

保险 II 行业深度报告

寿险负债成本下行幅度或大于资产收益率压力 ——来自分红实现率和万能结算利率的视角

增持（维持）

2024年07月31日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001
021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002
021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书：S0600524060001

wux@dwzq.com.cn

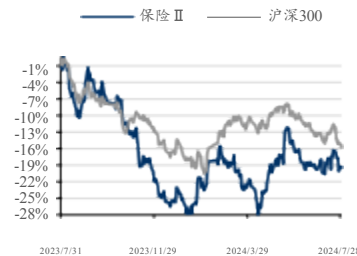
研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002
luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- **负债成本测算成为今年寿险行业研究的重要课题之一。**近期监管通过窗口指导对不同体量保险公司进行浮动收益产品的存量负债成本上限的压降，其中对于中小型/大型公司，万能险结算利率上限为3.3%/3.1%，分红险实际收益率上限为3.2%/3.0%。该调整类似存量负债“重定价”，相比预定利率“不追溯过往保单合同”，对负债成本压降作用较大。
- **新准则下，我们预计2024年上市险企净投资收益率或进一步下行，但得益于权益市场“红利资产”的结构性行情，总投资收益率或改善。**1.从净投资收益率来看，2023年主要压力来自到期再配置收益率承压和新流入保费配置收益率低于存量平均水平。我们估算2024年上市险企平均净投资收益率预计约33bps至3.66%。2.从总投资收益率来看，得益于2024年权益市场“红利资产”的结构性行情以及上年同期权益资产买卖价差亏损导致的低基数效应，总投资收益率或改善至3.46%。
- **监管引导预定利率下行的决心不变，相较于2023年，本轮预定利率下调或大公司先行，各机构节奏显差异。**从传统险来看，根据当前国内险企平均13年左右的负债久期假设和50bps年化传统险预定利率下降幅度估算，按照每年7.7%（1/13）存量资产再配置比例，按照50%传统险业务占比得到年化负债成本下行幅度为1.9bps。
- **我们选取国寿、平安、太保和泰康四家已披露最新一期分红实现率的头部险企进行样本分析。**分红实现率是基于产品整体计算的衡量分红险实际分红水平与预期分红水平之间差异的指标。样本寿险公司可比口径的最新一期现金红利实现率由高至低排序分别为：泰康长寿账户（50%）、太保（48%）、平安（36%）、泰康个人账户（36%）、国寿（35%）；而上年同期排序分别为：泰康长寿账户（150%）、泰康个人账户（114%）、平安（107%）、太保（87%）、国寿（68%）。当前主要头部险企有两种机制下的红利派发特征，具体包括保单年预发放和年终统一派发。太保保额分红实现率高于现金分红。国寿一款产品分红实现率逾100%，主动披露2013年起累计红利实现率。平安同一保单生效区间内绝大多数产品保持一致。泰康根据缴费额差异化区分长寿账户和个人账户。样本寿险公司现金红利实现率算术平均值从上年的93.8%下降至最新一期的38.7%，对应投资收益率从3.8%下降至3.0%，按照30%分红险业务占比和存量全部重定价年化得到负债成本下行幅度为23.2bps。
- **4Q23以来万能险结算利率持续下降，头部险企降幅更大。**2024年5月全行业共计1674款万能险年结算利率平均值为2.97%，相较2023年5月平均值（3.67%）下降70bps；2024年1月至5月万能险年结算利率平均值为3.10%。而2023年全年平均值平均为3.61%，下降51bps。我们预计全行业2024年全年平均万能险结算利率为3.0%，同比下降约61bps，而上市公司这一降幅达88bps，主要系头部公司起到行业表率作用。按照20%万能险业务占比和存量全部重定价年化得到年化负债成本下行幅度为17.6bps。
- **投资建议：我们测算上市险企寿险负债成本下行幅度达42.7bps高于资产端下行压力。**保险股具备“红利影子股”的特征，从业绩来看，年初至今权益市场结构性行情有助于上市险企业绩释放。从估值来看，长端利率虽然持续下行压制板块估值，但央行持续表态长端利率过低，底部基本探明，首推中国太保，其次推荐中国人寿、新华保险和中国平安。
- **风险提示：万能险结算利率和红利实现率下降使得产品吸引力下降销售难度增加，寿险业转型持续低于预期，宏观经济复苏低于预期**

行业走势



相关研究

《上市险企6月保费数据点评：寿险增速当弱不弱，车险增速再度放缓》

2024-07-17

《央行“卖债”定调长端利率底部，利率反弹力度决定寿险修复高度，首推太保和新华》

2024-07-02

内容目录

1. 引言： 负债成本测算成为今年寿险行业研究的重要课题之一	4
1.1. 2023 年以来监管持续引导寿险公司综合负债成本下行	4
1.2. 长端利率大幅下行及权益市场低位徘徊对险企投资收益达成带来挑战	5
1.3. 大力发展非保证利率产品有助于降低综合负债成本	6
2. 分红实现率： 概念、提出、现状	7
2.1. 分红险及保单盈余计算	7
2.2. 分红实现率： 概念及提出	9
2.3. 两种机制下的红利派发特征： 保单年预发放 VS 年终统一派发	10
2.4. 太平洋人寿分红实现率： 保额分红实现率高于现金分红	12
2.5. 中国人寿分红实现率： 一款产品分红实现率达 100%， 主动披露 2013 年起累计红利实现率	13
2.6. 平安人寿分红实现率： 同一保单生效区间内绝大多数产品保持一致	13
2.7. 泰康人寿分红实现率： 根据缴费额差异化区分长寿账户和个人账户	14
3. 万能险结算利率下调， 头部险企降幅显著高于行业平均水平	15
3.1. 结算利率和产品概览	15
3.2. 当前结算利率现状： 4Q23 后快速下行	16
3.3. 头部险企万能险结算利率现状	16
4. 主要结论与投资建议	18
4.1. 主要结论： 寿险负债成本下行幅度或大于资产收益率压力	18
4.2. 投资建议： 买入“红利影子股”	18
4.3. 风险提示	19

图表目录

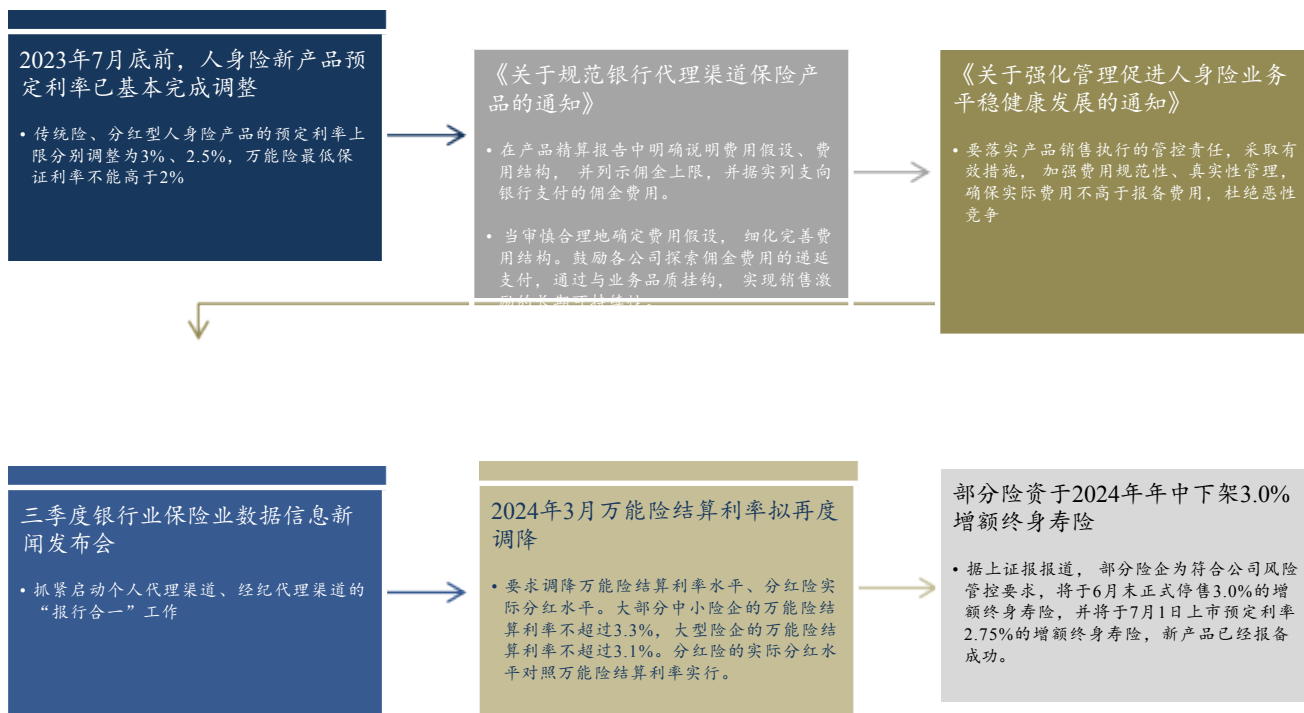
图 1:	2023 年以来, 监管持续引导寿险公司综合负债成本下降	4
图 2:	预定利率上限调整情况一览	5
图 3:	在监管的窗口指导下分红和万能险客户实际收益率上限调整	5
图 4:	长端利率趋势性下行增加权益收益增强压力 (%)	5
图 5:	国内长债利率曲线进一步平坦化 (%)	5
图 6:	我们预计 2024 年上市险企净投资收益率或进一步下行, 但总投资收益率或改善	6
图 7:	利率下行对投资收益率负面影响测算示意图	6
图 8:	客户实际收益率演示公式 (假设按照 100%的分红实现率)	8
图 9:	客户实际收益率 2.5%-5%的分红实现率分布	9
图 10:	保单年预发放红利示意图	10
图 11:	年终统一派发红利示意图	11
图 12:	平安人寿 2018 年以来分红实现率水平	14
图 13:	平安人寿 2018 年以来分红实现率对应的客户实际收益率	14
图 14:	泰康人寿分红账户的分红实现率情况	15
图 15:	泰康人寿平均分红实现率对应的客户实际分红收益率	15
图 16:	平安聚财宝终身寿险 (万能型) 保单账户运作原理	15
图 17:	近期万能险年结算利率下行趋势 (单位: %)	16
图 18:	截至 2024 年 5 月, 万能险结算利率超过 3.3%的产品数	16
图 19:	重点公司万能险年结算利率平均值呈下行趋势 (单位: %)	17
图 20:	截至 2024 年 5 月, 重点公司万能险平均结算利率一览 (单位: %)	17
图 21:	重点公司和非重点公司万能险结算利率变化趋势对比 (单位: 左轴%, 右轴 bps)	17
表 1:	新型寿险产品区别辨析	7
表 2:	4 种红利分配方案	8
表 3:	红利实现率的类型及基本概念	10
表 4:	上市险企保单红利的领取方式略有差异	11
表 5:	四家保司分红实现率对比情况	11
表 6:	太平洋人寿 2019 年以来现金分红实现率统计分析	12
表 7:	太平洋人寿 2019 年以来保额分红实现率统计分析	12
表 8:	中国人寿现金分红实现率统计分析	13
表 9:	样本寿险公司分红实现率平均值及对应客户投资收益率水平	18
表 10:	经测算, 上市险企寿险负债成本下行幅度达 42.7bps 高于资产端下行压力	18
表 11:	上市险企估值表 (以 2024 年 7 月 30 日股价计)	19

1. 引言： 负债成本测算成为今年寿险行业研究的重要课题之一

1.1. 2023 年以来监管持续引导寿险公司综合负债成本下行

负债成本测算成为今年寿险行业研究的重要课题之一，当前压制保险股估值的核心拖累是潜在“利差损”隐忧。监管引导预定利率下行的决心不变，相较于 2023 年，本轮预定利率下调或大公司先行，各机构节奏显差异，体现为监管引导下的自发机制。具体来看，2024 年 3 月末，金监总局人身险司发布了关于完善评估利率形成机制的指导意见。保险业协会组织 9 家公司参与研究项目分为挂钩机制研究、动态调控及约束机制研究、产品定价及长期可调机制研究三个小组，旨在建立寿险公司评估利率和市场利率的长期动态联动，并以此为基础建立定价利率的可调机制。部分险企为符合公司风险管控要求，于 6 月末正式停售 3.0% 的增额终身寿险，并于 7 月 1 日上市预定利率 2.75% 的增额终身寿险，新产品已经报备成功。2024 年 7 月中旬，监管部门组织老七家开闭门会，商讨预定利率为 3% 的保险产品下架。其中，普通型保险产品的预定利率从 3% 下调至 2.5%，调整期 1 个月。投资型理财产品中，分红险产品的保证利率上限调整为 2%，万能险产品的保证利率上限调整至 1.75%，调整期为 2 个月。

图1：2023 年以来，监管持续引导寿险公司综合负债成本下降



数据来源：银保监会，国家金融监督管理总局，东吴证券研究所

特别需要注意的是，相较于预定利率调整，分红实现率和万能结算利率的上限控制对存量负债成本影响更为显著。监管通过窗口指导对不同体量保险公司进行浮动收益产品的存量负债成本上限进行压降，其中对于中小型/大型公司，万能险结算利率上限分别为 3.3%/3.1%，分红险实际收益率上限分别为 3.2%/3.0%。若该公司能够提供充足的证据表明，公司的投资收益率表现优异，则可不需主动调降实际收益率。由于该调整类

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/396042131123010211>