信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

# 利率下行叠加资产荒，保险投资新出路

保险行业

2020 年 06 月 14 日

王舫朝　非银金融行业分析师

证券研究报告

行业研究——投资策略

保险行业

| 看好 | 中性 | 看淡 |
|---|---|---|

上次评级：看好，2020.04.30

**王舫朝　　非银行业分析师**
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

# 利率下行叠加资产荒，保险投资新出路

2020 年 06 月 14 日

## 本期内容提要

- **探究利率下行叠加资产荒，保险投资的新出路。**保险投资端受利率下行影响较大，也是今年来资本市场关注的热点。此篇我们重点从投资端切入，通过对成熟市场保险行业资产配置的研究，探索其获取稳定投资收益率的经验，寻求利率下行叠加资产荒环境下，中国保险投资的新出路。我们的结论是 1）保险收益率受利率下行的绝对影响削弱。2）当前股价隐含的投资收益率假设较低，国寿、平安、太保、新华隐含收益假设分别为 0.69x、0.93x、0.54x、0.58x，远低于长期投资收益率假设 5%，估值隐含了投资端悲观预期。3）近期经济回暖叠加宽信用下无风险收益率企稳回升，支撑保险股估值提升。
- **美国和日本通过资产端优化，保持稳健的投资收益水平。**美国和日本保险行业较为发达，通过资产配置优化，保持了较为稳健的投资收益水平。美国寿险投资端一般账户债券占比较高，约 70%，而股票配置极低。受益于美国发达的债券市场，寿险行业通过配置长久期债券以及适当增配高收益债券来赚取期限利差和信用溢价，保持投资收益率稳定。美国较为发达的资本体系使得海外投资占比较低。日本由于经历过 90 年代严重的寿险危机，其配置风格转向保守，债权类配置占比超过 80%，且资产端久期不断拉长。受制于国内资产较低的收益率，日本加大了海外资产的配置，2018 年海外债券和股票规模合计占有价证券的比重从 2008 的 24%增加至 2018 年的 37%。
- **我国保险投资收益率高于十年期国债收益率 100-250bp，已具备跨越周期的能力。**从过往几年上市险企投资收益率和十年期收益率的表现看，保险收益率受利率下行的绝对影响削弱，保险收益率高于十年期国债收益率 100-250bp，源于保险资金可以通过对大类资产的合理运用，来赚取期限利差、流动性利差以及强化资产负债匹配，保持投资收益率相对稳定。具体来看，1）强化资产负债匹配，缩小久期缺口，降低再投资、偿付能力和流动性风险，2）固收方面加大长久期优质国债和地方债配置，另外也把握资本补充债券以及波段性交易机会，以及通过国债期货对冲利率风险，3）权益方面重视高股息低估值个股，以及加大长期股权投资，4）适当增配另类资产，5）把握基建 REITs 投资机会。
- **投资评级：** 负债端保费回暖叠加近期国债收益率上行，保险股估值有望回升。4 月以来寿险保费增速逐步回暖，受益于线下展业恢复、保障需求提升、险企加大营销力度，以及重疾炒停，负债端回暖趋势有望持续，料提振 NBV。资产端，我们认为利率下行不必过于悲观，原因是 1）近期经济回暖叠加宽信用下无风险收益率企稳回升，10 年期国债收益率从 4 月份低点回升至 2.8%附近，有望支撑保险股估值提升，2）利率下行对 EV 影响短期有限。我们测算投资收益率假设下行 50bp 对国寿、平安、太保、新华的 EV 影响分别为-8.69%/-4.80%/-6.84%/-7.61%，影响可控，3）资产端调整策略（增配长久期国债和地方债，加大举牌力度，配置资本补充债券等拓宽配置范围等）并加强资产负债匹配，降低利率负面影响。目前上市险企估值均处于历史底部区域，国寿、平安、太保、新华对应 2020E PEV 估值分别为 0.69x、0.93x、0.54x、

0.58x，当前估值隐含的总投资收益率假设分别为 3.36%、2.63%、1.13%、2.31%，低于长期投资收益率假设 5%，估值隐含了投资端悲观预期。

- **风险因素：**疫情影响持续，代理人新单和新业务价值不及预期；长端利率持续下行，影响再投资收益率；资本市场波动导致浮亏增加；750 天国债收益率下行导致准备金计提增加。

# 目 录


一、为什么要研究当前环境下险企大类资产配置？.....1
二、保险资产配置影响因素.....2
（一）宏观经济：长端利率企稳回升.....2
（二）负债端性质：资产驱动负债 or 负债驱动资产.....3
（三）政策：保险资金投资不断放开，资产负债管理成为硬约束.....4
（四）会计准则切换：投资策略调整以应对利润波动的压力.....8
三、低利率下，美国和日本投资出路.....8
（一）美国保险资产配置：拉长久期同时加大高收益债券配置.....8
（二）日本资产配置：拉长国债久期，加大海外债券配置.....12
四、目前中国保险行业投资策略分析.....15
（一）坚持资产负债匹配，缩小久期缺口.....16
（二）固定收益-仍是配置核心，拉长久期，加大国债和地方债配置，同时配置资本补充债券.....16
（三）权益投资：增配高股息股票，提升长期股权投资配比.....20
（四）另类投资：虽面临供需矛盾，但仍是主要配置对象.....21
（五）公募 REITs：有望成为新的配置标的.....25
（六）各家险企主要配置思路.....27
五、投资建议.....29
风险因素.....31


# 表 目 录


表 1:保险资金运用.....4
表 2:保险资金投资范围.....7
表 3：举牌情况.....21
表 4:保险资管公司注册保险资管产品数量和占比.....22
表 5:保险资管公司注册保险资管产品规模和占比.....22
表 6:中国平安债权计划和债券型理财产品结构和收益率.....23
表 7:不动产及基础设施建设在偿一代和偿二代下资本占用.....25
表 8：国内部分已发行类 REITs 项目信息.....26
表 9：估值隐含投资收益率.....30


# 图 目 录

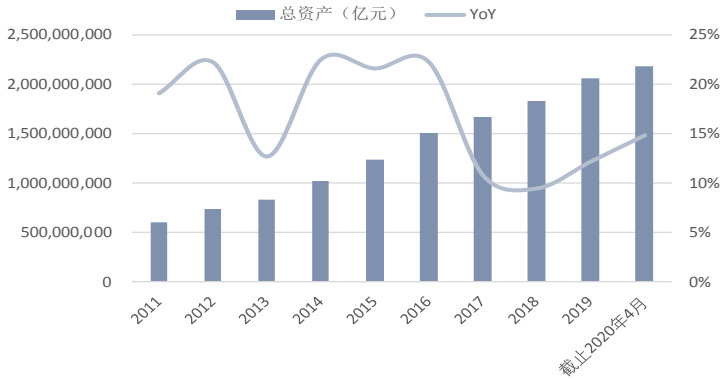

图 1：保险总资产及增速（百万元、%）.....1
图 2：保险资金运用余额及增速（百万元、%）.....1
图 3：保险资金配置（%）.....2
图 4：国债收益率.....3
图 5：社融和 M2 增速.....3
图 6：R007 向七天逆回购利率趋近.....3
图 7：整体大类资产配置.....9
图 8：普通账户投资资产结构（%）.....9
图 9：独立账户投资资产结构（%）.....9
图 10：普通账户新增债券期限结构（2018）.....10
图 11：美国寿险持有的政府债券剩余期限结构（%）.....10
图 12：美国寿险持有的公司债券期限结构（%）.....10
图 13：普通账户公债高收益债配置占比（%）.....11
图 14：普通账户私人债券高收益债配置占比（%）.....11
图 15：美国寿险净投资收益率（%）vs 十年期国债收益率.....12
图 16：日本资产配置结构.....12
图 17：日本有价证券配置结构.....13
图 18：各种资产投资收益率.....13
图 19：债券平均久期.....14
图 20：投资收益率 VS 基准利率（%）.....14
图 21：四家上市险企投资收益率.....15
图 22：中国平安资产负债久期缺口.....16
图 23：保险资管配置债券规模.....17
图 24：地方债招标利率高于十年期国债收益率.....17
图 25：专项债计划发行（万亿元）.....17
图 26：专项债平均发行久期.....17
图 27：长期专项债发行增加.....18
图 28：超长期国债发行增加（30 年+50 年，亿元）.....18
图 29：商业银行二级资本债发行规模及同比增速.....18
图 30：记账式国债托管量（截止 2020 年 5 月）.....20
图 31：保险资管产品规模情况（亿元）.....23
图 32：基础设施 REITs 运行机制.....26
图 33：国寿资产配置（%）.....28
图 34：平安资产配置.....28
图 35：太保资产配置（%）.....29
图 36：新华资产配置.....29
图 37：各家险企资产配置（%）.....29
图 38：上市险企滚动 PEV.....31

# 一、为什么要研究当前环境下险企大类资产配置？

今年以来，十年期国债利率快速下行，成为压制保险股估值的重要影响因素。保险公司投资资产中有相当比例投向债权类资产，对利率敏感性较高，因此受利率下行影响较为显著。利率下行对险企的负面影响主要体现在：1）保险资产负债错配将导致到期资产面临再投资压力，而负债端预定利率调整相对滞后，险企或面临利差损风险，2）750 天移动平均曲线下行将增加险企准备金计提压力，导致利润承压，3）利率下行导致投资回报偏差受损，而风险贴现率假设下调概率不大，因此对内含价值料产生负面影响。4）利率下行也将压制险企偿付能力和现金流，对于资产负债久期缺口较大的公司压力更甚。

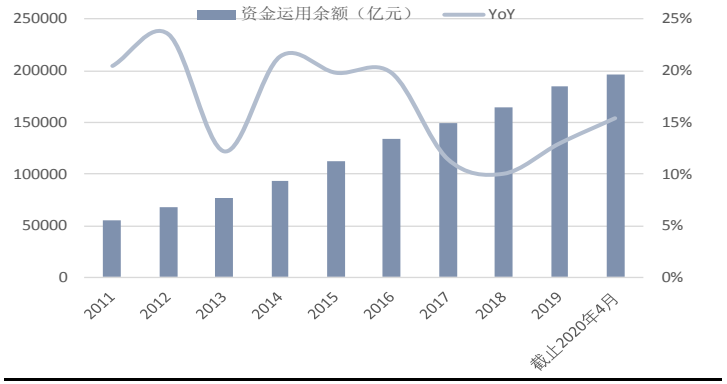
此外，随着老龄化的加剧，居民保险意识不断提升，保险规模增长进入快车道，保险资金运余额增长快速提升，2011-2019 年保险总资产和资金运用余额年复合增速分别达 16.6%和 16.3%，险资配置难度和压力加大。

**图 1：保险总资产及增速（百万元、%）**




*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

**图 2：保险资金运用余额及增速（百万元、%）**



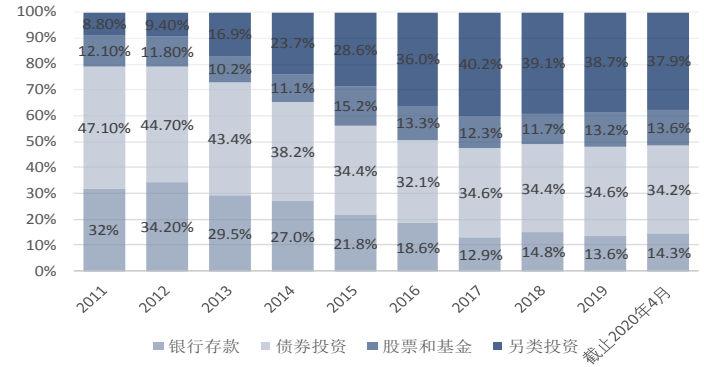

*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

上一篇报告中，我们结合日本、台湾在利率下行时期在负债端和资产端的举措来探究低利率环境对中国寿险业的影响（详见《低利率下，从日本和台湾地区的经验看大陆寿险业的发展》），此篇报告将结合成熟市场保险公司资产配置策略来重点阐述低利率下我国保险行业在资产端的大类资产配置选择。我们得出的结论是：1）保险收益率受利率下行的绝对影响削弱。保险资金可以通过对大类资产的合理运用，来赚取期限利差、流动性利差以及资产负债匹配，保持投资收益率相对稳定。2）估值隐含了投资端悲观预期。当前股价隐含的投资收益率假设较低，国寿、平安、太保、新华隐含收益假设分别为 0.69x、0.93x、0.54x、0.58x，远低于长期投资收益率假设 5%。3）近期经济回暖叠加宽信用下无风险收益率企稳回升，支撑保险股估值提升。

