

险企遭遇利率下行“冲击波” 成本线面临双重挑战

证券时报记者 邓雄鹰

随着利率长期下行，“利差损”风险持续成为保险业高频词汇。

为防范“利差损”风险，今年1月万能险结算利率将正式挥别“超4%”时代，这是继去年8月传统寿险下调预定利率上限后，保险产品再度下调收益率。利率下行叠加寿险新业务获取难度增加，给保险公司成本控制带来双重挑战。

有险企向记者表示，将会主动控制保费规模，以应对当前困局。

博弈规模与收益

“我们将继续控制负债端保费规模。”一家小型寿险公司负责人张立(化名)为去年没有跟风大卖预定利率3.5%的保险产品而庆幸。他告诉记者，“股东和管理层在这方面达成了一致。”

持续下行的利率和不断下滑的投资收益率，使得投资收益覆盖保单成本的难度增大，保险公司面临的利差损风险以及再投资风险上升。

作为金融市场“无风险收益率”的主要参考指标，10年期国债收益率是衡量各类资产收益率的锚。目前，10年期国债收益率已下行至2.5%附近，10年期国债下行至2.64%。同时，剧烈震荡的资本市场令权益投资的收益不确定性明显增加。

利率下行对保险公司经营影响重要且深远。寿险公司原本有三大利润来源——费差、死差、利差，其中死差和费差贡献承保利润，利差贡献投资利润。如今寿险公司盈利普遍依赖于利差，主营产品中多为利率敏感度高的传统年金险、终身寿险等产品。

据国家金融监督管理总局公布的数据，2023年前三季度，27.5万亿元保险资金的年化财务投资收益率为2.92%，年化综合收益率为3.28%。其中，财务投资收益率为3.28%。其中，财务投资收益率为3.28%。其中，财务投资收益率为3.28%。

中小公司由于基础薄弱，固定成本难以通过规模来摊销，更早感受到利率下行的寒冷。对于中小型保险公司来说，以3.5%预定利率产品来计算，可能要达到4.5%甚至以上的投资收益才能实现成本“打平”。

张立所在的公司经营时间较短，且配置了不少高流动性资产，不必过于担心规模下降带来的流动性压力以及其他综合因素，虽然付出的代价是增长停滞、难现盈利。但对于一家生命线脆弱的小型公司而言，没有什么比减少亏损活下来更为重要。

对于稍大一些的寿险公司来说，压力也不小。北京一家寿险公司投资负责人告诉证券时报记者，如果说以前还能实现资产和负债之间较好平衡的话，那么现在已经到了“弱平衡”阶段。以前卖的产品基本都能实现成本收益匹配，现在卖的产品勉强能够实现，但是续期保费和再投资确实面临



匹配压力。

“这两年以来不仅债券利率下行，权益投资不确定性增加，另类资产供给也在减少。在降息周期，只能靠两个词来应对——硬扛。”该负责人说。

一家大型保险资管公司高管坦承，面对利率下行带来的各种挑战，大公司承受能力强些。小公司调节空间相对较小，如果权益投资出现大幅亏损，还可能影响到偿付能力充足率。

有大型寿险公司高管在几年前就曾担忧地表示，寿险公司最大的风险不是当期收益率高低，而是长期收益率能不能覆盖负债的成本。

新业务利润率下降

除了投资端收益率下行，保险公司在负债端还面临利润率下降问题。即便是大型寿险公司，在双重大压力下保持平衡也不轻松。

北美精算师王晴曾在多家寿险公司担任过总精算师，他分析计算了6家大中型寿险公司2017年~2022年的财务数据。研究显示，其中3家公司新业务价值打平收益率，普遍呈现逐步上升趋势，且增长幅度明显。例如，其中一家公司在2017年的新业务价值打平收益率为1.28%，2022年上升至3.96%，这意味着保险公司获取同样新业务的收益率要求逐年增加。

王晴认为主要有两个原因：一是行业竞争加剧，产品附加费用率

下降造成产品本身的利润率下降；二是因为公司固定费用的降幅远低于公司新业务承保的下降，固定成本的摊销也使得公司的新业务价值(VNB)打平收益率上升。再从会计利润打平收益率来看，除了平安人寿为2%左右，其他5家公司均超过3%，而6家公司实际综合投资收益均不超过3%。这意味着要实现会计利润打平，在利差贡献降低的情况下，费差和死差需要发挥更大作用。

多个险种下调利率

去年以来，监管部门已从多个层面引导保险公司防范利差损和降本增效。

降低负债端产品利率是防范利差损最为直接的方法之一。各保险公司即将公布的万能险2024年1月份结算利率，结算利率上限将全面按照新要求执行。

据证券时报记者此前了解，监管部门要求，2024年1月万能险结算利率不超过4%，6月起再进一步下调，下调后的上限为3.5%~3.8%，对不同公司有不同要求。

这也是时隔3年多，监管部门专门就万能险结算利率再下达要求。上一次结算利率下调是在2020年9月，多款万能险结算利率下调至5%以下。

除了万能险，去年8月起，保险公司已按监管要求停售所有预定利率高于3%的传统寿险，预定利率高于2.5%的分红保险和最低保

证利率高于2%的万能险。2019年8月，普通型养老金或10年以上的普通型长期年金的评估利率已由4.025%上限调降至3.5%。

除了产品利率下调，监管部门也在通过“报行合一”推动保险公司算账经营，降低经营成本。1月19日，金融监管总局办公厅发布《关于规范人身保险公司银行代理渠道业务有关事项的通知》，明确要求保险公司不得直接或间接以出单费、信息费等名义向银行代理渠道支付佣金以外的任何费用。这是监管部门第三次发文强化对银保渠道“报行合一”的管理。

据公开信息，截至目前，按照“报行合一”要求，保险公司与相关银行已经完成“总对总”层面的重新签约，银保渠道的佣金费率较之前的平均水平下降了约30%。

华西证券分析认为，随着万能险结算利率的下调、银保“报行合一”的强化，险企负债端的利差损风险和费差损风险将进一步降低，进而将缓解险企资产负债匹配压力。

防范利差损需多措并举

从全球市场来看，长期低利率对于保险公司来说都是巨大挑战。

中国保险业也经历过一场由利差损引发的危机。1999年以前，保险公司曾销售出了大量高利率保单，有的保单利率甚至超过

8.8%，随后的降息周期一度令寿险公司背负上沉重的利差损，最终这一问题伴随着中国保险市场的高速发展而成功化解。

解决利差损问题的传统方法是实现资产和负债匹配，包括收益率匹配和久期匹配。久期匹配方面，由于长期资产有限，我国寿险业一直存在一定的久期缺口，收益率匹配上，匹配的难度在逐渐增加。

有分析人士认为，从海外经验来看，保险业应对利差损的关键是负债和投资两端发力，投资管理和负债经营更加精细化、专业化，并做好资产和负债联动。在资产端，需要进一步完善资产配置，夯实投资能力；在负债端，需要调低产品预定利率，多元化利源结构，优化负债成本。

当然，在预定利率下调过程中，保险公司不能忽视客户利益，还需要通过保险服务的优化，更好地满足客户个性化需求。

除业务本身外，降低业务费用率以及降本增效，也是保险公司降低负债成本的关键。这也是监管部门近年来一再引导的方向。

华泰证券认为，保险公司最大的优势是时间、长周期的资产和负债为保险公司提供了较为充裕的时间来调整资产和负债结构。如果新单的定价利率在未来持续下调，投资收益率将在相当长时间内始终高于利差损平衡点。穿越利率周期要求保险公司加强资产负债匹配管理，在利率下行周期中不断降低负债成本。

注册制下首单再融资欺诈发行 中介机构料难辞其咎

证券时报记者 谭楚丹

近日，深交所对思创医惠开出的纪律处分备受市场关注，据深交所相关人士表示，这是注册制下首单再融资欺诈发行案件。

据悉，该上市公司曾计划在2020年通过可转债方式募资，然而监管部门调查发现，思创医惠通过子公司开展虚假业务等方式，两年来累计虚增利润上亿元。在监管部门看来，思创医惠公开发行人文件编造重大虚假信息，构成欺诈发行。

为此，深交所注册制实施后首次限制上市公司融资资格，同时对参与欺诈发行的“关键少数”实施顶格处罚。

值得注意的是，深交所人士还表示，正在抓紧处理相关中介机构。据悉，思创医惠可转债项目由中信证券、天健会计师事务所、中银律师事务所“护航”。

虚增收入构成欺诈发行

早在2020年，思创医惠计划通过可转债的方式募集资金8.17亿元，用于“互联网+人工智能医疗创新运营服务项目”、“营销体系扩建项目”等。这家上市公司是一家提供智慧医疗和商业智能整体解决方案供应商。

同年10月，上述可转债项目获创业板上市委员会审核通过，12月证监会下发批文。

不过，2年后，证监会对思创医惠立案调查，深交所随后连续就有关事项发出3次问询函并向证监会上报重大事项。

经过监管部门调查发现，该上市公司公开发行人文件编造重大虚假信息，相关年报存在虚假记载。

深交所表示，对思创医惠给予5年不接受其提交的发行上市申请文件的处分，同时给予公开谴责的处分。值得一提的是，该纪律处分是注册制实施后深交所首次限制上市公司融资资格，显示出交易所对违法违规行为“零容忍”。

对“关键少数”顶格处罚

在欺诈发行案件中，“关键少数”往往发挥核心作用。业内人士表示，监管部门除了向发行人追责外，还应向“关键少数”亮剑，这才是对投资者最好的保护。

据悉，时任董事长、总经理章笠中未能有效管控思创医惠全资子公司医惠科技，知晓并授意相关人员实施虚增营业收入、成本、利润等行为，是直接负责的主管人员。

时任财务总监王凛作为全面负责思创医惠财务管理工作的人士，未能对案涉事项尽到应有的注意义务。时任副董事长、副总经理、董秘孙新军协助董事长工作并全面负责思创医惠信息披露工作，未能对案涉事项尽到应有的注意义务。汪骏在章笠中的安排下知晓并参与了医惠科技和其他企业之间的虚假业务，参与、实施了思创医惠2020年年度报告信息披露违法行为。

基于此，章笠中、王凛、孙新军尽管在可转债相关公开发行人文件上签字确认，却未能保证相关公开发行人文件真实、准确、完整。在年报方面，上述三人以及汪骏在思创医惠相应定期报告上签字确认，实际上也未能保证真实、准确、完整。

为此，深交所对参与思创医惠欺诈发行的“关键少数”实施顶格处罚。时任董事长、总经理章笠中被给予公开认定10年不适合担任上市公司董事、监事、高级管理人员的处分。深交所还对章笠中、王凛、孙新军、汪骏给予公开谴责的处分。

深交所相关人士介绍，目前正在研究制定自律监管相关实施标准，对欺诈造假等重点风险领域的重大违规行为依规从严监管，坚决运用实施暂不受理文件、认定为不适当人选等“资格罚”措施，切实提高违法违规成本。

中介机构或难辞其咎

作为资本市场的“把关人”，中介机构在欺诈发行案件中是否勤勉尽责，受到市场关注。近年来，随着A股实施注册制，监管层频频强调中介机构应提高合规意识，发挥核查把关作用，把好资本市场的“入口关”。

公开资料显示，思创医惠可转债项目的保荐机构为中信证券，会计师事务所为天健会计师事务所(特殊普通合伙)，律师事务所为北京市中银律师事务所。而思创医惠2019年财报及2020年财报的审计机构也均为天健会计师事务所(特殊普通合伙)。

深交所相关人士表示，对于思创医惠欺诈发行涉及的中介机构，深交所正在抓紧处理。行政监管处理较为明确之后，自律监管也会及时跟进，对责任主体进行严肃追责。

压实压实中介机构责任是注册制改革的重要着力点。记者注意到，2024年以来，深交所对中介机构及相关从业人员开出多个“罚单”，部分监管措施更为“严厉”。据记者统计，截至1月23日，深交所今年以来总共对保荐领域开出6张“罚单”，涉及3家券商、10名保代，其中海通证券的2名保代被给予通报批评的处分。

同时，深交所对审计领域开出6张“罚单”，涉及2家会计师，13名会计从业人员；对法律领域开出2张“罚单”，涉及1家律所，2名律师。

新三板挂牌“公示审核”机制下首家企业诞生

证券时报记者 刘艺文

日前，全国股转公司发函，同意湖北科普达高分子材料股份有限公司(下称“科普达”)股票公开转让并在股转系统挂牌。这是第一家通过公示审核机制挂牌的新三板企业。

“科普达公司的成功尝试，为全国范围内有意愿通过公示审核机制挂牌的企业提供了案例支持。”有投行人士表示。

截至记者发稿时，全国股转公司挂牌公示审核栏目还只有科普达一家企业的挂牌申请材料。

从2023年12月29日挂牌受理公示到2024年1月22日挂牌审核通过，科普达仅用时16个交易日，刷新了新三板过审速度，相较传统审核缩减三分之二时间，较绿色通道机制也缩减一半时间。

“公示审核机制的成功运用，打通了企业申报全国股转公司挂牌的高速公路，为优质创新型中小企业登陆新三板提供了更加快速、便捷的新绿色通道。”上述投行人士表示。

据悉，科普达是湖北地区国家级专精特新“小巨人”企业，从事电线电缆用高分子材料的研发、生产

及销售，于2019年11月28日在武汉股交挂牌，2023年8月4日成功转至湖北“专精特新”专板培育层。

所谓公示审核机制，是全国股转公司为对接区域性股权市场所推出的制度。2023年8月4日，全国股转公司发布《全国中小企业股份转让系统股票公开转让并挂牌审核指引——区域性股权市场创新型中小企业申报与审核(试行)》(下称《指引》)，标志着新三板和区域性股权市场(也称“四板”)制度型对接正式破题。

《指引》明确了四板企业申请新三板挂牌的两种便利机制，为以

专精特新为代表的创新型中小企业进入资本市场提供了更加丰富、便捷的路径。其中一个便利机制就是实施公示审核。针对“专精特新”专板培育的专精特新“小巨人”、制造业单项冠军等优质企业，在全国股转公司官网专区进行20个自然日公示，公示期间未接到异议的即可挂牌，无需发出审核问询，通过引入市场监督机制简化相关企业挂牌审核程序。

去年10月20日，全国股转公司与首批18家区域性股权市场签署监管合作备忘录，标志着三四板制度型对接机制正式落地。此次

签约仪式上，全国股转公司与浙江、武汉、重庆、宁波等4家区域性股权市场签署绿色通道、公示审核监管合作备忘录，与北京、天津、山西、辽宁、上海、江苏、安徽、江西、齐鲁、中原、湖南、广东、新疆、青岛等14家区域性股权市场签署绿色通道监管合作备忘录。上述科普达即出自武汉股权托管交易中心。



券商中国
(ID:quanshangcn)