

湘财证券研究所

李晓彬 分析师

执业编号: S0500511040003

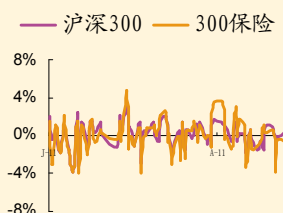
E-mail: lxb3266@xcsc.com

联系人: 戚海鹏

Tel: 021-68634518-8251

E-mail: qhp3306@xcsc.com

保险行业近期市场表现:



资料来源: WIND, 湘财证券研究所

行业动态:

保监会近期向各寿险公司及养老险公司下发了“关于变额年金保险试点的通知”和《变额年金保险管理暂行办法》(下文简称“暂行办法”)两份文件,变额年金试点工作正式启动。

在北京、上海、广东、深圳、厦门 5 座城市进行试点,经营投连险业务满 3 年,偿付能力处于充足 II 类的寿险及养老险公司,每家公司可以申报一款变额年金产品,销售额度不得超过公司最近季度末偿付能力报告中实际资本的 4 倍与 80 亿元的较小者。

我们的观点:

1、出于管控风险的考虑,保监会此次试点,对保险公司资质、销售地域、产品设计都做了较严格的规定,而积极参与此次试点的多是中小型寿险公司,人寿、平安等公司持跟随和观望的态度,因此,中短期内,变额年金市场难以做大,对寿险行业 and 三家上市公司的利好影响微弱。

2、变额年金本身具有形态吸引力大、盈利能力弱、风险性偏大 3 项主要特点。仅从产品本身来说,它是一种量大利薄、以量补利的产品,只有做大市场后,才能对公司业绩有推动作用,试点期间及中短期内难有作为。

3、变额年金的销售与权益市场表现关联度较大,在目前股市震荡的投资环境下,变额年金较难获得消费者的认同。

保险行业估值表(按最新股价计算)

	EPS	P/E	P/EV	VNBX	P/B
	2010A	2011E	2011E	2011E	2011E
中国平安	2.3	17.8	1.6	8.4	2.7
中国人寿	1.2	14.9	1.6	9.3	2.3
中国太保	1.0	19.7	1.5	8.5	2.1

数据来源: 湘财证券研究所

目 录

一、变额年金试点工作的要点.....	4
二、变额年金是一种更为灵活的年金产品.....	5
1、变额年金形态灵活.....	6
2、变额年金的盈利性和风险性.....	6
3、变额年金的最低利益保证风险.....	8
4、变额年金久期长的特点.....	10
三、变额年金在国外的发展和背景.....	11
1、变额年金销售额增长与权益市场之间的关联性.....	11
2、变额年金增长与人口之间的关系.....	12
四、变额年金的发展前景.....	12
1、短期内发展缓慢.....	12
2、长期来看，变额年金发展前景广阔.....	14

图表目录

图表 1、变额年金形态图示.....	6
图表 2、各类寿险产品利源三差分析.....	7
图表 3、变额年金主要风险评级.....	8
图表 4、各类寿险产品包含的期权的风险评级.....	10
图表 5、美国变额年金销售额的年增长.....	11
图表 6、变额年金年销售额增速与权益市场表现之间的关系.....	12
图表 7、近期权益市场走势不利于变额年金销售.....	13
图表 8、平安人寿年金产品销售额及占总业务量比例.....	15
图表 9、美国寿险业年金产品销售额及占总业务量比例.....	15
表格 1、变额年金项目时间表.....	4
表格 2、“关于变额年金保险试点的通知”要点总结.....	4
表格 3、变额年金与已有寿险产品的对比.....	6
表格 4、投连险收取费用项目.....	7
表格 5、变额年金主要风险特征.....	8
表格 6、变额年金提供的最低利益保证.....	8
表格 7、寿险市场份额分割情况.....	14

保监会近期向各寿险公司及养老险公司下发了“关于变额年金保险试点的通知”和《变额年金保险管理暂行办法》（下文简称“暂行办法”）两份文件，标志着变额年金试点工作的正式启动。

一、变额年金试点工作的要点

变额年金保险，是一种包含保险保障功能，保单利益与连结的投资账户投资单位价格相关联，同时按照保单约定具有最低保单利益保证的新型人身保险产品。从保监会的角度出发，**它对于解决目前寿险业创新不足，产品逐步同质化，渠道竞争加剧的问题有较大的意义**，为寿险产品线引入新鲜血液。从下表可以看出，变额年金的推出已准备较长的时间。

表格 1、变额年金项目时间表

时间	项目
2010 年 3 月	保监会在《2010 年人身保险监管工作要点》中表示：启动变额年金产品研究，选择适当时机审慎开展变额年金业务试点。
2010 年 7 月	保监会在山东威海召开变额年金讨论会议，泰康人寿、平安人寿、光大永明等 8 家公司参与讨论
2010 年 11 月	在深圳“中国寿险发展与监管高层研讨会”上，主席助理陈文辉强调：要推动变额年金产品试点工作。
2011 年 5 月	下发“关于变额年金保险试点的通知”和《变额年金保险管理暂行办法》，开始试点。

资料来源：保监会网站，湘财证券研究所

根据我们对“通知”和“管理暂行办法”的解读，**保监会对这次试点的态度较谨慎，“管理暂行办法”中很多规定突出了“风险管控”的精神。**

表格 2、“关于变额年金保险试点的通知”要点总结

管控项目	内容
公司资质管控	参与试点的公司需满足下列条件 1、经营投连险满三年 2、一年内无保监会重大行政处罚 3、上年末及递交申请前两季末偿付能力处于充足 II 类 4、建立支持变额年金管理模式的信息系统
销售地域管控	只限于北京、上海、广东、深圳、厦门 5 地
产品管控	1、每家公司只可申报一个产品 2、保险期间不低于 7 年 3、提供最低保单利益保证。为以下 4 种之一：最低身故利益保证、最低满期利益保证、最低年金给付保证和最低累积

销售行为管控

利益保证。不提供风险程度较高的如最低退保利益保证等，

1、销售额度不得超过保险公司最近季度末偿付能力报告中实际资本的 4 倍与 80 亿元的较小者。

2、可通过个险营销员、团险外勤、银保渠道销售，银保只在理财柜销售。

3、需对客户进行风险测评，并需要客户签字确认。

4、销售人员需大专以上学历，取得保监会规定资格，参加过变额年金培训并有一年以上寿险销售经验。

资料来源：保监会网站，湘财证券研究所

此次积极参与到变额年金项目中的是光大永明、联泰大都会、金盛人寿等中小型寿险公司。这些公司出于扩张市场的考虑，对新型产品的推出更愿意投入资源进行尝试，与之相反，大型寿险公司更多表现出跟随、观察的态度。

二、变额年金是一种更为灵活的年金产品

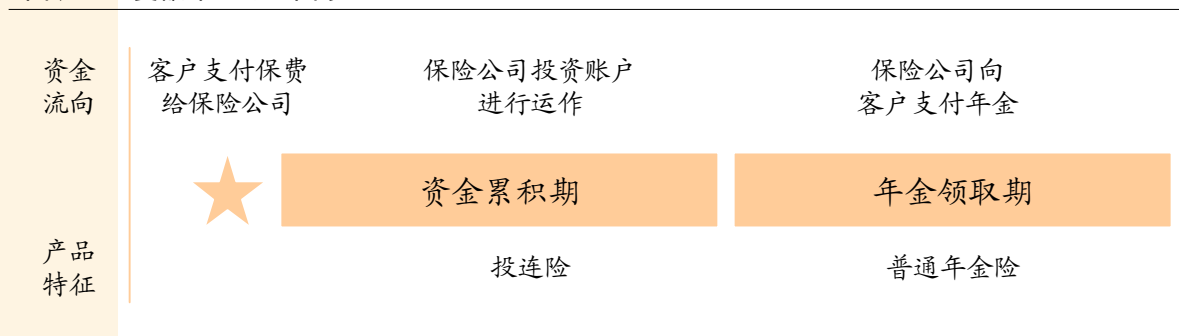
根据我们的研究，变额年金具有形态吸引力大、盈利能力弱、风险性偏大这 3 项主要特点。

