

2024年08月07日

超配

# 预定利率持续下调，强化资负匹配助推三差均衡

——非银金融行业简评

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

- 把握二十届三中全会指引下的资本市场和多层次保障体系改革脉络——非银金融行业周报（20240715-20240721）
- 续期拉动缓解寿险新单压力，非车增速提升推动财险边际改善——上市险企2024年6月保费点评
- 融券逆周期调节优化市场秩序，看好政策催化下的配置机遇——非银金融行业周报（20240708-20240714）

投资要点:

➤ **事件:** 据上证报报道，金融监管总局于8月2日下发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，内容包括下调新备案保险产品预定利率，建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，深化“报行合一”并强化销售行为管理等方面。

➤ **预定利率步入“2”时代，成本降低强化资产负债匹配。**通知调降了各类型新备案保险产品的预定利率上限50bps，具体来看，自9月1日起，普通型保险产品预定利率上限为2.5%；自10月1日起，分红险预定利率上限为2.0%，万能险最低保证利率上限为1.5%，同时明确超过上述上限的各类产品停止销售，保险产品预定利率正式步入“2”时代。

1) **预定利率层层下调，主要系利率中枢下行趋势下的资产负债匹配管理。**自去年8月监管将普通型保险产品上限从3.5%调降至3.0%以来，市场主体或在政策引导下被动压降、或在经营调整下主动下调预定利率，主要归因于长期利率中枢下行背景下的资产负债匹配管理。负债端来看，银行存款挂牌利率持续下调，国有大行整存整取5年期利率从2022年9月的2.65%一路下行至2024年7月的1.80%，相较之下保险产品较高的预定利率虽然提升了产品的吸引力与竞争力，但同时也带来更高的负债成本；资产端来看，10年期国债收益率从2022年末的2.84%下降至2024年8月2日的2.13%，累计下降约70bps，给以固定收益类资产配置为主的险企投资带来较大的再配置压力，2023年五家A股上市险企平均总投资收益率为2.7%，低于上一轮调降后的普通型保险产品3.0%的预定利率上限，从当期业务来看或存在一定的利差损风险。

2) **此次“炒停售”热度或不及前几轮，明年开门红新产品有望显著降低负债成本。**新规给予了差异化的宽限期安排，避免短时间一刀切而导致险企业务节奏波动，但近期或仍有一波老产品“炒停售”催化，不过考虑到去年以来层层调降的预定利率带动的需求逐步释放，此次销售热度或不及前几轮。此外，新规要求整体调整需要在9月底前完成，我们预期险企明年开门红销售均为新产品，可有效降低负债成本，但新产品切换后的销售队伍培训与客户接受度提升仍需时间，对新产品销售节奏保持关注。

➤ **建立利率挂钩及动态调整机制，灵活应对市场变化。**通知要求建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，其中挂钩指标为5年期以上贷款市场报价利率（LPR）、5年定期存款基准利率、10年期国债到期收益率等长期利率。

1) **利率挂钩及动态调整为必然发展趋势，资负联动有效性持续提升。**以8月2日三类指标数据测算平均值为2.59%（上述三类指标分别为3.85%、1.80%、2.13%），较去年同期下滑53bps（去年同期三类指标分别为4.20%、2.50%、2.65%，均值为3.12%），数值与降幅和普通型保险产品的调整基本保持一致，但具体权重与测算依据仍有调整空间，后续需进一步关注保险业协会发布的预定利率基准值数据。同时，若达到动态调整机制的触发条件，各保险公司要按照市场化原则，及时调整产品定价，我们认为预定利率动态调整为产品定价发展的必然趋势，新规下的负债成本调控将更为灵活，利率下行周期下可通过调降预定利率缓释利差损风险，而在利率上行期也可及时调整以提升产品吸引力，整体来看，有利于推动资产负债联动的有效性持续提升。

2) **明确演示利益计算基础，鼓励开发长期分红险，实现客户与险企的利益共享风险共担。**通知要求各公司在演示保单利益时，应当突出产品的保险保障功能，强调账户的利率风险共担和投资收益分成机制，并要求在披露红利实现率时，应当以产品销售时使用的演示利

率为计算基础。此外，通知鼓励开发长期分红险，明确对于预定利率不高于上限的分红型保险产品，可以按普通型保险产品精算规定计算现金价值，我们认为分红险的远期现金价值增速逐步提升，有利于培育投保人长期持有理念，但由于现阶段销售队伍更倾向于销售产品形态更为简单的普通型产品，对主推产品风格的切换尚需时间，不过通知也明确要建立与预定利率动态调整机制相适应的产品开发管理体系，确保预定利率调整过程中产品开发、切换、停售、销售管理、客户服务等各项工作平稳有序进行。我们认为制度引领下的市场需求有望逐步均衡，长期分红险的市占率有望逐步提升，投保人和险企的利益共享风险共担特征一方面缓解了险企刚性的负债成本，另一方面也给予其较大的资产配置灵活性，有利于更好地实现跨周期的稳健投资回报。

- **深化“报行合一”，强化销售行为管理。**通知要求加强产品在不同渠道的精细化、科学化管理，在产品备案或审批材料中，应当标明个人代理、互联网代理、银邮代理、经纪代理等销售渠道，同时列示附加费用率（即可用总费用水平）和费用结构。此外，通知要求加强销售人员分级分类管理，有序实现销售人员资质分级、产品分类、差异授权。

**1) 银保渠道“报行合一”成功经验可借鉴，费用率降低推动价值率提升。**最先开始推进“报行合一”的当属银保渠道，虽然新单销售节奏有所压制，但渠道费用管控成效显著，据7月12日金监总局人身险司司长罗艳君在媒体专访中披露，银保渠道平均佣金水平较之前降低30%。我们认为在存款利率下行的背景下，规范后的银保产品较其他银行储蓄类产品仍具有一定的优势，且银行中间收入的下滑有望促进更大力度的产品销售，费率的优化将进一步提升渠道价值率水平。现阶段经纪代理渠道“报行合一”也在推进中，我们认为银保渠道的成功经验有望逐步复制到其他渠道，以进一步降低费用率，推动渠道价值率的提升，进而促进渠道高质量增长。

**2) 个险渠道分级分类管理持续推进，产能提升空间值得期待。**去年末关于代理人销售能力资质等级标准公开征求意见，并于今年3月进一步细化规则，我们认为分级制度将推动代理人从以保险产品为核心的销售模式向以客户需求为核心的顾问式营销转变，由保险推销向全生命周期的风险管理服务转变，由保险规划向全面的财富管理服务转变。据调研沟通，部分险企今年初也已完成基本法革新，对于绩优人力、精英人力等设立不同的荣誉体系与激励机制，以此优化和创新队伍管理，适应分级制度的落地，例如国寿金融保险规划师、新华万C人力、平安MVP等。我们认为经历了多年的主动改革与被动清虚，现存的代理人队伍从增员、培训、展业等方面均有一定的升级与优化，未来随着分级分类管理的细化，产能提升空间值得期待。

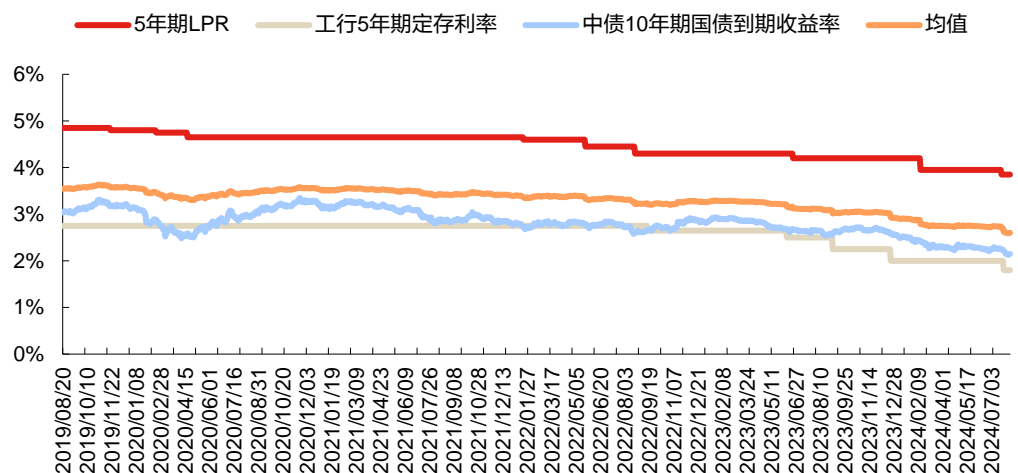
- **投资建议：**1) 寿险负债转型仍在推进，队伍规模下滑幅度边际减弱，产能提升成效显著，我们认为应持续关注在稳定规模下的产能爬坡，以及保障意识激活后的需求释放；2) 车险量质齐升逻辑夯实，非车险增长动能强劲、空间广阔，重申财险配置机遇；3) 投资端来看，“国九条”明确资本市场新起点，对权益市场展望乐观，长端利率处于历史绝对低位，预定利率下调有望缓解利差损风险。板块处历史低估值区间，重视板块配置机遇，建议关注拥有明显护城河的大型上市险企。
- **风险提示：**新单销售不及预期，长端利率下行，权益市场波动，股权投资计提减值风险，财产险风险减量力度不及预期，政策风险。

表1 《关于健全人身保险产品定价机制的通知》内容梳理

核心要点	具体内容
人身险预定利率下调	1、自 2024/9/1 起，新备案的普通型保险产品预定利率上限为 2.5%，相关责任准备金评估利率按 2.5% 执行；预定利率超过上限的普通型保险产品停止销售； 2、自 2024/10/1 起，新备案的分红型保险产品预定利率上限为 2.0%，相关责任准备金评估利率按 2.0% 执行；新备案的万能型保险产品最低保证利率上限为 1.5%，相关责任准备金评估利率按 1.5% 执行； 3、预定利率/最低保证利率超过上限的保险产品在各自约定期限起停止销售。
建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制	参考 5 年期以上贷款市场报价利率 (LPR)、5 年定期存款基准利率、10 年期国债到期收益率等长期利率，确定预定利率基准值，由保险业协会发布。挂钩及动态调整机制应当报金融监管总局。达到触发条件后，各公司按照市场化原则，及时调整产品定价。
演示保单利益时应当突出产品的保险保障功能	对于分红型保险产品和万能型保险产品，各公司在演示保单利益时，应当突出产品的保险保障功能，强调账户的利率风险共担和投资收益分成机制，帮助客户全面了解产品特点要平衡好预定利率或最低保证利率与浮动收益、演示利益与红利实现率的关系，根据账户的资产配置特点和预期投资收益率，差异化设定演示利率，合理引导客户预期。在披露红利实现率时，应当以产品销售时使用的演示利率为计算基础。
鼓励开发长期分红型保险产品	对于预定利率不高于上限的分红型保险产品，可以按普通型保险产品精算规定计算现金价值。
深化“报行合一”	深化“报行合一”，加强产品在不同渠道的精细化、科学化管理。各公司在产品备案或审批材料中，应当标明个人代理、互联网代理、银邮代理、经纪代理等销售渠道，同时列示附加费用率（即可用总费用水平）和费用结构。
优化产品开发设计	要树立以客户为中心的理念，优化产品开发设计，稳步调整产品结构，不断拓展和丰富保险保障的内涵和外延，更好满足人民群众多元化保险保障和财富管理需求
强化销售行为管理	要强化销售行为管理，切实保护消费者合法权益。加强销售人员分级分类管理，有序实现销售人员资质分级、产品分类、差异授权。加强产品适当性管理，根据消费者需求、风险承受能力和交费能力销售适配的保险产品，不得将浮动收益误导为保证收益。
建立相适应的产品开发管理体系	要建立与预定利率动态调整机制相适应的产品开发管理体系，确保预定利率调整过程中产品开发、切换、停售、销售管理、客户服务等各项工作平稳有序进行。

资料来源：金监总局，东海证券研究所

图1 挂钩指标及均值历史数据



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089