

破局“资产荒”

——2024年二季度机构资金配置行为分析

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：陈俊良

021-60875161

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

证券分析师：田维伟

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

联系人：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

- **理解央行买债背后的动机。**央行在二级市场开展国债买卖，可作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。尤其特别国债定向发行要结合资金使用用途评估效果，如2007年所筹资金用于注资中投公司并不会影响央行资产负债表；而如果资金投向基建等信用扩张方向，则会带来央行扩表，储备货币增加，相当于央行投放基础货币。央行二级市场常规购买国债并不等同与“量化宽松”即QE，QE是指央行在基准利率处于或接近零时采取的非常规货币政策，且QE有比较大的规模，定期化、定量化地持续购买国债等中长期债券，属于非常规操作。我们认为，央行买债是对现有流动性工具的必要补充，不能简单以“赤字货币化”等同。
- **“负债端改善+非标资产”到期，险资“长债+红利”没买够。**随着存款利率持续下行，同时寿险产品负债成本保持较为刚性，近期政策推动银保渠道优化，保险产品销售环比逐步改善；资产端随着非标资产逐步到期，资产再配置压力增加，后续主要投资方向是长久期国债和高股息资产。考虑到负债端较为稳定，险资更偏好左侧交易，常扮演“定海神针”作用，2.6%以上长债收益率将有较高吸引力。同时，中小险企经营压力增加，资产收益无法匹配负债端要求，导致利差损风险增加，建议审慎关注中小险企相关资产。
- **积极引导银行负债端成本下行，或加速存款搬家。**当前银行业息差在170BP以下，为保障来年信贷资产投放，维持合意的净息差水平，监管部门积极引导银行负债端成本下行，体现在禁止手工补息、叫停“智能存款”等一揽子“组合拳”，估计影响负债规模约20万亿元，以企金活期存款为主。一方面，存款成本下降会引导FTP下降，降低银行投债的定价“锚”，另一方面，这肯能导致部分对价格敏感的存款转移到货币基金、银行理财，考虑相关资金相对存款波动更大，会导致资金波动加大。
- **负债端持续扩张，银行理财面临“幸福的烦恼”。**随着存款搬家持续，截至5月银行理财又回到近期29万亿元体量。一方面负债端持续扩张，对收益稳健、低波动资产和策略需求增加，另一方面，理财通过信托平滑收益，利用保险资管投资协议存款增厚收益的策略随着监管趋严日渐收缩，判断理财后续短久期产品基准下行10BP以上，另一方面加大“固收+”产品研发，争取资产配置更加多元。
- **风险提示：**市场风险、保费收入不及预期、投资收益下行、监管趋严等。

本轮“资产荒”与前两轮对比

- 本轮“资产荒”与前两轮的差异主要体现在差异化宏观背景及政策催化，从而对金融机构配置行为带来一定影响。此外，相应风险也应引起一定关注。

第一轮“资产荒”

2016年

·宏观背景：上游需求收缩，供给侧结构性改革

·银行：表内信贷转投资，表外资管大扩容，委外需求大增，凭借资金池模式，表外维持刚兑

·非银：公募基金、基金专户通过委外链条扩张

·风险：央行锁短放长，打击同业套利，解开“银行-非银”的杠杆链条

第二轮“资产荒”

2020年上半年

·宏观背景：疫情冲击经济基本面

·银行：资产端信贷和票据扩张，负债端结构性存款扩张；理财稳定增长，探索“固收+”等方式增配权益；

·非银：居民存款“搬家”，权益公募基金翻倍

·风险：流动性收紧，结构性存款整顿

第三轮“资产荒”

2024年

·宏观背景：地产持续下行，地方化债

·银行：“大行放贷、小行买债”，农商行成为长期债券重要交易力量，银行理财加大“低波动”产品设计

·非银：保险资管显著扩张，短债债基成为新赛道

·风险：央行关注长债利率上行，信用逐步扩张机会

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

【 01 】 央行篇：理解特别国债发行方式与节奏

【 02 】 险资篇：长债和红利资产没买够

【 03 】 银行篇：大行负债波动，小行买债调整

【 04 】 理财篇：规模激增后的“烦恼”

特别国债发行方式：定向发行和市场化发行



➤ 2024年的政府工作报告中指出从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元。根据发行安排，今年将发行7只20年期超长期特别国债，整体方向平稳。

表：2024年超长特别国债发行安排

期限（年）	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	首发	按半年付息
	8月9日	续发	
	10月16日	续发	

资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

特别国债发行方式：定向发行和市场化发行



- 特别国债对于流动性的影响取决于发行方式：定向发行和市场化发行。
- 历史回顾：三次特别国债发行，1998年（2700亿元，定向发行）、2007年（1.55万亿元，定向+公开发行）、2020年（1万亿元，公开发行）；特别国债的两次续发，2017年（6963.78亿元，定向+公开发行）、2022年（7500亿元，定向发行）；2023年发行国债1万亿元，作为特别国债管理。

表：特别国债发行历史回顾

发行年份	发行方式	发行规模	发行期限	用途
1998年	定向发行	2700亿元	30年	补充四大行资本金
2007年	定向和公开发行结合	1.55万亿元	10年和15年	出资设立中国投资有限责任公司（简称中投公司）。
2017年	定向和公开发行结合	6963.78亿元	5年、7年和10年	偿还到期特别国债本金
2020年	公开发行	1万亿元	5年、7年和10年	投向基础设施建设和抗疫相关支出两大领域。
2022年	定向发行	7500亿元	3年	偿还到期特别国债本金

资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

特别国债：定向发行对流动性的影响



- 1998年发行过程：央行将存款准备金率从13%下调至8%，释放约2400亿元的流动性，四大行通过降准释放的资金加上300亿元超额准备金向财政部认购2700亿元30年期的特别国债，财政部将该资金向四大行进行股权注资。
- 2007年发行过程：定向发行方面，农业银行通过自有资金在财政部认购1.35万亿特别国债，随后央行采用现券买断工具向农业银行购买1.35万亿特别国债；在公开发行业部分，财政部在银行间市场发行200亿元特别国债，投资者主要为银行、保险等机构。
- 定向发行对央行资产负债表的影响：

以2007年1.35万亿定向发行为例，完成注资后，央行资产负债表体现为，资产端外汇储备下降和对政府债权增加，负债端无变化，不影响基础货币（发行流程和注资流程影响见下文）。

表：特别国债发行对流动性的影响

Unit: 100 Million Yuan

报表项目 Items	2007.01	2007.02	2007.03	2007.04	2007.05	2007.06	2007.07	2007.08	2007.09	2007.10	2007.11	2007.12
国外资产 Foreign Assets	89451.67	92808.54	95939.59	99059.46	102152.42	104870.78	108674.82	111215.90	115860.33	117752.33	122170.97	124825.18
外汇 Foreign Exchange	88044.93	91401.23	94546.42	97665.53	100750.30	103482.71	107285.27	108793.39	111776.31	111841.27	115031.21	115168.71
货币黄金 Monetary Gold	337.24	337.24	337.24	337.24	337.24	337.24	337.24	337.24	337.24	337.24	337.24	337.24
其他国外资产 Other Foreign Assets	1069.50	1070.07	1055.93	1056.69	1064.88	1050.83	1052.31	2085.27	3746.78	5573.82	6802.52	9319.23
对政府债权 Claims on Government	2856.41	2839.26	2839.26	2825.75	2825.75	2825.75	2825.75	8819.66	8825.32	8825.32	8825.32	16317.71
其中：中央政府 Of which: Central Government	2856.41	2839.26	2839.26	2825.75	2825.75	2825.75	2825.75	8819.66	8825.32	8825.32	8825.32	16317.71
对其他存款性公司债权 Claims on Other Depository Corporations	6484.92	6624.34	6526.55	6684.41	6624.61	6633.14	6627.71	6641.82	6612.39	6581.30	6310.42	7862.80
对其他金融性公司债权 Claims on Other Financial Corporations	21917.51	21930.85	21906.72	21918.68	21913.49	21861.22	21847.31	16056.81	16023.29	16005.70	15950.40	12972.34
对非金融性公司债权 Claims on Non-financial Corporations	66.34	66.34	66.34	63.73	63.68	63.68	63.68	63.68	63.68	63.68	63.68	63.59
其他资产 Other Assets	11730.92	11425.14	11829.84	11832.50	11825.11	11850.80	11841.72	11841.11	11975.88	11974.05	11979.20	7098.18
总资产 Total Assets	132507.77	135591.47	139108.30	142281.53	145405.06	148105.37	151880.99	154608.99	159360.89	161202.38	165299.99	169139.80
储备货币 Reserve Money	73380.48	80878.55	76990.09	76788.46	77858.11	82663.98	83264.14	83639.33	88212.33	88615.90	92433.16	101545.40
货币发行 Currency Issue	30236.40	33977.29	29867.77	30055.85	28969.19	29240.16	29508.80	30153.82	31804.81	30692.10	31389.64	32971.58
金融性公司存款 Deposits of Financial Corporations	42943.03	46619.14	46817.03	46457.85	48632.04	53147.04	53509.09	53215.72	56133.42	57661.01	60775.81	68415.86
其他存款性公司 Other Depository Corporations	42817.49	46489.14	46698.20	46328.42	48442.53	52984.32	53342.36	53045.25	55979.20	57477.91	60569.24	68094.84
其他金融性公司 Other Financial Corporations	125.54	130.00	118.83	129.43	189.51	162.72	166.73	170.47	154.22	183.10	206.57	321.02
非金融性公司存款 Deposits of Non-financial Corporations	201.05	282.12	305.29	274.76	256.88	276.78	246.25	269.79	274.10	262.79	267.71	157.96
活期存款 Demand Deposits	201.05	282.12	305.29	274.76	256.88	276.78	246.25	269.79	274.10	262.79	267.71	157.96
发行债券 Bond Issue	34337.95	31925.92	38475.16	39533.00	39438.86	37581.81	38268.26	40675.39	38945.73	37109.51	35667.62	34469.13
国外负债 Foreign Liabilities	926.20	938.69	924.11	925.78	938.42	925.18	925.04	927.51	931.68	931.55	933.08	947.28
政府存款 Deposits of Government	12907.87	12722.11	13610.98	15990.09	18107.96	18360.79	20566.49	20392.34	20496.85	22727.45	23159.58	17121.10
自有资金 Own Capital	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75
其他负债 Other Liabilities	10735.52	8906.45	8888.21	8824.45	8841.96	8353.86	8637.31	8754.67	10554.55	11598.22	12886.80	14837.14
总负债 Total Liabilities	132507.77	135591.47	139108.30	142281.53	145405.06	148105.37	151880.99	154608.99	159360.89	161202.38	165299.99	169139.80

特别国债资金用来出资设立中投公司，会带来外汇储备下降。在报表数值上没有体现，主要是当期央行还有常规的结售汇操作，外汇储备是央行投放流动性的主要工具。

对中央政府债权增加1.35万亿元

资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

特别国债：定向发行对央行资产负债表的影响

➤ 公开发行对央行资产负债表的影响：以2007年1.35万亿定向发行和注资中投公司为例。

图：特别国债发行对央行资产负债表的影响

特别国债定向发行阶段

第一步：农业银行购买财政部发行的特别国债

资产	负债
无变化	储备货币 ↓ 政府存款 ↑

第二步：央行购买农业银行持有的特别国债

资产	负债
对中央政府债权 ↑	储备货币 ↑

发行阶段最终结果：央行扩表，但储备货币不变

资产	负债
对中央政府债权 ↑	政府存款 ↑

特别国债资金使用阶段

第三步：财政部用所筹资金向央行购买外汇注资，央行缩表

资产	负债
外汇储备 ↓	政府存款 ↓

最终结果

发行到注资全过程：央行资产结构调整，负债无变化

资产	负债
外汇储备 ↓ 对中央政府债权 ↑	无变化

资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

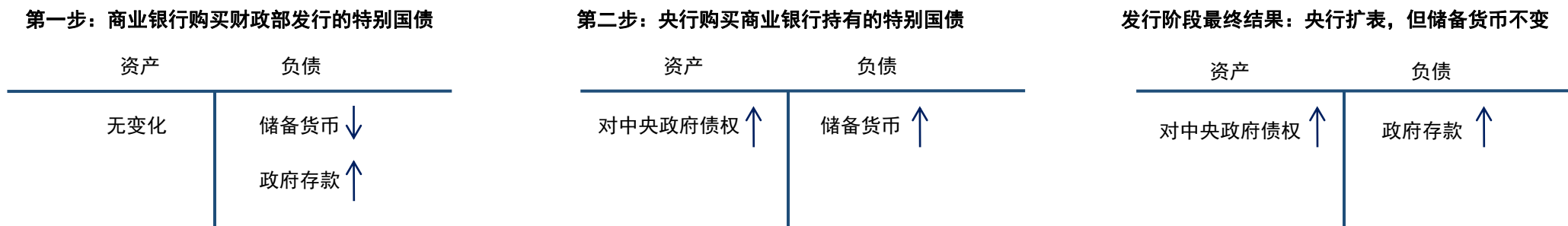
特别国债：定向发行对央行资产负债表的影响

➤ 公开发行对央行资产负债表的影响：如果发行特别国债资金投向基础设施等

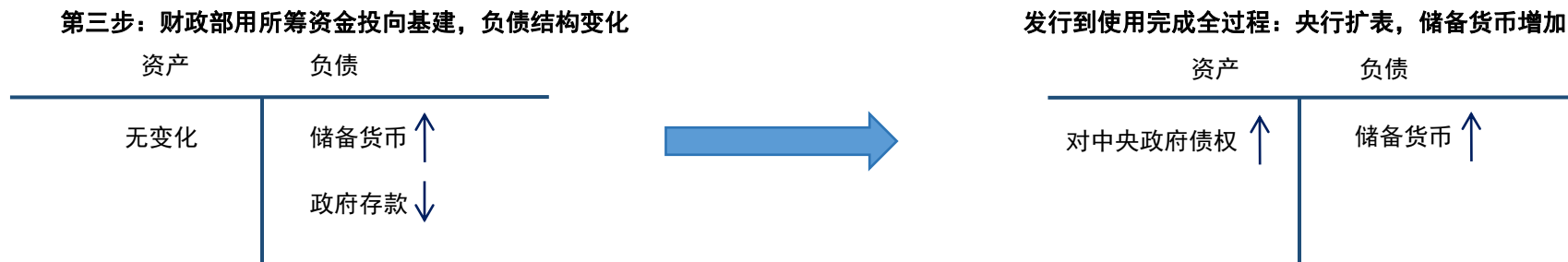
- 发行阶段，央行扩表，但储备货币不变，不影响流动性。资金投向基建后，储备货币增加，央行投放基础货币。

