

# 险资配置系列报告（二）： 资负双轮驱动，防范化解利差损风险

行业评级

保险 强大于市（维持）

平安证券研究所非银金融&金融科技研究团队

王维逸 S1060520040001（证券投资咨询）WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 S1060520040002（证券投资咨询）LIBINGTING419@pingan.com.cn

韦霁雯 S1060122070023（一般证券业务）WEIJIWEN854@pingan.com.cn

2023年4月19日

# 要点总结

- **国内现状：固收投资面临挑战，定价利率调整在即。**我国险企资产配置风格稳健，债券投资比例稳步提升，其他资产以非标资产为主、投资比例持续回落，股票和基金投资比例基本稳定。2018年以来，主要券种长端利率中枢下行，长久期债券和优质非标资产供给有限，保险固收类资产配置面临挑战。同时，权益市场收益率波动较大、对投资收益率影响较大。近年监管按产品类型调整评估利率、防范化解利差损风险，2023年3月银保监会召开座谈会，各险企已就降低责任准备金评估利率达成共识。
- **海外经验：负债端调整产品结构、下调预定利率；资产端增配权益、拉长久期，紧握境外固收投资机遇。**1) 美国：负债端持续创新投资型产品、评估利率动态下调，资产端增配长久期企业债和股票；2) 日本：负债端保障型产品崛起、下调评估利率，资产端增配境内外长久期债券；3) 德国：负债端保障与储蓄产品并重、建立额外利息拨备，资产端适当增配风险资产；4) 中国台湾：负债端投资型与外币保单崛起，预定利率下滑降低负债成本，资产端以海外债券为主、加强汇率风险管控。
- **经验借鉴：资负双轮驱动，防范化解利差损风险。**1) 负债端：适度优化产品结构，发展商业养老年金险、分红险等兼具储蓄和保障属性的产品，以及商业健康险和养老险等保障类产品。面对预定利率下调，上市险企可通过提升资源配置效率、提高投产比等方式，下调预定费用率、稳定产品价格。2) 资产端：把握阶段性利率高点、发挥国债期货作用，加配长久期利率债，拉长资产久期；在满足风控要求的基础上，适当放宽非标底层资产准入标准，关注底层资产优质的ABS产品夹层档和公募REITs投资机遇；加大险企全球化资产配置，扩大海外投资品类与区域选择，拉长资产久期、提升保险投资收益率。
- **投资建议：**负债端，居民储蓄需求旺盛、竞品吸引力下降，预计23年险企“开门红”业绩高增、23Q1寿险NBV有望正增。资产端，流动性环境改善、地产政策发力、经济持续复苏，长端利率有望企稳回升，资产端将迎来改善。行业估值和机构持仓仍处于历史底部， $\beta$ 属性和23Q1低基数效应下的业绩改善将助力板块估值底部修复，看好长期配置价值，维持“强于大市”评级。
- **风险提示：**权益市场大幅波动、新单超预期下滑、产险赔付超预期、利率超预期下行、海外市场风险加剧。



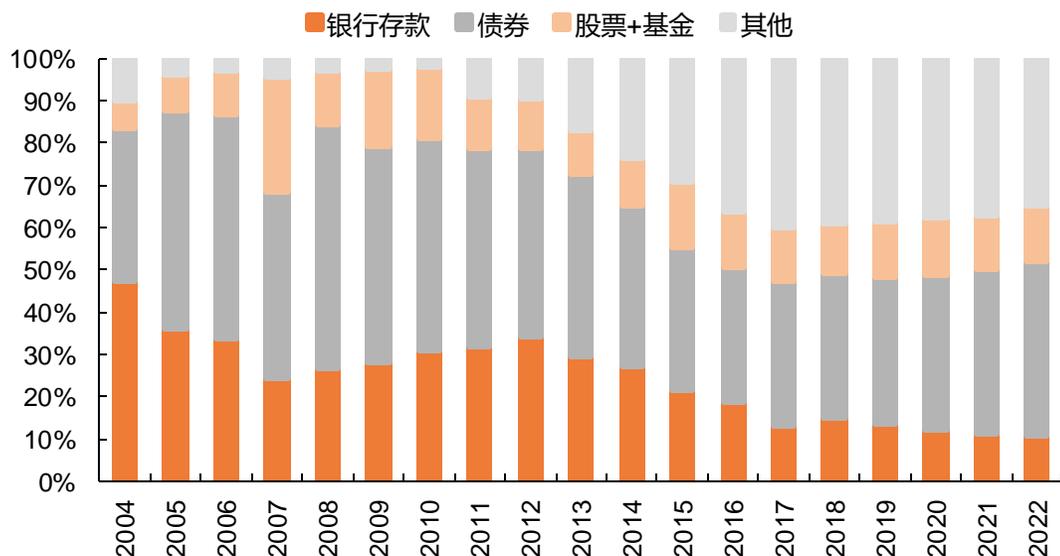
# CONTENT 目录

- ① 一、国内现状：固收投资面临挑战，定价利率调整在即
- ② 二、负债端：调整产品结构，下调预定利率
  - 2.1 美国：持续创新投资型产品
  - 2.2 日本：保障型产品崛起
  - 2.3 德国：保障与储蓄型产品并重
  - 2.4 中国台湾：投资型产品与外币保单崛起
- ③ 三、资产端：增配权益、拉长久期，紧握境外固收投资机遇
  - 3.1 美国：以企业债与权益资产为主，持续拉长资产端久期
  - 3.2 日本：稳健优先，增配长久期债券与海外资产
  - 3.3 德国：适当增配风险资产，投资收益率相对稳定
  - 3.4 中国台湾：以海外债券投资为主，险企加强汇率风险管控
- ④ 四、经验借鉴：资负双轮驱动，防范化解利差损风险
  - 4.1 负债端：适度优化产品结构，降低负债成本
  - 4.2 资产端：关注长久期利率债和另类投资，加大全球化资产配置
- ⑤ 五、投资建议与风险提示

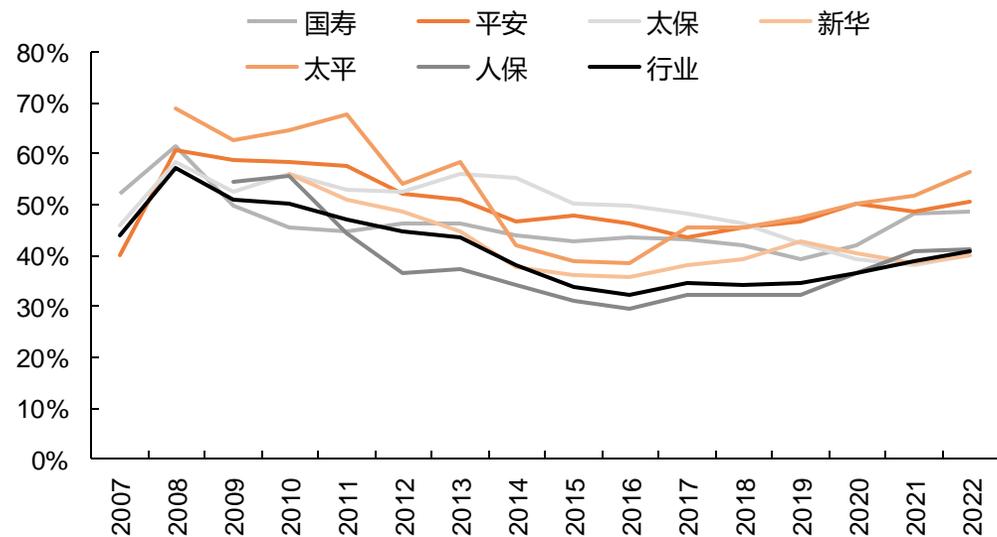
# 1.1 险资配置现状：债券投资比例提高，风格总体稳健

➤ 保险资产配置风格稳健，债券投资比例稳步提升、其他资产投资比例持续回落，股票和基金投资比例基本稳定。保险资金主要配置方向包括定期存款、债券、股票和基金、其他投资。2017年以来，在金融监管趋严、防范信用风险等影响下，优质非标资产供给减少；同时寿险负债久期不断拉长，资产负债久期缺口问题亟需解决。截至2022年末，保险行业资金运用中，债券、其他资产、股票和基金投资比例分别41.0%、34.9%、13.3%，分别较2017年末+6.4pct、+1.0pct、-5.3pct；上市险企平均债券、非标投资比例分别46.2%、12.9%，较2017年末+4.4pct、-7.7pct。其他投资以另类投资为主，非标资产是其重要投向；上市险企风控更严，非标投资比例下滑明显。

◆ 中国保险行业资产配置



◆ 主要上市险企债券配置比例一览

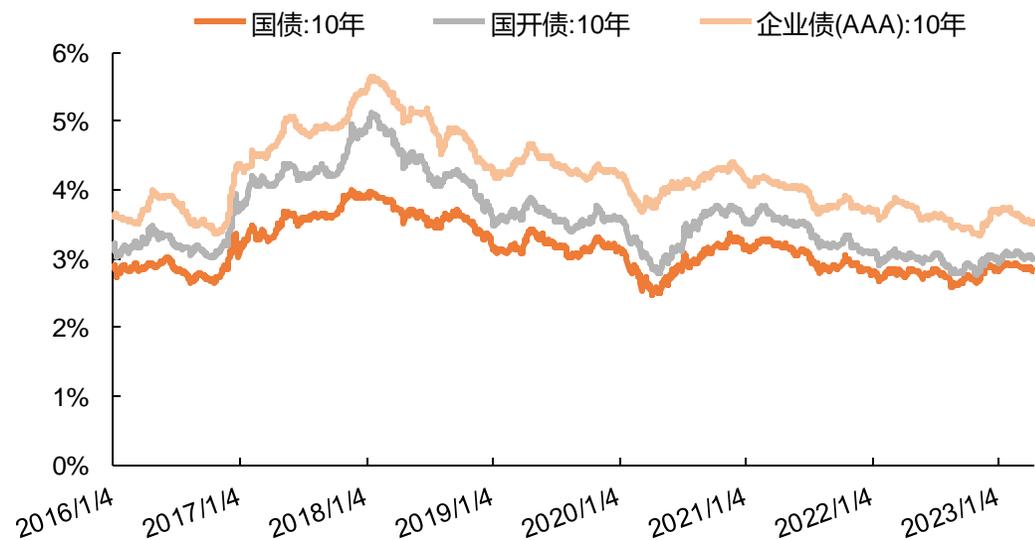


资料来源：Wind，银保监会，平安证券研究所

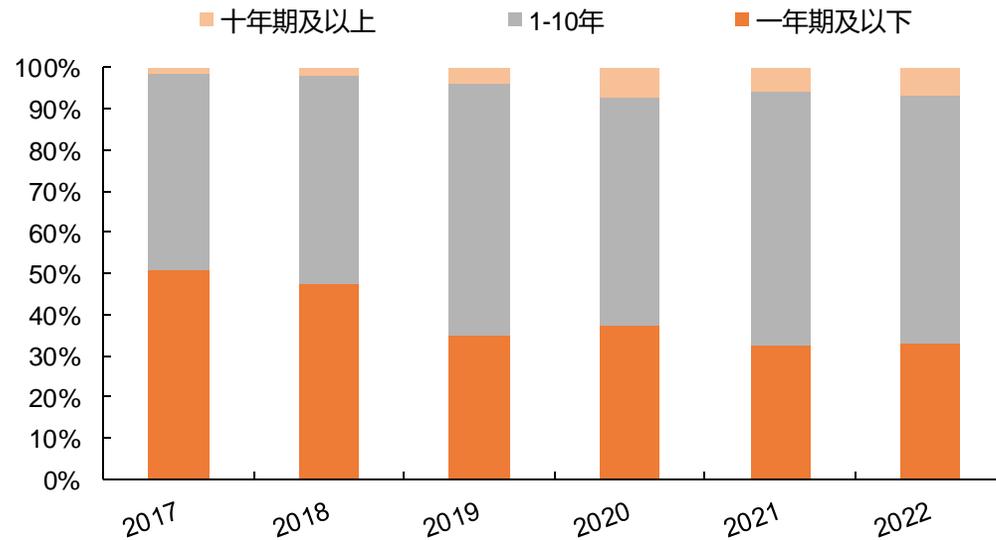
## 1.2 保险固收类资产配置面临挑战

- **长端利率低位震荡，长久期债券供给有限。**固收类资产是险资实现长期稳定的投资回报和久期匹配的重要压舱石。我国经济发展进入新常态，已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。2018年以来，主要长期券种收益率低位震荡、利率中枢下行。截至2022年末，十年期及以上债券发行金额约4.1万亿元、较2017年增长701%，在债券发行总金额中占比约6.6%、较2017年提升4.2pct。尽管2019年以来长久期债券发行金额及其占比增长明显，但相较于25.4万亿元的保险资金运用余额规模仍偏小。
- **优质非标资产供给有限。**保险资金非标投资重点关注主体信用和底层资产质量，符合要求的优质信用主体融资渠道多元、融资成本较低，但这类优质资产供给有限、收益率偏低，无法满足险资投资要求。

◆ 主要券种10年期债券到期收益率



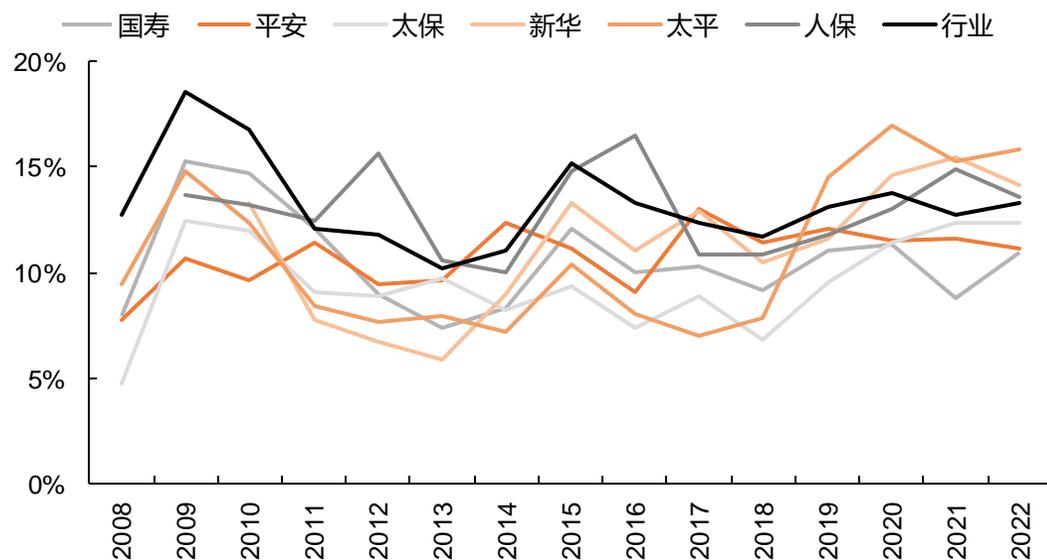
◆ 债券发行统计（按发行期限）



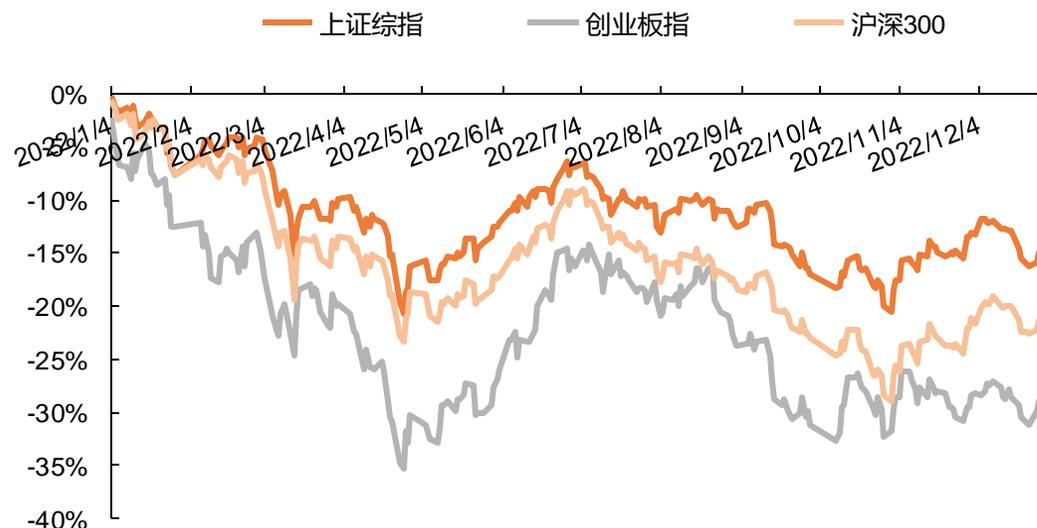
## 1.3 权益市场风格多变，影响险企投资收益率

股票和基金投资比例相对稳定，但投资波动对收益率影响较大。总体来看，除牛市外，保险资金投资于股票和基金的比例普遍保持在11%-15%，上市险企平均投资比例约低于行业1pct左右。2022年以来受疫情冲击、国际关系、经济复苏承压等不利因素影响，股票市场主要指数均震荡下行，拖累上市险企投资收益率表现：截至2022年末，上证综指、沪深300、创业板指均较年初累计下跌15.1%、21.6%、29.4%。2022年主要上市险企总投资收益率平均约3.8%，同比-1.5pct；综合投资收益率平均约2.7%，同比-1.9pct。尽管权益类资产投资比例相对稳定，但收益率波动较大、对险企投资收益率影响较大。

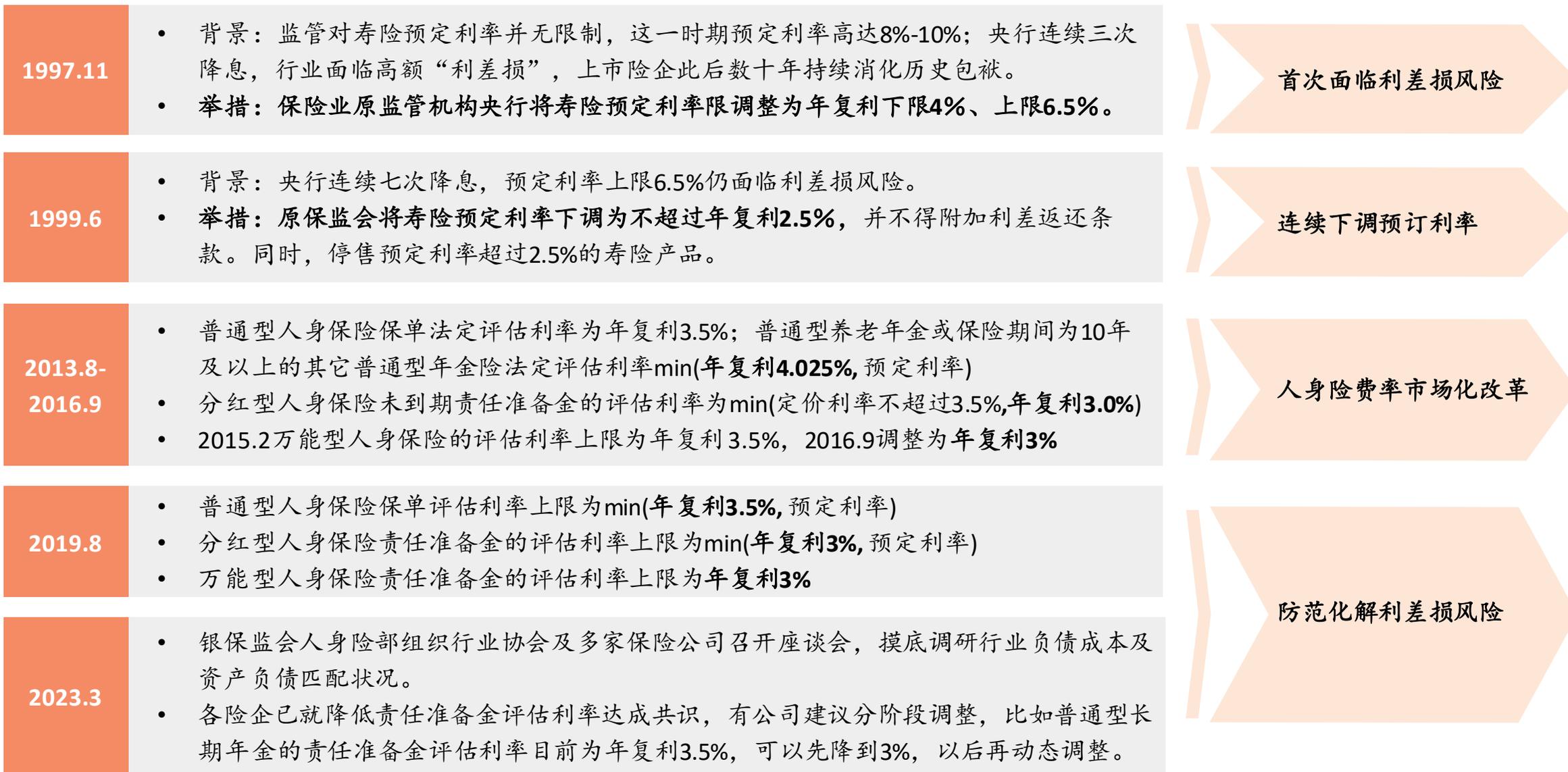
◆ 主要上市险企股票和基金配置比例一览



◆ 2022年上证综指/沪深300/创业板指震荡下行



## 1.4 按产品类型调整评估利率，防范化解利差损风险





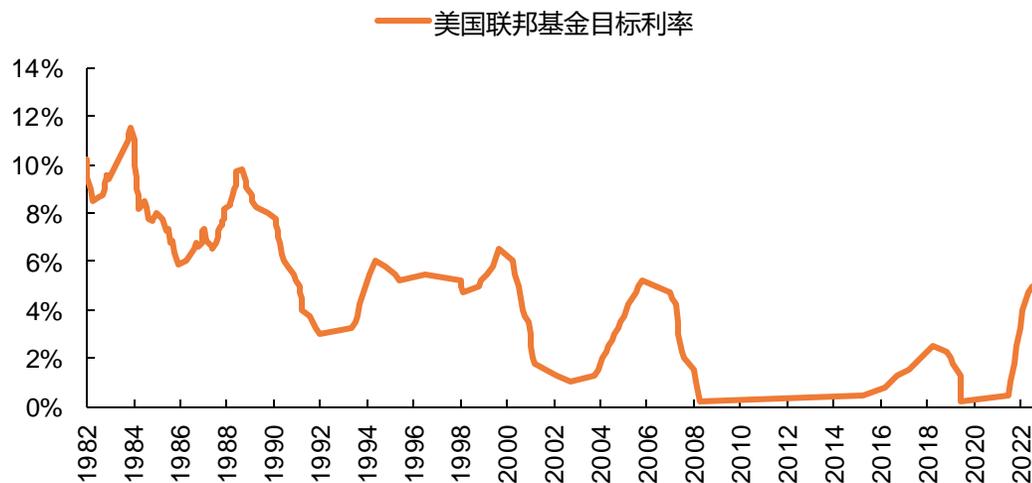
# CONTENT 目录

- ◎ 一、国内现状：固收投资面临挑战，定价利率调整在即
- ◎ 二、负债端：调整产品结构，下调预定利率
  - 2.1 美国：持续创新投资型产品
  - 2.2 日本：保障型产品崛起
  - 2.3 德国：保障与储蓄型产品并重
  - 2.4 中国台湾：投资型产品与外币保单崛起
- ◎ 三、资产端：增配权益、拉长久期，紧握境外固收投资机遇
  - 3.1 美国：以企业债与权益资产为主，持续拉长资产端久期
  - 3.2 日本：稳健优先，增配长久期债券与海外资产
  - 3.3 德国：适当增配风险资产，投资收益率相对稳定
  - 3.4 中国台湾：以海外债券投资为主，险企加强汇率风险管控
- ◎ 四、经验借鉴：资负双轮驱动，防范化解利差损风险
  - 4.1 负债端：适度优化产品结构，降低负债成本
  - 4.2 资产端：关注长久期利率债和另类投资，加大全球化资产配置
- ◎ 五、投资建议与风险提示

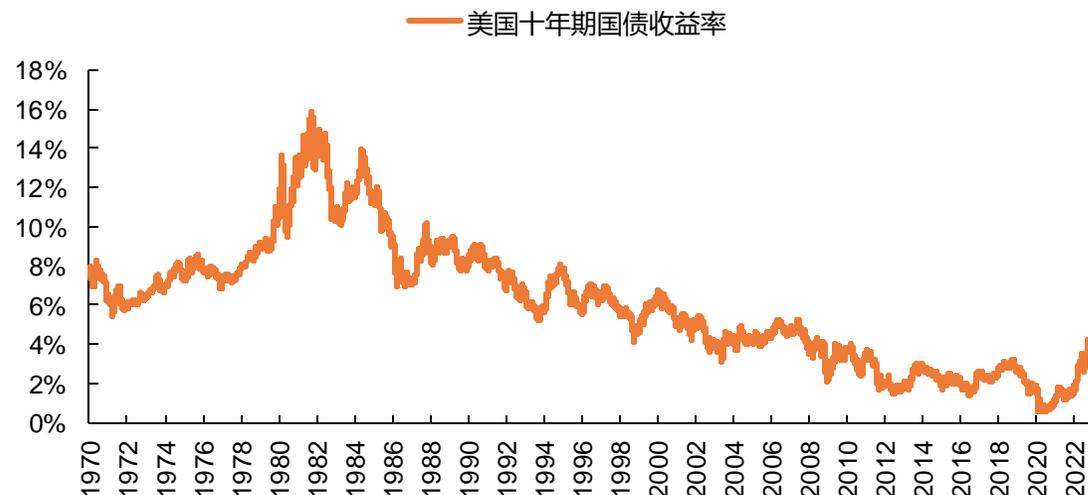
## 2.1 美国：持续创新投资型产品

- 20世纪80年代后，美国利率波动下降。1980s初期美国宏观经济衰退、失业率攀升，美联储开始降息，联邦基金目标利率由1984年8月的高点11.5%下调至1986年8月的5.8%，长端利率随之震荡下行。2008年次贷危机后，多轮宽松政策出台，联邦基金目标利率迅速下调至0.25%、十年期国债收益率向下突破3%。2020年为缓解疫情带来的经济衰退，美国实施无限量化宽松，联邦基金目标利率再次下调至0.25%；至2022年通胀高企，加息周期重启、联邦基金目标利率上调，十年期国债收益率回升。
- 利率下行加剧险企偿付压力。1970s，美国寿险业竞争激烈，为提升竞争力，险企销售大量高负债成本、低利润产品。1980s利率下行、投资承压，据美国审计总署（GAO）统计，1975-1990年间共176家人寿和健康保险公司破产，其中80%发生在1982年后、且主要是大型险企，主要系险企销售大量对利率敏感的低利润产品；同时市场压力致使投资端面临亏损。

◆ 美国联邦基金目标利率变动



◆ 美国十年期国债收益率变动

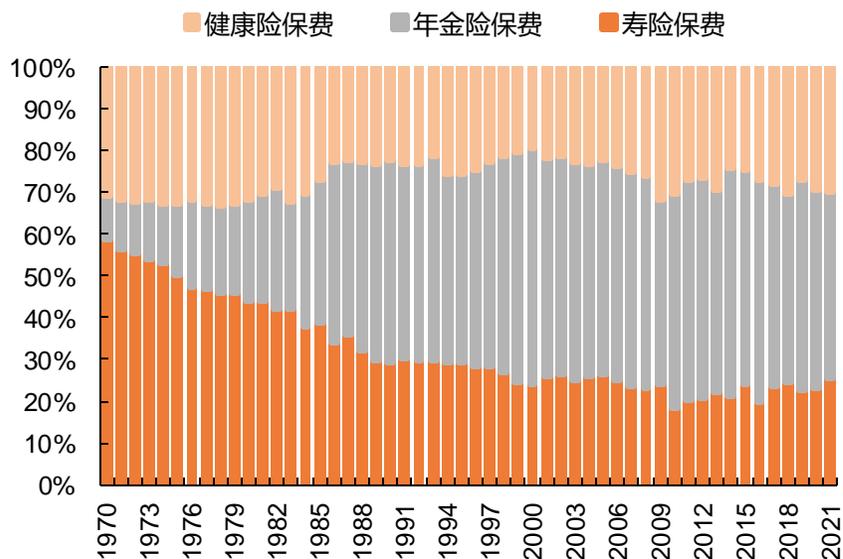


资料来源：Wind，平安证券研究所

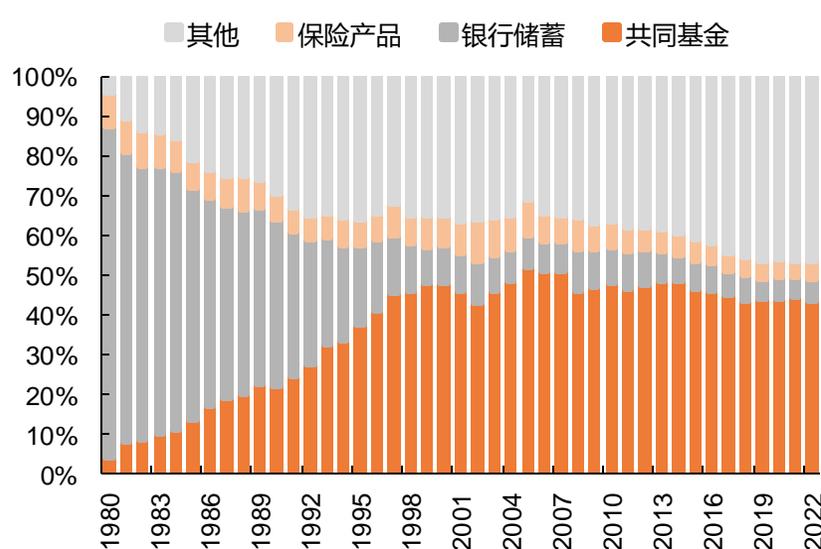
## 2.1 美国：持续创新投资型产品

➤ **产品结构：**美国寿险公司开发新型险种，通过投资性产品将利率风险转嫁给投保人。1980s前，美国寿险业以保障死亡风险的寿险为主，而年金险占比自1980s后迅速提升。一方面，长端利率下滑、居民投资需求旺盛，变额年金险等投连型产品逐渐成为市场主流。另一方面，居民寿命延长、人口老龄化加剧，居民养老需求提升，具有税延优惠的IRAs、401k等养老计划迅速推广，尽管变额年金等保险产品在IRAs资产配置中占比不高（2022年占比5%），但养老计划扩张也促进了年金险保费增长。截至2021年末，美国人身险保费中寿险、年金险、健康险占比分别25%/45%/30%，较1980年末分别-19/+21/-2pct。年金险中，投资属性较强的变额年金、指数型年金在年金保费中的占比达58%，此类产品与客户共担风险，有效防范低利率风险。

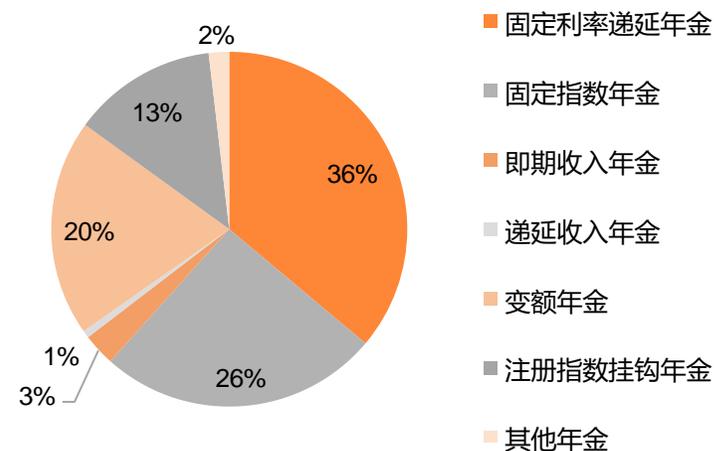
◆ 美国人身险保费结构



◆ 美国IRAs资产配置结构



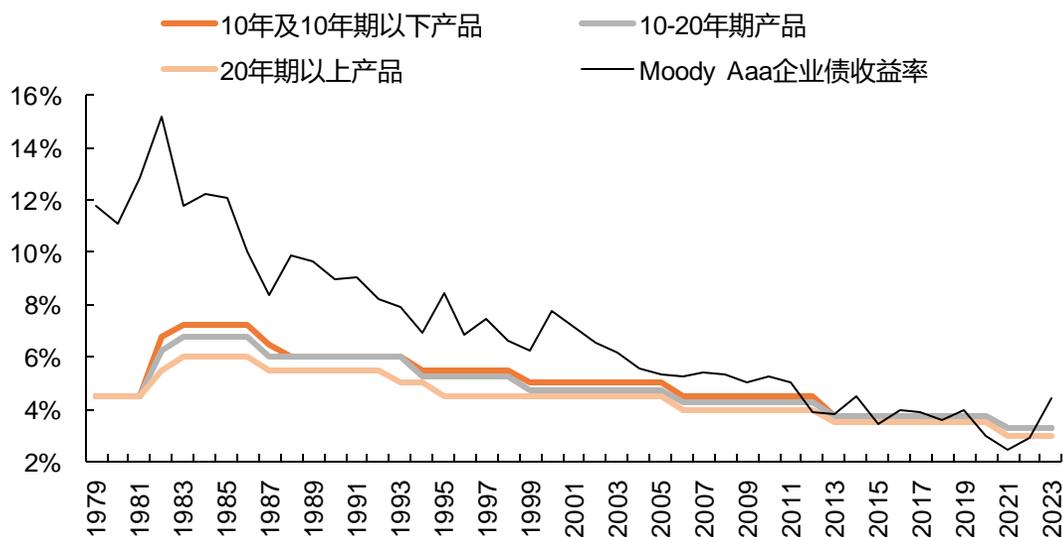
◆ 2022年美国年金保费结构



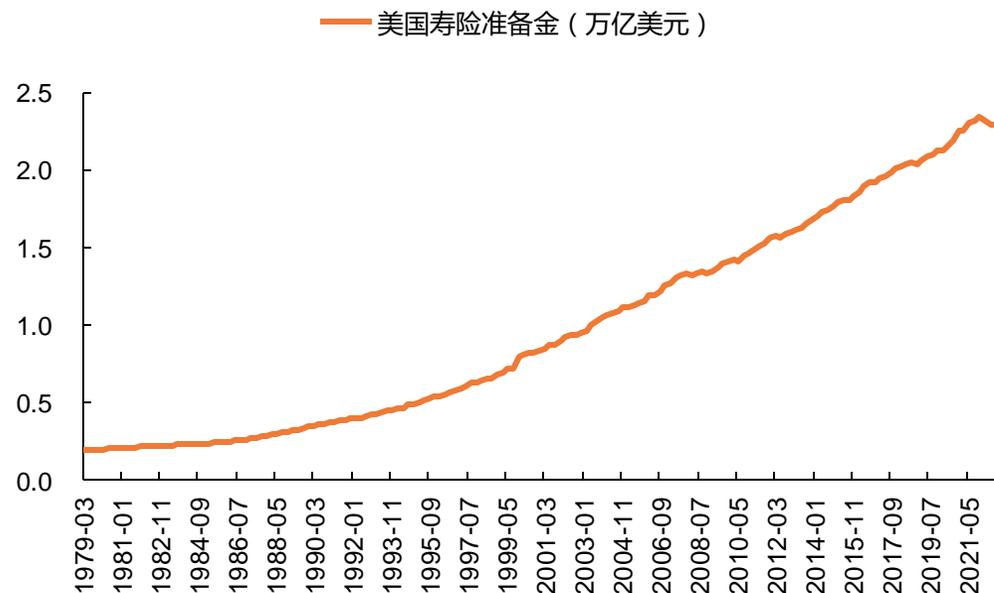
## 2.1 美国：持续创新投资型产品

- **负债成本：监管建立动态评估利率调整机制，增强险企抗风险能力、降低负债成本。**二战后，美国建立法定责任准备金评估制度，最初规定法定责任准备金评估利率上限为3.5%，1980年后修改为动态调整机制，评估利率上限挂钩企业债券平均收益率。以传统寿险为例，1987年后，评估利率上限随着企业债收益率持续下调，险企准备金提取要求也持续提升，助力险企降低利差损风险。同时，面对评估利率变动，险企也随即下调新保单保证利率、降低负债成本。据NAIC统计显示，563家寿险公司的固定年金保证利率由2006年的4.3%左右下降至2022年的3.8%左右。

### ◆ 美国不同期限的传统寿险评估利率上限及企业债收益率



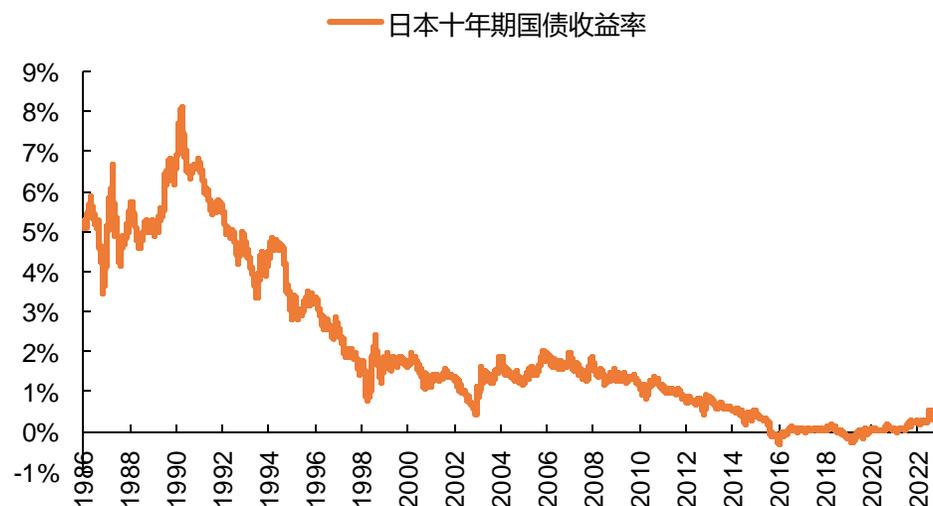
### ◆ 美国寿险公司合计准备金规模



## 2.2 日本：保障型产品崛起

- 20世纪90年代初，日本利率快速下行。1990s日本经济泡沫破灭，企业破产数量与失业率明显提升，同时股价与房价迅速下滑，居民财富缩水。为刺激经济发展，日本多次降息、利率快速下行，十年期国债收益率由1990年的5.7%下降至2000年的1.7%左右，进入低利率时代，此后基本维持在1%左右、甚至一度处于负利率状态。
- 利差损风险加剧，导致日本寿险业出现“破产潮”。股价下跌、利率下行，拖累日本险企投资收益率，同时险企于70、80年代积累大量高预定利率的储蓄险、年金险产品，日本保险业利差损风险加剧。1997-2001年共有9家保险公司破产，包括当时寿险业排名第11、12位的协荣生命、千代田生命，1999年其利差损分别为750亿日元、420亿日元。

◆ 日本十年期国债收益率变动



◆ 1997-2001年间日本破产保险公司统计

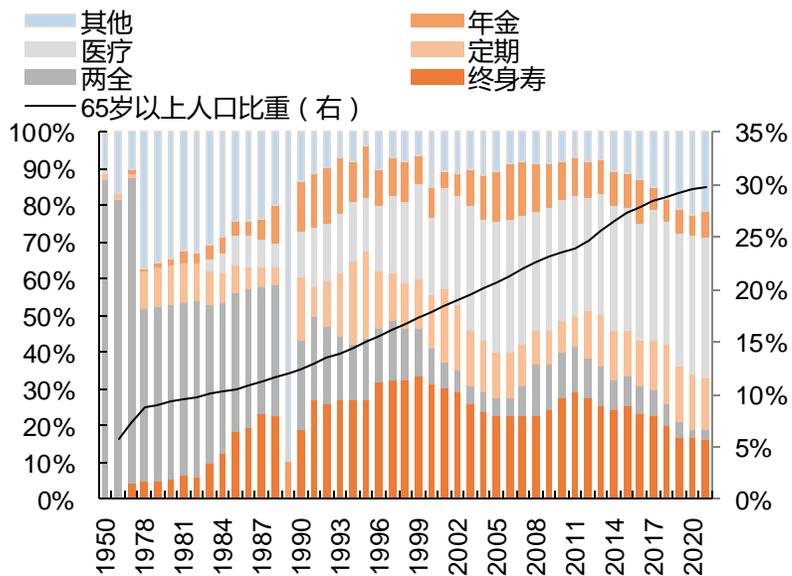
公司名称	成立时间	破产日期	倒闭时资产总额 (亿日元)	倒闭时公布的资不抵债额 (亿日元)
日产生命	1909	1997.04.25	20609	2000
东邦生命	1898	1999.06.04	28046	2000
第一火灾	1949	2000.05.01	11461	1245
第百生命	1915	2000.05.31	21885	453
大正生命	1914	2000.08.28	2044	12
千代田生命	1904	2000.10.09	35019	340
协荣生命	1935	2000.10.20	46099	1850
东京生命	1895	2001.03.23	10150	341
大成火灾	1920	2001.11.22	4114	398

资料来源：Wind，冯占军《日本保险公司破产风潮及启示》，平安证券研究所

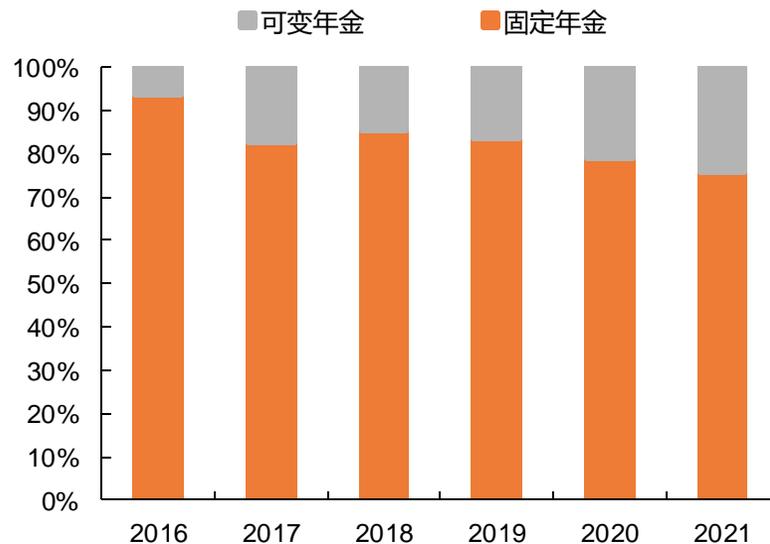
## 2.2 日本：保障型产品崛起

➤ **产品结构：主流产品由储蓄型产品转向保障型产品。**日本居民长期风险意识较强，寿险产品早期以兼具储蓄和保障属性的两全险为主，1988财年两全险在新单数量中占比35%。1990s利率下行、险企利差损压力增大，同时人口老龄化加速，65岁以上人口比重由1970年的7.2%提升至1990年的12.4%，保障需求旺盛，兼具储蓄和保障属性的终身寿险和纯保障属性的医疗险、癌症险成为主流产品。2021财年个险渠道寿险新单中医疗险、终身寿数量占比分别38%、16%。此外，日本险企也开发了部分投连险、变额年金险，但目前占比相对较低，2021财年末年金险新单数量中变额年金占比24%。随着保障产品占比提升，死差益和费差益成为寿险公司最主要的利润来源，以日本明治安田寿险公司为例，近年死差及费差的利润贡献在70%左右。

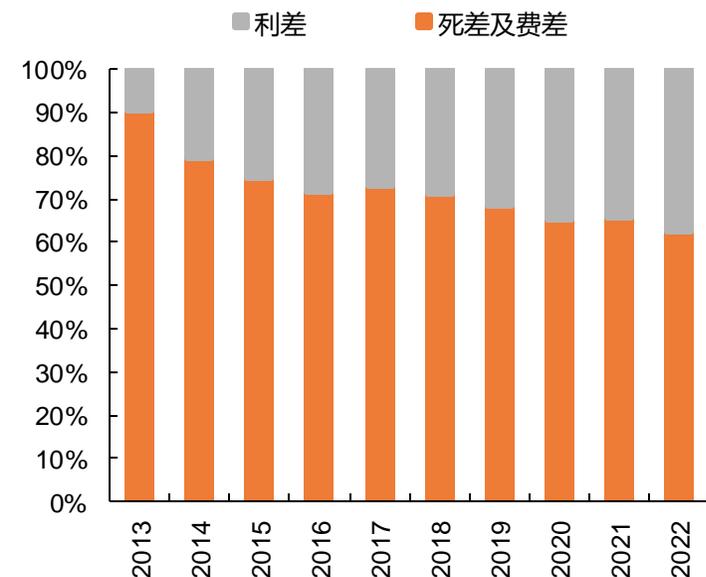
◆ 日本寿险个险渠道新单数量结构



◆ 日本年金险个险渠道新单数量结构



◆ 日本明治安田寿险公司三差的利润占比



资料来源：LIAJ，公司年报，平安证券研究所

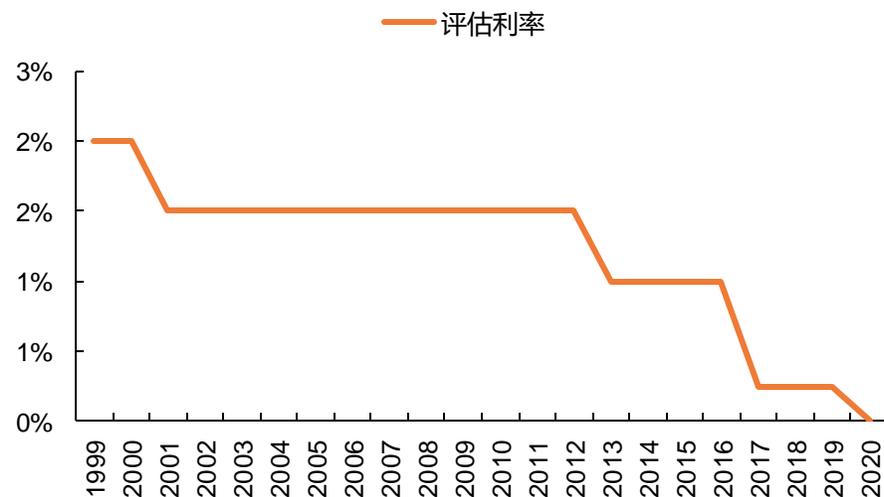
## 2.2 日本：保障型产品崛起

➤ **负债成本：下调评估利率，缓解利差损压力。**2014年日本金融厅对准备金评估利率进行改革，将参考利率由国债认购收益率调整为更为市场化的国债当期收益率，将参考期限由过去10年平均值为基于过去3个月或1年的平均值，同时降低调整阈值、增大调整频率，以确保评估利率能够正确反映当前市场利率风险。随着市场利率下行，1996年日本寿险准备金评估利率约2.75%，至2020年1月评估利率已下调至0%、为历史最低水平。评估利率的下降，一方面使得险企计提责任准备金规模增加、防范利差损风险；另一方面，保险公司参考评估利率确定产品预定利率，也将进一步降低负债成本、缓解利差损压力。

### ◆ 2014年日本寿险责任准备金评估利率改革主要内容

	改革前	改革后
评估利率计算主要逻辑	根据国债收益率确定对象利率，在对象利率基础上根据产品类型及其安全系数计算基准利率，最后判断基准利率与当前评估利率（日本金融厅称之为“标准利率”）之间的差额是否超过阈值来判断是否需调整	
对象利率参考对象	过去10年平均国债认购利率	过去3个月或1个月的国债当期收益率平均值
判定评估利率变动标准	基准利率与当前评估利率差额大于0.5%	基准利率与当前评估利率差额大于0.25%
评估频率	每年进行一次判定、并于次年实施	每季度进行一次判定、并于3个月月后实施

### ◆ 日本寿险评估利率不断下调



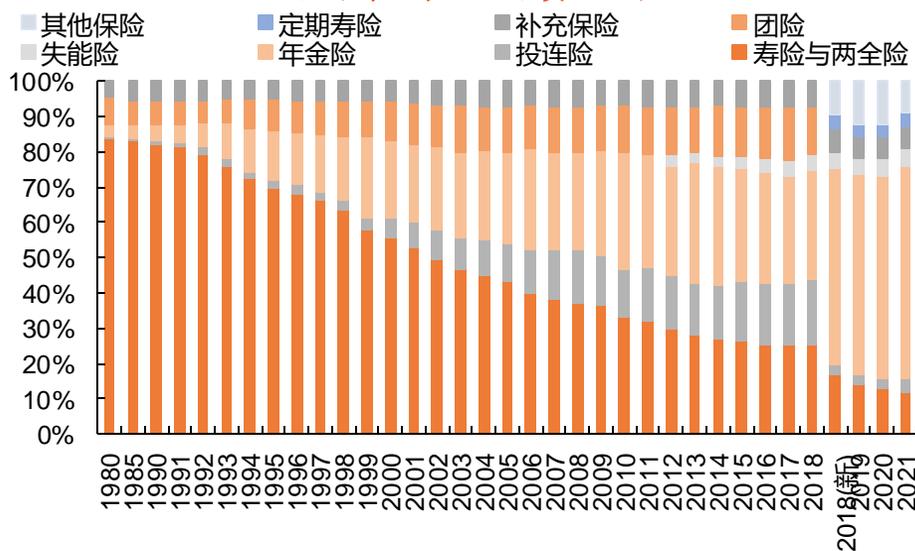
## 2.3 德国：保障与储蓄型产品并重

- 20世纪90年代后，德国利率平稳下行，超低利率常态化。20世纪90年代，德国受第三次石油危机影响，政府多次降息、刺激经济。此后德国又经历了次贷危机、欧债危机等事件，内部经济增速放缓、外部不确定性提升，市场利率进一步下滑。德国利率下降节奏相对平稳，十年期国债利率由90年代初的9%一路走低至2019年的负利率，保险公司面临较大利差损压力。
- 产品结构：养老保障型与投资型产品并重。一方面，90年代市场利率下行，收益率具备相对优势的投连险市场份额迅速提升，其保费占比由1990年的1%提升至2018年的18%。另一方面，德国老龄化加速，政府鼓励以商业养老金补充法定养老金缺口，兼具储蓄和保障属性的年金险和保障属性明显的失能险保费占比由1990年的5%、0%分别提升至2018年的31%、4%；同时，年金险中具有投资属性的投连型和混合型年金也逐渐成为主流，2021年这两类产品在年金险保费中合计占比61%。

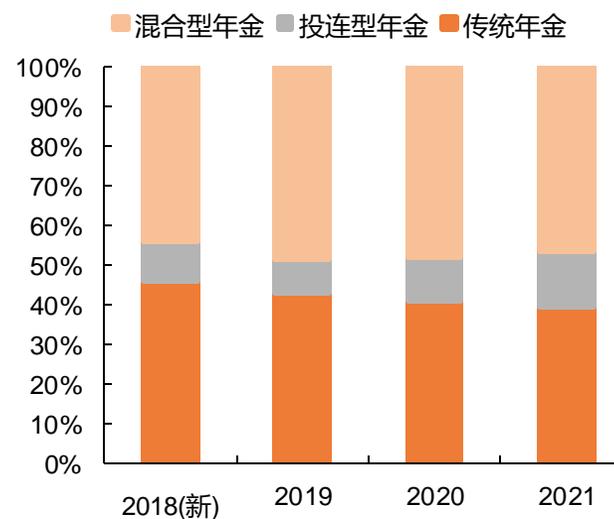
◆ 德国十年期国债收益率变动



◆ 德国寿险产品保费结构



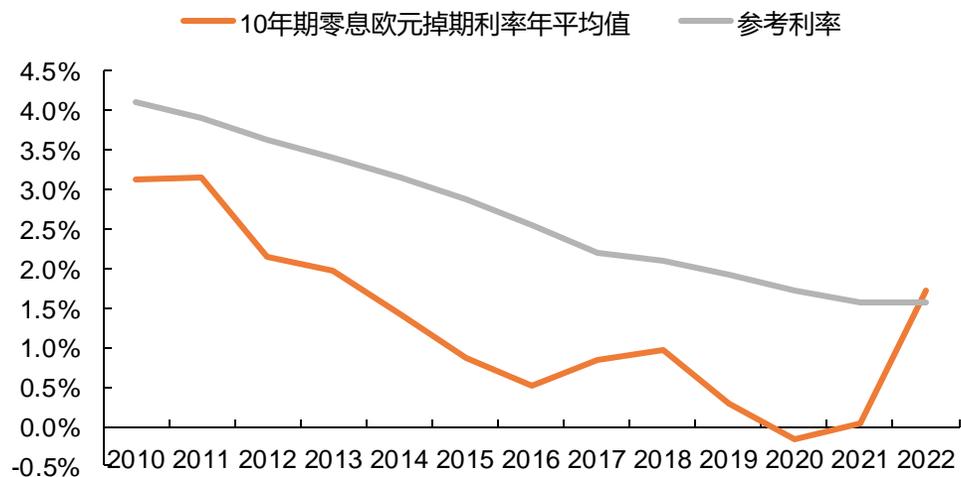
◆ 德国年金险保费结构



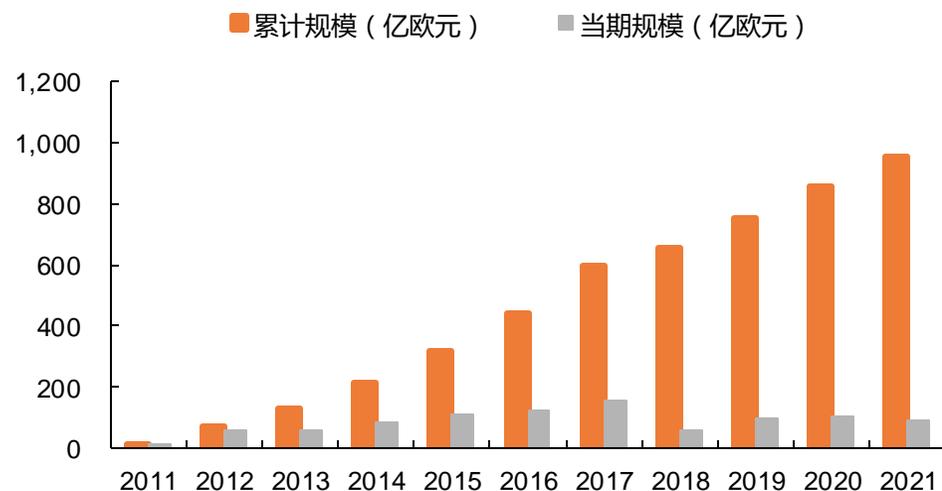
## 2.3 德国：保障与储蓄型产品并重

➤ **负债成本：建立额外利率准备金、挂钩市场利率。**与日本和美国规定寿险准备金评估利率上限不同，德国寿险公司的准备金利率由精算师审慎确定。2011年德国引入额外准备金制度、建立Z准备金（Zinszusatzreserve或ZZR），要求寿险公司挂钩过去10年的10年期欧元利率掉期利率平均值计算参考利率，当该参考利率小于公司精算准备金利率时，则要求寿险公司使用参考利率与精算准备金利率间的差额计提Z准备金。在低利率环境下，Z准备金增长速度较快，2011-2018年，德国寿险公司因低利率储备了658亿欧元，有效抵御利差损风险，但同时也为险企盈利和资产端造成一定压力，因此德国联邦财政部2018年修改参考利率计算方法、限制参考利率变动幅度，避免Z准备金增长过快给险企带来过大压力，2018年后Z准备金当年计提规模较2017年高点有所下滑。

### ◆ Z准备金参考利率与市场利率变动



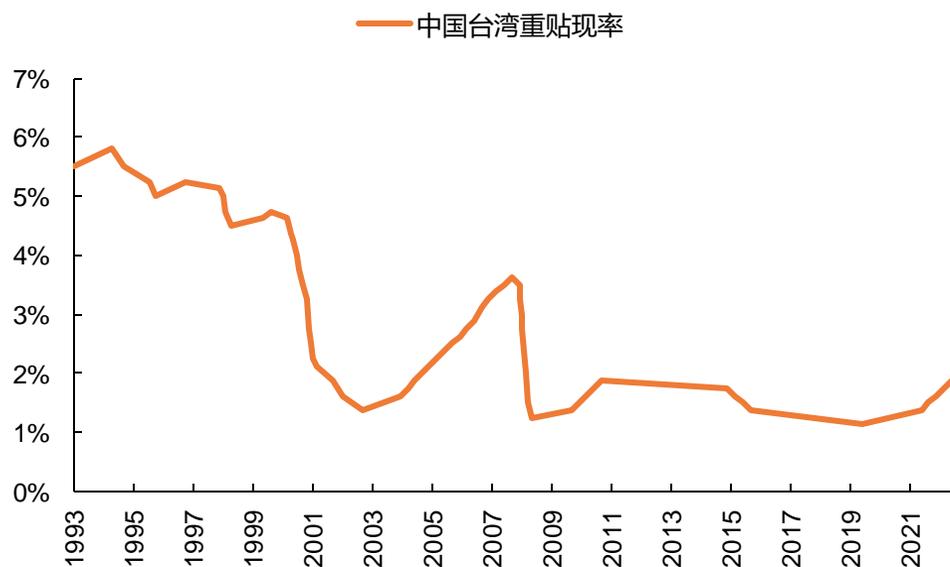
### ◆ Z准备金累计规模与当期新增规模



## 2.4 中国台湾：投资型产品与外币保单崛起

➤ 20世纪90年代，中国台湾长端利率进入持续下行周期。90年代中国台湾经济增速放缓，政策利率与市场利率均下行，2000年后受海外互联网经济泡沫破灭等危机事件影响，中国台湾多次降息，重贴现率由2000年的4.75%下降至2003年的1.38%，十年期政府公债利率自2000年初的6%迅速下降至2003年末的2.8%左右，此后基本维持在2%以下。长期低利率环境以及过去的高预定利率保单使得保险业承受较大利差损压力，特别是2008年金融危机冲击、投资收益恶化，大量外资寿险公司开始缩减规模、陆续退出中国台湾市场。

◆ 中国台湾重贴现率变动



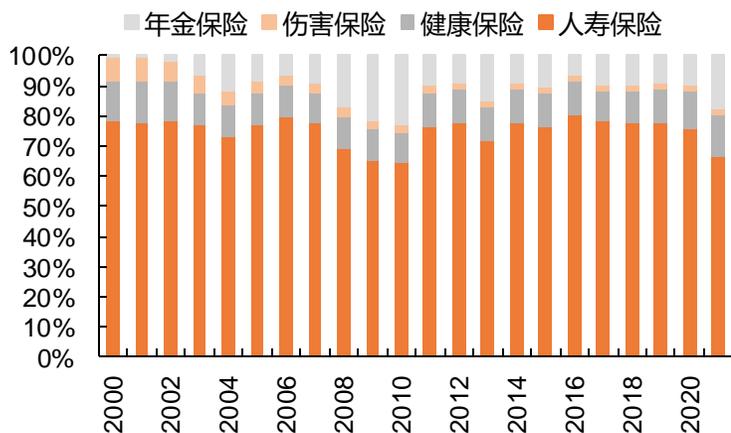
◆ 中国台湾十年期政府公债利率变动



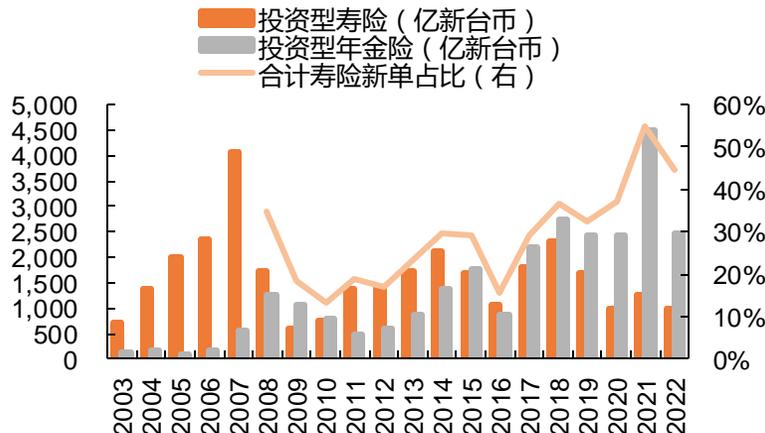
## 2.4 中国台湾：投资型产品与外币保单崛起

- **产品结构：投资型产品阶段性崛起，储蓄型产品以利率变动型和外币保单为主。** 中国台湾经济发展与人口老龄化相对较早，居民养老储蓄保障需求较大，寿险与年金险长期主导人身险市场。
- 1) 21世纪后，长端利率下行、居民理财需求提升，同时重贴现率快速下行、银行存款利率下降，而保险产品资产可投向海外、收益率具备相对优势，因此变额寿险、万能寿险、变额年金等投资型产品盛行。投资型产品新单保费收入由2002年的79亿新台币提升至2007年的4650亿新台币，在总保费收入中占比由1%提升至25%。
- 2) 2008年金融危机后，投资型产品收益率下滑、新单保费收缩，主流产品重回储蓄型产品，但挂钩市场利率的利率变动型产品成为主流寿险产品，2017-2021H1利率变动型寿险趸交新单保费在总寿险趸交新单中占比均在30%-40%左右；此外，挂钩海外资产、预定利率较高的外币寿险保单也迅速增长，2018年外币保单新单保费收入达6179亿台币（YoY+22%）。

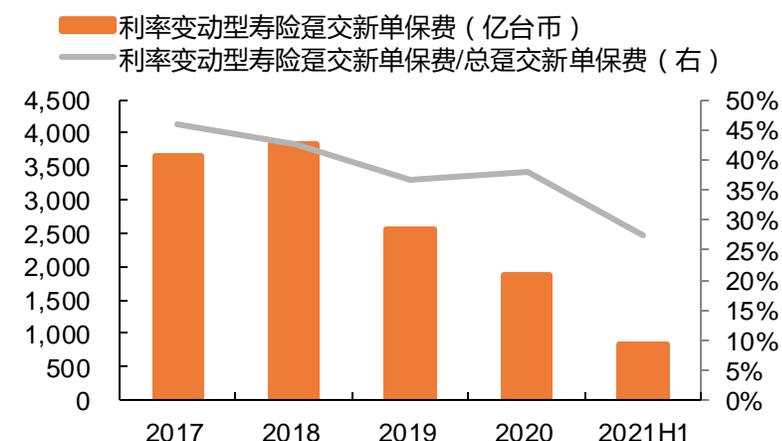
◆ 中国台湾寿险产品保费收入结构



◆ 中国台湾投资型产品新单保费及其占比



◆ 中国台湾利率变动型寿险趸交新单保费占比

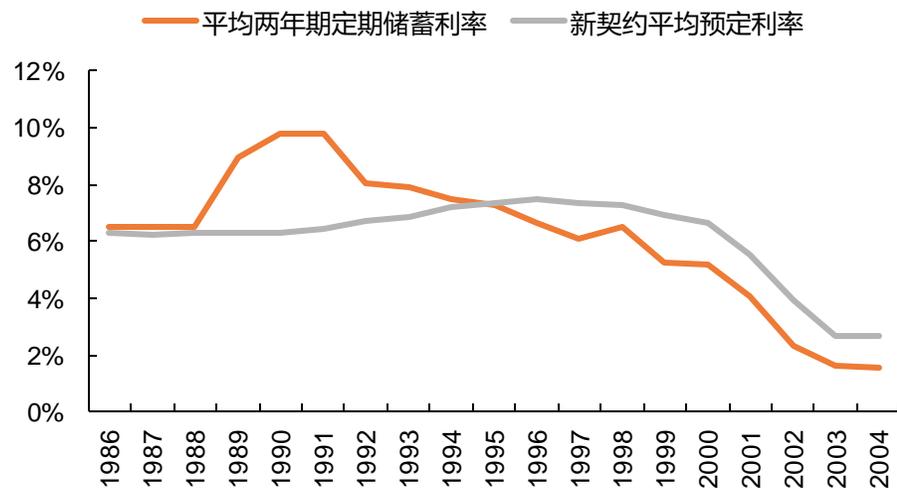


资料来源：TII, LIA-ROC, 平安证券研究所

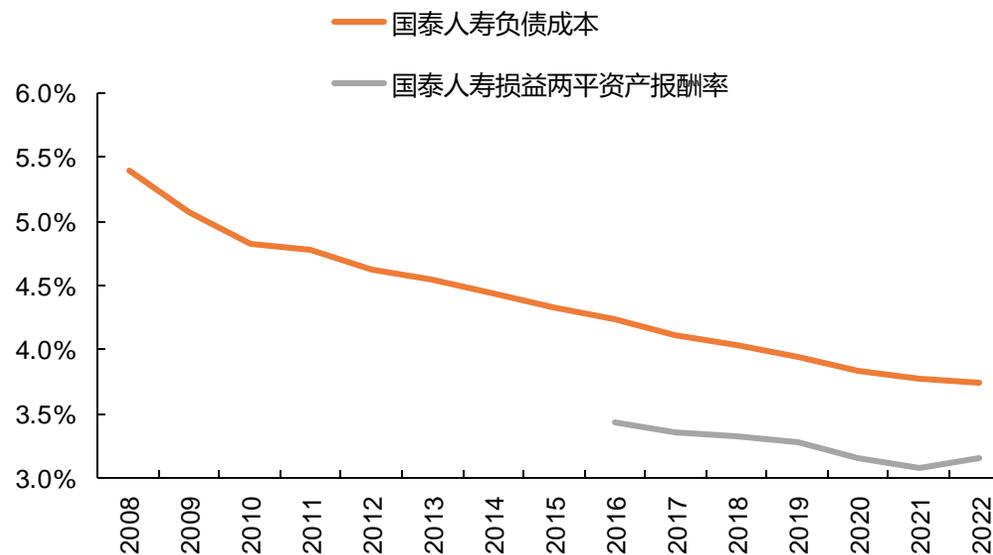
## 2.4 中国台湾：投资型产品与外币保单崛起

- **负债成本：监管动态调整保单评估利率，险企负债成本逐步下降。**中国台湾金管会根据市场利率、负债期限、币别等因素每年制定一次准备金评估利率。2001年9月责任准备金提存利率由2001年初的5.75%下降至4%，2003年初再次下降至2.5%，2004年初下降至2%。中国台湾寿险公司根据评估利率自主决定预定利率，当评估利率下调时，险企随之降低预定利率、缓解寿险成本端压力，寿险业新契约平均预定利率由1992年的6.7%下降至2004年的2.7%。近年来中国台湾寿险公司负债成本持续下降，以国泰人寿为例，2022年国泰人寿负债成本3.74%、资产负债打平收益率3.15%，较2016年分别下降0.49pct、0.29pct。

◆ 台湾人身险新契约平均预定利率变动



◆ 国泰人寿负债成本与资产负债打平收益率变动



注：新单平均利率基于寿险业总保费收入前四大公司计算，为个人寿险新契约保费收入市占率前三保单的预定利率加权平均值

资料来源：林金树《寿险业资金运用效率与国外投资关系之研究》，公司公告，平安证券研究所



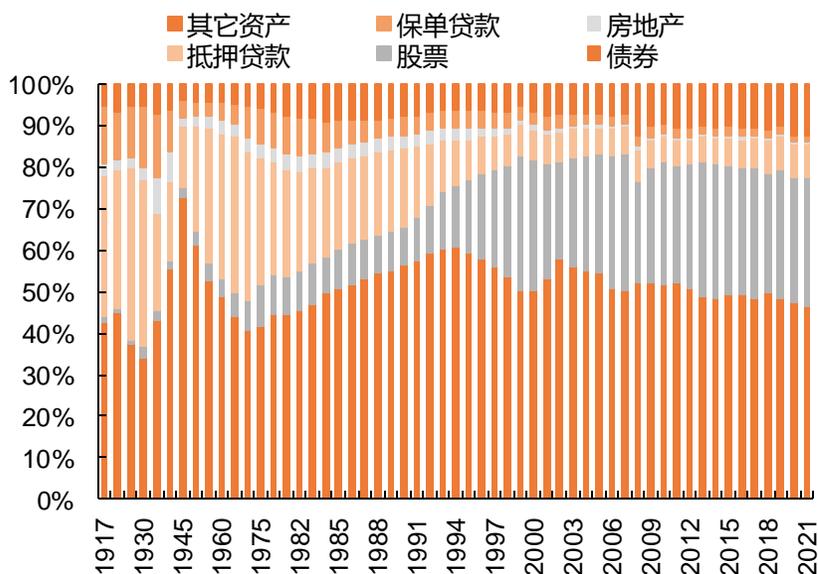
# CONTENT 目录

- ◎ 一、国内现状：固收投资面临挑战，定价利率调整在即
- ◎ 二、负债端：调整产品结构，下调预定利率
  - 2.1 美国：持续创新投资型产品
  - 2.2 日本：保障型产品崛起
  - 2.3 德国：保障与储蓄型产品并重
  - 2.4 中国台湾：投资型产品与外币保单崛起
- ◎ 三、资产端：增配权益、拉长久期，紧握境外固收投资机遇
  - 3.1 美国：以企业债与权益资产为主，持续拉长资产端久期
  - 3.2 日本：稳健优先，增配长久期债券与海外资产
  - 3.3 德国：适当增配风险资产，投资收益率相对稳定
  - 3.4 中国台湾：以海外债券投资为主，险企加强汇率风险管控
- ◎ 四、经验借鉴：资负双轮驱动，防范化解利差损风险
  - 4.1 负债端：适度优化产品结构，降低负债成本
  - 4.2 资产端：关注长久期利率债和另类投资，加大全球化资产配置
- ◎ 五、投资建议与风险提示

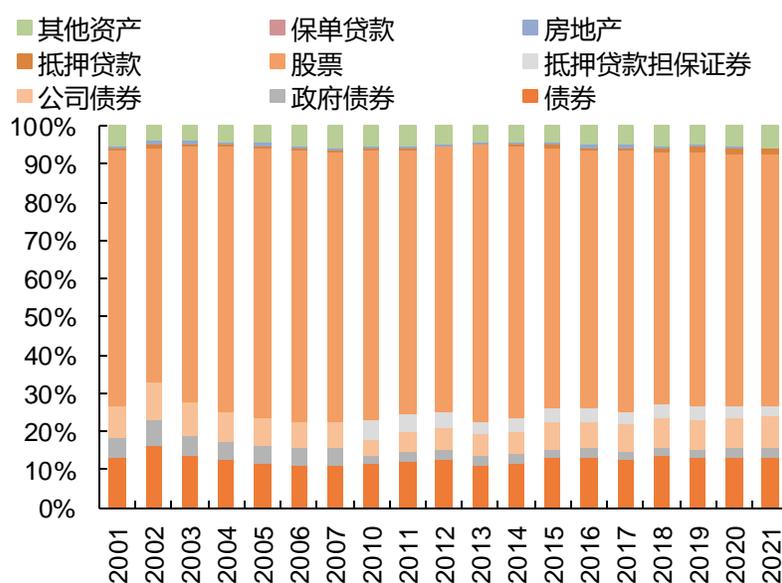
### 3.1 美国：以企业债与权益资产为主，持续拉长资产端久期

➤ 寿险业增配权益资产，独立账户权益配置比例较高。美国寿险投资账户可分为一般账户与独立账户，一般账户用于保证传统险固定收益给付，独立账户则主要用于变额年金、养老金等保险资金，此类资金与资本市场投资关联度较高、投资限制相对较少。美国寿险市场中投资型产品带动独立账户占比提升，且美国权益类资本市场逐渐成熟，为缓解市场利率下行带来的收益率压力，寿险业在总量上适当增配国内股票、在比例上保持平稳。2021年寿险总账户股票配置比例31%、较1980年末提升21pct；其中一般账户股票配置比例3%，独立账户股票配置比例76%，较2001年末均基本持平。

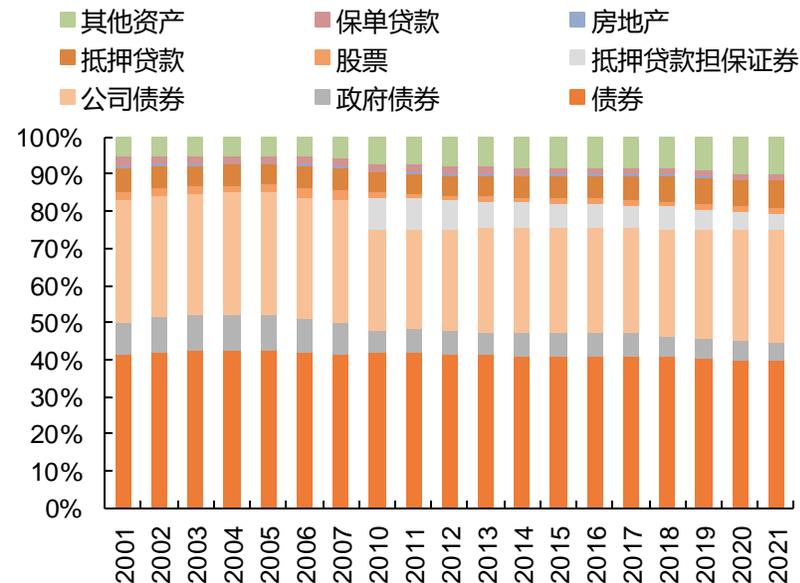
◆ 寿险总账户资产配置结构



◆ 寿险一般账户资产配置结构



◆ 寿险独立账户资产配置结构

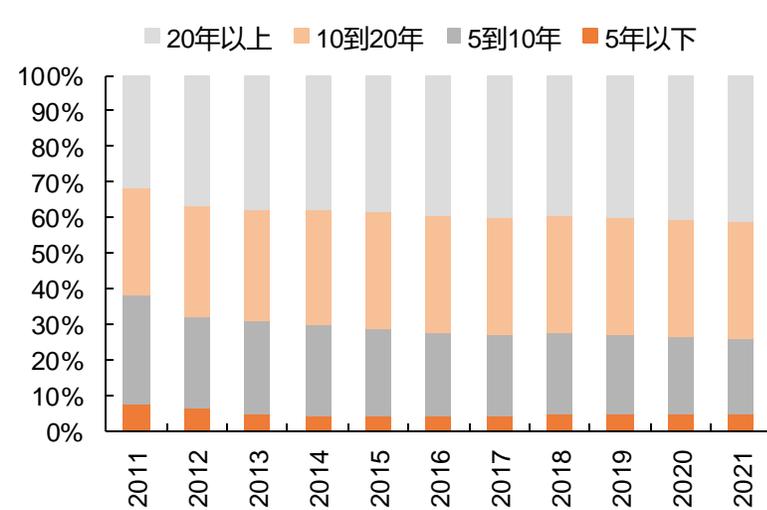
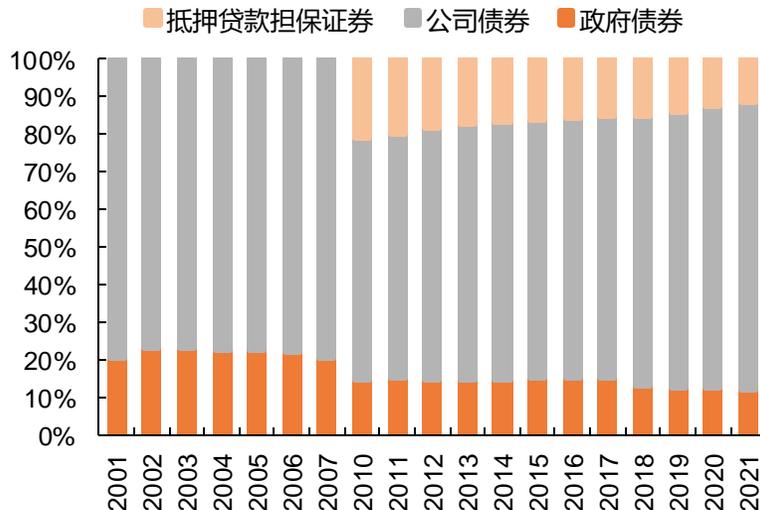
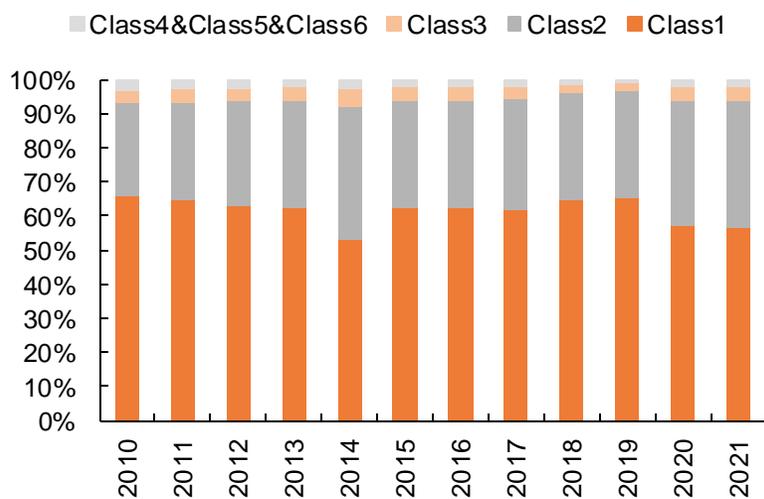


资料来源：ACLI，平安证券研究所

### 3.1 美国：以企业债与权益资产为主，持续拉长资产端久期

- **债券资产以企业债为主，适当增配高收益率债券。**美国具有全球最大的债券市场、企业债供给丰富，寿险债券资产也长期以收益率较高的企业债为主，近20年以来企业债在一般账户债券资产中占比约70%、在一般账户总资产中占比约50%。同时，险企适当降低债券资产等级，提升债券收益率。美国公共债券可分为1-6级，数字越小、信用评级越高，近年来险企适当增配Class 2债券、减配Class 1债券，2021年末一般账户债券资产中Class 1、2分别占比57%、37%，较2010年分别-9pct、+10pct。
- **持续增配长久期债券。**从一般账户债券买入期限来看，债券资产主要集中在10年期以上，截至2021年末，10-20年期、20年以上债券分别占比33%、41%，较2011年分别提升3pct、9pct。债券买入期限不断拉长，剩余期限亦将拉长，最终拉长资产久期。2021年末一般账户债券剩余期限结构中，10-20年期、20年以上分别占比18%、22%，较2011年分别提升4pct、2pct。

◆ 寿险一般账户债券资产结构（据债券种类）    ◆ 寿险一般账户债券资产结构（据信用评级）    ◆ 寿险一般账户债券资产结构（据买入期限）

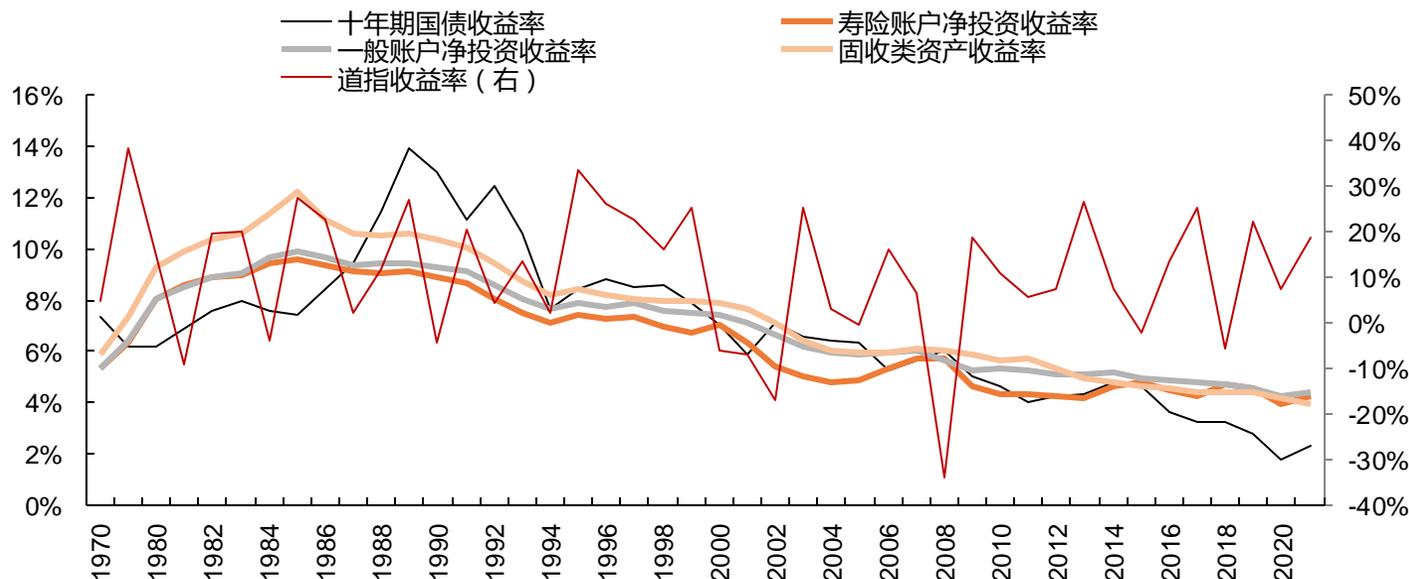


资料来源：ACLI，平安证券研究所

### 3.1 美国：以企业债与权益资产为主，持续拉长资产端久期

► 投资收益率波动下行、但降幅低于市场利率，独立账户收益率波动更为明显。2021年，美国寿险账户净投资收益率4.28%，一般账户投资收益率4.40%，固收类资产投资收益率3.94%。受市场利率下行，固收类资产收益率自1989年的10.58%下降至2021年的3.94%，拖累一般账户与寿险账户总收益率。但由于债券资产以收益率较高的企业债为主、久期不断拉长，且权益资产占比提升，寿险账户收益率下降幅度低于十年期国债收益率，1989-2021年，十年期国债年均收益率（即十年期国债收益率年内平均值，下同）下滑11.57pct，而寿险账户、一般账户净收益率分别下降4.82pct、5.07pct。同时，由于独立账户权益类资产配置比例更高，导致寿险账户总收益率波动整体高于一般账户和固收类资产。

◆ 美国寿险账户及一般账户净投资收益率降幅低于十年期国债收益率



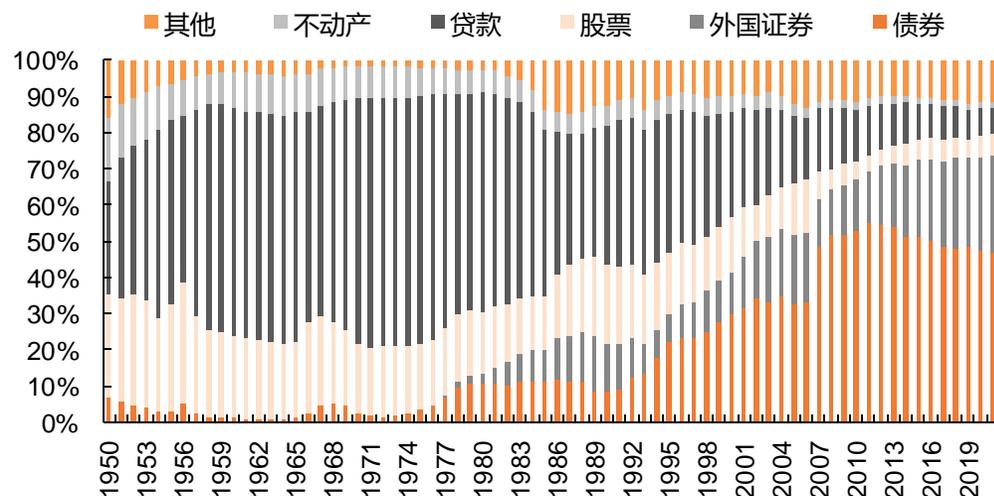
资料来源：ACLI，平安证券研究所

注：十年期国债收益率采用年内平均值；道指收益率为道琼斯工业平均指数年涨跌幅

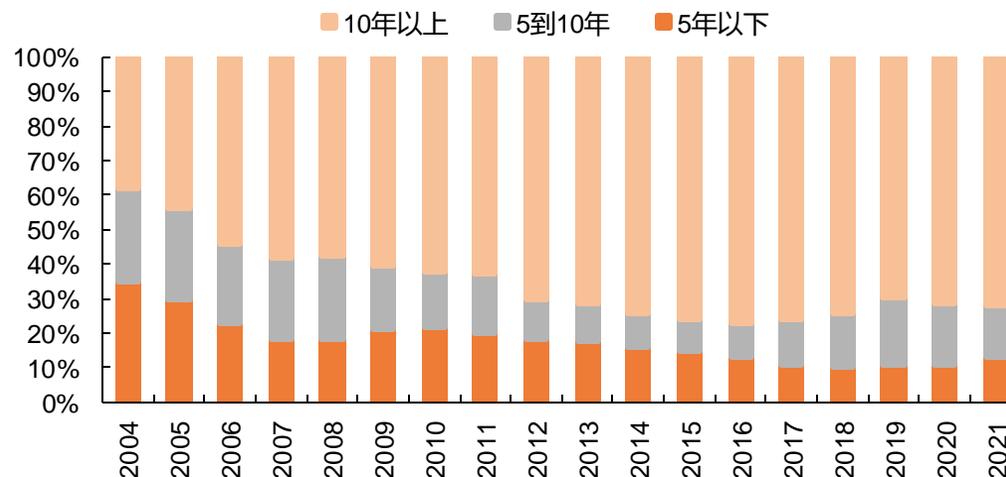
## 3.2 日本：稳健优先，增配长久期债券与海外资产

- 日本寿险投资风格稳健，资产配置以债券为主。尽管长端利率下行，但日本寿险投资风格以稳为主，资产配置仍以债券为主，截至2021财年末，日本寿险资产中，债券、股票、贷款、不动产分别占比47%、6%、7%、1%。债券投资以国债为主，2021财年末国债、地方债、企业债在债券资产中分别占比82%、4%、14%。
- 险企持续增配长久期债券。日本寿险公司持续提升对长久期债券的配置比例，以日本第一生命为例，截至2021财年末，其证券资产中剩余期限在10年以上的证券（主要是国内外债券）占比72%，较2004年提升34pct，而剩余期限在5年以下的证券占比下降22pct。稳健的投资风格，叠加偏保障型产品为主的产品结构，使得日本寿险公司长久期债券比例高于美国等地区，2021财年末日本第一生命企业剩余期限10年以上的证券占比72%，较美国一般账户的10年期以上债券占比高出约32pct。

◆ 日本寿险公司资产配置结构



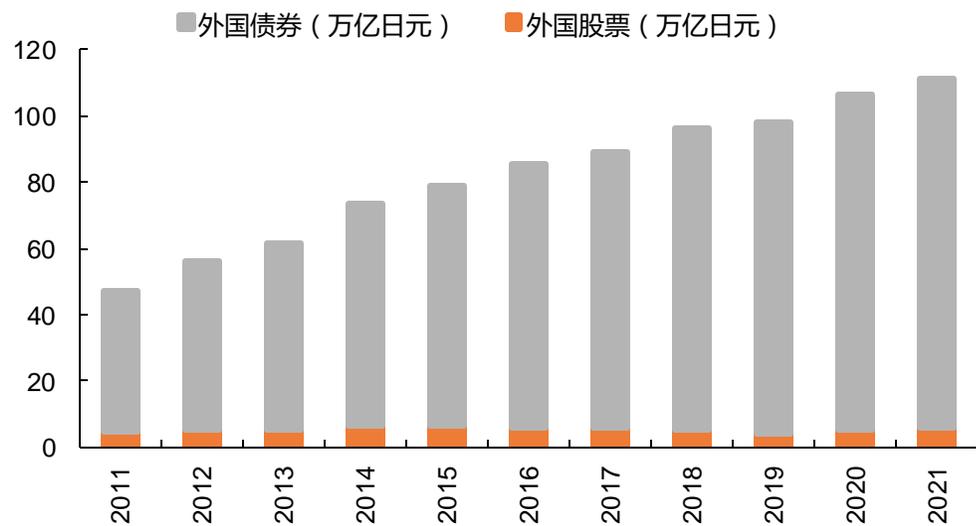
◆ 日本第一生命企业证券投资剩余期限结构



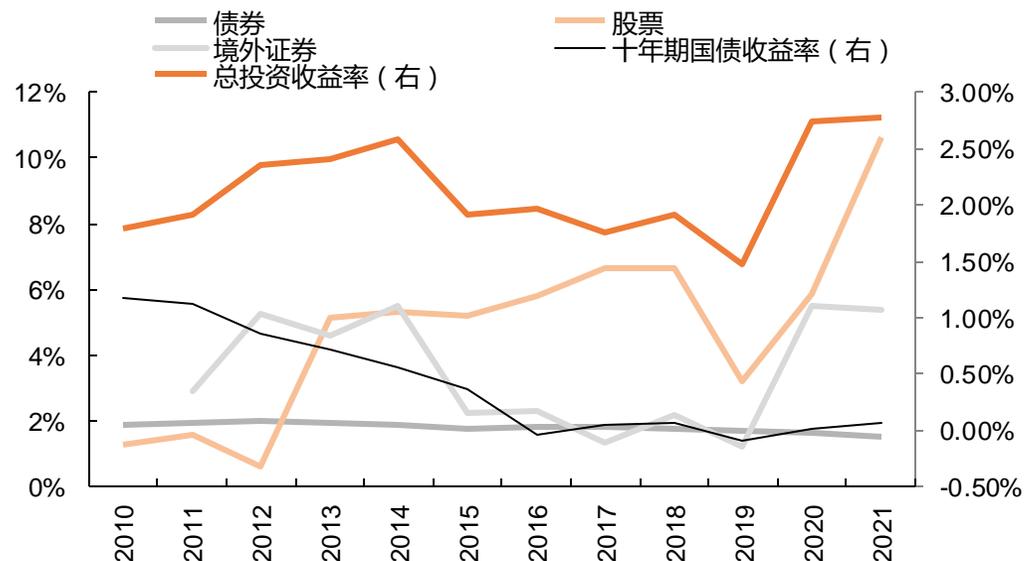
## 3.2 日本：稳健优先，增配长久期债券与海外资产

- **增配海外资产，海外投资主要以债券为主。**日本市场利率下行、国内企业债供给有限，日本寿险企业开始转向海外资本市场，2021财年末寿险资产配置中外国证券占比27%，较1995年提升19pct。境外资产主要以债券为主，2021年末外国证券资产中，外国股票、外国债券分别占比5%、95%，在寿险业总投资资产中分别占比1%、25%。
- **投资收益率相对稳定，受利率影响相对较小。**2010-2021年间，日本十年期国债年均收益率下滑1.1pct，但总投资收益率提升0.99pct至2.78%，受利率下行影响较小。总体来看，投资收益率的波动性主要受股票和境外证券投资收益率影响较大。

◆ 日本寿险行业外国证券规模



◆ 日本寿险行业总投资收益率与各类资产投资收益率



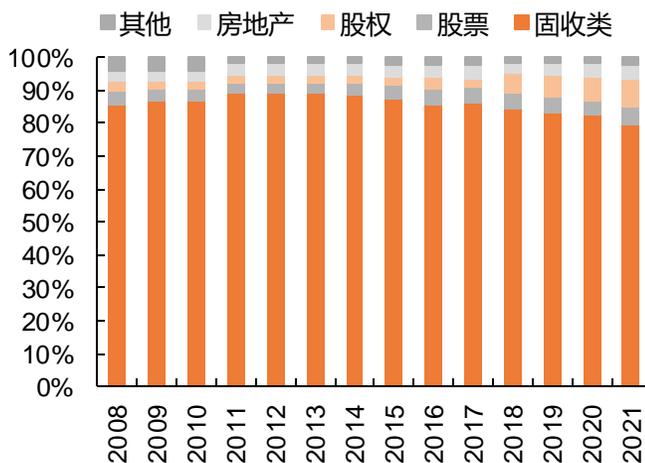
资料来源：LIAJ，公司年报，平安证券研究所

注：十年期国债收益率采用年内平均值

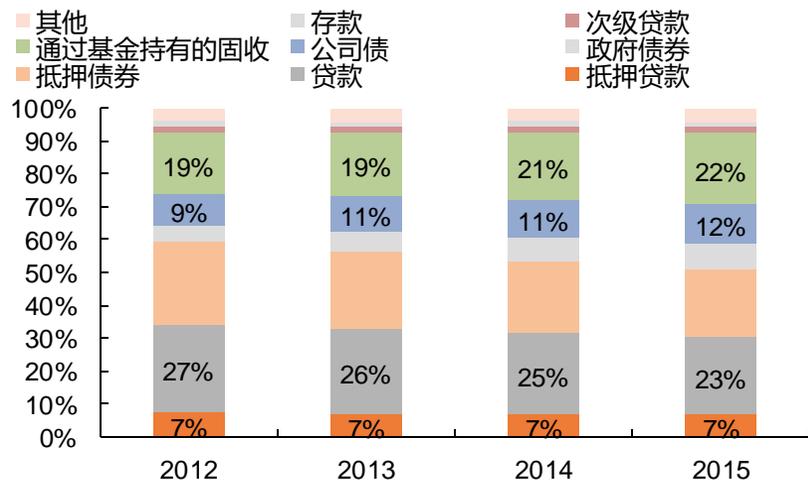
### 3.3 德国：适当增配风险资产，投资收益率相对稳定

- **德国寿险业减配固收资产，小幅增配权益与另类资产。**德国寿险资产配置整体较为保守、以固收类资产为主，但在利率不断下行的背景下，德国寿险业适当增配权益类资产、减配固收资产，2021年末固收、股票、股权资产占比分别79.5%、5.5%、8.5%，较2008年分别-5.8pct、+0.8pct、+5.9pct。除股权外，另类资产中房地产占比也较2008年提升0.9pct至4.3%。
- **固收资产增配公司债券及债券基金，适当增配高风险、高收益债券。**德国以间接融资为主、监管允许保险机构发放贷款，险企主要向金融同业发放贷款，风险与收益相对较低。为抵御利率下行，寿险业减配贷款，增配收益率更高的公司债与债券基金，贷款及抵押贷款在固收资产中占比由2012年的34%下降至2015年的30%，而公司债占比由9%增长至12%，通过基金持有的固收资产由19%增长至22%。此外，险企也适当增配高风险、高收益债券，以安联集团为例，2022年末安联固收投资组合中AAA、A-AA，B-BBB信用等级的资产占比分别为18%、44%、34%，较2015年分别-4pct、+0.04pct、+3pct。

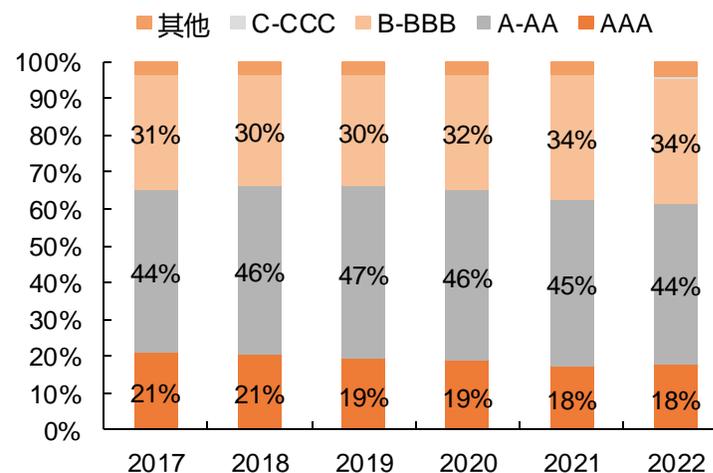
◆ 德国寿险资产配置结构



◆ 德国寿险固收类资产配置结构



◆ 安联固收投资组合信用结构

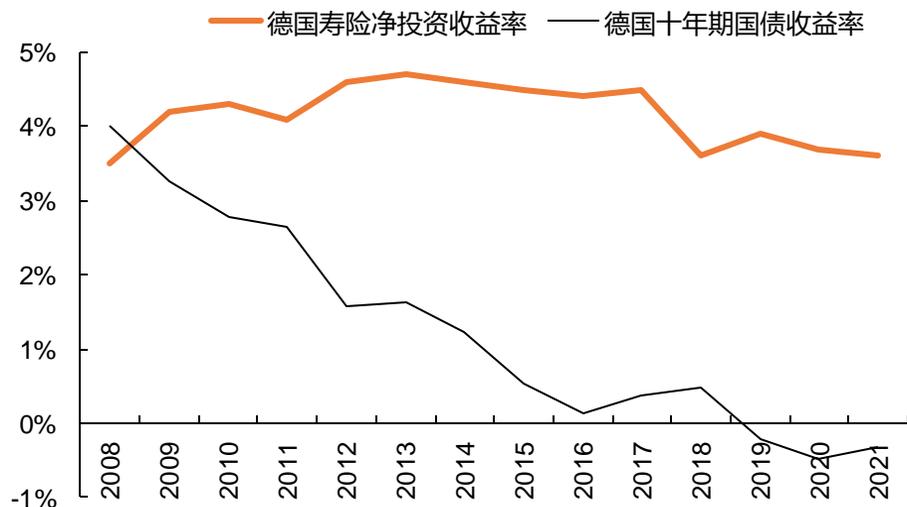


资料来源：GDV，平安证券研究所 注：GDV于2018年修改统计标准，2018年后数据与此前数据无比较意义

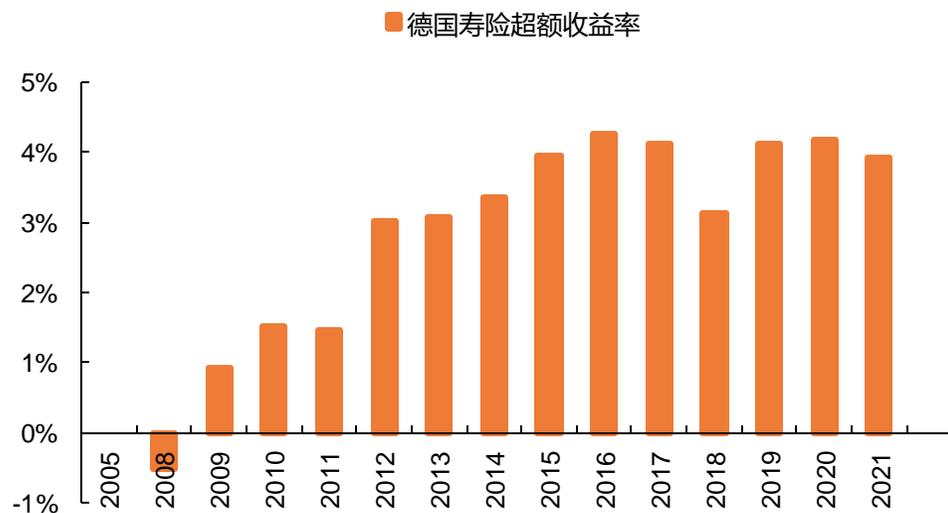
### 3.3 德国：适当增配风险资产，投资收益率相对稳定

➤ 投资收益率相对稳定，受低市场利率下行影响较小。2009年后，德国长端利率进入加速下行阶段；2019年起，十年期国债向下突破0%。而德国寿险资金资产配置风格稳健、投资收益率更为平稳，寿险投资净收益率在2008年为3.5%，2009-2017年回升至4.0%以上，2018年后再次下降、至2021年为3.6%。寿险超额收益率明显增加，2015年以来德国寿险投资净收益率较十年期国债年均收益率的超额收益率均在4.0%左右。

◆ 德国寿险净投资收益率与长端利率



◆ 德国寿险投资超额收益率



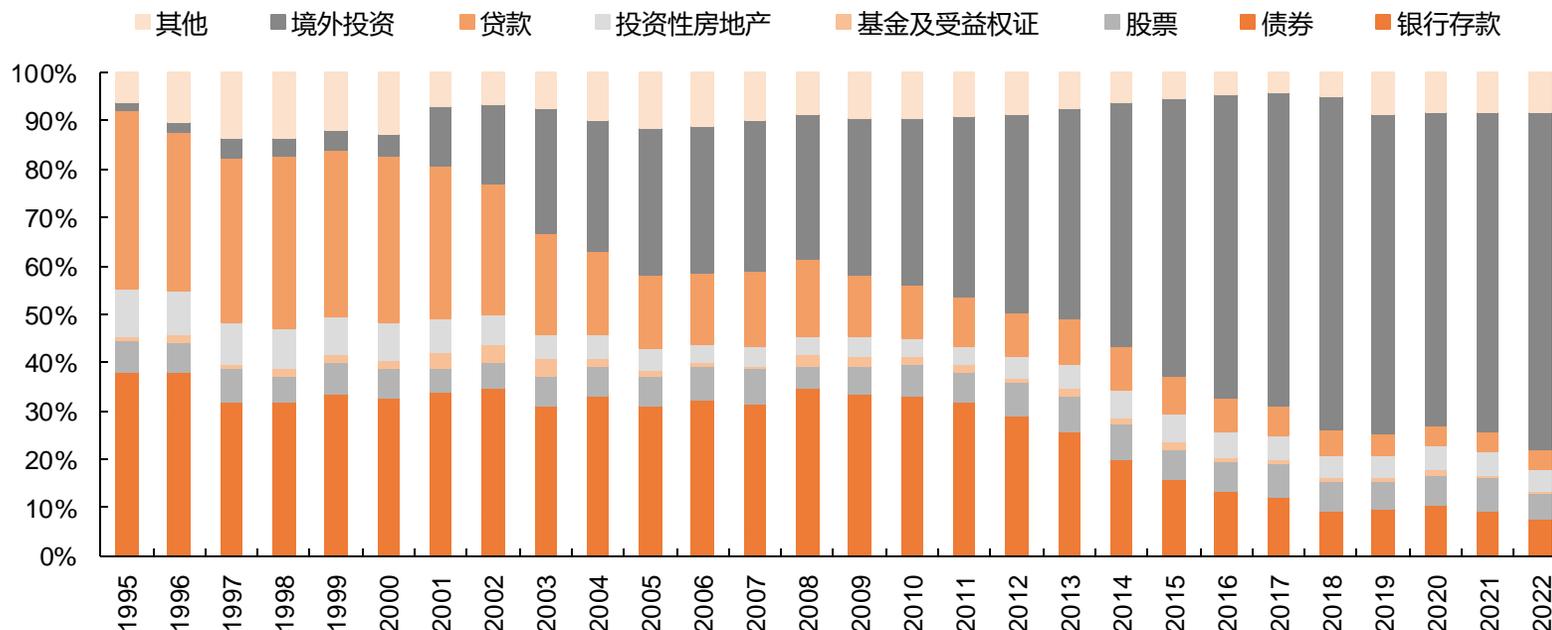
注：十年期国债收益率采用年内平均值

资料来源：GDV，平安证券研究所

### 3.4 中国台湾：以海外债券投资为主，险企加强汇率风险管控

➤ 中国台湾监管放开境外投资限制，险企加大海外资产配置。受制于长端利率下行、以及境内投资资产有限，中国台湾持续放宽保险资金海外投资范围和投资上限，2003年降低境外公司债信用评级要求、将海外投资上限由5%放宽至35%，2007年进一步放宽至45%，2011年允许符合一定条件的外币保单投资不计入海外投资总额度，2018年起将保险投资国际板债券纳入境外投资额度管理，境外投资总额不超过保险资金的65.25%。截至2022年末，中国台湾寿险公司海外资产配置比例（含外币保单，下同）约70%，较1995年提升68pct。

◆ 中国台湾寿险业资产配置结构



### 3.4 中国台湾：以海外债券投资为主，险企加强汇率风险管控

▶ 海外投资以海外债券为主，其中公司债、金融债占比相对较高，主要集中于欧美发达市场。从资产类别来看，中国台湾寿险公司海外主要配置债券及股票，以南山人寿、国泰人寿、富邦人寿为例，三家寿险公司2022年末海外债券在总投资资产中占比均在55%以上，海外股票占比在5%左右。海外债券中，收益率相对较高的公司债、金融债占比更高，2022年末富邦人寿公司债、金融债在海外债券中占比分别53.3%、33.3%，在总投资资产中占比分别30.5%、19.0%。从地区来看，海外投资主要集中于欧美发达资本市场，2022年末富邦人寿海外债券投资区域中，北美、欧洲占比分别55.1%、18.1%。

#### ◆ 中国台湾三家大型寿险公司2022年底国外资产配置比重

		南山人寿	国泰人寿	富邦人寿
海外债券	在海外投资中占比	94.2%	91.8%	91.4%
	在总投资中占比	64.3%	61.9%	57.2%
海外股票	在海外投资中占比	5.8%	8.2%	8.6%
	在总投资中占比	3.9%	5.6%	5.4%

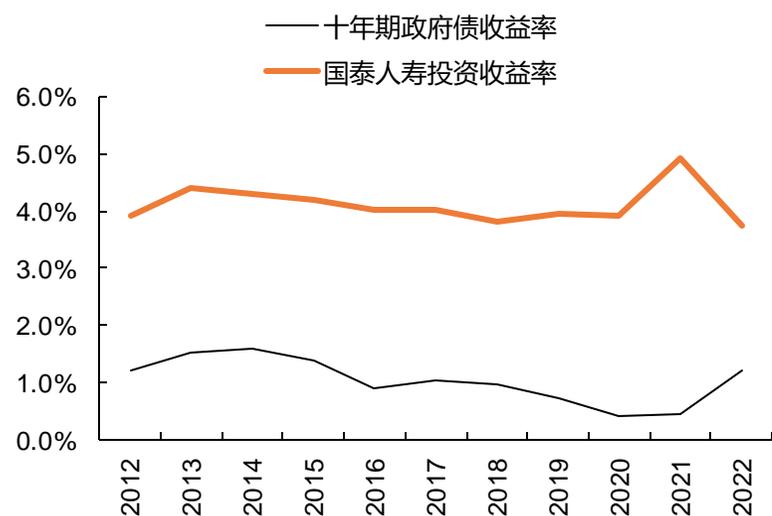
#### ◆ 富邦人寿海外债券资产类别与地域分布

	2020	2021	2022
<b>在海外债券中占比</b>			
公司债	52.9%	54.8%	53.3%
金融债	32.7%	31.1%	33.3%
政府公债	12.3%	12.0%	11.4%
其他	2.0%	2.1%	2.0%
<b>在总投资资产中占比</b>			
公司债	27.5%	29.7%	30.5%
金融债	17.0%	16.9%	19.0%
政府公债	6.4%	6.5%	6.5%
其他	1.0%	1.1%	1.1%
<b>在海外债券中占比</b>			
北美	52.6%	54.4%	55.1%
欧洲	19.1%	17.8%	18.1%
亚洲及其他	28.3%	27.9%	26.8%

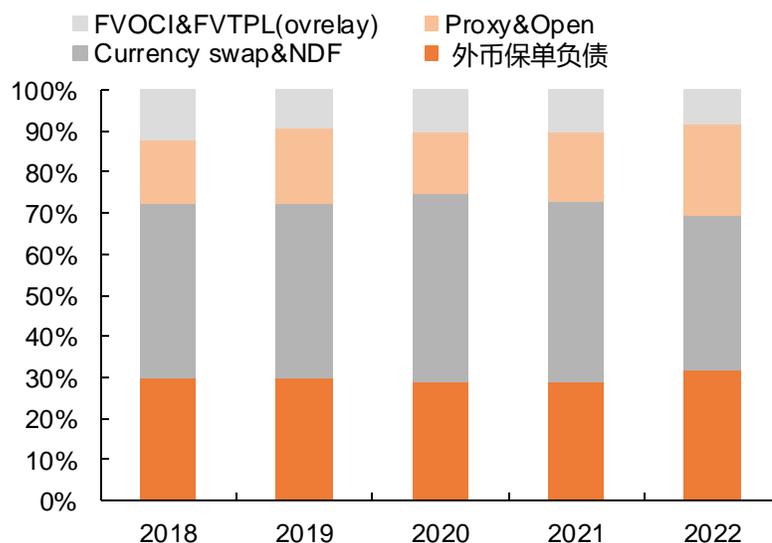
### 3.4 中国台湾：以海外债券投资为主，险企加强汇率风险管控

➤ 投资收益率相对稳定，但海外资产配置比例提升导致汇率风险加剧、险企通过外币保单和汇率衍生品对冲风险。以国泰人寿为例，尽管2007-2021年，十年期政府公债年均收益率下滑约1pct，但海外资产配置提升、拉动收益率提升，国泰人寿投资收益率基本维持4%左右。但寿险公司也需加强汇率风险管控，2020-2021年新台币较美元持续升值，导致2020、2021年国泰人寿汇兑损益分别为-1276、-759亿新台币，在公司营业收入中负贡献-14%、-8%；2022年美元升值，国泰人寿汇兑收益又达2981亿新台币。险企主要通过发行外币保单、以汇率衍生品等方式对冲部分汇率风险，2022年末国泰人寿外币资产中，外币保单负债占比32%，汇率互换和NDF占比38%，避险后投资收益率较避险前提升0.36pct。

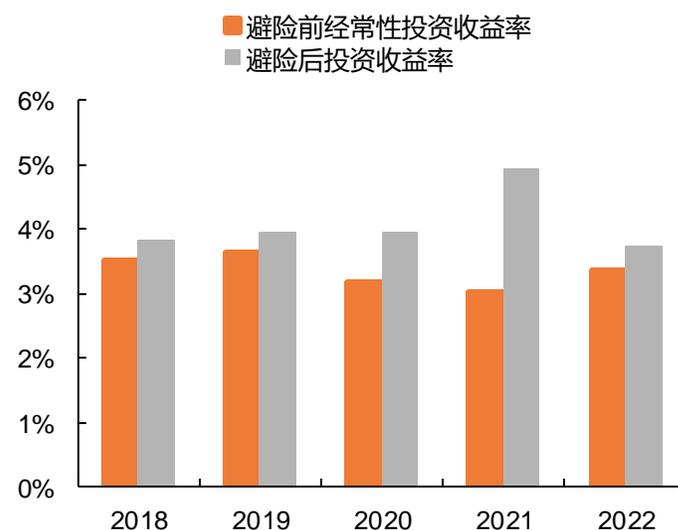
◆ 国泰人寿投资收益率与年均十年期政府公债收益率



◆ 国泰人寿避险组合结构



◆ 国泰人寿避险前后投资收益率



注：十年期政府债收益率采用年内平均值

资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所



# CONTENT 目录

- ◎ 一、国内现状：固收投资面临挑战，定价利率调整在即
- ◎ 二、负债端：调整产品结构，下调预定利率
  - 2.1 美国：持续创新投资型产品
  - 2.2 日本：保障型产品崛起
  - 2.3 德国：保障与储蓄型产品并重
  - 2.4 中国台湾：投资型产品与外币保单崛起
- ◎ 三、资产端：增配权益、拉长久期，紧握境外固收投资机遇
  - 3.1 美国：以企业债与权益资产为主，持续拉长资产端久期
  - 3.2 日本：稳健优先，增配长久期债券与海外资产
  - 3.3 德国：适当增配风险资产，投资收益率相对稳定
  - 3.4 中国台湾：以海外债券投资为主，险企加强汇率风险管控
- ◎ 四、经验借鉴：资负双轮驱动，防范化解利差损风险
  - 4.1 负债端：适度优化产品结构，降低负债成本
  - 4.2 资产端：关注长久期利率债和另类投资，加大全球化资产配置
- ◎ 五、投资建议与风险提示

## 4.1 负债端：适度优化产品结构，降低负债成本

- 参考海外，低利率环境下，负债端主要通过调整寿险产品结构、下调预定利率的方式来避免利差损风险。近年来，我国长端利率低位震荡、权益市场波动加剧，寿险行业面临潜在利差损风险、险企利润承压。保险监管趋严，通过发布产品负面清单、下调演示利率、分产品调整评估利率等降低负债端成本。

### 兼具储蓄和保障属性的产品

#### 谨慎发展增额终身寿险

- 佣金前置，可以年金转换或减保，存在费差损风险。
- 部分险企定价激进导致利差损风险，上市险企相对谨慎。

#### 商业养老年金险大有可为

- 人口老龄化加剧、个人养老金制度落地，在税优政策激励下，商业养老年金发展有望迎来发展。

#### 分红险或是更优选择

- 利率中枢下移、传统险经营压力增加，分红险由险企和客户共担投资风险、分享经营成果，可以避免产品结构单一带来的利率风险，在新保险合同准则下也更具稳定性优势。

### 保障类产品

#### 商业健康险和养老险空间仍较大

- 老龄化加深、个人卫生支出负担较重，居民健康和养老保障需求刚性，商业保险具备差异化竞争优势。

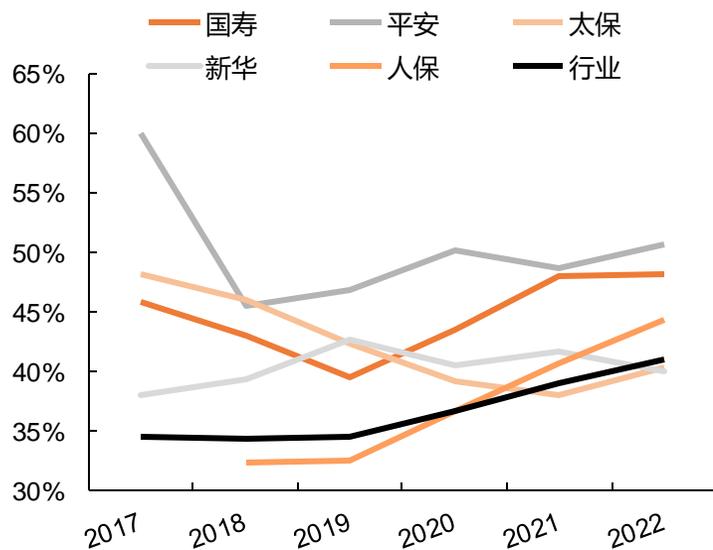
#### 稳定产品价格

- 保费受预定利率、预定费用率、产品责任设计等因素影响，其他条件一定的情况下，预定利率下行导致保费上升、影响产品竞争力。若未来监管分阶段分产品降低责任准备金评估利率，上市险企可以通过提升资源配置效率、提高投产比等方式，下调预定费用率、稳定产品价格。

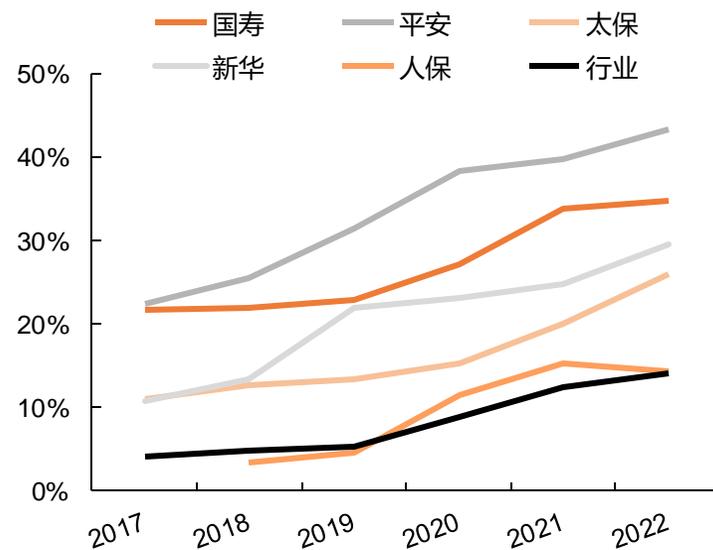
## 4.2 资产端：关注长久期利率债和另类投资，加大全球化资产配置

- 加大债券配置，重视长久期利率债配置。近年来，险企固收投资面临长端利率低位震荡，长久期债券和优质非标资产供给有限等问题。截至2022年末，政府债配置比例普遍较2017年提升10pct以上。
- 把握阶段性利率高点、发挥国债期货作用，加配长久期利率债，拉长资产久期、夯实投资收益。国债和地方政府债是十年期及以上长期券种的主要品种。在具体配置节奏上，险企可以在阶段性利率高点灵活运用杠杆，也可以发挥国债期货的风险对冲作用，提前配置长久期利率债。通过国债期货锁定未来配置债券的收益率水平、规避短期利率波动带来的再配置压力，从而动态把握现券市场收益率高点。

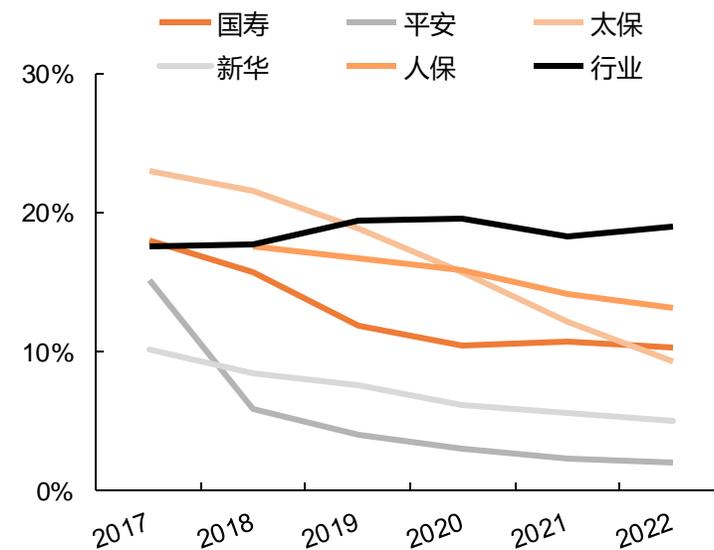
◆ 险资债券配置比例



◆ 险资政府债配置比例



◆ 险资企业债配置比例



资料来源：Wind，银保监会，平安证券研究所

注：政府债包括国债和地方政府债，行业数据根据中债登、上交所、深交所、上清所的累计托管规模测算。

## 4.2 资产端：关注长久期利率债和另类投资，加大全球化资产配置

- 优质非标资产供给有限，在满足风控要求的基础上，以优质信用主体为核心，适当放宽底层资产准入标准。险资对风控要求更高、普遍设置更为严格的内部信用评级，对非标资产的信用主体和底层资产的要求都较高。
- 关注底层资产优质的ABS产品夹层档，围绕核心资产、紧握公募REITs投资机遇。



### 适当放宽非标准入标准

以优质信用主体为核心，适当放宽底层资产准入（考虑资本消耗和偿付能力的优选）

- 信用主体：地方国资房企/城投公司（债权投资），央企下属企业（股权投资）。
- 底层资产：债权投资平衡信用和资产，结合信评结果，适当放宽业态和抵押率等，如非核心区域土地、商办物业抵押；以及二线城市高速公路、地铁等基础设施建设。

以优质底层资产为核心，适当放宽信用主体准入

- 底层资产：价值、变现灵活性，重点关注终极风险发生后的处置难度。
- 信用主体：适当放宽至民企、外部评级较弱的地方政府平台。



### 关注ABS和公募REITs

- 关注底层资产优质的ABS产品夹层档：美国寿险资金ABS配置比例达23%，我国保险机构在ABS的投资人结构中占比约5%。底层资产优质的ABS产品夹层档实质风险并未明显增加、期限相对优先档更长，符合险资配置需求。
- 加速公募REITs布局：公募REITs对资本消耗较低，有助于提升险企综合投资收益。未来可长期持有物流、新能源等优质资产、获取持续稳定的现金流。

## 4.2 资产端：关注长久期利率债和另类投资，加大全球化资产配置

► **扩品类、增区域，加大险资全球化资产配置。**我国保险资金境外投资的投资总额不得超过其上年末总资产的15%；根据中国保险资产管理业协会的调研数据，2021年参与调研的188家保险公司境外投资占比约2%，且近年来整体保持在2%左右。目前，我国经济发展已转向高质量发展阶段，人口老龄化加剧，利率中枢下移，长久期优质固收资产供给有限。未来险资可以通过加大全球化资产配置，紧握海外经济周期和资本市场波动带来的阶段性投资机遇，拉长资产久期、提升保险投资收益率。

### 区域选择

2016年底，我国外汇管理局加强对外投资监管；2019年以来，险资主要围绕“一带一路”和国家战略进行境外布局。从险资境外投资区域选择来看，

- **新兴市场：**重点关注“一带一路”沿线国家基础设施建设和产业发展机遇。
- **海外成熟市场：**投资品种丰富、体系成熟，重点关注债券和另类投资。
- **丰富资金来源：**参考德国安联通过收购PIMCO发展第三方资管业务的经验，探索与境外第三方资管机构合作，拓宽境外投资资金来源、丰富利润来源。
- **风险防范：**综合考虑政治、经济、法律、政策、文化等。

### 品种选择

我国保险资金境外投资领域包括货币市场类、固定收益类、权益类、不动产、股权投资基金、证券投资基金、房地产信托投资基金等。

- **债券配置：**我国十年期及以上债券以国债和地方政府债为主，海外成熟资本市场债券品种丰富，企业债和金融债等久期长、债券评级和定价体系成熟，符合险资久期和收益率需求。
- **另类投资：**海外发达市场的另类投资品种丰富，大宗商品、不动产、基础设施、信贷、股权等优质资产较多。具体来看：
  - 1) **不动产：**CMBS、REITs、物流资产包、不动产夹层基金等
  - 2) **基础设施：**城市更新、“一带一路”沿线国家基础设施新建等
  - 3) **股权投资：**直接间接投资结合，发挥境外资管公司专业优势
- **权益资产：**关注以美股/越南为代表的发达/新兴资本市场的宽基指数。



# CONTENT 目录

- ◎ 一、国内现状：固收投资面临挑战，定价利率调整在即
- ◎ 二、负债端：调整产品结构，下调预定利率
  - 2.1 美国：持续创新投资型产品
  - 2.2 日本：保障型产品崛起
  - 2.3 德国：保障与储蓄型产品并重
  - 2.4 中国台湾：投资型产品与外币保单崛起
- ◎ 三、资产端：增配权益、拉长久期，紧握境外固收投资机遇
  - 3.1 美国：以企业债与权益资产为主，持续拉长资产端久期
  - 3.2 日本：稳健优先，增配长久期债券与海外资产
  - 3.3 德国：适当增配风险资产，投资收益率相对稳定
  - 3.4 中国台湾：以海外债券投资为主，险企加强汇率风险管控
- ◎ 四、经验借鉴：资负双轮驱动，防范化解利差损风险
  - 4.1 负债端：适度优化产品结构，降低负债成本
  - 4.2 资产端：关注长久期利率债和另类投资，加大全球化资产配置
- ◎ 五、投资建议与风险提示

## 5.1 投资建议

- **寿险：**转型已初显成效，代理人数量下滑放缓、质量有所改善，22H2上市险企NBV降幅总体收窄、部分出现正增长。同时，主要上市险企重启价值银保渠道、保费与NBV贡献明显提升，多元渠道助力业务增长。产品端聚焦客户需求、以长储为抓手，搭配康养增值服务，推动销售。
- **产险：**防控政策优化背景下，出行增加、赔付增加，车险综合成本率或将承压，龙头险企具备定价、定损、渠道和服务优势，费用和赔付压降能力优于行业；同时，准备金计提充分、准备金释放可在一定程度上缓解综合成本率压力，预计承保利润将有所下滑，但仍可实现承保盈利。
- **行业方面：**从负债端来看，居民保本储蓄需求旺盛，而银行理财净值化转型、竞品吸引力下降，预计2023年险企“开门红”业绩高增、23Q1寿险NBV有望实现正增。从资产端来看，内外部流动性环境改善、政策托底经济大盘，随着经济持续复苏，长端利率有望企稳回升、权益市场有望迎来修复；同时地产政策发力，险企投资端将迎来改善。行业估值和机构持仓目前仍处于历史底部， $\beta$ 属性和23Q1低基数效应下的业绩改善将助力保险板块估值底部修复，看好行业的长期配置价值，维持“强于大市”评级。
- **个股方面：**建议关注22H2新单与NBV恢复正增、23年“开门红”主打增额终身寿、23Q1业绩有望在去年同期低基数下迎来改善的中国太保，和基本面相对稳健、率先启动23年“开门红”的中国人寿。

## 5.2 风险提示

---

- 1、权益市场大幅波动， $\beta$ 属性导致板块行情波动加剧。
- 2、代理人数量持续下滑、质态提升不及预期，新单超预期下滑。
- 3、车均保费超预期下滑、赔付率超预期提升，车险承保利润承压。
- 4、自然灾害频发，农险、企财险赔付超预期。
- 5、利率超预期下行，到期资产与新增资产配置承压。
- 6、海内外贸易摩擦等政治风险加剧、海外监管驱严，全球经济周期波动和汇率波动加剧；国内外汇管制加码。

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。