



Research and  
Development Center

# 重视当前险企股债配置下的投资弹性

保险行业——2024 年中期策略报告

2024 年 6 月 25 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

非银金融

投资评级 看好

上次评级 看好

王昉朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 重视当前险企股债配置下的投资弹性

2024年6月25日

### 本期内容提要:

- 在预定利率下行和中国经济结构转型的背景下,市场对于保险投资端较为悲观,一方面,担忧利率下行,固收收益率难以覆盖负债成本,潜在“利差损”风险提升,另一方面权益波动剧烈导致净利润波动加大,我们认为当前估值体现了市场对于投资端的过分担忧,我们看好 2H24 板块在负债成本不断调降和资产端伴随经济企稳带来的估值弹性。1) 固收方面,需要重视存量票息贡献,以及新增交易对于固收收益的增厚; 2) 权益方面,新“国九条”等资本市场改革举措以及宏观经济企稳下,权益投资有望带来更好的总投资收益弹性。
- 固收: 存量配置盘支撑票息收益, 新增交易应对利率下行。**利率下行背景下,鉴于保险资金久期特性,其收益要求相对偏“绝对收益”,固收类资产对于整个投资组合资产负债匹配和收益的重要性或进一步提升。1) 保险债券配置以配置盘为主,持有至到期获取票息收益,仍需重视存量债券投资收益; 2) 固定到期类利息净投资收益整体稳健增长,2023年起有所分化,主要压力来自于新增,但存量仍能稳健贡献票息; 3) 逆周期调节下,长端利率有望回升,“资产荒”有望缓解,长期国债收益率反映市场预期和宏观经济整体有效,供需关系或迎来边际改善; 4) 积极把握波段交易,增厚债券投资收益:历史上,利率上行周期债市波动率整体高于利率下行周期,险资有望适度利用市场情绪,抓住波段收益增厚债券投资收益。
- 权益投资: 险资入市加速, 投资环境不断改善。**1) 股票+基金: 国寿平安保持稳健,太保新华中枢抬升,人保波动较大; 其中国寿和平安 2018-2023 年平均敞口分别为 10.5%和 11.5%, 其中股票投资占比中枢抬升,基金投资占比中枢下降,整体中枢保持稳定; 太保和新华的股票和基金配置则有所抬升,2018-2023 年平均敞口分别为 10.6%和 13.5%,较 2018 年分别+3.8pct 和+2.9pct; 2) 新“国九条”定调支持险资作为中长期资金入市,险资权益投资环境有望优化; 3) 落地: 高股息、ETF 等助力险资权益投资: 证监会进一步健全上市公司分红常态化机制,险资高股息投资有望持续提升,主要上市险企 FVOCI 股票占比仍较低,高股息股票配置空间仍大。另外,ETF 也为险资进行便捷配置提供了费率较低、被动较小、控制仓位较为便利的权益投资方式。
- 非标: 存量占比逐步减少, 不动产类占比大幅下降。**1) 中国人寿: 非标资产占比较低,规模整体保持稳定, 2020-2023 非标资产平均占比为 9.48%, 占比自 2019 年以来逐年下行; 2) 中国平安: 非标投资规模及各投资类别名义投资收益率均呈下行趋势,截至 2023 年末,中国平安的非标投资规模为 4168.10 亿元, 占比总投资资产比例为 8.8%, 较年初下降 1.5pct; 3) 中国太保: 非标投资规模占比较高,平均剩余期限当前仍稳健,近年来非标占比逐步下降,自 2021 年高点占比 21.7% 以来逐步下行,2023 年非标资产规模首次负增长(yoy-3.2%), 非标信用风险管控良好; 4) 新华保险: 非标资产连续四年下降,占比下降较

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

快，信托、私募股权等投资占比快速下行，2023 年非标投资在总投资资产中的占比为 11.7%，较上年末下降 6.7 个百分点。

- **风险因素：**长端利率下行超预期，资本市场波动加剧，险企改革不及预期，居民财富增长不及预期。



目录

一、4Q23 以来负债端改善和潜在“利差损”压力逐步缓解，但估值未反应 ..... 6

二、固收：重视存量配置盘对票息的支撑和新增交易对收益的增厚 ..... 7

    2.1 险资配置债券仍以持有至到期，获取票息收益为主 ..... 8

    2.2 负债端转暖但新增配置承压，仍需重视存量债券投资收益 ..... 10

    2.3 逆周期调节下，长端利率有望回升，“资产荒”有望缓解 ..... 13

    2.4 积极把握波段交易，增厚债券投资收益 ..... 14

三、权益：险资入市加速，权益投资有望贡献收益弹性 ..... 18

    3.1 股票+基金：国寿平安保持稳健，太保新华中枢抬升 ..... 18

    3.2 新“国九条”发布，险资作为长期资金入市加速 ..... 19

    3.3 落地：高股息、ETF 等助力险资权益投资 ..... 20

四、非标：存量占比逐步减少，不动产类占比大幅下降，整体风险可控 ..... 22

    4.1 中国人寿：非标资产占比较低，规模整体保持稳定 ..... 22

    4.2 中国平安：非标投资规模及各投资类别名义投资收益率均呈下行趋势 ..... 22

    4.3 中国太保：非标投资规模占比较高，平均剩余期限当前仍稳健 ..... 26

    4.4 新华保险：非标资产占比下降较快，信托、私募股权等投资占比快速下行 ..... 27

五、投资建议 ..... 29

六、风险因素 ..... 30

表目录

表 1：央行近期连续对长债收益率下行表达关切 ..... 14

表 2：2024 年超长期特别国债发行安排 ..... 14

图目录

图 1：2023 年 10 月以来单月保费增速逐步回暖 ..... 6

图 2：1Q24 主要上市险企 NBV 同比增长亮眼 ..... 6

图 3：2023 年以来保险板块涨幅 ..... 7

图 4：保险业各类资金运用余额（亿元） ..... 7

图 5：保险业各类资金运用余额占比 ..... 7

图 6：保险业资金运用余额中债券投资余额（亿元）及占比 ..... 8

图 7：中长期国债利率低位震荡（%） ..... 9

图 8：10 年/20 年/30 年国债中枢下行（%） ..... 9

图 9：2021-2022 年保险资产管理公司投资债券规模占比情况（亿元） ..... 10

图 10：2021-2022 年保险资产管理公司投资债券规模（亿元）及增速情况 ..... 10

图 11：2022 年末保险资产管理公司投资债券各品种构成情况（亿元） ..... 10

图 12：2021-2022 年末保险资产管理公司各类型机构持有债券大类占比情况 ..... 10

图 13：中国平安净投资收益率及 10 年期国债收益率（1 年算数平均，%） ..... 11

图 14：中国人寿净投资收益率及 10 年期国债收益率（1 年算数平均，%） ..... 11

图 15：中国太保净投资收益率及 10 年期国债收益率（1 年算数平均，%） ..... 11

图 16：新华保险净投资收益率及 10 年期国债收益率（1 年算数平均，%） ..... 11

图 17：中国人保净投资收益率及 10 年期国债收益率（1 年算数平均，%） ..... 12

图 18：中国太保固定收益类总投资收益率（%） ..... 12

图 19：中国人寿固定到期类利息净投资收益（百万元） ..... 12

图 20：中国平安固定到期类利息净投资收益（百万元） ..... 12

图 21：中国太保固定到期类利息净投资收益（百万元） ..... 12

图 22：新华保险固定到期类利息净投资收益（百万元） ..... 12

图 23：中国人保固定到期类利息净投资收益（百万元） ..... 13

图 24：CPI 和 PPI 当月同比（%） ..... 13

图 25：2023 年和 1Q24GDP 保持良好增长态势 ..... 13

图 26：中债新综合指数(总值)净价指数月度波动率（%） ..... 15

图 27：中债新综合指数(总值)净价指数周度波动率（%） ..... 15

图 28：长期国债收益率中枢下行且波动减缓（%） ..... 16

图 29：中债商业银行资本补充债历史多次波动机会（%） ..... 16

图 30：5 年期商业银行二永债（%） ..... 16

图 31：不同期限企业债到期收益率（%） ..... 17

图 32：2008 年以来城投债收益率及中枢（%） ..... 17

图 33：中国人寿股票和基金投资比例变化 ..... 18

图 34：中国平安股票和基金投资比例变化 ..... 18

图 35：中国太保股票和基金投资比例变化 ..... 18



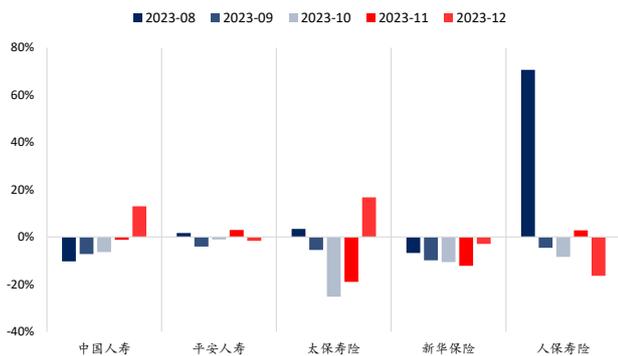
图 36: 新华保险股票和基金投资比例变化.....	18
图 37: 中国人保股票和基金投资比例变化.....	19
图 38: 人身险公司证券和基金投资占比.....	19
图 39: 财产险公司证券和基金投资占比.....	19
图 40: 保险行业年化财务投资收益率.....	19
图 41: 寿险行业年化财务投资收益率.....	19
图 42: 主要上市险企 2023 年投资资产配置结构 (IFRS9).....	20
图 43: 2023 年主要上市险企分入 FVOCI 资产细分占比.....	21
图 44: 2023 年主要上市险企分入 FVOCI 的其他债权投资和其他权益工具投资占比.....	21
图 45: 主要上市险企 2023 年分入 FVOCI 的其他权益投资工具明细.....	21
图 46: 中国人寿非标 (百万元) 规模及增速.....	22
图 47: 中国人寿非标投资及占比.....	22
图 48: 中国平安非标资产及增速 (百万元).....	23
图 49: 中国平安非标资产结构.....	23
图 50: 中国平安非标投资占比总投资资产比例.....	23
图 51: 中国平安债权计划及债权型理财产品结构 (%).....	24
图 52: 中国平安非标资产名义投资收益率 (%).....	25
图 53: 中国平安债权计划及债权型理财产品期限 (年).....	25
图 54: 中国平安债权计划及债权型理财产品剩余到期期限 (年).....	26
图 55: 中国太保非标投资规模 (百万元) 及占比.....	26
图 56: 中国太保非标投资占比.....	26
图 57: 中国太保非公开市场融资资产投资占比 (%).....	27
图 58: 中国太保非公开市场融资名义投资收益率 (%).....	27
图 59: 中国太保非公开市场融资平均期限 (年).....	27
图 60: 中国太保非公开市场融资平均剩余期限 (年).....	27
图 61: 新华保险非标类金融资产 (百万元) 及增速.....	28
图 62: 新华保险非标资产占比.....	28
图 63: 新华保险非标类金融资产结构.....	28
图 64: 板块近年来主要行情复盘.....	29
图 65: 当前板块滚动 PEV 估值仍处历史低位.....	30

## 一、4Q23 以来负债端改善和潜在“利差损”压力逐步缓解，但估值未反应

2023 年保险行业受到预定利率切换、开门红预收限制和银保“报行合一”等影响，主要上市险企保费 9 月、10 月出现短期波动，但 11 月后逐步企稳，但市场并未真正反应，其中平安寿、人保寿 11 月单月保费转正，同时 12 月份保费平稳收官，但是估值却加速回调。

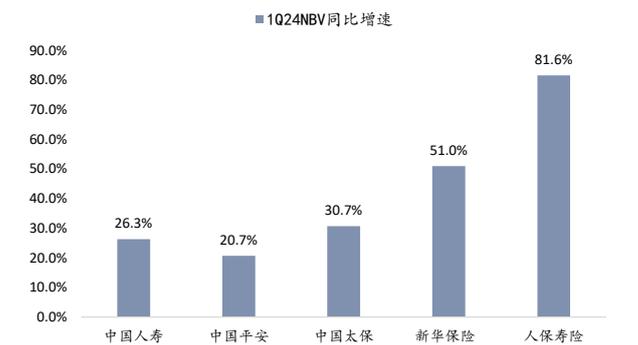
我们在 2023 年保险行业年度报告综述报告《寿财负债质量有望持续提升，关注资产端边际弹性》中强调，市场过分担忧供给侧改革的影响，1H23 以来保费回暖但是估值却未得到充分反应，并且受长端利率持续保持下行趋势、权益市场波动加大、信用风险不断加大、合意优质非标资产稀缺以及新会计准则切换等影响，2023 年各大险企总投资收益率和净投资收益率承压，进而拖累归母净利润表现，导致板块持续承压。

