

Ting Sun
ting.sun@htisec.com

Wangjie OU
wj.ou@htisec.com

Nicole Zhou
nicole.q.zhou@htisec.com

以邻为镜：日本寿险行业的过去与现在

投资要点：

- **日本寿险业拥有超过 140 年发展历史，目前已经是全球最成熟寿险市场之一。**1) 日本于 1881 年成立本土第一家寿险公司，至今发展历史超过 140 年。截至 2022 年，日本寿险保费收入达 2439 亿美元，是全球第四大寿险市场，其保险深度和保险密度指标均位居世界前列。但是近年来保费增速下滑，全球市场排名日趋下降。2) 从日本寿险业发展历史来看，大致可以分为五大阶段，其中 1990s 的利差损危机阶段是广受关注的历史事件。利差损危机的起源主要是由于激烈市场竞争背景下，日本寿险业普遍采取了激进的定价策略和资产配置策略，负债成本高昂，投资风险集聚。在泡沫经济破灭后，日本寿险业遭受严重的利差损冲击，酿成了集中破产潮。此后日本寿险业积极自救，对破产公司进行重组整顿，在负债端下调预定利率、调整产品结构，在资产端增配海外债券等，至 2013 年前后正式结束了利差损影响。
- **市场格局：寿险公司数量趋于稳定，头部险企优势突出。**1) 目前日本寿险公司数量逐步稳定。截至 2022 年末，日本寿险业共有 42 家公司，其中包括 22 家本土险企和 16 家外资险企。2) 从公司性质上，日本寿险公司由相互制向股份制转化，目前仅有 5 家公司尚采用相互制形式，但是包括多家龙头大型险企，仍具有较大市场影响力。3) 日本寿险市场集中度较高，且格局相对稳定。头部 9 家大型险企（并称“大手中坚 9 社”）2022 年总保费收入市场份额合计 41.1%，总资产占比高达 55.2%。
- **负债端：新单保费增长乏力，产品结构和销售渠道多元化。**1) 近年来日本寿险业新单保费增长表现欠佳。2014-2022 年新单数量年均复合增速为 -1.0%，新单年化保费年均复合增速为 -3.7%。2) 伴随人口结构变动，产品结构逐步向第三领域倾斜。在泡沫经济后期（21 世纪以来），由于投资环境承压，和老龄少子化程度进一步加剧，日本寿险业发展重心开始由投资储蓄产品向第三领域保障型产品转型，2022 年医疗保险新单占比已达 1/4。3) 出清高预定利率产品，逐步降低负债成本。自 1990s 以来日本寿险业连续下调预定利率，目前已经降至 0.25%，显著降低了负债成本。4) 销售渠道仍以个险为主，但逐步向多元化发展。自 1990s 以来，日本寿险业营销员渠道占比逐步下降，代理店和银保等渠道逐步发展。2021 年日本寿险业营销员渠道占比仍有 55.9%，而代理店和银保渠道则分别为 15.3% 和 6.0%。
- **投资端：配置风格稳健，显著增配海外资产以应对低利率。**1) 日本监管对寿险公司投资的限制逐步放松，2012 年正式取消对部分大类资产投资比例上限的限制，目前主要由保险公司根据实际经营情况自主决策资产配置。2) 目前日本寿险业资产配置结构风格稳健，2022 年总资产中有价证券占比约 82.3%，境内债券占比约 48%，其中约 84% 为国债投资。3) 日本寿险业主要增配海外资产以应对低利率环境。海外证券占总投资比重由 1995 年的 7% 提升至 2022 年的 29%，其中大部分为海外债券，成为继国债后配置比例第二高的资产门类。2020-2022 年总投资收益率保持在 2% 以上，明显好于十年期国债收益率水平。
- **盈利表现：以死差益为基础，近年来利差转正并逐步增益。**1) 日本寿险业利润指标包括基础利润、经常利润和净利润。2003-2021 年基础利润和经常利润整体震荡上升，2022 年有所下降主要受疫情影响。2) 从结构上看，死差益是日本寿险业盈利的基础，在 2013 年前后，日本寿险业正式扭转利差损，此后利差益逐步扩大并在 2021 年达到峰值，成为利润增长的重要因素。
- **股市表现：日本保险股整体走势仍然好于大盘。**1) 保险股累涨幅跑赢市场。1983 年以来东证保险指数累计涨幅达 1144%，显著跑赢大盘（395%），从单年涨幅看，1983-2023 年共 41 年中有 23 个年度具有正超额收益。2) 从估值水平看，自 1990s 利差损危机后，日本保险股估值大幅下降，并且与长端利率走势具有较高相关性。至 2024 年 7 月，已经随利率上行修复至市场整体估值水平。
- **长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单保费增长不及预期。**

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目 录

1. 历史：百余年曲折发展，已成全球最成熟寿险市场之一	6
1.1 日本寿险业规模位居世界第四，保险深度与密度均位居前列	6
1.2 发展历程：经历五大发展阶段，目前已处于平稳发展期	7
2. 镜鉴：1990s 日本寿险业利差损危机始末	12
2.1 危机伏笔：竞争加剧下的激进定价和高风险投资埋下隐患	12
2.2 风暴来临：泡沫经济破灭带来寿险行业严重利差损	14
2.3 积极自救：破产机构并购重组，资产负债并举抵御利差损冲击	15
3. 现状：保费增长迟缓，市场格局和盈利能力稳定	20
3.1 市场格局：近年来险企数量稳定，头部险企优势突出	20
3.2 负债端：新单增长乏力，产品结构和销售渠道多元化	23
3.3 投资端：资产配置风格稳健，显著增配海外资产以应对低利率	32
3.4 盈利情况：以死差益为基础，近年来利差转正并逐步增益	35
4. 资本市场表现：日本保险股整体走势仍然好于大盘	38

图目录

图 1	日本寿险保费规模及全球排名变化.....	6
图 2	近 3 年美国、中国大陆、英国、日本寿险保费规模变化.....	6
图 3	日本寿险保险密度情况.....	7
图 4	日本寿险保险深度情况.....	7
图 5	日本寿险行业历史阶段（年保费收入，兆日元）.....	8
图 6	1960—1989 年日本经济增长，人口规模扩张.....	9
图 7	1991-2008 日本寿险业保费、保额、保单数变动情况.....	10
图 8	日本 GDP 实际增长率变化（%）.....	10
图 9	日本 10 年期国债基准收益率及预定利率变化.....	11
图 10	2002-2012 年日本寿险业保费收入缓慢增长.....	12
图 11	2002-2012 年日本寿险业利润情况（十亿日元）.....	12
图 12	日本寿险行业利润变化（十亿日元）.....	12
图 13	20 世纪 90 年代前日本寿险业保费快速扩张.....	13
图 14	日本寿险业净利润走势（十亿日元）.....	13
图 15	20 世纪 90 年代之前日本寿险业积累了大量高预定利率保单.....	13
图 16	20 世纪 90 年代日本寿险业风险资产配置比例较高.....	14
图 17	20 世纪 90 年代日本股市和地产市场由高点大幅下跌.....	14
图 18	日本十年期国债收益率走势（%）.....	14
图 19	日本主要寿险公司利差损规模（亿日元）.....	14
图 20	日本寿险业产品结构中纯保障产品占比持续提升.....	17
图 21	上世纪 90 年代以来日本寿险业资产配置中有价证券占比持续提升.....	18
图 22	日本寿险业 2008 年之后海外证券投资占比持续提升.....	18
图 23	海外债券是日本寿险业海外投资的主要方向.....	19
图 24	日本寿险业投资收益率显著高于十年期国债收益率（%）.....	19
图 25	2006 年-2022 年日本人身险业各资产投资收益率（%）.....	19
图 26	大型日本寿险公司三差损益情况.....	20
图 27	1881-2020 年日本生命保险行业协会会员数量变化（家）.....	20
图 28	1996-2022 年日本寿险公司的分类型数量（家）.....	21
图 29	日本寿险公司组织形式变化（家）.....	21
图 30	2014-2022 年日本寿险行业新单数量及同比增速.....	23

图 31	2014-2022 年日本寿险行业个人保险新单保费及同比增速.....	24
图 32	二战后按新单保单件数统计的日本寿险产品结构变化 (%)	25
图 33	日本人口结构变动	26
图 34	日本家庭年平均月可支配收入及增速.....	26
图 35	日本预期寿命和抚养比变化.....	26
图 36	日本居民储蓄及购买保险意愿的调查 (%)	26
图 37	1985 年度分险种有效保险金额占比 (%)	27
图 38	2022 年度分险种新增保单件数占比 (%)	27
图 39	2000-2022 年大手中坚 9 社预定利率和利润情况 (%)	28
图 40	1994-2021 日本寿险产品销售渠道结构 (%)	29
图 41	2014 年以来日本寿险业代理人数量逐步恢复增长.....	30
图 42	1997-2022 年日本寿险代理店情况	31
图 43	居民互联网渠道意向购险和实际购险情况.....	32
图 44	日本寿险业贷款及境内股票配置占比下降.....	33
图 45	20 世纪 90 年代日本股市、楼市均走低.....	33
图 46	20 世纪 90 年代起国债及海外证券占比提升.....	34
图 47	日本及美国、英国十年期国债收益率 (%)	34
图 48	十年期国债收益率不足 1%下, 2020-2022 年日本寿险投资收益率保持在 2% 以上	35
图 49	日本寿险行业利润变动.....	35
图 50	7 家大型日本寿险公司三差损益情况.....	36
图 51	2020-2022 年三差损益情况 (亿日元)	37
图 52	日本生命、明治安田、住友生命新冠疫情相关支付情况 (亿日元)	37
图 53	1983-2023 年日本股市和保险指数走势	38
图 54	1983-2023 年期间过半年份日本保险指数可以取得超额收益.....	39
图 55	日本保险股估值长期低于股市整体.....	39

表目录

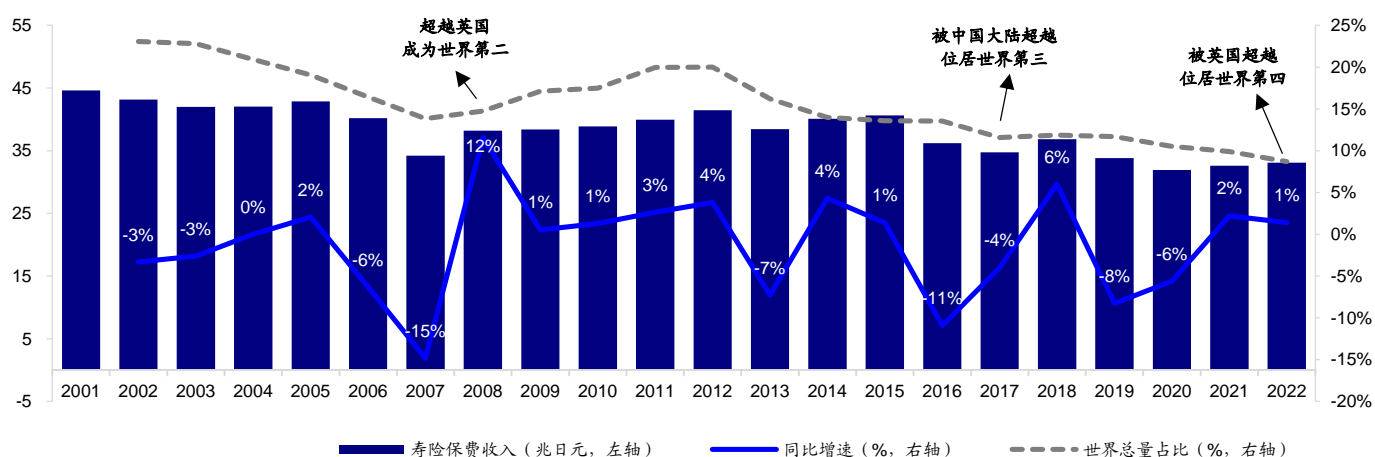
表 1	初创和起步发展阶段日本寿险法制和监管建设.....	8
表 2	1975—1989 年间寿险公司多次调高预定利率.....	9
表 3	利差损危机下的日本寿险业破产潮.....	11
表 4	日本寿险公司破产情况.....	15
表 5	2000-2005 年日本寿险业合并重组情况.....	16
表 6	日本多次下调保单预定利率.....	17
表 7	1999—2002 财年日本寿险业三差规模（十亿日元）及其贡献率.....	17
表 8	2022 年日本前五大寿险公司市场份额.....	22
表 9	2022 年日本寿险市场保费收入和总资产概览.....	23
表 10	日本寿险产品主要类别及定义.....	24
表 11	日本多次下调标准利率.....	27
表 12	日本寿险产品主要销售渠道特点.....	28
表 13	日本寿险营销员改革效果.....	29
表 14	日本寿险产品银保渠道解禁过程.....	31
表 15	日本寿险行业资金运用的部分限制取消.....	33
表 16	2022 财年主要寿险公司基础利润情况.....	37
表 17	基础利润计算方式变动.....	38

1. 历史：百余年曲折发展，已成全球最成熟寿险市场之一

1.1 日本寿险业规模位居世界第四，保险深度与密度均位居前列

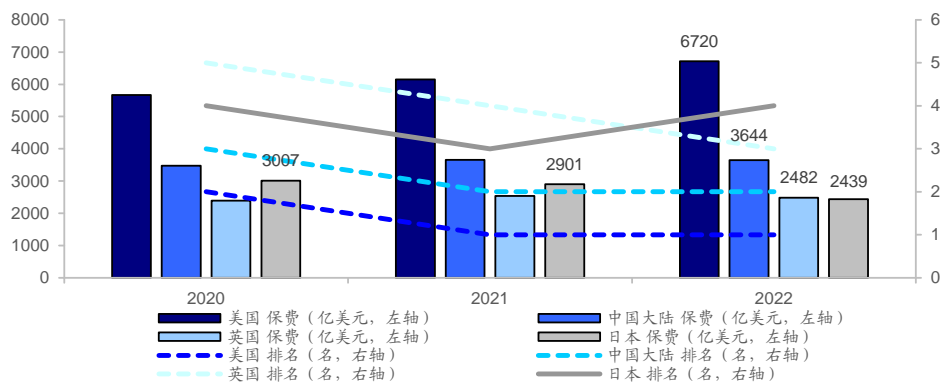
日本保险行业发展历史较长，目前是世界第四大保险市场。1) 日本早在 19 世纪中后期就开始开放国内市场，引入欧美保险机制，于 1881 年成立了日本第一家寿险公司——明治生命保险公司，至今日本保险行业已有 140 多年的发展历史。2) 依靠早期高速 GDP 发展、高人均收入、高储蓄率等发展优势，日本寿险市场发展水平长期位居世界前列。根据瑞再 Sigma 公布的全球寿险保费规模数据，2008 年日本超越英国，成为继美国之后的世界第二大寿险市场，并保持多年；直至 2017 年，日本市场被中国大陆市场超越，位居世界第三，此后四年在二三名间徘徊。2022 年日本寿险保费收入共计 33.07 万亿日元（2439 亿美元），同比增长 1.4%，占全球寿险保费收入的 8.7%，位居世界第四；前三名为美国、中国大陆、英国，保费收入分别为 6720、3644、2482 亿美元。

图1 日本寿险保费规模及全球排名变化



资料来源：Wind, Swiss Re, HTI

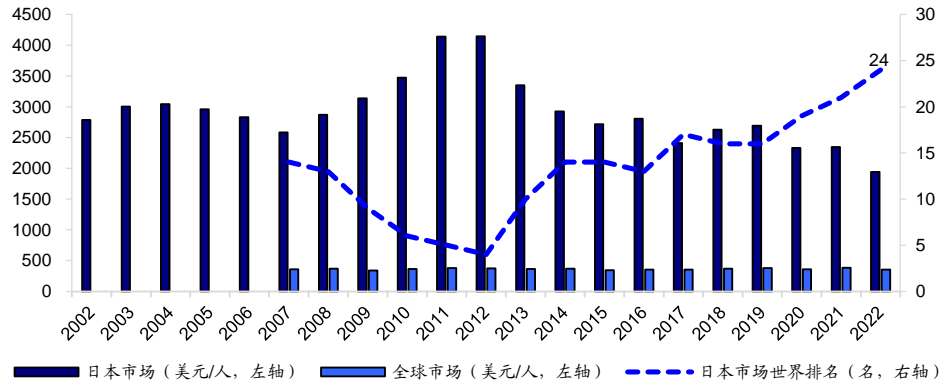
图2 近3年美国、中国大陆、英国、日本寿险保费规模变化



资料来源：Swiss Re, HTI

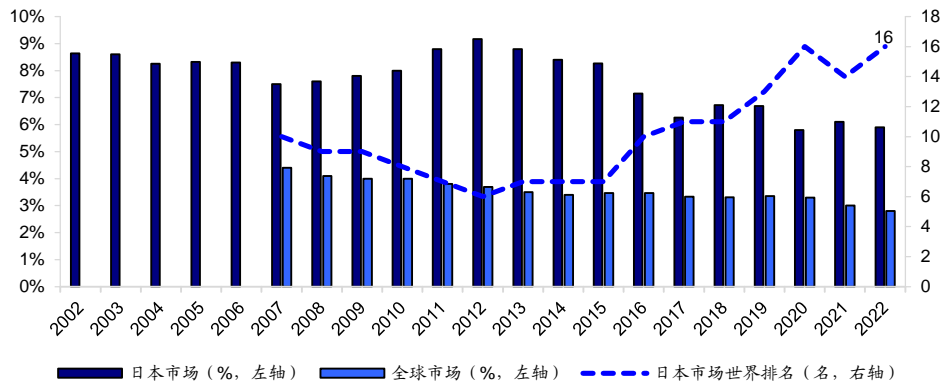
日本寿险密度及深度常年远超世界平均水平，但自 2012 年以来，其全球排名逐渐落后。2022 年日本寿险保险密度为每人 1942 美元，位居世界第 24 位；同年，美国、中国香港、中国台湾、中国大陆世界分别位列第 3、2、16、42 位。2022 年日本寿险保险深度为 5.9%，位居世界第 16 位；同年，美国、中国台湾、中国香港、中国大陆分别位列第 4、3、5、38 位。

图3 日本寿险保险密度情况



资料来源：Wind、Swiss Re，HTI

图4 日本寿险保险深度情况

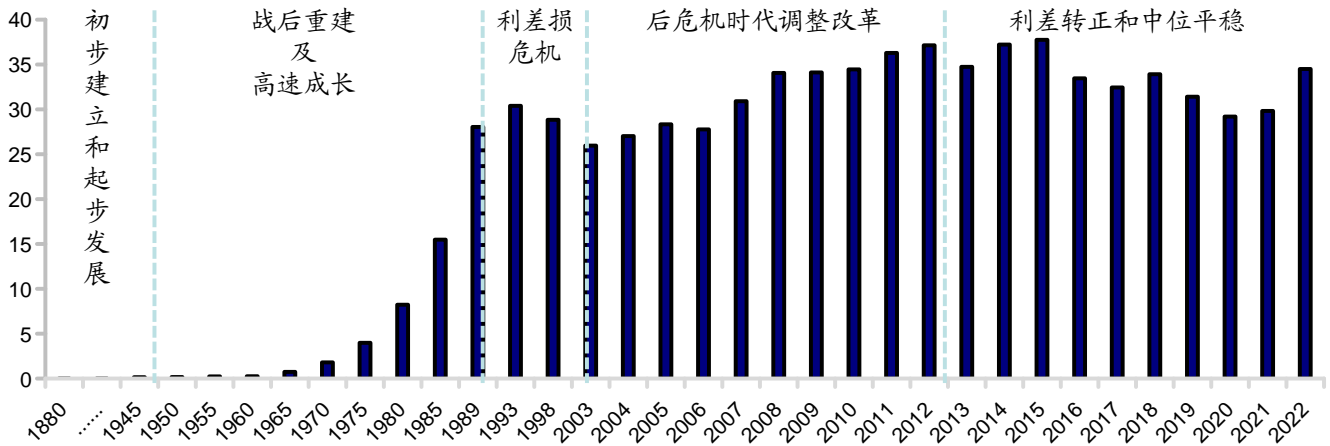


资料来源：Wind、Swiss Re，HTI

1.2 发展历程：经历五大发展阶段，目前已处于平稳发展期

结合日本宏观经济背景、人口结构变动等因素，日本寿险业大致经历五个历史阶段。分别为：1) 初步建立和起步发展 (1881-1945 年)：创立初期遭遇阻碍，健全法制奠基发展；2) 战后重建及高速成长 (1946-1989 年)：保费收入高速增长，繁荣之下掩藏危机；3) 利差损危机 (1990-2001 年)：资产泡沫破裂、长端利率下行、寿险业破产频发；4) 后危机时代调整改革 (2002-2012 年)：低增长低利率、少子老龄化下积极整改，保费收入和净利润慢速回升；5) 利差转正和中位平稳 (2013-至今)：逐步摆脱利差损危机，除疫情扰动外基本保持平稳。

图5 日本寿险行业历史阶段（年保费收入，兆日元）



资料来源：LIAJ, wind, HTI

1.2.1 1881-1945：创立初期遭遇阻碍，健全法制奠基发展

自 1881 年明治生命保险公司成立以来，日本寿险业初期发展速度较为缓慢，整体保费基础较为薄弱。截止 1912 年，寿险年保费收入仅增长至 3000 万日元，受到两大因素的阻碍：1) 第二次世界大战引发的经济困境和通货膨胀，对寿险业造成负面冲击；2) 寿险制度的较为粗放，缺乏责任准备金和专业精算支持。面对初期挑战，日本寿险业采取了一系列重要措施：1) 头部寿险公司引进欧美先进的保险制度，建立明确的经营方针；2) 相关法律制度逐步健全，监管趋于严格；3) 经济萧条、自然灾害考验下，寿险公司及时全额赔付，赢得较好的社会声誉。基于上述变革，1910-1920 年间寿险公司新契约承保金额及有效保单承保金额增长 5 倍左右。

从 20 世纪 30 年代起至第二次世界大战末期，日本寿险业虽然在一定程度上受到经济萧条和战争的影响，但仍表现出色。其中新契约承保金额、有效保单承保金额分别从 1930 年的 13.6 亿日元、77 亿日元，以大约每年 20%、17% 的复合增长率快速增长至 1944 年的约 182 亿日元、686 亿日元，这为日本寿险业迎来战后的繁荣发展奠定了基础。

表 1 初创和起步发展阶段日本寿险法制和监管建设

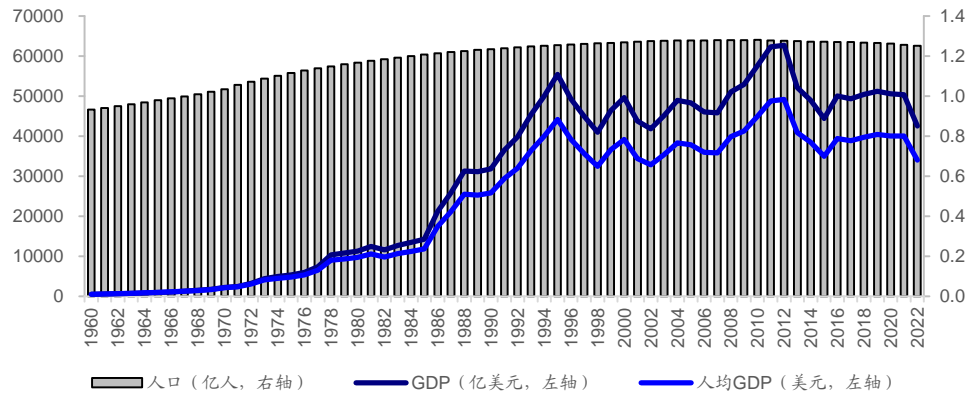
年份	监管举措	意义
1889 年	颁布《宪法》及各项法律	使其具备了法制化国家的条件
1900 年	颁布《保险业法》	人寿保险开始走上法制化轨道
1915 年	颁布《代理人管理规定》	逐步规范了对保险代理人的管理
1929 年	颁布《销售管理规定》	
1931 年	颁布《保险业取缔规则》	针对展业秩序混乱制定，进一步促进寿险业的健康发展
1939 年	修订《保险业法》	对寿险公司的资金管理更加严格
1942 年	成立寿险管理协会	进一步加强政府对寿险行业的管制，对寿险公司的资金管理、保险销售，以及保险合同的合并与转让作出明确规定

资料来源：日本金融厅、万峰《日本寿险业研究》，HTI

1.2.2 1946-1989：战后重建高速增长，繁荣之下掩藏危机

战后日本经济重建效果显著，经济繁荣带动寿险行业的快速发展。尽管第二次世界大战带来了国民消费水平下降、保险给付金增加，对日本寿险业造成了负面的影响，但得益于日本内部实施“和平宪法”和三大民主改革，以及美国提供的资金援助，战后日本经济得到了迅速恢复和繁荣发展。日本人均国民总收入从1960年的475.32美元以年均复合增长13.8%至1990年的2.58万美元；加之高国民储蓄率和高人口增长，日本寿险业出现了大规模的扩张与发展。1950-1989年，日本寿险行业高速扩张并达到了趋于饱和的程度，寿险保费年均复合增长近20%；1989年日本寿险保费占世界市场近30%，占亚洲市场近80%，成为当时全球规模最大的寿险市场。

图6 1960—1989年日本经济增长，人口规模扩张



资料来源：Wind, HTI

快速发展的日本寿险业导致了激进的定价和投资行为，为此后泡沫破灭埋下隐患。这一阶段日本寿险市场表现出以下特征：1) 负债端：70年代开始，寿险市场主体增多，行业竞争趋于激烈。基于眼下经济增速加快和人们对未来预期乐观，各家寿险公司纷纷提高预定利率，借此稳定存量客户、保持市场份额，预定利率逐渐高于同期存款利率；2) 投资端：泡沫经济下，日本寿险公司试图追逐股市牛市收益，加大了权益类投资，股票配置从1985年的15%上升至1990年的22%，贷款和债券的配置相应减少。负债成本攀升、投资风险增大，这些都为日后的寿险业的发展埋下了隐患。

表2 1975—1989年间寿险公司多次调高预定利率

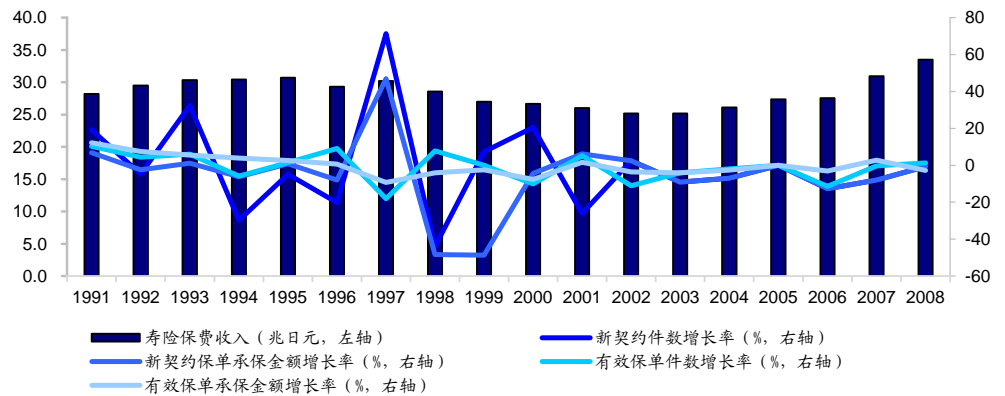
时间	寿险业预定利率变动	经济背景
1975		官方贴现利率自9%下降至8.5%
1976	行业平均预定利率由4%上升至5.5%	
1978		官方贴现利率由4.25%降至3.5%
1979		第二次石油危机，官方贴现利率由3.5%上升至4.25%
1980		官方贴现利率由7.25%提升至9%，政府债券到期收益率达到6.1%
1981	产品预定利率由5-5.5%提升至6%	
1985	国内寿险公司开始销售附带投资账户的保险产品，预订率再次上升至6.25%	广场协议签订
1986	12家寿险公司销售预定利率约为5-6.25%的变额年金产品	日元大幅度升值，USD/JPY当年跌至174
1987		官方贴现利率自3%下调至2.5%
1989		官方贴现利率自2.5%上升至3.25%

资料来源：植村信保《The failure without management》，HTI

1.2.3 1990-2001：泡沫破裂酿成严重利差损，寿险业出现破产潮

上世纪 90 年代日本寿险业由盛转衰，进入持续调整期。进入 20 世纪 90 年代，寿险业保费收入、新契约和有效保单业务呈现大幅下滑态势：1) 总保费收入在 1995 年达到 30.71 兆日元后开始逐渐放慢，并在 1995-1997 年经历窄幅波动后开始出现直线下滑。1997-2001 年，日本寿险总保费收入由 30.21 兆日元减少至 26.01 兆日元，下降约 13.9%，年复合增长率为-3%。2) 寿险新契约的件数与承保金额同比增长率分别由 1991 年的 19.3% 和 6.8%，下降为 1994 年的-29.8%和-6.2%，随后几年出现频繁大幅波动。特别是 1998 年，寿险新契约的件数与承保金额同比增长率分别达到-44.0%和-48.4%的历史最低水平。3) 有效保单承保金额的年增长率从 1991 年的 12.2%连续 8 年下降，至 1998 年达到-4.0%。

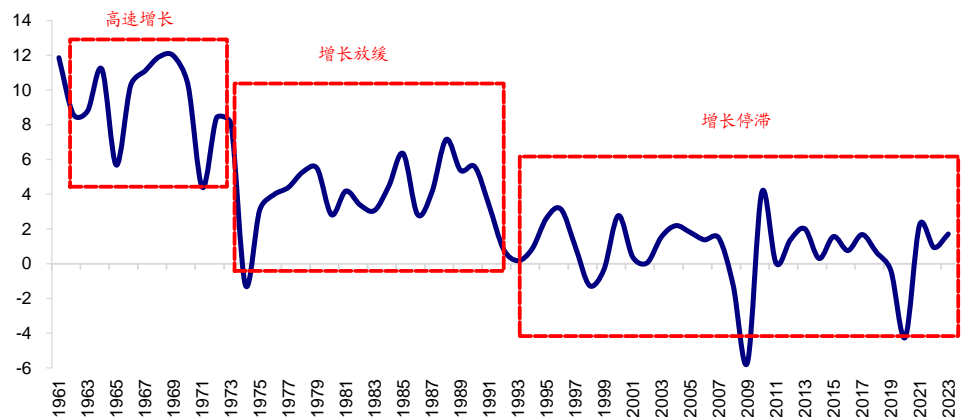
图7 1991-2008 日本寿险业保费、保额、保单数变动情况



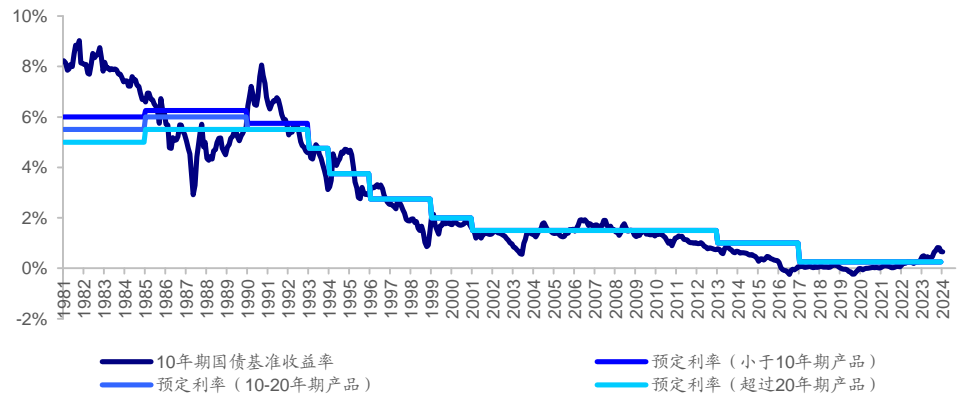
资料来源：Wind，万峰《日本寿险业研究》，HTI

寿险行业进入失落十余年，主要归因于：1) 经济基本面低迷：20 世纪 80 年代末至 90 年代初，日本银行采取金融紧缩政策，日本房地产、股市由此进入下行通道，资产泡沫走向破裂。居民资产缩水及收入下降致使经济增长疲软、消费需求萎缩；90 年代开始，GDP 实际增长率常年不足 2%，1998-1999 年 GDP 出现负增长；2) 长端利率下行：为刺激经济发展，日本政府多次下调贴现利率，从 1990 年的 6.0%下调至 1995 年的 0.5%，21 世纪初利率甚至低至 0.01%；十年期国债收益率也步入快速下行阶段，从 1990 年 7%左右下滑至 2001 年 1.5%左右，远低于寿险行业上一阶段积累的高预定收益率。

图8 日本 GDP 实际增长率变化 (%)



资料来源：Wind，HTI

图9 日本 10 年期国债基准收益率及预定利率变化


资料来源：《The failure without management》，NLI Research Institute, wind, HTI

严重利差损催生了日本寿险业破产潮。利率快速下行和投资市场疲软，致使寿险业资产端、负债端双向承压；寿险业投资收益率十年间从 7-8%下降至 2-3%，难以覆盖前期积累的高负债成本，利差损风险爆发，寿险业破产潮到来。1997-2001 年间，日产生命、东邦生命等 7 家寿险公司相继破产。

表 3 利差损危机下的日本寿险业破产潮

时间	寿险公司破产	经济背景
1998	东邦生命保险公司宣布重组其新旧业务，并与 GE 资本联合，同年引入偿付能力比率进行偿付能力充足性监管，日本生命保险保单持有人保护机构成立	金融重建委员会成立
1999	产品预定利率下降至 2%。东邦生命宣布破产，保单转移至通用爱迪生人寿，法国安盛收购日本团体生命保险公司	瑞穗银行系列合并计划。住友银行与樱花银行、东海和朝日银行等银行合并计划实施
2000	第百生命、大正生命、协荣生命，千代田生命破产重组	日本金融厅成立
2001	东京生命破产	日本央行决定实施量化宽松政策

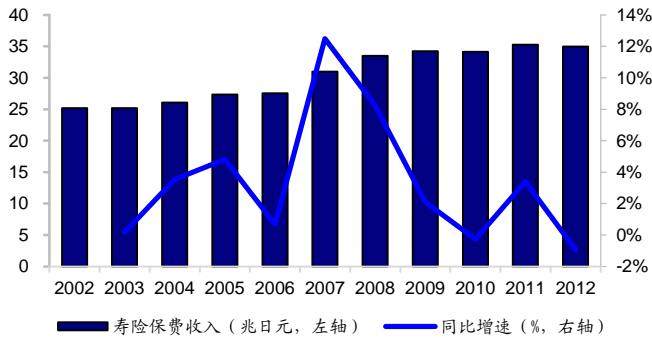
资料来源：植村信保《The failure without management》，HTI

1.2.4 2002-2012：后危机时代积极调整，保费收入和净利润慢速回升

面对低增长、低利率和少子老龄化环境，日本寿险业积极调整应对。21 世纪以来，日本经济保持低位增长，并步入长期低利率时代。此外，早在 1995 年，日本 65 岁及以上人口占比超 14%，后经过短短十年时间，于 2005 年占比突破 20%，日本社会“少子老龄化”现象逐步加剧。基于 20 世纪 90 年代的经验教训，以及低增长低利率、少子老龄化的长期环境，日本开始着手各项调整改革措施，提振寿险业发展：1) 加速行业内合并与重组，降低经营成本、抵御经济危机、增强企业市场竞争力；2) 逐步出清前期积压的高预定利率保单，寿险经营生态好转；3) 顺应“少子老龄化”趋势，积极开发医疗、护理和年金领域寿险产品，调整产品结构，第三领域产品迅速增长；4) 销售渠道不断改革与创新，陆续开放银保渠道，向多元化方向发展；5) 资产配置风格趋于稳健，债券及海外投资比重增加。

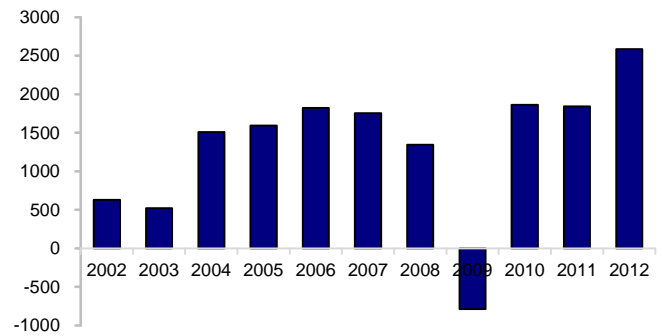
得益于各项整改，2002 起保费收入呈现恢复增长态势，新契约及有效保单业务缓慢发展。2002-2012 年，日本寿险净保费收入从 25.2 兆日元上升至 2012 年的 34.95 兆日元，保费收入保持上升态势，复合增长率达到 3.3%。投资决策方面，各寿险公司纷纷减配股票、贷款等资产，增配国债等安全投资品种，增加海外资产，投资收益趋于稳定；加之寿险业积极降低负债成本，利差损逐渐收窄。除 2008 年金融危机影响造成的短期负利润外，利润整体而言得到缓慢恢复，震荡之中有所增长。

图10 2002-2012年日本寿险业保费收入缓慢增长



资料来源: wind, HTI

图11 2002-2012年日本寿险业利润情况 (十亿日元)

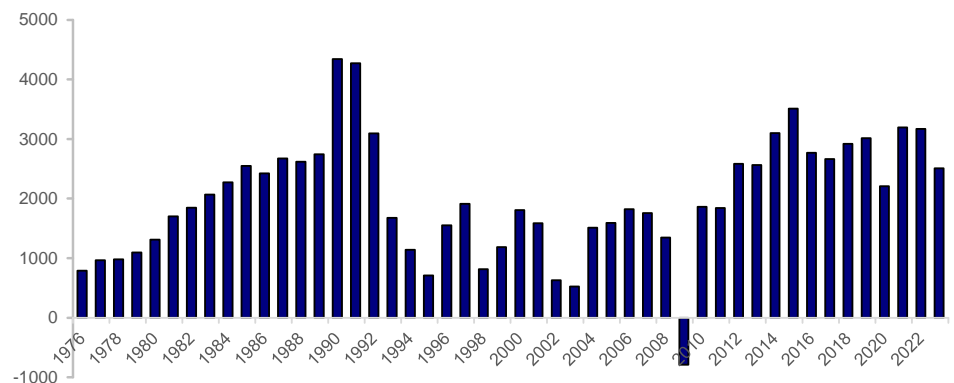


资料来源: wind, HTI

1.2.5 2013-至今：逐步摆脱利差损，开始进入平稳发展期

2010年后日本寿险业利差损逐步收窄，多家头部公司的利差损在2011-2013年逐渐得到以抚平，长达20多年的利差损终于开始转向利差益。根据日生基础研究所的数据，2013年7家公开三差损益的寿险公司利差益合计1379亿日元，为20世纪90年代危机爆发以来首次转正，标志着日本寿险行业开始逐渐摆脱困扰其长达二十年的利差损危机。2021年利差益达到峰值7822亿日元，直至2022年年均复合增速达18.6%。同时，除疫情带来的短期扰动外，寿险业总体利润水平也有显著改善，不仅利润规模相较于上一阶段更上一个台阶，而且表现得更为稳定。这表明在低增长低利率、少子老龄化的背景下，日本寿险业经历危机阶段的探索，正逐步形成自身稳定的盈利模式。

图12 日本寿险行业利润变化 (十亿日元)



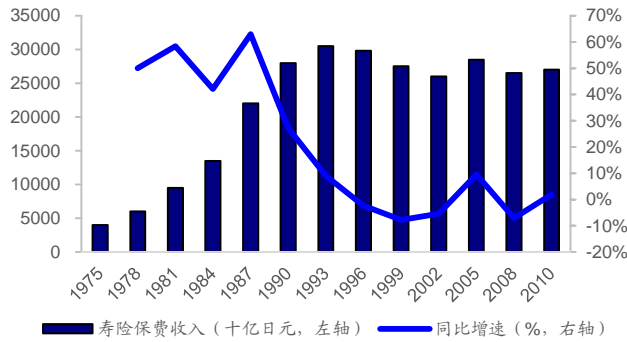
资料来源: CEIC, HTI

2. 镜鉴：1990s日本寿险业利差损危机始末

2.1 危机伏笔：竞争加剧下的激进定价和高风险投资埋下隐患

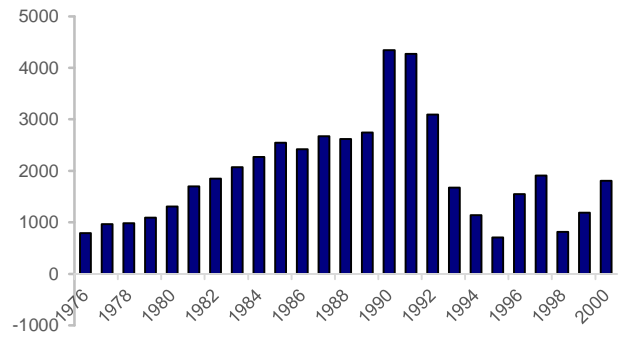
二战后，得益于日本国内经济的迅速恢复和繁荣发展，再加上国民的高储蓄率和人口的高增长，日本寿险业出现了大规模的扩张与发展。1960-1989年，日本寿险行业高速扩张并达到了趋于饱和的程度，寿险保费年同比增长20%以上。1989年日本寿险保费已占世界市场近30%，占亚洲市场近80%，成为当时全球规模最大的寿险市场。根据CEIC数据，随着经济上行周期时的保费规模与投资收益持续增长，日本寿险行业的净利润于1990年增长至4.3万亿日元，达到历史峰值，随后开始逐渐减少。

图13 20世纪90年代前日本寿险业保费快速扩张



资料来源: LIAJ, HTI

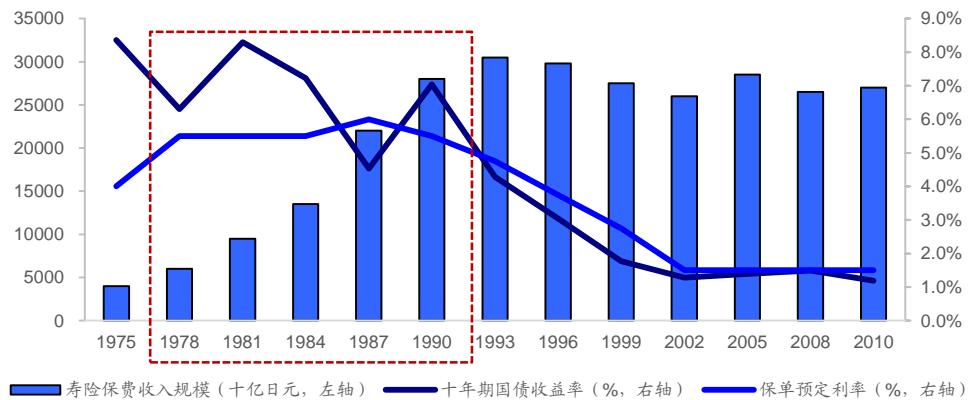
图14 日本寿险业净利润走势 (十亿日元)



资料来源: CEIC, HTI

行业竞争导致预定利率升高。20世纪70年代以前，日本寿险产品的预定利率较低，投资环境良好，寿险公司投资收益率高于预定利率，因此经营情况优良。但70年代开始，由于经济增速加快和人们对未来预期乐观，银行利率和债券收益率逐年升高，同时寿险市场主体增多，行业竞争趋于激烈，各家寿险公司纷纷提高预定利率，借此稳定存量客户，保持市场份额。在此过程中，到20世纪80年代前期，预定利率已经由70年代的4%提高到了6%。1985-1990年，日本进入泡沫经济时代，经济增速放缓，日本央行实行低利率政策，在1985-1986年连续5次降息，试图通过降低利率刺激经济增长，导致大量流动性进入房市和股市，产生资产泡沫。由于缺乏相关经验和风险管理能力，寿险公司为了加强产品竞争力，进一步设定了更高的预定利率，并且产品结构向终身保险等长期产品转移，20年期及以上的产品预定利率高达5.5%，甚至发行了预定利率高达8.8%的年金产品，预定利率远高于同期存款利率，负债成本不断攀升。

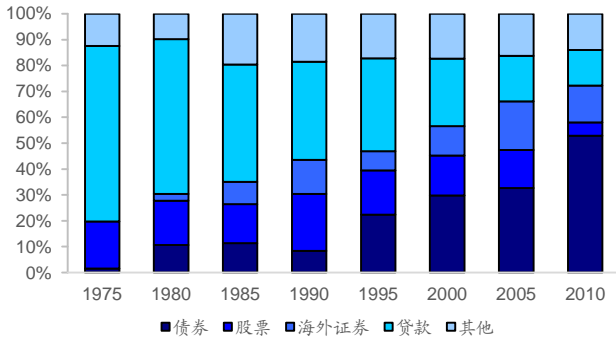
图15 20世纪90年代之前日本寿险业积累了大量高预定利率保单



资料来源: wind, LIAJ, HTI

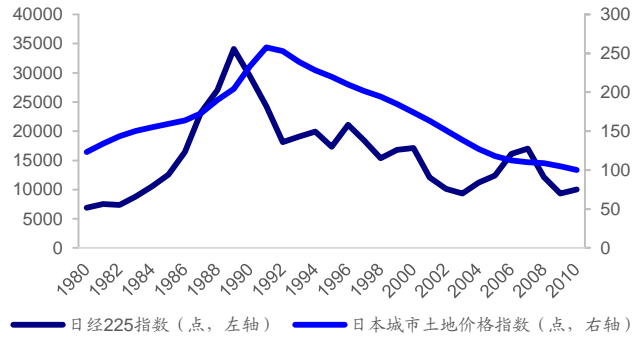
泡沫经济导致高风险资产增多。1985年利率开始降低导致固定收益类资产回报率下降，为了覆盖负债端高昂的资金成本和满足客户投资需求，同时试图追逐股市牛市收益，日本寿险公司加大了权益类投资和海外投资。1985-1990年日本保险业的股票配置从15%上升到22%，贷款和债券的配置相应减少。

图16 20世纪90年代日本寿险业风险资产配置比例较高



资料来源: LIAJ, HTI

图17 20世纪90年代日本股市和房地产市场由高点大幅下跌



资料来源: wind, HTI

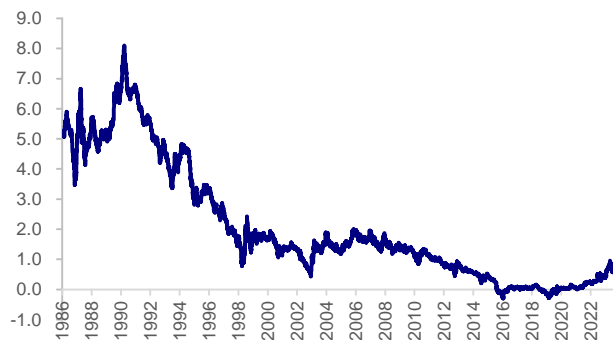
2.2 风暴来临：泡沫经济破灭带来寿险行业严重利差损

20世纪末日本泡沫经济带来的巨额的利差损导致保险公司经营恶化，触发“破产潮”。20世纪90年代初，日本经济泡沫破灭，股价和房地产价格暴跌，日本十年期国债收益率从1990年的8%左右快速下跌到2000年的1.7%左右，进入低利率时代。利率快速下行和资本市场下跌导致了日本寿险公司投资收益率迅速下降，带来的巨额利差损使得保险公司面临现金流难题、经营恶化，最终引发“破产潮”。

1) 资产端：寿险公司投资收益率迅速下降。日本寿险公司采取激进的投资策略，大量保险资金投资有价证券等高风险、高收益资产。1990年以来，日经指数不断下跌使得日本寿险公司重仓的大量股票资产出现巨额亏损，寿险公司的投资回报率从1990年泡沫经济破灭时的7%下滑至2000年的2%。

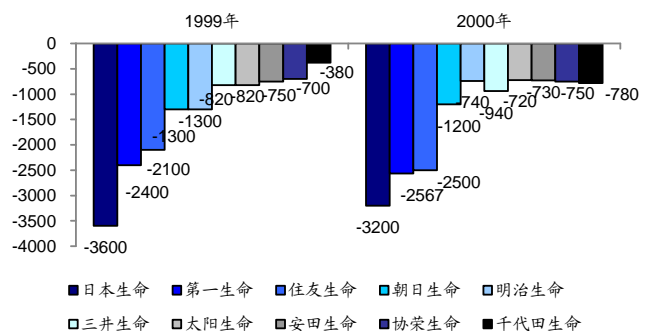
2) 负债端：泡沫经济时期寿险公司销售的大量高预定利率保险产品带来了巨大的利差损。根据段鸿济《全球低利率周期及保险资产配置战略研究》，1999年和2000年，亏损最大的前10家寿险公司的利差损之和高达1.4万亿日元。1997年，日本出现了二战后破产的首家保险公司——日产生命保险公司；随后，东邦生命保险等多家寿险公司相继破产，引起了日本金融界强烈震动。这些寿险公司在破产前均已成立超过了80年。

图18 日本十年期国债收益率走势 (%)



资料来源: Wind, HTI

图19 日本主要寿险公司利差损规模 (亿日元)



资料来源: 段鸿济《全球低利率周期及保险资产配置战略研究》，HTI

表 4 日本寿险公司破产情况

公司名称	日产生命	东邦生命	第百生命	大正生命	千代田生命	协荣生命	东京生命
成立时间	1909 年	1898 年	1915 年	1914 年	1904 年	1935 年	1895 年
倒闭时间	1997 年	1996 年	2000 年	2000 年	2000 年	2000 年	2000 年
破产前资产总额 (亿日元)	20609	28046	21885	2044	35019	46099	10150
破产后资产不抵债额 (亿日元)	3000	6500	3200	365	5950	6895	325
破产前预定利率 (%)	5.5	4.79	4.46	4.05	3.7	4.0	4.2
破产后预定利率 (%)	2.7	1.5	1.0	1.0	1.5	1.75	2.6

资料来源：周国端《避免寿险业危机在中国重现》，HTI

信任危机引发退保潮，新单严重下滑，日本寿险公司面临现金流难题。 1) 利率下行后期，存量保单无法达到预期收益率，加之多家寿险公司破产造成的巨大冲击，公众对保险业信任缺失，引发了巨额退保潮。1997 年第二季度，日本 44 家寿险公司的个人寿险退保金额高达 23.7 兆日元，其中大公司的退保率为 10% 左右，小公司的退保率高达 70%~80%。2) 受泡沫经济破灭的影响，1995 年寿险保费收入受经济的影响也开始出现负增长态势，新单和有效保单均出现严重下滑，日本家庭平均保单件数在 1994 年达到 5.0 件的高峰后逐渐下降。为保证寿险业的生存，日本寿险行业通过资负两端多项举措展开积极自救。

2.3 积极自救：破产机构并购重组，资负并举抵御利差损冲击

1、破产机构并购重组，强化保险公司的持续经营能力

自 20 世纪 90 年代末期开始，激烈的行业竞争及严峻的经营环境引发了日本寿险业大规模的并购与重组。至 21 世纪初期，为降低经营成本、抵御经济危机带来的负面影响和增强企业的市场竞争力，各寿险公司加速了行业内的合并与重组。2000-2005 年发生 17 起合并或重组，主要呈现三种形式：**1) 借助外资重组日本寿险公司，引进外资的同时改善经营机制、增强资本实力。**2000 年千代田生命得到 AIG 的援助变更为 AIG 之星生命、协荣生命得到保德信人寿的援助，变更为直布罗陀生命；**2) 中小型寿险公司间的合并，强化优势部门，提高综合实力。**日本团体生命与安盛生命在 2000 年共同设立安盛保险控股公司后，日本团体生命强化了团体保险的维持及管理，而安盛生命则从日本团体生命吸收了个人保险部门，最后安盛保险控股公司在 2005 年被合并入安盛生命；**3) 强强联手，整合资源，扩充规模。**明治生命和安田生命自 2001 年开始重组，通过整合资源、降低成本和实现更大的规模效益来提高利润；2004 年 4 月明治安田生命保险公司成立，总资产达到 26.85 万亿日元，现位居日本寿险业第二位。

表 5 2000-2005 年日本寿险业合并重组情况

时间	原有公司	变更过程	变更后公司
2000 年 3 月	日本团体生命	与安盛生命共同设立了安盛保险控股公司；2000 年 4 月改名为安盛日团生命，2001 年 3 月改名为安盛生命；2005 年 10 月安盛保险控股公司与安盛生命合并	安盛生命
2000 年 5 月	第百生命	与宏利世纪人寿合并，并转让营业权，后仍宣布破产；2001 年 4 月得到宏利世纪人寿的援助；2001 年 9 月变更现名称	宏利人寿
2000 年 8 月	大正生命	破产，得到大和生命及其他业种的援助，改名为蓊生命；蓊生命合并了大和生命后又变更了公司名称为大和生命	大和生命
2000 年 10 月	千代田生命	破产，得到 AIG(美国) 的援助，变更为现公司	AIG 之星生命
2000 年 10 月	协荣生命	破产，得到宝德信人寿(美国)援助；2001 年 4 月变更为现公司名称	直布罗陀生命
2001 年 2 月	东方人寿	被保诚人寿《英国》保险公司收购股票，2001 年 12 月更名为 PCA 人寿	PCA 人寿
2001 年 3 月	东京生命	得到 T&D 保险集团援助，2001 年 10 月变更为现公司名称	T&D 金融生命
2001 年 4 月	同和生命	将所有保单转移到日本生命	日本生命
2001 年 4 月	三井未来生命和住友海上悠悠生命	合并，变更为现公司	三井住友海上辉煌生命
2001 年 4 月	日本火灾伙伴生命和兴亚火灾诚意生命	合并，变更为现公司	日本兴亚生命
2002 年 4 月	大和生命	被蓊生命吸收合并	大和生命
2003 年 10 月	东京海上安心生命和日动生命	合并	东京海上日动安心生命
2004 年 1 月	明治生命、安田生命	合并	明治安田生命
2004 年 2 月	斯康迪爱人寿	被东京海上火灾(产险公司) 收购全部股票，2004 年 4 月变更公司名为东京海上日动金融人寿	东京海上日动金融人寿
2004 年 4 月	索尼人寿	索尼人寿与索尼银行、索尼产险共同融控股公司，设立了金融控股公司，取名为索尼金融控股公司	索尼金融控股公司
2005 年 7 月	井住友海上花旗人寿	完成了从花旗集团向钢盛人寿保险的资本转移，2005 年 10 月改名为三井住友海上钢盛人寿生命	三井住友海上花旗人寿

资料来源：万峰《日本寿险行业研究》，《日本人寿保险信息》，HTI

2、负债端：下调预定利率，大力发展保障型产品

下调保单预定利率和准备金评估利率，降低负债成本，防范利差损风险。1) 日本金融厅规定，寿险公司预定利率是基于过去 3 年及过去 10 年的十年期国债利率平均值中较低者，并乘上安全率系数来计算，这确保了预定利率的灵活调整。1990 年以来，日本寿险业预定利率由 6.25% 下调至 2000 年的 2%，目前预定利率已经降至 0.25%。2) 在利率下行阶段投资端承压的情况下，调低准备金评估利率会使当期计提的责任准备金增加，有利于防范利差损风险。自 1986 年来，日本将准备金评估利率由 4.5% 调低至 2006 年的 1%。

表 6 日本多次下调保单预定利率

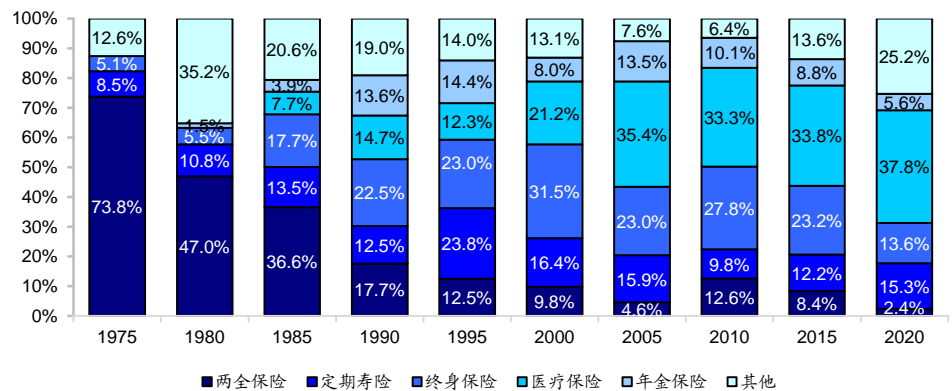
年份	平均预定利率
1946 年-1951 年	3.00%
1952 年-1975 年	4.00%
1976 年-1992 年	5.00%-6.25%
1993 年	4.75%
1994 年-1995 年	3.75%
1996 年-1998 年	2.75%
1999 年-2000 年	2.00%
2001 年-2012 年	1.50%
2013 年-2016 年	1.00%
2017 年至今	0.25%

资料来源：万峰《日本寿险业研究》，日本金融厅，HTI

调整产品结构，业务重心从储蓄理财型产品转向纯保障型产品，扩大死差益占比。

1) 大力发展第三领域保险产品（健康保险/医疗保险）。第三领域保险产品的设计采用更加保守的生命表，死差益较高，价值率一般是死亡保险的 2-3 倍。2000 年以后第三领域保险产品成为保费增长的重要动力，业务占比由 1995 年的 12% 攀升至 2020 年的 38%，终身寿险和定期寿险占比分别萎缩至 14%、15%，两全险和年金险占比仅约 8%。2) 增加变额年金及外币保单，将投资风险和外汇风险转移给投保人。**通过寿险业务转型，1999-2002 年，在利差继续亏损，且利差损对三差的贡献高达负 60% 以上的情况下，日本寿险业实现了较大规模的死差益和费差益。其中死差益贡献普遍超过 120%，费差益贡献普遍在 40% 以上，促使三差合计保持正值，对寿险业的可持续发展起到了重要作用。**

图 20 日本寿险业产品结构中纯保障产品占比持续提升



资料来源：LIAJ, HTI

表 7 1999—2002 财年日本寿险业三差规模（十亿日元）及其贡献率

项目	1999 财年		2000 财年		2001 财年		2002 财年	
	规模	贡献率	规模	贡献率	规模	贡献率	规模	贡献率
费差	1143.3	50.55%	999.9	48.80%	789.7	39.95%	703.9	33.57%
死差	2517.7	111.32%	2519.5	122.97%	2706.7	136.93%	2690.6	128.33%
利差	-1399.3	-61.87%	-1470.6	-71.78%	-1519.8	-76.89%	-1297.8	-61.90%
合计	2261.7	100%	2048.8	100.00%	1976.7	100.00%	2096.7	100.00%

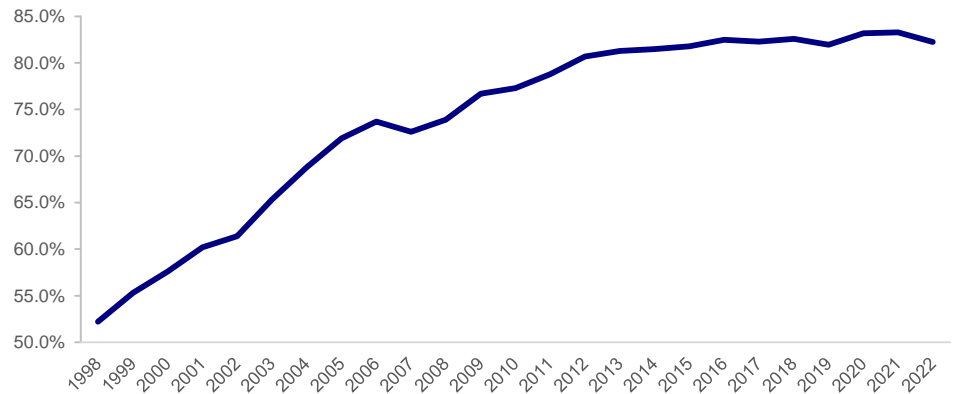
资料来源：中国人寿 2013 年全球开放日材料，HTI

提高运营效率，提升服务质量，加强内部费用管控。由于保费增长乏力，日本寿险公司致力于降低费用成本，提高运营效率，从而增加费差益或缩减费差损，具体措施包括：1) 降低经营成本，包括减员、关闭营业场所、从东京迁出办公人员等。以日本生命为例，其对人力成本和办公经费等经营费用进行大幅削减，从1996年的8195亿日元降至2014年的5634亿日元，降幅高达31.3%。2) 提高投入产出效率，包括增加对绩优营销员的激励，减少对绩效落后营销员的支出，成立合资公司共同处理公司运营事务，将公司非核心信息技术部分外包等。

3、资产端：通过大量配置海外资产对抗国内低利率

在20世纪90年代破产潮之后，日本寿险业资产配置主要采取平衡投资策略，有价证券一直是重要的配置方向。1998-2022年，日本寿险业有价证券投资占比从52.2%增加到82.3%，其中日本国债始终为第一大投资标的（占有价证券比重在27%-55%之间），海外证券为第二大投资标的（占有价证券比重在17%-32%之间）。而股票资产在2008年金融危机后，基本上占有价证券比重保持在6%-7%的水平。

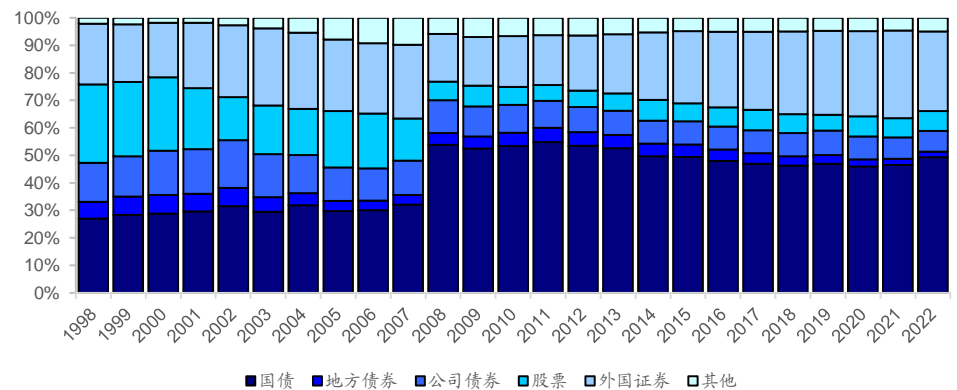
图21 上世纪90年代以来日本寿险业资产配置中有价证券占比持续提升



资料来源：LIAJ, HTI

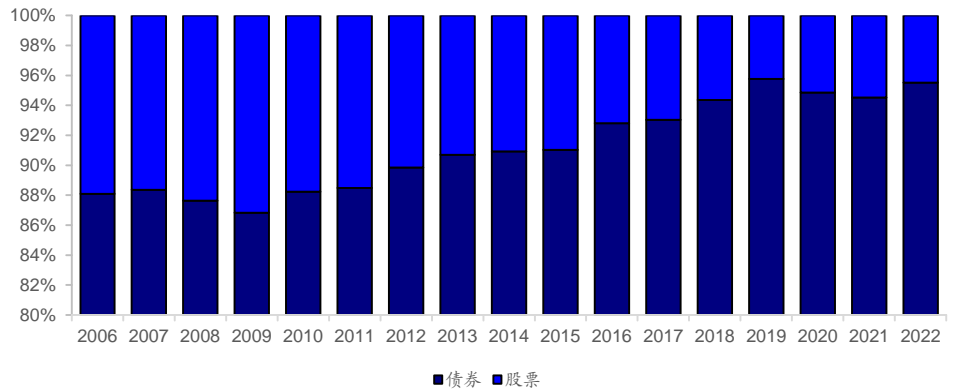
在日本国内利率不断下行的背景下，为获取国内外利差，日本寿险业采用“减配国内固收，增配海外债券”的方式应对。日本寿险业的海外证券投资以债券配置为主体，2008年金融危机爆发使得海外债券配置比重骤降。而后日本寿险公司投资海外债券的比重不断提升，从2008年的17.4%增加到2022年的29.0%，已超过金融危机爆发前26.8%的水平。相应地，日本国债、地方政府债、公司债合计配置比重从2008年的70.0%逐渐下降到2022年的58.9%。

图22 日本寿险业2008年之后海外证券投资占比持续提升



资料来源：LIAJ, HTI

图23 海外债券是日本寿险业海外投资的主要方向

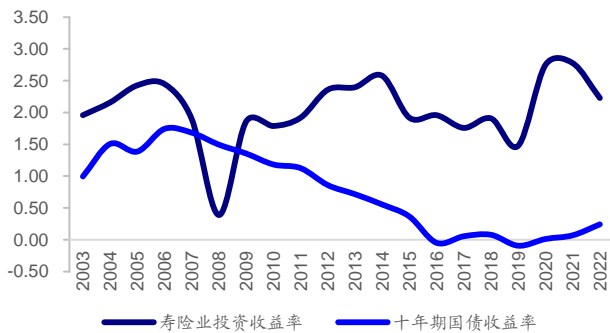


资料来源: LIAJ, HTI

4、成效：投资收益率逐步趋稳，2013年扭转利差损

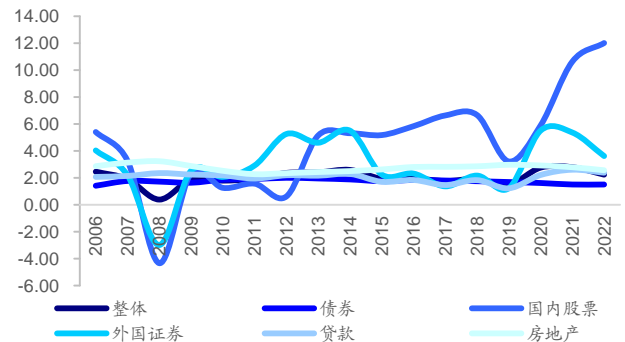
日本人身险投资收益率整体稳定，海外证券投资收益表现较好。1) 日本人身险投资收益率曾在2008年有大幅下降，为0.4%。2009-2014年中整体呈现增长趋势，在2014年达到2.6%。2015-2019年投资收益率回到2%以下，2020和2021年又重回到2.8%。除2008年以外，近二十年以来日本寿险业投资收益率水平明显高于十年期国债收益率。2) 我们认为日本人身险业之所以投资收益率稳定得益于其高比例的国债投资，但也是由于高比例的国债投资外加日本低利率环境市场显著，导致日本人身险业整体收益率偏低。3) 从细分资产收益率可以看出，不论是日本国内股票还是外国证券近几年都能获得可观的收益率，说明日本通过提高海外资产配置提升投资收益率的做法是可行的。

图24 日本寿险业投资收益率显著高于十年期国债收益率 (%)



资料来源: wind, LIAJ, HTI

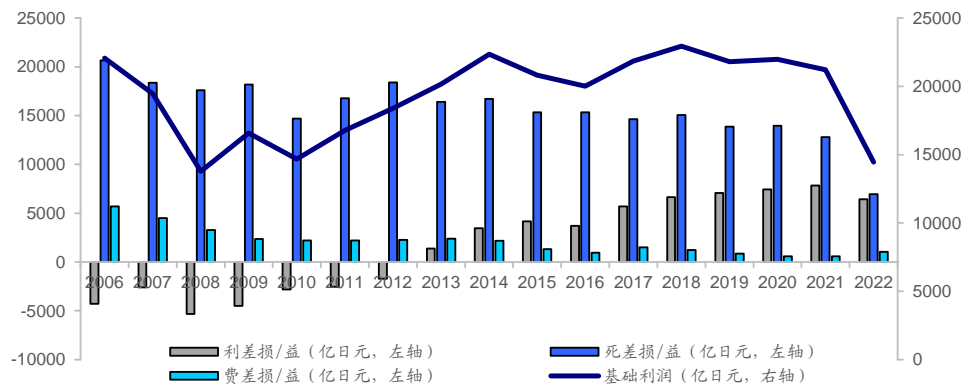
图25 2006年-2022年日本人身险业各资产投资收益率 (%)



资料来源: LIAJ, HTI

随着负债成本的下降和投资收益率的企稳，2013年日本寿险行业整体利差损转为利差益。随着新增保单预定利率的下降和新增保单占比的上升，目前日本保险公司的平均负债成本大概已降至1.5%-2.0%，且逐年快速下降。而得益于汇率等因素，日本保险公司近年投资收益率企稳并保持在2.0%-2.5%区间，利差损转为利差益。

图26 大型日本寿险公司三差损益情况



资料来源: NLI Research Institute, HTI

备注: 数据为 7 家公开三差损益的寿险公司合计

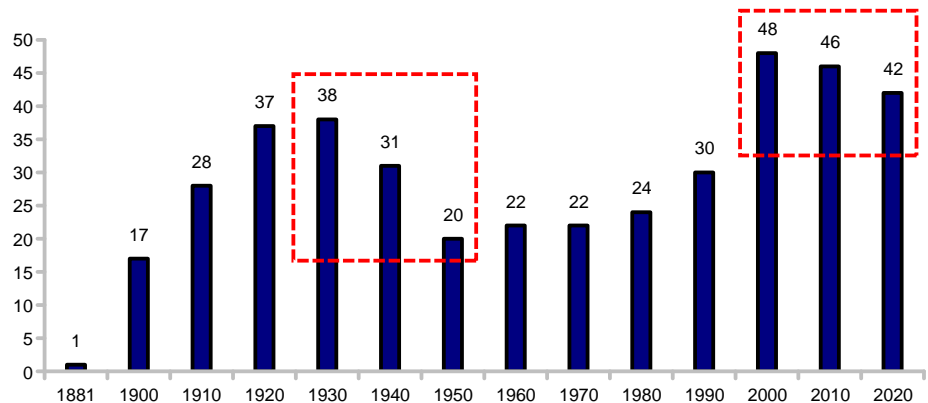
3. 现状：保费增长迟缓，市场格局和盈利能力稳定

3.1 市场格局：近年来险企数量稳定，头部险企优势突出

1、近年来日本寿险行业公司数量趋于稳定

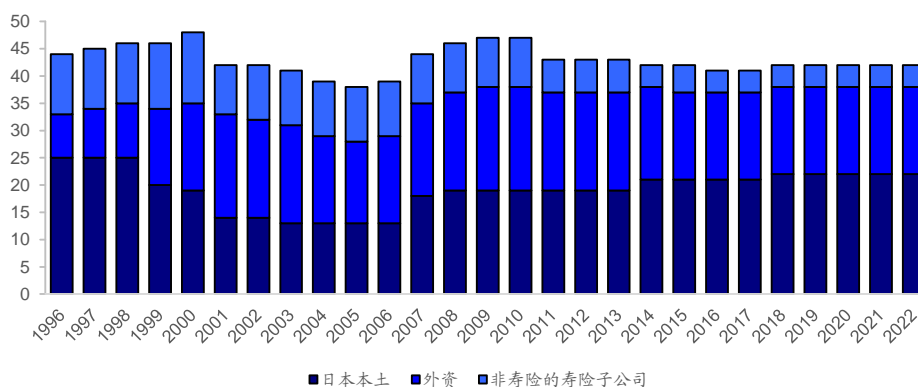
近年来日本寿险公司数量趋于稳定。从保险公司数量上看，20 世纪 20 年代末期和 20 世纪 90 年代，日本先后经历两次经济危机，都伴随有寿险公司数量减少的现象，特别是 20 世纪 90 年代破产潮中日本本土寿险公司数量的减少趋势更为显著。自 2011 年以来，日本寿险业保险公司规模逐步稳定，近年来保持在 42 家，其中包括 22 家本土寿险公司、16 家外资寿险公司和 4 家非寿险企业的寿险子公司。

图27 1881-2020 年日本生命保险行业协会会员数量变化 (家)



资料来源: LIAJ, HTI

图28 1996-2022 年日本寿险公司的分类型数量（家）



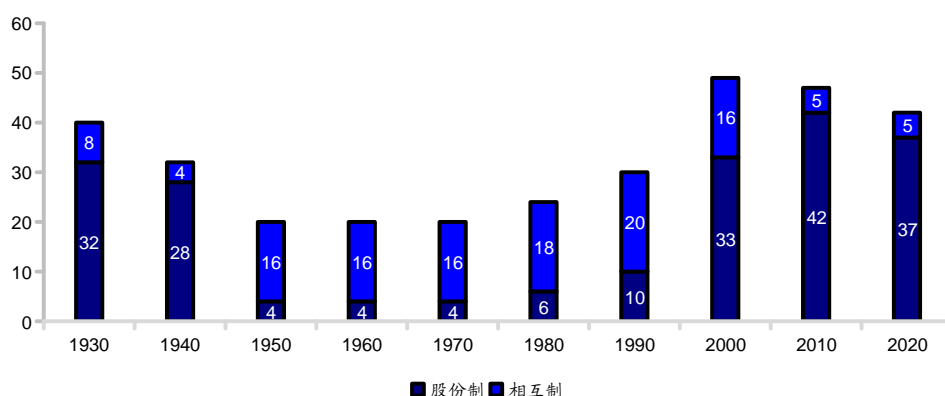
资料来源：FSA, HTI

2、公司性质以股份制为主，但相互制仍有较大影响

根据日本《保险法》规定，寿险公司分别两种组织形式，其一为相互制，其二为股份制。二战后初期，行业为了应对彼时的经营困境而对既有业务进行了清理。清理结束后，寿险公司以新账户作为母体，重新成立第二公司，大部分的公司由股份制转化为相互制。1950年，22家寿险公司中，股份制保险公司只剩下4家，并且直到1996年金融自由化改革，相互制公司的数量一直都多于股份制保险公司。

1996年开始，相互制公司开始持续少于股份制公司，21世纪以后这种趋势更为显著，主要原因为：1）1996年的金融自由化改革打破了寿险与非寿险公司分业经营的限制，非寿险公司新设的寿险子公司均为股份制公司；2）相比股份制保险公司，相互制保险公司不被允许以发行股票和可转债的方式融资，在利差损危机中产生大面积破产重组，数量由此减少；3）1985年“广场协议”后，日本保险公司开始在境内外大规模兼并收购，而相互制保险公司在并购的过程中只能以现金支付的形式收购，需要承受更大的财务压力，进一步促成相互制保险公司向股份制保险公司的转变。

图29 日本寿险公司组织形式变化（家）



资料来源：LIAJ, FSA, HTI

目前，日本仅有5家保险公司采用相互保险制，虽然数量较少，但市场影响力仍然较大。2022年，日本寿险业前五大保险公司中，日本生命、明治安田和住友生命仍然采用相互制，三家公司2022年新保单年保费市场份额分别为10.9%、7.6%和5.1%，在日本寿险市场具有重要影响力。

表 8 2022 年日本前五大寿险公司市场份额

寿险公司	类别	新保单年保费			有效保单年保费			保费等收入			总资产		
		保费收入 (亿日元)	同比增 速 (%)	市场份 额 (%)	保费收 入(兆日 元)	同比增 速 (%)	市场份 额 (%)	保费收 入(兆日 元)	同比增 速 (%)	市场份 额 (%)	总资产 (兆日 元)	同比增 速 (%)	市场份 额 (%)
日本生命	相互制	2354.0	-14.0%	10.9%	3.7	-0.8%	13.1%	4.6	7.9%	12.2%	75.6	-1.3%	18.6%
明治安田	相互制	1631.0	57.7%	7.6%	2.2	0.1%	7.6%	3.2	31.1%	8.4%	44.2	0.2%	10.9%
住友生命	相互制	1094.0	8.6%	5.1%	2.3	-0.4%	7.9%	2.2	3.4%	5.8%	35.3	-3.1%	8.7%
第一生命	股份制	462.0	-38.0%	2.1%	2.0	-2.7%	7.0%	2.3	0.9%	6.0%	34.3	-11.4%	8.4%
日本邮政	股份制	658.0	42.7%	3.0%	3.5	-9.9%	12.2%	2.2	-9.0%	5.8%	62.7	-6.7%	15.4%
5 大寿险公司合计		6199.0	—	28.7%	13.7	—	47.8%	14.6	—	38.3%	252.1	—	62.0%
42 寿险公司合计		21602.0	17.8%	100.0%	28.6	-0.8%	100.0%	38.0	18.9%	100.0%	406.8	-3.1%	100.0%

资料来源：各寿险公司官网 2022 年财报，新日本保险新闻社，HTI

3、日本寿险市场集中度较高，强者恒强逻辑显著

在日本 42 家寿险公司中，有 9 家具有较大市场影响力的寿险公司并称“大手中坚 9 社”，分别为日本生命、明治安田、住友生命、第一生命、太阳生命、大树生命、大同生命、富国生命以及朝日生命。

日本市场集中度高，大手中坚 9 社总资产规模占比超过一半。根据日本生命附属研究机构（NLI Research Institute）发表的 2022 年生命保险会社决算概要，截止 2023 年 9 月，共计 42 家公司发表了 2022 年度结算数据。传统生命保险公司占据了 50% 以上的日本寿险市场。尤其以日本生命、第一生命、明治安田为代表的“大手中坚 9 社”，2022 年新单年保费、有效保单年保费、保费等收入分别占比 33.5%、45.1%、41.4%，总资产占比高达 55.2%，表现出较高的市场集中度，说明龙头公司凭借管理运营水平、产品创新能力、渠道能力、品牌及客群等优势，在低增速低利率、少子老龄化时代维持强者恒强逻辑。外资生命保险公司（MetLife, Prudential, Aflac 等），2022 年保费收入增速亮眼，同比增加 26.7%，市场份额 27.9%。剩余市场由损保子公司、跨行业生保公司和日本邮政保险瓜分。

表 9 2022 年日本寿险市场保费收入和总资产概览

公司形式	个人保险、个人年金 新保单年保费		个人保险、个人年金 有效保单年保费		保费等收入		总资产	
	保费收入 (亿日元)	市场份额 (%)	保费收入 (兆日元)	市场份额 (%)	保费收入 (兆日元)	市场份额 (%)	总资产 (兆日元)	市场份额 (%)
大手中坚(9社)	7242	33.5%	12.9	45.1%	15.6	41.1%	224.4	55.2%
传统生命保险(17社)	11886	55.0%	14.8	51.7%	20.1	52.9%	241.4	59.3%
外资生命保险(13社)	5016	23.2%	6.4	22.4%	10.6	27.9%	60.0	14.7%
损害保险下子公司 (4社)	2375	11.0%	2.3	8.0%	3.1	8.1%	24.5	6.0%
跨行业生命保险(7社)	1667	7.7%	1.6	5.6%	2.0	5.4%	18.1	4.4%
日本邮政保险	658	3.0%	3.50	12.2%	2.2	5.8%	62.7	15.4%
生命保险总计(42社)	21602	100.0%	28.60	100.0%	38.0	100.0%	406.8	100.0%

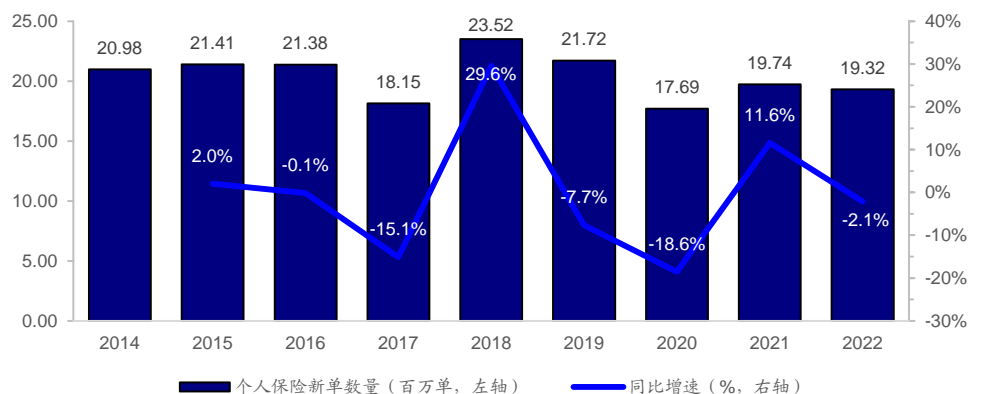
资料来源：NLI Research Institute, HTI

3.2 负债端：新单增长乏力，产品结构和销售渠道多元化

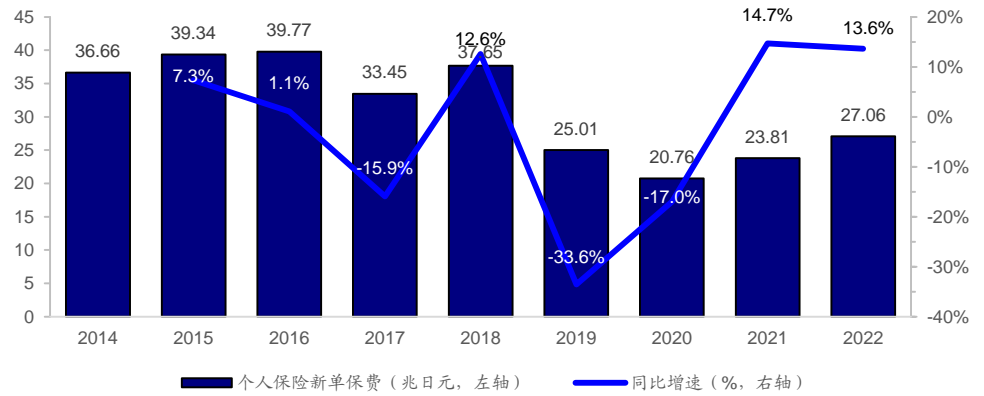
3.2.1 新单：近年来新单数量与年化保费增长表现欠佳

近年来由于日本国内经济增长乏力，以及寿险行业步入成熟期，日本寿险业新单保费增长表现欠佳。2014-2022 年，日本寿险业新单增长呈现明显波动趋势，新单数量由 2098 万单减少至 1932 万单，年均复合增速为-1.0%，2022 年同比下滑 2.1%；新单年化保费由 36.66 兆日元减少至 27.06 兆日元，年均复合增速为-3.7%，2022 年同比增长 13.6%。

图30 2014-2022 年日本寿险行业新单数量及同比增速



资料来源：LIAJ, HTI

图31 2014-2022 年日本寿险行业个人保险新单保费及同比增速


资料来源：LIAJ, HTI

3.2.2 产品结构：伴随人口结构变动逐步向第三领域倾斜

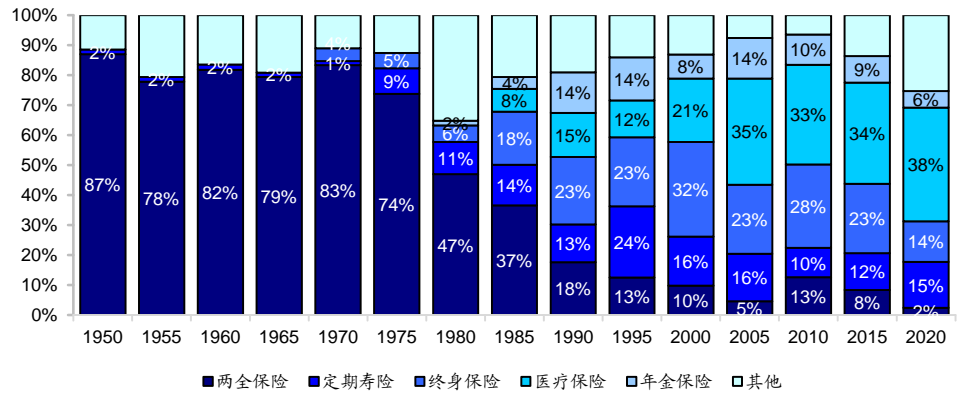
从保障范围来看，日本寿险产品主要分为死亡保险（定期、终身）、生存保险（储蓄、儿童、年金）、生死两全保险和第三领域保险（医疗、疾病、护理、伤残收入保障）。为了适应人口结构、经济发展水平、国民保险消费观念的变化和发展，日本寿险行业的产品结构在不同时期呈现出不同的特征，分为三个主要阶段：1) 1881-1980 两全保险主导阶段；2) 1981-1999 终身寿险主导阶段；3) 21 世纪以来第三领域产品快速发展阶段。

表 10 日本寿险产品主要类别及定义

分类	名称	定义
死亡保险	定期保险	保单规定的保险期间内提供死亡(残疾)保障，期满时无生存给付的人寿保险
	附加定期终身保险	在终身保险基础上，附加定期保险，可提高定期保险期间的死亡(残疾)保障
	终身保险	为被保险人提供终身死亡(残疾)保障
生存保险	储蓄保险	保险期限一般为 3 年 5 年 7 年，被保险人在保险期满时生存，则支持满期保险金；若在保险期间内因灾害、传染病以外的原因死亡，则支付相当于已缴纳保险费的死亡给付金；因灾害或传染病死亡，则支付相当于满期保险金 1-3 倍的伤害保险金
	儿童保险	以子女为被保险人，父母为投保人，被保险人在保险期满时生存，则支持满期保险金；若在保险期间内死亡，则支付相当于已缴纳保险费的死亡给付金
	年金保险	在被保险人的生存期间或某一约定期间内，保险人定期给付保险金的保险协议；如被保险人在开始支付保险金前死亡，则将到死亡为止积累的保险金按一定比例增加，以死亡保险金的形式支付
两全保险	普通生死两全保险	被保险人在保单规定的保险期间内死亡(残疾)，保险人给付死亡(残疾)保险金，在保险期满后被保险人尚生存时，保险人支付相当于保额的生存金
	附加定期生死两全保险	在普通生死两全保险基础上，附加定期保险的保险；死亡保险金额按照相当于满期保险金额的倍数，可分为 2 倍型 5 倍型、10 倍型等
	附加生存给付金定期保险	保险人在保单规定的保险期间内，2 年或 3 年等一定的期间期满后，可以得到生存给付金；在保险期间死亡也可以得到死亡保险金
第三领域保险	医疗保险	对于被保险人由于疾病或伤害在医院、诊所住院时发生的治疗费用，在公共医疗保险负担之外，按照不同诊疗报酬档次给付治疗金
	疾病保险	对于被保险人身患保险条款约定疾病时，发生的与疾病相关的治疗、手术、住院的费用给付保险金
	护理保险	对需要照顾的老年人口提供相应的医治、护理和生活照顾等服务，以满足老年人的生活需求
	伤残收入保障保险	当被保险人因疾病或受伤而无法工作时，获得给付

资料来源：LIAJ, HTI

图32 二战后按新单保单件数统计的日本寿险产品结构变化 (%)



资料来源: LIAJ, HTI

1、1881-1980: 主推两全保险产品, 由普通两全向附加定期形式转变

早期日本国民偏爱储蓄, 保险消费观念较为传统, 比起给付具有相当不确定性的死亡保险, 更加倾向于选择生死两全保险。从 1881 年起, 两全保险新单保单件数占比常年高居 70% 以上, 垄断地位明显。

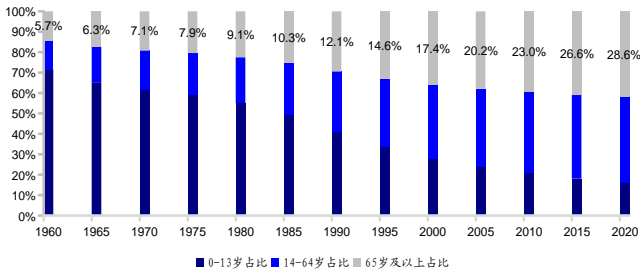
随着日本经济的快速增长, 工薪家庭成为寿险公司的重要客源, 为保证家属能在家庭经济支柱死亡时依然有稳定的生活来源, 死亡保障需求日益加大。1959 年, 寿险市场开办附加定期条款的两全保险, 提供生存保险金, 又有高额死亡保障, 符合传统保险消费理念的同时, 又满足了消费者随着经济发展而急速高涨的死亡保障需求, 因此得到了快速发展, 新单占比由 1965 年的 25.4% 提升至 1975 年的 39.3%。

2、1981-1999: 中老年客户需求凸显, 终身保险发展成为主力险种

老龄化程度加深推动终身寿险产品发展。从 1960 起, 日本中老年人口比重逐年增加, 至 1995 年, 日本 65 岁及以上人口占比已超 14%, 步入深度老龄化社会, 满足日渐增多的中老年客户保险需求成为人身保险业市场拓展的主方向; 与此同时, 经济的低速增长造成家庭可支配收入增长的同步放缓, 1998 年开始经历连续 5 年下跌, 由 49.59 万日元减少至 2003 年的 44.07 万日元。因此, 中老年人群“保费更低、死亡保障更多”的保险需求不断增加。附加定期终身寿险应时而兴, 销量迅速攀升, 终身寿险新单占比整体由 1980 年的 5.5% 以快速增长至 2000 年的 31.5%, 代替两全产品地位, 成为新一轮主力险种。

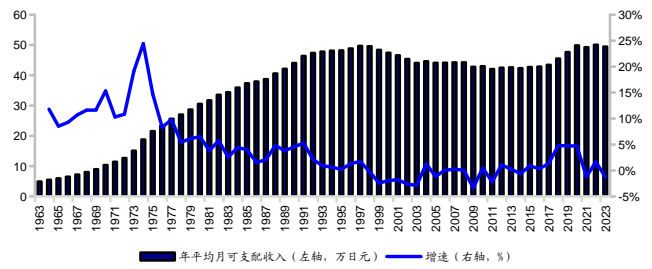
与此同时, 各类健康保险产品相继在这一阶段开发。例如, 1976 年日本寿险公司推出降低死亡保障、充实医疗保障的“医疗保险”; 1982 年压低死亡保障额、重点保障疾病的主险产品出售; 1986 年在住院医疗附加险的基础上推出面向团体的“医疗保障保险”; 1984 年开办附加护理给付金的终身保险, 使护理保险初具雏形, 为下一阶段第三领域产品的发展储备了产品。

图33 日本人口结构变动



资料来源：wind, HTI

图34 日本家庭年平均月可支配收入及增速

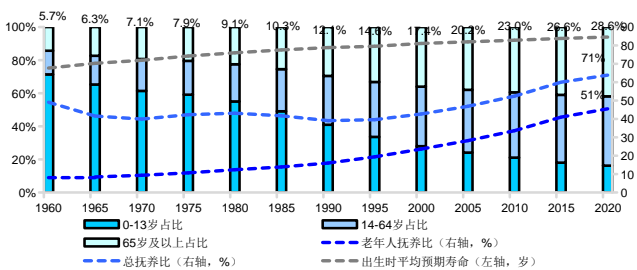


资料来源：wind, HTI

3、21世纪以来：保险需求利他转向惠己，第三领域产品需求升温

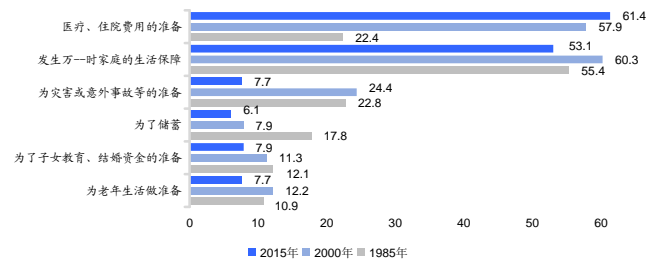
泡沫经济后，寿险行业转型诉求+市场需求扩展，第三领域保险快速发展。1) 20世纪90年代泡沫经济导致日本寿险行业出现严重利差损，投资收益伴随资本市场疲软而快速下降，保险公司亟待寻求具有稳定死差益贡献的业务增长，因此开始积极向保障型产品转型。2) 21世纪起日本社会对医疗保健相关保险需求不断提升。2005年，日本65岁及以上人口占比突破20%，进入超老龄化社会；伴随医疗技术的发展、平均预期寿命的延长，日本的人口金字塔逐渐由扩张型转变为收缩型。与此同时，日本抚养比也在持续上升，2020年日本总抚养比为71%，其中老年抚养比高达51%。相应地，根据日本生命保险文化中心公布的“关于不同时期居民储蓄及购买保险意愿”调查结果，“医疗、住院费用的准备”的投保意愿自1985年以来持续上涨，由22.4%上升为2015年的61.4%，表现出国民的思维观念由以往为遗属留下更多生活费用，转变成为自己准备好生前所需的超过预想的医疗费用(如住院、手术、治疗、检查等)，保险需求逐渐由利他转向惠己，对自身养老及医疗保障的需求不断升温。

图35 日本预期寿命和抚养比变化



资料来源：wind, HTI

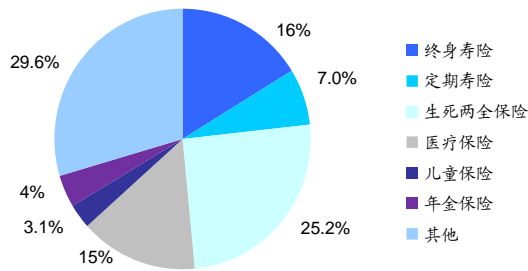
图36 日本居民储蓄及购买保险意愿的调查 (%)



资料来源：日本生命保险文化中心, HTI

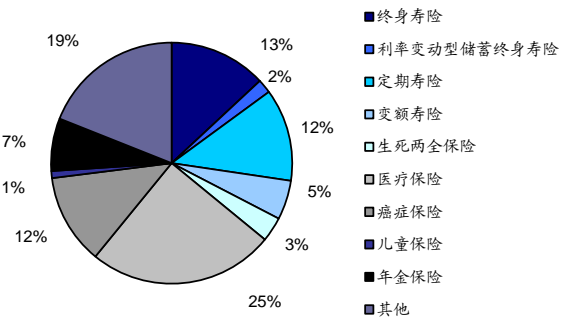
为顺应上述经济环境、人口结构和国民保险需求的转变，日本对寿险行业第三保险业务发展进行了政策松绑。日本自2001年对大型寿险公司及产险公司实行解禁，大型寿险公司及其财险子公司、大型财险公司及其寿险子公司均可经营第三领域的业务；外资公司则通过银行、电话、网络等新渠道积极开拓第三领域的业务，带来第三领域产品新单快速增长，其中以医疗保险、癌症保险、护理保险较为典型：1) 医疗保险新单占比在2022年已达到25%，占据市场1/4；2) 癌症死亡率在1990年后逐年攀升，癌症保险新单件数占比由此升至2022年的12%，与老牌产品终身寿险、定期寿险基本持平；3) 日本65岁以上的老人普遍拥有优厚的退休金和年金，掌握了相当的储蓄财富，近9成(88.2%)的60岁以上的人群拥有房屋并愿意继续在当地居住，催生了居家养老的需求。2000年，日本开始实施护理保险制度，包括上门护理、上门帮助洗浴、日托护理等多种居家项目，二十年间发展迅速。

图37 1985 年度分险种有效保险金额占比 (%)



资料来源: LIAJ, HTI

图38 2022 年度分险种新增保单件数占比 (%)



资料来源: LIAJ, HTI

3.2.3 预定利率：出清高预定利率产品，逐步下调预定利率

1990 年日本经济泡沫破灭后，寿险行业进入失落的十年，经济基本面低迷，长端利率下行，寿险业利差损危机爆发，保费收入及利润大幅降低。日产生命、东邦生命等 7 家运营 80 年之久的寿险公司相继破产；其余存活的寿险公司多以加强内部费用和死亡率管控的方式，最大程度提高死差益和费差益，弥补利差带来的损失。

为了在长期低增长低利率的环境中扭转利差损局面，寿险公司开始通过持续下调新增保单预定利率的方式来逐渐缩减利差损。高利率保单处理方式分为两种：1) 销售保单的保险公司倒闭，保单转移到其他保险公司，其他保险公司可以重新签订合同，强制下调预定利率；2) 销售保单的保险公司没有倒闭，保单继续有效，预定利率不变，但是下调新单的预定利率。

根据日本《保险业法》标准责任准备金制度的规定，日本金融厅基于每年 10 月份，过去 3 年及过去 10 年的 10 年期国债受托利率平均值中较低者并乘上安全率系数确定标准利率。1990 年到如今，行业 7 次下调标准利率，从 1990 年的 5.75/5.5% 一路下调至 0.25%。

表 11 日本多次下调标准利率

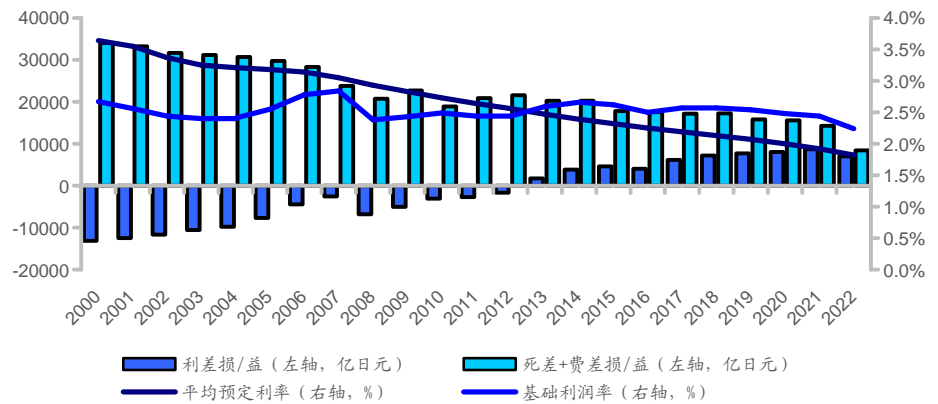
	10 年期以下	10-20 年期	20 年期限以上
1981-1984	6.00%	5.50%	5.00%
1985-1989	6.25%	6.00%	5.50%
1990-1992	5.75%	5.50%	5.50%
1993	4.75%	4.75%	4.75%
1994-1995	3.75%	3.75%	3.75%
1996-1998	2.75%	2.75%	2.75%
1999-2000	2.00%	2.00%	2.00%
2001-2012	1.50%	1.50%	1.50%
2013-2016	1.00%	1.00%	1.00%
2017-至今	0.25%	0.25%	0.25%

资料来源: 《The failure without management》, NLI Research Institute, HTI

2013 年前后日本寿险业扭转利差损。虽然寿险公司可以根据各自的经营判断独立设定保费计算中的预定利率，但是如果保费计算的预定利率高于责任准备金计算中的标准利率，则需要计入比客户支付的保费多得多的责任准备金，导致增加寿险公司的负担。因此，通常在标准利率降低时，各家寿险公司保费计算上的预定利率也会相应降低。这就为寿险公司在国债利率下行的背景下调低预定利率创造条件。21 世纪初期，主要寿险公司平均预定利率仍维持在 3-4%，预定利率下调的速度比较缓慢，而资产平均收益率不到 3%，仍低于行业的平均预定利率，且下调的预定利率只用于新出售保单，存量压力仍然较大。随后，前期积压的高预定利率保单逐渐到期；人口老龄化产生养老险及医疗

险刚需，同期社会各类投资的收益率均较低，低预定利率寿险产品逐渐为市场所接受，寿险公司得以进一步加快降低预定利率。2010年后日本寿险业利差损逐步收窄，多家头部公司的利差损在2011-2013年逐渐得到以抚平，长达20多年的利差损终于开始转向利差益。

图39 2000-2022年大手中坚9社预定利率和利润情况(%)



资料来源：NLI Research Institute

备注：数据为9家寿险公司合计；在基础利润中，利润差额和费用差额以外部分全部作为危险差额。

3.2.4 渠道结构：个险仍为主导，但逐渐向多元化发展

针对个人保险，日本商业寿险的营销方式主要分为面对面营销和邮购。其中，**面对面营销主要通过生保公司营销员、生保公司直销、银行窗口和一般代理店等渠道进行；邮购主要通过网销、电话、电视、报纸杂志等渠道进行。**针对团体保险，一般通过生命保险公司渠道进行面对面营销。各渠道适用的产品、结构、客户群体及对营销人员要求存在一定的差异。通常来说，个险营销员和来店型代理店销售的寿险产品较为复杂、期限更长，因此对营销人员的专业素质和服务能力要求较高。

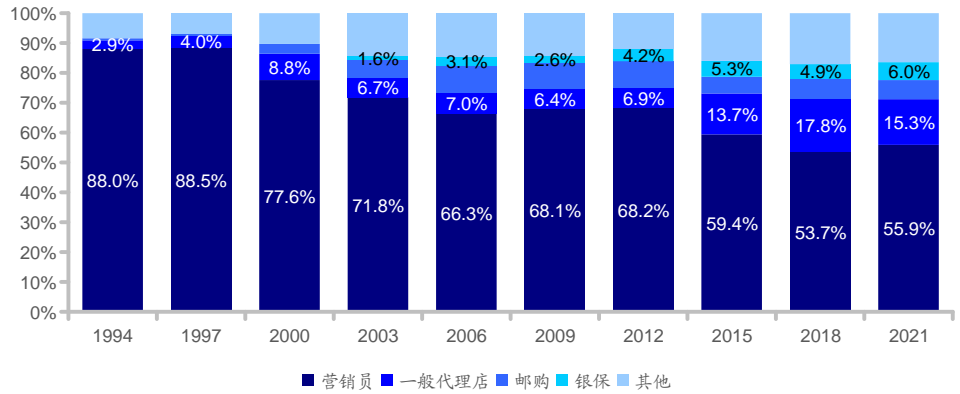
表 12 日本寿险产品主要销售渠道特点

营销渠道	产品复杂	产品期限	保费	客户群	营销人员要求	主营产品
个险营销员	高	长	高	中老年	高	长期期缴、定期险、终身险等传统险
银行保险	低	短	低	全部	低	个人年金、趸缴终身
一般代理店	低	短	低	全部	低	各类产品
来店型代理店	高	长	高	30-40岁	高	医疗险、保障型产品、储蓄型产品
邮购	低	短	低	中老年	低	定期险、医疗险、小额死亡险
网销	低	短	低	年轻	低	死亡险、医疗险、年金险

资料来源：万峰《日本寿险业研究》，HTI

从历史结构变化来看，日本寿险产品销售渠道经历了从个险营销员渠道主导向多元化发展的转变。1) 早期，销售渠道主要依赖于寿险公司营销员。至1994年，按照新加入的保单件数计算，88%的寿险通过寿险公司营销员销售。2) 随着寿险市场趋于饱和、消费者习惯和服务需求发生变化，科技进步和金融自由化改革逐步推进，寿险产品的销售渠道开始呈现多元化趋势，包含来店型的一般代理店、银行证券等兼业代理店、包含互联网的邮购等新兴渠道得到发展。按照新加入的保单件数计算，一般代理店占有销售渠道的占比由1994年的2.9%提升至2021年的15.3%；同一时期的营销员渠道至2021年共下降32.1pct达到55.9%。21世纪初，银保渠道经历四次解禁，逐步放开对寿险产品销售的限制，结构占比由2003年的1.6%提升至2021年的6%。

图40 1994-2021 日本寿险产品销售渠道结构 (%)



资料来源：日本生命保险文化中心，HTI
备注：数据不包含日本邮政

1、初期以营销员渠道为主，从“大进大出”向高质量改革

初期的日本寿险营销员队伍以大量招募+高流失率的“大进大出”现象为特征。根据万峰《日本寿险业研究》，寿险注册营销员人数于1971年达到历史顶峰40万人，而同年几乎全部离职，也随之引发业务人员专业素质、工作素质低下和收入稳定性差等问题。

为降低人员流动性，增强营销员的工作效率和工作质量，自20世纪60年代至90年代，日本寿险业进行了比较彻底的营销员制度改革。改革内容包括：完善选拔录用制度、建立统一的培训考试体系、改善薪酬和晋升制度和优化竞争激励机制等。通过一系列改革，日本寿险公司取得了“一少三高”的显著成效：1) 人员流动量减少，各公司第13个月/第25个月留存率大幅提高。2) 业务素质提高，考试合格率和骨干成才率大幅提高。3) 保单质量提高，续保率大幅提升，退保、失效、减额率下降。4) 人均产能提高。

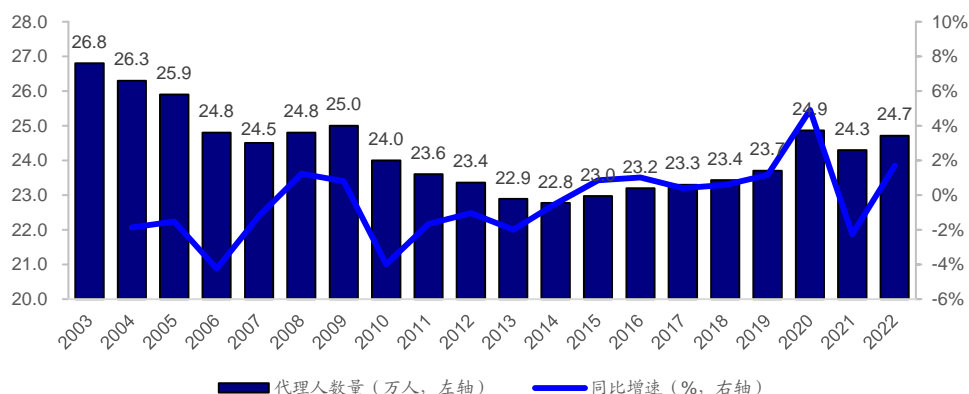
表 13 日本寿险营销员改革效果

单位： 千人，%	参考	第1次改革		第2次改革			第3次改革			第4次改革			
	1973	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
新注册人数	340	197	149	150	158	169	175	163	161	155	158	158	160
脱落人数	-400	-182	-152	-148	-150	-164	-169	-168	-159	-150	-144	-138	-240
期末在册人数	-	329	327	327	335	341	347	343	343	348	361	380	340
第25个月骨干成才率	-	5%	7%	9%	9%	10%	9%	10%	10%	10%	12%	15%	18%
第13个月非专业在册率	-	-	-	-	-	-	-	27%	28%	29%	32%	36%	39%
期末骨干外勤人员占比	-	30%	35%	39%	34%	33%	34%	37%	38%	38%	40%	44%	46%
第13个月综合续保率	-	80%	81%	83%	83%	82%	82%	84%	82%	82%	84%	86%	87%

资料来源：万峰《日本寿险业研究》，HTI

日本寿险业代理人总数量目前呈现小幅增长趋势。2003年以来日本寿险业代理人规模持续收缩，至2014年达到历史低点22.8万人，此后逐步恢复正增长，2022年末达24.7万人，同比增长1.7%。

图41 2014 年以来日本寿险业代理人数量逐步恢复增长



资料来源：wind，HTI

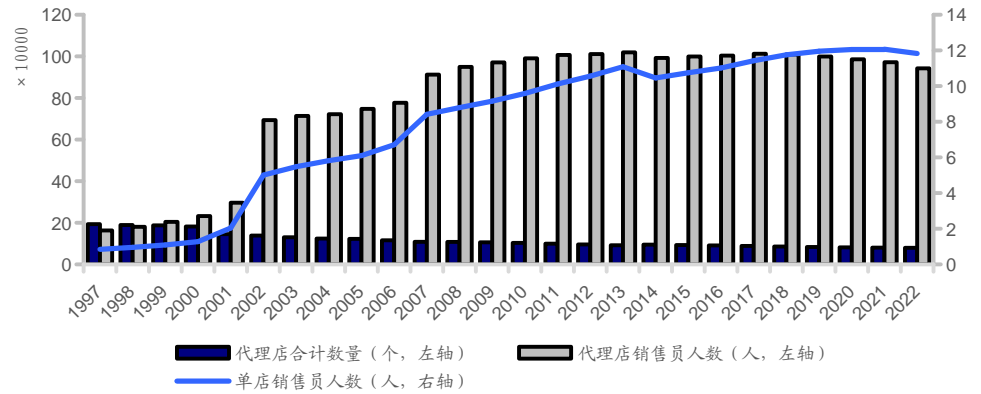
2、营销员渠道向代理店渠道分流，代理店向大型化、专业化方向发展

日本代理店与保险公司的关系是“委托与承销合同”关系。代理店分类方式较多，按经营主体，可分为个人代理店和法人代理店；按接受委托保险公司数量，可分为专属代理店和非专属代理店；按营业项目，可分为专业代理店和兼业代理店；其中，银行和证券渠道就属于兼业代理店的一种。

21 世纪以来，随着市场压力增加、消费者安全意识提升以及信息技术的快速发展，销售渠道开始向代理店分流。代理店渠道的份额不断上升，由 1994 年占总销售额的 2.9%，至 2021 年增至 15.3%。主要驱动因素有：1) 尽管在改革作用下，营销员整体素质水平有所提升，但居民日益提高的保险服务需求还是对存量营销员的专业素质带来考验；2) 20 世纪 90 年代经济萧条期间，日本国民犯罪率上升。伴随社会环境变化，居民安全意识提升，营销员上门拜访的形式受到冲击；3) 保险消费者特别是 30~40 岁的较为成熟的保险消费者消费方式发生变化，逐步从“被动消费”转向“主动选择”，代理店尤其是来店型方式（即开设保险门店，把保险当成普通百货来销售，让消费者自由选购所需要的保险产品）快速发展。

与此同时，代理店渠道呈现集中化、大型化、专业化发展趋势。根据日本寿险业协会统计，1997-2022 年间代理店数量不断减少，由 19.3 万家降至不足 8 万家；与代理店数量收缩形成鲜明对比的是代理店工作人员大幅增加，由 16 万人扩大到 94 万人，上升约 5 倍；单店人数由不足 1 人提升至 12 人左右。通过合并重组的方式，代理店渠道缩减门店数量，降低单位固定成本支出，同时扩大营销人员规模，提高营销产能。大型保险公司进一步巩固通过代理店进行销售的策略，为适应这种渠道的产品公司甚至成立了子公司，以进一步满足更加多元化的客户需求、提供更便利的服务模式，适应市场不断变化的需求。

图42 1997-2022 年日本寿险代理店情况



资料来源: LIAJ、信璞投资, HTI

3、银保渠道随解禁政策出台而发展，主营产品由变额年金向趸交型终身寿险转变

由于日本相关法律和保险监管制度的约束，日本银保业务起步较晚、占比不高。自20世纪90年代初，日本开始讨论通过银行窗口销售保险产品；直至2001-2007年，日本逐步解禁在银行窗口销售保险产品，产品由住房贷款信用寿险逐步扩展至个人年金、储蓄型寿险产品、定期寿险和医疗护理保险等。随着2001年解禁政策的推出，银行渠道凭借广泛的客户基础、便捷的服务以及强大的财务咨询能力，逐渐成为寿险产品的重要销售渠道，结构占比由2003年的1.6%提升至2021年的6%。

表 14 日本寿险产品银保渠道解禁过程

时间	经过	解禁寿险产品
1996	桥本内阁提倡“金融大改革”，商讨银行销售保险之可能性。	
1998	实施《金融再生法》，解禁证券公司销售寿险产品。	
2000	修正《保险业法》，解禁银行设立保险子公司。	
2001	银行渠道销售保险产品第一次解禁	住房贷款信用生命保险
2002	银行渠道销售保险产品第二次解禁	个人年金保险 财产形成保险
2005	银行渠道销售保险产品第三次解禁	储蓄型生存保险 趸缴终身保险 趸缴两全保险 短期均衡缴费两全保险
2007	银行渠道销售保险产品全面解禁	定期寿险 均衡缴费终身寿险 长期均衡缴费两全保险 医疗、护理保险

资料来源: 万峰《日本寿险业研究》，经济法令研究会, HTI

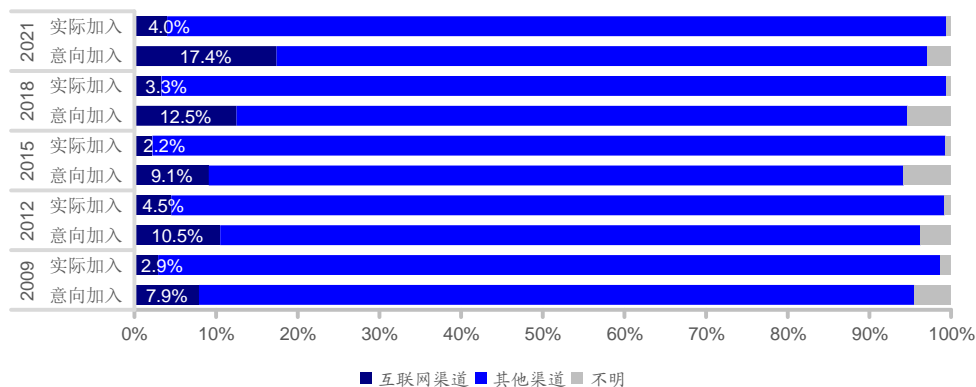
银保渠道主销产品由变额年金向低风险产品转型。1) 在2008年金融危机之前，银保渠道主营变额年金。世纪之交，日本人口老龄化速度加快，居民储蓄率较高而风险偏好较低，尤其是老年人的财富净值较高：以2007年为例，日本60岁及以上的家庭，平均每户拥有27.2万美元的储蓄，负债仅2.9万美元。同时，利率水平持续降低，这让变额年金产品诞生后倍受青睐。2) 直至2008年金融危机，较高的保证利益和资产配置上较高的风险偏好使得经营变额年金的公司蒙受巨额损失，银保渠道在金融危机后开始趋向于销售相对低风险的产品，主营产品转变为趸交型终身寿险。

4、互联网等新兴渠道客户需求增长，仍有较大发展空间：

互联网渠道在日本寿险产品销售渠道中整体占比较小，但近年来有所增长。根据日本根据生命保险文化中心的调查，互联网渠道占比由2000年的0.2%增长至2021年的4%。与此同时，通过互联网购买保险的意愿回答“希望”的群体呈现更快的增加趋势，到2021年已达到17.4%。表现出较大的增长潜力和发展空间。

2008年4月和5月SBI安盛生命(法日合资)和Lifenet生命(美日合资)相继进入日本寿险行业，专门通过互联网销售寿险产品。这种销售模式主要具有三大亮点：1) 费率为业界最低水平。2) 客户可以在网上完成从要求估算到申请产品的所有手续，免去与营销员面谈的程序。3) 实行信息透明化，在公司网页不仅完全公开其产品的纯保费及附加保费，同时也将每月业绩都公布于众。

图43 居民互联网渠道意向购险和实际购险情况



资料来源：日本生命保险文化中心，HTI

3.3 投资端：资产配置风格稳健，显著增配海外资产以应对低利率

3.3.1 日本寿险业资金运用的政策规范

日本《保险业法实施条例》第47条对日本寿险公司的资金投资范围进行了明确规定，主要包括存款或储蓄、有价证券、房地产、金钱债权（货币应收款）、短期公司债券、黄金、短期贷款、证券贷款、证券衍生品交易等。

2012年起金融厅取消了部分资产的投资比例限制。在2012年之前，《保险业法实施条例》第48条对日本寿险业资金投资的部分资产设定了投资比例上限，例如日本国内股票投资不得超过总资产的30%、不动产投资不得超过20%、外币计价资产不得超过30%等。2007年，日本金融厅在金融审议会中，提出取消保险资金投资比例限制的建议。2012年2月，日本金融厅预告将废除以上投资比例限制，同年4月日本内阁府令第36号正式删除《保险业法实施条例》第48条的内容，自此保险公司对于主要大类资产投资额度不再受到监管限制，而由公司自主经营判断。

表 15 日本寿险行业资金运用的部分限制取消

资产类别	旧制（2012 年之前）	新制（2012 年之后）
国内股票	30%	取消各项资产投资比例上限，由 保险公司自主经营判断
外币计价资产	30%	
不动产	20%	
特定运用资产	10%	
任意运用资产	3%	

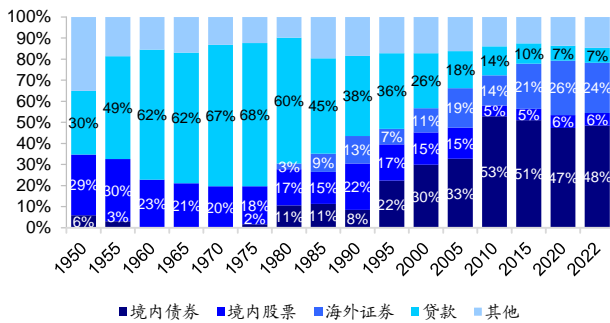
资料来源：曾耀锋《日本人寿保险业资金运用之监理规范》，HTI
注：以上比例均为相关投资占公司总资产的比例

3.3.2 从总体资产配置来看，下调贷款及股票比重，整体风格趋于稳健保守

1.由贷款为主转向有价证券为主：自 20 世纪 60 年代起，贷款业务占据日本寿险行业资金结构的重要部分。直至 90 年代，随着利率下行、贷款利息收入缩水，多次金融危机下不良贷款压力激增，贷款比例从 1975 年 68% 的高峰降至 2020 年的 7%。而同一时期的有价证券整体占比连年攀升，由 1975 年的 20% 迅速提升至 1990 年的 43%，超越贷款比重，直至 2022 年已达 82.3%。

2.境内股票先升后降，境内债券占比逐渐提升：1985 年，日本利率开始走低，为覆盖负债端高昂的资金成本，日本寿险公司曾尝试加大股票配置以追逐股市牛市收益，境内股票占比由 1985 年的 15% 增长到 1990 年的 22%。但紧随其后的房地产泡沫破灭、股市低迷，造成大量寿险公司破产，对行业造成深远影响。寿险行业投资开始趋于稳健保守，境内债券占比从 1990 年的 8% 上升至 2022 年的 48%，同期境内股票占比由 22% 下降至 6%。

图44 日本寿险业贷款及境内股票配置占比下降



资料来源：LIAJ, HTI

图45 20 世纪 90 年代日本股市、楼市均走低

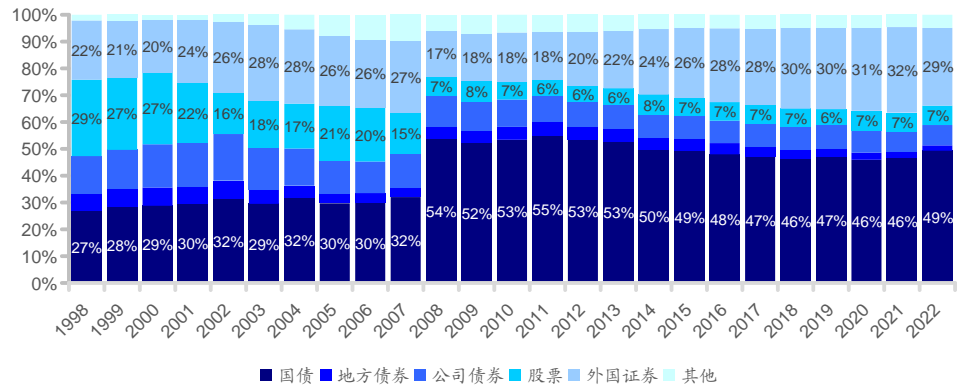


资料来源：Wind, HTI

3.3.3 从期限结构来看，提升长期国债比重，拉长资产久期

20 世纪 90 年代利差损危机后，日本寿险业开始加强长久期国债配置。1990 年前后，日本寿险行业主要将股票作为长久期资产配置，并将中短期期限的贷款作为主要的固收投资，未配置大量的长久期债券，致使资产负债久期缺口较高。1990 后日本寿险业调低股票及贷款资金配置比重，部分公司出于提升偿付能力水平和锁定长久期资产的目的，开始提升国债占比，用长久期国债置换原先的贷款及股票资产。1999 年国债在有价证券中的占比达 28%，超越股票成为日本寿险业在有价证券中配置比例最高的资产门类，至 2022 年高达 49%。在加大长期国债配置的背景下，日本寿险公司持有的债券平均到期期限越来越长，债券平均久期从 2003 年的 6.2 年提升至 2012 年的 11.8 年，强化资产负债期限匹配，降低利率风险。

图46 20世纪90年代起国债及海外证券占比提升



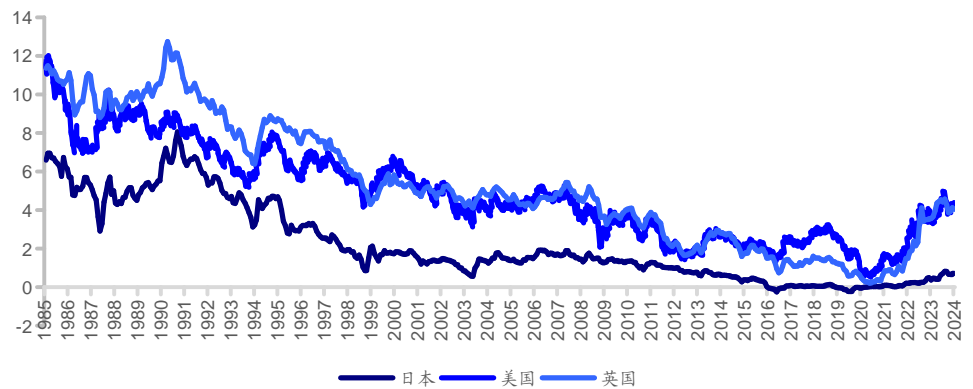
资料来源：LIAJ, HTI

3.3.4 海外资产配置成为日本对冲本国经济低迷的重要方向

日本寿险行业通过增配海外资产抵御国内低利率压力。泡沫经济破灭后，为应对国内股市低迷、低利率投资环境的挑战，日本寿险业开始扩大海外投资比重，借助海外的高息资产提高收益水平。海外证券占总投资比重由1995年的7%提升至2022年的29%，其中大部分为海外债券，成为继国债后日本寿险业配置比例第二高的资产门类。

增配海外证券，帮助日本寿险投资收益率在国债利率持续下行的背景下保持相对稳定，2020-2022年总投资收益率保持在2%以上，明显好于十年期国债收益率水平。

图47 日本及美国、英国十年期国债收益率 (%)



资料来源：Wind, HTI

图48 十年期国债收益率不足 1%下，2020-2022 年日本寿险投资收益率保持在 2%以上



资料来源：LIAJ、Wind、HTI

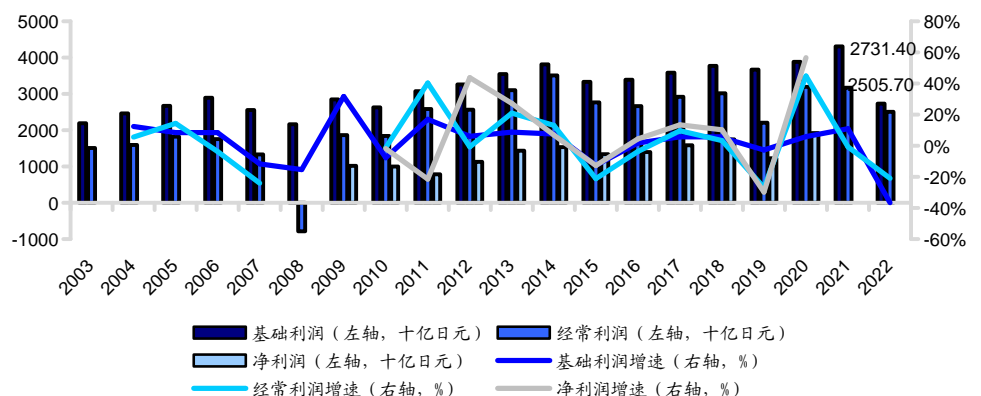
3.4 盈利情况：以死差益为基础，近年来利差转正并逐步增益

根据日本生保协会发布的《Life Insurance Fact Book》定义，日本寿险业利润指标主要有**基础利润、经常利润和净利润**：1) 基础利润是反映寿险公司基本阶段性损益状况的指标，由利差益、死差益和费差益组成。具体来说，包括保费收入、理赔支出、经营费用等与保险业务有关的收支构成，还包括与投资有关的业务的收入和支出，如利息和股息收入。2) 经常利润是在基本利润的基础上，加上资本利得/亏损和特别利润/亏损(例如出售证券的利得/亏损)。3) 净利润由经常利润加上非经常收益/损失，再减去保单红利支出和所得税。

3.4.1 2003-2021 年，基础利润和经常利润整体震荡上升

在 2003-2021 近二十年的时间里，尽管面临各种不利因素，日本寿险行业**基础利润和经常利润水平整体呈现震荡上升态势**。2003 年日本寿险业基础利润 2.19 万亿日元，直至 2021 年已增长至 4.31 万亿日元，年均复合增速为 3.8%。同期，经常利润由 1.51 万亿日元增长至 3.17 万亿日元，年均复合增速为 4.2%。

图49 日本寿险行业利润变动



资料来源：LIAJ、OECD、HTI

3.4.2 死差益为基础利润主要来源，2013年起利差转正并逐渐增益

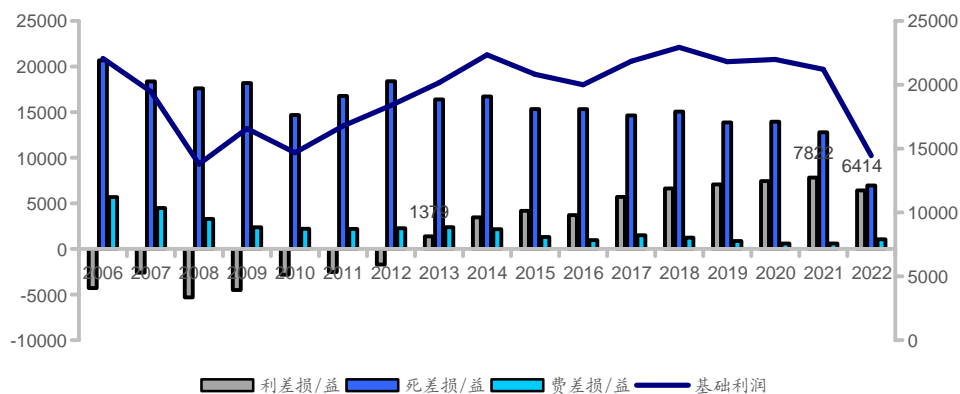
由于泡沫经济时期的高预定利率以及泡沫破灭后市场利率的持续下行，日本寿险公司自九十年代以来长期面临利差损的情况。

1.危机初期，寿险公司主要依赖死差益拉动整体利润水平。随着负债端产品结构的转变，寿险、健康保险（医疗保险等）等保障型业务占比显著提升，死差益成为日本寿险公司主要的利润来源。同时，日本寿险业积极完善风险控制机制，每五年发布一次“完全生命表”，每年发布一次“简易生命表”，及时更新经验数据，有效防范保险风险，减少宏观环境冲击。根据 NLI Research Institute 公开的 7 家大型寿险公司三差损益数据，2010-2011 年间，7 家寿险公司利差损规模大于费差益，死差益占据基础利润的比例一度超过 100%，分别达到 110%、104%，此后在三差构成中也始终保持最大占比。

2.利差损自 21 世纪以来有所改善，2013 年起利差转正并逐渐增益。寿险公司积极控制负债成本，优化全球资产配置，在国债利率持续下行的情况下投资收益率企稳，近三年来整体稳定在 2% 以上。据统计，7 家大型寿险公司利差在 2013 年实现首次转正，达到 1379 亿日元，结束了长达二十余年的利差损时期。2021 年利差益达到峰值 7822 亿日元，直至 2022 年年均复合增速达 18.6%。

加强费用支出和死亡率管控，最大限度保持费差益和死差益；同时降低负债成本、优化资产配置，缩小利差损乃至实现增益，是日本寿险业在低利率环境下应对危机挑战，实现利润增长的主要途径。

图507 家大型日本寿险公司三差损益情况



资料来源：NLI Research Institute, HTI

备注：数据为 7 家公开三差损益的寿险公司合计；在基础利润中，利润差额和费用差额以外全部作为危险差额。

3.4.3 受疫情及计算方法变更影响，2022 年利润水平短期降低

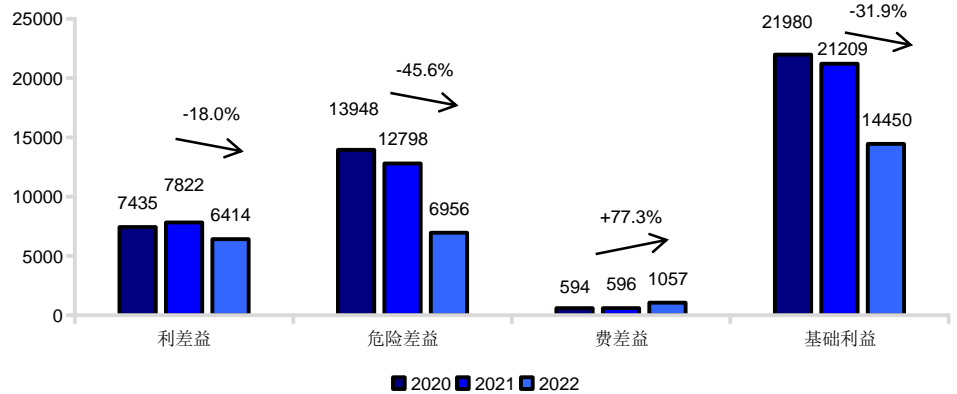
2022 年，日本寿险行业基础利润共计 27314 亿日元，同比下降 37%；经常利润共计 25057 亿日元，同比降低 21%。

我们整理了五家头部寿险公司 2022 年基础利润情况：1) 从增速来看，各家头部寿险公司 2022 年基础利润较之上一年均有明显下滑，其中日本邮政保险减益超 50%，明治安田及住友生命减益程度相对较小。2) 从规模和份额来看，日本生命基础利润 4988 亿日元，位居市场第一，大手中坚 9 社基础利润占据 50% 以上市场份额。3) 2022 年基础收益的下滑主要归因于危险差益和利差益部分，尤其是危险差益同比减少高达 45.6%；利差益在经历了 2021 年的短暂同比增长后，2022 年又迎来 18% 的同比降低；三差收益中仅费差益呈现 77.3% 的同比增长。减益的主要原因在于疫情相关支出的增加和基础收益计算方式的调整。

表 16 2022 财年主要寿险公司基础利润情况

	基础利润 (亿日元)	同比增速 (%)	市场份额 (%)
日本生命	4988.0	-35.7%	18.3%
明治安田	3716.0	-14.9%	13.6%
第一生命	2571.4	-36.9%	9.4%
住友生命	2363.0	-29.1%	8.7%
大手中坚 9 社	15414.0	-32.9%	56.4%
日本邮政保险	1923.0	-55.2%	7.0%
寿险行业合计	27314.0	-37.0%	100.0%

资料来源：日本生命保险协会，各寿险公司 2022 年财报，HTI

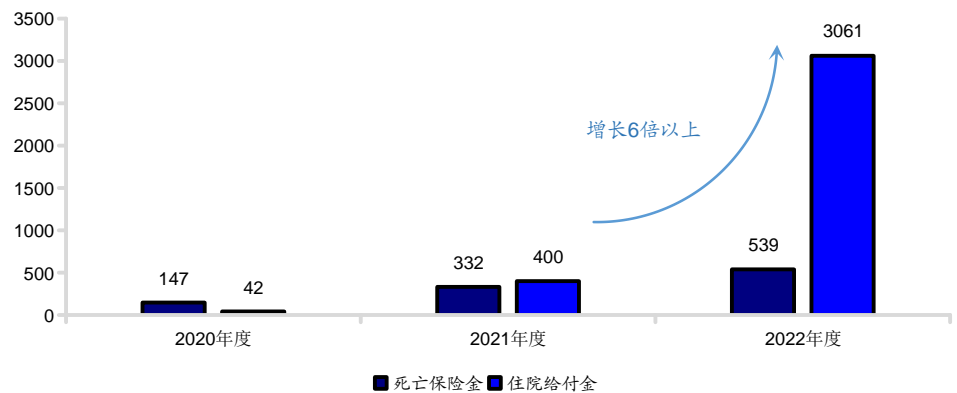
图 51 2020-2022 年三差损益情况 (亿日元)


资料来源：NLI Research Institute, HTI

备注：数据为 7 家公开三差损益的寿险公司合计；在基础利润中，利润差额和费用差额以外全部作为危险差额。

1、危险差益：新型冠状病毒感染症相关支付增加导致危险差益大幅减少

尽管新冠疫情影响状况在 2022 年有所改善，但由于相关支付的实际给付时间较之于事故发生时间具有一定的滞后性，因此 2022 年新型冠状病毒感染症相关支付还是表现出较大的上涨。以日本生命、明治安田和住友生命为例，2022 年三家合计死亡保险金同比上涨 62%，住院给付金同比上涨高达 6 倍以上，直接影响到危险差益的大幅减少。

图 52 日本生命、明治安田、住友生命新冠疫情相关支付情况 (亿日元)


资料来源：日本生命、明治安田、住友生命官网 2020-2022 年财报，HTI

2、利差益：计算方法变更加重对冲成本，海外收益缓解利差负担

从 2022 财年开始，基本利润采用了新的计算方法，包括了对冲汇率波动的成本，排除了终止投资信托的收益/损失、汇率波动对证券赎回收益/损失的影响和再保险的收益/损失。这就意味着之前作为资本损益处理的对冲成本变成了利润差额的负担，加剧了利差益的下滑。以第一生命为例，根据其 2022 年财报注释，在截至 2022 年 3 月 31 日的财年中，与调整前相比基本利润减少了 887.72 亿日元，净资产收益增加了 887.72 亿日元。

虽然利差益部分整体下滑，但由于新冠病毒感染状况有所改善、日元汇率持续走低，部分寿险公司海外证券投资部分有所增长。以主要寿险公司中减益程度相对较小的明治安田和住友生命为例，尽管对冲成本上升，明治安田 2022 年与投资相关的收益增加了 15.8%，主要是由于未平仓的外国债券增加，外国债券的“利息、红利和其他收入”增加；住友生命集团海外业务利润也同比增长 54.3%。

表 17 基础利润计算方式变动

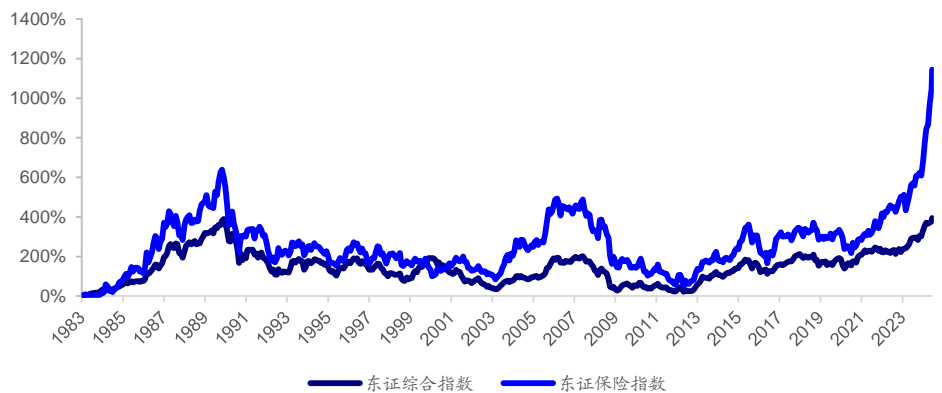
调整项目		调整后
外汇的对冲成本		包含在基础利润的计算之中
投资信托的解除损益		
有价证券偿还损益中的汇兑部分		
关于再保险	因重新签订已签订合同而产生的损益	
	基本利润以外的损益及相应的再保险损益	排除在基础利润的计算之外

资料来源：NLI Research Institute, HTI

4. 资本市场表现：日本保险股整体走势仍然好于大盘

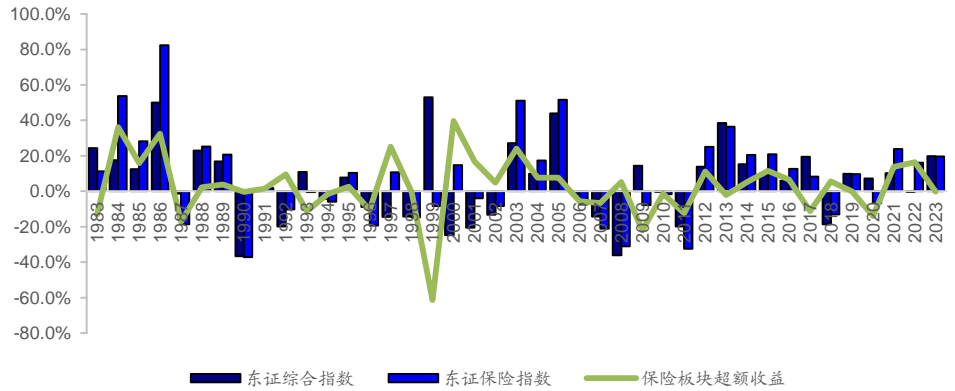
近 41 年日本股市保险指数显著跑赢大盘。1) 从累计涨幅水平看，自 1983 年起计算，至 2024 年 7 月，东证综合指数累计涨幅达 394.5%，而东证保险指数累计涨幅达 1144.3%，显著跑赢日本股市整体。2) 从单年度涨跌幅来看，1983-2023 年共计 41 个自然年度，其中 23 个年度东证保险指数实现正收益，同样有 23 个年度实现相对大盘的正超额收益，占比约 56%。3) 可以看出，虽然经历了严重利差损、长期低利率等外部短期、长期因素等干扰，但日本寿险公司在二级市场上仍然有明显的投资机会，在过半年份仍然取得了好于市场整体的投资回报表现。

图53 1983-2023 年日本股市和保险指数走势



资料来源：Bloomberg, HTI

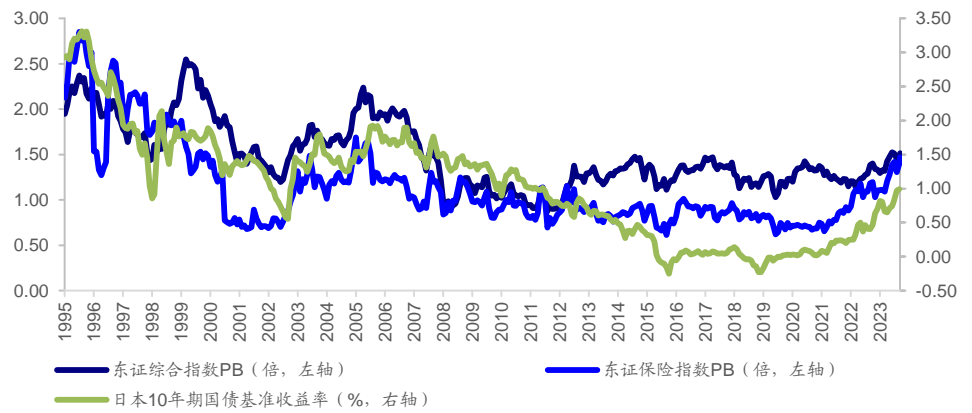
图54 1983-2023 年期间过半年份日本保险指数可以取得超额收益



资料来源：Bloomberg, HTI

日本保险股估值自 1990s 起长期低于股市整体。从估值水平看，1990s 起受泡沫经济破灭和行业破产潮等负面因素影响，保险公司估值大幅下降，从最高点的将近 3 倍 PB-LF（以下简称 PB）下降至 2002 年前后的约 0.7 倍 PB。此后，日本保险股估值变动与长端利率走势表现出较强的相关性，在 2002-2005 年伴随利率修复上行而有所提升，但之后由于利率下降而逐步降低，但整体降幅小于长端利率。2021 年以来，日本长端利率再次上行，保险股估值也随之提升，至 2024 年 7 月已经接近了大盘整体估值水平，约 1.5 倍 PB。

图55 日本保险股估值长期低于股市整体



资料来源：Bloomberg, HTI

风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单保费增长不及预期。

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Japan's life insurance industry has over 140 years of history and is one of the most mature markets globally. 1) The first local life insurance company was established in 1881. By 2022, Japan's life insurance premium income reached 243.90 billion USD, making it the fourth largest market globally. However, recent premium growth has slowed, and its global ranking has declined. 2) The industry's development can be divided into five stages, with the 1990s interest margin loss crisis being notable. This crisis was due to aggressive pricing and asset allocation strategies, leading to high liability costs and investment risks. After the bubble economy burst, the industry faced severe interest margin losses, resulting in a wave of bankruptcies. The industry restructured, lowered assumed interest rates, adjusted product structures, and increased overseas bond allocations, ending the crisis around 2013. Market Structure: The number of life insurers is stabilizing, with leading companies having significant advantages. 1) As of the end of 2022, there were 42 life insurers in Japan, including 22 local and 16 foreign-funded enterprises. 2) The industry is transitioning from mutual to stock companies, with only 5 mutual companies remaining, but they still hold significant market influence. 3) The market is highly concentrated, with the top 9 companies holding 41.1% of total premium income and 55.2% of total assets in 2022. Liabilities: New premium growth is weak, with diversified product structures and sales channels. 1) From 2014-2022, the compound annual growth rate (CAGR) of new policies was -1.0%, and new annualized premiums were -3.7%. 2) The product structure is shifting towards protection products due to demographic changes. By 2022, medical insurance accounted for 25% of new policies. 3) High assumed interest rate products are being phased out, reducing liability costs. The assumed interest rate has been lowered to 0.25% since the 1990s. 4) Sales channels are diversifying, with individual insurance still dominant but declining, while agency and bancassurance channels are growing. In 2021, individual insurance accounted for 55.9%, agency 15.3%, and bancassurance 6.0%. Investments: Conservative allocation, with significant increases in overseas assets to counter low interest rates. 1) Regulatory restrictions on investments have been relaxed, allowing insurers to decide asset allocation based on their operations. 2) In 2022, 82.3% of total assets were in securities, with 48% in domestic bonds, 84% of which were government bonds. 3) Overseas assets have increased from 7% in 1995 to 29% in 2022, mainly in bonds, becoming the second-largest asset class after government bonds. The total ROI from 2020-2022 remained above 2%, outperforming the ten-year government bond yield. Profitability: Based on mortality margin, with recent positive interest margins. 1) Profit indicators include basic profit, recurring profit (RP), and net profit. From 2003-2021, basic and recurring profits generally increased, with a decline in 2022 due to the epidemic. 2) Mortality margin is the foundation of profitability. Since 2013, the industry has reversed interest margin losses, with interest margins expanding and peaking in 2021, driving profit growth. Stock Market Performance: Japanese insurance stocks have outperformed the market. 1) Since 1983, the TOPIX Insurance Index has risen by 1144%, significantly outperforming the market's 395%. In 23 out of 41 years from 1983-2023, it had positive excess returns. 2) Valuations dropped significantly after the 1990s interest margin loss crisis and are highly correlated with long-term interest rates. By July 2024, valuations had recovered to market levels.

Risk Warning: Long-term interest rates trending down; stock market remains sluggish; new premium growth weaker than expected.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，孙婷，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Ting Sun, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，欧旺杰，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Wangjie OU, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，周琦，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Nicole Zhou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

601628.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

601628.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从 601628.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 601628.CH.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

评级分布 Rating Distribution

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

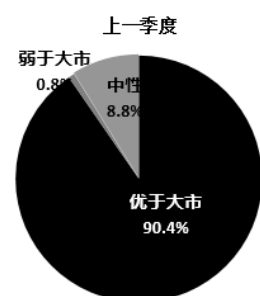
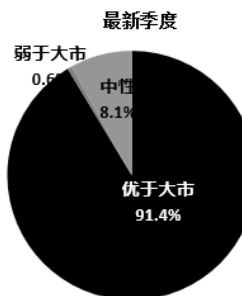
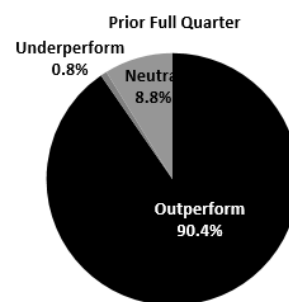
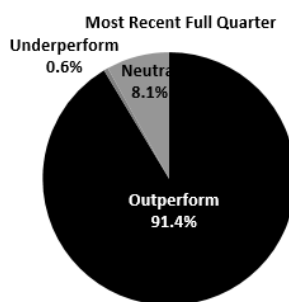
Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.



截至 2024 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.4%	8.1%	0.6%
投资银行客户*	3.1%	4.8%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日)：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.4%	8.1%	0.6%
IB clients*	3.1%	4.8%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款：在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发

行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研

究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」（“Permitted Investor”）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务

顾问, 可 (a) 提供关于证券, 集体投资计划的部分, 交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题, 本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布, 旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构 (根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)) 第 61 (1) 条, 第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称“ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
