

行业研究 | 行业专题研究 | 非银金融

低利率环境下海外保险公司的突围之路



| 报告要点

近年来国内长端利率震荡走低、权益市场波动加大使得保险公司的投资收益面临一定的压力。但寿险负债端的久期较长且成本相对刚性，寿险公司或面临投资收益率难以覆盖负债成本的压力。日本寿险行业曾深陷利差损困境，后通过主动调整资产负债两端的发展策略走出了利差损危机。本文对低利率环境下日本寿险行业的应对举措进行梳理，试图总结一些经验。

| 分析师及联系人



刘雨辰

SAC: S0590522100001



朱丽芳

非银金融

低利率环境下海外保险公司的突围之路

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《非银金融：券商服务实体经济力度进一步加大，优质券商资本约束有望适度放松》2024.09.22
- 2、《非银金融：保险新“国十条”有望推动行业高质量发展》2024.09.13



扫码查看更多

➤ **日本寿险公司面临利差损的原因：负债成本高企、投资收益承压**
从**负债端**来看，1970s-1990s，日本寿险公司在经济快速增长长期积累了大量预定利率为4%-6.25%的保单。1990s以来，日本经济增长放缓及寿险市场趋于饱和使得寿险新单销售承压，低预定利率的新单对负债成本的拉动作用有限，日本寿险行业的整体负债成本仍处于较高水平。从**资产端**来看，1990s开始，日本经济泡沫破裂导致国内利率骤降、房地产和股票价格快速下跌，日本寿险公司的投资收益率也随之下行。受资负两端共同影响，1991年起日本寿险行业开始出现利差损问题。

➤ 负债端应对利差损的举措：下调预定利率、调整产品结构

针对**负债成本高企**的问题，日本寿险公司主要通过：**1) 下调预定利率以压降负债成本**。1990-2001年，日本寿险行业的产品预定利率由最高6.25%降至1.5%。预定利率持续下调使得日本寿险行业于1999年起逐步走出利差损危机。**2) 调整产品结构以贡献死差益**。在利率下行、老龄化进程加快下，日本寿险公司积极发展医疗险等保障型险种，一方面能有效满足客户需求，另一方面也提高了死差对利润的贡献水平。2006-2012年，日本7家寿险公司的死差益占基础利润的比重超90%。

➤ 资产端应对利差损的举措：拉长资产久期、增配海外资产

针对**投资收益承压**的问题，日本寿险公司主要通过：**1) 增配国债以拉长资产久期**。1997-2022年，日本寿险行业配置的国债规模由25.6万亿日元增长至165.0万亿日元，国债占整体资产的比重由13.5%提升至40.6%。**2) 增配海外资产以获取超额收益**。1990s以来，随着监管放宽境外投资比例的限制，日本寿险公司加大了对海外投资力度。1997-2022年，日本寿险行业配置的外国证券占整体资产的比重由9.9%提升至23.8%。从收益率来看，2004-2023年，日本寿险行业投资的外国股票及债券的平均收益率为3.14%，高于整体投资组合的平均收益率（2.09%）。

➤ 投资建议：维持保险行业“强于大市”评级

从我国的实际情况来看，随着监管持续引导保险公司下调产品预定利率、要求银保渠道和经纪渠道严格执行“报行合一”，保险公司的负债成本有望得以压降。在此背景下，保险公司的投资收益率预计能更好地覆盖负债成本，保险公司面临的利差损风险也有望缓解。我们看好保险板块后续的投资机会。

风险提示：资料代表性不足，长端利率下行，资本市场波动加剧。

正文目录

1. 日本寿险公司为什么会面临利差损?	4
1.1 负债端: 存量保单成本过高、新单增速放缓	4
1.2 资产端: 利率下行、高风险资产收益率承压	5
2. 日本寿险公司如何应对利差损?	7
2.1 负债端: 下调预定利率、调整产品结构	7
2.2 资产端: 拉长资产久期、增配海外资产	10
3. 投资建议: 维持保险行业“强于大市”评级	14
4. 风险提示	14

图表目录

图表 1: 1986-1990 年间, 日本寿险公司积累了大量高预定利率的保单	4
图表 2: 日本人均 GDP 及经济增速	5
图表 3: 日本保险行业的保费及新单件数表现	5
图表 4: 1990s 日本国债利率持续下行	6
图表 5: 1990s 日本的房价指数和股票指数快速下跌	6
图表 6: 1991 年起, 日本寿险行业的投资收益率低于新单预定利率	6
图表 7: 2000 年前后, 日本破产的保险公司概况	7
图表 8: 1990s 以来, 日本寿险行业持续下调产品预定利率	8
图表 9: 日本寿险行业中个人年金险业务的新单结构变化 (按新单件数)	8
图表 10: 日本寿险行业的产品结构情况 (按新单件数)	9
图表 11: 日本寿险行业的个人新单产品结构 (按新单件数)	9
图表 12: 死差益是日本寿险公司最主要的利润来源 (亿日元)	9
图表 13: 日本寿险行业的资产配置结构	10
图表 14: 日本寿险行业对国债的投资规模及比重	11
图表 15: 明治安田生命保险的资产配置结构	11
图表 16: 明治安田生命保险的债券配置结构	11
图表 17: 明治安田生命保险的国债剩余期限结构	12
图表 18: 第一生命保险的国债剩余期限结构	12
图表 19: 日本寿险行业对外国证券的投资规模及比重	12
图表 20: 明治安田生命保险对外国证券的投资规模及比重	12
图表 21: 日本寿险行业的投资收益率情况	13
图表 22: 2013 年日本寿险行业的利差由负转正	13

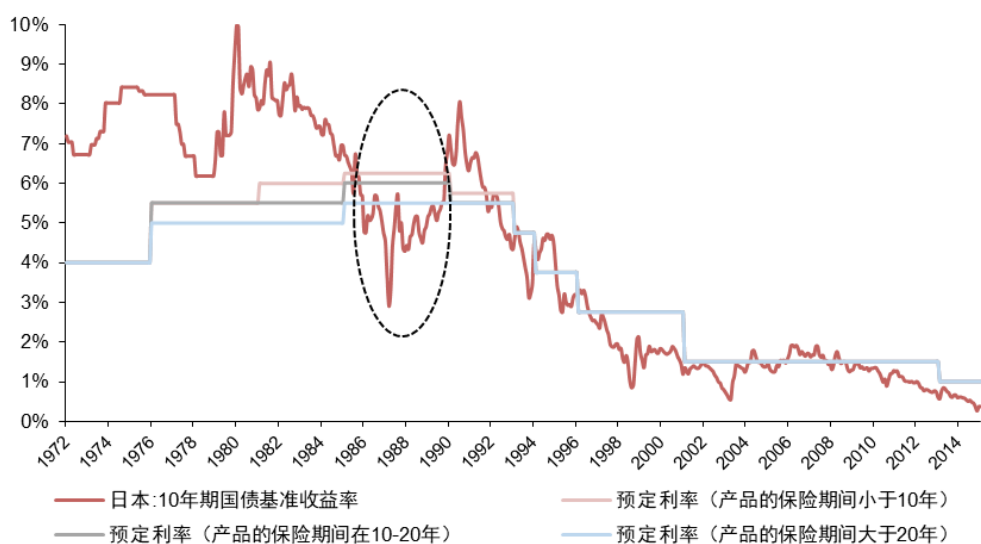
1. 日本寿险公司为什么会面临利差损？

20 世纪 90 年代起，日本经济泡沫破裂导致国内利率骤降、房地产和股票价格快速下跌，日本寿险公司的投资收益率也随之下行。但寿险公司在负债端积累了较多的高成本保单，而国内寿险新单增速放缓又使得整体负债成本的降幅较小。1991 年开始，日本寿险行业的投资收益率开始低于新单预定利率，行业开始出现利差损问题。

1.1 负债端：存量保单成本过高、新单增速放缓

经济快速增长期间，日本寿险公司积累了大量高预定利率的保单。20 世纪 70 年代起，日本经济快速增长带动国债利率不断攀升。而国内少子老龄化、居民收入提升也推动客户对保险产品的需求提升。日本寿险公司为了扩大业务规模、争抢市场份额，不断提高寿险产品的预定利率至 6%。到了 20 世纪 80 年代后期，日本高利率时代基本结束，10 年期国债收益率降至 4% 左右。但寿险公司为了扩充规模、吸引客户，仍将寿险产品的预定利率维持在 5%-6% 左右。1970-1989 年，日本寿险行业的保费收入由 1.8 万亿日元增长至 28 万亿日元，年复合增速达 15.5%。该时期销售的保单使得日本寿险行业的存量负债成本处于较高水平。

图表1：1986-1990 年间，日本寿险公司积累了大量高预定利率的保单

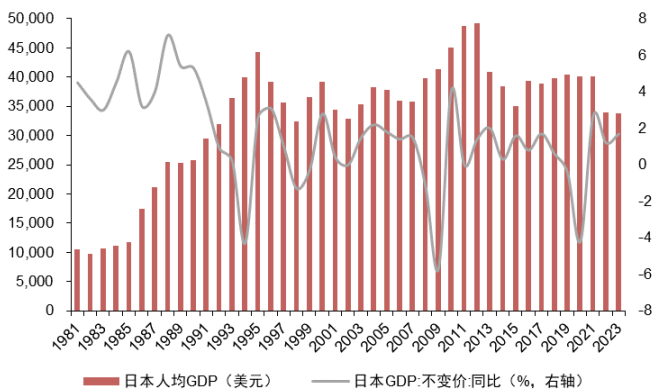


资料来源：LIAJ，万峰《日本寿险业研究》，Wind，国联证券研究所

日本经济增长停滞及国内寿险市场趋于饱和导致寿险保费增速放缓，新单对负债成本的拉动作用有限。20 世纪 80 年代初期，日本家庭投保率已经达到 90% 左右，国内

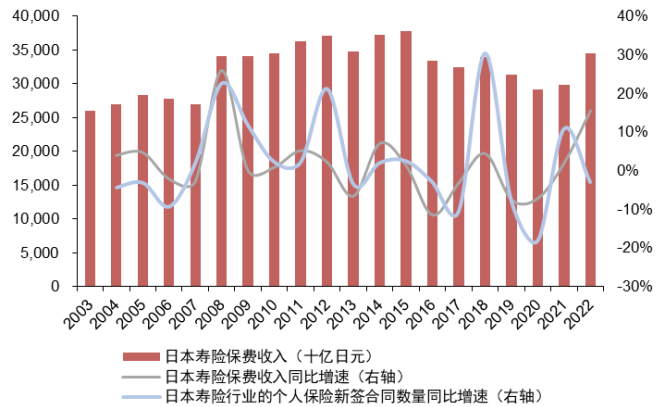
的寿险市场趋于饱和。20世纪90年代开始，日本经济增长中枢下移使得居民对未来的收入预期转弱，居民对保险等可选消费的支出也有所减少。2000年以来，日本寿险新单的预定利率有所下降，但由于寿险保费增速及新单件数增速均有所放缓，寿险行业整体的负债成本未见明显改善。

图表2：日本人均GDP及经济增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：日本保险行业的保费及新单件数表现

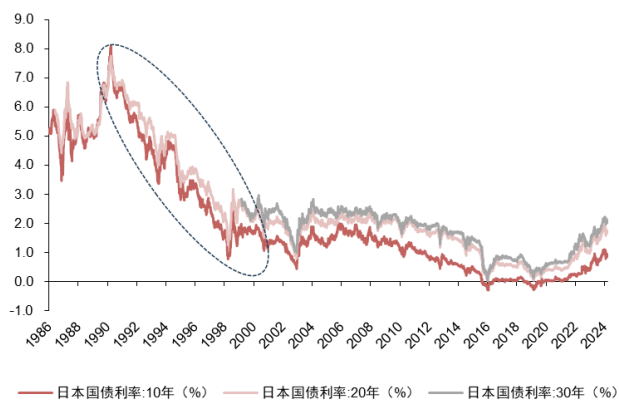


资料来源：LIAJ，Wind，国联证券研究所

1.2 资产端：利率下行、高风险资产收益率承压

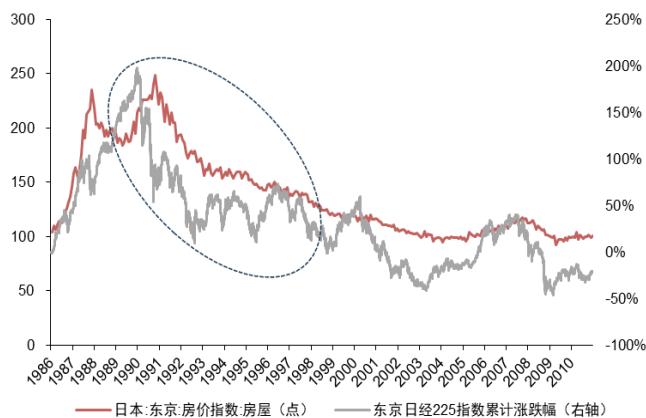
日本经济泡沫破裂使得国内利率骤降、房地产和股票价格快速下跌。20世纪90年代以来，日本经济泡沫破裂导致国债利率快速下行。日本10年期、20年期国债利率由1990年的高点8%左右下降至1998年的1%左右，降幅达700BP。同时日本经济泡沫破裂后，国内的房价指数和日经指数快速下跌，进而导致日本寿险公司的投资收益锐减。1991年开始，日本寿险行业的投资收益率开始低于新单预定利率，行业出现利差损问题。

图表4: 1990s 日本国债利率持续下行



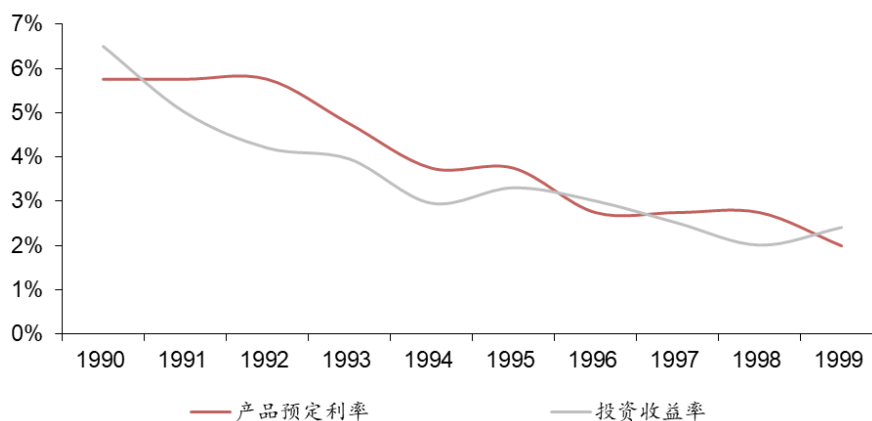
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表5: 1990s 日本的房价指数和股票指数快速下跌



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表6: 1991 年起, 日本寿险行业的投资收益率低于新单预定利率



资料来源: 万峰《日本寿险业研究》, 国联证券研究所

经营恶化导致日本多家寿险公司宣布破产。受负债成本高企、投资收益率下行影响, 日本寿险行业的整体经营状况急剧恶化。1997-2001 年, 日产生命、东邦生命、第百生命等 7 家寿险公司先后因利差损的拖累而宣布破产。未破产的寿险公司也面临保费增长、资产缩水、保单解约失效率提高等问题。

图表7：2000年前后，日本破产的保险公司概况

	Nissan 日产生命	Toho 东邦生命	Daihyaku 第百生命	Taisho 大正生命	Chiyoda 千代田生命	Kyoei 协荣生命	Tokyo 东京生命
破产时间	1997.04	1999.06	2000.05	2000.05	2000.10	2000.10	2001.03
破产时净资产 (万亿日元)	-0.32	-0.65	-0.32	-0.03	-0.60	-0.69	-0.07
破产前的平均投资 收益率假设	3.75-5.5%	4.79%	4.46%	4.05%	3.70%	4.00%	4.20%
破产后的投资收益 率假设	2.75%	1.50%	1.00%	1.00%	1.50%	1.75%	2.60%
接管公司	Aoba Life	AIG Edison Life	Manulife Life	Yamato Life	AIG Star Life	Gibraltar Life (Prudential的子公司)	T&D Financial

资料来源：Fukao and Japan Center for Economic Research, 国联证券研究所

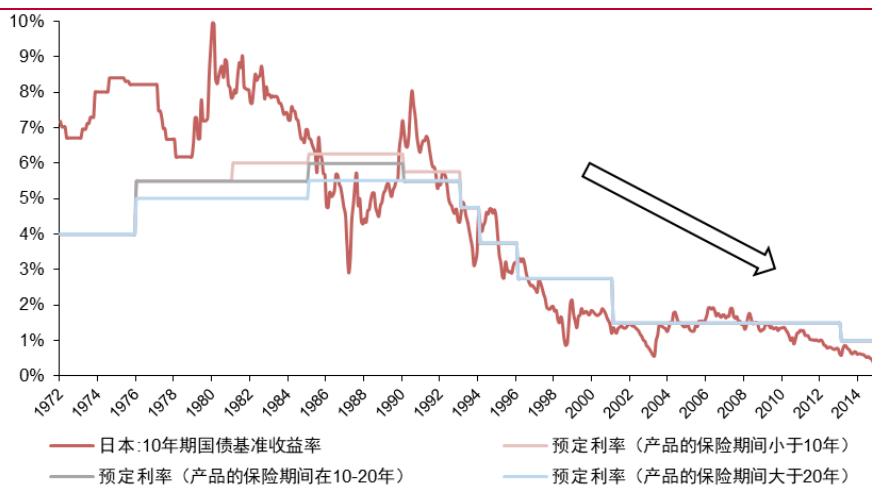
2. 日本寿险公司如何应对利差损？

日本寿险公司出现利差损问题主要是受负债端和资产端共同影响。为了走出利差损，日本寿险公司针对负债端和资产端存在的问题进行了调整。针对负债端成本高企的问题，日本寿险公司主要通过下调产品预定利率、调整产品结构来压降负债成本。针对资产端收益率下行的问题，日本寿险公司主要通过拉长资产久期以应对利率下行、增配海外资产以增厚投资收益。

2.1 负债端：下调预定利率、调整产品结构

下调预定利率以降低新发保单的负债成本。1990年以来，日本国债利率持续下行。为了适应低利率趋势，1990-2001年日本寿险行业6次下调产品的预定利率。截至2001年4月，新单预定利率已降至1.5%，与10年期国债收益率基本匹配。受益于此，1999年日本寿险行业的投资收益率再度超过产品预定利率，表明新保单已有利差益。

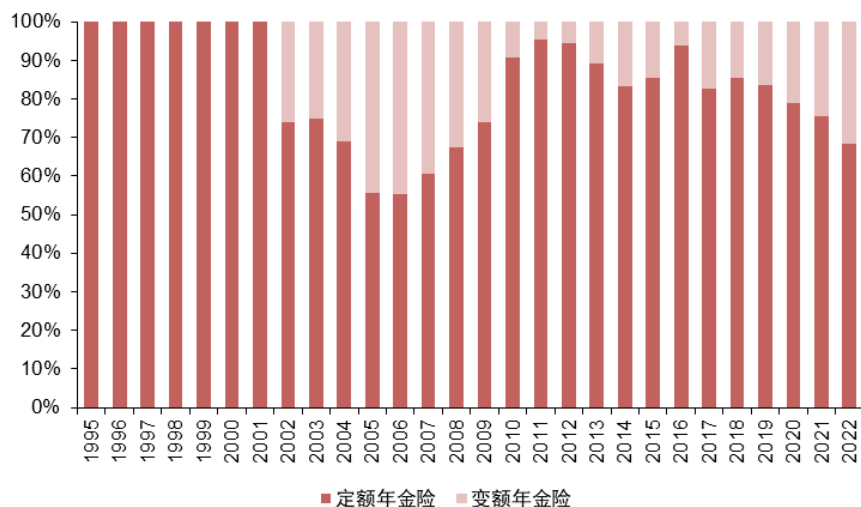
图表8：1990s 以来，日本寿险行业持续下调产品预定利率



资料来源：LIAJ，万峰《日本寿险业研究》，Wind，国联证券研究所

调整产品结构，年金保险自定额向变额转变以降低刚性负债成本。低利率时期，采用较高固定利率的定额年金险使得日本寿险公司的投资收益率面临一定压力。在此背景下，日本寿险公司积极发展具有保底条款的变额年金险，即产品包含保险保障功能、保单利益与连结的投资账户投资单位价格相关联、具有最低保单利益保证。在利率下行的背景下，变额年金险受到老年客户的追捧。2001-2006年，个人年金业务中的变额年金险的新单件数由0件增长至71万件，在整体个人年金新单件数中的占比也由0%提升至44.7%。受益于此，2001-2006年，日本9家寿险公司的平均预定利率由3.55%降至3.14%。

