

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）

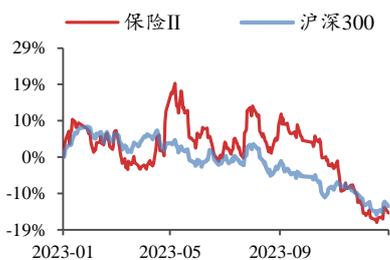
gaochao1@kysec.cn

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

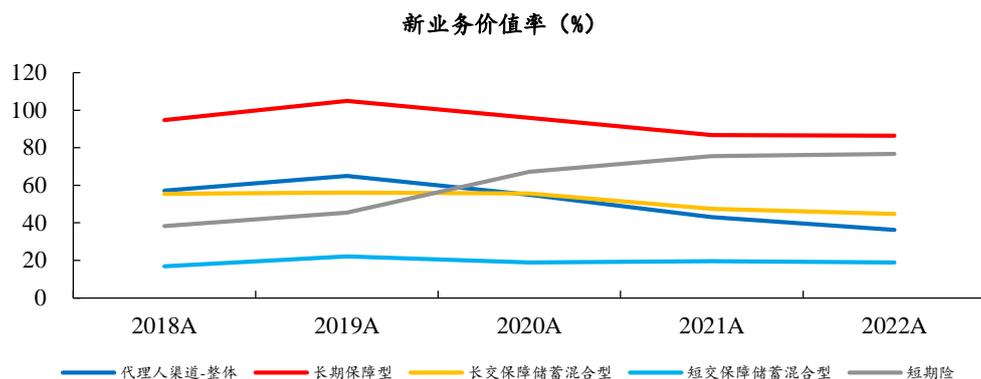
业务分析角度看，人身保险可依据保障成分以及投资成分占比分为储蓄型产品及保障型产品。中国平安 2022 年报披露其代理人渠道产品分为 4 类：（1）长期人寿健康保障型；（2）长交两全年金保障型；（3）短交两全年金保障型；（4）短期险，2022 年分别对应新业务价值率（首年保费）为 86.4%、44.7%、18.8%、76.8%。由于两全险、年金险等险种保费中包含较多投资成分，因此多被归类至储蓄型产品，其新业务价值率低于寿险及疾病险等险种。同时，部分具有终身责任的产品，例如终身寿险，同样具有一定储蓄属性，我们认为在分析其业务本质时应当将其归类至储蓄型产品。对于储蓄型产品及保障型产品类别的划分，我们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

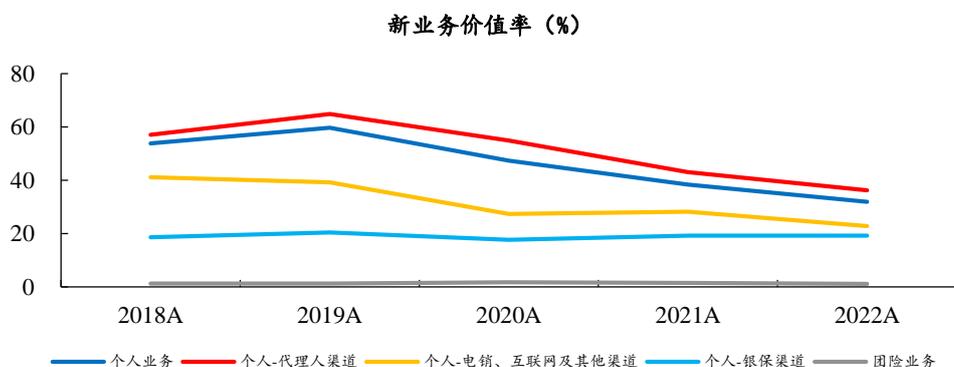
资料来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

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

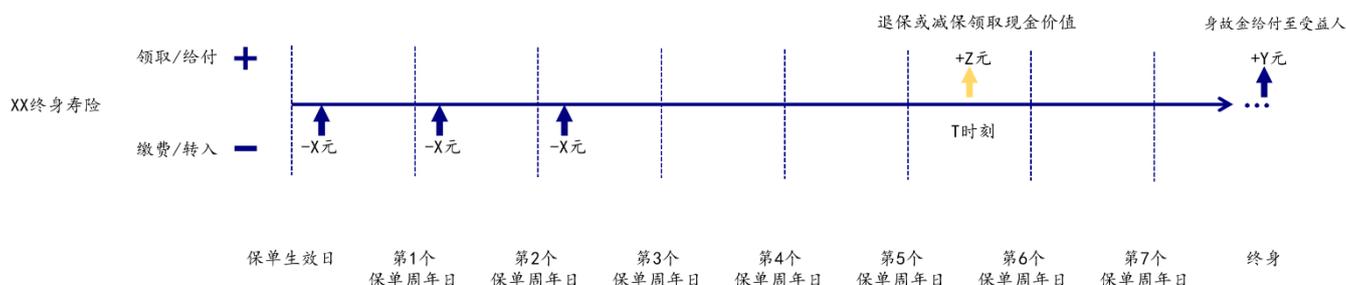


数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

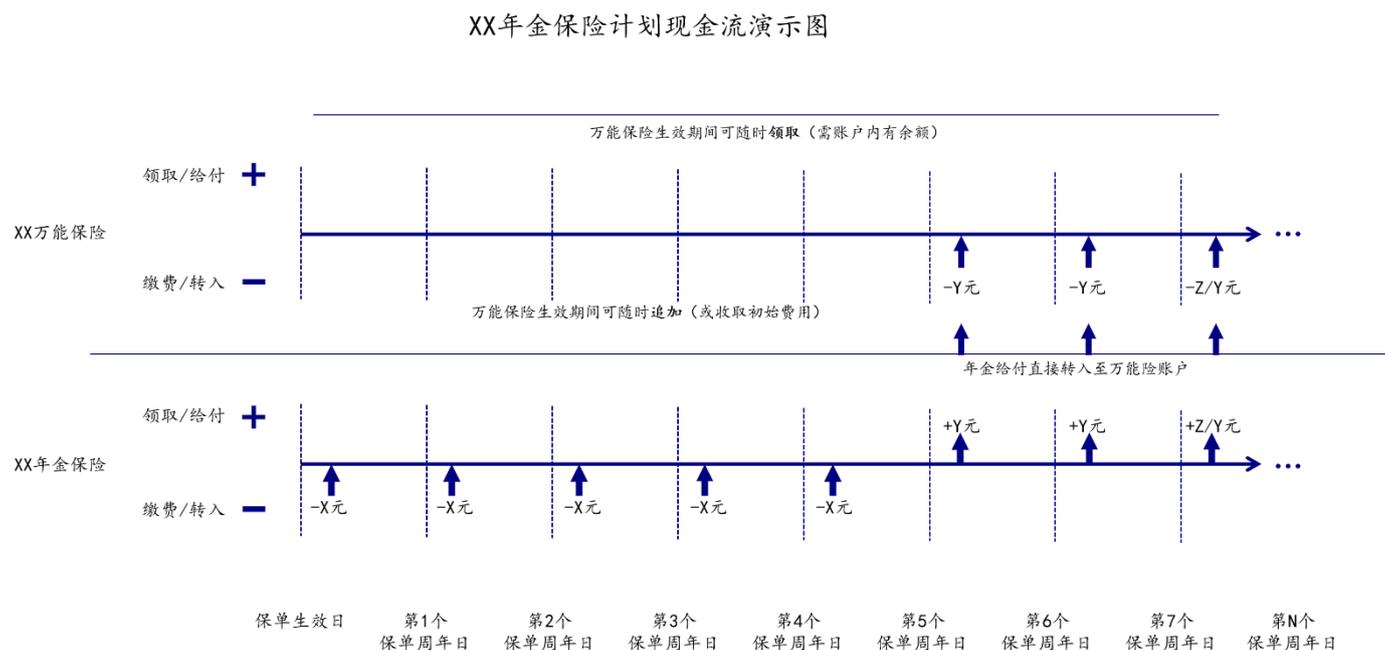
产品设计角度看，当前储蓄型产品主要设计形态可分为两类：(1) 单一产品：增额终身寿险；(2) 产品组合类：年金险/两全险+万能险产品组合。

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

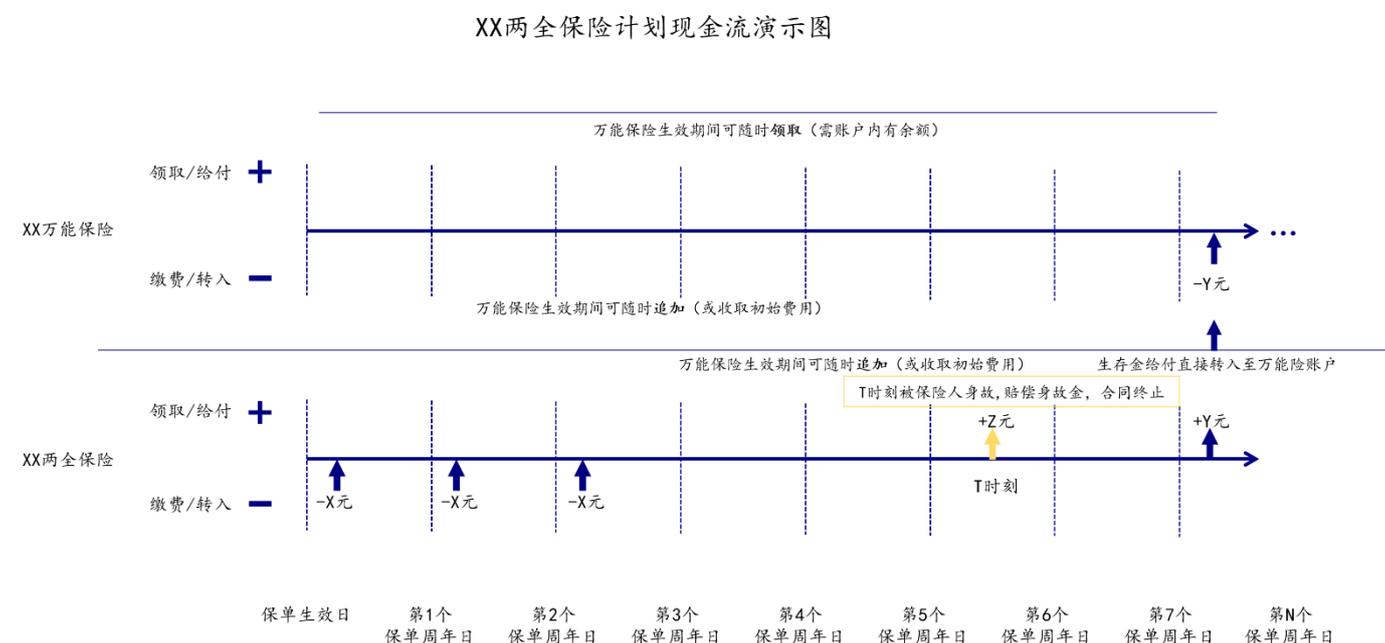
XX终身寿险现金流演示图



资料来源：开源证券研究所

图4：年金险与万能险组合可实现生存金二次计息增长


资料来源：开源证券研究所

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


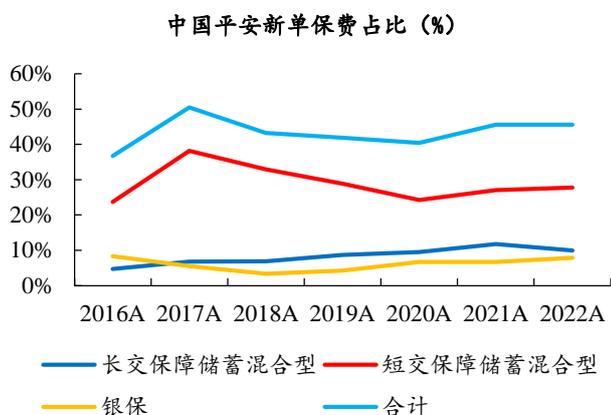
资料来源：开源证券研究所

1.2、近年来储蓄型产品贡献占比有所上升

近年来储蓄型产品贡献 NBV 占比呈现上升趋势。中国平安自 2015 年起，长短交保障储蓄混合型产品及银保渠道贡献 NBV 占比呈现上升趋势，自 2015 年的 13.5% 提升至 2022 年的 29.8%；新华保险分红型+传统型产品长险首年保费占比自 2015 年的

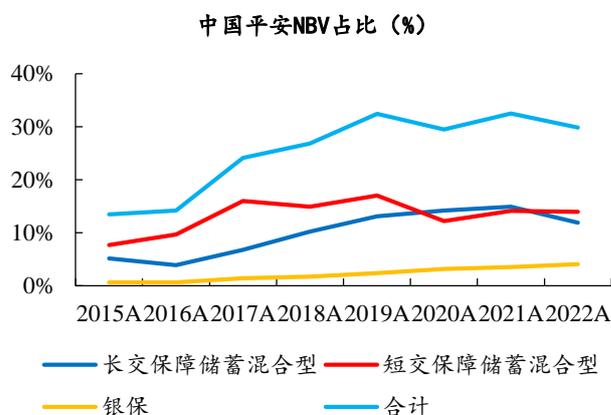
19.9%提升至 2022 年的 89.6%。

图6：中国平安储蓄型产品新单保费占比相对平稳



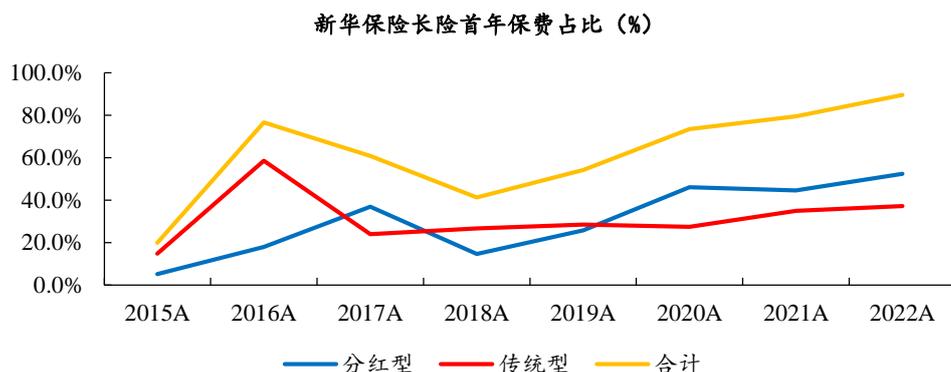
数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

图7：中国平安储蓄型产品 NBV 占比有所提升



数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

图8：新华保险传统型+分红型长险首年保费占比有所提升



数据来源：新华保险公司公告、开源证券研究所

年金险、两全险可归属至储蓄型产品。以中国平安为例，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。

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

险种分类	具体险种
长期保障型	终身寿险、定期寿险、疾病险、长期意外险等
长交保障储蓄混合型	交费期 10 年及以上的两全险、年金险等
短交保障储蓄混合型	交费期 10 年以下的两全险、年金险等

资料来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

自 2015 年以来，上市险企保费贡献前五产品多数为储蓄型产品。以中国人寿和中国平安为例，2015 年-2022 年总保费贡献前五的产品多数为年金保险、两全保险等储蓄类产品。同时，多数上市险企 2022 年寿险保费前 5 产品保费占比较 2020 年有所回升，新业务及续期业务均有带动。

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

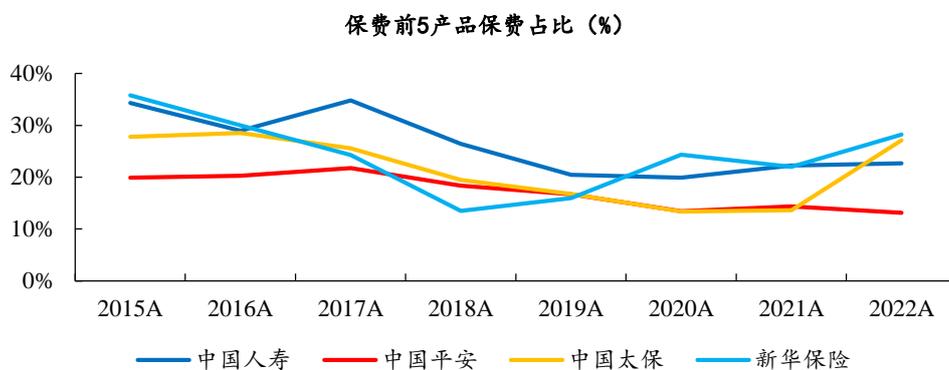
中国人寿保费前五产品	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
第一	两全保险	两全保险	两全保险	年金保险	年金保险	年金保险	年金保险	年金保险
第二	年金保险							
第三	年金保险	年金保险	年金保险	年金保险	医疗保险	医疗保险	年金保险	两全保险
第四	终身重疾	年金保险	年金保险	年金保险	年金保险	年金保险	医疗保险	医疗保险
第五	两全保险	终身重疾	年金保险	年金保险	年金保险	年金保险	年金保险	年金保险

资料来源：中国人寿公司公告、开源证券研究所

表5：中国平安 2015-2022 年保费贡献前 5 产品均为储蓄型产品

中国平安保费前五产品	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
第一	两全保险	两全保险	年金保险	年金保险	年金保险	年金保险	年金保险	年金保险
第二	两全保险	终身寿险	两全保险	两全保险	年金保险	年金保险	年金保险	年金保险
第三	终身寿险	两全保险	终身寿险	终身寿险	终身寿险	年金保险	年金保险	年金保险
第四	两全保险	两全保险	两全保险	年金保险	年金保险	终身寿险	年金保险	终身寿险
第五	两全保险	终身寿险	两全保险	年金保险	年金保险	年金保险	年金保险	年金保险

资料来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

图9：2020 年以来保费贡献前 5 产品集中度有所回升


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.3、人身险历史看，居民对储蓄型保险需求从未缺席

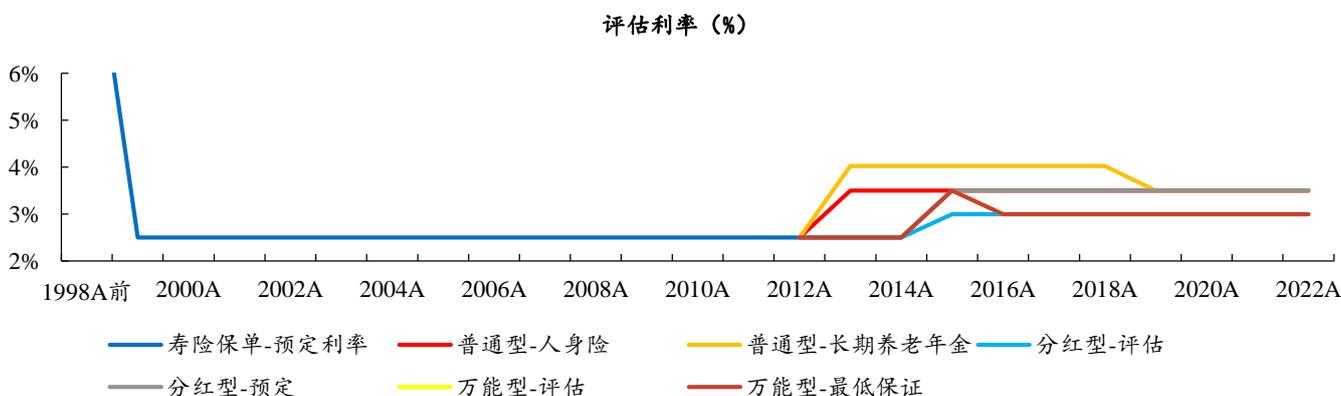
人身险发展历史看，居民对储蓄型保险需求从未缺席。我们将储蓄型保险产品发展分为 5 个阶段：(1) 简单产品期：20 世纪 80 年代复业-1999 年；(2) 创新产品期：1999 年-2013 年；(3) 功能异化期：2013-2017 年；(4) 储蓄保障期：2017-2023 年；(5) 均衡结构期：2023 年 7 月-至今。

图10：我国寿险行业增速存在一定波动



数据来源：Wind、国家金监局、开源证券研究所

图11：寿险产品预定利率变化可分为3个阶段



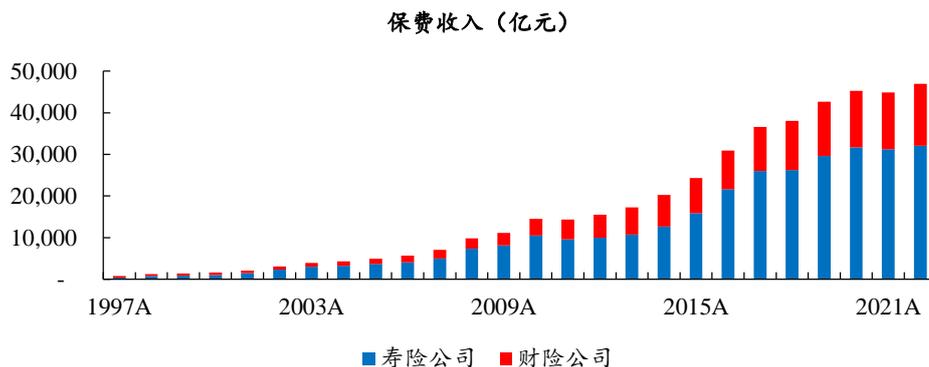
数据来源：国家金监局、开源证券研究所

注：上图为监管要求上限。

简单产品期-20世纪80年代复业-1999年：

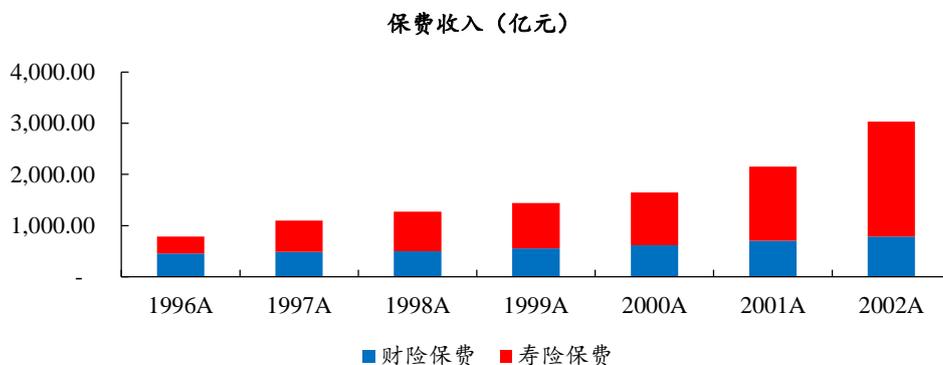
我国国内保险业于1979年开始恢复，早期产品以财险为主。1992年，美国友邦保险上海分公司成立，保险代理人制度被引入我国，该阶段产品主要以简单人身险为主，例如简易人身险、团体人身险以及团体意外伤害险，后期开发上市终身寿险、定期寿险、两全保险以及年金保险等产品；在此期间，由于定期存款利率较高，而保险产品负债端需与存款竞争，预定利率相对较高，具有一定吸引力。中国人民保险公司1990-1992年寿险保费分别同比+30.1%/+39.0%/+70.9%，中国太平洋保险公司自1991年的190万元寿险保费收入增长至1995年的15亿元、4年CAGR达到429.9%，中国平安保险公司同期CAGR达到+151.1%，寿险行业快速发展。

图12: 2000 年以前寿险及财险公司保费收入较低



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 1996 年财险保费收入高于寿险保费收入



数据来源: 中国保险年鉴、开源证券研究所

我国保险业复业早期,多数以财险业务为主,业务主要由原中国人民保险公司(1996年拆分,拆分后主体后续变更为中国人寿及中国人保等险企)开展,中国平安、中国太保等险企在业务开展之初财险业务保费收入高于寿险业务。

表6: 1996 年以前我国部分保险公司寿险保费收入较低

寿险 (单位:百万元)	中国人民保险公司	中国太平洋保险公司	中国平安保险公司	新疆兵团保险有限公司	天安保险股份有限公司	大众保险股份有限公司	香港民安保险有限公司深圳分公司	美国友邦保险有限公司上海分公司	东京海上火灾保险株式会社上海分公司
1989	4,595.2	-	-	0.6	-	-	0.1	-	-
1990	5,976.8	-	-	1.3	-	-	0.1	-	-
1991	8,305.8	1.9	29.0	2.8	-	-	0.1	-	-
1992	14,193.9	17.9	81.0	5.4	-	-	0.1	-	-
1993	-	201.7	134.0	14.7	-	-	0.2	-	-
1994	-	465.2	306.0	21.9	-	-	2.7	-	-
1995	-	1,505.7	1,153.0	32.1	2.8	8.0	-1.9	388.6	-

数据来源: 中国保险年鉴、开源证券研究所

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

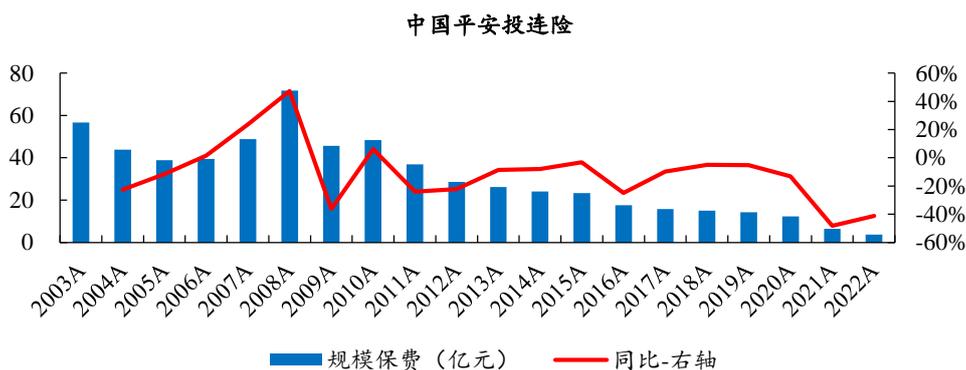
财险 (单位:百 万元)	中国人民保 险公司	中国太平洋 保险公司	中国平安保 险公司	新疆兵团保 险公司	天安保险股 份有限公司	大众保险股 份有限公司	香港民安保 险有限公司 深圳分公司	美国友邦保 险有限公司 上海分公司	东京海上火 灾保险株式 会社上海分 公司
1989	7,695.7	-	20.3	31.3	-	-	11.4	-	-
1990	9,599.3	-	45.6	37.6	-	-	14.4	-	-
1991	12,701.0	253.8	93.7	51.4	-	-	20.1	-	-
1992	19,321.3	643.9	196.8	69.1	-	-	26.9	-	-
1993	-	1,338.7	529.4	87.4	-	-	40.5	-	-
1994	-	2,608.0	1,313.5	109.5	-	-	55.9	-	8.0
1995	-	4,133.1	2,178.6	162.9	62.3	76.2	56.9	9.3	27.0

数据来源：中国保险年鉴、开源证券研究所

创新产品期-投连险、万能险以及年金险等产品迎来高速发展，但部分产品受资本市场影响较大，1999-2013 年：

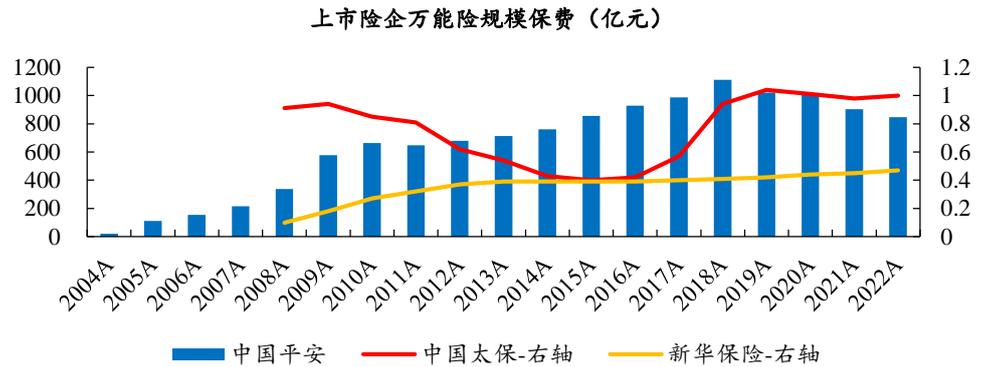
20 世纪末期定期存款利率明显下行，高定价产品销售旺盛，保险公司利差损风险显现。1999 年，我国保监会发布《关于调整寿险保单预定利率的紧急通知》，寿险保单预定利率上限下调至 2.5%，并叫停预定利率超过 2.5% 保单的销售。预定利率下调带来产品吸引力相对下降，2000 年寿险保费同比增速+12.6%，较 1999 年的+17.2%有所放缓，但后续年度同比增速有所改善。随后，保险公司为应对产品吸引力下降，创新引进投资连结险、分红险及万能险以填补市场需求。中国平安于 1999 年 10 月推出首款投连险“世纪理财”，中国太保推出首款万能寿险“太平盛世·长发两全保险”，中国人寿等公司相继推出分红型保险产品。由于前期粗放式销售以及较高的预期收益，投连险与万能险在 2000-2008 年期间迎来快速发展。

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



数据来源：Wind、中国平安公司公告、开源证券研究所

图15：上市险企万能险规模整体呈现上升趋势

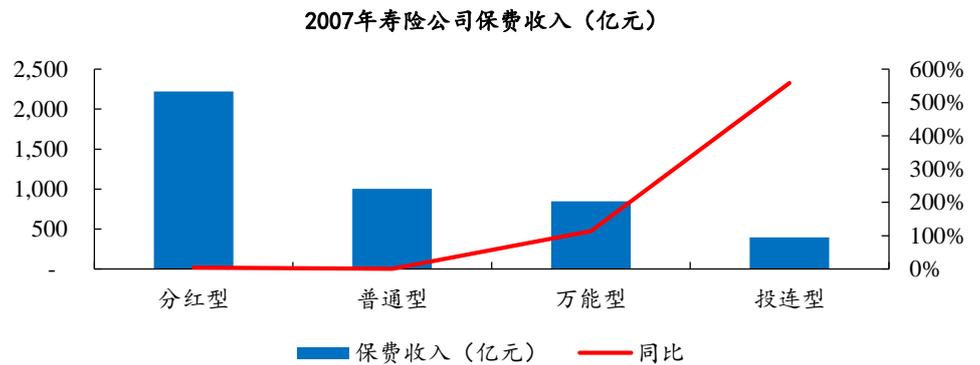


数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

注：中国太保、新华保险为保险业务收入。

投连险在上市后迎来热销，2000H1 中国平安上海地区销量达到 3.1 亿元、涉及客户 7.1 万人，全国各地也出现热销，但 2021 年 7 月，受到权益市场波动影响，出现“退保潮”，中国平安耗资近 10 亿元对客户进行安抚、回访及相应处理，平息了投连险风波。2007-2008 年相同的剧情又一次上演，自此之后，投连险业务有所减少。

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



数据来源：《中国人身保险发展报告 2007》（梁涛 主编）、开源证券研究所

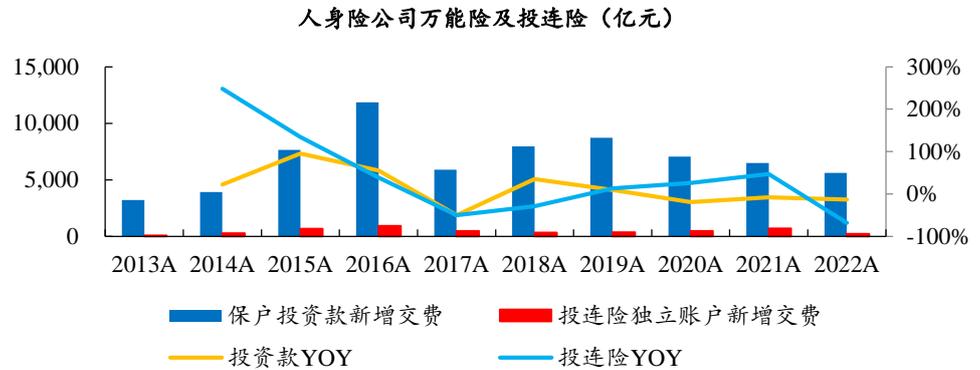
功能异化期-定价重回市场化，万能险高歌资本市场，监管快速反应化解风险，2013-2017 年：

保监会于 2013 年放开普通型保险产品预定利率至 3.5%（长期养老年金至 4.025%），2015 年分别放开分红型、万能型产品的预定利率与最低保证利率至 3.5%、3.5%（2016 年万能险最低保证利率收紧至 3.0%）。监管意图通过“放开前端，管住后端”的方式实现产品创新以及风险监管，但部分险企产品定价相对激进，产品设计形态偏离保险保障本源，同时有部分险企通过万能险在资本市场投资上市公司，异化了保险产品的储蓄及保障功能，造成保险行业流动性、利差损、资产负债不匹配等风险上升。

定价利率放开后，产品预定利率提升，产品吸引力边际改善，“年金+万能”模式带来的较高预期收益为险企提升了竞争优势，同时万能险结算利率较高、快速上量，2015、2016 年万能险规模保费分别为 7647/11860 亿元，分别同比+95.2%/+55.1%。与此同时，监管注意到部分险企以资产驱动负债的发展模式，产品形态偏离保险保

障本院，带来行业风险，监管快速反应，并于2016年3月发布《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》，以规范险企中短存续期产品经营，提示利差损、流动性以及偿付能力风险。2017年5月，监管发布《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》，限制快返型年金以及万能险附加问题。

图17：2016年万能险规模保费破万亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：2013-2017年人身险产品预定利率重回市场化

年度	寿险保单-预定利率	普通型-人身险	普通型-长期养老年金	分红型-评估	分红型-预定	万能型-评估	万能型-最低保证
1999A-2012A	2.50%	-	-	-	-	-	-
2013A	-	3.50%	4.025%	2.50%	2.50%	-	2.50%
2014A	-	3.50%	4.025%	2.50%	2.50%	-	2.50%
2015A	-	3.50%	4.025%	3.00%	3.50%	3.50%	3.50%
2016A	-	3.50%	4.025%	3.00%	3.50%	3.00%	3.00%
2017A	-	3.50%	4.025%	3.00%	3.50%	3.00%	3.00%
2018A	-	3.50%	4.025%	3.00%	3.50%	3.00%	3.00%
2019A	-	3.50%	3.50%	3.00%	3.50%	3.00%	3.00%
2020A	-	3.50%	3.50%	3.00%	3.50%	3.00%	3.00%
2021A	-	3.50%	3.50%	3.00%	3.50%	3.00%	3.00%
2022A	-	3.50%	3.50%	3.00%	3.50%	3.00%	3.00%

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

注：上表为监管要求上限。

储蓄保障期（2017-2023年）-2018年进入储蓄保障期，回归保险姓保，2023年监管进一步引导下调负债成本，行业有望进入均衡结构期（2023年-至今）：

2017年134号文对快返型年金做出限制，随后在2019年8月，监管发布《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》规定，2013年8月5日及以后签发的普通型人身保险保单评估利率上限为年复利3.5%和预定利率的较小者，进一步减小行业利差损风险。2019年11月，监管部门约谈继续销售预定利率为4.025%的年金险的保险公司，正式叫停销售此类产品，由此，人身保险市场也进入“3.5%时代”。快返型产品被限制叠加部分产品预定利率下调，增额终身寿险逐步成为热卖产品。由于预定利率被引导下调，产品设计亦趋保守，储蓄型产品吸引力有所下降，但由于2015年放开代理人准入资格，人海模式

消耗大量浅层次需求,2018年后重疾险产品增长乏力,险企需要新动能接力重疾险,叠加资管新规使得银行理财和信托产品收益率下降、刚兑消失,提升了储蓄型保险产品保本收益优势。储蓄型产品在2018年后设计不断改善、精进,竞品收益率下行,队伍不断深化掌握,占比上仍有所上升。

2022年以来,受到长端利率下行以及权益市场波动拖累,险企投资收益率有所下降,长期利差损风险成为监管、行业及市场关注重点。因此,监管引导行业降低负债成本,2023年3月末约谈部分险企,2023年7月底险企完成产品切换,传统型产品定价预定利率自3.5%降至3.0%,产品价格相应提升。我们预计未来保险产品将呈现传统型储蓄产品、分红型储蓄产品以及长期保障型产品均衡发展的格局,寿险行业保险产品格局将进入均衡结构期。

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

中国人寿开门红产品对比	险种	缴费期	保险期间
2023年	鑫享未来	两全	8、10年
	鑫瑞年年	养老年金	60岁领取至69岁
	鑫瑞稳赢	年金	15年
2021年	鑫耀东方	年金	10年
	鑫耀前程	年金	15年
	鑫耀至尊	年金	15年
	鑫耀相伴	两全	15、20、30年
2018年	盛世御享	年金	20年
	盛世臻品	年金	终身
	鑫禧一生	年金	终身
	鑫彩一生	年金	至80岁
2017年	鑫盈A	年金	10年
	鑫盈B	年金	10年

资料来源:中国人寿公司官网、开源证券研究所

表10: 各家险企已完成3.5%-3.0%主力产品切换

公司	产品	类型
中国人寿	如意福	增额终身寿险
	臻鑫传家	增额终身寿险
	颐养安康	养老年金保险(分红型)
中国平安	盛世金越(尊享版23)	增额终身寿险
	盛世稳增	增额终身寿险
	盛世稳盈	年金保险
中国太保	长相伴(精英版2.0)	增额终身寿险
	鑫相伴2.0	增额终身寿险
新华保险	荣耀鑫享	增额终身寿险
	盛世荣耀	增额终身寿险(分红型)

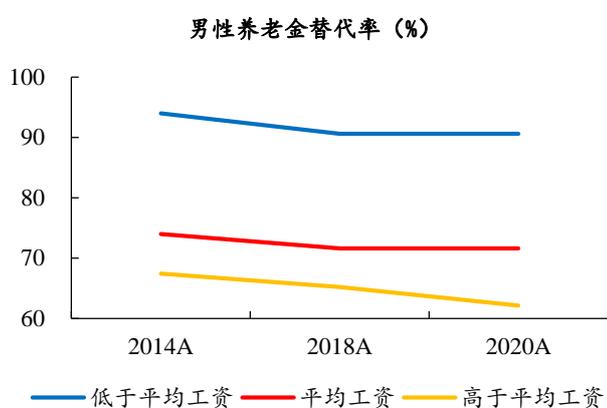
资料来源:各公司官网、开源证券研究所

2、负债端当前具有多重中长期底层驱动力和影响因素

2.1、需求侧-长期驱动力：老龄化

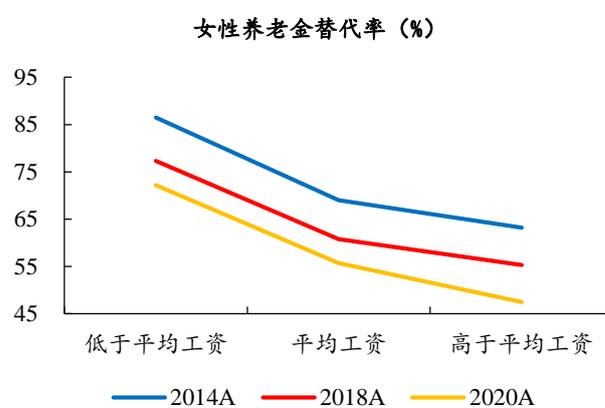
养老金替代率呈下降趋势，养老储蓄需求有望提升。根据经合组织数据，我国居民养老金替代率呈下降趋势，女性降幅高于男性且整体替代率水平低于男性，工资水平越高的居民替代率越低。我们以当前城镇职工人均基本养老金支出除以当前城镇职工人均收入，基本养老保险替代率同样呈现下行趋势，2021年替代率仅43.9%，相对较低，仍需第二、第三支柱商业养老金发力以提升居民退休后收入，储蓄型保险需求有望提升以应对长寿风险。

图18：我国男性养老金替代率呈现下降趋势



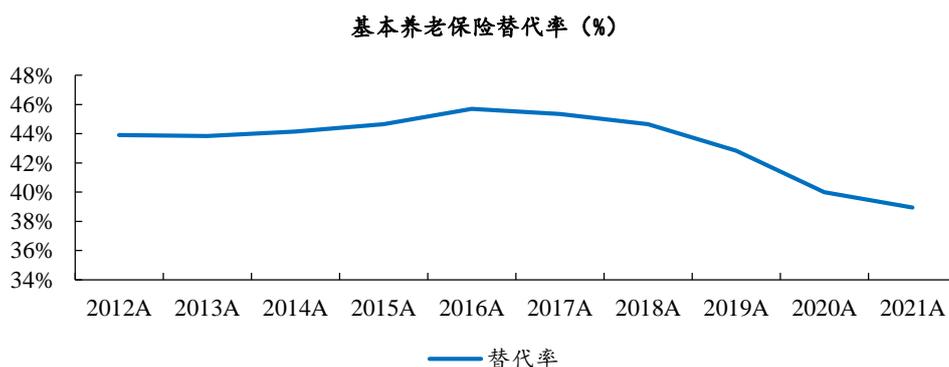
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：我国女性养老金替代率呈现下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

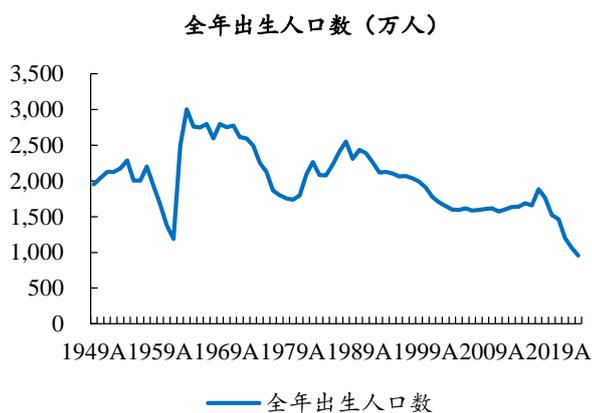
图20：我国基本养老保险替代率2021年仅为43.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

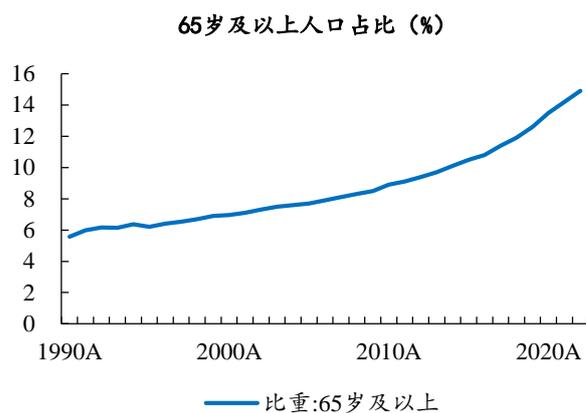
1963年至1967年出生人口累计最高，或加速我国老龄化进程。1963年出生人口2023年为61岁，自1963年至1967年出生人口累计1.39亿人，是建国以来累计出生人口最高的5年，而2022年我国65岁及以上人口占比已达14.9%，因此，未来5年或将成为我国老龄化加速深化的阶段。同时，我国人口平均预期寿命持续提升，2021年达到78.2岁，随着预期寿命的延长，养老金储备需求将有所提升。

图21：我国 1963-1967 年出生人口累计最高



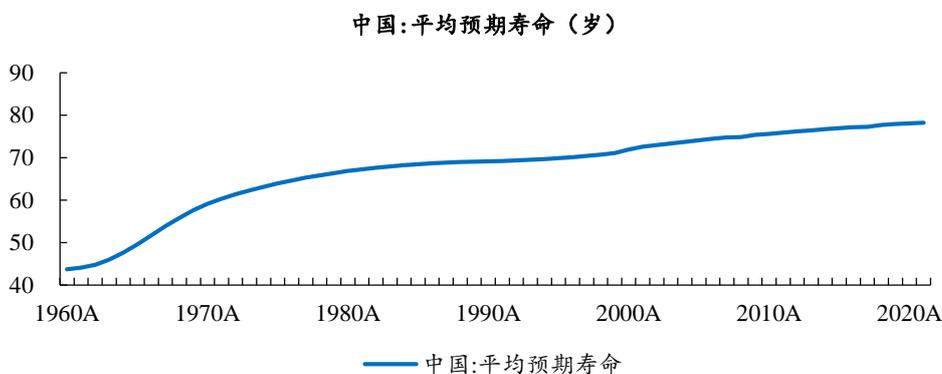
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2022 年我国 65 岁及以上人口占比 14.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：我国居民平均预期寿命不断提升

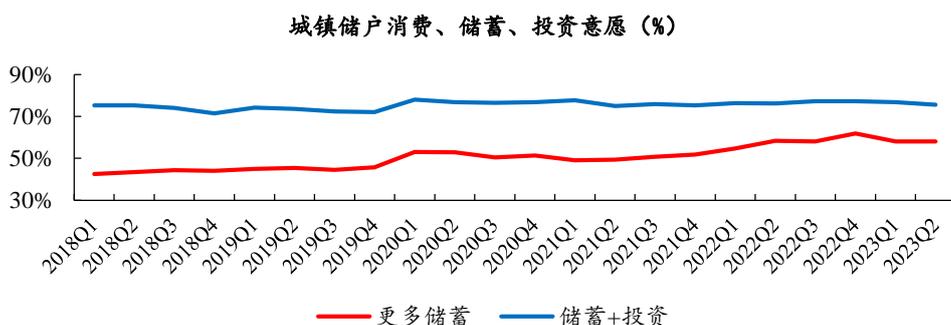


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、需求侧中期驱动力：我国居民预防性储蓄需求提升

2019 年尾声新冠疫情发生后我国居民预防性储蓄有所提升。根据央行城镇储户调查报告，选择“更多储蓄”的储户占比自 2019Q4 的 45.7%调升至 2020Q1 的 53.0%，2022Q4 达到最高 61.8%，2023Q2 最新数据为 58.0%，2020Q1 至 2023Q2 期间占比未低于 49.1%。

图24：我国居民储蓄意愿自 2020Q1 有一定程度提升



数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

2.3、需求侧中期驱动力：竞品波动加剧，保险产品优势显现

储蓄投资类竞品表现不佳，带动储蓄型保险产品中期需求回暖。2022年，沪深300指数、上证指数、偏股混合型基金指数收益率分别为-21.3%、-15.0%、-20.0%，2023年权益市场表现未见明显改善。同时，银行理财受宏观环境以及申赎影响，2022Q4破净占比明显增加，对风险偏好较低的投资者认知造成一定影响。与储蓄型保险产品具有相似“刚兑、保底”属性的定期存款利率近期有所下调。储蓄投资类竞品受波动较大以及收益率预期下行影响需求或有所下降，利于储蓄型保险产品需求回暖。

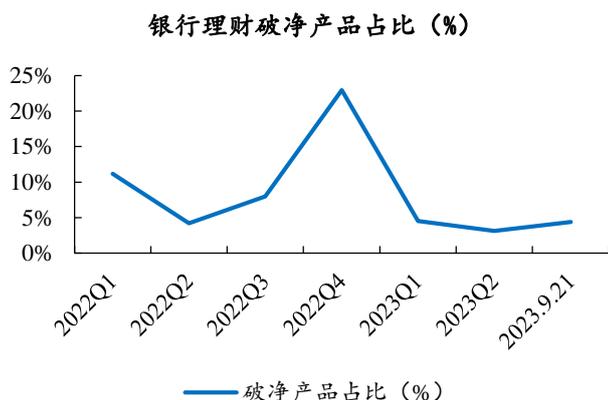
表11：2022年至今，权益市场表现相对疲软

收益率	2020A	2021A	2022A	2023年至今	2020年至今
上证指数	12.6%	3.9%	-15.0%	-1.0%	-0.02%
沪深300指数	25.5%	-6.2%	-21.3%	-5.5%	-11.6%
偏股混合型基金指数	56.2%	5.1%	-20.0%	-12.2%	17.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

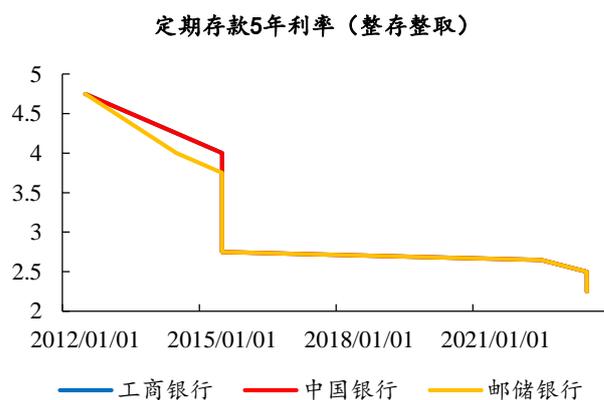
注：数据截至2023年9月21日。

图25：2022Q4银行理财产品破净占比明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：5年期定期存款利率近期有所下调

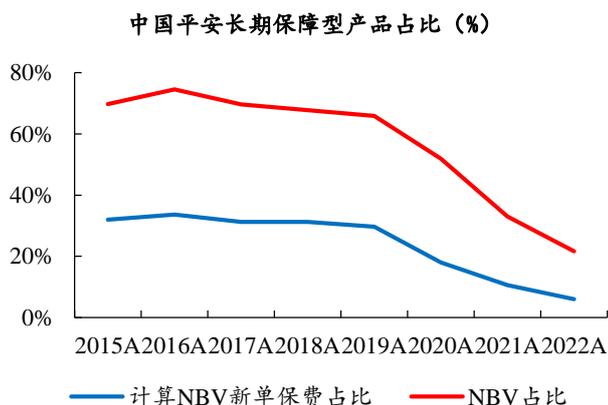


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、供给侧驱动力：主动调整+渠道转型+“保险+”

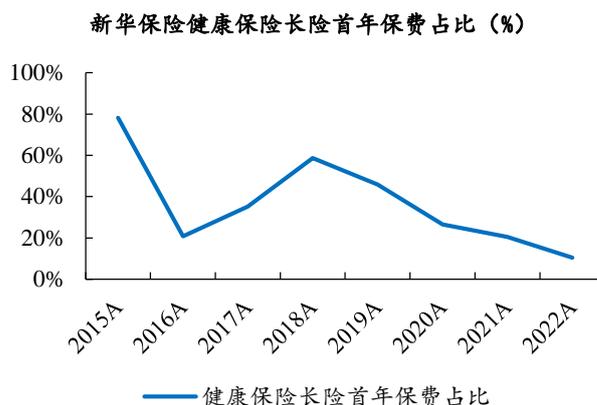
保障型产品增长放缓，险企主动找寻新增长点。根据券商中国及中国银行保险报报道，我国重疾险保单已达3亿张，覆盖人群已超2亿人，由于保障型产品的性质，消费者对相对风险保障可通过一张保单进行覆盖，需求有所释放，渗透率提升或面临一定压力。同时，新冠疫情拖累居民收入预期，保障型产品需求亦受到一定压制，保障型保险产品新单销售自2018年起有所下滑，新单保费及NBV占比有所下降：中国平安长期保障型产品NBV贡献占比自2016年的74.5%降至2022年的21.6%，新华保险健康险长险首年保费自2015年的78.2%降至2022年的10.4%。险企亦需寻找业务增长第二曲线。

图27：中国平安长期保障型产品NBV贡献占比下降



数据来源：中国平安公司公告、开源证券研究所

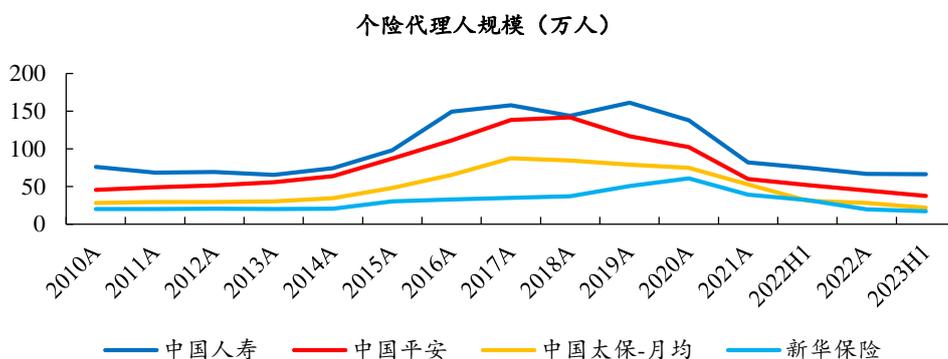
图28：新华保险健康险新单保费占比呈下降趋势



数据来源：新华保险公司公告、开源证券研究所

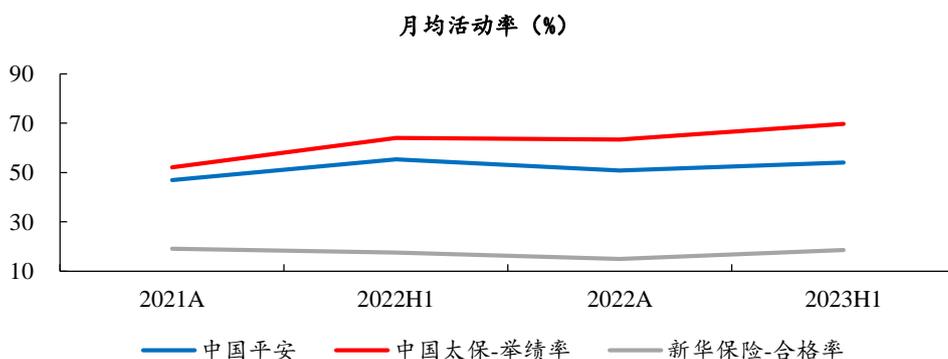
寿险渠道端转型不断深化，代理人已有企稳迹象。上市险企不断推进寿险渠道端转型，打造职业化、专业化、数字化团队。2023H1上市险企代理人规模降幅已有所收窄，我们预计2024年代理人规模有望触底反弹，核心人力将有所提升。同时，从活动率指标看，中国太保、新华保险2023H1数据同比均有所改善，活动人力占比不断提升有望加速职业化队伍打造，从而使个险渠道转型加速进入良性循环。

