保险II行业深度报告

寿险定价利率调整：回顾、分析与展望

增持（维持）

2023 年 04 月 21 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 朱洁羽
执业证书：S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn

投资要点

- **一场调研会引发市场对预定利率下调的关注。**为引导人身险业降低负债成本，加强行业负债质量管理，银保监会人身保险监管部前期召开座谈会。重点内容包括：负债成本情况、负债与资产匹配情况、对公司负债成本合理性的判断、降低责任准备金评估利率对公司和行业的影响等。虽然评估利率的调整不影响偿二代下的会计准备金和偿付能力，但超过评估利率上限的产品预计今后难以获得审批通过，信号意义较强（预定利率是长期险产品对投资端资产回报率定价假设）。
- **回顾过往，我国人身险预定利率经历多轮调整，如何在防控利差损隐忧与避免增加销售难度找到平衡是监管与行业的共同课题。**1）1999 年 6 月 10 日原保监会下发紧急通知，规定保险公司不得再新签发预定利率超过年复利 2.5%的寿险保单，且合同不得附加利差返还条款。彼时，一年期银行存款利率从 1993 年的 10.98%逐步下降到 1999 年的 2.25%，而紧急通知下发前保单预定利率约平均为 8%左右。2）2013 年 8 月起原保监会先后实施普通型、万能型、分红型人身险费改正式实施，不再执行 2.5%的上限限制。3）2019 年 8 月，银保监会对 2013 年 8 月 5 日及以后签发的普通型养老年金或 10 年以上的普通型长期年金，将责任准备金评估利率上限由年复利 4.025%和预定利率的小者调整为年复利 3.5%和预定利率的小者。4）2023 年 3 月监管召开评估利率座谈会。
- **当前准备金评估利率具备下降外部条件。**保险产品和银行理财产品之间存在一定的替代关系和比价效应，彼时 2013 年 8 月人身险开启费改，十年期国债到期收益率和 1 年期理财产品收益率分别为 3.4%和 4.8%左右，竞品理财产品凭借较高的收益对保险市场带来一定冲击。当前一年期定期存款基准利率仅为 1.50%，十年期国债到期收益率中枢约为 2.85%，资管新规后理财产品破刚兑，银行理财净值化转型和公募基金牛熊震荡已对投资者进行了较为充分的教育。降低负债的监管思路一脉相承，在长端利率趋势性下行背景下，通过调整预定利率降低刚性负债成本是大势所趋。自 2023 年 4 月以来多家中小银行宣布调整存款利率。
- **短期险和以保障功能更强的长期险产品对于利率敏感度相对不高。**我们分别计算了当预定利率从 3.5%下调到 3.25%、3.0%和 2.75%影响，发现预定利率越低，毛保费上涨幅度越大。经测算，当预定利率从 3.5%下调到 3.0%后，年金险、终身寿险、定期寿险、两全险和健康险对应毛保费涨幅分别为 18.4%、19.5%、3.5%、7.5%和 16.4%。
- **若未来行业预定利率下降，影响“短空长多”。**从短期来看，引导降低负债成本将大幅刺激产品销售，尤其是普通型养老年金及 10 年以上的普通型长期年金，老产品停售炒作难以避免。中期来看，预定利率跟随评估利率下行，保险公司分红险占比提升，传统险业务占比下降，虽然储蓄型业务吸引力略有下降，但分红险占比提升有望缓解人身险公司刚性负债成本压力。长期来看，有望引导人身险公司降低负债成本。
- **他山之石：从中国台湾看预定利率变化影响分析。**中国台湾保险公司在面对预定利率下降的压力时：1）通过开发外币寿险保单，如预定利率较高的美元来吸收美元升息带来的高收益率。2）发展投资型产品（利变型产品，类似大陆分红险），通过将利率下行或者市场波动带来的风险转向投保人而降低保险公司自身的风险敞口。3）发展保障型产品，降低保险产品对资本市场波动的敏感性。
- **投资建议：保险股经济顺周期直接受益品种，近期宏观经济数据密集披露，宏观经济增速略超市场相对悲观的预期。负债端拐点正在验证，上调 NBV 增速预期。个股推荐顺序：中国太保、中国人寿和中国平安。**
- **风险提示：**预定利率下降使得产品吸引力下降销售难度增加、宏观经济复苏低于预期、寿险业转型持续低于预期

行业走势



相关研究

《守得云开见月明——上市保险公司 2022 年年报综述》

2023-04-19

《引导降本提质，影响短空长多——监管组织协会以及人身险公司召开座谈会点评》

2023-03-23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 引言：一场调研会引发市场对预定利率下调的关注 4
1.1. 监管组织多家人身险公司于三地召开会议 4
1.2. 评估利率与预定利率的关系 4
1.3. 利率下行背景下，通过调整预定利率降低刚性负债成本是大势所趋 5
2. 鉴往知今：我国人身险历史预定利率调整复盘 6
2.1. 1999 年 6 月紧急调整 6
2.2. 2013 年 8 月费改逐步放开 8
2.3. 2019 年 8 月 4.025%产品报备窗口指导-☆ 9
2.4. 本次评估利率调整空间测算 9
3. 预定利率调整对不同类型人身险产品影响分析 11
3.1. 预定利率调整对保险财富类产品相影响分析 11
3.2. 对行业影响“短空长多” 12
3.3. 增额终身寿险 13
3.4. 年金险 15
3.5. 两全险 16
3.6. 定期寿险 17
3.7. 健康险 17
4. 他山之石：从中国台湾看预定利率变化影响分析 18
4.1. 中国台湾地区预定利率变化的影响 18
4.2. 寿险业产品正处于由保障型业务为主转变为投资型业务为主 19
5. 主要结论与投资建议 21
5.1. 主要结论 21
5.2. 投资建议 21
6. 风险提示 22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 银保监会人身保险监管部近日组织召开座谈会调研重点内容 4
图 2: 上市银行全年净息差水平逐季下行（单位：%） 6
图 3: 湖北武穴农商银行于近期下调存款利率 6
图 4: 早期利差损业务对中国人寿发展的影响 7
图 5: 1996 年后我国进入降息周期，一年期银行存款利率从 10.98%逐步下降到 1999 年的 2.25%（单位：%） 7
图 6: 当前准备金评估利率具备下降外部条件（单位：%） 10
图 7: 责任准备金评估利率测算（横轴为权重 W1，纵轴为利率单位：%） 11
图 8: 国寿臻享传家增额终身寿险 IRR 13
图 9: 金多多增额终身寿险 IRR 13
图 10: 太保盛世长航终身寿险（万能型）不同档位 IRR 14
图 11: 预定利率下调后，终身寿险的毛保费涨幅 14
图 12: 预定利率下调后，年金险的毛保费涨幅 15
图 13: 预定利率下调后，两全险的毛保费涨幅 16
图 14: 太保鑫红利 3.0 两全保险（分红型）不同档位收益率 16
图 15: 太保附加未来星教育金两全保险（分红型）不同档位收益率 16
图 16: 预定利率下调后，定期寿险的毛保费涨幅 17
图 17: 预定利率下调后，重疾险的毛保费涨幅 18
图 18: 富邦人寿投资型产品收益率具有相对竞争优势 19
图 19: 中国台湾地区寿险业首年保费中投资型产品保持高占比水平 19
图 20: 国泰人寿负债成本下行，投资收益率上行 20
图 21: 国泰人寿损益两平点&避险后经常性收益率 20
图 22: 富邦人寿负债成本下行，投资报酬率上行 20
图 23: 富邦人寿损益两平点&避险后经常性收益率 20

表 1: 评估利率与预定利率的关系 5
表 2: 10 年期国债到期收益率及 750 天移动平均线变化（单位：%） 10
表 3: 责任准备金评估利率测算假设 10
表 4: 2022 年上市险企寿险前五保费收入排名 11
表 5: 预定利率调整对保险财富类产品影响分析 12
表 6: 上市险企估值表（以 2023 年 4 月 18 日股价计） 22

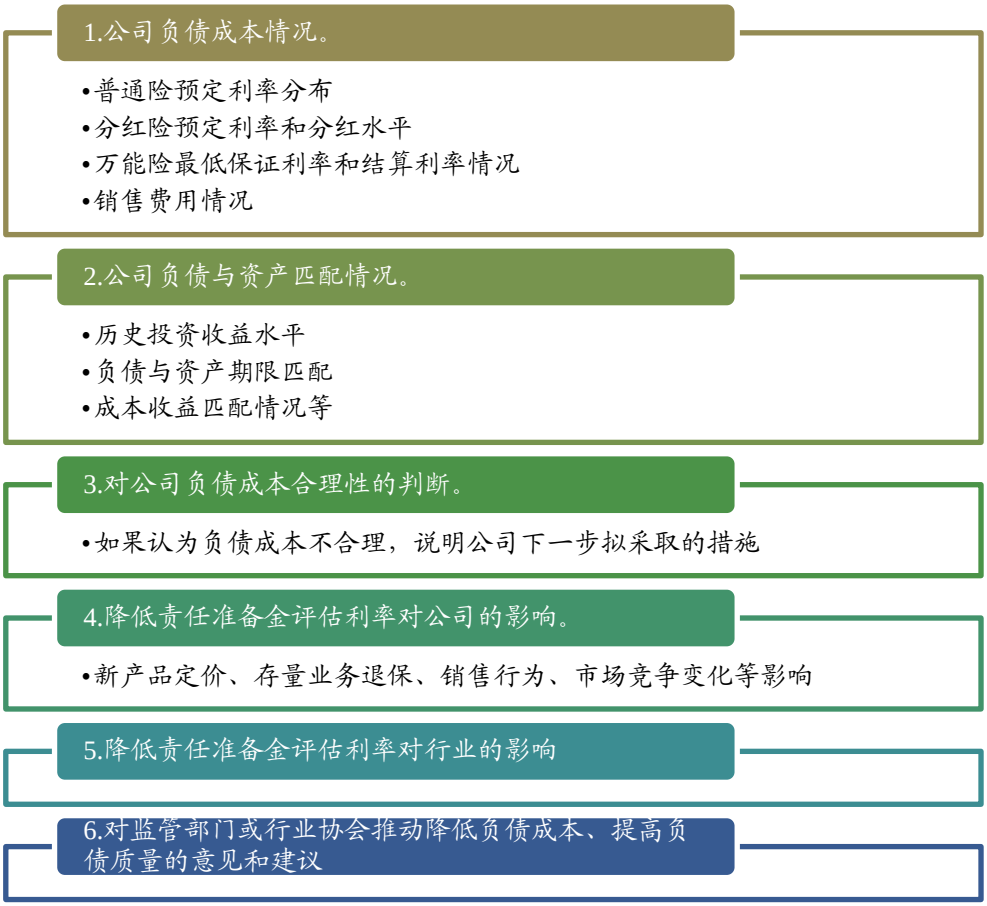
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 引言：一场调研会引发市场对预定利率下调的关注

1.1. 监管组织多家人身险公司于三地召开会议

为引导人身险业降低负债成本，加强行业负债质量管理，银保监会人身保险监管部2023年3月末组织保险行业协会以及23家人身险公司召开座谈会。本次公司调研重点内容包括：负债成本情况、负债与资产匹配情况、对公司负债成本合理性的判断、降低责任准备金评估利率对公司和行业的影响以及对降低负债成本、提高负债质量的意见和建议。相关调研内容体现了监管对股债成本合理性的关注，鼓励各类机构（大中小型、银邮系、外资公司以及相互制机构）主动降成提质。此前监管层定期召开相关座谈会，本次三地临时召开座谈会预计是积极响应新一届高层对“大兴调查研究之风”的导向。

图1：银保监会人身保险监管部近日组织召开座谈会调研重点内容



数据来源：财联社、证券时报、东吴证券研究所

1.2. 评估利率与预定利率的关系

责任准备金评估利率为偿一代下表述，不影响偿二代下财务会计和内含价值，对存量业务利润释放不产生影响，但引导降低负债成本的长期信号值得关注。同时需要注意

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的是，准备金评估利率的调整会直接影响责任准备金覆盖率[1]，评估利率下调会降低责任准备金覆盖率，当前银保监会在保险公司开展个人养老金业务、分类优化保险公司权益类资产配置监管规范和开展互联网人身保险业务等领域有着明确要求（上季末或连续四个季度不得低于 100%）。2020 年 2 月银保监会发布的《关于强化人身保险精算监管有关事项的通知》明确进一步强化法定责任准备金监管。以责任准备金覆盖率为抓手，将其纳入非现场监测指标体系，并与产品监管等监管措施挂钩。

表1：评估利率与预定利率的关系

	预定利率	评估利率
定义	保险产品的“预定利率”作为一种产品开发工具，是保险公司在保险产品设计的过程中，对投资端资产回报率的预测假设	责任准备金的提取基于未来的风险赔付，需要对未来的现金流支出进行贴现，贴现利率就是责任准备金评估利率
公式	$趸交保费=\sum_t \frac{保险责任_t \times 发生率_t}{(1+预定利率)^t} / (1-费用率)$	$责任准备金=\sum_t \frac{保险责任_t \times 发生率_t}{(1+评估利率)^t}$

资料来源：东吴证券研究所整理

评估利率的下降对预定利率具有指导作用，超过评估利率上限的产品预计今后难以获得审批通过。根据银保监会网站发布《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》要求，保险公司开发普通型人身保险，其预定利率不高于原保监会规定的评估利率上限的产品，仅需备案即可，一旦高于评估利率上限，则必须经过监管部门审批。寿险合同负债由未到期责任准备金和未决赔款准备金组成，虽然评估利率的调整不影响偿二代下的会计准备金和偿付能力，但会释放长期信号，对预定利率有牵引作用。

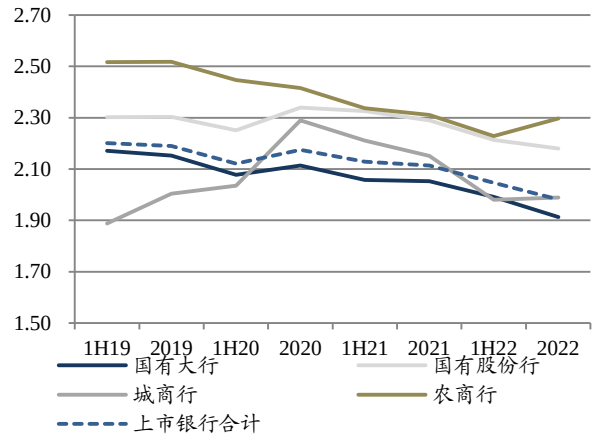
1.3. 利率下行背景下，通过调整预定利率降低刚性负债成本是大势所趋

降低负债的监管思路一脉相承，2022 年上市银行全年净息差逐季下行，近期各地中小银行出现集体存款利息下调。2022 年上市银行平均净息差水平较 9M22 累计下降 3bps 至 1.98%，全年同比下降 13.2bps，主要受 LPR 下调等因素影响，贷款定价下行，存款竞争激烈且成本保持相对刚性。其中国有大行全年累计下行 14bps，四季度下行 4bps，受资产定价下行及负债成本回升共同挤压息差表现。自 2023 年 4 月以来，河南、广东、深圳、辽宁、湖北、陕西等地多家中小银行宣布调整存款利率。至少 20 家中小银行（包括城商行、农商行、农信社等机构）下调了存款利率，调降幅度不一，介于 10 个-45 个基点之间。

[1] 责任准备金覆盖率=（资产-其他负债+费用调整项）/责任准备金

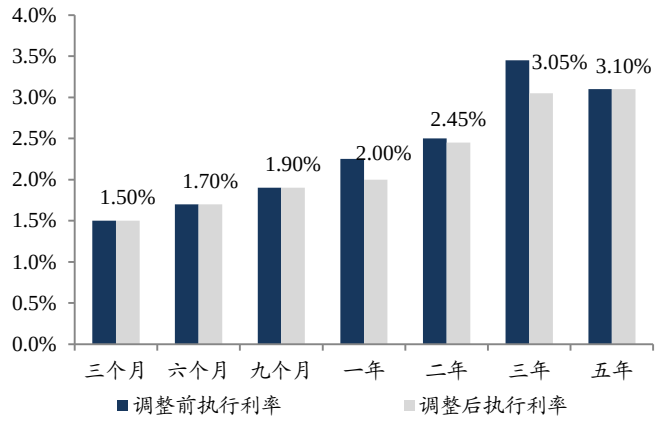
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：上市银行全年净息差水平逐季下行（单位：%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：湖北武穴农商银行于近期下调存款利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

银行降存款成本给保险储蓄型业务降低预定利率留下可行性空间。在银行理财破净、其他资管产品频出风险的情况下，中小银行下调存款产品有助于降低负债端成本，同时能够缓解保险行业预定利率下调压力，帮助保险公司传统寿险产品实现“软着陆”。4月3日，中国人民银行发布的《2023年第一季度城镇储户问卷调查报告》称，在消费、储蓄和投资意愿中，倾向于“更多消费”的居民占23.2%，比上季增加0.5个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民依然占58.0%，比上季减少3.8个百分点；倾向于“更多投资”的居民占18.8%，比上季增加3.3个百分点。在宏观经济回暖的蓄势阶段，居民表现出高昂的储蓄热情，监管机构此时调降存款利率和预定利率可以降低居民或企业的储蓄意愿，有助于刺激消费和投资，回归金融支持实体经济的本质。

2. 鉴往知今：我国人身险历史预定利率调整复盘

2.1. 1999年6月紧急调整

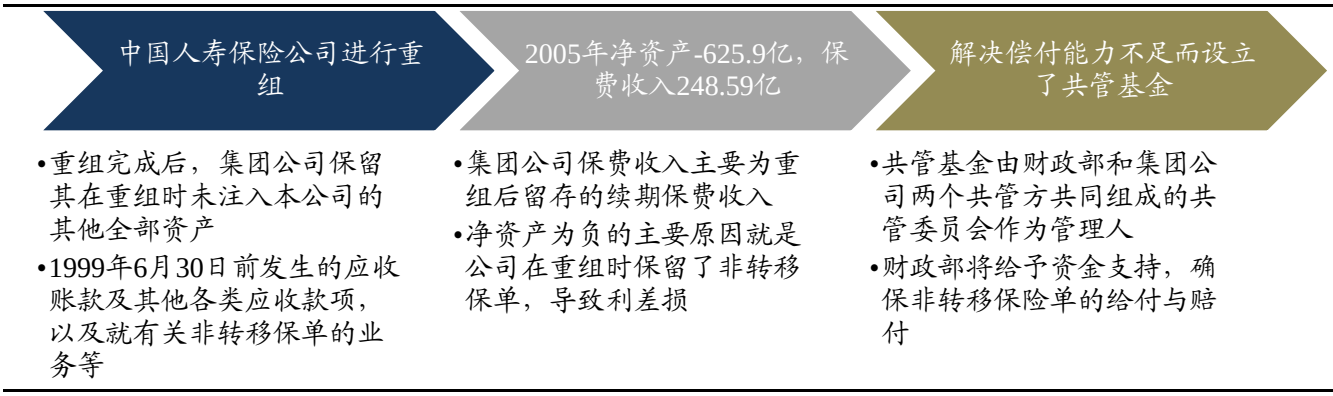
我国于1978年恢复寿险业到1999年的近20年间，我国并未对预定利率行政干预，当时的寿险公司根据银行利率和自身发展的需要厘定预定利率。80年代中后期，寿险业不断发展，但在当时高通货膨胀率和银行频繁调整利率的情况下，给保险公司带来了管理上和准备金计算上的困难。从1996年后，我国进入降息周期，一年期银行存款利率从1993年的10.98%逐步下降到1999年的2.25%。由于《保险法》对保险公司资金运用的限制，当时保险公司大部分资金投放于银行存款，部分甚至达高达70%以上，保险公司的投资回报率严重依赖于银行的存款利率。市场利率的下降严重限制了保险公司的投资收益，而且当时积累的保单多以固定预定利率形式，使得保险公司积累了大量的利差损。

2003年中国人寿上市重组前，集团公司将高利率保单业务（即90年代大量销售的预定利率为平均约8%的保单）剥离给集团内的“国寿存续”机构，使得上市公司无高利率保单压力。2003年中国人寿保险公司进行重组，重组完成后，集团公司保留其在重

请务必阅读正文之后的免责声明部分

组时未注入本公司的其他全部资产，包括 1999 年 6 月 30 日前发生的应收账款及其他各类应收款项，以及就有关非转移保单的业务等。2005 年经普华永道审计的母公司报表口径总资产为 2.366.7 亿元，净资产-625.9 亿元，保费收入 248.59 亿。集团公司保费收入主要为重组后留存的续期保费收入，而净资产为负的主要原因就是公司在重组时保留了非转移保单，这部分早期保单的保证收益率高于投资资产收益率，导致保险集团的利差损。集团为了解决这部分非转移保单业务偿付能力不足的问题，与财政部共同设立了共管基金，承诺在共管基金存续期内，如果共管基金不足以支付保险单的给付与赔付，财政部将给予资金支持，确保非转移保险单的给付与赔付。

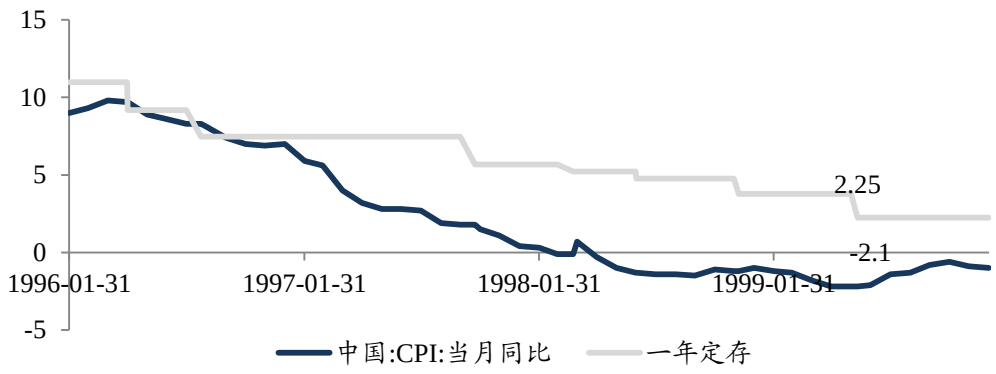
图4：早期利差损业务对中国人寿发展的影响



数据来源：中国人寿集团招股说明书

鉴于行业所积累的巨额利差损已经严重影响行业的正常发展，原保监会于 1999 年 6 月 10 日下发了《关于调整寿险保单预定利率的紧急通知》。该通知规定了保险公司不得再新签发预定利率超过年复利 2.5%的寿险保单，且合同不得附加利差返还条款。对于条款经过备案、精算公式不变、仅对预定利率进行调整的险种，保监会将优先审查。

图5：1996 年后我国进入降息周期，一年期银行存款利率从 10.98%逐步下降到 1999 年的 2.25%（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

自寿险预定利率限制于 2.5%后，新型寿险经历持续高增长。从 1999 年起，随着寿险产品预定利率下调到 2.5%，传统型寿险产品的价格大幅上涨，另外由于传统型产品灵活度不够，无法在利率发生较大变化时进行调整，市场吸引力严重下降，退保增加。

在这样的大背景下，各寿险公司在监管支持下参考国外经验，加大创新力度，在接下来的两三年中先后在中国市场引入了分红险（2000 年由国寿推出首款分红型寿险千禧理财）、万能险（2000 年由太保寿险推出首款万能型产品长发两全）和投资连结保险（1999 年平安人寿推出首款投连型产品世纪理财，2022 年泰康人寿推出首款带有保底功能的投连型寿险放心理财）等新型寿险。

2.2. 2013 年 8 月费改逐步放开

为建立符合市场经济规律的保险费率形成机制，推动保险公司经营管理和保险监管的创新，2013 年 8 月以来，原保监会根据“传统险-分红险-万能险”的三步走方式，逐步放开定价利率上限。彼时，利率市场化进程的不断推进，许多显性的利率管制措施已经被取消。2013 年 7 月 20 日，央行取消了金融机构贷款利率（基准利率）0.7 倍的下限。2015 年 10 月 24 日起，央行取消了对商业银行和农村合作金融机构等的存款利率浮动上限。自 1999 年 6 月以来，人身保险的预定利率上限一直被限定为年化复利的 2.5%，而彼时银行一年期定存的利率已经达到 3.0%，高于寿险预定利率上限，成为影响保险产品竞争力的主要因素。2013 年 8 月、2015 年 2 月先后实施了普通型、万能型人身险费改工作，完成了改革的前两步；2015 年 10 月 1 日，分红型人身险费改正式实施，标志着人身险费率形成机制正式建立。自 2013 年传统型人身保险费改落地后，新上市的长期传统险产品，基本都突破了原预定利率 2.5%的限制。

险种	时间	文件	概要
普通型人身险	2013 年 8 月	《关于普通型人身保险费率政策改革有关事项的通知》	预定利率由保险公司按照审慎原则自行决定，不再执行 2.5%的上限限制，新签发的普通型人身保险保单，法定责任准备金评估利率不得高于保单预定利率和 3.5%的小者。普通型养老年金或保险期间为 10 年及以上的其它普通型年金保单，法定责任准备金评估利率可最高上浮至 4.025%（原评估利率的 1.15 倍）。
	2019 年 8 月	《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》	对 2013 年 8 月 5 日及以后签发的普通型养老年金或 10 年以上的普通型长期年金，将责任准备金评估利率上限由年复利 4.025%和预定利率的小者调整为年复利 3.5%和预定利率的小者
万能险	2015 年 2 月	《关于万能型人身保险费率政策改革有关事项的通知》	万能型人身保险的最低保证利率由保险公司按照审慎原则自行决定，不再执行 2.5%的上限限制。
	2016 年 9 月	《进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》	万能险责任准备金评估利率上限调整为 3%;

分红险	2015 年 9 月	《关于推进分红型人身保险费率政策改革有关事项的通知》	预定利率不高于 3.5%的，报送保监会备案；预定利率高于 3.5%的，报送保监会审批，不再执行 2.5%的上限限制；分红型人身保险未到期责任准备金的评估利率为定价利率和 3.0%的较小者

数据来源：原保监会，东吴证券研究所

费率政策改革激励了保险公司加强产品和服务的创新，提供更质优价廉的保险产品，以更好地满足消费者的需求。对于保险公司来说，这意味着非投资型人身保险产品与银行理财、信托产品相比的竞争力得到了加强，传统寿险产品也更具吸引力，市场份额快速提升。费改实施后，多家险企上调了相关产品的保底收益，尤其是重疾险、终身寿险、定期寿险和年金保险等保障型险种。适逢国内利率进入下行通道，上调最低保证利率提升了万能险结算收益中的确定性部分，提高了市场对万能险的关注度。

2.3. 2019 年 8 月 4.025%产品报备窗口指导-☆

2019 年 8 月，银保监会发布《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》对 2013 年 8 月 5 日及以后签发的普通型养老年金或 10 年以上的普通型长期年金，将责任准备金评估利率上限由年复利 4.025%和预定利率的小者调整为年复利 3.5%和预定利率的小者。分红型人身保险责任准备金的评估利率上限为年复利 3%和预定利率的较小者。万能型人身保险责任准备金的评估利率上限为年复利 3%。

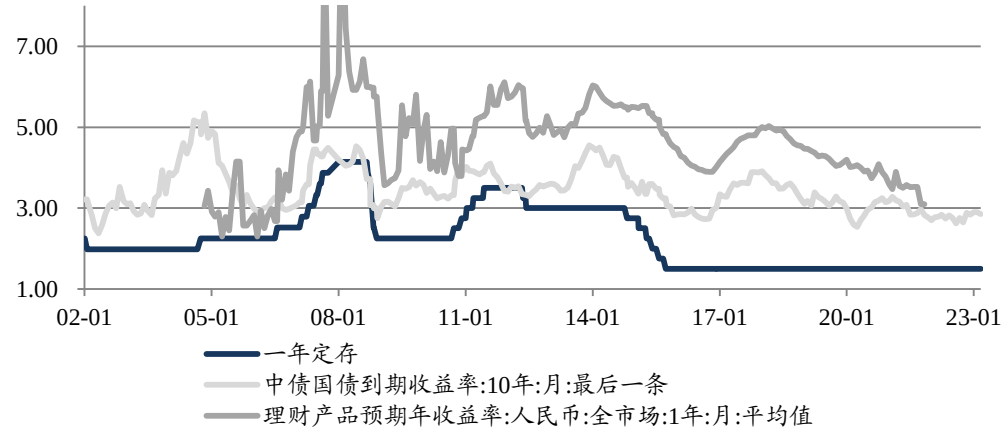
由于利率中枢下行的压力以及国内此时的经济形势，保险公司或面临着成本收益错配的风险，因此有必要对现行的预定利率进行下调，因为通过责任准备金评估利率的下降进行引导，具有较强的信号意义。2013 年人身险费改距此次产品报备窗口指导仅仅过去 6 年时间，仍然维持着“放开前端，管住后端”的监管思路，该新规彰显了监管层在长端利率有下行压力的背景下有效防范利差损风险信号，未来行业淡化开门红，聚焦长期储蓄和保障型产品将逐步成为共识。

2.4. 本次评估利率调整空间测算

当前准备金评估利率具备下降外部条件。对金融消费者而言，保险产品和银行理财产品之间存在一定的替代关系和比价效应，彼时 2013 年 8 月人身险开启费改，十年期国债到期收益率和 1 年期理财产品收益率分别为 3.4%和 4.8%左右，竞品理财产品凭借较高的收益对保险市场带来一定冲击。而当下市场环境（2023 年 3 月），一年期定期存款基准利率仅为 1.50%，十年期国债到期收益率中枢约为 2.85%，资管新规后理财产品破刚兑，1 年期理财产品收益率预期收益率为 3.10%（2021 年末水平），银行理财净值化转型和公募基金牛熊震荡已对投资者进行了较为充分的教育，竞品收益率中枢逐步下行，当前准备金评估利率具备下降外部条件。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图6：当前准备金评估利率具备下降外部条件（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2013 年，在推动人身保险费率形成机制改革过程中，原保监会建立了人身保险业责任准备金评估利率形成机制，由监管部门根据“一篮子资产”的收益率和长期国债到期收益率等因素综合确定评估利率，并根据长期利率的变化适时调整。2019 年银保监会发布的《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》明确基于对市场利率未来走势、行业投资收益率等因素的判断确定评估利率参考值，并结合人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会的意见，适时调整评估利率水平，我们预计新的评估利率范围为 2.71%至 2.91%的范围内，经调整后的平均财务投资收益率为 3.79%。

表2：10 年期国债到期收益率及 750 天移动平均线变化（单位：%）

2016 年至今	10 年期国债到期收益率	750 天移动平均线
均值	3.13	3.30
中位数	3.10	3.31
最大值	3.99	3.78
最小值	2.48	2.91
标准差	0.35	0.21

数据来源：Wind，东吴证券研究所

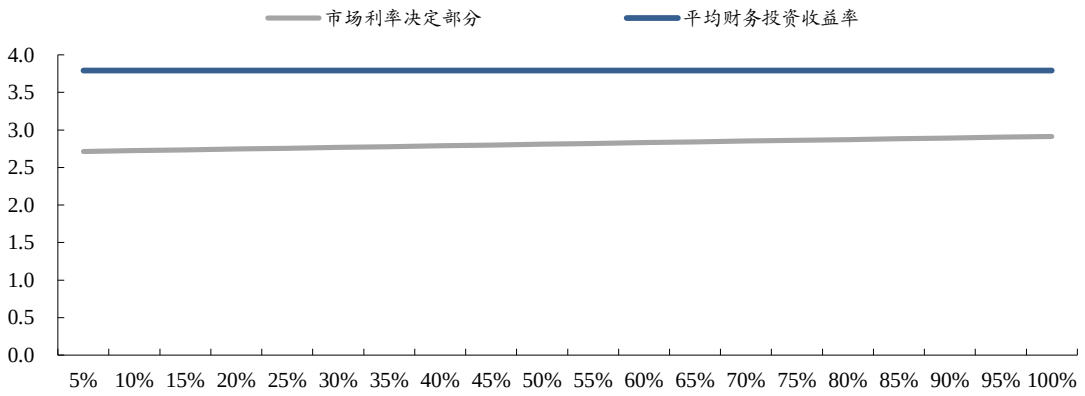
表3：责任准备金评估利率测算假设

项目	数据（单位：%）	备注
市场基准利率	2.91	10 年国债 750 天移动平均线
市场利率的上限	3.12	市场基准利率+1 倍标准差（2016 年至今）
市场利率的下限	2.70	市场基准利率-1 倍标准差（2016 年至今）
寿险公司近 3 年投资收益率	4.73	行业近三年平均总投资收益率
信用溢价	0.94	近三年 10 年期 AAA 企业债收益率-国债
综合财务投资收益率	3.79	保险业近三年投资收益率-信用溢价

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图7：责任准备金评估利率测算（横轴为权重 W1，纵轴为利率单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所；评估利率参考公式为：$i = min\{r, int\}$其中：1.int为保险业近三年风险调整后的平均财务投资收益率，即将保险业近三年平均财务投资收益率扣除对信用风险及再投资风险的补偿。2.r_t为市场利率决定部分，公式如下：$r_t = r^{floor} + w_1 \times [\min(r, r^{cap}) - r^{floor}] + w_2 \times [\max(r, r^{cap}) - r^{cap}] - c$以上公式中，$r$为基准市场利率，$r^{cap}$、$r^{floor}$分别为基准市场利率的上限和下限，$w_1$、$w_2$为不同的权重系数，c 为红利隐性成本。以 10 年期国债 750 天移动平均值为基准市场利率，通过对基准市场利率的历史经验以及未来走势的判断，动态设定基准市场利率上下限值。基准市场利率介于上下限之间及低于下限的部分认定为常规波动、超出上限的部分认定为非常规波动，分别按不同权重计入评估利率。对分红型人身保险，扣减红利隐性成本。

3. 预定利率调整对不同类型人身险产品影响分析

3.1. 预定利率调整对保险财富类产品相影响分析

在资管新规正式落地、市场利率下行以及权益市场波动的背景下，保险财富类产品相对于其他金融产品的长期稳健优势凸显。从 2022 年上市险企寿险业务保费收入排名前五产品一览表中发现，储蓄型业务占比明显提升，中期年金和两全产品帮助客户解决教育金储备等各类中长期财富管理需求，终身寿险满足客户风险保障、资产传承以及长期储蓄的综合需求。展望未来，我们认为随着居民可支配收入预期的提升，对保险产品配置需求逐步释放，寿险公司仍需坚持以客户为中心的产品开发理念。

表4：2022 年上市险企寿险前五保费收入排名

中国人寿	平安人寿	新华保险	太保寿险	人保寿险
国寿鑫享至尊年金保险（庆典版）	平安金瑞人生(2021)年金保险	稳得福两全保险（分红型）	鑫红利两全保险（分红型）	人保寿险鑫安两全保险（分红型）（C 款）
国寿鑫耀东方年金保险	平安财富金瑞(2021)年金保险	惠添富年金保险	金佑人生终身寿险（分红型）A 款（2014 版）	人保寿险如意保两全保险（分红型）
国寿鑫裕金生两全保险	平安御享金瑞年金保险	荣华世家终身寿险	长相伴（庆典版）终身寿险	人保寿险聚财保养老年金保险（分红型）
国寿城乡居民大病团体医疗保险（A 型）	平安平安福终身寿险	健康无 youC 款重大疾病保险	鑫享事诚（庆典版）两全保险	人保寿险温暖金生年金保险
国寿鑫福临门年金保险	平安金瑞人生(20)年金保险	惠金享年金保险	城乡居民大病团体医疗保险（A 型）	人保寿险卓越金生两全保险

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

我们根据《中国人身保险业经验生命表（2010－2013）》CL1 表测算预定利率调整对保险财富类产品毛保费影响，从利率敏感性排序来看，终身寿险年金>重疾>两全>定期寿险。我们以 30 岁男性为例，保额为 1000 元，缴费期限为 10 年，前五年的费用支出率为 50%、30%、20%、5%、5%（第六年及以后没有费用支出）。我们分别计算了当预定利率从 3.5%下调到 3.25%、3.0%和 2.75%影响，发现预定利率越低，毛保费上涨幅度越大。当预定利率从 3.5%下调到 3.0%后，年金险、终身寿险、定期寿险、两全险和健康险对应毛保费涨幅分别为 18.4%、19.5%、3.5%、7.5%和 16.4%。短期险和以保障功能更强的长期险产品对于利率敏感度相对不高。

表5：预定利率调整对保险财富类产品影响分析

产品类型	产品介绍	预定利率 从 3.5%下调至 3.25%	预定利率 从 3.5%下调至 3.0%	预定利率 从 3.5%下调至 2.5%
年金	60 岁给付终身年金	8.8%	18.4%	29.0%
终身寿险	终身死亡给付保额	9.2%	19.5%	30.9%
定期寿险	20 年期定期死亡给付保额	1.7%	3.5%	5.3%
两全险	20 年期定期死亡给付保额 +20 年期年金	3.7%	7.5%	11.5%
重疾险	终身寿险（主险）+终身重疾（附加险 1）+轻症责任（附加险 2）产品组合	7.8%	16.4%	25.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：30 岁男性，10 年期缴保费，前五年的费用支出率为 50%、30%、20%、5%、5%（第六年及以后没有费用支出）

3.2. 对行业影响“短空长多”

对行业影响“短空长多”，我们从短期、中期和长期三个维度分析。

从短期来看，引导降低负债成本将大幅刺激产品销售，尤其是普通型养老年金及 10 年以上的普通型长期年金，老产品停售炒作难以避免。近年来，疫情持续影响下，传统个险队伍增员难、留存难、展业难的困境交织放大，增额终身寿险成为不少寿险公司 2023 年“开门红”主打产品。3 月 24 号座谈会结束后，部分中小寿险公司和代理人纷纷“蹭热点”，通过各类宣传“炒停”，例如“3.5%复利的绝唱”、“即将下架”、“最后的机会”等字眼，虽然短期对上半年新单有着明显贡献，但也给保险消费者留下专业度不高的负面印象。

中期来看，预定利率跟随评估利率下行，寿险公司利差损隐忧逐步缓解，业务结构上，分红险占比提升，传统险业务占比下降。虽然储蓄型业务吸引力略有下降，但分红险占比提升有望缓解人身险公司刚性负债成本压力，值得注意的是，在资管新规和市场利率中枢下行的共振影响下，寿险产品本身保本属性有望进一步强化。

长期来看，有望引导人身险公司降低负债成本。座谈会召开体现监管防范利差损风险信号，叠加此前监管规范增额终身寿险竞争乱象、财政部发行 230 亿元 50 年期国债

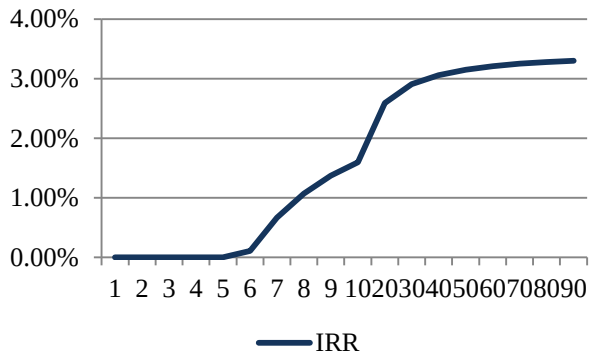
请务必阅读正文之后的免责声明部分

等措施，未来行业淡化开门红，聚焦长期储蓄和保障型产品将逐步成为共识。2022 年末，监管层点名提出，随着增额终身寿险产品市场关注不断攀升，个别公司激进经营，行业恶性竞争现象有所抬头。监管明确各公司应当于 2022 年 12 月 5 日前，向监管报送增额终身寿险产品专项风险排查报告，重点涵盖：1）增额比例超过产品定价利率；2）利润测试的投资收益假设超过公司近 5 年平均投资收益率水平；3）产品定价的附加费用率假设明显低于实际销售费用等。

3.3. 增额终身寿险

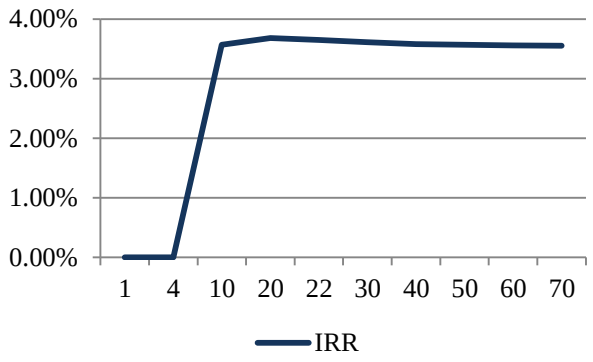
2019 年后年金险预定利率下调促进增额终身寿险发展，但增额终身寿险对利率敏感度较大，中小公司竞争激烈，一定程度上加剧潜在利差损的隐患。2019 年 8 月 30 日，长期年金险的评估利率上限随之由此前的 4.025%降低为 3.5%。预定利率为 4.025%年金险逐渐退出市场，由于年金类产品的预定利率指导水平下调到同寿险类产品相同的 3.5%，终身寿险作为资产保值型产品的定价劣势就不复存在了。由于终身寿险价格优势上升，且具有财富传承功能，并且在相应的税收和法律环境下具有独特的资产保全能力，增额终身寿险逐渐获得市场关注，具体来看：1.在低利率环境下，产品可提供约 3.0%~3.5%利率的终身保证，在一定程度上抵御通胀；2.产品形态灵活，通过现金价值减保功能，可实现诸如教育金、婚嫁金、养老金等不同的财富管理需求。然而，“储蓄险尤其是增额终身寿险的热销，导致部分中小寿险公司的利差损、费差损风险加大，使得监管对于保险公司潜在的长期利差、费差损担忧上升。”部分中小险企在互联网平台、银保渠道销售的增额终身寿险 IRR（内部收益率）较高，长期持有大多在 3.2%~3.3%，甚至有少数产品 IRR 接近 3.5%，增加了潜在利差损的隐患。

图8：国寿臻享传家增额终身寿险 IRR



数据来源：公司官网，东吴证券研究所
注：国寿臻享传家终身寿险，该产品有效保额以年复利 3.5%终身稳定递增，男性 0 岁投保，期交保费 10 万元，缴费期间为 3 年，内部收益率如图所示

图9：金多多增额终身寿险 IRR

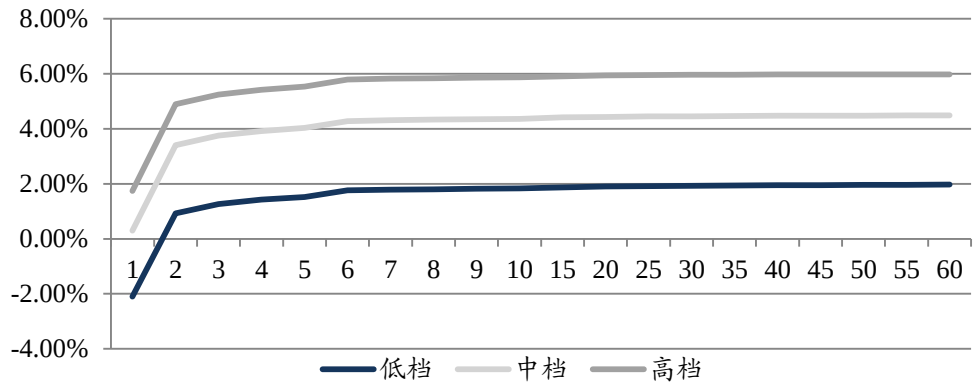


数据来源：公司官网，东吴证券研究所
注：我们以男性 30 岁投保，期交保费 10 万元，缴费期间为 3 年为例

为了提升产品的市场竞争力，许多中小型保险公司会用更高的真实内部收益率以及更短的投资期限来吸引消费者。以弘康人寿的金多多增额终身寿险为例，该产品有效保

额以年复利 3.8%终身稳定递增，我们以男性 30 岁投保为例，第十个保单年度内部收益率就已经高达 3.57%。与金多多增额终身寿类似，和谐人我行、鑫利来金珏版、岁享金生等中小型保险公司的产品都具有这样的特征：1.内部收益率高，2.达到高收益率的时间短，此类产品会给保险公司的较高的刚性负债成本压力。一方面，更高的内部收益率会提高保险公司负债端的成本，增加保险公司“利差损”风险；另一方面，过早的回本会激发投保人的退保意愿，其本质是一种“长险短做”，不利于保险公司的资产负债管理，增加资产负债久期错配风险。值得注意的是，部分中大型险企会通过分红险和万能险的设计方式，降低传统险对负债成本的刚性压力，我们以太保盛世长航终身寿险（万能型）为例，产品 IRR 根据分档水平提供差异化 IRR 水平。

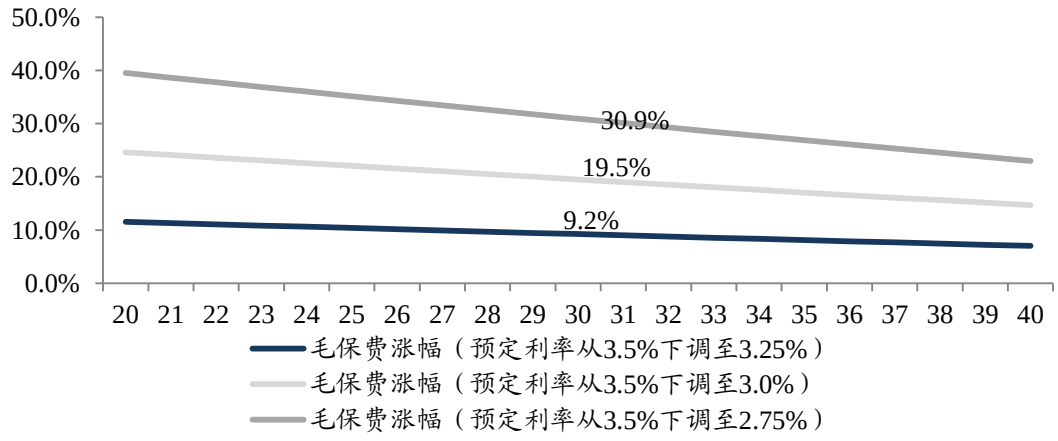
图10：太保盛世长航终身寿险（万能型）不同档位 IRR



数据来源：公司官网，东吴证券研究所；注：我们以男性 40 周岁趸交保费 500 万元，年保证利率为 2.0%为例

我们根据 CL1 表测算预定利率下调后，终身寿险的毛保费涨幅。我们以 30 岁男性为例，缴费期限为 10 年，前五年的费用支出率为 50%、30%、20%、5%、5%（第六年及以后没有费用支出）。根据精算定价结果显示，当预定利率从 3.5%下调到 3.25%、3.0%和 2.75%后，对应毛保费涨幅分别为 9.2%、19.5%、30.9%。

图11：预定利率下调后，终身寿险的毛保费涨幅



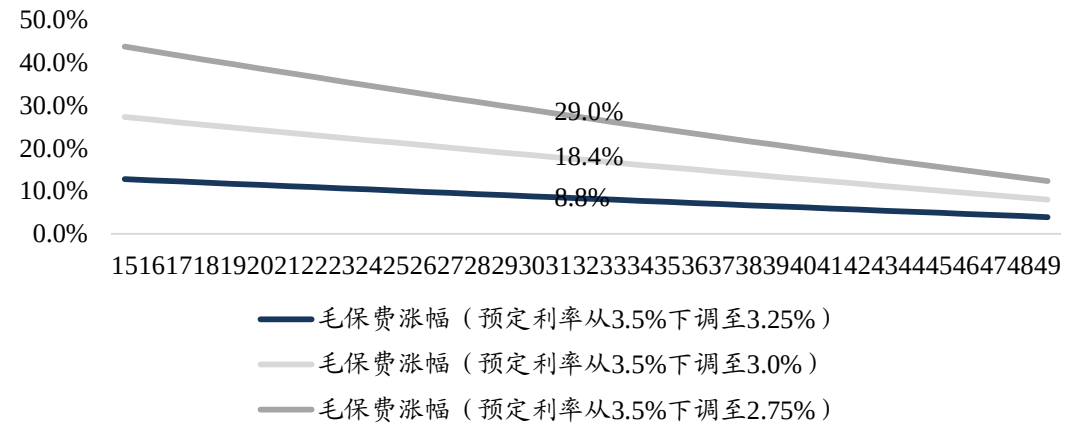
数据来源：东吴证券研究所测算

展望未来，终身寿险由于保障的长期性以及给付的确定性，产品功能更加偏向储蓄性。未来随着国内中高净值客群数量的增加，尤其是未来当在法律税务环境发生变化（遗产税、房地产税征收后），终身寿险的市场地位很有可能得到进一步提升。不过，当前增额终身寿险普遍存在“长险短做”的现象，未充分体现改类产品长期稳定回报和财富传承属性。终身寿险也可在投资端连接万能型或投连型账户以提升资产的保值增值能力。终身寿险适合通过银保渠道或中高端经代渠道向中高净值客户销售。

3.4. 年金险

我们根据 CL1 表测算预定利率下调后，年金险的毛保费涨幅。我们以 30 岁男性为例，保额为 1000 元，缴费期限为 10 年，前五年的费用支出率为 50%、30%、20%、5%、5%（第六年及以后没有费用支出）。根据精算定价结果显示，当预定利率从 3.5%下调到 3.25%、3.0%和 2.75%后，对应毛保费涨幅分别为 8.8%、18.4%、29.0%。

图12：预定利率下调后，年金险的毛保费涨幅



数据来源：东吴证券研究所

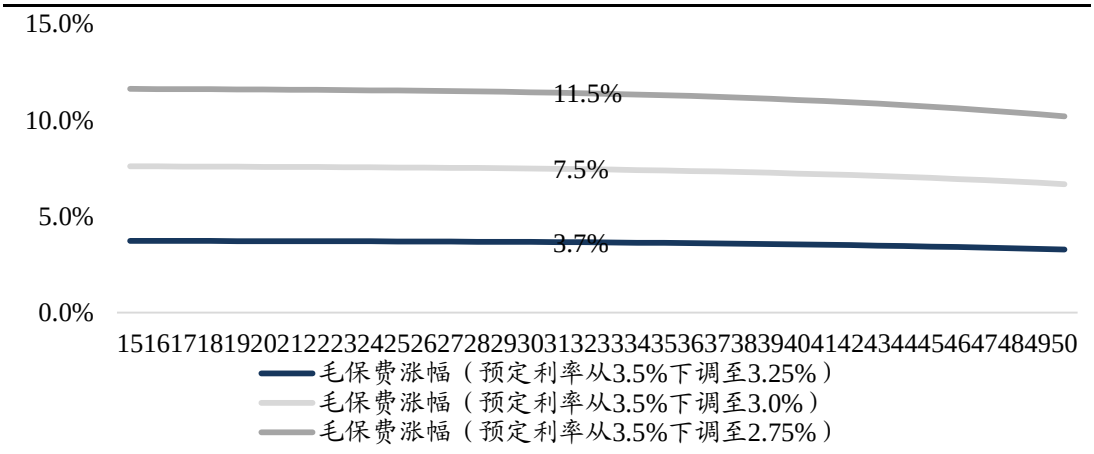
展望未来，年金险主要会呈现两个转变方向。复盘来看，年金险经历了快速发展时期、利差损时期、费率市场化改革时期、3.5%时期，年金已成为人身险行业开门红的主打产品，形态上可以分类短交和长交类型。展望未来，年金险主要会呈现两个转变方向。一是从市场上目前常见的普通快返年金向真正意义上的终身型养老年金的转变。交费期间会逐渐拉长，年金给付时间逐步拉长，真正成为第三支柱养老金产品，产品除了财富积累作用外，对长寿风险的对冲作用会通过终身保障得到强化。二是产品的投资路径也会趋于多元化，产品可以根据投保人的风险偏好指定投资路径，指数型年金和可变年金等产品概念也会逐渐兴起。此外，一次性支取转化权益和保单贷款等选项也是终身年金类产品必不可少的组成部分，可以帮助投保人实现更灵活的财务安排。作为一种件均高且对投保人销售适当性管理要求较高的复杂金融产品，养老年金保险需要销售人员和投保人之间建立高度信任的关系，更适合通过面对面的方式个险渠道进行销售。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.5. 两全险

我们根据 CL1 表测算预定利率下调后，两全险的毛保费涨幅。我们以 30 岁男性为例，保额为 1000 元，缴费期限为 10 年，前五年的费用支出率为 50%、30%、20%、5%、5%（第六年及以后没有费用支出）。根据精算定价结果显示，当预定利率从 3.5%下调到 3.25%、3.0%和 2.75%后，对应毛保费涨幅分别为 3.7%、7.5%、11.5%。

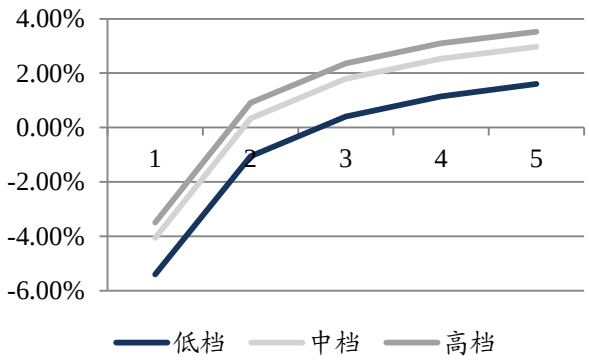
图13：预定利率下调后，两全险的毛保费涨幅



数据来源：东吴证券研究所

两全险凭借保障与储蓄混合的功能，利率敏感度低于终身寿险和年金类产品。2016 年后，随着原保监会强调“保险姓保，回归本源”，高现价的万能险逐渐退出历史舞台，用于与主险搭配销售（主要是年金产品或两全产品）的账户型万能险，通过较高的结算利率吸引投保人并促进主险销售。生死两全保险，兼具储蓄和保障功能，可以满足不同年龄阶段投保人的需求。我们以太保附加未来星教育金两全保险（分红型）为例，持有期达 30 年后，中档 IRR 约为 3.05%。

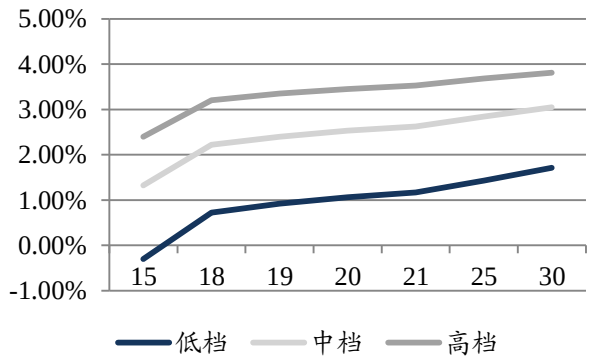
图14：太保鑫红利 3.0 两全保险（分红型）不同档位收益率



数据来源：东吴证券研究所

注：女性 45 周岁趸交保费 50 万元，基本保险金额 541,500 元，实际经营成果优于产品假设的盈余，按不低于 70%的比例分配给投保人

图15：太保附加未来星教育金两全保险（分红型）不同档位收益率



数据来源：东吴证券研究所

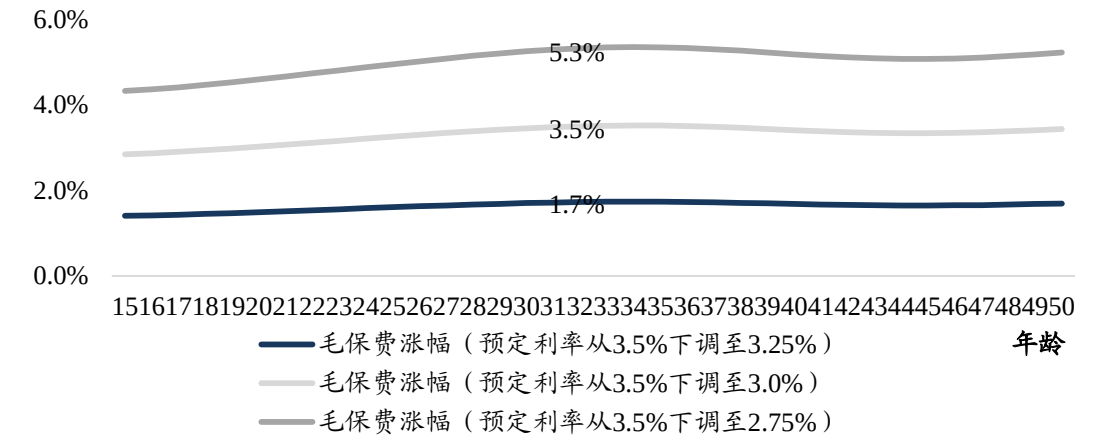
注：被保险人为男性 0 岁，年缴保费 5 万元，缴费方式 10 年缴清，基本保险金额 299,385 元

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.6. 定期寿险

我们根据 CL1 表测算预定利率下调后，定期寿险的毛保费涨幅。我们以 30 岁男性为例，保额为 1000 元，缴费期限为 10 年，前五年的费用支出率为 50%、30%、20%、5%、5%（第六年及以后没有费用支出）。根据精算定价结果显示，当预定利率从 3.5%下调到 3.25%、3.0%和 2.75%后，对应毛保费涨幅分别为 1.7%、3.5%、5.3%。

图16：预定利率下调后，定期寿险的毛保费涨幅



数据来源：东吴证券研究所

定期寿险的高杠杆性和低利率敏感性有望成为保险公司与客户的双赢产品。近年来市场上出现了一批通过互联网渠道销售的高保额（保额可以达到 300 万~400 万元）定期寿险，因其简单清晰的形态，定位明确的产品功能和较高的保障杠杆，吸引了不少正处于人生关键阶段，亟须转移家庭在突发事件下面临的财务风险的中青年群体。未来，我们认为定期寿险会向两个方向演变。一是带有抵御通货膨胀功能的增额定期寿险：保额在保障期限内可随时间递增，相对于定额产品来说可以更好地抵御通货膨胀带来的未来保额不足的风险。在保费交纳方式上可按需制订水平费率或递增费率，主要功能定位于收入损失补偿。二是主要可与房贷、车贷或其他大额贷款相补充的减额定期寿险：房贷、车贷等贷款金额及利息水平相对稳定，还贷额度会随时间递减，可考虑通过银保渠道与贷款产品进行交叉销售，主要功能定位于收入损失带来的负债压力。