图 1：2023 年 10 月以来单月保费增速逐步回暖



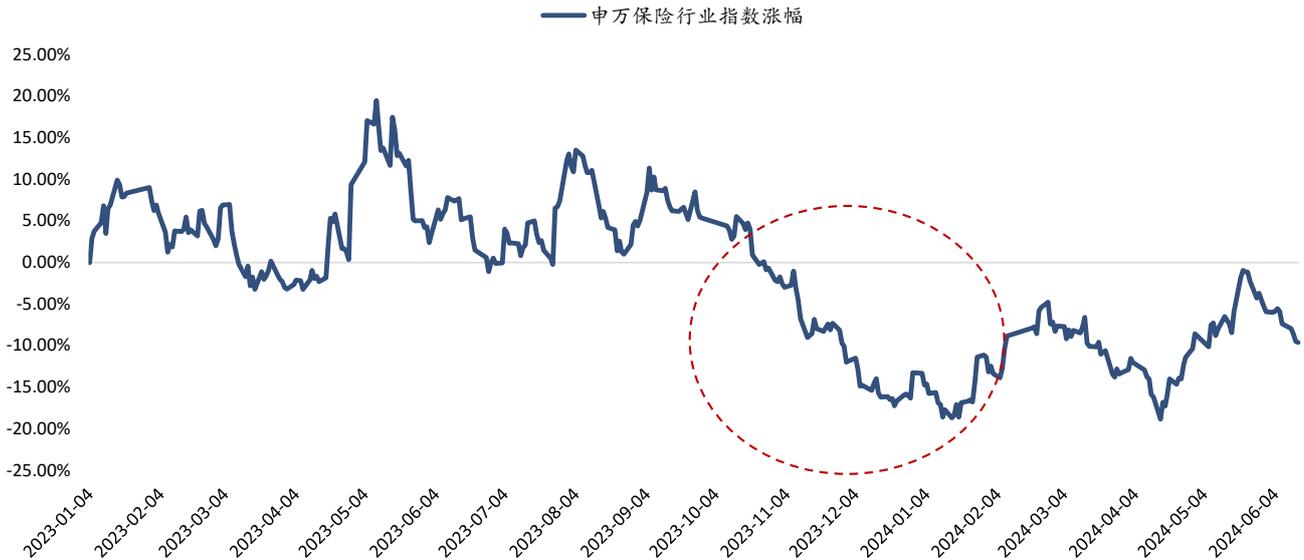
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 2：1Q24 主要上市险企 NBV 同比增长亮眼



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

2024 年开年以来，负债端质量在“报行合一”持续深入、万能险结算利率适时调降以及老龄化背景下养老产品供给政策持续支持等背景下持续夯实，NBV 表现持续改善，1Q24 主要上市寿险险企 NBV 同比均高增：人保寿险（81.6%）>新华保险（51.0%）>中国太保（30.7%）>中国人寿（26.3%）>中国平安（20.7%），但估值仍未充分反应保险负债端的改善，我们认为当前板块核心矛盾或仍在投资端。因此，本文便重点从投资端全面阐述当下险企配置的思路以及未来弹性。

**图 3：2023 年以来保险板块涨幅**


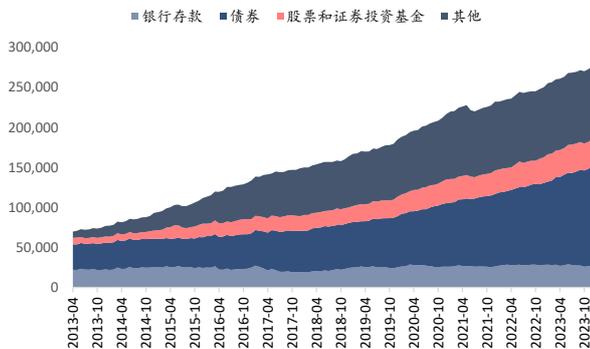
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

## 二、固收：重视存量配置盘对票息的支撑和新增交易对收益的增厚

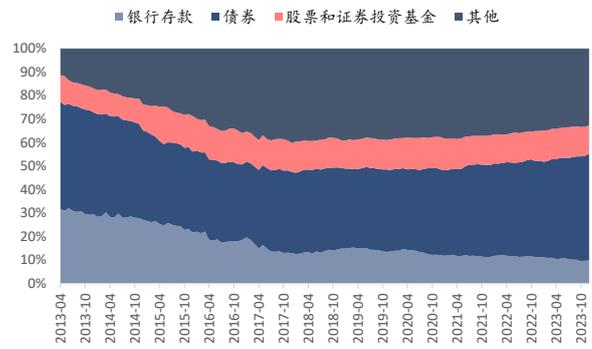
保险资金未来或将长期面临固收配置的压力，一方面是来自于利率中枢的下行且波动收窄，高票息合意资产供给边际减少，险资需考虑新增配置收益率相比利率和负债成本是否能够覆盖，同时还面临资产负债匹配的约束，另一方面，新的会计准则（IFRS9&17）和偿付能力监管二期工程实施背景下，权益投资带给利润表波动加大，在经济转型的背景下，机遇与风险并存，险企投资面临更加复杂的条件约束。

**利率下行背景下，固收投资对于险企重要性或进一步提升。**宏观经济增速伴随高质量发展和经济结构调整有所放缓，权益投资不确定性逐步提升，我们认为对于保险资金基于负债端特性，其收益要求相对偏“绝对收益”，投资风格上更类似“固收+”，在利率下行和新准则实施背景下，固收类资产对于整个投资组合资产负债匹配和收益的重要性有望进一步提升。

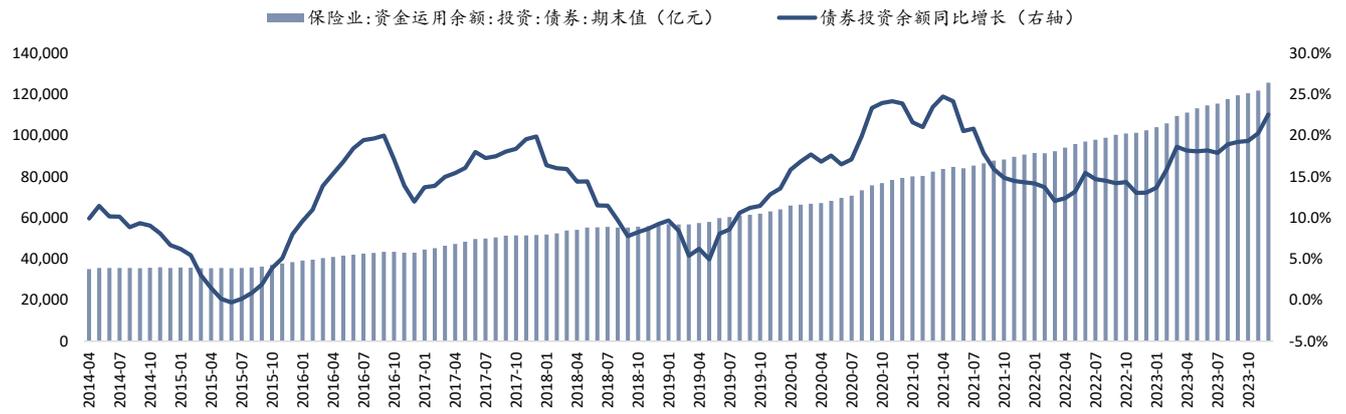
从数据上可看出，**2023 年人身险行业保险资金运用余额中债券规模大幅提升。**截至 2023 年末，根据国家金融监督管理总局公布的数据，人身险公司资金运用余额 25.19 万亿元，规模同比增长 11.52%，其中，银行存款 2.16 万亿元，**债券 11.58 万亿元**，股票 1.82 万亿元，证券投资基金 1.35 万亿元，分别占比 8.56%、45.96%、7.21% 和 5.38%，其中债券投资规模大幅增长，同比+23.07%，股票和证券投资基金规模分别同比+3.01%和 12.15%。

**图 4：保险业各类资金运用余额（亿元）**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 5：保险业各类资金运用余额占比**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

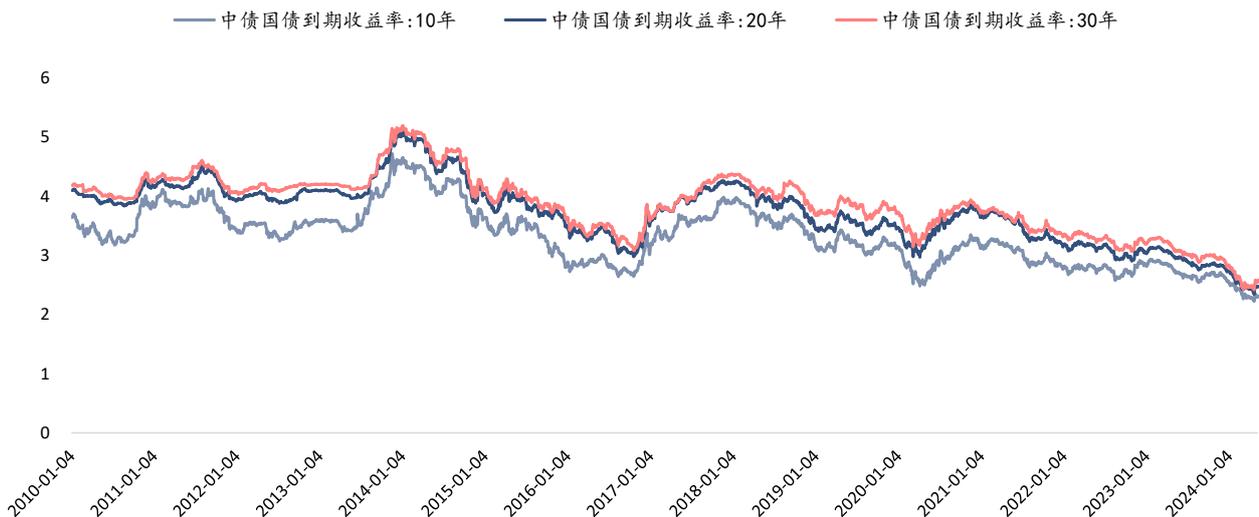
**图 6: 保险业资金运用余额中债券投资余额 (亿元) 及占比**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

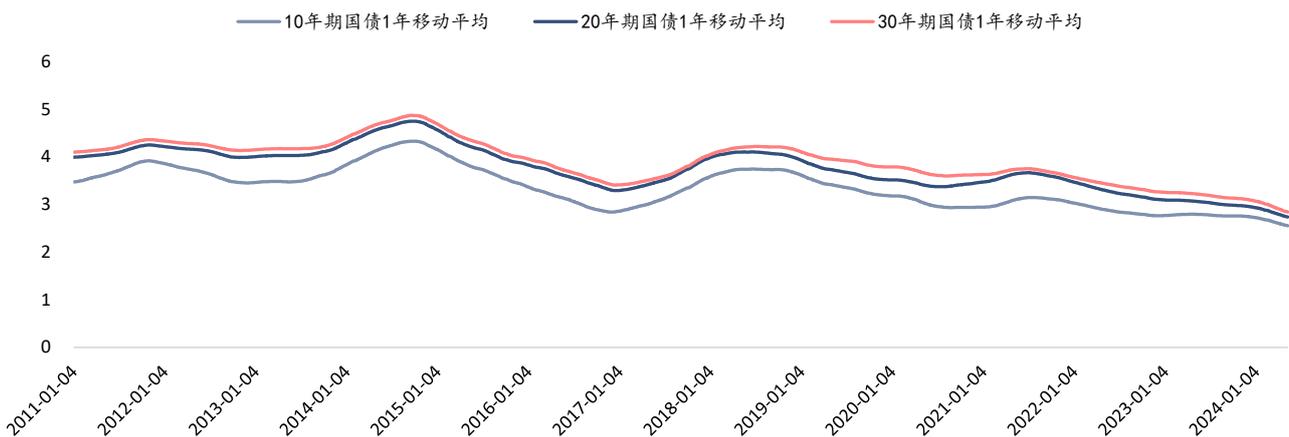
长端利率下行, 各类机构长债配置需求持续提升。从 24Q1 便可看出, 尽管基于流动性宽松和经济复苏斜率变缓等原因长端利率下行, 银行、保险等机构出于“早买早收益”的考虑, 对长债的配置需求提升, 尤其是部分机构出于增厚债券投资收益的目的拉长投资久期, 1Q24 银行间债券市场 20 至 30 年期债券成交 8.9 万亿元, 同比增长约 5 倍, 对无风险长债的偏好强化了利率下行的阶段性趋势, 30 年国债收益率一度跌破 2.5%。但我们认为这种极端情况是暂时的, 2024 年二季度以来, 主要经济数据逐步企稳向好, 随着宏观经济企稳复苏, 债券市场供求有望进一步平衡, 长债收益率有望企稳并与长期向好的经济发展态势相匹配。

## 2.1 险资配置债券仍以持有至到期, 获取票息收益为主

债券投资的收益主要来源于三个方面: 票息收入、折溢价摊销损益、价差损益, 简单来说债券投资主要收入即利息收入和资本利得收入。保险多为长久期资产, 重点关注 YTM (到期收益率), 保险机构配置债券的原则是在严控风险的基础上, 获取稳定的票息收入、杠杆息差为主, 同时满足资产负债匹配的原则, 负债端保费收入资金量较大且稳定、期限较长, 因此债券投资以配置盘为主, 交易盘为辅, 交易整体呈现净买入、持有至到期为主, 一直以来市场担心的长端利率下行带来“利差损”原因即为此。

**图 7：中长期国债利率低位震荡（%）**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 8：10 年/20 年/30 年国债中枢下行（%）**


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

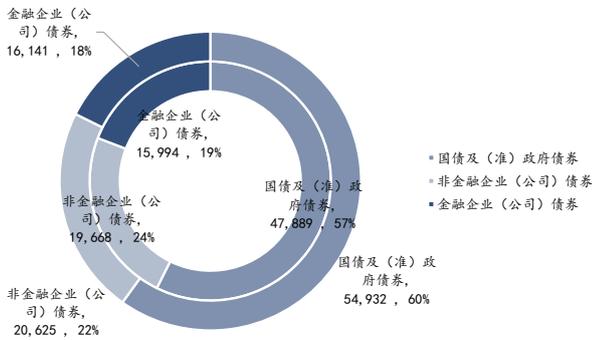
**保险资管行业债券配置规模稳步增长，国债及准政府债券规模增速较快。**根据中国保险资产管理业协会《中国保险资产管理业务发展报告 2023》数据显示，2022 年保险资管行业配置债券规模 9.17 万亿，同比+9.75%，其中国债及（准）政府债券规模达 5.49 万亿，占比 59.91%；其次为非金融企业（公司）债券，规模达 2.06 万亿元，占比 22.49%；金融企业（公司）债券达 1.61 万亿元，占比 17.60%。

**从债券大类的规模和增速来看，国债及（准）政府债券规模增长最为突出，同比+14.71%；公司企业（公司）债券规模同比增长 4.87%；非银行业（公司）债券规模同比增长 0.92%。**

**从保险资管行业配置的债券细分品种来看，省级政府债券、地方债持有规模最高，达 2.87 万亿元，占比 30.79%；其次是国债，规模 1.90 万亿元，占比 20.32%；第三是准政府债券，规模 1.35 万亿元，占比 14.44%；第四是企业债券、公司债券（非金融机构发行），规模 1.14 万亿元，占比 12.27%；其他债券中比较突出的是中期票据，规模达 6931.13 亿元，占比 7.43%；以及商业银行二级资本债券和无固定期限资本债券，规模 6861.57 亿元，占比 7.36%。**

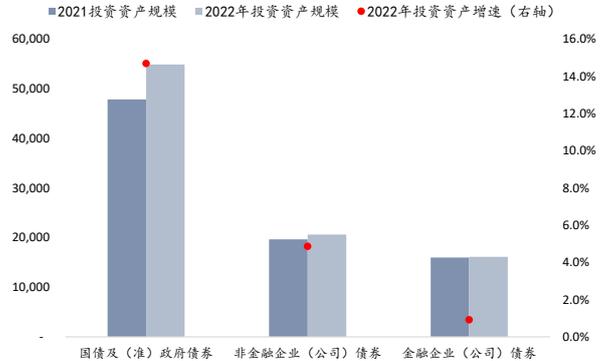
从不同机构各类债券配置比例来看，超大型、中型和小型机构配置国债及（准）政府债券比例较为突出，比例超过五成；大型机构配置非金融企业（公司）债券比例较高，比例为 44.84%。从不同机构持有债券的外部评级情况来看，超大型和大型机构持有 AAA 级债券比例分别为 98.52%和 96.18%，高于中小型机构；中小型机构持有 AA+、AA 及以下债券比例高于超大型和大型机构。

图 9: 2021-2022 年保险资产管理公司投资债券规模占比情况 (亿元)



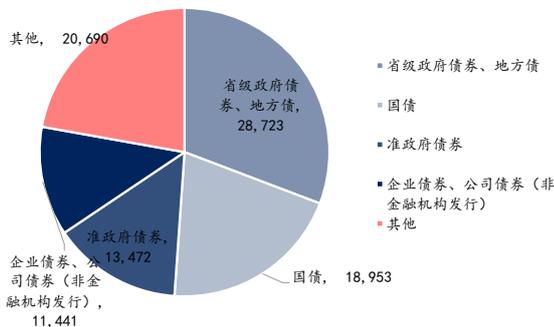
资料来源：中国保险资产管理业协会《中国保险资产管理业发展报告（2023）》，信达证券研发中心

图 10: 2021-2022 年保险资产管理公司投资债券规模 (亿元) 及增速情况



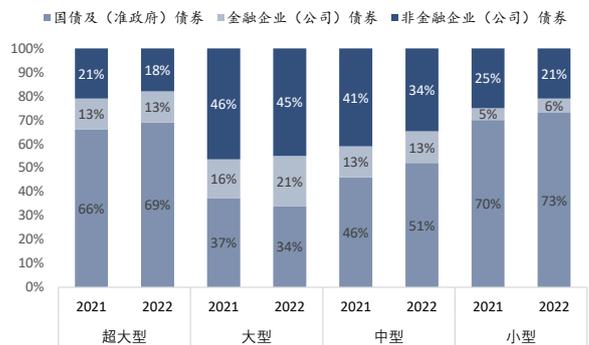
资料来源：中国保险资产管理业协会《中国保险资产管理业发展报告（2023）》，信达证券研发中心

图 11: 2022 年末保险资产管理公司投资债券各品种构成情况 (亿元)



资料来源：中国保险资产管理业协会《中国保险资产管理业发展报告（2023）》，信达证券研发中心

图 12: 2021-2022 年末保险资产管理公司各类型机构持有债券大类占比情况

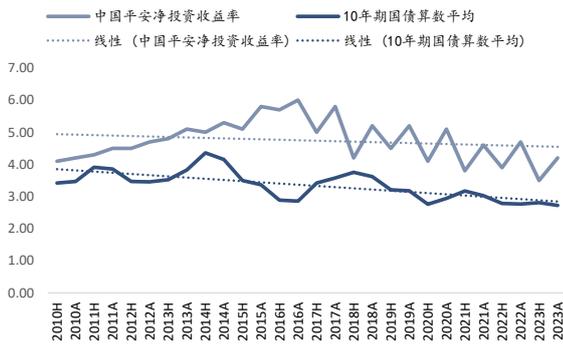


资料来源：中国保险资产管理业协会《中国保险资产管理业发展报告（2023）》，信达证券研发中心

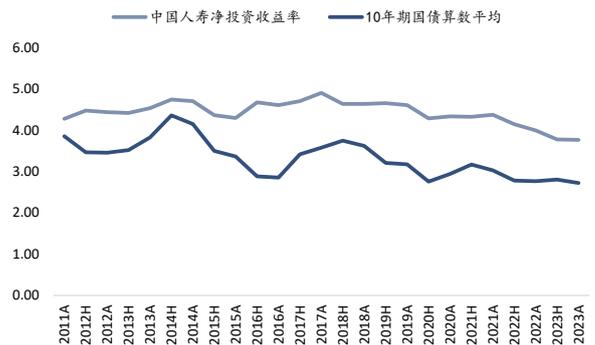
## 2.2 负债端转暖但新增配置承压，仍需重视存量债券投资收益

在预定利率下调产品切换、同业竞品如银行挂牌利率持续下调的背景下，主要上市险企 2023 年以来业务发展势头良好，新增配置规模稳健增长。但市场利率中枢下行使得新增配置压力逐步上升，新增配置收益率或不及存量收益率水平，由于保险公司尤其是寿险公司针对储蓄型等利差主导型产品在资产负债匹配上会普遍配置长久期债券品种，因此当前票息收入仍以存量债券的到期收益为主，投资压力更多来自于新增配置，随着长端利率的反弹，整体净投资收益压力有望得到缓解。

同时，监管注意到潜在“利差损”风险，负债端仍有再降预定利率的预期，2023 年 7 月监管已下调普通型人身险预定利率至 3.0%，其主要背景即为监管重视险企的潜在利差损风险，伴随市场利率持续下行（如长端利率和银行挂牌利率的持续走低），我们认为负债端人身险预定利率或有进一步下调的可能。

**图 13: 中国平安净投资收益率及 10 年期国债收益率 (1 年算数平均, %)**


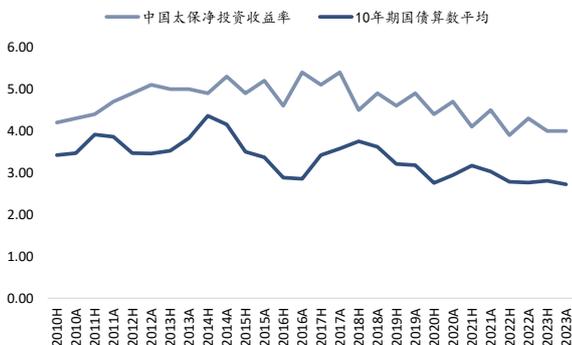
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 14: 中国人寿净投资收益率及 10 年期国债收益率 (1 年算数平均, %)**


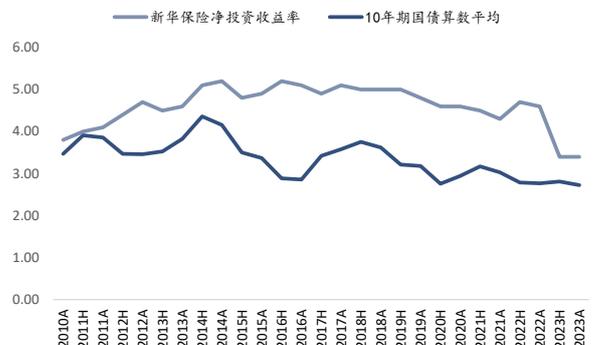
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

净投资收益率指标可以表征固收票息收入, 近两年开始承压但整体中枢仍保持稳健。我们通过险企净投资收益率(率)指标可以表征固定到期类票息收入情况以及利率下行对于当前票息收入的影响。“净投资收益率”主要包含存款利息收入、债权型金融资产利息收入、股权型金融资产分红收入、投资性物业租金收入以及应占联营企业和合营企业损益等, 不包括证券价差投资收入以及公允价值变动损益。

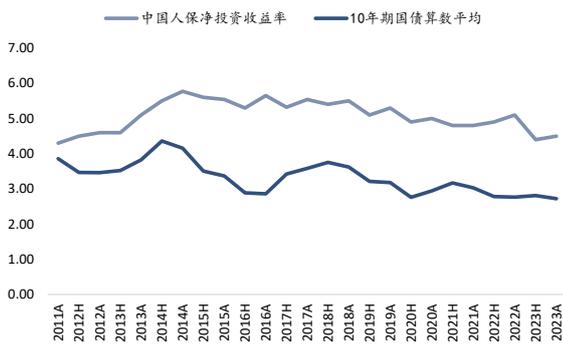
从历史上来看, 过去十年主要上市险企净投资收益率整体保持稳健, 期间十年期国债同样经历过趋势性下行, 如 2014-2016 和 1H18-1H20 等, 但整体上净投资收益率水平波动相对较小, 2013-2023 年主要上市险企平均净投资收益率水平保持在 4% 以上, 净投资收益率均能覆盖预定利率假设 (3.5%), 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险/中国人保过去 10 年平均净投资收益率分别为 4.44%/4.85%/4.7%/4.7%/5.19%。

**图 15: 中国太保净投资收益率及 10 年期国债收益率 (1 年算数平均, %)**


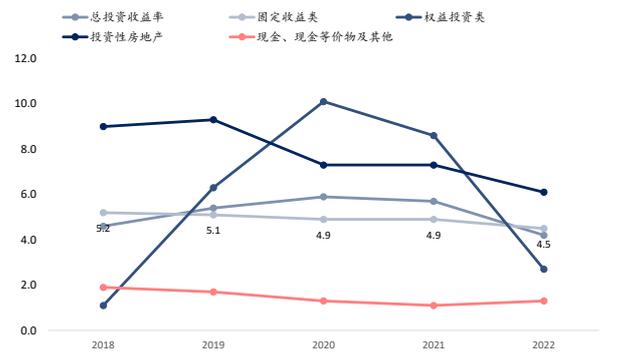
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 16: 新华保险净投资收益率及 10 年期国债收益率 (1 年算数平均, %)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

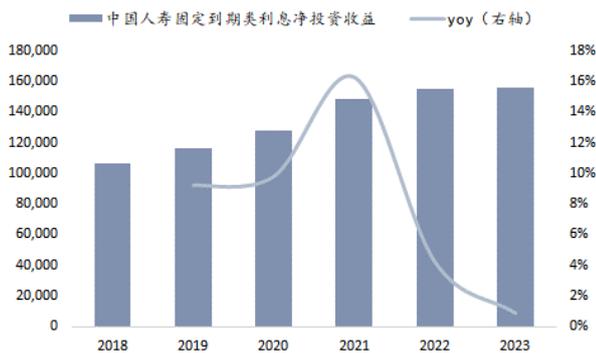
**图 17: 中国人保净投资收益率及 10 年期国债收益率 (1 年算数平均, %)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

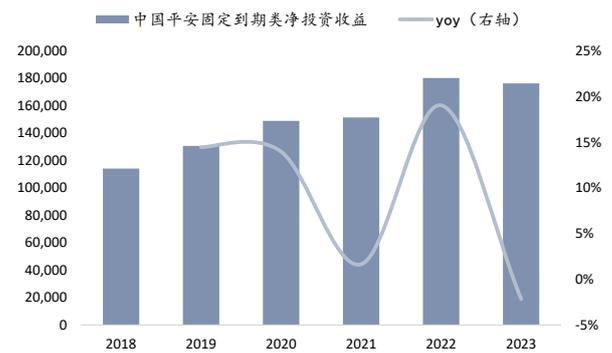
**图 18: 中国太保固定收益类总投资收益率 (%)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

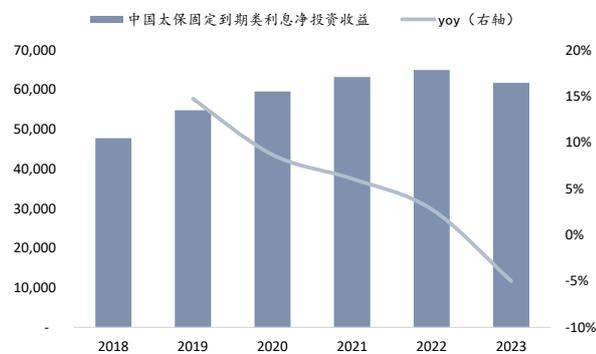
固定到期类利息净投资收益整体稳健增长, 2023 年起有所分化。受利率下行影响, 2023 年起投资收益中固定到期类利息净投资收益有所分化, 除中国人保和中国人寿仍保持稳健增长, 其余主要上市险企有所下滑: 中国人保 > (yoy+6.5%) > 中国人寿 (yoy+0.9%) > 中国平安 (yoy-2.2%) > 中国太保 (yoy-5.0%) > 新华保险 (yoy-13.7%);

**图 19: 中国人寿固定到期类利息净投资收益 (百万元)**


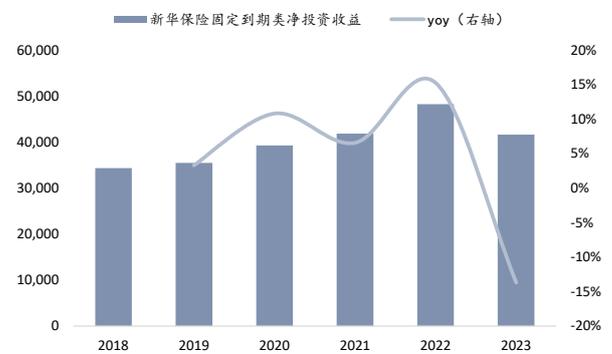
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 20: 中国平安固定到期类利息净投资收益 (百万元)**


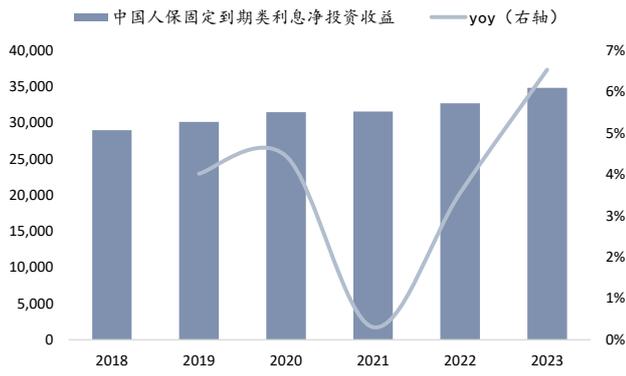
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 21: 中国太保固定到期类利息净投资收益 (百万元)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 22: 新华保险固定到期类利息净投资收益 (百万元)**


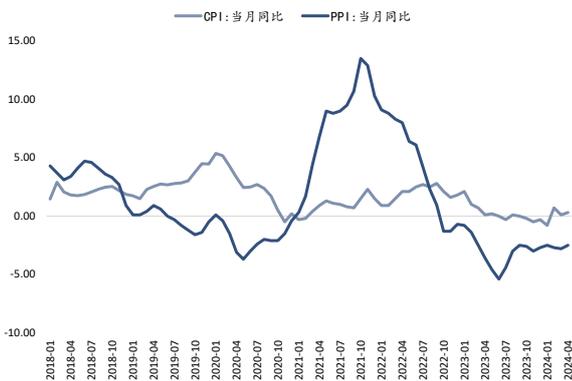
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 23: 中国人保固定到期类利息净投资收益 (百万元)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### 2.3 逆周期调节下, 长端利率有望回升, “资产荒” 有望缓解

长期国债收益率反映市场预期和宏观经济整体有效, 供需关系或迎来边际改善。从宏观层面来看, 我国经济长期向好的基本面没有改变, 经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大, 未来较长时间仍有望保持合理增速。2023 年和 1Q24 我国 GDP 同比增长率分别为 5.2% 和 5.3%, 2024 年 4 月 CPI 同比+0.3%, 涨幅较上月+0.2pct, CPI 连续三个月保持同比正增长, 反映出消费需求持续恢复。

**图 24: CPI 和 PPI 当月同比 (%)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 25: 2023 年和 1Q24GDP 保持良好增长态势**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

同时, 如前文所述, 险企和公募出于收益考量在“资产荒”时期大量配置长债, 导致长期国债收益率阶段性下行, 但随着我国财政政策发力效果有望在二三季度逐步体现, 以及超长期国债等供给增加, “资产荒”有望得到缓解。2024 年 5 月 10 日, 央行发布《2024 年第一季度中国货币政策报告》中指出, 我国长期国债收益率在反映市场预期和宏观经济方面总体是有效的, 长期国债收益率主要反映长期经济增长和通胀的预期, 同时也受到安全资产缺乏等因素的扰动。4 月 23 日 10 年期国债收益率触及 2.226% 的低位, 当天央行指出“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”。

**表 1：央行近期连续对长债收益率下行表达关切**

日期	央行关于“长债”表述
2024/4/3	官网刊发货币政策委员会 2024 年第一季度例会相关文章，明确提及“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”
2024/4/18	在国务院新闻办公室举行的新闻发布会上，央行也明确提到“防止利率过低”。
2024/4/23	央行相关负责人表示，我国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
2024/5/11	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。

资料来源：中国人民银行，证券时报，上海证券报，信达证券研发中心

财政部表态将做长期特别国债各项工作，及时启动超长期特别国债发行工作，险资长债需求有望进一步得到满足。2024 年 5 月 13 日，财政部发布了《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》(财办库〔2024〕94 号)，明确了 2024 年超长期特别国债发行有关安排，今年拟发行的超长期特别国债期限分别为 20 年、30 年、50 年，首次发行时间为 5 月 17 日（30 年期），11 月中旬发行完毕。

**表 2：2024 年超长期特别国债发行安排**

期限	招标日期	首发/续发	付息方式
20	5 月 24 日	首发	按半年付息
	6 月 19 日	续发	
	7 月 19 日	续发	
	8 月 14 日	首发	
	9 月 20 日	续发	
	10 月 18 日	续发	
	11 月 8 日	续发	
30	5 月 17 日	首发	按半年付息
	6 月 7 日	续发	
	6 月 21 日	续发	
	7 月 5 日	续发	
	7 月 24 日	首发	
	8 月 2 日	续发	
	8 月 21 日	续发	
	9 月 6 日	续发	
	9 月 24 日	首发	
	10 月 11 日	续发	
	10 月 25 日	续发	
	11 月 15 日	续发	
	50	6 月 14 日	
8 月 9 日		续发	
10 月 16 日		续发	

资料来源：财政部，光明网，信达证券研发中心

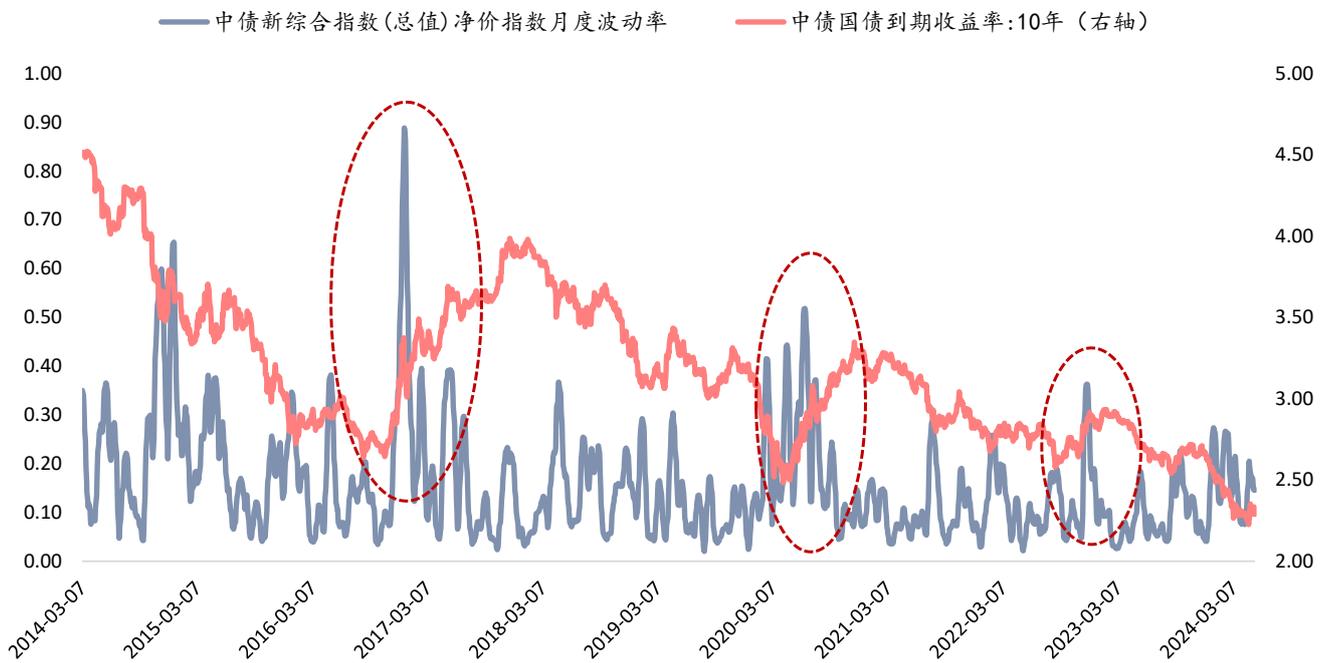
## 2.4 积极把握波段交易，增厚债券投资收益

险企债券配置倾向于利率高点买入，价在量前，逢高配置。配置节奏上，在利率上行时，险资往往会重点把握利率高点机会，主要以配置盘为主，关注久期匹配下的票息收益（HTM），相比市场其他交易主体如银行、理财和券商自营等交易为主，“利率越跌越买”的风格，险资往往呈现“利率越高越买”的特征，比如 2023 年泰康资产的保险一般账户买入千亿超长债，主要在一季度和三季度两个利率高点买入，并且同时在利率高点大量增配二级资本债。

历史上，利率上行周期债市波动率整体高于利率下行周期。我们以中债新综合指数(总值)净价指数为基础，分别计算月度和周度标准差平均值，同时结合 10 年期国债收益率进行观察，整体来看，在利率上行周期中债新综合

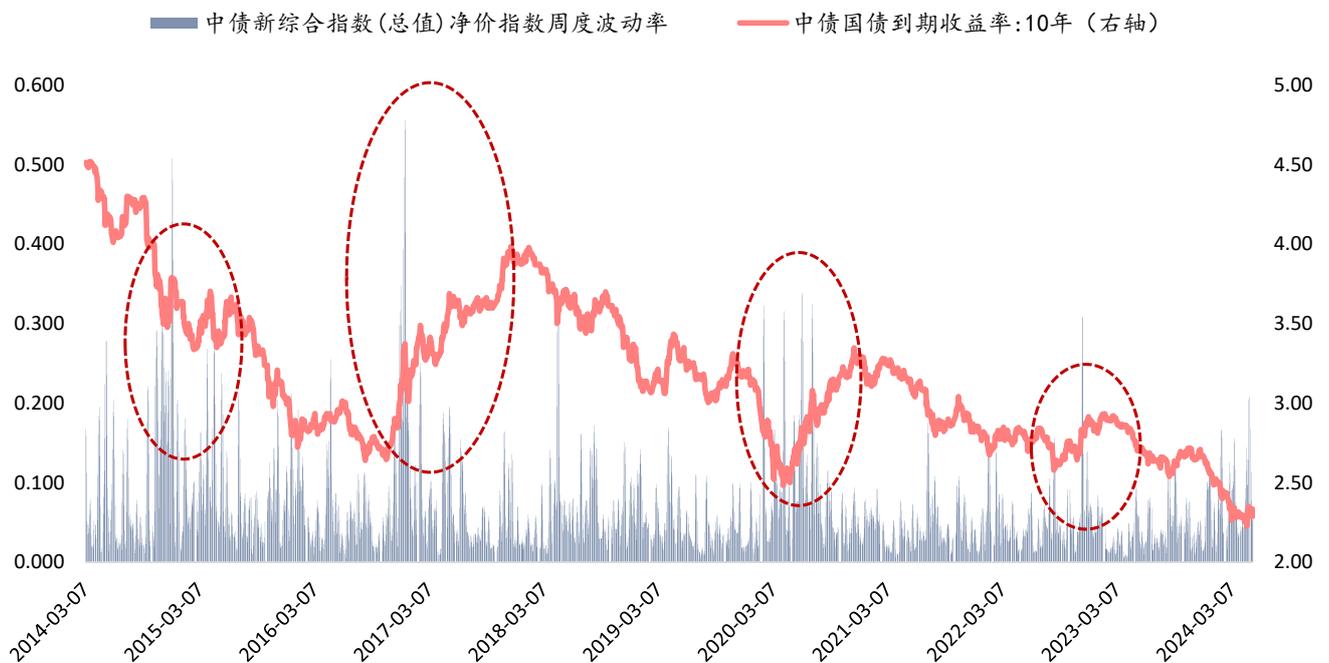
指数(总值)净价指数月度和周度波动率高于利率下行周期, 即在利率上行周期债券市场提供了更多具有更高上下波动幅度的交易机会, 帮助配置方增厚债券投资收益, 而利率下行周期相应机会更少, 波动幅度也更小。

图 26: 中债新综合指数(总值)净价指数月度波动率 (%)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 27: 中债新综合指数(总值)净价指数周度波动率 (%)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

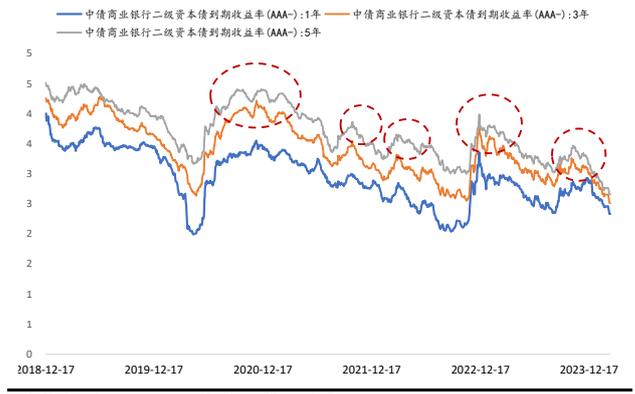
适度利用市场情绪，抓住波段收益增厚债券投资收益。随着利率中枢整体的下行，债券市场波动降低，利率下行时，情绪的一致性也往往较强。在每年 30bp 及以上级别波动机会中，市场情绪是重要的影响因素。市场情绪带来的债市波动通常也能为险企固收配置提供了增厚收益的机会。以银行二级资本补充债为例，银行二级资本补充债波动较大，在到期时银行具有赎回与否的选择权，一定程度上影响投资者对于银行资本充足水平的预期，同时银行二级资本补充债包含了次级条款、减记条款和赎回条款，并且受到监管政策的影响比如资本充足率变化的要求，均可能导致银行二级资本补充债价格的波动性增加，自 2019 年以来多次发生上下 50bp 级别的波动，为险资提供了利用市场情绪进行波段交易增厚债券投资收益的机会。

图 28: 长期国债收益率中枢下行且波动减缓 (%)



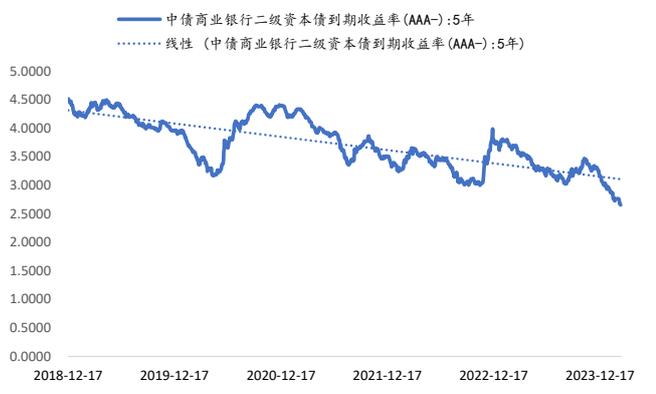
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 29: 中债商业银行资本补充债历史多次波动机会 (%)

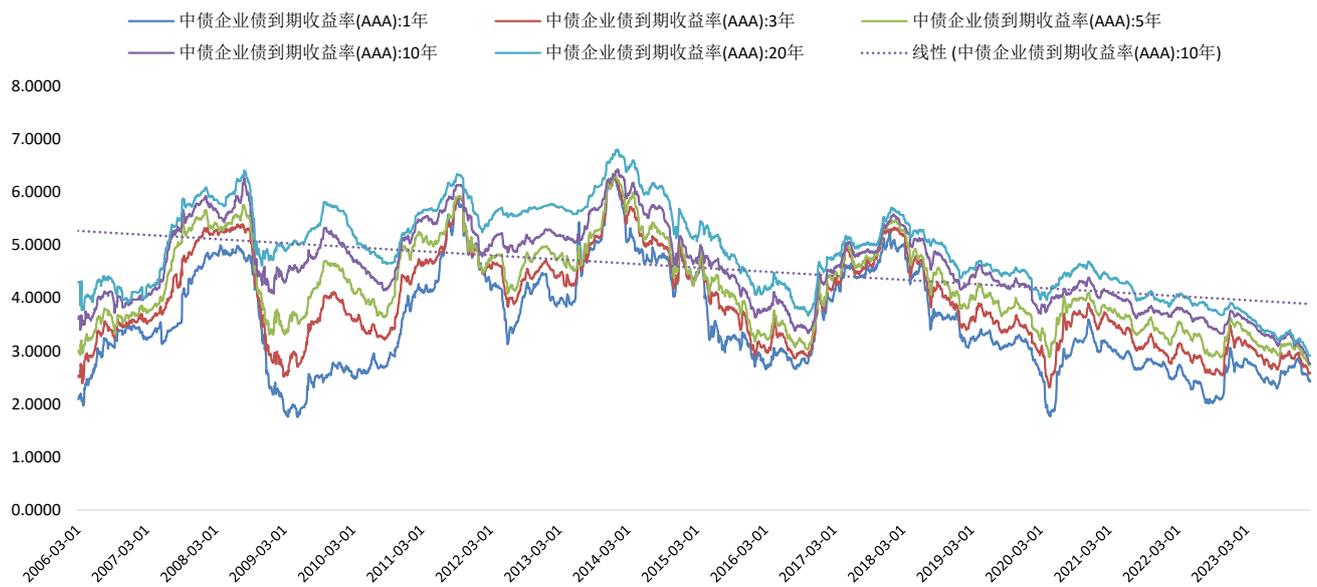


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 30: 5 年期商业银行二永债 (%)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 31: 不同期限企业债到期收益率 (%)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 32: 2008 年以来城投债收益率及中枢 (%)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

## 三、权益：险资入市加速，权益投资有望贡献收益弹性

### 3.1 股票+基金：国寿平安保持稳健，太保新华中枢抬升

截至 2023 年末，国寿/平安/太保/新华/人保股票投资占比分别为 7.6%/6.2%8.4%/7.9%/3.2%，基金投资占比分别为 3.6%/5.3%/2.8%/6.3%/8.2%，（股票+基金）投资占比分别为 11.2%/11.5%/11.1%/14.3%/11.4%，新华保险股票和基金投资占比较高，其余投资比例较为接近。**股票投资方面**，人保股票投资占比较低，其余各大险企股票投资占比均在 6%-8.5% 区间。**基金投资方面**，国寿、太保投资占比较低，人保和新华的基金投资占比较高。

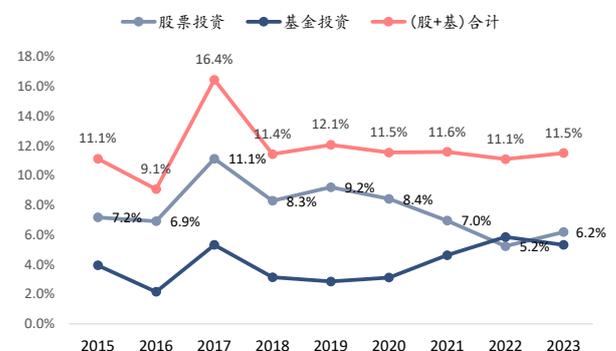
**股+基投资：国寿平安中枢保持稳定，太保新华中枢逐步抬升，人保波动较大。**近年来在权益市场波动加大背景下，国寿和平安的股票基金权益配置整体保持稳定，2018-2023 年平均敞口分别为 10.5% 和 11.5%，其中股票投资占比中枢有所抬升，基金投资占比中枢有所下降，整体中枢保持稳定；太保和新华的股票和基金配置则有所抬升，2018-2023 年平均敞口分别为 10.6% 和 13.5%，较 2018 年分别+3.8pct 和+2.9pct。人保的股票和基金配置近年来均持续下降，尤其是股票投资占比从 2020 年的 6.1% 连年下降至 2023 年的 3.2%。

图 33：中国人寿股票和基金投资比例变化



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 34：中国平安股票和基金投资比例变化



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 35：中国太保股票和基金投资比例变化



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 36：新华保险股票和基金投资比例变化



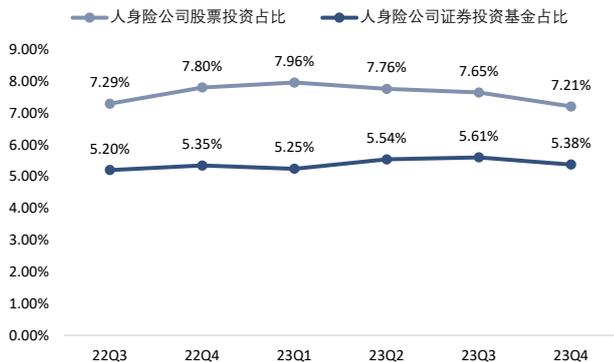
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 37: 中国人保股票和基金投资比例变化**

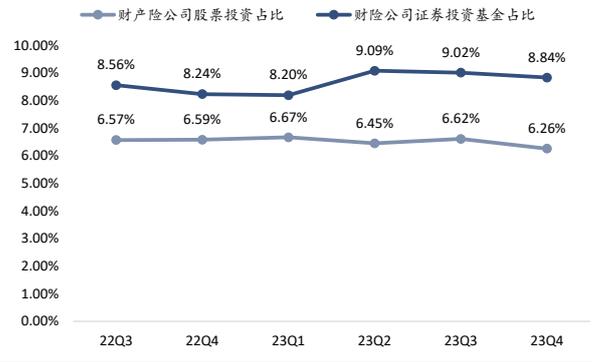

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

### 3.2 新“国九条”发布, 险资作为长期资金入市加速

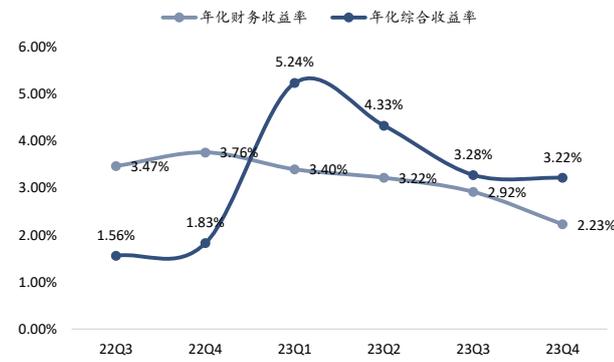
新“国九条”定调支持险资作为中长期资金入市, 险资权益投资环境有望优化。2024年4月12日, 证监会主席吴清表示新“国九条”将着力推动中长期资金入市, 并将会着眼营造引得进、留得住、发展得好的政策环境, 推动保险资金、社保基金、养老金等长期资金入市, 分类作出部署。在“新国九条”积极定调之下, 后续支持构建“长钱长线”的有关政策有望逐步出台, 引导险资入市的相关举措有望加码。新“国九条”提出, 优化保险资金权益投资政策环境, 落实并完善国有保险公司绩效评价办法, 更好鼓励开展长期权益投资等具体举措。

**图 38: 人身险公司证券和基金投资占比**


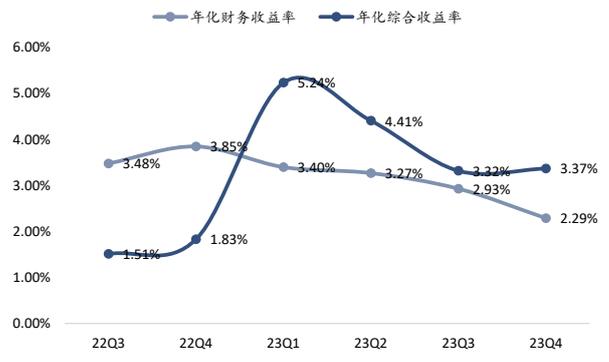
资料来源: 国家金融监督管理总局, 信达证券研发中心

**图 39: 财产险公司证券和基金投资占比**


资料来源: 国家金融监督管理总局, 信达证券研发中心

**图 40: 保险行业年化财务投资收益率**


资料来源: 国家金融监督管理总局, 信达证券研发中心

**图 41: 寿险行业年化财务投资收益率**


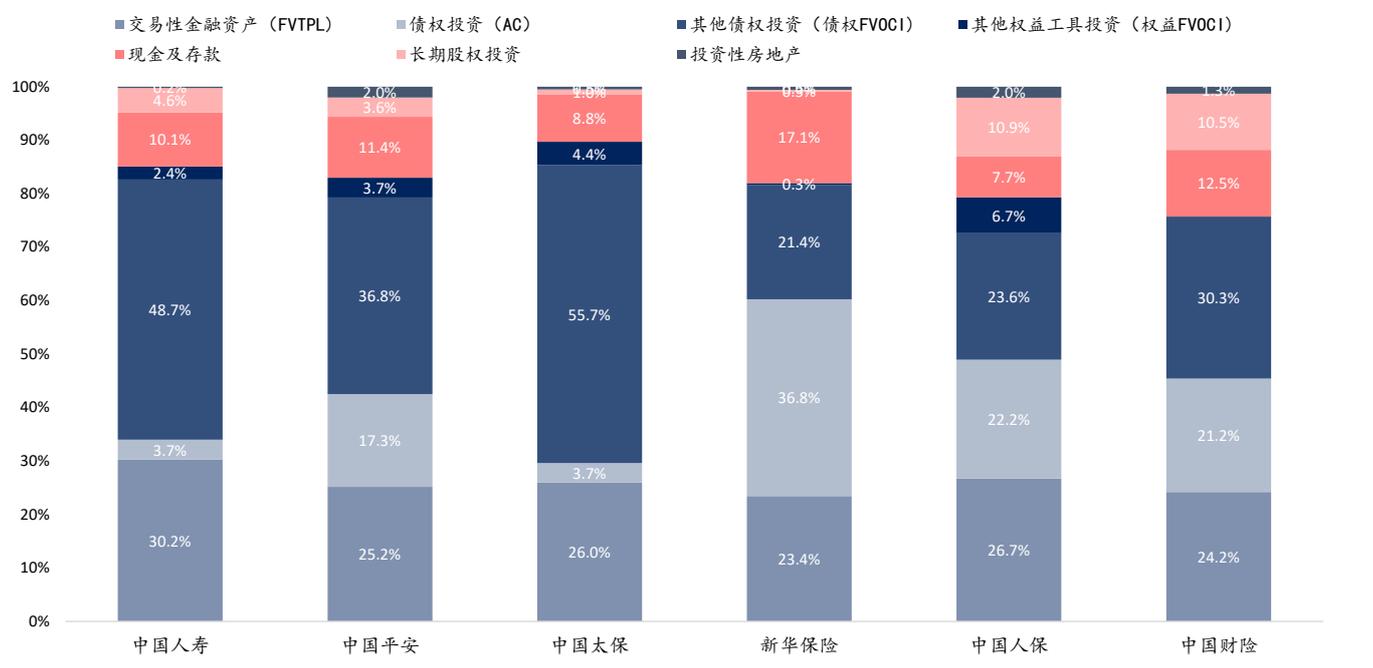
资料来源: 国家金融监督管理总局, 信达证券研发中心

### 3.3 落地：高股息、ETF 等助力险资权益投资

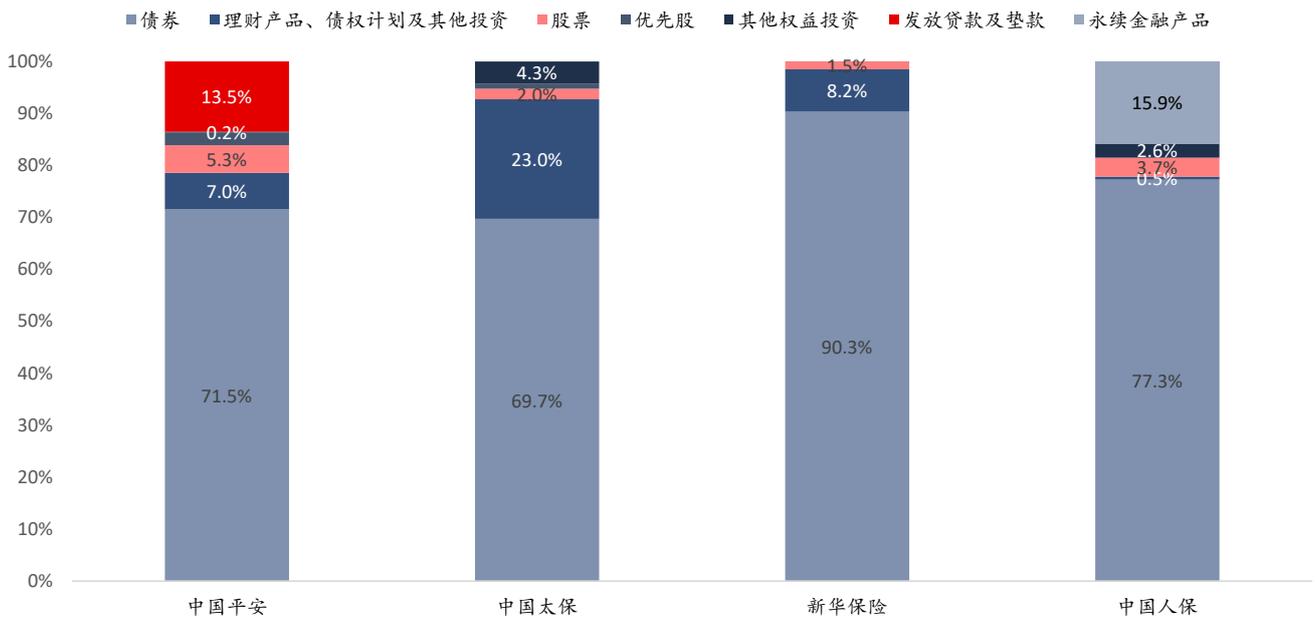
保险资金权益投资高股息策略有望持续，会计分类为 FVOCI 有望平滑利润波动。在利率下行的背景下，股息分红的吸引力有望逐步提升，险企投资高股息股票且分类为 FVOCI 有望持续获得股息收入并平滑股价波动对当期净利润的冲击。

证监会进一步健全上市公司分红常态化机制，险资高股息投资有望持续提升。资本市场新“国九条”发布，证监会发布了《关于严格执行退市制度的意见》，证券交易所同步修订了股票上市规则，退市制度安排，分红率不达标有退市风险。新“国九条”有望强化上市公司现金分红，增强分红的稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节分红，我们认为监管持续强化分红常态化机制，有望稳定投资者预期，同时利好险资为代表的长线投资者，险资进行高股息权益投资的备选标的有望拓展，有望进一步加强高股息股票配置并受益持续分红。

图 42：主要上市险企 2023 年投资资产配置结构（IFRS9）

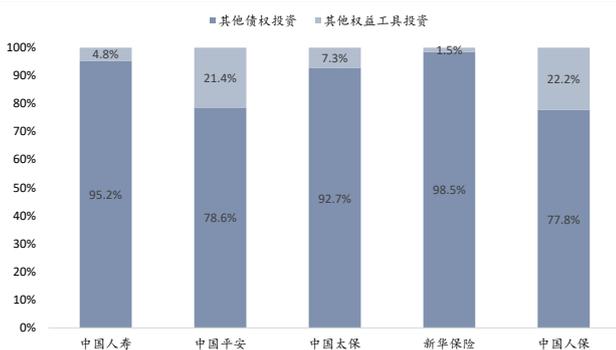


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

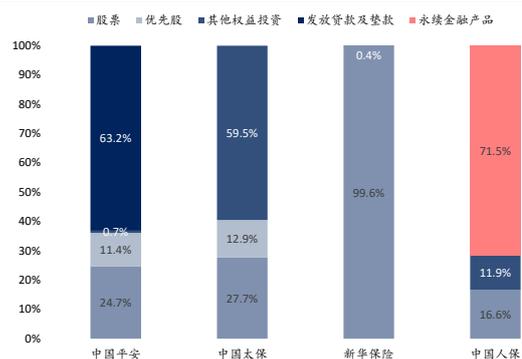
**图 43：2023 年主要上市险企分入 FVOCI 资产细分占比**


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

**FVOCI 股票占比仍较低，高股息股票配置空间仍大。**自 2023 年起，主要上市险企均已开始执行新会计准则（IFRS9&17），从新会计准则下主要上市险企的投资分类来看，截至 2023 年末，代表性上市险企（包含中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保和中国财险，下同）投资中交易性金融资产（FVTPL）平均占比为 26.0%，其他债权投资（债权 FVOCI）平均占比为 36.1%，其他权益工具投资（权益 FVOCI）的平均占比为 2.9%，可见 FVOCI 资产中权益投资（股票等）占比仍低，高股息股票配置并分类为 OCI 的空间仍较大。

**图 44：2023 年主要上市险企分入 FVOCI 的其他债权投资和其他权益工具投资占比**


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

**图 45：主要上市险企 2023 年分入 FVOCI 的其他权益投资工具明细**


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

**ETF 等被动投资方式是险资重要的投资方向。**1) 相比个股，险资通过 ETF 进行仓位控制相对便利，个股标的选择难度相对较低，可以通过行业主题 ETF 进行便捷配置，其波动性也相对较小，另外在灵活性和分散性上也具有一定的优势；2) ETF 一般费率较低，在管理费用上具有一定的优势。2024 年 3 月，首批 10 只中证 A50ETF 上市，保险资金是其中重要的参与方，如中国平安通过旗下子公司持有平安中证 A50ETF 5.73 亿元，太保人寿则认购了华宝中证 A50ETF、摩根中证 A50ETF 两只基金，分别认购 1.3 亿元、0.97 亿元。

## 四、非标：存量占比逐步减少，不动产类占比大幅下降，整体风险可控

### 4.1 中国人寿：非标资产占比较低，规模整体保持稳定

从中国人寿公布的金融资产类别来看，债权型金融产品包括债权投资计划、信托计划、资产支持计划、信贷资产支持计划、转向资管计划和资产管理产品等。出于公开财报数据的可得性，我们以债权型金融产品作为其非标资产代表，整体来看，中国人寿非标资产规模自 2020 年以来保持稳定，2021 年非标资产规模小幅下滑(yoy-2.2%)，2022 年以来保持小幅增长，**但非标资产规模占比整体较低且近年来呈逐渐下降趋势，2020-2023 非标资产平均占比为 9.48%，占比自 2019 年以来逐年下行。**

图 46：中国人寿非标（百万元）规模及增速



资料来源：中国人寿公司公告，信达证券研发中心

图 47：中国人寿非标投资及占比



资料来源：中国人寿公司公告，信达证券研发中心

### 4.2 中国平安：非标投资规模及各投资类别名义投资收益率均呈下行趋势

中国平安的非标投资主要包括债权计划和债权型理财产品，由保险资管公司设立的债权投资计划、信托公司设立的债权型信托、商业银行设立的债权型理财产品等组成。**截至 2023 年末，中国平安的非标投资规模为 4168.10 亿元，占比总投资资产比例为 8.8%，较年初下降 1.5pct。**

**从规模增速来看：**近 10 年来中国平安非标资产规模逐年保持增长，但自 2018 年以来整体增长中枢下行，增速有所放缓。2021-2023 年增速分别为 4.7%、10.6%和 9.0%。

**从非标投资占比来看：**整体自 2018 年以后呈现下行趋势，除 2021 年占比小幅反弹后，其余均逐年下滑，非标投资占比从 2018 年高点 15.8%下降至 2023 年末的 8.8%，非标投资占比整体呈现压缩趋势。

**从债权计划和债权型理财产品的分布结构来看：**2018 年以来债权计划投资占比整体呈上行趋势，理财产品投资整体呈下行趋势，截至 2023 年末，债权计划投资和理财产品投资的占比分别为 45.4%和 54.6%，近 5 年平均占比分别为 39.7%和 60.3%。

**图 48: 中国平安非标资产及增速 (百万元)**


资料来源: 中国平安公司公告, 信达证券研发中心

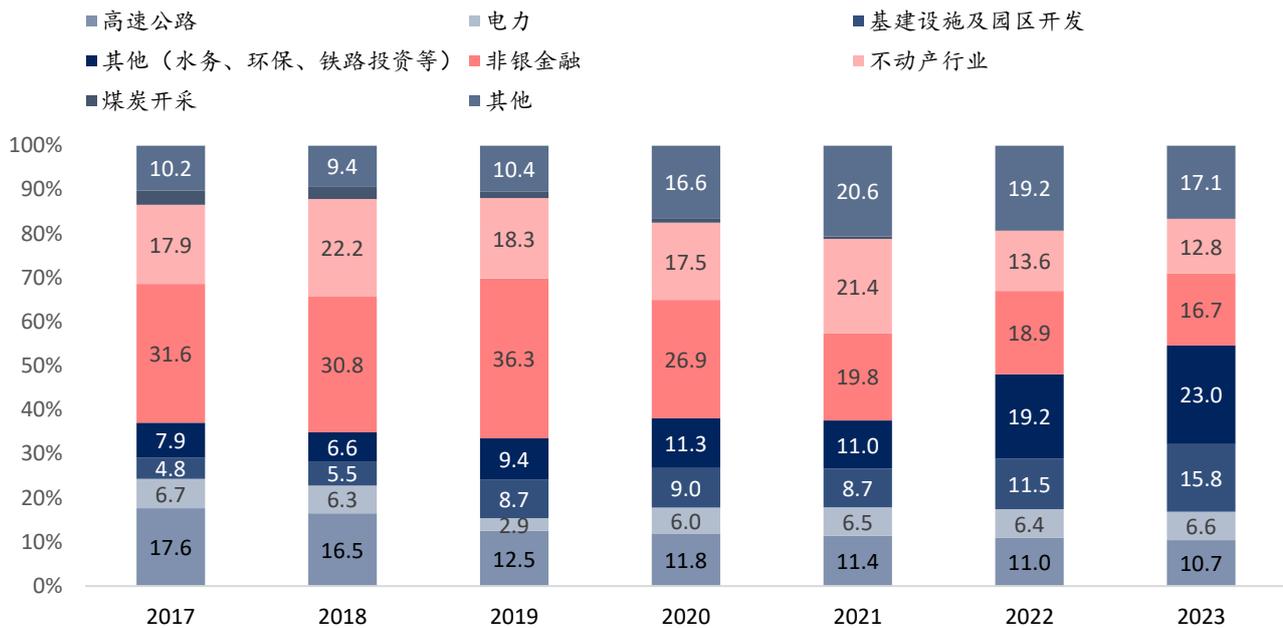
**图 49: 中国平安非标资产结构**


资料来源: 中国平安公司公告, 信达证券研发中心

注: 理财产品投资包括信托公司信托计划、保险资产管理公司产品、商业银行理财产品等

**图 50: 中国平安非标投资占比总投资资产比例**


资料来源: 中国平安公司公告, 信达证券研发中心

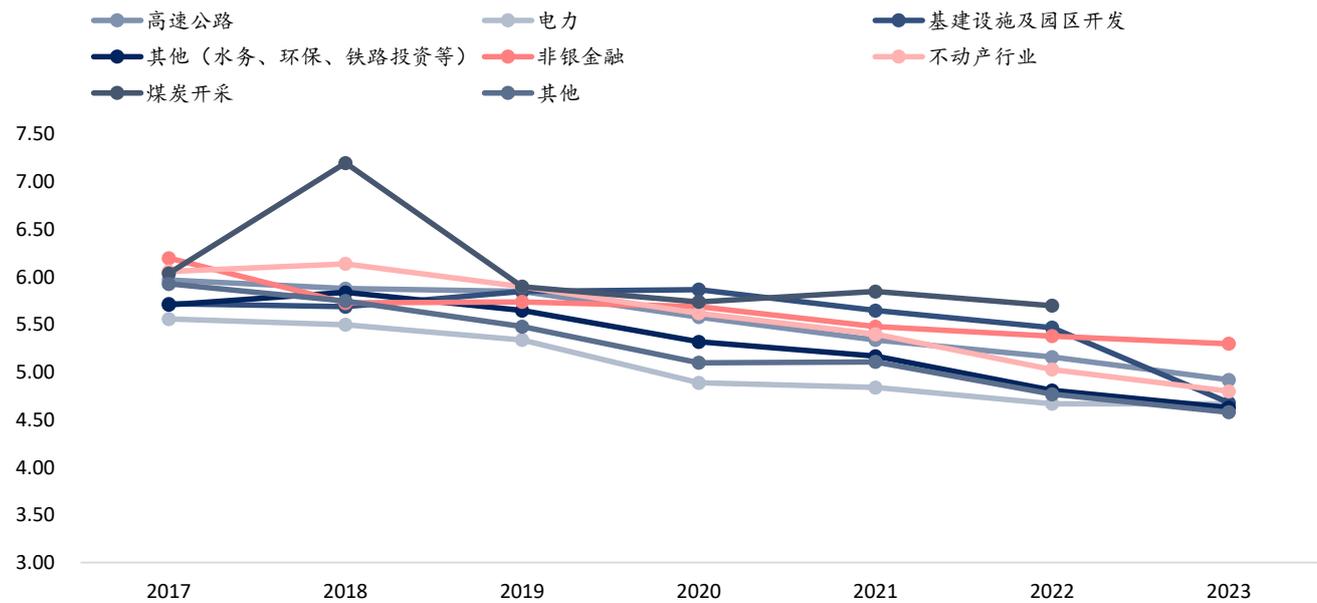
**图 51：中国平安债权计划及债权型理财产品结构（%）**


资料来源：中国平安公司公告，信达证券研发中心

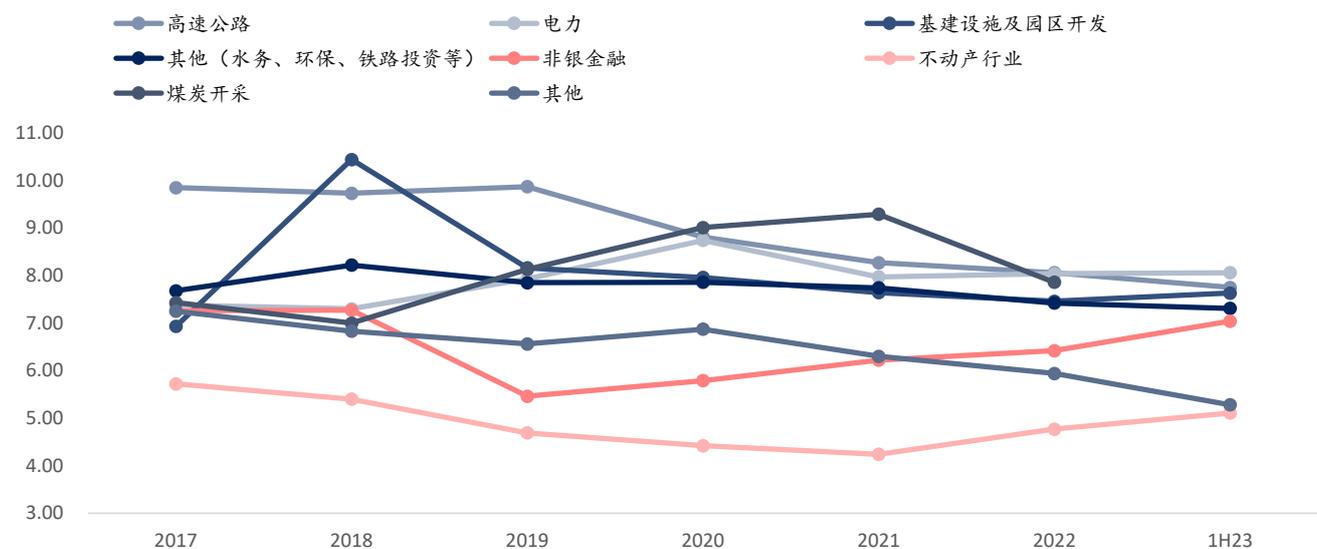
**非标资产结构：非银及不动产投资大幅压缩，公用环保及基建快速提升。**

从中国平安的非标资产结构来看，近年来非银金融、不动产业务占比不断下降，基础设施及园区开发、水务环保等公用事业以及高速公路等投资占比逐年提升，电力板块投资则保持稳定。1) 非银金融行业投资占比从 2019 年高点的 36.3% 逐步下行至 2023 年末的 16.7%，不动产投资占比从 2018 年高点的 22.2% 下行至 2023 年的 12.8%，其中 2021 年占比有所反弹（占比 21.4%），但 2022 年、2023 年快速下行至 13.6% 和 12.8%。2) 水务、环保、铁路等占比从 2018 年的 6.6% 占比逐年提升至 2023 年的 23%，且近两年呈明显加速趋势。基础设施及园区开发投资占比从 2017 年的 4.8% 逐年提升至 2023 年的 15.8%。

**非标名义投资收益率自 2019 年起整体呈现逐年下行趋势。**不动产业务、水务环保等公用事业及电力板块名义投资收益率连续 5 年下降，截至 2023 年末，仅非银板块非标名义投资收益率超过 5%。

**图 52: 中国平安非标资产名义投资收益率 (%)**


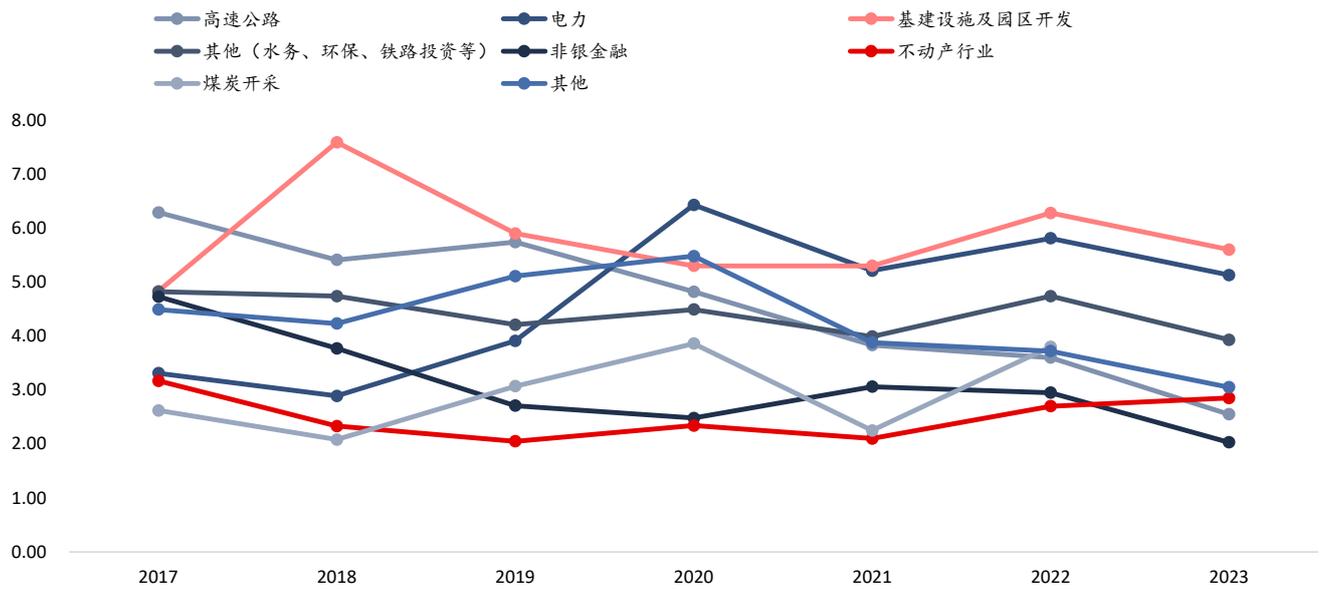
资料来源: 中国平安公司公告, 信达证券研发中心

**图 53: 中国平安债权计划及债权型理财产品期限 (年)**


资料来源: 中国平安公司公告, 信达证券研发中心

**从投资期限来看:** 自 2019 年以来, 除非银金融和不动产业整体呈上行趋势外, 其余均呈现小幅下降趋势。2020-1H23 高速公路/电力/基础设施及园区开发/水务环保等公用事业/非银金融/不动产/其他类别的平均期限分别为 8.22 年/8.20 年/7.67 年/7.58 年/6.37 年/4.64 年/6.10 年。

**从产品剩余期限来看:** 2023 年整体有所走低, 除不动产业外, 其余行业投资剩余年限 2023 年均有所下降, 2023 年高速公路/电力/基础设施及园区开发/水务环保等公用事业/非银金融/不动产/其他类别的产品剩余期限分别为 2.55 年/5.13 年/5.60 年/3.93 年/2.03 年/2.85 年/3.05 年, 分别同比-1.05 年/-0.68 年/-0.68 年/-0.81 年/-0.92 年/+0.15 年/-0.67 年。

**图 54: 中国平安债权计划及债权型理财产品剩余到期期限 (年)**


资料来源: 中国平安公司公告, 信达证券研发中心

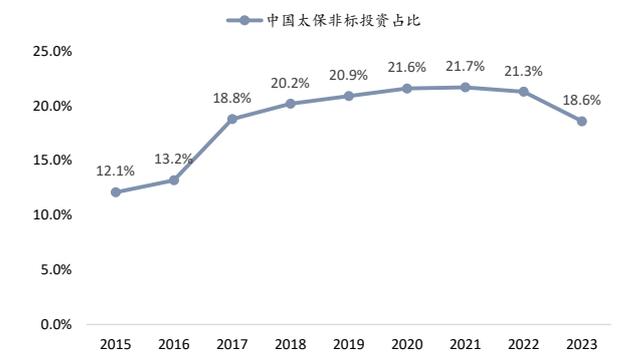
### 4.3 中国太保: 非标投资规模占比较高, 平均剩余期限当前仍稳健

**2021 年以来太保非标占比逐步降低。**截至 2023 年末, 中国太保非公开市场融资工具规模为 4182.28 亿元, 占投资资产的 18.6%。近年来非标占比逐步下降, 自 2021 年高点占比 21.7% 以来逐步下行, 2023 年非标资产规模首次负增长 (yoy-3.2%)。公司充分发挥保险机构稳健经营的特点, 严格筛选偿债主体和融资项目, 从行业分布看, 融资项目分散于基础设施、不动产、交通运输、非银金融行业, 主要分布在北京、四川、湖北、山东、江苏等经济发达地区。

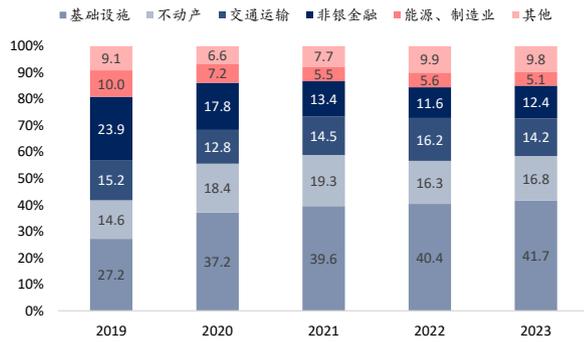
**非标信用风险管控良好。**截至 2023 年末, 具有外部信用评级的非公开市场融资工具占 97.2%, 其中 AAA 级占比达 97.6%, AA+ 级及以上占比达 99.6%, 高等级免增信的主体融资占比达 52.7%, 其他项目都有担保或抵、质押等增信措施, 信用风险整体可控。

**图 55: 中国太保非标投资规模 (百万元) 及占比**

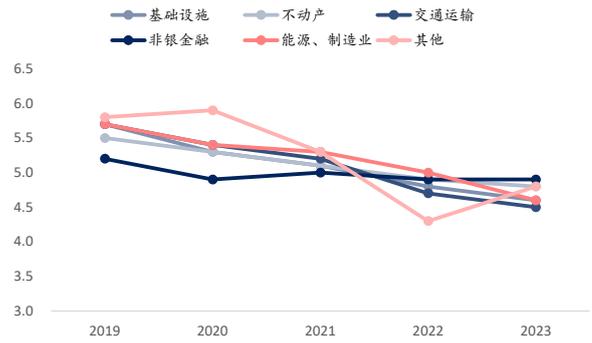

资料来源: 中国太保公司公告, 信达证券研发中心

**图 56: 中国太保非标投资占比**


资料来源: 中国太保公司公告, 信达证券研发中心

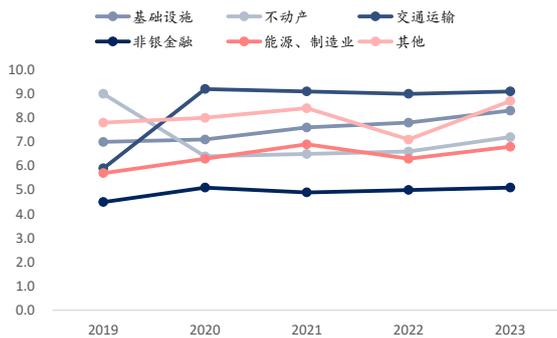
**图 57: 中国太保非公开市场融资资产投资占比 (%)**


资料来源: 中国太保公司公告, 信达证券研发中心

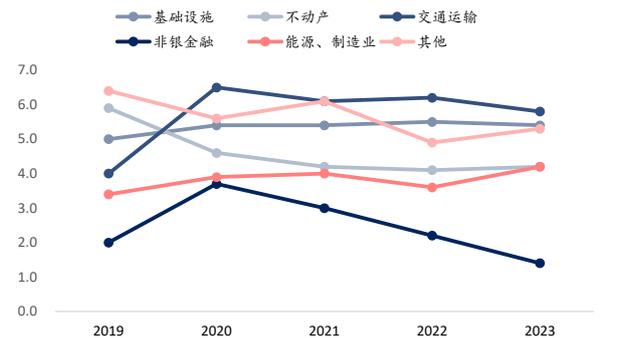
**图 58: 中国太保非公开市场融资名义投资收益率 (%)**


资料来源: 中国太保公司公告, 信达证券研发中心

非公开市场融资平均期限整体保持稳健。截至 2023 年末, 中国太保非公开市场融资中基础设施/不动产/交通运输/非银金融/能源和制造业/其他类别的平均投资期限分别为 8.3 年/7.2 年/9.1 年/5.1 年/6.8 年/8.7 年, 整体较 2022 年末平均投资期限小幅上行; 平均剩余年限分别为 5.4 年/4.2 年/5.8 年/1.4 年/4.2 年/5.3 年。平均剩余年限整体呈现下行趋势, 自 2022 年反弹后再次回落。

