

保险行业

利率、股指与股价波动

——Q 系列报告之三

市场关心什么？

- Q1：利率周期对保险公司固定收益类投资利差有何影响？资产负债久期匹配状况与分红/万能保单成本底部刚性对其又有何影响？
- Q2：利率和股指对保险公司利润贡献各占多少？对保险股价波动的影响各有多大？从中、美、欧、日实际经验看，保险股价主要影响因素是什么？
- Q3：保险股价上涨趋势何时开始？或曰：降息预期结束之时，或曰：净资产上涨之时。究竟应该如何判断？

研究结论

前两篇讨论的寿险深度和新业务利润率代表寿险业务的规模和质量，是寿险价值决定因素。本篇讨论的利率和股指则是寿险股价影响因素。由于股市估值水平的波幅超过盈利预期的波幅，因此，股指（大盘指数）对保险股价的影响力远超利率。保险股价上涨趋势需要 A 股市场支持。

- 大致上，七年期国债税前到期收益率（TB）可代表寿险公司固定收益投资回报；三年期存款（税后）收益率（DR）可代表分红/万能产品保单成本。因此， $\text{分红/万能产品固定收益投资利差} = \text{TB} - \text{Max}(2.5\%, \text{DR})$ 。在 $\text{DR} \leq 2.5\%$ 的低利率环境下，该利差与利率波动完全正相关，而在 $\text{DR} > 2.5\%$ 的高利率环境下，该利差与利率波动不完全负相关。

- 降息对传统产品打击较大，但可能有利于分红/万能产品。降息最大的威胁是：持续降息可能逼近保单预定利率，使公司面临利差损压力。下表大致估算降息 100bp 对固定收益投资利差的影响（相关假设请见正文）：

降息 100bp 后利差变动	现有资产负债	未来资产负债
传统产品（成本固定）	-34bp	-85bp
分红/万能产品	+66bp	+15bp
（成本弹性，但底部刚性）（底部刚性时-34bp）（底部刚性时-85bp）		

- 长期而言，固定收益投资在公司利差收入中占比高于权益类投资。上个利率周期中，七年期国债税前到期收益率均值为 4.7%，未来可能降到 4%。上证综指和沪深 300 历史年均复合增长率都是 16%，未来可能降到 10%。由资产配置二八开估计固定收益投资约占利差之 60%，权益投资占 40%。
- 股指是对保险股价影响最显著的因素。尽管固定收益投资在公司利润中占比较高，但过去三年中，A 股估值水平波幅是盈利预期波幅的 1.7 倍，即使未来两者相当，股指对保险股价波动影响仍可达 60% 以上，利率和其他因素约各占两成。中、美、欧、日实证分析也证实股指影响最显著。
- 保险股价上涨趋势需要 A 股市场支持。若陷入流动性陷阱，即使降息预期结束，保险股价也难上涨，如日本 90 年代；若股市疲弱，即使降息提高净资产，股价亦难上涨，因资产久期偏短，净资产上涨只是“财务幻觉”。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

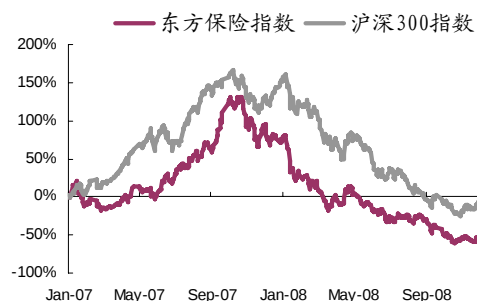


东方证券
ORIENT SECURITIES

王小罡 CFA 保险行业资深分析师
8621-50366888 × 6083
wangxiaogang@orientsec.com.cn

行业评级 看好 中性 看淡（维持）
国家/地区 中国/A 股
行业 保险
报告日期 2009 年 1 月 16 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	10.8	-21.1	-72.4
相对表现 (%)	5.7	-12.5	-11.9

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

EPS	2007	2008E	2009E	股价	评级
中国人寿	1.38	0.58	0.65	19.13	中性
中国平安	2.61	0.24	1.07	29.47	增持
中国太保	1.12	0.45	0.30	13.74	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《路演归来话保险系列报告》	07 年 4 月 12 日
《美日保险行业经验分析》	07 年 8 月 29 日
《寿险责任准备金：构成、列示与变动》	08 年 5 月 22 日
《现实比预期残酷 12 倍——AIG 启示录》	08 年 10 月 7 日
《社保、年金与寿险深度——Q 系列报告之一》	09 年 1 月 5 日
《利润率、利差与估值方法——Q 系列报告之二》	09 年 1 月 9 日

目 录

一、问题回顾	3
二、利率周期与固定收益类投资利差	3
三、利率周期对寿险产品利弊分析	8
四、保险股价波动归因分析	11
五、保险股价上涨趋势始于何时	17
附文：中国保险指数计量模型（节选）	19

图表目录

图 1：国债与企业债税前收益率对比图	4
图 2：结算利率与存款税后收益率对比图	5
图 3：分红/万能产品固定收益类投资直观利差图	6
图 4：欧美日利率水平趋势图	11
图 5：日本零利率时代行业指数表现图	17
表 1：七年期国债税前 YTM 相对波幅表	7
表 2：降息周期影响分析表	9
表 3：利率周期影响程度估算假设表	10
表 4：利差贡献情景分析表	12
表 5：利润贡献情景分析表	13
表 6：估值水平与盈利水平波动对比表	13
表 7：保险股价波动理论归因表	14
表 8：保险股价波动实证归因表	15

一、问题回顾

利率周期对保险公司固定收益类投资利差有何影响？资产负债久期匹配状况与分红/万能保单成本底部刚性对其又有何影响？

利率和股指对保险公司的利润贡献分别有多高？对保险股价波动的影响分别有多大？从中、美、欧、日四地区的实际经验看，利率（利差）、股指和汇率等因素与保险行业指数之间分别具有怎样的相关性？

保险股价上涨趋势将从何时开始？或曰：降息预期结束之时，或曰：净资产上涨之时。究竟应该如何判断？

二、利率周期与固定收益类投资利差

前两篇报告讨论的寿险深度和新业务利润率分别代表着寿险行业的规模和质量，是寿险业务价值决定因素。本篇要讨论的利率和股指则是寿险公司股价影响因素。

对保险公司而言，固定收益类投资利差是指公司通过债券和存款等固定收益类投资获得的回报率与相应的保单成本之间的利差。

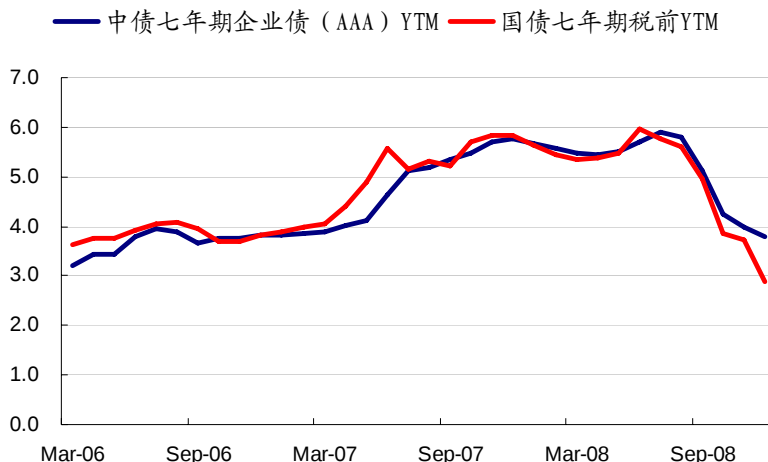
对传统产品而言，利率周期只影响固定收益类投资回报率，并不影响保单成本，因此，利率周期与固定收益类投资利差关系简单，容易判断。

对分红和万能产品（统称储蓄类保险产品）而言，利率周期对固定收益类投资回报率和保单成本都产生显著影响，因此，这两者关系比较复杂，我们本节主要讨论分红和万能产品的固定收益类投资利差。

对于保险公司的固定收益类投资回报率，我们认为，大体上可以用七年期国债税前到期收益率来表示。

原因在于：对 A 股上市保险公司而言，其债券投资平均期限在 7-8 年左右，因此，我们选择七年期国债。考虑到国债的免税特性，我们按七年期国债税前到期收益率，即七年期国债到期收益率 / (1-25%)，来代表保险公司的固定收益类投资的回报率。

同时，我们发现七年期国债税前到期收益率与七年期企业债到期收益率非常接近，从 06 年 3 月到 08 年 12 月，其均值仅相差 7bp，这也增强了我们选择七年期国债税前收益率的代表性。如下图所示。

图 1：国债与企业债税前收益率对比图


资料来源：东方证券研究所

对于保险公司相应的保单成本，我们认为，就传统产品而言，其保单成本固定，与利率周期没有关系，就分红产品与万能产品而言，大体上可以选择三年期银行存款税后收益率来表示。

原因在于：对于广大居民而言，分红和万能产品具有较强的储蓄属性，与银行存款之间存在着较高的替代性。换言之，众多的分红产品和万能产品，可以通过相应的保障产品（纯消费性保单，如意外险、健康险、重疾险、家财险等）加上银行存款的“产品组合”来进行替代。因此，从客户的角度看，购买储蓄类产品的机会成本就是银行存款税后回报率。

我们承认：居民投保存在着进入与退出的壁垒，交易成本远高于银行存款。比如，投保时保费中要扣除初始费用和保单管理费等相关费用，退保时也要扣除退保费。这些壁垒的存在使得居民在保险产品和银行储蓄之间的选择和切换不那么顺畅。并且，有些可能居民对以上“保险产品组合替代思路”未必有很清楚的认识。

但是，无论如何，银行存款对分红和万能产品的替代性是存在的，竞争压力是无法忽视的，众多分红和万能产品在宣传时总也少不了“长期回报率超越银行存款”之类的比较。就从业人员而言，对分红和万能产品与银行存款之间的竞争关系也是有着清晰的感受。

比如：08 年 1 月，国寿慷慨的给出 8% 以上的分红险回报率，当时着实让众多代理人扬眉吐气、心情舒畅。因为在加息环境下，他们争取客户、保留客户的压力比较大，而国寿分红产品终于不负众望，其回报率又一次“打败”了银行存款。从他们当时欢欣雀跃的心态中，我们可以感受到：这些储蓄类保险产品和银行存款之间的竞争关系，的确是存在的。

那么，储蓄类产品的保单成本和银行存款收益率之间，到底存在怎样的实证关系呢？

对于储蓄类产品的保单成本，我们选择万能险结算利率作为代表。因为万能险结算利率每月公布一次，而分红险分红回报每年发布一次，因此，前者更适合用于银行存款收益率进行比较。

进一步，我们选择平安和太保作的万能产品进行分析。因为平安和太保是国内最有代表性的万能险供应商，平安的万能险规模最大，且产品推出时间较早，太保的万能产品推出时间最早，且万能业

务规模较大（特别是 2007 年以后）。2007 年，国内万能险保费收入总计约 950 亿元，其中，平安占 215 亿元，太保达 192 亿元，两家合计 407 亿元，占全国万能险保费收入的 43%。因此，我们选择平安和太保的主力万能产品来进行产品回报率与存款回报率的比较。

具体而言，我们选择平安个险万能产品、太保小康之家华彩人生终身寿险以及太保金诚利万能产品作为储蓄类产品代表，与银行存款进行比较。

选择平安个险万能产品的原因是：平安万能产品分为个险、银保和团险三大类。由于平安寿险业务中，个险占据绝对优势，达 78%，银保业务比例仅占不到 13%，因此，我们选择其个险万能产品。

选择太保小康之家华彩人生终身寿险的原因是：太保的个险万能产品中，小康之家华彩人生和太平盛世长发两全是最主要的代表产品。其中，太平盛世长发两全产品是公司最早推出的万能产品，也是我国第一款万能险产品，具有划时代的里程碑意义，但是，或许是监管层有意的扶持和支持，该产品的预定利率是：结算期当日两年期银行存款利率，比其他产品适用的 2.5% 预定利率上限来说，该产品的预定利率拥有很大的弹性空间，最高可达 4.5% 以上。实际上，这个划时代的产品的结算利率也的确显著高于其他同类产品。我们之所以不选择该产品，一是因为该产品的预定利率与众不同，属于特殊情况，不具备足够的代表性，二是因为该产品早在 06 年 1 月 1 日就已经停售，历史使命已经结束。因此，我们选择太保小康之家华彩人生。

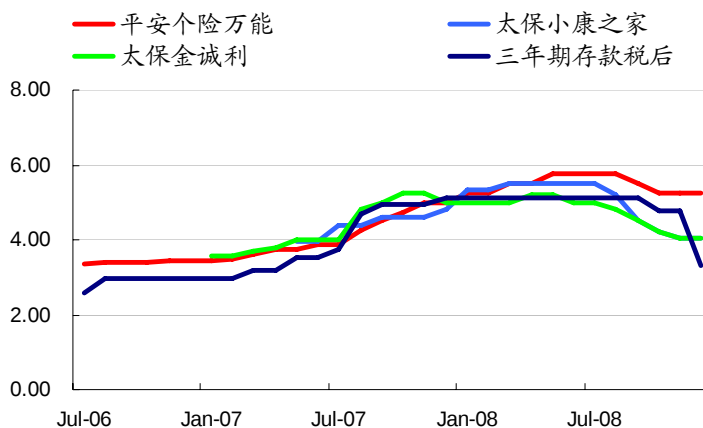
选择太保金诚利的原因是：太保的银保万能产品中，金诚利和金丰利是比较有代表性的主力产品。两款产品结算利率比较接近，分别于 07 年 9 月和 08 年 5 月停售之后都推出了后续的 B 款产品。我们选择太保金诚利主要因为该产品的结算利率数据比金丰利更加丰富。

对于银行存款收益率，我们选择三年期银行存款税后收益率作为代表，与保单成本进行比较。这里的税后是指扣除利息税之后。对居民而言，这代表了购买储蓄类保险产品的机会成本。

我国利息税的主要历史是：1999 年 11 月起，对居民银行存款征收 20% 的利息税，2007 年 8 月起，利率税率下调到 5%，2008 年 10 月起，储蓄存款利息所得暂免征收个人所得税。

比较以上万能险结算利率和三年期银行存款税后收益率，我们发现两者的确比较接近，如下图所示。

图 2：结算利率与存款税后收益率对比图



资料来源：东方证券研究所

上图中，我们没有选择太多万能产品来进行比较，因为我们认为精选出有代表性的万能险产品来比较，效果更好。太多数据堆在一起，反而分不清主次。

实际上，有些小公司的万能产品结算利率较高，是出于争夺市场份额的激进型竞争策略，有些大公司的万能产品占比较小，也会故意采用提高结算利率的方式来逼迫竞争对手跟进……这些小规模万能产品的保单成本并不具有太大的代表性。

就上图中的三款万能产品而言，从 06 年 6 月到 08 年 10 月，其结算利率的均值与同期三年期银行存款税后收益率相比，仅高出后者 25bp。可见，储蓄类产品保单成本与三年期银行存款税后收益率是相当接近的。

由于分红和万能产品五花八门，没有统一的回报率，因此，我们不妨选择三年期银行存款税后收益率，作为储蓄类产品保单成本的替代性指标，与七年期国债税前收益率相减，作为保险公司固定收益类投资利差进行研究。

考虑到我国保单利率 2.5% 的预定利率上限，在此，我们定义：

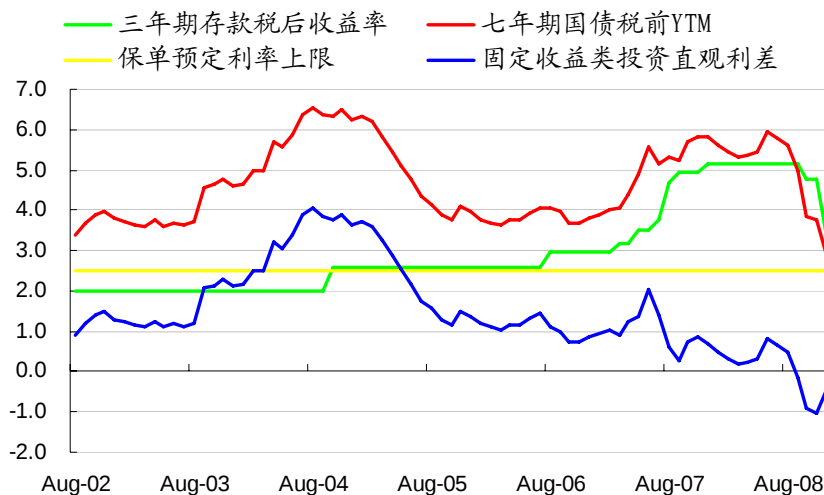
分红/万能产品固定收益类投资直观利差 = 七年期国债税后到期收益率 - Max (2.5%，三年期银行存款税后收益率)

当然，有同志会指出，2.5% 是预定利率的上限，有些产品的预定利率只有 2%，或者 1.75%。

我们在此选择 2.5%，因为 2.5% 代表性更高一些，并且众多预定利率 2.5% 的产品存在，对于其他预定利率较低的产品而言，也会产生牵制性的影响，使之不易下滑到比 2.5% 差太多的水平。

从 02 年 8 月以来，分红/万能产品固定收益类投资直观利差如下图所示：

图 3：分红/万能产品固定收益类投资直观利差图



资料来源：东方证券研究所

由上图可知，在 2006 年 7 月以前，三年期存款税后收益率最高不超过 2.59%，与保单预定利率上限 2.5% 非常接近。在这段时期中，由于保单成本基本固定，分红/万能产品的固定收益类投资直观利差与七年期国债税前到期收益率的走势非常接近。两者相关系数高达 0.9990。

但从 2006 年 8 月之后，随着不断加息，基准利率逐步提高，而利差水平则出现下降趋势。就分红/万能产品的固定收益类投资直观利差与三年期银行存款税后收益率而言，两者相关系数为 -0.5518。可见，利差空间与利率水平出现了一定程度上的背离。

特别是 2008 年 9 月以来的四个月中，分红/万能产品的固定收益类投资直观利差已经降到零以下，情况令人担忧。

正常情况下，到期收益率曲线长端波动幅度应该低于短端。但引人注目的是，在最近的利率周期中，加息阶段国债到期收益率涨幅略低于三年期存款利率，而降息阶段国债到期收益率却明显高于三年期存款利率。

当三年期存款利率从 2006 年 7 月底的 3.24% 上升 216bp 到 2008 年 6 月底的 5.40%，七年期国债税前到期收益率从 4.06% 上升 189bp 到 5.95%，涨幅为同期三年期存款利率的 88%，比较正常。

当三年期存款利率从 2008 年 6 月底的 5.40% 下降 207bp 到 2008 年 12 月底的 3.33%，七年期国债税前到期收益率却从 5.95% 下滑 306bp 到 2.89%，跌幅达到同期三年期存款利率的 148%。

我们认为：这种反常现象是因为国债到期收益率波动反映了投资者对于央行利率政策的预期，因此，其涨跌往往领先于三年期存款利率。目前，我们还没有走完整个降息周期，也就是说，三年期存款利率还有下跌空间，但国债到期收益率已经比较充分的反映了降息预期，未来下跌空间相对较小了。

整体来看，三年期存款利率从 06 年 7 月的 3.24% 到 08 年 12 月的 3.33%，微增 9bp，而七年期国债税前到期收益率却从 4.06% 下滑到 2.89%，大跌 117bp。如下表所示。

表 1：七年期国债税前 YTM 相对波幅表

单位：百分点	Jul-06	Jun-08	Dec-08
三年期存款利率	3.24	5.40	3.33
三年期存款税后收益率	2.59	5.13	3.33
七年期国债 YTM	3.04	4.46	2.17
七年期国债税前 YTM	4.06	5.95	2.89
三年期存款利率增减	-	2.16	-2.07
七年期国债税前 YTM 增减	-	1.89	-3.06
国债税前 YTM 增减/存款利率增减	-	88%	148%

资料来源：东方证券研究所

三、利率周期对寿险产品利弊分析

利率周期对寿险业务各类产品究竟有何利弊影响？我们认为，问题的关键因素在于利差、久期和成本刚性这三点。

关于利差，我们在上节已经详细讨论。即利差空间和利率水平一定程度上有背离趋势，但在利率周期的底部，利差空间和利率水平的走势是完全一致的。

关于久期，我国保险行业的一大“国情”是：由于缺乏久期较长的资产配置，特别是 10 年以上的长期债券供给规模有限，使得我国寿险公司资产久期普遍低于负债久期。由公司年报可以大致估算，A 股上市保险公司的资产久期大约是 7 年左右，而另一方面，保单负债久期平均达到 15 年，因此，资产久期偏短是我国保险行业一大痼疾。在这种状况下，保险公司普遍偏爱加息，而厌恶降息。

以传统产品为例：

在降息环境下，即使公司持有的债券出现浮盈，也没有什么意义，因为如果卖掉这些债券，实现了浮盈，结果是公司还得把这些债券买回来，毕竟资产久期偏短使得公司始终面临着再投资的压力。这样的一卖一买，看起来实现了浮盈，实际上的代价就是公司持有的债券到期收益率下降了，本质上是挖了东墙补西墙，除了增强当年盈利，实现利润平滑之外，没有别的好处。

反之，在加息环境下，公司再投资收益率节节走高，虽然持有的债券不断出现浮亏，但是没有关系，公司资产久期是偏短的，大部分债券都是要持有到期的，浮亏将随着到期日的临近而逐渐下降。

至于分红和万能产品，相关分析比较复杂些，请见以下表 1。

关于成本刚性，我国的储蓄类产品，普遍具有 1.75%-2.5% 的预定利率。当利率持续走低，当保单成本接近预定利率时，分红和万能产品的成本弹性特色将渐渐消退，这些产品将面临底部刚性，在这种情况下，分红和万能产品已经类似于传统产品了。

整体而言，高利率环境下，分红和万能保单的利差至少可以持平，而传统产品则可提供丰厚的利差，但在低利率环境下，有可能所有产品都面临着利差损的压力。因此，相对而言，保险公司还是比较偏爱高利率环境的，特别是平安和太保这些 95-99 年期间积累了高利率保单的公司。

抓住利差、久期和成本刚性三大要点，就不难分析利率周期对保险公司的利弊影响。具体请见下表所示。其中，现有资产负债指目前公司持有的投资资产与保单负债，而未来资产负债则既包括未来新保单形成的资产与负债，也包括目前有效保单今后带来的保费收入所形成的资产与负债。

表 2：降息周期影响分析表

降息 100bp:	现有资产负债 (关键在于资产负债久期匹配)	未来资产负债 (关键在于利差水平)
传统产品 (特点是成本固定)	降息提高了现有债券投资的浮盈，但浮盈最终能否实现，还得看现有资产负债的久期匹配。 我国资产久期（7 年左右）低于负债久期（15 年左右），因此，浮盈成为“水中花”。 降息使得债券到期后面临再投资收益率下降压力，由于成本固定，因此利差收窄， <u>产生中等负面影响</u> 。	保单成本固定，利差完全归属于公司所有，因此，降息有损于投资回报率，压缩利差， <u>产生显著负面影响！</u>
分红与万能产品 (特点是成本弹性，但是存在着底部刚性)	影响程度：-34bp 降息提高了现有债券投资的浮盈，但由于资产久期偏短，浮盈最终无法实现。 保单成本具有弹性，降息时成本下降较快，现有资产负债利差扩大， <u>产生比较显著正面影响！</u> 同时，债券再投资收益率下降，由于成本弹性并可能下滑更快，因此利差可能扩大， <u>产生微弱正面影响</u> 。 但有时预期突变和流动性泛滥也会使得利差收窄，产生微弱负面影响。 另外，产品成本存在着底部刚性，因此，在利率周期底部时，再投资面临利差收窄， <u>产生中等负面影响</u> （此时类似于传统产品）。	影响程度：-85bp 保单成本具有弹性，因此成本将跟随投资收益率一起下滑。当债券到期收益率曲线长端跌幅相对较小时，利差扩大， <u>产生温和正面影响</u> 。 但有时预期突变和流动性泛滥可能加速债券到期收益率长端的下滑速度，使得利差收窄（如到目前为止的本轮降息），产生一定的负面影响。 另外，产品成本存在着底部刚性，因此，在利率周期底部时，降息使得利差收窄， <u>产生显著负面影响</u> （此时类似于传统产品）。
	影响程度：+66bp 底部刚性时-34bp	影响程度：+15bp， 底部刚性时-85bp

资料来源：东方证券研究所

上表以降息周期为例，讨论了利率变动对保险公司各类产品的不同影响。至于加息周期的相反影响，不在赘述。

需要说明的是，在上表中，所谓“影响程度”，是指当基准利率下跌 1 个百分点，各类产品的固定收益类投资利差的相应变动。比如，传统产品的未来资产负债的“影响程度”是 85bp，意味着当基准利率下跌 1 个百分点，传统产品未来资产负债的利差将下跌 85bp。

我们对“影响程度”的估算只是为了给同志们一个大致的概念，在一般情况下，利率波动中，哪些产品受到什么样的影响，程度如何，并不是一个准确的定量分析。

“影响程度”估算的主要假设如下表所示：

表 3：利率周期影响程度估算假设表

假设	条件
假设 1	保险公司协议存款占固定收益类投资比例 25%， 保险公司债券投资占固定收益类投资比例 75%
假设 2	保险公司债券投资平均期限 7 年
假设 3	当基准利率变动 1 个百分点： 三年期银行存款利率变动 1 个百分点； 保险公司协议存款利率变动 1 个百分点； 七年期国债到期收益率变动 0.8 个百分点

资料来源：东方证券研究所

对于传统产品的未来资产负债而言，降息 1 个百分点后，其协议存款收益率下降 1 个百分点，而债券收益率下降 0.8 个百分点，保单成本固定，因此，其影响程度为： $-85bp = 25\% \times (-1\%) + 75\% \times (-0.8\%)$ 。

对于传统产品的现有资产负债而言，降息 1 个百分点后，其协议存款收益率下降 1 个百分点，而大部分债券收益率不变，只有 1/7 的到期债券的收益率下降 0.8 个百分点，保单成本固定，因此，其影响程度为： $-34bp = 25\% \times (-1\%) + 75\% \times 1/7 \times (-0.8\%)$ 。

对于分红/万能产品的未来资产负债而言，降息 1 个百分点后，其协议存款收益率下降 1 个百分点，而债券收益率下降 0.8 个百分点，保单成本（跟随三年期银行存款利率）下降 1 个百分点，因此，其影响程度为： $15bp = 25\% \times (-1\%) + 75\% \times (-0.8\%) - (-1\%)$ 。而当面临保单成本底部刚性时，影响程度等同于传统产品，即为 -85bp。

对于分红/万能产品的现有资产负债而言，降息 1 个百分点后，其协议存款收益率下降 1 个百分点，而大部分债券收益率不变，只有 1/7 的到期债券的收益率下降 0.8 个百分点，保单成本（跟随三年期银行存款利率）下降 1 个百分点，因此，其影响程度为： $66bp = 25\% \times (-1\%) + 75\% \times 1/7 \times (-0.8\%) - (-1\%)$ 。而当面临保单成本底部刚性时，影响程度等同于传统产品，即为 -34bp。

对于分红/万能产品而言，成本弹性和成本刚性时的影响程度相差达 100bp (15bp VS -85bp, 66bp VS -34bp)，是因为降息 1 个百分点后，成本弹性时保单成本也下降 1 个百分点，而成本刚性时保单成本维持不变。

以上是对某种理想状态的分析，我们希望能通过这个过程来理解利率周期对保单利差的影响。实际上，由于债券到期收益率包含着投资者的预期反应，其变动往往超前于三年期银行存款利率以及保单成本，比如到目前为止的本轮降息。因此，以上结论对利率周期中的某些片段来说可能并不适用。

相比之下，降息过程使得传统产品受到显著负面影响，而分红/万能则由于其保单成本具有弹性，有望获得正面影响。但是，当利率水平降至 2.5% 的预定利率水平附近，分红/万能保单成本将面临底部刚性，这时分红/万能产品已经类似于传统产品，保险公司将面临“利差损”的压力。

我们对降息过程的担忧也正是如此，一是在于传统产品，目前我国传统产品的保费收入占比约 10%-20%，寿险责任准备金占比约 30% 以上，也就是说，传统产品在寿险公司现有的资产负债中的占比大约达到三分之一以上，是不可忽视的部分；二是在于如果降息幅度较大，低利率持续时间较长，将使保险公司不得不忍受长期的利差损压力。

四、保险股价波动归因分析

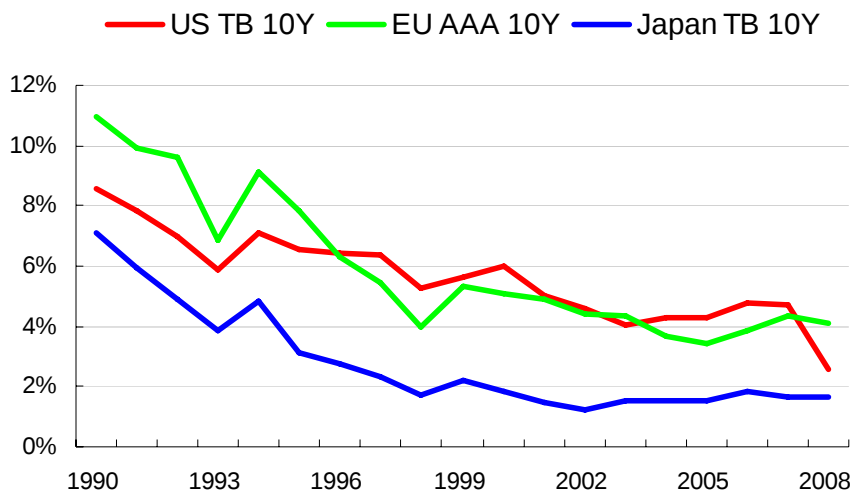
就整个利率周期而言，固定收益投资和权益类投资对保险公司的利差贡献各有多高？对公司的利润贡献又有多高？对保险公司股价波动影响有多大？

我们认为，保单成本，也就是公司反馈客户的回报率，是由固定收益类投资和权益类投资共同承担的。因此，要比较固定收益类投资和权益类投资的利差贡献，只要比较二者对总投资收益的贡献就可以了。

还是选择七年期国债税前到期收益率作为保险公司固定收益类投资回报率的代表。从 2002 年 8 月以来，我国七年期国债到期收益率均值为 3.53%，税后为 4.70%。

考虑到最近 20 年来，全球主要经济体都有利率水平下降趋势，如下图所示：

图 4：欧美日利率水平趋势图



资料来源：东方证券研究所

我们估计，我国利率周期平均水平未来可能也会有所下滑，七年期国债税前到期收益率的周期均值可能从 4.7% 下滑到 4% 左右的水平。

选择 A 股市场指数（沪深 300 指数和上证综指）回报率作为保险公司权益类投资回报率的代表，因为大型保险公司的股票和基金投资收益率与 A 股市场整体水平比较接近。比如，08 年上半年，沪深 300 指数下跌了 48%，而国寿和平安的股票和基金全投资回报率（包括浮盈变动）也正是 -47% 和 -48% 的水平。

从 1990 年以来，上证综指的年均复合增长率为 15.9%，而沪深 300 指数从基期 2004 年末以来，年均复合增长率为 16.1%。

我们估计，A 股市场长期回报率水平可能达不到 16% 的水平，但应该可以达到 10% 的水平。就美国标普 500 指数而言，从 1957 到 2007 年，50 年的年均复合回报率为 10.8%。即便包含了 2008 年的大幅下滑，标普 500 指数 51 年中的年均复合回报率也达到 9.5% 左右。我们认为 A 股市场长期回报率不会低于这个水平。

考虑到投资渠道不断放开，我们估计长期而言，我国保险公司投资资产结构大约是 80% 固定收益类资产加 20% 权益类资产。

结合以上分析，我们对保险公司固定收益投资和权益投资的利差贡献进行情景分析，如下表所示。

表 4：利差贡献情景分析表

低回报情景	占比	投资回报率	加权投资回报率	利差贡献对比
固定收益投资	80%	3.0%	2.4%	67%
权益类投资	20%	6.0%	1.2%	33%
合计	100%	-	3.6%	100%

中回报情景	占比	投资回报率	加权投资回报率	利差贡献对比
固定收益投资	80%	4.0%	3.2%	62%
权益类投资	20%	10.0%	2.0%	38%
合计	100%	-	5.2%	100%

高回报情景	占比	投资回报率	加权投资回报率	利差贡献对比
固定收益投资	80%	5.0%	4.0%	56%
权益类投资	20%	16.0%	3.2%	44%
合计	100%	-	7.2%	100%

资料来源：东方证券研究所

由上表可见，长期而言，在保险公司利差贡献中，固定收益投资和权益类投资之间大约是六四开。

我们在《利润率、利差与估值方法——Q 系列报告之二》中提到，在平安的一年新业务价值中，估计利差占比约 51.3%。由于各公司业务结构的差异，我们假定在保险公司的三差（利差、死差和费差）中，利差占比约 60%。这样，大致推算固定收益投资和权益投资对保险公司利润贡献比例，大约是 37% 和 23%，如下表所示：

表 5：利润贡献情景分析表

低回报情景	利差贡献对比	利润贡献占比
固定收益投资	67%	40%
权益类投资	33%	20%
费差和死差	-	40%
合计	100%	100%

中回报情景	利差贡献对比	利润贡献占比
固定收益投资	62%	37%
权益类投资	38%	23%
费差和死差	-	40%
合计	100%	100%

高回报情景	利差贡献对比	利润贡献占比
固定收益投资	56%	33%
权益类投资	44%	27%
费差和死差	-	40%
合计	100%	100%

资料来源：东方证券研究所

那么，对保险公司股价波动的影响，利率和股指各占多大比例呢？

在最近三年 A 股市场的波动中，市场估值水平变动比盈利水平变动更加剧烈。如下表所示。

表 6：估值水平与盈利水平波动对比表

沪深 300 指数	指数点位	涨跌幅	动态市盈率 (未来 12 个月滚动)	估值水平增长	盈利水平增长
2005-6-3	818	-	10.0	-	-
2007-10-16	5877	618%	30.0	200%	140%
2008-12-31	1821	-69%	10.7	-65%	-13%

资料来源：Wind 资讯

由上表可知，沪深 300 指数从 05 年 6 月的 818 点上涨到 07 年 10 月的 5877 点，涨幅达到 618%，其中，盈利水平增长 140%，估值水平（动态市盈率）增长 200%；从 5877 点跌到 08 年底的 1821 点，跌幅达到 69%，其中，盈利水平下跌 13%，而估值水平下跌 65%。

因此，在 A 股市场最近三年的大起大落中，估值水平波动程度比盈利水平波动程度高出大约 70%。我们估计，长期而言，A 股估值水平波动程度应该逐步下降，也许会达到与盈利水平波动接近的程度。在这样的预期下，我们大致估计利率与股指对于保险公司股价波动的影响，大约是 62%和 18%，如下表所示：

表 7：保险股价波动理论归因表

低回报情景	利润贡献对比	股价波动贡献对比
固定收益投资	40%	20%
权益类投资	20%	60%
费差和死差	40%	20%
合计	100%	100%

中回报情景	利润贡献对比	股价波动贡献对比
固定收益投资	37%	18%
权益类投资	23%	62%
费差和死差	40%	20%
合计	100%	100%

高回报情景	利润贡献对比	股价波动贡献对比
固定收益投资	33%	17%
权益类投资	27%	63%
费差和死差	40%	20%
合计	100%	100%

资料来源：东方证券研究所

因此，在保险公司的利润贡献中，固定收益类投资占比 37%，高于权益类投资之 23%。由于市场估值水平长期而言将基本稳定或逐步下降，那么这两类投资对公司估值贡献之比大概也是 1.5 比 1 的关系；而在保险公司股价波动中，由于市场估值水平在中短期内可能剧烈波动，因此，股指贡献比例高达 62%，显著超越利率之 18%，。

在以上枯燥的冥想之后，我们来看看现实市场中，利率和股指对保险行业指数究竟产生何种影响。

我们考察中国、美国、欧盟和日本四大地区，以当地的保险行业指数为应变量，分别构建以利率、利差（长期国债到期收益率减三年以下存款利率）、股指（当地主要市场大盘指数）和汇率为自变量的一元回归模型，共计 16 个，另外，由于一元回归模型中可能存在自变量和应变量之间“虚幻的相关关系”，我们又构建了以利率、股指和汇率为自变量和以利差、估值和汇率为自变量的 8 个三元回归模型。

以上总计 24 个模型，为了消除单位根，所有模型都采用了对数一阶自回归的方法。

对于这些计量模型，我们主要观察自变量系数是正还是负，系数的 t 检验是显著还是不显著。结论如下表所示：

表 8：保险股价波动实证归因表

利率与保险行业指数相关性					
模型解释变量	中国	美国	欧洲	日本	
利率	正相关，不显著	负相关，显著	负相关，不显著	负相关，不显著	
利率、股指和汇率	正相关，不显著	负相关，不显著	负相关，不显著	正相关，显著	
利差与保险行业指数相关性					
模型解释变量	中国	美国	欧洲	日本	
利差	正相关，不显著	正相关，不显著	负相关，不显著	正相关，接近显著	
利差、股指和汇率	正相关，不显著	正相关，不显著	负相关，不显著	正相关，显著	
股指与保险行业指数相关性					
模型解释变量	中国	美国	欧洲	日本	
股指	正相关，显著	正相关，不显著	正相关，显著	正相关，不显著	
利率、股指和汇率	正相关，显著	正相关，不显著	正相关，显著	正相关，不显著	
利差、股指和汇率	正相关，显著	正相关，不显著	正相关，显著	正相关，不显著	
汇率与保险行业指数相关性					
模型解释变量	中国	美国	欧洲	日本	
汇率	负相关，不显著	正相关，不显著	负相关，不显著	正相关，不显著	
利率、股指和汇率	正相关，不显著	正相关，不显著	负相关，显著	正相关，不显著	
利差、股指和汇率	负相关，不显著	正相关，不显著	负相关，显著	正相关，接近显著	

资料来源：东方证券研究所

从上表可见，在消除单位根之后，

1. 股指的确是保险行业指数相关性最高的自变量

在所有 12 个相关模型中，股指与保险行业指数都呈现正相关，而且其中一半是显著正相关；

相比之下，在利差与保险行业指数的 8 个相关模型中，只有 6 个正相关，其中只有 1 个显著正相关。这唯一的一个就是日本的利差模型，日本自 90 年代以来深陷“利差损”泥潭，“苦大仇深”，其利差水平与行业指数显著正相关是完全可以理解的。

