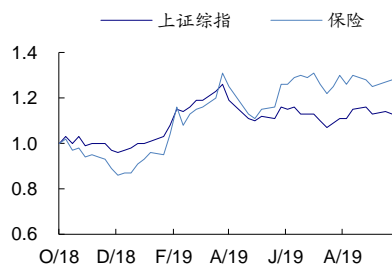


2019年10月25日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《保险资产负债监管政策点评: 明赏罚, 则有胜负》——2019-08-08
- 《寿险股价推演: 忽逢桃花林》——2019-08-04
- 《保险行业下半年投资策略: 否极泰来, 积极布局》——2019-06-19
- 《保险行业重大事件快评: 短期波动不掩长期价值》——2019-01-31
- 《行业重大事件快评: 经济起伏, 不改价值回归大势》——2019-01-08

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165  
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002  
联系人: 王鼎  
电话: 0755-81981000  
E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

## 财险: 寿险与巴菲特的距离

### ● 核心内容及观点

本篇报告是财险深度报告。我们主要通过对比寿险和财险的不同来探讨以下问题: 寿险企业能否在资产端模仿巴菲特? 巴菲特领导的伯克希尔哈撒韦必须是财险企业吗? 我们的核心观点: 财险企业在资产端的风格更加自由, 而寿险企业在资产端受到了负债端的强约束。

### ● 战略导向不同: 规模与精细

寿险保单的有效期长, 对投保人有储蓄的功能, 即提供金钱的时间价值, 而财险保单的有效期为一年左右, 一般无储蓄作用。如此, 寿险企业的发展往往是以储蓄为主导, 通过迅速扩张储蓄规模以保证高的净资本回报率; 而财险企业的发展将精耕于保障功能, 对迅速扩张规模的诉求较弱, 偏好于深耕资产端和负债端以保证高的净资本回报率。

### ● 风险导向不同: 利率与通货膨胀

我们认为金融企业是风险导向的企业, 而论及业务不可控的外部风险, 首要的两个风险即是相生相伴的利率风险及通货膨胀风险。寿险保单的有效期长, 且赔付是给付性的, 所以寿险企业的首要风险是利率风险; 财险保单的有效期短, 且赔付是赔偿性的, 所以财险企业的首要风险是通货膨胀的风险。

### ● 财险和寿险的资产端风格不同

财险和寿险企业拥有不同的战略导向及风险导向, 这决定了财险和寿险拥有不同的资产配置导向。寿险企业的产品有储蓄功能, 负债端规模大且久期长, 更倾向于大量配置长久期且低风险的固收资产, 以实现高效率的规模扩张; 财险企业的产品无储蓄功能, 负债端久期短故利率风险敞口小, 偏向于在资产端构建独立的投资风格, 以充分利用负债端的低成本资金。

### ● 伯克希尔哈撒韦: 巴菲特与财险

在一定程度上, 伯克希尔哈撒韦就是资产端的巴菲特与负债端的财险业务的结合。正如巴菲特所说, “如果当初没有收购(第一家财险企业), 运气好一点的话, 伯克希尔哈撒韦的价值是今天的一半。”

### ● 投资标的和投资建议

我们给与中国再保险以“买入”评级, 且2019年目标价在1.55-1.72港元之间; 调高中国财险至“买入”评级, 且2019年目标价在11.31-12.63港元之间。

### ● 风险提示

- (1) 巨灾等自然灾害风险; (2) 通货膨胀风险; (3) 经济系统性风险。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2019E	2020E
1508.HK	中国再保险	买入	0.13	0.15	0.17	9.6	8.3	7.4
2328.HK	中国财险	买入	1.04	1.16	1.39	9.3	8.4	7.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测(对应2019年10月12日股价, 单位: 港元)

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

寿险企业不适宜复制巴菲特的伯克希尔哈撒韦。

财险业务的业务周期短，可以适应一般的估值框架。我们采用“ROE/PB”及“1/PE”等简单的方法来对中国再保险和中国财险进行估值。我们给与中国再保险以“买入”评级，维持中国财险的“买入”评级。

### 核心假设或逻辑

第一，寿险企业的保单有效期极长，且赔付原则是给付性，如此则必然对投保人负有储蓄责任；

第二，财险企业的保单有效期在一年左右，且赔付原则是赔偿性的，对投保人并不负有储蓄责任；

第三，有储蓄责任的保单，资金成本为正，致使资产的净收益率低；无储蓄责任的保单，资金成本为负，以致资产的净收益率高；

第四，对于负债驱动型的金融企业而言，其股东资本收益率都在于两点：（1）资产的净收益率；（2）权益乘数，即资产/股东权益；

第五，为了提升股东资本的回报率，寿险企业的经营重点在于权益乘数，对规模扩张有着强烈的诉求；财险企业的经营重点在于资产的净收益率，对承保利润和资产回报率都有着较高的要求，但对规模扩张没有强烈的诉求。

### 与市场预期不同之处

我们认为寿险企业无法复制巴菲特的伯克希尔哈撒韦。财险企业与寿险企业不同的根本原因，在于寿险保单的有效期极长，对投保人附带有储蓄功能，即金钱的时间价值。正如，当市场利率上下剧烈波动之时，人们总会重新审视寿险保单的吸引力，但并不会因此重新审视财险保单的吸引力。如此，寿险企业的负债成本为正，资产净收益较窄，致使寿险企业对规模扩张有着强烈的诉求，以此维持股东资本的高回报率；而财险企业的保单是赔偿性的，对投保人无储蓄功能，资金成本低，且利率风险小，资产端的资产配置不受负债端约束，可以打造独特的投资风格，以充分利用负债端的浮存金。

投资者往往低估利率骤然大幅上升对寿险企业所造成的伤害：（1）存量的寿险保单将大量被质押或者退保，以致寿险企业面临很大的现金流压力；（2）增量保单吸引力大幅下降；（3）股票等高风险资产会率先逐步失去流动性或者价格大幅下挫，加重寿险企业的现金流压力。

### 股价变化的催化因素

第一，股价及估值水平的提升关键在于 ROE 的提升；

第二，财险各业务条线的风险敞口管理优异，使业务综合成本率稳定；

第三，财险业务对应的资产收益率稳步向上，提升公司整体的资产净收益率；

第四，寿险业务迅速扩张，同时管理好资产和负债的久期匹配。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，巨灾等自然风险；

第二，通货膨胀风险；

第三，贸易战等系统性风险，降低投资者的风险偏好，以此提升投资者对股权的要求回报率。

## 内容目录

<b>战略导向：规模与精细</b> .....	<b>5</b>
寿险业务：重点在于规模.....	5
财险业务：重点在于精细.....	6
<b>风险导向：通胀与利率</b> .....	<b>7</b>
金融企业：风险是底线.....	7
导向的因素：负债端久期与赔付原则.....	8
<b>资产配置的自由度不同</b> .....	<b>9</b>
寿险：资产配置的自由度低.....	9
财险：资产配置的自由度高.....	11
<b>伯克希尔哈撒韦：巴菲特与财险</b> .....	<b>14</b>
起点：财险业务为引擎.....	14
转折点：收购财险再保巨头.....	15
<b>投资标的及投资建议</b> .....	<b>17</b>
中国再保险.....	17
中国财险.....	19
<b>风险提示</b> .....	<b>21</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>22</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>22</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>22</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 美国历年 10 年期国债利率情况.....	8
图 2: 美国历年通货膨胀情况 .....	8
图 3: 2018 年大都会人寿一般业务的投资组合.....	10
图 4: 2018 年大都会人寿可供交易的固收类资产信用结构.....	10
图 5: 2018 年美国保德信一般业务的投资组合.....	10
图 6: 2018 年美国保德信固收类资产的信用结构 .....	10
图 7: 2018 年宏利金融一般业务的投资组合 .....	11
图 8: 2018 年宏利金融固收类资产的信用结构.....	11
图 9: 2018 年私人车险市占率.....	12
图 10: StateFarm 的投资组合 .....	13
图 11: Allstate 财险业务的投资组合 .....	13
图 12: GEICO 的资产组合 .....	13
图 13: 前进财险的投资组合 .....	13
图 14: 业绩的复利: 伯克希尔哈撒韦年均 ROE 19.2%.....	14
图 15: 中国财险股价及估值水平走势.....	20
表 1: 美国上市的部分银行的权益乘数 (资产/股东权益) .....	6
表 2: 美国上市的部分寿险企业的权益乘数 (资产/股东权益) .....	6
表 3: 美国上市的部分财险企业的权益乘数 (资产/股东权益) .....	7
表 4: 伯克希尔哈撒韦浮存金的成本.....	15
表 5: 伯克希尔哈撒韦的浮存金规模.....	15
表 6: 伯克希尔哈撒韦历年 ROE 的分拆.....	16
表 7: 伯克希尔哈撒韦在 1996 年的收购原则 .....	16
表 8: 伯克希尔哈撒韦保险业务的收入 .....	16
表 9: 各保险业务保费收入 .....	18
表 10: 净资本盈利情况分析 .....	18
表 11: 负债中各业务线准备金结构 .....	18
表 12: 中国财险的 ROE 结构.....	20
表 13: 中国财险 ROE 四因子拆分.....	20

本篇报告是以财险为主题的深度报告。我们主要通过对比寿险业务来定位财险业务的经营特征以及投资价值。我们认为寿险企业与财险企业在资产配置自由度方面有着本质的不同，这主要因为两点：（1）战略导向不同；（2）风险导向不同。本报告旨在一般业务上的探讨，其中寿险业务指的是传统型的寿险业务，财险业务泛指的是保单有效期在一年左右的财产及意外险等业务。

## 战略导向：规模与精细

保险企业是典型的负债型驱动企业：企业通过销售保单来获取负债资金，然后将资金投资出去以获取资产。如此，保险企业通过资产和负债两端的运作，赚取利润，再通过以股东资本撬动的权益乘数，即资产除以股东资本的倍数，来最大化股东资本的回报率。

如此，我们构建一个简单的金融企业分析框架，从最简单的视角开始，来审视寿险和财险的运营模式：

$$\text{股东投入资本的回报率} = (\text{资产收益} - \text{资金成本}) * \frac{\text{资产}}{\text{股东投入资本}}$$

我们将以上公式中的前者称为资产净收益率，将后者称为权益乘数。

银行与非银行金融企业不同的重点在于，前者可以直接获取居民的储蓄。而寿险企业是非银行金融行业中少数可以间接获取居民储蓄的金融机构，这决定了寿险企业运营的重点与银行类似，在于规模扩张。

### 寿险业务：重点在于规模

如果一家金融企业的负债主要由储蓄组成，并且负债成本高，进而资产净收益率低，驱使其对权益乘数有着较高的诉求，以保证股东资本的回报率在一个合适的水平。从权益乘数的角度分析，寿险企业对于规模扩张有着强烈的诉求，甚至高于银行对于规模的诉求。

我国居民接触最为频繁的负债型驱动的金融企业是银行。银行及保险企业的运营皆是从负债端开始。我们借用银行的例子来铺垫对寿险的分析。

银行是通过类似的模式为股东赚取利润：从单家银行角度，银行通过获得个体及机构存款的形式来获取负债资金，存款利率即是负债成本，同时银行将资金以贷款的形式借给个人及机构以获取收益，此时贷款即为银行的资产。银行通过负债和资产两端的运作，赚取利差，同时通过权益乘数来最大化其股东的利益。

在负债端，银行对于储户而言，最直接的服务是储蓄：银行承诺给储户一个存款利率以获取居民的存款，即居民储蓄。而能不能为居民提供储蓄服务，则基本上决定了金融企业的战略方向。银行通过获取居民储蓄以形成负债，以致银行的负债端成本为正，资产净收益率小，所以银行对于规模扩张有着强烈的诉求，以保证股东资本能得到一个合适的收益率。

从在美国上市的部分银行来看，其权益乘数普遍较高。

**表 1: 美国上市的部分银行的权益乘数 (资产/股东权益)**

证券代码	证券简称	2018 年
MFG.N	瑞穗金融	20.8
BNPQF.OO	BNP PARIBAS ORD	19.3
MUFG.N	三菱日联金融集团	19.1
BCS.N	巴克莱银行	17.8
CM.N	加拿大帝国商业银行	17.0
BMO.N	蒙特利尔银行	16.9
RY.N	加拿大皇家银行	16.7
TD.N	道明银行	16.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

借用大众对于银行的深刻理解, 我们从这是开始理清寿险和财险的区别。保险企业的产品是保单, 保单最核心的功能是风险保障功能, 与储蓄功能不同, 所以按理来说保险企业的保单似乎与储蓄没有关系。但寿险行业却呈现出了一种完全不同的发展生态。

(1) 寿险企业保单的有效期长, 这是令寿险运营和财险运营区别开来的最本质因素。有效期长的保单, 无论是储蓄型保单还是保障型保单, 一定会有储蓄功能, 因为有效期长的保单一定会涉及到一个概念, 即资金的时间价值。这正如现金流有折现的概念一般。如此, 寿险就必然会涉及到储蓄功能, 或者可以被称为资产管理功能。

(2) 一旦产品有储蓄功能的倾向, 企业就有强烈扩张的诉求。储蓄功能强的产品, 其资金成本必然为正。正如纯储蓄型的银行存款, 其存款利率为正。现实中, 寿险企业的资金成本也一般为正, 因为寿险保单的有效期长, 整体以储蓄功能为主导。在正常的市场竞争下, 寿险保单的资金成本和相应的资产收益会持续收窄, 最终保持在较窄的范围内。如此, 对于股东而言, 寿险企业的最终诉求就是规模扩张, 通过规模扩张来提升权益乘数, 以最大化股东资本的回报率。

从在美国上市的部分寿险公司来看, 其权益乘数也普遍较高。

**表 2: 美国上市的部分寿险企业的权益乘数 (资产/股东权益)**

证券代码	证券简称	2018 年
PUK.N	英国保诚	29.5
AEL.N	美国股票投资寿险	25.7
LNC.N	林肯国民	20.8
PFG.O	信安金融	20.5
AEG.N	荷兰全球保险	17.4
PRU.N	美国保德信金融(PRUDENTIAL)	16.6
MFC.N	宏利金融	15.9
BHF.O	BRIGHTHOUSE FINANCIAL	14.2
MET.N	大都会人寿(METLIFE)	13.0
SLF.N	永明金融	11.1
LFC.N	中国人寿	10.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 财险业务: 重点在于精细

因为财险保单的有效期只在一年左右, 与寿险比起来, 财险是纯保险企业, 其保单基本不含有储蓄功能, 所以财险企业普遍在规模扩张方面并不激进, 属于一般的非银行金融类企业。

从在美国上市的部分财险企业来看, 其权益乘数相对处于低位。

**表 3: 美国上市的部分财险企业的权益乘数 (资产/股东权益)**

证券代码	证券简称	2018 年
ALL.N	好事达保险(ALLSTATE)	5.3
CNA.N	CAN 金融	5.1
TRV.N	旅行者集团(TRAVELERS)	4.6
WRB.N	BERKLEY W R	4.5
PGR.N	前进保险	4.2
THG.N	汉诺威保险	4.2
CB.N	丘博保险(CHUBB)	3.3
BRK_A.N	伯克希尔哈撒韦	2.0
AGO.N	保证担保	2.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

对于财险企业而言, 负债端的风险管理才是首要的任务。即如何控制企业的各个风险敞口才是最为重要的事情, 使企业能安然度过像巨灾以及金融危机等重大风险事故, 所以财险企业天然对于风险再保险有着强烈的需求。

举个典型的例子——美国 2008 年的次贷危机: AIG 在 2008 年美国次贷危机之前, 是美国最大的综合性保险集团, 在 2007 年末的资产规模超过 1 万亿美元, 覆盖寿险和财险, 拥有一家飞机金融租赁行业的龙头企业以及一家大型的证券借贷公司, 覆盖金融衍生产品运营等, 一时风光无限。在次贷危机爆发之前, AIG 为大量金融衍生产品销售了信用交换类产品, 类似于信用保证保险, 例如为被称为 CDO (Collateralized Debt Obligation) 这种结构化债务凭证销售了大量的信用交换, 即 CDS (Credit Default Swap)。

截至于 2007 年末, AIG 信用交换的风险敞口高达 5270 亿美元, 集团在相关的信贷风险上积累了大规模的风险敞口, 使其最终无法抵御次贷危机。最初, 在产品的风险控制环节上, 隐含的假设之一是, 一单信贷是否会违约与另一单信贷没有显著的统计关系, 促使 AIG“顺利”积累了与金融衍生品相关的大量信用风险敞口。但是在经济周期的作用下, 许多没有关联的金融衍生品一齐违约, 发生系统性风险, 就好像大量分布于不同地域的私人轿车同时出现事故, 这直接导致了 AIG 的猝不及防。

结论: 能否获得居民储蓄是将银行行业和非银行金融行业区分开的本质因素, 但寿险行业是非银行金融行业里的异类, 能获取居民的长期储蓄, 且在运营方向上与财险行业有着本质的不同。

在探讨完寿险和财险的战略导向后, 风险导向是在此之外必须探讨的框架性重点。

## 风险导向: 通胀与利率

在一般情况下, 通胀和利率互为阴阳。利率向上, 则通胀向下; 利率向下, 则通胀向上。巧合的是, 寿险企业与财险企业有着这样的风险特征: 寿险企业的首要风险是利率风险, 而通货膨胀风险小; 而财险企业的首要风险是通货膨胀风险, 而利率风险敞口小。

同时需要指出的是, 相对而言, 由于财险企业的保单有效期短, 每个业务周期所需要面对的通货膨胀风险敞口还是相对有限的, 只有长期超预期的通货膨胀才会对业务盈利造成实质性的影响。

### 金融企业: 风险是底线

我们认为金融企业在本质上是风险导向的企业。金融企业面临的最大的外部风险将影响甚至决定这家金融企业的运营偏好。这正如, 寿险企业的利率风险极大, 为此应运而生的资产负债管理框架对其资产配置有着强约束。

我们从风险的角度，来辨析寿险企业和财险企业，这是辨析战略方向外不可或缺的重点。

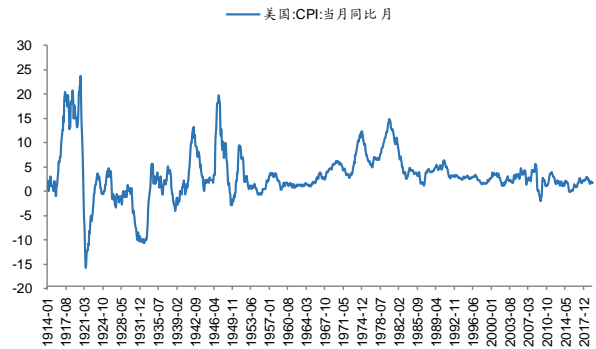
我们首先简要介绍利率风险和通货膨胀风险。我们知道寿险行业最大的外部风险是利率风险，但与利率风险相生相伴的则是通货膨胀风险。

图 1：美国历年 10 年期国债利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：%）

图 2：美国历年通货膨胀情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：%）

**利率风险：**利率有波动，正如经济有周期一般。当下，我们的经济正在处于一个长期下滑的通道中，这会导致市场利率处于长期下滑的通道中。但在下滑的长期趋势中，利率肯定是波动向下。内因，例如供给和需求的弹性不同，而外应，例如积极的财政政策以及宽松的货币政策往往是对经济下滑的对冲手段，令利率波动。

**通货膨胀风险：**在利率的波动中，物价自然难以避免波动，而物价的波动则直接决定了我们当下资产的实际购买能力，即人们实际的财富。例如，今年人均工资的涨幅为 2%，但大米价格的涨幅为 5%，那么人们用今年工资购买大米的数量在下降，实际上人们今年所赚取的工资的实际购买力在下降。在实际情况中，石油等大宗商品物价的输入性通胀，以及货币政策波动所带来的通胀，都是通货膨胀风险的不同表现。

### 导向的因素：负债端久期与赔付原则

为什么有着不同的风险导向？关键在于保单（负债端）的（1）久期；（2）赔付原则。

（1）负债端久期，决定利率风险敞口大小：寿险企业负债端的久期长，特别是有的成熟型寿险企业的负债端久期大于 20 年，利率风险敞口极高，而财险企业负债端的久期短，在一年以内，其负债端有着极小的利率风险敞口。

久期是理解金融企业运营的核心概念之一。在本报告中，我们将久期定义为：现金流按现金流比重加权的平均到期时间。例如，一年期无息债券的久期为 1 年，十年期无息债券的久期为 10 年，而十年期有息债券的久期在 1 到 10 之间，因为提前到期的利息会降低现金流的平均到期时间。

久期是衡量利率敏感性的重要指标：久期越大，利率敏感性越高。例如，目前的市场利率下降 100 个基点，将有效提升债券的价格，因为债券的价格是其未来现金流的折现值，而折现率的下降自然会提升其折现值。在该情景之下，十年期无息债券价格的提升自然会显著大于一年期无息债券价格的提升。

寿险企业负债端的久期长，故利率风险敞口大。财险企业负债端的久期短，故利率风险敞口小。

（2）负债端赔付原则，决定通货膨胀风险敞口大小：寿险企业的赔付是给付型，赔付额度不随物价波动，所以有着极小的通货膨胀风险敞口；财险企业的赔付是赔偿性，赔付额度由当时的物价所决定，所以有着较大的通货膨胀风险敞口。



**寿险：**鉴于与人身相关的保险标的无法用货币来准确计价，寿险保单一般是给付性质，即投保人与保险公司事先约定保单的赔付额度，一旦保单触及赔付条款，保险公司以约定的保险金额为实际赔付金额，一般一次或多次给付，不受物价影响，所以寿险企业面临着极小的通货膨胀风险。

**财险：**鉴于与财产相关的保险标的一般可以用货币或者市价来准确衡量并替换，财险一般采用的是补偿性保险，以财产遭受保险事故所造成的实际损失为限，按补偿原则进行补偿，所以财险企业面临着较高的通货膨胀风险。

## 资产配置的自由度不同

**寿险和财险分别具有不同的战略导向和风险导向，这决定了寿险和财险拥有不同的资产配置自由度。**

**寿险：**(1) 寿险的产品有储蓄功能，负债成本为正；(2) 寿险负债端的久期长，利率风险敞口极大，所以寿险企业更倾向于配置固收资产等低风险资产，一方面降低利率风险，一方面财险企业需要适当降低资产管理的难度，实现高效率的规模扩张。

**财险：**(1) 财险的产品无储蓄功能，负债成本为负；(2) 负债端的久期短，利率风险小，对于资产端没有强约束，所以财险企业对配置股票等高风险资产有着天然的性价比优势。一方面财险企业的利率风险敞口极小，没有必要大量配置低风险的固收资产来降低利率风险，另一方面财险企业对于快速扩张规模没有强烈的诉求，适当地配置权益等高风险资产，以提高资产的净收益，是财险企业维护股东利益的必要手段。

### 寿险：资产配置的自由度低

寿险企业在资产端的大类资产配置严格受限于资产负债管理框架，资产配置的自由度低。这既是对股东的负责，也是对投保人的负责。资产端较低的风险偏好，不仅有利于寿险企业实现高效率的扩张，更重要的是帮助寿险企业降低利率风险。

目前，投资者普遍担心的是利率长期下行对我国寿险行业带来的风险，但投资者普遍忽视的一个事实是，如果利率短期内大幅上行，寿险企业会面临更大的风险。美国寿险行业对于资产负债管理的重视就开始于利率大幅上升的阶段。

美国在上世纪 70 年代，受全球石油价格迅速攀升的影响，通货膨胀高企。为了遏止通货膨胀，美联储执行紧缩的货币政策，市场利率几度盘旋于两位数，而处在高位的市场利率对寿险企业的打击是多方面的：

**(1) 存量保单大量被质押或退保：**在市场利率处于高位时，金融市场的各类资产收益率，尤其是货币市场，远高于保单的收益率，所以金融市场上的大部分资产变得对保单持有人极具吸引力。于是乎，持有高储蓄价值保单的持有人自然而然选择将保单质押给保险公司以获取贷款，再将贷款用以购买远高于保单收益率的资产。一时间，这种无风险的套利行为甚嚣尘上，对寿险企业造成了巨大的现金流压力，甚至导致多家企业的破产。

**(2) 新增保单难以销售：**相较于市场利率的阶段性波动，寿险产品所承诺的收益率期限更长，所以寿险企业必然更加理性的对待市场利率，并在设计产品时，选择更为折中的收益率。这正如当时寿险保单的收益率会远低于高企的市场利率。如此，寿险保单相较于金融市场上的其它类别的资产不具备吸引力，以致于新单的销售难以推进。正是在这个背景下，寿险行业才被迫创新，创造了万能险、投资连接险等创新型产品，在传统的寿险产品下为保单持有人提供更多的投资选项。

综上，利率风险对于寿险企业而言是实实在在的风险。即使在利率长期下行的

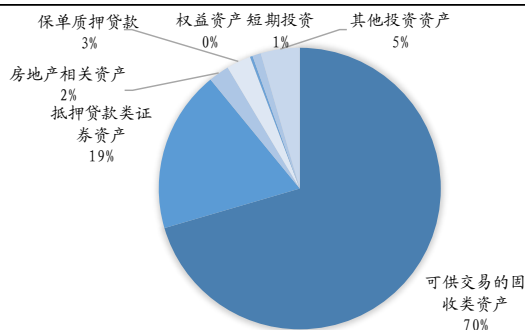
阶段，利率骤然上升的可能性依然存在。因为在利率长期下行的阶段，通货膨胀的风险就必然存在，这既可能是起因于外部的通货膨胀输入，也可能是起因于内生的通货膨胀压力。如此，央行仍然难免会迅速提升利率来打压通货膨胀。长期来看，利率骤然上升的可能性依然存在。

如果寿险企业大量配置股票，那么寿险企业在利率骤然上升的阶段将不堪一击。在利率骤然上升的阶段，高风险资产将率先逐步失去流动性，其中股票及高收益债券等将首当其冲。届时，这种资产的流动性将大幅减少，价值大幅缩水，如此则寿险企业将面临严重的流动性危机。

寿险企业如果不充分配置固收资产，匹配负债久期以降低利率风险，而是大量配置股票等高收益资产，那么从长期来看，寿险企业无疑是面临着巨大的风险，将股东和储户至于不利境地。

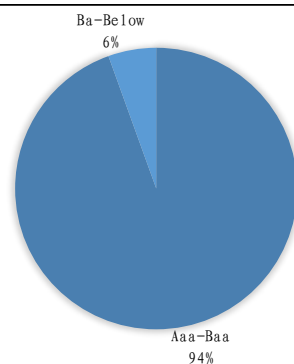
以下为三家北美龙头寿险企业的投资组合结构，可见寿险企业的资产配置自由度之低。

图 3：2018 年大都会人寿一般业务的投资组合



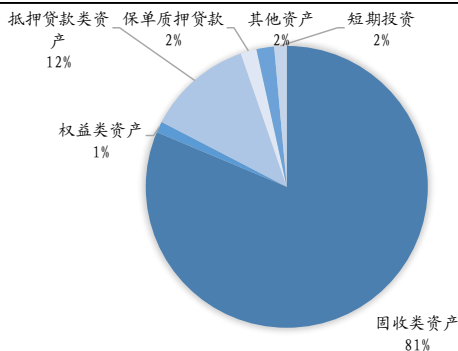
资料来源：公司 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理（成本法计量）

图 4：2018 年大都会人寿可供交易的固收类资产信用结构



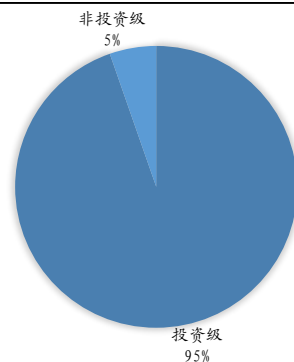
资料来源：公司 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理（成本法计量）

图 5：2018 年美国保德信一般业务的投资组合



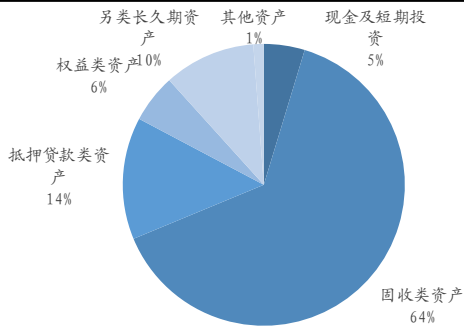
资料来源：公司 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理（成本法计量）

图 6：2018 年美国保德信固收类资产的信用结构



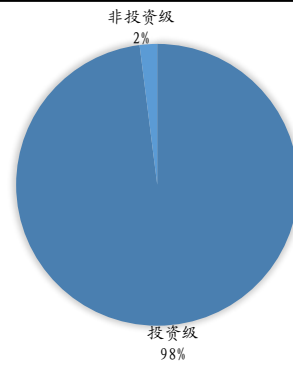
资料来源：公司 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理（成本法计量）

图 7：2018 年宏利金融一般业务的投资组合



资料来源：公司 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理（成本法计量）

图 8：2018 年宏利金融固收类资产的信用结构



资料来源：公司 2018 年财务报表，国信证券经济研究所整理（成本法计量）

### 财险：资产配置的自由度高

财险保单的有效期一般在一年期以内，且对投保人无储蓄服务，所以财险企业在大类资产配置方面自由度高，可以根据其投资团队的专业打造独特的配置风格，配置更多的高风险资产，例如股票和高收益债券。

我们回到前文的简单公式：

$$\text{股东投入资本的回报率} = (\text{资产收益} - \text{资金成本}) * \frac{\text{资产}}{\text{股东投入资本}}$$

在追求股东资本回报率方面，财险企业的重点在于上述公式的前端，即资产收益和资金成本。正如我们在本报告第一部分所对比分析的，财险企业与寿险企业不同，对于持续扩张规模的诉求相对较弱，而其对于承保业务的风控管理才是其成长的起点。

### 负债端：负债成本及权益乘数

**资金成本：**财险企业获取资金的成本可以为负，这完全取决于财险企业在承保时的严谨程度以及运营的效率。对于财险行业的一条产品线，例如车险，财险企业在签出大量保单后，获得了保费收入，在单个会计年度末，划出相应的运营费用和保险赔付金额，余下的便是承保利润。所以保险业务的总成本归于两类，即费用和赔付。

行业内为了衡量财险企业承保业务的盈利能力，定义了一个通用的指标：综合成本率：

$$\text{综合成本率} = (\text{费用} + \text{赔付金额}) / \text{已赚保费}$$

财险企业的负债主要由保险业务的负债构成，所以财险企业的综合成本率只要小于 1，相应的负债成本就远低于市场正常的借贷利率，即负债便实现了盈利。

$$\text{保险业务负债盈利} = 1 - \text{综合成本率}$$

因为负债加股东资本就等于全部资金来源，财险的负债成本为负，资金的获取成本就低。

$$\text{资金成本} = (1 - \text{负债盈利}) * \left(\frac{\text{负债}}{\text{资产}}\right) + \text{股东资本成本} * \left(\frac{\text{权益}}{\text{资产}}\right)$$

同时，根据财务理论，企业的负债率越低，股东资金成本越低。通俗来讲，即一家企业的负债率越低，越能吸引低风险偏好的股东，例如养老金等金融机构，而他们的股权资本要求回报率也低。所以，从这个角度分析，财险企业可以通过对保险业务的精确管理，持续降低资金成本，一是通过严苛的承保条件降低综合成本率，一是通过控制企业的负债率，双管齐下，降低资金成本。

综上，运营能力强的财险企业，其负债成本低，权益乘数不高，对于低风险偏

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/825121342042011224>