

居民如何理财？零售金融的变局与分层 增持（维持）

2020 年 01 月 13 日

证券分析师 马祥云

执业证号：S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

hux@dwzq.com.cn

引言：近年来，金融公司前赴后继转型零售，中国的零售金融市场确实具备高成长空间，但我们观察到资管新规体系对居民理财思维的深远影响，进而影响各金融子行业（银行/保险/基金等）的经营。本篇报告将从银行理财与保险的对比视角，展望中国零售金融的变局与分层。

投资要点

■ 银行理财收益率跌破 4%，资管新规削弱理财产品竞争优势，边际利好储蓄型保险销售。

1) 2017 年至 2019 年 6 月，银行理财 22 万亿规模停止增长，但考虑其中同业理财从 6.7 万亿大幅压降至 1 万亿，实际上零售理财仍持续增长，并非卖不动！但我们推断本轮增长主要由现金管理类资产驱动（收益率超过 3%），然而监管前期发布的新规超预期严格，预计后续该产品收益率将下行趋近于货基（2019 年平均领先 100BP），4~5 万亿规模也将收缩。

2) 传统理财在资管新规体系下收益率下行+净值化破刚兑，我们看到 2019 年 3 个月/6 个月/1 年期理财平均预期收益率下行 56/59/56BP，目前将跌破 4%，竞争力明显削弱。拉长期限后的净值化新产品销售比较困难（努力 1 年仅平均拉长 47 天），预计理财规模短期面临下行压力。

3) 储蓄型保险成唯一合法“刚兑”产品，并锁定长期收益率，吸引力明显边际提升，叠加高通胀+低利率，居民开始关注稳定的长期投资回报（感谢代理人频繁在朋友圈传播焦虑）。我们预计销售环境改善将推动一季度寿险 NBV 约 10% 平均增长，且未来两年仍将受益。

■ 长期而言居民权益及保险配置比例将提升，但银行凭借客户+信用优势仍是零售金融王者。

1) 银行依然拥有最广阔的渠道优势+庞大客户资源沉淀+天然信用背书，22.86 万个银行网点的辐射面远大于约 750 万保险代理人，同时近年来 P2P 等非正规金融体系频繁“爆雷”令老百姓更加看重财富安全性，生动的风险教育推动社会资金持续回流银行体系。

2) 储蓄型保险虽然边际受益，但收益率的确毫无优势！我们测算年金险刚性兑付现金流 IRR 仅 1%~2%，叠加 5.3% 万能险后综合 IRR 约 2.5%~3.5%（其实居民购买时也只看万能险收益），但万能险收益只保底 2.5%，超额不保证（即未来可能下调），同时监管也下调了年金险定价利率 4.025% 上限，基本锁死了产品提升收益的空间。考虑现实中多数居民天然追求短期高回报率及资金流动性（受制于财富规模），我们认为要理性看待储蓄型保险的发展瓶颈。

■ 存款 Vs 保费！零售金融的地区差异显著恰是未来发展空间，当前更看好基层及高端市场。

1) 我们通过对比各省市新增存款和新增保费的市占率差异，判断中国零售金融市场发展非常不均衡，许多地区居民财富仍以银行存款为主，同时许多地区保险需求却已相对透支（体现为前几年保费贡献度持续高于存款贡献度）。通过数据对比，我们当前更看好高端和基层两类零售金融市场的发展空间，预计布局“两端市场”的金融机构将持续分享红利。

2) 我们认为寿险过去五年高增长主要依靠“代理人扩张、挖掘身边亲友资源（也可能先挖掘自己）、资源耗费后自然脱落”的粗放式模式，这显然难以持续。我们认为下一阶段可能的增长路径包括：选择需求尚未透支区域（例如“两端市场”）延续粗放式扩张、提升代理人产能及留存率（难！但仍要尝试）、渠道多元化（我们预判银保将迎来新一轮发展机遇）。

3) 长期而言，我们建议关注寿险产品及服务创新，认为终身寿险、投连险比目前的重疾险、年金险（本质是“挂着储蓄卖万能”）更有吸引力，同时我们看到诸如友邦保险“愈从容、健康友行”等诸多服务模式已推广，这也能够提升客户体验、规避产品直接比价的无奈。

■ 投资建议：我们坚定认为零售金融是中国金融领域最具发展空间的投资主线之一：

1) 长期依然最看好在客户资源、服务体验、产品体系、金融科技等领域竞争优势显著的商业银行，重点推荐招商银行/工商银行/建设银行/平安银行。同时，长期看好保险增长空间，关注龙头中国平安（寿险短期处于调整阶段，长期看好），关注 H 股友邦保险。

2) 短期看好 2020 年寿险“开门红”可观增长，叠加利率企稳、股市回暖的外部投资环境，建议关注保险股一季度交易机会，推荐低估值、高增长预期的中国太保。

■ 风险提示：1) 宏观经济压力冲击居民收入及理财投资；2) 财富管理机构投资收益率持续承压，或负债成本上行；3) 互联网巨头切分传统金融机构市场份额。

行业走势



相关研究

- 1、《银行业 2020 年度策略：估值底部，行业稳健，精选个股》2019-11-23
- 2、《银行业 2019 年三季报点评：优异三季报落幕，核心银行股将继续上涨》2019-11-04
- 3、《银行业点评：LPR 首报 4.25%！符合预期影响温和，机制改革长远意义更重》2019-08-20

内容目录

1. 银行理财长期仍是零售金融王者，保险吸引力显著提升	4
1.1. 银行理财还卖得动吗？资管新规框架下竞争力确实被削弱	4
1.2. 保险成为唯一合法“刚兑”！长期储蓄型产品吸引力逐步提升	7
1.3. 金融监管及利率趋势共振，居民资产配置向保险及权益倾斜	9
1.4. 中国零售金融长期还看银行！客户渠道及信用优势难以超越	11
2. 中国零售金融市场并不均衡，看好高端及基层市场空间	14
2.1. 存款 Vs 保费！地区差异显著恰恰构成零售金融未来增长空间	14
2.2. 寿险基层及高端市场有望接力增长，总体配置比例仍然较低	15
2.3. 从市场分层寻找机遇！布局“两端”的金融机构已在兑现增长	17
3. 投资建议：看好零售金融变局下银行&保险发展机遇	19
3.1. 长期看好银行财富管理核心竞争优势及保险成长空间	19
3.1.1. 工商银行	19
3.1.2. 建设银行	19
3.1.3. 招商银行	20
3.1.4. 平安银行	20
3.1.5. 中国平安	20
3.1.6. 友邦保险	21
3.2. 短期建议重点关注保险股 2020 年“开门红”行情	21
4. 风险提示	22

图表目录

图 1: 2017 年以来银行非保本理财规模停止增长	4
图 2: 2017 年以来银行理财中同业理财规模大幅压降	4
图 3: 2018 年二季度以来银行理财收益率持续下行	5
图 4: 新发行封闭式理财产品的平均期限拉长非常困难	5
图 5: 招商银行“日日欣”理财收益率明显高于余额宝	5
图 6: 2018 年 9 月以来货币基金规模持续下行	5
图 7: 零售金融理财产品的风险收益比及流动性分层	8
图 8: 10 年期国债收益率为代表的长端利率趋势向下	8
图 9: 中国居民金融资产投资规模仍将实现可观增长	10
图 10: 目前中国居民金融资产配置仍聚焦银行体系	10
图 11: 中国高净值人数的年化增速仍将达到 8%	11
图 12: 中国高净值个人可投资金融资产增速更快	11
图 13: 2014~2018 年商业银行营业网点数量庞大	12
图 14: 2017 年以来保险行业代理人规模增长承压	12
图 15: 2018 年以来居民存款规模增速明显回暖	12
图 16: 2018 年以来个人定期存款成本上行压力显著	12
图 17: 2019 年下半年以来结构性存款规模开始下行	13
图 18: 目前结构性存款余额中企业客户占比 60%	13
图 19: 工商银行私人银行 AUM 持续增长	17
图 20: 建设银行私人银行 AUM 持续增长	17
图 21: 招商银行财富管理及私人银行 AUM 持续增长	18
图 22: 平安银行财富管理 AUM 近年来高速增长	18
图 23: 2018 年以来头部寿险公司 NBV 增速出现分化	18
图 24: 友邦保险中国区域代理人规模持续扩张	18
表 1: 现金管理类理财产品新规和货币市场基金监管规则基本一致	6
表 2: 主要商业银行的主流现金管理类理财产品概况	7
表 3: 134 号文实施后寿险“开门红”储蓄型产品吸引力明显降低	8
表 4: 保险“开门红”热门产品实际收益率 (IRR) 基本没有竞争优势	9
表 5: 未来五年预计保险及权益资产增速领先, 银行理财先下滑、后增长	10
表 6: 结构性存款监管新规限制中小银行“高息揽储”能力	13
表 7: 中国不同区域新增存款、新增保费的贡献程度差异化显著	14
表 8: A 股上市保险公司主要区域的原保费规模及占比 (单位: 亿元)	16

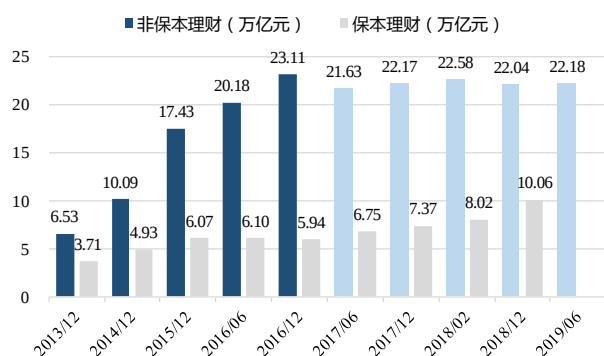
1. 银行理财长期仍是零售金融王者，保险吸引力显著提升

资管新规体系下，银行理财收益率下行+净值化+破刚兑，预计短期规模下行，保险成为唯一合法“刚兑”产品，锁定长期收益率，边际吸引力显著提升。长期而言，居民保险及权益配置比例将提升，但银行凭借客户及信用优势仍将是零售金融龙头。

1.1. 银行理财还卖得动吗？资管新规框架下竞争力确实被削弱

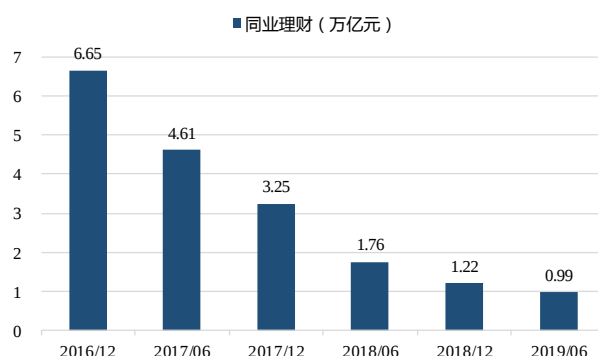
2017 年以来同业理财大幅收缩，但个人理财及表内保本理财依然持续增长。银行理财 2010~2016 年高速增长，2017 年以来受“金融去杠杆”冲击，各类产品分化：1) 保本理财根据资管新规要求，被纳入银行表内参照存款管理（等同于结构性存款），统计角度已不属于理财范畴，但近两年银行“存款竞争”激烈，2018 年末保本理财仍增长 2.7 万亿，规模达到 10.06 万亿；2) 非保本理财规模 2017 年以来维持在 22~23 万亿，2019 年 6 月末 22.18 万亿，但其中“同业套利”性质的同业理财大幅压降，2019 年 6 月末仅剩 0.99 万亿，较 2016 年末大幅降低约 5.7 万亿；3) 我们由此推断，非保本的理财近两年仍然快速增长，这也和市场预期形成差异，银行理财并非“卖不动”，至少目前依然是零售金融王者，我们判断，这一轮增长主要由银行现金管理类产品（俗称“类货基”）驱动。

图 1：2017 年以来银行非保本理财规模停止增长



数据来源：中国银行业理财市场报告，东吴证券研究所

图 2：2017 年以来银行理财中同业理财规模大幅压降



数据来源：中国银行业理财市场报告，东吴证券研究所

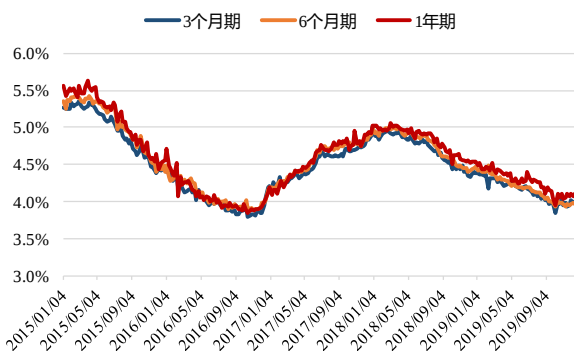
收益率下行+净值化+破刚兑，资管新规无疑边际削弱了银行理财的竞争力。银行理财曾经的刚性兑付高收益率得益于“资金池”运作模式，通过投资长周期或非标资产获取期限及流动性溢价，但这违背了资管新规。未来，符合资管新规要求的银行理财产品面临诸多痛点：

- 资产负债期限匹配要求下，难以提供高预期收益率，2019 年以来，3 个月/6 个月/1 年期银行理财的平均预期收益率分别下行 56、59、56BP，目前收益率即将跌破 4%，而储蓄型保险借机抢夺客户资源，实现 2020 年“开门红”。
- 如果拉长期限、提高收益率，则居民接受度不高（流动性差），我们看到 2019 年上半年新发行的非保本封闭式理财产品的加权平均期限为 185 天，同比仅仅增加

47 天，结合微观调研反馈，我们感受到拉长产品发行期限需要居民逐步适应，中短期内难以快速放量。

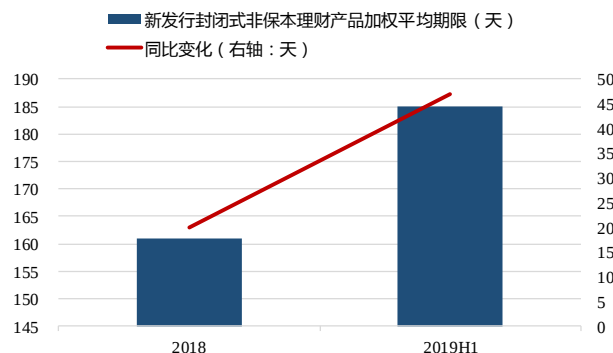
- 要求净值化转型，目前业内在销售时采用业绩比较基准（收益率区间）来替代预期收益率，但未来如果净值化过程中波动较大，会影响追求稳健的投资者。
- 明确打破刚兑，虽然目前还没有银行理财产品违约，但一旦未来出现个别违约事件，居民对银行理财的天然信任也会被削弱。

图 3：2018 年二季度以来银行理财收益率持续下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

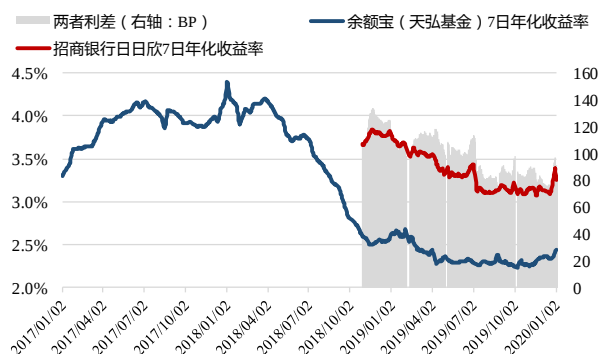
图 4：新发行封闭式理财产品的平均期限拉长非常困难



数据来源：中国银行业理财市场报告，东吴证券研究所

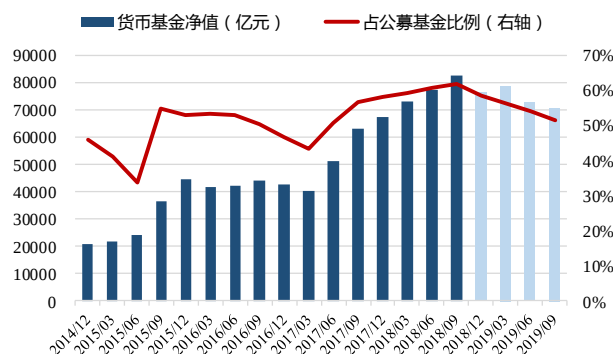
现金管理类理财产品监管新规超预期严格，预计此类产品规模将快速收缩。央行联合银保监会于 12 月 27 日发布《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》，全面提升对银行“类货基”的监管要求，严格程度对标证监会体系的货币基金。现金管理类理财和货币基金是目前零售金融市场上两类体量最大的“类存款”理财工具，前者规模大约 4~5 万亿（法询金融监管研究院结合微观调研估计），后者规模三季度末 7.08 万亿。但我们看到，目前现金管理类理财收益率明显高于货币基金（2019 年平均利差 100BP），这得益于监管约束宽松（基本不限制投资范围及资产期限等），因此过去 17 个月此类产品规模高增长，带动个人理财总规模增长，同时压制公募货币基金增长。但如果监管新规落地，未来现金管理类理财产品收益率必将持续下行并趋近于货币基金，吸引力明显下降，我们推断规模也将显著收缩。

图 5：招商银行“日日欣”理财收益率明显高于余额宝



数据来源：招商银行官网，Wind，东吴证券研究所测算

图 6：2018 年 9 月以来货币基金规模持续下行



数据来源：中国证券投资基金业协会，东吴证券研究所

表 1：现金管理类理财产品新规和货币市场基金监管规则基本一致

	关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知(征求意见稿)	货币市场基金监督管理办法(2015年12月)、公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定(2017年8月)	监管规则对比与影响
定义	投资于货币市场工具,每个交易日可办理产品份额认购、赎回的商业银行或者银行理财子公司理财产品(在产品名称中使用“货币”“现金”“流动”等类似字样的理财产品视为现金管理类理财产品)	仅投资于货币市场工具,每个交易日可办理基金份额申购、赎回的基金(在基金名称中使用“货币”、“现金”、“流动”等类似字样的基金视为货币市场基金)	完全一致,影响显著:部分短期定开型理财此前也被视为现金管理类理财产品,未来剔除后不得用摊余成本法估值,销售更加困难
投资范围	(一) 现金; (二) 期限在 1 年以内(含 1 年)的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单; (三) 剩余期限在 397 天以内(含 397 天)的债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券; (四) 监管层认可的其他具有良好流动性的货币市场工具	(一) 现金; (二) 期限在 1 年以内(含 1 年)的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单; (三) 剩余期限在 397 天以内(含 398 天)的债券、非金融企业债务融资工具、资产支持证券; (四) 监管层认可的其他具有良好流动性的货币市场工具	基本一致,影响重大: 1) 银行现金管理类理财产品此前投资限制宽松,按照新规需对底层资产广泛调整; 2) 失去信用下沉及久期拉长的能力后,收益率必将下行并趋近于货币基金; 3) 底层资产调整对市场上低评级、长久期的债券有影响,但流动性风险总体可控; 4) 现金管理类理财收益率下行,销售更加困难,规模收缩; 5) 社会无风险利率下行,一定程度上减轻银行表内存款压力,同时边际利好“类固收”的货币基金、储蓄型保险等产品
禁止投资	(一) 股票; (二) 可转换债券、可交换债券; (三) 以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券,已进入最后一个利率调整期的除外; (四) 信用等级在 AA+以下的债券、资产支持证券; (五) 监管层禁止投资的其他金融工具	(一) 股票; (二) 可转换债券、可交换债券; (三) 以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券,已进入最后一个利率调整期的除外; (四) 信用等级在 AA+以下的债券、非金融企业债务融资工具; (五) 监管层禁止投资的其他金融工具	
久期管理	每只现金管理类理财产品投资组合的平均剩余期限不得超过 120 天,平均剩余存续期限不得超过 240 天	货币基金投资组合的平均剩余期限不得超过 120 天,平均剩余存续期限不得超过 240 天	完全一致,影响显著:预计目前现金管理类银行理财产品投资组合久期仍然明显长于监管要求
投资集中度	(一) 每只产品投资于同一机构发行的债券及资产支持证券的比例合计不得超过净值的 10% (二) 每只产品投资于所有主体信用评级低于 AAA 的机构发行的金融工具的比例合计不得超过净值的 10%,其中单一机构发行的金融工具的比例合计不得超过 2% (三) 每只产品投资于有固定期限银行存款的比例合计不得超过净值的 30% (根据协议可提前支取的银行存款除外);【差异】投资于主体信用评级为 AAA 的同一商业银行的银行存款、同业存单的比例合计不得超过净值的 10% (四) 全部产品投资于同一商业银行的存款、同业存单和债券,不得超过该商业银行最近一个季度末净资产的 10% (五) 投资于主体信用评级低于 AA+商业银行的银行存款与同业存单,应当经本机构董事会审议批准	(一) 投资于同一机构发行的债券、非金融企业债务融资工具及资产支持证券的比例合计不得超过净值的 10% (二) 投资于主体信用评级低于 AAA 的机构发行的金融工具的比例合计不得超过净值的 10%,其中单一机构发行的金融工具的比例合计不得超过 2% (三) 投资于有固定期限银行存款的比例合计不得超过净值的 30% (根据协议可提前支取的银行存款除外);【差异】投资于具有基金托管人资格的同一商业银行的银行存款、同业存单比例合计不得超过净值的 20%,不具有基金托管人资格的不得超过 5% (四) 同一基金管理人管理的全部货币市场基金投资于同一商业银行的存款、同业存单和债券,不得超过该商业银行最近一个季度末净资产的 10% (五) 投资于主体信用评级低于 AA+商业银行的银行存款与同业存单,应当经基金管理人董事会审议批准	基本一致,影响显著:对银行理财投资组合的精细化管理要求大幅提升,全面对标货币基金
流动性管理	(一) 每只产品持有不低于净值 5% 的现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券;持有不低于 10% 的现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及五个交易日内到期的其他金融工具; (二) 每只产品投资到期日在 10 个交易日以上的债券买入返售、银行定期存款(含协议约定有条件提前支取的银行存款),以及资产支持证券、因发行人债务违约无法进行转让或者交易的债券等由于法律法规、合同或者操作障碍等原因无法以合理价格予以变现的流动性受限资产,合计不得超过净值的 10%; (三) 每只产品杠杆水平不得超过 120%,发生巨额赎回、连续 3 个交易日累计赎回 20% 以上或者连续 5 个交易日累计赎回 30% 以上的情形除外	(一) 投资组合持有不低于净值 5% 的现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券;持有不低于 10% 的现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及五个交易日内到期的其他金融工具; (二) 单只货币基金主动投资于流动性受限资产(包括但不限于到期日在 10 个交易日以上的逆回购与银行定期存款(含协议约定有条件提前支取的银行存款)、资产支持证券、因发行人债务违约无法进行转让或交易的债券等)市值合计不得超过净值的 10%; (三) 每只产品杠杆水平不得超过 120%,发生巨额赎回、连续 3 个交易日累计赎回 20% 以上或者连续 5 个交易日累计赎回 30% 以上的情形除外	基本一致,影响有限:银行理财目前基本符合流动性管理要求
估值定价	摊余成本法+影子定价:1) 影子定价正偏离度绝对值达 0.5% 时,应当暂停接受申购并在 5 个交易日内调整到 0.5% 以内;2) 当负偏离度绝对值达 0.25% 时,应当在 5 个交易日内调整到 0.25% 以内;3) 当负偏离度绝对值达到 0.5% 时,【差异】应当采取相应措施控制在 0.5% 以内;4) 当负偏离度绝对值连续两个交易日超过 0.5% 时,应当采用公允价值估值方法对持有投资组合的账面价值进行调整,或采取暂停接受所有赎回申请并终止产品合同进行财产清算等措施	摊余成本法+影子定价:1) 影子定价正偏离度绝对值达 0.5% 时,应当暂停接受申购并在 5 个交易日内调整到 0.5% 以内;2) 当负偏离度绝对值达 0.25% 时,应当在 5 个交易日内调整到 0.25% 以内;3) 当负偏离度绝对值达到 0.5% 时,【差异】应使用风险准备金或固有资金弥补潜在资产损失,控制在 0.5% 以内;4) 当负偏离度绝对值连续两个交易日超过 0.6% 时,应当采用公允价值估值方法对持有投资组合的账面价值进行调整,或采取暂停接受所有赎回申请并终止基金合同进行财产清算等措施	基本一致,影响有限:理财子公司目前风险准备金不足,监管对负偏离度达到 0.5% 时的控制措施留有余地
赎回	单个投资者在单个销售渠道持有的单只产品单个自然日的赎回金额设定不高于 1 万元的上限	对单个投资者在单个销售渠道持有的单只货币市场基金单个自然日的“T+0 赎回提现业务”提现金额设定不高于 1 万元的上限(2018 年 5 月证监会发布《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》)	完全一致,影响显著:银行理财客户体验受损,尤其考虑到银行理财客户平均投资规模通常较高

数据来源:银保监会,证监会,东吴证券研究所汇总

表 2：主要商业银行的主流现金管理类理财产品概况

发行银行	产品名称	成立日期	最新 7 日年化收益率	净值规模 (2019/09)
工商银行	添利宝	2018/01/22	3.124%	1975 亿
	e 灵通 (ELT1401)	2014/12/29	3.277%	-
建设银行	乾元—龙宝 (按日)	2018/04/25	3.220%	566 亿
	乾元—安鑫 (按日)	2018/09/18	3.210%	1085 亿
	建信宝 1 号	2019/12/17	3.200%	-
农业银行	金钥匙 安心快线 农银时时付	2018/07/03	3.020%	2215 亿
中国银行	乐享天天	2017/12/05	3.363%	1206 亿
	惠享天天	2019/10/24	1.521%	-
交通银行	交银 现金添利 1 号	2017/05/11	-	-
招商银行	日日欣	2018/10/23	3.224%	924 亿
	日日享	2019/12/31	3.265%	-
光大银行	光银现金 A	2019/09/30	3.439%	1291 亿
兴业银行	现金宝-添利 1 号	2018/04/02	3.335%	2500 亿
平安银行	天天成长 B 款	2018/08/30	3.365%	290 亿 (2019/06)

数据来源：商业银行官网，东吴证券研究所汇总

预计短期内银行理财规模将面临下行压力，理财产品转型方向仍然暂不明朗。综上所述，我们预估未来两年内 22.18 万亿银行理财规模可能收缩，主要压力源于：1) 现金管理类理财产品根据监管新规要求，大概率收益率下行、存量规模收缩；2) 定期开放型理财不得再作为现金管理类理财产品，那么无法采用摊余成本法估值，销售难度提高，新增规模下降；3) 2018 年 7 月资管新规“补丁”发布后允许银行发行“老产品”，但随着资管新规逐步到期（即便延期，也大概率会限制资产端新增非标），此类产品规模预计也将明显承压；4) 符合要求的新产品净值化转型，必须平衡收益率和期限，若拉长期限则销售难度加大，若销售短期产品则预期收益率较低（受期限匹配要求影响）。

1.2. 保险成为唯一合法“刚兑”！长期储蓄型产品吸引力逐步提升

唯一合法刚性兑付+锁定长期收益率成为长期储蓄型保险的核心竞争优势。从投资安全性角度，资管新规要求资产管理产品全面打破“刚性兑付”，未来各类产品（P2P、银行理财、信托等）陆续“破刚兑”后，储蓄型保险几乎成为唯一“合法刚性兑付”的理财工具，安全性仅次于银行存款，吸引力持续提升（从包商银行事件来看，银行存款也并非绝对安全）。从长期收益率角度，如果居民普遍预期中国经济增速下行+利率长期趋势向下，那么通过配置年金险提前锁定可观长期收益率，追求“跑赢通胀”的稳定回报将是理性决策（代理人也会在销售过程中强化教育并“传播焦虑”）。因此我们判断，对于具有投资理财配置理念的客户群体（中产阶级及部分高净值客户），储蓄型保险将

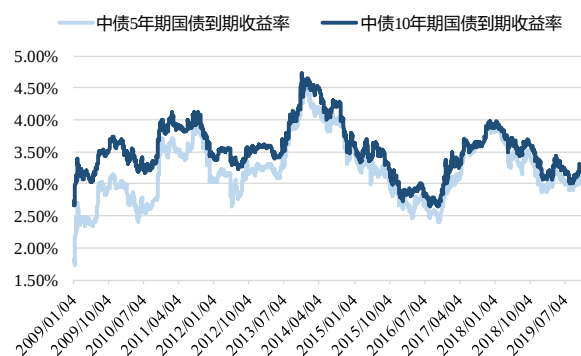
具备越来越强的吸引力。

图 7：零售金融理财产品的风险收益比及流动性分层



数据来源：东吴证券研究所汇总编制

图 8：10 年期国债收益率为代表的长端利率趋势向下



数据来源：Wind，东吴证券研究所

人身险 134 号文影响逐步消化，2020 年起年金险有望重新迈入增长通道。2018 年以来，储蓄型保险“开门红”连续两年下滑，核心源于 2017 年三季度 134 号文的实施削弱了产品吸引力（将首次返还保费的期限从首年大幅延长至第 5 年）。转型过程中，寿险代理人被迫重新适应新的产品形态及销售话术，将原来“短期理财、快速返还”的投资理念转变为“长期储蓄”理念，并向投资者贯彻。2020 年，考虑同期银行理财等主要竞争产品的收益率明显下行且陆续“破刚兑”，同时外部环境通胀高企+利率走低，居民开始关注稳定的长期投资回报，这使得长期储蓄型产品的销售环境改善。我们预计 2020 年储蓄型保险将驱动主流寿险公司一季度 NBV 实现约 10% 平均增长。

表 3：134 号文实施后寿险“开门红”储蓄型产品吸引力明显降低

中国人寿				
年度	2017	2018	2019	2020
产品名称	鑫福赢家	盛世尊享	鑫享金生	鑫享至尊
万能利率	保底 3%；推广当月结算 5.1%	保底 2.5%；推广当月结算 5.2%	保底 2.5%；推广当月结算 5.2%	保底 2.5%；推广当月结算 5.3%
返还模式	犹豫期过后即刻返还首年保费 20%；领取“关爱金”前每年返还保额 20%；某年领取关爱金，即所交全额保费，其后每年返还保额 3%至 88 岁	5 年缴费期产品：第 5 年返还首年保费 60%，第 6 年返还首年保费 40%；第 7 年起每年领取保额 100%至满期，满期一次性返还所交保费	5 年缴费期产品：第 5 及第 6 年分别返还 100%首年保费，第 7 年起至期满前每年返还 32%首年保费；满期返还 100%保额	3 年缴费期产品：第 5 至第 9 年分别返还 60%首年保费；第 10 年期满返还保额；
中国平安				
年度	2017	2018	2019	2020
产品名称	赢越人生	玺越人生	金玺人生	金瑞人生
万能利率	保底 1.75%；推广当月结算 5%	保底 1.75%；推广当月结算 5%	保底 1.75%；推广当月结算 5%	保底 1.75%；推广当月结算 5%
返还模式	第 1 年末即返还首年保费 30%；其后每年返还保额 20%直至终身	第 5、6 年分别返年交保费 50%；第 7 年起至 64 岁每年给付 20%保额，65 岁返还全部已交保费；后续每年领取 30%保额至终身，身故领取保额与现金价值较大者	第 5、6 年分别返年交保费 50%；第 7 年起至 64 岁每年给付 20%保额；65 岁起每年领取一定比例保额（每 5 年递增 10%，从 30%升至 60%），身故领取所交保费与现金价值较大者	10 年缴费期：第 5、6 年分别返年交保费 100%；第 7 至 14 年每年返还保额 30%；第 15 年返还保额 200%

数据来源：保险公司官网，东吴证券研究所汇总

理性看待储蓄型保险增长空间，收益率并无优势，且万能利率预计长期下行。我们测算近年来主流寿险公司的“开门红”主力产品：1) 年金险本身刚性给付的现金流 IRR 约 1%~2%；2) 叠加万能账户后，多数产品实际年化 IRR 位于 2.5%~3.5%，但要明确其

中万能账户的收益并不保证实现，未来可能参考投资环境下调结算利率。相比之下，目前银行创新存款收益率时常突破 4%，理财产品年化收益率下行后仍达 3.5%~4%，保险产品的收益率处于劣势。此外，银保监会出于对长期低利率的担忧，也一直竭力限制储蓄型保险定价利率（近期将 4.025% 定价利率上限下调），这也基本锁死了储蓄型保险未来提升收益率的空间。因此，我们必须明确收益率不是保险产品核心竞争优势，但考虑到现实中多数居民并不具备长期投资理念，天然追求短期高回报率及资金流动性（受制于财富规模），我们认为储蓄型保险虽然目前配置比例非常低，边际上有望重拾增长，但发展空间仍然有限。

表 4：保险“开门红”热门产品实际收益率（IRR）基本没有竞争优势

单位：元	年金缴费	年金返还	进入万能	万能余额	客户现金流
0	-100000		-50	50	-100050
1	-100000			53	-100000
2	-100000			55	-100000
3				58	0
4				61	0
5		60000	-60000	60065	0
6		60000	-60000	123248	0
7		60000	-60000	189780	0
8		60000	-60000	259839	0
9		60000	-60000	333610	0
10		33060	-33060	384351	384351
IRR					2.79%

万能账户结算利率：5.30%

数据来源：东吴证券研究所测算

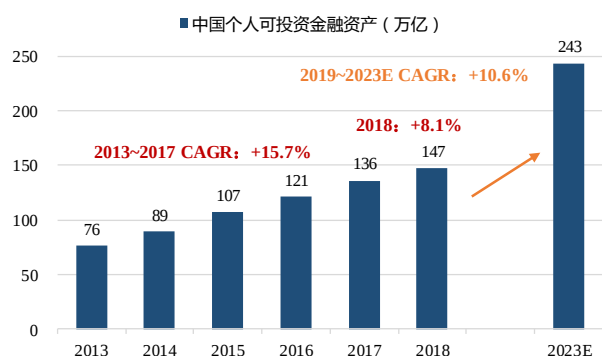
需要强调的是，我们认为没有必要对每一款“开门红”年金险进行 IRR 测算，原因在于：1）年金险的设计纷繁复杂，普通居民基本难以清晰测算 IRR（也许这样才有利于代理人销售）；2）即便同一款产品，不同的缴费期限、领取模式、持有期限也会导致 IRR 差异化，有时还要考虑退保；3）产品通常叠加身故等保障责任，这也令不同产品难以直接横向对比收益率。因此，我们建议从更直观的万能账户利率来评估年金险的吸引力（某种意义上就是“挂着储蓄卖万能”），这也是居民购买时最关注的指标，而且如果长期持有，那么大部分投资收益也的确是由万能账户所贡献。

1.3. 金融监管及利率趋势共振，居民资产配置向保险及权益倾斜

未来五年预计中国居民金融资产投资规模仍将实现 10% 以上年化复合增速。根据中国建设银行&波士顿咨询公司联合发布的《中国私人银行 2019》，2018 年末中国居民金融资产投资规模为 147 万亿，2013~2017 年复合增速高达 15.7%，但 2018 年增速降至

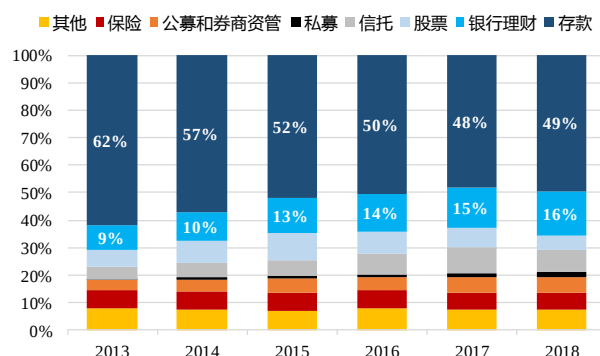
8.1%，主要受制于宏观经济增速放缓、投资市场环境波动等因素影响。该报告预测，2019~2023 年中国居民个人可投资金融资产规模的年化增速将回升至 10.6%，我们判断，随着宏观经济调整后逐步企稳回升，个人财富的复利积累，以及居民对房地产价格持续上涨的预期降温，未来居民金融资产投资规模的持续增长比较可靠。从配置结构来看，目前中国居民 65% 的金融资产配置在银行体系（存款及理财），而保险及权益类资产配置比例仍然较低，这也可能是未来五年零售金融发展的空间所在。

图 9：中国居民金融资产投资规模仍将实现可观增长



数据来源：中国建设银行&波士顿咨询公司，《中国私人银行 2019》，东吴证券研究所

图 10：目前中国居民金融资产配置仍聚焦银行体系



数据来源：中国建设银行&波士顿咨询公司，《中国私人银行 2019》，东吴证券研究所

当前利率及监管环境下，银行理财短期承压，保险及权益资产享受更高增速。前文已述，资管新规削弱了银行理财市场竞争力，目前理财转型方向仍然不明朗，预计短期内规模面临下行压力，而保险拥有“唯一合法刚性兑付+锁定长期收益率”的竞争优势，未来两年增速有望领先（具体增长逻辑是储蓄型保单推动、稳固代理人规模、进一步推动保障型保单销售，同时银保渠道切分理财市场）。我们预测，居民投资保险的规模未来两年实现 15.4% 的年化增速，未来五年保持 13.8% 的年化增速，占居民金融资产比重提升至 6.8%。从更长远的周期来看，长期低利率趋势下，无风险利率下行抬升权益资产估值及吸引力，我们预测权益资产未来五年实现 14.9% 年化增速。

表 5：未来五年预计保险及权益资产增速领先，银行理财先下滑、后增长

单位：万亿元	存款	银行理财	权益（股票/公募/券商资管）	保险	信托/私募及其他	个人金融资产总规模
2018 年规模	73	24	16	9	25	147
2018 年占比	49%	16%	11%	6%	18%	100%
未来两年 CAGR	11.3%	-6.5%	9.9%	15.4%	4.3%	7.5%
2020 年规模	90.0	21.1	19.5	11.6	27.7	170
2020 年占比	53.0%	12.4%	11.5%	6.8%	16.3%	100%
未来五年 CAGR	10.9%	10.0%	14.9%	13.8%	5.5%	10.6%
2023 年规模	122.0	38.9	32.3	16.5	33.3	243
2023 年占比	50.2%	16.0%	13.3%	6.8%	13.7%	100%

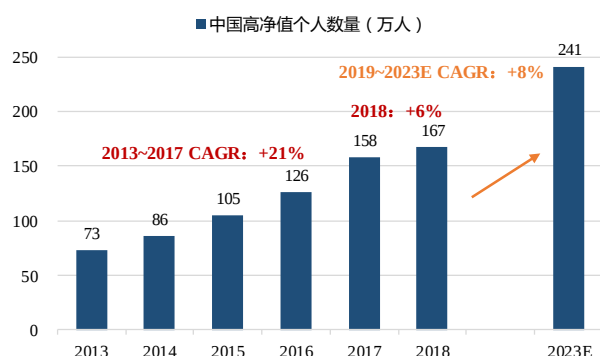
数据来源：中国建设银行&波士顿咨询公司，《中国私人银行 2019》，东吴证券研究所

备注：1) 2018 年各类资产规模及占比数据源于《中国私人银行 2019》，其中保险数据为该报告模型测算的居民投资保险资产的余额；2) 2019 年及此后的预计数据为东吴证券研究所基于该报告的数据预测并测算

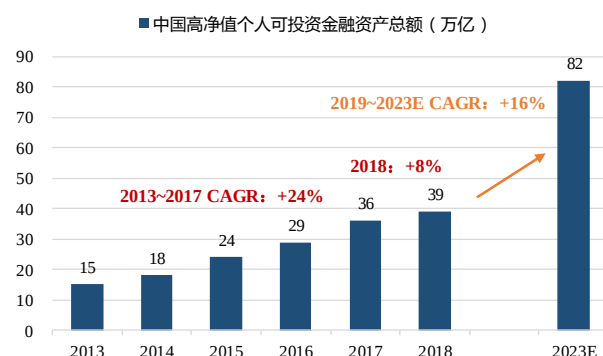
中国高净值个人金融资产投资的高增长也将为保险及私人银行带来发展机遇。根据《中国私人银行 2019》预测，2019~2023 年中国高净值人群数量年化复合增速约 8%，但随着财富分散和传承需求日益显现，未来高净值人群的资产配置将从房地产、企业股权向金融资产转移，因此，高净值个人的可投资金融资产将实现年化 16% 快速增长，增速高于社会整体财富增速，2023 年有望达到 82 万亿。前文已述，高净值客户更加注重财富安全及保值增值，同时注重资产分散配置，因此，我们判断高净值个人金融资产的高增长将为私人银行及大型保险公司带来发展红利，诸如工商银行、建设银行、招商银行、平安银行、友邦保险等金融机构将分享市场机遇。需要注意，过去十年颇受高净值客户青睐的信托产品（高收益率+实质性刚性兑付），由于在资管新规体系下转型方向尚未明朗，且相关监管配套文件尚未发布，因此暂不预判其发展前景。

图 11：中国高净值人数的年化增速仍将达到 8%

图 12：中国高净值个人可投资金融资产增速更快



数据来源：中国建设银行&波士顿咨询公司，《中国私人银行 2019》，东吴证券研究所

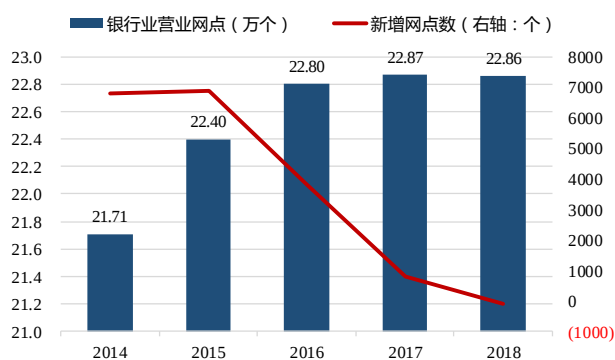


数据来源：中国建设银行&波士顿咨询公司，《中国私人银行 2019》，东吴证券研究所

1.4. 中国零售金融长期还看银行！客户渠道及信用优势难以超越

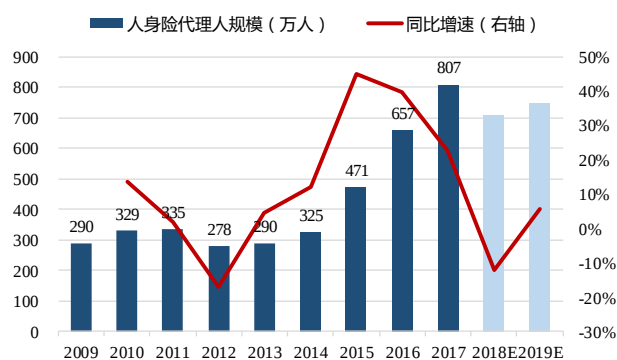
银行理财仍然拥有最广阔的渠道优势+庞大客户资源沉淀+天然信用背书。虽然银行理财的竞争优势被边际削弱，但我们仍然认为银行长期仍将是零售金融之王，主要源于其核心的渠道及客户资源优势依然大幅领先金融同业：1) 截至 2018 年末，银行业拥有 22.86 万个营业网点，辐射面比保险行业约 750 万代理人队伍更广，而线下渠道资源长期羸弱的基金公司更是难以比拟；2) 近年来，银行对互联网及移动端的渠道建设也颇具成效，手机 APP 购买理财的规模高速增长，金融科技的深化运用将稳固银行对年轻客群的掌控力度；3) 前文已述，中产及富裕人群拥有更好的财富管理及资产配置理念，更愿意增配保险产品，但此类客群通常与银行的财富管理或私人银行部门联系紧密，这也让银行能够一定程度上切分保险行业红利（我们认为银保渠道将迎来新一轮历史性发展机遇）。此外，在中国市场，银行天然拥有最强的信用背书，近几年广义金融体系频繁“爆雷”的大环境下，我们认为老百姓将越来越看重银行体系的安全性，这一核心优势或许能够对冲理财产品收益率的下滑。

图 13：2014~2018 年商业银行营业网点数量庞大



数据来源：中国银行业协会，东吴证券研究所

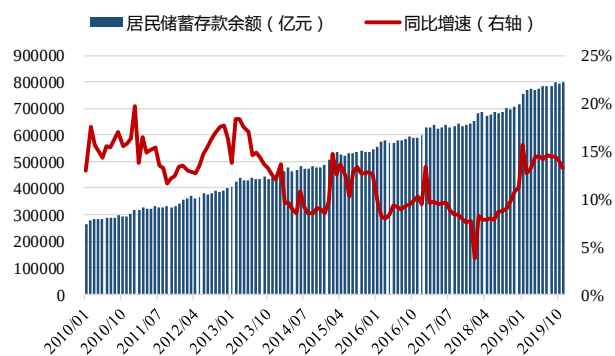
图 14：2017 年以来保险行业代理人规模增长承压



数据来源：银保监会，东吴证券研究所预测

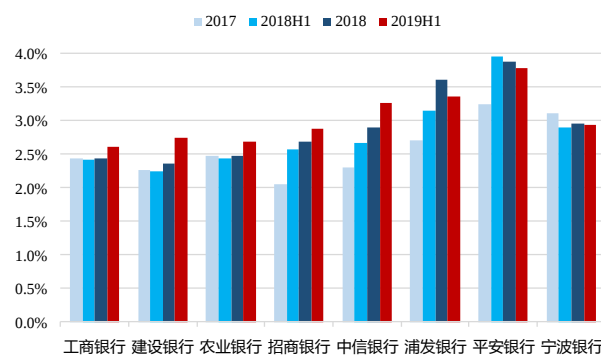
金融监管驱动社会资金回流银行体系，表内存款加速增长但负债成本压力加大。近三年来，金融去杠杆、严监管造成以 P2P 为代表的“非正规”普惠金融流动性断裂，大量 P2P 公司“跑路”或倒闭，为居民投资理财上了一堂生动的风险教育课，也推动社会资金总体上回流更加安全的银行体系。此外，2018 年以来，在理财产品收益率下行、净值化转型背景下，银行为了挽留客户资源，运用收益率较高的大额存单、结构性存款、创新存款等表内产品承接增量资金（收益率时常超过 4%），这也加速了表内存款增长（2019 年居民存款同比增速突破 13%，11 月末余额达到 79.8 万亿）。不过，激烈的市场竞争及银行间的“囚徒博弈”也造成银行存款及总负债成本持续上行的压力，进而传导到资产端，阻碍了“降低实体经济融资成本”的政策导向，这一点从 2018 年以来结构性存款规模加速增长和银行定期存款成本率明显上行可以得到印证。

图 15：2018 年以来居民存款规模增速明显回暖



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：2018 年以来个人定期存款成本上行压力显著



数据来源：公司公告，东吴证券研究所汇总

政策集中出台限制“高息揽储”，无风险利率下行长期利好银行存款及理财。2019 年 10 月银保监会发布《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》，限制了中小银行发行高收益率结构性存款的空间（实际上监管层 2019 年 5 月就已开始严查违规结构性存款），抑制了银行“囚徒博弈”般的存款竞争困局。截至 2019 年 11 月末，结构性存款余额已经从 3 月末 11.2 万亿峰值降至 10.2 万亿，四季度以来规模收缩 6000 亿以上，存量余额中，中小银行占比 65.4%，而企业结构性存款占比达到 59.5%。此外，前文已述，现金管理类理财产品新规及近期监管对“挂档计息”高收益率存款产品的限制

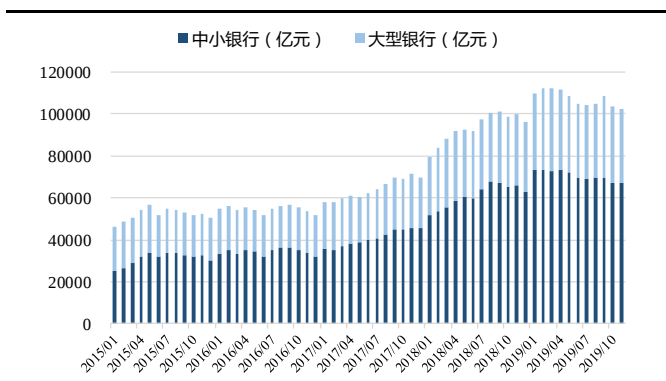
等一系列举措，都有利于压降社会整体的无风险利率。长期来看，我们判断社会整体无风险利率将平稳下行，从大方向上推动社会资金回流银行表内存款及理财，长期而言，我们仍然看好银行理财规模在经过调整后重新迈入增长轨道。

表 6：结构性存款监管新规限制中小银行“高息揽储”能力

监管导向	核心内容
交易资质	发行结构性存款应当具备普通类衍生产品交易业务资格
资本监管	从事非套期保值类衍生产品交易，其标准法下市场风险资本不得超过本行一级资本的 3%
杠杆管理	应将相关衍生产品交易形成的资产余额纳入杠杆率指标分母（调整后表内外资产余额）
销售规范	商业银行销售结构性存款，应当在宣传销售中强调与一般性存款的差异，应当充分揭示风险，实施专区销售和录音录像，不得对投资者进行误导销售；单一投资者的销售起点金额不得低于 1 万元人民币；在销售文件中约定不少于二十四小时的投资冷静期
过度安排	过渡期为通知施行之日起 12 个月；过渡期内可继续发行原有结构性存款（新老划断），但应当严格控制在存量产品的整体规模内，并有序压缩递减；对于过渡期结束前已经发行的老产品，应当及时整改，到期或兑付后结清；过渡期结束后新发行的结构性存款应当符合本通知规定

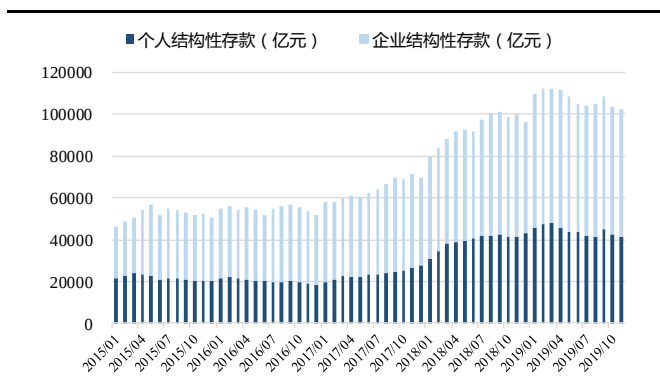
数据来源：银保监会，东吴证券研究所汇总

图 17：2019 年下半年以来结构性存款规模开始下行



数据来源：央行官网，东吴证券研究所汇总

图 18：目前结构性存款余额中企业客户占比 60%



数据来源：央行官网，东吴证券研究所汇总

2. 中国零售金融市场并不均衡，看好高端及基层市场空间

对比各省市新增存款及新增保费的市占率可以看出，中国各区域零售金融的发展程度差异化显著，这也构成未来增长空间。我们当前更看好基层及高端市场的保险及银行理财发展机遇，预计布局“两端”的金融机构将分享市场红利。

2.1. 存款 Vs 保费！地区差异显著恰恰构成零售金融未来增长空间

我们认为中国市场的广度及深度造成零售金融的发展相当不均衡：1) 虽然商业银行及其网点遍布中国各区域、各市场层级，但不同地区居民的投资意识差异很大，许多地区的居民财富仍以银行存款为主；2) 保险的核心营销渠道是代理人，但与银行不同，代理人的布局不可能像银行网点一般广覆盖，而代理人布局的区域化差异主要受各家保险公司战略影响，例如，有的专注于一线城市高端客群，而有的聚焦在四、五线城市，甚至农村县域，这个差异造成了不同地区的保费通常伴随着代理人的扩张而轮动增长（原因在于，我们认为当前的保险销售模式本身是一种代理人资源消耗，在每个区域都存在天花板，客户不太可能反复购买，这一点与银行理财不同）。

针对这一现象，我们通过对比中国各省市近三年“新增存款市占率”和“新增保费市占率”的差异，来衡量该地区零售金融的发展水平及市场空间（由于没有各区域银行理财数据，我们以保险作为研究抓手）。

表 7：中国不同区域新增存款、新增保费的贡献程度差异化显著

	新增存款市占率			新增原保费市占率			存款&保险市占率之差			居民富裕程度
	2017	2018	2019H1	2017	2018	2019H1	2017	2018	2019H1	2018年人均GDP
江苏	4.8%	6.5%	9.4%	9.9%	9.0%	9.5%	5.1%	2.5%	0.1%	115168
广东	7.1%	10.2%	9.0%	12.0%	12.5%	12.6%	4.9%	2.3%	3.6%	86412
北京	2.1%	4.9%	4.0%	5.9%	5.0%	4.8%	3.8%	0.1%	0.8%	140211
山东	5.8%	6.1%	7.2%	7.6%	8.1%	8.1%	1.8%	2.0%	0.8%	76267
黑龙江	1.9%	1.8%	1.8%	2.8%	2.6%	2.5%	0.9%	0.8%	0.7%	43274
天津	0.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	0.7%	-0.1%	-0.1%	120711
浙江	4.6%	7.8%	8.7%	5.2%	5.3%	5.6%	0.6%	-2.5%	-3.1%	98643
重庆	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%	0.0%	0.1%	0.1%	65933
宁夏	0.5%	0.4%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	-0.1%	0.0%	0.2%	54094
青海	0.3%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.2%	47689
西藏	0.2%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.1%	43397
内蒙古	1.7%	1.7%	1.3%	1.5%	1.7%	1.6%	-0.2%	0.0%	0.3%	68302
吉林	2.1%	1.4%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	-0.3%	0.3%	-0.1%	55611
甘肃	1.2%	1.2%	1.1%	0.9%	1.0%	1.1%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	31336
上海	4.6%	3.9%	2.4%	4.3%	3.4%	3.5%	-0.3%	-0.5%	1.1%	134982
河南	6.2%	5.3%	5.9%	5.9%	6.5%	6.3%	-0.3%	1.2%	0.4%	50152
湖北	4.3%	3.4%	4.4%	3.9%	4.1%	4.4%	-0.4%	0.7%	-0.1%	66616
福建	3.2%	2.3%	3.3%	2.7%	2.8%	2.6%	-0.4%	0.5%	-0.7%	91197
海南	0.9%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	-0.5%	-0.1%	0.0%	51955
辽宁	4.1%	3.4%	5.6%	3.6%	3.1%	3.0%	-0.6%	-0.3%	-2.6%	58008
新疆	2.0%	1.4%	0.2%	1.3%	1.4%	1.4%	-0.6%	0.1%	1.2%	49475
四川	6.2%	5.0%	5.9%	5.4%	5.4%	5.4%	-0.8%	0.4%	-0.5%	48883
安徽	3.7%	3.4%	4.2%	2.8%	2.9%	3.1%	-0.9%	-0.5%	-1.2%	47712
山西	3.2%	2.4%	2.3%	2.4%	2.2%	2.2%	-0.9%	-0.1%	-0.1%	45328
陕西	3.5%	2.9%	2.4%	2.4%	2.7%	2.7%	-1.0%	-0.2%	0.2%	63478
广西	2.6%	2.1%	1.9%	1.4%	1.5%	1.4%	-1.3%	-0.6%	-0.5%	41489
云南	2.7%	1.8%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	-1.3%	-0.4%	0.1%	37136
江西	3.3%	2.3%	2.9%	1.9%	1.9%	1.9%	-1.4%	-0.4%	-1.0%	47434
贵州	2.3%	1.4%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	-1.5%	-0.5%	-0.1%	41244
河北	6.2%	6.6%	5.8%	4.6%	4.6%	4.5%	-1.6%	-2.0%	-1.3%	47772
湖南	4.6%	2.8%	3.7%	3.0%	3.3%	3.2%	-1.7%	0.5%	-0.5%	52949

数据来源：国家统计局，央行，银保监会，东吴证券研究所汇总测算

我们通过数据分析判断：

1) 一线城市及天津/广东/江苏等相对富裕地区，2017 年以来新增保费市占率明显高于新增存款市占率（蓝色区域），侧面说明居民购买保险的意愿较高，这与 2015 年以来保险代理人在这些区域的高速扩张和推广密不可分。我们判断，这些区域需求已经相对透支，未来总体上保费市占率继续提升的空间收窄，同时考虑各类金融机构在这些区域的竞争本就空间激烈，预计其新单保费增长将阶段性承压。

2) 需要注意，上述区域本身还存在分层，我们认为其中的高端市场仍然具备较高的发展空间，这源于保险产品吸引力的相对提升（前文已述）及高净值人群对保险的需求逐步提升（财富配置理念），当然更重要的是，以前活跃在这类人群中的代理人规模较少。以品牌优势最鲜明的友邦保险为例，我们看到其 2018 年在北京市场高速扩张、2019 年以来又在上海区域发力，这说明中高端市场仍有不错的增长空间，而这个空间此刻正在被头部寿险公司持续兑现和争抢。

3) 山东/河南/湖北/四川/黑龙江等保险市场发达地区，人均富裕程度并不太高，但保费的贡献度普遍高于或基本持平于存款贡献度，这主要得益于保险公司过去几年在这些省份大力布局代理人，以人力直接拉动保单销售资源。考虑到这些区域居民财富总额也相对有限，我们判断短期内新单保费增长也将承压。

4) 福建/重庆/陕西/内蒙古等区域的居民具备一定财富储备（人均 GDP 均高于 6 万元），但前几年对保费的贡献比例却并不高，我们判断此类区域值得加大保险代理人布局及投入，预计后续有较好的增长空间。

5) 诸如广西/云南/江西/河北/贵州等人均 GDP 较低的区域，居民财富储备有限，且此前新增存款市占率明显高于新增保费市占率（红色区域）。但我们认为，未来这些区域的银行理财及保险均有较高的发展空间，这主要受益于当地居民投资理财意识的逐步崛起（财富从存款向金融资产快速转移），而这有利于银行网点布局广阔或代理人队伍足够下沉的金融机构。当然，这一发展机遇的前提是区域宏观经济保持平稳。

6) 此外，我们判断中国各区域的农村及县域金融市场均有较高增长空间，同样得益于居民财富管理意识的崛起，这是中国市场广度及深度带来的零售金融增长红利，也是金融机构当前可以考虑布局开拓的市场。

2.2. 寿险基层及高端市场有望接力增长，总体配置比例仍然较低

寿险代理人“资源消耗”式的粗放增长模式难以持续，未来关注新增长路径。我们认为，中国寿险市场过去五年的高增长主要依靠保险代理人规模粗放式扩张，代理人挖掘身边的客户资源实现销售，资源耗费后代理人自然脱落，只有少部分人能长期留存并

保持一定的产能输出（静态角度，目前寿险行业代理人约 750 万，但动态角度考虑流动性及脱落率，从事过保险销售工作的人力总规模远远大于静态规模）。我们总结，这种增长模式背后的动能主要有三点：1) 2015 年监管层放开保险代理人考试制度；2) 经济降速带来的隐性失业或收入下行让大量人力更有动力从事保险销售工作；3) 客观而言，随着收入水平提高，居民对保险产品的需求的确在逐步提升。但我们始终认为，前两个因素（即供给端扩张）对行业的实际影响显著高于需求端，客观而言，过去五年寿险行业产品的实际吸引力以及服务能力并不优秀。

我们判断，寿险这一轮高速增长的行业性红利已经逐步消退，下一阶段寿险公司保持稳定增长的可能路径有三条：

1) 延续原有的粗放式扩张代理人、消耗其身边资源的模式，但这需要聚焦于需求尚未透支区域，前文已述，我们看好进一步下沉的广阔基层市场，或财富储备充足但代理人数量还不太多的高端市场（友邦保险正利用品牌优势持续挖掘这片市场，毕竟当前经济环境下，越来越多的优质劳动力对原有工作收入不满意，有意愿销售保险）。

2) 发展优质队伍，提升代理人产能及留存率，这是目前头部保险公司均在发力的路径，但我们直观地认为这相当困难，寿险公司需要思考未来用什么样的产品形态和服务模式来“武装”优质的代理人。

3) 扩充渠道，例如发展银保渠道、互联网、中介等各种代理人以外的渠道。

表 8：A 股上市保险公司主要区域的原保费规模及占比（单位：亿元）

中国平安							
2017			2018			2019H1	
地区	保费	占比	地区	保费	占比	地区	保费
广东	849	21.8%	广东	1027	21.8%	广东	640
山东	291	7.5%	山东	348	7.4%	山东	219
江苏	272	7.0%	江苏	320	6.8%	江苏	202
北京	264	6.8%	浙江	315	6.7%	河南	197
浙江	262	6.7%	北京	300	6.4%	浙江	196
小计	1938	49.9%	小计	2310	49.0%	小计	1455

中国人寿							
2017			2018			2019H1	
地区	保费	占比	地区	保费	占比	地区	保费
江苏	515	10.0%	江苏	567	10.6%	江苏	406
广东	452	8.8%	广东	474	8.8%	广东	333
山东	377	7.4%	山东	408	7.6%	山东	280
浙江	308	6.0%	浙江	346	6.5%	浙江	272
河北	308	6.0%	河北	322	6.0%	河北	218
小计	1960	38.3%	小计	2118	39.5%	小计	1509

中国太保							
2017			2018			2019H1	
地区	保费	占比	地区	保费	占比	地区	保费
河南	184	10.6%	河南	227	11.3%	河南	164
江苏	182	10.4%	江苏	208	10.3%	江苏	143
山东	147	8.5%	山东	166	8.3%	山东	116
浙江	126	7.3%	浙江	150	7.4%	浙江	103
河北	103	5.9%	河北	120	6.0%	河北	87
小计	743	42.7%	小计	871	43.2%	小计	613

新华保险							
2017			2018			2019H1	
地区	保费	占比	地区	保费	占比	地区	保费
山东	100	9.1%	山东	116	9.5%	山东	74
北京	93	8.5%	河南	100	7.7%	河南	61
河南	87	7.9%	北京	95	8.2%	北京	54
广东	74	6.8%	广东	77	6.3%	广东	45
湖北	57	5.2%	湖北	63	5.1%	湖北	37
小计	411	37.6%	小计	450	36.8%	小计	270

数据来源：公司公告，东吴证券研究所汇总

关注寿险产品及服务的迭代升级，终身寿险、投连险、增值服务值得关注。我们对于寿险未来具备发展前景的产品及服务模式，做出初步判断：

1) 近几年对新业务价值贡献颇多的健康险（主要是重疾险搭配终身寿险）很难持续高增长，因为此类产品的综合价格及赔付对消费者而言很难有吸引力，其增长模式主

要依附于代理人规模扩张及资源变现。此外，近几年对新单保费贡献颇多的年金险（主要是两全险搭配万能账户，其中万能账户反而成为了核心卖点）在资管新规体系下边际吸引力提升（前文已述），看好增速回升，但其收益率毫无疑问没有优势，预计长期增长空间也有限，但可以阶段性稳定代理人规模，这也利好重疾险等产品的销售。

2) 我们认为终身寿险和投连险是好产品，前者具有高杠杆特质，也是最纯正的保障型产品之一；后者给予消费者的收益率更有想象空间和弹性，而且“做大 AUM、收管理费”的模式还能规避利差损压力。不过，投连险的本质是切分基金、理财等资管产品的市场蛋糕，将面临空前激烈的同业竞争，这需要考验保险公司长期主动投资能力及品牌认可度。但纵观全球保险市场，大部分的优秀保险公司不也都是优秀的投资管理机构吗？不也都是依靠投资型产品做大规模吗？

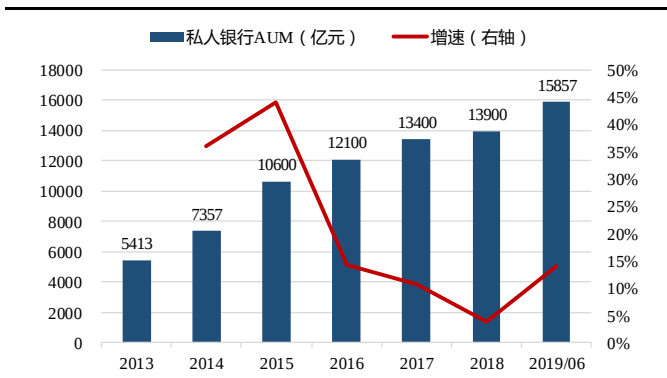
3) 提升服务能力，因为高品质服务能够避免保险产品的直接比价（服务带来的价值因人而异，难以直接定价对比），我们认为未来能够生存的保障型产品（重疾险、寿险等）都要匹配有特色、高品质的服务。目前，我们看到诸如友邦保险“愈从容、健康友行”等诸多服务模式已出现在市场中，这固然是一种营销手段，但相比于目前行业普遍存在的代理人“拉关系、刷脸式”营销，也的确能提升产品价值和客户体验。

2.3. 从市场分层寻找机遇！布局“两端”的金融机构已在兑现增长

前文已述，我们认为中国的零售金融市场仍具备高成长空间，优秀的金融机构将持续受益居民理财需求的扩张。市场分层角度，我们当前更看好高端和基层两类市场的发展，相信在“两端市场”拥有渠道和客户资源优势的金融机构将享有更高增速。

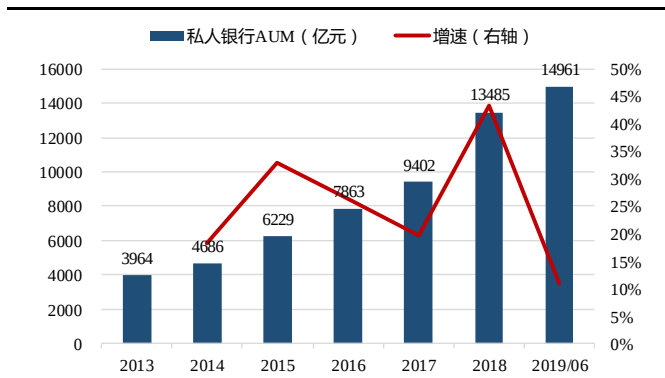
银行层面，工商银行、建设银行等国有大行毫无疑问拥有领先金融同业的渠道资源优势，服务范围从基层客群贯穿至高端客户，其财富管理及私人银行 AUM 持续增长可以印证。此外，招商银行、平安银行等优质股份行也能够分享零售金融市场红利。

图 19：工商银行私人银行 AUM 持续增长



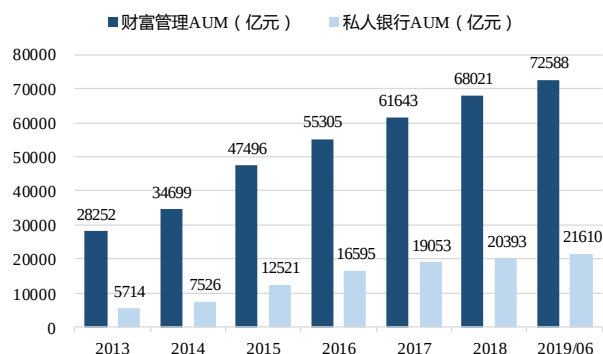
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 20：建设银行私人银行 AUM 持续增长



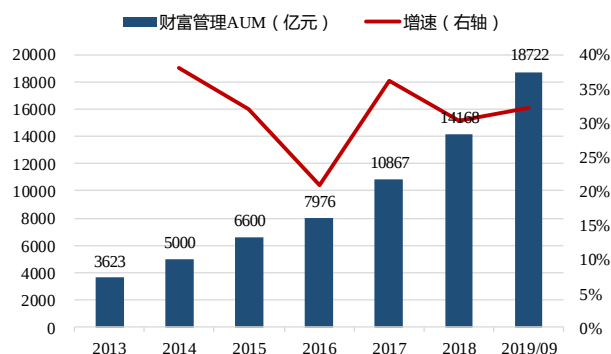
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 21：招商银行财富管理及私人银行 AUM 持续增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

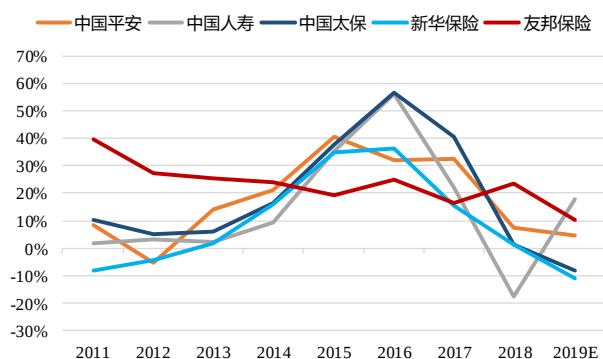
图 22：平安银行财富管理 AUM 近年来高速增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

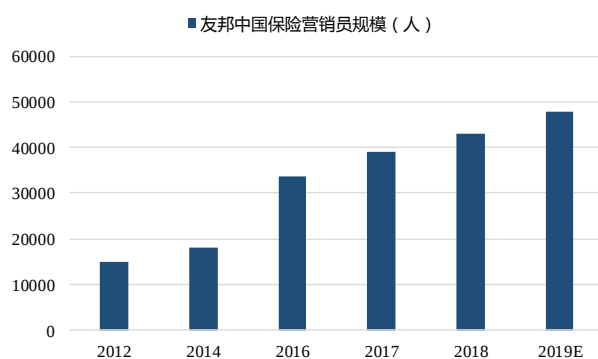
保险层面，中国平安及友邦保险过去几年的增长表现相当优异，现阶段平安寿险在持续高增长后面临阶段性压力，但友邦保险仍然依靠在中高端寿险市场的代理人扩张实现逆势高增长，不断切分高端零售金融市场红利。此外，中国人寿在基层市场的渠道布局优势非常明显，2019 年以来通过加码考核力度、加大费用投放、提升产品吸引力等措施实现连续高增长，同样分享了基层零售金融市场的增长红利。

图 23：2018 年以来头部寿险公司 NBV 增速出现分化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

图 24：友邦保险中国区域代理人规模持续扩张



数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

3. 投资建议：看好零售金融变局下银行&保险发展机遇

我们认为银行长期仍将是零售金融领域的龙头，在客户资源、服务体验、产品体系、金融科技等领域拥有优势的银行将长期受益。同时，保险具备高成长空间，资管新规体系下边际利好储蓄型保险销售，长期看好品牌及人力资源优质的寿险公司。

3.1. 长期看好银行财富管理核心竞争优势及保险成长空间

前文已述，我们认为银行理财在资管新规体系下竞争优势被削弱，短期规模面临下行压力，但长期来看，银行依然是零售金融市场竞争力最强的机构。保险短期保费复苏，银行理财收益率下行边际上利好储蓄型保单销售，且长期而言居民对保险及权益资产的配置比例仍将提升。此外，市场分层角度，看好中国零售金融的基层和高端市场未来的高成长空间，布局“两端”的金融机构尤其受益。

个股层面，长期依然最看好在客户资源、服务体验、产品体系、金融科技等领域优势显著的商业银行，重点推荐工商银行/建设银行/招商银行/平安银行。同时长期看好保险行业成长空间，长期推荐中国平安，关注 H 股友邦保险。

3.1.1. 工商银行

国有大行历史上虽然侧重对公业务，但在渠道网点布局及个人客户资源积累方面，拥有金融同业难以比拟的规模优势，因此在发展零售金融时，天然竞争优势最强，而作为国有大行龙头，工商银行也明确了打造“第一个人金融银行”的战略要求。截至 2019 年 6 月末，工商银行拥有 6.27 亿个人客户，个人金融资产总额超过 14 万亿，私人银行以 800 万标准划分的个人客户达到 9.21 万户，对应 AUM 达到 1.59 万亿，以 600 万标准划分的个人客户 15.45 万户，对应 AUM 达到 1.84 万亿。

我们判断，工商银行未来将持续加大对零售金融领域的资源投入，把握中国社会金融资源向个人转移的机遇，零售金融的贡献未来将持续提升。同时，依靠雄厚的资本实力，工商银行等国有大行在金融科技方面的投入大幅领先同业，这也将逐步应用到经营层面，拉开与可比同业及其他金融机构的差距。

3.1.2. 建设银行

建设银行的零售金融发展逻辑与工商银行类似，渠道、客户资源、品牌及金融科技布局是核心优势。截至 2019 年 6 月末，建设银行私人银行客户金融资产达到 1.5 万亿，客户数量 14 万人，较期初增长 10.1%。

不过，建设银行在国有大行中金融科技标签最为鲜明，2018 年成立建信金融科技公司，整合七大核心事业群。目前，建设银行的金融科技场景已深入居民生活，诸如“校园云服务、车牌识别、银医通、龙支付、无人银行及智能柜员机”等，颠覆银行业态。我们判断，未来建设银行、工商银行和招商银行将在金融科技领域拉开与同业差距，同

时推动估值提升（全球视角来看，JPMorgan 已经依靠零售升级+金融科技实现基本面及估值的跃升，登顶全球金融龙头）。

3.1.3. 招商银行

我们认为，招商银行是中国零售金融最佳标杆。作为中国金融市场最早开始深耕零售的金融机构，目前拥有零售客户 1.34 亿，并实现了清晰的客户分层，2019 年 6 月末零售客户 AUM 达到 7.26 万亿，财富管理的积累为招商银行沉淀了大量活期存款，进而拥有可比同业难以对标的低负债成本。

目前，招商银行已处于零售转型 3.0 阶段，金融科技成为核心驱动力，招商银行 APP 及掌上生活 APP 已成为获客主阵地，随着月活跃用户（MAU）的稳定增长及金融科技在全业务链条切入（获客、经营、风控、流程等），我们认为招商银行的零售金融仍然具有最值得期待的发展前景。

3.1.4. 平安银行

平安银行 2017 年以来启动零售转型，资产端压降对公业务、拓展信用卡/消费贷及汽车金融业务，负债端加速发展财富管理，2019 年以来零售转型成绩突出，盈利能力显著回升（ROAE 持续上行）、资产质量包袱也逐步消化（逾期贷款比例显著改善、偏离度也收窄至 100% 以内）。

我们非常看好平安银行未来的发展前景，主要得益于：1) 2020 年起预计对公业务复苏，通过集团综合金融的特色对公模式压降负债成本，中长期反哺零售；2) 零售转型进入新的阶段，以金融科技及财富管理 AUM 为核心驱动力，截至 2019 年 9 月末，平安银行零售客户 AUM 合计达到 1.87 万亿，较期初大幅增长 32.1%。

3.1.5. 中国平安

中国平安是国内保险行业龙头，我们认为其实际核心竞争优势在于：1) 战略执行力领先金融同业（源于治理力度及内部文化传承）；2) 保险代理人销售能力卓越，并且成功践行了综合金融协同模式（1 个代理人销售集团 16 种产品并实现收入提成），这拉高了代理人收入水平并利于队伍稳定；3) 经营管控卓越，实现持续高于同业的营运及投资正偏差，带动更高的 EV 增速。

但 2019 年三季度以来，平安寿险面临压力，NBV 降速及代理人加速脱落使得其进入转型调整阶段，管理层的变更也带来一定的战略不确定性，我们认为压力一方面来自于行业增速放缓及市场竞争，另一方面也来自于平安寿险原有的代理人、产品、市场定位等发展路径遭遇瓶颈。

目前，平安寿险仍处于战略调整期，我们预计短期内其 NBV 增速将持续承压，但平安仍在积极调整代理人队伍，试图通过提升队伍产能重归增长，建议未来持续关注人均 NBV 指标，长期仍然看好中国平安作为保险行业龙头的发展前景。

3.1.6. 友邦保险

友邦保险近两年在内地市场“跑马圈地”高速扩张代理人队伍，集团 NBV 长期保持稳定高增速，在港股始终享有 1.7~2xPEV 的高估值溢价，成为全球寿险标杆。我们认为，友邦保险的核心竞争优势在于：1) 稳定的低负债成本，这得益于高质量的寿险产品发展战略，包括带有品牌溢价的高价值率保障型产品，以及利率成本低于同业的长期储蓄型产品；2) 渠道多元化，在不同市场环境下运用最匹配的渠道策略，例如，在香港市场广泛招募具有内地背景的高素质、专业型代理人队伍，拓展内地富裕客户；在香港、新加坡、泰国等市场与大型银行独家合作拓展银保渠道，诸如花旗银行、泰国盘谷银行等，向银行高净值客户推广储蓄型保险；在内地市场利用品牌优势广泛招募资源丰富的高素质代理人，把握内地经济降速造成各行业收入下滑、人才跳槽的红利。3) 领先同业的服务能力，客观而言，友邦保险的产品不便宜、不实惠，但代理人的沟通能力、专业程度与服务水准也的确高于保险同业平均水平。

我们判断，友邦保险中短期内仍将继续受益于内地市场的扩张红利，一方面是代理人规模的持续扩容（人均产能可能小幅下行，但人力规模仍将带动保费增长），另一方面是在内地持续增加城市布局（此前只在北京/上海/广东/深圳/江苏开设分公司，前期拓展至天津/石家庄，后续将正式设立友邦中国寿险子公司并加速城市布局）。

3.2. 短期建议重点关注保险股 2020 年“开门红”行情

我们看好 2020 年保险公司实现保费“开门红”增长。前文已述，自 2017 年三季度 134 号文实施以来，储蓄型保险吸引力明显下降，开门红连续两年承压，进一步造成代理人脱落、保障型产品销售困难。但 2019 年下半年以来，一方面银行理财收益率持续下行，净值化转型打破“刚兑”，且近期现金管理类理财新规也将大幅压降银行“类货基”收益率，另一方面过去两年新单保费基数逐步走低，我们预测 2020 年一季度，多数寿险公司 NBV 将实现约 10% 的可见增长。

个股层面，推荐新单保费增速预期走高、估值相对便宜的**中国太保**，同时关注连续两年增速领先同业的**中国人寿**。

4. 风险提示

1) 宏观经济压力冲击居民收入及理财投资：如果未来宏观经济下行压力加大，可能导致居民收入增长不及预期，个人投资金融资产的规模缩水或低于预期，那么零售金融市场及各金融子行业的增长都将面临压力。

2) 财富管理机构投资收益率持续承压，或负债成本上行：在经济降速、利率长期走低趋势下，财富管理机构必须面对投资端收益率下行、负债端市场竞争激烈导致成本难以降低的困局，无论是以利差为盈利点的银行表内存款、保险，还是以管理费为盈利点的银行表外理财、资管机构，都难以保持盈利的稳定。

3) 互联网巨头切分传统金融机构市场份额：阿里、腾讯等互联网巨头拥有海量级用户流量资源，虽然监管层目前限制了互联网巨头直接获取金融牌照的路径，但流量巨头们依然可以通过与持牌金融机构合作来变现（例如，基金及保险代销、线上消费金融等），切分传统金融机构的市场份额，这也将进一步加剧零售金融的市场竞争。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>