

保险 II

2024 年 09 月 11 日

以日韩寿险业为鉴，监管呵护下利差损风险可控

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

唐关勇（联系人）

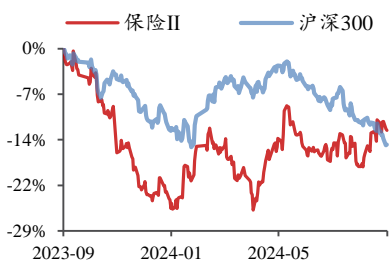
gaochao1@kysec.cn

tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790123070030

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《资产负债两端均超预期，负债端有望延续高景气——险企：2024 年中报综述》

-2024.9.6

《上市保险公司 7 月保费收入数据点评_7 月人身险增速延续改善，关注险企中报景气度——行业点评报告》

-2024.8.17

《建立预定利率动态调节机制，鼓励分红型产品发展——行业点评报告》

-2024.8.3

● 以日韩寿险业为鉴，中国利差损风险可控

我们复盘日韩利差损阶段看认为当前中国寿险业利差损风险可控。(1) 应对长期利差损风险，需要资产和负债两端同步发力，负债端优化产品结构+降低负债成本，资产端拉长久期+重视交易机会和高股息权益投资。(2) 相比日本长达 20 年的利差损风险，我们认为我国寿险行业利差损风险相对可控，得益于监管层调降负债成本积极且新单置换速度较快，资产端受益经济独立自主，预计下行空间相对有限。(3) 从日本经验看，出海投资带来较好的投资收益，虽然需要面临汇率和利率波动的影响。展望看，2024 年负债端延续高景气，个险转型见效，银保价值提升，全年 NBV 有望实现高质量增长，下半年低基数下业务景气度有望延续。当前板块估值和机构持仓仍在低位，业务景气度和政策端带来超额收益支撑，资产端催化有望驱动板块估值持续回升，继续看好寿险板块机会，推荐中国太保、中国人寿、中国平安，受益标的新华保险。

● 日本篇：优化产品结构+调降负债成本，固收兼久期和交易+增海外+稳权益

我们认为 1990 年泡沫经济破灭后日本寿险业经历 20 年漫长利差损的原因是：

(1) 通胀及行业竞争造就的高预定利率+重储蓄的产品结构下存量负债成本高企；(2) 90 年代后寿险高渗透率+泡沫破灭后居民重储蓄，新单契约负增放慢负债成本置换速度；(3) 寿险投资端收益率跟随利率、股市、房市失速下跌。2010 年后日本寿险业走向正利差，得益于：(1) 负债端：建立预定利率动态调整机制+提升保障型产品占比。1995 年建立评估利率与市场利率挂钩的动态调整机制，把握“长寿风险”和“少子老龄化”机遇通过产品创新+挖掘细分市场+降低投保标准+保费低额化等方法提高保障型产品占比。(2) 资产端：固收拉长久期+交易配置 (70bp)，增配海外证券 (70bp)，国内权益上行 (30bp)，贡献 2011-2022 年寿险行业总投资收益率 2.2% 超 10Y 国债 190bp。国内债券占比约 50%，票息收益率稳定在 1.5% 以上，得益于日本超长期债券持续供应以及充足期限溢价 (近 20 年 30Y-10Y 溢价 86bp)，险企主动拉久期。交易配置归类类似国内 OCI 科目，日本第一生命近 10 年平均交易收益率约 0.5%。海外证券占比 22%，以欧美债券为主 (20.6%)，票息收益高 (超 3%) 但波动较大。行业/三家样本险企平均股票占比 6%/12%，2012 年后股息+资本利得双提升。

● 韩国篇：负债成本持续压降，久期匹配好+权益主归 OCI+贷款地产稳收益

以韩国三星人寿 2009 年以来韩国 10Y 国债持续下行，存量负债成本高企，预定利率跟随下行，当前净投资收益率与负债成本基本匹配。负债端：2009 年后固定+浮动保单负债成本骤降。负债成本自 2009 年 6% 降至 2023 年 3.3%，浮动利率保单准备金占比持续提升。资产端：2011-2023 年一般账户投资收益率达 3.5%，超 10Y 国债 80bp，主要通过债券 (34bp)、贷款 (33bp)、房地产 (9bp) 贡献。固收/权益占比约 80/20%，主动拉长久期下资产负债在 9 年，贷款 (18%) 和地产 (2%) 贡献高收益，股票 90% 归类 OCI，基金+衍生品等占比提升。

● 中国映射：监管呵护调降负债成本，中国寿险业利差损风险可控

以中国人寿、中国平安、新华保险、中国太保四家险企样本看，2011-2017 年为利差走阔阶段，2012 年以后净投资收益率中枢有所下行，VIF 打平收益率攀升受储蓄险占比提升影响，2023 年 4 家险企平均利差 140bp。我们认为 2024 年迎来寿险业存量负债成本下行拐点：(1) 主因 2023 年和 2024 年监管窗口指导主动下调传统险预定利率和分红万能险结算利率，8 月主动建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制；(2) 全面深化报行合一有望优化渠道成本，提升费差益；(3) 上市险企主动调整产品策略，预计分红险吸引力提升，头部险企竞争力提升。4 家平均 NBV 打平收益率自 2023 年 3.06% 下降 50bp 至 2024H1 的 2.56%。

● 风险提示：长端利率下行和资本市场不及预期；寿险公司改革转型慢于预期。

目录

1、日本篇：负债端优结构+降成本，资产端久期+交易并行	5
1.1、利差分析：90年后历经利差损二十载，2010年资产负债联动利差走扩	5
1.2、负债端：完善评估利率制度调降负债成本，优化保障型险种占比	9
1.3、资产端：固收拉长久期+交易配置，增配海外证券，稳定权益资产	11
2、韩国篇：持续压降负债成本，久期匹配+增OCI+稳贷款	22
2.1、利差分析：2009年后长端利率下行，收益率与负债成本勉强覆盖	22
2.2、负债端：负债成本跟随10Y调降，浮动利率产品准备金占比提升	22
2.3、资产端：拉长资产久期匹配负债，稳贷款地产高收益，增配权益OCI	24
3、中国篇：监管呵护调降负债成本，利差损风险可控	29
3.1、利差分析：负债成本先降后升，净投资收益率有所下滑	29
3.2、负债端：负债成本先降后升，监管呵护下2024年迎来压降拐点	30
3.3、资产端：固收/权益8:2，资产久期和权益OCI占比有望提升	32
4、投资建议	35
5、风险提示	35

图表目录

图1：20世纪90年代开始日本寿险业进入利差损阶段，2010年以后资产端趋稳+负债成本下降后利差走扩	5
图2：日本90年代经历股房下跌，2011年后股市上行	6
图3：1990年以后日本10Y国债收益率持续下降	6
图4：日本90年代日本“少子老龄化”程度加速	6
图5：日本人口预期寿命持续延长导致“长寿风险”	6
图6：2000年前后日本7家寿险公司破产后调降存量保单预定利率	7
图7：2011年后明治安田走出利差损	8
图8：2011年-2021年后明治安田利差逐步走阔	8
图9：2013-2021年日本第一生命利差持续走阔	8
图10：20世纪90年代开始，日本寿险产品预定利率持续下降	9
图11：日本第一生命保险公司平均预定利率自2013年2.57%下降至2022年1.89%	10
图12：2000年以来日本寿险业深度高于发达国家水平	10
图13：2000年以来日本寿险密度高于发达国家水平	10
图14：日本经历从两全到健康+储蓄险为主的产品变迁	11
图15：日本寿险行业2000年后健康险占比提升	11
图16：近年日本寿险业新单保费中定期寿险占比较高	11
图17：近年日本寿险业总保费以终身和定期寿险为主	11
图18：90年代后日本寿险业压降贷款和地产，增配固收和海外，稳权益	12
图19：日本险企一般账户收益率高10Y国债约200bp	12
图20：日本险企通过配置股票、海外证券、房地产等资产提高一般账户收益率	12
图21：2011-2022年日本寿险投资收益率超额10Y 190bp，国内债券（70bp）、国外证券（70bp）、国内股票（30bp）	13
图22：2015年以来第一生命债券通过交易贡献超额收益约50bp	13
图23：明治安田在2012-2014年利率下行阶段交易配置收益率明显提升	13
图24：90年代以来日本10年期以上债券发行额占比持续提升（单位：亿日元）	14
图25：日本各寿险公司拉长久期提升固收资产收益率	14

图 26: 日本第一生命国债 10 年期及以上比重从 2011 年 76.9%提升至 2022 年 82.2%.....	14
图 27: 2000 年以来明治安田持续加大长久期债券配置.....	14
图 28: 2022 年第一生命海外资产主要为外币和日元计价债券、股票、存款.....	15
图 29: 2022 年第一生命海外资产主要为美元、澳元、欧元.....	15
图 30: 2022 年海外债券布局北美、欧洲、南美等区域.....	15
图 31: 2022 年海外股票布局北美、欧洲、南美的区域.....	15
图 32: 日本第一生命海外证券资产股息和利息收益率稳定超 3%.....	16
图 33: 明治安田海外证券股息和利息收益稳定, 资本利得及其他波动较大.....	16
图 34: 近年日本第一生命国外债券到期收益率高于国内.....	16
图 35: 近年日本第一生命国内股票投资收益高于国外.....	16
图 36: 2019 年以来日本寿险业权益配置比例有所提升.....	17
图 37: 2011 年以来日本寿险业权益资产收益率明显提升.....	17
图 38: 日本第一生命持股 5% 以上的行业主要为 7 类.....	17
图 39: 日本第一生命保险国内股票收益率与大盘弱相关.....	17
图 40: 日本通过配置高股息资产和交易赚取超额收益.....	17
图 41: 日经 225 成分股加权股息率自 2012 年 1.05%提升至 2023 年 3.06%.....	17
图 42: 日本第一生命国内外股票和地产收益率较高.....	18
图 43: 日本第一生命较 10 年期国债具有明显超额收益.....	18
图 44: 日本第一生命保险增配国内债券和权益, 超额 10Y 国债 200bp, 国内外股票贡献超额.....	18
图 45: 明治安田在利差损阶段压降贷款和股票, 增配固收和海外资产, 2011 年以后股票占比逐步上升.....	19
图 46: 增配国内债券和海外资产+稳权益, 2011 年后超额 190bp, 国内股票和国内外债券贡献超额.....	19
图 47: 日本生命保险增配国内外权益资产, 超额 10Y 国债 220bp, 国内外权益资产贡献明显超额.....	20
图 48: 2023 年日本第一生命保险特别账户资产 5%.....	20
图 49: 日本第一生命特别账户以团体生命年金为主.....	20
图 50: 2023 年日本第一生命保险公司个人变额保险特别账户中 35%债券资产, 58%股票资产.....	21
图 51: 日本第一生命特别账户权益持仓高于一般账户.....	21
图 52: 2009 年长端利率下行, 韩国三星人寿预定利率跟随下调, 净投资收益率勉强覆盖负债成本.....	22
图 53: 2022 年韩国寿险业龙头主要为 Samsung 和 Kyobo.....	22
图 54: 韩国寿险业保费集中度下行后有所回升.....	22
图 55: 韩国寿险业产品重储蓄, 2022 年一般+独立账户储蓄型保费占比 64%.....	23
图 56: 2023 年韩国三星人寿一般账户负债成本 3.29%, 扣除生息资产收益率 2.98%后负利差约 30bp.....	23
图 57: 韩国三星人寿一般账户预定利率跟随国债收益率下降而下调.....	24
图 58: 韩国三星人寿一般账户的净投资收益率基本覆盖预定利率.....	24
图 59: 韩国寿险业一般账户权益类和海外债券占比提升.....	24
图 60: 固收/权益占比约 8:2, 固收中贷款业务占比 16.6%.....	24
图 61: 韩国三星人寿固收/权益占比约 8:2, 债券稳定基本盘, 股票/贷款/受益凭证/房地产贡献超额收益.....	25
图 62: 韩国三星人寿总投资收益率随 10Y 国债下行.....	25
图 63: 韩国三星人寿贷款、基金、房地等收益率较高.....	25
图 64: 韩国寿险业资产类别中一般类和独立账户占比约 8:2.....	26
图 65: 2022 年韩国独立账户中变额保险/退休养老金占比 56%/44% (单位: 十亿韩元).....	26
图 66: 韩国寿险业独立账户中股票占比约 30%.....	26
图 67: 韩国独立账户投资收益率与股市表现高度挂钩.....	26
图 68: 韩国三星人寿资产负债久期差较小 (单位: 年).....	27
图 69: 韩国三星人寿股票投资收益率受股市影响较小.....	27
图 70: 2023 年韩国三星人寿 FVTPL 资产以基金为主.....	27

图 71: 2023 年韩国三星人寿 FVOCI 中股票占比 26%	28
图 72: 2023 年韩国三星人寿股票中 FVOCI 占比 88%	28
图 73: 韩国三星人寿贷款业务多元	28
图 74: 韩国三星人寿贷款业务收益率高于总投资收益率	28
图 75: 韩国三星人寿贷款业务不良率较低	28
图 76: 4 家上市险企平均净投资收益率自 2017 年缓降, 负债成本有所回升, 利差有所收窄	29
图 77: 2017 年以来上市险企净利差有所收窄	29
图 78: 近年 4 家险企 VIF 净利差有所收窄	29
图 79: 近年 NBV 对投资收益率变动的敏感性提高	30
图 80: 近年 VIF 对投资收益率的敏感性提高	30
图 81: 2024H1 上市险企 NBV 打平收益率开始下降	31
图 82: 2024H1 上市险企 VIF 打平收益率趋稳	31
图 83: 2024 年传统险预定利率自 3.0% 降至 2.5%, 分红险和预定利率上限自 2.5% 至 2.0%, 万能险降至上限 1.5%	31
图 84: 2024 年各寿险公司万能险结算利率受监管指引快速下调	32
图 85: 多家险企现金与存款占比下降 (除新华保险)	32
图 86: 2015 年以来上市险企权益占比稳步提升	32
图 87: 上市险期债权类投资占比较高	33
图 88: 上市险企投资性房地产占比分化	33
图 89: 4 家上市险企净投资收益率跟随 10Y 国债下行	34
图 90: 2024H1 上市险企总投资收益率改善	34
图 91: 2024H1 4 家上市险企净投资收益率相较 10Y 国债超 110bp	34
表 1: 2000 年前后日本 7 家寿险公司破产后调降存量保单预定利率	7
表 2: 日本保险法建立评估利率与十年期国债收益率挂钩机制, 负债成本持续调降	9
表 3: 韩国三星人寿拉长债券久期匹配负债久期 (单位: 年)	27
表 4: 2024H1 年 4 家上市寿险公司权益平均占比 19.8%, 主要归类 FVTPL, 固收类占比 69.4%, 主要归类 FVOCI	33
表 5: 推荐标的估值表	35

1、日本篇：负债端优结构+降成本，资产端久期+交易并行

1.1、利差分析：90年后历经利差损二十载，2010年资产负债联动利差走扩

我们根据日本寿险业的投资收益率和产品预定利率，将其分为三个发展阶段：

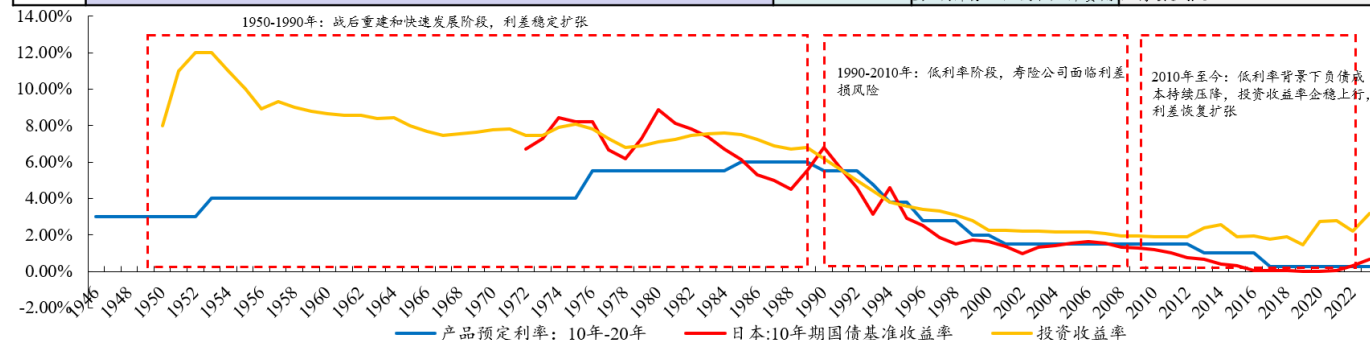
(1) 1950-1990 年保持稳定正利差：从战后恢复重建到经济快速增长，日本寿险业投资贷款和股票等高风险资产为主下投资收益率约 8%，70 年代以前产品预定利率为 4%，70 年代以后受石油危机高通胀+行业竞争导致预定利率从 4%逐步提高到 6%。

(2) 1990 年-2010 年转向利差损阶段：1997-2001 年泡沫经济破灭带来股房崩盘、利率骤降、外汇贬值，“少子老龄化”导致新增需求放缓，高预定利率老保单面临利差损风险，7 家寿险公司破产；2001-2010 年寿险行业主动跟随长端利率下调产品预定利率+拓宽渠道+产品拓展降低负债成本，资产端逐渐压降高风险的贷款投资。

(3) 2011 年至今转向正利差：负债端开发健康险等保障类产品+拓展细分市场需求+2014 年优化预定利率调整机制，产品预定利率跟随 10Y 国债调降至 0.25%；资产端固收拉长久期+交易配置，稳定权益配置享受股市红利，增配海外债券和权益资产，稳定另类投资机会。负债成本持续下降但投资收益率保持平稳，利差持续走扩。

图1：20世纪90年代开始日本寿险业进入利差损阶段，2010年以后资产端趋稳+负债成本下降后利差走扩

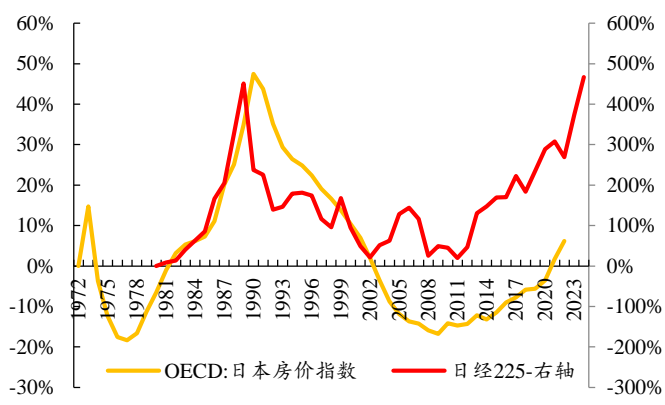
区间	1950-1990	1991-2000	2001-2010	2011-至今
特点	快速增长阶段，正利差	利差损+破产潮	应对利差损风险，盈利持平	全面走出，转向利差走阔资产端
宏观环境	战后经济腾飞，70年代两次石油危机	泡沫经济破灭，股房债全面崩盘	利率趋稳，08年金融危机	量化宽松货币政策，股市长牛
资产端	贷款和地产为主，收益率约8%	1) 收益率从6%降至2%； 2) 加大长久期低风险国债和海外债占比，压降贷款和股票。	1) 收益率趋稳2%； 2) 加大长久期低风险国债和海外债占比，压降贷款和股票。	1) 10年起10Y国债收益率幅度接近200bp。 2) 加大国债交易盘的占比，拉长久期； 3) 海外债为主，获得高于境内债的票息收益，但波动较大； 4) 国内牛市带动权益收益率扩张。
负债端	1) 寿险深度和密度行业进入发达水平，70年代竞争加剧下预定利率提升至6%； 2) 产品以两全险为主	1) 压降预定利率； 2) 以终身、两全等传统险为主	1) 下调预定利率（存量占比高+新单增速慢）； 2) 提高健康险占比； 3) 调降分红比例和压降费用	1) 长期下调预定利率带来效果，负债成本低于2%； 2) 积极调结构，保障型医疗保险占比持续扩张。



资料来源：万峰《日本寿险业研究》、Wind、开源证券研究所

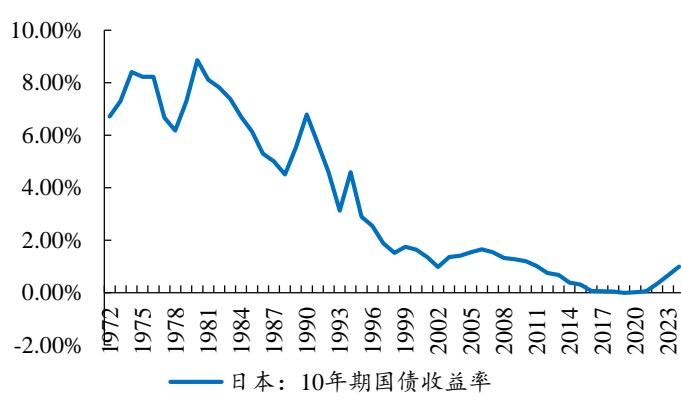
注：1950-2012年日本寿险行业投资收益率取自《日本寿险业研究》模糊数据。

图2：日本 90 年代经历股房下跌，2011 年后股市上行



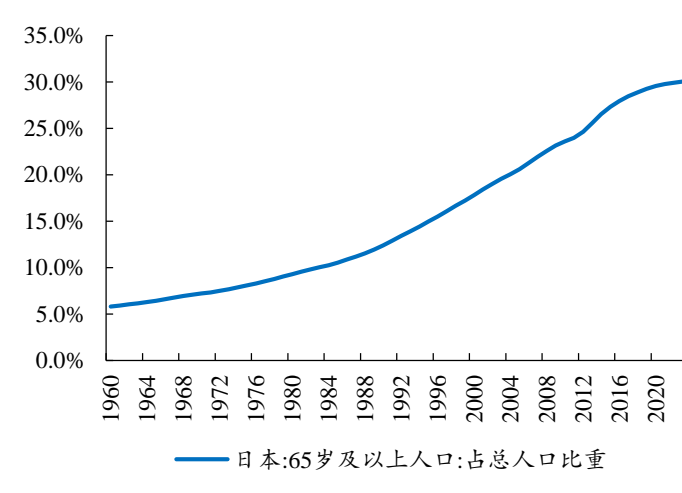
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：1990 年以后日本 10Y 国债收益率持续下降



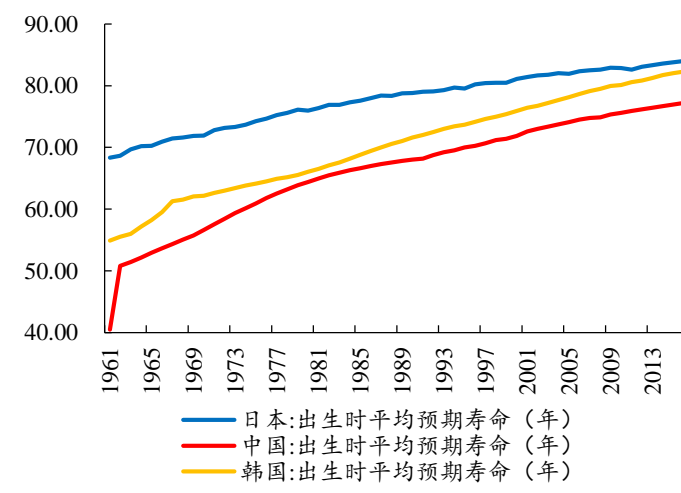
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：日本 90 年代日本“少子老龄化”程度加速



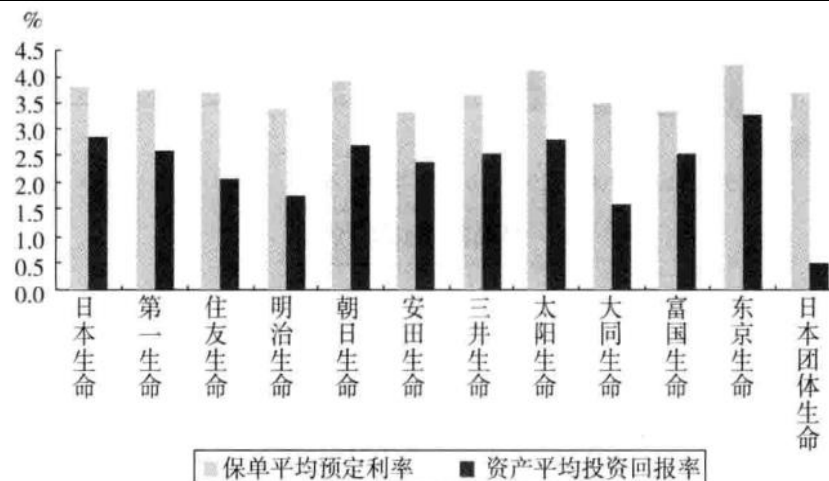
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：日本人口预期寿命持续延长导致“长寿风险”



数据来源：Wind、开源证券研究所

2000 年前后 7 家日本寿险公司破产重组。2000 年头部寿险公司均面临利差损风险，保单平均预定利率约 4%，但投资收益率低于 3%。**(1) 负债端：存量保单利差损，失效解约率激增。**人寿保险失效违约率从 1999 年 6.2% 攀升至 2002 年 9.6%；**(2) 资产端：国内资产价格大幅下滑+海外投资因日元升值而承担汇兑亏损，日本寿险公司现金流面临压力。****(3) 政策端：2000 年前适用《保险法》破产程序由金融厅行政干预，2000 年金融机构《更生特例法》制定适用保险公司的特别规定，5 项修订注重投保人利益保护且将相互制公司纳入适用范围，由法院司法干预完成破产重整，提高了程序效率的同时在法律上合理保护投保人利益。**

图6：2000年前后日本7家寿险公司破产后调降存量保单预定利率


资料来源：万峰《日本寿险业研究》

表1：2000年前后日本7家寿险公司破产后调降存量保单预定利率

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
公司类型	相互制	相互制	相互制	股份制	相互制	股份制	相互制
成立时间	1909	1898	1915	1914	1904	1935	1895
破产时间	1997	1999	2000	2000	2000	2000	2001
破产时总资产(万亿日元)	1.82	2.19	1.3	0.15	2.23	3.73	0.69
破产时净资产(万亿日元)	-0.32	-0.65	-0.32	-0.03	-0.6	-0.69	-0.07
偿付能力充足率	-	154	305	68	263	211	447
披露时间	-	1998	1999	2000	2000	2000	2000
破产前平均预定利率	3.75%-5.5%	4.79%	4.46%	4.05%	3.70%	4.00%	4.20%
破产后预定利率(原有保单)	2.75%	1.50%	1.00%	1.00%	1.50%	1.75%	2.60%
接受保单持有人保护公司或其他渠道注资(万亿日元)	0.2	0.37	0.15	0.027	无	无	无
破产时业务平均久期(年)	7	8	10	9	10	8	10
破产重组后业务接手公司	Aoba	AIGEdison	Manulife	yamato	AIGstar	Gibraltar	T&DFinacial

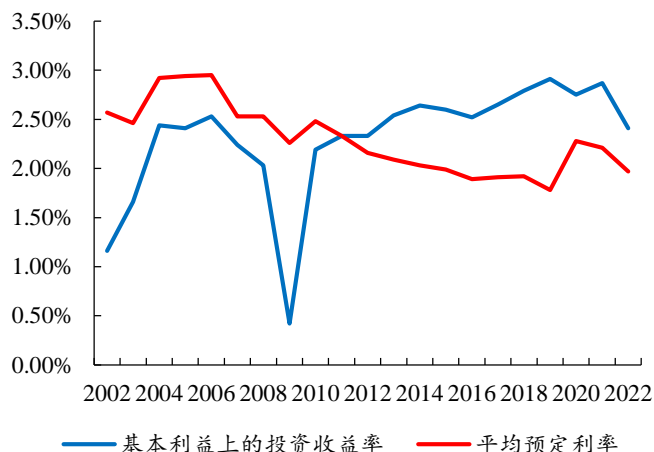
资料来源：《Fixing Japanese Life-Insurance Companies (2004).》Mitsuhiro Fukao、开源证券研究所

我们认为日本历经20年漫长利差损阶段的主要原因：

- (1) **存量负债成本高企且产品结构集中储蓄类。**1970-1990年两次石油危机下通胀造成长端利率高位，叠加行业竞争加剧，寿险保单预定利率提高至6%；该阶段主要为两全保险和带定期的终身寿险产品等储蓄率险种，刚性负债成本较高。
- (2) **新单置换效率较低，负债成本降幅缓慢。**日本在90年代寿险行业深度位居发达市场前列，房产下跌带来的现金流压力导致居民资产流向储蓄，90年代后新单长期维持负增长，存量高负债成本释放缓慢，低预定利率负债成本增长不及预期，导致负债成本历经20年缓慢下降过程。
- (3) **经济环境和货币政策的非独立性导致资产端收益率失速下调。**1990年日本泡沫经济破灭，股市和房地产价格快速下跌，长端利率自1990年6.8%下降至2000年1.6%，日本寿险行业投资收益率从1990年6.2%跟随下降至2.25%。

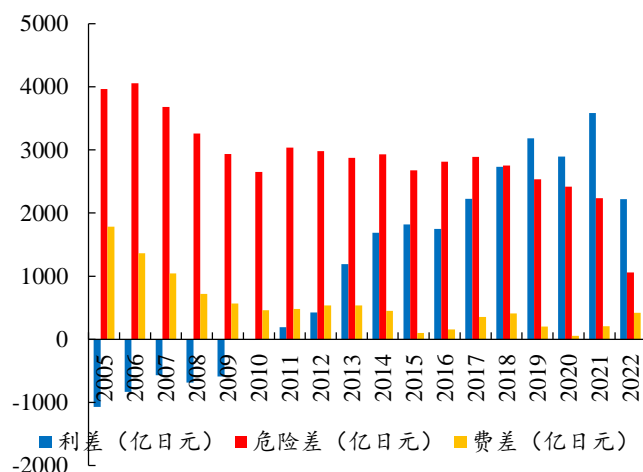
2011年后日本寿险公司逐步走向正利差，负债成本持续下降，投资收益率在长端利率下行情况下仍保持稳定。1990年代寿险行业预定利率跟随长端利率持续下调，明治安田预定利率自2002年2.57%降至2022年1.97%，投资收益率自2002年1.16%提升至2022年2.41%。日本第一生命保险2013年存量负债成本/总投资收益率分别2.57%/2.67%，2011-2021年利差持续走阔，2022年分别为1.89%/2.19%。

图7：2011年后明治安田走出利差损



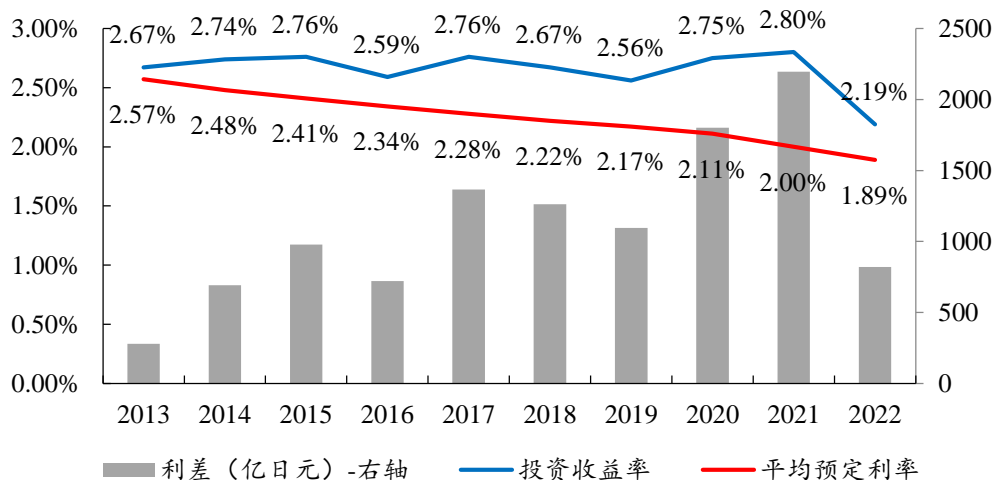
数据来源：日本明治安田保险公司历年年报、开源证券研究所

图8：2011年-2021年后明治安田利差逐步走阔



数据来源：日本明治安田保险公司历年年报、开源证券研究所

图9：2013-2021年日本第一生命利差持续走阔



数据来源：日本第一生命保险公司历年年报、开源证券研究所

我们认为日本寿险公司走出正利差的原因在于：

- 负债端：**完善预定利率市场调整机制，新单预定利率跟随长端利率持续调降；产品结构逐步完善，完善健康险产品供给下保障型产品占比提升。
- 资产端：**固收资产拉长久期+交易配置；增配海外高息债券和权益资产；稳定权益配置，股息收益稳定+资本利得受益股市上行。

1.2、负债端：完善评估利率制度调降负债成本，优化保障型险种占比

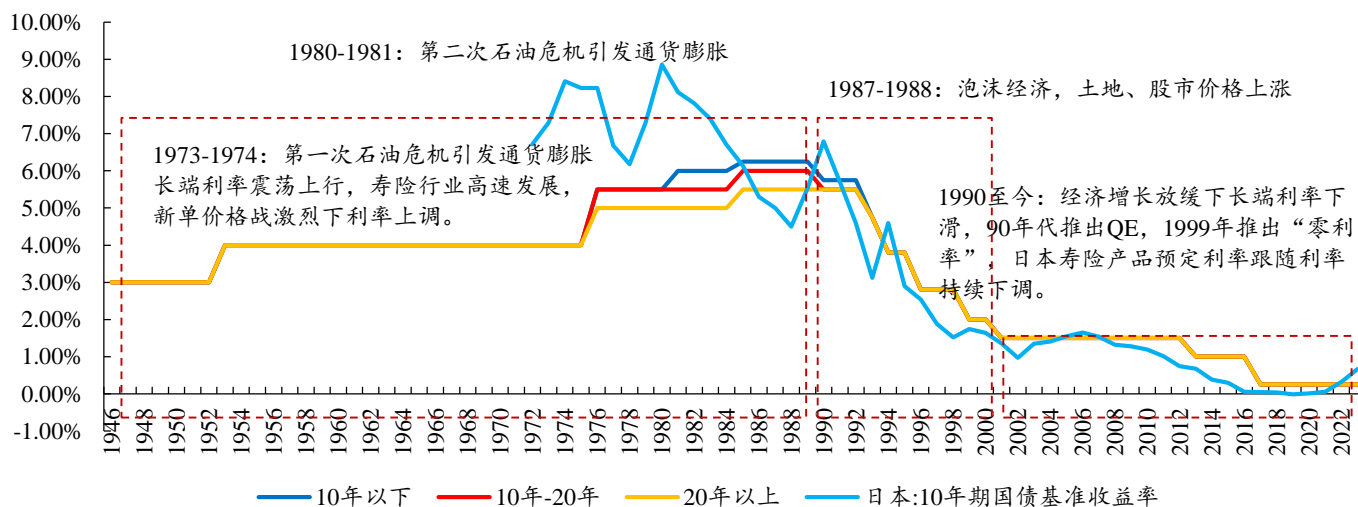
建立评估利率市场调整机制，新单负债成本持续调降。1995年日本全面修订保险业法推出“标准责任准备金制度”，评估利率与国债收益率平均值挂钩，由日本金融厅规定，各保险公司根据标准评估利率确定预定利率。2014年日本进一步更改趸缴储蓄型产品标准评估利率的调整频率和参考收益率计算周期等，使其评估利率的变动与市场利率更一致。1990年以来，日本寿险业预定利率从约6%下调至2000年的2%，2017年至今预定利率降至0.25%。

表2：日本保险法建立评估利率与十年期国债收益率挂钩机制，负债成本持续调降

	1995年以后	2014年6月以后
基准利率	10年期国债	10年期国债
参考收益率计算方法	近3年均值和近10年均值中较低者	近3个月均值或近1年均值中较低者
参考收益率类型	到期收益率	当前收益率
调整频率	每年1次	每年4次
触发调整条件	0.50%以上偏差	0.25%以上偏差
安全系数	90%置信区间	95%置信区间

资料来源：中国金融新闻网、开源证券研究所

图10：20世纪90年代开始，日本寿险产品预定利率持续下降



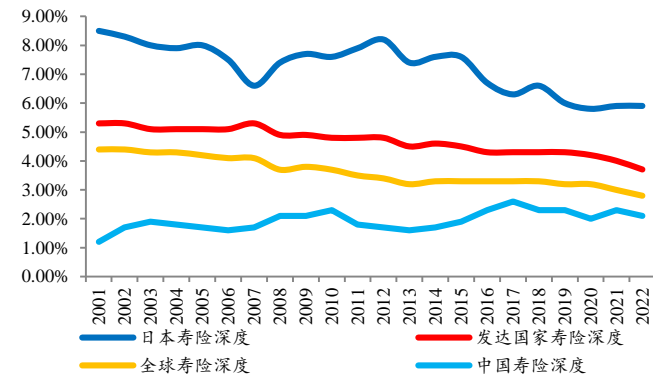
资料来源：万峰《日本寿险业研究》、Wind、开源证券研究所

第一生命负债成本10年下降68bp至2022年1.89%。我们测算2013年至2022年第一生命保险历年存量准备金对应所属年份保单预定利率结构图。近10年存量准备金主要集中在1986-1995年预定利率2.75%-5.50%阶段，以及2006-2010年1.5%阶段。第一生命保险平均预定利率自2013年2.57%下降至2022年1.89%，年均下降约7bp。考虑90年代后日本寿险业进入发达国家前列，叠加股市泡沫破灭后日本居民资产从房地产向储蓄迁移，新单契约多年维持负增长，影响新单负债成本置换速度。

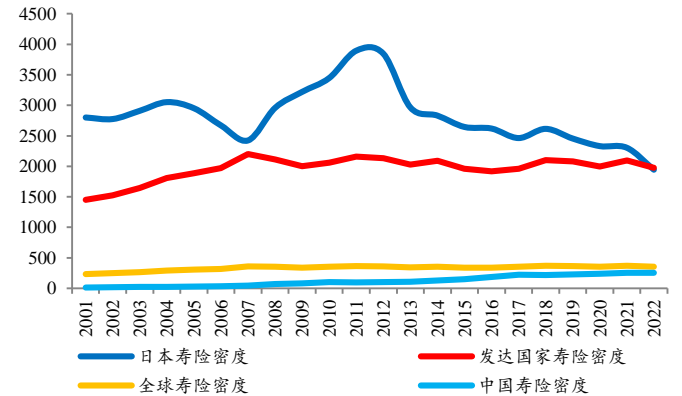
图11：日本第一生命保险公司平均预定利率自 2013 年 2.57% 下降至 2022 年 1.89%

合同年度	预定利率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
~ 1980年度	2.75%~5.50%	3.7%	3.4%	3.2%	3.0%	2.8%	2.6%	2.5%	2.3%	2.2%	2.0%
1981年度~1985年度	2.75%~5.50%	6.4%	6.0%	5.5%	5.3%	5.1%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.4%
1986年度~1990年度	2.75%~5.50%	22.0%	21.4%	20.9%	20.4%	19.8%	19.3%	18.9%	17.2%	15.9%	15.7%
1991年度~1995年度	2.75%~5.50%	18.8%	18.5%	18.3%	18.3%	18.4%	18.2%	17.5%	17.7%	17.0%	16.9%
1996年度~2000年度	2.00%~2.75%	7.4%	7.0%	6.7%	6.5%	6.4%	6.3%	6.2%	6.2%	6.3%	6.3%
2001年度~2005年度	1.50%	10.2%	8.7%	7.6%	7.3%	7.0%	6.8%	6.5%	6.4%	6.2%	6.0%
2006年度~2010年度	1.50%	17.8%	16.8%	16.0%	14.4%	13.2%	12.3%	11.7%	11.1%	11.1%	11.0%
2011年度	1.50%	4.8%	4.5%	4.3%	4.3%	4.2%	4.0%	4.0%	3.9%	3.4%	3.4%
2012年度	1.50%	4.7%	4.7%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%	4.2%	3.7%
2013年度	1.00%	4.2%	3.9%	3.9%	3.7%	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%
2014年度	1.00%		5.2%	5.0%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%
2015年度	1.00%			4.2%	3.7%	3.9%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
2016年度	1.00%				3.7%	3.7%	4.2%	4.5%	5.0%	5.5%	5.6%
2017年度	0.25%					2.5%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
2018年度	0.25%						2.3%	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%
2019年度	0.25%							2.3%	2.2%	2.2%	2.1%
2020年度	0.25%								2.1%	1.9%	2.0%
2021年度	0.25%									2.6%	2.6%
2022年度	0.25%										1.6%
平均预定利率		2.57%	2.48%	2.41%	2.34%	2.28%	2.22%	2.17%	2.11%	2.00%	1.89%

数据来源：日本第一生命保险公司历年年报、开源证券研究所

图12：2000 年以来日本寿险业深度高于发达国家水平


数据来源：瑞士再保险、Wind、开源证券研究所

图13：2000 年以来日本寿险密度高于发达国家水平


数据来源：瑞士再保险、Wind、开源证券研究所

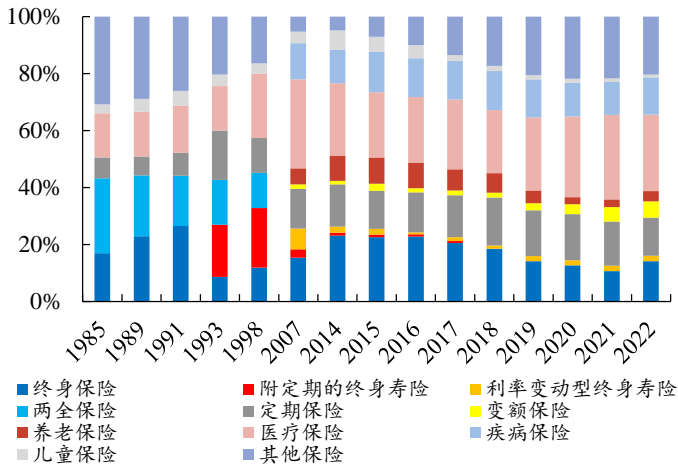
产品结构：个人业务由生死两全险、附定期的终身寿险等储蓄型产品逐渐转变为第三领域医疗和疾病保险+个人年金险。2000 年以来健康险发展受益于：

(1) 需求侧：日本人平均预期寿命提升同时“少子老龄化”社会加速，居民的医疗保障需求升温；

(1) 供给侧：1970 年以来日本保险公司力推健康险，加大健康险细分人群和病种创新开发，降低老年人投保标准扩大产品覆盖，通过限定保障内容等方式压力保费；

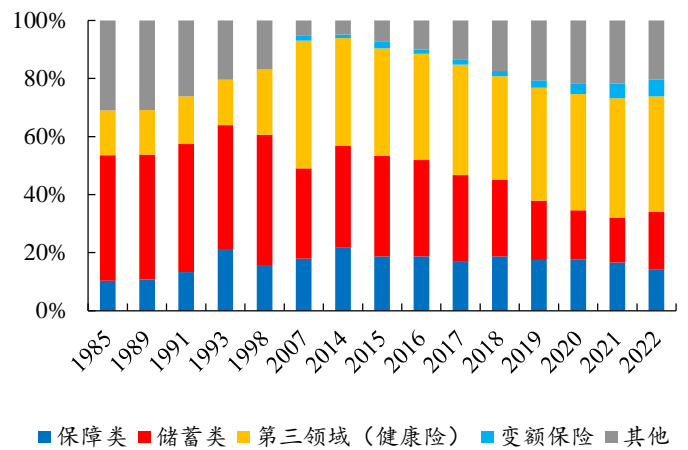
(3) 政策端：2001 年日本放开大规模寿险、财险公司对健康险限制，外资保险公司通过银行、电话、网络等新渠道积极开拓第三领域业务。

图14: 日本经历从两全到健康+储蓄险为主的产品变迁



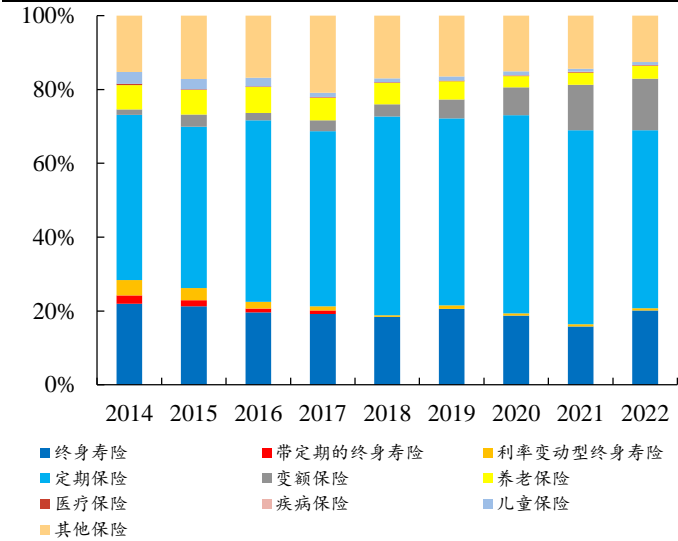
数据来源：万峰《日本寿险业研究》、LIAJ、开源证券研究所
注：数据为日本寿险业个人业务新单契约数量结构

图15: 日本寿险行业 2000 年后健康险占比提升



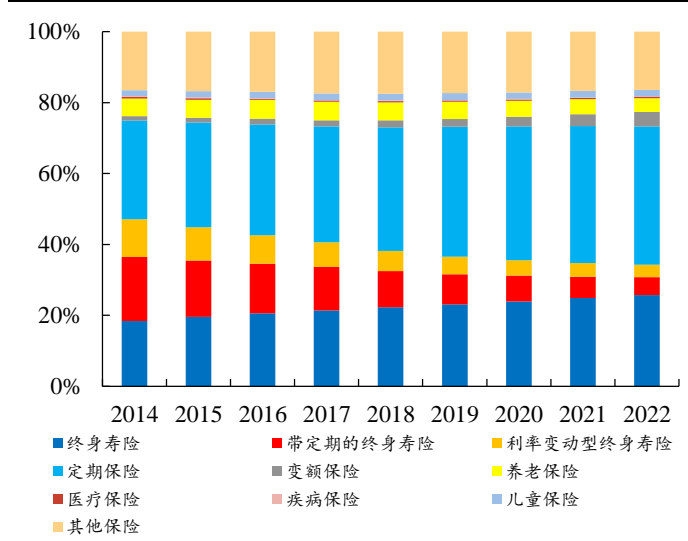
数据来源：万峰《日本寿险业研究》、LIAJ、开源证券研究所
注：数据为日本寿险业个人业务新单契约数量结构；将定期保险、儿童保险归类为保障类产品；终身寿险、两全保险、养老保险归类为储蓄型产品；医疗保险和疾病保险归类为健康险。

图16: 近年日本寿险业新单保费中定期寿险占比较高



数据来源：LIAJ、开源证券研究所
注：数据为日本寿险个人业务新单保费结构

图17: 近年日本寿险业总保费以终身和定期寿险为主

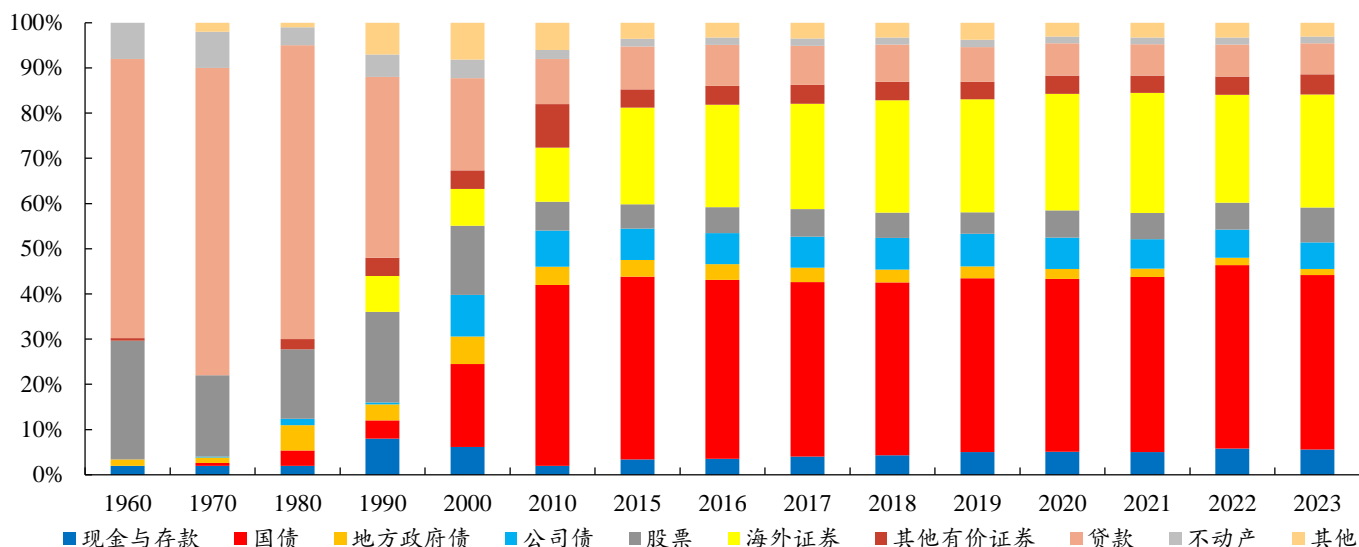


数据来源：LIAJ、开源证券研究所
注：数据为日本寿险个人业务保有业务的保费结构

1.3、资产端：固收拉长久期+交易配置，增配海外证券，稳定权益资产

寿险公司一般账户 90 年代压降贷款和地产，2000 年后增配固收和海外，2010 年后权益资产受益股市回暖先降后升。(1) 90 年代以前：贷款和股票两大类资产为主；(2) 1990-2010 年：增配国债和海外证券；(3) 2010 年后：固收/权益约 9:1。2023 年固收类占比约 86.4%：现金存款/国内债券/国外债券/贷款和地产等其他资产占比 2.3%/45%/24%/17%；2023 年权益类资产占比约 13.4%：国内股票 7.7%、国外股票 1.1%、其他证券 4.5%。

图18: 90年代后日本寿险业压降贷款和地产, 增配固收和海外, 稳权益



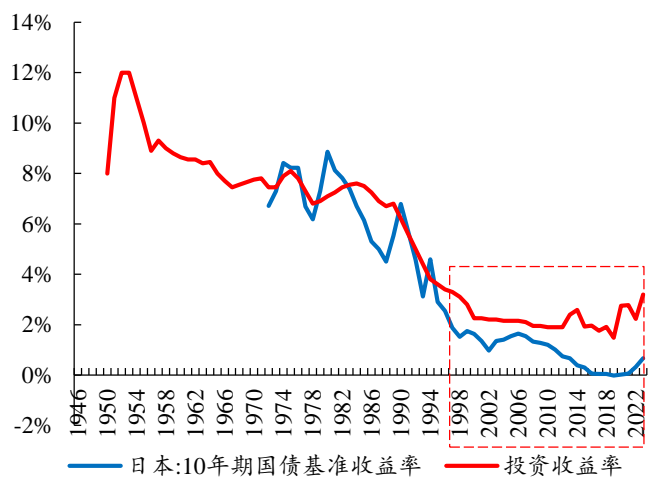
数据来源: 万峰《日本寿险业研究》、Wind、开源证券研究所

注: 2000年以前数据取自万峰《日本寿险业研究》模糊数据

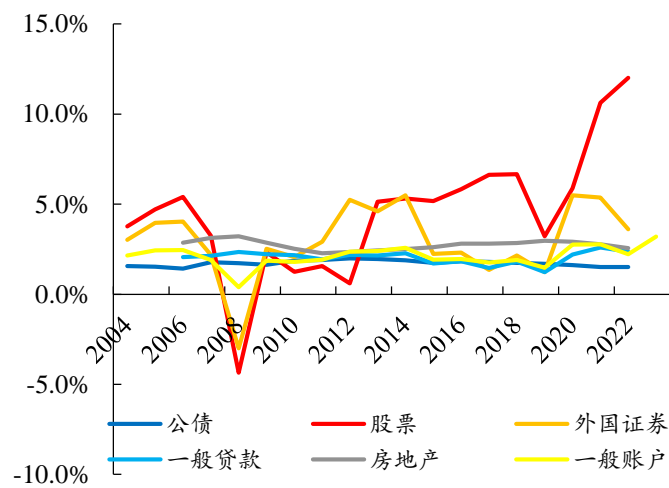
日本寿险业 2010 年长端利率快速下行后, 一般账户投资收益率仍高于 10 年期国债约 200bp。90 年代以来日本泡沫经济破灭后长端利率快速下降, 尤其在 2010 年以来日本 10Y 国债继续下降至“零利率”阶段, 投资收益率维持在 2% 以上。

图19: 日本险企一般账户收益率高 10Y 国债约 200bp

图20: 日本险企通过配置股票、海外证券、房地产等资产提高一般账户收益率



数据来源: 万峰《日本寿险业研究》、开源证券研究所



数据来源: LIAJ、开源证券研究所

我们认为 2010 年日本寿险业资产端趋稳的原因: 固收拉长久期+交易配置 (70bp), 国内权益上行 (30bp), 增配海外证券 (70bp), 超额 10Y 国债 190bp。

(1) 国内债券: 2011-2022 平均收益率 1.8%, 占比 50%, 拉长资产久期+交易配置, 加权超额 10Y 国债 0.7%;

(2) 国外证券: 2011-2022 平均收益率 3.5%, 占比 22%, 欧美发达地区+债券为主, 票息收益超 3%, 加权超额 10Y 国债 0.7%;

(3) 国内股票：2011-2022 平均收益率 5.7%，2011 年后股市上行加权超额 10Y 国债 0.3%。

图21：2011-2022 年日本寿险投资收益率超额 10Y 190bp，国内债券（70bp）、国外证券（70bp）、国内股票（30bp）

资产结构	2006	2010	2014	2018	2022	2006-2010	2011-2022	平均值
现金和存款等	3.8%	3.0%	3.4%	4.3%	5.8%	3.3%	4.1%	3.9%
债券（国内）	33.4%	52.9%	51.1%	48.0%	48.4%	45.0%	49.9%	48.5%
股票（国内）	14.7%	5.1%	6.2%	5.6%	5.9%	8.4%	5.7%	6.4%
债券（国外）	16.8%	12.7%	18.3%	23.6%	22.8%	14.0%	20.6%	18.8%
股票（国外）	2.0%	1.5%	1.7%	1.3%	1.0%	1.7%	1.4%	1.5%
其他证券	6.8%	5.1%	4.3%	4.1%	4.0%	5.7%	4.3%	4.7%
贷款	15.9%	13.7%	10.0%	8.2%	7.1%	15.3%	9.0%	10.7%
房地产	3.0%	2.1%	1.7%	1.6%	1.5%	2.5%	1.7%	1.9%
其他证券	3.6%	3.8%	3.3%	3.3%	3.3%	4.0%	3.4%	3.5%
总资产	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

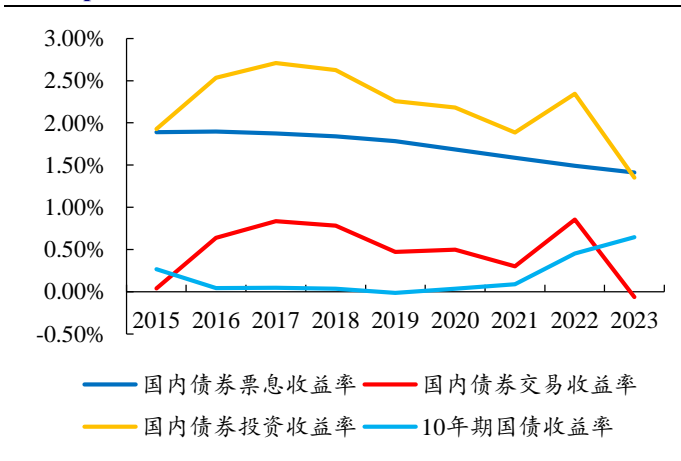
投资收益率	2006	2010	2014	2018	2022	2006-2010	2011-2022	平均值
债券（国内）	1.4%	1.9%	1.9%	1.8%	1.5%	1.7%	1.8%	1.7%
股票（国内）	5.4%	1.3%	5.3%	6.7%	12.0%	3.3%	5.7%	5.0%
外国证券	4.0%	2.1%	5.5%	2.2%	3.6%	2.8%	3.5%	3.3%
一般贷款	2.1%	2.2%	2.3%	1.8%	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%
房地产	2.9%	2.5%	2.5%	2.9%	2.6%	2.9%	2.7%	2.7%
一般账户	2.5%	1.8%	2.6%	1.9%	2.2%	1.7%	2.2%	2.1%
日本10年期国债	1.65%	1.20%	0.38%	0.04%	0.33%	1.4%	0.3%	0.6%

超额加权收益率-10Y国债	2006	2010	2014	2018	2022	2006-2010	2011-2022	平均值
债券（国内）		0.3%	0.8%	0.8%	0.5%	0.1%	0.7%	0.5%
股票（国内）		0.0%	0.3%	0.4%	0.6%	0.1%	0.3%	0.3%
外国证券		0.1%	0.9%	0.5%	0.7%	0.1%	0.7%	0.5%
一般贷款		0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
房地产		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
一般账户		0.6%	2.2%	1.9%	1.9%	0.3%	1.9%	1.5%

数据来源：Wind、LIAJ、开源证券研究所

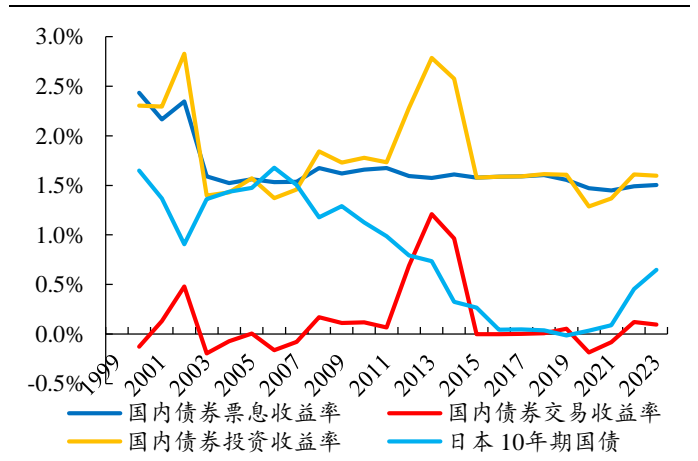
策略一：固收资产拉长久期+择时交易配置。日本寿险公司在长端利率快速下行后拉长资产久期+交易配置，使得债券投资收益率始终超额 10Y 国债收益率。我们拆解日本第一生命保险 2015-2023 年债券平均投资收益率 2.20%，超额 10Y 约 200bp，其中平均票息收益率为 1.72%，平均交易收益率为 0.48%。明治安田 2000-2023 年债权平均投资收益率 1.80%，超额 10Y 约 100bp，平均票息收益率 1.66%，平均交易收益率 0.14%。

图22：2015 年以来第一生命债券通过交易贡献超额收益约 50bp



数据来源：日本第一生命保险公司历年年报、开源证券研究所

图23：明治安田在 2012-2014 年利率下行阶段交易配置收益率明显提升

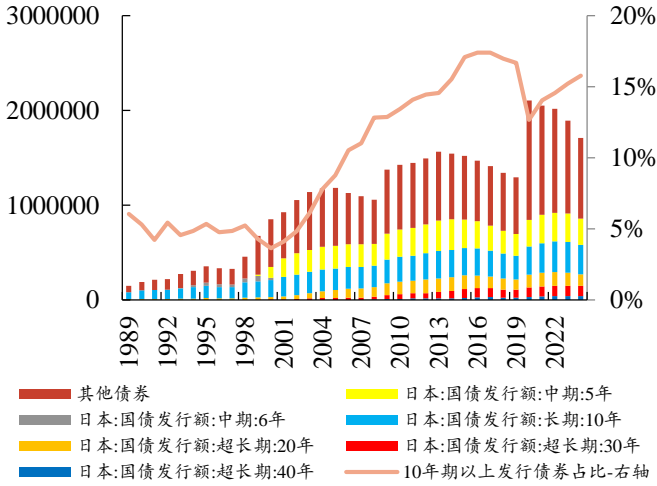


数据来源：日本明治安田保险公司历年年报、开源证券研究所

固收资产拉长久期，得益于日本超长债供应持续且期限溢价可观。2000 年以来日本政府加大超长期国债发行用于刺激实体经济，20-40 年超长期国债每年发行额占比持续提升，自 2000 年 4%提升至 2023 年 15%，为日本寿险公司提供充足的长久期资产。我们测算 1999 年-2023 年，日本 30Y 国债相较 10Y 国债的平均期限溢价约 86bp，

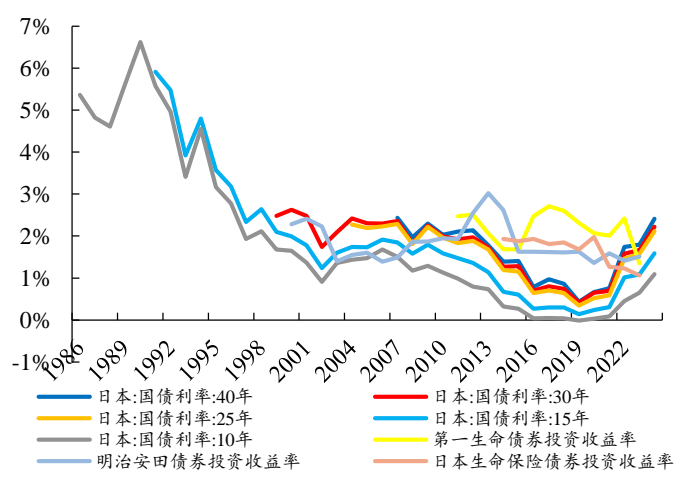
寿险公司增配长久期债券相较 10Y 国债赚取一部分期限溢价。我们预计日本超长期债券的期限溢价一方面来自充足超长债供应，另一方面来自日本量化宽松货币政策造成 10Y 国债快速下行。

图24：90年代以来日本10年期以上债券发行额占比持续提升（单位：亿日元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

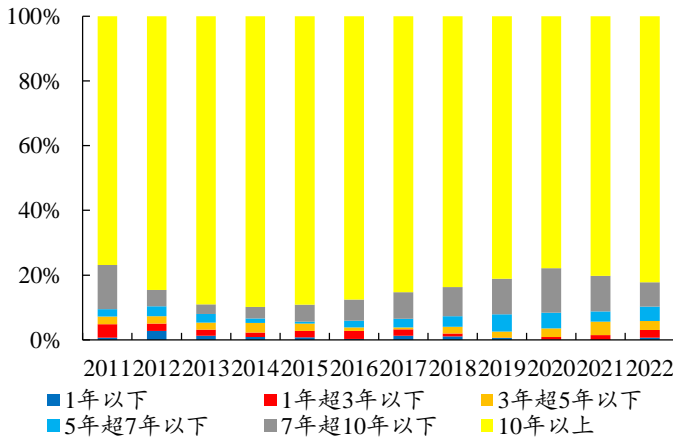
图25：日本各寿险公司拉长久期提升固收资产收益率



数据来源：Wind、各公司年报、开源证券研究所

寿险公司主动拉长资产久期。日本第一生命保险配置10年期以上国债比重从2011年76.9%提升至2022年82.2%。2023年日本明治安田10年期及以上债券占比为66%。

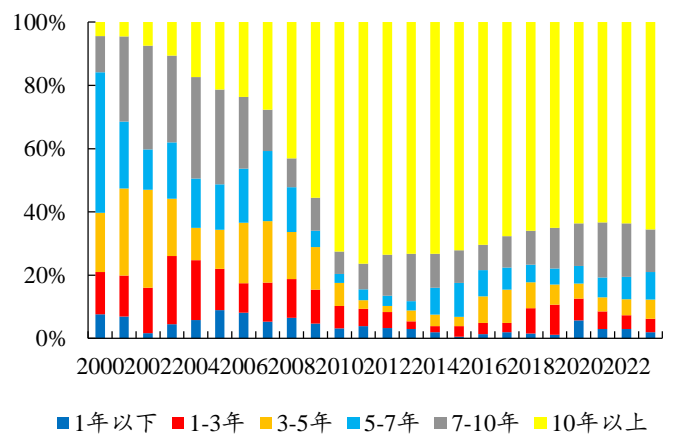
图26：日本第一生命国债10年期及以上比重从2011年76.9%提升至2022年82.2%



数据来源：日本第一生命保险公司历年年报、开源证券研究所

注：此数据为日本第一生命保险债券资产余额期限结构

图27：2000年以来明治安田持续加大长久期债券配置



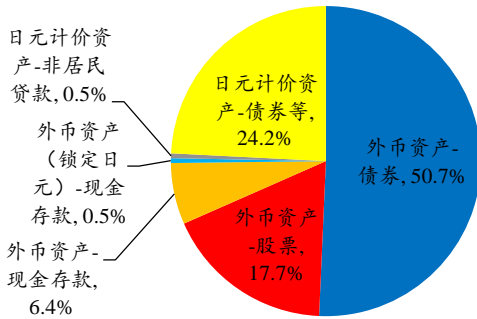
数据来源：日本明治安田保险公司历年年报、开源证券研究所

注：此数据为日本第一生命保险债券资产余额期限结构

策略二：增配海外证券赚取超额票息，债券资产为主，集中欧美地区。90年代后日本国内资产价格下跌，长端利率下行，寿险公司寻求海外投资机会，海外证券中占比从1990年约8%提升至2023年25%，2023年债券和股票分别占比23.9%和1.1%。我们以第一生命保险公司为例研究日本寿险公司海外资产配置策略。**(1) 固收类：主要配置欧美发达市场债券，**国外存量债券资产的到期收益率超3%，明显高于国内债券资产；但海外债券受全球货币政策、汇率及信用风险影响收益率波动较大。**(2)**

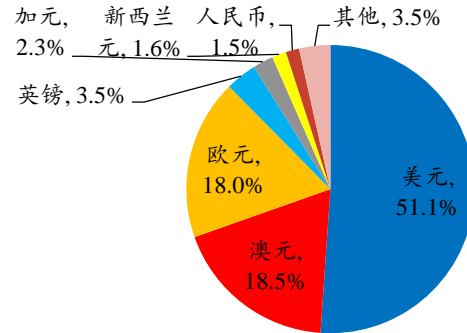
权益类：集中布局欧美市场股票，近年寻求南美洲等发展中国家资本市场上行机遇。

图28：2022年第一生命海外资产主要为外币和日元计价债券、股票、存款



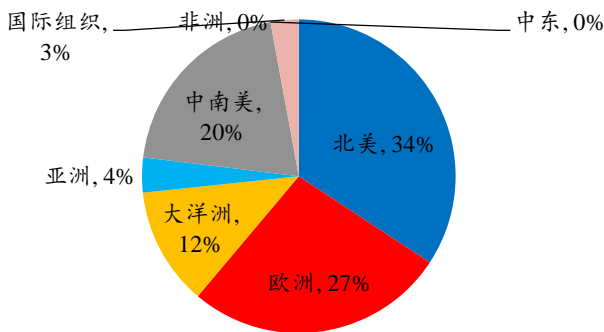
数据来源：Wind、日本第一生命保险年度报告、开源证券研究所

图29：2022年第一生命海外资产主要为美元、澳元、欧元



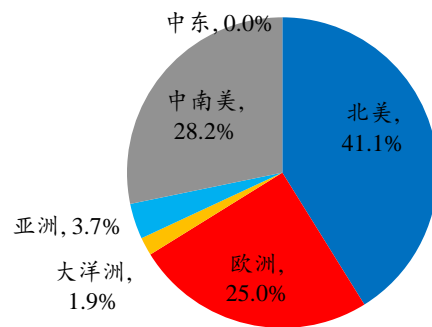
数据来源：Wind、日本第一生命保险年度报告、开源证券研究所

图30：2022年海外债券布局北美、欧洲、南美等区域



数据来源：Wind、日本第一生命保险年度报告、开源证券研究所

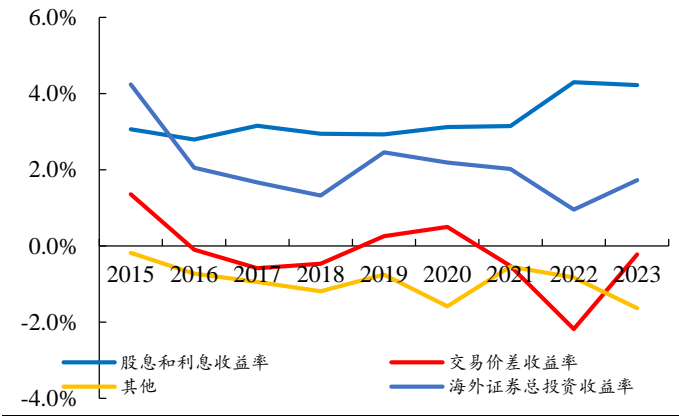
图31：2022年海外股票布局北美、欧洲、南美的区域



数据来源：Wind、日本第一生命保险年度报告、开源证券研究所

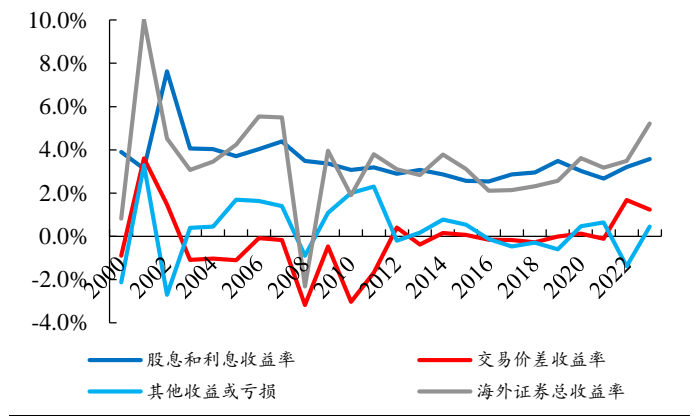
海外证券收益率：股息和利息收益率约 3%，交易收益率与全球债券指数关联，资本市场+货币政策+汇率造成其他波动。（1）股息和利息投资收益率：2011-2022 年第一生命保险国外存量债券资产到期收益率超 3%，贡献稳定票息收益；（2）**资本利得收益率**：受全球货币政策环境影响，债券指数价格涨跌影响公司海外证券交易配置收益率；（3）**其他波动**：受汇率波动+资本市场环境+全球债券信用风险等因素影响波动较大。

图32：日本第一生命海外证券资产股息和利息收益率稳定超3%



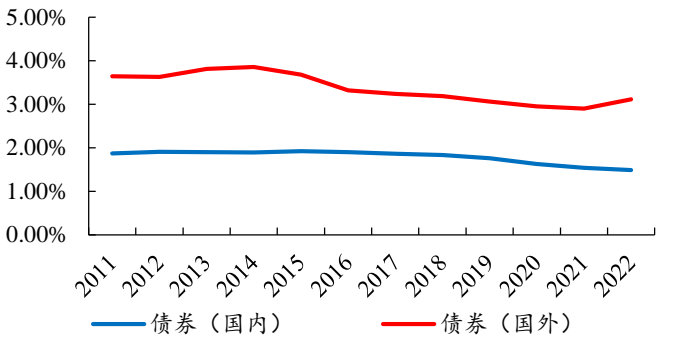
数据来源：日本第一生命保险公司历年年报、开源证券研究所

图33：明治安田海外证券股息和利息收益稳定，资本利得及其他波动较大



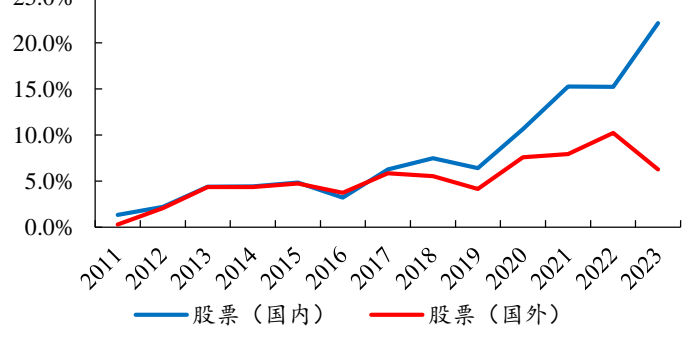
数据来源：日本明治安田保险公司历年年报、开源证券研究所

图34：近年日本第一生命国外债券到期收益率高于国内



数据来源：Wind、日本第一生命保险历年年报、开源证券研究所

图35：近年日本第一生命国内股票投资收益高于国外



数据来源：Wind、日本第一生命保险历年年报、开源证券研究所

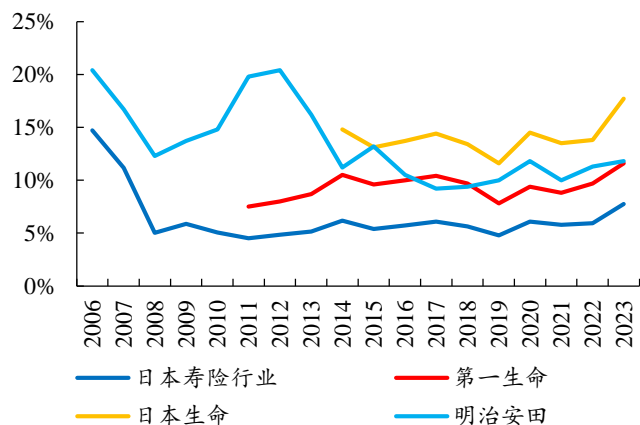
策略三：稳定权益配置比例，聚焦价值赛道，股息收益和资本利得双提升。

(1) 权益持仓：行业权益持仓相对保守，头部险企权益仓位相对较高。行业权益持仓从90年代开始逐步压降，自2008年5%开始逐步回升至2023年8%，头部险企权益资产占比相对较高，2023年日本生命、第一生命、明治安田分别占比18%、12%、12%。

(2) 权益配置策略：聚焦价值投资，权益投资收益率受大盘影响较弱。日本第一生命保险股票配置在制造业占比64%，重仓二级行业主要集中在电气设备、陆路运输、机械、食品、银行等领域，资产配置兼顾价值和成长领域。

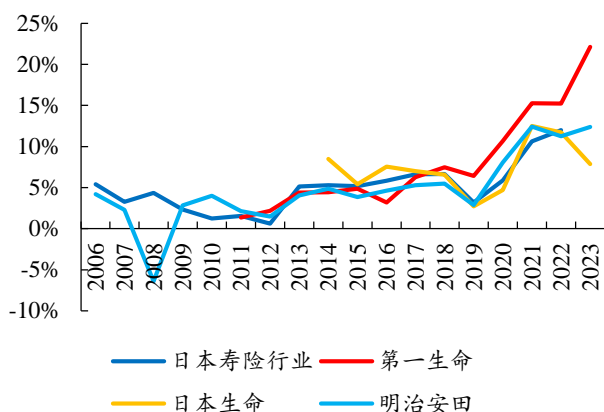
(3) 权益配置收益率：受益资本市场上行机遇，股息收益和资本利得收益双升。一般账户股票投资收益率中股息收益率自2015年3.4%提升至2023年8.6%，交易收益率受益股市上涨逐年提升，自2017年2.4%提升至2023年13.6%。

图36：2019年以来日本寿险业权益配置比例有所提升



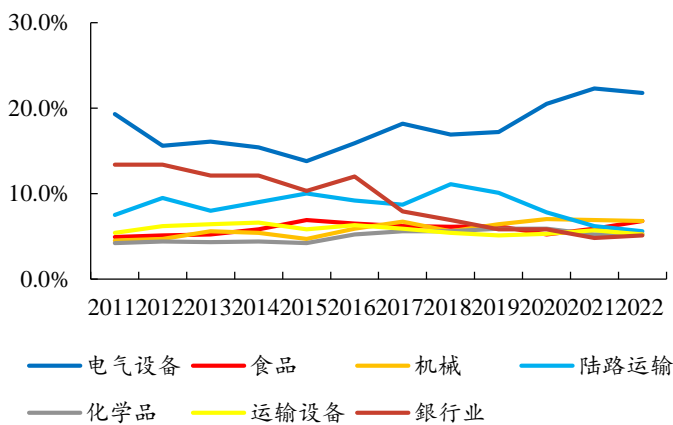
数据来源：LIAJ、各公司历年年报、开源证券研究所

图37：2011年以来日本寿险业权益资产收益率明显提升



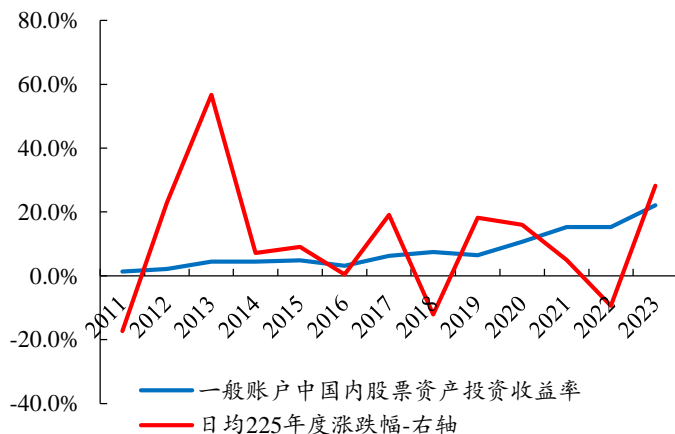
数据来源：LIAJ、各公司历年年报、开源证券研究所

图38：日本第一生命持股5%以上的行业主要为7类



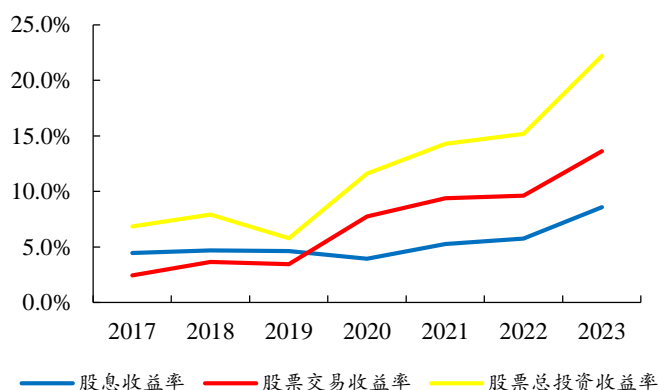
数据来源：Wind、日本第一生命保险历年年报、开源证券研究所

图39：日本第一生命保险国内股票收益率与大盘弱相关



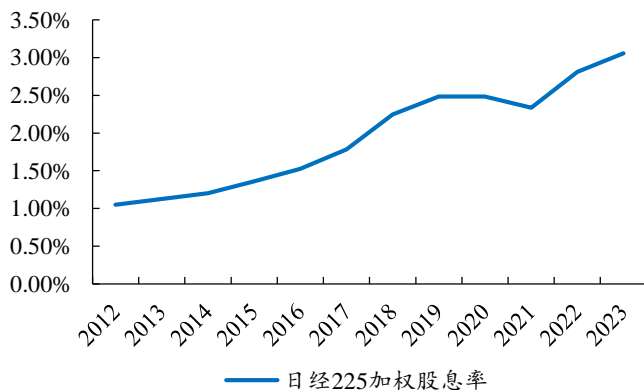
数据来源：Wind、日本第一生命保险历年年报、开源证券研究所

图40：日本通过配置高股息资产和交易赚取超额收益



数据来源：Wind、日本第一生命保险历年年报、开源证券研究所

图41：日经225成分股加权股息率自2012年1.05%提升至2023年3.06%



数据来源：Wind、开源证券研究所

综上，日本寿险行业在低利率环境下投资收益率趋稳主要通过：**固收资产拉长久期+交易配置，增配海外证券，稳定权益比例三项策略**。我们进一步研究日本第一生命、明治安田、日本生命保险等日本寿险公司龙头资产配置和超额收益率贡献，发现日

本龙头险企资产端实现 10Y 超额的原因基本遵循上述三种资产配置策略但各有侧重。

日本第一生命保险：国内债券收益率明显高于全行业平均水平，得益于长久期债券占比较高+稳健的交易能力带来历年交易配置收益率稳定在约 50bp。

(1) 国内债券：2011-2023 年平均资产占比 48%，年化投资收益率 2.2%，加权超额贡献 90bp，主要通过拉长久期+交易配置实现。

(2) 国内股票：资产占比约 9%，年化投资收益率 8%（近 4 年超 10%）。

(3) 国外资产：债券占比约 20%，2023 年有所下降，年化收益 2.0%，受全球货币政策+关联汇率影响，超额 160bp；权益占比 5%，年化收益 5.2%。

(4) 房地产：占比约 3%，平均年化收益率达 3.7%。

图42：日本第一生命国内外股票和地产收益率较高

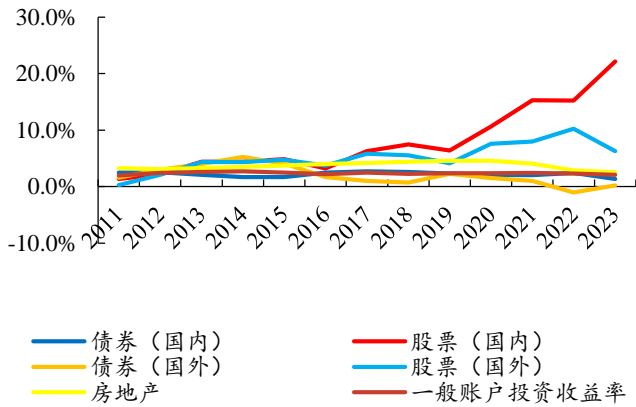
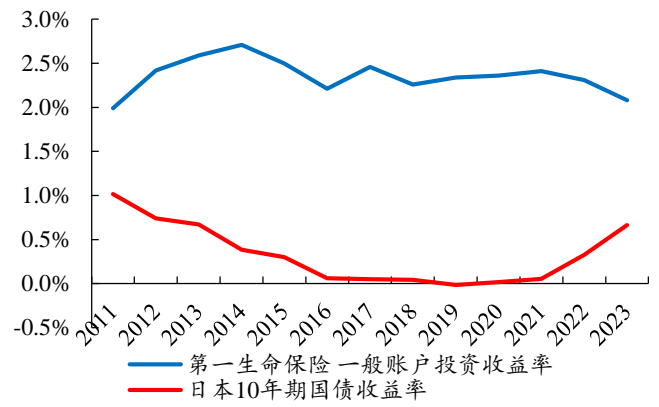


图43：日本第一生命较 10 年期国债具有明显超额收益



数据来源：Wind、日本第一生命保险历年年报、开源证券研究所

数据来源：Wind、日本第一生命保险历年年报、开源证券研究所

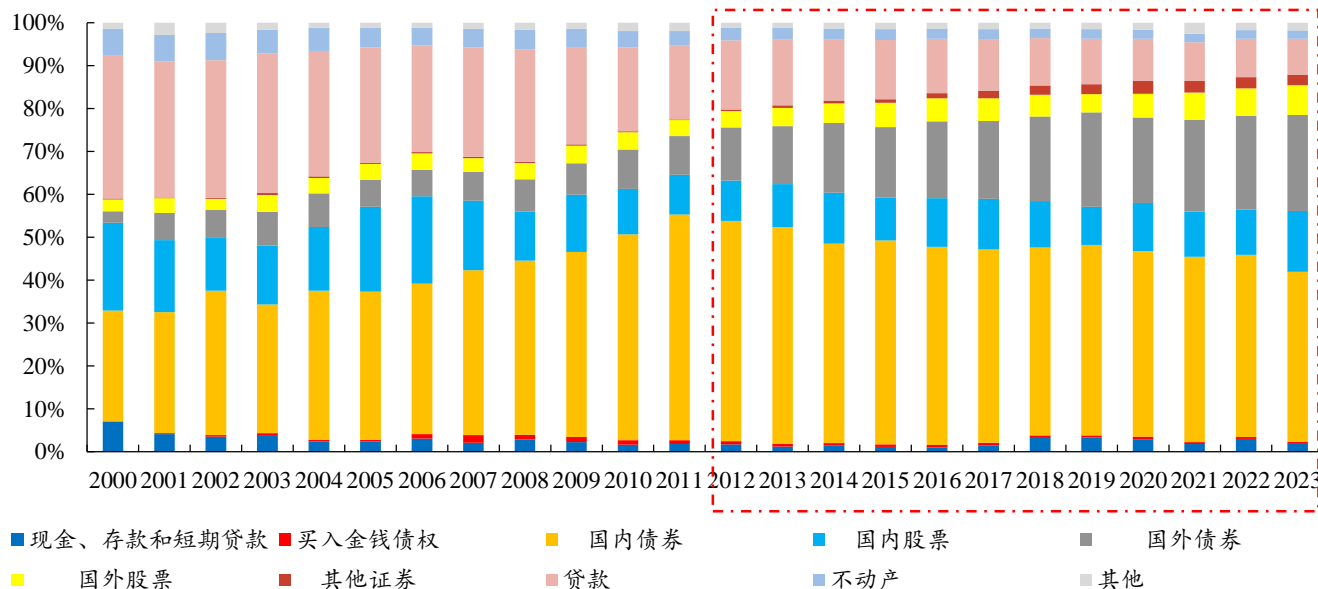
图44：日本第一生命保险增配国内债券和权益，超额 10Y 国债 200bp，国内外股票贡献超额

资产结构	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	平均值
现金和存款等	3%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	4%	3%	3%	4%	3%	3%
债券(国内)	51%	52%	49%	45%	47%	46%	45%	45%	45%	44%	47%	52%	52%	48%
股票(国内)	8%	8%	9%	11%	10%	10%	10%	10%	8%	9%	9%	10%	12%	9%
债券(国外)	16%	16%	18%	20%	20%	24%	24%	26%	26%	26%	23%	14%	11%	20%
股票(国外)	5%	5%	5%	7%	6%	4%	4%	3%	3%	4%	4%	5%	5%	5%
其他证券	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	4%	2%
贷款	11%	10%	9%	9%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	8%	9%	8%
房地产	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	3%	3%
其他资产	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	3%	2%	2%	2%
一般账户资产总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
投资收益率	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	平均值
现金和存款等	1.1%	1.5%	1.3%	1.5%	0.3%	1.1%	1.7%	0.2%	0.1%	0.4%	0.2%	0.4%	0.4%	0.8%
债券(国内)	2.5%	2.5%	2.1%	1.7%	1.7%	2.5%	2.7%	2.6%	2.3%	2.1%	2.0%	2.4%	1.4%	2.2%
股票(国内)	1.4%	2.2%	4.4%	4.4%	4.9%	3.2%	6.3%	7.5%	6.4%	10.7%	15.3%	15.3%	22.2%	8.0%
债券(国外)	1.6%	3.0%	4.0%	5.3%	4.1%	1.7%	1.0%	0.8%	2.3%	1.5%	1.0%	-1.0%	0.2%	2.0%
股票(国外)	0.3%	2.1%	4.4%	4.4%	4.7%	3.7%	5.8%	5.5%	4.2%	7.6%	8.0%	10.2%	6.3%	5.2%
贷款	2.4%	3.0%	2.5%	2.2%	2.2%	2.0%	2.0%	1.9%	1.7%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	2.0%
房地产	3.3%	3.1%	3.3%	3.5%	3.7%	4.0%	4.2%	4.4%	4.6%	4.6%	4.1%	2.9%	2.6%	3.7%
一般账户投资收益率	2.0%	2.4%	2.6%	2.7%	2.5%	2.2%	2.5%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%	2.3%	2.1%	2.4%
日本10年期国债收益率	0.99%	0.79%	0.74%	0.33%	0.27%	0.04%	0.05%	0.04%	-0.02%	0.04%	0.09%	0.45%	0.65%	0.34%
超额加权收益率-国债	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	平均值
现金和存款等	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
债券(国内)	0.8%	0.9%	0.7%	0.6%	0.7%	1.1%	1.2%	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	0.4%	0.9%
股票(国内)	-0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.4%	0.7%	0.3%
债券(国外)	0.1%	0.4%	0.6%	1.0%	0.8%	0.4%	0.2%	0.2%	0.6%	0.4%	0.2%	-0.2%	0.0%	0.3%
股票(国外)	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%
贷款	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
房地产	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
一般账户相对投资收益率	1.0%	1.6%	1.9%	2.4%	2.2%	2.2%	2.4%	2.2%	2.4%	2.3%	2.3%	1.9%	1.4%	2.0%

数据来源：日本第一生命保险公司历年年报、开源证券研究所

明治安田：寻求海外权益和债券投资机遇。2000-2010年压降贷款和不动产，同时增配固收和海外资产，2011年以后海外股票+海外债券占比均提升，国内股票受益股市上行占比稳增。增配国内债券和海外资产+稳权益，2011年后超额190bp，国内债券托底+国内股票和国内外债券贡献超额。

图45：明治安田在利差损阶段压降贷款和股票，增配固收和海外资产，2011年以后股票占比逐步上升



数据来源：日本明治安田保险公司历年年报、开源证券研究所

图46：增配国内债券和海外资产+稳权益，2011年后超额190bp，国内股票和国内外债券贡献超额

投资资产结构	2000	2003	2006	2008	2010	2011	2014	2017	2020	2023	2000-2010	2011-2023	2000-2023
现金和存款等	7.1%	4.3%	4.1%	3.9%	2.7%	2.7%	2.0%	2.1%	3.5%	2.3%	3.9%	2.6%	3.2%
债券（国内）	25.8%	29.9%	35.1%	39.7%	47.4%	52.4%	46.5%	45.1%	43.2%	39.5%	35.4%	45.8%	41.1%
股票（国内）	20.4%	13.7%	20.4%	11.2%	10.5%	9.2%	11.8%	11.8%	11.1%	14.2%	15.4%	10.7%	12.9%
债券（国外）	2.7%	7.8%	6.1%	7.4%	9.1%	9.0%	16.3%	18.1%	19.9%	22.3%	6.7%	17.7%	12.7%
股票（国外）	2.8%	3.9%	3.9%	3.7%	4.0%	3.7%	4.5%	5.3%	5.5%	6.9%	3.5%	5.2%	4.4%
其他证券	0.2%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.7%	1.8%	3.0%	2.5%	0.3%	1.6%	1.0%
贷款	33.4%	32.4%	24.8%	25.6%	19.3%	17.2%	14.2%	12.0%	9.8%	8.3%	27.5%	12.2%	19.2%
不动产	6.1%	5.5%	4.2%	4.5%	3.8%	3.3%	2.6%	2.3%	2.1%	1.9%	5.0%	2.4%	3.6%
其他资产	1.4%	1.6%	1.1%	1.6%	1.9%	1.9%	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%	1.6%	1.5%	1.6%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
投资收益率	2000	2003	2006	2008	2010	2011	2014	2017	2020	2023	2000-2010	2011-2023	2000-2023
现金和存款等	0.2%	0.2%	0.5%	0.9%	1.0%	0.7%	0.7%	0.5%	0.6%	5.2%	0.5%	1.1%	0.8%
债券（国内）	2.3%	1.4%	1.4%	1.9%	2.0%	1.9%	2.6%	1.6%	1.4%	1.5%	1.8%	1.9%	1.8%
股票（国内）	3.5%	-0.6%	4.2%	-6.4%	4.0%	2.1%	4.9%	5.3%	8.1%	12.4%	0.1%	6.1%	3.3%
债券（国外）	0.7%	2.3%	4.8%	-3.9%	1.1%	3.7%	3.3%	1.7%	2.9%	5.2%	3.0%	2.8%	2.9%
股票（国外）	1.0%	4.4%	7.3%	1.1%	3.5%	4.1%	5.4%	3.5%	6.3%	5.2%	5.1%	4.4%	4.7%
贷款	2.9%	2.6%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	1.5%	2.4%	2.3%	1.8%	2.0%
不动产	1.7%	1.5%	2.2%	2.3%	1.7%	1.6%	1.7%	2.0%	2.0%	1.8%	1.8%	1.9%	1.8%
一般账户投资收益率	2.4%	1.7%	2.2%	0.4%	2.0%	2.1%	2.7%	1.9%	2.3%	2.7%	1.7%	2.2%	2.0%
日本 10年期国债收益率	1.64%	1.35%	1.65%	1.32%	1.20%	1.01%	0.38%	0.05%	0.02%	0.66%	1.4%	0.3%	0.8%
超额加权收益率-10Y国债	2000	2003	2006	2008	2010	2011	2014	2017	2020	2023	2000-2010	2011-2023	2000-2023
现金和存款等	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
债券（国内）	0.1%	0.0%	-0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	1.0%	0.6%	0.5%	0.2%	0.1%	0.6%	0.3%
股票（国内）	0.3%	-0.3%	0.3%	-1.0%	0.3%	0.1%	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%	-0.2%	0.5%	0.3%
债券（国外）	0.0%	0.1%	0.1%	-0.4%	0.0%	0.2%	0.4%	0.3%	0.5%	0.6%	0.1%	0.4%	0.2%
股票（国外）	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%
贷款	0.4%	0.4%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
不动产	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
一般账户投资收益率	0.7%	0.3%	0.6%	-0.9%	0.8%	1.1%	2.3%	1.9%	2.3%	2.0%	0.3%	1.9%	1.2%

数据来源：日本明治安田保险公司历年年报、开源证券研究所

日本生命保险：国内外股票资产占比达23%，权益资产收益率高。日本生命保险国内和国外权益持仓占比较高，2014-2023年均值分别达14.1%和9.1%，明显高于国内

行业平均水平。公司国内外权益配置能力优异，2014-2023 年收益率均值达 7.5%和 4.8%，对应加权资产超额 10Y 国债收益率分别达 0.6%和 0.4%，在超额 10Y 国债 220bp 中实现 100bp 超额收益贡献。

图47：日本生命保险增配国内外权益资产，超额 10Y 国债 220bp，国内外权益资产贡献明显超额

资产配置结构	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	平均值
现金和存款等	2.4%	2.3%	2.2%	2.0%	2.0%	1.8%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.9%
债券（国内）	37.0%	37.6%	35.4%	34.3%	35.2%	36.3%	36.1%	37.4%	40.5%	37.1%	36.7%
股票（国内）	14.8%	13.1%	13.7%	14.4%	13.4%	11.6%	14.5%	13.5%	13.8%	17.7%	14.1%
债券（国外）	19.7%	21.6%	22.6%	22.1%	20.8%	20.9%	18.9%	18.3%	13.5%	14.4%	19.3%
股票（国外）	6.6%	6.0%	7.0%	7.6%	9.0%	9.3%	10.3%	11.1%	11.9%	12.1%	9.1%
贷款	13.7%	13.1%	12.2%	11.5%	11.1%	10.9%	10.2%	9.9%	10.5%	9.8%	11.3%
房地产	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.1%	2.5%
其中投资性房地产	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%	1.6%
一般账户资产总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100.0%

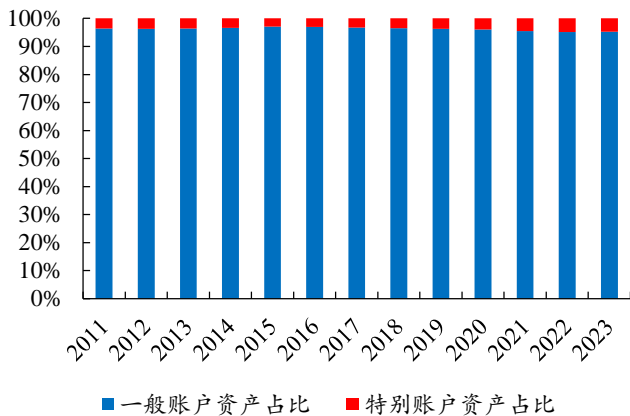
投资收益率	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	平均值
现金和存款等	0.8%	0.7%	0.5%	0.4%	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%
债券（国内）	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	1.9%	1.7%	2.0%	1.3%	1.2%	1.1%	1.7%
股票（国内）	8.5%	5.4%	7.5%	7.0%	6.6%	2.7%	4.7%	12.5%	11.7%	7.9%	7.5%
债券（国外）	3.1%	2.5%	1.1%	1.5%	1.4%	2.5%	4.1%	2.7%	-0.1%	2.2%	2.1%
股票（国外）	5.9%	6.0%	3.3%	4.1%	3.6%	4.0%	6.4%	5.4%	5.9%	3.1%	4.8%
贷款	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%	1.5%	1.5%	1.3%	1.4%	1.2%	1.3%	1.6%
房地产	2.7%	2.8%	2.9%	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%	2.7%
其中投资性房地产	4.2%	4.4%	4.5%	4.3%	4.3%	4.4%	4.3%	3.8%	3.8%	3.7%	4.2%
一般账户资产总计	2.8%	2.4%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	2.7%	2.8%	2.1%	2.0%	2.3%
日本10年期国债收益率	0.33%	0.27%	0.04%	0.05%	0.04%	-0.02%	0.04%	0.09%	0.45%	0.65%	0.2%

超额加权收益率-10Y国债	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	平均值
现金和存款等	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
债券（国内）	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.4%	0.3%	0.2%	0.5%
股票（国内）	0.7%	0.4%	0.7%	0.7%	0.6%	0.4%	0.4%	1.0%	0.6%	0.6%	0.6%
债券（国外）	0.5%	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%	0.8%	0.5%	-0.1%	0.2%	0.4%
股票（国外）	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.7%	0.6%	0.7%	0.3%	0.4%
贷款	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
房地产	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
一般账户资产总计	2.5%	2.2%	2.1%	2.2%	2.1%	2.1%	2.7%	2.7%	1.6%	1.4%	2.2%

数据来源：日本生命保险公司历年年报、开源证券研究所

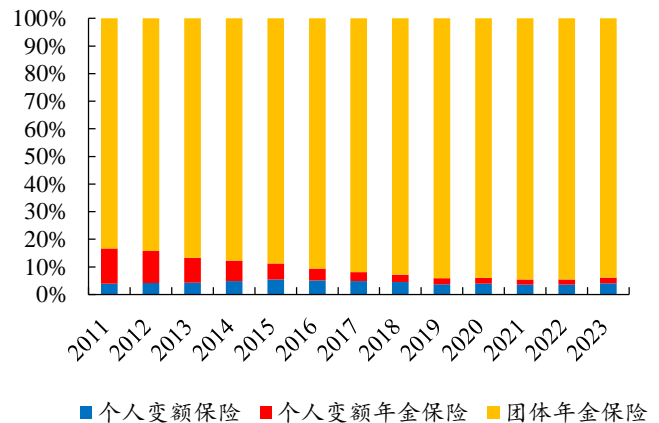
特别账户：以第一生命为例，特别账户占总资产约 5%，团体年金保险为主要负债端来源，权益资产配置超 50%。（1）特别账户（也称独立账户），占总资产比重约 5%，第一生命保险的独立账户以团体养老金业务为主。（2）2023 年特别账户中个人变额保险股票配置占比 58%，独立账户类别丰富且配置目标灵活，日本第一生命保险约 13 个独立账户投资选项，可配置国内外股票、债券等特定资产，投资收益率弹性较大。

图48：2023 年日本第一生命保险特别账户资产 5%



数据来源：Wind、日本第一生命保险历年年报、开源证券研究所

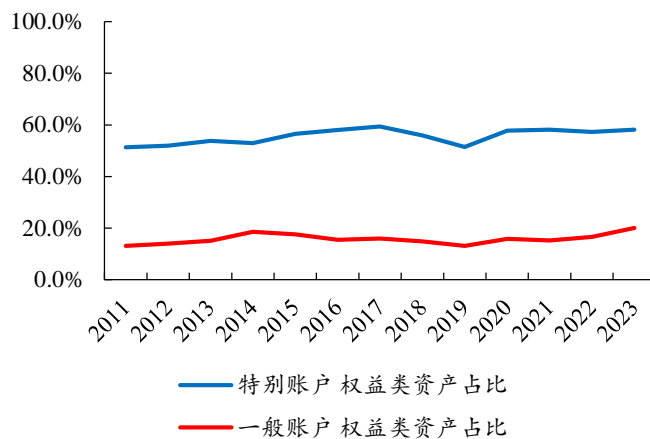
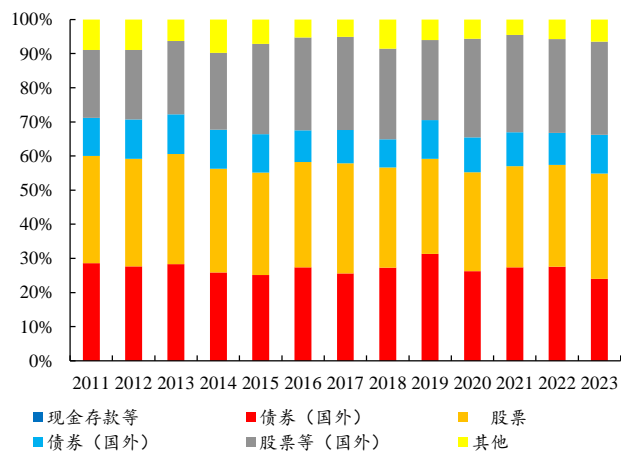
图49：日本第一生命特别账户以团体生命年金为主



数据来源：Wind、日本第一生命保险历年年报、开源证券研究所

图50：2023年日本第一生命保险公司个人变额保险特别账户中35%债券资产，58%股票资产

图51：日本第一生命特别账户权益持仓高于一般账户



数据来源：Wind、日本第一生命保险历年年报、开源证券研究所注：

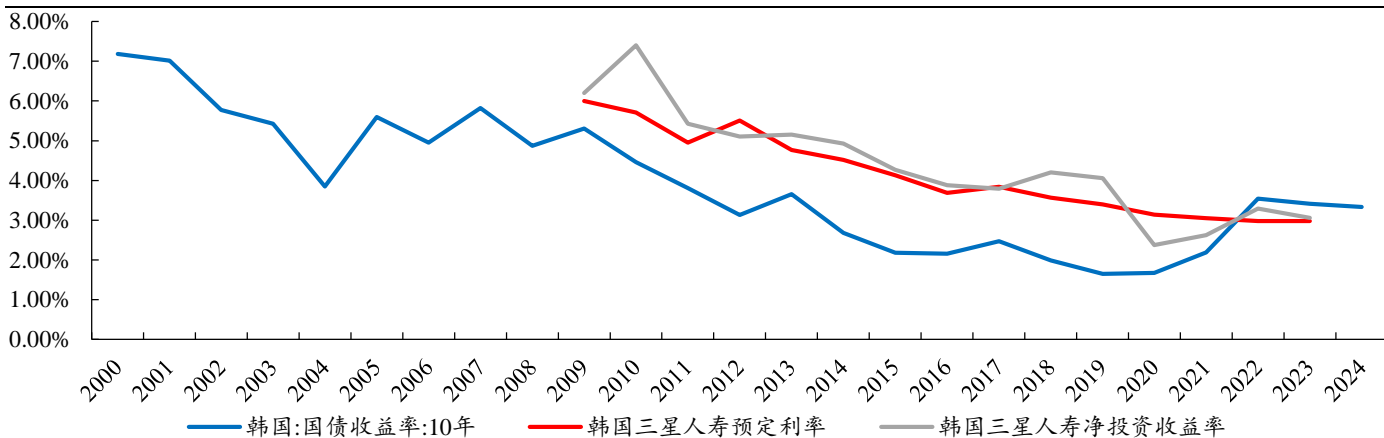
数据来源：Wind、日本第一生命保险历年年报、开源证券研究所

2、韩国篇：持续压降负债成本，久期匹配+增 OCI+稳贷款

2.1、利差分析：2009 年后长端利率下行，收益率与负债成本勉强覆盖

韩国寿险业利差分析：2009 年后长端利率下行，收益率与负债成本勉强覆盖。2000-2009 年韩国 10Y 国债处于高位，以三星人寿为例，2009 年韩国寿险产品预定利率约 6%，资产端投资收益率在利率高位+股市向好阶段，利差相对较稳；2010 年至今长端利率趋势下行，高成本存量负债成本，长端利率下行+股市波动下投资收益率有所下滑。

图52：2009 年长端利率下行，韩国三星人寿预定利率跟随下调，净投资收益率勉强覆盖负债成本

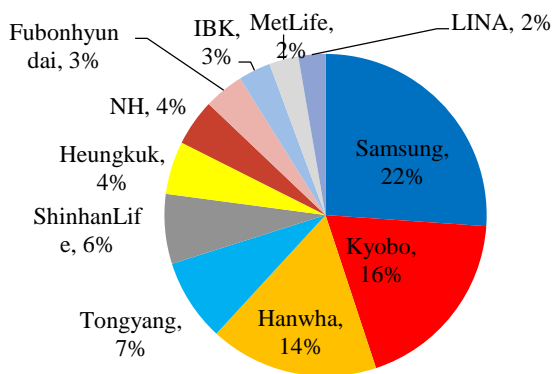


数据来源：Wind、韩国三星人寿、开源证券研究所

2.2、负债端：负债成本跟随 10Y 调降，浮动利率产品准备金占比提升

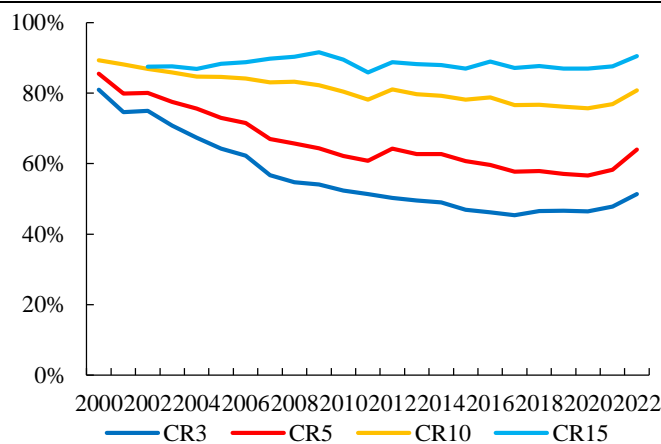
韩国寿险业保费集中度趋势下行后近年有所上升。韩国寿险业龙头公司主要为 SamsungLife、Kyobo、Hanwha 三家，2022 年保费收入占全行业份额分别为 22%、16%、14%。长趋势看，韩国寿险业保费集中度趋势下行，CR3/5/10 自 2000 年 81%/86%/89% 下降至 2022 年 51%/64%/81%，预计在长端利率下行负债成本高企背景下，韩国龙头寿险公司主动调整业务结构，保费增长速度有所放缓。

图53：2022 年韩国寿险业龙头主要为 Samsung 和 Kyobo



数据来源：韩国寿险业协会、开源证券研究所

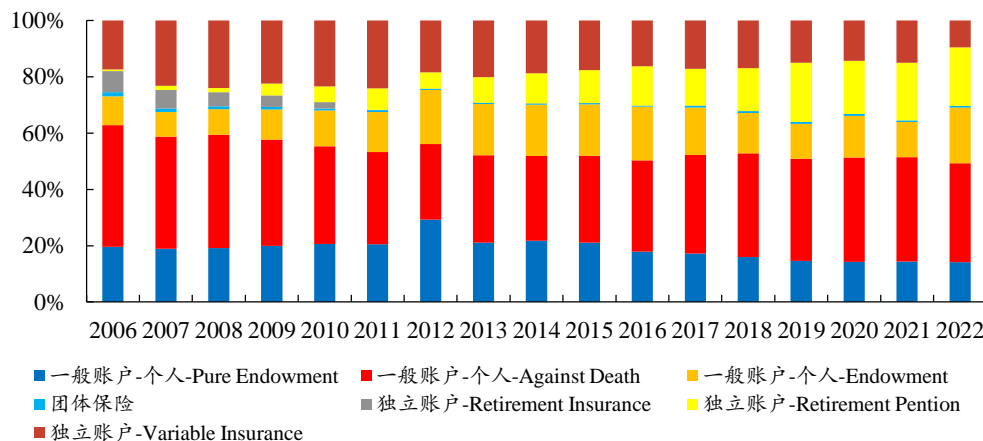
图54：韩国寿险业保费集中度下行后有所回升



数据来源：韩国寿险业协会、开源证券研究所

韩国寿险业产品结构重储蓄，一般+独立账户储蓄型保费占比 64%。韩国寿险业产品结构重储蓄，一般账户中生存年金（Pure Endowment）和年金（Endowment）达 34%，包含一般账户的退休养老金后，储蓄类保费占比 64%。

图55：韩国寿险业产品结构重储蓄，2022年一般+独立账户储蓄型保费占比 64%



数据来源：韩国寿险业协会、开源证券研究所

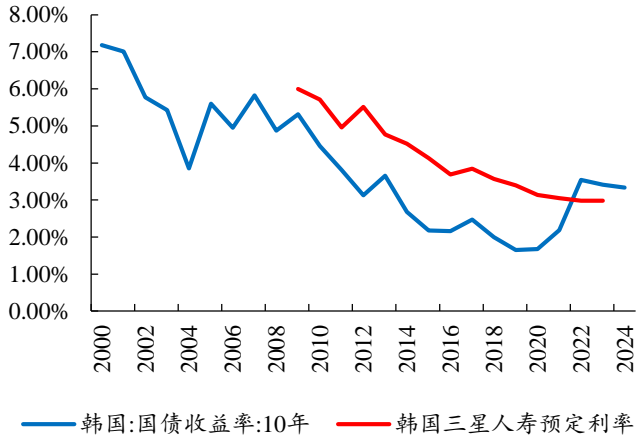
2000年2月韩国制定《保险产品管理规定》推动保险费率定价市场化，长端利率下行使三星人寿持续调降预定利率，2023年准备金必要回报率降至3.29%，根据2021年结构数据看，3%以下浮动利率保单占比62%，固定利率保单占比38%，其中超28%为预定利率在6%以上的保单。按一般账户净投资收益率看，韩国三星人寿投资收益率基本覆盖必要回报率。

图56：2023年韩国三星人寿一般账户负债成本3.29%，扣除生息资产收益率2.98%后负利差约30bp

原表述	转译	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Negative Spread A-B	利差	0.04	0.19	-0.30	-0.54	-0.54	-0.61	-0.62	-0.69	-0.74	-0.87	-0.92	-1.03	-1.04	-0.42	-0.31
Average Interest on Interest-earning assets A	生息资产平均收益率	6.00	5.71	5.51	4.96	4.77	4.52	4.13	3.84	3.69	3.57	3.40	3.14	3.05	2.98	2.98
Bonds	债券										3.18	3.01	2.81	2.71	2.71	2.68
Loans ¹⁾	贷款										4.53	4.40	3.98	3.88	3.86	3.92
Average Reserve Interest Rate	平均准备金回报率要求	6.04	5.90	5.81	5.50	5.31	5.13	4.75	4.53	4.43	4.44	4.32	4.17	4.09	3.40	3.29
Floating interest rate	浮动利率	4.57	4.46	4.47	4.17	3.94	3.78	3.24	2.95	2.91	3.04	2.92	2.76	2.70		
Fixed interest rate	固定利率	6.96	6.91	6.86	6.81	6.77	6.72	6.68	6.64	6.58	6.53	6.48	6.43	6.37		
· Over 6.0%	超6.0%	7.44	7.43	7.43	7.43	7.42	7.41	7.40	7.40	7.38						
· 6.0% and below	6.0%及以下	4.17	4.15	4.14	4.14	4.13	4.10	4.08	4.05	4.02						
Floating interest rate	浮动利率准备金占比			44%	50%	52%	54%	56%	57%	59%	60%	61%	61%	62%		
Fixed interest rate	固定利率准备金占比			56%	50%	48%	46%	44%	43%	41%	40%	39%	39%	38%		
Over 6.0%	超6.0%占比			46%	41%	39%	36%	34%	33%	32%	30%	29%	28%	28%		
6.0% and below	6.0%及以下占比			10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%		

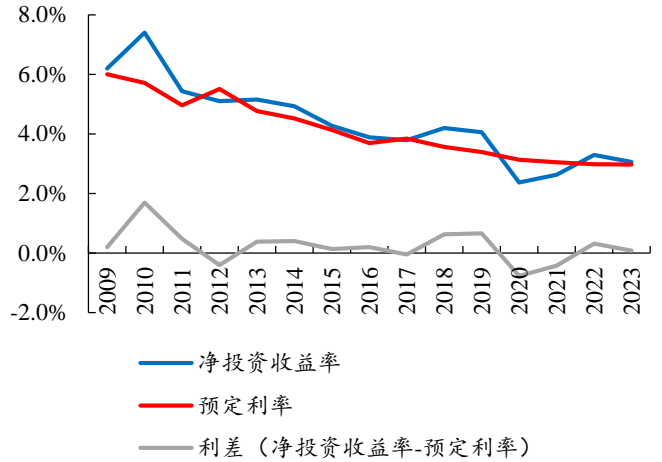
数据来源：韩国三星人寿历年年报、开源证券研究所

图57：韩国三星人寿一般账户预定利率跟随国债收益率下降而下调



数据来源：韩国三星人寿历年年报、Wind、开源证券研究所

图58：韩国三星人寿一般账户的净投资收益率基本覆盖预定利率

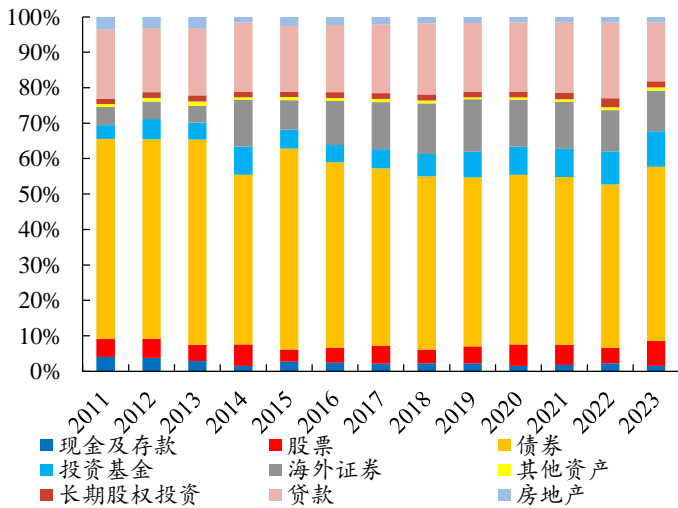


数据来源：韩国三星人寿历年年报、开源证券研究所

2.3、资产端：拉长资产久期匹配负债，稳贷款地产高收益，增配权益 OCI，

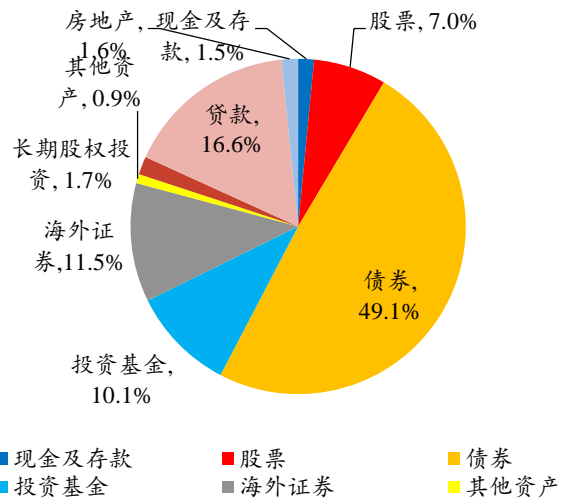
韩国寿险业一般账户：固收/权益占比约 8:2，贷款业务占比 16.6%，权益类资产和海外债券配置占比提升。(1) 2023 年现金存款/债券/权益类资产/房地产/贷款/海外证券占比分别 1.5%/49.1%/18.8%/1.6%/16.6%/11.5%。(2) 韩国允许保险公司对非投保人开展一般贷款业务，允许开展不动产担保贷款业务。

图59：韩国寿险业一般账户权益类和海外债券占比提升



数据来源：韩国寿险业协会、开源证券研究所

图60：固收/权益占比约 8:2，固收中贷款业务占比 16.6%



数据来源：韩国寿险业协会、开源证券研究所

2011-2023 年韩国三星人寿一般账户投资收益率达 3.5%，超 10Y 国债 80bp，主要通过债券（34bp）、贷款（33bp）、房地产（9bp）贡献。

(1) 债券：2011-2023 平均占比 53.3%，平均收益率 3.8%（超额 10Y 110bp），加权超额贡献 34bp；

(2) 贷款：平均占比 23%，平均收益率 5.2%，加权超额贡献 33bp；

(3) 房地产：平均占比 3.6%，平均收益率 7%，加权超额贡献 9bp。

此外，韩国三星人寿股票配置自 2011 年 14% 提升至 2023 年 22%，受韩国股市波动影响平均收益率 2.7%。受益凭证自 2011 年 2.4% 提升至 2023 年 8.2%，平均收益率达 5%。

图61：韩国三星人寿固收/权益占比约 8:2，债券稳定基本盘，股票/贷款/受益凭证/房地产贡献超额收益

资产结构	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	平均占比
现金及定期存款	2.3%	3.0%	2.8%	3.2%	1.8%	2.7%	2.2%	2.0%	2.6%	1.8%	2.1%	2.5%	1.3%	2.3%
股票（含长股投）	14.3%	14.2%	13.2%	12.3%	11.2%	11.4%	14.4%	10.6%	13.1%	16.7%	16.1%	16.1%	22.2%	14.3%
国内债券	48.3%	51.4%	52.8%	55.4%	56.3%	48.2%	44.1%	45.0%	44.7%	41.9%	38.9%	41.1%	42.1%	46.9%
海外债券	9.5%	7.4%	6.5%	5.1%	4.9%	4.3%	4.8%	5.9%	6.0%	6.1%	6.7%	7.5%	7.9%	6.3%
贷款	18.7%	16.7%	17.1%	17.0%	18.2%	27.0%	28.2%	29.7%	27.0%	26.9%	29.0%	24.6%	16.6%	22.8%
房地产	4.4%	4.0%	5.1%	4.6%	5.0%	4.2%	3.7%	3.6%	3.0%	2.7%	2.5%	1.7%	1.7%	3.6%
受益凭证	2.4%	3.2%	2.4%	2.1%	2.3%	1.9%	2.1%	2.5%	2.7%	3.1%	4.2%	6.5%	8.2%	3.4%
其他	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	1.0%	0.8%	0.5%	0.0%	0.0%	0.3%

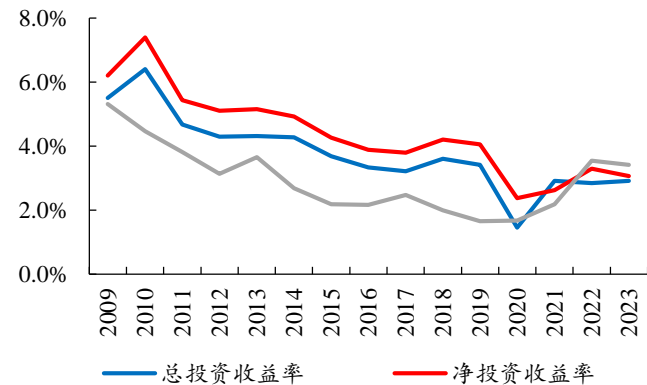
资产收益率	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	平均收益率
现金及存款	3.6%	3.3%	3.2%	1.7%	0.9%	0.6%	0.5%	0.7%	0.6%	-1.1%	0.5%	1.6%	1.2%	1.3%
股票	1.9%	1.2%	2.8%	4.3%	2.2%	1.8%	2.5%	3.9%	5.1%	1.7%	1.5%	3.9%	2.7%	2.7%
债券	5.0%	4.8%	4.5%	4.3%	3.8%	3.5%	3.4%	3.2%	4.0%	2.7%	2.6%	4.1%	3.0%	3.8%
贷款	7.4%	7.1%	6.6%	5.9%	5.4%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%	3.3%	3.9%	5.5%	3.9%	5.2%
房地产	4.4%	4.5%	4.3%	4.6%	6.2%	8.6%	5.2%	6.6%	7.3%	-5.7%	5.9%	27.7%	11.1%	7.0%
受益凭证	4.9%	4.5%	8.1%	6.9%	6.6%	1.7%	6.1%	4.4%	4.5%	3.8%	4.1%	6.0%	3.6%	5.0%
总投资收益率	4.7%	4.3%	4.3%	4.3%	3.7%	3.3%	3.2%	3.6%	3.4%	1.4%	2.9%	2.8%	2.9%	3.5%
10Y 国债	3.8%	3.1%	3.7%	2.7%	2.2%	2.2%	2.5%	2.0%	1.7%	1.7%	2.2%	3.5%	3.4%	2.7%

超额加权收益率-10Y 国债	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	平均收益率贡献
现金及存款	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.02%
股票	-0.2%	-0.2%	-0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.5%	0.01%
债券	0.5%	0.8%	0.3%	0.8%	0.8%	0.5%	0.3%	0.6%	0.8%	-0.2%	0.2%	-0.1%	-0.6%	0.34%
贷款	0.5%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.7%	0.5%	-0.1%	0.5%	-0.3%	0.3%	0.33%
房地产	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.2%	0.4%	0.09%
受益凭证	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.05%
总投资收益率	0.9%	1.2%	0.7%	1.6%	1.5%	1.2%	0.7%	1.6%	1.8%	-0.2%	0.7%	-0.7%	-0.5%	0.8%

数据来源：韩国三星人寿保险公司、开源证券研究所

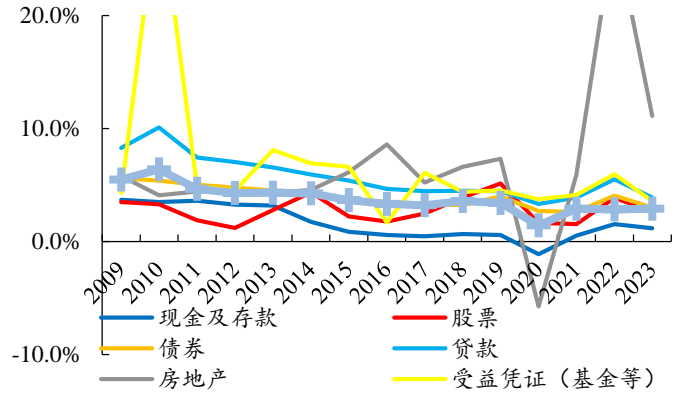
投资收益率：投资收益率较国债收益率高 80bp，受长端利率影响有所下滑。韩国三星人寿总投资收益率自 2009 年 5.5% 下降至 2023 年 2.9%，主要受长端利率下降约 200bp 影响。韩国三星人寿通过拉长债券久期、提高股票和基金等权益资产配置比例等方式提高收益率，同时维持贷款业务和投资性房地产等高收益业务。

图62：韩国三星人寿总投资收益率随 10Y 国债下行



数据来源：韩国三星人寿财务报告、开源证券研究所

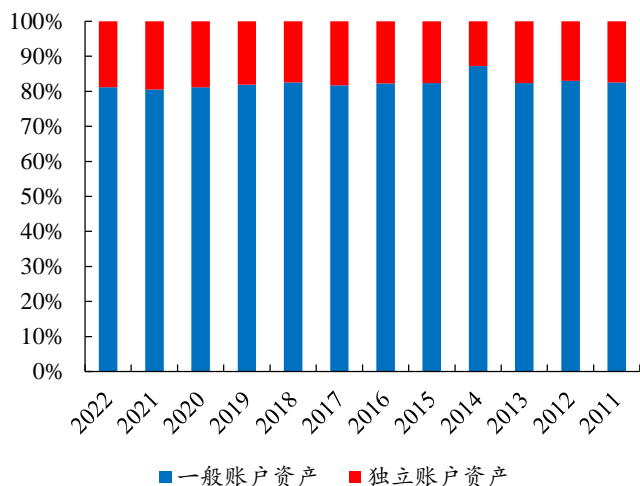
图63：韩国三星人寿贷款、基金、房地等收益率较高



数据来源：韩国三星人寿财务报告、开源证券研究所

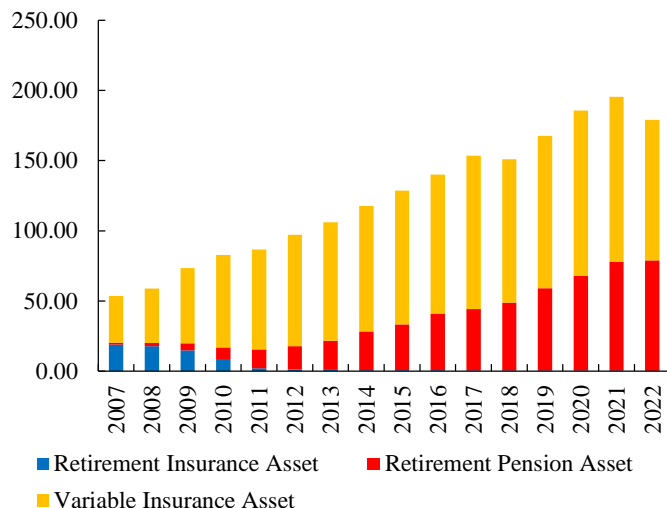
独立账户：资产占比约 20%，变额保险为负债端主要来源，权益持仓约 30%，收益率与股市高度挂钩。韩国寿险业独立账户资产占总体比重约 20%，相较日本的配置占比更高。变额保险和退休养老金为独立账户主要资产来源。2007-2022 年独立账户中现金存款/债券（含海外）/股票/基金/贷款平均比重 6%/45%/18%/16%/8%，权益类资产占比约 30%，配置灵活，投资收益率与股市高度挂钩。

图64：韩国寿险业资产类别中一般类和独立账户占比约 8:2



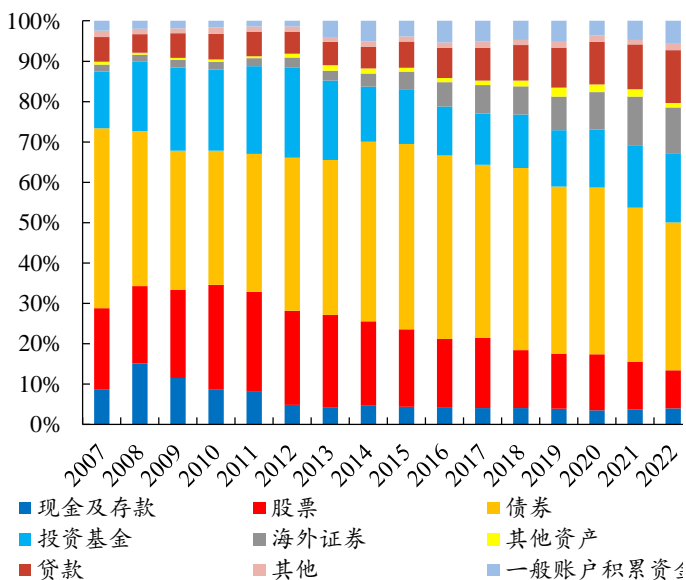
数据来源：韩国寿险业协会、开源证券研究所

图65：2022 年韩国独立账户中变额保险/退休养老金占比 56%/44%（单位：十亿韩元）



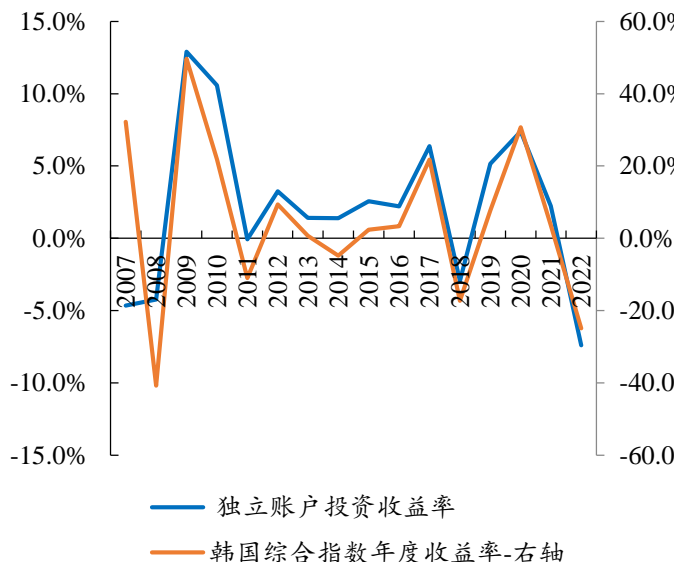
数据来源：韩国寿险业协会、开源证券研究所

图66：韩国寿险业独立账户中股票占比约 30%



数据来源：韩国寿险业协会、开源证券研究所

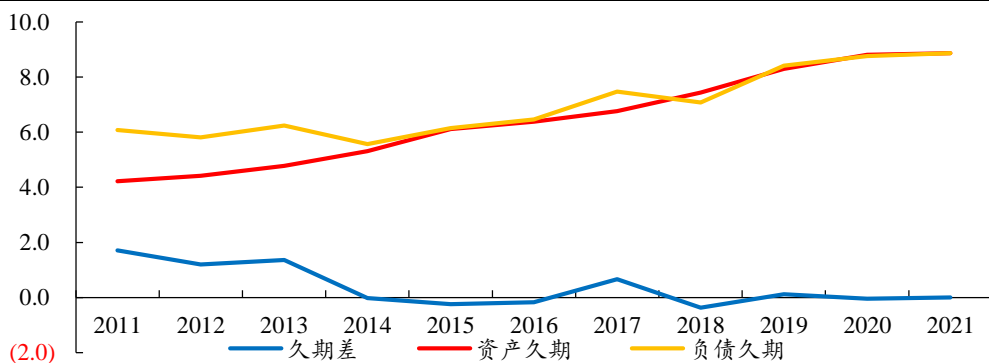
图67：韩国独立账户投资收益率与股市表现高度挂钩



数据来源：韩国寿险业协会、开源证券研究所

资产和负债久期基本在 9 年左右，三星人寿通过拉长负债久期降低久期差。(1) 资产久期：2021 年 8.87 年，其中债券 10.36 年，贷款 5 年，国外债券久期长于国内；(2) 负债久期：2021 年 8.87 年，负债久期逐渐拉长，固定利率保单在 13.56 年，浮动利率保单在 7.41 年。

图68：韩国三星人寿资产负债久期差较小（单位：年）



数据来源：韩国三星人寿历年年报、开源证券研究所

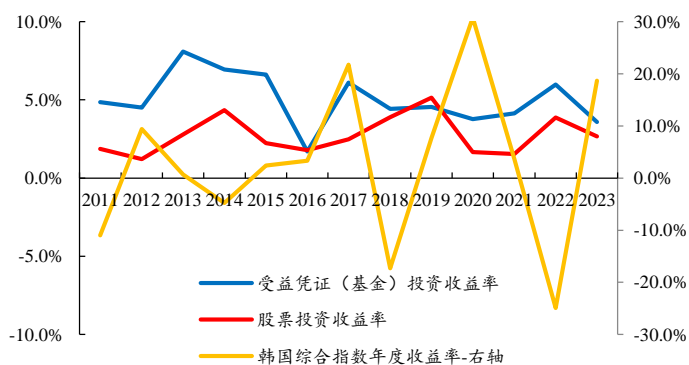
表3：韩国三星人寿拉长债券久期匹配负债久期（单位：年）

	2018	2019	2020	2021
久期差	-0.37	0.12	-0.04	0.00
资产久期	7.44	8.30	8.81	8.87
债券	8.98	9.66	10.31	10.36
国内债券	9.16	9.94	10.56	10.74
国外债券	10.13	11.70	11.68	11.40
贷款	3.63	4.73	4.87	5.03
负债久期	7.07	8.42	8.77	8.87
固定利率保单	12.57	12.79	12.75	13.56
浮动利率保单	4.69	7.37	7.95	7.41

数据来源：韩国三星人寿历年年报、开源证券研究所

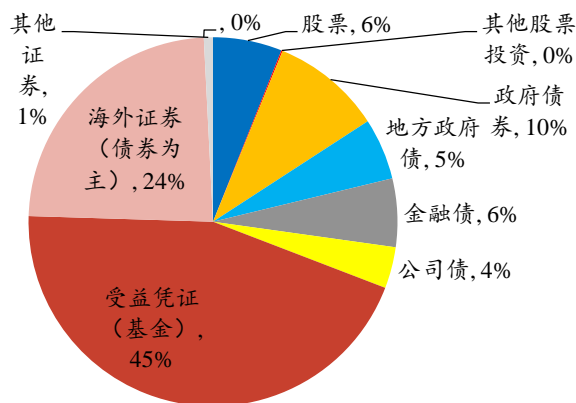
股票配置：约90%股票分类为FVOCI，大盘相关性较弱。股票配置中FVOCI占比88%，FVTPL占比6%，主要配置制造业和大金融领域，投资收益率与大盘指数表现相关性较弱。受益凭证收益率保持在约4%以上，主要为基金、信托、衍生品等产品，分类为FVTPL。

图69：韩国三星人寿股票投资收益率受股市影响较小



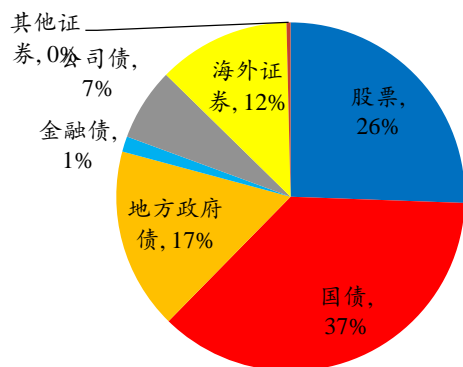
数据来源：韩国三星人寿历年年报、开源证券研究所

图70：2023年韩国三星人寿FVTPL资产以基金为主



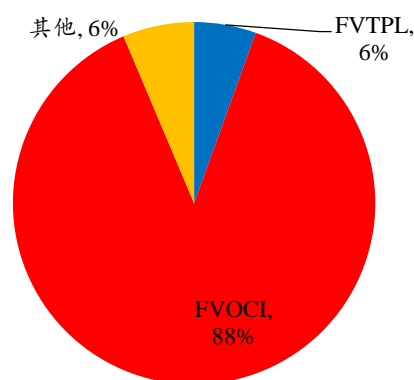
数据来源：韩国三星人寿公司2023年年报、开源证券研究所

图71：2023年韩国三星人寿FVOCI中股票占比26%



数据来源：韩国三星人寿公司2023年年报、开源证券研究所

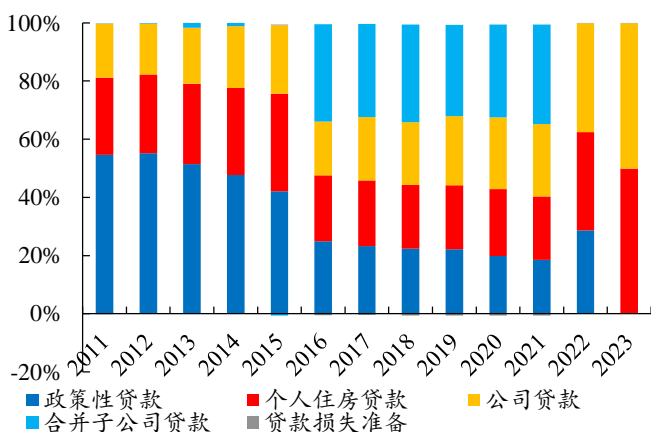
图72：2023年韩国三星人寿股票中FVOCI占比88%



数据来源：韩国三星人寿公司2023年年报、开源证券研究所

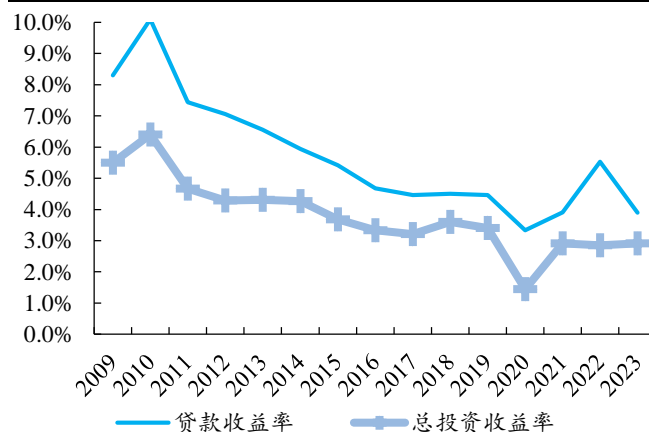
贷款业务：贷款投放多元，不良率较低，投资收益率较高。（1）贷款投放多元，可投放个人住房贷款、公司贷款、政策性贷款和合并子公司贷款。近年贷款业务逐步萎缩，占比自2016年27%下降至2023年17%，合并子公司贷款和政策性贷款有所萎缩。（2）不良率长期低于0.2%，贷款净收益率长期高于总投资收益率。

图73：韩国三星人寿贷款业务多元



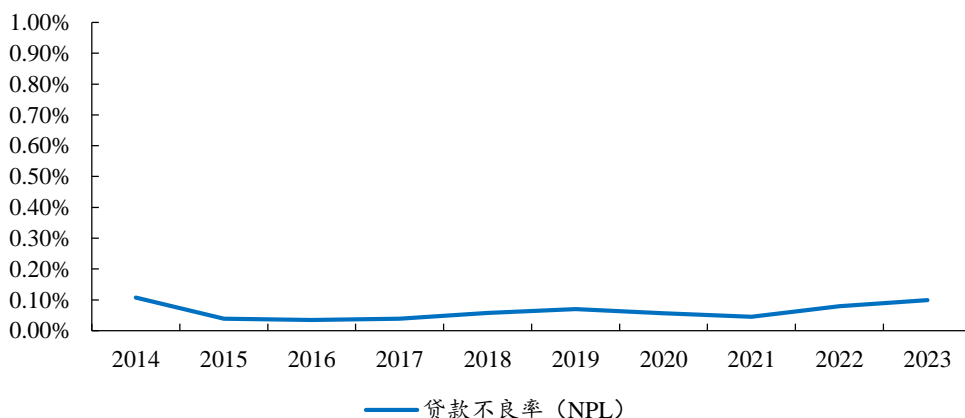
数据来源：韩国三星人寿公司2023年年报、开源证券研究所

图74：韩国三星人寿贷款业务收益率高于总投资收益率



数据来源：韩国三星人寿公司2023年年报、开源证券研究所

图75：韩国三星人寿贷款业务不良率较低



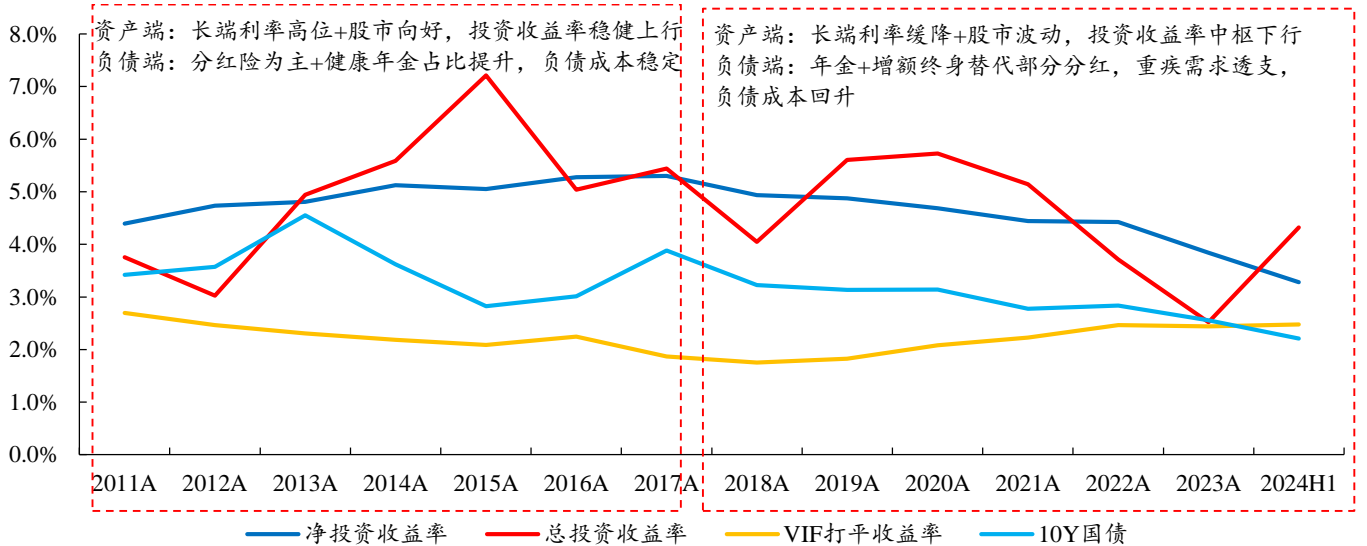
数据来源：韩国三星人寿财务报告、开源证券研究所

3、中国篇：监管呵护调降负债成本，利差损风险可控

3.1、利差分析：负债成本先降后升，净投资收益率有所下滑

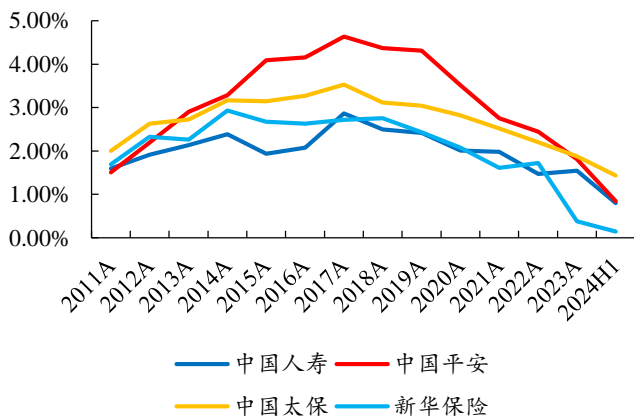
4家上市险企近年负债成本小幅回升+净投资收益率缓降，利差有所收窄。我们选取中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险四家公司分析寿险业利差情况：(1)资产端：2011-2023年净投资收益率平均超10Y国债149bp，受长端利率下行影响，自2017年5.3%下降至2023年3.8%，2024H1至3.28%。总投资收益率受股市影响波动较大，2024H1受益高股息资产和债市上涨带来公允价值变动收益高增。(2)负债端：负债成本下降后升，2024年或迎来拐点。2011年为2.7%，受益健康险等保障型保费快速增长，2019年降至1.83%，2019年以来储蓄型产品保费增长较快，2023年负债成本回升至2.44%，2024H1至2.48%。展望监管主动引导行业负债成本调降，连续两次下调预定利率与结算利率，NBV打平收益率已开始下降，我们预计2024年负债成本有望回落。

图76：4家上市险企平均净投资收益率自2017年缓降，负债成本有所回升，利差有所收窄



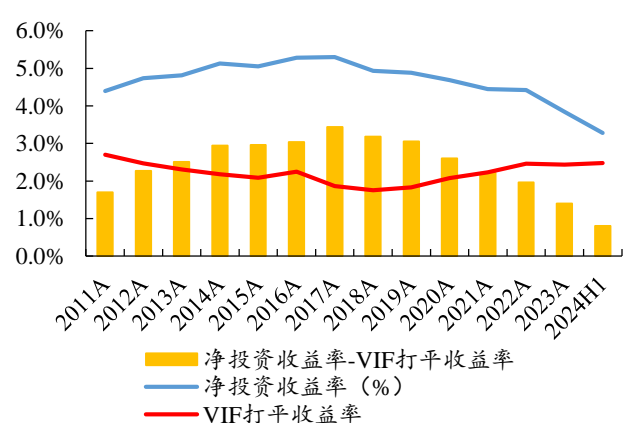
数据来源：各公司年报、Wind、开源证券研究所

图77：2017年以来上市险企净利差有所收窄



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

图78：近年4家险企VIF净利差有所收窄

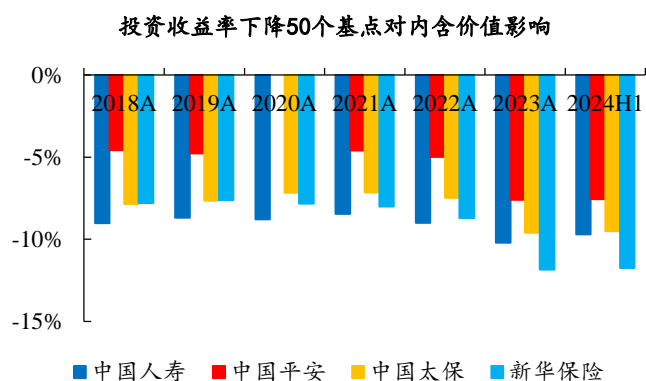


数据来源：各公司年报、开源证券研究所

3.2、负债端：负债成本先降后升，监管呵护下 2024 年迎来压降拐点

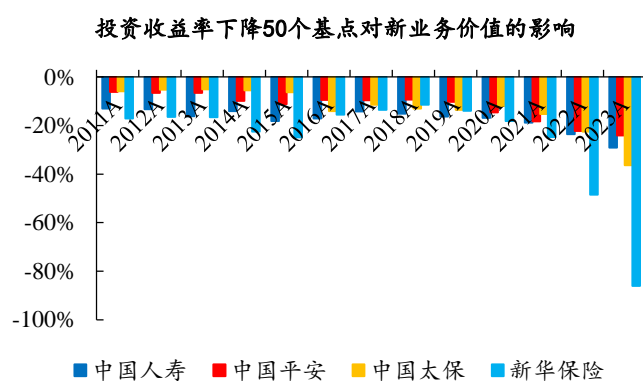
价值口径打平收益率测算基础：基于 NBV 和 VIF 对投资收益率的敏感性测算打平收益率。2019 年以来储蓄型产品和增额终身寿等高利差产品规模提高，高利差产品占比提高使得 NBV 受投资收益率变动的敏感性明显提高，导致 VIF 受投资收益率波动的敏感性提高。我们测算：(1) 2024H1 年投资收益率下降 50bp 造成上市险企 NBV 分别：新华保险-40%、中国太保-28%、中国人寿-22%、中国平安-21%。(2) 2024H1 年投资收益率下降 50bp 造成上市险企 VIF 分别：新华保险-35%、中国平安-24%、中国人寿-22%、中国太保-21%。

图79：近年 NBV 对投资收益率变动的敏感性提高



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图80：近年 VIF 对投资收益率的敏感性提高

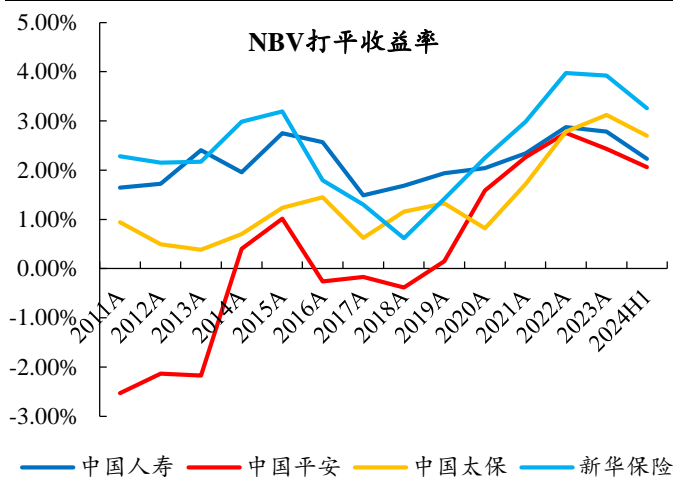


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

价值口径打平收益率：NBV 打平收益率为新增业务的最低收益率要求，VIF 打平收益率为历史存量业务的最低收益率要求。

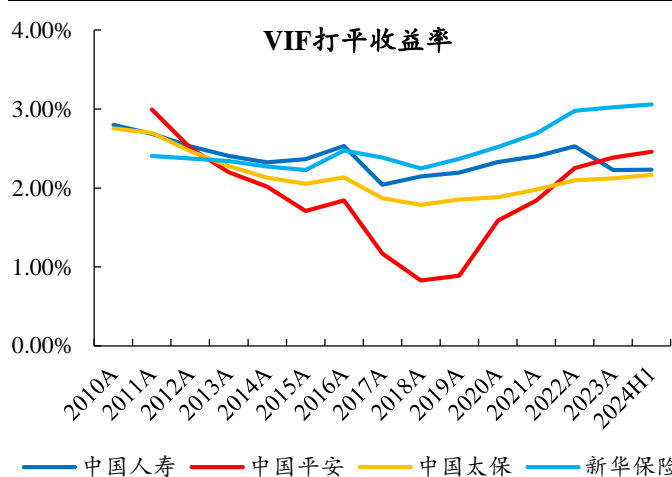
- VIF 打平收益率从存量+价值维度反映寿险公司的最低成本要求，可观反映寿险公司长期经营的利差损风险。
- **NBV 打平收益率：**2024H1 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险分别达 2.23%/2.06%/2.70%/3.26%，分别较 2023 年下降 55/37/42/66bp，4 家平均 NBV 打平收益率自 3.06%下降 50bp 至 2.56%。
- **VIF 打平收益率：**2024H1 中国人寿/中国平安/中国太保/新华保险分别达 2.23%/2.46%/2.17%/3.06%，较 2023 年末基本持平。
- 2023 年中国太保 NBV 打平提高但 VIF 打平收益率持平后较中国平安更低预计主因 2023 年中国太保贴现率对应投资收益率下调 1:4，中国平安 1:3。

图81：2024H1 上市险企 NBV 打平收益率开始下降



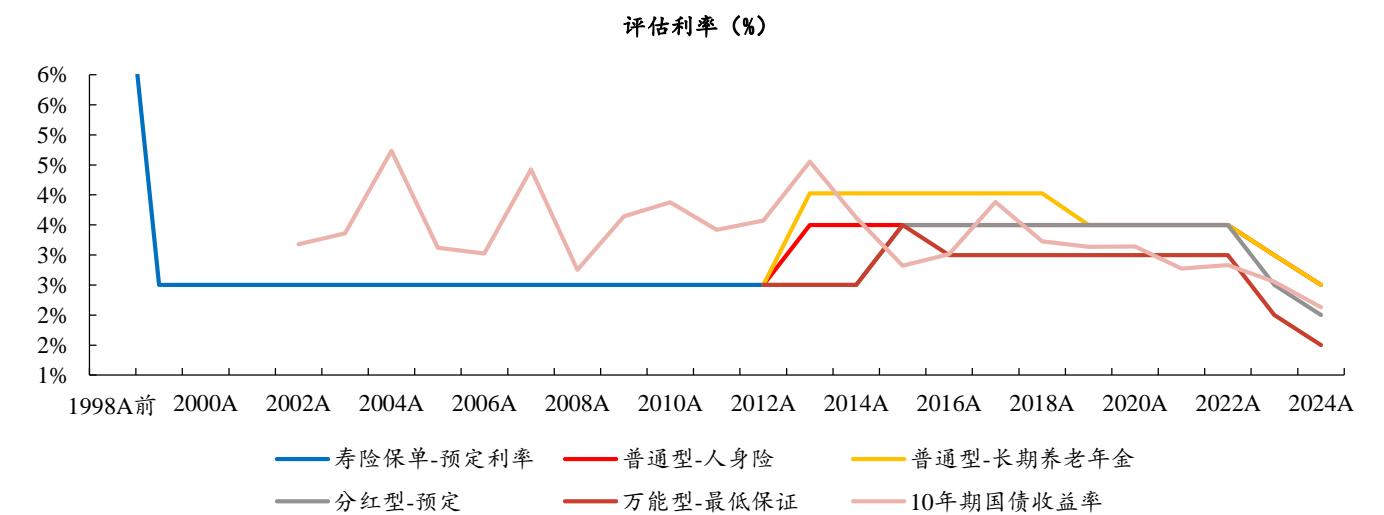
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图82：2024H1 上市险企 VIF 打平收益率趋稳



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

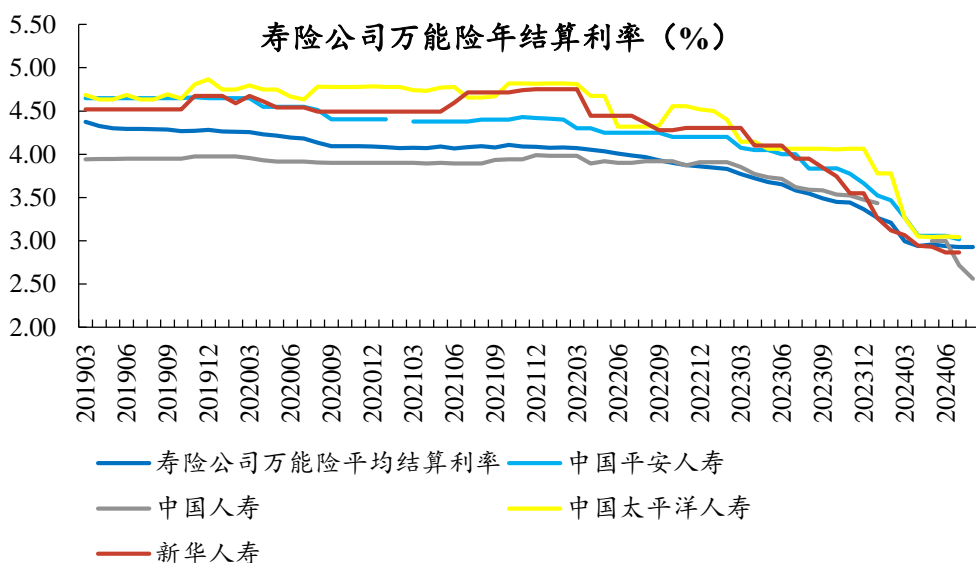
图83：2024 年传统险预定利率自 3.0%降至 2.5%，分红险和预定利率上限自 2.5%至 2.0%，万能险降至上限 1.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

险企负债成本：监管呵护调降负债成本，预定和结算利率下调预计带来 2024 年负债成本持续下降。2023 年监管窗口指导下调传统险预定利率自 3.5%至 3.0%，2024 年初监管窗口指导压降万能险结算利率和分红险实际分红水平，中小险企万能险结算利率不超过 3.3%，分红险实际分红水平或降至万能险同等水平，甚至更低。而大型险企则被要求在中小险企基础上再降 0.2 个百分点，即不超过 3.1%。（2）8 月 25 日金管局出台《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，要求 9 月 1 日起传统险预定利率上限或从 3.0%下降至 2.5%，新备案分红险预定利率上限或从 2%降至 1.5%，万能险保证利率上限从 2%降至 1.5%。（3）首次建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，明确预定利率基准参考 5 年期以上 LPR、5 年定存基准利率、10 年期国债到期收益率等长期利率确定，由中保协发布，各司按市场化原则围绕预定利率基准值及时调整产品定价。

图84：2024年各寿险公司万能险结算利率受监管指引快速下调

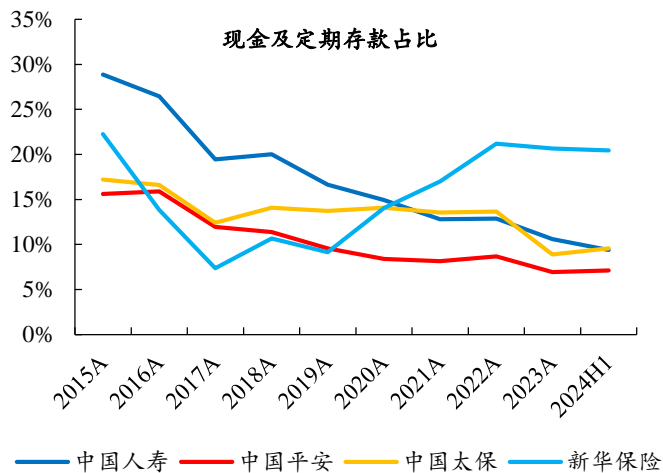


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、资产端：固收/权益 8:2，资产久期和权益 OCI 占比有望提升

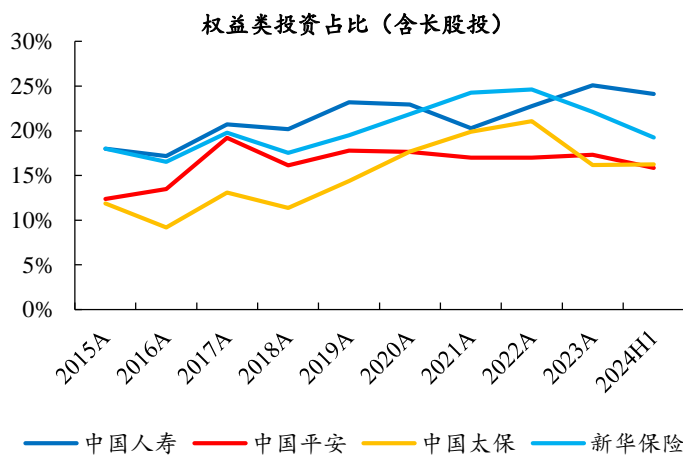
4 家上市险企资产配置结构以债权类投资为主，现金存款占比下降，权益资产趋势提升。近年来头部险企现金及定期存款占比趋势下降（除新华保险），权益类资产（含长股投）趋势性上升，债权类投资占比为主。

图85：多家险企现金与存款占比下降（除新华保险）



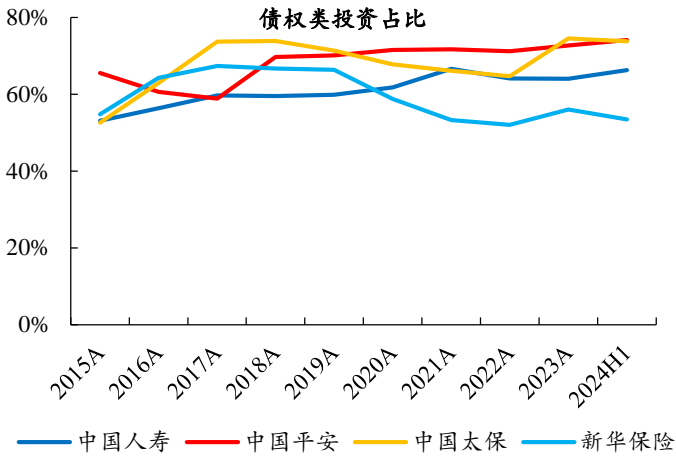
数据来源：各公司年报、开源证券研究所

图86：2015年以来上市险企权益占比稳步提升



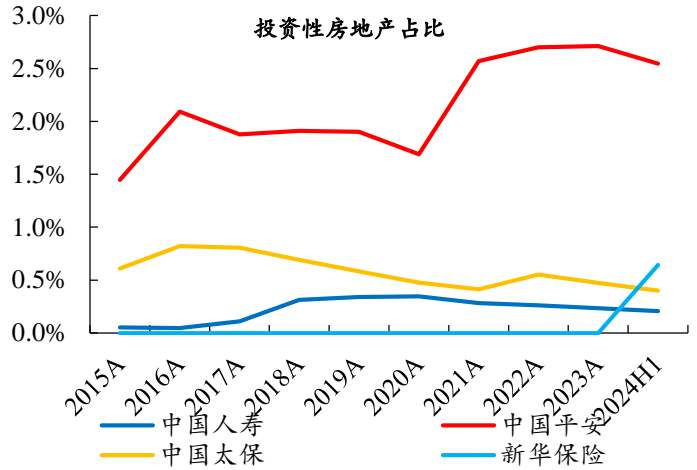
数据来源：各公司年报、开源证券研究所

图87：上市险期债权类投资占比较高



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

图88：上市险企投资性房地产占比分化



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

20%权益资产中 TPL 占比较高，69%固收类资产中主要归类 OCI。4 家上市险企 2024H1 末权益类资产平均占比 19.8%，其中 TPL/OCI/长股投分别 13.0%/3.2%/2.5%，新华保险 TPL 占比较高，上市险企其他权益工具占比仍有提升空间；4 家险企 2024H1 平均固收类资产占比 69.4%，其中 TPL/ AC/OCI 分别占比 16.3%/10.1%/44.5%，中国人寿、中国太保、中国平安主要归入 OCI，新华 OCI 和 AC 分别 21.9%和 21.7%。

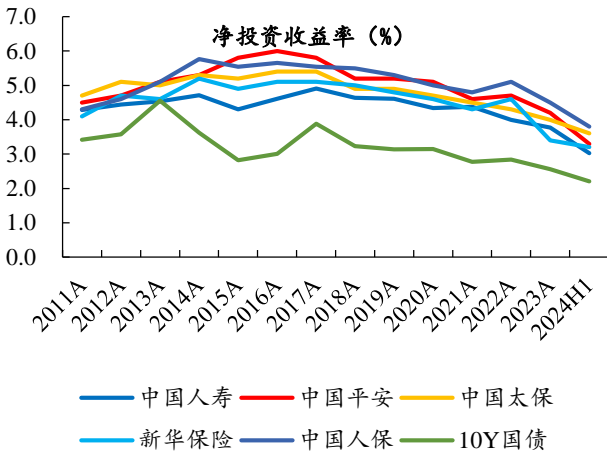
表4：2024H1 年 4 家上市寿险公司权益平均占比 19.8%，主要归类 FVTPL，固收类占比 69.4%，主要归类 FVOCI

	中国人寿	中国太保	中国平安	新华保险	四家平均
现金+存款	9.4%	9.6%	7.1%	20.4%	11.6%
权益类资产	24.1%	16.2%	15.9%	22.8%	19.8%
长股投	4.5%	0.4%	4.0%	1.1%	2.5%
交易性金融资产	11.2%	12.6%	7.9%	20.5%	13.0%
其他权益工具	2.6%	4.9%	4.0%	1.2%	3.2%
固收类资产	66.3%	73.8%	81.5%	56.1%	69.4%
交易性金融资产	19.4%	16.3%	16.9%	12.6%	16.3%
债权投资	3.2%	2.7%	12.8%	21.7%	10.1%
其他债权投资	49.4%	54.7%	51.8%	21.9%	44.5%
投资性房地产	0.2%	0.4%	2.5%	0.6%	0.9%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：Wind、各公司 2024H1 业绩报告、开源证券研究所

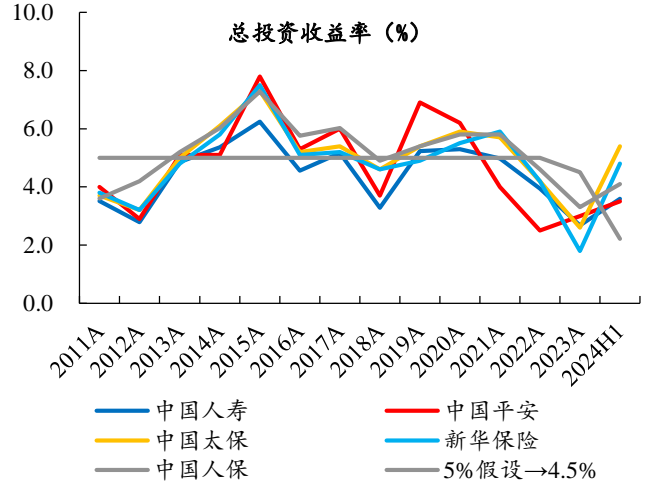
投资收益率：净投资收益率超额 150bp，自 2017 年后随国债趋势缓降。(1) 固收资产：券种布局预计主要在利率债，信用债投向 AAA 级高评级债券。中国保险资产管理业协会披露，我国保险行业平均负债久期约为 12 年，资产久期 6 年左右，长久期债券供应不足。信用债投向 AAA 级高评级债券，2024 中报中国人寿、中国平安、中国太保披露 AAA 级债券占比 99%、62.6% (AA 级以上 99.5%)、98.6%。**(2) 权益资产：**TPL 受益股市高波动；4 家险企权益归类 OCI 占比约 3%，在 20%权益仓位重占比约 15%，高股息归类 OCI 占比仍有提升空间。**(3) 非标资产：**以集合资金信托计划、债权投资计划和未上市企业股权投资为主，信用评级较高，近年收益率有所下滑。

图89：4家上市险企净投资收益率跟随10Y国债下行



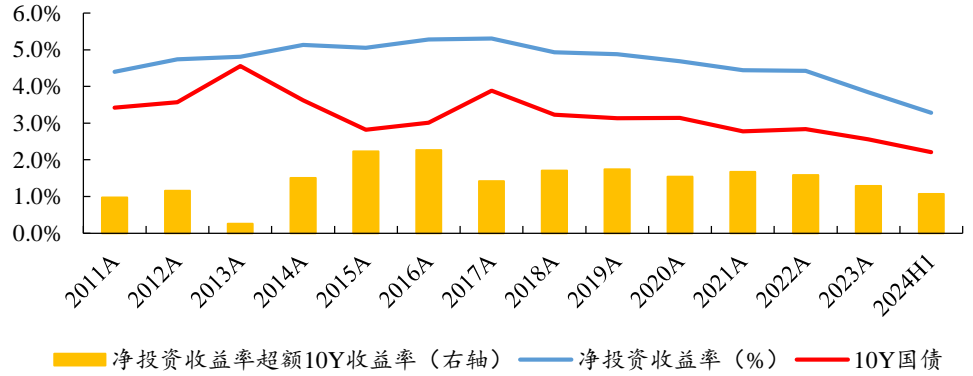
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图90：2024H1上市险企总投资收益率改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图91：2024H1 4家上市险企净投资收益率相较10Y国债超110bp



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

总结日本和韩国寿险业经验，结合我国实际情况，我们认为：

1.应对长期利差损风险，需要资产和负债两端同步发力。

(1) 负债端持续优化产品结构，降低负债成本，增加利变型产品、保障类产品占比，减少对利差的依赖。

(2) 资产端拉长久期，减少资产负债久期差，同时积极调整资产端结构，重视债券交易性机会和高股息权益资产机会。在非标资产和长股投资资产上发挥特色优势。

2.相比日本长达20年的利差损风险，我们认为我国寿险行业利差损风险相对可控。

(1) 我国监管层反应迅速，通过预定利率动态调节机制、报行合一降低渠道成本、鼓励长期分红型产品开发等举措，压降行业负债成本；更为重要的是，我国保险行业深度和全球相比仍在低位，低预定利率的新产品替换速度预计快于90年代的日本，整体负债成本压降速度预计优于日本。

(2) 1990年日本房地产市场泡沫破裂，寿险行业投资收益率从1990年的6.2%快速降至2000年的2.25%，资产端收益率过低，而负债端存量成本高达4%（仅利差部分），利差损幅度较大。我国经济自主能力和韧性较强，预计寿险行业投资收益率下行空间有限，目前我国头部险企产品预定利率普遍在3-3.5%（仅利差部分），利差损幅度有限。我国头部险企考虑死费差后的综合负债成本平均约为2.3%，仍保持较好盈利。

3.从日本经验看，出海投资带来较好的投资收益，虽然需要面临汇率和利率波动的影响，但整体实现了较高的收益率。展望国内逐步探索放开境外投资规模体量，提升险企全球化投资能力。

4、投资建议

总结日本和韩国寿险业经验，结合我国实际情况，我们认为：（1）应对长期利差损风险，需要资产和负债两端同步发力，负债端优化产品结构+降低负债成本，资产端拉长久期+重视交易机会和高股息权益投资。（2）相比日本长达 20 年的利差损风险，我们认为我国寿险行业利差损风险相对可控，得益于监管层调降负债成本积极且新单置换速度较快，资产端受益经济独立自主，预计下行空间相对有限。（3）从日本经验看，出海投资带来较好的投资收益，虽然需要面临汇率和利率波动的影响。展望看，2024 年负债端延续高景气，个险转型见效，银保价值提升，全年 NBV 有望实现高质量增长，下半年低基数下业务景气度有望延续。当前板块估值和机构持仓仍在低位，业务景气度和政策端带来超额收益支撑，资产端催化有望驱动板块估值持续回升，继续看好寿险板块机会，推荐中国太保、中国人寿、中国平安，受益标的新华保险。

表5：推荐标的估值表

当前股价及评级表			EVPS			PEV			BVPS			PB		评级
证券代码	证券简称	2024/9/10	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	
601628.SH	中国人寿	33.79	44.60	49.27	52.95	0.76	0.69	0.64	11.60	18.60	21.26	2.91	1.82	买入
601318.SH	中国平安	42.66	76.34	79.95	83.43	0.56	0.53	0.51	49.37	53.48	57.83	0.86	0.80	买入
601601.SH	中国太保	29.88	55.04	59.06	63.27	0.54	0.51	0.47	25.94	26.55	27.22	1.15	1.13	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、风险提示

- **长端利率下行和资本市场波动不及预期：**长端利率下行导致寿险公司固收资产配置收益率长趋势下滑影响净投资收益率，资本市场波动影响保险公司股票投资收益，造成总投资收益率波动。
- **寿险公司改革转型慢于预期：**报行合一深化背景下，寿险公司个险渠道转型效果不佳，人力规模增长和人均产能提升慢于预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn