

保险 II 行业

低利率研究报告系列之一：海外保险市场如何应对长期低利率环境

核心观点：

- **他山之石，可以攻玉。**“低利率”是保险公司长期经营不可忽略的挑战，也是研究保险公司不可绕过的课题，更是当前市场对于行业长期景气度担忧的核心原因，作为保险行业应对低利率环境的系列研究报告的首篇，我们将聚焦海外成熟寿险市场是如何应对低利率环境以及效果。
- **美国人身险行业通过调整资产配置结构和调整产品结构来应对低利率环境。**资产端提升股票等高收益率资产、拉长债券久期并适度下沉债券资质，推动行业投资收益率下降幅度远低于长期债券收益率的降幅。1980-2018年，美国10年期国债收益率由15%下降至如今1%左右，而行业投资收益率仅由8.02%下降至4.72%；另一方面，负债端调整产品结构，增加变额寿险、万能险等投保人自担投资风险产品的比重。大都会和保德信等公司在低利率环境下仍实现多次超额收益。
- **日本寿险公司通过加大国债和海外资产配置，且逐步降低负债成本来应对长期低利率环境，推动行业稳健经营。**一方面，资产端因破产潮的原因导致投资风格相对谨慎，持续加大低风险的国债资产配置，同时提高海外证券的比重提升总体收益率，并加大长久期债券的配置；另外负债端调整产品结构降低利差占比，并且主动降低产品预定利率（由1985年的5.5%下降至2013年的1%）进而拉低行业负债成本。
- **中国台湾人身险行业主要通过拓宽险资配置渠道，加大对海外资产配置应对低利率环境。**中国台湾金管会数次放开投资渠道，尤其是海外投资渠道限制，海外资产占比居世界寿险第一。截至2018年中国台湾寿险业境外投资比重高达66.8%，而公债比重由2006年的24.2%下降至6.9%。
- **韩国人身险行业通过加强海外资产和债券配置，并且提升保障型产品比重来应对低利率环境，投资收益率保持相对稳定。**韩国人身险行业资产端依次加大债券和海外资产配置，负债端提升保障型产品比重，截至2018年韩国10年期国债收益率为1.65%，而行业投资收益率达到3.7%。三星人寿在低利率环境（10年期国债收益率<3%）下PB估值在0.8X-1X区间震荡。
- **从成熟市场经验来看，低利率环境并非不可战胜，维持保险行业“买入”评级。**行业资产和负债两端联动调整有望缓解低利率环境对寿险公司长期经营的冲击，根据“资产配置能力”和“负债成本及均衡产品结构”两条主线来把握投资标的，中长期推荐中国平安(A、H)、中国太保(A、H)、中国人寿(A、H)、新华保险(A、H)。
- **风险提示。**行业竞争加剧引发产品价格战；疾病发生率快速上升超出识别风险预期，发现价值水平持续下行等。

行业评级

买入

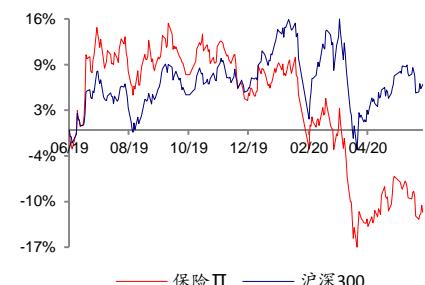
前次评级

买入

报告日期

2020-06-02

相对市场表现


分析师： 陈福

SAC 执证号: S0260517050001

SFC CE No. BOB667

0755-82535901

chenfu@gf.com.cn

相关研究：

上市险企 2020 年 1 季度保费 2020-04-17

 概况:寿险保费增长分化,财险
增速明显修复

保险行业 2019 年报综述:夯实 2020-04-07

 价值增长,差异化发展静候估
值修复

《普通型人身保险精算规定》 2020-02-07

 点评:完善产品精算规定,推动
长期保障业务发展

联系人： 刘淇

liuqi@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	收盘价	最近	评级	合理价值	EPS(元)		PE(x)		PEV(x)		1YrVNBP	
			5/29	报告日期		(元/股)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
中国平安	601318.SH	人民币	68.86	2020/2/21	买入	103.46	9.44	10.62	7.49	6.66	0.93	0.81	4.42	4.94
中国平安	02318.HK	港币	75.70	2020/2/21	买入	114.96	9.44	10.62	8.53	7.37	0.57	0.52	4.42	4.94
中国太保	601601.SH	人民币	27.71	2020/3/23	买入	54.20	3.37	4.01	8.39	7.05	0.58	0.52	2.70	2.97
中国太保	02601.HK	港币	23.45	2020/3/23	买入	38.68	3.37	4.01	15.90	11.96	0.92	0.59	2.70	2.97
新华保险	601336.SH	人民币	40.67	2020/3/26	买入	67.70	5.13	5.94	8.10	7.20	0.92	0.81	3.44	3.87
新华保险	01336.HK	港币	24.85	2020/3/26	买入	40.92	5.13	5.94	4.70	4.06	0.29	0.26	3.44	3.87
中国人寿	601628.SH	人民币	26.30	2020/3/26	买入	37.63	1.61	2.14	6.32	5.31	0.40	0.36	2.35	2.54
中国人寿	02628.HK	港币	15.50	2020/3/26	买入	28.95	1.61	2.14	9.02	6.79	1.00	0.31	2.35	2.54

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、美国：调整资产配置结构，提升非保证产品比重	5
(一) 资产端：调整资产配置，拉长资产久期.....	6
(二) 负债端：创设新型产品，非保证账户比重明显提升	8
(三) 大都会&保德信：低利率环境下仍存在多次超额收益时期.....	8
二、日本：加大国债和海外资产配置，降低负债成本	9
(一) 资产端：加大低风险资产配置，海外寻求稳定收益资产	10
(二) 负债端：降低负债成本，丰富产品结构.....	11
(三) 第一生命保险：低利率环境下股价与估值情况.....	13
三、中国台湾：提升海外资产，负债以传统寿险为主	13
(一) 拓宽投资渠道，提升海外资产配置	13
(二) 政策影响导致负债端仍以储蓄型寿险为主	14
四、韩国：资产端加强债券和海外资产配置，负债端提升保障型产品比重	15
(一) 资产端：初期加大债券配置，后期加大海外资产配置.....	16
(二) 负债端：调整产品结构，提升保障型产品占比.....	16
(三) 三星人寿：低利率环境下股价与估值情况	17
五、投资建议	17
六、风险提示	20

图表索引

图 1: 美国 10 年期国债收益率 (%)	6
图 2: 美国寿险行业投资收益率水平 (%)	6
图 3: 美国寿险行业收入结构中投资收入占比保持相对稳定	6
图 4: 美国人身险行业资产配置结构	7
图 5: 美国寿险行业一般账户中债券期限分布	7
图 6: 2018 年一般账户中新增债券的期限分布	7
图 7: 一般账户中债券等级分布 (%)	8
图 8: 美国寿险行业独立账户和一般账户比重	8
图 9: 美国寿险行业产品结构	8
图 10: 美国主要寿险公司与道琼斯股价走势 (美元、点)	9
图 11: 大都会公司历史 PB 估值 (LF)	9
图 12: 保德信公司历史 PB 估值 (LF)	9
图 13: 日本 10 年期国债收益率 (%)	10
图 14: 日本寿险业资产配置结构	10
图 15: 行业资产收益率与 10 年期国债收益率的对比 (%)	10
图 16: 日本有价证券资产配置结构	11
图 17: 日本寿险行业海外债券配置结构	11
图 18: 日本寿险新产品预定利率调整时间表	12
图 19: 日本四家主要寿险公司利差规模合计	12
图 20: 日本寿险新单产品结构	12
图 21: 日本寿险业营业费用占保费收入比重	12
图 22: 第一生命保险股价走势 (日元)	13
图 23: 第一生命保险历史 PEV 估值	13
图 24: 台湾 10 年期公债收益率 (%)	13
图 25: 台湾人身险产品结构	15
图 26: 台湾健保收入	15
图 27: 韩国 10 年期国债收益率走势 (%)	16
图 28: 韩国寿险行业投资收益率 (%)	16
图 29: 韩国人身险行业大类资产配置	16
图 30: 韩国人身险保费结构	17
图 31: 三星人寿与韩国综合指数历史走势 (韩元)	17
图 32: 三星人寿历史 PB(LF) 估值	17
图 33: 中国平安资产负债久期缺口持续降低	19
 表 1: 日本人身险行业债券久期结构	11
表 2: 台湾人身险行业资产配置结构	14
表 3: 台湾全体金融机构资产表	15
表 4: 上市险企投资收益率历史情况	18
表 5: 内含价值和新业务价值对投资收益率下降 50BP 的敏感性	19

“我国利率的长期趋势将逐步向下”已成为保险公司和市场的共识，“低利率”是保险公司长期经营不可忽略的挑战，也是研究保险公司不可绕过的课题，更是当前市场对于行业长期景气度担忧的核心原因，造成了当前保险股估值处于历史低位。作为保险行业应对低利率环境的系列研究报告的首篇，我们将聚焦海外成熟寿险市场是如何应对低利率环境以及应对的效果。他山之石，可以攻玉，根据瑞士再保险数据，美国、日本、中国台湾、韩国保费规模作为全球第1、第3、第10、第7的保险市场，并且保险深度分列全球第17位、11位、1位、5位，同时经历过利率由高位逐步回落的周期，目前处于超低利率的环境，因此研究上述四国或地区保险市场在低利率环境下的经营情况，对于指导当下国内保险行业投资具有重要的借鉴意义。

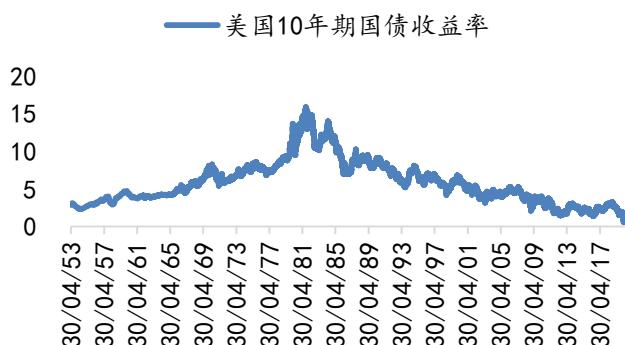
总结美国、日本、中国台湾和韩国等长期处于低利率环境的成熟保险市场经验来看，低利率并非不可战胜，结合政策的辅助，行业资产和负债两端联动调整有望缓解低利率环境对寿险公司长期经营的冲击。（1）资产端角度：第一，充分挖掘境内高收益率资产，如美股持续处于上升通道提供稳定的高回报率，因此股票成为美国寿险行业抵御利率下行的核心支撑；而如日本、中国台湾本土缺乏大规模的高收益率资产，便转而寻求海外高收益率资产；第二，利率下行的早期及中期阶段，提升长久期债券的配置，提前锁定长期高收益率资产。（2）负债端角度：第一，监管及时及有效的引导保险公司把握产品预定利率等刚性成本水平；第二，调整产品结构，一方面提升保障型产品比重加大死差贡献，另一方面提升投连险、万能险等投资风险客户自担的产品比重，降低低利率环境对保险公司的冲击。

一、美国：调整资产配置结构，提升非保证产品比重

自20世纪80年代开始，随着经济增速的逐步放缓，美国国债收益率开始呈现下滑趋势，10年期国债收益率由1981年的15%的高位开启下行趋势，2008年金融危机经济进入下行周期，美国出台多次量化宽松策略，利率持续下行，2011年首次跌破3%以后继续下探，美国长期处于低利率阶段。

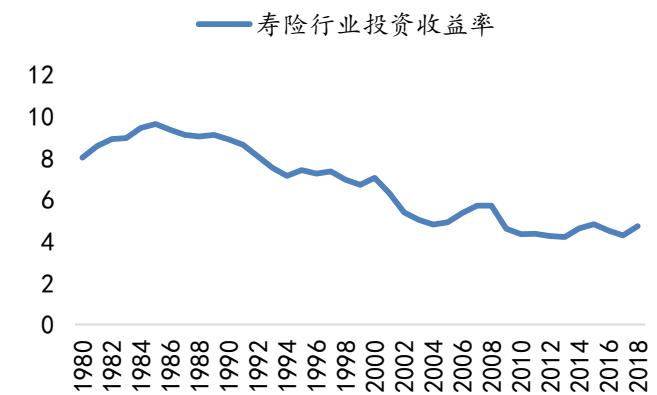
在利率持续下行的过程中，美国寿险行业采取多项措施，保证了行业的稳健经营：一方面，资产端调整大类资产配置，行业投资收益率下降幅度远低于长期债券收益率的降幅。1980-2018年，美国10年期国债收益率由高位的15%下降至如今1%左右，降幅高达1400个BP，而从美国人身险协会年报数据显示，行业投资收益率仅由8.02%下降至4.72%，降幅仅330BP。2018年，美国人身险行业平均投资收益率高达4.72%，超越10年期国债收益率200BP左右，投资收益贡献行业31%的收入；另一方面，负债端调整产品结构，增加变额寿险、万能险等产品的比重，加大投保人自担投资风险的比重，降低保险公司投资风险，极大的缓释了利率下行对行业利润的影响。

图1：美国10年期国债收益率（%）



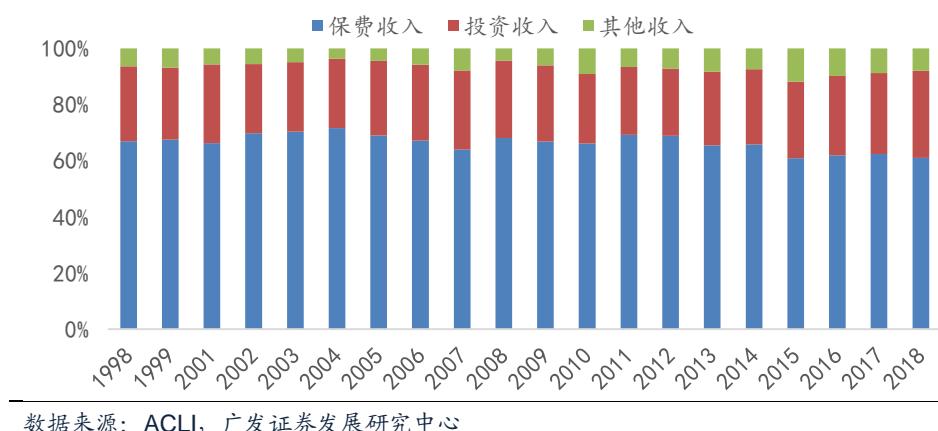
数据来源：wind, 广发证券发展研究中心

图2：美国寿险行业投资收益率水平（%）



数据来源：ACLI, 广发证券发展研究中心

图3：美国寿险行业收入结构中投资收入占比保持相对稳定



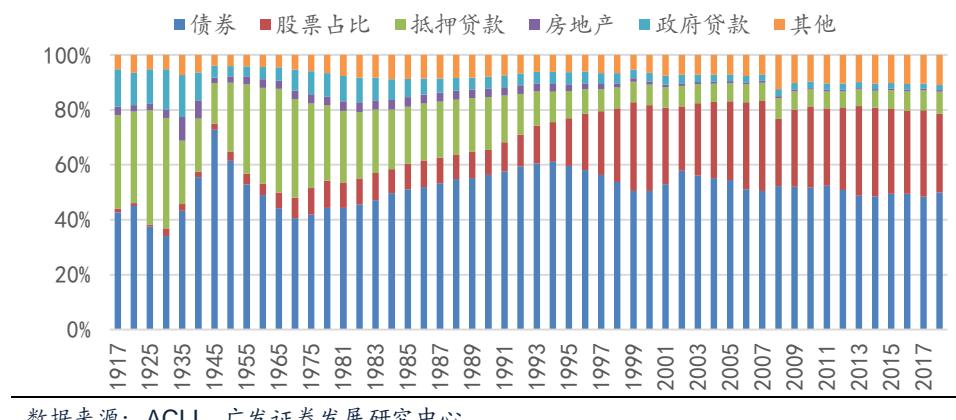
数据来源：ACLI, 广发证券发展研究中心

（一）资产端：调整资产配置，拉长资产久期

1. 大类资产配置逐步调整，提升高收益率资产比重

人身险行业资产配置结构随着利率下行逐步调整，股票等高收益率资产比重持续攀升，债券及贷款等比重下降。20世纪初期，美国市场利率较高，人身险行业集中配置债券、抵押贷款、政府贷款等资产，占比分别为42.7%、34%、13.6%，合计占比90.3%，而彼时股票比重仅1.4%（数据来源ACLI年报），随着市场利率的下行，一方面，股票及另类资产的比重逐步提升，提升的速度随着利率加快下行而提速，1991年股票占比首次突破两位数(10.6%)，而1996年便突破20%，截至2018年占比28.6%；另一方面，债券比重经历由40%提升至60%又下滑至40%左右的周期，仍是目前行业第一大配置资产，但抵押贷款却由高位的34%持续下滑至如今的8.1%。

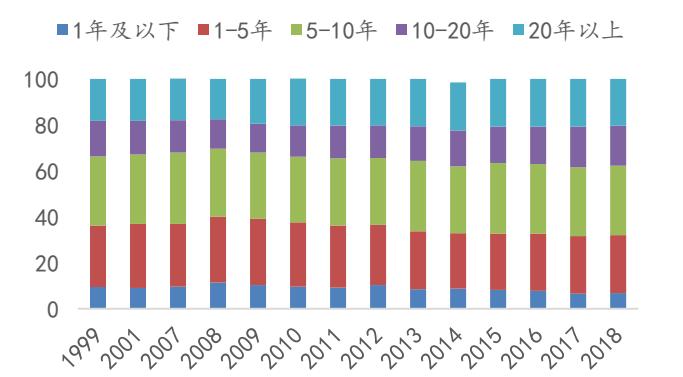
图4：美国人身险行业资产配置结构



2. 拉长债券久期，适度下沉资质

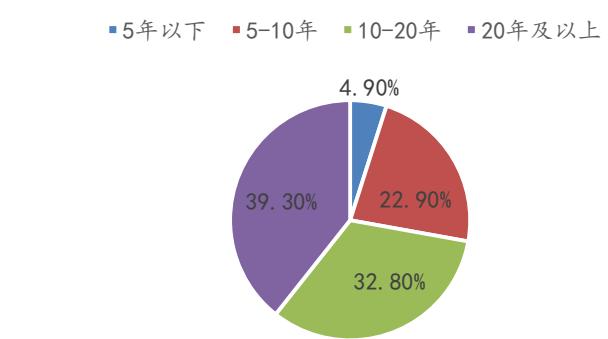
从一般账户所持有债券（占整体债券比重89%）的久期来看，无论是存量还是新增债券的角度，长周期债券的比重在持续提升。存量角度，2018年一般账户中的债券期限占比最高为5-10年期，占比为30.3%，较2001年的30.1%保持平稳；10-20年期的比重为17.3%，提升2.7个百分点；20年以上期债券提升2.1个百分点至20.3%，2018年10年期及以上债券合计占比37.6%，而1年期以下和1-5年期分别下滑2.2个百分点、2.8个百分点。从新增角度看，2018年新增配置的债券中39.3%为20年期及以上，其次为10-20年期（32.8%），而5年期及以下仅占新增债券配置的4.9%。受益美国债券市场成熟，供应大量的超长期债券，行业也正在逐年加大对长周期债券的配置，整体资产久期仍将持续拉长。

图5：美国寿险行业一般账户中债券期限分布



数据来源：ACLI, 广发证券发展研究中心

图 6：2018年一般账户中新增债券的期限分布

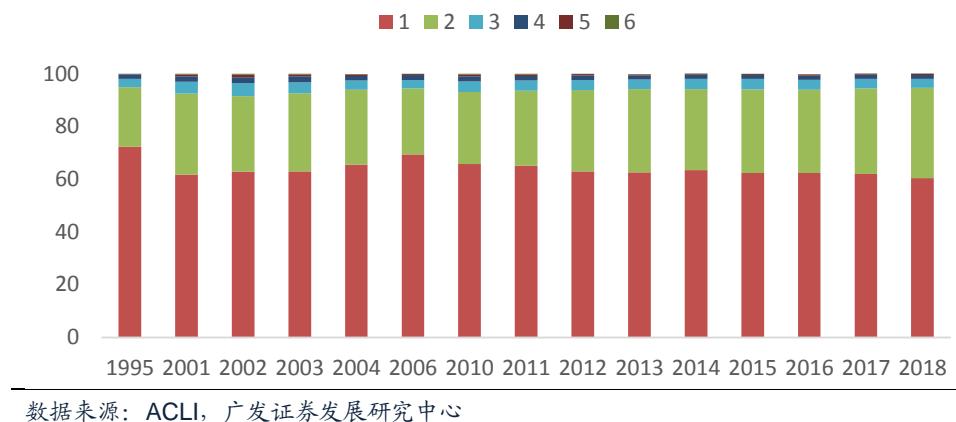


数据来源：ACLI, 广发证券发展研究中心

一般账户中债券等级适当有所下降，在控制风险的基础适当提升债券收益率。人身险行业持有的债券等级分为class1、class2、class3、class4、class5、class6，其中class1和class2为高等级债券，而1995年class1、class2分别占比72.3%、22.6%，而2018年占比分别为60.4%、34.3%，变动比例分别为-11.9pt、+11.7pt，但我们可以看到中低等级的债券占比几乎没有变化，表明行业并未为追求高回报率而大幅降

低持有债券的等级。

图7：一般账户中债券等级分布（%）

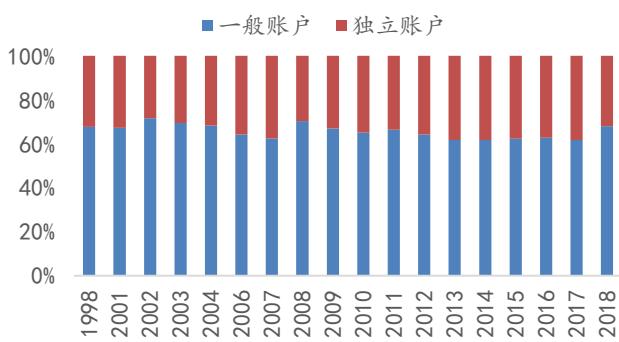


数据来源：ACLI，广发证券发展研究中心

（二）负债端：创设新型产品，非保证账户比重明显提升

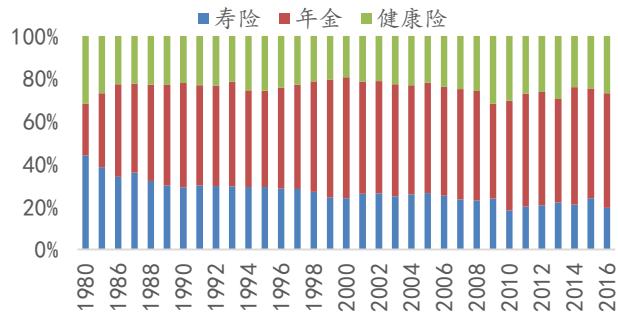
在利率下行阶段，行业负债端通过调整产品结构，提升新型产品比重降低寿险比重，缓解利率下行对行业的冲击。美国人身险账户主要分为一般账户和独立账户，而一般账户主要为传统寿险，包含保证利率部分，而独立账户主要为变额寿险（投连险）、和变额万能寿险（万能险）和退休计划，而属于独立账户中的保单投资风险均由投保人自行承担，有效的避免了传统保险存在的潜在利差损风险。1976年，美国发行第一个变额寿险（投连险）产品，保单的现金价值跟随资产价值变动，投资风险全部由客户承担，初期由于市场利率较高，新型产品的收益率并未展现明显优势，占比不足3%，彼时寿险占比44%，而整体年金比重仅24%，而随着80年代利率开始下行，投保人需求提升，同时保险公司在利率下行阶段提升新型产品的供应能够缓解长期利差损风险，占比明显提升。截至2018年，独立账户占行业比重高达38%，同时传统寿险、年金险占比分别为25%、45%，二者占比较1976年相互对调。

图8：美国寿险行业独立账户和一般账户比重



数据来源：ACLI，广发证券发展研究中心

图9：美国寿险行业产品结构



数据来源：ACLI，广发证券发展研究中心

（三）大都会&保德信：低利率环境下仍存在多次超额收益时期

我们分析了美国大都会及保德信两家主要寿险公司的股价和估值来看，在2011年长

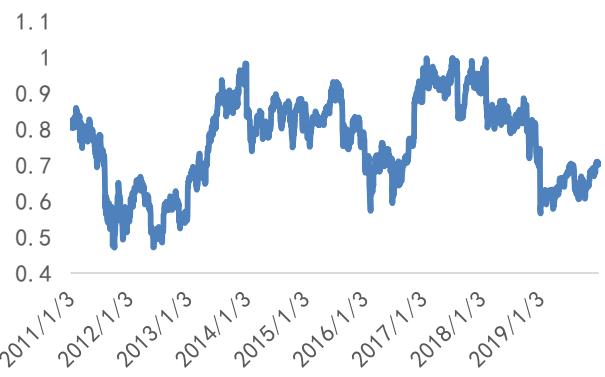
期国债收益率跌破3%后的低利率时期，保险股存在多次超额收益的时期，PB(LF)估值在0.5X-1.2X震荡，且截至2019年末10年期国债收益率低至1.9%，但大都会及保德信PB(LF)估值分别为0.7X、0.6X。

图10：美国主要寿险公司与道琼斯股价走势（美元、点）



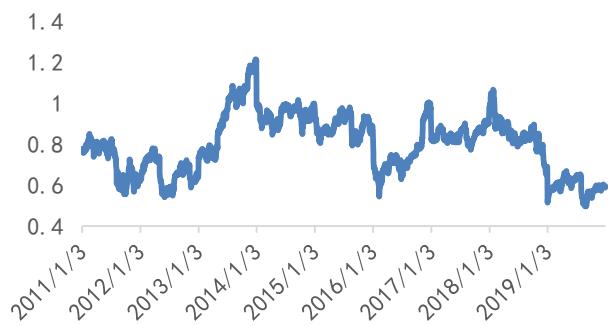
数据来源：wind, 广发证券发展研究中心

图11：大都会公司历史PB估值 (LF)



数据来源：wind, 广发证券发展研究中心

图12：保德信公司历史PB估值 (LF)



数据来源：wind, 广发证券发展研究中心

二、日本：加大国债和海外资产配置，降低负债成本

20世纪80年代开始，日本经济由战后高速发展逐步下滑进入稳定增长阶段，利率随之开始下滑，10年期国债收益率由1980年初的10%高点开始下滑，90年代泡沫经济破灭后经济开始加速下滑，10年期国债收益率开始加速下滑，1996年突破3%后继续往下，2019年正式下滑至0%以下，进入负利率时代。

20世纪90年代末期利率加速下行和风险资产价格断崖式下滑导致日本寿险业严重的利差损，1997年日产生命停止营业拉开了行业破产潮大幕，随后4年间9家保险公司相继破产，行业逐步通过资产端和负债端的共同调整，逐步走出利差损的境地，为后续低利率时代的行业稳健经营打下基础。一方面，资产端加大低风险的国债资产配置，同时提高海外证券（债券+股票）的比重提升总体收益率；另一方面，负债端调整产品结构降低利差占比，并且主动降低产品预定利率进而拉低行业负债成本。

资产和负债双管齐下推动日本寿险业在当前极差的负债率时代仍能屹立不倒。

图13：日本10年期国债收益率（%）



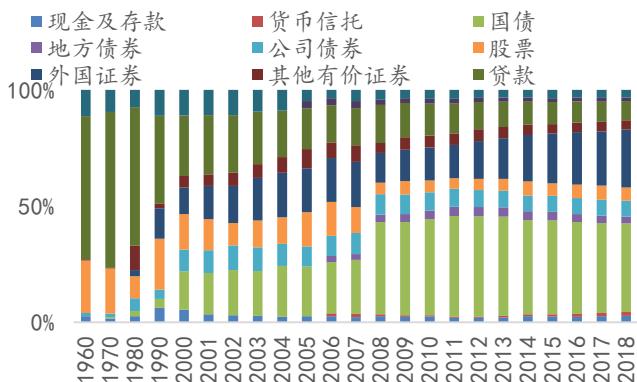
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（一）资产端：加大低风险资产配置，海外寻求稳定收益资产

1. 调整大类资产配置

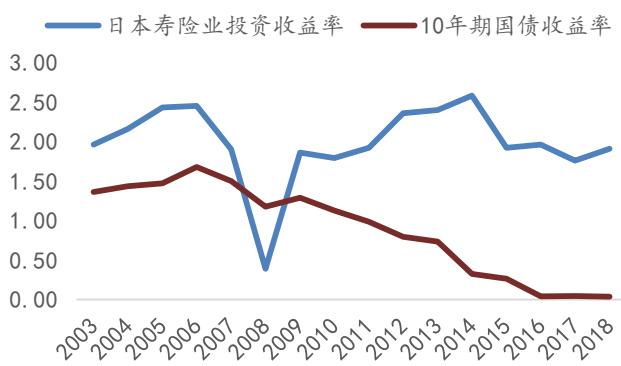
一方面，经历泡沫经济破灭后的寿险行业投资相对谨慎，债券比重明显提升。20世纪90年代泡沫经济破灭后，股市和房地产价格暴跌，导致行业投资收益率明显下降，因此寿险行业加大债券等低风险资产的配置，而股票的占比持续下降。1990年日本国内债券和股票的比重分别为7.8%、22%，2018年日本国内债券和股票的比重分别为48%、5.6%（数据来源LIAJ年报），呈现出非常明显的趋势。另一方面，利率下行导致贷款等资产配置比例明显下滑，而海外证券的比重持续提升。20世纪80年代利率开始高位下行，导致的贷款回报率下降，行业主动收缩贷款等资产的配置，转而寻求海外高收益率资产，贷款资产的占比由1980年的59.7%迅速下降至2000年的26.1%，如今仅占比8.2%，而海外资产由1980年的2.5%提升至2000年的11.4%，如今占比高达24.9%，仅次于日本国内债券的比重。因行业投资风格偏向谨慎，国内及国外债券的比重持续提升，导致行业投资收益率处于相对较低的位置，但相较于10年期国债收益率呈现出200BP左右的超额收益。

图14：日本寿险业资产配置结构



数据来源：LIAJ，广发证券发展研究中心

图15：行业资产收益率与10年期国债收益率的对比（%）

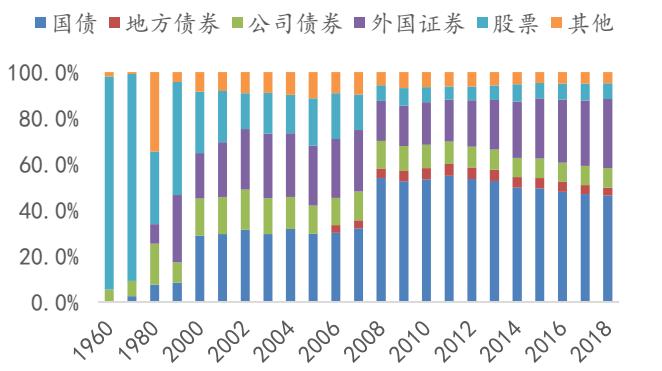


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2. 有价证券结构调整，国债占比明显提升

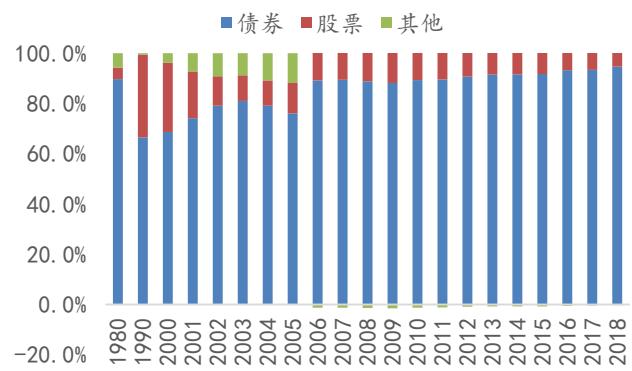
有价证券结构中，国内政府债券的比重持续提升，占据行业所持有的有价证券半壁江山。经历过严重利差损和破产潮的日本寿险业，整体投资风格偏向谨慎，自然风险最低的国债成为行业有价证券的重要配置标的。1990年国债占有价证券比重仅8.4%，而后持续提升至巅峰的55%（2011年），而仅5年占比略有下滑（预计与10年期国债收益率持续下行有关系）但截至2018年仍处于46.3%的较高水平，坐拥有价证券的半壁江山。从海外的资产配置情况来看，债券仍是主要投资标的，与大类资产配置、有价证券配置整体思路一脉相承，1990年海外资产中，债券和股票的比例分别为66.9%、32.9%，而2018年债券占比高达94.6%，而股票比重降至个位数。

图16：日本有价证券资产配置结构



数据来源：LIAJ，广发证券发展研究中心

图17：日本寿险行业海外债券配置结构



数据来源：LIAJ，广发证券发展研究中心

3. 拉长资产久期，缩短资产负债久期缺口

值得注意的是，在利率逐步下降背景下，日本寿险公司也正在持续加大长久期债券的配置，提前锁定长端资产收益率。日本生命保险业协会统计了四家主要寿险公司（日本生命保险、日本第一生命保险、明治安田生命保险、住友生命保险，2010年市场份额合计38.7%，下同）持有的国债平均久期，2000年10年期以下债券比重占比高达88.3%，10年期以上占比仅11.7%，但2013年10年期及以下占比下滑至29.1%，而10年期以上占比达到70.9%。

表1：日本人身险行业债券久期结构

	2000	2013
10年期以下	88.30%	29.10%
10年期及以上	11.70%	70.90%

数据来源：日本保险业协会，广发证券发展研究中心

(二) 负债端：降低负债成本，丰富产品结构

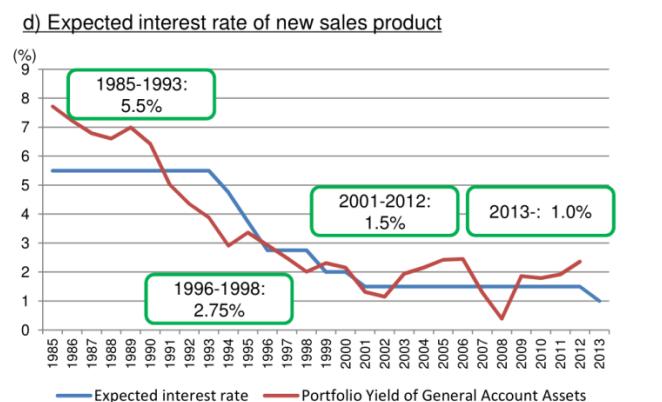
1. 下调新产品预定利率，降低负债成本应对低利率环境

寿险行业投资收益率明显下滑，因此寿险公司自1993年以来多次调整新产品的预定利率，降低行业整理负债成本。1985-1993年行业预定利率5.5%，1996年下调至

2.75%，2001年下调至1.5%，2013年再次下调至1%。

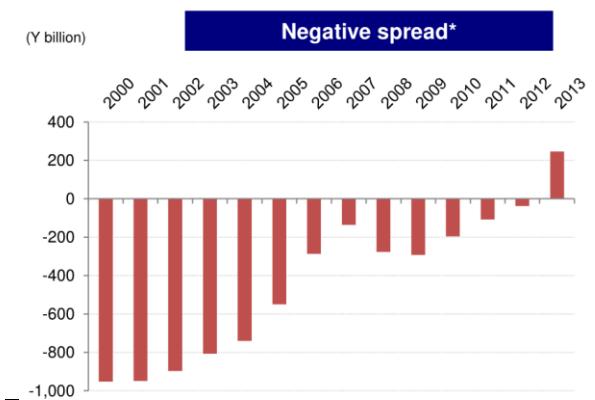
但不得不说，在20世纪90年代，日本保险监管部门和寿险公司对预定利率下调不够及时（1993年才首次下调预定利率）、幅度不够大，导致过去销售的大量的高预定利率保单持续蚕食寿险公司利润，日本四家主要寿险公司的合计利差规模自2013年才正式由负转正。

图18：日本寿险新产品预定利率调整时间表



数据来源：LIAJ，广发证券发展研究中心

图19：日本四家主要寿险公司利差规模合计

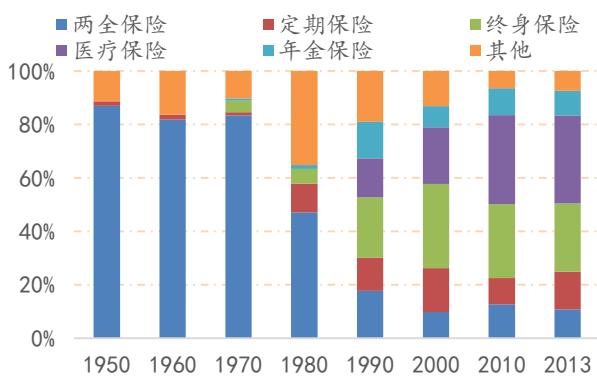


数据来源：LIAJ，广发证券发展研究中心

2. 调整产品结构，提升死费差占比，降低行业对利差依赖

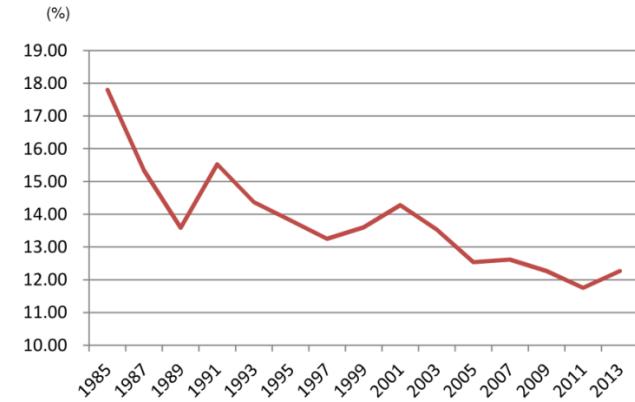
1990年以前两全保险及终身寿险等传统寿险产品一家独大，死亡保险、生死两全保险、附加定期两全保险及终身寿险依次登台成为行业主流产品，但随着时间进入20世纪90年代，经济下滑导致利率下降，并且受益1994年日美签订《日美保险协定》允许寿险公司直接经营第三领域（疾病险、意外险、看护险）的保险业务，行业产品结构日益丰富，同时医疗险逐渐成为主流产品，占新销售产品的比重由14.7%提升至2013年的32.94%，而两全保险由1980年的47%萎缩至2013年的10.77%。一方面，寿险公司丰富产品结构，降低利差依赖，另外寿险公司同样大力加强费用和死亡率管控，最大限度的提高费差益和死差益应对低利率环境，有效利差损带来的利润损失。

图20：日本寿险新产品结构



数据来源：LIAJ，广发证券发展研究中心

图21：日本寿险业营业费用占保费收入比重



数据来源：LIAJ，广发证券发展研究中心

(三) 第一生命保险：低利率环境下股价与估值情况

自2013年开始日本10年国债收益率处于1%以下的极低水平，在极低的利率水平下，第一生命保险股价走势与市场一致，同时PEV估值低于全球同业水平。2014年10月初PEV估值仅为0.3X，后修复到2015年8月份的0.65X，随后下挫至2016年7月份的最低点0.22X，随后在0.3X-0.5X区间震荡。

图22：第一生命保险股价走势（日元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图23：第一生命保险历史PEV估值

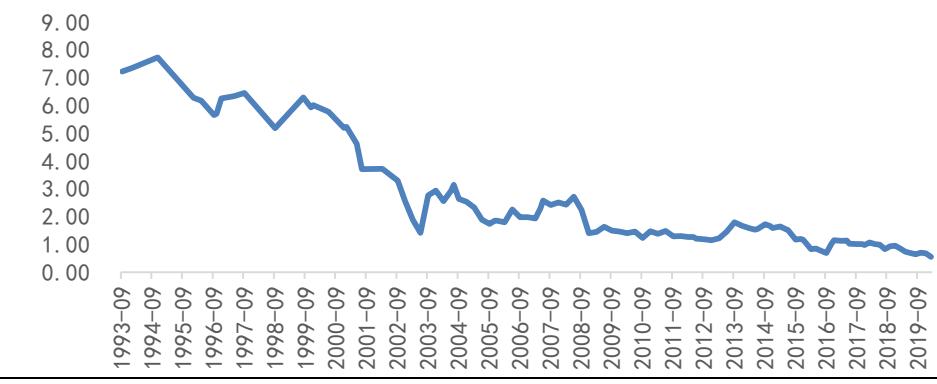


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

三、中国台湾：提升海外资产，负债以传统寿险为主

20世纪90年代开始，随着岛内经济增速持续下滑，市场利率随之下降，2003年10年期公债的收益率跌破3%，截至目前（2020年3月）收益率仅0.55%，21世纪以来中国台湾寿险业持续处于低利率的时代，而为了应对低利率的环境，寿险公司通过拓宽投资渠道，提升海外资产配置比例来提升整体投资收益率。

图24：中国台湾10年期公债收益率（%）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

(一) 拓宽投资渠道，提升海外资产配置

利率下行，资产价格逐年走低，金管会（中国台湾金融监管机构）数次放开投资渠道，尤其是海外投资渠道限制，海外资产占比居世界寿险第一。20世纪90年代初股灾和房地产泡沫破灭后，中国台湾地区经济从中高速增长步入低速经济增长，各项资产

的收益率均持续下行，保险公司纷纷要求监管部门放开境外投资上限，2003年监管部门开放境外投资上限从5%到35%，行业境外投资比例由1999年的4.6%提升至2004年的27.2%，2007年进一步将境外投资限制放开至45%；2018年为避免寿险业承受的汇兑风险过大，金管会在2018年关上了国际板不计入境外投资额度的大门，国际板债券加计国外投资合计上限定为65.25%。截至2018年中国台湾寿险业境外投资比重高达66.8%，而公债比重由2006年的24.2%下降至如今的6.9%。

表2：中国台湾人身险行业资产配置结构

	银行存款	公債及 庫券	股票	公司債	受益凭证 证	其他证券 券	不动产	寿险贷款 款	国外投资 贷款	公共投 資	公共投 資	其他	
1,996	30.4%				22.7%			9.1%	11.3%	21.6%	2.2%	2.7%	0.0%
1,997	22.8%				27.0%			8.0%	12.7%	23.3%	3.7%	2.5%	0.0%
1998	20.1%				29.8%			8.0%	13.2%	21.4%	4.2%	3.2%	0.0%
1999	15.2%				34.0%			7.9%	14.2%	20.4%	4.6%	3.7%	0.0%
2000	12.5%				33.0%			7.1%	14.0%	17.8%	12.2%	3.3%	0.0%
2004	4.0%				45.2%			4.6%	8.6%	8.8%	27.2%	1.6%	0.0%
2005	3.3%				45.3%			4.1%	7.6%	7.9%	30.6%	1.3%	0.0%
2006	4.6%	24.2%	7.0%	3.3%	1.0%	10.2%	3.8%	7.0%	7.7%	30.3%	0.8%	0.0%	
2007	5.5%	23.0%	7.4%	3.0%	0.6%	9.5%	3.9%	7.2%	8.2%	31.2%	0.4%	0.0%	
2008	6.6%	24.4%	4.6%	3.7%	2.3%	8.1%	4.0%	7.7%	7.9%	30.3%	0.3%	0.0%	
2009	7.4%	21.9%	6.0%	4.1%	1.9%	9.3%	4.2%	6.6%	6.2%	32.2%	0.3%	0.0%	
2010	6.9%	21.6%	6.5%	4.7%	1.5%	9.0%	3.9%	6.0%	5.2%	34.5%	0.2%	0.0%	
2011	6.2%	28.1%	6.2%	4.5%	1.3%	0.9%	4.7%	5.0%	5.0%	37.7%	0.1%	0.3%	
2012	5.8%	25.3%	6.7%	4.4%	1.2%	0.8%	5.2%	4.2%	4.9%	40.9%	0.1%	0.4%	
2013	4.5%	22.0%	7.4%	4.4%	1.7%	0.7%	5.9%	3.8%	5.6%	43.5%	0.1%	0.5%	
2014	2.2%	18.4%	7.5%	3.7%	1.0%	0.6%	6.6%	3.3%	5.7%	50.3%	0.1%	0.4%	
2015	1.4%	15.7%	6.1%	2.7%	1.5%	0.4%	6.4%	3.0%	4.8%	57.6%	0.3%	0.1%	
2016	2.0%	12.0%	6.1%	2.4%	1.0%	0.4%	6.0%	2.7%	4.1%	62.8%	0.3%	0.1%	
2017	2.4%	10.1%	6.8%	2.2%	1.0%	0.5%	5.5%	2.5%	3.6%	65.1%	0.3%	0.1%	
2018	1.7%	7.9%	6.4%	1.9%	0.6%	1.9%	5.2%	2.4%	3.2%	68.7%	0.3%	0.0%	
2019	2.5%	6.9%	5.7%	1.8%	0.8%	5.1%	4.9%	2.3%	2.6%	66.8%	0.2%	0.2%	

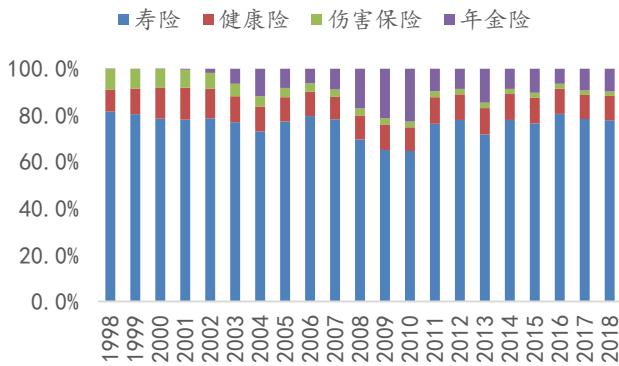
数据来源：中国台湾人身险协会，广发证券发展研究中心

（二）政策影响导致负债端仍以储蓄型寿险为主

虽然利率持续下行，但由于多项政策原因，台湾地区寿险业产品结构仍以储蓄型寿险为主。1998-2018年，寿险占台湾人身险比重一直维持在70%-80%左右，主因台湾地区的多项政策导致；第一，台湾地区自1995年实施“全民健康保险”，（全台湾地区除符合退休年龄人员外所有人都要缴存，其中员工缴存30%企业负担60%政府给10%，如果失业的话个人要缴40%政府补贴60%），“健保”制度覆盖广、覆盖深，居民看病非常便宜，因此商业健康险较难发展；第二，寿险有合法避税的功能，因此保险公司向客户支付的利息可以免除个人所得税，因此普通民众对储蓄型的寿险产品作为理财进行投资，推动了寿险业成为台湾地区规模最大的金融机构，

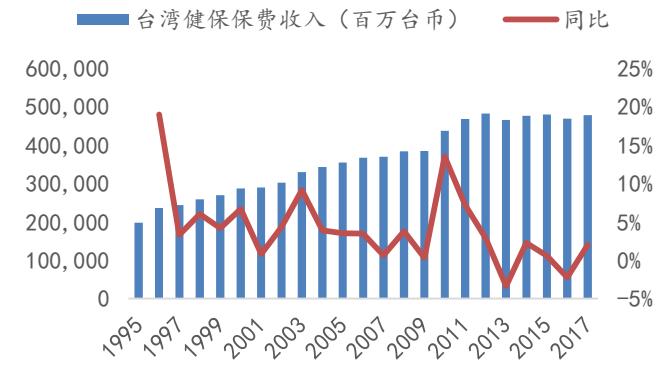
台湾地区保险公司总资产占全部金融机构总资产比重从2002年的16%提高到2018年34.14%。

图25：台湾地区人身险产品结构



数据来源：台湾地区人身险协会，广发证券发展研究中心

图26：台湾地区健保收入



数据来源：台湾地区人身险协会，广发证券发展研究中心

表3：台湾地区全体金融机构资产表

	资产规模 (亿新台币)					占比				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
中央银行	151,964	161,365	161,255	157,622	164,802	18%	18%	18%	17%	17%
本国银行	375,663	396,305	405,944	420,311	436,087	45%	45%	44%	44%	44%
外国及大陆银行在台分行	40,167	36,438	38,402	41,790	43,013	5%	4%	4%	4%	4%
信用合作社	6,547	6,824	7,052	7,226	7,365	1%	1%	1%	1%	1%
农业信用部	18,807	19,037	19,505	19,872	20,258	2%	2%	2%	2%	2%
中华邮政储蓄处	57,689	60,292	62,170	62,709	63,847	7%	7%	7%	7%	6%
货币市场共同基金	3	3	3	0	0	0%	0%	0%	0%	0%
人寿保险公司	186,306	202,782	222,488	244,618	263,195	22%	23%	24%	26%	26%
合计	837,148	883,046	916,817	954,148	998,568	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：台湾地区人身险协会，广发证券发展研究中心

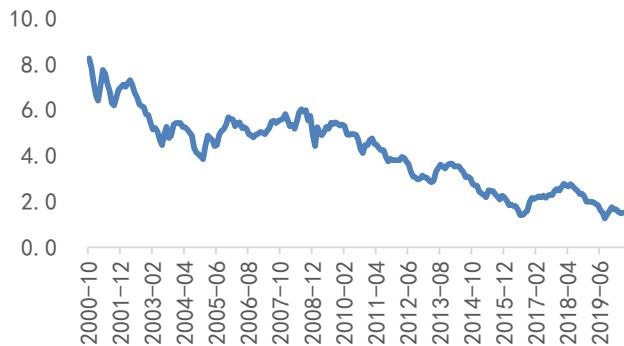
四、韩国：资产端加强债券和海外资产配置，负债端提升保障型产品比重

韩国处于低利率的时期并不长，虽然自21世纪以来10年期国债收益率自8%的高位逐步回落，但回落速度相对较慢，2012年由于欧债危机等持续冲击，全球经济放缓导致外向型经济的韩国受到冲击，10年期国债收益率首次突破3%，但随即提升至3%以上，2014年下半年开始随着经济持续放缓，10年期国债收益率在3%以下震荡，截至目前而后持续下落至如今的1.5%左右，由此可见韩国寿险行业处于低利率环境的时间明显短于美、日、台等市场，而因为保险资产由于存量规模较大且久期相对较长，因此行业投资收益率下滑速度及幅度明显低于长期国债收益率，2014年虽然长期国债收益率突破3%且持续下行，但行业投资收益率依然实现4%，随后逐步下

滑至2018年的3.7%。

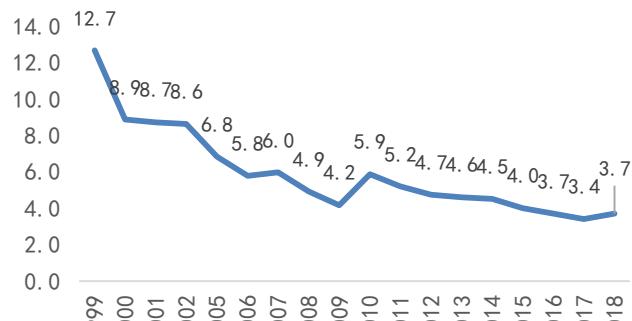
虽然处于低利率环境的时间相对较短，但韩国寿险行业也在逐步调整资产和负债结构：资产端依次加大债券和海外资产配置，负债端提升保障型产品比重。

图27：韩国10年期国债收益率走势（%）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图28：韩国寿险行业投资收益率（%）

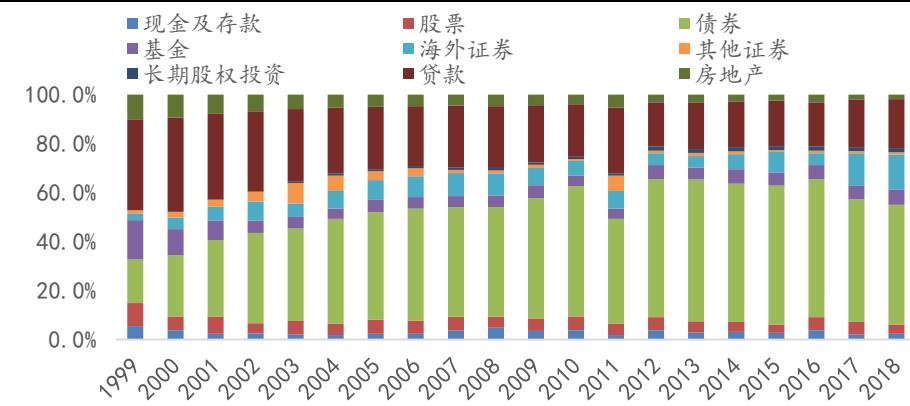


数据来源：韩国人身险协会，广发证券发展研究中心

（一）资产端：初期加大债券配置，后期加大海外资产配置

纵观韩国寿险行业大类资产配置，在利率下行前期阶段增加债券配置锁定高收益率资产，而在进入低利率时期后开始逐步加大对海外资产的配置。进入21世纪，韩国10年期国债收益率高位逐步下滑，但债券比重由反而由1999年的17.8%提升至2013年的57.9%（数据来源：韩国人身险行业协会），但随着国债收益率突破3%继续向下时，债券比重逐步下滑至2018年的48.8%，而海外资产配置提升至14.2%。

图29：韩国人身险行业大类资产配置

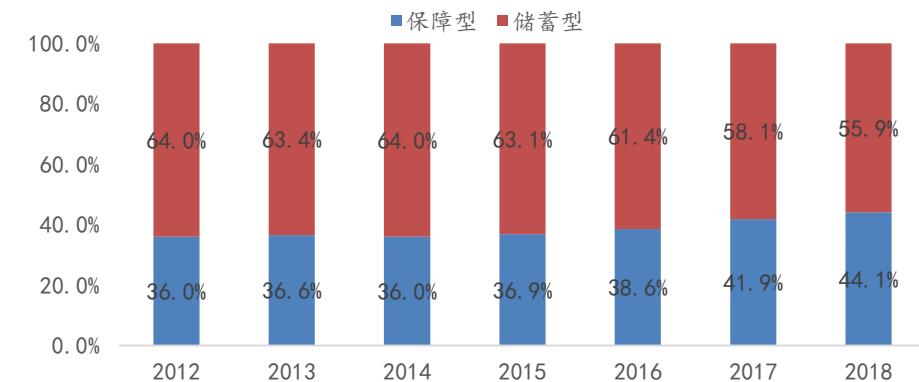


数据来源：韩国人身险行业协会，广发证券发展研究中心

（二）负债端：调整产品结构，提升保障型产品占比

韩国寿险行业的保障型产品（疾病险、伤害险等）的保费比重自2012年以来持续提升，截至2018年占比44.1%，较2012年提升了8.1个百分点。一方面，2013年韩国人身险行业加大新型产品研发，推出各种新型癌症保险产品，刺激了保障型产品的销售；另一方面，低利率环境降低储蓄型产品的吸引力。

图30：韩国人身险保费结构

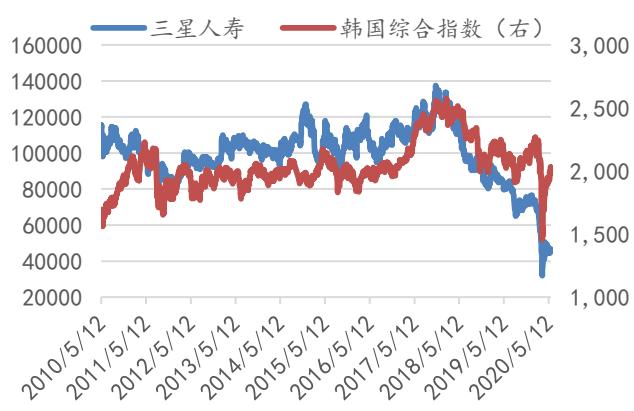


数据来源：韩国人身险行业协会，广发证券发展研究中心

(三) 三星人寿：低利率环境下股价与估值情况

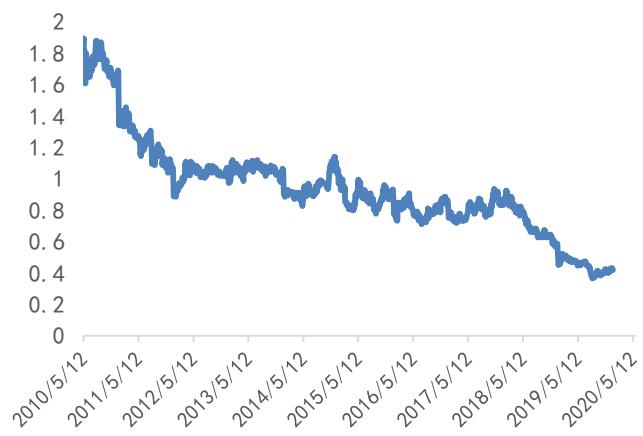
三星人寿是韩国最大的寿险公司，自上市以来股价和估值基本上和大盘保持一致的趋势，并且在低利率的前期估值仍旧保持在1X左右。在2014年10月份利率开始自3%持续向下，截至2017年末10年期国债收益率下滑至2%左右，但期间三星人寿的PB(LF)估值保持在0.8-1.0X区间震荡，但随着2018年开始市场开始下挫和利率的持续下行，三星人寿PB估值持续下行至2019年末的0.42X（此时10年期国债收益率仅为1.65%）。

图31：三星人寿与韩国综合指数历史走势（韩元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图32：三星人寿历史 PB(LF)估值



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

五、投资建议

总结美国、日本、中国台湾和韩国等长期处于低利率环境的成熟保险市场经验来看，

低利率并非不可战胜，结合政策的辅助，行业资产和负债两端联动调整有望缓解低利率环境对寿险公司长期经营的冲击。（1）资产端角度，第一，充分挖掘境内高收益率资产，如美股持续处于上升通道提供稳定的高回报率，因此股票成为美国寿险行业抵御利率下行的核心支撑；而如台湾本土缺乏大规模的高收益率资产，便转而寻求海外高收益率资产；第二，利率下行的早期及中期阶段，提升长周期债券的配置，提前锁定长期高收益率资产。（2）负债端角度，第一，监管及时及有效的引导保险公司把握产品预定利率等刚性成本水平；第二，调整产品结构，一方面提升保障型产品比重加大死差贡献，另一方面提升投连险、万能险等投资风险客户自担的产品比重，降低低利率环境对保险公司的冲击。

根据成熟国家经验来看，在未来利率长期趋势往下的背景下，更好的应对低利率环境挑战而实现稳健经营的应把握两个要素：“大类资产配置能力”和“负债成本及均衡的产品结构”：

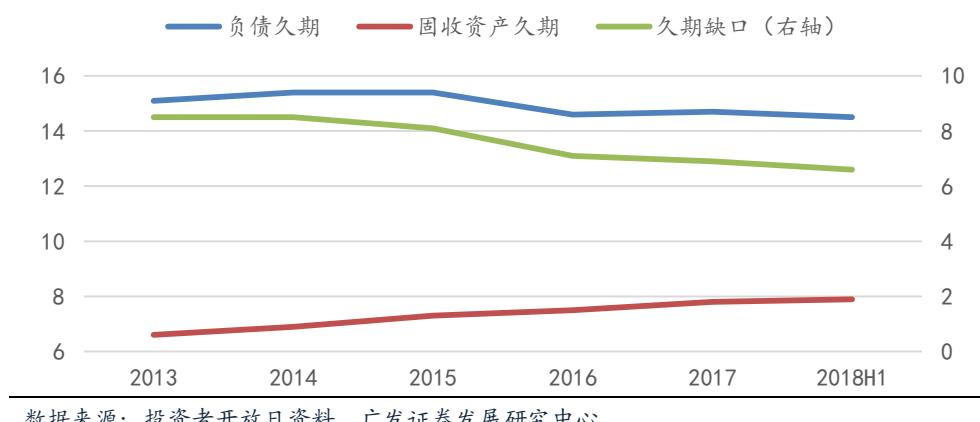
（1）大类资产配置能力方面，我们可根据年报及投资者开放日提供的可得数据，从资产负债匹配情况、历史平均投资收益率情况、历史投资收益率波动情况指标去进行筛选，中国平安和中国太保在投资端的收益率保持相对较高且稳定的水平。

表4：上市险企投资收益率历史情况

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	平均
净投资收益率											
中国平安	4.20%	4.50%	4.70%	5.10%	5.30%	5.80%	6.00%	5.80%	5.20%	4.50%	5.11%
中国太保	4.30%	4.70%	5.10%	5.00%	5.30%	5.20%	5.40%	5.40%	4.90%	4.60%	4.99%
新华保险	3.80%	4.10%	4.70%	4.60%	5.20%	4.90%	5.10%	5.10%	5.00%	5.00%	4.75%
中国人寿	na	4.28%	4.44%	4.54%	4.71%	4.30%	4.61%	4.91%	4.64%	4.66%	4.57%
总投资收益率											
中国平安（旧会计准则）	4.90%	4.00%	2.90%	5.10%	5.10%	7.80%	5.30%	6.00%	5.20%	4.50%	5.08%
中国太保	5.30%	3.70%	3.20%	5.00%	6.10%	7.30%	5.20%	5.40%	4.60%	4.80%	5.06%
新华保险	4.30%	3.80%	3.20%	4.80%	5.80%	7.50%	5.10%	5.20%	4.60%	4.70%	4.90%
中国人寿	5.11%	3.51%	2.79%	4.86%	5.36%	6.24%	4.56%	5.16%	3.28%	5.77%	4.66%
综合投资收益率											
中国平安	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中国太保	0.00%	1.20%	5.60%	4.30%	8.80%	8.20%	4.00%	4.80%	5.10%	5.90%	5.32%
新华保险	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中国人寿	5.11%	3.51%	4.97%	3.17%	8.56%	7.23%	2.43%	4.54%	3.10%	8.24%	5.09%

数据来源：公司年报公告，广发证券发展研究中心

图 33：中国平安资产负债久期缺口持续降低



数据来源：投资者开放日资料，广发证券发展研究中心

(2) 负债结构调整方面，根据成熟市场经验，降低负债成本和提升非保证投资收益产品占比可以有效应对低利率环境的冲击，因此我们可以从综合负债成本、产品结构均衡等方面进行筛选：根据有效业务价值和新业务价值对利率的敏感度来进行选择，中国平安对利率的敏感性低于同业。

表5：内含价值和新业务价值对投资收益率下降50BP的敏感性

EV	2016	2017	2018	2019	NBV	2016	2017	2018	2019
	平安寿险	-8.56%	-7.77%	-7.494%	-7.57%	中国平安	-9.5%	-9.7%	-9.3%
中国人寿	-7.82%	-8.38%	-9.02%	-8.70%	中国人寿	-17.1%	-14.2%	-15.1%	-16.3%
太保寿险	-9.89%	-10.21%	-10.21%	-9.93%	中国太保	-14.1%	-11.4%	-13.0%	-13.6%
新华保险	-7.36%	-7.51%	-7.79%	-7.61%	新华保险	-15.6%	-13.5%	-11.4%	-14.0%

数据来源：公司年报公告，广发证券发展研究中心

从成熟市场经验来看，低利率环境并非不可战胜，维持保险行业“买入”评级。行业资产和负债两端联动调整有望缓解低利率环境对寿险公司长期经营的冲击，根据“资产配置能力”和“负债成本及均衡产品结构”两条主线来把握投资标的，中长期推荐中国平安(A、H)、中国太保(A、H)、中国人寿(A、H)、新华保险(A、H)。

六、风险提示

(一) 利率超预期下行

当前10年期国债收益率处于2.7%左右的水平，后续国内经济若复苏程度低于预期，并且考虑到外部疫情的蔓延和国际形势的紧张，导致长期债券的收益率超预期下行对保险公司的投资收益率和内含价值造成影响。。

(二) 新单销售不达预期

保险产品属于偏向可选消费类型，疫情导致居民收入下降及未来现金流预期趋于谨慎，因此影响保险新单新产品的销售，导致新业务价值增速处于低位。。

广发非银行金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心，带领团队荣获2019年新财富非银行金融行业第三名。

文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。

陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

刘 淇：联系人，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。