低利率蔓延，寿险机构探求“微笑曲线”

崔　鹏　宋振兴

摘　要　近些年来受制于全球经济整体增长乏力等因素影响，国内经济增速有所放缓，市场利率逐步下行。本文认为，利率长期下行是经济周期、金融周期、人口周期、技术周期在金融市场的表现，对寿险公司形成现金流风险、利差损风险甚至颠覆现有经营模式，危及公司经营稳定。研究国外寿险业应对利率下行风险的经验发现，各公司多采取加强资产负债匹配、加快产品服务升级、构建多元盈利模式、推动战略转型等方式应对挑战。国内寿险机构应转变发展理念，构建更加均衡的利源分析模式；加快产品升级，打造“保障产品服务化、理财产品养老金化”的微笑曲线；加强产销适配，构建低成本、广覆盖、高效率的轻型销售渠道；加强资产负债管理，围绕期限、收益、风险构建更为完善的资产负债管理体系。

关键词　寿险　低利率　保障型产品　养老金　保险资产负债管理

利率是连接实体经济和金融市场的枢纽，是影响金融市场走向的风向标，利率的趋势性变化是影响保险业经营的基础因素，利率波动引发的风险也一直是保险业特别是寿险业面临的主要风险之一。近年来，受制于全球经济整体增长乏力，国内经济转型升级，叠加人口老龄化进程加快等因素影响，国内经济增速有所放缓，预计在一定时期内，利率中枢总体下行并可能在较长时间内维持较低水平。研究分析国外利率下行周期对寿险业产生的影响，对于国内寿险机构制定有效的应对策略，防范化解系统性金融风险，提升寿险业发展韧性具有一定启示意义（徐忠，2018）。

一、寿险业发展与金融市场关联度与日俱增，利率变化对寿险发展造成的影响更为多样

寿险是客户跨期配置金融资产以防范规避老龄及人身健康意外风险的方式，寿险产品的长期性决定了寿险业与金融市场具有天然的内在关联。伴随经济社会发展进步，寿险产品与金融市场，特别是市场利率的关联性由弱变强。早期传统寿险以保障功能为主，保险公司主要销售定期和终身寿险产品，寿险公司的利润基本来自死差益（Mortality Savings），与利率等金融市场因素的关联度较小。

二战后各国经济复苏及婴儿潮推动消费者对寿险的需求从“保身故，为家庭”逐渐向“保生存，为自己”转变，储蓄投资型产品逐渐成为寿险创新的主阵地，寿险业与金融市场关联度与日俱增。20 世纪 80 年代以来，金融监管逐渐放松，私人养老金市场逐渐兴起，美国市场出现万能保险和可变保险，欧洲亦推出变额年金险和利率敏感性寿险产品，寿险的利率敏感性

崔鹏，中国人民保险集团战略管理部，挂任人保财险山东省临沂市分公司党委委员、副总经理；宋振兴，中国人民保险集团战略管理部市场研究处经理。

特征更加明显。利率波动对寿险业的影响主要有如下四方面（毕德熠，2015）。

（一）利率缓慢下降将引发寿险需求减少，形成增长停滞危机

寿险需求具有典型的顺周期特点，在经济上行周期，居民可支配收入提高，对寿险产品需求上升，尤其是对投资型产品和长期储蓄型产品需求提升，寿险业进入扩张上升阶段。而在经济下行周期，居民就业压力增大，可支配收入减少，寿险产品需求和消费减少，业务规模缩水，且由于寿险经营具有重资产、成本刚性等特点，导致利润下降，部分中小型公司甚至陷入经营困境。

受疫情等因素对经济的影响，2020—2023 年，全球寿险业保费复合增速不到 1.5%，较疫情前五年复合增速下降 1 个百分点以上[①]；从国内来看，疫情后居民收入预期不稳，导致寿险需求持续下行，保费增速较疫情前出现明显下降，寿险公司经营效益也出现下滑，2023 年国内 60 家非上市寿险公司有 35 家出现经营亏损，合计亏损达到 140 亿元。[②]

（二）货币供应量变化造成利率在短时间内剧烈波动，往往给寿险业带来利差损或现金流风险

如果利率缓慢波动，给负债端充分调整时间，确保负债成本和利率基本实现同步变动，对寿险业稳健经营带来的挑战有限。如果利率在短期内快速下行，会对寿险业带来严重的利差损风险。在利率短期快速下行阶段，投资收益率明显下降，但负债端调节定价利率存在一定刚性，由于预定利率的下调仅适用于新签订的保单，原则上不追溯过去保单，这使得寿险公司平均预定利率的下降速度跟不上市场利率的下降速度，寿险公司开始面临利差损的不利经营状况。市场利率下行幅度越大、持续的时间越久，对寿险公司经营带来的挑战就越大。

20 世纪末，因利差损导致的日本大型寿险公司的破产潮就是因为利率下降速度过快、持续时间较长导致。2023 年以来，我国利率中枢下行速度加快，寿险公司投资收益率与存量业务负债成本的利差不断缩小，潜在利差损风险有所增加。同时，利率在短期内快速上行对寿险业稳健经营带来的危害同样不可忽视。利率上行，虽然会有助于提高投资收益，但寿险产品相较其他金融产品收益竞争力减弱，持有传统险保单的客户会选择退保或执行保单抵押贷款，大量保单集中兑付会引发现金流风险（阎海明，2015）。

（三）人口老龄化加剧低利率风险与长寿风险，寿险公司保持稳健经营的风险有所加大

老龄化往往是经济发展进入较高水平之后的现象，经济进入低增长区间，利率水平趋于下行。特别是在老龄化社会中，低利率风险和长寿风险、护理风险等交织，对寿险公司传统经营模式带来挑战。养老年金产品尤其是长期养老年金产品需求加大，在利率下行过程中，经营风险加大；重疾发生率和死亡率等不断提高，保障型

① 数据来自瑞再研究院，经作者整理。

② 非上市人身险企2023利润榜：行业亏损超百亿，35家险企陷亏损[EB/OL].https://www.jiemian.com/article/10763843.html.

产品赔付增加，挤压寿险公司死差益；长寿风险和护理风险难以准确定价评估和量化预测，对于保险公司后续经营可能产生巨大影响。

以美国的长期护理市场为例，自 20 世纪 70 年代兴起，但由于定价不足，后期经营严重恶化导致很多保险公司放弃继续销售商业长期护理保险，以通用电气的两个保险子公司为例，2018 年长期护理险赔付率分别达到 527% 和 280%，为此，公司在 2019 年承受了 185 亿美元的长期护理承保亏损（刘渠，2022）。

（四）技术创新往往颠覆或重构寿险公司的商业模式和经营规律

在长周期尺度上，以创新性技术变革为起点，给保险形态带来巨大甚至是颠覆性变化，出现场景聚焦、形态多元、责任明晰、定制灵活的新型寿险产品，同时也会带动利率水平上行，刺激寿险需求增加。比如，近年来服务型健康险更加普及，美国出现了由私营医院牵头成立的健康险组织，这能够更低成本地解决客户保持健康的最终需求。随着人口老龄化进程加快，老龄服务业更趋发达，或许会形成由互联网化的养老机构或康养机构联盟牵头组成的寿险组织，成为老龄化社会中寿险需求供给方（崔慧和袁成，2020）。如果现有的寿险公司无法满足消费者需求，难以跟上老龄化、数字化时代步伐，市场上传统的寿险公司或会被新形态的寿险组织所取代。

二、国际寿险公司多措并举，应对低利率风险

尽管各国出现低利率市场环境的原因不同，进入低利率环境的路径和速度不同，寿险业经营环境也不同，但总结起来，寿险公司应对低利率风险，常用的手段包括风险降低、风险转移、风险规避和风险回避四种。

（一）优化负债和资产结构降低利差风险

风险降低是指提前采取行动，减少风险发生的概率或者减少风险事件发生产生的损失金额，把不利影响降低到可接受的临界值。对寿险公司面临的低利率风险来说，就是通过资产负债管理将低利率风险降到寿险公司可以接受的程度，这是应对低利率风险比较直接有效，也是寿险公司可以自行把控的方式。

一是压降增量业务成本，以低成本增量稀释和消化存量业务利差损风险。面对利率下行，防范化解利差损风险最直接有效的方式就是下调传统险产品预定利率，将预定利率和长期国债到期收益率挂钩，保证预定利率的长期下调。比如，日本 1990—2013 年，行业 7 次下调预定利率，从 1985—1990 年的 6% 一路下调至 2013 年的 1%（王舫朝，2020）；2014 年日本监管进一步优化预定利率确定方式，主要是强化了对高风险的趸交储蓄型产品预定利率调整的要求，比如，每年要调整四次，偏差超过 0.25% 就要触发调整等。德国等欧洲国家也逐步压降具有保证收益的寿险产品规模，通过低成本业务增长，稀释和消化存量业务利差损风险，保持公司经营基本稳健。比如，德国安联寿险有保证收益的养老储蓄型产品业务占比从 2019 年的 27.2% 下降至 2023 年的 17.5%。[①]

二是加强存量业务资产负债管理，防

① 安联集团2019—2023年年报中寿险/健康险经营业绩部分，经作者整理。

范利差损风险积累爆发。虽然增量业务增长可以在一定程度上稀释存量业务风险，但由于存量风险稀释周期比较长，且利差损风险的集中暴露具有一定滞后性（朱翔宇 等，2020），比如，日本 20 世纪 90 年代初形成的利差损在 2000 年左右才集中爆发，如果日本寿险业能够充分利用十年的窗口期降低存量利差损风险，也不会出现大量寿险公司破产的危机（高春燕，2020）。对于存量业务的利差损风险，关键是做好资产负债匹配，特别是久期匹配。

投资端关键要做好战略资产配置和投资策略优化，尽力覆盖负债成本，防范产生利差损。日本寿险业的经验是加大海外证券投资力度及超配长期政府债券，从日本寿险公司持有证券的细分结构来看，在日本国内持续施行极度宽松货币政策的背景下，近年来对于海外债券的持有占比持续增长，海外资产占比从 2009 年的 13% 逐步提升至 2022 年的 24%[①]，通过海外较高的投资收益平衡国内投资收益率下降的风险。同时，加大长期政府债券特别是国债配置力度，在持有证券中占比始终在 45% 以上，通过提前锁定长期无风险收益，一定程度上减轻长期国债收益下行对投资收益的影响。美国寿险业也加大高收益、高波动品种配置。因为产品端变额年金和变额寿险的销售规模较大，独立账户投资资产规模占比达到 40%。得益于美股持续走强以及发展成熟的公司债市场，公司债和股票配置占比接近 70%（郝嘉吉 等，2024）。

负债端，加快产品升级逐步保持业务增长，为置换原有高成本产品赢得回旋空间。为了缓解存量业务潜在利差损风险，必须同步保持新单业务达到较快增速，确保达到风险稀释效果。第二次世界大战后日本大力推行月缴方式，从每月工资中直接扣款，利用“小成本、高杠杆”的口号吸引了众多客户，月缴方式发展至今，成为日本寿险业最主要的缴费方式，保费贡献率约 70%。月缴降低客户缴费压力，有利于保持业务稳定增长，为降低存量业务风险赢得空间。

（二）创新产品转移利率风险

风险转移是指设法将风险的后果连同应对的责任转移到他方身上，对寿险公司来说，应对低利率最容易的办法就是降低具有保证收益产品的规模，大力发展浮动收益的利变型业务，从而将利率风险转移给消费者。

在美国，寿险产品与资本市场挂钩关联性越来越密切，最开始出现的是万能险，具有一定的保障功能和较低的保证收益，后来开发出投资型万能险，投资属性更强，2000 年以后出现指数型万能险，与不同资本市场指数挂钩，将利率风险转移给客户。英国 20 世纪 90 年代以前以分红险为主，随着个人养老金产品的发展，寿险产品逐渐向低保证利率的投连险产品转换，目前投连险整体占比接近 50%，整体保证收益只有 1% 左右[②]，利率风险很低。德国安联集团更注重开发无保证收益的产品，在利率下行的大环境下主动调整负债端策略，大力发展资本节约型寿险产品，其预定利率在 0~0.5%，推动持续获得 0.9% 左右的

① 如何解释日本寿险业海外资产配置仍以债券为主，海外资产是日本寿险提升收益率的主要途径?华西证券。
② 寿险公司转型升级与战略重塑，韬睿惠悦。

利差益；2019 年安联集团非刚兑型年金贡献新业务保费折现值超过 60%，内含价值在无风险利率下降 50 个基点条件下风险敞口由 2012 年的 14% 缩减到 2018 年的 1%。[①] 另外，美国、英国、德国等国的资本市场品类丰富、交易活跃，消费者对无保证收益产品的接受度较高，销售利变型产品也需要有更加专业的销售队伍，欧美寿险市场专属代理人、经纪人等专业销售能力较强，这都为寿险产品实现风险转移提供了操作基础。

