

海外寿险业应对低利率环境系列报告之一：

日本寿险业应对利率冲击的得与失

2021年1月2日

推荐 (维持)

重点公司	股票代码	评级
中国平安	2318.HK	买入
友邦保险	1299.HK	审慎增持
中国太保	2601.HK	审慎增持
新华保险	1336.HK	审慎增持
中国人寿	2628.HK	审慎增持

相关报告

《海外养老保险资金配置系列专题报告之五：美国养老体系及养老资金投资研究（下篇）》
20191014

《海外养老保险资金配置系列专题报告之四：美国养老体系及养老资金投资研究（上篇）》
20191014

《海外养老保险资金配置系列专题报告之三：荷兰养老体系及养老资金投资研究》20190903

《海外养老保险资金配置系列专题报告之二：挪威养老体系及养老资金投资研究》20190802

海外研究

分析师：

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC: BMM189

SAC: S0190519060002

联系人：

张忠业

zhangzhongye@xyzq.com.cn

SAC: S0190120070060

投资要点

- **研究目的。**在本篇报告中，我们分析了二战后日本寿险业在利率中高水平、利率下行、低利率三阶段的资产负债端变化，探讨其应对利率风险的得失，为寿险业经营提供参考。
- **日本寿险崛起于二战之后，呈现出明显的阶段性特征。**
 - **1990年以前的成长期：**经济增长+长端利率中枢5%以上+人口红利，1970-1989年寿险业总保费年复合增长15.5%，80年代末家庭投保率达90%以上。承保端呈现出两全险占比高、产品多元化、目标客群细化、预定利率上调（1985年6.25%）、营销员渠道占绝对优势等特点；80年代资产端的贷款占比下降，有价证券上升（1989年47.2%），总投资收益率达7%+。
 - **1990-2001年的低迷期：**经济泡沫破裂+长端利率从8%以上跌至1%以下+需求萎缩，1997-2001年保费年复合-3.6%。承保端预定利率下调+终身寿险及医疗险提升+代理店渠道兴起；资产端的固收资产占比提升+权益资产下降+海外投资先降后升，股债双杀，总投资收益率从6%降至2%。利差损破产潮：投资收益下滑+新单预定利率下调对原高预定利率保单无效+前期出售的寿险产品久期较长。1990-2000年行业净利润下降七成。
 - **2001年至今的平稳期：**GDP增速1%上下波动+长端利率1%甚至负利率+老龄社会，2013年后利差损转为利差益，保费几乎零增长。负债端开发老年市场+维持新单低预定利率（1.5%、1%甚至更低）+银保渠道解禁+开拓海外市场；资产端配置风格稳健+固定资产为主（其中国债占总投资30%+）+增加海外投资（占总投资20%+）+拉长债券久期。**具体公司来看：**2004年明治及安田通过合并来提升整体实力、对抗低利率冲击；2010年第一生命改组上市。明治安田在产品创新（针对不同年龄段客群提供不同医疗险产品，开拓儿童、青少年及女性市场）、海外资产配置上具备优势，第一生命的客户管理及服务（全生命计划）、海外承保表现优于同业。
- **日本寿险业的启示。**
 - **长端利率下行及低利率给寿险带来客观挑战，但也存在结构性机遇。**一是经济及人口红利消失，寿险存量竞争。二是利率下行拉低固收资产回报率，致使总投资收益率下降（日本2%上下）。三是长端利率走低一般在人口老龄化阶段，市场存在医疗、养老等中老年寿险市场发展机遇。
 - **利差损风险始于高利率阶段，日本有其特殊性，中国寿险业利差损风险低。**日本寿险业利差损风险源于高利率时期保单预定利率过高（6.25%）+固定利率负债成本刚性；1990s资产配置环境急剧恶化是重要催化剂。我国寿险负债成本不高（预定利率上限3.5%）+当前长端利率不高（2.5%-3.5%）而下跌空间有限+监管动态调整预定利率上限+险企重视，利差损风险低。
 - **寿险业应对低利率应从资产端和负债端左右开弓，港股险企已有准备。**参照日本经验，寿险业可提高低成本负债能力+把握存量市场中的结构性机遇+开拓海外市场+关注银保等第三方渠道建设；并在资产端加大海外市场投资+拉长债券久期+物业投资。负债端来看，友邦和平安具备低成本负债能力，内资上市险企已打造“养老年金+养老社区+长期护理”产业链，银保渠道有所回暖、价值率提升；资产端来看，内资险企举牌优质上市公司+利用负债久期优势投资养老社区+增配长久期债券；且后续内资险企可开拓海外承保市场+海外资产配置。
 - **寿险公司强者恒强逻辑持续。**龙头公司凭借管理运营水平+产品创新能力+渠道能力+品牌及客群优势，在利率下行及低利率阶段强者恒强。

风险提示：1）资本市场波动；2）保费收入不达预期；3）保险行业政策变动风险；4）公司经营风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



Overweight

(Maintained)

Finance

Analyst

Bo Zhang

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SAC: S0190519060002

SFC: BMM189

Contact

Zhang Zhongye

zhangzhongye@xyzq.com.cn

SAC: S0190120070060

Gains and Loss of Japanese Life Insurance Industry Facing Interest Rate Shock

1/2/2021

- **Research Purpose.** This paper analyzes changes in assets and liabilities of Japanese life insurance industry during stages of interest rates with three different levels – mid-high, decreasing and low - after World War II and explores its gains and losses in response to interest rate risks, to provide references for future operations of life insurance industry.
- **Japanese life insurance began to prosper after World War II and presented obvious periodic characteristic.**
 - **Growth Period (Before 1990):** This period features rapid economic growth, long-term interest rate above 5% and demographic dividend. Premiums of life insurance industry increased by 15.5% from 1970 to 1989; rate of household insurance covering reached over 90% in the late 1980s. The underwriting side presents characteristics of increased proportion of group insurance, product diversification, refined target customer groups, expected interest rate increase (6.25% in 1985), and absolute advantage of salesperson channels.
 - **Downturn (1990-2001):** Economic bubbles burst; long-term rate fell from 8% to lower than 1%; and demand shrank. CAGR of premiums was -1.5% from 1995 to 2001. The underwriting side manifested tendencies of lowered expected interest rate, increase of whole life insurance and medical insurance and prospering of agencies. Proportion of fixed-income assets on the asset side increased while equity fell, and overseas investment fell first and then rose. Slumps in share and bond led to a drop in yield rate from 6% to 2%, resulting in a wave of bankruptcy and spread loss. The industry's net profit dropped by 90% from 1990 to 2000.
 - **Steady Period (2001-now):** GDP growth rate fluctuates by 1% and long-term interest rate remains at 1% or turns negative, as the country steps into an aging society. Spread loss has shifted to gains from 2013, with zero premium growth rate. The liability side features trends of exploiting the elderly market, maintaining low expected interest rates (1.5%, 1% or even lower), lifting the ban on bancassurance channels and opening up overseas markets. Asset allocation focuses on fixed assets (national debt accounts for 30%+ of total investment), and increases overseas investment (accounting for 20%+) and bond with long duration.
- **Illustrations of Japanese Life Insurance Industry.**
 - **Declining long-term interest rates and low interest rates pose objective challenges to life insurance operations, yet also generating structural opportunities:** 1) Economic and demographic dividends disappear in low interest rate era, leading to stock competition in the market. 2) The decline in long-term interest rates results in a drop in total investment yield (below 2% in Japan) by lowering the return on fixed income assets. 3) Decline in long-term interest rates generally emerges with aging population, which indicates opportunities for middle-aged and elderly life insurance market.
 - **Life insurance industry should prepare for low interest rates in advance.** The risk of interest spread loss in Japanese life insurance industry was caused by the high expected rate (6.25%). However, upper limit of the expected interest rate of Chinese policies is relatively low at present. Moreover, domestic insurance companies are increasing their efforts to acquire high-quality listed companies and increasing investment in pension properties, which will help boost investment returns in the long run.
 - **The life insurance industry should deal with the challenge of low interest rates both from the liability and the asset sides.** On the liability side, life insurance companies can seize the structural opportunities in the insurance market, sell insurance policies in foreign countries, and pay attention to the construction of third-party channels such as bancassurance. On the asset side, life insurance companies can invest in overseas markets, lengthen the duration of bonds and invest in property.
 - **Leading insurance companies always have an advantage.** Firstly, leading companies have higher levels in terms of management and operation as well as product innovation capabilities. Secondly, the leading companies have advantages in brand and customer base.

Potential risks: 1). Fluctuations in capital markets caused by macro economy change; 2). Growth of premium income fall below expectation; 3). Policy changes in China's insurance industry; 4). Operation risk of insurance companies.

目 录

1、日本寿险业概要	- 6 -
2、阶段一：寿险业恢复并崛起	- 7 -
2.1 负债端：产品趋于多元，预定利率上调	- 8 -
2.2 投资端：投资规模大幅增长，有价证券占比提升	- 11 -
3、阶段二：利率持续下行，保险破产潮来临	- 11 -
3.1 负债端：预定利率下调，终身寿险、医疗险需求增加	- 12 -
3.2 投资端：固定收益类投资小幅回升，投资收益率下降	- 14 -
3.3 利差损破产潮到来	- 15 -
4、阶段三：低利率时代，寿险业表现平稳	- 17 -
4.1 负债端：保费增长停滞，养老及医疗险需求增长	- 17 -
4.2 资产端：配置风格稳健，海外投资增加	- 21 -
5、公司分析：以明治安田、第一生命为例	- 24 -
5.1 明治安田生命保险公司	- 25 -
5.2 第一生命保险公司	- 32 -
6、总结及启示	- 35 -
7、风险提示	- 40 -
图 1、日本寿险原保费及同比增速（LIAJ 口径）	- 6 -
图 2、日本历年寿险原保费及全球份额（Sigma 口径）	- 6 -
图 3、日本寿险密度及其与发达市场、全球对比	- 6 -
图 4、日本寿险深度及其与发达市场、全球对比	- 6 -
图 5、日本历年 GDP 及同比增速（单位：万亿日元）	- 7 -
图 6、日本历年 10 年期国债收益率走势	- 7 -
图 7、1960-1990 年日本国民可支配总收入及同比增速	- 7 -
图 8、1962-1990 年日本人均国民总收入	- 7 -
图 9、1951-1969 年日本保费同比增速	- 8 -
图 10、1970-1989 年日本寿险总保费收入	- 8 -
图 11、1976-1989 年寿险保费收入按类型	- 9 -
图 12、1976-1989 年寿险保费结构按类型	- 9 -
图 13、1955-1990 年日本寿险业产品结构变迁	- 9 -
图 14、1965-1991 年日本家庭投保率	- 9 -
图 15、1969-1989 年日本寿险业资产配置构成	- 11 -
图 16、1950-1990 年日本寿险投资收益率	- 11 -
图 17、1985-2001 年日本失业率	- 12 -
图 18、1990-2001 年日本寿险业总保费收入	- 12 -
图 19、1985-2001 年日本出生时平均预期寿命	- 12 -
图 20、1980-2010 年日本寿险新保单数量占比	- 12 -
图 21、日本央行基准利率及寿险新单预定利率	- 13 -
图 22、日本 10 年期国债收益率与寿险新单预定利率	- 13 -
图 23、1990-2003 年日本家庭投保率	- 13 -
图 24、1994-2000 年日本寿险业营销渠道保费占比	- 13 -
图 25、1980-2001 年日本寿险资产配置结构变迁	- 14 -
图 26、1995-1999 年千代田生命保险公司资产状况	- 14 -
图 27、90 年代日本寿险业总投资收益率下滑	- 15 -
图 28、1991-1998 年美元兑日元汇率	- 15 -
图 29、日本寿险业总投资收益率及新单预定利率	- 16 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 3 -

图 30、1985-2001 年日本寿险业净利润	- 16 -
图 31、2008-2019 年日本寿险保费收入	- 17 -
图 32、2008-2019 年日本寿险保费结构按大类险种	- 17 -
图 33、日本历年人口出生率	- 18 -
图 34、日本历年两人及以上家庭的平均家庭人数	- 18 -
图 35、全球男性肺癌发病率（单位：人/十万人）	- 18 -
图 36、全球男性直肠癌发病率（单位：人/十万人）	- 18 -
图 37、1985-2012 年日本居民购买保险的目的调查	- 19 -
图 38、2008-2019 年日本个人寿险保单数量结构	- 19 -
图 39、1990-2013 年日本寿险业新保单预定利率	- 19 -
图 40、2000-2013 年日本四家寿险公司利差走势	- 19 -
图 41、1997-2018 年日本寿险主要销售渠道情况	- 20 -
图 42、1999-2006 年日本个人年金各渠道保费收入	- 20 -
图 43、2008-2019 年日本寿险业总资产	- 22 -
图 44、2008-2019 年日本寿险业资金运用占比状况	- 22 -
图 45、2008-2019 年日本寿险业有价证券各投资类别占总投资资产比例	- 22 -
图 46、2008-2019 年日本寿险业外国证券各投资类别占比	- 22 -
图 47、2004-2019 年日本 10 年期国债收益率及寿险业总投资收益率	- 23 -
图 48、2004-2013 年日本寿险业新保单平均预定利率及总投资收益率	- 23 -
图 49、2005-2019 年日本寿险业投资收益率明细	- 23 -
图 50、2005-2020 年日经 225 指数	- 23 -
图 51、2004-2019 年日本寿险业总投资收益额及综合投资收益率	- 24 -
图 52、2008-2019 年日本寿险业各类投资收益率	- 24 -
图 53、2001-2017 年东京都私人自住房虚拟租金	- 24 -
图 54、2008-2019 年日本寿险业房地产投资收益率	- 24 -
图 55、2018 财年日本寿险公司保费收入	- 25 -
图 56、2018 财年日本寿险公司市占率排名 Top 5	- 25 -
图 57、1996-2002 财年明治生命保费收入及同比增速	- 26 -
图 58、1997-2002 财年安田生命保费收入及同比增速	- 26 -
图 59、1996-2002 财年明治生命总资产及同比增速	- 26 -
图 60、1997-2002 财年安田生命总资产及同比增速	- 26 -
图 61、1999-2002 财年明治生命主要投资类别占比	- 27 -
图 62、2001-2002 财年安田生命主要投资类别占比	- 27 -
图 63、1999-2002 财年明治生命投资收益率	- 27 -
图 64、1999-2002 财年明治生命各类资产投资收益率	- 27 -
图 65、2003-2019 财年明治安田生命保费及同比增速	- 28 -
图 66、2007-2010 财年明治安田生命退保率	- 28 -
图 67、2007-2010 财年明治安田生命客户满意度	- 28 -
图 68、明治安田平均预定利率与十年期国债收益率	- 28 -
图 69、2014-2017 财年明治安田生命代理及银保渠道年化保费	- 30 -
图 70、2015-2017 财年明治安田代理及银保渠道年化保费同比增速	- 30 -
图 71、2015-2019 财年明治安田海外保费收入占比	- 31 -
图 72、2015-2019 财年明治安田海外基本利润占比	- 31 -
图 73、2002-2019 财年明治安田生命总资产规模	- 31 -
图 74、2002-2019 财年明治安田投资结构	- 31 -
图 75、2002-2019 财年明治安田投资收益率	- 32 -
图 76、2002-2019 财年明治安田各类资产投资收益率	- 32 -
图 77、2007-2019 财年第一季度生命保险保费及同比增速	- 33 -
图 78、2006-2019 财年第一季度生命有效保单保额	- 33 -
图 79、2007-2019 财年第一季度生命总投资资产	- 34 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 4 -

图 80、2003-2019 财年第一季度第一生命各类投资占比	- 34 -
图 81、2003-2019 财年第一季度第一生命固定收益类投资占比	- 34 -
图 82、2003-2019 财年第一季度第一生命海外投资占比	- 34 -
图 83、第一生命总投资回报率和海外投资回报率	- 35 -
图 84、第一生命主要投资类别回报率	- 35 -
图 85、中国 10 年期国债收益率走势	- 37 -
图 86、主要内资险企总投资收益率达到 5%以上	- 37 -
图 87、平安寿险健康险 NBV 利源利差占比低	- 38 -
图 88、友邦 EV 对利率、投资收益的敏感性低	- 38 -
图 89、国寿、新华历年总保费中银保渠道保费占比	- 39 -
图 90、国寿银保渠道 NBVM 呈上升态势	- 39 -
表 1、日本金融市场及保险市场利率政策大事记（1975-1990 年）	- 10 -
表 2、日本寿险业 4 次展业体制改革（单位：千人，%）	- 10 -
表 3、1996-2001 年保险监管制度改革及创新	- 16 -
表 4、1997-2001 年日本破产寿险公司情况	- 16 -
表 5、日本寿险业银保渠道产品解禁过程	- 20 -
表 6、主要寿险公司开拓海外市场进展	- 21 -
表 7、明治安田生命个人寿险及年金产品开发	- 29 -
表 8、第一生命产品开发	- 33 -
表 9、日本寿险业发展历程总结	- 35 -
表 10、中国内地寿险产品历年实际定价利率上限	- 37 -

报告正文

当前市场形成对我国长端利率在长期内下行的相对一致预期。低利率环境下，险企面临再投资风险加大、盈利空间压缩、估值压制等多重挑战。在本系列报告中，我们以经历过利率下行阶段，并已处于低利率环境下的发达寿险市场（日本、美国等）为研究对象，探究其寿险业应对利率下行及低利率风险的举措，以期为中国寿险业经营提供借鉴。日本寿险保费规模稳居全球前三。日本 10 年期国债收益率于 20 世纪 90 年代快速下行，并于世纪之交步入低利率阶段，其寿险业在 2000 年前后产生利差损破产潮，此后逐步恢复。鉴于此，我们以日本寿险业作为本系列报告的首个研究对象，探究其应对利率风险冲击的经验及教训。

1、日本寿险业概要

从现状来看，日本是寿险大国，2019 年寿险保费全球第二。按照日本寿险协会（LIAJ）统计口径，截至 2020 年 3 月 31 日止 12 个月，日本寿险总保费 314,114 亿日元（折合 2,920 亿美元）。按瑞再口径，2019 年日本寿险保费 3,413 亿美元，占全球寿险原保费的 11.7%，位居全球第二，仅次于美国；同期，日本寿险深度为 8.9%，寿险密度为 2,691 美元，均高于发达保险市场平均水平。

图 1、日本寿险原保费及同比增速（LIAJ 口径）

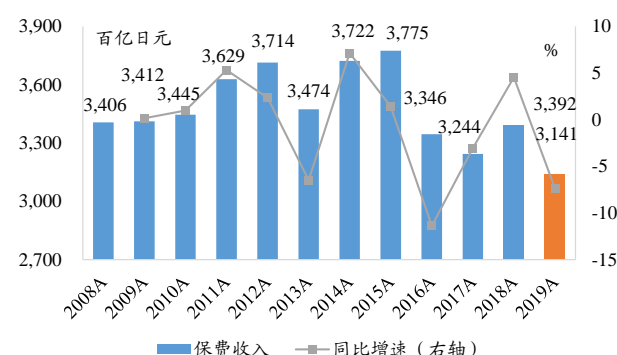
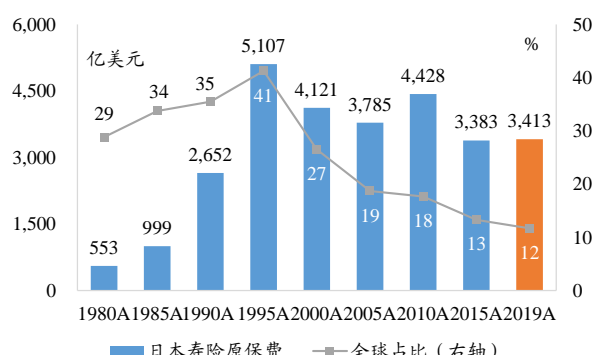


图 2、日本历年寿险原保费及全球份额（Sigma 口径）



资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：瑞再 Sigma，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：瑞再的统计对象是具备一定寿险保费规模的国家和地区。2019 年的全球保费数据包含 86 个国家和地区

图 3、日本寿险密度及其与发达市场、全球对比

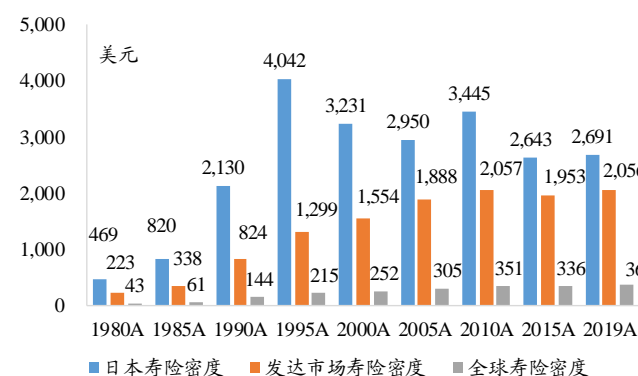
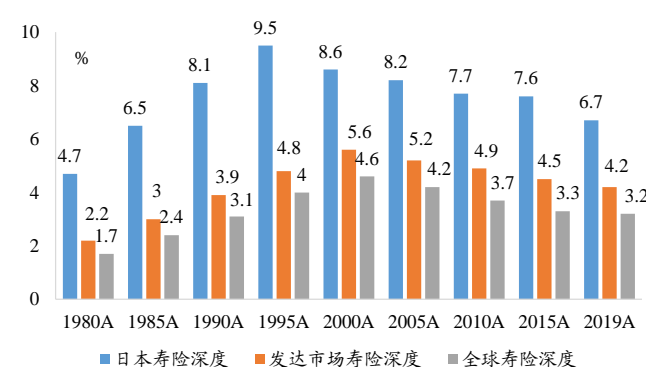


图 4、日本寿险深度及其与发达市场、全球对比



资料来源：瑞再 Sigma，兴业证券经济与金融研究院整理

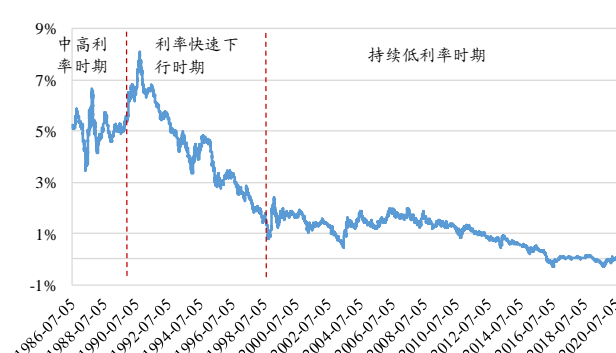
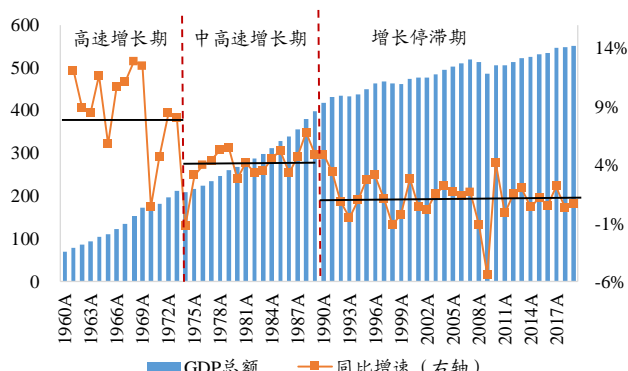
资料来源：瑞再 Sigma，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：瑞再的统计对象是具备一定寿险保费规模的国家和地区。2019 年的全球保费数据包含 86 个国家和地区

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

从历史沿革来看，日本寿险始于明治维新时期，崛起于二战之后，呈现出明显的阶段性特征。战后日本经济分四个发展阶段：1945至1953年的恢复发展期；1954-1973年GDP年均增速9%左右的高速发展期；1974-1991年GDP增速4%左右的稳定增长期；1992年至今的停滞增长期。相应地，日本10年期国债收益率阶段性特征明显：1) 1990年以前的中高利率时期，长端利率中枢在5%以上；2) 1990至1998年为长端利率快速下行时期，从8%以上波动下滑至1%以下；3) 1998年至今为持续低利率时期，长端利率在-1%至2%的区间内波动。寿险业与经济、长端利率、人口关联密切。据此，我们以日本经济泡沫破灭、保险破产潮为两条分界线，将战后日本寿险业分为三个发展阶段：1) 1954-1990年的成长阶段；2) 1990-2001年的低迷阶段；3) 2001年至今的调整恢复阶段；对应三大利率阶段。

图 5、日本历年 GDP 及同比增速（单位：万亿日元） 图 6、日本历年 10 年期国债收益率走势



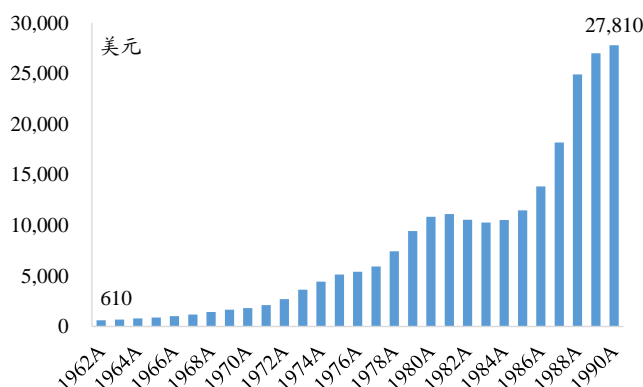
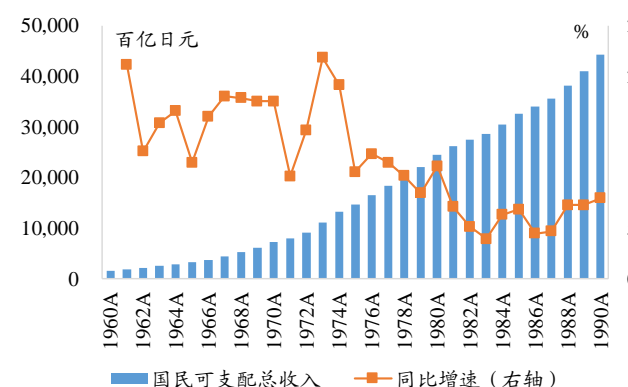
资料来源：Data Bank，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Bank of Japan，兴业证券经济与金融研究院整理

2、阶段一：寿险业恢复并崛起

战后经济恢复。二战后日本政府通过制定“和平宪法”、实施三大民主改革等措施使经济全面恢复；美国的大量投资亦促进日本经济增长。1955 年日本人均国民生产总值已恢复至战前水平。此后，日本人均国民总收入从 1962 年的 610 美元年复合增长 14.7% 至 1990 年的 27,810 美元。

图 7、1960-1990 年日本国民可支配总收入及同比增速 图 8、1962-1990 年日本人均国民总收入



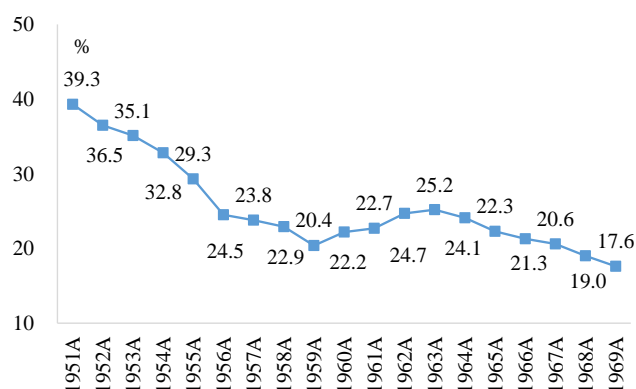
资料来源：UNdata，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：UNdata，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

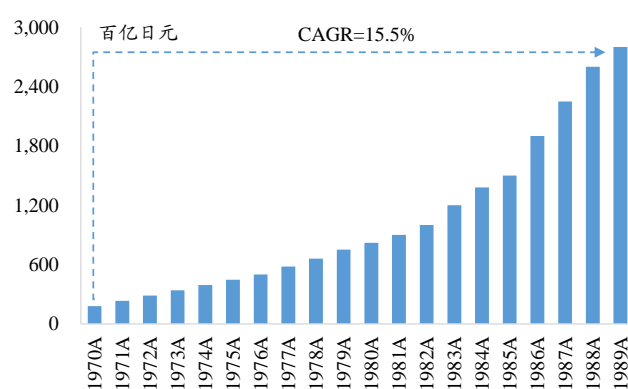
政策扶持保险业。日本政府于 1946 年出台寿险公司新旧业务分离核算业务政策，对寿险公司旧账户进行评估，赤字部分（由战争伤亡赔款等因素导致）由政府补偿。核算结束后寿险公司依托新账户成立新公司，大部分经过整顿的寿险公司转为相互制。相互制公司是由保单持有人所有并由持有人选举董事会领导的，不以盈利为目的的保险公司，公司道德风险较低；此外，相互制公司本着互助保障的原则，无股东盈利压力，产品价格较低。为了获取投保人信任及开拓保险市场、缓解经营困难，彼时日本寿险公司多采用相互制。到 1948 年，相互制寿险公司由战后的 3 家上升至 16 家。得益于经济恢复、国民收入水平提高及行业整顿，日本寿险需求迅速增长：1951-1954 年保费年复合增速超过 30%，1955-1969 年保费增速 20% 左右，1970-1989 年保费年复合增长 15.5%。

图 9、1951-1969 年日本保费同比增速



资料来源：万峰，2014.日本寿险业研究，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、1970-1989 年日本寿险总保费收入



资料来源：万峰，2014.日本寿险业研究，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1 负债端：产品趋于多元，预定利率上调

这一时期，日本经济持续发展、企业福利制度走向完善、寿险业增量竞争、人口老龄化初现，寿险负债端呈现出团险占比提升、产品多元化、目标客群细化、预定利率上调、营销员渠道占绝对优势等特点。

投保主体上，团体保险比重提升。此阶段日本经济景气，企业收入提高，具备团体保险发展的经济基础；此外，由于 60 年代税制合格退休年金制度、厚生年金基金制度等相继落实，日本企业或直接采用企业年金制度，或由“一次性退休金”转换为企业年金，企业年金制度开始普及，并随企业发展而完善。由此，团体保险在新单保额中的比重从 1953 年的 8.8% 提升至 1969 年的 27.6%，团体年金保费占比由 1979 年的 7.6% 提升至 1989 年的 23.8%。

险种结构上，一是 70 年代附加定期生死两全保险需求旺盛。80 年代以前，由于经济高速发展，人口结构相对较年轻且劳动力较多，居民关注寿险对家庭经济支柱的保障功能，寿险以生死两全保险为主。附加定期生死两全保险是指在普通两

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

全保险的基础上对特定时间内的死亡事件给予额外赔付，其定期死亡给付可达到一般死亡给付的3倍、5倍乃至20倍以上，投保人可自主选择，并为此提前支付相应保费。附加定期生死两全保险可有效解决家庭经济支柱在特定时间身故或高残造成的家庭收入锐减及经济困难问题，70至80年代在日本寿险产品中占比超过20%。二是80年代终身寿险、医疗保险推进。日本65岁及以上人口占比于1971年突破7%(为7.05%)而步入老龄化社会，此后持续提升至1990年的11.87%。养老及死亡保障需求相应增加，寿险公司自70年代开始推广终身寿险、医疗保险和护理保险等产品。80年代预定利率上调亦利好长期险销售。

客群定位上，日本寿险目标客群细化。80年代末，日本家庭投保率(含简易保险)达到90%以上高位。为促进新单销售，寿险公司细化目标客户，根据疾病类型开发癌症保险；针对女性职工开发女性保险；推出投资连结保险等。

图 11、1976-1989 年寿险保费收入按类型

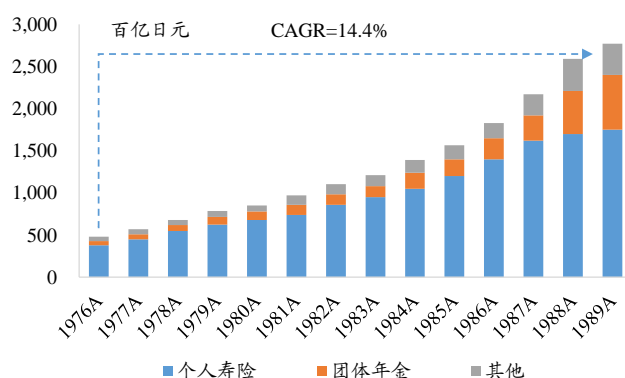
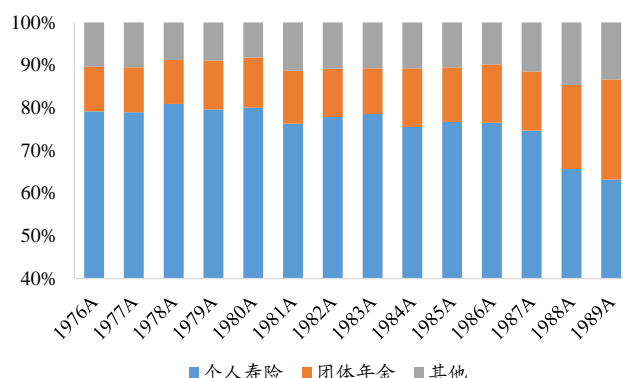


图 12、1976-1989 年寿险保费结构按类型



资料来源：万峰，2014.日本寿险业研究，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：其他主要是指个人年金及团体寿险

资料来源：万峰，2014.日本寿险业研究，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：其他主要是指个人年金及团体寿险

图 13、1955-1990 年日本寿险业产品结构变迁

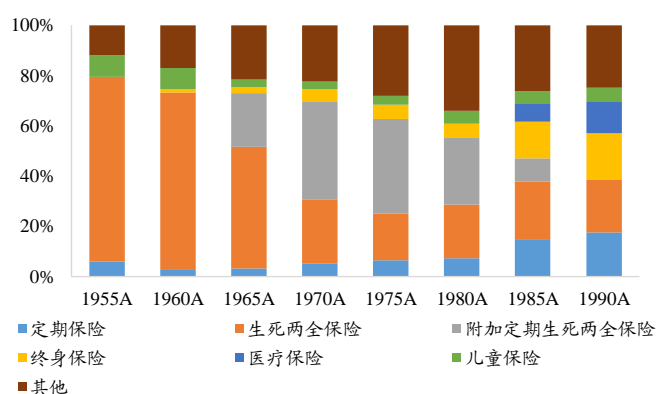
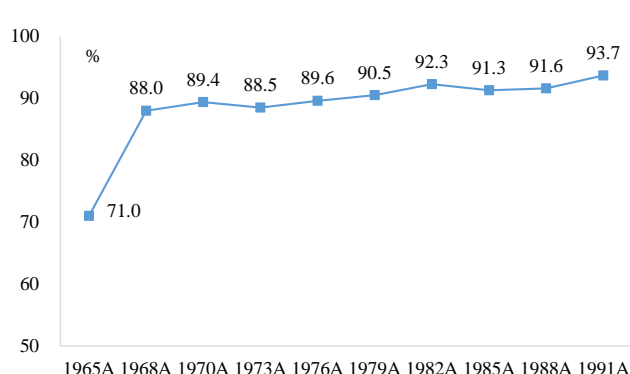


图 14、1965-1991 年日本家庭投保率



资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

负债成本方面，70、80 年代预定利率上调。宏观环境上，日本处于中高利率时期，寿险行业规模快速扩大，竞争加剧，在监管允许的范围内，寿险公司多次上调预定利率。70 年代至 80 年代中期，寿险产品预定利率从 4% 提升至 6.25% 的高水平，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

同期十年期国债收益率维持在 5% 左右。相对较高的预定利率使寿险产品兼具保障和投资理财吸引力，利于寿险销售。但大量高成本保单也成为寿险公司在 90 年代后低利率环境下的经营负担，埋下利差损隐患。

表 1、日本金融市场及保险市场利率政策大事记（1975-1990 年）

时间	金融市场	保险市场
1975 年	官方贴现利率自 9% 降至 8.5%	行业平均预定利率由 4% 上升至 5%-5.5%
1976 年		
1978 年	官方贴现利率自 4.25% 降至 3.5%	
1979 年	第二次石油危机，官方贴现利率自 3.5% 上升至 4.25%	产品预定利率由 5%-5.5% 提升至 6%
1980 年	官方贴现利率由 7.25% 提升至 9%；政府债券到期收益率达到 6.1%	
1981 年		
1985 年	广场协议签订	日本寿险公司销售附带投资账户的保险产品； 预定利率上升至 6.25%
1986 年	日元大幅度升值 USD/JPY 当年跌至 174	12 家寿险公司开始销售预定利率约为 6-6.25% 的变额年金产品
1987 年	官方贴现利率自 3% 下调至 2.5%	产品预定利率由 6-6.25% 下调至 5.5%-5.75%
1989 年	官方贴现利率由 2.5% 上升至 3.25%	
1990 年	官方贴现利率由 5.25% 上升至 6%	

资料来源：Nobuyasu Uemura, 2008. The failure without management, 兴业证券经济与金融研究院整理

销售渠道上，专属营销员渠道占主导，制度改革提升营销员素质。战后至 90 年代前是日本寿险业营销员队伍快速扩充时期，按保单数量计算，**超过 90% 的寿险保单通过营销员渠道售出**。由于寿险业规模的扩大，营销员人数从 1960 年的 16 万人增至 90 年代初的 45 万人。战后初期营销员多为以战争寡妇为主体的家庭主妇，营销员专业素质普遍偏低，营销员队伍呈现“大进大出”现象。70 年代后，日本经济进入稳定增长阶段，多样化的保险产品需求增加，产品复杂程度提升要求寿险公司提升代理人质量，以更好进行产品介绍及客户服务。寿险业 70 至 80 年代在招聘门槛、培训考核、薪酬标准等方面进行营销员制度改革。1975 年，日本政府发布《关于寿险销售体制的完善改进计划》，要求寿险公司从 1976 年开始制定 3 年一期的规划，规划内容包括设定主力营销员层级、设定新招募人数转化为主力营销员的培养目标率、设置新老营销员的教育培训方案及投资金额、制定续保率改善计划等。日本寿险业 1976-1987 年陆续开展的 4 次 3 年规划提高了营销员专业素质和存续率。

表 2、日本寿险业 4 次展业体制改革（单位：千人，%）

年份	参考	第 1 次			第 2 次			第 3 次			第 4 次		
	1973	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
营销员新注册人数	340	197	149	150	158	169	175	163	161	155	158	158	160
脱落人数	400	182	152	148	150	164	169	168	159	150	144	138	240
期末在册人数	—	329	327	327	335	341	347	343	343	348	361	380	340
第 25 个月骨干成才率	—	5.1	6.8	8.8	9.0	10.0	9.0	10.0	10.3	10.3	11.6	14.9	17.7
第 13 个月综合续保率	—	79.8	80.5	82.6	82.9	82.3	81.8	83.6	82.2	82.1	83.5	86.1	87.3

资料来源：万峰，2014. 日本寿险业研究，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 投资端：投资规模大幅增长，有价证券占比提升

在资产规模上，承保规模扩大致使日本寿险总资产迅速增长。1970-1990 年，日本寿险业总资产从 5.9 万亿日元年复合增长 16.8% 至 131.6 万亿日元。在资产配置结构上，贷款和有价证券先后成为主要资产类别。50-60 年代，日本重工业发展较好，寿险公司以贷款方式增加对重工业的投资。1969 年，贷款占比 61.4%，为资产配置核心，有价证券则为 25.5%。70 年代寿险大类资产配置相对稳定。1980 年后，由于日本企业融资需求减少，寿险业的贷款投资萎缩。同时，公债大量发行，金融国际化促使海外证券投资增加，日本寿险业有价证券配置比例提升至 1989 年的 47.2%。在经济高速发展尤其是泡沫经济阶段初期（80 年代后期），寿险业大量购入的有价证券带来高回报率，80 年代日本寿险业投资收益率维持在 7%-8% 的较高区间内。

图 15、1969-1989 年日本寿险业资产配置构成

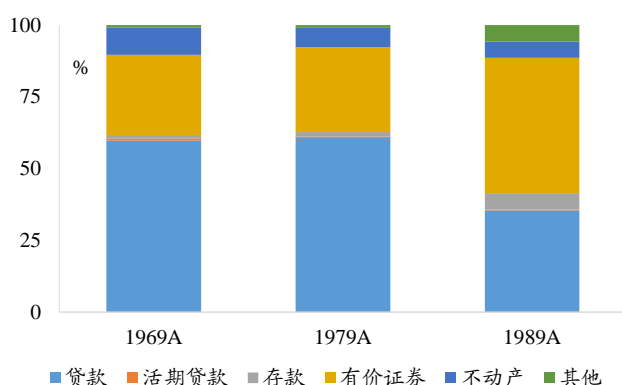
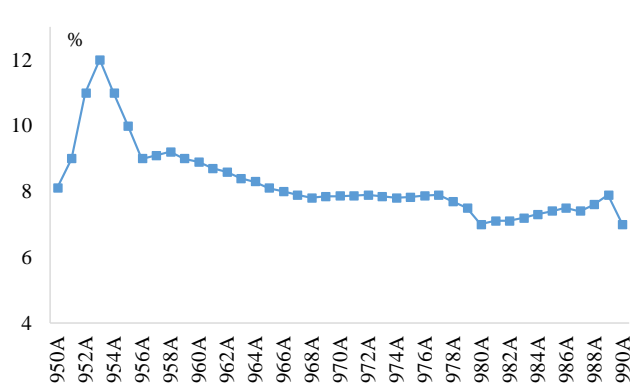


图 16、1950-1990 年日本寿险投资收益率



资料来源：万峰，2014.日本寿险业研究，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：万峰，2014.日本寿险业研究，兴业证券经济与金融研究院整理

3、阶段二：利率持续下行，保险破产潮来临

泡沫经济破灭，利率下滑。日本出口导向型经济下，产品大量流入美国，日美贸易摩擦不断，贸易战持续。1985 年，日美签订《广场协议》，日元升值。随后日本政府实施扩张性货币政策及积极财政政策，国内大量资本过剩。由于国内市场需求有限，过剩资本未集中流入生产领域，而流入投机性强的股票、房地产市场，造成股价、房价攀升。1985-1989 年，日经指数及全国商业用地价格均有较大涨幅。80 年代末至 90 年代初，由于资产价格上升得不到实业支撑，且日本政府开始对土地金融进行总量控制，日本银行采取金融紧缩政策，日本房地产、股市由此进入下行通道，资产泡沫走向破裂。居民资产缩水及收入下降致使国内消费需求萎缩，进一步拉低 GDP 增速，1993 年 GDP 出现负增长。为刺激经济发展，日本政府多次下调贴现利率，从 1990 年的 6.0% 下调至 1995 年的 0.5%，21 世纪初利率甚至低至 0.01%。与此同时，十年期国债收益率持续下行，从 1990 年 7% 左右下滑至 2001 年 1.5% 左右。经济基本面低迷及长端利率下行致使寿险业资产端、负债端双向承压，叠加前期积累的高负债成本及投资风险，日本寿险业破产潮到来。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

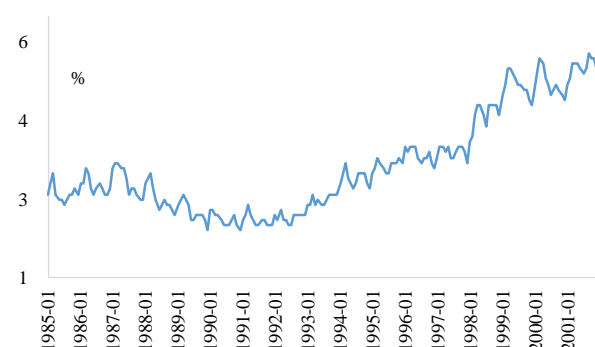
- 11 -

3.1 负债端：预定利率下调，终身寿险、医疗险需求增加

从负债端来看，日本 90 年代后期保费规模下降、终身寿险及医疗险占比提升、保单预定利率下调但相对滞后、营销渠道多元化。

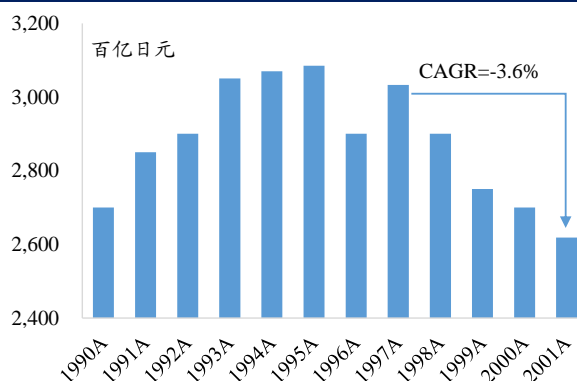
保费规模在 90 年代后期持续下滑。日本企业破产增加、失业率提高，居民消费水平下滑致使保险市场萎缩。经济泡沫破灭后，日本企业经营困难，破产企业数从 1994 年的 6,925 家增加至 2001 年的 19,194 家，并致使失业率由 1990 年的 2.2%（年内均值）上升至 2001 年的 4.8%（年内均值）。国民可支配总收入整体稳定（1996 年、2001 年各为 531 万亿日元、530 万亿日元），但资产明显缩水，由此压制保费需求。日本寿险业保费从 1997 年后呈现下滑趋势，寿险新单件数及承保金额均出现负增长。1997-2001 年，日本寿险总保费收入从 30.33 万亿日元年复合下降 3.6% 至 26.19 万亿日元。产品结构上，终身保险和医疗保险受青睐。这一时期，日本预期寿命延长，人口老龄化延续。1990-2001 年，日本出生时平均预期寿命从 78.8 年逐步延长至 81.4 年；65 岁及以上人口占比从 11.9% 持续上升至 17.5%，老龄化趋势加重，市场对医疗保险、养老保险需求增加。1990-2000 年，日本终身寿险新保单数量占比从 22.5% 提升至 31.5%；同期医疗保险新保单数占比从 14.7% 提升至 21.2%。

图 17、1985-2001 年日本失业率



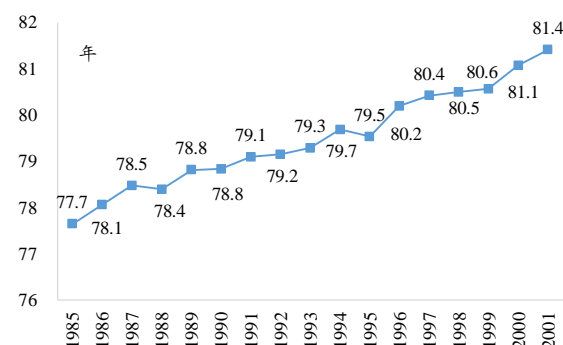
资料来源：日本总务省统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、1990-2001 年日本寿险业总保费收入



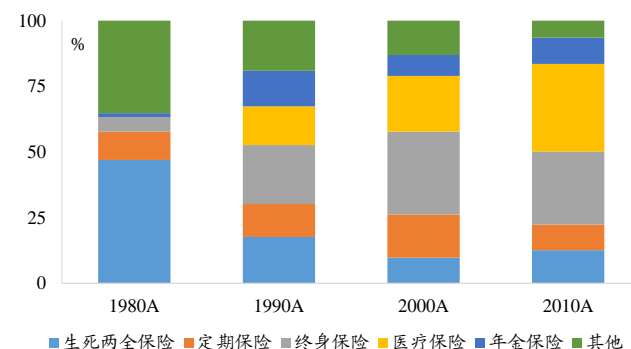
资料来源：万峰，2014. 日本寿险业研究，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、1985-2001 年日本出生时平均预期寿命



资料来源：UNdata，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、1980-2010 年日本寿险新保单数量占比



资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

定价利率上，新保单预定利率下调，与长端利率趋势相近。90年代开始，持续走低的市场利率抬升寿险公司利差损风险。寿险新单预定利率逐步下调，从80年代6.25%高位降至1999年的2%，部分寿险公司甚至将其降至2%以下。由于保单利率下调过快可能导致客户流失、保费加速下滑，寿险公司预定利率下调较央行基准利率有明显滞后性，但与10年期国债收益率走势趋同。

图 21、日本央行基准利率及寿险新单预定利率

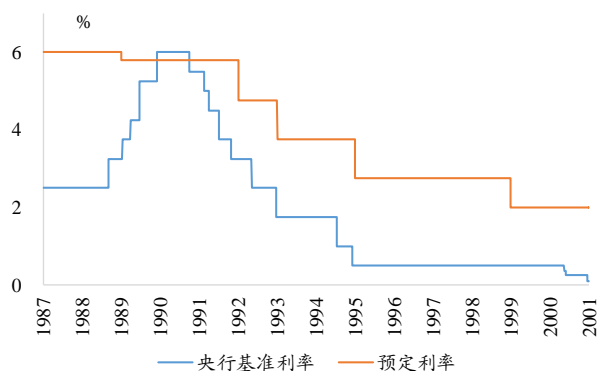
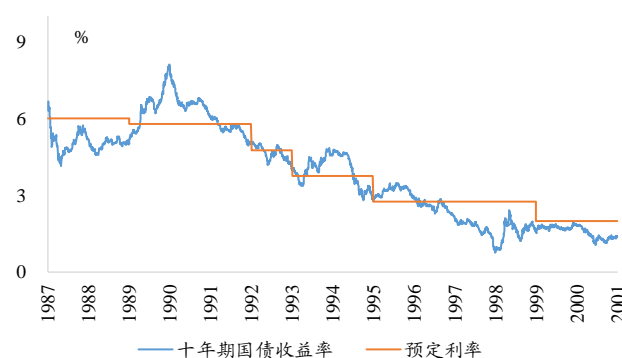


图 22、日本 10 年期国债收益率与寿险新单预定利率



资料来源：Bank of Japan，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Japan Financial Service Agency，Bank of Japan，兴业证券经济与金融研究院整理

营销渠道多元化，营销员渠道占比下降。营销渠道多元化的驱动因素主要包括：

1) 营销员渠道向代理店渠道分流。一是存量营销员的专业素质跟不上日益提高的保险服务需求；二是日本国民的犯罪率在经济萧条期间明显上升，刑事案件由1990年的225万件增长至2000年325万件；国民安全意识提升，营销员上门拜访形式受到冲击；三是保险消费意识提升。由此，消费者逐步从“被动消费”转向“主动消费”，来店型销售增长（即开设保险门店，把保险当普通百货进行销售，让消费者自由选购），促进代理店渠道发展。2) 寿险市场趋于饱和，渠道多元化有助于进一步挖掘市场潜力。3) 客户消费习惯改变，偏向于更便宜、便捷地购买产品，且科技创新为渠道创新提供技术支持，由此推动网络、电视等营销渠道发展。鉴于此，**营销员渠道下降，代理店渠道、邮购渠道、其他渠道（网销、电视和电话销售等）占比逐渐上升。**1994至2000年，营销员渠道占比从90%左右降至80%以下，代理店渠道占比从3%以下提升至10%左右，邮购渠道和其他渠道占比则有小幅度上升。

图 23、1990-2003 年日本家庭投保率

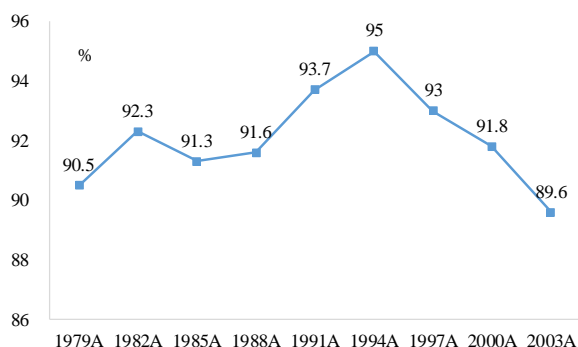
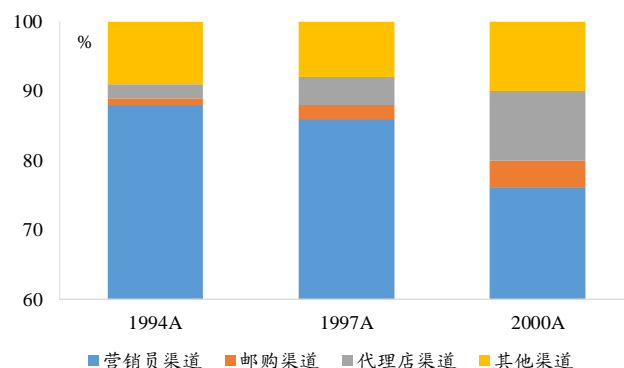


图 24、1994-2000 年日本寿险业营销渠道保费占比



资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：万峰，2014.日本寿险业研究，兴业证券经济与金融研究院整理

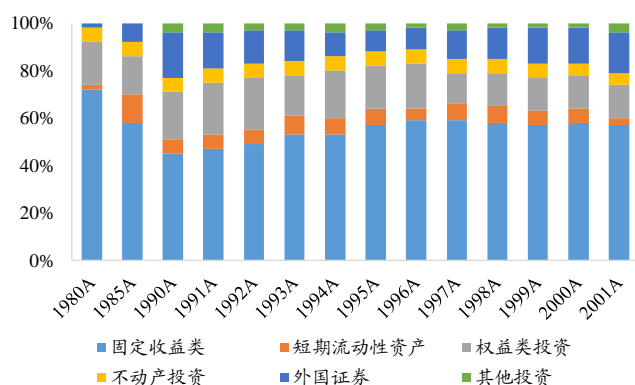
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3.2 投资端：固定收益类投资小幅回升，投资收益率下降

从寿险业的总资产规模来看，1990-1995 年寿险业总资产规模增长较快，1995-2000 年增速减缓。1990-1995 年，日本寿险业总资产年复合增长 7.3% 至 187.5 万亿日元；1995-2000 年，则年复合增长 0.4% 至 191.7 万亿日元。资产规模增长趋势整体与保费一致。

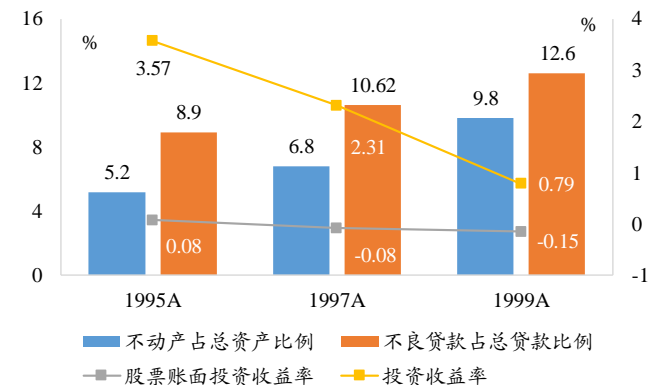
从投资资产配置结构来看，固定收益类投资为主，权益资产及不动产投资占比稳定，外国债券占比下滑。1) 90 年代前期国内固收资产占比提升，后期占比趋稳。泡沫经济期间，寿险公司进行大量高风险投资，由于经济泡沫膨胀，权益投资和外国证券的回报率持续高企；经济泡沫破灭后，股市及房地产等快速去泡沫化，前期资产配置激进问题暴露，因此国内固定收益类投资占比有所回升，从 1990 年的 46% 逐渐上升到 1996 年的 58% 左右，此后几年占比较稳定。2) 权益资产占比呈下滑态势。1990-1999，权益性投资占比从 22% 下降至 15%。3) 不动产投资占比相对稳定。90 年代日本地价及房价下跌，商业用地基准地价年度涨幅从 1990 年的 13.4% 降至 1999 年的 -6.6%，三大都市区基准地价年度涨幅从 1990 年的 21.5% 降至 1999 年的 -7.3%。但此阶段不动产流动性下降，且大量出售价格下滑的不动产会加剧当期亏损，因此 90 年代寿险公司不动产投资占比稳定在 6% 左右。4) 外国证券占比先降后升。外国证券在 1991-1995 年日元快速升值期间配比不断下降，但到 1995 年仍占 9% 左右，此后至 2001 年占比又逐步提升至 17% 左右。

图 25、1980-2001 年日本寿险资产配置结构变迁



资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、1995-1999 年千代田生命保险公司资产状况



资料来源：凌秀丽，2009.日本 90 年代保险业危机探析，兴业证券经济与金融研究院整理

投资收益率下降。1) 长端利率下行致使固收资产收益下滑。国债和贷款投资是寿险业固定收益类投资的主要组成部分，二者总和维持在 40% 左右。存贷款利率多次下调及十年期国债利率下行，致使固定收益类投资收益下降。2) 日本股市、房地产进入下行通道，权益投资及不动产投资收益下滑。其中，日经 225 指数从 1990 年 38,713 点的高位降至 2001 年 9,504 点的低值，日本城市土地价格指数从 1991 年的 258 点跌落至 2001 年的 163 点。3) 日元升值致使海外投资资产承受汇兑损

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 14 -

失。美元兑日元汇率由 1992 年的 120 左右水平下降至 1995 年的 90 左右，日本险企的海外投资遭受汇兑损失。4) 整体来看，由于权益资产表现持续低迷，固收资产收益成为影响总投资收益的最主要因素。因此，90 年代日本寿险总投资收益率走势与国债收益率走势基本一致，并呈逐步下滑态势。

图 27、90 年代日本寿险业总投资收益率下滑

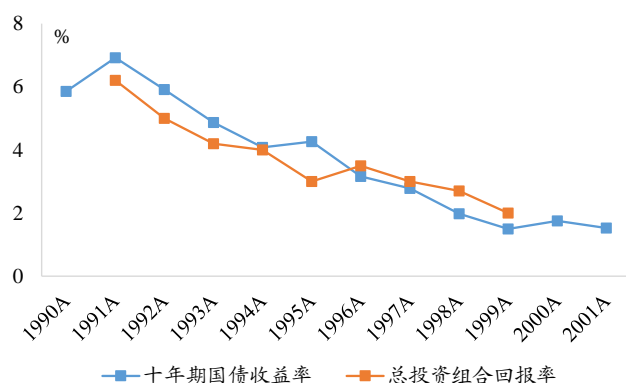
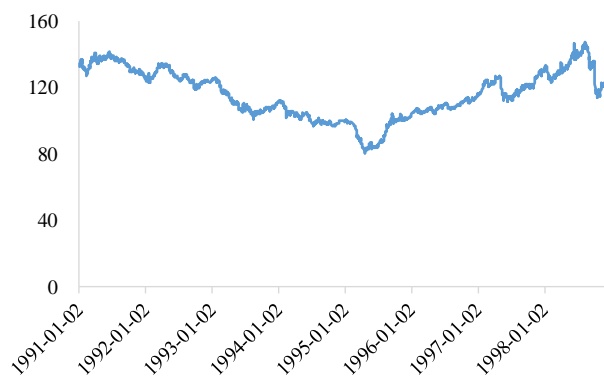


图 28、1991-1998 年美元兑日元汇率



资料来源：Bank of Japan，周国端，2015.避免寿险业危机在中国重现，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3 利差损破产潮到来

寿险业经营环境恶化，政府及险企采取措施应对。90 年代中后期日本经济泡沫破灭，居民资产缩水而消费意愿受到压制，叠加前期承保基数高，寿险保费增长受限；长端利率快速下行，资产收益下滑，叠加前期大量高预定利率保单带来资金压力，寿险业经营环境恶化。为此：1) **政府进行制度改革**。90 年代中后期，为缓解保险业经营困境，日本政府对保险制度进行自由化改革，逐步放松对保险业的法规限制（如寿险公司和财险公司能以子公司的形式互相进入对方市场），促进行业自由竞争；对保险公司的监管重点从市场准入审批转向偿付能力监督，提升险企风控意识。2) **寿险企业采取自救措施**。寿险公司下调预定利率，整体新单预定利率从 80 年代的 6.25% 调低至 1999 年的 2%，且部分公司低于 2%。

但上述举措未能使日本寿险业避免巨额利差损和破产潮，主要由于：1) 宏观环境的恶化导致寿险需求下降，且投资环境持续恶化；2) 预定利率下调仅作用于新单，对原高预定利率保单无效，同时前期出售的寿险产品久期较长（可达 8-10 年，甚至 10 年以上）。截至 1999 年，日本主要寿险公司的平均预定利率（新单+存量保单）仍维持在 3.0-4.2%，而资产平均收益率却介于 0.5%-3.3%。1997-2001 年，日本多数寿险公司的资产平均回报率不及预定利率，遭受巨额利差损；日产生命、东邦生命等 7 家寿险公司因此宣告破产。宣告破产的寿险企业通过合并、被收购将原保单转入新公司。2001 年大型寿险公司日本生命、第一生命、明治生命、安田生命（明治与安田此时尚未合并）、住友生命的利差损之和仍超过 0.9 万亿日元。

图 29、日本寿险业总投资收益率及新单预定利率

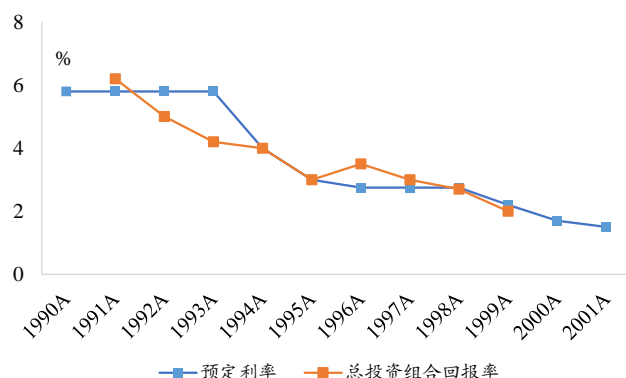
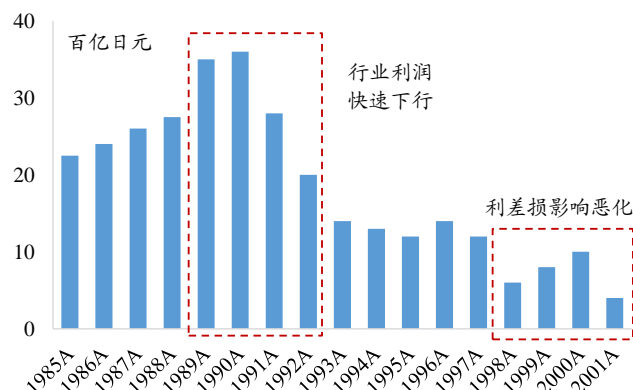


图 30、1985-2001 年日本寿险业净利润



资料来源: Japan Financial Service Agency, 周国端, 2015.避免寿险业危机在中国重现, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 万峰, 2014.日本寿险业研究, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、1996-2001 年保险监管制度改革及创新

