

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

# 负债端已行稳，资产端待起航

## ——保险业2024年中期策略报告

非银金融 强于大市（维持）

平安证券研究所 非银行业研究团队

分析师：王维逸 S1060520040001（证券投资咨询）

分析师：李冰婷 S1060520040002（证券投资咨询）

研究助理：韦霖雯 S1060122070023（一般证券业务）

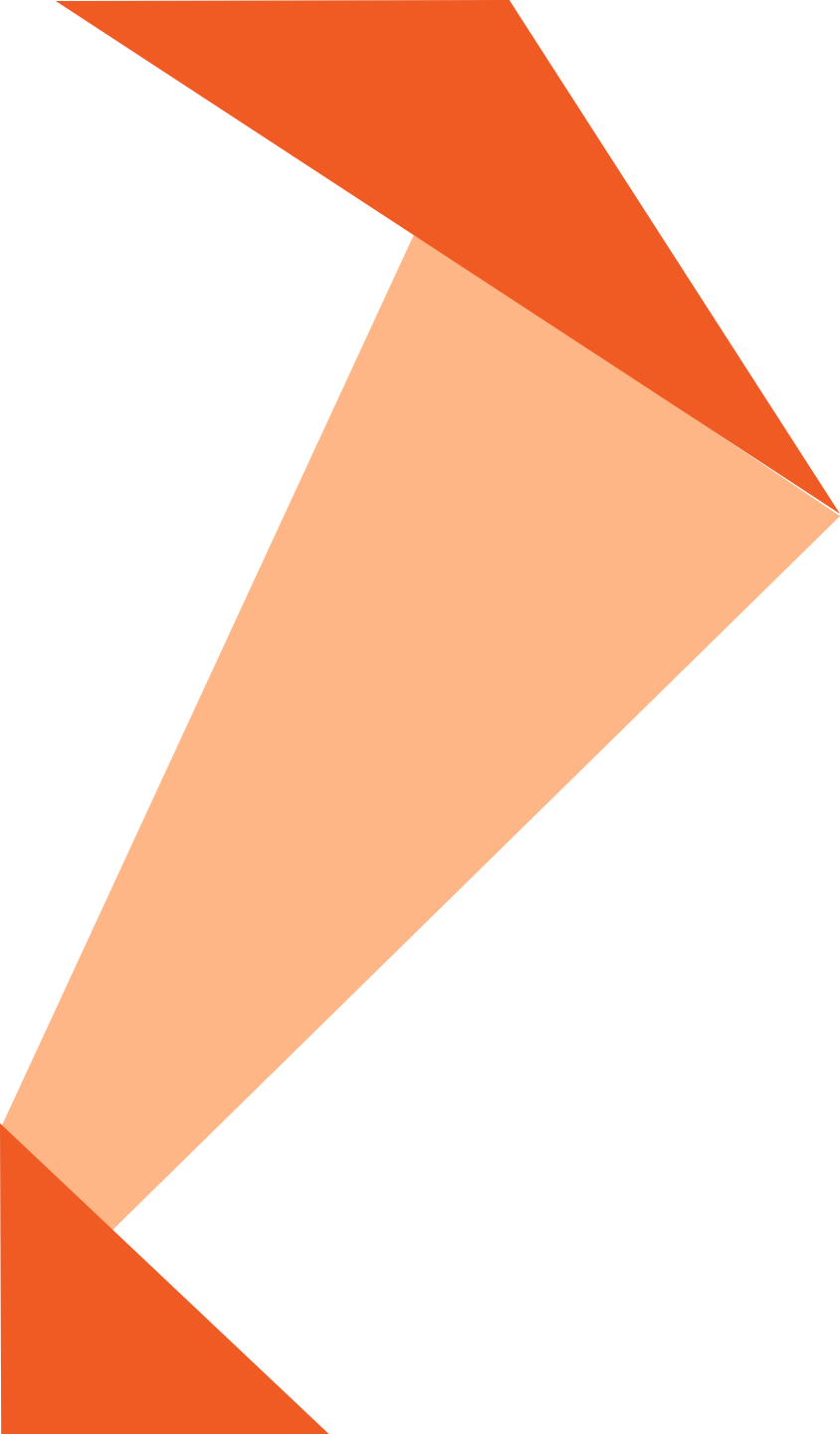
2024年06月19日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

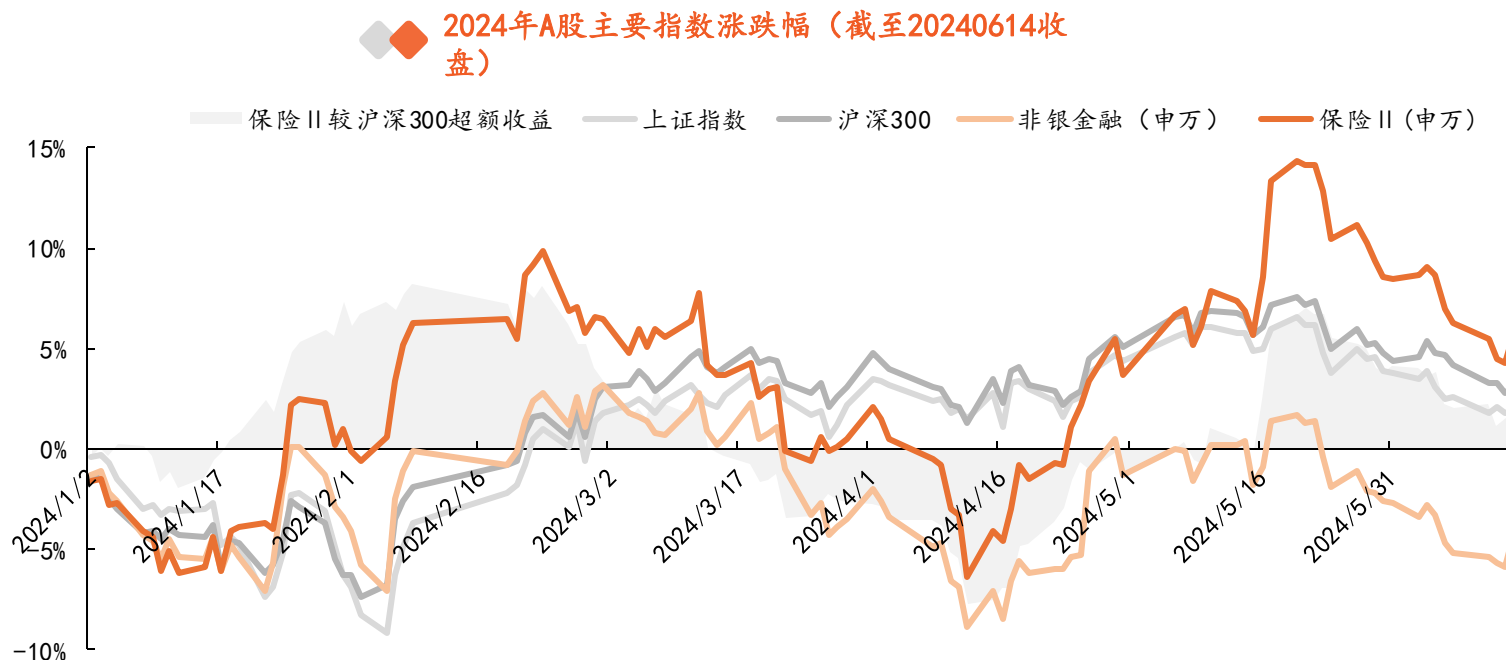
## 核心摘要

- **行业复盘：资负两端表现分化，资产端为压制主因。** 1) 行情回顾：机构持仓仍处底部，地产投资是影响保险股表现的主要因素。2) 负债端：保费与盈利能力呈现差异化。3) 资产端：权益市场震荡、总投资收益率仍同比下滑。
- **负债端：寿险有望持续向好，负债成本总体可控。** 1) 保险需求：居民对储蓄险的需求依然旺盛。2) 产品策略：聚焦储蓄险销售，加大保障险推广。3) 渠道发展：银保价值为王，个险量稳质升。4) 负债成本：新业务成本行业性走高，监管持续引导成本压降。近年来，险企投资收益率承压、寿险负债成本走高，市场对寿险利差损担忧加剧。2023年主要上市险企集中下调风险贴现率假设和投资收益率假设；同时，监管加强引导和险企主动调整并行，寿险负债成本有望压降、利差损风险有望缓解。
- **资产端：长债为锚，地产修复与权益弹性可期。** 1) 长端利率底部企稳，长期国债将继续发挥“稳定锚”的作用。超长期特别国债的逐步发行将加大市场优质长期债券的供给力度。2) 地产政策持续发力，助力化解险企投资风险。若房地产市场边际改善，将有望改善保险公司的资产减值压力、化解险企投资风险。3) 结构性行情延续，中期权益机会在增加。随着A股下半年结构性机会的增加，上市险企投资收益率有望同比改善、净利润有望企稳回升。
- **投资建议与风险提示**
  1. **投资建议：** 负债端，24Q1寿险NBV普遍较大幅增长，居民储蓄需求旺盛、保险竞品收益率下降，储蓄险需求将持续释放，预计24Q2的NBV增长压力有望缓解、2024全年有望延续负债端改善之势。产险马太效应明显、结构优化，预计2024年保费稳增、COR改善。资产端，预计十年期国债收益率下行空间不大，地产政策持续发力、A股下半年结构性机会增加，将助力险企投资收益率和净利润改善。目前行业估值和持仓仍处底部， $\beta$ 属性与地产投资风险缓解将助力保险板块估值底部修复，看好行业长期配置价值。个股建议关注中国太保、新华保险、中国人寿。
  2. **风险提示：** 权益市场波动导致利润承压、板块行情波动剧烈。寿险新单与NBV不及预期。监管政策不断趋严。长端利率超预期下行。产险赔付超预期导致承保利润下滑。

- 
- ① 一、行业复盘：资负两端表现分化，资产端为压制主因
  - ② 二、负债端：寿险有望持续向好，负债成本总体可控
  - ③ 三、资产端：长债为锚，地产修复与权益弹性可期
  - ④ 四、投资建议及风险提示

## 1.1 行情回顾：机构持仓仍处底部，地产投资是影响保险股表现的主要因素

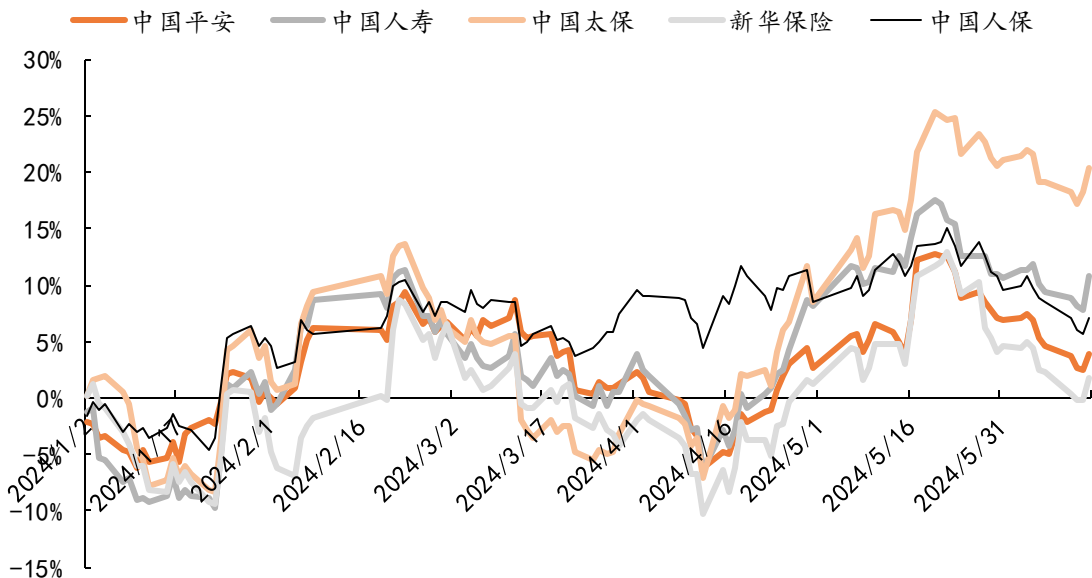
▶ 尽管寿险NBV较大幅增长，但行情受地产影响明显，2024年保险指数呈现出先升后降再反弹的特征。截至6月14日，A股主要指数2024年以来涨跌幅分别：上证指数1.94%、沪深300指数3.22%、非银金融指数（申万）-4.00%、保险Ⅱ指数（申万）5.98%，保险Ⅱ较沪深300指数形成超额收益2.76pct。具体来看：①1月中旬至3月中旬，在市场高分红策略崛起和央国企市值管理概念的双重催化下，保险股估值低、股息率高，受到市场资金青睐，保险指数较沪深300指数形成超额收益。②2月底至4月中旬，尽管上市险企3月陆续披露年报，2023年寿险总新单、NBV实现较大幅正增长，但受2月底万科与保险机构债务“展期传闻”的影响，保险指数拐头向下、较沪深300指数形成超额亏损。③4月中旬以来，地产政策持续发力、助力化解险企资产端风险，保险指数持续反弹，尤其是5月17日多部委推出保交房组合拳助力消化存量商品房以后，保险指数再次较沪深300指数形成超额收益。



# 1.1 行情回顾：机构持仓仍处底部，地产投资是影响保险股表现的主要因素

上市保险公司行情走势基本一致，个股表现差异较大主要受基本面影响。截至6月14日，上市保险股个股2024年以来涨跌幅排名：中国太保（+20.40%）>中国人寿（+10.79%）>中国人保（+7.02%）>中国平安（+3.90%）>新华保险（+1.77%）。从本轮反弹（4月12日-5月22日）涨跌幅来看：中国太保（+34.01%）>新华保险（+25.90%）>中国人寿（+23.75%）>中国平安（+20.17%）>中国人保（+10.30%），其中，中国太保股价涨幅为同业最高，主要由于负债端业绩表现领先同业，并具备资产端弹性。而新华保险负债端表现相对平稳、资产端弹性较大，导致股价波动高于同业。中国人保以财产险业务为主，相对于寿险公司受地产投资风险较小，因此2月底至4月中旬的板块性调整对其影响不大，本轮反弹涨幅最低、但年初以来涨幅排名同业第三。

2024年A股保险个股涨跌幅（截至20240614收盘）



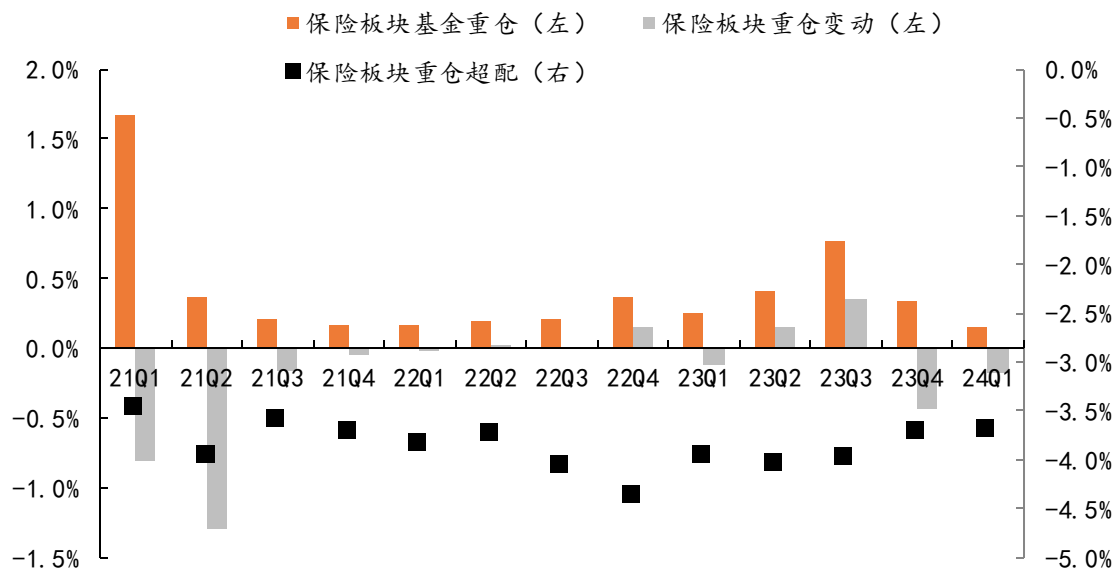
2024年3月险资地产风险事件发展梳理

| 日期    | 内容  |
|-------|---|
| 3月3日  | 新华资产官方微信公众号发布公开声明，“近期，公司关注到有关我公司与万科企业的不实信息。万科企业系中国房地产行业龙头企业，一直与我公司保持正常的业务合作”。   |
| 3月11日 | 根据经济观察报，万科与多家险资合作的金融业务为债权投资计划为非标私募产品，自2月底以来，万科董事局主席郁亮与深圳地铁相关高层赴北京与多家险资企业商谈，包括新华资产、中国太保、太平保险、大家保险等。此轮商谈的重点并非对债务进行“展期”，而是希望几家险资不要提前行权，继续履行合同直至贷款到期。 |
| 3月15日 | 中国太保在上证e互动答复，“公司高度重视信用风险管理，严格控制房地产等行业的风险敞口，并在风险可控的前提下精选投资标的。不动产领域风险的敞口占整体投资资产的比例较小，持仓的房地产企业偿债主体综合实力较强，信用风险管控良好，投资风险可控。”                           |

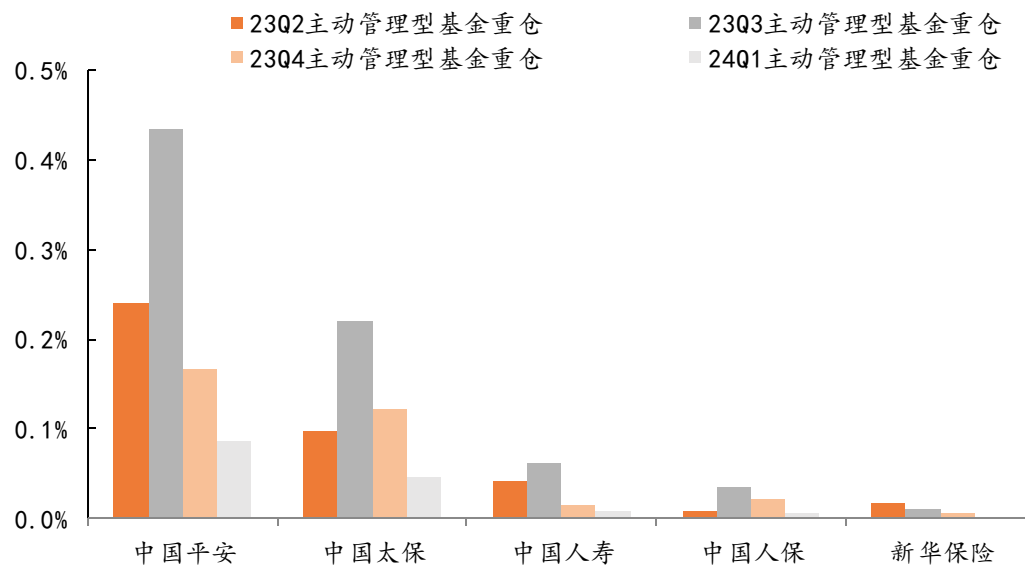
## 1.1 行情回顾：机构持仓仍处底部，地产投资是影响保险股表现的主要因素

➤ **24Q1主动管理型基金继续减持，机构持仓仍处历史底部水平。**24Q1保险板块主动管理型基金重仓持股比例0.15%（QoQ-0.18pct），维持环比减持趋势，重仓持股比例为2020年以来历史新低；但低配程度环比减弱，以沪深300流通市值为标准，保险板块标配3.83%，目前低配3.68pct。从个股来看，24Q1主动管理型基金重仓持股比例从高到低依次为中国平安（0.09%）、中国太保（0.05%）、中国人寿（0.01%）、中国人保（0.01%）、新华保险（0.001%），前五重仓个股均有不同程度减持，重仓变动依次为新华保险（-0.01pct）、中国人寿（-0.01pct）、中国人保（-0.02pct）、中国太保（-0.08pct）、中国平安（-0.08pct）。

保险板块主动管理型基金重仓情况



保险板块23Q2-24Q1主动管理型基金重仓前五个股比较

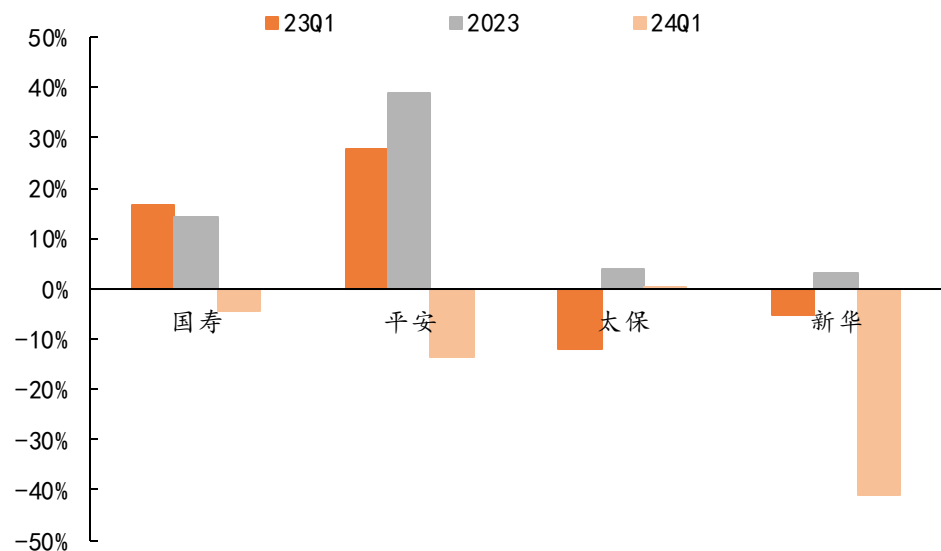




## 1.2 负债端：保费与盈利能力呈现差异化

➤ 寿险：主要上市险企24Q1新单规模普遍下滑、但NBV普遍较大幅增长，预计主要由于业务结构改善、NBVM提升。尽管银行存款和理财产品等保险竞品吸引力下降、居民财富管理需求持续释放，24年“开门红”仍主要推动储蓄型产品销售，但“报行合一”落地对银保渠道新单的影响较大，导致主要上市险企24Q1总新单普遍下滑。而险企24Q1关注价值率更高的长期期交业务发展，预计NBVM提升拉动NBV较大幅增长。24Q1总新单同比增速排名：太保（+0.4%）>国寿（-4.4%）>平安（-13.6%）>新华（-41.0%），NBV同比增速排名：新华（+51.0%）>太保（+30.7%）>国寿（+26.3%）>平安（+20.7%）。

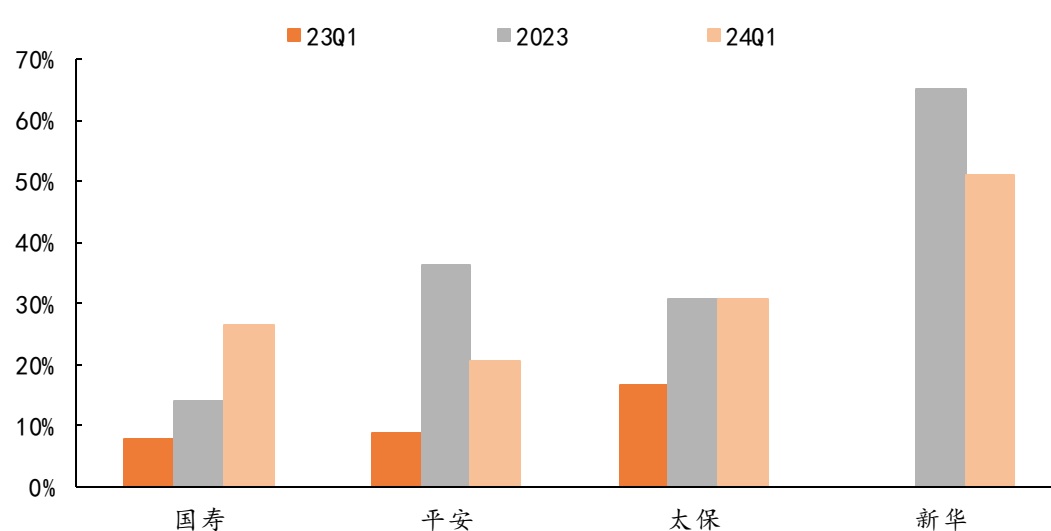
主要上市险企总新单同比增速



注：新单口径，下同

- 平安：“用来计算新业务价值的首年保费”
- 太保：23Q1由“保费收入”调整为“规模保费”
- 国寿、新华：“保费收入”

