

保险 II 行业深度报告

定价利率下调后新型产品能否扛起销售大旗——来自海外经验与本土环境的综合分析

增持（维持）

2023 年 06 月 07 日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

投资要点

- **寿险预定利率下调成为寿险业内和资本市场共同热议的话题。**我们预计，新型产品贡献占比有望提升，相对复杂的产品形态和利益演示信息要求，对渠道、客户和公司提出了更高的要求。本文就定价利率下调后新型产品能否扛起销售大旗，结合海外经验与本土环境进行深入分析。
- **所谓新型产品，是相对于传统型产品而言，指分红保险、万能保险、投资连结保险。**传统险收益确定。分红险提供保底收益，给予保守定价假设，分红险费率高于传统险，高出部分可视作投保人对产品经营成果的“看涨期权”。万能险的保险金额可灵活调整，具备保障投资双重属性，作为舶来品，透明的费率计算方法和灵活的缴费方式成为大资管行业下保险与同业竞争重要产品。投连险的投资账户透明灵活，提供更高收益可能，类似公募基金承担账户净值波动。
- **探求海外保险发展可行路径。**1) 次贷危机的爆发和利率中枢的下行，催生指数型万能寿险成为美国保险市场的中流砥柱。跟踪指数、投资有保底、收益有上限的指数型万能寿险逐渐成为美国寿险产品主流形态。2) 英国投连险与国家养老体系结合，撑起了英国养老体系第二支柱与第三支柱，2021 年贡献了 75% 的新增保费，其中企业养老金账户和私人养老金账户占据了主导地位，是国民养老收入最重要的来源之一。3) 2023 年 2 月，香港保监局更新了 GN16 指引加强对分红实现率的披露要求（新增披露分红实现率和过往派息率），结合 2023 年初原银保监会《一年期以上人身保险产品信息披露规则》，政策出台引导国内分红保险产品规范化、透明化。4) 为解决“利差损”危机，日本寿险行业在降低预定利率、压缩经营成本、优化产品结构等方面进行了被动调整。负利率时代，日本变额寿险快速发展，新增保单保费收入占比由 2016 年的 2.04% 提升到 2021 年的 12.3%。它山之石可以攻玉，我们认为“高浮动收益，低保证收益”的产品设计思路或新型产品的发展方向。
- **我们认为无需过度担心 3Q23 新单数据压力。**即便预定利率下降（从 3.5% 到 3.0%），对追求保本长期稳定收益的客户影响不大。产品储备方面，公司预计会推出分红险等利益共享新产品，同时考验队伍的销售能力，优质头部公司有望受益。值得注意的是，相比 2021 年初重疾险炒停后长期健康险销售持续低迷不同的是，当前储蓄型业务外部销售环境是持续且明显改善的，或者说即使没有炒停，储蓄型业务表现本来就不差。年初以来队伍质态持续改善，支撑 2H23 业务复苏动能。炒停本身不能带来业绩的持续改善，但能从供给侧提升队伍的收入和展业信心。一方面，疫情三年以来队伍和客户面对面沟通减少，预定利率下调预期下产品有涨价压力，客户咨询购买意愿提升。另一方面，队伍收入企稳有助于提升代理人信心，新增入口有望打开，迎来队伍管理正循环。《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》实施在即，推动产品和销售队伍分级匹配、专业度提升，加强销售前端后端监管要求，提高产品销售服务质量。区分销售能力资质，实行差别授权，明确所属各等级保险销售人员可以销售的保险产品，着力打造高质量的新型产品销售队伍。
- **投资建议：**我们认为保险板块本轮上涨，短期靠中特估催化，中期看负债端拐点验证，长期需要宏观经济持续修复加持。板块推荐：中国太保、新华保险、中国平安和中国人寿。
- **风险提示：**预定利率下降使得产品吸引力下降销售难度增加，宏观经济复苏低于预期，寿险业转型持续低于预期

行业走势



相关研究

《上市险企 4 月保费数据点评：寿险炒停加速拐点到来，关注队伍收入和信心恢复》

2023-05-16

《负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵》

2023-05-04

内容目录

1. 引言：定价利率下调后对产品带来哪些影响？	4
1.1. 预定利率调整对保险财富类产品相影响分析	4
1.2. 对行业影响“短空长多”，新型产品能否扛起销售大旗是行业和监管的共同课题	5
2. 新型产品概念梳理与辨析	6
2.1. 分红险：提供保底收益，给予保守定价假设	7
2.2. 万能险：保险金额可灵活调整，具备保障投资双重属性	8
2.3. 投连险：投资账户透明灵活，提供更高收益可能	8
2.4. 曾被妖魔化的万能险并非“保险不姓保”	9
2.5. 新型人身险产品利益演示要求信息披露更高	11
3. 海外新型产品发展经验	13
3.1. 按图索骥，参考万能险的起源地美国的经验	13
3.1.1. 历史沿革	13
3.1.2. 指数型万能寿险产品分析	14
3.2. 他山之石，来自投连险的发祥地英国的分析	16
3.2.1. 历史沿革	16
3.2.2. 投连（基金联结）保险产品分析	17
3.3. 隔江回望，中国香港新兴市场分红型业务发展	18
3.3.1. 新 GN16 加强了分红产品的披露和透明度	18
3.3.2. 香港分红产品披露分析	19
3.4. 历史教训，“利差损”危机下的日本保险行业自救	21
3.4.1. 长期低利率引发寿险公司破产危机	21
3.4.2. “利差损”危机下日本寿险行业应对措施	21
3.4.3. 新型变额寿险产品在持续负利率	22
4. 资管新规后新型寿险产品的竞争优劣势分析	23
4.1. 短期炒停无法避免	23
4.2. 低利率环境下，保险产品刚兑保本属性有望进一步获得投保人青睐	24
4.3. 《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》对新型寿险产品销售的影响	25
5. 投资建议与风险提示	27
5.1. 投资建议	27
5.2. 风险提示	28

图表目录

图 1:	2022 年中国保险市场产品结构	6
图 2:	低利率环境延续, 叠加居民风险偏好逐步下行, 传统险业务对总保费贡献不断提升	6
图 3:	平安御享传家终身寿险(分红型) 红利演示(单位: 元)	7
图 4:	万能险保保单账户运作原理	8
图 5:	政策驱动万能险高速发展	9
图 6:	万能险异化“保险不姓保”	9
图 7:	万能险保费收入(投资款新增交费) 占比自 2016 年达高位后逐步回落(单位: 万元) ..	10
图 8:	美国指数型万能险产品逐渐占据主流(单位: 百万美元)	13
图 9:	美国寿险产品发展趋势	14
图 10:	标准普尔 500 指数和指数型万能寿险收益对比	15
图 11:	股票价值与保险价值增长对比(单位: 美元)	15
图 12:	基金连结型产品占据寿险市场主流	16
图 13:	分红型产品淡出投保人视野	16
图 14:	英国投资连结型保险的结构(单位: 亿英镑)	17
图 15:	基金产品平均费用扣除(单位: 英镑)	17
图 16:	投资基金产品内部收益率	17
图 17:	交易所交易投资产品、投资信托平均费用扣除(单位: 英镑)	18
图 18:	投资交易所交易投资产品、投资信托内部收益率	18
图 19:	「裕满人生」保障计划 2 分红产品内部收益率	19
图 20:	日本寿险行业“利差损”危机(单位: 亿日元)	21
图 21:	二十世纪末日本寿险公司破产潮, 破产前两年和破产时产品预定利率变化	21
图 22:	日本寿险行业预定利率不断下降	22
图 23:	日本变额保险新单保费比重逐年增加	23
图 24:	2021 年日本新增保单保费收入结构	23
图 25:	《保险销售行为管理办法(征求意见稿)》明确禁止炒停	24
图 26:	队伍发展的良性循环示意图	24
图 27:	居民防御性存款意愿增强, 为储蓄型业务的销售奠定基础(单位: %)	25
图 28:	《保险销售行为管理办法(征求意见稿)》产品分级要求分类	25
图 29:	个险渠道保险销售人员管理要求	27
表 1:	2022 年上市险企寿险前五保费收入排名	4
表 2:	预定利率调整对保险财富类产品影响分析	5
表 3:	新型寿险产品区别辨析	6
表 4:	2013 至 2017 年原保监会对万能险历经放开和收紧两个阶段	11
表 5:	2013 至 2017 年原保监会对万能险历经放开和收紧两个阶段	12
表 6:	美国寿险产品优劣辨析	14
表 7:	友邦核心分红产品总现金价值比率	20
表 8:	友邦核心分红产品周年红利实现率	20
表 9:	上市险企估值表(以 2023 年 6 月 5 日股价计)	28

1. 引言：定价利率下调后对产品带来哪些影响？

为引导人身险业降低负债成本，加强行业负债质量管理，原银保监会人身保险监管部2023年3月末组织保险行业协会以及23家人身险公司召开座谈会。2023年4月以来，寿险预定利率下调成为寿险业内和资本市场共同热议的话题。保险产品的“预定利率”作为一种产品开发工具，是保险公司在保险产品设计的过程中，对投资端资产回报率的预测假设定价利率下调会直接带来保险产品保费的增加，不同的保险产品由于保单年限、风险结构、附加费用率的不同，其市场竞争力的影响也不一致。保单年限长、收益率固定的传统财富类保险产品通常表现出更高的利率敏感性。本文就定价利率下调后新型产品能否扛起销售大旗，结合海外经验与本土环境进行深入分析。

$$\text{趸交保费} = \sum_t \frac{\text{保险责任}_t \times \text{发生率}_t}{(1 + \text{定价利率})^t} / (1 - \text{费用率})$$

1.1. 预定利率调整对保险财富类产品相影响分析

在资管新规正式落地、市场利率下行以及权益市场波动的背景下，保险财富类产品相对于其他金融产品的长期稳健优势凸显。从2022年上市险企寿险业务保费收入排名前五产品一览表中发现，储蓄型业务占比明显提升，中期年金和两全产品帮助客户解决教育金储备等各类中长期财富管理需求，终身寿险满足客户风险保障、资产传承以及长期储蓄的综合需求。展望未来，我们认为随着居民可支配收入预期的提升，对保险产品配置需求逐步释放，寿险公司仍需坚持以客户为中心的产品开发理念。

表1：2022年上市险企寿险前五保费收入排名

中国人寿	平安人寿	新华保险	太保寿险	人保寿险
国寿鑫享至尊年金保险（庆典版）	平安金瑞人生（2021）年金保险	稳得福两全保险（分红型）	鑫红利两全保险（分红型）	人保寿险鑫安两全保险（分红型）（C款）
国寿鑫耀东方年金保险	平安财富金瑞（2021）年金保险	惠添富年金保险	金佑人生终身寿险（分红型）A款（2014版）	人保寿险如意保两全保险（分红型）
国寿鑫裕金生两全保险	平安御享金瑞年金保险	荣华世家终身寿险	长相伴（庆典版）终身寿险	人保寿险聚财保养老年年金保险（分红型）
国寿城乡居民大病团体医疗保险（A型）	平安平安福终身寿险	健康无youC款重大疾病保险	鑫享事诚（庆典版）两全保险	人保寿险温暖金生年金保险
国寿鑫福临门年金保险	平安金瑞人生（20）年金保险	惠金享年金保险	城乡居民大病团体医疗保险（A型）	人保寿险卓越金生两全保险

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们根据《中国人身保险业经验生命表（2010-2013）》CL1表测算预定利率调整对保险财富类产品毛保费影响，从利率敏感性排序来看，终身寿险>年金>重疾>两全>定期寿险。我们以30岁男性为例，保额为1000元，缴费期限10年，前五年的费用支出率为50%、30%、20%、5%、5%（第六年及以后没有费用支出）。我们分别计算了当预定利率从3.5%下调到3.25%、3.0%和2.75%影响，发现预定利率越低，毛保费上涨幅度越大。当预定利率从3.5%下调到3.0%后，年金险、终身寿险、定期寿险、两全险和

健康险对应毛保费涨幅分别为 18.4%、19.5%、3.5%、7.5%和 16.4%。短期险和以保障功能更强的长期险产品对于利率敏感度相对不高。

表2: 预定利率调整对保险财富类产品影响分析

产品类型	产品介绍	预定利率		
		从 3.5% 下调至 3.25%	从 3.5% 下调至 3.0%	从 3.5% 下调至 2.75%
年金	60 岁给付终身年金	8.8%	18.4%	29.0%
终身寿险	终身死亡给付保额	9.2%	19.5%	30.9%
定期寿险	20 年期定期死亡给付保额	1.7%	3.5%	5.3%
两全险	20 年期定期死亡给付保额 +20 年期年金	3.7%	7.5%	11.5%
重疾险	终身寿险(主险)+终身重疾 (附加险 1)+轻症责任(附 加险 2) 产品组合	7.8%	16.4%	25.9%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 30 岁男性, 10 年期缴保费, 前五年的费用支出率为 50%、30%、20%、5%、5% (第六年及以后没有费用支出)

1.2. 对行业影响“短空长多”，新型产品能否扛起销售大旗是行业和监管的共同课题

从短期来看，引导降低负债成本将大幅刺激产品销售，尤其是普通型养老年金及 10 年以上的普通型长期年金，老产品停售炒作难以避免。近年来，疫情持续影响下，传统个险队伍增员难、留存难、展业难的困境交织放大，增额终身寿险成为不少寿险公司 2023 年“开门红”主打产品。3 月 24 号座谈会结束后，部分中小寿险公司和代理人纷纷“蹭热点”，通过各类宣传“炒停”，例如“3.5%复利的绝唱”、“即将下架”、“最后的机会”等字眼，虽然短期对上半年新单有着明显贡献，但也给保险消费者留下专业度不高的负面印象。

中期来看，预定利率跟随评估利率下行，寿险公司利差损隐忧逐步缓解，业务结构上，新型产品占比提升，传统险业务占比下降。虽然储蓄型业务吸引力略有下降，但分红险占比提升有望缓解人身险公司刚性负债成本压力，值得注意的是，在资管新规和市场利率中枢下行的共振影响下，寿险产品本身保本属性有望进一步强化。

长期来看，有望引导人身险公司降低负债成本。引导寿险公司预定利率下调体现监管防范利差损风险信号，叠加此前监管规范增额终身寿险竞争乱象、财政部发行 230 亿元 50 年期国债等措施，未来行业淡化开门红，聚焦长期储蓄和保障型产品将逐步成为共识。2022 年末，监管层点名提出，随着增额终身寿险产品市场关注不断攀升，个别公司激进经营，行业恶性竞争现象有所抬头。监管明确各公司应当于 2022 年 12 月 5 日前，向监管报送增额终身寿险产品专项风险排查报告，重点涵盖：1) 增额比例超过产品定价利率；2) 利润测试的投资收益假设超过公司近 5 年平均投资收益率水平；3) 产品定价的附加费用率假设明显低于实际销售费用等。

2. 新型产品概念梳理与辨析

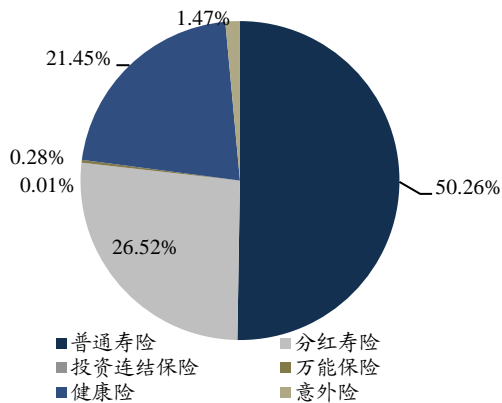
所谓新型产品，是相对于传统型产品而言，系指分红保险、万能保险、投资连结保险。具体而言，传统险收益确定。分红险提供保底收益，给予保守定价假设，分红险费率高于传统险，高出部分可视为投保人对产品经营成果的“看涨期权”费。万能险的保险金额可灵活调整，具备保障投资双重属性，作为舶来品，透明的费率计算方法和灵活的缴费方式成为大资管行业下保险与同业竞争重要产品。投连险的投资账户透明灵活，提供更高收益可能，类似公募基金承担账户净值波动。

表3: 新型寿险产品区别辨析

特点	分红险	万能险	投连险
账户结构	无投资账户	投资账户+保障账户	
缴费灵活度	低	高	
账户透明度	低	中	高
账户流动性	低	高	
利润来源	利差死差费差	投资利差	
收益分配	有最低保证，按年度可分配利润的百分比	取决于投资收益，有最低保证	完全取决于投资收益
风险承担	投保人与被保险人共担		投保人承担

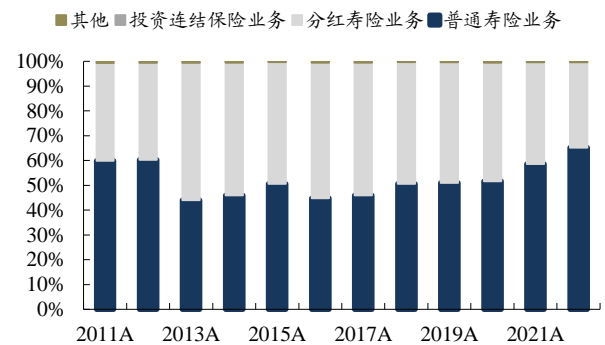
数据来源：魏华林《保险学》，东吴证券研究所整理

图1: 2022年中国保险市场产品结构



数据来源：原银保监会，东吴证券研究所整理

图2: 低利率环境延续，叠加居民风险偏好逐步下行，传统险业务对总保费贡献不断提升



数据来源：原银保监会，东吴证券研究所整理

近年来，低利率环境延续，叠加居民风险偏好逐步下行，传统险业务对总保费贡献不断提升，新型产品贡献不断下滑。从险种看，人身险公司险种结构持续调整，2022年人身险公司普通寿险实现原保险保费收入17237.80亿元，同比增长15.38%，连续4年保持两位数以上增速，占比超过人身险公司保费的50%，普通寿险对行业增长的贡献率为114.71%；分红寿险实现原保险保费收入9096.36亿元，同比下降12.82%，连续三年负增长，且降幅不断扩大。2022年中国人身险业务保费收入34297亿元，其中普通寿

险占据主流达到 26434 亿元，总保费收入占比达 50.26%，分红险、投连险、万能险三种新型产品总保费收入 9196 亿元，占据总保费收入的 26.8%，即使加上寿险公司保户投资款新增交费和投连险独立账户新增交费合计 5845 亿元，传统险仍是主流。从数据可以发现，我国保险市场传统寿险的占比仍然较高，而投资型保险产品的市场份额不足，新型寿险产品仍有广阔的发展空间。我们预计，预定利率跟随评估利率下行，保险公司新型产品贡献占比提升，不过新型人身险产品利益演示要求信息披露更高，对渠道、客户和公司提出了更高的要求。

2.1. 分红险：提供保底收益，给予保守定价假设

分红险费率高于传统险，高出部分可视为投保人对产品经营成果的“看涨期权”费。
分红险指按照相对保守的精算假设假定较高的保险费率，在每个会计年度结束后，将上一会计年度该类分红保险的可分配盈余，按一定的比例、以现金红利或增值红利的方式分配给客户的一种新型人寿保险。分红保险的红利来源于死差益、利差益和费差益所产生的可分配盈余，投保人可以与保险公司共享经营成果，同时，由于每年保险公司的经营状况不一样，客户所能得到的红利也会不同。监管思路一脉相承，2023 年初原银保监会《一年期以上人身保险产品信息披露规则》提出，要求保险公司披露分红实现率指标，同时取消高、中、低三档演示利率表述，调低演示利率水平，其中对于分红险而言，“应当采用保证利益演示和红利利益演示两档演示产品未来的利益给付，用于利益演示的利差水平分别不得高于 0、4.5%减去产品预定利率”。在答记者问中，监管明确提出取消高、中、低三档演示利率表述，调整为两档演示，并调低演示利率水平，一方面与市场利率长期走低趋势相符；另一方面也有利于引导行业关注自身利差损风险的同时，合理引导保险消费者预期。

图3：平安御享传家终身寿险（分红型）红利演示（单位：元）

保单年度	年交保险费	累计保险费	生存总利益			身故总利益			现金价值(退保金)	身故保险金	当年红利			累积红利		
			低	中	高	低	中	高			低	中	高	低	中	高
1	100000	100000	27200	27916	28454	160000	160716	161254	27200	160000	0	716	1254	0	716	1254
2	100000	200000	70800	73601	75702	280000	282801	284902	70800	280000	0	2063	3610	0	2801	4902
3	100000	300000	126600	132928	137673	420000	426328	431073	126600	420000	0	3443	6025	0	6328	11073
4	100000	400000	237800	249173	257702	560000	571373	579902	237800	560000	0	4855	8497	0	11373	19902
5	100000	500000	357800	375815	389327	700000	718015	731527	357800	700000	0	6301	11027	0	18015	31527
6	0	500000	467900	492906	511661	700000	725006	743761	467900	700000	0	6451	11289	0	25006	43761
7	0	500000	479300	511660	535929	700000	732360	756629	479300	700000	0	6603	11556	0	32360	56629
8	0	500000	490900	530989	561056	700000	740089	770156	490900	700000	0	6759	11828	0	40089	70156
9	0	500000	502700	550910	587068	700000	748210	784368	502700	700000	0	6918	12107	0	48210	84368
10	0	500000	514900	571638	614191	700000	756738	799291	514900	700000	0	7081	12392	0	56738	99291
15	0	500000	580300	686355	765897	700000	806055	885597	580300	700000	0	7956	13923	0	106055	185597
20	0	500000	654800	823038	949217	700000	868238	994417	654800	700000	0	8953	15667	0	168238	294417
25	0	500000	740700	986821	1171411	740700	986821	1171411	740700	740700	0	10117	17705	0	246121	430711
30	0	500000	838000	1181115	1438452	838000	1181115	1438452	838000	838000	0	11447	20031	0	343115	600452
35	0	500000	948100	1411252	1758617	948100	1411252	1758617	948100	948100	0	12951	22663	0	463152	810517
40	0	500000	1072700	1683600	2141775	1072700	1683600	2141775	1072700	1072700	0	14652	25641	0	610900	1069075
45	0	500000	1213600	2005500	2599426	1213600	2005500	2599426	1213600	1213600	0	16577	29010	0	791900	1385826
50	0	500000	1373000	2385725	3145268	1373000	2385725	3145268	1373000	1373000	0	18755	32821	0	1012725	1772268
55	0	500000	1553400	2834559	3795429	1553400	2834559	3795429	1553400	1553400	0	21218	37132	0	1281159	2242029
60	0	500000	1757300	3363717	4568529	1757300	3363717	4568529	1757300	1757300	0	24004	42007	0	1606417	2811229
65	0	500000	1987900	3987287	5486827	1987900	3987287	5486827	1987900	1987900	0	27154	47519	0	1999387	3498927

数据来源：平安御享传家终身寿险（分红型）产品说明书，东吴证券研究所整理；投保案例：王先生（40 周岁）为自己投保平安御享传家终身寿险（分红型）（简称御享传家），选择交费期间为 5 年，年交保险费 10 万元，基本保险金额为 40.43 万元，合计保险费 50 万元，红利领取方式为累积生息。主要保单年度保单利益测算如上。

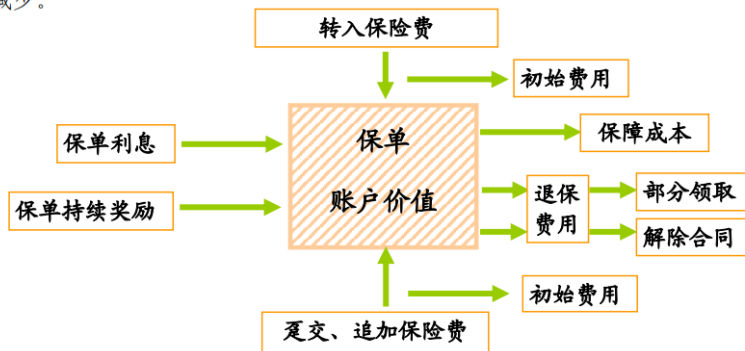
注：《一年期以上人身保险产品信息披露规则》将在 2023 年 6 月 30 日正式实施，因此该分红产品演示红利仍采用低、中、高三档方式。

2.2. 万能险：保险金额可灵活调整，具备保障投资双重属性

万能险作为舶来品，透明的费率计算方法和灵活的缴费方式成为大资管行业下保险与同业竞争重要产品。万能保险是一种具有保险保障功能并设有单独保单账户，且保单账户价值提供最低收益保证的人身保险，兼具保险保障和储蓄投资功能。具有三个主要特征：第一，保费缴纳灵活。万能险的保费交纳方式较为灵活，投保人可根据自己的需要选择一次性交清保费，或者分次交清保费。第二，可灵活调整保险金额。投保人可以根据自己对保障、投资的不同需求自主选择或随时变更保险金额，通常保险公司会规定最低保险金额，而且保险金额的变更需要在保单成立且生效满一年以后。第三，具备保障寿险产品的特征。万能险产品可以为投保人提供相应的人身保障，当被保险人死亡或发生重大疾病时，保险人将给予相应的保险给付。相比分红险，万能险投资账户有相对明确的投资策略，在风险可控的前提下，尽量提高账户的财务投资收益率，捕捉市场高收益资产。销售环节会议以高（一般为 6.0%）、中（一般为 4.5%）、低（保底结算利率）档进行演示收益，产品透明度相对较高。

图4：万能险保保单账户运作原理

如下图所示，保单账户价值随着扣除初始费用后的保险费、保单持续奖励、保单利息计入保单账户而增加；随着保障成本的收取、主险保单账户价值的部分领取及相应退保费用的收取而减少。



数据来源：平安人寿万能险产品说明书，东吴证券研究所整理；

2.3. 投连险：投资账户透明灵活，提供更高收益可能

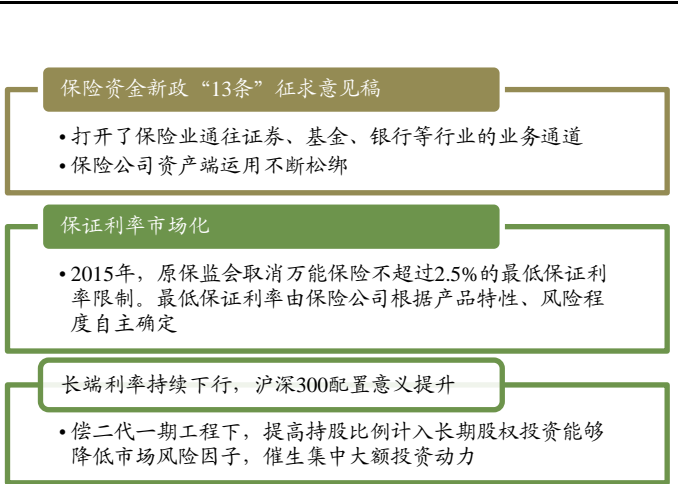
投连险投资账户透明灵活，类似公募基金承担账户净值波动。投资连结保险是指具有保险保障功能并至少在一个投资账户拥有一定资产价值，并不保证最低收益的人身保险。投资账户完全独立于保险公司的其他投资账户，这是投资连结保险区别于其他类型

保险产品的一个最主要的特征。投资连结保险在操作上的透明度很高，投保人可以知晓每笔保险费在投资账户、死亡成本及管理费用上的具体分配情况。投资连结保险保险费可以灵活支付，保险金额可以灵活调整，投资账户也可以灵活转换，一张保险单就可以灵活适应消费者未来多样化且不确定的理财需求。

2.4. 曾被妖魔化的万能险并非“保险不姓保”

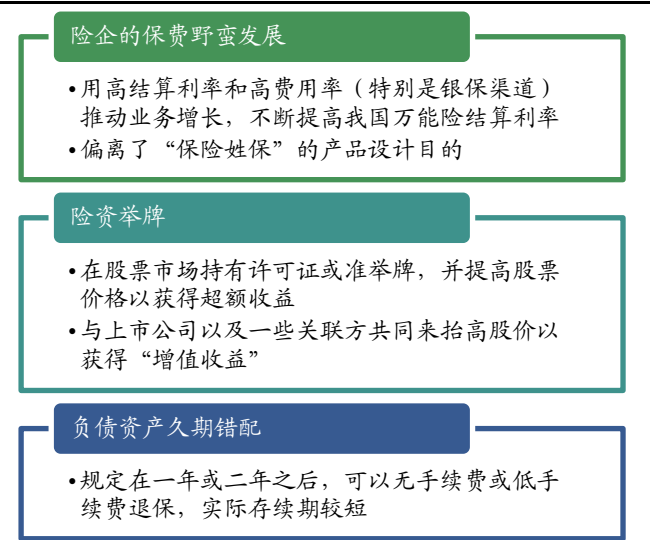
万能险本是发达成熟金融市场的主流保险产品，此前却在国内保险市场“异化”发展为短期银保渠道理财产品，在收益分配、期限久期、流动性等方面存在错配，资产负债管理风险突出。复盘历史发现，2012年开始的保险资金运用市场化改革，为提升保险公司投资收益率打开了窗口。灵活的万能险产品通过高结算利率、随时可赎回的特质，满足了客户短期限、高收益的预期。2015至2016年，万能险是市场增速最快的产品，2016年万能险（寿险公司保户投资款新增交费）市场规模保费接近1.18万亿，规模保费占比将近40%。彼时，在以安邦人寿、华夏人寿和前海人寿为代表的“资产驱动负债”中小保险公司，通过中短存续期产品加以采取激进的投资策略，在短时间内异军突起。但随着险资举牌等争议事件和资产负债久期错配等问题浮出水面，监管部门加大了对中短存续期、理财属性过重的保险产品的监管，推动行业回归保障，万能险保费增长显著下降。其中，“短钱长投”是以万能险为代表的中短存续期产品的显著特点，也是乱象的根源所在。

图5：政策驱动万能险高速发展



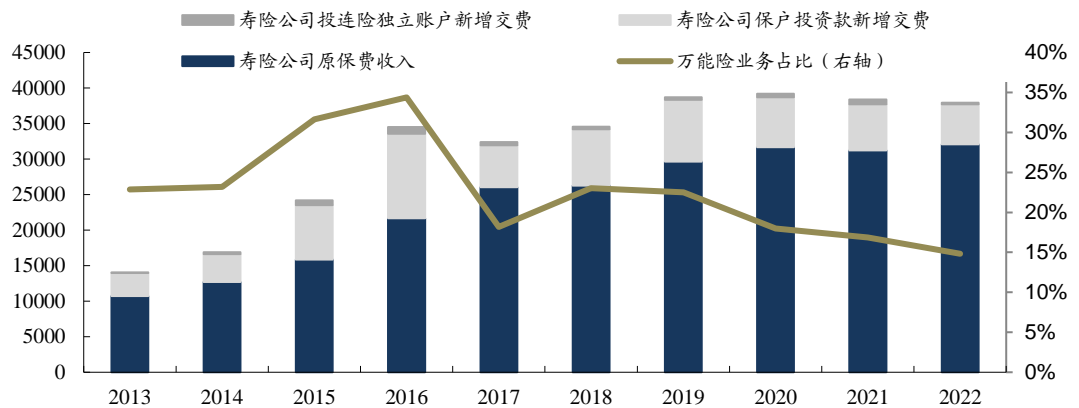
数据来源：原银保监会，东吴证券研究所

图6：万能险异化“保险不姓保”



数据来源：原银保监会，东吴证券研究所

图7: 万能险保费收入(投资款新增交费)占比自2016年达高位后逐步回落(单位:万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2013至2017年间原保监会对万能险历经放开和收紧两个阶段。2013年原保监会为了引导寿险公司经营模式和产品结构创新,同时也为了建立市场化主导的费率形成机制,通过“传统险-分红险-万能险”三步走方式逐步放开预定利率的相关限制,给予保险公司更多的定价自主权。2015年取消万能保险不超过2.5%的最低保证利率限制。最低保证利率由保险公司根据产品特性、风险程度自主确定。而利率中枢下移叠加万能险市场的野蛮发展,自2016年末以来,原保监会持续规范万能险业务发展,落实“保险姓保”的政策理念,对万能险的规模、经营管理等进行了限制和规范,将万能保险责任准备金的评估利率上限调整为年复利3%,引导保险资金服务实体经济,支持资本市场平稳健康发展。

万能险的发展切不可因噎废食,对新型产品的批判与争议是保险行业转型发展的必经之路。万能险的发展受宏观经济环境和保险公司的自身管理水平的影响,因此监管部门对万能寿险的引导和管控显得尤为重要。2021年原银保监会出台《万能型人身保险管理办法(征求意见稿)》,对万能险的保险期限、账户投资收益的计算以及销售人员的资质都提出了新的要求。需要明确万能险产品的存续期,实现对不同存续期万能险产品资产负债的合理匹配,以有效地避免“短钱长配”或“长钱短配”的流动性风险。《万能型人身保险管理办法(征求意见稿)》鼓励保险公司开发保险期限20年及以上的万能险,结合附加重大疾病保险、附加意外伤害保险等方式,进一步提高万能险风险保障水平。由于同时具备保险保障和投资的功能,万能险兼具保险产品和理财产品特点,要引导保险公司在产品设计之初,更多考虑产品的保障属性,改变原有的销售模式探索新的客户群体,真正为市场贡献出增值与保障一体化的保险产品。

表4: 2013 至 2017 年原保监会对万能险历经放开和收紧两个阶段

时间	文件	主要内容
2015 年 2 月	《关于万能险人身保险费率政策改革有关事项的通知》	全面深化人身保险费率政策改革放开万能型人身保险最低保证利率，原保监会按照“放开前端、管住后端”的基本思路，取消万能保险不超过 2.5% 的最低保证利率限制。最低保证利率由保险公司根据产品特性、风险程度自主确定。
2016 年 3 月	《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》	重新严格定义中短存续期产品，提高经营中短存续期产品门槛，并明确强调“分红险/万能型产品形态的中短存续期产品，如有区别于其他产品的投资策略、分红策略或结算利率策略，保险公司应设立相应的分红子账户或万能子账户，单独核算，保证核算清晰、公平。万能型保险的各项费用收取水平应在保险条款中予以明确”
2016 年 9 月	《关于强化人身保险产品监管工作的通知》	强调保险公司应当加强对万能型保险的经营管理。1) 对万能型保险要建立单独核算制度，单独管理万能账户。2) 应当根据万能账户单独资产的实际投资状况科学合理地确定万能型保险实际结算利率。当万能账户的实际投资收益率连续三个月小于实际结算利率且特别储备不能弥补其差额时，当月实际结算利率应当不高于最低保证利率与实际投资收益率的较大者。
2016 年 12 月	《关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》	万能保险责任准备金的评估利率上限调整为年复利 3% 对于附加万能保险和附加投资连结保险等附加险产品，应单独评估该产品的预期存续时间，并判断其是否属于中短存续期产品 万能险保险期限不得低于五年，鼓励开发二十年及以上产品
2021 年 10 月	《万能型人身保险管理办法（征求意见稿）》	不得通过调整账户资产、调高账户资产价值等方式虚增账户投资收益 销售人员有要求：具有 1 年以上保险销售经验，并通过专项测试

数据来源：原银保监会、东吴证券研究所

2.5. 新型人身险产品利益演示要求信息披露更高

新型人身险产品利益演示要求信息披露更高，对渠道、客户和公司提出了更高的要求。《一年期以上人身保险产品信息披露规则》将在 2023 年 6 月 30 日正式实施，是在原保监会《人身保险新型产品信息披露管理办法》（保监会令 2009 年第 3 号）基础上，结合最新监管实践，对不同设计类型的人身保险产品信息披露要求进行重新梳理并细化，以便消费者更全面、清楚地了解保险产品的功能作用，便于消费者自主选择保险产品。

表5: 2013至2017年原保监会对万能险历经放开和收紧两个阶段

对比领域	传统险	分红险	万能险
以表格形式演示各保单年度末的保单利益,表格中至少应当包括以下要素	(1)各年度保险费及累计保险费; (2)满期给付、身故给付、疾病给付、医疗补偿、退保金等保证利益。	(1)各年度保险费及累计保险费; (2)满期给付、身故给付、退保金等保证利益; (3)当年度红利、累积红利等非保证利益。 采用增额方式分红的,可以在表格中演示终了红利,但应当特别说明终了红利的领取条件。红利累积生息利率不得高于产品评估利率。	(1)期交或者趸交保险费、追加保险费以及累计保险费; (2)收取的各项费用,其中初始费用、保单管理费、风险保费等主要费用需逐项列明; (3)进入万能保单账户的价值; (4)不同假设结算利率下,各保单年度末保单账户价值、身故给付金额和现金价值。
情景演示	无	应当采用保证利益演示和红利利益演示两档演示产品未来的利益给付,用于利益演示的利差水平分别不得高于0、4.5%减去产品预定利率。	应当采用最低保证利益演示和万能结息利益演示两档演示产品未来的利益给付,用于利益演示的假设结算利率分别不得高于最低保证利率和4%。
醒目字体标明	无	该利益演示是基于公司的精算及其他假设,不代表公司历史经营业绩,也不代表对公司未来经营业绩的预期,保单的红利分配是不确定的。	用于演示的万能型保险产品的假设结算利率,并用醒目字体注明该利益演示是基于公司的精算及其他假设,不代表公司历史经营业绩,也不代表对公司未来经营业绩的预期,最低保证利率之上的投资收益是不确定的,实际保单账户利益可能低于利益演示水平。
其他	无	利益演示时,不得披露用于演示的分红型保险产品的投资回报率。 首次提出要求保险公司披露分红实现率指标	取消高、中、低三档演示利率表述,调整分红型保险、万能型保险为两档演示
以表格形式演示各保单年度末的保单利益,表格中至少应当包括以下要素	(1)各年度保险费及累计保险费; (2)满期给付、身故给付、疾病给付、医疗补偿、退保金等保证利益。	(1)各年度保险费及累计保险费; (2)满期给付、身故给付、退保金等保证利益; (3)当年度红利、累积红利等非保证利益。 采用增额方式分红的,可以在表格中演示终了红利,但应当特别说明终了红利的领取条件。红利累积生息利率不得高于产品评估利率。	(1)期交或者趸交保险费、追加保险费以及累计保险费; (2)收取的各项费用,其中初始费用、保单管理费、风险保费等主要费用需逐项列明; (3)进入万能保单账户的价值; (4)不同假设结算利率下,各保单年度末保单账户价值、身故给付金额和现金价值。

数据来源:原银保监会、东吴证券研究所

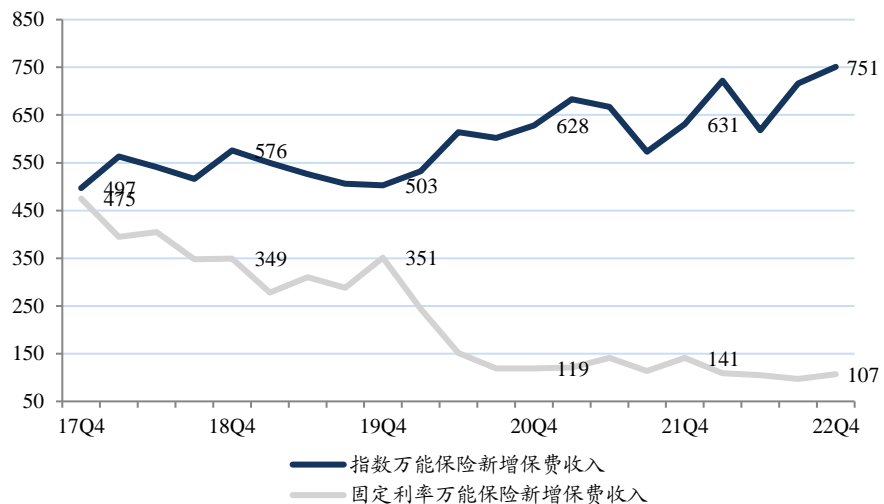
3. 海外新型产品发展经验

3.1. 按图索骥，参考万能险的起源地美国的经验

3.1.1. 历史沿革

万能险起源于美国，以应对投保人收入波动下灵活缴费需求。1979年，为应对石油危机后日益严峻的通胀问题，美国政府开始施行通货紧缩政策，美国出现了经济衰退，居民的收入面临较大的不确定性。美国保险公司顺势推出万能险，增强了产品缴费的灵活性，以匹配投保人的收入波动。万能险产品推出后保费规模迅速增长，成为了市场上的主流险种。20世纪80年代，保险公司推出了具备较好增值属性的指数型万能险，但由于这一时期股市仍处于牛市阶段，股市的繁荣使居民对投资型产品具有较高的信心，投资连结型保险产品规模高速增长，一度将指数型万能险产品挤出保险市场。

图8：美国指数型万能险产品逐渐占据主流（单位：百万美元）



数据来源：美国人寿保险指南，东吴证券研究所整理

跟踪指数投资有保底收益有上限的指数型万能寿险逐渐成为美国寿险产品主流形态。直到2000年，高科技题材的上市公司股市泡沫的破裂使一部分居民认识到了投资型产品的风险，投资连结型保险产品增速开始下滑，2008年美国次贷危机爆发，美国股指断崖式下跌，居民意识到指数型万能险产品在保值方面的优势；此外由于利率中枢的长期下行，固定利率的万能保险产品无法满足投保人的财富增值需求，市场份额不断走低，从2017年四季度的4.75亿美元下降到2022年四季度的1.07亿美元；同时兼具保本与增值双重功能的指数型万能险产品的市场占比迅速拉升，在2022年Q4的保费销量为7.5亿美元，累积缴存保费环比上涨了约12%，指数型万能险已经成为当今美国市场的主流险种。

图9：美国寿险产品发展趋势



数据来源：美国人寿保险指南，东吴证券研究所整理

表6：美国寿险产品优劣辨析

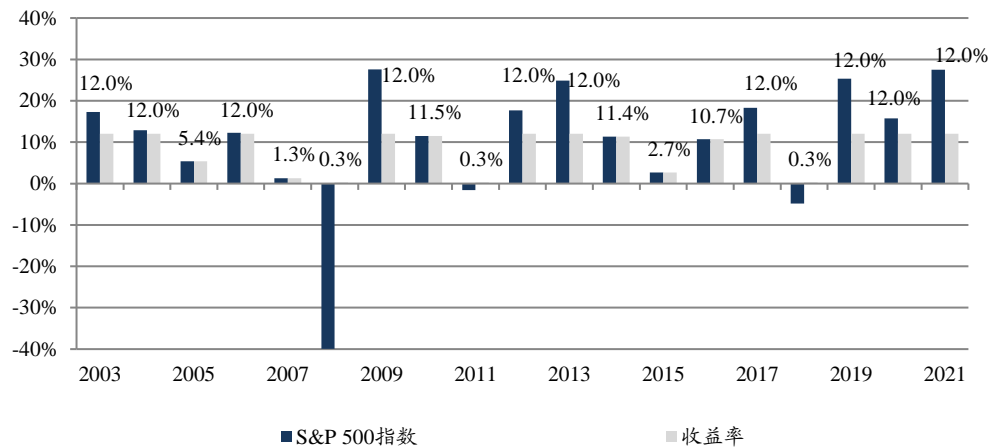
特点	终身寿险 whole life	固定利率万能险 Universal Life	保障万能险 Guaranteed Universal Life	投资连结万能险 Variable Universal Life	指数万能险 Indexed Universal Life
优点	<ul style="list-style-type: none"> 终身保障 回报率稳定 	<ul style="list-style-type: none"> 保费缴纳灵活 具有保证收益 	<ul style="list-style-type: none"> 保费缴纳灵活 低保费高保障 保证续保 	<ul style="list-style-type: none"> 保费缴纳灵活 参与市场投资 回报率无上限 	<ul style="list-style-type: none"> 保费缴纳灵活 较低保证收益 较高回报率上限
缺点	<ul style="list-style-type: none"> 保费较高 保费灵活性差 	<ul style="list-style-type: none"> 回报率不稳定 回报率设计保守 	<ul style="list-style-type: none"> 仅有“保障”属性 保单功能单一 	<ul style="list-style-type: none"> 无保证收益 承担市场风险 额外管理费用 	<ul style="list-style-type: none"> 承担市场风险 额外管理费用

数据来源：美国人寿保险指南，东吴证券研究所整理

3.1.2. 指数型万能寿险产品分析

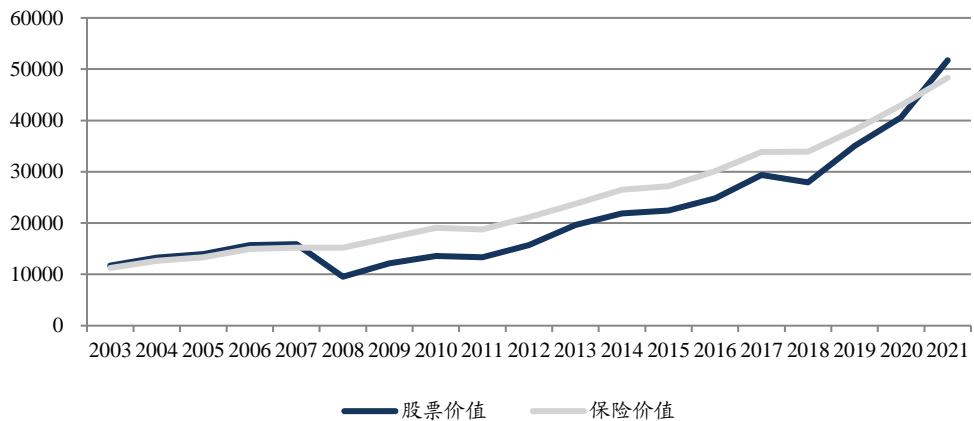
我们以美国国际集团（AIG）指数型万能寿险 QoLMaxAccumulator+IIIUL 为例，该产品可以选择 S&P500 指数进行跟踪，保单现金价值随 S&P500 指数波动，最高不超过 12%，最低拥有 0.25% 的保证利息。该产品保单的现金价值不会因股市波动而有所减损，拥有一定的保底收益，并且投资收益可以享受免税政策。

图10: 标准普尔 500 指数和指数型万能寿险收益对比



数据来源: AIG 官网, 东吴证券研究所

图11: 股票价值与保险价值增长对比 (单位: 美元)



数据来源: AIG 官网, 东吴证券研究所

回顾 2003 年到 2021 年的历史收益表现, 若将一万美元分别购买股票跟踪 S&P500 指数和 F&G 指数型万能寿险, 对比可以发现, 在期初股票价值高于万能寿险现金价值, 但受到 2008 年的次贷危机影响, 股票价值大幅下跌低于保险价值, 直到 2021 年才追赶上万能寿险现金价值。因此从过去的经验我们可以得出, 相比于股票产品, 指数型万能寿险 IUL 能够为投资者提供更加稳定且可观 (8.40%IRR) 的财富增值。不同于中国保险业主要销售产能来源于保险公司自有团队, 美国主要的保险销售产能来源于经纪公司, 而经纪业务的发达促进了保险市场和保险产品的充分竞争。此外, 合理避税也推动了指数型分红保险的发展, 美国公民资产中若包含指数型分红保险, 会获得相当比例的遗产税减免额度。

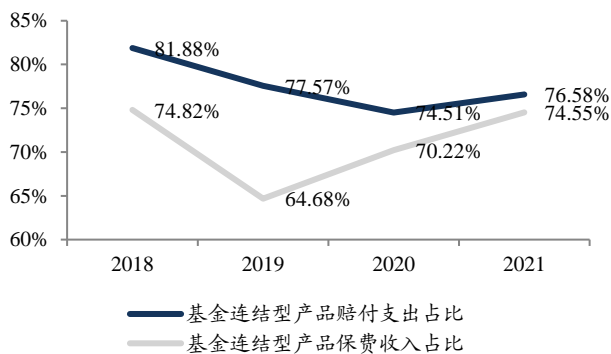
3.2. 他山之石，来自投连险的发祥地英国的分析

3.2.1. 历史沿革

投连型寿险在 1960 年代横空出世，与单位信托基金进行连接。二战以后，英国养老计划的覆盖范围从白领阶层向蓝领工人扩散，带来了寿险公司养老金业务的大爆发。1956 年《财政法》第 22 条等规定了多项利好养老保险的政策，政策频出叠加石油危机爆发，通货膨胀和老龄化加剧。在这样的现实背景下，依托发达的金融市场的新型寿险产品投资连结性保险应运而生，为多层次多支柱的养老体系建设提供了基础。

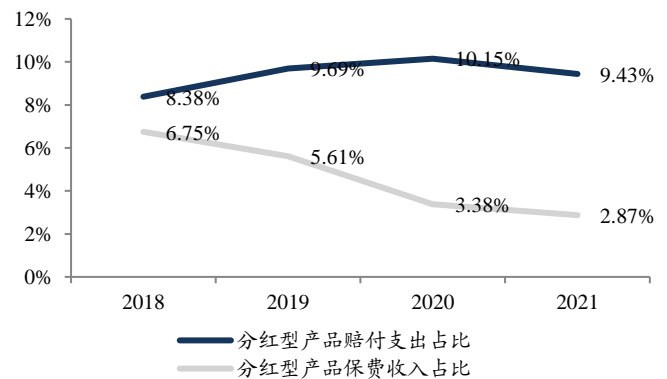
投资连结型保险已经成为了英国养老体系的重要支柱，是国民养老收入最重要的来源之一。二十世纪七十年代之后，人口老龄化不断加速，基本养老金造成的财政压力不断加重，利用信托基金配置私有化的养老保险成为当时的主要议题。1973 年《社会保障法案》引入了职业养老金，企业逐渐成为养老金体系的主要支撑。随着职业养老金的发展，账户制和市场化的运营机制催生了个人养老金体系；1986 年《金融服务法案》之后，英国三支柱养老金体系得以完善建立。目前，投资连结型保险产品已经占据了英国寿险产品市场的主流，其市场占比远超过分红型产品和其他寿险产品，是英国养老体系中至关重要的环节。从英国投资连结型保险的构成来看，企业养老金账户和私人养老金账户占据了主导地位。投资连结型保险已经成为了英国养老体系的重要支柱，是国民养老收入最重要的来源之一。

图12: 基金连结型产品占据寿险市场主流



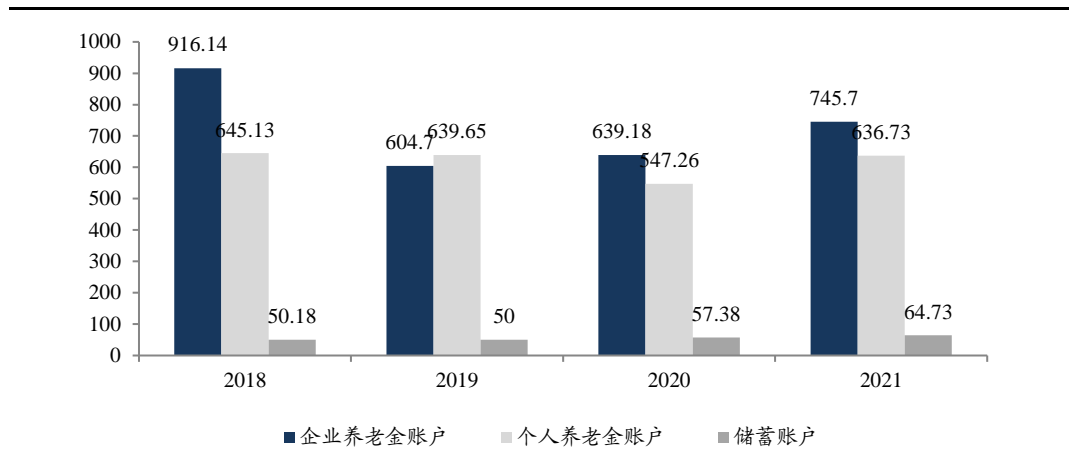
数据来源：英格兰银行，东吴证券研究所整理

图13: 分红型产品淡出投保人视野



数据来源：英格兰银行，东吴证券研究所整理

图14: 英国投资连结型保险的结构 (单位: 亿英镑)

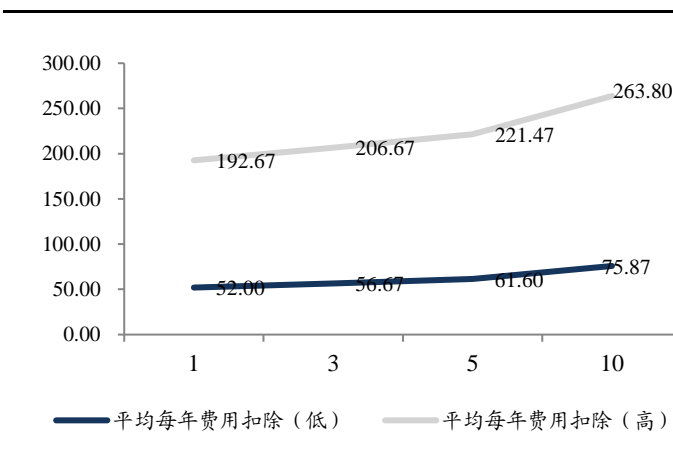


数据来源: 英格兰银行, 东吴证券研究所整理

3.2.2. 投连 (基金联结) 保险产品分析

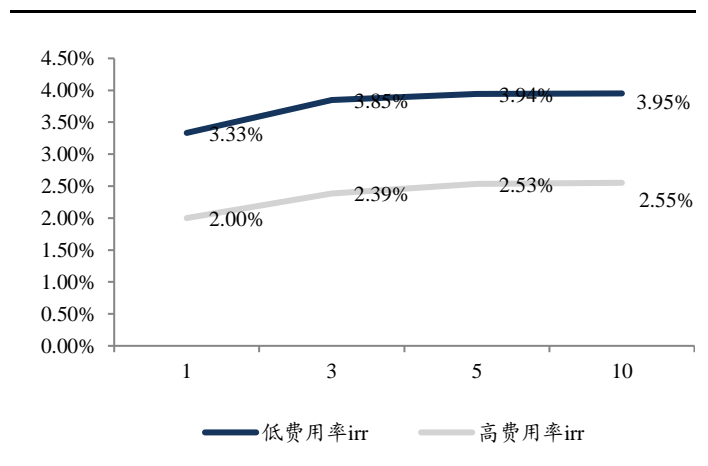
我们以英国英杰华保险集团投连险 (基金连结型) 养老金产品为例, 在购买时投保人可以根据经验选择四种不同的投资方式来管理基金。具体来看包括: 1. 最直接的方式是选择英杰华保险的推荐基金, 通过提交养老金收益期望和风险偏好自动匹配合适的基金; 2. 更有经验的投保人, 可以通过浏览基金管理人员、基金投资方向以及基金的活跃程度来实现投资的最优匹配; 3. 更有自信的投保人可以主动搜索基金, 对比过去收益表现来自由挑选; 4. 最后, 投保人也可以选择投资英国上市股票、交易所交易基金 (ETF) 以及投资信托。当选择基金产品时, 不同的基金费用和 Aviva 股份费用将影响投资账户的未来价值。例如一次性趸交 15,000 英镑, 假设投资增长率为每年 4.5%。根据最长期限 (10 年), 在较低的基金成本下, 收费将使投资增长从每年 4.5% 下降 0.5pct. 至 4.0%。在较高的基金成本下, 收费将使投资增长从每年 4.5% 下降 1.9 pct. 至 2.6%。

图15: 基金产品平均费用扣除 (单位: 英镑)



数据来源: 英杰华保险集团, 东吴证券研究所

图16: 投资基金产品内部收益率

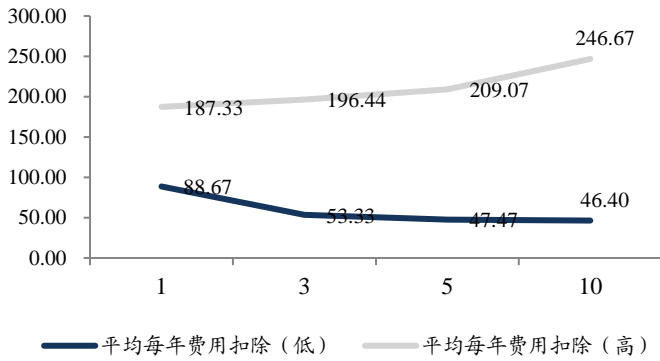


数据来源: 英杰华保险集团, 东吴证券研究所

当选择交易所交易投资产品、投资信托时, 不同的 Aviva 股份费用、交易费用和基金费用将影响投资账户的未来价值。例如一次性趸交 15,000 英镑, 假设投资增长率为每

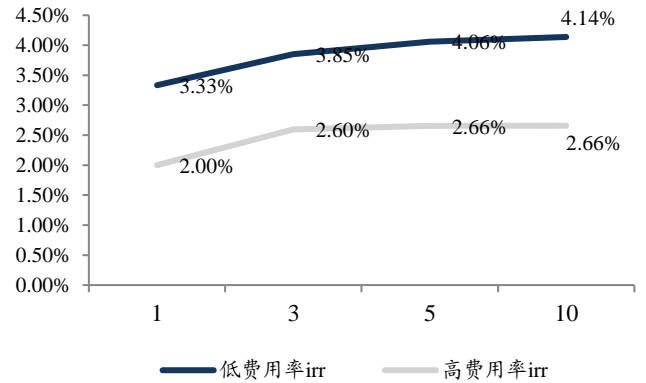
年 5%，根据最长期限（10 年），在包括交易费用和 Aviva 股份费用的情况下，收费将使投资增长率从每年 4.5% 下降 0.4pct. 至 4.1%。在包括交易费用、Aviva 股份费用，以及每年 1.45% 的基金经理费用的情况下，收费将使投资增长率从每年 4.5% 下降 1.8 pct. 至 2.7%。

图17: 交易所交易投资产品、投资信托平均费用扣除 (单位: 英镑)



数据来源: 英杰华保险集团, 东吴证券研究所

图18: 投资交易所交易投资产品、投资信托内部收益率



数据来源: 英杰华保险集团, 东吴证券研究所

英国的投连险之所以能够顺利成长，主要原因有：第一，在英国，公众储蓄的预防性动机非常突出；而英国又是投资信托的发祥地，公众对于有“持份”概念的投资连结型保险易于理解，所以对于保单现金价值直接与保单项下资产价值挂钩的投连险产品较为认同。第二，英国投连险主要销售渠道是专业的代理人和经纪公司，宣传的真实性和可靠性有保证，消费者也通常是在充分理解保险产品特性之后签约。第三，英国的投连险资金运用主要投向为混合基金，因而单位价格的上升比较稳定。第四，股票市场长时间处于牛市，股票价格屡创新高，间接提高了投保人购买投连险的意愿。

3.3. 隔江回望，中国香港新兴市场分红型业务发展

3.3.1. 新 GN16 加强了分红产品的披露和透明度

为了协助保单持有人了解保险公司过往分红表现，香港保监局 2015 年出台著名的 GN16 指引，要求香港保险公司在官网披露从 2010 年起，以及最近 5 年内曾发出新单的分红产品的实现率。以管理保单持有人的预期，并保证保单持有人的预期与实际差异不会太大。2023 年 2 月 10 日，香港保监局更新了 GN16 指引，《承保长期保险业务（类别 C 业务除外）》2024 年 1 月 1 日起生效。加强对分红实现率的披露要求，要求保险公司须就 2010 年后发出，并且仍有有效保单存在的分红保单或万用寿险产品，披露分红实现率和过往派息率。

主要变化: 1.原来要求 2010 年后推出且近 5 年内有新单的产品才需要披露分红实现率，新规下，只要 2010 年后曾发出新单，并且在报告年度内有效的保单，都要披露分红实现率。2.旧版 GN16 对于保险公司公布分红实现率的时间没有明确要求，按最新的指引，统一在每年 6 月 30 日之前公布。3.新规统一以「分红实现率」及「过往派息率」

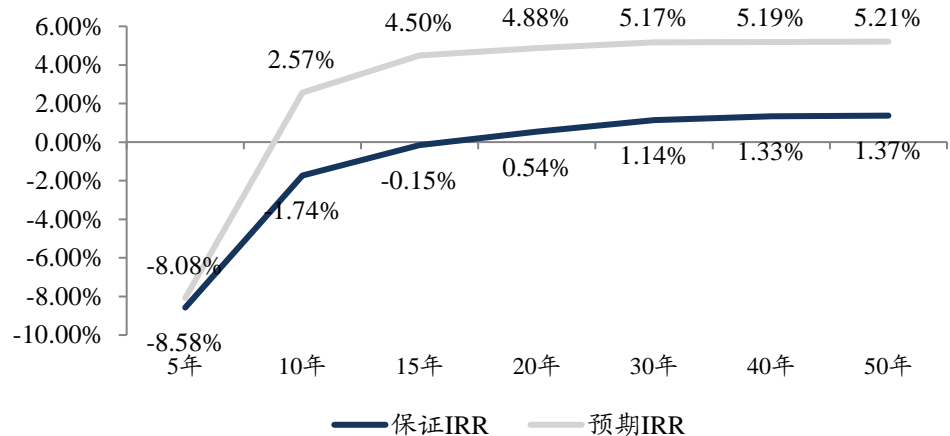
(当年派息总数/同年总盈利)作为中文名称。

3.3.2. 香港分红产品披露分析

我们以友邦香港保险公司为例,友邦保险分红产品的披露主要包括分红保单的总现金价值比率和分红保单的实现率两部分构成。总现金价值比率是实际的总现金价值与销售时所示之金额的比值。总现金价值为保单退保时保单持有人所收取之金额并包括保证回报(保证现金价值、保证现金以及保证入息)及非保证回报(周年红利及其累积利息、终期红利、复归红利的现金价值、终期分红的现金价值等)。分红保单的实现率是实际累积的周年红利以及实际红利及可支取保证现金所累积的利息与销售时所示之金额的比值,包括周年红利实现率、复归红利实现率以及终期红利实现率三种。

以分红产品「裕满人生」保障计划2为例,假设30岁男性投保人为自己投保,保费10万美元,期缴五年。按照产品演示的非保证预期红利和保证红利之和,在不领取任何保单现金价值的情况下。当投保人60岁时,保单现金价值为41万美元;当投保人80岁时,保单的现金价值是114.7万美元。该产品预期收益率较高,在15个保单年度后能够达到4.50%的内部收益率;而保证收益率则处于较低的水平,其内部收益率甚至为负。整体而言,分红产品「裕满人生」保障计划2收益率在前15个保单年度内有明显的提高,这样的设计也是为了避免投保人过早的退保,从而延长负债端久期,缓解短期内刚性成本压力。

图19:「裕满人生」保障计划2分红产品内部收益率



数据来源: AIA 官网, 东吴证券研究所

为了研究投保人的实际分红收益情况是否符合非保证的预期演示,我们选取了三款友邦香港保险公司分红计划产品:「裕满人生」保障计划2、「简爱·延续」保障计划2、「多重安心保2」,分析其总现金价值比率和周年红利实现率。从周年红利实现率来看,三款产品在早期销售时制定了较高的分红演示利率,导致其分红演示实现率在80%左右,而后续保险公司制定了更加保守的分红演示,因此2021年销售的产品(除已停售的产品)分红实现率均已经超过了100%。从总现金价值比率来看,所有产品都维持着接近100%的价值比率,说明友邦香港保险公司分红计划具有良好的信誉。

表7: 友邦核心分红产品总现金价值比率

产品系列	保单年度					
「裕满人生」保障计划2	第一个保单年度 (2021)100%	第二个保单年度 (2020)100%	第三个保单年度 (2019)100%	第四个保单年度 (2018)100%	第五个保单年度 (2017)100%	第六个保单年度 (2016)99%
	第七个保单年度 (2015)99%	第八个保单年度 (2014)99%	第九个保单年度 (2013)99%	第十个保单年度 (2012)尚未推出	第十一个保单年度 (2011)尚未推出	第十二个保单年度 (2010)尚未推出
「简爱·延续」保障计划2	第一个保单年度 (2021)已停售	第二个保单年度 (2020)100%	第三个保单年度 (2019)100%	第四个保单年度 (2018)100%	第五个保单年度 (2017)100%	第六个保单年度 (2016)100%
	第七个保单年度 (2015)100%	第八个保单年度 (2014)100%	第九个保单年度 (2013)99%	第十个保单年度 (2012)尚未推出	第十一个保单年度 (2011)尚未推出	第十二个保单年度 (2010)尚未推出
「多重安心保2」	第一个保单年度 (2021)102%	第二个保单年度 (2020)95%	第三个保单年度 (2019)89%	第四个保单年度 (2018)95%	第五个保单年度 (2017)97%	第六个保单年度 (2016)97%
	第七个保单年度 (2015)97%	第八个保单年度 (2014)98%	第九个保单年度 (2013)97%	第十个保单年度 (2012)97%(6)	第十一个保单年度 (2011)尚未推出	第十二个保单年度 (2010)尚未推出

数据来源: 友邦保险香港官网, 东吴证券研究所

表8: 友邦核心分红产品周年红利实现率

产品系列	保单年度					
「裕满人生」保障计划2	第一个保单年度 (2021)130%	第二个保单年度 (2020)109%	第三个保单年度 (2019)77%	第四个保单年度 (2018)79%	第五个保单年度 (2017)81%	第六个保单年度 (2016)82%
	第七个保单年度 (2015)83%	第八个保单年度 (2014)83%	第九个保单年度 (2013)83%	第十个保单年度 (2012)尚未推出	第十一个保单年度 (2011)尚未推出	第十二个保单年度 (2010)尚未推出
「简爱·延续」保障计划2	第一个保单年度 (2021)已停售	第二个保单年度 (2020)87%	第三个保单年度 (2019)80%	第四个保单年度 (2018)79%	第五个保单年度 (2017)81%	第六个保单年度 (2016)81%
	第七个保单年度 (2015)82%	第八个保单年度 (2014)84%	第九个保单年度 (2013)84%	第十个保单年度 (2012)尚未推出	第十一个保单年度 (2011)尚未推出	第十二个保单年度 (2010)尚未推出
「多重安心保2」	第一个保单年度 (2021)110%	第二个保单年度 (2020)73%	第三个保单年度 (2019)65%	第四个保单年度 (2018)68%	第五个保单年度 (2017)72%	第六个保单年度 (2016)75%
	第七个保单年度 (2015)78%	第八个保单年度 (2014)80%	第九个保单年度 (2013)79%	第十个保单年度 (2012)82%(6)	第十一个保单年度 (2011)尚未推出	第十二个保单年度 (2010)尚未推出

数据来源: 友邦保险香港官网, 东吴证券研究所

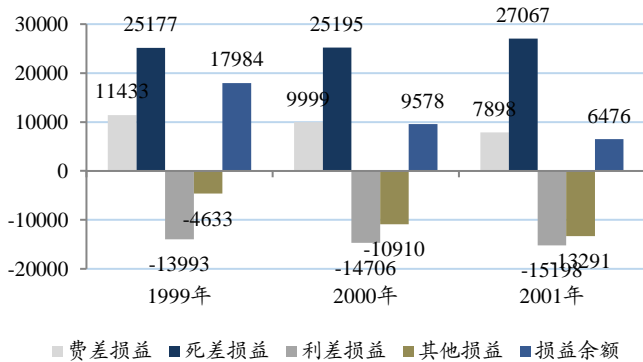
3.4. 历史教训，“利差损”危机下的日本保险行业自救

3.4.1. 长期低利率引发寿险公司破产危机

上世纪 80 年代前后，为了抢占市场份额，日本寿险公司制定了过高的预定利率，流通售卖了大量带有储蓄性质的养老保险和个人年金产品，市场上存在大量预定利率高达 6%-6.25% 的五年甚至十年期的储蓄型保险产品。而到了上个世纪 90 年代，伴随着经济泡沫的破裂，日本政府开始实施金融宽松政策，调低储蓄和借贷利率，史称“零利率”政策，银行贷款平均利率从 1996 年的 2.603% 下降到 2000 年的 2.087%，贴现率由 1990 年的 6% 下降到 1995 年的 0.5%，利率的大幅下降导致固收类投资产品收益下滑，到上世纪末，日本寿险保险行业平均投资收益率已经下降到 2%。

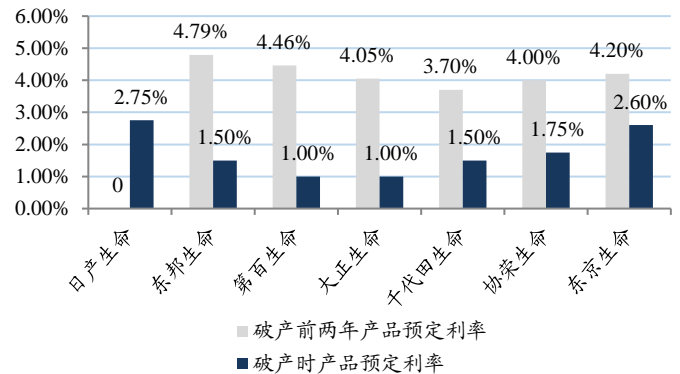
在资产端收益不断恶化的压力下，日本寿险公司出现了严重的“利差损”危机，资金雄厚的大型寿险公司凭借自己早年积蓄的盈余以及从“费差”和“死差”中的盈利，用于补贴“利差”中的亏损，尚可应对经济环境的下行压力，但有些中小寿险公司则不具备这种能力，21 世纪初，已有九家大型日本保险公司相继破产。截止 2001 年，日本利差损超过 1.5 万亿日元。

图20：日本寿险行业“利差损”危机（单位：亿日元）



数据来源：日本寿险业协会，东吴证券研究所

图21：二十世纪末日本寿险公司破产潮，破产前两年和破产时产品预定利率变化



数据来源：《中国保险资产管理》2016 年第六期，Swiss RE，东吴证券研究所

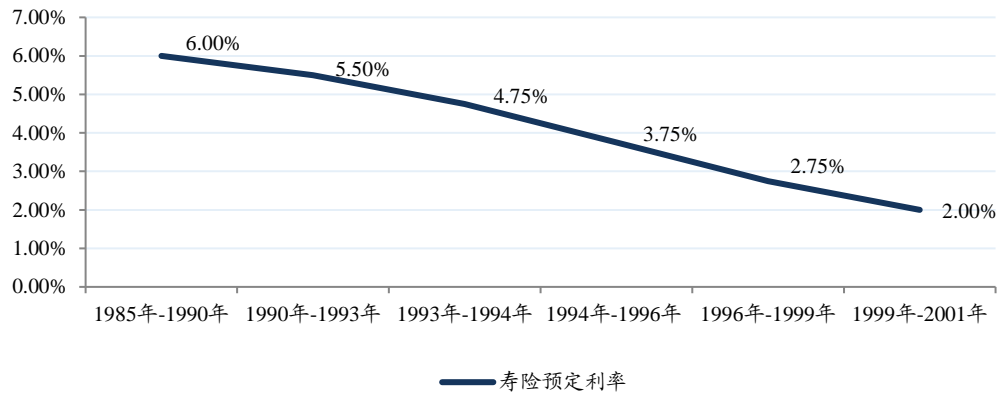
3.4.2. “利差损”危机下日本寿险行业应对措施

面对危机，日本寿险行业在降低预定利率、压缩经营成本、优化产品结构等方面进行了被动调整；同时在政策改革以及保险公司开始接连破产的驱动之下，开展了合并重组的浪潮，通过扩大公司的规模和实力以熬过低利率寒冬。

日本寿险行业预定利率不断下降。从上个世纪 90 年代开始，日本寿险行业一路下调人寿保险的预定利率，从 1985 年的 6%，下调至 2001 年的 2.00%。而为保护消费者权益，同时最大程度维护行业口碑，预定利率的下调仅限于新签发的保险合同，而对已经生效的以往的保险合同不具有溯及力。然而，由于历史遗留的高预定利率问题积重难

返，单纯的调整新产品预定利率并没有能大幅度缓解当时寿险“利差损”带来的压力。2000年下半年，连续发生寿险公司经营失败事件后，部分破产重组的寿险公司选择下调仍在生效中的保险合同预定利率，强制降低负债端刚性成本，以此来保证公司的持续经营。

图22：日本寿险行业预定利率不断下降



数据来源：日本生命保险协会官网；注：预定利率来自10年期长期寿险产品

除了下调预定利率外，投资收益的降低导致企业更多关注运营效率和产品服务以降本提质。寿险公司通过裁员、关闭或迁出营业场所等方式降低经营成本；并改革代理人制度，将公司部分业务外包以提升运营效率；增加保单维系人员，提升服务质量以降低退保率。从产品结构来看，日本寿险公司选择增加变额年金及外币保单的占比，将投资风险和外汇风险转移给投保人，同时增加健康险、癌症保险及长期护理保险等新险种，在发挥保险产品的保障功能的同时，弱化预定利率下降所导致的保险产品价格上涨影响。

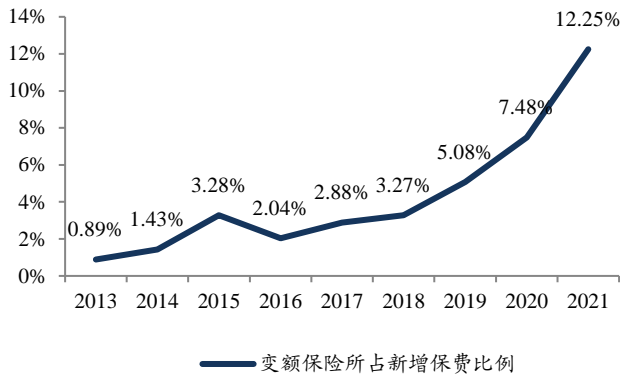
3.4.3. 新型变额寿险产品在持续负利率

1986年变额保险引入日本，以应对日本严重的老龄化问题和长期的低利率环境，其较高的灵活性、可观的投资收益对日本保险产品市场造成了冲击。然而20世纪80年代末，日本泡沫经济破裂，日本股票价格开始走下坡，投资收益的下降使得变额保险单的退保现金价值和到期收益大大低于最初的宣传预测，甚至低于支付的保险费。此外，由于上世纪日本对于高风险保险产品的销售监管制度并不完善，投保人在签订合同时往往受到代理人员的误导，没有被适当的告知涉及风险，使得日本变额保险产品遭到口诛笔伐而一蹶不振，十余年内日本人对投连险都保持着谨慎的态度。1999年，变额寿险在新发保单中只有不到1%的占比。

2008年之后，随着经济下行压力加大以及物价持续下降，消费者无力长期支付传统寿险，叠加日本老龄化问题的逐步加重，更多人开始寻求保障和经济效益兼具的产品，至此日本变额保险逐渐重归投保人的视野。2016年初，日本央行宣布实行-0.1%的负利率，日本正式进入了负利率时代。在负利率时代下，刚性兑付的产品逐渐退出市场，高浮动利率的变额保险在新发保单中的比重逐年升高，从2016年的2.04%增加至2021年

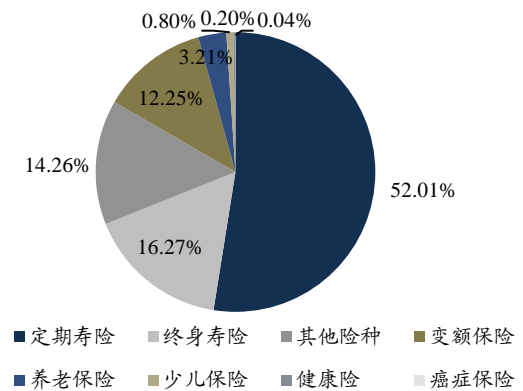
的 12.25%，从产品结构来看，已经成为了仅次于定期寿险、终身寿险的第三大寿险险种。

图23: 日本变额保险新单保费比重逐年增加



数据来源: 日本保险年鉴, 东吴证券研究所整理

图24: 2021年日本新增保单保费收入结构



数据来源: 日本保险年鉴, 东吴证券研究所整理

变额保险重拾关注的原因有两方面。从需求端看,变额保险具有保底条款,保单利益与连结的投资账户投资单位价格相关联,可以在保障同时获得经济效益,同时负利率使得固定收益保险产品吸引力下降,因此其深受通过寻求退休金来理财的大量老年群体的欢迎。从供给端看,变额年金使得部分投资风险转嫁给了客户,寿险公司的利率风险下降,日本寿险公司有倾向性的增大变额保险的宣传力度。

4. 资管新规后新型寿险产品的竞争优劣势分析

4.1. 短期炒停无法避免

监管对炒停的态度十分坚决,炒停本身不能带来业绩的持续改善,但能从供给侧提升队伍的收入和展业信心。一方面,疫情三年以来队伍和客户面对面沟通减少,预定利率下调(从3.5%下调到3.0%)预期下产品有涨价压力,客户咨询购买意愿提升。另一方面,队伍收入企稳有助于提升代理人信心,新增入口有望打开,迎来队伍管理正循环。我们认为本轮的寿险业复苏短期看疫情,中期看队伍,长期看产品。当前处于负债端“L型底部”,增速恢复需要经历“存量产能改善——营销队伍企稳——新单保费筑底——价值增速向上”,当前处于第二阶段向第三阶段过渡调整期。

我们认为无需过度担心3Q23新单数据压力。即便预定利率下降(从3.5%到3.0%)对追求保本长期稳定收益的客户影响不大。产品储备方面,公司会推出分红险等利益共享新产品,同时考验队伍的销售能力,优质头部公司有望受益。值得注意的是,相比2021年初重疾险炒停后长期健康险销售持续低迷不同的是,当前储蓄型业务外部销售环境是持续且明显改善的,或者说即使没有炒停,储蓄型业务表现本来就不差,1Q23在没有炒停背景下,上市险企新单保持11%的稳健增长,行业银保新单同比激增幅度达大两位数。需要强调的是,2H23新单基数本就不高,年初以来队伍质态持续改善,支撑2H23业务复苏动能。

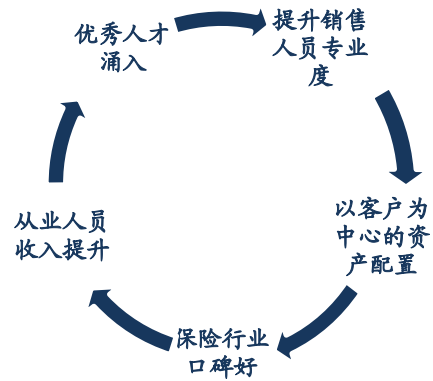
图25: 《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》明确禁止炒停

第十八条【禁止炒作停售及价格变动】保险公司计划停售某一保险产品或者调整某一保险产品价格的，应当自作出停售或者调整价格的决定后 10 个工作日内，在官方网站和营业场所向社会发出公告，但保险公司在经审批或者备案费率的费率浮动区间内调整价格的除外。公告内容应当包括停售或者调整价格的保险产品名称、停售或者价格调整的起始时点等信息。

前款公告的停售或者调整价格的起始时点经过后，除具有合法合理理由外，保险公司应当按照公告内容停售相应保险产品或者调整相应保险产品价格。

数据来源：原银保监会，东吴证券研究所

图26: 队伍发展的良性循环示意图



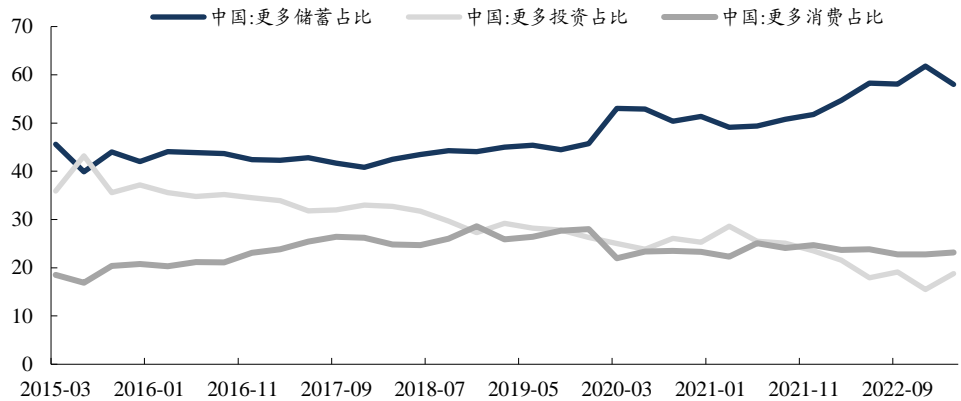
数据来源：东吴证券研究所整理

4.2. 低利率环境下，保险产品刚兑保本属性有望进一步获得投保人青睐

居民财富逐步转移至金融资产。传统上，我国居民资产在房地产市场、银行理财配置占比较高，但在“房住不炒”及资管新规下，金融资产吸引力增强。2016年“房住不炒”提出后，房价高增长不再，保本保息、低门槛的银行理财也风光不再，2005-2019年我国居民资产配置中住房资产比重由52%下降至40%，金融资产比重由45%上升至57%。多家房地产企业暴雷以及国家严守房住不炒政策，房地产市场的投资者收益率下降明显，投资风险进一步加大，对于我国居民的投资吸引力明显弱化。截至2022年，中国财富管理市场的六大类主要配置产品（银行理财、公募基金、私募基金、券商资管、信托、保险）合计规模已达127万亿元，2014-2022年年均复合增长率达12%。

低利率环境下，保险产品刚兑保本属性有望进一步获得投保人青睐。2022年上市银行平均净息差水平较9M22累计下降3bps至1.98%，全年同比下降13.2bps，主要受LPR下调等因素影响，贷款定价下行，存款竞争激烈且成本保持相对刚性。2022年9月15日，大型商业银行各期限存款利率均有不同程度下降。这是2015年10月以来首次下调存款利率水平，体现了利率中枢下移的趋势。自2023年4月以来，河南、广东、深圳、辽宁、湖北、陕西等地多家中小银行宣布调整存款利率。至少20家中小银行（包括城商行、农商行、农信社等机构）下调了存款利率，调降幅度不一，介于10个-45个基点之间。在银行理财破净、其他资管产品频出风险的情况下，中小银行下调存款产品有助于降低负债端成本，同时能够缓解保险行业预定利率下调压力，帮助保险公司传统寿险产品实现“软着陆”。4月3日，中国人民银行发布的《2023年第一季度城镇储户问卷调查报告》称，在消费、储蓄和投资意愿中，倾向于“更多消费”的居民占23.2%，比上季增加0.5个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民依然占58.0%，比上季减少3.8个百分点；倾向于“更多投资”的居民占18.8%，比上季增加3.3个百分点。居民防御性存款意愿增强，也为储蓄型业务的销售奠定基础。

图27: 居民防御性存款意愿增强, 为储蓄型业务的销售奠定基础 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.3. 《保险销售行为管理办法(征求意见稿)》对新型寿险产品销售的影响

2022年7月原银保监会发布《保险销售行为管理办法(征求意见稿)》(以下简称征求意见稿), 重点强调了保险销售前行为管理、保险销售中行为管理、保险销售后行为管理以及监督管理, 对保险公司、保险中介机构的行为规则做出详细规定, 聚焦新型寿险产品, 主要推动产品和销售队伍分级匹配、专业度提升, 加强销售前端后端监管要求, 提高产品销售服务质量。

图28: 《保险销售行为管理办法(征求意见稿)》产品分级要求分类



数据来源: 原银保监会, 东吴证券研究所

第一, 产品销售分级匹配, 提升队伍专业度。《征求意见稿》第十五、十六条分别规定了产品分级和销售人员分级制度: 一是要求根据产品的结构复杂程度、保费负担水平以及保单利益的风险高低等标准, 对本机构的保险产品进行分级; 二是要求建立本机构保险销售能力资质分级管理体系, 根据保险销售人员的专业知识、销售能力、诚信水平、品行状况等标准, 对所属保险销售人员进行分级; 三是要求销售人员分级与保险产品分级管理制度相衔接, 区分销售能力资质, 实行差别授权, 明确所属各等级保险销售

人员可以销售的保险产品。上述规定就是要从产品端和渠道端做好分级管理，实现“按需求购买产品”和“按能力销售产品”，从而解决销售误导等长期损害消费者权益和行业形象的沉疴痼疾。

根据产品分级要求分类，分红险、万能险和投连险等新型寿险产品均在分级中被列为中、高级产品。分级匹配制度在保护投保人权益的同时也对新型寿险产品的保险销售人员提出了更高的专业度要求。我们预计短期内会加速出清低质人力，但长期有助于推动销售队伍专业化、职业化发展，提升客户体验优化保单质量。

《征求意见稿》希望以产品分级叠加并差异化授权的方式，更好地连接产品与投保人需求。对于保险销售人员来说，就是要深度了解投保客户（KYC），根据不同的客户需求、风险承受能力和缴费能力提供相匹配的保险产品。当前人身险行业发展遇到瓶颈，新型寿险产品或许就是破局的关键，销售团队要实现从“以自我为中心的产品销售”到“以客户为中心的资产配置”跃迁，真正发挥出保险产品满足多层次需求的优势。

第二，前后端监管从严要求，提高销售服务质量。保险销售的前端活动主要是营销宣传，而对于收益表现复杂多变的新型寿险产品，长期以来存在虚假或夸大产品真实收益率、隐瞒限制条件或保险属性等违规宣传行为。针对这一问题，《征求意见稿》第十七条要求保险机构建立销售宣传管理制度，确保销售宣传符合五大要求；第十八条对产品停售及价格变动进行规范，禁止以炒作停售及价格变动方式销售产品；第十九条专门规定保险销售人员个人未经授权不得发布保险销售宣传信息，要求保险机构对销售人员发布的宣传信息应事先审核并授权发布，对销售人员自行编发、转发未经审核授权的宣传信息的行为及时制止并采取处置措施。

针对保险销售后端存在的“孤儿保单”顽疾，《征求意见稿》提出要求，对保单送达、回访、销售人员变更通知、禁止不当代理退保、完善退保管理及档案管理等售后重点问题进行了全面规范。由于新型寿险产品往往具有较长的年限，极易发生保险合同尚未终止，办理该业务的保险销售人员从原保险公司离职的情况。针对新型寿险产品的“孤儿保单”问题，本次《征求意见稿》第三十六条专门规定一年期以上的人身保险合同尚未履行完毕但办理该业务的销售人员离职的，保险机构应在销售人员离职后 30 日内告知投保人或者被保险人保单状况以及获得后续服务的途径，并明确告知原保险销售人员的离职信息；由于新型寿险产品复杂的现金价值计算，过早的进行退保可能会影响保单的实际收益率，因此《征求意见稿》第三十七条则进一步规定原保险销售人员离职后、保险中介机构与保险公司终止合作后，不得对原保单进行后续服务，不得通过怂恿退保等方式损害投保人合法利益。

第三，推动新型寿险产品销售渠道发展，倒逼新型寿险个险渠道转型。《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》要求，保险公司、保险中介机构应按照中国保险行业协会发布的保险销售人员销售能力资质标准，建立保险销售人员分级管理机制，对保险销售人员实施分级管理。对于新型寿险产品的销售，在产品分级与产品差异化授权下，产

品授权范围与销售人员的级别、专业能力相匹配。预定利率下调驱使下，保险公司为了提高产品市场竞争力，调整转向更为复杂的新型产品组合，势必要对个险渠道销售人员进行培训转型，让资深能力资质的销售人员销售新型寿险产品，获得更大的发展空间，从而解决销售人员能力水平、消费者保险需求与保险产品复杂程度不匹配的问题。

图29：个险渠道保险销售人员管理要求



数据来源：原银保监会，东吴证券研究所

5. 投资建议与风险提示

5.1. 投资建议

自5月中旬以来，保险板块，在“中特估”热度回落的背景下，股价重回4月起涨点。我们认为，近期人民币汇率持续破7、高频中观数据显示企业盈利仍处于低位、市场对昆明城投债务风险关注抬头等因素交织影响，是拖累板块估值回调的重要原因。不过，我们认为考虑板块估值性价比重新显现，叠加二季度相对明确的基本面拐点确立，当下我们建议投资者务必重视回调带来的布局机会。

当前市场关注点聚焦在3.5%预定利率炒停后负债端数据改善持续性以及宏观经济对长端利率的拖累。我们认为保险板块本轮上涨，短期靠中特估催化，中期看负债端拐点验证，长期需要宏观经济持续修复加持。我们认为无需过度担心3Q23新单数据压力。即便预定利率下降（从3.5%到3.0%）对这追求保本长期稳定收益的客户影响不大。产品储备方面，公司会推出分红险等利益共享新产品，同时考验队伍的销售能力，优质头部公司有望受益。值得注意的是，相比2021年初重疾险炒停后长期健康险销售持续低迷不同的是，当前储蓄型业务外部销售环境是持续且明显改善的，或者说即使没有炒停，储蓄型业务表现本来就不差，1Q23在没有炒停背景下，上市险企新单保持11%的稳健增长，行业银保新单同比激增幅度达大两位数。需要强调的是，2H23新单基数本就不高，年初以来队伍质态持续改善，支撑2H23业务复苏动能。板块推荐：中国太保、新华保险、中国平安和中国人寿。

表9：上市险企估值表（以 2023 年 6 月 5 日股价计）

代码	EVPS	收盘价	2022A	2023E	2024E	2025E	P/EV	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	48.51	77.89	83.87	90.01	92.84	中国平安	0.62	0.58	0.54	0.52
601628.SH	中国人寿	37.71	43.54	47.22	51.03	55.13	中国人寿	0.87	0.80	0.74	0.68
601601.SH	中国太保	28.51	54.01	60.70	66.06	71.19	中国太保	0.53	0.47	0.43	0.40
601336.SH	新华保险	37.22	83.94	90.25	97.42	105.24	新华保险	0.44	0.41	0.38	0.35

代码	EPS	收盘价	2022A	2023E	2024E	2025E	P/E	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	48.51	4.58	7.27	8.62	9.31	中国平安	10.59	6.67	5.63	5.21
601628.SH	中国人寿	37.71	1.14	1.53	1.74	1.89	中国人寿	33.22	24.57	21.71	19.96
601601.SH	中国太保	28.51	2.56	3.02	3.54	3.95	中国太保	11.14	9.44	8.06	7.23
601336.SH	新华保险	37.22	3.15	4.12	4.57	5.12	新华保险	11.82	9.03	8.15	7.27

代码	BVPS	收盘价	2022A	2023E	2024E	2025E	P/B	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	48.51	46.16	49.79	54.79	59.59	中国平安	1.05	0.97	0.89	0.81
601628.SH	中国人寿	37.71	15.43	16.65	17.98	19.40	中国人寿	2.44	2.27	2.10	1.94
601601.SH	中国太保	28.51	23.75	27.29	29.79	32.50	中国太保	1.20	1.04	0.96	0.88
601336.SH	新华保险	37.22	32.98	36.36	39.95	43.97	新华保险	1.13	1.02	0.93	0.85

代码	BVPS	收盘价	2022A	2023E	2024E	2025E	P/B	2022A	2023E	2024E	2025E
2328.HK	中国财险	9.39	9.57	10.91	12.03	13.23	中国财险	0.89	0.78	0.71	0.64

数据来源：Wind，公司财报，东吴证券研究所

注：除中国财险外，以上公司皆为 A 股上市险企，其中 A 股上市险企股价单位统一为人民币，港股（H 股）险企股价单位统一为港元，估值数据则按照 1 港元=0.9089 元人民币汇率计算，数据更新至 2023 年 6 月 5 日，上述公司盈利预测均来自东吴证券研究所，均为已覆盖标的。

5.2. 风险提示

1) 预定利率下降使得产品吸引力下降销售难度增加。由于预定利率的下降会使得长期险费率上行、储蓄型产品内部收益率（IRR）下降，若竞品收益率保持不变将会一定程度上增加产品销售难度。

2) 宏观经济复苏低于预期。若放开后，宏观经济持续无法恢复至疫情前，甚至是放开前的平均水平，则对长端利率和权益市场产生较大压制，拖累寿险板块估值。

3) 寿险业转型持续低于预期。近年来头部寿险公司积极实施寿险转型。若出现存量队伍质态优化不及预期，新增优增队伍入口迟迟无法打开局面，进而使得寿险业务新单和价值增长持续低迷。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

