

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019 年 05 月 17 日

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

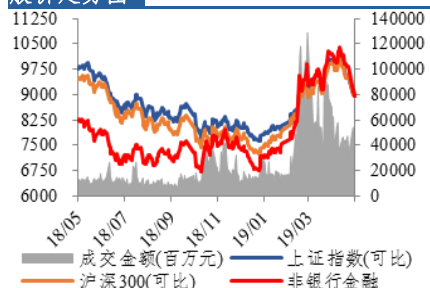
✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：张永 S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgws.com

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关报告

<<资本市场改革工具箱不断打开，继续看好券商板块配置机遇>> 2019-04-20

<<资本市场改革工具箱不断打开，继续看好券商板块配置机遇>> 2019-04-05

<<科创板引领资本市场供给侧改革，倒逼券商等业务模式变革+孕育新机会>>

2019-03-11

低利率环境对保险公司的影响及应对策略

——保险行业专题报告（二）

核心观点

- **要点 1：**保险公司的盈利来源于利差益、费差益和死差益等，尽管死差益的占比不断提升，但现阶段利差益是较为重要的利源。

利率下行周期，险企资产负债两端面临一定压力：由于险企资金的特性及监管要求，其资产配置结构以固定收益类为主，受利率波动的影响很大，利率下行，险企利差益降低甚至面临利差损风险。客观讲，利率下行周期，寿险公司为维持利差益或者降低利差损风险，可能会采取降低现有产品预定利率，由此带来产品吸引力降低，低利率压力传导至负债端。此外，利率下行周期往往伴随着经济下行压力，居民可支配收入减少，负债端面临额外的压力。

行业回归保障本源，投资性交费占比下降：虽然分红险与万能险依然占据一定比例，但是随着监管政策、经济、人口以及环境的影响进一步刺激，尤其是 134 号文件以来，保险产品由理财型向长期保障型产品转型明显。2018 年底，保险行业新增投资性交费占总保费规模的 17.90%，相较于 2016 年底的 29.25% 大幅下降。在保障型产品占比提高的情况下，保险产品需求刚性会较之前提高。

非标资产配置增加，一定程度上对冲利率下行压力：近年来，保险公司青睐于非标资产配置，根据证监会统计，2018 年末，保险行业的其他投资占比占比 39.08%，较 2015 年初提高 15.42pct，非标资产的配置起到了较大的推动作用。非标资产具有收益率高、久期灵活的特点，一定程度上可以缓解资产端的压力。

- **要点 2：**国外险企起步较早，美国、日本、英国等国家都经历过低利率时期，应对策略呈现出多样化。美国险企一方面开发出了一批万能保险、投资连结保险等创新型寿险产品，将一部分风险转移给了消费者，另一方面运用复杂的数学模型及大量先进的计算机技术进行资产负债管理，使得其资产负债高度匹配。日本险企则通过持续调整预定利率，调整寿险行业盈利模式、加大海外债券配置等方式，度过低利率时期。相对于美国与日本，英国保险资产配置最典型的特色是股权投资与海外投资占比较高，以此规避本国低利率冲击风险。

- **要点 3：**第三部分主要是对上市险企进行压力测试，观察上市险企在宏观环境变动下的抗冲击能力。我们分别测试了上市险企的利率敏感性缺口测试、流动性风险压力测试等。根据六家险企缺口数额占总资产（非资产负债表总资产）的比例，在预期降息的情况下，险企利率风险从高到低依次为：新华保险（296.90%），中国人寿（234.51%）、中国太平（66.15%）、

中国太保（30.51%）、中国人保（16.18%）和中国平安（-28.64%）。根据流动性缺口测算，六家上市险企的流动性缺口均为负，且数额较大，而根据 2018 年度各险企公布的偿付能力数据，无论是综合偿付能力充足率还是核心偿付能力充足率，五家险企的数据均在 200% 以上，这都说明上市险企的流动性风险较低。

- **要点 4：**国外险企应对低利率的措施对我国具有一定的借鉴意义，但是从我国实际情况出发，险企面对低利率环境还有更多施展的空间。

加强代理人队伍建设，提高运营效率：目前，我国上市险企总保费的增长多依赖于代理人数量的扩张，人均产能增速不稳。代理人增速放缓情况下，险企可以通过业务培训、强化考核、科技赋能等途径，提高人均产能，深化销售渠道，维持保费增速。以单位管理费用支撑的有效业务价值（即有效业务价值/人身险业务管理费支出）和单位人力成本支撑的有效业务价值（即有效业务价值/人身险手续费及佣金支出）来衡量上市保险企业运营效率，上市险企运营效率差异较大，部分上市险企运营效率提升空间仍较大。

负债端降低预定利率切实可行：利率下行周期，降低预定利率为切实可行的措施之一，1999-2002 年，央行连续八次下调基准利率，一年期定期存款利率从 10.98% 降至 1.98%，保险公司产生巨额利差损。为防止新的利差出现，直到 2013 年，保险预定利率维持在 2.5% 以下。从目前看，不会产生利差损风险。

监管边际改善，资本市场不断开放与迈向成熟利好资产端：2018 年下半年以来，监管总体边际放松，险资投资品种、投资方式更加多样化。资本市场不断向广度和深度迈进，长期债券数量增加，资产负债期限久期匹配问题边际上不断改善，一定程度上有利于险企的资产配置。

- **风险提示：**中美贸易摩擦波动风险；地缘政治风险；股市下跌的系统性风险；宏观经济下行风险；长端利率下行风险。

目录

1. 低利率环境下，险企资负两端面临考验	7
1.1 保险需求呈现出新变化	7
1.1.1 行业回归保障本源，投资性交费占比下降	7
1.1.2 无风险利率相对下行，理财型产品吸引力相对下降	9
1.2 资产端利率敏感性较高，非标资产起到一定缓冲作用	11
1.2.1 固收类配置为主，再投资压力或将加大	12
1.2.2 上市险企资产久期与负债久期测算	13
1.2.3 利好公允价值计量的权益资产，实体经济投资或拖累投资收益	15
1.2.4 非标资产配置增加，一定程度上缓解资产端压力	17
2. 国外险企低利率环境的应对策略-他山之石	18
2.1 高水平资产负债匹配能力，助力美国险企度过难关	18
2.2 降成本控风险，海外投资锦上添花	20
2.2.1 降成本控风险为主	20
2.2.2 调整投资策略，海外投资锦上添花	21
2.3 英国——股权投资与海外投资特色鲜明	22
3. 资产配置压力测试-量化测试	24
3.1 资产端	24
3.1.1 利率风险压力测试	24
3.1.2 资产价格压力测试	32
3.2 负债端	33
3.3 流动性风险压力测试	36
3.3.1 流动性缺口分析	36
3.3.2 敏感性分析	37
3.4 压力测试建模-在险价值法（VaR）	38
4. 内生属性+监管放松，险企应对策略多元化	40
4.1 负债端：加强代理人队伍建设，提高运营效率	40
4.1.1 加强代理人队伍建设	40
4.1.2 提高营运效率，上市险企提升空间仍较大	42
4.1.3 降低预定利率	43
4.2 资产端：监管放松，险企配置品种日益多样性	44
4.2.1 监管总体边际放松	44
4.2.2 债券品种日益丰富，利差管理难度降低	47
5. 估值与投资建议	49
6. 风险提示	50

图表目录

图 1：上市险企寿险风险最低资本占比	7
图 2：中保险行业保费结构	8
图 3：各险种保费增速	8
图 4：CPI、PPI 与人身险保费走势	8
图 5：居民可支配收入与人身险保费正相关性较强	8
图 6：中国平安保费结构	9
图 7：中国太保保费结构	9
图 8：新华保险保费结构（单位：%）	9
图 9：国债收益率与部分险企万能险利率走势图	10
图 10：10 年期国债收益率与保险公司投资性保费此消彼长	10
图 11：理财产品发行规模及预期收益率变化	11
图 12：余额宝 7 日年化收益率下行趋势明显 单位：%	11
图 13：2014 年以来万能险新增交费及同比增速	11
图 14：2014 年以来投连险月度保费及同比增速	11
图 15：10 年期国债收益率与部分上市险企净投资收益率走势	12
图 16：10 年期国债收益率与部分上市险企总投资收益率走势	12
图 17：保险资金资产配置情况	13
图 18：中国平安资产负债期限结构	14
图 19：中国人寿资产负债期限结构	14
图 20：中国太保资产负债期限结构	14
图 21：新华保险资产负债期限结构	14
图 22：中国人保资产负债期限结构	14
图 23：中国太平资产负债期限结构	14
图 24：险资持股与上证综指走势	15
图 25：10 年期国债收益率与股市走势关系	16
图 26：中国平安投资权益占比	16
图 27：中国人寿投资权益占比	16
图 28：中国太保投资权益占比	16
图 29：新华保险投资权益占比	16
图 30：中国人保投资权益占比	17
图 31：中国太平投资权益占比	17
图 32：保险资金运用余额中其他投资占比情况	17
图 33：美国实际利率变动情况	18
图 34：美国寿险收入变化情况	18
图 35：2014 年美国寿险业资产配置结构	19
图 36：美国保险业持有政府债券的久期结构	19
图 37：美国保险业资产配置情况	20
图 38：日本 10 年期国债基准收益率长期维持 1% 以下	21
图 39：日本保险业资产配置情况	22
图 40：英国长期险投连和非投连部分的资产配置比例	23
图 41：美国保险市场 2010 年资产配置	23
图 42：2014 年底股市、债市总市值占国内生产总值比例	23

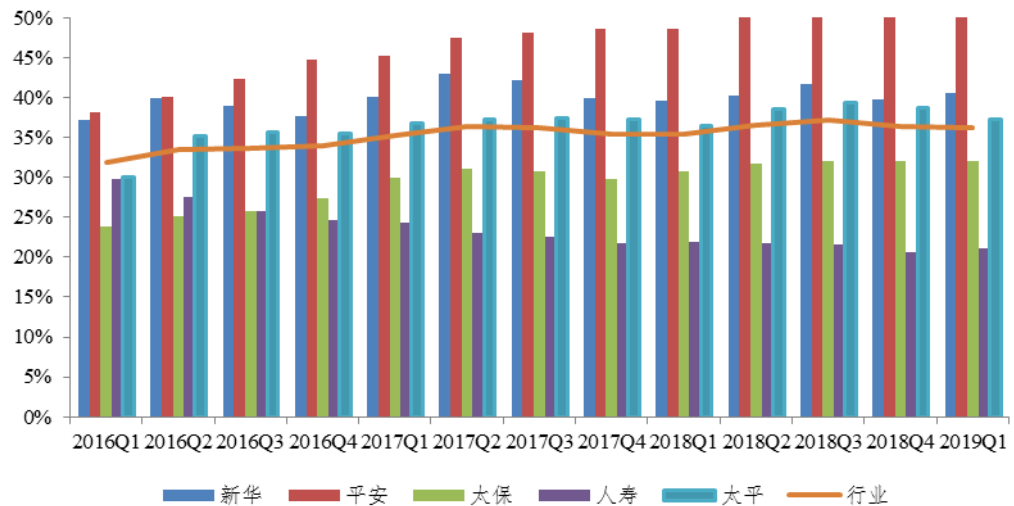
图 43: 2013 年年底保险业总资产占国内生产总值的比例	23
图 44: 英国保险公司投资组合情况	23
图 45: 英国保险业（全球业务）对外投资比例（单位：%）	24
图 46: 英国保险业（境内业务）对外投资比例（单位：%）	24
图 47: 保费收入变化（单位：亿元）	34
图 48: 新华保险预测收益率（单位：%）	39
图 49: 中国平安预测收益率（单位：%）	39
图 50: 中国人寿预测收益率（单位：%）	40
图 51: 中国太保预测收益率（单位：%）	40
图 52: 中国太平预测收益率（单位：%）	40
图 53: 中国人保预测收益率（单位：%）	40
图 54: 上个险首年保费收入增速降低	41
图 55: 上市险企人均月产能及增速（单位：元/人，%）	41
图 56: 上市险企个险渠道代理人数量增速降低	41
图 57: 上市险企代理人数量占保险行业 60% 以上	41
图 58: 上市险企新业务价值及增速 单位（百万，%）	42
图 59: 上市险企人均新业务价值及增速 单位（元/人，%）	42
图 60: 险资投资端政策	42
图 61: 上市险企单位管理费用支撑的有效业务价值	43
图 62: 上市险企单位人力成本支撑的有效业务价值	43
图 63: 2007-2018 年险企总投资收益率（%）	44
图 64: 2013.6-2018.12 保险资金运用情况（亿元）	45
图 65: 中国人保资金运用情况（%）	45
图 66: 中国人寿资金运用情况（%）	45
图 67: 中国太保资金运用情况（%）	45
图 68: 中国平安资金运用情况（%）	45
图 69: 新华保险资金运用情况（%）	45
图 70: 险资投资端政策	46
图 71: 债券发行期限占比	48
图 72: 债券发行期限数量	48
图 73: 各种类信用债发行只数	49
图 74: 保险板块估值图（上为 A 股，下为 H 股）	50
表 1: 上市险企近三年可供出售金融资产进入其它综合收益情况 单位：百万	13
表 2: 六家险企资产负债久期测算，国内上市险企期限错配风险大	15
表 3: 上市险企非标投资比重	17
表 4: 日本寿险业调整预定利率以应对低利率环境	20
表 5: 日本倒闭寿险公司一览	21
表 6: 上市险企利润表其他综合收益规模	24
表 7: 上市险企权益表其他综合收益规模	25
表 8: 利率敏感性缺口与纯利息收入变动的情况（再定价模型）	26
表 9: 中国平安利率敏感性缺口计算	27
表 10: 新华保险利率敏感性缺口计算	28
表 11: 中国太保利率敏感性缺口计算	29

表 12: 中国人寿利率敏感性缺口计算.....	30
表 13: 中国人保利率敏感性缺口计算.....	30
表 14: 中国太平利率敏感性缺口计算.....	31
表 15: 2018 年上市险企投资占比.....	32
表 16: 2018 年上市险企资产价格压力测试.....	33
表 17: 2018 年上市险企资产价格压力测试.....	33
表 18: 上市险企新单保费和续期保费规模及占比情况.....	34
表 19: 上市险企保费产品结构情况（单位：亿元）.....	35
表 20: 上市险企简化流动性缺口.....	36
表 21: 2018 年上市险企偿付能力充足率.....	37
表 22: 上市险企集中给付压力测试流动性缺口.....	37
表 23: 上市险企退保压力测试流动性缺口.....	38
表 24: 上市险企新单保费压力测试流动性缺口.....	38
表 25: 保险代理人队伍趋专业化.....	42
表 26: 险资投资端政策梳理.....	46

1. 低利率环境下，险企资产负债两端面临考验

保险公司的盈利来源于利差益、费差益和死差益等。以最低风险资本占最低资本的比重来观察死费差和利差占比变化，该比重越高，则代表死差费差的保障型产品占比越高。反之亦然，尽管死差益的占比总体提升，但现阶段利差益是较为重要的利源，尤其是随着未来越来越多的险企采用 IFRS9 准则将会放大权益市场波动的影响。由于险企资金的特性及监管要求，其资产配置结构以固定收益类为主，受利率波动的影响很大，利率下行，险企利差益降低甚至可能面临利差损风险。客观讲，利率下行周期，寿险公司为维持利差益或者降低利差损风险，可能会采取降低现有产品预定利率，由此带来产品吸引力降低，低利率压力传导至负债端。此外，利率下行周期可能使得 GDP 增速面临下行压力，居民可支配收入增速可能存在一定压力，险企负债端面临额外的压力。本文试图从定性与定量角度回答，低利率环境的保险负债端与资产端可能发生的变化；低利率环境下海外机构的应对策略及如何走出困境；定量测算目前险企的资产负债端压力；我国险企应对低利率环境的策略。初步得到以下几个我们初步结论，以供参考与探讨：（1）利率下行周期，险企的负债端，理财型产品吸引力相对下降，保费增长可能会面临一定压力，资产端压力来源于再投资风险以及权益市场波动带来的不确定性；（2）由于保障型产品需求刚性较大，随着保险回归保障本源，以及保险公司配置了部分非标资产，以对抗利率下行能力边际改善；（3）上市险企在利率敏感性缺口等方面表现各异，但是总体上表现良好，尤其是抗流动性冲击能力较强；（4）从我国实际情况出发，险企面对低利率环境还有更多施展的空间，比如加强代理人队伍建设，提高运营效率，负债端降低预定利率（对于理财型产品），资产端随着监管边际改善以及资本市场成熟进一步匹配资产负债久期等。

图 1：上市险企寿险风险最低资本占比



资料来源：公司偿付能力报告，长城证券研究所，截至 2019 年 3 月 31 日数据

1.1 保险需求呈现出新变化

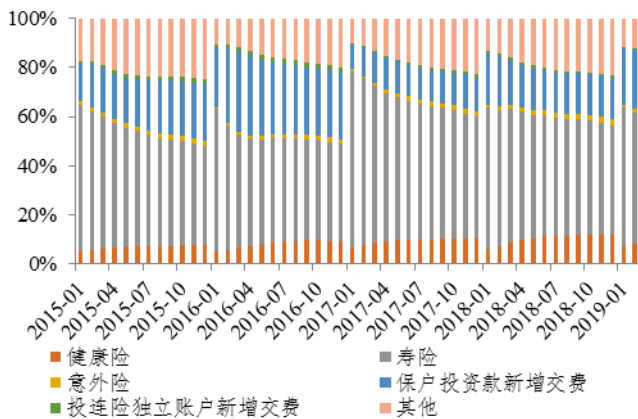
1.1.1 行业回归保障本源，投资性交费占比下降

近年以来，虽然分红险与万能险依然占据一定比例，但是随着监管政策、经济、人口以及环境的影响进一步刺激，尤其是 134 号文件以来，保险产品由理财型向长期保障型产品转型明显。在保障型产品占比提高的情况下，保险产品需求刚性会较之前提高。

2018 年底，保险行业新增投资性交费占总保费规模的 17.90%，相较于 2016 年底的 29.25% 大幅下降。2019 年前两个月，保户投资款新增交费与投连险独立账户新增交费占比有所上升主要是季度性原因，但是相较于 2015 年与 2016 年，占比仍大幅下。根据上市险企 2018 年年报数据，中国太保分红险与万能险占比 58.32%，下降 4.98pct；中国平安分红险与万能险占比 55.89%，下降 4.24pct；新华保险分红险与万能险占比 40.67%，下降 6.82pct。

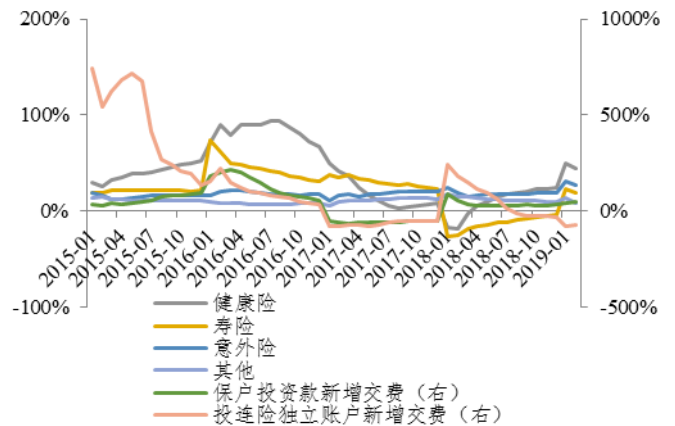
市场利率逐步下行往往伴随着经济周期下降压力，未来收入增速下降的预期将影响居民的消费和投资支出。相对于保障型产品，理财型产品的弹性更大，对保险公司收入影响更大。

图 2：中保险行业保费结构



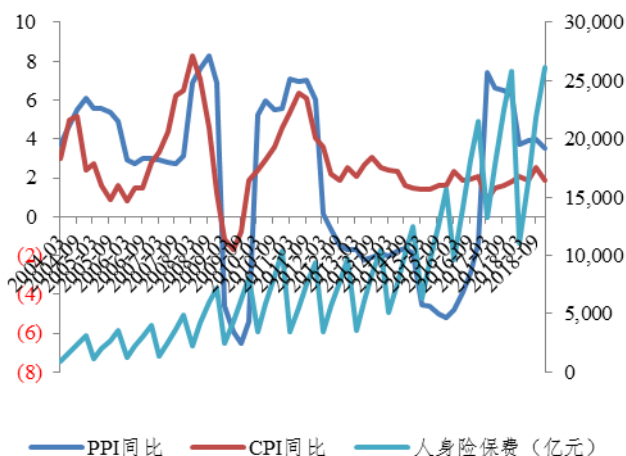
资料来源：wind，长城证券研究所

图 3：各险种保费增速



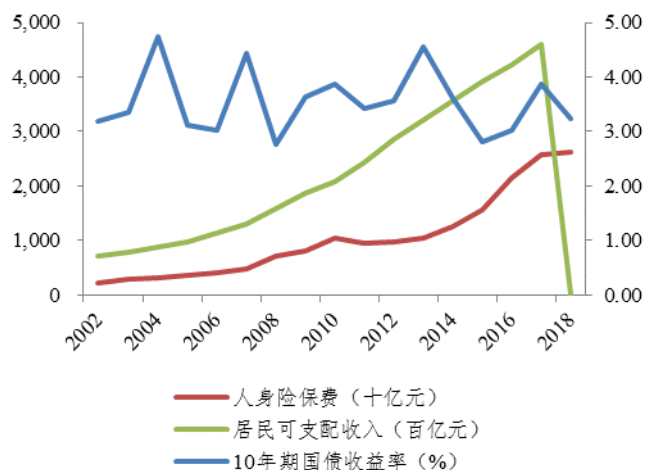
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 4：CPI、PPI 与人身险保费走势



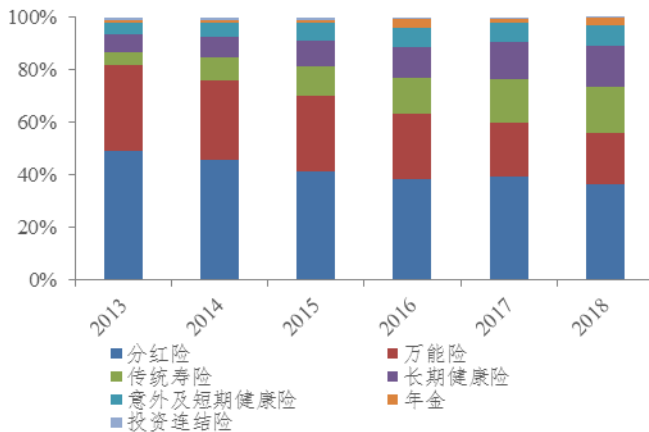
资料来源：wind，长城证券研究所

图 5：居民可支配收入与人身险保费正相关性较强



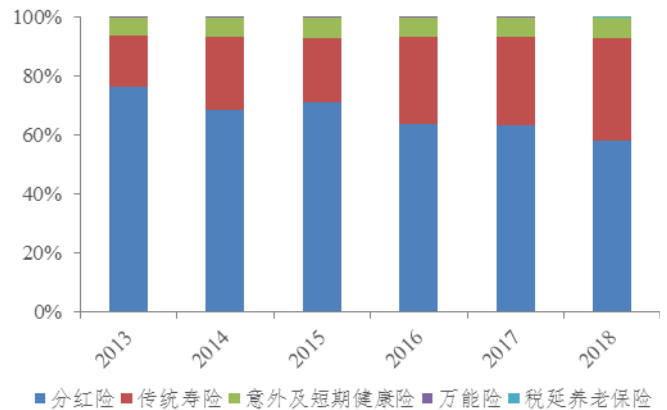
资料来源：wind，长城证券研究所

图 6：中国平安保费结构



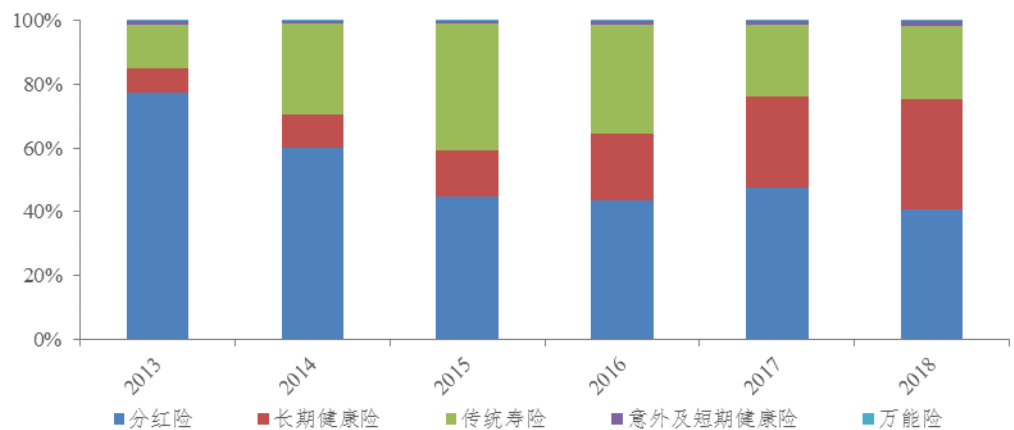
资料来源：公司财报，长城证券研究所，截至2018年12月31日数据

图 7：中国太保保费结构



资料来源：公司财报，长城证券研究所，截至2018年12月31日数据

图 8：新华保险保费结构（单位：%）



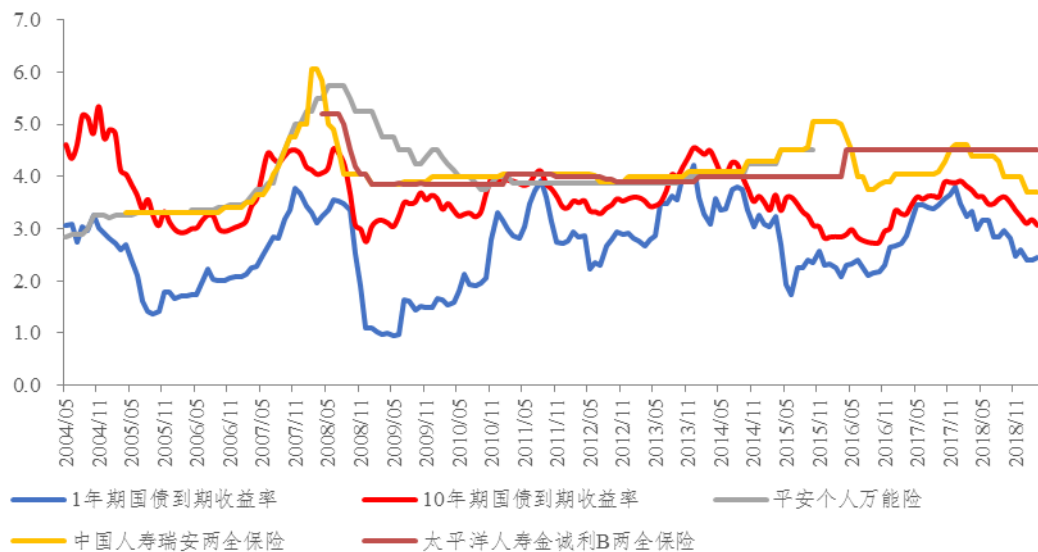
资料来源：公司财报，长城证券研究所，截至2018年12月31日数据

1.1.2 无风险利率相对下行，理财型产品吸引力相对下降

目前，储蓄型产品的需求不仅受到居民收入预期的影响，还受产品本身预定利率的影响。利率下行后期，投资收益率往往下降，为维持利差益，产品的利率往往下行，可能会导致产品吸引力下降。此外，投资收益率的下降往往造成分红型产品的吸引力下降。客观上而言，年金、两全产品等储蓄型产品的储蓄属性强于保障属性，在利率下行阶段产品较难销售。对于分红险与万能险由于存在一定的利率吸损效应，一般情况下可以通过客户的红利支出来降低利率的变动，传统的理财型产品受利率影响的弹性相对较大。而保障型产品消费属性强于储蓄属性，在利率下行初期利好产品销售。

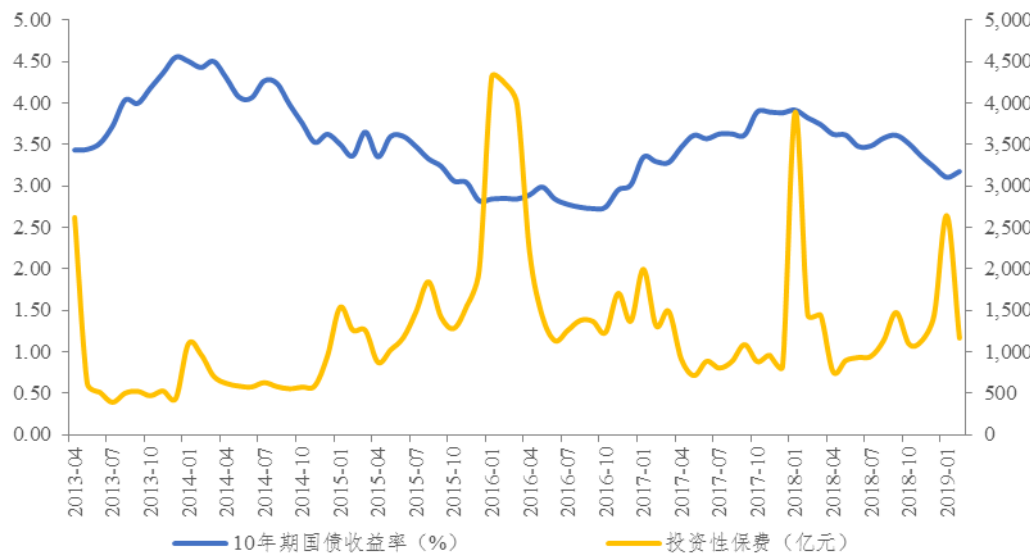
诚然如此，资管新规实施之后，银行保本理财产品受到限制，保险具有最低保证利率的优势，这在一定程度上会促进保险产品的销售；保险资金长期稳健投资风格也容易受到投资者的青睐。

图 9：国债收益率与部分险企万能险利率走势图



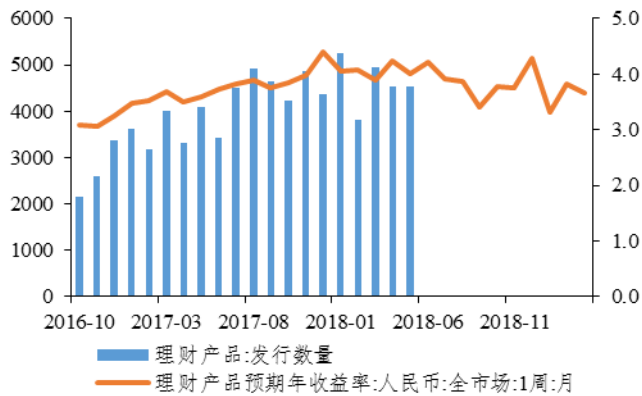
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 10：10 年期国债收益率与保险公司投资性保费此消彼长



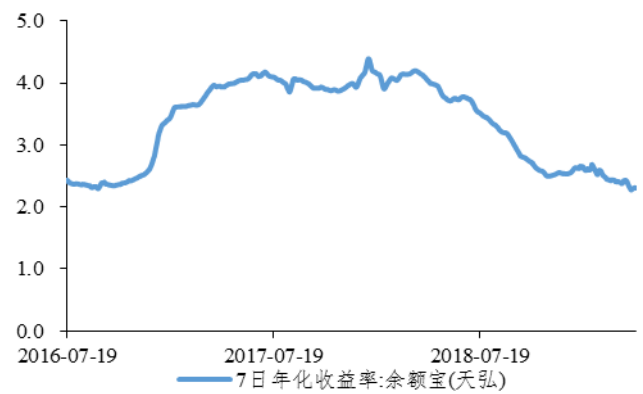
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 11: 理财产品发行规模及预期收益率变化



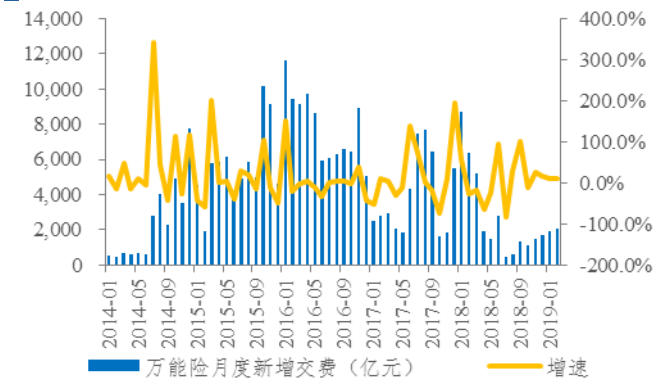
资料来源: wind, 长城证券研究所, 数据截至 2019 年 4 月 20 日

图 12: 余额宝 7 日年化收益率下行趋势明显 单位: %



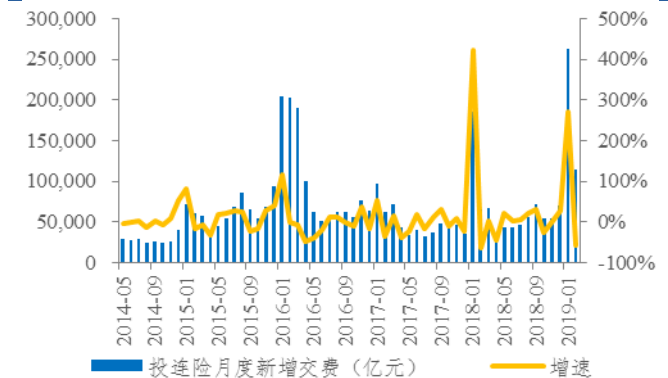
资料来源: wind, 长城证券研究所, 数据截至 2019 年 4 月 20 日

图 13: 2014 年以来万能险新增交费及同比增速



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所, 截至 2019 年 2 月 28 日数据

图 14: 2014 年以来投连险月度保费及同比增速

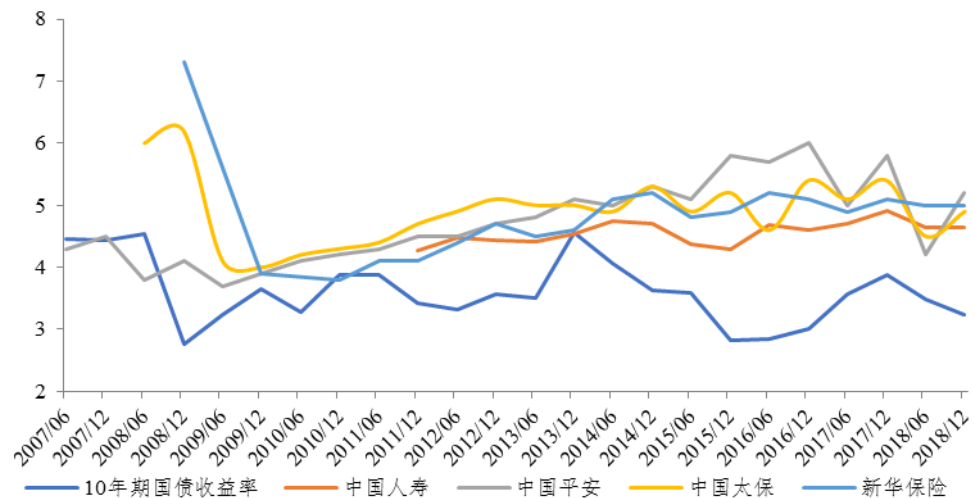


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所, 截至 2019 年 2 月 28 日数据

1.2 资产端利率敏感性较高，非标资产起到一定缓冲作用

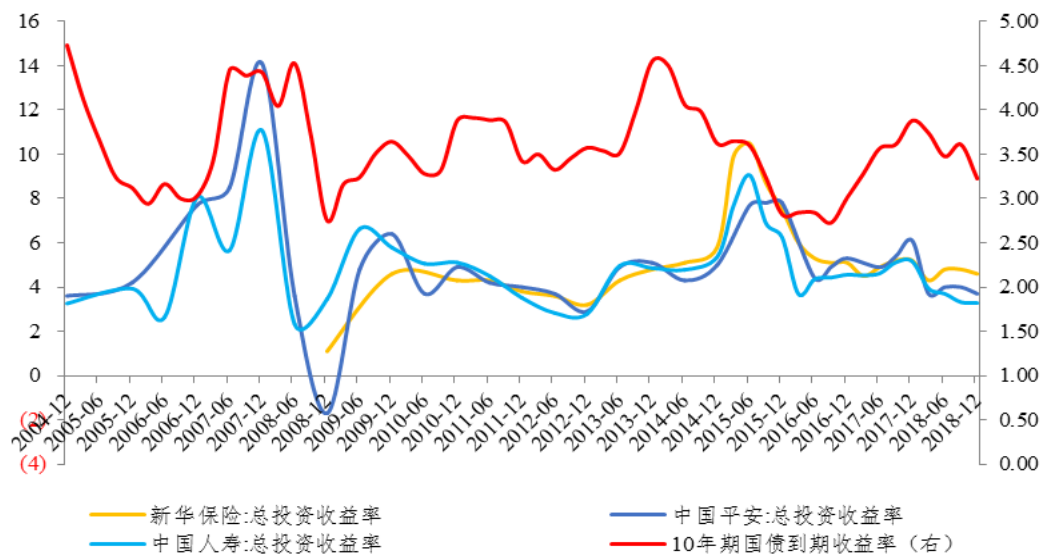
利差益是现阶段我国保险公司利润的重要来源之一，利率下行阶段，保险公司的投资收益率往往随之下行，利差收窄，甚至出现利差损风险。利差风险会影响当期净利润与净资产，进而影响寿险公司估值。利差收窄主要系利率敏感度较高的固定收益类资产如政府债券、公司债券等，配置比例较高。利率进入下行轨道，资产收益率将下行，而原有负债端资金成本下降较慢，利差益下降，严重时出现利差损风险。

图 15: 10 年期国债收益率与部分上市险企净投资收益率走势



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 16: 10 年期国债收益率与部分上市险企总投资收益率走势



资料来源: wind, 长城证券研究所

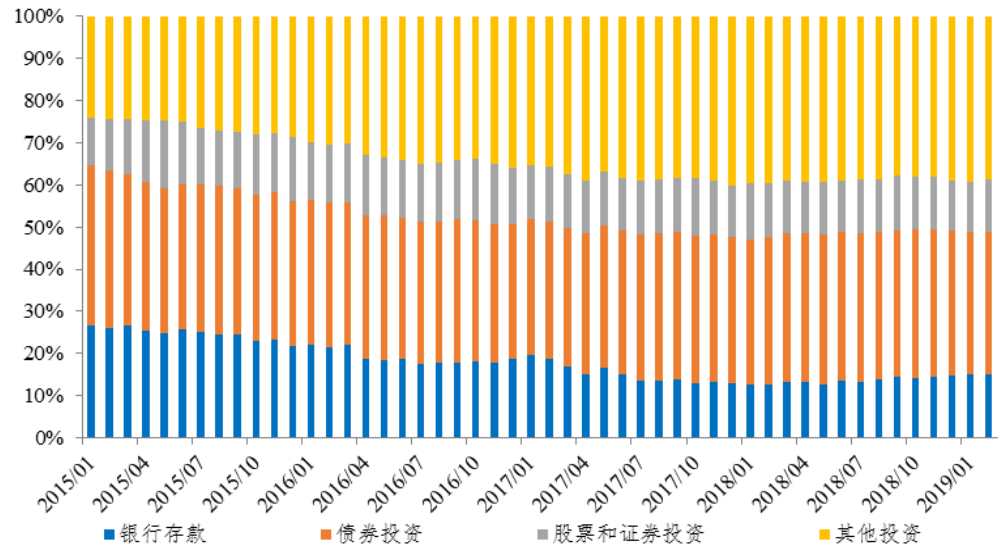
1.2.1 固收类配置为主，再投资压力或将加大

保险公司的大类资产配置中债券配置占比较高，2018 年度，保险行业的债券配置占比达到 34.36%，银行存款占比 14.85%，股票与证券投资仅占 11.71%。2019 年一季度，分别同比变化为 0.51%、-1.10%、0.67%。

利率下行初期资产升水，长期再投资压力加大：利率下行初期，债券价格升高，以市价计量的债券账面价值将上行，进而直接导致保险净资产和内含价值升水，其中内含价值还会受到到期债券的影响，但也意味着新增和到期再配置资产的收益率下行。按照经验来看，在通缩或者降息周期的中期承压程度最大，可做简单理解为由于保险公司资产的久期低于负债的久期，因而资产的价格对利率的敏感性远低于负债。长期看，债券收益

率下行，在久期不匹配的情况下，新增和到期再配置资产的收益率面临着下行压力，保险公司再投资风险可能会增加。

图 17：保险资金资产配置情况



资料来源：wind，长城证券研究所，截至 2019 年 2 月 28 日数据

表 1：上市险企近三年可供出售金融资产进入其它综合收益情况

单位：百万

	2016	2017	2018	2018 同比变化
中国人寿				
债权型投资	13,177	-9,877	17,314	27,191
股权型投资	151	8,160	-24,073	-32,233
中国太保				
债权型投资	-102	-12,144	5,137	17,281
股权型投资	7,415	13,395	1,372	-12,023
新华保险				
债权型投资	1,581	-875	1,965	2,840
股权型投资	1,519	5,830	-10,885	-16,715

资料来源：公司财报，长城证券研究所

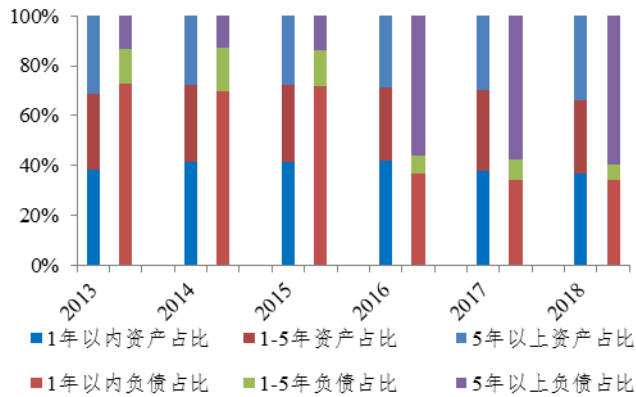
1.2.2 上市险企资产久期与负债久期测算

我国保险行业存在资产负债期限错配问题，主要由于寿险公司长期负债占比远大于长期资产占比，使得负债久期超过资产久期，利率风险和再投资风险较大。从国内上市的五家险企来看，资产的期限结构相对均匀，但负债多为 5 年以上，并且 5 年以上负债占比远远超过 5 年以上资产占比，专业寿险公司的这一特征更为明显。但是，对于在香港上市的中国太平，长期负债与长期资产的比例接近。

我们采用假定的统一规则对资产负债的久期进行测算，可能与实际情况会有所出入。假设资产久期 1 年以内为 1，1-5 年为 5，5 年以上为 12；负债久期 1 年以内为 1，1-5 年为 5，5 年以上为 30。我们发现 2013 至 2018 年国内上市险企的负债久期明显大于资产久期，尤其是中国人寿和新华保险两家主营寿险的公司，负债久期均大于 25 年，而资产久期仅

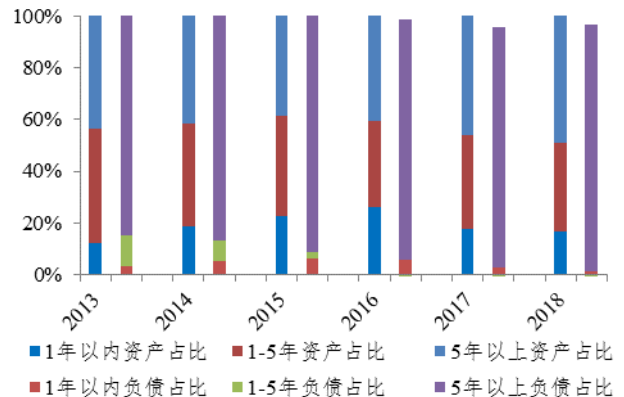
为6年左右,期限错配风险应重点关注,但是中国太平的资产负债久期基本匹配。随着“保险姓保”等政策对负债端约束的加强和资产负债差异化管理的推行,期限错配问题仍是资产负债管理的难点,当然这更取决于资本市场发展的广度与深度要求。

图 18: 中国平安资产负债期限结构



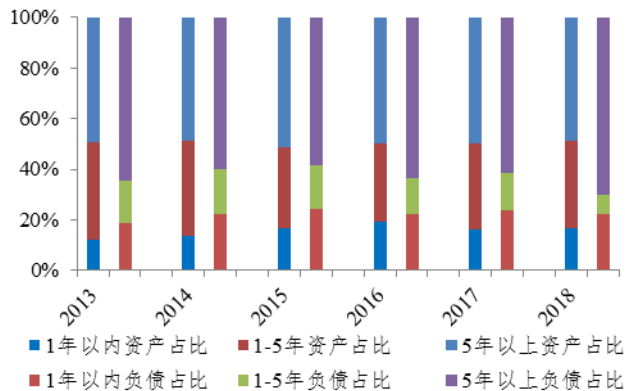
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 19: 中国人寿资产负债期限结构



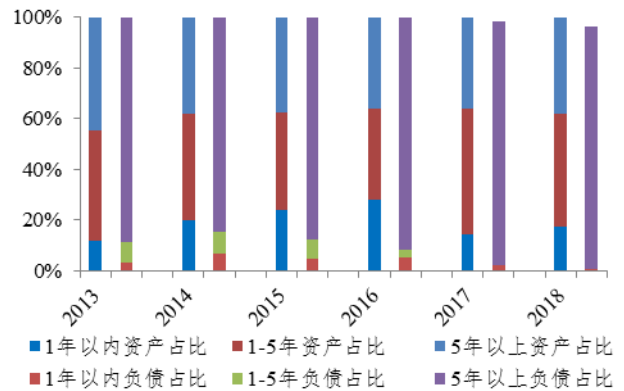
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 20: 中国太保资产负债期限结构



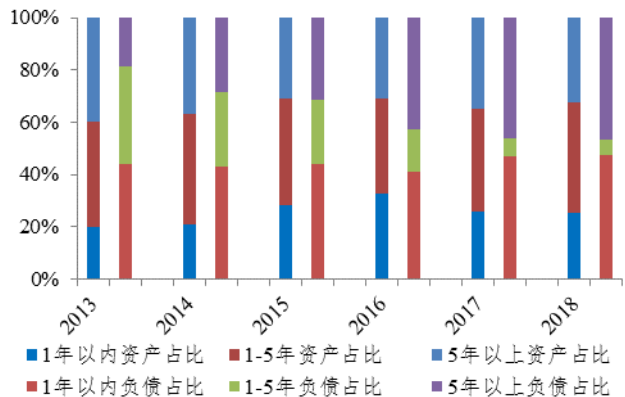
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 21: 新华保险资产负债期限结构



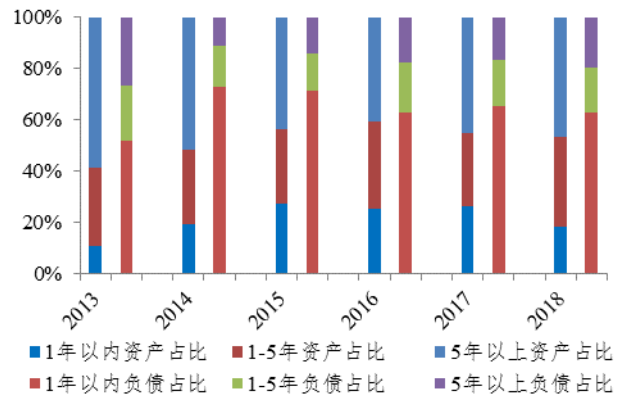
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 22: 中国人保资产负债期限结构



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 23: 中国太平资产负债期限结构



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

表 2: 六家险企资产负债久期测算, 国内上市险企期限错配风险大

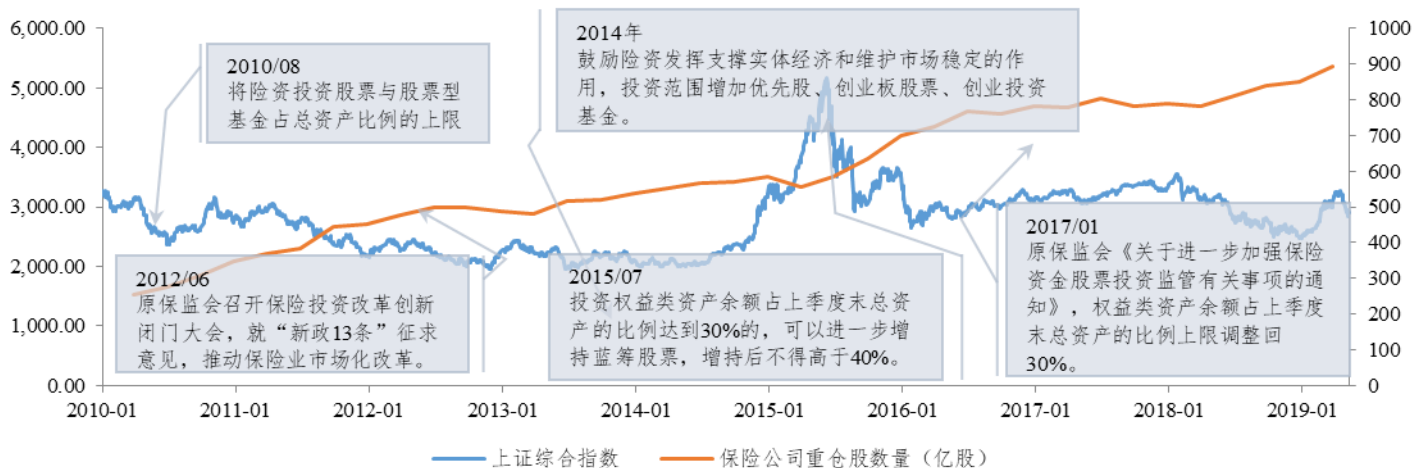
中国平安	2013	2014	2015	2016	2017	2018
资产	5.16	4.72	4.71	4.78	4.97	5.29
负债	5.37	5.43	5.52	17.57	18.09	18.61
中国人寿						
资产	7.10	6.55	5.83	5.86	6.62	6.91
负债	26.03	26.45	27.54	28.59	30.22	30.48
中国太保						
资产	7.37	7.37	7.32	7.20	7.23	7.20
负债	20.38	19.10	18.59	19.96	19.37	21.64
新华保险						
资产	7.21	6.30	5.75	5.60	5.90	6.07
负债	27.01	25.86	26.80	27.78	29.90	30.83
中国人保						
资产	6.41	6.21	5.25	4.97	5.70	5.52
负债	7.89	10.35	11.04	14.01	14.64	14.78
中国太平						
资产	8.66	7.83	6.95	6.81	7.10	7.53
负债	9.59	4.79	5.68	6.83	6.51	7.33

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所, 可能与实际情况存在一定差异

1.2.3 利好公允价值计量的权益资产, 实体经济投资或拖累投资收益

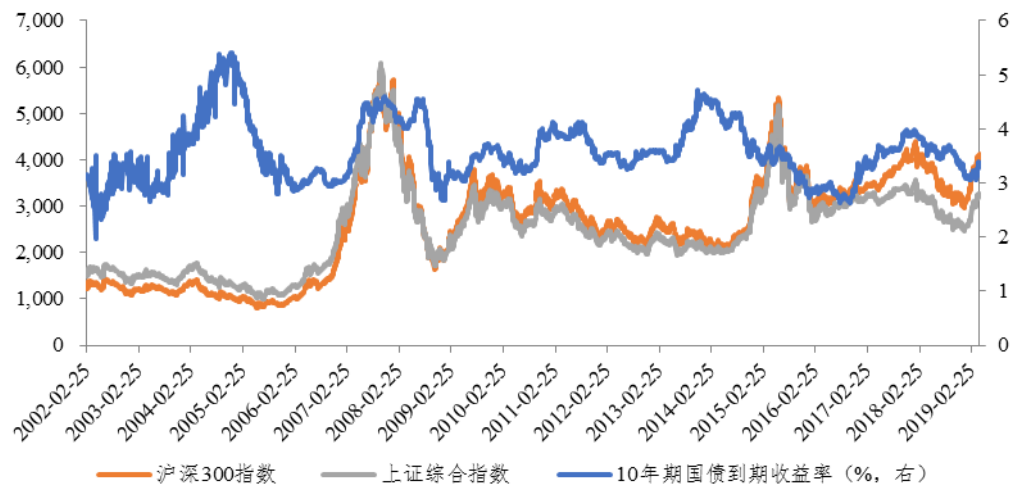
IFRS9 新会计准则对于资产的划分更为严格, 相对于 IAS36 会计准则, 险企利润稳定性受资本市场波动的影响更大。逆周期宏观政策调节下, 利率下行阶段总体上看, 利好于以公允价值计量的权益类资产 (分母无风险利率的下行, 今年后期在前面减税降税的基础上迎来分子端的修复改善), 但是利率若快速下行, 或将使得险企面临一定的长周期资产荒问题。2008 年以来, 股市与 10 年期国债到期收益率的正相关关系较之前增长。此外, 实体经济的回落也会影响保险公司的实体投资回报, 需密切关注中美贸易战的影响。

图 24: 险资持股与上证综指走势



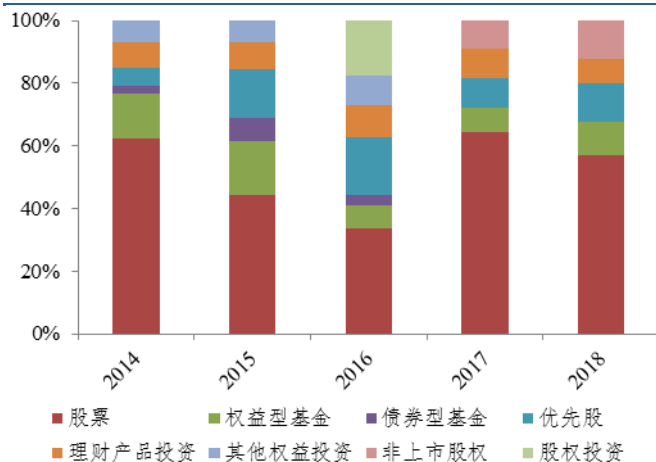
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 25: 10 年期国债收益率与股市走势关系



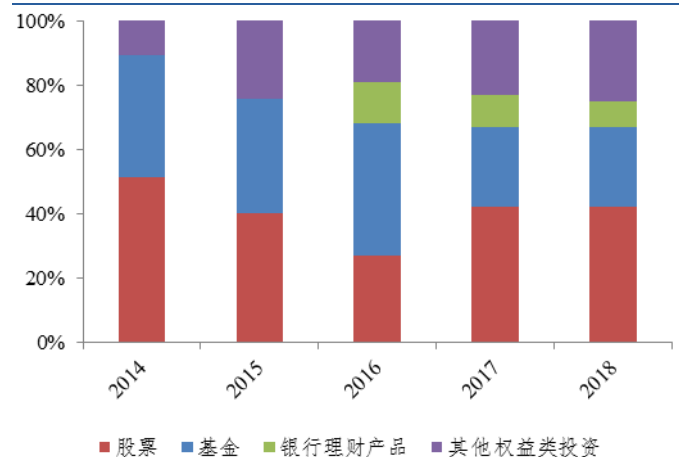
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 26: 中国平安投资权益占比



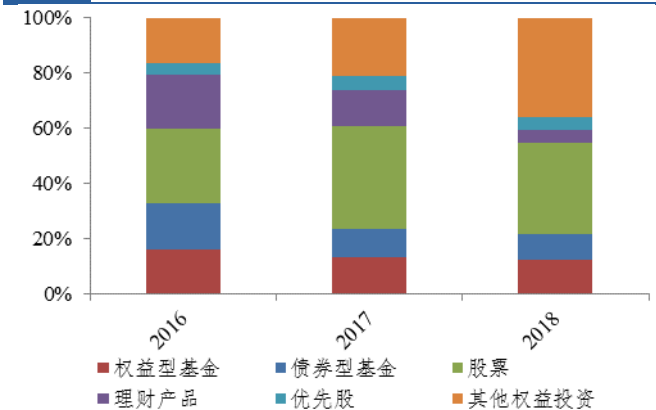
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 27: 中国人寿投资权益占比



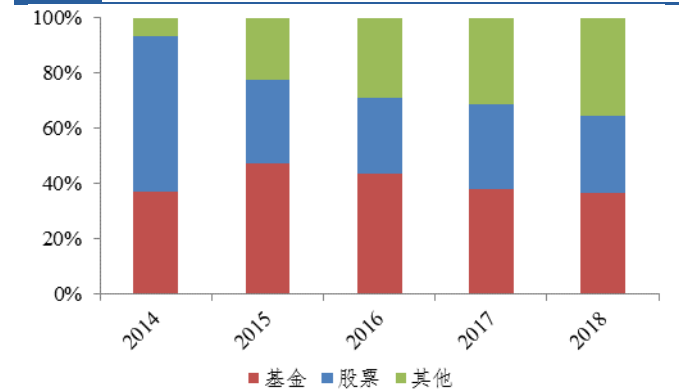
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 28: 中国太保投资权益占比



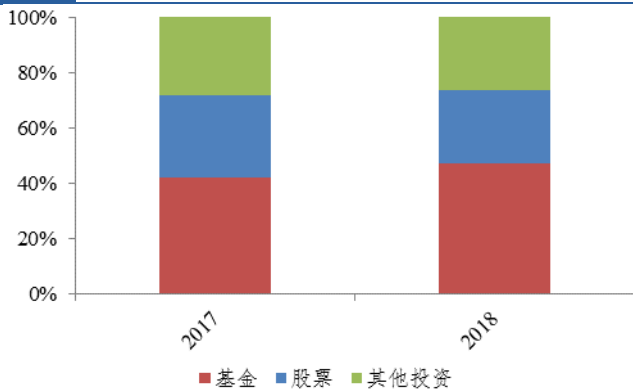
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 29: 新华保险投资权益占比



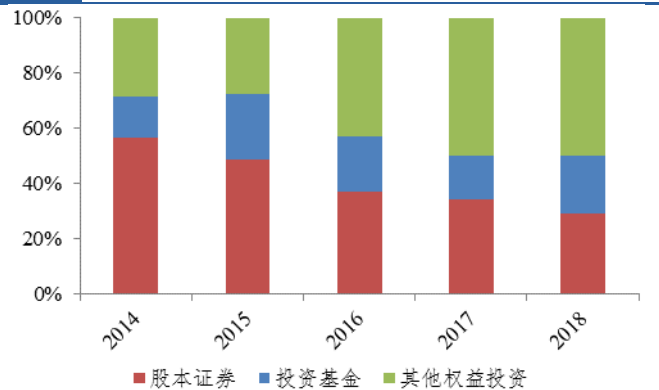
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 30: 中国人保投资权益占比



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 31: 中国太平投资权益占比

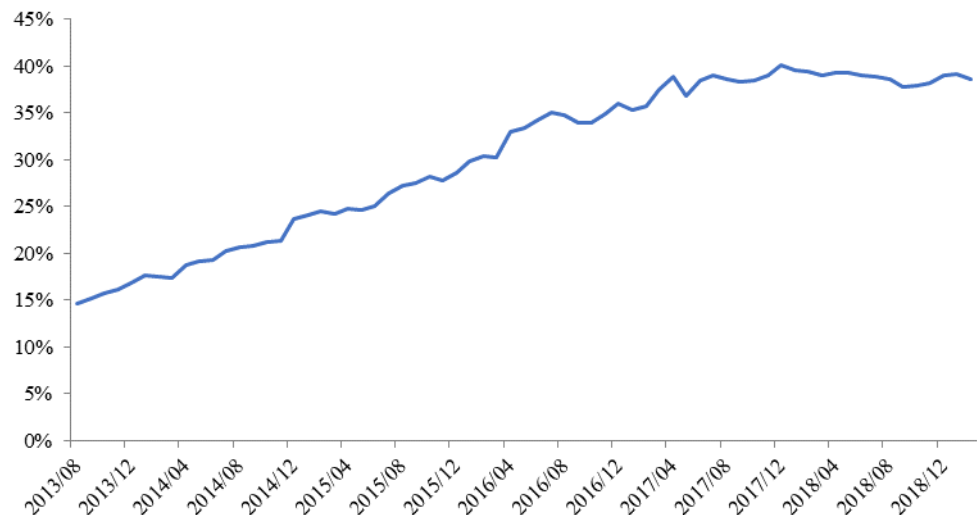


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

1.2.4 非标资产配置增加，一定程度上缓解资产端压力

近年来，保险公司青睐于非标资产投资。根据证监会统计，2018 年末，保险行业的其他投资占比占比 39.08%，较 2015 年初提高 15.42pct，非标资产的配置起到了较大的推动作用。非标资产主要包括基础设施债权计划、信托、银行理财产品、项目资产支持计划与资产支持证券等，具有收益率较高、久期长的特点，是较佳的配置标的。但是由于非标资产的流动性较差、信息披露度低、市场尚不成熟等原因，大比例配置难度依然较大。非标资产的配置，是提升投资收益率的重要手段，一定程度上可以缓解资产端的压力。

图 32: 保险资金运用余额中其他投资占比情况



资料来源: wind, 长城证券研究所, 截至 2019 年 2 月 28 日数据

表 3: 上市险企非标投资比重

非标投资占比	中国平安	中国人寿	新华保险	中国太保	中国人保	中国太平
2014	15.6%	11.0%	19.4%	9.9%	-	19.1%
2015	17.2%	15.3%	22.7%	14.00%	-	19.9%
2016	17.2%	12.0%	33.2%	13.2%	-	27.7%

非标投资占比	中国平安	中国人寿	新华保险	中国太保	中国人保	中国太平
2017	16.9%	15.8%	35.0%	18.8%	16.6%	22.1%
2018	18.8%	15.8%	32.3%	20.2%	15.5%	21.8%

资料来源：公司财报，长城证券研究所

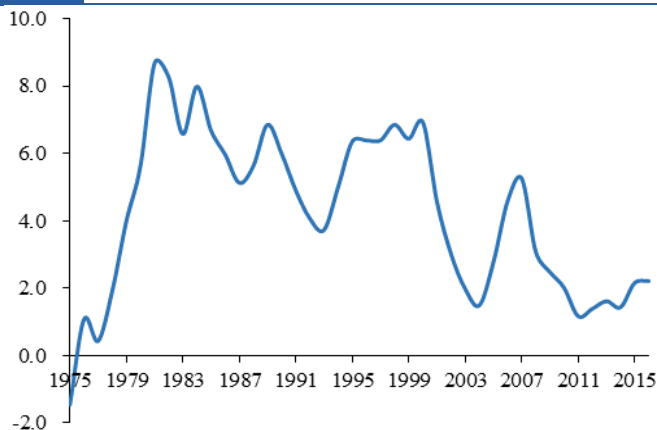
2. 国外险企低利率环境的应对策略-他山之石

2.1 高水平资产负债匹配能力，助力美国险企度过难关

美国在上世纪和本世纪均经历了利率持续下行的阶段，但除了在 2008 年全球金融危机中少数保险公司经营状况恶化之外，未出现严重的系统性经营危机。1981 年以来，美国总体处于利率下行环境下，其实际利率及 10 年期国债收益率在 21 世纪初、2008 年国际金融危机后的两个时期均出现急剧下降。

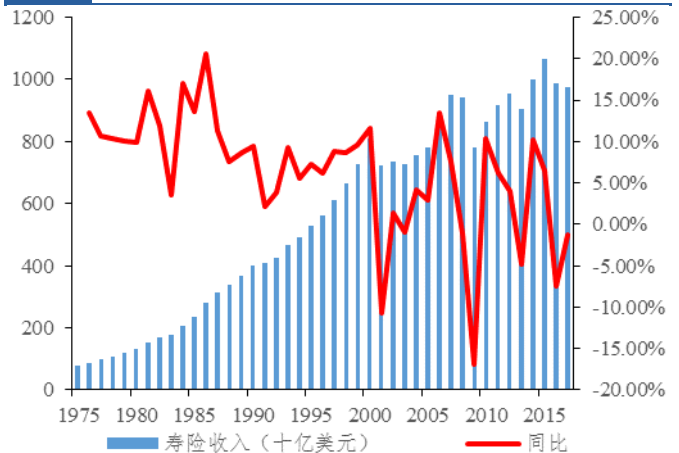
美国资本市场发达且具有全球最大的债券市场，其保险公司可以在国内市场上匹配不同风险收益水平的各类资产，使得美国保险行业资产配置海外投资规模很小，长期以债券为主，特别是美国市场上的公司债。2014 年美国寿险业配置美国市场的公司债高达 2 万亿美元，占比 33%，外国政府债券仅为 804 亿美元，占 1%。

图 33：美国实际利率变动情况



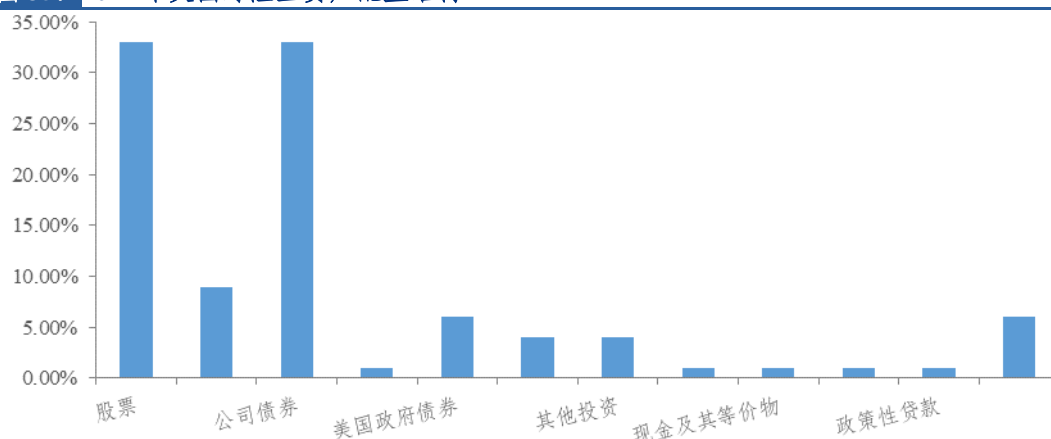
资料来源：wind，长城证券研究所

图 34：美国寿险收入变化情况



资料来源：wind，长城证券研究所

图 35: 2014 年美国寿险业资产配置结构

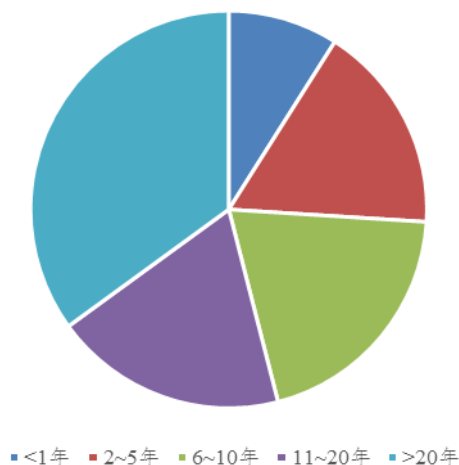


资料来源: 美国人寿保险协会, 长城证券研究所

■ 高水平资产负债匹配能力, 帮助美国渡过难关

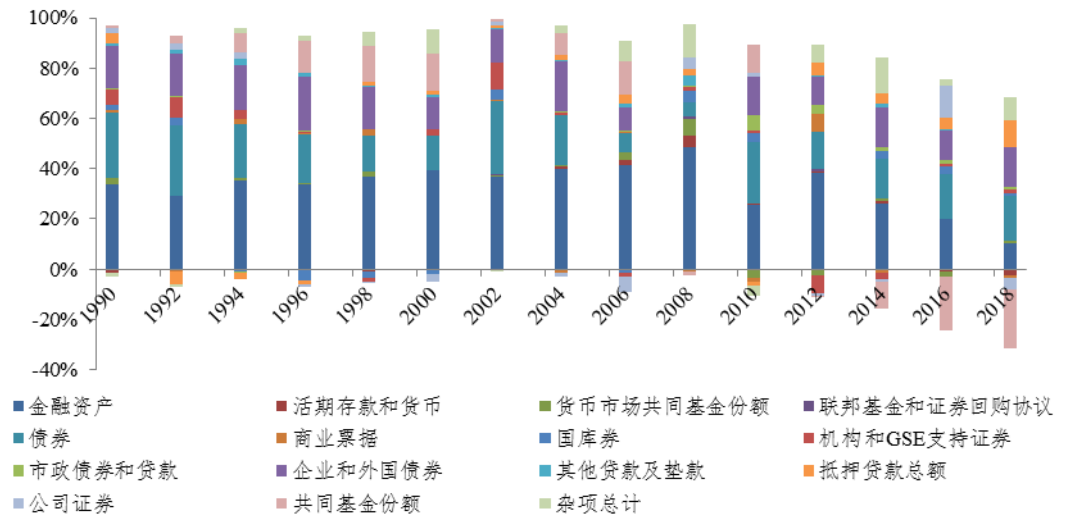
美国险企高水平的资产负债管理能力使得负债端能够配合资产端灵活变动, 降低风险。负债端, 开发出了一批万能保险、投资连结保险等创新型寿险产品, 这些产品利率敏感性高, 又与资金投资收益相联系, 将一部分风险转移给了消费者, 一定程度上降低了利率波动对公司的影响。此外, 运用复杂的数学模型及大量先进的计算机技术进行资产负债管理, 代表性的优化模型包括: 随机控制模型、机会约束规划模型以及其它一些随机最优化模型等, 代表性的资产负债管理与检测方法包括: 弹性检测方法、现金流量检测(CFR)、动态偿付能力检测(DST)、现金流匹配、免疫理论、财务状况报告(FCR)、风险资本(RBC)、动态财务分析(DFA)以及随机资产负债模型等。资产端, 2001 年-2014 年, 寿险公司固定收益类资产配置占比在 85% 以上, 约 75% 债券期限在 5 年以上, 其中 50% 左右的债券期限大于 10 年, 使得资产负债久期匹配度较高。

图 36: 美国保险业持有政府债券的久期结构



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 37：美国保险业资产配置情况



资料来源：wind，长城证券研究所

2.2 降成本控风险，海外投资锦上添花

2.2.1 降成本控风险为主

日本国内利率从 1991 年开始下降，到 1995 年 9 月经历 9 次下调存贷款利率，基本达到零利率的水平，并在随后的 20 年里基本维持零利率状态。

在负债端，虽然日本寿险行业通过下调预定利率加以应对。寿险公司保单预定利率从 20 世纪 80 年代的 6% 左右降至 1999 年的 2%，部分寿险公司降到 2% 以下。

表 4：日本寿险业调整预定利率以应对低利率环境

契约类型	1985	1990	1993	1994	1996	1999
20 年期以上	5.5	5.5	4.75	3.75	2.75	2
10 年期以上	6	5.5				
10 年期以下	6.25	5.75				

资料来源：中国台湾寿险公会，长城证券研究所

在资产端，日本寿险公司采取激进投资策略，大量保险资金投资高风险、高收益等资产如国内证券、房地产等。但日本经济并未因此好转，严重投资亏损加剧了利差损，巨额的利差损导致保险公司经营恶化，触发“退保潮”和“破产潮”。从 1997 年到 2001 年，日产生命在内的 7 家寿险公司和日本第一火灾海上保险公司等 2 家财险公司先后宣布破产。

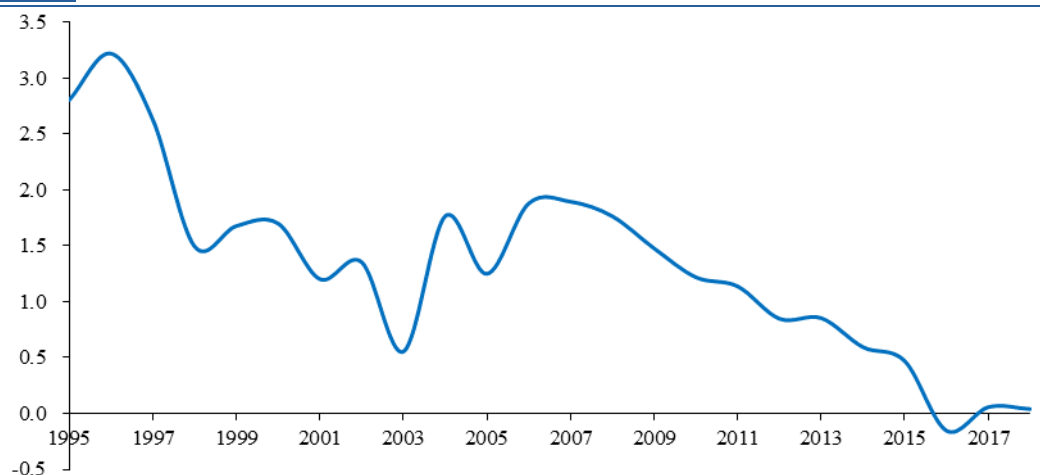
表 5：日本倒闭寿险公司一览

公司名称	成立时间	倒闭时间	倒闭时总资产	倒闭后确定的资不抵债额
日产生命	1909	1997.4.25	21647	3000
东邦生命	1898	1999.6.4	28046	6500
第百生命	1914	2000.5.31	17217	N.A
大正生命	1913	2000.8.28	2044	N.A
千代田生命	1904	2000.10.9	35019	5111
协荣生命	1947	2000.10.20	46099	1858
东京生命	N.A	2001.3.23	10150	341
第一火灾	1949	2000.4.30	11461	N.A

资料来源：《日本寿险业研究》，长城证券研究所

20 世纪 80 年代以来，为应对低利率环境，日本保险公司采取了三项措施，一是持续调整预定利率，寿险新单平均预定利率从 1986 年的历史高点 6% 降至 2006 年的 1.5%；二是采用较为谨慎的准备金评估利率，适时调低准备金评估利率，从 1986 年的历史高点 4.5% 减至 2006 年的 1%，在规避利率风险方面发挥了重要作用；三是调整寿险行业盈利模式，日本寿险公司业务重心从储蓄理财型产品转向纯保障型产品。2014 年，定期寿险、终身寿险以及固定年金三类产品在新单保费收入的占比高达 85%。

图 38：日本 10 年期国债基准收益率长期维持 1% 以下



资料来源：wind，长城证券研究所

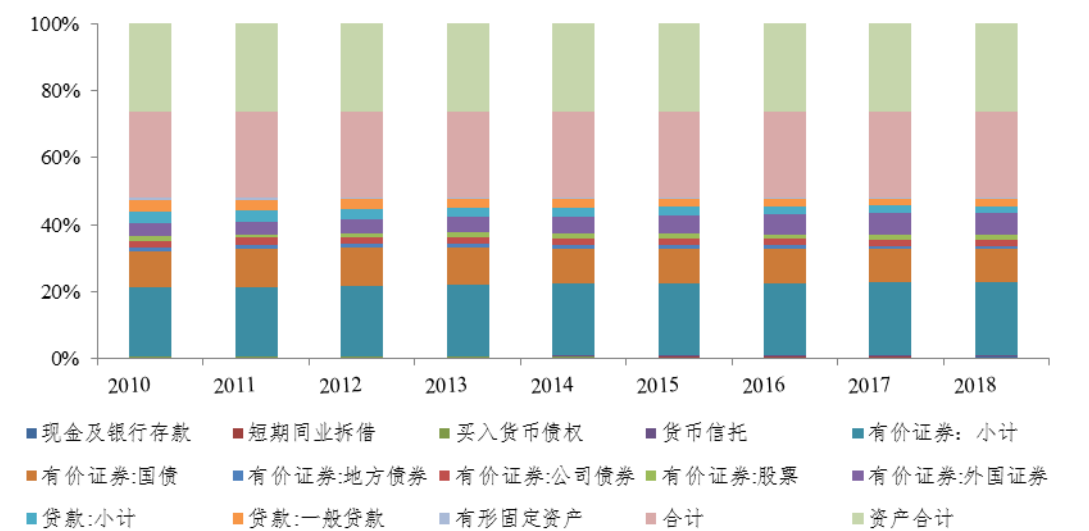
2.2.2 调整投资策略，海外投资锦上添花

寿险公司根据国内外金融市场变化，适时调整投资策略，优化投资结构，降低投资风险，提高投资收益。泡沫经济破灭后，日本险企增加了风险较低、收益稳定的债券投资，债券配置比例从 1990 年的 7.84% 持续提高到 2004 年的 34%，仅 2005-2006 年间由于日本股市有所回升，债券配置比重小幅下降至 30% 左右。与之相反，大幅调低了股票投资，股票配置比例从 1990 年的 22.09% 调低到 2002 年的 9%，而后伴随股市回暖逐步提高到 2005 和 2006 年的近 15%。

此外，日本险企加大了海外证券特别是海外债券的投资力度，1987 年海外投资占比达到 15% 以上。1995 年日本寿险公司持有的国外政府债券和国外公司债券合计 10.3 万亿日元，2014 年分别变为 67.1 万亿日元和 6.1 万亿日元，海外资产配置比重从 1995 年的 7.4% 增

加到 2014 年的 19.1%。此外，也积极通过直投和房地产获取更高的收益。典型的保险公司有日本人寿集团旗下的资产管理公司-日本生命保险资产管理公司。

图 39：日本保险业资产配置情况



资料来源：wind，长城证券研究所

2.3 英国——股权投资与海外投资特色鲜明

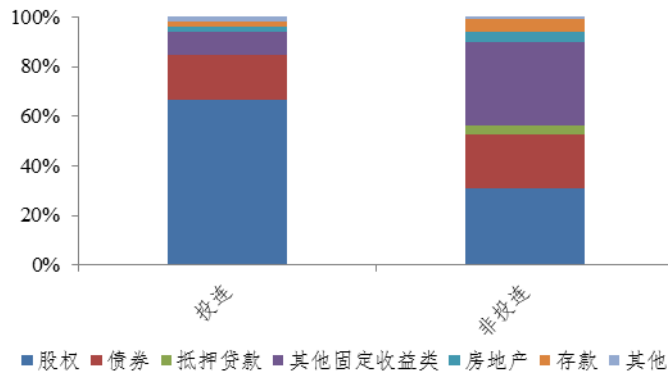
相对于美国与日本，英国保险资产配置最典型的特色是股权投资与海外投资占比较高。2000 年-2013 年，保险行业的股权投资占比在 45% 以上（包括 45%），与债券投资比例几乎相当。虽然后期股权投资比重降低，但是偏股类基金占比从 6% 提高至 2014 年的 15%。与之相反，债券投资比重上升缓慢，截至 2014 年，固定收益产品 15 年间仅从 14% 上升至 23%。在资金配置方面，投连险相比非投连险有着更高的股权配比，达到了 66%。相对于非投连险，投连险更加注重投资收益和股权的配置。与此类似，美国市场养老金账户对股权的配置也比较高，达到了 40%，这一情况在英国则更为明显，达到了 60% 左右。

总体看，英国保险公司比美国同行更加注重绝对回报，主要是英国保险负债中养老金的占比相当高，养老金按绝对回报投资可以享受税收优惠。

英国保险业的海外投资极为活跃。主要原因是英国保险资产体量巨大，境内的市场容量不足以支撑保险公司发展，英国的股市、债市占 GDP 比重基本与美国相当，但其保险资产几乎与股市相当，也占到了债券市场的近乎 50%，存在寻求海外投资的驱动力。此外，英国强周期的金融服务业占比高，也要求地域上分散投资。

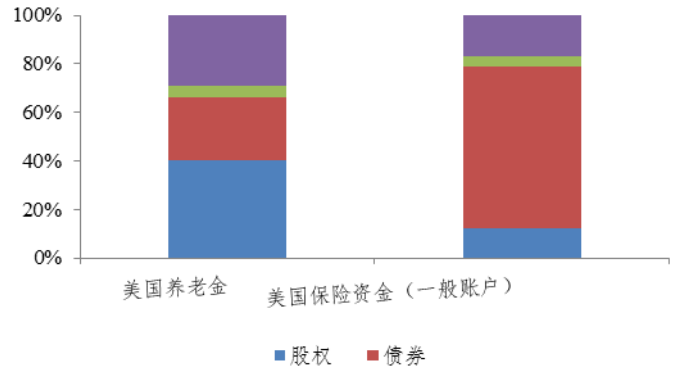
自上世纪 90 年代以来，英国保险业的海外投资比重维持在 20% 左右，截至 2014 年，海外投资比重上升至 37%，仅境内子公司的对外投资占比就高达 28%，远高于美国和日本。近年来，海外股票投资比重依然呈上升趋势，行业境内股票投资比重从 1995 年的 33% 下降至 2013 年的 11%，境外股票投资占比却从 10% 上升至 18%。

图 40: 英国长期险投连和非投连部分的资产配置比例



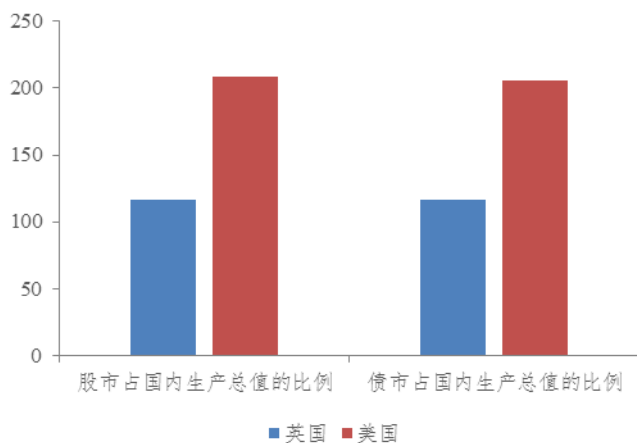
资料来源: 英国保险业协会, 长城证券研究所

图 41: 美国保险市场 2010 年资产配置



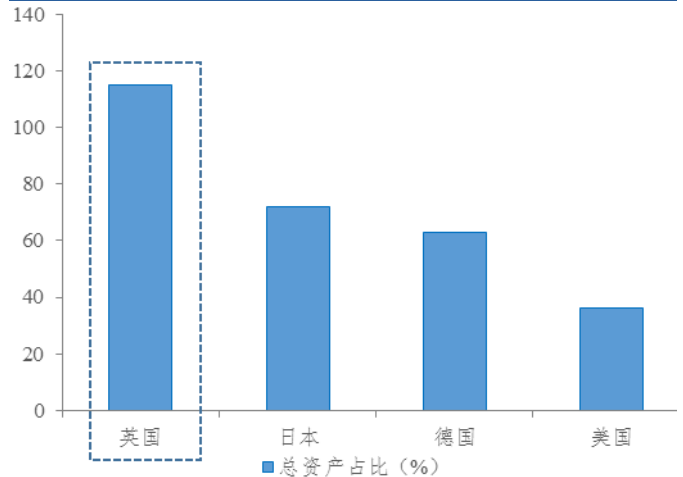
资料来源: 英国保险业协会, 长城证券研究所

图 42: 2014 年底股市、债市总市值占国内生产总值比例



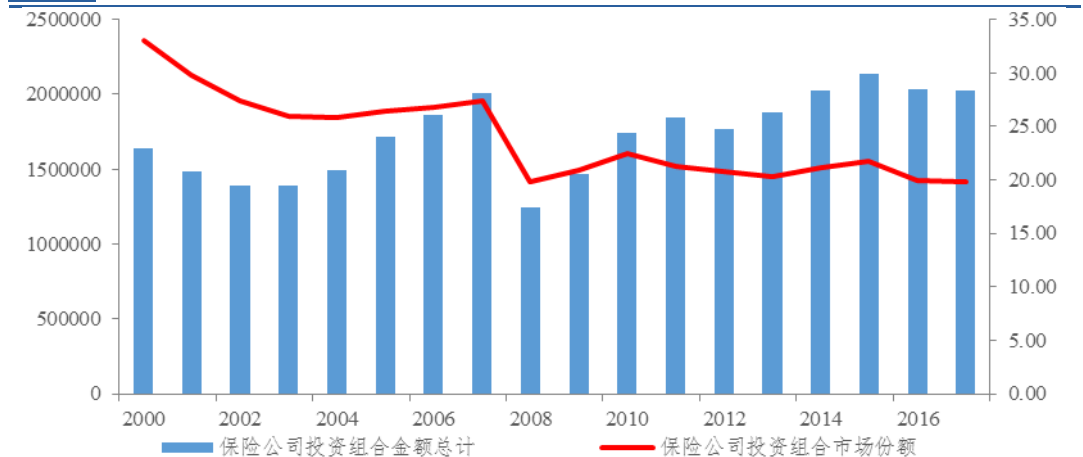
资料来源: 英国保险业协会, 长城证券研究所

图 43: 2013 年年底保险业总资产占国内生产总值的比例



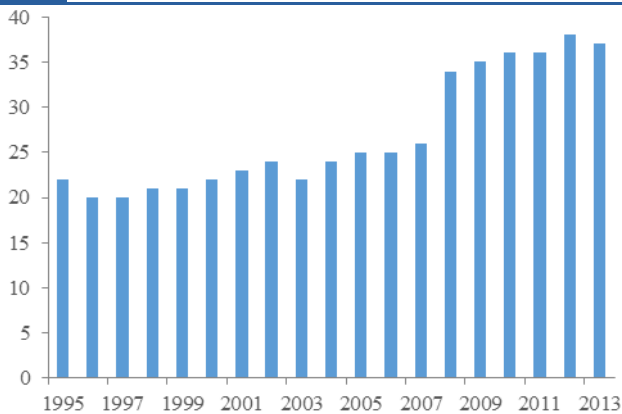
资料来源: 英国保险业协会, 长城证券研究所

图 44: 英国保险公司投资组合情况



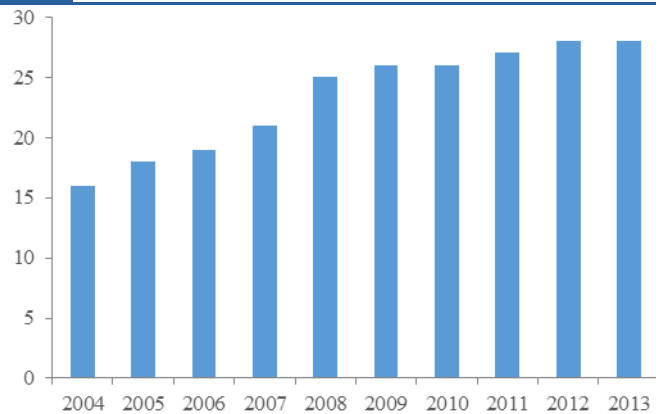
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 45: 英国保险业（全球业务）对外投资比例（单位：%）



资料来源：英国保险业协会，长城证券研究所

图 46: 英国保险业（境内业务）对外投资比例（单位：%）



资料来源：英国保险业协会，长城证券研究所

3. 资产配置压力测试-量化测试

资本市场波动容易引发投资者对于保险公司投资端的担忧，本部分主要尝试通过定量方法对上市保险公司进行相关的压力测试研究分析，可能因选取方法等原因，与实际情况可能出现一定差异，未来将进一步探讨与分析。

3.1 资产端

3.1.1 利率风险压力测试

■ 权益端影响分化

受到去杠杆、金融业生态重塑及中美大国博弈的大背景影响，我国目前金融市场出现一定波动，且有常态化趋势，对险企投资而言受权益市场影响较大。截至 2018 年，上市险企利润表其他综合收益规模排名为中国平安、中国太保、中国人保、中国人寿和新华保险，分别为 21.37、12.82、-19.01、-20.25、-43.88 亿元，其中中国人寿和新华保险均为负值，且其他综合收益规模呈下降趋势。除中国太保、中国人寿和中国人保外，相较上年均有所下跌。国寿、新华和人保受权益投资影响为负，太保由于权益资产配置较少，同时叠加债券投资对冲，取得正收益。平安会计准则调整后计量方式有所变化，按未采用新会计准则口径其他综合收益为 63.55 亿元。而在 2019 年一季度显示，其他综合收益转正受由于权益市场大幅度提升的影响，可见影响的周期性显著，在 IFRS9 下将会更为显著。

表 6: 上市险企利润表其他综合收益规模

亿元	中国平安	中国平安 (调整后)	新华保险	中国太保	中国人寿	中国人保
2016-03	-112.46	-	-25.88	-31.98	-132.51	0.00
2016-06	-91.29	-	-25.40	-35.42	-178.97	0.00
2016-09	-59.17	-	-19.47	-21.38	-149.76	0.00
2016-12	-75.67	-	-27.41	-46.74	-257.76	-42.79
2017-03	63.11	-	6.46	-10.33	-6.59	0.00

2017-06	99.27	-	8.24	-4.26	-3.88	-7.29
2017-09	178.46	-	9.07	-5.98	-7.64	0.00
2017-12	218.81	218.81	6.76	-24.96	-79.26	-43.08
2018-03	-6.58	-6.58	-8.12	3.51	8.42	-1.91
2018-06	1.30	-	-21.04	3.66	-22.49	-5.47
2018-09	16.03	-	-31.74	0.05	15.10	0.00
2018-12	21.37	63.55	-43.88	12.82	-20.25	-19.01
2019-03	-23.18	-	42.41	71.79	230.82	121.80

资料来源: wind, 长城证券研究所。注: 中国平安 2018 年后采用新的会计准则, 原计入其他综合收益金额部分计入“投资收益”, 此处进行了调整, 以保证同期可比

AFS 浮盈增厚其他综合收益, 增厚净资产, 保险公司累计浮盈表现各异。2019 年 3 月, 平安、新华、太保、人寿、人保累积浮盈(浮亏)分别为 23.43、14.50、98.27、174.82、91.56 亿元。中国平安其他综合收益按未采用新会计准则口径调整为 148.74 亿元, 远大于其余险企。除中国平安外, 2019Q1 险企权益表其他综合收益均实现了大幅正增长。我们认为, 2019 年一季度随着权益市场回暖, 利率走势振幅收窄, 险企浮盈或将保持平稳, 还是需要继续关注权益市场波动带来的减值风险。

表 7: 上市险企权益表其他综合收益规模

亿元	中国平安	中国平安 (调整后)	新华保险	中国太保	中国人寿	中国人保	中国太平
2016-03	150.55	-	10.74	54.04	169.02	-	-
2016-06	171.49	-	11.22	50.69	122.59	-	-18.97
2016-09	202.41	-	17.15	64.50	151.48	-	-
2016-12	185.62	-	9.21	39.61	43.68	47.82	-39.14
2017-03	247.45	-	15.67	29.46	37.21	-	-
2017-06	282.88	-	17.45	35.45	39.93	41.24	-27.06
2017-09	359.43	-	18.28	33.65	36.26	-	-
2017-12	401.46	401.46	15.97	15.05	-35.44	15.48	-11.20
2018-03	24.65	-	7.85	18.50	-26.86	13.65	-
2018-06	31.36	-	-5.07	18.74	-57.95	10.32	-16.50
2018-09	45.82	-	-15.77	15.24	-20.55	-5.22	-
2018-12	49.40	148.74	-27.91	27.92	-56.14	-0.40	-34.26
2019-03	23.43	-	14.50	98.27	174.82	91.56	-

资料来源: wind, 长城证券研究所。注: 中国平安 2018 年后采用新的会计准则, 原计入其他综合收益金额部分计入“投资收益”, 此处进行了调整, 以保证同期可比

■ 利率敏感性缺口测试

为对各公司对利率风险承担能力的比较, 我们通过计算利率敏感性缺口(IRS G)的方式进行利率风险压力测试。利率敏感性缺口(IRS G)是指在一定时期以内将要到期或重新确定利率的资产和负债之间的差额, 如果资产大于负债, 为正缺口, 反之, 如果资产小于负债, 则为负缺口。当市场利率处于上升通道时, 正缺口有正面影响, 因为资产收益的增长要快于资金成本的增长。若利率处于下降通道, 则又为负面影响, 负缺口的情况正好与此相反。以下是利率敏感性缺口与纯利息收入变动的情况。

表 8：利率敏感性缺口与纯利息收入变动的情况（再定价模型）

利率敏感性缺口	利率变动	纯利息收入的变动
零缺口	上升	不变
零缺口	下降	不变
正缺口	上升	增加
正缺口	下降	减少
负缺口	上升	减少
负缺口	下降	增加

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

在利率风险进行压力测试时，保监会规定的压力测试情景为利率上下浮动 0.5 个百分点，当市场变化动荡严重，仅仅变化 0.5 个百分点是远远不够的，有必要引入一个能反映我国一年内金融市场利率变化的指标——上海银行间同业拆放利率（shibor）作为补充，使得压力测试的情景设置更加符合当期的实际市场的利率变动。我们选择在基准利率和 0.5% 的固定基础上，引入 shibor 作为微调，结合国外相关文献以及欧盟偿付能力第二代管理，最终可以设定为在我国的基准利率基础上浮动 0.5 个百分点后在考虑 99.5% 的置信水平下 shibor 的波动作为利率压力情景的设定依据。

利率压力情景的设定应该遵循以下的计算方法：

我国基准利率 $\pm 0.5\% \pm [\text{VAR}]_{\alpha}(\text{shibor}, 99.5\%) = \text{我国基准利率} \pm 0.5\% \pm \alpha_{\alpha}((\text{shibor}))^*$

2018 年一年期 shibor 的波动率为 0.14%(HV30)，99.5% 的置信水平下调整幅度应该为： $0.14\% \times 2.807 = 0.39\%$ 。

轻度情景： $0.25\% \pm 0.5\% \pm [\text{VAR}]_{\alpha}(\text{shibor}, 99.5\%) = 0.25\% \pm 0.5\% \pm \alpha_{\alpha}((\text{shibor}))^* = 0.36\%$

重度情景： $0.5\% \pm 0.5\% \pm [\text{VAR}]_{\alpha}(\text{shibor}, 99.5\%) = 0.5\% \pm 0.5\% \pm \alpha_{\alpha}((\text{shibor}))^* = 0.61\%$

利率敏感性缺口 = 折现后资产总计 - 折现后负债总计

其中资产主要包括金融资产和保险资产、负债包括金融负债和保险负债。部分险企（中国太保和中国人保）在年报中披露的流动性风险测试中未包含保险资产和保险负债，本报告为保证可比性将其统一纳入模型测算，涉及未明确划分期限的，参照完整披露的险企数据，将中国太保和中国人保 1 年以上保险负债中未决赔款准备金和未到期准备责任金划分为 1-5 年，而中国人保 1 年以上保险负债中寿险责任准备金和长期健康险责任金则化分为 5 年以上，折现率为相应期限的金融机构人民币贷款利率。

以下各表是各险企利率敏感性缺口的计算结果。结果显示中国平安、中国太保、中国人保和中国太平存在一定期限内为负值的利率敏感性缺口，新华保险和中国人寿所有期限的利率敏感性缺口为正值。预期利率下降，正缺口意味着净利息收入的减少，新华保险和中国人寿面临一定程度的利率风险。中国平安和中国太保的即时偿还和 5 年以上利率敏感性缺口为负，其余期限为正值，预期利率下降时，即时偿还和 5 年以上会带来净利息收入的增加，其余期限会带来利息收入的减少，所以就平安和太保可能面临的利率风险而言，应注重其短中期的资产管理。中国人保 1 年以内和 5 年以上利率敏感性缺口为负，中国太平 1 年以内利率敏感性缺口也为负，考虑利率风险时，应分别注重中期和长期的资产管理。对于正缺口的期限来说，险企应该适当减少利率敏感性资产同时适当增加利率敏感性负债，抵抗利率下行可能带来的风险。根据六家险企缺口数额占**总资产（非资产负债表总资产）**的比例，在未来存在预期可能降息的情况下，险企利率风险从高到

低依次为：新华保险（296.90%），中国人寿（234.51%）、中国太平（66.15%）、中国太保（30.51%）、中国人保（16.18%）和中国平安（-28.64%）。

市场行情不佳时险企投资固收类比例占比较大，上市险企权益投资承受较大压力。截至2019年3月，保险资金运用余额为170554亿元，较上年末增长3.94%；股票和证券投资基金占比较上年末上涨0.67个百分点；债券占比较上年末下降1.1个百分点；其他投资占比较上年末下降0.08个百分点。2018年沪深300指数从4030点降至3010点，下降25.31%，一季度回升至3900点，上涨29.57%。从险企的投资情况来看，资产规模稳步增长，固收类投资仍占主导，权益投资受市场行情变化影响，承压大，仍需密切关注中美贸易战的影响。

表 9：中国平安利率敏感性缺口计算

中国平安 2018 年 12 月 31 日	即时偿还	1 年以内	1-5 年	5 年以上	无限期
货币资金	152,703	74,035	538	-	95,485
结算备付金	8,964	0	-	-	-
拆出资金	1,522	70,207	-	-	-
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	60,158	134,192	173,515	119,819	134,488
买入返售金融资产	1,820	87,563	357	-	-
应收保费	22,440	32,903	9,000	25	-
应收账款	2,689	13,562	5,700	-	-
应收分保账款	2,688	5,581	149	-	-
保户质押贷款	1,834	105,253	-	-	-
长期应收款	-	52,601	92,142	5,502	-
发放贷款及垫款	29,496	1,146,714	512,800	334,366	-
定期存款	-	36,830	117,625	15,193	-
其他债权投资	480	60,866	131,542	140,878	-
其他权益工具投资	-	-	-	-	85,525
债权投资	11,170	400,367	817,223	1,324,767	-
存出资本保证金	-	6,035	6,443	-	-
其他资产	50,717	27,199	12,198	667	-
资产总计	346,681	2,253,909	1,879,229	1,941,218	315,498
短期借款	9,088	88,034	-	-	-
向中央银行借款	-	145,622	-	-	-
银行同业及其他金融机构存放款项	134,834	242,425	10	-	-
拆入资金	-	23,920	-	-	-
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	7	17,990	749	-	-
卖出回购金融资产款	-	181,225	-	-	-
吸收存款	767,391	982,273	296,903	1,738	0
代理买卖证券款	25,315	0	-	-	-
应付账款	810	8,595	-	-	-
应付手续费及佣金	11,195	0	-	-	-
应付分保账款	2,955	6,765	499	-	-
应付赔付款	51,679	0	-	-	-
应付保单红利	52,591	0	-	-	-

保户储金及投资款	-	68,768	197,814	450,789	-
保险合同准备金	-	-63,573	-211,896	4,288,281	-
长期借款	-	48,833	88,685	5,990	-
应付债券	-	373,737	139,968	28,116	-
其他负债	109,669	61,017	24,525	2,536	-
负债总计	1,165,534	2,185,632	537,257	4,777,450	0
利率敏感性缺口	-818,853	68,277	1,341,973	-2,836,233	315,498
累计缺口	-818,853	-750,576	591,397	-2,244,836	-1,929,338
保险公司状况	负缺口	正缺口	正缺口	负缺口	正缺口
保险公司面临风险	利率下降	利率下降	利率下降	利率下降	利率下降
轻度情形: -0.36%	2,948	-246	-4,831	10,210	-1,136
重度情形: -0.61%	4,995	-416	-8,186	17,301	-1,925

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

表 10: 新华保险利率敏感性缺口计算

新华保险 2018 年 12 月 31 日	1 年以内	1-3 年	3-5 年	5 年以上
债权型投资	65,245	154,941	86,853	228,548
股权型投资	-	-	-	-
定期存款	8,415	22,281	33,356	1,280
存出资本保证金	699	314	821	-
货币资金	8,630	-	-	-
买入返售金融资产	4,141	-	-	-
保户质押贷款	30,021	-	-	-
应收分保账款	236	-	-	-
应收分保准备金	155	-249	841	1,638
应收保费	2,211	-	-	-
应收利息	7,659	6	-	-
其他资产	19	-	-	-
资产总计	127,430	177,293	121,872	231,466
以公允价值计量且其变动计入当期损益				
的金融负债	-	-	-	-
应付债券	-4,048	-	-	-
保户储金及投资款	-3,409	-9,949	-3,535	-80,175
应付赔付款	-5,096	-	-	-
应付分保账款	-443	-	-	-
卖出回购金融资产款	-12,423	-	-	-
未到期责任准备金	-813	-	-	-
未决赔款准备金	-1,020	-	-	-
寿险责任准备金	-4,000	1,708	-10,939	-933,366
长期健康险责任准备金	24,356	43,681	34,672	-330,711
独立账户负债	-14	-26	-21	-149
负债总计	-6,908	35,414	20,177	-1,344,400
利率敏感性缺口	134,338	141,879	101,694	1,575,866
累计缺口	134,338	276,218	377,912	1,953,778

保险公司状况	正缺口	正缺口	正缺口	正缺口
保险公司面临风险	利率下降	利率下降	利率下降	利率下降
轻度情形: -0.36%	-484	-511	-366	-5,673
重度情形: -0.61%	-819	-865	-620	-9,613

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

表 11: 中国太保利率敏感性缺口计算

中国太保 2018 年 12 月 31 日	即期/已逾期	1 年内	1-5 年	5 年以上	无期限
货币资金	15,260	60	-	-	-
以公允价值计量且其变动计入					
当期损益的金融资产	61	3,851	2,501	569	1,802
买入返售金融资产	-	22,161	-	-	-
应收保费	2,708	6,656	2,352	65	-
应收分保账款	-	6,778	32	1	-
保户质押贷款	-	48,233	-	-	-
定期存款	-	32,266	104,590	3,170	-
可供出售金融资产	321	26,475	131,397	216,047	46,299
持有至到期投资	-	34,180	82,554	286,449	-
归入贷款及应收款的投资	-	37,867	150,745	106,815	-
存出资本保证金	-	2,813	3,802	-	-
其他	1,085	10,783	1,364	-	-
资产总计	19,435	232,125	479,338	613,116	48,101
卖出回购金融资产款	-	75,238	-	-	-
应付手续费及佣金	1,264	3,139	88	13	-
应付分保账款	-	5,841	341	-	-
应付赔付款	20,728	56	4	-	-
应付保单红利	26,501	-	-	-	-
保户储金及投资款	63	793	3,045	45,637	-
应付次级债	-	4,741	2,282	9,776	-
其他	1,877	14,921	-	-	-
寿险责任准备金	-	29,004	55,879	546,406	-
长期健康险责任准备金	-	442	457	33,932	-
未到期责任准备金	-	42,883	5,718	-	-
未决赔款准备金	-	27,314	8,951	-	-
负债总计	50,433	204,372	76,765	635,765	0
利率敏感性缺口	-30,998	27,753	402,573	-22,648	48,101
累计缺口	-30,998	-3,245	399,328	376,680	424,780
保险公司状况	负缺口	正缺口	正缺口	负缺口	正缺口
保险公司面临风险	利率下降	利率下降	利率下降	利率下降	利率下降
轻度情形: -0.36%	112	-100	-1,449	82	-173
重度情形: -0.61%	189	-169	-2,456	138	-293

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

表 12: 中国人寿利率敏感性缺口计算

中国人寿 2018 年 12 月 31 日	1 年内	1-3 年	3-5 年	5 年以上
债权型投资	77,427	264,697	248,049	1,116,275
股权型投资	-	-	-	-
买入返售金融资产	9,492	-	-	-
定期存款	165,333	132,726	197,270	61,376
存出资本保证金	749	673	4,988	-
贷款	175,350	92,184	73,688	135,449
应收利息	45,545	492	23	-
应收保费	14,996	-	-	-
应收分保账款	701	-	-	-
现金及现金等价物	48,683	-	-	-
资产总计	538,276	490,771	524,018	1,313,101
短期借款	-952	-	-	-
未到期责任准备金	-7,623	-	-	-
未决赔款准备金	-14,188	-	-	-
寿险责任准备金	184,900	156,765	-46,946	-2,987,002
长期健康险责任准备金	25,976	45,713	35,743	-470,474
保户储金及投资款	-12,550	-9,378	-9,485	-495,440
长期借款	-15,318	-3,461	-	-
应付赔付款	-47,403	-	-	-
卖出回购金融资产款	-184,131	-	-	-
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	-	-	-	-
负债总计	-71,289	189,638	-20,689	-3,952,915
利率敏感性缺口	609,565	301,133	544,707	5,266,015
累计缺口	609,565	910,698	1,455,405	6,721,421
保险公司状况	正缺口	正缺口	正缺口	正缺口
保险公司面临风险	利率下降	利率下降	利率下降	利率下降
轻度情形: -0.36%	-2,194	-1,084	-1,961	-18,958
重度情形: -0.61%	-3,718	-1,837	-3,323	-32,123

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

表 13: 中国人保利率敏感性缺口计算

中国人保 2018 年 12 月 31 日	即期/已逾期	1 年内	1-5 年	5 年以上	无期限
货币资金	37,469	1,168	0	0	0
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	6,027	1,515	461	4,724
买入返售金融资产	-	22,099	-	-	-
应收保费	6,887	14,648	6,358	116	-
应收分保账款	2,950	9,986	639	5	-
保户质押贷款	-	3,449	-	-	-
其他应收款	617	10,411	1,623	176	-
定期存款	-	26,718	65,504	6,078	-

可供出售金融资产	-	26,892	98,114	66,411	39,323
持有至到期投资	-	6,567	32,025	118,876	-
分类为贷款及其他应收款的投资	-	32,637	104,966	30,167	-
存储资本保证金	-	2,152	11,351	-	-
其他资产	1,901	3,230	150	1	-
资产总计	49,824	165,984	322,245	222,289	44,047
卖出回购金融资产款	-	53,291	-	-	-
应付手续费及佣金	4	7,300	68	-	-
应付分保账款	5,592	9,181	310	18	-
应付赔付款	6,814	4,006	-	-	-
应付保单红利	3,630	2	-	-	-
其他应付款	4,374	6,416	1,113	222	-
保户储金及投资款	1,734	430	110	4,338	13,706
应付债券	-	2,333	10,293	54,210	-
其他负债	1,098	2,217	6	-	-
未到期责任准备金	-	121,748	12,555	-	-
未决赔款准备金	-	84,856	45,693	-	-
寿险责任准备金	-	8,787	-	189,547	-
长期健康险责任准备金	-	2,981	-	16,060	-
负债总计	23,246	303,548	70,147	264,395	13,706
利率敏感性缺口	26,578	-137,564	252,099	-42,106	30,341
累计缺口	26,578	-110,986	141,113	99,006	129,347
保险公司状况	正缺口	负缺口	正缺口	负缺口	正缺口
保险公司面临风险	利率下降	利率下降	利率下降	利率下降	利率下降
轻度情形: -0.36%	-96	495	-908	152	-109
重度情形: -0.61%	-162	839	-1,538	257	-185

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

表 14: 中国太平利率敏感性缺口计算

中国太平 2018 年 12 月 31 日	即期	1 年内	1-5 年	5 年以上
存款 (包括法定存款)	1	13,154	41,681	1,797
已抵押及受限制银行存款	244	479	-	-
— 持有至到期日	-	4,211	31,871	140,402
— 可供出售	-	6,323	21,714	22,539
— 持有作交易用途	-	7,209	1,129	473
— 指定通过损益以反映公允价值	-	-	236	44
贷款及应收款项	-	9,656	47,228	25,643
买入返售证券	-	7,195	-	-
贷款及垫款	-	46,727	-	-
应收金融租赁	-	3,628	24,303	13,374
资产总计	246	98,579	168,161	204,273
需付息票据	-	1,218	2,730	2,394
银行贷款	-	42,225	6,359	1,152
投资合约负债	-	6,110	11,636	22,937

卖出回购证券	-	23,381	-	-
应付集团内公司款项	-	18	-	-
未决赔款准备	-	13,911	6,555	375
保险应付账款	-	18,399	130	-
负债总计	0	86,862	27,280	26,859
利率敏感性缺口	246	11,717	140,882	177,414
累计缺口	246	-6,436	134,315	311,729
保险公司状况	正缺口	负缺口	正缺口	正缺口
保险公司面临风险	利率下降	利率下降	利率下降	利率下降
轻度情形: -0.36%	-1	24	-507	-639
重度情形: -0.61%	-1	41	-859	-1,082

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

险企投资占比受市场环境影响, 投资占比进而影响公司净资产及净资产收益率。当市场行情向好时, 权益类投资比重加大, 净资产增加, 提升每股内含价值, 提高净资产收益率, 险企投资端收益率进而提高, 体现了重要的贝塔效应, 但未来我们认为会是更多回归险企基本面的分化效应。

表 15: 2018 年上市险企投资占比

	中国平安	新华保险	中国太保	中国人寿	中国人保	中国太平
固收类	75.33%	74.96%	83.10%	77.51%	66.40%	80.40%
增减变动	2.68%	1.55%	1.30%	1.49%	1.50%	1.40%
权益类	14.37%	16.60%	12.50%	13.67%	10.80%	18.70%
增减变动	-1.81%	-11.70%	2.10%	-1.20%	-0.10%	1.00%

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

3.1.2 资产价格压力测试

对于资产价格进行压力测试, 维持基本情景中的投资组合保持不变, 将权益资产公允价值下降一定比例进行分析, 按照保监会规定的压力测试情景, 应假设权益类投资下跌 15 个百分点, 四家保险公司公布的财务报表风险管理模块采用浮动 10 个百分点, 下表是各险企压力测试结果。各险企都面临着股票价格风险, 但因其资产规模不同, 对其影响也不近相同。从股权型资产价格变动的影响金额来看, 上市险企面临的股票价格风险从大到小依次为: 中国人寿, 中国太保, 新华保险、中国太平。

平安和人保的压力测试采用方法与各公司口径不一, 两家采用 10 日市场价格风险价值 (VaR) 方法估计风险敞口。即在给定的置信水平 (99%) 和一定的持有期限 (10 天) 内, 计算权益投资组合预期的最大损失量。中国平安和中国人保相比, 中国平安受权益价格变动影响大于中国人保, 主要是因为中国平安金融资产金额大于中国人保。

表 16: 2018 年上市险企资产价格压力测试

新华保险（百万元）	股权型投资的价格提高 10%	股权型投资的价格降低 10%
股权型资产	4,192	-4,192
中国太保（百万元）	股权型投资的价格提高 10%	股权型投资的价格降低 10%
股权型资产	5,261	-4,598
中国人寿（百万元）	股权型投资的价格提高 10%	股权型投资的价格降低 10%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	5,073	-5,073
其他综合收益	24,898	-34,474
总计	29,971	-39,547
中国太平（百万港元）	股权型投资的价格提高 10%	股权型投资的价格降低 10%
税前溢利	1,229.28	-1,229.28
公允价值储备	5,590.60	-5,590.60

资料来源：公司财报，长城证券研究所

表 17: 2018 年上市险企资产价格压力测试

中国平安（百万元）	对权益的影响
分类以公允价值计量且其变动计入当期损益/其他综合收益的金融资产	15,799
中国人保（百万元）	对权益的影响
权益价格风险价值	5,597

资料来源：公司财报，长城证券研究所

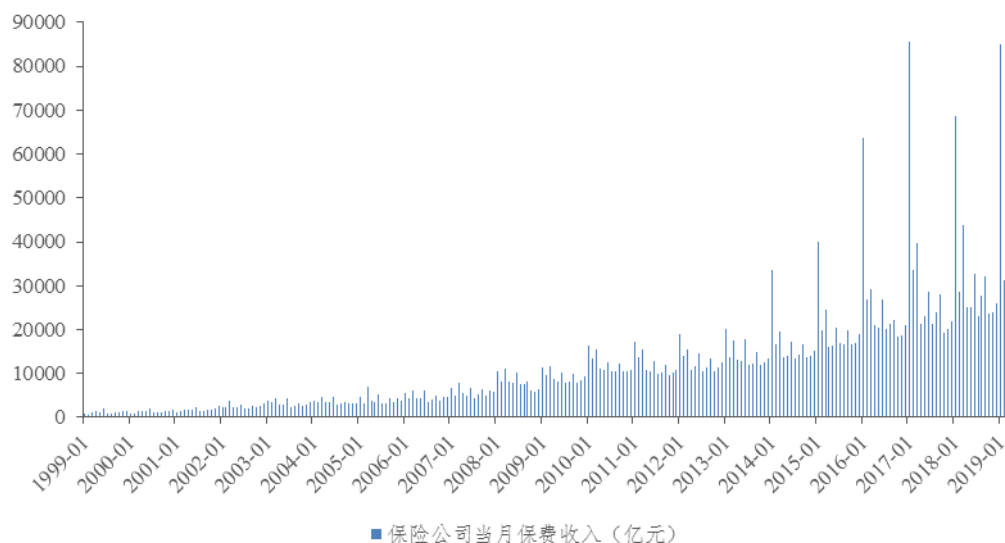
3.2 负债端

保费收入回暖，但是首年期交保费同比均有下滑。从年报来看，2018 年，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、和中国太平的寿险原保险合同保费收入分别约为 5358.26 亿元、5705.23 亿元、2024.14 亿元、1222.86 亿元和 1463.41 亿（港元），同比增速分别为 4.7%、19.9%、15.3%、11.9%和 11.4%；而中国人保的寿险原保险合同保费收入为 937.17 亿元，同比下降 11.8%。上市险企，主要采取“续期保费拉动增长”模式，大部分实现总保费收入的稳步增长；而中国人保保费收入下降的主要原因是公司根据发展战略，主动大幅压缩中短存续期业务规模，优化业务结构。受到保险业转型的影响，上市险企的首年新单业务均出现不同程度的下滑。

2018 年数据显示，新单保费虽然同比仍有所下滑，但是较 2017 年已有所回暖，保障型产品需求提升，续期保费的增速放缓。上市保险公司的基本面将持续改善，有望推动价值进一步向年初预定目标靠拢。

保障型产品需求具有刚性，消费意识苏醒后保障需求再难下降。数据显示，目前我国整个保险业处于转型发展阶段，上市险企也纷纷将策略重点转到以健康险为主的保障型业务上面。2018 年，六家上市险企披露的健康险保费收入占总保费比例同比均有上升，除了中国人保由于停售团体补充医疗类产品导致健康险保费收入略有下降，其余五家上市险企长期健康险保费同比增加均在 30%以上，其中中国太平健康险保费同比增长 92.6%，增长居行业首位。由于受到我国老龄化进程加速，大众对医疗、照护等健康保障的需求大大增加以及目前各地方基本医保压力较大的影响，保障型产品需求可能将继续增加。

图 47: 保费收入变化 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 长城证券研究所, 数据截止 2019 年一季度

表 18: 上市险企新单保费和续期保费规模及占比情况

	中国人寿			中国平安		
	2018	2017	同比增长/变化	2018	2017	同比增长/变化
总保费	5358	5120	4.65%	5705	4759	19.88%
新单保费	1711	2239	-23.58%	1785	1807	-1.22%
新单保费/总保费	31.93%	43.73%	-11.8pct	31.29%	37.97%	-6.68pct
个险新单	913	1001	-8.79%	1307	1367	-4.39%
个险新单/总新单	53.36%	44.71%	8.65pct	73.22%	75.65%	-2.43pct
个险期缴	792	902	-12.20%	1244	1284	-3.12%
个险期缴/个险新单	86.75%	90.11%	-3.36pct	95.18%	93.93%	1.25pct
续期保费	3647	2881	26.59%	3920	2952	32.79%
续期保费/总保费	68.07%	56.27%	11.8pct	68.71%	62.03%	6.68pct
	中国太保			新华保险		
	2018	2017	同比增长/变化	2018	2017	同比增长/变化
总保费	2024	1756	15.26%	1223	1093	11.89%
新单保费	537	551	-2.54%	264	319	-17.24%
新单保费/总保费	26.53%	31.38%	-4.85pct	21.59%	29.19%	-7.6pct
个险新单	467	495	-5.66%	194	234	-17.09%
个险新单/总新单	86.96%	89.84%	-2.87pct	73.48%	73.35%	0.13pct
个险期缴	425	471	-9.77%	160	214	-25.23%
个险期缴/个险新单	91.01%	95.15%	-4.15pct	82.47%	91.45%	-8.98pct
续期保费	1487	1206	23.30%	959	774	23.90%
续期保费/总保费	73.47%	68.68%	4.79pct	78.41%	70.81%	7.6pct
	中国人保			中国太平		
	2018	2017	同比增长/变化	2018	2017	同比增长/变化

总保费	973	1062	-8.38%	1463	1313	11.42%
新单保费	543	813	-33.21%	381	526	-27.58%
新单保费/总保费	55.81%	76.55%	-20.75pct	26.03%	40.04%	-14.02pct
个险新单	127	264	-51.89%	56.21	235.05	-76.09%
个险新单/总新单	23.39%	32.47%	-9.08pct	14.76%	44.71%	-29.95pct
个险期缴	105	141	-25.53%	246	202	21.78%
个险期缴/个险新单	82.68%	53.41%	29.27pct	437.64%	85.94%	351.71pct
续期保费	394	250	57.60%	1082	787	37.47%
续期保费/总保费	40.49%	23.54%	16.95pct	73.97%	59.96%	14.02pct

资料来源：公司财报，长城证券研究所（保费单位：亿元，中国太平为亿港元）

表 19：上市险企保费产品结构情况（单位：亿元）

中国人寿	寿险	健康险	意外险	-	-	-	-	合计
2017	4298.22	677.08	144.36	-	-	-	-	5119.66
2018	4375.4	836.14	146.72	-	-	-	-	5358.26
同比	1.80%	23.49%	1.63%	-	-	-	-	4.66%
2017 占比	83.96%	13.23%	2.82%	-	-	-	-	100.00%
2018 占比	81.66%	15.60%	2.74%	-	-	-	-	100.00%
中国平安	分红险	万能险	传统寿险	长期健康险	意外及短期健康险	年金	投资连结险	合计
2017	1,873.74	987.90	792.18	662.05	345.37	81.89	15.82	4,758.95
2018	2,078.56	1,110.29	1,004.49	901.05	439.03	156.79	15.02	5,705.23
同比	10.93%	12.39%	26.80%	36.10%	27.12%	91.46%	-5.06%	19.88%
2017 占比	39.37%	20.76%	16.65%	13.91%	7.26%	1.72%	0.33%	100.00%
2018 占比	36.43%	19.46%	17.61%	15.79%	7.70%	2.75%	0.26%	100.00%
中国太保	分红险	万能险	传统险	其中：长期健康险	意外及短期健康险	税延养老保险	-	合计
2017	1111.17	0.57	533.68	206.5	141.01	-	-	1786.43
2018	1179.52	0.94	702.3	330.1	110.86	0.37	-	1993.99
同比	6.15%	64.91%	31.60%	59.85%	-21.38%	-	-	11.62%
2017 占比	62.20%	0.03%	29.87%	11.56%	7.89%	-	-	100.00%
2018 占比	59.15%	0.05%	35.22%	16.55%	5.56%	0.02%	-	100.00%
新华保险	传统险	分红险	万能险	健康险	意外险	-	-	合计
2017	247.12	518.60	0.40	312.62	14.20	-	-	1,092.94
2018	280.38	496.87	0.41	425.71	54.95	-	-	1258.32
同比	13.46%	-4.19%	2.50%	36.17%	286.97%	-	-	15.13%
2017 占比	22.61%	47.45%	0.04%	28.60%	1.30%	-	-	100.00%
2018 占比	22.28%	39.49%	0.03%	33.83%	4.37%	-	-	100.00%
中国人保	普通型寿险	分红型寿险	万能型寿险	健康险	意外险	-	-	合计
2017	680.78	201.96	1.06	158.27	20.28	-	-	1062.35
2018	294.12	464.72	1.11	157.62	19.6	-	-	937.17
同比	-56.80%	130.10%	4.72%	-0.41%	-3.35%	-	-	-11.78%
2017 占比	64.08%	19.01%	0.10%	14.90%	1.91%	-	-	100.00%

2018 占比	31.38%	49.59%	0.12%	16.82%	2.09%	-	-	100.00%
中国太平	分红保 险	年金保 险	长期健 康	传统寿险	意外和短 期健康险	万能险	投资连 结保险	合计
2017	804.83	92.17	148.62	217.73	49.91	0.06	0.01	1313.33
2018	892.12	102	286.18	91.17	91.83	0.11	0.01	1463.42
同比	10.85%	10.67%	92.56%	-58.13%	83.99%	83.33%	0.00%	11.43%
2017 占比	61.28%	7.02%	11.32%	16.58%	3.80%	0.00%	0.00%	100.00%
2018 占比	60.96%	6.97%	19.56%	6.23%	6.28%	0.01%	0.00%	100.00%

资料来源：公司财报，长城证券研究所（保费单位：亿元，中国太平单位为亿港元）

3.3 流动性风险压力测试

现金流量法反映险企在一段时间内的流动性状况。险企通过监测现金期限配置情况，来控制公司现金流量，防止流动性供需不平衡的情况发生。

对业务净现金流进行压力测试。当业务净现金流为负时，首先考虑寿险公司的现金及存款是否足够平衡现金流缺口，若寿险公司的现金及存款不足以平衡现金流缺口，再考虑寿险公司资产能否变现出足够的资金来弥补现金流缺口，即以投资资产价格变动为风险因子再进行压力测试。

各大险企对于流动性的需求主要是保险赔款与给付、客户退保等。现金及现金等价物、存款、保费收入等为各险企提供流动性。保险的赔款与给付需求有产险和寿险这两个部分，在保险事故发生或保险产品满期产生赔付和给付的需求时，险企会面临一定的集中给付风险，会带来流动性风险。

3.3.1 流动性缺口分析

接下来的计算中，关于流动性需求主要涉及赔付支出（包括赔款和给付支出）、退保金、费用支出；流动性供给主要涉及保费收入、投资收益、现金及存款以及公司资产出售，即：

流动性缺口=业务净现金流-公司资产，业务净现金流=现金流入-现金流出=（保费收入+投资收益）-（赔付支出+退保金+费用支出）

从计算结果来看，六家上市险企的流动性缺口均为负，且数额较大，而根据 2018 年度各险企公布的偿付能力数据，无论是综合偿付能力充足率还是核心偿付能力充足率，五家险企的数据均在 200% 以上，这都说明上市险企的流动性风险很低。

表 20：上市险企简化流动性缺口

		中国平安	新华保险	中国人寿	中国太保	中国太平	中国人寿
现金流入	保费收入	818,049	122,286	535,826	320,222	184,555	482,486
	投资收益	89,501	31,586	95,148	51,073	22,583	37,987
	总计	907,550	153,872	630,974	371,295	207,138	520,473
现金流出	赔付支出	193,857	50,381	172,080	97,782	56,045	256,261
	退保金	21,539	33,039	116,229	12,641	26,627	60,165
	费用支出	489,399	56,313	313,928	213,435	62,765	148,155
	总计	704,795	139,733	602,237	323,858	145,437	464,581

	业务净现金流	202,755	14,139	28,737	47,437	61,701	55,892
公司资产	现金及存款	317,783	73,695	62,491	45,377	80,260	61,601
	债权型投资	1,947,570	459,902	2,407,222	1,024,844	479,547	594,890
	股权型投资	358,017	116,058	424,669	154,459	111,101	97,105
	公司资产总计	2,623,370	649,655	2,894,382	1,224,680	670,907	753,596
流动性缺口		-2,826,125	-663,794	-2,923,119	-1,272,117	-732,609	-809,488

资料来源：公司财报，长城证券研究所（单位：百万元，中国太平单位为百万港元）

表 21：2018 年上市险企偿付能力充足率

	中国平安	新华保险	中国人寿	中国太保	中国人保	太平人寿	太平财险
核心偿付能力充足率	211.10%	269.64%	250.56%	292.00%	244.00%	-	-
综合偿付能力充足率	216.40%	274.51%	250.55%	301.00%	309.00%	244.00%	225.00%

资料来源：公司财报，长城证券研究所 注：中国太平未公布集团整体偿付能力充足率

3.3.2 敏感性分析

在敏感性分析时，会对三个方面进行压力测试。第一个方面是集中给付压力测试，测试赔付支出迅速上升对险企现金流的影响。第二个方面是退保压力测试，测试退保大幅上升对险企现金流的影响。最后一个方面是新业务压力测试，测试新单业务大幅下降对险企现金流产生的影响。

■ 集中给付压力测试

集中给付压力测试是用来测试各类给付迅速上升对险企现金流的影响。根据计算结果，当其他因素保持不变时，若中国平安和中国太平的赔付支出（包括产、寿险的赔款与给付）上升 200% 及以上时，业务净现金流为负；而新华保险、中国人寿、中国太保、中国人保的总赔付支出上升 100% 时，业务净现金流即为负。中国人保在赔付支出在上升 500% 时出现了正的流动性缺口，说明公司资产不足以支付此时的现金流需求。其他五家险企在压力测试这几种情况下都没有产生正的流动性缺口，但是公司的现金及存款并不能满足支付需求，需要出售公司其他的投资资产。

表 22：上市险企集中给付压力测试流动性缺口

假设场景	中国平安	新华保险	中国人寿	中国太保	中国人保	中国太平
赔付支出上升 100%	-2,632,268	-613,413	-2,751,039	-1,174,335	-553,227	-676,563
赔付支出上升 200%	-2,438,411	-563,032	-2,578,959	-1,076,553	-296,966	-620,518
赔付支出上升 500%	-1,856,840	-411,889	-2,062,719	-783,207	471,817	-452,383
赔付支出上升 800%	-1,275,269	-260,746	-1,546,479	-489,861	1,240,600	-284,248
赔付支出上升 1000%	-887,555	-159,984	-1,202,319	-294,297	1,753,122	-172,157

资料来源：公司财报，长城证券研究所（单位：百万元，中国太平单位为百万港元）

■ 退保压力测试

退保压力测试是测试因资本市场波动，退保费用降低等因素，造成退保率快速上升，而对险企现金流状况产生的影响。其他因素保持不变，当新华保险、中国人寿、中国太

保的退保率上升至 10%，中国平安上升至 15% 时，业务净现金流为负，这意味着需要利用公司资产弥补业务带来的现金流出。最终所有险企流动性缺口为负，说明公司资产足以支付流动性需求。中国人保的退保率即使为 30% 时，业务净现金流仍为正，故也不会出现正的流动性缺口，说明退保率提高对中国人保的流动性影响最小，可能原因是其大部分为产险业务。

表 23：上市险企退保压力测试流动性缺口

假设场景	中国平安	新华保险	中国人寿	中国太保	中国人保
退保率为 5%	-2,764,822	-662,417	-2,915,436	-1,239,612	-851,640
退保率为 10%	-2,681,979	-628,002	-2,791,525	-1,194,465	-833,626
退保率为 15%	-2,599,137	-593,586	-2,667,613	-1,149,319	-815,613
退保率为 20%	-2,516,295	-559,171	-2,543,702	-1,104,172	-797,599
退保率为 30%	-2,350,610	-490,339	-2,295,879	-1,013,879	-761,572

资料来源：公司财报，长城证券研究所（单位：百万元，中国太平单位为百万港元）注：退保率=退保金/（寿险责任准备金期初余额+长期健康险责任准备金期初余额+长期险保费收入），由于中国太平未公布相关数据，因此没有进行退保压力测试

■ 新单保费压力测试

新业务压力测试是对新单业务大幅下降对险企现金流状况的影响。从业务净现金流来看，除中国人寿外，其余险企新单保费下降 100% 时业务净现金流依然为正；中国人寿当新单保费下降 30% 时业务净现金流即为负。其中原因可能是中国人寿为寿险公司，仅有人身险保费无产险保费收入调节，导致新单保费下降同等比例情况下对现金流影响更大。中国人寿面临着更大的新单保费下降的流动性风险。从流动性缺口来看，在压力测试的几种情况中各险企都没有出现正缺口，说明公司资产足够支撑流动性需求。

表 24：上市险企新单保费压力测试流动性缺口

假设场景	中国平安	新华保险	中国人寿	中国太保	中国人保	中国太平
新单保费下降 30%	-2,772,573	-699,616	-2,871,775	-1,258,106	-793,189	-721,010
新单保费下降 50%	-2,736,872	-694,331	-2,837,545	-1,248,765	-782,324	-713,277
新单保费下降 80%	-2,683,320	-686,403	-2,786,201	-1,234,754	-766,025	-701,679
新单保费下降 100%	-2,647,619	-681,118	-2,751,971	-1,225,413	-755,159	-693,946

资料来源：公司财报，长城证券研究所（单位：百万元，中国太平单位为百万港元）

3.4 压力测试建模-在险价值法（VaR）

VaR 模型计算方法我们采用历史模拟法进行计算，借助于计算过去一段时间内的资产组合风险收益的频率分布，通过找到历史上一段时间内的平均收益，在置信区间为 95% 下的最低收益率，从而计算资产组合的 VaR 值，我们得到各公司数据的预测结果如下各表所示。

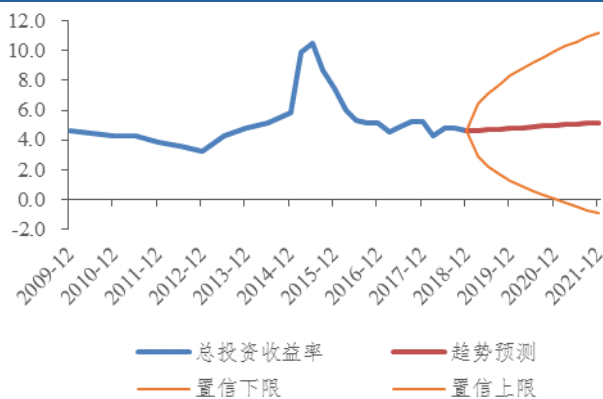
受资本市场波动、股市大幅下跌的影响，六家上市险企 2018 年的总投资收益率较 2017 年都有所下降，均降低到了 5% 以下。若按总投资收益率高低来排名，中国人保的总投资收益率为 4.9%，位居榜首；中国太保、新华保险的投资收益率均为 4.6%，并列第二；而其他三家险企中国太平、中国平安及中国人寿的总投资收益率均在 4% 以下，分别为 3.85%、3.7%、3.28%。其中中国太平公布的总投资收益率不包括对联营和合营企业的投资收益，与其余五家险企口径略有不同，因此总投资收益率偏低。

新华保险、中国平安、中国人寿、中国太保、中国太平、中国人保的总投资收益率相比上一年度分别下降了 0.6%、2.4%、1.34%、0.8%、0.63% 和 1.12%。其中除中国太保年底公布的总投资收益率较 2018 年中期公布结果有所上升外（从 4.5% 到 4.6%），其余五家上市险企的总投资收益率都较中期公布结果有所下降。中国平安的收益率下降幅度最大，其中有会计准则变化的原因。中国平安已经开始执行新金融工具会计准则 IFRS 9，导致分类为以公允价值计量且变动计入损益的资产大幅增加，公允价值变动损益波动加大，因此导致总投资收益率大幅下降。

根据对未来各险企总投资收益率的预测结果，除了中国太平之外，其余五家险企的总投资收益率均在未来几年有上升的趋势，中国人寿、中国平安、中国太保的总投资收益率在 2021 年底有望达到 4.5% 左右及以上的水平，但预计仍低于 5%（可能对资本市场慢牛走势预期，不会出现过去快速上涨的走势）；而新华保险和中国人保的总投资收益率预计有望达到 5% 以上的水平，其中对中国人保的预测结果显示，2020 年之后其总投资收益率超过了 6%。中国太平的总投资收益率可能在未来三年的预测区间内持续走低，在 2021 年可能下降到 3.5% 以下，与前述的口径不一致因素存在较大相关性。

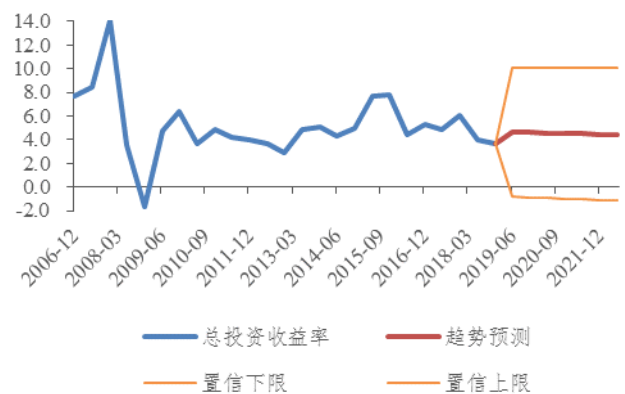
同时，由于预测采用指数平滑法，对近期历史数据赋予较大权重，因此预测结果的不同与近几年各险企投资收益率表现相关程度更大。2015 年后，其他五家险企的总投资收益率在波动中下降，而中国太平的总投资收益率一路走低。中国太平的权益投资占比在六家上市险企中最高，导致股票市场波动对其投资收益造成的影响更大。受到境内及香港股票市场大跌以及股本证券和投资基金主动优化持仓结构的影响，从 2015 年末到 2018 年末，中国太平已实现与未实现资本利得从 110.42 亿港元下降到亏损 27.36 亿港元。从预测的置信上下限来看，对六家险企投资收益率的预测均使用 95% 的置信水平，即未来的投资收益率的真实值有 95% 的可能性落在置信区间内，而随着预测期的外推，在距离当前越远的时刻预测误差越大，因此置信区间会逐渐扩大。

图 48：新华保险预测收益率（单位：%）



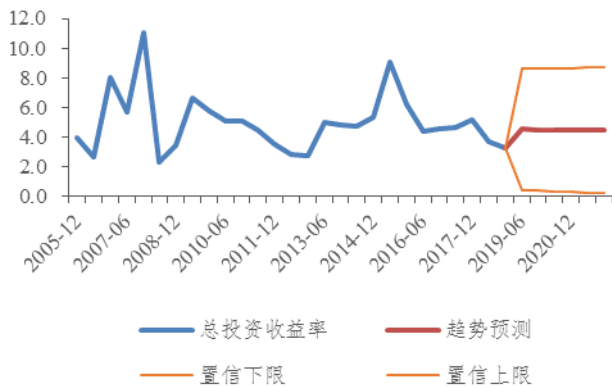
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 49：中国平安预测收益率（单位：%）



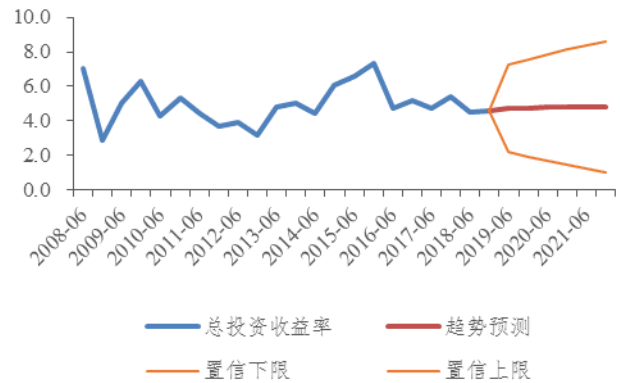
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 50: 中国人寿预测收益率 (单位: %)



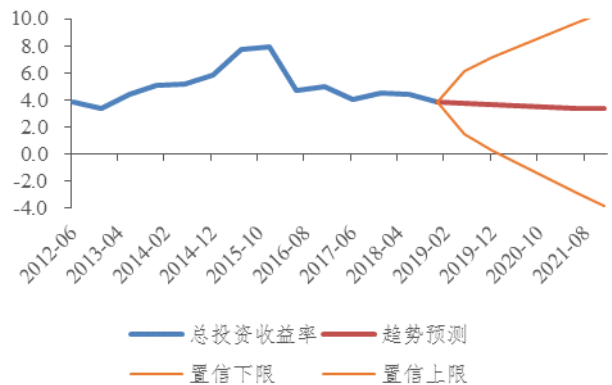
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 51: 中国太保预测收益率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 52: 中国太平预测收益率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 53: 中国人保预测收益率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

4. 内生属性+监管放松, 险企应对策略多元化

4.1 负债端: 加强代理人队伍建设, 提高运营效率

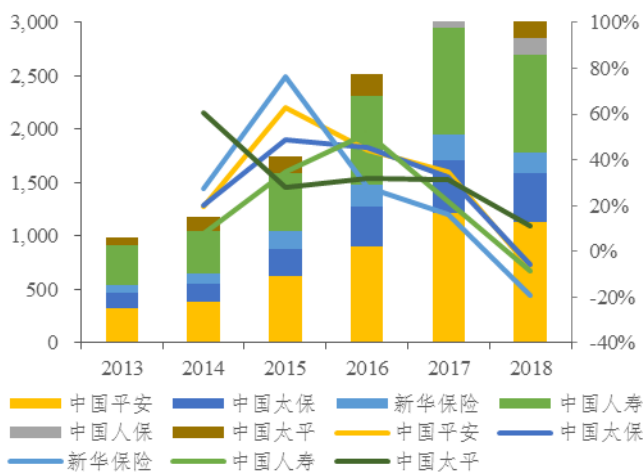
4.1.1 加强代理人队伍建设

目前代理人渠道仍是国内保险营销渠道的主力军, 整体增速趋缓主要源于前几年增速较快+代理人主动清虚, 发展代理人渠道可从规模和质量两方面入手。对于险企来说, 需增加代理人数量同时持续优化队伍结构, 保持绩优人力增长和提高代理人产能并举。除 2018 年外, 其余各年各险企的个险首年保费均处于阶梯上升的趋势, 2015 年后增速降低。人寿和平安占据份额较大, 相对份额较低的太保在增速上表现出了很强的攻势, 平安次之, 人寿增速最低。

代理人增速放缓, 提质增效大有可为。上市险企总保费的增长多依赖于代理人数量的扩张。除中国太平外, 各险企人均产能增速在 20% 以内, 远小于保费收入增速 20%-50%,

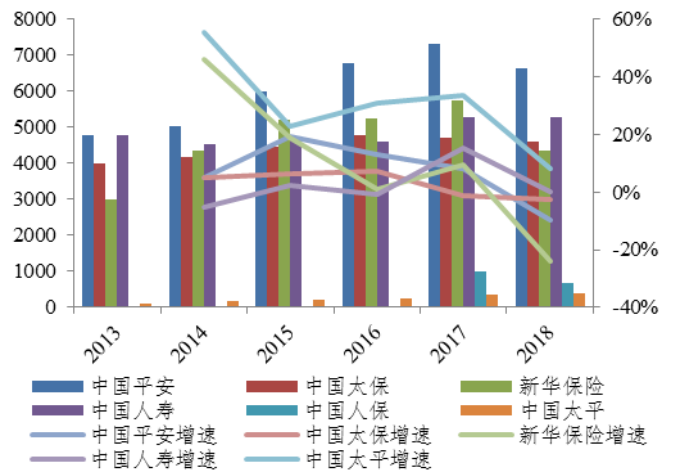
代理人数量的扩张对保费增长推动作用较大。2014-2017 年，险企代理人数量和月人均产能（月个险首年保费与月代理人数量之比）逐渐提高，2018 年增速均呈现下滑趋势。以中国平安为例，2014 年到 2017 年，平安寿险代理人数量从 63.6 万人上升至 138.6 万人，年复合增长率 29.65%。2018 年，平安寿险代理人数量，同比上涨 2.24%，增速大幅下降。可比口径下，上市险企寿险代理人总人数 406.97 万人，同比增长 0.75%。中国人寿和新华保险 2017 年代理人增速即出现下滑，中国人寿和新华保险代理人增速 11.63% 和 6.1%，低于 2016 年代理人增速 57.10% 和 26.64%。在人均产能增速方面，2014 年至 2017 年，中国太平人均产能增速稳定，维持在 30% 左右，其余险企震荡增长。代理人增速放缓情况下，险企可以通过业务培训、强化考核、科技赋能等途径，提高人均产能，深化销售渠道，维持保费增速。

图 54：上个险首年保费收入增速降低



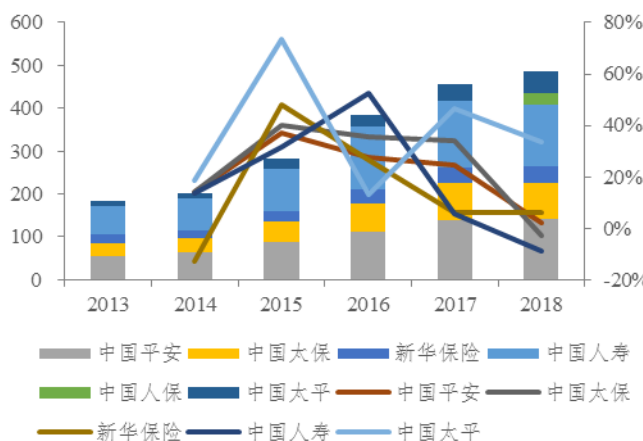
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 55：上市险企人均月产能及增速（单位：元/人，%）



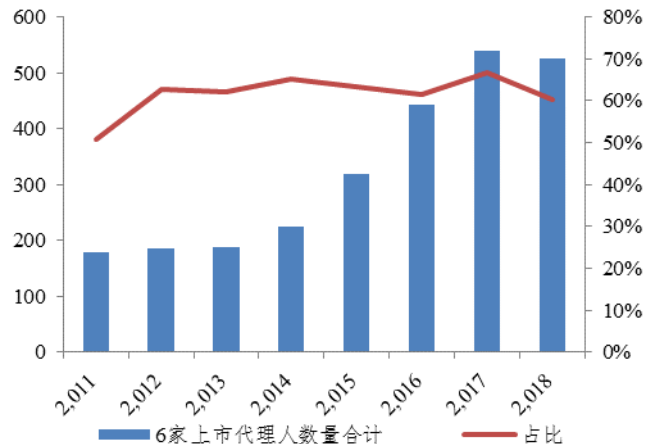
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 56：上市险企个险渠道代理人数量增速降低



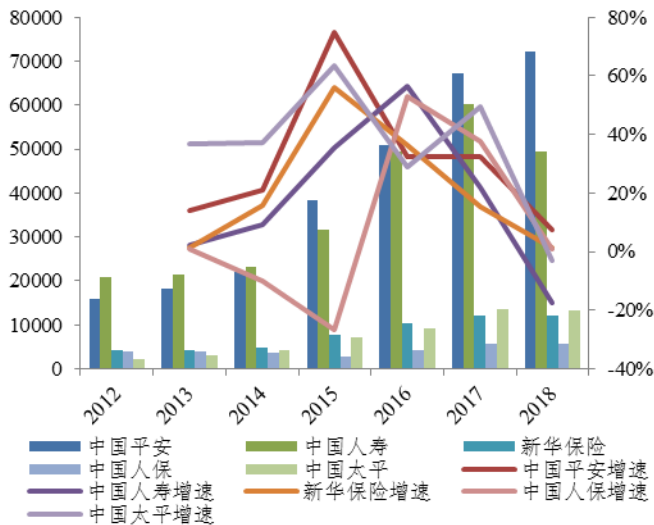
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 57：上市险企代理人数量占保险行业 60% 以上



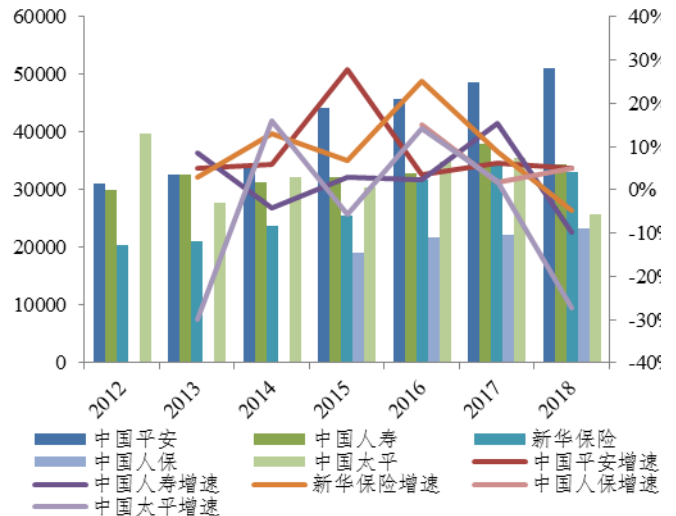
资料来源：公司财报等公开资料，长城证券研究所

图 58: 上市险企新业务价值及增速 单位(百万, %)



资料来源: 公司历年年报, 长城证券研究所, 中国太平单位为百万港元

图 59: 上市险企人均新业务价值及增速 单位(元/人, %)



资料来源: 公司历年年报, 长城证券研究所, 中国太平单位为港元

表 25: 保险代理人队伍趋专业化

险企	打法
新华保险	2018 年三季度提出, 将代理人队伍打造成一支合格的风险管理师队伍, 给客户 提供全程(覆盖全身生命周期)/全家(个人、每一位家庭成员)/全方面的服务(生、 老、病、死、残)
友邦保险	2018 年 4 月份, 在新五年计划中提出再塑卓越营销员的新标准——“五化”模式, 即规模增员精英化、经营管理系统化、销售顾问专业化、客户服务标准化、作业 平台数字化。
泰康保险集团	配备一批专业素质强、服务水平高的健康财富规划师, 2017 年 5 月开始第一批 培训, 截至 2018 年底已经举行了 5 期。

资料来源: 公司材料, 长城证券研究所

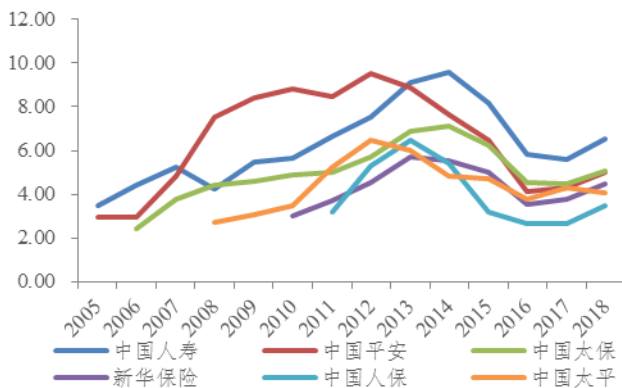
4.1.2 提高营运效率, 上市险企提升空间仍较大

费差益是险企利润来源之一, 保险公司在低利率时期可以通过合理调整开支增厚企业利润。以单位管理费用支撑的有效业务价值(即有效业务价值/人身险业务管理费支出)和单位人力成本支撑的有效业务价值(即有效业务价值/人身险手续费及佣金支出)来衡量上市保险企业运营效率。

根据 2018 年的数据, 中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平以单位管理费用支撑的有效业务价值分别为 10.46 元、8.34 元、11.49 元、5.91 元、2.85 元和 4.19 港元。从各险企上市以来的历年数据看, 各家公司的单位管理费用支撑的有效业务价值总体都呈上升趋势。业务管理费支出随业务数量变动较小, 因此较大的业务规模可以有效摊薄管理费用, 各家公司人身险保费收入都逐年上升, 中国人寿、中国平安和中国太保这三家公司的人身险保费规模较大, 相应单位管理费用支撑的有效业务价值较多。

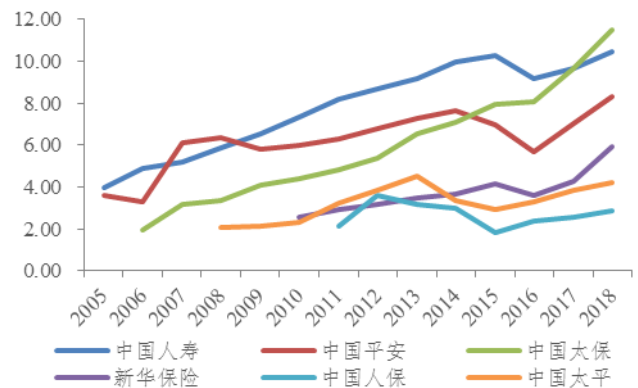
而对于单位人力成本支撑的有效业务价值，2018 年中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平的数据分别为 6.52 元、4.97 元、5.08 元、4.44 元、3.49 元和 4.09 港元。根据历年数据，各家公司的单位人力成本支撑的有效业务价值在 2014 年之后经历了下降周期，在 2017 年开始回升。佣金支出随业务量的增加而增加，因此该指标可反映代理人队伍的效率。单位人力成本支撑的有效业务价值下降与差异，可能因为市场竞争激烈，可能各家险企人身险业务主要靠代理人数量推动，过去人海战术下推动下的代理人资源浪费较严重；而数据回升可能与近年来各家公司持续优化代理人队伍结构，提高代理人产能有关，包括 2019 年以来主动采取的考核及清虚举动有关，意味市场对专业能力强的代理人需要相对比较旺盛。

图 61：上市险企单位管理费用支撑的有效业务价值



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 62：上市险企单位人力成本支撑的有效业务价值



资料来源：公司财报，长城证券研究所

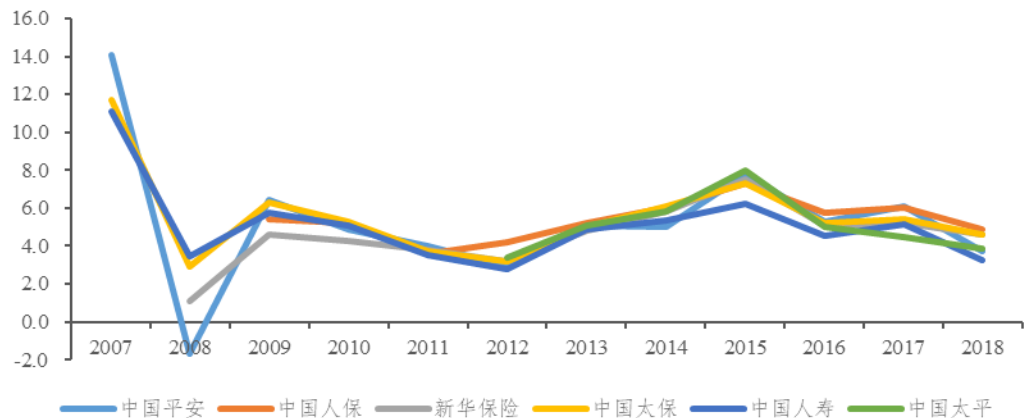
4.1.3 降低预定利率

90 年代末中国保险业曾出现严重利差损,保监会及时控制,催生审慎监管。1997-1999 年高保证利率时代,寿险产品预定利率与中央银行基准利率挂钩,在经济迅速发展时期,产品的预定利率较高;而在中央银行基准利率下调时,为保持市场竞争力,寿险公司不愿主动下调预定利率,这种预定利率长期稳定和中央银行基准利率短期波动之间的矛盾,导致利差损的出现。具体看 1999-2002 年,央行连续八次下调基准利率,一年期定期存款利率从 10.98% 降至 1.98%, 保险公司产生巨额利差损。为防止新的利差出现,直到 2013 年,保险预定利率维持在 2.5% 以下。

2013 年 8 月《中国保监会启动普通型人身保险费率政策改革》放开 2.5% 的上限限制,普通型人身保险预定利率由保险公司按照审慎原则自行决定。普通型人身保险保单法定评估利率为 3.5%,普通型养老金或 10 年期及以上的其它普通型年金保单,上限为 4.025% 和预定利率的小者。寿险预定费率的改革降低保险产品价格,促进了保险行业发展。

在利率下行的背景下,上市险企总投资收益率 2015 年后降低约 5%,2016-2018 年在 3.5%-4.5% 左右。为防止利差损,总投资收益率下滑,险企预定利率被迫下滑。

图 63: 2007-2018 年险企总投资收益率 (%)



资料来源: wind, 长城证券研究所

4.2 资产端：监管放松，险企配置品种日益多样性

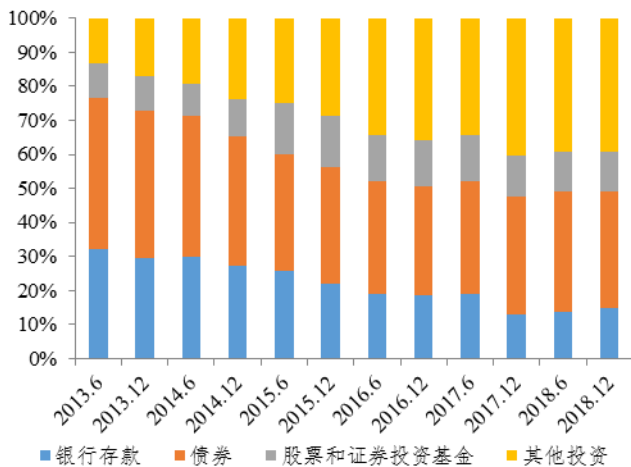
4.2.1 监管总体边际放松

2007-2018 年中国银保监会、原中国保监会发布系列政策指引规划险资入市，该阶段监管放松，险企配置品种日益多样性。

2007 年-2014 年，为刺激国内经济发展，监管当局鼓励资金进入金融行业，此期间中国银保监会、原保监会发布多条政策，扩大险资投资范围和品种，鼓励险资入债市投资债券或开展债权投资计划，增加债券投资基础设施比例，同时放宽险资投资股权和不动产的投资比例，开展保险资产管理公司资产管理产品试点业务，允许保险资金进行委托投资和境外投资等。

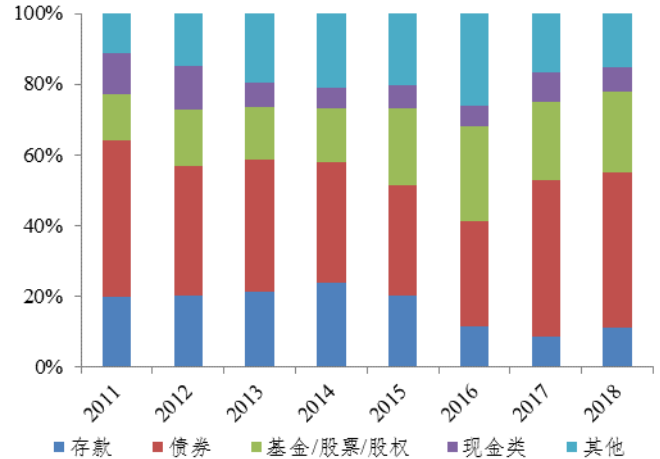
截至 2014 年底，保险资金运用余额为 93314.43 亿元，其它投资金额 22078.41 亿元，比重 23.66%，金额及占比持续提升。5 家上市险企（中国平安、中国人寿、新华保险、中国人保、中国太保）债券投资比重占总投资资产的比重为 44.68%，现金类比重为 3.51%，二者占比较 2011 年明显下降。与之相反，其它投资比重为 15.94%，较 2011 年的 6.14% 明显提升。

图 64: 2013.6-2018.12 保险资金运用情况 (亿元)



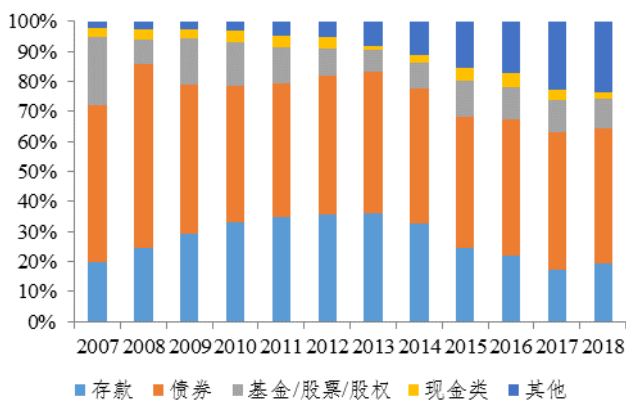
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 65: 中国人保资金运用情况 (%)



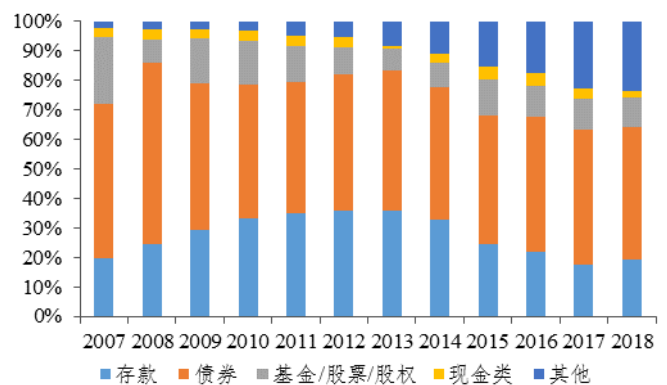
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 66: 中国人寿资金运用情况 (%)



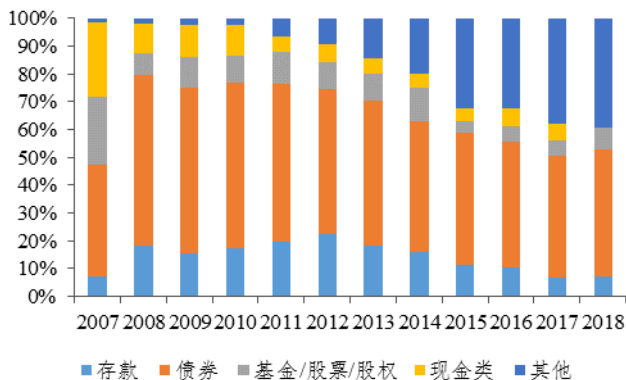
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 67: 中国太保资金运用情况 (%)



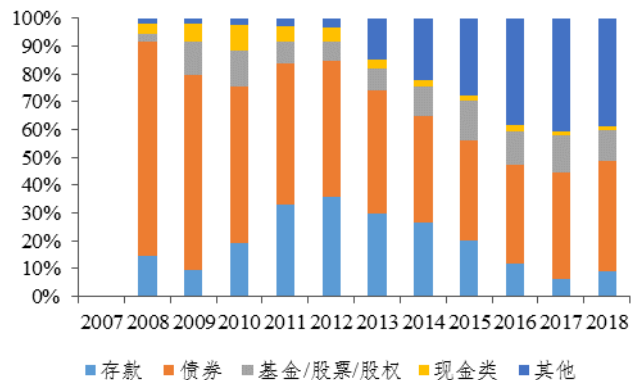
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 68: 中国平安资金运用情况 (%)



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 69: 新华保险资金运用情况 (%)



资料来源: wind, 长城证券研究所

2015-2018 年，国内经济发展“脱实向虚”，为引导资金流入实体企业，政府出台系列政策，大力支持险资投资国家发展战略重大工程，政府在扩大险资投资范围和比重同时强化和规范化险资运用监管，鼓励险资进行长期价值投资。

上市险企其他类投资比例上涨，定期存款投资比例快速下降：2018 年末，保险资金运用余额为 164088.38 亿元，其它投资 64122.04 亿元，占比 39.08%，相较于 2015 年提升 10.43pct。上市险企其他类投资金额 25360.87 亿元，比重 29.74%，相较于 2015 年提升 7.57pct。存款类投资金额 10523.31 亿元，占比 12.34%，相较于 2015 年下降 6.63pct。

此外，从接近监管层的人士处获悉，银保监会目前正在积极研究修订保险资金投资权益类资产比例上限，拟在当前 30% 基础上予以进一步提升。简单测算的话，若险资投资权益类资产比例提升 10 个百分点，将会给权益市场带来万亿的资金体量，这将对股市形成实质性利好，也将对实体经济形成有力支撑。

表 26：险资投资端政策梳理

出台时间	政策名称	发文单位	核心观点
2018/8/17	中国银保监会办公厅关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效中国银保监会的通知		险资可通过债权、股权、股债结合、基金等多种形式，积极服务国家重大战略、重点工程和项目
2017/5/16	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	原中国保监会	投资与国家战略一致的重大工程
2017/5/4	关于保险业支持实体经济发展的指导意见	原中国保监会	鼓励保险资金投资关系国计民生的各类基础设施项目和民生工程
2017/4/27	关于保险业服务“一带一路”建设的指导意见	原中国保监会	鼓励险资投资一带一路建设
2016/8/31	关于印发《中国保险业发展“十三五”规划纲要》的通知	原中国保监会	拓宽保险资金服务领域，创新保险资金运用方式，加强保险资金运用风险管控
2015/12/3	关于保险业服务京津冀协同发展的指导意见	原中国保监会	支持险资为京津冀产业升级转移提供资金支持
2015/9/24	国家改革发改委 中国保监会关于保险业支持重大工程建设有关事项的指导意见	国家改革发改委 原中国保监会	鼓励险资在发展、拓宽和创新重大工程建设投资基金
2015/9/10	中国保监会关于设立保险私募基金有关事项的通知	原中国保监会	规范保险私募基金的投资范围、发起人、注册制度及监管要求
2015/7/9	中国保监会关于保险资产管理产品参与融资融券债权收益权业务有关问题的通知	原中国保监会	参与融资融券债权收益权业务后可以协商还款期限，不得单方强制要求证券公司提前还款。
2015/7/8	中国保监会关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知	原中国保监会	符合条件的保险公司可提高保险资金投资蓝筹股票比例
2015/6/29	国务院关于中国保险投资基金设立方案的批复	国务院	同意设立保险投资基金，并将其用于支持国家战略发展
2015/3/27	中国保监会关于调整保险资金境外投资有关政策的通知	原中国保监会	进行境外投资的投资主体、投资品种、信用等级、风险责任人等的要求
2014/12/12	中国保监会关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知	原中国保监会	保险资金可以投资非首只的创业投资基金，规范基金管理机构、保险公司投资资质要求

2014/10/17	中国保监会关于保险资金投资优先股有关事项的通知	原中国保监会	规范保险资金投资优先股事项
2014/5/5	关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知	原中国保监会	规范保险资金投资集合资金信托计划业务
2014/2/28	中国保监会关于规范保险资金银行存款业务的通知	原中国保监会	规范保险资金银行存款业务
2014/1/7	中国保监会关于保险资金投资创业板上市公司股票等有关问题的通知	原中国保监会	险资可投资创业板股票，投资股票资产统一计算比例
2012/10/12	关于印发《保险资金参与金融衍生品交易暂行办法》的通知	原中国保监会	允许险资参与金融衍生产品交易，但仅为对冲风险
2012/10/12	关于印发《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》的通知	原中国保监会	规范境外投资的资质条件、投资规范、风险控制、监督管理
2012/10/12	关于印发《基础设施债权投资计划管理暂行规定》的通知	原中国保监会	规范设立债权投资计划资格条件、能力要求、发行时间和方式
2012/7/16	关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知	原中国保监会	降低投资股权或者不动产盈利规定，扩大投资范围和规模
2012/7/16	中国保监会关于印发《保险资金投资债券暂行办法》的通知	原中国保监会	规范险资投资债券的基础资产
2010/9/5	中国保监会关于印发《保险资金投资不动产暂行办法》的通知	原中国保监会	规范险资投资不动产的资质、投资比例和投资行为
2010/9/5	中国保监会关于印发《保险资金投资股权暂行办法》的通知	原中国保监会	规范保险资金投资标的、投资资本、投资比例
2009/12/29	关于保险机构投资无担保企业债券有关事宜的通知	原中国保监会	规范无担保债券的信用等级、投资方资格条件及投资方式
2009/9/22	关于债券投资有关事项的通知	原中国保监会	修改投资债券的盈利要求和投资比例
2009/3/19	关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知	原中国保监会	规范保险公司、保险资产管理公司投资基础设施债权投资计划和债券投资应满足的资格条件
2009/3/19	关于增加保险机构债券投资品种的通知	原中国保监会	投资政府债券增加部分地方债，企业债券增加境内中期票据等；投资无担保债券，季度偿付能力充足率不得低于 150%
2009/3/19	关于印发《基础设施债权投资计划产品设立指引》的通知	原中国保监会	关于开展债权投资计划业务资格的规范
2007/4/4	关于股票投资有关问题的通知	原中国保监会	取消保险机构投资者申购传统保险产品申购的金额限额

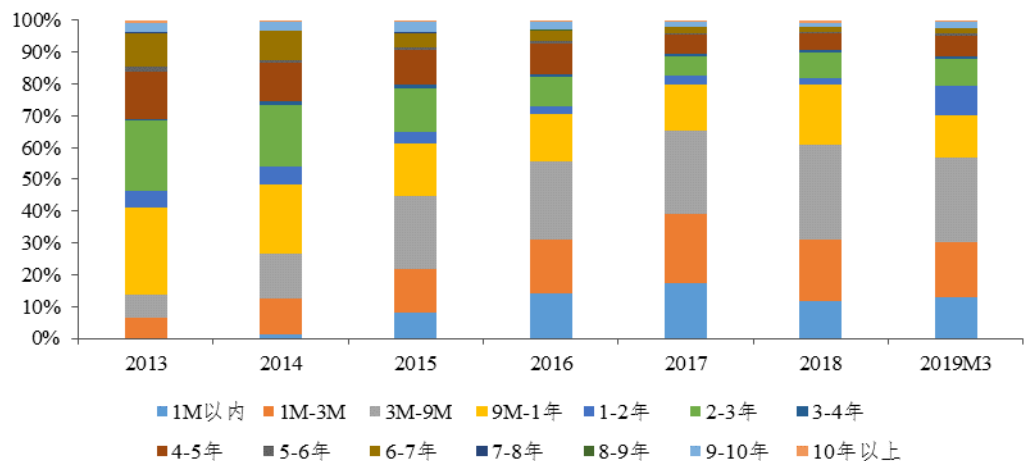
资料来源：银保监会，原中国保监会，长城证券研究所

4.2.2 债券品种日益丰富，利差管理难度降低

长期债券数量增加，期限错配减少，险资投资端收益趋稳。2013-2017 年期间，短期债券（1 年以内）数量占比逐年提升至 79.7%，2019 年 3 月短期债券数量占比下降至 70%，中长期债券所占比例有所上升，数量呈现增长趋势。长期债券数量的增加，扩大险资投资品类，利好主要资金配置于长期债券的险资的投资收益率。

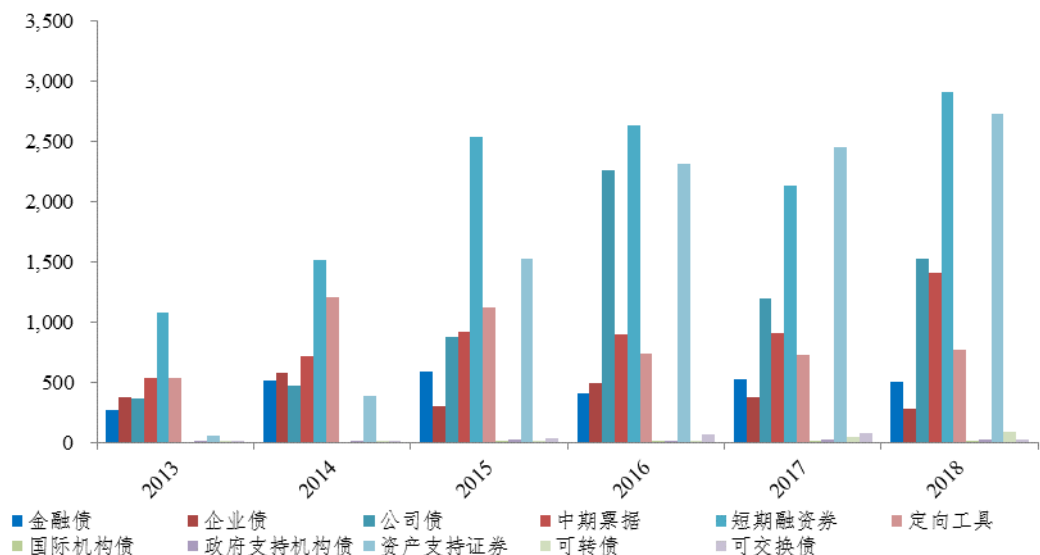
债券市场不断加大开放举措，虽然仍有观点认为中国债市流动性不足、评级体系未能与全球接轨、缺乏对冲工具、信用风险等成为境外投资者入场的顾虑。而彭博公司 4 月初宣布，将中国债券正式纳入彭博巴克莱全球综合指数，并将在 20 个月内分步完成。完成纳入后，人民币计价的中国债券将成为继美元、欧元、日元之后的第四大计价货币债券。这意味着，追踪该指数的国际投资者将开始涌入全球第三大、规模超 80 万亿元人民币的中国债券市场。央行相关负责人表示下一步将继续引进更多国际评级机构跨境展业或在本土落地，促进中国债市评级质量和国际认可度提升。我们也有理由相信未来债券市场的开放与债券品种有望不断提升。

图 71：债券发行期限占比



资料来源：wind，长城证券研究所

图 72：债券发行期限数量

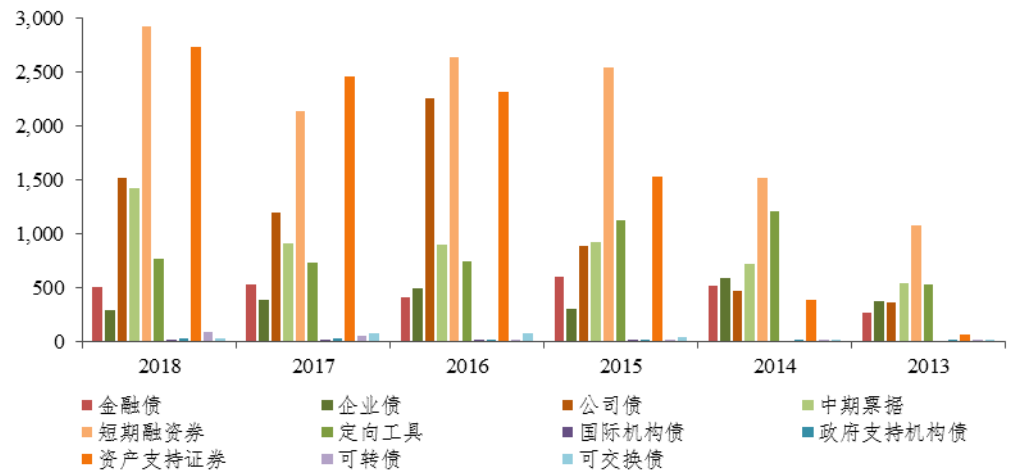


资料来源：wind，长城证券研究所

信用债的种类近年来逐渐增多，扩大了险资投资范围，多品种利率债的发行，有利于企业进行种类和期限配置，稳定险资投资债券收益率。2013 年后，政府支持债券、国际机构债、资产支持证券和可转债等品种陆续出现，新品种债券数量也呈现上涨趋势（2016 年除外）特别是资产支持证券，2013-2018 年期间数量从 63 上涨至 2736 只，年复合增长

率 212.60%；资产支持证券发行金额从 279.7 亿元增长至 20139.38 亿元，年复合增长率 235.22%。

图 73：各种类信用债发行只数



资料来源：wind，长城证券研究所

5. 估值与投资建议

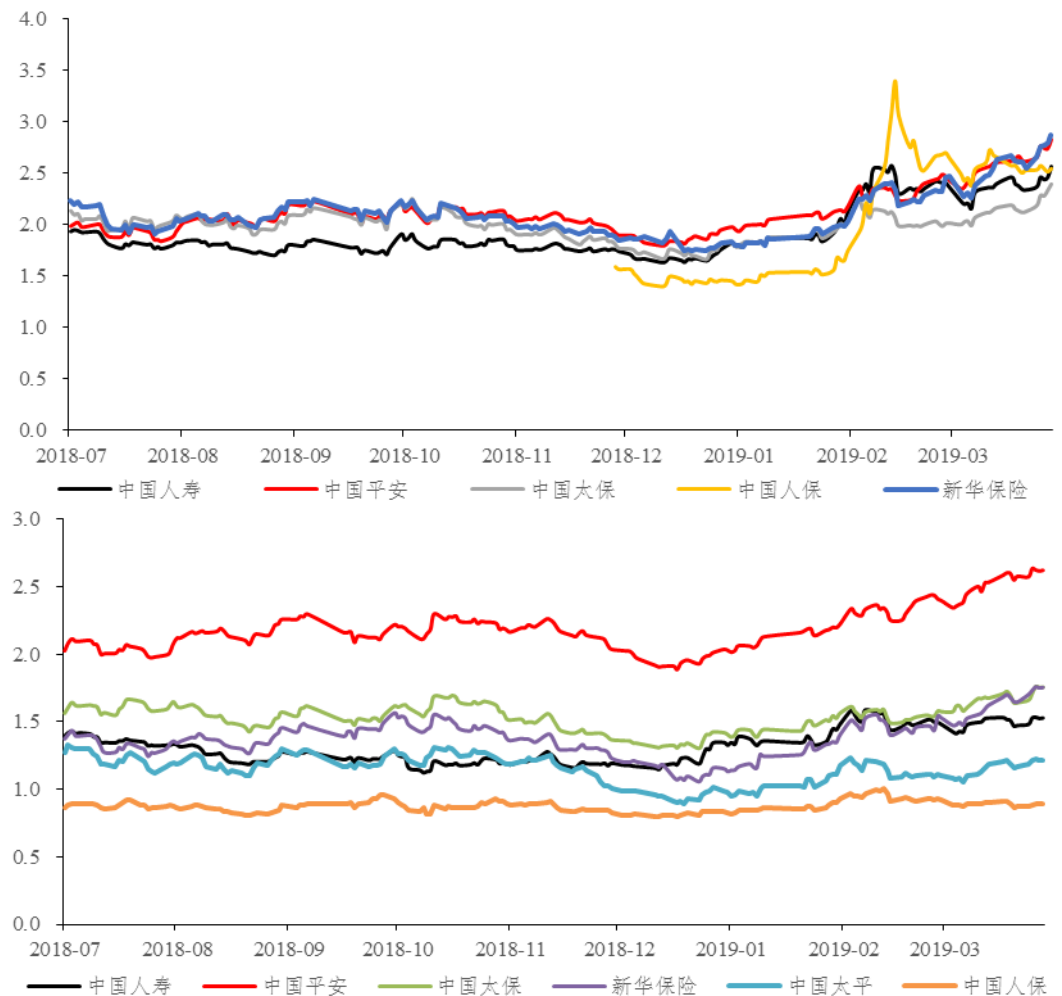
今年开门红，险企调整了开门红策略，部分险企在产品开发策略及销售策略有所分化，但以价换量已成行业共识，续期保费成为重要推动力。中国平安前期已给市场预期，预计在开门红期间的首年保费将有所下滑，但 NBVMargin 将保持较好的增长。平安开门红期间 20 多款新产品，主动聚焦长期储蓄型和保障型产品销售，压缩短交储蓄型产品，3 月保费增速为 13.6%，Q1 增速为 8.1%，预计在开门红第二阶段将比拼重疾类产品；新华首推“新华三保”+“附加心脑血管疾病”的销售策略，转型成效明显，保险姓保和保障功能进一步显现，2019 年 3 月保费增速达 12.3%，Q1 保费增速为 9.47%；中国太保总体因为推动开门红较晚，叠加 2018Q1 基数高，Q1 保费增速为 3.9%，预计随着时间推移，后续季度的保费销售会相对均衡；中国太平通过双年金策略，“卓越智臻”终身年金产品、福寿连连，实现高现价+高价值年金产品策略以同时推动，3 月保费增速为 12.13%，Q1 保费增速为 9.05%；中国人寿则凭借 70 周年庆契机，前期推出 4.025% 高定价利率产品“鑫享金生”产品，发出“突出价值、规模积极”的开门红策略口号，3 月保费受去年去年盛世臻品高基数影响增速为 -6.23%，拖累 Q1 累计保费增速为 11.91%。

近期受中美贸易摩擦波动的影响，市场出现常态化波动，需要密切关注。当前长端利率在 3.28% 附近（近期有所下滑），宏观经济方面受季节性等因素影响，新增贷款略低于预期，主要受非金融企业贷款下降影响；整体来看，4 月信贷增量在一季度冲量后正常回落。受信贷减量和非标融资下滑拖累，社融低于预期，地方政府债持续多增但力度减弱。未来货币政策或较前期克制状态有所放松，也为股市营造较好的环境，保险板块有望继续享受正反馈效应，但仍需密切关注股市波动的影响。

重点推荐中国平安（2019 年一季度业绩增速超预期，50-100 亿元回购彰显公司长期发展信心；2019Q1NBV 增速有望居行业前列）；重点推荐关注新华保险（NBV 增速在 2018 年下半年转正，带动全年 NBV 正增长，新业务价值率 47.9%，大幅提升 8.2pct，超出市场预期；差异化代理人策略及“以附促主”的产品销售策略初显成效，一季度公司实现总保费 431.69 亿元，同比增长 9.5%，长险首年保费同比增长 18%，业务结构不断改善；

4 月以来加大相关费用投入及代理人考核而有望保持保费增速领先地位)。推荐关注中国人寿(公司负债端和资产端均迎来利好,受“重整国寿”战略持续推进,2019Q1 表现优秀,深蹲起跳后净利增速领先行业);关注中国太保(2019Q1 公司整体业绩良好,非车险业务增速良好,车险业务迎来发展机遇;寿险新单略显乏力,但转型效果值得期待,预计 Q2 会逐渐发力);港股建议把握中国太平投资机会,人民币口径下 EV 同比+16.6%、NBV+1.7% (港币口径 NBV-2.9%、EV+11.3%),NBVmargin36%,增速优于同业。个险新单+11%,其中长期保障型占比同比+8ppt 至 46%。NBV 增速较上半年显著改善。投资端适时优化策略,投资收益好于预期。

图 74: 保险板块估值图 (上为 A 股, 下为 H 股)



资料来源: wind, 长城证券研究所, 截至 2019 年 5 月 18 日数据

6. 风险提示

中美贸易摩擦波动风险; 地缘政治风险; 股市下跌的系统性风险; 宏观经济下行风险; 长端利率下行风险。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>