## 二、保险资产配置影响因素

我国保险资金大类资产配置主要经历了三个阶段，1）改革开放至 1999 年前。因监管要求保险资金只能投资银行存款、国债、金融债等固收类品种，配置品种较为有限。保险资金投放中定期存款占比较高，1999 年占比超过 30%。2）1999-2012。1998 年银保监会以及 2003 年保险资产管理公司成立后，保险资金投资品种逐步放开至基金、股票、基础设施建设、不动产等品种。3）2012 年后。国务院和保监会相继出台“新国十条”、保险投资“十三条新政”以及大类资产比例监管等改革创新政策，进一步拓宽了配置渠道。其中全面放开对银行理财、信托计划、券商集合理财、资产支持证券、基础设施投资计划、不动产投资计划等金融产品，但对不同资产设置了投资上限。

**图 3：保险资金配置（%）**

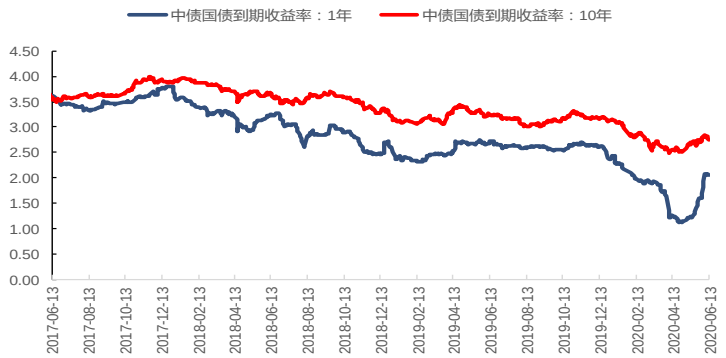



*资料来源: Wind，信达证券研发中心*

### （一）宏观经济：长端利率企稳回升

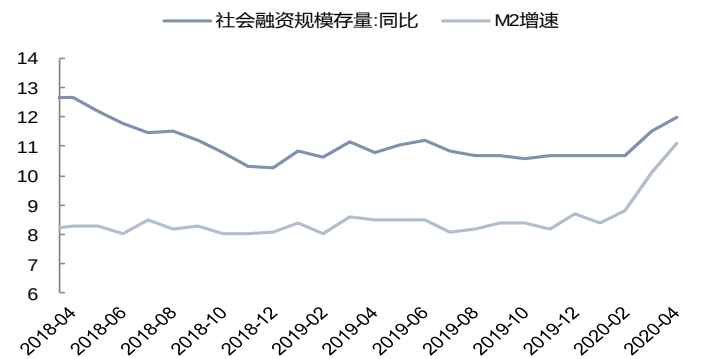
**长端利率下行趋势有望缓解。**今年以来 10 年期国债收益率从年初的 3.1%左右下降至 4 月底部的 2.5%，主要源于疫情以来，监管多次释放宽松信号，包括 2 月份多次公开市场操作，降低逆回购利率和 MLF 利率，提供 3000 亿元专项再贷款，增加再贷款再贴现额度，以及全面降准和通过普惠金融定向降准来降低企业的融资成本等，处于应对危机的流动性模式。5 月底，央行创设两个直接实体经济的货币政策工具，并多次提出防范资金套利等引发市场对央行收紧流动性预期，带动债券收益率上行，从 2.5%回升至目前的 2.8%左右。我们认为尽管流动性仍将保持在合理充裕水平，**但未来一段时间长端利率有望企稳，制约保险股估值上行最大的利空因素减弱，**原因是 1）未来政策预期从宽货币转向宽信用，降准预期减弱，长端利率不具备继续下行的条件，2）近期为防范金融机构资金空转套利，货币资金利率出现边际收紧，R007 回升至近 2%，趋近政策利率，短端利率不太可能再出现前期低点。3）5 月 M2-M1 已开始收窄，企业投资端开始活跃。另外，5 月财新 PMI 达 50.7，较上月增加 1.3，制造业 PMI 环比略有下降 0.2pct，但连续三个月处于荣枯线以上，表明疫情得到控制后经济处于企稳状态。

图 4：国债收益率（%）



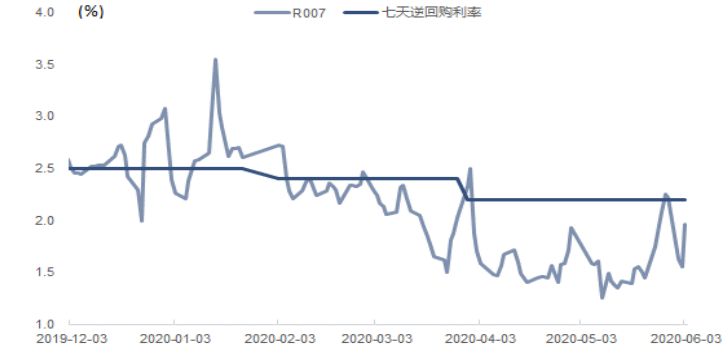

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：社融和 M2 增速（%）




资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：R007 向七天逆回购利率趋近




资料来源：Wind，信达证券研发中心

## （二）负债端性质：资产驱动负债 or 负债驱动资产

**保险负债端性质决定了大类资产配置的结构。**传统的负债驱动资产模式下，保险公司会根据承保端的特点进行资产端的投资规划，遵循以资产负债匹配为中心原则，包括久期匹配和收益率匹配，同时保证偿付能力要求。其资产配置以固收类为主，权益投资和另类投资为重要补充。而资产驱动负债模式是在资金运用的结果上进行负债端业务的摆布，主要通过销售高预定利率产品获取大量现金流，而不以客户的需求和偏好为核心，且这部分资金对收益要求较高，保险资金通常通过期限错配方式投向收益率较高但流动性较差且长久期的债权投资计划、信托计划以及不动产等另类资产，另一方面提高权益投资占比获取较高收益。以传统保障型占比较高的日本为例，其权益类配置较低，而固收类产品配置长期处于高位 70%。而对于投连险

占比较高的英国，其权益类占比较高，权益类占比超过 20%。

## （三）政策：保险资金投资不断放开，资产负债管理成为硬约束

**保险资金运用不断拓宽。**1995 年保险法出台前，保险资金因投资机制不健全导致投资领域过于杂乱，系统性风险较严峻。在 1995 年《保险法》颁布之后，保险资金开始向规范化和专业化发展，先后建立了保险投资债券、股票、基础设施、不动产、股权以及境外投资等制度。保险资金运用放宽开始于 2004 年。2004 年以前，保险资金主要投资于银行存款、国债、金融债券。2004 年以来保险资金运用主要经历了三个阶段，1）2004-2005，保险资金允许投资于股票市场和海外投资，同时增加银行次级债、可转换公司债。2）2006-2010 年，保险资金进一步放开，允许间接投资基础设施建设债权投资计划以及商业银行股权、未上市企业股权、不动产。3）2012 年下半年开始，开启市场化改革时期。银保监会颁布一系列资金运用新政，进一步放宽投资范围和占比，例如 2012 年增加信托和银行理财等金融产品以及股指期货等衍生品，2014 年新增优先股、创业板、以及创投基金等，2015 年增加保险私募基金，非标占比开始上升，在 2016 年后成为第一大配置资产。

**表 1:保险资金运用**

| 发布日期 | 政策 | |
|---|---|---|
| 2004/5/1 | 《保险资金运用风险控制指引(试行)》 | 规范保险资金运用，完善风险控制机制，要求保险公司和保险资产管理公司建立保险资金运用风险控制体系 |
| 2004/8/1 | 《保险外汇资金境外运用管理暂行办法》 | 规定保险外汇资金境外运用的投资品种或者工具；可投资总额不得超过公司上年末外汇资金余额的 80%；同一银行的存款不得超过国家外汇局核准投资付汇额度的 30%；投资同一公司或者企业发行债券的余额不得超过国家外汇局核准投资付汇额度的 10%；并规定了可以进行投资的机构的资质 |
| 2004/10/1 | 《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》 | 符合条件的保险公司可以直接从事股票投资；保险机构投资者持有单一股票不得超过总市值的 30%；保险资产管理公司不得用自有资金进行股票投资 |
| 2005/8/1 | 《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》 | 整合保险债券投资策略，重新划分债券类别，增加新的投资品种，调整具体投资比例 |
| 2006/10/1 | 《关于保险机构投资商业银行股权的通知》 | 保险机构可以投资境内国有商业银行、股份制商业银行和城市商业银行等来上市银行的股权；一般投资和参股类重大投资余额的合计，不超过该机构上年末总资产的 3%，一般投资单一银行股权余额不超过总资产 1% |

| | | |
|---|---|---|
| 2007/7/1 | 《保险金境外投资管理暂行办法》 | 符合条件的保险机构可以从事保险资金境外投资；投资总额不得超过机构上年末总资产的 15% |
| 2009/4/1 | 《关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》 | 保险公司投资债权投资计划的余额，不超过该保险公司上季末总资产的 10%；投资单一债权投资计划的余额，不超过可投资债权投资计划资产的 40% |
| 2010/8/1 | 《保险资金用管理暂行办法》 | 保险资金适用限于下列形式：银行存款；买卖债券、股票、证券投资基份额等有价证券；投资不动产；国务院规定的其他资金适用形式；保险资金从事境外投资的，应当符合中国保监会有关监管规定 |
| 2010/9/1 | 《保险资金投资不动产暂行办法》 | 保险资金可以投资基础设施类不动产、非基础设施类不动产及不动产相关金融产品 |
| 2010/9/1 | 《保险资金投资股权暂行办法》 | 保险资金可以直接投资企业股权或者间接投资企业股权：直接投资股权是指保险公司以出人名义投资并持有企业股权的行为；间接投资股权是指保险公司投资股权投资管理机构发起设立的股权投资基金等相关金融产品的行为 |
| 2012/7/1 | 《保险资金投资债券暂行办法》 | 保险公司投资无担保非金融企业债券的余额，不超过该保险公司上季末总资产的 50%；投资同一期单品种金融企业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债券的份额，不超过该期单品种发行额的 20%。 |
| 2012/7/2 | 《保险资金委托投资管理暂行办法》 | 规定了保险公司开展委托投资需要满足的资质条件与投资规范 |
| 2012/10/1 | 《关于保险资金投资有关金融产品的通知》 | 保险资金可以投资境内依法发行的商业银行理财产品、银行业金融机构信资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划等产品 |
| 2012/10/2 | 《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》 | 对《保险金境外投资管理暂行办法》的规定之外，额外规定了委托人、受托人、托管人的资质条件；规定了投资资产的品种和规范 |
| 2014/2/1 | 《关于加强和改进保险金适用比例管的通知》 | 保险公司投资资产划分为流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产等五大类资产；针 |

| | | |
|---|---|---|
| | | 对保险公司配置大类资产制定保险资金适用上限比例。 |
| 2014/10/1 | 《关于保险资金投资优先股有关事项的通知》 | 保险资金可以直接投资优先股，也可以委托符合条件的投资管理人投资优先股；保险资金投资的优先股，应当具有 A 级或者相当于 A 级以上的长期信用等级 |
| 2014/12/1 | 《关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》 | 对保险公司可投资的基金管理机构和投资基金做出规范，不可以投资基金管理机构管理的首只创业投资基金；投资创业投资基金的余额，合计不超过保险公司上季度末总资产的 2%，投资单只创业投资基金的余额不超过基金募集规模的 20%。 |
| 2015/7/1 | 《关于提高保险金投资筹股票监管比例有关事项的通知》 | 符合条件的保险公司，投资单一蓝筹股票的余额占上季度总资产的监管比例上限由 5%调整为 10%；投资权益类资产的余额占上季度末总资产比例达到 30%的，可进一步增持蓝筹股票，增持后权益类资产余额不高于上度总资产的 40% |
| 2016/6/1 | 《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》 | 保险资金间接投资基础设施项目，由委托人将其保险资金委托给受托人，由受托人按委托人意愿以自己的名义设立投资计划，投资基础设施项目，为受益人利益者特定目的，进行管理或者处分 |
| 2018/1/1 | 《保险资金运用管理办法》 | 保险资金开展股票投资，分为一般股票投资、重大股票投资和上市公司收购等，中国保监会根据不同情形实施差别监管；保险资金可以投资资产证券化产品、创业投资基金，可以投资设立不动产、基础设施、养老等专业保险资产管理机构，专业保险资产管理机构可以设立符合条件的保险私募基金 |
| 2019/5/1 | 《关于保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的通知》 | 保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务仅限于对冲风险，保险机构不得作为信用风险承担方；保险机构应当制定参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的管理制度和业务操作流程，防范各类风险 |
| 2019/7/1 | 《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》 | 担任受托人的信托公司，上年末经审计的净资产不得低于 30 亿元人民币；保险资金投资的集合资金信托，基础资产限于非标准化债权资产、非上市权益类资产等，非标准化债权资产的集合资金信托，信用等级不得低于 AA 级；除 AAA 级的 |

| | | |
|---|---|---|
| | | 集合资金信托外，保险机构投资同一集合资金信托的投资金额，不得高于实收信托规模的 50%，保险机构及其关联方投资同一集合资金信托的投资金额，合计不得高于实收信托规模的 80%。 |
| 2020/5/1 | 《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》 | 保险机构投资银行二级资本债券和无固定期限资本债券的，其信用风险管理能力应当达到银保监会规定的标准，且上季度末偿付能力充足率不得低于 120%。 |

*资料来源：中国保险资产管理业协会、信达证券研发中心*

**表 2:保险资金投资范围**

| 时间 | 保险资金投资范围 |
|---|---|
| 1995-1999 | 银行存款、国债、金融债券 |
| 1999-2004 | 银行存款、国债、金融债券、基金 |
| 2004-2006 | 银行存款、国债。金融债券、基金、股票 |
| 2006-2010 | 银行存款、国债、金融债券、基金、股票、国家基础设施建设项目（间接）、不动产 |
| 2010-2012 | 银行存款、国债、金融债、基金、股票、国家基础社会建设项目（间接）、不动产、PE |
| 2012 年以后 | 银行存款、国债、金融债、企业或公司债、基金、股票、国家基础设施项目（直接或间接）、不动产、PE、股指期货、金融衍生品、海外投资；银行理财、银行业信贷资产支持证券、信托公司集合信托计划、券商专项资管计划、保险资管基础设施投资计划、不动产投资计划以及项目资产支持计划。 |

*资料来源：银保监会、信达证券研发中心*

**《资产负债管理监管制度暂行办法》对保险资产负债管理提出硬要求。**为了进一步防范行业资产负债错配风险（主要包括期限结构、成本收益、现金流和偿付能力充足率），加强资产负债管理监管，提升险企资负管理能力，在偿二代基础上，2018 年 3 月银保监会发布了《保险资产负债管理监管规则（1-5 号）》，保险资产负债管理迎来硬约束。

新规从定性和定量两方面来规范保险公司（涵盖财产险和人身险公司）的业务经营和投资。定性角度，能力评估从基础环境、控制流程、模型工具、绩效考核以及资负管理报告等 5 个方面进行考核，而量化评估则通过对期限结构匹配、成本收益匹配、现金流匹配等指标进行计量，防范资产负债错配带来的利差损以及流动性风险。

三档实施差别化监管。新规设置三档：资负管理能力高和匹配状况好、资负管理能力较低和匹配状况较差、资负管理能力低

和匹配状况差。对第一档公司将在资金运用范围、模式、比例、以及保险产品等方面进行政策支持，而对于资负管理能力以及匹配状况较差的公司进行适当监管，例如在不动产投资、股权投资、以及衍生品运用等方面进行限制。

我们认为，新规要求保险公司密切关注资产和负债各项指标的变化，加强资产负债双向联动。新规实施下，资产驱动负债的模式将难以为继，主打短期理财产品的险企在评分上将承压，而对于负债端偏向长期保障型产品的险企评分上将更具备优势。

### （四）会计准则切换：投资策略调整以应对利润波动的压力

新会计准则将降低对业绩的调节空间。现行 IAS39 中可供出售类资产对利润表具备调节作用，即可供类资产若不交易仅影响资产负债表，当需要利润调节时可以通过资产处置将买卖价差计入当期损益。IFRS9 下股票基本计入 FVTPL 或 FVOCI。企业将非交易性权益工具投资定为 FVOCI 之后不可逆转，不能将资产处置的价差计入当期损益，意味着可供出售类资产的利润调节作用不再具备。而原本计入 AFS 中的股票划分至 FVTPL 后，二级市场的波动将加剧对利润表的影响。

新规下，保险公司资产配置的应对措施有 1）调整权益投资的会计分类。为减少利润波动，权益投资将高分红股票归类为 FVOCI，同时对长期持有且符合条件的长期股权投资以权益法计价。2）控制低评级信用债投资。降低对低评级信用债的投资，避免预期损失模型下信用品种减值准备的大幅提升。3）优化非标投资的合同条款。非标尽可能通过基本债务工具测试，避免被归入 FVTPL 计量而加大总投资收益波动。4）控制 FVTPL 资产的配置比例。

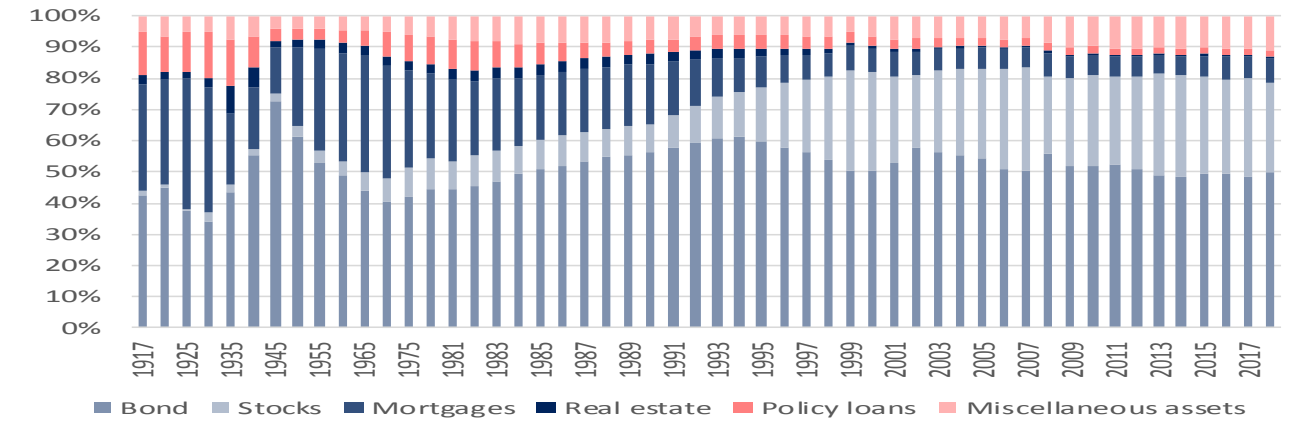
## 三、低利率下，美国和日本投资出路

### （一）美国保险资产配置：拉长久期同时加大高收益债券配置

美国大类资产分普通账户和独立账户。普通账户资金来源主要是传统寿险、保证收益年金等储蓄型资金，保险公司承担利差风险，而独立账户资金来源主要是投连险以及变额年金等，保单持有人承担这部分利差风险。

从整体资产配置整体结构看，美国寿险债券配置占比从 1917 年的 42.7%提升至 40-50 年代的 60-70%，70 年代后下降至 40-50%，此后基本在 48%-60 区间波动。随着利率的下行，股票配置比例从 80 年代的 10%提升至 2018 年的近 30%。而抵押贷款占比从 1980 年前的超过 30%下滑至目前的不到 10%。

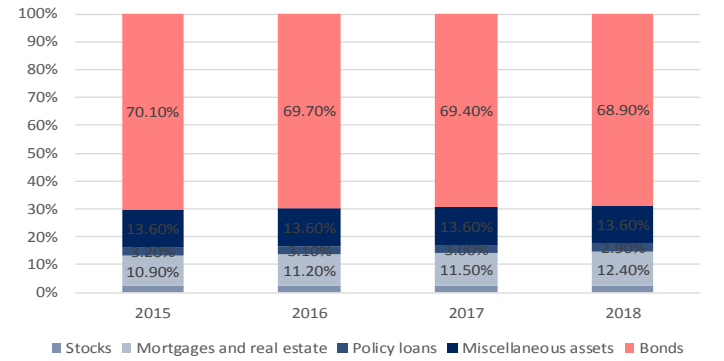
图 7：整体大类资产配置




资料来源：ACLI，信达证券研发中心

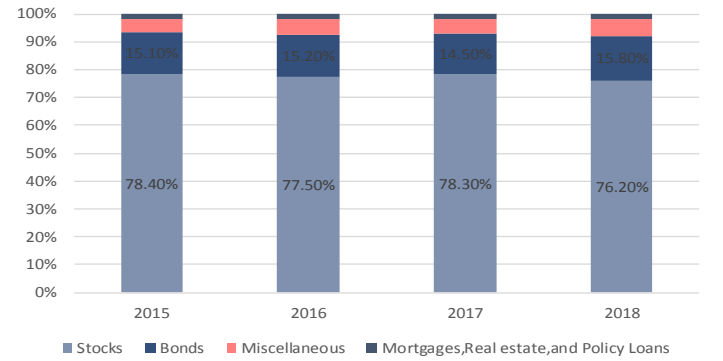
分账户情况看，普通账户股票配置比例较低，而大部分的股票配置主要在独立账户。普通账户主要是预定利率较低的保障型保单，注重资产负债匹配。普通账户大类资产配置保持相对稳定，固收为主要配置品种（占比保持在 80%左右），权益配置占比仅 2.2%-2.5%，主要因为美国企业债市场较为发达，低利率下可以通过债券策略调整来实现对负债成本的覆盖，**主要通过 1）拉长久期获取期限利差，2）增配低投资评级债券来赚取信用溢价。**

图 8：普通账户投资资产结构（%）




资料来源：ACLI，信达证券研发中心

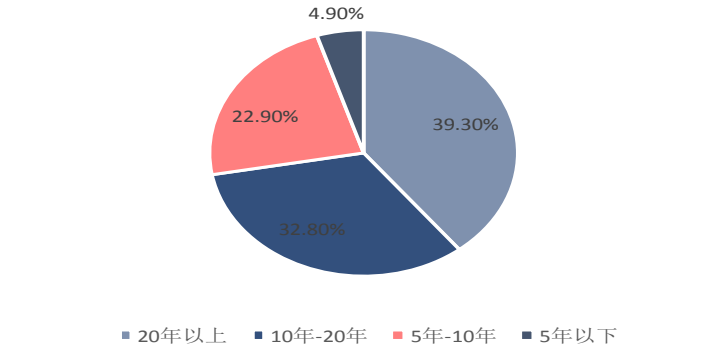
图 9：独立账户投资资产结构（%）




资料来源：ACLI，信达证券研发中心

**相反，独立账户中权益类资产占比较高。**独立账户权益资产占比维持在 80%，债券占比约 15%，这主要因为独立账户偏投资型保单，保单持有者愿意承担风险获得更高的投资收益。

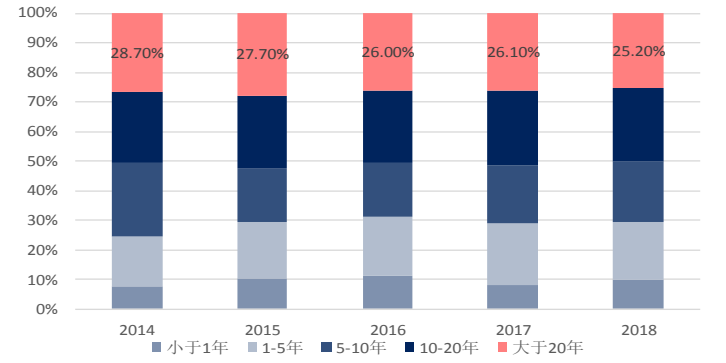
**图 10：普通账户新增债券期限结构（2018）**




*资料来源: ACLI，信达证券研发中心*

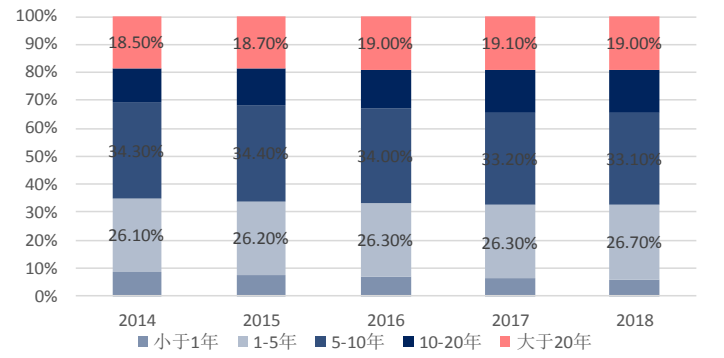
**持有债券久期较长，以获取期限利差。**从新增债券期限来看，2018 年，美国寿险普通账户新增债券期限较长，20 年以上占比 39.3%，10-20 年占比 32.8%。从剩余期限来看，2018 年美国险企持有的政府债剩余期限在 10 年以上占比也超过了半壁江山（50.2%），其中 20 年以上和 10-20 年期各占一半。2018 年美国寿险持有公司债剩余期限在 10 年以上的占比为 34.2%，较 2014 年 30.8%略有提升，其中剩余期限 20 年以上的占比 19%，10-20 年的占比 15.2%。

**图 11：美国寿险持有的政府债券剩余期限结构（%）**




*资料来源: ACLI，信达证券研发中心*

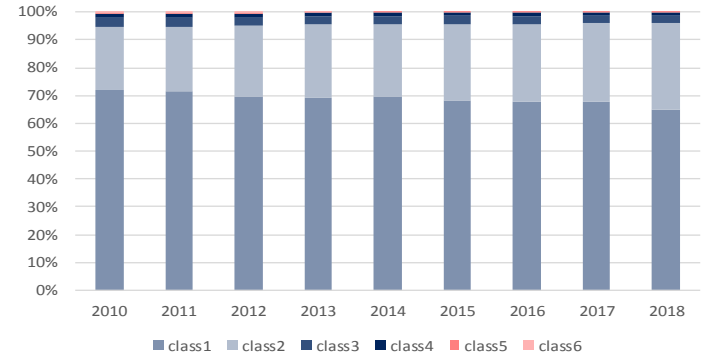
**图 12：美国寿险持有的公司债券期限结构（%）**




*资料来源: ACLI，信达证券研发中心*

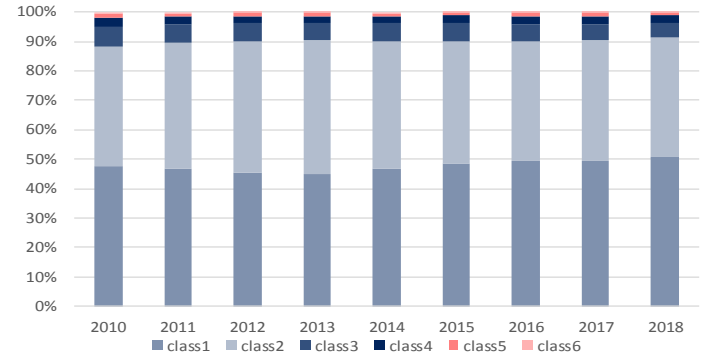
**从信用溢价看，美国寿险投资高收益债券比例较高。**美国债券（包括国债、MBS 以及公司债）信用等级分为 class1-class6，风险等级逐步加大。2008 年以来，美国寿险投资端适度下沉信用资质，加大对高收益率债券的投资以获取收益率溢价。整体来看，Class2 以上债券占比从 32.3%提升至 39.6%，其中公债 class2 以上占比由 2008 年的 25.7%提升至 2018 年的 34.9%，私人债券 Class2 以上占比变化不大，从 2008 年的 52.9 降至 2018 年的 49.3%。

**图 13：普通账户公债高收益债配置占比（%）**




*资料来源: ACLI，信达证券研发中心*

**图 14：普通账户私人债券高收益债配置占比（%）**

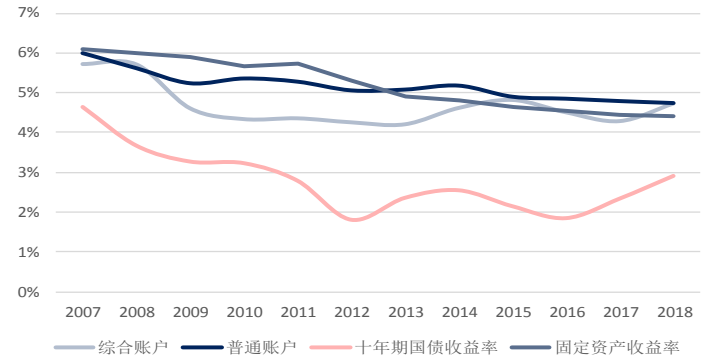



*资料来源: ACLI，信达证券研发中心*

**投资端加大对另类投资的配比来获得流动性溢价**。在美国，另类投资底层资产主要为房地产和私募股权，因为房地产能产生较为稳定和可持续现金流，且具备抗通胀能力，全球房地产现金回报维持在 5%，平均回报超过 9%(包括资本收益和现金收益回报),而私募股权同样能产生较高的平均回报，据 Cambridge Associates 统计，全球私募股权基金指数十年期平均回报达 12%，高于同期全球主要股票指数（6%），其次私募股权与二级市场表现呈负相关，可以较好分散风险。例如，美国最大寿险公司 Metlife 的房地产和私募基金投资从 2011 年的 2.9%提升至 2013 年的 3.7%，以此来弥补 2008 年以来国债利率的持续走低。

**普通账户净投资收益率较 10 年期国债收益率维持较高溢价水平。**从投资收益率来看，2007 年至今，美国一般账户净投资收益率较十年期国债收益率高 200-250bp，且 2012-2016 年趋势有所扩大。08 年后的量化宽松带来十年期国债收益率的下跌（从 2008 年的 3.66%下降至 2016 年的 1.84%后触底反弹至 2018 年的 2.9%）,带来固定收益类资产投资收益率趋势性下行，从 6%下降至 4.4%。而一般账户净投资收益率虽有下行但降幅小于国债收益率降幅，保持相对稳定。

**图 15：美国寿险净投资收益率（%）vs 十年期国债收益率**

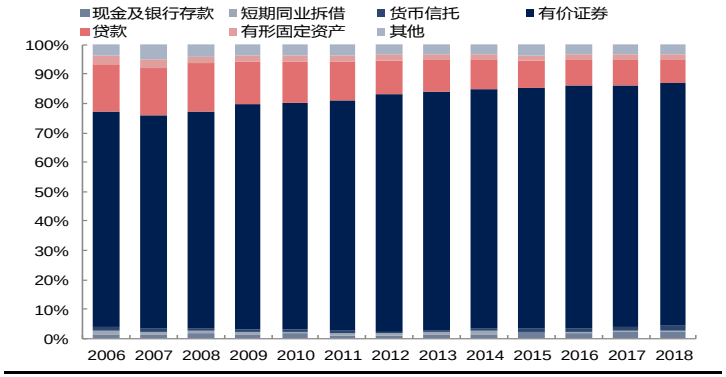



*资料来源：ACLI，Wind，信达证券研发中心*

## （二）日本资产配置：拉长国债久期，加大海外债券配置

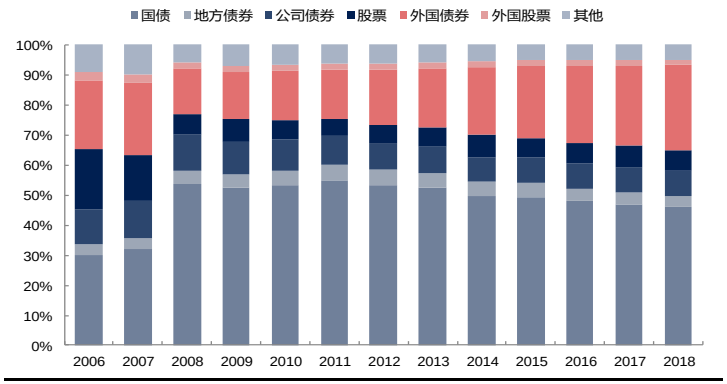
日本资产配置较美国更为保守，整体来看，日本贷款占比逐年萎缩，从 2006 年的 15.9%下降至 2018 年的 8.2%，主要受经济下行导致不良攀升影响。有价证券的配置比例逐年提升，从 2006 年的 73.7%提升至 2018 年的 82.6%。有价证券中，债券（本土+海外）配置比例逐年提升，从 2006 年的 68.1%提升至 2018 年的 86.7%，其中以国债为主，占债券投资比重超过 50%，而股票配置自 2008 金融危机以来一直维持低位，占总投资资产的比重从 2006 年的 16.4%下降至 2018 年的 6.9%，略高于美国寿险的普通账户。以上配置结构演变主要因为 90 年代后日本地产泡沫破裂、股市低迷以及利率持续走低叠加负债端高预定利率，寿险业面临严重利差损危机，同时寿险龙头相继倒闭均重塑了日本寿险业投资端谨慎的配置理念。随着利率下行，日本寿险行业对国内债券配置略有下降，从 2011 年的高点 43.2%下降至 2018 年的 38.2%，股票配置占比适度上行，从 2011 年低点的 6%提升至 7%-8%区间，整体投资风格相对稳健。

图 16：日本资产配置结构




资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 17：日本有价证券配置结构




资料来源：Wind，信达证券研发中心

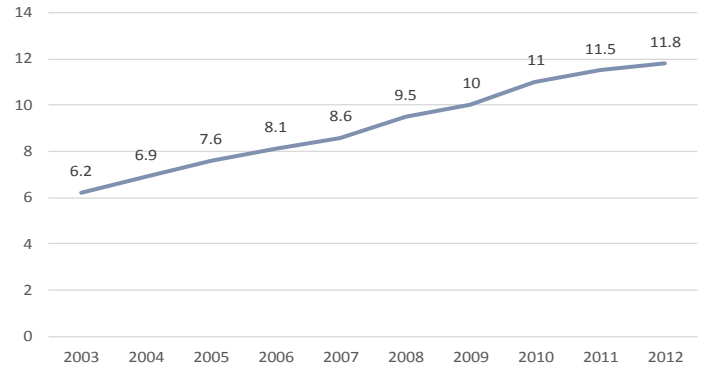
**偏好长久期国债，加大海外债券配置。**90 年代开始，面对日本国内社会回报率的不断下降，日本的投资结构开始逐渐转向以长久期国债为主，债券平均久期从 2003 年的 6.2 提升至 2012 年的 11.8，通过购入长久期国债以提前锁定长端收益率，同时强化资产负债期限匹配，降低利率风险。相比美国，日本债券市场不够发达且负债端成本相对较高，光靠拉长久期难以覆盖负债端成本，须通过海外投资来进一步提升收益。2018 年海外债券和股票规模分别为 91 万亿日元和 27 万亿日元，合计占有价证券的比重从 2008 的 24%增加至 2018 年的 37%。海外投资占比的增加，使得日本寿险投资收益率摆脱了 70 年代挂钩十年期国债收益率以及贷款平均利率的困境，2008 年以后，没有跟随国债收益率持续下行，2004-2018 年投资收益率基本高于十年期国债收益率 100-300bp。

图 18：各种资产投资收益率



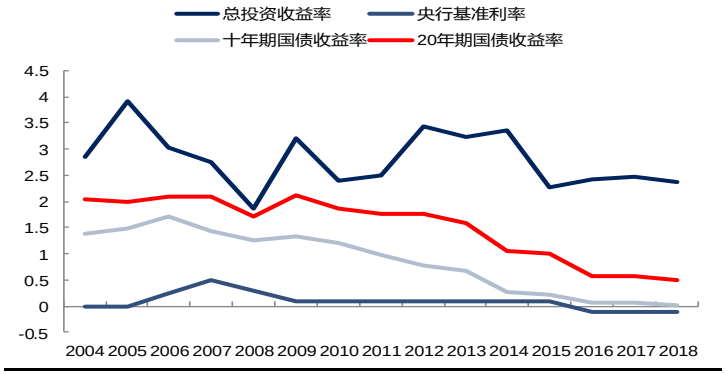

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 19：债券平均久期




资料来源：《日本保险行业研究报告》，信达证券研发中心

图 20：投资收益率 VS 基准利率（%）



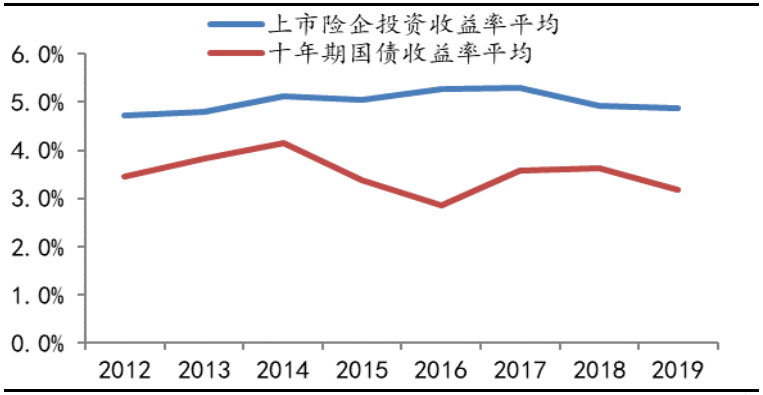

资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 四、目前中国保险行业投资策略分析

我国保险投资近年来主要趋势是：1）存款配置占比降低，从 2004 年的大于 80%，下降至 2019 年的 13.6%，2）债券为主要配置品种，占比基本超过 30%，较多配置高等级债券，注重信用风险的防范，3）权益投资占比小幅提升，但受股市影响波动较大，目前占比约 13%，低估值高股息率为主要配置方向，4）另类投资占比提升，从 2013 年的 10.9%上升至目前的 37.5%，于 2016 年占比首次超过债券投资成为第一大配置资产。

**投资收益率水平高于十年期国债利率 100-250bp。**近年来，随着保险投资战术配置能力的增强，利率和投资收益率不再呈明显的线性关系，保险投资已具备穿越周期的能力。2014 年以前，保险资金投资收益和股市相关度较大，2014 年以后，四家上市险企平均净投资收益率高于十年期国债平均收益率 100-250bp，同时，投资收益率相较十年期国债收益率波动更加稳定，例如 2014-2016 年，十年期国债收益率下降 130bp，而同期投资收益率却增加 15bp。险资配置资产能力加强主要体现在 1）2014 年来非标投资范围逐步放宽，险企通过期限利差、流动性利差等赚取超额投资收益率，2）2017 年来，保险资金抓住长端利率上行的机会加大对长久期国债的配置。3）2018 年加大长期协议存款配置。资管新规出台压缩同业负债，导致银行对一般性存款压力剧增。险企把握较好的时间窗口，大量增配协议存款（利率高于 5.5%）。2018 年底，国寿、平安、太保、新华 5 年期协议存款分别达 774/191/40/15 亿元。4)2019 年后增配银行二级资本债。

**图 21：四家上市险企投资收益率**



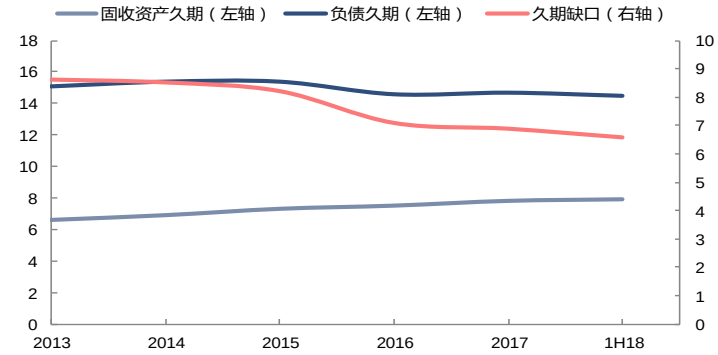

*资料来源：Wind，信达证券研发中心，注：上市险企为平安、新华、太保、国寿*

为应对利率下行，险企投资主要采取以下策略：1）强化资产负债匹配，缩小久期缺口，2）固收方面加大长久期优质国债和地方债配置，另外也把握资本补充债券以及波段性交易机会，通过国债期货对冲利率风险，3）权益方面重视高股息低估值个股，以及加大长期股权投资，4）适当增配另类资产，5）把握基建 REITs 投资机会。

## （一）坚持资产负债匹配，缩小久期缺口

保险大类资产配置要遵循资产负债匹配原则。寿险资金负债期限往往长达十年以上，且负债端成本较为刚性。在利率下行以及资产荒背景下，资产端久期低于负债端或导致再投资收益率无法覆盖既定的负债成本，同时也可能造成偿付能力和流动性压力。在中国，长久期资产相较美国等发达国家匮乏，保险行业普遍存在资产负债缺口。平安近年来通过资产负债调整，负债久期缺口从 2013 年的 8.6 年缩窄至 6.6 年。根据平安寿险资产负债现金流预测，公司在 2029 年才会出现现金流流出。

**图 22：中国平安资产负债久期缺口**




*资料来源：平安开放日 PPT，信达证券研发中心*

## （二）固定收益-仍是配置核心，拉长久期，加大国债和地方债配置，同时配置资本补充债券

我国寿险资金配置债券相比美国主要有三方面特点，1）债券配置比例低，2）久期短，3）高信用债券占比较高。从上市险企配置结构看，上市险企投资端配置以债券为主，但险企债券配置比例（34.2%，截止 2020 年 4 月）低于美国（68%）和日本（83%）。由于债券波动性较低，收益相对稳定，且能满足流动性管理需求，尽管近年来占比略微降低，但仍然是保险投资的重要方向。结合美国低利率下的经验，我们认为未来我国寿险资金配置固收方向有 1）配置长久期优质债券，强化资产负债匹配，2）加大国债和地方债配置，同时可享有免税效应，3）加大银行资本补充债券配置，4）把握债券交易性机会。

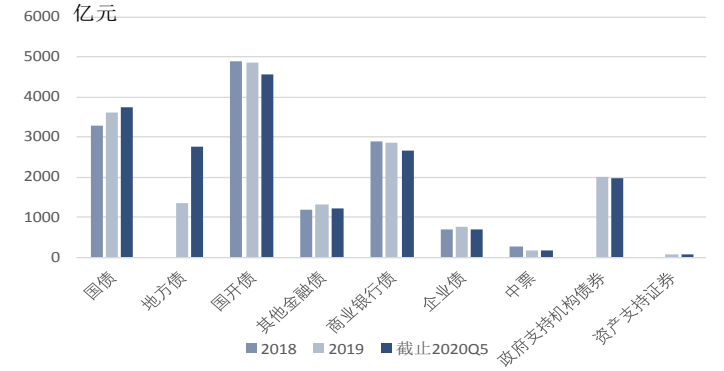
### 加大长久期国债和地方债配置，锁定较高收益，并强化资产负债匹配

从保险资管债券持有种类看，保险资金债券配置种类主要有国债、国开债、地方债、商业银行债等，其中 2018 年以来，国债配置小幅上升，国开债配置稳步下降，商业银行债配置下降，而地方债配置持续增加。我们认为在利率下行环境下，未来债券配置主要是长久期国债和地方债。1）国债风险较低，久期较长，且具有免税效应，可作为重点配置方向。2019 年超长期国债发行量为 4631 亿元，同比+48.2%。同美国和日本一样，通过加大长久期国债配置，可以赚取较高期限利差，锁定收益。

2）在经济下行背景下，财政支出发力基建板块成为经济稳定的重要方向，近年来地方债规模持续放量。去年 9 月国常会提出加快专项债发行，通过有效投资支持补短板扩内需。

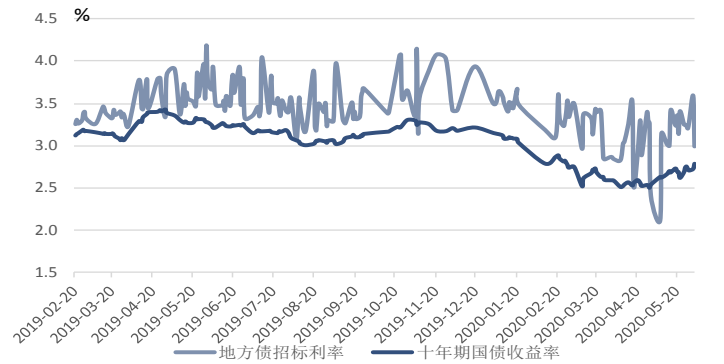
险资通过配置专项债，可以获取较高的投资收益率，地方政府债招标利率高于十年期国债收益率约 40bp,有望提升债券配置收益。此外，地方债税收优惠也增加了投资吸引力。我们测算今年以来新发行专项债加权平均票面利率为 3.4%，考虑税收优惠后专项债投资实际利率超过 4.5%。此外由于专项债久期较长，地方政府新增专项债期限包括 3-30 年不等，主要以 5-10 年期中长期债券为主，根据 Wind 统计截止 5 月专项债平均发行期限为 15.35 年，其中 10 年期及以上占比达 89.5%，较去年同期提升 61.9 个百分点，相比往年期限结构更长，有助于险企更好地资产负债匹配。

**图 23：保险资管配置债券规模**



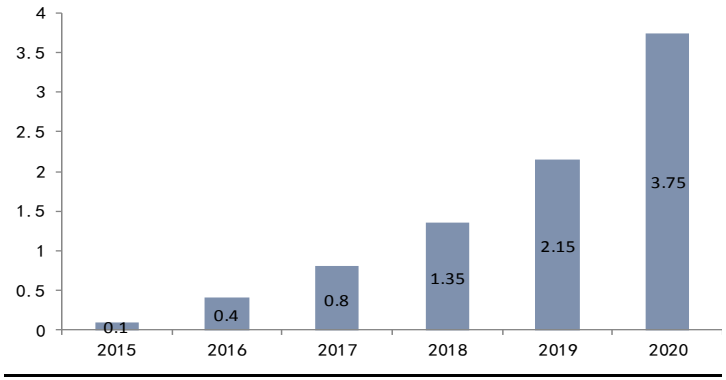

*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

**图 24：地方债招标利率高于十年期国债收益率**



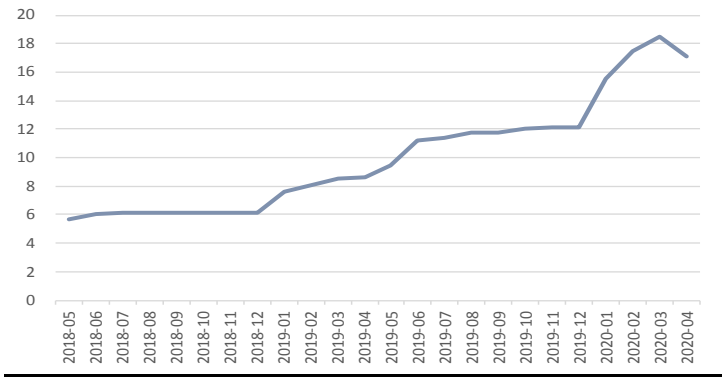

*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

**图 25：专项债计划发行（万亿元）**



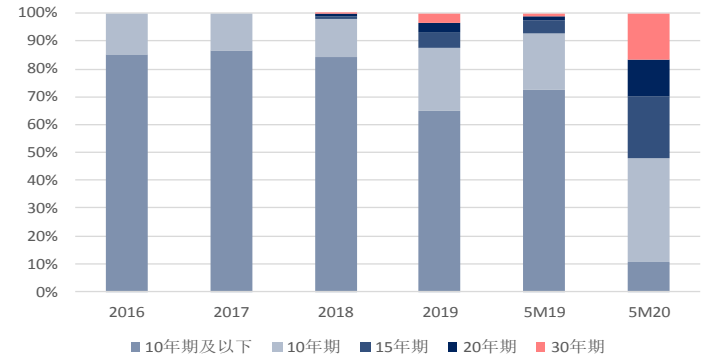

*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

**图 26：专项债平均发行久期**



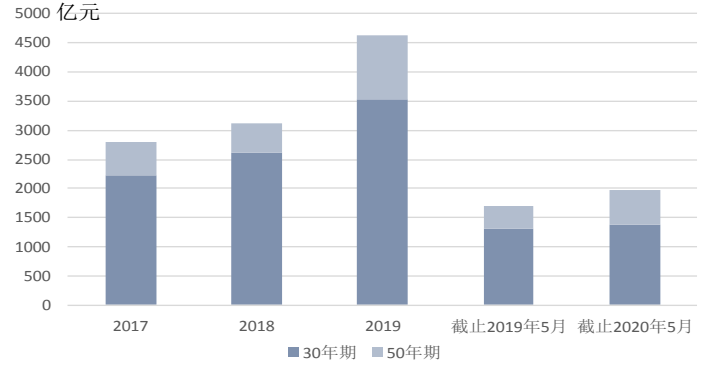

*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

图 27：长期专项债发行增加




资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 28：超长期国债发行增加（30 年+50 年，亿元）

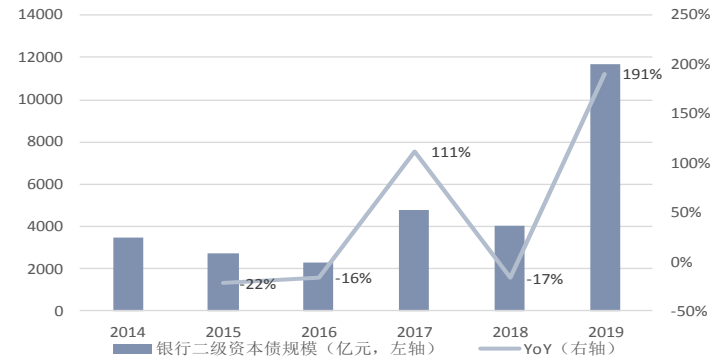



资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 增配银行资本补充债券

保险公司可按照银保监会新修订的《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》增配银行资本补充债券，其中对发行人的条件由原先的大行放宽至中小行。**资管新规落地带来非标大量回表，2019 年来银行资本补充迎来较快增长。**2019 年商业银行二级资本债发行规模同比+191%至 1.2 万亿元，且评级较高，AA+以上规模为 1.12 万亿元，占比达 94%，平均发行利率为 4.4%，平均期限达 8 年，收益高于 8 年期国债收益率 131.5bp，契合保险资金配置。

图 29：商业银行二级资本债发行规模及同比增速




资料来源：Wind，信达证券研发中心

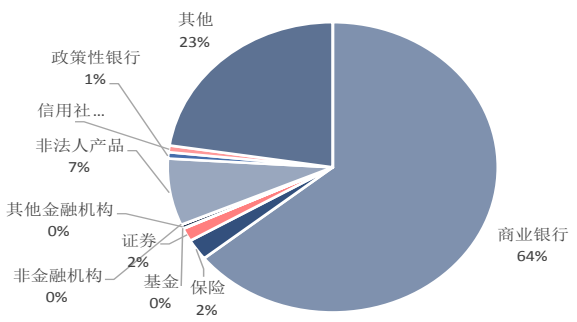
**今年以来中小银行补充债的发行数量和规模明显增加，为保险资金带来更多配置标的。**2020 年以来中小银行不良压力攀升，表外转表推进，以及中小银行支持实体信贷投放力度加大，中小银行资本充足率面临较大压力，中小银行补充债的发行数量和规模明显增加。截至 6 月 1 日，今年新发行永续债的 14 家银行中有 10 家为中小银行，规模占比为 17%(而去年同期均为大行和股份行)，AA+以上占比达 97.2%，收益率在 3.8%-5.8%；此外，今年发行二级资本债的 11 家银行中有 9 家为中小银行，中小银行规模占比达 16.4%（去年同期占比为 10.2%），收益率为 4.5%-5.8%。

我们认为，第一，**资本补充计划为保险拓展了新的投资品种，同时有助于赚取信用利差**。一方面，在低利率和资产荒背景下，增加配置品种，有助于缓解再投资风险和利率风险压力，另一方面因资本补充工具具备次级属性，且设置了转股和减记的损失条款，其信用利差高于其他金融债券。第二，**投资资本补充计划有助于缓解资产久期压力，**优化资产负债匹配。资本补充工具一般在 5 年或以上，远高于信用债平均 2 年左右的久期，缺乏长期限品种。**第三、修改后的规定有助于丰富保险资金投资标的，实现更高利差。**过往资本补充债投资以大型银行和股份制银行为主，票面利率较低，在今年以来中小银行资本补充债发行数量和规模增加的背景下，若增加对中小银行资本补充债的投资，将获得较高的利差，提升投资收益水平。

### 把握市场利率波动的短期交易机会

在利率下行背景下，长期利率中枢存在缓步下行空间，但其间也会随着中枢出现上下波动，这也为保险资金投资债券带来了交易性的机会。1）保险资金可以把握好时间窗口，适当安排好新增债券久期，在市场波动中获取债券交易的收益。2）公司可以通过判断股价走势，合理配置可转债等资产来增厚收益，在利率下行过程中形成有效对冲。3）增配国债期货等金融衍生品，形成有效对冲，稳定债券投资。今年二月份，银保监会、人民银行等各部门联合发布公告允许符合条件的试点商业银行和具备投资管理能力的保险机构参与国债期货交易。 征求意见稿明确指出保险资金参与国债期货交易，应当以对冲或规避风险为目的。配置国债期货能够实现：**1、对冲利率下行风险，实现套期保值。**国债期货是我国仅有的在场内市场活跃成交的利率衍生品，为负债久期长、利率风险敞口大的寿险公司提供了规避利率风险的需求。商业银行和保险机构是债券现货市场的参与主体，约占银行间债券市场托管总量的 70%。保险公司债券多为持有至到期，可以利用国债期货流动性好、成交快速的特点，通过做多国债期货来提前锁定国债的买入价格，对冲利率下行带来的再投资风险，而银行资金因大量持有国债现货，做空标的为国债期货，银行将成为国债期货的交易对手方。**2、推动资产和负债久期匹配，降低利率风险暴露。**超长期国债期货的推出有望拉长资产久期，强化资产负债匹配。3、**未来随着债券市场互联互通的推进，国债期货也有望发挥好利率风险管理的功能，维持债券投资的稳定性。**

图 30：记账式国债托管量（截止 2020 年 5 月）




资料来源：Wind，信达证券研发中心

## （三）权益投资：增配高股息股票，提升长期股权投资配比

利率下行时期，险企可以适当布局权益投资，提升收益率。权益配置占比从 2012 年的 11.8%提升至目前的 13.6%，其中在 2015 年牛市期间股票和基金占比达 15.2%，19 年利率下行以来权益占比提升较大，较 2018 年提升 1.5pct。我国寿险权益投资占比较高，基本维持在 11%-14%，高于美国一般账户（2%）和日本（8-9%）。

**加大高股息股票配置，提升长期股权投资配比。**一方面，IFRS9 推出以来，险企在股票投资方面更加注重价值投资，加大高股息、低估值蓝筹配置，原因是列入 FVOCI 有望减少股票市值对投资收益的波动，同时高股息股票可带来稳定和可持续的股息收入，计入损益表。例如，中国平安列入 FVOCI 的比例由 2018 年上半年的 5.4%提升至 2019 年的 6.2%。另一方面，布局长期股权投资，稳定投资收益。2018 年 10 月开始，银保监会鼓励险企投资优质上市公司，险资迎来一波举牌潮。不同于 2015-2016 年，此次举牌涉及的主要是大型保险企业，更多是基于财务投资。险资一方面参与利润分享，一方面也是应对即将实施的 IFRS9 而采取的稳定投资收益率的措施（纳入长期股权投资后，股息分红计入投资收益而股票市值变动计入所有者权益，仅影响净资产，不影响当期利润），会趋向于价值投资、高股息率、低估值和较强盈利能力的公司。同时，长期股权投资也有望加大保险和投资领域的协同，例如加大养老地产的布局等。今年以来险企举牌频繁，国寿、华泰、太保、中信保诚合计共举牌 13 次，个股涉及农行 H 股、锦江资本 H 股、赣锋锂业 H 股、中广核电力 H 股等，涉及行业有金融、消费、房地产等，股息率基本大于 4%，ROE 区间在 5.4%-12%（除锦江资本 H 股、中集集团和国创高新）。

3 月银保监会在国新会新闻发布会上提出允许符合条件的险企在现有权益投资 30%基础上适当放开上限，未来养老金入市也将为资本市场带来增量资金，影响资本市场投资风格，引导价值投资。在流动性宽松利好下，险企权益类配置或进一步提升。同时随着未来监管对直接融资比例的提升，保险资管股权投资能力有望加强，长期股权投资占比有望提升。

表 3：举牌情况

| 公司 | 被举牌公司 | 代码 | 交易日期 | 公告日持股比例 | PB（2020E） | ROE（2020E） | 股息率（2019） | 行业 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中国太保 | 锦江资本 H 股 | 2006.HK | 2020/2/19 | 5.0% | 0.84 | 1.5% | 4.46% | 消费 |
| 中国太保 | 锦江资本 H 股 | 2006.HK | 2020/4/7 | 15.1% | 0.84 | 1.5% | 4.46% | 消费 |
| 中国人寿 | 农业银行 H 股 | 1288.HK | 2020/2/19 | 5.2% | 0.53 | 11.5% | 6.36% | 银行 |
| 中国太保 | 赣锋锂业 H 股 | 002460.SZ | 2020/2/24 | 5.2% | 3.83 | 8.1% | 0.60% | 有色 |
| 中国人寿 | 中广核电力 H 股 | 1816.HK | 2020/3/13 | 10.0% | 0.82 | 11.0% | 4.80% | 公用事业 |
| 太平人寿 | 农业银行 H 股 | 1288.HK | 2020/3/23 | 5.0% | 0.53 | 11.5% | 6.36% | 银行 |
| 中信保诚人寿 | 中国光大控股 | 0165.HK | 2020/3/19 | 5.1% | 0.43 | 5.4% | 4.24% | 金融 |
| 华泰资管 | 国创高新 | 002377.SZ | 2020/1/9 | 8.0% | 0.64 | -% | 3.99% | 房地产 |
| 中信保诚人寿 | 中集集团 A+H | 000039.SZ | 2020/5/29 | 5.2% | 0.60 | 3.3% | 1.66% | 工业机械 |

*资料来源：中国保险业协会、信达证券研发中心，股价为 2020 年 6 月 8 日收盘价*

## （四）另类投资：虽面临供需矛盾，但仍是主要配置对象

非标兴起源于中国以间接融资为主的融资体系。银行贷款等传统类融资渠道对企业融资门槛要求较高，阻碍了诸多企业的融资渠道，且我国通过资本市场发展直接融资尚不成熟，不少企业只好绕道信托计划以及保险资管计划等另类渠道融资。另类投资指传统公开市场之外的投资类别，包括私募股权、房地产、基础设施等，还包括债权计划（基础设施计划、不动产投资计划、项目资产支持计划等）、金融理财产品（商业银行理财、信贷资产支持计划、信托计划、证券公司专项资产管理等）。我国另类投资底层资产主要为债权计划以及金融理财产品，投资性房地产的占比较低（上市险企低于 2%），而国外另类投资主要方向为私募股权基金和不动产。

**另类投资为第一大配置品种。**面对 2011 年以来的利率下行以及股债双杀，2012 年 7 月，保监会发布了保险资金运用新政策，出台《关于保险资金投放有关金融产品的通知》，以及《基础设施债券投资计划管理暂行规定》，放宽了保险资金投资范围，标志保险资金可以投资非标产品。险资投资结构自 2014 年资金运用管理规定修订以及新的偿付能力体系的推出后发生较大变化，另类投资占比逐步提升，在 2016 年下半年开始超过债券成为第一大配置品种，由 2012 年的 3.5%提升至 2016 年的 36%，而同期银行存款、债券占比出现收缩。从收益率看，险资对另类投资配置的增加，主要是在债券期限溢价和信用溢价得不到满足的前提下，寻求通过流动性溢价来提升收益的举措。

另类投资起着对接实体经济、支持实体经济发展的重要作用，主要通过债权投资计划和股权投资计划来支持国家重大项目建

设，重点投资领域包括京津冀、长三角一体化、一带一路等。2019 年，保险资管公司注册的基础设施债权投资计划 154 个，占比提升至 60%，注册规模 4637 亿元，同比+14.2%，占比提升 7ppts 至 72%，体现了国家对基础设施建设的支持力度增大。今年前四月，保险资管机构注册基础设施债权投资计划累计规模 1397 亿元，同比+121.7%。

**表 4:保险资管公司注册保险资管产品数量和占比**

| | 各类资产管理产品数量总和 | 基础设施债权投资计划 | 占比 | 不动产债权投资计划 | 占比 | 股权投资计划 | 占比 | 项目资产支持计划 | 占比 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2015 | 121 | 42 | 35% | 69 | 57% | 5 | 4% | 5 | 4% |
| 2016 | 152 | 57 | 38% | 77 | 51% | 18 | 12% | 0 | 0% |
| 2017 | 216 | 81 | 38% | 123 | 57% | 12 | 6% | 0 | 0% |
| 2018 | 213 | 121 | 57% | 89 | 42% | 3 | 1% | 0 | 0% |
| 2019 | 255 | 154 | 60% | 97 | 38% | 4 | 2% | 0 | 0% |
| 截止 2020 年 4 月 | 96 | 69 | 71.9% | 27 | 28.1% | 0 | 0 | 0 | 0 |

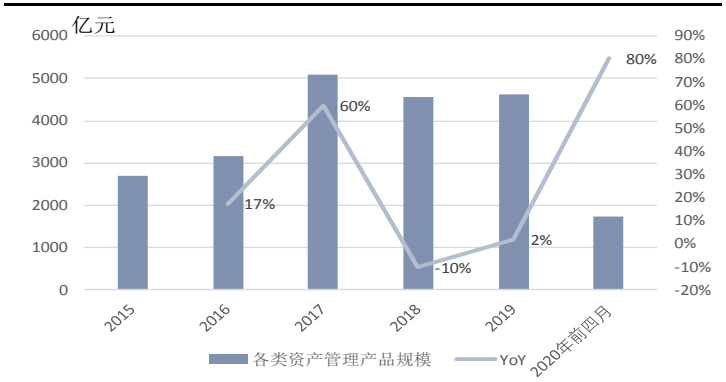
*资料来源：中国保险资产管理业协会、信达证券研发中心*

**表 5:保险资管公司注册保险资管产品规模和占比**

| | 注册规模 | 基础设施债权投资计划 | 占比 | 不动产债权投资计划 | 占比 | 股权投资计划 | 占比 | 项目资产支持计划 | 占比 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2015 | 2706.13 | 1027.45 | 38% | 1019.68 | 38% | 465 | 17% | 194 | 7% |
| 2016 | 3174 | 1478 | 47% | 1002 | 32% | 695 | 22% | 0 | 0% |
| 2017 | 5075 | 2466 | 49% | 2114 | 42% | 496 | 10% | 0 | 0% |
| 2018 | 4547 | 2941 | 65% | 1245 | 27% | 361 | 8% | 0 | 0% |
| 2019 | 4636.65 | 3358.44 | 72% | 1225.81 | 26% | 52.4 | 1% | 0 | 0% |
| 截止 2020 年 4 月 | 1742.67 | 1397.39 | 80.2% | 345.28 | 19.8% | 0 | 0 | 0 | 0 |

*资料来源：中国保险资产管理业协会、信达证券研发中心*

图 31：保险资管产品规模情况（亿元）




*资料来源：中国保险资产管理业协会，信达证券研发中心*

**另类投资提升投资收益，增强资产负债匹配。**随着保险回归保障，资产驱动负债模式逐步退出，保险保障功能凸显，逐渐回归负债驱动资产模式。保险资金负债端较长的久期在投资非标产品时具备天然优势（保险资金投资一带一路以及粤港澳大湾区等国家重大项目以及基础设施等投资具有体量大、回收周期长特征，同时保险资金具有期限长、安全性高、规模大的特点），可以提升保险配置的资产端久期，减少期限错配压力。另外，保险资金流动性要求不高，有望获得较高的流动性溢价，提振收益水平。基础设施、不动产等债权投资计划中各类实体资产能够在长时间内产生稳定可持续现金流，且有较强的抗周期能力，适用于保险大规模资金的长期运作，不必关注短期收益和波动。以中国平安为例，2019 年债权计划和债券型理财产品平均收益率为 5.75%，远高于国债收益率水平。随着非标配置的增加，保险投资收益率受股票波动的影响减弱。

表 6:中国平安债权计划和债券型理财产品结构和收益率

| 行业 | 投资占比 | 名义投资收益率 | 剩余期限 |
|---|---|---|---|
| 基建 | 33.5% | 5.8% | 5.19 |
| 高速公路 | 12.5% | 5.9% | 5.74 |
| 电力 | 2.9% | 5.3% | 3.91 |
| 基建设施及园区开发 | 8.7% | 5.9% | 5.90 |
| 其他 | 9.4% | 5.7% | 4.21 |
| 非银金融 | 36.3% | 5.7% | 2.71 |
| 不动产 | 18.3% | 5.9% | 2.05 |
| 煤炭开采 | 1.5% | 5.9% | 3.07 |
| 其他 | 10.4% | 5.5% | 5.11 |
| 合计 | 100.0% | 5.8% | 3.68 |

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

**另类投资端配置主要集中在高信用等级非标。**不同于美国，考虑到 2018 年以来信用违约多发，险企出于风险考虑不会通过信用下沉赚取更高的利差，另类投资风险偏好稳健。此外，银保监会也对险资可投资非标债权资产需包含增信措施作出相关规定，非标投资品信用评级较高。根据上市公司数据，新华保险 2019 年非标主要投向金融机构、房地产、基础设施和一般工商业企业等行业，占比约 80%,且持仓非标资产具有良好的增信措施，绝大多数非标资产采取抵质押担保、连带责任保证、一般保证等措施进行增信，非标整体信用风险较小，资质较好。存量非标资产 AAA 级占比达 94.8%，剩余 5.2%均为 AA+。太保所投非公开市场融资工具整体信用风险管控较好，2019 年 AAA 级占比达 94.4%，AA+级以上占比达 99.9%。除高等级免增信主体外，其他都有担保或抵质押等增信措施。平安信用资质较好，所持有债权计划和信托计划外部信用评级 99%以上为 AAA，1%左右为 AA+，且绝大部分项目都有担保或抵押，主要投向基建、非银金融、不动产等行业，区域上集中于北京、上海、广东等经济发达地区和沿海地区。此外，保险资金投资偏爱高评级信用债也是因为偿二代下不同风险因子差别显著，AAA 级风险因子 0.1，而 AA-仅 0.23。

**非标供需矛盾突出，但仍具备配置价值。**从非标的供给来看，量方面出现收缩，主要因为 1）资管新规导致通过信托通道的非标资产供给出现收缩，2）新冠疫情以来，受复工延迟等影响，信托不能外出展业、尽调、办理抵押导致新产品设立困难，3）长期低成本资金供给量增加，对保险资金形成替代，保险另类投资在基础设施领域的长期资金优势有所减弱。需求端，13-14 年成立的非标产品今年或大量迎来到期，保险资金再投资压力凸显，或未来将面临资产荒。收益率方面，由于经济下行，央行释放充裕流动性以及政府减税降费等刺激，房地产和基础设施为主的非标资产收益率水平也出现下降，未来非标吸引力或有所下降。我们认为，非标最好的配置时期已过，未来非标占比或有所下降。但鉴于目前资产荒背景，以及从较高综合收益率和资产负债匹配角度看，叠加今年基建项目放量将增加大量项目供给，非标仍将是保险资金重要配置方向。

**偿二代下，不动产和基建资本占用率较低。**保险资金的投资是基于资产负债管理，而非单纯的绝对收益。偿二代下，保险资产配置以偿付能力充足率和负债成本为硬约束，资产收益率最大化为目标。监管对每一类产品均设定了不同的风险因子，即每个产品对应的需要计提的资本金参考不同比例，对投资起到导向作用。根据偿二代的风险因子比例的设定，偿二代对不动产和基础设施股权计划是少数相比偿一代风险因子下降的资产，保险通过非标来投资基建仍有较高的动力。

表 7:不动产及基础设施建设在偿一代和偿二代下资本占用

| | 偿一代 | | 偿二代 |
|---|---|---|---|
| | 资本占用比例 | | 资本占用比例（风险因子） |
| | 非认可资产比例 | 最低资本比例 | 违约风险 |
| 不动产 | | | |
| AAA 级 | 10.0% | 3.0% | 1% |
| AA 级（含）-AAA | 15.0% | 3.0% | 3.1%-4% |
| A 级（含）-AA | 25.0% | 3.0% | 4.4%-8.5% |
| 基础设施债权计划 | | | |
| AA 级（含）以上 | 0.0% | 3.0% | 1%-4% |
| AA 级以下 | 5.0% | 3.0% | 4.4%-13% |

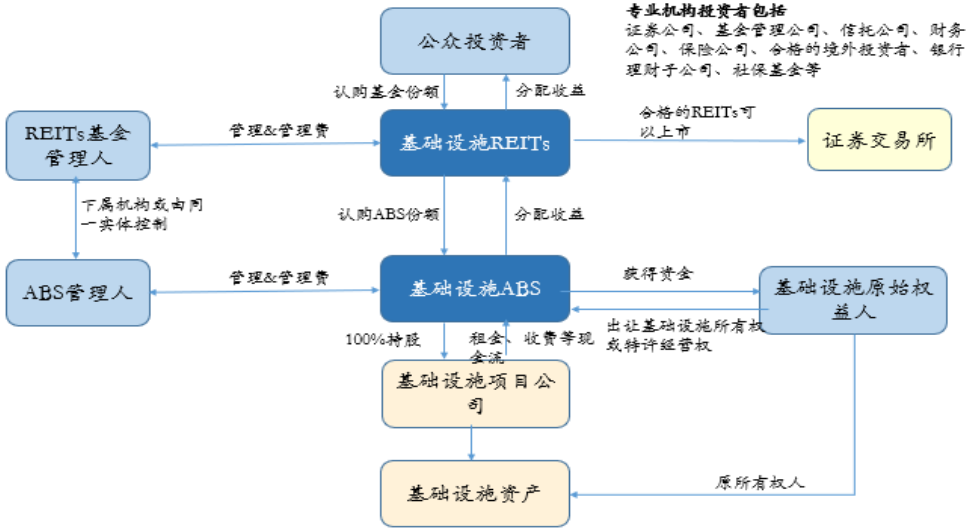
*资料来源：银保监会、信达证券研发中心*

## （五）公募 REITs：有望成为新的配置标的

REITs 是以发行权益投资证券方式募集资金，并投向不动产领域，将投资综合收益分配给投资者的产业投资模式。我国引入 REITs 概念的时间不长，而且缺乏完备的法律体系。近年来监管发布一系列政策，逐步推动基建 REITs 的发展，不少类 REITs 产品不断落地。近期证监会与发改委联合下发《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，针对具有良好社会效益、稳定投资回报的基建项目进行基础设施 REITs 试点，促进基建 REITs 在交易所公开发行，标志着 REITs 进入公募发展新时代。实施公募 REITs 试点有望盘活存量资产，助力地方债务问题解决，加速去杠杆，同时提高基建投资水平和运营管理效率，提升投资收益水平。

当前国内还未出现真正的公募 REITs，目前还停留在类 REITs 探索阶段，通常采用“私募+ABS”模式，即以存量不动产为基础资产，依靠稳定现金流设立资产支持专项计划，私募基金作为项目公司的权益载体。根据 RCREIT 数据，截至 2019 年境内成功发行 68 单类 REITs，发行规模达 1402.8 亿元，平均每单规模约 20.63 亿元。

图 32：基础设施 REITs 运行机制




*资料来源：信达证券研发中心*

**REITs 在收益、资负匹配、安全性、流动性等角度均契合保险投资的方向。**随着保险资金投资不动产的放开，REITs 有望成为我国险资投资不动产的重要工具。1）REITs 可提升保险资金运用收益。2011-2018 保险投资证券化产品收益率水平在 5.8%-8.3%，而同期保险资金运用平均收益率为 5.2%。类 REITs 主要投资于收租物业，租金现金流较为稳定且回报率较高，受利率下行影响较小。从历史发行的类 REITs 产品看，优先级平均票面利率为 6%，有部分可达到 9%，普遍高于商业地产租金收益率 5-6%。2）类 REITs 产品经营期限较长，可以缓解期限结构错配风险。3）类 REITs 产品信用级别较高。目前已发行的类 REITs 项目中优先级产品信用评级均为 AA+以上，可以满足保险资金安全性的要求。4）REITs 也符合保险资金流动性要求。REITs 在证券市场上挂牌交易，极大提高了产品流动性，满足保险流动性和偿付能力的要求。5）REITs 投资范围广泛，既可投资于酒店、旅游等于经济周期敏感性较高的资产，也可投资于医院等抗周期性资产，有助于分散保险资金投资风险。

表 8：国内部分已发行类 REITs 项目信息

| 项目名称 | 发行日 | 产品名称 | 规模（亿） | 票面利率 | 信用评级 | 产品期限（年） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 中联前海开源-远洋集团一号资产支持专项计划 | 2018/12/13 | 优先 A1 | 16.015 | 5.50% | AAA | 3+2 年 |
| | | 优先 A2 | 12.812 | 6.00% | AAA | |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 次级 | 3.203 | - | - | |
| 华泰佳越-顺丰产业园一期资产支持专项计划 | 2018/12/11 | 优先级 | 11.2 | 5.50% | AAA | 预计到期日为 2060 年 12 月 11 日 |
| | | 次级 | 7.26 | - | - | |
| 深创投中金-苏宁云创资产支持专项计划 | 2018/11/21 | 优先 A | 28.72 | 6.20% | AAA | 13 |
| | | 优先 B | 20.38 | 7.50% | AA+ | |
| | | 次级 | 0.10 | - | - | |
| 深创投安居集团人才租赁住房第一期资产支持专项计划 | 2018-11-01 | 优先级 | 9.3 | 4.38% | AAA | 19 |
| | | 次优先级 | 15.5 | 4.38% | AAA | |
| | | 次级 | 6.2 | - | - | |
| 中信证券-阳光城长租公寓 1 号资产支持专项计划 | 2018/9/19 | 优先 A 档 | 4 | 7.50% | AAA | 3+3+3+3+3+3 |
| | | 优先 B 档 | 3 | 9.00% | AA+ | |
| | | 次级档 | 5.1 | - | - | |
| 招商创融-天虹商场(一期)资产支持专项计划 | 2015/12/11 | 天虹优先 | 9.43 | 5.24% | AAA | 4+1 |
| | | 天虹次级 | 5.08 | 4.35% | - | |
| 恒泰浩睿-海航浦发大厦资产支持专项计划 | 2015/12/2 | 恒浩航 A | 15.31 | 5.30% | AAA | 3+3+3+3+3+33 |
| | | 恒浩航 B | 9.69 | 6.90% | AA+ | |
| 中信华夏苏宁云创二期资产支持专项计划 | 2015/6/29 | 151 苏宁 A | 16.77 | 5.60% | AAA | 3+3+3+3+3+33+1 |
| | | 151 苏宁 B | 16.58 | - | AA+ | |
| 中信华夏苏宁云创资产支持专项计划 | 2014-12-16 | 14 苏宁 A | 20.85 | 6.17% | AAA | 3+3+3+3+3+33+1 |
| | | 14 苏宁 B | 23.1 | 8.50% | AA | |
| 中信启航专项资产管理计划 | 2014-04-25 | 启航优先 | 36.5 | 7.00% | AAA | 3 |
| | | 启航次级 | 15.6 | - | - | 3 |

*资料来源：RCREIT，信达证券研发中心*

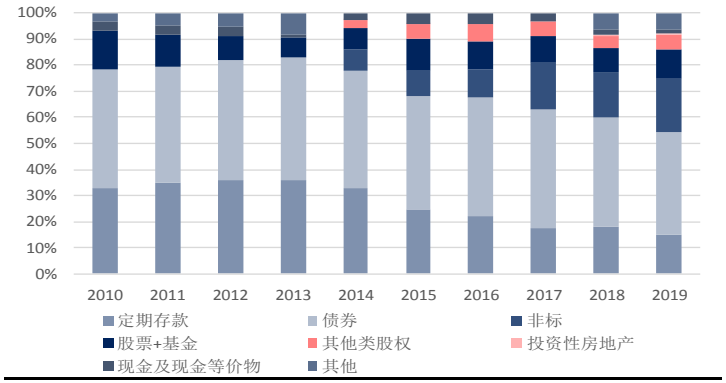
## （六）各家险企主要配置思路

**国寿：存款占比较高，近期非标资产占比有所上升。**2010 年国寿存款占比达 33%，随着利率下行，存款占比趋势性下行，2019 年占比 15%，但较同业仍然较高（6-10%）。另外，公司非标类资产占比自 2014 年来稳步提升，从 2014 年的 8.3%提升至 2019 年的 20.4%。股票和基金配置占比过去五年保持在 9-12%，随资本市场的活跃度有所波动，但整体相对稳定。债券配置为主要方向，但近年来占比小幅下滑，从 2017 年的 46%下滑至 2019 年的 39.5%，在同业中占比较低。

**平安：资产配置较为均衡。**债券配置占比较高，过去五年占比略有下降，占比约 46%。非标占比小幅上升，目前仍不到 20%。

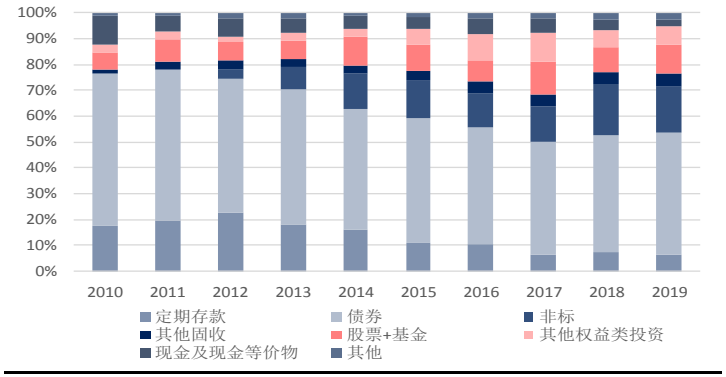
股票和基金配置占比约 10%，在行业中配置居中。定期存款占比低于同业，过去几年来趋势性下行，目前占比不到 7%，低于同业。

**图 33：国寿资产配置（%）**




*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

**图 34：平安资产配置**



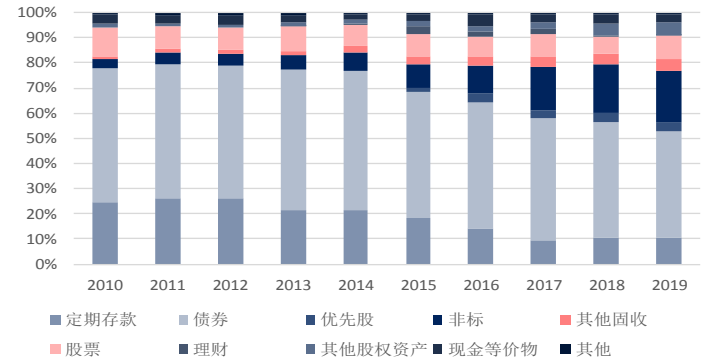

*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

**太保：投资风格稳健保守，债券占比较高，股票配置低位。**太保债券配置长期领先同业，2016 年前债券占比超过 50%，此后有所下降，2019 年降至 42.6%，仍然较高。非标占比虽有所提升，但占比仍低于同业，从 2014 年的 7.5%提升至 2019 年的 20.6%。股票配置占比有所提升，但仍远低于同业，占比长期以来均不超过 10%。

**新华：非标占比较高，投资相对激进。**新华非标占比领先同业，2016-2017 年非标配置占比接近 30%，2019 年因资管新规导致非标供给下降，收益率下行而减少配置，占比下滑至 22.9%，但仍然高于同业。公司股票配置略高于同业，2019 年占比达 12.1%。债券配置占比 2014-2018 年不到 40%，远低于行业水平，近年来债券配置比例有所提升，2019 年占比提升至 42.7%。另外，存款趋势性下滑，目前占比低于同业，2019 年仅 7.6%。

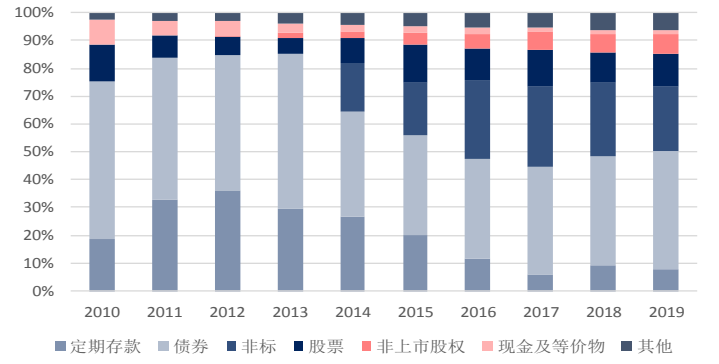
今年一季度，尽管股票市场承压，新华总投资收益率表现领先同业，且是四大险企中投资收益率获得唯一正增长的险企，总投资收益率达 5.1%，同比+0.9 个百分点。这也是公司 1）加强资产负债匹配，2）固收方面提前布局长久期国债及地方债，3）提前在高位配置非标资产，4）权益投资选择低估值、高分红、低波动的品种，并在高位提前兑换等一系列布局所取得的结果。

图 35：太保资产配置（%）



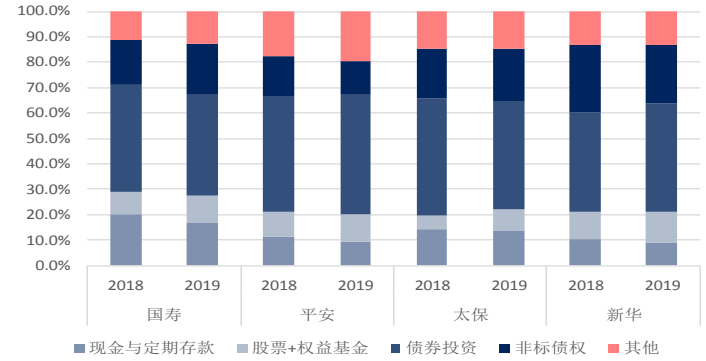

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 36：新华资产配置




资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 37：各家险企资产配置（%）




资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 五、投资建议

**市场对利率下行的影响过于悲观。**从过往几年上市险企投资收益率和十年期收益率的表现看，保险收益率受利率下行的绝对影响削弱，保险收益率高于十年期国债收益率 100-250bp，源于保险资金可以通过对大类资产的合理运用，来赚取期限利差、

流动性利差以及资产负债匹配，保持投资收益率相对稳定。

**负债端保费回暖叠加近期国债收益率上行，保险股估值有望回升。**4 月以来寿险保费增速继续回暖，受益于线下展业恢复、保障需求提升、险企加大营销力度，以及重疾炒停，负债端回暖趋势有望持续，料提振 NBV。资产端，我们认为利率下行不必过于悲观，原因是 1）近期经济回暖叠加宽信用下无风险收益率企稳回升，10 年期国债收益率从 4 月份低点回升至 2.8%附近，有望支撑保险股估值提升，2）利率下行对 EV 影响短期有限，我们测算投资收益率假设下行 50bp 对国寿、平安、太保、新华的 EV 影响分别为-8.69%/-4.80%/-6.84%/-7.61%，影响可控，主要源于存量大多利率已锁定，且利率下行带来市场价值调整利好 EV 上升，4）中国寿险业通过产品结构改善降低利率敏感度，同时在资产端调整策略（增配长久期国债和地方债，加大举牌力度，配置资本补充债券等拓宽配置范围等）并加强资产负债匹配。

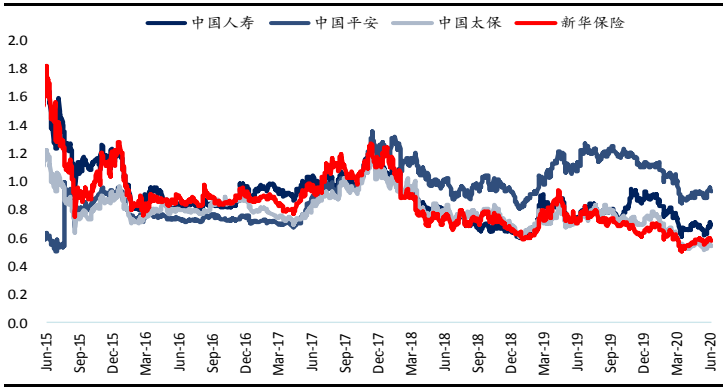
**当前估值水平隐含投资收益率悲观预期。**目前上市险企估值均处于历史底部区域，国寿、平安、太保、新华对应 2020E PEV 估值分别为 0.69x、0.93x、0.54x、0.58x，我们测算当前估值隐含的总投资收益率假设分别为 3.36%、2.63%、1.13%、2.31%，低于长期投资收益率假设 5%，估值隐含了投资端悲观预期。

**表 9：估值隐含投资收益率**

| | 中国人寿 | 中国平安 | 中国太保 | 新华保险 |
|---|---|---|---|---|
| PEV | 0.69 | 0.93 | 0.54 | 0.58 |
| EV（2020E） | 1091720 | 1374885 | 436904 | 227168 |
| 调整后 EV | 755538 | 1273744 | 235407 | 130777 |
| EV% | -30.8% | -7.4% | -46.1% | -42.4% |
| 投资收益率降低 50bp 对 EV 影响 | -8.69% | -4.80% | -6.84% | -7.61% |
| 投资收益率变动 | -1.77% | -0.77% | -3.37% | -2.79% |
| 投资收益率（1Q20） | 5.13% | 3.40% | 4.50% | 5.10% |
| 估值隐含投资收益率 | 3.36% | 2.63% | 1.13% | 2.31% |

*资料来源：公司公告、Wind、信达证券研发中心。注：股价为 2020/6/11 收盘价*

**图 38：上市险企滚动 PEV**




*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

## 风险因素

疫情影响持续，代理人新单和新业务价值不及预期

长端利率持续下行，影响再投资收益率

资本市场波动导致浮亏增加

750 天国债收益率下行导致准备金计提增加

## 研究团队简介

王舫朝，硕士，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。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于 2020 年 4 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 华北 | 袁　泉 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 华北 | 张　华 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 华北 | 唐　蕾 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com |
| 华北 | 魏　冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华东 | 张思莹 | 13052269623 | zhangsiying@cindasc.com |
| 华东 | 吴　国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东 | 袁晓信 | 13636578577 | yuanxiaoxin@cindasc.com |
| 华南 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 杨诗茗 | 13822166842 | yangshiming@cindasc.com |
| 华南 | 陈　晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |

## 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）;<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | **买入：** 股价相对强于基准 20％以上； | **看好：** 行业指数超越基准； |
| | **增持：** 股价相对强于基准 5％～20％； | **中性：** 行业指数与基准基本持平； |
| | **持有：** 股价相对基准波动在±5% 之间； | **看淡：** 行业指数弱于基准。 |
| | **卖出：** 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。