**图 59: 中国太保非公开市场融资平均期限 (年)**


资料来源: 中国太保公司公告, 信达证券研发中心

**图 60: 中国太保非公开市场融资平均剩余期限 (年)**


资料来源: 中国太保公司公告, 信达证券研发中心

非公开市场融资平均剩余期限整体保持稳定, 部分行业稳中有升。非银金融行业非公开市场融资平均剩余期限呈逐年下降趋势, 从 2020 年的 3.7 年下降至 2023 年末的 1.4 年, 剩余期限逐步缩短。能源和制造业以及其他类别的非公开市场融资平均期限自 2020 年以来稳中有升, 基础设施、不动产以及交通运输类的剩余期限自 2020 年以来整体保持稳定。

#### 4.4 新华保险: 非标资产占比下降较快, 信托、私募股权等投资占比快速下行

截至 2023 年末, 新华保险非标资产投资规模为 1569.48 亿元, 较 2022 年末减少 641.65 亿元, 非标投资在总投资资产中的占比为 11.7%, 较上年末下降 6.7 个百分点, 新华保险持有的非标资产均具备有效的增信措施, 对大部分非标资产都采用了多重保障措施, 包括但不限于抵质押担保、连带责任保证担保、回购协议以及资金监管等, 从而确保非标资产的质量优良且风险可控。

贷款类债权为主, 整体风险可控。从新华保险非标资产持仓的整体信用风险来看, 公司绝大多数非标资产均采用了抵质押担保、连带责任保证担保、回购协议、资金监管等措施进行增信安排, 非标资产的整体资产质量优质、风险较低。公司非标资产的基础资产大部分为贷款类债权, 主要分布在非银机构融资、基础设施建设项目融资和

商业地产项目融资以及消费类信贷产品融资，且对手方均为行业龙头、大型金融机构、中央企业和一二线核心国有企业。

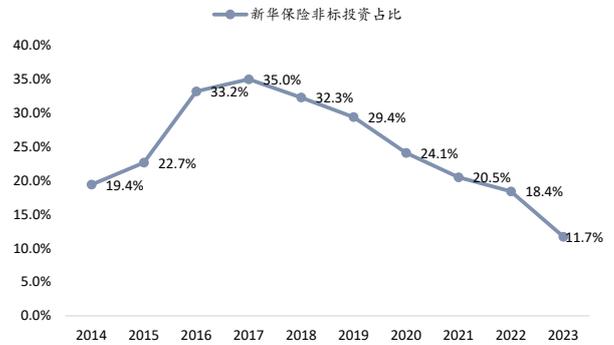
非标投资规模连续四年下降，非标占比下行较快。新华保险近年来整体不断压缩非标投资规模，非标投资自2020年起已连续四年负增长，其中2023年非标资产规模较上年同比下滑29%，规模大幅压缩；非标投资占总投资组合占比自2017年起逐年下行，占比已从2017年的35%下降至2023年的11.7%。

图 61: 新华保险非标类金融资产 (百万元) 及增速



资料来源: 新华保险公司公告, 信达证券研发中心

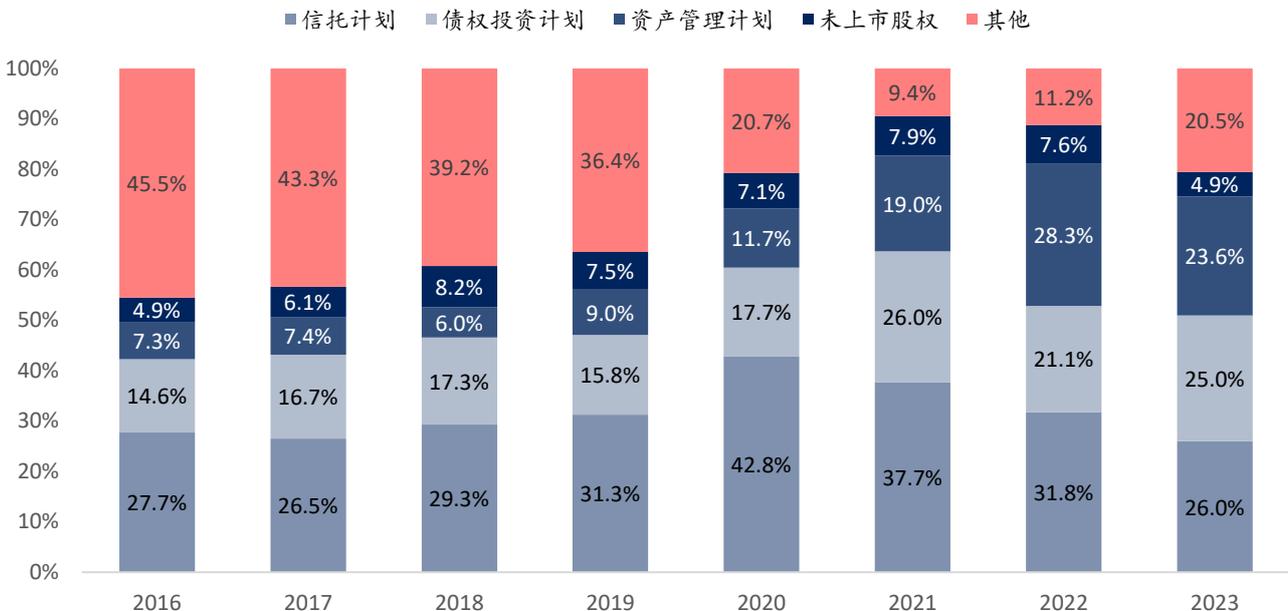
图 62: 新华保险非标资产占比



资料来源: 新华保险公司公告, 信达证券研发中心

信托计划、私募股权、股权投资计划和理财等非标资产类别不断压缩，资产管理计划类别占比逐步提升。从新华保险的非标资产类别来看，近年来信托计划和其他类别（包括私募股权、股权投资计划、理财产品等）快速下行，非标资产中信托计划占比从2020年的42.8%下降至2023年的26.0%。其他类别非标资产从2019年的36.4%快速下行至2021年的9.4%，后又回升至2023年的20.5%。

图 63: 新华保险非标类金融资产结构



资料来源: 新华保险公司公告, 信达证券研发中心

## 五、投资建议

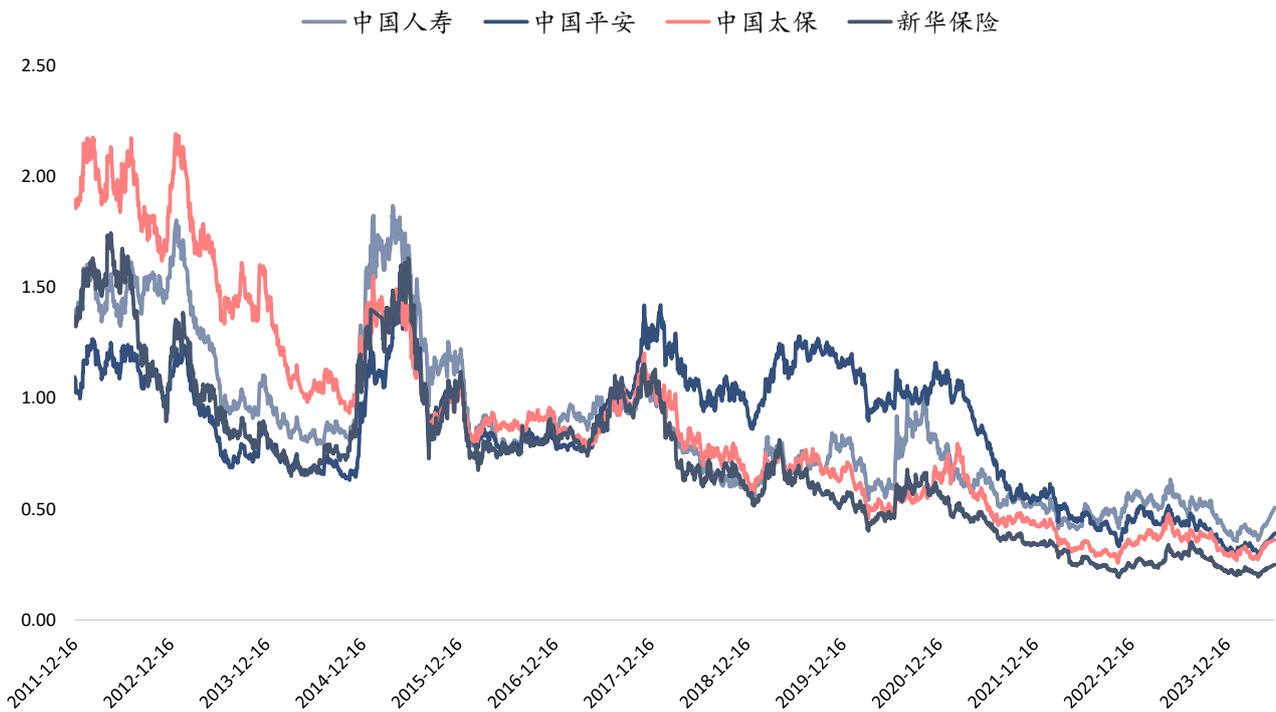
复盘近年来板块主要行情，我们认为需重视资产负债两端共振带来的对于板块机会的提振。我们通过复盘 2015 年以来保险板块估值提振的三大代表性区间，可以看到保险负债端和投资端的复苏或拐点出现是行情主要推动力。1) 2016.01-2017.12: 资产负债共振带动板块估值上行的主升浪；2) 2019.01-2019.04: 2018 年开门红低基数带来的负债端预期阶段性改善；3) 2020.07-2021.01: 核心资产表现以及大盘蓝筹带动下的  $\beta$  行情。整体看，2020 年以前主要是负债端与投资端的“资产负债共振”，2020 年以来在负债端基本面整体趋弱的背景下主要是“资产端修复”逻辑带来的结构性表现机会。通过复盘可以发现，相对弱势行情中主要靠投资端或负债端阶段性反弹单一因素驱动，其中投资端主要因素包括权益市场表现、长端利率和投资组合资产质量等。

从估值来看，当前板块估值仍处于近十年低位水平，主要上市寿险险企国寿/平安/太保/新华的静态 PEV 估值（以 2024 年 6 月 14 日收盘价计）分别仅 0.66x/0.49x/0.41x/0.33x，距离前期高点 1.2x-1.5x 滚动 PEV 估值仍有较大空间。相比近两次由单一负债改善（基数低）或者 21 年核心资产牛市的投资端单一改善带来的板块行情，我们认为当前板块有望处于距上一次万能险带来负债端改善和当年大牛市形成的共振后的又一次资产负债共振机会。

图 64: 板块近年来主要行情复盘



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 65: 当前板块滚动 PEV 估值仍处历史低位**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

整体来看,我们认为保险当前核心压制因素主要在资产端,近期系列政策及大盘回暖利好保险投资端回暖,同时负债端需求在利率下行下,相比同类竞品仍有望保持旺盛,宏观政策落地,经济数据回暖,长端利率和权益表现有望同时回暖,市场对于险资相关不动产的投资敞口风险担忧也有望不断消除,板块有望迎来“资负共振”表现。

现阶段,我们认为不应只关注社融的阶段性转负以及 M2-M1 的持续走扩反应资金运转效率偏低的现实,更要关注央行一季度货币政策报告中再次强调“减少资金沉淀空转”,伴随财政政策力度进一步加大,不同期限长期特别国债的发行等,有望推动债券市场供需进一步改善。

我们认为伴随经济持续复苏,保险投资端股、债等大类资产均有望持续受益,带动估值回升。保险作为顺周期代表之一,建议重视估值弹性,标的方面建议重点关注中国太保、中国人寿和中国财险,关注中国平安和新华保险。

## 六、风险因素

长端利率下行超预期,资本市场波动加剧,险企改革不及预期,居民财富增长不及预期。

## 研究团队简介

王舫朝，非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，曾就职于民生证券，国泰君安证券，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财子、资产负债、风控、相关外部环境等。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。