

# 明赏罚，则有胜负

证券分析师： 王剑                      021-60875165                      wangjian@guosen.com.cn                      证券投资咨询执业资格证书编号：S0980518070002  
 联系人： 王鼎                              0755-81981000                      wangding1@guosen.com.cn

## 事件及主要内容：

### ■ 中国银保监会印发《保险资产负债管理监管暂行办法》- 银保监发〔2019〕32号

为完善保险资产负债管理监管制度体系，加强资产负债管理监管硬约束，推动行业转型和实现高质量发展，银保监会制定了该办法。该办法的适用于中国境内依法设立的人身保险公司和财产保险公司。

**自上而下的组织变革：**保险公司应当建立健全资产负债管理组织体系，在董事会下设立资产负债管理委员会（或具有相应职能的委员会），在高级管理层下设立资产负债管理执行委员会，明确董事会、资产负债管理委员会（或具有相应职能的委员会）和资产负债管理执行委员会的职责，成立或指定资产负债管理工作的牵头部门，作为资产负债管理执行委员会秘书处。同时，保险公司董事会对资产负债管理承担最终责任。

**具体且关键的环节匹配：**（1）保险公司应当加强期限结构匹配管理。期限结构匹配是指保险公司能够维持资产端现金流和负债端现金流在期限结构上的相对匹配，控制和管理期限错配带来的不利影响，实现公司长期价值目标。（2）保险公司应当加强成本收益匹配管理。成本收益匹配是指保险公司持有资产的收益能够覆盖负债成本，具备一定的持续盈利能力，防范利差损风险。（3）保险公司应当加强现金流匹配管理。现金流匹配是指保险公司在中短期内能够获得充足资金以支付到期债务或履行其他支付义务，维持公司流动性充足，防范流动性风险。

**差别化的监管措施：**中国银保监会依据资产负债管理能力评估和量化评估评分，对保险公司实施差别化监管。（1）对于资产负债管理能力高和匹配状况好的保险公司，根据市场需求和公司实际经营情况，适当给予资金运用范围、模式、比例以及保险产品等方面的政策支持，鼓励经营审慎稳健的保险公司先行先试。（2）对于资产负债管理能力较低或匹配状况较差的保险公司，综合考虑公司发展阶段、负债特征、资产结构和存在的风险，可采取以下一项或多项针对性的监管措施。

## 点评：

### ■ 观点

**（1）该暂行管理办法将成为寿险行业标志性的行业管理政策：**监管层未来大概率将以资产负债管理为牛鼻子，对行业制定相关的赏罚措施，促进行业的良性发展，使行业发展真正回归正途。

**（2）该监管方向将逐步提升寿险行业的投资价值：**目前，限制我国寿险企业估值提升的主要因素是利率风险，而监管层通过推广资产负债管理，将驱使寿险企业有效降低利率风险，甚至阶段性完全规避利率风险。如此，我国寿险企业的投资价值将得到有效的提升。（详情请参见我们于8月4日发布的深度报告《寿险股价推演：忽逢桃花林》）

### ■ 政策意义：资产负债管理的落实刻不容缓

目前，我国正在经历经济增速换挡的阶段，长端利率将随着GDP增速的放缓而持续下滑。解决行业利率风险的问题刻不容缓。

寿险企业是纯粹的金融企业：在负债端通过销售寿险保单来获取资金，然后用该资金在资产端通过投资获取资产，以获

取更多的资金，从中为股东赚取利率。在这个过程中，负债端和资产端的资金都有各自的期限结构、现金流结构以及分别对应的成本和收益要求。所以寿险企业的资产负债匹配，主要涉及到三个层面，分别是期限结构匹配、现金流匹配、成本收益匹配。

**举个完美匹配的例子：**A 寿险企业签出一张趸缴保单，其有效期是 15 年，对应的要求成本率是 3.5%，并获得保费收入 10 万元。相应的，A 寿险企业用 10 万元买了一张 15 年期的债券，收益率是 4.0%，持有至到期。如此，A 寿险企业争对这张保单就基本实现了期限结构匹配、现金流匹配以及成本收益匹配，最终完全规避了利率风险。即未来市场利率如何波动，都不会影响这张保单的利润。这就是资产负债管理的价值。

**举个匹配较差的例子：**A 寿险企业再签出一张趸缴保单，其有效期是 15 年，对应的要求成本率是 3.5%，并获得保费收入 10 万元。但相应的，A 寿险企业用 10 万元买了一张 5 年期的债券，收益率是 4.0%，持有至到期。如此，这张保单和相应资产的收益成本虽然匹配，但是期限机构却非常不匹配。所以，A 寿险企业在这张债券到期之时就会面临再投资的风险，即再投资时的利率不一定能覆盖 3.5% 的成本。这之间的不匹配风险即利率风险，就被转嫁到股东。

比照两个例子，我们就理解监管层推动资产负债管理的意义，特别是在宏观经济下滑的阶段。

### ■ 对行业的影响：有效遏制恶性竞争

之前，行业内都存在一种弯道超车的路径，即中小型寿险企业通过大量销售趸缴的低价储蓄型产品迅速扩张规模，使产品的亏损后移，待具有规模优势后再销售高利润率的产品，又或者企业没有长期的经营计划，只图一时的现金流，饮鸩止渴。但这一路径会恶化行业竞争，扭曲行业的正常发展。直至监管层逐步出台一系列回归保障的政策，这一路径才被控制。但这仍然难以有效遏制寿险企业的负债导向特征，即企业以销售保单为首要目标，之后企业再向资产端团队施压，极力匹配资产。

总结而言，回归保障类的政策属于点对点的政策，无法完全制止行业乱象。而资产负债管理的监管导向则更为根本和全面，从源头上将责任归于董事会，在董事会下设资产管理委员会，促使企业在业务周期的开始阶段，统筹布局资产端和负债端，实现风险的有效管理。避免寿险企业只顾产品的销售，不顾及整体运营风险。

### ■ 对企业的影响：加剧企业分化，优胜劣汰

我们认为资产负债管理大概率将是行业未来主流的监管方向之一，将长期影响行业及企业的发展。

在以资产负债管理为主要监管手段之一的背景下，行业未来的竞争将更趋健康：监管层通过分类管理，强力推动资产负债管理框架的落地，迫使中小险企回归正常经营，打击低价卖保单的不正常竞争行为。如此，各寿险企业的竞争战略及心态将逐渐回归常态，各寿险企业将根据自己的实力及优势，寻找战略定位，分化发展，提升自身的竞争实力。行业整体竞争将逐渐回归正常。

**中小型寿险企业可寻求小而美的发展路径：**鉴于目前债券市场的发展程度以及中小企业的资产负债管理能力，中小企业可适当缩小产品久期，深度挖掘潜在客户群，发展差异化的寿险产品，精细化业务流程，提供小而美的业务服务。特别是在中短期内，中小型寿险企业要适度销售保障型产品，因为保障型产品有死差收益的贡献，其资金成本率低，所以企业在管理资产负债匹配时压力较小。

**大型寿险企业急需提升资产端实力：**大型寿险企业不仅仅需要深耕负债端的产品开发，亦要逐步提升资产的开发能力，特别是债权类资产。大型寿险企业目前急需大量的长久期债权类资产以逐步缩小自身的利率风险敞口。这既是对投保人的负责，亦是对股东的负责。拥有更强资产开发能力的大型寿险企业在未来将会有更多创造价值的机会。例如，某中小型寿险企业因为资产负债匹配程度差，导致利率风险敞口高，其存量保单估值较低，但大型寿险企业就可以把该批保单收购，然后进行更好的资产匹配，使之利率风险敞口有效降低，促使该批保单的市场估值恢复正常。

### ■ 投资建议：估值水平或筑底回升

我们认为，随着我国监管层以及保险行业越来越重视资产负债管理，寿险企业的利率风险将逐渐得到有效改善。当然，巧妇难为无米之炊，只有债券市场迅速发展才能为寿险企业提供丰富的资产，所以当下吸引外资为我国债券市场的发展做出贡献，或许正当其时。目前，在监管层强监管的氛围下，行业回归保障是大势所趋，同时资产负债管理得到重视，这都将驱使 A 股的寿险企业降低利率风险。如此，中短期而言，A 股寿险龙头企业的估值水平有望筑底。例如，中国平安近年来非常注重资产和负债的久期匹配，两端的久期匹配程度持续提升，利率风险得以逐步下降，最终驱动其估值水平处在上升的趋势中。

对于投资者而言，寿险行业目前的整顿是值得的，即使以新单的销售速度下滑为代价，但未来估值的提升空间仍然很大。短期内，鉴于中国太保的相对涨幅远落后于中国人寿和中国平安，我们主要推荐中国太保。中长期而言，中国平安

和中国太保皆是优秀的持有标的，特别是中国平安，其估值水平已经处于上升的通道中。同时，新华保险亦最值得期待：新华保险的存量保单包袱较小，未来随着其资产和负债久期匹配程度的提升，集团利率风险的减少将最为明显，其估值水平的提升也将最为迅速。

#### ■ 风险提示：

- (1) 短期内，资产荒凸显，寿险企业再投资压力加重，资产和负债的久期匹配情况进一步恶化，致使企业利率风险敞口进一步加大，估值水平有微弱下降的压力；
- (2) 贸易战加剧，系统性风险骤然上升，打压大盘指数，而寿险企业的股价则跟随下跌；
- (3) 经济超预期下滑。

### 关键图表：

表 1：行业重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价 (元)	每股 EV		P/EV	
				2019E	2020E	2019E	2020E
601601.SH	中国太保	买入	39.55	42.69	49.00	0.93	0.81
601318.SH	中国平安	买入	89.98	64.16	75.03	1.40	1.20
601336.SH	新华保险	买入	56.61	63.15	71.50	0.90	0.79
601628.SH	中国人寿	买入	30.36	32.35	37.20	0.94	0.82
001299.HK	友邦保险	买入	82.55	42.21	50.66	1.96	1.63

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（7月31日股价）

## 相关研究报告:

- 《寿险股价推演：忽逢桃花林》 ——2019-08-04
- 《保险行业下半年投资策略：否极泰来，积极布局》 ——2019-06-19
- 《保险行业重大事件快评：短期波动不掩长期价值》 ——2019-01-31
- 《行业重大事件快评：经济起伏，不改价值回归大势》 ——2019-01-08
- 《保险行业 2019 年投资策略：无限风光在险峰》 ——2018-12-25

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032