

# 宏观视角看保险：穿越周期，顺势而为

—保险行业专题研究

行业专题研究/非银行金融

2019年4月30日

**报告摘要：**
**● 导语：从行业属性、历史经验出发梳理分析框架**

本篇专题主要研究宏观周期下保险行业负债端、投资端以及股价表现走势。文章主要分三个部分，第一部分着重从理论角度介绍保险行业的周期与消费双重属性。第二部分，通过对比1970年以来美国人身险行业的走势，从穿越周期的角度来看保险行业负债端与投资端的长期走势，具有借鉴作用。第三部分，梳理保险股基本面的框架分析体系，同时复盘我国保险行业股价走势与大盘指数以及利率走势的关系。

**● 保险行业具备周期与消费双重属性**

人们通过付出保费以获得保险产品的金融服务，这是保险行业的消费属性的体现。同时，保险行业也兼具一定周期属性：从投资端、负债端两方面来看：负债端方面，消费者对于保险产品的需求与社会人口结构、社会保障缺口以及风俗文化有着密切关系，同时保险需求的释放又受到了该国经济增长水平、人均可支配收入的影响。投资端方面，保险投资资产主要投资与债券、股票类投资资产。考虑到资产负债端的久期匹配，保险资管投资债券的久期一般较长，长端债券收益率会决定险资投资资产收益率表现。

**● 宏观指标先行，决定保费增速的长期主要趋势**

**负债端：从周期视角来看，人身险保费的增速趋势一定程度上保留了宏观经济以及可支配收入的运行趋势，同时也具备着自身波动。**1) 人身险保费增速表现存在一定滞后性。根据数据走势，我们认为宏观经济指标数据是领先于可支配收入指标数据的，后者亦领先于人身险保费的增速水平。2) 人身险保费增速的波动同时受到其消费属性影响。保险产品具有金融消费属性，具有一定的价格弹性，价格的变化或是购买力的增减都会对其销售情况造成影响。

**投资端：长端收益率决定趋势，股票资产贡献中短期波动。**美国保险行业投资端配置主要以固收债券类为主，长端收益率的中枢走势决定了险资整体的收益水平，美国人身险业的整体投资收益率也呈现出长期下行的趋势。权益方面，险资投资权益资产虽占比不高但权益资产波动性大于固收类资产，权益资产的表现在中短期对于整体投资收益率表现有较为重要的影响。

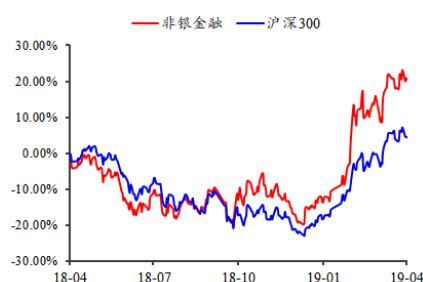
**● 保险指数复盘：关注长端利率走势和短期股票市场波动**

通过复盘我们发现在多数情况下，长端利率上行是较为明确的保险股利好信号。利率的上行提升保险公司投资端新配固收产品的收益率。同时，长端利率的上行将带动750日国债移动平均利率的上行，有助于减少保险公司合同准备金提取的压力，释放会计利润。然而但在部分情况下，上述逻辑未必兑现。如在2013~2014年10年期国债收益率明显上行，750日国债移动平均收益率同样呈现出明显的上行趋势，保险指数却显示出了在底部盘整的趋势。

股票市场波动的拟合度更高。保险上市公司在指数中占较大权重，同时保险公司投资端的收益率波动与大盘指数走势相关，上市保险公司对于市场指数是双重暴露的，这赋予了保险行业与大盘指数走势较强的相关性。近十余年来，保险指数

**推荐**

维持评级

**行业与沪深300走势比较**


资料来源：Wind，民生证券研究院

**分析师：杨柳**

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：yangliu\_yjs@mszq.com

**研究助理：陈煜**

执业证号：S0100117100051

电话：010-85127528

邮箱：chenyu\_yjy@mszq.com

**研究助理：牛竞崑**

执业证号：S0100117100050

电话：186-1053-5758

邮箱：niuqingkun@mszq.com

的历史走势与沪深300指数的历史走势呈现出了相似的走势。走势的相关程度从图形上看要高于与利率以及期限利差的走势相关程度。

### ● 投资建议

长周期的视角下，我国保险保费需求亟待释放、在资管新规的背景下保险资管资金来源、投资渠道、产品形式上均具备确定的发展空间。中短期仍需关注行业监管政策方向，以及保险公司当期经营情况。

顺势而为，我们认为投资端收益率的波动为保险股的择时机会，在投资端触底改善时择时投资。由于权益资产具有更大的波动性，股票市场的走势判断则成为了重要的择时时机。投资标的的选择，还需具体关注负债端的增速、结构、价值。同时利率走势也是影响保险的重要因素。推荐新华保险、中国平安。

### ● 风险提示

新单销售不及预期。

### 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价		EPS			PEV			评级
		4月29日	18A	19E	20E	18A	19E	20E		
601318	中国平安	86.43	6.02	6.74	7.91	1.52	1.17	1.06	推荐	
601336	新华保险	58.09	2.54	3.50	4.26	1.05	0.91	0.80	推荐	
601628	中国人寿	30.99	0.39	1.03	1.50	1.10	0.97	0.85	推荐	

