

保险

证券研究报告

2021年05月31日

充分竞争下，下沉市场空间几何？——基于省际面板数据实证分析

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com

舒思勤

联系人

shusiqin@tfzq.com

伴随着疫情修复下的居民收入预期好转，人身险需求端在逐步修复中；但在供给端，保险公司出现局部产能过剩、旧的发展动能衰减、同质化竞争加剧的态势。为提高市场覆盖度，探索新的需求增长点，拓展下沉市场势在必行。我们通过对省际面板数据进行实证分析，选取人均可支配收入，社保支出占 GDP 比例，老年抚养比，少儿抚养比和城镇人口密度作为自变量，对人均人身险保费进行回归，并且加入东部省份虚拟变量和时间固定效应，来区分下沉市场（中西部省份）和已开发市场（东部省份）的差异性。实证结果显示：

1、人均可支配收入每上升 1%，人身险保费收入上升 1.44%，且对全国的影响一致。

居民人均可支配收入体现的是居民的购买力，人身险作为可选消费，可支配收入的提升及收入预期的提升会提升保险的消费；而人均可支配收入所代表的地区发展水平的提升，也会提高消费者对于保险的认知程度。

2、社保支出比例对人均保费的影响在全国范围内较为一致，社保支出占 GDP 比例每上升 1%，人均保费上升 1.47%，说明我国社保支出水平对商业保险的互补效应大于替代效应。

我们在 2018 年 12 月 6 日发布的深度报告《中国寿险深度将于 2032 年达到峰值，把握黄金增长 15 年！》中论证得出，在一国的寿险市场成熟之前，社会保障支出与寿险深度呈正相关；而在寿险市场成熟以后，其社会保障支出与寿险深度之间呈负相关关系。我国寿险深度与城乡居民养老保险基金支出均处于增长阶段，由于我国社保体系是“广覆盖、保基本”，且社保基金承压，保障程度十分有限，居民仍有较大的保障缺口，社保支出的增长不会对寿险需求产生挤出效应。

3、对于中西部省份老年抚养比每上升 1%，人均保费上升 2.37%，而少儿抚养比影响不显著；对于东部省份老年抚养比每上升 1%，人均保费下降 1.21%，而少儿抚养比每上升 1%，人均保费上升 2.91%。我们判断，中西部省份由于劳动力流失，保险购买者往往是老年人，而东部省份劳动力相对充足，社保相对完善，老年人保险消费欲望较低；且在实际销售中，一般家庭中有了小孩以后，客户保险购买的主动性远强于以前。

4、中西部省份城市人口密度每上升 1%，人均保费上升 15.5%，而东部省份城市人口密度每上升 1%，人均保费下降 0.9%。我们能判断，出现这一结果主要由于：①对于中西部省份，保险公司在当地的展业程度很大程度取决于城市人口密度，保险公司业务布局的力度更强，自然带来当地人均保费的提升；②东部省份保险公司充分展业，因此呈现回归结果的不同。

未来趋势判断：从人均可支配收入上看，中西部省份的增速已经高于东部省份，尽管绝对值上仍有差距，但将缩小。从社保支出占 GDP 比例上看，我国社保体系的保障程度有限，居民保障缺口较大，社保支出与人均保费收入将同向变动，社保支出占比的提升将继续带动商业保险的发展。从抚养比的角度上看，未来随着人口老龄化加剧，老年抚养比将提升，将带动中西部人均保费的增长。从人口密度上看，我国城市人口密度都在波动中上涨，中西部省份的保险公司展业空间较大。我们判断，未来中部经济较为发达省份的部分城市可能会先成为人身险公司开发的重点，如四川，安徽，湖北，陕西等，广大中西部地区或会接力东部较发达市场，成为保费增长的核心区域。

投资建议：短期寿险公司 NBV 增速承压，主要由于：1) 去年 3-4 月份因疫情原因，各家保险公司推动线上增员，导致了上半年的代理人高基数，目前代理人与去年同期相比缺口较大。2) 我们判断，1 月重疾险停售带来的透支效应可能影响了 3-4 月保费。3) 对于销售行为的监管趋严。我们预计透支效应即将结束，随着销售队伍的修复及基数降低，后续 NBV 同比增速将较 2 季度环比改善。长期来看，我们判断，行业进入转型震荡期，需关注改革转型的进展。长期我们看好两类公司：一是，在中西部分支机构广泛、经营具有存量优势，且正积极进行转型的公司，如太保、平安；另一类是，开始向中西部拓展，且经营具备差异化核心优势的公司，如友邦。

风险提示：转型进展不及预期；北京、上海及西藏作为异常值对模型计量结果有一定影响；计量结果根据历史数据得出，不代表行业发展未来趋势

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《保险-行业深度研究:龙头险企的 COR 相较行业的优势正在扩大!》 2021-05-18
- 2 《保险-行业深度研究:2021Q1 投资端差异带来保险公司利润表现分化,寿险负债端回暖,财险综合成本率下降优于预期》 2021-05-09
- 3 《保险-行业专题研究:2020 年投资端表现亮眼,负债端受疫情冲击的程度和持续性超出预期,短期承压不改长期向好趋势》 2021-04-06

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2021-05-28	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601601.SH	中国太保	33.76	买入	2.63	2.96	3.43	4.09	12.84	11.41	9.84	8.25
01299.HK	友邦保险	103.2 (港币)	买入	0.48	0.54	0.61	0.70	27.83	24.68	21.78	19.09

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS。

内容目录

1. 影响人身险需求的潜在宏观因素.....	4
1.1. 人均可支配收入.....	5
1.2. 社保支出占 GDP 的比重.....	6
1.3. 抚养比.....	7
1.4. 城市人口密度.....	8
1.5. 时间固定效应下面板数据回归结果.....	9
2. 未来趋势判断.....	10
2.1. 人均可支配收入.....	10
2.2. 社保支出占 GDP 比例.....	11
2.3. 抚养比.....	11
2.4. 城市人口密度.....	12
2.5. 人均保费.....	12

图表目录

图 1: 人身险人均保费时间趋势.....	4
图 2: 因子相关系数矩阵 (2019).....	5
图 3: 生产力直接相关变量的散点图 (2019).....	5
图 4: 生产力间接相关变量的散点图 (2019).....	5
图 5: 人均保费和人均可支配收入的相关图 (2019).....	6
图 6: 1990-2015 年德国寿险深度与社会保障支出.....	7
图 7: 人均保费和社保支出占比的相关图 (2019).....	7
图 8: 老年抚养比与平均保费一览 (2019).....	8
图 9: 少儿抚养比与平均保费一览 (2019).....	8
图 10: 城市人口密度与平均保费一览 (2019).....	8
图 11: 城市人口密度与平均保费一览 (去除北京) (2019).....	8
图 12: 回归结果.....	9
图 13: 人均可支配收入变化.....	11
图 14: 社保支出占 GDP 比例变化.....	11
图 15: 少儿抚养比变化.....	12
图 16: 老年抚养比变化.....	12
图 17: 城市人口密度变化 (人/平方公里).....	12
图 18: 人均人身险保费变化.....	13

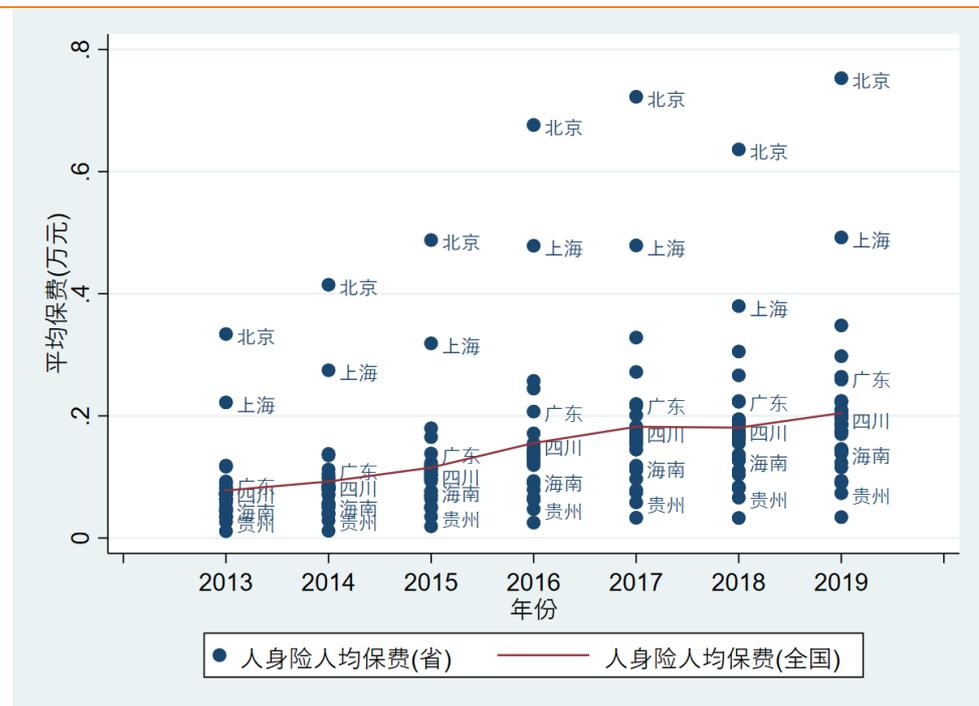
未找到图形项目表。

影响人身险需求的宏观因素众多，我们从众多因素中选取对人身险需求影响较大的因素，基于已有的理论和实证研究，选取了人均可支配收入、文化教育水平、产业结构、人口年龄结构、人口规模增速、社会保障水平等对人身险保费收入有重要影响的指标，并通过统计学的方式进行指标选取，最终对省际面板数据进行多元回归分析。

1. 影响人身险需求的潜在宏观因素

我们以每个省份的人均人身险保费收入作为该省份的人身险需求指标，来探索宏观因素对人身险需求的影响。图 1 为 2013-2019 年人均人身险保费收入水平的变化趋势，通过图中的数据，我们发现，尽管平均人身险保费收入水平在上升，但是方差在不断地拉大，这意味着近些年的人身险发展更多的是在开发一线城市，如北上广，而相对而言下沉市场，如海南，贵州，四川等，人身险市场仍然有待开发。

图 1：人身险人均保费时间趋势



资料来源：银保监会，国家统计局，天风证券研究所

我们根据前期文献和研究初步选取了人均 GDP、人均可支配收入、第三产业占比、大专及以上学历人才占比、城镇化率、人均社保支出、社保支出占 GDP 比例和抚养比作为可能影响人身险人均保费的因素，为构建合适的回归模型，**我们首先需要判断这些变量中是否存在内生性问题，我们通过相关系数矩阵来选取因素。**相关系数矩阵中，我们发现人均可支配收入与人均 GDP、第三产业占比、大专及以上学历人才占比、城镇化率及人均社保支出高度相关，我们判断这些变量都与地区经济发达程度相关，因此我们只用人均可支配收入代表地区经济发展程度来进行回归。最终我们选取的变量包括人均可支配收入、社保支出占 GDP 比例、老年抚养比、少儿抚养比和城镇人口密度。

从简单的系数矩阵中，我们可以大概判断人身险的人均保费与人均可支配收入，社保支出占 GDP 比例和老年抚养比呈正相关关系，与少儿抚养比和城镇人口密度呈负相关关系。

图 2：因子相关系数矩阵（2019）

	人均保费	人均可支配收入	人均GDP	第三产业占比	高学历人才占比	城镇化率	人均社保支出	社保支出占GDP比例	老年抚养比	少儿抚养比	城镇人口密度
人均保费	1.000										
人均可支配收入	0.894	1.000									
人均GDP	0.865	0.957	1.000								
第三产业占比	0.777	0.747	0.675	1.000							
高学历人才占比	0.885	0.826	0.781	0.798	1.000						
城镇化率	0.774	0.862	0.826	0.583	0.810	1.000					
人均社保支出	0.857	0.896	0.807	0.773	0.831	0.765	1.000				
社保支出占GDP比例	0.290	0.228	0.048	0.332	0.321	0.246	0.572	1.000			
老年抚养比	0.335	0.339	0.303	0.084	0.150	0.310	0.340	0.188	1.000		
少儿抚养比	-0.528	-0.566	-0.507	-0.343	-0.633	-0.758	-0.558	-0.343	-0.246	1.000	
城镇人口密度	-0.117	-0.132	-0.169	-0.267	-0.179	-0.071	-0.105	0.050	-0.008	0.007	1.000

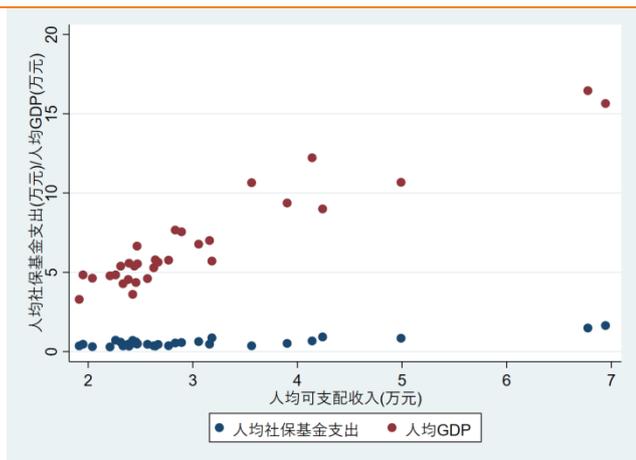
资料来源：根据国家统计局、银保监会数据测算，天风证券研究所

1.1. 人均可支配收入

在劳动力市场充分竞争的假设下，地区人均收入应当等于人均生产力。而人均 GDP（与人均可支配收入相关系数 0.957）和人均社保支出（与人均可支配收入相关系数 0.896）都是人均生产力的函数，因此上述变量均可以直接用人均可支配收入替代。

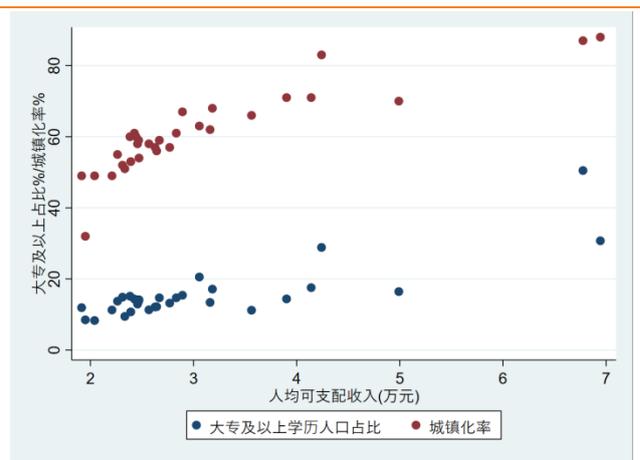
我们发现人均可支配收入与大专以上学历人口占比（相关系数 0.826）和城镇化率（相关系数 0.862）高度相关。我们判断由于三个原因：①收入与学历的高度相关性使得人均可支配收入与中高学历人才比例高度相关；②一般大量中高学历人才集中在大城市；③大城市由于中高学历人才的集中使得生产力提升，促使城镇化程度远高于其他地区。后两个原因从大专以上学历人口占比和城镇化率的高相关性可以证明（相关系数 0.810），因此也可以用人均可支配收入替代。

图 3：生产力直接相关变量的散点图（2019）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 4：生产力间接相关变量的散点图（2019）

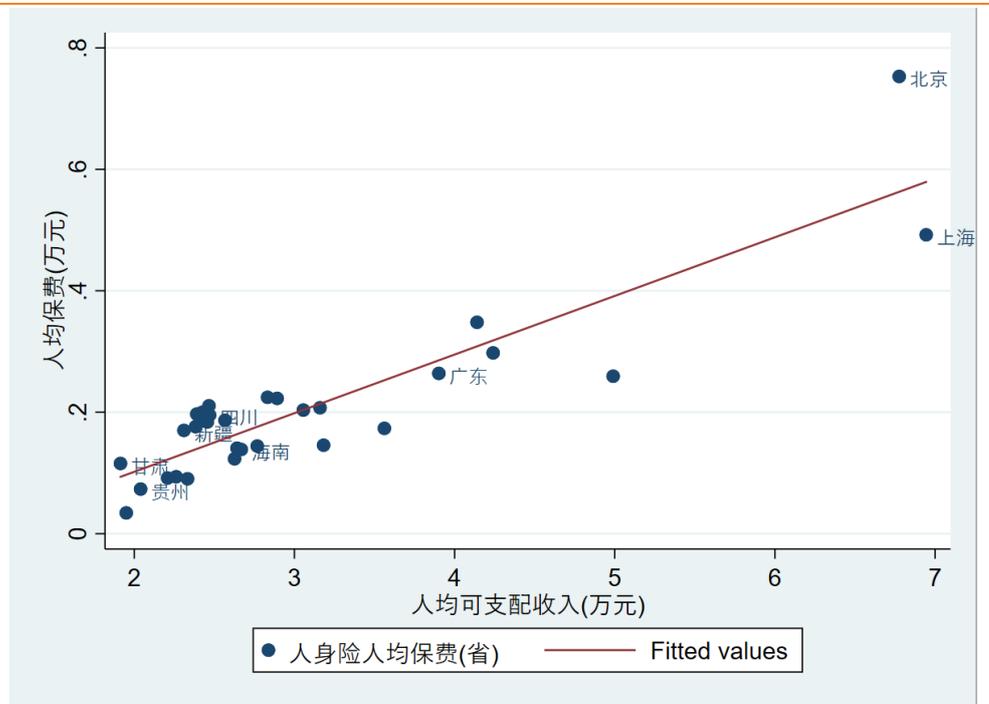


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

我们还发现人均可支配收入与第三产业占比（相关系数 0.747）相关系数也较高，我们认为第三产业的高附加值属性和第三产业的协同效应，使得其占 GDP 比重反映了当地经济发展水平，因此也可以用人均可支配收入替代。

我们又对人身险人均保费和人均可支配收入进行了简单的回归，我们根据下图判断，人均可支配收入对人身险人均保费的影响应该可以分为两个级别，一级为东部经济较发达省份，如广东，浙江，上海，可支配收入对人均保费影响较弱，另一级为四川，新疆等中西部省份，可支配收入对人均保费的影响较强。因此，我们在后续的面板数据回归中，加入东部省份的虚拟变量进行处理，以观察不同市场人均保费对宏观因素变化反应程度的不同。

图 5：人均保费和人均可支配收入的相关图（2019）



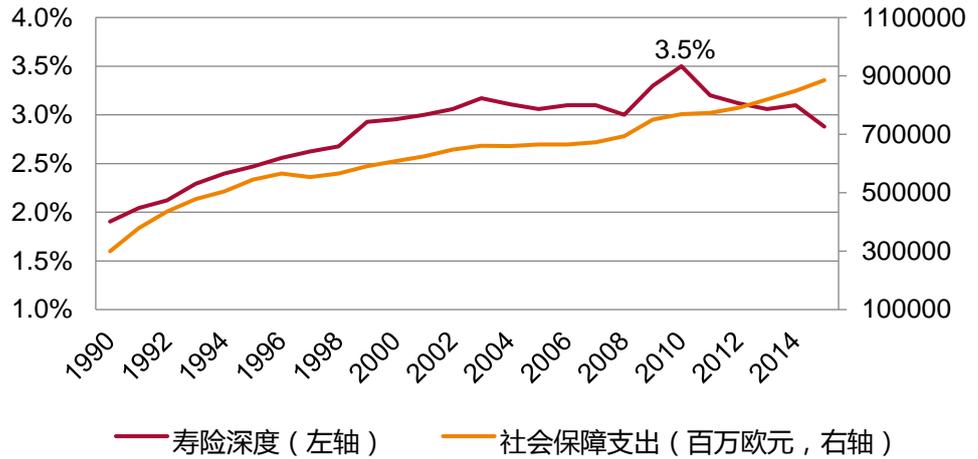
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

1.2. 社保支出占 GDP 的比重

社保支出占 GDP 的比重能够反映：①地区的财政压力，比重越高，财政压力越大；②地区社保水平，占比越高，社保越完善。社会保险计划由政府举办，强制某一群体将其收入的一部分作为社会保险税（费）形成社会保险基金，在满足一定条件的情况下，被保险人可从基金获得固定的收入或损失的补偿，它是一种再分配制度，它的目标是保证物质及劳动力的再生产和社会的稳定。根据国家统计局的定义，**社保支出主要包括基本养老保险支出、基本医疗保险支出、失业保险支出、工伤保险支出和生育保险支出。**

社保支出水平对于商业人身险发展既有互补效应，也有替代效应。我们在 2018 年 12 月 6 日发布的深度报告《中国寿险深度将于 2032 年达到峰值，把握黄金增长 15 年！》中提出，在一国的寿险市场成熟之前，社会保障支出与寿险深度呈正相关；而在寿险市场成熟以后，其社会保障支出与寿险深度之间呈负相关关系。我们判断是由于：1）在寿险市场成熟前，居民的寿险保障仍存在缺口。由于经济仍处于快速增长阶段，居民可支配收入和政府税收快速增长，寿险产品购买力和社会保障支出能够同步提升，寿险深度逐渐升高。2）寿险市场成熟后，居民的寿险保障较为充分。由于寿险的基本功能之一就是为人们提供经济或者身体上的保障，这与政府提供的社会保障在一定程度具有替代性。因此，政府社会保障支出的增加会挤出人们对寿险产品的购买，从而降低寿险深度。我们通过考察德国的数据，发现了两者之间的从正向变动到负向变动的关系。

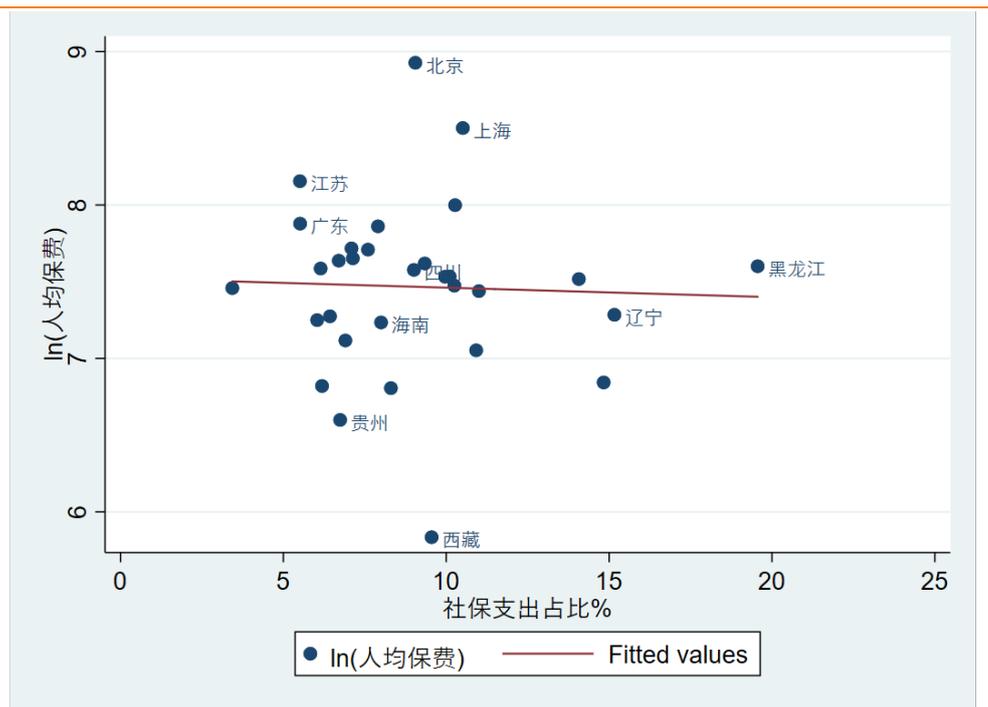
图 6：1990-2015 年德国寿险深度与社会保障支出



资料来源：瑞士再保险 sigma，欧盟统计局，天风证券研究所

我们对人均保费和社保支出占比进行了简单的图表分析，可以清晰地看到，社保支出占比与人均保费的关系较不显著，但是对东部经济发达省份和中西部省份的人均保费影响是截然不同的，我们后续的回归中也加入东部省份虚拟变量以反映这一不同。

图 7：人均保费和社保支出占比的相关图（2019）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

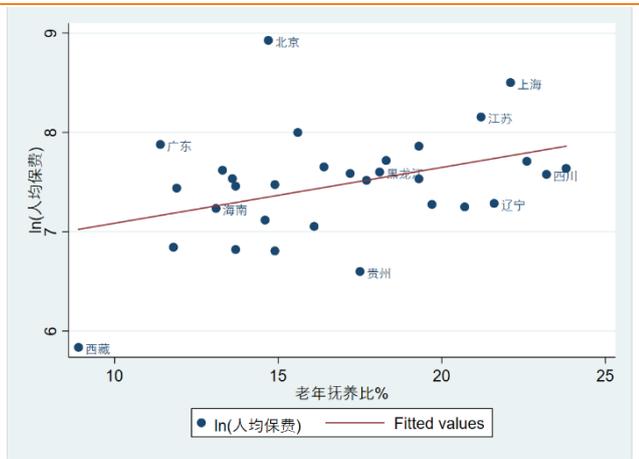
1.3. 抚养比

抚养比包含老年人抚养比（65 岁以上人口数量/劳动力人口数量）和少儿抚养比（15 岁以下人口数量/劳动力人口数量）。一般来说，省份的抚养比越低，意味着地区劳动力越充足。老年抚养比越高，则地区政府养老压力越大，劳动力人口对于储蓄型养老保险和健康险的需求会越高；少儿抚养比越高，则地区的年龄结构相对较为年轻，劳动力人口可能①花费更多的钱在抚养子女上，保险消费会更低；②会为子女购买更多保险，人身险消费会更高。

从简单的描述性统计上，我们也可以看出老年抚养比与人均保费呈微弱正相关，与少儿抚

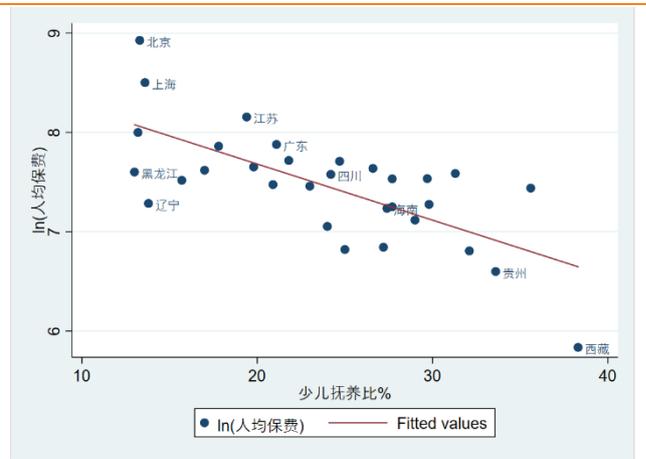
养比呈负相关关系，但都不是特别显著（散点离估计线较远）。而我们在后续的回归中也发现，抚养比对人均保费的影响在地区间有较大的差异。

图 8：老年抚养比与平均保费一览（2019）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 9：少儿抚养比与平均保费一览（2019）

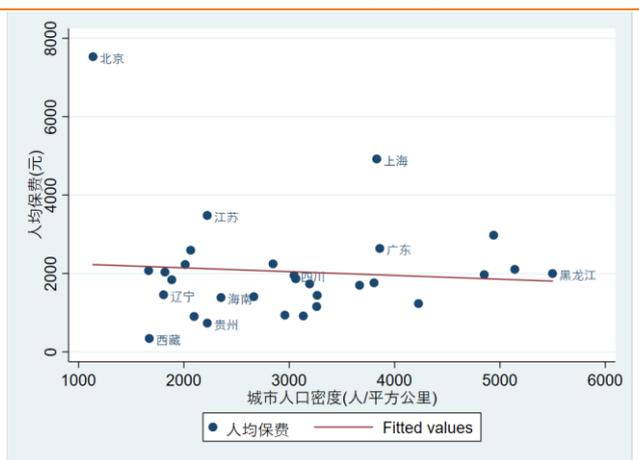


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

1.4. 城市人口密度

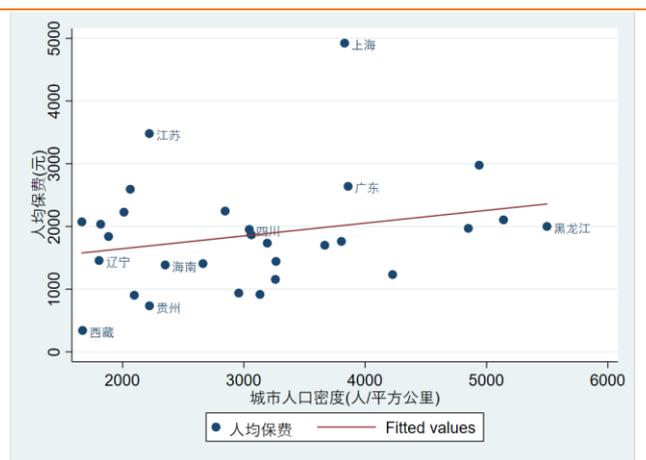
城市人口密度一定程度上反映了地区保险展业的难易度。地区城市人口密度越高，保险公司可以用同样的营业网点铺设和代理人规模覆盖更多的潜在保险客户，因此更多保险公司愿意在当地展业。与此同时，城市人口密度的提升也会使得城市的竞争压力加大，高压焦虑的环境下，人们对保险保障的需求也会上升。因此，从供给和需求两端，城市人口密度与人均保费之间是正相关关系。但从图 10 来看，城市人口密度与人均保费的相关关系为负但不显著，我们判断由于北京的这一异常值导致，去除北京后（图 11）我们发现相关系数为正。

图 10：城市人口密度与平均保费一览（2019）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 11：城市人口密度与平均保费一览（去除北京）（2019）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

通过上述简单的描述性分析，我们大概对各个因素对人均保费的影响力有了一个全面的了解，为真正意义上分析各个因素对人均保费的影响，我们在下个部分进行回归分析。

1.5. 时间固定效应下面板数据回归结果

为进一步验证人身险发展的影响因素，我们运用 31 个省级行政单位 2013-2019 的面板数据进行面板数据回归分析。我们首先进行了整体的面板数据回归，结果较差，很多因子影响并不显著，我们判断是因为因子在东西部省份影响不同导致的。为区分不同因子在东西部影响力的不同，我们进行以下回归：

$$\ln(\text{人均保费}) = [\beta_1 \times \ln(\text{可支配收入}) + \beta_2 \times \text{社保基金占GDP比重} + \beta_3 \times \text{老年抚养比} + \beta_4 \times \text{少儿抚养比} + \beta_5 \times \text{城镇人口密度}] \times (1 + D_{east}) + T_t + \varepsilon_{j,t}$$

其中， D_{east} 为是否东部经济发达地区的虚拟变量，当省份为东部省份（江苏、上海、浙江、福建、广东、山东、安徽、海南、黑龙江、辽宁、吉林、河北、天津、北京）时 $D_{east}=1$ ，当省份为其他省份时 $D_{east}=0$ ， T_t 为时间固定效应，可展开写为：

$$T_t = \alpha + \gamma_{2014}D_{2014} + \gamma_{2015}D_{2015} + \gamma_{2016}D_{2016} + \gamma_{2017}D_{2017} + \gamma_{2018}D_{2018} + \gamma_{2019}D_{2019}$$

其中 D_t 为时间虚拟变量，回归以 2013 年为基准年份。

图 12：回归结果

y	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
x1	1.444912	.2397801	6.03	0.000	.9749517	1.914872
x2	.0147323	.0084504	1.74	0.081	-.0018301	.0312947
x3	.0237152	.0086475	2.74	0.006	.0067664	.040664
x4	-.0126717	.0080666	-1.57	0.116	-.0284818	.0031385
x5	.1550444	.045656	3.40	0.001	.0655603	.2445285
x1e	.1026398	.0900973	1.14	0.255	-.0739477	.2792273
x2e	.0142606	.0138172	1.03	0.302	-.0128207	.0413418
x3e	-.0357975	.013315	-2.69	0.007	-.0618943	-.0097007
x4e	.0290971	.0128358	2.27	0.023	.0039395	.0542547
x5e	-.1641261	.0939706	-1.75	0.081	-.3483052	.0200529
year						
2014	-.0041462	.0271228	-0.15	0.879	-.0573058	.0490135
2015	.1029301	.0482003	2.14	0.033	.0084592	.1974011
2016	.227809	.0711295	3.20	0.001	.0883977	.3672204
2017	.2710039	.0949498	2.85	0.004	.0849058	.4571021
2018	.1522986	.1220284	1.25	0.212	-.0868726	.3914698
2019	.1185849	.1411962	0.84	0.401	-.1581546	.3953244
_cons	-8.882875	2.282045	-3.89	0.000	-13.3556	-4.410148

注：y 为 ln(人均保费)，x1 为 ln(可支配收入)，x2 为社保支出占 GDP 比重，x3 为老年抚养比，x4 为少儿抚养比，x5 为 ln(城市人口密度)，x1e-x5e 为 x1-x5*D_{east}，系数即为东西部差异

资料来源：天风证券研究所

回归结果显示：

1) 人均可支配收入每上升 1%，人均保费上升 1.44% (x1 [ln(人均保费)] 对应系数为 1.44 且 P 值小于 0.1)，不仅如此，可支配收入变化对东部经济发达省份和中西部的省份较为一致 (x1e [ln(人均保费)*D_{east}] 对应系数 P 值大于 0.1)。居民人均可支配收入体现的是居民的购买力，人身险作为可选消费，可支配收入的提升及收入预期的提升会；而人均可支配收入所代表的地区发展水平的提升，也会提高消费者对于保险的认知程度。

2) 社保支出占 GDP 比例每上升 1%，人均保费上升 1.47% (x2 [社保支出占 GDP 比重] 对应系数为 0.0147 且 P 值小于 0.1)，且社保支出占比对东部经济发达省份和中西部省份的影响基本一致 (x2e [社保支出占 GDP 比重*D_{east}] 对应 p 值大于 0.1)。我们认为，我们国家处于寿险市场发展期，社保与商业保险的互补效应大于其替代效应，是社保支出占比与人均保费正相关的原因。我国社保体系是“广覆盖、保基本”，且社保基金承压，保

障程度十分有限，居民仍有较大的保障缺口，社保支出的增长不会对寿险需求产生挤出效应。

3) 抚养比方面，对于中西部地区，老年抚养比每上升 1%，人均保费上升 2.37% (x3 [老年抚养比] 对应系数为 0.0237 且 p 值小于 0.1)，而少儿抚养比对人均保费的影响为负向不显著 (x4 [少儿抚养比] 对应系数为 -0.0127 但 p 值略微大于 0.1)。而东部经济较发达城市，我们发现老年抚养比的影响变为负向，少儿抚养比的影响变为正向，老年抚养比每上升 1%，人均保费下降 1.21% (x3 对应系数加上 x3e [老年抚养比*D_{east}] 对应系数，0.0237-0.0358=-0.0121)，而少儿抚养比每上升 1%，人均保费上升 2.91% (x4 对应系数不显著，x4e [少儿抚养比*D_{east}] 对应系数为 0.0291)。我们判断原因为：中西部省份由于劳动力流失，保险购买者往往是老年人。而东部省份劳动力相对充足，社保相对完善，老年人保险消费欲望较低；且在实际销售中，一般家庭中有了小孩以后，客户保险购买的主动性远强于以前。

4) 城市人口密度方面，对中西部地区，城市人口密度每上升 1%，人均保费上升 15.5% (x5 [ln(城市人口密度)] 对应系数为 0.155 且 p 值小于 0.1)，而对东部经济发达地区，这一影响变为负值，城市人口密度每上升 1%，人均保费下降 0.9% (x5 对应系数加上 x5e [ln(城市人口密度)*D_{east}] 对应系数，0.155-0.164=-0.009)。我们认为，这很大程度上反映出东部城市对人身险市场的深度开发与中西部地区人身险市场的发展空间较大。①对于中西部省份，保险公司在当地的展业程度很大程度取决于城市人口密度，人口密度越高的区域，保险公司业务布局的力度更强，自然带来当地人均保费的提升；②东部省份保险公司充分展业，因此城市人口密度对于人均保费的影响较小。

5) 时间趋势方面，常数项及时间虚拟变量对应的系数为其它宏观因素（如货币政策，消费品价格上涨等）导致人均保费变化趋势，我们发现对比 2013 年，2014 年人均保费没有显著的变化 (2014 对应系数 p 值大于 0.1)，但 2015 至 2017 年间人均保费不断上升 (2015-2017 对应系数越来越大且 p 值小于 0.1)，2018 与 2019 年人均保费的增长陷入停滞 (2018 与 2019 年对应系数变小且 p 值大于 0.1)，我们判断主要是受到监管政策的影响。

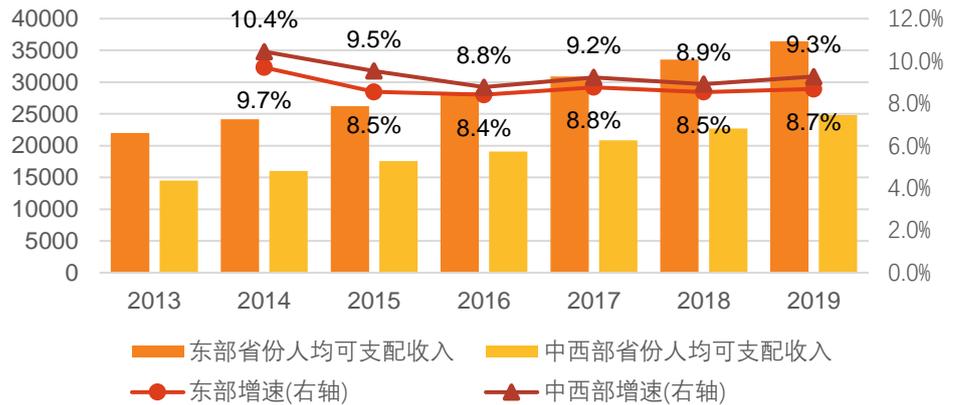
2. 未来趋势判断

2.1. 人均可支配收入

从人均可支配收入上看，中西部地区的人均可支配收入增速近些年已经开始高于东部沿海省份。尽管从绝对值上，人均可支配收入的差距仍然存在，但在国家的西部开发、扶贫等政策下，预计中西部的人均可支配收入将维持高增速。

从我们的回归结果上看，人均可支配收入与人均人身险保费同向变动，人均可支配收入增长越快，人均人身险保费提升幅度将越大。因此，我们判断，中西部地区人身险市场发展空间可期。

图 13：人均可支配收入变化

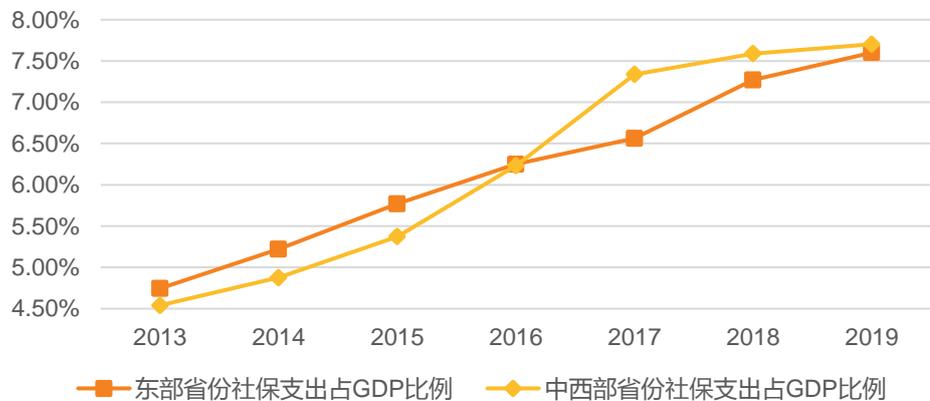


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.2. 社保支出占 GDP 比例

近年来，在全民医保逐渐深入后，中西部省份的社保支出占 GDP 比例越来越高，甚至超过东部省份。但高覆盖后的边际增长开始递减，中西部省份的社保支出占 GDP 比例的提升已有放缓趋势。我国寿险市场仍处于发展时期，我们判断，无论东部省份还是中西部省份社保支出占比提升对人均保费的正效应将持续。

图 14：社保支出占 GDP 比例变化

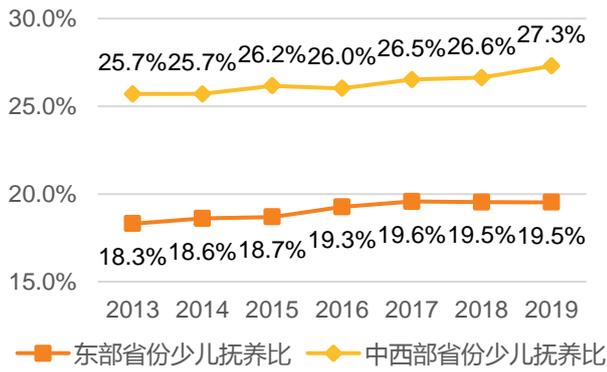


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.3. 抚养比

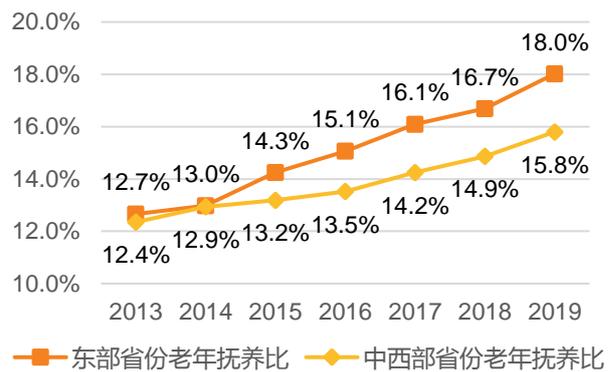
东部省份的少儿抚养比显著低于中西部少儿抚养比，老年抚养比略高于中西部。少儿抚养比都相对稳定，且略有上升；而老年抚养比都在快速上升，尤其是东部省份，上升速度快于中西部省份。我们的回归结果显示，东部省份的老年抚养比对人均保费呈现负效应，而中西部省份呈现正效应。未来，随着老龄化程度的加剧，中西部市场需求或将继续释放。

图 15：少儿抚养比变化



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 16：老年抚养比变化

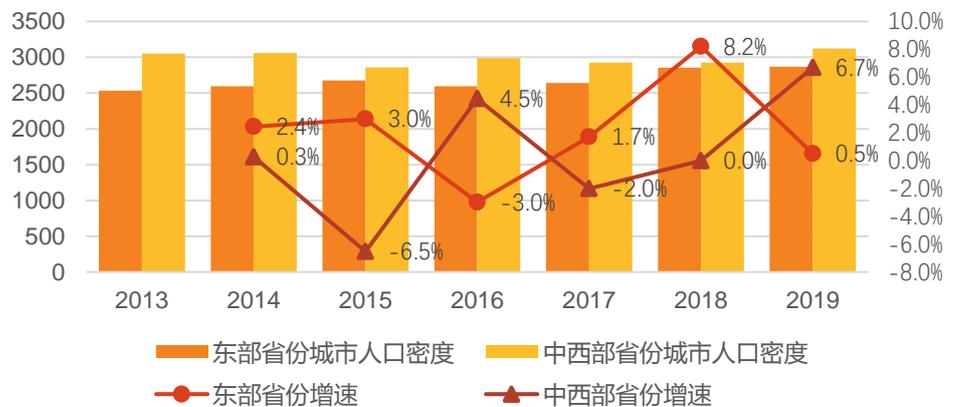


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.4. 城市人口密度

中西部省份的城市人口密度略微高于东部省份的城市人口密度，但无论是东部省份还是中西部省份，**城市人口密度都在波动中上升**。从我们的回归结果来看，城市人口密度的上升有利于保险公司在中西部省份展业，而对东部省份影响较弱，因为保险公司在东部省份大部分城市已经充分展业。我们预计，未来保险公司向中西部展业的趋势或会更加明显，中西部市场空间有望得到深度挖掘。

图 17：城市人口密度变化（人/平方公里）

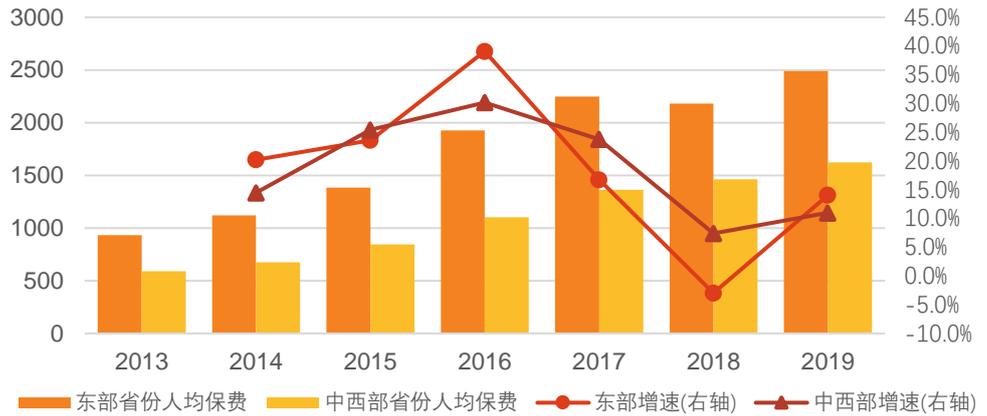


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.5. 人均保费

东部省份和中西部省份的人均保费增长趋势相近，但东部省份人均保费的增速波动性较强。同时我们也可以看到，在人均保费增速下行的阶段，中西部地区往往会下降得较为平缓。基于以上影响因素的分析，我们判断，未来人身险保费的增长动或能将开始向中西部省份倾斜。

图 18：人均人身险保费变化



资料来源：国家统计局，银保监会，天风证券研究所

投资建议

总体上看，影响人身险市场最主要的因素仍然是地区发展水平和人口结构。从人均可支配收入上看，中西部省份的增速已经高于东部省份，尽管绝对值上仍有差距，但将缩小。从社保支出占 GDP 比例上看，我国社保体系的保障程度有限，居民保障缺口较大，社保支出与人均保费收入将同向变动，社保支出占比的提升将继续带动商业保险的发展。从抚养比的角度上看，未来随着人口老龄化加剧，老年抚养比将提升，将带动中西部人均保费的增长。从人口密度上看，我国城市人口密度都在波动中上涨，中西部省份的保险公司展业空间较大。我们判断，未来中部经济较为发达省份的部分城市可能会先成为人身险公司开发的重点，如四川，安徽，湖北，陕西等，广大中西部地区或会接力东部较发达市场，成为保费增长的核心区域。

随着一线的保险市场开发得较为充分，各家保险公司也正在加速布局下沉市场，如友邦开始进军非一线城市，互联网保险水滴筹开发三线城市的“水滴乡村振兴保”。长期我们看好两类公司：一是，在中西部分支机构广泛、经营具有存量优势，且正积极进行转型的公司，如太保、平安；另一类是，开始向中西部拓展，且经营具备差异化核心优势的公司，如友邦。

短期寿险公司 NBV 增速承压，主要由于：1) 去年 3-4 月份因疫情原因，各家保险公司推动线上增员，导致了上半年的代理人高基数，目前代理人与去年同期相比缺口较大。2) 我们判断，1 月重疾险停售带来的透支效应可能影响了 3-4 月保费。3) 对于销售行为的监管趋严。我们预计透支效应即将结束，随着销售队伍的修复及基数降低，后续 NBV 同比增速将较 2 季度环比改善。长期来看，我们判断，行业进入转型震荡期，需关注改革转型的进展。

风险提示

- 1、北京、上海及西藏的数据与其他省份的均值相差较远，作为异常值对模型计量结果有一定影响。
- 2、计量结果根据历史数据得出，不代表行业发展未来趋势，行业发展还与监管导向及市场主体策略密切相关。
- 3、行业进入转型震荡期，转型进展或低于预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com