

保险 II 行业深度报告

他山之石可攻玉——低利率下保险业的困境与出路系列报告（二）

增持（维持）

2025 年 03 月 06 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

投资要点

- **日本：增配海外证券对冲国内低利率压力。**1) 日本寿险业采取激进的经营策略，导致在 1990s 泡沫经济破灭后出现严重利差损。在 1980s，日本寿险业通过提高产品预定利率、大量配置股票等高风险资产，推动了业务短期高增长。但是泡沫经济破灭后，利率水平大幅下行，寿险行业陷入严重利差损，多家寿险公司破产倒闭，因此行业不得不通过多种手段展开自救。2) 负债端：下调预定利率、调节险种结构；增配国债与海外资产。①持续下调预定利率。日本金融厅将寿险公司预定利率与历史十年期国债收益率水平挂钩，由 1990 年的 6.25%持续下调至 2000 年的 2%，目前预定利率已经降至 0.25%。②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。死差益更高的第三领域保险产品（健康保险/医疗保险）成为日本寿险业增长的主动力，医疗险业务占比由 1995 年的 12%攀升至 2023 年的 34%。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。3) 投资端：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采取平衡投资策略，有价证券占比从 1998 年的 52.2%增加到 2023 年的 83.0%，其中海外证券是第二大投资标的，占有价证券比重在 17%-31%之间。日本海外资产以债券为主，2023 年末占海外证券投资比重已达 95.2%，保证了整体投资的稳健性。4) 2013 年起日本寿险业已经扭转了利差损。目前日本险企平均负债成本已降至 1.5%-2.0%左右，投资收益率企稳并保持在 2.5%上下，利差损转为利差益。
- **美国：针对不同账户采取差异化配置策略。**1) 负债端：增加独立账户产品占比，建立动态调整的评估利率机制。①美国寿险资金分为一般账户和独立账户。一般账户资金主要来自传统寿险、定期寿险和保证收益年金等，利差风险由保险公司承担；独立账户资金主要来自投资连结险、变额年金等。在 21 世纪初利率快速下降的阶段，美国寿险行业负债结构中独立账户的占比由 2002 年的 28%快速提高至 2007 年的 38%，近年来一直保持在 38%左右的水平。②2000-2024 年，美国传统寿险最高法定评估利率从 4.5%一路下降至 3%，从而降低了保险公司的经营压力。2) 投资端：基于不同账户进行资产配置，整体增配权益类资产。从整体数据看，美国寿险业持续加配权益资产，占比由 1980 年的 10%显著增至 2023 年的 26%。分账户来看：①一般账户资产配置整体基本保持稳定，固收资产保持在 65%-70%左右，权益资产保持在 2.2%至 2.5%之间，美国寿险公司通过适当的信用下沉和拉长久期获取更高收益，2023 年新增债券中 10 年期以上合计占比 73.4%。②独立账户的风险由投资者承担，一般为追求高收益，权益投资占比维持在 80%左右，近年来比例有所下降，但仍在 70%以上。
- **德国：降低保证利率，拉长资产久期，增配另类资产。**1) 负债端：下调保证利率水平，降低负债成本压力。德国安联在负债端主要面临本土业务保证利率较高的压力，但自 2010 年起持续下调保险保证利率，年下调幅度为 10~20 个基点，2022 年末较 2010 年已经下降了超过一半。业务结构上，安联保险持续减少保证收益产品占比，2017-2024 年保证收益型产品占比从 23.9%下降至 7.2%。2) 资产端：区域分散+信用下沉+增配另类的组合拳。安联固收投资主要配置于政府债券和企业债券，通过区域分散化投资降低单一市场利率风险，并且将资产信用评级逐步下沉。此外还持续增加另类投资配置，目前保险资金中占比已近 30%。
- **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

行业走势



相关研究

《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）》

2025-03-02

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

2025-02-22

内容目录

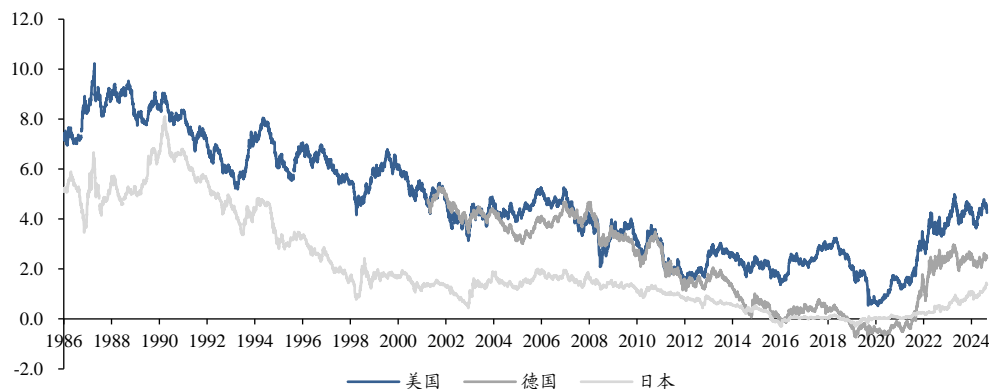
1. 日本：增配海外证券对冲国内低利率压力	4
1.1. 复盘：日本泡沫经济破灭造成严重利差损	4
1.2. 负债端：下调预定利率，大力发展保障型产品	7
1.3. 资产端：日本寿险业通过大量配置海外资产对抗国内低利率	9
1.4. 改善效果：投资收益率与盈利表现稳定，2013 年扭转利差损	11
2. 美国：针对不同账户采取差异化配置策略	12
2.1. 美国经历了持续利率下行，阶段性影响了险企偿付能力	12
2.2. 应对措施：一般账户拉长久期+信用下沉，独立账户增配权益	14
2.3. 改善效果：美国寿险业投资收益水平走势好于国债收益率	17
3. 德国：降低保证利率，适度信用下沉，增配另类资产	18
3.1. 负债端：下调保证利率水平，降低负债成本压力	18
3.2. 资产端：区域分散+信用下沉+增配另类的组合拳	19
4. 风险提示	21

图表目录

图 1:	海外主要经济体十年期国债收益率历史走势 (%)	4
图 2:	20 世纪 90 年代前日本寿险业保费快速扩张	4
图 3:	日本寿险业净利润走势 (千亿日元)	4
图 4:	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	5
图 5:	20 世纪 90 年代日本寿险业风险资产配置比例较高	6
图 6:	20 世纪 90 年代日本股市和地产市场由高点暴跌	6
图 7:	日本十年期国债收益率走势 (%)	7
图 8:	日本主要寿险公司利差损规模 (亿日元)	7
图 9:	日本寿险业产品结构中纯保障产品占比持续提升 (按新单数量计算)	8
图 10:	存量保单中第三领域年化保费占比	9
图 11:	新增保单中第三领域年化保费占比	9
图 12:	日本寿险资金逐步增配海外资产	10
图 13:	日本寿险业持续增配超长期国债	10
图 14:	日本寿险公司的期限错配缺口不断缩窄	10
图 15:	海外债券是日本寿险业海外投资的主要方向	11
图 16:	日本寿险业投资收益率好于长期国债利率 (%)	11
图 17:	2006-2023 年日本寿险业各资产投资收益率 (%)	11
图 18:	2013 年前后日本寿险业正式扭转利差损	12
图 19:	美国十年期国债收益率走势	13
图 20:	美国寿险公司保费收入及增速	13
图 21:	利率下行阶段美国寿险业独立账户占比显著提升	14
图 22:	美国寿险业各类型产品最高法定评估利率走势	15
图 23:	美国寿险业投资组合结构占比	15
图 24:	美国寿险业一般账户资产配置以固收类为主	16
图 25:	美国寿险业债券配置等级适度下沉	16
图 26:	美国一般账户债券存量久期结构	17
图 27:	2023 年美国寿险业新增债券到期期限结构	17
图 28:	美国寿险业独立账户资产配置以权益类为主	17
图 29:	美国寿险业投资收益率降幅窄于长端利率降幅	18
图 30:	2022 年安联保险分地区保证利率情况	19
图 31:	近年来安联保险德国地区保证利率持续下调	19
图 32:	安联保险新保业务结构中保证型占比持续下降	19
图 33:	2024 年安联保险政府债投资区域分布	20
图 34:	2024 年安联保险公司债投资区域分布	20
图 35:	德国安联固收投资的信用评级结构	20
图 36:	德国安联保险资金中另类投资占比将近 30%	21
表 1:	日本寿险公司破产情况	7
表 2:	日本多次下调保单预定利率	8
表 3:	1999-2002 财年日本寿险业三差规模 (十亿日元) 及其贡献率	9

海外主要经济体普遍遭遇过长期利率下行时期，欧洲、日本甚至一度迈入负利率时代，美国也经历过多次显著的利率下行并长时间处于低利率环境，特别是美国、日本寿险市场都出现过典型的低利率环境造成保险公司经营困难，甚至导致“破产潮”的情况，因此可以作为国内寿险行业应对低利率的重要参考。

图1：海外主要经济体十年期国债收益率历史走势（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

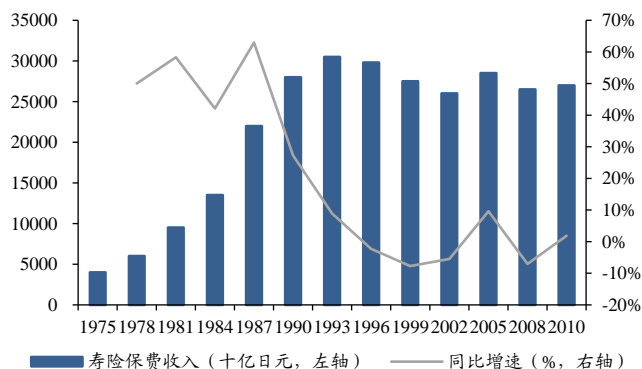
1. 日本：增配海外证券对冲国内低利率压力

1.1. 复盘：日本泡沫经济破灭造成严重利差损

1、危机前的狂欢：经济上行周期下日本寿险业迎来黄金时代

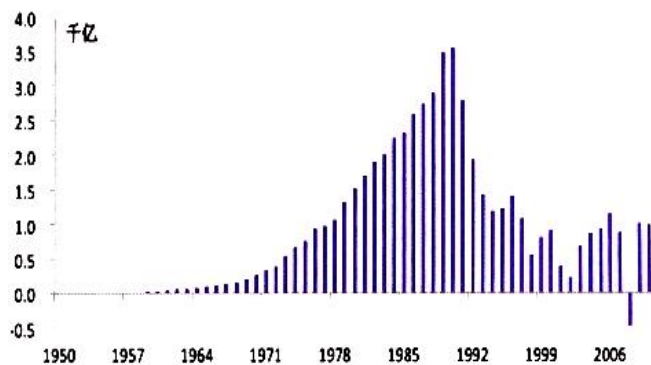
二战后，得益于日本国内经济的迅速恢复和繁荣发展，再加上国民的高储蓄率和人口的高增长，日本寿险业出现了大规模的扩张与发展。1960-1989年，日本寿险行业高速扩张并达到了趋于饱和的程度，寿险保费年同比增长20%以上。1989年日本寿险保费已占世界市场近30%，占亚洲市场近80%，成为当时全球规模最大的寿险市场。随着经济上行周期时的保费规模与投资收益持续增长，日本寿险行业的净利润于1990年增长至3.56万亿日元，达到行业135年历史的峰值，随后开始逐渐减少。

图2：20世纪90年代前日本寿险业保费快速扩张



数据来源：LIAJ，东吴证券研究所

图3：日本寿险业净利润走势（千亿日元）

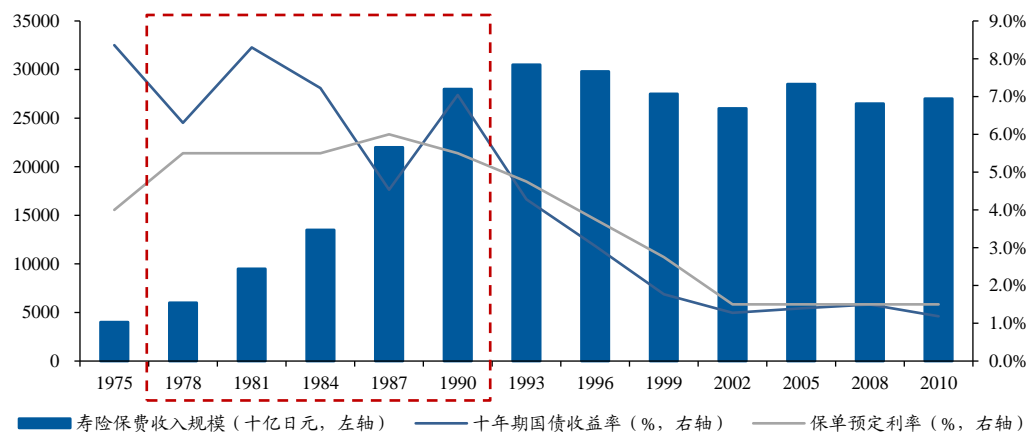


数据来源：董竹敏《日本人身保险业利润分析及启示》，东吴证券研究所

2、危机的种子：行业竞争导致预定利率升高，泡沫经济导致高风险资产增多

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。

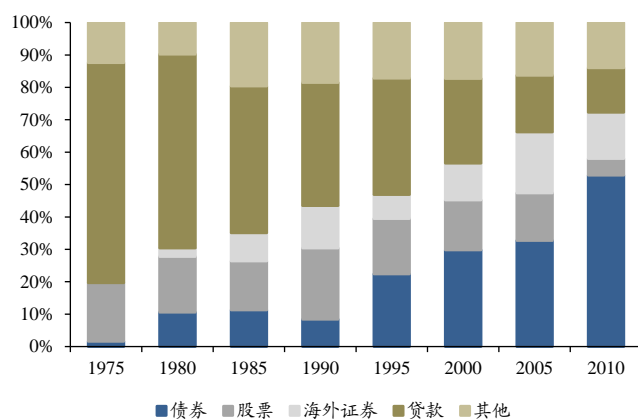
图4：20 世纪 90 年代之前日本寿险业积累了大量高预定利率保单



数据来源：Wind, LIAJ, 东吴证券研究所

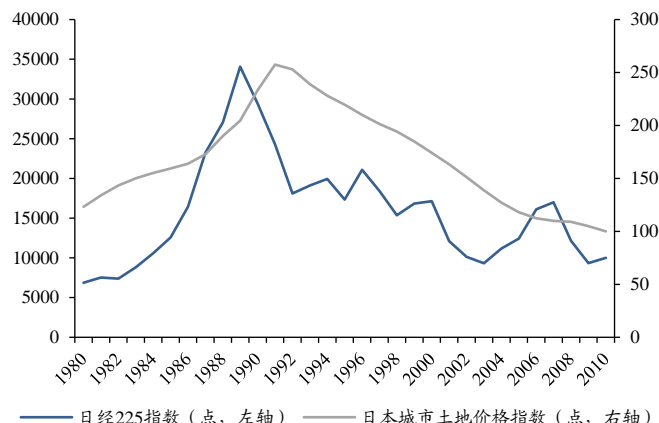
泡沫经济导致高风险资产增多。1985 年利率开始降低导致固定收益类资产回报率下降，为了覆盖负债端高昂的资金成本和满足客户投资需求，同时试图追逐股市牛市收益，日本寿险公司加大了权益类投资和海外投资。1985-1990 年日本保险业的股票配置从 15% 上升到 22%，贷款和债券的配置相应减少。

图5：20世纪90年代日本寿险业风险资产配置比例较高



数据来源：LIAJ，东吴证券研究所

图6：20世纪90年代日本股市和地产市场由高点暴跌



数据来源：wind，东吴证券研究所

3、危机降临：资产泡沫破灭，利率持续走低，大量寿险公司破产

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%。

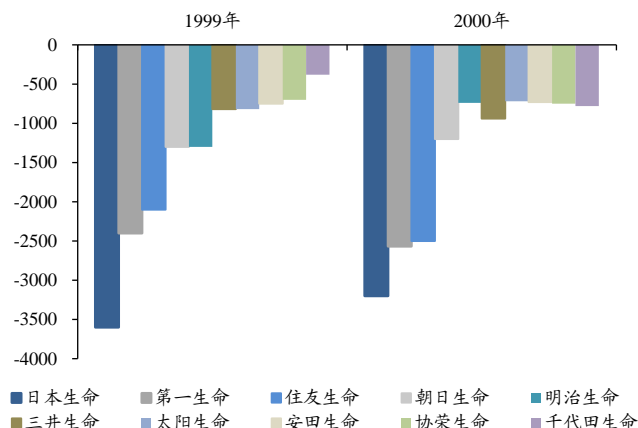
2) 负债端：泡沫经济时期寿险公司销售的大量高预定利率保险产品带来了巨大的利差损。根据《全球低利率周期及保险资金配置战略研究》，1999年和2000年，亏损最大的前10家寿险公司的利差损之和高达1.4万亿日元。1997年，日本出现了二战后破产的首家保险公司——日产生命保险公司；随后，东邦生命保险等多家寿险公司相继破产，引起了日本金融界强烈震动。这些寿险公司在破产前均已成立超过了80年。

图7: 日本十年期国债收益率走势 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 日本主要寿险公司利差损规模 (亿日元)



数据来源: 段鸿济《全球低利率周期及保险资产配置策略研究》, 东吴证券研究所

表1: 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

数据来源: 周国端《避免寿险业危机在中国重现》, 东吴证券研究所

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。

1.2. 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) 1995 年日本推出“标准责任准备金制度”, 评估利率基于过去 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, 每年调整 1 次, 每次调整偏差为 0.5%, 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）2014 年针对趸交储蓄险产品（终身寿险、两全险、年金险）优化评估利率计算方法，参考利率基础调整为过去 3 个月及过去一年平均值较低者，每次调整偏差缩小至 0.25%，每年调整 4 次，进一步强化了趸交储蓄险产品评估利率与市场环境的关联性。

表2：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%

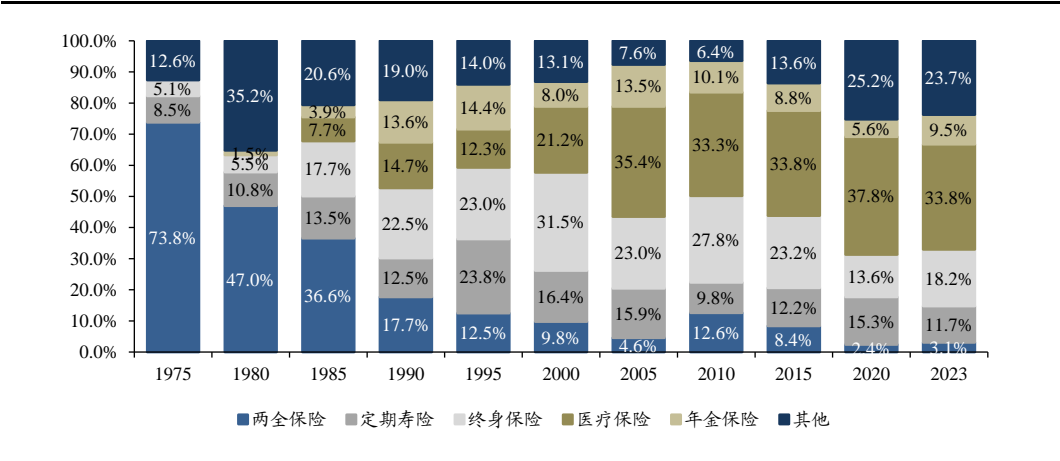
数据来源：万峰《日本寿险业研究》，日本金融厅，东吴证券研究所

注：以上为个人期交寿险产品利率

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。

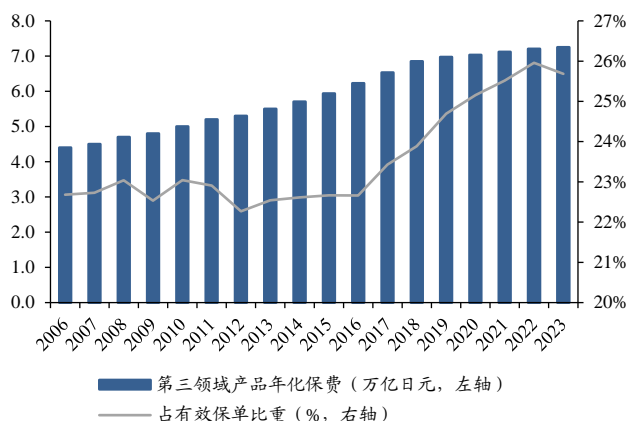
1）大力发展第三领域保险产品（健康保险/医疗保险）。第三领域保险产品设计时采用更加保守的生命表，死差益较高，价值率一般是死亡保险的 2-3 倍。2000 年以后第三领域保险产品成为保费增长的重要动力，医疗保险业务占比由 1995 年的 12.3%攀升至 2023 年的 33.8%，终身寿险和定期寿险占比分别萎缩至 11.7%、18.2%。2）增加变额年金及外币保单，将投资风险和外汇风险转移给投保人。

图9：日本寿险业产品结构中纯保障产品占比持续提升（按新单数量计算）



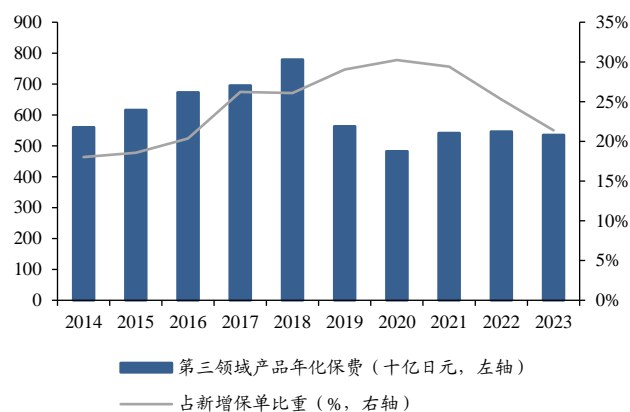
数据来源：LIAJ，东吴证券研究所

图10: 存量保单中第三领域年化保费占比



数据来源: LIAJ, 东吴证券研究所

图11: 新增保单中第三领域年化保费占比



数据来源: LIAJ, 东吴证券研究所

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。

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。

表3: 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%

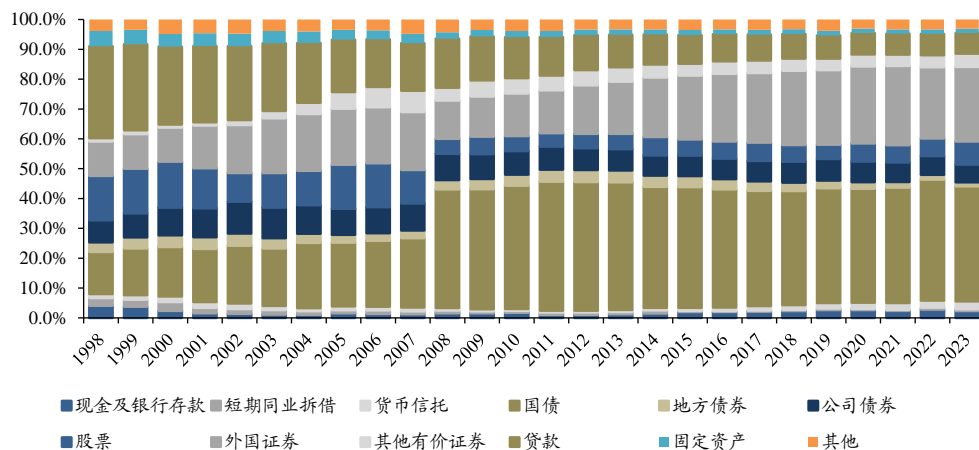
数据来源: 中国人寿 2013 年全球开放日材料, 东吴证券研究所

1.3. 资产端：日本寿险业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。1998-2023年，日本寿险业有价证券投资占比从52.2%增加到83.0%，其中：①日本国债自2004年起成为第一大配置类别，特别是2008年以后

占比显著提升，最高于 2011 年达到 43.2%，此后逐步下降，但目前仍占比 38.6%。②海外证券占比逐步提升，由 1998 年的 11.5% 提升至 2023 年的 25.0%，是仅次于国债的第二大投资品种。③股票投资在 2008 年之后持续维持低位，占比在 8% 以下。

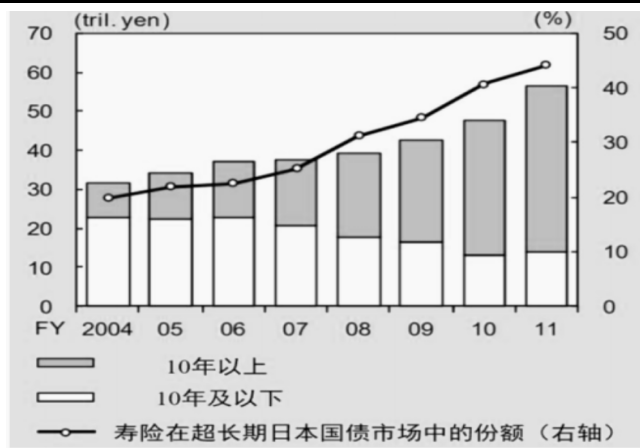
图12：日本寿险资金逐步增配海外资产



数据来源：LIAJ，东吴证券研究所

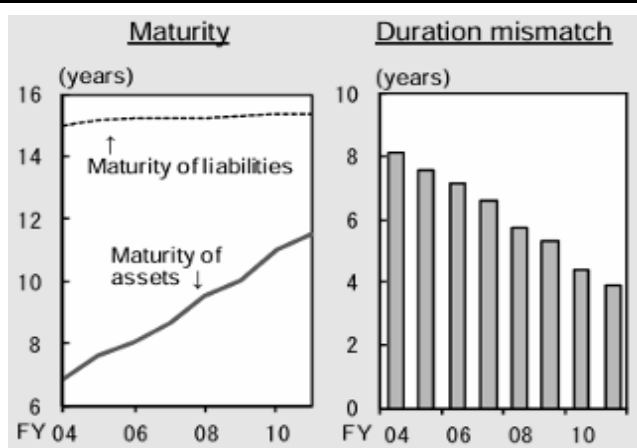
在国内债券配置上，日本寿险业持续加大长长期国债配置。1990 年前，日本寿险业固收投资主要以贷款为主，而在 1990 后开始持续降低贷款资金配置比重，增配长长期债券，日本寿险公司持有的债券平均久期从 2003 年的 6.2 年提升至 2012 年的 11.8 年。通过持续拉长资产久期，日本寿险业资产负债期限错配缺口也在不断缩窄，有效降低了利率下行环境下的经营风险。

图13：日本寿险业持续增配超长期国债



数据来源：BOJ，东吴证券研究所

图14：日本寿险公司的期限错配缺口不断缩窄

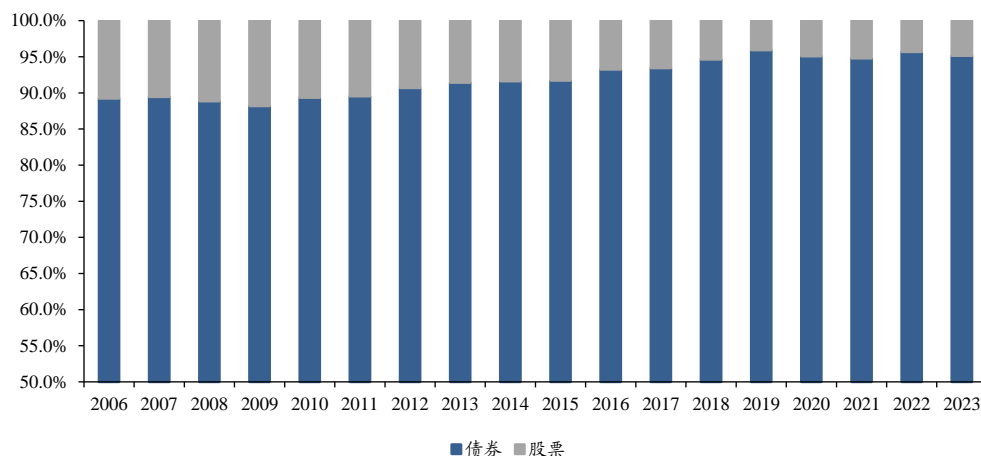


数据来源：BOJ，东吴证券研究所

在日本国内利率不断下行的背景下，为获取国内外利差，日本寿险业持续增配海外债券。日本寿险业的海外证券投资以债券配置为主体，在 2006 年占全部海外证券比重已达 89.2%，2008 年金融危机爆发使得海外债券配置比重出现下降，但自 2010 年起逐步复苏，此后海外债券比重不断提升，至 2023 年末占海外证券比重已达 95.2%。而在此背景下，日本国内债券投资占比逐步下降，2023 年末国债、地方债和企业债分别为 38.6%、

1.3%和 5.9%，分别较 2020 年下降 2.7pct、2.4pct 和 2.0pct。

图15：海外债券是日本寿险业海外投资的主要方向

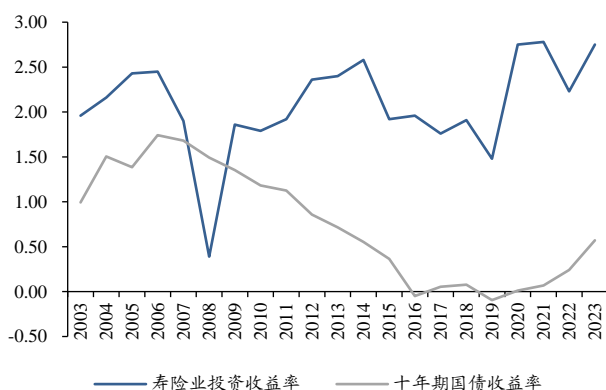


数据来源：LIAJ，东吴证券研究所

1.4. 改善效果：投资收益率与盈利表现稳定，2013 年扭转利差损

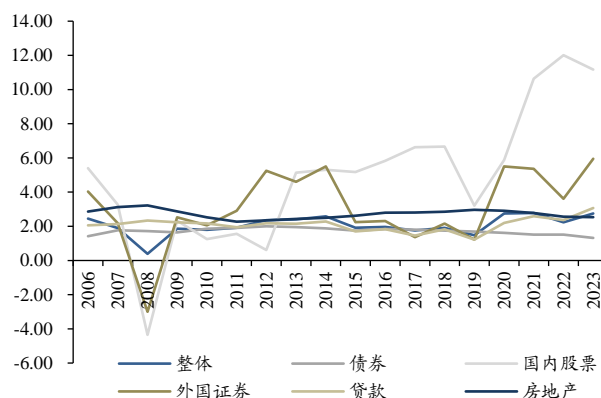
日本人身险投资收益率整体稳定，海外证券投资收益表现较好。1) 日本人身险投资收益率曾在 2008 年有大幅下降，为 0.4%。2009-2014 年中整体呈现增长趋势，在 2014 年达到 2.6%。2015-2019 年投资收益率降到 2% 以下，2020 年后又重回到 2.8%。除 2008 年以外，近二十年以来日本寿险业投资收益率水平明显高于十年期国债收益率。2) 我们认为日本人身险业之所以投资收益率稳定得益于其高比例的国债投资，但也是由于高比例的国债投资外加日本低利率环境显著，导致日本人身险业整体收益率偏低。3) 从细分资产收益率可以看出，外国证券历史上大部分年份可以获得可观的收益率，2006-2023 年平均收益率达到 3.1%，仅次于国内股票投资（4.9%），对整体收益率（2.1%）具有明显正面贡献，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16：日本寿险业投资收益率好于长期国债利率（%）



数据来源：wind，LIAJ，东吴证券研究所

图17：2006-2023 年日本寿险业各资产投资收益率（%）



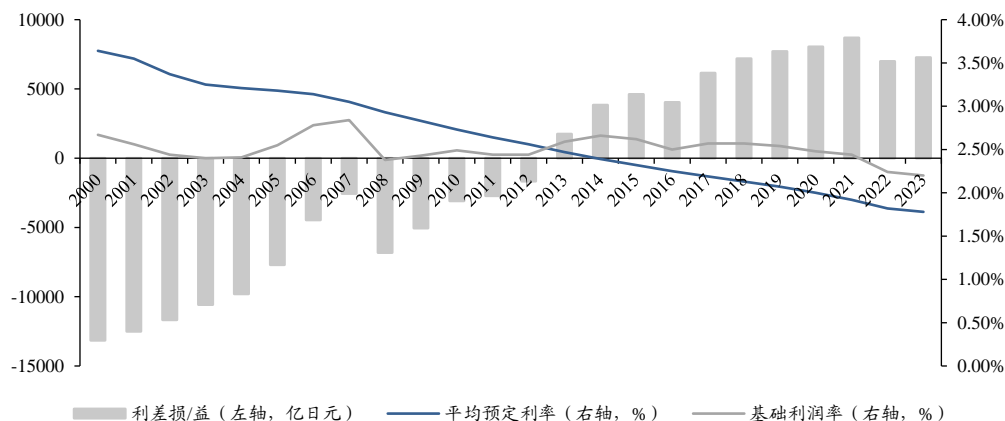
数据来源：LIAJ，东吴证券研究所

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

均负债成本已降至 1.5%-2.0%，且逐年快速下降，与此同时投资收益率企稳并保持在 2.0%-2.5%，在 2013 年日本寿险业实现了由利差损向利差益的成功扭转。

在低利率市场环境下，日本寿险业经过“危机纪元”时的探索，已经形成了稳定的盈利模式：大量的死差益和少量的利差益。随着寿险、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最主要的利润来源，且维持稳定，受宏观经济波动的影响较小。

图18：2013 年前后日本寿险业正式扭转利差损



数据来源：NLI-research，东吴证券研究所

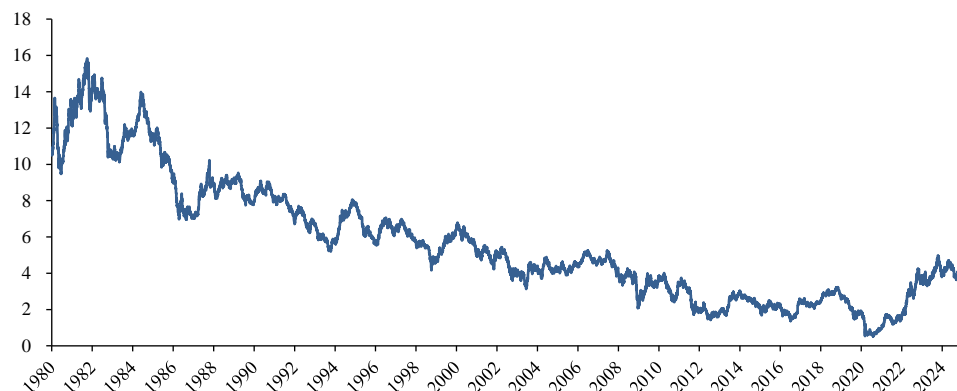
注：数据为日本 9 家最大寿险公司合计。

2. 美国：针对不同账户采取差异化配置策略

2.1. 美国经历了持续利率下行，阶段性影响了险企偿付能力

1980 年至今，美国利率总体处于下行区间，其中存在三次明显的下滑阶段。1) 1984-1986 年：1984 年利率市场化进入尾声，受 GDP 增速下行的影响，10 年期国债收益率从 14% 左右下降到 7% 左右。2) 2000 年-2004 年：本世纪初，受互联网泡沫破灭、美国经济呈现放缓趋势的影响，10 年期国债收益率从 7% 左右下降到 4% 左右。3) 2008 年-2016 年：受金融危机的影响，经济进入下行周期，美国出台宽松政策，10 年期国债收益率从 4% 左右下降到 2% 左右。利率下行导致了部分美国寿险公司的偿付能力恶化、寿险公司寿险保费收入增速放缓，但由于及时采取了有效的应对措施，美国保险行业长期经营维持了相对稳定，受利率下行的影响不大。

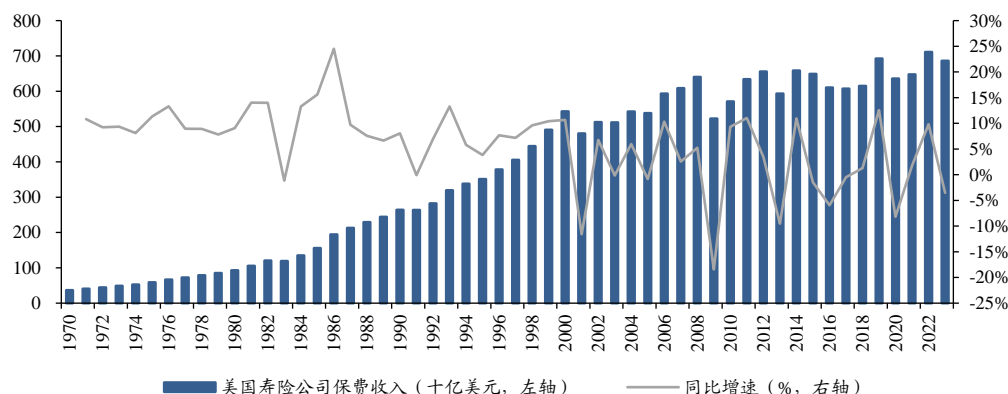
图19: 美国十年期国债收益率走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

对保费收入的影响: 寿险公司寿险保费收入增速大幅下降, 近年来震荡剧烈。1) 利率下行初期(1984-1986年), 美国寿险公司寿险保费收入维持着13%-25%的高增速。这是因为银行理财产品利率快速下降, 而保险产品的利率下降具有滞后性, 短期内其吸引力高于其他产品。2) 随着利率持续下行, 寿险保费收入增速大幅波动, 至2009年增速已降至-18%, 期间多个年份出现负增长。这是因为: 一方面资产端的投资收益率持续下降, 高预定利率寿险产品开始承受利差损的压力, 保险公司客观上会主动收缩新保业务规模; 另一方面, 利率自由化后, 市场上创新型产品增多, 分散了保险产品的购买力。

图20: 美国寿险公司保费收入及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 上图保费收入包括寿险、医疗险和年金险

对偿付能力的影响: 美国寿险与健康险公司偿付能力恶化加速破产进程。20世纪70年代, 寿险公司为提升业务竞争力, 竞相提供高额保障及多种优惠条件, 存在“预定利率过高”等不合理定价问题, 负债成本高昂。利率自由化之后, 美国市场基准利率快速下降, 资产收益率普遍下降。为了支撑高昂的负债成本, 寿险公司投资股票与不动产的资产占比由1970年的10.5%增至1999年的33.5%。随后风险资产价格(尤其是不动

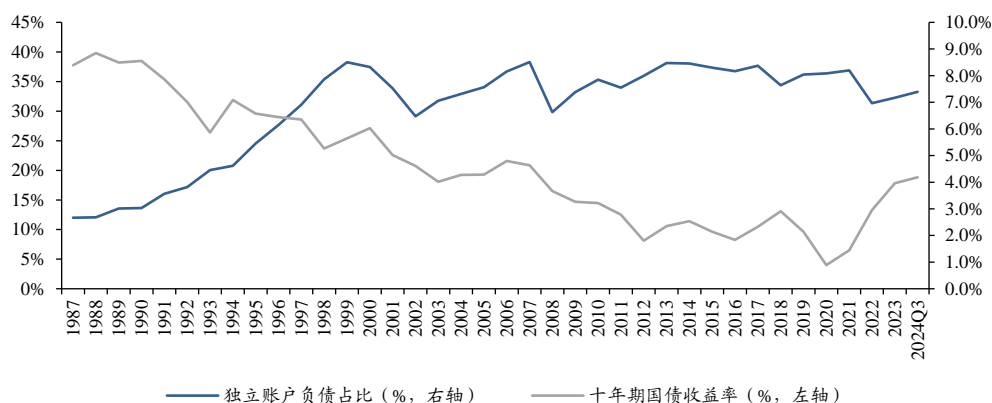
产价格)的下滑加重偿付能力不足的问题,美国寿险与健康险公司破产数量急速增加。

2.2. 应对措施: 一般账户拉长久期+信用下沉, 独立账户增配权益

1、负债端: 增加独立账户产品占比, 建立动态调整的评估利率机制

产品结构调整: 增加非保本型负债占比, 独立账户比重快速提升。美国寿险资金主要包括一般账户和独立账户。一般账户资金主要来自传统寿险、定期寿险和保证收益年金等, 利差风险由保险公司承担; 独立账户资金主要来自投资连结险、变额年金等, 利差风险或投资风险由保单持有人承担, 独立账户更有助于保险公司防范利差损风险。在21世纪初利率快速下降的阶段, 美国寿险行业负债结构中独立账户的占比由1987年的12%快速提高至1999年的38%, 此后基本保持在30%以上的水平, 这使得美国寿险业在利率下行阶段中实现了相对平稳的盈利增长。

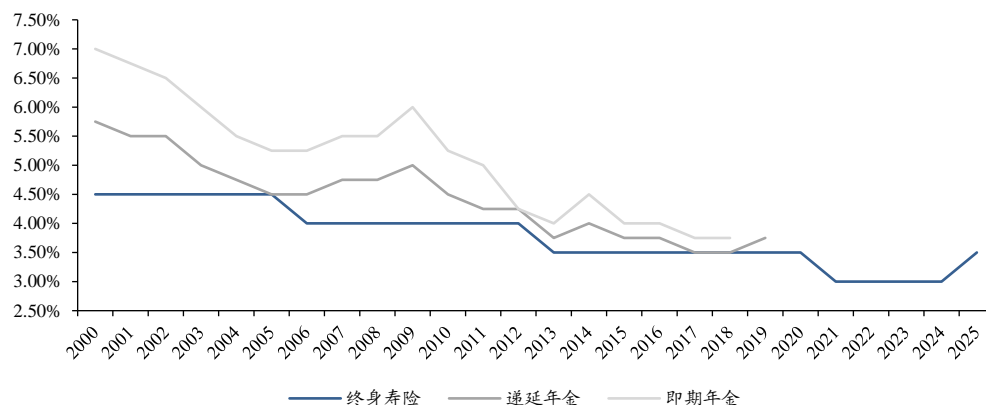
图21: 利率下行阶段美国寿险业独立账户占比显著提升



数据来源: wind, ACLI, 东吴证券研究所

定价机制调整: 建立动态调整的评估利率机制, 以适应利率环境的变化。在1980年美国将法定准备金评估利率机制由监管部门直接给出改为动态调整, 并与企业债券收益率进行挂钩。2000-2024年, 美国20年保证期限以上的终身寿险产品最高法定评估利率(Maximum statutory valuation interest rates)从4.5%一路下降至3%, 从而降低了保险公司的经营压力。

图22: 美国寿险业各类型产品最高法定评估利率走势



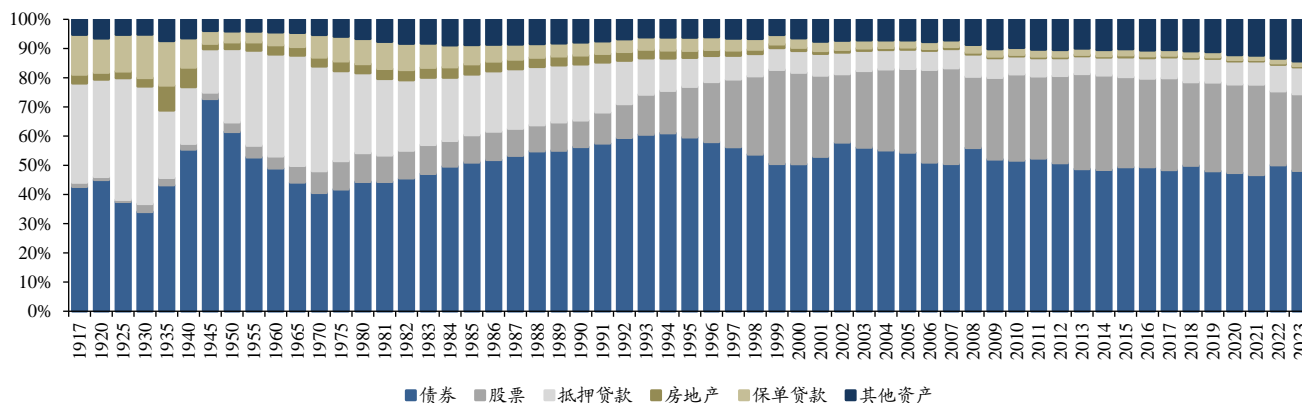
数据来源: Willis Towers Watson, 东吴证券研究所

注: 上图中终身寿险采用保证期限 20 年以上产品口径。

2、资产端：基于不同账户进行资产配置，整体增配权益类资产

从整体资产配置上看，美国寿险业逐步减配受利率影响的资产，提升权益仓位。随着基准利率的下调和美国公司债收益的下降，美国寿险业债券配置总规模占比经历了从 40% 增至 60%、再降至 50% 左右的过程。为缓解负债端压力，美国寿险业加配权益资产，配置股票的规模占比由 1980 年的 10% 显著增至 2021 年的 31%，2022 年有所下滑降至 25%，2024 年回升至 26%。

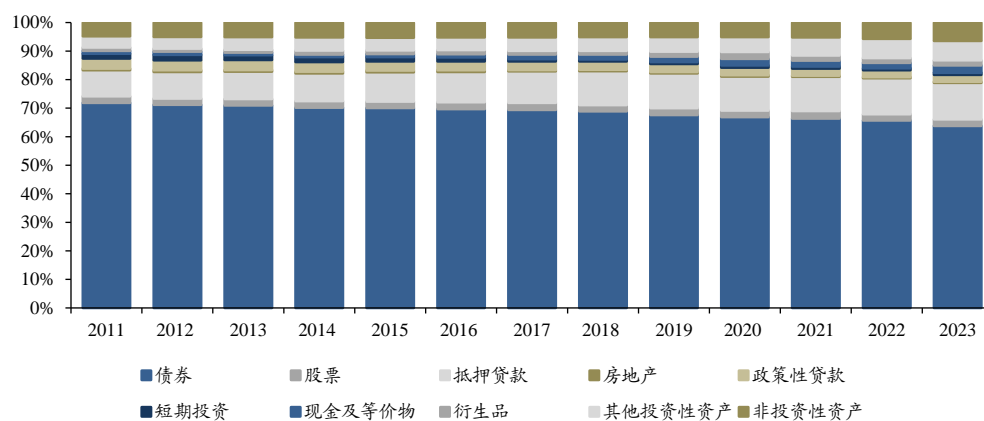
图23: 美国寿险业投资组合结构占比



数据来源: ACLI, 东吴证券研究所

一般账户资产配置整体基本保持稳定。美国寿险一般账户中固收资产保持在 60% 至 70% 左右，权益资产保持在 2.2% 至 2.5% 之间。固收资产内部有所调整，债券从 2011 年 71.9% 下降至 2023 年的 63.8%，下降了 8.1 个百分点；2012 年后美国地产市场逐渐恢复，抵押类固收资产从 2011 年的 9.1% 上升至 2023 年的 12.8%，上升了 3.7 个百分点。

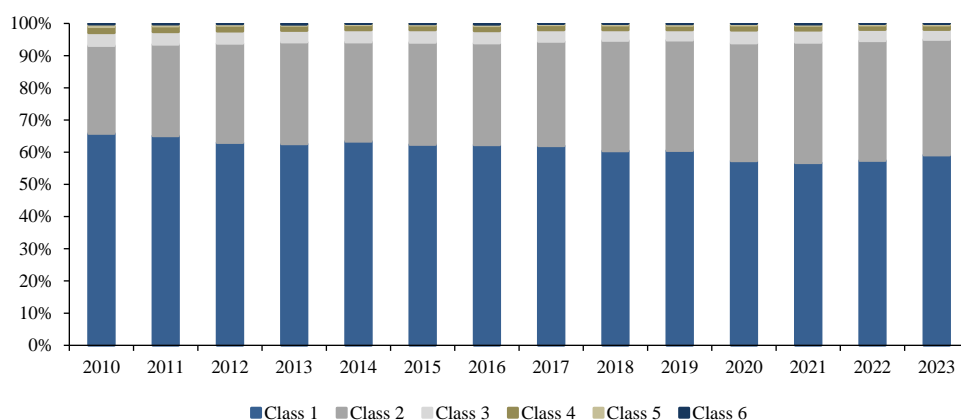
图24：美国寿险业一般账户资产配置以固收类为主



数据来源：ACLI，东吴证券研究所

适度降低债券配置等级，有效利用信用下沉获得更高收益。美国公共债券分为1至6级，数字越小评级越高，其中1-2级为高信用等级债券，3级为中级，4-6级为低信用等级债券。自2010年起，保险公司适当地加配了分类等级为2的债券，减配了等级为1的债券，等级为3至6的债券占比较低变化较小。2023年，等级为2、1的债券占比分别较2010年+8.6pct、-6.7pct。

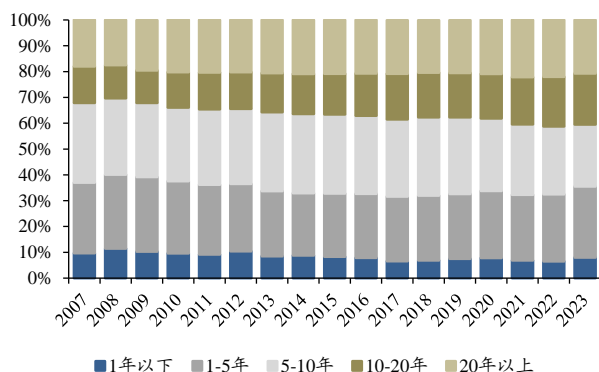
图25：美国寿险业债券配置等级适度下沉



数据来源：ACLI，东吴证券研究所

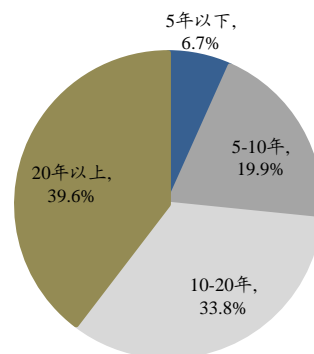
增配超长期债券，缩小资产负债久期缺口。1) 从存量看，美国一般账户中长久期债券占比有增加趋势。从2007年到2023年，10-20年以上债券配置从14.1%提升5.7pct至19.8%，20年以上债券从18.1%提升2.6pct至20.7%，而1年以内资产占比则下降1.7pct。2) 从增量来看，2023年美国寿险业新增债券中约40%为20年以上期限，10-20年为33.8%，合计达到73.4%。3) 我们认为，这种投资策略的转变一定程度上依赖于美国较为丰富的长期债券供给(上世纪70年代起美国政府就开始发行30年期国债，此外，美国企业债的平均到期期限约15年左右，也显著长于国内市场)。

图26: 美国一般账户债券存量久期结构



数据来源: ACLI, 东吴证券研究所

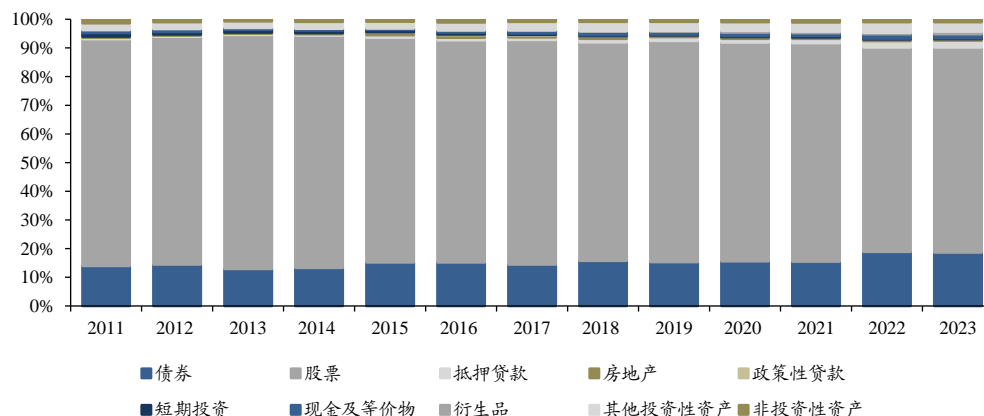
图27: 2023 年美国寿险业新增债券到期期限结构



数据来源: ACLI, 东吴证券研究所

独立账户通过大比例配置权益资产，实现更高投资回报。独立账户的风险由投资者承担，其投资风险也往往由投资者选择。从实践看，一般为追求高收益独立账户的资产配置中权益维持在 80%左右，近年来比例有所下降，但仍在 70%以上；债券等维持在 14%-15%的配置规模，2022-2023 年略有提升至 19%。总体来说，独立账户大类资产配置变化不大，但配置风格与一般账户大相径庭。

图28: 美国寿险业独立账户资产配置以权益类为主

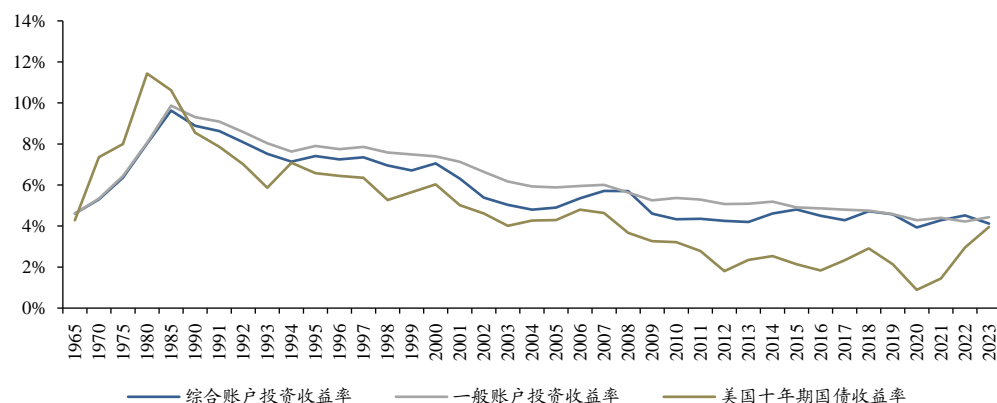


数据来源: ACLI, 东吴证券研究所

2.3. 改善效果: 美国寿险业投资收益水平走势好于国债收益率

20 世纪 90 年代后，美国保险公司资产投资收益率均高于美国十年期国债收益率。金融危机后，随着美国量化宽松的开启，10 年期美国国债收益率曲线逐步下滑，由 2007 年的 4.63%下降至 2021 年 1.45%，此后持续加息后回升至 4%以上。美国国债收益率的下滑导致固定收益类资产收益率逐步下滑。我们认为，在利率下行阶段，由于美国人身险业通过拉长久期、信用下沉和配置权益资产等策略，虽然整体投资收益率由 2007 年的 5.71%下滑到 2022 年的 4.52%，但下滑幅度明显小于国债收益率下滑幅度。

图29：美国寿险业投资收益率降幅窄于长端利率降幅



数据来源：ACLI，东吴证券研究所

3. 德国：降低保证利率，适度信用下沉，增配另类资产

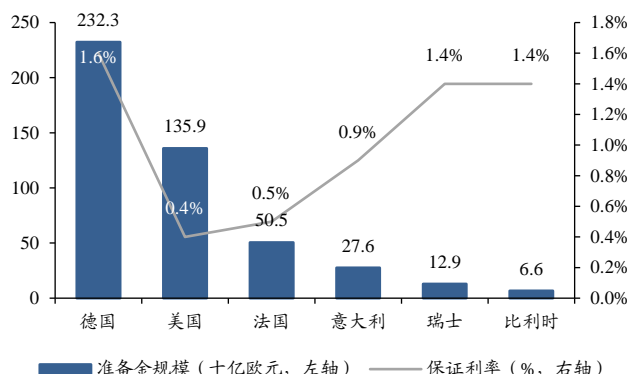
低利率环境是欧洲寿险业面临的重要挑战。根据穆迪调研报告显示，面对低利率环境，各国（或地区）的资产负债错配风险各不相同，其中德国由于久期缺口大，导致期限错配风险较大，加之负债成本调节能力较弱使得平均保证收益水平处于较高水平，面临的资产负债错配风险较高。因此我们以德国作为欧洲寿险业的代表。德国安联是德国最大的保险公司，也是欧洲乃至全球最大的保险和资产管理集团之一，下文主要以德国安联为代表分析德国寿险市场的表现。

3.1. 负债端：下调保证利率水平，降低负债成本压力

德国安联面临较大的负债成本。在负债端，安联保险大部分的非投连险都承担了最低保证利率，使其承担了较多投资风险，而在业务区域分布上，2022 年安联人寿近一半的业务（按准备金计算）分布在德国，且德国保险业务的保证利率高于其他业务地区，可能面临较严重的利差损风险。

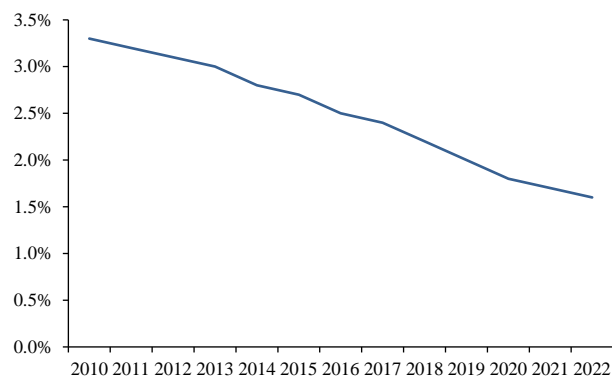
为防止严重利差损，安联长期持续下调保险保证利率。自 2010 年起，安联每年都相比上年下调在德国的保险保证利率，年下调幅度为 10~20 个基点，2022 年末已经降至 1.6%，较 2010 年的 3.3% 已经下降了超过一半。

图30：2022 年安联保险分地区保证利率情况



数据来源：安联保险 2022 年年报，东吴证券研究所

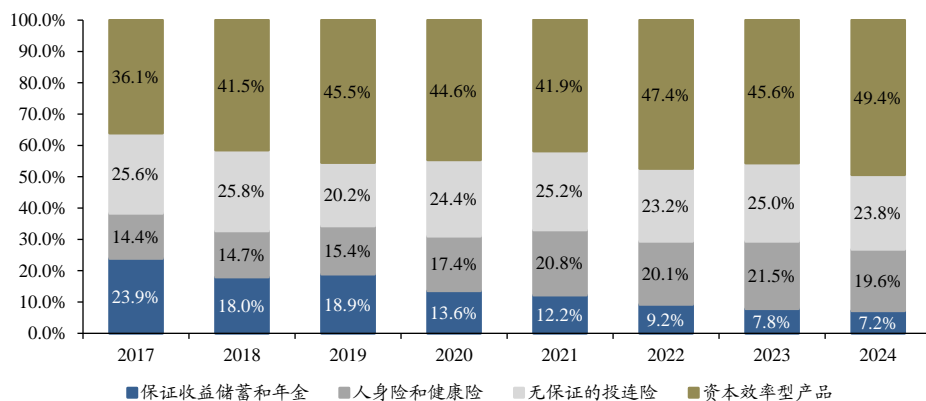
图31：近年来安联保险德国地区保证利率持续下调



数据来源：安联保险历年年报，东吴证券研究所

业务结构上，安联保险持续减少保证收益产品占比，以降低负债成本。2017-2024 年，安联保险新保费收入现值的结构中，保证收益型产品占比从 23.9%下降至 7.2%，2024 年资本效率型产品占比高达 49.4%，是最重要的业务类型，占比较 2017 年的 36.1% 显著提升。资本效率型产品（Capital-efficient products）是指相对于传统寿险产品而言，对公司资本要求较低、资本消耗较少的产品，投资收益风险由客户自担，不承诺固定利率，如无收益担保的万能险等。

图32：安联保险新保业务结构中保证型占比持续下降



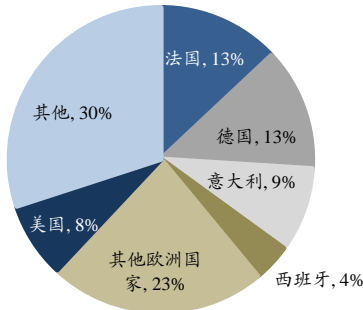
数据来源：安联保险历年年报，东吴证券研究所

3.2. 资产端：区域分散+信用下沉+增配另类的组合拳

资产配置方面，安联保险固收投资主要配置于政府债券和企业债券，公司通过区域分散化投资降低单一市场利率风险。2024 年安联保险的债务投资工具中，政府债、企业债和证券化债务投资分别占比 37%、39%和 24%。政府债投资组合中持仓最多的法国政府债比例为 13%，前四大持仓品种比例未过半；公司债投资组合中 44%投向美国，另外

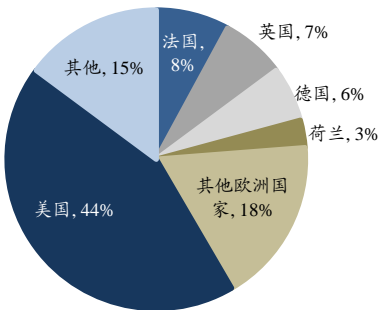
有 42%投向欧洲，但分布较为分散。需要说明的是，证券化债务投资工具在我国主要划分为非标投资，与德国安联的分类口径并不相同。

图33: 2024 年安联保险政府债投资区域分布



数据来源：安联保险公告，东吴证券研究所

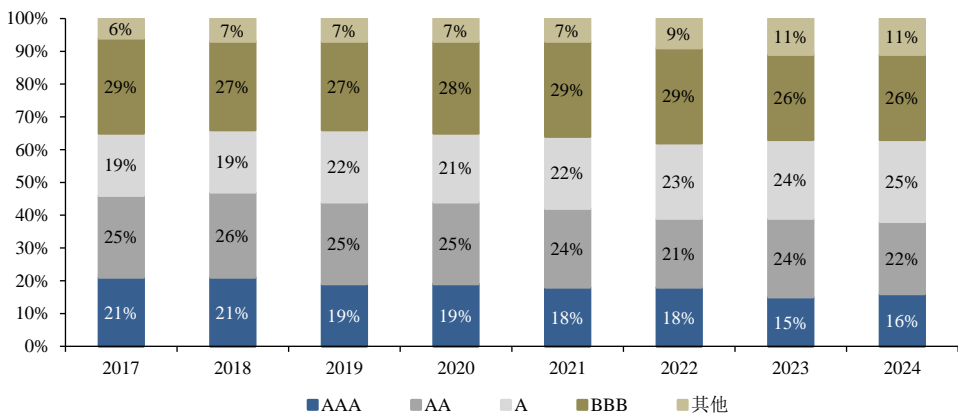
图34: 2024 年安联保险公司债投资区域分布



数据来源：安联保险公告，东吴证券研究所

安联的固收资产信用评级逐步下沉。2024 年，安联保险固收资产的信用评级中 AAA 级占比为 16%，较 2017 年下降了 5pct，AA 级则下降了 3pct，而 A 级资产占比从 2017 年的 19%提升 6pct 至 2024 年的 25%，BB 及以下也提升了 6pct 至 11%。

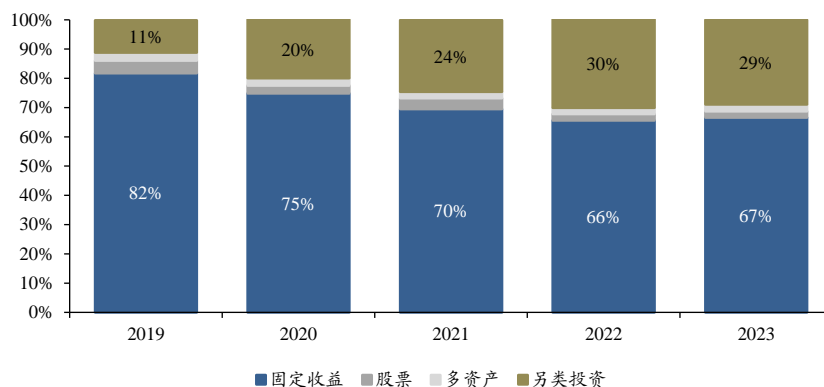
图35: 德国安联固收投资的信用评级结构



数据来源：德国安联业绩材料，东吴证券研究所

持续增加另类投资配置，目前保险资金另类投资占比已近 30%。2023 财年末安联保险总 AUM 中另类投资规模达 2340 亿欧元，占比为 10.5%。但是由于第三方 AUM 占比较高，若仅从纯保险资金看，另类投资占比已经将近 30%。安联保险的另类投资主要以旗下专业投资子公司 AGI 为核心平台。从资产配置结构上来看，AGI 的资产配置结构中固定收益类资产占比最高，占比为 31%，其次为多元资产类，占比 29%；此外权益类资产占比为 24%，私募市场类占比 17%。

图36: 德国安联保险资金中另类投资占比将近 30%



数据来源：德国安联业绩材料，东吴证券研究所

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>