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 目录

一、保险行业投资关注什么？——周期与消费双属性.....	4
（一）从效用函数看保险行业：自身效用最大化的理性选择 .....	4
（二）作为投资标的的保险行业：兼具周期与消费属性 .....	5
二、穿越周期看保险行业——美国市场的经验.....	6
（一）负债端：周期性与消费属性共振 .....	6
（二）投资端：长端收益率决定趋势，股票资产贡献中短期波动 .....	9
三、保险股基本面分析的常用框架.....	11
四、保险指数走势复盘 .....	13
五、投资建议：保险行业的择时与选股.....	15
六、风险提示 .....	15
图片目录 .....	16

导语：本篇专题主要研究宏观周期下保险行业负债端、投资端以及股价表现走势。文章主要分三个部分，第一部分着重从理论角度介绍保险行业的周期与消费双重属性。第二部分，通过对比 1970 年以来美国人身险行业的走势，从穿越周期的角度来看保险行业负债端与投资端的长期走势，具有借鉴作用。第三部分，梳理保险股基本面的框架分析体系，同时复盘我国保险行业股价走势与大盘指数以及利率走势的关系。

## 一、保险行业投资关注什么？——周期与消费双属性

所谓保险公司，其经营模式可以概括为通过保险产品收取保费，将保费所得保费投资于债券、股票、基金、银行存款、房地产等投资资产，运用投资资产所得收入支付保单保险赔偿。保险公司业务大概可分为人身险业务、财产险业务等，通常人身险业务的保单期限较长，而财产险保险业务的期限偏短，本文后续主要以人身险业务与宏观周期的关联为主要议题。

### （一）从效用函数看保险行业：自身效用最大化的理性选择

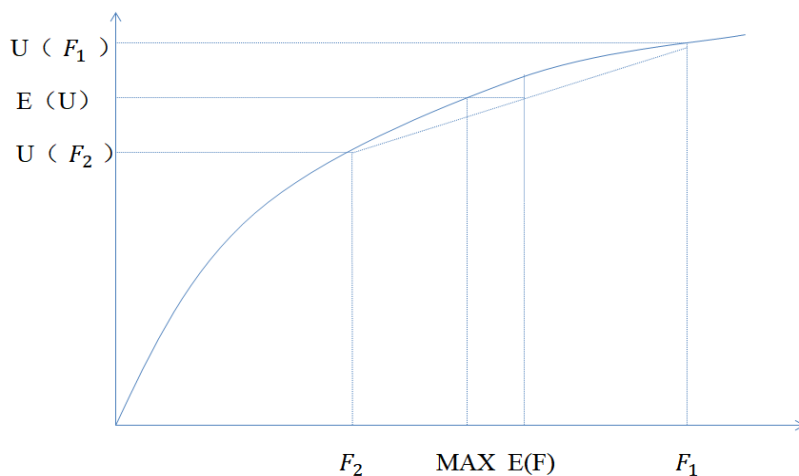
研究保险行业的行业属性前，不妨先思考一个问题——社会中为什么会有保险行业存在？定性的角度来看，大多数人对于风险偏向厌恶，对于未来不确定性的担忧催生了消费者对于保险保障的需求。

进一步更加直观的定量剖析，我们引入效用函数进行演绎推演。假设自然人目前持有的（广义）财富为横轴的  $F_1$ ，持有财富对其所带来的效用为纵轴的  $U(F_1)$ ；由于未来存在的某种不确定性因素，其持有的财富在一定概率上可能会减少至  $F_2$ ，对应的效用值为  $U(F_2)$ ；其未来能够持有的期望财富总值对应地为  $E(F)$ 。

现实中大多数情况下，财富的增长对于自然人效用的提升是边际效用递减的，因此效用函数的函数图形呈现出上凸形状。在下图中的函数我们可以看到，在上凸的效用函数中， $E(F)$  对应的效用值要高于  $U(F_1)$  与  $U(F_2)$  的均值。也就是说，在保险保障费用合理的前提下，即便自然人在期初由于担忧财富减少购买了保险产品，发生了真实的财富减少，其可获得的效用值也要高于不购买保险产品继续承担风险所带来的期望效用值。进一步推论，理论上保险公司能够收取的最高保费为下图中  $F1$  与  $MAX$  两者之间的差值。

借助简单的效用函数模型，可帮助我们了解保险行业经营的潜在本质，保险行业客观存在的本源在于人们对于风险的厌恶以及对于自身效用最大化的理性选择。现实业务中，保险公司人身险的产品定价设计主要根据生命表、大数定律以及相关精算假设对产品设计，保险公司的议价能力还取决于其产品的创设能力、理赔效率、品牌效应以及销售策略等多方面因素。

图 1：借助效用函数分析保险行业



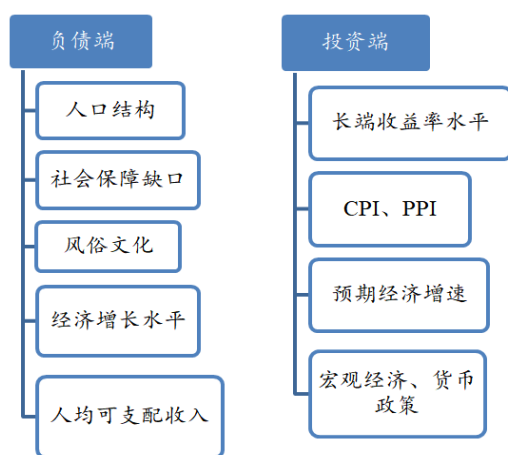
资料来源：民生证券研究院

## （二）作为投资标的的保险行业：兼具周期与消费属性

在上述讨论的基础上，可以看出保险行业具备**消费属性**，人们通过付出保费以获得保险产品的金融服务，保险行业的消费属性较易于理解。同时，**保险行业也兼具一定周期属性**：从投资端、负债端两方面来看：负债端方面，消费者对于保险产品的需求与社会人口结构、社会保障缺口以及民俗文化有着密切关系，同时保险需求的释放又受到了该国经济增长水平、人均可支配收入的影响。

投资端方面，保险投资资产主要投资与债券、股票类投资资产。考虑到资产负债端的久期匹配，保险资管投资债券的久期一般较长，长端债券收益率会决定险资投资资产收益率表现。长期看，10年期国债长端收益率的中枢主要由该国宏观经济水平决定，如预期经济增速水平、CPI、PPI等。股票方面，上市公司的盈利、估值两方面均受到了整体宏观经济以及货币政策的影响。无论从负债端，还是从投资端角度剖析，保险行业都具备着一定周期属性。

图 2：保险行业负债端、投资端均具备一定周期属性



资料来源：民生证券研究院

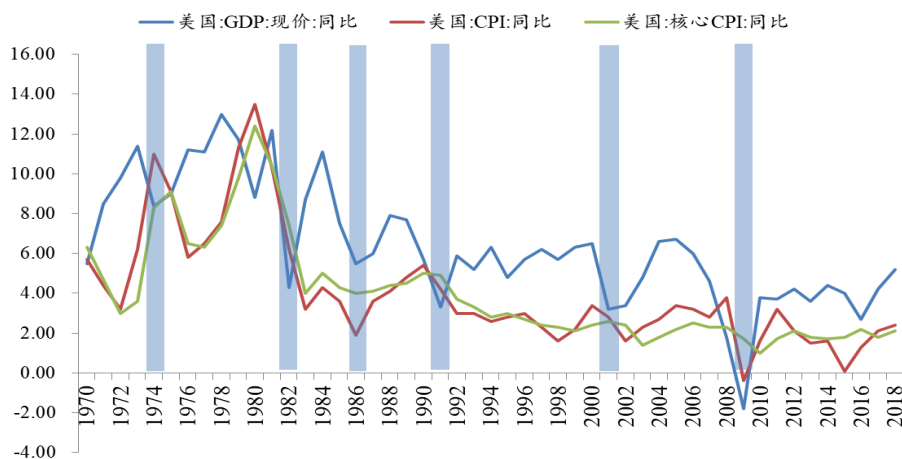
## 二、穿越周期看保险行业——美国市场的经验

结合上述第一部分的论述，我们继续进入第二、三部分的研究——在经济周期中保险行业负债端、投资端以及股价的走势。

### （一）负债端：周期性与消费属性共振

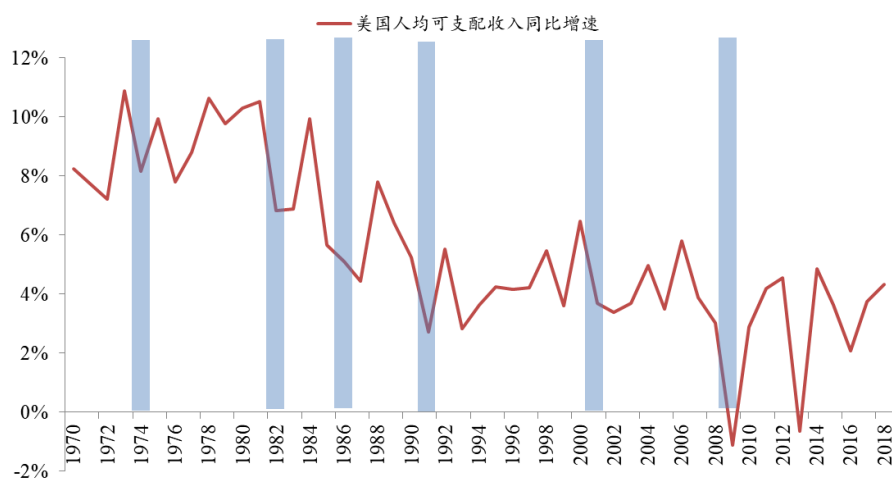
1970年以来，美国大致经历了七轮经济周期，距离目前最近的是2008年次贷危机之后的经济复苏周期，每轮周期中对应的GDP增长速率多数均经历了由低至高再回落的过程。按照数据划分，图中阴影部分标明了美国经济增速处于阶段性底部的年份，它们分别是1974、1982、1986、1991、2001以及2009年。

图3：1970年以来至今美国经历七轮经济周期



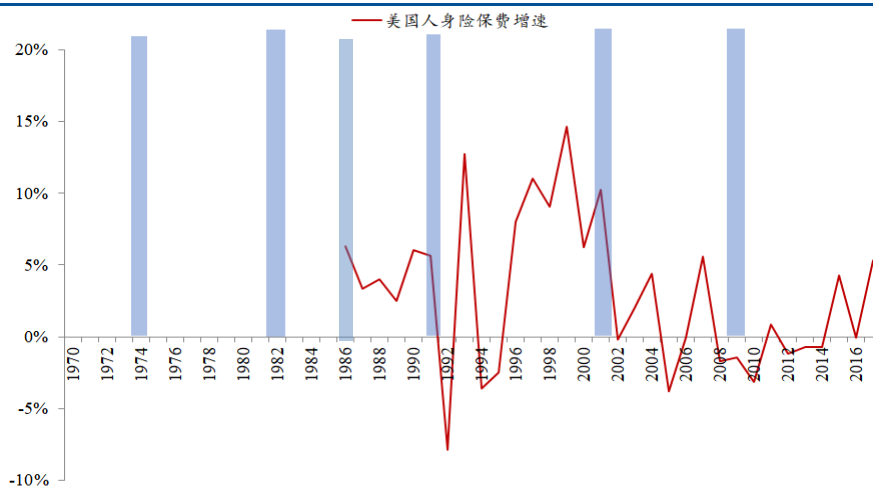
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：1970年以来美国人均可支配收入增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：美国人身险保费逐年增长速度（数据追溯至 1986 年）



资料来源：ACLI，民生证券研究院

穿越周期的视角来看，人身险保费的增速趋势一定程度上保留了宏观经济以及可支配收入的运行趋势，同时也具备着自身波动。

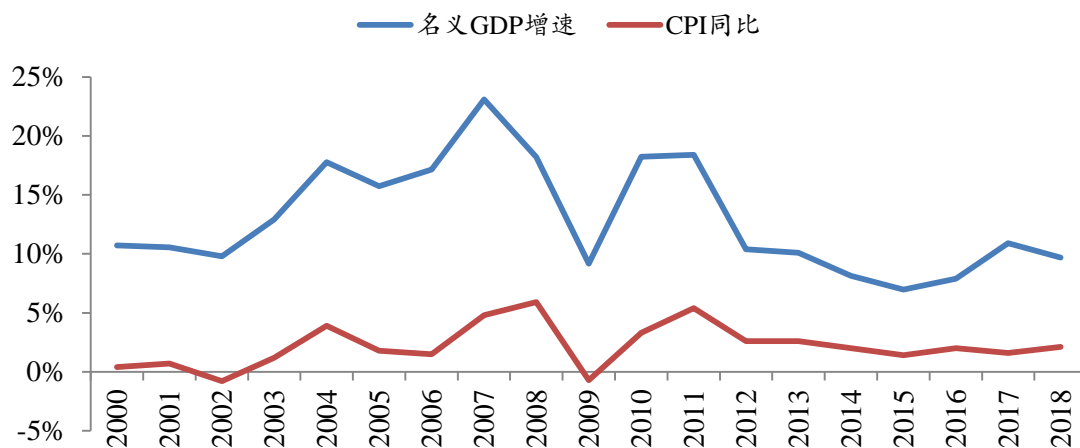
人身险保费增速表现存在一定滞后性。人身险保费表现的滞后性在周期两侧较为明显，在 1991、2001、2009 年三个美国经济周期底部年份的次年，也就是 1992、2002、2010 年，美国人身险当年销售的增速出现阶段性的低点。根据数据走势，我们认为宏观经济指标数据是领先于可支配收入指标数据的，后者亦领先于人身险保费的增速水平。

人身险保费增速的波动同时受到其消费属性影响。如前所述，除了周期的属性之外，保险产品也是一种消费品，既然是消费品就具有一定的价格弹性，价格的变化或是购买力的增减都会对其销售情况造成影响。一般情况下，保险产品非绝对刚需品，而属于可选消费，这在一定程度上赋予其更大的价格弹性，这个特性在 1992-1994、2002-2004 年的人身险保费增速水平的波动性上体现的较为明显。

除此之外，保险行业除宏观因素外亦受到中观行业监管政策等因素的影响。如图 8 所示，我国 2016-2018 年末行业进入强监管周期，保险产品加速回归保障本源，保费收入从 2017 年的 20% 降至 2018 年的 2%。

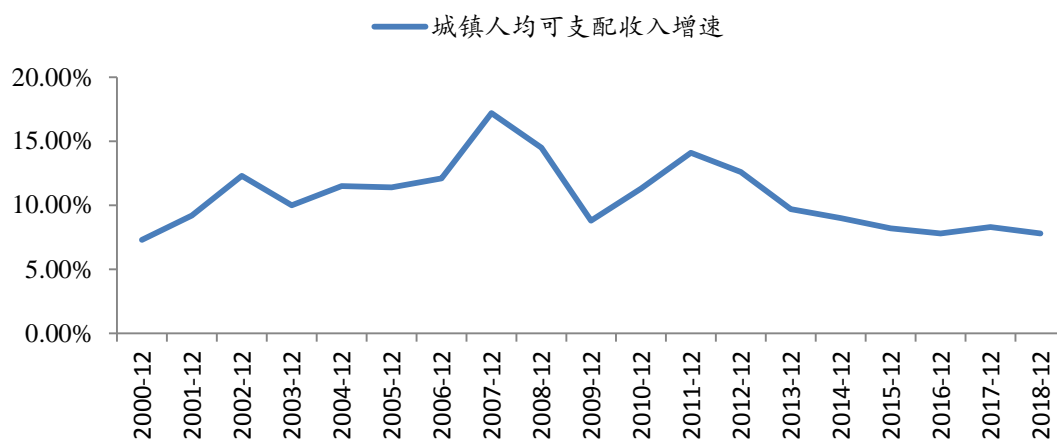
我国经济仍处于较快发展时期，相比发达国家的保险业的发展程度也具备一定空间。经济增长持续换挡，人均可支配收入保持稳定的增长，保费数据展现出的周期规律性暂不明显，人身险保费增长更多地受到监管层的监管政策影响。如 2017-2018 年保险产品回归保障的新规要求在很大程度上限制了开门红快返型产品的销售。

图 6：2000 年以来我国 GDP、CPI 同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：2000 年以来我国城镇人均可支配收入增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：2000 年以来我国人身保险保费增速



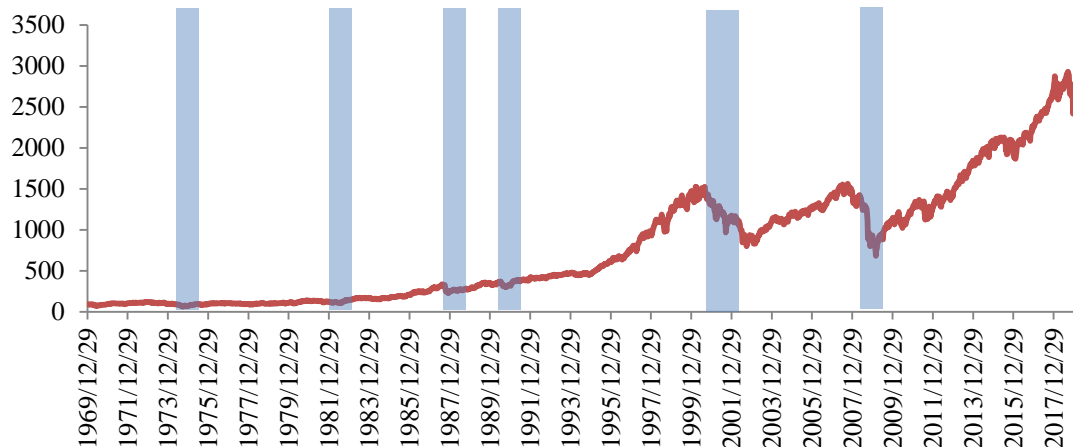
资料来源：Wind，民生证券研究院



## (二) 投资端：长端收益率决定趋势，股票资产贡献中短期波动

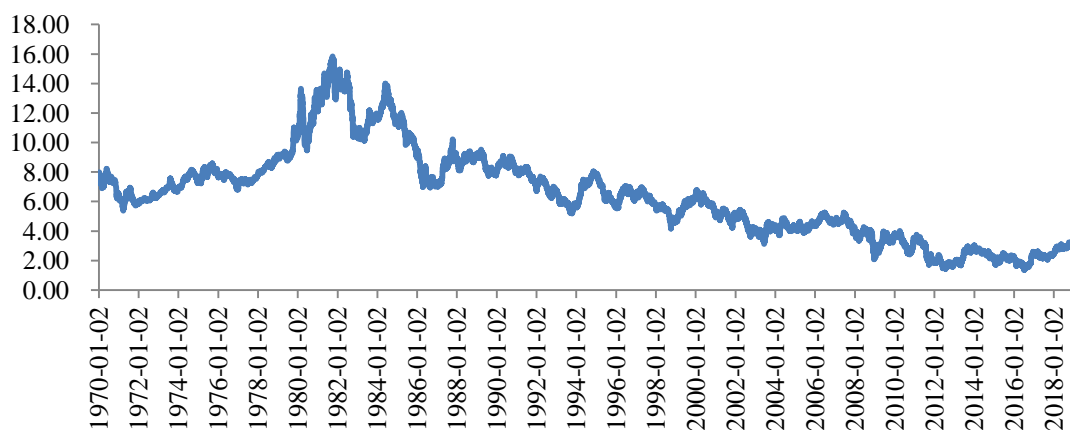
1970年以来，美股总体长期慢牛，10年期美债利率在80年代后持续下行。美国保险行业投资端配置主要以固收债券类为主，长端收益率的中枢走势决定了险资整体的收益水平，美国人身险业的整体投资收益率也呈现出长期下行的趋势。权益方面，险资投资权益资产虽占比不高但权益资产波动性大于固收类资产，权益资产的表现现在中短期对于整体投资收益率表现有较为重要的影响。

