

2018年03月26日

证券研究报告—公募基金年报

回归保障本质，全面布局养老全产业链

2018年保险资产管理行业报告

分析师：李真

执业证书编号：S0890513110002

电话：021-20321298

邮箱：lizhen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321304

相关研究报告

1 《公募基金：2017年度中国投连险分类排名报告》 2018-03-22

2 《公募基金：MSCI发布12只中国指数，基金公司争相布局-开放式基金周报》 2018-03-20

3 《公募基金：泓德裕泰债券-公募基金每周一基系列》 2018-03-18

◎ 投资要点：

◆**保险资金运用整体情况回顾。**2017年保险行业原保费收入为36581.01亿元，受制于万能险和销售管理环节监管增速放缓。传统寿险原保费收入增速最高，为23%，“保险姓保，价值回归”原则有效落实。投连险和万能险规模腰斩。2017年保险资金运用余额14.92万亿元，增长11.42%，其他投资占比为40.19%，持续提升，保险资金运用收益8352.13亿元，同比增长18.12%；投资收益率5.77%，股票投资收益猛增，同比增长355.46%。

◆**行业监管持续发力，价值转型势在必行。**2017年，资管行业继续进行“降杠杆，防风险”的监管政策，相比之下，对于保险行业具有比较优势。本次对于非标投资的限制，势必会带来项目方向保险资产靠拢，为保险资产管理公司带来更多的业务，也为保险资金在投资运用中更多的投向选择。2017年监管将重点切换至保险产品的规范性监管，包括产品设计、销售环节，开具罚单聚焦产品销售，强监管思路坚定不移。

◆**全面进军资产管理行业竞争，保险资产管理产品类型规模双双扩容。**保险资产管理产品按照投资范围可分为股票型，货币性，基金型，混合型，指数型，债券型6个类别。根据可得数据，4家资产管理公司（泰康资管、阳光资管、太平洋资管以及平安资管）发行了15只股票型保险资产管理产品平均收益为22.07%。量化类中，太平资产管理公司的太平之星量化3号权益型资管产品收益率最高，2017年全年收益32.72%。FOF型产品中，太平洋卓越财富优选50基金型产品2017年全年收益为26.89%。

◆**养老产业深度布局，成为高热度热点。**随着人口老龄化程度的不断加剧，养老产业市场规模巨大，各类资产管理机构加入“养老”大军，按照为养老功能提供的服务内容分为直接参与退休后养老生活的产品以及为养老提供财富增值的理财类产品两个类别，前者发行主体主要是保险公司和信托公司，也包括银行，后者包括养老保险、养老型理财产品，主要的发行主体包括银行、保险、基金公司、信托公司。未来随着递延税收政策的推出，带动第三支柱的商业养老保险迅速膨胀。

◆**2018年保险资产管理行业展望。**坚持“保险姓保”，充分发挥保险资金优势以支持实体经济是保险资金运用的已任和目标。随着中短存续期保险产品规模数量双降，向资产负债双向驱动的配置模式转变，在投资端应更注重投资的稳健性\长期性。2018年，保险资管行业将面临更为严峻的竞争，保险资产管理公司可从八大维度提升核心竞争力，但同时，也带来了更广阔的发展机遇，应当顺势而为，乘势而上，才能有所建树。

◆**风险提示：**本报告不涉及市场观点，分析并不对投资形成建议。

内容目录

一、保险业保费收入进入稳速发展期，资金投向坚持服务实体	5
1. 保费增速放缓，传统寿险稳速发展	5
2. 资产配置结构再度优化，另类份额升债券份额降	6
3. 另类投资增速发行，对接实体经济	7
4. 投资收益率覆盖成本，行业利差损风险减小	7
5. 保险机构继续扩容，专业另类投资公司再填新丁	8
6. 保险行业基础设施建设持续推进	11
二、保险资管行业监管已先行，服务实体经济落实处	12
1. 2017 年全行业资管监管时代背景	12
2. 保险产品类监管政策陆续推出	12
3. 行业罚单聚焦产品销售，强监管思路坚定不移	13
4. 保险资金持续坚持支持实体经济路线	13
5. 信用保险业务出规范，网贷平台信保业务有纪可寻	14
6. 加强保险资金运用管理，向资产管理行业看齐	15
三、保险资管业务，加强业务模式创新	17
1. 投行业务板块	19
1.1. 基础设施及不动产投资计划	19
1.1.1 基础设施及不动产投资计划——迎合保险资金投资需求	19
1.1.2 支持实体经济，债权投资计划持续开绿灯	20
1.2. 股权投资计划	20
1.2.1. 2017 年股权投资计划注册情况	20
1.2.2. 典型案例跟踪——中投保	22
1.3. 资产支持计划	24
1.3.1. 业务介绍	24
1.3.2. 2017 年资产支持计划典型案例	26
2. 资产管理板块	26
2.1. 2017 年保险资管产品	26
2.1.1. 2017 年保险资管产品整体情况	26
2.1.2. 2017 年股票类保险资管产品收益情况	26
2.1.3. 2017 年量化类保险资管产品收益情况	27
2.1.4. 2017 年指数类保险资管产品收益情况	28
2.1.4. 2017 年债券型保险资管计划收益情况	29
2.1.5. 2017 年 FOF 型保险资管计划收益情况	29
2.1.6. 2017 年混合型保险资管计划收益情况	30
2.2. 企业年金业务	30
2.2.1. 企业年金业务简介	30
2.2.2 企业年金参与主体资质	31
资料来源：华宝证券研究创新部	32
注：以上数据来自人力资源社会保障部社会保险基金监管局发布的《全国企业年金基金业务数据摘要-2017 年三季度》	32
2.2.3. 企业年金基金市场份额——保险机构占据半壁江山	32
2.2.4 企业年金养老金产品情况	33
2.3. 养老保障业务	36
2.3.1. 养老保障业务简介	37

2.3.2.养老保险公司旗下个人养老保障产品	37
2.3.3.保险公司体系下的养老产业建设情况	40
2.3.4.我国资产管理机构在养老产业上的布局	41
2.4.公募业务—保险系公募持续扩容	44
2.5.第三方资产管理业务	46
四、展望：对接实体经济，构筑具有竞争力的保险资管公司	47

图表目录

图 1：2004-2017 年保险行业总资产规模情况（万亿）和增速	5
图 2：2004-2017 年保险总资产增速情况（%）	5
图 3：2012-2017 保费收入（亿）及同比增速（%）	6
图 4：2004-2017 年保险资金余额（亿元）变动情况	7
图 5：2017 年保险资金资产配置情况	7
图 6：2017 年保险资产管理产品注册情况（截止 2017 年 10 月）	7
图 7：历年保险资金运用投资收益率（%）	8
图 8：目前保险资产管理公司主要业务一览	19
图 9：阳光资管直接投资股权投资计划	24
图 10：阳光资管间接投资股权投资计划	24
图 11：项目支持计划产品结构	25
图 12：企业年金产品运行机制	31
图 13：2017 年三季度投资管理人管理的企业年金基金份额	33
图 14：2016 年三季度投资管理人管理的企业年金基金份额	33
图 15：我国目前养老市场结构	37

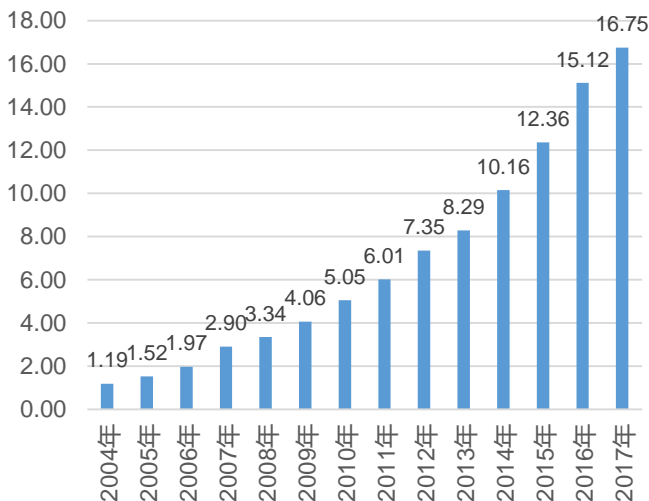
表 1：2017 年保费收入情况	5
表 2：2017 年获批开业的保险机构	8
表 3：2017 年获批筹建（并尚未开业）的保险机构	10
表 4：保险资金运用管理办法对比	16
表 5：保险资产管理机构名单	18
表 6：2017 年保险资管注册的股权投资计划	21
表 7：2017 年保险公司认购股权投资计划情况	22
表 8：中保投投资项目解析	23
表 9：2017 年保险资管行业主要证券化项目	25
表 10：目前部分保险资管公司现有保险资产管理产品一览：股票型资产管理产品	27
表 11：目前部分保险资管公司现有保险资产管理产品一览：量化类（含量化对冲）资产管理产品	28
表 12：目前部分保险资管公司现有保险资产管理产品一览：指数型资产管理产品	28
表 13：目前部分保险资管公司现有保险资产管理产品一览：债券型资产管理产品	29
表 14：目前部分保险资管公司现有保险资产管理产品一览：指数型资产管理产品	29
表 15：目前部分保险资管公司现有保险资产管理产品一览：混合型资产管理产品收益前十名	30
表 16：目前保险机构企业年金牌照分布情况	32
表 17：2017 年保监会监管的保险机构企业年金投资管理资产（万元）	33
表 18：企业年金投资限制	34
表 19：各类养老金产品投资范围	34
表 20：2017 年 3 季度企业养老金产品情况	35
表 21：养老金产品收益情况分析	36
表 22：平安养老个人养老保障业务产品	38

表 23: 太平养老个人养老保障业务产品	38
表 24: 长江养老 2017 年养老保障业务发展情况	39
表 25: 建信养老金开放式个人养老保障管理产品基本情况 (2017-12-31)	40
表 26: 2017 年重大股权投资	40
表 27: 安愉信托详解	42
表 28: 养老保险产品对比	43
表 29: 广义视角下养老理财业务对比分析	43
表 30: 保险资金参与公募业务情况	44
表 31: 保险系基金公司规模 (2017 年)	45
表 32: 保险系基金管理公司产品收益率情况	45

一、保险业保费收入进入稳速发展期，资金投向坚持服务实体

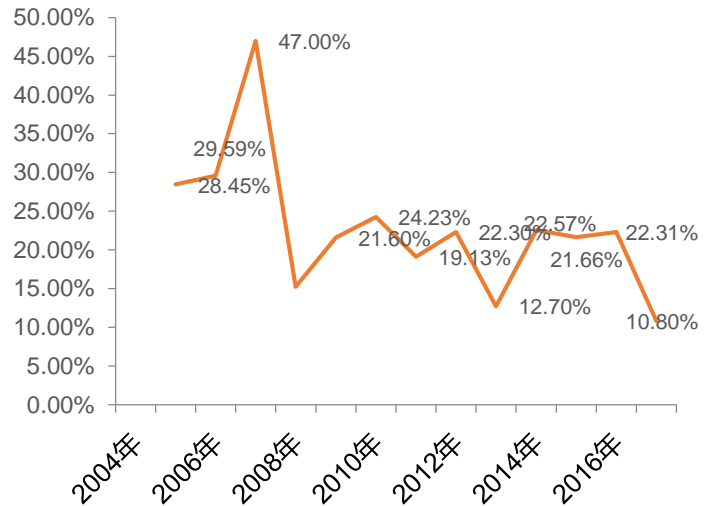
2017 年保险行业总资产规模持续扩张，达 16.75 万亿元，相比年初增长 10.80%，增速相比与 2016 年大幅放缓。从分项目看，主要板块的总资产都在萎缩，具体来看，产险公司总资产 24996.77 亿元，较年初增长 5.28%；寿险公司总资产 132143.53 亿元，较年初增长 6.25%；再保险公司总资产 3149.87 亿元，较年初增长 14.07%；资产管理公司总资产 449.29 亿元，较年初增长 5.39%。资产管理公司总资产规模达到 491.45 亿元，增速为 15.28%。

图 1：2004-2017 年保险行业总资产规模情况（万亿）



资料来源：保监会，华宝证券研究创新部

图 2：2004-2017 年保险总资产增速情况（%）



资料来源：保监会，华宝证券研究创新部

1. 保费增速放缓，传统寿险稳速发展

2017 年保险行业原保费收入为 36581.01 亿元，同比增长 18.16%，而 2016 年增速为 28%，保费收入在 2017 年规模呈现出增速放缓的趋势。主要原因在于：1、2016 年万能险等品种无序扩张，推高了基数；2、2017 年监管将重点放在保险产品销售环节，全年发布的 35 张罚单中大部分都涉及了违规销售环节，并且 2017 全年保监连发两文进行规范《中国保监会关于进一步加强人身保险公司销售管理工作的通知》2017-5-19 和《中国保监会关于印发《保险销售行为可回溯管理暂行办法》的通知，特别是后者，要求保险销售时必须进行录音录像等，一定程度遏制了保费规模的扩张。

具体分项目来看，产险公司原保险保费收入 9834.66 亿元，同比增长 12.72%；寿险公司原保险保费收入 21455.57 亿元，同比增长 23.01%。而在人身险业务中，传统寿险原保费收入增速最明显，2017 年收入为 21455.56 亿元，同比增长 23%，占整个人身险规模总和的 80.2%（2016 年为 78.45%），2016 年加速发展的健康险保持平稳，2017 年保费增速为 8.58%，2017 年意外险业务原保费收入为 901.32 亿元，增速为 20.19%，在整个人身险的占比为 3.4%。传统寿险业务稳步提速原因在于随着人均收入的提升，居民对于保险产品的认可度逐步提升，其消费品的属性也越来越被认可，因此带来了传统寿险规模的持续提升。2016 年 1 月保监会公布《关于开展个人税收优惠型健康保险业务有关事项的通知》，健康险喜迎政策红利，2016 年保费收入同比增长 67.71%，然而真实情况是税收优惠的力度有限，健康险最终的发展仍然取决于健康险本身的保险条款和价格以及渠道销售能力，2017 年健康险的原保费收入增幅有限。

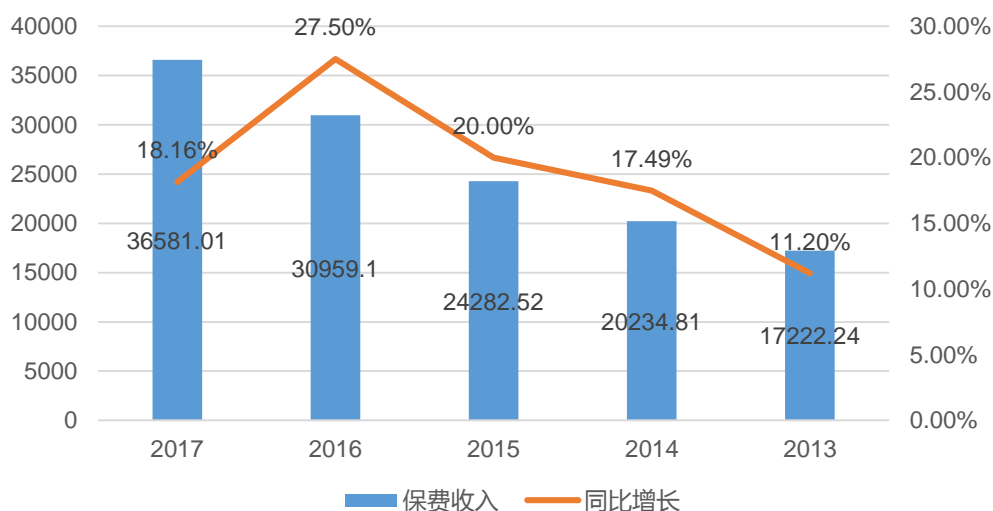
表 1：2017 年保费收入情况

	原保费收入(万元)	增速	占比
原保险保费收入	365,810,073.85	18.16%	
1、财产险	98,346,579.05	12.72%	
2、人身险	267,463,494.80	20.29%	
(1) 寿险	214,555,650.29	23.01%	80.2%
(2) 健康险	43,894,603.83	8.58%	16.4%
(3) 人身意外伤害险	9,013,240.68	20.19%	3.4%
人身保险公司保户投资款新增交费	58,923,639.73	-50.32%	
人身保险公司投连险独立账户新增交费	4,704,175.97	-49.90%	

资料来源：保监会、华宝证券研究创新部

最值得关注的是,2017年投连险和万能险规模缩水严重,据保监会公布的数据显示,2017年人身保险公司保户投资款新增交费为5892亿元,而人身保险公司投连险独立账户新增交费为470.42万元,分别相比于2016年分别下滑了50.32%和49.90%。原因在于:2017年5月11日,保监会发布134号文件——《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》,其中要求,保险公司不得以附加险形式设计万能险产品和投资连结险产品。从而导致两类产品的保费规模明显下滑。

图3: 2012-2017 保费收入(亿)及同比增速(%)



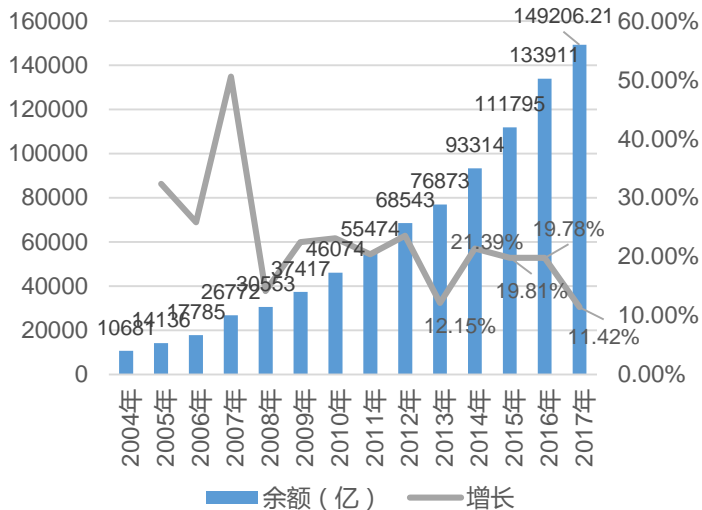
资料来源：保监会、华宝证券研究创新部

2. 资产配置结构再度优化，另类份额升债券份额降

根据保监会最新数据显示,2017年保险资金运用余额14.92万亿元,较2017年初增长11.42%。从大类资产维度看,固定收益类余额70886.96亿元,占比47.51%,较2017年初下降3.19个百分点;股票和证券投资基金18353.71亿元,占比12.3%,下降0.98个百分点;长期股权投资14769.06亿元,占比9.9%,上升0.73个百分点。从具体的品类看,银行存款19274.07亿元,占比12.92%,较2016下降5.63个百分点;债券51612.89亿元,占比34.59%,较2016年微升2.44个百分点;股票和证券投资基金18353.71亿元,占比12.3%,较2016年13.28%的水平基本持平;其他投资59965.54亿元,占比40.19%,占比继2016年提升7个百分点后再度提升4.17个百分点。总体来看,保险资金运用继续维持提高另类投资占的趋势,原因在于:1、债券市场在2017年表现较差,国债国开债收益率不断攀升,甚至超过前期高点,对于持有至到期策略的保险资金来说具有配置价值,从而占比有所提高,但是前期配置的债券资产2017年承受了一定的估值压力,因此,固定收益类余额占比较年初有所下

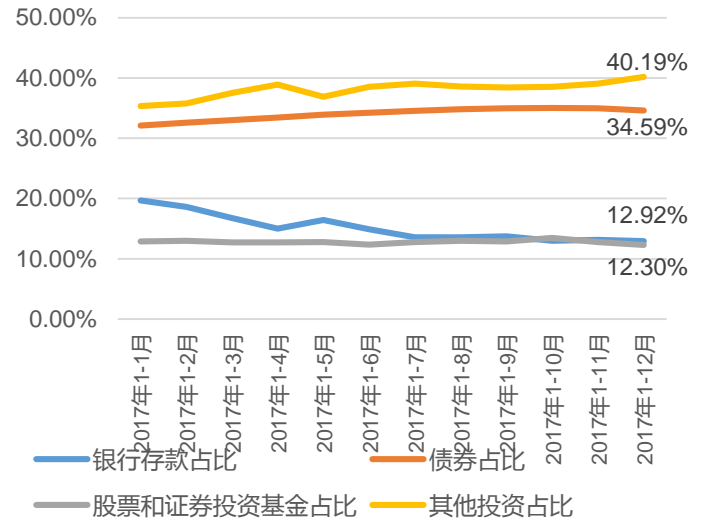
降。2、另类投资与保险资金长久期，资金体量大的特征能够起到较好的配合。3、另类投资的方向中最主要的是基础设施建设和支持实体经济发展的债权、股权，不动产计划等项目，这些方向符合保险资金要支持实体经济的基本原则和趋势。值得注意的是，相比于前两年，转向另类投资的资金来自银行存款而非债券投资。

图 4：2004-2017 年保险资金余额（亿元）变动情况



资料来源：保监会，华宝证券研究创新部

图 5：2017 年保险资金资产配置情况

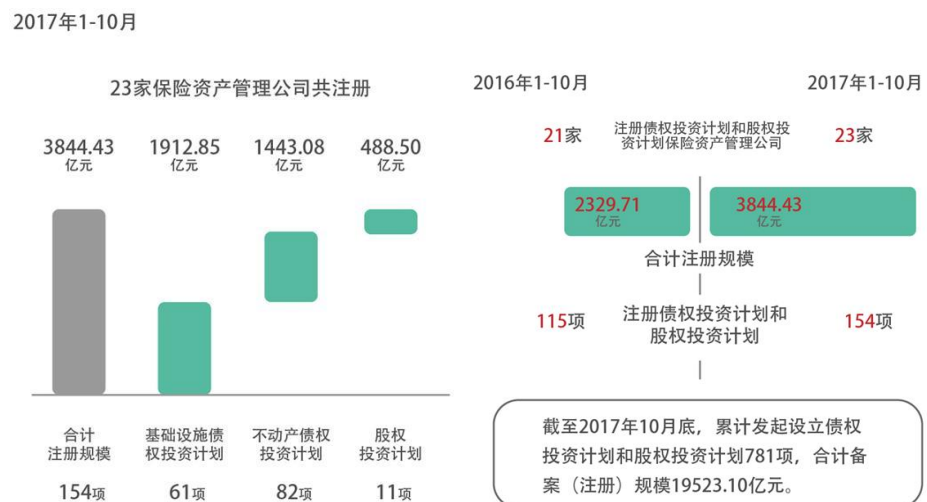


资料来源：保监会，华宝证券研究创新部

3. 另类投资增速发行，对接实体经济

据中国保险资产管理业协会数据，2017 年 1-10 月 23 家保险资产管理公司共注册保险资产管理产品 154 项，合计规模 3844.43 亿元，其中，基础设施债权投资计划 61 项，规模 1912.85 亿元，不动产债权投资计划 82 项，合计规模 1443.08 亿元，股权投资计划 11 项，合计规模 488.5 亿元。

图 6：2017 年保险资产管理产品注册情况（截止 2017 年 10 月）

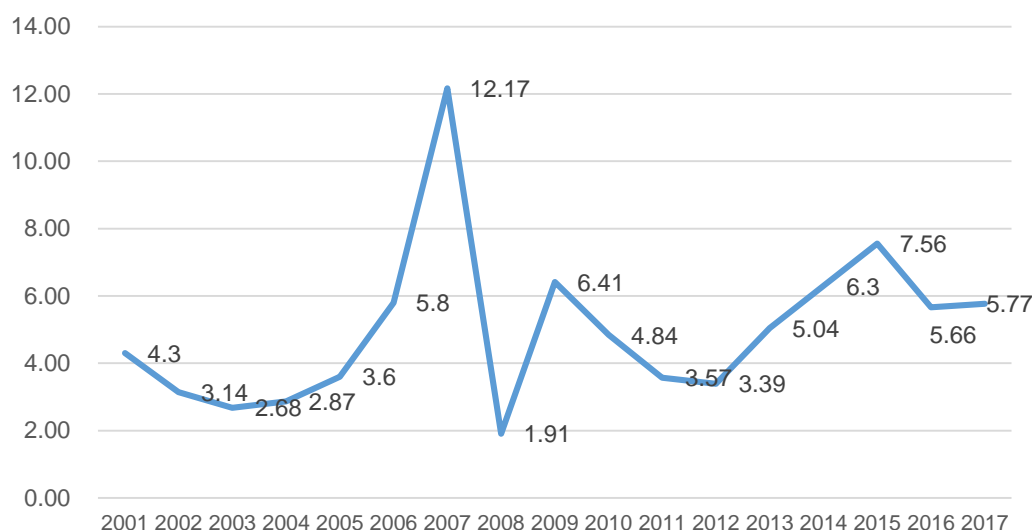


资料来源：华宝证券研究创新部

4. 投资收益率覆盖成本，行业利差损风险减小

2017 年保险资金运用收益 8352.13 亿元,同比增长 18.12%;投资收益率 5.77%,较 2016 年提高 0.11 个百分点。投资收益稳步增长,尤其是股票投资收益猛增,达到 1183.98 亿元,同比增长 355.46%。

图 7: 历年保险资金运用投资收益率 (%)



资料来源: 华宝证券研究创新部

根据行业的平均预定利率和实际负债成本, 3%的投资收益率水平将使得保险行业出现利差损, 3.1%-4%是安全边际最低的投资收益率水平, 利差已经低于 1%。针对投资行为较为激进的保险公司而言, 往往实际负债成本更高, 5%将是这类企业可以承受的最低投资收益率, 因此相对来讲这类企业利差损风险比较大。但从整个行业情况来讲, 5.77%的投资收益率基本覆盖了行业平均负债成本。

5. 保险机构继续扩容, 专业另类投资公司再填新丁

在全面强化保险业务监管的同时, 保险牌照的发放也有所收紧, 获批开业的保险公司越来越少, 实力雄厚的居多。2017 年获批开业的保险机构 15 家, 其中包括 1 家保险资产管理公司——永诚保险资管, 3 家相互保险社, 1 家养老保险公司——人民养老保险公司, 1 家再保险公司, 6 家寿险公司, 1 家健康险公司, 以及 2 家财险自保公司, 获批筹建的保险公司 5 家。此外, 保监会批准太平人寿保险有限公司投资设立太平投资控股有限公司, 其中, 太平人寿保险有限公司出资 1.2 亿元, 持有 60%股份; 太平财产保险有限公司出资 0.8 亿元, 持有 40%股份, 主要从事另类投资业务, 具体包括股权投资、债权投资、不动产投资等, 此前, 中国人民保险集团旗下的人保资本投资管理公司 (2008 年成立), 中国人寿旗下的国寿投资控股有限公司 (2007 年成立) 也都是以另类投资为主营业务。下半年以来, 包括飞天诚信、金杯电工、美盈森等多家上市公司发布公告表示, 拟终止发起设立保险公司, 而随着境内保险牌照变得越来越稀缺之后, 一些资本将目光投向香港保险市场。

表 2: 2017 年获批开业的保险机构

保险公司名称	注册资本	住所地址	批准内容	批复时间
中国人民养老保	40 亿	住所为河北省保定市雄县温泉	团体养老保险及年金业务、个人养老保险及年金业务、	2017 年

险有限责任公司	元	路 73 号;营业场所为北京市西城区西长安街 88 号。	短期健康保险业务、意外伤害保险业务、上述业务的再保险业务; 国家法律、法规允许的保险资金运用业务; 经中国保监会批准的其他业务。	10 月 9 日
永诚保险资产管理有限公司	3 亿元	公司住所为浙江省宁波市江东区世纪大道北段 333 号 015 幢 (16-21) — (16-33); 营业场所为上海市浦东新区国展路 899 号华能上海大厦 2 号楼 6 层	受托管理委托人委托的人民币、外币资金; 管理运用自有人民币、外币资金; 开展保险资产管理产品业务; 中国保监会批准的其他业务; 国务院其它部门批准的业务	2017 年 8 月 2 日
招商局仁和人寿保险股份有限公司	50 亿元	住所为深圳市前海深港合作区前湾一路 1 号 A 栋 201 室; 营业场所为深圳市南山区望海路 1166 号招商局广场 22 层 ABH 单元、29 层、35 层 CDEFGH1 单元。	普通型保险 (包括人寿保险和年金保险)、健康保险、意外伤害保险、分红型保险、万能型保险; 上述业务的再保险业务; 国家法律、法规允许的保险资金运用业务; 中国保监会批准的其他业务。	2017 年 6 月 30 日
汇友建工财产相互保险社	6 亿元	住所为北京市朝阳区北辰东路 8 号北辰时代大厦 29 层	住建及工程领域的责任保险、信用保证保险; 上述业务的再保险分出业务; 国家法律、法规允许的保险资金运用业务; 经中国保监会批准的其他业务	2017 年 6 月 22 日
爱心人寿保险股份有限公司	17 亿元	住所 (营业场所) 为北京市石景山区八角东街 65 号院主楼北座 2 号楼 15 层 1502、1503、1505、1506, 17 层 1702、1703、1704。	普通型保险 (包括人寿保险和年金保险)、健康保险、意外伤害保险、分红型保险、万能型保险; 上述业务的再保险业务; 国家法律、法规允许的保险资金运用业务; 中国保监会批准的其他业务。	2017 年 6 月 19 日
华贵人寿保险股份有限公司	10 亿元	住所为贵州省贵安新区行政中心 5 号楼; 营业场所为贵州省贵阳市高新区长岭南路 178 号茅台国际商务中心 A 栋 13-16 层。	普通型保险 (包括人寿保险和年金保险)、健康保险、意外伤害保险、分红型保险; 上述业务的再保险业务; 国家法律、法规允许的保险资金运用业务; 中国保监会批准的其他业务。	2017 年 2 月 4 日
人保再保险股份有限公司	10 亿元	住所 (营业场所) 为北京市西城区西长安街 88 号中国人保大厦七层西区	财产保险的商业再保险业务, 人身保险的商业再保险业务, 短期健康保险和意外伤害保险的商业再保险业务; 上述再保险业务的服务、咨询业务; 国家法律、法规允许的保险资金运用业务; 中国保监会批准的其他业务。	2017 年 2 月 20 日
众惠财产相互保险社	10 亿元	住所为深圳市前海深港合作区前湾一路 1 号 A 栋 201 室; 营业场所为北京市朝阳区东三环中路 20 号乐成中心 A 座 7 层。	信用保险; 保证保险; 短期健康和意外伤害保险; 上述业务的再保险分出业务; 国家法律、法规允许的保险资金运用业务; 经中国保监会批准的其他业务	2017 年 2 月 10 日
中远海运财产保险自保有限公司	20 亿元	住所为上海市浦东新区民生路 628 号航运科研大厦 1101 室; 营业场所为上海市虹口区东大名路 670 号 7 层	为中国远洋海运集团有限公司及集团成员企业的下列保险业务: 财产损失保险、责任保险、信用保险和保证保险; 短期健康保险和意外伤害保险; 上述业务的再保险业务; 国家法律、法规允许的保险资金运用业务; 经中国保监会批准的其他业务。	2017 年 1 月 25 日
复星联合健康保险股份有限公司	5 亿元	公司住所为广东省广州市南沙区南沙金融大厦 11 楼 1101-J88, 营业场所为广东省广州市天河区林和中路 8 号海航大厦 2401-2405 室	公司业务范围: 各种人民币和外币的健康保险业务、意外伤害保险业务; 与国家医疗保障政策配套、受政府委托的健康保险业务; 上述业务的再保险业务; 与健康保险有关的咨询服务业务及代理业务; 国家法律、法规允许的资金运用业务; 中国保监会批准的其他业	2017 年 1 月 19 日

横琴人寿保险有限公司	20 亿元	住所（营业场所）为广东省珠海市横琴金融产业发展基地 2 号楼	普通型保险，包括人寿保险和年金保险；健康保险；意外伤害保险；分红型保险；万能型保险；上述业务的再保险业务；国家法律、法规允许的保险资金运用业务；经中国保险监督管理委员会批准的其他业务。	2016 年 12 月 27 日
和泰人寿保险股份有限公司	15 亿元	住所（营业场所）为山东省济南市历下区经十东路 10567 号成城大厦 B 座第 3 及 23 层。	普通型保险，包括人寿保险和年金保险；健康保险；意外伤害保险；分红型保险；万能型保险；上述业务的再保险业务；国家法律、法规允许的保险资金运用业务；经中国保监会批准的其他业务。	2017 年 1 月 20 日
信美人寿相互保险社	10 亿元	住所为北京市朝阳区西大望路三号院 2 号楼 2 层 S-223；营业场所为北京市西城区宣武门西大街 129 号金隅大厦 15 层。	普通型保险，包括人寿保险和年金保险；健康保险；意外伤害保险；上述业务的再保险业务；国家法律、法规允许的保险资金运用业务；经中国保监会批准的其他业务。其中，会员产品保费收入占全部保费收入的比例不得低于 80%。	2017 年 5 月 5 日
广东粤电财产保险自保有限公司	3 亿元	住所为广东省广州市南沙区丰泽东路 106 号（自编 1 号楼）X1301-G3525；营业场所为广东省广州市天河东路 2 号粤电广场北塔 19 楼	广东省粤电集团及所属单位的下列保险业务：财产损失保险、责任保险、信用保险和保证保险；短期健康保险和意外伤害保险；上述业务的再保险业务；国家法律、法规允许的保险资金运用业务；经中国保监会批准的其他业务。	2017 年 10 月 27 日
三峡人寿保险股份有限公司	10 亿元	住所为重庆市万州区北滨大道二段 256 号 3 楼；营业场所为重庆市两江新区星光大道 62 号海王星大厦 C 座 5 楼。	普通型保险（包括人寿保险和年金保险）、健康保险、意外伤害保险；上述业务的再保险业务；国家法律、法规允许的保险资金运用业务；中国保监会批准的其他业务。	2017 年 12 月 15 日

资料来源：华宝证券研究创新部、保监会

表 3：2017 年获批筹建（并尚未开业）的保险机构

保险公司名称	股东	批准日期
北京人寿保险股份有限公司	北京顺鑫控股集团有限公司、北京供销社投资管理中心、北京韩建集团有限公司、华新世纪投资集团有限公司、北京草桥实业总公司、朗森汽车产业园开发有限公司、北京华泰兴农农业科技有限公司、恒有源投资管理有限公司、北京鹏康投资有限公司等 9 家公司共同发起筹建北京人寿保险股份有限公司，注册资本人民币 28.6 亿元，注册地北京市。拟任董事长马勇，拟任总经理汪军。	2016 年 12 月 27 日
海保人寿保险股份有限公司	海马投资集团有限公司、海思科医药集团股份有限公司、易联众信息技术股份有限公司、深圳市智信利达投资有限公司、舜元建设（集团）有限公司、深圳市仲山裕华投资发展有限公司、海南新建桥经济发展有限公司、本源建投（北京）资产管理有限公司等 8 家公司共同发起筹建海保人寿保险股份有限公司，注册资本人民币 15 亿元，注册地海口市。拟任董事长潘细亚，拟任总经理李高峰。	2017 年 1 月 11 日
国富人寿保险股份有限公司	广西投资集团有限公司、广州唯品会信息科技有限公司、吉安新年广告传媒有限公司、北京信中利投资股份有限公司、湖北三峡华翔集团有限公司、广西日报传媒集团有限公司、上海恒大建材市场管理股份有限公司、广西名都生态科技发展有限公司等 8 家公司共同发起筹建国富人寿保险股份有限公司，注册资本人民币 15 亿元，注册地南宁市。拟任董事长崔薇薇，拟任总经理刘校君	2017 年 1 月 25 日
国宝人寿保险股份有限公司	四川发展（控股）有限责任公司、成都先进制造产业投资有限公司、中金国泰控股集团有限公司、上海中九投资（集团）有限公司、四川川商发展控股集团有限公司、重庆金阳房地产开发有限公司、四川雄飞集团有限责任公司、成都市天鑫洋金业有限责任公司、新希望投资有限公司等 9 家公司共同发起筹建国宝人寿保险股份有限公司，注册资本人民币 15 亿元，	2017 年 1 月 24 日

融盛财产保险股份有限公司	注册地成都市。拟任董事长易军，拟任总经理邱毅。 东软集团股份有限公司、沈阳新松机器人自动化股份有限公司、辽宁省交通规划设计院有限责任公司、上海弘焜房地产经纪有限公司、北方联合出版传媒（集团）股份有限公司、大连汇能投资控股集团有限公司等 6 家公司共同发起筹建融盛财产保险股份有限公司，注册资本人民币 10 亿元，注册地沈阳市。拟任董事长刘积仁，拟任总经理徐广哲。	2017 年 1 月 25 日
--------------	--	-----------------

资料来源：华宝证券研究创新部、保监会

2017 年保监会批准了 5 家保险公司通过发行债券方式增资的申请，包括农银人寿、中国人民健康保险、平安财险通过在银行间债券市场公开发行不超过 35 元的 10 年期可赎回资本补充债券的，太平洋财险发行规模不超过 100 亿元，建信人寿通过境外募集不超过 5 亿美元的资本债。

6. 保险行业基础设施建设持续推进

2017 年，中国保险业保单登记管理信息平台第二期建设圆满结束。根据《中国保监会关于建设中国保险业保单登记管理信息平台的通知》（保监发〔2015〕102 号）精神，8 月，保监会启动信息平台第三期建设工作，相比第二期，信息平台第三期建设将进一步扩展保单登记范围，实现险种全覆盖。数据范围包括各保险集团（控股）公司、保险公司、相互保险公司自开业以来上述险种的全部保单数据（包括全部失效保单和有效保单），根据计划将于 2018 年 8 月底前完成平台建设第三期工作。

2017 年，中国保险资产管理业协会在保险资产管理产品注册系统与保交所资管平台实现数据互联互通后，发行首单基础设施债券投资计划——华泰-华侨城基础设施债权计划（募集资金投向武汉实体经济项目，支持武汉经济结构优化和产业转型升级），并完成份额登记，线上投资机构包括：长江养老保险股份有限公司、中德安联人寿保险有限公司、华泰人寿保险股份有限公司等 3 家投资机构。产品注册规模达到 35 亿元，一期发行规模为 17.96 亿元。未来，结合保险行业特点，保交所将继续推进更广泛范围下的互联互通，即在基础网络、数据接口、文本规范等方面形成方案，通过全行业的互联互通，实现中资协、资管平台、产品发行人、产品投资人、托管银行等大资管行业的互联互通。

2016 年上海保交所成立，是我国多层次保险市场体系重要的探索，保交所通过搭建保险登记交易、再保险登记交易、保险资管产品登记交易以及保险衍生品四大平台，以实现登记结算、业务流程、交易融资、信息管理、运营管理以及风控合规六大服务。2017 年，保所在推动“保险让生活更加美好”方面做出成效。

在制度建设方面，8 月，保交所发布《上海保交所就保险产品交易业务规则公开征求意见》（2017-08-22），充分借鉴其他金融交易所的成熟经验搭建保交所交易业务，成为我国保险业公开交易市场建设的重要一步。同月，发布了《上海保交所发布保险账户管理暂行办法》，保交所保险账户采用以客户唯一的身份信息为客户标识，采用了产品账户和资金账户合一的方式，在一个账户下对保单等产品信息和资金余额进行统一登记和统一管理，促使保险行业数据治理理念从“保单”为基础转为以“账户”为基础，灵活满足客户分类管理保险资金的需求，2017 年“一户通”账户系统上线以来，开户量超过 170 万户。11 月保交所发布《上海保交所发布结算银行管理办法》，规范保交所资金结算业务，成为保险业结算体系标准化建设的重要一步。

在技术层面，2017 年 3 月 28 日，上海保交所成功通过区块链数据交易技术验证，9 月正式发布区块链底层技术平台（简称“保交链”），直击保险交易领域信息不共享、信息不对称等长期痛点，借力金融科技加速行业科技进步，有助于提高保险业运行效率，夯实保险交易信用基石，引导保险回归保障本源，推动保险业的产品与服务创新。

在平台搭建层面上，2017年1月5日，上海保险交易所保险招投标平台试点上线，有利于发挥保交所的公开市场作用，减少不正当交易和利益输送。保险招投标平台长期助力保险扶贫，构建“公益+交易所+保险”的精准扶贫新模式，首个项目“无忧计划-儿童保险礼物”云南精准扶贫保险项目（中国人民财产保险股份有限公司中标成为承保人）于5月完成首单赔付。6月20日，由上海农商行捐赠的“西藏日喀则市五县农牧民意外伤害保险”项目正式落地。6月29日，“国泰君安证券成长无忧计划”保险公益项目落地。截止2017年7月，利用1200万善款，实现了近400亿保额的撬动，为云南、陕西、西藏、安徽、四川、江西六省17个贫困县的56万帮扶群众送上保险礼物。12月14日，上海保交所财险共保交易结算平台正式上线，首批共同保险项目包括“宁波市轨道交通5号线一期和宁波至奉化城际铁路工程保险项目”、“东海西湖作业区运营期一揽子保险项目”和“国家电网分布式光伏保险项目”，分别由人保、太保、英大财险作为主承保人，为上述实体项目提供风险保障。该平台系统为财险共保业务提供交易撮合、数据清分、资金结算、信息查询等一站式综合服务，实现共保结算的标准化、集中化、规范化，为市场参与者提供安全高效、公平可靠的结算渠道，提高市场的运行效率和整体流动性，强化场内交易行为监管，实现整个交易市场的动态良性循环，进一步促进我国多层次保险市场健康发展，为我国保险行业在全球竞争中带来先发优势。3月，上海市政府发布《“健康上海2030”规划纲要》，明确“以上海保交所为平台，推动商业保险、医疗卫生服务、健康大数据等资源的对接和整合，支持商业保险发展，充分发挥商业健康保险对居民健康管理的支撑作用。”8月30日，保交所和上海市卫计委信息中心召开工作会议，共同规划建设上海健康保险交易中心。

在推广保险产品上，2017年7月1日，保交所再出台举措助力巨灾风险分散，上线了地震巨灾保险微信投保功能正式上线，为消费者提供更加便捷的巨灾保险线上购买途径。

二、保险资管行业监管已先行，服务实体经济落实处

1.2017 年全行业资管监管时代背景

2017年，资管行业继续进行“降杠杆，防风险”的监管政策，2017年11月，央行、银监会、证监会、保监会和外管局联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，相比之下，对于保险行业具有比较优势。资管新规中规范了以下内容：

①非标投资，然而2016年保监会曾出台新规，要求集合或者涉及保险资金的保险资管产品对接非标投资时，保监会限定了必须对接内部产品，即基础设施投资计划，股权投资计划，资产支持计划等。而本次对于非标投资的限制，势必会带来项目方向保险资产靠拢，为保险资产管理公司带来更多的业务，也为保险资金在投资运用中更多的投向选择。

②期限错配和资金池。在2017年推出的新规里，明确提出不得进行期限错配，对于保险资金来说，2016年《业务通知》明确规定保险资产管理公司和养老保险公司不得发行具有“资金池”性质的产品，主要是指投资于非公开市场投资品种，且具有滚动募集、混合运作、期限错配、分离定价、未单独建账或未独立核算等特征的产品。其实，对于寿险资金来说，资金本身的久期就比较长，与其他资产管理行业不同的是，期限错配往往体现为长期限资金配置短期限资产。但是如果保险资产管理产品对接的是非保险资金，就会存在潜在风险较大的、监管禁止的期限错配问题。

2.保险产品类监管政策陆续推出

2017 年监管将重点切换至保险产品的规范性监管,包括产品设计、销售环节。具体包括:出台人身类保险产品设计规范《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》,主要调整要点有:①、两全保险、年金保险保单满 5 年才可以给付首期生存金,且生存金给付不超过已交保费的 20%。②、保险公司不得以附加险形式设计万能型保险产品或投资连结型保险产品。③、保险产品定名、产品说明书以及相关产品宣传材料中不得包含“理财”、“投资计划”等表述。

2017 年 11 月 15 日,保监会下发《健康保险管理办法(征求意见稿)》。从健康险的经营管理、产品管理、销售管理、精算要求、健康管理服务与医保合作等方面进一步防范健康险运营风险,保护消费者利益。

3.行业罚单聚焦产品销售,强监管思路坚定不移

2017 年,全资产管理行业监管发力,监管罚单也创历史新高,人民银行对各类金融机构及企业开具了 903 张罚单,行政处罚内容涉及支付结算、征信管理、反洗钱、票据业务、经理国库等方面,对金融机构的罚没金融合计 7980 万元,按照金融机构类别分,银行收到的罚单数量最多,共计 728 张,其次是保险公司和证券公司,分别为 49 张和 10 张。从金额上看,银行业罚金合计 7063.2 万元,证券公司罚金 205.5 万元,保险公司罚金 8.43 万元。保险行业监管罚单主要集中在三个方向:销售、公司治理、资金运用。其中,销售环节的罚单超过一半,主要问题包括电话销售欺骗投保人,提供虚假录音材料,向投保人隐瞒与保险合同有关的重要情况以及拒绝单独承保交强险等内容,在公司治理方面,也出现了包括聘任不具备任职资格人员担任公司高管,未经批准设立分支机构等违规行为,在资金运用方面,对于违规使用保险资金的行为分别给予罚款或限制股票投资 1 年的处罚。

2017 年 5 月 19 日,保监会发布《中国保监会关于进一步加强人身保险公司销售管理工作的通知》,要求各人身保险公司应当立即对 2016 年以来公司销售管理合规情况开展自查自纠,重点针对产品管理、信息披露、销售宣传、客户回访、续期服务和投诉处理等业务环节,排查相关经营行为是否依法合规、内控制度是否健全有效、信息资料是否真实完整,对捏造散布“返还型健康险被叫停”、“部分重大疾病将列为免责病种”等虚假信息的炒作行为和通过虚假宣传引诱投保人订立保险合同等违规销售问题开展全面清查和责任追究,并且列示了违法违规的 10 种情况,跟据情节严重程度给予行政处罚或者要求分公司/总公司停止接受新业务 3 个月至 12 个月的处罚措施。“保监姓监”的定位确定后,加强监管履责,2017 年强化监管思路仍将贯穿全年。

4.保险资金持续坚持支持实体经济路线

保险资金具有规模大,久期长,来源稳定的特点,目前保险产品中占比最大的寿险类产品的期限通常在 15 年以上,分红险的期限一般也在 10 年以上。保险资金来源稳定,能够满足国家大型基础设施和重大项目建设对长期资金的需求,近两年在支持实体经济发展领域做出了重要贡献。截止至 2017 年 1-10 月,2017 年 23 家保险资产管理公司共注册保险资产管理产品 154 项,合计规模 3844.43 亿元,其中,基础设施债权投资计划 61 项,规模 1912.85 亿元,不动产债权投资计划 82 项,合计规模 1443.08 亿元,股权投资计划 11 项,合计规模 488.5 亿元。

2017 年,保监会出台《中国保监会关于保险业支持实体经济发展的指导意见》(下称《指导意见》),从四个方面:构筑实体经济风险管理保障体系,引导保险资金服务国家发展战略,不断创新保险业服务实体经济形式,以及持续改进和加强保险监管与政策引导维度上对保险资金参与实体经济的领域和服务方式,以及配套措施提出部署和建议。值得一提的是,本次对于保险资金服务实体经济的文相比前几年可执行性更强,措施也更加具体。如鼓励保险资

产管理机构发起设立支持制造业创新发展、兼并重组和转型升级的债权计划、股权计划和股权投资基金等金融产品，更好服务《中国制造 2025》各项任务。在保险资金参与 PPP 项目时，倡导放宽信用增肌要求和担保主体范围，扩大免增信融资主体数量，定位与对宏观经济和区域经济具有带动作用的重点项目和工程。

除了提出保险资金支持实体经济的路径和方法，在制度保障上，保监会在监管维度上也做了更为人性化的设计，包括：对于基础资产为国家政策明确支持的基础设施、保障房、城镇化建设等项目，且具有保证条款的股权计划和私募基金，**研究调整**其所属的大类资产类别和优化偿付能力资本要求。推动差异化监管和分类监管试点，对于保险资金投资国家发展战略和国家重大工程的项目和产品，**在政策上应该给予适度倾斜**，在产品注册、备案、审核环节应给予优先支持。同时，**在风险管控上，注重风险预警和风险责任追究机制**，引导保险资金秉承价值投资、长期投资和稳健投资，为国家战略和实体降债提供长期稳定优质资金。

此外，长期以来保险资金在支持实体经济层面贡献突出，为关系国计民生的各类基础设施项目和民生工程提供长期资金支持。在资金运用时也曾参与过地方政府融资平台相关项目。2018 年 1 月保监会发布《中国保监会 财政部关于加强保险资金运用管理 支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》，提出保险机构应当严格执行《中华人民共和国预算法》《中华人民共和国担保法》《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发 2014 43 号文），**1、严禁违法违规向地方政府提供融资，不得要求地方政府违法违规提供担保。2、对于存量债务问题，保险机构应当逐笔排查是否合法合规，违法违规的，配合整改，合法合规的，加强存续期风险监测。3、对于保险机构向融资平台提供债券投资的，应当对投资是否符合相关法律法规出具专项法律意见。融资平台公司作为融资主体的，应向保险机构主动声明不承担政府融资职能。保险机构要将融资平台公司视同一般国有企业，独立开展风险评估，实施市场化融资。4、对于保险机构开展的新型合作模式（私募基金、股权投资计划、PPP）是，投资收益应当与被投资企业的经营业绩或股权投资基金的投资收益挂钩。坚决制止各种变相举债上新项目，铺新摊子的行为。同时，文中也对保险行业基础设施建设（如行业性的区域信用风险评估框架等，行业性风险预警机制，跨部门联合监测和防控机制等方面）提出要求，并且明确了市场主体的责任和追责要求。**

5.信用保险业务出规范，网贷平台信保业务有纪可寻

2017 年保监会发文规范信用保证保险，加强信保业务监管，防范系统性金融风险，促进信保业务持续健康发展，《信用保证保险业务监管暂行办法》（下称《暂行管理办法》）中规范了信用保障业务的范围，经营规则，内控管理原则以及监督管理规则。具体来说：

信用保险业务是以信用风险为保险标的的保险，分为信用保险和保证保险，其中，**针对网贷平台信保业务**，《管理办法》分别在定义、准入、禁止性行为、信息披露等方面进行规范。所谓网贷平台信保业务是指为保险公司与依法设立并经省级地方金融监管部门备案登记，专门从事网络信贷信息中介业务活动的金融信息中介公司合作，为网贷平台上的借贷双方提供的信保业务。文中明确要求保险机构开展网贷平台信保业务，不得存在以下行为：**1、与不符合互联网金融相关规定的网贷平台开展信保业务；2、汽车抵押类或房屋类贷款保证保险业务，单户投保人为法人和其他组织的自留责任余额超过 500 万元，单户投保人为自然人的自留责任余额超过 100 万元；其他信保业务，单户投保人为法人和其他组织的自留责任余额超过 100 万元，单户投保人为自然人的自留责任余额超过 20 万元。在于互联网平台进行合作时，需要进行严格的资质准入，并且网贷平台公布的产品需要由保险公司统一制作和授权的保险产品重要信息需要经双方审核同意，以避免网贷平台虚假，误导宣传。**

开展信保业务的财险公司需要满足一定的任职资格：其中包括必须满足上一季度核心偿付能力充足率不低于 75%，且综合偿付能力充足率不低于 150%。明令禁止保险公司为以下融资行为提供信保业务：类资产证券化业务和债权转让行为；非公开发行债券业务，以及主

体信用评级或债项评级 AA+ 以下的公开发行债券业务；保险公司的控股股东、子公司以及其他关联方的融资行为及其他保监会禁止承保的行为。其中，保险公司开展**融资性保证保险业务**，应当根据业务风险状况，及时监控和跟踪投保人、被保险人的往来还款资金动态，必要时建立对投保人、被保险人双方还款账户的共同监管机制。随后，保险公司也将逐步加入人民银行征信系统，未来，还有望与司法系统、民政系统、第三方征信机构、各类大数据机构等进行信息对接。

6. 加强保险资金运用管理，向资产管理行业看齐

2018 年 1 月，保监会发布《保险资金运用管理办法》，较 2016 年发布的《保险资金运用管理办法》(征求意见稿，分别于 2016 年 3 月 8 日至 31 日通过保监会官方网站，以及 2016 年 5 月 5 日至 6 月 5 日通过“中国政府法制信息网”向社会公开征求意见)整体变化不大，值得关注的内容包括：

1)、将保险资金进行的股票投资分为一般股票投资，重点股票投资和上市公司收购三个类别，并且明确对于不同类别的股票投资进行差异化监管。

2)、明确了保险资金可以**投资全国中小企业股份转让系统挂牌的公司股票**。

3)、对于保险集团(控股)公司、保险公司购置自用不动产、开展上市公司收购或者从事对其他企业实现控股的股权投资明确了资金来源——**应当使用自有资金**，2014 年版中的表述是“不得使用各项准备金”。

4)、投资管理人受托管理保险资金时，禁止性行为中增加了“**不得将受托资金委托**”和“**不得为委托机构提供通道服务**”两项内容，这与全资产管理行业“去通道、去嵌套”监管要求是一致的。

5)、保险资产管理业务范畴中，将**其他合格投资者**加入到保险资产管理产品的可发售对象行列中，此前 2014 年版本中并未明确罗列，当然，此前 2013 年保监会发布的《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》中明确规定保险资产管理产品限于向境内保险集团(控股)公司、保险公司、保险资产管理公司等具有风险识别和承受能力的合格投资人发行。2017 年发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》中对合格投资者具有明确的定义：

“合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只资产管理产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人和法人。(一) 家庭金融资产不低于 500 万元，或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元，且具有 2 年以上投资经历。(二) 最近 1 年末净资产不低于 1000 万元的法人单位。(三) 金融监督管理部门视为合格投资者的其他情形。

合格投资者投资于单只固定收益类产品的金额不低于 30 万元，投资于单只混合类产品的金额不低于 40 万元，投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于 100 万元。合格投资者同时投资多只不同产品的，投资金额按照其中最高标准执行。”

6)、新增“保险集团(控股)公司、保险公司开展证券投资业务，应当遵守证券行业相关法律法规，建立健全风险隔离机制，实行相关从业人员本人及直系亲属投资信息申报制度，切实防范内幕交易、利用未公开信息交易、利益输送等违法违规行为。”事实上，资产管理行业体系内，例如基金公司基金经理，证券公司投资经理早已执行了预防老鼠仓内幕交易的风险防范措施，而且相比于简单申报，其实更为严格——需要注销证券户，保险机构相关从业人员遵从执行同样的标准有助于避免违规事项的发生。

7)、在资金运用流程机制的设置上,相比于 2014 年版本,删除了“要求构建投资池、备选池和禁投池体系”的表述,但是事实上,这些内容早已成为一家规范的保险资金管理方正常的制度体系内容。

8)、细化了违反《资金运用管理办法》行为的行政处罚方式,“罚款、限制业务范围、责令停止接受新业务或者吊销业务许可证等行政处罚,对相关责任人员依法予以警告、罚款、撤销任职资格、禁止进入保险业等行政处罚。”

表 4: 保险资金运用管理办法对比

范围	征求意见稿	正式稿
第四条	保险资金运用必须稳健,遵循安全性原则,符合偿付能力监管要求,根据保险资金性质实行资产负债管理和全面风险管理,实现集约化、专业化、规范化和市场化。	保险资金运用必须以 服务保险业为主要目标 ,坚持稳健审慎和安全性原则,符合偿付能力监管要求,根据保险资金性质实行资产负债管理和全面风险管理,实现集约化、专业化、规范化和市场化
第六条	保险资金运用限于下列形式:(一)银行存款;(二)买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券;(三)投资不动产;(四)国务院规定的 其他资金运用形式 。。。	保险资金运用限于下列形式:(一)银行存款;(二)买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券;(三)投资不动产; (四)投资股权 ;(五)国务院规定的 其他资金运用形式 。。。
第九条	保险资金投资的股票,主要包括公开发行并上市交易的股票和上市公司向特定对象非公开发行的股票。	保险资金投资的股票,主要包括公开发行并上市交易的股票和上市公司向特定对象非公开发行的股票。 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。保险资金投资全国中小企业股份转让系统挂牌的公司股票,以及以外币认购及交易的股票,由中国保监会另行规定。
第十三条	保险集团(控股)公司、保险公司 不得使用各项准备金 购置自用不动产或者从事对其他企业实现控股的股权投资。	保险集团(控股)公司、保险公司购置自用不动产、开展上市公司收购或者从事对其他企业实现控股的股权投资, 应当使用自有资金 。
第十四条	实现控股的股权投资应当限于下列企业: (一)保险类企业,包括保险公司、保险资产管理机构以及保险专业代理机构、保险经纪机构;。。。	实现控股的股权投资应当限于下列企业: (一)保险类企业,包括保险公司、保险资产管理机构以及保险专业代理机构、保险经纪机构、 保险公估机构 ;
第十七条	保险资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 设立夹层基金、并购基金、不动产基金等私募基金 ,具体办法由中国保监会制定。	保险资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 ,具体办法由中国保监会制定。
第二十五条	投资管理人受托管理保险资金的,不得有下列行为:	投资管理人受托管理保险资金的,不得有下列行为:新增 (七)将受托资金转委托 ; (八)为委托机构提供通道服务 ;
第三十条	保险资产管理产品业务,是指由保险资产管理机构作为发行人和管理人,向保险集团(控股)公司、保险公司、保险资产管理机构等发售产品份额,募集资金,并选聘商业银行等 专业机构 为托管人,为投资人利益开展的投资管理活动。	保险资产管理产品业务,是指由保险资产管理机构作为发行人和管理人,向保险集团(控股)公司、保险公司、保险资产管理机构 以及其他合格投资者 发售产品份额,募集资金,并选聘商业银行等 专业机构 为托管人,为投资人利益开展的投资管理活动。
第三十三条	董事会应当设立资产负债管理委员会(投资决策委员会)和风险管理委员会。	董事会应当设立具有投资决策、资产负债管理和风险管理等相应职能的 专业委员会 。
第三十七条	保险集团(控股)公司、保险公司的保险资产管理部門应当在投资研究、风险控制、业绩评估、相关保障等环节设置岗位,建立防火墙体	保险集团(控股)公司、保险公司的保险资产管理部門应当在投资研究、 资产清算 、风险控制、业绩评估、相关保障等环节设置岗位,建立防火墙体系,实现专业化、规范化、程序化运

	系，实现专业化、规范化、程序化运作。	作。
第四十二条	保险集团（控股）公司、保险公司应当建立专业化分析平台，并利用外部研究成果，研究制定涵盖交易对手管理和投资品种选择的模型和制度， 构建投资池、备选池和禁投池体系 ，实时跟踪并分析市场变化，为保险资金运用决策提供依据。	保险集团（控股）公司、保险公司应当建立专业化分析平台，并利用外部研究成果，研究制定涵盖交易对手管理和投资品种选择的模型和制度，实时跟踪并分析市场变化，为保险资金运用决策提供依据。
第四十四条		新增： 保险集团（控股）公司、保险公司开展证券投资业务，应当遵守证券行业相关法律法规，建立健全风险隔离机制，实行相关从业人员本人及直系亲属投资信息申报制度，切实防范内幕交易、利用未公开信息交易、利益输送等违法违规行为。
第六十一条		新增： 保险集团（控股）公司、保险公司的首席投资官由分管投资的高级管理人员担任。
第六十三条	保险集团（控股）公司、保险公司违反本规定运用保险资金的，由中国保监会依法给予行政处罚。	保险集团（控股）公司、保险公司违反本办法规定运用保险资金的，由中国保监会依法予以罚款、限制业务范围、责令停止接受新业务或者吊销业务许可证等行政处罚，对相关责任人员依法予以警告、罚款、撤销任职资格、禁止进入保险业等行政处罚。 受到行政处罚的，保险集团（控股）公司、保险公司应当对相关责任人员进行内部责任追究。

资料来源：华宝证券研究创新部、保监会

三、保险资管业务，加强业务模式创新

目前来看，保险资产管理公司 38 家，如下表所示：

表 5：保险资产管理机构名单

序号	中文名称	序号	中文名称	序号	中文名称	序号	中文名称
1	中意资产管理有限责任公司	11	中再资产管理股份有限公司	21	光大永明资产管理股份有限公司	31	百年保险资产管理有限责任公司
2	新华资产管理股份有限公司	12	泰康资产管理有限责任公司	22	民生通惠资产管理有限公司	32	太平投资控股有限公司
3	人保资本投资管理有限公司	13	平安资产管理有限责任公司	23	太平洋资产管理有限责任公司	33	国寿财富管理有限公司
4	中国人寿资产管理有限公司	14	友邦保险有限公司中国区资产管理中心	24	合众资产管理股份有限公司	34	北京泰康投资管理有限公司
5	华安财保资产管理有限责任公司	15	国寿投资控股有限公司	25	华夏久盈资产管理有限责任公司	35	人保远望产业投资管理有限公司
6	华泰资产管理有限公司	16	平安养老保险股份有限公司	26	长城财富资产管理股份有限公司	36	国寿不动产投资管理有限公司
7	安邦资产管理有限责任公司	17	生命保险资产管理有限公司	27	英大保险资产管理有限公司	37	国寿资本投资有限公司
8	中英益利资产管理股份有限公司	18	中国人保资产管理股份有限公司	28	中保投资有限责任公司	38	平安创赢资本管理有限公司
9	太平资产管理有限公司	19	人保投资控股有限公司	29	平安不动产有限公司		
10	阳光资产管理股份有限公司	20	长江养老保险股份有限公司	30	建信保险资产管理有限公司		

资料来源：华宝证券研究创新部、保监会、中国保险资产管理业协会

保险资产管理公司主要从事两大业务板块：投行板块、资产管理业务板块。涉及的业务主要有 10 大方面：分别是投连险管理服务、保险资产管理计划、企业年金服务、养老保障、公募业务、私募股权基金、基础设施不动产债权计划、增值平台服务、公募业务以及第三方保险资产管理服务。

图 8：目前保险资产管理公司主要业务一览



资料来源：华宝证券研究创新部

1. 投行业务板块

1.1. 基础设施及不动产投资计划

1.1.1 基础设施及不动产投资计划——迎合保险资金投资需求

基础设施债权项目具有投资期限长、收益率较高、筹资额大等特点，符合保险资金的特性，且多由保险机构自主发行，是保险行业投行化牌照下的新型业务载体，近年来其作为非标资产的代表，受到保险资金配置比例持续提升。目前，债权投资计划期限以 5-10 年为主，投资收益率相对稳定，平均收益率在 6% 左右，比较适合长久期的保险资产配置，但对担保和增信也有较高的要求。大型保险机构一般多要求项目资产的评级达到 AAA 级，且有大型金融机构或大型央企国企、政府机关提供担保，以此保证到期能够收回债权资金，项目的供给存在制约性。

据中资协数据显示，2017 年 23 家保险资产管理公司共注册保险资产管理产品 154 项，合计规模 3844.43 亿元，其中，基础设施债权投资计划 61 项，规模 1912.85 亿元，不动产债权投资计划 82 项，合计规模 1443.08 亿元，股权投资计划 11 项，合计规模 488.5 亿元。

具体来看，从注册主体上看，平安资管、太平洋资管、长江养老注册的产品数量最多，超过 20 个，合计超过总数量的 30%，第二梯队的包括：中意资管、光大永明资管，合众资管、中英益利资管、华泰资管、太平资管、泰康资管，全年注册的数量均超过 10 例。

从行业投向情况上看，基础设施债权投资计划主要投资于交通、能源领域，其中，长江养老、平安资管、中意资管在基础设施债权计划的配置力度最强，比较典型的是投资于交通行业的产品，例如长江养老、平安资产、太平资产分别发行基础设施债权投资计划参与四川铁投基础设施建设（高速公路建设、路网建设等内容），光大永明资产和中意资产分别发行了光大永明-长沙地铁四号线基础设施债权投资计划和中意-武汉地铁轨道交通债权投资计划。另外，值得一提的是，安邦资管曾发行“安邦-甘肃省交通运输厅债权计划”，以存量债务置换方式投资于甘肃高速公路和二级公路，为西部地区基础设施建设提供支持。而在不动产债权投资计划维度，项目最终的投资对象主要是商业不动产和棚户区改造等，相比之下，投资于商业不动产的债券投资计划的占比更高，除平安不动产专注于不动产类资产项目外，商业不动产债权计划发行数量比较多的保险资产管理公司有：太平洋资管，新华资管，中意资管，

此外，超过三分之一的资产管理公司都参与到了棚户区建设改造项目，如中英益利发行的海尔地产棚户区改造债券投资计划、长江养老发行的武汉地产棚户区改造债权计划、太平资产发行的湖州棚户区改造不动产债权投资计划，合众资产发行的岳阳旧城棚改债权投资计划，光大永明发行的点检地产武汉棚改债权计划。

从区域上看，2017 年注册产品覆盖的区域分布范围继续扩展，从项目所在地域的数量上看，天津，北京，武汉，长沙以及四川地区的项目较多。

1.1.2 支持实体经济，债权投资计划持续开绿灯

保监会于 2016 年 7 月 3 日发布《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》，放宽保险资金可投基础设施项目的行业范围，鼓励 PPP 等创新模式，缓解目前保险公司面临的再配置压力，同时加深保险资金与实体经济的对接的程度，支持经济稳定增长。

作为支持实体经济的主要路径，2017 年 5 月 22 日，保监会发布《中国保监会关于债权投资计划投资重大工程有关事项的通知》（保监资金〔2017〕135 号文），继续发力引导保险资金进入实体经济，参与到国家重大战略建设中，要点包括：

一、债权投资计划投资经国务院或国务院投资主管部门核准的重大工程，且偿债主体具有 AAA 级长期信用级别的，可免于信用增级。

二、债权投资计划投资“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、军民融合、《中国制造 2025》、河北雄安新区等国家发展战略重大工程的，注册机构建立专门的业务受理及注册绿色通道，优先受理。

2013 年 9 月 7 日，习近平主席在哈萨克斯坦纳扎尔巴耶夫大学发表重要演讲《弘扬人民友谊，共创美好未来》，首次提出共同建设“丝绸之路经济带”。2015 年 3 月 28 日，经国务院授权，发改委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景和行动》，建设“一带一路”的伟大构想全面开启。“一带一路”沿线国家的基础设施建设四中国保险投资基金的一项重要投资方向，有助于推动保险资金运用方式的创新，为保险资金配置带来了新机遇。“一带一路”提倡的关键词是“互联互通”，即交通、电力和通讯等领域的网络化“一带一路”沿线国家多为发展中国家，经济欠发达，需要大量的外来投资建设大型基础设施项目，保险资金具有规模大，期限长等特点，能够满足巨大的国际基建市场需求。同时，国内圈定了 18 个省（直辖市）将借助“一带一路”成为国内新的经济增长点，但是由于各省市发展水平具有差异，有非常强的意愿与金融机构合作，例如，福州市政府与国家开发银行福州分行、中非发展基金积极合作，设立总规模 100 亿元人民币基金，将福州打造成为“21 世纪海上丝绸之路”的重要枢纽，在金融机构中，保险资金积累了长期限，大资金量项目的筛选和配置能力，能够更好的服务于这一战略中。此外，保险机构凭借在风险管理和风险分散上的优势，能够为企业开展跨境投资贸易合作提供全面的风险保障和服务，提升企业“走出去”的质量。

1.2.股权投资计划

1.2.1.2017 年股权投资计划注册情况

2017 年中国保险资产管理业协会注册的股权投资计划 11 项，如下表所示。人保资本成立于 2008 年，是中国保险业内首家以另类投资为主营业务的资产管理机构，2015 年，广东（人保）粤东西北振兴发展产业投资基金项目股权投资计划获得中国保险资产管理业协会主办的首届保险资产管理产品创新大赛一等奖，成为行业内股权投资计划的范本，2016 年人保资本通过发起蚂蚁金服股权投资计划通持续入股蚂蚁金服，实现强强联合，2017 年，人保资本一如既往，在股权投资计划上再获突破，发起设立了两单与能源、城市发展相关的股权

投资基金，此外，参与了歌斐 PE 二级市场基金。同体系的人保资产也发行了神州优车股权投资计划项目，“人保资产—神州优车股权投资计划”以 16.8 元/股的价格向参与了神州优车（NEEQ:838006）定向增发，发行股份为 14287 万股，参与资金为 24 亿元。另外，值得关注的是，目前不少保险资产管理公司都开发了跨境股权投资项目。

表 6：2017 年保险资管注册的股权投资计划

时间	注册编号	公司	项目名称
2017.01.16	0417006	华夏久盈资产管理有限责任公司	华夏久盈-远洋地产股权投资计划
2017.02.04	0417010	人保资本投资管理有限公司	人保资本-四川能投清洁能源产业基金股权投资计划
2017.02.21	0417013	阳光资产管理股份有限公司	阳光-江西省旅股权投资计划文件材料齐全
2017.02.27	0417019	中英益利资产管理股份有限公司	中英益利-东方优选基金股权投资计划
2017.03.17	0417027	人保资本投资管理有限公司	人保资本-歌斐 PE 二级市场基金股权投资计划
2017.04.11	0417040	中国人保资产管理有限公司	人保资产-神州优车股权投资计划
2017.04.19	0417043	人保资本投资管理有限公司	人保资本-衡阳城市发展基金项目股权投资计划
2017.05.09	0417055	平安资产管理有限责任公司	平安-浙港海洋基金股权投资计划
2017.05.17	0417060	长江养老保险股份有限公司	长江养老-合肥产投发展基金股权投资计划
2017.06.14	0417072	新华资产管理股份有限公司	新华-城市旧改一期股权投资计划
2017.12.28	0417213	合众资产管理股份有限公司	合众-信中利混合股权投资基金股权投资计划

资料来源：中国保险资产管理业协会、华宝证券研究创新部

保险资金以股权方式进行项目投资后，除能够提供资金外，还可以行使相关的权利，对于项目的发展和决策产生影响，监督项目的正常运营的效果。股权投资一直以来也都是保监会认同和充分肯定的投资方式。保险资金进行股权投资的模式包括直接股权投资和间接股权投资，间接股权投资是指投资于私募股权间接。对于具有确定性，长久期负债的保险资金来说，采用债权方式进行配置更有利于降低风险，因此，在市场上也出现了很多“明股实债”的项目。2018 年 1 月 5 日，保监会针对保险资产管理机构发布《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》（以下简称《通知》），以规范保险资产管理机构股权投资计划设立业务。要点包括：

1)、收益维度：不得以①设置明确的预期回报，且每年定期向投资人支付固定投资回报；②约定到期、强制性由被投资企业或关联第三方赎回投资本金的方式承诺保障本金和投资收益。

2)、投资集中度：股权投资计划投资私募股权投资基金的，所投资金额不得超过该基金实际募集金额的 80%。

《通知》旨在规范实践中存在的明股实债与通道业务，减少险资通过以上方式进入实体经济，有助于险资的规范运作与防控潜在的风险；对于地方政府及其相关的国企而言，则可以抑制地方政府债务规模的违规增加，有利于防控金融和财政风险。然而，事实上，在实际运行中，明股实债的现象仍然广泛存在，部分保险公司的计划公告中明确标示了投资股权计划的年化收益率，且强调收益的分配周期和要求。

但保险公司认购的股权投资计划，不仅包括有保险资管公司发起设立的股权投资计划，还涉及由信托公司等机构发起的股权投资集合资金信托计划。虽然《通知》中并未明确标识对非保险资管公司发起股权投资计划进行明确限制，但从《通知》的具体内容来看，仍存在一定的影响。

根据不完全统计，2017 年各保险资金认购股权投资计划热度较高，其中，合计认购金额最多的显然是中国人保，其子公司人保财险和人保人寿 2017 年投资于股权计划的金额分别为 87.3 亿元和 56 亿元，共计出资 143.3 亿元，占 2017 年认购股权投资计划全部金额的 59.4%。

从项目数量看，人保财险认购 6 项股权投资计划，包括中国信达股权投资基金股权投资计划、前海母基金股权投资计划、苏州科技创新股权投资计划、神州优车股权投资计划等；人保人寿认购 3 项股权投资计划，包括与人保财险共同认购了广东粤东西北振兴发展产业投资基金项目股权投资计划。太平人寿紧随其后，认购了 4 项股权投资计划，包括青海产投供给侧改革产业基金股权投资计划、上海建工股权投资计划等。君康人寿、太保人寿分别认购了 2 项股权投资计划，此外还有中英人寿、阳光人寿以及泰康人寿，也均在 2017 年选择认购股权投资计划进行资金配置。

从认购资金数量来看，2017 年认购金额最大的为人保财险认购的中国信达股权投资基金股权投资计划，认购金额为 55 亿元；其次为人保人寿，出资 45 亿元认购人保资产发起设立的国开金融重点城镇化项目股权投资计划；此外，认购金额超过 20 亿元认购计划还有人保财险 24 亿认购神州优车股权投资计划与华夏人寿出资 30 亿元认购远洋地产复权投资计划。

表 7：2017 年保险公司认购股权投资计划情况

保险机构	认购项目	出资金额（亿）
人保财险	人保资产-中国信达股权投资基金股权投资计划	55
人保财险	人保资产-前海母基金股权投资计划	1
人保财险	广东（人保）粤东西北振兴发展产业投资基金项目股权投资计划	2.33
人保财险	人保资本-苏州科技创新股权投资计划	4
人保财险	人保资产-广垦农业小贷公司股权投资计划	0.97
人保财险	人保资产-神州优车股权投资计划	24
人保人寿	人保资本-四川能投清洁能源产业基金股权投资计划	10
人保人寿	人保资产-国开金融重点城镇化项目股权投资计划	45
人保人寿	广东（人保）粤东西北振兴发展产业投资基金项目股权投资计划	0.97
太平人寿	太平-青海产投供给侧改革产业基金股权投资计划	8.5
太平人寿	中保投叁号（深圳）股权投资专项基金合伙企业	9.99
太平人寿	太平-上海建工股权投资计划	0.65
太平人寿	太平-青海产投供给侧改革产业基金股权投资计划	6.5
华夏人寿	华夏久盈-远洋地产股权投资计划	30
中英人寿	东方优选基金股权投资计划	7
君康人寿	陆家嘴信托-新华商 1 号股权投资集合资金信托计划	0.99
君康人寿	陆家嘴信托-新华商 2 号股权投资集合资金信托计划	5
阳光人寿	阳光-江西省旅股权投资计划	6.5
太保人寿	长江养老-供销集团股权投资计划	10
太保人寿	长江养老-合肥产投发展基金股权投资计划	5
泰康人寿	泰康-山东高速城镇化基金基础设施股权投资计划	8
共计		241.4

资料来源：华宝证券研究创新部，各保险公司官网整理

1.2.2.典型案例跟踪——中投保

中保投基金作为对接实体经济的重要力量，2016 年累计落地项目规模已超 1000 亿元。截止 2017 年三季度末，中保投签约发行项目 13 个，总规模超过 1200 亿元。从合作项目情况来看，在供给侧结构性改革（与中国建材合作成立 100 亿“中保投中国建材产业发展基金”，与招商局资本合作成立 100 亿“中保投招商局协清洁能源及仓储物流股权投资基金”），区域发展（150 亿元的“中保投双创上海城市发展投资基金”和 300 亿元的“上海中保浦东城市发展股权投资基金”，150 亿元的“中保投华侨城（深圳）旅游文化城市更新股权投资基金”，

200 亿元的“中保投-华润城镇综合开发基金”), 绿色能源建设(100 亿“中保投中燃(深圳)清洁能源发展基金”, 50 亿元的“中保-京杭大运河城乡生态建设基金”)和一带一路(400 亿元“中保投-招商局轮船股份股权投资计划”投资于招商局轮船境外项目)、精准扶贫(发起设立并管理“中国保险业产业扶贫投资基金”, 首期规模 10 亿元)五个维度上发力, 取得了较好的效果。

中保投资基金运作为保险资金展开投资计划提供了很好的参考意见。已有的中保投项目中很大一部分比例是通过股权方式展开的。保险机构可以适度向股权方面倾斜, 一方面进一步加强保险公司与实体经济的联系, 同时有助于提升保险机构投资收益率。

表 8: 中保投投资项目解析

时间	投资项目	金额	具体领域
2015 年	中保投-招商局轮船股份股权投资计划	400 亿	此股权计划的目标公司为招商局轮船股份有限公司, 招商局轮船股份有限公司为招商集团全资子公司, 承接招商局集团的港口运营、海工建造、能源运输等核心业务。该基金募集规模为 400 亿元人民币, 投资人股息率为 6%。
2016 年 4 月	上海中保浦东城市发展股权投资基金	300 亿	直接投向上海自贸试验区与黄浦江两岸综合开发、城中村改造、轨道交通及配套、市政道路、市政绿化等重大基础设施项目建设。
2016 年 10 月	中保投中国建材产业发展基金	800 亿	是我国首支直接投向建材产业的保险投资基金。基金总规模 800 亿元人民币, 期限 10 年, 主要用于中国建材集团的产业整合和结构调整。
2016 年 10 月	中保投中燃(深圳)清洁能源发展基金	约 100 亿	中保投资有限责任公司与城市管道燃气分销领域的领先上市公司中国燃气控股有限公司合作发起设立约 100 亿元的中保投中燃(深圳)清洁能源发展基金。这也是中国燃气行业第一只清洁能源产业投资基金。这只燃气产业发展基金, 主要投资于清洁能源领域的股权、债权等项目, 包括城市燃气管网建设、4G(即 LNG、CNG、LPG、PNG)能源网络以及地方燃气管道公司的资源整合和并购重组等。 截止 2017 年三季度, 项目共签约京津冀地区气代煤用户约 50 万户, 其中雄安新区 2 万户, 直接减少约 2,000 万吨碳排放, 有效助力京津冀地区雾霾治理和能源结构升级
2016 年 12 月	中保上海城市发展投资基金	150 亿元	投向上海旧城改造、公立医院改革、码头改造等重点项目
2016 年 10 月	中保投中国建材产业发展基金	100 亿元	推动建材行业转型升级, 化解过剩产能
2016 年 11 月	中保投招商局协清洁能源及仓储物流股权投资基金	100 亿元	投向已并网发电的光伏电站资产及仓储物流项目, 推动构建清洁低碳、安全高效的绿色能源体系
2017 年 11 月	中保投华侨城(深圳)旅游文化城市更新股权投资基金	150 亿元	支持华侨城集团“文化+旅游+城镇化”类项目以及城市更新改造业务发展, 直接对接粤港澳大湾区城市群发展的重点工程
2017 年 11 月	中保投-华润城镇综合开发基金	200 亿元	投向西安丝路国际会展中心等重大标志性工程建设, 助力西部大开发战略。
2017 年 2 月	中保-京杭大运河城乡生态建设基金	50 亿元	投资运河沿岸生态环境建设, 提升历史古城扬州的宜居水平
2018 年 1 月	产业绿色产业发展基金	30 亿元	用于粤东西北地区生活垃圾和污水处理基础设施建设, 切实改

金

善粤东西北地区城乡人居环境。

资料来源：华宝证券研究创新部、中保投

就各家保险资管公司的股权投资方向看，泰康资产围绕泰康医养体系聚焦医药、大健康行业，通过股权投资构建了涵盖医疗器械、检查检验、医药生产、诊断治疗、养老服务的生态链。

阳光资管对股权投资计划产品的特点总结为“以股权、基金等方式投资于金融、能源、资源、养老实体、医疗机构、汽车服务、现代农业、商贸流通等企业的股权，目标企业应当符合国家宏观政策和产业政策，具有稳定的现金流和良好的经济效益”，按照参与股权投资计划的方式不同，给出了两类产品结构，如下图。

类型一：直接参与目标公司融资项目，选择目标公司时需要避免产能过剩行业，需要目标公司的原始股东，母公司，集团公司或其他信用评级良好的企业，提供股权到期回购，最低收益担保等条款，保证投资者稳定的收益回报和投资安全。类型二：参与成长基金、并购基金、新兴战略基金、母基金，而该基金再参与到融资项目中，应要求基金避免投资于不符合国家产业政策的公司，并且要求担保主体提供 LP 到期回购，最低收益担保等，保证投资者稳定的收益回报和投资安全。

图 9：阳光资管直接投资股权投资计划

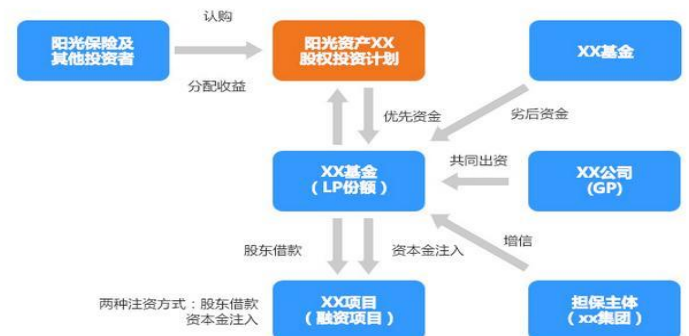


目标公司：避免产能过剩行业

担保：目标公司的原始股东，母公司，集团公司或其他信用评级良好的企业，提供股权到期回购，最低收益担保等条款，保证投资者稳定的收益回报和投资安全。

资料来源：阳光保险资管官网，华宝证券研究创新部

图 10：阳光资管间接投资股权投资计划



合格基金：成长基金、并购基金、新兴战略基金、母基金

投资限制：基金应避免投资不符合国家产业政策的公司

担保方式：担保主体提供 LP 到期回购，最低收益担保等，保证投资者稳定的收益回报和投资安全。

资料来源：阳光保险资管官网，华宝证券研究创新部

1.3.资产支持计划

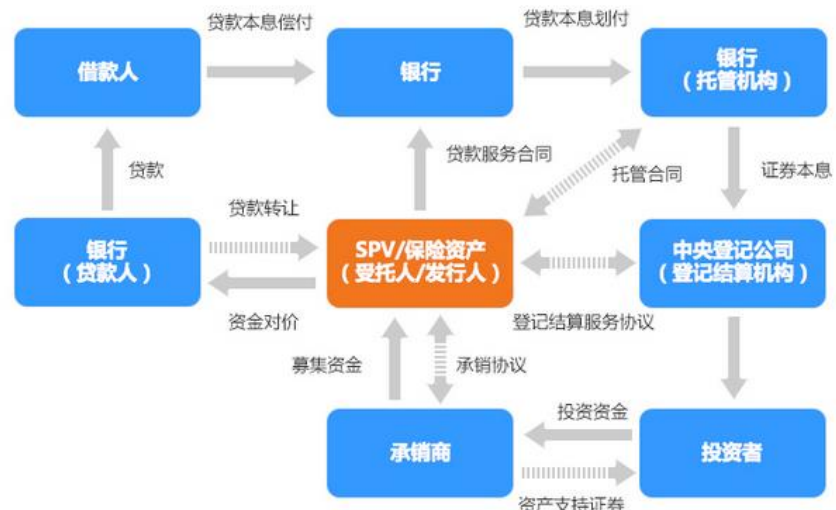
1.3.1.业务介绍

资产支持计划是指保险资产管理公司作为管理人，向投资人发售标准化产品份额，募集资金，由托管机构担任资产托管人，投资于缺乏流动性但具有可预测现金流的资产或资产组合（基础资产），并以该基础资产产生的现金流作为还款支持的金融产品。它是协助企业获得融资并最大化提高资产流动性的一种结构性融资工具。

目前资产证券化业务资产证券化产品主要分为四种类型：证监会主管的资产支持专项计划、银行间市场交易商协会主管的资产支持票据、保监会主管的项目资产支持计划、央行与银监会主管的信贷资产证券化，相比之下保险业在资产证券化方面起步晚，为了加快 ABS 业务的发展和促进保险产品业务创新，保监会于 2015 年 9 月 11 日发布了《资产支持计划业务管理暂行办法》。《办法》对进行资产支持计划的基础资产范围较试点时更为宽泛—只需直接产生独立、可持续现金流，

且支持计划存续期间，基础资产预期产生的现金流需能够覆盖支持计划预期投资收益和投资本金。从已经发行的资产支持计划项目来看，投资平均期限在 5.5 年左右，收益率在 5.8%-8.3%之间。资产支持计划作为保险资管公司推出的金融创新产品之一。保监会寄望该业务不只是简单的债务融资工具，其中的基础资产不只是抵押物，而应当自身具备现金流，并由基础资产所产生的现金流作为还款支持。项目资产支持计划业务最有望成为保险资管公司资产证券化的业务平台，担任保险资管领域业务创新的主力军。

图 11：项目支持计划产品结构



资料来源：阳光保险资管官网，华宝证券研究创新部

2017 年保险体系发行的资产证券化产品的基础资产更青睐于租赁资产，9 家保险资产管理公司发行了资产支持计划，其中基础资产为融资租赁的占比为三分之二。相比非保险资管体系下的 ABS 业务看，2017 年全年，交易所 ABS 基础资产中，融资租赁（2017 年 765 亿元）连续三年稳居规模排行前三（第一名是个人消费贷款-2886 亿元，第二名是信托受益权-1485 亿元）。我国的融资租赁公司主要有三类：银监会监管的金融租赁公司、商务部监管的内资融资租赁公司、外商融资租赁公司。金融租赁公司属于金融机构，可以进入银行间市场进行同业拆借，而融资租赁公司属于非金融机构，依据当前的监管要求，融资租赁企业的风险资产不得超过净资产总额的 10 倍。通过发行 ABS，实现资产出表能够有效的满足其优化资产负债表，释放新增业务空间的需求。而应收融资租赁款具备（1）权属清晰、明确；（2）交易基础真实，交易对价公允，租赁合同标准化，现金流可预测；（3）不附带抵押、质押等担保责任或者其他限制等条件，是资产证券化比较理想的基础资产。在融资租赁业务中，出租人在租赁期间拥有租赁物的所有权，如果承租人没有履约，出租人可以通过处置租赁物来弥补损失，因此应收融资租赁款具有**物权保障**；融资租赁合同的期限较长，承租人通常采用按月或按季偿还租金的方式，**还款压力不大**，且随着租金的逐步偿还，承租人违约的可能性不断降低；融资租赁公司一般会为承租人提前还款设置较高的门槛，因此**提前还款率较低**；为了降低违约损失，承租人一般需缴纳一定比例的首付款和保证金，有些项目还提供了一定的担保，**安全性再进一步增强**；为了激励承租人履约，承租人在租赁期满且按约定支付完各期租金后，可以极低的价格购买租赁物。

表 9：2017 年保险资管行业主要证券化项目

发起设立方	项目名称	批复/成立时间
华泰资管	华泰资产-易鑫一期（融资租赁）资产支持计划	2017-3-29
平安资管	平安-普惠小贷资产支持计划	2017-4-18
国寿投资控股	国寿投资-国药租赁一期资产支持计划	2017-5-12

长江养老	长江养老-长安石门电力资产支持计划	2017-5-27
平安资产	平安-平安租赁资产支持计划（一期）	2017-7-4
民生通惠	民生通惠-平安租赁 1 号资产支持计划	2017-7-28
中英益利	中英益利-国正小贷资产支持计划（二期）	2017-8-28
光大永明	光大永明-永赢长江经济带金融租赁资产支持计划	2017-11-1
太平洋资管	太平洋-立根融资租赁资产支持计划	2017-12-26

资料来源：华宝证券研究创新部、保监会

1.3.2.2017 年资产支持计划典型案例

2017 年 4 月 10 日，华泰保险集团旗下的华泰资产管理有限公司联合国内互联网汽车交易平台——易鑫集团共同推出的规模 10 亿元的险资 ABS 产品(保险资产支持计划)。易鑫集团成为国内首家在保险资管行业发行资产支持计划的**金融及汽车融资租赁公司**，也是继阿里巴巴之后，第二家在保险资产管理行业发行资产支持计划的互联网金融及融资租赁平台。易鑫集团曾与中泰证券签订战略合作伙伴关系，双方达成总额 200 亿元的一揽子金融合作框架协议，也给 ABS 产品本息兑付提供了保障。**保险资金具有期限长、规模大、供给稳的优势**，有助于易鑫进一步加速拓展旗下新车交易、二手车交易、以租代售、汽车贷款、车险、车主信用卡等多项重点战略业务。

2017 年 10 月 27 日，光大永明资产重点推进的创新项目“光大永明-永赢长江经济带金融租赁资产支持计划”成功获得保监会许可设立的批复。基础资产为宁波银行股份有限公司全资设立的永赢金融租赁有限公司持有的融资租赁债权资产，基础资产所属行业全部为长江经济带的民生工程类、符合国家鼓励性政策、收益稳定的行业。采取结构化分层增信，优先 B 级和次级受益凭证分别由永赢金租和宁波银行认购，为优先 A 级受益凭证(信用级别 AAA)提供了共计 29.4%的劣后增信，通过结构化分层为优先 A 级受益凭证的现金流提供了较厚的信用支持。**该产品的成立成为以资产证券化方式支持区域经济、支持实体经济、支持民生工程的成功案例。**

2. 资产管理板块

2.1.2017 年保险资管产品

2.1.1.2017 年保险资管产品整体情况

保险资产管理产品，是保险资产管理机构发挥主动资产管理业务的重要突破，也是其迈入大资管平台的重要里程碑。

2013 年 2 月保监会发布《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》，允许保险资产管理公司发行“一对一”定向产品和“一对多”集合产品，意味着保险资产管理公司发行资产管理产品业务的重新开闸。2016 年，保监会秉承“去杠杆降风险”的谨慎，发布《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》，就保险资产管理公司和养老保险公司开展产品业务资质、产品投资范围、登记发行以及禁止行为给予明确的说明。

保险资产管理公司发行的资产管理产品按照投资范围可以分为股票型，货币性，基金型，混合型，指数型，债券型 6 个类别。财汇数据记录的资产管理产品 1272 只，其中披露 2017 年全年收益的共计 503 只。

2.1.2.2017 年股票类保险资管产品收益情况

具体来看, 2017 年 4 家资产管理公司(泰康资管、阳光资管、太平洋资管以及平安资管)发行了 15 只股票型保险资产管理产品平均收益为 22.07%, 其中, 收益最高的是泰康资产管理公司发行的泰康资产积极配置投资产品, 全年收益 45.3%。太平洋资产管理公司发行的产品数量最多, 6 只账户中有 5 只收益超过 20%。

表 10: 目前部分保险资管公司现有保险资产管理产品一览: 股票型资产管理产品

截止时间: 2017/12/31	近 1 月		近 6 月		近 1 年		
帐户名称	回报率 (%)	排名	回报率 (%)	排名	回报率 (%)↓	排名	投资管理人
泰康资产-积极配置投资产品	5.15	13	21.18	17	45.30	10	泰康资产管理有限责任公司
阳光资产-价值优选资产管理产品	1.08	96	14.2	34	37.87	15	阳光资产管理股份有限公司
太平洋卓越财富股息价值股票型产品	3.04	33	14	37	26.89	29	太平洋资产管理有限责任公司
太平洋资产成长精选股票型产品	0.72	127	11.48	57	23.77	37	太平洋资产管理有限责任公司
平安资产如意 12 号量化优选股票型资产管理产品	-2.39	665	8.04	94	23.07	39	平安资产管理有限责任公司
太平洋资产十项全能股票型产品	2.47	47	13.46	41	22.26	42	太平洋资产管理有限责任公司
太平洋资产卓越财富量化精选股票型产品	0.12	297	8.44	90	20.96	46	太平洋资产管理有限责任公司
太平洋资产研究精选股票型产品	2.09	54	13.76	39	20.82	47	太平洋资产管理有限责任公司
泰康资产多因子增强策略资产管理产品	0.58	144	16.54	25	20.07	50	泰康资产管理有限责任公司
平安资产如意 20 号(医疗主题绝对收益)资产管理产品	1.96	56	16.15	28	19.67	52	平安资产管理有限责任公司
平安资产如意 15 号装备制造主题股票型资产管理产品	1.51	74	13.26	43	18.73	57	平安资产管理有限责任公司
阳光资产主动配置 1 号资产管理产品	4.51	17	12.99	47	15.83	63	阳光资产管理股份有限公司
阳光资产主动配置 2 号资产管理产品	3.6	27	11.83	53	13.92	68	阳光资产管理股份有限公司
平安资产如意 10 号医药主题股票型资产管理产品	3.56	28	8.73	86	12.81	75	平安资产管理有限责任公司
太平洋资产行业轮动股票型产品	-0.91	640	2.65	190	9.14	88	太平洋资产管理有限责任公司

资料来源: 财汇资讯, 华宝证券研究创新部

2.1.3.2017 年量化类保险资管产品收益情况

量化类保险资产管理产品也成为保险资产管理产品发展的一个重要方向, 太平资产、平安资产、太平洋资产、光大永明, 华泰资管、阳光资管都有所布局, 其中, 太平资管产品线量化产品线布局主要是主动管理方向, 而华泰资管布局侧重于量化对冲策略方向。据财汇数据, 当前有 10 只量化类保险资产管理产品具有 2017 年收益数据, 其中量化对冲策略的产品有 3 只。从收益角度看, 太平资产管理公司的太平之星量化 3 号权益型资管产品收益率最高, 2017 年全年收益 32.72%, 超越位列第二的平安资产如意 12 号量化优选股票产品(23.07%) 9.65 个百分点。

表 11：目前部分保险资管公司现有保险资产管理产品一览：量化类（含量化对冲）资产管理产品

截止时间：2017/12/31	近 1 月		近 6 月		近 1 年		
帐户名称	回报率 (%)	排名	回报率 (%)	排名	回报率 (%)↓	排名	投资管理人
太平资产太平之星量化 3 号权益型资管产品	2.75	37	14.9	31	32.72	19	太平资产管理有限公司
平安资产如意 12 号量化优选股票型资产管理产品	-2.39	665	8.04	94	23.07	39	平安资产管理有限责任公司
太平洋资产卓越财富量化精选股票型产品	0.12	297	8.44	90	20.96	46	太平洋资产管理有限责任公司
太平资产太平之星量化 2 号资管产品	0.87	113	6.5	107	8.58	91	太平资产管理有限公司
太平资产太平之星量化 1 号资管产品	0.44	183	4.66	129	8.36	97	太平资产管理有限公司
光大永明资产永铭量化集合资产管理产品	-0.44	614	3.28	160	6.22	121	光大永明资产管理股份有限公司
平安资产如意 16 号（股票量化对冲）资产管理产品	-0.41	612	1.56	262	1.63	248	平安资产管理有限责任公司
华泰量化财利一号投资产品	0	352	0	455	0.5	289	华泰资产管理有限公司
阳光资产-主动量化 1 号资产管理产品	1.5	75	5.24	119	-0.34	400	阳光资产管理股份有限公司
华泰资产量化对冲一号	-0.27	601	-0.84	571	-3.72	428	华泰资产管理有限公司
华泰资产量化对冲二号	-0.76	636	-2.49	583	-5.08	438	华泰资产管理有限公司

资料来源：财汇资讯，华宝证券研究创新部

2.1.4.2017 年指数类保险资管产品收益情况

指数型保险资管产品共有 7 只，包括 1 只指数增强品种，2 只沪深 300 指数型品种（同期沪深 300 指数收益率为 21.78%），1 只中证 500 指数品种（同期中证 500 指数下跌-0.2%），2 只债券指数品种以及 1 只跟踪恒生指数（2017 年恒生指数收益率为 35.99%）的资产管理产品。

表 12：目前部分保险资管公司现有保险资产管理产品一览：指数型资产管理产品

截止时间：2017/12/31	近 1 月		近 6 月		近 1 年		
帐户名称	回报率 (%)	排名	回报率 (%)	排名	回报率 (%)↓	排名	投资管理人
平安资产如意 32 号（多策略指数增强）资产管理产品	-0.44	613	11.26	61	30.11	22	平安资产管理有限责任公司
国寿资产沪深 300 指数型资产管理产品	0.87	112	11.34	59	25.56	31	中国人寿资产管理有限公司
平安资产如意 25 号（恒生指数）资产管理产品	-0.04	589	9.64	78	24.65	33	平安资产管理有限责任公司
太平洋卓越财富沪深 300 指数型产品	0.48	170	10.02	73	21.78	43	太平洋资产管理有限责任公司
平安资产如意 29 号（可投资级信用债指数）	0.32	237	-0.27	556	-0.44	402	平安资产管理有限责任公司
太平洋卓越财富中证 500（指数型）产品	-0.45	617	1.39	270	-1.13	405	太平洋资产管理有限责任公司
平安资产如意 27 号（国债指数）资产管理产品	-2.56	668	-3.2	587	-4.81	435	平安资产管理有限责任公司

资料来源：财汇资讯，华宝证券研究创新部

2.1.4.2017 年债券型保险资产管理计划收益情况

根据财汇数据，债券型保险资管产品共有 14 只，发行数量最多的是太平洋资产管理，收益最高的是光大永明资产光大聚宝 2 号集合资产管理产品，2017 年总收益为 7.03%。该产品成立于 2016 年 11 月 24 日，投资范围包括银行存款、股票（不含新三板股票）、债券、非金融企业债务融资工具、证券投资基金、股指期货等。光大永明聚宝系列资产管理产品已经发行了两只产品，根据光大永明资产管理公司官网显示，聚宝 1 号产品属于权益类产品，聚宝 2 号为固定收益类产品。根据 2016 年发布的《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》，固定收益类产品是指 80% 以上的资产投资于固定收益类资产的产品。权益类产品是指 60% 以上的资产投资于权益类资产的产品。因此，2017 年债券市场表现较差，相信聚宝 2 号在权益资产上的配置也为组合做出有效贡献。

表 13：目前部分保险资管公司现有保险资产管理产品一览：债券型资产管理产品

截止时间：2017/12/31	近 1 月		近 6 月		近 1 年		
帐户名称	回报率 (%)	排名	回报率 (%)	排名	回报率 (%)↓	排名	投资管理人
光大永明资产光大聚宝 2 号集合资产管理产品	0.38	208	3.3	158	7.03	112	光大永明资产管理股份有限公司
泰康资产开泰稳健增值投资产品	0.72	126	2.46	202	5.12	146	泰康资产管理有限责任公司
太平洋稳健理财一号产品	0.36	217	2	240	4.01	179	太平洋资产管理有限责任公司
中国人保资产安心增值产品	0.11	298	1.22	282	3.64	186	中国人保资产管理有限公司
泰康资产-信用增利投资产品	0.33	235	1.33	274	3.02	204	泰康资产管理有限责任公司
泰康资产信用优化资产管理产品	0.06	312	1.21	283	2.72	210	泰康资产管理有限责任公司
中国人保资产安心收益投资产品	0.27	246	1.15	284	2.49	217	中国人保资产管理有限公司
泰康资产信用精选资产管理产品	0.19	266	1.4	269	2.36	221	泰康资产管理有限责任公司
太平洋卓越财富一号（信用债投资型）产品	0.17	277	1.59	259	1.38	264	太平洋资产管理有限责任公司
太平洋资产卓越债券多策略	0.14	287	0.53	306	1.35	265	太平洋资产管理有限责任公司
太平洋资产尊享三号债券型产品	0.33	230	2.05	236	1.08	274	太平洋资产管理有限责任公司
华泰国开沪通投资产品	0	389	0	338	0	362	华泰资产管理有限公司
太平洋卓越稳赢季度开放债券型产品	0.43	186	0.5	308	-1.14	406	太平洋资产管理有限责任公司
太平洋卓越财富债基增强型产品	-0.68	633	-0.57	564	-1.96	416	太平洋资产管理有限责任公司

资料来源：财汇资讯，华宝证券研究创新部

2.1.5.2017 年 FOF 型保险资产管理计划收益情况

基金型（即 FOF 型）保险资管产品共有 4 只，收益最高的是太平洋卓越财富优选 50 基金型产品，产品以优选基金为主要投资策略，2017 年全年收益为 26.89%，跑赢沪深 300，也超越了股票类保险资产管理产品平均 22% 的年度收益。已公布 2017 年收益的四只产品分别属于太平洋资管和平安资管，此外，生命资管、华泰资管和人保资管也分别发行了 FOF 类资管产品。

表 14：目前部分保险资管公司现有保险资产管理产品一览：指数型资产管理产品

截止时间：2017/12/31	近 1 月		近 6 月		近 1 年		
帐户名称	回报率 (%)	排名	回报率 (%)	排名	回报率 (%)↓	排名	投资管理人
太平洋卓越财富优选 50 基金型产品	1.46	77	13.29	42	26.89	28	太平洋资产管理有限责任

敬请参阅报告结尾处免责声明

平安资产如意 9 号（基金精选 FOF）资产管理产品	2.49	46	10.45	69	15.55	66	平安资产管理有限责任公司
平安资产如意 11 号绝对收益 FOF 型资产管理产品	-0.31	605	0.03	327	1.82	241	平安资产管理有限责任公司
太平洋智选债基 FOF 型产品	0.06	311	0.5	310	0.94	277	太平洋资产管理有限责任公司

资料来源：财汇资讯，华宝证券研究创新部

2.1.6.2017 年混合型保险资管计划收益情况

混合型保险资管产品共有 62 只，民生通惠和太平洋资管发行的此类型产品数量最多。从收益角度看，太平资产的太平之星安心 8 号资管产品全年收益 44.18，位列榜首。民生通惠旗下三只产品 2017 年收益超过 20%，位列第二梯队。

表 15：目前部分保险资管公司现有保险资产管理产品一览：混合型资产管理产品收益前十名

截止时间：2017/12/31	近 1 月		近 6 月		近 1 年		
帐户名称	回报率 (%)	排名	回报率 (%)	排名	回报率 (%)↓	排名	投资管理人
太平资产太平之星安心 8 号资管产品	4.63	16	17.95	20	44.18	12	太平资产管理有限公司
民生通惠通汇 4 号资产管理产品	3.79	26	16.32	27	28.17	24	民生通惠资产管理有限公司
民生通惠惠鑫 9 号资产管理产品	1.16	88	9.87	76	27.88	26	民生通惠资产管理有限公司
民生通惠通汇 6 号资产管理产品	1.22	85	9.06	83	22.95	40	民生通惠资产管理有限公司
太平洋资产卓越十八号混合型产品	-2.4	666	8.87	84	19.87	51	太平洋资产管理有限责任公司
太平资产太平之星安心 1 号资管产品	1.93	57	16.53	26	19.63	53	太平资产管理有限公司
民生通惠通汇 1 号资产管理产品	4.35	20	15.25	29	19.18	54	民生通惠资产管理有限公司
平安资产如意 2 号偏股型资产管理产品	0.88	109	8.02	95	18.91	56	平安资产管理有限责任公司
太平资产太平之星安心 6 号资管产品	-0.06	591	11.7	54	13.29	73	太平资产管理有限公司
民生通惠新汇三号资产管理产品	2.94	34	11.68	55	12.92	74	民生通惠资产管理有限公司

资料来源：财汇资讯，华宝证券研究创新部

2.2.企业年金业务

2.2.1.企业年金业务简介

企业年金是指在政府强制实施的公共养老金或国家养老金之外，企业在国家政策的指导下，根据自身经济实力和经营状况建立的，为本企业职工提供一定程度退休收入保障的补充性养老金制度，是多支柱养老金体系之中的第二支柱。

2017 年 12 月，人力资源和社会保障部发布《企业年金办法》（36 号文）并于 2018 年 2 月 1 日起施行。原劳动和社会保障部 2004 年 1 月 6 日发布的《企业年金试行办法》废止。相比之下，新发布的《企业年金办法》更为全面。主要内容包括：

1)、企业年金的建立原则：企业及职工“自主建立”，国家鼓励企业建立。事实上，人社部对于企业年金的长期规划是“逐步引导企业年金向半强制甚至强制性过渡”，但当前，一方面考虑到基本养老保险在由“单位保障”向“社会保险”转换时，成本较重，加上人口老龄化加速发展，单位费率偏高且难以持续下降，企业年金的发展空间受到一定影响。另一方面，我国经济进入新常态之后，很多企业特别是中小微企业面临着较严峻的生存压力。特别是在

国家积极采取“三去一降一补”的政策，为企业减负，增强市场活力的背景下，还不宜强制推行企业年金制度。因此，目前企业年金仍为企业及其职工自愿建立。

2)、企业年金基金募集：企业缴费每年不得超过本企业职工工资总额的 8%，企业和职工个人缴费合计不超过本企业职工工资总额的 12%，此前《企业年金试点办法》中两个比值分为十二分之一和六分之一。

3)、企业年金的账户设置：职工企业年金个人账户下设企业缴费子账户和个人缴费子账户，职工企业年金个人账户中企业缴费及投资收益可以随职工在本企业工作年限的增加逐步归属于职工个人

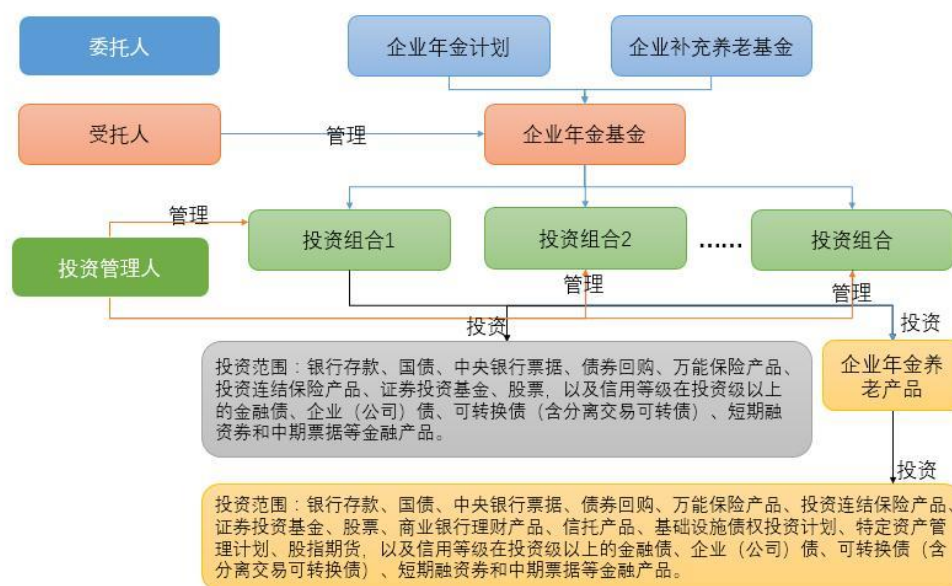
4)、企业年金的提取条件以及管理监督：在第一种提取模式中，若职工在达到国家规定的退休年龄或者完全丧失劳动能力时，可以从本人企业年金个人账户中按月、分次或者一次性领取企业年金，也可以将本人企业年金个人账户资金全部或者部分购买商业养老保险产品，依据保险合同领取待遇并享受相应的继承权。可以看出企业年金作为养老体系第二支柱，呈上（基本养老保险）和下（商业养老保险）的重要地位。

5)、补充养老保险也参照新发布的《企业年金办法》执行。

2.2.2 企业年金参与主体资质

开展企业年金管理的机构，必须首先获得劳动和社会保障颁发的企业年金牌照。且根据参与身份的不同又有受托人牌照、账户管理人牌照、托管人牌照、投资管理人牌照等四种牌照。其中，受托人包括大型商业银行、信托公司和养老保险公司；托管人一般由大型银行担任；而投资管理人中基金公司占据主流，另外包括保险资管、养老保险公司、证券公司等金融机构。

图 12：企业年金产品运行机制



资料来源：华宝证券研究创新部

2005 年 7 月认定、以及 2008 年 7 月、2011 年 7 月和 2014 年 7 月通过认定延续的 31 个企业年金基金管理机构资格，于 2017 年 7 月到期，随后，人社部对企业年金基金管理资格有效期满、提出延续申请的机构进行评审，最终结果为：

一、延续 4 家企业年金基金法人受托机构资格：华宝信托有限责任公司、中信信托有限责任公司、平安养老保险股份有限公司、太平养老保险股份有限公司。

二、延续 7 家企业年金基金账户管理人资格：中国工商银行股份有限公司、交通银行股份有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司、招商银行股份有限公司、中国光大银行股份有限公司、华宝信托有限责任公司、新华人寿保险股份有限公司。

三、延续 6 家企业年金基金托管人资格：中国工商银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、交通银行股份有限公司、招商银行股份有限公司、中国光大银行股份有限公司。

四、延续 14 家企业年金基金投资管理人资格：海富通基金管理有限公司、华夏基金管理有限公司、南方基金管理有限公司、易方达基金管理有限公司、嘉实基金管理有限公司、招商基金管理有限公司、富国基金管理有限公司、博时基金管理有限公司、银华基金管理股份有限公司、中国国际金融股份有限公司、中信证券股份有限公司、华泰资产管理有限公司、平安养老保险股份有限公司、太平养老保险股份有限公司。

目前，市场上企业年金基金受托人 11 家，账户管理人 18 家，企业年金基金托管机构 10 家，企业年金投资管理机构 21 家。保险机构所持有的牌照情况如下，从规模情况看，中国人寿养老、平安养老以及泰康养老在受托资产金额、账户数量以及管理组合金额上都遥遥领先。

表 16：目前保险机构企业年金牌照分布情况

企业年金牌照	保险机构								全行业合计
受托人	平安养老	太平养老	长江养老	中国人寿养老	泰康养老	建信养老			
受托资产金额 (亿元)	1885.31	601.92	630.75	2549.94	298.92	486.48			7932.57
账户管理人 组合	平安养老	太平养老	长江养老	中国人寿养老	泰康养老	新华人寿	建信养老		
企业/个人账户 数(个/万个)	734/ 30.25	7/ 0.2683	6510/ 90.918	8601/ 162.13	439/ 14.28	20/ 0.1529	2662/ 147.67		78943/ 2328.61
投资管理人 组合资产金额 (亿元)	平安养老	太平养老	长江养老	中国人寿养老	泰康资产管理	华泰资产管理	人保资产管理	建信养老 基金管理公司	
	1751.28	753.5	646.7	1373.87	1716.18	121.54	181.98	61.6	11983.76

资料来源：华宝证券研究创新部

注：以上数据来自人力资源社会保障部社会保险基金监管局发布的《全国企业年金基金业务数据摘要-2017 年三季度》

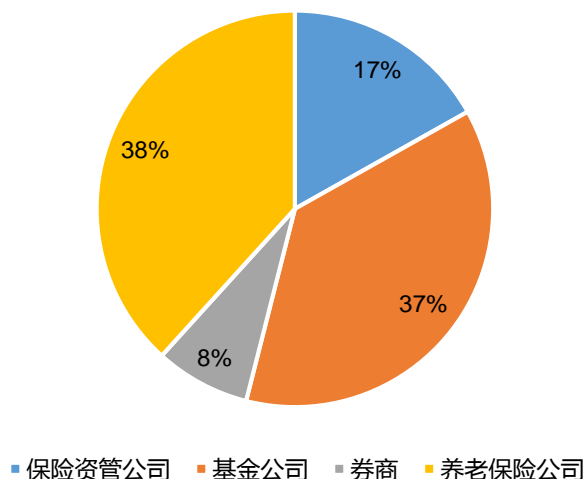
2.2.3.企业年金基金市场份额——保险机构占据半壁江山

从投资收益角度看,2017 年三季度末全年企业年金实际运作资产金额为 12,106.51 亿元,2017 年以来至三季度末加权平均收益率为 3.79%,相比与 2016 年同期的 2.63%增加了 1.16 个百分点。从组成来看,单一计划/集合计划/其他计划的固定收益类组合收益提升明显,加权平均收益为 3.90%。就企业年金基金投资管理参与主体看,该业务的市场参与主体是保险机构(保险资管机构、养老保险公司和专业养老金管理机构),截至 2017 年三季度,保险机构在企业年金投资管理市场份额中占比 55%,合计规模为 6606.65 亿元(含建信养老金管理公司),较 2016 年同期提升 2.2 个百分点。其中养老保险公司市场占比 69.43%(在保险机构中的占比),合计管理规模 4586.95 亿元。

总体来讲,企业年金投资管理市场份额的主要特点有:1、从收益角度看,单一计划中,固定收益类组合收益最高的是人保资产(6.66%),权益类组合收益最高的是工银瑞信(6.61%),

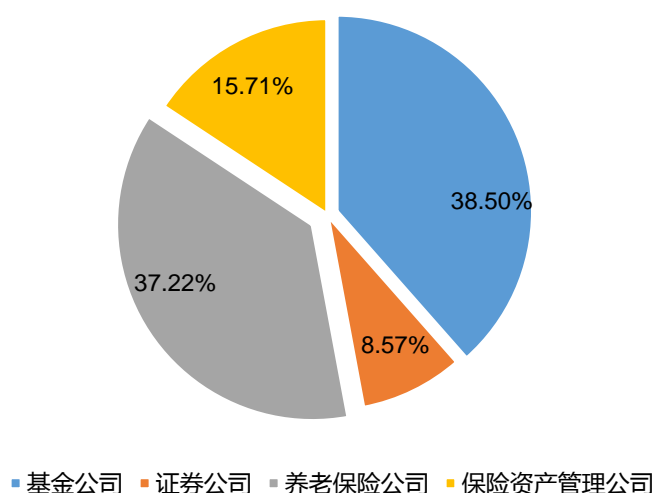
集合计划中，纯固定收益类组合收益最高的是太平养老（3.05%），权益类组合收益最高的是工银瑞信（5.9%），其他计划分类下，泰康资产含权益类组合收益最高（4.78%）。2、企业年金管理人包括三类机构：基金公司、证券公司以及保险机构（含保险资产管理机构、养老保险机构、专业养老及机构），但从趋势来看，基金公司和券商的市场份额处于下滑状态，而保险机构的市场份额正在稳步上升，集中度越来越高，这也充分证明了保险机构在管理企业年金中具备的优势，预计这一占比会持续上升。

图 13：2017 年三季度投资管理人管理的企业年金基金份额



资料来源：华宝证券研究创新部，《全国企业年金基金业务数据摘要-2017 年三季度》

图 14：2016 年三季度投资管理人管理的企业年金基金份额



资料来源：华宝证券研究创新部，《全国企业年金基金业务数据摘要-2017 年三季度》

根据保监会公布的 2017 年保险机构企业年金等受托管理业务情况表显示，保监监管体系下企业年金受托管理资产规模最大的是国寿养老，占比达 42.82%，年金投资管理资产规模最大的是平安养老，占比为 27%，在养老保障委托管理资产方面，平安养老和泰康养老、国寿养老、长江养老四家几乎平分市场 93%的市场份额。

表 17：2017 年保监会监管的保险机构企业年金投资管理资产（万元）

	企业年金受托管理业务缴费	企业年金投资管理业务缴费	养老保障及其他委托管理业务缴费	企业年金受托管理资产	企业年金投资管理资产	养老保障及其他委托管理资产
国寿养老	5,423,334.18	2,772,497.56	31,444,068.43	26,747,705.95	14,157,533.92	12,960,656.31
太平养老	1,007,915.65	1,540,663.24	3,900,398.63	6,048,374.43	7,694,860.81	2,578,697.26
平安养老	3,169,194.04	4,080,575.44	36,340,472.07	19,879,704.54	18,394,546.74	13,575,162.75
泰康养老	654,501.52	-	149,158.03	3,220,170.47	-	98,269.65
长江养老	774,082.36	1,377,548.76	7,731,135.27	6,562,836.68	6,682,037.48	12,362,072.80
安邦养老			75,881.88			93,995.70
人保资产		513,679.91	544,250.00		1,916,415.37	553,944.55
泰康资产		3,668,041.71	6,183,206.87		17,961,382.32	13,425,857.19
华泰资产		109,293.14	10,036.03		1,240,617.34	285,644.66
合计	11,029,027.75	4,062,299.76	86,378,607.20	62,458,792.07	68,047,393.98	55,934,300.88

资料来源：华宝证券研究创新部、保监会

2.2.4 企业年金养老金产品情况

2011年1月11日发布的《企业年金基金管理办法》(自2011年5月1日起施行),限定了企业年金基金财产的投资范围,包括:银行存款、国债、中央银行票据、债券回购、万能保险产品、投资连结保险产品、证券投资基金、股票,以及信用等级在投资级以上的金融债、企业(公司)债、可转换债(含分离交易可转债)、短期融资券和中期票据等金融产品。投资比例限制内容如下表所示。

表 18: 企业年金投资限制

资产类别	比例限制要求
流动性资产	投资银行活期存款、中央银行票据、债券回购等流动性产品以及货币市场基金的比例,不得低于投资组合企业年金基金财产净值的 5%;清算备付金、证券清算款以及一级市场证券申购资金视为流动性资产;投资债券正回购的比例不得高于投资组合企业年金基金财产净值的 40%。
固定收益类资产	投资银行定期存款、协议存款、国债、金融债、企业(公司)债、短期融资券、中期票据、万能保险产品等固定收益类产品以及可转换债(含分离交易可转债)、债券基金、投资连结保险产品(股票投资比例不高于 30%)的比例,不得高于投资组合企业年金基金财产净值的 95%。
权益类资产	投资股票等权益类产品以及股票基金、混合基金、投资连结保险产品(股票投资比例高于或者等于 30%)的比例,不得高于投资组合企业年金基金财产净值的 30%。其中,企业年金基金不得直接投资于权证,但因投资股票、分离交易可转债等投资品种而衍生获得的权证,应当在权证上市交易之日起 10 个交易日内卖出。
其他限制	个投资组合的企业年金基金财产,投资于一家企业所发行的股票,单期发行的同一品种短期融资券、中期票据、金融债、企业(公司)债、可转换债(含分离交易可转债),单只证券投资基金,单个万能保险产品或者投资连结保险产品,分别不得超过该企业上述证券发行量、该基金份额或者该保险产品资产管理规模的 5%;按照公允价值计算,也不得超过该投资组合企业年金基金财产净值的 10%。

资料来源:华宝证券研究创新部、人力资源和社会保障部

2013年人社部、保监会、证监会、银监会联合发布《关于企业年金养老金产品有关问题的通知》(人社部发〔2013〕24号),明确了养老金产品是指由企业年金基金投资管理人发行的,面向企业年金定向销售的企业年金基金标准投资组合。因此,养老金产品的资金来源于企业年金,在投资范围上,2013年24号文在2011年基础上有所扩容:养老金产品投资范围包括银行存款、国债、中央银行票据、债券回购、万能保险产品、投资连结保险产品、证券投资基金、股票、商业银行理财产品、信托产品、基础设施债权投资计划、特定资产管理计划、股指期货,以及信用等级在投资级以上的金融债、企业(公司)债、可转换债(含分离交易可转债)、短期融资券和中期票据等金融产品。根据养老金产品的投资范围,可以将产品划分为股票型养老金产品、混合型养老金产品、固定收益型养老金产品、货币型养老金产品、产品名称显示投资方向的固定收益型养老金产品(如商业银行理财产品型、信托产品型、基础设施债权投资计划型等)5大类别。对应的投资范围如下表所示。

表 19: 各类养老金产品投资范围

养老金产品类别	比例限制要求
股票型	投资股票、股票基金、混合基金、投资连结保险产品(股票投资比例高于 30%)的比例,合计高于产品资产净值的 30%。债券正回购的资金余额在每个交易日均不得高于产品资产净值的 40%。
混合型	投资股票、股票基金、混合基金、投资连结保险产品(股票投资比例高于 30%)的比例,合计不得高于产品资产净值的 30%。债券正回购的资金余额在每个交易日均不得高于产品资产净值的 40%。
固定收益型	投资银行定期存款、协议存款、国债、金融债、企业(公司)债、可转换债(含分离交易可转债)、短期融资券、中期票据、万能保险产品、商业银行理财产品、信托产品、基础设施债权投资计划、特定资产管理计划、债券基金、投资连结保险产品(股票投资比例不高于 30%)的比例,合计高于产品资产净值的 80%。债券正回购的资金余额在每个交易日均不得高于产品资产净值的 40%。可转换债(含分离交易可转债)转股后应当于 10 个交易日内卖出。固定收益型养老金产品不得投资股票基金、混合基金、投资连结保险产品(股票投资比例高于 30%);可以投资股票一级市场,且应当在上市流通后

敬请参阅报告结尾处免责声明

	10 个交易日内卖出，但不得投资股票二级市场。
货币型	投资银行活期存款、一年以内(含一年)的银行定期存款、剩余期限在三百九十七天以内(含三百九十七天)的债券、债券回购、期限在一年以内(含一年)的中央银行票据、货币市场基金、短期理财债券基金。债券正回购的资金余额在每个交易日均不得高于产品资产净值的 40%。
产品名称显示投资方向的固定收益型养老金产品	应当有 80%以上的非现金资产投资于投资方向确定的内容。可以包括存款型、债券型、债券基金型、商业银行理财产品型、信托产品型、基础设施债权投资计划型、特定资产管理计划型、保险产品型等类型。 商业银行理财产品型、信托产品型、基础设施债权投资计划型养老金产品，可以投资于建立企业年金计划的大型企业或者其控股子公司发行的商业银行理财产品、信托产品、基础设施债权投资计划。

资料来源：华宝证券研究创新部、保监会

2017 年 3 季度末企业年金养老金产品已备案 489 个，实际运作 244 个，期末资产净值 3281.064 亿元，2017 年前三季度投资收益率 4.13%，成立以来至 2017 年三季度末累计收益 13.96%。其中，受益于股票型产品获得 11.91%的收益和股票专项型获得 10.12%收益，权益类资产产品整体平均收益为 8.87%。

表 20：2017 年 3 季度企业养老金产品情况

资产类型	产品类型		产品数（个）		期末资产净值 （万元）	本期投资 收 益 率 （%）	本年以来 投资收益 率（%）	成立以来累积 投资收益 率（%）
			已备案	实际运 作				
权益类资产	股票型		124	69	2,031,204.63	4.04	11.91	22.64
	股权型		5	2	673,466.26	1.36	4.42	17.18
	优先股型		11	3	402,995.18	0.67	3.35	10.78
	股票专项型		7	3	311,175.09	2.86	10.12	24.54
	小计		147	77	3,418,841.16	2.95	8.87	20.12
固定收益类资产	混合型		114	55	7,817,786.28	1.58	4.16	19.38
	固定 收益 型	普通	82	50	7,260,749.65	1.12	2.47	11.7
		存款	10	4	2,388,363.05	1.22	3.74	2.96
		债券	18	7	1,637,736.35	1.15	2.71	8.58
		债券基金	4	-	-	-	-	-
		商业银行理 财产品	5	2	625,361.83	1.2	3.51	3.24
		信托产品	41	20	4,274,343.87	1.42	4.25	15.59
		债券计划	20	10	1,845,369.35	1.44	4.3	20.26
		特定资产管 理计划	14	1	10,056.16	1.78	5.37	17.84
		保险产品	2	1	337,477.31	1.48	3.6	4.27
		其他	-	-	-	-	-	-
		小计	196	95	18,379,457.57	1.25	3.32	11.06
	小计		310	150	26,197,243.85	1.35	3.61	13.32
流动性资产	货币型	32	17	3,194,552.47	1.08	2.99	11.54	
其他投资资产	其他型	-	-	-	-	-	-	
合计			489	244	32,810,637.48	1.48	4.13	13.96

资料来源：华宝证券研究创新部、人社部

就发行养老金产品的主体共有 20 家，其中，公募基金管理公司 12 家，保险类公司共计 8 家，包括平安养老、泰康资管、太平养老、长江养老、国寿养老、华泰资管、人保资产、建信养老，从正在运行的产品数量上看，平安养老数量最多，其次是泰康资管。各类别产品收益水平较高的产品如下所示。

表 21：养老金产品收益情况分析

	产品名称	期末资产净值 (万元)	2017 年前三季度 投资收益率	管理人
股票型产品	平安安赢	66170.42	31.26%	平安资管
	平安股票优选 1 号	30064.22	32.36%	平安资管
	平安安跃	113714.99	24.29%	平安资管
	人保资产汇悦	25220.89	24.28%	人保资产
股权型产品	长江养老中国石化向股权型养老金产品	566180.91	4.44%	长江养老
	泰康资产聚能股权型养老金产品 1 期	26112.42	3.94%	泰康资管
优先股型	泰康资产聚丰优先股型养老金产品 3 期	19926.46	5.86%	泰康资管
混合型	人保资产灵动添利混合型养老金产品	142329.16	6.31%	人保资产
	平安安享混合型养老金产品	168092.74	5.27%	平安资管
	太平养老金溢鑫混合型养老金产品	93958.16	4.81%	太平养老
	平安多元策略混合型养老金产品	238686.20	4.80%	平安资管
固定收益型	长江金色如意固定收益型养老金产品	68217.36	3.57%	长江养老
	平安目标收益增强固定收益型养老金产品	146629.55	3.44%	平安资管
	长江金色晚晴固定收益型养老金产品	65278.38	3.28%	长江养老
债券型	太平养老金溢安债券型养老金产品	52026.14	4.15%	太平养老
	国寿养老红盛债券型养老金产品	197000.35	3.38%	国寿养老
信托型	平安聚联信托型养老金产品 2 期	20711.59	5.46%	平安资管
	泰康资产丰裕信托产品养老金 2 期	15032.34	5.36%	泰康资管
	泰康资产丰裕信托产品养老金 1 期	44616.32	5.27%	泰康资管
债权计划型	泰康资产稳健回报基础设施债权投资计划型养老金产品 3 期	41078.94	5.21%	泰康资管
	泰康资产稳健回报基础设施债权投资计划型养老金产品 2 期	19038.77	4.97%	泰康资管
	泰康资产稳健回报基础设施债权投资计划型养老金产品 9 期	15787.92	4.92%	泰康资管
	泰康资产稳健回报基础设施债权投资计划型养老金产品 7 期	17031.03	4.91%	泰康资管
商业银行理财型	平安稳定收商业银行理财产品型养老金产品 2 期	365287.92	3.60%	平安资管
存款类养老金产品	泰康资产稳盈增利	4194.37	4.49%	泰康资管
保险产品型	国寿养老质优安泰保险产品型养老金产品 1 期	90675.74	3.80%	国寿养老
货币型	长江金色年华货币型养老金产品	98460.94	3.33%	长江养老
	太平养老溢利货币型养老金产品	391015.08	3.26%	太平养老
	国寿养老现金整理货币型养老金产品	281714.88	3.23%	国寿养老

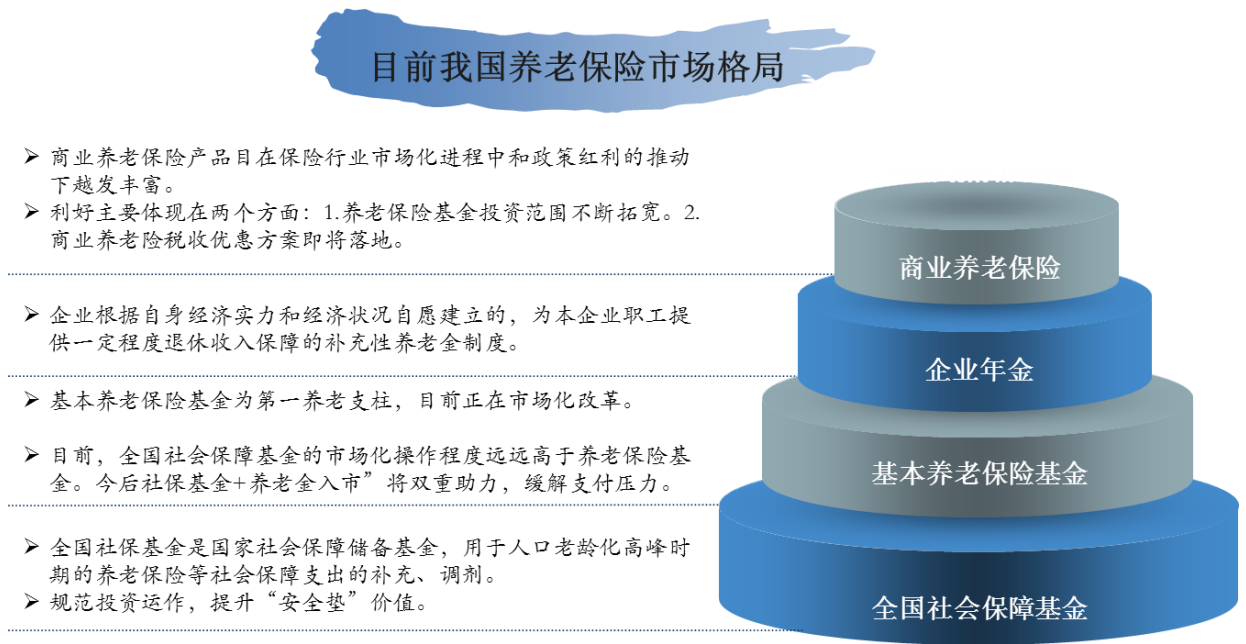
资料来源：华宝证券研究创新部、人社部

2.3.养老保障业务

2.3.1. 养老保障业务简介

我国养老保障体系一共有“三大支柱”，第一支柱为社会基本养老保险，由政府主导，属于强制性保险。第二支柱为企业年金，为企业及职工自愿建立；第三支柱为个人商业养老保险。随着 2015 年养老金并轨的落地，基本养老保险基金入市方案也正在相继出台。基本养老保险投资范围逐步扩宽，旨在提高基金运作收益，减轻我国老龄化带来的巨大财政压力。作为基本养老保险重要的补充者商业养老保险将在今后扮演越来越重要的角色。

图 15：我国目前养老市场结构



资料来源： 华宝证券研究创新部

将商业养老保险进行细分，可分为养老保险业务和养老保障管理业务。根据《保险公司养老保险业务管理办法》（2007 年第 4 号文），养老保险业务由人寿保险公司和养老保险公司开展，包括个人养老年金保险业务、团体养老年金保险业务和企业年金管理业务。根据《养老保障管理业务管理办法》（2015 年 7 月），养老保障管理业务是指养老保险公司作为管理人，接受政府机关、企事业单位及其他社会组织等团体委托人和个人委托人的委托，为其提供养老保障以及与养老保障相关的资金管理服务，值得注意的是，当前开展的养老保障业务并不提供保险功能，而更多体现出财富管理的属性。因此，保险公司开闸养老保险业务需要计提风险准备金和保险责任准备金，而养老保险公司开展养老保障产品只需要计提风险准备金。

2.3.2. 养老保险公司旗下个人养老保障产品

2017 年人保养老获批开业后，目前我国专业的养老保险服务机构数量增加至 9 家，分别是平安养老、太平养老、长江养老和中国人寿养老、泰康养老、安邦养老、建信养老金、新华养老（2016 年 9 月 19 日成立）、中国人民养老，其中建信养老金略微特殊，是市场上第一家专业养老金管理机构，主要监管主体是银监会，值得关注的是，近几年各大保险集团都在积极布局养老保险市场。

平安养老率先在市场开展了面向个人的养老保障产品，截至 2017 年 6 月 30 日，平安养老管理的企业年金受托资产、投资资产及其他委托管理资产共计 4605.88 亿元，养老保障及其他委托管理资产 1122.62 亿元。目前旗下的养老保障产品主要有金橙、实力派、富盈、金通四个系列。以金橙系列为例，包括三个开放式组合（金橙现金增利、金橙股票配置、金橙

债券增强)和若干个封闭式组合,开放式组合首笔缴款后 180 天内不得赎回,180 天到 1 年的,赎回费为 0.5%,随后无赎回费。

表 22: 平安养老个人养老保障业务产品

权益及多策略类					
产品代码	养老保障产品	2017 年 收益	累计净值 (2017-12-31)	投资范围	业绩比较基准
PA9001	实利派股票配置养老保障管理产品	-1.04%	0.8428	权益类 0-95% 固定收益类 0-135% 货币市场工具 5%-100%	沪深 300 指数*70%+中债总全价指数*25%+同期活期存款利率*5%
PA9002	富盈多元策略增强养老保障管理产品	0.97%	1.0508	权益类 0-50% 固定收益类 50-140% 货币市场工具 0-50%	沪深 300*25%+中债总全价指数*70%+同期银行活期存款利率*5%
货币类					
产品代码	养老保障产品	账户起始日		七日年化收益率 2017-12-31	当前产品状态
PA9003	富盈五号养老保障管理产品	2016-1-29		4.3850%	正常开放
PA9007	富盈七号养老保障管理产品	2016-12-25		5.2450%	正常开放
PA9008	平安养老金通个人养老保障管理产品(金通 2 号)	2017-3-9		4.8610%	正常开放
PA9005	平安养老金通个人养老保障管理产品(金通 1 号)	2017-8-9		4.9270%	正常开放
PA9034	富盈人生个人养老保障管理产品(富盈个人 21 号)	2017-10-9		4.5890%	正常开放

资料来源:华宝证券研究创新部、平安养老保险公司官网整理

太平养老也布局了完善的产品线,根据其官网披露的信息,2016 年,公司运作团体养老保险管理产品 14 个,个人养老保障产品封闭式投资组合 50 期,包括两大产品线,金中金和金中福,其中金中金 A 款是 2014 年与招商银行合作开发,金中福 01 号产品与光大银行合作,金中金 C 款 1 号,2 号于 2016 年 5 月起在腾讯理财通和微众银行渠道发行。2017 年,太平再度联手腾讯理财通推出金中金 B 款产品。

表 23: 太平养老个人养老保障业务产品

产品名称	太平养老颐养天天	太平养老颐养 66	太平养老乐享太平
对应保障 产品全称	太平金中金 B 款	太平金中金 C 款	太平金中金 A 款
购买门槛	随时可买,1000 元起购	1000 元起购	10000 元起购,1000 元递增。 有特定开放期,需要抢购
封闭期	无	66 天	548 天
赎回效率	随时可取, T+1 到账	可选择到期后取出至银行卡或余额账户,或继续买入下一期,到期日前一天 15 点前可随时修改到期取出方式,15 点后将不可更改	到期无需提交赎回申请,兑付资金在到期后 1 个工作日内到账。
账户对应的 投资范围	流动性资产: ≥5%, <100% 固定收益类资产: 0-80% 权益类资产: 0-60%	流动性资产: 不低于 5% 固定收益类资产: 不高于 200% 权益类资产: 0-95%	流动性资产: 0-20% 固定收益类资产: 0-20% 权益类资产: 0-20%

	不动产及其他金融资产：0-75% ※太平养老颐养天天产品在投资时，特别注明并不已任何形式参与股票二级市场	不动产及其他金融资产 0-30% ※太平养老颐养 66 产品在投资时，特别注明并不投资于权益资产	不动产类资产：80%-100%
7 日年化收益	比较基准：银行间 7 日回购利率 4.811%（2017-12-31）	5.06%（2018-1-2）	6%-预期收益

资料来源：华宝证券研究创新部、太平养老保险公司官网

泰康养老旗下的养老保障产品包括汇选鸿泰、汇选悦泰、汇选瑞泰 3 个系列，其中，汇选悦泰系列是一款浮动收益的偏债混合型产品，在理财通发行，属于净值型理财产品，投资范围为：固定收益资产 $\geq 35\%$ ，流动性资产 $\geq 5\%$ ，上市权益类资产 $\geq 30\%$ ，投资于信托公司集合资金信托计划、银行业金融机构信贷资产支持证券、基础设施投资计划、不动产投资计划和保险资产管理公司项目资产支持计划资产合计 $\leq 20\%$ ，正回购比例 $\leq 100\%$ ，业绩比较基准为：沪深 300*15%+中债综合指数（全价）*80%+同期 7 天通知存款利率（税后）*5%，汇选瑞泰和汇选鸿泰均为封闭式另类投资组合，业绩比较基准为 3 个月定期存款利率（税后）*（1+10%）。

国寿养老旗下个人养老保障产品包括福寿丰年、福寿嘉年、福寿广源、福盈今生系列。根据中国人寿养老公布，截至 2017 年 12 月 31 日，中国人寿养老共管理团体型（含单一团体型和集合团体型）养老保障产品 5 支，包含投资组合 21 个，存量资产规模共计 45.12 亿元，2017 年平均年化收益率 4.35%。全年发行封闭式个人型养老保障产品 68 期，募集规模共计 302.78 亿元，本年平均年化收益率为 4.49%；开放式个人型养老保障产品共发行 7 期，期末资产净值共计 902.55 亿元，包括：国寿嘉年天天盈（腾讯理财通平台产品）：年化 4.0193%，对应国寿福寿嘉年养老保障管理产品 1 号投资组合；国寿嘉年月月盈（腾讯理财通平台产品）：年化 4.4756%，对应国寿福寿嘉年养老保障管理产品 4 号投资组合；国寿广源 180（腾讯理财通平台产品）：年化 5.2291%，对应国寿福寿广源个人养老保障管理产品；国寿周周盈（支付宝平台产品）：年化 5.0707%，对应国寿福盈今生个人养老保险产品开放式 2 号投资组合；国寿安鑫盈 360 天（支付宝平台产品）：年化 4.7791%，对应国寿福盈今生个人养老保险产品开放式 1 号投资组合；福寿丰年 2 号：年化 3.6484%；国寿超月宝（国寿双月盈）：年化 4.8942%。

相比之下，长江养老的个人养老保障业务并未依托互联网平台，旗下的四个系列长江盛世天伦、长江安享天伦、长江安享人生、长江君享金鑫。2017 年，长江养老养老保障管理产品共设立组合数 34 个，其中个人养老保障产品设立组合数 12 个，期末资产金额合计 58.89 亿元。具体如下表所示：

表 24：长江养老 2017 年养老保障业务发展情况

序号	产品名称	设立组合数（个）	期末资产金额（不含受托户余额）（万元）	期末资产金额（含受托户余额）（万元）	本期加权平均收益率（%）
1	长江盛世华章养老保障委托管理产品	8	311,119.20	313,348.18	3.53
2	长江薪酬延付集合型团体养老保障管理产品	2	53,724.14	54,157.74	0.64
3	长江薪酬延付养老保障管理产品	3	544,655.74	544,729.07	4.58
4	长江养老企业员工持股计划专项养老保障管理产品	4	592,516.34	592,529.40	19.29
5	长江盛世华章集合型团体养老保障管理产品	5	44,628.02	44,631.73	3.19
6	安享人生个人养老保障产品	3	61,325.77		2.38

7	安享天伦个人养老保障产品	6	289,662.57		2.81
8	盛世天伦个人养老保障产品	3	237,982.68		1.79
合计	——	34	2,135,614.47	1,549,396.11	——

资料来源：华宝证券研究创新部、泰康养老保险公司官网整理

建信养老金自成立后也积极设立养老保障业务产品线，截至 2017 年 12 月 31 日，建信养老金管理有限责任公司共管理团体型（含单一团体型和集合团体型）养老保障管理产品 2 个，包含投资组合 7 个，存量资产规模共计 124.00 亿元。17 年全年发行封闭式个人养老保障管理产品 43 期，募集规模共计 204.96 亿元，本年平均年化收益率为 5.41%；开放式个人养老保障管理产品共发行 4 款，期末资产净值共计 1930.43 亿元，具体情况如下：

表 25：建信养老金开放式个人养老保障管理产品基本情况（2017-12-31）

序号	产品名称	万份收益	七日年化收益率
1	养颐添禄 1 号	1.2928	5.004%
2	养颐添禄 2 号	0.9863	3.6%
3	飞益鑫	1.3863	5.191%
4	飞月宝	1.4315	5.274%

资料来源：华宝证券研究创新部、建信养老金管理公司官网整理

此外，2017 年 9 月，建信养老金管理公司发行了养颐添福雄安专享个人养老保障管理产品，预计年化收益率为 5.55%，认购起点为 1 万元整，递增金额为 1 万元的整数倍。发行时间为 2017 年 9 月 8 日至 2017 年 9 月 13 日，成立日为 2017 年 9 月 15 日，期限为 180 天。

2.3.3. 保险公司体系下的养老产业建设情况

中国人寿 2007 年成立的专业另类投资管理公司将养老养生投资作为重要的业务板块之一，定位于养老养生暨健康产业投资，涉及健康管理、医疗保健、各级护理等服务和对应的金融保险支持，曾开发了苏州阳澄湖半岛养老养生项目（二期），贵州中铁国际生态健康城太阳谷大健康核心板块项目和北京国寿星牌健康养老综合体项目，曾发行的大健康基金规模过百亿。

据保监会披露，2017 年共 8 家保险公司进行了重大股权投资，其中 6 笔与包括养老，医疗在内的大健康板块相关，值得关注的是，2017 年中国人民保险集团除了设立了中国人民养老保险公司外，还设立了全资的人保人家（大连）养老运营公司，从事养老运营管理、不动产资产管理、物业服务委托管理、养老市场拓展、养老客户服务等业务。泰康保险集团 2017 年设立了泰康健康产业投资控股公司，该公司主要从事医疗养老健康产业及相关领域的投资、不动产投资、资产管理、投资管理与咨询、企业管理与咨询、运营管理，以及医疗服务、养老服务、殡葬服务及相关业务、物业管理、建设管理等业务。

表 26：2017 年重大股权投资

投资主体	股权投资对象	出资比例及股份占比	批复时间
新华人寿保险股份有限公司	北京新华卓越康复医院有限公司		2017 年 11 月 8 日
中国太平洋人寿保险股份有限公司	太平洋医疗健康管理有限公司	出资 1 亿元人民币，投资太平洋医疗健康管理有限公司 100% 股权。	2017 年 8 月 18 日
中华联合保险集团股份有限公司	投资农联中鑫科技股份有限公司	以自有资金出资 3000 万元人民币，投资农联中鑫科技股份有限公司 60% 股权。	2017 年 8 月 18 日
泰康保险集团股份有限公司	泰康健康产业投资控股	出资 30 亿元，投资泰康健康产业投资控股有	2017 年 9 月 1 日

	有限公司	限公司 100%股权。	
中国人民人寿保险股份有限公司	人保人家(大连)养老运营管理有限公司	出资 3000 万元人民币, 投资人保人家(大连)养老运营管理有限公司 100%股权。	2017 年 9 月 11 日
太平人寿保险有限公司	太平养老产业管理有限公司	以自有资金向太平养老产业管理有限公司增资 5000 万元	2017 年 7 月 26 日
阳光人寿保险股份有限公司	物业管理公司	出资 300 万元人民币, 设立成都阳光颐和物业管理有限公司	2017 年 5 月 2 日
招商信诺人寿保险有限公司	招商信诺健康服务公司	出资 1000 万元人民币, 投资招商信诺健康服务公司 100%股权	2017 年 4 月 6 日

资料来源: 华宝证券研究创新部、保监会

2.3.4. 我国资产管理机构在养老产业上的布局

随着人口老龄化程度的不断加剧, 从我国实际看, 我国 60 岁及以上人口达 2.3 亿, 占总人口的 16.7%, 但我国人均 GDP 仅为 8100 美元, 加之我国社保养老面临巨大的缺口, 根据中国劳动保障科学研究院发布的《中国劳动保障发展报告(2016)》显示, 中国城镇职工基本养老保险制度财务不可持续的问题十分尖锐, 个人账户空账运行规模接近 3.6 万亿元, 养老金当期收不抵支现象凸显。针对如此巨大的养老产业市场, 各类资产管理机构加入“养老”大军, 我们按照为养老功能提供的服务内容分为**直接参与退休后养老生活的产品以及为养老提供财富增值的理财类产品两个类别**, 前者多与养老社区、养老医院等养老资源使用权挂钩, 发行主体主要是保险公司和信托公司, 也包括银行, 如 2011 年中信银行推出的“以房养老按揭”服务, 后者包括养老保险、养老型理财产品, 主要的发行主体包括银行、保险、基金公司、信托公司。以下, 我们按照不同的发行主体介绍。

基金系养老理财产品主要是指基金公司发行的契合投资者养老需求的基金产品, 2017 年以前这类产品主要通过两种模式契合养老需求, 一种是采用低风险策略, 即控制权益仓位, 尽可能提供平稳的类固定收益, 因此多表现为偏债混合型基金的产品形式, 但是, 这类产品于普通的偏债混合型基金品种差异并不大, 另一种是以与养老相关产业内的股票作为投资对象, 如鹏华养老产业、工银瑞信养老产品等, 针对养老产品上下游的投资, 中证指数公司定制并发布了中证养老指数, 该指数以中证全指为样本空间, 选取涉及酒店旅游、文化传媒、医药卫生、人寿保险等养老相关业务的上市公司股票作为成份股, 以反映养老产业相关上市公司的整体表现, 这类品种其实并不能算作为产品投资人本身提供养老服务的金融产品。2017 年 11 月证监会发布《养老目标证券投资基金指引(试行)》征求意见稿, 随后 2018 年 3 月 3 日发布正式稿进入实施阶段, 足见证监体系对于养老理财产业发展的重视, 根据《指引》, 养老目标基金是指以追求养老资产和长期稳健增值为目的, 鼓励投资人长期持有, **采用成熟的资产配置策略**, 合理控制投资组合波动率风险的公募基金, 并且, 应当采用基金中基金(FOF)的形式或者中国证监会认可的其他形式运作。投资策略主要包括**目标日期策略、目标风险策略**等。在期限方面, 要求养老目标基金定期开放的封闭运作其或者投资人最短持有期限应当不短于 1 年。并且, 按照封闭运作期或投资人最短持有期限的不同设定不同的高风险资产投资比例, 如: 不短于 1 年、3 年或 5 年的, 基金投资于股票、股票型基金、混合型基金和商品基金(含商品期货基金和黄金 ETF)等品种的比例合计原则上不超过 30%、60%、80%。此外, 对于开展养老目标基金产品的基金公司以及投资经理都提出了严格的门槛和任职资质要求。随着《指引》的正式实施, 前述的第一类产品需要在 3 个月内将“养老”字样从名称中删除, 这也就意味着, 在监管认定下的真正的养老理财(公募基金)产品需要具备“成熟的资产配置策略”“长期投资”“控制波动率”三大重要属性。

银行系养老理财产品主要是指银行机构在发行银行理财时, 将理财产品定位为养老理财产品性质, 因此在期限和收益类型上较普通银行理财会有所区别。2017 年共 6 家银行(北京农村商业银行、贵阳银行、汉口银行、上海农村商业银行、上海银行、中国建设银行)发行

429 只养老概念的银行理财产品，平均投资期限为 163 天，其中 12 只为开放式预期收益型，2 只为净值型，其余均为封闭式预期收益型产品。从发行主体上看，上海银行发行量最大，2017 年发行相关产品 209 只，发行的产品包括“慧财”货币及债券系列（养老无忧）理财产品和“慧财”资产组合系列（融金）理财产品（养老专属），前者包括三个期限类别 119 天和 364 天两个期限，平均收益率为 4%，后者为期限为 182 天产品，平均收益率为 4.29%。净值型养老理财产品由贵阳银行发行，分别为爽银财富-金债型养老理财第一期和混合养老理财第一期两只，起投金额分别为 5 万和 10 万。

信托机构参与养老产业的模式有三种，包括养老金融信托、养老消费信托、养老产业发展信托。**养老消费信托**主要提供包括家政，餐饮，护理，医疗，养老住房相关的消费类服务，典型产品如中信和信居家养老消费信托，该信托由中颐信提供的健康数据管理服务，以及由中颐信(北京)健康管理有限公司采购自四川晚霞康之源养老产业投资有限公司的居家养老服务及采购自远盟康健科技(北京)有限公司的紧急救援服务。**养老金融信托的信托目的是满足受益人特定的养老资金需求**，即购买人交付信托公司参与养老金融集合信托计划，或者设立单一养老金融信托，由受托人对该资金、财产进行投资、管理，在资金保值、增值得情况下，满足受益人特定养老资金需求的信托产品，典型产品是外贸信托和兴业银行联合于 2015 年 12 月推出的首款养老金融信托产品“安愉信托”，该产品属于立足于货币性质的金融养老产品，借鉴“家族信托”设计架构，由委托人一次性交付信托财产，信托产品以类似年金的方式定期、定额向指定受益人分配信托利益，且财产权利全部归于指定受益人。相比之下，养老金融信托具有存续时间长，需要对信托资金的运用领域、运用方式设定约束等特点。

表 27：安愉信托详解

产品名称	安愉信托
发行机构	兴业银行与对外经贸信托联合推出
认购起点	600 万
分配方式	自认购 3 年封闭期后的任何一年开始，可选择一次性支付或按季度支付，直至信托结束。若选择按季度支付，每季度支付金额 3 万元起，以 3 万元为单位进行更改调整。
信托期限	合同将约定一个信托期限，为 3+N 年，同时约定分配条款。在信托封闭期满 3 年后的每年开放日内，委托人可选择赎回或者继续持有。如果不到约定期限，信托利益即分配完毕，则信托结束。如果信托约定期满，信托财产仍有剩余，则由初始受益人享有；如果初始受益人放弃权利或去世，则信托利益可指定给后备受益人。
投资范围	境内外依法设立的现金类、固定收益类、类固定收益类（信托产品、类信托产品等）、策略投资类、权益投资类、另类投资类等金融工具
风险等级	中低风险配置
产品特性	兼具个人养老和家族财富传承

资料来源：华宝证券研究创新部

结合以上两种模式，信托公司也推出委托人可选受益模式的养老信托产品，如北京信托推出的养老信托产品，具备可转换的资金收益和消费权益功能，提供两部分可选的投资回报：一是**“养老消费权益”**，由产业合作方北京汇晨养老机构管理有限公司提供。具体为入住项目养老公寓，借此可提前锁定养老床位或未来养老消费价格及优先权。而认购养老消费信托后，受益人通过放弃货币类收益，可“免费”入住同标的养老公寓，获得一系列养老消费权益。实际上也将获得较市场价格一定折扣的优惠。二是**“货币收益”**，以“基准收益+浮动收益”为安排，收益分配周期为每季度，产品存续期间的每一信托年度内，北京信托有权根据市场情况公告该年度的基准收益率。而在某个核算日，当信托财产实际收益率大于基准收益率时，就未实现养老消费权益的信托单位，可获得浮动信托收益。首期合作产品分为尊享 A 类和尊享 B 类两种产品，信托产品期限均为 3 年。尊享 A 类产品客户交付 50 万元，3 年后到期全

额返还，信托生效后，客户可以享受超值专项居家护理服务。尊享 B 类产品客户需交付 100 万元，3 年后到期全额返还，信托生效后，客户可以享受慈爱嘉提供的超值一站式居家护理服务。

养老产业信托是当前信托公司参与养老发展最常见也是最成熟的形式，面对大健康市场的大蛋糕(据《2016—2021 年中国大健康产业市场运行暨产业发展趋势研究报告》预计，2017 年，中国健康产业规模为 4.9 万亿元，2021 年将达到 12.9 万亿元)，信托行业积极的通过各种形式参与到相关产品的投融资中，包括设立医疗产业基金、直接投资新建医疗机构、为医疗企业提供融资，如平安信托与在建中的龙岗中医院签订框架合作协议，以战略投资者身份投资龙岗中医院，并全权负责医院的日常经营管理。例如，平安信托与龙岗区的合作备忘录，龙岗中医院将被建设成为集医疗、康复、区服务等功能为一体的三级甲等综合性医院，2017 年中航信托发行了“天启（2017）468 号天源医疗产业集合信托”、“天启（2017）495 号优艾贝医疗股权投资集合信托”等。

保险公司针对养老需求提供的产品主要以养老保险产品为主，发行主体包括保险公司和养老保险公司（前文详细介绍了养老保障产品这类财富管理类产品，在此不再赘述），根据 wind 公布，目前保险公司开发的养老保险产品超过 750 只，其中个险品种占比超过 60%，以下对比两款针对个人需求的养老保险产品。

表 28：养老保险产品对比

发行主体类别	养老保险公司	寿险公司
发行主体	泰康养老保险公司	太平人寿保险公司
产品名称	泰康人生赢家年金保险（万能险）	太平福享金生年金保险
投保规则	年交 趸交、3、5、10、15、20 年交	10 年、15 年、20 年；
起售金额	3 万	——
给付规则	生存保险金：保单生效满 5 年后至被保险人年满 100 周岁，每年给付约定数额的生存保险金； 身故保险金：被保险人身故之日合同现金价值和已缴纳的累计保险费数额扣除生存保险金受益人已领取的生存保险金较大者	第 5 个保险单周年日，即可领取 20%已缴保费的特别生存保险金； 第 6 个保单周年日至被保险人 59 周岁，每年可领取 20%基本保险金额的一般生存保险金； 被保险人 60 至 88 周岁期间每年领取养老生存保险金(60 至 69 岁、70 至 79 岁、80 至 88 岁各阶段分别按基本保险金额的 40%、60%、80%领取)； 合同有效内，被保险人发生全残，每年额外领取一倍生存保险金；88 周岁满期，将给付所交保费
其他功能	达到标准可对接泰康养老社区，提前锁定高端养老资源	特别关爱金、养老无忧、满期祝寿、保单贷款

资料来源：华宝证券研究创新部

总体来讲，作为第三支柱的商业养老保险在服务养老理财和养老需求方面仍然占据绝对重要的市场份额，但是与当前的养老需求相比，仍然捉襟见肘，面对如此巨大的养老市场，各类资产管理机构纷纷采用各种形式进入养老产业和养老需求财富管理中，相比之下，信托公司产品由于门槛较高，不适合大众参与，对于信托公司来说，开发成本高，协调难度高于普通业务，但短期盈利效果不高也成为限制其发展的主要问题。银行具有绝对的渠道优势，适合为更广泛的人群提供养老理财类服务，但在产品收益维度上并不具备优势，“养老”名存实虚。未来，相信在养老服务领域的竞争格局会继续存在，但各家资产管理机构会充分发挥优势，定位养老产业的各个环节（投资、融资、财富管理、保险保障、消费需求等等）。未来随着递延税收政策的推出，将带动该产业近一两年迅速膨胀。

表 29：广义视角下养老理财业务对比分析

广义养老 理财机构	产品类型	风险等级	产品期限	投资门槛	投资收益
银行系	以保本保收益类型为主	低风险	平均期限 253 天	5 万或 10 万	平均收益 4% 左右
基金系	FOF	低风险到高风险均有	封闭期 1 年期起	100 元	——
信托系	集合信托或者家族信托模式	中等风险	3 年期	50 万，金额不等	预计 6% 左右
保险系	包括分红险、万能险品种	——	5 年为主	1000 元	4%-6% 不等

资料来源：华宝证券研究创新部

2.4.公募业务—保险系公募持续扩容

2017 年 1 月，人民保险集团全资控股的中国人保资产管理公司获批公募牌照，成为市场上继泰康资产外第二家获批公募牌照的保险资产管理公司。2017 年 3 月中国太保旗下子公司太平洋资产管理有限责任公司通过上海联合产权交易所举牌受让的方式收购国泰君安所持有的国联安基金 51% 的股权。2017 年 4 月，中国太平洋保险（集团）股份有限公司宣布控股子公司太平洋资管拟收购国泰君安证券股份有限公司所持有的国联安基金 51% 的股权，交易在上海联合产权交易所通过挂牌后议价转让方式进行。目前，该股权变更事宜尚待证监会审批。

保险机构发展公募业务的模式主要有三种：1.直接设立基金公司，法律依据为 2013 年发布的《保险机构投资设立基金管理公司试点办法》（证监会〔2013〕27 号文）。此类已经成立的公司包括华泰保兴基金管理有限公司、国寿安保基金、泓德基金管理有限公司和平安大华基金。2.通过收购方式取得公募牌照，如太平基金。3.在公司内部设立公募事业部的形式展开，法律依据为《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》（证监会〔2013〕10 号）。直接设置事业部制的方式具有成本优势，也能够充分利用资产公司的资源，例如投研报告，投研团队资源，并且在流程中更为简便，无需繁琐的公司设立或者重组。

表 30：保险资金参与公募业务情况

保险系公募业务 主体	保险公司持股	成立时间
人保资产	中国人民保险集团股份公司 100%	2017-1-11
泰康资产	泰康保险集团 99.4117%，中诚信托	2015-2-6
国联安基金	太平洋资管拟收购国泰君安证券股份有限公司所持有的国联安基金 51% 的股权（待证监会批复）	2017 年 8 月保监会批准
浙商基金	2015 年民生人寿保险股份有限公司以收购股权方式投资浙商基金管理有限公司（简称浙商基金）50% 股权，并对其实施控制（待证监会批复）	2010 年 10 月
安邦基金	安邦人寿出资 5 亿元，占比 100%（待证监会批复）	2015 年 1 月获保监会批复
国寿安保基金	国寿资管出资 5 亿，股权占比 85.03%；安保资本出资 0.88 亿，占比 14.97%	2013 年 11 月
泓德基金	阳光财产保险股份有限公司拟持股 25%，阳光资产管理有限公司总经理王德晓拟持股 26%	2015 年 3 月
平安大华基金	中国平安持股 60.7%	2011 年
太平基金	2016 年 8 月太平资产完成了对中原英石基金	2016 年 8 月改名

	70.04%股权的收购。更名为太平基金	
华泰保兴基金	华泰保险集团持有 80%的股权	2016 年 7 月证监会 获批
华夏人寿	投资华瑞基金管理有限公司 90%的股权（待证监会 批复）	2016 年 10 月保监会 批复
合众人寿	投资合众基金管理有限公司 95.5%的股权（待证监 会批复）	2016 年 11 月保监会 批复

资料来源：华宝证券研究创新部、保监会

保险系基金公司依托母公司丰富的资源优势能够迅速扩大规模，特别是大型保险集团旗下的公募基金公司，2017 年国寿安保基金旗下货币基金规模增加 488 亿元，平安大华旗下货币基金规模扩张 896.89 亿元。而对保险机构而言，公募基金业务有助于打通金融链条，构建完整的金融产业链布局 and 一体化金融服务格局，能够为保险机构自身带来新的增长点，截止 2017 年底，保险系基金公司规模最大的是平安大华基金，旗下 45 只资产管理规模合计 1802 亿元，其次是国寿安保基金，旗下 41 只基金产品，合计规模 1398 亿元，如下表所示。值得关注的是，险资长期以来积累了丰富的资产配置经验，组合管理能力强，善于绝对收益为目标的投资策略，在当前资管行业“去刚兑、去预期收益型产品”的监管背景下，充分发挥保险资管在绝对收益和资产配置上的作用能够令保险系公募基金公司树立独特优势。同时，相比于券商资管、基金专户，保险资管产品发展相对较晚，缺乏同类科比口径的历史投资业绩，个人投资者短期难以对保险机构的投资管理能力客观评价，而公募产品的布局能够弥补这一遗憾。

表 31：保险系基金公司规模（2017 年）

基金公司	基金数量 (只)	2017 年管理资产 规模合计(亿元)	2016 年管理资产规模 合计 (亿元)
平安大华基金管理有限公司	45	1,792.495	836.712
国寿安保基金管理有限公司	41	1,392.989	782.2463
泰康资产管理有限责任公司	22	253.7633	85.7695
中国人保资产管理有限公司	2	167.0465	——
泓德基金管理有限公司	20	167.85	179.5575
太平基金管理有限公司	4	114.0328	151.6528
华泰保兴基金管理有限公司	6	63.1388	——

资料来源：wind 资讯，华宝证券研究创新部

2017 年保险系基金公司爆发布局新产品，从发行主体上看，国寿安保和平安大华新发的公募基金产品数量最多，国寿安保发行的产品主要是偏债混合型产品，而平安大华 2017 年新发行的 15 只基金产品中，包括 4 只灵活配置型基金，1 只偏股混合型基金，2 只被动指数型基金以及 1 只指数增强基金。目前，权益类产品线布局较多的保险系基金公司包括平安大华，国寿安保，泓德基金以及泰康资管，其中，平安大华旗下权益类产品有 22 只。从收益角度看，泰康资产旗下多类产品的收益都处于领先水平（相比其他保险系公募基金）。

表 32：保险系基金管理公司产品收益率情况

基金公司	投资类型(二级分类)	证券简称	2017 年全年 收益%	同类基金 区间收益 排名(二级 分类)	基金规模 (合计：亿 元) 2016-12-31	基金规模 (合计：亿 元) 2017-12-31	成立日期
国寿安 保基金	被动指数型基金	国寿安保沪深 300	20.81	124/431	36.99	6.81	2014-06-05
	混合债券型二级基金	国寿安保尊利增强回报	1.80	232/403	1.89	1.31	2016-05-26

		A					
	货币市场型基金	国寿安保添利 A	4.25	65/626	30.01	274.79	2016-12-27
	灵活配置型基金	国寿安保核心产业	15.18	262/1363	1.14	0.81	2016-02-03
	偏债混合型基金	国寿安保稳健回报 A	5.89	60/260	12.31	12.72	2015-11-26
	普通股票型基金	国寿安保成长优选	25.96	59/197	2.91	6.86	2015-12-11
	中长期纯债型基金	国寿安保安康纯债	2.59	212/762	118.14	198.02	2016-09-02
泓德基金	混合债券型二级基金	泓德裕泰 A	4.31	102/403	19.57	32.77	2015-12-17
	货币市场型基金	泓德泓利 B	3.85	331/626	22.95	3.43	2015-12-21
	灵活配置型基金	泓德泓富 A	11.76	402/1363	26.70	27.14	2015-06-09
	偏股混合型基金	泓德泓益	16.82	231/504	4.18	4.71	2016-04-26
	普通股票型基金	泓德战略转型	9.38	136/197	9.51	6.44	2015-11-10
	中长期纯债型基金	泓德裕和纯债 A	2.89	161/762	2.03	0.62	2016-11-11
平安大华基金	混合债券型二级基金	平安大华鼎信	3.00	170/403	5.03	5.18	2016-07-21
	货币市场型基金	平安大华财富宝	4.23	69/626	147.11	318.71	2014-08-21
	灵活配置型基金	平安大华睿享文娱 A	24.01	133/1363	0.54	0.43	2016-03-29
	偏股混合型基金	平安大华行业先锋	3.00	398/504	3.33	2.82	2011-09-20
	偏债混合型基金	平安大华安盈保本	1.79	206/260	16.98	13.45	2016-04-22
	增强指数型基金	平安大华深证 300	20.19	33/56	0.54	0.72	2011-12-20
	中长期纯债型基金	平安大华惠金	2.74	185/762	6.52	0.55	2016-11-02
太平基金	货币市场型基金	太平日日金 B	3.89	302/626	136.56	64.73	2016-11-04
	灵活配置型基金	太平灵活配置	13.96	310/1363	15.09	16.06	2015-02-10
泰康资产	混合债券型二级基金	泰康丰盈	4.19	106/403	7.74	2.29	2016-08-24
	混合债券型一级基金	泰康稳健增利 C	7.67	1/168	2.95	1.49	2016-02-03
	货币市场型基金	泰康薪意保 B	4.13	125/626	34.64	145.39	2015-06-19
	灵活配置型基金	泰康沪港深精选	26.36	104/1363	7.88	13.23	2016-06-06
	偏债混合型基金	泰康宏泰回报	12.44	6/260	5.23	3.07	2016-06-08
	中长期纯债型基金	泰康安惠纯债	2.52	229/762	2.00	2.47	2016-12-26

资料来源：华宝证券研究创新部、wind 资讯

2.5.第三方资产管理业务

2003 年人保资产管理公司成立，意味着保险资金投资向专业化方向迈进。2012 年保监会又发布《保险资金委托投资管理暂行办法》，允许证券公司及基金公司受托保险资金展开投资，促使保险资金更加专业化、市场化运作，因此“血缘”关系带给保险资管公司的天然红利逐步被稀释，因此寻求于第三方资金成为保险资产管理公司新的业务增长点。2013 年保监会发布《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》(保监资金〔2013〕124 号)，允许保险资产管理公司向境内保险集团（控股）公司、保险公司、保险资产管理公司等具有风险识别和承受能力的合格投资人发行，包括向单一投资人发行的定向产品和向多个投资人发行的集合产品。2016 年 6 月，保监会引发《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》明确指出，“对于定向产品且产品投资人为非保险机构的，产品的投资品种可以按照与投资人约定的产品契约及相关法律文件执行”，给予第三方组合类保险资管较大的发展空间。

从资金来源看，当前，整体来看保险资管机构受托管理资产规模 70%以上为保险资金，剩余部分为非保险资金，该比例距离国外大型保险资管机构资产管理规模中 50-70%为第三方资金的比重还有较大差距。目前只有泰康资管等行业龙头达到了企业年金、银行理财、保险客户各占三分之一的格局。未来，不同公司随着自身市场地位、投资能力的差异形成独具特

色发展路线，保险母公司资金、其他保险机构资金（包括保险保障基金）、非保资金（如银行委托管理资金，高净值人群财富等）均将成为保险资管公司重要的委托人。

具体来看，平安资管、泰康资管布局较其他保险资产管理机构更早，目前已经达到一定的规模，并且具备完善的人才储备，管理能力和风险控制机制。中国人寿资产曾中标中国建行委外管理人资格，成为公司最大一单系统外受托管理业务，其香港子公司曾成功中标大型央企中粮的境外投资委托业务，并成为唯一受托机构。同时，目前，保险资产管理公司开展第三方业务方面遇到了一些问题：1、长期服务于保险资金，从而导致的诸如海外资产、信贷资产和金融衍生品等投资领域积累不足；2、长期以来，保险资管机构缺乏科学的激励机制，长期以来，依靠集团保险资金优势，使得资管公司业务结构相对单调，使保险资管机构形成了以团队化和平均化为主的激励机制，相比之下，公募基金行业经过近几年的发展，已经逐步建立起比较市场化的事业部制内容，而对于任何一个资产管理行业来说，人才都是核心资源，因此对投资人才的培养和激励是保险资产管理公司急需解决的问题。

除第三方资产管理业务外，保险资管公司还开展了投资顾问业务、受托业务在内的更丰富的第三方业务类型，例如民生通惠投顾业务收入超过组合产品业务收入。中意资产也于境外机构签署了 RQFII 资金的投资顾问合同，为未来开展境外业务奠定基础。

四、展望：对接实体经济，构筑具有竞争力的保险资管公司

保障是保险业根本功能，投资是辅助功能，是为了更好地保障，必须服务和服从于保障，决不能本末倒置。要坚持长期投资、价值投资、稳健投资，起到支持实体经济、促进资本市场稳定健康发展的作用。坚持“保险姓保”的原则下，2017 年，保险公司业务结构调整明细，理财型业务正在收缩，尤其中短存续期业务几乎叫停。5 月保监会发布《中国保监会关于进一步加强人身保险公司销售管理工作的通知》，并且对具有违规销售保险产品的保险公司及相关个人进行了严厉的惩罚，持续的引导保险营销员群体树立以客户为导向的销售价值观，进而有效规范保险销售行为。未来，保险产品坚持以保障为核心的产品发展方向不会动摇。

保险资金具有长期限、体量大等特点，充分发挥保险资金优势以支持实体经济是保险资金运用的已任和目标。目前，保险业在社会保障、灾害救助、风险管理、现代金融等体系都发挥了积极作用。通过类如基础设施投资计划、不动产投资计划、集合信托计划（保险资金可投范围）、项目资产支持计划以及资产管理产品等工具对接实体经济，取得了较好的成绩和效果。如参与城市建设、支持区域经济带发展（京津冀协调发展、长江经济带发展），中石油一二线西部管道项目、支持供给侧结构性改革、参与国企混合所有制改革、脱贫攻坚等国家战略的推进，积极探索“一带一路”国家战略的各种创新模式。未来，保险资产管理公司的投行业务仍将以积极服务保险主业、助力实体经济健康发展为己任，积极引导保险资金服务于“一带一路”建设、国家区域经济发展战略、军民融合等国家重点布局的实体经济。优化资产配置结构，以基础设施投资计划及不动产投资计划等方式提升参与基础设施建设的力度，提升布局于金融、能源、资源、养老实体、医疗机构、汽车服务、现代农业、商贸流通等关乎国运民生领域内企业的长期股权投资比例。事实上，保险资金服务实体经济是一项系统性工程，需要各个环节的高效、协调运转。目前，保险资金在服务和支持实体经济层面还面临一些问题，如非 PPP 类基础设施投资范围受限，非标资产缺乏有效的流通市场等，随着保险业基础设施建设的不断推进，保险业支持实体经济发展的效率将进一步提升。在这个过程中，保险资产管理公司也应该特别重视另类投资的风险控制，构建实质性的“事前审查，事中评估与监控、事后检查与报告”的全流程风险控制机制。

保险资金运用：随着中短存续期保险产品规模数量双降，以负债驱动的资产配置模式逐步向资产负债双向驱动的配置模式转变，在投资端，也应更注重投资的稳健性，长期性。2016

年港股通面向保险资金开通后，不少保险资产管理公司都开发了相关产品，2017年这些产品都取得了不错的业绩，为保险公司投资收益做出重要贡献，2018年，我们认为港股仍然具备配置价值，考虑到2017年以来港股估值已经有一定的抬升，2018年再港股投资中对于管理人能力提出了更高的要求，同时，对于海外资产配置和能力的积累需要进一步提升，2017年泰康人寿获批境外投资业务资格（可聘请泰康资产管理有限责任公司、泰康资产管理（香港）有限公司和柏瑞投资有限责任公司为受托人，聘请渣打银行（中国）有限公司为托管人进行境外投资）。因此，对于保险资金，应当重视港股投资以及海外投资能力的探索和积累。此外，在可转债供给扩容的背景下，可转债2018年投资机会值得期待。

积极发展保险公募业务：2017年11月，央行、银监会、证监会、保监会和外管局联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，在该资管新规中，明确提出金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，不得刚兑，未来，资产管理产品将全面走向净值化市场化发展路线，而公募基金自设立以来就一直以净值化产品的方式存在发展，在投资管理、销售、人才储备、风控等方面具备经验，同时，资管新规对私募类产品提出了（投资者类型）上下穿透、禁止多层嵌套等方面的要求，相比之下，公募产品面向广大受众，运作成熟，受到的约束最少，加之公募FOF受到多方面呵护，公募牌照优势凸显，对于保险机构来说，积极发展公募业务具有战略意义，具体措施包括：1、坚持“保险姓保”，公募业务需要立足于满足人民日益增长的多样化风险保障和财富管理需求。将公募业务定位于“保险机构整体战略布局中服务长期财富管理功能的一个重要组成部分”。2、寻求差异化路线，保险系公募基金要发挥身处保险业的优势，吸引养老金、寿险等长期资金，注重发挥险资在大类资产配置和绝对收益策略上积累的管理能力，为长期资金提出差异化的配置解决方案。3、配合我国保险业双向对外开放的背景，实现境内和境外结合，要为境外客户设计境内经济产品，将境外资金引进来，同时，注重布局全球资产配置业务，将国内服务全球化。

构建具有竞争力的资产管理公司，参与大资管行业竞争：2016年是保险资产管理产品发展的新起点，2017年保险资产管理公司在产品线上纷纷扩容，不少产品都取得了不错的成绩，2018年保险资管将面临更激烈的竞争环境，因此，保险资产管理公司更应当重视核心竞争力的培养，包括以下几个方面：1、顺应监管趋势，大力发展支持实体经济的资产管理产品，如基础设施债权组合型资产管理产品等。2、完善产品线，可以包括但不限于流动性产品、固收增强产品、权益产品、量化对冲产品、多策略产品、另类投资产品等，以“量身定做”的方式开发保险资管产品，针对不同风险收益特征的资金开发策略，如对于具有“刚性”特征的银行资金，收益率倾向于满足委托承诺，对于回撤的容忍度极低，保险资产管理机构应当开发绝对收益类产品满足客户需求，对于财险资金来说，由于其综合成本率较高，投资端也应当尽量避免剧烈波动，因此适合配置于收益较高流动性较强的短期资产；对于养老型长期限的资金需求来说，保险资金可以开发目标日期及生命周期类资产管理产品，针对不同阶段的养老需求，匹配不同的风险资产，事实上，国寿养老层推出行业首款生命周期类养老金产品。2018年可转债类产品值得提前布局。3、提高主动服务意识，保险资管长期以来以母公司为主要服务对象，随着逐步走向市场化方向，需要切实加强和委托人的沟通与交流，包括需求交流，投研与策略交流等内容，从投资者核心关切点出发提出服务提升方案和配置建议。4、持续提升投资管理能力，继续发扬保险资管在固定收益投资和另类投资等非标投资领域的竞争力，充分发挥大类资产配置在组合构建中的作用，培养长期的跨市场资产配置和全品种投资能力。5、重视研究能力积累，搭建投资经验和投研高度一体化的投资体系，平安资管2016年与中登公司发布“平安-中债可投资级信用债指数”，运用内部信用评级体系和中登指数编制方法，为国内外高等级信用债投资者提供权威性和参考性的投资收益标杆，为中国资产管理行业开创先河。目前，平安资管信用评估团队的评级数据库覆盖全部信用债基发行人，能够较为领先的提示行业风险，有效性较高，规避了市场和保监会确认的信用风险事件。6、“完善保险资管产品的全生命周期管理模式（来自殷春平，太保资管产品管理部兼营运部总经理）”，保险资产管理产品的全生命周期管理是指全面考量资管产品规划、开发、运作、投后管理直至到期清算的全过程，以最合理的管理成本，获取最佳经济效益，全周期管理模式可以提升产

品管理的质量和效率，为保险资管产品的持续发展提供支持和保障。7、重视激励机制改革，采用市场化的方式吸引和留住人才，事实上，合众资管已经成立了独立运营的债权投资事业部，重视核心团队的梯队建设，开展类如国寿资产大讲堂等在内的各种人才培训工作。8、充分发挥保险集团的资源优势，在另类投资的标的资产和投资流程上实现上下联动机制。综合来说，保险资产管理公司需要在产品、市场、运营、投研、风控五大方面提升能力，并形成良性联动和协作。

2018 年，保险资管行业将面临更为严峻的竞争，但同时，也带来了更广阔的发展机遇，应当顺势而为，乘势而上，才能有所建树。

风险提示及免责声明

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。