

基于保险机构负债成本下调的研究 从负债成本看机构投债的安全边际

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融 · 保险 II

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 孔祥 021-60375452 kongxiang@guosen.com.cn 执证编码: S0980523060004
 联系人: 王京灵 0755-22941150 wangjingling@guosen.com.cn

事项:

近期,金管局持续引导保险公司下调负债端产品预定利率,旨在引导人身险公司压降负债成本,控制利差损风险。为更好地衡量当前负债成本下移背景下,险资对于债券类资产投资的安全边际,我们构建了险资债券投资目标收益测算模型,在联动负债端与资产端的同时,测算负债成本下险资债券投资的目标收益水平,并针对各类债券进行比价分析。

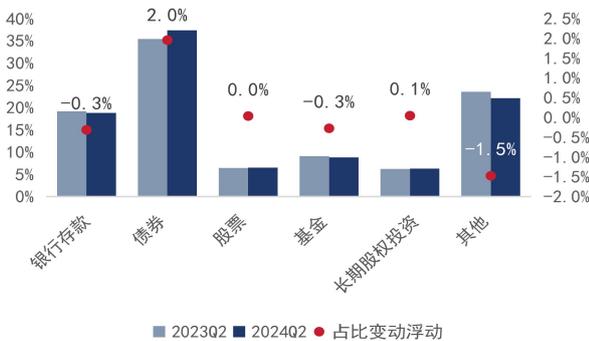
国信非银观点:低利率环境是保险资产管理行业面临的核心挑战。一方面投资组合收益率面临持续下行压力,另一方面负债成本存在一定粘性,行业利差损风险增加,故险资资产端坚持资产负债匹配管理,拉长资产久期,强化资产收益,债券投资在具体险资投资过程中承担了票息获取、资产负债匹配和流动性管理的职能。1)根据我们构建的测算模型,在既定其他资产预期收益水平不变的前提下,当险企负债端成本率为3.0%至4.0%时,对应的合意债券投资收益率为1.04%至3.13%。在当前“资产荒”背景下,债券仍是险资资产配置的核心。2)债券比价方面,我们主要对比各类券种在税收、风险因子、偿付能力成本等方面的差异。从比较结果来看,长久期国债和地方债具备免税及资本消耗较低的特点,是当前人身险企拉长资产端久期的主要手段。随着负债端的持续扩张,预计未来险企仍对债券类资产配置具有较大需求。

评论:

◆ 保险公司债券投资目标收益率假设测算

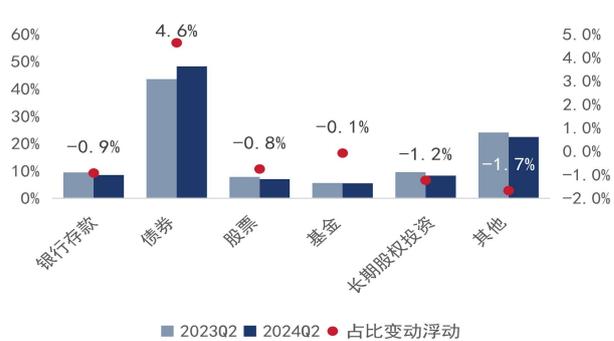
作为我国资本市场中重要的机构投资者,保险公司资金运用模式具有资产、负债联动的特点,持续优化资产负债管理,实现利率及久期等层面的匹配是保险行业共同面临的挑战。固收类资产作为险资资产配置结构中的“压舱石”,约占险资投资规模的60%以上,持续为险企贡献基本投资收益。根据国家金融监督管理总局披露的数据,截至2024年二季度末,保险行业债券投资规模达1.4万亿元,占总投资资产的46%。近年来,受长端利率下行及权益市场低位震荡等因素影响,保险公司资产端投资收益持续承压,进而加剧负债端与资产端利率错配的风险,利差损问题凸显。

图1: 财产险公司 2024Q2 资产配置结构及同比变化(单位:%)



资料来源:国家金融监督管理总局,国信证券经济研究所整理。

图2: 人身险公司 2024Q2 资产配置结构及同比变化(单位:%)



资料来源:国家金融监督管理总局,国信证券经济研究所整理。

债券投资是险资投资收益的“压舱石”。根据人保资产的数据统计，过去多年保险业平均投资收益率约为5%至6%，其中5年期AAA债券在过去16年的平均投资收益为4.27%，30年国债过去20年平均收益率为3.98%，10年国债过去20年平均收益率为3.49%，叠加其他资产的配置，共同构成了险资多元化的资产配置结构。我们预计当前人身险负债久期平均为12年以上，资产负债久期缺口约在6年左右，而债券是险资拉长资产久期的主要工具，随着负债端的持续扩张，预计未来险企仍对债券类资产配置具有较大需求。

为拆解不同负债端成本对应的债券投资预期收益率需求，我们建立了相应的测算模型。我们预设负债端综合成本率为X，基于当前险资投资资产结构及对应的目标收益率，推演债券合意目标收益为Y。假设其他投资资产目标收益水平不变的基础上，可以构建方程： $Y = (X - 2.5\%) / 48\%$ 。其中，基础模型如下表所示。

表1：险资债券投资目标收益测算模型

资产	目标比例	目标收益
存款	12%	2.5%
债券	48%	X
股票及基金	15%	6.0%
非标及其他	20%	5.0%
长期股权投资	5%	6.0%
负债成本率		Y

资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理。*注：各类资产目标收益水平为预计值，并非官方口径披露数据。

基于不同负债端成本（X），我们对债券合意预期收益率（Y）进行敏感性测试，测试结果如下所示。

表2：保险公司债券预期收益率敏感性测试

	目标产品负债总成本	合意债券目标收益率
(X) 保险公司负债端成本率假设	3.00%	1.04%
	3.05%	1.15%
	3.10%	1.25%
	3.15%	1.35%
	3.20%	1.46%
	3.25%	1.56%
	3.30%	1.67%
	3.35%	1.77%
	3.40%	1.88%
	3.45%	1.98%
	3.50%	2.08%
	3.55%	2.19%
	3.60%	2.29%
	3.65%	2.40%
	3.70%	2.50%
	3.75%	2.60%
	3.80%	2.71%
3.85%	2.81%	
3.90%	2.92%	
3.95%	3.02%	
4.00%	3.13%	

资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理。*注：本处产品负债成本除负债端刚性成本外同时包括了销售费用等，属于综合费用概念。

◆ 各类债券品种的比价分析

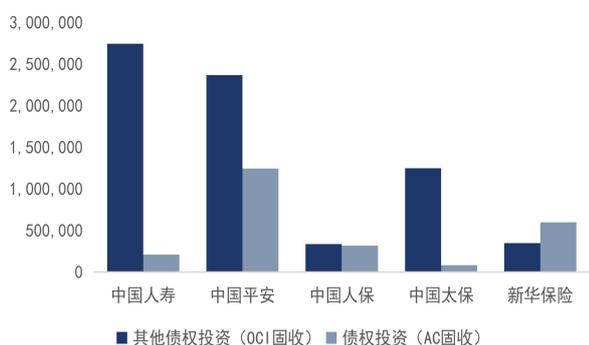
在计算偿付能力充足率时，相较于权益类资产，固收类资产对于保险公司资本消耗较低，因此险资或在季度末呈现出增配债券的资产配置特点，从而实现短期拉升偿付能力充足率的目的。此外，国债及地方债等券种具有避税优势，叠加险企具有通过配置长债拉长资产端久期的诉求，在当前“资产荒”背景下，成为险资配置的核心资产。截至 2024 年二季度末，保险行业债券投资规模达 1.4 万亿元，同比增长 25.8%。

表3: 2023 年上市险企金融资产占比（按会计计量方式，单位：百万元，%）

	中国人寿		中国平安		中国人保		中国太保		新华保险		平均	
	金额	占比										
交易性金融资产 (FVTPL)	1,705,375	36%	1,803,047	32%	383,020	34%	581,602	29%	380,239	29%	970,657	32%
其他权益工具投资 (OCI 权益)	138,005	3%	264,877	5%	96,541	8%	97,965	5%	5,370	0%	120,552	4%
其他债权投资 (OCI 固收)	2,744,169	57%	2,367,008	42%	338,717	30%	1,247,435	62%	347,262	26%	1,408,918	43%
债权投资 (AC 固收)	211,349	4%	1,243,353	22%	318,605	28%	82,334	4%	598,047	45%	490,738	21%
合计	4,798,898	100%	5,678,285	100%	1,136,883	100%	2,009,336	100%	1,330,918	100%	2,990,864	100%

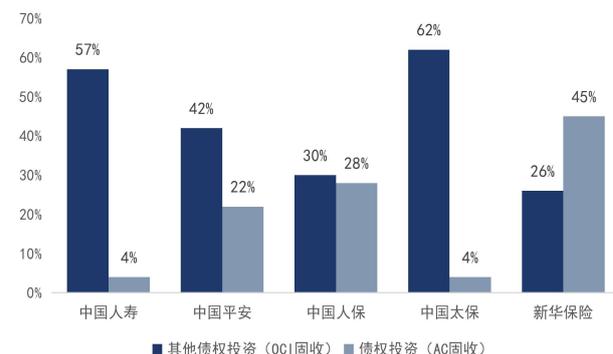
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。*注：“占比”为该资产占金融类资产的比例

图3: 2023 年上市险企 OCI 固收及 AC 固收配置规模（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。

图4: 2023 年上市险企 OCI 固收及 AC 固收占金融资产比例（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。

我们主要梳理了各券种在税收、风险因子、偿付能力成本等方面的差异。从比较结果来看，长久期国债和地方债具备免税及资本消耗较低的特点，是当前人身险企拉长资产端久期的主要配置手段。与此同时，在当前无风险利率下移背景之下，地方债优势凸显。首先，在长端利率下移的背景下，期限利差收窄，以险资为代表的投资机构更为青睐票息收益较高的长久期债券，而地方债是目前体量最大的长久期债券来源。其次，相对于国债等，不同地方债之间差异更大，为机构投资者提供更为丰富的选择。我们本处主要站在配置角度进行分析，如果站在险资交易角度，其他债券也可能有较好的交易机会，如金融机构二级资本债等¹，从而利用短期市场情绪赚取债券交易价差。

表4: 保险公司投资于不同券种的调整后投资收益率（单位：%）

¹ 中国保险资管业协会杂志《保险资金在债券配置上的实践与思考》，人保资产刘毅等，2023 年第 4 期。

	10年期国债	10年期地方债	10年期国开债	3年AAA中期票据	3年AA+中期票据	1年股份行NCD	5年国有大行二级资本债
原始收益率	2.15%	2.30%	2.23%	2.09%	3.28%	1.97%	1.92%
所得税	0%	0%	25%	25%	25%	25%	25%
增值税	0%	0%	0%	6%	6%	0%	0%
税后收益	2.15%	2.30%	1.67%	1.48%	2.32%	1.48%	1.44%
信用风险最低资本							
基础因子(RF0)	0	0	0	0.015	0.036	0	0.1
特征因子(K)	0	0	0	0.05	0.05	0	0
交易对手违约风险因子 ($RF=RF0*(1+K)$)	0	0	0	0.01575	0.0378	0	0.1
偿付能力成本	0.00%	0.00%	0.00%	0.34%	0.81%	0.00%	2.16%
调整后收益	2.15%	2.30%	1.67%	1.14%	1.51%	1.48%	-0.72%
*注：调整后收益=原始收益率（1-所得税）/（1+增值税）-交易对手违约风险因子*资本利润率*综合偿付能力充足率，取资本利润率为11%，偿付能力充足率为196%。收益率数据截至时间为2023年12月3日。							

资料来源：国家金融监督管理总局，税务局，国信证券经济研究所整理。

◆ 投资建议：

受长端利率下行及权益市场低位震荡等因素影响，保险公司资产端投资收益持续承压，进而加剧负债端与资产端利率错配的风险。1）根据我们构建的测算模型，在既定其他资产预期收益水平不变的前提下，当险企负债端成本率为3.0%至4.0%时，对应的目标债券投资收益率为1.04%至3.13%。在当前“资产荒”背景下，债券仍是险资资产配置的核心。2）债券比价方面，我们主要对比各类券种在税收、风险因子、偿付能力成本等方面的差异。从比较结果来看，长久期国债和地方债具备免税及资本消耗较低的特点，是当前人身险企拉长资产端久期的主要配置手段。随着负债端的持续扩张，预计未来险企仍对债券类资产配置具有较大需求。

◆ 风险提示：

长端利率下行；资产收益承压；保费收入增速不及预期等。

相关研究报告：

- 《中国人寿拟减持杭州银行点评-国寿减持不改红利行情》——2024-08-21
- 《2024年7月保费收入点评-负债成本下行，短期销售激活》——2024-08-16
- 《人身险预定利率下调点评-压降负债成本，政策靴子落地》——2024-08-03
- 《2024年6月保费收入点评-人身险回调，产险景气延续，寻找转型下增量机遇》——2024-07-17
- 《2024年5月保费收入点评-寿险定价调整有利短期销售》——2024-06-15

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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