

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2018 年 02 月 25 日

分析师

刘文强 021-31829700

Email:liuwq_cgws.com

执业证书编号:S1070517110001

股价走势图



数据来源: wind

相关报告

<<证券行业重资产业务变革赛道开启，任重道远>> 2018-02-12

<<严监管下险企开门红步入新常态，无需过渡担忧>> 2018-01-08

<<商业养老保险试点新政将落地，助力保险业长期向好发展>> 2017-10-24

保险行业资产负债错配，新规实施料将利好大型险企

——专题研究之（一）

核心观点

■ 受制于本国或地区资本市场发展情况，不同国家（地区）保险业资产负债匹配度有所差异

美国资产负债匹配情况较台湾、日本更加合理。美国受益于本国发达的资本市场，寿险与财险根据各自负债端久期特点匹配相应期限的资产，资产负债匹配度良好；日本资产端海外配置的加强一定程度上缓解了寿险行业久期较长的匹配压力，保守风格明显，有效久期缺口大约为 5 年；台湾地区受制于本地区资本市场体量，过度依赖海外资产配置，受利率、汇率等因素影响较大，放大了风险。

■ 我国保险市场日新月异，但资产负债错配风险犹存+管理模式亟待转型

自 2000 年来我国保险业保费收入实现了近 22 倍的增长，保险需求保持上升趋势，消费升级与政策红利释放是重要驱动力。虽然保险公司投资趋于多元化，但我国金融市场无论是广度还是深度还存在着诸多不完善之处，尤其是 10 年以上长期债券发行量严重不足，使得险企的资产负债管理具有很大弊端。目前我国险企在资产负债的期限结构、成本收益和现金流等方面错配风险仍然存在，特别是期限结构，国内上市险企的负债久期明显大于资产久期，而在香港上市的国内险企则基本匹配。在偿付能力的约束下，资产负债管理的模式急需改变。

■ 资产驱动负债模式终结，需警惕风险错配与期限错配所带来的风险

我们再次旗帜鲜明地强调警惕风险错配与期限错配需要注意基本面风险和三大技术性风险，也是监管层所高度关注，并对以中小型险企为代表的资产驱动负债型扩张的行业野蛮发展模式打响了监管战役。以下几点值得密切关注：一是长期股权投资标的是否能够产生足够高的 ROE 水平，该项投资能否在覆盖负债成本之后还保持较高的安全边际，是以安邦为代表的中小型险企错配投资模式的基础。二是需要关注所投股权项目的收益不能在适当时间、以适当额度反映于损益表上所存在的风险。考虑到保险公司在现实经营过程中存在着管理层任期、员工绩效、合理避税、再融资时点等各种所潜在约束，即便是基本面良好的股权项目，若高 ROE 不能尽快体现在损益表上，可能会导致损益表当期亏损，会增加下一轮融资难度。三是需要关注所投股权项目公允价值下跌影响资产负债表的稳健以及偿付能力充足度的波动风险，尤其是在国内外市场联动性愈发显著的当下。即便是所投资股权项目利润与分红良好，但若股权公允价值或股票价格下跌所导致投资浮亏，存在侵蚀资产负债表甚至使得偿付能力不足的风险。四是要关注现金流风险。短期负债到期后若不能够顺利通过新负债获得现

金流，叠加长期股权无法迅速变现，使得资金流紧张，存在运营风险。

■ **强监管+“扶优限劣”的灵活性，上市险企市场集中度将提升**

资产驱动负债的激进模式不可取，保监会越来越重视对保险公司资产负债的管理，差异化监管对高评级的保险公司采取鼓励政策，而对低评级的险企采取限制措施，实施硬约束。同时，从“负债端”收紧，体现“保险姓保”，保险应回归保障本源；从“资产端”出新，《保险资金运用管理办法》在严监管下也兼具灵活性，这都将更加利好大型险企，市场集中度料将进一步提升。当前时点，我们仍然认为保险板块方兴未艾，价值增长+估值提升仍可期，需增持底部预期的保险板块，把握好低吸机会，维持行业“推荐”评级。

- **风险提示：**海外市场大幅下跌风险；国内股市大幅下跌风险；监管趋严风险；开门红数据大幅下跌风险。

目录

1. 资产负债匹配，从利率风险到全面风险	6
2. 国际保险市场资产负债匹配经验借鉴	6
2.1 受益于发达的资本市场-美国保险市场资产负债匹配度高	6
2.2 依赖海外市场-日本保险市场资产负债匹配较好	11
2.2.1 资产配置结构	11
2.2.2 日本保险市场资产负债匹配度较好	13
2.3 中国台湾保险市场资产负债匹配	14
2.3.1 资产配置结构相对多元	14
2.3.2 中国台湾保险市场资产端需应对长久期负债压力	16
2.4 国际与国内保险资金运用的相关规定	17
3. 保险市场日新月异，资产负债管理“不可同日而语”	18
3.1 保险市场需求上升，投资市场应紧跟时代步伐	18
3.2 资产负债错配风险突出，管理模式亟待转型	21
3.2.1 期限结构错配，上市险企负债久期远超资产久期	21
3.2.2 成本收益错配，需把握投资时机	24
3.2.3 现金流匹配，需关注净现金流出	25
3.2.4 偿付能力充足率，风险管理是保障根本	27
4. 资产负债管理升级，保险业未来何去何从？	29
4.1 保险回归保障本源，偿付能力才是核心	29
4.2 资产驱动负债模式终将淘汰，差异化监管推陈出新	30
4.3 市场集中度料将提升，优者更优、劣者淘汰	31
5. 投资建议	32
6. 风险提示	33

图表目录

图 1: 美国产险公司所持各久期债券构成	8
图 2: 美国寿险公司债券组合构成	8
图 3: 2001 至 2016 年美国寿险业一般账户资产配置	8
图 4: 美国 10 年期国债收益率变化	9
图 5: 美国产险公司所持各久期债券构成	9
图 6: 美国寿险公司债券组合构成	9
图 7: 资产净投资收益率	10
图 8: 2016 年各主要国家/地区资本市场市值	11
图 9: 2006 至 2015 日本寿险资产配置	12
图 10: 2009 至 2016 日本财险资产配置	12
图 11: 2011-2015 日本寿险海外资产配置变动	12
图 12: 2015 至 2016 日本保险市场保费结构	14
图 13: 2000 至 2016 日本保险市场不同类型产品保费占比	14
图 14: 2000-2016 中国台湾寿险资产配置	15
图 15: 2015 年中国台湾债券余额占生产总值比例	16
图 16: 2014 年各国/地区保险行业不同产品类别保费占比	17
图 17: 保费收入呈逐年上升趋势	19
图 18: 保险密度呈逐年上升趋势	19
图 19: 低利率环境有所缓和, 进入利率上行周期	19
图 20: 金融市场长期债券发行量严重不足	19
图 21: 保险业整体资产配置以债券居多, 其他投资占比逐年增加	20
图 22: 中国平安资产配置情况	20
图 23: 中国人寿资产配置情况	20
图 24: 中国太保资产配置情况	21
图 25: 新华保险资产配置情况	21
图 26: 中国人保资产配置情况	21
图 27: 中国太平资产配置情况	21
图 28: 中国平安资产负债期限结构	22
图 29: 中国人寿资产负债期限结构	22
图 30: 中国太保资产负债期限结构	22
图 31: 新华保险资产负债期限结构	22
图 32: 中国人保资产负债期限结构	23
图 33: 中国太平资产负债期限结构	23
图 34: 友邦保险单位连结式合约及合并投资基金的配置	24
图 35: 友邦保险保单持有人及股东部分的配置	24
图 36: 友邦保险的期限结构	24
图 37: 六家上市险企总投资收益率变化情况	25
图 38: 四家财产险公司综合成本率多低于 100%	25
图 39: 寿险公司偿付能力充足率	27
图 40: 产险公司偿付能力充足率	27

表 1: 2016 年美国寿险资金的资产配置 单位: 亿美元	7
表 2: 美国保险公司一般账户下不同期限债券占比 单位: %	10
表 3: 日本金融子行业资产与负债结构和久期	13
表 4: 中国台湾寿险资产配置结构	15
表 5: 中国台湾寿险业保费收入结构 单位: 百万元新台币	16
表 6: 美国、香港、中国台湾、日本和中国的保险资金运用的投资范围和比例	17
表 7: 六家险企资产负债久期测算, 国内上市险企期限错配风险较大	23
表 8: 友邦保险近三年来资产负债久期基本匹配	24
表 9: 六家上市险企的净现金流 单位: 百万元	26
表 10: 六家上市险企 2016 年 SARMRA 评分, 寿险业普遍高于产险业	27
表 11: 前海人寿与恒大人寿的资产驱动负债模式走向终结	28
表 12: 安邦财险和安邦人寿的激进之路	29
表 13: 《保险资产负债管理监管办法(征求意见稿)》的评估体系	30
表 14: 保险资金运用的相关规定及讲话	31
表 15: 《保险资金运用管理办法》相关规定	32

1. 资产负债匹配，从利率风险到全面风险

近年来，社会资本对保险业的热情高涨，主要是基于几方面的原因。其一是在新一轮经济周期与产能过剩的格局下，一些产业到了发展平台期，业绩提升遇到瓶颈，向金融行业尤其是保险业拓展，以期深挖其财富的“护城河”，成为其发展的现实驱动力与内在需求，也是很多产业巨头未来商业棋局中的关键决胜要素之一。其二是在中国经济从投资向消费转型升级的大背景下，供给侧改革所激发的保险消费潜力，叠加政府管理职能转变所带来的对商业保险服务的巨大需求，为保险行业的发展提供了历史性的发展机遇。

各路资本在如过江之鲫涌入了保险行业，无不出政策之右。作为保险业新兵的前海人寿和恒大人寿，其超常规发展路径刷新业界对保险行业的认知，前者已打上了“用3年时间走完平安保险16年的发展历程”，后者则是以开业首月破百亿保费收入强势开局入保险业。该类险企负债端的扩张令行业饱受热议，而其资产端在资本市场上的屡次纵横捭阖，亦令市场瞠目结舌。我们认为，无论是2016年初的宝万之争，还是之后的侨兴债违约事件浮出水面，无不折射出跨市场、跨产品、跨区域、跨行业的特点。在金融综合化、混业化经营日益加剧的当下，保险业难以独善其身，集中体现为保险业的资产负债错配等问题。

关于资产负债匹配管理等问题近年来受到监管层的高度关注。传统的定义是基于利率风险角度，在利率不规则波动的环境下，通过调整资产负债的结构，保证资产的现金流入和负债的现金流出相匹配。随着金融风险的多样化和保险经营环境的复杂性，广义的定义则上升到整体风险管理角度，指在安全性、流动性和收益性的原则上为实现企业财务目标而制定、实施、监督和修正与其资产负债有关决策的持续管理过程，使得未来的投资收益能够覆盖负债成本，产生一定的利润。若资产和负债的期限、成本收益、现金流和偿付能力充足率等方面不匹配，保险公司的资产负债错配风险就会由此产生，监管层对此关注度也不断提升，主要领导多次在公开场合做过相关表述。我们认为目前中国保险业的资产负债期限错配问题基本分为两类：一类以A股上市险企为代表，基本体现为负债的久期大于资产久期；一类体现为大部分中小型险企，主要表现为负债久期小于资产久期，简而言之是短钱长配问题较为突出，蕴含风险。

2. 国际保险市场资产负债匹配经验借鉴

2.1 受益于发达的资本市场-美国保险市场资产负债匹配度高

1940年，美国通过《投资公司法》将保险资产管理账户分为一般账户与独立账户进行单独管理，其中，一般账户是由保险公司部分或全部承担投资风险的账户，监管机构对于一般账户的投资限制相对较多。一般账户包括一些有固定给付的传统寿险、由固定给付或最低保证的养老金或年金产品，保险公司自身承担风险，需要单独计提风险资本，账户资金的稳定与安全更加重要，投资策略与资产配置较为保守；而独立账户是由投保人或者受益人直接享有全部投资收益的资金账户。一般来说，独立账户设有若干个投资组合，并将其分为若干等价值单位，客户可以决定保费在投资组合间的分配，独立账户对应投连险、万能险、变额年金等，保险公司无需单独计提风险资本。由于一般账户与独立账户在各方面的不同，所以两者在配置结构上有着很大差异。

■ 结构：各账户资产配置差异较大，整体以债券为主

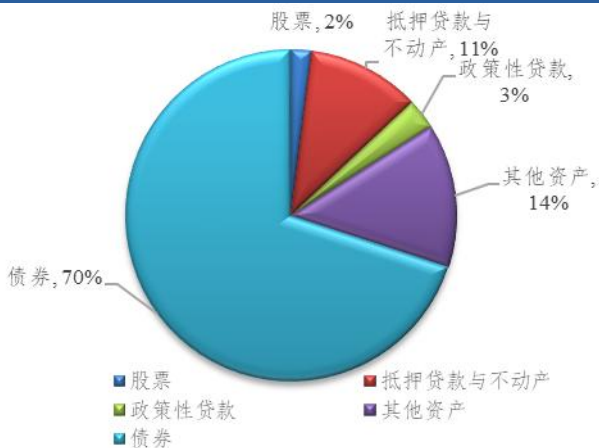
美国保险业一般账户的资产配置，从长期来看体现出高度稳健与稳定的特点。2016 年美国寿险资金中，一般账户的资产配置以固定收益类的债券为主、占比超过 69%，债券主要以收益相对较高的公司债和资产支持债券为主，投资于股票的比例仅为 2.4%。具体看债券方面，从 2016 年保险行业的数字来看，公司债券占比较高，约占 65% 以上，除此之外，政府债券与结构性债券（包括资产支持债券与混合债券）各约占 18%。一般账户下的寿险资金在不动产类资产的占比仅为 0.6%。独立账户下的寿险资金在债券类资产的配置占比 15.2%，远低于一般账户项下的配置，而股票类资产占比超过 77%，占资金的绝大部分。除债券和股票外的其他资产合计仅占 7% 比重，该类账户下寿险资金的配置风险偏好较高，与此同时收益率也比较高。

表 1：2016 年美国寿险资金的资产配置 单位：亿美元

资产类别	一般账户		独立账户		合计	
	余额	占比/%	余额	占比/%	余额	占比/%
债券						
政府债券						
美国	\$362,040	8.5	\$66,451	2.6	\$428,491	6.3
外国	87,171	2.1	6,345	0.3	93,516	1.4
合计	449,211	10.6	72,796	2.9	522,007	7.7
公司债券	2,054,331	48.3	203,089	8.1	2,257,419	33.3
资产支持债券	460,685	10.8	107,503	4.3	568,188	8.4
债券总计	2,964,227	69.7	383,388	15.2	3,347,615	49.4
股票						
普通股	92,810	2.2	1,951,501	77.4	2,044,311	30.2
优先股	10,156	0.2	1,107	0.0	11,263	0.2
合计	102,966	2.4	1,952,608	77.5	2,055,574	30.4
抵押贷款						
农场	19,129	0.4	1,383	0.1	20,512	0.3
居民	16,649	0.4	27	0.0	16,675	0.2
企业	412,987	9.7	21,930	0.9	434,917	6.4
合计	448,764	10.6	23,340	0.9	472,104	7.0
不动产	24,746	0.6	22,178	0.9	46,925	0.7
政策性贷款	129,704	3.1	4,889	0.2	134,593	2.0
短期投资	58,362	1.4	17,118	0.7	75,480	1.1
现金和现金等价物	45,870	1.1	17,465	0.7	63,335	0.9
衍生品	62,046	1.5	2,474	0.1	64,520	1.0
其他投资资产	188,364	4.4	67,316	2.7	255,679	3.8
非投资资产	226,544	5.3	29,647	1.2	256,191	3.8
合计	4,251,592	100.0	2,520,422	100.0	6,772,014	100.0

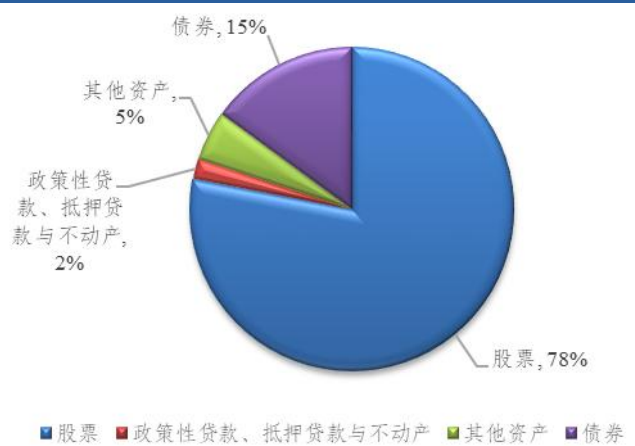
资料来源：ACLI，长城证券研究所

图 1：美国产险公司所持各久期债券构成



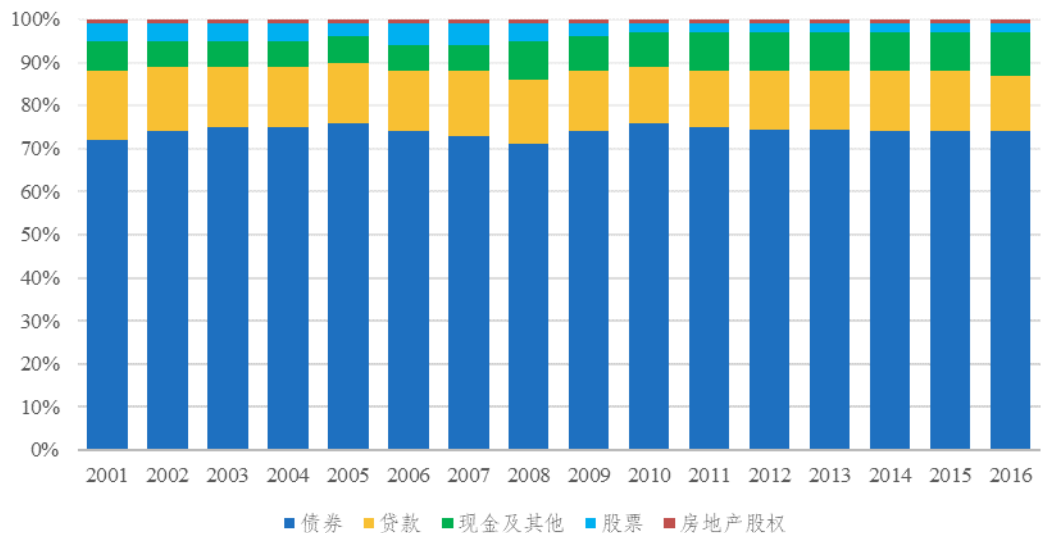
资料来源：ACLI，长城证券研究所

图 2：美国寿险公司债券组合构成



资料来源：ACLI，长城证券研究所

图 3：2001 至 2016 年美国寿险业一般账户资产配置



资料来源：ACLI，长城证券研究所

另外，固定收益类、货币类、权益类这三大类资产的相对配置比例从长期来看未有显著变化。自 1990 年开始，美国宏观经济和资本市场经历了多轮涨跌周期，保险行业本身也经历了产品和监管上的变化，但美国保险资金在股类标和债类标之间的比例分配一直比较稳定。尽管一般账户和独立账户债券投资资产绝对量在增长，但投资占比从 2010 年起开始有缓慢下降，这主要是由于美国债券市场收益率近年来持续下探，其中 10 年期国债收益率从 2001 年 5% 下降到 2.5%。

图 4: 美国 10 年期国债收益率变化



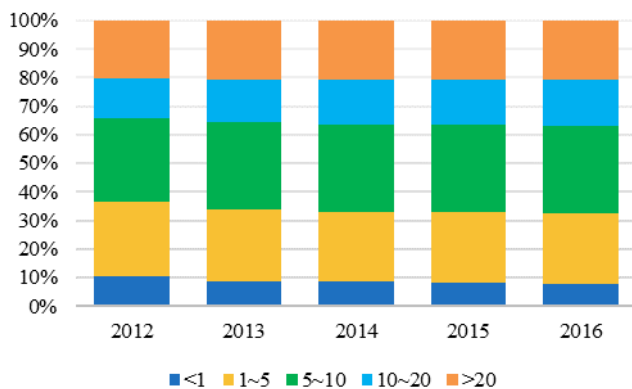
资料来源: wind, 长城证券研究所

■ 期限: 寿险财险配置与负债特征一致

从期限结构看, 寿险业约 70% 的债券期限在 5 年以上, 其中大于 10 年的债券约占 35%。2016 年年底, 一般账户下 30% 债券期限为 5 年至 10 年。2016 年美国寿险业债券剩余期限长于 20 年的占债券投资规模的 21% 左右, 较 4 年前增加 1%; 期限在 10 至 20 年的占债券投资规模的 16%, 较 4 年前增加 2%; 期限在 5 至 10 年的占比 30%, 较 4 年前增加 1%; 期限在 1 至 5 年的占债券投资规模的 25%, 较 5 年前缩小 1%; 期限在 1 年以下的占比 8%, 较 5 年前缩小 2%。总体来看, 这种趋势尤其体现在公司债券上, 期限在 5 年以上的公司债券占比近 5 年来一直在不断增长, 5 年一共增长 2% 左右, 而期限小于 5 年的公司债券则下降了 2% 至 3% 左右。

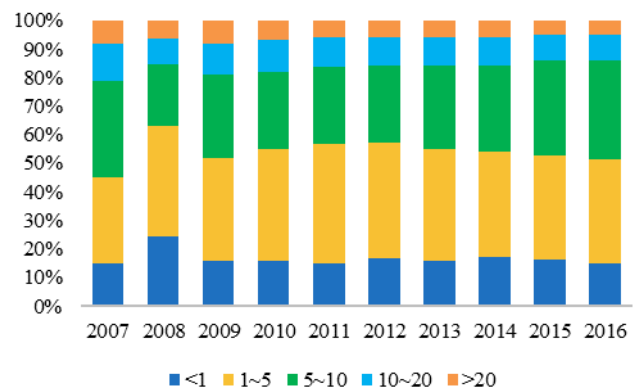
而产险公司的债券占比情况则不同, 2016 年美国产险公司期限在 10 年以下的债券占比超过 85%, 其中 5 年以下债券占比超过 50%, 这与产险公司负债期短而无法配置久期长而收益更高的债券有关系。寿险公司由于负债的偿还期限较长, 可以投资久期长达 10 年以上的债券, 从期限优化中获取高收益, 从而寿险公司低配股票, 高配债券资产。

图 5: 美国产险公司所持各久期债券构成



资料来源: NAIC, 长城证券研究所

图 6: 美国寿险公司债券组合构成

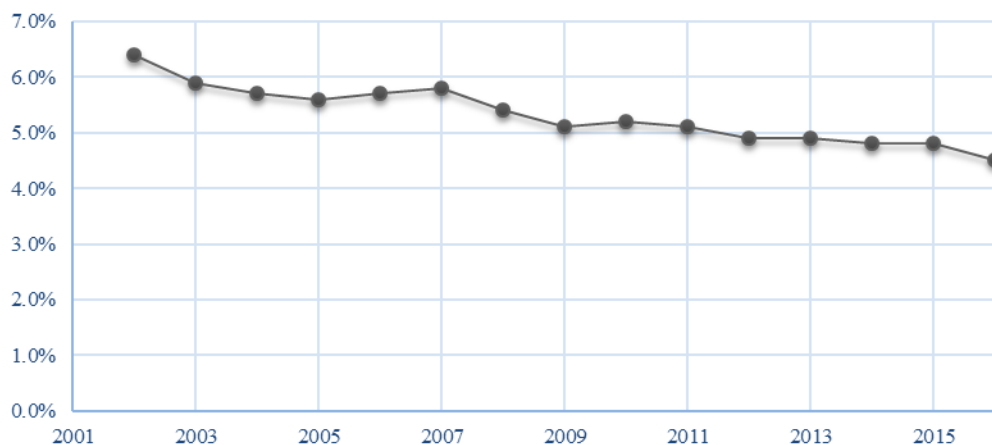


资料来源: ACLI, 长城证券研究所

表 2：美国保险公司一般账户下不同期限债券占比 单位：%

	<1 年	1~5 年	5~10 年	10~20 年	>20 年	总计
政府债券						
2012	13.5	18.8	18.3	23.2	26.3	100.0
2013	9.9	17.5	19.1	25.4	28.0	100.0
2014	8.5	17.9	19.0	25.8	28.7	100.0
2015	10.2	19.1	18.2	24.8	27.7	100.0
2016	11.2	20.0	18.1	24.6	26.0	100.0
公司债券						
2012	9.3	28.6	32.6	11.3	18.2	100.0
2013	8.0	27.6	34.3	11.8	18.3	100.0
2014	8.8	26.1	34.3	12.3	18.5	100.0
2015	7.7	26.2	34.4	13.0	18.7	100.0
2016	6.9	26.3	34.0	13.8	19.0	100.0
合计						
2012	10.4	26.1	29.1	14.2	20.2	100.0
2013	8.5	25.2	30.6	15.1	20.6	100.0
2014	8.8	24.1	30.7	15.5	20.9	100.0
2015	8.3	24.5	30.6	15.8	20.8	100.0
2016	7.9	24.8	30.2	16.4	20.7	100.0

资料来源：ACLI，长城证券研究所，加总数值可能会与 100% 有所出入

图 7：资产净投资收益率


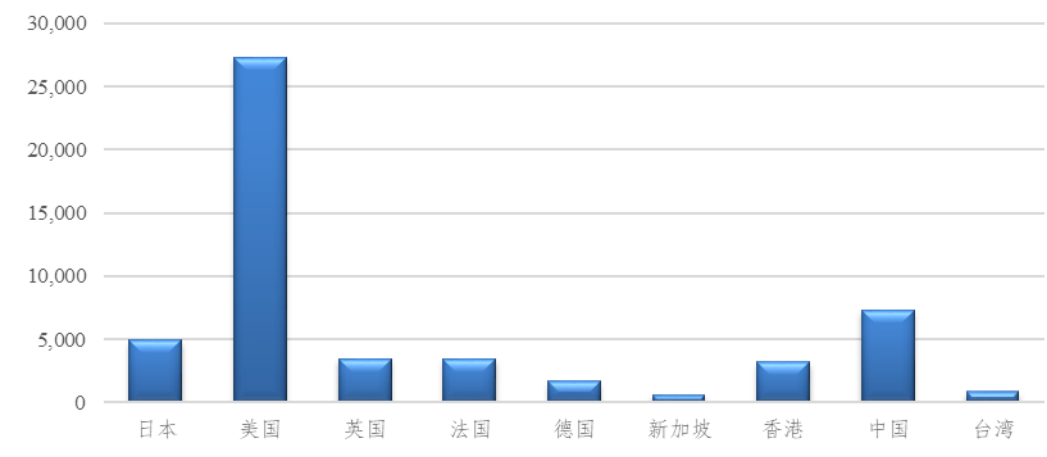
资料来源：ACLI，长城证券研究所

整体上，美国保险公司的投资收益率波动较小，但逐年缓慢下滑，这与中国保险公司相对剧烈的收益率波动形成鲜明对比。虽然年波动较小，但次债危机后全球进入持续的低利率环境，美国保险资金收益率的下滑不可避免，已从 2002 年的 6.4% 逐步降低至目前 4.5%。

■ 发达的资本市场有利于保险业进行资产负债匹配

美国相较于其他国家拥有完善与发达的资本市场，是海外保险投资的最大目标地之一，而美国保险业也充分受益于本国发达的资本市场，海外资产配置相对较低。

图 8：2016 年各主要国家/地区资本市场市值 单位：十亿美元



资料来源：wind，长城证券研究所

2.2 依赖海外市场-日本保险市场资产负债匹配较好

2.2.1 资产配置结构

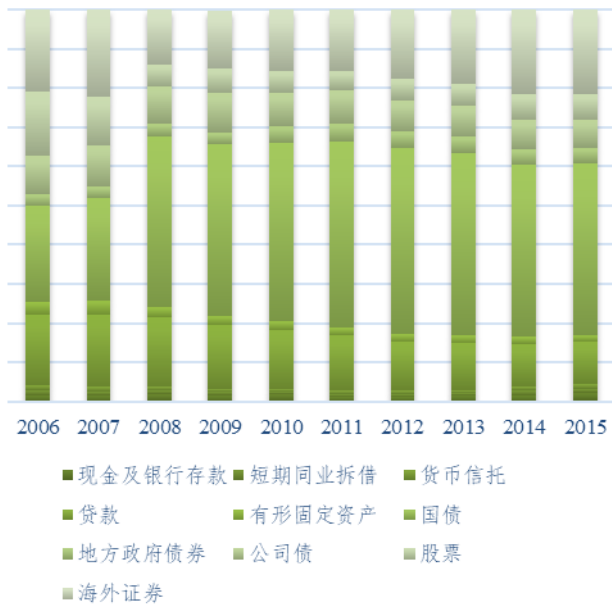
■ 日本寿险业资产配置相对稳健

寿险行业以固定收益类资产为主，债券、海外证券、贷款的比例位居前三，证券类资产总和约占比 80%左右，有形固定资产、货币类投资占比较少。上世纪日本保险企业倒闭潮以及 08 年金融危机对日本保险企业资产造成极大冲击，致使保险企业资产配置策略更趋保守。

✓ 债券配置保持高位

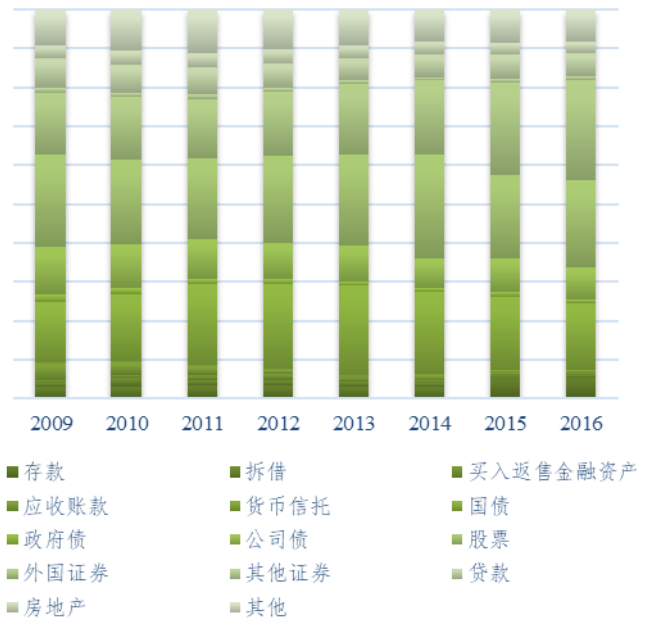
日本寿险行业债券配置比例从 2007 年 40%左右迅速上升至 2008 年 56%附近，上升约 16%。利率债（包括国债与政府债券）占比上升，而企业债券的比例则从 2009 年 10%附近逐年下滑至 2015 年的 7%附近。受 2008 年金融危机的影响，股票比例从 2007 年 12%大幅下降至 2015 年 6%附近。

图 9：2006 至 2015 日本寿险资产配置



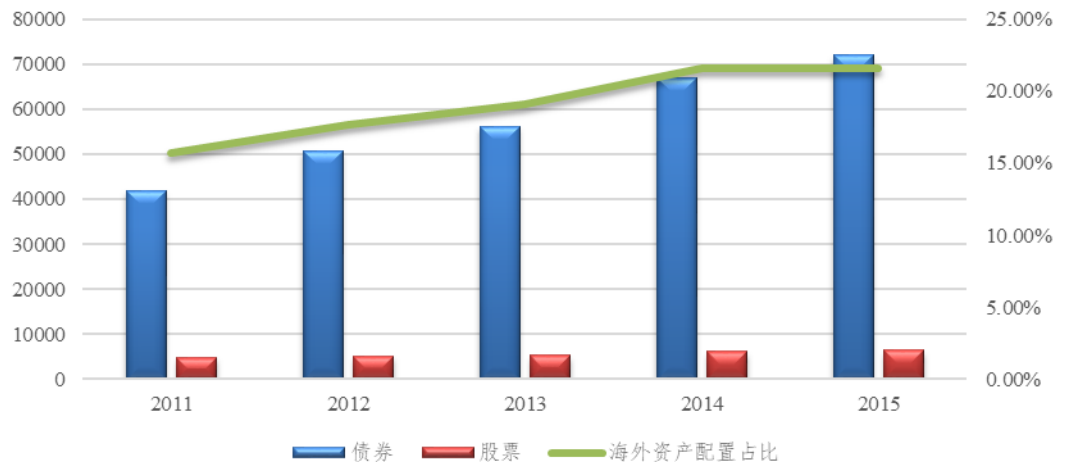
资料来源：LIAJ，长城证券研究所

图 10：2009 至 2016 日本财险资产配置



资料来源：GIAJ，长城证券研究所

图 11：2011-2015 日本寿险海外资产配置变动



资料来源：LIAJ，长城证券研究所

■ 海外资产成为关键

在国内经济和资产价格长期低迷的情况下，海外资产是日本寿险提升投资收益率的关键。基于日本国内自 2015 年以来低利率环境，海外投资一直在迅速上升，日本寿险公司投资国际资本市场的占比从 1995 年的 7.4% 增加到 2014 年的 20%，2008 年受金融危机影响占比曾降至 12.4%，后又恢复增长。

■ 财险行业与寿险类似

证券类资产占比自 2009 年以来稳定保持在 70% 至 75% 左右，与寿险类似；但是财险行业股票投资比例较高，自 2009 年至 2016 年保持在 20% 左右，而寿险相关的投资比例自金融危机后一直保持在 5% 左右。

2.2.2 日本保险市场资产负债匹配度较好

日本寿险公司对资产负债的匹配度十分关注，囊括了收益匹配、期限匹配和风险匹配等方面。其中，收益匹配主要是指在日本长期低利率环境下，可理解为“凯恩斯陷阱”，负债成本已经降至近乎零水平，资产端的压力和风险偏好也成同向变化，资产端聚焦配置了较多的固定收益类资产。同时，寿险公司通过提升长期国债的配置比重以达到拉长资产久期目的，减小资产久期和负债久期的差距；日本保险公司积极发行美元计价保险产品以挂钩美国债券，从而有效规避汇率风险；通过变额年金等新型保险产品的创新，并将资金大量投资于国际资本市场，以获得超额收益。

■ 资产负债有效久期缺口较小

日本寿险平均久期在 10 至 15 年左右，相对应的负债平均久期则在 15 至 20 年左右，日本寿险市场资产负债有效久期缺口小于 5 年，具有较好的资产负债久期匹配特性。非寿险公司加大对股票等权益类资产与期限较短的国内与国际债券的配置从而有效地缩小了资产负债有效久期缺口。

表 3：日本金融子行业资产与负债结构和久期

资产	久期（年）	投资资产结构（%）			
		日本债券	日本股票	海外证券	贷款/租赁
寿险	10~15	50	10	30	10
非寿险	3~4	30	30	30	10
租赁	2~3	0	0	0	100
信用卡	3~5	0	0	0	100
消费金融	3~5	0	0	0	100

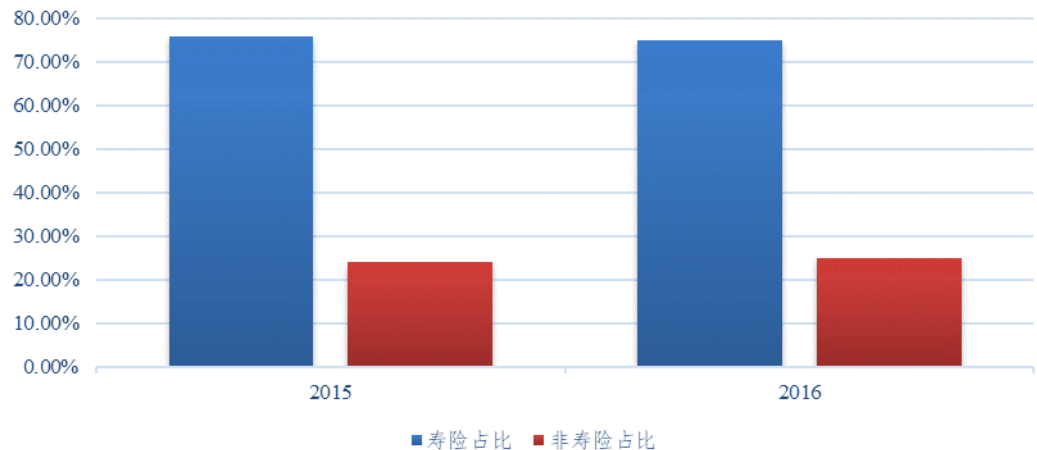
负债	久期（年）	融资结构（%）	
		直接	间接
寿险	15~20	100	0
非寿险	5~6	100	0
租赁	1~2	50	50
信用卡	3~5	30	70
消费金融	3~5	30	70

资料来源：LIAJ，长城证券研究所

■ 负债端保费结构趋于保守

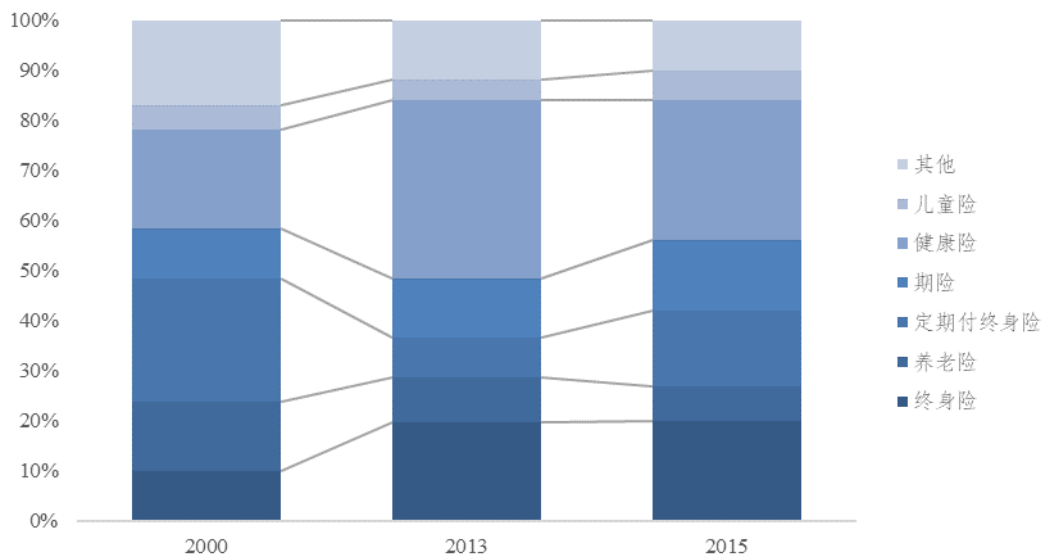
日本是全球老龄化最为严重的国家之一，65 岁及以上的人口比例 2015 年已达到 30%，这使得日本保险行业以寿险为主，具体到险种，终身险表现尤为出色。日本寿险的保费占比占据主要部分，2015 年至 2016 年占比约为 75%，财产险保费占比约为 25%。在寿险中，终身险、养老险等期限较长的产品占比较高，且有逐年升高的趋势，而期险等期限相对较短的产品相对于终身险、养老险等险种占比较低，但是期险的占比从 2000 年起有小幅度的上升。终身险与养老险等占比较高的险种拉长了日本保险行业负债端久期，但是近几年期险等期限较短的产品占比有所上升增大了资产端配置压力。

图 12: 2015 至 2016 日本保险市场保费结构



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 13: 2000 至 2016 日本保险市场不同类型产品保费占比



资料来源: LIAJ, 长城证券研究所

2.3 中国台湾保险市场资产负债匹配

2.3.1 资产配置结构相对多元

■ 中国台湾地区保险业高度发达

中国台湾地区保险负债端的高度发达为资产端提供了充足的资金,也带来了资产负债匹配压力。台湾保险市场资金的充足一方面可以跨入更高的投资门槛,获得更高的收益,但另一方面,受限于单个资产类别投资规模与监管政策限制,以及收益边际递减的规律,中国台湾保险公司必须向更多元化、国际化发展,从而解决资产负债匹配问题。

海外资产配置超过 60%: 中国台湾地区保险资金海外投资占比极高,海外债券与房地产是热门标的。2016 年海外投资占比高达约 63%,远高于其他国家或地区。

■ 资产配置多元化

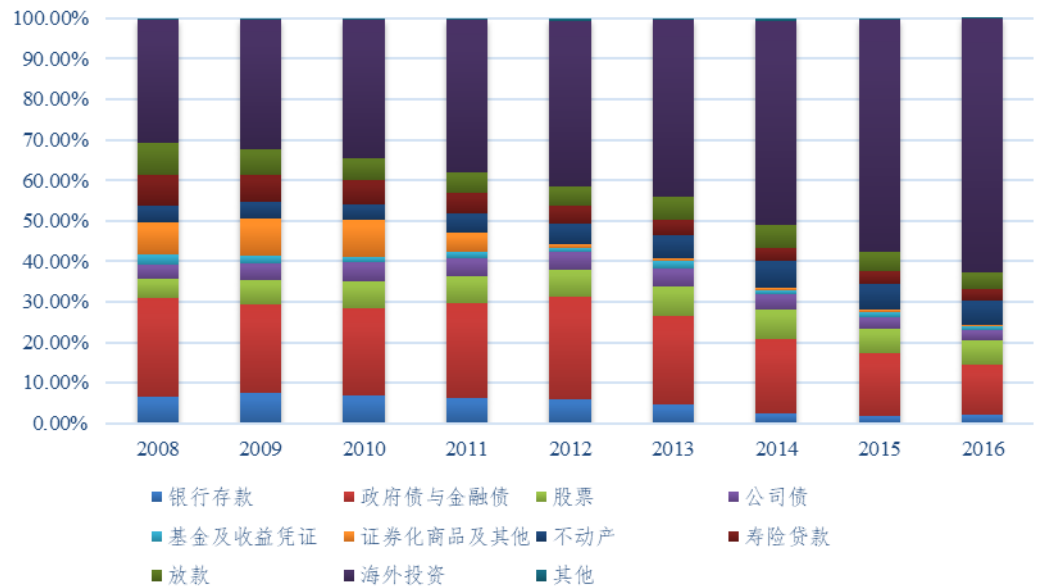
✓ 银行存款占比较低

2016 年中国台湾地区银行存款配置为 2%，远低于中国大陆 27%，美国 7%。

✓ 房地产配置相对较高

2016 年台湾本地房地产投资高达 6%，远高于中国大陆 0.8%。

图 14：2000-2016 中国台湾寿险资产配置



资料来源：财团法人保险事业发展中心，长城证券研究所

表 4：中国台湾寿险资产配置结构

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
银行存款	6.60%	7.40%	6.90%	6.20%	5.80%	4.50%	2.30%	1.70%	2.00%
政府债与金融债	24.40%	21.90%	21.60%	23.50%	25.30%	22.00%	18.40%	15.60%	12.50%
股票	4.60%	6.00%	6.50%	6.60%	6.70%	7.40%	7.50%	6.00%	6.00%
公司债	3.70%	4.10%	4.70%	4.60%	4.40%	4.40%	3.70%	2.80%	2.50%
基金及收益凭证	2.30%	1.90%	1.50%	1.30%	1.20%	1.70%	1.00%	1.50%	0.97%
证券化商品及其他	8.10%	9.30%	9.00%	5.00%	0.80%	0.70%	0.60%	0.40%	0.40%
不动产	4.00%	4.20%	3.90%	4.70%	5.20%	5.90%	6.60%	6.30%	5.97%
寿险贷款	7.70%	6.60%	6.00%	5.00%	4.20%	3.80%	3.30%	3.20%	2.70%
放款	7.90%	6.20%	5.20%	5.00%	4.90%	5.60%	5.70%	4.80%	4.10%
海外投资	30.30%	32.20%	34.50%	37.70%	40.90%	43.50%	50.20%	57.40%	62.80%
其他	0.30%	0.30%	0.20%	0.50%	0.50%	0.60%	0.60%	0.30%	0.06%

资料来源：财团法人保险事业发展中心，长城证券研究所

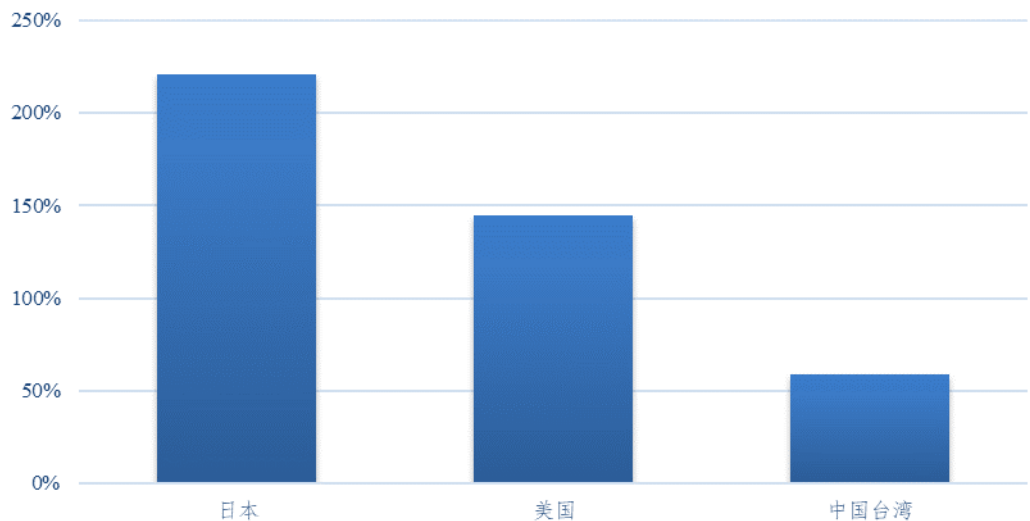
2.3.2 中国台湾保险市场资产端需应对长久期负债压力

台湾地区长期债券（除国债外）供给不足，涉及到久期匹配时，若单纯配置国内债券无法解决寿险公司面临的长期负债压力，寿险公司必然将面临短期债券所带来的再投资风险。

■ 债券市场发展不良

中国台湾地区金融市场中银行等金融中介在整个金融体系中占据着重要地位，在一定程度上抑制了股票和债券等直接融资市场的发展，尤其是与日本、美国等发达国家相比，我国台湾地区的债券余额占生产总值比例有较大差距。在岛内有价证券投资工具相对有限的情况下，台湾地区保险公司加大海外投资便于应付负债端的长久期。

图 15：2015 年中国台湾债券余额占生产总值比例



资料来源：wind，长城证券研究所

■ 负债端长长期趋势明显

- ✓ 对资产负债匹配造成一定压力

2014 年中国台湾地区寿险业贡献了该地区保险业 85% 的保费收入，该比例远高于中国大陆、英国、德国等。预计未来一定期限内，较长的期限仍会是台湾保险业负债端的显著特点。

- ✓ 人寿保险等期限较长险种占比过高

2014 至 2016 年台湾寿险业人寿保险保费收入占比从 77% 升至 80%，且有逐年升高的趋势，一方面期限较长的人寿保险险种拉长了台湾地区负债端的久期，另一方面也对资产端配置造成较大压力，且负债端长长期趋势明显，推动台湾地区保险行业加大进行多币种资产配置。

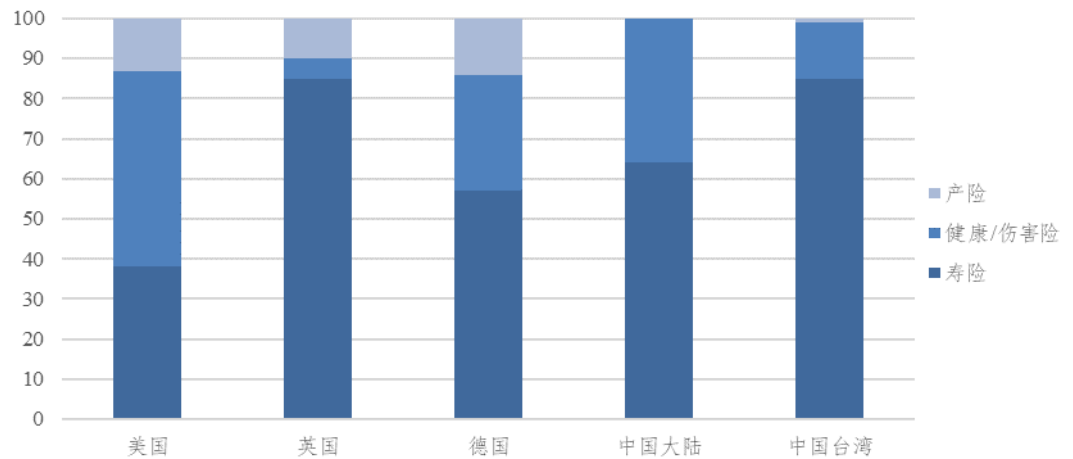
表 5：中国台湾寿险业保费收入结构 单位：百万元新台币

险别		2016 年		2015 年		2014 年	
		金额	%	金额	%	金额	%
个人	第一年度	1033349		859635		920431	

人 寿	续年度	1487511		1373310		1237192	
保 险	小计	2520860	80.45	2232945	76.3	2157623	77.86
个人伤害保险		56720	1.81	55534	1.9	54404	1.96
个人健康保险		329065	10.5	314037	10.73	297258	10.73
个人年金保险		205895	6.57	303447	10.37	241307	8.71
团体人寿保险		4502	0.14	4595	0.16	4470	0.16
团体伤害保险		7141	0.23	7018	0.24	6824	0.25
团体健康保险		9081	0.29	9101	0.31	9244	0.33
团体年金保险		94	0	0	0	0	0
合 计		3133358	100	2926677	100	2771130	100

资料来源：财团法人保险事业发展中心，长城证券研究所

图 16：2014 年各国/地区保险行业不同产品类别保费占比



资料来源：wind，长城证券研究所

2.4 国际与国内保险资金运用的相关规定

以美国、香港、中国台湾和日本等保险市场发展较早的国家（地区）为例，各国（地区）对于保险资金运用的投资范围和比例不尽相同，这与各国（地区）的金融环境有很大关系，对于我国险资的运用也有一定的借鉴意义。

表 6：美国、香港、中国台湾、日本和中国的保险资金运用的投资范围和比例

	投资范围和比例
美国	<p>债券相关资产的持有比例限制：①投资等级为中级或低级的债券不超过 20%；②投资等级为低级的债券不超过 10%；③被 NAIC 的证券估值办公室（SVO）评级为 5 或 6 的证券不超过 5%；④被 NAIC 的证券估值办公室（SVO）评级为 6 的证券不超过 1%；</p> <p>除债券外其他资产的持有比例限制：①股票：寿险公司不超过 20%，非寿险公司不超过 25%；②直接贷款（由房产、信托或其他资产抵押的）：寿险不超过 45%，非寿险不超过 25%；③营利性不动产：寿险公司不超过 20%，非寿险公司不超过 10%；④国际发展组织发行的债券不超过 2%；⑤营利性的个人有形资产不超过 2%；</p> <p>境外投资限制：境外资产（包括债券、股票、不动产、贷款、存款）不超过 20%；</p> <p>集中度：①单个机构（除了美国政府）发行的证券：寿险公司不超过 3%，非寿险公司不超过 5%；②银行等存款机构的股票类股权不超过 5%。</p>

中国香港	<p>保险公司一般业务估值规定为各资产类别设计上限，如果某项资产高于此上限，则超出部分不可计入财务报表。①土地及建筑物不得大于该保险人合格资产总值 30%；②上市公司股票、信托及互惠基金不得大于该保险人合格资产总值 30%；③保险公司及其附属公司所持有的土地及建筑物、上市公司股票、信托和互惠基金不得大于该保险人合格资产总值 40%；④保险公司及其附属公司所持有的上市证券不得大于该保险人合格资产总值 50%；⑤保险公司及其附属公司所持有的非上市公司股票以及向个人和非上市公司提供的贷款不得大于该保险人合格资产总值 10%。</p>
中国台湾	<p>①存款：存放于每一金融机构的金额不得超过保险业资金的 10%；②有价证券：公债、国库券无限制；金融债券、可转让定期存单、银行承兑汇票、金融机构保证商业本票总额不得超过该保险业资金 35%；单一公司股票、公司债不得超过保险业资金 5%以及发行公司实收资本额 10%；证券信托基金与共同信托基金收益凭证不得超过保险业资金 10%以及每一基金已发行收益凭证总额 20%；③不动产：自用不动产外不得超过保险资金 30%；④放款：银行提供保证的放款、有资产担保的放款、有价证券质押放款各不超过保险资金 5%，放款总额不超过 35%；⑤境外投资：总额不超过保险业资金 45%；⑥公共及社会福利事业投资：若资金运用方式为投资公司股票，则不受前款投资条件及比例约束。</p>
日本	<p>①国内股票不超过资产总额 30%；②不动产不超过资产总额的 20%；③外汇计价资产不超过资产总额的 30%；④债券、贷款及其有价证券贷款，金融监督厅长官及大藏大臣制定的信用公司未予评级的无抵押债券，向政府指定的信用评级公司未予评级的非上市公司发放的贷款及无抵押有价证券等不超过证券资产总额的 10%；⑤以购买有价证券、不动产、货币债权、黄金、货币贷款、有价证券贷款、银行存款、邮政储蓄、货币等的信托以外的形式运用的资金不超过资产总额的 30%；⑥下列资产：同一人发放的公司债、股票及为之抵押的贷款，对该同一个人发放的贷款及有价证券贷款，在该同一人处的存款，该同一人接受的信托财产：合计不超过资产总额的 10%（其中贷款不超过资产总额的 3%）。</p>
中国大陆	<p>保险资金运用限于银行存款，买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券，不动产，股权和国务院规定的其他形式。大类资产监管比例：①权益类资产的账面余额不高于上季末总资产的 30%，其中投资创业投资基金余额不超过上季度末总资产的 2%，投资单只创业投资基金余额不超过基金募集规模的 20%；②不动产类资产的账面余额不高于上季末总资产的 30%；购置自用性不动产的账面余额不高于上季末净资产的 50%；③其他金融资产的账面余额不高于上季末总资产的 25%；④境外投资余额不高于上季末总资产的 15%。</p> <p>境外投资的相关规定：保险资金从事境外投资的，应当符合中国保监会、中国人民银行和国家外汇管理局的相关规定。投资境外政府债券、政府支持性债券、国际金融组织债券、公司债券和可转换债券等固定收益类产品时，需国际公认评级机构 BBB-级或者相当于 BBB-级以上的评级；投资市场扩展至香港、澳大利亚、巴西等在内的 45 个国家或地区金融市场；投资境外股票为以上主板市场和香港创业板市场挂牌交易的股票。</p> <p>集中度风险监管比例：①投资单一固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产、其他金融资产的账面余额均不高于上季末总资产的 5%；②投资单一法人主体的余额，合计不高于本公司上季末总资产的 20%。</p>

资料来源：美国保险监督官协会、保险业监管局、财团法人保险事业发展中心、日本金融厅、保监会，长城证券研究所

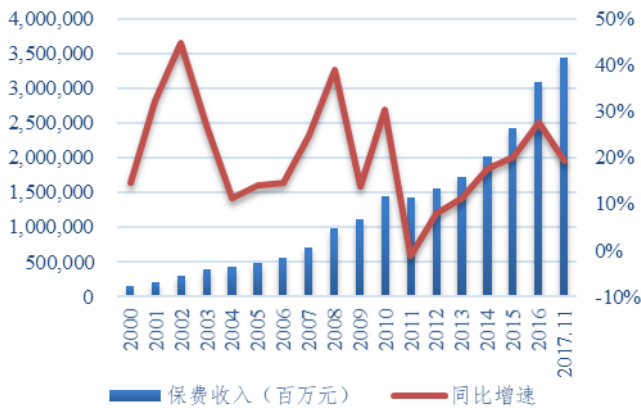
3. 保险市场日新月异，资产负债管理“不可同日而语”

3.1 保险市场需求上升，投资市场应紧跟时代步伐

■ 保险需求的增长

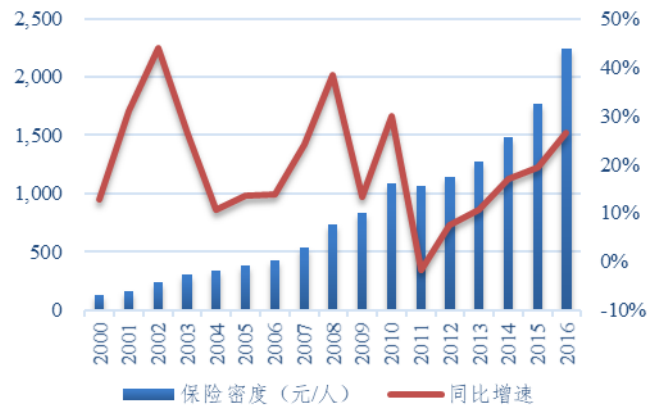
随着保险业的飞速发展、政策的支持以及国民保险意识的提升，保险需求增长趋势明显。自 2000 年起至今，我国保险市场的保费收入实现了近 22 倍的增长，虽然近几年增速有所放缓，但是总体呈现出上升的趋势。同时，全国保险密度在 2016 年末达到 2241.83 元/人，较 2000 年末增长近 18 倍。

图 17: 保费收入呈逐年上升趋势



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 18: 保险密度呈逐年上升趋势

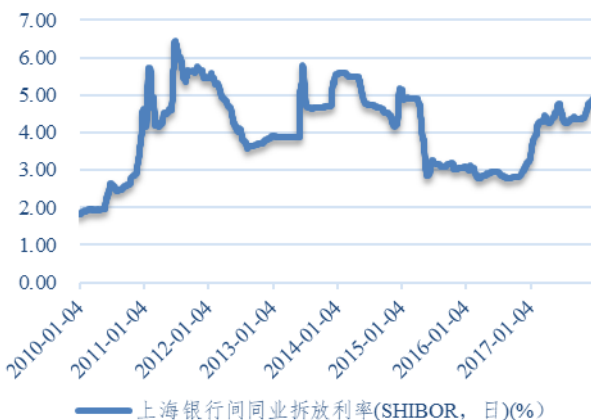


资料来源: wind, 长城证券研究所

■ 保险行业与金融投资市场的不完善关系密切

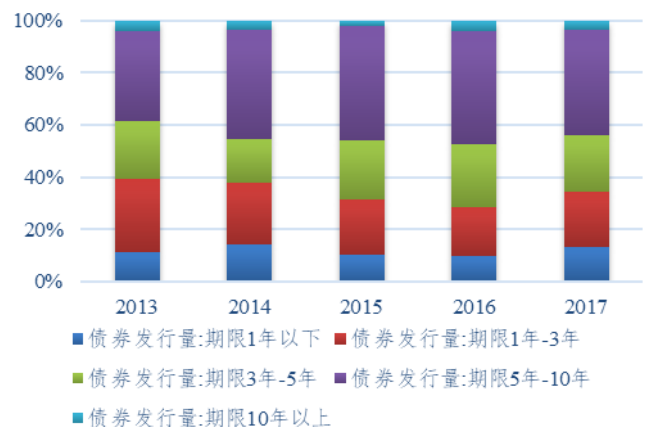
虽然低利率环境有所缓和，但我国金融投资市场仍不够完善。2015 年起金融市场处于低利率环境，M2 增速放缓，市场资金整体紧张，2017 年市场利率才有所回升，进入上行周期。相比国外发达的金融市场，我国金融市场的债券期限多集中于 1-10 年，其中中长期的债券发行量占比最多，而 10 年以上的债券占比最低，不足 5%，发行量严重不足。

图 19: 低利率环境有所缓和，进入利率上行周期



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 20: 金融市场长期债券发行量严重不足



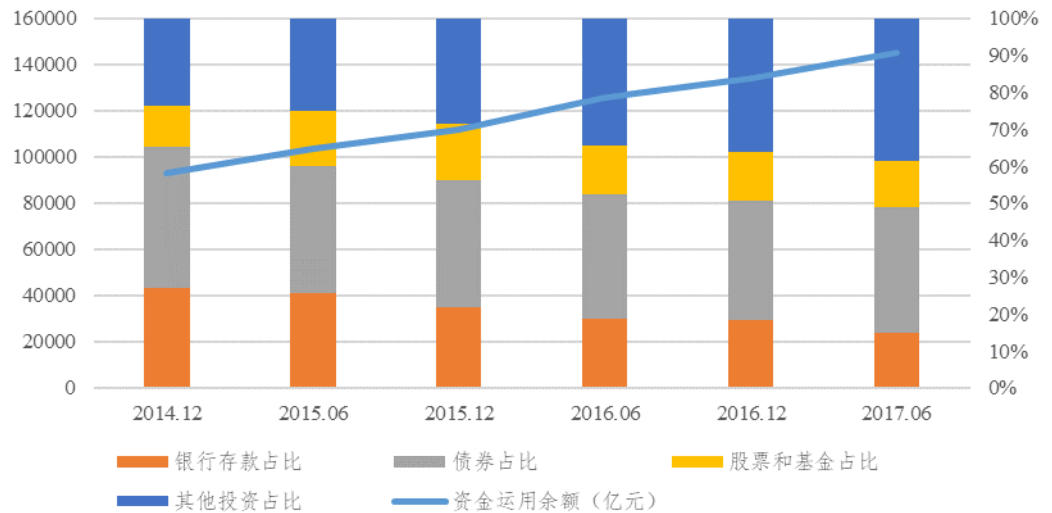
资料来源: wind, 长城证券研究所

■ 险企投资结构的变迁，另类投资占比显著提升

保险业的资金运用余额逐年上升，其他类投资占比逐年增加。近年来，保险行业在政策支持下大力发展，资金运用余额保持上升趋势，投资范围也有所放宽，银行存款的占比逐年下降，债券和股票、基金投资稳定，但是其他类投资占比明显上升，在 2017 年中期达到 38.52%，投资趋于多元化。

从我国上市的六家保险公司（中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保和中国太平）的情况来看，另类投资的配置比例明显增加。由于前些年处于利率下行周期，险企定期存款的比例下降，但稳健的债券类投资仍是重心，高风险的股票投资占比较低。随着投资范围的放宽和保险资金运用市场化程度的大幅提升，以金融理财和债权计划为主的另类资产成为险企投资的全新侧重点。

图 21：保险业整体资产配置以债券居多，其他投资占比逐年增加



资料来源：中国保监会，长城证券研究所

图 22：中国平安资产配置情况



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 23：中国人寿资产配置情况



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 24：中国太保资产配置情况



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 25：新华保险资产配置情况



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 26：中国人保资产配置情况



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 27：中国太平资产配置情况



资料来源：公司财报，长城证券研究所

3.2 资产负债错配风险突出，管理模式亟待转型

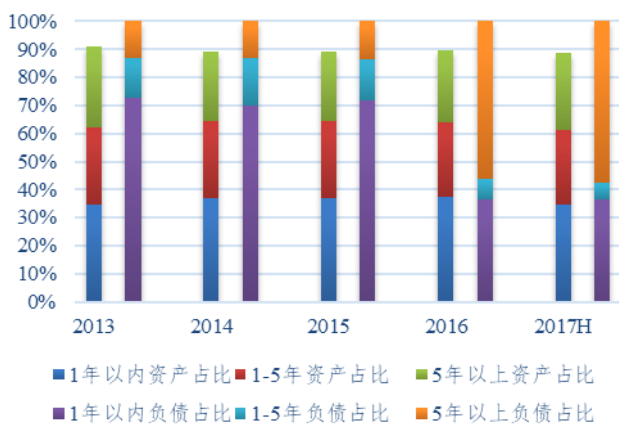
3.2.1 期限结构错配，上市险企负债久期远超资产久期

近年来，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，使负债久期超过资产久期，产生利率风险和再投资风险，主要以上市险企为代表。从国内上市的四家险企来看，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人保和中国太平，长期负债与长期资产的比例接近，主要由于香港的投资市场更为成熟，长期债券等供给充足，能够做到与负债的期限相匹配。

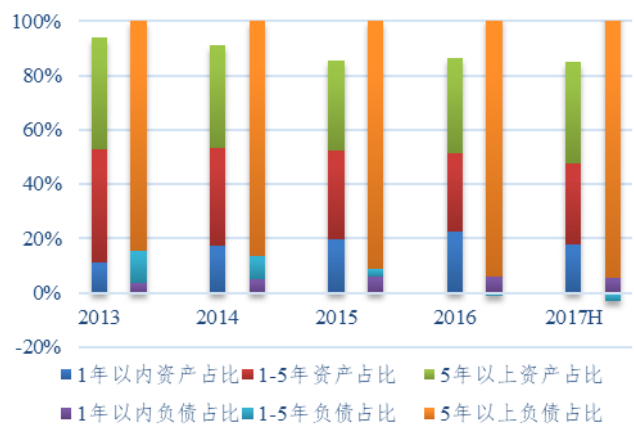
我们采用假定的统一规则对资产负债的久期进行测算，可能与实际情况会有所出入。假设资产久期1年以内为1，1-5年为5，5年以上为12；负债久期1年以内为1，1-5年为5，5年以上为30。我们发现近四年国内上市险企的负债久期明显大于资产久期，尤其是中国人寿和新华保险两家主营寿险的公司，负债久期均大于25年，而资产久期仅为6年左右，期限错配风险应重点关注，但是在香港上市的险企资产负债久期缺口明显小于国内上市险企，比如中国太平的资产负债久期基本匹配。随着“保险姓保”等对负债端约束的加强和资产负债差异化管理的推行，期限错配问题仍是资产负债管理的难点。

图 28：中国平安资产负债期限结构



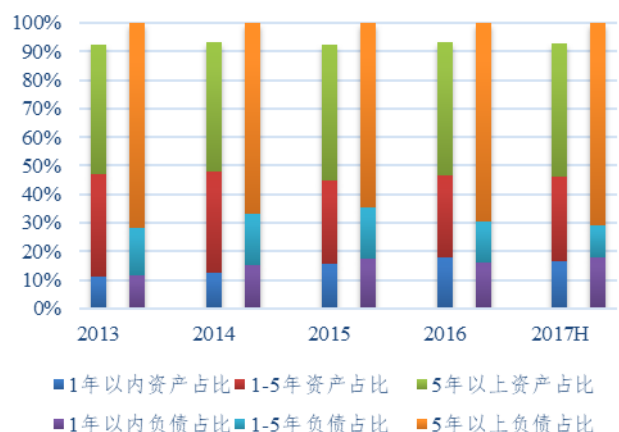
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 29：中国人寿资产负债期限结构



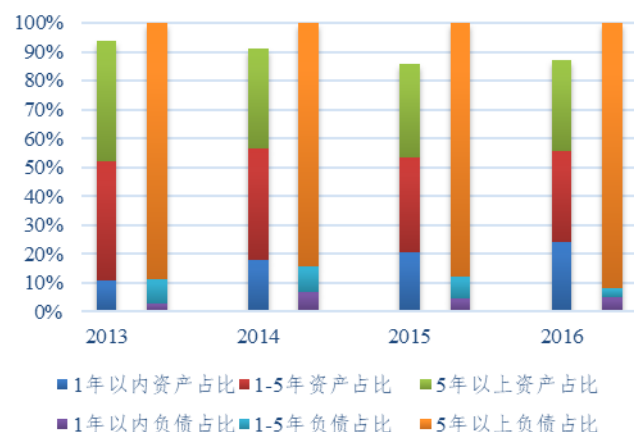
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 30：中国太保资产负债期限结构



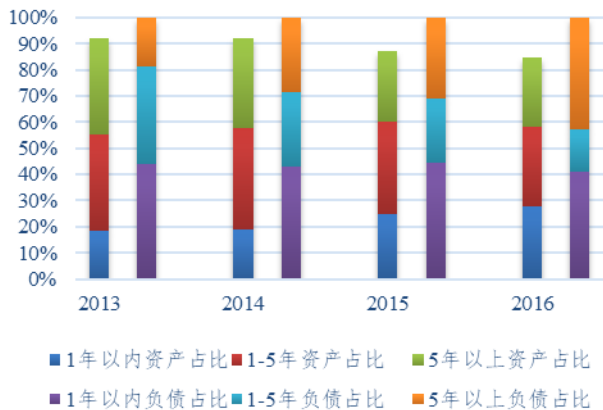
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 31：新华保险资产负债期限结构



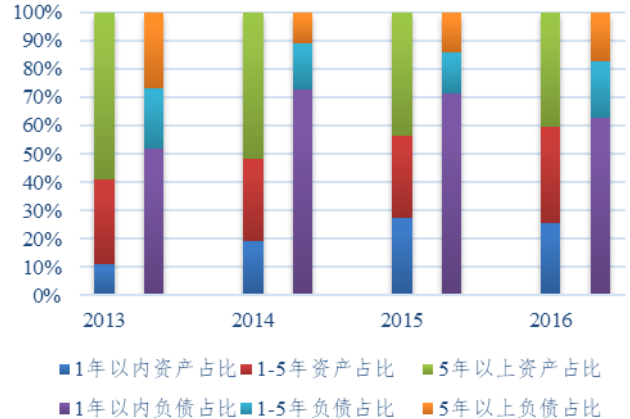
资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 32: 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 33: 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 7: 六家险企资产负债久期测算，国内上市险企期限错配风险较大

中国平安	2013	2014	2015	2016	2017H
资产	5.16	4.72	4.71	4.78	4.98
负债	5.37	5.43	5.52	17.57	17.93
中国人寿	2013	2014	2015	2016	2017H
资产	7.10	6.55	5.83	5.86	6.16
负债	26.03	26.45	27.54	28.59	29.25
中国太保	2013	2014	2015	2016	2017H
资产	7.37	7.37	7.32	7.20	7.23
负债	22.43	21.09	20.47	21.80	22.05
新华保险	2013	2014	2015	2016	
资产	7.21	6.30	5.75	5.60	
负债	27.01	25.86	26.80	27.78	
中国人保	2013	2014	2015	2016	
资产	6.41	6.21	5.25	4.97	
负债	7.89	10.35	11.04	14.01	
中国太平	2013	2014	2015	2016	
资产	8.66	7.83	6.95	6.81	
负债	9.59	4.79	5.68	6.83	

资料来源：公司财报，长城证券研究所

■ 友邦保险：资产配置中主要为债券投资，资产负债期限匹配良好

友邦保险的资产配置分为单位连结式合约及合并投资基金和保单持有人及股东这两部分。单位连结式合约及合并投资基金占总投资资产的 15% 左右，5 年以来有所轻微下降，股票投资占绝大多数，近 80%，债券占比仅 20% 左右，而在保单持有人及股东部分中，情况却大大相反，债券占比约在 80%，贷款及存款和其他投资占比提高体现了该项账户稳健的特点。因为美国债券市场的发达，可以发行期限长达 30 年的国债，能够与寿险公司的长期负债相匹配，这对于险企投资收益的稳定和资产负债的管理具有重要意义。

友邦保险 5 年以上的中长期资产占比达 60%，而长期负债占比超 70%。我们同样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

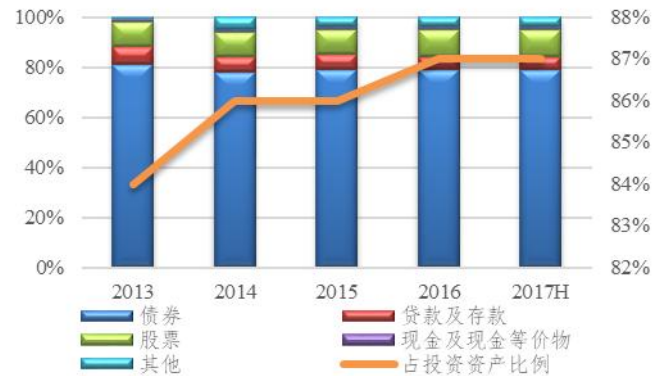
年以内为 1, 1-5 年为 3, 5-10 年为 8, 10 年以上为 30; 负债久期 1 年以内为 1, 1-5 年为 3, 5-10 年为 8, 10 年以上为 25。测算结果显示自 2015 年后, 友邦保险的资产和负债久期基本一致, 资产负债久期几乎不存在缺口, 匹配状况良好。

图 34: 友邦保险单位连结式合约及合并投资基金的配置



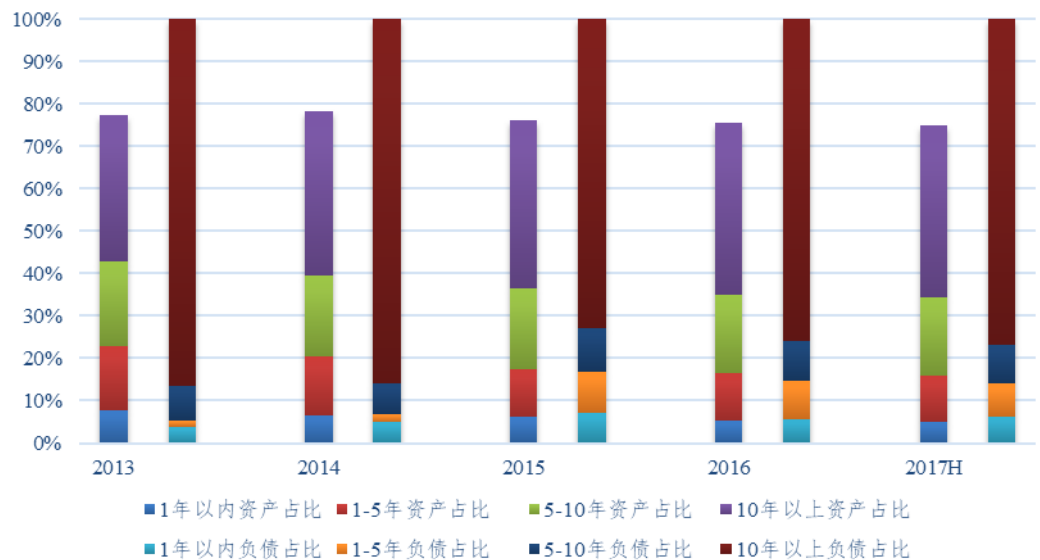
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 35: 友邦保险保单持有人及股东部分的配置



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 36: 友邦保险的期限结构



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

表 8: 友邦保险近三年来资产负债久期基本匹配

	2013	2014	2015	2016	2017H
资产	12.52	13.62	13.81	14.09	13.98
负债	22.15	21.94	14.96	15.71	15.82

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

3.2.2 成本收益错配, 需把握投资时机

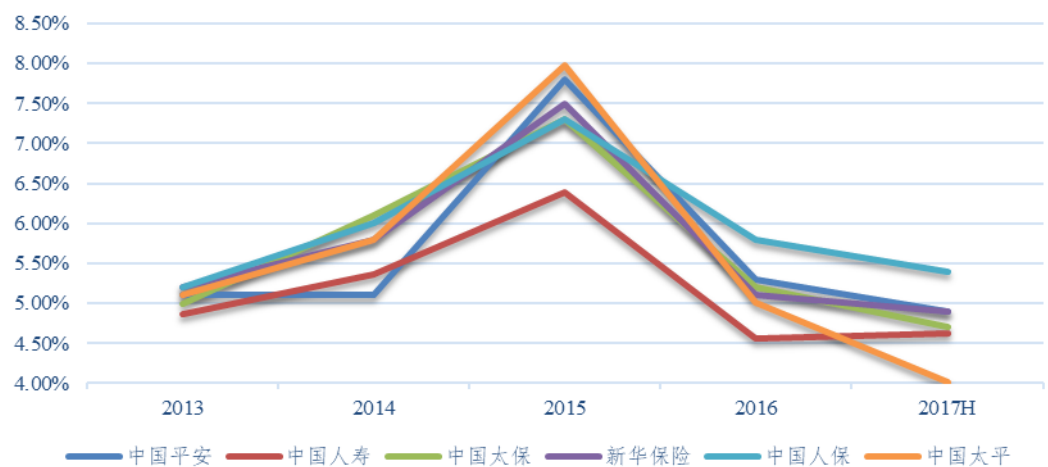
从资产端来看, 保险公司的投资收益与利率和金融市场的波动具有很大联系。在 2015 年利率下行之前, 加上市场的剧烈震荡, 各家险企的总投资收益率在达到最高点后直转而

下，2016 年几乎都处于低点，2017 年中期除中国人寿小幅回升，其余五家险企仍保持下降趋势。随着利率进入上行周期，债市回暖，险企的投资收益应有所改善。

从四家财产险公司的成本情况来看，除中国太保 2014 年的综合成本率达到 103.8%，承保亏损，其余均在 100% 以下，实现了承保盈利。平安产险的总体盈利能力最强，综合成本率均在 96% 左右。2016 年起，占据市场大部分份额的车险资本要求明显下降，对于产险公司的盈利具有积极影响。

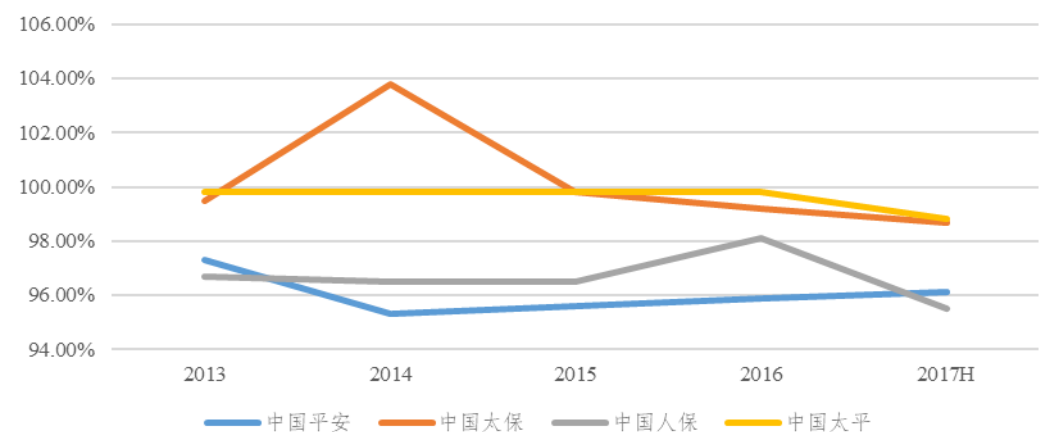
对于寿险公司来说，2013 年保监会放开普通型人身保险预定利率，不再执行 2.5% 的上限限制，万能险的费改则成为关注的焦点。2015 年，万能险的最低保证利率由 2.5% 提升至 3.5%，增加了对准备金的要求。2016 年，利率进入下行周期后，为防止“利差损”和资金错配问题，保监会下调万能险责任准备金评估利率，上限不得高于 3%。

图 37：六家上市险企总投资收益率变化情况



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 38：四家财产险公司综合成本率多低于 100%



资料来源：公司财报，长城证券研究所

3.2.3 现金流匹配，需关注净现金流出

现金流是衡量保险公司流动性风险的首要指标，平衡现金流入带来稳健性和现金流出带来的收益性是现金流匹配的核心。一般来说，净现金流量越大，表明公司的自由支配资金的能力越强。目前我国上市险企的现金流未出现较大错配的情况，但是应重点关注投资活动中产生的净现金流出，避免因激进投资导致的资产负债管理不当。

总体来看，六家险企个体差异化明显，经营性现金流多为净流入，表示现金流动足以覆盖运营成本，保证正常运营，但是投资活动和筹资活动是利用现金存量进行的理财活动，存在财务风险，多与公司战略相关，如新华人寿 2015 年支付卖出回购回购金融资产的现金，使得筹资活动有 481 亿元的净流出。投资活动作为保险公司获得收益的主要来源，中国平安、中国人寿和中国太平五年来的投资现金流均为负值，主要是投资支付的现金，表示险企将资金更多地运用于金融市场的投资活动，在保证收益的同时又增加了风险，这对于险企偿付能力和资产负债管理的要求则更为严格。

表 9：六家上市险企的净现金流 单位：百万元

中国平安	2013	2014	2015	2016	2017H
经营活动净现金流	227916	170260	135618	227821	-13975
投资活动净现金流	-236063	-236889	-273732	-330616	-239994
筹资活动净现金流	6887	85368	204976	133004	113946
总现金流	-1260	18739	66862	30209	-140023
中国人寿	2013	2014	2015	2016	2017H
经营活动净现金流	68292	78247	-18811	89098	142892
投资活动净现金流	-60233	-69257	67047	-104703	-196494
筹资活动净现金流	-56105	16704	-19415	6270	34496
总现金流	-48046	25694	28821	-9335	-19106
中国太保	2013	2014	2015	2016	2017H
经营活动净现金流	45114	40050	40894	63137	41167
投资活动净现金流	-20010	-46940	-38554	-43929	-68380
筹资活动净现金流	-30581	1570	7746	-7085	23499
总现金流	-5477	-5320	10086	12123	-3714
新华保险	2013	2014	2015	2016	2017H
经营活动净现金流	56205	25052	7449	7330	-4207
投资活动净现金流	-57118	-38544	39809	-26314	15706
筹资活动净现金流	-5525	9414	-48099	18935	-10032
总现金流	-6438	-4078	-841	-49	1467
中国人保	2013	2014	2015	2016	2017H
经营活动净现金流	53851	-399	20441	23831	-3516
投资活动净现金流	-63694	4183	10902	-32683	17585
筹资活动净现金流	-17009	-11092	-20915	5447	-219
总现金流	-26852	-7308	10428	-3405	13850
中国太平（港元）	2013	2014	2015	2016	2017H
经营活动净现金流	30298	34145	25470	46420	27077
投资活动净现金流	-26630	-42595	-16901	-49454	-30578
筹资活动净现金流	4573	14334	6999	-2528	-1467
总现金流	8240	5884	15569	-5562	-4968

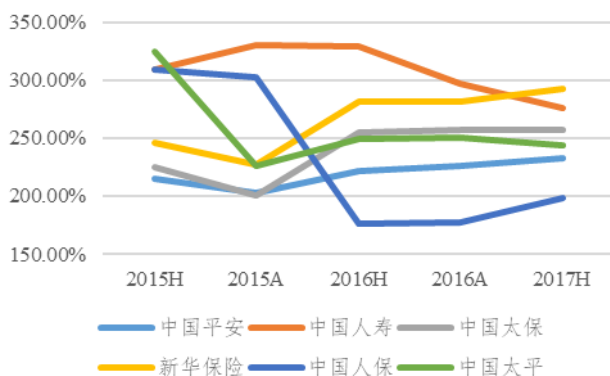
资料来源：公司财报，长城证券研究所

3.2.4 偿付能力充足率，风险管理是保障根本

2016 年“偿二代”正式实施后，寿险公司整体偿付能力充足率下降，而财险公司的整体偿付能力充足率有所上升。“偿二代”对风险管理更为谨慎，采用风险因子法对不同风险程度的资本做出要求，大型、稳健的保险公司仍能满足偿付能力要求，综合偿付能力充足率均在 150% 以上，但小型、激进的险企则更多关注于风险投资，在负债端显现出了压力。

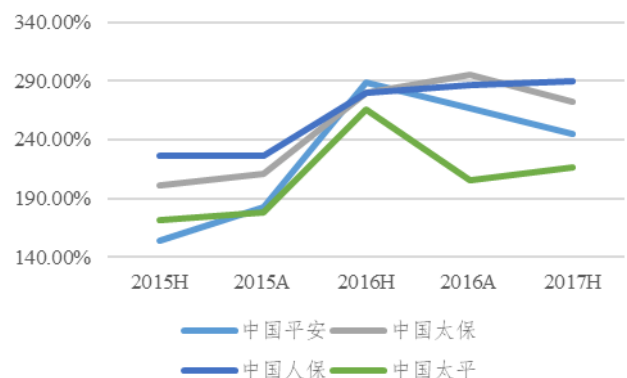
“偿二代”启用风险综合评级（IRR）和偿付能力风险管理要求与评估（SARMRA）体系进行风险评估，六家上市险企的 IRR 均为 A 级，2016 年首次 SARMRA 评分中寿险公司整体优于产险公司，主要由于寿险合同准备金的长期性有利于提高险企的偿付能力。2017 年 SARMRA 评分中寿险公司平均为 77.34 分，同比增长 1.3%，产险公司平均为 72.84 分，同比增长 3.0%。

图 39：寿险公司偿付能力充足率



资料来源：wind，长城证券研究所

图 40：产险公司偿付能力充足率



资料来源：wind，长城证券研究所

表 10：六家上市险企 2016 年 SARMRA 评分，寿险业普遍高于产险业

寿险公司		产险公司	
平均得分	76.35	平均得分	70.72
平安人寿	86.06	平安产险	83.58
国寿股份	85.51	-	-
太保寿险	82.71	太保产险	81.82
新华人寿	80.11	-	-
人保寿险	75.63	人保产险	85.03
太平人寿	85.22	太平产险	80.02

资料来源：慧保天下，长城证券研究所

■ 恒大人寿、前海人寿和安邦保险的前车之鉴：短钱长配

恒大人寿、前海人寿和安邦保险采用资产驱动负债型的资产负债管理模式，过度依赖于短期理财型万能险，使得资本市场波动给险企偿付能力带来的负面影响极大，这种模式将走向终结。我们知道，恒大人寿和前海人寿都热衷于在地产股方面进行投资。2016 年四季度，恒大人寿与前海人寿的偿付能力都接近监管红线（100%），尤其是恒大人寿的偿付能力充足率达标，但风险评级仍然为 C，可见偿付能力不是决定风险大小的唯一标准，无法通过资本覆盖的战略风险、操作风险等也是风险考量的重点对象。随着保监会

的处罚措施和保险回归价值本源的“负债端”约束，恒大人寿和前海人寿激进的投资风格全线崩塌，也为其他险企敲响了警钟。

安邦保险频频举牌，运用杠杆，热衷于金融、地产股以及不动产方面的投资，在资产端做大规模，反过来又在负债端吸引客户资金的流入，本末倒置。就安邦人寿来说，其 2015 年末总资产已逼近万亿，实现了同比 670% 的惊人增长；2016 年末其总资产达 1.45 万亿而 2016 年末总负债总计 1.37 万亿，严重扰乱资本市场秩序。安邦系旨在建立牌照齐全的金融帝国，而无视负债端监管的相关规定，违背保险保障的本质，激进的资产驱动负债模式不可取。

这里我们需要强调的是安邦模式的资产配置方式与传统的资产负债匹配理论异同，除了风险特征上的错配，还存在着期限上的错配。主要表现为固定成本的负债，安邦不配或少配固定收益类资产而是对风险较高的权益类资产超配；期限较短的负债，安邦保险配置于长期股权，同时是以滚动负债来保证现金流安全。在这种资产配置模式下，如果投资产生超额收益，保险公司则全部收入囊中；若发生亏损，保险公司则需用自有资本承担对客户的固定给付责任。

表 11：前海人寿与恒大人寿的资产驱动负债模式走向终结

	恒大人寿		前海人寿	
投资资金来源	90% 的业务为万能险，2016 年原保费收入仅占全部规模保费的 7.4%。		80% 的业务是万能险，实际资金来源于有固定回报的银行理财。	
举牌之路	2016 年 8 月恒大收购万科 A 股票 7.53 亿股，约占 6.82%，收购价约为 145.70 亿元，到 2016 年 11 月底增持万科 A 至 15.53 亿股，占已发行股本总额的 14.07%。嘉凯城、廊坊发展以及深深房 A 等拥有地方国资委背景的地产公司先后均被恒大收入囊中；金洲管道、国民技术、梅雁吉祥、栋梁新材这四家持股比例达到 4.95% 及以上，逼近举牌线。		2016 年 1-7 月，宝能系通过前海人寿等屡次增持万科 A，共斥资约 451 亿元买入其 25.4% 的股份；2016 年 11 月，持建材类股票南玻 A 的股份最多，达到 25.05%；2016 年 11 月，前海人寿持格力电器股票比例上升至 4.13%，距离 5% 举牌线仅一步之遥。	
2016 年偿付能力充足率/IRR	2016 年一季度	114.9%/B	2016 年一季度	127.6%
	2016 年二季度	186.8%/B	2016 年二季度	143.7%
	2016 年三季度	179.7%/A	2016 年三季度	143.9%/B
	2016 年四季度	109.7%/C	2016 年四季度	112.9%
违规事实	短线炒股、买而不举： 2016 年 1-11 月，股票投资交易笔数 2480 笔，股票平均持有期 73 天，短期炒作股票造成恶劣社会影响。		业务、增资、投资多重问题： 编制虚假资料；权益类投资比例超 30% 后投资非蓝筹股；办理 T+0 结构性存款业务；资金管理人资质不符合要求等。	
处罚措施	限制股票投资 1 年；给予刘浩禁入保险业 5 年、吕海龙禁入保险业 3 年的处罚。		给予姚振华撤销任职资格并禁入保险业 10 年的处罚；对相关人员警告并罚款共 56 万元。	
应对方法	发行资本补充债，调整业务产品结构。		谋求转型，大力发展长期储蓄型及风险保障型业务。	
2017 年偿付能力充足率/IRR	2017 年一季度	108.3%/C	2017 年一季度	121.0%
	2017 年二季度	163.2%/B	2017 年二季度	123.5%
	2017 年三季度	169.3%/B	2017 年三季度	136.5%/B

2017 年四季度	156.7%	2017 年四季度	142.8%
-----------	--------	-----------	--------

资料来源：各公司历年信息披露报告、新浪财经、网易财经、和讯保险，长城证券研究所

表 12：安邦财险和安邦人寿的激进之路

	安邦财险	安邦人寿
安邦保险投资资金来源	2016 年主要靠万能险冲击保费规模，占据 66% 左右；2017 年一季度，安邦人寿已经全面调整产品策略，从万能险转到了普通寿险。	
安邦系举牌之路	2013 年，安邦保险举牌招商银行后成名，之后共对民生银行、金融街和金地集团等 10 家上市公司进行了举牌；2016 年，一周两次举牌中国建筑后，安邦资管 11 月 25 日表示将继续增持中国建筑，拟在未来 12 个月内增持不低于 1 亿股、不超过 35 亿股；2017 年 11 月，中国监管当局要求安邦集团转让民生和招商银行股权，将持股比例降至最高 5%。目前，主要集中在房地产（40%）、银行（27%）和建筑装饰（27%）等大蓝筹股上。2018 年 2 月 23 日鉴于安邦集团存在违反保险法规定的经营行为，保监会决定对安邦集团实施接管。	
总资产/同比增长	2015 年 3932.26 亿元 67.6%	2015 年 9216.00 亿元 670%
	2016 年 7954.52 亿元 102.3%	2016 年 14525.60 亿元 58%
总负债/同比增长	2015 年 3199.40 亿元 88.6%	2015 年 8483.17 亿元 1020.3%
	2016 年 7121.31 亿元 122.6%	2016 年 13699.94 亿元 61.5%
投资收益/同比增长	2015 年 160.14 亿元 -28.3%	2015 年 287.88 亿元 110%
	2016 年 609.48 亿元 280.6%	2016 年 460.50 亿元 63%
偿付能力充足率	2016 年一季度 417%	2016 年一季度 289%
	2016 年二季度 407%/B	2016 年二季度 228%/B
	2016 年三季度 424%/A	2016 年三季度 199%/B
	2016 年四季度 417%/B	2016 年四季度 165%
	2017 年一季度 415%	2017 年一季度 129%

资料来源：各公司历年信息披露报告、新浪财经、网易财经，长城证券研究所

4. 资产负债管理升级，保险业未来何去何从？

4.1 保险回归保障本源，偿付能力才是核心

2017 年 5 月，保监会连发两文，分别对加强人身险公司销售管理工作 and 规范人身险公司产品开发设计行为做出规定。134 号文和 136 号文的相继出台，强化了对中短存续期产品的监管力度，将业务规模与资本和净资产挂钩，体现了“保险姓保”的宗旨，保险应回归价值本源，而不是摇摆在资本市场的投机工具。只有在保证“负债端”充分的前提下，

切实保障客户利益，才能在符合法律法规的范围内，开展投资活动，进行产品设计和宣传推广。如果偿付能力都无法保证，扩张规模、实现资产负债匹配都是徒劳。

4.2 资产驱动负债模式终将淘汰，差异化监管推陈出新

随着以前海人寿、恒大人寿和安邦保险为代表的资产驱动负债型险企业务结构的调整，保监会规定保险理财产品不能作为险企发展的核心，在加强对短期高现价产品“负债端”约束的同时，不断针对“资产端”的险资运用出台管理办法。2017年12月，《保险资产负债管理监管办法（征求意见稿）》参考“偿二代”对保险公司的风险综合评级，对险企的资产负债管理进行综合评级，实施差别化监管，将资产负债管理变成硬约束，更加明确了风险管理才是关键，而不是投资运作。

我们再次强调警惕风险错配与期限错配需要注意基本面风险和三大技术性风险，也是监管层所高度关注，并对以中小险企为代表的负债驱动型扩张的行业野蛮发展模式亮剑的关键考虑。一是长期股权投资标的是否能够产生足够高的ROE水平，该项投资能否在覆盖负债成本之后还保持较高的安全边际，是以安邦为代表的中小险企错配投资模式的基础。二是需要关注所投股权项目的收益不能在适当时间、以适当额度反映于损益表上所存在的风险。考虑到保险公司在现实经营过程中存在着管理层任期、员工绩效、合理避税、再融资时点等各种所潜在约束，即便是基本面良好的股权项目，若高ROE不能尽快体现在损益表上，可能会导致损益表当期亏损，会增加下一轮融资难度。三是需要关注所投股权项目公允价值下跌影响资产负债表的稳健以及偿付能力充足度的波动风险。即便是所投资股权项目利润与分红良好，但若股权公允价值或股票价格下跌所导致投资浮亏，存在侵蚀资产负债表甚至使得偿付能力不足的风险。四是要关注现金流风险。短期负债到期后若不能够顺利通过新负债获得现金流，叠加长期股权无法迅速变现，使得资金流紧张，存在运营风险。

表 13: 《保险资产负债管理监管办法（征求意见稿）》的评估体系

项目	规则	内容
能力评估	监管评估方式	材料调阅、现场查验、问卷调查、质询谈话、穿行测试。
	评估分数构成	百分制，包括基础与环境、控制与流程、模型与工具、绩效考核和管理报告。
量化评估	评估分数构成	百分制，包括期限结构匹配、成本收益匹配和现金流匹配。
综合评分	评分方法	对能力评分和量化评分采用几何平均数。
综合评级	差别化监管	A类：综合评分不低于85分，资产负债匹配状况好和资产负债管理能力高；
		B类：资产负债匹配状况好或较好，资产负债管理能力高或较高；
		C类：资产负债匹配状况差或资产负债管理能力低；
		D类：综合评分低于60分，资产负债匹配状况差和资产负债管理能力低；偿付能力充足率不达标或险企潜在风险超过可承受范围，已经采取风险处置措施。
	奖惩措施	A类：给予政策支持，鼓励先试先行。
		C类：风险提示，监管谈话，下发监管函，现场专查，问题整改。
		D类：责令业务、资产结构的调整，限制业务规模及资金运用的形式和比例，禁止申报新产品，限制董事和高管薪酬。

资料来源：中国保监会，长城证券研究所

4.3 市场集中度料将提升，优者更优、劣者淘汰

上市险企等大型、综合实力强的保险公司本身对于风险的管控能力较强，具有较为完善的治理结构和风险防范措施，在以往的风险评级均为 A 级，投资风格也偏稳健。随着各项监管要求的推进实施，大型险企的优势将更加明显，市场集中度将会提升。

■ “投资端”再出新规，大型险企更显灵活之姿

2018 年 1 月 26 日，保监会发布《保险资金运用管理办法》，紧密围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革这三项任务，从“投资端”从严监管，于 2018 年 4 月 1 日正式实施。紧接着，2018 年 1 月 29 日，保险资金运用贯彻落实全国保险监管工作会议专题培训会议强调了保险资金运用应遵循的基本规律和原则，激进经营和高风险偏好公司的资产负债管理理念缺失，应深刻反思；当前配置更加多元，结构更加合理，收益稳步增长，运作更加审慎，更要谨记保险保障是根本，投资是辅助，不能本末倒置。

表 14：保险资金运用的相关规定及讲话

时间	规定	内容
2010.08.05	《保险资金运用管理暂行办法》	保险资金运用限于下列形式：银行存款；买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券；投资不动产；国务院规定的其他资金运用形式。保险资金从事境外投资的，应当符合中国保监会有关监管规定。
2013.02.17	《陈文辉副主席在 2013 年保险资金运用监管政策通报暨培训会议上的讲话》	要运用底线思维分析保险资金运用面临的复杂形势，切实落实服务保险主业的基本要求，深刻理解保险资金运用的内在规律，高度重视资产负债匹配管理工作，坚持同步推进市场化改革与强化监管不动摇，积极推动保险资金运用不断创新。
2014.02.19	《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》	投资权益类资产、不动产类资产、其他金融资产、境外投资的账面余额占保险公司上季末总资产的监管比例分别不超过 30%、30%、25%、15%，投资流动性资产、固定收益类资产无监管比例限制。
2017.05.12	《人身保险公司资产负债管理能力评估标准（征求意见稿）》	通过指标设定来综合评估各人身险公司的资产负债配置情况，并实施差异化监管，积极运用资产负债管理技术，实现资产端与负债端的充分互动，将资产负债管理变为硬约束。
2017.07.28	《关于征求对保险资产负债管理监管规则的意见及开展行业测试的通知》	对于资产负债匹配状况好且资产负债管理能力强的公司，适当给予资金运用创新试点、产品试点等鼓励政策；对于匹配状况差且管理能力不强的公司，采取限制投资比例，限制中短存续期产品销售，提高偿付能力要求等监管措施。
2018.01.26	《保险资金运用管理办法》	紧密围绕服务实体经济、防控金融风险和深化金融改革，放宽投资范围，投资比例保持不变，监管更严格但又不失灵活。
2018.01.29	《陈文辉：深刻反思个别激进公司教训 切实落实保险资金运用基本原则》	在行业积极变化的同时，必须深刻反思过去个别激进公司存在的问题，吸取教训，避免重蹈覆辙，须牢牢把防范风险放在首位。保险保险资金运用时应当提高政治站位，树立依法合规意识，坚持服务保险主业，加强资产负债管理理念，培育审慎稳健的投资文化，坚持价值投资，加强资金运用能力建设。

资料来源：中国保监会，长城证券研究所

表 15: 《保险资金运用管理办法》相关规定

投资范围放宽, 投资比例不变	银行存款; 买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券; 投资不动产; 投资股权; 国务院规定的其他形式。
监管更具严格化	股票投资分类更加明确, 分为一般股票投资、重大股票投资和上市公司收购等, 删除“投资创业板上市公司股票”; 境外投资应符合中国保监会、中国人民银行和国家外汇管理局多方的相关规定; 对基金管理人设立基金的时间要求 1 年及以上; 对投资管理人受托管理保险资金行为进行规范, 不得将受托资金转委托, 不得为受托机构提供通道服务等; 股东不得违法违规干预保险资金运用, 不得非法转移保险利润或者进行其他不正当利益输送; 保险集团和保险公司违反规定运用险资, 将对机构和相关负责人员同时处罚。
监管又具灵活性	删除不得“从事创业风险投资”的规定; 允许保险资金投资资产证券化产品; 允许专业保险资产管理机构设立私募基金; 保监会可以根据资金运用的实际情况, 对保险资产的分

类、品种及比例等进行调整。

资料来源: 中国保监会、中国保险会计研究平台, 长城证券研究所

《保险资金运用管理办法》的出台, 在严格监管下也兼具了灵活性, 这对于上市险企等稳健型的大型险企将持续利好, 强大的资金实力和健全的风控能力是在政策引导下良好发展的坚实保证。相比之下, 中小险企的不规范投资行为会进一步受限, 在偿付能力评级和监管评级的“双压”下面临更大挑战。

■ “产品端”收紧约束, 大型险企更展强者之态

134 号文和 136 号文的相继推行, 弱化了保险产品的投资属性, 对“产品端”的约束更加严格。同时, 增加企业内部资金周转时间, 利于企业进行战略性长期规划, 强制延长了负债的久期, 抑制了险企的激进、短视行为, 更有利于资产负债的良好匹配。大型险企一直有着庞大的资金规模, 并在“负债端”时刻严格要求, 配备齐全的合规人员和风控人员, 风险的预警和防范措施都较为完善, 会逐渐占据更多的市场, 而小型险企追求业绩和规模, 风险管理和资产负债匹配程度都不如大型险企, 业务占比可能会有所下降。

5. 投资建议

保险板块我们一直认为风险已经得到充分释放, 目前已到安全边际, 是非银板块强确定性较强的子版块, 具备战略性配置价值, 需要高度重视。我们认为, 第一, 保险行业已不可避免地处于供给侧改革大浪潮中, 以高理财险为代表的旧产能正不断出清, 以健康险、重疾险等长期保障型险种为代表的优质产能不断扩张, 寻求新一轮均衡格局。基于这个大逻辑下, 我们提出的开门红预售在保险公司 NBV 中占比较低, 对于全年 NBV 增速影响相对较小的论断, 更多是短期影响板块持续走强的扰动性因素, 一定程度上也是资金驱动下板块轮动效应。我们继续看好重疾险等保障型产品的高速增长, 保单利润率提升将带动新业价值增长维持高位, 相对低价值的开门红预售数据市场已得到了市场过度反应, 投资者应重构以往重规模保费的投资理念, 切换到关注保险价值增长。

第二, 保险长期资金的相对优势, 预计 2018 年保险资金运用平均收益率超过 5.5%。第三, 利率上行使得保险合同准备金的提取迎来拐点, 根据我们前期的测算, 险企的净利润有望在 2018 年一季度得到改善, 目前公布 2017 年保险行业资金运用收益 8352 亿元, 同比增长 18.12%, 资金收益率 5.77%, 较去年同期上升 1.11 个百分点, 预计利润 2567.2 亿元, 同比增长 29.7%, 我们预计上市险企 2018 年利润增速有大增幅。第四, 上市险企资产负债久期错配风险要小于中小险企, 在行业严监管政策环境下是具备竞争优势的, 大概率

将进一步提升市场集中度。因此，我们仍然认为保险板块方兴未艾，价值增长+估值提升仍可期，需增持底部预期的保险板块，把握好低吸机会，维持行业“推荐”评级。

重点推荐中国平安（综合保险龙头，开门红预售数据相对下滑较少，居上市险企前列；近期平安医疗健康科技公司向港交所提交主板上市申请助力提升平安估值）、新华保险（战略转型持续推进，2018 年健康险增速的领先指标为人力增速，目前时点仍坚定推荐人力增长无忧且有望引领行业人力增长），积极关注中国太保、中国人寿，建议关注天茂集团、西水股份的投资机会。

6. 风险提示

海外市场大幅下跌风险；国内股市大幅下跌风险；监管趋严风险；开门红数据大幅下跌风险。

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

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红：0755-83699629, lishuanghong@cgws.com
程 曦：0755-83516187, chengxi@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, huangyq@cgws.com
佟 曦：0755-83661411, tongji@cgws.com

北京联系人

赵 东：010-88366060-8730, zhaodong@cgws.com
王 媛：010-88366060-8807, wyuan@cgws.com
王耽棋：010-88366060-1133, wangdanqi@cgws.com
张羲子：010-88366060-8013, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, xieyw@cgws.com
徐文婷：021-31829711, xuwenting@cgws.com
张溪钰：021-31829710, zhangxiyu@cgws.com
吴 曦：021-31829712, wuxi@cgws.com

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>