

## 保险 II

2024 年 01 月 02 日

## 供需两端改善确定性强，储蓄型产品有望成新动能

### ——储蓄型保险产品空间深度研究报告

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（分析师）

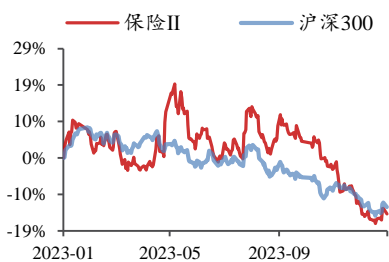
gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790522090002

#### 行业走势图



数据来源：聚源

#### 相关研究报告

《11 月寿险保费同比延续分化，开门红预期不断改善——上市险企 11 月保费收入数据点评》-2023.12.17

《10 月寿险保费同比分化，关注超跌带来左侧机会——上市保险公司 10 月保费收入数据点评》-2023.11.20

《9 月新单承压符合预期，汇金入市提振资产端信心——上市保险公司 9 月保费收入数据点评》-2023.10.17

#### ● 回顾历史，储蓄型产品需求从未缺席

我们将储蓄型保险产品发展分为 5 个阶段：（1）简单产品期：20 世纪 80 年代复业-1999 年：产品多以简单人身险为主，预定利率相对较高，具有一定吸引力，头部险企保费增速较快；（2）创新产品期：1999 年-2013 年：预定利率上限下调至 2.5%，创新型产品如投连险、分红险、万能险进入市场，填补需求，但投连险受资本市场影响较大；（3）功能异化期：2013-2017 年：定价重回市场化，但部分产品定价激进，产品形态偏离保险保障本源，带来行业风险，监管快速反映，对产品设计、预定利率做出规范；（4）储蓄保障期：2017-2023 年：134 号文后，行业回归保险姓保，产品设计导向保障，预定利率逐步分批下调，增额终身寿险崭露头角，资管新规提升保险产品相对优势，保障型、储蓄型产品接力推动。2023 年 7 月为防范行业利差损风险，行业进一步下调产品预定利率，有望迎来产品多元化、均衡发展阶段；（5）均衡结构期：2023 年 7 月-至今。纵观我国寿险业历史，居民对于储蓄型产品需求从未缺席，在不同阶段热销的不同产品中有所体现。

#### ● 当前负债端供需两端具有多重中长期底层驱动力

长期维度看，老龄化对保险产品具有多重驱动因素，是储蓄型产品需求端重要驱动力：（1）我国养老金替代率呈现下降趋势，养老储蓄需求有望提高；（2）居民风险偏好随年龄增长而下降；（3）海外对标看，保险资产占比居民财富比例与老龄人口占比呈现正相关。中期维度看，预防性储蓄需求中枢提升、竞品波动加剧以及未来 5 年我国老龄化加速对负债端需求侧或具有一定驱动。同时，行业供给侧不断深化改革，险企主动调整业务重心，寻求业务结构均衡发展，渠道高质量转型不断深化，“保险+”服务不断拓展，共同驱动负债端供给侧发力。

#### ● 海外对标看，老龄化确认储蓄型产品长趋势，税优政策、产品创新为催化

我们研究发现，保险资产占比与老龄人口占比呈现正相关。同时，税收优惠政策对保险及养老金资产具有一定催化作用，能够提升保险产品吸引力。从税优额度占人均可支配收入角度看，我国未来短期内提升税优额度概率较低。产品创新上，为应对利差损风险以及满足客户需求，开发引入投连险、分红险、保证+浮动型年金以及“变额年金”。我们对海外保德信金融的创新型“变额年金”进行了深入研究，其可分为积累期与领取期，其积累期多种投资策略及缓冲策略组合相对创新，一方面能够与客户共担风险，另一方面能够为客户提供向上的收益空间，整体产品形态上与我国专属商业养老保险相似。

#### ● 负债端长期空间充足，短期受开门红后移影响较小，关注资产端改善情况

当前视角看，2024 年开门红业务筹备或有所延后，利于客户需求进一步修复，预计此前已预收部分追溯调整可能性较低，后续业务有望进入常态化推动节奏，我们预计业务时点后对险企业业务总量影响相对较小，2024Q1 仍然有望实现较好 NBV 同比增长。开门红规范利于行业健康平稳发展，负债端供需两侧中期改善确定性较强，不改储蓄型产品高景气趋势。当前资产端长端利率处于易升难降阶段，利于支撑保险股估值，汇金增持利好保险股权益弹性，同时释放对权益市场积极信号。推荐渠道转型领先且持续性较强的中国太保；推荐“保险+”生态不断落地、渠道转型全国推广的中国平安以及负债端表现稳健的中国人寿。受益标的：新华保险。

● 风险提示：保险需求复苏不及预期；长端利率超预期下行。

## 目 录

1、 历史情况看，储蓄型产品需求从未缺席.....	5
1.1、 寿险产品可多个维度分类.....	5
1.2、 近年来储蓄型产品贡献占比有所上升.....	7
1.3、 人身险历史看，居民对储蓄型保险需求从未缺席.....	9
2、 负债端当前具有多重中长期底层驱动力和影响因素.....	16
2.1、 需求侧-长期驱动力：老龄化.....	16
2.2、 需求侧中期驱动力：我国居民预防性储蓄需求提升.....	17
2.3、 需求侧中期驱动力：竞品波动加剧，保险产品优势显现.....	18
2.4、 供给侧驱动力：主动调整+渠道转型+“保险+”.....	18
3、 海外对标看，老龄化确认储蓄型产品长趋势.....	21
3.1、 老龄化确认储蓄型产品长趋势.....	21
3.2、 催化因素：税收优惠政策.....	22
3.3、 催化因素：产品创新.....	24
4、 投资建议.....	28
4.1、 国内推演及展望.....	28
4.2、 投资建议.....	31
5、 风险提示.....	32

## 图表目录

图 1： 中国平安代理人渠道长期保障型产品价值率高于其他类型产品.....	6
图 2： 中国平安代理人渠道价值率高于其他渠道.....	6
图 3： 终身寿险需要退保或减保以实现现金价值领取的功能.....	6
图 4： 年金险与万能险组合可实现生存金二次计息增长.....	7
图 5： 两全险与万能险组合同样可实现生存金/满期金二次计息增长.....	7
图 6： 中国平安储蓄型产品新单保费占比相对平稳.....	8
图 7： 中国平安储蓄型产品 NBV 占比有所提升.....	8
图 8： 新华保险传统型+分红型长险首年保费占比有所提升.....	8
图 9： 2020 年以来保费贡献前 5 产品集中度有所回升.....	9
图 10： 我国寿险行业增速存在一定波动.....	10
图 11： 寿险产品预定利率变化可分为 3 个阶段.....	10
图 12： 2000 年以前寿险及财险公司保费收入较低.....	11
图 13： 1996 年财险保费收入高于寿险保费收入.....	11
图 14： 中国平安投连险在 21 世纪初迎来快速发展，随后规模保费呈下降趋势.....	12
图 15： 上市险企万能险规模整体呈现上升趋势.....	13
图 16： 中国平安代理人渠道长期保障型产品价值率高于其他类型产品.....	13
图 17： 2016 年万能险规模保费破万亿.....	14
图 18： 我国男性养老金替代率呈现下降趋势.....	16
图 19： 我国女性养老金替代率呈现下降趋势.....	16
图 20： 我国基本养老保险替代率 2021 年仅为 43.9%.....	16
图 21： 我国 1963-1967 年出生人口累计最高.....	17
图 22： 2022 年我国 65 岁及以上人口占比 14.9%.....	17

图 23: 我国居民平均预期寿命不断提升 .....	17
图 24: 我国居民储蓄意愿自 2020Q1 有一定程度提升 .....	17
图 25: 2022Q4 银行理财产品破净占比明显提升 .....	18
图 26: 5 年期定期存款利率近期有所下调 .....	18
图 27: 中国平安长期保障型产品 NBV 贡献占比下降 .....	19
图 28: 新华保险健康险新单保费占比呈下降趋势 .....	19
图 29: 2023H1 上市险企代理人降幅收窄 .....	19
图 30: 中国太保、新华保险 2023H1 活动率同比改善 .....	19
图 31: 中国平安不断打造“保险+”服务优势 .....	20
图 32: 泰康保险集团打造保险+医疗、养老、临终关怀等产品服务体系 .....	20
图 33: 样本数据看, 保险资产占比居民资产比例与 65 岁及以上人口比例呈现正相关 .....	21
图 34: 2015 年后美国房地产价格上升明显 .....	21
图 35: 居民风险偏好随年龄增大而下降 .....	22
图 36: 部分地区税优政策或推动保险资产占比提升 .....	24
图 37: 终身寿险需要退保或减保以实现现金价值领取的功能 .....	24
图 38: 终身寿险需要退保或减保以实现现金价值领取的功能 .....	27
图 39: 样本数据看, 各国保险资产配置占比居民财富与老年人口比例比值相近 .....	30
图 40: 中性假设下, 未来十年(至 2032 年) 寿险行业新单保费 CAGR 将达到 12% .....	31
表 1: 人身保险产品可从保险标的与设计类型等方向进行分类 .....	5
表 2: 中国平安将代理人渠道产品分为 4 类 .....	5
表 3: 中国平安将年金险、两全险计入长短交保障储蓄混合型产品 .....	8
表 4: 中国人寿 2015-2022 年保费贡献前 5 产品多数为储蓄型产品 .....	9
表 5: 中国平安 2015-2022 年保费贡献前 5 产品均为储蓄型产品 .....	9
表 6: 1996 年以前我国部分保险公司寿险保费收入较低 .....	11
表 7: 1996 年以前, 我国部分保险公司财险保费收入高于寿险保费收入 .....	12
表 8: 2013-2017 年人身险产品预定利率重回市场化 .....	14
表 9: 中国人寿开门红产品设计自 2018 年起逐步提供保险期间有所缩短的产品 .....	15
表 10: 各家险企已完成 3.5%-3.0% 主力产品切换 .....	15
表 11: 2022 年至今, 权益市场表现相对疲软 .....	18
表 12: 我国个人养老金税优额度占比人均可支配收入比例高于美国 IRA .....	22
表 13: 我国具有多种保险税优政策, 但整体力度较小 .....	22
表 14: 德国、中国台湾及韩国均对保险或养老金资产给予税收优惠 .....	22
表 15: 多数样本地区为应对低利率环境进行产品创新 .....	25
表 16: 传统年金与“变额年金”主要差异在积累期 .....	25
表 17: 积累期策略可由投资、缓冲策略组合而成 .....	26
表 18: 保德信金融共有 4 类 8 款“变额年金”保险产品 .....	26
表 19: 保德信创新之处主要在于“变额年金”投资策略中 cap、tiered 和 step 三种, 为客户提供不同的指数跟踪 .....	26
表 20: 不同策略期间与缓冲 buffer 具有一定组合关系 .....	27
表 21: 积累期策略可跟踪多个指数 .....	27
表 22: 保德信创新之处主要在于“变额年金”投资策略中 cap、tiered 和 step 三种, 为客户提供不同的指数跟踪 .....	28
表 23: 可跟踪指数与产品 4 有一定差异 .....	28
表 24: 保德信另外提供低风险及高风险产品, 以满足不同客户需求 .....	28
表 25: 我们预计上市险企 2024 年开门红仍能保持较好增速 .....	29
表 26: 我国专属商业养老保险形态与美国“变额年金”类似 .....	29

---

表 27: 受益标的估值表-保险 ..... 32

## 1、历史情况看，储蓄型产品需求从未缺席

### 1.1、寿险产品可多个维度分类

根据产品设计类型及保障分类，可以更清晰的了解人身保险属性。人身保险是以人的寿命和身体为保险标的的保险，根据中国保险行业协会显示，可将人身保险依据其保险标的与给付条件拆分为四大类：（1）人寿保险；（2）年金保险；（3）健康保险；（4）意外伤害保险（国家金融监督管理总局数据披露口径分为三大类：寿险、意外险、健康险）。同时，根据保障期间、保障责任、给付方式与保险标的的不同，仍可进一步进行细化分类，例如定期寿险与终身寿险、定期重疾、短期医疗险等。此外，人身保险仍可在产品精算设计上划分为普通型、分红型、万能型、投资连结型及利差返还型（中国保险行业协会分为普通型、分红型、万能型、投资连结型、变额型、其他新型，其他新型例如专属商业养老保险）。因此，根据产品设计类型以及具体保障类型，我们可以对人身保险产品所属类型进行进一步明确，例如普通型终身寿险、分红型年金保险等，我们也可以从其类型对单一保险产品产生更加清晰的了解。

**表1：人身保险产品可从保险标的与设计类型等方向进行分类**

人身保险产品分类	具体类型
保险标的、给付条件	人寿保险、年金保险、健康保险、意外伤害保险
设计类型	普通型、分红型、万能型、投资连结型、利差返还型、变额型、其他新型

资料来源：国家金融监督管理总局、中国保险行业协会、开源证券研究所

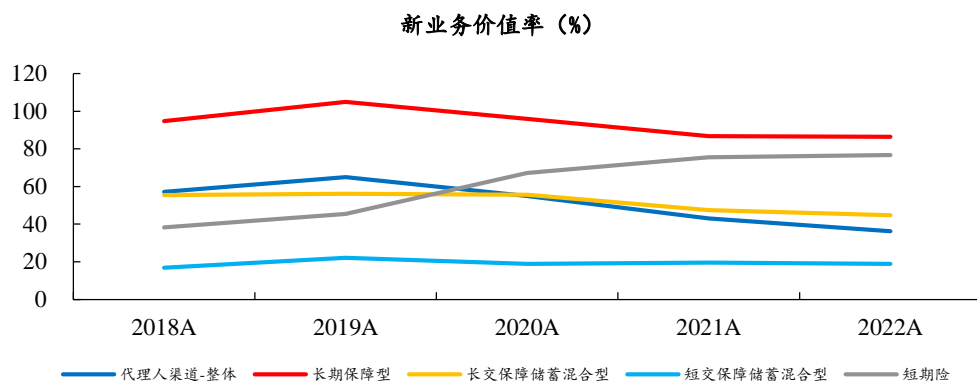
业务分析角度看，人身保险可依据保障成分以及投资成分占比分为储蓄型产品及保障型产品。中国平安 2022 年报披露其代理人渠道产品分为 4 类：（1）长期人寿健康保障型；（2）长交两全年金保障型；（3）短交两全年金保障型；（4）短期险，2022 年分别对应新业务价值率（首年保费）为 86.4%、44.7%、18.8%、76.8%。由于两全险、年金险等险种保费中包含较多投资成分，因此多被归类至储蓄型产品，其新业务价值率低于寿险及疾病险等险种。同时，部分具有终身责任的产品，例如终身寿险，同样具有一定储蓄属性，我们认为在分析其业务本质时应当将其归类至储蓄型产品。对于储蓄型产品及保障型产品类别的划分，我们认为新保险合同准则中的“投资成分”，即无论是否发生保险事故均需偿还给保单持有人的金额的占比将成为关键判别因素。

**表2：中国平安将代理人渠道产品分为 4 类**

产品分类	对应产品
长期人寿健康险保障型（长期保障型）	终身寿险、定期寿险、疾病险、长期意外险等
长交两全年金保障型（长交保障储蓄混合型）	交费期为 10 年及以上的两全险、年金险
短交两全年金保障型（短交保障储蓄混合型）	交费期为 10 年以下的两全险、年金险
短期险	短期医疗险、短期意外险

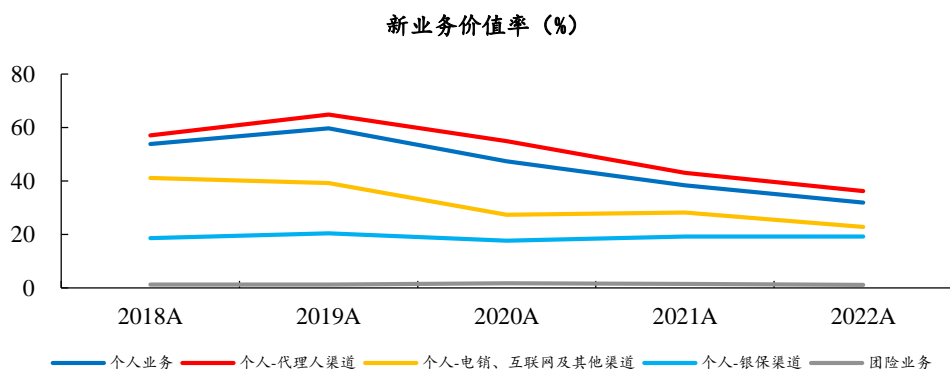
资料来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

图1：中国平安代理人渠道长期保障型产品价值率高于其他类型产品



数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

图2：中国平安代理人渠道价值率高于其他渠道

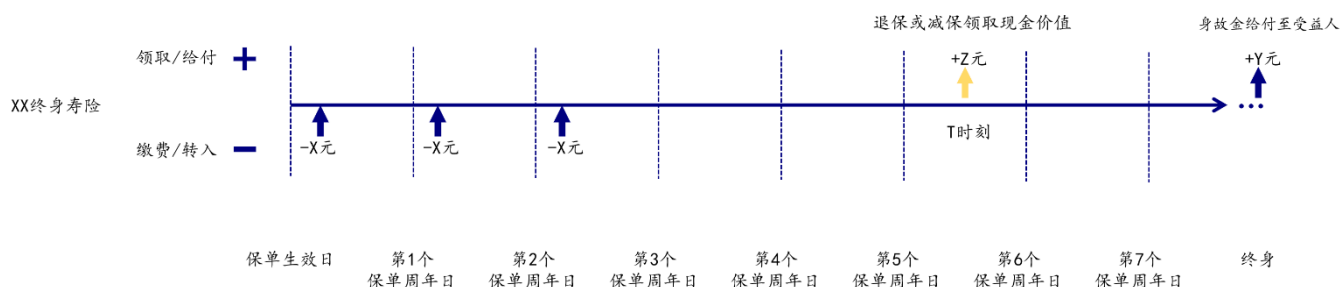


数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

产品设计角度看，当前储蓄型产品主要设计形态可分为两类：(1) 单一产品：增额终身寿险；(2) 产品组合类：年金险/两全险+万能险产品组合。

图3：终身寿险需要退保或减保以实现现金价值领取的功能

XX终身寿险现金流演示图



资料来源：开源证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/216024014034010031>