

万能险定价利率下调预期分析

资产和负债端双向突围

超配

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融 · 保险 II

◆ 投资评级: 超配(维持评级)

证券分析师: 孔祥 021-60375452 kongxiang@guosen.com.cn 执证编码: S0980523060004
联系人: 王京灵 0755-22941150 wangjingling@guosen.com.cn

事项:

近期,市场关注正在修订过程中的《保险法》草案,未来保险保单刚兑属性及行业风险处置进度受到关注。同时据财联社报道,近期监管部门要求人身险公司进一步严格落实成本收益匹配原则,压降万能险结算利率,部分中小险企万能险结算利率上限下调至3.3%,大型险企下调至3.1%。同时,分红险的分红水平也应参照万能险执行。

国信非银观点: 经济增长中枢下降和利率中枢下行阶段,为更好的应对潜在的利差损风险,优化负债成本管理、挖掘增量投资机遇仍是行业转型关键。其一,负债端持续优化产品结构,推动“底保底+高浮动”型产品,通过增加负债端弹性成本降低刚性支出。其二,监管持续引导寿险产品降低预定利率及结算利率。其三,资产端进一步挖掘包括OCI权益类等资产在内的投资机会,叠加相关政策突破,在一定程度上打开险资配置空间。建议关注运营情况相对稳健,同时行业供给侧结构性改革利好龙头,推荐中国太保、中国人寿。

评论:

◆ 资产负债双重承压,利差损风险或将加剧,中小险企冲击更大

目前,我国保险行业存量普通寿险保单占比仍高,在资产端收益下行背景下,为险企资产负债匹配带来一定压力。2000年至2017年期间,随着我国保险行业产品结构的不断完善创新,叠加会计准则影响,以分红险及万能险为代表的传统寿险占比快速提升,该类保单具有一定“长期性”,因此当前行业存量寿险保单占比相对较高。截至2023年末,传统寿险占行业总保费收入的比例达54%。与此同时,随着近年来居民风险偏好的下移,以及其他理财型产品刚兑属性的打破,保证收益型的年金险、增额终身寿险等产品进一步加大保险公司负债端刚性成本,使其在资产收益下行背景下面临一定利差损风险。

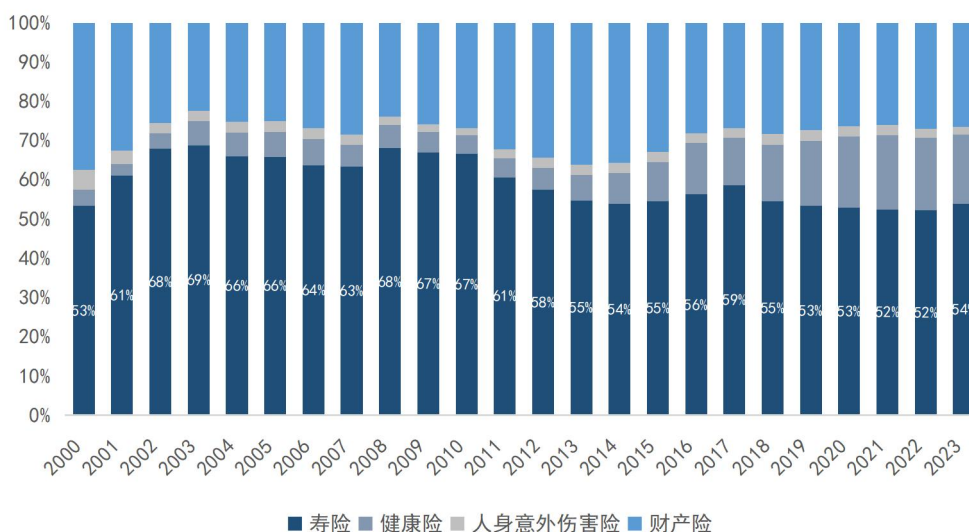
表1: 我国保险产品结构周期

时间	背景	主推产品
2000年-2006年	1. 2001年我国成功入世,外资积极进入我国保险市场,在此阶段,创新型保险产品出现,兼具人身保障及投资理财属性的投连险、万能险、分红险成为主流,拉动寿险行业保费激增,保费收入增速高达60%。 2. 自2005年11月起,监管针对保费、产品种类、会计处理及售后服务等方面发布了规范性政策,寿险市场增速回落。与此同时,市场震荡导致投资收益承压,分红险产品收益下降,保费增速收缩。	分红险、万能险、投连险
2006年-2013年	1. 2009年,保险业实施新会计准则,分红险保费全部计入保费收入,产品开发和销售向分红险集中。分红险保费收入从2008年的3799.37亿元增长至2012年的7859.05亿元,年均复合增长率约19.9%;分红险在寿险保费中的占比从2008年的57.1%,增长至2012年的88.2%。 2. 2008年后,受金融危机影响,居民消费意愿降低,叠加理财产品的快速崛起,导致储蓄型保费收入增速下降。	分红险

2014年-2017年	<p>1. 2015年万能险取消最低保证利率不得超过2.5%的限制，万能险在寿险保费收入中的占比逐渐提高，从2013年的23%增长至2016年的37%。</p> <p>2. 2017年，原保监会发布134号文，要求寿险业调整产品结构，以重疾险为代表的健康险快速崛起。2013年至2016年期间，健康险收入同比增速由30.22%增长至67.7%。2014年到2018年，我国重疾险年度新单保费收入由313亿元增长到1062亿元，年复合增长率达35.7%。</p>	健康险、万能险
2018年-至今	<p>1. 人口红利消退，代理人“人海战术”失效。此外，2020年初新冠肺炎疫情暴发，短期内冲击了代理人线下展业的效率，保费收入大幅回落。2016至2021年，重疾险保费收入同比增速分别为48.8%、46.9%、42.5%、28.4%、19.41%、-6.7%。</p> <p>2. 2014年，增额终身寿险在中介渠道出现，2015年增额终身寿出现升级产品，但仍不作为市场主流形态。2019年国内增额终身寿险总保费收入为1.9亿元，同比增速为28.2%，仅占行业总保费收入的0.0084%。直至2021年，增额终身寿成为主销资产类产品。</p> <p>3. 2024年人身险“开门红”主要以增额终身寿险、两全险、年金险为主，预计2024年储蓄型保险将迎来新增速。</p>	增额终身寿险、年金险

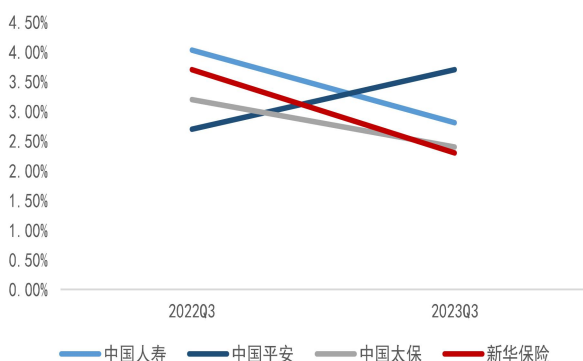
资料来源：各公司官网，原银保监会，国信证券经济研究所整理

图1：2000年至2023年保险行业各险种保费收入占比（单位：%）

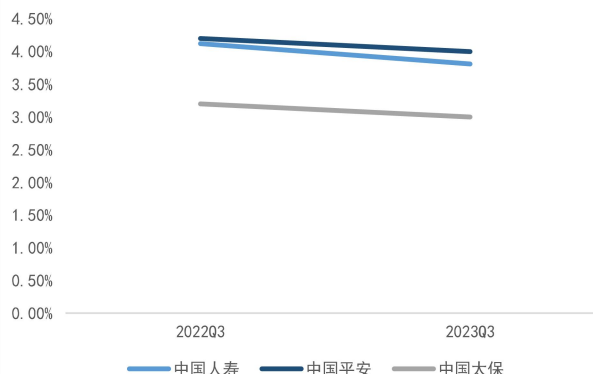


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

随着长端利率中枢下移，叠加资本市场的低位震荡，资产端投资收益下行也进一步加大险资资产配置压力。上市险企表现方面，截至2023年三季度末，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险总投资收益率分别为2.81%、3.7%、2.4%、2.3%，除平安外，其他四家较去年同期均有所下降；中国人寿、中国平安、中国太保净投资收益率分别为3.81%、4.00%、3.00%，同比下降0.31pt、0.20pt、0.20pt。

图2: 上市险企总投资收益率 (单位: %)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 上市险企净投资收益率 (单位: %)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 监管持续引导行业压降负债成本

继 2023 年 4 月监管针对人身险进行窗口指导要求下调预定利率后, 据财联社报道, 近期监管部门要求人身险公司进一步严格落实成本收益匹配原则, 压降万能险结算利率, 部分中小险企万能险结算利率上限下调至 3.3%, 大型险企下调至 3.1%。分红险的分红水平也应参照万能险执行。此前, 监管暂未针对万能险、分红险等“保底+高浮动”类产品规定明确结算利率上线。因此, 若相关调整兑现, 或有利于进一步引导险资压降负债端兑付成本, 降低因高负债成本导致的收益错配风险。同时, 考虑到当前保险公司所销售的万能险主要为“附加产品”形式, 通过与其他储蓄型产品绑定以增厚保单收益, 因此预计相关政策对于后续保费增量影响有限, 其产品功能仍具有一定竞争力。

◆ 行业格局或将优化, 建议关注中小险企风险

人身险行业在产品结构调整、渠道质态转型等背景之下, 部分中小保险公司风险逐步暴露。注册资金不足、负债端盲目扩张、资产端收益下行等进一步导致利差损风险加剧。截至 2023 年末, 非上市人身险公司总亏损数额超 142 亿元, 其中中邮人寿、建信人寿、渤海人寿等公司分别亏损 114.7 亿元、43.0 亿元、31.0 亿元。同时, 部分中小险企偿付能力充足率或已接近监管红线, 行业风险处置进度需进一步关注。

表2: 暂缓披露偿付能力充足率公司梳理

序号	公司名称	最后一次披露时间	最后一次披露的综合偿付能力充足率	最后一次披露的核心偿付能力充足率
1	君康人寿	2020 年第 3 季度	102.47%	102.47%
2	中融人寿	2021 年第 3 季度	122.71%	122.71%
3	上海人寿	2021 年第 4 季度	124.89%	119.99%
4	珠江人寿	2021 年第 4 季度	104.04%	52.02%
5	昆仑健康	2021 年第 4 季度	123.96%	123.96%
6	富德生命人寿	2021 年第 4 季度	103%	87%
7	前海人寿	2022 年第 1 季度	110.17%	66.39%
8	百年人寿	2023 年第 1 季度	102.59%	64.43%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 现行政策维护受益人合法权益, 保障保单“刚兑”属性较强

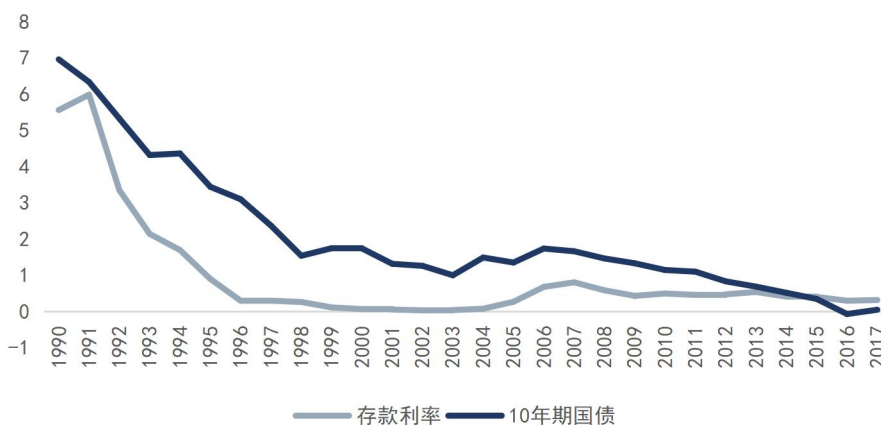
回顾历史上保险行业风险处置案例, 其主要依靠引入中央及地方国企为主。现行《中华人民共和国保险法》(以下简称“保险法”)第九十二条规定, “经营有人寿保险业务的保险公司被依法撤销或者被依法宣告破产的, 其持有的人寿保险合同及责任准备金, 必须转让给其他经营有人寿保险业务的保险公司; 不能同其

他保险公司达成转让协议的，由国务院保险监督管理机构指定经营有人寿保险业务的保险公司接受转让”。因此，在该政策背景下，尽可能保证保单受益人的合法权益。然而从风险处置维度来看，被接管后的历史存量保单仍具有一定的利差损风险，长期非市场化的整顿及接管体系承压。

◆ 日本应对寿险利差损，产品端加大保障转型，市场持续出清

20 世纪 90 年代开始，日本逐步迈入低利率时代。1986 年日本签订了广场协议，大量外资快速涌入日本国内，日元在短期内迅速增值，资产价格随之攀升。为防止经济增长过快带来负面影响，日本政府采取了宽松的货币政策，然而资产价格持续攀升，为日后日本经济泡沫埋下伏笔。随着日本经济泡沫的破灭，破产企业数量及失业率显著上升，资产市场及金融市场动荡下行。

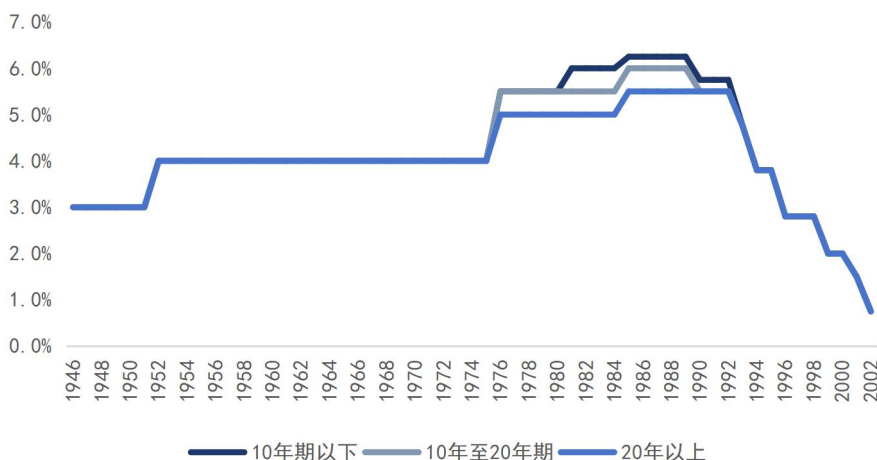
图4: 1990 年后日本利率呈持续下行趋势（单位：%）



资料来源: FRED Economic Data, 国信证券经济研究所整理

利率及股市的下跌使得日本人身险公司资产端投资收益承压，利差损也致使负债端成本上升。同时，日本险企在 20 世纪 70 和 80 年代累计了大量的储蓄型保险、年金险等产品，从而进一步扩大了利差损的风险。1997 年至 2000 年期间，共有 7 家寿险公司宣布破产。为进一步减少利差损及优化负债管理，监管当局允许下调保单预定利率。此外，部分险企积极调整产品结构，逐步实现从储蓄型产品到保障型产品的转型；结合日本人口老龄化日益加剧，养老及保障需求旺盛，助推保障型保险的发展。

图5: 日本预定利率变化趋势（单位：%）



资料来源: LIAJ, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：

为更好的应对潜在的利差损风险，优化负债成本管理、挖掘增量投资机遇仍是行业转型关键。其一，负债端持续优化产品结构，推动“底保底+高浮动”型产品，通过增加负债端弹性成本降低刚性支出。其二，监管持续引导寿险产品降低预定利率及结算利率。其三，资产端进一步挖掘包括 OCI 权益类等资产在内的投资机会，叠加相关政策突破，在一定程度上打开险资配置空间。建议关注运营情况相对稳健，同时行业供给侧结构性改革利好龙头，推荐中国太保、中国人寿。

◆ 风险提示：

中小保险公司经营承压、偿付能力下降、行业竞争加剧、资产收益下行等。

相关研究报告：

《2024 年 2 月保费收入点评-关注“开门红”后的结构性机会》——2024-03-17

《偿付能力成主因，中长期看格局演变-从债券赎回决策看中小保险公司风险》——2024-03-03

《2024 年 1 月保费收入点评-产险保费新高，银保整顿下寿险保费负增》——2024-02-22

《2023 年 12 月保费收入点评-存款降息下保费增长延续》——2024-01-17

《从长城人寿举牌无锡银行看险资举牌动向-高 ROE 资产进一步受险资青睐》——2024-01-16

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032