

从价值打平收益率看上市险企利差损风险和利源结构

——保险行业专题研究之十

强于大市（维持）

日期：2018年11月07日

投资要点：

- **价值打平收益率可用于衡量寿险公司利差损风险。**当前，全球降息潮来袭，我国宏观利率虽未明显下降，但投资者已开始担忧未来利率下行对寿险公司内含价值的影响。我们将使得长期价值归零的投资收益率定义为价值打平收益率，当长期投资收益率预期低于该水平时，价值将为负值，即会出现长期利差损。从横向比较角度看，价值打平收益率更低的公司，出现利差损风险的概率更小。
- **主要上市寿险公司价值打平收益率低于3%，整体利差损风险较小。**测算价值打平收益率有两个关键点，刚性利率成本和负债吸收比例，其中刚性利率成本主要受产品策略、负债结构、分红政策等因素影响，负债吸收比例可通过两种方法估算。测算结果显示，主要上市险企新业务价值打平收益率近几年稳中略升，但总体保持低位，均未超过3%，有效业务价值打平收益率保持平稳，平安寿险明显优于同业，已低于2%。整体来看，短期利差损风险较小，长期也可通过调整负债结构应对，但如果利率持续下行，投资端承压，对业务价值的影响较为明显。
- **寿险公司多维度成本解读和平安寿险利源结构分析。**结合此前剔除的综合/修正负债成本概念，我们集中梳理了寿险公司各口径负债成本概念，并展示了“VIF打平收益率-VIF负债成本（均衡）-VIF负债成本-修正负债成本-综合负债成本”的转化路径。同时，以平安寿险为例，测算其新业务价值和有效业务价值的利源分析，结果显示平安寿险非利差利源对NBV的贡献度保持在60%左右，对VIF的贡献度逐年提升，目前接近55%，领先主要上市同业。
- **投资建议：**主要上市寿险公司VIF打平收益率均低于3%，部分公司低于2%，短期利差损风险较小，长期可通过调整负债结构应对，无需过分担忧。当前我国经济仍保持中高速增长，长期利率维持在3%以上，预计未来几年上市险企的投资收益率仍将较高，能对内含价值长期投资收益率形成较强支撑。近期保险股表现有所分化，整体估值处于合理区间，部分公司相对较低，长期来看上市险企有望保持较好的盈利能力，长期价值仍有成长空间，维持保险行业“强于大市”评级。
- **风险提示：**负债成本上行、利率下行超预期、权益市场大幅下跌、系统性风险

保险行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2018年11月06日

相关研究

万联证券研究所 20190723_行业专题报告_AAA_从利润久期看上市险企成长性与估值
万联证券研究所 20190715_行业专题报告_AAA_从评估价值法到DDM模型的寿险估值思考

分析师：缴文超

执业证书编号：S0270518030001

电话：010-56508503

邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：喻刚

电话：010-56508503

邮箱：yugang@wlzq.com.cn

分析师：张译从

执业证书编号：S0270518090001

电话：010-56508503

邮箱：zhangyc1@wlzq.com

目录

1、全球降息潮来袭，引发长期低利率及利差损风险担忧	3
1.1 全球降息潮席卷而来	3
1.2 我国利率尚未明显下行，但投资者开始未雨绸缪	3
1.3 监管下调年金险评估利率，提前防范利差损风险	4
2、主要上市寿险公司价值打平收益率低于 3%，利差损风险较小	4
2.1 价值打平收益率是使得长期价值归零的投资收益率	4
2.2 价值打平收益率测算方法论	5
2.3 主要寿险公司价值打平收益率低于 3%，整体利差损风险较小	6
2.4 不同投资收益率和分红策略下的有效业务价值测算——以平安寿险为例	7
3、价值打平收益率三大特征：长期视角、精算预期、极端情景	8
3.1 长期视角：能更好反映长周期视角下的负债成本	8
3.2 精算预期：依赖于精算假设的合理性，无法反映实际经营偏差	9
3.3 极端情景：是极端情景下的负债成本，不能直接用于中性情景下的价值判断和利润预测	9
4、价值打平收益率两大应用：成本解读和利源分析	10
4.1 寿险公司多维度成本解读	10
4.2 寿险公司利源结构分析	11
5、研究结论与投资建议	14
6、风险提示	14
图表 1：主要寿险公司新业务价值打平收益率	6
图表 2：主要寿险公司有效业务价值打平收益率	7
图表 3：平安寿险在不同投资收益率和分红策略下的有效业务价值测算	8
图表 4：某寿险公司各口径负债成本之间的关系	10
图表 5：寿险公司非利差利源测算逻辑	12
图表 6：平安寿险非利差利源对 NBV 贡献	12
图表 7：平安寿险 NBV 综合利差测算	12
图表 8：平安寿险 2016 年以来利差和非利差利源对 NBV 贡献情况	13
图表 9：平安寿险非利差利源对 VIF 贡献	13
图表 10：平安寿险 VIF 综合利差测算	13
图表 11：平安寿险 2016 年以来利差和非利差利源对 VIF 贡献情况	13

1、全球降息潮来袭，引发长期低利率及利差损风险担忧

1.1 全球降息潮席卷而来

2019年美联储三次降息。早在2019年1月，美联储主席就曾表态“未来加息的可能性下降”，释放出缩表放缓信号；美国时间7月31日，美联储经过长达两天的讨论后，宣布降息25个基点，将联邦基准利率下调至2%-2.25%；随后，在9月18日、10月31日两次降息25个基点，将联邦基金利率降至1.5%-1.75%区间。降息的同时，美联储重启国债购买计划，从10月中旬开始每月购买600亿美元美国国债，并表示“至少延续到明年第二季度”。降息对国债收益率的影响也非常直接，美国十年期国债收益率从年初的2.7%降至近期的1.7%左右，最低曾触及1.47%。

欧洲央行重启量化宽松，澳大利亚联储三次降息。为防范经济陷入衰退，2019年9月12日，欧洲央行宣布了经济刺激计划，下调存款利率10个基点至-0.5%，并从11月1日开始重启净买入，每月额度为200亿欧元。澳大利亚方面，由于经济增长和就业压力较大，降息进程早于欧美，澳联储在6月4日宣布下调现金利率25个基点至1.25%，之后在7月2日和11月1日再分别下调25个基点至0.75%，三次降息使得澳大利亚十年期国债收益率从1.5%降至1.1%左右。

俄罗斯、印度、巴西等金砖国家也多次降息。俄罗斯央行于6月正式启动宽松周期，年内已四次降息，分别在6月14日、7月26日、9月6日、10月25日下调基准利率25bp、25bp、25bp、50bp，将基准利率降至6.5%。印度方面，由于国际贸易环境恶化，为拉动本国经济，印度央行率先降息，在2月7日下调基准回购利率25个基点至6.25%，随后在4月、6月、8月、10月继续降息，五次降息将基准回购利率累积下调135bp至5.15%。巴西央行主要跟随美联储降息节奏，但降幅更大，分别于7月31日、9月18日、10月31日分别降息50个基点，基准利率降至5%。

除此之外，新西兰、土耳其、韩国、印尼、马来西亚、菲律宾等数十个国家也纷纷打开降息窗口，全球降息潮席卷而来。

1.2 我国利率尚未明显下行，但投资者开始未雨绸缪

多因素导致我国利率并未明显下行。在全球经济增长承压背景下，其他经济体纷纷下调政策利率或实施量化宽松，但我国央行并未明显降息，一年期LPR仅下调5bp，长期利率保持不变，主要通过降准、MLF投放等手段维持市场流动性。

虽然我国经济当前面临一定下行压力，三季度GDP增速触及6.0%，但在9月份央行启动年内第三轮降准后，央行多表态强化市场中性预期，明确坚决不搞“大水漫灌”，货币宽松空间仍然有限。同时由于猪肉价格飙升导致的结构性通胀，9月份CPI数据达到3%，四季度至明年一季度CPI或仍将继续走高，这在一定程度上也制约了央行降息的空间。

投资者已经开始担忧低利率环境下寿险业的利差损风险。虽然我国并未跟随降息，十年期国债收益率仍保持在3%以上，但投资者普遍认为在经济增速持续下行背景下，当结构性通胀接近尾声时，宏观利率或将不可避免的震荡下行，长期的低利率环境是否会对寿险业产生巨大影响甚至陷入利差损风险？

上世纪80年代，日本寿险业曾出售大量高利率保单，在经济泡沫破灭后，持续的利差损引发了寿险公司倒闭潮。同样，我国寿险业在上世纪90年代定价利率普遍很高，在

央行连续降息后，寿险公司面临巨大的投资压力，也产生了一定的利差损，好在原保监会及时下调产品预定利率，才将利差损风险控制有限范围内。

最近，我们发现投资者越来越关注利率下行对寿险公司的影响，多数投资者认为如果利率下行，投资收益率假设面临下调压力，寿险公司的价值（VIF、NBV）将打一定的折扣，也就是可信度下降，具体下降多少则主要通过内含价值敏感性分析的结果去判断。甚至有投资者关心，当投资收益率降至什么水平寿险公司的价值会归零？关于这个问题，目前尚未有主流的方法和指标去衡量，虽然寿险公司在内部管理中有类似指标，但并不披露，本专题将重点围绕该问题进行讨论，以期帮助投资者对我国寿险业面临的潜在利差损风险有更深入的认识。

1.3 监管下调年金险评估利率，提前防范利差损风险

2019年8月30日，银保监会印发《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》（以下简称《通知》），主要包括三方面内容：一是支持中国保险行业协会设立人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会；二是优化人身保险业责任准备金评估利率形成机制；三是调整部分险种的评估利率水平，对2013年8月5日及以后签发的普通型养老金或10年以上的普通型长期年金，将责任准备金评估利率上限由年复利4.025%和预定利率的小者调整为年复利3.5%和预定利率的小者，其他险种的评估利率要求维持不变。

短期来看，《通知》将直接影响寿险公司业务策略，2020年开门红或以3.5%定价产品为主，4.025%产品隐退。尽管监管没有规定不能销售存量4.025%产品，但意图已经非常明确，我们认为在2020年开门红期间，寿险公司大概率不会挑战监管红线，即使有存量产品可以销售，但通过“炒停”而进行大规模销售的概率不大。定价利率的下降必然导致产品竞争力打折，为弥补客户收益，保险公司可能会阶段性提高绑定的万能账户结算利率，使得客户的预期收益率不出现大幅下降。同时，储备分红产品也可能是一种选择，毕竟3.5%定价的产品还未经过市场检验，如果销量不佳，保险公司可以转向销售分红型产品。

长期来看，有利于提前防范利差损风险，促进行业健康发展。银保监会答记者问表示，结合我国当前经济形势，未来保险业投资端面临一定压力，为应对可能出现的利差损风险，有必要适当下调现行评估利率。我们认为，随着我国经济结构调整逐步深化，转向高质量发展，经济增速可能会下行，与此同时，宏观利率大概率走低，以固定收益投资为主的保险资金的确将面临一定的投资压力，此时引导行业定价利率下行是防患于未然之举，是对潜在利差损风险的提前应对。另一方面，定价利率下行也减弱了人身险产品的投资属性，这将促进行业进一步加大身故、健康、意外等长期保障型业务的开发和销售力度，更好的满足居民保险保障需求，也很好的呼应了保险业回归保障本源的初心，能促进行业长期健康发展。

2、主要上市寿险公司价值打平收益率低于 3%，利差损风险较小

2.1 价值打平收益率是使得长期价值归零的投资收益率

如何判断寿险公司的长期价值是否安全？寿险公司的长期价值主要看内含价值，其中有效业务价值代表的是存量业务未来的盈利能力，而新业务价值则主要反映当年新销售保单在未来创造利润的能力。有效业务价值和新业务价值均是利用精算模型、基

于大量精算假设评估得到的,精算假设是否合理在很大程度上决定了评估结果的可信度。如果实际经营结果优于精算假设,说明长期价值的可信度较高,但要是实际经验长期差于精算假设,则说明假设不够合理或是较为激进。因此,寿险公司精算假设的合理性是其长期价值是否可信的核心因素。

低利率环境下,重点关注投资收益率波动对价值的影响。在每一次利率下行的时候,寿险公司的利差损风险都会被提及,也会影响上市险企的股价表现,利率成为市场普遍认可的保险公司股价驱动因素。目前,判断利率下行对价值影响的主要方法是看内含价值的敏感性分析结果,因为利率下行会导致固收类资产收益率逐渐下移,进而影响险资的长期投资收益率,所以一般来说,有效业务价值或新业务价值对投资收益率越敏感,说明其价值对投资端依赖度更高,受利率下行的影响也就更大。

我们提出价值打平收益率概念,以衡量寿险公司在极端环境下出现利差损的风险。在与投资者交流的过程中,有投资者关心在低利率环境下,上市险企的有效业务价值是否有大幅下降甚至归零的风险,即产生长期利差损的风险。实际上,在寿险公司内部,通过调整投资收益率测算不同情景下的价值结果,也就能评估出投资收益率降至多少价值会归零,但是上市险企并不披露该结果。从公开数据看,由于投资收益率波动对价值的影响并非线性,也难以通过敏感性分析结果简单外推。这里,我们将使得长期价值归零的投资收益率定义为价值打平收益率,当长期投资收益率预期低于该水平时,价值将为负值,即会出现长期利差损。从横向比较角度看,价值打平收益率更低的公司,出现利差损风险的概率更小。

2.2 价值打平收益率测算方法论

测算价值打平收益率的两个关键点:刚性利率成本和负债吸收比例。由于目前可用于测算价值打平收益率的基础数据并不多,只能从内含价值敏感性分析出发,比较好的情况是当前主要上市险企长期投资收益率假设均是5%,虽然前端假设略有差异,但是对整体影响相对有限。因此,从方法论角度看,从基础情景出发,价值会随着投资收益率下降而下降,这个过程可以通过敏感性分析结果外推(投资收益率 \pm 50bp对价值的影响),但是当投资收益率降至某个临界点(刚性利率成本)时,所有的投资波动都将由寿险公司来承担,这时需要根据负债的吸收比例反算所有的投资波动。

刚性利率成本主要受产品策略、负债结构、分红政策等因素影响。由于分红险和万能险的存在,寿险负债的利率成本存在一个临界点,当投资收益率高于该临界点时,分红险和万能险的负债对投资端有吸收效应,当投资收益率降至该水平之下,所有的不利影响都将由公司承担,我们将该临界点称为刚性利率成本。影响刚性利率成本的因素主要有三:

一是产品策略,不同类型的产品定价利率存在差异,费改之后传统险定价利率通常高于分红险,另外部分公司的万能险保证利率也较低,因此寿险公司的产品策略对刚性利率成本影响较大;

二是负债结构,在公司战略和产品策略引导下,“高保证利率”和“低保证利率+分红/结算”的负债结构直接决定了刚性利率成本的高低;

三是分红政策,在投资收益率发生波动时,寿险公司可以调整分红水平或万能结算利率,但在实际经营过程中,由于避免集中退保、保持市场竞争力等考虑,在投资收益率不理想时,可能也会将分红水平和万能结算利率维持在某个水平之上,即存在隐性的刚性利率成本。

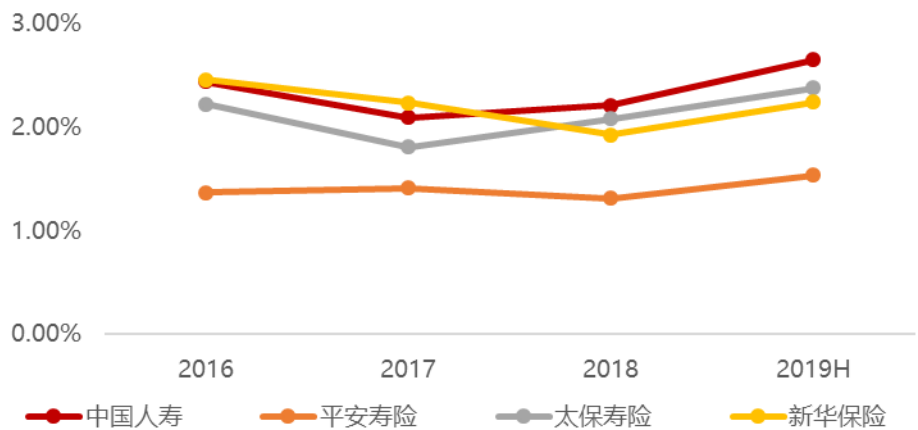
负债吸收比例有两种估算方法。在此前的专题报告中，我们多次介绍负债吸收比例，并介绍了两种估算方法：一是正向思维，通过分析负债结构去推算分红险和万能险对投资收益的吸收程度，这种方法需要较为详细的分账户投资资产数据，但遗憾的是目前上市公司均不披露此类数据，那么只能从负债数据出发去测算；二是逆向思维，通过财务报表实际结果去反算负债吸收比例。这种方法是从结果出发，分析AFS类资产浮盈变化和影子会计调整的关系，其比值可以为负债吸收比例提供参考。

2.3 主要寿险公司价值打平收益率低于3%，整体利差损风险较小

由于2016年内含价值评估标准切换，为保证分析结果更加可比，仅测算了2016年之后的数据，测算过程中，结合各公司公开数据和我们的专业判断，对刚性利率成本和负债吸收比例进行了假设。按照以上方法和假设，我们测算了中国人寿、平安寿险、太保寿险、新华保险四家主要上市寿险公司的价值打平收益率，下面从增量（新业务价值）和存量（有效业务价值）两个角度去分析。

从增量角度看，新业务价值打平收益率近几年稳中略升，但总体保持低位。由于坚持价值导向，产品定价相对保守，对投资端依赖程度较低，2016年以来，平安寿险的NBV打平收益率一直低于主要同业，保持在1.5%左右。新华在健康险转型期间，新业务价值的利源结构有明显好转，综合利差的持续扩大使得负债成本逐年走低，NBV打平收益率也在2018年达到低点，2019年上半年因市场竞争和产品策略调整，成本有所上行。国寿和太保寿险趋势较为接近，NBV打平收益率均是在2017年达到阶段性低点，预计是价值转型所致，之后开始上行，我们判断主要原因是高定价利率的传统险占比有所提升。

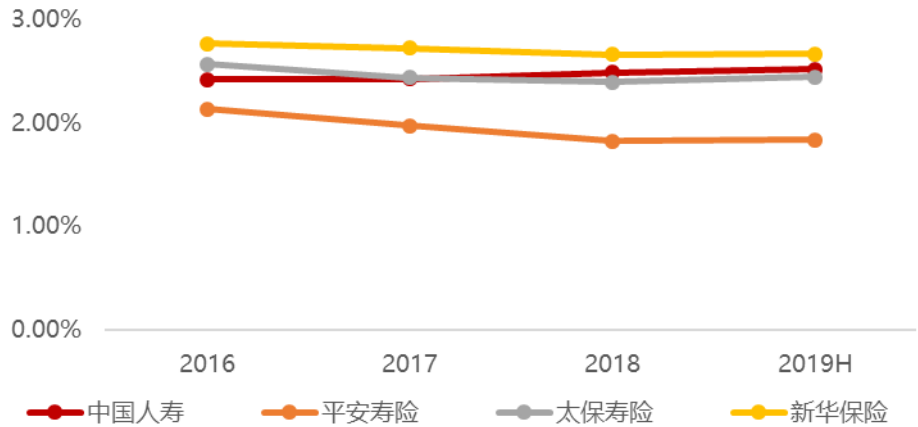
图表1：主要寿险公司新业务价值打平收益率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

从存量角度看，有效业务价值打平收益率保持平稳，平安寿险明显优于同业。有效业务价值是新业务价值的不断积累，2016年主要寿险公司的VIF打平收益率在2%-3%之间，平安相对最低，新华最高。虽然过去几年NBV打平收益率略有提升，但整体均保持在较低水平，在不断积累后，VIF打平收益率表现出稳中有降的趋势，其中平安寿险已降至2%以下，国寿和太保寿险保持在2.5%左右，新华稍高，但较2016年有小幅下降。

图表2：主要寿险公司有效业务价值打平收益率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

主要寿险公司短期利差损风险较小，长期可通过调整负债结构应对。整体而言，四家上市寿险公司 VIF 打平收益率均低于 3%，而当前我国十年期国债收益率仍在 3% 以上运行，即便后期逐渐震荡下行，考虑到利率下行是一个渐进过程，而险资投资收益率的下行还会滞后于利率，因此短期内，上市险企出现利差损的概率较小。

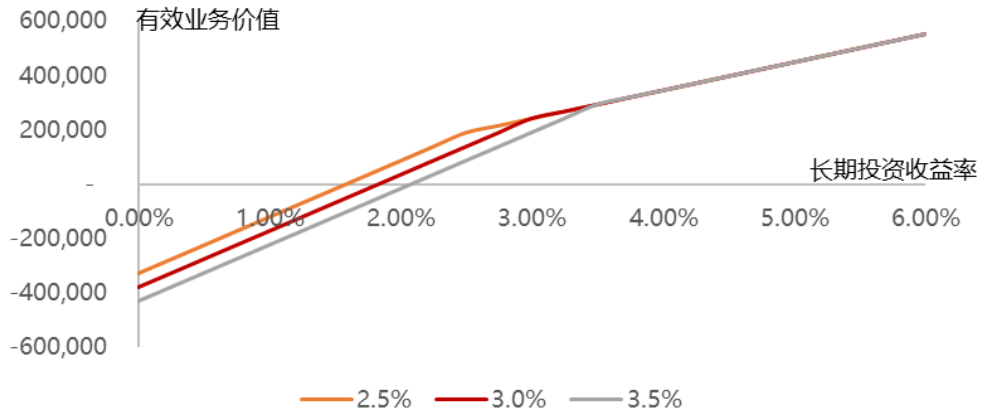
长期角度看，如果未来利率出现不可逆的下行趋势，寿险公司可以及时调整产品策略，通过降低保证利率或减少高成本业务等手段，逐渐优化负债结构，降低负债成本。上市险企由于先发优势明显，存量业务结构较好，高成本负债占比有限，未来出现利差损的概率不大。

2.4 不同投资收益率和分红策略下的有效业务价值测算——以平安寿险为例

当投资收益率低于刚性利率成本时，有效业务价值下降的速度加快。虽然上市险企出现利差损的概率较小，但如果出现利率持续下行，投资收益率将承压，对业务价值的影响也是显而易见的。

为更好地展示长期投资收益率波动对有效业务价值的影响，我们以平安寿险为例进行测算，在 3% 刚性利率成本情景下，投资收益率为 5% 时，其有效业务价值为 4474 亿（2019 年中报披露数据），当投资收益率下降时，价值也随之下降，当降至 3% 以下时，负债吸收效应消失，投资波动带来的损失将全部降低有效业务价值，价值下降的速度加快，曲线变得更加陡峭。当投资收益率进一步降至 1.8% 时，有效业务价值归零，再下降时，价值变为负数。

图表3：平安寿险在不同投资收益率和分红策略下的有效业务价值测算



资料来源：公司公告、万联证券研究所

预计主要寿险公司保证利率在2.5%-3.5%区间。同时，为测算不同分红策略下的结果，需要对刚性利率成本进行假设。由于刚性利率成本受产品策略、负债结构、分红政策等因素影响，考虑到费改之前定价利率均为2.5%，费改之后逐渐放开，传统险升至3.5%，年金险虽提升至4.025%但今年开始逐渐叫停，销量相对有限，综合来看，预计主要寿险公司的保证利率大概率在2.5%-3.5%区间，其中平安由于其万能险保证利率多为1.75%且存量负债占比较大，公司总体保证利率稍低于其他公司。

平安寿险在三种刚性利率成本假设下，VIF打平收益率依然较低。根据各公司保证利率情况，这里我们将刚性利率成本按照2.5%/3.0%/3.5%三种情景测算。从平安寿险测算结果看，刚性利率成本越高（分红水平和结算利率），在投资收益率大幅下降时，公司将承担更多的损失，对投资端要求也就越高，即VIF打平收益率更高。平安寿险由于业务结构较好，有效业务价值的利源结构较好，非利差利源占比较高，即便在3.5%刚性利率成本假设下，VIF打平收益率也仅略微超过2%。

3、价值打平收益率三大特征：长期视角、精算预期、极端情景

在之前的专题报告中提出了综合负债成本和修正负债成本概念，主要是通过利润表的分析反推负债成本，而本次提出的价值打平收益率是使得长期价值归零的投资收益率，本质上有诸多不同之处。

3.1 长期视角：能更好反映长周期视角下的负债成本

价值打平收益率是整个保险期间内的平均负债成本。从定义上看，价值打平收益率是使得长期价值归零的投资收益率，是通过goal seek的方式去发现投资收益率降至多少长期价值将等于零。

长期价值，不管是有效业务价值还是新业务价值，通过精算模型预测保单（存量或新单）在保险期间内的现金流，根据内含价值评估标准计算每期的可分配盈余，然后贴现而得。因此，价值打平收益率是反映保单在未来所有年度的平均成本，即长周期视角下的负债成本。

综合/修正负债成本均是基于利润表的短期概念。我们在之前的报告中先后提出了综

合负债成本和修正负债成本概念：

- 综合负债成本是根据当年利润表数据反算负债成本，与“三差”利源分析逻辑结合来看，综合负债成本可以近似理解为，当期利率成本减去非利差利源（死差、费差、退保差等）之和，如果死差或者费差为正，则降低负债成本，反之亦然。
- 由于综合负债成本受投资波动和精算假设变动影响较大，我们又提出了基于稳定投资收益率预期且不考虑精算假设变动的修正负债成本。

这两个概念均是以当期利润表为基础，反映实际经营结果的短期概念，不能代表长期负债成本。但是长期概念也并非一定比短期概念更好，之后我们将展开讨论。

3.2 精算预期：依赖于精算假设的合理性，无法反映实际经营偏差

精算假设合理性对价值打平收益率影响较大。有效业务价值和新业务价值均是基于精算模型和精算假设计算而来的，通过goal seek反算出来的价值打平收益率也势必受精算模型和假设的合理性影响，由于寿险公司的精算逻辑相对统一，模型差异不大，稳定性也较好，因此主要关注精算假设。

举例来说，如果某寿险公司VIF打平收益率为2.5%，则代表在当前精算假设下，如果长期投资收益率降至2.5%，有效业务价值降至零。但是各公司的精算假设谨慎性不完全一致，有的保守（实际经验优于假设），有的则激进（实际经验差于预期）。对于假设保守的公司，其实际经验较好，产生正的经验偏差，进而降低对投资端的要求，那么实际的VIF打平收益率会低于2.5%。反之，对于假设激进的公司，会产生负的经验偏差，进而提升对投资端的要求，实际的VIF打平收益率则会高于2.5%。

也就是说，VIF打平收益率反映的是一种长期的精算预期，其可信度在很大程度上依赖于精算假设的合理性。

综合/修正负债成本能反映当期的实际经营经验。由于综合/修正负债成本均是从当期利润表出发，经过一系列调整和估算后得到的成本，自然也就已经隐含反映了当期的实际经营经验。

例如，从精算预期的长期视角下，如果某寿险公司当年实现盈利所需的最低投资收益率是3%，而实际经营经验优于预期，费用出现正偏差，那么将会降低对投资收益率的要求。通过综合/修正负债成本的测算，可以反映这种短期的经营偏差。因此，虽然综合/修正负债成本是短期概念，但也有自身的优势。

3.3 极端情景：是极端情景下的负债成本，不能直接用于中性情景下的价值判断和利润预测

价值打平收益率隐含了极端情景假设。该概念的提出是为了评估寿险公司的利差损风险，即当长期投资收益率降至什么水平会出现利差损。当前我国经济依然维持中高速增长，长期利率保持在3%以上，近几年上市险企的平均投资收益率也基本保持在5%以上，在这种背景下去探讨利差损风险是一种前瞻性、保守性考虑。价值打平收益率的测算逻辑是不断调低投资收益率假设直至长期价值归零，测算出来的结果显示，主要寿险公司的价值打平收益率远低于当前投资收益率，也说明这是一种极端情景。

价值打平收益率不能直接用于中性情景下对寿险公司的价值判断和利润预测。既然价值打平收益率是极端情景下的负债成本，且远低于当前寿险行业的投资收益率情况，由于分红险和万能险的存在，按照当前的投资收益率水平（中性情景），分红水平和

万能结算保持在较高水平，导致实际成本会高于价值打平收益率。因此，该概念并不适用于对寿险公司的价值判断和利润预测。

举例而言，如果某寿险公司VIF打平收益率为2.5%，当长期投资收益率假设为5%时，由于分红和万能结算成本会随之上升，导致公司的长期利差会低于2.5% (5%-2.5%)，从短期利润的角度也是类似。

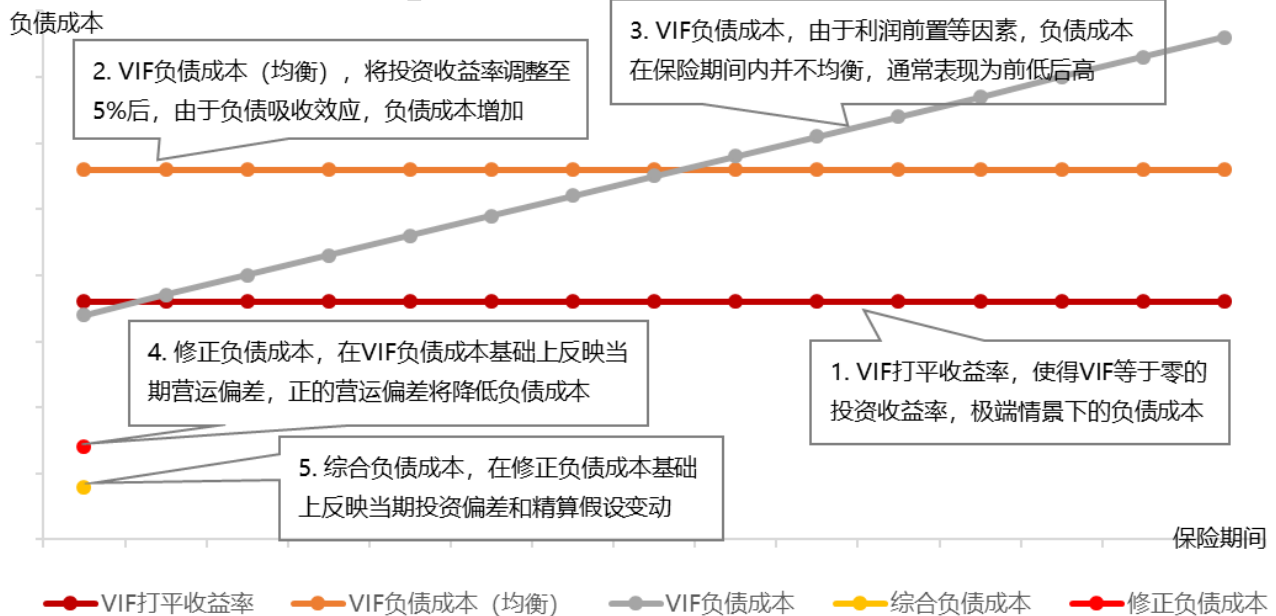
修正负债成本在这方面则有较大优势，长期价值和短期利润均是资本市场重点关心的指标，特别是营运利润近年来逐渐成为投资者关心的焦点。我们在之前的专题报告中介绍过如何通过修正负债成本预测上市寿险公司的营运利润，即便对于目前尚未披露营运利润的公司仍然适用，这里不再重复介绍。

4、价值打平收益率两大应用：成本解读和利源分析

4.1 寿险公司多维度成本解读

截至目前，已经有综合负债成本、修正负债成本、价值打平收益率三个概念，为帮助投资者进一步理解寿险公司各个口径的负债成本，我们对这些指标进行集中梳理，并引入两个中间概念，VIF 负债成本（均衡）和 VIF 负债成本，以某寿险公司的部分数据为例，详细分析“VIF 打平收益率-VIF 负债成本（均衡）-VIF 负债成本-修正负债成本-综合负债成本”的转化路径。

图表4：某寿险公司各口径负债成本之间的关系



资料来源：公司公告、万联证券研究所

VIF 打平收益率，使得 VIF 等于零的投资收益率，极端情景下的负债成本。VIF 打平收益率是本专题报告新提出的概念，前文已详细介绍其定义和测算方法，该概念比较容易理解，只要未来长期投资收益率不低于该水平，寿险公司的存量业务就不会出现利差损，是在极端情景下负债成本。由于是在整个保险期间测算，因此得到的 VIF 打平收益率在本质上是一个平均值，表现为均衡数值。

VIF 负债成本（均衡），将投资收益率调整至 5%后，由于负债吸收效应，负债成本增加。近几年，上市险企的投资收益率远高于 VIF 打平收益率，为更加真实反映当前寿险公司的投资环境，我们将长期投资收益率假设调整至 5%（即上市险企主流假设），由于分红、万能险的负债吸收效应，当投资收益率高于价值打平收益率时，由于分红增加和万能结算利率提升，负债成本较打平收益率会相应上升，我们称其为 VIF 负债成本（均衡），可以理解为，在 5%投资收益率预期下，寿险公司有效业务价值的平均负债成本。例如，如果某寿险公司在 5%投资收益率预期下 VIF 负债成本（均衡）为 3%，则综合利差为 $5\% - 3\% = 2\%$ 。需要注意的是该指标是基于精算模型和精算假设的测算结果，尚未反映实际经营偏差。

VIF 负债成本，由于利润前置等因素，负债成本在保险期间内并不均衡，通常表现为前低后高。实际上，在保险期间内，如果按照公式逐年计算，寿险公司的负债成本并非均衡。在当前会计准则下，寿险公司剩余边际的摊销轨迹相对靠前，造成利润前置，使得负债成本表现为前低后高。在上图中，我们以线性增长简单演示该逻辑，实际情况会复杂很多。

关于利润前置，在此前专题报告中有过详细介绍，逻辑如下：

对于储蓄型业务，主要的现金流支出是返还类责任，通常来说现金流支出相对靠后，呈现出“前低后高”的趋势，但由于剩余边际摊销载体通常使用现价类摊销因子，这类因子在保险期间内相对均衡（交费期内会有提升），导致剩余边际的释放以及利润也相对均衡，“前低后高”的负债现金流和均衡的利润使得利润相对前置。

对于保障型业务，剩余边际摊销载体通常使用保额类摊销因子，由于保额在保险期间内通常是比较均衡的（不考虑衰减），考虑死亡率、退保率等衰减因素之后，剩余边际的摊销结果表现出“前高后低”的趋势，这与摊销因子（保额）的变动轨迹保持一致，但是利差也是保障型的业务的重要利润来源，利差主要是与准备金相关，交费期内准备金规模通常会逐年增长，所以利差的分布较保额而言，会相对靠后，因此在该逻辑下保障型业务也会存在利润前置现象。

修正负债成本，在 VIF 负债成本基础上反映当期营运偏差，正的营运偏差将降低负债成本。VIF 负债成本曲线是基于内含价值评估假设的成本轨迹，为与实际经营结果相比较，取第一年的 VIF 负债成本为基准，该成本完全是基于精算假设得到，与修正负债成本的主要差异在于营运偏差（还有内含价值评估准则与会计准则的差异，这里暂不做讨论），投资收益率方面二者均是内含价值长期假设。在上图中，该寿险公司因实际经验远优于精算假设，产品较大的正营运偏差，所以使得修正负债成本明显低于第一年的 VIF 负债成本。

综合负债成本，在修正负债成本基础上反映当期投资偏差和精算假设变动。实际经营过程中，由于投资收益率波动较大，准备金评估利率曲线等精算假设也会进行调整，都将影响当期利润表。根据这两个概念的定义，其差异就在于投资偏差和精算假设变动，其中综合负债成本可通过利润表直接测算，经过一系列调整可得到修正负债成本。

4.2 寿险公司利源结构分析

根据目前上市险企的公开披露信息，将有效业务价值和新业务价值分解到死差、费差、利差仍然不太现实，但以价值打平收益率为基础，调整得到稳定投资收益率预期下的负债成本后，将价值分解到利差和非利差两部分是可以尝试的。

价值打平收益率与刚性利率成本之差就是非利差利源贡献。当投资收益率降至价值打

平收益率时，价值变为零。从投资端看，寿险公司投资收益率等于价值打平收益率，但给客户的利率成本是刚性利率成本(假设高于价值打平收益率)，则形成了利差损。考虑到价值为零，说明非利差利源做了正贡献，且刚好抵消了利差损，那么就可以根据刚性利率成本和价值打平收益率计算非利差利源的贡献。

图表5: 寿险公司非利差利源测算逻辑

$$\text{价值} = \text{利差} + \text{非利差} = (\text{投资收益率} - \text{利率成本}) + \text{非利差}$$

当投资收益率降至价值打平收益率时，价值为零，此时利率成本应为刚性利率成本，则有：

$$0 = (\text{价值打平收益率} - \text{刚性利率成本}) + \text{非利差}$$

$$\text{非利差} = \text{刚性利率成本} - \text{价值打平收益率}$$

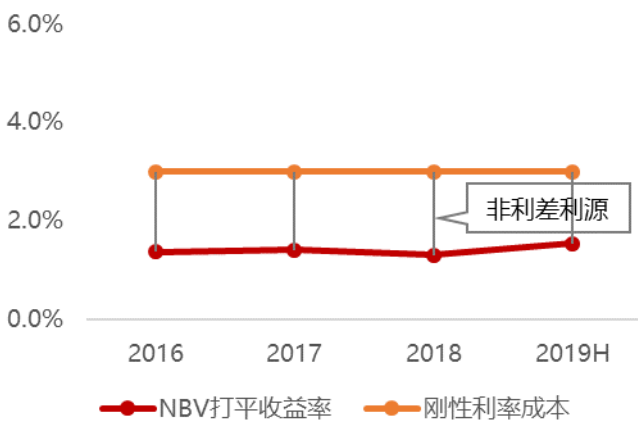
资料来源：万联证券研究所

内含价值长期投资收益率假设与均衡负债成本的差异则是综合利差。有效业务价值或新业务价值是基于长期投资收益率假设评估得到的，在该投资收益率下，由于负债吸收效应，负债成本会高于价值打平收益率，将吸收之后的负债成本计算出来后，即可得到综合利差（全部利源）。

下面以平安寿险为例，根据我们的方法和假设，测算其 2016 年以来新业务价值和有效业务价值的利源结构：

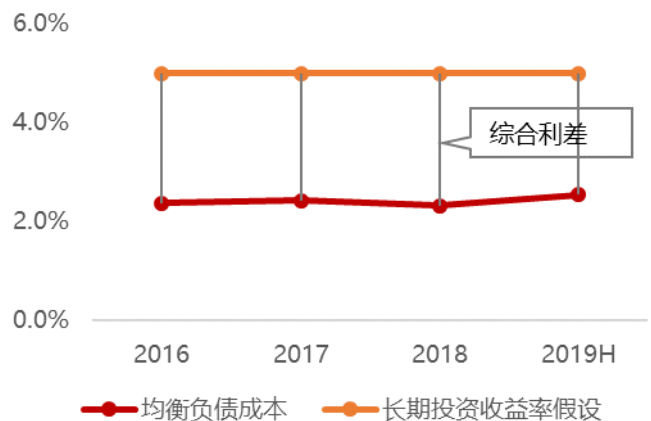
新业务价值方面，平安寿险非利差利源贡献度保持在 60%左右。测算结果显示，平安寿险几年非利差利源对新业务价值的贡献在 1.6%左右，而全部利源（综合利差）在 2.6%左右，非利差利源的贡献度稳定在 60%上下。这与平安此前在其投资者开放日公布的利源数据基本一致，也印证了该测算方法的合理性。

图表 6: 平安寿险非利差利源对 NBV 贡献



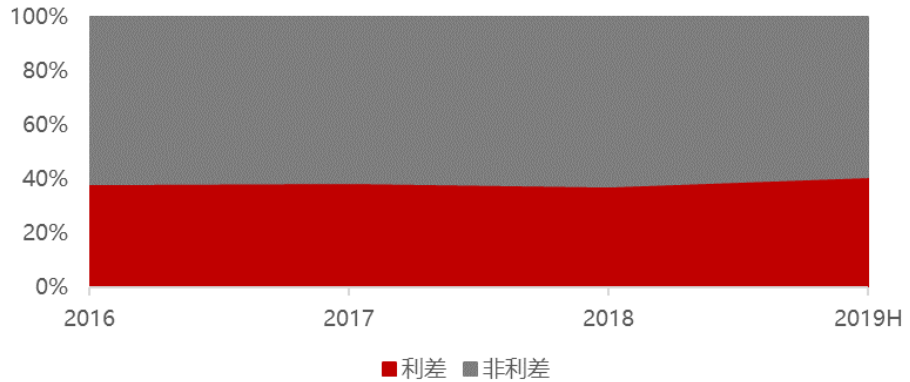
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表 7: 平安寿险 NBV 综合利差测算



资料来源：公司公告、万联证券研究所

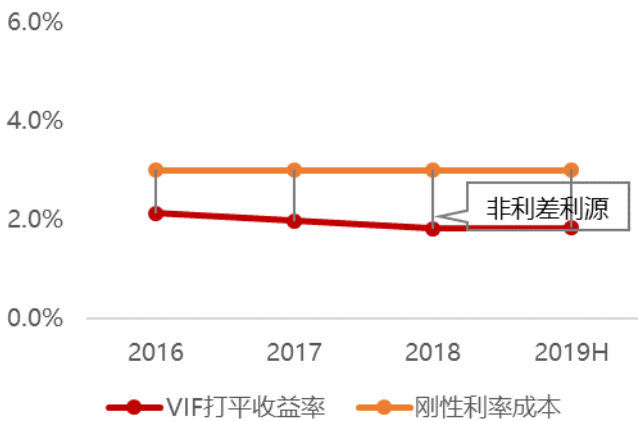
图表8：平安寿险2016年以来利差和非利差利源对NBV贡献情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

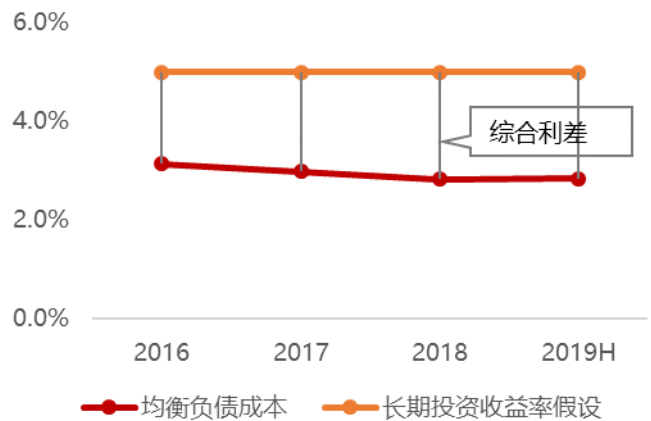
有效业务价值方面，非利差利源贡献度逐年提升，目前接近55%。有效业务价值是新业务价值的不断积累，而2016年以来新单结构较好，NBV中非利差利源贡献度保持在60%左右，带动VIF中非利差利源的贡献度也逐渐提升，从2016年的46%已升至2019年上半年的54%。

图表9：平安寿险非利差利源对VIF贡献



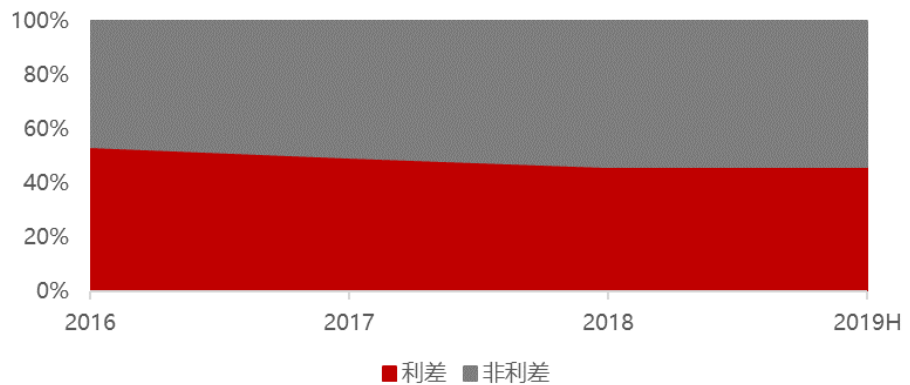
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表10：平安寿险VIF综合利差测算



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表11：平安寿险2016年以来利差和非利差利源对VIF贡献情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

主要上市寿险公司中，平安寿险非利差利源贡献度明显领先。同时，我们还测算了中国人寿、太保寿险、新华保险的利源结构。新业务价值方面，其他三家公司非利差利源贡献度波动较大，2019年上半年有不同程度的下降；有效业务价值方面，非利差利源贡献度相对稳定，但均未超过40%。

5、研究结论与投资建议

价值打平收益率可用于衡量寿险公司利差损风险。当前，全球降息潮来袭，我国宏观利率虽未明显下降，但投资者已开始担忧未来利率下行对寿险公司内含价值的影响。我们将使得长期价值归零的投资收益率定义为价值打平收益率，当长期投资收益率预期低于该水平时，价值将为负值，即会出现长期利差损。从横向比较角度看，价值打平收益率更低的公司，出现利差损风险的概率更小。

主要上市寿险公司价值打平收益率低于3%，整体利差损风险较小。测算价值打平收益率有两个关键点，刚性利率成本和负债吸收比例，其中刚性利率成本主要受产品策略、负债结构、分红政策等因素影响，负债吸收比例可通过两种方法估算。测算结果显示，主要上市险企新业务价值打平收益率近几年稳中略升，但总体保持低位，均未超过3%，有效业务价值打平收益率保持平稳，平安寿险明显优于同业，已低于2%。整体来看，短期利差损风险较小，长期也可通过调整负债结构应对，但如果利率持续下行，投资端承压，对业务价值的影响较为明显。

寿险公司多维度成本解读和平安寿险利源结构分析。结合此前剔除的综合/修正负债成本概念，我们集中梳理了寿险公司各口径负债成本概念，并展示了“VIF打平收益率-VIF负债成本（均衡）-VIF负债成本-修正负债成本-综合负债成本”的转化路径。同时，以平安寿险为例，测算其新业务价值和有效业务价值的利源分析，结果显示平安寿险非利差利源对NBV的贡献度保持在60%左右，对VIF的贡献度逐年提升，目前接近55%，领先主要上市同业。

主要上市寿险公司VIF打平收益率均低于3%，部分公司低于2%，短期利差损风险较小，长期可通过调整负债结构应对，无需过分担忧。当前我国经济仍保持中高速增长，长期利率维持在3%以上，预计未来几年上市险企的投资收益率仍将较高，能对内含价值长期投资收益率形成较强支撑。近期保险股表现有所分化，整体估值处于合理区间，部分公司相对较低，长期来看上市险企有望保持较好的盈利能力，长期价值仍有成长空间，维持保险行业“强于大市”评级。

6、风险提示

负债成本上行、利率下行超预期、权益市场大幅下跌、系统性风险

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资受益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场