主要上市险企NBV同比增速



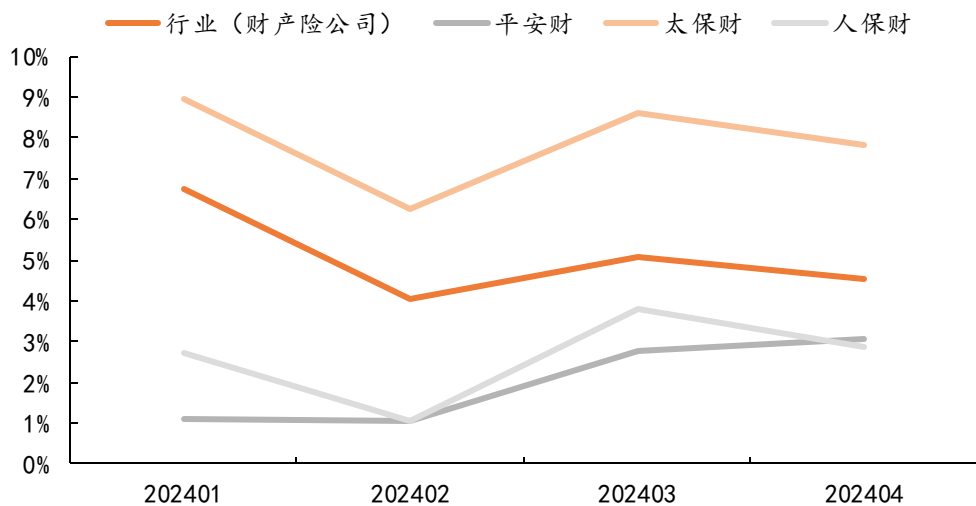
注：平安、国寿24Q1的NBV同比增速按照2023年末EV假设重述计算；新华24Q1的NBV同比增速数据来源于官网推介材料直接披露，并未说明是否重述；太保23Q1数据并未重述。2023年NBV同比增速基于2022年末假设计算所得。



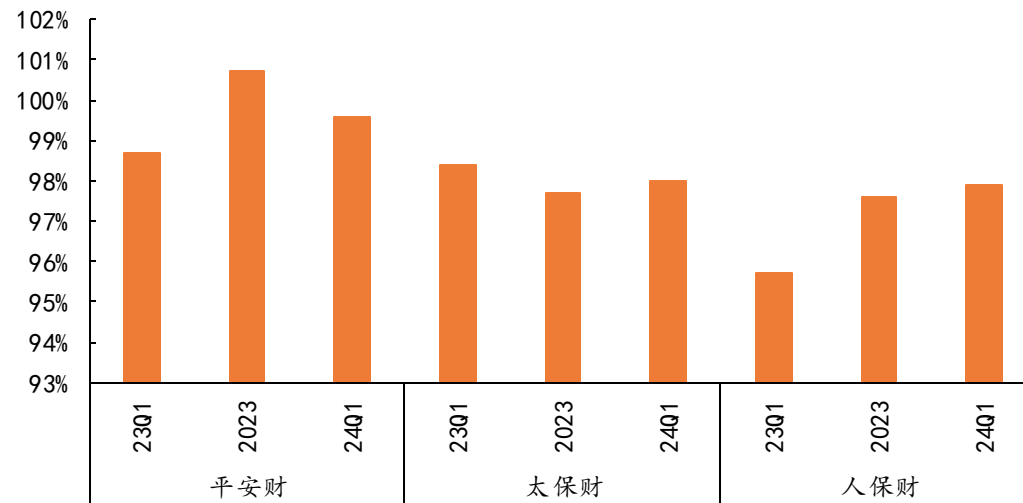
## 1.2 负债端：保费与盈利能力呈现差异化

➤ **产险：保费稳增，COR表现各异、赔付普遍承压。**2024年前4月行业原保费收入6165.6亿元（YoY+4.5%），上市险企总保费增速排名：太保（+7.8%）>行业（+4.5%）>平安（+3.1%）>人保（+2.8%）。受低温雨雪冰冻灾害和出行恢复影响，24Q1险企赔付端面临较大压力；费用端，车险业务积极落实监管要求、加强品质费用管理，但新准则下的费用分摊效应使得报表费用率下降速度慢于实际签单费用率下降速度，对赔付率上升的对冲作用有限。24Q1产险COR：人保97.9%（YoY+2.2pct）<太保98.0%（YoY-0.4pct）<平安99.6%（YoY+0.9pct）。其中，人保COR保持行业领先，增幅较大主要由于基数较低；太保深化车险品质管控，实现成本与结构双优化；平安COR同业最高，主要受保证保险业务影响，剔除保证保险后的COR为98.4%（与同业水平相近），暴雪灾害导致当季COR增长2.0pct。

◆ 2024年前4月财产险逐月累计保费同比增速



◆ “老三家” 产险承保综合成本率（COR）



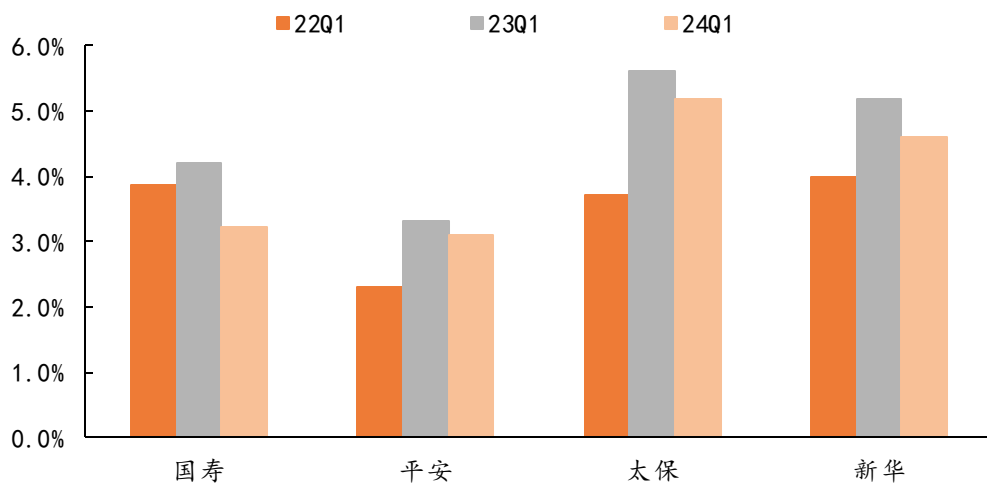




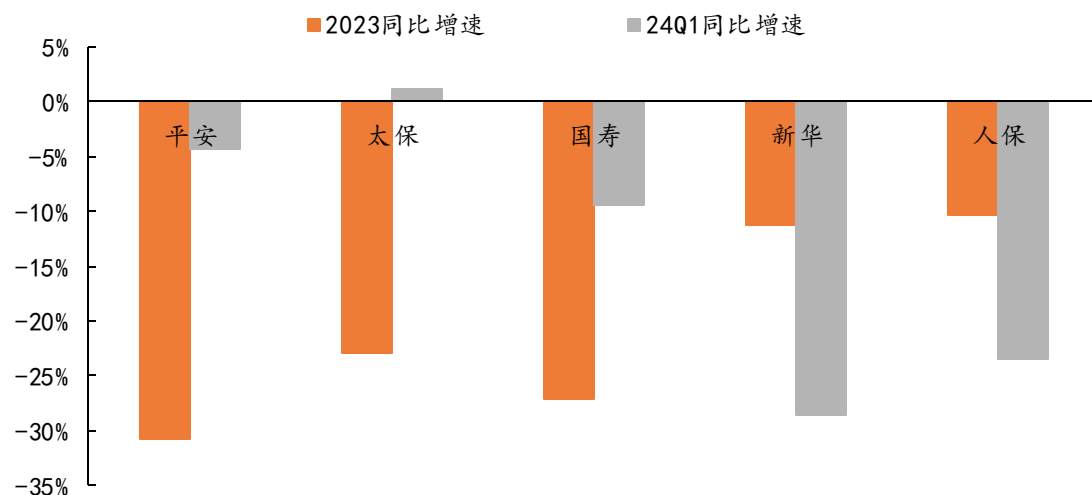
## 1.3 资产端：权益市场震荡、总投资收益率仍同比下滑

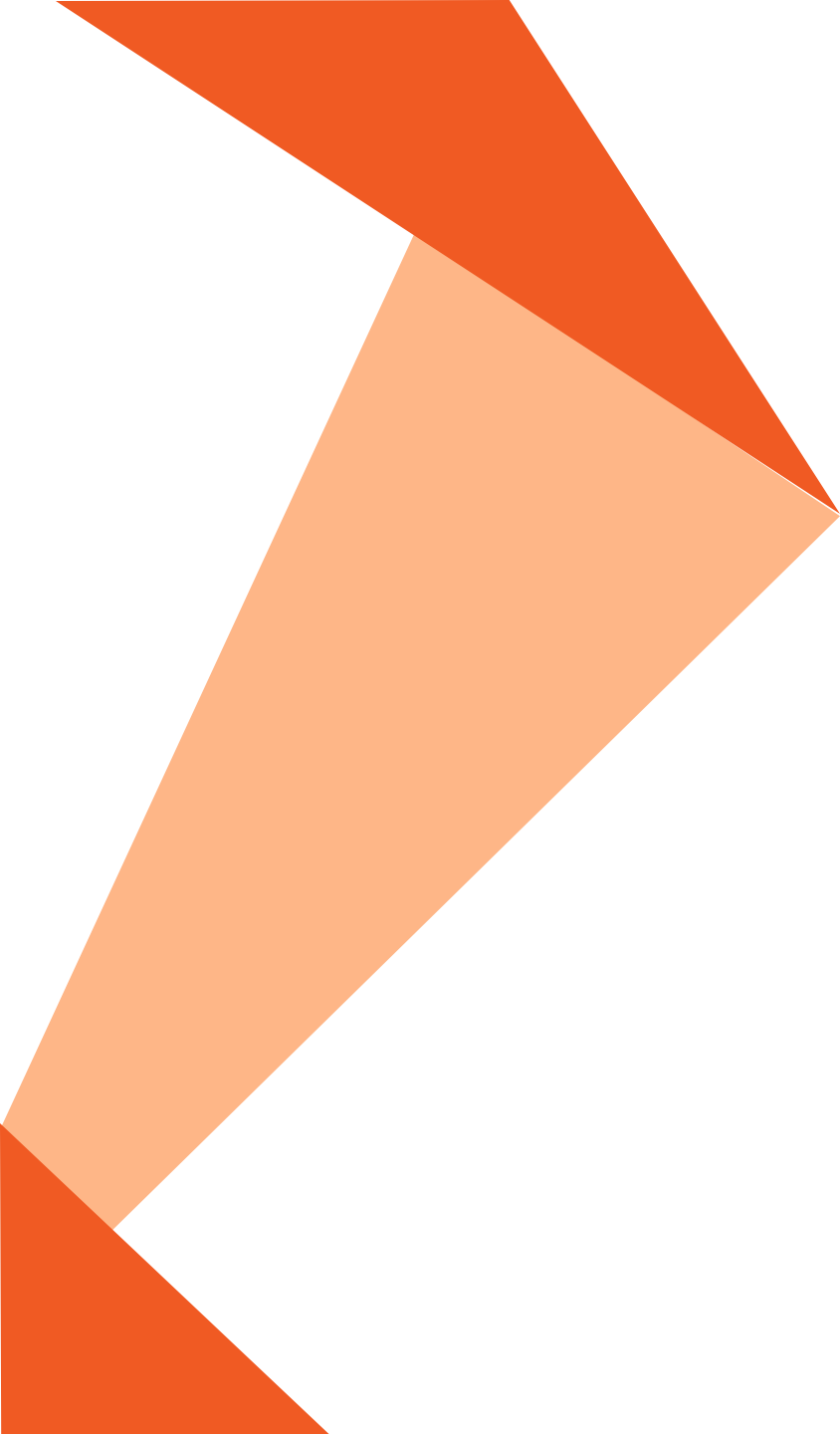
- 权益市场震荡，24Q1险企总投资收益率普遍同比下滑但降幅分化、导致归母净利润表现各异。24Q1国寿、平安、太保、新华总投资收益率分别3.2%、3.1%、5.2%、4.6%，分别同比-1.0pct、-0.2pct、-0.4pct、-0.6pct。24Q1上市险企归母净利润同比增速排名：太保(+1.1%)>平安(-4.3%)>国寿(-9.3%)>人保(-23.5%)>新华(-28.6%)。具体来看：
  - 太保、平安24Q1总投资收益率同比降幅较低、归母净利润同比相对稳健，主要由于权益类资产配置注重低估值、高股息、长期盈利前景较好的投资品种，2023年底以来权益市场风格切换、高分红策略崛起，有助于改善公司投资收益率。
  - 新华24Q1净利润降幅最大，主要受保险服务收入下滑和承保财务损失增长的双重影响。
  - 人保24Q1净利润降幅较大，主要由于产险COR提升、投资收益和公允价值变动收益下滑。

