

## 保险II行业深度报告

## 山雨欲来风满楼——低利率下保险业的困境与出路系列报告（一）

增持（维持）

## 投资要点

- **保险业可能面临长期利率中枢下行的环境。**近二十年国内长端利率中枢呈下行趋势。2024年累计下行88bps, 2025年一度降至1.6%以下。截至2025年2月27日，十年期国债收益率为1.76%。从短期看，利率水平主要受到国内经济增长修复与货币政策影响。而从长期看，经济增长率决定利率水平，利率中枢随经济潜在增速的下降而逐渐下行。我们认为，随着国内经济增速换挡，未来利率中枢下行是大概率事件。
- **低利率环境将对保险公司的盈利和价值评估产生负面影响。**1) 利率下行将导致收益率承压，利差空间收缩。利差是目前国内保险公司利源中占比最高的部分，而国内保险资金大类资产配置以固收资产为主，债券是占比最高的单一资产类别，决定了保险公司投资端对利率环境的高敏感性。利率下行阶段保险公司净投资收益率下行，会导致利差空间被压缩，从而对盈利水平造成压力。2) 利率下行影响准备金计提，从而对险企财报产生影响。保险公司准备金计提受到折现率因素的影响，利率下行会导致折现率下降，从而多计提准备金，导致税前利润减少。新会计准则将折现率基础由750日移动平均曲线变为实际市场利率，进一步放大了利率变动的影响，但是同时赋予了险企OCI指定权以稳定利润，也提高了对保险公司资产负债管理的要求。需要注意的是，如果利率下行幅度过大引起保单亏损的，那么亏损部分仍然会在当期损益中体现出来。3) 低利率环境下保险公司EV评估假设面临调整。利率因素对EV评估的影响较为复杂，其中核心影响在于长期投资回报和风险贴现率假设的变化。2023年上市险企集中下调了长期投资回报和风险贴现率假设，对EV和NBV评估结果影响偏负面，其中对NBV影响幅度大于EV。我们预计上市险企2024年报可能继续下调相关假设，对EV/NBV影响与上年类似，或将进一步压实EV评估可靠性。4) 利率下行会加大险企偿付能力和现金流压力。利率下行会导致保险公司实际资本下降和最低资本的增加，从而导致偿付能力充足率水平的下降，且资产负债久期缺口大的保险公司偿付能力受利率下行影响更为显著。从现金流的角度来讲，利率下行可能导致消费者对保险公司信心下滑，从而产生退保增加，加剧保险公司现金流压力。
- **当前保险行业虽然短期经营改善，但是仍需谨慎处理利差损威胁。**1) 2024年受债牛和股市回暖影响，保险公司净利润普遍提升。从保险行业整体数据来看，2024年非上市寿险公司合计净利润为247亿元，较2023年的亏损101亿元显著改善。从上市公司数据看，2024年大部分上市险企发布盈利预告公告，净利润增幅显著，也与新会计准则有较大关系。2) 目前行业整体偿付能力基本稳定。2024年末，保险行业综合、核心偿付能力充足率分别为199.4%、139.1%，其中寿险公司分别为190.5%、123.8%，相比2023年末均有一定改善，预计主要是发债补充资本的影响。3) 我们认为，目前行业短期经营虽然改善，但是长期仍面临较大压力，股市反弹带来的利润增长和外部融资导致的资本补足并不意味着行业进入景气周期。目前国内寿险业市场主体数量和保费规模远超90年代，同时考虑到保险保障基金可使用余额已经相对较低，如果发生系统性利差损风险，那么处置难度明显更大，因此风险防范仍旧尤为重要。
- **风险提示：**长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

2025年03月02日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 曹锟

执业证书：S0600524120004

caok@dwzq.com.cn

## 行业走势



## 相关研究

《保险行业资金运用披露：2024年投资收益率显著提升，Q4增配债券、减配基金》

2025-02-22

《开展保险资金投资黄金业务试点，投资端选择空间进一步打开》

2025-02-07

## 内容目录

1. 保险行业可能面临长期利率中枢下行的环境 .....	4
2. 低利率环境将影响保险公司盈利和价值评估 .....	6
2.1. 利率下行将导致收益率承压，利差空间收缩 .....	6
2.2. 利率下行影响准备金计提，从而对险企财报产生影响 .....	9
2.3. 低利率环境下保险公司 EV 评估假设面临调整 .....	11
2.4. 利率下行会加大险企偿付能力和现金流压力 .....	14
3. 利差损的“过去”与“现在” .....	14
3.1. 上世纪末国内寿险业经历了利差损风波 .....	14
3.2. 目前寿险行业虽短期经营改善，但仍需谨慎应对利差损威胁 .....	16
4. 风险提示 .....	19

## 图表目录

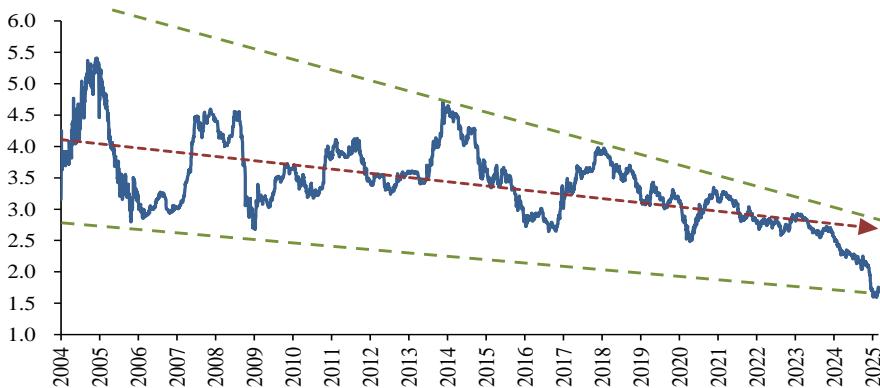
图 1: 近 20 年十年期国债收益率呈现中枢下行态势 (%) .....	4
图 2: 2024 年以来十年期国债收益率加速下行 (%) .....	4
图 3: 中国未来 GDP 潜在增速水平逐步下降 (%) .....	5
图 4: 我国资本边际报酬水平近年来明显下降.....	5
图 5: 我国老龄化程度不断加深 (%) .....	5
图 6: 保险公司“三差”示意.....	6
图 7: 保险公司利润影响因素分析.....	7
图 8: 近年来保险资金债券配置比例持续提高.....	7
图 9: 2022Q2 以来人身险公司资产配置季度变化.....	7
图 10: 2016 年以来保险公司净投资收益率中枢向下.....	8
图 11: 近两年上市险企总投资收益率波动较大.....	8
图 12: 利率下行将压缩险企利差空间.....	9
图 13: 750 日曲线与十年期国债即期收益率走势对比 (%) .....	9
图 14: I9 与 I17 准则下保险公司资产负债匹配 .....	10
图 15: 2023-2024 年上市险企亏损部分的确认及转回规模与占税前利润比重 .....	11
图 16: 新旧假设下上市险企 EV 变动情况 .....	12
图 17: 新旧假设下上市险企 NBV 变动情况 .....	13
图 18: 近年来上市险企 VIF 对投资收益率敏感性 .....	13
图 19: 近年来上市险企 NBV 对投资收益率敏感性 .....	13
图 20: 上世纪 90 年代利率大幅下行造成国内寿险业利差损.....	15
图 21: 2024 年前三季度上市险企 ROE 明显回升 .....	17
图 22: 2020-2024 年保险行业综合偿付能力充足率 .....	17
图 23: 2020-2024 年保险行业核心偿付能力充足率 .....	17
图 24: 2024 年保险公司风险综合评级分布有所好转.....	18
图 25: 2023-2024 年险企发债规模较大 (亿元) .....	18

表 1: 2023 年报上市险企精算假设变动情况.....	12
表 2: 上市险企 2023 年 EV 变动结构 .....	12
表 3: 三大上市寿险公司高预定利率保单情况.....	16
表 4: 上市险企 2024 年业绩预增情况 (亿元) .....	16
表 5: 暂停披露偿付能力报告的寿险公司情况.....	18
表 6: 保险保障基金历史运作情况.....	19

## 1. 保险行业可能面临长期利率中枢下行的环境

近二十年国内长端利率中枢呈下行趋势。近二十年以来，我国十年期国债收益率水平在一个逐渐收敛的区间内震荡向下，特别是近十年以来十年期国债收益率的阶段性最高点持续显著下降，并且最低点水平也在逐步向下突破。进入2024年后，利率下行节奏显著加快，全年下行88bps，至2025年2月6日降至历史低点1.596%。截至2025年2月27日，十年期国债收益率为1.76%，较年初回升8bps。

图1：近20年十年期国债收益率呈现中枢下行态势（%）

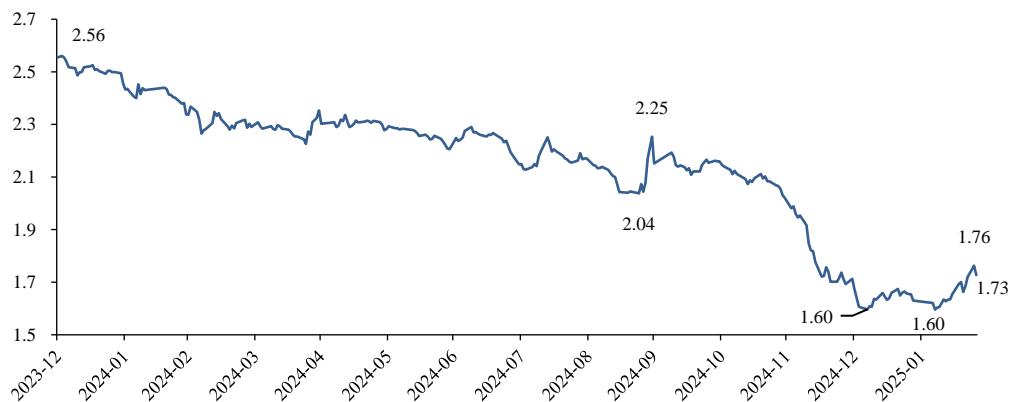


数据来源：wind，东吴证券研究所

从短期来看，利率水平主要受到国内经济增长表现、资金面动向与货币政策影响。

1) 2024年国内长端利率水平持续下行，主要是由于①“资产荒”下机构欠配压力较大、4月禁止手工补息带来充裕流动性；②宏观经济数据走弱，市场对刺激政策和央行降息预期升温。期间也由于央行多次“喊话”提示利率风险、9月股市反弹导致资金流出债市等因素出现了阶段性回升。但进入11月后，银行降低同业存款利率为债市带来流动性，宽货币政策预期持续抬升，机构配置盘习惯性“抢跑”买债，推动国债收益率快速下行。2) 2025年以来，春节前后由于资金紧张，长端利率企稳回升，进入2月后股市热点题材不断，为债市资金带来分流效应，推动十年期国债收益率回升至1.7%以上。

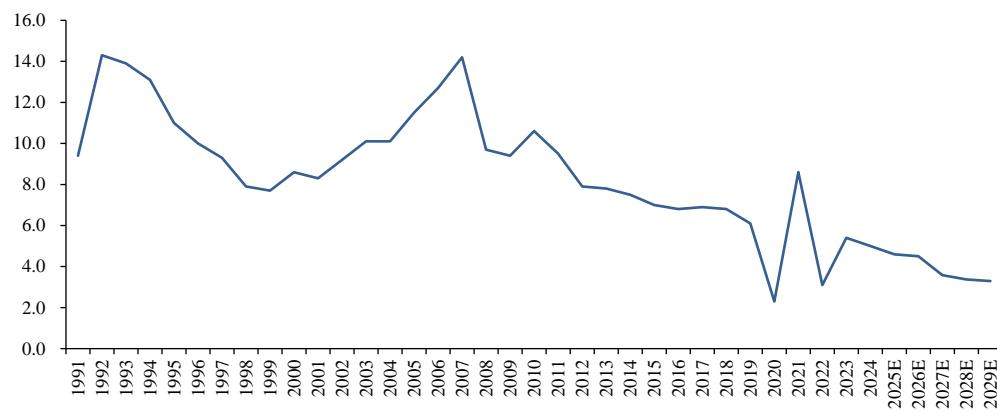
图2：2024年以来十年期国债收益率加速下行（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

长期看，经济增长率决定利率水平，利率中枢随经济增速的下降而逐渐下行。我们认为，由于全要素生产率下降、人口老龄化等因素导致的经济增长内生动力不足，是国内利率趋势长期下行的根本因素。1) 随着国内经济增速区间换挡，资本逐渐过剩，资本品相对价格不断下滑，投资需求逐渐萎缩。从资本边际报酬指标来看，1993年之前我国与中等收入国家差距并不大，但1993-1998年以及2010年后出现了两波大幅下滑的区间，目前已经低于资本严重过剩的日本。2) 我国正处于人口老龄化加速时期。从老龄化到深度老龄化，我国仅用时21年，而美国、日本分别为71年、24年。截至2024年末，我国65岁以上人口占比已经提升至15.6%。我们认为，老龄化进程的加快，将导致我国储蓄水平的整体提升，经济增长和投资需求则受到抑制，给利率下行带来压力。

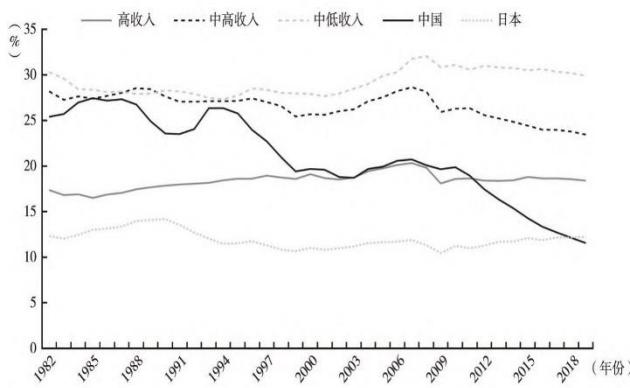
图3：中国未来GDP潜在增速水平逐步下降（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：1991-2024年为GDP实际增速，2025-2028年为IMF预测数据

图4：我国资本边际报酬水平近年来明显下降



数据来源：殷剑峰、于志扬《中国的低人均资本存量与低资本边际产出之谜：人口问题的影响》，东吴证券研究所

图5：我国老龄化程度不断加深（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

综上所述，我国利率中枢下行是大概率事件。我们认为，虽然短期来看，利率水平

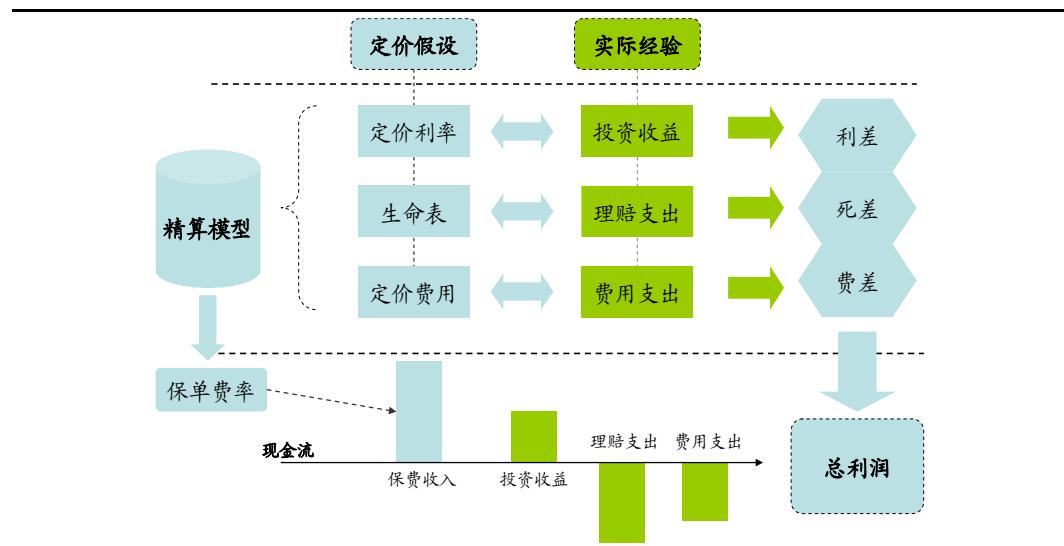
可能在宏观经济改善、货币政策、资金面环境等因素影响下出现阶段性调整。但长期经济增长取决于人口、劳动生产率及其他因素，人口增速明显放缓，劳动生产率随着城镇化、全球化进程的放缓也会降低，中国经济实际GDP增速也会缓步下行。因此，随着经济增速逐步下台阶，未来长端利率中枢大概率会逐步下移。

## 2. 低利率环境将影响保险公司盈利和价值评估

### 2.1. 利率下行将导致收益率承压，利差空间收缩

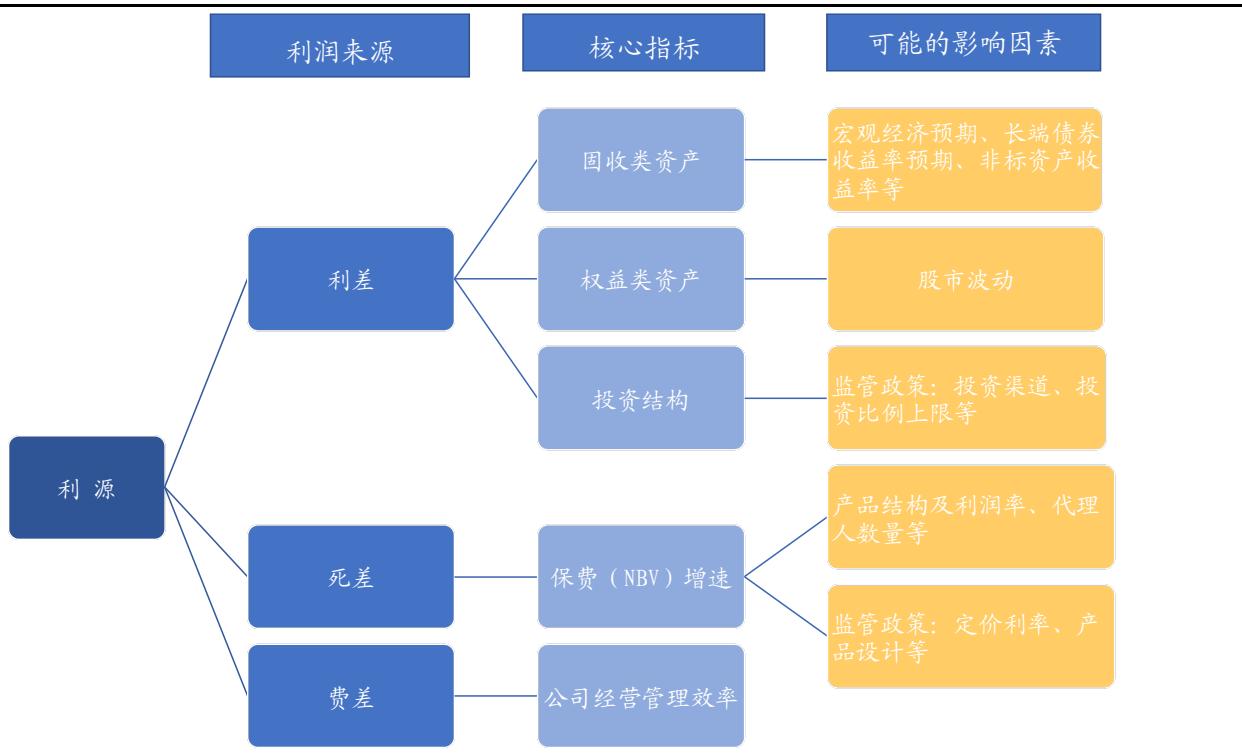
保险公司利润来源可以分为利差、死差和费差，目前存量业务中利差占比最高。利差=实际投资收益率-负债成本；死差为死差和病差的统称，指实际死亡率或发病率低于保险公司的定价假设，保险公司便有正的死差益；费差同理。与之相对的，保险公司利润影响因素主要分为三类：1) 投资收益率相关，如长端债券收益率、股市投资收益、保险产品定价利率等；2) 死差相关，如保费增速、产品结构与利润率等；3) 费差相关，如保险公司经营效率、保险产品导向变化等。根据中国平安2020年数据，其新业务价值中利差贡献达到40.7%，是三差中贡献最大的部分。并且，近年来随着储蓄型业务占比的提高，我们预计利差在险企利润和新业务价值中的贡献将进一步提升。

图6：保险公司“三差”示意



数据来源：东吴证券研究所

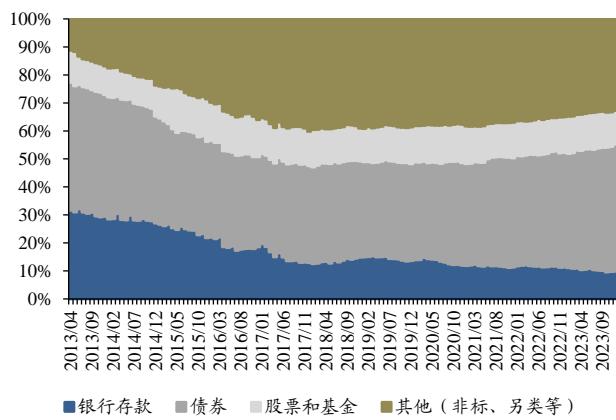
图7：保险公司利润影响因素分析



数据来源：东吴证券研究所

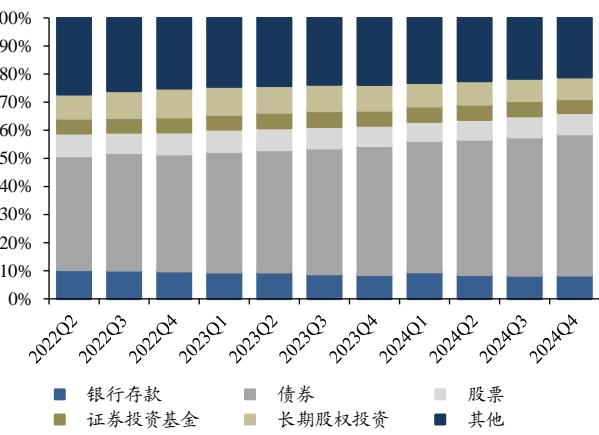
从资产配置来看，国内保险资产以固定收益类为基本盘，债券资产是占比最高的单一资产类别，决定了险企经营对利率的高敏感性。1) 对保险资金而言，以固收类资产为主的投资风格与具有长久期的负债结构适度匹配，利于减小资产组合波动幅度，凸显出价值投资、长期投资、审慎投资的理念，体现出独特的逆周期特点。2) 近年来债券资产配置比例始终保持在30%以上，且维持了稳定提升的趋势，截至2024年末，人身险公司资产配置中债券占比已经达到50.3%，较年初提升了4.3pct。3) 我们认为，由于保险资金配置中定期存款、债券和非标固收资产的收益率水平均与利率水平强相关，因此以固收资产为基本盘的配置结构决定了保险公司经营对利率环境的高敏感性。

图8：近年来保险资金债券配置比例持续提高



数据来源：国家金融监督管理总局，东吴证券研究所

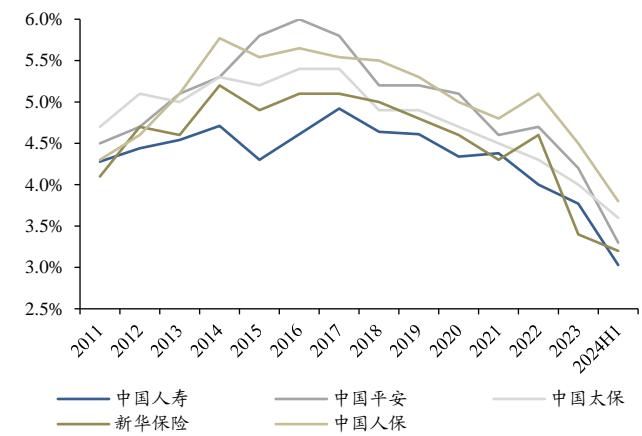
图9：2022Q2以来人身险公司资产配置季度变化



数据来源：国家金融监督管理总局，东吴证券研究所

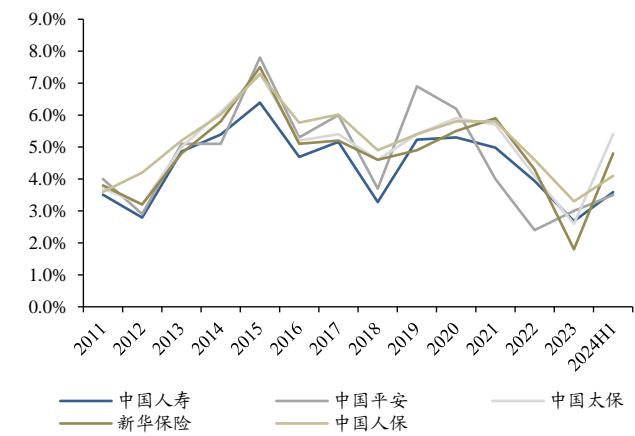
近年来受长端利率下行影响，上市险企的净投资收益率持续承压。净投资收益率主要是反映险企固息类收入的收益水平，虽然险企的债券等固收资产以持有至到期投资为主，但是在利率下行过程中，险企新增及再配置的固收资产投资收益率显著承压，从而导致净投资收益率的中枢水平趋势向下。由于保险行业整体数据未披露，我们以上市险企净投资收益率数据作为代表，2016年前后为上市险企净投资收益率高点，平均约为5.4%，此后持续下降，2024年上半年中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国人保的净投资收益率分别为3.0%、3.3%、3.6%（简单年化）、3.2%和3.8%，分别同比-0.7pct、-0.2pct、-0.4pct、-0.2pct和-0.6pct，5家上市险企平均净投资收益率为3.4%，同比-0.4pct，较2016年高点下降2.0pct。保险公司总投资收益率为净投资收益率基础之上增加了证券买卖价差、公允价值变动和资产减值损失等项目，主要受股市变化影响，近两年波动较大。

图10：2016年以来保险公司净投资收益率中枢向下



数据来源：各公司历年年报，东吴证券研究所

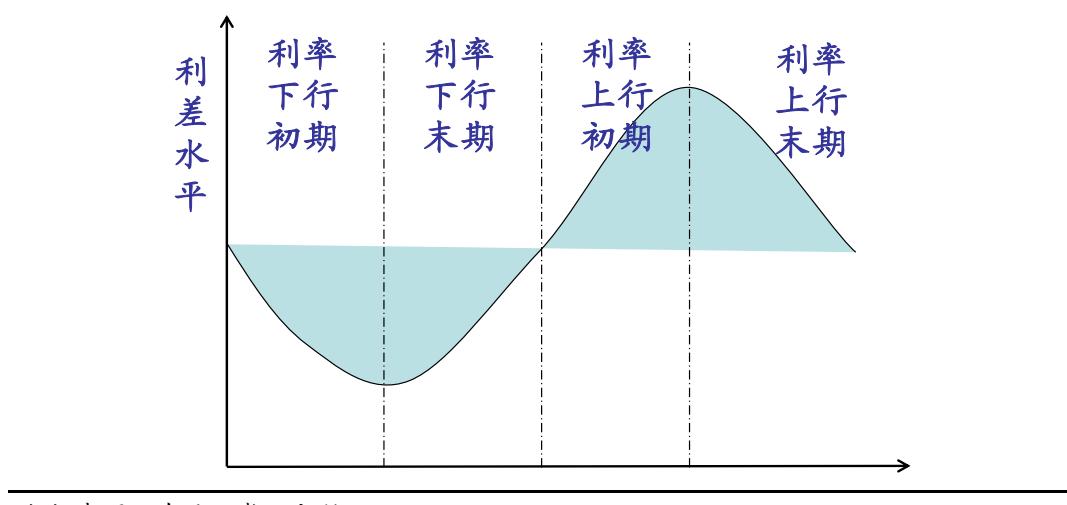
图11：近两年上市险企总投资收益率波动较大



数据来源：各公司历年年报，东吴证券研究所

伴随利率下行、投资收益率下滑，险企利差空间将被压缩，甚至可能引发利差损。在利率周期的不同阶段，保险公司盈利空间受到的影响是有所区别的。在利率下行初期，新增固收、非标类资产收益率显著下降，从而拉低整体投资收益率，但由于保险公司产品的预定利率受到竞争状况及最低保证利率的限制，因此具有一定的刚性，很难伴随利率下行而快速调整，因此投资收益率的下降将直接压缩利差空间，甚至在严重情况下可能产生利差损。而在利率下行阶段的末期，通常随着预定利率的调整，新业务的利差损压力逐渐减缓，但是存量业务仍然承受风险。在海外发达市场，如美国、日本等，都出现过随着利率快速下行，利差损压力引发保险公司破产潮的案例。

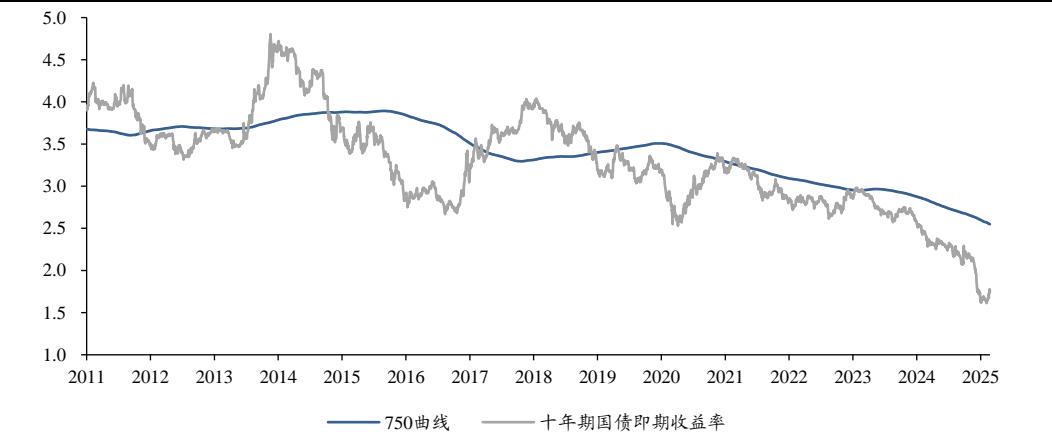
图12：利率下行将压缩险企利差空间



## 2.2. 利率下行影响准备金计提，从而对险企财报产生影响

利率下行影响准备金折现率水平，从而对保险公司利润产生负面影响。保险公司确定各项保险合同准备金时，首先需要确定折现率、死亡率和发病率、费用率、退保率、保单红利假设等精算假设。同等情况下，折现率假设的下调会导致准备金的多提。“传统险准备金折现率假设” = “基础利率曲线” + 综合溢价，而基础利率曲线的 20 年以内部分，在旧会计准则（IFRS4）下传统险准备金折现率采用的是 750 日移动平均国债收益率曲线，因此利率的趋势性下降（即 750 日曲线的下移）可能会导致此后准备金的多提，从而降低税前利润；而在新会计准则（IFRS17）下，折现率变为评估日时点的实际市场利率水平，从而导致当期准备金受到市场利率变动影响更为显著。当然，险企也可考虑逆周期等因素从而调节综合溢价，以对冲基础利率曲线变动对利润带来的影响，但溢价调整的空间是相对有限的。

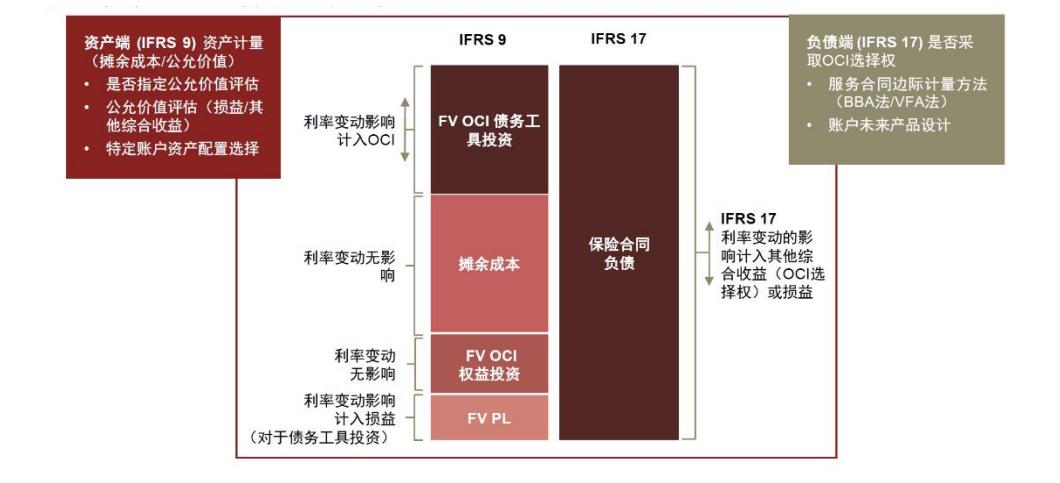
图13：750 日曲线与十年期国债即期收益率走势对比（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

新会计准则（IFRS17）下险企可使用 OCI 指定权降低利润波动，但是对资产负债匹配提出了更高要求。为了降低折现率规则变化带来的波动，IFRS 17 为险企提供了 OCI 指定权，可以将由于折现率造成的准备金变动额计入其它综合损益，而该情形下虽然净利润波动降低，但是净资产波动会加剧，因此保险公司通常在投资端也使用 OCI 指定权将部分债券资产指定为 FVOCI，这样一来险企资产端和负债端都受到利率水平变动的影响，既影响金融资产账面价值与投资收益，也影响合同准备金的计提。当市场利率下行时，金融资产公允价值提升，保险准备金计提增加，总资产和总负债同向变动，从而降低对净资产的影响。但是在实际操作中，由于资产负债久期并不完全匹配，因此两端对利率变化的敏感性不同，完全对冲存在难度，因此对险企资负管理能力提出了更高要求。

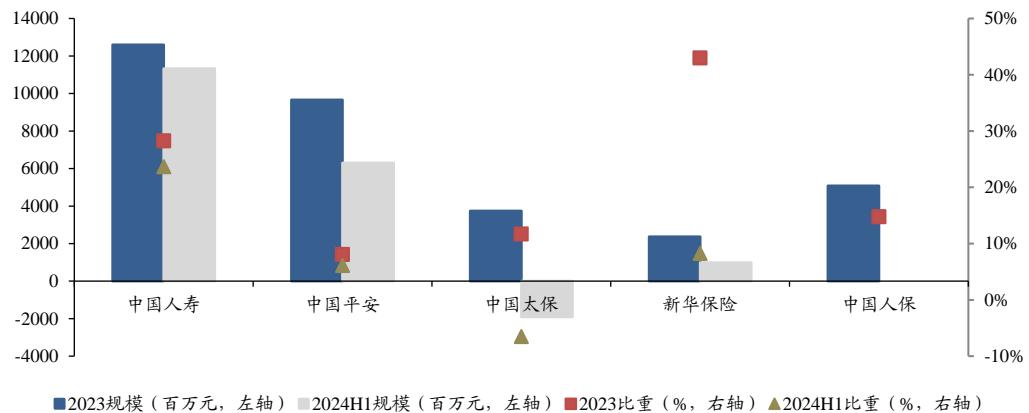
图14：I9与I17准则下保险公司资产负债匹配



数据来源：普华永道，东吴证券研究所

即便在新会计准则使用了 OCI 指定权的前提下，利率下行在特殊情况下仍可能对当期利润造成直接影响。在 I17 准则下的 VFA 模型（以分红险业务等为主）计量过程中，折现率变动导致的准备金变动部分可以由合同服务边际（CSM）吸收，但是变动金额超过合同服务边际余额导致保险合同发生亏损的，保险公司应当确认亏损并计入当期保险服务费用，该部分的变动可以在合并利润表附注“保险服务费用”下的“亏损部分的确认及转回”体现，后期如果保单转为盈利则可以重新转回。简单来说，如果因为利率下行导致准备金计提过多，击穿合同服务边际部分造成保单亏损的，那么就必须在当期损益中体现。

图15：2023-2024年上市险企亏损部分的确认及转回规模与占税前利润比重



数据来源：上市险企 2023 年年报、2024 年中报，东吴证券研究所

注：保险合同亏损的确认与转回受多种因素影响，利率变化只是其中之一

### 2.3. 低利率环境下保险公司 EV 评估假设面临调整

利率对内含价值的影响较为复杂，主要体现在三个方面：1) 实际投资收益率下滑，对“投资回报偏差”或产生负面影响。但通常情况下，投资回报偏差与权益资产相关性更高，因而利率下行并不一定会使得投资回报偏差为负。2) 利率下行影响金融资产市场价格，对“市场价值调整”产生正面影响。在利率下行期间，持有的以摊余成本计量的债券资产市场价值有所上升，因此通过“市场价值调整”科目对内含价值形成正贡献。3) 可能会使得保险公司下调投资收益率假设或下调风险贴现率假设，二者对内含价值的影响分别为负面和正面，因而在一定程度上影响或可相互部分抵消，但是由于业务结构变化等因素的影响，内含价值对投资收益率的敏感性通常大于风险贴现率假设，因此需要更大幅度下调风险贴现率假设才能实现完全对冲。

#### 1、2023 年报已下调相关精算假设，预计 2024 年可能再次下调

2023 年年报中上市险企普遍下调了长期投资回报假设和风险贴现率，其中长期投资回报假设调整幅度一致，风险贴现率调整各有不同。从具体调整内容上看，上市险企长期投资回报假设均由 5% 下调至 4.5%，但是风险贴现率则存在差异，其中国寿、太保、新华均下调 2pct，平安下调 1.5pct，人保下调 1pct，下调后国寿风险贴现率最低为 8%，而平安最高为 9.5%。

从影响上看，EV/NBV 同时受两项假设调整的影响，二者影响存在相互抵减，从实际结果上看最终影响偏负面，且对 NBV 的影响大于 EV。而在保险公司对精算假设进行审慎调整后，EV/NBV 评估结果将更为真实，可靠性有所提升。考虑到 2024 年利率走势加速下行，预计各公司或将再次下调相关假设。

表1：2023 年报上市险企精算假设变动情况

公司	长期投资回报假设		风险贴现率	
	2022	2023	2022	2023
中国人寿	5%	4.5%	10.0%	8.0%
中国平安			11.0%	9.5%
中国太保			11.0%	9.0%
新华保险			11.0%	9.0%
中国人保			10.0%	9.0%

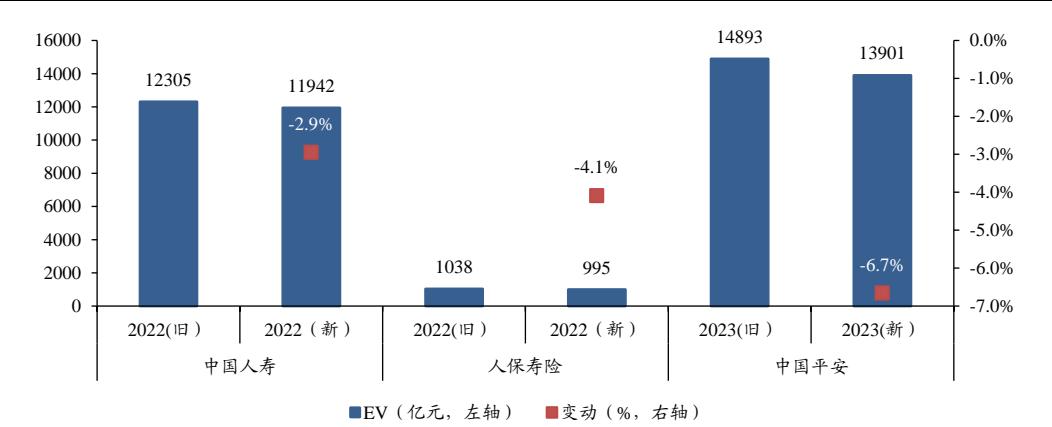
数据来源：上市险企 2023 年年报，东吴证券研究所

## 2、精算假设调整对 EV 影响较小，而对 NBV 影响较大

2023 年报中部分险企给出了假设调整对 EV 变动的影响，但追溯方法存在差异。

- 1) 按照 2023 年新假设追溯 2022 年数据，如中国人寿、中国人保在该方法下 2022 年数据较旧准则分别下滑 2.9% 和 4.1%。2) 按照 2022 年旧假设计算 2023 年数据，中国平安在该方法下 2023 年数据较旧假设下降 6.7%。

图16：新旧假设下上市险企 EV 变动情况



数据来源：上市险企 2023 年年报，东吴证券研究所

若仅以上市公司 EV 变动结构为参考，中国人寿、平安集团、平安寿险、太保集团、太保寿险和新华保险的假设变动对年初 EV 影响分别为 -3.3%、-0.7%、-1.1%、-4.2%、-5.5%、-5.2%，整体影响有限。

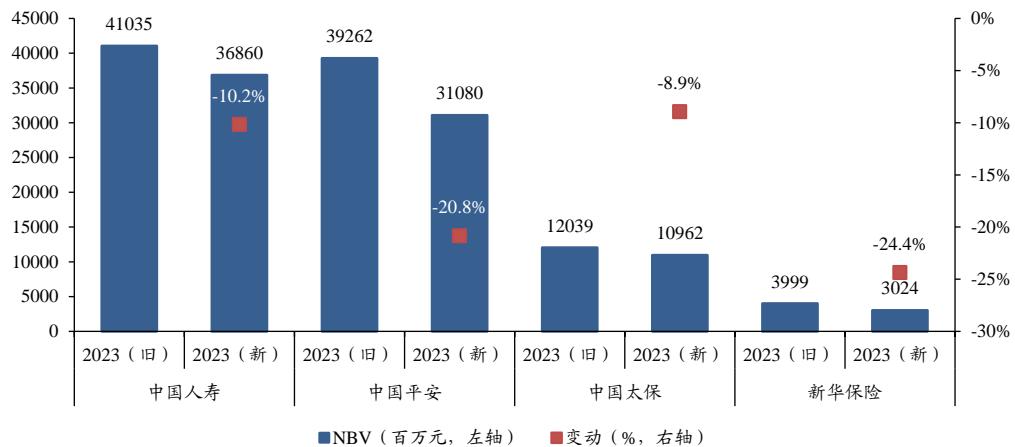
表2：上市险企 2023 年 EV 变动结构

	中国人寿	平安集团	平安寿险	太保集团	太保寿险	新华保险
EV 预期回报/期初 EV	6.8%	4.8%	7.8%	6.2%	8.2%	7.6%
NBV (分散效应) /期初 EV	3.0%	2.5%	4.1%	2.5%	3.3%	1.2%
投资偏差/期初 EV	-6.0%	-2.0%	-3.3%	-4.1%	-5.5%	-5.6%
假设变动/期初 EV	-3.3%	-0.7%	-1.1%	-4.2%	-5.5%	-5.2%
其他/期初 EV	2.0%	-6.9%	-12.4%	1.5%	0.4%	0.1%
合计	2.4%	-2.4%	-5.0%	1.9%	1.0%	-2.0%

数据来源：上市险企 2023 年年报，东吴证券研究所

而假设调整对 NBV 的影响明显大于 EV。1) 若按照 2022 年旧假设计算 2023 年数据，中国人寿、中国平安、中国太保和新华保险在该方法下 2023 年 NBV 较旧假设分别下降 10.2%、20.8%、8.9% 和 24.4%。2) 若按照 2023 年新假设追溯 2022 年数据，如中国人寿、中国人保在该方法下 2022 年数据较旧假设分别下滑 8.5% 和 19.1%，

图17：新旧假设下上市险企 NBV 变动情况

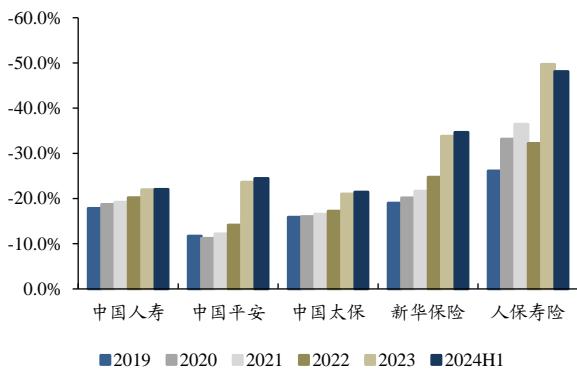


数据来源：上市险企 2023 年年报，东吴证券研究所

### 3、2024H1 上市险企 NBV 对投资回报敏感性下降，但 VIF 敏感性提升

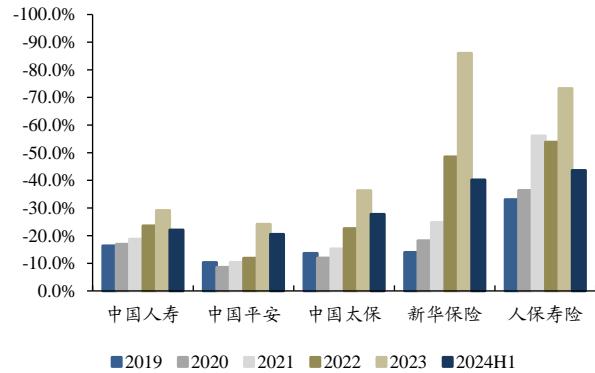
近年来保险公司内含价值对投资回报率的敏感性在逐步提升。在投资回报率下降 50BP 情景下，中国人寿（假设下降 10%）、中国平安、中国太保、新华保险、人保寿险 2024 年上半年新业务价值将分别减少 22.1%、20.5%、27.8%、40.2%、43.6%，较 2023 年变动幅度均有改善；但是有效业务价值将分别减少 22.1%、24.5%、21.4%、34.7%、48.1%，较 2023 年变动幅度进一步扩大。我们认为，保险公司 NBV 对投资回报率敏感性的下降，主要是由于预定利率下降所致，而有效业务价值敏感性提升主要是高成本业务续期保费积累导致的。

图18：近年来上市险企 VIF 对投资收益率敏感性



数据来源：上市险企 2019-2023 年年报，东吴证券研究所。注：2022 年及之前中国平安采用投资回报率、贴现率同步降低 50BP，2023 年为投资回报率降低

图19：近年来上市险企 NBV 对投资收益率敏感性



数据来源：上市险企 2019-2023 年年报，东吴证券研究所。注：2022 年及之前中国平安采用投资回报率、贴现率同步降低 50BP，2023 年为投资回报率降低 50BP；国

50BP；国寿 2024H1 为投资回报率降低 10%（约-45BP）；其他公司均为投资回报率降低 50BP

寿 2024H1 为投资回报率降低 10%（约-45BP）；其他公司均为投资回报率降低 50BP

## 2.4. 利率下行会加大险企偿付能力和现金流压力

利率下行将加大偿付能力压力，且资产负债久期缺口大的保险公司偿付能力受利率下行影响更为显著。“偿二代”监管体系下，偿付能力充足率 = 实际资本/最低资本 = (认可资产 - 认可负债) / 最低资本。1) 利率下行阶段，实际资本下降。一方面，利率下降会导致长期保险产品的新业务量下降，隐含剩余边际大幅减少导致对实际资本的贡献减少；另一方面，准备金贴现率假设下降导致准备金负债增加，即认可负债增加。2) 利率下行阶段，最低资本显著增加。最低资本是为应对“可量化为资本要求的风险”对偿付能力的不利影响，监管要求保险公司应具有的资本数额。偿二代体系下，寿险公司主要面临七大风险，可量化的包括保险风险、市场风险和信用风险，同时又可以进一步划分为 12 个二级风险指标。根据 13 个精算师公众号数据，2024 年二季度寿险公司二级风险资本中利率风险占比为 23%，仅次于权益价格风险的 28%，因此利率风险对偿二代下的最低资本影响较大。3) 相比于认可资产，认可负债价值的波动受利率影响更大。因此在长期利率下行的环境下，认可负债规模的增加会快于认可资产价值的提高，对于资产负债久期缺口大的公司，其实际资本会大大下降，进而严重影响偿付能力充足率。

利率下降将导致保险公司的净现金流、综合流动比率、流动性覆盖率监控指标恶化，易引发流动性风险。1) 存量保单退保率上升叠加新业务承压，保险公司净现金流减少。一方面，人们对保险公司的信任度下降会导致退保率上升，现金流出增多；另一方面，面临可能的利差损风险，保险公司主观上会减少年金险、长期险的销售，从而导致新单保费规模下降，现金流入减少。2) 投资收益率降低叠加计提责任准备金增加，保险公司综合流动比率下降。综合流动比率=现有资产的预期现金流入/现有负债的预期现金流出。一方面投资收益率走低，现有的债券型投资预期收益减少，期缴产品的退保率上升会导致应收保费规模缩小；另一方面，计提的未到期责任准备金增多，现有负债的预期现金流出增加。3) 利率短期快速下行可能导致流动性覆盖率下降。流动性覆盖率=优质流动资产的期末账面价值/未来一个季度的净现金流出。由于该指标衡量的是压力情形下，保险公司一个季度的流动性情况，因此若预期利率将快速下降，压力情景中会假设更高的退保率、签单保费降幅扩大，导致保险公司净现金大量流出。

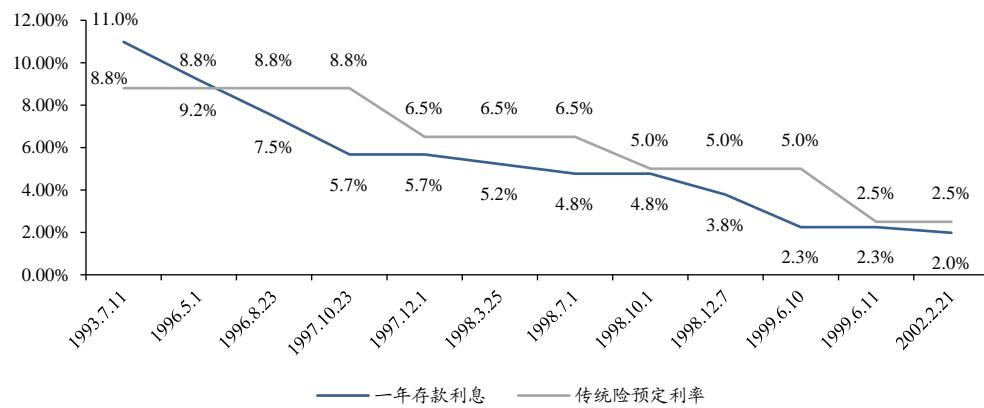
## 3. 利差损的“过去”与“现在”

### 3.1. 上世纪末国内寿险业经历了利差损风波

上世纪 90 年代末我国寿险业出现过由于利率下行导致行业严重利差损的情况。1) 上世纪 90 年代初，我国出现较为严重的通货膨胀。受此影响，银行一年期存款利率上

下波动幅度较大，1993 年出现峰值即高达 10.98%，整体处于高利率时期。而当时由于投资渠道单一，普通型寿险产品保单利率很大程度取决于银行利率，寿险公司签发了大量预定利率 8%以上、期限超过 20 年的保单。2) 受亚洲金融风暴等事件影响，为拉动内需提振经济，从 1996 年 5 月起到 1999 年 6 月，央行连续七次下调居民储蓄存款利率，一年期存款利率从 10.98%下调至 2.25%，而寿险公司预定利率的调整明显滞后于银行存款利率调整。据统计 1999 年前中国寿险的利差损达 500 多亿元。3) 为化解保险公司利差损问题，监管机构连续三次下调寿险保单的预定利率，1999 年 6 月发文规定寿险产品的预定利率不得超过年复利 2.5%，该上限后续一直持续至 2013 年才再次修改。由于 90 年代上世纪利差损保单出现在我国保险业发展的成长初期，此后伴随监管部门积极的政策调整，以及国内保险业的快速发展，使之得以逐步消化。

**图20：上世纪 90 年代利率大幅下行造成国内寿险业利差损**



数据来源：wind，东吴证券研究所

**寿险行业利差损问题的最大压力在于其业务长期性。**我们认为，虽然商业银行等其他以利差收益为主的金融机构也会存在利差损的问题，但是寿险行业利差损风险的处置难度显著高于商业银行等，主要是由于寿险业务期限非常长。由于相当一部分寿险业务保单期限在 20 年以上，因此虽然保险公司可以通过调整预定利率和产品结构等方式来降低增量业务的负债成本，但是存量业务将持续产生利差损压力，因此需要非常长期的消化处置才能将全部存量业务风险完全出清。上世纪 90 年代利差损事件中，国寿、平安和太保这三家成立较早公司受到影响，在后续处置方面，中国人寿 2003 年通过重组设立国寿股份（即上市公司主体“中国人寿”），将 1999 年 6 月 10 日之前签发的高预定利率保单保留在国寿集团，实现上市公司的风险剥离，同时财政部与国寿集团共同设立共管基金处置相关保单；而平安和太保均以集团方式上市，其利差损部分业务只能在上市公司主体内逐步消化。根据中国平安和中国太保 A 股招股说明书，两家公司高预定利率保单准备金预计分别在 2050 年和 2029 年达到峰值，预计分别为 1700 亿元左右和 576 亿元，从因此可以判断这部分业务的利差损问题仍未完全解决。

表3：三大上市寿险公司高预定利率保单情况

	高预定利率保单表述	处置方法
中国人寿	-	与国寿集团进行保单业务分拆转移，将1999.6.10之前签发的保单（高预定利率保单）保留在国寿集团，将1999.6.10之后签发的保单转移至国寿股份（即上市公司主体“中国人寿”），实现将利差损风险从上市公司主体剥离。
中国平安	在1995至1999年间，公司对当时销售的寿险产品提供了较高的保证收益率（5%-9%）。这些产品包括平安长寿保险、养老金保险、少儿终身幸福平安保险、递增养老金保险、平安福临门保险等50多个险种。截至2006年9月30日，高定价利率保单准备金总额约为990亿，平均负债成本约为6.5%。高定价利率保单准备金大约在2050年前后达到峰值，准备金峰值大约为1700亿左右。	-
中国太保	1995年起至1999年6月期间，公司对当时销售的寿险产品提供了较高的保证收益率（4.0%-8.8%）。这些产品包括老来福终身寿险、步步高增额寿险、少儿乐综合保险等产品。截至2007年6月30日，高定价利率保单的准备金总额约为379.39亿元，平均保证负债成本约为6.53%。高定价利率保单准备金约在2029年前后达到峰值，准备金峰值约为576亿元。	-

数据来源：上市险企招股说明书，东吴证券研究所

### 3.2. 目前寿险行业虽短期经营改善，但仍需谨慎应对利差损威胁

**2024年保险公司净利润明显改善。**1) 从保险行业整体数据来看，已披露2024年四季度偿付能力报告的59家非上市人身险公司合计实现净利润约247亿元，实现扭亏为盈(2023年为亏损101亿元)；75家非上市财产险公司净利润合计53亿元，同比+10%。

2) 从上市公司已披露的预增公告数据看，新华保险、中国人寿、中国人保、中国太保2024年归母净利润预计分别为240-257亿元、1024-1126亿元、399-444亿元、422-463亿元，中国财险净利润预计为295-344亿元，分别同比增长175%-195%、122%-144%、75%-95%、55%-70%、20%-40%。

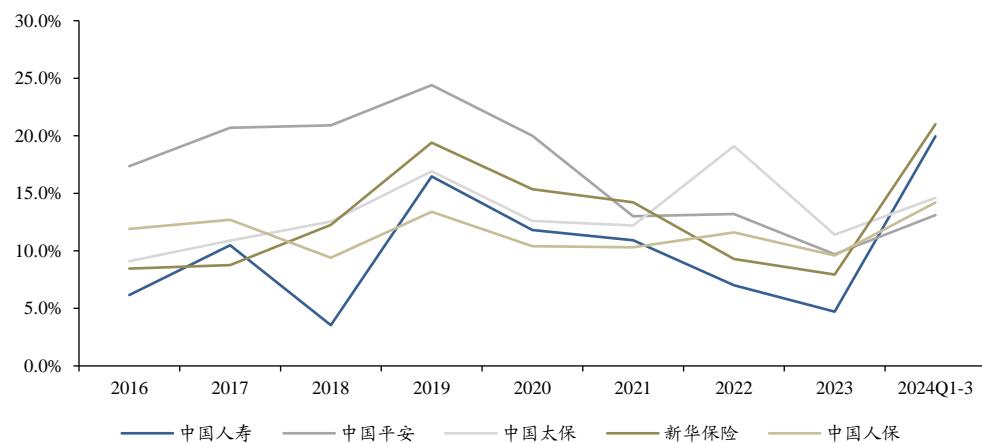
表4：上市险企2024年业绩预增情况（亿元）

	2023Q1-3	2024Q1-3	同比	2023	2024E	同比	2023Q4	2024Q4E	同比
新华保险	95	207	117%	87	240至257	175%至195%	-8	33至50	扭亏为盈
中国人寿	355	1045	194%	462	1024至1126	122%至144%	106	-22至81	由盈转亏至-24%
中国人保	205	363	77%	228	399至444	75%至95%	23	35至81	55%至256%
中国太保	231	383	65%	273	422至463	55%至70%	41	39至80	-5%至94%
	2023H1	2024H1	同比	2023	2024E	同比	2023H2	2024H2E	同比
中国财险	203	185	-9%	246	295至344	20%至40%	43	110至159	155%至269%

数据来源：各公司业绩预增公告，东吴证券研究所

注：1) 中国财险数据为净利润，其他公司均为归母净利润；2) 中国人寿采用可比口径数据。

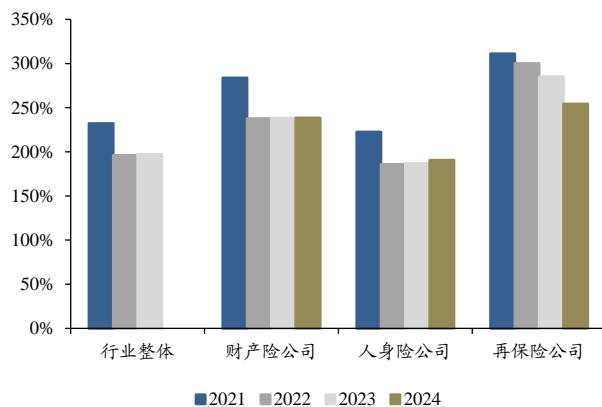
图21：2024年前三季度上市险企 ROE 明显回升



数据来源：上市险企 2016-2023 年年报、2024 年三季报，东吴证券研究所

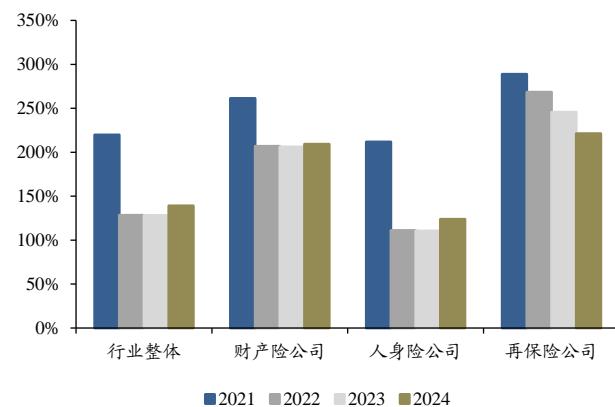
**保险公司偿付能力整体稳定。**2024 年末，保险行业综合、核心偿付能力充足率分别为 199.4%、139.1%，其中寿险公司相对较低，分别为 190.5%、123.8%，但相比 2023 年末均有一定改善。从风险综合评级分布上，也可以看到 A 类公司数量逐步增加，C 类和 D 类公司数量逐步减少。我们认为，2024 年保险公司偿付能力稳定甚至回升，主要是险企发债补充资本所致。

图22：2020-2024年保险行业综合偿付能力充足率



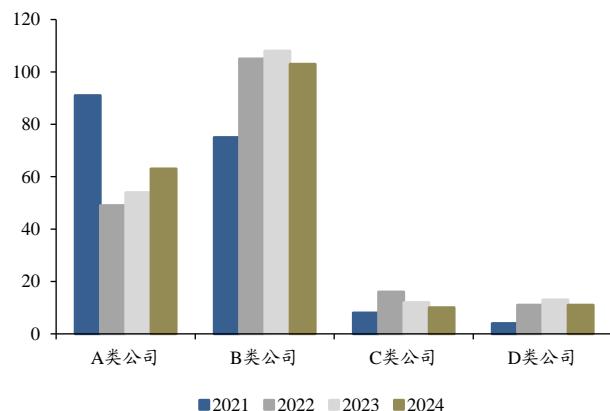
数据来源：国家金融监督管理总局，东吴证券研究所

图23：2020-2024年保险行业核心偿付能力充足率



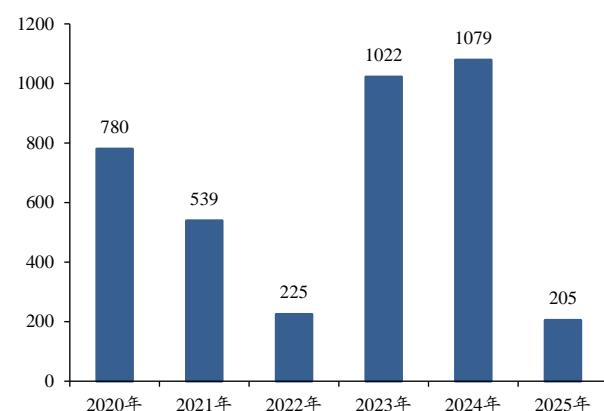
数据来源：国家金融监督管理总局，东吴证券研究所

图24: 2024年保险公司风险综合评级分布有所好转



数据来源：国家金融监督管理总局，东吴证券研究所

图25: 2023-2024年险企发债规模较大（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：2025年数据截至02.28

我们认为，目前国内寿险行业虽然短期经营数据有所好转，但是并不意味着进入了景气周期，实际上数据改善有较多短期因素的影响：1) 保险公司净利润改善主要受到9月股市大幅反弹和债券牛市的带动，特别是上市公司在新准则影响下投资收益大幅提升，但长期投资压力仍然存在。2) 保险公司偿付能力改善主要受到政策宽松和外部融资影响，一方面2023年偿付能力监管标准放宽，另一方面2023-2024年出现了保险公司发债高峰，通过补充资本方式提升了偿付能力，我们认为长期来看保险公司仍然需要通过稳健经营内生驱动偿付能力改善。

当前利率绝对水平低，利差损压力依然较大，并且保险行业风险处置面临困难，仍  
然要谨慎处理目前行业面临的利差损威胁。

1) 当前保险业规模远超90年代，保险公司数量、资产规模庞大，一旦风险形成，处置难度将非常大。经过20余年发展，目前国内寿险市场的体量已经远非上世纪90年代可比，2024年国内人身险保费收入达4.26万亿元，而1999年则仅为872亿元。正是由于目前寿险市场主体数量和保费规模已经非常庞大，一旦利差损问题形成普遍情况，那么处置压力将会非常大。

表5: 暂停披露偿付能力报告的寿险公司情况

公司状态	公司名称	总资产(亿元)	备注
更名/豁免中 暂停披露偿付能 力报告的寿险公司	瑞众人寿(华夏人寿)	5863	截至2019年末华夏人寿数据
	中汇人寿(天安人寿)	1943	截至2019年末天安人寿数据
	海港人寿(恒大人寿)	2415	截至2020年末恒大人寿数据
	大家人寿(安邦人寿)	约7500	截至2023年
	和谐健康保险	约3700	截至2022年一季度
暂停披露偿付能 力报告的寿险公司	君康人寿	约2000	截至2020年三季度
	中融人寿	约750	截至2021年三季度
	上海人寿	约1200	截至2021年四季度
	珠江人寿	980	截至2021年四季度

	昆仑健康	约 500	截至 2021 年四季度
	富德生命人寿	5338	截至 2021 年四季度
	前海人寿	3637	截至 2022 年一季度
	百年人寿	2625	截至 2023 年一季度
	渤海人寿	251	截至 2023 年四季度
	合众人寿	2081	截至 2024 年二季度

数据来源：财新周刊，中国保险行业协会，东吴证券研究所

2) 目前国内保险业风险机构处置已有压力，存在风险由行业中尾部向头部扩散风险。当前国内保险机构风险处置的外部支持主要通过保险保障基金接管方式完成，近年来由于安邦保险、华夏人寿等机构大股东存在违规情况，保险保障基金陆续接管多家规模较大的机构，但由于部分项目退出不顺利，截至 2024 年 6 月末保险保障基金余额约 2431 亿元，其中人身保险保障基金为 986 亿元，占比 40.6%。在保险保障基金接管能力受限情况下，后续部分风险机构开始由行业头部公司联合共同出资进行支持托管，因此如果情况继续恶化，那么可能出现中尾部机构经营风险向头部公司传导的问题。

表6：保险保障基金历史运作情况

时间	事件
2007	注资新华人寿:2007 起，中国开始动用保险保障基金陆续购买新华人寿股权耗资约 28 亿元，持总股本的 38.8%
2009	从新华人寿退出:自 2009 年 1 月 1 日起，保险保障基金公司正式承接行业基金资产开始保险保障基金的筹集、管理和运作工作;同年保险保障基金从新华人寿退出，所持股份作价约 40 亿元，一次性整体转让给中央汇金，获利 12 亿元
2012	注资中华联合:向中华联合增资 60 亿元，共计接管其 91.49% 的股份
2015	从中华联合退出:以 144.05 亿元成功转让中华联合 60 亿股股份，溢价 140.08%
2018	注资安邦:出资 608.04 亿元，持有安邦 98.23% 股权;后 2019 年新设大家保险。2020 年以来，大家保险三度整体引资均失败，如今转而准备分拆资产出售
2023	向多家问题险企注资:向华夏人寿、天安人寿和恒大人寿的新主体分别注资 226 亿元、66.4 亿元、37.5 亿元，目前持有瑞众人寿、中汇人寿和海港人寿 40%、20%、25% 的股权；向信泰人寿注资金额未见公开数据，保险保障基金目前持有该公司 17% 的股权； 为部分问题险企提供补贴: 每年以 2%-2.5% 左右的利息水平，向华夏人寿和天安人寿的风险资产提供一定补贴，直至风险资产完全消化

数据来源：财新周刊，东吴证券研究所

3) 上世纪 90 年代尚处于宏观经济和保险行业快速发展期，可以更有效地以时间换空间。我们认为，上世纪 90 年代虽然受外部因素冲击，国内利率环境出现大幅波动，但是宏观经济仍处于快速发展阶段，寿险行业也在发展初期，未来增长空间大，更容易通过业务结构调整来稀释存量业务风险。而目前行业已经逐步发展成熟，且近年来随着内外部环境变化，行业还面临转型压力，因此“以时间换空间”策略的执行难度明显高于此前。

## 4. 风险提示

1) 长端利率趋势性下行。利率下行环境下保险公司新增固收资产到期收益率将下降，在负债成本固定的情况下，将导致利差空间被压缩，长期盈利能力下降，甚至可能

产生利差损。

**2) 股市持续低迷。**新会计准则下保险公司二级权益投资大部分为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产(FVTPL)，股市下跌会直接影响当期利润表现。

**3) 新单保费增速明显放缓。**新单保费增速反映保险公司新业务增长趋势，当前预定利率进一步下调、产品结构由传统险向分红型逐步偏移、资本市场波动较大等因素都可能影响保险公司的新业务表现。

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

### 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

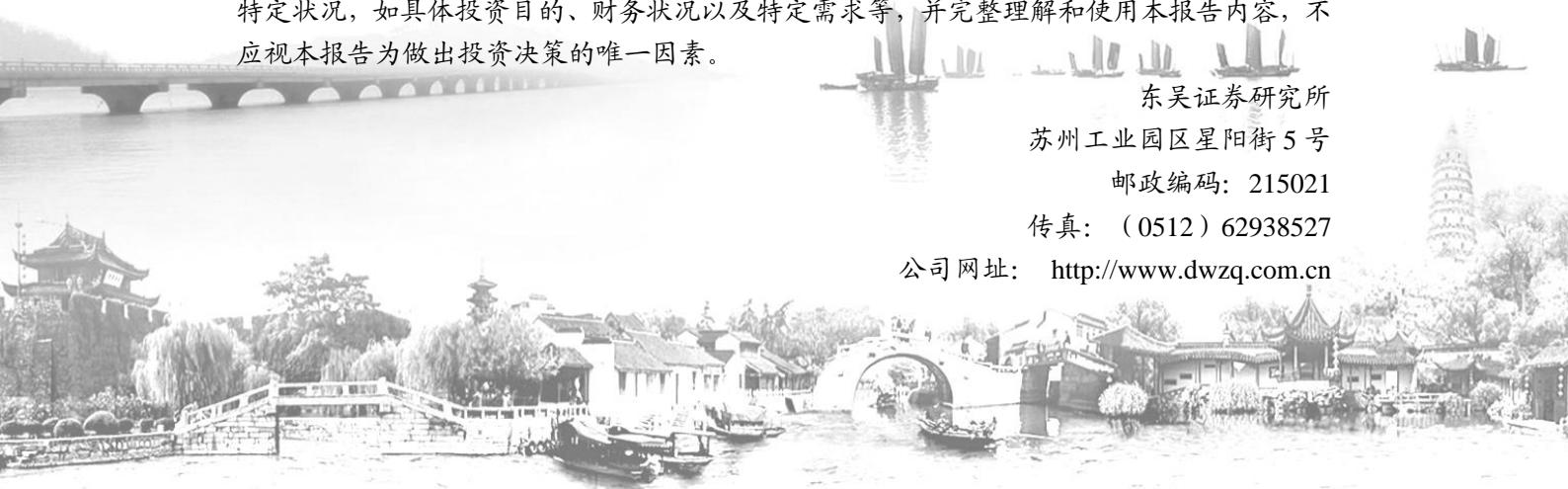
#### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

#### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>