时间	措施	目的
1996 年 4 月	修订《保险业法》: 1) 寿险公司和财险公司可以子公司的形式互相参与各自的市场; 2) 新增边际偿付能力比率不得低于 200% 的规定; 3) 资讯公开制度	1) 扩大自由促进竞争 2) 确保健全性 3) 确保公正性
1998 年 12 月	制定保险公司早期纠正措施, 按照保险公司的保险金等支付能力, 对企业不同风险状况作分类并采取相应措施	加强对保险公司的监督管理
1999 年 8 月	修改并实施保险法实施规则, 扩大保险商品申报制适用范围	促进保险商品多样化
2000 年 5 月	修改后的《保险业法》和金融机构《更生特例法》获得通过	允许相互型寿险公司为强化财务基础迅速完成向股份制公司的组织转变、为保护投保人允许经营陷入困境的保险公司在陷入资不抵债状态之前即可开始倒闭处理
2000 年 6 月	金融监督厅公布寿险公司和财险公司的检查指针(手册)方案	检查的重点由“资产评估”转向“风险管理”
2001 年 1 月	对日资寿险公司开放第三领域市场(第三领域保险指的是除了原有的寿险、非寿险外, 包含意外伤害、医疗保险等保险的相对较新险种)	实现全面自由化, 即寿险公司及其财险子公司、财险公司及其寿险子公司均可经营第三领域的所有业务

资料来源: Japan Financial Service Agency, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、1997-2001 年日本破产寿险公司情况

公司名称	破产年份	创立年份	倒闭时资不抵债额度(亿日元)	破产前产品预定利率	申请破产时产品预定利率
日产生命	1997	1909	3,029	-	2.75%
东邦生命	1999	1898	6,500	4.79%	1.5%
第百生命	2000	1915	3,177	4.46%	1%
大正生命	2000	1914	365	4.05%	1%
千代田生命	2000	1904	5,950	3.70%	1.5%
协荣生命	2000	1935	6,895	4%	1.75%
东京生命	2001	1895	731	4.20%	2.60%

资料来源: Nobuyasu Uemura, 2008.The failure without management, 兴业证券经济与金融研究院整理

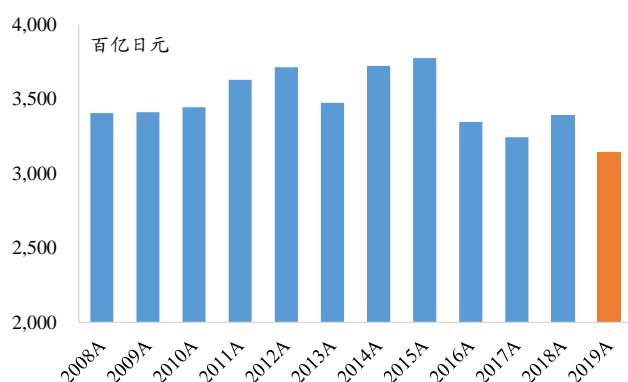
4、阶段三：低利率时代，寿险业表现平稳

21 世纪以来，日本经济低增长，并步入长期低利率时代。1) 经济有所恢复，但 GDP 增速维持低位。2001 年至今 GDP 增速围绕 1% 上下波动，2008-2009 年受金融危机影响，GDP 增速为负；2002-2017 年，国民可支配总收入增速在 -7% 至 4% 区间内波动。2) 长期低利率甚至负利率。日本 2001 年开始实行零利率政策；2006 年后由于宏观经济基本面向好，零利率政策暂时退出；2008 年金融危机后为刺激经济增长，零利率政策再次施行；2016 年日本政府宣布施行负利率政策。同期，日本 10 年期国债持续走低，2002-2012 年收益率围绕 1% 上下波动，2016 年后出现负利率。3) 与此同时，日本寿险业进入存量竞争阶段；且前期积累的高预定利率保单逐步出清，寿险经营生态好转。

4.1 负债端：保费增长停滞，养老及医疗险需求增长

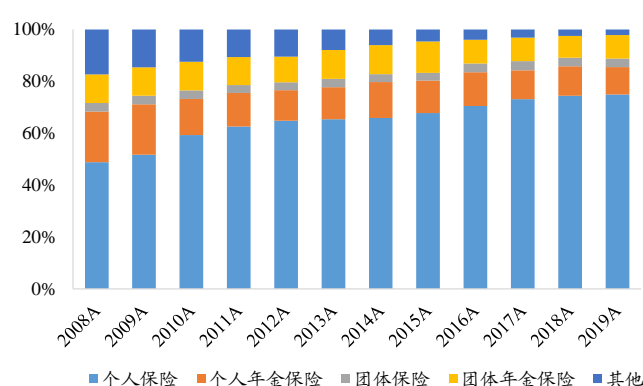
保费规模上，随着经济及人口红利消失，日本寿险市场步入存量竞争阶段。2002-2019 年日本寿险保费各年份同比增速围绕 0% 上下波动，2008 至 2019 年复合增速为 -0.7%。

图 31、2008-2019 年日本寿险保费收入



资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

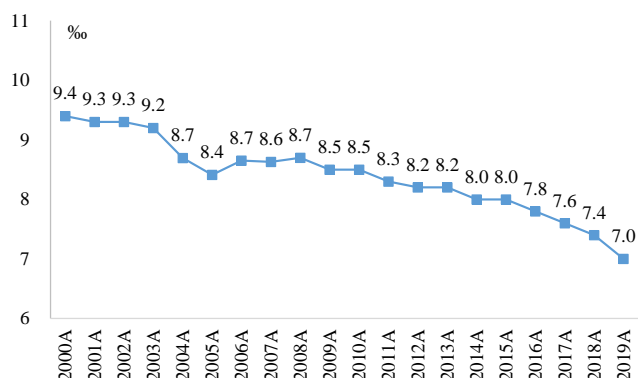
图 32、2008-2019 年日本寿险保费结构按大类险种



资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

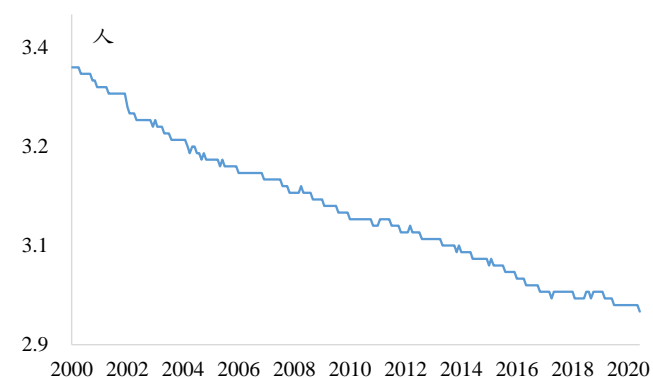
在个人寿险的细分险种结构上，终身寿险成主流，医疗险、癌症险占比稳定上升。人口年龄结构是日本个人寿险结构变化的主要驱动因素。2001 至 2019 年，日本 65 岁及以上人口占比从 17.5% 上升至 28.0%，出生率从 9.3‰ 下降到 7.0‰。同时，少子化趋势推动家庭结构小型化，日本两人及以上家庭平均成员数量从 2001 年的 3.28 人下降到 2019 年的 2.96 人。1) 老龄化和家庭规模缩小致使老人长期照护需求提升，保障类的终身寿险和医疗保险需求增长。2015 年终身寿险在个人寿险中占比 21.3%，此后几年稳步上升，成为个人寿险第一大险种。2008-2019 年，医疗保险保单在个人寿险中占比从 17.9% 持续上升至 21.5%。2019 年，以住院和手术为基本保险的健康保险的有效保单数量为 4,048 万份，同比增长 5.1%。

图 33、日本历年人口出生率



资料来源：Data Bank，兴业证券经济与金融研究院整理

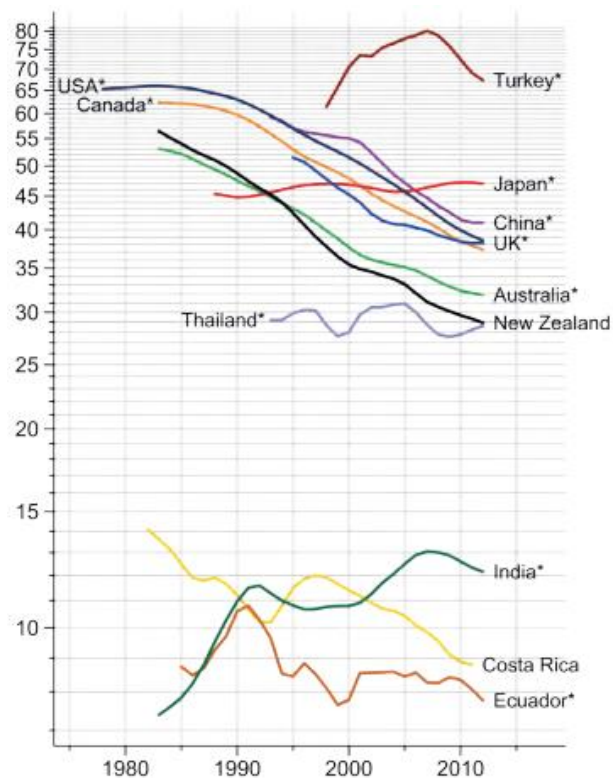
图 34、日本历年两人及以上家庭的平均家庭人数



资料来源：日本总务省统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

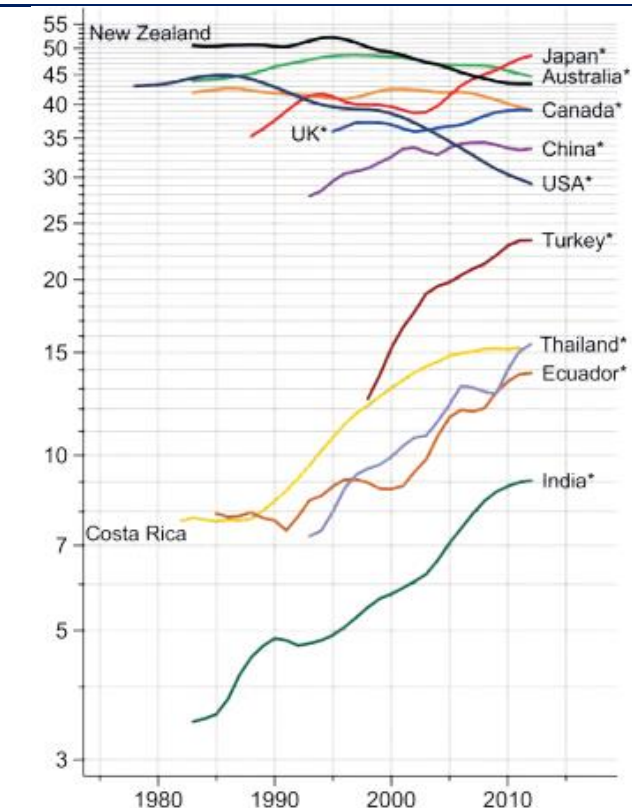
2) 老龄化伴随着重疾发病率提升，催生癌症保险需求。根据世界卫生组织 2020 年发布的全球癌症报告，日本男女性肺癌发病率呈上升态势；日本男性直肠癌发病率在 2010 年后攀升到第一；皮肤癌发病率（尤其是 65-84 岁的老年人群体）上升迅速。癌症发病率提升催生了相应保障需求，险企力推癌症保险。癌症险有效保单数量从 2008 年的 1,860 万单年复合增长 6.5% 至 2019 年的 2,535 万单。

图 35、全球男性肺癌发病率（单位：人/十万人）



资料来源：WHO: World Cancer Report 2020，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、全球男性直肠癌发病率（单位：人/十万人）

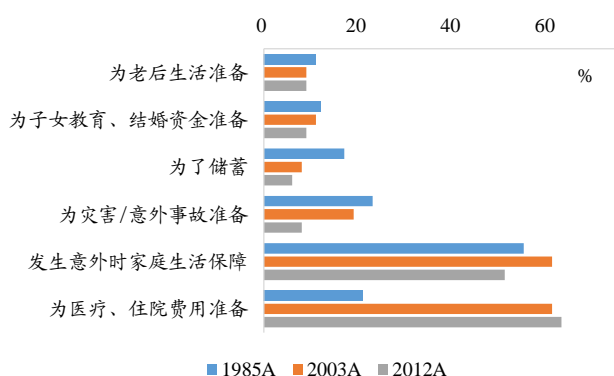


资料来源：WHO: World Cancer Report 2020，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

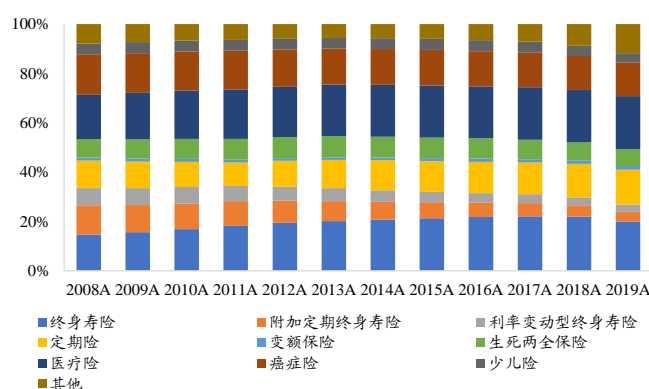
- 18 -

图 37、1985-2012 年日本居民购买保险的目的调查



资料来源：日本生命保险学会（JILI），兴业证券经济与金融研究院整理

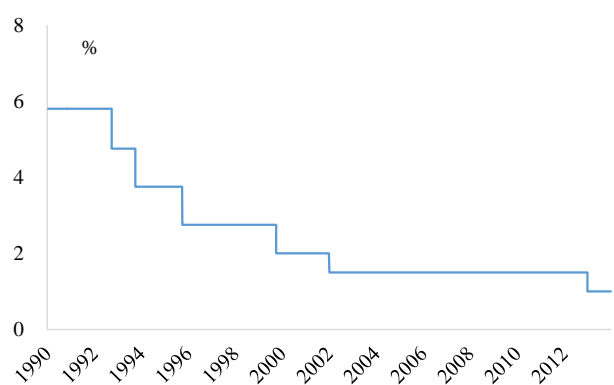
图 38、2008-2019 年日本个人寿险保单数量结构



资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

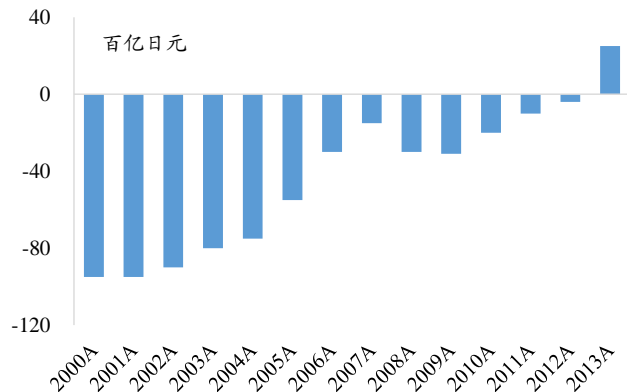
在预定利率方面，21 世纪以来日本寿险新单预定利率维持低位，整体预定利率走低。2001-2012 年新保单预定利率为 1.5%左右，2013 年下降至 1.0%。1) 客观原因是长端利率维持低位。日本 10 年期国债收益率持续走低，2002 至 2012 年收益率围绕 1.0%上下波动，2016 年后出现负利率。2) 行业吸取了此前利差损教训。3) 低预定利率被市场接受。资本市场表现低迷，同期社会各类投资的收益率均较低，而人口老龄化产生养老险及医疗险刚需，因此投保人对低预定利率保单接受度较高。此前存量高预定利率保单逐渐到期，2000 年后日本寿险业利差损逐步收窄，从日本生命、第一生命、明治安田生命、住友生命四家公司的总和数据来看，2003 年由利差损转为利差益。

图 39、1990-2013 年日本寿险业新保单预定利率



资料来源：Japan Financial Service Agency，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、2000-2013 年日本四家寿险公司利差走势



数据来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：数据包括 4 家主要寿险公司：日本生命、第一生命、明治安田生命、住友生命；明治安田 2000-2003 年数据为合并前的明治、安田两家公司数据之和

销售渠道与时俱进，传统营销员渠道下降，机构代理增加。日本寿险业近年销售渠道主要包括分公司直销、代理销售，代理销售又包括个人代理和机构代理。一是营销员渠道仍占主导，但营销人数下降。2008 年营销员人数约为 1991 年的 53%；

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 19 -

2001-2018 年，寿险公司分公司直销代表及个人代理人数均呈下滑态势，其中分公司直销代表由 35 万人减少至 23 万人，个人代理由近 17 万人减少至 5 万人。

图 41、1997-2018 年日本寿险主要销售渠道情况

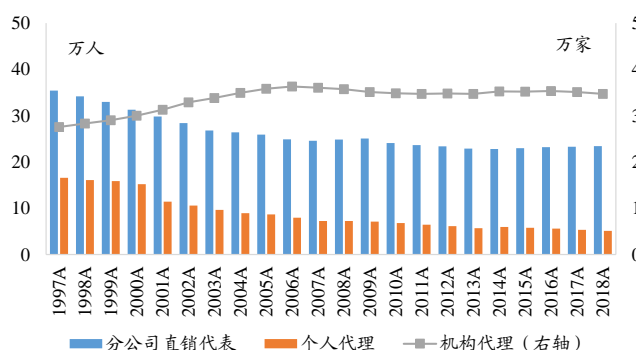
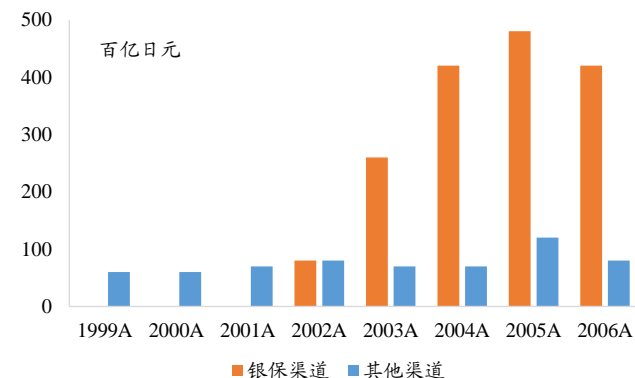


图 42、1999-2006 年日本个人年金各渠道保费收入



资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：数据包括 4 家主要寿险公司：日本生命、第一生命、明治安田生命、住友生命

资料来源：万峰，2014.日本寿险业研究，兴业证券经济与金融研究院整理

二是机构代理在 2001-2006 年呈增加态势，此后保持平稳；其中银行保险解禁促进银保渠道发展。日本的寿险代理机构包括银行、证券等。1995 年以前，日本保险分业经营。破产潮后，寿险业开拓新销售渠道的需求增加，且银行、保险、证券公司具备通过跨业经营以助力走出困境的动机。2001 年开始，各类银保渠道解禁政策顺势出台，银行先后获准销售住房贷款信用寿险、个人年金险、趸交终身寿险、趸交两全险等，并于 2007 年获得全面解禁而销售各类寿险产品。2003 至 2012 年银保渠道保费收入占比提升。年金险的定期给付及长期储蓄理财性质使之适合通过银保渠道出售，该渠道成为日本个人年金产品的主要销售渠道。从趋势来看，日本个人年金产品销售中，银保渠道占比从 2002 年的 53.3% 上升至 2004 年的 87.5%。

表 5、日本寿险业银保渠道产品解禁过程

日期	文件/政策	寿险解禁产品
1998.12	正式实施《金融再生法》，开放证券公司销售保险产品	
2000.06	修正涉及银行保险销售的《保险业法》	
2001.04	第一次解禁	住房贷款信用寿险
2001.12	综合规制改革会议报告提出银行可销售保险产品	
2002.03	公布金融审议会《有关银行保险商品的窗口销售》	
2002.10	第二次解禁	个人年金保险
2004.03	金融审议会公布《关于银行对保险规则的修改》	提出“1 年后阶段性解禁，3 年后全面解禁”
2005.12	第三次解禁	趸交终身保险、趸交两全保险、短期均衡缴费两全保险、储蓄型生存保险
2007.12	全面解禁	定期寿险、均衡缴费终身保险、长期均衡缴费两全保险、医疗保险、护理保险

资料来源：Japan Financial Service Agency，兴业证券经济与金融研究院整理

从经营区域来看，主要寿险公司开拓海外市场以提振保费。由于国内寿险市场趋于饱和，业务竞争激烈，主要寿险公司自本世纪初以来加快进军海外市场尤其是亚洲市场，以寻求新的业务增长点。日本生命、第一生命、住友生命、明治安田

等公司通过设立海外子公司、收购海外保险公司、入股海外寿险公司等方式进入新市场。

表 6、主要寿险公司开拓海外市场进展

公司名称	时间	进入市场及进展
日本生命	1997 年	在菲律宾设立“菲律宾日本生命”公司
	2003 年	在中国与长城资产管理公司合资设立“长生人寿”，在长三角地区开展各类个人和团队保险业务
	2006 年	在泰国对原先已有出资的泰国寿险大公司“曼谷生命”追加投资 36 亿日元，将其出资从原来 16.4%提升至外国资本的上限额度 25%
	2006 年	在中国台湾与新光金融控股签订业务协作及资本协作合约，持股比例由原来 1.6%上升至 6.0%
	2011 年	与友邦保险结成商业联盟并投资友邦保险，加快进入亚洲市场
	2016 年	收购澳大利亚 MLC Life 保险部门 80%权益
	2017 年	从凯雷投资集团手中收购 TCW24.75%的权益
明治安田	2019 年	向澳大利亚 Resolution Life 投资 1.57 亿美元
	2000 年	(合并前) 明治生命入股中国新华人寿保险，成为第一批进入中国市场的日本寿险公司之一
	2010 年	与印尼保险公司 Avrist Assurance 结成商业联盟，成为第一家进入印尼市场的日本寿险公司
	2011 年	入股原海尔纽约人寿公司，后更名为海尔明治安田人寿；至 2012 方正集团入股后，公司更名北大方正人寿，明治安田股份占比 29.4%
	2012 年	增加在印尼保险公司 Avrist Assurance 的股份
	2013 年	和泰国人寿达成战略伙伴关系
第一生命	2016 年	收购美国人寿保险公司斯坦金融集团 (StanCorp Financial Group)
	2006 年	在泰国与安顺人寿签订团体再保险业务，派遣人员开拓泰国保险市场
	2007 年	完全收购越南寿险业第五位的宝明人寿保险公司，并将公司改名为越南第一生命
	2008 年	与泰国公司 Ocean Life Insurance 结成商业伙伴关系，并入股该公司
	2008 年	与 TOWER Australia 签订战略商业联盟协议，并在 2012 年收购该公司 100%股份
	2009 年	在印度与印度银行和印度联合银行合资建立 Star Union 第一生命保险公司，进入印度市场
	2013 年	第一生命收购 PT Panin Life，使其成为第一生命在印尼的子公司
住友生命	2015 年	收购美国寿险公司 Protective Life，使之成为全资子公司，开拓美国市场
	2018 年	宣布收购澳大利亚 Suncorp Group 旗下寿险部门
	2005 年	在中国与中国人保控股公司、亚洲金融集团 (控股) 有限公司和曼谷银行共同设立中国人寿保险有限公司，入股 29%
	2016 年	收购美国寿险公司 Symetra Financial 全部股份，加快进入美国市场
	2016 年	与荷兰 NN Life 建立商业联盟
	2018 年	与安盛保险公司达成业务联盟，共同建立“健康老龄共创实验室”

资料来源：日本生命、明治安田、第一生命、住友生命官网及财报，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2 资产端：配置风格稳健，海外投资增加

寿险业总投资资产规模低速增长。日本寿险业总投资资产从 2008 年的 311.7 万亿日元年复合增长 2.1%至 2019 年的 392.7 万亿日元。在资产配置种类结构方面，国债居首、海外投资占比提升、股票配置比例低。1) 贷款占比下降。2008-2019 年，贷款额度从 51.1 万亿日元年复合下降 4.7%至 30.2 万亿日元，贷款占总资产比例从 16.4%下降至 7.7%。2) 国债是日本寿险业配置比例最高的资产门类。政府债券信用较高，2008-2019 年国债平均占寿险总资产的 30%。3) 外国证券是日本寿险业配置比例第二高的资产门类。由于国内长期低利率，固收资产收益低迷，

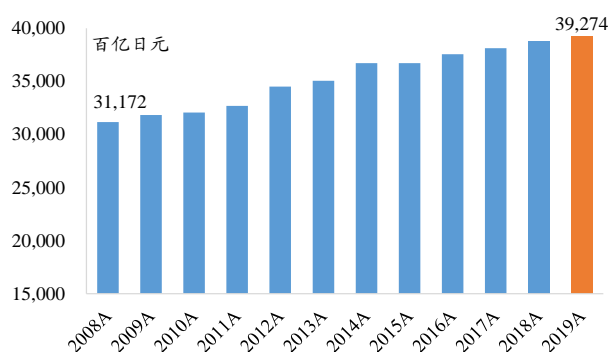
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 21 -

日本加大对海外国家的投资。2008-2019 年，外国证券投资额由 40.0 万亿日元年复合增长 8.5% 至 2019 年的 98.1 万亿日元，占比从 12.8% 提升至 25.0%。外国证券以债券为主，2008-2019 年，外国证券中债券占比从 88.9% 上升至 95.9%，而股票占比则从 11.1% 下降至 4.1%。4) 股票投资占比较低。2008 至 2019 年，国内股票投资占总投资的比例在 5.5% 上下波动，寿险业在国内股市上行期小幅增配股票，反之减持，投资占比介于 4.8% 至 6.2%。同期，国外股票投资占总投资的比例在 1.5% 上下波动。

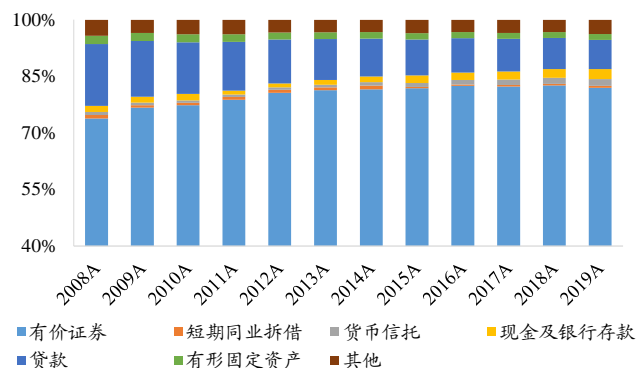
在资产配置久期上，日本寿险公司增加 10 年期以上长久期债券配置，以提前锁定长期收益率，并促进资产负债匹配。日本生命、第一生命、明治安田（2000 年数据为明治+安田两家公司之和）、住友生命 2000-2013 年持有的十年期以上债券占比从 11.7% 提升至 70.9%。

图 43、2008-2019 年日本寿险业总资产



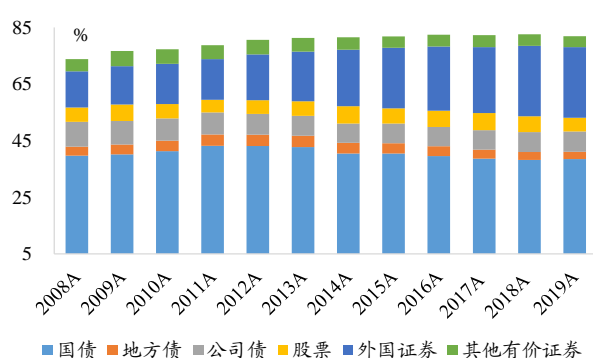
资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、2008-2019 年日本寿险业资金运用占比状况



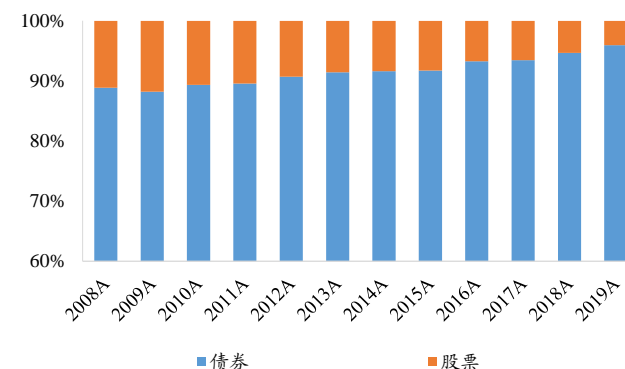
资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、2008-2019 年日本寿险业有价证券各投资类别占总投资资产比例



资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、2008-2019 年日本寿险业外国证券各投资类别占比



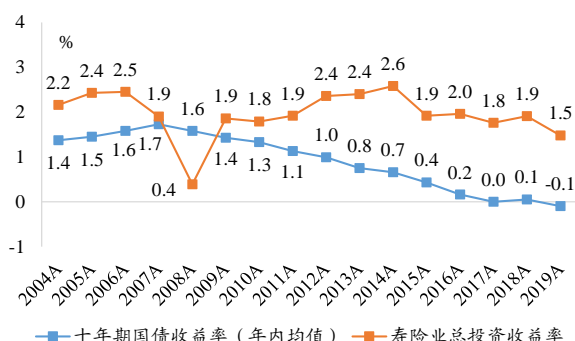
资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

在资产配置收益方面，日本寿险业总投资收益率较稳定，并实现利差益。1) 从总投资收益表现来看，2008 年金融危机带来的资本市场震荡致使日本寿险业的综合投资收益率触达 0.4% 的低点；除 2008 年外，2004 至 2019 年日本寿险业综合投资收益率处于 1.5% 至 2.6% 区间内，长期高于十年期国债收益率及寿险新单预定

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

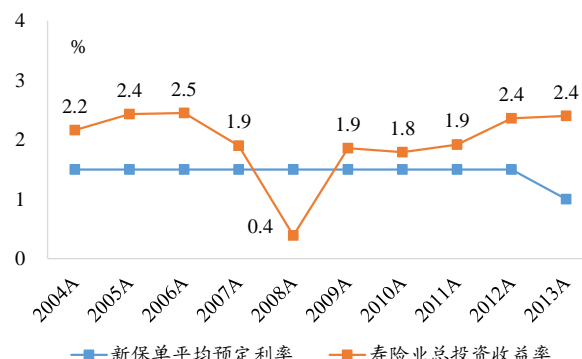
利率，实现利差益。

图 47、2004-2019 年日本 10 年期国债收益率及寿险业总投资收益率



资料来源：LIAJ, Bank of Japan, 兴业证券经济与金融研究院整理

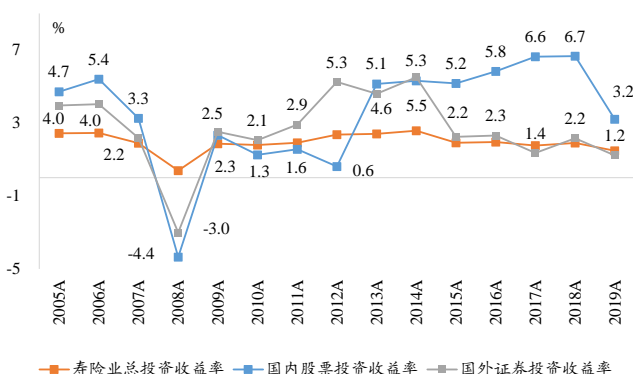
图 48、2004-2013 年日本寿险业新保单平均预定利率及总投资收益率



资料来源：LIAJ, Japan Financial Service Agency, 兴业证券经济与金融研究院整理

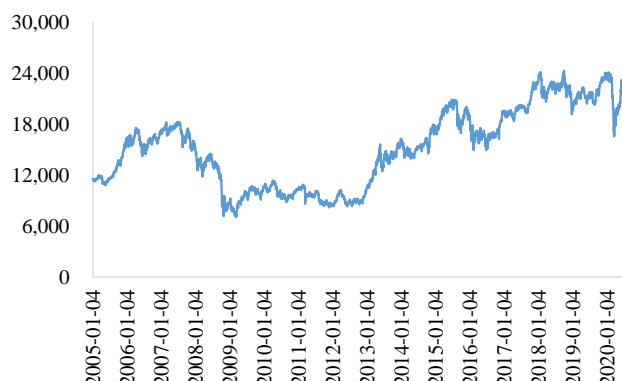
2) 国内股票及国外证券提振投资收益，但也导致总投资收益波动。2008 年受全球金融危机影响，日本股市震荡，日经 225 指数从最高点 1,4691 点下跌至最低点 7,163 点，国内股票收益率随之从 2007 年的 3.26% 下降至 2008 年的 -4.35%；同期，国外证券投资收益率从 2007 年的 2.18% 下降至 -3.00%。2005-2019 年，日本寿险业国内股票和国外证券收益率均值分别为 3.51% 和 2.62%，同期总投资收益率均值为 1.94%。

图 49、2005-2019 年日本寿险业投资收益率明细



资料来源：LIAJ, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、2005-2020 年日经 225 指数



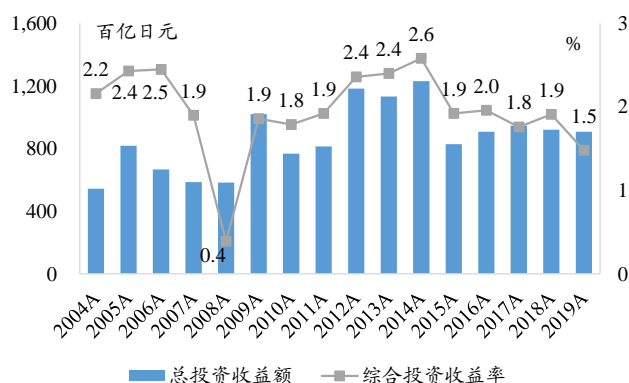
资料来源：Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

3) 房地产、金融贷款、国内债券收益率波动较小，房地产收益率较高。房地产收益率的平稳受益于政策监管下的行业稳定发展。90 年代开始，为防止房地产泡沫进一步膨胀，日本收紧房地产融资；2006 年开始，日本中央银行要求金融机构定期向有关部门报告其向房地产公司发放贷款的金额及贷款企业的财务状况，以加强对房地产行业的检查、监督和管理。2006-2017 年，东京都私人自住房虚拟租金（将自有住房看作出租房，计算相应的租金，以自收自付的形式记录在国内生产总值的核算中）从 6.8 万亿日元缓慢上升至 7.4 万亿日元，年复合增长 0.73%。同

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

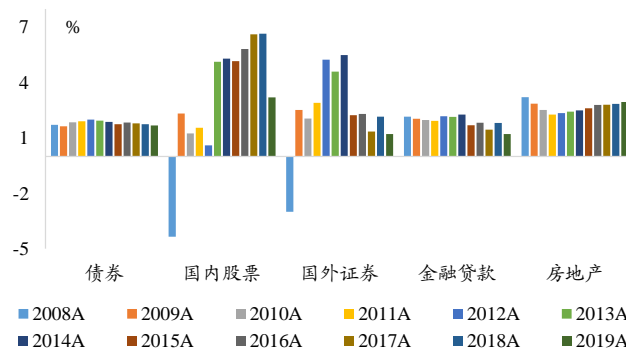
期，由于房地产行业强监管，行业发展稳定、波动小，因而房地产投资收益率稳定维持在 2.5%至 3.3%区间内，收益率相对债券、贷款类投资较高，且波动性小，成为近年来日本寿险业较为优质的投资类别。

图 51、2004-2019 年日本寿险业总投资收益额及综合投资收益率



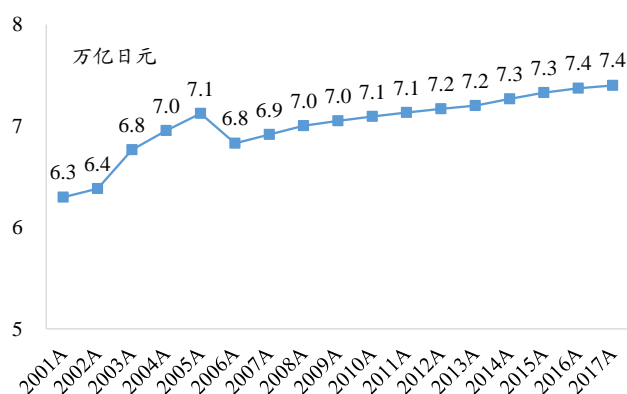
资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、2008-2019 年日本寿险业各类投资收益率



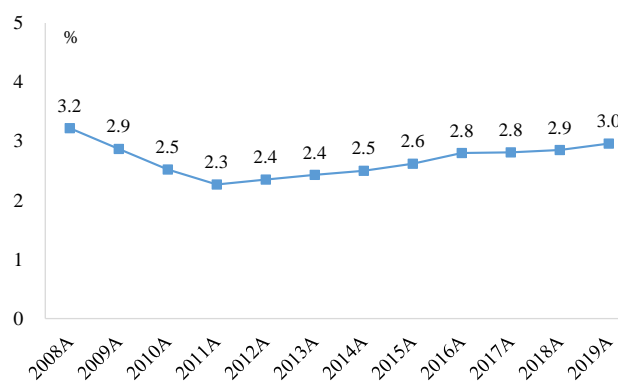
资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

图 53、2001-2017 年东京都私人自住房虚拟租金



资料来源：日本内閣府，兴业证券经济与金融研究院整理

图 54、2008-2019 年日本寿险业房地产投资收益率



资料来源：LIAJ，兴业证券经济与金融研究院整理

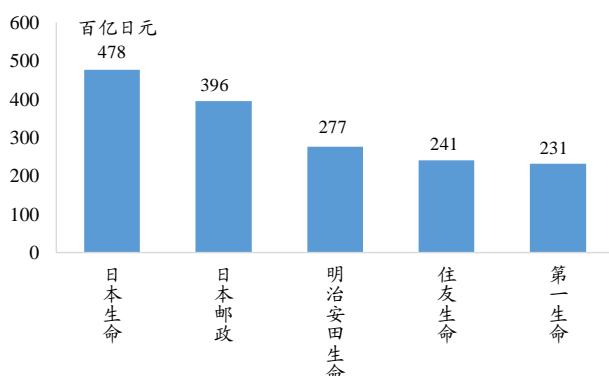
5、公司分析：以明治安田、第一生命为例

低利率环境加大寿险公司经营风险，并压缩盈利空间，对险企业经营水平提出更高要求。明治安田生命保险（Meiji Yasuda Life insurance Company）和第一生命保险（Dai-ichi Life Group）分别为相互制和股份制保险公司，保费市占率位居日本寿险公司前五位，2018 财年（日本寿险公司的财报日为 3 月 31 日，2018 财年是截至 2019 年 3 月 31 日止 12 个月，下同）的市场份额各为 8.2%、6.8%，排名第三及第五。两家公司在低利率环境下分别经历了公司合并或转制，取得良好成效；且财报和数据的可得时间较早。因此我们以这两家公司为例，探究日本寿险公司层面应对低利率的举措。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

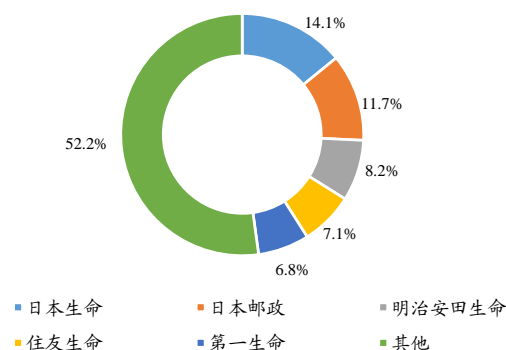
- 24 -

图 55、2018 财年日本寿险公司保费收入



资料来源: Japan Financial Service Agency, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 56、2018 财年日本寿险公司市占率排名 Top 5



资料来源: Japan Financial Service Agency, LIAJ, 兴业证券经济与金融研究院整理

*注: Japan Financial Service Agency 统计了 19 家公司具体保费数据, LIAJ 统计了 42 家公司合计保费数据, 以前者数据为分子, 后者数据为分母计算

5.1 明治安田生命保险公司

21 世纪以来, 部分日本保险公司合并重组以提高产品开发和资产运用能力、应对严峻的市场环境, 包括: 2001 年, 三井未来和住友海上悠悠生命合并为三井住友海上生命; 2003 年, 东京海上安心生命和日动生命合并为东京海上日动安心生命; 2004 年, 明治生命和安田生命合并为明治安田生命等。其中, 合并后实力最为雄厚的是明治安田生命, 近年保费规模位居日本寿险公司第三。

合并之前: 明治及安田两家公司的保费规模下降, 但创新产品及渠道, 并开始开拓海外市场; 两家公司固收资产占比有所提升, 并投资海外。

从负债端来看, 明治及安田两家险企的总保费规模回落但完成海外市场的初步开拓, 明治生命加快护理及医疗产品创新并开拓银保渠道。1) 规模上, 明治及安田的保费收入均呈下降态势, 主要受累于行业规模萎缩。1997 至 2002 财年, 明治生命的保费收入从 2.7 万亿日元年复合下降 4.5% 至 2.2 万亿日元, 安田生命的保费收入从 1.7 万亿日元年复合下降 5.3% 至 1.3 万亿日元。2) 在产品及渠道方面, 明治生命加快护理及医疗产品创新, 并开拓银行渠道。2000 年 4 月明治保险推出可附加各类健康保障等条款的护理保险 Life Account L.A., 客户每年可对保费和保险覆盖范围进行评估并通过添加新附加条款来升级保障范围。由于保费及保险范围调整灵活, 可以满足投保人多种需求, 自产品推出至 2002 年年底, Life Account L.A. 的新单销量超过 180 万份。此外, 由于银保渠道自 2001 年后开始解禁, 明治生命从 2002 年开始提供专以银保渠道出售的个人年金产品。3) 在市场布局方面, 两家公司均通过投资海外寿险公司、结盟、在海外市场设立代表处等形式加快进入新市场。明治生命 2000 年入股新华人寿, 并在中国北京及韩国首尔设立代表

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 25 -

处，以加快进入亚洲各国市场。截至 2001 年年底，安田生命共与 19 家海外寿险公司结成商业联盟，其中 7 家在北美，8 家在欧洲，4 家在亚洲。此外，安田生命还加入大型跨国保险公司组织 Swiss Life Network，从而为全球市场开拓做准备。

图 57、1996-2002 财年明治生命保费收入及同比增速

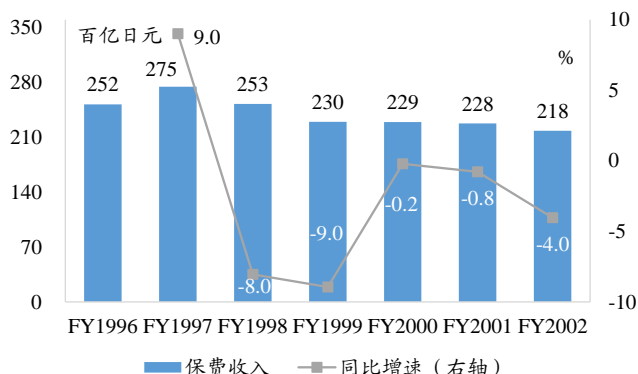
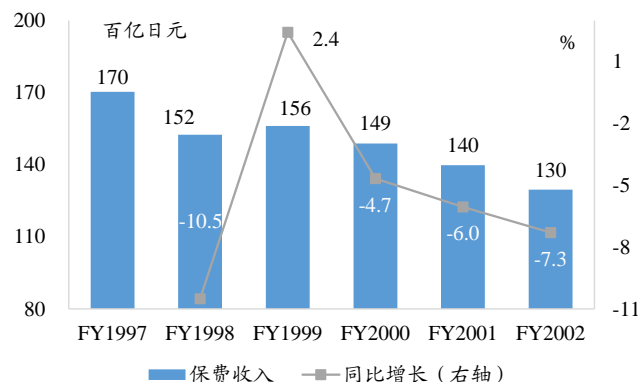


图 58、1997-2002 财年安田生命保费收入及同比增速



资料来源：明治生命财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：安田生命财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资产端：1) 总资产小幅波动，投资以固定收益类为主。1996-2002 财年，明治生命和安田生命总资产变动较小，分别在 16.2 至 17.5 万亿日元、9.5 至 10.3 万亿日元区间内小幅波动。由于吸取经济泡沫期间寿险行业配置高风险投资导致后期资本市场下行时造成大量损失的教训，明治和安田的资产配置风格较稳健。世纪之交明治生命和安田生命固定收益类投资占比均呈稳定上升趋势。1999-2002 财年，明治生命的现金、存款和短期贷款、国内外债券、一般贷款合计占比从 72.0%持续上升至 77.5%；2001-2002 财年，安田生命的现金、贷款和其他、国内债券（国外债券由于未单独披露不计入计算）合计占比从 63.1%升至 67.7%。

图 59、1996-2002 财年明治生命总资产及同比增速

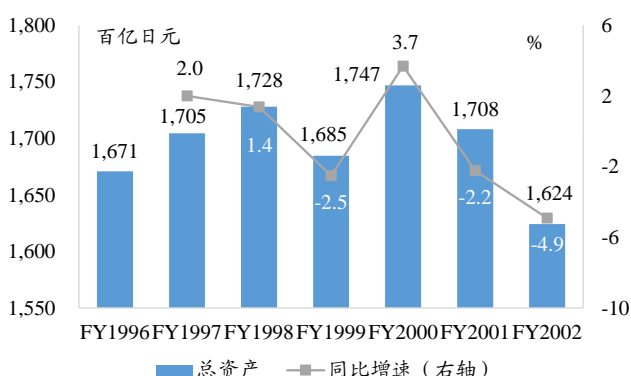
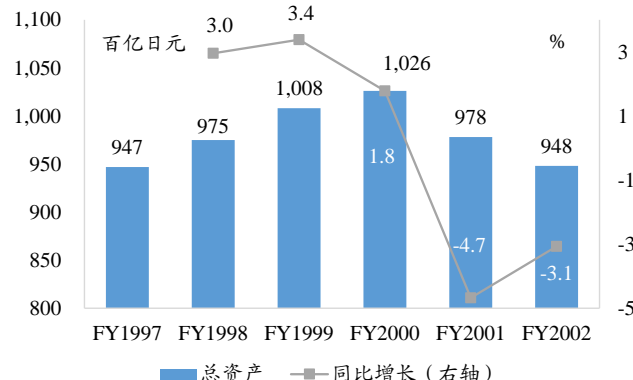


图 60、1997-2002 财年安田生命总资产及同比增速



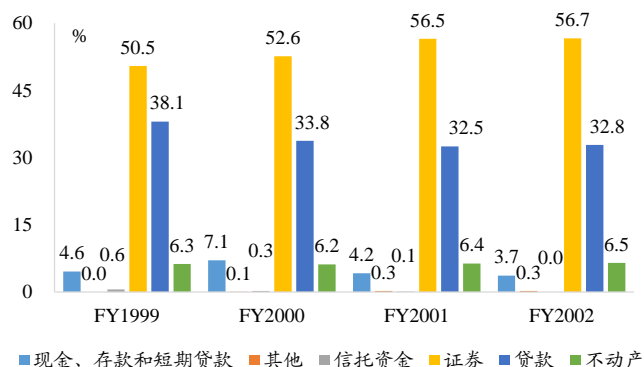
资料来源：明治生命财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：安田生命财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 增加海外投资。为分散风险、增加收益，明治生命及安田生命持有一定数量的海外投资。2000-2001 年，明治生命的国外债券和国外股票配置提升明显，国外债券投资由 0.45 万亿日元增加至 1.03 万亿日元，海外股票投资由 0.46 万亿日元增加至 0.55 万亿日元。

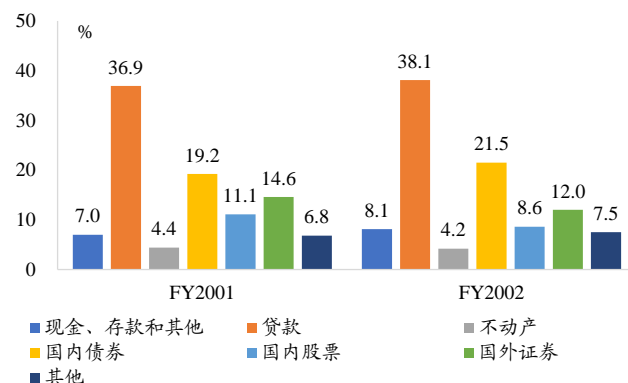
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 61、1999-2002 财年明治生命主要投资类别占比



资料来源：明治生命财报，兴业证券经济与金融研究院整理

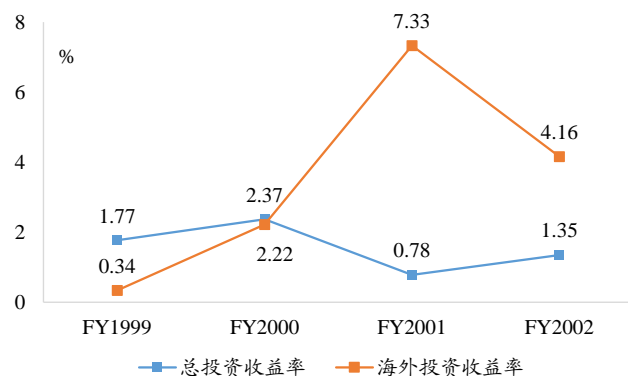
图 62、2001-2002 财年安田生命主要投资类别占比



资料来源：安田生命财报，兴业证券经济与金融研究院整理

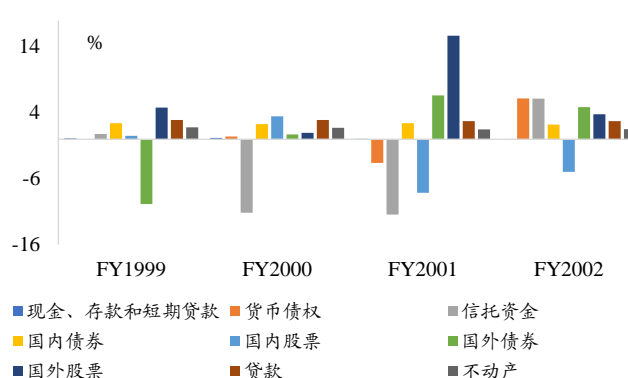
3) 投资收益率低位波动，海外投资表现良好。受利率下行影响，以固定收益投资为主的明治生命投资收益率低位波动，1999-2002 财年，总投资收益率介于 0.78% 至 2.37%；海外投资收益率 1999-2001 财年自 0.34% 上升至 7.33%，2002 财年下降至 4.16%，但仍显著高于同期 1.35% 的总投资收益率。

图 63、1999-2002 财年明治生命投资收益率



资料来源：明治生命财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 64、1999-2002 财年明治生命各类资产投资收益率



资料来源：明治生命财报，兴业证券经济与金融研究院整理

收入下滑、收益低位促使合并。面对两家公司的保费持续下降、投资收益维持低位的趋势，为提振收益、提高产品开发能力和资金运用能力以应对未来逐渐饱和的市场及低利率环境，并通过合并或减少营业点来削减销售成本、提高经营效率，明治与安田于 2004 年合并成立明治安田生命。

合并之后：两大改革提升保费，产品创新不断，综合实力企稳。

负债端：1) 保费有所波动。合并之初，明治安田生命的保费收入延续下滑态势。同时，2005 年，由于拒赔、漏赔事件曝光，明治安田生命受到日本金融厅处罚，公司面临信誉危机，2005 至 2006 财年公司的保费下滑趋势加剧。两大改革推高保费。2006 年 1 月至 2008 年 3 月，明治安田执行重振计划 (Revitalization Plan)，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

改革措施包括产品精简化、理赔流程透明化和客户服务提升化。2008 年 4 月至 2011 年 3 月，公司执行挑战计划（Challenge Plan），内容包括提高营销人员售后服务质量、开拓销售渠道和新市场、提高员工待遇。得益于上述改革举措，2007 至 2010 财年，明治安田的客户满意度从 25.0% 提升至 42.0%，退保率从 6.7% 下降至 5.4%，保费年复合增长 15.1%。2012 财年后，由于经济低迷、市场受限，保费收入呈现下滑趋势，保费从 2013 财年 3.66 万亿日元减少至 2019 财年 2.77 万亿日元。

图 65、2003-2019 财年明治安田生命保费及同比增速

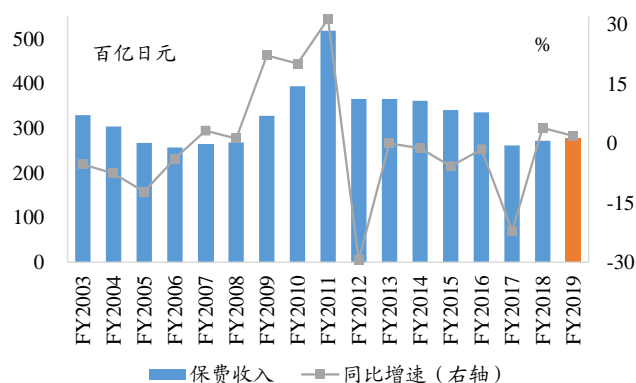
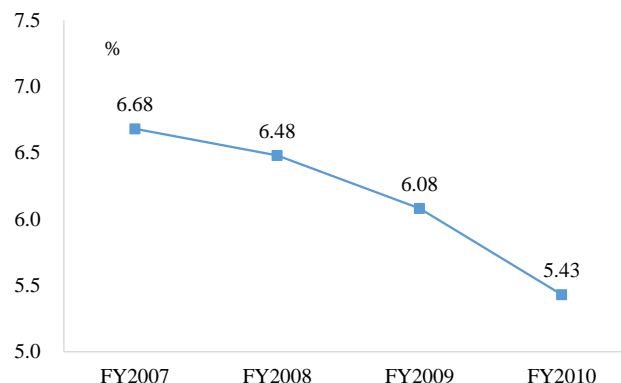


图 66、2007-2010 财年明治安田生命退保率



资料来源：明治安田财报，兴业证券经济与金融研究院整理
*注：2004 年合并后披露 2003 财年数据（含 2002 财年数据）

资料来源：明治安田财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 预定利率持续下调，利源结构改善。面对国内低利率环境，明治安田的新单预定利率持续下调，并拉动整体保单预定利率下行。近 10 年明治安田的平均预定利率与十年期国债收益率走势趋同，从 2.48% 逐年下降至 1.87%。由于寿险保单本身的储蓄属性，新单预定利率与长端利率大致相当或高于长端利率；同时，由于存量保单的预定利率相对较高，保单的平均预定利率仍明显高于同期十年期国债收益率。不过，明治安田的整体保单预定利率已处于较低水平，保单的负债成本易被投资收益覆盖。2019 财年明治安田的基础利润为 5,916 亿日元，其中利差、死差、费差各为 3,186、2,526、204 亿日元，占比各为 53.9%、42.7%、0.3%。

图 67、2007-2010 财年明治安田生命客户满意度

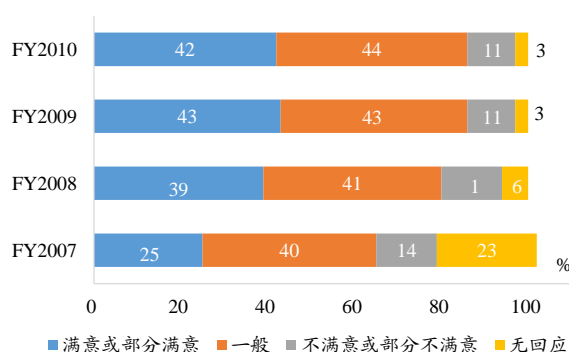
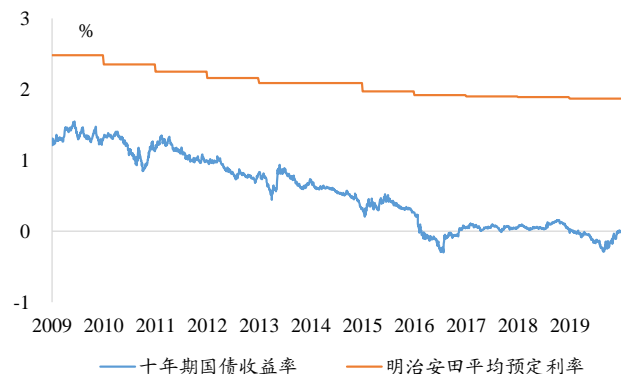


图 68、明治安田平均预定利率与十年期国债收益率



资料来源：明治安田财报，兴业证券经济与金融研究院整理
*注：由于四舍五入因素，2007 年 4 种回答加总为 102%

资料来源：明治安田财报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3) 产品方面, 面临日益增长的养老、医疗、护理需求, 明治安田加快护理险、医疗险尤其是癌症险的创新。2004-2019 年, 公司对原明治生命的拳头产品 Life Account L.A. 不断迭代升级, 并推出针对 40 岁以上、50-70 岁等多年龄段的医疗保险, 部分产品同时为长期护理提供保障。癌症险保障进一步加强, 2010 年推出的癌症险在预计现有治疗方案对被保险人无效的情况下即赔付死亡保险金。**针对寿险市场饱和状况, 公司开拓儿童、青少年及女性市场。**2004 年公司推出目标客户为 6-17 岁儿童、青少年的医疗保险; 2005 年开发针对 0-6 岁儿童的综合保险; 2005 年开始推出针对女性疾病的医疗险, 并在其后几年不断强化保障。

表 7、明治安田生命个人寿险及年金产品开发

时间	产品名称	产品详情
2004 年	Life Account L.A.: Mirai and Mamoru	名称意为“保护未来”, 目标客户为 6-17 岁儿童、青少年。医疗保险+残疾保障
	Life Account L.A. Double: Iki-kenkou	名称意为“身体健康”, 目标客户为 50-70 岁中老年群体。医疗保险+残疾保障
2005 年	Josei Iryou Pack	为女性疾病提供住院和手术保障
	Medical Insurance MY Doc	为基本的住院和手术提供保障, 以满足 40 岁以上客户的医疗保险需求
	Children's Insurance	为 0-6 岁儿童提供包括教育、医疗的成长保险, 并且当投保人身亡时豁免保费支付并赔付儿童抚养抚恤金
2006 年	Nenkin Hitosuji	个人年金产品, 相较于先前年金产品收入更高, 以满足客户规划更高收入的需求
	Life Account L.A. Double: 7 Guard	为客户提供 7 种与生活方式有关的疾病的保险
	Life Account L.A. Double: G Protect	癌症保险, 在已有的癌症保险上加强保障
	Life Account L.A. Double: for Lady	女性医疗保险, 在已有的 Josei Iryou Pack 上加强保障
2007 年	New Surgical Operation Rider	对涉及住院治疗的手术提供保障
	Women's Specific Hospitalization Expense Rider	从被保险人住院第一天起提供针对女性疾病的保障
	Saishoku Kenbi	女性疾病保险, 为女性特有疾病提供保障
2008 年	Kantan Kokuchi Iryo Hoken	带有简单医疗问卷的医疗保险, 以回应更广泛的客户医疗覆盖需求
2009 年	Genki no Mikata	医疗保险, 提供更易于理解的关于支付自费住院和医疗费用的细节
2010 年	Accelerated Benefit Rider for Severe Cancer	癌症保险, 当被保险人患严重癌症并且所有标准性治疗方案无效时, 无论被保险人预期寿命如何, 均赔付死亡保险金
2012 年	Kaigo no Sasae	符合日本长期护理制度的年金产品。在被保险人规定的需要长期护理的标准时开始支付保险金额, 且每隔几年发放利息红利
	Meiji Yasuda Educational Endowment Insurance	养老保险, 比传统产品有更高回报率
	Medical Insurance for Child Dependents	医疗保险, 为受到抚养的子女提供住院和手术保障
2014 年	Best Style	医疗保险, 提供更广泛的保障选项, 以及在投保后可以根据医疗技术等变化更灵活地修改保障范围
2015 年	Medical Style F	医疗保险, 每年提供一次保障范围修改的机会, 更灵活地适应医疗技术和客户生命阶段的变化
	Pioneer Care Plus	个人年金, 提供死亡赔付, 为需要长期护理的被保险人提供全生命周期的年金
	Life Wealth Accumulation Educational Endowment	儿童保险, 通过取消投保人红利来降低保费
2016 年	Simple Insurance Series	简易保险。包含医疗保险在内的多种类保险产品系列。产品特点: 条款及内容简单、保费低、易于理解
2017 年	Everybody Plus	美元趸交养老保险
2018 年	Best Style Health Cash Back	除了传统的医疗和死亡保险外, 产品还包含一项保费退还计划: 提交健康检查结果的客户有资格获得最多一个月的保费退款

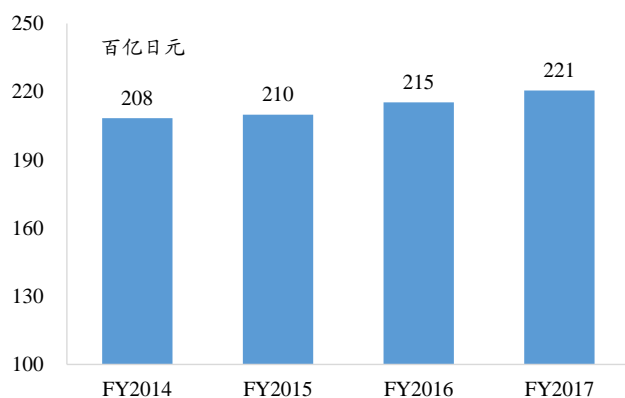
资料来源: 明治安田公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 29 -

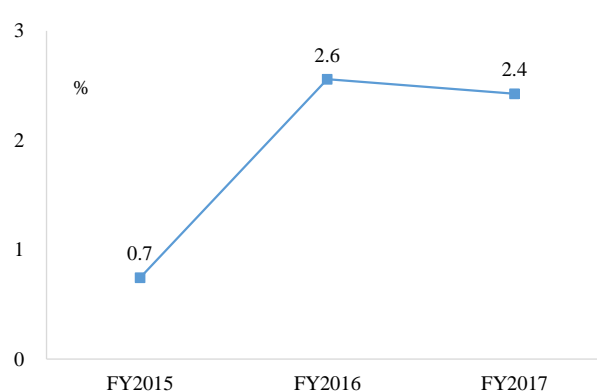
4) 在销售渠道上, 积极开拓银保渠道以拉动保费增长。从 2008 年开始执行的明治安田生命挑战计划设定了渠道多元化的目标, 兼顾销售商店、互联网渠道、银保渠道发展。2004 年以来, 由于市场低迷, 明治安田进一步开发代理机构尤其是银行渠道销售, 且银保渠道聚焦中老年富裕群体市场。其银保渠道出售的主要年金产品包括趸缴固定年金、变额年金和均缴年金; 同时出售提供包含人身保障、遗产规划和财富积累功能的趸缴终身寿险产品以满足富裕客群需求。2017 年, 公司推出以外币计价的趸缴终身寿险 Everybody Plus, 保费投向美国、澳大利亚(利率高于日本), 旨在满足中老年客户的资产管理需求。2014 至 2017 财年, 明治安田代理及银保渠道有效保单年化保费从 2.08 万亿日元稳步上升至 2.21 万亿日元。

图 69、2014-2017 财年明治安田生命代理及银保渠道年化保费



资料来源: 明治安田财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

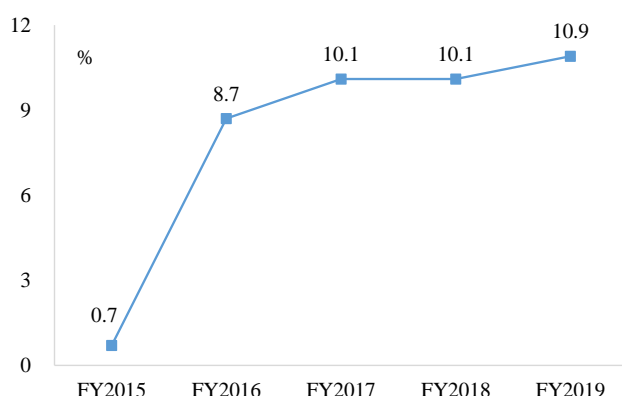
图 70、2015-2017 财年明治安田代理及银保渠道年化保费同比增速



资料来源: 明治安田财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

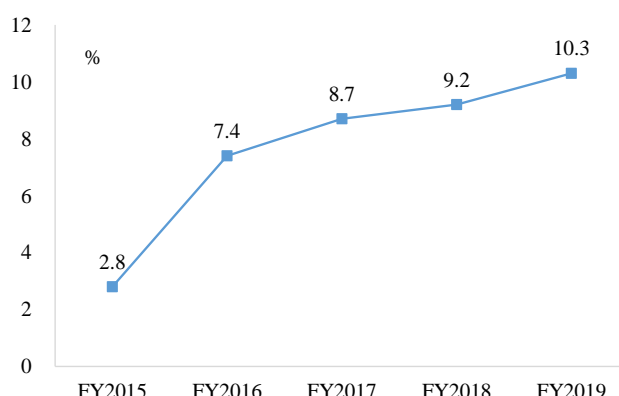
5) 积极开拓海外市场, 主动追求业务扩张。为寻求收入新增长点, 明治安田近年来通过商业联盟、入股及收购海外公司等形式积极发展海外业务。2010 年, 明治安田与德国第三大保险公司 Talanx 结成商业同盟, 以加快进入欧洲市场; 同年, 公司与印尼领先寿险公司 PT Avrist Assurance 结成商业伙伴关系, 成为首家进入印尼保险市场的日本公司, 2012 及 2013 年, 明治安田两次增持 PT Avrist Assurance 股份至 29.87%。2011 年, 明治安田生命与海尔人寿结成商业联盟并认购海尔人寿 25% 股份, 进入中国市场。2012 年, 明治安田收购波兰第二大保险集团 Warta, 以加强其中欧和东欧的业务基础。2016 年, 公司完成对美国保险公司 StanCorp 的收购, 进一步开拓美国寿险业务。2015-2019 财年, 明治安田海外保险业务保费占比从 0.7% 提升至 10.9%, 基本利润占比从 2.8% 上升至 10.3%。

图 71、2015-2019 财年明治安田海外保费收入占比



资料来源：明治安田财报，兴业证券经济与金融研究院整理

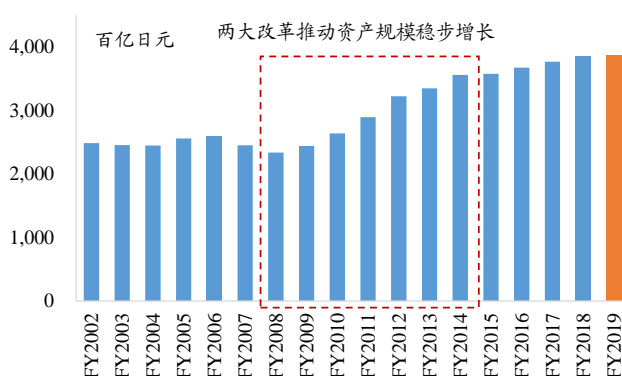
图 72、2015-2019 财年明治安田海外基本利润占比



资料来源：明治安田财报，兴业证券经济与金融研究院整理

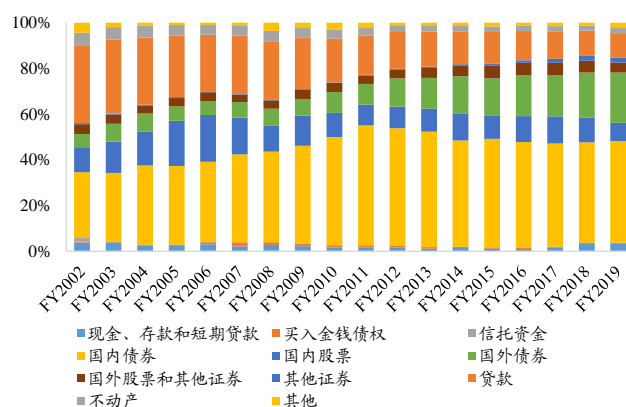
资产端：1) 总资产呈增长趋势，债券占比提升。2002 至 2019 财年，明治安田的总资产从 24.9 万亿日元年复合增长 2.6% 到 38.7 万亿日元。**资产配置方面，债券投资及贷款一升一降。**2002-2019 财年，明治安田的贷款投资占比呈下降趋势，从 34.0% 逐步下降至 10.6%。国内外债券占比从 2002 财年的 34.6% 稳步提升至 2012 财年的 63.7% 并维持高位。其中，国内债券占比从 2002 财年的 28.8% 逐步提升至 2011 财年 52.4% 的历史高位，后续随着海外债券配置比例的提升（从 2011 财年的 9.0% 提升至 2019 财年的 22.0%）而下降。截至 2019 财年末，明治安田的海外资产配置比例为 27.4%。

图 73、2002-2019 财年明治安田生命总资产规模



资料来源：明治安田财报，兴业证券经济与金融研究院整理
*注：明治生命和安田生命合并前的数据来自两公司数据加总

图 74、2002-2019 财年明治安田投资结构

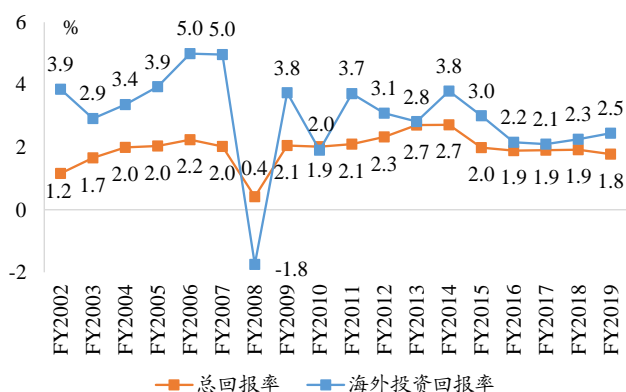


资料来源：明治安田财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 总投资收益率较稳定，股票投资回报率提升。除 2008 年金融危机致使总投资收益率降至 0.42% 以外，2002 至 2019 财年，明治安田的总投资收益率在 1.1% 至 2.8% 区间内小幅波动。2009 财年至今，国内、国外股票的投资收益率一般高于整体，2014-2019 财年的均值各为 4.51% 和 4.01%。国内股票投资收益率高的原因之一在于明治安田近年偏好股息率较高的金融保险、汽车、电器类行业。

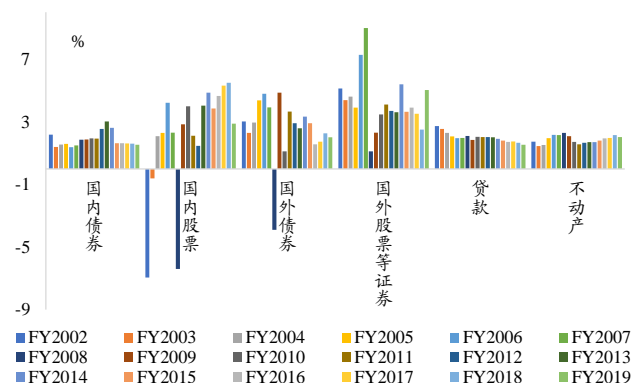
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 75、2002-2019 财年明治安田投资收益率



资料来源：明治安田财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 76、2002-2019 财年明治安田各类资产投资收益率



资料来源：明治安田财报，兴业证券经济与金融研究院整理

总体来看，20 世纪初，为应对行业萎缩和低利率环境带来的经营压力，明治生命和安田生命合并组建明治安田生命保险公司。合并后，公司在医疗险、护理险等产品的创新和开发上取得快速进展，不断深耕中老年、青少年、女性市场；同时加快海外扩张，海外收入占比已超过 10%；且截至 2019 财年末，公司的海外资产配置比例达 27.4%。两家公司合并后经营状况向好，在长期低利率环境下业绩呈现平稳态势。

5.2 第一生命保险公司

第一生命保险公司成立于 1902 年，是日本第一家相互制保险公司。2010 年 4 月，公司改组为上市公司，在东证一部挂牌上市，并于 2011 年 3 月成为日经平均指数成分股。改组上市利于提高企业治理透明度及品牌形象，并为后续海外并购和融资做好准备（相互制公司在收购企业时只能以现金进行交易，而股份制公司则可以通过股份交换进行，并且集资方式更广，可以通过发行股票或转换企业债等方式进行）。根据数据库 Statista 统计，截至 2020 年 6 月底，第一生命市值 144 亿美元，为日本第二大寿险公司、全球第十二大寿险公司。公司通过旗下多家子公司将业务范围覆盖至日本、亚太地区和北美地区。

负债端：1) 保费收入呈下滑态势。2007 至 2019 财年，第一生命的保费收入从 3.10 万亿日元复合下降 2.3% 至 2.35 万亿日元，这¹与公司聚焦医疗险、提供全生命周期计划的价值导向发展模式有一定关系。**2) 发展医疗险。**针对人口老龄化和癌症发病率居高不下的情况，第一生命积极开发医疗险产品，年化保费从 2009 财年的 5,066 亿日元复合增长 2.4% 至 2013 财年的 5,561 亿日元。**3) 制定客户终身保险计划，加强销售队伍建设。**为提升客户粘性，第一生命推出帮助个人客户制定终身保险计划的全生命计划（Total Life Plan）。该计划在 1997 年提出，并在 2008 年以后持续加强。全生命计划考虑客户整个生命周期中的收支状况、公共养老金数额、退休福利数额及储蓄水平，满足客户人生不同阶段的意外死亡和事故保障、医疗需求、护理和养老需求。为使销售人员更好地执行全生命计划，更准确响应

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 32 -

客户需求，第一生命提高销售人员的服务水平。措施包括：销售人员被设定为生命计划设计师（Total Life Plan Designers），入职前后需要完成一系列培训。培训包括必须通过由寿险行业标准化考试组成的通用课程考试，方可销售寿险产品，通过考试后有三个月的初始强化教育阶段，集中学习销售基础知识，入职后还有包括分层培训的五年的发展跟踪体系。此外，销售人员在每年全生命计划报告出台时线下拜访投保人，向客户解释保单细节，以保持公司和客户的联系。

图 77、2007-2019 财年第一生命保险保费及同比增速

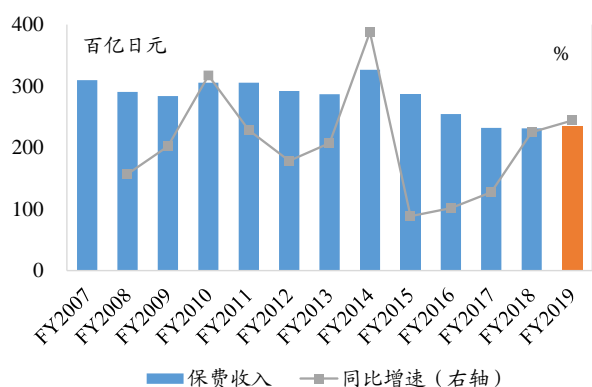
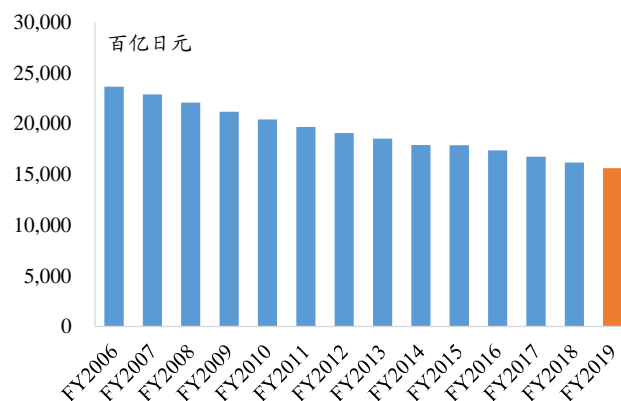


图 78、2006-2019 财年第一生命有效保单保额



资料来源：第一生命财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：第一生命财报，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、第一生命产品开发

时间	产品名称	产品详情
2011 年	Medical Yell	医疗保险。有定期类型（分为 0-49 岁和 50-80 岁）和终身保障类型，其中终身保障类型保费终身不变，并且通过取消退保退还金额降低保费
2014 年	Bright Way	终身寿险。每 5 年分红 1 次，以终身死亡抚恤金为基础，产品结合附加条款，确保保单持有人为需要护理或医疗照顾的三种主要疾病、身体失调和严重残疾做好准备，为个人客户提供量身定制的保障
2015 年	Nadeshiko Yell	针对女性的医疗产品

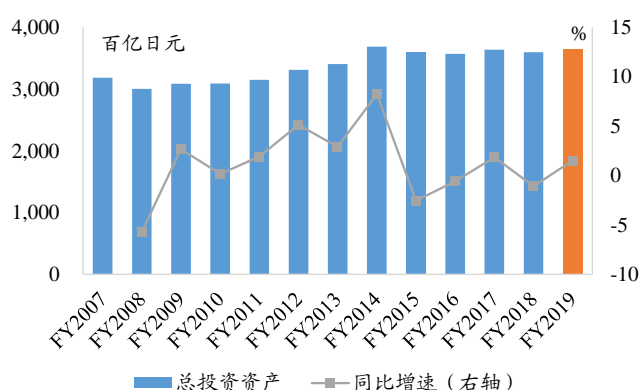
资料来源：第一生命公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4) 加快进军新市场尤其是亚洲及澳洲市场。亚洲新兴市场保费增长潜力大。2007 年第一生命收购 Bao Minh CMG（后改名为 Dai-ichi Life Insurance Company of Vietnam）而进军越南市场，2019 年，该子公司已成为越南第四大寿险公司。2008 年，第一生命与泰国公司 Ocean Life Insurance 结成商业伙伴关系，并入该子公司。2013 年，第一生命收购 PT Panin Life，使其成为第一生命在印尼的子公司。由于银保渠道收益下滑、监管部门对银行资本流动性要求提高，澳大利亚金融公司尤其是银行近年逐渐剥离非核心的保险业务，成为第一生命保险开拓澳洲市场的契机。2008 年，第一生命保险与 TOWER Australia 签订战略商业联盟协议，并在 2012 年收购该公司 100% 股份。2018 年，第一生命宣布收购澳大利亚 Suncorp Group 旗下寿险部门，收购完成后，第一生命将成为澳洲最大寿险公司。2015 年，为应对国内市场进一步饱和状况及通过进军全球最大寿险市场——美国以确保未来稳定收益，第一生命完成对美国保险公司 Protective Life Corporation 100% 的收购。海外寿险业务成为第一生命实现稳健发展的引擎之一。2015 财年，海外保费占第一生命年化净保费的 22.4%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

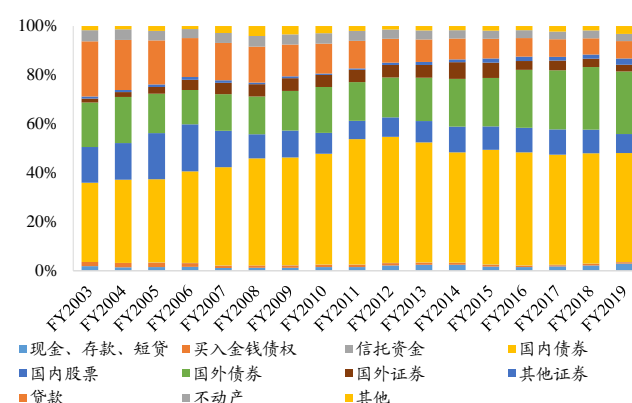
资产端：1) 总投资资产小幅上涨，固收类投资为主，海外投资占比提升。2007-2019 财年，第一生命总投资资产从 31.8 万亿日元年复合增长 1.1% 至 36.5 万亿日元。其中，以国内外债券、存款和短期贷款、现金为主的固定收益类投资始终占主导地位且占比从 2003 财年的 52.4% 提升至 2019 财年的 72.9%；国内外股票投资占比从 2003 财年的 16.3% 降至 2019 财年的 10.6%。**海外投资尤其是国外债券投资占比提升**，海外投资占比从 2003 财年的 19.8% 波动上升至 2019 财年的 28.3%，其中国外债券占比从 18.1% 提升至 25.5%。

图 79、2007-2019 财年第一生命总投资资产



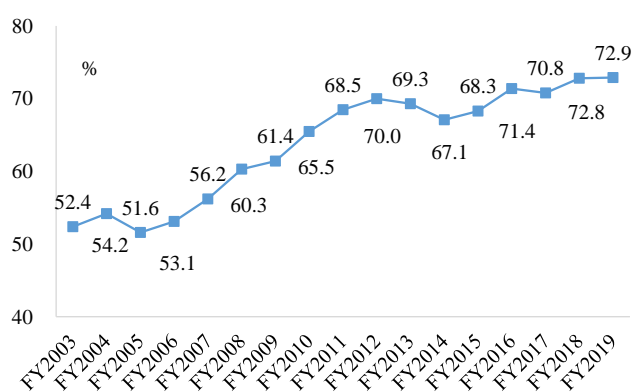
资料来源：第一生命财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 80、2003-2019 财年第一生命各类投资占比



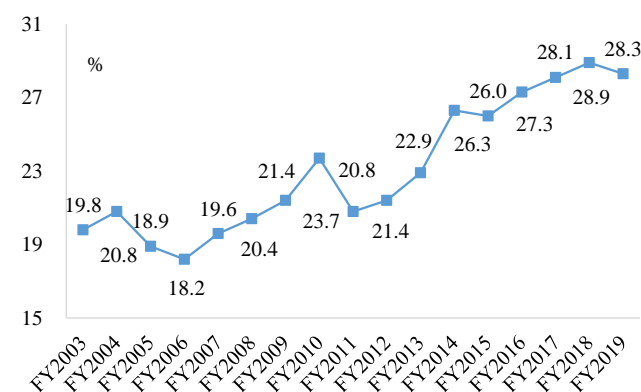
资料来源：第一生命财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 81、2003-2019 财年第一生命固定收益类投资占比



资料来源：第一生命财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 82、2003-2019 财年第一生命海外投资占比

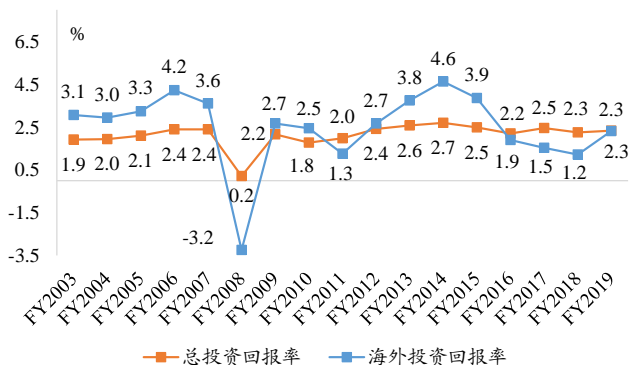


资料来源：第一生命财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 总投资收益率较稳定。除 2008 年受金融危机影响回报下降明显，在国内外长端低利率环境下，第一生命**总投资回报率长期维持低位平稳**，总回报率在 1.7% 至 2.8% 区间内波动，长期高于十年期国债收益率。**股票类投资回报率波动大**，2008 财年金融危机导致国内、国外股票收益率分别降至 -3.3%、-7.7%。近年来国内外股票收益率走高，并拉升公司总投资收益率。受益于国内房地产业的稳健发展，2013 财年后第一生命的不动产投资收益率稳步提升，并长期高于总投资回报率。2003 至 2019 财年，不动产回报率在 3.1% 至 4.8% 区间内小幅波动，为重要的优质投资资产。

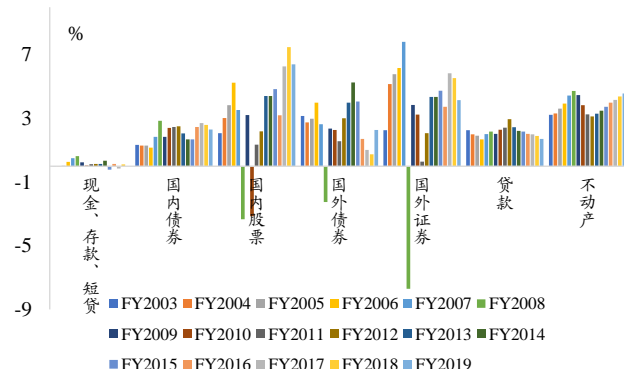
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 83、第一生命总投资回报率和海外投资回报率



资料来源：第一生命财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 84、第一生命主要投资类别回报率



资料来源：第一生命财报，兴业证券经济与金融研究院整理

整体来看，第一生命重视发展医疗险；公司加强客户关系管理，制定客户终身保险计划，并据此加强销售队伍建设。同时，第一生命在国内寿险需求总体下降的环境下，积极布局海外市场，海外市场保费占比在 20% 以上，达到分散经营风险和拓展成长空间的效果；公司也加大海外投资，分散投资风险，维持投资收益平稳。

6、总结及启示

通过对日本寿险业二战后尤其是 90 年代以来资产负债端的分析，我们将其寿险业三大阶段的经营特点及经验总结如下。

表 9、日本寿险业发展历程总结

阶段	寿险恢复及快速成长期	利率下降及寿险业低迷期	低利率及寿险业整顿恢复期
时间	1954 至 1990 年	1990 至 2001 年	2001 年至今
经济	经济增长期，1954-1973 年、1974-1991 年 GDP 年均增速各 9%、4%	泡沫经济破灭，1993 年 GDP 负增长，此后围绕零增长上下波动	经济长期低迷，2001-2019 年 GDP 增速围绕 1% 上下波动
利率	长端利率中枢在 5% 以上	十年期国债收益率持续下行，从 1990 年 6.9% 下滑至 2001 年 1.5%	低利率常态化，10 年期国债收益率 2002-2012 年围绕 1% 波动，2016 年后出现负利率
人口	1980s 前青壮年人口多。1980s 老龄化趋势加重，65 岁及以上人口占比升至 1990 年的 11.9%	人口老龄化延续，1990-2001 年，65 岁及以上人口占比从 11.9% 持续上升至 17.5%	处于老龄社会，2001 至 2019 年，65 岁及以上人口占比从 17.5% 持续上升至 28.0%
总保费	保费高速增长，1955-1969 年增速 20% 左右，1970-1989 年复合增长 15.5%。	1997-2001 年保费下滑 (CAGR-3.6%)，90 年代末较 90 年代初保费相当	保费增长停滞，2002-2019 年保费增速围绕 0% 上下波动
险种结构	70-80 年代附加定期生死两全保险在寿险产品中占比超过 20%；70 年代以后养老及医疗险开发	1990-2000 年，日本终身寿险新保单数量占比从 22.5% 提升至 31.5%；同期医疗保险新保单数占比从 14.7% 提升至 21.2%	终身寿险成主流，医疗险、癌症险占比稳定上升。2015 年终身寿险在个人寿险中占比 34.10%，此后几年稳定上涨，成为个人寿险第一大险种；癌症险保单数量在个人寿险中占比从 2008 年的 18.6% 逐步提升至 2018 年的 25.0%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

预定利率	70-80 年代中期预定利率不断上调, 从 4% 提升至 6.25% 的高水平	新保单预定利率下调但滞后于官方贴现率。预定利率从 80 年代 6% 高位降至 1999 年的 2%	预定利率维持低位。2001-2012 年新保单预定利率为 1.5% 左右, 2013 年下降至 1.0%
销售渠道	营销员渠道占绝对主导地位, 90% 以上寿险保单通过营销员渠道售出	营销员渠道下降, 代理店渠道、邮购渠道、其他渠道(电网销等) 占比上升。1994 至 2000 年, 营销员渠道占比从 90% 左右降至 80% 以下, 代理店渠道占比从 5% 以下上升至 10% 左右	营销员渠道主导但占比下降, 银保解禁拉升机构代理渠道。日本个人年金产品销售中, 银保渠道占比从 2002 年的 53% 上升至 2004 年的 88%
海外市场	较少布局	较少布局	开拓海外市场提振收入
总资产	1970-1990 年寿险业总资产年复合增长 16.8%	1990-1995 年增长较快 (CAGR7.3%), 1995-2000 年增速减缓 (CAGR0.4%)	稳步增长, 2006-2018 年 CAGR4.8%
投资资产结构	贷款占比先增后降, 有价证券先降后升, 先后成为主要资产类别。1969 年贷款占 61.4%; 1989 年有价证券占 47.2%	国内固定收益类投资为主, 权益资产占比下降、不动产投资占比稳定、外国证券先降后升。国内固定收益类占比从 1990 年的 46% 逐渐升至 1996 年的 58%	国债居首、海外投资占比提升、股票配置比例低。2008-2019 年, 国债平均占比 30%, 外国证券占比从 12.8% 提升至 25.0%, 国内股票投资占比从 19.5% 降至 6.8%。增配长久期债券以促进资产负债久期匹配
投资收益	7% 以上的高水平	1991-1999 年, 总投资组合回报率从 6% 下降至 2%, 后期存在利差损	总投资收益率较稳定, 2004-2019 年(除 2008 年) 处于 1.8% 至 2.6% 区间内; 2013 年后行业逐渐走出利差损

资料来源: LIAJ、Bank of Japan、Japan Financial Service Agency、万峰, 2014. 日本寿险业研究, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 长端利率下行及低利率带来客观挑战, 但也存在结构性机遇

长端利率走低和经济、人口等多种因素挂钩。一是低利率时期, 经济及人口红利消失, 寿险市场进入存量竞争阶段。2002-2019 年日本寿险保费各年份同比增速围绕 0% 上下波动。二是长端利率下行通过拉动固收资产回报率致使总投资收益率下降。90 年代日本寿险业总投资收益率从 6% 降至 2%, 2000 至 2019 年主要介于 1.5% 至 2.5%。三是长端利率走低一般出现在人口老龄化阶段, 市场存在医疗养老细分领域的发展机遇。近年来, 日本医疗保险、癌症险等保险需求增长。2008-2019 年, 医疗保险保单在个人寿险中占比从 17.9% 持续上升至 21.5%; 癌症险有效保单数量从 1,860 万单年复合增长 6.5% 至 2,535 万单。

● 利差损风险始于高利率阶段, 日本有其特殊性, 中国寿险业利差损风险低

1) 日本利差损破产潮的风险隐患源自利率下行前, 寿险业在高利率时期保单预定利率过高、不当竞争、监管风控举措滞后是后续利差损破产潮的重要原因。日本寿险公司为吸引客户而多次上调预定利率至 20 世纪 80 年代中期 6.25% 的高位, 而彼时日本 10 年期国债收益率在 5% 左右, 致使行业忽略潜在的利差损风险。90 年代, 日本泡沫经济破灭、利率下行、日元升值等致使股债双杀、国内外投资收益率显著下滑; 投资收益与负债成本缺口引致利差损破产潮。

2) 日本利差损的形成有其自身的独特性。一是央行贴现率及长端利率快速下行、房地产泡沫破灭、股市大幅下行、汇率波动等诸多不利因素交织, 资产配置环境急剧恶化; 二是保单高预定利率发生在行业成熟期(1985 年日本寿险密度 820 美元/人, 是发达寿险市场整体的 2.4 倍; 承保规模全球第二), 高预定利率+高承保规模+后期新单保费萎缩, 致使存量利差损难以被新单中和; 三是日本寿险业以固定利率负债为主, 也即负债成本刚性, 险企较少以投连险、指数年金等创新险种形式转移利率及投资风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3) 中国寿险业利差损风险低。一是寿险负债成本的绝对值和相对值不高。银保监会（原保监会）1999 年以来对产品预定利率予以严格管控，各类寿险新保单的预定利率皆在 4.025% 及以下（绝大多数在 3.5% 及以下）。当前普通型、分红型人身保险预定利率上限为 3.5%，万能险保底收益率上限为 3%，整体负债成本的绝对值不高。此外，2015 年以来我国长端利率处于 2.5% 至 4% 之间的中等水平，2020 年底处于 3.2% 左右水平，也即我国寿险业的负债成本与长端利率大致相当。而明治安田等日本寿险公司当前的平均负债成本仍较长端利率高出 100bps 以上。二是当前长端利率不高、下跌空间有限。我国目前 3% 左右的长端利率水平本身不高；且虽然市场形成对我国长端利率在长期内下行的相对一致预期，但整体认为在经济基本面支撑下，10 年期国债收益率未来几年下行并维持在 1.5% 以下低利率区间的概率低。三是非标投资及股权投资促使我国寿险业投资收益覆盖负债成本，且负债成本后续或动态调整。综合负债成本与投资收益来看，据海内外经验，保险资金的投资收益率一般可比长端利率高出 150bps；得益于非标投资、股权投资整体上对投资收益的提振效果，我国当前险企投资收益率一般可达 5%，足以覆盖负债成本；即使未来利率下行，预期监管和险企自身亦将审慎监管或经营，主动把控负债成本。

表 10、中国内地寿险产品历年实际定价利率上限

险种	时间段	实际定价利率上限
传统寿险	普通型养老年金或 10 年以上的普通型长期年金	1999.6 至 2013.8 2.5%
		2013.8 至 2019.8 4.025%
		2019.8 至今 3.5%
其他传统寿险	1999.6 至 2013.8	2.5%
	2013.8 至今	3.5%
分红险	1999.6 至 2015.9	2.5%
	2015.6 至今	3.5%
新型寿险	1999.6 至 2015.2	2.5%
	万能险	2015.2 至 2016.9 3.5%
		2016.9 至今 3%

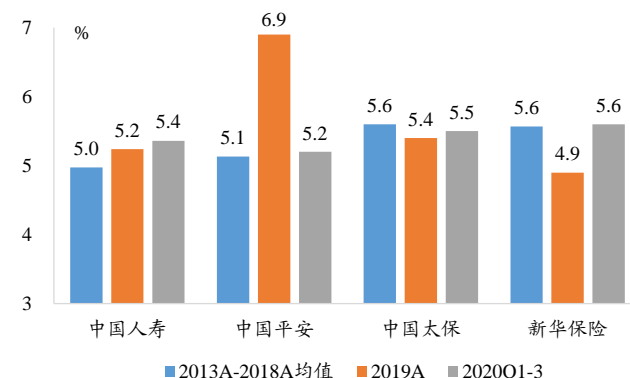
资料来源：中国银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 85、中国 10 年期国债收益率走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 86、主要内资险企总投资收益率达到 5% 以上



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 37 -

● 低利率环境下日本寿险负债端的启示

1) 提高低成本负债能力以应对低利率风险。低利率环境下，控制负债成本是险企盈利的前提，低成本负债能力始终构成险企核心竞争力。日本寿险业通过降低产品预定利率逐渐走出利差损，2001-2012 年新保单预定利率为 1.5% 左右，2013 年下降至 1.0%，此后维持在 1% 及以下的较低水平；整体保单的平均预定利率则一般在 1.5% 以上。2013 年以后，大部分寿险公司扭转利差损局面。参照日本经验，险企可通过降低负债成本、促进资产负债久期匹配增配的形式降低利率风险。港股险企中，友邦的资产负债久期匹配程度优于同业；友邦和平安定位中产及以上收入群体，凭借渠道优势，以“保障型产品+偏高产品定价”的形式实现相对稳定的死差收益，负债成本低于同业。这些优势体现为利源结构中利差占比低、内含价值及新业务价值对投资收益率、利率的敏感性低于同业。

图 87、平安寿险健康险 NBV 利源利差占比低

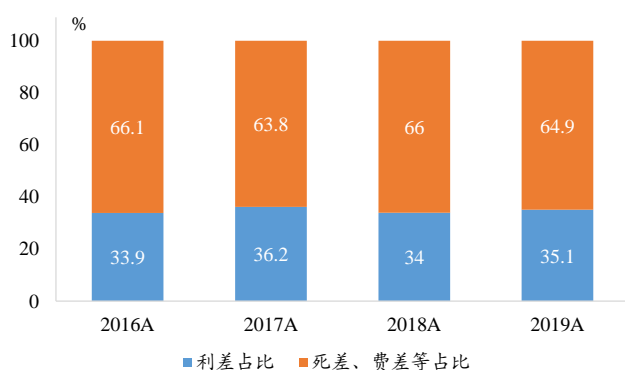
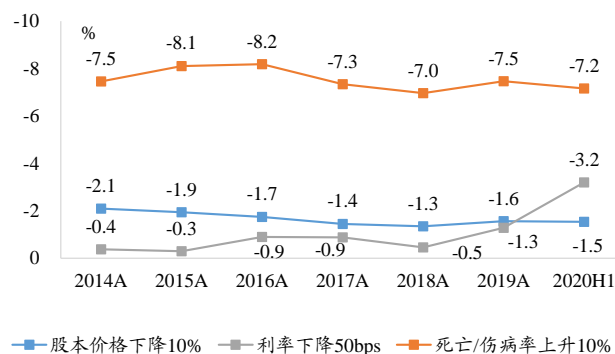


图 88、友邦 EV 对利率、投资收益的敏感性低



资料来源：中国平安财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：友邦保险财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 关注客户需求，把握存量市场中的结构性机遇。从日本、美国等发达市场经验来看，低利率环境一般伴随寿险存量竞争，险企市占率相对稳定。但险企可精细化运营，根据人口年龄结构特征（老龄人口占比提升）和特定群体特征，针对性地开发医疗、护理、女性保险等产品，把握结构性机遇。当前我国人口老龄化程度加剧，结合发达市场经验，后续寿险业将在养老、医疗领域中获取结构性增长机遇；当前主要险企均已打造“养老年金+养老社区+长期护理”的养老产业链，掌握先发优势，拓展长期空间。

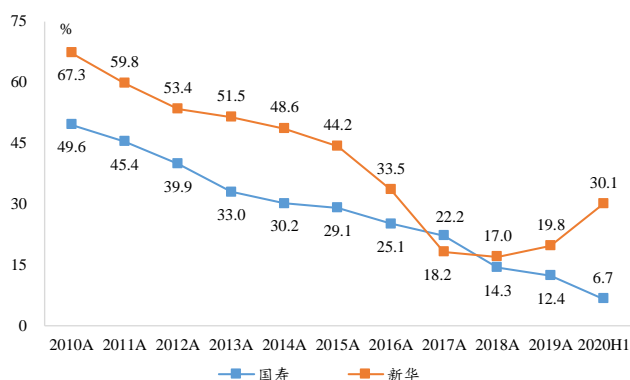
3) 开拓海外市场以在全球范围内收割人口红利。在本国寿险需求疲软背景下，日本主要寿险公司自本世纪初以来加快进军海外市场尤其是亚洲新兴市场，以寻求新的业务增长点。2015 年第一生命的年化净保费中，海外保费占比 22.4%。港股险企中，友邦保险当前在亚太 18 个市场经营，依次收割各市场人口生命周期红利。平安、新华等内资险企几乎只在内地销售保单，我们认为主要由于内地市场的寿险业务体量大，且当前成长性、盈利性均处于较高水平，内资险企开拓海外市场的性价比相对偏低。预期后续内地寿险市场转向存量竞争后，内资险企亦可通过开拓新兴市场以提振经营业绩。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 38 -

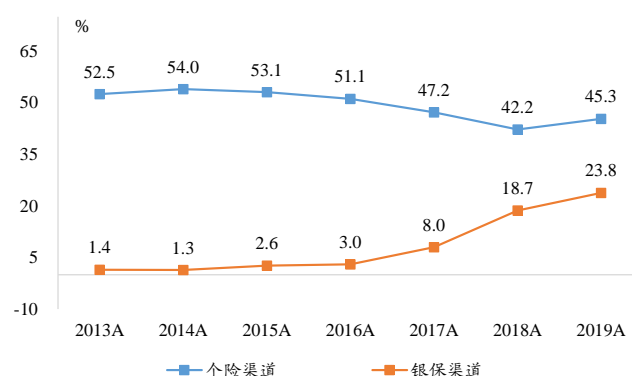
4) 市场成熟度提升使保险消费的主动性提升, 关注第三方渠道建设。东亚、东南亚地区主要寿险市场在行业成长期具备以代理人线下进行客户教育、销售保单的行业特点。营销员渠道始终是日本寿险销售主力, 不过自 90 年代后期开始, 随着日本寿险市场日趋成熟, 消费者逐步从“被动消费”转向“主动消费”, 代理店、银保等第三方渠道有所发展。我国银保渠道寿险保单销售占比曾高达 40% 以上, 主要是将中短期储蓄寿险作为理财产品在银保渠道投放, 价值率低。2010 年后, 上市险企陆续压缩银保渠道。但近期银保渠道呈现新机遇: 部分银行与险企合作, 将保险作为中高净值客户财富管理的手段之一, 投放的产品价值率回升; 随着居民保险意识提升、主动消费意愿增强, 银保渠道或凭借银行网点优势扩大承保规模。

图 89、国寿、新华历年总保费中银保渠道保费占比



资料来源: 各公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 90、国寿银保渠道 NBVM 呈上升态势



资料来源: 国寿财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 低利率环境下日本寿险资产端的启示

1) 从日本寿险业的经验看: 寿险业可加大海外市场投资以提振投资收益, 通过拉长债券久期以降低再投资风险, 并利用自身的长久期优势进行物业投资。一是关注海外投资。低利率环境下, 国内固收资产收益率偏低, 可增配海外债券。2008 至 2019 年, 日本寿险业的投资资产中, 海外证券 (其中债券占比 90% 左右) 投资占比从 12.8% 提升至 25.0%。二是拉长资产久期以促进资产负债久期匹配。在资产配置久期上, 日本生命、第一生命、明治安田 (2000 年数据为明治+安田两家公司之和)、住友生命 2000-2013 年持有的十年期以上债券从 11.7% 提升至 70.9%。三是发挥保险负债长久期优势进行物业投资。低利率阶段, 日本寿险业的房地产投资收益率相对较高, 维持在 2.5% 至 3.3%, 低于整体投资收益率。

2) 内资险企投资端已采取相应举措: 一是当前内资险企加大优质上市公司举牌力度 (类债型价值股+高成长科技股), 以长期股权投资的形式分享优质企业内生增长、获得相对稳定的分红收益。2018 年、2019 年、2020 年, 中保协披露的上市险企公告举牌次数各为 5 次、10 次、11 次, 险企长期股权投资呈加速态势。长期股权投资除了财务投资外, 也能支持险企自身的业务发展。二是同时加大养老社区投资, 充分发挥寿险负债的长久期优势。三是拉长资产久期。上市险企近两年普遍增配长期国债、地方债和政策性金融债等长久期固收资产, 资产久期拉长, 资产负债缺口缩小。从平安披露的数据来看, 其资产久期从 2013 年的 6.6 年逐渐提

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

升至 2018 年 7.9 年。从银保监会披露的全行业的数据看，2012 年以非标为主的其他投资占比仅为 9.4%，2017 年其他投资的占比则高达 40.2%（其中约 10% 为长期股权投资，其余多为非标资产）。2019 年开始，尤其是 2020 年以来，十年期以上地方债发行规模快速提升，成为险企资产配置的重要增量，利于险企进一步拉长资产久期。四是海外投资处于低位。当前国内投资标的收益率水平能较好满足负债成本要求，险企海外投资占比在 5% 以下，甚至 1% 以下。后续增配海外投资亦是可行之举。

● 寿险公司强者恒强逻辑持续

一是龙头公司自身的管理运营水平、产品创新能力、渠道能力更高。明治及安田通过合并来提升整体实力、对抗低利率冲击；第一生命通过改组上市提高企业治理透明度及品牌形象，并为后续海外并购和融资做好准备。明治安田在产品创新（针对不同年龄段客群提供不同医疗险产品，开拓儿童、青少年及女性市场）及海外资产配置方面具备优势，第一生命在客户服务（全生命计划）及相应的渠道建设、海外承保方面具备优势。二是龙头公司具备品牌及客群优势。在寿险市场成熟度提升的情况下，居民保险意识及产品甄别能力提升，主动购买保险产品，龙头公司凭借品牌优势，维持强者恒强逻辑。

整体上，从行业的视角看：利率下行对寿险业发展带来客观挑战，但具备结构性机遇；利差损风险始于高利率阶段，日本有其特殊性，中国寿险业利差损风险低；面对潜在的 low 利率风险，寿险业可提高低成本负债能力+把握存量市场中的结构性机遇+开拓海外市场+关注第三方渠道建设；在资产端可加大海外市场投资+拉长债券久期+物业投资。**从险企视角看：**龙头公司凭借管理运营水平+产品创新能力+渠道能力+品牌及客群优势，在利率下行及低利率阶段维持强者恒强逻辑。**从经验借鉴的角度看：**负债端来看，友邦和平安具备低成本负债能力，内资上市险企已打造“养老年金+养老社区+长期护理”的养老产业链，银保渠道回暖、价值率提升；资产端来看，内资险企举牌优质上市公司+利用负债久期优势投资养老社区+增配长久期债券。

7、风险提示

保险公司发展面临以下风险：1）资本市场波动；2）保费收入不达预期；3）保险行业政策变动风险；4）公司经营风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。