

2025年06月26日

超配

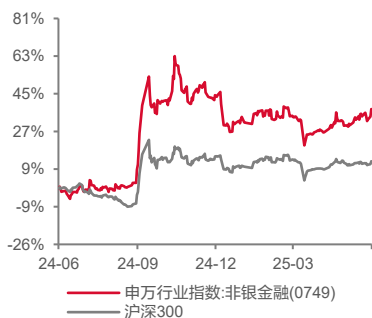
杜绝“内卷式分红”，建立分红水平动态管理机制

——保险业态观察（五）

证券分析师

陶圣禹 S0630523100002

tsy@longone.com.cn



相关研究

1. 稳定币叠加政策催化推升券商板块行情，继续关注相关主题配置机遇——资本市场聚焦（六）
2. 优化券商分类评价体系，鼓励业务细耕与效率提升——资本市场聚焦（五）
3. 证券公司分类评价规定迎修订，分红险监管进一步增强——非银金融行业周报（20250616-20250622）

投资要点:

- **事件：**金监总局人身保险监管司于6月18日向各人身保险下发《关于分红险分红水平监管意见的函》，要求强化资产负债统筹联动，提升分红保险可持续经营水平。
- **审慎确定分红水平，不得搞“内卷式”竞争。**意见要求各公司要平衡好分红保险预定利率与浮动利率、演示利益与红利实现率的关系，根据每个账户的资产配置特点和实际投资收益情况，审慎确定各产品年度分红水平。此外，意见还要求不得偏离账户的资产负债和投资收益实际情况，随意抬高分红水平搞“内卷式”竞争，扰乱人身保险市场秩序。我们认为，监管一方面引导保险公司回归“保险姓保”本源，在权益市场波动加剧、无风险收益率下行的背景下，合理控制分红水平，有利于缓解行业利差损风险，增强抗周期能力；另一方面对“内卷式”分红的严格约束，使产品收益更贴合实际回报水平，实质上是对投保者长远利益的重要保障。
- **建立健全分红水平动态管理机制，与预定利率形成双轨动态调整。**根据客户收益率的计算公式：客户收益率=预定利率+浮动收益率=预定利率+（演示利率-预定利率）*70%*分红实现率，实际回报既受到预定利率基准的影响，也受到分红实现率变动的影响。去年监管已指引险企设立预定利率动态调整机制，并逐季度披露预定利率研究值，以进一步推进预定利率动态调整的实施。此次意见要求各公司建立健全分红保险分红水平动态管理机制，并设定六类需充分论证分红水平的情形，归纳下来：**1）与历史业绩挂钩：**要求拟分红水平对应的投资收益率，超过公司分红保险账户过去3年平均财务投资收益率和综合投资收益率的较低者；**2）与资本实力挂钩：**分红保险账户特别储备为负值，或当期分红实施后特别储备将为负值时；**3）与监管评级挂钩：**设立时间不足3年的分红保险账户，或公司监管评级为1-3级，拟分红水平超过人身保险业过去3年平均财务收益率（3.2%）的；以及公司监管评级为4-5级，且分红保险账户拟分红水平超过产品预定利率的；**4）内部协同约束：**公司产品、精算、投资、财务等资产负债管理职能部门认为需要提交审议的其他情形。我们认为双轨动态调整机制的落地，有望逐步规避“高演示、低实现”的误导性营销，倒逼险企提升资产配置能力和风险管理水平，以保障分红水平的可持续性和产品的吸引力，提升公司整体抗风险能力和盈利能力。
- **预定利率1.5%产品已上线，预计大规模调降将于2025Q3启动。**同方全球人寿近期上线多款预定利率为1.5%的分红险产品，低于现阶段市场主流预定利率为2.0%的分红险产品50bps，也低于2.0%的监管上限，率先开启预定利率调降进程。我们根据4月披露的预定利率研究值2.13%进行推测，7月披露的研究值大概率进一步下调，进而出现连续两个季度研究值与现阶段预定利率2.5%的上限相差超过25bps的触发条件，人身险行业大规模调降预定利率预计于三季度正式启动，关注“炒停售”催化对提振保单销售的促进作用。
- **投资建议：**1）寿险负债转型仍在推进，队伍规模下滑幅度边际减弱，产能提升成效显著，我们认为应持续关注在稳定规模下的产能爬坡，以及保障意识激活后的需求释放；2）投资端来看，“国九条”明确资本市场新起点，对权益市场展望乐观，长端利率处于历史绝对低位，预定利率下调有望缓解利差损风险。板块处历史低估值区间，重视板块配置机遇，建议关注拥有明显护城河的大型上市险企。
- **风险提示：**新单销售不及预期，长端利率下行，权益市场波动，股权投资计提减值风险，财产险风险减量力度不及预期，政策风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089