

利率下行推升寿险公司利差损风险

市场利率下行推动寿险公司保证收益产品热卖，但利差损风险加剧。监管机构已多次下调评估利率并在近日对万能结算利率加强限制，根据监管机构最新窗口指导要求，寿险公司的万能结算利率在 2024 年 1 月需压降至 4% 以下，并在 6 月进一步压降至 3.8% 以下，部分规模较大及风险处置机构则要求压降至 3.5% 以下。

寿险公司因负债端同质化竞争压力较大，死差和费差增厚空间有限，利差的实现对寿险公司盈利至关重要。激烈的价格竞争迫使各家险企以监管规定的最高预定利率销售产品，虽然监管机持续下调利率上限要求，但受制于寿险公司长负债久期，负债端成本仍具有一定刚性。

寿险公司的大类资产配置以固定收益类资产为主，易受到市场利率波动走弱影响。虽然长久期资产配置对收益率下行有一定平滑作用，但资产端久期和负债端差距较大。同时，当下优质标的资产不足，为实现打平收益可能迫使部分险资进行信用下沉、加配高风险资产占比，有可能导致资产减值加速并进一步影响收益实现，寿险公司利差损风险逐步显现。

低利率环境下资产端配置压力持续加大，惠誉博华预计寿险公司将有动力前移盈利点，逐步减少对利差依赖。同时，随着国内债券市场长期品种丰富，险资亦有可能进一步加大长周期品种配置以减少利率风险敞口。

惠誉博华

相关报告

保险行业偿付能力在地产下行冲击下料将保持稳定

分析师

王梦媛

+ 86 10 5663 3823

mengyuan.wang@fitchbohua.com

方芮

+ 86 10 5663 3827

carol.fang@fitchbohua.com

媒体联系人

李林

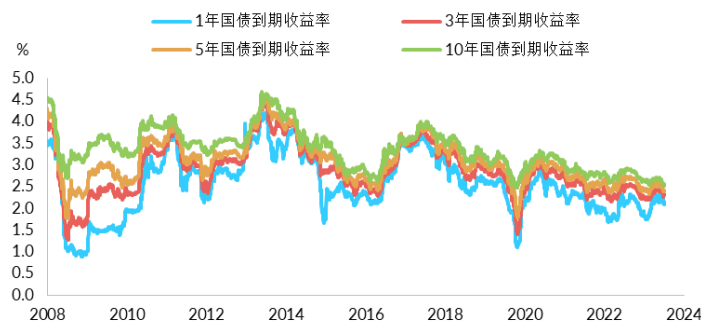
+86 10 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

货币政策持续发力，市场利率处于下行区间

自 2019 年 LPR 实施以来，已经历 9 次下调，其中 1 年期 LPR 累计下调 75bps，5 年期 LPR 累计下调 60bps。我国市场利率亦处于震荡下行的环境之中。2023 年 8 月，10 年期国债收益率触碰了 2020 年 4 月疫情之初创造的 2.54% 的历史低点。进入 2024 年，10 年期国债收益率进一步走低，截至 2024 年 1 月 11 日，10 年期国债到期收益率为 2.496%，较 2022 年末下降 33.5bps，较 2020 年末下降 64.3bps。

各年期国债到期收益率



数据来源：WIND，惠誉博华

2023 年中央经济工作会议和 2024 年中国人民银行工作会议均强调，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，促进社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，促进社会综合融资成本稳中有降。惠誉博华认为，2024 年国内经济增长压力依然存在，LPR 仍有较大下调空间，市场利率将继续下行并长期维持较低水平。一方面，在经济动能转换有效需求不足、重点领域风险犹存的背景下，稳健、灵活适度的货币环境能更好促进实体经济高质量发展，加之城投、房地产等领域的风险化解亦需要保持流动性合理充裕；另一方面，为更好落实货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，推动物价水平温和上升，预期央行将通过货币政策发力，增加流入实体经济的广义货币供应量。此外，考虑到美联储加息接近尾声，有望于 2024 年下半年开启降息周期，中美息差将在一定程度上收窄，人民币贬值压力将有所减轻，亦有助于央行宽松货币政策空间的打开。

长期来看，面对人口增长放缓、劳动力增长率下降及债务杠杆率相对高位，以及有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱等困难和挑战，预期央行将在较长一段时间内实施适度宽松的货币政策以促进经济增长。

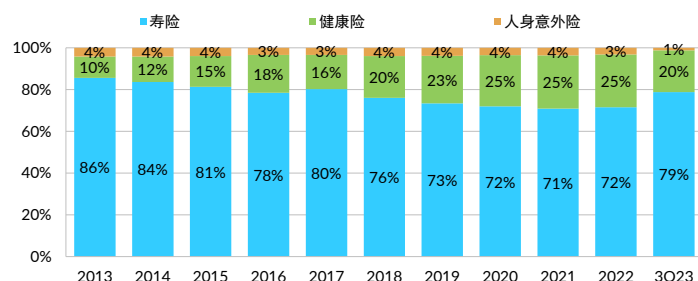
负债端激烈竞争迫使中国寿险公司利差依赖度高

保险公司的利源结构通常划分为“三差”收益，即利差、费差和死差，其中，利差是实际投资收益率和负债端成本率的差额，费

差是实际的费用率和定价时假设的附加费用率的差额，死差是实际的死亡率或者发病率和定价时假设的死亡率或发病率的差额。我国寿险公司的产品同质化程度较高，定价趋于市场化，死差和费差增厚空间相对有限。尤其对于负债端压力较大的中小保险公司，由于溢价能力弱，更需要以激进的定价策略和高结算利率提高产品竞争力。因此，利差的实现对寿险公司盈利至关重要。

从产品结构来看，定价利率较高、新业务价值率较低的储蓄型险种利率敏感性较高，而新业务价值率较高的保障型产品，对利率变动的敏感性较低。2016 年以来，保险行业回归高价值保障型业务，健康险业务开始快速增长，利差依赖度有所下行。然而，2021 年以来，因人力大幅流失和替代产品挤压，健康险陷入增长瓶颈期，确定收益较高的增额终身寿险在利率下行期间成为热销产品，利率敏感型寿险产品保费占比大幅增长，寿险公司利差依赖再度上升。

人身险公司主要险种结构变化情况



数据来源：国家金融监管总局，惠誉博华整理

评估利率上限持续下调，但寿险公司负债端成本因长期性具有较强刚性

相较于其他类型的金融机构，寿险公司负债端具有显著的长期性，寿险业务本质为经营现金流业务，对于利率具有极高的敏感性。在负债端，除了分红险可以与保单持有人共同承担经营风险，其他产品基本以预定利率作为确定的回报率。预定利率是保险公司在产品开发时的对未来收益率做的精算假设，并以此假设作为产品定价依据，在合同生效时就会以假定利率确定未来各时期可能产生的现金流出。

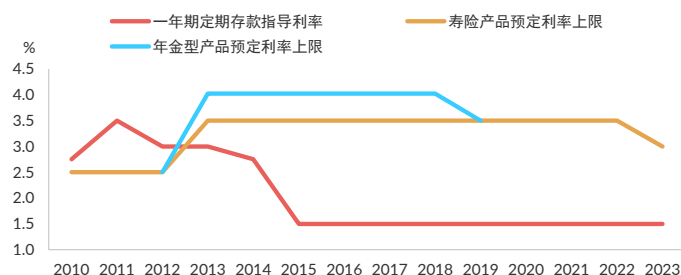
过去十年间，监管机构曾多次调整准备金评估利率上限。寿险公司热销的储蓄类产品包括人寿保险中的两全保险、终身寿险和年金保险。2013 年 8 月，原保监会将普通人身保险的评估利率上限由 2.5% 调整为 3.5%，同时为支持养老保险业务发展，允许养老年金保险以及 10 年期以上的其他普通型年金保单评估利率上浮 15%，即 4.025%。2013 年以来，存款基准利率及 10 年期国债利率下行，分红型年金保险及万能型年金保险因预期收益率高于储蓄利率而得以热销。彼时正处于房地产市场及资本市场高景气度时期，寿险公司通过加大相关权益及非标类投资从中获得较高收益，2013-2017 年间，保险资金投资收益率保持 5% 以上的水平，规避了可能出现的利差损。

随着房地产去金融化步伐加快，以及保险公司万能型寿险产品叫停，资产驱动负债的发展方式难以为继，保险资金投资收益率开始走低，以销售保证利率储蓄型产品为主的寿险公司逐渐面临流动性问题，监管机构介入对部分问题险企进行接管。为规避可能出现的利差损，2019 年 8 月，原银保监会发文下调预定利率，将年金保险的利率上浮空间取消，即调整为 3.5%，并将分红险和万

能险等热销产品预定利率下调至 3%，而终身寿险产品仍保持 3.5% 的预定利率。

2020 年以来，经济下行压力加大，居民储蓄意愿加强，在银行存款和理财产品收益率持续走低背景下，3.5% 确定收益率的增额终身寿险开始热销。监管机构进而要求在 2023 年 7 月末前停售预定利率大于 3% 的普通型终身寿险、重疾险等产品，以及预定利率超过 2.5% 的分红险，和最低保证利率超过 2% 的万能险等。此外，监管机构进一步要求寿险公司的万能结算利率在 2024 年 1 月需压降至 4% 以下，并在 6 月进一步压降至 3.8% 以下，部分规模较大及风险处置机构则要求压降至 3.5% 以下。

寿险产品预定利率与一年期定期存款利率对比



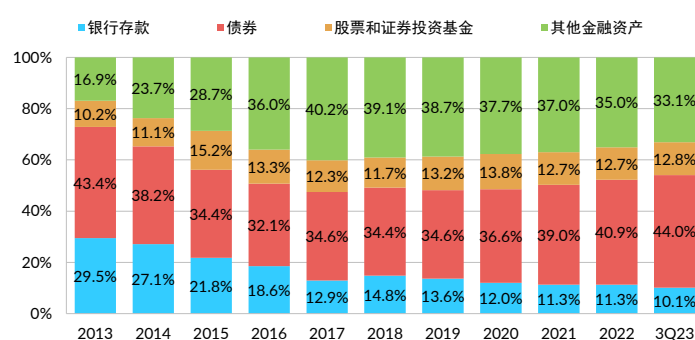
数据来源：Wind，惠誉博华

惠誉博华认为，监管机构对于预定利率的下调有助于降低寿险公司负债端成本。但是考虑到寿险公司热销产品的预定利率基本以监管规定的上限确定，加之销售费用和管理费用，实际负债成本还要高于预定利率。同时，国内寿险产品负债端平均久期超过 15 年，即使新产品预定利率得到压降，存续产品的收益率仍将维持高位，预计寿险公司的负债成本将在较长时期保持较高水平。

低利率环境下寿险公司资产端收益受到多方拖累

资产配置方面，保险公司资金端大类资产配置受到监管环境变化和经济周期波动影响，2012 年前保险资金投向较为受限，在配置上主要选择银行存款和国债。2012 年下半年，保险资金运用开始进行“放开前端、管住后端”的市场化改革，保险资金运用监管逐步放宽，保险资金的配置趋于多元化，保险公司下调银行存款和国债的配置比例，增加其他债券的比例以提高资金运用效率，其他金融资产配置比例随房地产周期先上升再下降，因保险资金对稳健性要求较高，资金运用整体较为保守，权益类投资总敞口始终保持在 15% 以内的水平。

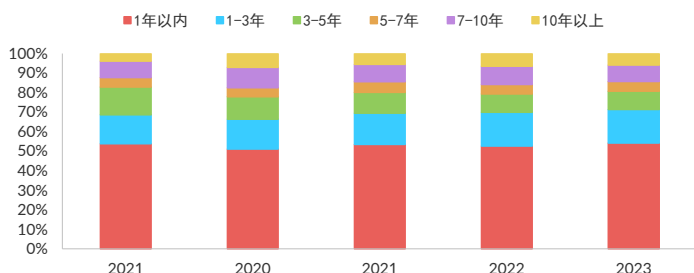
保险资金运用占比及增速



数据来源：国家金融监管总局，惠誉博华整理

随着中国债券市场持续发展壮大，截至 2023 年 9 月末，保险资金的债券投资占比重新上升至历史高位。而其他金融资产占比由 2017 年高位 40.2% 回落至 33.1%。权益型金融资产对市场收益率下行有防御能力，我们预计保险公司为实现超额收益而增配权益资产的意愿将加强，但这也加大保险公司利润的波动。总体来看，除股票和证券投资基金投资以及部分股权类非标资产，保险公司利率敏感型资产（以固定收益类投资资产为主）占比超过 65%。因为国内债券市场缺乏长长期品种（5 年以上占比不足 20%），寿险公司资产端平均久期约 7 年，与资产端久期留有较大缺口，因此利率风险一直处于高位。

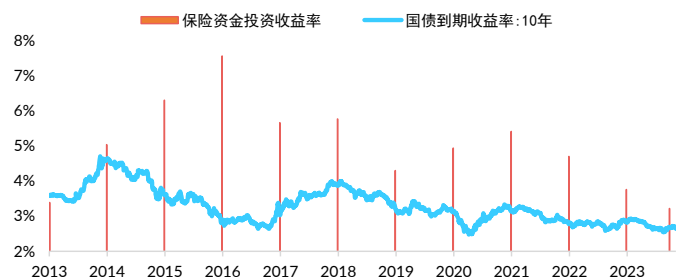
国内债券一级市场期限分布



数据来源：Wind，惠誉博华

资产端收益方面，经济下行背景下市场利率震荡走低，以固收投资为主的险资收益率亦受到拖累，但长长期资产配置对收益率下行有一定平滑作用。此外，近年来保险资金运用收益亦受到资本市场波动加剧及资产风险上升影响。2023 年三季度，寿险公司年化财务收益率为 2.93%，同比下行 55bp，已低于 3.0% 的预定利率上限。我们预计，为维护实体经济良好融资环境和市场信心，国内货币政策仍将保持适度宽松，市场利率将继续下行并在较长时期内维持低位，寿险公司资产端收益率仍有继续收窄可能。此外，利率下行亦可能迫使部分险资信用下沉、加配高风险资产占比，有可能产生更多的资产减值而进一步影响收益实现，因此，保险资金投资收益率比 10 年期国债到期收益率更具波动性。

保险资金投资收益率与长端资产收益率变化趋势



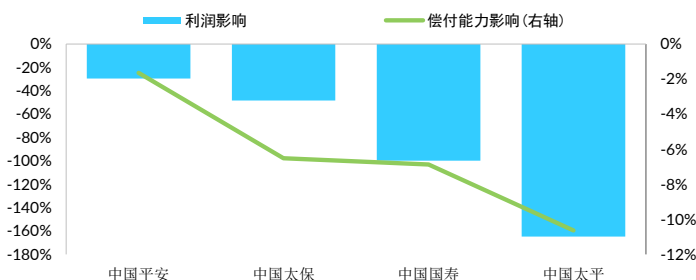
数据来源：国家金融监管总局，惠誉博华整理

利率下行削弱寿险公司盈利指标进而影响偿付能力

从资产负债表来看，对资产端而言，市场利率变动会对以公允价值计量变动计入当期损益金融资产（在总资产中的占比一般不足 5%）的公允价值产生影响，资产价格随利率下行而提高，价值增量计入当期利润。但是，新增投资收益率将有所降低并影响利润实现。负债端方面，市场利率下行对保险责任准备金（保险责任尚未届满、属于下年度的部分保险费）的计算造成影响，折现率下行迫使公司加大提取保险责任准备金，进而削减利润。由于保险公司的寿险及长期健康险责任准备金是主要负债，在负债和所

有者权益之和占比一般超过 60%，若考虑到销售万能险形成的保户储金及投资款则合计占比超过 80%，市场利率的小幅波动即会造成保险责任准备金较大幅度的变化，因此总体而言利率变动对负债的影响大于对资产的影响。

折现率下行10bp对上市险企2022年利润和偿付能力影响



数据来源：上市公司年度报告，惠誉博华整理

在“偿二代”监管体系下，偿付能力充足率=实际资本/最低资本。利率下行对实际资本的影响通过认可资产和认可负债产生，主要影响因素亦来自认可负债中规模较大的保险责任准备金，未来可能出现支出保险负债的现值随折现率下调而扩大，认可负债规模扩大。这对于资产负债久期缺口大、利率风险高的险企影响更大。而资产端投资收益率下行、盈利下滑致使认可资产收缩，进而损耗实际资本。

量化风险最低资本主要由保险风险、市场风险及信用风险最低资本构成，经营长期业务的寿险公司的市场风险历来占最高比重，在利率下行期间资产负债缺口导致的最低资本要求将进一步提升。另一方面，利率下行时，保险公司将面临资产收益降低的压力，保险公司如进行信用下沉将会导致资本占用增加，使得保险公司最低资本增大，进而影响偿付能力充足率。

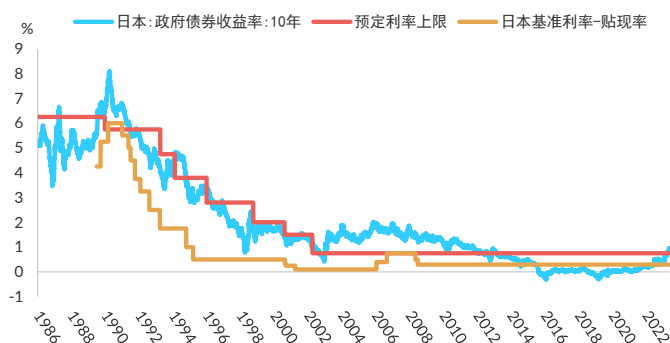
日本寿险公司通过资产端及负债端调整走出利差损困境

境外发达国家曾经历长期低利率环境，利差损引发了寿险行业危机，比如日本寿险业曾在 1990 年后陷入了长期的利差损时期。回顾日本寿险发展历史，大致分为三个阶段。

1990 年前快速增长期：人口红利下日本的宏观经济保持快速增长，长期利率中枢长期位于 5% 以上，寿险产品预定利率逐步从 4% 上调至超过 6%，较高的预定利率迎合了个人和企业的投资热潮，寿险行业保费增速长期保持在两位数，1970-1990 年，日本寿险业总资产从 5.9 万亿日元增长至 131.6 万亿日元，复合增长率 16.8%。彼时日本寿险公司投资资产中贷款占比下降，有价证券（包括债券和股票等）占比上升，收益率保持在 7% 以上的较高水平。

1990-2001 年破产重整期：20 世纪 80 年代末，日元大幅升值，国际资本涌入日本房地产市场和股票市场，资本市场呈现明显泡沫特征。1989 年，日本银行开始采取金融紧缩政策，日本房地产以及股市泡沫走向破裂，经济增速下滑，政府为维持经济稳定开启逆周期调控，货币政策迅速放松，基准利率断崖式下调，从 1990 年的 6.0% 下调至 1995 年的 0.5%，2001 年甚至为 0.1%，10 年期国债收益率亦持续下行，从 1990 年最高 8% 左右下滑至 2001 年 1.5% 左右，大幅低于存量寿险产品的预定利率，然而寿险产品利率调整明显滞后，叠加日本寿险公司在泡沫经济时代销售了大量的低预定利率保单，这些保单成为长期刚性负债，致使日本寿险公司产生大面积利差损。2020 年，日本主要寿险公司利差损达到峰值。

日本寿险公司预定利率上限与风险收益率对比

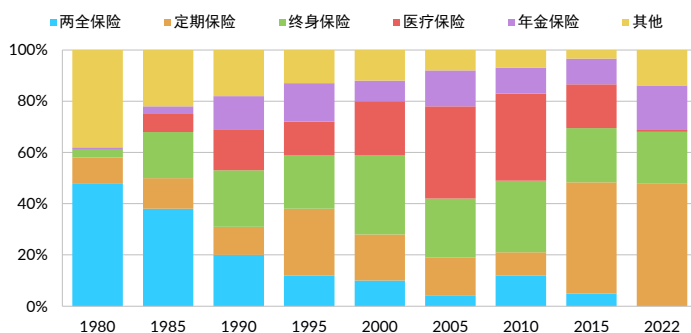


数据来源：Wind，惠誉博华

在市场收益下行阶段，日本寿险公司选择了提高风险偏好，资产端加配权益和贷款类投资，但经济下行期间资本市场低迷表现及信用风险暴露使投资收益进一步恶化。寿险公司普遍面临持续亏损和流动性问题。在负债端呈现投保人信心受损局面，出现大规模退保，寿险业经营全面恶化。1997-2001 年四年间，日产生命等七家中型以上寿险公司宣告破产。

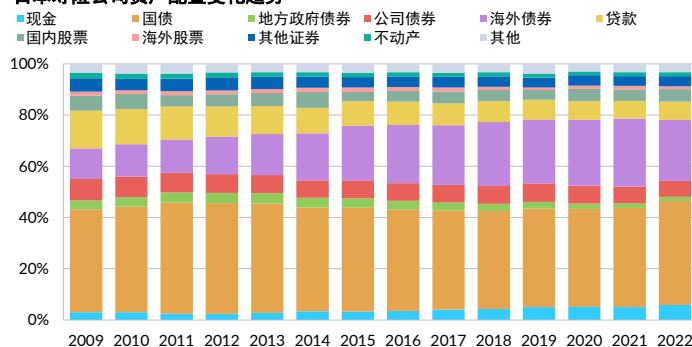
21 世纪以来，日本长期维持了低利率水平，日本寿险公司进行重组合并，并调整资产端投资策略和负债端业务方向。投资端，收窄资产负债久期缺口，加配长期国债；减少经济下行期间的不利波动，减持国内股票和贷款；增加境外资产配置，尤其是高利率市场债券。负债端进一步降低利差依赖，年金型产品的预定利率保持低位，并积极推动保障型保险产品转型，1990-2010 年间医疗险业务和终身保险业务发展迅速。日本寿险公司利差损在 2000 年后逐年收窄，至 2013 年，日本主要保险公司逐步消化利差损，开始实现利差益。

日本寿险公司保险业务变化趋势



数据来源：LIAJ，惠誉博华整理

日本寿险公司资产配置变化趋势



数据来源：LIAJ，惠誉博华整理

惠誉博华认为，与依靠利差为主的商业银行相比，保险公司盈利点更加多元化。但由于保险公司在负债端保持高度竞争，被迫将承保亏损作为投资端的负债成本，形成对投资端收益率畸高要求。当前资产端压力持续加大，我们预计寿险公司有动力将盈利点前移，积极推动高价值产品的开发和推广，提升负债端服务、减少同质化竞争，进而有效获取死差益和费差益，则可以从承保阶段获得盈利，降低对利差的依赖程度。

面对寿险业极大经营压力，除了持续压降预定利率上限，监管机构着力抑制保险负债端过度竞争。2023 年 8 月，国家金融监管总局发布《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》，要求通过银行代销的保险产品在设计时，审慎合理确定费用假设；备案时，在产品精算报告中明确说明费用假设、费用结构，并列示佣金上限；支付时，佣金等实际费用应与备案材料保持一致。惠誉博华认为，“报行合一”意在压实费用率，减少行业内不合理费用竞争，短期内可能负面影响银保业务增长，但长期来看，将有效降低寿险行业费用水平，有利于压降寿险公司费差损。此外，2024 年 1 月，中国精算师协会向各人身险、再保险公司下发第四套生命表《中国人身保险业经验生命表（2023）》的征求意见稿并征集意见，预计死差损风险将得到进一步控制。

此外，超长期特别国债在 2024 年可能继续发行，随着债券市场长周期品种的逐步丰富，惠誉博华预计险资将进一步加大长周期配置以降低利率风险敞口。

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性（包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性）或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。