

人身险企预定利率下调后的综合影响

两端突围，行稳致远

◆ 行业研究 · 行业快评

证券分析师： 孔祥

021-60375452

◆ 非银金融

kongxiang@guosen.com.cn

◆ 投资评级：超配（维持评级）

执证编码：S0980523060004

事项：

据财联社报道，2023年4月原中国银保监会组织保险行业协会，并召集23家业内人身险公司在北京、上海、武汉三地召开座谈会，对未来寿险业新开发产品的定价利率做出了指导。

国信非银观点：时隔两月，市场关注高定价利率产品发行情况并对下半年保费影响。资管新规后，银行理财、信托等产品刚性兑付已实质性打破，保障和理财属性兼备的理财型险种在客户地位战略性提升，保费下半年增长水平可能优于市场预期。

评论：

一、为什么要关注定价利率？

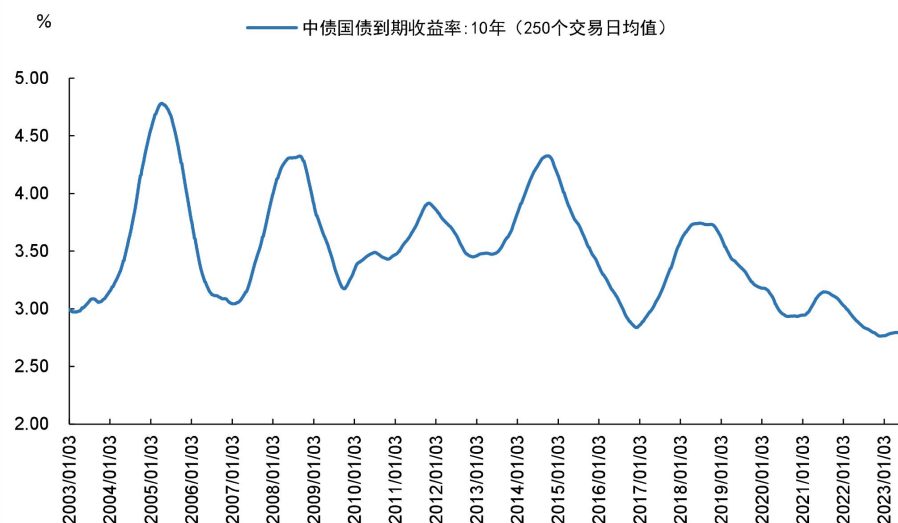
定价利率（或称“预定利率”）可以理解为保险公司在设计保险产品时，根据其未来对资金运用收益率的预测而为保单假设的贴现率，因此定价利率的高低直接影响保险产品的价格即保费。

在此基础上，评估利率则是影响定价利率的重要监管指标。监管部门所用到的评估利率，是保险公司责任准备金提取中对于未来现金流所使用的贴现率，也是监管部门约束各险企产品定价时所使用的利率，一方面，评估利率“锁定”了定价利率；另一方面，评估利率则会直接影响保险公司的偿付能力，是投资者及监管部门衡量保险公司价值的主要因素之一。

二、为什么要调整定价利率？

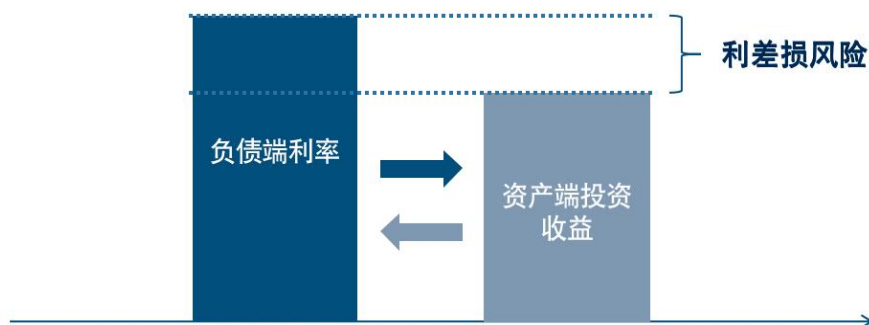
保险公司负债久期长于资产久期，在利率中枢下降环境下，资产端压力显著，进而产生负债端与资产端错配风险。2020年以来，十年期国债收益率中枢下移、权益市场震荡、非标资产缺失等都使得保险行业整体获取超额投资收益加大了难度。作为具有长久期资产配置需求的人身险行业，在“资产荒”的背景下配置长期优质资产以减少利差损及再投资风险成为各险企面临的首要挑战。因此，在负债端利率相对固定且刚兑的情况下，资产端的不确定性加剧了利差损，从而影响人身险企持续经营的稳健性及偿付能力。综合以上考量，未来资产端收益率仍存在较多不确定因素，为更好的与负债端利率形成长期供给匹配，下调定价利率成为优化负债端成本管理的最直接方式，帮助化解长期偿付风险。

图1：近年来我国 10 年期国债收益率持续下行



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：资产端与负债端的利率差将导致利差损风险



资料来源：国信证券经济研究所整理

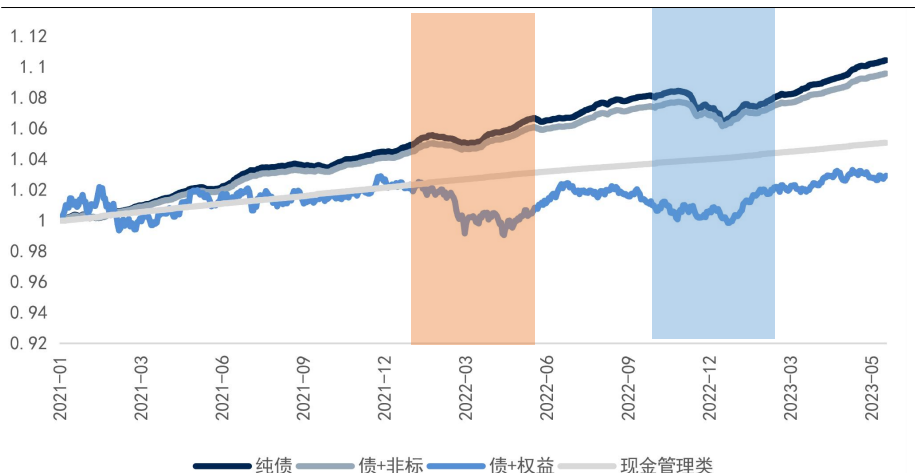
三、保险公司应对策略

不同于其他以资产端作为运作核心的行业，保险业具有以负债驱动经营的特点，保费收入实则是未来负债的一种形式，因此通过提高保费收入和降低运营成本是优化负债管理降低利差损的关键。为应对预定利率的下调并刺激保费收入，人身险公司将从新产品开发、销售策略调整两个方面发力实现长期价值增长。

在产品创设方面，各人身险企将继续加强长期储蓄型保险的新开发产品。丰富产品类型供给将更好满足市场需求，为资产端提供长期可靠的资金来源。目前美国、日本等发达国家具有投资属性的储蓄型保险大部

分为“低保底+高浮动”的形式，而国内“高保底”的年金险等产品仍是主流。随着定价利率的下调，我们预计未来人身险行业将继续深耕产品多元化，向“低保底+高浮动”方向发展，在保险回归保障的同时优化负债端成本管理。与此同时，未来3.0%利率的“高保底”保险产品相较于其他理财产品仍具有兑付确定性强、受资产环境波动影响较小等优势，其优势受定价利率下调的影响较小，因此我们认为2023年下半年行业整体保费增速有望超预期。

图3：2022年以来各类理财产品整体刚兑已打破



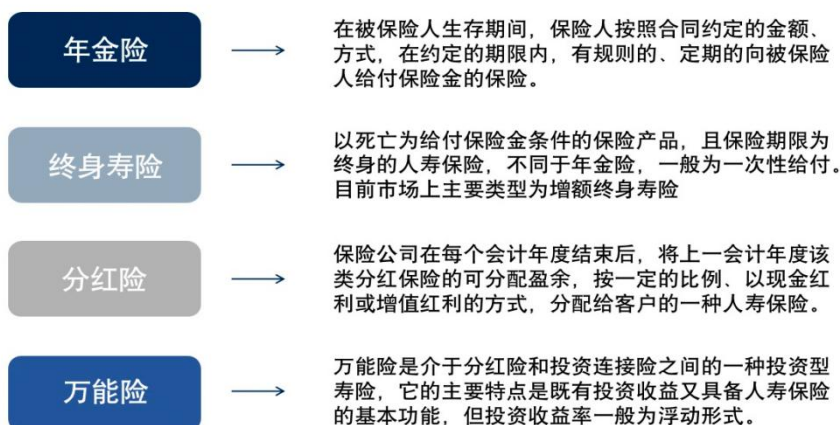
资料来源：同花顺 iFinD、国信证券经济研究所整理。

在销售策略方面，为刺激短期内保费收入，各渠道结合自身特点定制了以增额终身寿险等险种为主的销售策略。考虑到银行重视中间业务收入来源，银保渠道在销售理财型产品方面具有先天优势，因此我们预计2023年二季度银保渠道NBV将实现18%左右的增幅。同时，短期“炒停售”的销售策略有助于市场进一步了解理财型保险，从而为其中长期发展奠定基础。

按照不同时间维度，我们分短、中、长期分析不同期限的影响。

短期：保费暂时性“繁荣”

图4：储蓄型保险的主要类型及定义

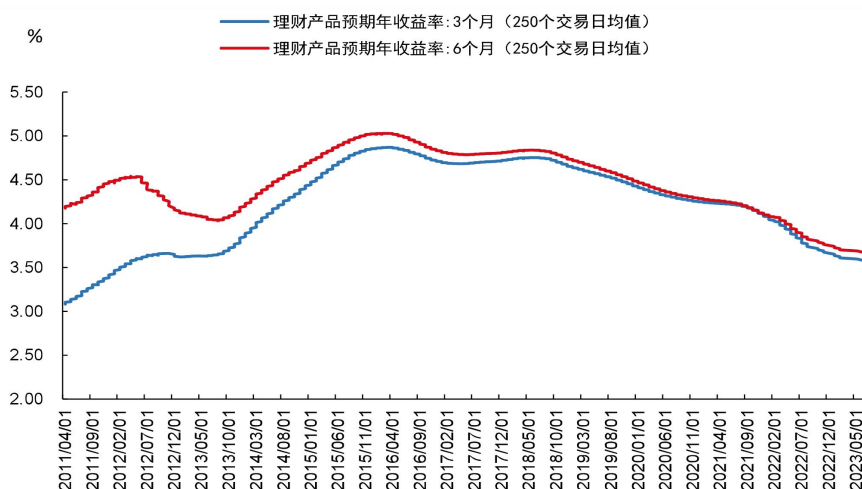


资料来源：中国太平官网，国信证券经济研究所整理

自窗口指导以来，各人身险企积极调响应政策整销售策略，形成了以储蓄型保险为主，重疾险为辅的短期销售策略。定价利率的下调，以增额终身寿险为代表的储蓄型保险显著受益。储蓄型保险是指结合保险功能与储蓄功能为一体的保险产品，其主要包括：终身寿险、年金险、分红险和万能险等。通过在保单中对应固定或保底收益率实现兑付。因此，定价利率的调整直接决定了客户保单实际的收益率和保费，各险企利用目前市场上在售的定价利率为 3.5% 的产品锁定短期保费增长势能。

相较于目前市面上其他理财产品，保单形式的储蓄型保险仍具有优势；与银行理财产品相比较，3.5% 的收益率具有竞争优势，根据银行业理财登记托管中心发布的《中国银行业理财市场年度报告（2022 年）》，2022 年银行理财市场存续规模 27.65 万亿元，全年累计新发理财产品 2.94 万只，平均收益率仅为 2.09%；而目前银行一年定期存款利率也均在 1.65% 左右，十年期国债收益率则在 2.73% 左右。

图5：理财产品收益基准随同存款利率持续下行



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

渠道方面，各人身险公司利用自身个险销售渠道大力推行以增额终身寿险和年金险为主的产品，同时银保渠道近期也将销售策略向储蓄型保险转移。综合来看，储蓄型保险的稳健性、安全性、保障性等优势结合短期内“炒停售”的风波，预计 2023 年第二季度将实现规模迅速上量，为中长期持续发展奠定基础。

同时，预计短期内重疾险保费收入增速也将实现小幅增长，但定价利率下调对于重疾险的影响有限，主要体现在保费的上涨方面，也就意味着同样的年龄、性别和保额等因素下，未来新开发产品客户每年缴纳的保费将有一定程度的上涨。因此，短期重疾险销售策略上，各险企利用“炒涨价”推动健康险 NBV 的短期上扬。综合来看，我们看好 2023 年上半年度人身险行业保费收入表现，其中储蓄型保险规模有望实现空前突破。我们预计各上市险企 2023 上半年将实现新业务价值增速分别为：中国太保（+15%）、中国平安（+10%）、中国人寿（+8%）、中国人保（+6%）、新华保险（+6%）。

中期：产品结构调整持续

过去几年行业内已逐渐呈现出由健康险“一枝独秀”到储蓄型保险“百花齐放”的趋势。自 2013 年国内引入年金险和万能险等产品后，各人身险企陆续推出多种类型的储蓄型保险以满足市场的养老跟储蓄需求。以 2022 年年底数据来看，中国人寿、中国人保寿险、中国太保寿险和新华保险保费收入前 5 的产品均以分红险和年金险为主，分别满足了客户储蓄及养老的保险保障需求。同时，为更好地满足市场需求，各险企未来也将继续积极推出多种类型储蓄型保险。结合国外行业发展趋势，我们预计未来随着国内人身险行业整体产品结构的不断优化，各险企储蓄型及投资型保险占比有望持续拉升，叠加政策的引导作用，将持续优化负债端成本管理，从而实现与资产端投资收益的匹配。我们预计未来 3 年，储蓄型保险 NBV 有望实现年均 12% 左右的增速。

未来，中国老龄化人口规模将逐步扩大，以基本养老保险为基础的养老体系不足以支撑进一步加剧的养老需求，个人储蓄性养老保险将成为刚需。据中国第七次全国人口普查数据显示，中国 60 岁及以上人口为 2.64 亿人，占总人口的 18.70%，其中 65 岁及以上人口为 1.9 亿人，占 13.50%。与 2010 年相比，60 岁及以上人口的比重上升 5.44 个百分点，中国人口老龄化程度进一步加深。预计到 2035 年左右，中国 60 岁及以上老年人口将突破 4 亿，超过总人口的三成，进入重度老龄化阶段。因此，养老需求的缺口也代表着未来人身险行业的产品结构转型仍有较大上升空间。目前 6 家保险公司被选为试点金融机构，其符合要求的产品将直接纳入个人养老金制度体系中，预计各险企未来也将进一步直接参与到个人养老金制度的体系中。

图6: 我国人口老龄化程度持续加深



资料来源：国家卫生健康委官网，国信证券经济研究所整理

表1: 各上市险企 2022 年保费收入前五的产品以年金险和分红险为主

	产品名称	保费收入(百万元)	占公司总保费收入占比 (%)
中国人寿	国寿鑫享至尊年金保险 (庆典版)	39846	6.5%
	国寿鑫耀东方年金保险	37404	6.1%
	国寿鑫裕金生两全保险	36812	6.0%
	国寿城乡居民大病团体医疗保险 (A 型)	26111	4.2%
	国寿鑫福临门年金保险	25578	4.2%
中国人寿寿险	人保寿险鑫安两全保险 (分红型) (C 款)	18172	19.6%
	人保寿险如意保两全保险 (分红型)	14755	15.9%
	人保寿险聚财养老年金保险 (分红型)	5588	6.0%
	人保寿险温暖金生年金保险	4651	5.0%
	人保寿险卓越金生两全保险	4332	4.7%
中国平安寿险	平安金瑞人生 (2021) 年金保险	16769	3.1%
	平安财富金瑞 (2021) 年金保险	15836	2.9%
	平安御享金瑞年金保险	14130	2.6%
	平安平安福终身寿险	12714	2.3%
	平安金瑞人生 (20) 年金保险	11851	2.2%
中国太保寿险	鑫红利两全保险 (分红型)	23862	10.6%
	金佑人生终身寿险 (分红型) A 款	14607	6.5%
	长相伴 (庆典版) 终身寿险	11677	5.2%
	鑫享事诚 (庆典版) 两全保险	10989	4.9%