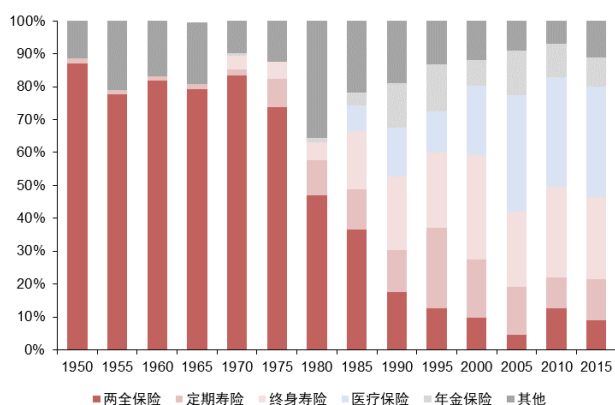
图表9：日本寿险行业中个人年金业务的新单结构变化（按新单件数）



资料来源：LIAJ，万峰《日本寿险业研究》，国联证券研究所

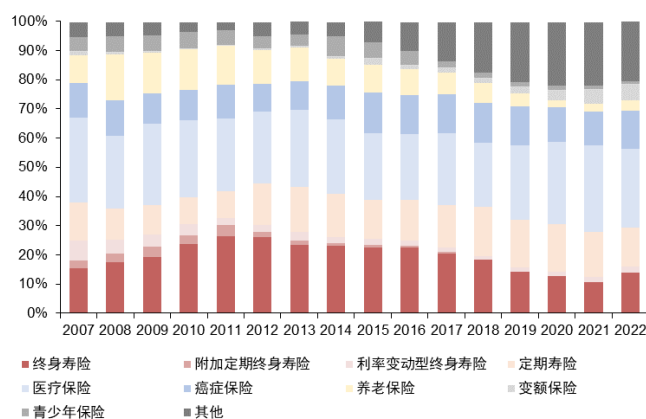
老龄化背景下，日本寿险行业积极发展保障型险种以贡献死差益。随着日本老龄化进程不断加快，客户对终身寿险、医疗保险、癌症保险等保障型险种的需求持续提升。客户对寿险产品需求的变化促使各寿险公司加大了对保障型产品的开发和销售力度。1990-2010年，终身寿险、医疗保险的新单件数在日本寿险行业整体新单件数中的占比分别由22.5%、14.7%提升至27.8%、33.3%。

图表10：日本寿险行业的产品结构情况（按新单件数）



资料来源：LIAJ，国联证券研究所

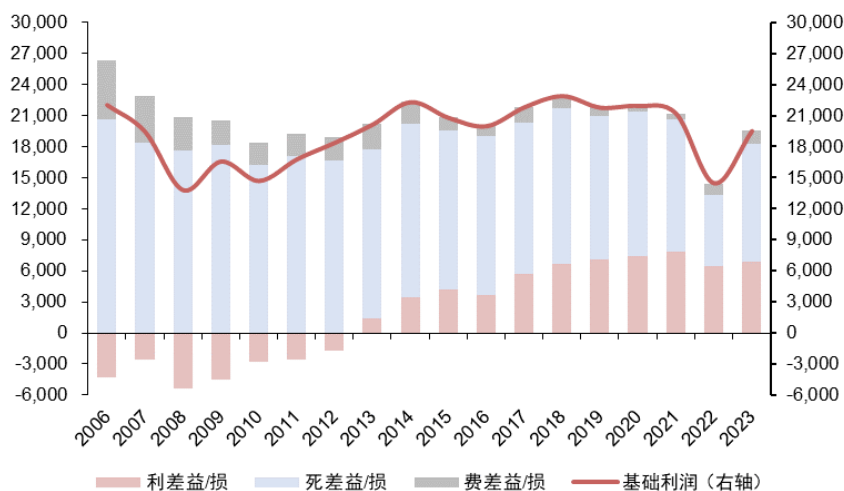
图表11：日本寿险行业的个人新单产品结构（按新单件数）



资料来源：LIAJ，国联证券研究所

保障型险种的占比提升为日本寿险公司贡献了较多的死差益，使得日本寿险公司在低利率时期仍保持了较强的盈利能力。2006-2012年，日本7家寿险公司的死差益整体稳定在1.6-2.1万亿日元，对基础利润的贡献比重超90%。

图表12：死差益是日本寿险公司最主要的利润来源（亿日元）

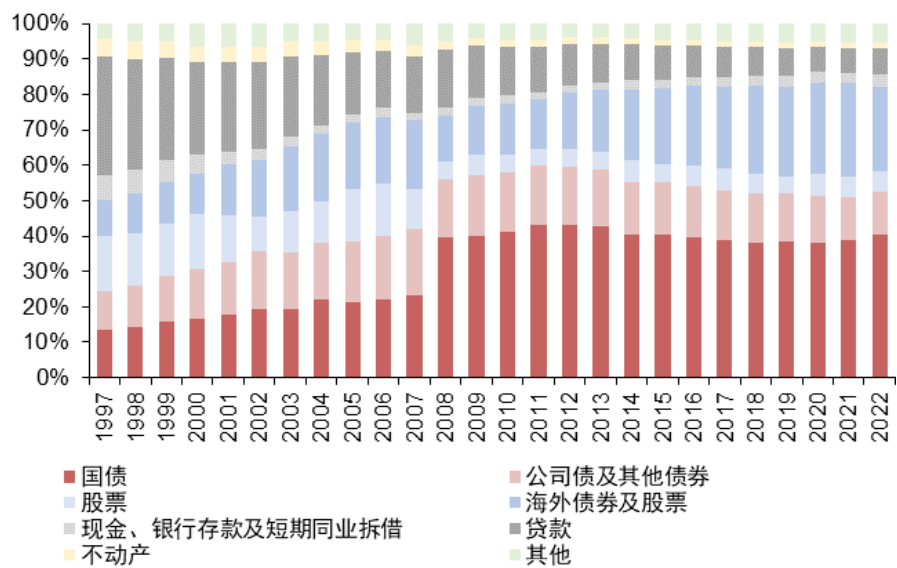


资料来源：NLI Research Institute，国联证券研究所
备注：数据是根据日本7家寿险公司的数据计算得到。

2.2 资产端：拉长资产久期、增配海外资产

国债和海外资产的配置比例有所提升。为了应对国内利率下行、房地产和股市价格下跌，日本寿险公司加大了对长久期国债和高收益率海外资产的配置力度。1997-2007年，国债、海外债券及股票在日本寿险行业整体资产中的占比分别由13.5%、9.9%提升至23.2%、19.4%。

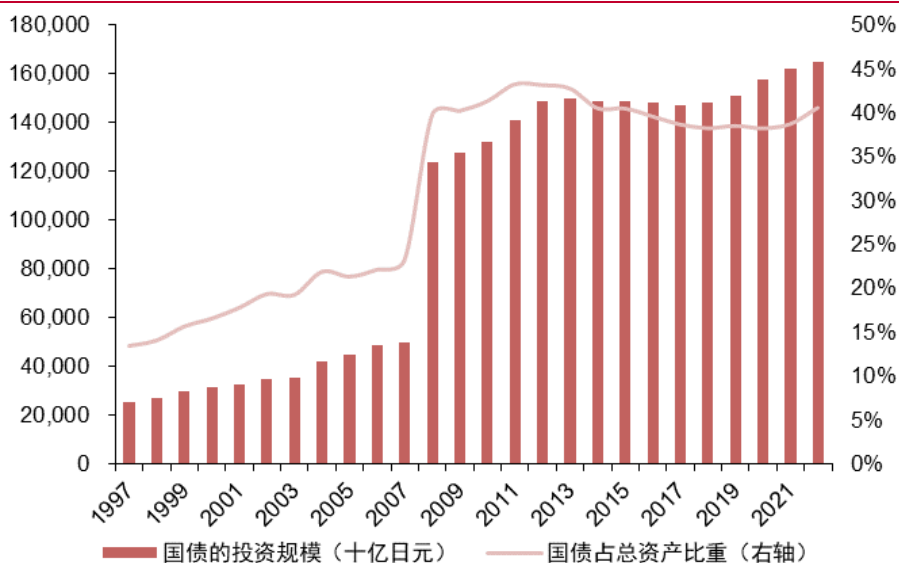
图表13：日本寿险行业的资产配置结构



资料来源：LIAJ，国联证券研究所

增配国债以拉长资产久期。由于寿险的负债久期相较资产久期更长，利率变化对负债端的影响更大。为了应对利率下行对负债端产生的不利影响，日本寿险公司不断增配国债以拉长资产久期。1997-2022年，日本寿险行业配置的国债规模由25.6万亿日元增长至165.0万亿日元，年复合增速为7.7%；国债占整体投资资产的比重由13.5%提升至40.6%。

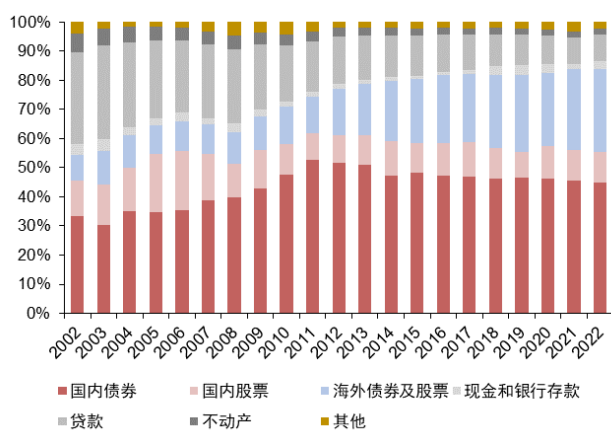
图表14：日本寿险行业对国债的投资规模及比重



资料来源：LIAJ，国联证券研究所

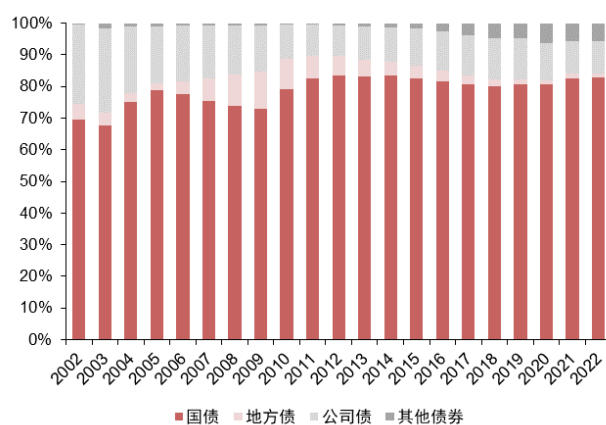
从明治安田生命保险的资产配置结构来看，债券是其最主要的资产构成。2002-2022年，国内债券占其总资产的比重由 33.3% 提升至 45.0%。其中国债占国内债券的比重常年维持在 65% 以上，且整体呈现提升态势。

图表15：明治安田生命保险的资产配置结构



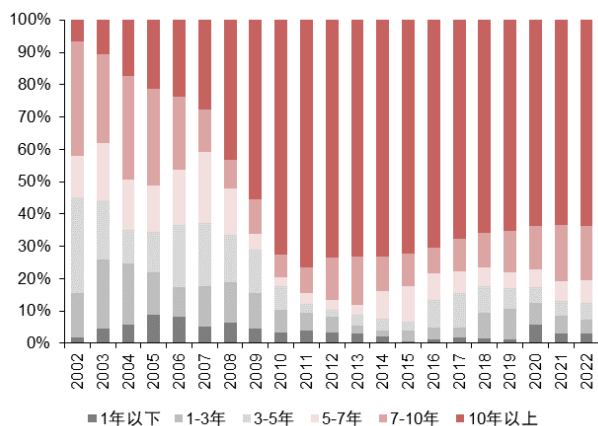
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表16：明治安田生命保险的债券配置结构

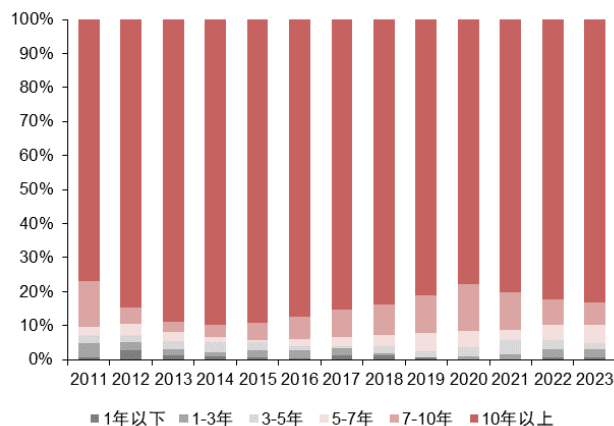


资料来源：公司公告，国联证券研究所

从国债久期来看，剩余期限在 10 年以上的国债占主要比例。从明治安田生命保险的国债剩余期限结构来看，2002-2022 年，明治安田生命保险持有的剩余期限在 10 年以上的国债在整体国债中的比重由 6.5% 快速提升至 63.6%，且近年来比重维持在 65% 左右。从第一生命保险的国债剩余期限结构来看，2011-2023 年，第一生命保险持有的剩余期限在 10 年以上的国债在整体国债中的比重维持在 75% 以上。

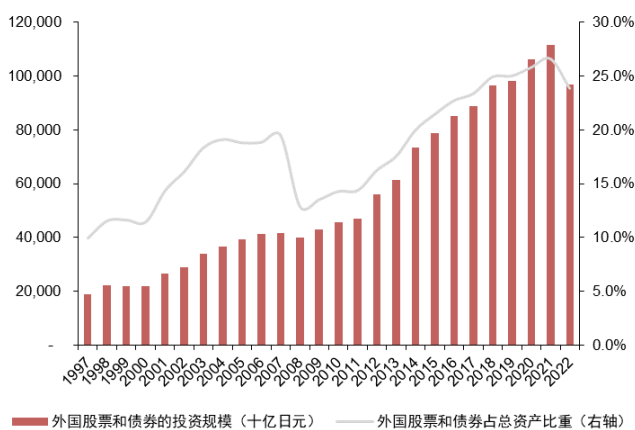
图表17: 明治安田生命保险的国债剩余期限结构


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

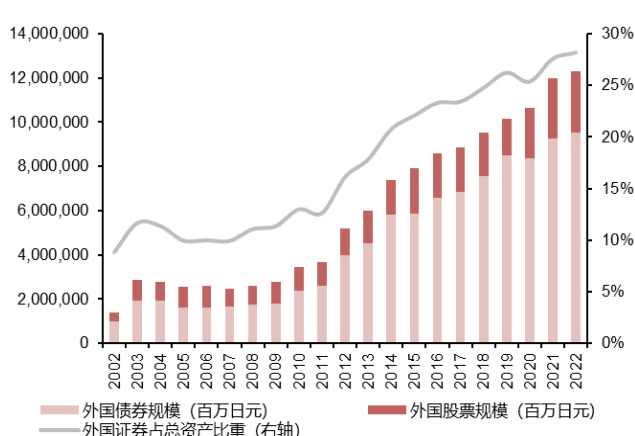
图表18: 第一生命保险的国债剩余期限结构


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

加大配置海外资产以获取超额收益。20世纪90年代以来,在日本国内投资资产收益率承压的背景下,欧洲、美国等地的债券相较日本国内的债券有明显的超额收益。因此随着监管放宽境外投资比例的限制,日本寿险公司加大了对投资力度。1997-2022年,日本寿险行业投资的外国证券规模由18.9万亿日元增长至97.0万亿日元,年复合增速为6.8%;外国证券占整体投资资产的比重由9.9%提升至23.8%。明治安田生命保险投资的外国证券占其投资资产的比重也由2002年的8.9%提升至2022年的28.2%。

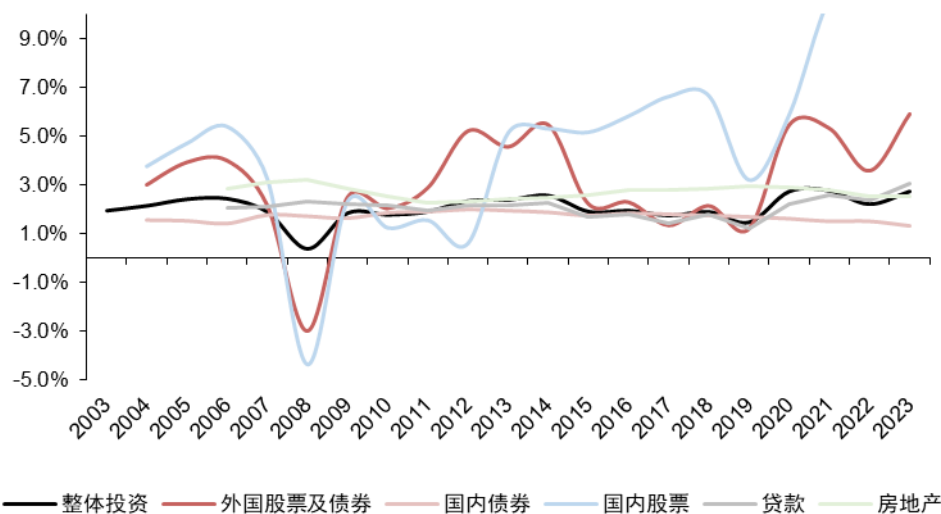
图表19: 日本寿险行业对外国证券的投资规模及比重


资料来源: LIAJ, 国联证券研究所

图表20: 明治安田生命保险对外国证券的投资规模及比重


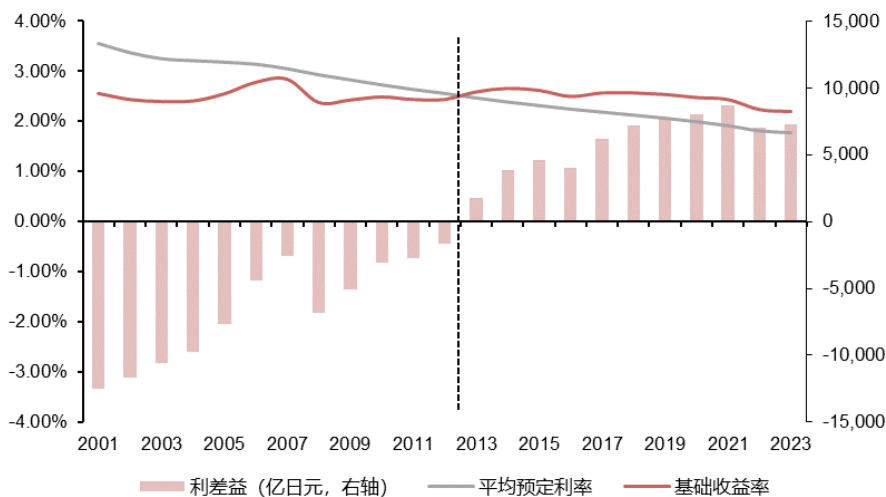
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

从收益水平来看,外国股票和债券的投资收益率长期高于整体组合的投资收益率。2004-2023年,日本寿险行业投资外国股票及债券的平均收益率为3.14%,高于整体投资组合的平均收益率(2.09%)。

图表21：日本寿险行业的投资收益率情况


资料来源：LIAJ, Wind, 国联证券研究所

多措并举带动日本寿险行业走出利差损危机。随着负债端的预定利率持续下行、资产端的投资收益率维持稳定，日本寿险行业的利差损不断缩小。2013年开始，日本9家寿险公司的基础收益率超过平均预定利率，表明日本寿险行业已基本消除利差损。

图表22：2013年日本寿险行业的利差由负转正

 资料来源：NLI Research Institute, 国联证券研究所
 备注：数据是根据日本9家寿险公司的数据计算得到。

3. 投资建议：维持保险行业“强于大市”评级

我们维持保险行业“强于大市”评级。从我国的实际情况来看，随着监管持续引导保险公司下调产品预定利率、要求银保渠道和经纪渠道严格执行“报行合一”，保险公司的负债成本有望得以压降。叠加利好政策出台有望带动长端利率和权益市场企稳回升，保险公司的投资收益率也有望迎来改善。在此背景下，保险公司的投资收益率预计能更好地覆盖负债成本，保险公司面临的利差损风险也有望缓解。当前保险板块的估值仍处于历史相对低位，后续修复空间较大。

4. 风险提示

资料代表性不足：本文梳理的资料可能存在遗漏，可能会导致对海外保险公司的梳理不够全面。

长端利率下行：若长端利率大幅下行，可能会对保险公司的投资收益和估值产生不利影响。

资本市场波动加剧：若资本市场大幅波动，可能会对保险公司的投资收益和净利润表现产生不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