图：特别国债发行对央行资产负债表的影响

特别国债定向发行阶段



如果特别国债资金投向基建等



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

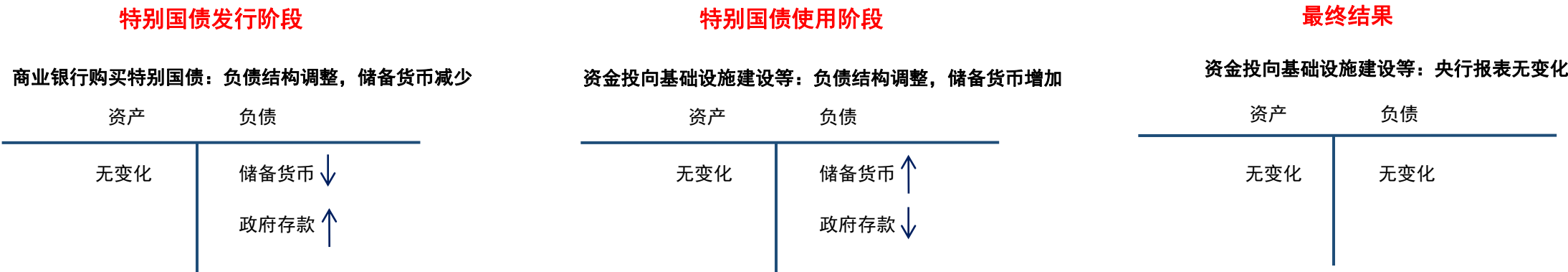
特别国债：公开发行对央行资产负债表的影响



➤ 公开发行对央行资产负债表的影响，以2020年1万亿特别国债公开发行为例：

发行阶段央行并无出现扩表/缩表，但政府存款增加，基础货币减少，流动性收紧。只有筹措的资金全部用于支出后，流动性才实现平衡。不过特别国债发行和支出存在时滞，因此会对流动性带来扰动。

图：特别国债发行对央行资产负债表的影响



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

特别国债：公开发行对央行资产负债表的影响



➤ 公开发行对央行资产负债表的影响，以2020年1万亿特别国债公开发行为例。

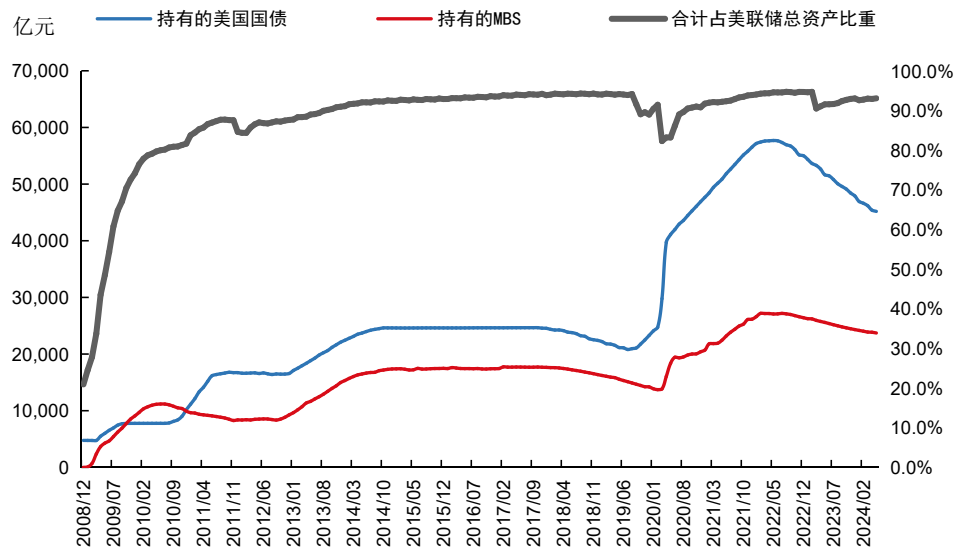
表：特别国债发行对央行资产负债表的影响

货币当局资产负债表 Balance Sheet of Monetary Authority													单位：亿元人民币 Unit: 100 Million Yuan
项目 Item	2020.01	2020.02	2020.03	2020.04	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	
国外资产 Foreign Assets	218649.84	218452.13	218315.78	218310.70	218333.25	218332.59	218374.92	218361.92	218213.05	218185.21	218209.41	218039.98	
外汇 Foreign Exchange	212374.43	212249.09	212079.04	211914.83	211802.63	211742.47	211723.16	211684.91	211625.40	211577.49	211636.80	211308.10	
货币黄金 Monetary Gold	2855.63	2855.63	2855.63	2855.63	2855.63	2855.63	2855.63	2855.63	2855.63	2855.63	2855.63	2855.63	
其他国外资产 Other Foreign Assets	3419.78	3347.41	3381.11	3540.24	3675.00	3734.49	3796.14	3821.39	3732.02	3752.09	3716.98	3876.25	
对政府债权 Claims on Government	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	无变化
其中：中央政府 Of which: Central Government	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	15250.24	
对其他存款性公司债权 Claims on Other Depository Corporations	120824.15	108534.97	113014.34	107996.43	115525.40	111618.60	106614.95	113772.74	123619.62	120745.14	130987.49	133355.47	
对其他金融性公司债权 Claims on Other Financial Corporations	4740.84	4741.95	4734.95	4741.31	4746.85	4747.46	4762.43	4766.34	4741.61	4740.42	4754.34	4447.14	
对非金融性部门债权 Claims on Non-financial Sector													
其他资产 Other Assets	14030.02	14041.97	14059.42	14048.99	14015.00	13982.40	12922.35	12901.04	12903.17	12891.70	12787.85	16582.70	
总资产 Total Assets	373495.10	361021.26	365374.74	360347.67	367870.74	363931.30	357924.90	365052.29	374727.69	371812.72	381989.33	387675.54	
储备货币 Reserve Money	321597.94	308676.04	317806.72	311688.24	308694.78	308338.55	297172.87	298170.00	315643.28	302380.38	314518.55	330428.14	
货币发行 Currency Issue	101156.76	96497.29	90750.94	88073.91	85688.28	85413.10	85166.78	85434.74	88063.47	86357.71	86885.46	89823.29	
金融性公司存款 Deposits of Financial Corporations	202608.32	197359.23	212680.93	208740.67	207935.31	207202.69	196061.37	196502.18	209650.34	198214.43	210364.03	222906.08	
其他存款性公司存款 Deposits of Other Depository Corporations	202608.32	197359.23	212680.93	208740.67	207935.31	207202.69	196061.37	196502.18	209650.34	198214.43	210364.03	222906.08	
其他金融性公司存款 Deposits of Other Financial Corporations													
非金融机构存款 Deposits of Non-financial Institutions	17832.85	14819.52	14374.85	14873.67	15071.19	15722.76	15944.72	16233.08	17929.48	17808.25	17269.06	17698.77	
不计入储备货币的金融性公司存款 Deposits of financial corporations excluded from Reserve Money	4715.86	4613.64	5016.28	5049.07	4958.09	4749.82	4876.51	5031.21	5292.63	5275.50	5106.09	4881.82	
发行债券 Bond Issue	1020.00	995.00	985.00	975.00	975.00	950.00	950.00	950.00	950.00	950.00	900.00	900.00	
国外负债 Foreign Liabilities	1136.57	934.72	1896.22	1185.14	1250.98	1198.45	1079.54	1137.83	1080.69	981.22	1010.06	929.67	
政府存款 Deposits of Government	36788.28	37167.01	30775.31	32316.01	42277.88	38252.64	42557.88	47793.13	39774.34	49894.37	47771.70	38681.53	
自有资金 Own Capital	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75	
其他负债 Other Liabilities	8016.70	8415.11	8675.46	8914.45	9494.26	10222.08	11068.35	11750.36	11767.00	12111.49	12463.19	11634.63	
总负债 Total Liabilities	373495.10	361021.26	365374.74	360347.67	367870.74	363931.30	357924.90	365052.29	374727.69	371812.72	381989.33	387675.54	

资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

- 央行相关负责人在答《金融时报》记者问的文章中指出，央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。
- 根据前文分析，特别国债定向发行，2007年所筹资金用于注资中投公司并不会影响央行资产负债表。但如果资金投向基建等，则会带来央行扩表，储备货币增加，相当于央行投放了基础货币。
 - 不过央行二级市场常规购买国债并不等同与QE。QE是指央行在基准利率处于或接近零时采取的非常规货币政策，同时，QE有比较大的规模，定期化、定量化地持续购买国债等中长期债券，是非常规操作。

图：美联储持有的美国国债和MBS规模庞大

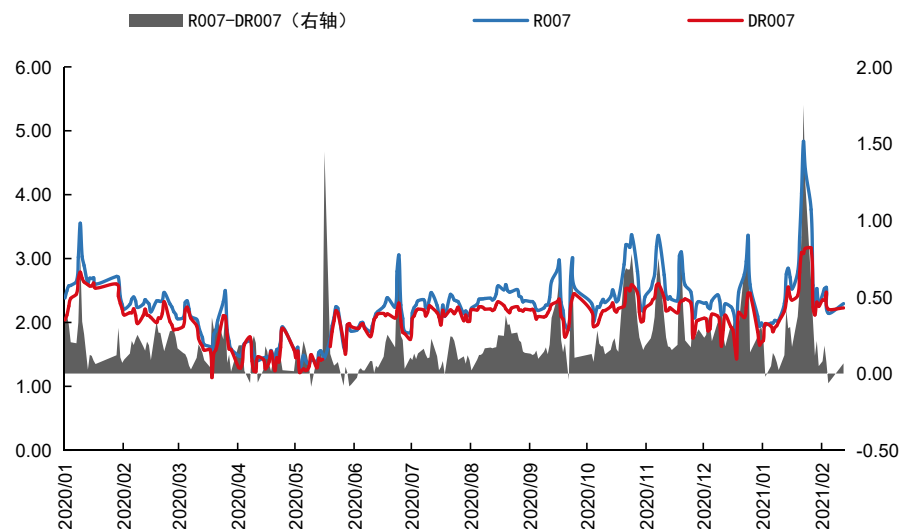


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

若公开发发，大概率公开市场操作或调整政府债券发行节奏进行对冲

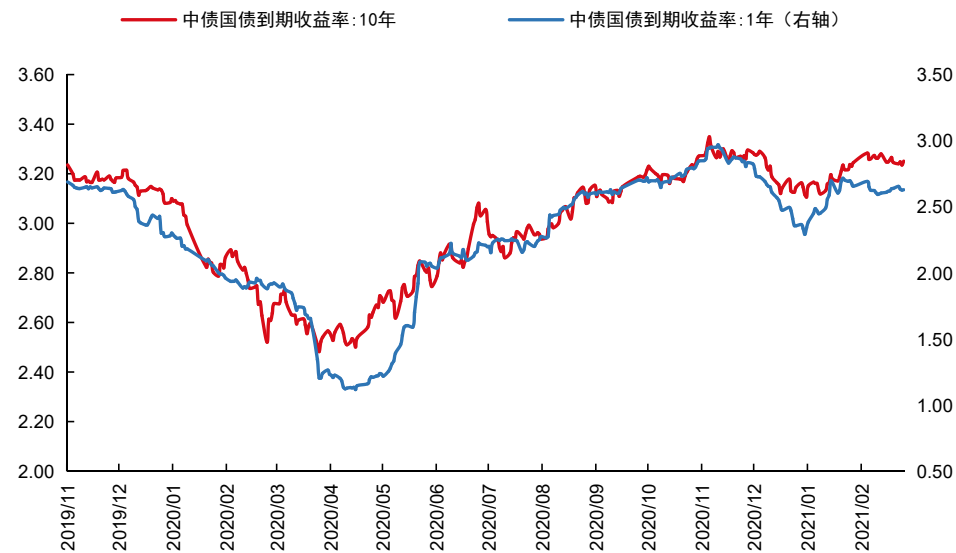
- 2020年为抗击新冠肺炎提供资金，从6月18日至7月30日，发行了16期共1万亿元的抗疫特别国债。但该阶段银行间市场和债券市场利率趋势没有出现明显偏离。
- 综上所述，本轮超长期特别国债无论是采取定向发行还是公开市场发行，均不会对流动性产生超预期影响。如果定向发行，央行扩表但储备货币无变化，对流动性影响偏中性。若公开市场发行，则回收流动性，但预计央行会通过公开市场操作，同时财政会调整一般政府债券发行节奏来进行对冲。

图：2022年6月至7月银行间利率相对稳定



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：2022年6月至7月债券市场利率趋势并没有出现明显偏离



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

【 01 】 央行篇：理解特别国债发行方式与节奏

【 02 】 险资篇：长债和红利资产没买够

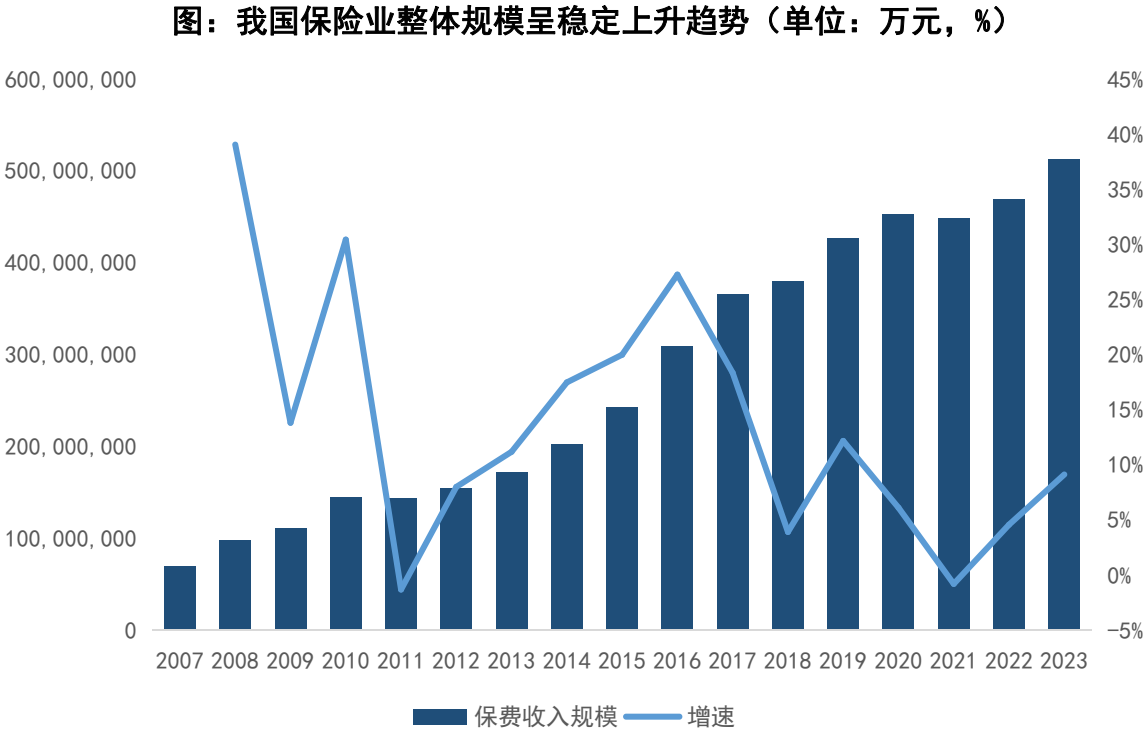
【 03 】 银行篇：大行负债波动，小行买债调整

【 04 】 理财篇：规模激增后的“烦恼”

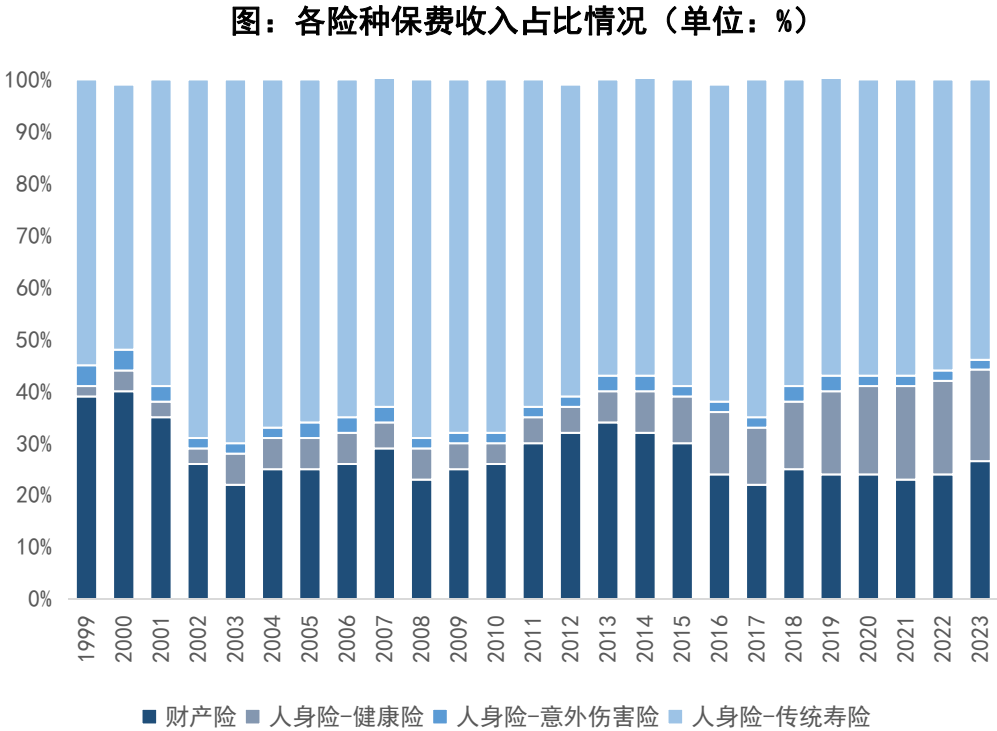
保费收入稳中有增，产品结构持续调整



- 人身险行业贡献保险行业大部分保费收入。2023年我国保险业实现原保险保费收入51247亿元，其中财产险为13607亿元，占比26.6%，人身险为37640亿元，占比73.4%。
- 近年来，健康险规模持续攀升，传统寿险业务占比持续下降，财险业务占比相对稳定。



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理



资料来源：Choice，国信证券经济研究所整理

➤ 在长端利率下行和权益低位震荡的背景下，险企负债端通过下调定价利率、调整产品结构、优化销售渠道等方式降低利差损。目前，行业主要从拓宽可承保年龄范围、优化产品组合、丰富产品供给等方面捕捉市场需求，我们持续看好2024年负债端的改善。

储蓄型保险

寿险：

- 目前行业主推的包括生死两全险与终身寿险，分别对标不同客户需求；
- 两者在保障期间、功能、保额领取方式等方面略有不同。两全险保障期间更短，具有较强的“强制储蓄”功能；终身寿险保障期间为终身，强调“传承”属性。

年金险+万能险：

- “低保证收益+高浮动收益”的年金险可以有效降低保险公司的利差损、提升保险产品的价值率；同时，险企通过附加万能险增厚保单收益，提升产品吸引力；
- “年金+万能”的产品组合有望成为2024年“开门红”期间的主推产品。

分红险：

- 分红的不确定性、公司管理能力、销售误导等风险使得分红险销售具有较大难度，对公司盈利能力以及代理人销售水平提出了较高要求。从中长期来看，有望通过“低保底+高浮动”的形式降低负债端成本压力。

保障型保险

健康险未来仍有较大上升空间：

- 我国保险深度和保险密度较全球平均水平仍有40%至50%以上的上升空间，2022年总保费收入是6700亿美元左右，若实现全球保险深度平均水平，预计保费总规模还有不少于5300亿美元上升空间；
- 我国人均重疾险保额不足10万元，仍有较大保障缺口。

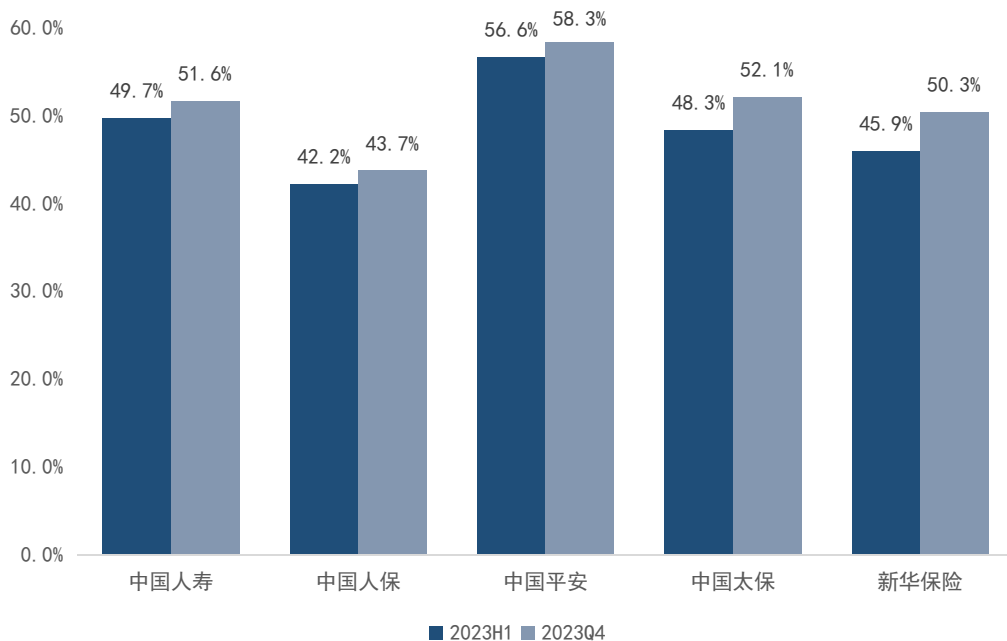
回归产品创设，实现差异化竞争：

- 监管引导渠道规范化竞争，行业回归到竞争产品创设的赛道。捕捉市场需求、提高产品吸引力是未来险企差异化发展的关键；
- 淡化“开门红”，实现常态化销售和经营是行业长期两性发展的趋势，同时也有助于代理人综合能力的提升；
- 代理人分类在即，有望为业内代理人转型提供更强政策参考与指引，利于行业代理人的规范与统一。

资产端：稳定固收“基本盘”，拉长配置久期

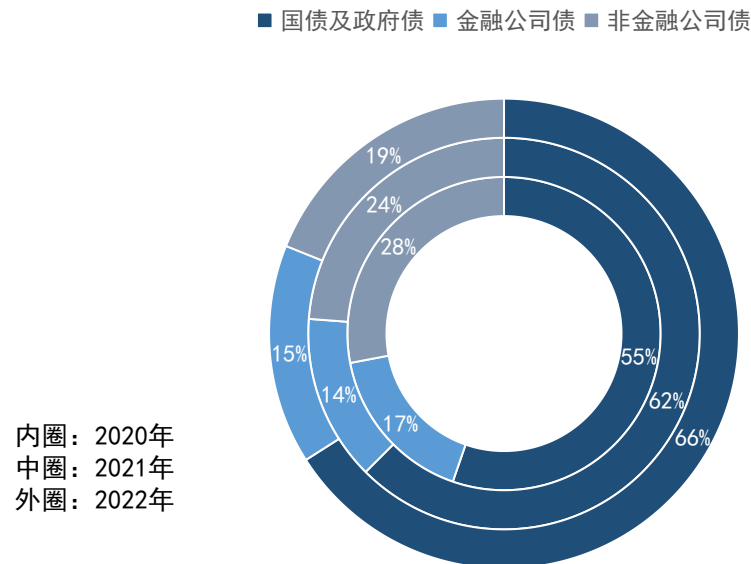
- 保险对长端和超长端利率债、短端信用债持续增持，其中对7至10Y年期和30年期利率债的配置意愿最强，拉长资产端久期；
- 预计未来险企将进一步加大长久期利率债配置，回归金融主业。具体来看，截至2022年末，保险资管业国债及政府债配置比例提高3.4pt，金融公司债提升1.4pt，非金融公司债则下降4.9pt。结合监管引导，将助力险资长期资金入市。2023年，A股5家上市险企持续增配债券类资产，债券配置比例进一步提升。

图：2023年上市险企债券配置比例提升（单位：%）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图：保险资管业债券配置比例（单位：%）

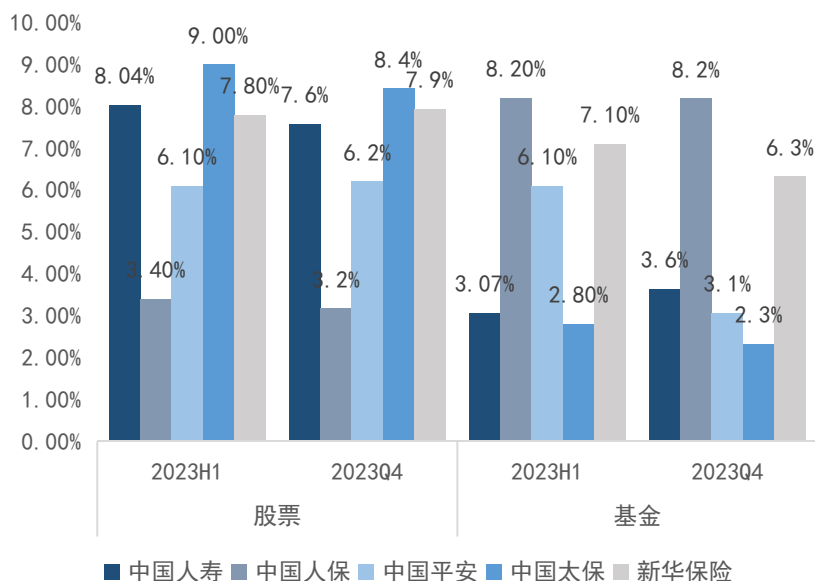


资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

资产端：把握长期分红，优化资产管理

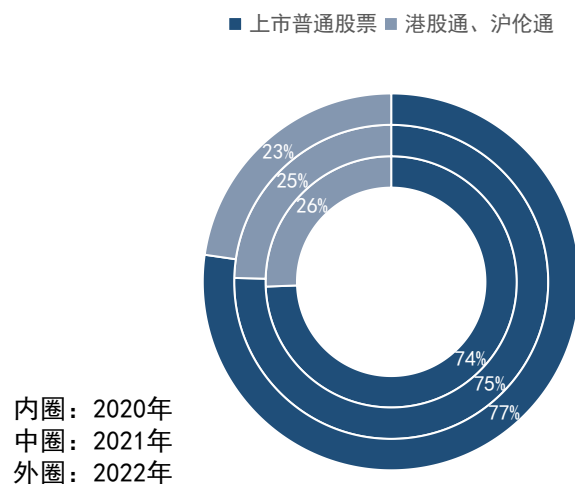
- 新金融工具准则实施后，现行的金融资产三分类分别为：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL）、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI）、以摊余成本计量的金融资产（AC）；
- OCI权益类资产有利于帮助险企在新会计准则实施后降低利润表波动，同时匹配险企长期投资的需求。截至2023年末，上市险企OCI权益类资产占比平均仅为4.3%，预计2024年有望增持至8%。

图：2023年上市险企股票及基金配置比例（单位：%）



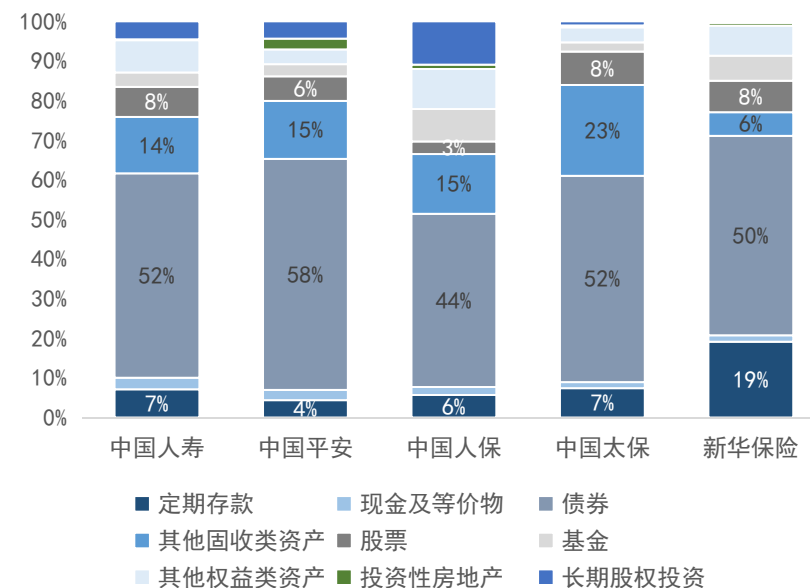
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图：2022年保险资管业股票配置比例（单位：%）



资料来源：中国保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

图：2023年上市险企资产配置比例（单位：%）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

➤ 截至2023年末，A股5家上市险企投资利润贡献率较低，仍有一定修复空间。

表：2023年上市险企利源分析（单位：%）

	中国人寿	中国平安	中国人保	中国太保	新华保险	平均
1.保险服务收入	212445	536440	503900	266167	48045	313399
2.保险服务费用	150353	440178	473436	231023	33252	265648
3.承保利润=1-2	62092	96262	30464	35144	14793	47751
承保利润贡献率=3/(3+11+14)	145%	77%	77%	104%	242%	97%
4.利息收入	122994	118503	29379	58262	32268	72281
5.投资收益	31490	36891	25601	7053	-3775	19452
6.公允价值变动损益	-32786	-9039	-9912	-11712	-6124	-13915
7.信用减值损失	1217	77744	1428	2013	307	16542
8.承保财务损益	127923	123959	27651	46471	26800	70561
9.分出再保险财务收益	616	542	1251	1174	361	789
10.利息支出	5308	24346	3461	2628	2086	7566
11.投资利润=（4+5+6-7）-（8-9+10）	-12134	-79152	13779	3665	-6463	-16061
投资利润贡献率=11/(3+11+14)	-28%	-63%	35%	11%	-106%	-30%
12.其他收入	10129	230994	4129	4175	1133	50112
13.其他支出	17294	123290	8991	9250	3359	32437
14.其他损益利润=12-13	-7165	107704	-4862	-5075	-2226	17675
其他利润贡献率=14/(3+11+14)	-17%	86%	-12%	-15%	-36%	1%
归母净利润	46181	85665	22773	27257	8712	38118
归母净利润同比	-31%	-23%	-10%	-27%	-59%	-30%

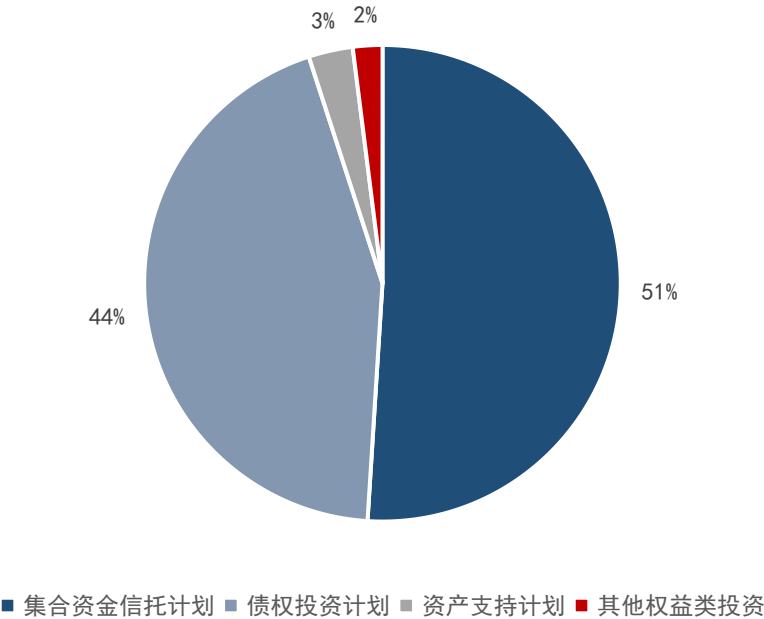
资料来源：公司财报, 国信证券经济研究所整理

资产端：寻求另类及海外投资机遇，增厚投资收益



- 保险公司非标类资产投资比例呈下降趋势，其中以债权计划、信托计划和未上市股权为主。
 - 随着优质非标资产的减少，保险行业非标资产规模占比从2017年的40.19%下降至2022年的35.63%。
 - 险企未来可考虑适当放宽非标准入标准，如城市高速公路、地铁等基础设施建设，土地、商办物业抵押等。
- 同时，险资也可以提升另类投资，包括私募股权类资产、不动产（物权资产或公募REITs等证券化类金融资产）、私募债、夹层基金、衍生品、FOF等。

图： 2022年保险配置金融产品比例



资料来源：中国保险资产管理协会，国信证券经济研究所整理

表： 上市险企非标投资信用风险管理

公司名称	信用风险评级
中国人寿	融资主体以大型央企、国企为主，债权型金融产品外评AAA 占比超过99%。
中国人保	非标金融产品外评AAA 级占比达98.3%。
中国平安	债权计划和信托计划外部信用评级AAA 级占比95.5%以上，大部分项目都有担保或抵质押。
中国太保	非标金融产品外评AAA 级占比达98.3%。
新华保险	非标资产AAA 级占比达96.88%，且具有良好的增信措施。

资料来源：中国保险资产管理协会，国信证券经济研究所整理

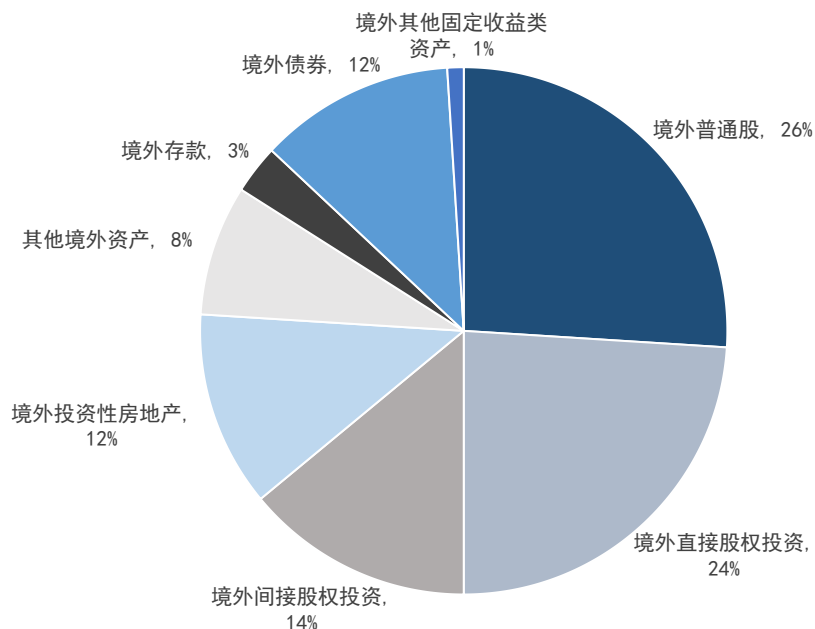
资产端：寻求另类及海外投资机遇，增厚投资收益

➤ 保险公司非标类资产投资比例呈下降趋势，其中以债权计划、信托计划和未上市股权为主。

- 随着优质非标资产的减少，保险行业非标资产规模占比从2017年的40.19%下降至2022年的35.63%。
- 险企未来可考虑适当放宽非标准入标准，如城市高速公路、地铁等基础设施建设，土地、商办物业抵押等。

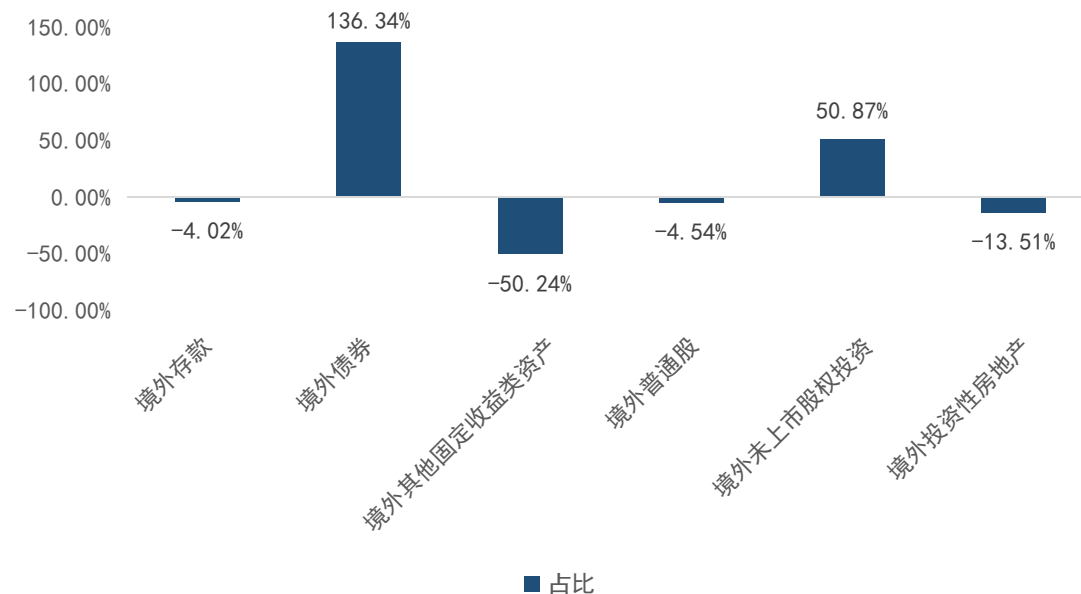
➤ 提升另类投资是近年来全球险资的共同趋势，包括私募股权类资产、不动产（物权资产或公募REITs等证券化类金融资产）、私募债、夹层基金、衍生品、FOF等。

图：2022年保险资管业境外投资占比（单位：%）



资料来源：中国保险资产管理协会，国信证券经济研究所整理

图：2022年保险资管业境外投资规模同比增速（单位：%）



资料来源：中国保险资产管理协会，国信证券经济研究所整理

资产端：险资将成为市场的“定海神针”



➤ 相较于权益类资产，在计算偿付能力充足率时，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。

表：保险公司投资于不同券种的调整后投资收益率（单位：%）

	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	2.70%	2.75%	2.77%	2.94%	2.81%	2.64%	3.61%
所得税	0%	0%	25%	25%	25%	25%	25%
增值税	0%	0%	0%	6%	6%	0%	0%
税后收益	2.70%	2.75%	2.08%	2.08%	1.99%	1.98%	2.71%
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%	0.42%	1.02%	0.00%	2.69%
调整后收益	2.70%	2.75%	2.08%	1.74%	1.17%	1.98%	0.55%
*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：Wind, 国信证券经济研究所整理

三十年长债与高分红权益：从“理解险资”到“成为险资”

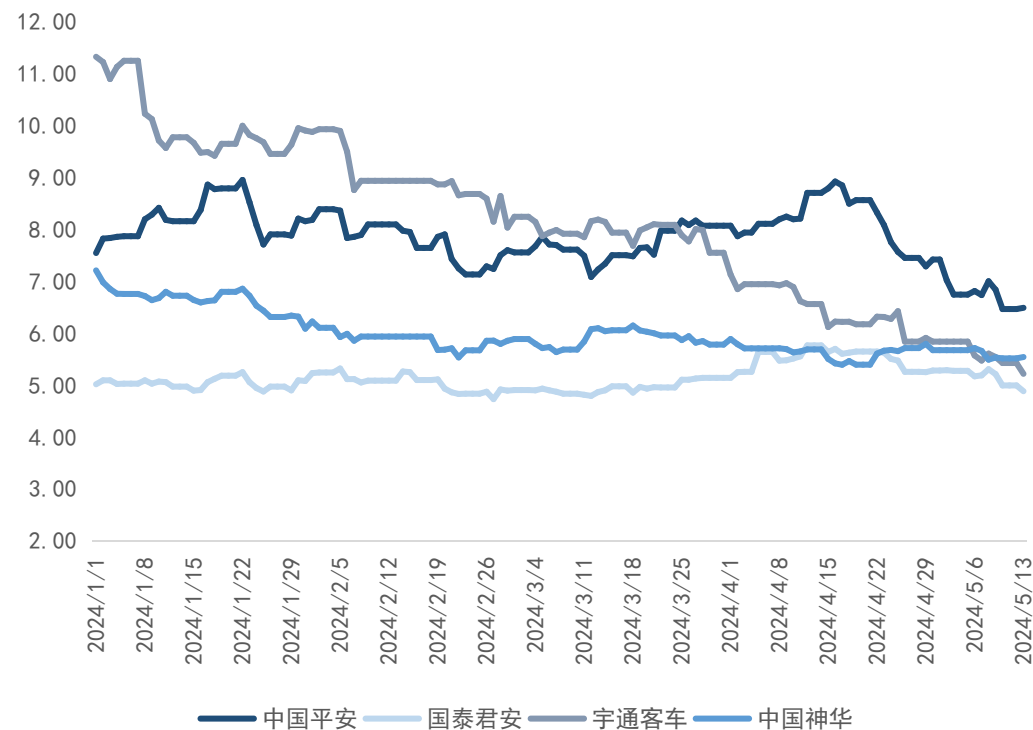
- 债市方面，近期长债利率有所回升，期限利差持续走阔，长端利率上行利好寿险资产端压力释放。因此，我们预计长债收益率短期内有望持续企稳，利好对长端利率更为敏感的寿险公司。
- 股票方面，高分红策略延续，近期部分高分红股票股价修复，股息率有所下降。

图：近期长债收益率有所回升（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：近期高分红股票股息率有所下降（单位：%）



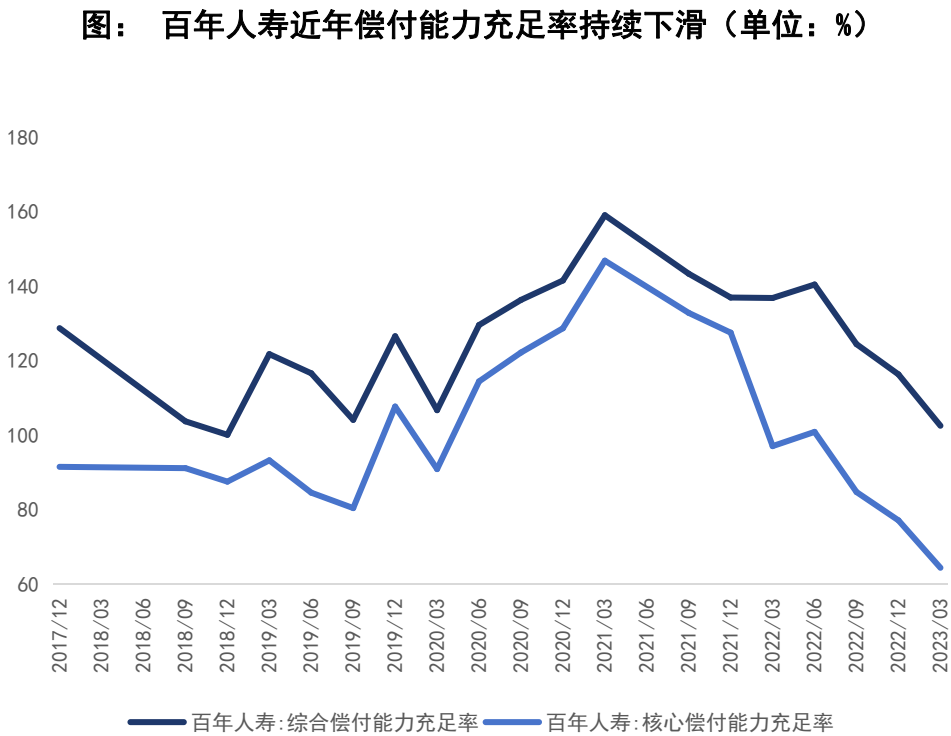
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

➤ 注册资金不足、负债端盲目扩张、资产端收益下行等进一步导致部分中小险企利差损风险加剧。截至2023年末，非上市人身险公司总亏损数额超142亿元，其中中邮人寿、建信人寿、渤海人寿等公司分别亏损114.7亿元、43.0亿元、31.0亿元。同时，部分中小险企偿付能力充足率或已接近监管红线，行业风险处置进度需进一步关注。

表： 暂缓披露偿付能力充足率公司梳理（单位：亿元、年）

序号	公司名称	最后一次披露时间	最后一次披露的综合偿付能力充足率	最后一次披露的核心偿付能力充足率
1	君康人寿	2020年第3季度	102.47%	102.47%
2	中融人寿	2021年第3季度	122.71%	122.71%
3	上海人寿	2021年第4季度	124.89%	119.99%
4	珠江人寿	2021年第4季度	104.04%	52.02%
5	昆仑健康	2021年第4季度	123.96%	123.96%
6	富德生命人寿	2021年第4季度	103%	87%
7	前海人寿	2022年第1季度	110.17%	66.39%
8	百年人寿	2023年第1季度	102.59%	64.43%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 随着负债端竞争加剧叠加资产端投资收益下行，部分中小险企风险开始暴露，资本补充需求提升。在此背景之下，部分中小险企偿付能力持续承压，或接近监管“红线”，进而导致部分中小险企债券具有一定的“不赎回”风险。
- 在保险公司转向高质量发展阶段，行业“马太效应”加剧，或加大中小保险公司经营压力。相较于头部险企，中小保险公司在负债成本、渠道优势、客户群体、品牌效应等方面存在诸多短板，因此预计未来行业格局或有望得到进一步优化。

表： 历史不赎回保险公司债情况（单位：亿元、年）

序号	债券起始日	不赎回日期	债券名称	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	发行人	企业性质	发行方式
1	2011/6/20	2016/6/20	11华夏次级债	3	10	华夏人寿	民营	私募
2	2011/9/30	2016/9/30	11信泰次级债	2	10	信泰保险	民营	私募
3	2011/12/21	2016/12/21	11太平人寿债	80	10	太保寿险	公众企业	私募
4	2012/8/20	2017/8/20	12太平人寿债	75	10	太保寿险	公众企业	私募
5	2013/6/14	2018/6/14	13人保01	160	10	人保寿险	中央国有企业	私募
6	2013/12/23	2018/12/23	13人寿保险债	60	10	人保集团	中央国有企业	私募
7	2015/1/19	2020/1/19	15天安次级债	7.5	10	天安人寿	公众企业	私募
8	2015/9/29	2020/9/29	15天安财险	53	10	天安财险	中外合资	私募
9	2015/12/25	2020/12/25	15幸福人寿	30	10	幸福人寿	中央国有企业	公募
10	2015/12/25	2020/12/25	15天安人寿	20	10	天安人寿	公众企业	公募
11	2016/11/29	2021/11/29	16长安保险	5	10	长安保险	民营	公募
12	2019/3/29	2024/2/28	19百年人寿	20	10	百年人寿	公众企业	公募
13	2019/4/1	2024/2/29	19珠江人寿01	18	10	珠江人寿	民营	公募

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表： 偿付能力充足率标准（需同时满足）

名称	及格线
综合偿付能力充足率	≥100%
核心偿付能力充足率	≥50%
风险综合评级	B及以上（含）

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

【 01 】 央行篇：理解特别国债发行方式与节奏

【 02 】 险资篇：长债和红利资产没买够

【 03 】 银行篇：大行负债波动，小行买债调整

【 04 】 理财篇：规模激增后的“烦恼”

银行净息差下行压力增加

- 2022年以来银行净息差持续下行，拖累银行收入和利润增长，对银行经营产生压力
- 今年2月份LPR再度下调，银行净息差后续仍将继续走低

图：上市银行净息差自2022年以来持续下行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市银行营业收入同比下降

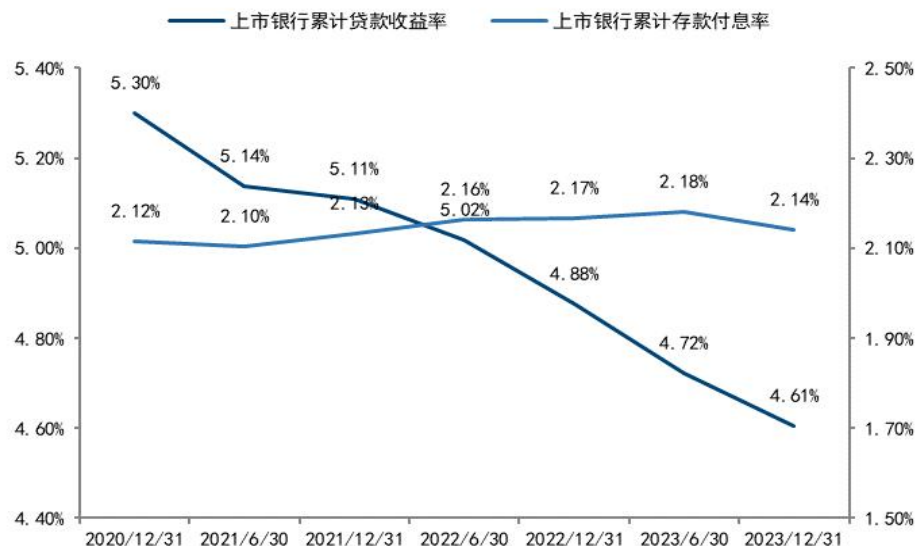


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

压降存款成本成为缓解净息差压力的关键

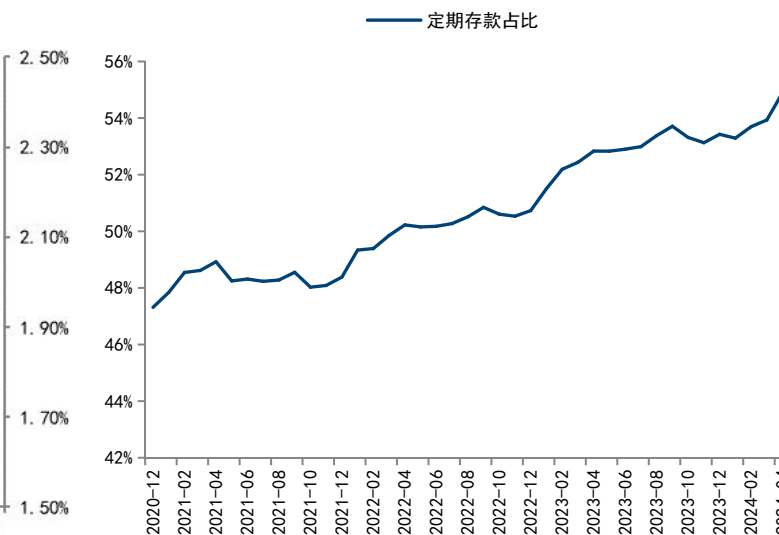
- 受LPR下降与贷款竞争、存量按揭利率调整等影响，银行贷款收益率明显下降；受存款定期化、手工补息等因素影响，存款成本刚性。这导致存贷款利差收窄，是净息差下降的主要原因。
- 在贷款利率持续下降的情况下，压降银行存款成本成为缓解净息差下行压力的关键。

图：银行贷款利率下行，存款成本刚性



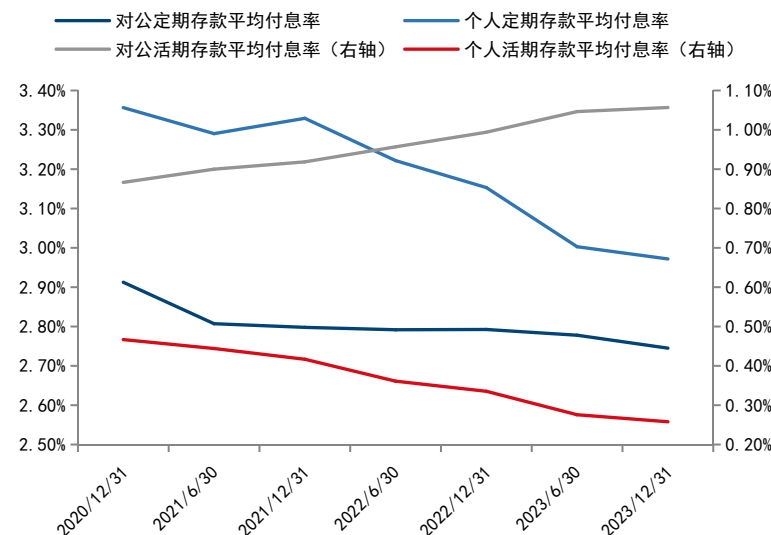
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：银行存款中的定期存款占比持续提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：上市银行定期存款、个人活期存款成本均下降，但对公活期存款成本上升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

压降存款成本成为缓解净息差压力的关键



- 压降银行存款成本的措施主要分为两个方面：
- 一是建立存款利率市场化调整机制，存款挂牌利率持续下降。《2022年第一季度中国货币政策执行报告》指出“自律机制成员银行参考以10年期国债收益率为代表的债券市场利率和以1年期LPR为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平”。以工商银行为例，其官网存款挂牌利率从2022年9月份开始，时隔7年后再次开始下调。

图：存款挂牌利率自2022年以来持续下调（以工行挂牌利率为例）

项目	2015年10月24日 年利率%	2022年9月15日 年利率%	2023年6月8日 年利率%	2023年9月1日 年利率%	2023年12月22日 年利率%	累计调整幅度 (bps)
一、城乡居民及单位存款						
（一）活期	0.3	0.25	0.2	0.2	0.2	-10
（二）定期						
1. 整存整取						
三个月	1.35	1.25	1.25	1.25	1.15	-20
半年	1.55	1.45	1.45	1.45	1.35	-20
一年	1.75	1.65	1.65	1.55	1.45	-30
二年	2.25	2.15	2.05	1.85	1.65	-60
三年	2.75	2.6	2.45	2.2	1.95	-80
五年	2.75	2.65	2.5	2.25	2	-75
2. 零存整取、整存零取、存本取息						
一年	1.35	1.25	1.25	1.25	1.15	-20
三年	1.55	1.45	1.45	1.45	1.35	-20
五年	1.55	1.45	1.45	1.45	1.35	-20
3. 定活两便	按一年以内定期 整存整取同档次 利率打6折	按一年以内定期 整存整取同档次 利率打6折	按一年以内定期 整存整取同档次 利率打6折	按一年以内定期 整存整取同档次 利率打6折	按一年以内定期 整存整取同档次 利率打6折	
二、协定存款	1	0.9	0.9	0.9	0.7	-30
三、通知存款						
一天	0.55	0.45	0.45	0.45	0.25	-30
七天	1.1	1	1	1	0.8	-30

资料来源：工行官网，国信证券经济研究所整理

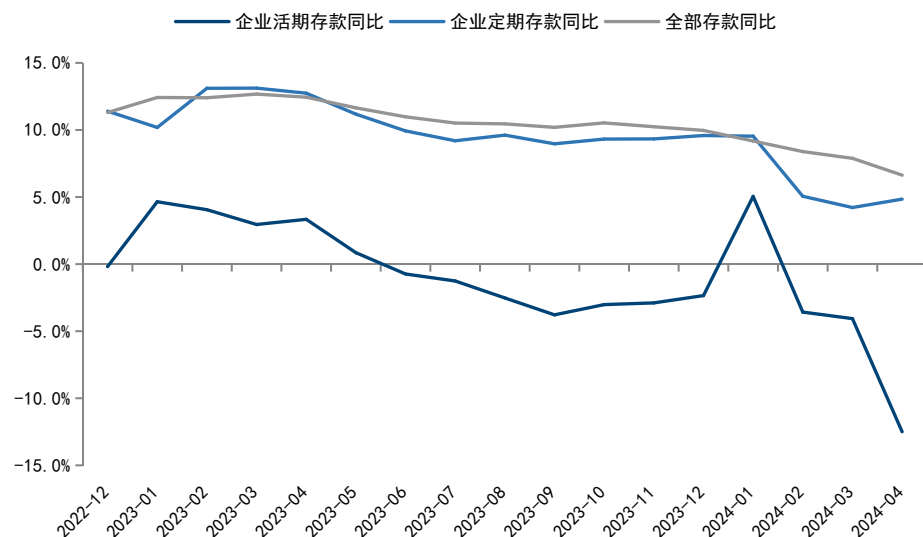
➤ 二是规范存款业务，整顿高息揽储行为：

- （1）据广州日报信息，2023年5月份调整协定存款和通知存款自律上限，国有银行执行基准利率加10个基点，其他金融机构执行基准利率加20个基点。停办不需要客户操作、智能自动滚存的通知存款，存量自然到期。
- （2）据21世纪经济报道2024年2月份信息，某省金融监管部门新近要求，保险资管公司发行理财产品等募集的资金应填入“同业存放”科目，不得计入一般性存款。报道称“多位理财人士对记者估算了这一业务的规模，大致在2-3万亿元左右”。
- （3）据上证报中国证券网信息，市场利率定价自律机制发布倡议文件，要求银行业金融机构禁止通过“手工补息”的方式高息揽储。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。银行应立即开展自查，并于2024年4月底前完成整改。

压降存款成本对银行的影响

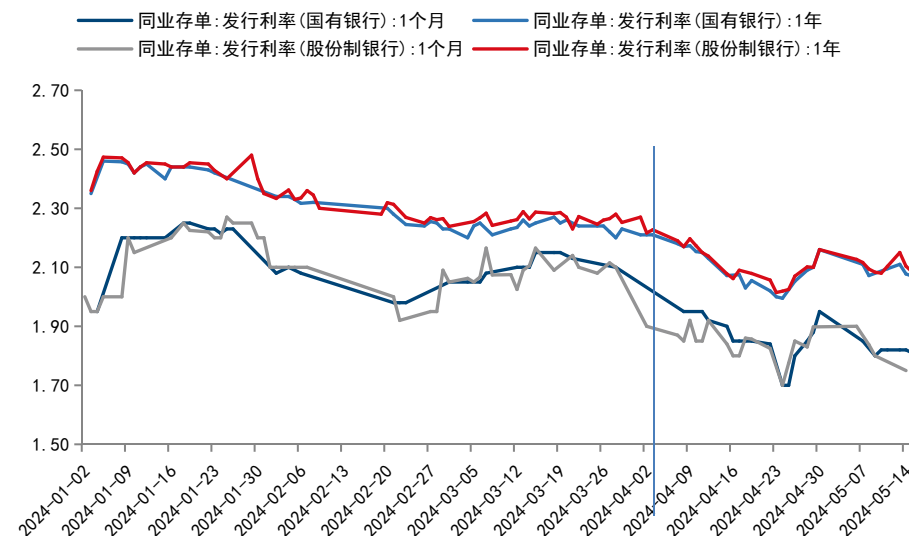
- 从价格来讲，挂牌利率下调以及禁止手工补息等有利于降低银行负债成本，缓解银行净息差压力
- 从数量来讲，手工补息被禁止后企业活期存款有一定流出，对银行负债增长产生影响，但银行整体存款增长较为稳定，压力并不大。
银行业当前面临的核心矛盾是缺资产，同时考虑到流出的部分活期存款或涉及资金空转，这部分存款流出对银行实体业务的影响比表面看起来更小，因此我们认为，银行不会因手工补息而面临大的负债压力。从实际情况来看，近期同业存单发行利率也比较稳定。

图：4月份企业活期存款同比明显减少，但整体存款增长稳定



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

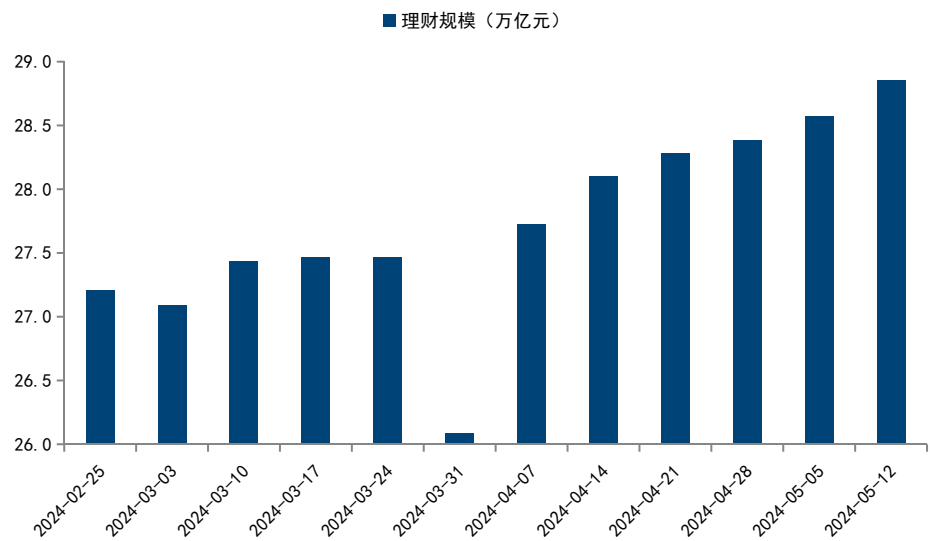
图：4月份以来同业存单发行利率稳定



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

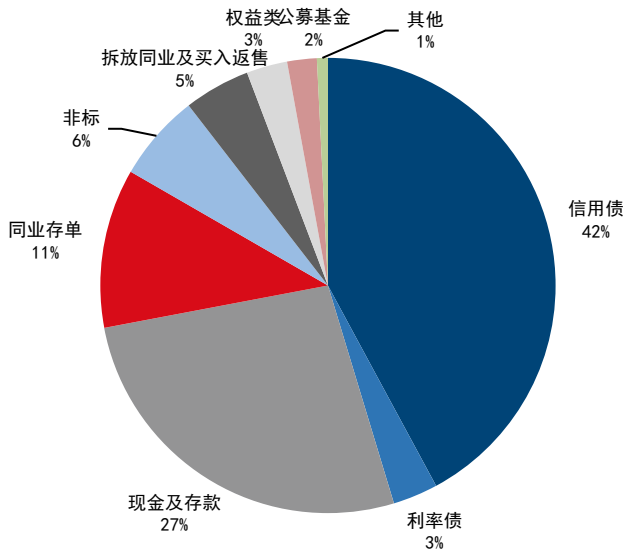
- （1）银行资金成本下降对资产端收益率要求降低，低收益、低风险债券配置需求或提升，不过这一途径对银行债券配置影响不能高估。一般而言，银行资产配置的第一顺位是信贷，在满足信贷（含非标）投放后，剩余可用资金在综合考虑流动性和盈利性后确定资产配置，银行资金成本是债券配置考虑的一个因素，但不是核心因素。
- （2）存款利率下降后资金流向低风险的理财和债基，银行自营和理财、债基对债券配置需求不同，进而影响债券市场。与银行自营相比较，理财配置债券比重更高，且以信用债为主
- （3）存款利率下降后市场降息预期加强，进而传导影响债券市场。

图：4月份以来理财规模回升明显



资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

图：理财产品配置信用债的比例很高（2023年末）



资料来源：理财年度报告，国信证券经济研究所整理

- 根据《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》，全球系统重要性银行应当计算TLAC风险加权比率和TLAC杠杆比率。对于TLAC风险加权比率，第一阶段要求不低于16%，第二阶段不低于18%；对于TLAC杠杆比率，第一阶段不低于6%，第二阶段不低于6.75%。
- 四大行需要在今年底满足第一阶段要求，2027年底满足第二阶段要求；交通银行2023年11月27日才成为全球系统重要性银行，应当在认定之日起三年内满足相关要求。
- 我们使用2024年一季度末数据静态测算了大行的TLAC缺口，整体而言压力不大

图：使用2024年一季度末数据静态测算的TLAC非资本债缺口

	工商银行	农业银行	中国银行	交通银行
资本充足率	19.21%	18.40%	18.52%	16.09%
TLAC风险加权比率估计	15.21%	14.40%	14.52%	12.59%
TLAC风险加权比率第一阶段最低要求	16%	16%	16%	16%
TLAC风险加权比率缺口	0.79%	1.60%	1.48%	3.41%
风险加权资产（亿元）	253,480	216,519	186,072	89,650
不考虑存款保险基金可计入规模上限的缺口（亿元）	2002	3464	2754	3057
考虑存款保险基金可计入规模上限后的缺口（亿元）	0	0	0	816
TLAC非资本债计划发行规模上限（亿元）	600	500	1500	1300
附：TLAC杠杆比率估计	7.69%	7.10%	7.62%	7.27%

资料来源：Wind，公司官网，国信证券经济研究所整理

地方化债推进，银行二永债可适当下沉

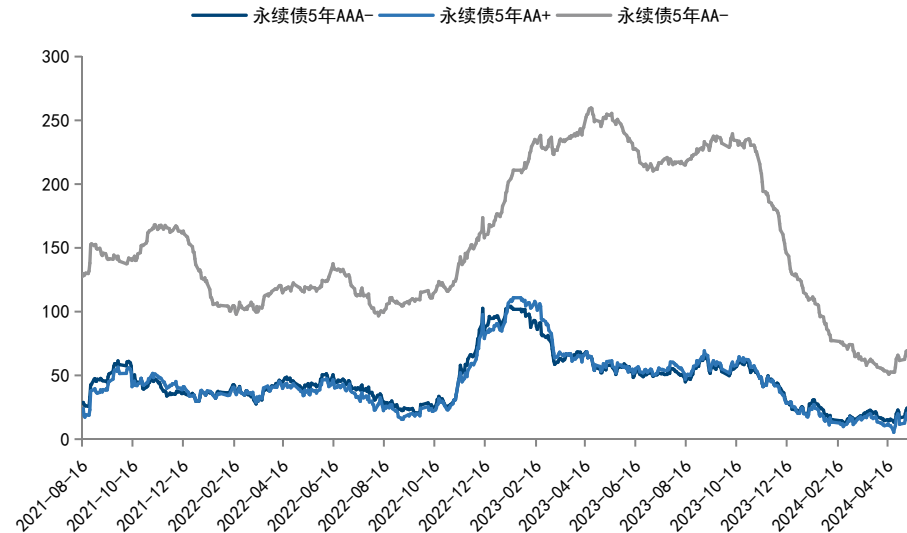
- 随着地方化债推进，部分债务压力较大的区域（比如山东、四川、贵州、重庆），当地公司治理好（主要是国企控股）的银行面临的资产质量风险降低，二永债可以适当下沉。

图：二级资本债较商业银行普通金融债风险溢价



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：永续债较商业银行普通金融债风险溢价



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- [01] 央行篇：理解特别国债发行方式与节奏
 - [02] 险资篇：长债和红利资产没买够
 - [03] 银行篇：大行负债波动，小行买债调整
 - [04] 理财篇：规模激增后的“烦恼”
-

当前银行理财短久期占主导

存款替代

现金产品：摊余成本估值无回撤，支持灵活取用
短期理财：收益性和灵活性兼备
中长期限：稳健增值，借助存款存单，证金债、非标、银行二永债和信用债等资产增强收益，封闭式产品可采用持有到期策略配合混合估值、平滑净值波动增强收益确定性。

收益保值

借助优先股、高股息、量化中性、可转债可交债、优选基金收益互换和期权期货等**多资产多策略优势**，合理对冲风险打造**一站式财富解决方案**，满足稳中求进的理财需求

资产增值

权益类

- 价值精选
- 消费精选

偏股混合
· 多资产
FOF进取

偏股混合、权益类：相比一些基金公司仅考核同类相对排名，招银理财综合考核中长期的收益排名和回撤指标，更坚技长期绝对收益理念

优选消费、高股息、专精特新、沪港深优质标的、控制回撤，借助多策略工具提升风险收益比，**打造理财特色权益策略**

偏债混合

- 多资产
FOF
- 多策略
FOF
- 量化精选平衡

中高波固收+
· 联合品牌
· 债基FOF

中波固收+
· 量化稳健
· 滚动持有增强

低波固收+
· 结构化理财

债+非标

- 增利
- 稳健

短债类

- 活钱管家
- 天添金

现金管理类
· 朝朝宝
· 朝朝金
· 日日金

低

预期风险

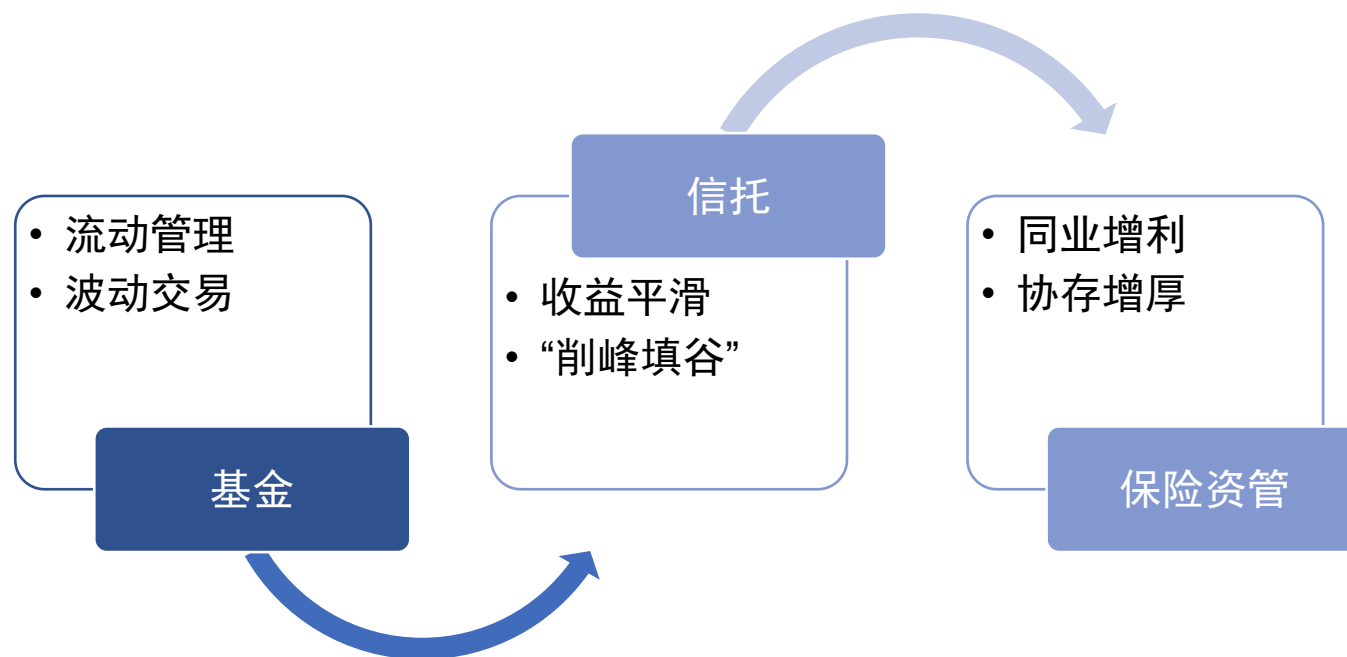
高

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

理财实现收益稳定的三个“机构伙伴”

- 预计理财短久期产品（如日度开放、最短持有期、定期开放产品）通过基金专户、信托平滑、保险资管嵌套等方式，一方面实现负债端稳定，另一方面实现了收益增厚，起到了“低波稳健”的效果。
- 但相关产品涉及到了同业套利行为，在压降存款成本下降环境下，相关策略的使用日渐狭窄，银行理财最终要直面资产价格的波动。

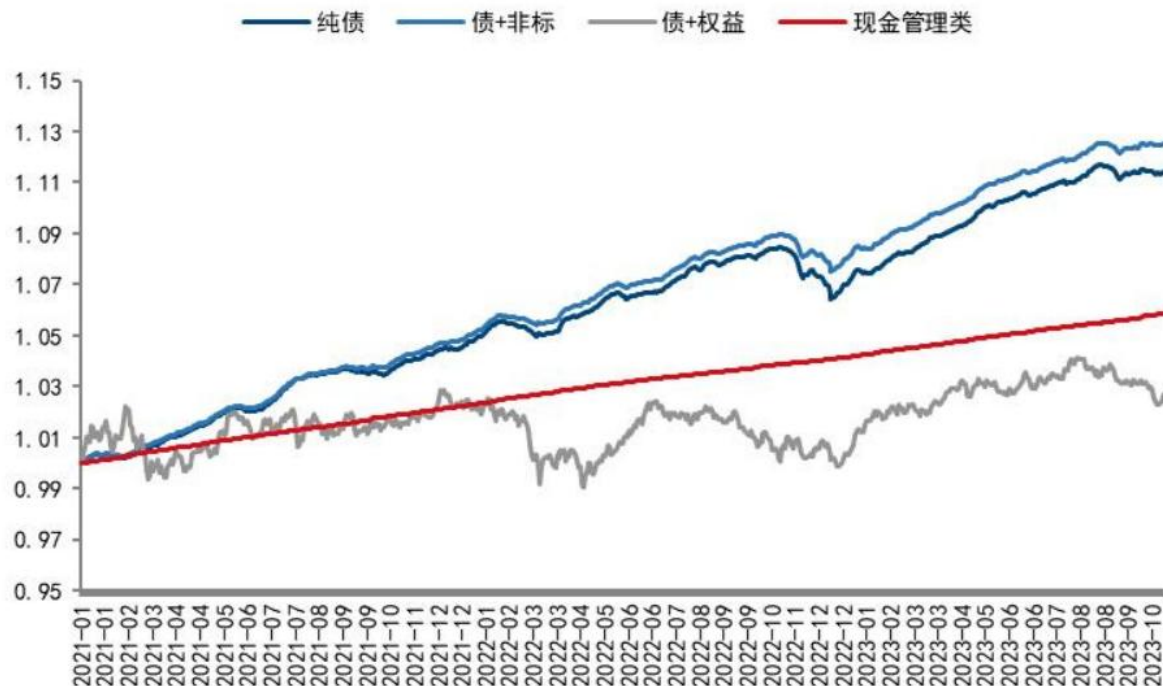
图：基金/信托/保险资管对银行理财收益平滑的作用



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

高息存款缺失后理财规模持续高增

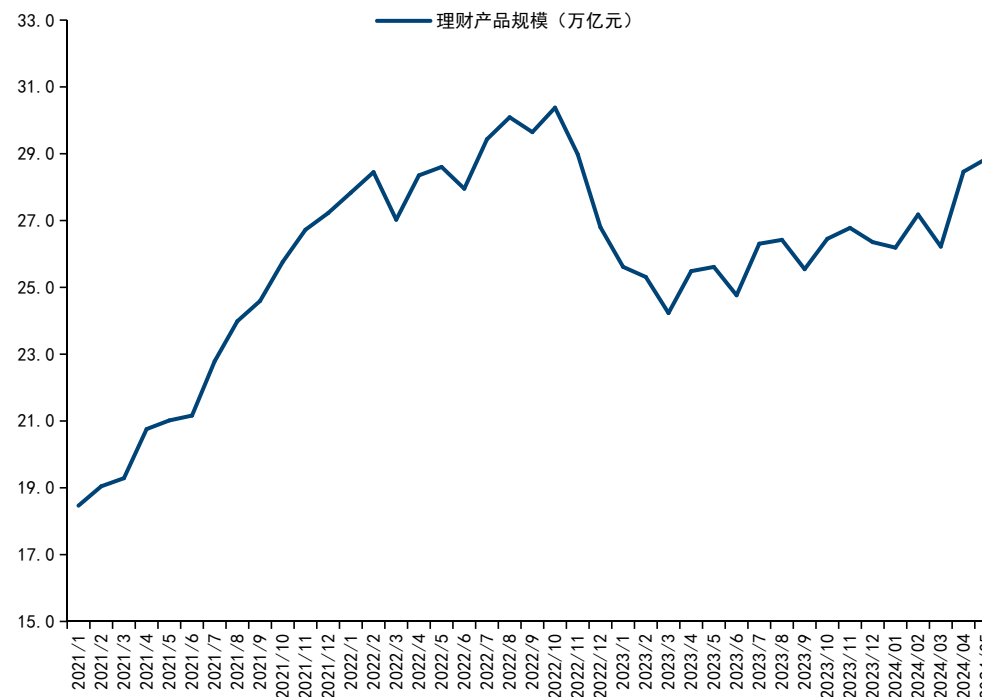
图：2021年以来各类理财产品收益拟合情况



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

注：以 2021年1月1日为基准日，采用货币基金指数、信用债指数、沪深 300 指数等组合拟合现金管理类、纯债类、“纯债+非标”、“固收+”理财产品收益情况。四类产品拟合方法：(1) 纯债：100%高等级信用债，按照信用债 AAA 指数；(2) 债+非标：80%债券+20%非标资产，债券部分按照信用债 AAA 指数，非标资产按照收益为 6%的摊余成本法资产；(3) 债+权益：80%债券+20%权益，债券部分按照信用债 AAA 指数，权益部分按照沪深 300 指数；(4) 现金管理类：按照货币基金指数。

图：2024年5月银行理财规模达到29万亿元

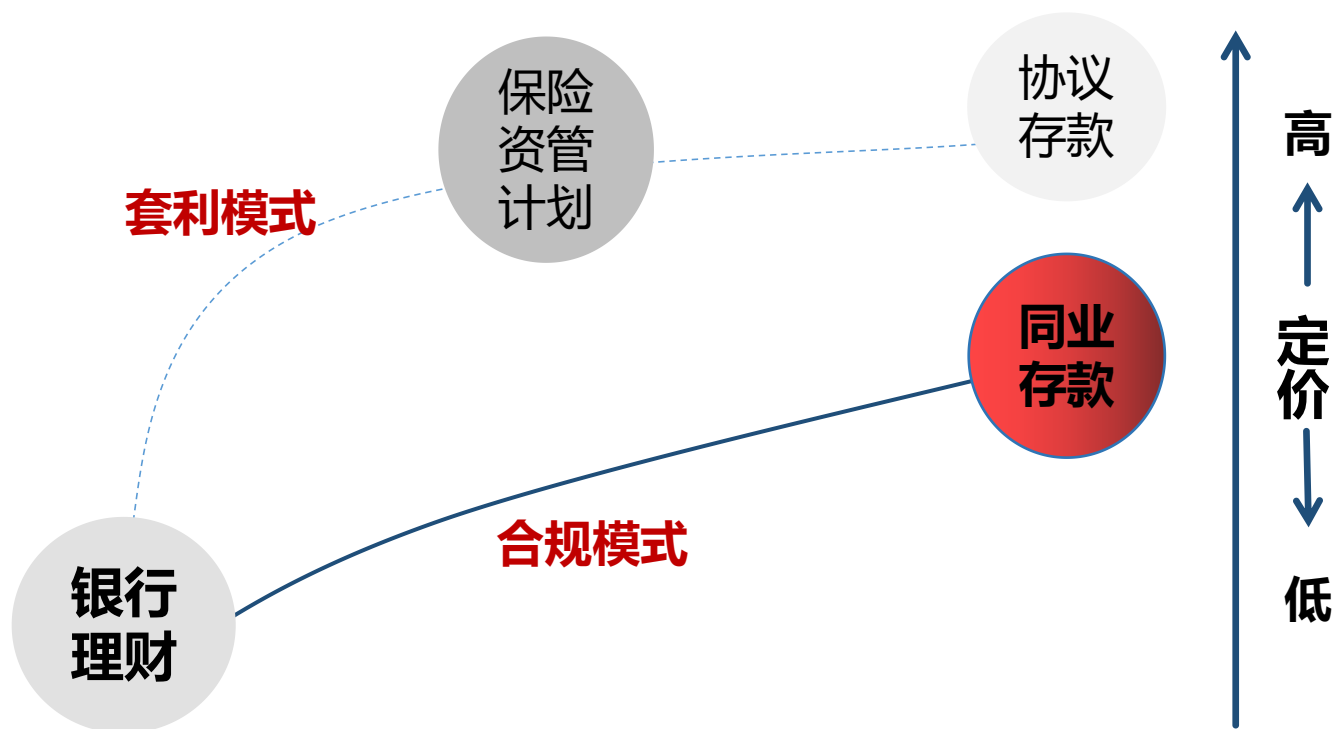


资料来源：普益数据, 国信证券经济研究所整理

套利后续难持续：以理财借道保险资管投资协议存款为例

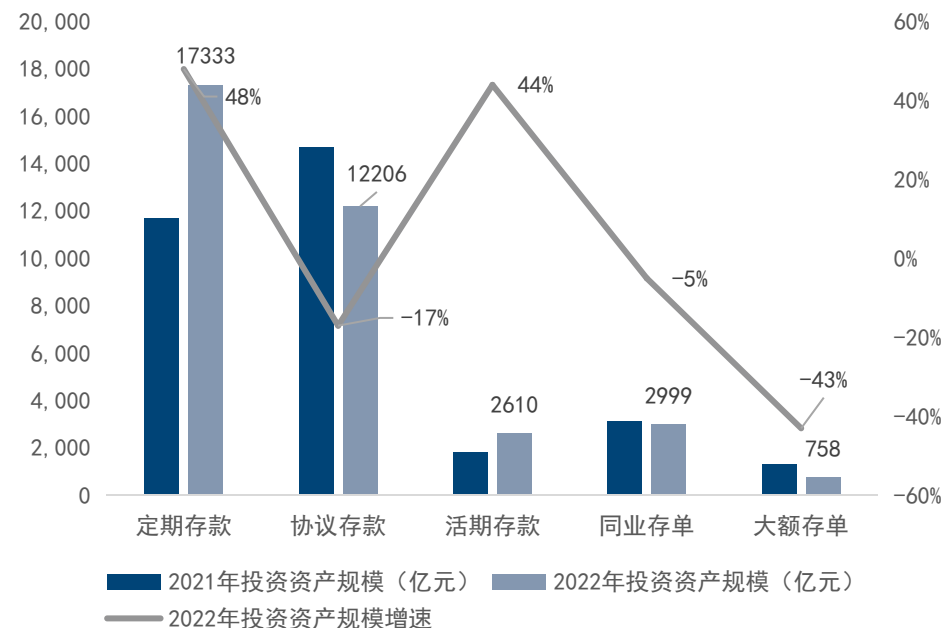
- 银行理财资金通过投资保险资管计划进而投资协议存款的**套利模式**，被认为在资金分类上不够恰当，部分区域监管部门要求将这部分资金重新归类为“同业存款”来进行计量和管理。而协议存款的定价通常高于同业存款。
- 从银行存款和存单的规模及增速来看，2022年定期存款和活期存款规模增长突出，分别增长48.05%、44.36%；协议存款规模减少，同比下降16.98%。

图： 协议存款套利模式分析



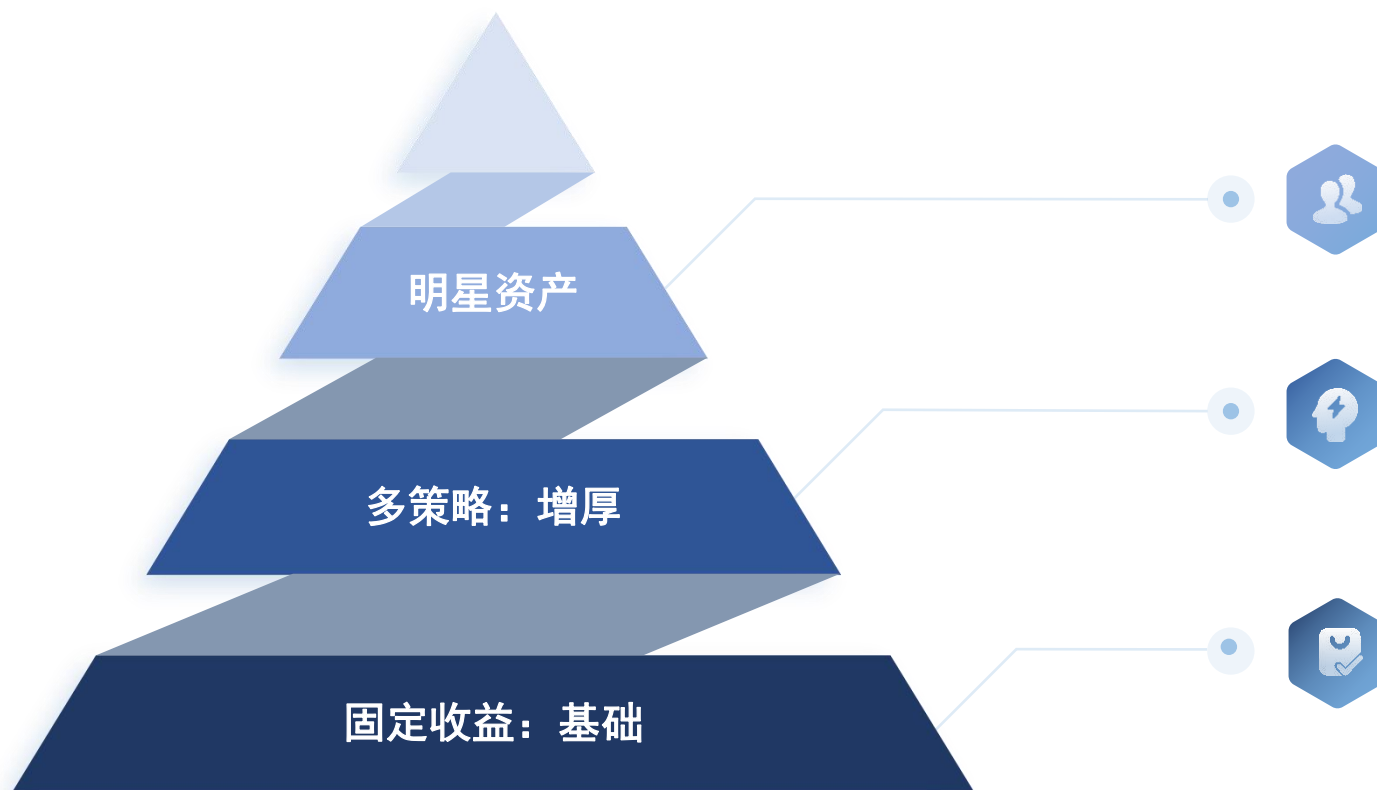
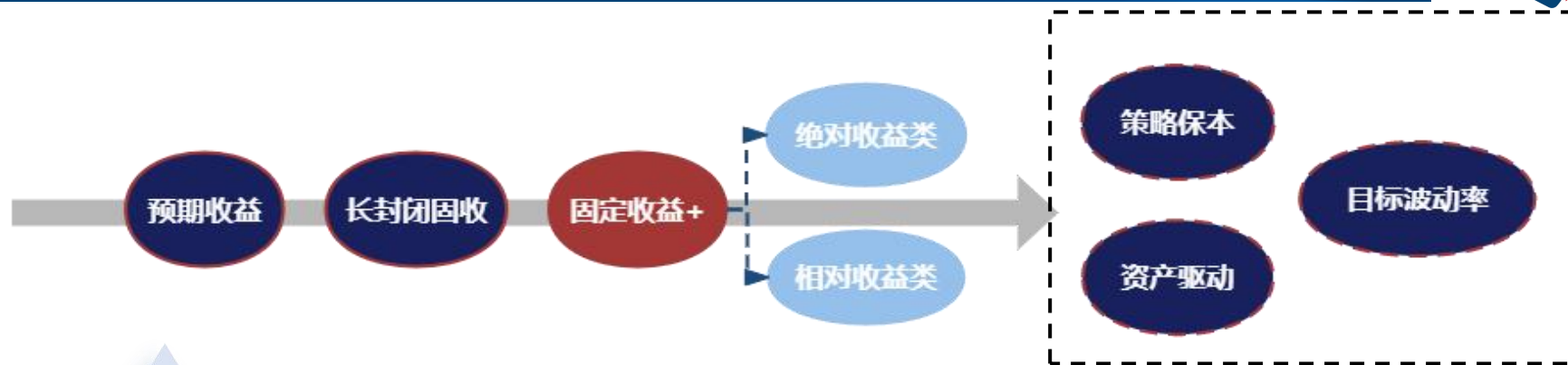
资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

图： 2021-2022年保险资管机构投资存款规模增长显著



资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

净值化转型的2.0阶段：固定收益+



挖掘不同时期具有显著优异的风险收益的各类“抢手”资产：

- 2014年：股票质押回购
- 2015年：杠杆优先级
- 2019-20年：转债、打新

收益增厚的各类策略：

- 权益多头策略
- 权益中性策略
- 国债期货策略
- 期权策略
- FOF/MOM
- 商品CTA策略

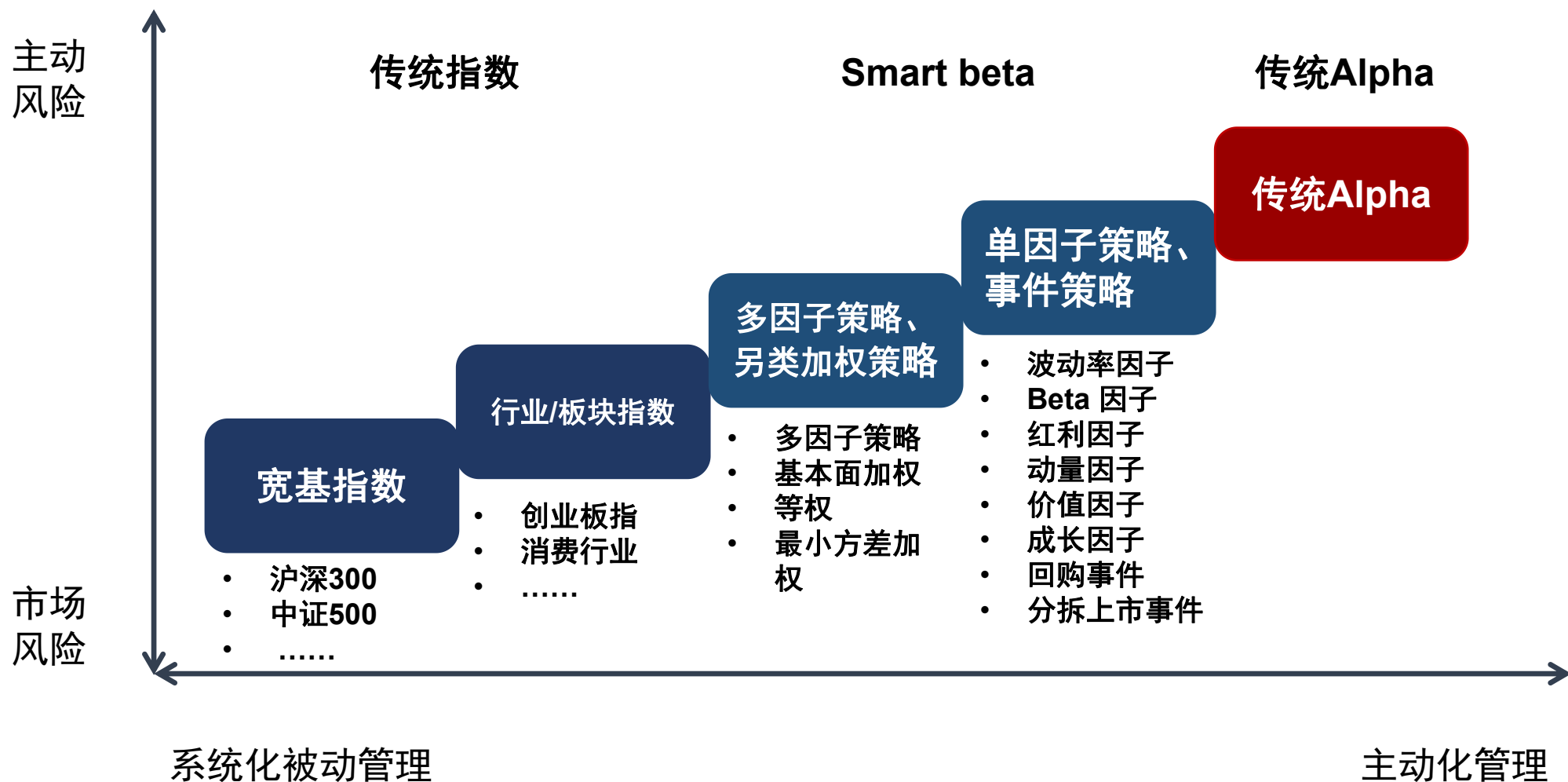
基础的固定收益资产：

- 各类标准化债券
- 各类非标准化资产
- 固定收益资管产品
- 券商收益凭证

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

净值化转型的3.0阶段： $\alpha + \beta$ 多元化突围

➤ 坚持Alpha+Beta思路，进一步完善产品线布局，并探索传统市场Beta之外多样化的Beta。



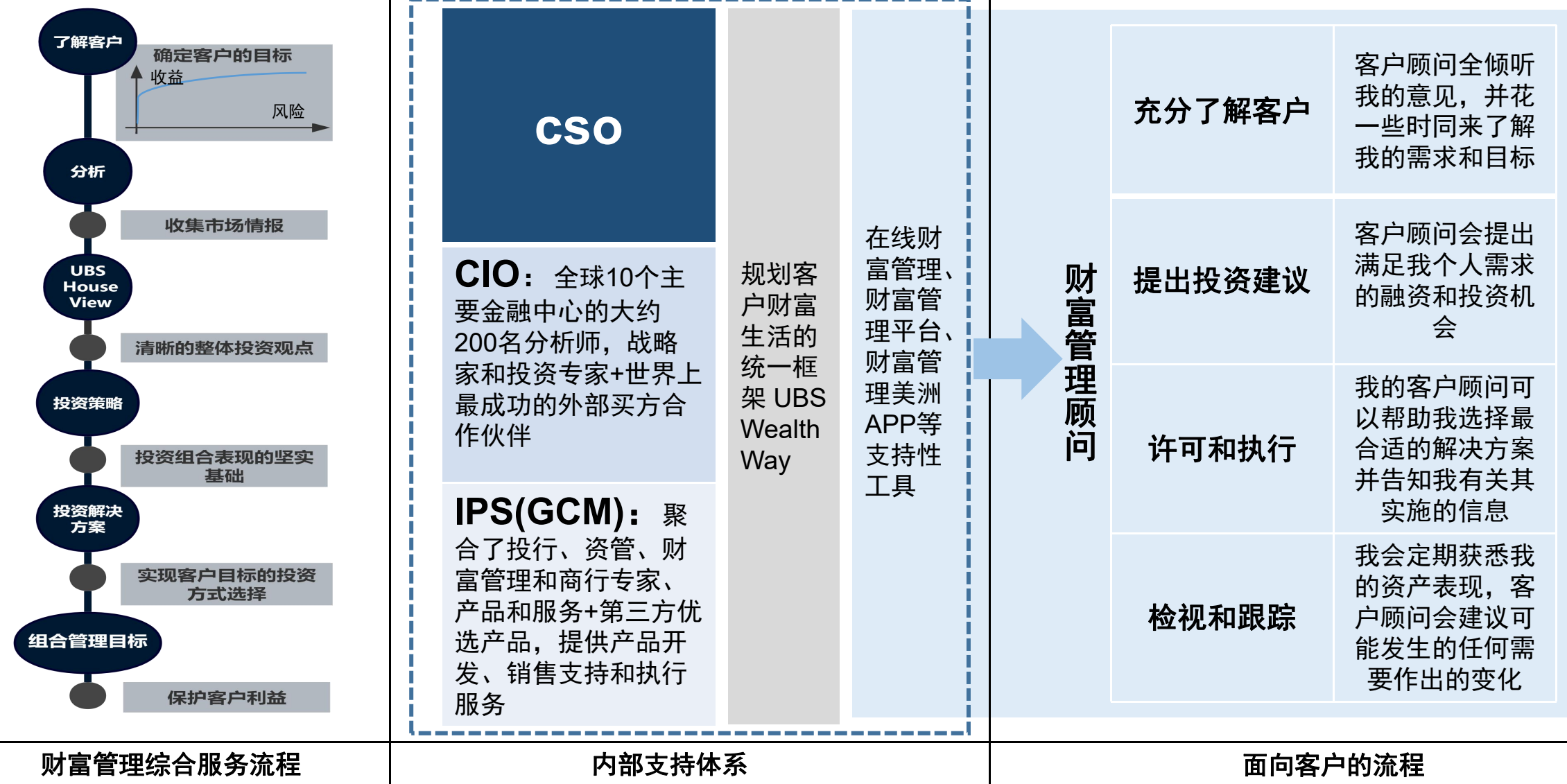
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

	方向	产品举例
商业模式	养老第三支柱产品	目标日期、目标风险等
投资方向	大类资产上向商品、房地产扩展	CTA、商品指数投资、REITS等
	地域上向海外（香港、美国及更广阔的境外市场）扩展	港股、美债、日本、欧洲等
	权益上向符合宏观供给侧结构性改革、优化融资结构方向的科创企业扩展	科创主题指数、科创打新、科创战略配售、科创二级投资等
	固收上向非投资级债券、债权类资产扩展	高收益债、银行票据等
	衍生品上向更丰富的期权、期货品种扩展	股指期权等
投资策略	投资风格、特征的细化	ESG、信用债策略细分等
	大类配置、股债轮动等主动策略	资产配置型主动指数
	量化类策略不断丰富	市场中性、高频交易、期权等
	事件驱动策略	定增等业务机会
运作方式	基于产品封闭期延长，提升基金份额的二级市场流动性	组合债基、封闭债基交易所或OTC交易等
	公募收费模式多元化	浮动管理费、业绩报酬等
	实现委托资产非交易过户	债券盘活、股票市值管理等
	推广MOM业务模式	理财精选专户

资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

投与顾的协调：瑞银集团服务体系

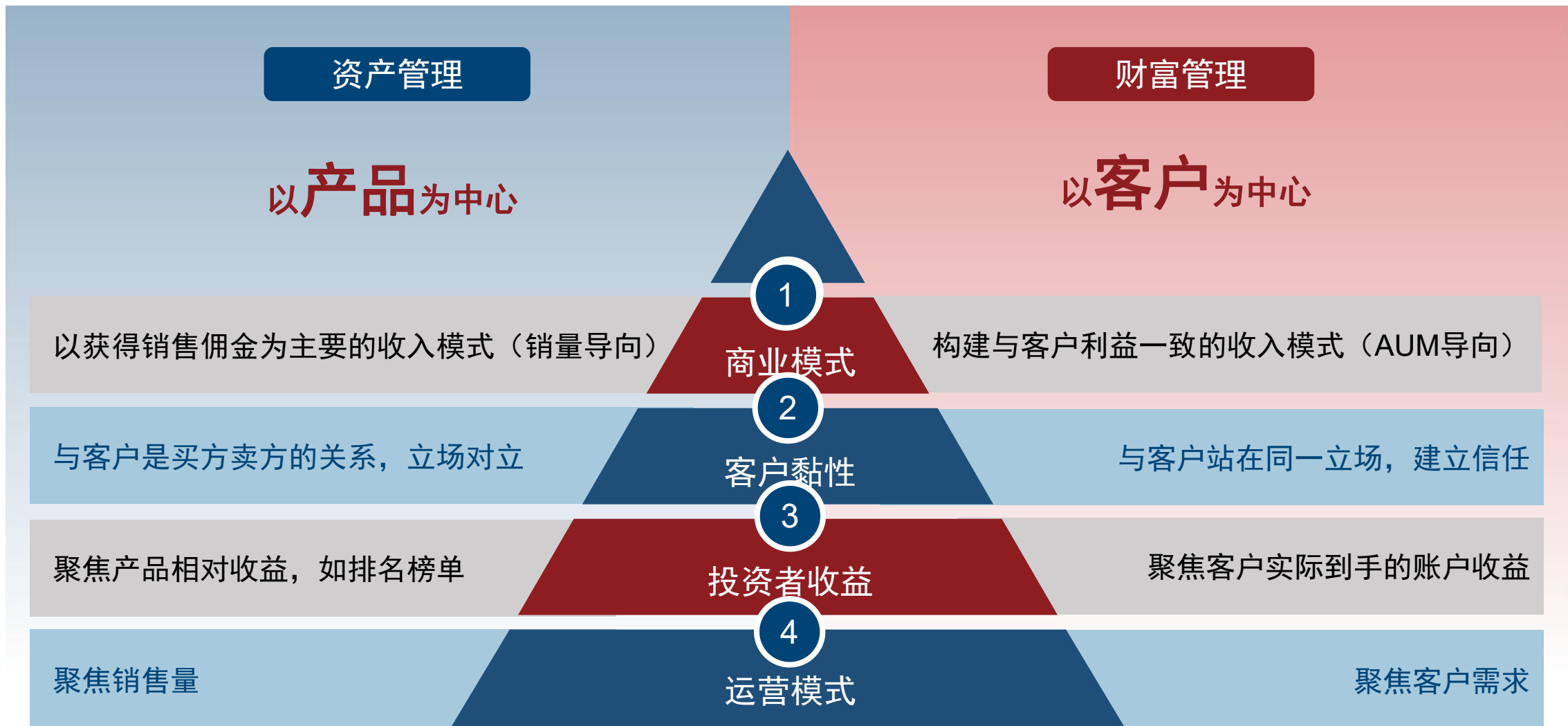
➤ 瑞银完整流畅的服务体系将投资中最困难的投资决策整合打包，以最简洁易懂的方式交付给客户



资料来源:瑞银集团, 国信证券经济研究所整理

产品端（理财产品）和销售端（客户服务）最终走到一起

财富管理转型：以产品销售为先转向客户利益为先



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

- 本报告为分析框架，文中所涉及个股均为举例之用，不涉及具体的投资建议。具体的投资建议请参考我们相应的个股分析报告。
- 市场风险是指由于利率、权益价格、房地产价格、汇率等不利变动导致行业遭受非预期损失的风险。其中，利率风险是指因利率波动而导致公司资产端承受潜在损失的风险。随着长期利率的下行，导致长期型债券现价上升，从而影响行业整体投资收益及投资表现。同时权益市场的波动直接影响资产端投资收益，权益市场的波动可能将对人身险行业资产端收益有更大的负面影响。因此，若资产端整体投资收益不及预期，保险公司投资收益增速将受挫，从而导致负债端及资产端的错配及利差损进一步加剧的风险。
- 产品销售风险是指若行业新开发产品及储蓄型保险的保费收入不及预期，则行业整体负债端将持续承压，行业困局将持续的风险。若未来储蓄型保险保费增幅低于预期，则2024年有可能出现保费增长乏力的情况，叠加健康险的产能过剩，行业整体将出现NBV增速缺乏增长核心的风险。与此同时，可能进而导致中长期行业负债端结构转型及调整不及预期的风险。
- 监管政策趋于严格，未来利润空间可能受影响。以重疾险为例，随着保险业相关政策日渐完善及严格，各险企间产品差异化进一步减小，从业各险企将更难通过差异化的产品获取市场份额，因此在行业竞争逐渐激烈的背景下，可能导致各险企利润空间受到影响。同时，在监管政策的指引下，定价利率的下调依旧存在可能影响长期人身险产品销售增速的因素。

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.CSI）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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	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
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

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。

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中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

GUOSEN SECURITIES

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楼

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