
保险资金资产配置

魏瑄 中国人保资产管理公司
2017年6月1日

个人简介



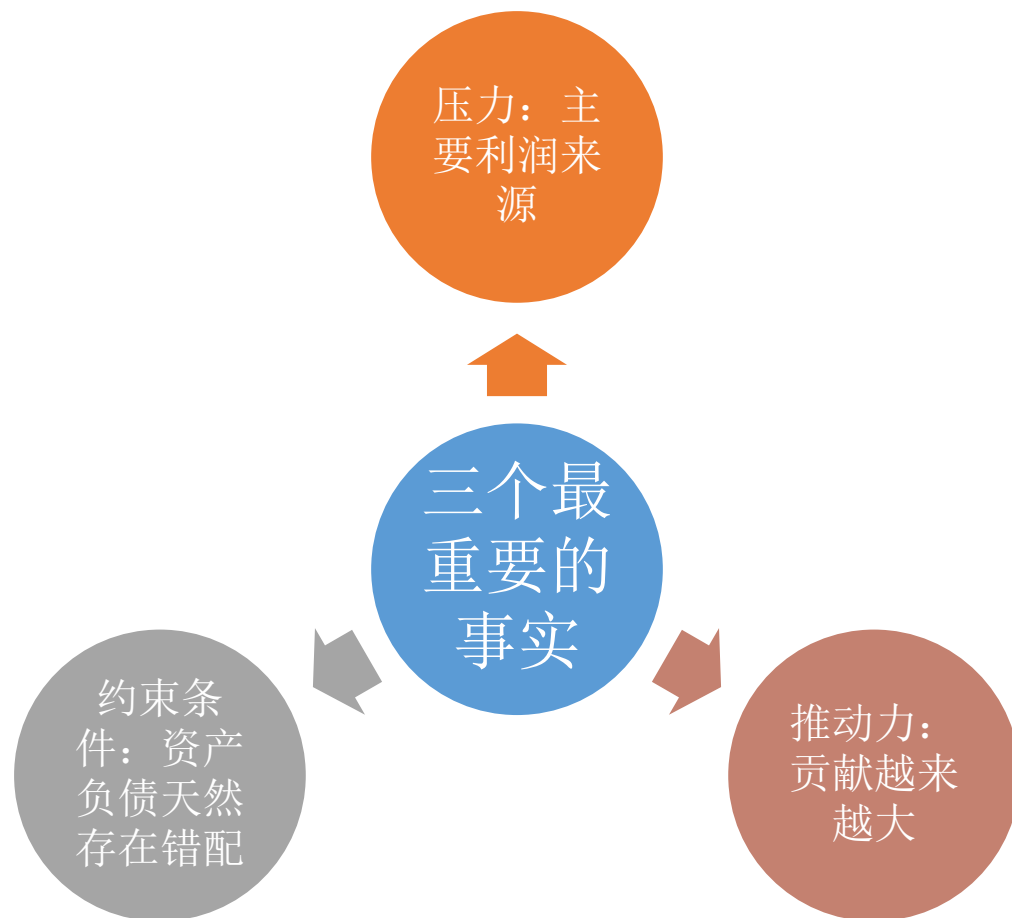
魏瑄女士，CFA，中国准精算师

- 中国人民大学2008级保险学硕士、2016级金融学在读博士研究生
- 2010年6月至2017年4月先后任职于中国人保资产管理公司宏观与战略研究所及固定收益部。现任职于中国人保资产管理公司公募基金事业部，拟任基金经理。
- 保监会“保险资产负债管理监管”制度建设工作组核心成员，受邀为行业协会录制“保险资产配置”基础课程系列培训。
- 共30余篇论文发表在《保险研究》、《上海证券报》等刊物，其中多篇文章被保监会收录、并报送中央政策研究部门。
- 与监管机构合作完成“低利率环境下保险资金固定收益投资策略”等10次大型课题。
- 曾获得中国金融青年论坛一等奖、保险资产管理行业精英等各类荣誉称号近20次。

目录

- 引言：中国保险资金资产配置的逻辑起点
- 一、负债特性分析
- 二、资产配置政策制定
- 三、资产风险收益特征预测
- 四、资产配置策略制定与执行
- 五、资产配置评价与调整
- 六、保险资产配置发展趋势分析
- 七、2017年保险资产配置变化

资产配置的逻辑起点



人身保险公司的利源

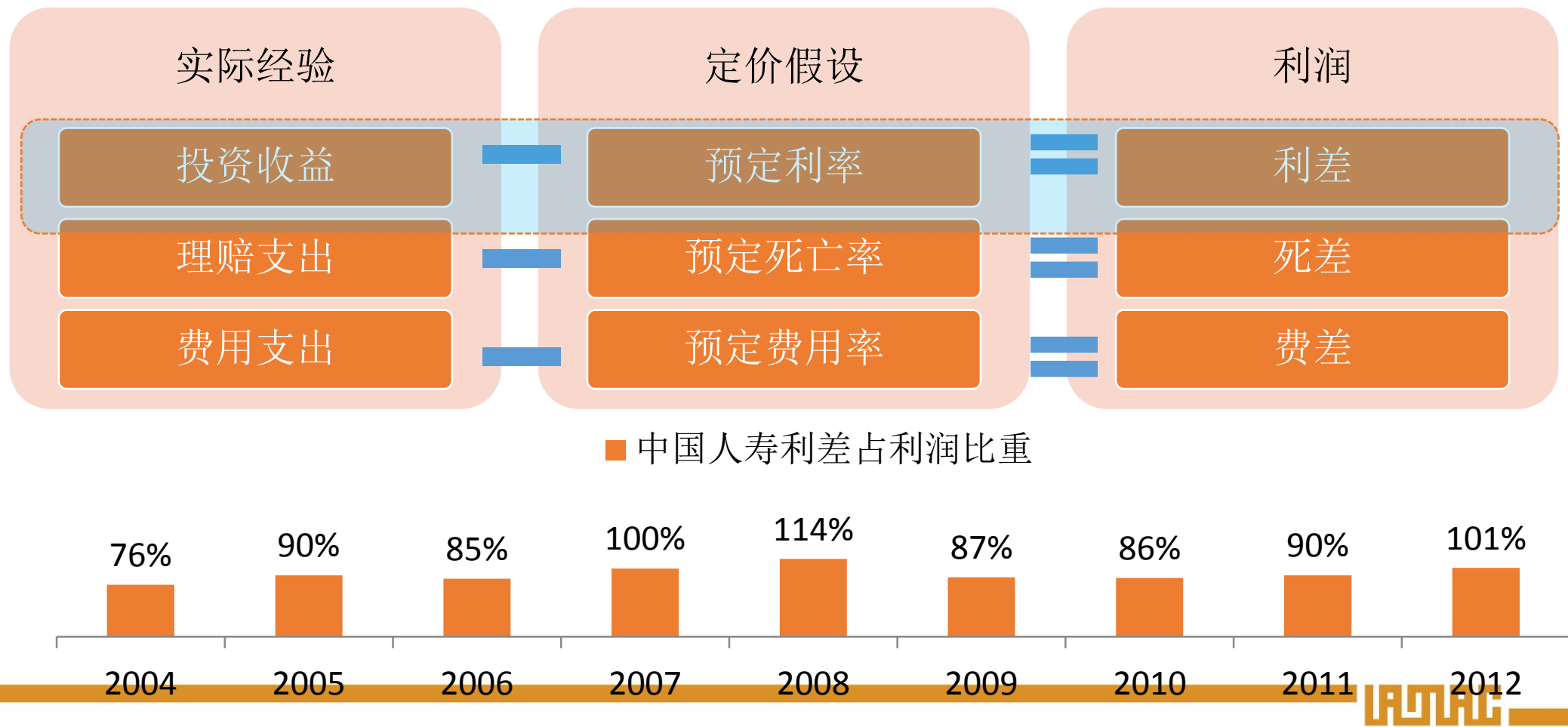
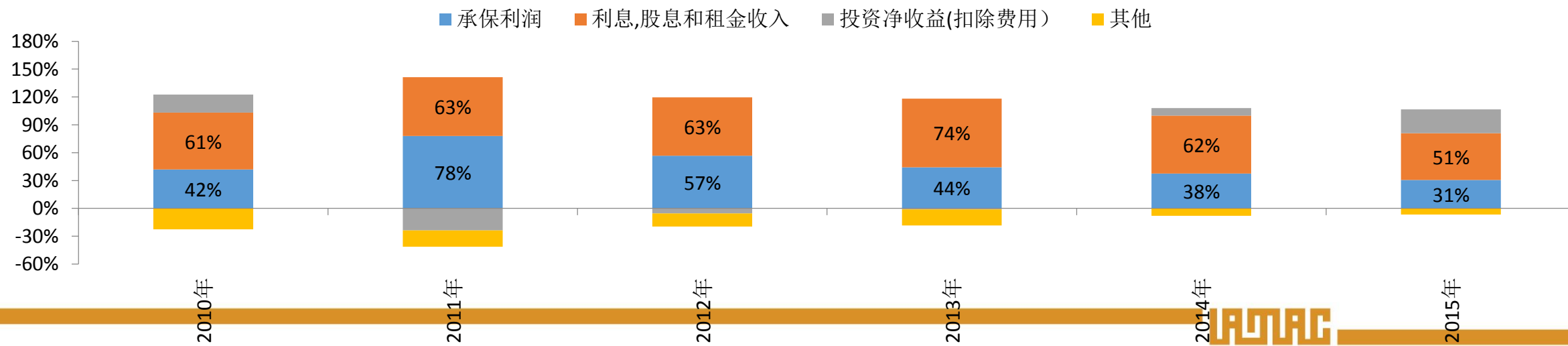


图 人身保险公司的利源分析

财险公司的利源



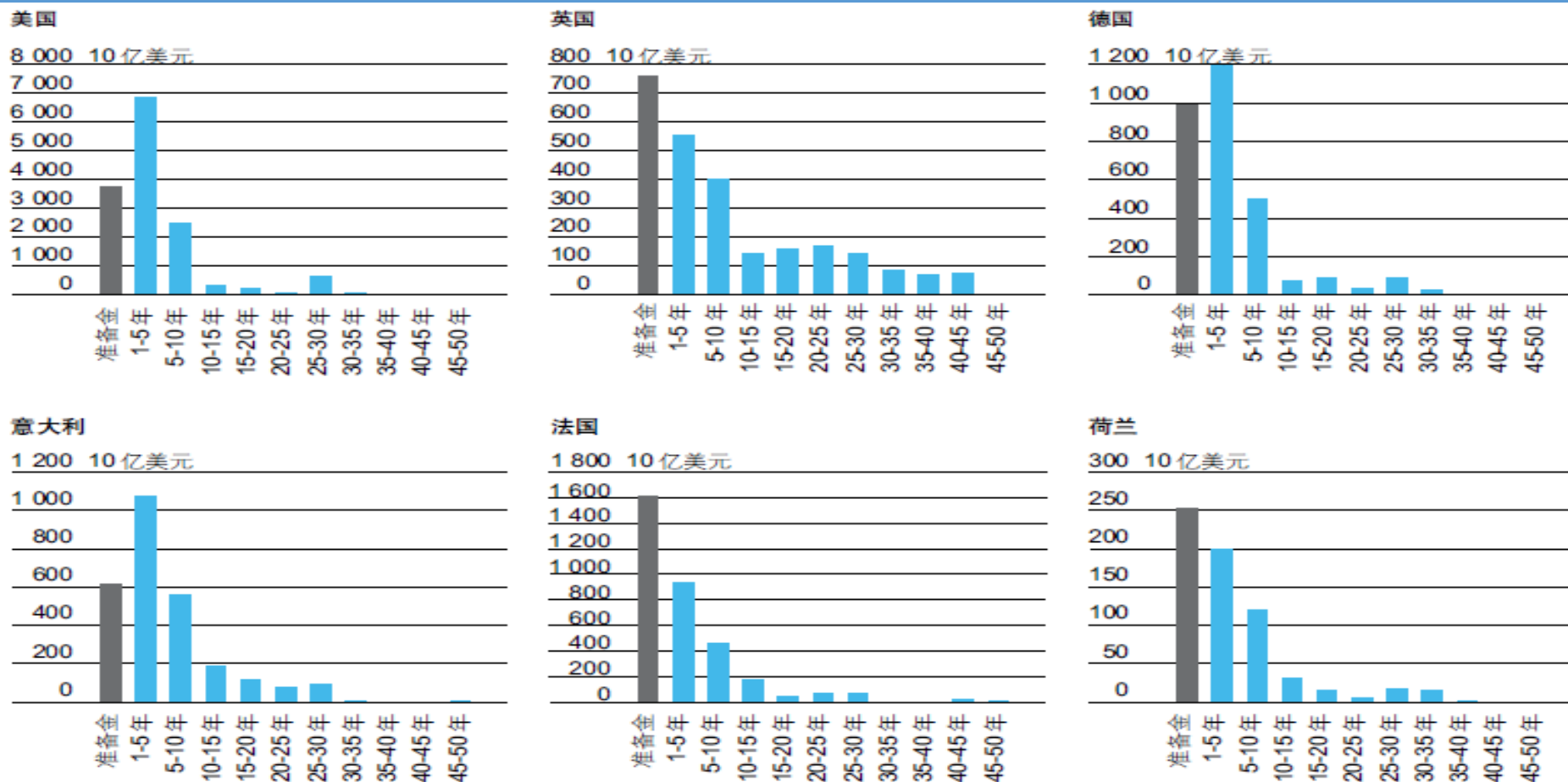
图：人保财险各业务占税前利润的比重



寿险业天然存在资产负债错配风险

- ❑ 寿险业的资产负债错配风险是不可能完全化解的。这主要是由于资本市场的客观限制和保险负债的天然特性所决定的。

图：2012年各国保险负债与政府债券余额分布



资料来源：彭博，各监管部门，各保险协会，瑞士再保险公司经济研究与咨询部

保险公司资产负债管理模式

- 伴随商业银行资产负债管理的发展，保险机构的经营模式依次经历了资产管理模式、负债管理模式、资产负债管理模式三个阶段。

	资产管理模式	负债管理模式	资产负债管理模式
目标	安全性和流动性	盈利性	安全性、流动性和盈利性
起源	1776	1950s-1960s	1970s
负债扩张原则	保守	激进	平衡
目前应用的地区	基本被冷落	早期发达保险市场，目前新兴保险市场	发达国家
对经营水平要求	低	中	高
资产负债错配风险	很低	高	中

资料来源：《保险资产负债管理》，个人整理

“负债驱动资产”是最为适合当前中国寿险业的经营模式

发达市场

存量市场大

负债业务和投资渠道多样化

资产负债管理技术和经验丰富

中国

增量市场大

负债业务和投资渠道还不够均衡

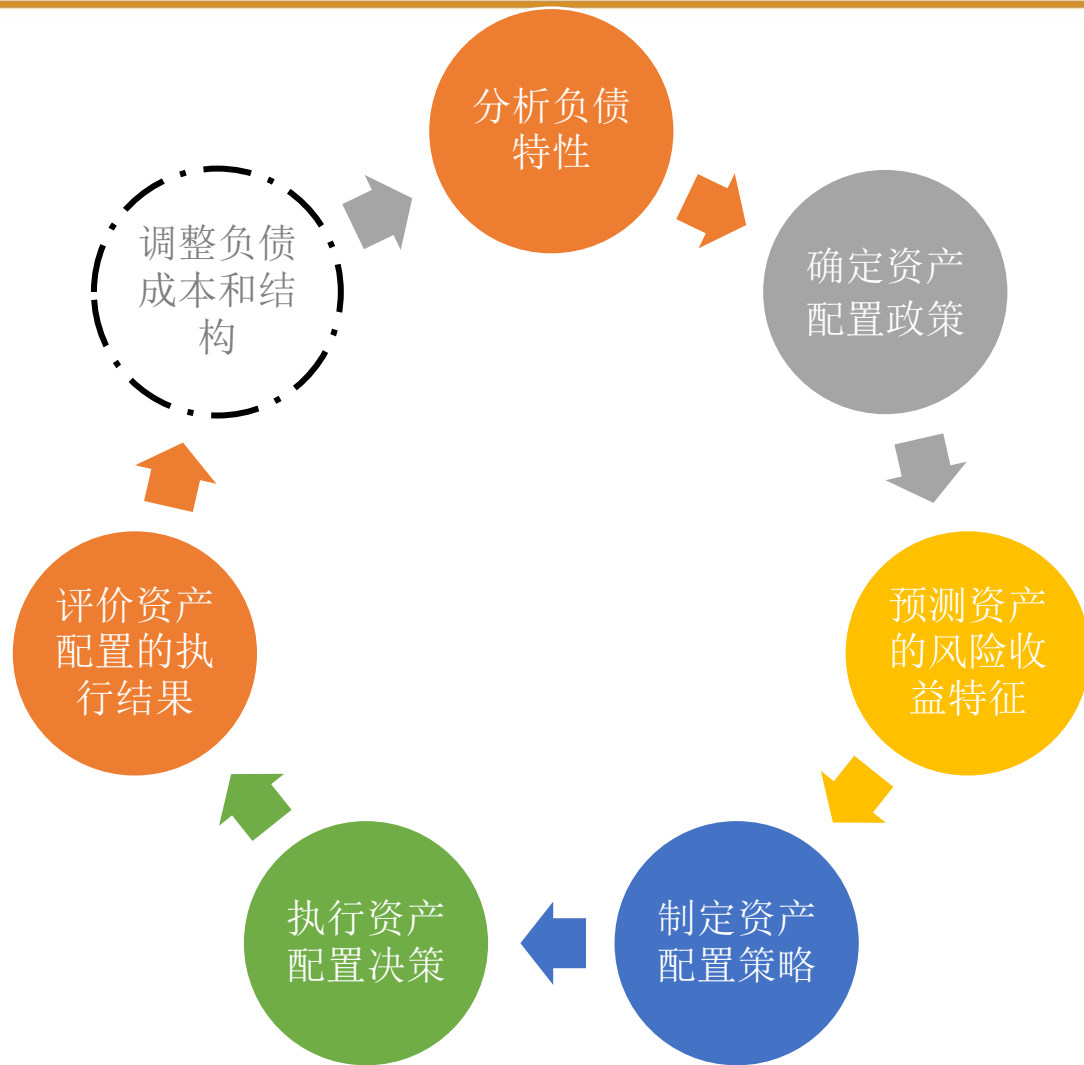
资产负债管理技术刚起步

图：经济危机前后寿险市场增长率变化



资料来源：Sigma explorer

保险资产配置的基本流程



一、负债特性分析

资金特性与资产配置的关系

- 资金特性和资产配置互相影响，密不可分
 - 资金特性决定了资产配置策略
 - 某种配置策略影响下的投资结果也会对负债的规模和结构产生反作用
- 在很长一段时间，中国资本市场缺乏“具有绝对收益要求”的资金，以绝对收益为目标的资产配置领域发展缓慢
- 以资金特性作为基础，保险资产管理行业应形成一套独特的资产配置体系

负债特性分析——人身险

- **成本：**

- 负债成本通常含有最低收益保证成分，且具有显著的粘性
- 不同产品的负债收益保证水平和粘性不同，要进一步细分至产品线或产品

- **期限：** 负债久期具有长期性

- **流动性：**

- 负债的流动性要求通常不高
- 现金流通常较容易预测

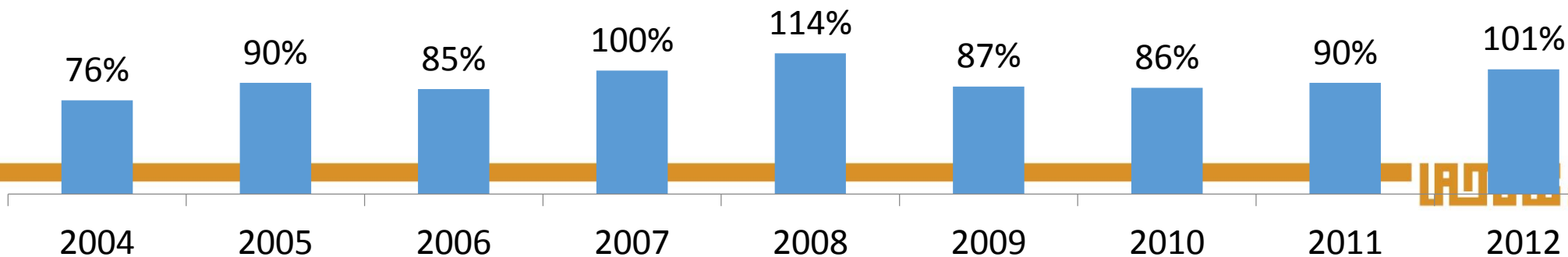
- **特殊因素：**

- 保单选择权会影响负债特性
- 保险公司的风险偏好对负债特性影响较大

负债端：寿险产品的利源



■ 中国人寿利差占利润比重



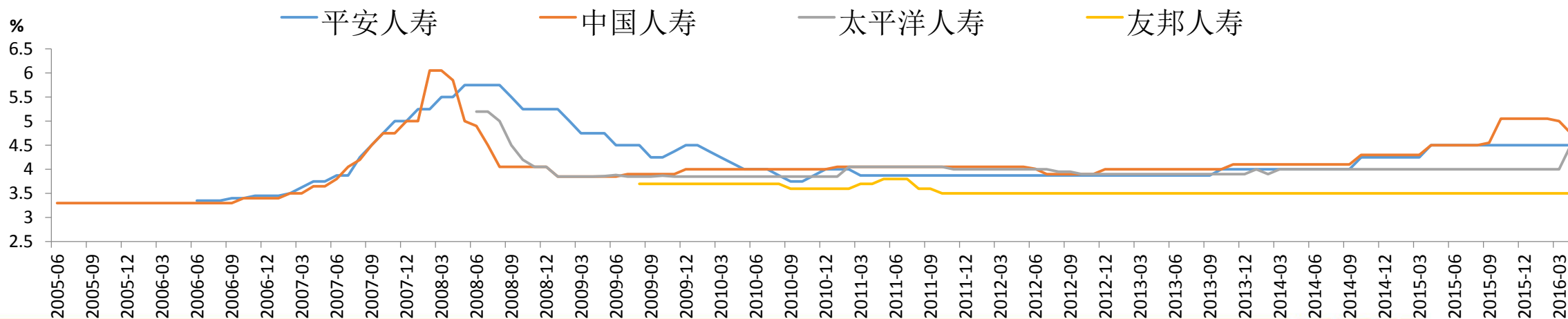
人身险负债的基本特性——成本

- 浮动利率调整频率越低，负债成本的粘性也越高。
- 不同产品的负债收益保证水平和粘性不同，要进一步细分至产品线或产品。

险种	固定利率		浮动利率	
	表现形式	一般水平	表现形式	调整频率
传统寿险（普通寿险）	预定利率（隐性）	2.5%-3.5%	无	
分红险	预定利率（隐性）	2.5%-3.5%	红利（来自于利源的）	每年
万能险	最低保证利率（显性）	2.0%-3.5%	结算利率（含最低保证利率）	每月
投连险		无	净值变化	每日

↑ 负债粘性高

图：部分公司万能险产品结算利率变化



资料来源：万得资讯，个人整理



人身险负债的基本特性——期限

- 从期限上看，中国人身险公司的负债久期在5-20年之间。
- 2010年-2015年间，行业15年以上的资产与负债之间的缺口分别为1.37万亿元、1.6万亿元、1.96万亿元、2.45万亿元、2.97万亿元、5.4万亿元，随着保险资产规模的逐步扩大，这一缺口还在不断变大。

表：亚洲主要保险市场负债和资产久期差

单位：年	中国	中国台湾	韩国	日本
负债久期	-	14.5	10	15
资产久期	-	10.5	4	7
负债-资产久期差	传统险2.2，分红险4.0，投连险0.4	4	6	8

资料来源：sigma, 中国保监会

人身险负债的基本特性——流动性

- 负债的流动性要求通常不高：
 - 期限较长，且给付时点较确定
 - 中国人身险市场仍在快速增长中，现金流一般为净流入
 - 特殊年份面临给付高峰
- 现金流通常较容易预测：
 - 当保单数达到一定水平时，根据大数法则，保费收入和赔付支出的现金流稳定性会上升。因此，在考虑负债现金流的可预测性时，业务规模是重要因素
 - 主要不确定性来自于保单选择权

人身险负债的基本特性——特殊因素

- 保单选择权=看跌期权（退保权）+看涨期权（保险金额和期限调整权）
- **退保权：利率大幅上行时，会使现金流急剧流出，负债期限变短**
- 市场利率上行时，行使退保权使现金流出增加，负债成本上升，期限变短；
- 市场利率下行时，退保率低于假设，高成本资金会更多留在保险公司，减缓了负债成本下降的过程。
- **保险金额和期限调整权：利率大幅下行时，会使负债成本“易上难下”，期限变长**
- 有些保单在约定事件（例如结婚、生子）发生时可按照初始保证利率水平提高保险金额，市场利率下行时，会使负债成本上升；
- 英国寿险公司曾允许保单持有人在两全产品到期时转换成终身年金，当市场利率下行，保单持有人大多行使了转换权，保险公司不得不付出了巨大的成本。

- 保险公司整体或某业务线的风险容忍度将对未来的负债现金流产生影响
- 风险偏好将影响分红保单的分红政策、非正常退保等。

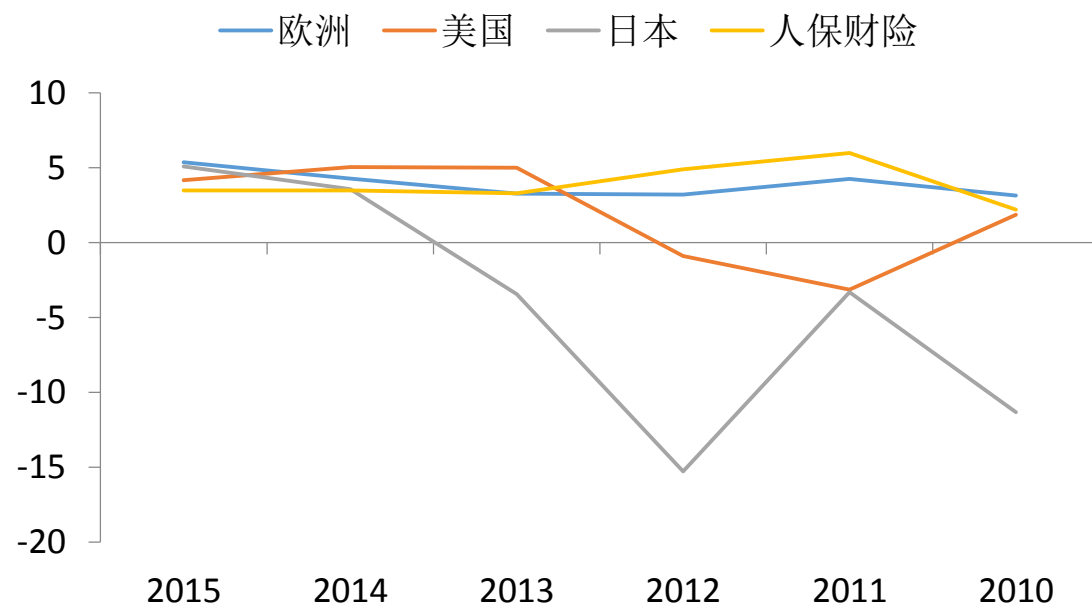
负债分析——财产险

- **成本：** 负债成本较低
- **期限：**
 - 负债整体期限短
 - 成熟公司和长尾业务占比高的公司负债有一定的长期属性
- **流动性：**
 - 负债的流动性要求通常较高
 - 现金流可预测性不强，大型公司会趋于稳定
- **特殊因素：** 不同险种负债在期限、与通货膨胀相关性、巨额给付可能性等方面有差异

财产险负债的基本特性——成本

- 负债成本普遍较低
- 相比寿险业，全球财险业的资金成本整体较低。其中日本相对较高，近5年平均为3%。
- 中国成熟财险公司也普遍具有稳定的承保盈利，也就是资金成本为负。

图：各国/地区代表性上市财险公司承保利润率



资料来源：中国保险年鉴，个人整理

注：美、欧分别选取了8家上市公司，日本选取了3家公司。分别为：德国安联保险、法国安盛集团、英国英杰华保险、英国耆卫保险公司、意大利忠利保险、瑞士控股集团、瑞士Baloise控股公司、比利时富通保险公司、美国美亚保险、美国哈特福德金融服务公司、美国丘博保险集团、美国旅行者保险公司、美国CAN保险集团、美国汉诺瓦保险公司、美国好事达保险公司、美国盖克保险公司、日本三井住友保险公司、日本NKSJ控股有限公司、日本东京海上保险公司

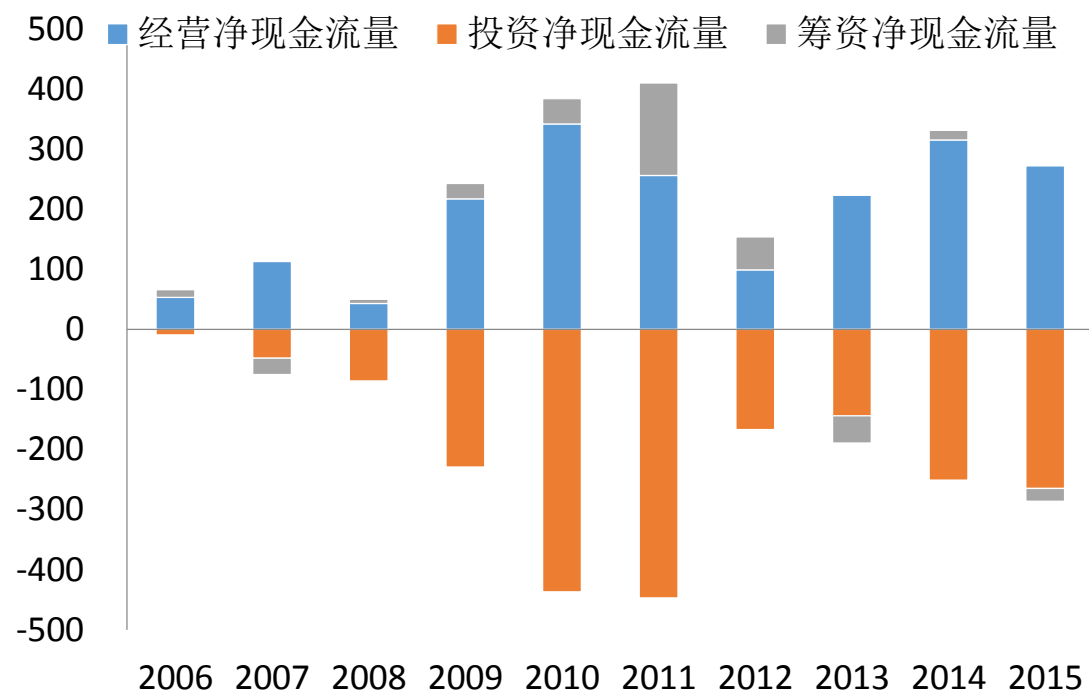
财产险负债的基本特性——期限

- 负债整体期限短
- 一般来说，多数财险资金属于中短期负债。整体负债久期在1年左右。
- 成熟公司和长尾业务占比高的公司负债有一定的长期属性
- 对于经营时间较长、承保质量较高的公司，短期资金可以得到长期滚动积累并略有盈余或持平，使得财险资金也可以作为长期资金使用。
- 相比车险，责任险、健康险（俗称长尾业务）未决赔款准备金的提取比例高、期限长。这也是发达国家财险业杠杆率高于我国的原因之一。

财产险负债的基本特性——流动性

- 负债的流动性要求通常较高；
- 期限较短，且给付时点不确定；
- 中国财险市场仍保持着稳定增长，经营净现金流一般为净流入；
- 当遭遇自然灾害、突发风险事件时可能面临集中给付。
- 现金流可预测性不强：
- 财险承保范围广泛，保险事故的发生影响因素较多，如自然灾害、经济周期等；
- 随着承保规模的扩大和承保质量的提升，大型公司经营性现金流的流入呈现稳定化趋势。

图：2015年人保财险现金流变化（亿）



资料来源：公司年报，个人整理

财产险负债的基本特性——特殊因素

险种		负债期限	与通货膨胀相关性	巨额给付可能性	其他因素
责任类		长	高	低	
财产损失类：	财产险	短	低	高	与业务集中度较为相关
	车险/货运险	短	低	低	
	船舶险	较长	较高	高	存在汇率风险
	建筑工程险	长	高	高	
经济损失类		短	高	低	受经济环境影响较大
定额赔付类（意外险等）		短	低	低	

资料来源：个人整理

二、资产配置政策制定

资产配置政策的作用和内容

- 作用：
 - 保证合法合规性
 - 保证安全性、流动性和收益性
 - 保证资产负债匹配，根据各账户资产的资金来源及风险收益特征进行专门的资产配置
- 主要由以下三个层次构成：
 - 监管机构——法律法规约束
 - 委托人——账户投资指引（最为重要）
 - 管理人——内部投资限制

资产配置政策的内容——法律法规约束

- 自1984年到2015年，我国保险资金运用的业务范围不断拓宽。保险资产管理经历了从传统的银行存款、债券向股票、基金，再向另类投资的逐步转变。
- 特别是2012年以来，伴随着保险资金运用领域的市场化改革，保险资金投资范围迅速扩大，新的投资范围几乎涵盖国际成熟保险市场的所有投资渠道，增加了保险资产配置的灵活性。

时间	保险资金投资范围
1984-1988	贷款、金融债券
1988-1990	贷款、金融债券、银行间同业拆借
1991-1995	贷款、金融债券、各类证券投资
1995-1999	银行存款、国债、金融债券
1999-2004	银行存款、国债、金融债券、基金
2004-2006	银行存款、国债、金融债券、基金、股票
2006-2010	银行存款、国债、金融债券、基金、股票、国家基础设施建设项目（间接）、不动产
2010-2012	银行存款、国债、金融债、基金、股票、国家基础设施建设项目（间接）、不动产、PE
2012以后	银行存款、国债、金融债、企业或公司债、基金、股票、国家基础建设项目（直接或间接）、不动产、PE、股指期货、金融衍生品、海外投资；银行理财产品、银行业信贷资产支持证券、信托公司集合信托计划、券商专项资产管理计划、保险资产管理基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划等

资料来源：中国保险监督管理委员会

资产配置政策的内容——法律法规约束（续）

- 2014年2月起，保监会发布《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》（保监发〔2014〕13号）。保险公司投资资产（不含独立账户资产）划分为流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产等五大类资产。

时间	比例限制	其他
流动性资产	无	1、境外投资余额不高于本公司上季末总资产的15%； 2、投资权益类资产的余额占上季度末总资产比例达到30%的，可进一步增持蓝筹股票，增持后权益类资产余额不高于上季度末总资产的40%； 3、单一资产不高于本公司上季末总资产的5%，蓝筹股可放宽至10%； 4、单一法人主体不高于本公司上季末总资产的20%。
固定收益类资产	-	
权益类资产	合计不高于本公司上季末总资产的30%，重大股权投资的账面余额，不高于本公司上季末净资产。	
不动产类资产	合计不高于本公司上季末总资产的30%；购置自用性不动产的账面余额，不高于本公司上季末净资产的50%。	
其他金融资产	合计不高于本公司上季末总资产的25%。	

资料来源：中国保险监督管理委员会

资产配置政策的内容——账户投资指引

- **特点：**

- 一般按年制定，根据市场变化可能进行动态调整

- 各类负债的投资指引有所不同（见下页）

- **主要内容示例：**

- 投资原则

- 负债特征：规模、成本、久期等

- 投资目标：绝对收益、相对收益等

- 投资限制：比例要求、久期、风险预算、风险敞口等

- 细分标准：评级、行业、负面清单等

示例：利率风险敞口管理要求

产品线	a	b	c
传统寿险	100%	0.1%	5%
非传统寿险	30%	0.02%	0.5%
个人年金	100%	0.1%	5%
企业年金（传统）	100%	0.1%	5%
企业年金（非传统）	30%	0.02%	0.5%
团体健康保险	100%	0.1%	5%
公司整体	100%	0.05%	2%

注：a> (资产货币久期-负债货币久期) / 资产账面价值
关键利率敏感性<b*所有利率水平下资产账面价值
95%置信限下的最不利情形<c*资产账面价值
货币久期=利率上升100%时，资产和负债的市场价值变动
资料来源：《资产负债管理》中国财政金融出版社. 2011

资产配置政策的内容——账户投资指引（续）

- 负债特性分析是起草投资指引的主要基础，不同负债之间具有显著差异。

投资指引的要素		人身险负债			财产险负债	经济盈余
		传统险	分红险和万能险	投连险		
投资目标	收益	保单预定利率+利差目标	绝对目标：保单预定利率/最低保证利率+利差目标； 相对目标：同类人身险产品、同期限理财产品	市场指数，同类型公募/私募基金	如果承保盈利：行业平均收益水平； 如果成本亏损：承保成本	资本成本
	风险容忍度	低	较低	根据产品类型而定	较低	高
投资限制	流动性要求	低	较低，特殊年份面临给付高峰，利率快速上行期可能面临集中退保	较低，资本市场表现较差时可能面临集中提取	高	无
	期限	5-20年	5-20年，一般根据产品线分类管理	5-20年，根据产品类型而定	短	无
	监管	投资比例限制、资产负债匹配要求，不得用于实现控股		较为宽松	投资比例限制，不得用于实现控股	投资比例限制，可用于实现控股
	税收	目前没有优惠				
	特殊因素	公司规模、所处阶段、风险偏好等			公司规模、承保端盈利情况等	公司风险偏好

资产配置政策的内容——内部投资限制

- **主要构成：**
- 资产配置的比例：通常与投资指引一致
- 行业和品种要求：通常与投资指引一致，可能根据重大风险事件进行动态调整
- 内部评级要求：最重要的日常风险控制手段
- 白名单/负面清单：通常与投资指引一致，信用风险高发时可能拟定白名单

三、资产风险收益特征 预测

资产风险收益特征预测——方法

- **收益:**

- 定性分析未来宏观经济形势、资本市场表现
- 使用历史收益率、投资时钟、计量模型、投资者调查等定量工具预测大类资产预期收益率

- **风险:**

- 对于公开市场资产，通常使用对应指数作为代理；对于信托计划、债权计划、协议存款等非公开市场资产，可以使用相似评级的公开市场资产的到期收益率贴现估值
- 通常用方差或贝塔系数度量，一般参考历史数据
- 为考虑极端情形下“厚尾风险”的影响，在险价值（VAR）被越来越广泛地运用到风险量化

- **相关系数:**

- Pearson相关系数（简单线性相关系数）；Spearman相关系数（秩相关系数）等

资产风险收益特征预测——风险、收益

示例：2016年主要资产的预期风险收益率

	预期收益率 (%)	历史波动率 (%)	统计区间	预期收益率取值方法
股票	19.96	33.20	2005年2月到2015年11月	中证800年化月度算术平均收益率
股基 (含权益类资管产品)	18.71	24.95	2005年2月到2015年11月	中证股票基金指数年化月度算术平均收益率
利率短	2.81	2.58	2002年1月到2015年11月	参考11月市场水平
金融短	3.18	2.36	2002年1月到2015年11月	参考11月市场水平
AAA短	3.62	3.08	2006年3月到2015年11月	参考11月市场水平
AA+短	4.08	3.25	2006年3月到2015年11月	参考11月市场水平
利率中	3.07	3.82	2002年1月到2015年11月	参考11月市场水平
金融中	3.5	3.09	2002年1月到2015年11月	参考11月市场水平
AAA中长	4.19	5.51	2007年5月到2015年11月	参考11月市场水平
AA+中长	5.04	5.5	2007年5月到2015年11月	参考11月市场水平
利率长	3.25	7.79	2002年1月到2015年11月	参考11月市场水平
金融长	3.6	10.66	2002年1月到2015年11月	参考11月市场水平
债基 (含固收类资管产品)	7.11	4.32	2005年2月到2015年11月	中证债券基金指数年化月度算术平均收益率
信托	6.5	2.7	2007年6月到2015年11月	参考目前市场水平
债权计划	5.2	3.39	2006年3月到2015年11月	参考目前市场水平
存款	4.4	1.69	2002年2月到2015年11月	参考目前市场水平

资料来源：个人测算

备注：债券“短”均指久期在5年（含5年）内，“中”指久期在5到10年间（含10年），“长”指久期超过10年，中长指久期超过5年。

资产风险收益特征预测——相关系数

示例：2016年各类资产间的秩相关系数

	股票	利率短	金融短	AAA短	AA+短	利率中	金融中	AAA中	AA+中长	利率长	金融长	股基	债基	信托	债权计划	协议存款
股票	1.00	-0.11	-0.10	-0.02	0.03	-0.17	-0.11	-0.09	-0.05	-0.21	-0.16	0.88	0.43	-0.07	-0.04	-0.05
利率短	-0.11	1.00	0.69	0.58	0.46	0.79	0.68	0.58	0.52	0.61	0.61	-0.12	0.27	0.29	0.42	0.56
金融短	-0.10	0.69	1.00	0.67	0.52	0.67	0.88	0.62	0.57	0.63	0.68	-0.09	0.34	0.37	0.45	0.52
AAA短	-0.02	0.58	0.67	1.00	0.72	0.57	0.67	0.74	0.69	0.51	0.61	-0.04	0.37	0.41	0.56	0.52
AA+短	0.03	0.46	0.52	0.72	1.00	0.47	0.51	0.59	0.69	0.40	0.48	0.01	0.42	0.50	0.54	0.46
利率中	-0.17	0.79	0.67	0.57	0.47	1.00	0.68	0.57	0.52	0.69	0.60	-0.17	0.25	0.32	0.39	0.48
金融中	-0.11	0.68	0.88	0.67	0.51	0.68	1.00	0.64	0.57	0.66	0.73	-0.10	0.34	0.34	0.45	0.50
AAA中长	-0.09	0.58	0.62	0.74	0.59	0.57	0.64	1.00	0.82	0.57	0.68	-0.11	0.32	0.35	0.56	0.48
AA+中长	-0.05	0.52	0.57	0.69	0.69	0.52	0.57	0.82	1.00	0.52	0.60	-0.07	0.38	0.42	0.58	0.46
利率长	-0.21	0.61	0.63	0.51	0.40	0.69	0.66	0.57	0.52	1.00	0.70	-0.20	0.21	0.22	0.35	0.40
金融长	-0.16	0.61	0.68	0.61	0.48	0.60	0.73	0.68	0.60	0.70	1.00	-0.16	0.26	0.28	0.47	0.47
股基	0.88	-0.12	-0.09	-0.04	0.01	-0.17	-0.10	-0.11	-0.07	-0.20	-0.16	1.00	0.43	-0.06	-0.06	-0.06
债基	0.43	0.27	0.34	0.37	0.42	0.25	0.34	0.32	0.38	0.21	0.26	0.43	1.00	0.28	0.28	0.25
信托	-0.07	0.29	0.37	0.41	0.50	0.32	0.34	0.35	0.42	0.22	0.28	-0.06	0.28	1.00	0.56	0.46
债权计划	-0.04	0.42	0.45	0.56	0.54	0.39	0.45	0.56	0.58	0.35	0.47	-0.06	0.28	0.56	1.00	0.60
协议存款	-0.05	0.56	0.52	0.52	0.46	0.48	0.50	0.48	0.46	0.40	0.47	-0.06	0.25	0.46	0.60	1.00

资料来源：个人测算

备注：债券“短”均指久期在5年（含5年）内，“中”指久期在5到10年间（含10年），“长”指久期超过10年，中长指久期超过5年。

四、资产配置策略制定与执行

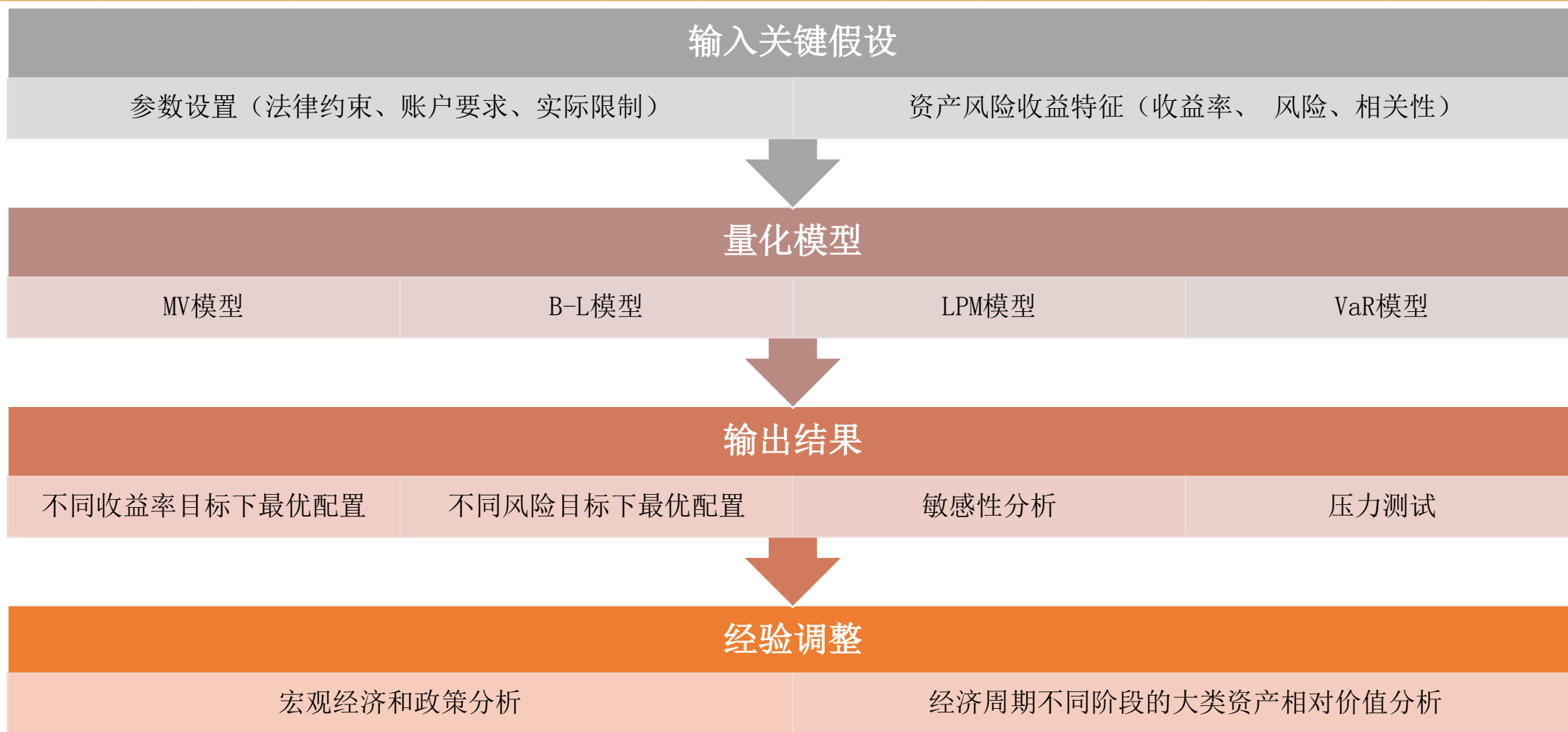
各层次资产配置策略的比较

- 大类资产配置一般分为战略资产配置（SAA）、战术资产配置（TAA）等。
- 各层次资产配置的出发点和逻辑不同。

	决策主体	决策出发点	方法和工具	执行主体	周期
战略资产配置 (SAA)	资产负债管理委员会、集团投资管理部门或保险公司投资管理部门	资产负债匹配，中长期大类资产相对价值	以资产配置量化模型为主，经验调整为辅	投资管理部门或受托资产管理机构	1-3年
战术资产配置 (TAA)	投资决策委员会	负债现金流，短期大类资产相对价值	以经验调整为主，相对价值比较模型为辅	组合投资经理	1-3个月
交易资产配置	组合投资经理	各类细分资产的交易性投资机会	以经验调整为主，细分资产量化模型为辅	债券、股票、基金等细分资产的投资经理	每日

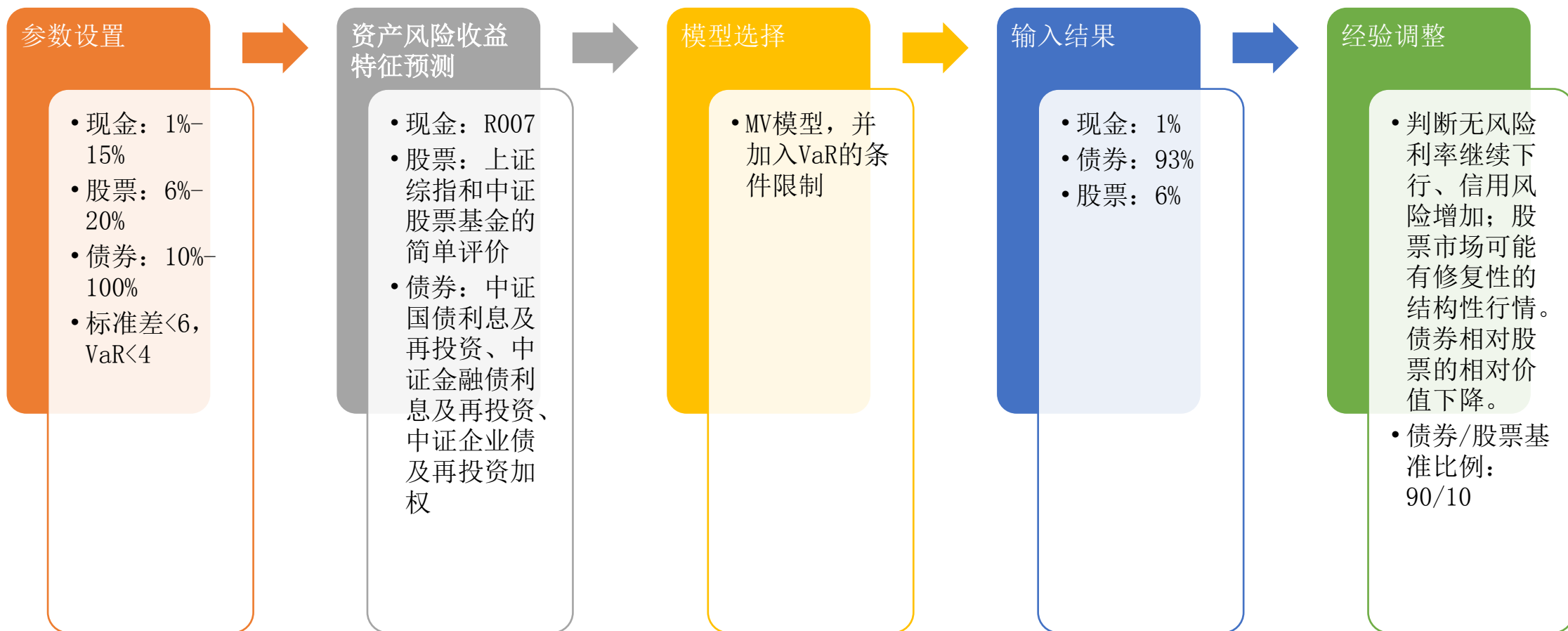
资料来源：个人整理

战略资产配置策略制定——典型步骤



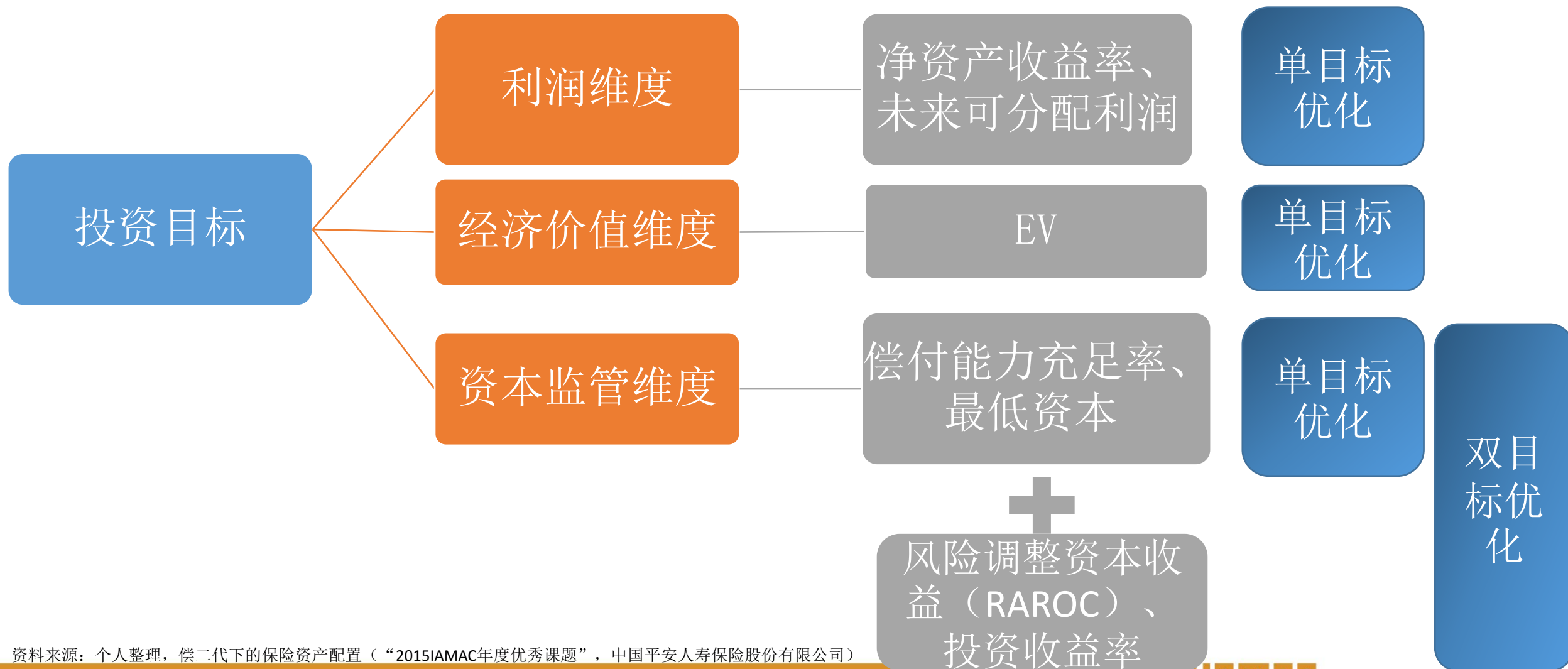
资料来源：个人整理，大类资产配置研究（“2015IAMAC年度优秀课题”，中国人寿资产管理公司宏观策略部）

战略资产配置策略制定——案例



资料来源：个人整理，大类资产配置研究（“2015IAMAC年度优秀课题”，中国人寿资产管理公司宏观策略部）

战略资产配置策略制定——模型优化

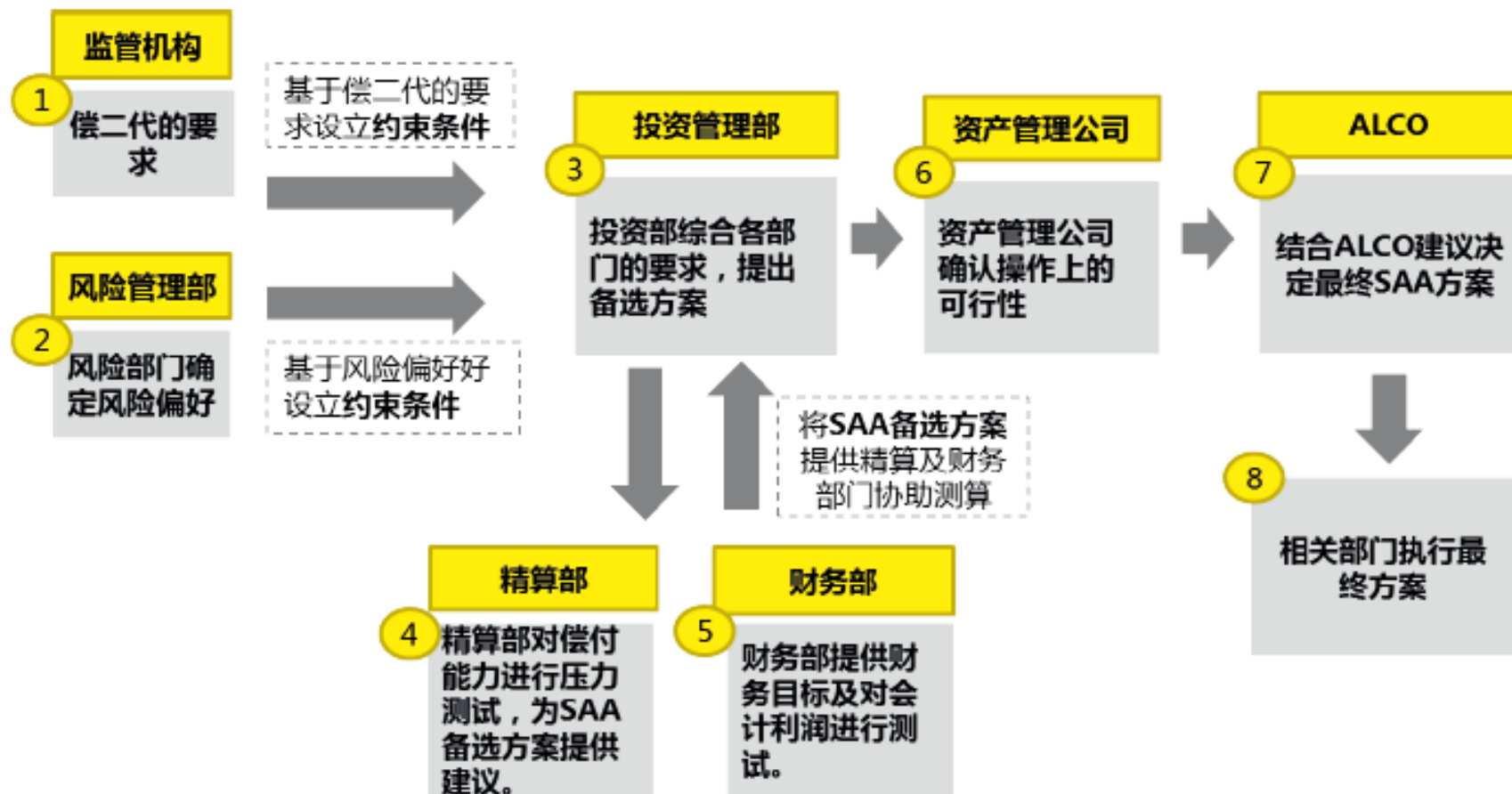


资料来源：个人整理，偿二代下的保险资产配置（“2015IAMAC年度优秀课题”，中国平安人寿保险股份有限公司）

战略资产配置策略制定——偿二代下的模型优化

- 在偿二代体系下，如果尝试考虑偿付能力相关指标，将使资产配置建模变得相当复杂。
 - 如果将偿付能力充足率指标作为约束条件，由于偿二代计算体系涉及变量众多，将很难反推得到相应的资产配置组合
 - 如果将偿付能力充足率作为主要目标之一，不仅负债端情况较为难以预测，且双目标下的求解也是存在不确定性的
- 在偿二代体系中，对于多数偿付能力满足监管要求的机构，投资收益率仍应是资产配置的主要目标。偿付能力相关指标可以有以下应用：
 - 历史资本回报率可以作为评价各类资产投资业绩的重要指标
 - 预期资本回报率可以成为战术资产配置的决策依据之一
 - 最小资本可以列为大类资产配置模型的辅助目标
- 需要强调的是，在偿二代体系下，由偿付能力指标反推最优资产配置是困难的，而根据资产配置计算偿付能力是相对容易的。未来，随着存量资产的调整，保险资管机构应动态跟踪偿付能力指标的变化，总结经验、发现规律，逐渐摸索出偿二代下的保险资产优化配置策略。

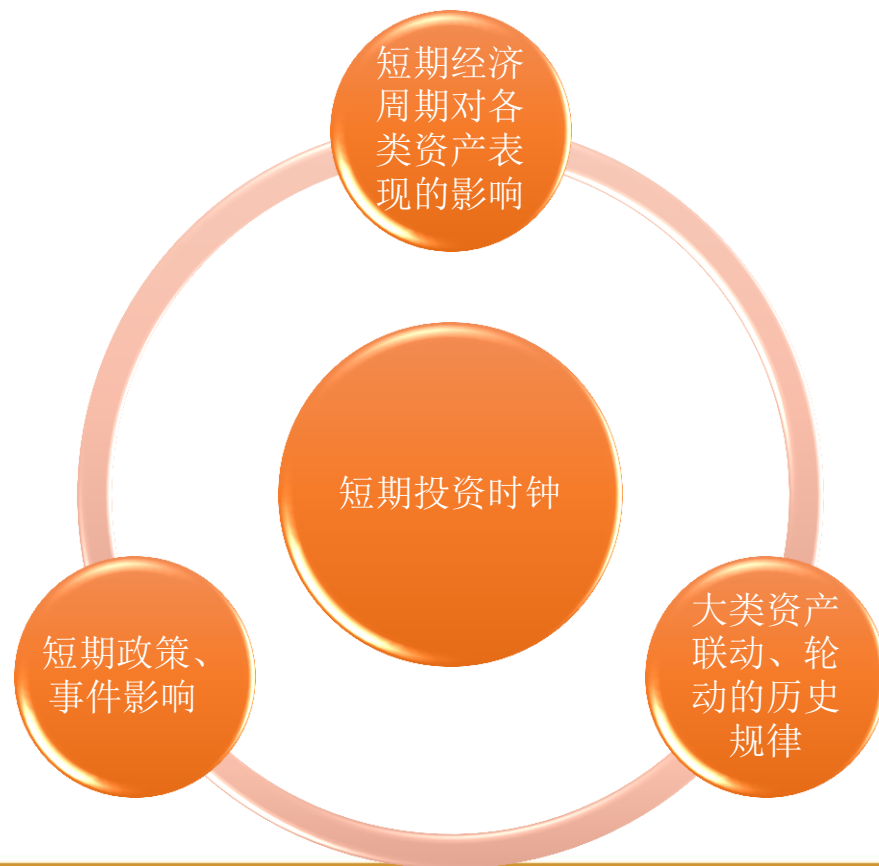
战略资产配置策略制定——偿二代下的流程优化



资料来源：“偿二代下保险机构的资产负债管理”（张佳，《中国保险资产管理》2016第4期）

战术资产配置策略制定

- **战术资产配置：**侧重于中短期投资时钟所处位置的分析预判。
- 偿二代对保险资产战术资产配置策略提出了更高要求：需要同时考虑资产投资大类、资产会计分类、交易对手、久期、信用评级等影响最低资本的各因素，结合市场情况制定最优交易策略。



资产配置策略执行



五、资产配置评价

战术资产配置的评价内容及主要指标（示例）

- 总收益分析：
 - 收益率目标完成进度
 - 收益绩效归因
- 细分资产收益分析：
 - 收益评价：绝对（总投资收益率、净值增长率）、相对（市场基准、同业排名、公司内部排名等）
 - 投资收益绩效归因：仓位控制、行业配置、个股超额收益
- 资产配置分析：
 - 持仓结构
 - 利率敏感性：货币久期、修正久期、凸值、关键利率的敏感性分析
 - 现金流分析：净现金流、综合流动比率、优质流动资产覆盖率
 - 资产质量分析：信用分布
- 战术资产配置决策的执行情况回顾
- 资产配置调整建议

六、保险资产配置发展趋势分析

保险资产配置发展趋势分析——主体建设

- **第三方受托管理呈现扩大化和专业化的趋势**

- 随着全球保险资产的迅速增长，保险资产的外包投资逐步普遍化。
- 寿险公司中投资外包的占比明显上升。
- 细分领域的专业化外包投资显著上升，特别是另类投资领域。
- 相较而言，我国保险资金委托第三方管理和保险资产管理机构受托外部资金的程度并不高，未来将与其他资产管理行业加速融合。

- **第三方机构对保险资金的专业管理能力显著提高**

- 近年来，各类细分领域的第三方保险资管机构迅速增长。特别在另类投资领域，不动产、私募基金、基础设施等专业投资公司均将保险资金作为最重要的委托机构之一。
- 非保险系资产管理公司越来越专注于专业的保险资产管理业务。
- 国内保险资管的第三方市场将迎来更多细分市场的专业机构，也将逐步在偿付能力、保险资产战略配置、资产负债管理等领域积累较深入的研究和丰富的实践经验。

- **保险资产配置主体通过并购专业投资公司快速增强细分领域的投资能力**

- 国际经验表明，保险公司控股或参股资产端的专业资产管理机构，相对而言重组风险低、协同效应高。
- 通过并购重组专业第三方资管机构，国内保险公司将更有效地提升特定领域的资金运用能力，并可能快速获得非保险的第三方市场资源。

保险资产配置发展趋势分析——投资策略

- 以中国为代表的新兴经济体保险资金投资渠道将趋向多样化
 - 分散化是保险资金的“免费午餐”。保险资金运用市场化推进和多层次资本市场的建设为资产配置多样化提供了条件。
- 大类资产配置结构基本保持不变，仍以固定收益为主
 - 未来国内融资结构仍将以债权为主。由于保险资金属性和配置刚性，目前保险大类资产配置可能将维持现有战略资产配置中枢。
- 随着低利率环境持续，保险资金固定收益投资内部配置结构将发生变化
 - 非流动性固定收益资产占比明显上升，信用风险容忍度提高，交易性固定收益资产占比上升。
- 权益类投资将更注重通过非价差方式兑现收益，减少组合波动性
 - 增加高分红股票占比、提高持股集中度、积极增加通过权益法核算的股票投资
- 继续增加不动产、基建投资、中小企业等非公开市场资产占比
 - 非公开市场资产普遍具有期限溢价、流动性溢价和门槛溢价，是低利率环境保险资金增强收益的最安全途径。
- 指数型基金运用更加广泛和多样化
 - 随着规模扩大和市场有效性的提升，全球保险资产配置对ETF越发青睐。在提高流动性后，国内保险资金投资ETF的规模将显著提高；用途也将大为拓展，在资产配置、快速战术调整、风险管理等目的下均有空间。

保险资产配置发展趋势分析——方法和工具

- **战略资产配置体系将纳入更多辅助方法**

- 近年来，在战略资产配置中，传统的均值-方差优化方法面临着诸多挑战。
- 在自下而上的分析中，风险因素分析和情境测试是传统方法的重要补充。
- 风险平价分析法是近年来战略资产配置中的流行方法之一。

- **战术资产配置方法将出现更多创新方法和工具**

- 国际保险资金运用中的战术资产配置方法创新速度在不断加快。未来，新阿尔法的来源将快速轮换，包括主题投资、多资产篮、新技术、大数据等。

- **资产配置将考虑偿付能力、税收等更多约束因素**

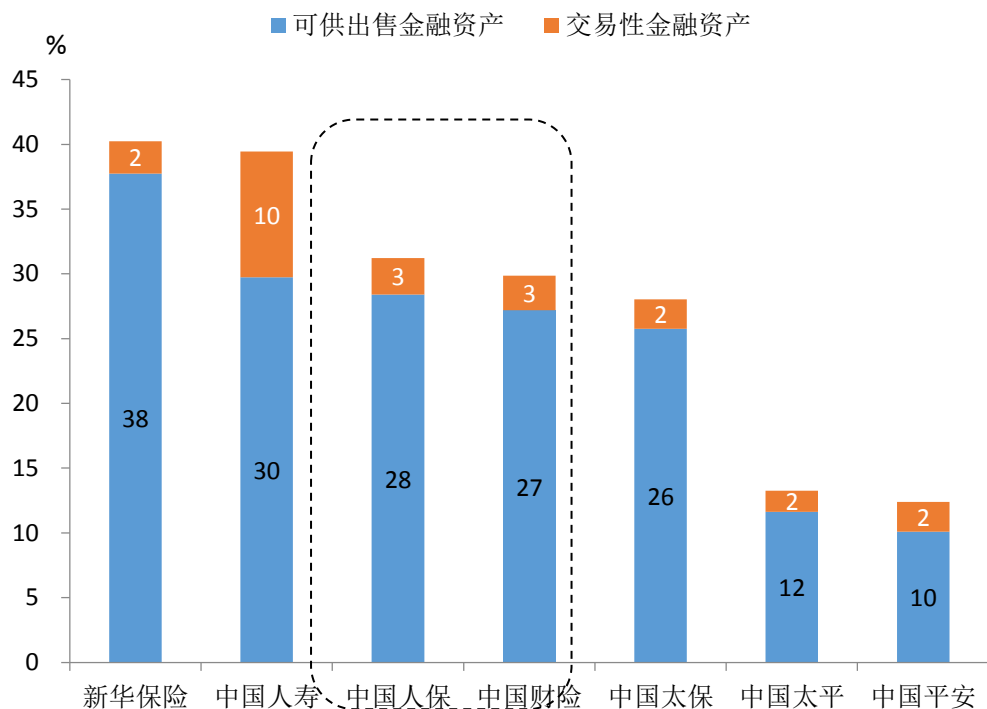
- 在中国“偿二代”的推进过程中，资产的风险收益特征将发生显著变化，不同公司的资产配置目标也将有所不同。
- “营改增”将推动保险机构加强税收筹划。
- 随着市场多样化和监管政策变化，国内保险资金的战略资产配置方法和过程变得更加复杂，未来应全面、动态地加入各类因素。

七、2017年保险资产配置变化

短期利率抬升整体有利于保险公司业绩改善，板块预期边际改善

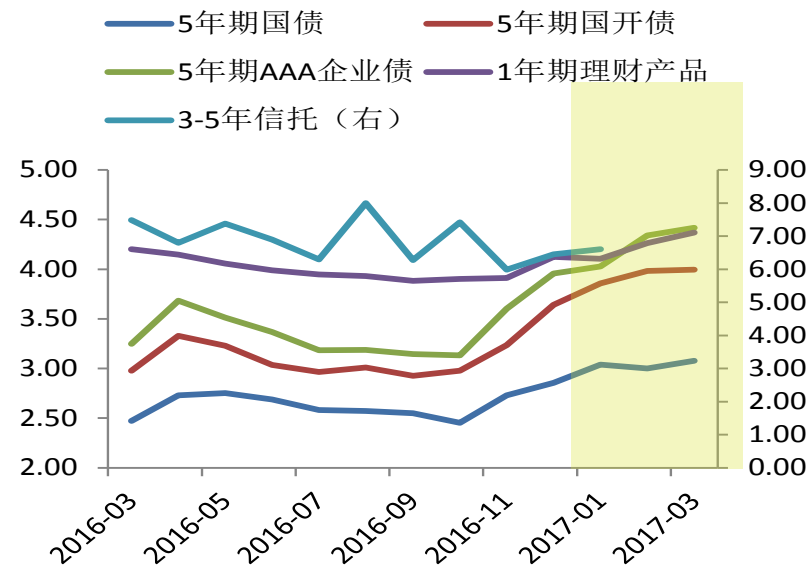
- 近期利率抬升造成存量债券资产缩水的负面影响基本可控。集团内公司以公允价值计量的金融资产占比约30%，属于行业平均水平。
- 新增固定收益资产收益率明显上行，有利于降低利差损风险。

2016年Q2上市保险公司公允价值计量的资产占比



数据来源：Wind，人保资产

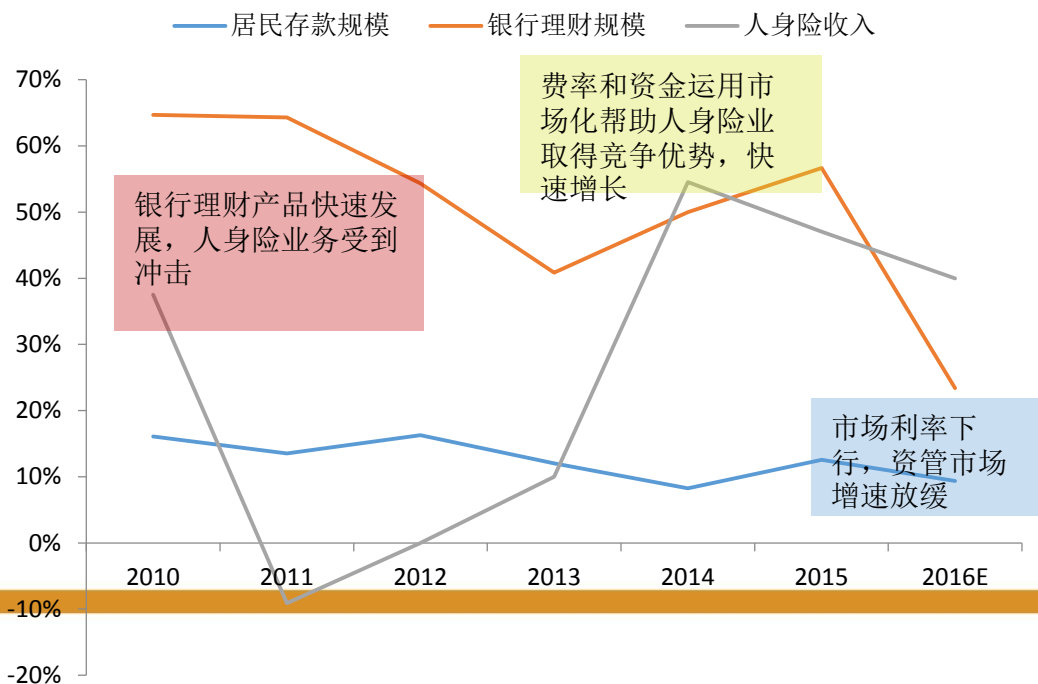
国债、金融债、信用债、信托、银行理财收益率变化



多数保单成本上升压力不大

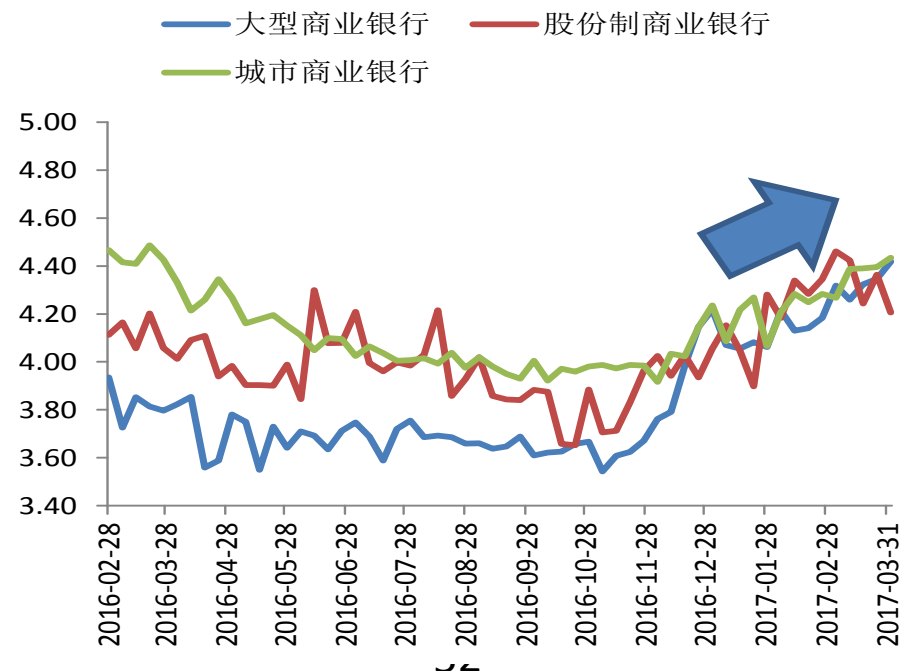
- 银行理财产品是寿险产品的主要竞争者。2010年以来，银行存款呈现出向其他理财渠道搬家的趋势。2010-2013年，银行理财产品曾显著挤压寿险业增长空间；2013年以来，市场化改革帮助行业重拾竞争优势。
- 目前，对于多数中长期寿险产品，保单成本的短期上升压力不大。目前只有恒大人寿等少数公司上调了部分产品的结算利率。
- 如果利率上升趋势延续，寿险业退保风险和负债成本上升的压力将显著增加。目前1年期银行理财收益率中枢在4.3%，已优于传统险预定利率和部分主流万能险产品。

银行理财、人身险业增长与存款搬家




数据来源: wind, 2014以后人身险保费为规模保费口径

2017年1年期大型、股份制、城商银行理财收益率变化



由于会计折现率的滞后性，利率变化对寿险公司的影响分为四种情景

- 在其他因素不变的情况下，利率变化对人身险当期利润的影响主要表现为以下四种情景：



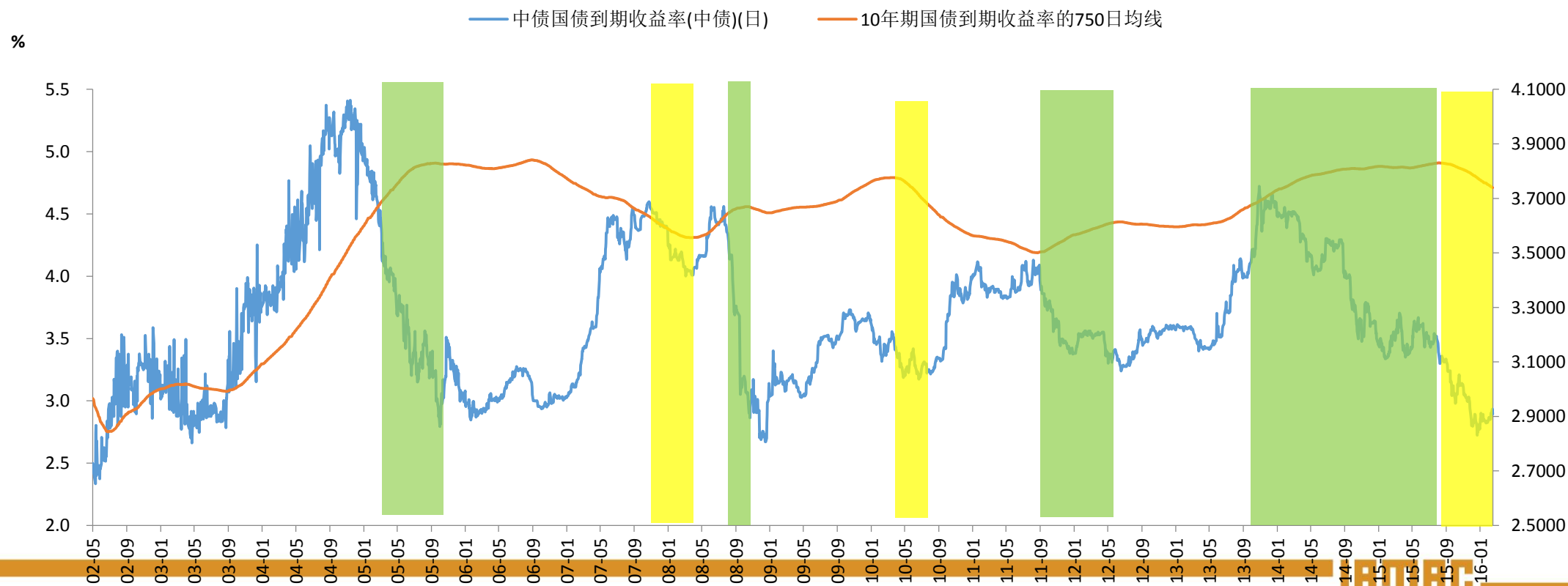
	资产端（国债收益率）	负债端（750日移动平均国债收益率）	利润
最优情景	下	上	正效应
次差情景	下	下	若负债久期>资产久期， 负效应
最差情景	上	下	负效应
次优情景	上	上	若负债久期>资产久期， 正效应

数据来源：人保资产

2014年-2016年利率情景先后经历了较长时间的最优和次差情景

- 2014年初-2015年8月，保险业经历了利率环境的“最长蜜月期”（绿色）。
- 2015年8月-2016年10月“最优情景”过渡至“次差情景”（黄色）。

负债端和资产端折现率变动对寿险利润的影响变化

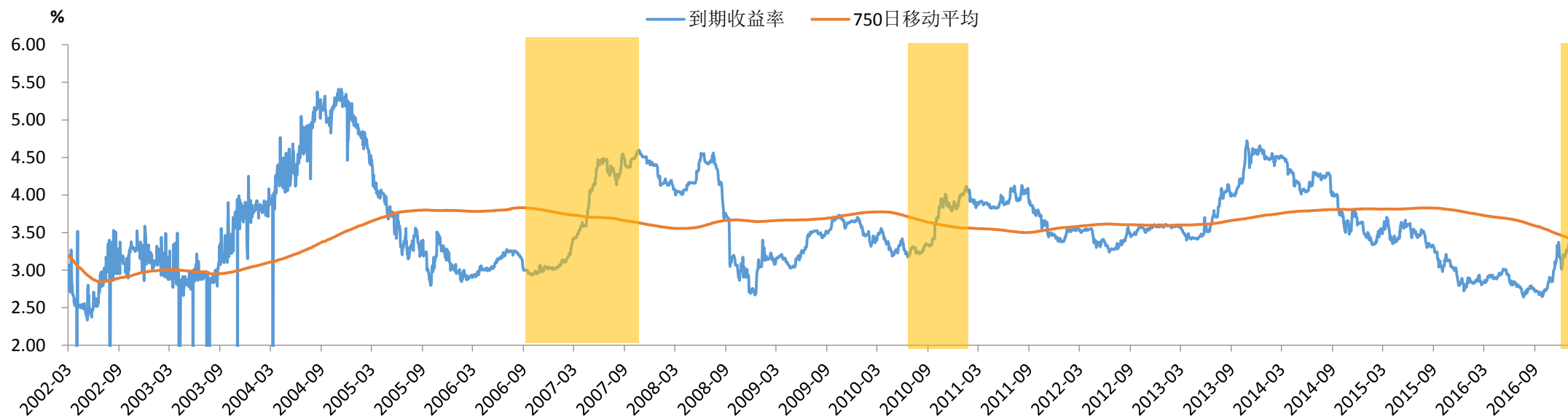


数据来源：wind, 人保资产

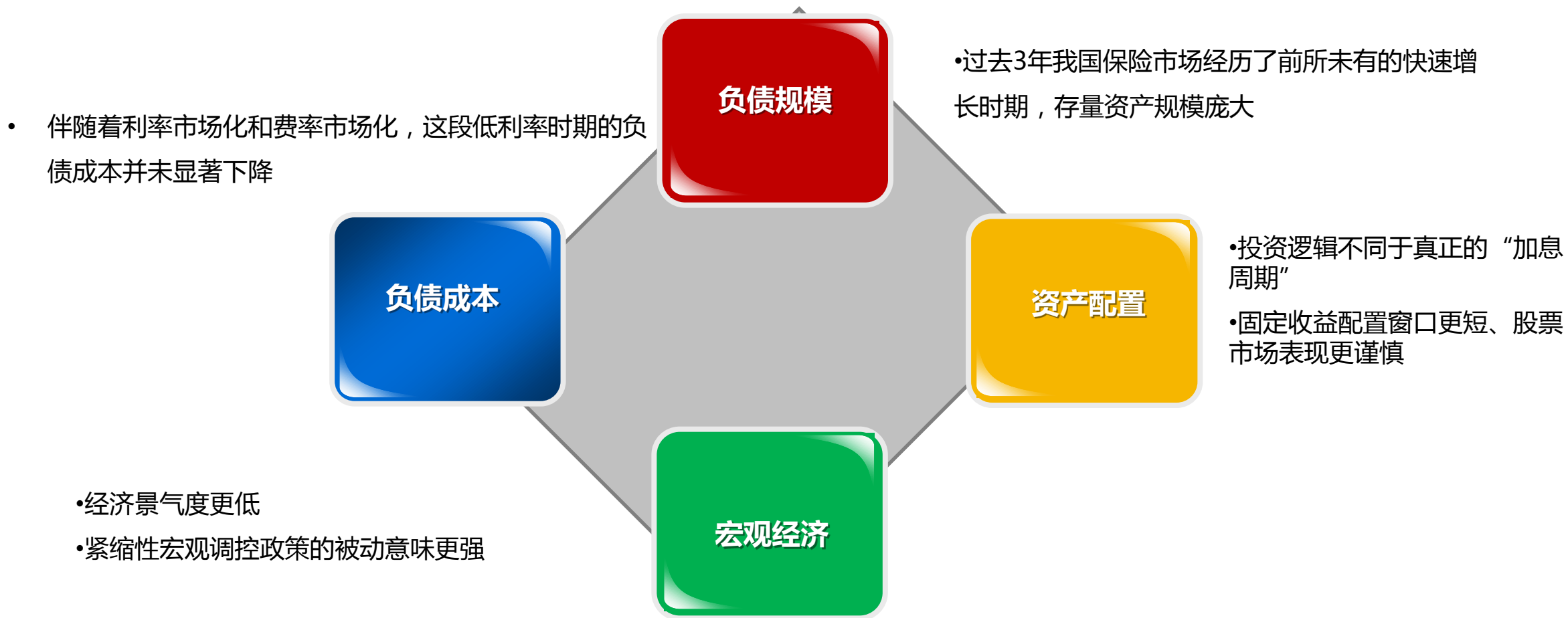
目前处在人身险公司财务报表的“最差情景”

- 2016年10月，“次差情景”过渡至“最差情景”。即负债端折现率仍在下降、与资产端折现率形成背离。最差利率情景通常发生在经济环境从底部至企稳，到期收益率表现为长期低位后快速上升
- 历史上曾有两次类似的时期，平均持续期为10个月左右。分别出现在2006年9月-2007年10月和2010年7月-2011年2月。

历史上典型的最差利率情景



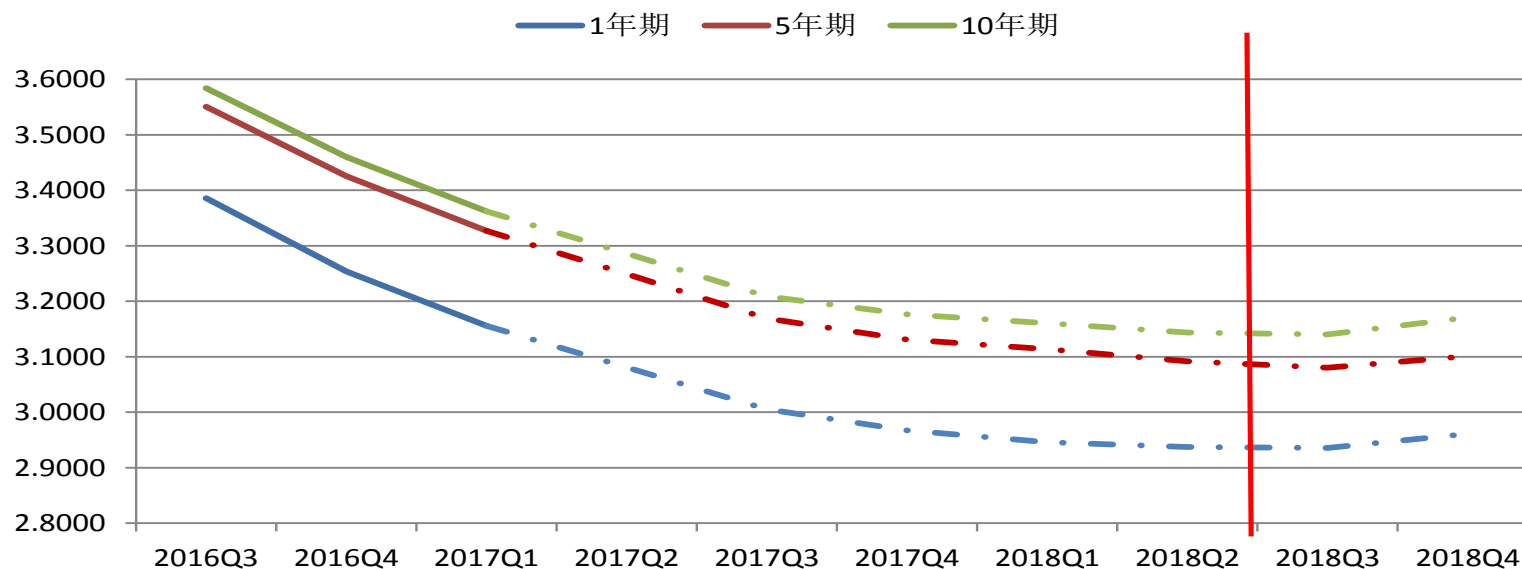
相比过去两段历史时期，当前保险资金更为被动



2017年准备金计提的负面影响仍较为显著，预计到2018年影响将会减弱

- 本轮利率的阶段性抬升减缓了国债750日移动平均线的下行趋势，有利于对冲一部分准备金计提对利润的负面影响。
- 但2017年准备金计提的负面影响仍较为显著，预计到2018年影响将会减弱。

750日移动平均线走势预测



预计在2017年7月左右结束“最差利率情景”

- 当前已处于“最差利率情景”的中期，资产端利率处于高位震荡，向上空间较为有限。
- 根据历史经验，预计在2017年7月左右资产端利率重回下行通道，结束“最差利率情景”，重新回到财务报表的“次差情景”——资产端和负债端折现率同时下降。



利率下行趋势将长期考验保险资金运用

- 2008年金融危机之后，全球保险业出现了系统性的利差损风险上升。
- 对固定收益类的资产而言，长期来看其收益率面临下行压力。利率下行使得寿险公司到期资产和新增资产投资收益率降低，进而降低整体收益率。
- 公司所承担的市场风险、信用风险和流动性风险均相应增加。在低利率环境下，寿险公司往往选择性地加大权益类和非标类资产的配置，以期维持收益率水平相对稳定，整体风险将逐步上升。

各国利差损风险程度



数据来源：穆迪，巴克莱

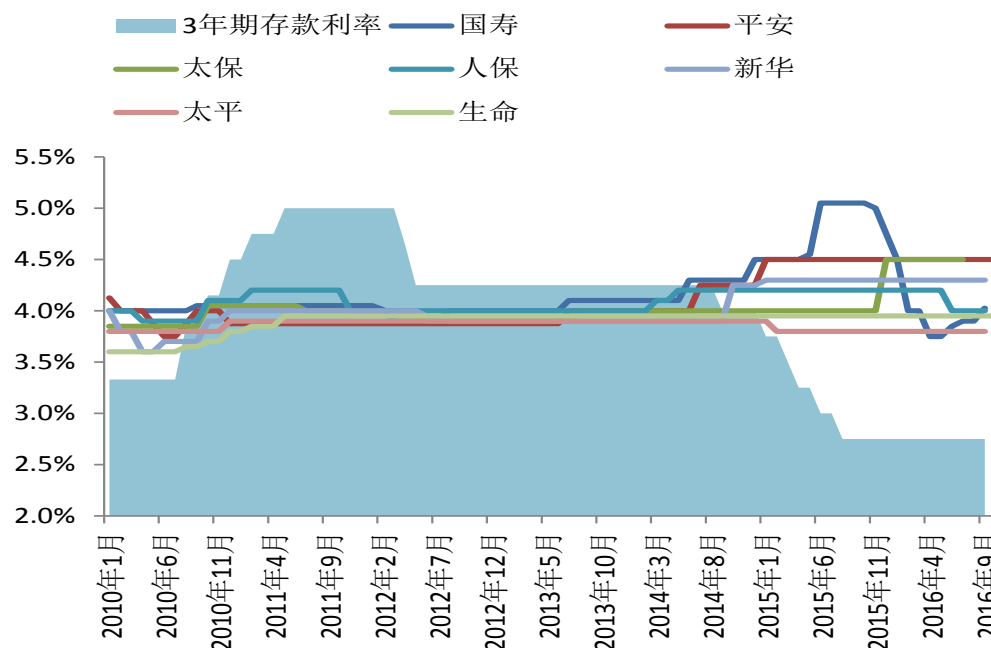
负债端成本将继续长期下行趋势

- 尽管近期利率抬升延缓了负债成本下行速度，但在长期利率下行、公司价值转型的大趋势下，负债成本已经呈现出明显的下行趋势。根据国际经验，保险业负债成本调整速度相对于资产收益约滞后2-5年。本轮利率下行周期始于2014年下半年，目前负债成本具有向下的动力。
- 2017年中国人寿、太保寿险开门红主力产品的预定利率均较2016年下调。
- 2016年4季度以来以来，万能险结算利率也有向下松动迹象。例如，安邦主打产品从5.2%降至了4.6%。

2016&2017开门红产品情况

		中国人寿	中国太保	中国平安	新华保险
2017年	预定利率	3.5%	2.5%	2.5%	2.5%
	最低结算利率	3.0%、 2.0%	2.0%	1.75%	2.5%
2016年	预定利率	4.025%	4.025%	3.5%	2.5
	最低结算利率	2.5%	2%	1.75%	2.5%

近期主要寿险公司万能险结算利率情况



免责声明

本报告由个人制作，其中的观点未经公司审阅，也不代表中国人保资产管理有限公司。报告中的基础信息来源于我们认为可靠的公开材料，但我们对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，不构成投资建议。中国人保资产管理有限公司对任何主体使用本报告所引发的直接或间接损失概不负责。本报告版权为个人所有，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，发表或应用。