

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2023年03月07日

**分析师**

分析师：刘文强 S1070517110001

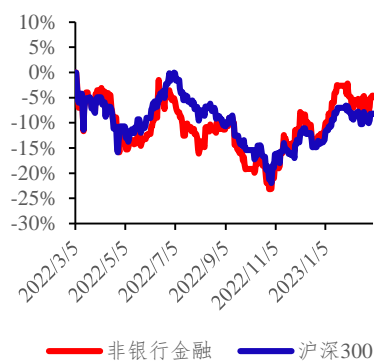
☎ 021-31829700

✉ liuwq@cgws.com

分析师：张文珺 S1070522050003

☎ 0755-83667984

✉ zhangwenjun@cgws.com

**股价走势图**


数据来源：iFinD

**相关报告**

&lt;&lt;关注第三支柱养老保险，强调提升保障和服务功能&gt;&gt;2021-03-11

&lt;&lt;偿付能力监管新规正式出台，偿二代二期工程有序推进&gt;&gt;2021-01-27

&lt;&lt;IFRS17 中国版重磅推出，推动险企产品结构优化和业务价值提升&gt;&gt;2020-12-27

# 人民币兑美元承压走势对保险估值影响几何？

——保险行业动态点评

**核心观点**
**■ 事件：人民币兑美元汇率阶段性承压**

2023年初人民币兑美元汇率延续了去年11月以来的上升势头，但进入2月以后显著走贬。由于近期美国CPI、PMI以及就业数据均超预期，市场对美联储加息幅度与步伐放缓的预期有所减弱，带来美元指数出现阶段性走强。故比价效应下人民币兑美元汇率有所贬值，阶段性承压特征可能会延续。

**■ 汇率波动对保险业的影响路径**

一般来说，汇率波动对保险业的影响主要通过贬值效应、替代效应和财富效应，来对保险公司的基本面及预期产生影响。1) 贬值效应：如若人民币升值，外币相对贬值，则保险公司现持有的外汇资产缩水，从而使外汇持有人受损。2) 替代效应，即相比较于具有贬值趋势的保险需求，投保人会倾向于用具有升值趋势的货币进行投保，从而规避汇率风险。3) 财富效应指的是由于本币升值引发国内各类资产价格上涨，从而对投资端产生推动作用。

**■ 本轮保险估值修复显现与中美汇率走势强相关**

本轮保险估值修复始于投资端驱动。本轮保险股估值修复始于2022年11月，投资端驱动成为板块上涨的核心动力。房地产政策发力（“金融16条”及房地产“三支箭”）释放保险公司投资端信用风险；11月长端利率触底反弹，逐步震荡回升至目前的2.9%附近，对投资端形成向上支撑。与此同时，自2022年11月起，中美汇率逐渐走低，人民币升值，吸引外资流入。外资流入倾向配置权重股，使得正处于底部区间的保险股得到青睐。

伴随中美汇率走强及北向资金净流入增加。此阶段汇率方面，人民币对美元汇率在11月初达到近期最高点7.26人民币/美元，此后一路走低，在2月初达到近期最低点6.71人民币/美元。2月中下旬，人民币汇率又遭遇了一轮波动，2月月内已贬值约2%，但从去年11月以来的时间长度上看，这段时间内人民币已获得较大的升值。伴随人民币升值区间，北向资金净买入也实现相应增长，与之对应的，保险股在2022年11月至12月期间，A股保险指数累计涨幅达29.74%。

本轮保险板块与汇率的相关性分析。为验证以上分析，我们以保险指数作为因变量，人民币对美元汇率中间价作为自变量，对数据进行相关性分析及回归分析。在对数据进行了取对数处理之后，本文运用Stata软件对于保险II（申万）指数和人民币汇率中间价：美元之间的关系进行了OLS估计，得

到回归结果显示,人民币兑美元汇率与保险指数存在负相关关系,且参数估计结果通过了显著水平为 1%的检验。即当中美汇率上升 1%时(人民币贬值),保险指数下降 1.290%。表明当中美汇率走高之时,人民币贬值,外资流出,保险股作为市场配置的权重股之一,其股价受冲击下行。中美汇率走势对不同险企的负相关关系影响程度有差异,若中美汇率走贬,预计对新华保险、中国平安、中国太保的股价冲击幅度更大。

#### ■ 投资建议:

从交易层面看,当前保险板块估值仍处于历史较低水平,PEV 处于 0.33-0.70 倍,在 A 股整体震荡轮动背景下,困境反转、超跌及高股息板块呈现补涨特征。未来养老和健康产业将成为重要营收和利润来源,注重康养产业布局险企有望长期受益。

个股角度:重点推荐中国太保(负债端领跑行业,“长航行动”效果凸显,产险增速强劲),中国人寿(“开门红”预收领先、业绩增速稳健,纯寿险标的公司对权益市场及利率变化弹性较大),中国平安(地产风险敞口收敛有望提振投资端)。

- 风险提示:中美摩擦加剧风险;中美利差持续倒挂风险;地缘政治风险;宏观经济下行风险;恒大事件等处理不及预期风险;股市系统性下跌风险;监管趋严风险;新冠病毒持续蔓延风险。

## 目录

1. 事件及影响分析.....	5
1.1 事件：人民币兑美元汇率阶段性承压.....	5
1.2 汇率波动对保险业的影响路径.....	5
1.3 本轮保险估值修复显现与中美汇率走势强相关.....	5
1.3.1 本轮保险估值修复始于投资端驱动.....	5
1.3.2 伴随中美汇率走强及北向资金净流入增加.....	6
1.3.3 本轮保险板块与汇率的相关性分析.....	7
2. 投资建议.....	8
3. 风险提示.....	9

图表目录

图 1: 截至 2023 年 2 月沪深 300 与保险涨跌幅 (%) .....	6
图 2: 保险板块 BETA 指数走势 .....	6
图 3: 近一年以来人民币对美元汇率走势 .....	6
图 4: 2022 年 10 月以来北向资金净买入额 (亿元) .....	6
图 5: 2022 年 11-2023 年 2 月末沪股通中持有的保险公司股票数量 (万股) .....	7
图 6: 保险板块 P/EV 估值图 (上为 A 股, 下为 H 股) .....	9
表 1: 汇率与保险股 OLS 回归结果 .....	8
表 2: 汇率与保险股相关性分析 .....	8

# 1. 事件及影响分析

## 1.1 事件：人民币兑美元汇率阶段性承压

2023 年初人民币兑美元汇率延续了去年 11 月以来的上升势头，但进入 2 月以后显著走贬。根据中国外汇交易中心数据显示，2 月 1 日至 2 月 28 日，人民币对美元汇率中间价累计调贬 2027BP。2 月末，在岸、离岸人民币对美元汇率一度逼近“7”的整数关口。由于近期美国 CPI、PMI 以及就业数据均超预期，市场对美联储加息幅度与步伐放缓的预期有所减弱，带来美元指数出现阶段性走强。故比价效应下人民币兑美元汇率有所贬值，阶段性承压特征可能会延续。

## 1.2 汇率波动对保险业的影响路径

一般来说，汇率波动对保险业的影响主要通过贬值效应、替代效应和财富效应，来对保险公司的基本面及预期产生影响。

1) 贬值效应：如若人民币升值，外币相对贬值，则保险公司现持有的外汇资产缩水，从而使外汇持有人受损。保险公司的外汇资产通过海外上市筹集资金、合资公司的外汇资本金、以及外汇保单收入等方面组成，故具有跨境子公司及海外业务的保险集团公司多受汇率波动影响。

2) 替代效应，即相比较于具有贬值趋势的保险需求，投保人会倾向于用具有升值趋势的货币进行投保，从而规避汇率风险。如若人民币预期贬值，承保端来说投保人更倾向于购买美元或港币结算的保险产品，从而获得额外汇率差收益，港股险企或将收益。

3) 财富效应指的是由于本币升值引发国内各类资产价格上涨，从而对投资端产生推动作用。一方面保险公司在国内的本币投资收益将有所抬升，由于保险股周期性显著源于新业务价值中利差占比较高，投资端收益提升将显著提高业绩兑现水平；另一方面基于资本逐利本性，在人民币持续升值背景下，外资看好人民币资产，北向资金实现净流入，且更倾向于配置以保险股等为代表的权重股，从而有利于助推保险股股价上行。

## 1.3 本轮保险估值修复显现与中美汇率走势强相关

### 1.3.1 本轮保险估值修复始于投资端驱动

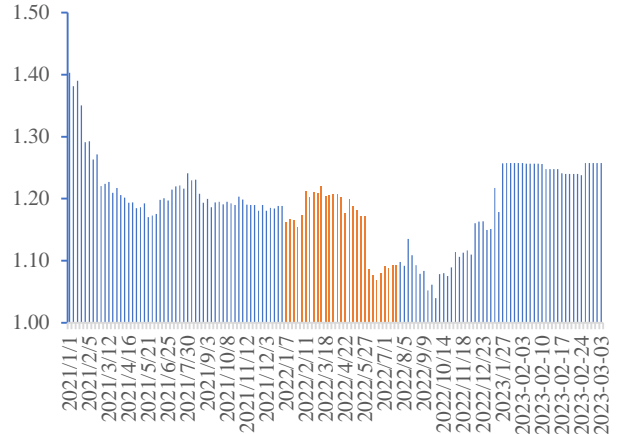
本轮保险股估值修复始于 2022 年 11 月，投资端驱动成为板块上涨的核心动力。房地产政策发力（“金融 16 条”及房地产“三支箭”）释放保险公司投资端信用风险；11 月长端利率触底反弹，逐步震荡回升至目前的 2.9% 附近，对投资端形成向上支撑。截至 2023 年 03 月 03 日，保险指数上涨 0.98%，跑赢大盘沪深 300 指数。保险贝塔指数由 2022 年初 1.16 上升至 3 月中旬的 1.22，随后震荡下行 6 月中旬低位震荡，10 月初开始持续回升，12 月底回升至 1.16，2023 年 1 月再创新高达到 1.25，2023 年 2 月仍保持在 1.25。于此同时，自 2022 年 11 月起，中美汇率逐渐走低，人民币升值，吸引外资流入。据统计，2022 年 1-10 月，保险 A 股保险指数累计下跌 28.02%，特别是 10 月单月，该指数月跌幅达 12%。在这种情况下，外资流入倾向配置权重股，使得正处于底部区间的保险股得到青睐。

图 1: 截至 2023 年 2 月沪深 300 与保险涨跌幅 (%)



资料来源: iFinD, 长城证券研究院, 数据截至 2023 年 03 月 03 日

图 2: 保险板块 BETA 指数走势



资料来源: iFinD, 长城证券研究院, 数据截至 2023 年 03 月 03 日

### 1.3.2 伴随中美汇率走强及北向资金净流入增加

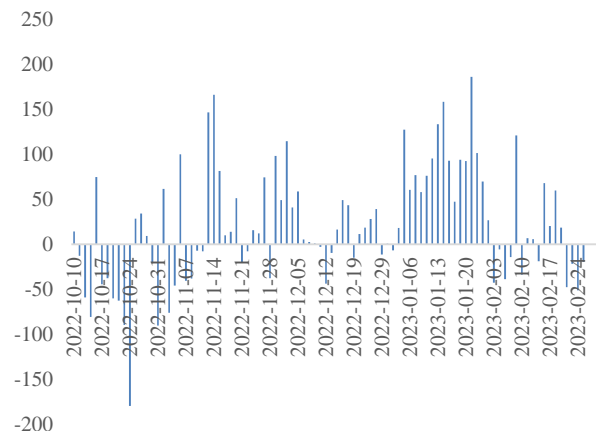
此阶段汇率方面,人民币对美元汇率在 11 月初达到近期最高点 7.26 人民币/美元,此后一路走低,在 2 月初达到近期最低点 6.71 人民币/美元。2 月中下旬,人民币汇率又遭遇了一轮波动,据中国外汇交易中心数据显示,人民币月内已贬值约 2%,但从去年 11 月以来的时间长度上看,这段时间内人民币已获得较大的升值。伴随人民币升值区间,北向资金净买入也实现相应增长,2022 年 10 月-2023 年 2 月,北向资金净买入额分别为-573 亿元、600.95 亿元、350.13 亿元、1,412.90 亿元、105.62 亿元。与之对应的,保险股在 2022 年 11 月至 12 月期间,A 股保险指数累计涨幅达 29.74%。成分股中,中国人寿、中国平安、中国太保和新华保险涨幅均超 28%,其中,中国人寿两个月大涨了 39.55%。在汇率修复之后,保险股的估值拉升一直持续至 2023 年 2 月。

图 3: 近一年以来人民币对美元汇率走势



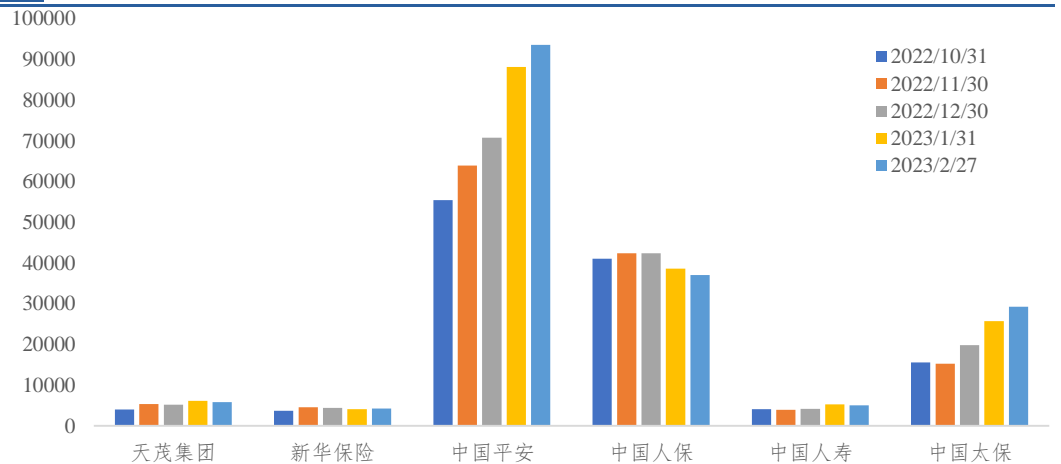
资料来源: iFinD, 长城证券研究院, 截至 2023 年 2 月 27 日

图 4: 2022 年 10 月以来北向资金净买入额 (亿元)



资料来源: iFinD, 长城证券研究院, 截至 2023 年 2 月 27 日

图 5: 2022 年 11-2023 年 2 月末沪股通中持有的保险公司股票数量 (万股)



资料来源: Choice, 长城证券研究院, 截至 2023 年 2 月 27 日

### 1.3.3 本轮保险板块与汇率的相关性分析

为验证以上分析,我们以保险指数作为因变量,人民币对美元汇率中间价作为自变量,对数据进行相关性及回归分析。本部分数据来源于同花顺 iFind 数据库、Wind 数据库,剔除了数据不完整的横截面数据,最终选取并汇总了 9 个指标在 2022 年 01 月至 2023 年 03 月的时间序列数据,包括 277 个数据样本。其中 usdcnyex 选取的是人民币汇率中间价:美元; pingan、renbao、taibao、renshou、xinhua 选取的分别是 2022 年 1 月以来中国平安、中国人保、中国太保、中国人寿、新华保险每个交易日的收盘价; baoxian 选取的是 2022 年 1 月以来保险 II(申万)指数每个交易日的收盘价; hushen 选取的是 2022 年 1 月以来沪深 300 指数每个交易日的收盘价; lilv 选取的是中债国债到期收益率:10 年每个交易日的收盘价。

在对数据进行了取对数处理之后,本文运用 Stata 软件对于保险 II(申万)指数和人民币汇率中间价:美元之间的关系进行了 OLS 估计,得到回归结果显示,人民币兑美元汇率与保险指数存在负相关关系,且参数估计结果通过了显著水平为 1%的检验。即当中美汇率上升 1%时(人民币贬值),保险指数下降 1.290%。表明当中美汇率走高之时,人民币贬值,外资流出,保险股作为市场配置的权重股之一,其股价受冲击下行。

我们在对中美汇率和各保险股股价 2022 年 1 月以来的原始数据进行相关性分析的过程中,我们发现:中美汇率走势对不同险企的负相关关系影响程度有差异,若中美汇率走贬,预计对新华保险、中国平安、中国太保的股价冲击幅度更大。



**表 1: 汇率与保险股 OLS 回归结果**

VARIABLES	Inbaoxian
lnusdcnyex	-1.290*** (-14.07)
Constant	9.337*** (-53.53)
Observations	277
R-squared	0.365

资料来源: wind, 长城证券研究院, \*, \*\*, \*\*\*分别代表在 10%, 5%和 1%水平上显著

**表 2: 汇率与保险股相关性分析**

	usdcnyex	pingan	renbao	xinhua	taibao	renshou	baoxian	hushen	lilv
usdcnyex	1								
pingan	-0.686***	1							
renbao	0.651***	0.023	1						
xinhua	-0.868***	0.881***	-0.293***	1					
taibao	-0.444***	0.892***	0.213***	0.756***	1				
renshou	0.446***	0.285***	0.872***	-0.043	0.484***	1			
baoxian	-0.602***	0.991***	0.129**	0.851***	0.932***	0.398***	1		
hushen	-0.801***	0.734***	-0.306***	0.859***	0.607***	-0.161***	0.694***	1	
lilv	-0.058	0.477***	0.362***	0.217***	0.566***	0.517***	0.516***	-0.018	1

资料来源: wind, 长城证券研究院, \*, \*\*, \*\*\*分别代表在 10%, 5%和 1%水平上显著

## 2. 投资建议

进入 2023 年以来, 1 月上半月, 保险股纷纷走出上扬曲线, 根据历史复盘, 我们认为 2023 年保险股或将迎来新的上行周期。当前受益于当前地产政策红利带来的地产股修复, 将显著降低保险资产端信用风险敞口; 叠加十年期国债收益率企稳回升对保险投资端形成一定支撑, 使得目前保险投资端驱动成为其估值修复的核心动力。

尽管保险股在 2 月出现一定程度集体回调, 但从基本面情况来看, A 股上市险企寿险公司转型已有明显成效, 消极因素也在逐步释放, 1 月保费表现不佳, 主要是基于春节+疫情特殊时期影响, 整体符合市场预期。往后看疫情冲击减弱, 代理人增员、展业及保险销售有望逐步恢复常态, 险企 NBV 增速将迎来好转 (NBV 增速预计平安>太保>人寿>新华)。市场短期板块波动不改向上趋势, 保险估值修复逻辑将切换到负债端, 险企基本面表现或成为胜负手。

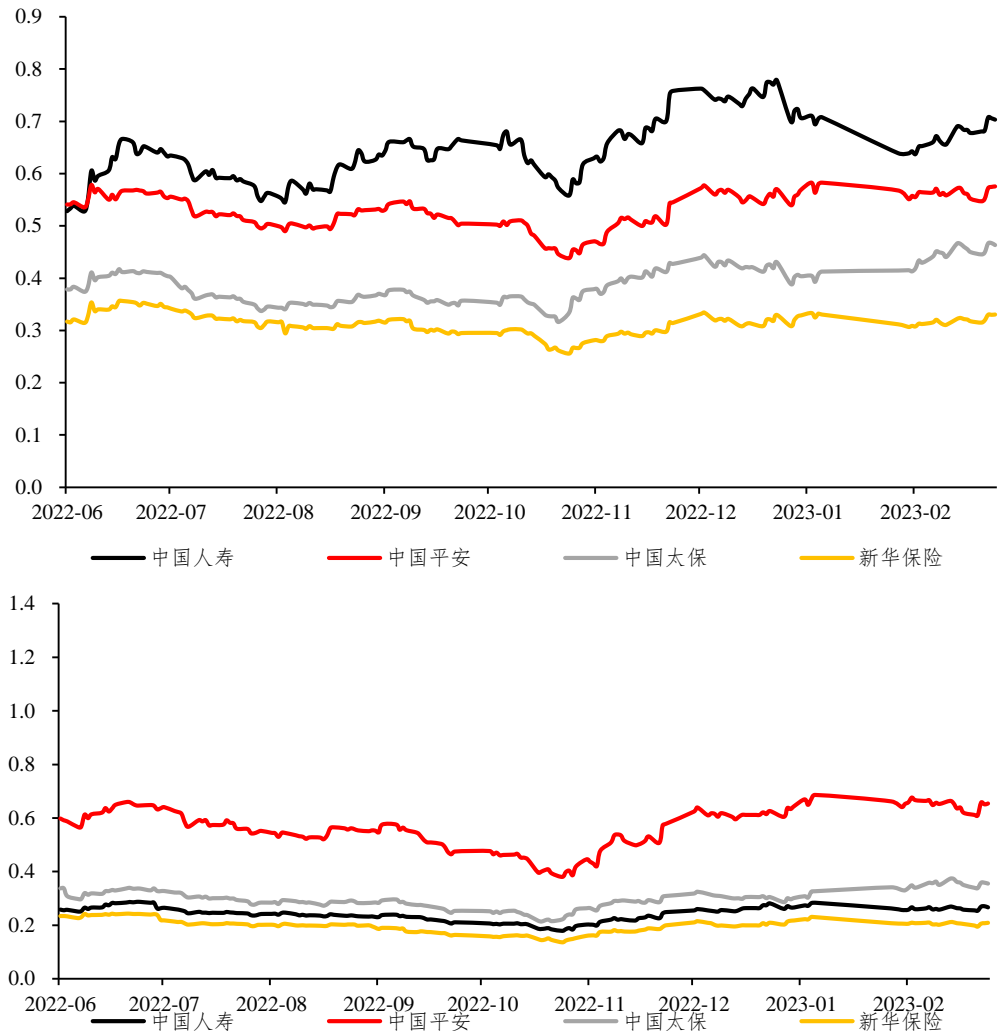
从交易层面看, 当前保险板块估值仍处于历史较低水平, PEV 处于 0.33-0.70 倍, 在 A 股整体震荡轮动背景下, 困境反转、超跌及高股息板块呈现补涨特征。未来养老和健康产业将成为重要营收和利润来源, 注重康养产业布局险企有望长期受益。

个股角度: 重点推荐中国太保 (负债端领跑行业, “长航行动”效果凸显, 产险增速强劲),



中国人寿（“开门红”预收领先、业绩增速稳健，纯寿险标的公司对权益市场及利率变化弹性较大），中国平安（地产风险敞口收敛有望提振投资端）。

图 6：保险板块 P/EV 估值图（上为 A 股，下为 H 股）



资料来源：iFinD，长城证券研究院，数据截至 2023 年 3 月 3 日

### 3. 风险提示

中美摩擦加剧风险；中美利差持续倒挂风险；地缘政治风险；宏观经济下行风险；恒大事 件等处理不及预期风险；股市系统性下跌风险；监管趋严风险；新冠病毒持续蔓延风险。

**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任何其它任何用途。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：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
卖出——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：**

强于大市——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；  
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 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>