

从海外放开经验看保险业复苏节奏

——保险行业深度研究

核心观点

- **前期疫情加剧市场波动，现阶段政策已加速优化。**自2020年初新冠疫情蔓延以来，我国防疫政策经历了多轮转变，前期较为严重的疫情影响对险企负债端转型造成直接压力，此外对资本市场的扰动与地产严监管政策也增加了投资端波动风险。但自去年末开始的防疫政策转变逐步加速，现已步入“保健康、防重症”阶段，短期内感染人数激增，社会经济活动率下降，但节后已呈现“快速过峰”态势，结合海外经验来探寻保险行业复苏节奏。
- **亚洲四地经验借鉴，宽松3月后保险多呈恢复态势。**1) **新加坡：**初期衰退后逐步恢复，疫情宽松3个月即强劲复苏凸显行业韧性，渠道价值贡献结构基本稳定，线上渠道单数贡献显著但价值率有待提升，代理人规模有所萎缩但渗透率逐年提高。2) **泰国：**宽松的防疫措施叠加低基数效应推动21年NBV增速回正，22年疫情放开后3个月出现新单同比正增长，且数字营销占比提升。3) **日本：**居民消费信心疲软，放开后边际改善但复苏势头较弱，行业人力规模加速收缩，代理人渗透率小幅回落。4) **韩国：**短期保持韧性，中期衰退显著，管控宽松后4个月新单增速回正。
- **疫情扰动逐步减弱，看好下一阶段的保险复苏。**1) **供给端改善：**感染人数“快速过峰”，生产生活逐步恢复常态，代理人规模已逐步探底，预计产能提升逻辑更受市场认可。2) **需求端回升：**居民风险偏好降低但收入恢复，带来旺盛的储蓄需求，同时激活风险保障意识；此外，政策刺激下的养老需求逐步提升，市场空间较为可观。3) **投资端企稳：**地产三支箭落地纾困违约危机，经济复苏预期下长端利率或震荡中小幅抬升，实业经营好转与全面注册制落地推动投资端预期改善。

投资建议与投资标的

- 从海外放开经验可以得出，大多数地区的保险市场在防疫政策宽松后3个月即可逐步恢复，其中一方面新单保费收入有望实现正增长，对健康需求的重视带动产品价值率的逐步提升；另一方面疫情客观约束下的线上化率持续深化也带来经营效率的提升，长期有望推动保险业的科技转型逐步落地。现阶段我们认为疫情扰动已逐步减弱，看好下一阶段的保险复苏。叠加板块处历史低估值区间，当前保险股配置价值较高，维持行业看好评级。
- 推荐坚定寿险改革，将综合金融与医疗健康协同深化的中国平安(601318, 买入)，以及寿险价值标杆、深化亚太多区域布局的友邦保险(01299, 买入)；建议关注康养产业初显成效，“长航合伙人”打造优质代理人队伍的中国太保(601601, 未评级)，以及“众鑫计划”深入推进的行业龙头中国人寿(601628, 未评级)。

风险提示

- 新单销售不及预期，长端利率持续下行，权益市场大幅波动，股权投资计提减值风险，政策风险。

行业评级 看好 (维持)

国家/地区 中国
行业 保险行业
报告发布日期 2023年02月19日



证券分析师

陶圣禹 021-63325888*1818
taoshengyu@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860521070002
香港证监会牌照: BQK280

唐子佩 021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514060001
香港证监会牌照: BPU409

相关报告

三支柱落地开闸，供给侧蓄势待发：—— 2022-12-07
个人养老金深度跟踪报告

需求挖掘添动力，创新破局进行时：—— 2022-11-20
保险行业2023年度投资策略

寿险资产承压但队伍企稳，财险量质齐升 2022-11-04
重申配置机遇：——上市险企3Q22季报综述

目录

1. 前期疫情加剧市场波动，现阶段政策已加速优化.....	6
1.1 疫情加剧负债端转型压力与投资端波动风险.....	6
1.2 我国加快优化防疫政策，已步入“保健康、防重症”阶段.....	7
2. 新加坡：宽松 3 个月即强劲复苏凸显行业韧性.....	9
2.1 新加坡疫情放开节奏梳理.....	9
2.2 行业韧性强劲，线上渠道迅猛发展.....	10
2.2.1 初期衰退后逐步恢复，保费复苏紧跟疫情宽松.....	10
2.2.2 渠道价值结构稳定，线上渠道迅猛发展.....	11
2.2.3 代理人规模萎缩，渗透率逐年提高.....	12
2.3 以 AIA 新加坡为例：疫情宽松下的数字化驱动发展模式.....	13
3. 泰国：宽松 3 个月后新单增速回正.....	14
3.1 泰国疫情放开节奏梳理.....	14
3.2 宽松后 3 个月现新单正增长，伴随数字营销占比提升.....	15
3.3 以 AIA 泰国为例：产品结构优化驱动 Margin 改善.....	16
4. 日本：放开后边际改善但复苏势头较弱.....	17
4.1 日本疫情放开节奏.....	17
4.2 疫情放开但复苏势弱，行业人力规模加速脱落.....	18
4.2.1 居民消费信心疲软，保险复苏势弱.....	18
4.2.2 保险业人力规模加速收缩，代理人渗透率小幅回落.....	20
4.3 以日本第一生命保险为例：放开后边际改善但整体较弱.....	21
5. 韩国：宽松后 4 个月新单增速回正.....	21
5.1 韩国疫情放开节奏.....	21
5.2 短期有韧性但中期衰退显著，宽松后 4 个月新单增速回正.....	22
5.3 以韩国三星生命为例：数字化驱动商业模式转变.....	23
6. 疫情扰动逐步减弱，看好下一阶段的保险复苏.....	24
6.1 供给端改善：线下展业回归常态，队伍质态探底回升.....	24
6.2 需求端回暖：收入改善催化储蓄，政策刺激养老需求.....	25
6.3 投资端企稳：地产三支箭落地，权益市场与长端利率趋势向好.....	26

7. 投资建议	28
8. 风险提示	28

图表目录

图 1: 上市险企 2018 年以来负债端持续承压	6
图 2: 上市险企总投资收益率与权益市场当年涨跌幅表现	7
图 3: 中国疫情严格指数与单日新增表现	8
图 4: 新加坡疫情严格指数与单日新增病例表现	10
图 5: 新加坡加权新业务保费同比变化与疫情严格指数	11
图 6: 以业务价值衡量的新加坡保险渠道结构	12
图 7: 以业务单数衡量的新加坡保险渠道结构	12
图 8: 新加坡代理人规模变化	12
图 9: 新加坡代理人渗透率逐年提升	13
图 10: AIA 新加坡新单保费与价值表现	14
图 11: 泰国疫情严格指数与单日新增病例表现	15
图 12: 泰国人寿保险业保费收入、NBV 与居民收入同比变化情况	15
图 13: 泰国 2022 年三季度保费显著恢复	16
图 14: 泰国保险销售渠道结构	16
图 15: AIA 泰国新单保费与价值表现	17
图 16: 日本疫情严格指数与单日新增病例表现	18
图 17: 日本居民消费信心疲软	19
图 18: 日本新单保费、同比变化与疫情严格指数	19
图 19: 日本代理人规模变化	20
图 20: 日本保险代理店规模变化	20
图 21: 日本代理人渗透率小幅下降	20
图 22: 日本第一生命保险新单表现	21
图 23: 韩国疫情严格指数与单日新增病例表现	22
图 24: 韩国新业务同比变化与疫情严格指数	23
图 25: 韩国三星保险单季度保费收入及同比增速情况	24
图 26: 韩国三星生命新业务价值表现	24
图 27: 韩国三星生命保单继续率改善	24
图 28: 北上深地铁客运量出现明显回升	25
图 29: 上市险企个险代理人规模边际企稳	25
图 30: 城乡居民储蓄余额高速增长	26
图 31: 我国养老金替代率已逐步下降至 40% 水平	26
图 32: 中债 10 年期国债到期收益率走势	27
表 1: 2020 年 8 月至 2021 年底部分房地产调控政策	7

表 2: 2022 年下半年以来疫情政策逐步优化	9
表 3: 2022 年 11 月房地产融资三支箭落地	27

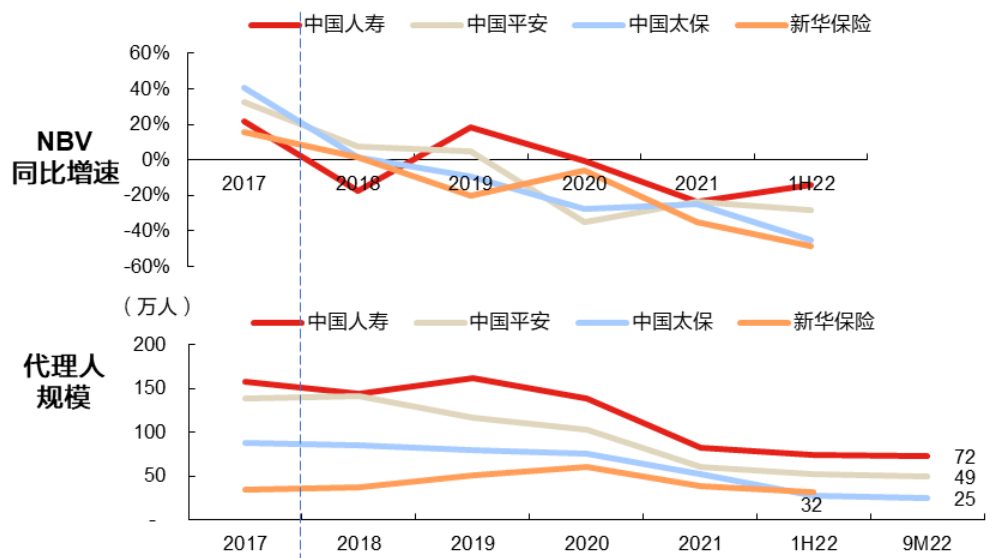
1. 前期疫情加剧市场波动，现阶段政策已加速优化

自2020年初新冠疫情蔓延以来，我国防疫政策经历了多轮转变，前期较为严重的疫情影响对险企负债端转型造成直接压力，此外对资本市场的扰动与地产严监管政策也增加了投资端波动风险。但自去年末开始的防疫政策转变逐步加速，现已步入“保健康、防重症”阶段，短期内感染人数激增，社会经济活动率下降，但节后已呈现“快速过峰”态势，结合海外经验来探寻保险业复苏节奏。

1.1 疫情加剧负债端转型压力与投资端波动风险

寿险公司负债端持续低迷，代理人队伍规模收缩。寿险行业自2018年以来进入下行调整周期，疫情蔓延背景下居民消费意愿降低，保费增速加速下降，NBV持续承压。2021年国寿、平安、太保、新华等四家行业龙头险企NBV同比降幅均超23%。渠道方面，监管与行业推动队伍清虚与转型，代理人脱落率大幅提升，人力留存压力增大。目前国寿、平安、太保代理人规模低于2010年水平，规模萎缩对传统险企以代理人渠道人海战术的销售模式冲击剧烈，进一步拖累保费增长。

图1：上市险企2018年以来负债端持续承压

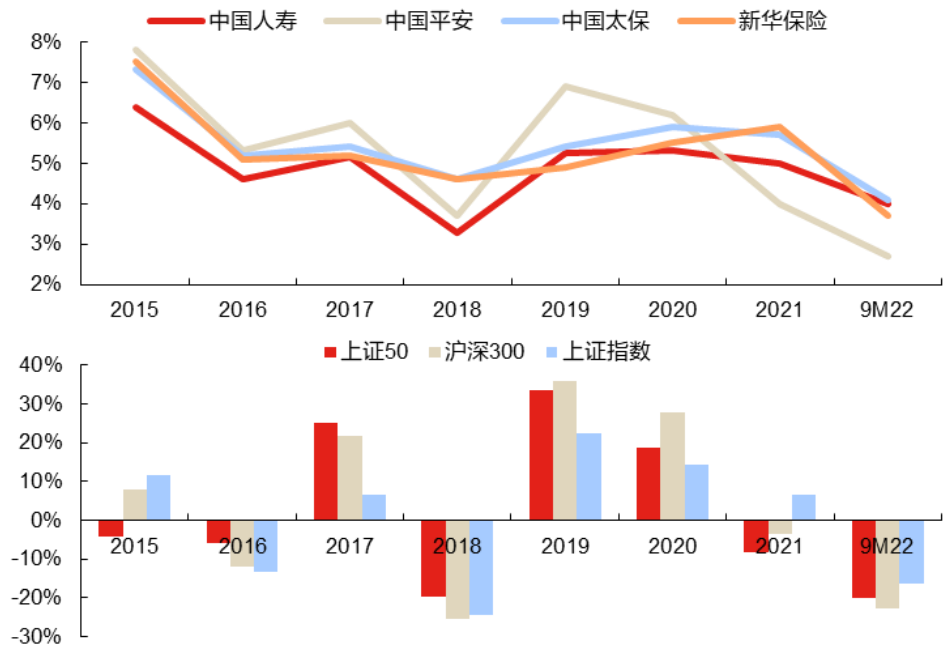


注：蓝色虚线表示寿险行业自2018年开始进入下行调整周期。代理人规模方面，新华未披露9M22末数据；太保2021及之前为月均人力，1H22及之后为时点值，其他险企均为时点值。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

资本市场波动加剧，投资收益率下行压力增大。2021年以来，受到内外部环境的影响，权益市场波动加剧，带动险企总投资收益率持续震荡。结合2022年前9月的表现来看，权益市场主要指数下滑约20%，而上市险企年化总投资收益率也大幅下滑至2.7%-4.1%，投资端压力增大，一方面影响负债端产品竞争力，另一方面也带来潜在的利差损风险。

图 2：上市险企总投资收益率与权益市场当年涨跌幅表现



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

房地产调控政策逐步加码，险企地产投资风险暴露。2020 年下半年以来，延续“房住不炒”的思想，地产政策逐步加码，相继推出“三条红线”、“房贷集中度”、“集中供地”等监管政策，收紧房企流动性，房地产开发贷余额自 2021 年 6 月以来基本处于零增长状态，房企融资难度加大。同时，受到购房资格、购房意愿与购房能力的限制，房地产需求端较为疲软，房企销售端承压，回款压力增大，地产债券违约风险上升。部分险企过去所积累的风险逐渐暴露，踩雷房地产业，抛售房地产企业股份，拖累公司投资收益与利润表现。

表 1：2020 年 8 月至 2021 年底部分房地产调控政策

时间	具体内容
2020/8/20	住建部与人民银行在重点房地产企业座谈会上明确房地产企业资金监测和融资管理规则，具体标准涵盖“三条红线”，即 1) 剔除预收账款后的资产负债率大于 70%；2) 净负债率大于 100%；3) 现金短债比小于 1 倍。
2020/12/31	银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限。
2021/2/1	自然资源部要求重点城市要对住宅用地集中公告、集中供应。
2021/3/5	政府工作报告定调：“要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。
2021/7/23	人民银行上调房贷利率，首套房贷款利率从 4.65% 上调至 5%，二套房利率从 5.25% 上调至 5.7%。
2021/10/23	第十三届全国人大常委会授权国务院在部分地区开展房地产税收改革试点工作。

数据来源：人民银行，银保监会，住建部，东方证券研究所

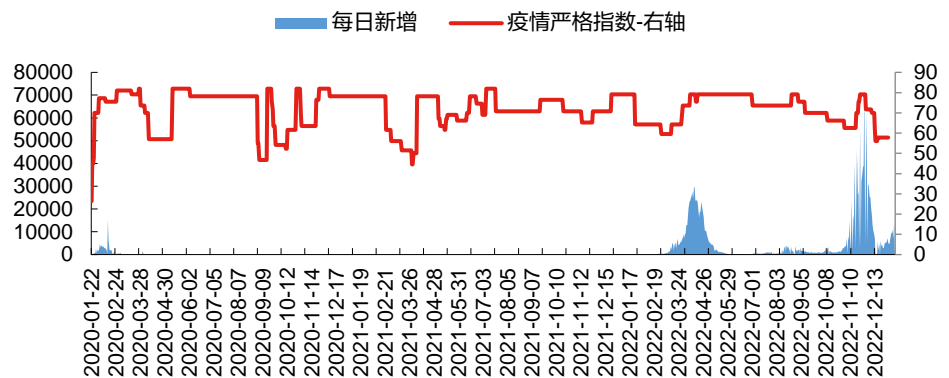
1.2 我国加快优化防疫政策，已步入“保健康、防重症”阶段

总体坚持动态清零政策基础上，疫情防控政策边际微调有所宽松。疫情三年以来，我国坚持人民生命至上、人民利益至上，实施较为严格的疫情防控政策，避免了大规模死亡病例的

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

发生，维护了人民群众的生命安全。随着疫情的发展，奥密克戎变异株死亡率大幅下降，国家也相机抉择，自 2022 年 6 月起不断优化疫情防控措施，在 6 月 28 日公布的第九版新冠防治方案中，将密接与入境人员的隔离管控时间从原先的“14 天集中隔离+7 天居家健康监测”调整为“7 天集中隔离+3 天居家健康监测”，11 月出台的“二十条”进一步缩短至“5+3”。此外，行程码、跨省游等方面政策均有所调整。总体来看，国家在坚持动态清零的总方针下，逐步调整防疫措施，政策边际上有所宽松。

图 3：中国疫情严格指数与单日新增表现



注：疫情严格指数是由牛津大学编制的衡量国家疫情防控严格程度的综合指数，综合考虑了九种防疫措施的严格程度，包括学校关闭、工作场所关闭、公关活动取消、公共集会限制、公共交通关闭、居家要求、公共信息活动、国内流动限制以及国际旅行限制，较高的分数表示更严格的政策（100=最严格的政策）。

数据来源：Our World in Data，东方证券研究所编制

2022 年 12 月以来防疫政策加速调整优化，疫情防控步入“保健康、防重症”阶段。国务院联防联控机制综合组于 2022 年 12 月 7 日发布《关于进一步优化落实新冠疫情防控措施的通知》（简称“新十条”），在 11 月“二十条”的基础上进一步减少对居民活动的限制。2022 年 12 月 26 日，国家卫生健康委员会办公厅印发《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》，宣布自 2023 年 1 月 8 日起，对新型冠状病毒实施“乙类乙管”，对新冠病毒感染者不再实施隔离措施，不再判断密切接触者，不再划定高低风险区。对新冠病毒实施“乙类乙管”也标志着疫情防控工作重点从防控感染，逐步转变到“保健康、防重症”阶段。

表 2：2022 年下半年以来疫情政策逐步优化

时间	部门/文件/地区	具体内容
2022/6/28	《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》	密接与入境人员的隔离管控时间缩短至 7+3，集中隔离医学观察期间将采集鼻咽拭子转为口咽拭子。
2022/6/29	信息通信管理局	通信行程卡取消星号标记
2022/7/8	工信部	通信行程卡追溯时间从 14 天缩短至 7 天
2022/11/11	《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》	提出进一步优化防疫工作的二十条措施，包括对密接与入境人员采取 5 天集中隔离+3 天居家隔离，不再判断次密接等措施。
2022/11/30	北京、广州、深圳、重庆	探索阳性患者居家隔离
2022/11/28-2022/12/3	北京、广州等七城	调整核酸检测政策，对长期居家老人、居家办公和学校人员、婴幼儿等无社会面活动人员，如无出行需求，可不作核酸
2022/12/1-2022/12/4	北京、上海、深圳等 10 个城市	多场所不再查验核酸检测证明
2022/12/7	《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》	在“二十条”的基础上提出新十条措施，包括优化调整隔离方式、优化核酸检测等措施
2022/12/26	《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》	自 2023 年 1 月 8 日起，对新冠疫情降级管理，解除大部分跨境限制
2023/1/8	《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》正式实施	对新型冠状病毒实施“乙类乙管”，对新冠病毒感染者不再实施隔离措施，不再判断密切接触者，不再划定高低风险区

数据来源：中国政府网，卫健委，东方证券研究所

感染“快速过峰”，以海外经验观察国内保险行业复苏节奏。随着疫情防控政策的持续优化调整，社会秩序从隔离管控的特殊时期转入“保健康、防重症”的常态化状态，短期内感染人数激增，社会经济活动率下降，代理人线下展业与险企开门红均受到一定程度的影响。但从海外经验来看，疫情开放后 3 个月左右，疫情扰动因素逐步消除，保险行业整体回暖。我们认为国内疫情感染已经度过高峰，保险业修复或将保持与海外市场相似的节奏。

2. 新加坡：宽松 3 个月即强劲复苏凸显行业韧性

2.1 新加坡疫情放开节奏梳理

新加坡自 2020 年疫情爆发以来，经历了四波疫情，自 2022 年 9 月起已基本处于完全开放与病毒共存状态。通过梳理新加坡防疫政策，我们发现其政策经历多重转变，可大致划分为六个阶段：

阶段 1：严格清零。从新冠疫情爆发至 2021 年 6 月期间，新加坡总体防疫措施较为严格，采取了“动态清零”策略。2020 年 4 月至 6 月，新加坡实施了阻断措施，关闭部分公共场所，减少人员外出；后在 2020 年 6 月分三阶段逐步放宽疫情管制措施，但总体保持严格防疫态势。

阶段 2：防疫思路转变。2021 年 6 月，新加坡总理在电视讲话中释放“长期与病毒共存”计划，其中包括广泛的疫苗接种计划，计划在 2021 年 8 月 9 日前完成三分之二人口的完整疫苗接种，并将疫苗接种计划拓宽为延续多年的疫苗接种计划。

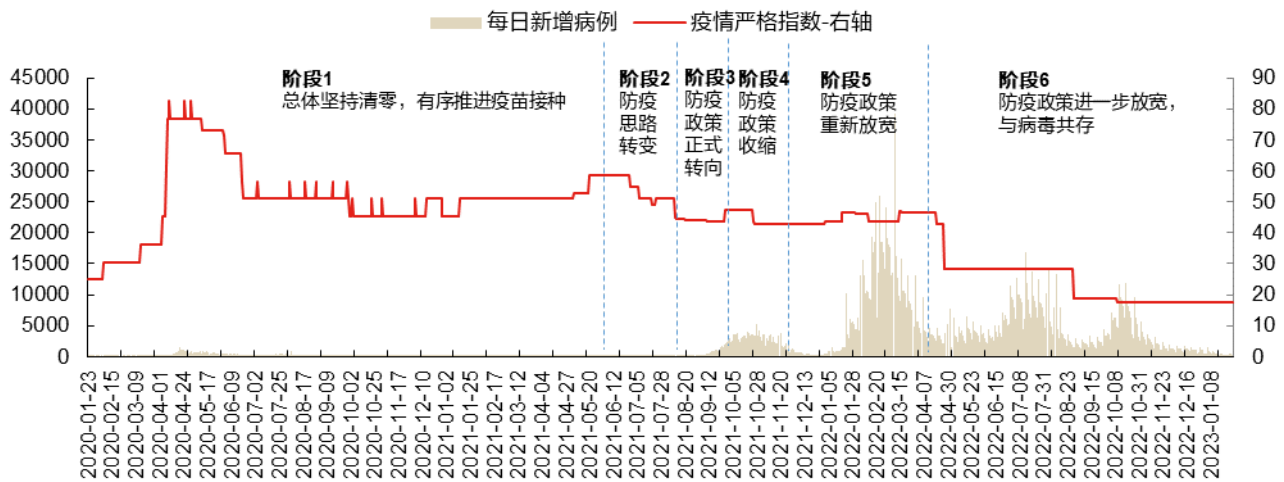
阶段 3：防疫政策正式转变。随着疫苗接种计划的推进，新加坡防疫政策正式转变，包括扩大社会活动规模，并从 2021 年 8 月 19 日起，缩短密接隔离期至 7 天，试点对完全接种疫苗的无症状感染者实行居家隔离措施。

阶段 4：防疫政策收缩。新加坡在 2021 年 9 月迎来开放后的第一波反弹，日增感染者峰值超 5000 例。在此背景下，新加坡在 2021 年 9 月 27 日至 2021 年 11 月 21 日间收紧防疫政策，包括居家学习、居家办公、限制社交活动规模和加强检测。同时，政府安排老年人接种加强针。

阶段 5：防疫政策重新放宽。随着疫情反弹趋于平滑后，新加坡防疫政策重新放宽。2021 年 11 月，新加坡将入境者划分为四类，第 1 类入境后仅需进行核酸检测，无需隔离；2022 年 1 月，正式规定轻症或是无症状感染者居家隔离，密接者在 7 天观察期间，需每日检测阴性方能外出活动；2022 年 2 月，密接观察期缩短至 5 日，解除大部分社交活动限制，并进一步扩充 1 类国家范围，降低入境门槛。

阶段 6：防疫政策进一步放宽，与病毒共存。奥密克戎变异株的出现，使得新加坡再一次出现大规模感染，2022 年 1 月 6 日至 3 月 31 日，累计确诊 81.4 万例。这一轮反弹过后，新加坡多次调整防疫政策，3 月 19 日起在室外不强制戴口罩；4 月 26 日起下调疫情应对级别、取消疫苗接种差异化管理、取消入境分类管控（新规下，完成疫苗接种即可免隔离入境且无需检测）；8 月 29 日起不再强制室内戴口罩。至此，从 2022 年 9 月起，新加坡基本处于完全开放状态与病毒共存。

图 4：新加坡疫情严格指数与单日新增病例表现



数据来源：Our World in Data，东方证券研究所编制

2.2 行业韧性强劲，线上渠道迅猛发展

2.2.1 初期衰退后逐步恢复，保费复苏紧跟疫情宽松

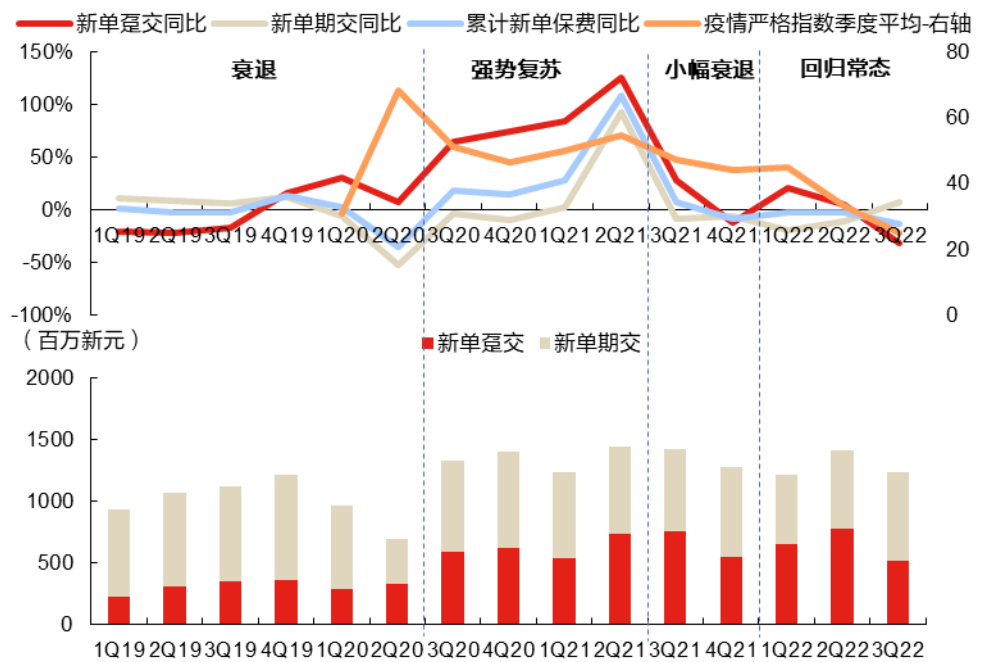
疫情初期实施严格的隔离政策，导致新加坡保险业严重衰退。疫情前新加坡加权新业务保费收入同比基本持平，2019 年末小幅增长。2020 年受到疫情冲击，保险业经历“衰退-强势复苏-小幅衰退-回归常态”周期。1Q20-2Q20 期间，疫情初期由于新加坡执行的严格防疫措施，2020 年二季度防疫严格指数达到峰值 68.4，同季度保险业保费收入同比大幅下降 34.8%，保险业严重衰退。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

开放的防疫政策催化行业复苏，保险业表现出强劲韧性。随着疫情的初步控制，新加坡政府在 2020 年 6 月宣布逐步放宽管制措施后，社会秩序回归有管制的正常，3Q20 单季度出现边际 90% 的环比正增长，推动 2020 全年总保费收入基本持平。大规模的财政刺激措施推动着 2021 年世界经济的强劲复苏，同样的变化也发生在保险行业。一方面，疫情蔓延显著增强消费者的风险保障意识，有效带动需求提升。根据瑞再研究院 2021 年初在 12 个亚太市场展开的消费者调查，被调研人群的投保率已达到较高水平，但仍认为保障不足，打算购买更多保障。另一方面，新加坡政府在 2021 年 6 月就提出了“长期与病毒共存”计划，政策态度调整。在以上两方面因素的作用下，叠加 2020 年的低基数效应，2021 年二季度保险业强势复苏，至 4Q21 新加坡保险业逐步回归常态。

趸交占比提升，保险复苏紧跟疫情宽松。梳理产品结构发现，自 2Q20 疫情爆发以来，单季度趸交产品占加权新业务保费比例从疫情前的 30% 左右上升到疫情后 45% 左右，趸交产品保费快速增长，例如 2Q21 录得单季度同比强劲增长 125.3% 至 7.42 亿新元（占加权新业务保费的 51.3%），趸交占比的提升一定程度缓解期缴增长压力。此外，从疫情政策对于保费的影响来看，新加坡于 2022 年 3 月起逐步解禁疫情管控措施，2Q22 新单保费环比正增长，保险复苏紧跟疫情宽松，但由于疫情政策存在粘性，市场信心修复需要时间建立，因此宽松与复苏间存在一定时滞。

图 5：新加坡加权新业务保费同比变化与疫情严格指数



注：为实现数据口径一致，对疫情严格指数采取季度平均处理。
数据来源：Life Singapore, Our World in Data, 东方证券研究所

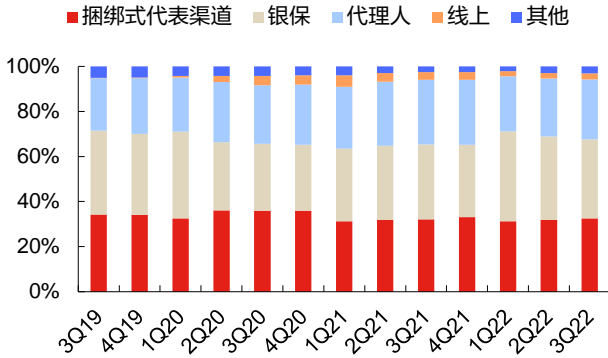
2.2.2 渠道价值结构稳定，线上渠道迅猛发展

渠道价值贡献结构基本稳定，线上渠道单数贡献显著但价值率有待提升。从新业务价值贡献来看，近三年整体基本保持稳定；从新单数量来看，新加坡保险行业线上销售比例激增。在疫情的背景下，线上产品销售由于 1) 不受线下防疫管控的限制，新冠疫情大幅推动全社会数字化转型；2) 简单的购买流程，通俗易懂；3) 保证期较短加之合理的回报，对于在低利率环境和不确定的经济环境下寻求资产稳定性的消费者具有吸引力。与疫情前 2019 年全年销售 9971 份相比，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

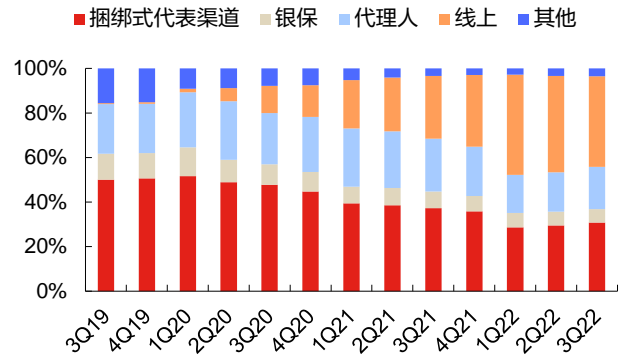
2020 年在线购买的新保单数量显著增加至 206,679 份，保单主要为趸交产品，例如短期非分红储蓄产品、分红终身寿险等。目前线上渠道占总新单件数比例已稳定在 40%左右，但从业务价值角度衡量，线上渠道占新业务价值不足 3%，线上渠道价值率较低。

图 6：以业务价值衡量的新加坡保险渠道结构



数据来源：Life Singapore，东方证券研究所

图 7：以业务单数衡量的新加坡保险渠道结构

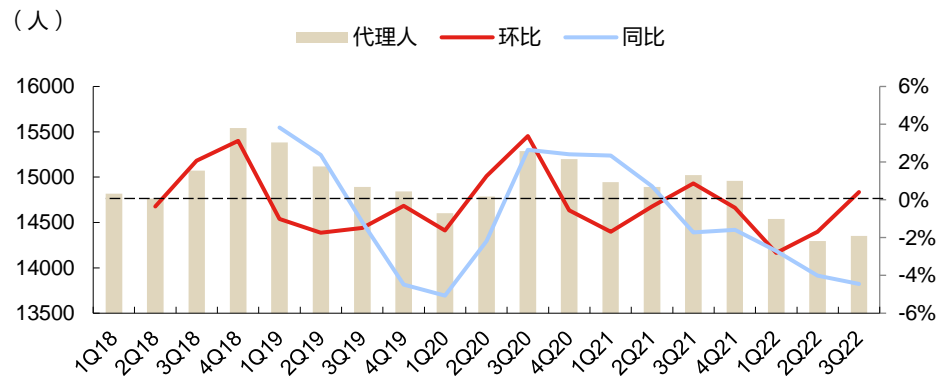


数据来源：Life Singapore，东方证券研究所

2.2.3 代理人规模萎缩，渗透率逐年提高

代理人规模同比下滑，代理人渠道价值贡献小幅增长。从代理人规模来看，疫情初期代理人规模稳步增长。3Q21 后代理人加速脱落，至 3Q22 代理人同比减少 4.45%，队伍规模为 14353 人，小于 2018 年同期的 15071 人。从价值贡献来看，代理人渠道价值贡献小幅提升，从疫情前 23%增加至 27%左右，总体保持稳定。但从新单数量角度衡量新业务，通过代理人渠道达成的新单件数占比大幅下降，由 2Q20 的 26.3%下降至 3Q22 的 18.9%，渠道价值率小幅抬升。

图 8：新加坡代理人规模变化

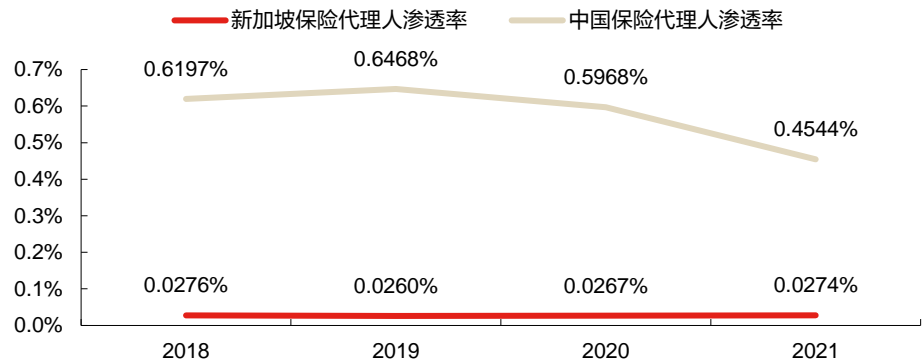


数据来源：Life Singapore，东方证券研究所

新加坡保险代理人渗透率逐年提升。横向对比来看，中国过去所采取的“人海战术”粗放型人力增长模式下，代理人渗透率维持在 0.6%左右的水平。与之相比，新加坡代理人渗透率常年保持在 0.026%左右，渗透率仍有较大的提升空间。从变化趋势来看，2019 年新加坡代理人同比脱落 4.3%，导致当年代理人渗透率下降；2020 与 2021 年由于新加坡人口规模的减小，驱动渗透率的上行。同一时期，中国由于代理人队伍高质量转型，清虚力度加大，代理人脱落加剧，导致渗透率下行。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 9：新加坡代理人渗透率逐年提升



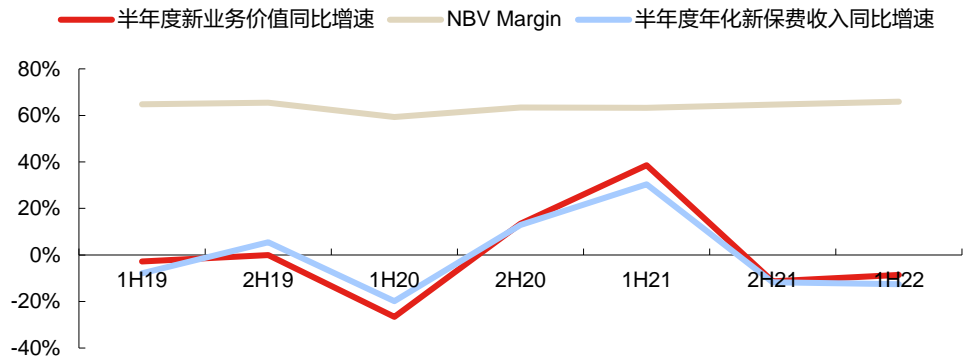
数据来源：Life Singapore, Wind, 东方证券研究所

2.3 以 AIA 新加坡为例：疫情宽松下的数字化驱动发展模式

数字化驱动保费收入正增长，有效投资组合贡献利润增盈。从保费收入来看，2020 年受到疫情影响，公司保费收入增速放缓，但仍保持正增长趋势。公司加强了数字销售流程和工具，推出 iSmart，保障代理人能够在社交管制的背景下与客户进行远程销售，至 2020 年 6 月，超过 80% 的代理销售保单通过数字平台完成。此外，友邦新加坡推出了医疗赔付数字平台 Claims EZ，利用 AI 和机器学习进行自动赔付评估，60% 的理赔在没有人工干预的情况下处理，实现 55% 轻微理赔在 24 小时内完成，提升公司服务质量。数字化工具与平台的引入有效增加了活跃代理数量，提高代理生产力，驱动 2021 年保费两位数增长。从营业利润来看，公司近三年投资组合表现优异，帮助公司营业利润增速高于保费收入增速，贡献利润增盈。

新单复苏趋势优于行业，NBV Margin 恢复至疫情前水平。2020 年第二季度，由于疫情隔离措施，公司新业务价值减少 24%。随着限制措施的逐渐放宽，商业活动趋于正常，友邦新加坡的销售自 4 月起逐步改善，在 2020 年下半年实现了出色的复苏，新业务价值较上半年增长 56%，同比增长 12%。从渠道看，iSmart 数字平台自上线至 2021 年底帮助产生超过 7000 万美元的年化新业务价值；此外，友邦于 2Q21 上线移动招聘平台，并得到广泛应用，超过 60% 的新员工通过该平台招聘，为公司引入高质量代理团队。同时，随着新加坡防疫政策的宽松化，友邦新加坡的海外业务逐渐回归，与强劲的代理和合作分销渠道共同推动新业务价值增长。得益于公司数字化与渠道优势，友邦新加坡的新单复苏整体趋势优于行业。NBV Margin 在 1H20 同比下降 5.5pp 至 59.3%，承压主要由于费用端超支和趸交业务比例的增加。随产品组合的转变以及费用超支的减少，NBV Margin 至 1H22 已逐步修复至疫情前水平。

图 10: AIA 新加坡新单保费与价值表现



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

3. 泰国: 宽松 3 个月后新单增速回正

3.1 泰国疫情放开节奏梳理

泰国自 2020 年疫情爆发以来, 经历了三波疫情, 目前泰国已在 2022 年 10 月 1 日全面解封。梳理泰国防疫政策, 其政策经历多重转变, 可大致划分为五阶段:

阶段 1: 严格管制。2020 年 3 月, 疫情爆发初期, 泰国采取了一系列封锁和管制措施, 如实施紧急状态令, 禁飞国际航班等。

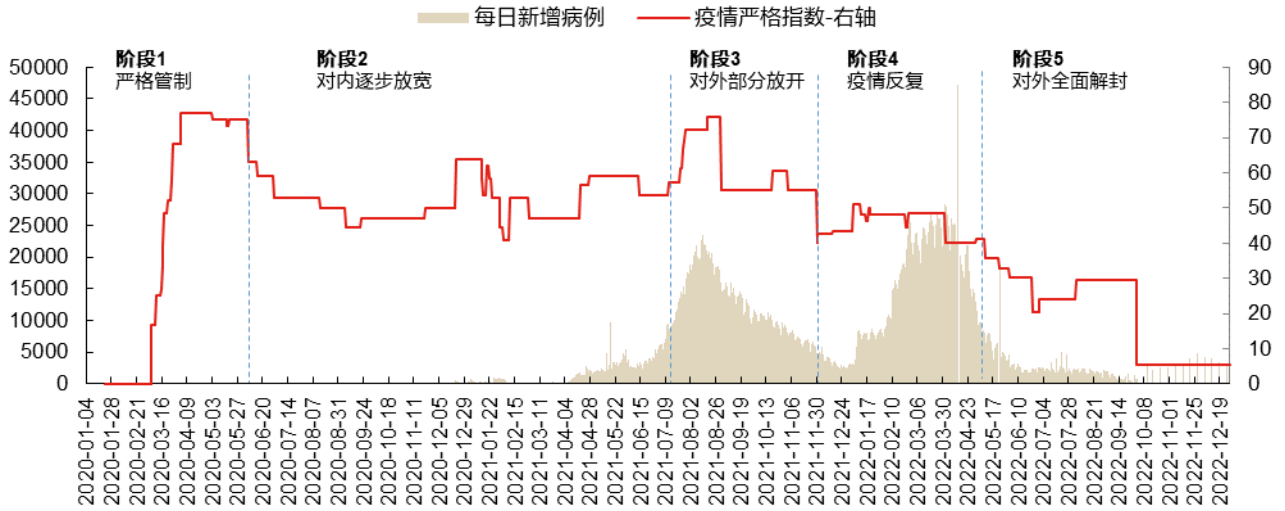
阶段 2: 对内逐步放宽。2020 年 5 月, 随着泰国境内疫情趋缓, 泰国政府开始分阶段实施解禁措施, 分批重开集市、路边餐摊、饮食店等场所。同年 10 月, 泰国也曾推出“特殊旅游签证”措施, 允许符合条件的长期逗留外国游客入境, 以提振旅游业。至 2021 年 7 月, 泰国一直保持着一定的管制措施, 将疫情控制在民众可接受的范围内。同时推进疫苗接种计划, 但至 2021 年 7 月末, 仅 5.6% 的泰国民众完全接种了疫苗。

阶段 3: 对外部分放开。2021 年 7 月, 泰国政府启动了“普吉岛沙盒计划”, 对来自疫情中低感染风险国家的游客, 只要完整接种 2 剂疫苗, 就可以免隔离进入普吉, 停留 14 天后可免隔离进入泰国其他地区。2021 年 9 月, 泰国政府宣布计划在未来三个月内开放全国大部分地区, 并批准了一个四阶段开放的时间表。

阶段 4: 疫情反复。受德尔塔变异株的影响, 泰国国内疫情反复, 当局再次采取严控社交距离措施、调整疫情预警级别、宣布疫情紧急状态等措施进行控制, 并放缓对于外国旅客入境免隔离计划。

阶段 5: 对内降低新冠防疾病等级, 对外全面解封。泰国卫生部在 2022 年 3 月初开始制定一项将疫情过渡到地方性流行病的四阶段计划。第一阶段 (3 月 12 日至 4 月期间) 将采取措施阻止疫情扩散; 第二阶段 (4 月至 5 月期间) 将新增确诊病例保持在较低水平; 第三阶段 (5 月底到 6 月 3 日期间) 将单日新增确诊病例减少至 2000 例以下; 第四阶段 (7 月起) 正式将新冠肺炎列为地方性疾病。随着泰国国内的宽松, 9 月泰国宣布终止全国范围内紧急状态指令, 从 10 月 1 日起将新冠归入“受监控的传染病”, 并从同日起前往泰国的国际旅客不再需要出示疫苗接种与核酸证明, 泰国正式全面解封。

图 11: 泰国疫情严格指数与单日新增病例表现

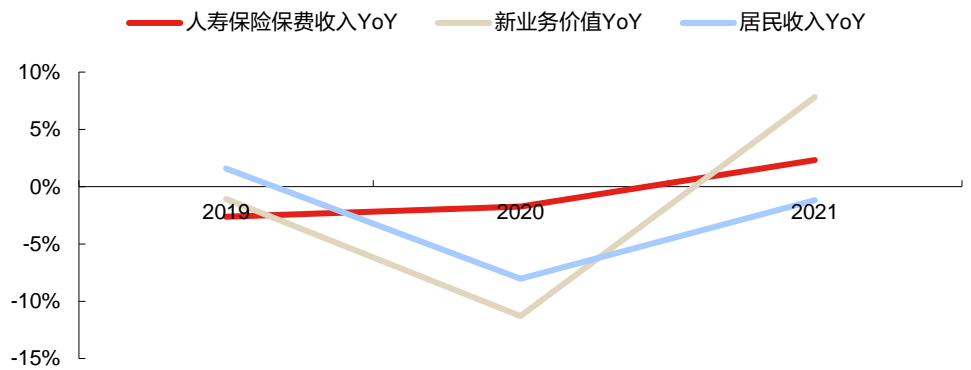


数据来源: Our World in Data, 东方证券研究所

3.2 宽松后 3 个月现新单正增长，伴随数字营销占比提升

20 年冲击严重，宽松的防疫措施叠加低基数效应推动 21 年 NBV 增速回正。疫情冲击下，以旅游业为支柱产业的泰国经济受到重创，2020 年泰国居民端总收入大幅下降 8.04%，居民端购买力严重下降，引致新业务价值大幅下降 11.29%。2021 年，政府积极放宽防疫管制，为入境旅客提供便利，采取“普吉岛沙盒计划”等一系列措施以提振经济。在此背景下，居民收入边际下降趋势放缓，叠加 2020 年低基数影响，新业务价值同比快速回正，2021 年同比增长 7.82%。

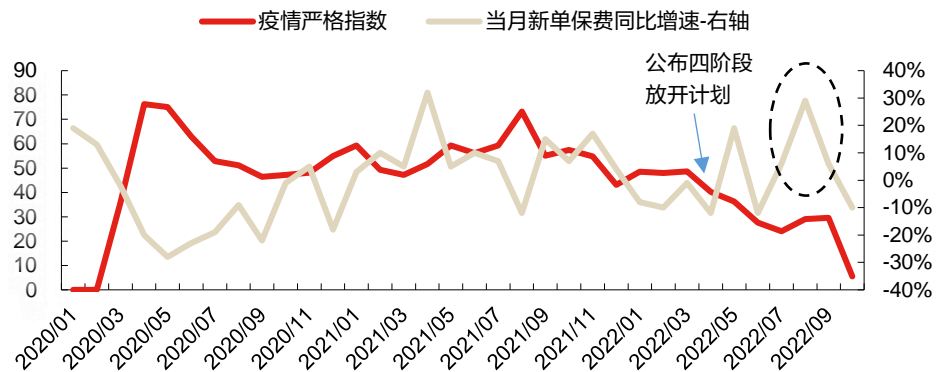
图 12: 泰国人寿保险业保费收入、NBV 与居民收入同比变化情况



数据来源: TLAA, Wind, 东方证券研究所

疫情放开后 3 个月出现新单同比正增长。2021 年 12 月泰国国内管控持续放松，奥密克戎毒株的传播导致 1Q22 感染人数爆发，受此影响，2022 年前四个月新单持续负增长。2022 年 4 月，泰国公布四阶段放开计划，疫情防控政策大幅宽松，疫情感染人数得到控制。随着泰国国内情况的稳定与宽松的政策刺激，2022 年 7-9 月新单保费同比连续 3 个月正增长，当季保费收入同比增长 5%。

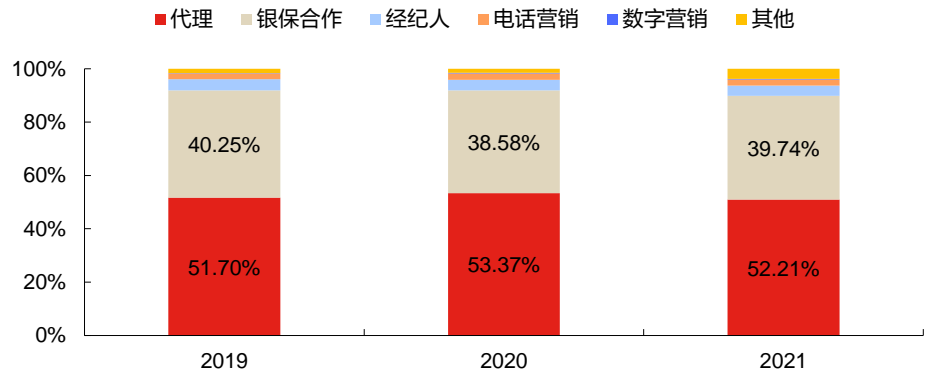
图 13: 泰国 2022 年三季度保费显著恢复



数据来源: OIC, Our World in Data, 东方证券研究所

代理渠道与银保渠道为主体，数字营销占比提升。泰国保险销售渠道结构中，代理渠道与银保渠道占比多年来稳定在 90%以上，是其最主要的渠道。疫情下，由于社交隔离政策，代理人线下展业受到约束，代理渠道增长较为缓慢，2021 年同比仅增长 0.09%。银保渠道主要销售投资类产品，由于利率的波动，投资类产品受到市场追捧，保费收入大幅增长。同时，保险行业销售策略有所调整，疫情期间更多的数字手段和线上数字销售得以运用，数字渠道保费于 2020 年强劲增长 78%。尽管至 2021 年数字保险销售仅占保费总额的 0.22%，但由于消费者的消费行为与习惯的转变，预计数字营销将成为未来保费增长的重要驱动力。

图 14: 泰国保险销售渠道结构



数据来源: TLAA, 东方证券研究所

3.3 以 AIA 泰国为例：产品结构优化驱动 Margin 改善

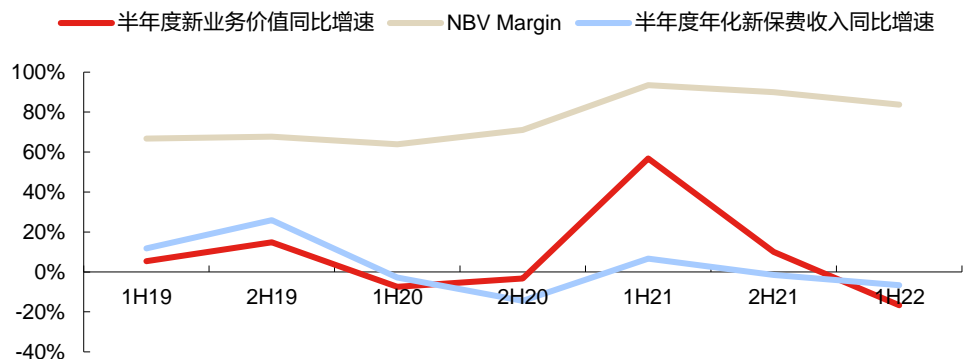
代理人与银保贡献新业务价值主要来源，产品结构优化驱动 Margin 改善。1H20 受到疫情影响，新业务价值同比下滑 7.4%。受益于友邦泰国推出的财务顾问计划，代理队伍质量与专业性提升，代理人渠道的新业务价值减少幅度小于整体机构，在不确定时期保持了较大的弹性。2020 年下半年随着社交限制的放宽，保险市场表现出强劲复苏势头，新业务价值下半年降幅较上半年边际收窄。此外，公司坚持差异化财务顾问计划，并进一步扩大新招聘员工规模，1H21 实现两位数的招聘率。同一时期，公司银保战略合作伙伴曼谷银行同样实现两位数的新业务增长，代理渠道与银保渠道共同发力，使得 1H21 的 NBV 同比增速达到 56.8%。友邦泰国 Margin 表现更为超

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

预期，1H21 同比大幅提升 29.6pp 至区间峰值 93.5%，增长的主要原因是公司优化产品结构，得益于疫情期间客户对于个人保障需求的提升，公司大力提升高价值率的保障产品销售。1H22 受到奥密克戎爆发影响，高价值率附加产品销售减少，导致 Margin 小幅下降，但仍优于疫情前水平。

保费收入保持稳定，投资组合拖累利润表现。从保费收入来看，疫情冲击下，公司保费收入基本维持稳定，保持在泰国市场的领先地位。顺应保险行业数字化发展趋势，公司在 1H21 推出 AIA iSign 远程销售工具，实现产品的远程销售，改善客户体验。与较为稳定的保费收入相比，由于投资组合较差的投资回报抵消了相关业务带来的增长，投资组合拖累利润表现，税后营业利润连续多年下滑。1H22 由于奥密克戎的爆发，感染人数的上升带来医疗理赔费用增加，导致利润同比大幅下滑 22%。

图 15: AIA 泰国新单保费与价值表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

4. 日本：放开后边际改善但复苏势头较弱

4.1 日本疫情放开节奏

日本自 2020 年疫情爆发以来，经历多轮疫情冲击，目前日本已在 2022 年 10 月 1 日全面解封。梳理日本防疫政策，其政策经历多重转变，可大致划分为“严格防疫→政策阶段性宽松→收紧防疫政策→逐步优化→完全开放”五个阶段：

严格防疫阶段：疫情初期-2020 年 5 月。2020 年 3 月，疫情爆发初期，日本通过了《新型流感等对策特别措施法》修正案，允许日本政府针对新冠发布“紧急事态宣言”，临时关闭或限制高风险公共场所的运营。2020 年 4 月，日本发布第一次紧急事态宣言，临时关闭或限制高风险公共场所的运营。

政策宽松阶段：2020 年 6 月-12 月。随着疫情逐步得到控制，日本政府于 2020 年 5 月 25 日解除第一次紧急事态宣言；并于 2020 年末，推出促进民众交流的 Go To Travel 补贴，以期提振经济。

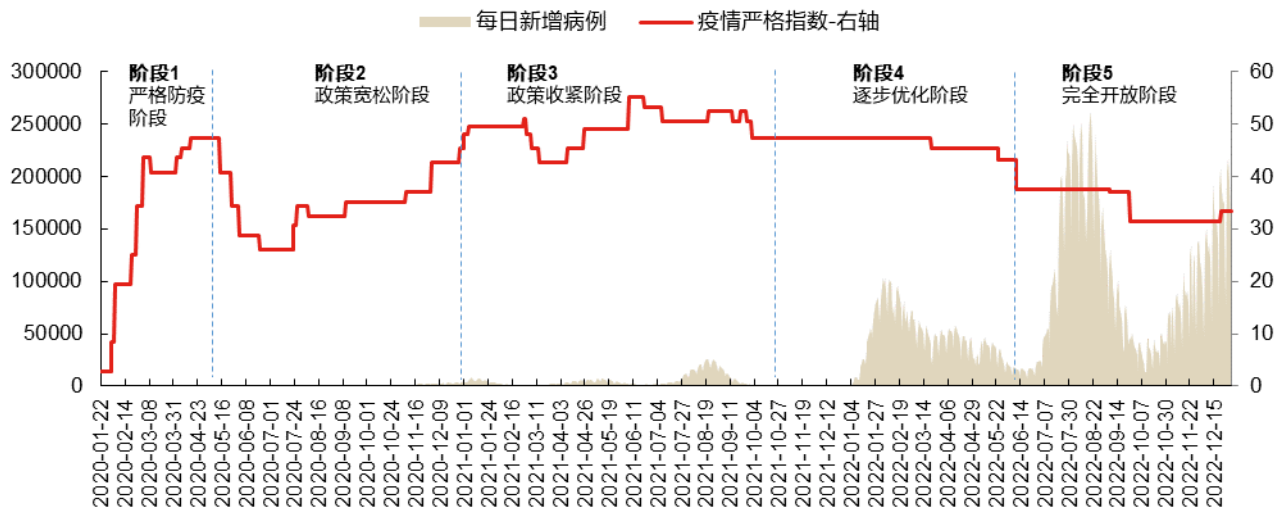
政策收紧阶段：2021 年 1 月-10 月。由于人员流动加强，疫情快速反扑，2021 年 1 月 8 日到达区间峰值，政府随即发出第二次紧急事态宣言，继续强化疫情管控。2021 年 3 月至 6 月，传染性更强的变异株 Alpha 广泛传播，致使东京、京都、大阪、宾库四个重点区域发布第三次紧急事态宣言。7 月后，随着奥运会的召开，海外入境人数增加，叠加 Delta 毒株的传播，感染人数大幅增长，日本第四次宣布进入紧急事态宣言。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

逐步优化阶段：2021年11月-2022年5月。随着日本第四次解除紧急状态，日本在2021年底实行了“疫苗和检测均可制度”，对于出示疫苗接种证明或者检测阴性证明者放宽行动限制。2022年3月，随着日本 Omicron 疫情达峰，疫情管控进一步宽松。对外，提高每日入境者数量限制；对内，正式解除此前在18个都道府县实施的“防止蔓延等重点措施”，放宽大型活动的人数限制及餐厅的营业时间要求，放松社交距离管控政策。

完全开放阶段：2022年6月至今。2022年6月10日，日本正式取消所有国家入境旅行限制，标志着疫情管控的全面宽松。政府随后出台放宽国内管控和海外入境限制的政策，缩短阳性感染者的自我隔离时长，进一步增加每日入境人数限制。9月后，东京等大城市不再公布确诊人数，只公布重症情况。2022年10月，日本正式完全解除入境人数限制。

图 16：日本疫情严格指数与单日新增病例表现



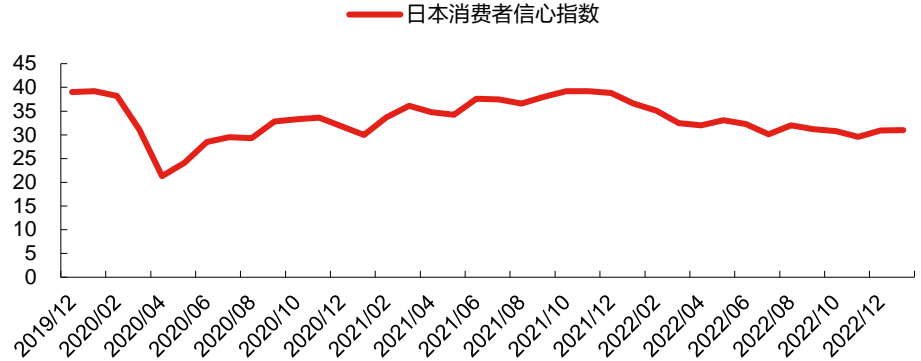
数据来源：Our World in Data，东方证券研究所

4.2 疫情放开但复苏势弱，行业人力规模加速脱落

4.2.1 居民消费信心疲软，保险复苏势弱

日本居民消费信心疲软，初期保险业显著衰退。2020年疫情爆发，日本GDP增速放缓，消费者信心指数大幅回落，保险业严重衰退，5月新单保费同比下降57.63%。2021年上半年随着疫情初步得到控制，叠加2020年低基数效应，4-7月日本新单保费同比大幅增长。2021年下半年受Omicron毒株传播影响，感染人数激增，新单销售再次陷入衰退的泥潭。

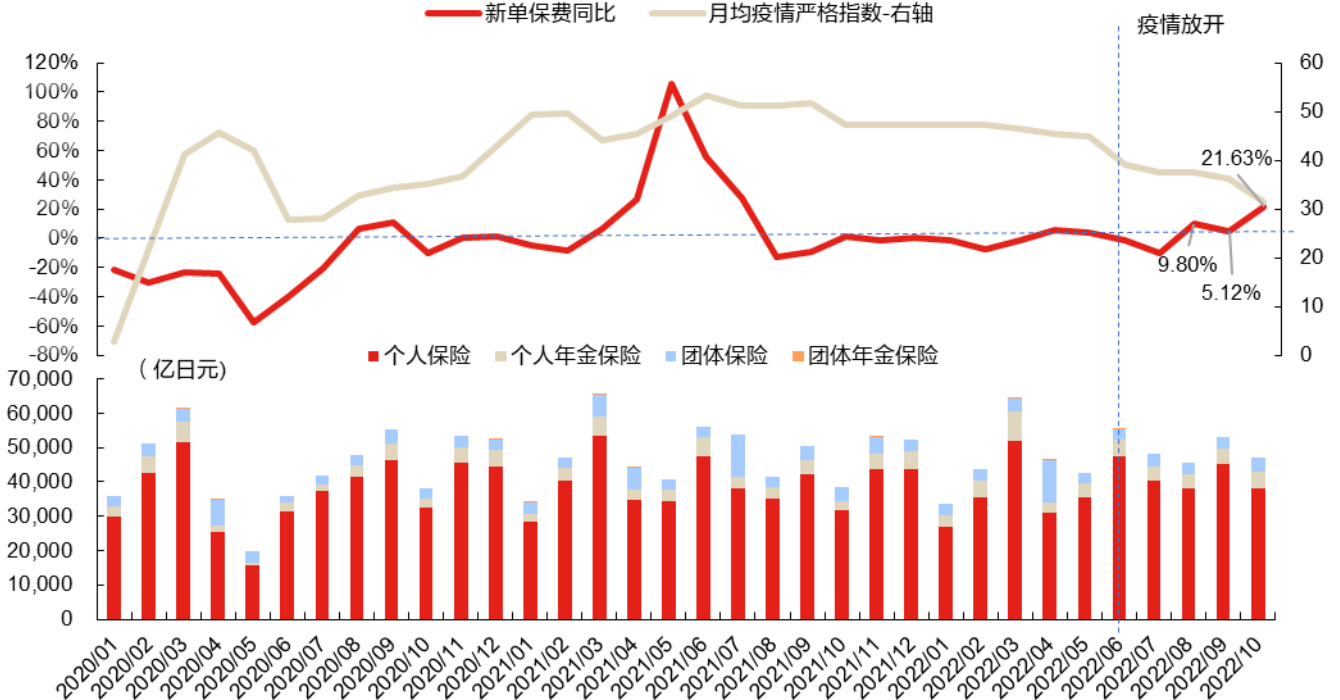
图 17：日本居民消费信心疲软



数据来源：Wind，东方证券研究所

全面开放的 2 个月后新单销售同比弱势复苏。2022 年 3 月底，日本取消对内疫情限制措施，4 月起新单销售同比弱势修复。6 月，日本全面放开出入境限制，日本国内出现第七波新冠疫情，单日新增峰值达到 26 万人，死亡人数达 1.5 万人，拖累新单销售表现。随着感染人数过峰，9 月新单销售环比回正，10 月同比增长 21.63%至 4.69 万亿日元，但仍低于 2019 年均值水平，较疫情前仍有修复空间。

图 18：日本新单保费、同比变化与疫情严格指数



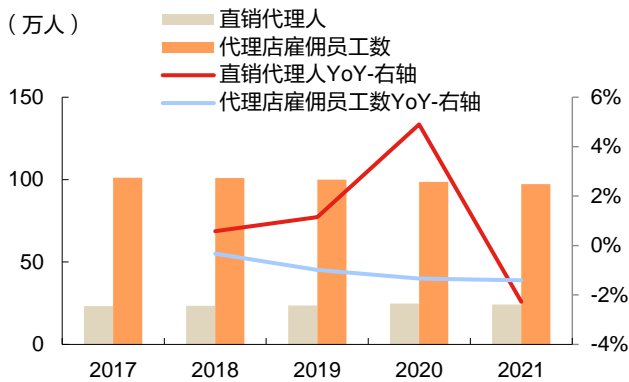
注：为实现数据口径一致，对疫情严格指数采取季度平均处理

数据来源：日本人寿保险协会，Our World in Data，东方证券研究所

4.2.2 保险业人力规模加速收缩，代理人渗透率小幅回落

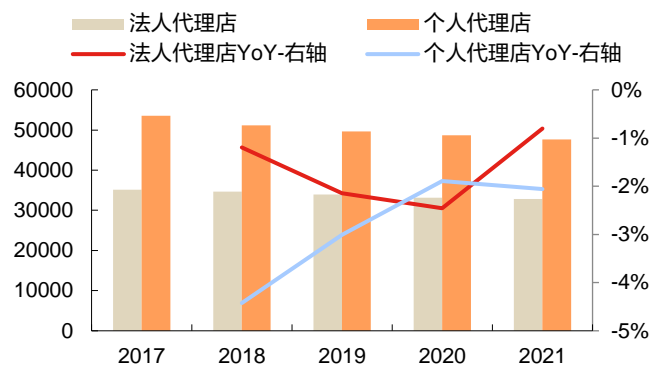
疫情冲击下，日本保险业人力规模加速收缩。日本保险公司的分销渠道较为多元，多数保险公司设有销售机构，并直接雇佣代理人开展销售活动；除了直销的代理人外，保险公司会将销售外包给代理店经营，代理店可以分为法人代理店和个人代理店。疫情前，日本保险分销渠道人力规模已经出现一定的衰退，疫情冲击加速代理人脱落过程。2021年，日本保险业人力规模同比减少1.58%至125.68万人，其中以代理店雇员为主，占比80%；直销代理人脱落率高于总体，同比减少2.27%至24.29万人。同期，代理店表现出同样的变化趋势，疫情至今代理店关闭超3000家。

图 19：日本代理人规模变化



数据来源：日本人寿保险协会，东方证券研究所

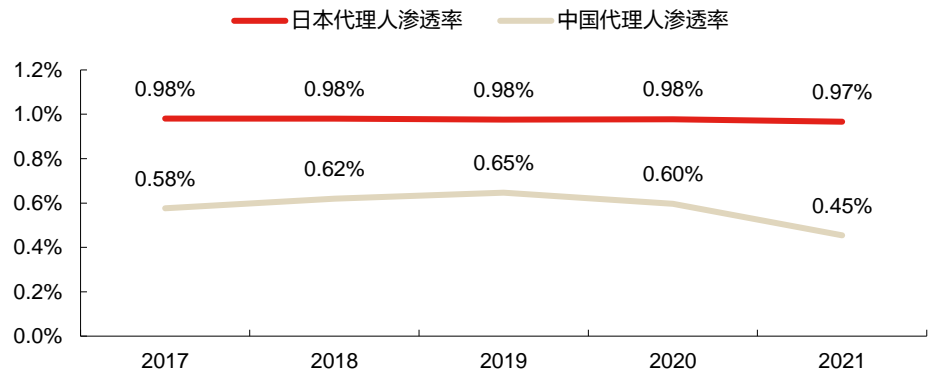
图 20：日本保险代理店规模变化



数据来源：日本人寿保险协会，东方证券研究所

日本代理人渗透率小幅回落。日本寿险业经历百年发展，市场较为成熟，是目前寿险业最发达的国家之一，其代理人渗透率保持在0.96%以上（包括代理店雇员），远高于我国保险代理人渗透率。从短期变化趋势来看，2020年受到人口规模的缩减影响，代理人渗透率小幅上升，2021年代理人队伍的大幅脱落导致渗透率回落，总体延续了疫情前渗透率下降的趋势。

图 21：日本代理人渗透率小幅下降

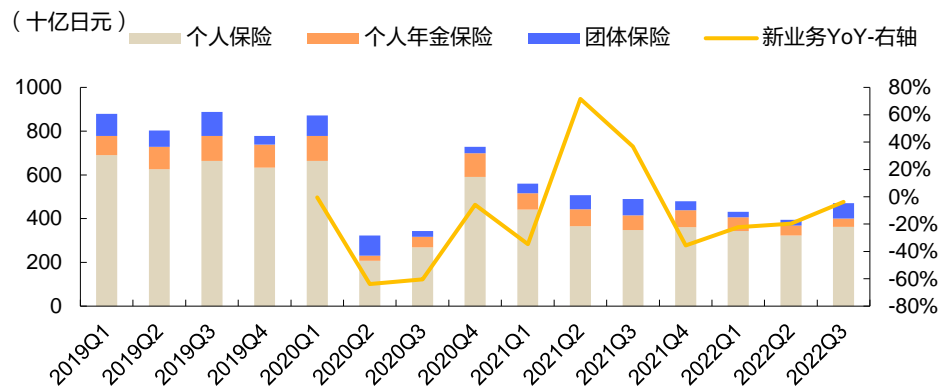


数据来源：日本人寿保险协会，世界银行，中国银保监会，国家统计局，东方证券研究所

4.3 以日本第一生命保险为例：放开后边际改善但整体较弱

疫情放开后边际改善，但整体修复较为疲软。由于疫情隔离措施，2020年二、三季度日本第一生命保险新业务同比降幅均超60%。随着疫情的逐步控制与限制措施的宽松化，自2020年底实现小幅复苏，2020年第四季度新业务环比提升115.92%至1.43万亿日元。但后续修复乏力，环比持续负增长；2021年二、三季度由于低基数影响，同比两位数增长。2022年3月日本放宽国内疫情管制后，公司新业务同比边际改善，至2022年第三季度单季同比降幅收窄至3.65%，但仍未实现正增长，整体修复较为疲软。

图 22：日本第一生命保险新单表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

5. 韩国：宽松后 4 个月新单增速回正

5.1 韩国疫情放开节奏

梳理韩国防疫政策发现，对比亚洲其他国家，韩国较早宣布与新冠共存，其政策长期来看保持逐步开放的趋势，可大致分为四个阶段：

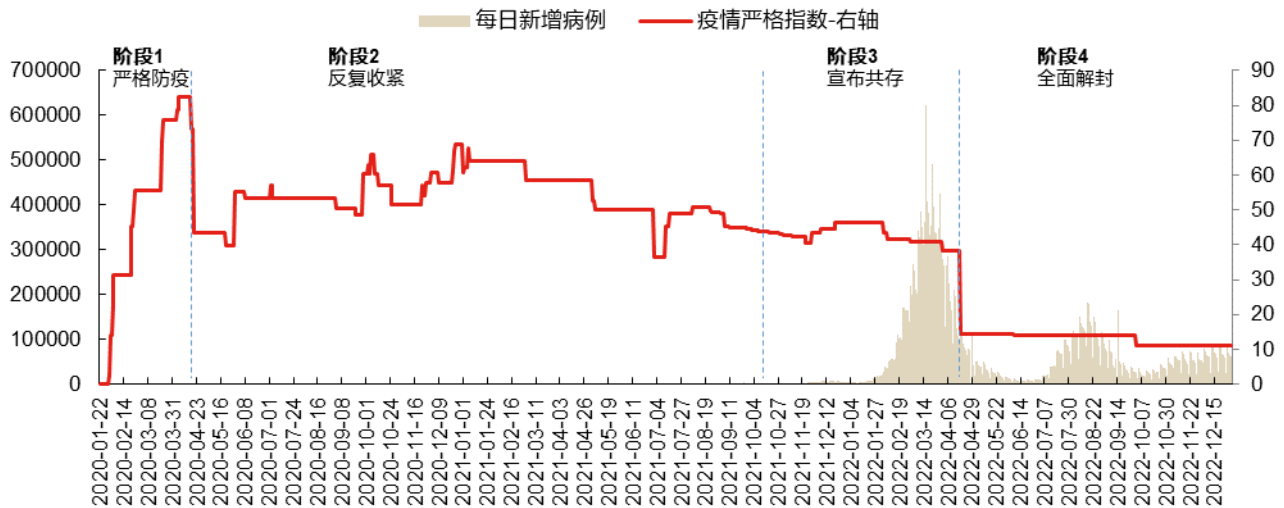
阶段 1：严格防疫（2020 年 1-3 月）。2020 年 1 月，韩国出现首例新冠肺炎感染者后，韩国政府将传染病危机预警提升为“警戒”，设立了以保健福利部长官为负责人的“中央事故处理本部”。3 月，随着感染人数的增加，政府将新冠的传染病危险等级上调为“严重”，制定了保持社交距离体系、入境检疫程序等措施。

阶段 2：反复收紧（2020 年 4 月-2021 年 10 月）。在这一阶段，韩国政府主要完成 2 件事。其一，改进保持社交距离政策。结合优化的医疗体系与新冠病毒特性，调整了保持社交距离的标准，重新整改了预防体系，将保持社交距离从 3 个阶段改为 5 个阶段，分为生活防疫（第 1 阶段）、地区流行（第 1.5、第 2 阶段）、全国流行（第 2.5、第 3 阶段）。其二，随着疫苗研发的推进，韩国政府发布了全民免费疫苗接种计划并依次实行。2021 年第一季度接种对象为疗养院、老人医疗福利设施人员，以及医疗机构的高危从业人员；二季度接种对象为 65 岁以上人群、医疗机构及药店的医务人员；三季度接种对象为慢性病患者、成人(19-64 岁)；四季度接种对象为第二次接种者及未接种者。持续推进的疫苗接种计划，为后续共存奠定基础。2021 年 7 月，Delta 毒株在韩大范围传播，感染人数屡创新高，韩国政府采取了更高级别的封锁，对首都圈采取最高等级“4 级保持社会距离”。

阶段3：宣布共存（2021年11月-2022年4月）。2021年11月1日，韩国政府发布《与新冠共存》的防疫体系，宣布与新冠共存，取消大规模活动限制人员数量的规定，对于新冠确诊患者与密接者需自我隔离7天。2021年11月即出现共存后的第一波感染高峰，直至2022年3月，此轮感染每日新增逐渐放缓。

阶段4：全面解封（2022年4月至今）。2022年4月18日，韩国正式全面解除保持社交距离的防疫措施，包括解除对服务部门营业时间，以及私人聚会、活动、集会等相关限制措施，标志着防疫政策走向基本放松。4月25日起，新冠疫情从传染病等级的最高级1级降至2级。6月8日起，全面解除入境隔离限制；6月20日起，不再要求新冠确诊者与密接者自我隔离。10月后，取消了一切对于外国入境者的核酸检测要求，基本恢复至疫情前水平。

图 23：韩国疫情严格指数与单日新增病例表现



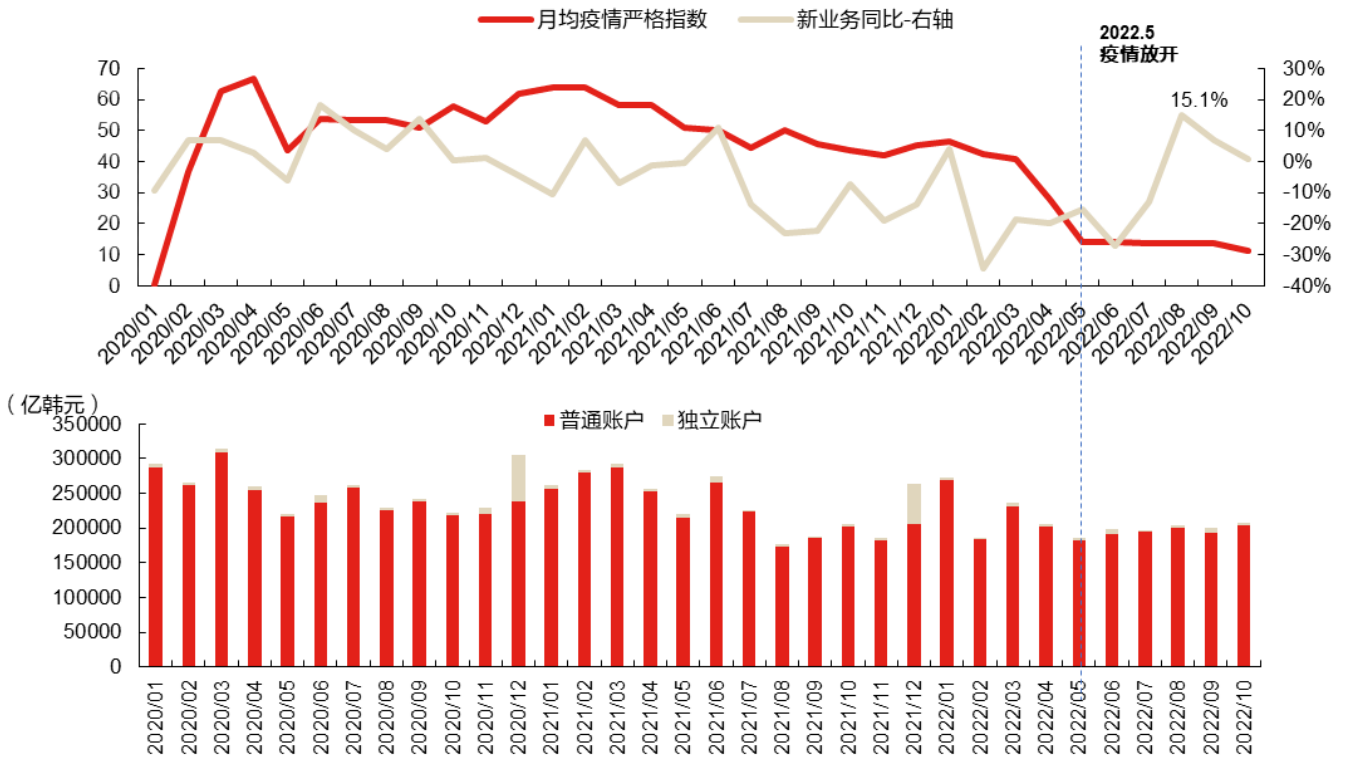
数据来源：Our World in Data，东方证券研究所

5.2 短期有韧性但中期衰退显著，宽松后4个月新单增速回正

疫情冲击下，韩国保险业短期保持韧性，中期衰退显著。2020年疫情初期，韩国保险业表现出强劲韧性，2020年3月新单保费创下区间峰值至31.41万亿韩元；6月至9月，新单保费同比小幅正增长。但随着防疫政策的收紧，叠加疫情的持续影响，2021年7月后，韩国保险业新单保费同比持续两位数负增长。

管控放松推动新单同比回正，保费收入得到明显恢复。2022年2月由于感染人数的激增，当月新单保费同比减少34.41%；2022年4月疫情管控措施全面解除，7月新单同比降幅收缩，边际改善；其后至10月，新单保费同比持续正增长，8月实现3年来区间增速峰值15.10%。

图 24：韩国新业务同比变化与疫情严格指数



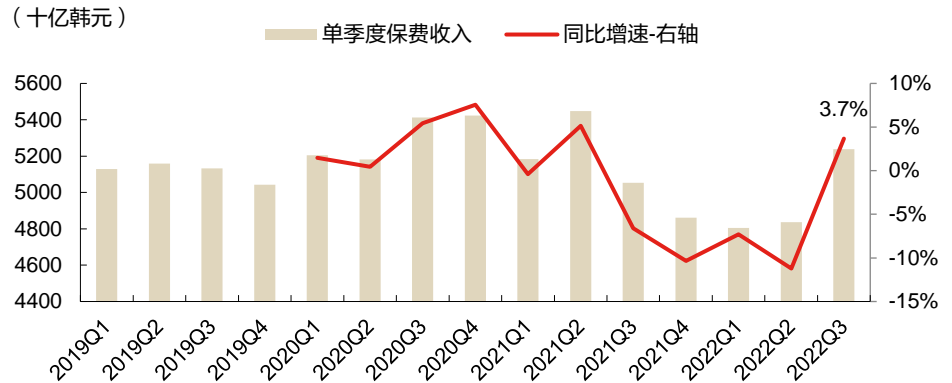
注：为实现数据口径一致，对疫情严格指数采取季度平均处理
数据来源：韩国人寿保险协会，Our World in Data，东方证券研究所

5.3 以韩国三星生命为例：数字化驱动商业模式转变

数字化驱动商业模式转变。韩国经济高度依赖外部因素，受全球经济衰退影响巨大，2020 年疫情以来韩国人寿保险市场面临着内部和外部经济因素带来的多重困难。为克服行业困境，加强中长期销售竞争力与渠道创新力，三星生命积极与各行业开展合作，引入新商业模式。在新冠疫情的背景下，三星生命将传统面对面的保险销售留存转变为线上、非接触的方式，推出行业首个线上视频咨询、签约系统，并将数字化销售模式推广至所有产品的销售流程。至 2021 年，线上注册用户数达 301 万人，年平均 MAU 达 118.3 万，保单线上处理率提升至 38.4%。

保费收入逐步复苏，净利润承压。2021 年三星生命净收入达到 1.46 万亿韩元，同比增长 16.1%，总资产达 341 万亿韩元，同比增长 1.4%。2022 年，三星生命发起“健康资产”企划，涵盖健康与医疗两个板块，创造了有效的新保险需求。随着韩国国内疫情政策的解除，2022 年第三季度，三星生命实现保费收入 5.24 万亿韩元，已逐步恢复至疫情前水平。

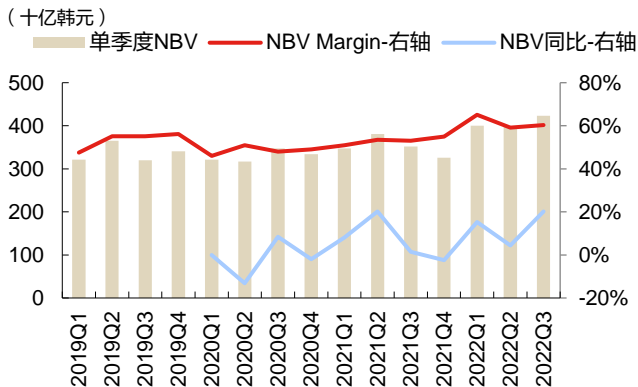
图 25：韩国三星保险单季度保费收入及同比增速情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

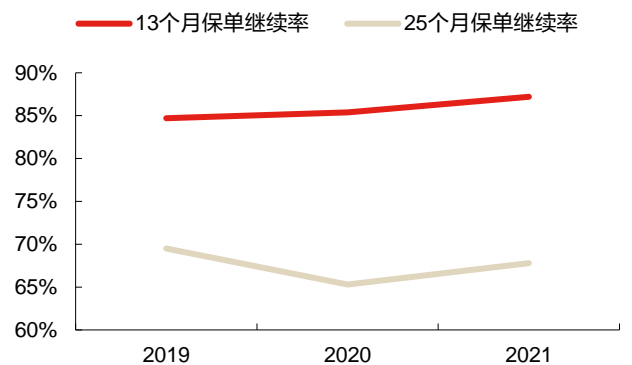
新业务价值与 Margin 齐升，继续率指标持续改善。三星生命的销售策略聚焦高 Margin 的健康险，该策略成功驱动公司新业务价值与 Margin 自 2021 年进入上升通道。至 2022 年第三季度，三星生命新业务价值实现 4230 亿韩元（YoY+20.16%），Margin 为 60.4%（YoY+7.4%）。同时，公司继续率指标持续改善，2021 年 13 个月与 25 个月保单继续率分别提升至 87.2%与 67.8%。

图 26：韩国三星生命新业务价值表现



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 27：韩国三星生命保单继续率改善



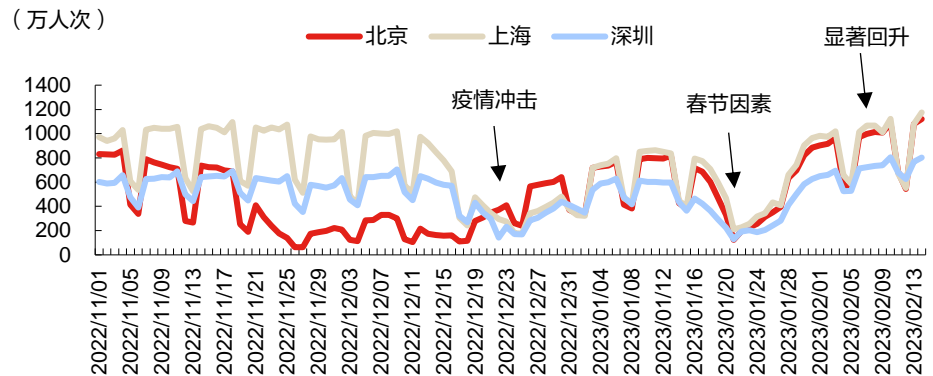
数据来源：公司公告，东方证券研究所

6. 疫情扰动逐步减弱，看好下一阶段的保险复苏

6.1 供给端改善：线下展业回归常态，队伍质态探底回升

感染人数“快速过峰”，生产生活逐步恢复常态。随着防疫政策的宽松，短期内感染人数激增，代理人与客户均受影响，线下展业受到约束，一定程度上拖累 2022 年收官与 2023 年开门红销售。目前感染奥密克戎变异株的典型病程为 7 天，从北京、上海、深圳的地铁客流量数据来看，感染人数已“快速过峰”，生产生活秩序已逐步恢复常态，我们预计代理人线下展业于春节后也逐步回到正轨。

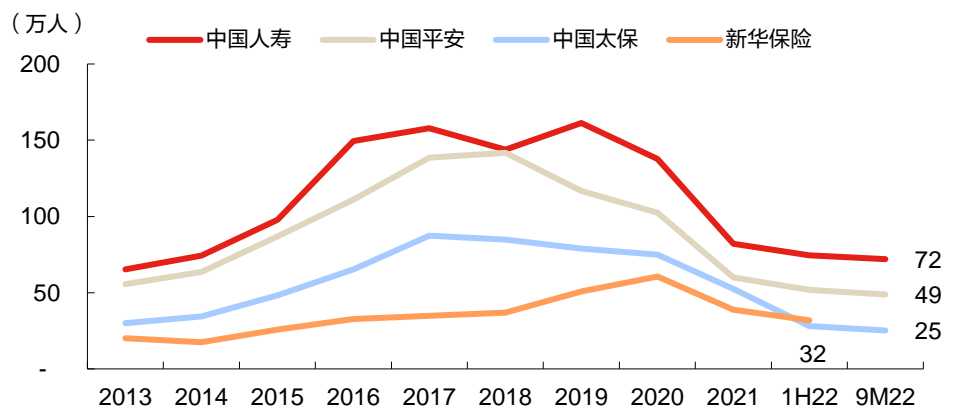
图 28：北上深地铁客运量出现明显回升



数据来源：Wind，东方证券研究所

代理人规模已逐步探底，预计产能提升逻辑更受认可。中国人寿、平安寿险、太保寿险 2022 三季度末个险代理人队伍分别为 72 万（较年初-12.2%，较 1H22 环比-3.5%）、48.8 万（较年初-18.7%，较 1H22 环比-6.0%）、25.2 万人（较 1H22 环比下滑 10.3%），虽仍呈下滑态势，但已边际放缓，看好后续转型深化下的优质代理人增员进程。此外，队伍产能也呈现一定程度提升，1）平安 9M22 末大专及以上学历代理人占比同比提升 4pp，2022 前三季度人均 NBV 同比提升超 22%，新增人力中“优+”占比同比提升 10.3pp，钻石队伍人均新单是整体队伍的 4.8 倍等；2）太保强化“芯”基本法推动，三季度月均核心人力占比同比提升 7.2pp 至 23.1%，人均 FYC 同比提升 61.3%，人均收入同比提升 52.5%，队伍质量改善显著。我们认为 2023 年随着全面放开，代理人队伍质态将进一步改善，产能提升逻辑更受市场认可。

图 29：上市险企个险代理人规模边际企稳



注：新华未披露 9M22 末数据；太保 2021 及之前为月均人力，1H22 及之后为时点值，其他险企均为时点值。

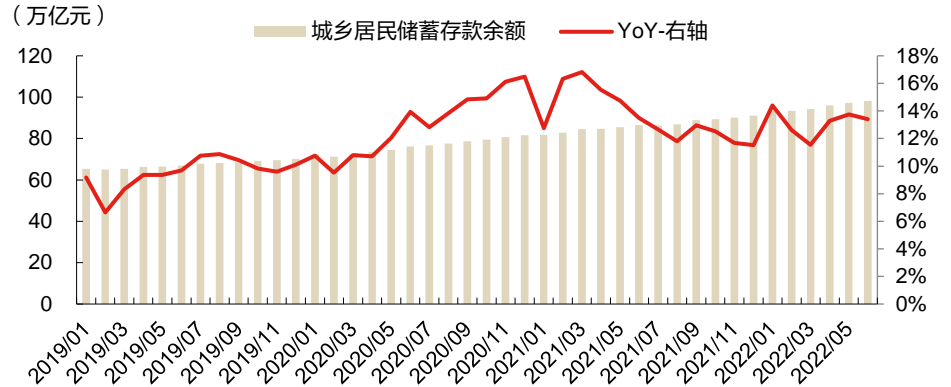
数据来源：公司公告，东方证券研究所

6.2 需求端回暖：收入改善催化储蓄，政策刺激养老需求

储蓄需求旺盛，居民保障意识激活。目前，宏观经济不确定性较强，居民风险偏好降低，城乡居民储蓄存款余额保持高增长，预防性储蓄产品需求增加。叠加权益市场波动、理财产品打破刚兑以及存款利率下行，一定程度上提升保险产品吸引力，储蓄型产品销售持续火热。同时，新

冠疫情后，居民保障意识大幅提升。我们认为随着疫情管控政策优化后，居民收入有望回升，将逐步释放对保险产品与服务的有效需求，推动保险销售回暖。

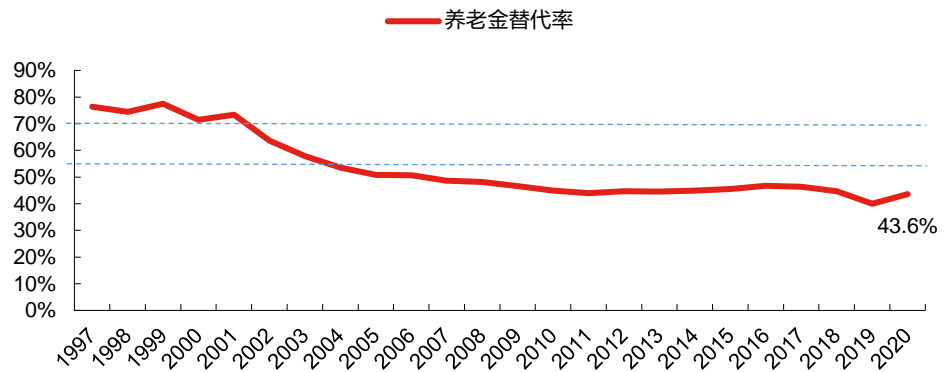
图 30：城乡居民储蓄余额高速增长



数据来源：Wind，东方证券研究所

政策刺激养老需求，市场空间可观。我国养老金替代率 2020 年仅有 43.6%，距维持生活水平的 70%和最低标准的 55%仍有较大差距，在面临可持续性压力的背景下，需要以其他养老金形式作为补充，第三支柱的发展迫在眉睫。去年 11 月推行的个人养老金采用 EET 税收模式，对边际税率 10%以上（对应每月税前收入 1 万元以上）的人群吸引力较强，且保险产品兼具保障与储蓄功能，具有较大的市场空间。据我们前期发布的《三支柱落地开闸，供给侧蓄势待发》报告测算，至 2030 年累计约有超 1 万亿元的增量市场。

图 31：我国养老金替代率已逐步下降至 40%水平



注：养老金替代率统计方法有多种，此处统计方式为当年全部退休人员养老金/在职人员收入，存在统计口径不同会导致不同测算结果的可能，且养老金领取人与在职员工不是一个时间维度，可能存在测算偏差的风险。

数据来源：Wind，人社部，东方证券研究所

6.3 投资端企稳：地产三支箭落地，权益市场与长端利率趋势向好

稳地产政策持续发力，保险投资端预期改善。目前，国家坚持“房住不炒”的主基调，推进保交楼、稳民生，边际改善房地产政策。其中，政策重点在于拓宽房企融资渠道，信贷、债券以及股权融资“三箭齐发”。金融支持房地产十六条发布以来，国有六大行向房企授信额度超万元；

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

交易商协会宣布继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，约 2500 亿元支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资；5 项涉房企业股权融资政策得到调整优化，有效补充房企流动性资金，纾困地产违约危机。随着房地产公司资产负债改善，违约风险得到化解，险企投资的房地产资产质量有望提升，改善投资端预期收益。

表 3：2022 年 11 月房地产融资三支箭落地

	时间	具体内容
第一支箭	2022/11/23	央行与银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的通知》(“金融 16 条”), 积极推动金融机构加大对房地产相关合理融资的支持力度
第二支箭	2022/11/28	交易商协会宣布继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具, 支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资
第三支箭	2022/11/28	证监会宣布调整优化 5 项涉房企业股权融资政策, 包括恢复涉房上市公司并购重组与配套融资; 恢复上市房企和涉房上市公司再融资; 调整完善房地产企业境外市场上市政策; 进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用; 积极发挥私募股权投资基金作用

数据来源：央行，银保监会，住建部，东方证券研究所

经济复苏预期下，长端利率窄幅震荡中或有小幅抬升。2022 年我国市场流动性总体保持宽松，长端利率低位波动。我们预计 2023 年国内经济延续复苏态势，制造业投资和基建投资有望保持当前势头，但同比有基数压力，地产投资增速停留在低位；出口增速个位数负增，消费因基数而反弹，对经济增长起到关键的拉动作用。我们判断 GDP 增速前高后低，全年增长 4-4.5%。同时，随着实体经济部门杠杆率的持续抬升，国内的货币政策仍有放松空间，短期引导债券市场的利率下行，降低实体经济的融资成本。另一方面，随着国内经济筑底回暖，物价明显回升，央行可能主动收紧流动性，对利率形成的上行压力。全年来看，长端利率在窄幅震荡中或有小幅抬升动力。

图 32：中债 10 年期国债到期收益率走势



数据来源：Wind，东方证券研究所

权益市场处低位水平，实业经营好转，向上弹性预期增强。2022 年资本市场表现不佳，全年上证指数与沪深 300 分别下滑 15.13%和 21.63%，拖累险企投资端权益表现，险企股权资产有所收缩。从估值端来看，A 股的动态估值回到了历史低位区间，权益的配置机会逐渐显现。我们

预计 2023 年政策逐步从宏观政策向行业政策细化，上游成本端压力缓解，下游利润率回暖，以及主动去库存带来的现金流改善，盈利有望维持增速回升态势，资本市场向上弹性的预期增强。

全面注册制激发市场活力，投资端表现有望提升。2 月 1 日，证监会及沪深北三所同时就全面注册制的各项制度及规则公开征求意见，这标志着 A 股注册制正式掀开新的篇章。我们认为，主板注册制的施行短期来看大概率将带来可观的增量主板 IPO 及再融资项目供给（尤其是考虑到过去几年主板发行节奏较慢导致积压了不少储备项目），同时也将对 A 股尤其是券商板块带来较大的情绪提振与政策催化。2023 年随着企业盈利的改善、风险偏好回暖，宏观经济企稳回升逐步得到确认，险企投资端表现有望提升。

7. 投资建议

从海外放开经验可以得出，大多数地区的保险市场在防疫政策宽松后 3 个月即可逐步恢复，其中一方面新单保费收入有望实现正增长，对健康需求的重视带动产品价值率的逐步提升；另一方面疫情客观约束下的线上化率持续深化也带来经营效率的提升，长期有望推动保险业的科技转型逐步落地。现阶段我们认为疫情扰动已逐步减弱，看好下一阶段的保险复苏。叠加板块处历史低估区间，当前保险股配置价值较高，维持行业看好评级。

推荐坚定寿险改革，将综合金融与医疗健康协同深化的中国平安(601318，买入)，以及寿险价值标杆、深化亚太多区域布局的友邦保险(01299，买入)；建议关注康养产业初显成效，“长航合伙人”打造优质代理人队伍的中国太保(601601，未评级)，以及“众鑫计划”深入推进的行业龙头中国人寿(601628，未评级)。

8. 风险提示

1) 新单销售不及预期。新单销售低迷，影响代理人收入，产能下滑导致脱落率升高，进而影响队伍稳定。此外，NBV 增速低迷也拖累新业务价值倍数中枢水平。

2) 长端利率持续下行。以持有至到期为主的到期再投资与新增固收类投资收益下滑，进而形成潜在利差损风险。

3) 权益市场大幅波动。保险公司重要利源之一的投资利差来自于投资端的业绩波动，若 A 股出现系统性下跌，分红险收益下滑，影响客户收益与险企业绩，此外也对公司当期利润和净资产造成不利影响。

4) 股权投资计提减值风险。保险资金运用中包含较多长期股权投资，对风险资产的计提可能存在未发现、不充分等情况，进而影响利润与价值的真实表现。

5) 政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。