

保险 II 行业

多元应对低利率环境，保险配置价值显现

核心观点：

● 低利率环境下保险公司面临利差损风险

保险行业作为负债端经营企业，其在承诺客户的预定利率基础上需要寻求更高的投资回报，否则将会承受利差损压力。日本上世纪 90 年代泡沫破灭前，因为承诺了较高的预定利率，而后经济形势恶化导致利率水平大幅下降，形成巨额利差损，从而为以长期险种为主的保险机构套上了沉重的枷锁。自 2018 年以来，我国十年期国债收益率经历了波动下行阶段，因担心利差损，上市保险公司估值回到历史估值底部区域。

● 他山之石：探险低利率，多元策略来相助

利率变动与保险企业估值息息相关。在利率下行阶段，美国与日本寿险企业估值受到直接冲击，估值显著下滑。为应对利率下行风险，海外保险机构采用不同手段，中和利率下行风险：

1、美国寿险公司通过增强资产负债管理，提升新增固收债券期限，降低资产负债久期缺口。这样能在利率下降趋势中最大程度保持相对高位利率产品的收益水平；2、日本和英国保险公司更注重海外资产配置，通过海外证券较高的收益缓解国内同期投资收益下降的冲击；3、在低利率环境下，保险资管为了寻求更高收益，在可控前提下会适当提升风险偏好。英国保险公司就通过提升股票权益配置，充分利用信用溢价，提高低评级固收债券投资比例，维持相对稳健的投资收益。

● 国内险企：非标资产占比提升，收益率高度关联资本市场

根据银保监会披露，2016 年我国保险行业为集体应对低利率资产荒风险，非标类资产占比快速上升，由 2016 年 30.43% 增长至 2018 年 39.08%，这与海外机构适当提升风险偏好不谋而合。然而，国内保险市场投资收益率总体上仍然高度挂钩资本市场，与资本市场走势高度正相关。在当前发展与壮大直接融资市场的政策指引下，资本市场有望迎来繁荣发展期，因此，一定程度上化解利率下行对资产端带来的压力。而且，相对海外市场，我国保险行业投资收益率即便处在下行区间，也略高于美国、日本等发达市场。虽然近期国债收益率持续走低，但由于 750 日均线有滞后效应，2019 年仍然处在准备金释放阶段。根据历史经验，过去十年保险行业实际投资收益率较十年期国债收益率平均上浮空间总体较为平稳。我们认为，十年期国债收益率若保持 3% 以上即可实现保险公司长期投资收益率假设。

● 投资建议：历史估值底部区域，中长期配置价值显现

当前时点，我们认为行业负债端压力基本出清，市场对于保费增速的关注逐步转向保费质量，未来行业将秉持回归保障、提高产品价值率的方向继续由量向质转型。同时，更加多元化的配置策略对冲长端利率下行压力，保障内含价值的真实和可靠性。在当前 2019 年 P/EV0.88 倍（3 月 1 日收盘价计算）的历史估值底部区域，我们看好保险板块的配置价值。

● 风险提示

1、利率环境持续恶化；2、保单增速放缓大于预期；3、行业转型面临困境；4、代理人增员放缓；5、资本市场波动大幅超预期影响投资业绩等。

行业评级

买入

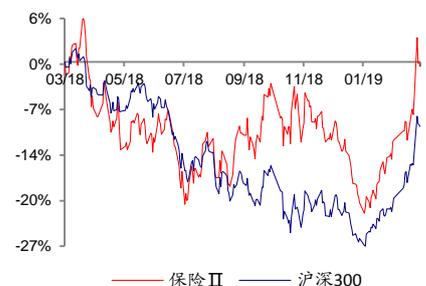
前次评级

买入

报告日期

2019-03-03

相对市场表现



分析师：

文京雄



SAC 执证号：S0260517060001



020-87572429



wenjingxiong@gf.com.cn

分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

请注意，文京雄并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

保险行业 2018 年概况：行业稳步发展，寿险公司保费实现正增长 2019-02-01

保险 II 行业：鼓励险资长期资金入市，维护资本市场稳定 2019-01-29

新华保险（601336.SH）：掌舵人卸任，关注公司后续发展策略 2019-01-17

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		P/EV(x)		ROE(%)	
				2019/3/1	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
中国平安	601318.SH	买入	人民币	72.39	-	5.99	6.96	12.09	10.40	1.28	1.08	20%	20%
新华保险	601336.SH	买入	人民币	52.33	-	2.72	3.67	19.26	14.27	0.88	0.70	12%	14%
中国太保	601601.SH	买入	人民币	35.30	-	2.21	2.69	15.94	13.14	0.96	0.83	13%	14%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心(采用3月1日收盘价计算)

目录索引

低利率大环境下，保险资管面临挑战	5
低利率环境下以固收资产为主的保险投资端或持续承压	6
海外经验：低利率下发达国家资产配置策略	10
利润空间挤压，险企估值受到冲击	10
注重资产负债管理，提升资产久期	12
提升海外配置，分散投资风险	15
提升股票权益占比，充分利用信用溢价	17
国内险企：多元配置应对低利率环境，投资收益率整体稳健	20
扩大非标资产占比，多元策略应对资产荒	20
与权益市场关联度更高，但总体投资收益率稳健	22
与国外行业投资收益率比较分析	23
投资建议：长期配置价值显现	24

图表索引

图 1: 各大经济体 10 年期国债收益率变动 (%)	5
图 2: 全球重要股票指数走势	5
图 3: 保险指数 (右轴) 与利率 (左轴、%) 关联度	5
图 4: 十年期国债收益率及 750 日均线	6
图 5: 我国保险行业净投资收益率与 10 年期国债收益率 (%)	7
图 6: 保险板块走势 (叠加沪深 300、十年期国债收益率)	8
图 7: 上市四家险企年化净投资收益率	8
图 8: 上市四家险企年化总投资收益率	8
图 9: 日本十年期国债收益率 (%)	9
图 10: 日本寿险有效保单 (百万件) 和终身保单 (百万件) 及占比	9
图 11: 美国保险公司 PB 估值 (倍) 与国债利率的变动	11
图 12: 日本保险公司 PB 估值 (倍) 与国债利率的变动	11
图 13: 美国寿险行业投资收益率与国债利率的变动 (%)	12
图 14: 美国寿险行业新增债券比例 (%) (按到期期限划分)	13
图 15: 美国寿险行业资产配置比例	13
图 16: 大都会人寿 (MET) 长期固收债券比例 (按到期期限划分)	14
图 17: 美国保险行业一般账户债券种类占比	14
图 18: 日本 10 年期国债利率走势 (%)	15
图 19: 日本保险行业境外投资 (十亿日元) 变化趋势	15
图 20: 日本保险行业投资收益率 (%)	16
图 21: 第一生命保险海外投资变化趋势	16
图 22: 英国保险行业境外投资 (百万英镑) 变化趋势	17
图 23: 英国 10 年期国债利率走势 (%)	18
图 24: 英国保诚资产配置比例	18
图 25: 英国保诚固收债券变化趋势 (以信用评级划分)	19
图 26: 美国国际集团固收债券变化趋势 (以信用评级划分)	19
图 27: 保险公司总投资收益率	20
图 28: 上市险企投资资产配置占比	21
图 29: 非标资产规模 (亿元)	21
图 30: 保险行业投资资产配置	22
图 31: 2016-2018 行业投资资产 (亿元) 及其他资产占比	22
图 32: 保险行业投资收益率与沪深 300 指数涨跌幅变动趋势 (%)	23
图 33: 国内外投资行业投资收益率对比	23
表 1: 欧洲主要保险市场的表现 (2014) (单位: %)	7
表 2: 日本寿险公司退出一览表 (单位: 亿日元)	10

低利率大环境下，保险资管面临挑战

自2008年金融危机以来，全球经济开始结构性调整。美国、欧盟和日本等主要经济体基准利率一度呈下行趋势，10年期国债收益率也均处于下降通道之中，日本的国债收益率甚至在2016年维持了将近10个月的负值。中国利率水平相对维持一定高位，但自13年开始也逐渐出现下行趋势。

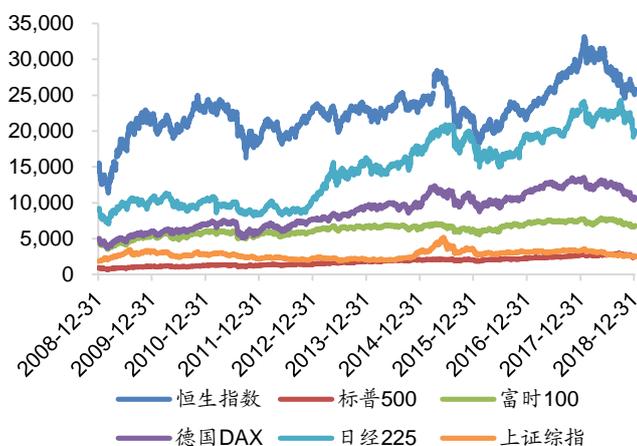
而保险业向来受经济和市场环境的影响较为明显。从保险股价走势来看，股价与利率之间总体保持较高的正相关性：利率上行，股价上涨；利率下行，股价回落。毋庸置疑，利率持续走低的形势及其相关的经济市场效应对保险业带来了极大的挑战。

图 1：各大经济体10年期国债收益率变动（%）



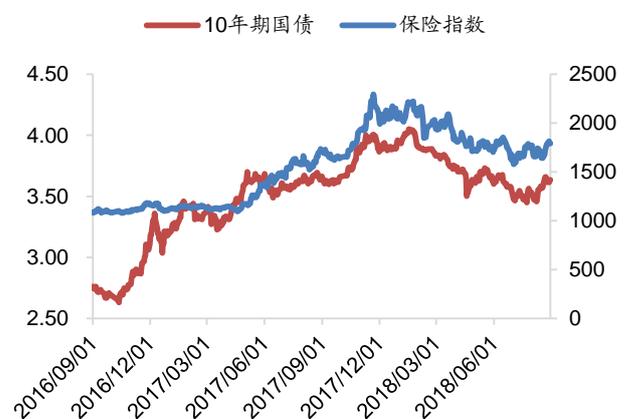
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2：全球重要股票指数走势



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3：保险指数（右轴）与利率（左轴、%）关联度



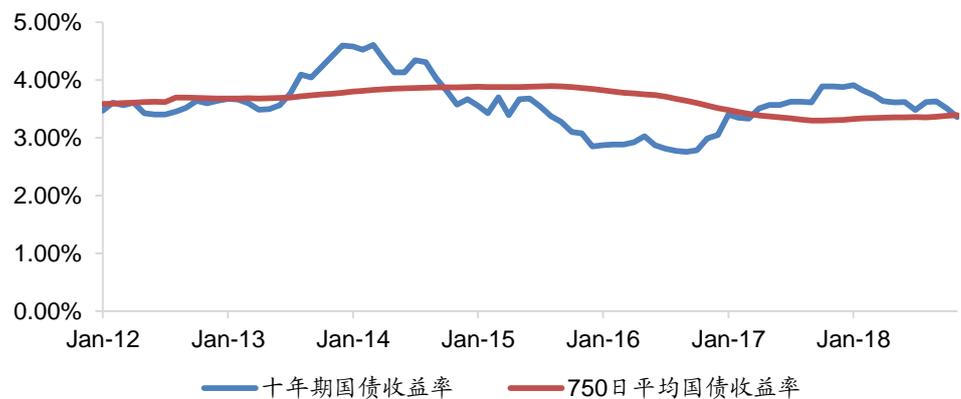
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

低利率环境下以固收资产为主的保险投资端或持续承压

作为保险精算假设中的重要参数之一，利率影响着保险产品的定价、准备金提存水平、市场需求、投资收益率及公司的盈利能力。

以10年期国债收益率及其750日移动平均线为参考标的，自2014年以来，我国国债十年期收益率经历了波动下行阶段。资管行业面临着资产荒的困扰，但保险行业处于较好的有利位置。2016年底，国债收益率有一定回升，但2018年初又开始转向下行。虽然750日平均国债收益率会有所延迟，但总体态势预计将为下降趋势。这意味着寿险公司将面临折现率下降、当期责任准备金计提上升的压力，进而对其利润空间产生影响。

图 4：十年期国债收益率及750日均线



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

在利率下行阶段，保险公司对于市场的反应（例如调整预定利率假设等行为）存在滞后。即保险公司调整其在低利率来临前采用的高定价利率的行为与市场实际利率的下降存在时间差。在这一时间差内出售的保单可能给公司带来利差损，进而挤压公司盈利空间。

然而，利率下行给保险公司盈利带来的压力远不止于调整滞后的时段内销售的保单。由于保险行业产品性质所决定其特殊的“长钱短投”的资金运用模式以及其负债（产品）期限较长的特点，寿险公司一般存在着负债久期缺口。因此，受负债期限长和近几年保险市场负债端保费规模高速增长的双边影响，大量在利率较高环境下销售的具有较高保证利率的寿险产品还未到偿付期且占比较大，这一部分产品会在低利率环境下给公司带来巨额的利差损。

2019年开年，受复杂环境影响，国内大部分寿险公司谨慎推出利率为4.025%的年金产品。国内大型寿险中，只有中国人寿的产品仍推出了这一利率上限产品；但也同时考虑到低利率的市场环境，国寿表示虽然会持续推出，但会进行限量销售，并持续关注利差损风险。另外，早在2014年，就已经出现了投资差价为负的现象。根据中国保险资产管理业协会调查，在欧盟Solvency II的计量标准下，持续低利率的情况将导致约24%的保险公司无法满足对保单持有人承诺的最低保障利益。

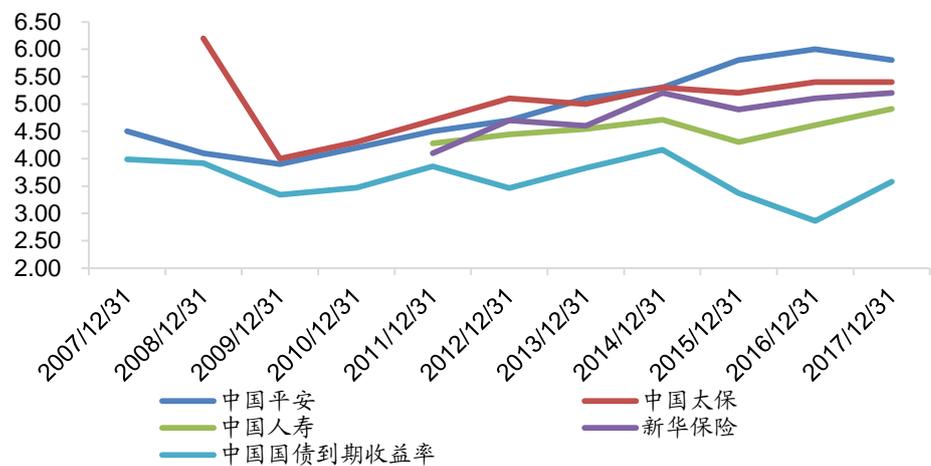
表 1: 欧洲主要保险市场的表现 (2014) (单位: %)

国家	久期缺口	平均保证利率	保证利率产品占比	投资差价
德国	>10 年	3.1	75	-0.4
瑞典	>10 年	3.3	70	-0.5
奥地利	>10 年	3.0	58	0.9
荷兰	5.5 年	3.6	40	0.2
法国	4.75 年	0.5	N.A.	1.1
丹麦	4.75 年	2.6	74	0.1
西班牙	<1 年	3.85	N.A.	1.1
意大利	<1 年	2.5	N.A.	0.6
爱尔兰	<0 年	1.5	N.A.	1.3
英国	<0 年	0.5	19	-0.1

数据来源: IAIS、广发证券发展研究中心

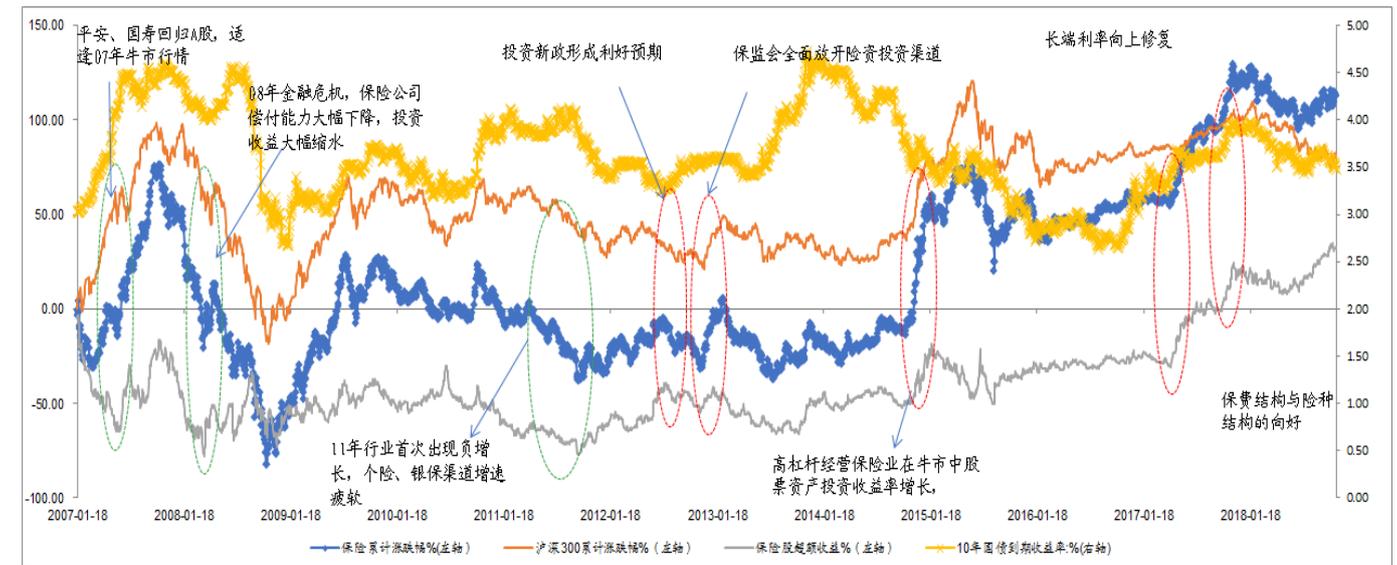
另外, 低利率环境下的投资收益率也呈下降趋势, 多个因素综合导致保险企业资产负债匹配难度和盈利压力加大、利差损和流动性风险增加、风险管控难度提高。从历史行情分析, 保险板块总体和大盘保持一定贝塔属性, 但在利率波动较为明显区间, 独立行情更为显著, 2017年板块独立行情的催化剂即利率持续走高。

图 5: 我国保险行业净投资收益率与10年期国债收益率 (%)



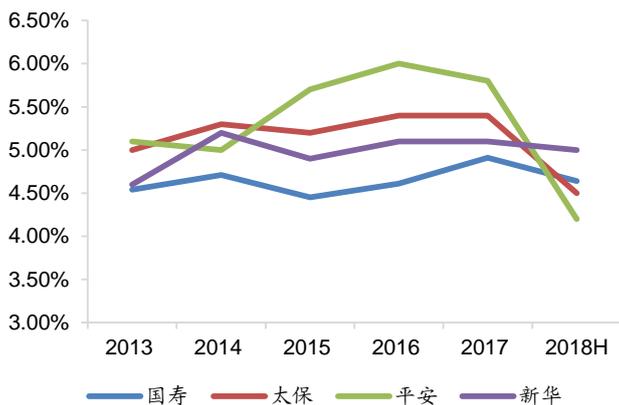
数据来源: 公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

图 6：保险板块走势（叠加沪深300、十年期国债收益率）



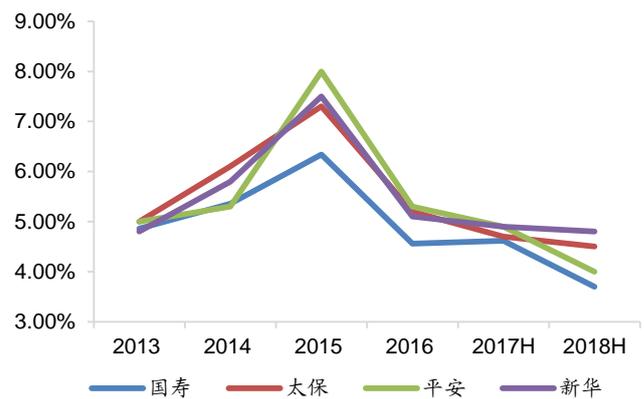
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图 7：上市四家险企年化净投资收益率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

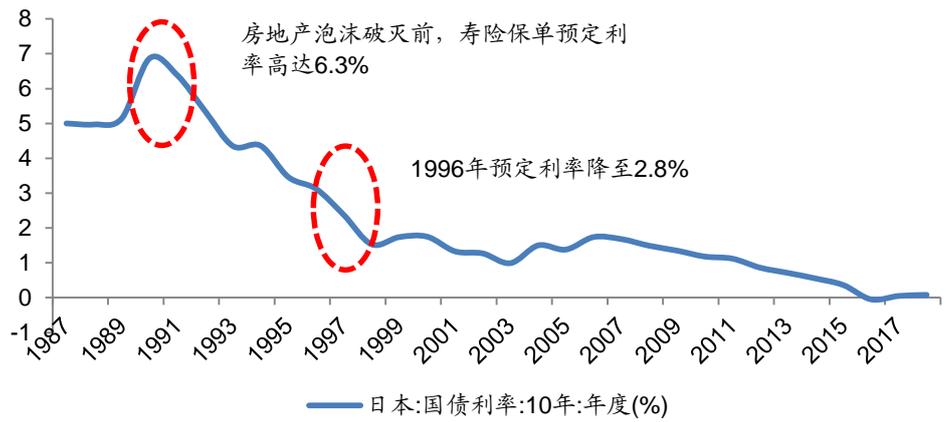
图 8：上市四家险企年化总投资收益率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

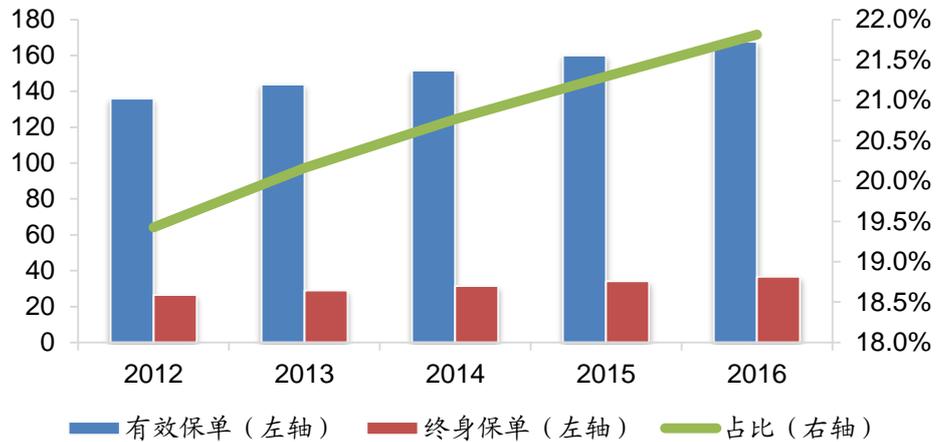
一场低利率给保险业带来的典型灾难发生于20世纪90年代的日本。当时，日本政府于经济泡沫后长期推行低利率政策，使得众多寿险公司投资收益率下滑的同时未来得及调整保单保证利率，从而产生了巨额的利差损。而经济状况持续未见好转，导致利差损逐渐累积，最终导致多家寿险公司破产和倒闭。数据显示，1996年以后，日本寿险保单预定利率从泡沫破灭前的6.3%骤降至2.8%，同时，长期的低利率环境间接导致保险行业投资收益率维持低位。2009-16年，日本寿险行业投资收益率仅有1.79%-2.58%。考虑日本寿险保单中长期保单占比较大，尤其是终身寿险较受欢迎，则当期设定的较高预定利率和后期低利率环境下形成的利差损维持时间相应较长，对险企造成的负面压力也远超当时预期。

图 9: 日本十年期国债收益率 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 10: 日本寿险有效保单 (百万件) 和终身保单 (百万件) 及占比



数据来源: LIAJ、广发证券发展研究中心

表 2: 日本寿险公司退出一览表 (单位: 亿日元)

	退出经营时间	资产	负债	接管保险公司
日产生命	1997 年 4 月	18227	21256	Prudential
东邦生命	1999 年 6 月	21900	28400	AIGEdison
第百生命	2000 年 5 月	13000	16176	Manulife
大正生命	2000 年 8 月	1545	1910	大和生命
千代田生命	2000 年 10 月	22330	28280	AIGStar
协荣生命	2001 年 10 月	37250	44145	Gibraltar
东京生命	2001 年 3 月	6900	7632	T&DFinancial
大和生命	2008 年 10 月	2580	2695	Prudential, Gibraltar
日产生命	1997 年 4 月	18227	21256	Prudential
东邦生命	1999 年 6 月	21900	28400	AIGEdison

数据来源: 日本金融厅、广发证券发展研究中心

实际上, 低利率对不同保险的影响程度存在差异。因为非寿险行业的负债久期相对较短, 资产负债匹配程度较高, 所以非寿险对利率的敏感程度往往较寿险更低。从保险种类来看, 储蓄性产品受到的冲击会大于消费型产品, 尤其对于年金业务, 低利率导致其现值上涨, 价格提高, 吸引力降低。所以, 以年金业务为主的保险机构或面临持续的市场萎缩和更加激烈的竞争。

海外经验: 低利率下发达国家资产配置策略

利润空间挤压, 险企估值受到冲击

利率下行意味着保险公司责任准备金的贴现率下降, 面临着增提保险合同准备金的压力, 进而挤压保险公司的利润空间。并且保险公司需要应对利率下行阶段资产的再投资风险。利率对保险公司利润的冲击将直接影响保险公司在估值端的表现。

就美国市场而言, 将美国国债利率与美国代表性保险企业PB估值对比, 我们可以看到: 在2014年至2016年中期, 美国国债利率下行压力明显。以寿险为主的保险企业估值首当其冲, 其中大都会人寿、家庭人寿保险和林肯国民等险企的估值都呈下行趋势, 与国债利率存在极强的关联性。而美国国际集团、伯克希尔哈撒韦和美事达保险等以财险为主的保险公司由于资产负债久期敞口较小, 再投资风险较低, 受到利率下行的影响较小。2016年至2017年初, 美国国债进入加息通道, 大都会人寿和林肯国民的估值在此期间明显上扬, 其他险企估值也有不同程度的提升。整体而言, 美国国债利率与美国保险公司的企业估值存在较强的相关性。

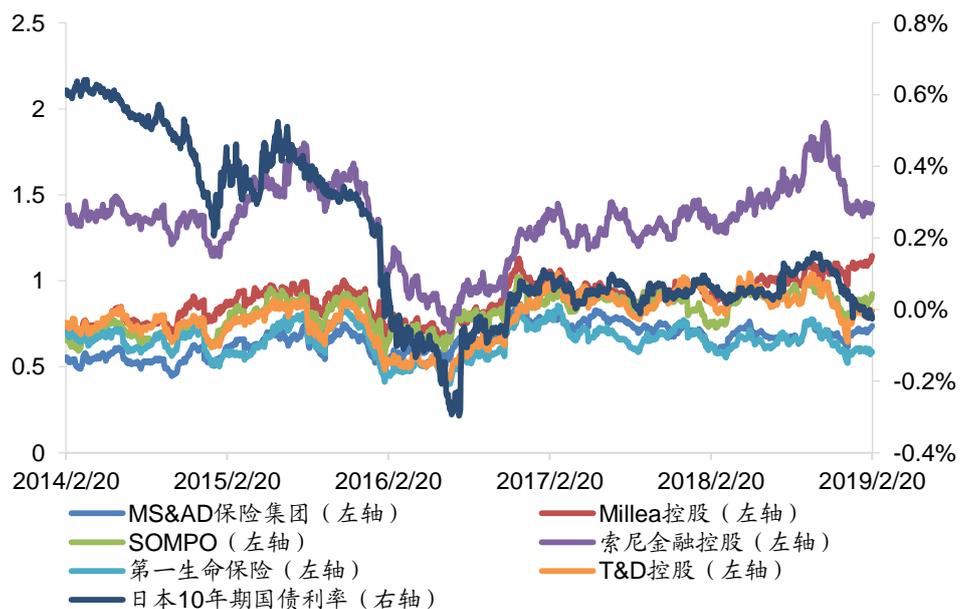
图 11: 美国保险公司PB估值 (倍) 与国债利率的变动



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

在日本市场，我们通过选取日经 225 内所囊括的 6 家保险公司的估值与日本利率市场走势对比发现：2014 年至 2016 年日本国债利率下行阶段，日本保险公司 PB 估值与日本国债利率走势趋同。其中较为典型的是索尼金控（旗下拥有寿险、财险、银行业务），在日本国债利率较为平稳阶段，其估值一直处于行业较高水平。但受日本国债利率下行的影响，其估值在 2016 年底降至谷底。在 2016 年之后，日本国债利率回调并趋于平稳，日本保险公司估值稳步提升，索尼金控估值大幅上涨，回调到先前的较高水平。

图 12: 日本保险公司PB估值 (倍) 与国债利率的变动



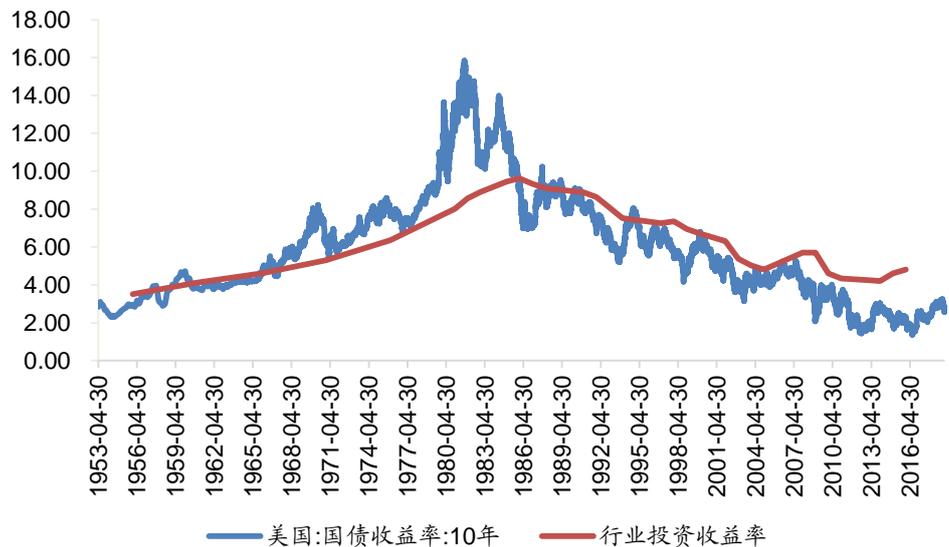
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

注重资产负债管理，提升资产久期

在经济低增长、低利率的环境下，保险公司的资产端重心是将资产与负债匹配。在不影响固收主体地位的前提下，保险资金管理配置在策略上可适当减少债券投资等。虽然在利率下行的初期固收类资产的市场价值会有所上升，但由于保险负债长期性的特点，长端利率的下行势必会增加企业资产的再投资风险。因此，保险公司在保证固收类投资稳定收益的同时，要适当增加资产久期、合理利用金融衍生品，从而在匹配负债现金的基础上，获得更高的非流动性风险溢价。

20世纪80年代起，美国市场利率开启一轮长期下行走势，固收类产品收益率整体随之下行。由于优化配置结构，美国寿险行业投资收益率较为稳定，下滑幅度显著小于国债利率下滑幅度。

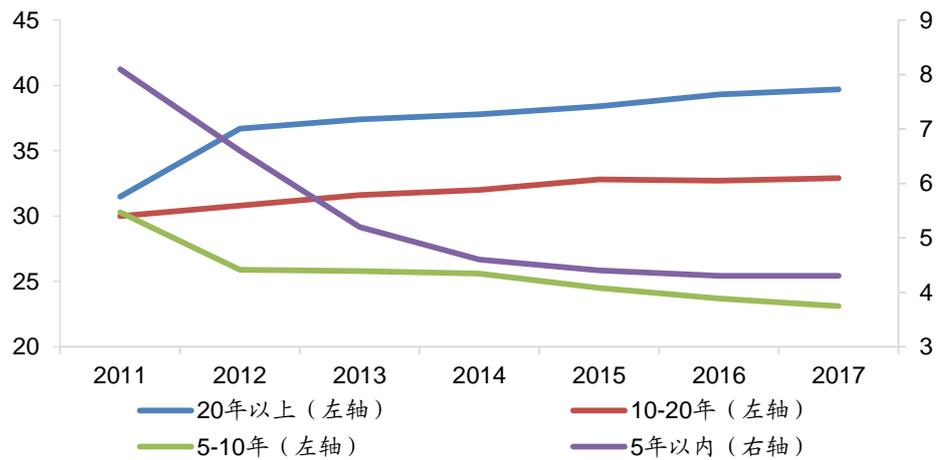
图 13: 美国寿险行业投资收益率与国债利率的变动 (%)



数据来源: ACLI、Wind、广发证券发展研究中心

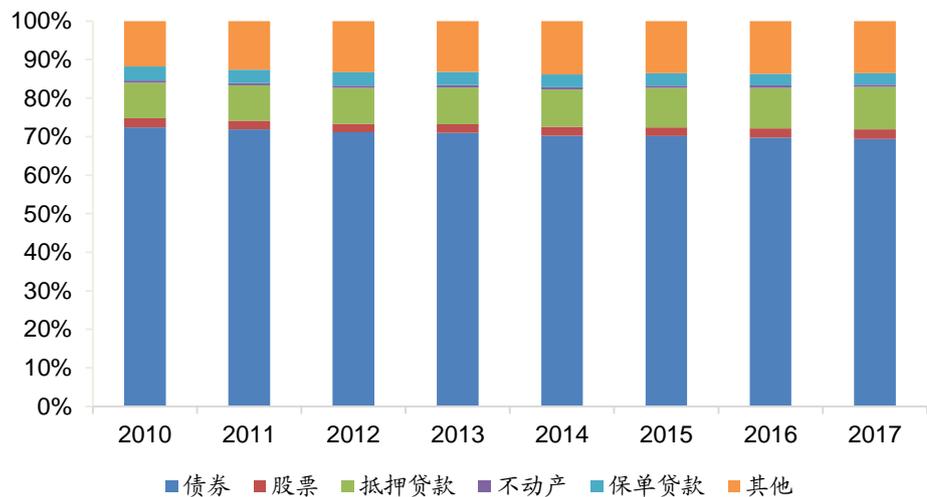
针对利率下行压力，美国寿险行业近年显著加强资产负债管理。其中，在负债端，寿险企业注重调整保险产品结构，降低产品保证利率，避免市场和利率的波动对保险公司的收益造成重大冲击。在资产端，调整资产配置策略，增配超长期债券，降低资产负债久期缺口。近年美国寿险企业新购债券中，5年以内的短期债券显著降低，10-20年以及20年以上的占比越来越高。此外，美国保险业缩减了债券投资比例扩充了其它类资产投资。2010年债券投资占比为72.41%，下降到2017年69.39%。

图 14: 美国寿险行业新增债券比例 (%) (按到期期限划分)



数据来源: ACLI、广发证券发展研究中心

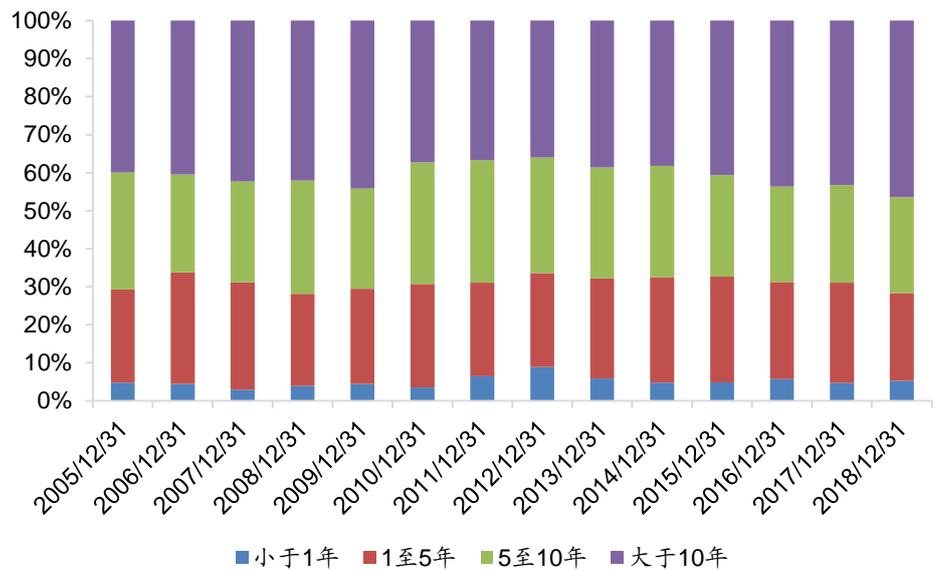
图 15: 美国寿险行业资产配置比例



数据来源: ACLI、广发证券发展研究中心

就美国寿险典型代表大都会人寿 (MET) 而言, 在固收资产配置中, 其长期固收债券 (10年期以上) 占比较高, 能较好的匹配负债端因利率变动带来的风险。从 2005至2008年底, 其长期固收债券占比稳步提升, 以较好应对利率下行压力。2009年初至2010年底, 美国国债利率下行压力变缓, 其将更多资产配置于短期债券。而后面临新一轮美国国债利率下行压力, MET在长期固收债券上的配置占总固收比例稳步攀升, 占比到达高点。

图 16: 大都会人寿 (MET) 长期固收债券比例 (按到期期限划分)

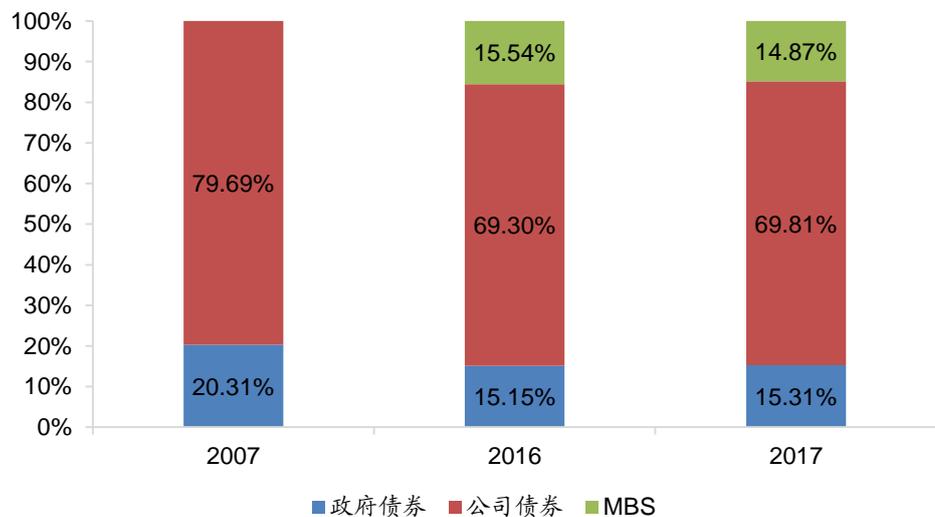


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

值得注意的是, 低利率下的债券分类品种中, 政府债券占比逐渐减少。主要是因为受到低利率环境的影响, 政府债券的投资回报率有所下降; 同时伴随着债券市场的创新发展, 成熟的信用债券市场中的企业债券或其他债券种类投资回报率往往会高于政府债券。因此, 配置新型债券成了保险公司在风险可控范围内, 中和信用风险和资本收益率、优化资产负债管理的重要手段。

美国新增的MBS债券发展势头也非常迅猛。与十年前相比, 美国险企投资的政府债券的占比下降了5%左右, 公司债券占比下降了10%左右, 而新增的MBS债券占比从无到有, 2017年占比为14.87%。

图 17: 美国保险行业一般账户债券种类占比

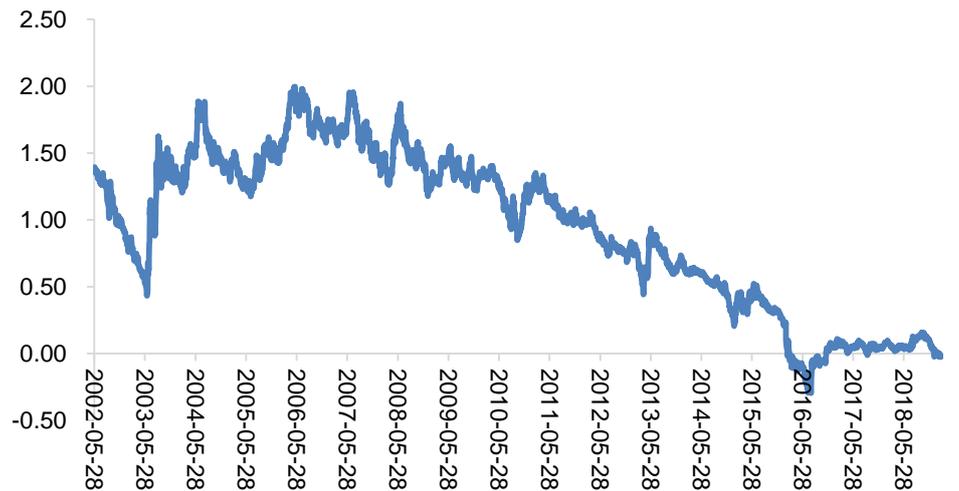


数据来源: ACLI、广发证券发展研究中心

提升海外配置，分散投资风险

保险公司扩充境外投资的根本目的依旧是以分散风险为主，以赚取高于本国市场的投资收益率为辅。在低利率的过渡期间，日本、英国等地区险企的境外投资总量都呈现逐步上升的趋势。日本市场自房地产泡沫破灭以后，日本保险企业一直处于低利率环境中。2007年起，日本进入了新一轮降息通道，2016年国债利率甚至跌至负利率，之后国债利率虽有回调，但利率下行风险仍处于较高水平。

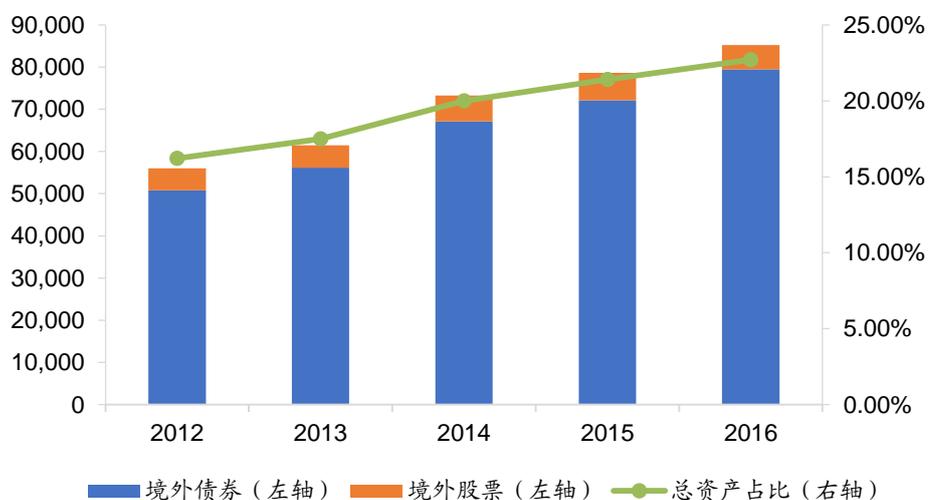
图 18: 日本10年期国债利率走势 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

就日本保险行业整体而言，为寻求更好的投资机会，保险企业境外投资显著增加。自2012年至2016年，日本境外投资占总资产的比例由16.20%稳步上升至22.70%，其中，境外债券比境外股票的上升幅度更为明显。

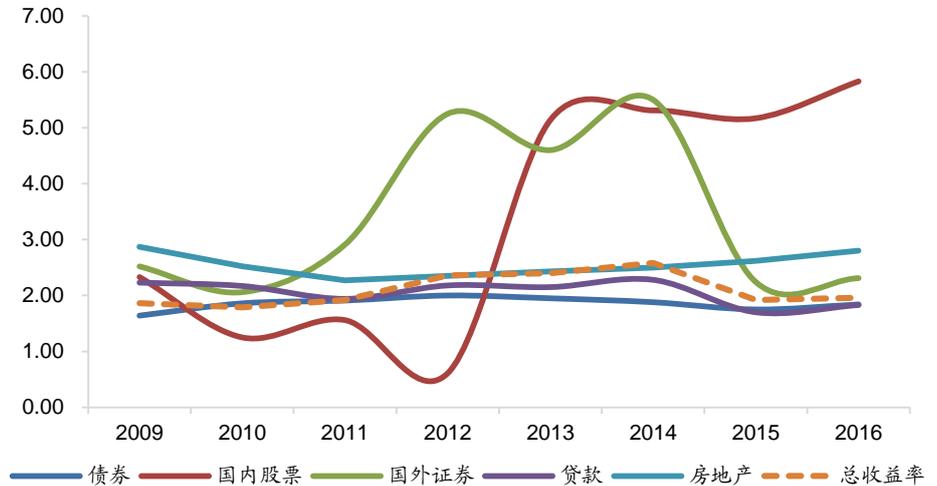
图 19: 日本保险行业境外投资 (十亿日元) 变化趋势



数据来源: LIAJ、广发证券发展研究中心

日本境外投资收益也较为可观，数据显示，国外证券整体收益虽然波动较大，但是投资收益率高于行业整体投资收益率，并且在2012年至2014年表现尤为抢眼，给日本保险企业带来了高额收益。

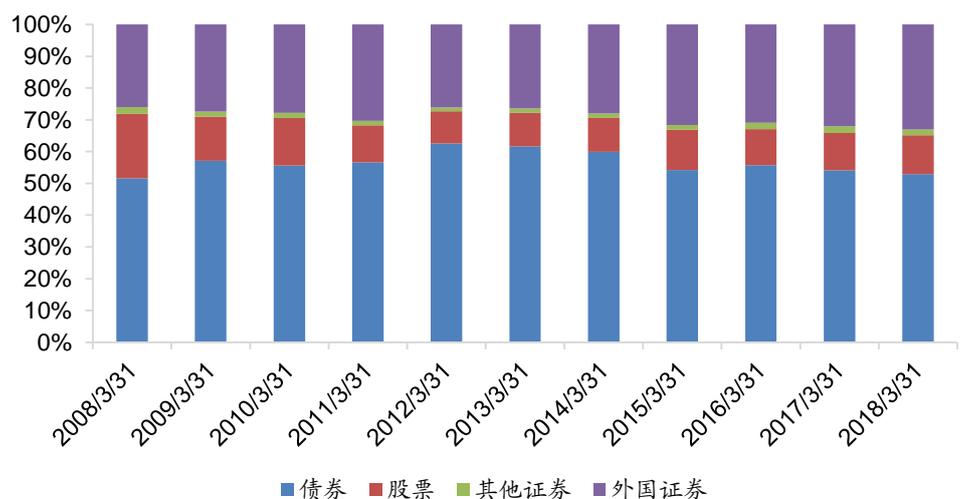
图 20: 日本保险行业投资收益率 (%)



数据来源: LIAJ、广发证券发展研究中心

以日本保险企业第一生命保险为例，其海外投资占比在2008至2011年间稳步上升。2011年受日本国债利率加息影响，第一生命保险公司大幅提升了政府债券持有比例，海外投资占比略有下降。但2012年后，随着日本国债利率进一步下行，第一生命保险公司的海外投资占比稳中有增，维持在较高比例。

图 21: 第一生命保险海外投资变化趋势

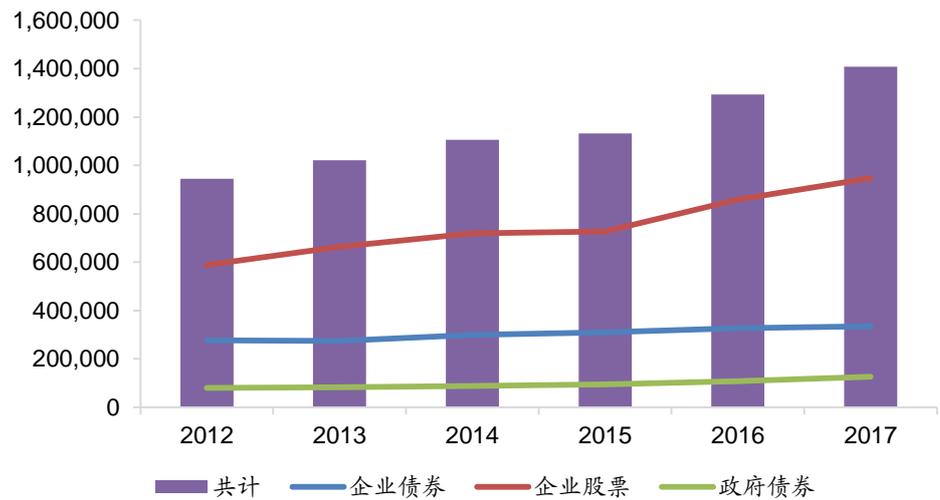


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

英国作为老牌发达保险市场，对境外投资的运用更加娴熟。2012年至2017年，

英国险企的境外投资（包括境外企业股票、债券、政府债券）由9445.9亿英镑增至1.4万亿英镑。其中企业股票增长态势尤为迅猛，四年达到了61.03%的增幅，市值占比从62.26%上升至67.24%。并且，由于美国成熟且相对稳定的投资市场和更高的投资收益溢价保持着对全球公司的吸引力，英国保险企业境外投资的主要的市场是美国。这一点也可以从美国的境外投资整体比重较小得到佐证，因为其自身资本市场发达，境内投资已经能基本满足保险公司的资产配置需求。

图 22: 英国保险行业境外投资（百万英镑）变化趋势

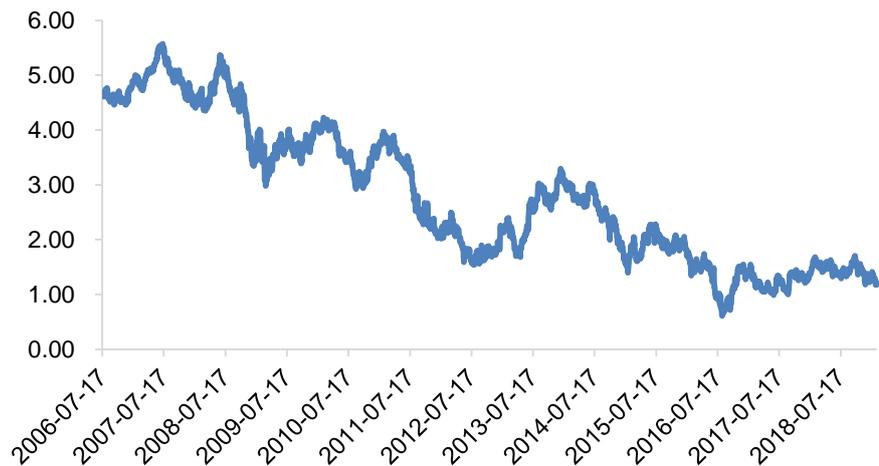


数据来源：Office for National Statistics、广发证券发展研究中心

提升股票权益占比，充分利用信用溢价

英国国债利率变动可以分为两个阶段，2008年金融危机之前，利率相对稳定，维持在较高水平。自2008年金融危机之后，英国国债利率一度下降到2012年的1.5%，虽然2013年期间有所回升，但2014年至今，国债利率持续走低，下行压力增大。

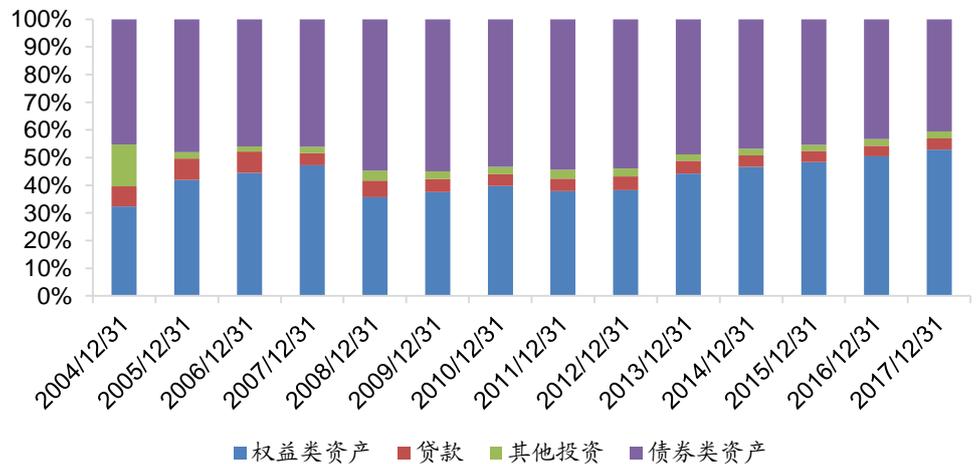
图 23: 英国10年期国债利率走势 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

以英国保诚资产配置为例, 在2008年以前利率相对稳定期间, 其股票权益投资占比稳步提升。但受2008年金融危机的影响, 股票权益资产从绝对量上迅速萎缩, 而固定收益资产较为稳定, 致使其股票权益资产占比显著下降。但金融危机过后, 英国国债利率开始步入下行通道, 英国保诚进一步调整其资产配置, 相股票权益投资方面转移, 以获取较高的收益。

图 24: 英国保诚资产配置比例

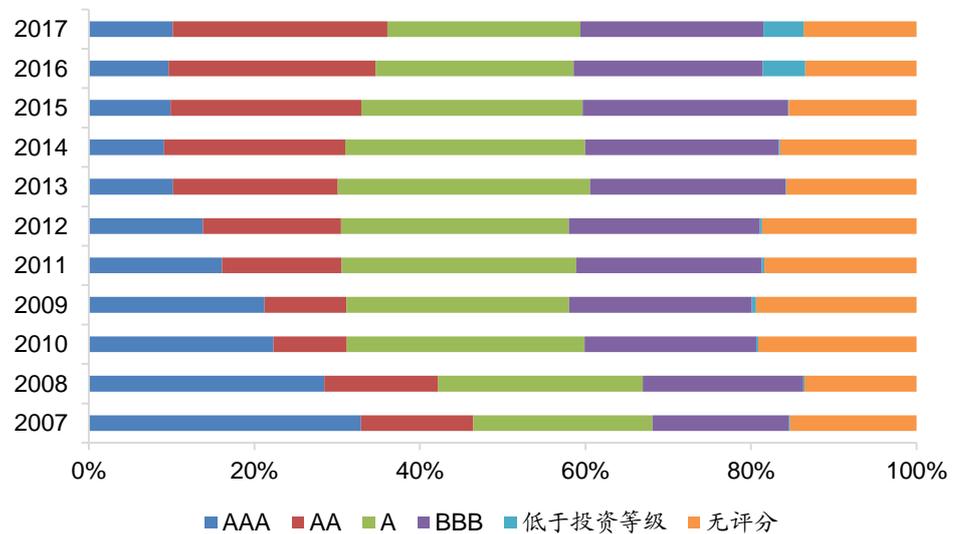


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

此外, 在占比较高的固定收益投资中, 另外一个值得关注的现象是较低信用评级的债券投资配置占比逐步上升, 这是保险公司均衡考量投资收益与市场风险之后的结果。因为在低利率环境下, 保险公司需要采取措施提高预期投资收益, 从而提高资产负债匹配度。而在合理范围内, 适当提高自身的风险暴露程度和接受信用评级较低的金融产品是保险公司通常会采取的措施。其中英国保诚在2007年至2017年间, 显著降低了AAA级固收债券的持有比例, 更多的以AA级债券替代AAA质量评级

方面的固收债券，提升固收债券收益。并且近年两年间，英国保诚对质量评级投资级以下固收债券的持有比例显著增加，以追求更高的超额收益。

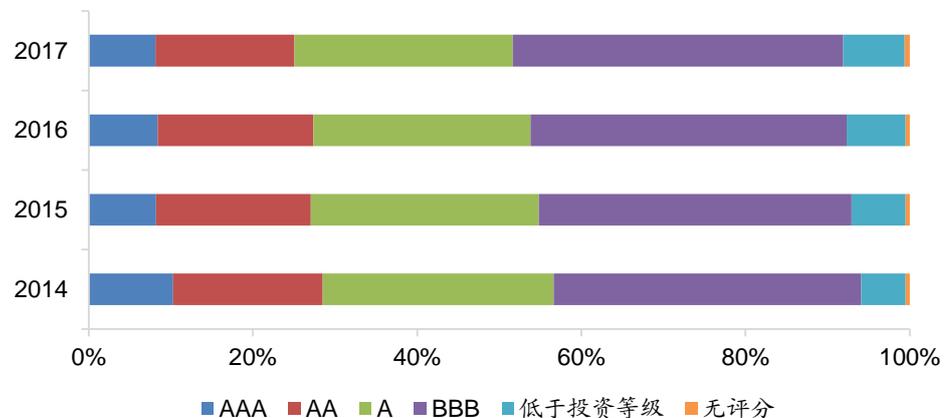
图 25: 英国保诚固收债券变化趋势 (以信用评级划分)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

美国国际集团 (AIG) 也通过充分利用信用溢价, 获得更高收益。自2014年来, AIG所持有的AAA级和AA级证券信用评级占比整体减少, 分别由2014年占比10.24%、18.25%下降至2017年的8.13%、16.93%。而信用较低的BBB级和低于投资等级范围内的投资占比逐步上升。由37.46%和5.41%增至40.23%和7.50%。公司在这一过程中利用投资资产的信用价差扩大了信用溢价, 在一定程度上缓冲了低利率对公司投资收益率的影响。

图 26: 美国国际集团固收债券变化趋势 (以信用评级划分)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

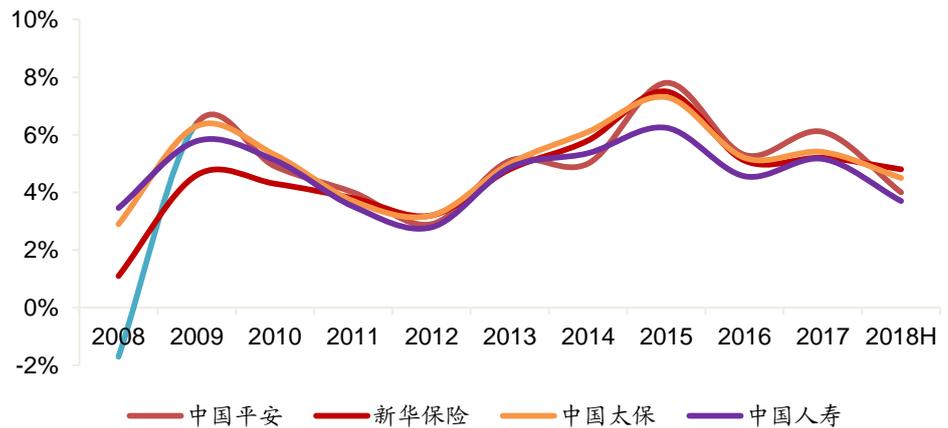
国内险企：多元配置应对低利率环境，投资收益率整体稳健

扩大非标资产占比，多元策略应对资产荒

2016年行业为集体应对低利率资产荒风险，非标类资产占比快速上升，由2016年30.43%增长至2018年39.08%。然而，国内保险市场投资收益率总体上仍然对资本市场表现关联度更大。

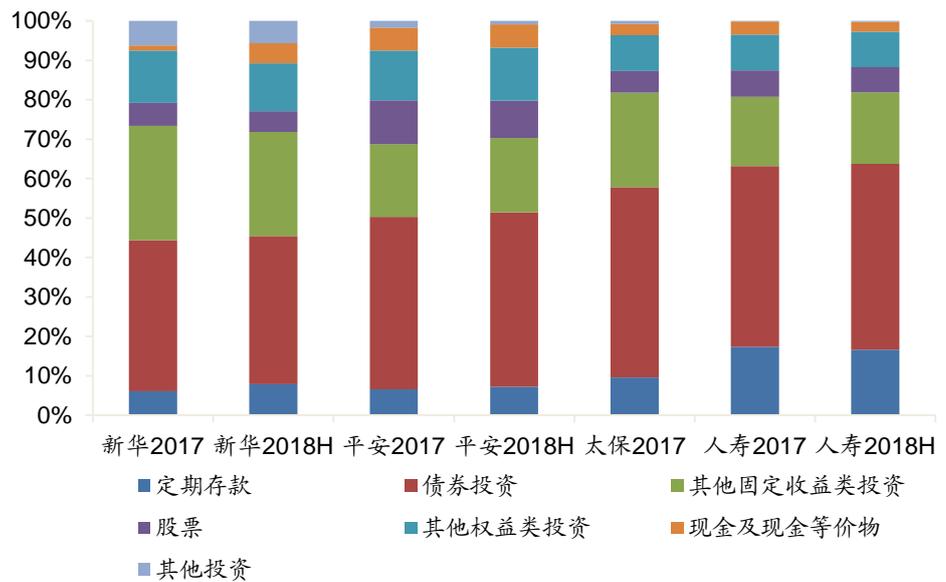
截止2018上半年，因资本市场环境复杂，保险投资端表现也受到一定冲击。四家公司年化总投资收益率为3.7%-4.8%，均出现下行趋势。从资产结构上看，权益类资产占比明显下降，现金定存类有所上升。同时，年初以来国债收益率持续下行，新增债券投资收益受到影响。非标类资产占比为11.7%-31.8%，其中新华保险非标资产占比下降3.2个百分点。受2018上半年信用债等风险影响，险企非标类资产规模和比例未进一步上升，保险资金配置结构未大幅变动，整体保持抗风险组合。

图 27：保险公司总投资收益率



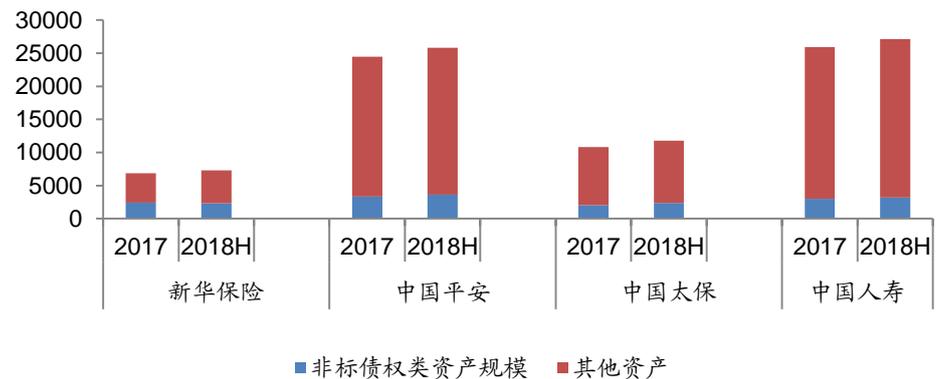
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 28: 上市险企投资资产配置占比



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

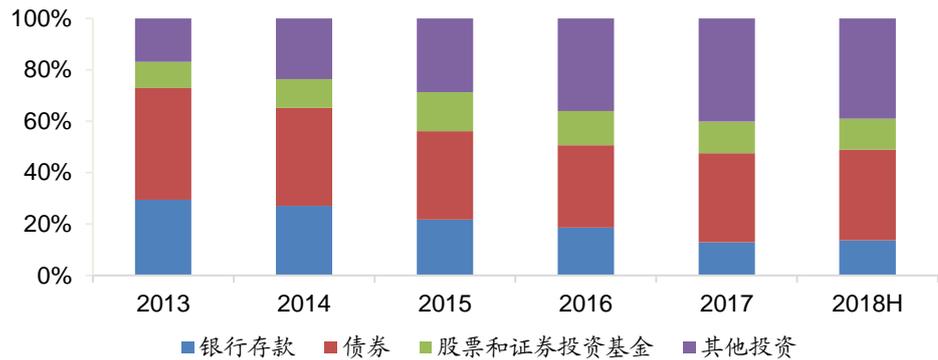
图 29: 非标资产规模 (亿元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

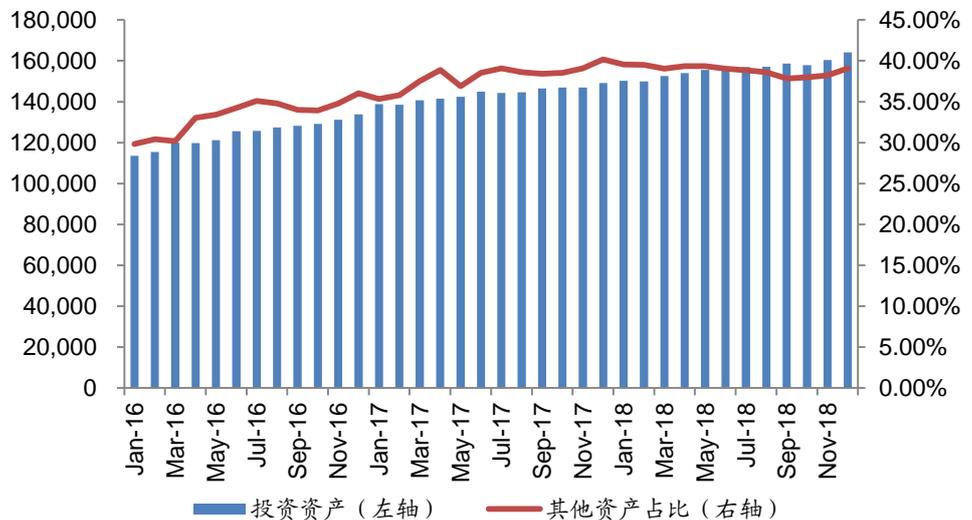
受大环境影响, 险企资产配置管理结构总体平稳但有所微调。2018年上半年, 股票和证券投资资金占比自2015年来逐年小幅下降。投资金额为18811.6亿元, 占比为11.99%。银行存款和债券占比均小幅上升, 分别由2017年底12.92%、34.59%上升到13.65%和35.3%。险企为规避风险, 加强风险把控, 加大了固定收益类和较为稳健的银行存款配置。

图 30: 保险行业投资资产配置



数据来源: 银保监会、广发证券发展研究中心

图 31: 2016-2018行业投资资产 (亿元) 及其他资产占比



数据来源: 银保监会、广发证券发展研究中心

与权益市场关联度更高, 但总体投资收益率稳健

我国保险公司投资收益率与权益市场表现具有较强的相关性。具体而言, 根据我国股票市场的走势情况, 可分为以下3个周期:

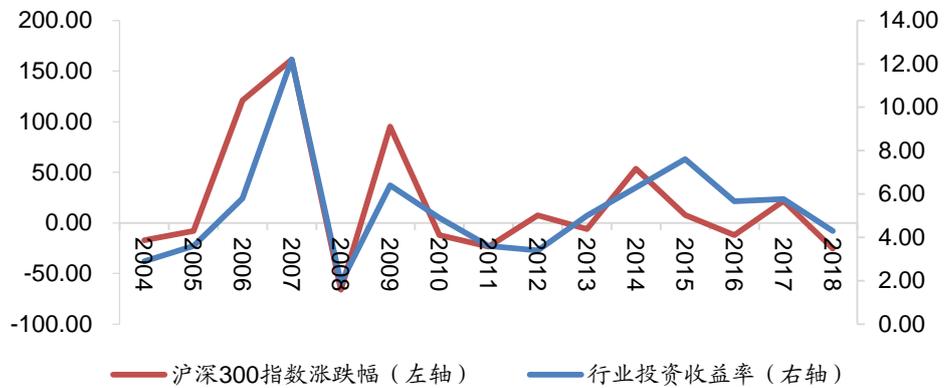
第一周期: 2004至2009年。2004年至2007年, 我国股市进入大牛市, 沪深300指数振幅从2004年的负8%飙升到2007年的161%。保险行业投资收益率也大幅提升, 从4%升至2007年的高点12%。但是2007年至2009年, 在次贷危机下, 股市大跌, 沪深300指数跌幅高达66%, 保险行业投资收益率也下降到1.9%。

第二周期: 2009年至2014年。2009年深沪300在触底后反弹, 随后进入小幅波动周期。保险行业投资收益率随着资本市场相对波动, 整体趋于稳定。

第三周期: 2014年至今。随着2014年11月份降息开启的牛市, 沪深300指数进一步拉升, 保险行业投资收益率也显著提升至2015年的7.6%。但随后的股市数轮下跌对保险行业投资收益率带来了不小冲击, 投资收益率将至2018年的4.3%左右。

整体而言，我国保险公司与权益市场关联度极高，受权益市场影响程度较大。我国权益市场处于发展阶段，较为不成熟，震动幅度较大，但我国保险行业投资收益率相较于权益市场大幅波动而言还是相对稳健。

图 32: 保险行业投资收益率与沪深300指数涨跌幅变动趋势 (%)

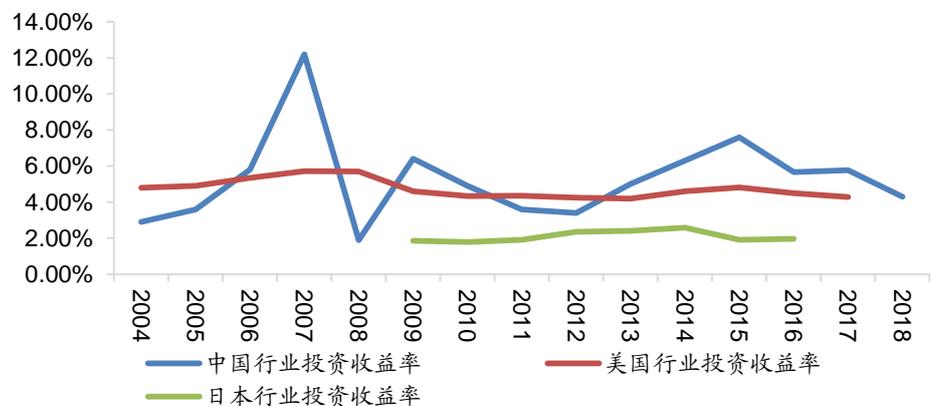


数据来源：银保监会、Wind、广发证券发展研究中心

与国外行业投资收益率比较分析

通过对我国保险行业投资收益率与美国、日本行业投资收益率对比而言，我们可以看到：1) 我国保险行业投资收益率整体处于较高水平，与美国近年行业平均投资收益率相近，但远远高于日本行业投资收益率。2) 我国保险行业投资收益率波动幅度较大，愈趋稳定。就2008年金融危机而言，美国保险行业受到重挫，其投资收益率虽有下跌，但仍处于较高水平。而我国受2008年市场波动明显，行业收益率振幅高达10个百分点。总体而言，我国保险行业投资端存在着足够的利润空间，具有较好的发展前景，但也说明我国保险行业在资产配置方面与美国、日本等发达保险市场间还存在一定差距，存在较大潜力，尤其是资产多元化渠道上仍可借鉴海外。

图 33: 国内外投资行业投资收益率对比



数据来源：保监会、ACLI、LIAJ、广发证券发展研究中心

投资建议：长期配置价值显现

保险板块在2017年独立行情后进入明显调整期，当前板块估值已经逼近历史低点。受134文影响，行业承保端2018年均受到不同程度冲击，保费增速和新单增速均出现明显回落。当前时点，我们认为负债端压力基本出清，市场对于保费增速的关注也逐步转向保费质量的关注，未来行业也将秉持保险回归保障，提高产品价值率的方向，继续由量向质转型。

投资端，虽然近期国债收益率持续走低，但由于750日均线有滞后效应，2019年仍然处在准备金释放阶段。根据历史经验，保险公司实际投资收益率约为十年期国债收益率上浮200BP，即十年期国债收益率保持3%以上即可实现保险公司长期投资收益率假设。

综上，我们判断板块负债端压力逐步出清，资产端风险相对可控，结合当前估值相对低位，板块仍然具备长期配置价值。

风险提示

1、利率环境持续恶化；2、保单增速放缓大于预期；3、行业转型面临困境；4、代理人增员放缓；5、资本市场波动大幅超预期影响投资业绩等

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：南开大学硕士，4年证券行业工作经验。曾在中银国际证券担任非银金融行业分析师。2018年进入广发。
- 商 田：分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。