



# 保险利差系列报告一

增持（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 联系人：黄佳慧  
shusiqin@gjzq.com.cn huangjiahui@gjzq.com.cn

## 定价调控政策“及时雨”助力缓释利差压力——基于日美德利差调控经验

### 核心要点

基于美国、日本、德国经验，我国利差损调控政策出台时间算不上晚。1) 日本：1991年寿险行业开始出现利差损后，2次下调评估利率至3.75%后，于1995年建立评估利率机制，明确规定标准利率需与10年期国债利率挂钩，但制度实施初期，标准利率以单一数值形式存在，此后评估利率继续下调两次至2%，至2001年标准利率才开始参照市场利率设定，等于10年期国债中标收益率过去3年平均与过去10年平均值的较低者，分区间按照安全率系数加权值最接近的0.25%的整数倍。但受制于利差损期间保费低增长甚至负增长，低预定利率保单对存量的摊薄效用较弱，直至2013年左右日本主流险企才开始走出利差损。2) 美国：早在1980年《标准评估法》修正案中正式规定了动态评估利率机制，但由于挂钩的穆迪公司企业债券收益率水平较高，人身险产品评估利率始终处于较高位（2020年美国年平均10年期国债利率低于1%，但寿险产品最高评估利率不低于3.5%），直至2018年VM-22实施后收入年金方与市场利率建立起更为敏锐的联系。3) 德国：2010年德国10年期国债利率快速下降至最低2.1%，2011年德国引入额外准备金制度，当监管给出的评估利率小于公司精算准备金利率时，则要求寿险公司使用参考利率（当前为10年期零息欧元掉期利率的10年平均与精算准备金利率间的差额计提Z准备金。

**日本：标准利率挂钩10年/20年国债收益率，趸交产品更为审慎，自2020年来趸交终身寿评估利率一直处于0%的历史低位。**1995年日本明确提出个人寿险标准利率的参考利率为10年期国债中标收益率过去3年与10年平均值的较低者，2014年对趸交储蓄险进行调整，以趸交终身寿为例，核心变化一是考虑长久期负债特征在参考利率中增加20年国债收益率，二是将观察期由3年或10年均值的较低者调整为3个月或1年均值的较低者，三是下调参考利率高位区间安全率系数，增强标准利率在高利率环境下的保守性，四是降低标准利率调整标准，五是将过渡期由6个月调整为3个月，驱动标准利率与市场利率趋同性大幅提升。

**美国：法定评估利率分险种、分期限差异化，储蓄险利率调整机制更为灵活，最大程度化解利差损风险。**1980年正式规定了动态评估利率机制，将年度监管评估利率与穆迪公司企业债券月平均综合收益率的月平均值相挂钩，并差异化人寿保险和部分储蓄险，一是参考利率，人寿保险为3年与12个月平均值的较小者，部分储蓄险为12个月平均值，二是调整标准，人寿保险规定公式法计算出的评估利率与实际值差额大于0.5%方可调整，但储蓄险均无此规定。2018年，美国VM-22开始实施，收入年金评估利率市场化特征加大，VM-22的实施大幅提升了收入年金产品对市场利率的敏感性，核心特色一是将评估利率由年度调整修改为季度调整，二是将参考利率变更为2年、5年、10年和30年期的美国国债利率，且久期越长的保单组别对应的长久期国债的权重越高，三是对于大额保单采取日度评估利率。

### 投资建议

预定利率快速下降叠加新单摊薄效用更强，我国长期利差损无需过度担忧，利差损风险担忧缓释，有望驱动保险股估值修复。一方面，从制度角度看，我国预定利率调控政策出台时间不晚于日本、德国、美国等国家，24年9月开始传统险预定利率将降至2.5%，预定利率动态调整机制也有望较快速建立，新单负债成本有望快速下降；另一方面，与日本利差损期间保费低增长甚至负增长相比，当前我国寿险市场仍未饱和，居民健康、养老需求的释放有望驱动寿险保费长期维持较为稳健的增长，存量负债成本有望更快摊薄，预计大型险企中长期基本无利差损压力。当前保险股大幅折价，以2023年的静态EV估算，A股估值隐含的长期投资收益率假设仅处于1.7%-2.0%区间（除国寿3.3%外），H股估值隐含的长期投资收益率假设仅处于0.4%-1.1%区间。

### 风险提示

长端利率超预期下行；监管政策趋严；权益市场波动。



## 内容目录

一、中国保险产品预定利率与险种结构复盘.....	4
二、日本.....	7
三、美国.....	10
四、德国.....	13
五、投资建议.....	14
风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1： 寿险产品预定利率历程.....	4
图表 2： 长端利率与各险种预定利率情况.....	4
图表 3： 2000-2012 年人身险产品保费收入结构.....	5
图表 4： 2000-2012 年我国投连险产品保费情况.....	5
图表 5： 2000-2012 年我国万能险产品保费情况.....	5
图表 6： 2000-2012 年我国分红险产品保费情况.....	5
图表 7： 2011-2016 年人身险行业产品保费收入结构.....	6
图表 8： 2012-2018 年上市公司分红险占比依然较高.....	6
图表 9： 2019 年我国重疾险新单保费收入步入负增长.....	6
图表 10： 2021 年开始我国重疾险保费收入整体负增长.....	6
图表 11： 增额终身寿热销驱动传统寿险比例高增.....	7
图表 12： 近两年人身险产品预定利率上限快速下调.....	7
图表 13： 1990 年开始日本长端利率快速下行.....	8
图表 14： 1991 年开始日本产品预定利率高于投资收益率.....	8
图表 15： 个人期交寿险产品标准利率快速下调.....	8
图表 16： 日本标准利率设定方法.....	9
图表 17： 日本寿险产品标准利率与国债收益率强相关.....	9
图表 18： 日本利差损期间现有保单数持续减少.....	9
图表 19： 2014 年日本存量保单负债成本降至 2.5%左右.....	10
图表 20： 日本第一生命 2013 年走出利差损阴影.....	10
图表 21： 美国寿险保证利率持续下调.....	10
图表 22： 美国不同保障期限寿险产品法定评估利率.....	11
图表 23： 趸交即期年金法定评估利率.....	11
图表 24： 2018 年来穆迪公司企业债券收益率始终处于较高水平 (%).....	11



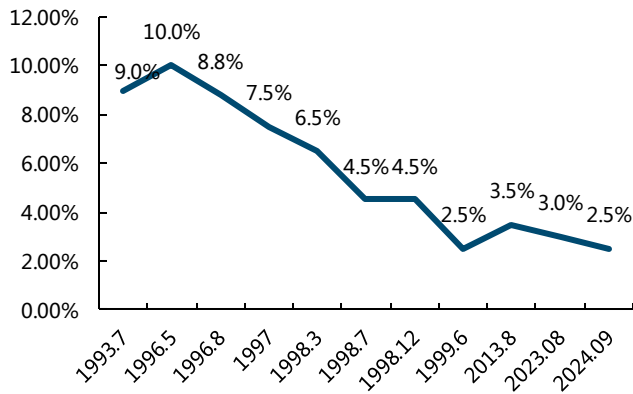
图表 25: 评估利率区间分类标准 .....	11
图表 26: 2024 年评估利率计算时的权重表情况 .....	12
图表 27: 投资组合信用质量分布 .....	12
图表 28: 收入年金日度评估利率与国债收益率强相关 .....	13
图表 29: 收入年金季度评估利率情况 .....	13
图表 30: 德国 ZZR 参考利率随国债收益率持续下调 .....	13
图表 31: ZZR 参考利率优化后更为平缓 .....	13
图表 32: 2018 年后德国累计 Z 准备金计提额增速放缓 .....	14
图表 33: 保险公司当前估值隐含投资收益率测算 (亿元) .....	14
图表 34: 保险公司静态 PEV (截至 8.23) .....	15



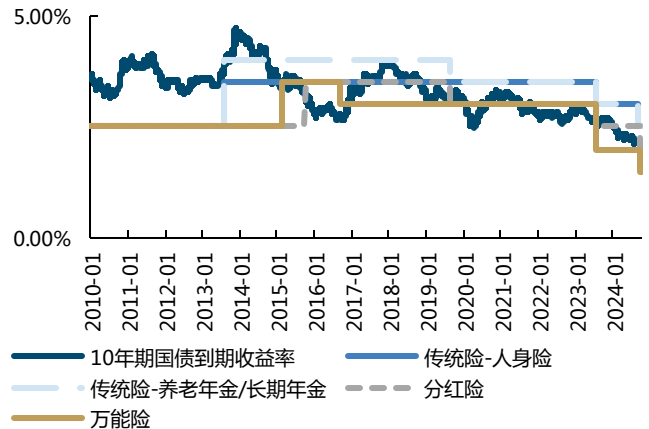
## 一、中国保险产品预定利率与险种结构复盘

预定利率调整推动产品形态转变，预计下一阶段分红险销售力度将提升。我国人身险产品预定利率共经历了1999年前的高预定利率时代、1999-2013年的2.5%时代、2013-2022年的费改时代以及2023年开始的快速下调时代四个阶段，各阶段代表型险种分别为传统寿险、新型产品、健康险、传统寿险。自2024年9月开始，我国预定利率将重回2.5%时代，在利好险企负债成本压降的同时，产品形态的转型也不可避免，预计下一阶段各个公司将大力推动分红型增额终身寿、年金险销售。

图表1：寿险产品预定利率历程



图表2：长端利率与各险种预定利率情况



来源：魏华林、冯占军《中国寿险业当前面临的利率困境及策略选择》、华夏时报，国金证券研究所

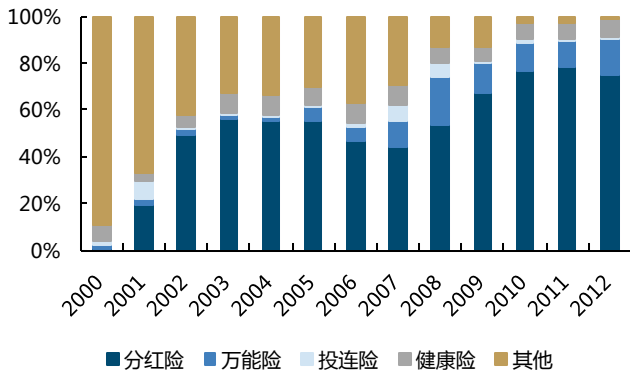
来源：wind、慧保天下，国金证券研究所

第一阶段：高预定利率时代，传统产品快速发展。1996年5月之前，高存款利率背景下，我国人身险产品预定利率高企，最高时一度达到10%，但资产端投资范围限定在银行存款、国债和金融债等领域，在1996年5月央行快速降息后投资收益率快速下滑，2000年投资收益率仅3.98%，积累了大量的利差损，根据2003年高盛预计，国寿、平安、太保三大寿险公司的潜在利差损约在320亿元至760亿元。1997年10月，监管部门首次启用预定利率武器，央行发布《关于调整保险公司保费预定利率的紧急通知》，将寿险产品的预定利率调整为年复利4%至6.5%；1999年6月10日，央行第七次降息的当天，原保监会下发《关于调整寿险保单预定利率的紧急通知》，规定“将寿险保单(包括含预定利率因素的长期健康险保单)的预定利率调整为不超过年复利2.5%，并不得附加利差返还条款”，2.5%预定利率以上的产品退出市场。

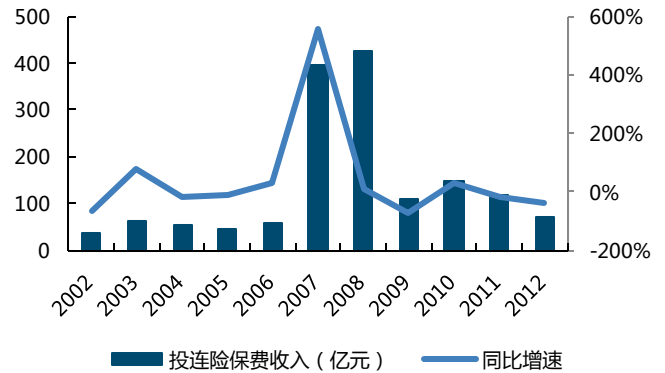
第二阶段：2.5%利率时代，资产端拓渠道推动新型产品快速发展。费率管制下，传统险对于客户的吸引力大幅下降，但也为分红型、投连险、万能险的等新型保险带来了发展良机。一方面，产品端快速创新，1999年平安率先引入投连险产品，2000年太保引入万能险产品，国寿则推出分红险产品、重大疾病保险，以新型保险产品推动保费增长；另一方面，2003年首家保险资管公司成立，资产端开启集中化、专业化运作阶段，股票、企业债、未上市股权、不动产、境外投资等投资渠道也随之陆续放开，保险资金运用平均收益率随之持续攀升，2007年达到12.17%的历史高位，为新型产品热销提供支撑。



图表3: 2000-2012年人身险产品保费收入结构



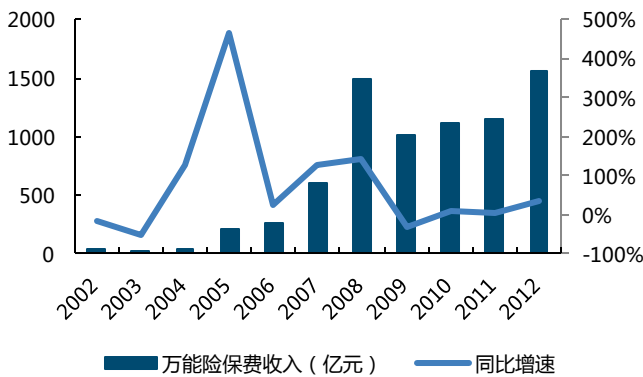
图表4: 2000-2012年我国投连险产品保费情况



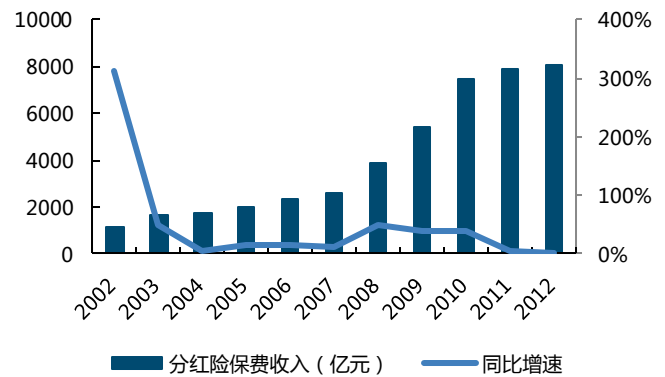
来源: 万峰《寿险第四浪来袭, 保险公司如何应对》, 国金证券研究所

来源: 万峰《寿险第四浪来袭, 保险公司如何应对》, 国金证券研究所

图表5: 2000-2012年我国万能险产品保费情况



图表6: 2000-2012年我国分红险产品保费情况



来源: 万峰《寿险第四浪来袭, 保险公司如何应对》, 国金证券研究所

来源: 万峰《寿险第四浪来袭, 保险公司如何应对》, 国金证券研究所

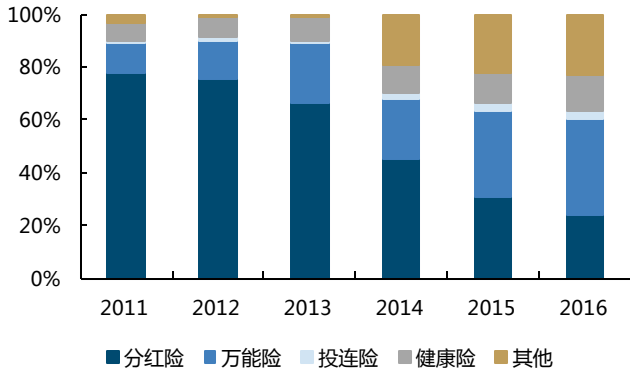
第三阶段: 3.5%费改时代, 代理人高增驱动健康险快速增长, 但前期分红险仍维持较高占比。

1) 2013年3月, 原保监会下发《关于开展人身保险费率政策改革试点的意见》, 按照“普通型、万能型、分红型三步走”的路径实施费率市场化改革, 并于当年8月落地普通型人身险费改工作, 延续14年的2.5%的预定利率上限就此终结。费改后, 普通人身险预定利率上限达3.5%, 其中普通型养老金或10年以上的普通型长期年金可上浮15%至4.025%, 传统产品竞争力提升, 但彼时上市险企主销产品仍为分红险, 2013-2018年上市险企分红险占比仍维持在45%左右, 主要源于: ①2014年11月-2015年10月间国有大行存款利率仍高达3.05%-4.025%之间, 但上市险企为防范利差损风险基本未开发4.025%定价的传统保险产品, 叠加资产端迈入市场化阶段投资收益率表现较好, 分红险收益预期较好; ②代理人队伍具备销售惯性。

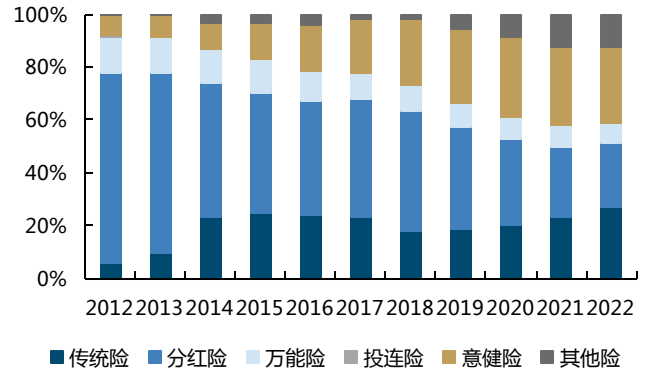
2) 2015年, 伴随着相关资格考试的取消, 保险代理人高速增长, 驱动重疾险保费高增, 2021年上市险企意健险保费占比达到高峰30.1%, 较2014年提升20.3pct (伴随着代理人的大幅脱落, 重疾险新单增速已在2019年转负)。



图表7: 2011-2016年人身险行业产品保费收入结构



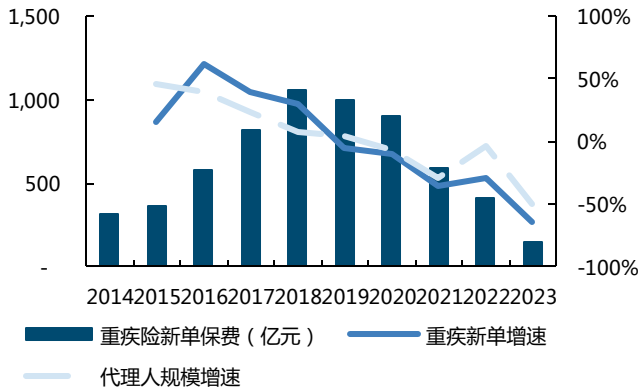
图表8: 2012-2018年上市公司分红险占比依然较高



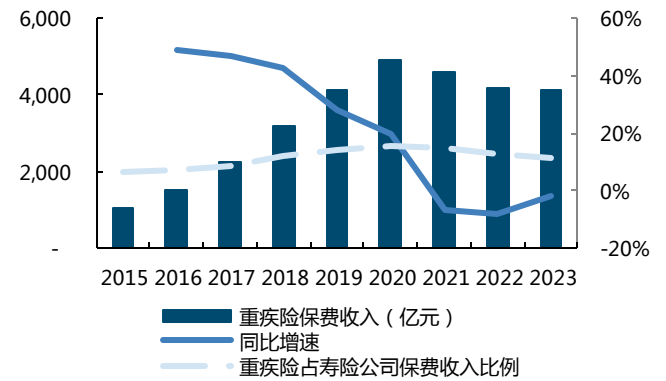
来源: 万峰《寿险第四浪来袭, 保险公司如何应对》, 国金证券研究所

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 注: 数据为平安、太保、太平、新华、人保寿险的合计占比

图表9: 2019年我国重疾险新单保费收入步入负增长



图表10: 2021年开始我国重疾险保费收入整体负增长



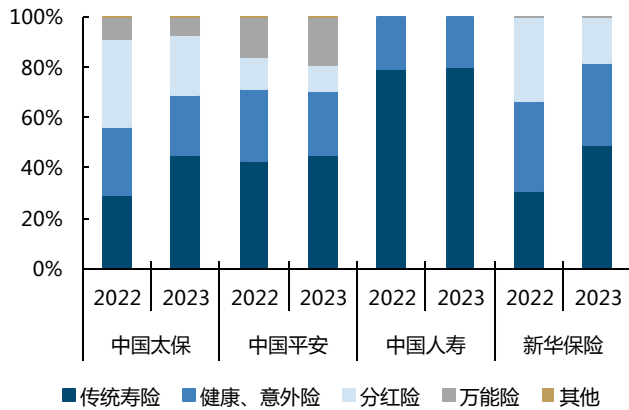
来源: 华经产业研究院、长寿时代研究、广东保险公众号、今日保公众号、中南大风险管理研究中心, 国金证券研究所

来源: 慧保天下公众号、国家金融监管总局, 国金证券研究所

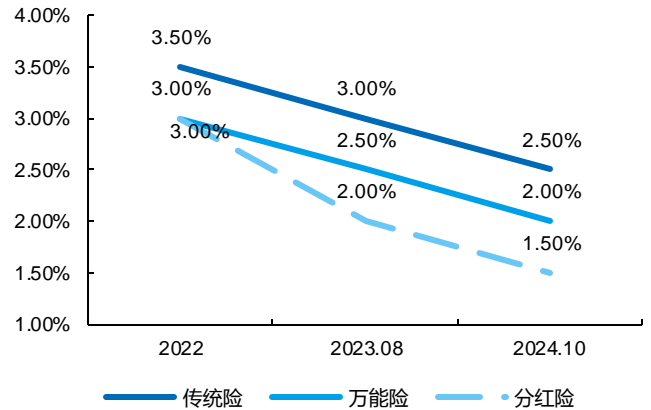
**第四阶段: 预定利率快速下调时代, 后续动态调整机制有望建立, 预计产品形态将由增额终身寿转向分红险。**自2021年开始, 居民储蓄需求旺盛叠加风险偏好降低背景下, 增额终身寿凭借产品形态简单、长期保值增值等特征持续热销, 但其负债久期长于其他储蓄险, 在长端利率快速下行背景易引发利差损风险。2023年开始, 监管连续两次下调预定利率, 2024年8月2号, 国家金融监管总局下发《关于健全人身保险产品定价机制的通知》, 要求: 1) 预定利率分批调整, 9月1日起, 新备案的普通型保险产品, 预定利率上限为2.5%; 10月1日起, 新备案的分红险预定利率上限为2.0%, 万能险最低保证利率上限为1.5%。2) 建立预定利率动态调整机制, 参考5年期以上贷款市场报价利率(LPR)、5年期定期存款基准利率、10年期国债到期收益率等长期利率, 确定预定利率基准值。保险产品负债成本进一步下降, 且未来预定利率动态调整机制的建立, 也有望在长期缓解利差损风险。



图表11: 增额终身寿热销驱动传统寿险比例高增



图表12: 近两年人身险产品预定利率上限快速下调



来源: 各公司财报, 国金证券研究所

来源: 13个精算师公众号, 国金证券研究所

我们判断, 预定利率切换后短期阵痛不可避免, 但当前人身险长中期逻辑兼具, 预计后续仍将延续稳健增长。长期视角看, 预计人口年龄结构的变化和社会保障制度是未来驱动人身险产品长期增长的核心驱动力。一方面, 人口老龄化催生养老险、健康险需求; 另一方面, 我国基本养老保险和基本医疗都存在覆盖广、保基本的特点, 且近年来支付负担加重, 需要商业的储蓄险、健康险来满足养老储蓄、补充高额医疗支出的功能。

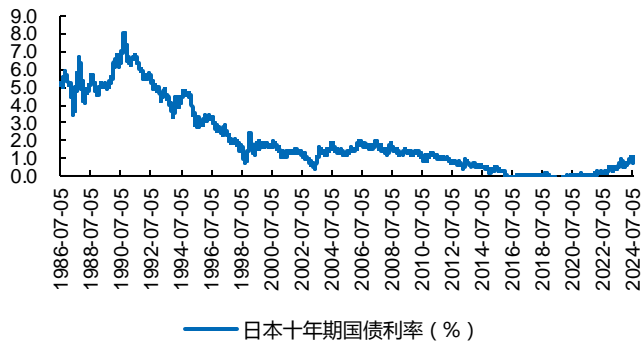
但当前养老险与健康险均面临亟需突破的发展瓶颈, 产品形态创新是破局关键。1) 健康险: 从海外保费结构来看, 健康险占比仍有进一步提升的空间(美国、德国都是30%左右), 税收优惠和产品创新将是重要驱动。产品创新方面, 方向在于拓展住院津贴、先进医疗、长期护理等责任覆盖, 拓展可报人群等。2) 养老险: 亟需开发并推动浮动收益类产品的销售, 并匹配适合销售的队伍, 用专业的销售队伍培育市场需求。

## 二、日本

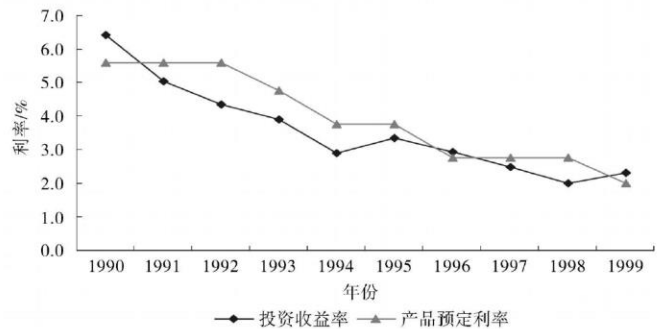
长端利率快速下行背景下利差损浮现, 日本寿险业标准利率由快速单次下调向依照市场利率动态调整转变, 1990-2001年标准利率由5.5%下降至1.5%。受经济泡沫破裂后市场利率快速走低、股市楼市双杀影响, 日本寿险公司投资收益率快速下降, 1991年行业投资收益率开始低于新单预定利率, 出现利差损, 此后日本监管部门分别于1993年4月、1994年4月依次将预定利率下调至4.75%、3.75%, 并在长端利率持续下行背景下于1995年全面修订保险业法, 提出“标准保单准备金制度”, 明确规定标准利率需与10年期国债利率挂钩。制度实施初期, 标准利率以单一数值形式存在, 日本分别于1996年4月、1999年4月依次将标准利率下调至2.75%、2%, 至2001年, 标准利率开始参照市场利率设定, 等于10年期国债中标收益率过去3年平均与过去10年平均值的较低者, 分区间按照安全率系数加权取值最接近的0.25%的整数倍。但由于观察期设置较长, 一方面, 受制于标准利率必须偏离基准利率0.5%的调整标准影响, 2001年4月至2013年3月标准利率一直保持在1.5%, 但2012年日本10年期国债平均收益率仅0.86%, 低利率环境下保险产品对市场利率的感知相对钝化, 行业长期利差损风险依然无法完全消除; 另一方面, 即便未来市场利率提升, 保险产品标准利率上升也将非常缓慢, 将导致保险产品与及时调整的储蓄账户等其他金融产品相比竞争力减弱, 存在进一步优化空间。



图表13: 1990年开始日本长端利率快速下行



图表14: 1991年开始日本产品预定利率高于投资收益率



来源: wind, 国金证券研究所

来源: 窦元《日本寿险业发展驱动因素分析及对中国的启示》, 国金证券研究所

图表15: 个人期交寿险产品标准利率快速下调

适用期限	标准利率
1946.3-1952.2	3%
1952.3-1976.2	4%
1976.3-1981.3	5% (20年<n), 5.5% (n≤20年)
1981.4-1985.3	5% (20年<n), 5.5% (10年<n≤20年), 6% (n≤10年)
1985.4-1990.3	5.5% (20年<n), 6% (10年<n≤20年), 6.25% (n≤10年)
1990.4-1993.3	5.5% (10年<n), 5.75% (n≤10年)
1993.4-1994.3	4.75%
1994.4-1996.3	3.75%
1996.4-1999.3	2.75%
1999.4-2001.3	2%
2001.4-2013.3	1.5%
2013.4-2017.3	1%
2017.4-至今	0.25%

来源: 日本共济综合研究院、NLI 研究所, 国金证券研究所

2014 年动态评估机制优化, 缩短观察期、增加更新频率、降低调整标准, 评估利率对市场利率敏感性大幅提升, 趸交终身寿产品标准利率自 2020 年 1 月以来一直处于 0% 的历史低位。考虑到趸交产品可以直接将保险资金投资于期限匹配的债券, 资产负债管理更为简单, 日本对趸交储蓄险产品 (两全、终身寿险、年金) 的标准利率计算方法进行了修订, 并于 2015 年 4 月开始施行, 其中趸交终身寿险调整最为彻底, 期缴产品变更频率不变。以趸交终身寿险标准利率为例, 主要变化包括:

- ①参考利率: 由 10 年期国债中标收益率调整为 10 年与 20 年期国债流通收益率的平均值。考虑到终身寿险的期限较长, 且寿险公司配置的 10 年期以上国债数量也在随着供给的增加而增加, 因此在参考利率上将 20 年期国债利率纳入考虑范围, 并将月频中标收益率调整为日频二级收益率, 以增加数据观测量。
- ②观察期: 由前 3 年或前 10 年平均中的较低者调整为前 3 个月或前 1 年平均中的较低者, 加强与市场利率的相关性。
- ③安全率系数: 将参考利率 4-6% 区间的安全系数由 0.5% 降低至 0.25%, 增强标准利率在高利率环境下的保守性。
- ④变更阈值: 降低标准利率修订标准, 将基准利率与现行标准利率的偏差超过 0.5% 后即更改减少至 0.25%。
- ⑤过渡期: 将新标准利率的生效日期由 6 个月之后生效调整为 3 个月之后。

注: 1995 年新《保险法》出台之前, 保险产品预定利率与准备金评估利率一致; 1995 年后, 计算准备金的标准利率由监管方决定, 但险企没有必要使用标准利率来计算保费,





也即标准利率不等于预定利率，但如果预定利率设定高于标准利率，险企就必须计提大量的保单准备金，因此保单预定利率不太可能与标准利率有很大偏差。一般而言，标准利率下调时，险企会通过将预定利率设定为略高于标准利率的值，并调整费用率等假设，确保保费不会大幅上升。

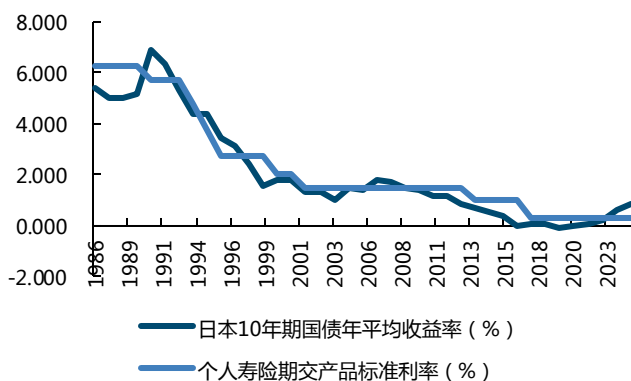
图表16：日本标准利率设定方法

项目	2014年变更后			2014年变更前
	趸交终身寿险	趸交两全/年金	其他	
①基准日变更频率	1月1日、4月1日、7月1日和10月1日		10月1日	10月1日
	每年4次		每年1次	每年1次
②基准利率				
参考利率	(10年国债流通收益率+20年国债流通收益率)/2	10年国债流通收益率	10年国债中标收益率	
观察期	过去三个月平均值和过去一年平均值的较低者		过去3年平均值与过去10年平均值的较低者	
安全系数				
参考利率0-1%部分	0.90			0.90
参考利率1-2%部分	0.75			0.75
参考利率2-4%部分	0.50			0.50
参考利率4-6%部分	0.25			0.50
参考利率6%-部分	0.25			0.25
③标准利率				
调整标准	基准利率与标准利率相差0.25%以上		基准利率与标准利率相差0.50%以上	
新标准利率	最接近基准利率0.25%的整数倍的利率			
适用开始日	适用于基准日后三个月的新合同		适用于第二年4月1日以后的新合同(6个月后)	

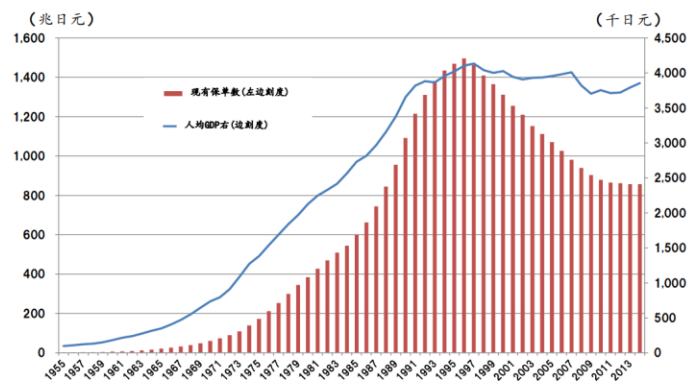
来源：日本共济综合研究院，国金证券研究所 注：修订后保障期限20年及以上的两全险或年金险，参考利率也可采用10年国债流通收益率与20年国债流通收益率的平均值

动态机制建立后日本标准利率快速下行，但由于保费低增长甚至负增长，新单对存量负债成本摊薄效用有限，至2013年左右日本险企方陆续走出利差损阴影。1976-1993年，日本寿险业评估利率一直高于5%，积累了大量风险，1990年开始评估利率虽有大幅下调，但受制于保费低增长甚至负增长，低预定利率保单对存量保单的摊薄效用较弱，至2013年，日本主流寿险公司开始陆续走出利差损阴影，存量保单负债成本降至2.5%左右。2014年动态机制进一步优化后，随着新保单预定利率的下调，日本利差益逐步走阔，2021年，惠誉评级的日本寿险公司利差益（投资回报-保证收益）可达0.6%。

图表17：日本寿险产品标准利率与国债收益率强相关



图表18：日本利差损期间现有保单数持续减少

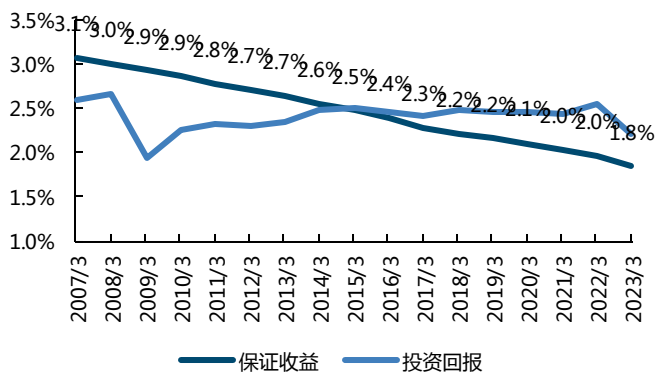


来源：wind、日本共济综合研究院、NLI 研究所，国金证券研究所

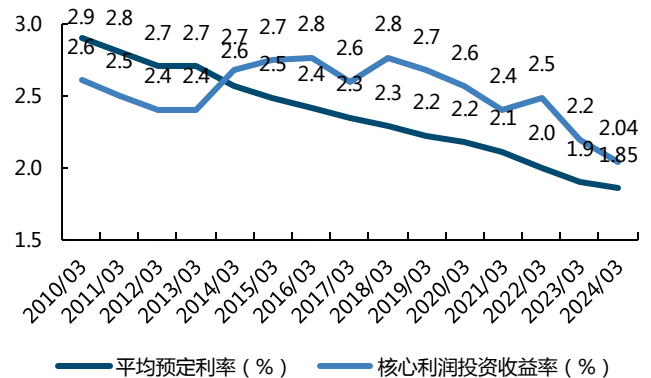
来源：亚洲人寿保险振兴中心，国金证券研究所



图表19: 2014 年日本存量保单负债成本降至 2.5%左右



图表20: 日本第一生命 2013 年走出利差损阴影



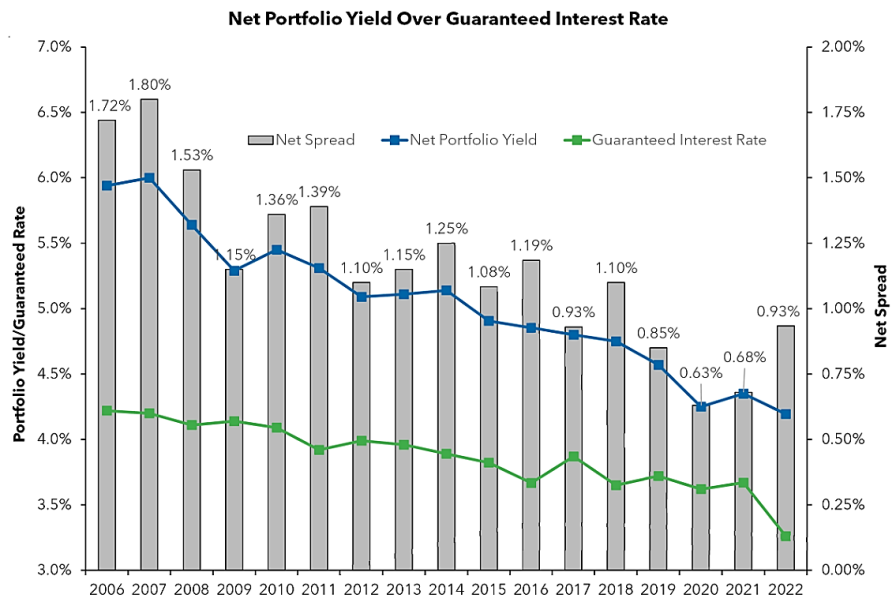
来源: Fitch Ratings 官网, 国金证券研究所

来源: 日本第一生命公司官网, 国金证券研究所

### 三、美国

二战后, 随着准备金标准评估法案的实施和各州的立法, 美国建立起了法定责任准备金评估制度, 1980 年以前, 法定评估利率上限均由监管部门直接给出, 1980 年后, 监管部门对《标准评估法案》进行修订, 形成了一直使用至今的法定责任准备金评估利率动态调整机制。受益于评估利率动态机制的建立, 美国寿险保证利率追随市场利率持续下调, 2022 年保证利率已不足 0.25%, 驱动利差提升至 0.93%。

图表21: 美国寿险保证利率持续下调



来源: NAIC, 国金证券研究所

1980 年美国《标准评估法》修正案动态评估利率机制, 将年度监管评估利率与穆迪公司公布的适用时间段内企业债券月平均综合收益率的月平均值相挂钩, 但由于穆迪公司企业债券收益率始终高于美国十年期国债利率, 美国寿险产品法定评估利率始终处于高水平。具体来看:

- 1) 评估利率公式: 对于人寿保险, 以及以发行年份为基础估值的、保证期限 10 年以上的其他具有现金结算选择权的年金和保证利息合同, 法定评估利率  $VIR=3\%+W(R(sub-1)-3\%)+W/2(R(sub-2)-9\%)$ ; 对于包括趸交即期年金在内的其他产品,  $VIR=3\%+W(R-3\%)$ ;
- 2) 加权因子 W: 依据险种类型与保证期限有区分, 保证期限小于等于 10 年、10 年到 20 年、大于 20 年的人寿保险权重分别为 0.50、0.45、0.35;
- 3) 参考利率: 人寿保险, 和按发行年份估值且保证期限超过 10 年的年金和具有现金结算选择权的保证利息合同(除趸交即期年金和涉及其他具有现金结算选择权的年金和保证利

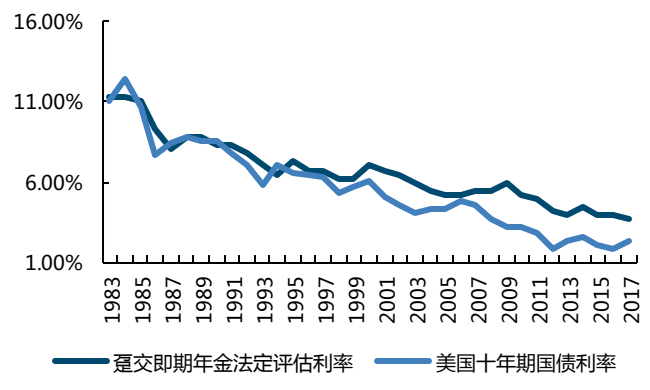
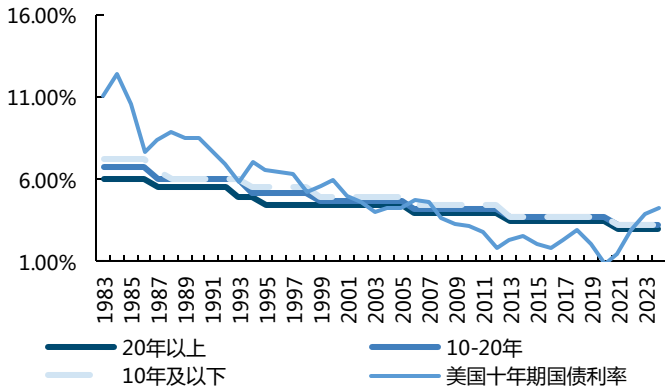


息合同所产生的涉及人寿意外事件年金福利外),参考利率均为3年平均与12个月平均值的较小者,其余年金和保证利息合同参考利率均为12个月平均值。R为参考利率, R(sub-1)为参考利率与9%之间的较小者, R(sub-2)是参考利率与9%之间的较大者;

4) 最终评估利率:等于计算出的结果四舍五入至0.25%的整数倍,且对于人寿保险如果该值与上一年度的评估利率差距不超过0.5%,则最终评估利率不做调整,也即修改阈值为0.5%,但储蓄性质的年金险等险种无此规定,便于快速依据市场利率调整评估利率。

图表22: 美国不同保障期限寿险产品法定评估利率

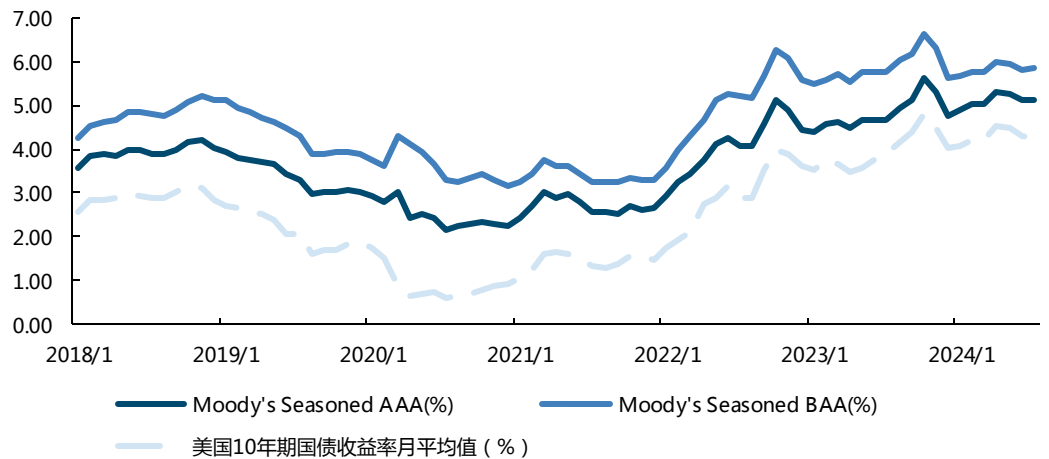
图表23: 趸交即期年金法定评估利率



来源: wind、WTW 官网, 国金证券研究所 注: 寿险产品不包括定期及 ULSS 产品

来源: wind、WTW 官网, 国金证券研究所 注: 2018 年开始采用 VM-22 相关规定

图表24: 2018 年来穆迪公司企业债券收益率始终处于较高水平 (%)



来源: wind、FERD, 国金证券研究所

此后,美国评估利率机制历经多番调整,目前现行的人寿保险、收入年金(与我国年金险形态相似)相关细则分别为 VM (Valuation Manual) -20、VM-22,并分别为 2017 年、2018 年生效。其中,VM-22 的实施大幅提升了收入年金产品对市场利率的敏感性,核心特色一是将评估利率由年度调整修改为季度调整,二是将参考利率变更为 2 年、5 年、10 年和 30 年期的美国国债利率,且久期越长的保单组别对应的长久期国债的权重越高,三是对于大额保单采取日度评估利率。

1) 人寿保险 (VM-20): 计算方法基本与 1980 年法案等同,但明确指出定期保险和处于二次保证期的万能寿险,历年实务中使用的准备金评估利率一般在公式法确定的评估利率基础上加 1.5%,但不得超过公式法确定的评估利率的 125%四舍五入至最接近的 0.25% 的值。

2) 收入年金 (VM-22): ①按照参考期(类似保障期限但不完全相同)长度和初始年龄(类似投保时年龄),将评估利率划入 A、B、C、D 四个区间;②依据合同金额决定参考利率的更新频率,初始对价高于 2.5 亿美元的评估利率日度更新,其他的季度更新。

图表25: 评估利率区间分类标准

保险合同具备生命期或有事项				
初始年龄	RP ≤ 5 年	5 年 < RP ≤ 10 年	10 年 < RP ≤ 15 年	RP > 15 年



保险合同具备生命期或有事项				
90+	A	B	C	D
80-89	B	B	C	D
70-79	C	C	C	D
<70	D	D	D	D
保险合同不具备生命期或有事项				
无初始年龄	A	B	C	D

来源：NAIC，国金证券研究所

a) 季度评估利率： $Iq=R+S-D-E$ ，其中 R 为参考利率，对 2 年、5 年、10 年和 30 年期的美国国债利率的季度平均值根据 Table 1 加权而来；S 为利差，等于 2 年、5 年、10 年和 30 年的预期利差按照 Table 2 加权计算而来，其中预期利差是以规定的投资组合信用质量分布作为权重，计算出的 NAIC 公布的 WAL（加权平均寿命）X 利差（当前市场基准利差）的加权平均值；D 为违约成本，使用规定的投资组合信用质量分布作为权重，计算出的 NAIC 公布的 WAL2 年、5 年、10 年预期违约成本，再按照 Table 3 加权的平均值；E 一般等于 0.25%。

图表26：2024 年评估利率计算时的权重表情况

Table 1						
Bucket	2 Year	5 Year	10 Year	30 Year		
A	27.5%	50.7%	20.9%	0.9%		
B	10.3%	29.7%	49.6%	10.4%		
C	5.1%	16.1%	48.2%	30.6%		
D	2.7%	8.7%	28.1%	60.5%		
Table 2						
Bucket	2 Year	5 Year	10 Year	30 Year		
A	27.5%	50.7%	20.9%	0.9%		
B	10.3%	29.7%	49.6%	10.4%		
C	5.1%	16.1%	48.2%	30.6%		
D	2.7%	8.7%	28.1%	60.5%		
Table 3						
Bucket	2 Year	5 Year	10 Year			
A	27.5%	50.7%	21.8%			
B	10.3%	29.7%	60.0%			
C	5.1%	16.1%	78.8%			
D	2.7%	8.7%	88.6%			
Table 4						
Bucket	1Y - 3Y	3Y - 5Y	5Y - 7Y	7Y - 10Y	10Y - 15Y	+15Y
A	27.5%	25.3%	25.3%	10.5%	10.5%	0.9%
B	10.3%	14.9%	14.9%	24.8%	24.8%	10.4%
C	5.1%	8.0%	8.0%	24.1%	24.1%	30.6%
D	2.7%	4.3%	4.3%	14.0%	14.0%	60.5%

来源：NAIC，国金证券研究所

图表27：投资组合信用质量分布

投资组合信用等级分布	国债	AA 级债券			A 级债券			Baa 级债券		
		Aa1 级	Aa2 级	Aa3 级	A1 级	A2 级	A3 级	Baa1 级	Baa2 级	Baa3 级
权重	5%	5%	5%	5%	13.33%	13.33%	13.33%	13.33%	13.33%	13.33%

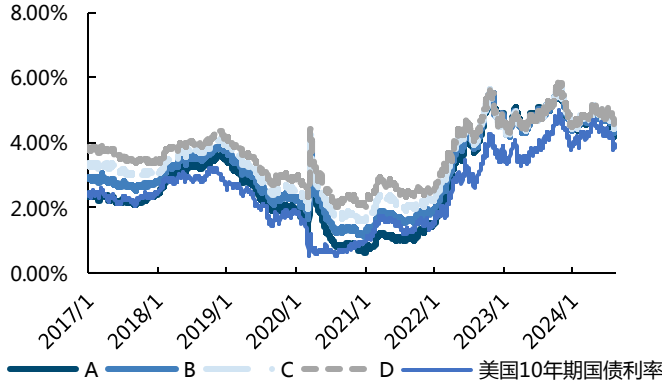
来源：NAIC，国金证券研究所

b) 日评估利率： $I_d = I_q + C(d-1) - C_q$ ，其中  $I_q$  为上季度的评估利率； $C_{d-1}$  为投保前一日的

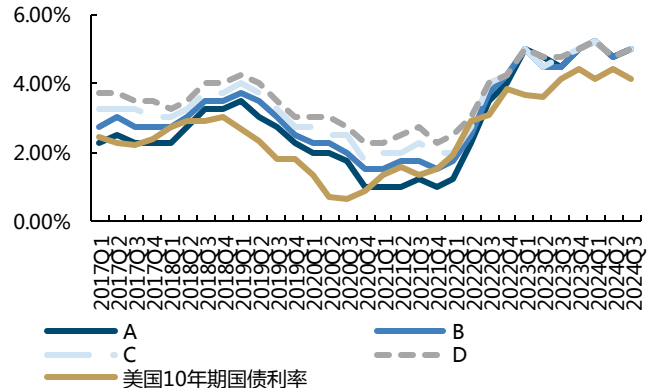


美银美林公司指数日度有效收益率，根据到期时间（1-3年、3-5年、5-7年、7-10年、10-15年、15年+）选择相应的指数系列，并根据Table 4加权计算而来；Cq为每个季度美银美林公司日度有效收益率的季度平均值，根据到期时间（1-3年、3-5年、5-7年、7-10年、10-15年、15年+）选择相应的指数系列，并加权计算而来。

图表28：收入年金日度评估利率与国债收益率强相关



图表29：收入年金季度评估利率情况



来源：NAIC、wind，国金证券研究所

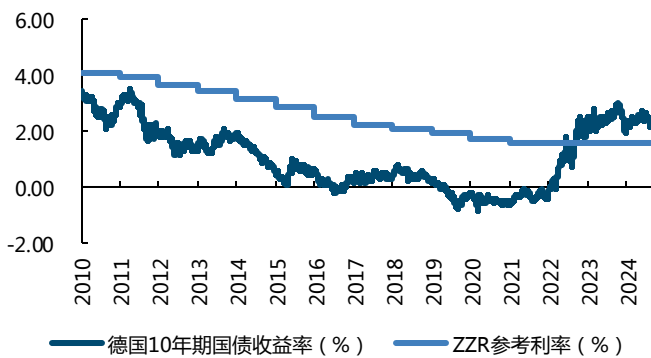
来源：NAIC、wind，国金证券研究所

#### 四、德国

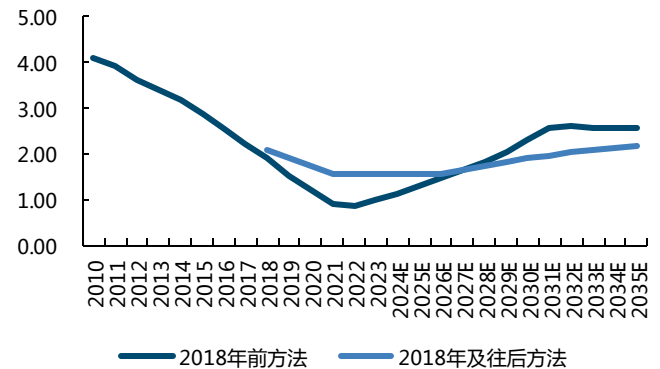
2010年德国利率首次下降至2%区间，监管一年后出台Z准备金制度应对利差损。1994年欧盟统一保险市场后，欧盟委员会提供了两种评估利率上限的确定方法：一是采用历史国债收益率60%；二是基于保险公司当前和未来的收益，并考虑不利因素进行边际调整。德国的会计准则没有要求保险公司采用市场一致的评估规则，而是由各家公司的精算师审慎确定准备金评估利率。2010年，受次贷危机后欧央行连续五次降息影响，德国10年期国债利率快速下降，且首次至2.1%，为防范利差损风险，2011年，德国引入额外准备金制度、建立Z准备金，当监管给出的评估利率小于公司精算准备金利率时，则要求寿险公司使用参考利率（当前为10年期零息欧元掉期利率的10年平均值）与精算准备金利率间的差额计提Z准备金。

2018年Z准备金参考利率进一步调整，以降低保险公司准备金计提压力。2011-2018年，德国寿险公司因低利率共计提准备金600多亿欧元，占总精算准备金的6%以上，利率下行背景下保险公司面临较大的准备金计提压力（准备金计提太多一方面影响当期盈余，另一方面也可能导致保险公司被迫变卖存量高收益资产），德国提出利率走廊机制，对参考利率进一步优化。具体看，通过设定一个变动区间（走廊，走廊的宽度取决于当前市场利率与之前参考利率的偏离程度），限制参考利率每年的变动幅度，使其更加平稳地适应市场利率的变化，从而控制了ZZR的增速，根据德国保险协会2018年预测，受益于利率走廊机制的应用，2018年行业的ZZR成本将由老方法的200亿大幅降低至50亿欧元，ZZR的累计峰值也将由1340亿降低至770亿欧元。

图表30：德国ZZR参考利率随国债收益率持续下调



图表31：ZZR参考利率优化后更为平缓

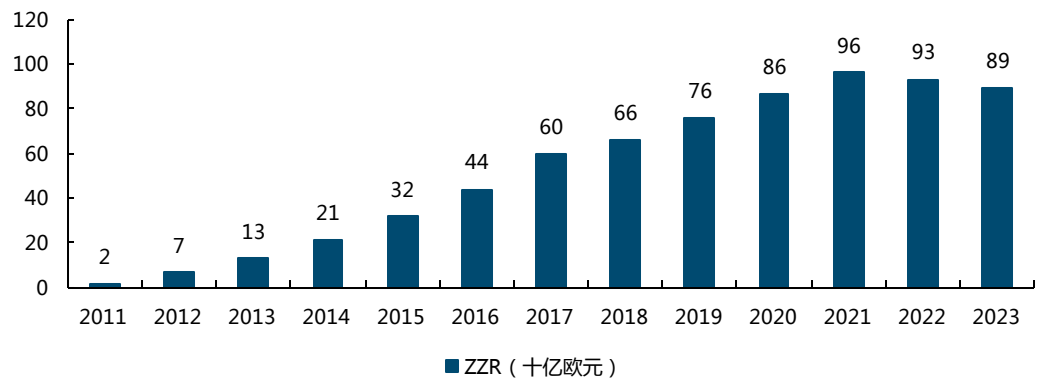


来源：wind、HEISTERMANN CONSULTING，国金证券研究所 注：2024年为预估值

来源：HEISTERMANN CONSULTING，国金证券研究所 注：假设10年期零息欧元掉期利率保持24年7月水平



图表32: 2018年后德国累计Z准备金计提额增速放缓



来源: GDV, 国金证券研究所

## 五、投资建议

基于美国、日本、德国经验,我国利差损调控政策出台时间算不上晚。1)日本:1991年寿险行业开始出现利差损,两次下调评估利率至3.75%后,于1995年建立评估利率机制,明确规定标准利率需与10年期国债利率挂钩,但制度实施初期,标准利率以单一数值形式存在,此后评估利率再次下调两次至2%,至2001年标准利率才开始参照市场利率设定,等于10年期国债中标收益率过去3年平均与过去10年平均值的较低者,分区间按照安全率系数加权的加总值取最接近的0.25%的整数倍。但受制于利差损期间保费低增长甚至负增长,低预定利率保单对存量的摊薄效用较弱,直至2013年左右日本主流险企才开始走出利差损。2)美国:早在1980年建立评估利率动态调整机制,但由于挂钩的穆迪公司企业债券收益率水平较高,人身险产品评估利率始终处于较高位(2020年美国年平均10年期国债利率低于1%,但寿险产品最高评估利率不低于3.5%),直至2018年VM-22实施后收入年金产品方与市场利率建立起更为敏锐的联系。3)德国:2010年德国10年期国债利率快速下降至最低2.1%,2011年德国引入额外准备金制度,当监管给出的评估利率小于公司精算准备金利率时,则要求寿险公司使用参考利率(当前为10年期零息欧元掉期利率的10年平均)与精算准备金利率间的差额计提Z准备金。

**预定利率快速下降叠加新单摊薄效用更强,我国长期利差损无需过度担忧,利差损风险担忧缓释,有望驱动保险股估值修复。**一方面,从制度角度看,我国预定利率调控政策出台时间不晚于日本、德国、美国等国家,24年9月开始传统险预定利率将降至2.5%,预定利率动态调整机制也有望较快速建立,新单负债成本有望快速下降;另一方面,与日本利差损期间保费低增长甚至负增长相比,当前我国寿险市场尚未饱和,居民健康、养老需求的释放有望驱动寿险保费长期维持较为稳健的增长,存量负债成本有望更快摊薄,预计大型险企中长期基本无利差损压力。当前保险股大幅折价,以2023年的静态EV估算,A股估值隐含的长期投资收益率假设仅处于1.7%-2.0%区间(除国寿3.3%外),H股估值隐含的长期投资收益率假设仅处于0.4%-1.1%区间。

建议关注①Q2资产端、负债端业绩向好标的中国太保A/H、中国平安;②负债端、资产端高弹性的低估值标的中国太平H。

图表33: 保险公司当前估值隐含投资收益率测算(亿元)

标的名称	平安 A	国寿 A	太保 A	新华 A	平安 H	国寿 H	太保 H	新华 H	太平
市值	7,894	9,062	2,761	947	5,925	2,820	1,743	427	304
2023年EV	13,901	12,606	5,295	2,505	13,901	12,606	5,295	2,505	2,031
2023年PEV	0.57	0.72	0.52	0.38	0.43	0.22	0.33	0.17	0.15
折价后的有效业务价值 (总市值-调整净资产)	-1,542	2,304	-154	-681	-3,512	-3,938	-1,172	-1,201	-1,082
折价比例	-134.5%	-60.6%	-106.5%	-177.6%	-178.7%	-167.3%	-149.2%	-236.9%	-267.7%
对应的投资收益率假设	<b>1.7%</b>	<b>3.3%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.9%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.4%</b>
3.5%投资收益率假设下2023年EV	11789	9749	4295	1912	11789	9749	4295	1912	1608
合理估值	0.85	0.77	0.81	0.76	0.85	0.77	0.81	0.76	0.79



标的名称	平安 A	国寿 A	太保 A	新华 A	平安 H	国寿 H	太保 H	新华 H	太平
增长空间	49.3%	7.6%	55.5%	101.9%	99.0%	245.7%	146.3%	347.6%	428.1%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 太平为港元

图表34: 保险公司静态 PEV (截至 8.23)

		最大值	最小值	均值	中位数	PEV 估值	2018 年来分位数	2023 股息率	2023 分红比例
A 股	中国人寿 A	1.56	0.57	0.87	0.84	0.66	11%	1.3%	58%
	中国平安 A	1.74	0.47	0.99	1.02	0.53	5%	5.6%	37%
	中国太保 A	1.36	0.35	0.71	0.66	0.49	23%	3.6%	36%
	新华保险 A	1.44	0.28	0.65	0.62	0.37	14%	2.8%	30%
H 股	中国人寿 H	0.85	0.17	0.41	0.35	0.21	7%	4.3%	58%
	中国平安 H	1.75	0.36	0.95	1.00	0.40	4%	7.5%	37%
	中国太保 H	1.08	0.21	0.51	0.46	0.31	19%	5.6%	36%
	新华保险 H	0.95	0.14	0.37	0.32	0.17	7%	6.2%	30%
	友邦保险 H	2.60	0.98	1.88	1.92	1.10	1%	3.0%	37%
	中国太平 H	1.01	0.09	0.34	0.27	0.14	16%	3.5%	17%

来源: wind、各公司财报, 国金证券研究所 注: 最大值/最小值/均值/中位数均为自 2018 年或上市之日开始计算, 平安、友邦分红比例为营运利润口径; 静态估值为当天市值/上一年末内含价值

## 风险提示

- 1) 长端利率超预期下行: 保险资金再投资压力增大, 或进一步引发利差损风险担忧, 压制估值表现;
- 2) 监管政策趋严: 或对新单销售形成负面影响;
- 3) 权益市场波动: 拖累投资收益与利润表现。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。





**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究