

建立预定利率与市场利率挂钩机制点评

优化负债管理，提高定价效率

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融 · 保险 II

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 孔祥 021-60375452 kongxiang@guosen.com.cn 执证编码: S0980523060004
 联系人: 王京灵 0755-22941150 wangjingling@guosen.com.cn

事项:

1月10日,根据财联社报道,金融监管总局向业内下发《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》(以下简称“《通知》”),提出要建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制,引导公司强化资产负债联动,科学审慎定价。包括:中国保险行业协会定期组织人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会成员召开会议,结合5年期以上贷款市场报价利率(LPR)、5年期定期存款利率、10年期国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况,研究人身保险产品预定利率有关事项,每季度发布预定利率研究值。各公司要加强趋势性分析和前瞻性研判,动态调整本公司普通型人身保险、分红型人身保险预定利率最高值和万能型人身保险最低保证利率最高值。

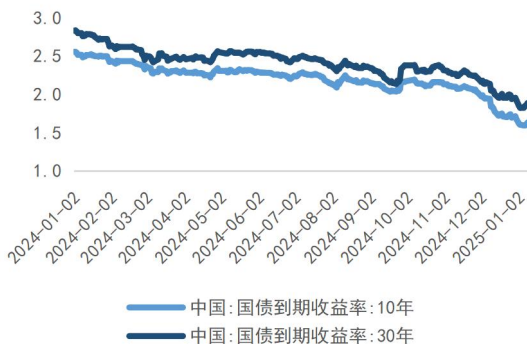
国信非银观点:受长端利率下行及权益市场低位震荡等因素影响,保险公司资产端投资收益持续承压,进而加剧负债端与资产端利率错配的风险。随着定价利率动态调整机制的建立,我们预计未来人身险行业将继续深耕产品多元化,向“低保底+高浮动”分红型产品发展,在保险回归保障的同时优化负债端成本管理。未来,预计随着分红险保费收入占比的持续提升,叠加新会计准则实施,有利于提升险企对于以OCI股票为代表的权益类资产配置需求,以及对长期股权投资为代表的中长期优质资产的配置占比。建议关注的中国人寿、中国太保、中国平安。

评论:

◆ 优化产品结构, 压降负债成本

长债利率中枢持续下移,险资投资收益压力进一步加大。截至1月10日,10年期及30年期国债收益率分别为1.64%及1.88%,较年2024年初下降92bp及95bp。在存量负债成本相对固定背景下,长债利率的持续走低进一步加大险企资产负债匹配压力。作为绝对收益型机构,险资较少进行信用下沉,因此进一步加大“资产荒”下的资产负债匹配压力。

图1: 我国长债收益率快速下行(单位:%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 上市险企平均综合负债成本(单位:%)



资料来源: 中国保险资管业协会, 国信证券经济研究所整理

作为具有长久期资产配置需求的机构，保险公司在“资产荒”及长端利率下行背景下投资收益承压，叠加负债端相对刚兑且具备较高偿付资金需求的影响下，利差损风险进一步加剧。与此同时，资产端收益率仍存在较多不确定因素，为更好的与负债端利率形成长期供给匹配，下调定价利率成为优化负债端成本管理的最直接方式。

◆ 构建长效动态保险产品定价机制，优化资产负债管理水平

《通知》提出建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制。中国保险业协会将定期组织人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会，参考5年期以上贷款市场报价利率(LPR)、5年定期存款基准利率、10年期国债到期收益率等长期利率，研究人身保险产品预定利率有关事项，每季度发布预定利率研究值。挂钩及动态调整机制应当报金融监管总局。1月10日，中国保险行业协会组织的人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会指出，当前普通型人身保险产品预定利率研究值为2.34%。相应政策的调整，将显著优化人身险产品定价利率监管机制，提高行业预定利率调整效率，在市场长端利率快速下移背景之下，若达到触发条件，保险行业及协会可自行进行相应预定利率的调整，有助于未来提高行业在负债成本管控方面的统一化及敏感性。

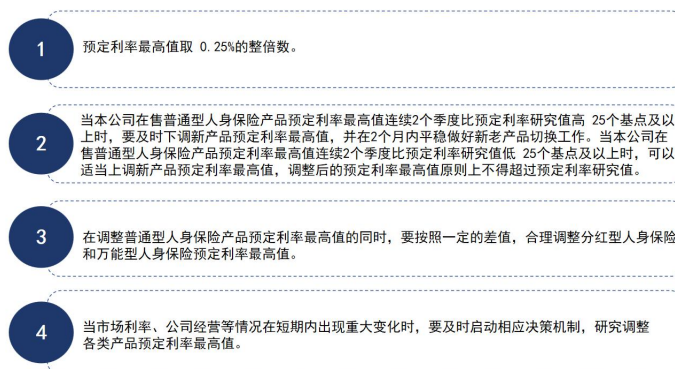
表1：国有大行现行存款利率

银行	活期存款	零存整取、整存争取、存本取息			整存整取					
		一年	三年	五年	三个月	六个月	一年	二年	三年	五年
工商银行	0.20%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.20%	1.50%	1.55%
农业银行	0.20%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.20%	1.50%	1.55%
中国银行	0.20%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.20%	1.50%	1.55%
建设银行	0.20%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.20%	1.50%	1.55%
交通银行	0.20%	0.80%	1.00%	1.00%	0.80%	1.00%	1.10%	1.20%	1.50%	1.55%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

关于预定利率动态调整机制，《通知》主要明确以下四方面。一是预定利率最高值取0.25%的整数倍；二是当公司在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续2个季度比预定利率研究值高25个基点及以上时，要及时下调新产品预定利率最高值，并在2个月内平稳做好新老产品切换工作。当公司在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续2个季度比预定利率研究值低25个基点及以上时，可以适当上调新产品预定利率最高值，调整后的预定利率最高值原则上不得超过预定利率研究值。三是在调整普通型人身保险产品预定利率最高值的同时，要按照一定的差值，合理调整分红型人身保险和万能型人身保险预定利率最高值；四是当市场利率、公司经营等情况在短期内出现重大变化时，要及时启动相应决策机制，研究调整各类产品预定利率最高值。相应政策在健全行业预定利率调整机制的同时，给予保险公司一定的调整空间，在一定程度上实现稳定负债端产品供给及资产匹配的目的。

图3：《通知》进一步明确预定利率动态调整机制

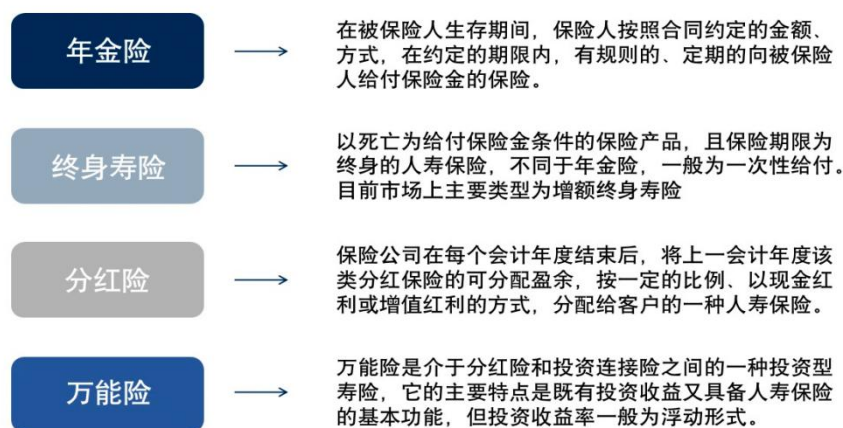


资料来源：金管局，保险行业协会，国信证券经济研究所整理

◆ 加大分红险开发力度，浮动负债端兑付成本

短期行业或面临“阵痛期”，催化产品结构转型。从产品功能来看，我国寿险产品主要的优势仍集中在“刚兑”为主。预定利率的进一步下调或导致“固收类”储蓄型保险在财富管理市场中竞争力将显著下降，以增额终身寿险为代表的产品或面临自然淘汰的压力。因此对保险公司来说，短期或面临缺乏爆款产品、产品吸引力下降、销售难的困境。相比之下，参照海外发展经验，分红险有望通过“低保底+高浮动”的形式与客户共担投资风险，进一步减小利差可能带来的风险，在降低负债端刚性成本的同时发掘新的保费增长点。

图4：储蓄型保险的主要类型及定义

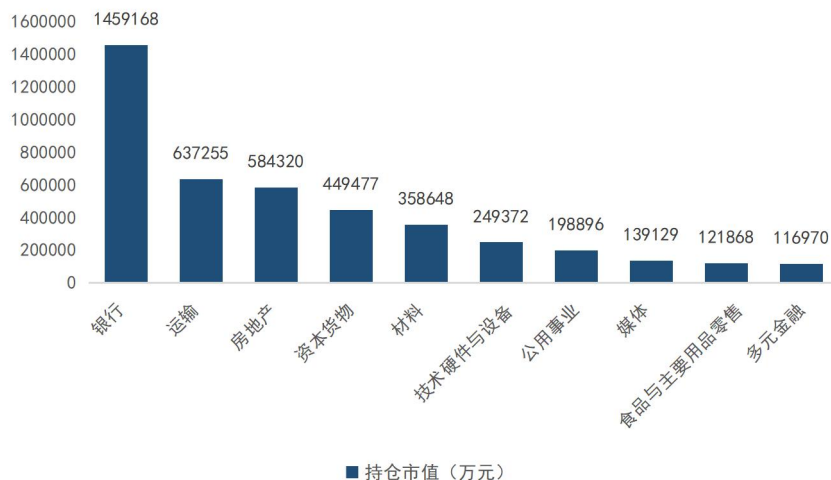


资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

中长期来看，相应政策有望动态降低险企资产负债匹配压力。预定利率的下调主要可以降低未来险企负债成本压力，通过“用时间换空间”的方式降低利差损风险。若预定利率进一步下调，中长期将更好地引导行业向“低保底+高浮动”型及保障型产品转型，预计整体业务价值也将得到显著改善。

◆ 分红险有望提升险企权益资产配置需求

随着健康险需求的阶段性饱和及预定利率的下调，近年来人身险公司纷纷向分红险转型。中国保监会规定保险公司每年至少应将分红保险可分配盈余的70%分配给客户。从产品逻辑来看，分红险具有“低保底+高浮动”的特点，对险企而言，通过与被保险人共担投资风险的方式降低刚性兑付成本。在“资产荒”背景下，降低负债端刚性成本及资产负债匹配压力，从而为险资资产配置提供一定的灵活性。对分红险而言，由于采用浮动收费法计量，资产端的波动会被合同服务边际吸收后逐期释放，也就意味着分红险利润直接来自合同服务边际的摊销，利润具有较高的确定性和稳定性。从投资角度看，在19实施之后，针对比较波动的权益资产，保险公司倾向于加强配置高息股票（以FVOCI计量），股息部分就很大程度上可以满足分红险的高收益资产部分的配置需求。在预计随着未来分红险保费收入的增长，叠加新会计准则实施，有利于提升险企对于以OCI股票为代表的权益类资产配置需求，以及对长期股权投资为代表的中长期优质资产的配置占比。

图5: 分红型账户重仓流通股行业及市值 (单位: 万元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。数据截至 2024 年中报。注: 主要根据持有机构名称进行筛选。

表1: 2016 年以来保险公司各行业举牌次数

行业	举牌次数
制造业	20
金融业	18
信息传输、软件和信息技术服务业	15
房地产业	11
电力、热力、燃气及水生产和供应业	10
交通运输、仓储和邮政业	7
批发和零售业	4
水利、环境和公共设施管理业	3
住宿和餐饮业	3
卫生和社会工作	2
租赁和商务服务业	2
建筑业	1
居民服务、修理和其他服务业	1
综合	1

资料来源: 中国保险业协会, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议:

受长端利率下行及权益市场低位震荡等因素影响, 保险公司资产端投资收益持续承压, 进而加剧负债端与资产端利率错配的风险。随着定价利率动态调整机制的建立, 我们预计未来人身险行业将继续深耕产品多元化, 向“低保底+高浮动”分红型产品发展, 在保险回归保障的同时优化负债端成本管理。未来, 预计随着分红险保费收入占比的持续提升, 叠加新会计准则实施, 有利于提升险企对于以 OCI 股票为代表的权益类资产配置需求, 以及对长期股权投资为代表的中长期优质资产的配置占比。建议关注的中国人寿、中国太保、中国平安。

◆ 风险提示:

长端利率下行; 资产收益承压; 保费收入增速不及预期等。

相关研究报告：

- 《长债破 2%后险资配置行为分析-偿二代延续，资产荒犹存》 ——2024-12-22
- 《关于大力发展长期护理险的点评-长护险的探索实践与展望》 ——2024-12-17
- 《2024 年 11 月保费收入点评-存款降息叠加产品优化，驱动新一轮“开门红”》 ——2024-12-14
- 《医保、商保数据互通点评-商业模式重塑，医疗险空间望打开》 ——2024-12-03
- 《2024 年三季度保险业资金运用情况点评与展望-静待发令枪》 ——2024-11-29

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032