通过一个简化例子，可以更直观了解什么是变额年金，

王先生 40 岁时向保险公司支付 10000 元保费，这些保费扣除各种费用后投入保险公司投资账户，换算为 1000 个投资单位，保险公司对投资单位进行投资运作，至王先生 65 岁时，资金累积期结束，此时这 1000 个投资单位的价值已升至 25000 元，这笔资金转换为年金，从 65 岁至身故，王先生每月可以从保险公司领取 150 元。

变额年金于 1952 年由美国 College Retirement Equities Fund (CREF) 开始销售，开发的目的是为了使退休金账户进行更灵活的投资，以对抗通胀并更好的增值。因此，“投资”和“年金”是变额年金的两大要素，本质上看，变额年金是一款含有最低保证的投连型产品，在约定时间点后开始向客户支付年金，可以把保险期间分为前后两段。

图表 1、变额年金形态图示



资料来源：LIMRA、湘财证券研究所

1、变额年金形态灵活

与目前寿险在售产品相比，变额年金具有更灵活，更有吸引力的特点。

表格 3、变额年金与已有寿险产品的对比

变额年金	
定额年金	变额年金在累积期可以灵活的配置在保险公司不同投资账户，享受投资收益，而定额年金的收益通常与固定的定价利率相同。
分红险	分红险不具有年金功能，且投资灵活性也弱于变额年金，变额年金的投资收益归客户所有，分红险投资收益由客户与保险公司按比例分成。
万能险	万能险不具有年金功能。
投连险	投连险不具有年金功能，并且普通投连险没有最低保底收益保证。

资料来源：湘财证券研究所

2、变额年金的盈利性和风险性

变额年金在累积期和年金领取期的盈利特性完全不同，前段的盈利性与投连险相同，后段的盈利性与普通年金相同，但对于现在开始试点的变额年金，其年金领取期的起始点距离现在通常在二十年以上，因此，目前关注的重点应是资金累积期内的盈利能力。

与投连险一样，**变额年金的盈利来源主要来自各种费用的收取**，《变额年金保险管理暂行办法》中规定：变额年金保险的费用结构与上限，参照《投资连结保险精算规定》执行，另保险公司还可以收取保证利益费用。主要费用项目有以下几项：

表格 4、投连险收取费用项目

项目	费用收取上限
初始费用	保费中 50000 元及以下部分：10%；50000 元以上：5%
买入卖出差价	2%
死亡风险保险费	根据经验发生率收取
保单管理费	
资产管理费	2%
手续费	保险公司提供账户转换、部分领取时收取
	第一年：10%
	第二年：8%
退保费用	第三年：6%
	第四年：4%
	第五年：2%

资料来源：投资连结保险精算规定，湘财证券研究所

尽管保险公司不对外披露各类产品的实际盈利数据，但从利源三差分析来看，变额年金的盈利性属于寿险产品中较低一档。

图表 2、各类寿险产品利源三差分析

	传统险	分红险	万能险	投连险、变额年金
利差益	●	○	○	
死差益	●	○		
费差益	●	●	●	●

●表示保险公司享有该项目全部收益、○表示保险公司享有该项目部分收益

资料来源：湘财证券研究所

从风险性分析，由于变额年金同时具有年金险的年金给付、万能险的保底收益、投连险的投资自由性等多种特点，因此它也同时继承了这些特性包含的风险特征。

表格 5、变额年金主要风险特征

风险类型	简介
投资风险	变额年金提供最低身故利益保证、最低满期利益保证、最低年金给付保证和最低累积利益保证。 如果实际投资情况大幅低于预期，保险公司需要对账户进行补贴，使其达到承诺的水平。
长寿风险	变额年金在年金领取期等同于传统年金，因此如果未来平均寿命延长，保险公司支付的年金将超出定价时的假设。
销售风险	由于变额年金形态复杂，较难向客户推介，因此有可能出现销售误导事件。

资料来源：湘财证券研究所

图表 3、从保险公司角度看变额年金的主要风险

	传统险	分红险	万能险	投连险	变额年金
投资风险		○	●		●
死亡率风险	●	○			●
销售风险		○	●	●	●

●表示具有该项风险、○表示该项风险较轻

资料来源：湘财证券研究所

3、变额年金的最低利益保证风险

变额年金的必要元素之一是最低利益保证，保监会在《变额年金保险管理暂行办法》中规定目前试点的产品可以提供下列 4 种利益保证：

表格 6、变额年金提供的最低利益保证

项目	含义
最低身故利益保证	客户身故时，获得的保险金不低于承诺标准
最低满期利益保证	期满时，客户获得的满期金不低于承诺标准
最低年金给付保证	开始领取年金后，年金领取标准不低于承诺
最低累积利息保证	累积期内定期评估时，账户价值不低于一定标准

资料来源：保监会，湘财证券研究所

这些保证本质上意味着，当定期账户核算或是保险公司向客户支付保障金额时，发现资金账户价值达不到销售时承诺的标准，保险公司将付出资金使其达到之前的保证。

从这 4 项保证的金融特征来看,属于一种保险公司提供给客户的看跌期权,在未来定期账户核算或公司支付保障金的时间点,如果账户价值低于一定标准,则客户行权,由公司承担损失。

1)、如何管理期权带来的风险

变额年金包含的期权对于公司意味着风险和成本,公司可以采取对冲或风险管控的模式来平衡风险,《暂行办法》中规定:保监会对变额年金认可的管理模式有:内部组合对冲模式和固定乘数平衡模式。

A、内部组合对冲模式

这是一种风险对冲模式,保险公司根据期权定价模型,确定相关参数,构建投资账户空头(内部卖出投资账户单位)与无风险资产账户多头(内部买入无风险资产)相结合的资产组合,模拟保单约定的最低保单利益保证。无风险资产指现金、国债、央行票据、政策性银行金融债、货币市场基金,由无风险资产的收益来保证账户价值能达到承诺标准。

B、固定乘数平衡模式

是一种主动风险管控模式,以承诺的最低利益保证为价值底线,账户价值高于价值底线的部分,乘以一定的投资乘数,可以被投资于风险资产,其余账户价值被投资于无风险资产。

2)、期权风险的评价

表格 6 中 4 项期权的风险并非变额年金所独有,现有寿险产品也分别包含其中部分期权。

图表 4、各类寿险产品包含的期权

	传统险 分红险	万能险	投连险	变额年金
最低身故利益保证	●	●	●	●
最低满期利益保证	●			●
最低年金给付保证	●			●
最低累积利息保证		●		●

●表示含有此项期权

资料来源：湘财证券研究所

综合评价变额年金的灵活性、盈利性、风险性可以看出，**变额年金形态灵活，为客户提供多种利益保证，因此更容易获得市场的欢迎，但其盈利能力弱，风险性偏大，为了克服这些缺点，要求保险公司有更强的投资能力和风险管控能力。**

4、变额年金久期长的特点

部分投资者认为，变额年金的保险期间长，通常为终身，拉长了客户资金沉积在保险公司账户中的时间，使负债久期变长，因此有利于公司的投资盈利。对于这种观点，我们做如下分析：

1)、变额年金负债久期长

变额年金保险期间分为累积期和年金领取期两段，的确长于现有的寿险产品。目前的主流产品：分红险、万能险和投连险的保险期间只能对应于变额年金的前端累积期，年金险的保险期间虽然和变额年金相似，但现有的年金险的保证利益太低，在市场上难以单独销售，通常作为主力险种的一种配套产品附加出售。保险期间长的确使变额年金的负债久期更长，通常情况下，负债久期长可以给保险公司的投资更多的自由度，由于没有中短期资金流出的压力，投资部门可以寻求期限更长、回报率更高的投资品，提升整个账户的投资回报表现。

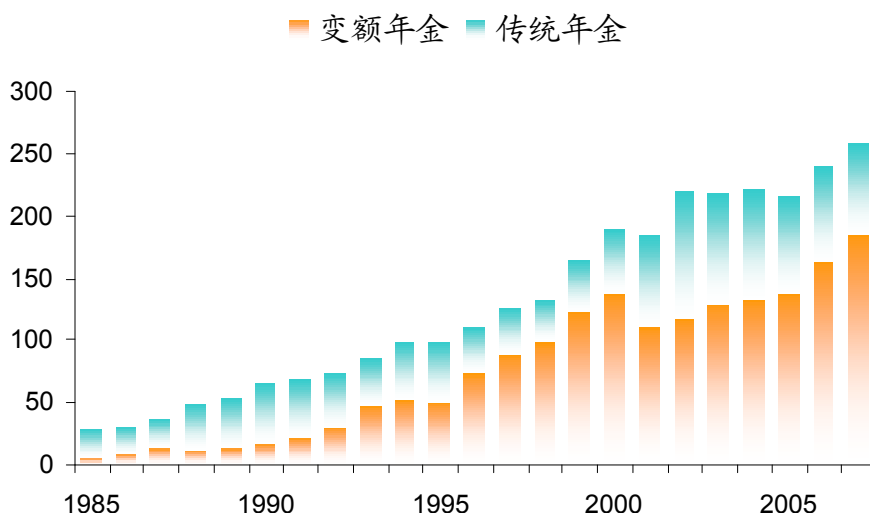
2)、**变额年金是一种投连险，投资收益归属客户所有**

投资回报高并不意味着保险公司能够享有这部分收益，由于变额年金的资金累积期属于投连险，对于投连险，保险公司需要设置单独的账户，账户中的投资回报全部属于客户所有，即使投资回报率高，保险公司也享受不到这部分高出的收益，因此，变额年金对提升保险公司的盈利能力贡献有限。

三、变额年金在国外的发展和背景

至今为止，美国是最大的变额年金市场，截止 2007 年底，变额年金账户资产接近 1.5 万亿美元，1985 至 2007 年，变额年金销售额的年平均增长速度达到 18%，2007 年当年为 1,840 亿美元。

图表 5、美国变额年金销售额的年增长



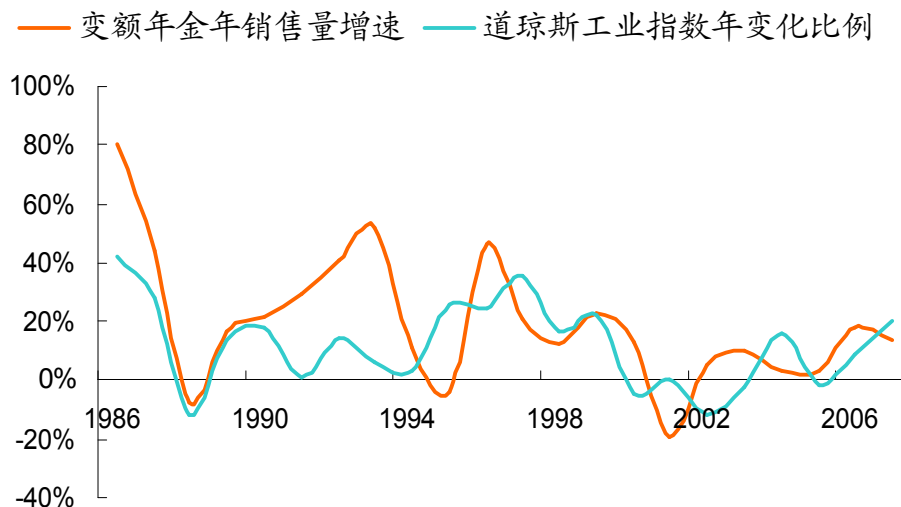
资料来源：LIMRA，湘财证券研究所

通过研究我们认为，**变额年金的销售增速与两个因素之间关联度很大：权益市场和人口。**

1、变额年金销售额增长与权益市场之间的关联性

由于变额年金账户投资于权益类的占比较高，权益市场的上升直接推升变额年金账户的价值，使其吸引力增强。从图表 6 中美国道琼斯指数变动比例与变额年金同比增速之间的关联性可以很明显看出，在 1986 年、1990 年、1998 年这些股市表现较好的年份，变额年金的年销售额同比增速也相应提高；而在 1988 年、1994 年这些股市回调的年度，变额年金的同比增速也跟随下降。

图表 6、变额年金年销售量增速与权益市场表现之间的关系



数据来源：LIMRA，湘财证券研究所

2、变额年金增长与人口之间的关系

根据我们对年金产品性质的分析，其目标客户指向 35 岁至 50 岁之间的人群。35 岁以下的人群，由于刚工作时间不久，个人积累不多，没有资金去购买年金产品，并且由于距离退休年龄很远，个人也不会有购买意愿；50 岁以上人群，离退休年龄很近，账户累积期非常短，失去了资金累积的意义。

从图表 6 中可以看到，美国变额年金的增长加速期处于 90 年代中期，根据美国人口数据，2 战后，1960 年附近，美国开始第一次婴儿潮，而到 90 年代中期时，这些人口已经是 35 岁至 40 岁区间内，他们既有能力，又有意愿购买变额年金，而数据证明这一时期，变额年金的确处于快速增长期。

基于以上变额年金的特性，推导出我们对未来变额年金发展的基本观点。

四、变额年金的发展前景

1、短期内发展缓慢

在未来中短期，变额年金的意义更多在于培育市场，使潜在客户了解什么是变额年金，其有什么特点，而这些工作的大部分是由中小寿险公司完成，泰康、新华、太保等大型寿险公司很可能采取跟随、观望的态度。原因如下：

1)、权益市场的表现不利于变额年金的开展

变额年金的增长速度与权益市场的表现紧密相关，权益市场投资回报好时，变额年金账户价值增速变快，公司会把投资结果展示给潜在客户以增强吸引力，产品销售变得更容易。2010年、2011年至今的权益市场表现为震荡格局，在这样的市场下，投连险都很难生存，更何况不为客户熟悉的变额年金。

但从监管的角度，这样的市场适合进行“试点”，“试点”意味着是一个试验的过程，小范围、少量的销售，发现问题能及时处理。如果开始试点就引发销售火爆，一旦出现问题则很难修正。回顾2001年时，平安开始销售“世纪理财”投连产品，短期内销售量大增，但由于销售误导、退保费用过高、投资表现不佳等多种原因，引发了客户大范围要求退保，造成社会对保险行业的信任度下降，小范围的试点则可以避免这样的事件重现。

图表 7、近期货权益市场走势不利于变额年金销售



数据来源：WIND，湘财证券研究所

2)、中小寿险公司担当试点的主力

长期以来，市场排名前7位大型寿险公司占据了85%左右的市场份额，而剩余的54家寿险公司分享剩余的15%市场份额，一直处于被挤压的地位，因此，中小寿险公司更渴望寻求市场的突破口，变额年金适应这种要求，中小寿险公司、特别是合资型中小寿险公司可以避开分红、万能这些已成型战场。

表格 7、寿险市场份额分割情况

	中国人寿	平安寿险	太保寿险	新华人寿	泰康人寿	人保寿险	太平人寿	其它中小公司
2004 年度	47%	17%	11%	6%	6%	0%	2%	12%
2005 年度	44%	16%	10%	6%	5%	0%	2%	17%
2006 年度	45%	17%	9%	7%	5%	0%	3%	14%
2007 年度	40%	16%	10%	7%	7%	1%	3%	16%
2008 年度	40%	14%	9%	8%	8%	4%	3%	15%
2009 年度	36%	16%	8%	8%	8%	6%	3%	14%
2010 年度	32%	15%	9%	9%	9%	8%	3%	15%

数据来源：保监会，湘财证券研究所

从人寿、平安、太保这些大型寿险公司的角度出发，不领导变额年金项目试点的原因，不在于后台系统的改造建设，销售人员的培训等，大公司在这些方面有着更多的优势。不主导的主要原因有二：

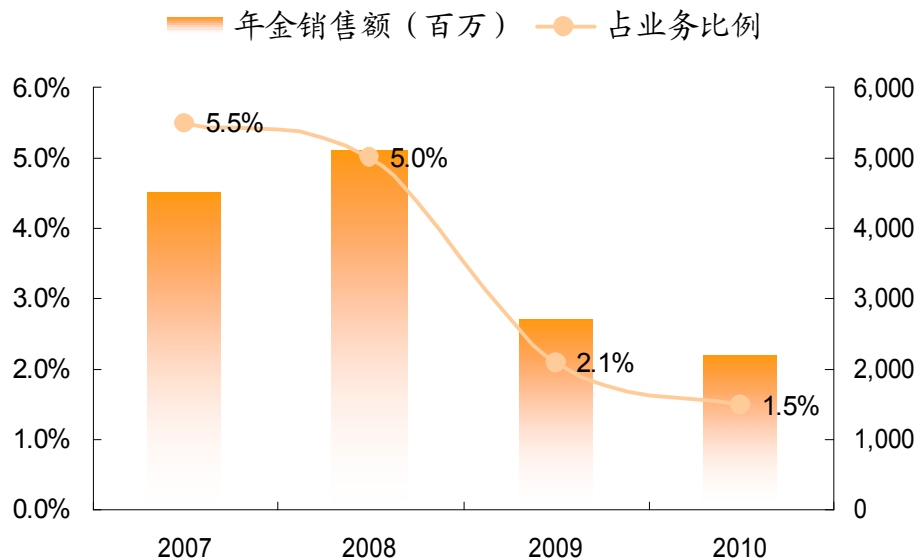
首先、变额年金作为一种新型的处于试点阶段的产品，不能贡献大量的保费，却因为缺乏经验，有可能引发销售风险、投资风险等。从收益和风险来衡量，变额年金对大型公司缺乏吸引力。

其次、作为投连险的一种，变额年金收入不能统计为保费，对公司的市场份额不做贡献。

2、长期来看，变额年金发展前景广阔

在我国养老体制三支柱：国家基本养老金计划、企业年金计划和商业性养老产品中，国家基本养老金只能满足基本的生存需求。企业年金的覆盖率较低，收益人群为 1 千万左右。商业养老保险部分，各家寿险公司仅少量的销售年金类产品，以中国平安为例。

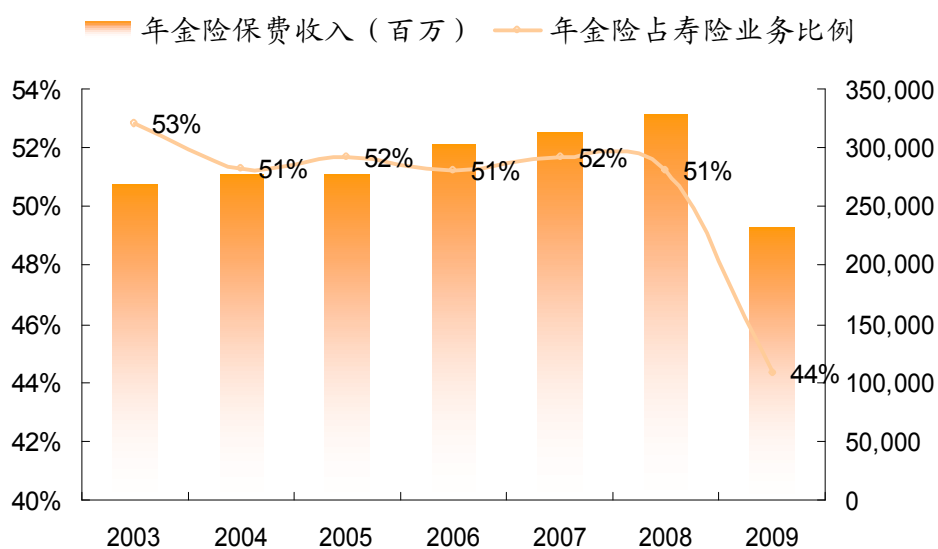
图表 8、平安人寿年金产品销售额及占总业务量比例



数据来源：中国平安年报，湘财证券研究所

可以看出，年金产品不仅保费量少，而且占公司总业务量的比例也非常低，而其它国家地区的情况不同：

图表 9、美国寿险业年金产品销售额及占总业务量比例



数据来源：中国平安年报，湘财证券研究所

年金险在我国仍处于未开发的状态，对于其长期的发展我们持乐观态度。

综述

对于变额年金试点，总结我们的观点如下：

- 1、出于管控风险的考虑，保监会此次试点，对销售公司资质、销售地域、产品设计都做了较严格的规定，而积极参与此次试点的多是中小型寿险公司，人寿、平安等公司持跟随和观望的态度，因此，中短期内，变额年金市场难以做大，对寿险行业和三家公司的利好影响微弱。
- 2、变额年金本身具有形态吸引力大、盈利能力弱、风险性偏大 3 项主要特点。仅从产品本身来说，它是一种量大利薄的产品，只有做大市场后，才能对公司业绩有推动作用，试点期间，甚至未来中短期内难有作为。
- 3、变额年金的销售与权益市场表现关联度较大，在目前股市震荡的投资环境下，变额年金很难获得消费者的认同。

分析师声明:

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。