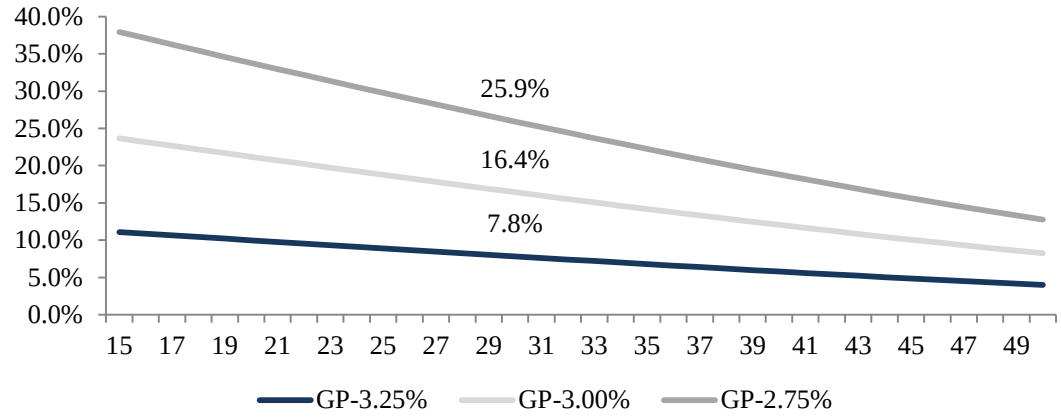
3.7. 健康险

预定利率的调整会对健康险中的长期产品定价产生显著影响。以终身重疾险为例，在 2013 年人身险费改政策落地后，解打破了终身重疾险的预定利率 2.5%的桎梏，短时间内国内保险公司迅速反应，推出了价格上焕然一新的保险产品。例如，同年 10 月，中国平安推出费率市场化的产品——“平安福”，作为平安人寿推出的首款费改后重疾险产品，它的预定利率由原先的 2.5%提高到了 4.0%。为了进一步对重疾险产品的设计与定价进行引导，2020 年末中国保险行业协会发布了国内首套重疾发生率表。在升高的预定利率催化下，终身重疾险产品高件均与高佣金率的特点被激发了出来，这也进一步促进了保险代理人员的销售动力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

我们以 30 岁男性，保额为 20 万元的终身寿险（主险）+终身重疾（附加险 1）+轻症责任（附加险 2）产品组合为例，分析预定利率下调后重疾险的毛保费涨幅。我们根据 CL1 表和新定义重疾发生率表 CI1-CI10 计算重疾险的毛保费，以 30 岁男性为例，保额为 1000 元，缴费期限为 10 年，前五年的费用支出率为 50%、30%、20%、5%、5%（第六年及以后没有费用支出）。根据精算定价结果显示，当预定利率从 3.5%下调到 3.25%、3.0%和 2.75%后，对应毛保费涨幅分别为 7.8%、16.4%和 25.9%

图17：预定利率下调后，重疾险的毛保费涨幅



数据来源：东吴证券研究所

重疾险在经历了近年来的病种竞争和百万医疗的冲击后，新单贡献和保费增速明显下降。由于重疾险依赖营销员一对一讲解“创造”需求且复购水平较低，与新增队伍数量关联度较高。重疾险新单销售复苏“短期看队伍增员、中期看居民收入、长期看产品升级”。居民消费增速回暖仍需观察。重疾险保费具有一定可选消费属性，近年来居民可支配收入增速受疫情冲击出现明显波动。未来，重疾险的功能定位将从医疗支出补偿逐渐转移至收入损失补偿。未来我们将会在以下几个方面看到重疾产品的转变。由于重疾险定位转化为类寿险的收入损失补偿，定期重疾的概念将得到强化。定期重疾件均更低，保障杠杆更高，主要覆盖收入能力最强的人生阶段，对中青年投保群体来说将会是更经济的选择。

4. 他山之石：从中国台湾看预定利率变化影响分析

4.1. 中国台湾地区预定利率变化的影响

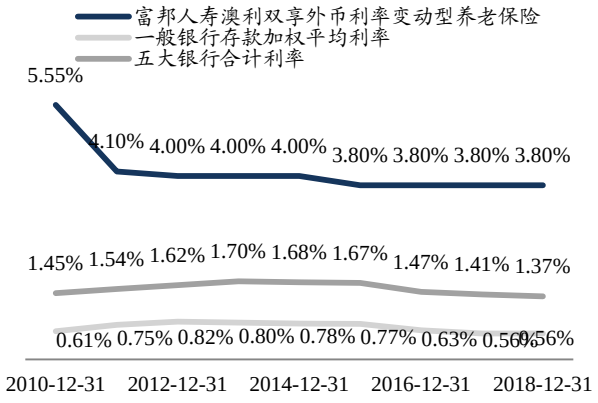
中国台湾地区在 20 世纪初期随着经济发展速度的变缓也迎来了低利率时代，这对于 20 世纪 80 年代台湾地区各大保险公司为抢占市场份额而拥有的很多高利率、预定利率保单的利差收益造成了很大的冲击，造成很多保险公司由于偿付能力不足而破产。面对低利率带来的利差损失，台湾地区的保险公司纷纷采取措施来降低利差损失压力，进而转变经营不利的局面。受中国台湾地区经济增长趋势明显放缓，银行存款利率多轮下调，投资型保险（变额寿险、变额万能寿险、变额型年金、投连险）根据《利率变动型

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年金保险单示范条款》等的规定，利率接近 3%[2]。在低利率环境下，银行存款吸引力下降，各类投资型保险产品能够提供比银行更高的利率，兼具储蓄和保障功能，叠加税收优惠，对储蓄客户形成巨大吸引力，带动了投资型保险的大规模发展。

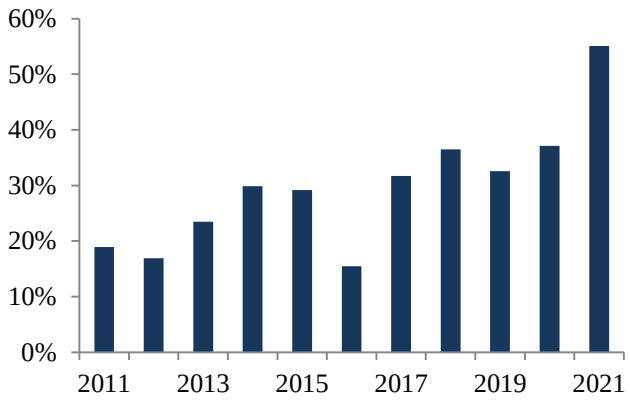
中国台湾地区寿险业的投资型业务相对发达，产品更为开放灵活。近 10 年来中国台湾地区寿险业的首年保费中投资型产品占比平均为 30%，一方面在老龄化趋势下，投资型产品可以满足老年人的养老金保障和退休后投资理财的需求，另一方面由于投资风险主要由投保人承担，可以减少险企的风险敞口。中国台湾地区的投资型保险商品主要有变额寿险、变额万能寿险、投资连结型保险、利变型年金和变额年金。

图18：富邦人寿投资型产品收益率具有相对竞争优势



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图19：中国台湾地区寿险业首年保费中投资型产品保持高占比水平



数据来源：中华民国人寿保险商业同业公会，东吴证券研究所

4.2. 寿险业产品正处于由保障型业务为主转变为投资型业务为主

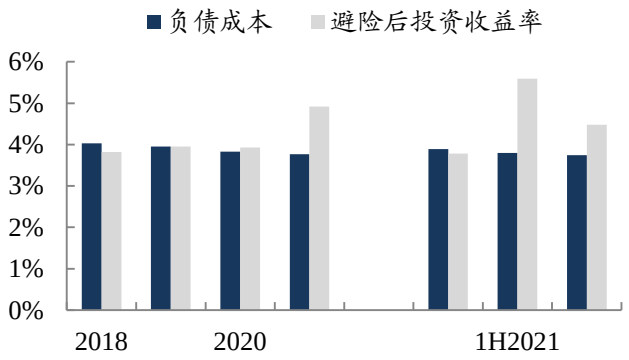
中国台湾地区寿险业产品正处于由保障型业务为主转变为投资型业务为主阶段。传统型寿险对利率风险相当敏感，但一旦市场利率走低，寿险公司将面临高利率时期销售保单的利差损风险。反之，当预定利率下降时，寿险保单价格较贵，若未来市场利率走高，原先低利率时期购买保单的客户会选择退保或以保单贷款借出现金价值。因此，在市场利率不稳定的情况下，传统型保单更易使寿险公司面临现金流量短少的困境。台湾民众普遍一向偏好理财型与保本型产品，自 2008 年全球金融危机后，投资型产品虽然遭到重创，但是民众偏好没有发生重大变化，只是更注重风险与保本之间的平衡。目前台湾已步入少子化与高龄化社会，退休后的财务规划愈发得到居民的重视，需求也水涨船高。面对这一趋势，寿险公司产品策略由死亡保障转向生存保障，个人年金、医疗费用保险、看护费用保险等产品成为寿险公司销售的重点。

[2]对保险公司而言，投资型保险利率风险较低，保险公司仅承担最低保证给付承诺的风险，并可结合金控公司的优势进行交叉行销，提升产品竞争力，故该险种利率比银行存款利率稍高。《人身保险业班里利率变动型保险及万能保险业务，宣告利率及风险控管规定》金管保一字第 09402500991 号令有关宣告利率不得高于十年期政府公债次级市场值利率上限之规定，自 2007 年 4 月 1 日停止适用于新契约。自 2007 年 4 月 1 日新契约均应依据精算学会之《利率变动型年金保险精算实务处理准则》，并依市场利率及公司运用此类商品所累积资产的实际状况而订定。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

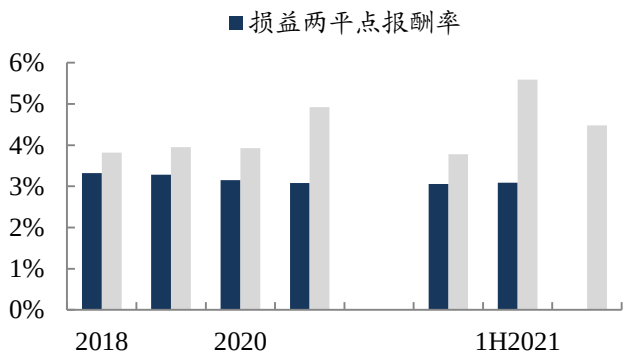
疫后阶段，负债成本下行与投资报酬率上行致利差益扩大。我们以中国台湾地区最大的两家纯寿险公司为例，国泰人寿利差于 2020 年和 2021 年达到 0.1%和 1.15%；富邦人寿利差于 2020 年与 2021 年达到 1.15%与 1.98%，于 1H20、1H21 和 1H22 达到 0.77%、2.85%和 2.85%，始终保持利差益且逐步上升。从负债成本来看，2020 年年初及年终两度下调保单责任准备金利率，宣告利率下行；2020 年 7 月起中国台湾地区金管会实施宣告利率平稳机制，规定寿险业宣告利率应考虑固定收益债券利息收益率，更贴近实际债市利，而 2020 年与 2021 年宏观经济受疫情影响持续萎靡，全球进入低利率环境，宣告利率随公债利率走低，而 2022 年考虑到市场其他同业的宣告利率状况并且市场存在分歧，因而公司对宣告利率调升态度转趋谨慎，负债成本逐步下行；从投资报酬率来看，由于新冠疫情爆发对全球宏观经济的冲击，各国普遍实行宽松的货币政策，全球进入低利率环境，2020 年与 2021 年台股、美股整体上涨，利好权益类资产收益，且台币对美元处于强势地位，投资报酬率上行，而 2022 年美联储为了缓解美国国内高通胀环境，多次上调联邦基准利率，而险企资产又主要投资于北美地区的债券，因而投资报酬率上行。综上所述，险企负债成本下行，投资报酬率上行，利差逆势走阔，与大陆保险公司出现反差。

图20：国泰人寿负债成本[3]下行，投资收益率上行



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图21：国泰人寿损益两平点[4]&避险后经常性收益率[5]



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图22：富邦人寿负债成本下行，投资报酬率上行

图23：富邦人寿损益两平点[6]&避险后经常性收益率

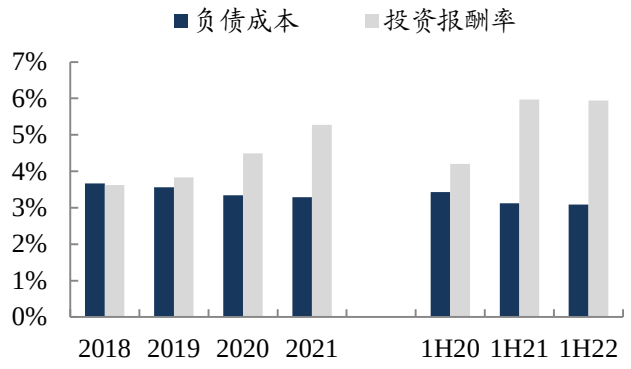
[3] 负债成本以准备金利率为基础并反映利变商品的宣告利率

[4] 损益两平点= -（税前净利-投资收入）/平均投资资产，即打平收益率，指使公司税前利润为 0 所需要的投资收益率，反映险企整体经营的盈亏平衡点。

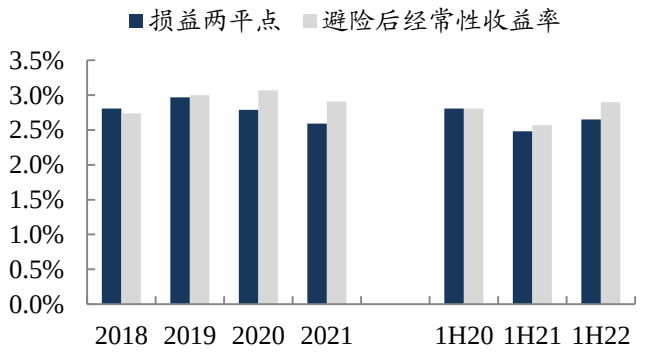
[5] 避险后经常性收益率：由于台湾寿险企业大部分资金在海外投资，1H22 国外投资资产占比已达 65.4%，面临极大的汇率风险，因而险企不得不通过外汇互换交易，无本金交割远期外汇交易和外币保单等手段进行避险，导致一定的避险成本，从而产生避险后的经常性收益率。

[6] 损益两平点＜负债成本主要是由于损益两平点额外考虑了死差益和费差益

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司官网，东吴证券研究所



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

中国台湾保险公司在面对预定利率下降的压力时。1、通过开发外币寿险保单，比如预定利率较高的美元来吸收美元升息带来的高收益率。2、大力发展投资型产品，通过将利率下行或者市场波动带来的风险转向投保人而降低保险公司自身的风险敞口。3、大力发展保障型产品，降低保险产品对资本市场波动的敏感性，进而降低低利率对保险业不利影响。

5. 主要结论与投资建议

5.1. 主要结论

监管核心思路在于规范人身保险市场秩序，通过引导人身险公司降低负债成本、提高负债质量推动人身险行业高质量发展。引导降本提质，影响短空长多。宏观预期持续向好，资产端复苏仍为当前上涨核心逻辑，长端利率仍是胜负手，关注 3.0%整数关口信号意义。我们在年度策略中旗帜鲜明提出资产端底部反转是短期估值修复的核心。1Q23 信贷开门红维持高增长，企业和居民中长贷增长保持韧性，3 月出口总值同比增长 23.4%。保险股经济顺周期直接受益品种，近期宏观经济数据密集披露，宏观经济增速略超市场相对悲观的预期。

5.2. 投资建议

负债端拐点正在验证，春节错位、二阶段开门红促同比改善。随着疫情放开影响不断深化，代理人逐步复工复产，春节基数效应消除，各大险企积极备战二阶段开门红，需求有望进一步释放，负债端业绩表现有望实现同比改善。我们上调 NBV 增速预期，预计 1Q23 上市险企 NBV 增速排序为：太保（+12%）>平安（+7%）>国寿（+3%）>新华（+3%），全年上市险企维持 5-10%左右正增长判断不变。

添酒回灯重开宴。从宏观预期到业绩兑现，近日保险股初显持续反弹预兆，板块上涨核心逻辑在于经济复苏与负债端拐点显现，我国经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有变，人身险市场长期空间依旧广阔。个股推荐顺序：中国太保、中国

请务必阅读正文之后的免责声明部分

人寿和中国平安。

表6：上市险企估值表（以 2023 年 4 月 18 日股价计）

代码	EVPS	收盘价	2021A	2022A	2023E	2024E	P/EV	2021A	2022A	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	48.79	76.34	77.89	83.87	90.01	中国平安	0.64	0.63	0.58	0.54
601628.SH	中国人寿	36.98	42.56	43.54	47.20	51.01	中国人寿	0.87	0.85	0.78	0.72
601601.SH	中国太保	30.79	51.80	54.01	60.70	66.06	中国太保	0.59	0.57	0.51	0.47
601336.SH	新华保险	33.25	82.96	83.94	90.25	97.42	新华保险	0.40	0.40	0.37	0.34
代码	EPS	收盘价	2021A	2022A	2023E	2024E	P/E	2021A	2022A	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	48.79	5.56	4.58	7.27	8.62	中国平安	8.78	10.65	6.71	5.66
601628.SH	中国人寿	36.98	1.80	1.14	1.53	1.74	中国人寿	20.53	32.58	24.10	21.29
601601.SH	中国太保	30.79	2.79	2.56	3.02	3.54	中国太保	11.04	12.04	10.19	8.70
601336.SH	新华保险	33.25	4.79	3.15	4.12	4.57	新华保险	6.94	10.56	8.06	7.28
代码	BVPS	收盘价	2021A	2022A	2023E	2024E	P/B	2021A	2022A	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	48.79	44.44	46.16	49.79	54.79	中国平安	1.10	1.06	0.98	0.89
601628.SH	中国人寿	36.98	16.93	15.43	16.63	17.96	中国人寿	2.18	2.40	2.22	2.06
601601.SH	中国太保	30.79	23.57	23.75	27.29	29.79	中国太保	1.31	1.30	1.13	1.03
601336.SH	新华保险	33.25	34.77	32.98	36.36	39.95	新华保险	0.96	1.01	0.91	0.83
代码	BVPS	收盘价	2021A	2022A	2023E	2024E	P/B	2021A	2022A	2023E	2024E
2328.HK	中国财险	9.15	9.12	9.57	10.91	12.03	中国财险	0.88	0.84	0.74	0.67

数据来源：Wind，公司财报，东吴证券研究所

注：除中国财险外，以上公司皆为 A 股上市险企，其中 A 股上市险企股价单位统一为人民币，港股（H 股）险企股价单位统一为港元，估值数据则按照 1 港元=0.877 元人民币汇率计算，数据更新至 2023 年 4 月 20 日，上述公司盈利预测均来自东吴证券研究所，均为已覆盖标的。

6. 风险提示

1）预定利率下降使得产品吸引力下降销售难度增加。由于预定利率的下降会使得长期险费率上行、储蓄型产品内部收益率（IRR）下降，若竞品收益率保持不变将会一定程度上增加产品销售难度。

2）宏观经济复苏低于预期。若放开后，宏观经济持续无法恢复至疫情前，甚至是放开前的平均水平，则对长端利率和权益市场产生较大压制，拖累寿险板块估值。

3）寿险业转型持续低于预期。近年来头部寿险公司积极实施寿险转型。若出现存量队伍质态优化不及预期，新增优增队伍入口迟迟无法打开局面，进而使得寿险业务新单和价值增长持续低迷。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn