

## 保险 II 行业点评报告

# 央行“卖债”定调长端利率底部，利率反弹力度决定寿险修复高度，首推太保和新华

增持（维持）

2024年07月02日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001  
021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002  
021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书：S0600524060001  
wux@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002  
luoyk@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **事件：**7月1日，央行发文公告表示，为维护债券市场稳健运行，在对当前市场形势审慎观察、评估基础上，人民银行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作，长端利率应声走高。
- **2024年4月以来，央行持续在多个场合“喊话”长端利率不宜过低。**我们认为本次表态的主要原因可能是长债利率再次接近了央行心中的“底线”。在5月的货币政策执行报告中，央行表示“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”，随后金融时报称“2.5%至3%可能是长期国债收益率的合理区间”，均表明2.5%或是央行心中底线。6月19日潘行长于陆家嘴会议表示：“美国硅谷银行的风险事件启示我们，……当前特别是要关注一些非银主体大量持有中长期债券的期限错配和利率风险，保持正常向上倾斜的收益率曲线，保持市场对投资的正向激励作用”。虽然，市场看似对央行“喊话”的反应日趋钝化，但未来短期仍将围绕央行预期管理展开，需要进一步关注央行“卖债”的进一步操作，我们认为长端利率底部已基本探明。
- **资产端底部反转预期是当下估值修复的核心。**截止6月末，国内10/20/30/50年期国债到期收益率分别仅为2.22%、2.38%、2.44%、2.45%，均处于2.5%关口下方，6月下旬以来有加速下行迹象，而2023年末分别为2.56%、2.73%、2.8%和2.91%，今年以来分别大幅下行-33.3、-35.9、-38.3和-41.5bps，利率曲线进一步平坦化，对保险公司或者当期净投资收益和再配置收益带来挑战。
- **新准则下关注上市险企归母净资产增速和归母综合收益，体现资产负债匹配能力平衡。**利率下行对不同种类金融资产的影响不同。以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI）的资产价值计量随市场利率波动而变化。利率下行，资产公允价值上升，产生正收益计入其他综合收益，可以对冲利率下行导致的保险合同负债计量增加对净资产的负面影响。1Q24末上市险企FVOCI资产在投资资产占比由高至低分别为：太保（60%）、国寿（49%）、人保（31%）和新华（25%）。太保的FVOCI资产占比最高，其中其他债权投资占比55.4%，其他权益工具投资占比4.7%。1Q24末A股上市险企平均归母净资产较年初增速为0.5%，其中太保增速最高（3.3%），新华降幅最大（-10.5%）。1Q24末A股上市险企其他综合收益/净利润比值为-87.7%，其中太保（-30.0%）这一比值差异最小，得益于资产负债匹配能力最强（公司1Q24末FVOCI资产占比最高），新华这一比值差异最大（-323.8%），主要系公司FVOCI资产占比比较低所致。寿险公司负债久期高于资产久期，相同利率下行幅度下，负债端敏感度（主要为可转损益的保险合同金融变动）高于资产端（主要为其他债权投资公允价值变动）。
- **投资建议：**当前萦绕在保险公司估值上方的仍是“利差损隐忧”。虽然这把达摩克利斯之剑并未解除，但央行“卖债”定调长端利率底部已基本探明，利率反弹力度决定寿险修复高度，首推太保和新华。首推中国太保（资产负债两端综合表现最优）和新华保险（利率对报表弹性最大）。
- **风险提示：**长端利率持续低位徘徊，权益市场持续低迷拖累估值与业绩

### 行业走势



### 相关研究

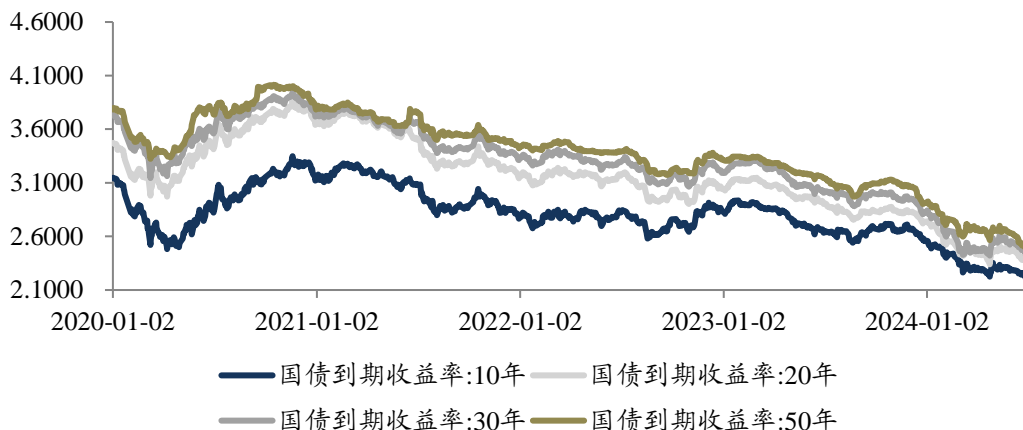
《上市险企5月保费数据点评：寿险增速当弱不弱，车险增速逐月回暖》

2024-06-16

《上市险企4月保费数据点评：个险新单面临高基数增长压力，银保降幅有望逐步收窄》

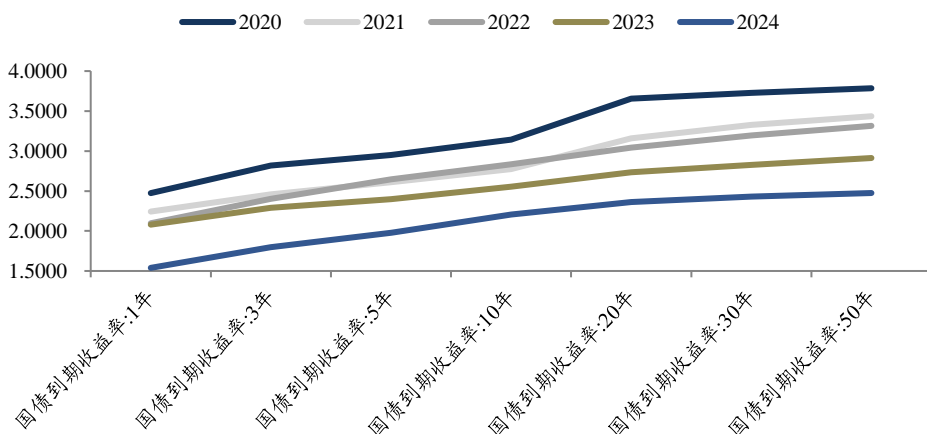
2024-05-23

图1: 4Q23 以来利率长端利率持续下行 (2024 年 6 月 28 日, 单位: %)



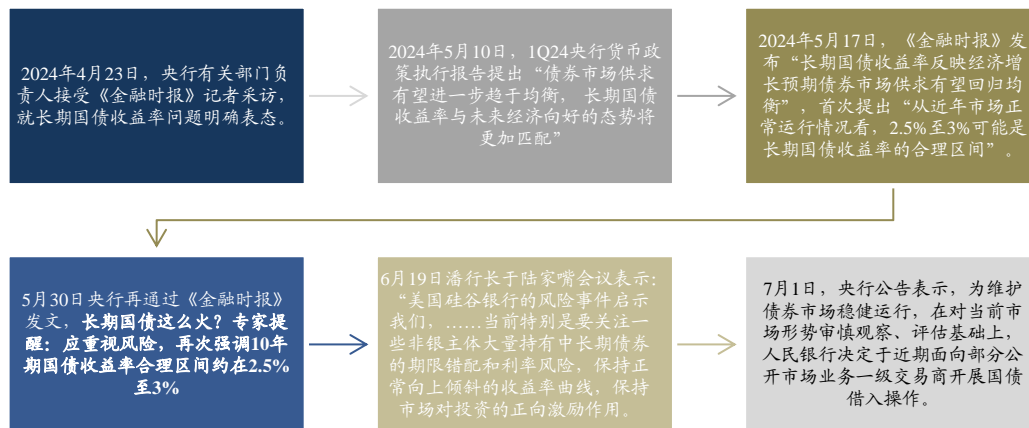
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 近五年利率曲线愈发平坦化 (2020 年至 2023 年为年末最后一个交易日, 2024 年为 2024 年 6 月 28 日, 单位: %)



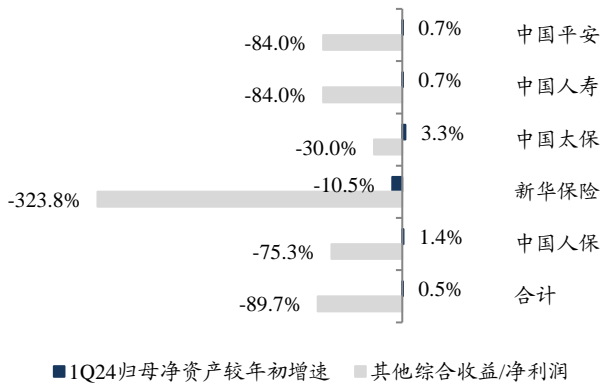
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 4 月 23 日以来, 央行持续喊话鲜明指出当前长端利率水平过低



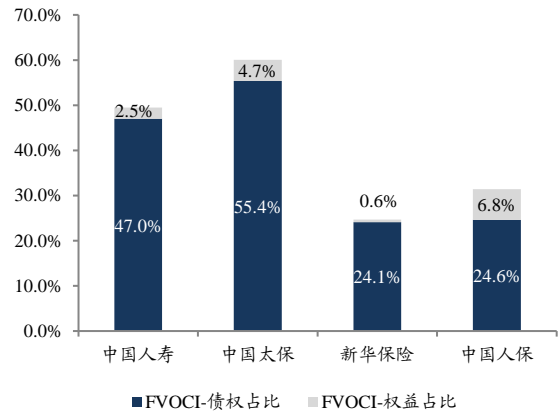
数据来源: 央行, 金融时报, 东吴证券研究所

图4: 1Q24 末上市险企资产负债匹配情况



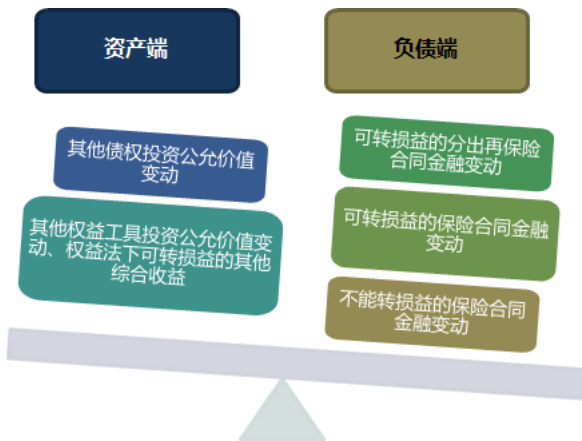
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 1Q24 末上市险企 FVOCI 资产占比构成



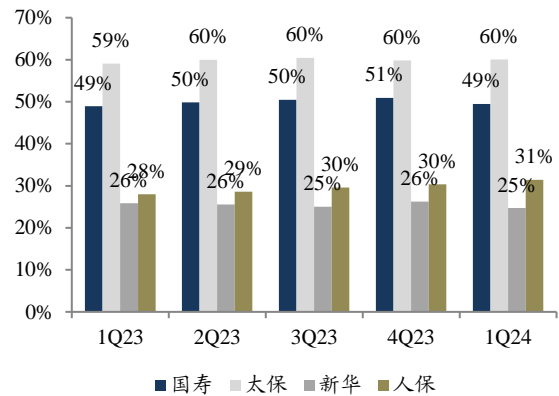
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 利率下行, 对公司资产负债管理带来挑战



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 1Q24 末上市险企 FVOCI 资产占比构成



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>