

行业简报

险资运用范围扩大，适当信用下沉利好投资端

——《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》点评

非银金融
增持（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebscn.com

联系人：郑君怡

zhengjy@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

雄关漫道从头越——保险行业 2022 年年度投资策略（2021-11-06）

保险业拐点何时到来？——保险行业 2021 年中期策略报告（2021-07-22）

穿越周期，静待花开——保险行业 2021 年投资策略（2021-02-02）

多重利好预期下保险股大涨，预计股价仍具上行空间——近期保险股股价走势点评（2020-11-29）

险企开始布局 2021，开门红产品打头阵——保险 Q4 投资策略及开门红点评（2020-10-16）

厚积薄发，拐点将至——保险行业 2020 下半年投资策略（2020-06-15）

要点

事件：

银保监会发布《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》（以下简称《通知》），内容主要包括：

- （1）取消保险资金可投金融企业（公司）债券白名单要求以及外部信用评级要求；
- （2）根据保险机构信用风险管理能力和抗风险能力，分类设置可投非金融企业（公司）债券最低外部信用评级要求；
- （3）明确保险公司投资 BBB 级（含）以下债券的集中度要求；
- （4）明确保险公司投资债券的大类比例核算；
- （5）要求保险机构切实履行主体责任，完善内部评级，审慎开展投资。

点评：

政策已多次放宽保险资金对企业债券的投资限制。原保监会对保险机构投资企业债券方面，已在评级及投资比例限制方面均有所放宽，具体如下：

- （1）2005 年，保险机构投资的企业债券需具有 AA 级以上的长期信用级别；
- （2）2009 年，政策开始允许保险机构投资境内银行间市场发行的 AAA 级无担保企业债券；
- （3）2010 年，政策将投资有担保企业债券的长期信用等级调整为 A 级以上，且保险机构可自主确定投资总额；
- （4）2012 年，保险机构投资无担保非金融企业债券的余额限制提升至上季末总资产的 50%（2010 年为 20%），投资同一期单品种有担保非金融企业债券的份额限制提升至该期单品种发行额的 40%（2010 年为 20%），无担保非金融企业债券的该限制提升至 20%（2010 年均为 10%）；
- （5）2014 年，原有保险资金运用监管比例取消，仅重点监测投资境内的具有国内信用评级机构评定的 AA 级以下长期信用评级的债券，账面余额合计占本公司上季末总资产的比例高于 10%的保险公司。

多项信用评级要求被取消，保险资金运用范围进一步扩大。在过去政策已逐渐放开保险资金投资企业债券限制的背景下，银保监会再次放宽信用评级限制。根据《通知》内容，银保监会取消了对保险资金投资于金融企业债券的白名单要求以及外部信用评级要求，同时取消或降低了部分对保险资金投资于非金融企业债券要求，扩大了保险资金运用范围，以及提升了保险机构对资产配置的决策空间。一方面，保险机构可以更好地根据自身情况，在符合监管规定的前提下自主配置资产，增加投资收益；另一方面，投资范围的扩大也将有利于更多的企业获得融通资金，激活债券市场的同时，支持更多企业发展。

低利率环境下，投资债券信用的适当下沉可助力险企改善投资收益。今年 3 月以来，长端利率震荡下行，截至 2021 年 11 月 19 日，长端利率为 2.93%，较今年以来高点（3.28%）下降了 0.35pct，保险公司新增固收类投资收益将下滑。

在目前的低利率环境下，险企若能通过优化资产配置释放投资收益（例如将投资于政府债券的资金转而投向信用评级稍低但利率更高的企业债券）将带动整体业绩提升。因此我们认为，在控制风险的前提下，投资债券信用的适当下沉将有助于险企改善投资端，提高投资收益率。

差异化监管+集中度要求，风险仍控制在一定范围内。此次《通知》虽取消了多项信用评级要求，但仍对保险资金投资于非金融企业债券的外部信用评级进行了分类限制，同时对 BBB 级（含）以下的债券集中度提出要求，具体如下：

(1) 偿付能力充足率限制：《通知》仅取消对上季度末综合偿付能力充足率为 200% 以上的保险公司所投资债券的外部信用评级要求，偿付能力充足率为 120% 以上保险公司所投资债券仍需具有国内信用评级机构评定的 BBB 级以上信用等级；对于存在例如重大风险隐患等情形的保险公司，《通知》仍对其所投资债券（AA 级以上）及债券发行人（A 级以上）的信用评级有较高要求。

