



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009 年 10 月 16 日

保险业

研究部

周光

分析员

zhoug@cicc.com.cn

赵慧颖

刘欣

联系人

zhaohy2@cicc.com.cn liuxin3@cicc.com.cn

货币政策周期中的寿险行业投资时钟

投资提示：

我们自 2008 年以来对货币政策周期中寿险公司的利差水平和盈利能力变化进行了较为详尽的探讨，本报告是对该分析框架的全面梳理和总结。通过对中国上市寿险公司，以及美国 and 英国多个完整货币政策周期中寿险公司盈利能力和股价表现的分析，我们认为，寿险行业结构性的投资机会主要存在于降息周期的最后阶段和升息周期的前期。

目前，从宏观经济形势的变化，货币政策周期的演进和投资环境的发展趋势来看，中国正处于降息周期末期到升息周期初期之间的过渡阶段。在这一阶段，伴随着业务结构调整的逐渐完成，保费增长潜力的继续释放，各类投资渠道的陆续拓宽，寿险公司将充分享受投资收益水平不断提升和保单资金成本保持相对低位带来的利差空间扩大的好处，盈利能力持续提高，结构性投资机会显现。我们重申对 A 股和 H 股寿险行业“推荐”的投资评级。

理由：

我们对中国上市寿险公司，以及美国 and 英国过去几十年寿险公司盈利能力和股价表现的分析基本验证了如下结论：

- ▶ 在降息周期的最后阶段和升息周期前期，中长期债券收益率和股市表现往往能够领先于保单资金成本的变化出现明显提升，寿险公司的利差水平呈现逐步扩大的趋势，盈利能力向好，结构性投资机会显现。
- ▶ 相反，在升息周期的后期和降息周期的前期，寿险公司受到明显恶化的投资收益水平和居高不下的资金成本的双重挤压，很难找到合理的利润空间，因而盈利能力明显恶化，不具备结构性投资机会。

目前，中国正处于降息周期末期到升息周期初期之间的过渡阶段：随着宽松货币政策的实施和经济形势的好转，金融体系流动性充裕，长期通缩的阴影基本得以排除，中金宏观组预计 CPI 将在 11 月由负转正；同时，中金宏观组预计，出于对确保经济复苏持续性以及其它多重政策目标的综合考虑，货币政策的转向（加息）并不会很快到来。

对于寿险公司而言，经济持续复苏而通胀水平保持在温和状态的大环境对其获得合理乃至较为可观的利差水平非常有利，而这很有可能是我们在未来 6-12 个月可以看到的情形：

- ▶ 在这一阶段，中长期债券收益率震荡上行的趋势仍将继续巩固，这将成为寿险公司坚实稳定的利润来源；股市尽管短期内仍可能存在波动，但中期向好的概率依然很高，有望对寿险公司投资收益起到“锦上添花”的作用；
- ▶ 而在升息周期来临之前，保单资金成本将在低位保持稳定；在升息周期前期，其上升的速度和幅度通常也会落后于投资收益率上升的水平。因此，寿险公司利差水平仍存在显著的提升空间。

估值：

目前，中国人寿和中国平安 A 股股价隐含的 2009 年新业务价值倍数分别为 28.1x 和 18.9x，显著低于其上市以来的平均估值。中国人寿、中国平安和中国太平 H 股股价所隐含的一年新业务价值倍数分别为 31.5x、20.6x 和 30.8x，处于其上市以来的历史均值附近。考虑到公司利差水平逐渐提升和新业务价值预计将保持强劲增长的趋势，当前估值水平具有较高的吸引力。我们维持对中国人寿 A 股和 H 股“审慎推荐”的投资评级；维持对中国平安 A 股和 H 股“推荐”的投资评级；维持对中国太平（原中保国际）“审慎推荐”的投资评级。

风险：

短期风险在于 A 股市场大幅回调，而中期风险在于中长期债券收益率徘徊不前。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

目录

利差水平的周期性波动决定了寿险公司盈利能力和结构性投资机会的周期性	3
利差，即投资收益率与保单资金成本的差异，是寿险公司最重要的利润来源	3
利差水平的周期性波动决定了寿险公司盈利能力和结构性投资机会的周期性	4
寿险业投资时钟：上市寿险公司的结构性投资机会主要出现于降息周期后期和升息周期前期	4
升息周期中寿险公司的结构性投资机会主要出现在升息前半段	6
升息周期前期寿险公司结构性投资机会显现	6
升息周期后期上市寿险公司不具备结构性投资机会	9
升息周期中的 A 股寿险公司的股价表现和估值水平	10
降息周期中寿险公司的结构性投资机会主要出现在降息周期的最后阶段	12
降息周期前期上市寿险公司不具备结构性投资机会	12
降息周期中的结构性投资机会主要出现于降息周期的最后阶段	13
降息周期中的 A 股寿险公司股价表现和估值水平	14
估值及投资建议	16
对基本面的判断	16
估值和投资评级	16
案例：美国、英国经济与货币政策周期中寿险公司利差水平和股价表现	17
美国和英国寿险公司利差水平在降息末期和升息前期扩大，在升息后期和降息前期缩小	17
寿险公司股价表现显示结构性投资机会主要出现在升息前期和降息的最后阶段	21

图表目录

图表 1：债券收益率曲线上的舞蹈（理想情况）	3
图表 2：利率周期中的寿险公司利差水平（示意图）	4
图表 3：寿险行业投资时钟	5
图表 4：上证综指，国债利率与大额协定存款利率	6
图表 5：各主要保险公司万能险结算利率与定期存款利率	7
图表 6：货币政策周期中中国寿险公司实际利差水平——以万能险为例	8
图表 7：收益率曲线上的舞蹈（升息周期初期——以 2006 年 8 月为例）	8
图表 8：收益率曲线上的舞蹈（升息周期末期——以 2007 年 11 月为例）	9
图表 9：A 股保险股上市至 3Q08 升息周期（货币政策紧缩期）保险股相对大盘走势	10
图表 10：A 股保险公司新业务价值倍数	11
图表 11：国债、企业债收益率	12
图表 12：债券收益率曲线上的舞蹈（降息周期前期——以 2008 年 10 月为例）	13
图表 13：收益率曲线上的舞蹈（降息周期末期——以 2009 年 7 月为例）	14
图表 14：4Q08 至今降息周期（货币政策扩张期）保险股相对大盘走势	14
图表 15：A 股保险公司新业务价值倍数	15
图表 16：美国基础利率与十年期国债收益率走势	18
图表 17：英国央行基础利率与七至十年期国债收益率走势	19
图表 18：美国基础利率、十年期国债收益率与 S&P 500 指数走势	20
图表 19：英国基础利率、七至十年期国债收益率与 FTSE 350 指数走势	20
图表 20：美国基础利率、十年期国债收益率与 S&P 500 寿险与健康险指数走势	21
图表 21：S&P 500 寿险指数：1991 年 1 月-1994 年 6 月降息周期后期与升息周期前期	21
图表 22：S&P 500 寿险指数：2001 年 12 月-2006 年 5 月降息周期后期与升息周期前期	22
图表 23：S&P 500 寿险指数：2006 年 6 月-2008 年 10 月升息周期后期与降息周期前期	22
图表 24：英国基础利率、七至十年期国债收益率与 FTSE 350 寿险指数走势	23
图表 25：FTSE350 寿险指数：2000 年 1 月-2003 年 3 月升息周期后期与降息周期前期	23
图表 26：FTSE350 寿险指数：2003 年 2 月-2007 年 1 月降息周期最后阶段与升息周期前期	24
图表 27：可比公司估值	25

利差水平的周期性波动决定了寿险公司盈利能力和结构性投资机会的周期性

利差，即投资收益率与保单资金成本的差异，是寿险公司最重要的利润来源。利差水平的周期性波动决定了寿险公司盈利能力和结构性投资机会的周期性。对于上市寿险公司而言，结构性的投资机会主要存在于升息周期的前期和降息周期的最后阶段。

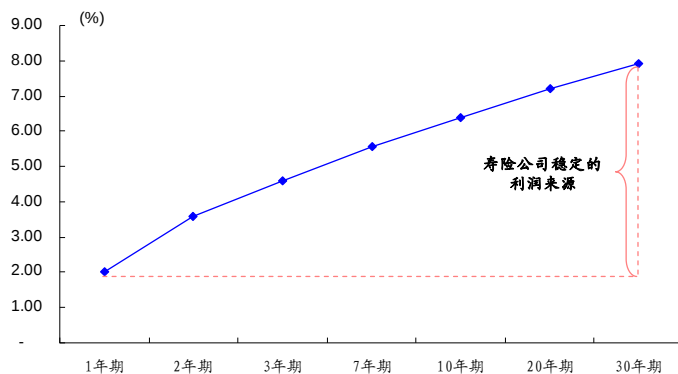
利差，即投资收益率与保单资金成本的差异，是寿险公司最重要的利润来源

我们知道，寿险保单的资金成本实际上不是由保险公司决定的，而是由投保人面临的机会成本决定的。寿险公司的潜在客户在决定是否购买万能险或分红险产品时，必然要将其可能的投资收益率与投资期限、进入门槛和风险水平相当的替代产品进行比较，这些替代产品的预期收益率即是保单持有人的机会成本。其中，投保人判定其机会成本的最主要和最直接的标杆即是三年期或五年期定期存款利率。因此，投保人机会成本的的压力和各公司之间激烈的市场竞争使得主要寿险公司不敢冒着失去市场份额的风险轻易大幅下调万能险结算利率，而必须将其保持在至少略高于三年期定期存款税后利率的水平上。

另一方面，由于资产负债期限匹配和现金流匹配的要求，寿险公司的大部分资产必须投资于债券，这是由寿险业务的性质决定的。所以，寿险公司实际上是在债券收益率曲线上起舞（a bond yield curve player）。

- ▶ 大多数情况下，债券收益率曲线的短端代表寿险公司的资金成本（对于中国的寿险公司而言，在基础利率受到管制的情况下，作为主流寿险产品最直接和最重要机会成本的三至五年期定期存款利率成为衡量寿险公司资金成本的重要标尺），而收益率曲线的长端代表寿险公司的投资收益率。这样，收益率曲线长端和短端之间的差异就是寿险公司最稳定和最主要的利润来源。
- ▶ 寿险公司喜欢陡峭的债券收益率曲线，因为这样容易获得持续而可观的利差益。一个国家债券市场的发达程度和收益率曲线的完善程度实际上在很大程度上决定了这个国家寿险公司的投资环境和盈利空间。

图表 1：债券收益率曲线上的舞蹈（理想情况）



资料来源：中金公司研究部

- ▶ 我们知道，债券收益率曲线会受到基础利率、通胀预期和供求关系等因素的影响而发生改变，这样，寿险公司的资金成本和投资环境也就不断发生变化。不仅如此，债券收益率还将反映投资者对未来货币政策和通胀水平的预期，从而使得在货币政策出现方向性变动时，比基准利率的调整更为敏感和迅速。
- ▶ 中国债券市场的特殊性在于，由于市场深度有限，供求关系的力量也会在很大程度上影响债券收益率的阶段性趋势和波动幅度。

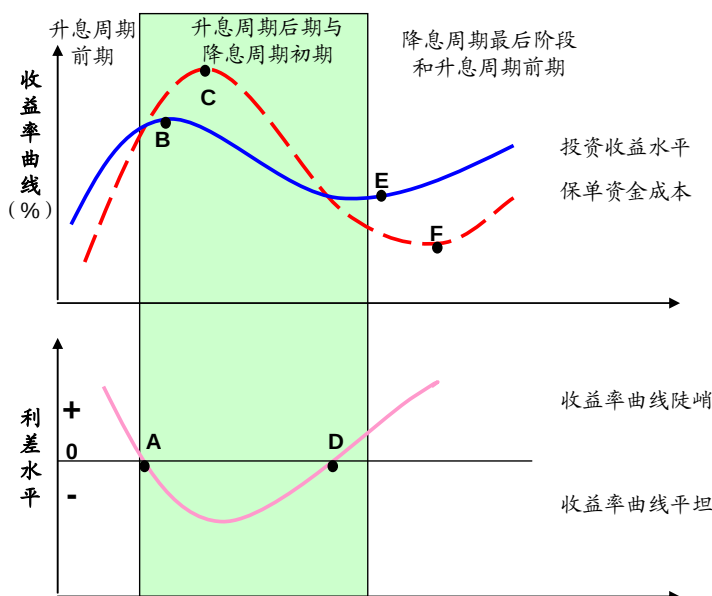
利差水平的周期性波动决定了寿险公司盈利能力和结构性投资机会的周期性

在寿险公司的盈利模式中，寿险公司管理者控制投资收益率和资金成本以对抗经济周期并维持盈利的能力并不是很强。寿险保单的长期性并不能掩盖寿险公司盈利的周期性和股票的波动性。

事实上，在经济和货币政策周期中，寿险公司的投资收益水平和资金成本水平也将随着升息和降息的进程发生变化，而且其变动并非完全同步。这导致寿险公司的利差水平在一定程度上也存在周期性波动，从而影响寿险公司盈利能力，也进一步决定了上市寿险公司投资机会出现的时点。

理论上讲，寿险公司的利差水平在降息周期的最后阶段和升息周期前期将呈现逐步扩大的趋势。主要原因在于，中长期债券收益率和股市表现能够反映基准利率调整之外的其他货币政策手段、经济发展前景预期和通胀预期，从而领先于基准利率的变化进行变动，降息周期的最后阶段和升息周期前期正是两者差距逐步扩大的时期，从而为寿险公司提供了较为可观的利差水平。

图表 2：利率周期中的寿险公司利差水平（示意图）



资料来源：中金公司研究部

寿险业投资时钟：上市寿险公司的结构性投资机会主要出现于降息周期后期和升息周期前期

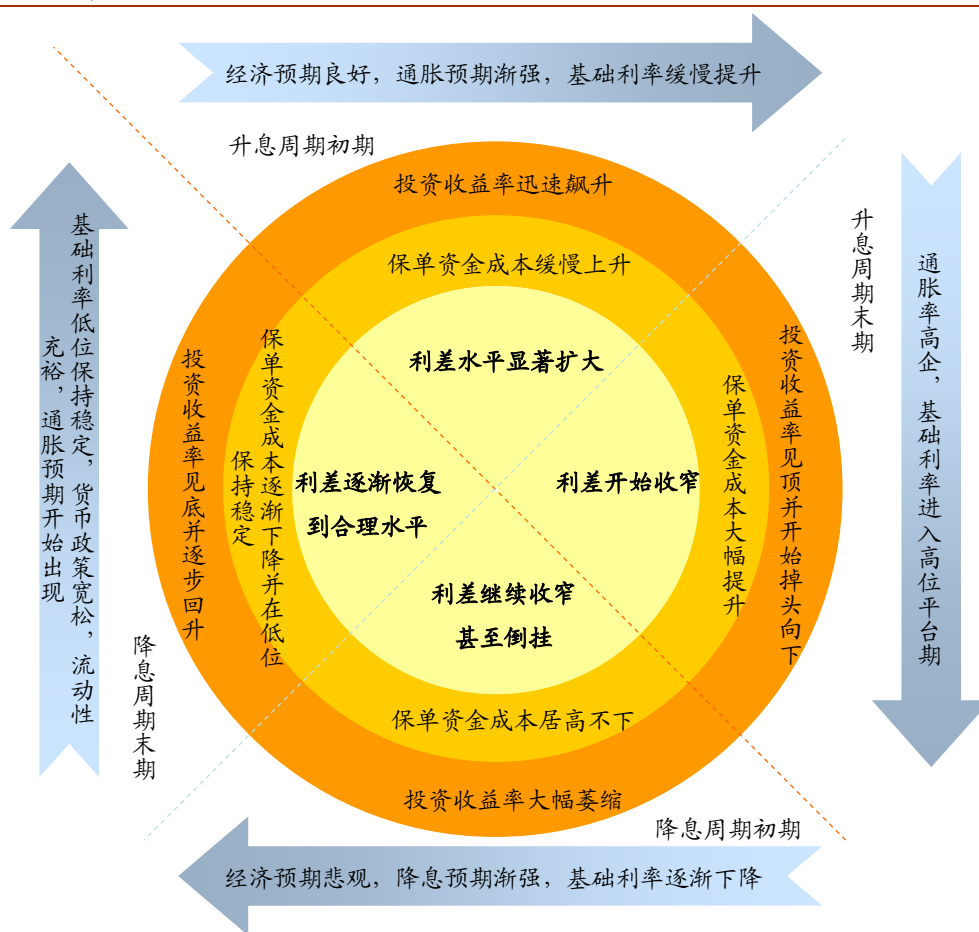
经过对国际主要市场寿险公司盈利能力和股价在货币政策周期中的表现情况的分析，我们认为，上市寿险公司的结构性投资机会主要出现于升息周期前期和降息周期后期，过去几十年的数据也基本印证了我们的判断（参见“案例：美国、英国经济与货币政策周期中寿险公司利差水平和股价表现”）。

对于中国上市寿险公司而言，A 股三家保险公司均在 2007 年上市，尚未经历过一轮完整的货币政策周期；H 股中国人寿和中国平安虽然于 2003 和 2004 年先后上市，但由于 2005 年之前保险公司的投资渠道几乎仅限于定期存款、国债和政策性银行债，因此很难有明显的利差空间可言，这段时间中上述盈利能力波动的规律并不明确。因此，我们仅以保险股在 A 股上市以来的情况进行分析，部分结论还有待更为完整的货币政策周期的验证。

- 2006-3Q08 之前，中国寿险公司面临的实体经济、货币政策周期和利差水平变化进程，正是一个完整的升息周期过程。我们可以清晰地看到，在升息周期的前期（1Q06-3Q07），寿险公司投资收益率上升的速度和幅度大于保单资金成本增速，利差扩大，盈利水平提升，结构性投资机会显现。

- ▶ 升息周期后期（4Q07-3Q08），随着实体经济出现各种不良苗头，寿险公司投资收益率停滞不前甚至掉头向下，而保单资金成本居高不下。寿险公司盈利能力恶化，不具备结构性投资机会。
- ▶ 在降息周期的前期（3Q08-4Q08），寿险公司利润空间受到挤压的问题尚难以得到有效缓解。这是由于，保单资金成本只有下调到中长期债券收益率之下的水平才能真正给寿险公司带来利润空间，而寿险公司很难无视仍居高不下的投保人机会成本，冒着保费收入急剧下降的风险大幅降低保单资金成本（如万能险结算利率）。而且，在降息周期前期，由于中长期债券收益率将反映进一步降息的预期，以及较为悲观的经济前景预期和通缩预期，其下降幅度很可能大于同期资金成本的下降幅度，从而使寿险公司面临更为困难的局面。
- ▶ 随着降息进程的深入，寿险公司的利差倒挂问题将会得到一定程度的缓解。到降息周期的最后阶段（1Q09 至今），寿险公司保单资金成本已大幅下降并在低位保持稳定，而随着宽松货币政策的推进，市场流动性较为充裕，而投资收益率由于能够反应一定的经济复苏和通胀预期，应已经先行触底甚至出现反转。此时，寿险公司的利差空间将逐渐扩大，盈利能力好转，盈利水平提升，结构性投资机会显现。

图表 3：寿险行业投资时钟



资料来源：中金公司研究部

升息周期中寿险公司的结构性投资机会主要出现在升息前半段

对货币政策周期中利率变动水平、速度和所处阶段的分析，需要从其对应的实体经济形势出发，进而分析货币政策及其背后隐含的实体经济状况对中长期债券收益率和股票投资收益水平的影响及其趋势，判断该阶段寿险公司的投资收益水平。另一方面，则需要关注寿险公司投保人机会成本的变动情况，即中长期税后存款利率变动的频率和幅度。两者变动速度和幅度的对比决定了利差水平的高低，进而决定了上市寿险公司投资机会出现的时点。

升息周期前期寿险公司结构性投资机会显现

升息周期前期，寿险公司投资收益率上升的速度和幅度大于保单资金成本，利差扩大，盈利水平提升，结构性投资机会显现。2006-3Q08 之前，中国寿险公司面临的实体经济、货币政策周期和利差水平变化进程，正是一个完整的升息周期过程。我们可以清晰地看到，在升息周期的前期，寿险公司投资收益率上升的速度和幅度大于保单资金成本，利差扩大，盈利水平提升，结构性投资机会显现。

- 升息前期背后隐含的实体经济情况及加息的货币政策目标在于，尽管实体经济仍总体表现抢眼，但为了抑制经济过热、调整可能失衡的经济结构，控制过剩的流动性，需要采取紧缩性的货币政策。2007 年中期以前，中国实体经济一直保持平稳较快增长，主要经济数据表现良好，通货膨胀率保持在较低水平。这一阶段，基础利率缓慢调升，但仍保持在较低的水平上。
- 在升息周期的前期，由于实体经济仍然高速发展，企业盈利增长较快，各项指标向好，股市处于上升周期，使得寿险公司股权投资收益率高涨。同时，由于债券收益率随着基础利率的提升而走高的同时，还将进一步反映对未来中短期内加息政策的预期和对可能高企的通货膨胀率的预期，因此，债券收益率在此阶段的上升速度和幅度一般会大于基础利率提升的水平。2007 年，中国 10 年期国债收益率由年初的 3.1% 左右迅速飙升至 5% 左右；与此同时，股票市场暴涨，出现一轮大牛市行情，上市寿险公司股权投资获得巨额收益，并积累了大量浮盈。

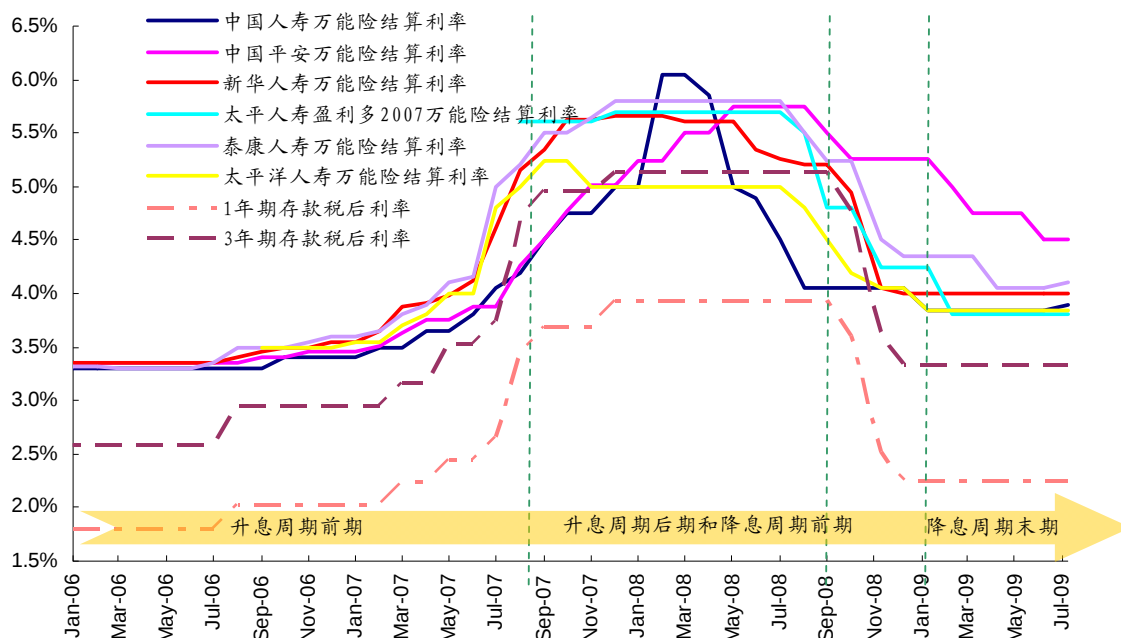
图表 4：上证综指，国债利率与大额协定存款利率



资料来源：PBOC，彭博资讯，中金公司研究部

- 在此期间，寿险公司在与投保人的利益分配博弈中占据主动，因为 2007 年中期以前，定期存款利率一直保持在很低的水平，三年期定期存款税后利率在 2004 年 10 月以前仅为 2.02%，同一时期五年期定期存款税后利率为 2.23%，2004 年 10 月到 2006 年中期三年期和五年期定期存款利率分别为 2.59% 和 2.88%，因此在此期间寿险公司只需付出 3% 左右的结算利率已经足以吸引大量的投保人以保持保费收入的快速持续增长。

图表 5：各主要保险公司万能险结算利率与定期存款利率

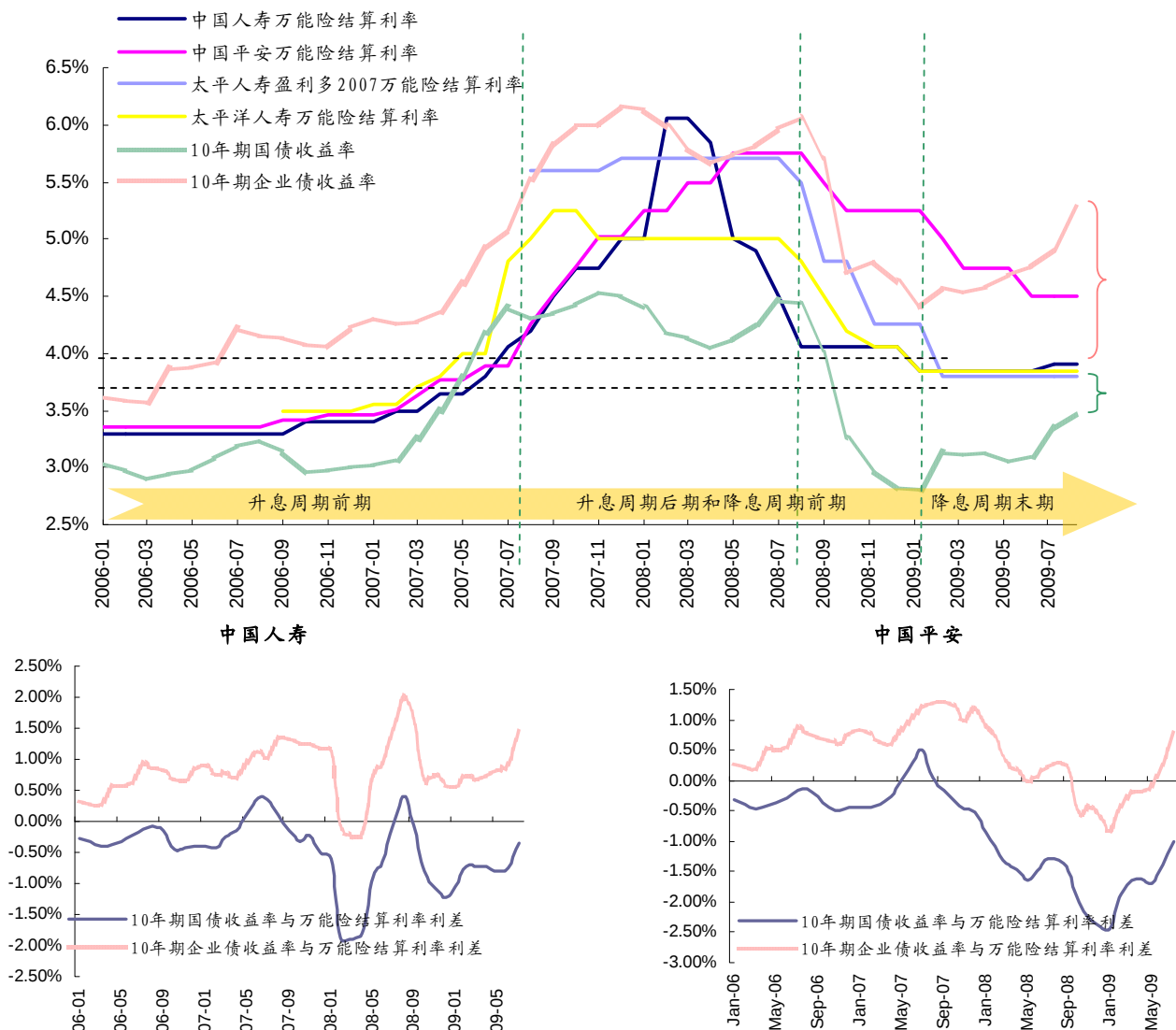


资料来源：PBoC，公司数据，中金公司研究部

- 因此，在升息周期的前半段，由于寿险公司的保单资金成本上升幅度不大，而债券收益率相对较高，加之股市投资的良好收益，使寿险公司得以轻而易举地获得高额利润，而没有必要将更多投资收益返还给投保人。因为投保人关心的不是保险公司的投资回报，而是自己的投资收益，只要高于其机会成本，已足够吸引潜在的客户购买保单。

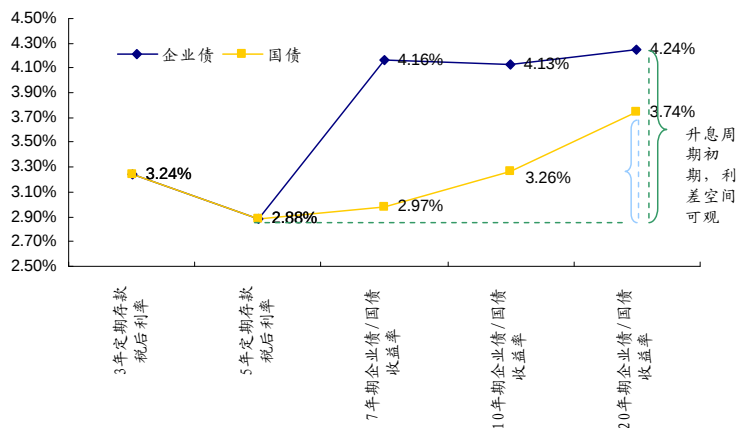
对于寿险公司而言，升息周期前期债券收益率和股市的大幅上涨有利于利差的扩大。相对于债券和股票投资收益率的上升幅度，基础利率升幅较小，且保单资金成本的提升有一定滞后性，使得寿险公司在这一阶段盈利能力水平显著提升。因此，升息周期前期是寿险公司出现结构性投资机会的“黄金时期”之一。

图表 6：货币政策周期中中国寿险公司实际利差水平——以万能险为例



资料来源：公司数据，中金公司固定收益部，中金公司研究部

图表 7：收益率曲线上的舞蹈（升息周期初期——以 2006 年 8 月为例）



资料来源：PBoC，中金公司固定收益部，中金公司研究部

升息周期后期上市寿险公司不具备结构性投资机会

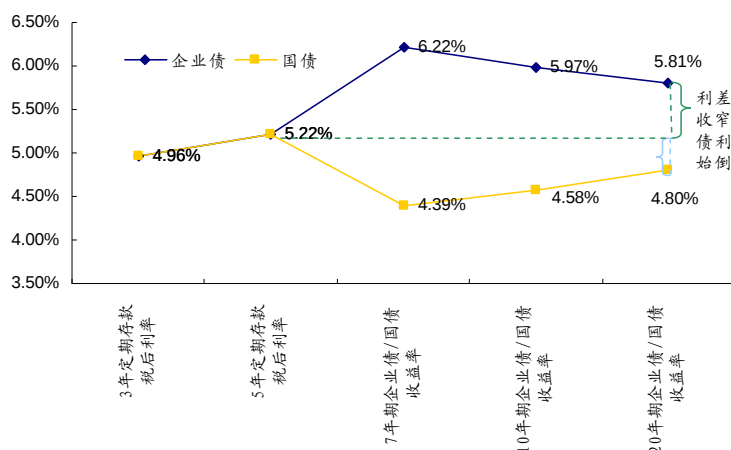
升息周期后期，随着实体经济出现各种不良苗头，寿险公司投资收益率停滞不前甚至掉头向下，而保单资金成本居高不下。寿险公司盈利能力恶化，不具备结构性能够投资机会。

对于中国寿险公司而言，在升息周期后期所面临的困境即是我们自 2007 年底至 2008 年中期看到的情形。这一阶段，寿险公司面临的投资环境开始恶化，而加息周期进入末端后，定期存款利率将出现一个维持在高位的平台期，寿险公司的保单资金成本也因此居高不下。受到投资收益率下滑和资金成本持续上升的双重挤压，寿险公司很难找到合理的利润空间。

- ▶ 升息周期后期，一般而言，实体经济已经出现一些不良反应，通货膨胀率走高。出于对未来通货膨胀的忌惮，从紧的货币政策还将维持一段时间，利率水平保持在高位，银行信贷收紧。2007 年中期以来，中国 6 次提高存贷款利率，10 次提高金融机构存款准备金率即是出于这样的考虑。
- ▶ 投资收益方面，由于 CPI 上升带动 PPI 上升并居高不下，许多企业成本迅速提升，盈利空间受到挤压，股市作为实体经济的先行指标，在此阶段很可能已调头向下，使得寿险股权投资收益率迅速下降，前期积累的浮盈逐渐消蚀。2007 年末以来，A 股市场开始持续深幅下挫，使寿险公司自 06 年以来积累的大量浮盈几乎销蚀殆尽，主要投资资产大面积出现浮亏。
- ▶ 此外，中国寿险公司所面临的债券投资环境与理想情况相比也更为复杂。2007 年底以来，尽管国内通胀预期高涨，但债券收益率却出现下滑。国债收益率的显著下滑主要是由于银行资金抢购造成的。由于信贷规模受到控制，银行资金自然冲向债券市场，国债的免税优惠受到银行青睐，债市供不应求的局面导致中长期国债收益率走低。
- ▶ 与此同时，寿险公司资金成本已随着中长期定期存款利率的提高而抬升到较高的水平，并因为存款利率在一定阶段保持稳定而具有刚性。从图表 5 可以看到，主要寿险公司万能险结算利率始终随着定期存款利率的上升而提高，并和三年期定期存款税后利率保持着一定的利差，从而呈现出资金成本在一段时间内保持高位的局面。

因此，在升息周期后期，寿险公司投资收益率上升缓慢，甚至已掉头大幅向下，而保单资金成本则保持在高位，寿险公司盈利能力恶化，不具备结构性投资机会。

图表 8：收益率曲线上的舞蹈（升息周期末期——以 2007 年 11 月为例）

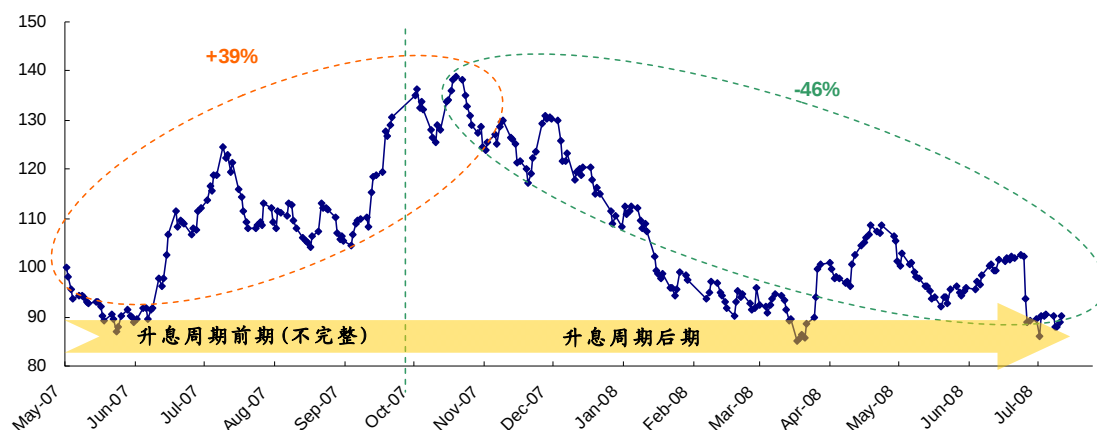


资料来源：PBOC，中金公司固定收益部，中金公司研究部

升息周期中的 A 股寿险公司的股价表现和估值水平

图表 9 显示了升息周期（货币政策紧缩期）中 A 股寿险公司相对大盘的股价表现。由于上市时间较晚，升息周期前期所展示的保险股股价明显跑赢大盘的情形并不充分。为了减轻新股上市初期股价表现不稳定对分析的影响，我们的样本从 2007 年 5 月开始选取。自 2007 年 5 月至 10 月，保险股跑赢大盘 39 个百分点，2007 年 11 月至 2008 年 7 月升息周期后期（货币政策紧缩后期），保险股跑输大盘 46 个百分点。

图表 9: A 股保险股上市至 3Q08 升息周期（货币政策紧缩期）保险股相对大盘走势

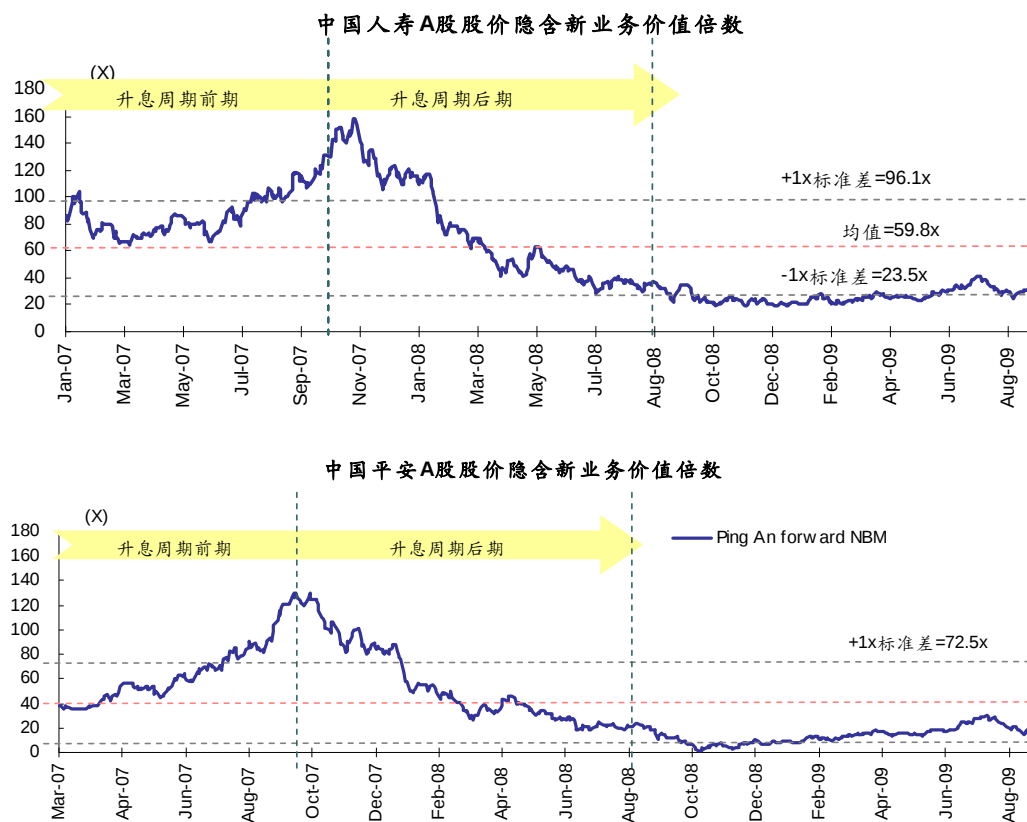


*为减小新股上市价格不稳定期对分析的影响，样本自 2007 年 5 月开始

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

从估值水平来看，升息周期前期中国人寿 A 股股价隐含的滚动预期一年新业务价值倍数由 60x 左右升至 150x 左右；中国平安 A 股由 40x 左右升至 130x 左右。升息周期后期中国人寿 A 股股价隐含的滚动预期一年新业务价值倍数由 150x 左右降至 30x 左右；中国平安 A 股由 130x 左右降至 20x 左右。

图表 10: A 股保险公司新业务价值倍数



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

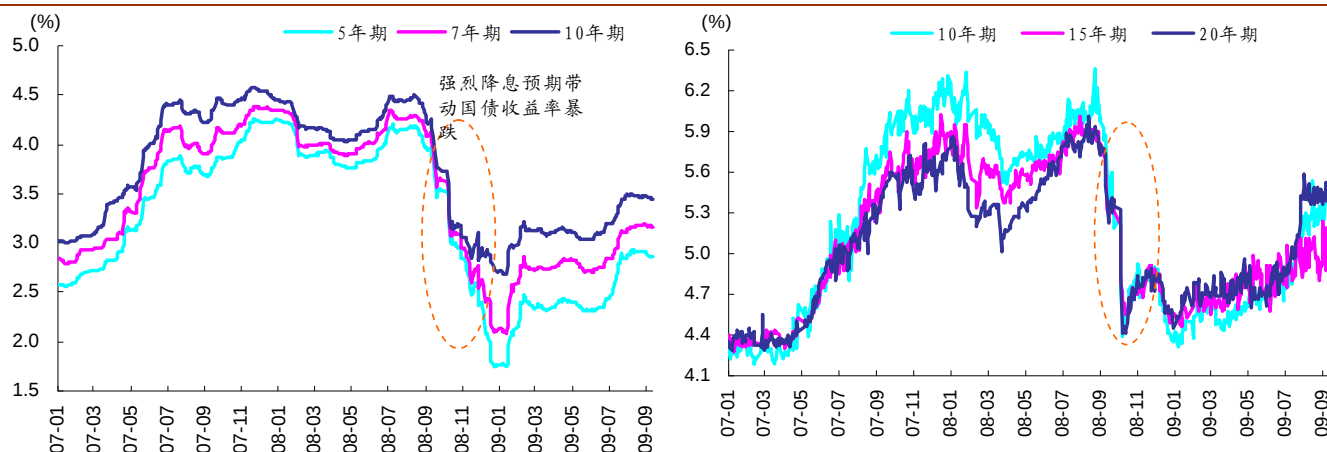
降息周期中寿险公司的结构性投资机会主要出现在降息周期的最后阶段

降息周期前期上市寿险公司不具备结构性投资机会

在降息周期的前期，寿险公司利润空间受到挤压的困境并未得到有效缓解，并不具备结构性投资机会。

- ▶ 在降息周期的前期，实体经济出现衰退迹象，降息政策体现了促进经济增长的政策目标；同时，货币政策又需忌惮通货膨胀，因此，在中国实行利率管制的背景下，实际存款利率下调的速度和幅度小于贷款利率下调的速度和幅度，货币政策多表现为非对称降息。
- ▶ 由于降息周期前期存款利率下调的速度较慢且幅度较小，寿险公司的保单资金成本不可能大幅下降。以 2008 年降息的情况为例，在 11 月 27 日大幅降息之前，尽管各寿险公司投资收益率已经大幅下挫，但主流的万能险结算利率还处于 4.8%-5% 之间。
- ▶ 而与此同时，债券收益率受强烈降息预期和供求关系的影响，很可能出现急剧下滑。其结果是在降息周期的前半段，债券收益率下滑的速度远快于寿险保单资金成本下降的速度，这就是 3Q08-4Q08 我们看到的现象：在强烈降息预期的驱动下，中长期债券收益率出现多轮大幅下挫，并使得当时寿险公司的利差倒挂问题更趋严峻，寿险公司更难从债券收益率曲线上找到合理的利润空间。

图表 11：国债、企业债收益率

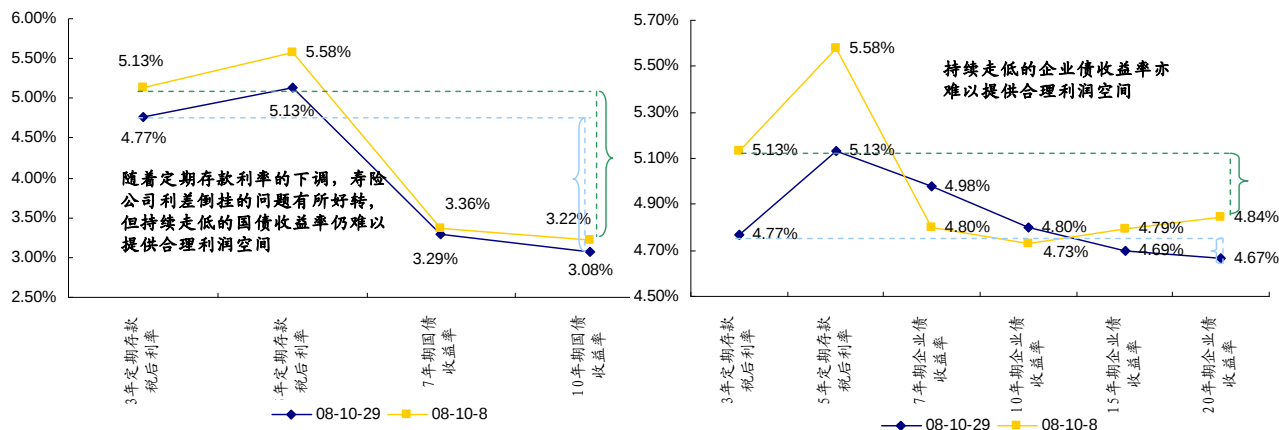


资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

- ▶ 在降息周期的前半段，股票市场很可能同样难以给寿险公司带来良好的投资收益。投资者对于实体经济的担忧在降息周期的前期不会很快消散，股票市场难以出现结构性牛市。

因此，在降息周期的前期，寿险公司利润空间受到挤压的问题难以得到有效缓解。而且，在降息周期前期，还可能由于投资收益的下降幅度大于同期资金成本的下降幅度而出现更为困难的局面。

图表 12：债券收益率曲线上的舞蹈（降息周期前期——以 2008 年 10 月为例）



*为减小新股上市价格不稳定期对分析的影响，样本自 2007 年 5 月开始

资料来源：PBoC，中金公司固定收益部，中金公司研究部

降息周期中的结构性投资机会主要出现于降息周期的最后阶段

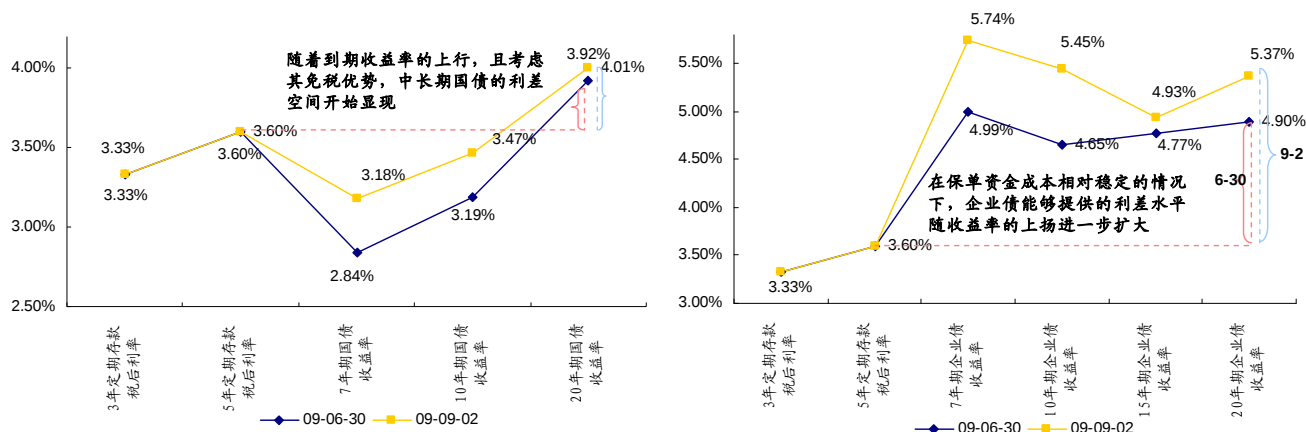
- 随着降息进程的深入，寿险投保人的机会成本，即中长期定期存款利率将基本见底，基础利率的大幅降低使寿险公司得以大幅下调万能险结算利率和分红险分红水平，保单资金成本压力得到明显缓解。并且，在升息周期来临之前，保单资金成本将不会面临显著的抬升压力，将得以在低位保持稳定。4Q08-1Q09 以来我们所看到的情况即是如此，随着基准利率的大幅下调，各主要寿险公司的资金成本压力显著减轻，万能险结算利率经过多次下调，至今基本稳定在 4% 左右的水平，略高于 3.6% 的五年期存款利率。
- 而另一方面，对于寿险公司来说，投资收益率持续低迷的时间长短将成为判断其投资机会出现时点的关键因素。这是因为，在持续大幅降息时，寿险公司资金成本的大幅降低仅能够保证公司利差损大大减轻，而何时能够获得合理的利差空间，则取决于债券和股市投资收益率中所反映的实体经济增长和 CPI 走势预期。
- 当降息周期接近尾声，实体经济出现好转和再通胀的预期已经开始反映于债券价格中，债券收益率很可能已经触底，并出现一定程度的反弹。同时，当实体经济接近或到达底部，股票市场的前瞻性使得其可能先于实体经济出现反弹，而宽松货币政策下充裕的流动性将助长反弹的幅度，使得寿险公司股票投资收益出现明显的提升。

因此，综上所述，到降息周期的最后阶段，寿险公司保单资金成本已大幅下降，而在往往较为宽松的货币政策和积极的财政政策的驱动下，资本市场投资收益率由于能够反映一定的预期，应已经先行触底甚至出现反转。此时，寿险公司的利差空间将逐渐扩大，盈利能力好转，盈利水平提升，结构性投资机会显现。

这也正是 2009 年，尤其是 2Q09 以来我们所看到的情形：不断出台的政府巨额经济刺激计划显著减轻了经济紧缩的担忧，惊人的银行信贷增长使得大幅降息显得多余，降息周期接近尾声。经济复苏迹象和流动性的重新泛滥使市场产生再通胀预期，通胀预期对中长期债券收益率形成的有效支撑和充裕流动性推升股票投资收益的作用对寿险公司利差水平的提升形成支持。

由于升息周期来临之前，保单资金成本将在 4% 左右的较低水平上保持稳定，随着中长期债券收益率持续提升和股市的震荡上行，寿险公司利差水平逐渐扩大，投资机会明显。

图表 13：收益率曲线上的舞蹈（降息周期末期——以 2009 年 7 月为例）

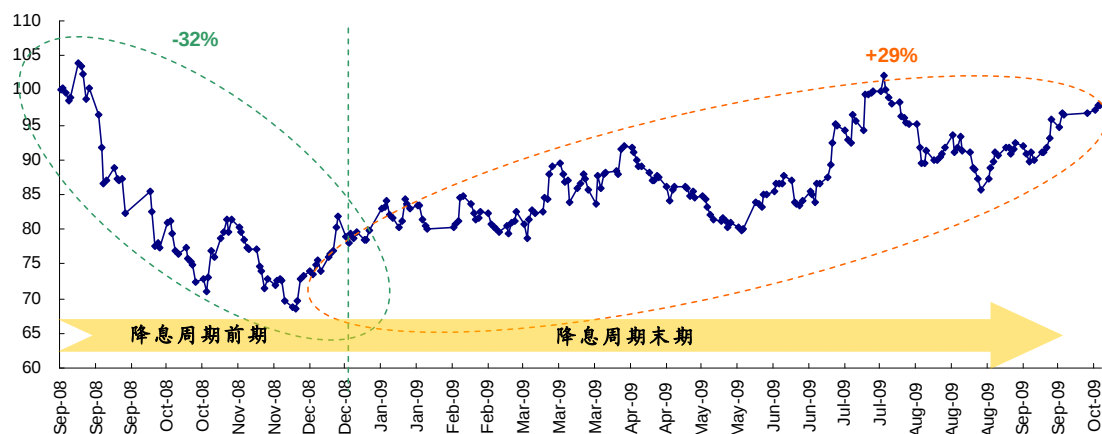


资料来源：PBoC，中金公司固定收益部，中金公司研究部

降息周期中的 A 股寿险公司股价表现和估值水平

图表 14 显示了降息周期（货币政策扩张期）中 A 股寿险公司相对大盘的股价表现。自 2008 年 9 月至 12 月，保险股跑输大盘 32 个百分点，2009 年 1 月至今，保险股跑赢大盘 29 个百分点。

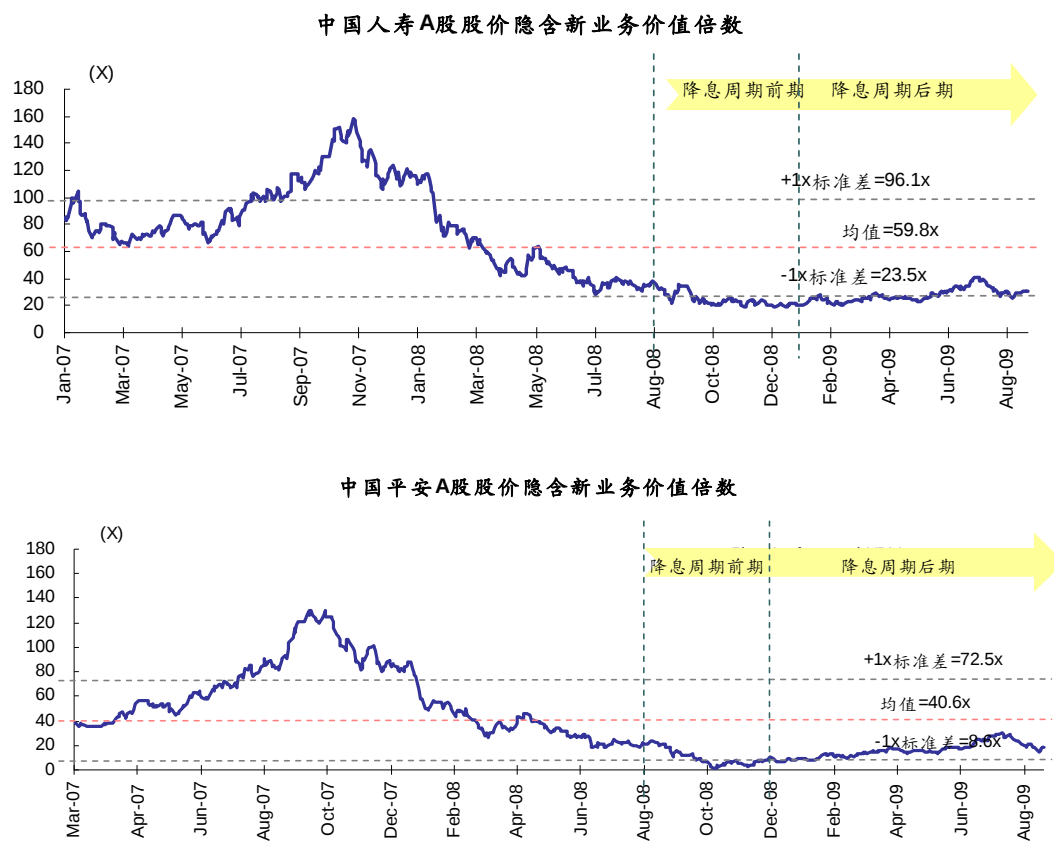
图表 14：4Q08 至今降息周期（货币政策扩张期）保险股相对大盘走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

从估值水平来看，降息周期前期中国人寿 A 股股价隐含的滚动预期一年新业务价值倍数由 30x 左右降至 20x 左右；中国平安 A 股由 20x 左右降至 10x 以下。降息周期后期，自 2009 年初至今，中国人寿 A 股股价隐含的滚动预期一年新业务价值倍数由 20x 左右升至 30x 左右；中国平安 A 股由 10x 左右升至 20x 左右。

图表 15: A 股保险公司新业务价值倍数



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

估值及投资建议

对基本面的判断

目前，从宏观经济形势的变化，货币政策周期的演进和投资环境的发展趋势来看，中国正处于降息周期末期到升息周期初期之间的过渡阶段：宏观经济基本走出低谷，复苏的趋势正逐步得到确认；随着宽松货币政策的实施和经济形势的好转，金融体系流动性充裕，长期通缩的阴影基本得以排除，中金宏观组预计 CPI 将在 11 月由负转正；同时，中金宏观组预计，出于对确保经济复苏持续性以及其它多重政策目标的综合考虑，货币政策的转向（加息）并不会很快到来。

对于寿险公司而言，经济持续复苏而通胀水平保持在温和状态的大环境对其获得合理乃至较为可观的利差水平非常有利，而这很有可能是我们在未来 6-12 个月可以看到的情形。

- ▶ 我们认为，在这一阶段，中长期债券收益率震荡上行的趋势仍将进一步巩固，在经济复苏趋势得到进一步确认、CPI 由负转正并温和上行等因素驱动下，总体将呈现上升和启稳交替运行的特征，这将成为寿险公司坚实稳定的利润来源；
- ▶ 同时，股市尽管短期内仍可能存在波动，但中期总体向好的概率依然很高，有望对寿险公司投资收益起到“锦上添花”的作用；
- ▶ 而在升息周期来临之前，寿险公司保单资金成本将在低位保持稳定；在升息周期前期，其上升的速度和幅度通常也会落后于投资收益率上升的水平。

因此，在这一阶段，伴随着业务结构调整的逐渐完成，保费增长潜力的继续释放，各类投资渠道的陆续拓宽，寿险公司将充分享受投资收益水平不断提升和保单资金成本保持相对低位带来的利差空间扩大的好处，盈利能力持续提高，结构性投资机会显现。

估值和投资评级

目前，中国人寿和中国平安 A 股股价隐含的 2009 年新业务价值倍数分别为 28.1x 和 18.9x，显著低于其上市以来的平均估值。中国人寿、中国平安和中国太平 H 股股价所隐含的一年新业务价值倍数分别为 31.5x、20.6x 和 30.8x，处于其上市以来的历史均值附近。考虑到公司利差水平逐渐提升和新业务价值预计将保持强劲增长的趋势，当前估值水平具有较高的吸引力。

基于内含价值/新业务价值折现模型给出的结果，中国人寿 A 股和 H 股每股合理估值分别为人民币 31.43 元和港币 35.71 元，隐含的新业务价值倍数为 31.7 倍，维持“审慎推荐”的投资评级。中国平安 A 股和 H 股每股合理估值分别为人民币 73.89 元和港币 83.97 元，隐含的新业务价值倍数为 30.2 倍，维持“推荐”的投资评级。中国太平每股合理价值为 25.23 港元，维持“审慎推荐”的投资评级。

案例：美国、英国经济与货币政策周期中寿险公司利差水平和股价表现

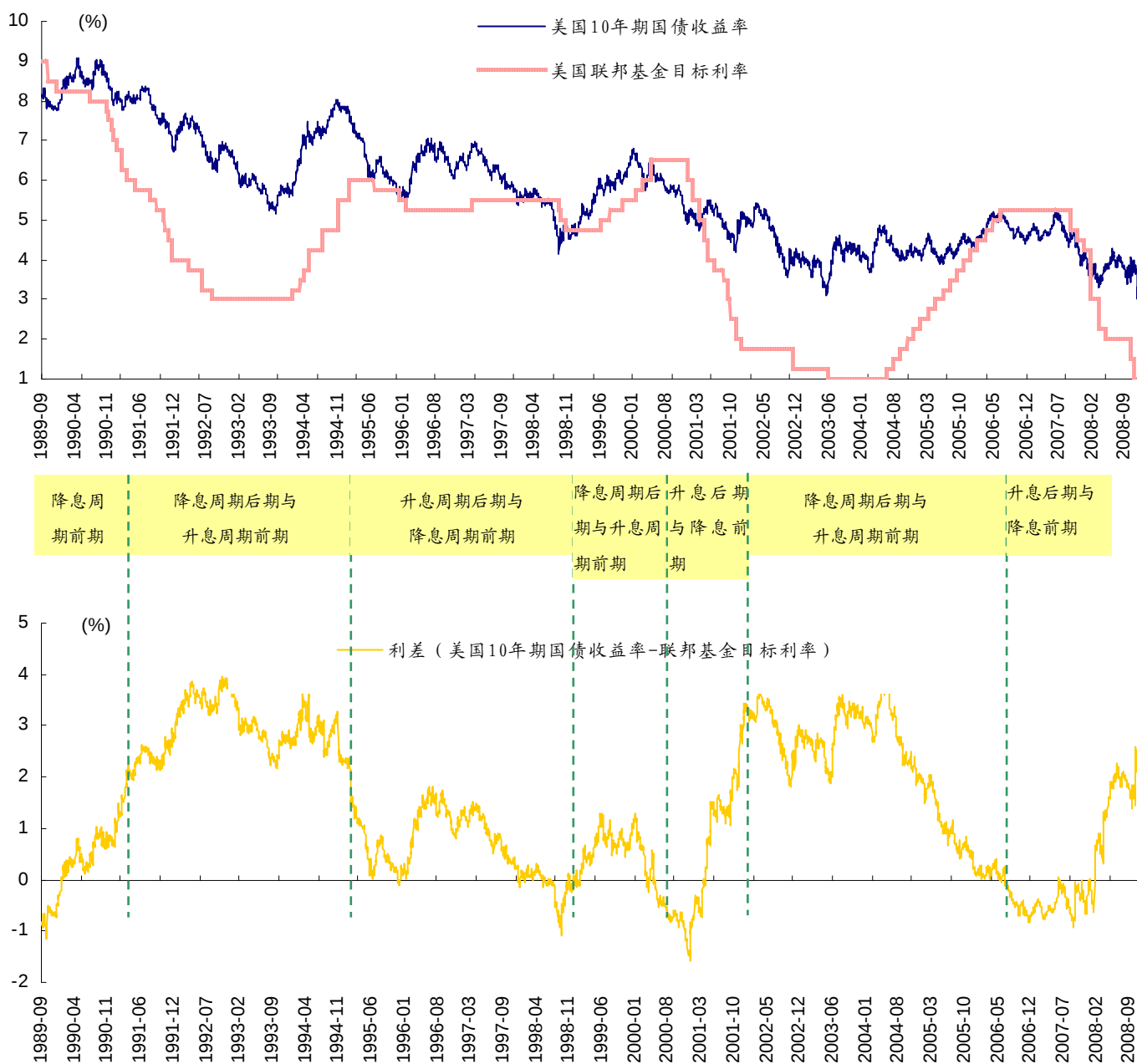
美国和英国寿险公司利差水平在降息末期和升息前期扩大，在升息后期和降息前期缩小

图表 16 显示近二十年来美国的货币政策周期中基准利率和十年期国债收益率的走势及其利差。由于中长期国债是寿险公司最为重要的投资品种之一，该利差可以大致说明美国寿险公司面临的利差水平。

- ▶ 从图中我们可以清晰地看出，在每个升息周期的末期和降息周期的前期，十年期国债收益率与基准利率的利差空间均收窄到相当低的水平，甚至出现负利差。这种情形在降息前期还有更为恶化的趋势，近二十年来利差水平的最低点均出现在降息周期的前期，如 1989 年，2000 年末和 2007 年下半年的情形。
- ▶ 另一方面，在每个降息周期的最后阶段和升息周期的前期，我们在十年期国债收益率与基准利率之间均能找到较大的利差空间。这个利差空间为寿险公司提供了合理的利润来源。

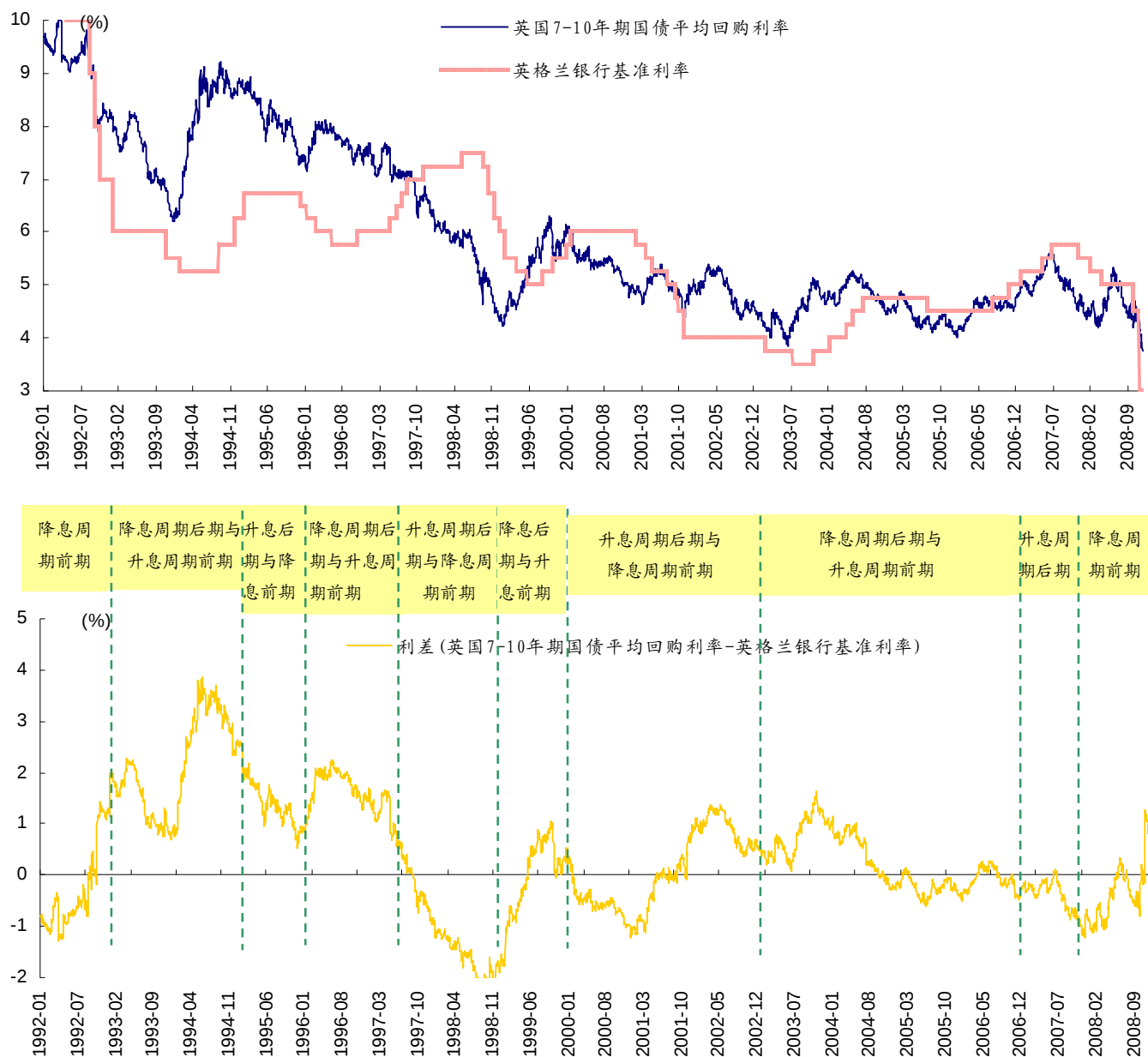
货币政策周期中英国寿险公司的利差水平趋势也与美国大体相似，表现为利差在降息周期的最后阶段和升息周期前期扩大，在升息周期后期和降息周期前期缩小（图表 17）。

图表 16：美国基础利率与十年期国债收益率走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 17：英国央行基础利率与七至十年期国债收益率走势

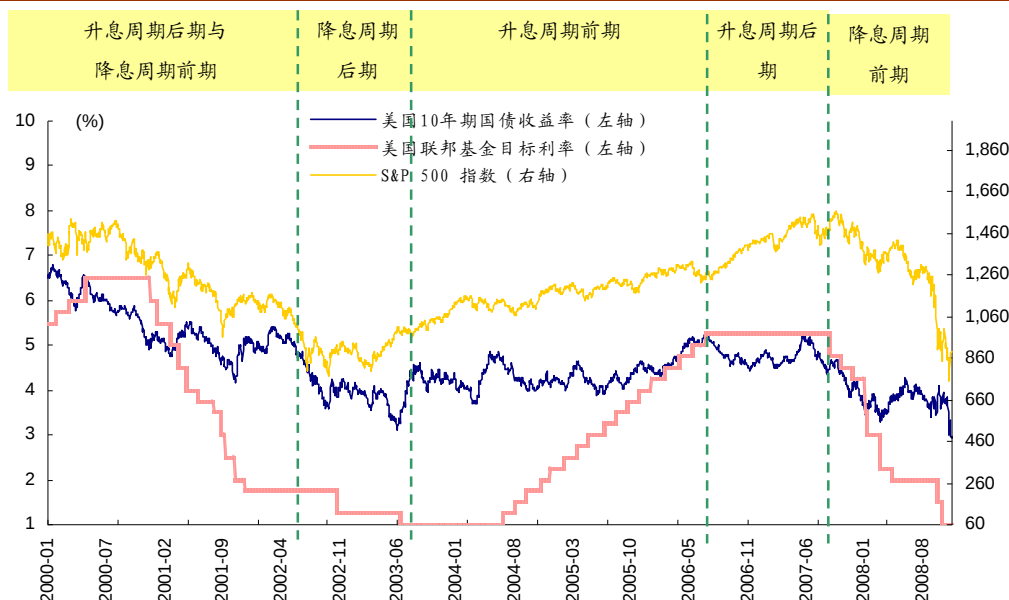


资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

► 图表 18、19 显示了货币政策周期中寿险公司股票投资收益的大致情况。在降息周期的最后阶段，股指已率先反弹，从而使寿险公司股权投资收益提升，有助于利差空间扩大；在升息周期的末段，股指已开始出现下滑态势，使利差空间收窄。

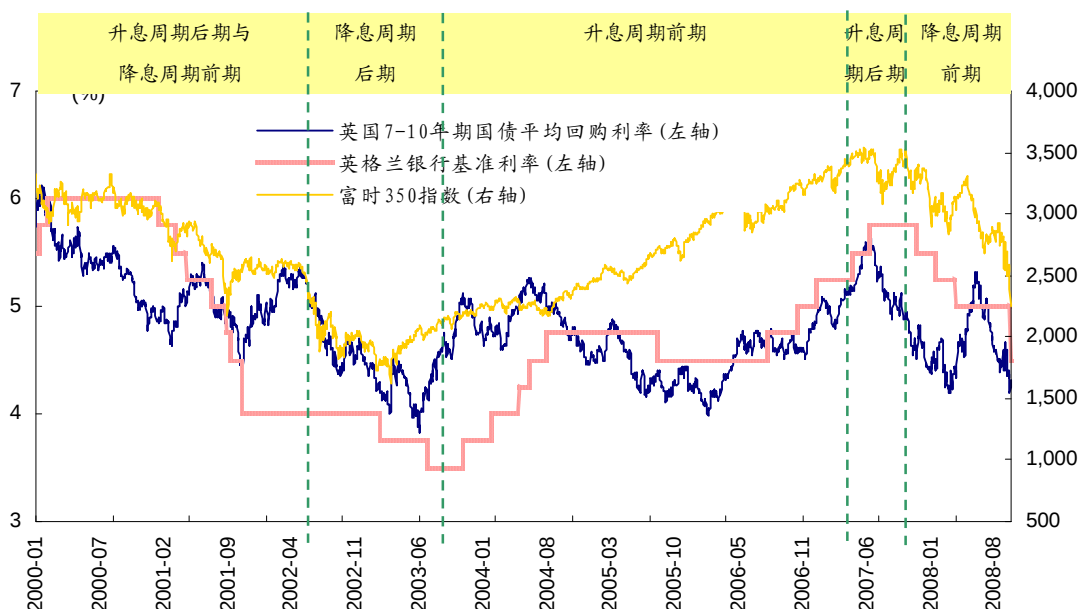
因此，在降息周期最后阶段和升息周期前期，寿险公司利差空间较大，盈利能力趋强，结构性投资机会显现。

图表 18：美国基础利率、十年期国债收益率与 S&P 500 指数走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 19：英国基础利率、七至十年期国债收益率与 FTSE 350 指数走势

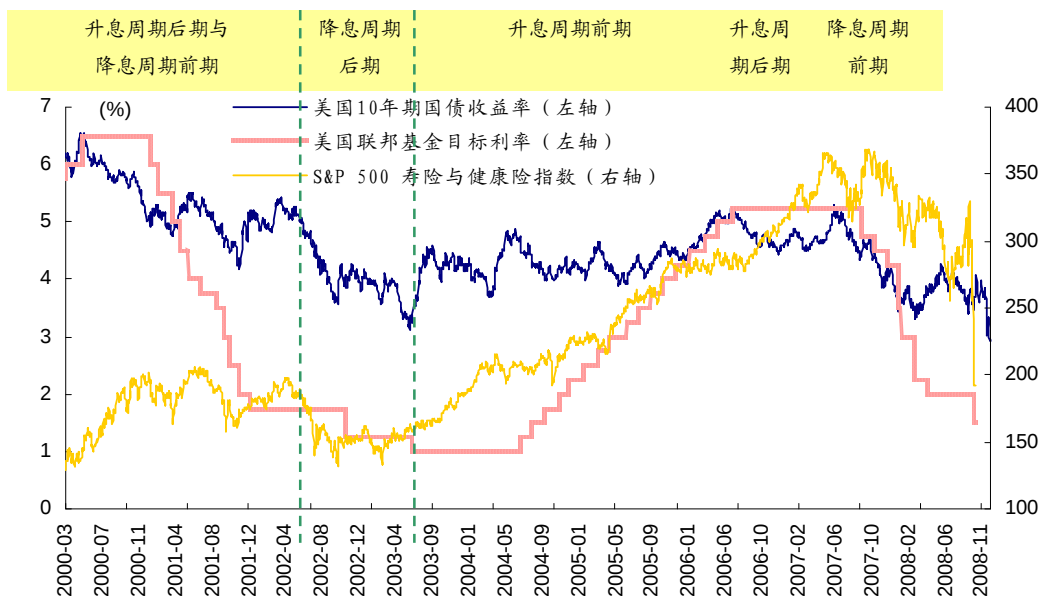


资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

寿险公司股价表现显示结构性投资机会主要出现在升息前期和降息的最后阶段

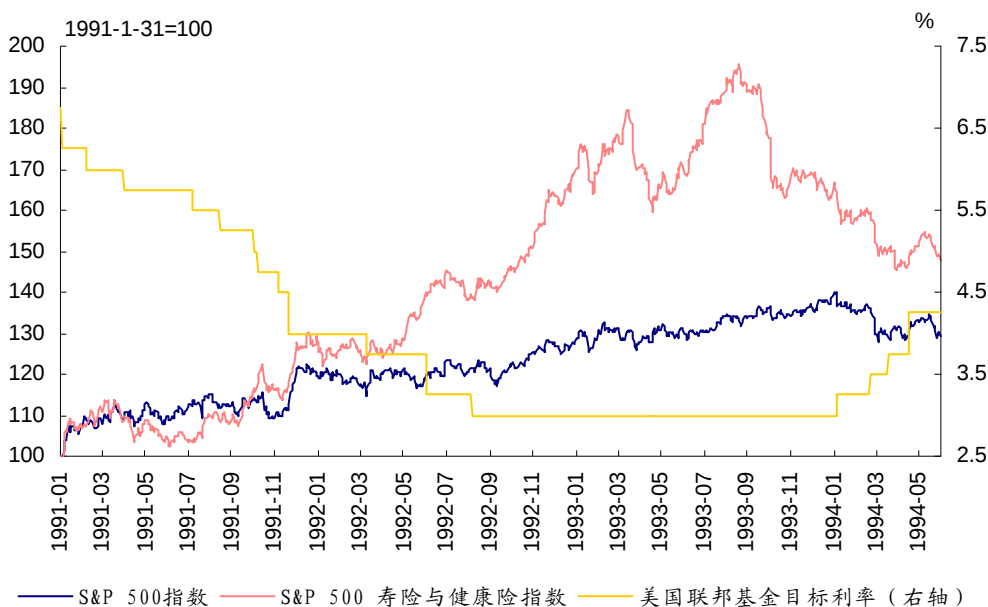
相比利差水平的决定因素，影响寿险公司短期股价表现的因素更加繁多，因此短期内寿险公司股价可能在其它多种因素的控制下波动。但是，我们仍然能够从一个完整的周期中，发现寿险公司结构性投资机会出现的时段，并进一步印证了我们的判断，即寿险公司的结构性投资机会主要出现在降息周期的最后阶段和升息周期前期（图表 20-26）。

图表 20：美国基础利率、十年期国债收益率与 S&P 500 寿险与健康险指数走势



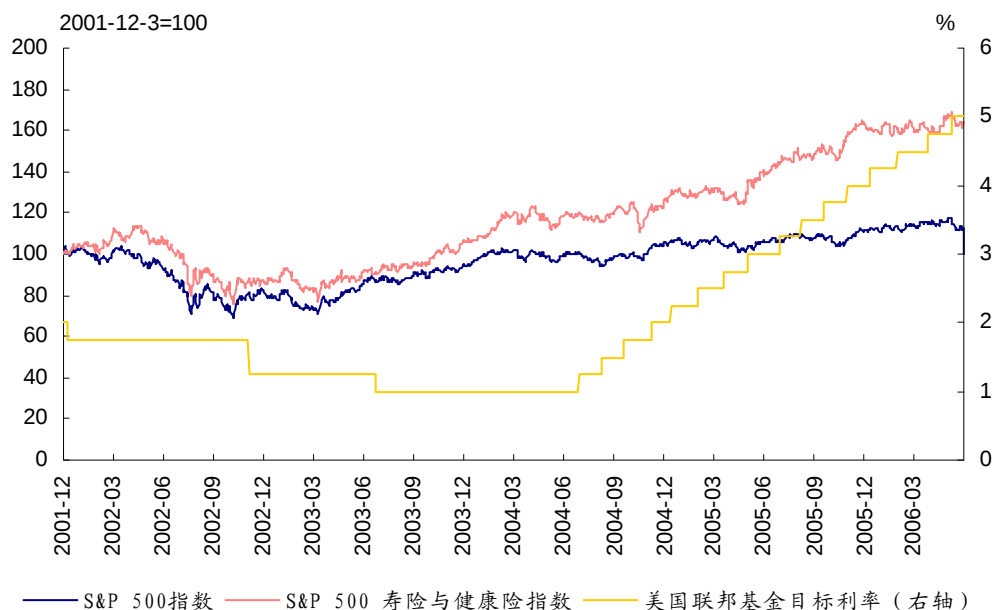
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 21：S&P 500 寿险指数：1991 年 1 月-1994 年 6 月降息周期后期与升息周期前期



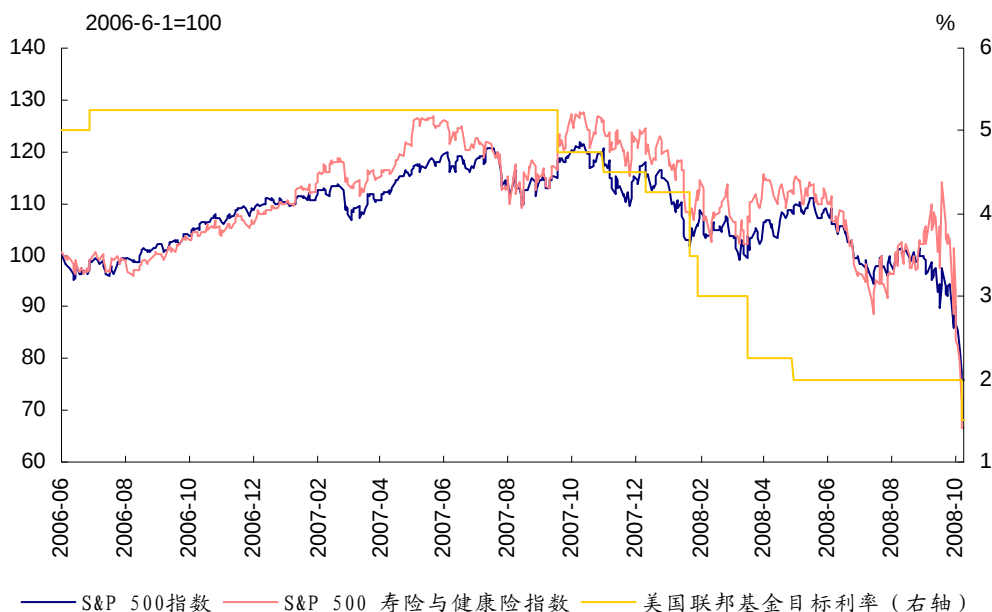
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 22: S&P 500 寿险指数: 2001 年 12 月-2006 年 5 月降息周期后期与升息周期前期



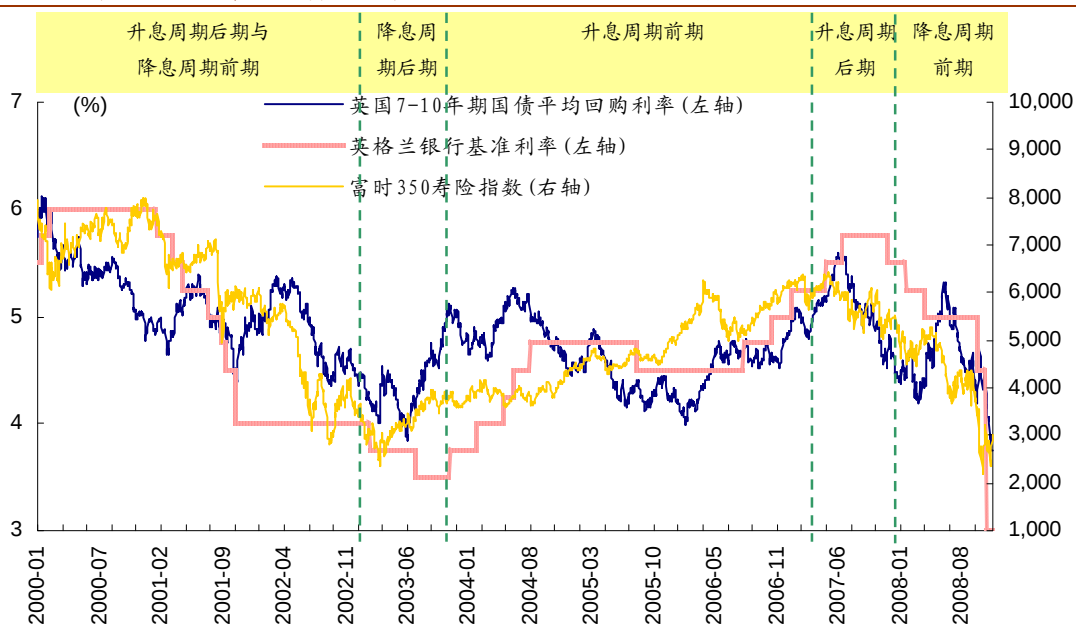
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 23: S&P 500 寿险指数: 2006 年 6 月-2008 年 10 月升息周期后期与降息周期前期



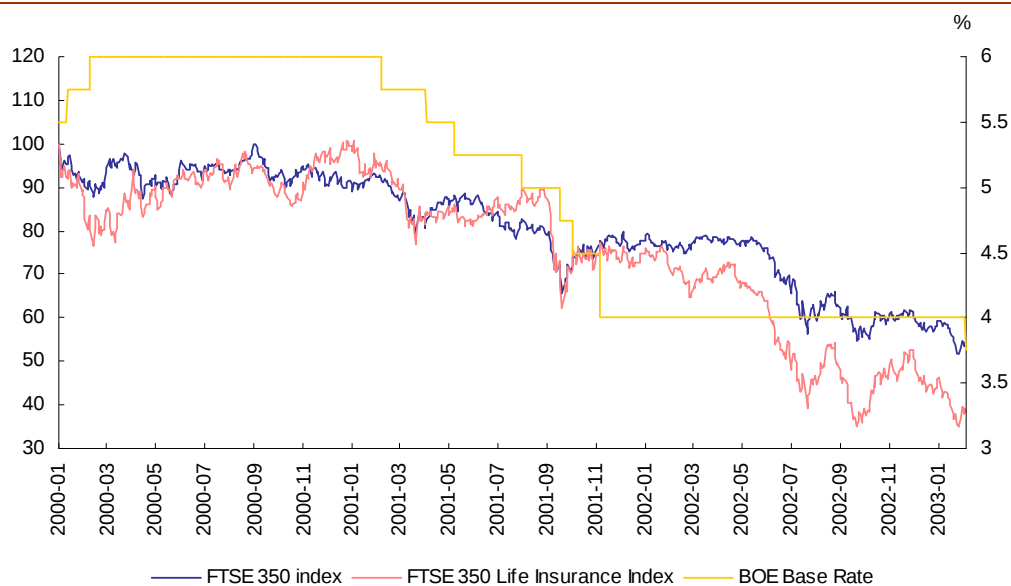
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 24: 英国基础利率、七至十年期国债收益率与 FTSE 350 寿险指数走势



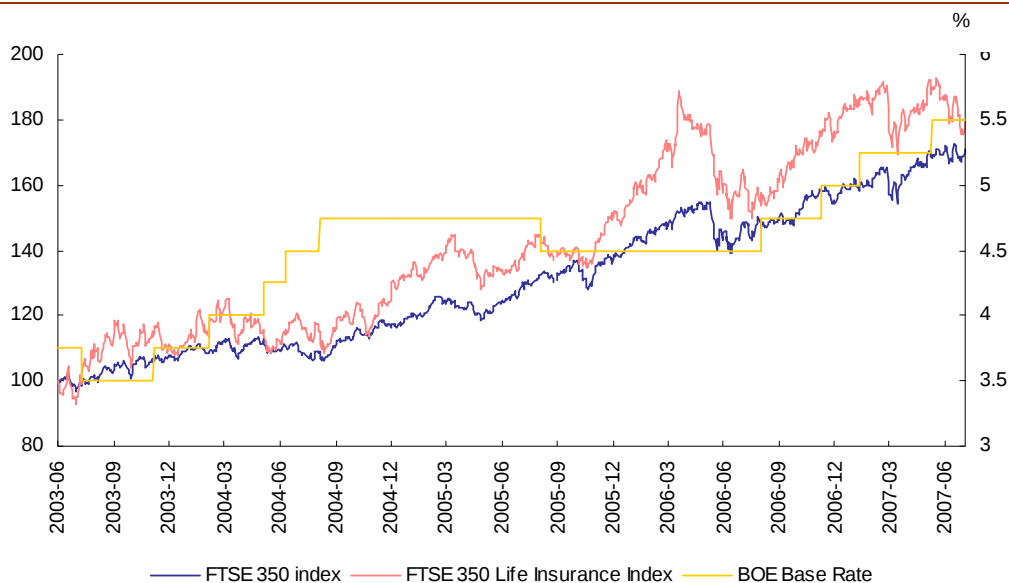
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 25: FTSE350 寿险指数: 2000 年 1 月-2003 年 3 月升息周期后期与降息周期前期



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 26: FTSE350 寿险指数：2003 年 2 月-2007 年 1 月降息周期最后阶段与升息周期前期



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 27：可比公司估值

公司		市值(百万 美元)	货币 单位	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产回报率 (%)			
		2009-10-15			07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E
<u>综合性保险公司</u>																
AIG	AIG US	30,973	USD	44.41	18.5	(1.2)	(349.7)	183.5	1.2	9.4	3.4	2.5	6.3	(183.0)	(2.3)	3.8
Berkshire Hathaway	BRK/A US	157,579	USD	102,000	11.9	31.6	25.3	17.5	1.3	1.4	1.3	1.0	11.5	4.3	7.2	7.0
ING	INGA NA	39,008	EUR	12.66	2.9	(35.2)	22.6	9.3	0.8	0.9	1.0	0.9	24.5	(2.3)	4.8	10.8
Allianz	ALV GR	59,268	EUR	87.59	4.9	(16.1)	10.0	8.0	0.8	1.2	1.1	1.0	16.2	(6.0)	11.1	13.3
平均值					9.6	(5.2)	(72.9)	54.6	1.0	3.2	1.7	1.4	14.6	(1.3)	5.2	8.7
<u>北美寿险公司</u>																
Manulife Canada	MFC CN EQUITY	35,488	CAD	22.48	8.1	70.3	13.6	8.7	1.4	1.4	1.3	1.2	16.4	1.9	9.3	13.6
MetLife	MET US EQUITY	31,297	USD	38.23	6.8	9.1	15.2	9.7	0.8	1.4	1.1	1.0	12.5	11.7	6.9	10.2
Prudential Financial Inc	PRU US EQUITY	24,437	USD	52.78	6.8	(21.8)	10.7	9.0	1.0	1.7	1.1	1.1	16.0	(5.8)	11.2	12.5
Sun Life Financial Inc	SLF CN EQUITY	17,498	CAD	31.90	8.2	22.8	16.4	9.8	1.2	1.1	1.1	1.0	14.1	5.0	6.9	10.6
平均值					7.5	20.1	14.0	9.3	1.1	1.4	1.1	1.1	14.8	3.2	8.6	11.7
<u>欧洲寿险公司</u>																
AVIVA	AV/ LN Equity	20,371	GBp	459.80	9.3	(12.5)	9.5	7.3	0.9	1.0	1.4	1.3	10.6	(7.6)	13.8	16.1
Prudential	PRU LN Equity	26,027	GBp	635.50	15.2	(39.7)	9.4	8.5	2.5	3.1	3.0	2.8	17.5	(7.1)	11.0	14.9
AXA	CS FP Equity	60,692	EUR	19.45	7.1	44.2	12.6	9.3	0.9	1.1	1.1	1.0	12.1	2.2	8.6	11.9
CNP Assurances	CNP FP Equity	16,104	EUR	72.59	8.8	14.7	10.6	9.0	0.9	0.9	1.2	1.1	12.0	6.5	11.1	12.1
AEGON	AGN NA Equity	16,050	EUR	6.19	4.2	(6.7)	29.1	10.6	0.5	0.7	1.2	1.0	13.1	(7.5)	8.2	13.9
Generali	G IM Equity	44,691	EUR	19.22	9.1	30.0	14.9	11.8	1.8	2.3	1.9	1.7	19.4	6.6	13.7	15.8
Fortis		11,714	EUR	3.34	1.6	(0.3)	4.9	3.8	0.2	n.a.	0.4	0.3	14.9	0.6	5.7	7.5
FRIENDS PRO PLC		3,126	GBp	82.60	(16.5)	(3.5)	9.3	8.0	0.6	0.8	1.0	0.8	(3.8)	20.7	4.0	6.5
LEGAL & GEN GRP		8,367	GBp	88.25	7.9	(4.9)	9.5	8.2	1.0	1.4	1.3	1.2	13.3	9.9	8.9	12.1
STANDARD LIFE		8,363	GBp	233.60	10.8	50.8	12.0	10.7	1.5	1.5	1.3	1.3	15.1	32.6	7.2	7.0
平均值					5.7	7.2	12.2	8.7	1.1	1.4	1.4	1.3	12.4	5.7	9.2	11.8
<u>亚洲寿险公司</u>																
大东方人寿 (新加坡)	GE SP EQUITY	4,494	SGD	13.18	11.4	22.7	19.7	15.0	1.9	2.1	2.0	1.8	17.6	8.7	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	AXA AU EQUITY	9,064	AUD	4.76	12.8	(28.8)	18.0	15.4	2.2	2.5	2.6	2.4	16.8	(8.0)	12.8	14.2
AMP (AU)	AMP AU EQUITY	12,808	AUD	6.85	12.9	22.0	20.0	17.8	6.6	6.6	6.1	5.5	45.4	29.3	30.5	31.6
台湾人寿	2833 TT EQUITY	625	TWD	31.50	13.6	(4.0)	n.a.	n.a.	1.6	4.7	n.a.	n.a.	10.7	(59.1)	n.a.	n.a.
平均值					12.7	3.0	19.2	16.1	3.1	4.0	3.6	3.3	22.6	(7.3)	21.7	22.9
<u>中国寿险公司</u>																
中国人寿H股*	2628 HK EQUITY	123,035	HKD	35.60	24.3	40.7	26.5	24.0	4.6	4.8	4.0	3.7	22.4	11.0	16.6	16.2
中国人寿A股*		123,035	RMB	29.13	29.3	81.8	29.7	26.1	4.8	6.1	4.7	3.8	19.6	6.6	17.8	16.1
中国平安H股*	2318 HK EQUITY	61,513	HKD	66.95	24.7	1,578.0	37.2	28.3	4.1	5.1	4.3	3.8	23.8	0.5	12.4	14.0
中国平安A股*		61,513	RMB	56.21	27.4	623.7	40.4	31.2	3.9	5.2	4.2	3.6	19.4	0.7	11.0	11.7
中国太平*	966 HK EQUITY	4,994	HKD	24.80	22.6	(117.0)	28.9	19.7	6.2	7.6	5.7	5.4	31.4	(5.8)	22.6	28.2
平均值					26.0	493.1	33.5	26.5	4.4	5.5	4.4	3.9	22.5	4.2	14.9	16.0
*为中金预测；其它数据为市场预测。来自彭博资讯。																

*为中金预测；其它数据为市场预测，来自彭博资讯。

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。