主要上市险企总投资收益率一览（新准则）



主要上市险企归母净利润（新会计准则）



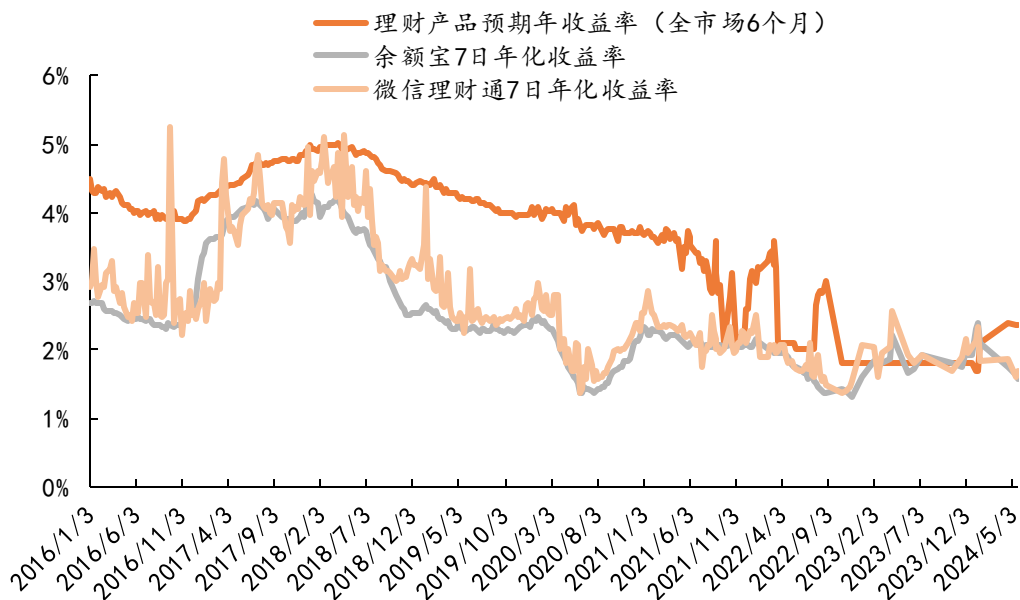
- 
- ① 一、行业复盘：资负两端表现分化，资产端为压制主因
  - ② 二、负债端：寿险有望持续向好，负债成本总体可控
  - ③ 三、资产端：长债为锚，地产修复与权益弹性可期
  - ④ 四、投资建议及风险提示



## 2.1 保险需求：居民保本储蓄需求依然旺盛

► 保险主要竞品收益率下降、吸引力较低，居民对储蓄险的需求依然旺盛。近年来，余额宝、理财通等偏储产品收益率持续下行，商业银行连续下调存款挂牌利率；同时，银行理财产品向净值化转型，且收益率下行，储蓄险竞品吸引力明显降低，市场具备保本储蓄属性的金融产品稀缺。根据21世纪经济报道，4月8日，市场利率定价自律机制发布《关于禁止通过手工补息高息揽储 维护存款市场竞争秩序的倡议》，要求“即日起，银行不得以任何形式向客户承诺或支付突破存款利率授权上限的补息。此前违规作出的补息承诺，在付息日一律不得支付”，进一步压实银行存款利率。根据寿险产品定价原理，储蓄险定价严格遵循预定利率、保险责任受保险合同约束，保险产品实际具备保本属性，在市场类似金融产品稀缺的背景下，居民风险偏好较低、对储蓄险的需求依然旺盛。

◆ 储蓄险主要竞品收益率持续下降



资料来源：Wind，平安证券研究所

◆ 国有大行存款挂牌利率调整情况

| 大行存款挂牌利率  |                |                     | 22年9月 | 23年6月 | 23年9月 | 23年12月 | 变动幅度 (BP) |       |     |
|-----------|----------------|---------------------|-------|-------|-------|--------|-----------|-------|-----|
| 城乡居民及单位存款 | 活期             |                     | 0.25% | 0.20% | 0.20% | 0.20%  |           |       |     |
|           |                | 定期                  | 整存整取  | 三个月   | 1.25% | 1.25%  | 1.25%     | 1.15% | -10 |
|           |                |                     |       | 半年    | 1.45% | 1.45%  | 1.45%     | 1.35% | -10 |
|           |                |                     |       | 一年    | 1.65% | 1.65%  | 1.55%     | 1.45% | -10 |
|           |                |                     |       | 二年    | 2.15% | 2.05%  | 1.85%     | 1.65% | -20 |
|           | 三年             |                     |       | 2.60% | 2.45% | 2.20%  | 1.95%     | -25   |     |
|           | 五年             | 2.65%               | 2.50% | 2.25% | 2.00% | -25    |           |       |     |
|           | 零存整取、整存零取、存本取息 | 一年                  | 1.25% | 1.25% | 1.25% | 1.15%  | -10       |       |     |
|           |                | 三年                  | 1.45% | 1.45% | 1.45% | 1.35%  | -10       |       |     |
|           |                | 五年                  | 1.45% | 1.45% | 1.45% | 1.35%  | -10       |       |     |
| 定活两便      |                | 按一年以内定期整存整取同档次利率打6折 |       |       |       |        |           |       |     |
| 协定存款      |                | 0.9                 | 0.9   | 0.9   | 0.7   | -20    |           |       |     |
| 通知存款      | 一天             | 0.45                | 0.45  | 0.45  | 0.25  | -20    |           |       |     |
|           | 七天             | 1                   | 1     | 1     | 0.8   | -20    |           |       |     |

资料来源：各大银行官网，平安证券研究所



## 2.2 产品策略：聚焦储蓄险销售，加大保障险推广

- 居民保本储蓄需求旺盛，上市险企储蓄险围绕客需、拉长缴费期，保障险产品多元、服务升级，24Q2新单压力或好于预期。另一方面，与23Q2相比，24Q2产品预定利率下调至3.0%、上市险企主动优化期限结构和产品结构，预计NBVM有望改善、缓解24Q2的NBV增长压力。
- 24年“开门红”结束后，主要上市险企针对客户保本储蓄需求，仍重点推动中长期期交储蓄险产品销售，加大5年期交和6年期交等中长期期交产品销售力度。产品缴费期多元、种类多样，终身寿险、年金保险、养老保险等主力财富产品紧密围绕客户不同需求。在市场类似金融产品稀缺的背景下，居民风险偏好较低、对储蓄险的需求依然旺盛，24Q2新单压力或好于预期。
- 24Q2上市险企适度加大高margin的保障险推广力度，推出新产品并升级增值服务，缓解NBV压力。

### 以新华保险为例：丰富产品供给，推出“新华尊”体系

- **产品供给：**根据不同客户群需求，推出差异化保险新产品，丰富产品线，满足市场的多元化需求。具体来看：推进产品切换调整，进一步完善特定疾病、医疗、定期寿险等细分领域产品；在重大疾病、长期护理、个人养老金、中小微企业保险、老幼特殊群体等重点领域加强产品供给。
- **客户服务：**客户分层精细化管理，2024年推出“新华尊”高客私享会员服务体系。具体来看，针对高净值客户在健康管理、财富传承、品质生活等方面的需求，对内整合新华康养资源，对外引入市场知名服务供应商，推出“健康管理、财税法家办、商旅贵宾”等系列服务，填补高客经营领域空白，已助力多家分公司成功开发百万大单。

### 主要上市险企产品汇总

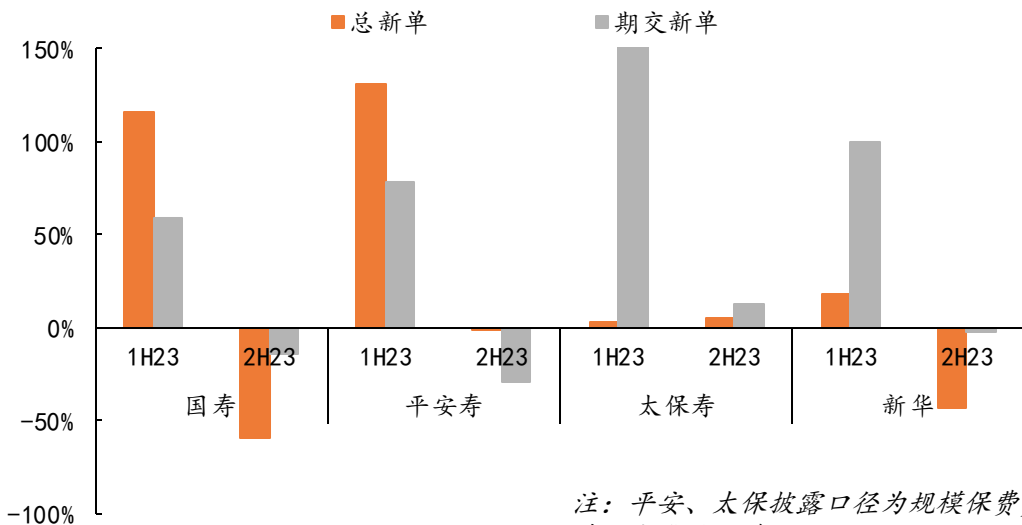
- **中国人寿：**3月中旬推出“鑫越传家”6年期缴增额终身寿险。
- **中国太保：**以司庆为契机，5月中旬针对金系列老客户推出权益升级活动，包括“爱心保（尊享版）重疾险”和“长相伴系列终身寿险”，重疾险新增住院照护、康复绿通等太保蓝本健康服务。
- **新华保险：**年初推出三款高客产品，全面覆盖1) 健康-“多倍领航重疾险（赢家版）”、2) 医疗-“寰宇尊悦高端医疗保险”、3) 财富规划和资产传承-“臻佑世家终身寿险”。4月末推出“荣耀鑫享赢家版终身寿险”。



## 2.3 渠道发展：银保价值为王，个险量稳质升

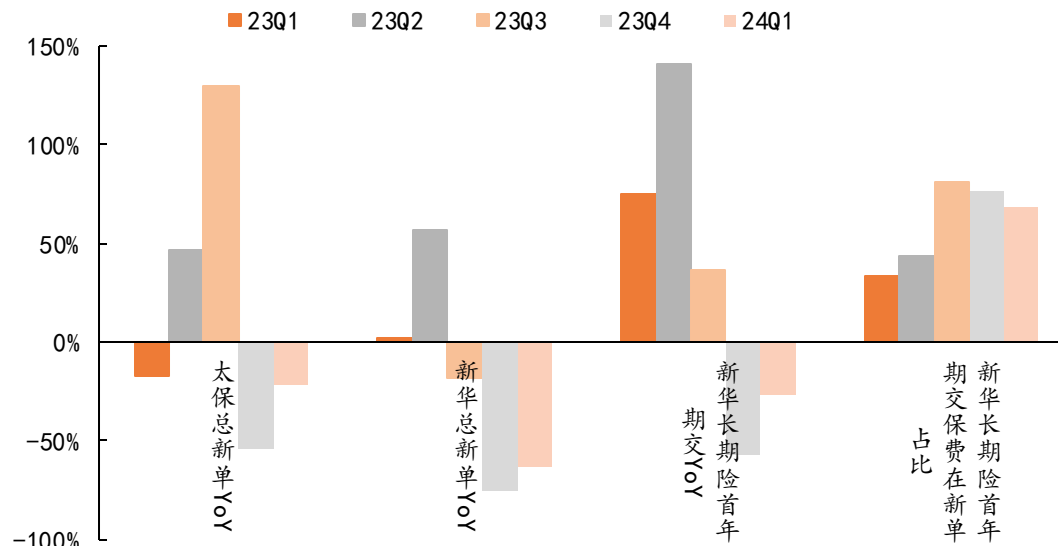
➤ 银保“报行合一”规范业务发展，新单规模受政策影响显著下滑；但上市险企坚持高质量发展、推动业务结构改善，监管5月起取消银行网点与保险公司合作数量限制，利好头部险企。预计渠道费用率改善和期限结构优化将助力银保NBVM改善、缓解NBV增长压力。2023年下半年“报行合一”和行业《自律公约》落实后，银保渠道费用率水平趋于一致。根据国家金融监管总局，截至2023年10月，银保渠道的佣金费率较之前平均水平下降约30%。尽管存在产品调整、重新签约等情况，但头部险企具备综合优势、与银行合作方式多样，预计受影响程度好于中小险企。除太保外，2023年下半年主要上市险企银保总新单和期交新单均出现不同程度下滑。从单季度来看，24Q1头部险企银保新单降幅已环比收窄、期交新单占比明显提升——太保总新单、新华总新单和长期险首年期交保费23Q4分别同比-54.6%、-75.5%、-57.4%，24Q1分别同比-21.8%、-63.7%、-26.5%，新华银保长险首年期交保费占比23Q4同比+32.6pct、24Q1同比+34.4pct。

主要上市险企银保新单同比增速



注：平安、太保披露口径为规模保费，国寿、新华为保费收入。太保1H23银保总新单同比+460%，出于可读性考虑，上图未完全

中国太保和新华保险银保单季新单表现

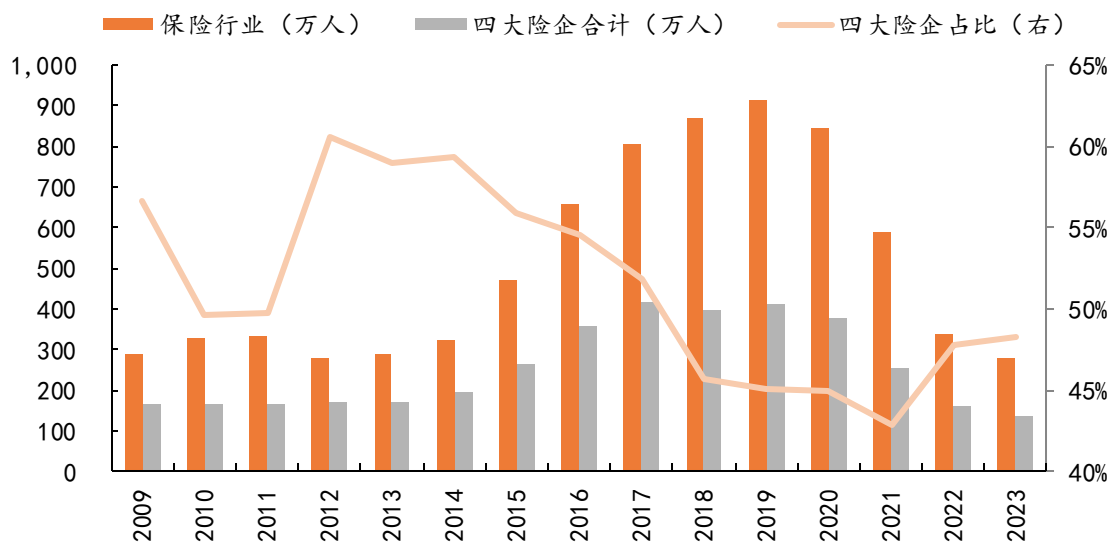




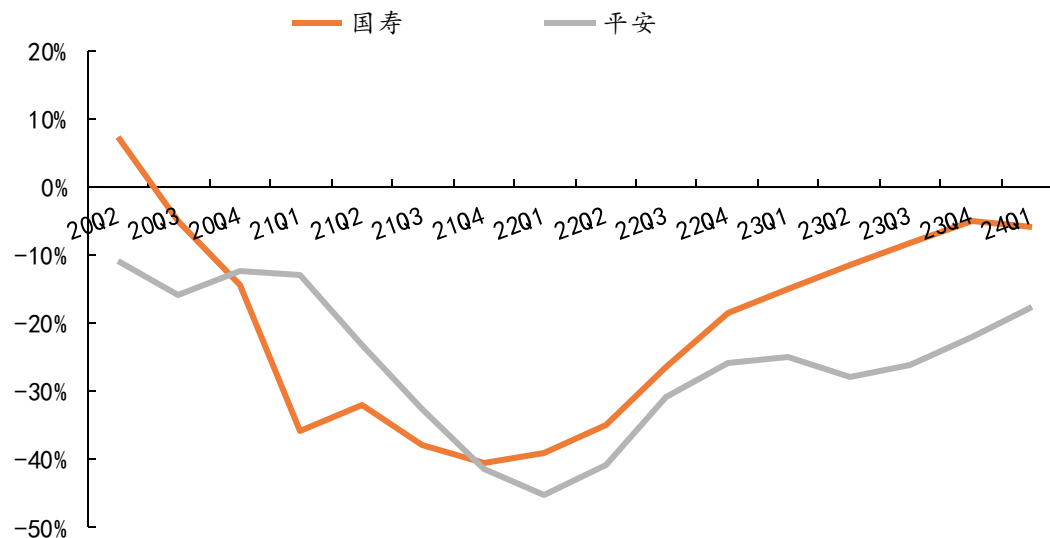
## 2.3 渠道发展：银保价值为王，个险量稳质升

➤ 主要上市险企代理人队伍量稳质增、清虚基本到位，活动率等指标有所改善。截至2023年末，寿险行业代理人约281万人（YoY-17.3%）、四大险企个险代理人共计135.5万人（YoY-16.6%），数量均已不及2009年的水平，但四大险企代理人数量降幅较2021年和2022年明显收窄、在寿险代理人总数占比从2021年起触底回升，代理人队伍规模较行业率先企稳。截至24Q1末，国寿个险代理人62.2万人（YoY-6.0%、QoQ-1.9%）；平安33.3万人（YoY-17.6%、QoQ-4.0%）。近年来，主要上市险企聚焦个险渠道改革，加强增员、销售培训、科技赋能等全方位管理，队伍质态改善明显。根据一季报，24Q1国寿绩优人群数量和占比持续提升，个险板块月人均首年期交保费同比+17.7%；24Q1太保绩优队伍规模稳定，产能及收入持续攀升，U人力月人均首年规模保费同比+33.7%、首年佣金收入9313元（YoY+14.1%）。

◆ 寿险行业及四大险企（国寿+平安+太保+新华）代理人数量变化



◆ 中国人寿和中国平安季末个险代理人规模同比变动



资料来源：《中国保险年鉴》、《2024中国保险发展报告》，平安证券研究所

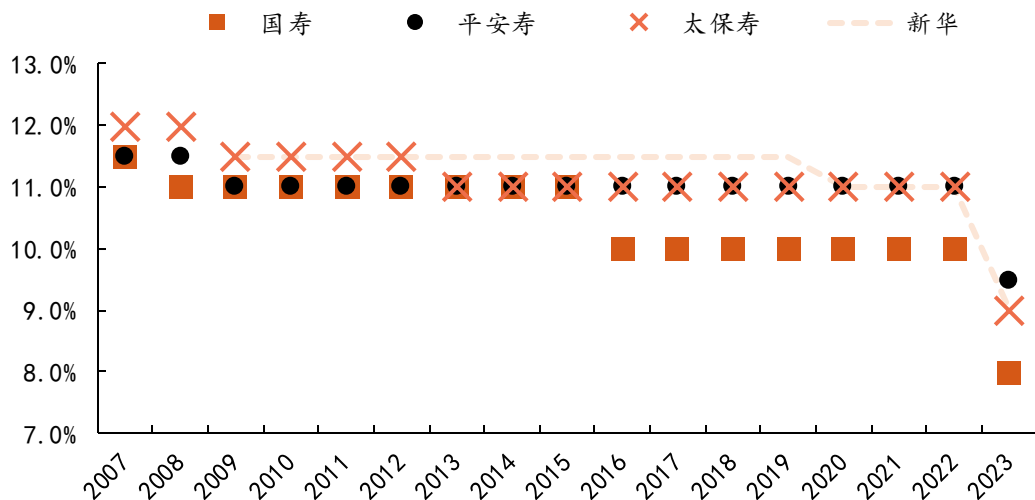
资料来源：Wind，平安证券研究所



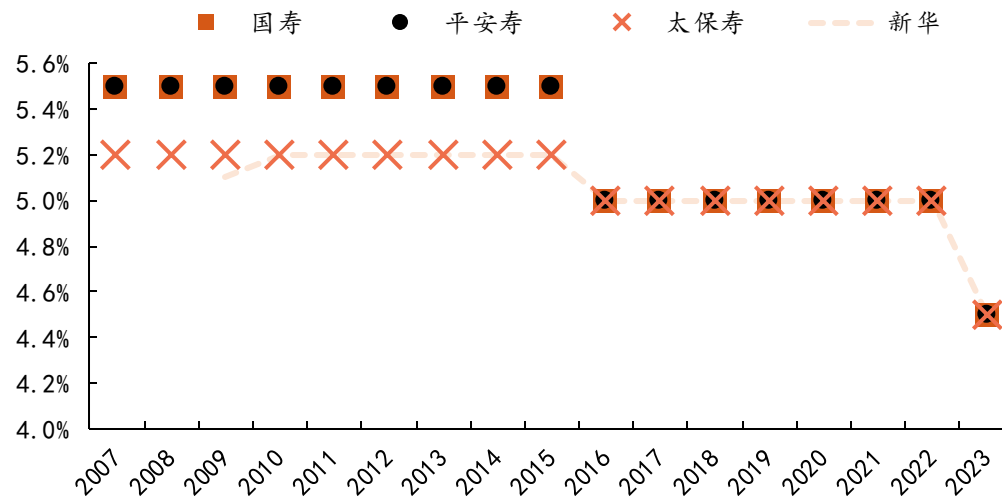
## 2.4 负债成本：新业务成本行业性走高，监管持续引导成本压降

近年来，险企投资收益率承压、寿险负债成本走高，市场对寿险利差损担忧加剧。2023年主要上市险企集中下调风险贴现率假设和投资收益率假设；同时，监管加强引导和险企主动调整并行，寿险负债成本有望压降、利差损风险有望缓解。根据中国证券报，3月起监管部门要求部分公司调降万能险结算利率水平、分红险实际分红水平；根据财联社，部分险企出于风控考虑，将于6月30日停售预定利率3.0%的增额终身寿险、7月1日上市预定利率2.75%的增额终身寿险。从精算假设来看，投资收益率假设应基于对长期经济状况等综合判断，并与风险贴现率假设相匹配； $\text{风险贴现率} = \text{无风险利率} + \text{风险溢价}$ 。其中，无风险利率根据十年期国债收益率确定，2018年以来无风险利率中枢下移，风险贴现率假设也应下调。风险溢价水平反映未来现金流的风险情况，无风险利率计算标准一致，风险贴现率越高、风险溢价越高、风险评估越保守。过往风险贴现率反映的风险溢价超过7%；随着行业发展和险企风险管理经验的累积，风险溢价具备下调基础。

主要上市险企风险贴现率假设变化



主要上市险企传统险长期投资收益率假设变化

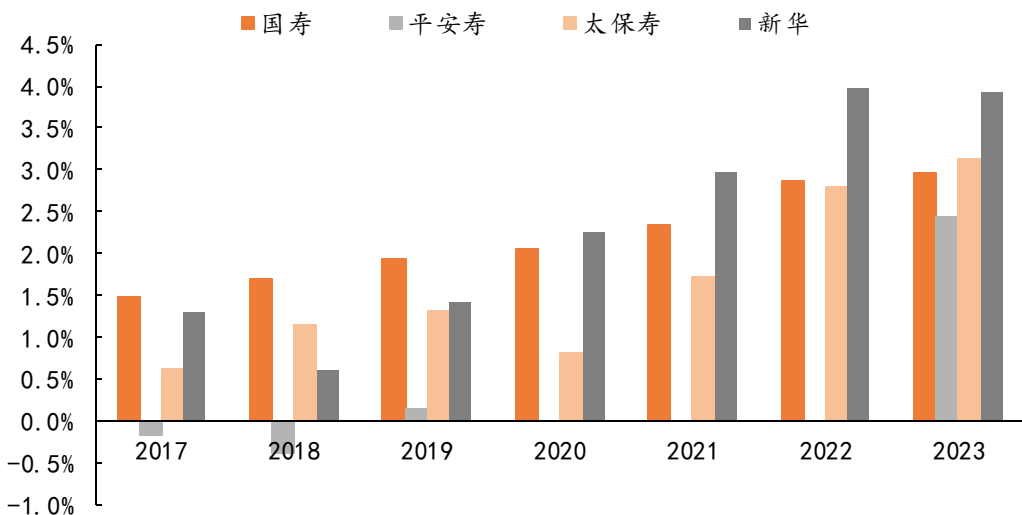




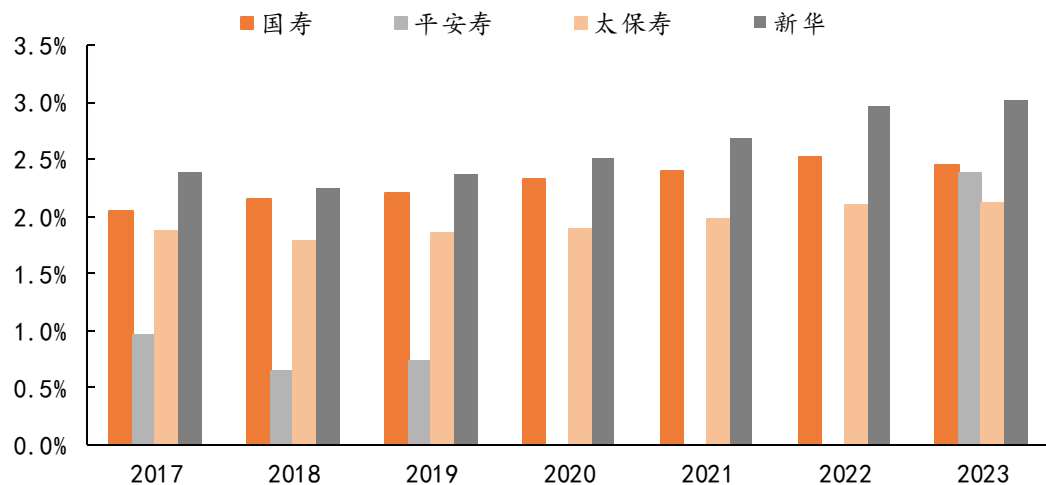
## 2.4 负债成本：新业务成本行业性走高，监管持续引导成本压降

➤ 打平收益率是基于上市公司年报披露的投资收益率下降50bp的NBV和VIF数据进行线性外推，测算得出NBV和VIF为0时的寿险投资收益率。测算NBV和VIF的打平投资收益率可以判断公司的寿险负债成本。截至2023年末，国寿、平安寿、太保寿、新华VIF打平投资收益率测算分别为2.45%、2.39%、2.12%、3.02%，分别实现综合投资收益率3.09%、3.72%、2.67%、2.61%；除新华外，其他险企利差损压力均有缓解。具体来看：1) 近年来，NBV和VIF打平收益率明显上升，新业务成本行业性走高，主要由于利率下行背景下，居民保本储蓄需求旺盛，2021年以来储蓄险新单高增、产品NBVM较低且对投资收益率敏感性较高，而NBVM较高、对投资收益率敏感性较低的重疾险销售承压。2) NBV打平收益率快速提升、VIF打平收益率增幅相对较缓，主要由于VIF反映存量业务，存量业务目前体量较大、负债成本相对较低，能够摊薄新业务负债成本。但随着低成本存量业务的不断到期和高成本新增业务的持续增长，主要上市险企整体负债成本或将有所上升。

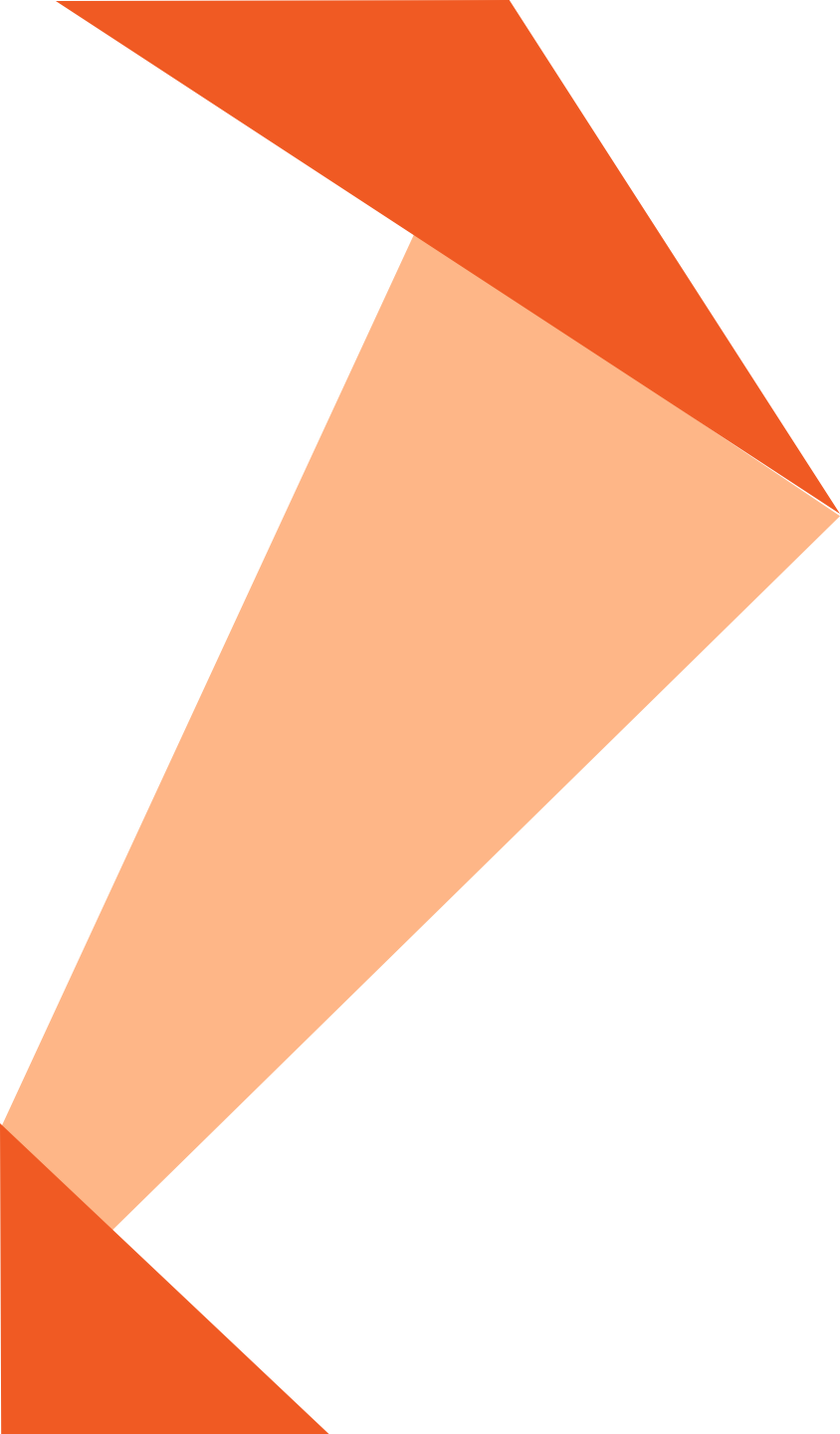
主要上市险企近年NBV（新业务价值）打平收益率



主要上市险企近年VIF（有效业务价值）打平收益率





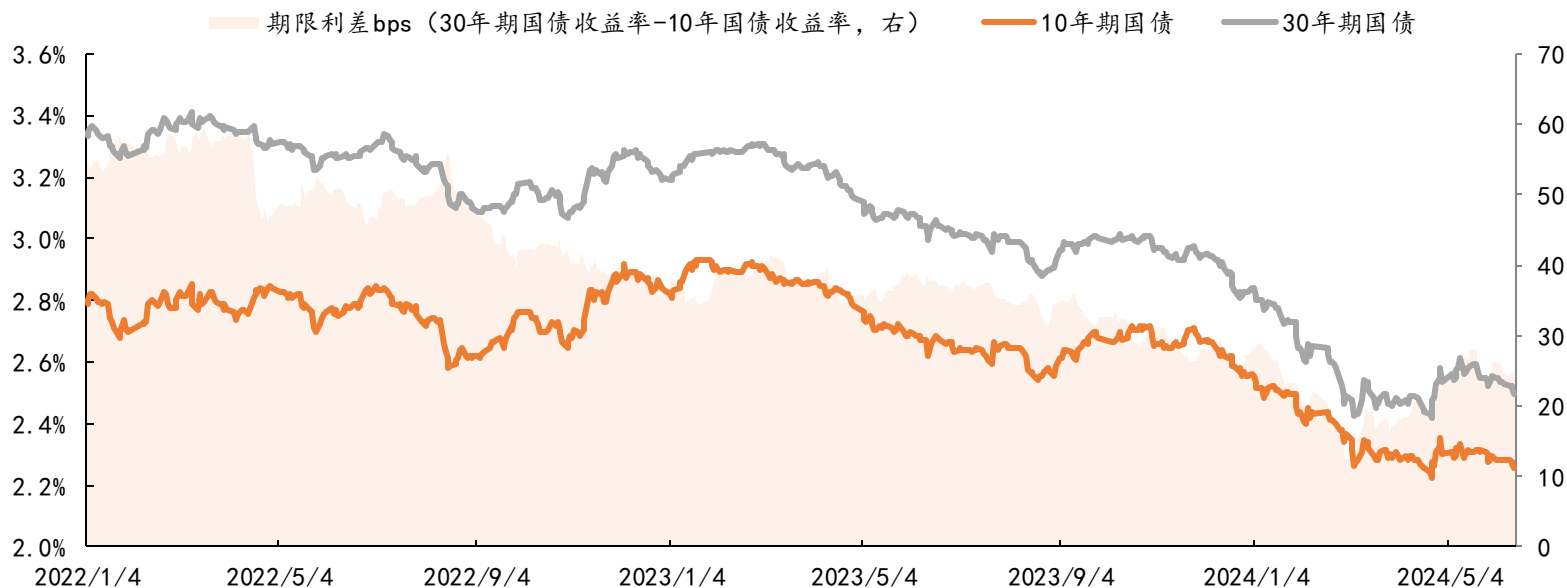
- 
- ① 一、行业复盘：资负两端表现分化，资产端为压制主因
  - ② 二、负债端：寿险有望持续向好，负债成本总体可控
  - ③ 三、资产端：长债为锚，地产修复与权益弹性可期
  - ④ 四、投资建议及风险提示



### 3.1 长端利率底部企稳，长期国债将继续发挥“稳定锚”的作用

► 近年来长期国债收益率震荡下行，2024年初至4月中旬期间，长期国债收益率下行速度较快、幅度较大——10年期、30年期国债到期收益率分别从2023年末的2.29%、2.84%下降至4月23日的2.23%、2.42%，30年期国债到期收益率与10年期国债到期收益率之间的期限利差也在4月中旬缩窄至20bps以内，长期国债收益率和期限利差均触及近年低点。4月以来，经过央行多次表态、并提示利率风险，十年期国债收益率阶段性触底回升、近期在2.3%左右维持低位震荡，截至6月14日，10年期、30年期国债到期收益率分别2.26%、2.50%，期限利差小幅走宽至24bps。根据《2024年第一季度中国货币政策执行报告》，从宏观层面看，我国经济长期向好的基本面没有改变，经济回升向好的趋势也在不断巩固，未来较长时期仍将保持合理经济增速，将支撑长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内。

◆ 近年来中债国债到期收益率表现（截至20240614）





## 3.1 长端利率底部企稳，长期国债将继续发挥“稳定锚”的作用

➤ 根据《2024年第一季度中国货币政策执行报告》，从微观层面看，市场缺乏安全资产对长期国债收益率也产生了影响。今年积极财政政策的力度比较大，计划发行的政府债券规模也不小，发行节奏还会加快。债券市场供求有望进一步趋于均衡，长期国债收益率与未来经济向好的态势将更加匹配。今年计划发行超长期特别国债共计1万亿元，分二十二期发行；按发行起始日、截至6月14日，20、30、50年期特别国债分别发行了400、850、350亿元，票面利率分别2.49%、2.57%、2.53%。超长期特别国债的逐步发行将加大市场优质长期债券的供给力度，有望缓解市场对“资产荒”的担忧、对长端利率形成支撑；根据《金融时报》，2.5%-3.0%或为长期国债收益率的合理区间。另一方面，寿险负债久期较长，超长期特别国债的发行将缓解保险新增资产与到期资产再配置压力，并将在拉长资产久期、稳定保险投资收益率等方面继续发挥“稳定锚”的作用。

◆ 2024年4月以来，央行多次提示利率风险

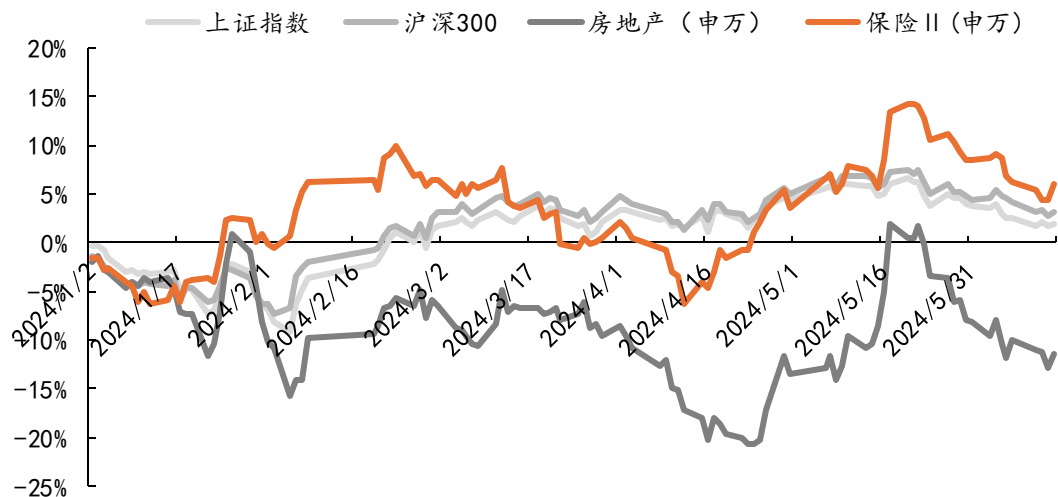
| 日期    | 内容  |
|-------|---|
| 4月23日 | 央行有关部门负责人在接受《金融时报》记者采访中表示，长期国债收益率主要反映长期经济增长和通胀的预期，但同时也会受到供求关系等其他因素的扰动。长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内。当前长期国债收益率持续下滑的底层逻辑是市场上“安全资产”的缺失，随着未来超长期特别国债的发行，“资产荒”的情况会有缓解，长期国债收益率也将出现回升。 |
| 5月10日 | 央行发布《2024年第一季度中国货币政策执行报告》，《专栏4 如何看待当前长期国债收益率》中写明“4月末，30年期国债到期收益率已回升至2.5%以上，债券市场供需关系边际改善。债券市场供求有望进一步趋于均衡，长期国债收益率与未来经济向好的态势将更加匹配”。  |
| 5月13日 | 财政部发布《关于公布2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排的通知》，明确了2024年超长期特别国债发行安排。今年计划发行超长期特别国债共计1万亿元，期限包括20年、30年和50年期，分二十二期发行，从5月17日启动到11月15日结束，将持续六个月时间，发行周期长、节奏更平滑。                                  |
| 5月17日 | 《金融时报》在《长期国债收益率反映经济增长预期 债券市场供求有望回归均衡》一文中提及“有市场人士分析表示，从近年市场正常运行情况看，2.5%至3%可能是长期国债收益率的合理区间”。  |



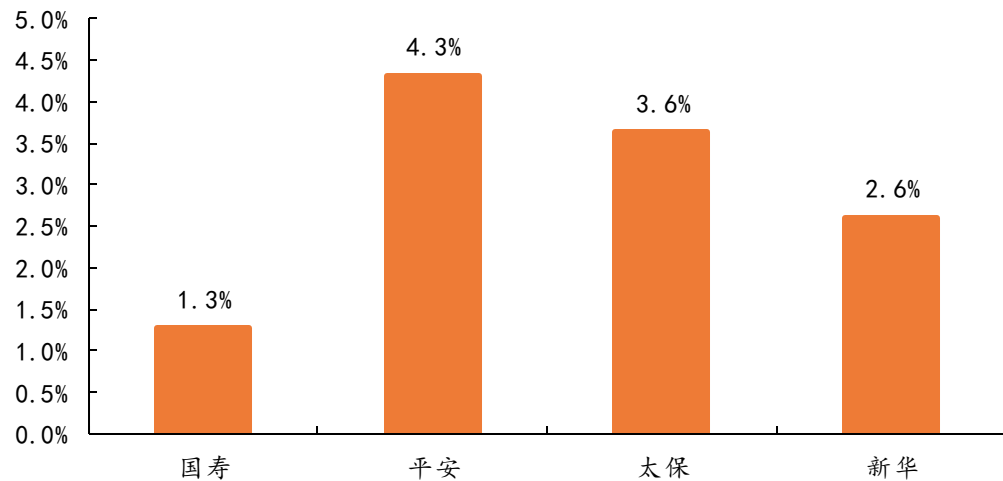
## 3.2 地产政策持续发力，助力化解险企投资风险

➤ 2024年以来，保险指数与房地产指数走势高度相关。根据国家统计局公布的全国房地产开发投资及销售数据，2024年1-5月地产投资销售降幅平稳——其中，投资额同比-10.1%、房屋施工面积同比-11.6%、新开工面积同比-24.2%、竣工面积同比-20.1%；商品房销售面积同比-20.3%、销售额同比-27.9%；待售面积同比+15.8%。房企到位资金同比-24.3%。地产销售承压及资金偏紧背景下，2024年以来，房地产指数持续震荡下行，4月30日政治局会议定调去库存，房地产指数迎来超跌反弹；5月17日降首付、收储等力度超预期的政策“组合拳”奠定了本轮房地产指数政策博弈行情的持续。截至2023年末，国寿、平安、太保、新华的房地产投资资金余额在保险总投资资产中占比分别1.3%、4.3%、3.6%、2.6%，尽管房地产投资比例不高，但市场对险企涉及房地产投资的资产减值压力担忧较大，导致2024年以来的保险指数与房地产指数走势高度相关。

◆ 2024年保险指数与房地产指数走势高度相关（截至20240614收盘）



◆ 主要上市险企2023年末房地产投资比例





## 3.2 地产政策持续发力，助力化解险企投资风险

► 地产政策持续发力、利好密集释放。2024年以来，地产政策密集落地，支持房地产市场稳健发展、防范化解地产风险的重要性抬升；5月17日以来，央行降首付、政府收储等政策均体现了中央强力去库存、消化存量房产的决心，政策力度已超2018年和2014-2015年。房地产板块短期将步入基本面观察期，若后续楼市企稳不及预期，仍有望获得更大力度政策支持。保险负债端基本面行稳致远，2024年板块行情主要受到资产端地产投资敞口的压制。若房地产市场边际改善，将有望改善保险公司的资产减值压力、化解险企投资风险。

### ◆ 2024年以来房地产行业重要利好政策

| 日期        | 政策内容   |
|-----------|--|
| 2024/1/12 | 住建部、金融监管总局发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，提出：1) 建立城市房地产融资协调机制，2) 筛选确定支持对象，3) 满足合理融资需求，4) 做好融资保障工作。  |
| 2024/1/26 | 金融监管总局召开会议，会议认为，协调机制要发挥好地方政府的牵头协调作用，加强工作统筹，细化政策措施，推动房地产开发企业和金融机构精准对接。要按照公平公正原则，筛选确定可以给予融资支持的房地产项目名单，向本行政区域内金融机构推送。   |
| 2024/2/20 | 中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2024年2月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.45%，5年期以上LPR为3.95%，较前值下降25BP。  |
| 2024/2/29 | 中国住房和城乡建设部与金融监管总局联合召开城市房地产融资协调机制视频调度会，会议旨在推进房地产融资机制，支持在建项目融资和建设交付，保障购房人权益。截至2月28日，全国31个省份276个城市已建立城市融资协调机制，共提出房地产项目约6000个，商业银行快速进行项目筛选，审批通过贷款超2000亿元。  |
| 2024/3/5  | 《2024年国务院政府工作报告》中提及，因城施策优化房地产调控，推动降低房贷成本，积极推进保交楼工作；标本兼治化解房地产风险、对不同所有制房企合理融资需求要一视同仁给予支持适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式；完善商品房相关基础性制度；满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求  |
| 2024/4/30 | 自然资源部办公厅发布《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》，商品住宅去化周期超过36个月的，应暂停新增商品住宅用地出让，同时下大力气盘活存量，直至商品住宅去化周期降至36个月以下；商品住宅去化周期在18个月（不含）-36个月之间的城市，要按照“盘活多少、供应多少”的原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。  |
| 2024/4/30 | 中共中央政治局4月30日召开会议。会议强调，要持续防范化解重点领域风险。继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。  |
| 2024/5/17 | 中国人民银行发布一系列政策：1) 《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。2) 《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》，自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。3) 与国家金融监督管理总局联合发布《关于调整个人住房贷款最低首付比例政策的通知》，对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于25%。 |
| 2024/5/17 | 国新办举行国务院政策例行吹风会 介绍切实做好保交房工作配套政策有关情况：设立3000亿元保障性住房再贷款。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元。妥善处置盘活存量土地。目前尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府收回收购、市场流转、企业继续开发等方式妥善处置盘活，推动房地产企业缓解困难和压降债务，促进土地资源高效利用。  |
| 2024/5/28 | 上海、深圳、广州优化住房限购政策和信贷政策：1) 上海首套、二套住房最低首付比例调整为不低于20%、35%，商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于LPR-45BP、LPR-5BP。2) 深圳首套、二套住房最低首付比例调整为不低于20%、30%，商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于LPR-45BP、LPR-5BP。3) 广州首套、二套住房最低首付比例调整为不低于15%、25%，取消商业性个人住房贷款利率下限，广州主要银行5月28日就房贷利率达成共识，首套、二套分别LPR-55BP、LPR-15BP。   |

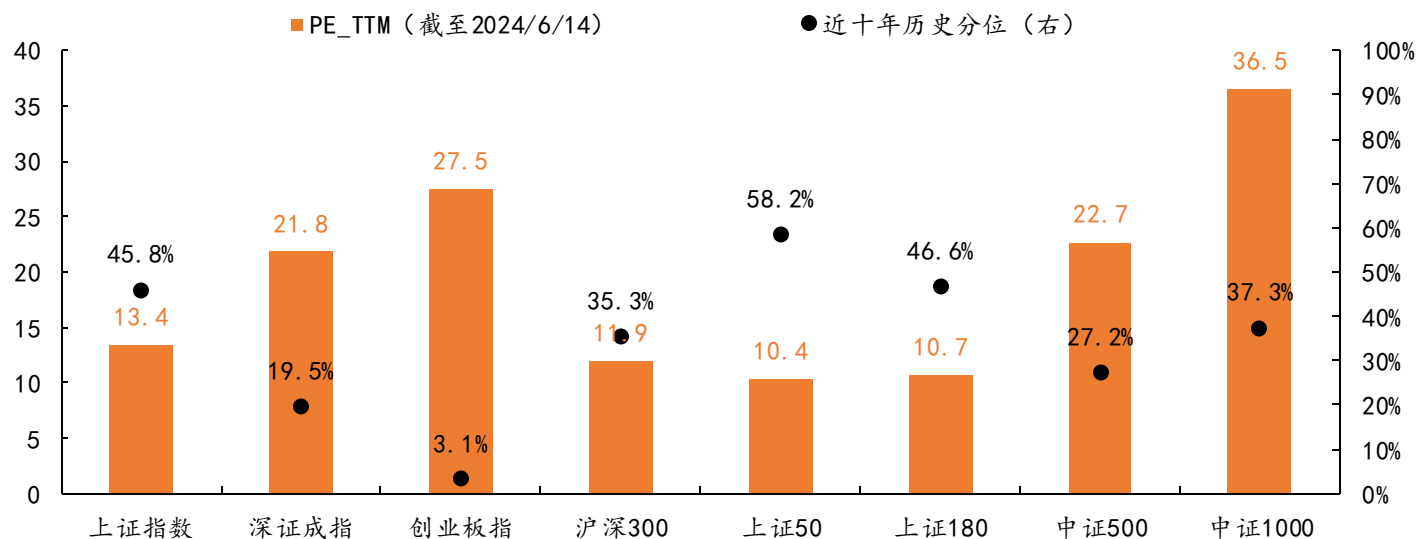
资料来源：央行、国家金融监督管理总局、住建部等官方网站，平安证券研究所

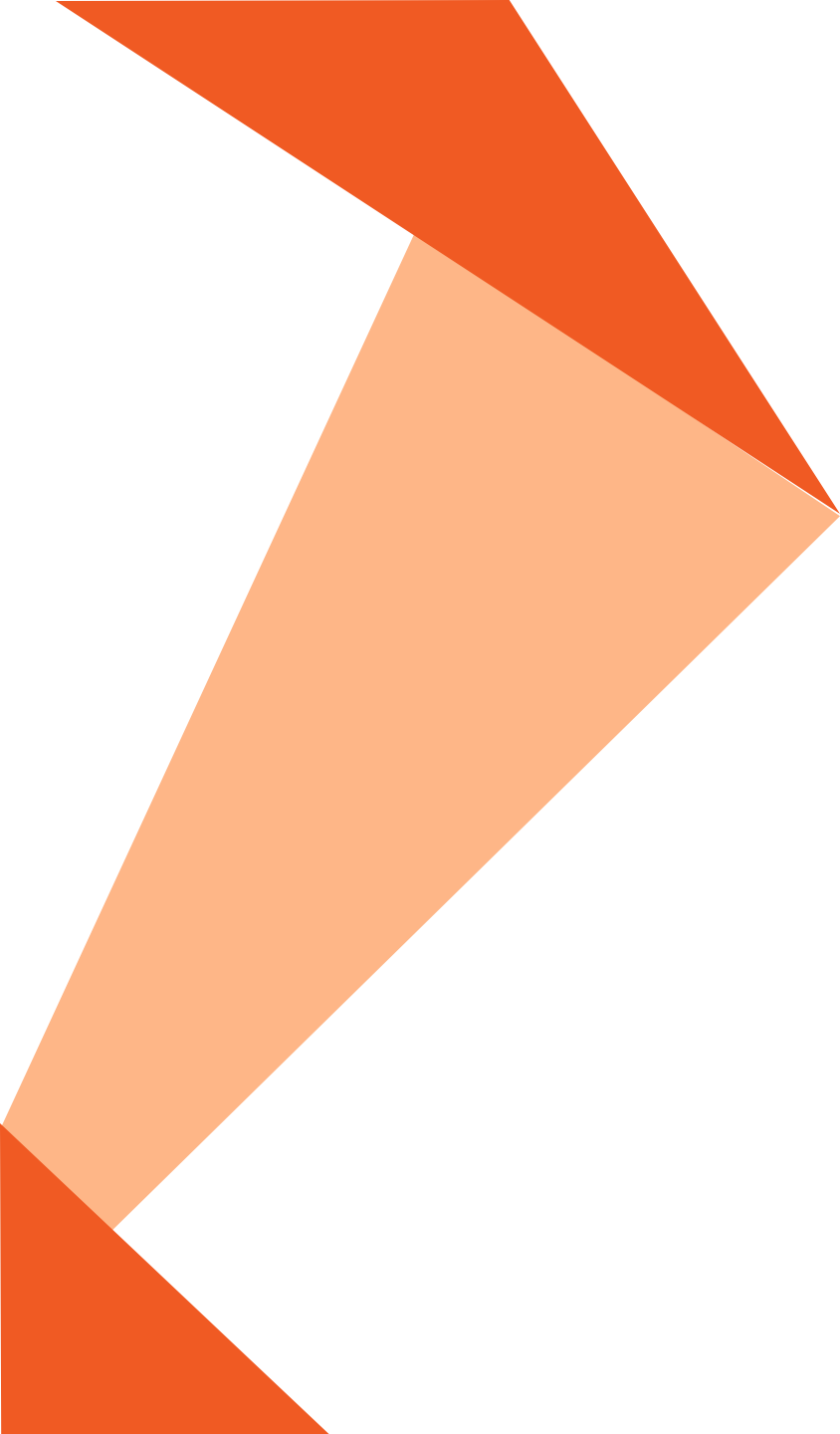


### 3.3 结构性行情延续，中期权益机会在增加

- 国内经济运行处于恢复性好转、结构性修复。2024年上半年，大宗商品涨幅表现最优，海外权益市场震荡上行。A股市场也自2月以来从底部回升，尽管轮动加快，但是交易定价正逐步回归基本面及大盘。展望下半年，随着全球宏观基本面新格局的重塑，改革政策自上而下不断深化，新产业自下而上的新变化不断增加，市场新价值在酝酿中蓄势，结构性机会有望增加。具体来看：1) 基本面预期实现平稳开局，结构持续优化；出口动能增强，地产风险下降；上市企业盈利有望逐渐企稳。2) 下半年随着美联储降息的落地，货币政策也会进一步打开降息空间。3) 市场风险偏好有望在改革预期中抬升。
- 随着A股下半年结构性机会的增加，上市险企投资收益率有望同比改善、净利润有望企稳回升。保险大类资产配置风格稳健，尽管主要上市险企股票和基金配置比例不高，但却是决定投资收益率弹性的“关键少数”。2023年前三季度主要上市险企归母净利润同比较大幅下降主要由于权益市场波动剧烈导致投资收益下滑的影响。预计2024年保险负债端总体保持稳健，资产端的改善将助力净利润企稳回升。

#### 主要指数估值处于近十年均值左右的分位水平



- 
- ① 一、行业复盘：资负两端表现分化，资产端为压制主因
  - ② 二、负债端：寿险有望持续向好，负债成本总体可控
  - ③ 三、资产端：长债为锚，地产修复与权益弹性可期
  - ④ 四、投资建议及风险提示



## 4.1 投资建议

- **行业方面：** 负债端，24Q1寿险NBV普遍较大幅增长，居民储蓄需求旺盛、保险竞品收益率下降，储蓄险需求将持续释放，预计24Q2的NBV增长压力有望缓解、2024全年有望延续负债端改善之势。产险马太效应明显、结构优化，预计2024年保费稳增、COR改善。资产端，预计十年期国债收益率下行空间不大，地产政策持续发力、A股下半年结构性机会增加，将助力险企投资收益率和净利润改善。目前行业估值和持仓仍处底部， $\beta$ 属性与地产投资风险缓解将助力保险板块估值底部修复，看好行业长期配置价值。
- 1. 寿险：** 市场具备保本储蓄属性的金融产品稀缺，保险主要竞品收益率下降、吸引力较低，居民保本储蓄需求旺盛，上市险企储蓄险围绕客需、拉长缴费期，保障险产品多元、服务升级，24Q2新单压力或好于预期。另一方面，上市险企主动优化期限结构和产品结构，预计NBVM有望改善、缓解24Q2的NBV增长压力，2024全年有望延续负债端改善之势。
  - 2. 产险：** 车险保费有望稳定增长，头部险企定价、理赔和服务等方面更具优势、强者恒强，预计头部险企车险保费增速将高于市场平均；非车险业务以政策性业务为支撑、商业性业务结构优化，预计非车险保费有望维持两位数以上增速。此外，车险费用规范、非车险结构优化推动赔付企稳，预计2024年产险COR将有所改善。
  - 3. 资产端：** 十年期国债到期收益率底部企稳，目前在2.3%左右低位震荡，预计进一步下行空间不大。2024年以来，地产政策密集落地，防范化解地产风险的重要性抬升；若房地产市场边际改善，将有望改善保险公司的资产减值压力、化解险企投资风险。随着全球宏观基本面新格局的重塑，改革政策自上而下不断深化，新产业自下而上的新变化不断增加，市场新价值在酝酿中蓄势，A股下半年结构性机会有望增加，助力险企投资收益率和净利润改善。
- **个股方面：** 建议优先关注个险转型坚定、业务发展具备韧性，负债端业绩表现有望领先同业，并具备资产端修复预期的中国太保；同时，建议关注资产端弹性更大、具备底部反弹预期的新华保险、中国人寿。





## 4.2 风险提示

- **权益市场波动导致利润承压、板块行情波动剧烈。**宏观经济恢复进程不及预期，增加政策不确定性，权益市场情绪修复不及预期、主要指数大幅波动，投资收益率超预期下滑、净利润未如预期修复， $\beta$ 属性导致板块行情波动加剧。
- **寿险产品预定利率切换带来的负面影响超预期、居民储蓄险需求释放不及预期，代理人数量持续下滑、质态提升进度缓慢，导致寿险新单与NBV不及预期。**海外宏观环境复杂，若国内宏观经济恢复不及预期，资本市场波动加剧、长端利率进一步下行，保险公司投资端压力加重。险企可能进一步调整储蓄类产品设计、降低固定负债成本，导致保险产品吸引力下降、销售难度加大，新单销售不及预期。
- **监管政策不断趋严，对各渠道展业、行业业务发展的影响程度可能超过预期评估情况。**寿险各渠道“报行合一”政策逐步落地，监管效果不及预期，监管可能会密集出台更为精细、更为严格的政策，进一步规范行业发展。寿险产品复杂程度更高，尽管银行与保险公司已经重新签订符合规定的手续费及合作协议，但在业务实际落地过程中可能存在其他违规行为，导致银保渠道“报行合一”政策落地效果不及预期；银行掌握网点、客户资源，渠道话语权较强，“报行合一”政策落地效果以及对不同公司的影响程度需待观测，新单增长不及预期。
- **长端利率超预期下行，到期资产再配置和新增资产配置承压、获息能力下降。**
- **产险赔付超预期导致承保利润下滑。**自然灾害频发、非车险赔付超预期，车险费用竞争改善情况不及预期，产险COR超预期提升、承保利润显著承压。

## 股票投资评级:

强烈推荐 (预计6个月内, 股价表现强于市场表现20%以上)

推 荐 (预计6个月内, 股价表现强于市场表现10%至20%之间)

中 性 (预计6个月内, 股价表现相对市场表现±10%之间)

回 避 (预计6个月内, 股价表现弱于市场表现10%以上)

## 行业投资评级:

强于大市 (预计6个月内, 行业指数表现强于市场表现5%以上)

中 性 (预计6个月内, 行业指数表现相对市场表现在±5%之间)

弱于大市 (预计6个月内, 行业指数表现弱于市场表现5%以上)

## 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险, 投资需谨慎。

## 免责声明:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。