(2) 集中度限制：保险公司投资 BBB 级以下债券时，信用等级若为单一国内信用评级机构评定，债券账面余额不得超过该债券当期发行规模的 10%；若为同一发行人，债券账面余额不得超过该发行人上一会计年度经审计净资产的 20%。

因此，针对不同偿付能力的差异化监管，以及对风险偏高债券的集中度限制，确保了保险资金在其运用灵活度提升的同时，仍然保持较高的安全性。

表 1：保险机构投资企业债券政策限制的历史变化

时间	政策	主要内容
2005.12	关于印发《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》的通知	1、保险机构投资的企业（公司）债券，应具有国内信用评级机构评定的 AA 级或者相当于 AA 级 以上的长期信用等级； 2、担保人上年度国内信用评级在 AA 级 以上的，保险机构投资同一期单品种企业（公司）债券的份额，不得超过该期单品种发行额的 20% ，余额不得超过该保险机构上季末总资产的 5% 。
2009.12	《关于保险机构投资无担保企业债券有关事宜的通知》	1、保险机构可以投资境内银行间市场发行的 无担保企业债券 ，其中无担保企业债券应当具有国内信用评级机构评定的 AAA 级或者相当于 AAA 级 的长期信用等级； 2、保险资金投资同一企业（公司）发行的无担保债券的余额，合计不超过该企业（公司）净资产的 20% ； 3、同一集团保险机构投资同一期单品种无担保债券的份额，合计不超过该期单品种发行额的 60% ； 4、单一保险机构投资具有关联关系企业（公司）发行的无担保债券的余额，不超过该保险机构净资产的 10% 。
2010.08	《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》	1、将投资有担保企业（公司）类债券的信用等级，调整为具有国内信用评级机构评定的 A 级或者相当于 A 级 以上的长期信用等级，可自主确定投资总额，投资同一期单品种的份额，不超过该期单品种发行额的 20% ； 2、投资无担保企业（公司）类债券的余额，不超过该保险公司上季末总资产的 20% ；投资同一期单品种的份额，不超过该期单品种发行额的 10% ； 3、投资同一发行人发行债券的余额，不超过该发行人最近一个会计年度末净资产的 20% 。投资具有关联关系企业（公司）发行债券的余额，不超过该保险公司最近一个会计年度末净资产的 20% 。同一保险集团的保险公司，投资同一期单品种债券的份额，合计不超过该期单品种发行额的 60% 。
2012.07	中国保监会关于印发《保险资金投资债券暂行办法》的通知	1、保险公司投资有担保的企业（公司）债券，可以按照资产配置要求，自主确定投资总额；投资无担保非金融企业（公司）债券的余额，不超过该保险公司上季末总资产的 50% ； 2、保险公司投资同一期单品种金融企业（公司）债券和有担保非金融企业（公司）债券的份额，不超过该期单品种发行额的 40% ；投资同一期单品种无担保非金融企业（公司）债券的份额，不超过该期单品种发行额的 20% ； 3、同一保险集团的保险公司，投资同一期单品种企业（公司）债券的份额，合计不超过该期单品种发行额的 60% ； 4、保险公司投资同一发行人发行的企业（公司）债券的余额，不超过该发行人上一会计年度净资产的 20% ；投资关联方发行的企业（公司）债券的余额，不超过该保险公司上季末净资产的 20% 。
2014.01	《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》	重点监测投资境内的具有国内信用评级机构评定的 AA 级(含)以下 长期信用评级的债券，账面余额合计占本公司上季末总资产的比例高于 10% 的保险公司； 原有保险资金运用监管比例以及创新试点业务适用的投资比例取消。

资料来源：银保监会，光大证券研究所整理

表 2:《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》中主要的政策变化

取消部分		主要内容
金融企业（公司）债券	对商业银行发行金融企业（公司）债券的要求	(1) 最新经审计的净资产，不低于 100 亿元人民币；(2) 核心资本充足率不低于 6% ；(3) 国内信用评级机构评定的 A 级或者相当于 A 级 以上的长期信用级别；(4) 境外上市并免于国内信用评级的，国际信用评级机构评定的 BB 级或者相当于 BB 级以上的长期信用级别；(5) 保险资金投资的商业银行 混合资本债券 ，应当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，其发行人总资产不低于 2000 亿元人民币。
	对证券公司债券的发行要求	(1) 应公开发行 ；(2) 最新经审计的净资产，不低于 20 亿元人民币；(3) 国内信用评级评定的 AA 级或者相当于 AA 级 以上的长期信用级别；(4) 境外上市并免于国内信用评级的，国际信用评级机构评定的 BBB 级或者相当于 BBB 级 以上的长期信用级别。
	对保险公司可转换债券、混合资本债券、次级定期债券和公司债券的要求	保险公司需按照相关规定，经中国保监会和有关部门批准发行。
	对国际开发机构人民币债券的要求	(1) 最新经审计的净资产，不低于 50 亿美元；(2) 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；(3) 境外上市并免于国内信用评级的，国际信用评级机构评定的 BBB 级或者相当于 BBB 级 以上的长期信用级别。
非金融企业（公司）债券	对发行人的要求	(1) 最新经审计的净资产，不低于 20 亿元人民币；(2) 国内信用评级机构评定的 A 级或者相当于 A 级 以上的长期信用级别；(3) 境外上市并免于国内信用评级的，国际信用评级机构评定的 BB 级或者相当于 BB 级 以上的长期信用级别。
	对有担保非金融企业（公司）债券的要求	(1) 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；(2) 以保证方式提供担保的，应当为本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，且担保人资信不低于发行人的信用级别；(3) 以抵押或质押方式提供担保的，担保财产应当权属清晰；未被设定其他担保或者采取保全措施的，经有资格的资产评估机构评估的担保财产，其价值不低于担保金额，且担保行为已经履行必要的法律程序；(3) 担保金额应当 持续不低于债券待偿本息总额 。
	对无担保非金融企业（公司）债券的要求	(1) 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。(2) 短期融资券具有国内信用评级机构评定的 A-1 级。
新增部分		主要内容
对保险资金投资 非金融企业（公司） 债券的外部信用评级要求		(1) 上季末综合偿付能力充足率为 200%（含） 以上且具备（或受托人具备）信用风险管理能力的， 取消 对所投资债券的外部信用评级要求。 (2) 上季末综合偿付能力充足率为 120%（含） 以上且具备（或受托人具备）信用风险管理能力的，投资的债券主体和债项，应具有国内信用评级机构评定的 BBB 级（含）或相当于 BBB 级 以上的信用级别。 (3) 存在重大风险隐患或被银保监会列为重点监管对象，或被依法托管或监管等情形之一的，投资的债券应具有国内信用评级机构评定的 AA 级（含）或相当于 AA 级 以上的信用级别，其发行人应具有国内信用评级机构评定的 A 级（含）或相当于 A 级 以上的信用级别。
对保险公司投资 BBB 级（含）以下债券的 集中度 要求		信用级别若为单一国内信用评级机构评定，债券账面余额不得超过该债券当期发行规模的 10%；若为同一发行人，债券账面余额不得超过该发行人上一会计年度经审计净资产的 20%。
对保险公司投资债券的 大类比例 核算		保险公司投资的企业（公司）债券，应当按照发行人对其债务工具或权益工具的分类，相应确认为 固定收益类资产或权益类资产 ，并纳入相应监管比例管理。

资料来源：银保监会，光大证券研究所整理

投资建议：截至 2021H1，平安保险资金组合投资的公司债券信用水平较好，外部信用评级约 91% 为 AAA 评级；太保企业债及非政策性银行金融债中债项或发行人评级 AAA 级占比达 93.3%，信用风险管控情况良好；截至 2020 年年底，中国财险 100% 的公司债信用评级为 AA 或以上；友邦保险公司债券中 A 级以上占比为 49.8%，BBB 级占比为 47.2%。**推荐目前公司债信用水平良好，未来在保证安全性的前提下，通过信用下沉提高投资收益空间较大的中国平安（A+H）、中国太保（A+H）、中国财险（H），建议关注已通过信用下沉释放投资收益，且 2020 年总投资收益率处于同业领先水平的友邦保险（H）。**

风险提示：政策改革推进不及预期；长端利率超预期下行。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE