投资于流动性资产、固收类资产和信用等级较高的非标准化资产等
	国寿广源 180	180	主要投资于流动性资产、固收类资产和信用等级较高的非标准化资产等
	平安养老富盈 180 天	180	主要投资于货币基金等货币类资产、央行票据、银行定期存款、国债、协议存款、债券、债券回购、债券基金及债券型保险产品、商业银行理财产品、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及国家政策规定保险资金可投资的其他资产
3 个月以上，锁定高收益	太平养老颐养 270	270	主要投资于流动性资产、固收类资产和信用等级较高的非标准化资产等
	平安养老富盈 360 天	360	主要投资于货币基金等货币类资产、央行票据、银行定期存款、国债、协议存款、债券、债券回购、债券基金及债券型保险产品、商业银行理财产品、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
			4.9620%
			5.1320%

国寿广源 366	366	及国家政策规定保险资金可投资的其他资产 主要投资于流动性资产、固收类资产和信用 等级较高的不动产类资产和其他金融资产等	7.30%
长江养老心 享 366	366	主要投资于流动性资产、固收类资产、不动 产类资产以及其他金融资产，不从二级市场 买入股资料来源：华宝证券研究创新部票、 权证等权益类资产、不允许参与一级市场新 股申购	4.6530%

资料来源：华宝证券研究创新部、腾讯理财通

互联网平台成为养老保障产品的主要销售平台，而且以预约和限量方式销售，主要原因在于，产品发行规模与公司净资产或偿付能力情况相关：“经营商业保险业务的养老保险公司，受托管的封闭式短期个人养老保障管理业务的年度新增规模不得超过公司上一年度末偿付能力溢额的 10 倍；不经营商业保险业务的养老保险公司，受托管的封闭式短期个人养老保障管理业务的年度新增规模不得超过公司上一年度末公司净资产的 10 倍”。同时，为防止此类产品因期限错配，带来较大风险，保监会于 2016 年 11 月 25 日发布《关于进一步加强养老保障管理业务监管有关问题的通知》要求，(一)开放式投资组合开放频率为 30 天以下的，另类资产的投资比例不得超过该投资组合资产的 20%；(二)开放式投资组合开放频率为 30 天(含)以上 180 天以下的，另类资产的投资比例不得超过该投资组合资产的 30%；(三)开放式投资组合开放频率为 180 天(含)以上 360 天以下的，另类资产的投资比例不得超过该投资组合资产的 40%。

2.4.公募业务—保险系公募持续扩容

2018 年太保收购国联安基金 51% 的股份，保险系公募基金再添一名新成员。2018 年权益市场行情惨淡，而债券市场走牛，保险系公募基金公司得以发挥固收类资产的管理优势，规模显著提升，8 家保险系公募的规模均有所上涨，2018 总规模相较于 2017 年同期上涨 45.4%。规模的贡献主要来源于固收类品种，权益品种规模整体相比 2017 年反而下降 14%。规模扩张最多的平安基金、泰康资产和华泰保兴均上涨 60% 以上，平安基金仍为产品数量最多，管理规模最大的保险系公募。

表 27：保险系基金公司规模（2018 年）

基金公司	2018 年基金 数量（只）	2018 年管理资产规模合计(亿元)	2017 年管理资产规模合计(亿元)
平安基金管理有限公司	66	2868.6808	1,792.495
国寿安保基金管理有限公司	43	1560.359	1,392.989
泰康资产管理有限责任公司	27	416.5798	253.7633
中国人保资产管理有限公司	14	428.896	167.0465
泓德基金管理有限公司	22	207.6588	167.85
太平基金管理有限公司	5	140.599	114.0328
华泰保兴基金管理有限公司	12	101.048	63.1388
国联安基金管理有限公司	39	319.517	204.33

资料来源：Wind 资讯，华宝证券研究创新部

2018 年保险系基金公司新发产品共 63 只，从发行主体上看，平安基金和人保资产新发的公募基金产品数量最多，平安基金新发 26 只产品中有 13 只为中长期纯债型，7 只为被

动指数型，得益于 2018 年债市的上涨和指数基金大发展；人保资产新发的 12 只产品中 5 只为中长期纯债，3 只为偏股混合，2 只二级债基，被动指数、灵活配置各一只。从产品线布局看，平安基金产品类型最为齐全，并在固收类产品的布局方面紧抓市场热点。从收益看，泰康资产旗下的固收和权益产品均有较好的表现。

表 28：保险系基金管理公司部分产品收益率情况

基金公司	投资类型(二级分类)	证券简称	2018 年全年收益%	同类基金区间收益排名(二级分类)	基金规模(合计: 亿元) 2017-12-31	基金规模(合计: 亿元) 2018-12-31	成立日期
国寿安保基金	被动指数型基金	国寿安保沪深 300ETF 联接	-23.27	167/481	6.81	5.24	2014-06-05
	混合债券型二级基金	国寿安保尊裕优化回报 A	0.01	229/435	1.07	0.43	2017-03-23
	货币市场型基金	国寿安保增金宝	3.99	116/763	98.83	130.28	2015-09-23
	灵活配置型基金	国寿安保策略精选	-7.00	556/1569	2.15	1.36	2017-09-27
	偏债混合型基金	国寿安保稳吉 A	2.37	71/287	4.01	4.10	2017-12-26
	中长期纯债型基金	国寿安保安吉纯债半年	8.96	58/947	29.98	41.19	2017-08-22
	偏股混合型基金	国寿安保健康科学 A	-14.42	47/577	3.26	0.63	2017-11-01
泓德基金	货币市场型基金	国寿安保增金宝	3.99	116/763	98.83	130.28	2015-09-23
	混合债券型二级基金	泓德裕泰 A	5.84	42/435	32.77	33.55	2015-12-17
	灵活配置型基金	泓德泓富 A	-14.13	763/1569	27.14	24.58	2015-06-09
	偏股混合型基金	泓德优选成长	-14.08	43/577	22.99	27.85	2015-05-21
	普通股票型基金	泓德战略转型	-22.96	118/287	6.44	5.38	2015-11-10
平安基金	中长期纯债型基金	泓德裕泽纯债 A	9.86	26/947	4.26	4.68	2017-05-24
	混合债券型二级基金	平安鼎信	8.53	11/435	5.18	5.46	2016-07-21
	货币市场型基金	平安金管家	3.91	176/763	40.23	72.90	2016-12-07
	灵活配置型基金	平安灵活配置	-1.80	375/1569	3.07	0.33	2012-09-11
	偏股混合型基金	平安行业先锋	-19.16	147/577	2.82	2.00	2011-09-20
	偏债混合型基金	平安安享保本	1.96	92/287	3.82	2.51	2016-02-03
泰康资产	中长期纯债型基金	平安惠盈	9.09	51/947	4.85	5.12	2016-06-03
	货币市场型基金	太平日日鑫 A	3.52	481/763	30.24	40.96	2017-03-15
	混合债券型二级基金	泰康稳健增利 A	7.59	21/435	1.49	1.80	2016-02-03
	货币市场型基金	泰康新意保 A	3.67	367/763	145.39	198.32	2015-06-19
	灵活配置型基金	泰康恒泰回报 A	4.25	67/1569	5.31	2.26	2016-07-13
国联安基金	偏债混合型基金	泰康金泰回报 3 个月	1.83	96/287	1.83	0.68	2017-01-22
	中长期纯债型基金	泰康年年红一年定开	10.55	15/947	9.55	20.22	2017-08-30
	灵活配置型基金	国联安睿祺	-0.27	312/1569	1.41	1.07	2015-04-08
	偏债混合型基金	国联安鑫盈 A	4.99	23/287	4.56	0.15	2016-09-29
	偏股混合型基金	国联安锐意成长	-15.82	72/577	2.88	1.94	2017-01-23
	被动指数型基金	国联安双禧 A 中证 100	4.60	59/224	1.97	1.43	2010-04-16
华泰保兴基金	平衡混合型基金	国联安稳健	-15.96	10/28	1.62	1.30	2003-08-08
	混合债券型一级基金	国联安信心增益	5.52	79/153	0.16	0.54	2010-06-22
	灵活配置型基金	华泰保兴策略精选 A	1.05	236/1569	0.78	0.46	2017-12-06
中国人保	偏股混合型基金	华泰保兴吉年丰 A	-24.99	331/577	2.61	2.99	2017-03-24
	中长期纯债型基金	华泰保兴尊诚	8.45	98/947	2.43	1.93	2017-02-23
	偏债混合型基金	人保双利 A	-0.39	168/287	2.56	0.57	2017-12-04

四、2019 年保险资产管理展望

保险资金具有资金体量大，久期长的特点，能够与实体经济的建设需求形成较好匹配对接。截至 2017 年末，保险资金通过基础设施债权投资计划和股权投资计划投资国家重大项目建设和民生工程 2.08 万亿元。其中，服务“一带一路”投资达 8568.26 亿元，服务长江经济带和京津冀协同发展分别投资 3652.48 亿元和 1567.99 亿元。2018 年，保险基础设施债权计划注册规模和数量持续提升，截至 2018 年 12 月底，累计发起设立各类债权、股权投资计划 1056 项，合计备案（注册）规模 25301.40 亿元。未来，保险行业应当持续发挥资金优势和保险保障功能，对接国家战略，服务于实体经济高质量发展的目标，包括为基础设施、城镇化等建设提供长期资金，参与“一带一路”、长江经济带、粤港澳大湾区建设等国家重点战略，通过支农支小、扶贫农业基金、绿色扶贫产业基金以及资产支持计划产品，服务普惠金融、乡村振兴战略，发挥保险业在社会保障、风险管理发展面的作用。此外，本文就保险资金运用及保险资产管理行业发展提出建议。

1、2019 年保险资金的运用建议

截止 2018 年底，保险资金运用余额 16.4 万亿，仅次于银行理财资产管理规模，是目前市场上第二大资金方。相比于在监管要求下进行有序压降的银行理财资金来说，保险资金来源稳定，具有体量大、负债清晰、久期长的特点，在资金运用的重要性高，未来，保险资金在运用中应当注意以下内容：

其次，保险公司将逐步采用 IFRS9 会计准则，在投资端应当更注重标的的波动性，着重配置高分红标的，以追求长期更为稳定的回报，降低对公司利润的影响。规避复杂结构的债务工具资产，需要结合偿付能力要求、新保险合同会计准则要求，从公司发展战略、资产负债管理、资产配置策略、风险管理、投资绩效评价等方面进行系统性规划，进一步加强资产负债管理能力，注重长期信用风险的防范。

第三，将防范风险作为投资运作的前提。2018 年受降杠杆政策以及贸易战影响，市场上违约事件频出，股权质押爆仓频出，2019 年，国内外经济形势依然严峻，年初以来，海外经济体纷纷下调全年经济预期，国内，宽货币向宽信用的传导路径尚不顺畅，企业缺乏发展扩展动力，降杠杆后续效应还在继续发酵，风险事件或将延续。在这样的背景下，保险资金进行投资运作时应当坚持长期稳健的思路和理念，将风险防范作为重中之重，加强信用体系建设和风险防范，重视对于标的上下产业链关联方的尽调评估，以综合分析标的的信用资质，提高主动风险管理的意识。

2、2019 年保险资产管理行业发展展望

2018 年资管新规发布，将保险资产管理产品与其他资管产品设置了统一的监管标准，有利于保险资产管理产品参与市场化竞争，资产管理行业真正走向大一统的发展阶段，保险资产管理公司挑战与机遇并存。

充分认识和发展保险资产管理优势。保险资产管理公司长期以来受托管理保险资金，保险资产管理源于保险公司的资产管理部，长期以来在管理保险资金中积累了丰富的经验，善于资产配置，沿袭了保险资金运用中价值投资的投资理念，在资产配置和控制回撤方面具有加大优势，在风险控制和信用管理上积累了丰富经验，保险债权投资计划项目资质较

好，基础设施建设类项目在对接实体经济建设方面取得进展。这些优势能够成为保险资产管理产品形成特色的基础。

重点关注资管新规后保险资产管理行业的配套监管政策变化。资管新规发布后，银行、证券、基金等资产管理行业纷纷发布细则及相关配套文件。资管新规对于保险资产管理行业的资产管理业务和投行业务都有一定的影响，特别是债权计划业务，资管新规中“资产管理产品所投的非标债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日”的要求，影响保险资管面向第三方非保资金开展的债权类业务，未来，需要关注资管新规后保险资产管理行业细则具体要求，包括是否会像其他资产管理行业一样，对面向第三方保险资产资管计提风险资本金等，同时也将对保险资产项目筛选提出更高的要求。

保险资管应重视第三方业务的发展。目前，母公司保险资金仍然是保险机构的主要资金来源，未来，在服务保险主业的同时，保险资管机构重视第三方业务的发展，并且以资产管理产品为载体发展对于保险资管既有必要性也具有现实意义：①标的资产相同但运用不同投资策略的资产管理产品，会呈现出不同的风险收益特征，采用产品形式有利于专项策略的实施，令考核评价更为清晰，更能够满足资方从策略选择维度上进行配置的诉求。②符合保险体系外部投资者采购习惯，服务更广泛的客户，长期以来保险资产管理机构以母公司保险资金为主要服务对象，多采用委托账户模式，但银行在内的第三方机构更习惯于定制产品的方式进行委托。③保险资产管理行业虽起步较晚，但市场仍有一些具有领先资产管理能力的公司，组合类资产管理产品采用独立账户的模式，市场化的运作模式，配备专门的投资经理，能够与其他资产管理产品更好的对标，向财富管理市场（含机构和个人）展示保险资产管理的特色与面貌。

在银行理财转型变革中寻找机遇。在第三方业务中，非保资金的主要来源是银行资金，随着 22 万亿非保本理财在有序压降并逐步退出历史舞台，短期看，对于外部委外需求有所下降。同时，值得关注的是，应资管新规的要求，净值型理财产品将逐步取代预期收益型产品，成为银行理财满足客户财富管理需求的重要产品。但是，目前处于预期型理财产品与净值型理财产品并存的过渡期，净值型产品多表现出低波动的特征，所投资产也主要为债券类资产，在外部投顾和资产管理产品选择时，更倾向于选择能够提供绝对收益的资产管理产品，保险资产管理产品应把握机遇，充分发挥其绝对收益特色和风险管理优势，积极寻求合作。

搭建满足客户需求的产品线体系。近些年，保险资产管理机构在产品线建设上也取得了明显的突破，产品线覆盖的需求维度更加广泛，产品的收益性和稳定性不断提升，体系化建设也越来越受到重视，如太平洋资产打造了全生命周期的产品线管理模式，涵盖全面考量资管产品规划、开发、运作、投后管理直至到期清算的全过程，有效“孵化”和开发以各种有效策略为主线的系列资管产品。未来，在资产管理行业竞争更加激烈的市场环境下，**保险资产管理产品的产品线建设应该：**①围绕支持实体经济高质量发展进行债权类、股权类等项目的筛选和创新，②布局具有绝对收益的特征的保险资产管理产品，③策略细分与策略选择相结合，将资产配置和策略选择能力相结合，既提供不同的策略品种，也具备提供跨越策略的综合配置解决方案。④结合客户需求和自身实力打造差异化产品线。⑤持续创新，打造满足不同市场阶段不同客户需求的产品线。⑥随着产品线不断完善，保险资产管理机构需要有建立完善的产品运营体系，包括估值、风控、数据报送等，重视运用现代科技技术，提高产品管理效率。

不拘一格，提供综合性资产管理解决方案。2018 年资管新规中明确了受金融监督管理部门监管的机构可以担任投资顾问。保险资管公司可以将成熟化和经过验证的投资策略进行市场化的业务拓展，担任其他资管产品的投资顾问，以满足多样化的投资需求。同时，如前所述，2018 年税延养老型产品正式推出，未来，保险资产管理机构应当继续发挥长

久期低回撤资金的管理优势，积极开发适合养老型资产管理产品的策略和产品方案，参与养老需求类产品的管理，为第三支柱建设作出贡献。

定位市场化资产管理机构，锤炼具有竞争力的资产管理能力和客户服务能力。对于资产管理机构来说，回归资产管理本质是核心内容，包括完善和优化研究体系，提高策略开发能力，重视风险预警和控制，建立风险评估和定价能力，发扬资产管理配置优势，不断提升投资能力。此外，由于保险资产管理长期服务于保险资金，受保险资金运用管理办法的监管，在投资范围上约束较多，未来，随着保险资产管理产品参与到统一竞争环境中，保险资产管理机构急需扩展金融衍生品、海外资产的投研能力，提高策略广度，满足各类客户需求。同时，重塑营销和服务能力，建设具有服务意识，具备服务能力、追求服务创新的资产管理行业销售服务团队。

重视人员梯队建设和激励机制建设。随着大资管时代的到来，其他资产管理机构特别是基金行业实现了更具竞争力的人才激励机制，对保险资管行业人才储备形成冲击，人才是任何一个金融机构的核心资产。未来，保险资管需要通过设计市场化的筛选机制、合理的考评机制，具有竞争力的激励机制。结合保险资金久期长的特点，摒弃看重短期业绩的考核机制，重视对于所投资资产稳健型的考核，基于风险管理的前提进行投资收益考核。对于保险机构投资能力和人才梯队建设薄弱的领域，应当提供具备国际竞争力的待遇和激励机制，重视人才的引入和培养机制的建设。

(感谢王丰莹对本文的贡献)

风险提示及免责声明

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。