

• 证券研究报告 •

日本利差损风险化解方案的可参考性如何？

——保险行业“化风险”系列报告之一

2024.8.16

当前阶段，“化风险”为保险行业的核心议题，利差损风险则是“化风险”的重中之重。本篇报告作为保险行业“化风险”系列报告的第一篇，旨在通过分析日本人身险行业化解利差损风险的过程回答五个问题：

1. 经济泡沫破裂后，日本人身险公司经历了哪些挑战？

资产端方面，1) 投资承压：长端利率陡峭下行、股市大幅下跌、美元资产快速贬值，收益率中枢显著下降；2) 存量资产风险暴露：贷款不良率提升、地产价格大幅下降，进一步拖累投资表现。**负债端方面**，1) 保费增速走弱，户均保单数、缴费金额及保额持续下滑；2) 保单质量显著下降；3) 避险情绪提升，客户需求变迁。**企业经营方面**，1) 利差损风险暴露，利润大幅下滑；2) 8家人身险公司破产，并购重组成为人身险行业主旋律。

2. 日本如何化解利差损风险？

日本化解利差损风险的主要手段包括：**1) 调降预定利率（核心）；2) 优化产品结构（核心）；3) 提升境外资产配置（核心）；4) 拉长政府债久期；5) 压降运营成本；6) 降低股票配置。**

3. 日本如何化解中小险企风险？

利差损影响下，8家人身险公司破产。1) 归因分析：影响因素包括投资失败、泡沫破裂前高利率时期负债增长过快、商业模式、管理团队及管理架构存在问题；2) 监管举措：持续修订保险法，推进市场化风险化解方案，允许经营困难的机构调节存量保单客户利益。通过引入外资、中小机构合并、强强联合的方式达到新稳态。

4. 利率长期低位，人身险公司还能盈利吗？

利差损风险化解后，日本人身险公司在低利率时代依然实现三差的持续正向贡献。在此过程中，险企结合老龄化趋势下客户需求的变化，推动产品结构向保障类倾斜，进一步巩固死费差对利润的正向贡献。

5. 日本利差损化解方案的可参考性如何？

与日本相较，我国的优势在于利率陡峭下行的可能性较小、人身险渗透率提升空间较大；劣势在于利润主要依赖利差、给需求端带来挑战、大幅提升境外资产配置比例的可能性有限。我们认为压降负债成本为我国化解利差损风险的主要手段；其中，调降预定利率为压降新增负债成本的核心抓手，对于存量负债成本，则通过压降万能险结算利率、分红险红利实现率，以时间换空间，最终实现风险的逐步消化。

风险提示：监管政策趋严、市场波动加剧、长端利率下行。

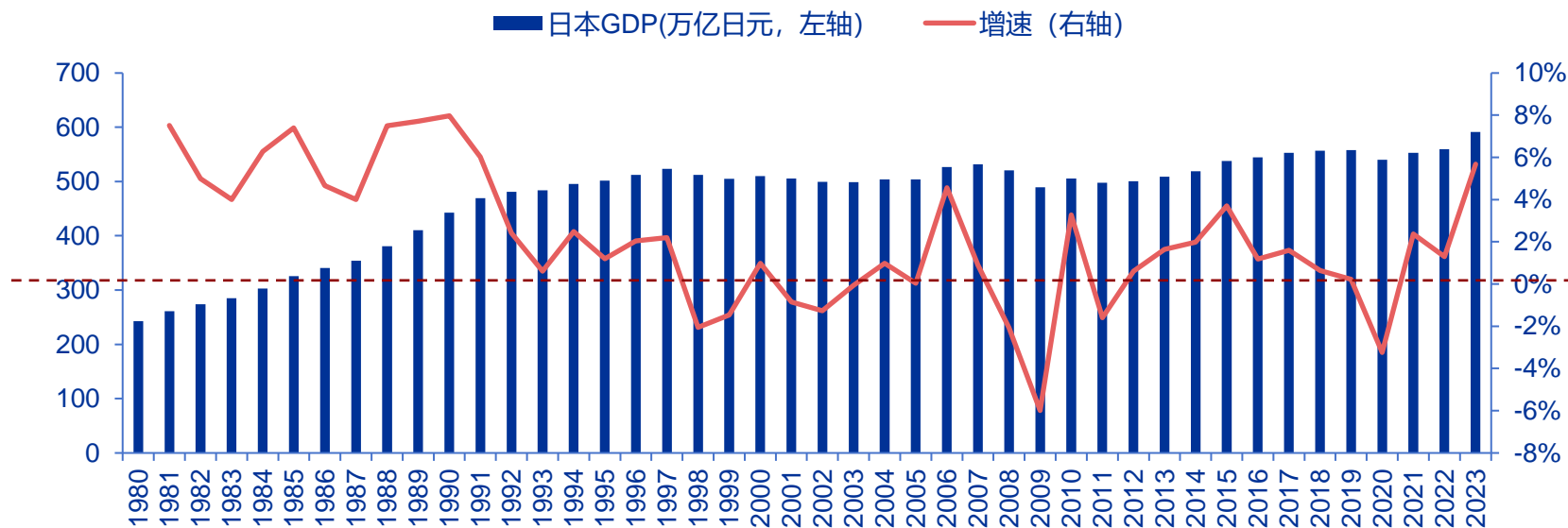
主要内容

1. **经济泡沫破裂后，日本人身险公司经历了哪些挑战？**
2. 日本如何化解利差损风险？
3. 日本如何化解中小险企风险？
4. 利率长期低位，人身险公司还能盈利吗？
5. 日本利差损化解方案的可参考性如何？
6. 投资分析意见
7. 风险提示

1. 日本经济泡沫破裂后，经济步入萧条期

- **上个世纪90年代初，日本经济泡沫破裂，GDP增速显著下行。**上个世纪60-70年代，日本经济快速增长，以出口为导向的工业化政策推动经济高速发展；上个世纪80年代，日本修订《外汇法》、签订《广场协议》，受此影响房地产和股市泡沫快速膨胀，资本市场进入繁荣期。80-90年代之交，日本货币政策快速转向，日本央行自1989年起逐步提高利率，货币宽松时代结束。投资者抛售股票、地产等资产，市场信心迅速恶化，经济泡沫破裂，资产价格严重缩水，社会投资需求减少，不良贷款增加，经济步入萧条期。

图1: 日本GDP (万亿日元) 及同比



1.1 低利率时代，人身险公司经营面临哪些挑战？

资产端

利率陡峭下行，股票大幅下跌，美元快速贬值，投资端表现承压

存量资产风险暴露，进一步拖累投资端表现

负债端

保费增速下滑

保单质量下降

客户需求变迁

企业经营

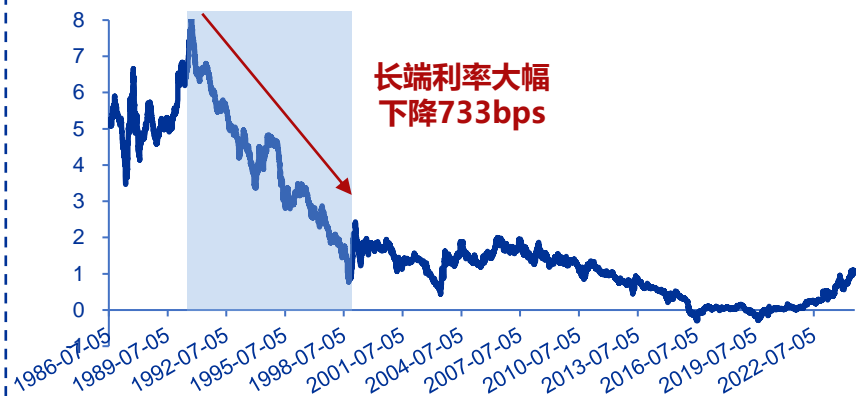
利差出现持续负贡献，显著拖累利润表现

经营表现承压，8家保险公司破产，行业竞争格局大幅变化

1.1 资产端：股、债、汇三方大幅承压

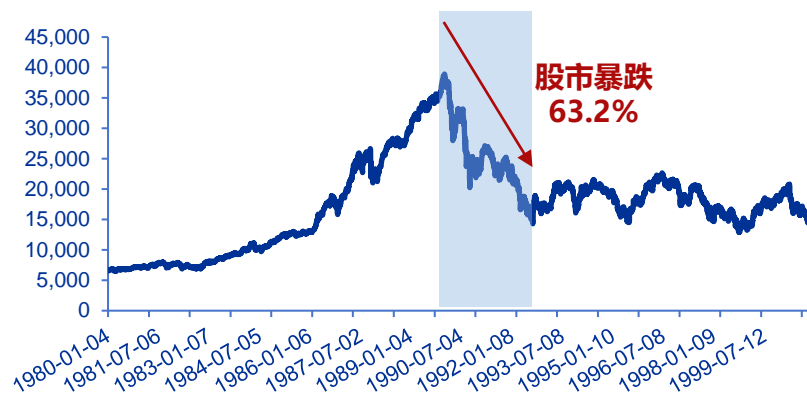
长端利率陡峭下行

图2：日本10年期国债基准利率（%）



股票市场低迷

图3：日经225指数表现



美元兑日元大幅贬值

图4：美元兑日元汇率变化



土地价格暴跌，贷款不良率提升

图5：千代田生命破产前资产情况

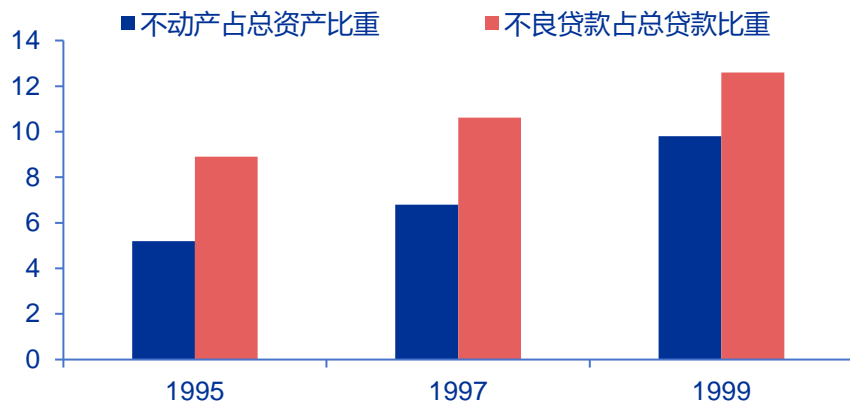
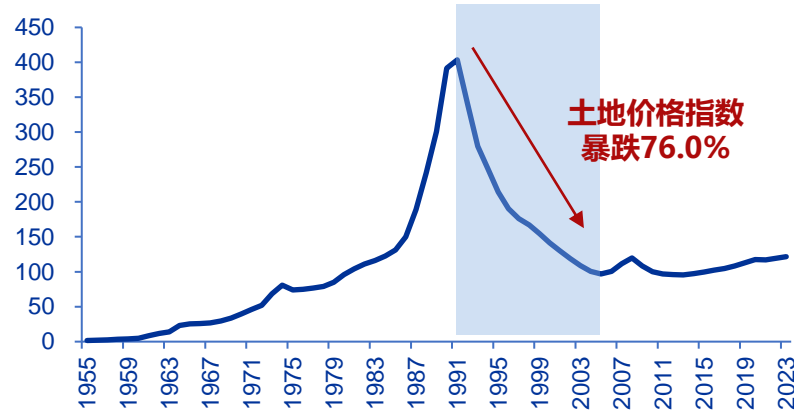


图6：日本城市土地价格指数（6个主要城市平均）

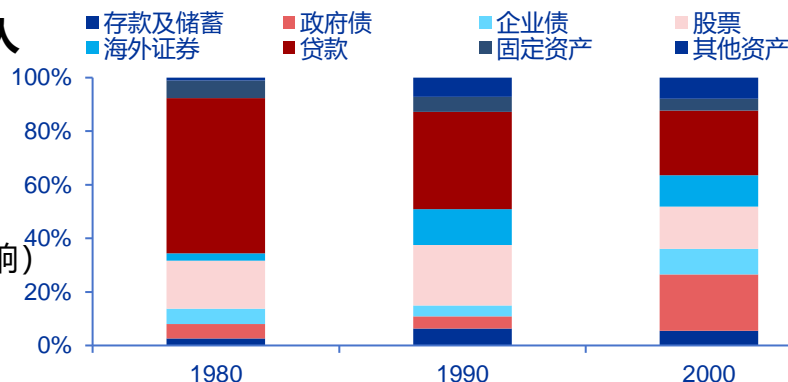


危机初期，日本人身险资产中贷款、股票、海外证券占比较高

危机初期（上个世纪90年代初），日本人身险资金大量投资于贷款、股票、地产、海外证券。1990年日本人身险一般账户资产配置情况如下：

- 贷款：占比35.5%（此类资产受不良率提升影响）
- 股票：占比22.0%（此类资产受股市暴跌影响）
- 海外证券：占比13.1%（此类资产受美元快速贬值影响）
- 债券：占比8.4%（此类资产受利率陡峭下行影响）
- 固定资产：占比5.5%（此类资产受土地价格暴跌影响）

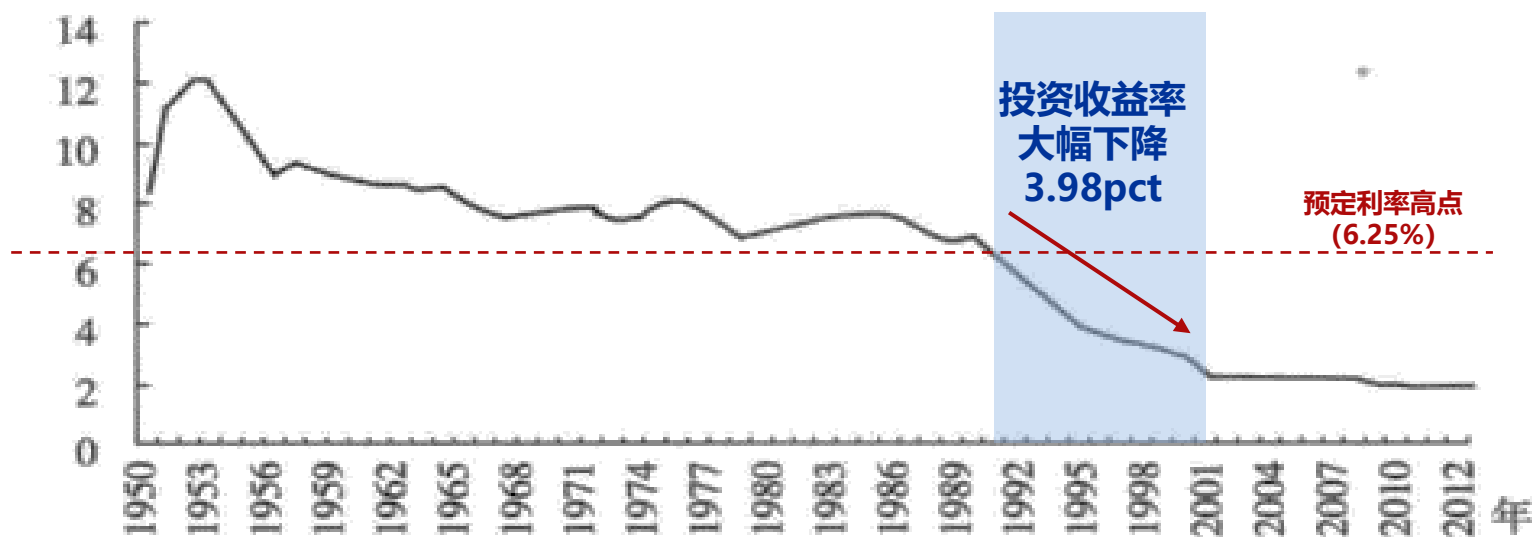
图7：危机时期日本人身险一般账户资产配置情况



1.1 资产端：资本市场低迷致使投资收益率快速下降

- **低利率时代，人身险行业投资收益率水平快速下行。**经济泡沫破裂后，长端利率陡峭下行，股票市场显著承压，不良资产快速累积，人身险行业投资收益率大幅下滑，由1990年泡沫经济破灭时的6.21%快速降至2001年的2.23%，降幅达3.98pct。与已售产品预定利率间形成巨额利差损，在到期保单给付成本重压下难以按期足额履约，部分险企陷入财务困境。

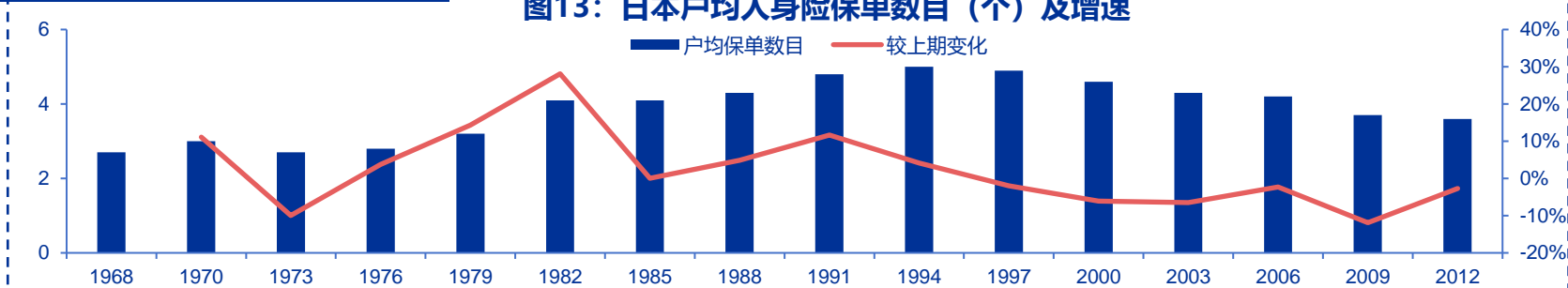
图8：1950-2012年日本人身保险业投资收益率（%）



1.2 负债端：从微观层面看，户均核心指标均出现下滑

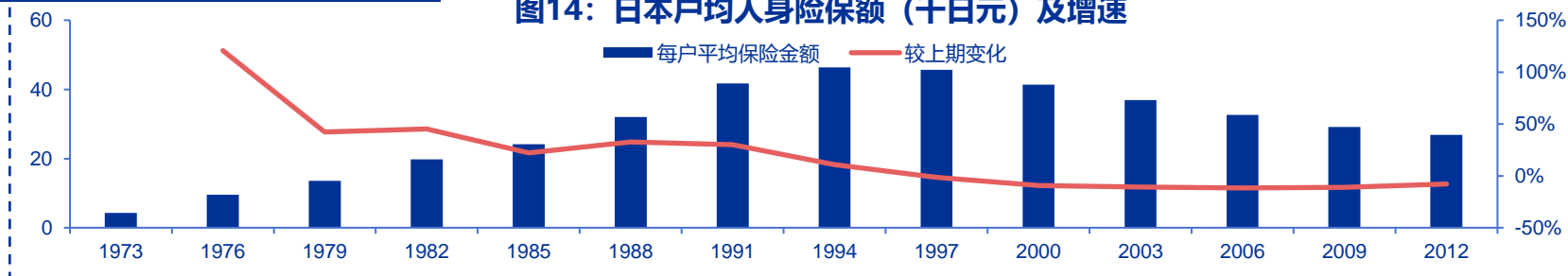
户均保单数目下降

图13: 日本户均人身险保单数目 (个) 及增速



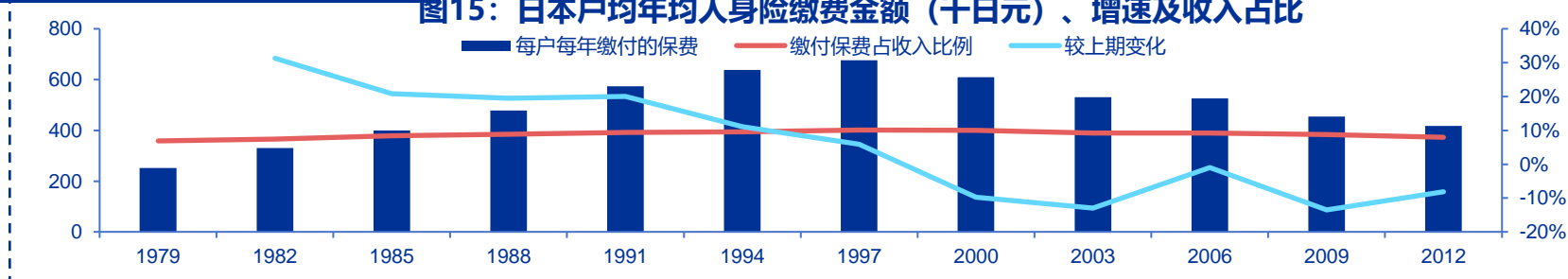
户均保额下降

图14: 日本户均人身险保额 (千日元) 及增速



户均年交保费

图15: 日本户均年均人身险缴费金额 (千日元)、增速及收入占比



1.2 负债端：避险情绪提升，客户需求变迁

- **客户风险意识提升：**在经济繁荣时期，消费者更倾向于高风险的投资和消费；但随着经济不确定性因素的积累，保险产品作为非必要消费品需求天然走弱，消费者开始更多地聚焦于风险管理，保险风险对冲作用的关注度提升。
- **储蓄型保险需求下降，保障型保险需求提升：**泡沫经济期间，储蓄险产品广受欢迎，主要原因是此类产品在提供保障的基础上具有较强的投资属性。泡沫经济破裂后，资本市场承压态势下，产品预定利率持续下降，储蓄险的吸引力走弱；与之相反的是，能够更为直接地满足消费者风险管理需求的纯保障型保险（如定期寿险、医疗险、意外险等）需求上升。

表1：日本人身险产品需求的变化

时间	1968-1979年	1980年代	1990年代初	1990年代后期	2000年代初
背景	日本经济高速增长，家庭收入增加，生活水平提高。	经济繁荣态势下，居民可支配收入提升，金融市场进一步开放，保险产品类型趋于多元。	泡沫经济初期，居民对未来充满信心。	泡沫经济破灭后，日本经济陷入长期衰退，家庭收入减少。	经济复苏缓慢，保险市场竞争加剧；人口老龄化加速，年轻人群减少。
保险需求变化	保险需求逐步提升	居民对保险的认知程度和接受程度提升。	更多家庭选择购买人寿保险用于规避风险和财富管理。	保险需求下降，经济不景气导致失业率上升，进一步影响居民的保险产品购买力。	保险需求进一步下降

1.3 企业经营：80年代后期的激进销售为利差损埋下隐患



- **1970-1989年，日本人身险业务高速增长，“扩张”为这一时期的关键词。**日本人身险行业保费收入由1970年的1.8万亿日元升至1989年的28万亿日元，CAGR达15.5%；其中，泡沫经济前期（1984-1989年）人身险保费CAGR达16.6%；在此阶段，人身险行业总资产同样实现高增，由1970年的5.8万亿日元升至1989年的116万亿日元；其中，1985-1989年资产增速维持在20%以上。
 - **扩规模以弥补外汇损失：**1985-1986年，美元兑日元大幅贬值，致使日本人身险公司蒙受巨大外汇损失。为弥补损失、保持现金流稳定、充分迎合客户需求，12家大型人身险公司于1986年10月开始销售高风险、高回报的变额人身险产品（以年金险为主）。
 - **提升预定利率以提升产品吸引力：**为刺激保险销售，日本进一步提升人身险产品预定利率，高点达6.25%（低于同期银行利率），泡沫破裂前，利差益是日本人身险行业利润的主要来源。

图16：1970-1989年日本人身险保费收入（十亿日元）

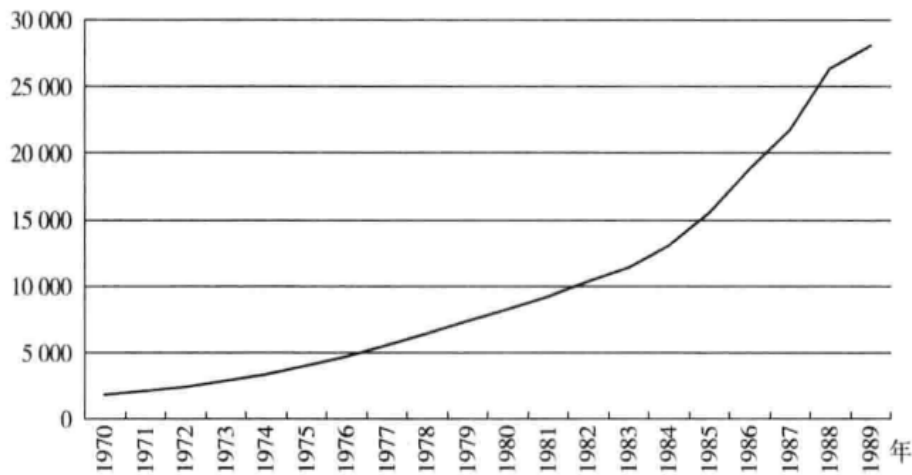


表2：1990年前，日本人身险产品预定利率持续提升

时间	10年期以下	10-20年期	20年期以上
1952年4月前		3%	
1952年4月-1976年3月		4%	
1976年4月-1981年3月	5.50%	5.50%	5%
1981年4月-1985年3月	6%	5.50%	5%
1985年4月-1990年3月	6.25%	6%	5.50%
1990年4月-1993年3月	5.75%	5.50%	5.50%

1.3 企业经营：利差损风险暴露

➤ 受股、债、汇市“三杀”及存量资产风险暴露影响，日本人身险行业投资收益率快速下降，叠加高利率时期销售较多高预定利率产品，致使利差损风险暴露。90年代中后期，人身险公司的实际投资收益表现显著低于投资收益率假设，致使利差转负，并于世纪之交达峰，2000年4家头部人身险公司利差损合计达近1000亿日元。

图17：日本四大头部人身险公司投资表现较投资收益率假设出现负偏差（十亿日元）

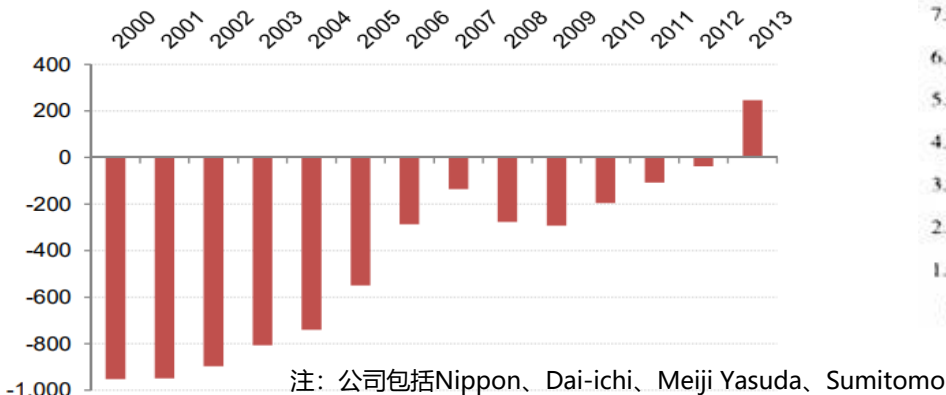


图18：1990-1999年日本人身险行业投资收益率及预定利率(%)

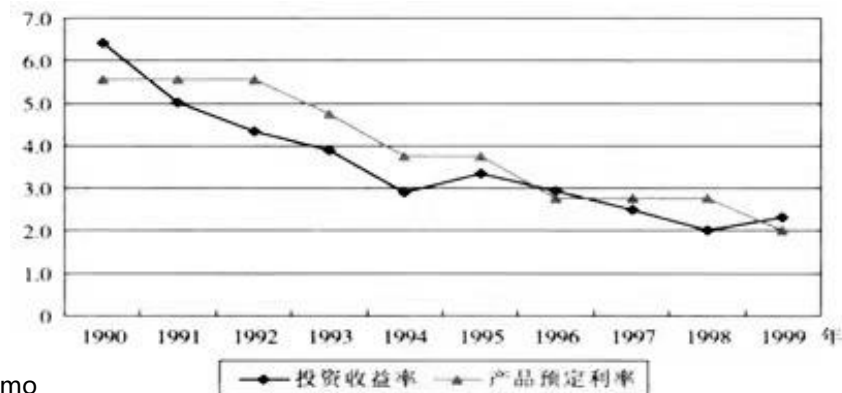
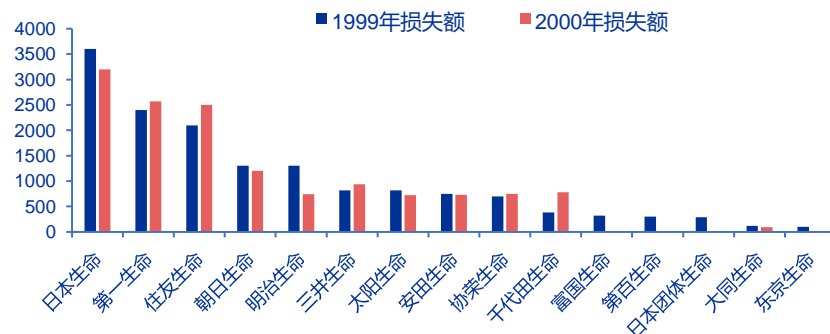
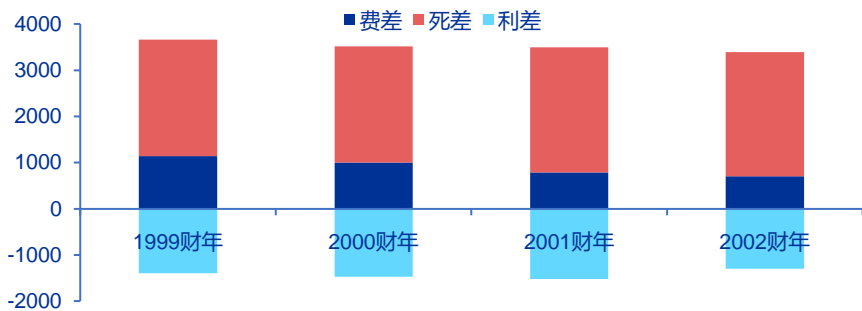


图19：1999-2002年日本人身险行业利润结构（十亿日元） **图20：日本主要人身险公司利差损损失估算（亿日元）**



1.3 企业经营：利润表现大幅承压

- **经济泡沫破裂后，日本人身险行业利润表现承压，进一步引发负反馈。**
 - 1) 利润表现承压：**投资收益率中枢大幅下行态势下，此前预定利率较高的保单利差损风险暴露，公司需支付高于其投资收益的客户利益，导致人身险公司利润大幅下滑。
 - 2) 资本充足度下降：**持续亏损导致人身险公司的资本充足率下降，偿付能力受到威胁，部分险企不得不动用准备金或增发新股应对财务压力。
 - 3) 资产质量恶化：**投资环境的恶化使得保险公司的资产质量下降，不良资产比例增加，进一步加剧了财务困境。

图21：1950-2012年日本人身险行业净利润（千亿日元）

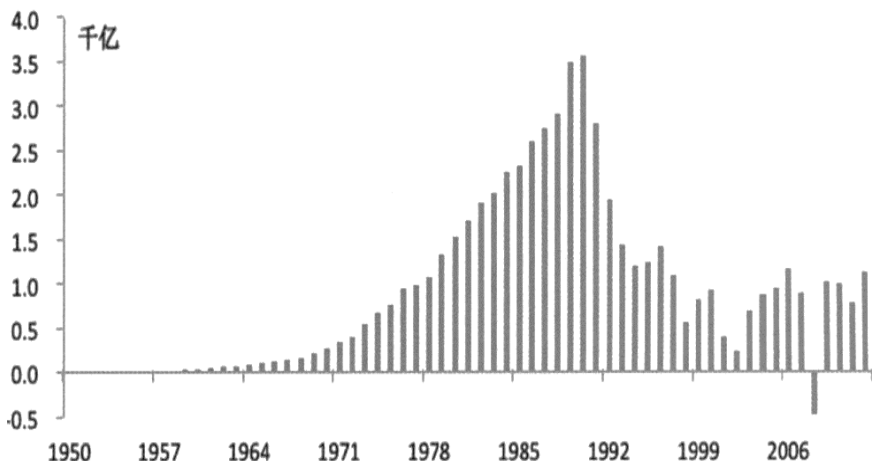
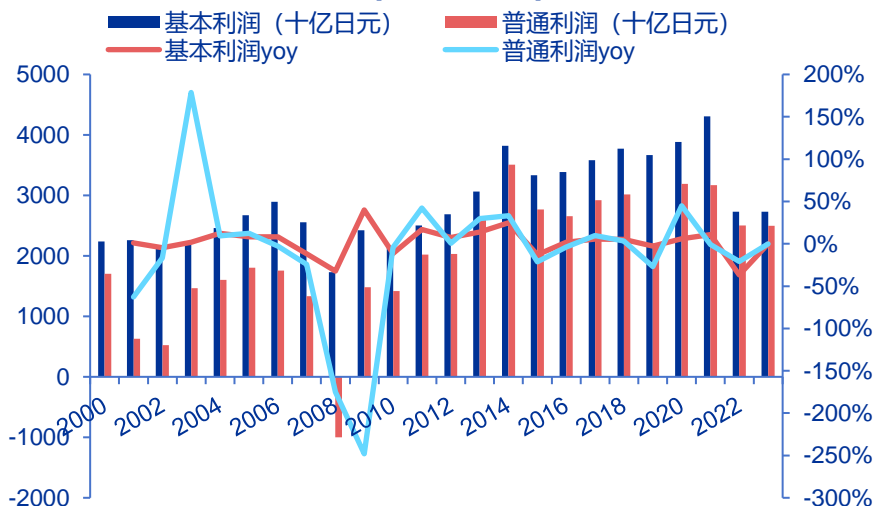
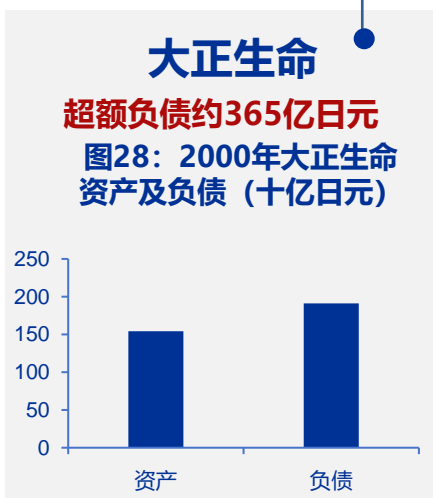
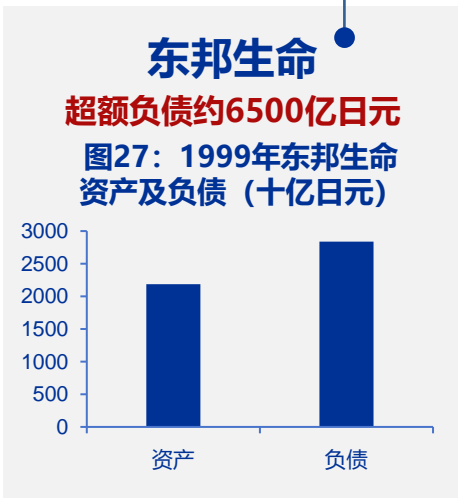


图22：日本人身险行业基本利润、普通利润（十亿日元）及同比



1.3 企业经营：资不抵债，8家人身险公司破产



主要内容

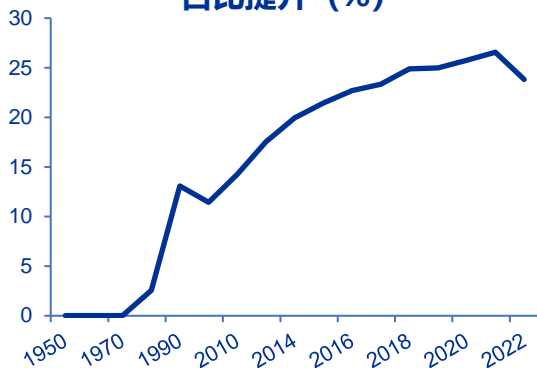
1. 经济泡沫破裂后，日本人身险公司经历了哪些挑战？
- 2. 日本如何化解利差损风险？**
3. 日本如何化解中小险企风险？
4. 利率长期低位，人身险公司还能盈利吗？
5. 日本利差损化解方案的可参考性如何？
6. 投资分析意见
7. 风险提示

2. 解决利差损问题的日本方案

1

增配境外资产 (核心)

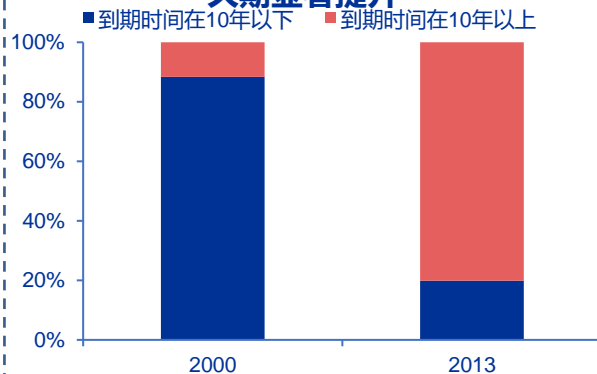
图31: 日本人身险投资资产中境外证券占比提升 (%)



2

提升债券久期

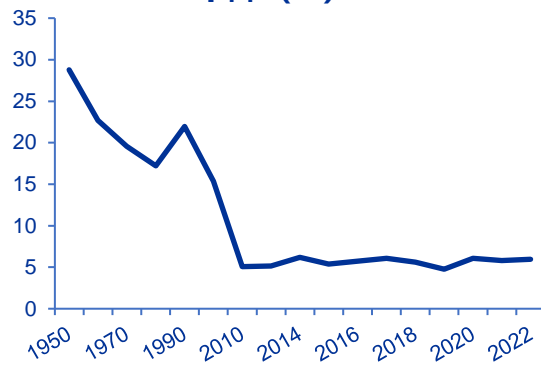
图32: 四家主要人身险公司资产中政府债券久期显著提升



3

阶段性降低股票比例

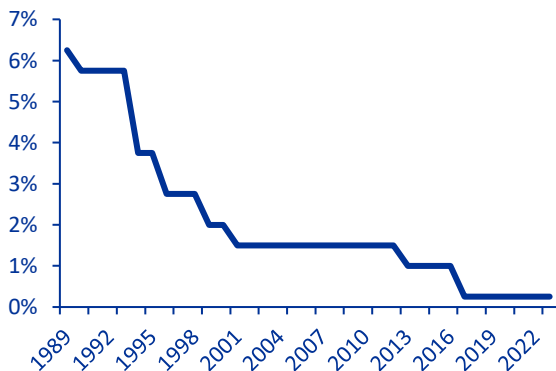
图33: 人身险投资资产中股票投资比例下降 (%)



4

调降预定利率 (核心)

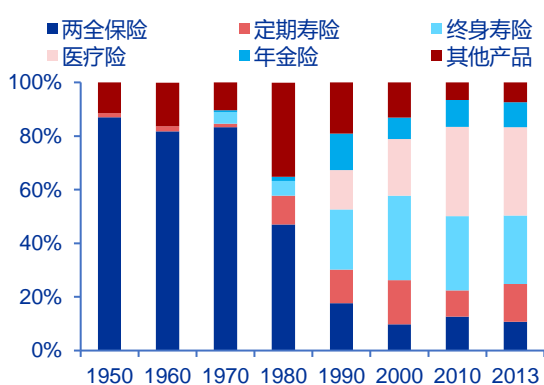
图34: 监管持续调降人身险产品预定利率



5

优化产品结构 (核心)

图35: 新单数目向医疗险等产品迁移



6

压降运营费用

图36: 四大人身险公司运营费用占保费比重下降 (%)



2.1 资产端核心抓手：放松限制，提升境外资产配置比例

表3：日本人身险境外资产配置的政策调整

时间	1997年： 金融改革和放宽限制	2000年代初： 进一步国际化和风险管理	2013年：超低利率环境下， 进一步进行政策调整
背景	日本金融改革（“金融大爆炸”）的一部分	国内利率持续低迷，保险公司加大境外投资力度	长端利率持续下行
部门	日本金融厅	日本金融厅	日本金融厅
内容	<p>放宽对保险公司境外投资的限制，允许更加多元化的投资组合，具体措施包括：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 取消对境外投资比例的严格限制。 2) 放宽外汇管理法规，简化境外投资审批流程。 3) 允许保险公司投资更广泛的国际资产类别，包括海外股票、债券和不动产。 	<p>发布新的投资管理指导方针，鼓励保险公司在进行境外投资时，加强风险管理和审慎监管：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 要求保险公司制定详细的境外投资策略和风险评估报告。 2) 增强对汇率风险、政治风险和市场风险的管理。 3) 推广国际最佳实践，鼓励使用对冲工具降低境外投资风险。 	<p>在日本央行实施超低利率政策后，进一步鼓励保险公司增加境外投资：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 推出新的监管框架，支持保险公司在国际市场上进行更灵活的投资操作。 2) 鼓励投资于高收益债券、新兴市场和海外不动产，以寻求更高回报。 3) 提供技术支持和市场信息，帮助保险公司识别和抓住全球投资机会。
影响	<p>保险公司能够更灵活地配置境外资产，分散投资风险，提高收益。</p>	<p>确保保险公司在扩大境外投资的同时能够有效管理相关风险，保证资金安全。</p>	<p>保险公司进一步扩大了境外投资比例，利用全球市场多元化和高收益资产，提高整体投资收益。</p>

2.1 资产端核心抓手：放松限制，提升海外资产配置比例

- **日本人身险公司资产配置结构大幅调整，海外证券占比显著提升。**低利率环境下，利差损风险持续暴露，日本人身险行业扩大了海外投资的比重，借助海外高息资产弥补本土高收益资产的匮乏。1990年日本人身险投资中境外证券占比13.07%，2021年占比升至26.57%，2022年占比阶段性回落至23.8%。
- **海外证券配置持续贡献超额收益。**2009-2022年，日本人身险一般账户投资收益率均值为2.12%，同期海外证券投资收益率均值为3.33%，高于一般账户1.21pct；仅2017年、2019年海外证券收益率低于一般账户0.40pct、0.26pct，其余年份均贡献明显超额收益。

图37：日本人身险投资资产结构发生较大变化

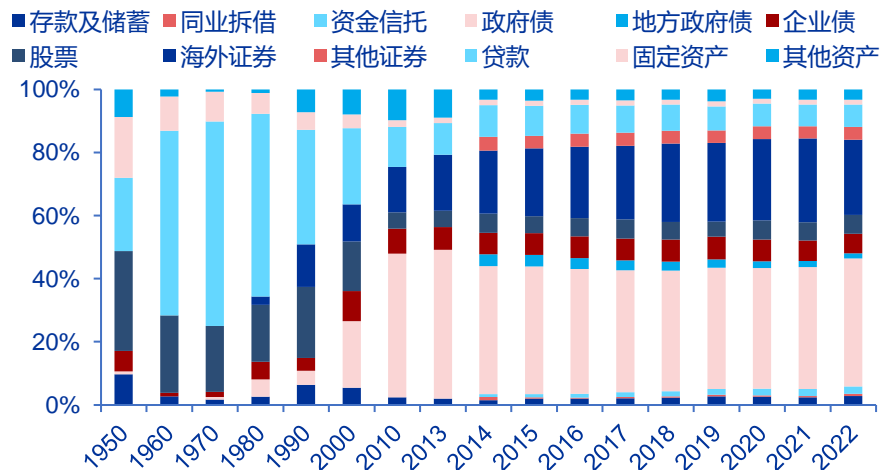
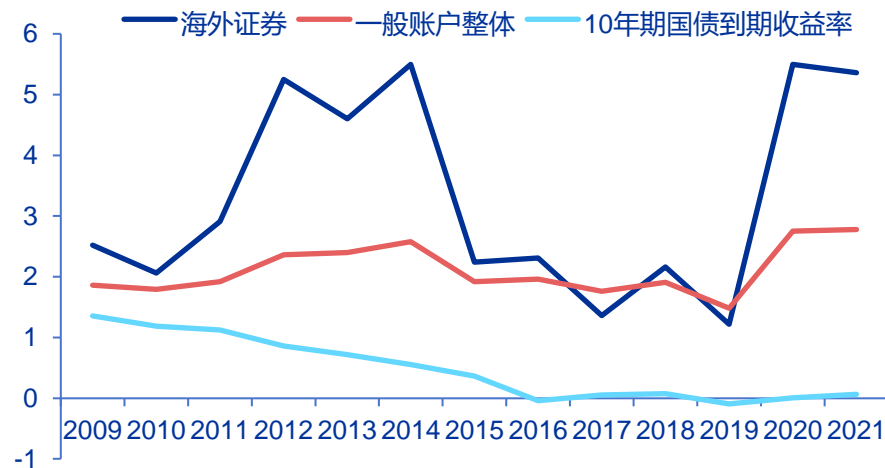


图38：日本人身险各类资产收益表现 (%)

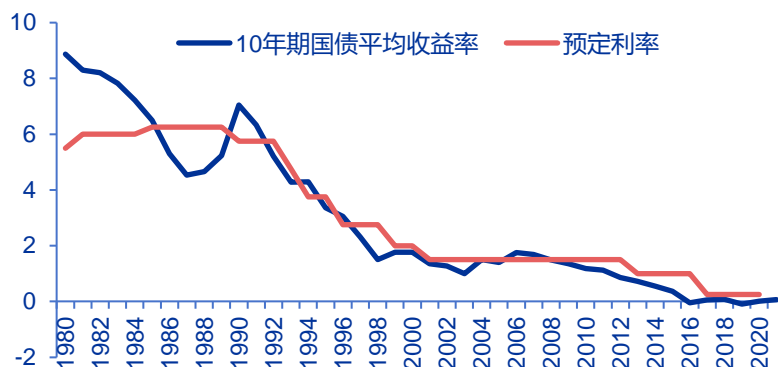


2.2 负债端核心抓手：调降预定利率+优化产品结构

持续调降预定利率

- 日本10年期人身险产品的预定利率从1989年高点的6.25%降至1990年的5.75%，于1993、1994、1996年依次下调100bp至2.75%，1999年进一步降至2%，2001年降至1.5%，此后维持至2012年；2013年，预定利率降至1%，2017年进一步下调至0.25%。

图39：监管持续调降人身险产品预定利率（%）



构建与长端利率联动的预定利率调整机制

- 为应对低利率环境下的挑战，日本逐步构建了与长端利率联动的预定利率调整机制。
 - 明确参考基准：日本金融厅要求险企在设定预定利率时参考市场利率（特别是长期国债收益率）。
 - 动态调整机制：根据市场利率变化定期调整预定利率，使预定利率能够及时反映市场利率波动，减少固定预定利率带来的风险。
 - 挂钩长端利率：在设定预定利率时，逐步引入与长端利率（如10年期国债收益率）的挂钩机制，使得预定利率更能反映长期利率水平，确保保险公司长期财务表现稳健。

2.2 负债端核心抓手：调降预定利率+优化产品结构

持续优化产品结构，提升保障类产品及利率敏感型产品占比



增加保障型产品

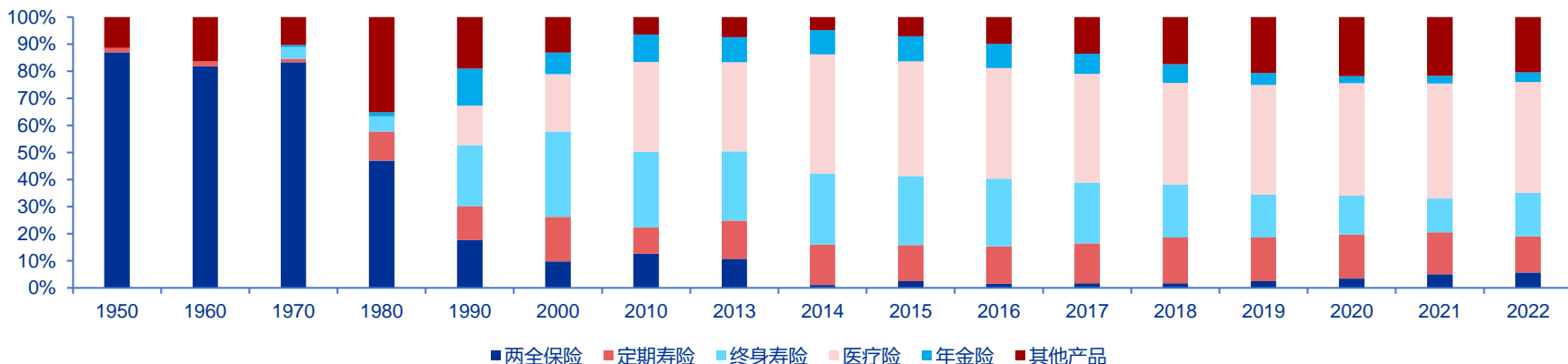
- **人口老龄化趋势下，保险需求下降，医疗保障需求持续上升。**日本健康险（包括医疗险、防癌险和长期护理险等）产品驱动了保费增长，业务占比由1985年的8%升至2015年的34%。
- **产品结构变化影响下，死差益部分抵消利差损。**1990年到2000年初，日本人身险行业的死差收益占三差总收益的比例提升17pct（人身险公司在设计产品时采用了更加保守的生命表，死差益更高，价值率是保险的2-3倍）。



增加利率敏感型产品

- 随着保障型产品占比趋于稳定，变额年金等利率敏感型产品增长迅速，减少对资本的消耗。

图40：日本人身险行业新单数目结构



主要内容

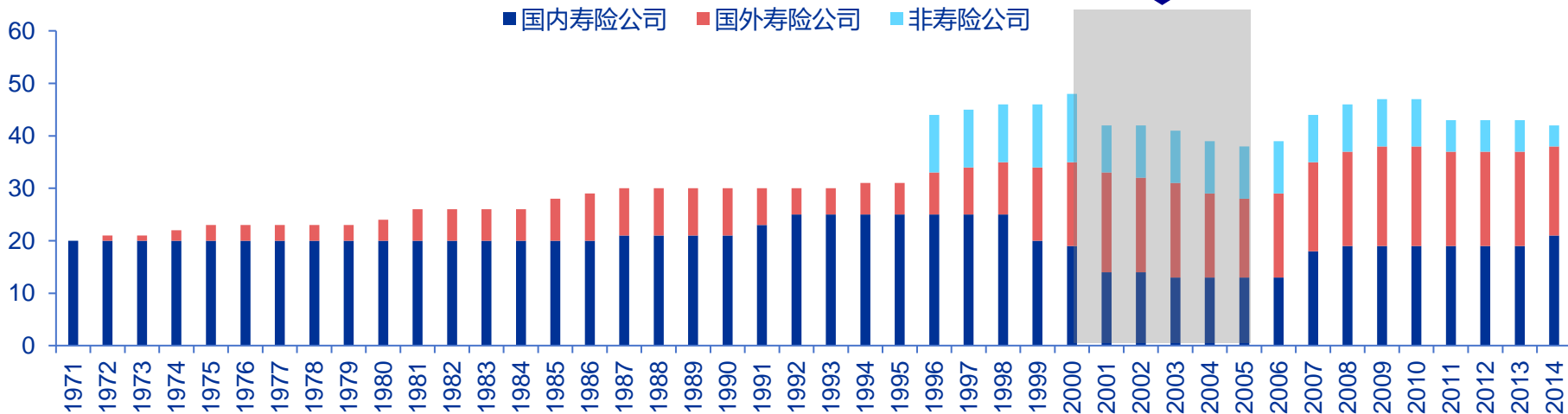
1. 经济泡沫破裂后，日本人身险公司经历了哪些挑战？
2. 日本如何化解利差损风险？
- 3. 日本如何化解中小险企风险？**
4. 利率长期低位，人身险公司还能盈利吗？
5. 日本利差损化解方案的可参考性如何？
6. 投资分析意见
7. 风险提示

3.1 利差损风险影响下，8家人身险公司破产

表4：利差损风险下，出现破产的日本人身险公司案例

	日产人寿	东邦人寿	第百生命	大正人寿	千代田生命	共荣人寿	東京生活	大和生活
超额负债 (a) - (b)	约302.9 (1997.4)	约650 (1999.6)	约317.7 (2000.5)	约36.5 (2000.8)	约595 (2000.10.13)	约689.5 (2000.10.23)	约73.1 (2001.3.31)	约64.3 (2008.10.17)
资产(a) (十亿日元)	1822.7	2190	1300	154.5	2233	3725	690	194.9
负债(b) (十亿日元)	2125.6	2840	1617.6	191	2828	4414.5	763.2	259.2
救济保险公司	Aoba Life (Prudential Life)	GE Edison Life (Gibraltar Life)	Manulife Life	Azami Life (PGF Life)	AIG Star Life (Gibraltar Life)	Gibraltar Life	T&D Financial Life	Prudential Financial Japan Life(PGF Life)
LIPPCJ援助金额(10亿日元)	200	366.3	145	26.7	0	0	0	27.8
政策变更								
减少准备金	没有减少	10%	10%	10%	10%	8%	没有减少	10% (高息政策额外减免)
减息后预期利率	2.75%	1.50%	1.00%	1.00%	1.50%	1.75%	2.60%	1.00%
决议日期	1997.10.1合同转让	2000.3.1合同转让	2001.4.2合同转让	2001.3.31合同转让	2001.4.20转制为股份公司(恢复营业)	2001.4.3重新开业	2001.10.19转制为股份公司(重启业务)	2009.6.1重新开业

图41：日本保险公司数目变化情况 (家)



3.2 日本人身险公司破产归因分析：一般性原因

日本保险公司破产的一般性原因可归纳为三类问题：**投资失败、负债增长过快、管理不善。**

1) 投资失败：许多保险公司在泡沫经济时期进行了高风险的投资（特别是在房地产和股票市场），泡沫破裂、利率下降致使投资资产大幅贬值，导致巨额亏损。**2) 负债增长过快：**由于前期高利率时期销售较多高预定利率产品，时保险公司的给付压力增大，加剧财务困境。**3) 管理不善：**缺乏有效的风险管理措施，未能及时调整投资策略应对市场变化。

- **千代田生命：**1988-1990年，公司不良贷款占比持续提升；持续销售高利率储蓄型产品；核心管理层未能做到知人善任，新任管理层缺乏资产管理经验，加剧经营风险。
- **共荣人寿：**公司拥有包括教师工会在内的独特业务基础，但20世纪80年代中期，公司跟随其他保险公司转向积极销售长期储蓄型产品，并在竞争对手停止销售此类产品后仍继续销售，为后续严重的利差损问题埋下隐患。公司创始人的继任者完全沿用上一任的经验判断，未能根据市场变化改变经营方针，管理层中仅部分成员了解真实经营状况。

图42：千代田生命资产状况

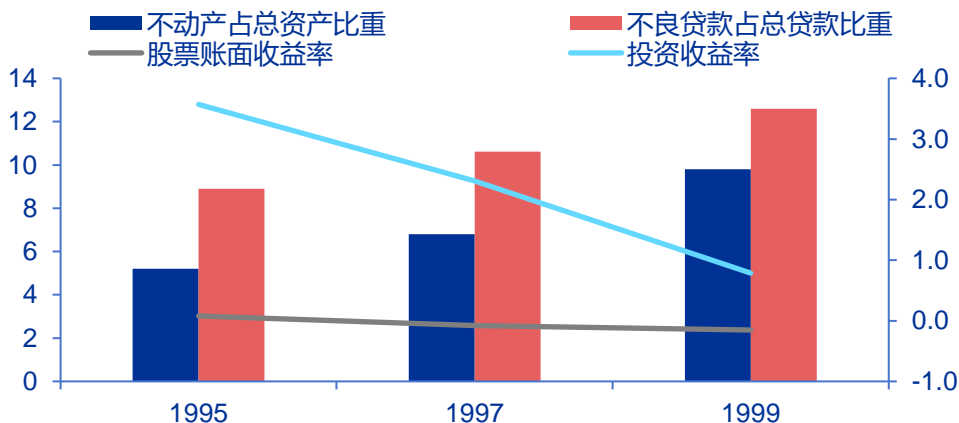
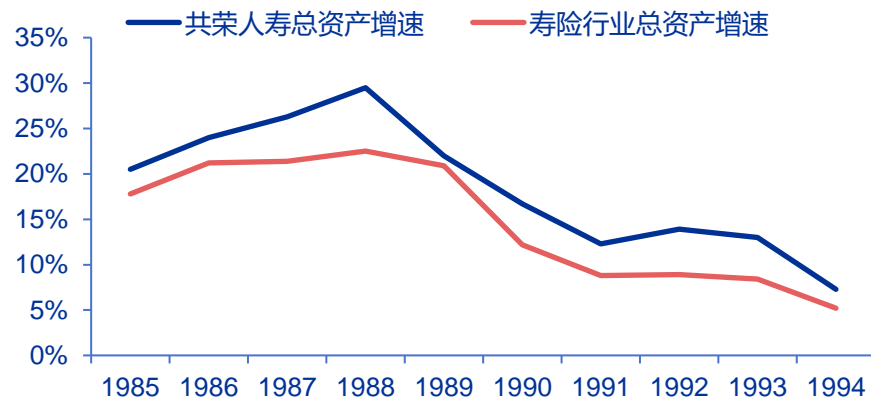


图43：共荣人寿及日本人身险行业资产规模增速



3.2 日本人身险公司破产归因分析：个案原因

保险公司破产的个案原因可归纳为三类问题：商业模式、管理团队、管理架构。最重要的影响因素与管理层有关，如核心管理层的能力、次级管理者行为是否妥当及管理团队功能是否失调。从破产公司的案例分析来看，公司内部监管自律、偿付能力监管和市场纪律都未能正常运行，即使建立了健全的监管机制，如无法有效约束高层管理人员，其风险控制的作用相对有限。

- **日产人寿：**公司通过农业银行销售高利率储蓄型产品，实现规模的迅速扩张，但这些产品后来成为公司的严重负担。期间，精算师曾向管理层发出警告，但管理层未能及时约束销售部门。1987-1988年，公司资产规模增速远超行业。由于名义数据表面看似良好，核心管理层得到的信息是业务经营一切正常，但实际业务状况并非如此。

图44：日产人寿及人身险行业总资产增速

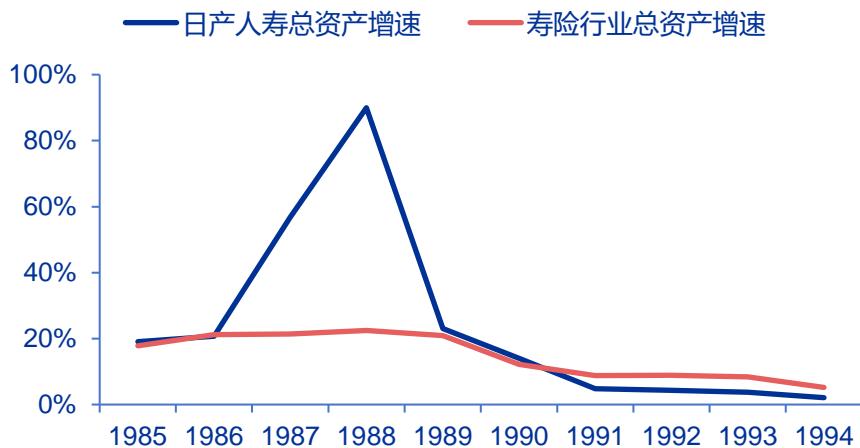
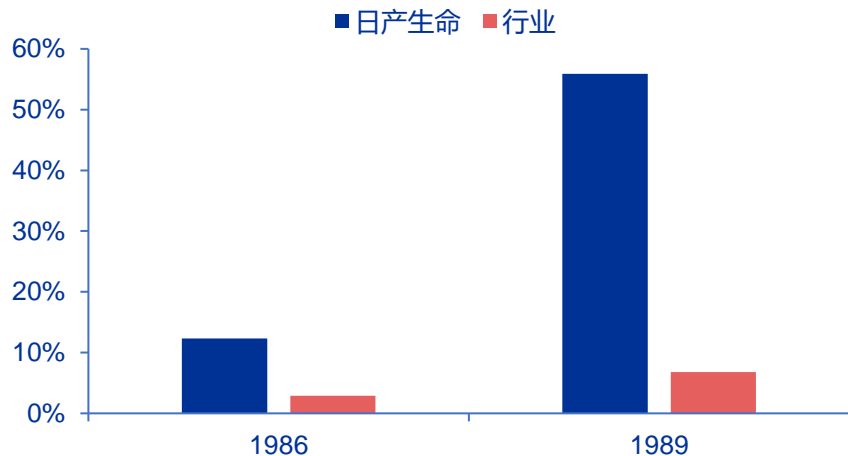


图45：危机前，日产生命个人年金占总储备金比重显著高于行业



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/235140001343011310>