

行业研究/深度研究

2019年03月04日

行业评级:

非银行金融 增持(维持)
保险 II 增持(维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

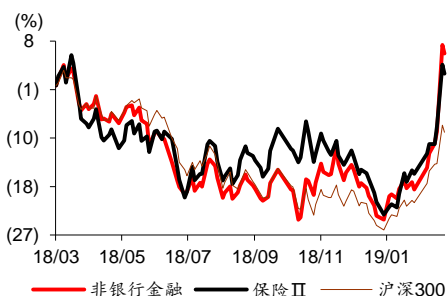
陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

刘雪菲 执业证书编号: S0570517110003
研究员 0755-82713386
liuxuefei@htsc.com

相关研究

- 1《非银行金融: 奠定监管基调, 引导行业改善发展》2019.02
- 2《非银行金融: 投资端持续改善, 价值增长前景可期》2019.02
- 3《非银行金融/银行: 正向效应加速, 把握金融板块机会》2019.02

一年内行业走势图



资料来源: Wind

跨越周期, 把握资产配置新脉搏

保险行业投资端深度研究

学习先进经验, 把握资产配置新脉搏

保险资金投资受利率与资本市场波动影响较大, 长端利率今年以来逐步抬升, 资本市场制度改革催化行情持续向好, 保险资金是否可以一改去年的悲观预期, 持续保持乐观是市场关注的重点。通过学习美国和日本保险资金投资端获取稳定收益的先进经验, 我们认为国内险企投资端边际向好, 可通过跨越周期, 把握资产配置的新脉搏。上市险企当前估值处历史低位, 对板块维持增持评级, 个股推荐新华保险、中国人寿、中国太保。

美国: 发达成熟市场下的寿险业资产配置

美国是保险业最发达的国家之一, 其资产配置端具有投资结构多元化、配置模式成熟、长期投资收益稳健的特点。投资端根据资金来源分为一般账户和独立账户, 其中一般账户以债券配置为主, 期限利差扩大时通常增配长期债券, 信用利差走宽时增配高收益企业债; 独立账户以股票配置为主, 根据市场走势调整持仓比例。总的来看, 投资渠道的多元化保证了其风险的适度分散, 合并账户保持在4%以上的稳健收益。

日本: 经济低迷, 如何优化资产配置突破窘境

在日本国内经济低迷、利率下行的情形下, 日本寿险业投资端的收益率一直处于低位, 维持在1.8%-2.6%区间, 但与同期10年期国债收益率相比仍可获得超额收益, 且超额收益呈逐年增长的趋势。日本寿险业资产仍以债券为主要配置, 同时不断增配海外资产, 以降低国内低利率环境的压力, 来获取更高的超额收益。此外, 在利差支撑力减弱并出现利差损的情形下, 日本寿险业加快盈利结构转型, 依靠死差和费差, 继续保持寿险业较为可观的盈利能力。

优化债券配置结构, 把握非标配置机遇

国内保险投资端的资产配置不断推进创新, 寻找符合自身情况的资产配置结构, 探索收益率的稳健和持续性。我们认为在当前利率回升的环境下, 应逐步减少长期债券比例, 此外信用利差下行趋势也表明应增配高信用等级企业债券。保险资金在非标资产选择上拥有一定的话语权, 可抓住结构调整的机遇, 积极增配长期限优质的非标资产。

负债端压力可控, 投资端改善向好, EV 稳健增长有望保持

三维度展望: 1) 利率: 经济发展从追求速度向质量的转型, 经济增长仍有较好的支撑, 长端利率维持一定的中枢水平, 不会出现大幅下行态势。2) 权益端: 资本市场改革加速推进, 直接融资是未来发展大方向, 权益市场整体呈向上态势。3) 非标资产: 险资对于长久期非标资产拥有较强的议价能力, 在风险可控的前提下有望获得超额收益。当前时点, 负债端预定利率整体可控, 存量高现价产品压力已基本释放, 投资端处于区间波动状态, 今年呈现改善迹象, 行业大概率不会出现全面利差损局面, 内含价值稳健增长的持续性有望保持。个股上推荐新华保险、中国人寿和中国太保。

风险提示: 市场波动风险、利率与政策风险、技术风险、消费者偏好风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
601336	新华保险	52.33	买入	1.73	2.53	3.16	3.89	30.33	20.67	16.54	13.46
601628	中国人寿	31.10	买入	1.14	1.15	1.39	1.69	27.25	26.98	22.41	18.37
601601	中国太保	35.30	买入	1.62	1.89	2.28	2.78	21.82	18.69	15.45	12.69

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

全文逻辑脉络及核心观点	4
美国：发达成熟市场下的寿险业资产配置	5
成熟的资产配置造就持续稳健的投资收益	5
三大类资产配置为主，分账户各具特色	6
债券注重长久期配置，随利差变动小幅调整	7
股票配置与指数变化一致	10
日本：经济低迷，如何优化资产配置突破窘境？	11
受经济环境影响，收益率水平处于绝对低位	11
资产配置策略较保守，海外资产配置成突破口	11
利差损之下，保险公司如何生存？	14
中国：投资渠道多元，稳健发展中推进创新	15
以固收类配置为主，近几年收益率保持稳健	15
海外资产占比少，非标资产配置为主要特色	17
股票资产占比较高，受市场波动影响显著	18
加快盈利模式转型，减少利差依赖	20
投资端扩容，风险有望进一步分散	20
当前时点，如何判断保险股走势	22
估值与长债利率呈正相关，但当前处于超跌状态	22
敏感性分析：利率与资本市场变动对 EV 影响有限	22
精选个股，推荐新华保险、中国人寿、中国太保	24
风险提示	25

图表目录

图表 1：全文逻辑图	4
图表 2：1980 年以来美国寿险收益率、国债收益率以及纳斯达克指数走势	5
图表 3：大都会人寿保险大类投资收益率	6
图表 4：大都会人寿其他类投资收益率	6
图表 5：美国寿险资金整体投资分布情况	6
图表 6：美国一般账户大类投资比重	7
图表 7：美国独立账户大类投资比重	7
图表 8：各种类债券的投资比重（一般账户）	7
图表 9：大都会人寿保险的公司债的行业配置	7
图表 10：2006 年至今美国期限利差变动及一般账户存量债券期限结构	8
图表 11：2000 年以来美国保险业负债端结构	8
图表 12：美国一般账户新购买债券期限结构	8
图表 13：美国企业债信用利差变动及债券的信用债比例（合账户）	9

图表 14:	大都会人寿保险信用债配置变化.....	9
图表 15:	1900 年至今美国股票指数及寿险合并账户投资股票占比.....	10
图表 16:	近几年日本 GDP 处于低位.....	11
图表 17:	日本寿险投资收益率及超额收益.....	11
图表 18:	日本寿险行业投资收益率.....	11
图表 19:	日本寿险业大类资产配置.....	12
图表 20:	日本国内债券以国债为主要投资对象.....	12
图表 21:	日本保险业投资海外资产中债券及股票在总资产中占比情况.....	13
图表 22:	日本保险业投资海外企业债收益率远高于国内债券收益率.....	13
图表 23:	日本第一生命保险大类资产配置.....	13
图表 24:	日本第一生命保险海外投资占总投资比例.....	13
图表 25:	利差损之下日本寿险行业仍可实现盈利.....	14
图表 26:	日本第一生命保险三差占比情况.....	14
图表 27:	日本第一生命保险利差改善.....	14
图表 28:	中国保险资金运用整体投资分布.....	15
图表 29:	2001-2017 年我国保险资金运用收益率.....	15
图表 30:	日本、美国、中国保险业资产配置中债券占比情况.....	16
图表 31:	保险公司资产配置中债券占比情况.....	16
图表 32:	2013 年以来中国平安资产负债久期缺口持续降低.....	16
图表 33:	中国: 2008 年到至今期限利差变动.....	17
图表 34:	美国: 2006-至今期限利差变动.....	17
图表 35:	1H18 上市险企公司债配置的信用评级分布.....	17
图表 36:	2009-2018 年信用利差变动情况.....	17
图表 37:	2017 年中国平安非标资产配置比重.....	18
图表 38:	2017 年中国平安非标资产收益率.....	18
图表 39:	1H18 上市险企非标资产的信用评级分布.....	18
图表 40:	我国保险资金的股票配置较高.....	19
图表 41:	中国平安 2017 年权益资产配置比例.....	19
图表 42:	2017 年中国平安主要战略投资类股票分红情况.....	20
图表 43:	第一生命保险 (2015)、中国平安 (2017) 三差占比情况.....	20
图表 44:	2010 年至今健康险保费增速及在人身险中占比.....	20
图表 45:	政策推动保险资金持续扩大投资范围.....	21
图表 46:	已完成纾困基金投资部分项目明细.....	21
图表 47:	友邦保险 PEV 估值与香港 10 年期政府债券利率走势图.....	22
图表 48:	国内险企 PEV 估值与中债 10 年期国债收益率走势图.....	22
图表 49:	中国平安内含价值敏感性分析.....	23
图表 50:	上市险企敏感性测试的前提假设.....	23
图表 51:	利率变动对上市险企 2017 年 EV 静态影响分析.....	23
图表 52:	权益市场波动对上市险企 2017 年 EV 静态影响分析.....	24
图表 53:	上市险企近几年总投资收益率表现.....	24

全文逻辑脉络及核心观点

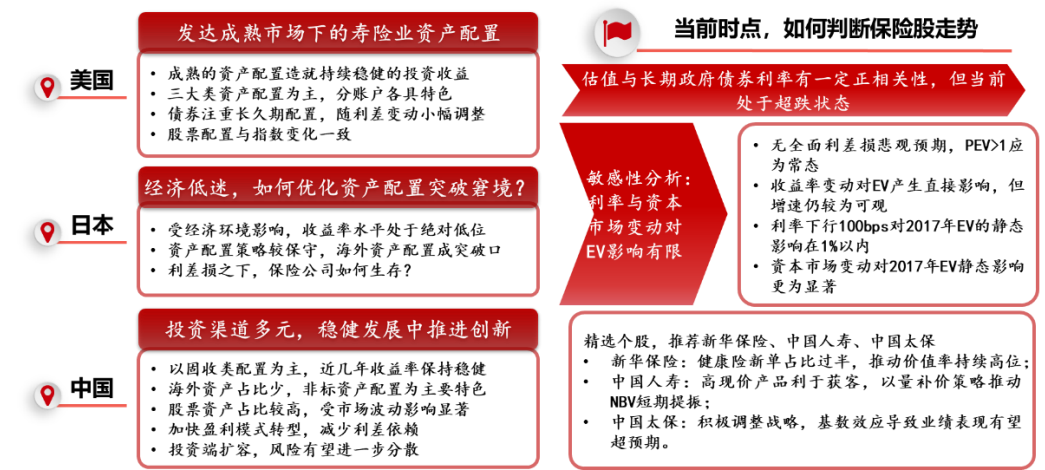
保险资金具有长周期配置的属性，在收益上要满足负债端预定利率的成本要求，同时也要保障赔付支出与退保时流动性的充足，整体配置风格偏向稳健，需要具有跨越周期获取稳定收益的持续性。当前时点，长端利率企稳回升，资本市场制度改革催化行情持续向好，市场对未来展望持乐观态度，但持续性是关注的重点。通过对美国和日本的经验分析，我们认为国内险企投资端边际向好，可通过跨越周期，多元化的资产配置获得一定的超额收益。

美国是保险业发展最为成熟的市场，其资产配置模式成熟，在利差变动下积极调整配置结构，渠道的多元化也保证了其风险的适度分散，合并账户保持在4%以上的稳健收益。日本保险业在经济持续低迷的环境下，通过海外资产的增配，以缓释国内低利率环境的配置压力，此外通过调整盈利结构，推动死差和费差的利源占比来实现业务转型。

回到国内，保险投资端的资产配置不断推进创新，寻找符合自身情况的资产配置结构，探索收益率的稳健和持续性。我们认为在当前利率回升的环境下，应逐步减少长期债券比例，此外信用利差下行趋势也表明应增配高信用等级企业债券。保险资金在非标资产选择上拥有一定的话语权，可抓住结构调整的机遇，积极增配长期限优质的非标资产。

我们从三个维度展望投资端未来方向：(1) 利率：虽然当前经济走势有一定压力，但经济的发展方向从追求速度向追求质量的转型，经济增长仍有较好的支撑，不会出现日本当年全面下行的局面，长端利率维持一定的中枢水平。(2) 权益端：随着资本市场改革的加速推进，MSCI扩容引入大量增量资金，直接融资市场是未来发展的大方向，权益市场整体呈现向上态势。(3) 非标资产：大资管新规利于保险资金的长期配置，险资对于长久期非标资产拥有较强的议价能力，在风险可控的前提下有望获得超额收益。当前时点，负债端预定利率整体可控，存量高现价产品压力已基本释放，投资端处于区间波动状态，今年呈现改善迹象，行业大概率不会出现全面利差损局面，内含价值稳健增长的持续性有望保持，P/EV>1应为常态。

图表1：全文逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

美国：发达成熟市场下的寿险业资产配置

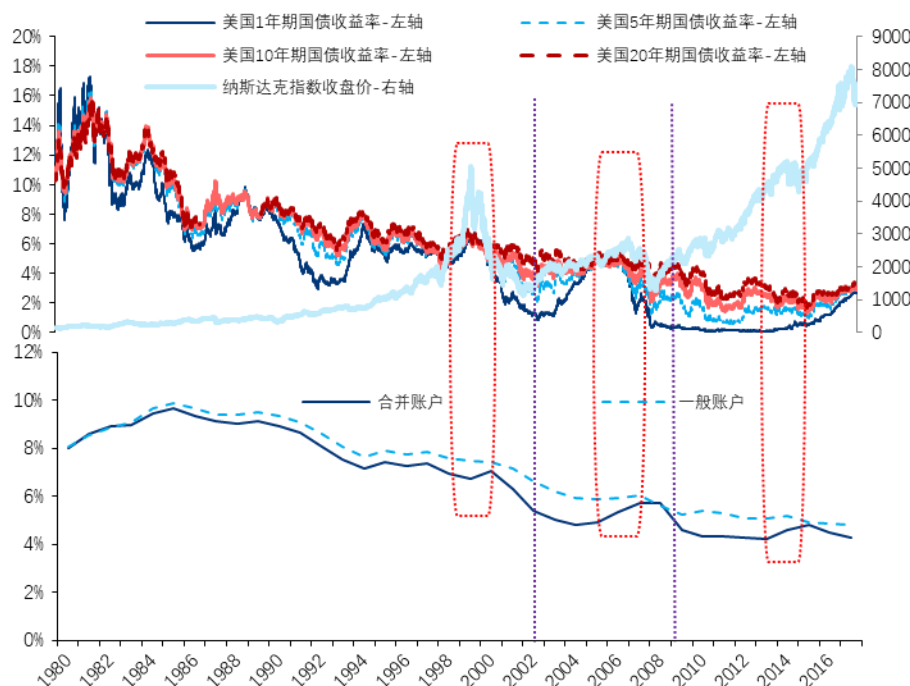
美国拥有着全球最大的保险市场，是保险业最发达的国家之一，其资产配置端具有投资结构多元化、配置模式成熟、长期投资收益稳健的特点。据 ACLI 披露，寿险公司投资资产快速增长，由 2001 年的 3.26 万亿美元提升到 2017 年的 7.18 万亿美元，成为美国保险资金来源的重要组成部分。

成熟的资产配置造就持续稳健的投资收益

寿险投资收益率与利率变动正相关，但仍保持 4% 以上的稳定收益。美国国债收益率自 1980 年以来持续下行，10 年期国债收益率在 2012-2013 年达到低点，约在 2% 以下。反观美国寿险业的收益率，虽随着利率的下行，收益率降低，但下行幅度相对有限，合并账户收益率保持在 4% 以上且受权益市场影响，短期产生同向小幅波动。

权益市场波动短期会带来小幅调整。1980 年以来，在利率持续下行的背景下，纳斯达克指数出现了三次较为显著的上行，分别为 1999-2000 年、2004-2008 年和 2013-2015 年，指数分别上涨了 66%、24% 和 52%，同期合并账户投资收益率分别反弹 0.34pct、0.35pct 和 0.61pct。相应的在权益市场下行期，如 2000-2002 年（指数下跌 74%）、2008-2009 年（指数下跌 24%），合并账户投资收益率下滑 2.02pct 和 1.03pct。虽然权益市场的波动会在短期带来一定程度的调整，但整体收益率较为稳健。

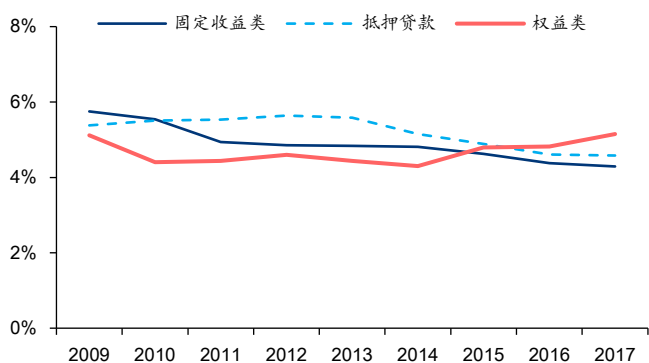
图表2：1980 年以来美国寿险收益率、国债收益率以及纳斯达克指数走势



资料来源: ACLI, Wind, 华泰证券研究所

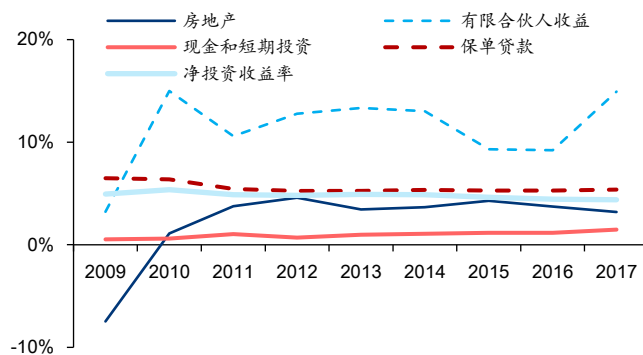
以美国大都会人寿为例，在其资产配置收益率分布中，固定资产、抵押贷款和权益类收益率相对稳定，维持在在 4%-6% 区间。其他类投资中，除了保留一定资金流动性的现金和短期投资外，公司还在地产投资、保单贷款等层面扩大投资范围。地产投资 2008 年受次贷危机影响，收益率一度下滑，最低点为 2009 年-7.47%，后逐步回升，现维持在 4% 左右。保单贷款收益率较为稳定，维持在 5%-6% 区间，波动性较低。此外，公司通过有限合伙人 (LP) 投资一些对冲基金来实现提升整体收益，近几年实现 9% 以上的回报。

图表3：大都会人寿保险大类投资收益率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：大都会人寿其他类投资收益率

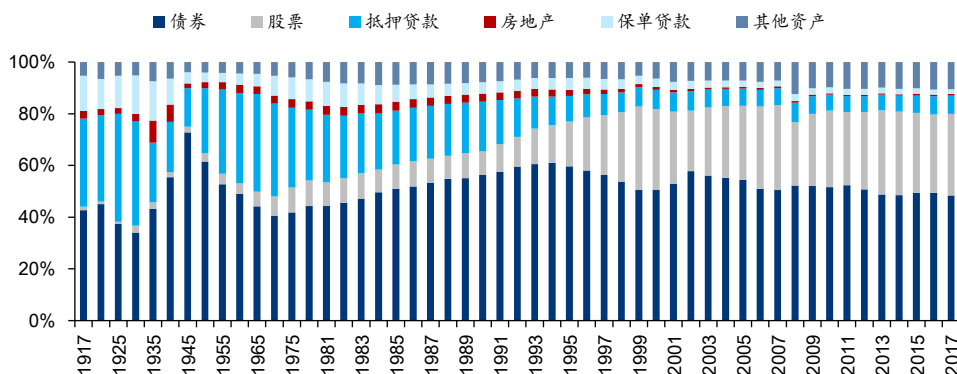


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

三大类资产配置为主，分账户各具特色

寿险资产主要投向股票、债券和抵押贷款。债券始终占投资资产中的最大比重。1933-1935年受经济大萧条的冲击，债券的投资比例有较大的波动，占比从1935年的43.25%快速提升并于1945年达到峰值（72.78%）。随后的25年债券的比重呈下行态势，至1970年占比下滑32.17pct至40.61%。1979-1993年利率下行期，债券投资比例保持年均1pct的小幅增长。1993年后债券投资比例略有下滑，目前维持在60%左右。股票占比稳步提升，1993年-1999年出现了一次较快的提升，从13.7%增长到32%，主要得益于美国股市牛市的到来以及保险产品的持续创新。2008年受经济危机的冲击，股票投资比重出现较大的下滑，较上一年下降8.37pct。目前股票投资比重保持相对稳定，占比30%左右。抵押贷款发展初期势头较为强劲，上世纪30年代经济大萧条冲击后态势疲软，权重持续下滑，2000年后维持在7%左右占比。

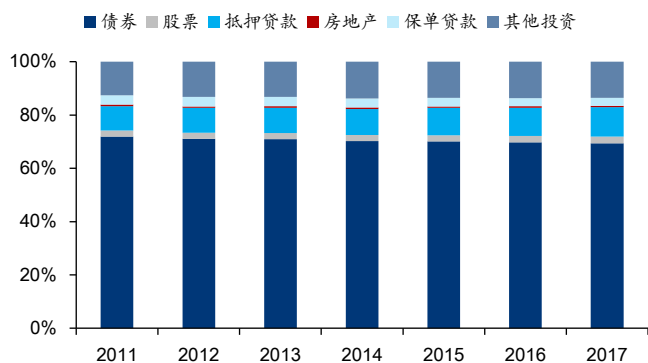
图表5：美国寿险资金整体投资分布情况



资料来源：ACLI，华泰证券研究所

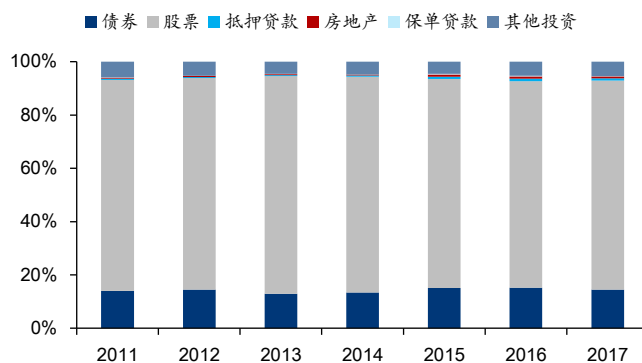
一般账户与独立账户差异性管理，保险产品不断创新，独立账户重要性不断提升。根据负债的特性不同，投资资产被分为一般账户和独立账户。一般账户主要支持传统型保险的支出，更注重资金的安全性，因而有较多的投资限制，主要配置债券和抵押贷款，其中债券占比70%左右。独立账户的资金来自于具有较强的投资属性的创新型保险产品，账户的投资限制较少，主要投资于股票，占比高达80%左右。20世纪90年代以来，投资性寿险发展十分迅速，独立账户资金占总资产的比重不断提升，从2002年的28%增长到2017年的38%，也增加了独立账户资金运用的重要性。从整体而言，美国寿险业主要配置债券和股票，合并账户中债券与股票占比保持在50%与30%的均衡水平。

图表6: 美国一般账户大类投资比重



资料来源: ACLI, 华泰证券研究所

图表7: 美国独立账户大类投资比重



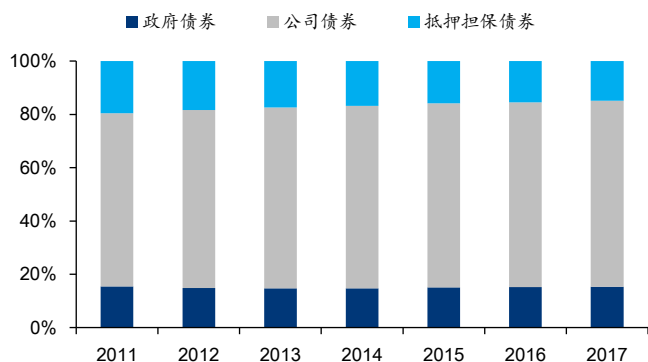
资料来源: ACLI, 华泰证券研究所

债券注重长久期配置, 随利差变动小幅调整

投资公司债为主, 获取相对较高收益。债券作为一般账户投资的主要大类资产, 其占比一般高达70%, 其中公司债券又是债券投资中的主要方向。由于公司债流动性高, 收益率相对可观, 其占比相对稳定, 2010-2017年公司债约占债券总体比重的70%。政府债券与抵押担保债券约占余下的30%, 各自的比例相近, 且具有一定的替代效应。

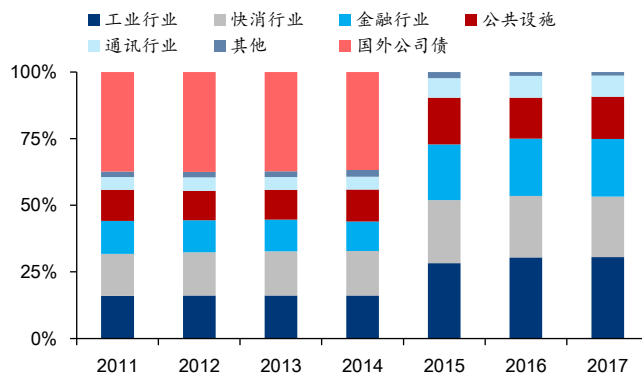
以大都会人寿为例, 其投资于工业行业和快消行业占总公司债券规模的50%以上, 其中工业约占30%, 快消约占23%, 紧随其后的是金融行业, 约占总量的20% (2014年前有接近40%投资于国外公司债券, 2015年及之后口径调整)。由于这三个行业对国民经济的发展具有重要的推动作用, 整体风险较低, 收益较为稳定。

图表8: 各种类债券的投资比重 (一般账户)



资料来源: ACLI, 华泰证券研究所

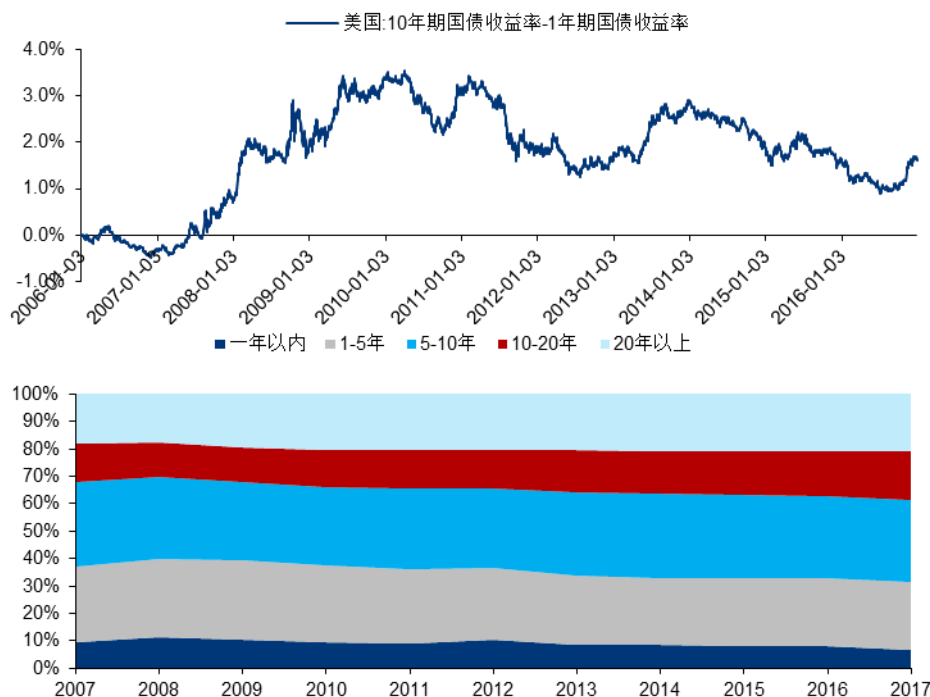
图表9: 大都会人寿保险的公司债的行业配置



资料来源: ACLI, 华泰证券研究所

债券期限结构配置, 受期限利差变动影响。由于期限利差对债券期限结构配置具有滞后性, 滞后期大约为两年, 所以两年前期限利差的变化影响着当年的债券期限结构。当期限利差走扩时, 增配长期债券; 当期限利差收窄时, 增配短期债券。期限利差的短期波动对期限为一年以内债券比重的变化影响较大。(1) 2006年期限利差呈下降趋势, 2008年5年期以下债券占比同比提升3.1pct。(2) 期限利差在2007-2009年总体呈上升趋势, 2011年5年期及以下债券比2008年占比减少3.9pct。(3) 2010年期限利差下行, 在2012年债券期限结构配置中, 5年期及以下债券占比增加0.3pct。(4) 2011-2012年期限利差下降, 2013和2014年, 5年期及以下债券占比分别同比减少2.8pct和0.8pct。(5) 2014年后, 期限利差变窄, 但由于国债利率整体呈下行趋势且1年期国债利率几乎接近于0, 此时可投资长期债券以获得期限利差。(6) 2016年后期限利差略有回升, 带动10年期及以上债券占比同比提升1.3pct。

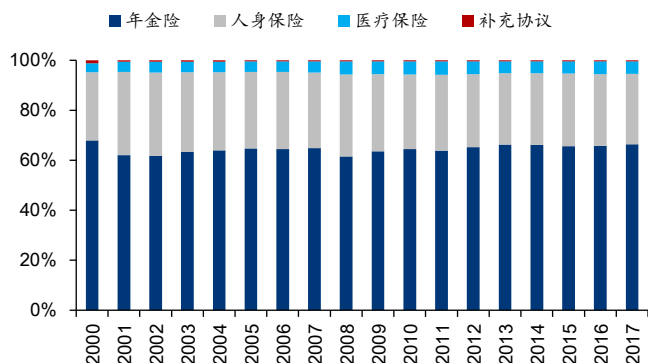
图表10： 2006年至今美国期限利差变动及一般账户存量债券期限结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

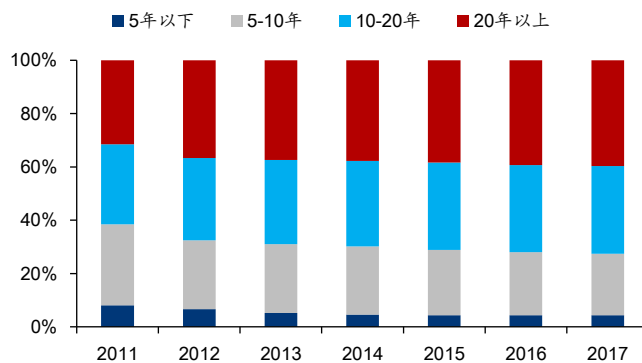
增配长期债券，资产端与负债端实现较好的久期匹配。在 2011-2017 年新增债券中，10 年期及以上债券在一般账户的每年新购入占比为 70%左右，并且每年有小幅增长态势，而 5 年期以下债券新购入占比从 2011 年的 8.1%下降到 2017 年的 4.3%。这种债券期限结构的调整，除了受期限利差下行的影响外，也与寿险业负债端的结构与特点有关。美国寿险产品主要分为年金保险、人身保险、医疗保险以及补充协议，其中年金保险、人身保险和再保险补充协议属于寿险公司的长期负债，保障期限一般与投保人的寿命长度相同，资金期限大多在 20 年及以上，资金规模约占整个负债端的 95%。而医疗保险属于保险公司的短期负债，仅占负债端的 5%左右。因此，美国寿险公司可以通过增配长期债券来实现较好的资产负债久期匹配。

图表11： 2000年以来美国保险业负债端结构



资料来源：ACLI，华泰证券研究所

图表12： 美国一般账户新购买债券期限结构

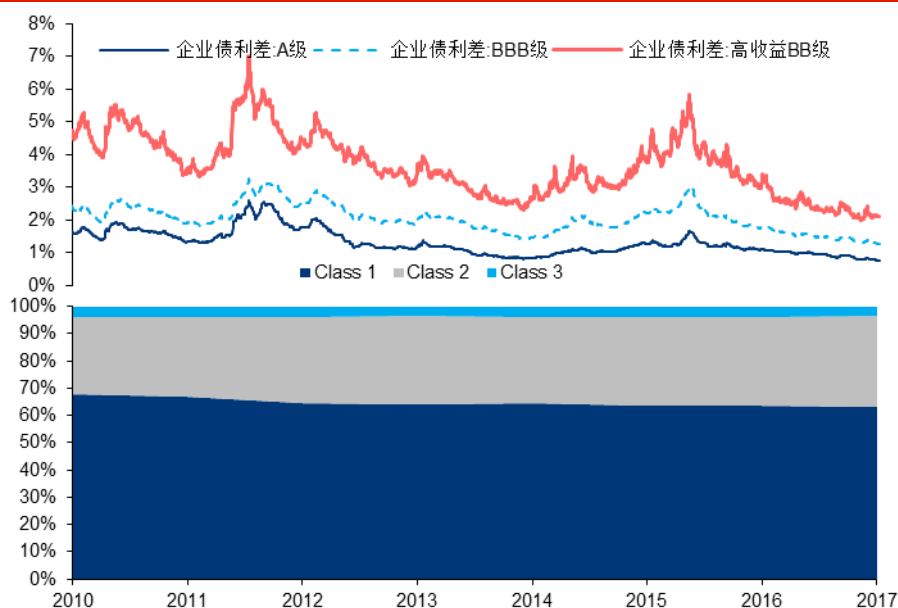


资料来源：ACLI，华泰证券研究所

以投资级配置为主，随信用利差变动小幅波动。寿险公司对信用债的投资，以投资级 (BBB 级及以上) 信用债为主要投资对象，投资比例约占总信用债投资资产的 90%。根据 NAIC 的分类，信用债有六个信用级别，分别为 Class1 (AAA/AA/A)、Class2 (BBB)、Class3 (BB)、Class4 (B)、Class5 (CCC 及以下) 和 Class6 (违约或接近违约)。

Class1-3 级信用债投资占比的变动，主要受信用利差变动的影响。当信用利差呈上升趋势时，适度降低债券信用等级来获取信用利差；当信用利差收窄时，适度提高债券信用等级来保证资金的安全性，获得稳定收益。美国寿险为保证资金的安全性，投资比例的变动也主要集中于BB级及以上的债券。(1)2011年信用利差走扩,Class1占比同比下降0.7pct, Class2和Class3占比同比提升1pct。(2)2012-2014年信用利差呈下降趋势,2014年Class1占比同比提升0.8pct, Class2和Class3占比同比下降0.6pct。(3)2015年信用利差走扩,Class1占比同比降低1pct, Class2和Class3占比分别增加0.9pct和0.1pct。(4)2016-2017年信用利差呈缓慢下降趋势,仍可以增投BBB级以上债券。相较于2015年,2017年为获得较高收益增投Class2(+0.7pct), Class1和Class3比重略有下降,分别为0.4pct和0.3pct。

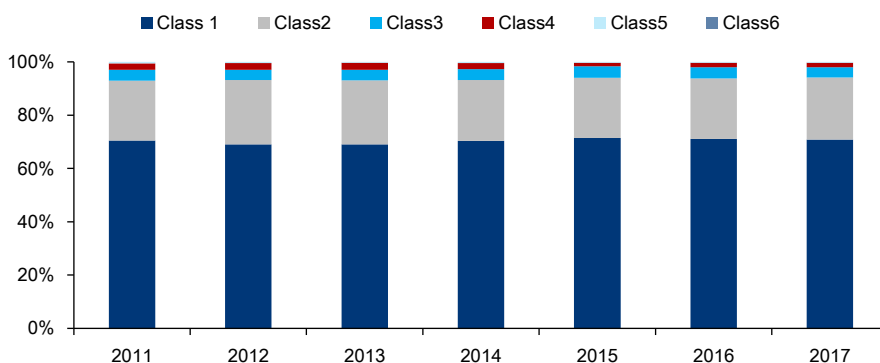
图表13: 美国企业债信用利差变动及债券的信用债比例(合账户)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

以具有代表性的大都会人寿来进一步阐释。公司信用债券配置也以投资级信用债券(BBB级以上)为主要配置,约占总量的90%,占比在2011-2017年间有1.32pct的提升,主要受信用利差下降的影响。BB级信用债在2014-2015年由于信用利差的上涨,投资比例上涨0.2pct。值得注意的是,Class4、5级债券仅占2%,Class6级债券无投资,整体风控水平较为优异。

图表14: 大都会人寿保险信用债配置变化

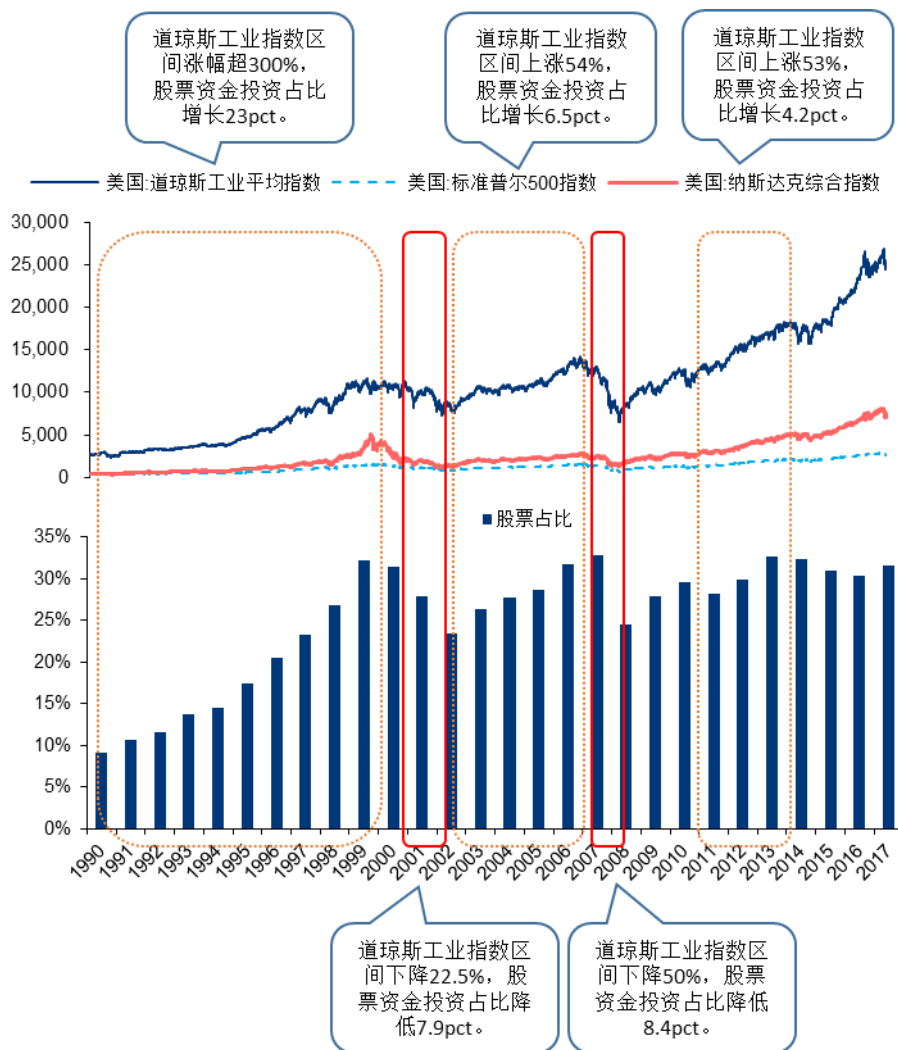


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

股票配置与指数变化一致

随着保险产品的不断创新，独立账户资金的不断扩充，股票的配置比例也在不断的增加，其对总投资收益的影响程度也在逐步提升。在经济扩张时期，权益市场回报稳定，增加股票配置可获得较高的收益；在经济下行期，资本市场疲软，买卖价差缩小，同时企业营利率降低导致分红减少，股票配置比重下滑。(1) 道琼斯工业指数于 20 世纪 90 年代、2003-2007 年和 2011-2014 年分别有较好的走势，合并账户中股票投资占比在此期间分别提升 23pct、7pct 和 4pct。(2) 道琼斯工业指数于 2001-2002、2008-2009 期间有较大跌幅，同期合并账户股票投资占比也相应下降 8pct 左右。

图表15：1900 年至今美国股票指数及寿险合并账户投资股票占比



资料来源：Wind, ACLI, 华泰证券研究所

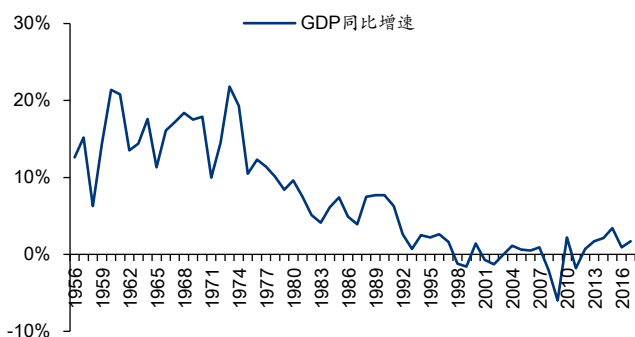
日本：经济低迷，如何优化资产配置突破窘境？

在利率下行期间，美国寿险业的资产收益率仍能保持稳定在4%，得益于资产配置模式成熟，投资渠道广泛，风险分散。与美国相比，日本寿险业的投资策略相对保守，投资产品相对单一，但在经济低迷、国内利率下行的环境下，仍能通过资产配置优化来实现超额收益。

受经济环境影响，收益率水平处于绝对低位

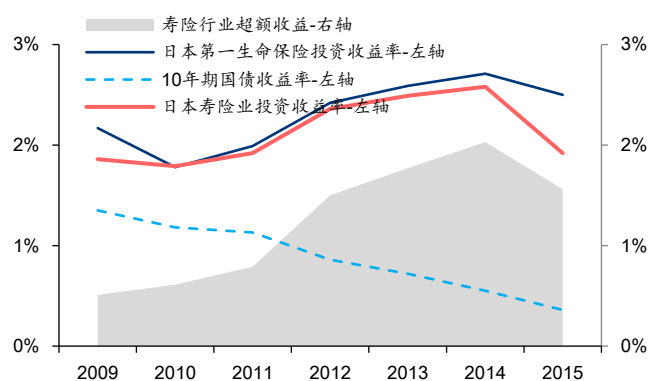
90年代泡沫经济破灭后，日本经济一度陷入低迷状态，GDP自1998年以来持续下行，2017年仅为1.70%。在国内利率下行的环境下，日本寿险业投资端的收益率一直处于低位，2009-2015年投资收益率维持在1.8%-2.6%区间，与同期10年期国债收益率相比仍可获得超额收益，且超额收益呈逐年增长的趋势。日本第一生命投资收益率普遍高于行业平均水平，主要源于其更为优化的资产配置。

图表16：近几年日本GDP处于低位



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表17：日本寿险投资收益率及超额收益



资料来源：Wind，LIAJ，华泰证券研究所

债券投资收益稳健，海外资产成获取超额收益主力军。细分投资品种来看，债券、贷款类投资收益稳定但收益率较低，不动产收益率稍高且波动性较低。国内股票与海外资产虽然波动性较大，但投资收益突出，2009-2016年均收益率3.4%，对总投资收益有较强的提振作用。

图表18：日本寿险行业投资收益率

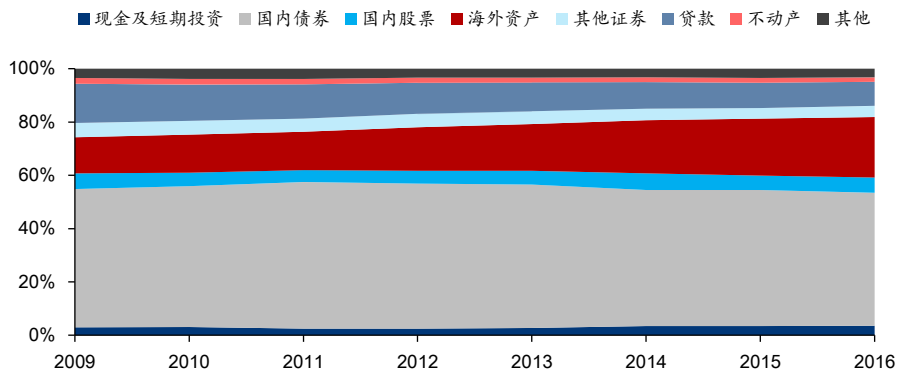
	债券	国内股票	海外资产	贷款	不动产	总收益率
2009	1.64%	2.33%	2.52%	2.23%	2.87%	1.86%
2010	1.86%	1.25%	2.06%	2.17%	2.52%	1.79%
2011	1.91%	1.56%	2.91%	1.94%	2.27%	1.92%
2012	2.00%	0.61%	5.25%	2.18%	2.35%	2.36%
2013	1.95%	5.41%	4.60%	2.15%	2.43%	2.40%
2014	1.88%	5.31%	5.50%	2.28%	2.50%	2.58%
2015	1.75%	5.71%	2.24%	1.70%	2.62%	1.92%
2016	1.84%	5.83%	2.31%	1.83%	2.80%	1.96%

资料来源：LIAJ，华泰证券研究所

资产配置策略较保守，海外资产配置成突破口

资产配置以国内债券为主，海外资产投资比例逐年增长。国内债券的投资占比最大，且在近几年投资比例稳定在50%左右，为资产配置的主要底仓。国内经济下行压力下，寿险行业逐步加快海外投资的步伐，海外投资占比从2009年的13%逐步提升到2016年的23%，较高的投资回报与整体可控的风险水平赋予其一定的超额收益。

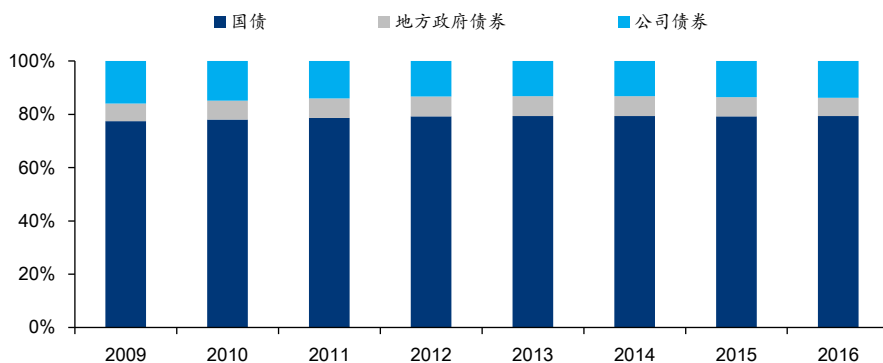
图表19：日本寿险业大类资产配置



资料来源：LIAJ，华泰证券研究所

国内债券中以投资国债为主，投资策略较为保守。国内债券投资以国债为主，2016年占比高达80%，其次为公司债券和地方政府债券，占比分别达14%和7%。虽然整体投资结构中，日本与美国类似，债券配置均为主要仓位，但是美国债券配置中以企业债为主，而日本主要投资于国债，配置策略相对保守，在经济不景气、企业盈利不稳定环境下是较为正确的选择。

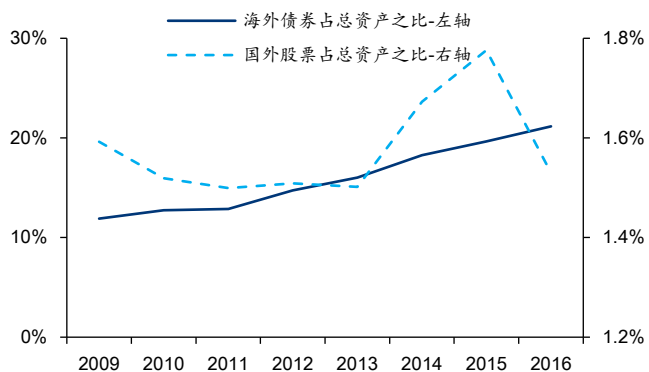
图表20：日本国内债券以国债为主要投资对象



资料来源：LIAJ，华泰证券研究所

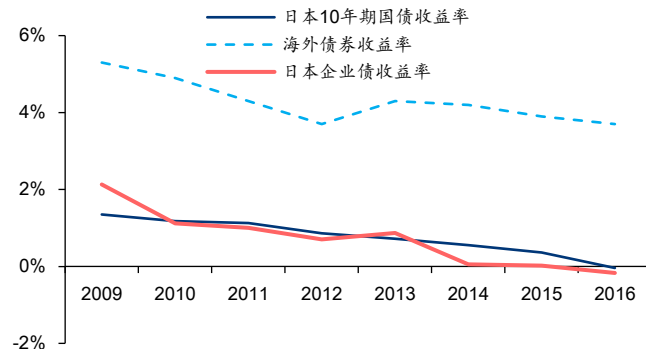
海外资产配置比重逐年增加，海外债券投资贡献大。在海外投资资产中，仍以投资债券为主，且近几年占比呈上升趋势，2016年占总投资资产的21.6%，较2009年增加了9.26pct；而股票的投资比例基本维持在总资产的1.5%。增加海外债券投资的主要动因是国外债券收益率远高于国内，加大投资可提高整体资产配置收益。

图表21: 日本保险业投资海外资产中债券及股票在总资产中占比情况



资料来源: LIAJ, 华泰证券研究所

图表22: 日本保险业投资海外企业债收益率远高于国内债券收益率

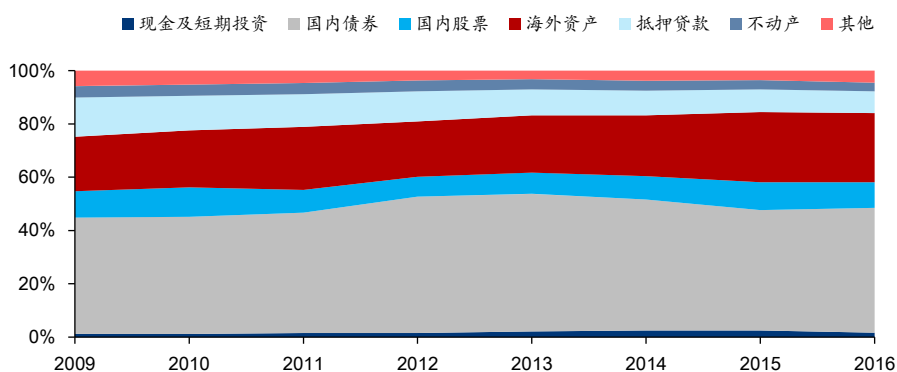


注: 海外债券采用美国 Aaa 评级企业债收益率

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

第一生命保险大类资产配置总趋势与行业相似,但投资策略较行业更为激进。第一生命的国内资产投资比例略低于行业水平,其中债券的投资比例多数年份保持在 45%左右;相反,投资于国内股票更为激进,2016 年占比达 9.6%,高于行业水平约 4pct。

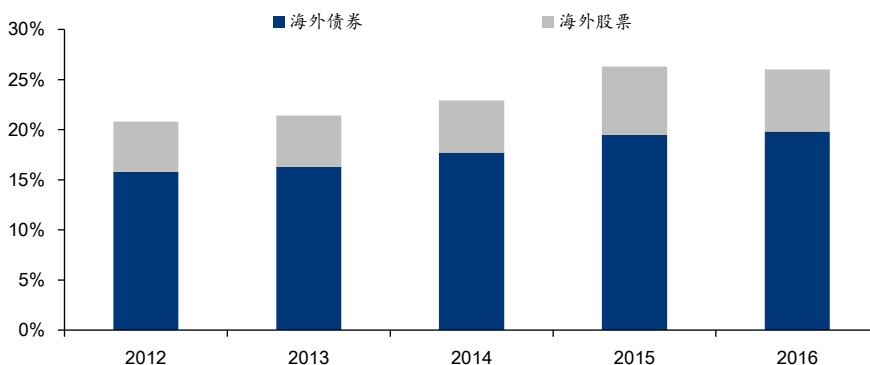
图表23: 日本第一生命保险大类资产配置



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

海外资产投资占比逐年增加,且债券和股票占比均上升。2012-2016 年,第一生命保险的海外资产投资比例从 20.5%增长到 26%,且以投资海外债券为主,规模占比从 15.8%增长到 19.8%;相应的海外股票占比小幅提升,从 5%增长到 6.2%。公司对海外投资的比例高于行业平均水平,海外资产配置也助推公司收益率优于行业且稳健提升。

图表24: 日本第一生命保险海外投资占总投资比例

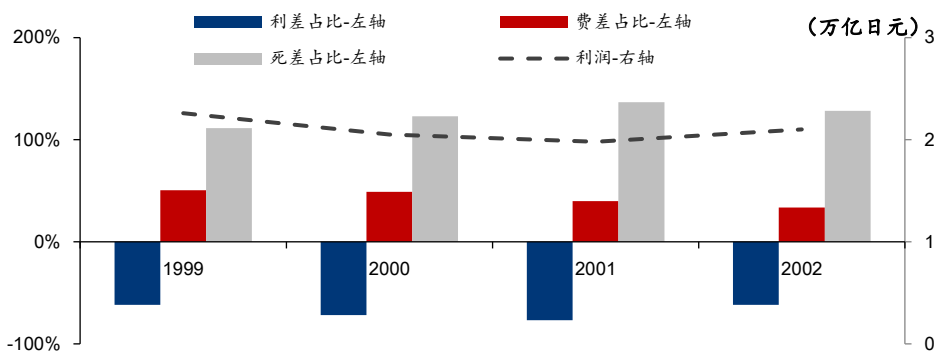


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

利差损之下，保险公司如何生存？

盈利结构转变，死差与费差维持整体盈利。上个世纪90年代以后，日本利率持续低位，日本寿险业利差损问题逐步显现。面临利差对保险公司盈利支撑力不足的压力，保险公司通过费差益和死差益的提升来实现盈利结构转变，以实现保险公司整体经营的盈利性。以基础利润（基础利润=利差+死差+费差）的数据为基础来分析三差占比和变动情况。1999-2002年，利差在基础利润的占比为-62%~-77%，利差损严重的情况下，寿险公司一直保持着死差益和费差益，在基础利润的占比分别为110%~137%和33%~51%。

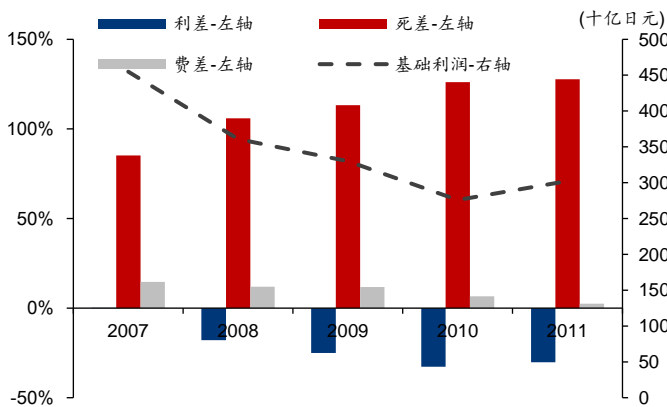
图表25：利差损之下日本寿险行业仍可实现盈利



资料来源：中国人寿2013年开放日材料，华泰证券研究所

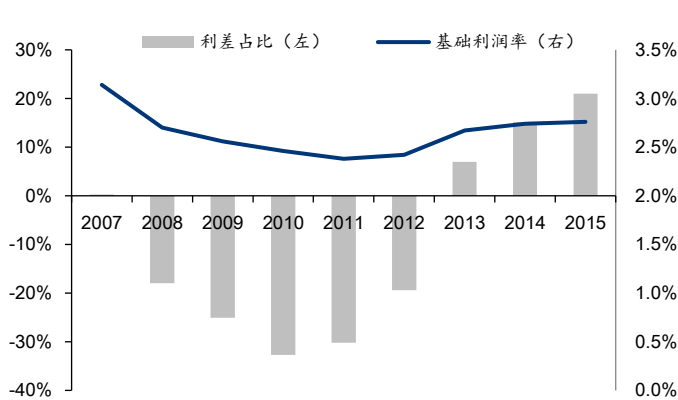
日本第一生命保险在2013年才消除利差损，实现利差益。日本第一生命保险2007-2011年，除在2007年实现利差益，彼时也仅占基础利润的0.24%，其余年份均为利差损，在基础利润中占比在17%-33%。而在此期间，公司一直保持着死差益且逐年增加，死差在基础利润中的占比分别为85%、106%、113%和126%。公司获得盈利主要依靠费差和死差，其中死差益给公司利润提供更强劲的支撑。直到2013年，第一保险公司才实现利差益，其基础利润率也在同年有所回升，并趋于稳定。

图表26：日本第一生命保险三差占比情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表27：日本第一生命保险利差改善



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

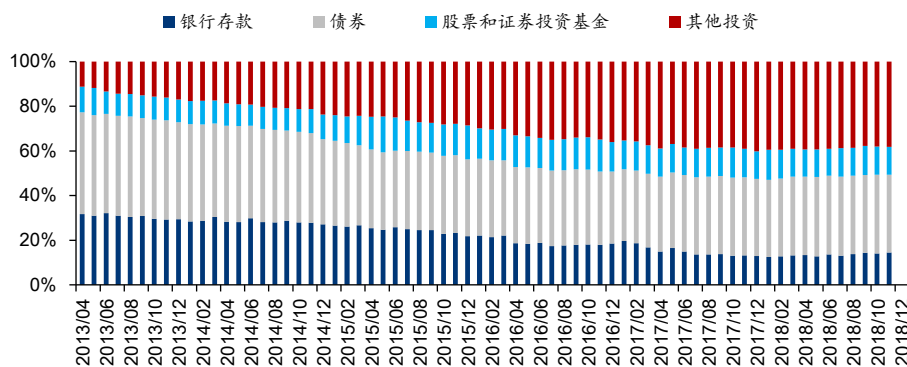
中国：投资渠道多元，稳健发展中推进创新

国内保险资产账户与美国一般账户和日本总账户具有可比性。各国保险资产配置可比较的前提是统一账户数据统计口径，我国保险资金运用未区分一般账户与独立账户，但2018年投连险新增交费在规模保费中占比不到1%，总保费可近似认为来自于保障保单，资产配置结构与美国一般账户、日本总账户具有一定的可比性。

以固收类配置为主，近几年收益率保持稳健

中国保险市场以固定收益类产品为主要资产配置。目前我国保险资金运用分布中债券和银行存款的投资占比约在50%，但趋势上呈现下降态势。具体来看，债券投资比例较5年前下降约9.7pct，银行存款比例5年来下降约14.7%。我们认为仍保持较高比例的固收类资产有利于拉长资产久期，对负债长久期资金的适度匹配可有效降低流动性风险。此外银行存款比例的下降可提升资金的运用效率，其他类投资比例不断提升，占比较5年前提升22pct，非标资产、不动产以及海外资产的投资对于收益率有一定提振作用。股票和证券投资基金占比始终保持稳定，随行情走势有小幅波动，整体维持在9%-15%的区间。

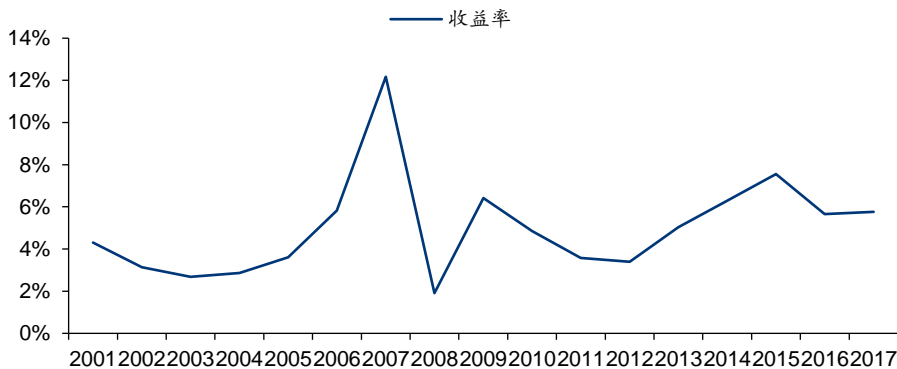
图表28：中国保险资金运用整体投资分布



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

收益率近年来趋于稳定，受经济波动影响较大。我国保险资金运用收益率过往几年波动较大，主要是由于资本市场剧烈波动导致，近几年随着投资品种的不断扩容，风险得到适度分散，投资收益率趋于稳定，现基本维持在4%-6%区间，与美国寿险投资收益率处于一致水平，整体较日本保险投资收益率表现更为优异。

图表29：2001-2017年我国保险资金运用收益率

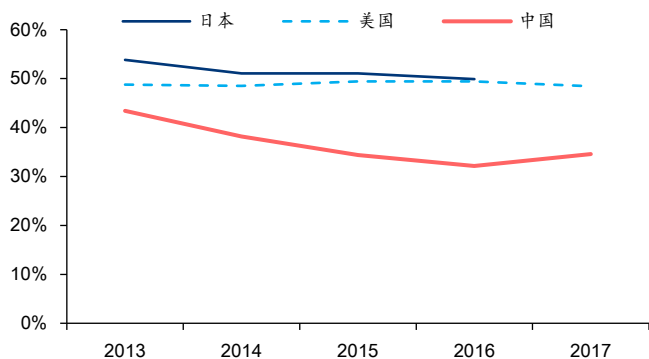


资料来源：银保监会，华泰证券研究所

债券占比较海外经验来看，目前处于低配状态。与美国、日本大类资产配置结构相似，中国保险业的资产配置也以债券为主，但配置比例相对较低，以2017年资产配置中债券占比情况为例，中国达到34.59%、同期美国为48.44%，而可得日本2016年数据显示，

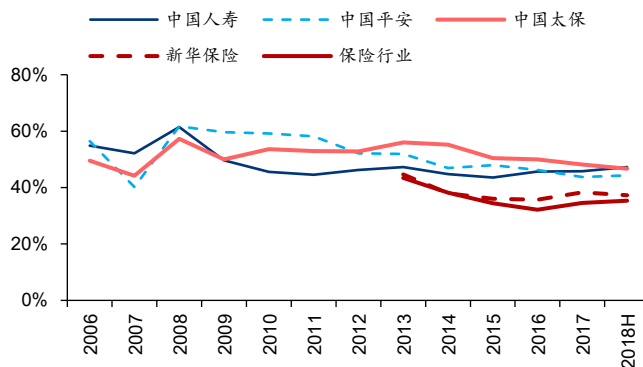
债券占比已达到 49.40% (不含海外债券)。从上市险企层面来看, 债券配置比例普遍高于行业水平。平安、国寿、太保 1H18 的债券配置分别占公司总投资资产的 44.3%、47.2% 和 46.7%; 新华保险由于自身对具有债权性质的非标资产 (占总投资资产 35%) 更为偏爱, 在债券配置上低于行业水平, 仅有 37.3%。上市险企的配置来看, 与海外经验相比, 仍处于低配状态。

图表30: 日本、美国、中国保险业资产配置中债券占比情况



资料来源: LIAJ, ACLI, 保监会, 华泰证券研究所

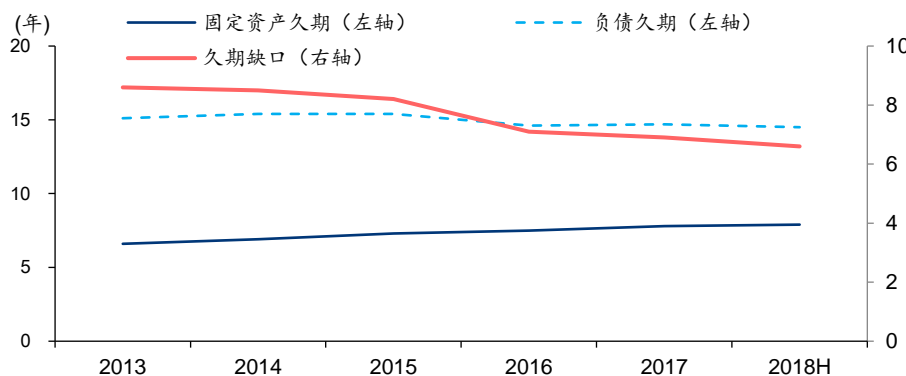
图表31: 保险公司资产配置中债券占比情况



资料来源: 公司公告, 保监会, 华泰证券研究所

在保证资产端收益的情况下, 适度加强资产负债久期匹配。保障型保单一般具有 20 年的负债久期, 虽然储蓄型保单的短久期一定程度上缓和了资产的匹配难度, 但负债久期总体来看也达到 10 年以上。目前我国保险业在不断地加强对资产与负债久期匹配的重视程度, 保险公司也对降低资产负债久期缺口做出相应的努力。从中国平安公开披露的数据来看, 固定资产久期 2013-1H18 从 6.6 年增加到 7.9 年, 相应的久期缺口从 8.6 年降至 6.6 年。保险公司在保证资产端收益的情况下, 也应该根据自身的负债久期结构和当前的利率水平, 来灵活调整资产端债券久期结构的配置, 适时增配长久期债券, 从而提升资产负债久期匹配程度。

图表32: 2013年以来中国平安资产负债久期缺口持续降低



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

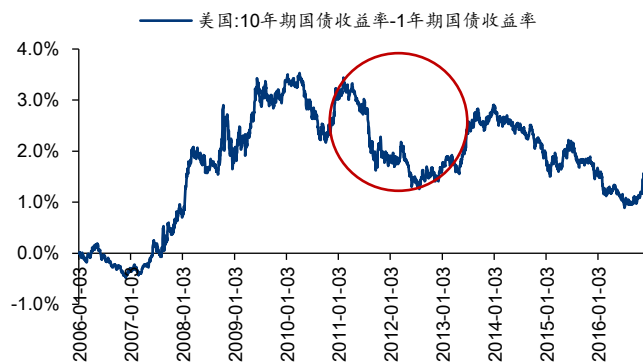
当前利率环境下, 应逐步减少长期债券的资产配置。2016-2018 年国内市场的期限利差变动趋势与 2011-2014 年美国趋势相似, 其中 2016-1H17, 期限利差处于下行状态, 之后至今处于上升态势。借鉴美国债券期限配置的经验, 我们认为 2018-1H19 应当适当减少长期债券的配置, 此后 1H19 至 2020 年应逐步增加对长期债券的配置。从实际经验来看, 2018 年至今的长端利率逐步下行环境下, 险企也在确实逐步减少长期债券的配置, 并且长端利率的下行趋势有望持续到 2019 下半年。

图表33: 中国: 2008年到至今期限利差变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表34: 美国: 2006-至今期限利差变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险控制严格, 大多投向 AAA 级信用债。我国保险公司可投资债券信用等级限制较高, 只能投资信用评级在 A 级及以上债券, 而从上市险企的经验来看, 大多还是投向 AA 级及以上, 例如平安和太保 1H18 投向 AA 级及以上的信用债占比分别达 93%和 99.9%。

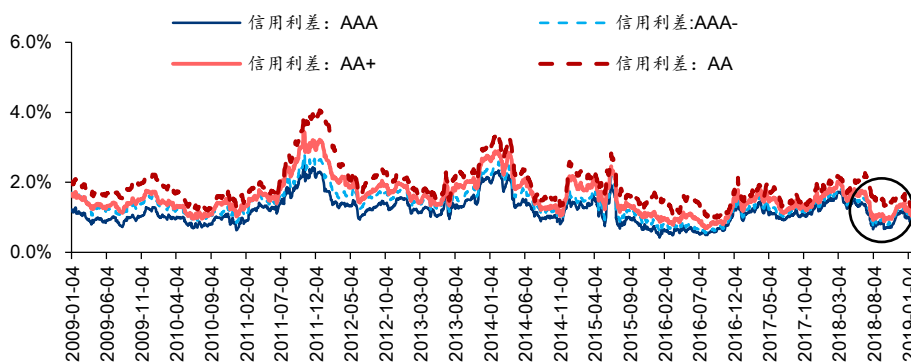
图表35: 1H18 上市险企公司债配置的信用评级分布

	AAA 级	AA 级及以上
中国平安	80%	93%
中国太保	91.8%	99.9%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

信用利差下行期, 适当提升信用等级来降低违约风险。我国 10 年来经历了多次信用利差的波动, 其中较明显且长期的上行状态在 1H11-2012、1H13-2014 和 2017-1H18 时间段, 此时应增配高收益的信用债券来获取更好的信用利差。而当前环境, 我国信用利差处于下行阶段, 借鉴美国经验, 我们认为信用利差收窄时, 应适当提高信用债信用等级来降低违约风险。

图表36: 2009-2018 年信用利差变动情况



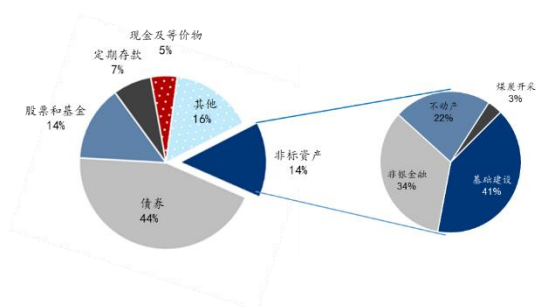
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

海外资产占比少, 非标资产配置为主要特色

海外资产配置占比较少, 未来或成发力点。借鉴日本保险业经验, 在国内利率下行状态下可增配海外资产来获得更高的收益率。但由于国内保险业在海外资产投资受限较多, 且风险管控体系还不够完善, 目前海外资产配置占比较少。我们预判对着对外开放的不断推进, 海外市场处于保险产业链上的公司有望成为保险资金境外投资的主要方向, 业务协同与融合将助推保险产业转型升级, 利好行业长远发展。

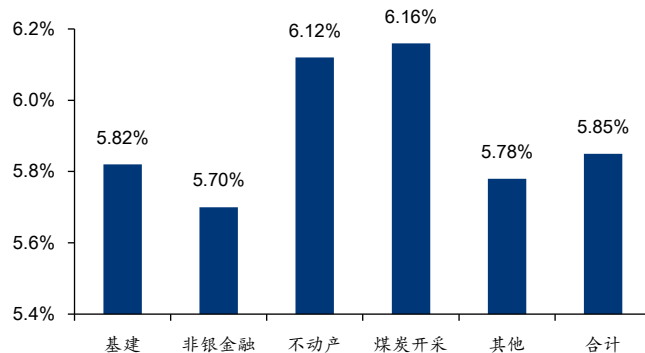
非标资产配置突显本国特色，弥补标准化债券占比，成稳定收益主力军。作为国内保险市场的资产配置本土化特色，非标类资产的投资占据国内寿险业资产配置重要地位，用来弥补标准化债券占比和稳定整体资产配置收益率。以中国平安2017年非标资产配置为例，非标债类资产投资占总资产的14.1%，主要投向基建、非银金融等资产。投资收益率方面，非标债类资产平均收益率为5.85%，高于标准化债券收益水平，其中不动产和煤炭开采的收益超过6%，分别为6.12%和6.16%。

图表37：2017年中国平安非标资产配置比重



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表38：2017年中国平安非标资产收益率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注重风险控制，配置资产以高信用为主。除了银行理财或大型实业集团项目外，大多数资产均有增信措施，在筛选项目时会考虑项目主体本身资质，以及相应的质押担保情况。在具有外部信用评级的非标资产中，约90%以上都是高信用资产，例如截至2018年中期，平安、太保、新华的AAA级非标资产占比分别达到97%、92.1%和95.3%，目前也未发生违约事件。

图表39：1H18上市险企非标资产的信用评级分布

	在总资产中占比	AAA级	AA+	AA
中国平安	14.1%	97.0%	3.0%	-
中国太保	20.1%	92.1%	7.7%	-
新华保险	31.8%	95.3%	3.0%	1.7%

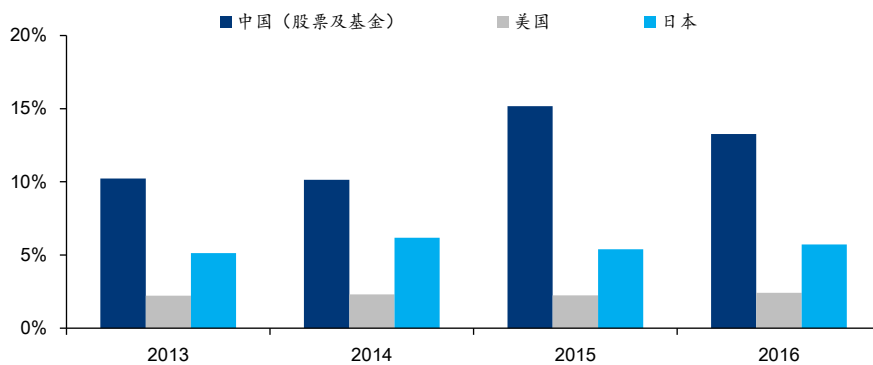
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

大资管新规下，保险资金仍有较大话语权。虽然随着资管新规的逐步推进，非标项目供给量萎缩，相应的利率水平也呈下滑趋势，但保险资金由于具有较大体量，在市场上拥有一定的话语权，在获得优质非标资产上具有竞争力。我们认为大型险企未来在非标的配置上会更加注重风险排查，在风险可控的前提下，更加偏向长期限的非标资产。

股票资产占比较高，受市场波动影响显著

相较于海外市场，我国保险资金对股票配置相对较高。2013-2016年，国内保险市场投资股票占比均高于10%，且在2015年占比达15.18%，同比增长5.04pct。美国和日本近4年股票占比分别稳定在2%-3%和5%-7%之间。国内股票资产的高配置，虽然会一定程度提升收益率，但是也将资本市场波动性的关联度提升，如前所述综合收益率也有较大幅度的波动。

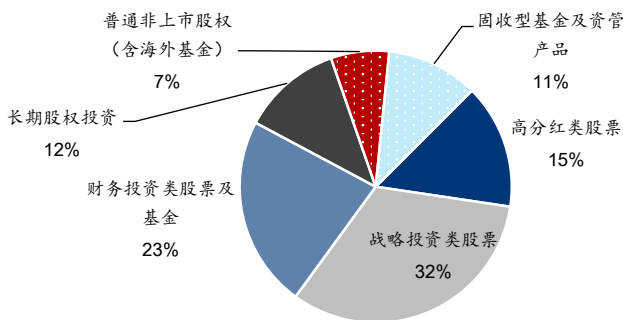
图表40： 我国保险资金的股票配置较高



资料来源：银保监会，LIAJ，ACLI，华泰证券研究所

权益投资偏重价值，不断优化产品结构。上市险企对权益市场的投资也在逐步向价值投资转型，在资本市场表现分化的背景下，各大险企均增配优质蓝筹股。以平安公开日披露数据为例，2017年权益投资占比中，高分红类股票、长期股权投资和战略投资类股票占比达60%，其中高分红和战略投资类股票为公司提供稳定的现金流；长期股权投资以金融、医药、不动产等行业为主，在持有期内收益率不受二级市场股价波动影响。

图表41： 中国平安 2017年权益资产配置比例



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

IFRS9 准则下投资财务收益波动将显著增加。平安已于2018年率先采用IFRS9会计准则，其他上市险企将在2021年先后更进。新的准则下，原计入AFS中股票资产将大部分被重新分类至FVPL，二级市场波动导致金融资产价格的变化将增加收益波动。此外，FVOCI资产公允价值的变动不计入损益，股息收入计入损益的特征下，未来的盈亏不可划转到损益表中，原本利用AFS的处置来控制收益相对稳定的方法难以继续实施。以上两个原因增加了险资投资收益的波动。

IFRS9 准则下险资应集中投资高分红、低估值蓝筹股。对于保险公司而言，收益率波动的增加显然与其投资目标相悖，在新准则下权益投资偏重价值是险企股票投资的重大战略。高分红、低估值蓝筹股符合险资“收益确定、久期匹配、业绩波动小”的投资目标，同时也具备长期持有、大额持有的特征。中国平安已经开始践行投资优质蓝筹股，迈向价值投资的征程，其主要战略投资股票中，汇丰控股、工商银行、碧桂园、长江电力2018年预计的每股分红分别为3.98、0.29、0.64、0.67，分红率分别为5.90%、5.40%、22.70%、5.55%。

图表42： 2017年中国平安主要战略投资类股票分红情况

主要战投	每股分红 (18E)	分红率 (18E)
汇丰控股	3.98	5.90%
工商银行	0.29	5.40%
碧桂园	0.64	22.70%
长江电力	0.67	5.55%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

加快盈利模式转型，减少利差依赖

目前国内保险市场还处于快速发展和转型阶段，经营利润仍以利差为主。但是面对行业的逐步发展，在经济增速下行的压力下，利差对盈利的支撑力会逐渐减弱。日本寿险业经过近两百年的发展，通过盈利模式的转换，依靠费差和死差来弥补利差支撑力的减弱，以适应日本经济长期处于低迷状态带来的负面影响。2015年，日本第一生命保险的经营利润中利差占20%，死差和费差共占80%；2017年，平安保险的新业务价值中利差占36.2%，死差和费差共占63.8%，其中长期保障险业务的新业务价值中，死差和费差占比高达74.9%。国内保险业的盈利对利差的依赖性依然很高，但其盈利模式向均衡的方向正逐步过渡。

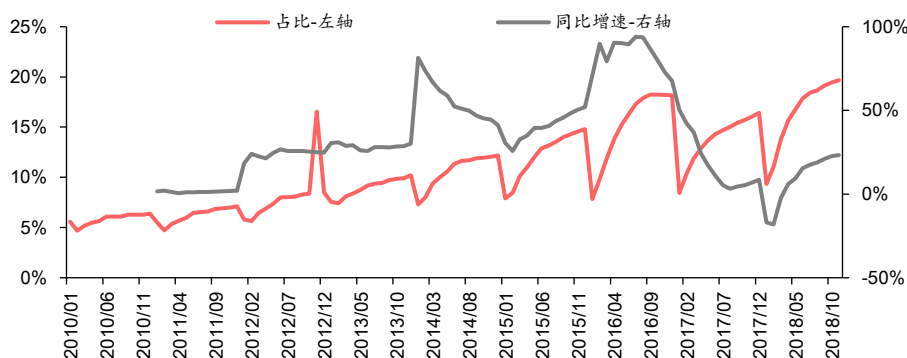
图表43： 第一生命保险（2015）、中国平安（2017）三差占比情况

	日本第一生命保险经营利润 (2015)	中国平安新业务价值 (2017)
利差	20.1%	36.2%
死差和费差	79.9%	63.8%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

健康险占比逐步加大，利源结构逐步优化。虽然我国寿险业的规模保费来源仍主要依靠分红险和万能险，且我国寿险业市场健康险的占比仍与成熟市场有较大差距，但根据目前国内寿险业的业务占比结构变化和健康险的增速态势来看，寿险公司的利润来源也在逐步从利差独大的模式向三差鼎立的结构转变。健康险业务在总人身险保费中占比呈逐年增长的态势，2018年前11月占比达19.7%，且保费增速大多时间维持在20%以上。

图表44： 2010年至今健康险保费增速及在人身险中占比



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

投资端扩容，风险有望进一步分散

2018年以来，银保监会出台一系列政策来拓宽险资的投资渠道，包括设立专项纾困基金产品、鼓励使用长期账户资金增持上市公司股票和债券、支持保险公司开展价值投资、长期投资等。保险资金投资端的持续扩容，将进一步分散投资风险，收益率将更加趋于稳定。

图表45： 政策推动保险资金持续扩大投资范围

时间	政策/活动发言	主要内容
2018.10.25	保险资管公司设立专项产品有关事项的通知	专项产品主要用于化解优质上市公司股票质押流动性风险，投资标的包括上市公司股票、上市公司及其股东公开发行的债券、上市公司股东非公开发行的可交换债券等。
2018.10.26	《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》	不再限制财务性股权投资和重大股权投资的行业范围，要求保险公司综合考虑自身实际，自主审慎选择行业和企业类型，并加强股权投资能力和风险管控能力建设。
2019.1.24	允许保险机构投资商业银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券	为支持商业银行进一步充实资本，优化资本结构，扩大信贷投放空间，增强服务实体经济和风险抵御能力，丰富保险资产配置，银保监会将允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债和无固定期限资本债券。
2019.1.28	新闻发言人肖远企接受金融时报记者采访	鼓励保险公司使用长周期账户资金，增持优质上市公司股票和债券，拓宽专项产品投资范围，加大专项产品落地力度。
2019.1.29	简化股权投资计划和保险私募基金注册程序	提升注册效率，增加产品供给，拓展保险资产配置空间，更好服务保险主业发展；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。

资料来源：银保监会，华泰证券研究所

险资纾困基金产品逐步落地。2018年以来，银保监会大力推进保险资金设立纾困基金专项产品，并提出保险公司投资专项产品的账面余额，不纳入权益资产计算的投资比例。近日，银保监会又提出要在已出台保险资产管理公司专项产品政策的基础上，适当拓宽专项产品的投资范围，允许专项产品通过券商资产管理计划和信托计划来化解股票质押流动性风险。据银保监会披露，截至2019年1月25日，保险业纾困基金专项产品规模合计为1160亿元，涵盖了10家保险资管公司，其中已有5单产品成功落地，完成投资约22亿元。我们预计未来一段时间将会有更多的专项产品投资落地，将有效提振市场信心。

图表46： 已完成纾困基金投资部分项目明细

投资日期	投资标的	投资方式	标的类型	投资金额	投资股份占比	投资主体
2018.11.30	通威股份	大宗交易	股票	5.71亿元	1.91%	国寿资产-凤凰专项产品
2018.12.03	某民营企业	-	债券	-	-	新华资产-景星专项产品
2018.12.27	万达信息	协议转让	股票	6.33亿元	5%	国寿资产-凤凰专项产品
2018.12.27	江苏润和集团	大宗交易	可转换公司债	5.6亿元	-	阳光稳健专项产品

资料来源：Wind，华泰证券研究所

保险资金可新增投资银行永续债和二级资本债券。银保监会允许保险机构投资银行发行的永续债和二级资本债券，但给予了较高的风险控制标准。其中永续债投资，需要具有国内信用评级机构评定的AA+级或者相当于AA+级以上的长期信用级别，高于无担保非金融企业AA的信用评级要求；二级资本债投资，需要具有国内信用评级机构评定的AAA级或者相当于AAA级以上的长期信用级别。目前市场上仅有中国银行获准发行第一单永续债，规模达到400亿元，票面利率为4.5%，较当期债券基准利率（前5日五年期国债收益率均值）高出157bp，这可以在短期内锁定较高的稳定收益率。从2018年新发行的商业银行二级资本债来看，AAA级占比达24%，所有AAA级二级资本债的平均收益率达4.86%，高于同期限政府债利率，低于企业债利率。未来保险资金投资固定收益类资产有更多选择，在非标资产供给量缩水的环下有效缓释配置压力。

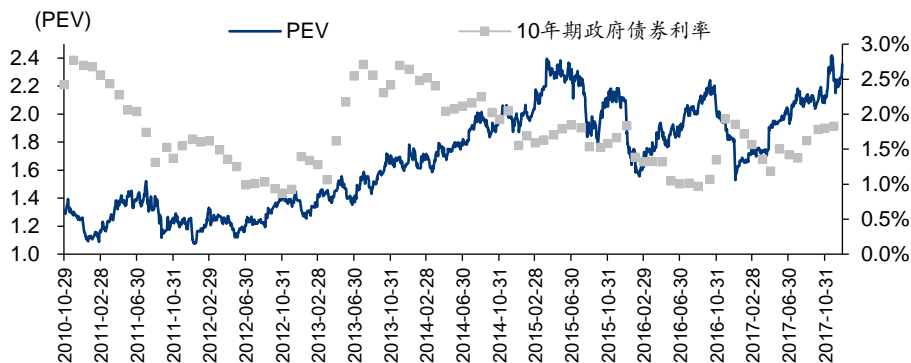
理性配置，认清投资产品潜在风险。在银保监会大力鼓励保险公司扩容投资渠道的环境下，保险公司也不能盲目投资，应根据自身的投资收益期望水平和风险承受能力谨慎合理配置投资产品，认清各种投资产品的潜在风险。例如，永续债也有赎回权，但是不能形成赎回激励，永续债的赎回权会使保险资金面临大额资金再配置的利率风险。保险资金的长周期配置属性将要求保险公司进行价值投资，追求风险可控下的稳健收益。

当前时点，如何判断保险股走势

估值与长债利率呈正相关，但当前处于超跌状态

通过友邦保险的历史表现分析，我们发现10年期政府债券利率下行初期（2011年初），估值有一定扰动，从1.2x小幅下滑至1.1x，但随着利率的持续下行，估值并未随之呈现断崖式下跌，相反一度回升至1.5x，主要由于产品结构的持续改善推动估值提升。近三年估值走势与长期政府债券利率具有一定的正相关性，基本上呈现同周期走势，估值最低位1.5xPEV时，10年期政府债券利率约为1.3%左右。

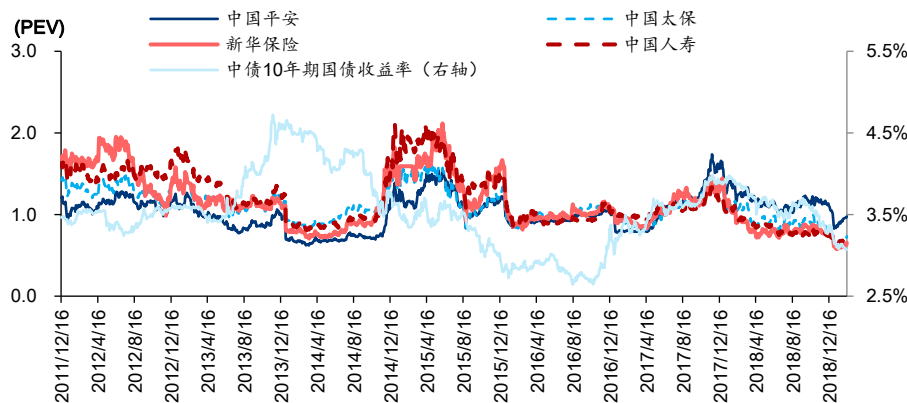
图表47：友邦保险 PEV 估值与香港 10 年期政府债券利率走势图



资料来源：Wind, CEIC, 公司公告, 华泰证券研究所

国内险企的估值与长期政府债券的相关性与友邦相似，近几年均表现出一定程度的同周期走势。中债10年期国债收益率最低位时为2.7%，而彼时四大险企PEV估值约为0.9x-1.1x区间徘徊。而从2016年末的利率上升期来看，随着长端利率逐步提升约140pct至4%左右，叠加负债端新单保费的超预期增长，共同推动估值抬升至1.2x-1.7x区间。当前时点，长端利率缓慢下滑，但保持在3%附近，短期大概率不会出现全面利差损的极端情况，而险企估值已跌落到0.6x-1x区间，纵向来看处于超跌状态。

图表48：国内险企 PEV 估值与中债 10 年期国债收益率走势图



资料来源：Wind, 公司公告, 华泰证券研究所

敏感性分析：利率与资本市场变动对 EV 影响有限

无全面利差损悲观预期，PEV>1 应为常态。保险公司内含价值由调整后的净资产与扣除要求资本成本后的有效业务价值组成，我国险企的内含价值精算假设较为谨慎，其中风险贴现率与友邦相比有1.25pct-1.75pct的溢价，内含价值的增长更为稳健。与银行估值类似，市场对于银行小于1倍的PB估值主要在于顾虑其隐含的不良风险，而对保险公司小于1倍的PEV估值主要担心未来可能产生的利差损情况。我国险企于1998年左右出售的

高现价产品至今已过去 20 年，期间部分险企通过保单剥离来降低影响。目前分红寿险与传统寿险预定利率已回归理性，我们认为总投资收益率大概率能够覆盖保单成本，无需出现全面利差损的悲观预期，PEV>1 应成为常态。

收益率变动对 EV 产生直接影响，但增速仍较为可观。投资收益率与权益资产公允价值变动均会对寿险业务内含价值产生影响，进而引起集团价值的相应波动。中国平安披露了较为全面的敏感性情景假设，在投资收益率±50bps 与权益资产公允价值-10%的情况下，分别进行了相应的测算。我们发现较为极端假设下（投资收益率-50bps），集团 EV 仍能保持 15%以上的增长。我们认为当前时点的资本市场已处于历史较低位，政策利好与增量资金入场将有效提升市场参与度与活跃度，整体下行空间有限。最新披露的上市险企投资收益率在 4%-5%区间，若继续下行 50bps，仍能保持 15%以上的内含价值增长。

图表49：中国平安内含价值敏感性分析

	1H17		2017		1H18	
	寿险 EV	集团 EV	寿险 EV	集团 EV	寿险 EV	集团 EV
投资收益率变动						
基准	26.0%	20.3%	37.8%	29.4%	28.2%	25.5%
+50bps	35.8%	25.9%	48.4%	35.4%	37.9%	31.4%
-50bps	16.1%	14.6%	27.1%	23.3%	18.4%	19.6%
权益资产公允价值变动						
-10%	22.5%	18.0%	33.6%	26.4%	25.2%	23.1%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

投资经验偏差受多重因素共同影响。实际投资收益率与精算假设值的偏差在内含价值变动中体现为投资收益偏差，当实际投资收益率低于精算假设值时，会产生较大的负偏差。保险公司投资收益率主要受利率与资本市场波动共同影响，其中利率下行将对持有至到期资产产生再配置压力，资本市场波动将正向影响权益端投资表现。可供出售金融资产中涵盖股票与债券，且债券中信用债与利率债收益率各有不同，此处暂不做分析。

图表50：上市险企敏感性测试的前提假设

	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险
2018 一年内到期资产（亿元）	2328	2755	1077	577
2017 年权益资产占比	6.7%	12.5%	7.4%	13.1%
分红险+万能险占比	40.0%	50.0%	39.8%	47.5%
分红率	70%	70%	70%	70%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

利率下行 100bps 对 2017 年 EV 的静态影响在 1%以内。十年期国债收益率 2018 年自年初的 3.9%下降到年末的 3.2%，整体下滑 67bps，2019 年历经起伏，最近保持在 3.2%附近。以 3.2%作为持有至到期资产的利率基准，在±100bps 变动范围内，测算得出对 2017 年 EV 的静态影响在 1%以内。考虑到利率下行对交易性债券的市值提振有正向激励，固定收益类资产的总体影响将进一步减小。

图表51：利率变动对上市险企 2017 年 EV 静态影响分析

	-100bps	-50bps	-25bps	+25bps	+50bps	+100bps
中国人寿	-0.52%	-0.26%	-0.13%	0.13%	0.26%	0.52%
中国平安	-0.77%	-0.38%	-0.19%	0.19%	0.38%	0.77%
中国太保	-0.65%	-0.32%	-0.16%	0.16%	0.32%	0.65%
新华保险	-0.61%	-0.30%	-0.15%	0.15%	0.30%	0.61%

资料来源：华泰证券研究所

资本市场变动对2017年EV静态影响更为显著。当前时点的资本市场已处于历史较低位，政策利好与增量资金入场将有效提升市场参与度与活跃度，2019年整体展望较为乐观。通过敏感性测试，我们发现资本市场在±10%波动下，上市险企2017年EV静态影响在2%-4%；若波动扩大至±20%，影响最大将达到8%，与利率波动相比影响程度更为显著。

图表52: 权益市场波动对上市险企2017年EV静态影响分析

	-20%	-10%	-5%	+5%	+10%	+20%
中国人寿	-3.92%	-1.96%	-0.98%	0.98%	1.96%	3.92%
中国平安	-5.54%	-2.77%	-1.39%	1.39%	2.77%	5.54%
中国太保	-4.72%	-2.36%	-1.18%	1.18%	2.36%	4.72%
新华保险	-8.15%	-4.07%	-2.04%	2.04%	4.07%	8.15%

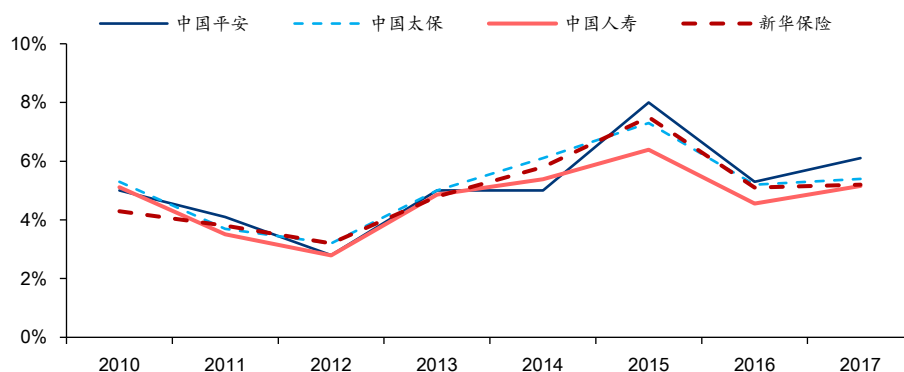
资料来源: 华泰证券研究所

负债端压力可控，投资端改善向好，EV稳健增长有望保持。我们从三个维度展望投资端未来方向：(1) 利率：虽然当前经济走势有一定压力，但经济的发展方向从追求速度向追求质量的转型，经济增长仍有较好的支撑，不会出现日本当年全面下行的局面，长端利率维持一定的中枢水平。(2) 权益端：随着资本市场改革的加速推进，MSCI扩容引入大量增量资金，直接融资市场是未来发展的大方向，权益市场整体呈现向上态势。(3) 非标资产：大资管新规利于保险资金的长期配置，险资对于长久期非标资产拥有较强的议价能力，在风险可控的前提下有望获得超额收益。当前时点，负债端预定利率整体可控，存量高现价产品压力已基本释放，投资端处于区间波动状态，今年呈现改善迹象，行业不会出现利差损局面，内含价值稳健增长的持续性有望保持，P/EV>1应为常态。

精选个股，推荐新华保险、中国人寿、中国太保

上市险企通过大类资产配置分散风险，以获取长期稳健投资收益。中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险近8年平均总投资收益率分别为4.72%、5.16%、5.15%和4.96%，近几年保持在4%-6%区间。对标海外经验看，保险资金长久期配置有望跨越周期，平衡短期利率和资本市场的波动影响。当前时点，我们认为长端利率保持稳定，资本市场下行空间有限，市场过度悲观拖累估值中枢下行。在保障险持续发力，价值增长更趋均衡的节奏下，我们认为合理P/EV估值中枢应为1.2x-1.5x区间，个股上推荐健康险表现亮眼的新华保险、开门红价值快速增长的中国人寿，以及积极调整战略，基数效应导致业绩表现有望超预期的中国太保。

图表53: 上市险企近几年总投资收益率表现



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

风险提示

- 1、市场波动风险。公司利差来源主要是保费成本与投资收益差额，资本市场大幅波动可能带来险企投资收益急剧下降，投资端可能出现负增长甚至亏损，进而影响险企利润；
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。利率下行可能缩窄利差空间，进而影响会计利润；
- 3、政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏；
- 4、技术风险。当前保险行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现；
- 5、消费者偏好风险。保险产品作为消费品，与需求端关系密切，保费收入若不及预期，可能导致整体行业业绩下滑。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com