2. 大多数情况下，利率与保险行业指数呈负相关，但中国是正相关

在所有 8 个相关模型中，有 5 个呈现负相关。对此我们也可以理解：因为大多数情况下，由于到期收益率曲线的长端波动幅度小于短端，因此利差和利率往往呈现相反走势。因此，利差往往和行业指数正相关，而利率则与行业指数负相关。

中国的两个相关模型中，利率和行业指数负相关，这一点也可以理解。正如前文图 3 所示，在 06 年 8 月以前，我国在相当长时期内处于低利率环境中，在此过程中，利率波动与利差波动是高度一致的。

日本的一个相关模型中也有类似情况。

3. 大多数情况下，利差与保险行业指数呈正相关，中国也是如此

在所有的 8 个相关模型中，有 6 个正相关，其中 1 个显著正相关。利差对保险行业指数的影响力次于股指。

就我国而言，由于国寿上市时间相对较长，而且该公司是单纯的寿险公司，因此我们选择中国人寿 A 股价格作为保险行业指数（对于美国、欧洲和日本，我们分别选择的是标普 500 寿险行业指数、道琼斯欧洲保险指数和东京证交所保险行业指数），在多种尝试之后，我们发现，效果最好的模型就是以沪深 300 指数为单一自变量的一元对数一阶自回归模型，如下所示（更多信息请参考附文）。

只检验沪深 300 指数和股价的关系

$$\text{LNCLIFE} = 1.02 \cdot \text{LNSS300} - 4.80 + [\text{AR}(1)=0.66]$$

Convergence achieved after 8 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNSS300	1.023046	0.135616	7.543676	0.0000
C	-4.799790	1.104151	-4.347040	0.0003
AR(1)	0.662380	0.128289	5.163203	0.0001
R-squared	0.923316	Mean dependent var		3.593753
Adjusted R-squared	0.915244	S.D. dependent var		0.381025
S.E. of regression	0.110927	Akaike info criterion		-1.433758
Sum squared resid	0.233793	Schwarz criterion		-1.284980
Log likelihood	18.77134	F-statistic		114.3850
Durbin-Watson stat	1.963019	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.66			

模型拟合效果很好，t 检验和 F 检验都完全通过，调整后 R 平方达到 0.92，DW 检验完全通过，自相关也已消除。

因此，从实证角度看，对于保险行业指数来说，股指是影响力最大的单一因素，特别是在股指波动较大的中短期内。

五、保险股价上涨趋势始于何时

在保险股价波动归因分析之后，自然而然的下一个问题就是：保险股价上涨趋势将从何时开始？

目前，市场上比较流行的两种观点是：

观点 A：降息预期结束之时，

观点 B：净资产上涨之时。

我们认为：以上观点基本正确，但不完全正确。

就观点 A 而言，一个可能的漏洞是：如果中国陷入流动性陷阱，利率已经降到接近于零的底部位置，那么降息预期自然结束了，但这并不意味着保险股价上涨趋势之始。

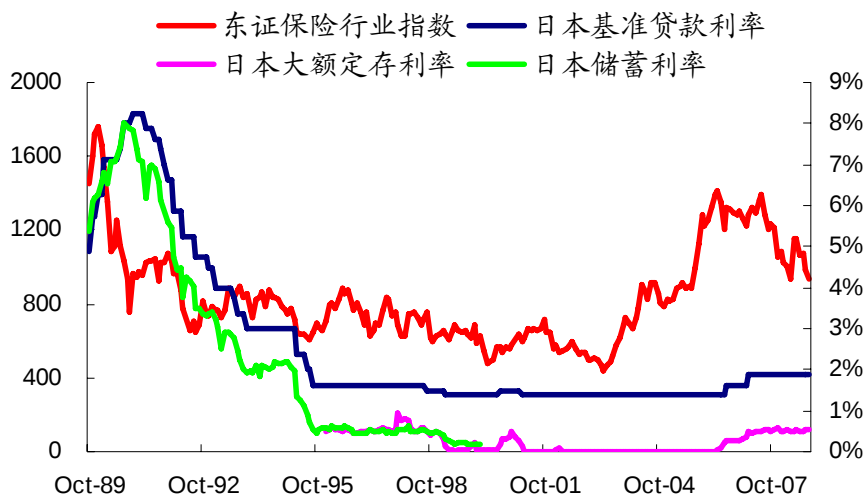
我们来看看日本的保险行业指数（东京证交所保险行业指数）在流动性陷阱期间的表现。

1990 年代以后，日本泡沫经济破灭，陷入流动性陷阱，即使当局将基准利率调至接近于零，依然需求低迷，经济不振，股市疲弱。

日本大额定存利率在 1999 年 6 月降到前所未有的 0.02% 的水平，正式进入零利率时代，到 06 年 7 月略微回升到 0.21%，至今仍在 0.5% 左右徘徊。

与此同时，东证保险行业指数从 1999 年 6 月的 687 点下滑到 2003 年 5 月的 437 点，至 2003 年 11 月才回升到 689 点。也就是说，在日本进入零利率时代，降息预期结束之后，日本的保险行业指数依然下滑了 33% 以上，在底部徘徊了 4 年半的时间。

图 5：日本零利率时代行业指数表现图



资料来源：东方证券研究所

就观点 B 而言，在我们目前面对的降息过程中，保险公司净资产如果能够上升，无非是两种情形：

- 1、 降息提高保险公司债券浮盈，同时，股指上升，带来更多利润和更高净资产。
- 2、 降息提高保险公司债券浮盈，同时，股指走平或者略有下跌，但公司整体净资产依然上升。

对于第一种情形，保险股价应该上涨，但是对于第二种情形，就值得商榷了。

我们知道，中国保险公司的一大特点是：由于缺乏可以配置的长期债券，因此资产久期短于负债久期。在这种情况下，我们认为，降息带来的债券浮盈提高以及公司净资产上升只是一种“财务幻觉”。

这种“财务幻觉”的根本原因，在于目前的会计准则。一方面，在保险公司资产负债表上，投资资产（债券）是“盯市”的，也就是说，债券投资（持有到期类债券除外）在资产负债表上按照市值计量，利率水平的下降会提高债券投资的浮盈；另一方面，公司持有的保单负债却按照固定的评估利率进行计量，相当于是按成本计量的。

实际上，由于资产久期短于负债久期，公司面临着再投资风险。在利率下降的过程中，再投资收益率随之下降，评估利率理论上也该随之下降，这样公司的准备金负债将相应上升，从而抵消债券浮盈增加的影响。但是现在的会计准则并没有这样做，因此，对于资产久期偏短的中国保险公司来说，降息带来的净资产提高在很大程度上是“财务幻觉”。

换言之，就算公司持有的债券出现较多浮盈，那又如何？对于资产久期偏短的公司而言，债券浮盈基本没有意义，因为如果公司实现了这些浮盈，其结果就是还得把这些债券以高价买回。实现浮盈的代价就是债券到期收益率的下降，实质上是“拆了东墙补西墙”，利润平滑而已。

因此，在第二种情形下，公司获得的净资产提高只是“财务幻觉”，而权益类投资没有回报，估值水平难以上升，并且，在持续下降的利率环境下，利差损的威胁日益临近。此时的保险股价能有良好的表现么？我们觉得会比较困难。

总之，我们觉得，仅从利率或者净资产的角度讲，观点 A 和观点 B 都是对的。但是，保险股价的上涨趋势的充分条件，还得加上 A 股市场的配合。

附文：中国保险指数计量模型（节选）

变量说明，SS300 为沪深 300 指数序列，RATE7 为七年期国债到期收益率，CLIFE 为中国人寿 A 股股价，exchange 为人民币对一揽子货币的汇率。

一、利用 AR（1）剔除自相关

为消除自相关，模型采用对数 AR（1）形式。

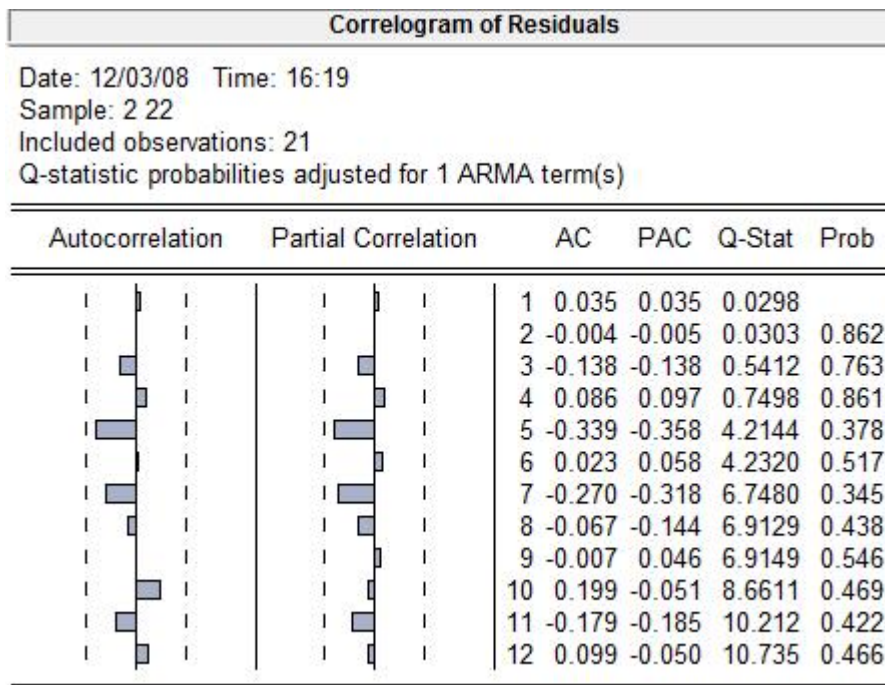
模型1 四变量模型

$$\text{LNCLIFE} = 1.32 \cdot \text{LNEX} + 0.21 \cdot \text{LNRATE7} + 1.05 \cdot \text{LNSS300} - 11.42 + [\text{AR}(1)=0.71]$$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNEX	1.321759	1.365198	0.968181	0.3474
LNRATE7	0.213285	0.441599	0.482984	0.6356
LNSS300	1.050009	0.185642	5.656097	0.0000
C	-11.42472	6.884740	-1.659427	0.1165
AR(1)	0.714817	0.128208	5.575456	0.0000
R-squared	0.915278	Mean dependent var		3.625176
Adjusted R-squared	0.894097	S.D. dependent var		0.360040
S.E. of regression	0.117167	Akaike info criterion		-1.246175
Sum squared resid	0.219650	Schwarz criterion		-0.997480
Log likelihood	18.08484	F-statistic		43.21300
Durbin-Watson stat	1.924701	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.71			

结果显示，利率和股价的自然对数序列是正相关的，但是系数不显著。沪深 300 指数的自然对数序列的系数是显著的。

模型很好的消除了自相关，Q 图如下：



模型 2 只检验七年期国债到期收益率和股价的关系

$$\text{LNCLIFE} = 0.82 \cdot \text{LNRATE7} + 2.25 + [\text{AR}(1)=0.88]$$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNRATE7	0.816770	0.579943	1.408362	0.1761
C	2.250298	0.805530	2.793562	0.0120
AR(1)	0.885588	0.141862	6.242597	0.0000
R-squared	0.746003	Mean dependent var		3.625176
Adjusted R-squared	0.717781	S.D. dependent var		0.360040
S.E. of regression	0.191269	Akaike info criterion		-0.338708
Sum squared resid	0.658509	Schwarz criterion		-0.189491
Log likelihood	6.556434	F-statistic		26.43344
Durbin-Watson stat	2.289734	Prob(F-statistic)		0.000004
Inverted AR Roots	.89			

系数为正，不过仍然不显著。

模型 3 只检验沪深 300 指数和股价的关系

$$\text{LNCLIFE} = 1.02 * \text{LNSS300} - 4.80 + [\text{AR}(1)=0.66]$$

Convergence achieved after 8 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNSS300	1.023046	0.135616	7.543676	0.0000
C	-4.799790	1.104151	-4.347040	0.0003
AR(1)	0.662380	0.128289	5.163203	0.0001
R-squared	0.923316	Mean dependent var		3.593753
Adjusted R-squared	0.915244	S.D. dependent var		0.381025
S.E. of regression	0.110927	Akaike info criterion		-1.433758
Sum squared resid	0.233793	Schwarz criterion		-1.284980
Log likelihood	18.77134	F-statistic		114.3850
Durbin-Watson stat	1.963019	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.66			

模型拟合效果很好，t 检验和 F 检验都完全通过，调整后 R 平方达到 0.92，DW 检验也完全过关。

可见，最佳模型就是以沪深 300 指数为自变量的一元回归模型。

分析师承诺

王小罡 CFA：保险行业资深分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn