

保险业重新审视分红险 以“轻度刚兑”应对利差损

证券时报记者 潘玉蓉

作为理财市场的“锚”，银行存款利率进入“1”字头时代，引领各类理财产品收益率下行。今年9月1日起，人身险产品的预定利率将从3.0%进入“2”字头时代，万能险、分红险的保底收益再下一个台阶。

大量资金追逐低收益的安全资产，进而搅动着理财江湖。近期，随着保险公司纷纷发布2023年红利实现率，分红险“出圈”了：据测算，即使分红险的红利实现率只有35.7%，客户理论收益率仍可达到3%。意味着，过去一年大部分分红险产品收益率相比银行理财，可略胜一筹。

分红险属于“轻度刚兑”型保险，向下有保底收益，向上有浮动收益，既满足了消费者对安全性与收益性的需要，也减缓了保险公司的利差损之忧，被各大保险公司大力推荐，成为市场中上升的新星。

分红险不“红”了？

今年是监管要求保险公司披露分红险红利实现率的第二年。但相关数据的发布，让保险公司或多或少感到了压力。

“统计数字的时候，我们都惊呆了。”对外经济贸易大学创新与风险管理研究中心副主任、众托帮联合创始人龙格对证券时报记者表示，“无论大小公司，无论投资能力好坏，最新披露的2023年分红险红利实现率均出现了大幅下行。”

龙格曾在保险公司产品精算部门工作，一直密切关注分红险的发展趋势。今年披露的红利实现率首次有了行业同比数据，但颇为意外的是，行业平均值同比去年出现断崖式下降。

记者从保险业咨询机构“13个精算师”处获得的数据显示，截至8月2日，共有52家保险公司披露2023年红利实现率，涉及2068只产品，红利实现率的算术平均值为47.4%，相比去年101.9%，下降幅度大约53%。

“13个精算师”还统计了中国人寿、平安寿险、太保寿险、泰康人寿四家公司主流分红险产品的红利实现率情况。2023年四家寿险公司共公布了563款分红险产品的红利实现率，平均值为38.5%。

红利实现率，是保险公司实际派发的红利和保险计划书中预期(或中档)利益演示之间的比值。年度分红实现率100%，表示当期实际收益与利益演示一致。

2023年，为了防范利差损风险，监管部门对保险公司进行了窗口指导，要求人身险公司落实成本收益匹配原则，合理确定分红实现率。龙格认为，这只是去年各家保险公司红利实现率下降的原因之一，但却不是核心原因。投资不景气才是根本原因。

2023年，资本市场整体承压，指数低位震荡，28万亿保险资金的投资业绩不佳，年化财务收益率和年化综合收益率两个指标均处于10多年来的低位。其中，财务投资收益率2.23%是2008年以来的最低水平；综合投资收益率3.22%，是2011年以来的“次低”，仅高于2022年的1.83%。

整体收益仍超过3%

红利分配“腰斩”，分红险还能继续“红”下去吗？

分红险产品的客户收益率包含两部分，保证利率和非保证利率。保证利率是分红险产品定价时为保单设计的利率(即预定利率)，可以视作保险公司为客户提供的保底收益，非保证利率部分即红利部分，销售人员须告知客户，这部分收益是不确定的，会随着市场波动。

保底收益部分对应的预定利率，在过去几年监管部门的要求下经历了多次下调。2019年第四季度，预定利率为4.025%的年金险集体下架；2023年7月底，人身险预定利率维持了10年的3.5%时代结束，降至3.0%，其中分红险预定利率的上限下调至2.5%。今年8月2日，国家金融监管总局再发通知，要求从10月1日开始，再次将分红险预定利率从2.5%下降到2.0%。

虽然预定利率逐渐走低，但分红险在加上红利收益之后，则是另有一番天地。

龙格根据分红险红利实现率的计算方式，制作了一张预定利率与客户理论收益率关系的速查表。结果显示，以现行分红险预定利率2.5%为条件，当红利实现率达到35.7%时，客户的理论收益率为3%，当红利实现率为100%时，客户的理论收益率可达到3.9%；如果预定利率降至2%，红利实现率达到57.1%时，客户理论收益率为3%，如果红利实现率为100%，客户的理论收益率将在3.5%~3.9%之间。

2023年红利实现率虽然大面积下滑，但是主流保险公司均在35.7%以上。52家已披露数据的公司平均实现率为47.4%，意味着大多数客户可以获得3%以上的理论收益。

环视当下，整个金融市场投资回报率不断下降，理财市场上保本程度高的安全资产受到热情追捧。今年上半年，理财产品平均收益率为2.8%。7月底，银行陆续下调存款利率，银行5年期定期存款利率大面积步入“1”时代。相比之下，分红险3%的理论收益率，可谓“仍带着旧时光的美好”。

受此影响，分红险不但没有沉寂，反而因为



预定利率	客户理论收益率				
	3.00%	3.10%	3.20%	3.50%	3.90%
2.00%	57.10%	62.90%	68.60%	85.70%	108.60%
2.25%	47.60%	54.00%	60.30%	79.40%	104.80%
2.50%	35.70%	42.90%	50.00%	71.40%	100.00%
2.75%	20.40%	28.60%	36.70%	61.20%	93.90%
3.00%	0.00%	9.50%	19.00%	47.60%	85.70%



红利下行引发的讨论而“出圈”，各主流寿险公司纷纷加大了销售力度。据悉，2024年前4月人身险公司分红险原保险保费收入同比增长超过8%，增幅明显高于其他险种。行业交流数据显示，截至今年一季度末，分红险保费占比已从去年末的19.5%上升到22.1%。

利差损下重新认识分红险

利差损的压力迫使行业集体下调分红实现率，也让各类市场参与者重新认识分红险。

分红险在2000年利率大幅下行时期出现在内地市场，过去多年实际分红情况如何？“13个精算师”对此做了推算。该机构通过搜集超过60家寿险公司超2600款分红产品的红利实现率，剔除了不合格产品后，推算出2013年以来保险行业红利实现率的期望均值。研究显示，从历史数据看，过去行业红利实现率总体符合预期，绝大多数年份超过100%。

2013年，龙格所在的大型保险公司有一款分红险，保底收益加上现金分红后收益可以达到

到3.8%，但是根据当时的监管规定，给客户的演示收益只能到3%。“在当时，实际收益高于演示收益的情况不止一家。”

2020年开始，因为投资收益率下降，全行业红利实现率缓慢下行，直到2023年大部分公司突然“打了对折”。

维系了多年的高红利实现率骤然下滑，客户能否接受？会不会引发退保？保险公司首先感受到了压力。在销售渠道，一些客户经理为了向客户解释，也在积极做准备。

经历了真实的收益波动，客户也“领教”了分红险的真实面目。平安人寿一位分红险客户和记者交流时表示：“非保证部分的收益，极端情况下也可以是0。”

在香港市场，分红险是接受度很高的头部险种，因其分红实现率每年强制披露，信息公开透明，一些分红实现率高的产品被保险公司打造成明星产品，成为客户做长期投资决策时的重要考虑对象。

2023年初，内地借鉴香港，引入了红利实现率披露制度，要求保险公司在每年分红方案宣

告后15个工作日内在官网公布分红型产品的红利实现率。过去，分红险的年度分配方案只单独发给客户，客户无从横向比较，行业也没有可比数据，分红险如同一个“黑箱”，外界无从判断整体收益成色几何。随着相关信息披露制度的实施，分红险的透明度大大增强，保险消费者能直观地了解自己的保单收益与当初利益演示之间的偏差。

不过，内地分红险与香港不同的是，内地分红险预定利率下调之后，最高仍然可以达到2%，而香港分红险的保证收益非常低，预定利率通常在0.2%至1.3%之间，对客户演示的6%至7%的复利收益，大部分来自非保本部分。在此背景下，香港分红实现率被视为很重要的参考信息，每年保险公司一公布，就会被市场人士拿来比较，保险公司也积极维持高分红实现率，以保证产品竞争力。比如，汇丰人寿的分红实现率整体较为稳定，大多数分红实现率100%~110%；太平香港几乎所有产品的分红实现率均保持在100%左右，较为稳定；富通保险85%的产品分红实现率保持在100%的水平。不过，年度分红实现率在30%以下的产品在香港大型保险公司也时有出现，充分体现了非保证特征。

北京大学中国保险与社会保障研究中心专家委员会委员朱俊生教授认为，一个合理的红利实现率可以这样来界定：如果分红实现率过高，会增加险企的负债成本，不利于长期稳定经营。另外，短期内也会推高客户预期，后续下降会引发退保风险。红利实现率过低，则有可能引发客户的非预期退保。一般来讲，对分红险的管理要求需讲究“艺术性”，保持合理的红利实现率水平。

投资能力的较量

随着预定利率下行，分红险决战理财市场的胜负手，变成了非保本部分，即红利表现。而红利实现率的背后，是投资能力的较量。

过去3个会计年度，保险资金的投资收益率已经连续3年低于5%，而在2023年年报之前，大多数保险公司仍将长期投资收益率经济

假设定为5%。2023年年报中，上市保险公司集体将投资收益率假设从5%下调至4.5%，表明保险业内部对未来投资收益率的向下修正已经达成一致。

进入2024年，保险资金投资收益率出现了边际改善的迹象。一季度，保险资金实现年化财务投资收益率为2.24%，年化综合投资收益率7.36%。综合投资收益率的大幅提升，表明险资的浮盈在明显增加。

过往20年，保险资金投资收益率经历过多次波动。2007年，站在大牛市肩膀上，保险资金投资收益率达到12.17%的历史高点；但随后在2008年又跌至1.91%的历史低位。整体看，过去20年的多数年份里，保险资金投资收益率均高于4.5%。

过去的业绩不代表未来。在利率中枢逐渐下移的过程中，保险产品收益的下行，相对于存款利率、银行理财收益的下行，往往存在一定的滞后性，因为险资的资产配置期限较长，早年配置的债券在利率下行后变成了稀缺的高价值资产。

作为长期国债的主要持有者之一，险资一直是超长期特别国债抢购者，配置利率从2007年的4.3%，到2017年的3.6%，再到今年的2.57%。今年5月，30年期超长期特别国债招标发行，全场认购倍数为3.9，其中就有保险机构积极参与的身影。国寿资产一位内部人士表示，该公司持续、大量投资长期限债券，目前长期限债券持仓占相当比例。

据某大型保险资产管理公司固定收益投资部2023年的统计，保险资金持仓的主要债券品种中，5年AAA债券过去16年平均收益率为4.27%，30年国债过去20年平均收益率为3.98%，10年国债过去20年平均收益率为3.49%。以此推算，保险资金债券投资获得的长期收益率在4%左右。

以债权投资、非标、大额存单等缺乏流动性的固收资产获取更高的票息收入，为保险资金投资提供安全垫和稳定器，在此基础上，再通过股权、股票、基金等权益类资产增厚收益，是保险投资的基本思路。

经历多轮利率周期和资本市场周期，保险资金在跨周期资产配置和追求稳健收益方面积累了经验，为其获得长期稳定的投资回报提供了可能性。

朱俊生认为，从根本上讲，红利实现率的可持续性建立在公司长期投资能力基础之上。在当前的市场环境下，行业提升管理分红险的能力非常重要。分红险管理的挑战包括红利管理、维持客户合理期望和宏观经济不确定性。怎么平滑账户的储备基金、怎么制定每年分红政策、怎么兼顾同业竞争与公司利益，对保险公司而言仍是挑战。同时，保险公司需要管理客户的期望，既不能把胃口吊太高，也不能过分打压预期。宏观经济不确定性会影响保险市场的投资收益，保险公司需要向客户及时传递对市场的认知。



分红实现率下滑的警示:不要向客户过度承诺

证券时报记者 潘玉蓉

随着保险投资收益逐渐下台阶，过去3年，越来越多的保险公司尝到了“过度承诺”的苦果。

过去，人身险公司仿佛陷入这样的怪圈：贴着监管上限，以3.5%、3%的预定利率设计保单，向客户承诺保底回报，售出大量固定利率的长期保单；接着，遭遇银行理财打破“刚性兑付”、存款利率下滑、股票基金波动加剧的市场环境，投资收益接连下降；然而，为了维持保单满期给付的现金流，保险公司不得不维持新保单的增

长速度，如何快速获得保费？还是熟悉的配方：贴着监管上限，出售高利率保单，向客户作出保底承诺……

2019年至2023年，保险公司的投资收益率波动下行，从4.94%下降至2.23%，但直到2023年7月底之前，爆卖的保险产品预定利率仍高达3.5%。有业内人士预计，行业平均负债成本约为3.1%。利差损犹如悬在人身险公司头上的一把剑，稍有差池便可能引发灾难性后果。

2023年开始实施的分红实现率强制披露制度，是约束保险公司对客户“言行合一”的最好工

具。今年新披露的红利实现率出现腰斩式下降，则是对保险公司以往“过度承诺”的一次警示：红利实现率属于非保本性质，过往100%的实现率不能代表未来，红利部分的最低收益可以是0。

年初，监管部门要求各人身险公司“落实成本收益匹配原则”，调降红利实现率或许还有另一重含义：行业应该严守“红利非保本”的性质，投资业绩不佳的时候应该及时下调；否则，便会在市场上形成隐性刚兑的错觉。

这次事件引发的讨论，也凸显了分红险特有的价值：防止保险公司承诺从长期来看无法

持续的高回报率；使客户从分红险得到的回报率，与全市场投资回报率趋于一致。这些都有助于保险公司向客户分散市场风险，平衡保单持有人和公司利益，从而有助于保险行业控制利差损风险。

警示不单适用于分红险，当前，利差损风险正在对全行业发出警告，任何将固定的预定利率写入保单的保险产品，都应该谨记这一教训：拉长周期来看，今天出售的保单未来是否会成为负资产？毕竟，每一次危机带来的经验教训都不应该被浪费。