

增额终身寿险定价利率下调点评

短期销售激活，长期利差压力缓解

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融 · 保险 II

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

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:

近日, 据上证报报道, 部分保险公司为符合公司风险管控要求, 将于 6 月 30 日正式停售 3.0% 的增额终身寿险, 并将于 7 月 1 日上市预定利率 2.75% 的增额终身寿险。

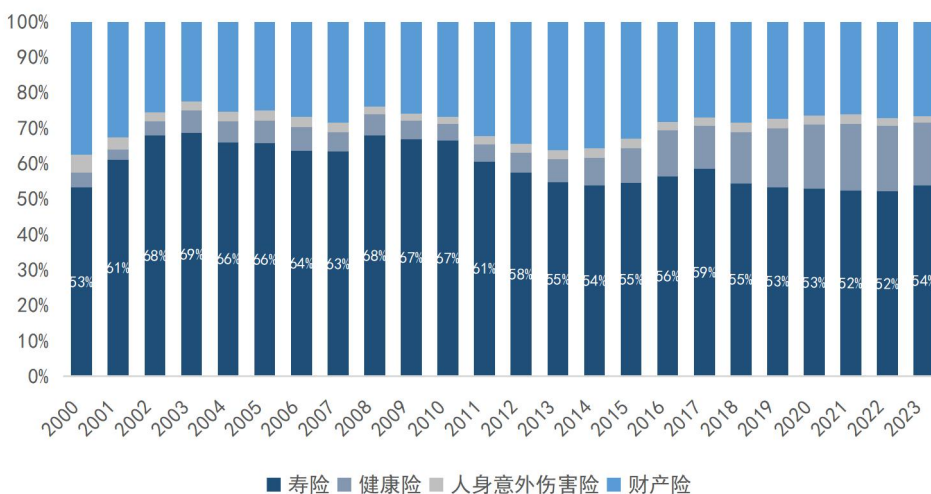
国信非银观点: 增额终身寿险为近年来的新兴产品, 当前存量占比较低。预计短端利好 6 月保费收入的提升, 部分公司或将利用该契机进行“炒停售”; 中端(7-8 月)或有一定保险需求透支影响, 因此保费增速或有一定下滑; 长端利好行业整体压降负债成本, 降低利差损风险。从资产配置维度来看, 若相应整改落地, 随着保费收入的提升, 持续利好险资高分红(OCI 权益类)资产的配置, 同时对长债的配置也有一定增量催化。建议关注资产及负债端双向受益的中国太保、中国人寿, 维持行业“优于大市”评级。

评论:

◆ 部分人身险公司下调产品定价利率, 压降负债端刚性成本

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, 利差损风险加剧。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, 保证收益型的增额终身寿险等产品兴起, 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。

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

在此背景之下，行业积极压降负债成本，降低资产、负债错配风险。今年3月，监管对人身险公司进行窗口指导，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。2024年以来，各险企积极对产品设计、销售模式等进行调整，**因此我们预计2024年为寿险行业负债端的过度窗口期，叠加2023年二季度的高基数，预计近期行业整体保费增速相对疲软。此外，近期10年期及30年期国债收益率约为2.30%及2.53%，因此我们预计3.0%的负债刚性成本或面临一定资产配置压力，未来行业增额终身寿险定价利率有望系统性下调至2.5%-2.75%的区间。**

◆ 预计存量增额终身寿险当前占比偏低

增额终身寿险为近年来的新产品，当前存量占比较低，其主要优势为保单的“刚性收益”。与年金险相比，增额终身寿险的灵活度相对较高，可以通过部分减保或退保进行资金提取；同时，该产品“回本”时间也相对较短，一般为缴费完成后的第三年至第五年既可实现“回本”（即保单价值大于累计所交保费）。随着保单持有期限的增长，现金价值及可实现IRR呈增长趋势，投资价值凸显。整体来看，预计当前该类产品存量规模占比较低，约为10%左右。

表1: 增额终身寿险及年金险产品对比

	增额终身寿险	年金险
定义	增额终身寿险就是基本保险金额会随着投保年限不断增加、保险期限为终身、以被保险人死亡或全残为给付保险金条件的终身寿险产品。	在被保险人生存期间，保险人按照合同约定的金额、方式，在约定的期限内，有规则的、定期的向被保险人给付保险金的保险。
保障责任	以被保险人身故或全残为给付条件	以被保险人的生存为给付条件
投资期限	可自由选择	长线投资为主
灵活度	灵活度相对较高，可以通过部分减保或退保实现资金提取	灵活度相对较低，年金返还期限一般
“回本”时间	相对较短，一般为交完保费的第三年到第五年左右保单现金价值将超过累计所交保费	相对较长，现金价值通常要在交费期结束后才会开始逐步增长。
特点	保额逐年递增，且保单现金价值较高	稳健、安全，具有强制储蓄功能
适用功能	保值投资，抵御利率下行风险	子女教育金、婚嫁金、养老金等

资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 险资配置增量机会集中在高分红股票及长债

从资产配置维度来看，若相应整改落地，随着保费收入的提升，持续利好险资高分红（OCI 权益类）资产的配置，同时对长债的配置也有一定增量催化。整体来看，今年险资整体欠配，除了负债端扩张，考虑到保债计划等非标资产到期、手工补息整顿带来的再配置压力，整体处于缺资产状态。对险资而言，一方面，高股息为特征的红利资产还没买够，一季度养老保险投资收益年化3.5%，当前代表性的银行、煤炭等板块股息约6%，吸引力明显；另一方面，高ROE资产对险资仍具有较高吸引力，今年长城人寿连续六次举牌的上市公司均为高股息高ROE资产，包括无锡银行/城发环境/江南水务/华光环能/秦港股份/赣粤高速。此外，债券类方面，此前中国人民银行有关部门负责人表示长期国债收益率将运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内，因此险资对于长债配置更为谨慎，但随着资金规模的扩张，预计仍对险资债券配置具有一定催化作用。

表2: 长城人寿 2024 年以来共举牌 6 家上市公司

序号	公司名称	代码	所属行业	长城人寿持股比例	EPS	ROE	股息率
1	无锡银行	600908.SH	银行	6.97%	0.98	10.45%	3.96%
2	城发环境	000885.SZ	环保	5.0001%	1.67	14.33%	2.22%
3	江南水务	601199.SH	环保	5.0001%	0.35	8.68%	2.10%
4	华光环能	600475.SH	电力设备	5.0012%	0.79	8.90%	3.37%
5	秦港股份	3369.HK	交通运输	5.21%	0.27	8.57%	6.83%
6	赣粤高速	600269.SH	交通运输	5.0001%	0.50	6.83%	3.89%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理。注:数据截至为 2023 年 12 月 31 日。

◆ 投资建议:

增额终身寿险为近年来的新产品,当前存量占比较低。预计短端利好 6 月保费收入的提升,部分公司或将利用该契机进行“炒停售”;中端(7-8 月)或有一定保险需求透支影响,因此保费增速或有一定下滑;长端利好行业整体压降负债成本,降低利差损风险。从资产配置维度来看,若相应整改落地,随着保费收入的提升,持续利好险资高分红(OCI 权益类)资产的配置,同时对长债的配置也有一定增量催化。建议关注资产及负债端双向受益的中国太保、中国人寿,维持行业“优于大市”评级。

◆ 风险提示:

长端利率下行;资产收益承压;保费收入增速不及预期等。

相关研究报告:

- 《保险业 2024 年一季报综述暨四月保费收入点评-资负共振,估值修复》——2024-05-18
- 《银保渠道监管政策导向梳理-银保升级,渠道改善》——2024-05-14
- 《深圳无人驾驶航空器责任险业务空间分析-政策推动,低空经济延申产险场景》——2024-04-26
- 《新能源车险新规征求意见稿点评-定价系数调整,车险供给优化》——2024-04-19
- 《2024 年 3 月保费收入点评-改善持续,龙头受益》——2024-04-17

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.CSI）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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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中所提及的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