

保险

保险资管：正在走向壮大与成熟

主要观点

1. 管理规模巨大，产品安全收益兼顾

我国保险资管跟随保险资金的运用发展而发展，在经历四个不同的发展阶段后，截止 2016 年底，保险资管规模已达到 15.2 万亿，占整个资管行业的 13.01%，成为市场上不可忽视的资管力量。而保险资金运用的拓宽，使得保险资金能在银行存款、债券、股票、基金、其他投资等大类资产上均衡配置，兼顾安全性的同时，依靠规模大、期限长的特点攫取稳定的收益。正因为如此，市场部分长期资金对保险资管产品青睐有加，使得保险资管产品的注册数目不断增加。

2. 监管逐步加强，市场信心提升

监管从保险资金运用和保险资管产品两方面加强了对保险资管的约束和管理，从资金运用范围与流程、风险管理、交易规范等方面都作出了硬性规定，为保险资管的有序发展提供了坚实的法律基础，同时也给市场上对保险资管有需求的大额资金带来了信心。

3. 保险资管投资能力显现，媲美专业资管公司

另外从国内外典型的保险资管产品来看，其高收益率和高稳定性都体现出保险资管专业的投资能力，甚至超过传统资管公司的平均业绩。良好的业绩不仅能打破市场对保险资管水平的固有成见，也能给保险资管的投资人带去信任感。目前市场上大型且规范运作的保险公司均在逐步提升资管服务水平，能够有效覆盖保费带来的负债成本，为保险公司的正常运作做好坚实后盾。而且在目前利率继续上行的背景下，保险资产管理以及高超的投资能力，正在消弭市场对利差损的担忧，保障保险的发展将变得更有保障。

4. 投资建议：

鉴于保险投资端的稳定性和收益性逐步提升，我们继续看好未来 3-5 年保障保险大爆发的行业逻辑，继续推荐新华保险、中国平安、中国太保和中国人寿。

风险提示：1，市场利率风险；2，投资监管风险；3，合规监管风险；4，保费增速下滑的风险。

行业评级 推荐

评级变动 维持

证券分析师



证券分析师：洪锦屏

执业编号：S0360516110002

电话：0755-82755952

邮箱：hongjinping@hcyjs.com

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
新华保险 SH.601336	推荐
中国平安 SH.601318	推荐
中国人寿 SH.601628	推荐
中国太保 SH.601601	推荐

行业表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《保险行业报告：稳健前行，跬步千里--友邦的保险蓝筹修炼手册》

2017-06-16

《保险行业报告：保险行业 4 月经营数据及上市公司 5 月保费数据点评》

2017-06-19

《保险行业 5 月数据、险资参与深港通点评》

2017-07-03

目 录

一、我国保险资产管理概况.....	4
（一）我国保险资产管理的发展历程	4
（二）保险资管产品概述	6
1、保险资管产品定义	6
2、保险资管产品特点	6
3、保险资管产品的注册情况	7
二、保险行业相关政策	9
（一）保险资金运用及监管相关政策	9
1、保险资金运用政策	9
2、保险资金监管政策	11
（二）保险资产管理产品相关政策	12
三、保险资管产品详解	12
（一）主要公司保险资管产品分析	13
（二）太平洋成长精选股票型产品介绍	15
四、中外保险资管对比分析	16
（一）国外保险资管行业介绍	16
（二）中外资产管理产品对比	16
五、投资建议：	18

图表目录

图表 1	我国保险资金运用四个阶段	4
图表 2	2013 年-2017 年保险资金余额配置结构（万亿）	4
图表 3	36 家综合性保险资产管理公司	5
图表 4	大资管行业各类资管管理规模占比	6
图表 5	2013 年-2017 年上半年保险资管产品规模（亿元）	7
图表 6	2013 年-2017 年上半年各类保险资管产品占比	7
图表 7	保险资管公司产品规模占保险公司资管的比重	8
图表 8	2016 年-2017 年 6 月保险资管公司产品规模	8
图表 9	保险资金运用相关政策	9
图表 10	保险资金监管相关政策	11
图表 11	保险资产管理产品相关政策	12
图表 12	保险资管产品注册数量（2015 年 3 月至今）	13
图表 13	经典保险资管产品示例	14
图表 14	太平洋成长精选成立以来净值变动	15
图表 15	太平洋成长精选成立以来产品收益率变动	16
图表 16	全球排名前四保险资管公司	16
图表 17	AGRYX 成立以来总收益率变动	17
图表 18	AGRYX 产品和同类型收益率比较	18

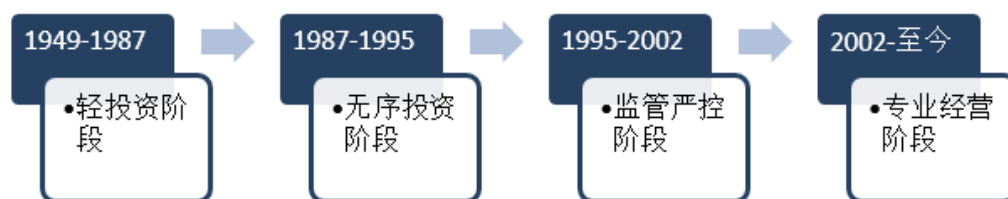
一、我国保险资产管理概况

（一）我国保险资产管理的发展历程

我国保险资管行业是紧随保险资金的运用拓展而不断发展的，因而保险资金运用的不同阶段也基本代表了不同的保险资管发展阶段。

新中国成立后，我国保险资金运用大致经历了四个阶段：1）轻投资或无投资阶段，由于经济发展水平低，市场主体少，保险资金基本进入了银行形成银行存款，资金运用风险虽小但收益低；2）无序投资阶段或混乱投资阶段，由于经济增长过热且无法可循，投资方向繁杂，盲目投资无所不及，造就大量不良资产；3）监管严控或逐步规范阶段，以 1995 年国内第一部《保险法》出台为标志，保险资金运用严格限制在银行存款、政府债券、金融债券和国务院规定的其他渠道，改变了无序发展状况；4）专业经营或放开投资阶段，以《保险法》修订为开端，投资渠道放开，保险资金引入专业资管机构。

图表 1 我国保险资金运用四个阶段

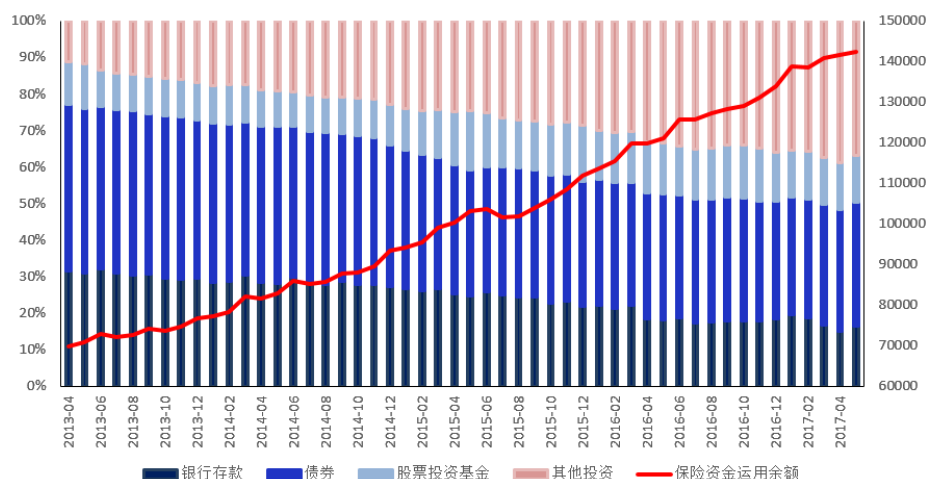


资料来源：《商业时代》、华创证券

保险资金余额主要配置银行存款、债券、股票投资基金等资产。在此之前，保险资金余额配置主要是银行存款和债券投资，但近年来看，银行存款和债券投资的占比缓慢下降，股票投资基金和其他投资占比日益增加，保险资金资产配置越来越均衡。

截至 2017 年 6 月，保险资金运用余额 144998.87 亿元，其中，银行存款 21593.23 亿元，占比 14.89%；债券 49654.11 亿元，占比 34.24%；股票和证券投资基金 17899.84 亿元，占比 12.35%；其他投资 55581.69 亿元，占比 38.52%。

图表 2 2013 年-2017 年保险资金余额配置结构（万亿）



资料来源：保监会，华创证券

我国第一家保险资产管理公司中国人保资产管理公司于 2003 年 7 月成立，2004 年《保险资产管理公司管理暂行规定》颁布，保险资管公司迅速发展。2005 年底，保监会批准第一批 5 家中资保险资产管理公司。随之而至的 2006 年，又相继批准 4 家专业国有保险资产管理公司和 1 家外资保险资产管理公司，逐步形成国内保险资管的“9+1”格局。在 2012 年生命人寿得到批复后，“9+1”格局被打破，随后中小险企资产管理公司、合资资产管理公司、境外资产管理公司陆续批复成立。截至 2017 年 7 月，我国已有 36 家综合性保险资产管理公司。

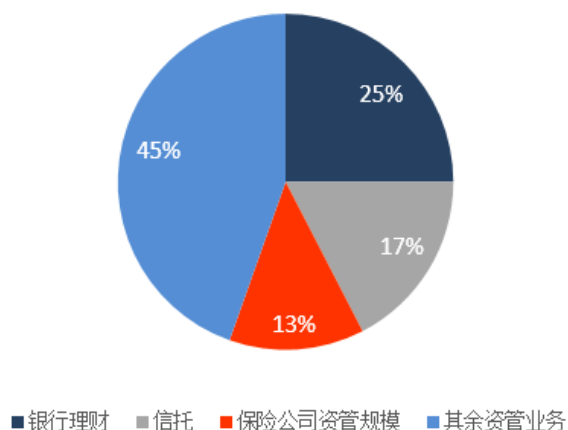
图表 3 36 家综合性保险资产管理公司

时间	机构名称	时间	机构名称
1	中意资产管理有限责任公司	19	人保投资控股有限公司
2	新华资产管理股份有限公司	20	长江养老保险股份有限公司
3	人保资本投资管理有限公司	21	光大永明资产管理股份有限公司
4	中国人寿资产管理有限公司	22	民生通惠资产管理有限公司
5	华安财保资产管理有限责任公司	23	太平洋资产管理有限责任公司
6	华泰资产管理有限公司	24	合众资产管理股份有限公司
7	安邦资产管理有限责任公司	25	华夏久盈资产管理有限责任公司
8	中英益利资产管理股份有限公司	26	长城财富资产管理股份有限公司
9	太平资产管理有限公司	27	英大保险资产管理有限公司
10	阳光资产管理股份有限公司	28	中保投资有限责任公司
11	中再资产管理股份有限公司	29	平安不动产有限公司
12	泰康资产管理有限责任公司	30	建信保险资产管理有限公司
13	平安资产管理有限责任公司	31	百年保险资产管理有限责任公司
14	友邦保险有限公司中国区资产管理中心	32	太平投资控股有限公司
15	国寿投资控股有限公司	33	国寿财富管理有限公司
16	平安养老保险股份有限公司	34	北京泰康投资管理有限公司
17	生命保险资产管理有限公司	35	人保远望产业投资管理（天津）有限公司
18	中国人保资产管理股份有限公司	36	国寿不动产投资管理有限公司

资料来源：中国保险资产管理协会、华创证券

保险资管虽然年轻，但发展势头良好，已经成为我国大资管行业的重要角色。截至 2016 年末，中国大资管行业规模为 116.18 万亿元，其中银行理财规模 29.05 万亿元，占比 25%，信托规模 20.22 万亿元，占比 17.4%，保险公司资管规模 15.12 万亿，占比 13.01%，其余资管业务来自基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构，合计规模约 51.79 万亿元，占比约为 44.58%。由此可见，保险资管已是大资管行业的重要角色，而且大有追赶信托之势。

图表 4 大资管行业各类资管管理规模占比



资料来源：wind，华创证券

（二）保险资管产品概述

1、保险资管产品定义

保险资管产品是保险资产管理公司作为管理人，向投资人发售标准化产品份额并募集资金，由托管机构担任资产托管人，为投资人利益而运用产品资产进行投资管理的金融工具。

保险资管产品包括向单一投资人发行的定向产品和向多个投资人发行的集合产品。其中，向单一投资人发行的定向产品初始认购金不得低于 3000 万元人民币，而向多个投资人发行的集合产品，投资人总数不得超过 200 人，单一投资人初始认购资金不得低于 100 万元。

2013 年 2 月份发布的《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》，规定将保险资管产品投资范围限于银行存款、股票、债券、证券投资基金、央行票据、非金融企业债务融资工具、信贷资产支持证券、基础设施投资计划、不动产投资计划、项目资产支持计划及中国保监会认可的其他资产。

2015 年 12 月下旬，保监会资金部下发《关于调整保险资产管理产品投资范围有关事项的通知(征求意见稿)》，保险资管产品投资的基础资产范围调整为：符合监管规定的保险资金可投资范围，以及债权收益权等保监会认可的其他投资品种。保险资产管理产品投资范围增加了信托等资产。

自此，保险资管的投资范围大大拓宽，基本涵盖了市场上所有的投资品种。按照投资标的的不同，保险资管产品可以分为基础设施债权投资计划、不动产债权投资计划、股权投资计划等。

2、保险资管产品特点

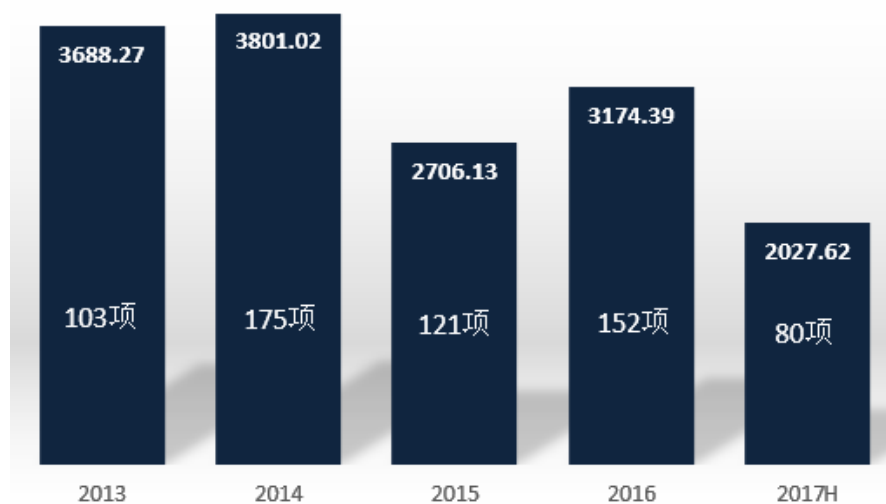
保险资管产品主要具有以下特点：

（1）安全性高。一方面，保险资管产品对项目标准要求高，投资多为优质等级的项目，并且多投向关系国计民生、国家战略的重大项目，另一方面，保险资管产品具有增信强、风控严的能力作为有利支撑。

（2）期限较长。保险资产管理公司为了满足保险资金长期价值投资的需求，更青睐于发行较长期限的保险资管产品，在一定程度上弥补了市场上长期资产配置资源的空缺。目前，债权投资计划平均期限在 7 年左右。

(3) 规模较大。因为保险资金具有规模大和期限长的特点，保险资管产品一般寻找规模大、现金流充沛的优质资产，降低成本和风险。2013 年、2014 年、2015 年、2016 年和 2017 年上半年，保险资产管理产品的单只平均规模分别为 35.81 亿元、21.72 亿元、22.36 亿元、20.88 亿元和 25.35 亿元，最大单只产品规模达到 500 亿元。

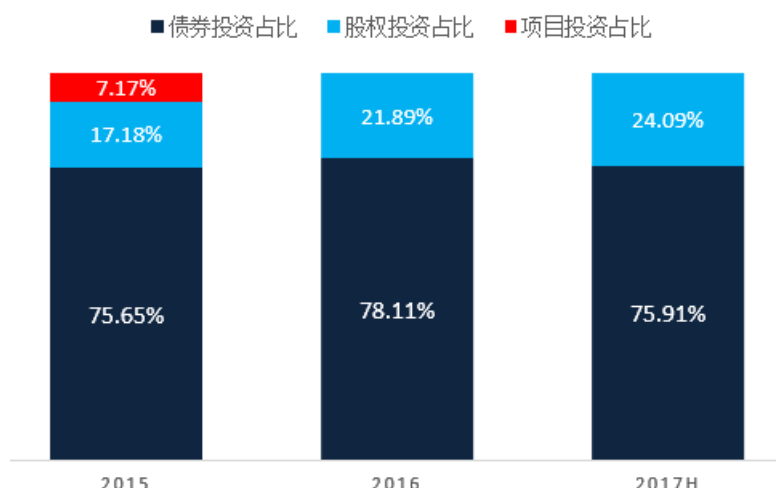
图表 5 2013 年-2017 年上半年保险资管产品规模（亿元）



资料来源：中国保险资产管理协会，华创证券

(4) 收益适中。保险资管产品期限较长，且主要是具有债权性质的固定收益产品，收益较稳定。其中，债权类产品占比在 76% 左右。2013 年、2014 年、2015 年债权类产品平均收益率分别为 6.58%、6.99% 和 7.01%。

图表 6 2013 年-2017 年上半年各类保险资管产品占比

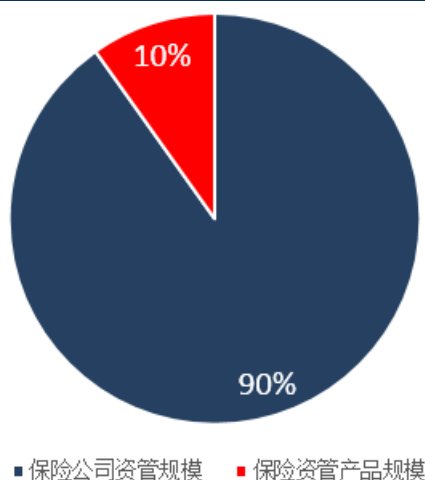


资料来源：中国保险资产管理协会，华创证券

3、保险资管产品的注册情况

2013 年开始实行保险资产管理产品注册制，首年注册产品 3688 亿元，超过此前七年总和。2006 年至 2016 年 12 月底，保险资产管理机构累计发起设立各类债权、股权和项目资产支持计划 651 项，合计备案（注册）规模 16,524.89 亿元，占保险公司管理资产规模的 10.91%。

图表 7 保险资管公司产品规模占保险公司资管的比重

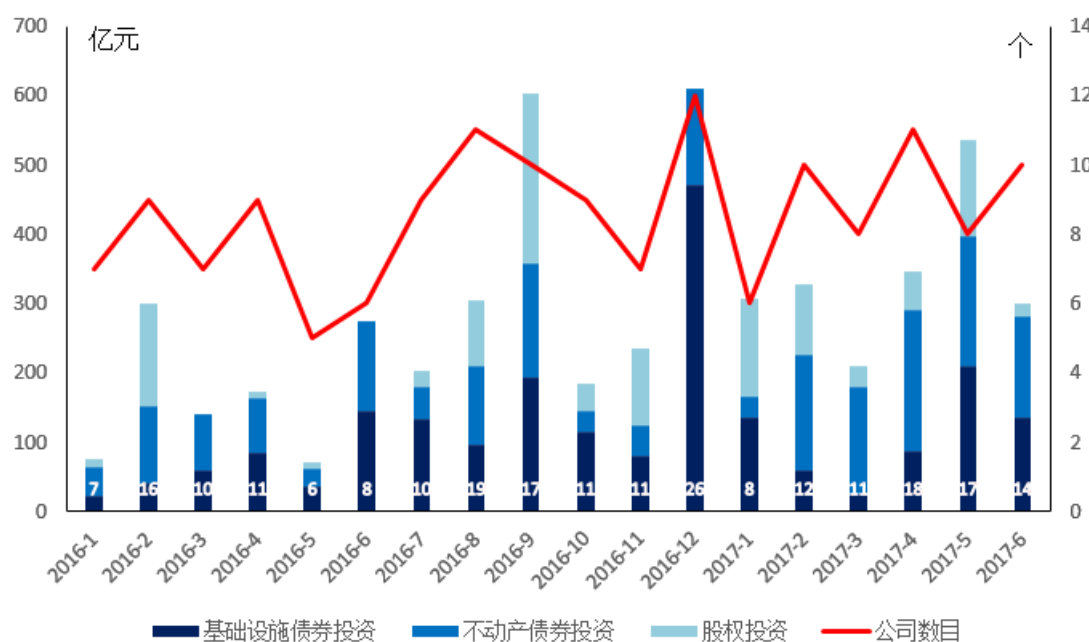


资料来源：中国保险资产管理协会，华创证券

从2016年-2017年上半年各类保险资管产品的注册规模来看，基础设施债权投资以及不动产债权投资占据主要地位，而股权投资注册规模以及注册数量较少。

2017年6月，10家保险资产管理公司注册债权投资计划和股权投资计划共14项，合计注册规模300.30亿元。其中，基础设施债权投资计划注册规模135.00亿元，不动产债权投资计划注册规模145.30亿元，股权投资计划注册规模20.00亿元。截至2017年6月底，累计发起设立债权投资计划和股权投资计划707项，合计备案（注册）规模17,706.29亿元。

图表 8 2016年-2017年6月保险资管公司产品规模



资料来源：中国保险资产管理协会，华创证券

二、保险行业相关政策

（一）保险资金运用及监管相关政策

2012 年“十三条新政”出台之后，保险资金投资范围涵盖公、私募，传统产品，另类工具，境内、外市场，实体、虚体经济等众多领域。随着保险资金运用的业务范围不断拓展，资产配置更加全面、多元化，保险业与银行、证券、信托等其他金融行业分庭抗礼，跻身国内最重要投资机构的行列。

1、保险资金运用政策

保监会这些年制定实施的保险资金的相关政策主要包含两方面内容：一方面是保险资金运用的相关政策，另一方面是保险资金运用的监管政策。

就保险资金运用相关政策而言，其拓宽了保险资金运用的范围，加强了保险资金运用的能力，促进保险业健康稳健的发展。而保险资金运用的监管政策，则从全方位、全范围规范了投资范围、方式，对监督管理和风险控制能力做出了明确的要求，监管范围全面，监管力度强劲。在不断拓宽保险资金运用范围的进程中，保险资金的相关监管政策也在不断地丰满与完善，更加符合时代背景与市场的发展。

图表 9 保险资金运用相关政策

时间	政策名称	说明
2007.07	《保险资金境外投资管理暂行办法》	境内、境外受托人资质条件以及投资规范的规定，加强监督管理和风险控制能力。
2009.03	《关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》	规定保险资产管理公司受托投资债权投资计划的条件为具备受托管理第三方资产的业务能力等。
2009.12	《关于保险机构投资无担保企业债券有关事宜的通知》	调整保险机构债券投资有关政策，其中包括保险机构可以投资境内银行间市场发行的无担保企业债券，但是无担保企业债券需满足国内信用评级机构评定的 AAA 级或者相当于 AAA 级的长期信用级别的条件等。
2010.07	《关于保险机构开展利率互换业务的通知》	阐明保险机构开展利率互换业务的限制条件。
2012.06	保监会推出 13 项保险投资新政征求意见	涉及保险资金管理范围和保险投资渠道两大方向，并就拓宽保险资产管理范围和险资委托投资征求意见。
2012.07	《保险资金委托投资管理暂行办法》	阐明保险公司开展委托投资的资质条件、投资规范、风险控制、监督管理。
2012.07	《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》	保险资金投资股权范围扩大，投资股权不动产比例限制放宽。
2012.07	《保险资产配置管理暂行办法》的通知	阐明普通账户配置管理及独立账户配置管理规定，其中，保险公司开发寿险投资连结保险产品、变额年金产品、养老保障委托管理产品和非寿险非预定收益投资型保险产品等，应当根据中国保监会有关规定，设立独立账户。
2012.07	《保险资金投资债券暂行办法》的通知	规范保险资金委托投资行为，明确保险公司开展委托的条件、资规范、风险控制、监督管理等。
2012.10	《关于保险资金投资有关金融产品的通知》	可投资银行理财产品、银行金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、保险资管基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划。

时间	政策名称	说明
2012.10	《保险资金参与金融衍生产品交易暂行办法》	保险机构参与衍生品交易，仅限于对冲或规避风险，不得用于投机目的。
2014.01	《关于保险资金投资创业板上市公司股票等有关问题的通知》	允许保险资金投资创业板上市公司股票。
2014.01	保监会启动历史存量保单投资蓝筹股政策	规定持有历史存量保单的保险公司申请试点的满足条件。
2014.02	《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》	将保险资金可投资资产分为五大类，包括流动性资产、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。其中，其他金融资产包括集合信托计划、银行理财、金融衍生品、项目资产支持计划以及其他保险资管产品等。
2014.04	《保险资金运用管理暂行办法》	调整了保险资金运用比例，是规范和松绑险资运用监管的延续和重大突破，提升投资收益率。
2014.05	《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知》（征求意见稿）	保险资金允许投资集合资金信托，基础资产限于融资类资产和风险控制的非上市权益类资产。
2014.08	《国务院关于加强加快发展现代保险服务业的若干意见》	明确保险业未来发展的总体要求、重点任务和政策措施，提出 2020 年，基本建成保障全面、功能完善、安全稳健、诚信规范、具有较强服务能力、努力由保险大国向保险强国转变，同时提出了 9 方面 29 条政策措施。
2014.10	《中国保监会关于保险资金投资优先股有关事项的通知》	保险资金投资优先股的条件是具有 A 级或者相当于 A 级以上的长期信用等级。
2014.12	《中国保监会关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》	保险资金可以投资创业投资基金。创投基金管理机构需有 5 年以上创业投资管理经验，累计管理创投资产规模不低于 10 亿元。成功推出项目不少于 10 个。
2015.03	《中国保监会关于调整保险资金境外投资有关政策的通知》	拓宽海外投资范围、扩大境外债券投资范围，开放香港创业板股票投资领域，有利于我国保险公司境外市场配置多元化，进一步分散境外投资风险。
2015.07	《中国保监会关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》	保险资金投资蓝筹股票相关规定：符合条件的保险公司投资单一蓝筹股票余额占上季度末总资产监管比例上调，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不高于 40%；保险资金投资的蓝筹股票市值不得低于 200 亿人民币等。
2015.08	《基本养老保险基金投资管理办法》	允许养老金入市，有助于稳定资本市场健康发展，对促进实体经济长期健康发展发挥积极作用。
2015.09	《资产支持计划业务管理暂行办法》	保险机构投资支持计划的要求。
2015.09	《中国保监会关于设立保险私募基金有关事项的通知》	规定保险资金可以设立私募基金的范围、投资方向。
2015.09	《资产支持计划业务管理暂行办法》	定义基础资产的含义，是指符合法律法规规定，能够直接产生独立、可持续现金流的财产、财产权利或者财产与财产权利构成的资产组合。
2016.05	《保险公司资金运用信息披露准则第 4 号：大额未上市股权和大额不动产投资》	重点规范保险机构大额未上市股权和不动产投资的信息披露事宜，整体来讲明确了信息披露范围和标准，同时加强对一致行动的信息

时间	政策名称	说明
		披露。
2016.06	《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》	拓宽投资空间，加政府和社会资本合作等可行投资模式。
2017.06	《保险资金参与深港通业务试点监管口径》	允许保险资金参与深港通业务试点。

资料来源：保监会、华创证券

2、保险资金监管政策

自 2012 年以来，在全面深化改革的背景下，保险业的监管力度加强，保险资管市场化转型的节奏加快，监管政策的制定也要更加符合市场环境的需要。当前市场监管改革的总体思路是“放开前端，管住后端”，即在推进保险资金运用市场化改革同时，不断强化事中事后监管和切实防范风险。2014 年，比例监管政策的颁布加强和改进保险资金运用比例监管。其核心实质是把监管工作重点由开放渠道转变为风险监管，切实把防风险作为监管工作的重中之重。2016 年，保险资金监管侧重降杠杆、防风险。保监会对保险资金运用监管主要涉及保险资金对大额未上市股权和大额不动产投资的规范、组合类保险资产管理产品业务监管以及保险资金股票投资监管规范。

图表 10 保险资金监管相关政策

时间	政策名称	说明
2014.01	《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》	将保险公司投资资产（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。设立大类资产、集中度风险监管比例，设立风险检测比例等。
2014.01	《保险公司风险五级分类指引》	评估保险机构资产质量，应以风险为基础，将资产分为正常、关注、次级、可疑和损失五类，后三类合称为不良资产，阐明分类的核心定义。
2014.01	保险公司所属非保险子公司管理暂行办法	依法通过保险公司采取监管措施，保险公司所属非保险子公司进行全面风险检测，规定保险公司直接投资非保险子公司应当使用自有资金。
2014.12	中国保监会办公厅关于保险资金运用属地监管试点工作有关事项通知	中国保监会已授权北京、上海、江苏、湖北、广东、深圳保监局代行部分保险资金运用监督职权。
2015.01	《偿二代主干技术标准共 17 项监管规则》	主干技术标准共 17 项监管规则，经保监会主席办公会审议通过，保险行业自 2015 年起进入偿二代的实施准备期。
2015.12	《关于加强保险公司资产配置审慎性监管有关事项的通知》	加强对保险公司资产配置行为监管，坚持审慎的保险定价策略和稳健的资产配置策略，持续提升资产配置能力和投资管理能力。
2015.12	《保险资金运用内部控制指引》	对保险机构银行存款、固定收益投资和股票及股票型基金的资金运用内部控制给出了具体的规定，进一步加强保险资金运用内部控制建设，提升保险机构资金运用内部控制管理水平。
2015.12	《保险公司资金运用信息披露准则第 3 号：举牌上市公司股票》	保监会对保险公司举牌上市公司股票进行规范严格的信息披露。
2016.05	《保险公司资金运用信息披露准则第 4 号：大额未上市股权和不动产投资》	重点规范保险机构大额未上市股权和不动产投资的信息披露事宜，加强对一致行动的信息披露。
2016.08	《关于加强保险机构一致行动人股票投资监管事项的通知（征求意见稿）》	加强规范，引到险资遵守保险投资审慎稳健的投资理念，进一步强调保险姓“保”。
2017.01	《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》	进一步明确了重大股票投资和上市公司收购的监管要求，规定了保险机构开展重大股票投资和上市公司收购在偿付能力、股票投资能力、内控管理等方面应具备的基本条件和程序要求。规定保险机构投资单一股票

时间	政策名称	说明
		的账面余额不得高于本公司上季末总资产的 5%，投资权益类资产的账面余额合计不得高于本公司上季末总资产的 30%。

资料来源：保监会、华创证券

（二）保险资产管理产品相关政策

2006 年《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》发布后，第一只基础设施投资计划的诞生揭开了保险资管产品发展的帷幕。2013 年 2 月保监会发布《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》，允许保险资产管理公司发行“一对一”定向产品和“一对多”集合产品。同年，保监会推行保险资产管理产品注册制，保险资产的配置空间得到提升，投资效益得到提高，保险资管产品发展更加迅猛。2014 年 9 月中国保险资产管理业协会成立，是中国资产管理监督方式转变的标志性创新，为保险资管市场化转型奠定了基础。2016 年 6 月，监管层再次针对保险资管的投资行为和产品规范加大了管理力度，体现了金融投资防风险态度，其杠杆约束等规定也符合目前金融去杠杆的政策方向。

图表 11 保险资产管理产品相关政策

时间	政策名称	说明
2006.03	保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法	保险资金允许投资基础设施项目。
2010.07	保险资金运用管理暂行办法	允许保险资产管理机构开展保险资产管理产品业务。
2011.04	《保险资产管理公司管理暂行规定》	保险资产管理公司经营的全部或部分业务中加入开展保险资产管理产品业务。
2013.02	关于债权投资计划注册有关事项的通知	推进保险资产管理市场化改革，转变监管模式，推行保险资产管理产品注册制。
2013.02	《关于保险资产管理公司开展资产管理业务试点有关问题的通知》	《通知》主要对试点内容的五个方面进行了明确：一是资产公司开展产品业务的资质条件；二是资产公司可以发行的产品类型；三是产品投资人范围；四是产品发行审核程序；五是产品募集资金的投资领域和方向。
2014.09	中国保险资产管理业协会成立	保险资产管理监管方式转变的重要创新。
2015.02	关于保险资产管理产品风险责任人有关事项的通知	加强和改进投资管理能力建设，实施风险责任人制度。
2015.07	中国保监会关于保险资产管理产品参与融资融券债权收益权业务有关问题的通知	保险资产管理公司通过发行保险资产管理产品募集资金，与证券公司开展融资融券债权收益权转让及回购业务，可以协商合理确定还款期限，不得单方强制要求证券公司提前还款。
2016.06	《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》	进一步明确了保险资产管理公司开展产品业务的相关规范，就保险资产管理公司和养老保险公司开展产品业务资质、产品投资范围、登记发行以及禁止行为给予了明切的说明。

资料来源：保监会、华创证券

三、保险资管产品详解

目前市场的保险资管产品主要指保险资产管理公司作为管理人所发行的定向及集合产品，数据显示，至 2016 年年末，注册产品数量达 152 个，注册规模共计 3174.39 亿元，31 家机构管理资产规模较上年增长 14.69%。截止 2017 上半年，注册的保险资产管理机构已达 32 家，上半年注册规模就超过 2000 亿元，注册产品投资标的以不动产债权

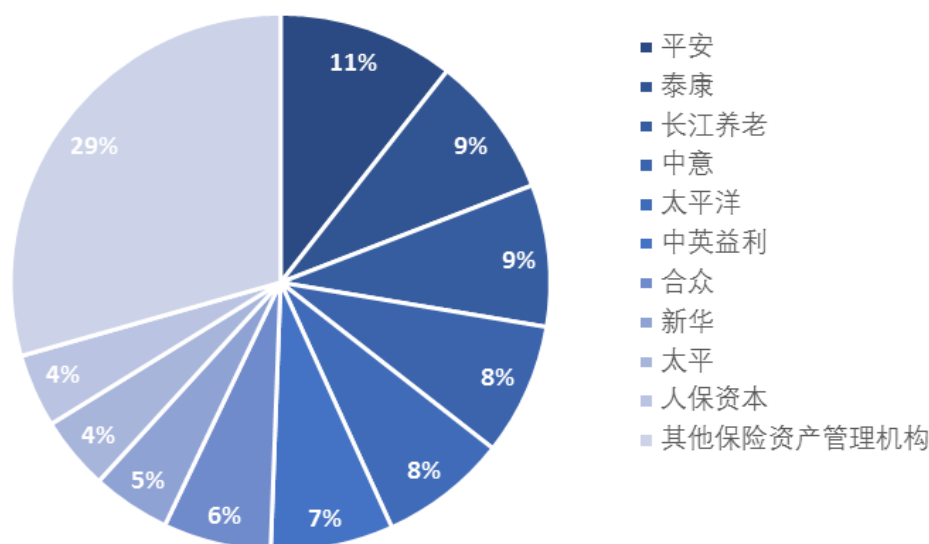
投资为主。

（一）主要公司保险资管产品分析

从 36 家保险资产管理机构及机构子公司的资管产品情况来看，目前保险资管机构所发行的产品以契约型开放式集中投资产品为主，产品所涉及的投资范围根据投资者风险偏好的不同，主要有固收类、现金类、权益类、指数类、FOF 及混合类等。

相关保险资管机构数据显示，平安资产、太平洋资产及太平资产注册发行的资管产品规模占比超过市场规模的一半，其原因是这几家保险资管公司起步较早，已具有一定先发优势。但近两年来，保险资管行业整体发展速度加快，行业规模逐步扩张。自 2015 年起，除平安资产、太平资产、太平洋资产外，其他 29 家保险资管机构在业务发展上呈现迎头追赶之势。数据统计显示，2015 年至 2017 年间，产品发行数量仍以平安资产为首，太平洋资产排在行业第五，泰康资产、长江养老、中意资产、中英益利分居第二、三、四、六位。这六家机构在注册数量上占总数的半壁江山，产品投资范围涉及不动产、交通运输、水电能源、基础设施建设、煤炭钢铁技改、租赁、医疗及环保等项目，主要以债权类及基金项目股权投资为主。

图表 12 保险资管产品注册数量（2015 年 3 月至今）



资料来源：保险资产管理协会、华创证券

在 36 家资管公司中，公开产品数量较多、收益率较好的有太平洋资产管理有限责任公司（以下简称“太平洋资产”）、平安资产管理有限责任公司（以下简称“平安资产”）及人保资本投资管理有限公司（以下简称“人保资本”）。其中，太平洋资产平安资管旗下以“卓越”、“稳健”、“鑫安久赢”系列为主的产品共计 53 只，多数产品是固收类集合投资型，其他产品以权益类投资和混合型投资组合为主。而不同类型资管产品因为产品投资回报率的不同，在管理费率上也有差异，其中高收益的权益类产品投资管理费率高达 0.8%，而收益相对较低的固收类产品管理费率则在 0.25% 上下。

在太平洋资产的 53 只产品中，其中“股息价值”和“成长精选股票型”两只权益类产品表现最为抢眼。“股息价值”产品成立于 2014 年 6 月 17 日，截止 2017 年 7 月 17 日，该产品单位净值约 1.08 元，累计净值约 2.02 元，自成立起比较业绩基准收益率为 49.81%，近一年比较业绩基准收益率为 9.98%。“成长精选股票型”产品成立于 2014 年

9月29日,截止2017年7月17日,该产品单位净值约1.11元,累计净值约1.77元,自成立起比较业绩基准收益率为43.26%,近一年比较业绩基准收益率为6.07%。“平安资管”旗下“如意”系列产品达20只,其中如意系列产品单位净值平均约1.10元,累计净值平均约1.19元。截至2017年7月17日,人保资本所发行的4只“安心”系列产品单位净值平均约1.26元,累计均值约1.33元,自成立起产品收益率平均约27.79%,近一年产品收益率平均约4.19%。

图表 13 经典保险资管产品示例

	产品名称	产品类型	成立日期	投资范围	单位净值收益率 (成立以来)	单位净值收益 率(近一年)	认购起点	投资管理费
太平洋 资产	股息价值	权益类	2014	股票、新股、债券、货币市场工具股票、资产支持证券、债券型基金、货币类基金	107.8%	17.05%	100 万	0.80%
	成长精选股票型产品	权益类	2014	股票、债券、货币市场基金、分级基金优先级、债券型基金、信贷资产支持证券、银行存款	80.19%	12.53%		
	研究精选股票型产品	权益类	2014	股票、债券、货币市场基金、分级基金优先级、债券型基金、信贷资产支持证券、银行存款	79.08%	8.90%		
	稳健一号		2007	固定收益、回购、银行存款	48.87%	1.50%	1000 万	0.28%-0.35%
	优选 50	权益类	2013	主动管理型证券投资基金、固定收益品种、以及银行存款、债券(逆)回购	66.25%	11.29%	100 万	0.60%
	行业轮动股票型产品	权益类	2014	股票、债券、货币市场基金、分级基金优先级、债券型基金、信贷资产支持证券、银行存款	59.15%	10.25%		
	沪深 300	权益类	2014	沪深 300 指数成份股及备选成份股,少量投资于即将调入沪深 300 指数成份股的非成份股、一级市场新股或增发的股票,到期日 1 年以内的政府债券、交易所逆回购、银行活期存款、货币市场基金	49.99%	8.65%	100 万	0.41%

	产品名称	产品类型	成立日期	投资范围	单位净值收益率 (成立以来)	单位净值收益 率(近一年)	认购起点	投资管理费
人保 资管	安心收益 产品	集合投资	2007	固定收益(无担保信用)、A股、可转债 一级市场	59.89%	-2.94%		0.45%
	安信增值 产品	集合投资	2013	固定收益及权益类一 级、二级市场	29.22%	-2.35%	500 万	0.55%
	安心善建 产品	混合型	2015	A股一级、二级市场、 银行存款、货币市场 工具、货币型基金等 流动性良好金融工具	20.36%	20.36%		
	安心收益 2 号	集合投资	2016	固定收益及权益类一 级、二级市场	1.70%	1.70%		

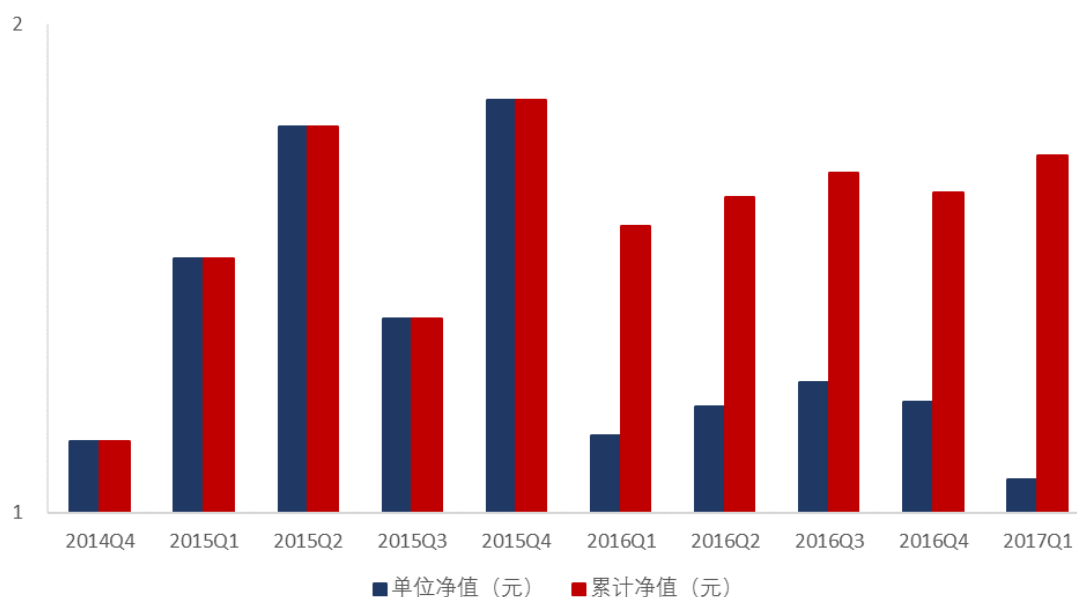
资料来源：公司官网、华创证券

(二) 太平洋成长精选股票型产品介绍

在各类保险资管产品中，太平洋资产的成长精选股票型产品比较具有代表性。该产品的管理人是太平洋资产，托管人是建设银行，每笔最低认购金额为人民币 100 万元。自成立以来，成长精选产品的业绩比较收益达到了 43.26%，单位净值收益率达到 80.19%，是行业中的佼佼者。

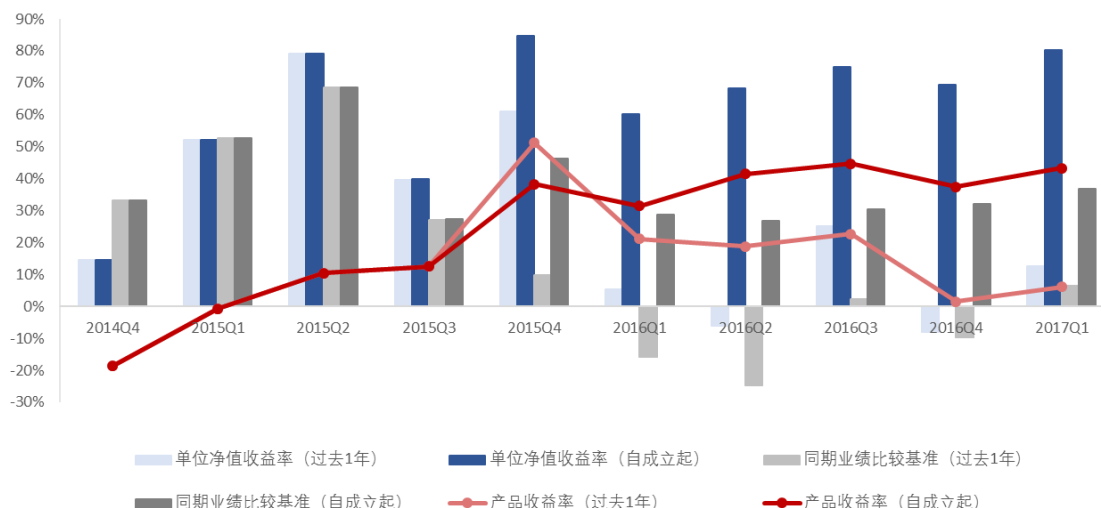
从成立以来的净值来看，除 2015Q3 有所下降之外，单位净值和累计净值基本上都呈上涨趋势。从产品收益率情况来看，自成立以来，成长精选产品的产品收益率呈上涨趋势，截至 2017Q1，上涨了 43%。而且从同期比较基准收益率来看，成长精选股票产品也领先于行业。

图表 14 太平洋成长精选成立以来净值变动



资料来源：公司官网、华创证券

图表 15 太平洋成长精选成立以来产品收益率变动



资料来源：公司官网、华创证券

四、中外保险资管对比分析

(一) 国外保险资管行业介绍

根据欧洲基金和资管协会的分类，国际大资管行业主要包括银行系资管机构和保险系资管机构以及其他资管机构。截止 2016 年 9 月，管理资产规模 (Asset under Management) 全球排名前 15 的保险资管公司有安联集团投资管理公司 (Allianz Group)、太平洋投资管理公司 (PIMCO)、安盛投资管理公司 (AXA Group)、保德信金融 (Prudential Financial)。

图表 16 全球排名前四保险资管公司

保险资管公司	资管规模 (亿/美元)	资管规模排名	国家
Allianz Group	20.90	5	德国
PIMCO	15.50	10	法国
Prudential Financial	13.10	13	美国
AXA Group	13.10	13	法国

资料来源：Statista、华创证券

保险系资产管理公司的投资管理主要有三方面：一是帮助自己的母公司从事保险资金的投资管理，二是接受其它保险公司投资委托，三是担任共同基金的角色进行主动第三方资产管理。欧美大型保险系资产管理公司的最核心收入来源主要来自于第三方资产管理业务。

(二) 中外资产管理产品对比

根据《财富》杂志 2016 年公布的世界 500 强榜单，上榜企业中保险公司达 51 只，占据了榜单的 10%。其中，业

内排名靠前的安盛集团（AXA）、安联保险集团（Allianz SE）及美国国际集团（AIG）均通过收购或控股方式设立了独立的资产管理投资机构，如安盛旗下 AXA Investment 及 Alliance Bernstein、安联下属 PIMCO 及 Allianz Global Investors、美国国际集团成员 SunAmerica Asset Management 等。

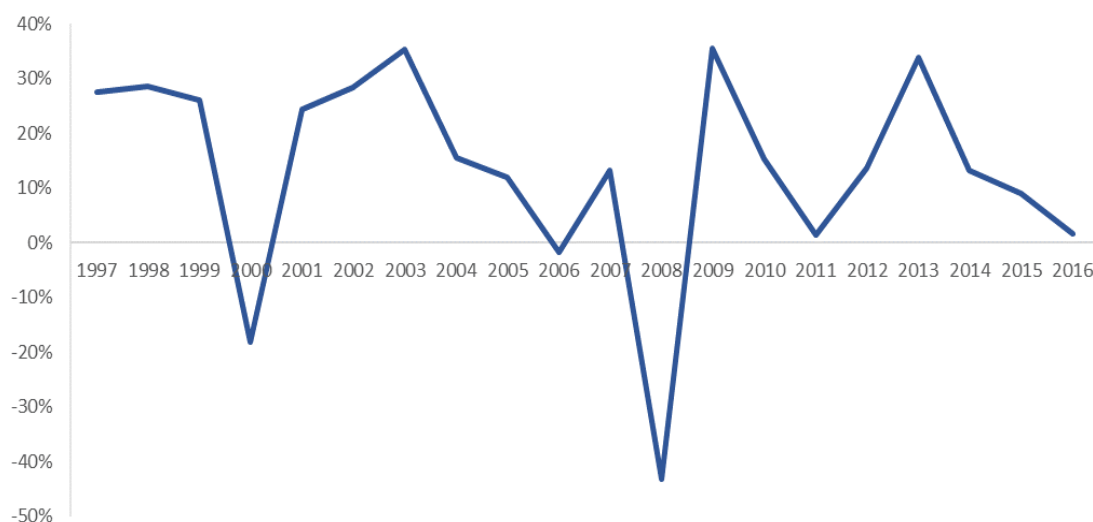
以法国安盛集团为例，安盛集团主要的资管机构为其持股 64% 的联博基金（Alliance Bernstein）和安盛投资管理公司（AXA Investment Managers）。其中，安盛集团控股子公司联博基金管理业务覆盖 21 个国家，投资类型主要有固定收益类资产、权益类资产、多元资产组合、封闭式基金、共同基金等，管理总资产规模达 4980 亿美元。

此外，安盛投资管理公司的业务覆盖超过 60 个国家，管理资产总规模达 7470 亿欧元，主要业务范围涉及固收类、权益类、多元资产、结构融资及不动产。截至 2017 年第一季度，固定收益类投资管理规模为 4410 亿欧元。2015 年，公司 81% 的固定收益型投资基金近五年来位表现好于跨境基金平均水平，其中 15 只固定收益型基金的业绩表现获晨星网（Morningstar）4 星到 5 星的评级。安盛投资管理的权益类投资主要为 Framlington Equities 和 Rosenberg Equities 所辖业务，管理规模分别为 510 亿欧元和 190 亿欧元。其中，Rosenberg Equities 拥有 17 年资产管理、量化投资经验、数据分析经验逾 40 年。Framlington Equities 拥有 18 年投资基金管理历史，主要业务范围在伦敦、巴黎、香港三地，75%/ 89%/ 95% 受托管理资产 3 年/ 5 年/ 10 年业绩表现超出同业比较基准。

AB Growth Fund 介绍

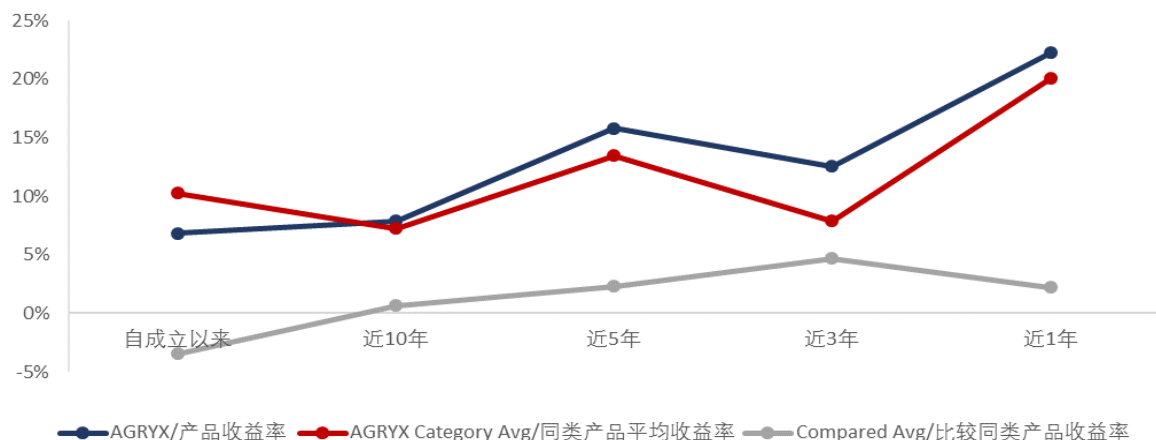
以联博基金所发行的权益类共同基金产品为例，对其产品基本信息及历年净值、收益率进行统计分析。AB Growth Fund（AGRYX），该产品成立于 1996 年 10 月 1 日，目前总规模 3900 万美元，当前净年值在 77 美元左右。投资范围主要是美股，也可以投资于国际市场上的流通股。自成立起，产品收益率为 6.82%，低于同类型产品 10.27% 的平均收益，但自成立起的总收益率均值在 13.54%，高于 10.27% 的水平，且近 10 年来，产品收益均高于同类产品平均收益，故从长期来看，产品业绩稳定增长。

图表 17 AGRYX 成立以来总收益率变动



资料来源：公司官网、华创证券

图表 18 AGRYX 产品和同类型收益率比较



资料来源：公司官网、华创证券

通过对比成长精选股票型产品与 AB Growth Fund（AGRYX）收益情况，可以看出，产品初始发行阶段，两者收益率低于同类产品平均水平。但随着产品规模不断壮大，投资趋于稳定，产品收益率均不断提升，甚至赶超同类平均水平。但近一年来，国际产品收益有所下滑，国内产品第一季度比较业绩收益在上一季度大幅下挫后有所回升。

五、投资建议：

我国保险资管经历了从无到有、从无序到规范、从弱到强的过程，目前在整个大资管行业中占比超过 13%，成为市场不可忽视的重要力量。而保险资金投资运用范围的拓宽，大大增强了保险资金运用的灵活性和多元性，体现出安全性高、规模大、期限长、收益适中的特点，非常适合市场上一部分长期稳健资金的需求。而监管对保险资管的重视，以及逐步规范的监管治理，也增强了市场对保险资管的信心。

另外从国内外典型的保险资管产品来看，其高收益率和高稳定性都体现出保险资管专业的投资能力，甚至超过传统资管公司的平均业绩。良好的业绩不仅能打破市场对保险资管水平的固有成见，也能给保险资管的投资人带去信任感。目前市场上大型且规范运作的保险公司均在逐步提升资管服务水平，能够有效覆盖保费带来的负债成本，为保险公司的正常运作做好坚实后盾。而且在目前利率继续上行的背景下，保险资产管理以及高超的投资能力，正在消弭市场对利差损的担忧，保障保险的发展将变得更有保障。

鉴于保险投资端的稳定性和收益性逐步提升，我们继续看好未来 3-5 年保障保险大爆发的行业逻辑，继续推荐新华保险、中国平安、中国太保和中国人寿。

风险提示：1，市场利率风险；2，投资监管风险；3，合规监管风险；4，保费增速下滑的风险。

非银组分析师介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2011-2013 年新财富上榜（前四团队），2015 年金牛奖非银金融第五名。

分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行总行能源金融事业部，撰写过多篇行业发展白皮书。2016 年加入华创证券研究所。

助理分析师：方嘉悦

香港中文大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

助理分析师：翟盛杰

浙江大学经济学硕士。曾任职于浙商证券。2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	刘蕾	销售经理	010-63214683	liulei@hcyjs.com
	申涛	销售经理	010-63214683	shentao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-63214683	duboya@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理兼广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售助理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	朱妍	销售助理	0755-82027731	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572597	wutianyu@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500