2024 年 02 月 23 日

利率下行背景下，我国险企资产配置趋势研究

保险业投资端专题（一）

主要观点：

▶ 利率下行叠加资产荒背景下，探究保险投资新出路。

寿险行业的投资端表现决定了整体盈利水平，追求稳健安全的配置风格使其更多配置于固收资产获取收益，因此，利率环境的变化直接影响了保险公司中长期的投资收益水平，也同样影响到市场对于保险公司投资收益率趋势的预期。而 2020 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。险企投资端的压力受到越来越多的关注，本篇报告的目的即在于对同样经历过利率下行阶段，并且已处于低利率环境下的发达寿险市场美国和日本寿险公司的资产配置进行研究分析，探究其先进经验，借此对国内险企投资端的压力进行更好的评估，对未来形成更为靠谱的预期。理论上，险资获取相较于国债的溢价收益是非常自然的事情，但由于各国和地区资本市场禀赋的不同，在实现途径上表现出明显的差异，通过对这种差异的比较可为评价国内险资资产配置和投资收益率提供一个可行的对标视角。

▶ 美国和日本通过合理的资产配置获取稳定的超额投资收益。

美国和日本保险行业较为发达，通过成熟的资产配置保障了较为稳健的超额投资收益水平。总结看，美国和日本寿险业投资呈现出以下特征：1）传统账户资产坚持审慎投资原则，整体险资均以固收类为主、股票低配，美国一般账户股票配置仅为 2%左右，日本总资产中股票配置均为 6%左右；2）独立账户高配股票：独立账户与传统账户资产偏好差异显著，美国独立账户资产中股票配置比例保持在 70-80%；3）低利率地区往往进行较大比例的境外投资，日本境外投资占比超过 20%；4）下行的利率环境下，险企通过境外投资、增配权益减配固收以及一定程度的信用等级下沉等措施以降低利率下行对投资端的影响。

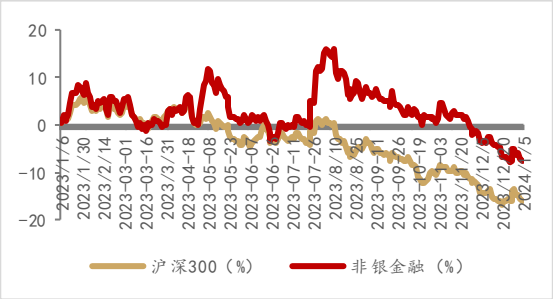
▶ 我国险资投资以固收为基，通过其他大类资产获取稳定溢价。

我国险企通过对监管范围内的大类资产合理配置，获取了跨越周期的稳定超额收益。与美国、日本大类资产配置结构相似，我国保险业资产配置也以固收类资产为主，但从占比来看我国债券投资比例相较海外偏低，我国债券市场中长期品种稀缺、存续债券评级集中于高等级，即较高收益利差资产较为稀缺。当保险不能很好地通过债券市场获取较为稳定的期限溢

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



价和信用溢价时，保险资金存在向其他资产板块倾斜的需求。参考日本，其寿险资金通过投资于海外资产实现收益率的突破。由于我国监管对保险资金海外投资存在较多限制，通过提高其他大类资产的投资获得溢价则成为我国保险机构的可选路径，其中非标资产尤其非标债权类资产及定期存款在稳定收益、拉长久期方面较有优势，股票投资在提升收益上更有优势而成为我国险资的现实选择。展望未来，我们认为，1）固定收益投资仍为寿险投资的压舱石，结合美国和日本低利率下的经验，在偿二代和新会计准则下，我们认为未来我国寿险资金配置固收的主要方向有增配长久期国债、地方债和高等级信用债，同时把握债券交易性机会；2）非标资产仍是稳定收益主力军，传统非标萎缩下应挖掘 REITS 等新型另类资产；3）IFRS9 准则下，增配 FVOCI 类资产或成为未来险资权益投资的重要方向。

▶ 投资建议

我们认为，目前市场对险企投资端过于悲观，从过往几年上市险企投资收益率和十年期国债收益率来看，保险投资收益率水平高于十年期国债利率 100-200BP 且趋于稳定，主要源于保险资金对国内大类资产的合理配置。考虑到负债端需求侧在居民风险偏好下降下具备“保本保息”优势的保险产品有望进一步迎来需求增量；供给侧在渠道改革及调整下有望利好龙头，因此我们仍然看好行业基本面逐步回暖带来的长期配置价值，短期关注资产端催化。

风险提示

资本市场波动风险；利率下行风险；权益市场震荡风险；渠道改革不及预期

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价（元）	投资评级	EPS（元）				P/E			
				2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
601601.SH	中国太保	26.98	买入	2.79	2.56	2.71	3.02	9.67	10.54	9.96	8.93
601318.SH	中国平安	43.70	买入	5.77	4.8	6.21	7.68	7.57	9.10	7.04	5.69
601628.SH	中国人寿	31.50	买入	1.64	1.14	0.67	0.82	19.21	27.63	47.01	38.41
601336.SH	新华保险	33.82	买入	3.58	3.15	3.76	4.81	9.45	10.74	8.99	7.03

注：收盘价对应日期为 2024 年 2 月 22 日

正文目录

1. 核心观点 5
2. 利率下行时期，境外险资资产配置经验 5
2.1. 美国：发达的资本市场，利用期限信用策略获取超额收益 5
2.2. 日本：经济长期低迷，境外投资成突破口 9
3. 国内险企资产配置策略及与国外的差异 11
3.1. 国内险资资产配置策略：以固收为基，通过其他大类资产获取溢价 12
3.2. 国内上市险企资产配置结构 18
3.3. 国内险企资产配置影响因素及未来展望 20
4. 投资建议 24
5. 风险提示 24

图表目录

图 1 1990 年以来美国寿险业投资资产收益率情况 6
图 2 美国寿险一般账户投资以债券为主，股票低配 6
图 3 美国寿险业一般账户净资产收益率保持在 4%以上 6
图 4 美国寿险一般账户持有政府债剩余期限结构 7
图 5 美国寿险一般账户持有公司债剩余期限结构 7
图 6 美国国债利差变动 7
图 7 美国寿险一般账户存量债券期限结构 7
图 8 美国寿险一般账户中各固收类资产占比 8
图 9 美国一般账户所持债券规模分信用等级占比 8
图 10 1986-2022 年美国 10 年期高质量企业债收益率、10 年期国债收益率及两者的利差 8
图 11 美国寿险独立账户投资资产以股票为主 9
图 12 一般账户与独立账户股票资产配置(亿美元) 9
图 13 美国寿险一般账户和独立账户资产规模(亿美元) 9
图 14 美国一般账户和独立账户资产占比 9
图 15 日本名义 GDP 同比增速及 10 年期国债收益率 10
图 16 日本寿险业一般账户投资收益率及超额收益 10
图 17 日本寿险业大类资产配置结构 10
图 18 日本寿险业国内债券投资以国债为主 10
图 19 日本寿险业海外资产配置仍以债券为主 11
图 20 海外资产是日本寿险提升收益率的主要途径 11
图 21 利差损之下日本寿险行业仍可实现盈利 11
图 22 我国寿险行业保费结构 12
图 23 我国上市险企平均投资收益率高于 10 年期国债利率 12
图 24 我国保险资金运用整体配置结构情况 13
图 25 险企非标资产、不动产投资收益率 13
图 26 海内外保险资产配置中债券占比情况 13
图 27 我国上市险企资产配置中债券占比情况 13
图 28 保险机构托管债券规模（亿元） 14
图 29 2023 年 12 月保险托管各类型债券规模（亿元） 14
图 30 2022 年平安债权投资剩余到期日（百万元） 15
图 31 2022 年太保债权投资剩余到期日（百万元） 15
图 32 平安和太保债权投资中剩余期限 5 年以上占比 15
图 33 2023H1 各险企公司债券配置的信用评级分布 15
图 34 日本和中国保险资产配置中银行存款占比情况 16
图 35 我国上市险企资产配置中定期存款占比情况 16
图 36 保险公司资产配置结构 17
图 37 保险公司股权投资规模占比 17
图 38 我国上市险企资产配置中非标债权占比情况 17

图 39 2023H1 各险企非标资产的信用评级分布 17
图 40 2023H1 中国平安非标债类资产配置结构 17
图 41 2023H1 中国平安非标债类资产收益率 17
图 42 海内外保险资产配置中股票配置比例对比 18
图 43 我国上市险企资产配置中股票投资占比情况 18
图 44 中国人寿资产配置结构 19
图 45 中国平安资产配置结构 19
图 46 中国太保资产配置结构 19
图 47 新华保险资产配置结构 19
图 48 上市险企净投资收益率比较 20
图 49 上市险企总投资收益率比较 20
图 50 目前我国存量债券剩余期限结构 21
图 51 目前我国信用债发行主体信用评级结构 21
图 52 各上市险企 A 股 P/EV 估值目前均处于底部区间 24

表 1 1995 年以来保险资金投资范围变化 22

1. 核心观点

寿险行业的投资端表现决定了整体盈利水平，追求稳健安全的配置风格使其更多配置于固收资产获取收益，因此，利率环境的变化直接影响了保险公司中长期的投资收益水平，也同样影响到市场对于保险公司投资收益率趋势的预期。而 2020 年以来，十年期国债利率快速下行，成为压制我国保险股估值的重要影响因素。

本报告中，我们对同样经历过利率下行阶段，并且已处于低利率环境下的发达寿险市场美国和日本的寿险业为研究对象，通过学习其保险资金投资端获取稳定超额收益的先进经验，以期为中国寿险业经营提供借鉴。由于各个国家或地区在宏观环境、资本市场情况、可投资资产、负债端业务、监管环境等方面均有所差异，因此呈现出不同的资产配置结果。但总结看，呈现出以下特征：1）传统账户资产坚持审慎投资原则，整体险资均以固收类为主、低配股票，美国一般账户股票配置仅为 2%左右，日本总资产中股票配置比例为 6%左右；2）独立账户高配股票：独立账户与传统账户资产偏好差异显著，美国独立账户资产中股票配置比例保持在 70-80%；3）低利率地区往往进行较大比例的境外投资，日本境外投资占比超过 20%；4）下行的利率环境下，险企通过境外投资、增配权益减配固收以及一定程度的信用等级下沉等措施以降低利率下行对投资端的影响。

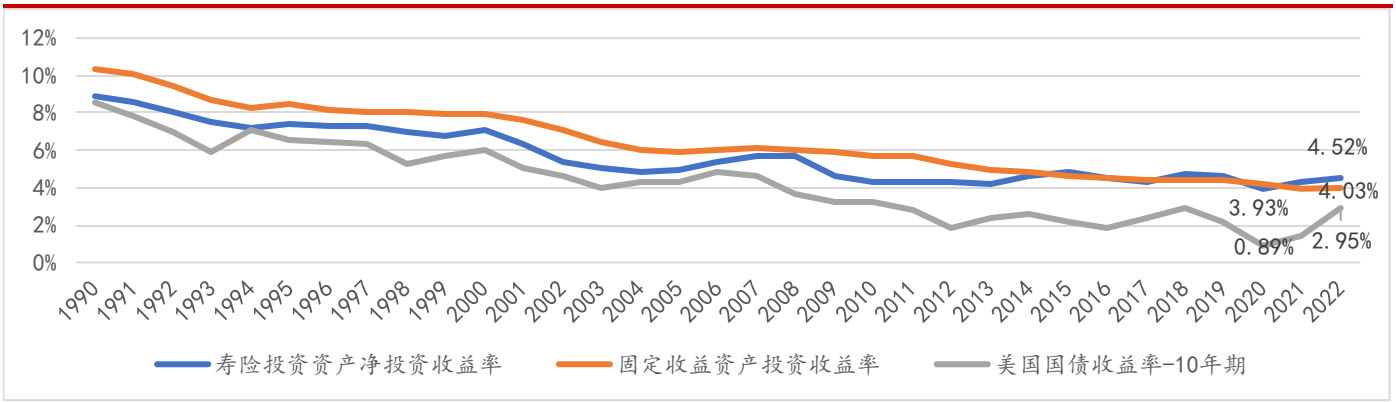
近年来，我国险企通过对监管范围内的大类资产合理配置，获取了跨越周期的稳定超额收益。我们认为，长期而言，国内寿险资产配置的方向在于债券市场的完善和新型另类资产的挖掘；短期而言，投资端的压力是趋势性的，高股息率很可能取代成长性而成为股票资产的重要选择标准。

2. 利率下行时期，境外险资资产配置经验

2.1. 美国：发达的资本市场，利用期限信用策略获取超额收益

寿险投资收益率虽随利率有所下行，但仍维持在 4%以上的稳健水平。根据 ACLI 和 Wind，1990 年以来，美国国债到期收益率持续下行，10 年期收益率在 2020 年到达低点 0.89%；反观寿险业投资收益率，虽然国债收益率的下滑带动寿险业固定收益类资产收益率的逐步下滑、进而带动寿险业投资收益率不断下行，但除 2020 年下降至 3.93%外，其余年份均保持在 4%以上的水平。2022 年美国寿险业投资收益率为 4.52%，高于固定收益类资产的投资收益率 49 BP，主要由权益和其他资产配置所贡献。得益于拉长资产久期和适度的信用风险下沉，固收类资产的投资收益率长期优于十年期国债收益率，2022 年固收类资产投资收益率 4.03%，高于美国 10 年期国债利率 108 BP。

图 1 1990 年以来美国寿险业投资资产收益率情况



与负债不同账户相匹配的差异化大类资产配置策略是美国寿险业得以获取稳健投资收益率的重要支撑。美国寿险资金主要通过两类账户（一般账户和独立账户，两者合称为合并账户）进行管理，根据资金的性质，两种账户分别采取不同的配置策略、制定不同的收益率目标且适用于不同的监管政策。

一般账户所管理的资金主要来自保障型寿险保单，其负债特点为具有固定预定利率，保户利益与投资收益率无关，因此一般账户的首要目标是实现资产端对负债端的成本覆盖以及风险结构的匹配，通常采取较为保守的资产配置策略。美国寿险一般账户主要配置国债、政府债、企业债、MBS 以及抵押贷款等固收类资产，这类资产可以提供稳定的、可覆盖负债成本的收益率。根据 ACLI，截至 2022 年末，美国寿险一般账户管理资产规模合计 5.5 万亿美元（yoy+3%，占美国寿险业总资产的 66.5%），其中固收类资产合计占比超 80%；为减少不确定性，仅有 2.2%投资于股票。长期以来，美国寿险一般账户净资产收益率均保持在 4%以上的水平，且 2006-2022 年平均较其 10 年期国债到期收益率高 235 BP。

图 2 美国寿险一般账户投资以债券为主，股票低配

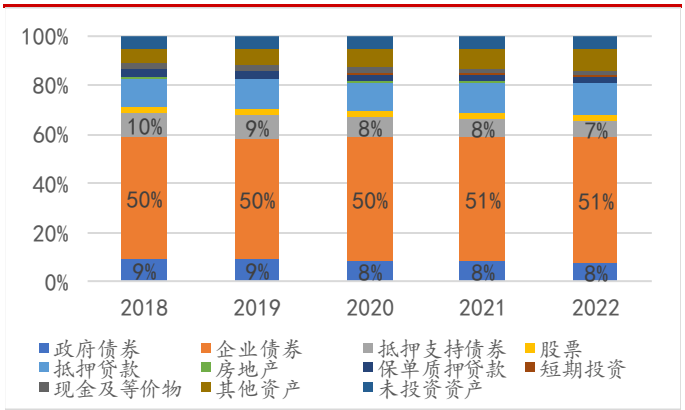
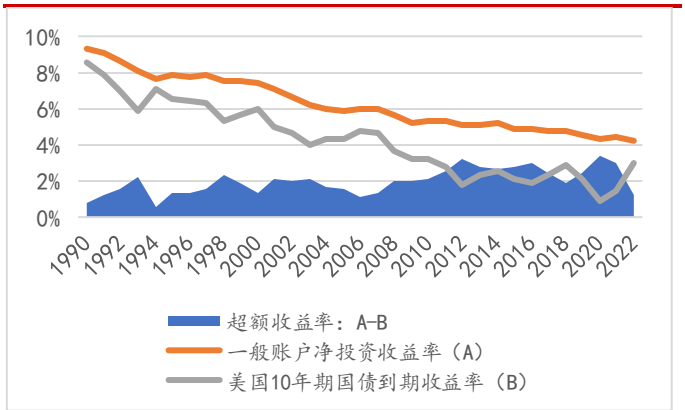


图 3 美国寿险业一般账户净资产收益率保持在 4%以上



面对利率下行，美国寿险一般账户资产配置主要通过拉长资产久期并适度增加信用风险敞口来获取溢价收益率：

1）考虑到利率的持续下滑，险企通过获取资金的期限溢价来维持适当投资收益率。保险公司一般账户债券投资的剩余久期结构趋于长期化，根据 ACLI，2006-2022 年，持有的政府债券中，20 年期及以上占比从 21.2%提升至 26.2%，10-20 年期占比

从 24.2%提升至 28%；持有的公司债中，20 年期及以上占比从 15.8%提升至 21.1%，10-20 年期占比从 10.9%提升至 17.5%。从新增债券配置来看，2006 年以来，除去金融危机后三年（2009-2011 年）长久期债券配置略有下降外，10 年期以上资产配置均在 70%左右。与此同时，期限利差的短期波动也会影响短期债券配置比重。2006 年期限利差整体呈下降趋势，2008 年 5 年期以下债券占比相比 2006 年提升 3pct；2007-2009 年期限利差整体呈上升趋势，2011 年 5 年期以下债券比例相比 2008 年下降 3.9pct；2010 年期限利差下行，2012 年 5 年期以下债券占比同比增加 0.3pct；2020 年期限利差略有回升，2022 年 5 年期以下债券占比同比提升 0.2pct。

2）信用溢价的获取主要通过适度对债券配置评级要求下调。根据 NAIC 的分类，信用债有 6 个信用级别，分别为 Class 1（AAA/AA/A）、Class 2（BBB）、Class 3（BB）、Class 4（B）、Class 5（CCC 及以下）和 Class 6（违约或接近违约）。2010-2022 年，一般账户固定收益类资产中，企业债占比从 46.6%提升至 50.9%，抵押贷款及房地产投资占比从 9.8%提升至 13%，而政府债占比从 10.6%下降至 7.6%。同时在保证风险可控的情况下适度下调债券配置评级。从一般账户配置的债券等级来看，2010 年以来寿险公司选择加配了 Class 2 的债券，降低了 Class 1 的债券，Class 3-6 的债券占比较低且变化较小。从美国的企业债收益率情况也可以看出，从 1986 年至今，美国高质量企业债的十年期收益率相较于 10 年期国债基本保持 120 BP 左右的正向利差，是净资产收益率的重要支撑。

图 4 美国寿险一般账户持有政府债剩余期限结构

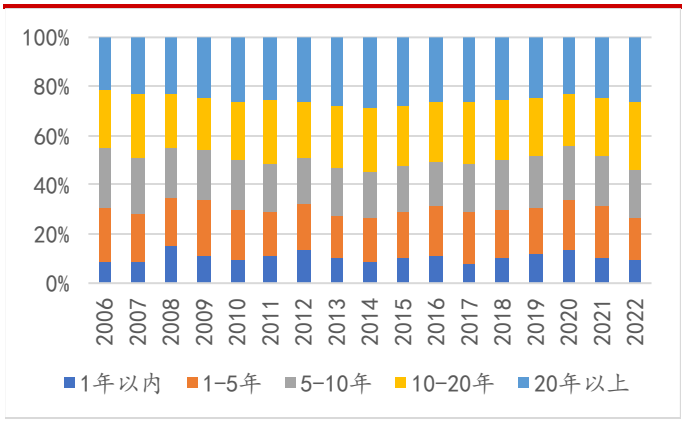


图 5 美国寿险一般账户持有公司债剩余期限结构

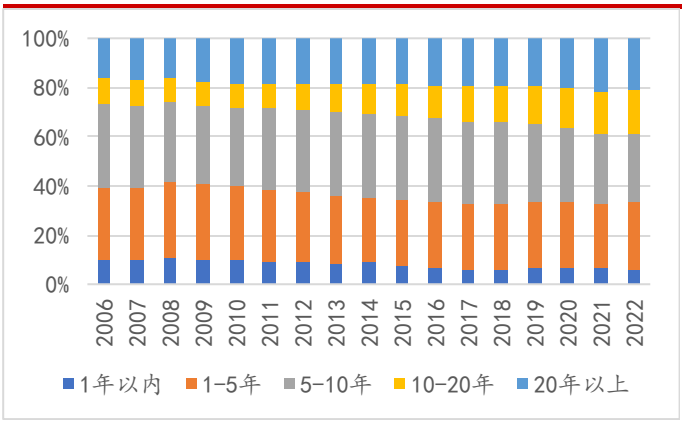


图 6 美国国债利差变动

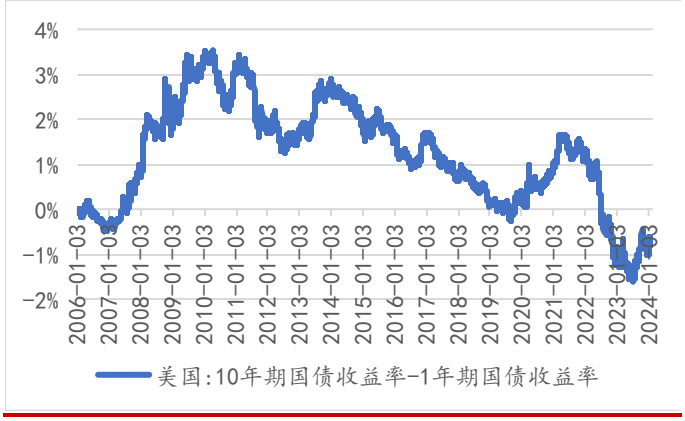


图 7 美国寿险一般账户存量债券期限结构

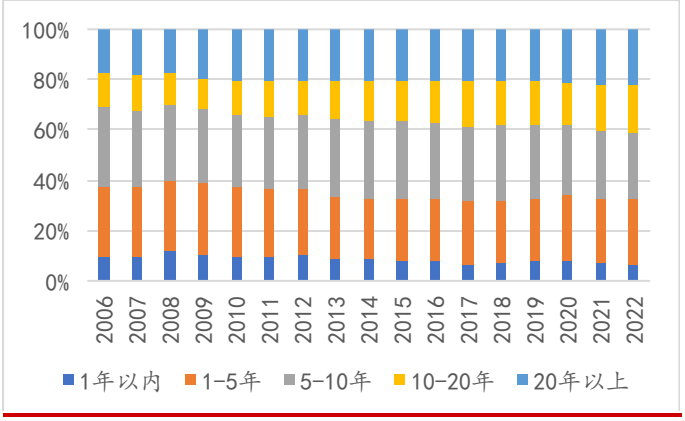


图 8 美国寿险一般账户中各固收类资产占比

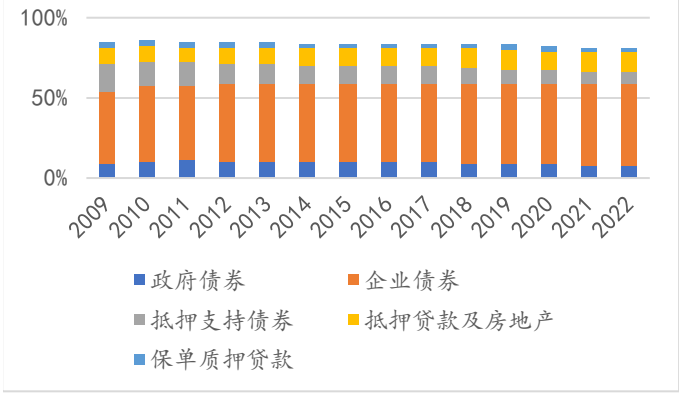


图 9 美国一般账户所持债券规模分信用等级占比

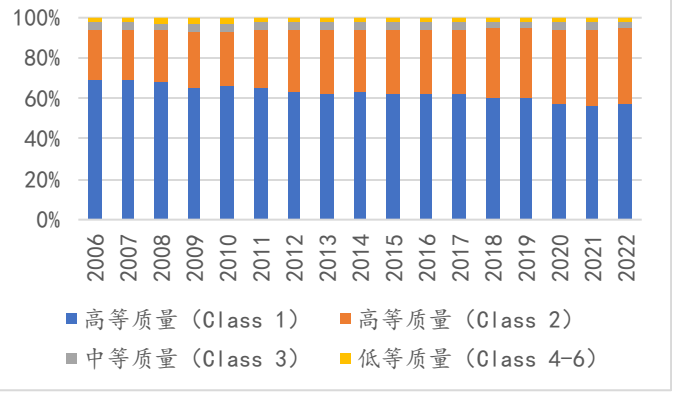
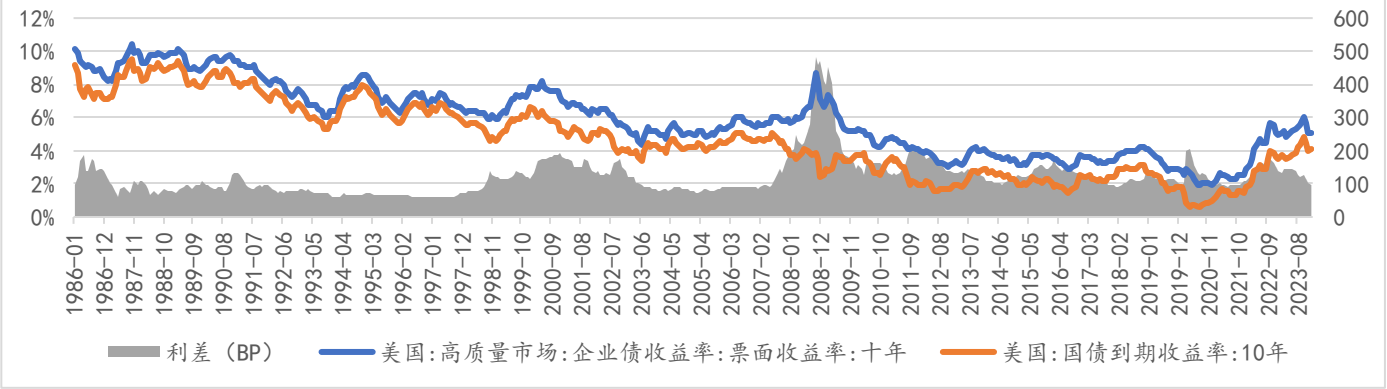


图 10 1986-2022 年美国 10 年期高质量企业债收益率、10 年期国债收益率及两者的利差



独立账户所管理的资金大都来自于投资属性较强的寿险产品，例如变额年金、变额寿险、投连险等，投资收益和投资风险均由保单持有人承担，不存在固定资金成本的概念，所以独立账户采取的投资策略相比一般账户更激进，主要依靠大量投资于股票类资产来追求高收益。根据 ACLI，截至 2022 年末，美国寿险独立账户管理资产规模合计 3.3 万亿美元（yoy+9%，占美国寿险业总资产的 33.5%），其中股票投资占比高达 71.3%、债券投资占比 18.9%、抵押贷款占比 2.2%。实际上，美国寿险业对股票的配置绝大部分通过独立账户实现，代表传统险的一般账户配置比例极低。2022 年独立账户在普通股上的配置金额为 1.97 万亿美元，占比 94.9%，而一般账户仅配置 1,066 亿美元，占比 5.1%。

在运营模式上，不同于一般账户传统寿险对应的保险保障市场，独立账户的投连险对应的是财富管理市场，更类似于公募基金，不承诺投资回报，客户通过承担风险获取更高的投资收益，险企赚取较为固定的管理费。在国债收益率持续走低拖累寿险公司固收类资产投资收益率的背景下，独立账户稳定的管理费收入能够有效支撑寿险投资盈利。尤其在股市上涨时，投资者倾向于购买更多投连险产品以获取高投资收益，寿险独立账户权益投资规模也随之增长。从美国寿险业一般账户相比独立账户更稳健的资产规模也可以看出。

两种账户背后反映的是寿险资产配置的负债匹配原则：一般账户与独立账户资产配置的差异代表了两种不同的运营模式，一般账户的传统险产品对应的是保险保障

市场，具有固定的预定利率，产品在未来期限内需要支付较为固定的赔付，所以通过资产配置实现对负债成本的覆盖，对负债风险的锁定是运营的核心，股票类资产的大比例配置并不适合；独立账户的投连险等对应的是财富管理市场，更类似与公募基金，客户通过承担风险获取更高的投资收益，险企赚取较为固定的管理费，我们认为进行这种区分能更好地理解保险公司运营本质。保障需求较为稳健，而财富管理需求则受金融资产价格影响较大。所以一般账户资产余额增速更为平稳，而独立账户资产余额变动幅度较大。受金融危机影响，独立账户资产规模 2008 年同比下降 28%，资产占比同比下降 8pct 至 30%，金融危机后随着资产价格的回升，独立账户资产占比又回升至 38%，对比之下，一般账户资产的增速则稳健得多。由此，我们认为目前中国经济环境下，投资型产品占比高的险企将面临更大的不确定性。

图 11 美国寿险独立账户投资资产以股票为主

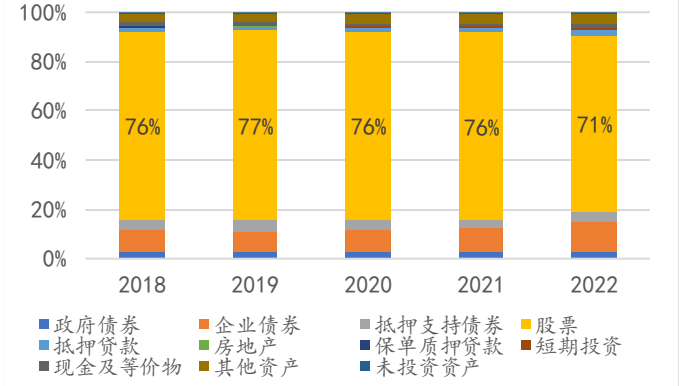


图 12 一般账户与独立账户股票资产配置(亿美元)

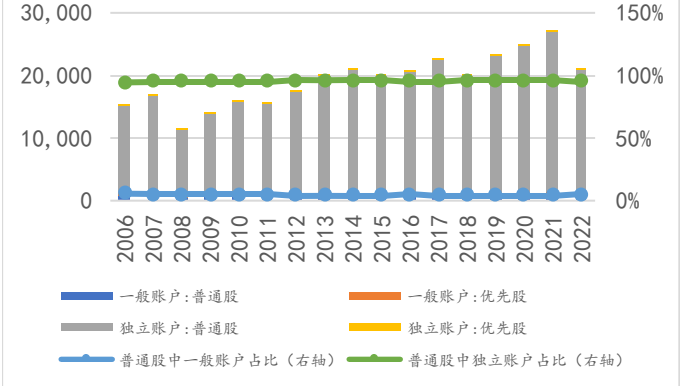


图 13 美国寿险一般账户和独立账户资产规模(亿美元)

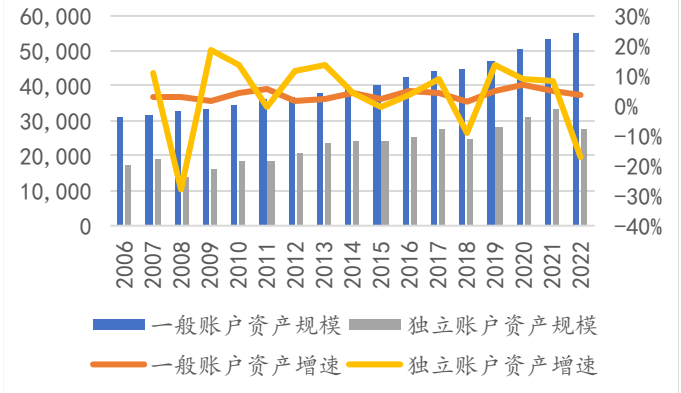
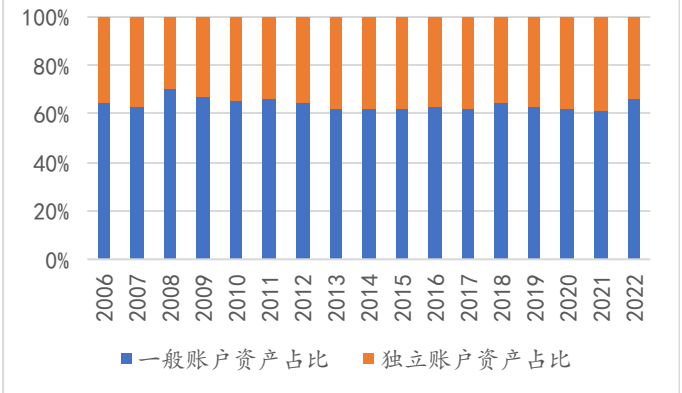


图 14 美国一般账户和独立账户资产占比



2.2. 日本：经济长期低迷，境外投资成突破口

投资收益率独立于国内利率走势，利率下行期，投资收益率逆势上升。日本经济长期低迷，10 年期国债到期收益率自 20 世纪 80 年代以来进入下行通道，至 2016 年 2 月正式进入负利率时代。相比之下，日本寿险行业投资收益率逆势上升，且相较 10 年期国债利率的溢价逐步抬升，2022 年差额为 200 BP。

图 15 日本名义 GDP 同比增速及 10 年期国债收益率

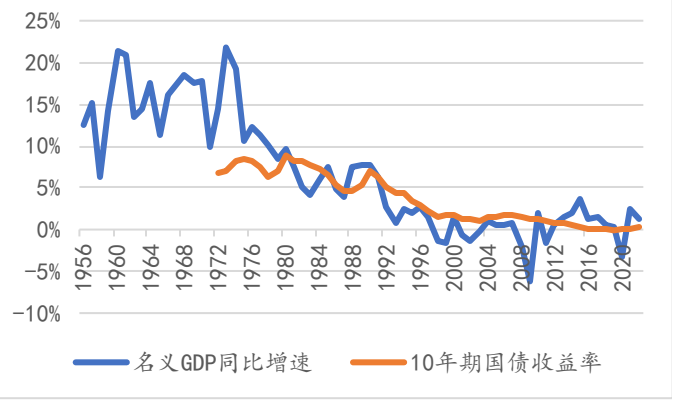
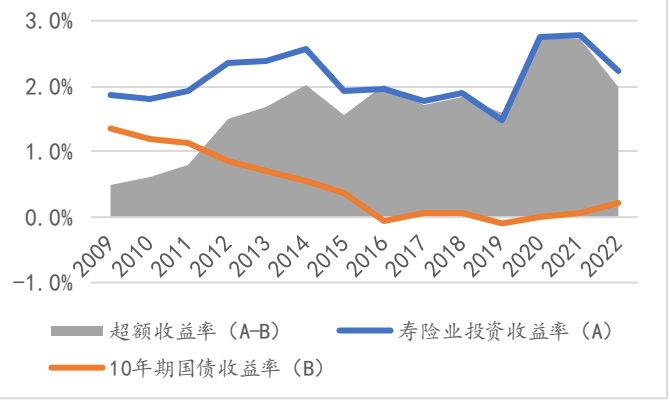


图 16 日本寿险业一般账户投资收益率及超额收益



投资策略更为保守，海外资产为获取超额收益主力。日本寿险业的资产配置策略明显更加保守，国债居首、海外资产占比提升、股票配置比例低。1）国债是日本寿险业配置比例最高的细分资产类型。2009-2022 年国内债券的配置比例长期稳定在 50%左右，系资产配置的底仓，且以国债为主，国债占总投资资产比重基本在 40%左右。2）海外债券是日本寿险业配置比例第二高的细分资产。在经济低迷和利率下行压力下，日本寿险业逐步加快海外投资的步伐，海外资产占比从 2009 年的 13%逐步提升至 2022 年的 24%，海外资产也是以债券为主，主要出于保守的资产配置策略。2022 年海外债券占海外资产的 95.7%，增配海外债券主要系海外债券收益率远高于日本本国债券，加大投资可提高整体资产配置收益。2009-2022 年海外资产平均收益率达 3.3%，显著高于对应期间债券平均收益率 1.8%。3）股票投资占比较低。日本寿险业投资资产中股票配置占比逐年下降，近 5 年基本稳定在 5-6%左右。4）贷款占比比例近五年基本维持在 7-9%的水平。

图 17 日本寿险业大类资产配置结构

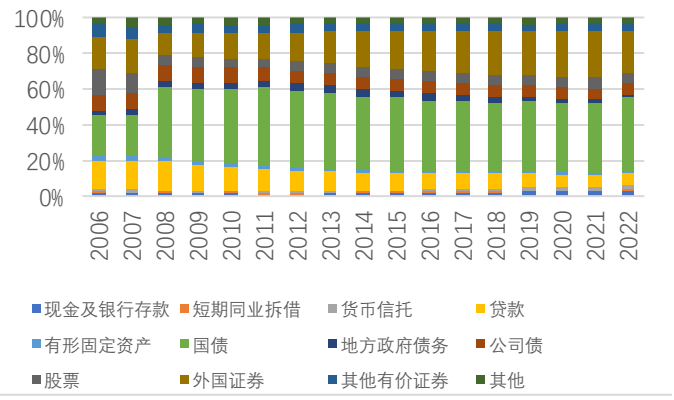


图 18 日本寿险业国内债券投资以国债为主

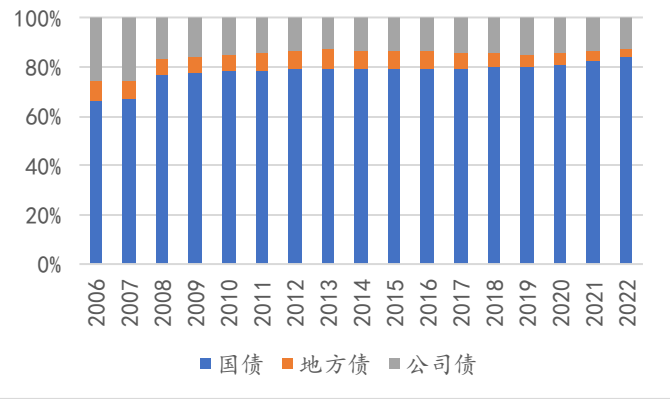


图 19 日本寿险业海外资产配置仍以债券为主

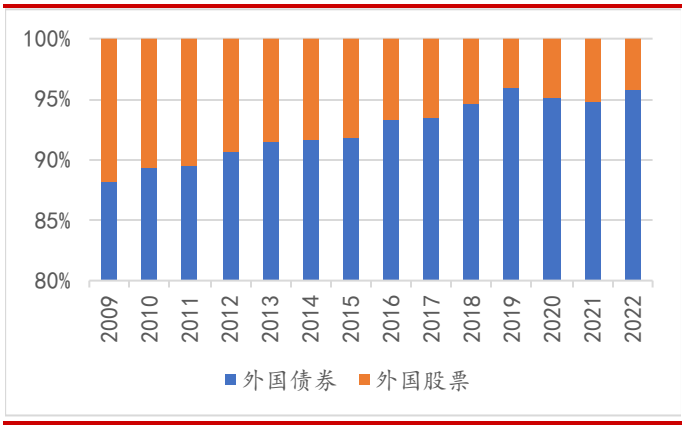
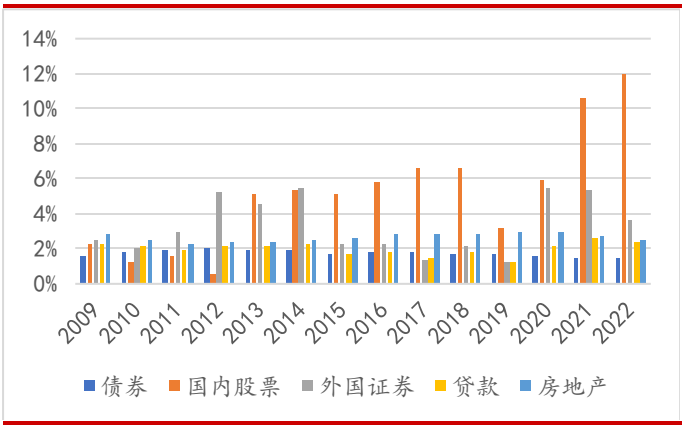


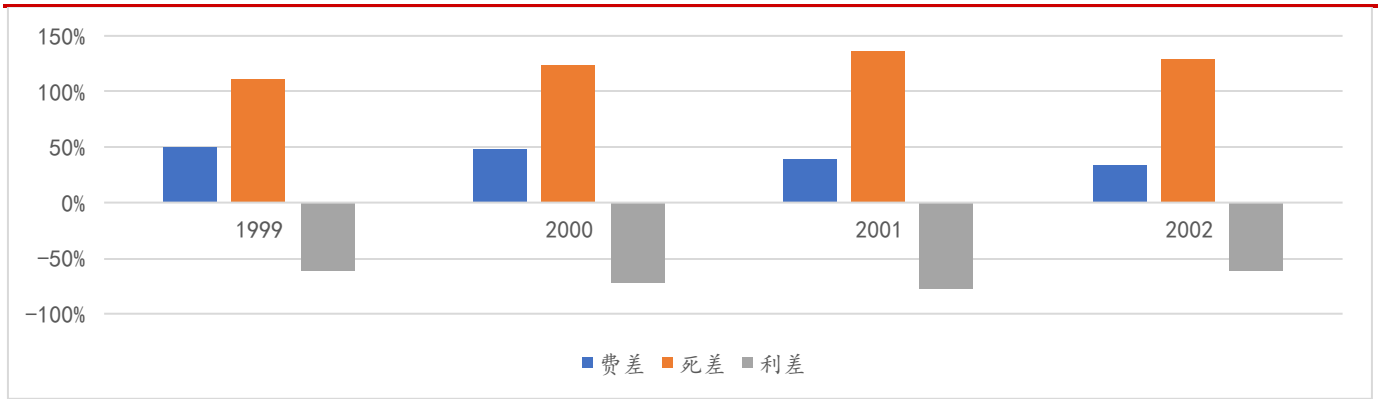
图 20 海外资产是日本寿险提升收益率的主要途径



注：图为各项投资资产投资收益率

日本寿险业凭借出色的资产配置策略，投资收益率相对国债利率实现超额收益，但投资收益率整体仍处于绝对低位水平，利差损风险是投资者对险企主要关注的问题。根据上海保险等披露，以 1999-2002 年的数据为例，面对利差对险企盈利支撑力不足的压力，日本寿险行业通过死差益和费差益来弥补利差损、转变盈利结构，最终实现保险公司整体的盈利。随着下调保单预定利率、降低负债成本和增配海外资产提升投资收益率，2014 年日本寿险业整体利差损转为利差益，结束了长达 22 年的利差损时期。根据上海保险，随着新增保单预定利率的下降（新增保单的预定利率仅 0.5%~1%，2017 年继续下调至 0.25%~0.5%）和新增保单占比的上升，日本保险公司的平均负债成本大约降至 2%~2.5%，且逐年快速下降。同时日本保险近年来投资收益企稳并保持在 2.5%~3%，故利差损转为利差益。

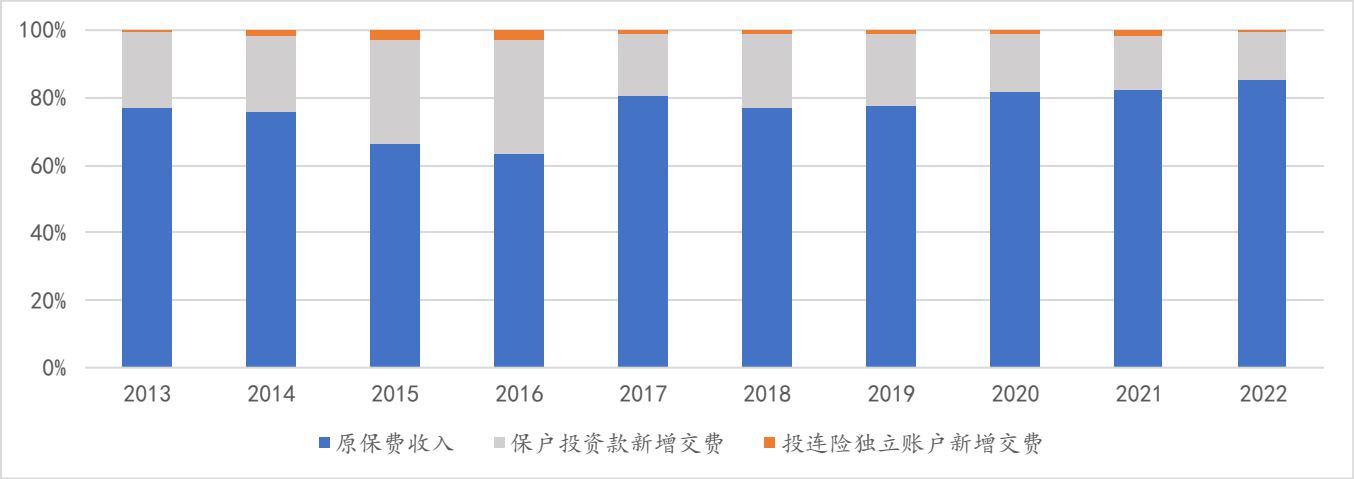
图 21 利差损之下日本寿险行业仍可实现盈利



3. 国内险企资产配置策略及与国外的差异

国内保险资产账户与美国一般账户和日本总账户具有可比性。各国保险资产配置可比较的前提是统一账户数据统计口径，我国保险资产运用未区分一般账户与独立账户，但根据 Wind，2022 年我国寿险行业投连险新增交费在规模保费中占比仅 0.3%，我们认为总保费可近似认为来自保障保单，资产配置结构与美国一般账户、日本总账户具有一定的可比性。

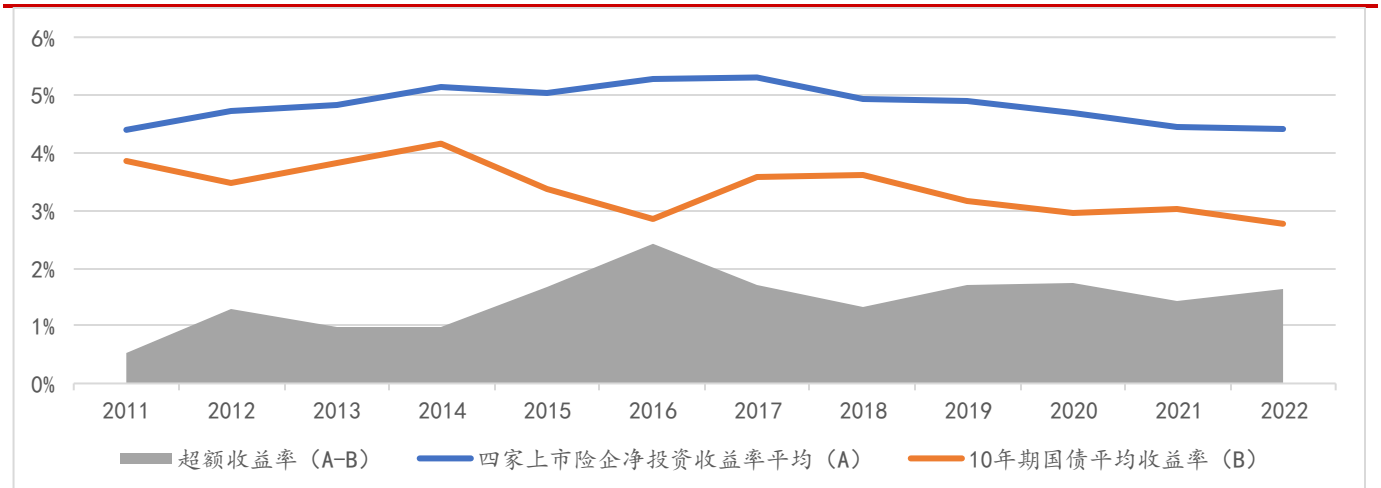
图 22 我国寿险行业保费结构



3.1. 国内险资资产配置策略：以固收为基，通过其他大类资产获取溢价

我国险资投资收益率水平高于十年期国债利率 100-200BP，且趋于稳定。由于行业性数据缺失，以中国平安、中国太保、中国人寿和新华保险四家上市险企为代表进行分析。从 2011 年至今四家上市保险公司（中国平安、新华保险、中国太保、中国人寿）的平均净投资收益率和十年期国债利率来看，上市保险公司投资收益率波动率相较长端利率更小，且高于十年期国债利率 100-200BP（国家金融监管总局自 2022 年起披露我国保险业资金运用情况，从全行业看，2022 年我国寿险业年化财务收益率为 3.9%，高于 10 年期国债利率 108BP）。近年来四家上市险企平均投资收益率趋于稳定，基本维持在 4%-5.5%区间，与美国寿险一般账户投资收益率基本一致，整体较日本保险业投资收益率表现更为优异。

图 23 我国上市险企平均投资收益率高于 10 年期国债利率



注：四家上市险企为中国平安、新华保险、中国太保、中国人寿

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/875321123214011112