（三）增加非利差收益对冲低利率风险

面对低利率风险，一些寿险公司回归保障本源，加大定期寿险、健康险、长护险等保障型产品发展力度，不单纯追求做大利差，而是丰富利源结构，扩大死差益和费差益贡献（白锋，2014），减少利率波动对公司经营稳定性的影响。采取这种做法的主要是以日本为代表的东亚文化圈国家。

日本人口预期寿命长、人口老龄化程度高，对个人健康更加重视，为健康险等保障型产品发展带来机遇。目前保障型业务在总保费中占比 40% 左右，因此日本形成以死差和费差为主导的利源结构，1999—2002 年，尽管利差继续亏损（-60% 以上），日本寿险业实现了较大的死差和费差益，其中死差益贡献超过 120%，而费差益贡献超过 40%（王舫朝，2020），更高时候达 50%，三差合计仍能保持正值。以明治安田生命人寿保险公司为例，始终将保障型产品作为公司发展重点，强调稳定的利源结构，2004 年明治安田利差损为 991 亿日元，死差益、费差益分别为 4 152 亿、636 亿日元，合计基础利益为 3 797 亿日元，2011 年完全解决了利差损这一历史遗留问题（沈娟，2020）。

美国寿险业坚持以客户为中心，不断推出细分领域产品，针对小儿麻痹症的产品、先天性疾病险和居家护理险等，通过服务型产品升级，有效对冲了利率风险。德国安联寿险也高度重视保障型及健康险业务发展，特别是新冠疫情重新激发了客户对健康险产品的需求，业务占比从 2019 年的 14.6% 稳步提升至 2023 年的 19.1%。[②]

（四）转战非寿险或者资产管理领域，规避低利率风险

面临利率下行的长期趋势，有的公司持续看空寿险业未来发展，认为随着人口老龄化、技术进步放缓，市场利率将长期下行，寿险业务增速会持续放缓，寿险商业模式和经营模式过时，未来不具有超过市场预期的商业价值。为提高资本使用效率，一些较为激进的寿险公司考虑实施发展战略转型，压缩或出售传统寿险业务，转而进入投资回报率更高的新领域。比如，利宝互助保险集团（Liberty Mutual）2018 年出售旗下人寿公司，专注于财产险领域。2017 年 6 月 30 日，美国大都会人寿（MetLife）剥离其美国寿险业务，交由 2016 年成立的 Brighthouse Financial 新公司接管。荷兰国际集团（ING）的美国分部 Voya 从 2019 年开始停止其个人寿险业务，未来将专注于退休计划、投资管理、员工福利等高增长、高回报、轻资产的业

① 安联集团2012—2019年年报中寿险/健康险经营业绩部分、风险与报告部分，经作者整理。
② 安联集团2019—2023年年报中寿险/健康险经营业绩部分，经作者整理。

务。安联、安盛、忠利、安保等多家保险公司从客户养老金融的整体视角出发，将寿险和养老金等作为养老金融产品的组成部分，设立寿险及养老金分部，对寿险及养老金业务进行统一管理。

三、对我国寿险公司应对利率风险的借鉴

寿险业低利率风险的实质是寿险公司资产负债不匹配的外在表现，负债端成本如果随着利率同步下行，寿险公司就有机会化解低利率风险，2000 年以后，日本寿险业平稳发展，已展现了寿险公司在长期低利率环境中健康发展的实践。寿险公司应对低利率风险，从短期看可以优化资产结构，稳定投资回报；但从长期看，如果低利率持续，就应当转变经营理念，加快产品服务创新，升级销售队伍，加强资产负债匹配，综合施策，助力寿险公司实现长盛不衰。

一是转变以价值为中心的经营理念，构建更加均衡的盈利模式。具体看，就是推动寿险公司以“价值”为核心转变为来自三差的更加均衡的盈利模式。2010 年以来，国内寿险业推进以价值为中心的业务转型，内含价值、新业务价值等指标成为牵引基层机构业务发展、评估寿险公司经营成效的核心指标。计算价值类指标中长期投资回报率、风险贴现率等假设与市场利率水平高度相关，采用“以价值为核心”的经营导向，一是强化了寿险业务的顺周期性；二是各公司选取的精算假设不完全相同，增加了同业横向对比的难度；另外以价值为中心理念集中强调了股东价值，在一定程度上还忽略客户价值等社会属性，也容易造成公司发展方向的偏差。要扭转这一情况，应借鉴海外寿险公司利源多元化的思路，尽快转变经营理念，回归保险保障本源，推动寿险盈利模式评估向三差法利源分析模式回归。通过分析业务死差、费差、利差更直观地展现寿险利源结构，促进寿险公司形成更加均衡的盈利模式。从现实看，应加快推动寿险公司会计报表向 IFRS17 准则转换，按照 IFRS17 准则相关要求，核算寿险保险服务业绩、投资业绩和其他损益，并进一步核算分析保险业务业绩的死差和费差，从会计报表角度公开显示利源结构，为防范低利率风险奠定基础。

二是加快产品创新，推进保障型产品服务化、理财型产品养老金化转型。从根源上消除利率下行风险，就是要推进产品升级创新，压降负债端预定利率。借鉴海外寿险公司创新型产品演进趋势，可采取两种产品演进路线，推进保障型产品服务化、理财型产品养老金化，形成以保障型和理财型业务为轴的哑铃型产品分布，打造寿险发展的“微笑曲线”。一方面，以服务赋能保障型产品升级。近年来海外健康险与健康服务的联系更加紧密，服务型、管理型健康险成为市场主流；在东亚老龄化程度较高地区，服务老龄人群的长期护理保险发展迅速，这些说明，健康照护服务体系、服务能力、服务水平是客户对长寿和健康的终极需求，也是保障型寿险、健康险发展的未来方向。由此看，国内寿险机构应顺应人口老龄化趋势，加大服务型寿险、健康险产品创新，加强健康服务、照护服务领域标准、队伍、机构建设，加强保险产品与健康照护服务关联度，提升客户获得感，以高品质服务“软收益”取代部分财务“硬收益”提升客户对保险产

品的心理获得感。另一方面，顺应养老金融发展大趋势，以商业养老金及可变年金为方向推进理财型寿险产品升级，大力发展长缴费期、低保证收益率、低手续费率、投资收益稳健的新型寿险产品，优化存量业务结构，通过做大理财型业务规模获得更多的投资服务收益，服务广大的中低收入客户群体，从而降低公司对利差的过度依赖。

三是注重产销适配，构建更为轻便、更有效率的轻型寿险销售模式。产品策略需要有渠道承接，因此渠道与产品变革往往亦步亦趋，体现出较好的适配性。国内寿险高费用、高成本、强营销的销售渠道对寿险初期发展曾起到积极作用，但随着未来寿险产品向“服务化、养老金化”转型，高费率、重资产、重人力的强营销模式也应相应转变。在国外，在以保障型为主或理财型为主的不同市场中，销售渠道也具有较大差异。例如，在投连险等投资型业务较多的英美国家，对产品销售专业性要求较高，独立财务顾问、独立代理人成为主要销售渠道；在保障型业务为主的日本，主要以个人代理人为主，但随着客户对专业销售服务要求不断提升，个险销售人力从顶峰时期的 100 多万下降到 20 万左右，比顶峰期下降了五分之四。适应国内寿险产品转型，寿险销售渠道应坚持以客户为中心，推动向更低成本、更高效率、更为可及的轻型销售渠道升级。服务广大中等收入群体，适应条款简单、责任清晰的养老金、年金类产品发展需要，大力推进互联网直销，对标银行基金等数字化水平领先的同业，提升线上保险 APP 的服务功能。服务城市高净值客群，适应服务类产品功能复杂的特点，加强中心城市高绩效精英型销售团队建设，更加注重扁平化和低成本，简化利益分配规则，向直接创造者倾斜。服务新市民群体，创新探索知名度高的网络大 V 开展线上直播和体验式产品推介等新销售模式，提高普惠性健康险、寿险产品社会影响力。持续深化与银行的长期战略性合作，构建长期互惠互利的银行保险渠道。

四是加强资产负债管理，围绕期限、收益、风险三方向加强匹配管理。资产负债管理在寿险公司应对低利率等各类风险中发挥关键性作用。应依托资产负债管理委员会，围绕期限匹配、收益匹配、风险匹配三个主要方面，加强资产负债匹配管理；加强资产端与负债端的主动反馈机制，投资端在产品设计研发过程中有一定话语权，不能将负债端对收益的压力硬性传导给投资端，引导负债端根据资产端趋势提早优化产品策略，确保负债端负债水平与资产端投资能力稳定匹配。应进一步严肃投资纪律，健全投资管理委员会专业化工作机制流程，持续加强资产的投后管理，防范投资出现大的偏差。应持续加强宏观研究，深入分析经济、金融、人口、技术、产业、贸易等关键因素变化对利率变化形成的趋势性影响，未雨绸缪，增强公司对未来金融市场走势及金融风险的先期预警能力，下好应对长期低利率风险的先手棋。

五是加强政策协同配合，为寿险业健康可持续发展营造更为有利的制度环境。从海外寿险市场发展历程看，外部金融当局的政策引导与主动干预有利于防范出现行业系统性风险，保持市场稳健运行，促进行业主体加快转型。借鉴海外寿险市场发展的经验教训，结合我国金融管理体制机制，宏观经济管理部门应考虑未来人口

老龄化趋势，引导支持寿险主体加快发展轻资本占用型产品，加快寿险转型步伐；中央银行可进一步加大对货币市场的宏观调控力度，加大逆周期调节力度，防范市场利率短期内出现较大波动；金融监管机构可加强对寿险主体的市场行为监管、偿付能力监管，结合市场情况引导寿险公司持续优化产品定价，趋势性下调传统险预定利率和分红险保证分红水平；财政及相关管理部门可加快推进实施新会计准则，通过多方发力形成政策合力，促进寿险主体可持续健康发展。N

学术编辑：韦燕春

参考文献

[1] 白锋.寿险产品的发展趋势[J].中国保险,2014(11):41-43.

[2] 毕德熠.利率波动对寿险需求影响的实证研究[J].财经界,2015(14):17+19.

[3] 崔慧,袁成.基于国际视角的人口结构变迁与寿险消费:理论梳理与实证检验[J].云南财经大学学报,2020(9):49-61.

[4] 高春燕.美国寿险业的发展特征及启示——基于保险监管的视角[J].西南金融,2020(10):59-68.

[5] 郝嘉吉,孔宁,李志博,等.美日保险行业破产潮对国内险企发展的启示[J].中国保险,2024(4):55-64.

[6] 刘渠.从精算视角解读长寿时代保险业的破局之路[N].金融时报,2022-03-31.

[7] 沈娟.从日本低利率保险投资探究中国险资发展之道：峰回路转，柳暗花明[R].华泰证券,2020-03-22.

[8] 王舫朝.低利率下，从日本和台湾地区的经验看大陆寿险业的发展[R].信达证券,2020-04-29.

[9] 徐忠.银行保险统一监管是必然选择[J].中国经济信息,2018(6):14-15.

[10] 阎海明.利率下行背景下的寿险业[J].中国保险,2015(10):39-42.

[11] 朱翔宇,殷超,王子成,钟潇.世界寿险业重大危机事件回顾及经验启示[J].保险理论与实践,2020(6):104-130.

The "Smile Curve" of Life Insurance in a Low Interest Rate Environment

CUI Peng[1,2] SONG Zhenxing[2]

(1.Deputy General Manager of PICC P&C Linyi Branch in Shandong Province;2.the Strategic Management Department of PICC Group)

Abstract In recent years, due to the overall sluggish growth of the global economy and the accelerated aging of China's population, the domestic economic growth rate has slowed and market interest rates have gradually declined. This paper argues that the long-term downward movement of interest rates is a manifestation of the economic cycle, the financial cycle, the demographic cycle, and the technological cycle in the financial market. This creates cash flow risk, carry-loss risk and even subverts the existing business model of life insurance companies, jeopardizing their stability. An examination of the response to interest rate declines by life insurance companies in foreign markets shows that the measures include the adoption of strengthened asset-liability matching, accelerated product and service upgrading, the construction of diversified profit models, and the promotion of a strategic transformation to cope with risk challenges. Accordingly, domestic life insurance institutions should change their development concepts and build a more balanced profitability analysis model. They also need to accelerate product upgrading to create a "smile curve" of service-oriented protection products and pension-oriented wealth management products. Additionally, they need to strengthen the matching of products and sales, and build a lightweight sales channel that is efficient, provides wide coverage and is low cost.

Keywords Life Insurance, Low Interest Rate, Protection Products, Pension, Insurance Asset-Liability Management

JEL Classification G22 G33 G11