	城乡居民大病团体医疗保险（A 型）	7169	3.2%
	稳得福两全保险（分红型）	19944	12.2%
	惠添富年金保险	12883	7.9%
新华保险	荣华世家终身寿险	7941	4.9%
	健康无忧 C 款重大疾病保	5937	3.6%
	惠金享年金保险	5262	3.2%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

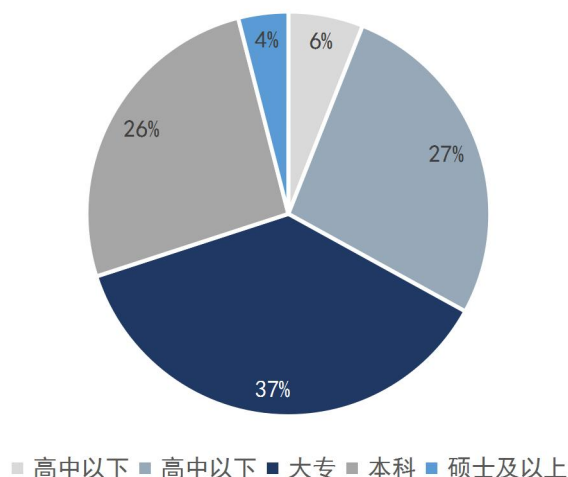
与此同时，消费市场理财意识的提升及风险偏好的下降也将助力行业整体产品结构转型的持续巩固，从而为储蓄型保险的发展带来持续动能。随着银行定期存款利率及十年期国债收益率的持续下行，叠加权益市场的波动，投资者的投资理念逐步从“要收益”向“要稳健”转变，我们认为储蓄型保险的以下两大核心优势将持续满足市场需求：**第一**，储蓄型保险的投资收益确定性及稳健性使其在目前理财产品中脱颖而出，同时具有投资属性的保险产品受市场利率波动的影响相对较小，未来具有较大上升空间。**第二**，年金险等灵活度相对较高的产品通过终身持有、定期给付现金流等方式为被保险人提供可靠的养老保障，有望成为目前老龄化趋势下的“中流砥柱”。同时，过去几年储蓄型保险整体市场份额较小，因此未来有较大上涨空间，以 2019 年为例，国内增额终身寿险总保费收入为 1.9 亿元，同比增速为 28.2%，在行业内微不足道。

随着各险企资金运作能力的逐步提升，收益相对浮动的分红险及万能险增速将超预期。2023 年一季度保险行业资金运用金额为 26.33 万亿元，同比增长 10.74%，实现年化综合收益率 5.24%；其中人身险公司资金运用金额为 23.46 万亿，同比增长占 10.68%，行业整体的 89.35%，年化综合收益率为 5.24%；财产险公司资金运用额为 1.96 万亿，同比增长 10.17%，实现年化综合收益率 5.00%。行业整体资产端复苏形势可观，我们预计未来各险企将进一步增加权益类及另类资产配置，从而更好地满足浮动收益型产品投资收益的需求，拉动长期 NBV 及内含价值增速。

长期：资产负债共振，破局“资产荒”

从长期来看，行业竞争赛道的改变叠加政策引导将持续助力人身险企有效控制利差损，优化负债端成本管理。随着行业产品结构的调整，不同于传统单一保障型产品，以分红险、万能险和投连险等为代表的投资属性更强的储蓄型保险产品通过“**低保底+高浮动**”的形式与客户共担投资风险，进一步减小利差可能带来的损失。同时，中长期行业产品结构的持续优化也将带动代理人综合素质和销售技能的提升，从而更好的实现负债端良性循环。目前我国代理人队伍质量有待提升，未来储蓄型保险的增长也对代理人的专业能力、金融知识储备等领域的了解提出更高要求，因此我们预计产品结构的调整也将带动代理人团队的持续改善，实现行业长期的价值增长。

图7：我国代理人团队质量有待提升



资料来源：原银保监会官网，国信证券经济研究所整理

为契合储蓄型保险的发展，预计未来各险企将增加权益类资产及另类资产的投资，更好地满足负债端“高浮动”部分资金需求。作为权益投资重要的收益来源，各险资股票配置以蓝筹股为主，偏好稳健的大型企业。目前，保险资金持股比例超过 10% 的 A 股上市公司超过 30 家，其中以商业银行、实体经济的行业龙头企业为主。另类资产则与股债相关性相对较低，且其较为稳定的收益能够帮助各险企更好地实现超额收益，享受流动性溢价。截至 2022 年末，我国保险资金运用额约 25 万亿元，另类投资累计规模约 6 万亿元，其中不动产投资是保险公司另类投资的重要标的之一，其收益主要来源于租金收入和资本增值。预计未来保险公司将继续加大权益类及另类资产的投资，有效实现收益提升。

三、投资建议

从中长期来看，我们认为无需过度担心因短期内透支保险需求而出现后期储蓄型保险增长乏力情况，预计 2023 年下半年储蓄型保险 NBV 增速将超预期。我国人身险行业过去几年已呈现出产品结构多元化转型趋势，叠加养老需求的持续增长、储蓄型保险的核心优势以及保险公司自身保险资金运用能力的提升等多重因素，预计未来储蓄型保险及人身险仍有较大上升空间。同时国内人身险行业整体较发达国家仍有较大差距，2022 年中国保险业保险密度和保险深度分别为 3326 元和 3.88%，相较于 2021 年全球的 661 美元和 5.96% 仍有较大差距，因此未来成长空间有待进一步释放。我们建议持续关注人身险行业发展趋势，建议关注业务弹性较大、竞争优势显著的大型保险公司，如中国平安、中国太保和新华保险。

四、风险提示

市场波动风险

市场风险是指由于利率、权益价格、房地产价格、汇率等不利变动导致行业遭受非预期损失的风险。其中，利率风险是指因利率波动而导致公司资产端承受潜在损失的风险。随着长期利率的下行，导致长期型债券现价上升，从而影响行业整体投资收益及投资表现。同时权益市场的波动直接影响资产端投资收益，权益市场的波动可能将对人身险行业资产端收益有更大的负面影响。因此，若资产端整体投资收益不及预期，保险公司投资收益增速将受挫，从而导致负债端及资产端的错配及利差损进一步加剧的风险。

产品销售风险

销售风险是指若行业新开发产品及储蓄型保险的保费收入不及预期，则行业整体负债端将持续承压，行业困局将持续的风险。若未来储蓄型保险保费增幅低于预期，则 2023 年下半年有可能出现保费增长乏力的情况，叠加健康险的产能过剩，行业整体将出现 NBV 增速缺乏增长核心的风险。与此同时，可能进而导致

中长期行业负债端结构转型及调整不及预期的风险。

退保率上升风险

短期的“炒停售”销售策略可能导致 2023 年下半年赔付率上升的风险。值得一提的是，“炒停售”的销售策略可能存在被保险人在投保时对保险产品了解不充分或产品对比不全面的风险，从而可能导致后期相应产品退保率攀升的风险。若退保率提高，则净利润将受损，从而进一步影响公司新业务价值及公司估值。

相关研究报告：

《重探“固收+”——下半年商业银行理财行为展望》——2023-06-21

《《加大力度支持科技型企业融资行动方案》点评-同频共振，科创引擎》——2023-06-18

《监管政策调整下基金投顾模式的未来-规范“投资”，强化“顾问”》——2023-06-12

《《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》影响分析-延续新规，扶优去劣》——2023-06-05

《2023Q1 基金销售保有量规模排名点评-当流量红利遇到模式变迁》——2023-05-04

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032