图9：1970年至今 S&P500 指数走势



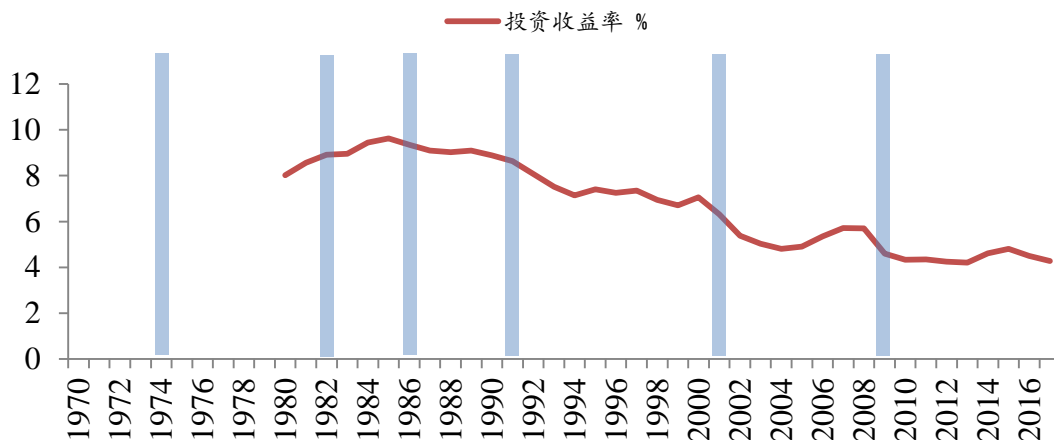
资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：1970年至今 10年期美债走势 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11: 1980 年以来美国人身险行业投资收益率 (%)

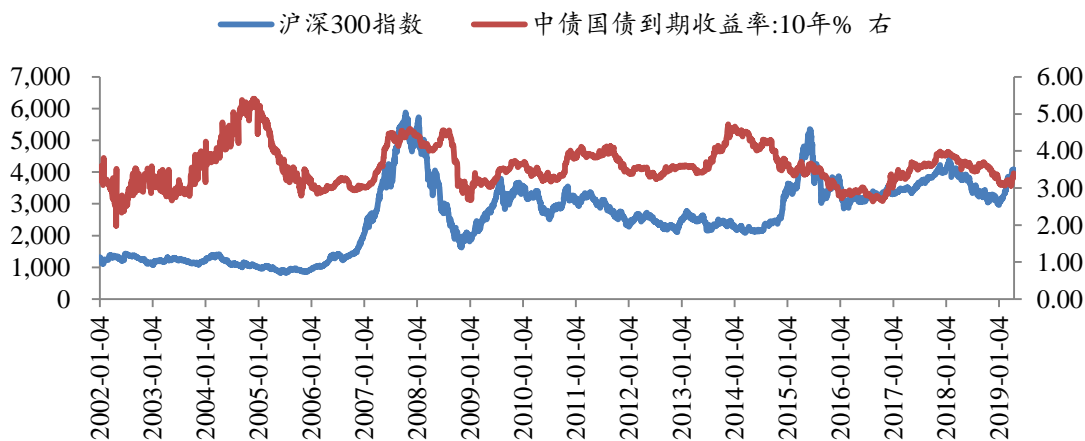


资料来源: ACLI, 民生证券研究院

类似地, 国内市场在权益市场波动较大的年份如 2008、2015 年, 权益资产价格波动对于险资整体收益率的影响较为明显; 2004-2005 年以及 2013-2014 年期间, 债市利率上行, 权益市场企稳, 债券市场趋势也有所显现。

同时, 保险公司投资端资产配置节奏对于收益也存在影响, 如利率上行对于存量固收资产的总收益率是负向影响, 但对于新配置的债券资产收益率则有着正向影响。

图 12: 沪深 300、10 年期国债走势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

**图 13：我国保险公司资金运用平均收益率**


资料来源：Wind，民生证券研究院

### 三、保险股基本面分析的常用框架

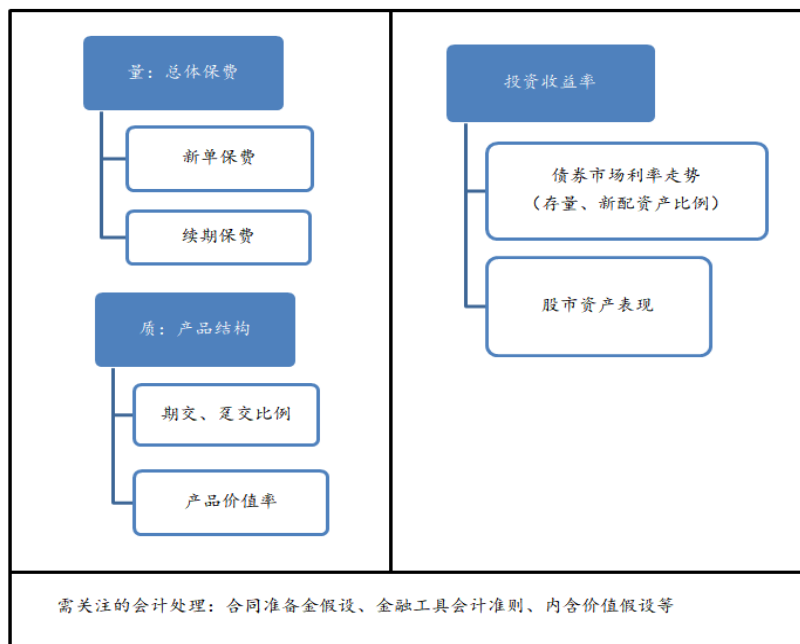
保险股的基本面分析主要关注投资端的收益水平以及负债端的保费质量。

**1、负债端的数量方面**，关注公司总体保费的增长速度，其中总体保费又可拆分为新单保费以及续期保费。新单保费的增长主要来源于保险公司本年新增保单带来的保费增长，对于新单保费增长的重要指标有保险代理人数量、举绩率、人均首年保费等。续期方面，续期保费的增长主要来源于存量保单的续做，保险产品的续期率在此是较为重要的指标。

**负债端的质量方面**，保费收入的收入结构按照缴费方式按照缴费方式可分为期交、趸交，按照保险产品属性也可分为年金险、投连线、分红险、传统寿险、健康险等，不同产品属性、缴费方式在保险公司精算体系下的新业务价值率也不同，不同业务结构在精算体系下对应着不同的新业务价值率。**新业务价值率与新单保费共同决定了保险公司一年新业务价值，一年新业务价值是衡量保险公司当年经营情况最重要指标。**

**2、投资端方面**，投资收益率是衡量保险公司投资能力的重要指标，常见的投资收益率主要有净投资收益率、总投资收益率两个指标。其中净投资收益率主要来自于定期存款、债券利息以及股票股息的收益。总投资收益率在净投资收益率的基础上还包括了买卖股票、债券的价差、资产减值以及金融资产公允价值的变动。

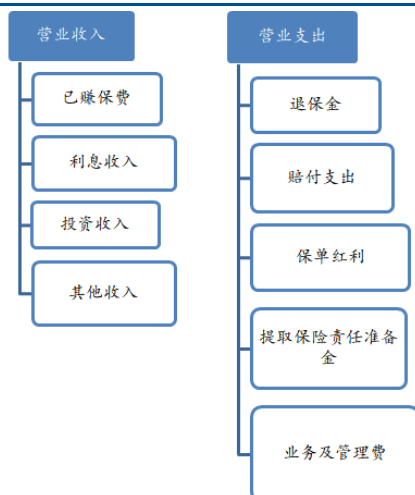
图 14：保险股负债端、投资端基本面相关指标



资料来源：Wind，民生证券研究院

同时，保险公司的会计报表是基于会计假设的报表，精算假设是影响保险公司报表的重要因素，影响保险股会计利润的核心精算假设主要有准备金评估利率、疾病发病率、退保率、投资收益率等等。其中，保险合同准备金评估利率主要由 750 日国债利率决定，合同准备金评估利率的上行对于保险公司少提准备金有正向作用，这在上市险企 2017-2018 年的会计报表中有明显体现，对于会计利润的大幅释放起到了重要作用。

图 15：保险公司利润表项目中收入及支出科目



资料来源：民生证券研究院

图 16：10 年国债移动平均利率变动是判断会计利润变化的重要指标



资料来源：Wind，民生证券研究院

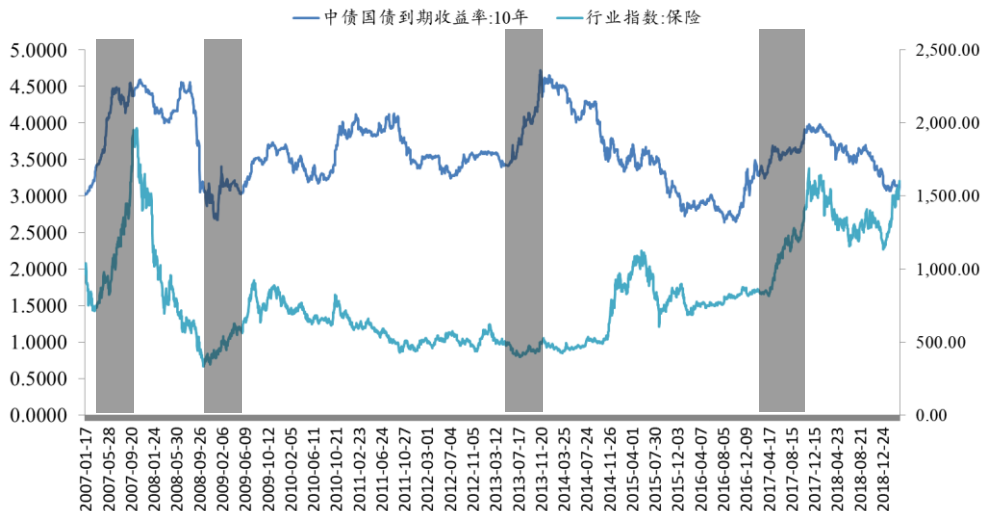
#### 四、保险指数走势复盘

**保险股的历史复盘：保险指数的走势受到了利率波动、股票市场整体走势的影响。**

通过复盘我们发现在多数情况下，长端利率的上行是对保险股利好的。利率的上行提升保险公司投资端新配固收产品的收益率。同时，长端利率的上行将带动 750 日国债移动平均利率的上行，有助于减少保险公司合同准备金提取的压力，释放会计利润。历史上我国 10 年期国债收益率上行的时间区间中，保险指数多数有较好的表现。此外，国债期限利差一定程度上能够反映市场投资者的风险偏好。在历史上大多数情况下，期限利差从底部回升的时间区间，保险指数往往有着较好的表现。

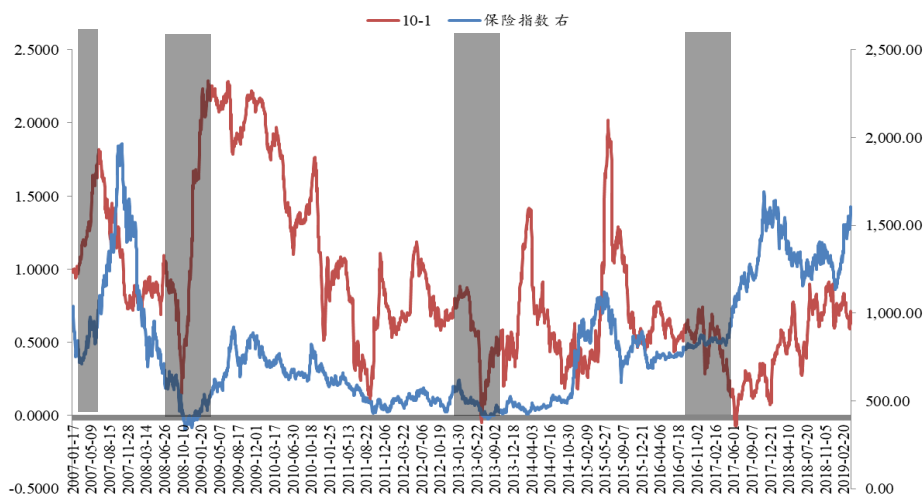
然而但在部分情况下，上述逻辑未必兑现。如在 2013~2014 年 10 年期国债收益率明显上行，750 日国债移动平均收益率同样呈现出明显的上行趋势，保险指数却显示出了在底部盘整的趋势。

图 17: 10 年期国债利率&保险指数走势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 18: 10 年期、1 年期国债利差&保险走势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

股票市场波动的拟合度更高。保险上市公司在指数中占较大权重，同时保险公司投资端的收益率波动与大盘指数走势相关，上市保险公司对于市场指数是双重暴露的，这赋予了保险行业与大盘指数走势较强的相关性。近十余年来，保险指数的历史走势与沪深 300 指数的历史走势呈现出了相似的趋势。走势的相关程度从图形上看要高于与利率以及期限利差的走势相关程度。

图 19：保险指数&amp;沪深 300 走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 五、投资建议：保险行业的择时与选股

长周期的视角下，我国保险保费需求亟待释放、在资管新规的背景下保险资管资金来源、投资渠道、产品形式上均具备发展空间。中短期仍需关注行业监管政策方向，以及保险公司当期经营情况。

顺势而为，我们认为投资端收益率的波动为保险股的择时机会，在投资端触底改善时择时投资。由于权益资产具有更大的波动性，股票市场的走势判断则成为了重要的择时时机。投资标的的选择，还需具体关注负债端的增速、结构、价值。同时利率走势也是影响保险的重要因素。推荐新华保险、中国平安、中国人寿。

## 六、风险提示

新单销售不及预期。

## 图片目录

图 1: 借助效用函数分析保险行业.....	5
图 2: 保险行业负债端、投资端均具备一定周期属性.....	5
图 3: 1970 年以来至今美国经历七轮经济周期.....	6
图 4: 1970 年以来美国人均可支配收入增速.....	6
图 5: 美国人身险保费逐年增长速度 (数据追溯至 1986 年) .....	7
图 6: 2000 年以来我国 GDP、CPI 同比增速.....	8
图 7: 2000 年以来我国城镇人均可支配收入增速.....	8
图 8: 2000 年以来我国人身保险保费增速.....	8
图 9: 1970 年至今 S&P500 指数走势.....	9
图 10: 1970 年至今 10 年期美债走势 (%).....	9
图 11: 1980 年以来美国人身险行业投资收益率 (%).....	10
图 12: 沪深 300、10 年期国债走势.....	10
图 13: 我国保险公司资金运用平均收益率.....	11
图 14: 保险股负债端、投资端基本面相关指标.....	12
图 15: 保险公司利润表项目中收入及支出科目.....	12
图 16: 10 年国债移动平均利率变动是判断会计利润变化的重要指标.....	13
图 17: 10 年期国债利率&保险指数走势.....	14
图 18: 10 年期、1 年期国债利差&保险走势走势.....	14
图 19: 保险指数&沪深 300 走势.....	15



## 分析师及研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

陈煜，中国社科院商法学博士，金融学博士后。两年证券行业政策研究经验。2017年加入民生证券。

牛竞崑，四川大学金融学学士，美国亚利桑那州立大学金融学硕士，2017年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。