图29：2023H1上市险企代理人降幅收窄



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

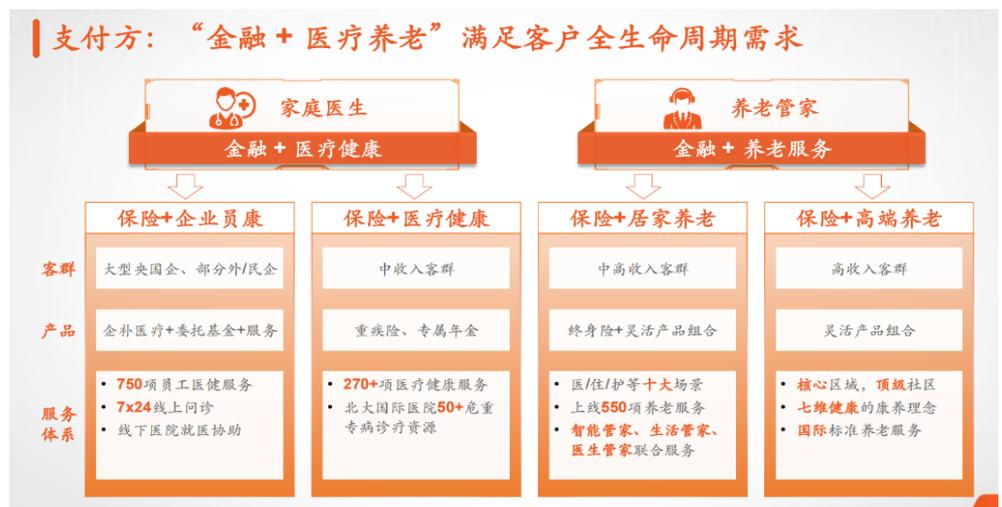
图30：中国太保、新华保险2023H1活动率同比改善



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

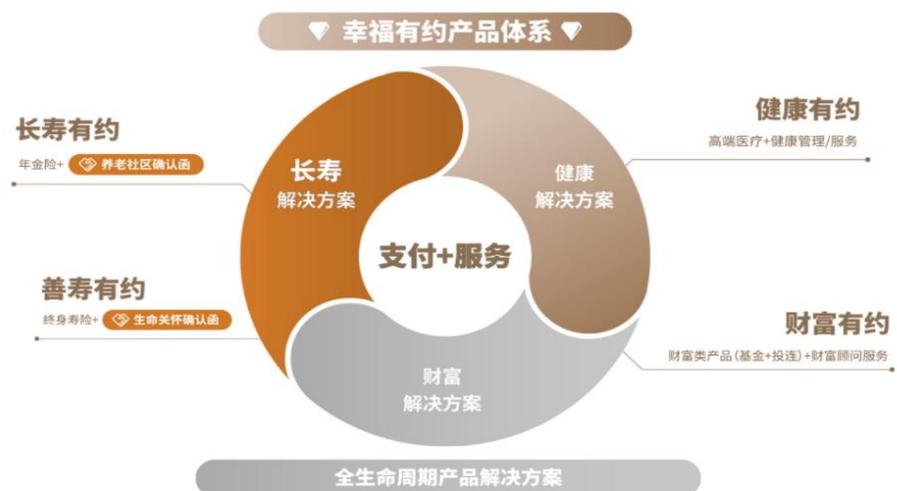
“保险+”服务不断拓展，打造业务新牵引及竞争壁垒。供给侧除了渠道转型外，产品+服务体系升级同样重要。产品+服务体系升级有助于险企构建自身竞争壁垒及核心竞争力，同时将与客户的互动由保险理赔的低频转化为服务的高频，增强客户黏性及忠诚度，并带动保险主业增长。中国平安打造“保险+”居家养老、高端养老、医疗健康等服务模式，截至 2023H1，中国平安超 2.29 亿的个人客户中，有超 64% 的客户同时使用了医疗健康生态圈提供的服务。泰康保险集团打造幸福有约产品体系，将虚拟的保险与实体的养老社区、健康管理以及临终关怀相结合，有效的拉动寿险主业新业务增长。

图31：中国平安不断打造“保险+”服务优势



资料来源：中国平安公司公告

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



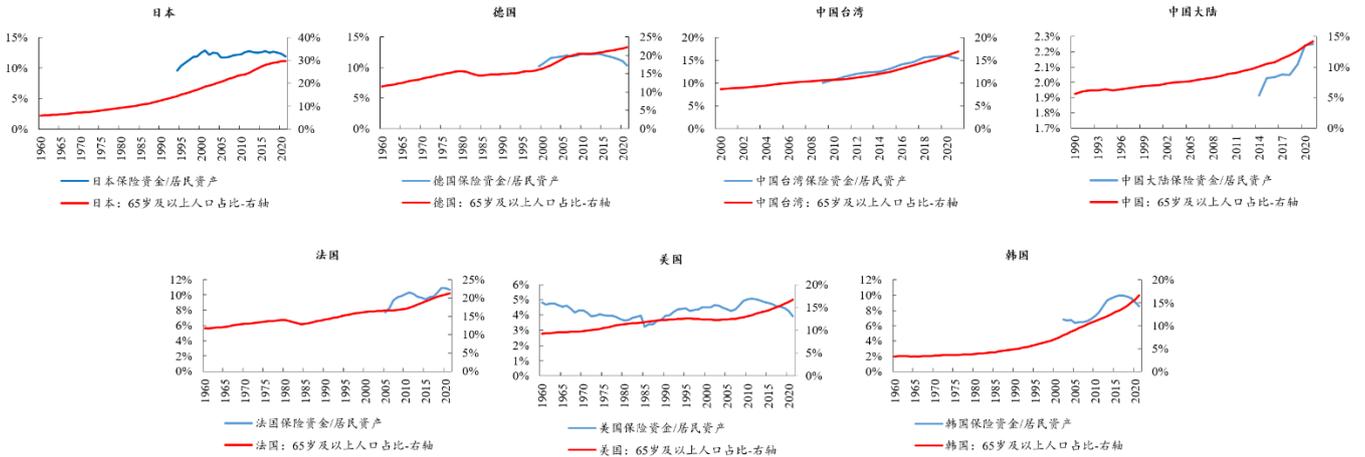
资料来源：泰康保险幸福有约官网

3、海外对标看，老龄化确认储蓄型产品长趋势

3.1、老龄化确认储蓄型产品长趋势

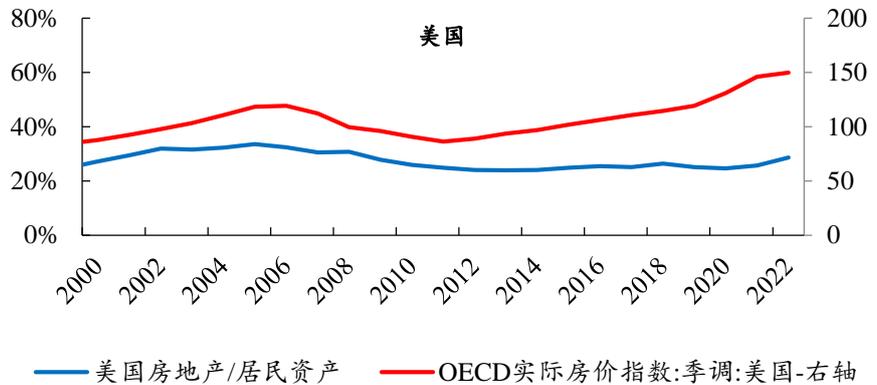
主要对标经济体保险资产占比随老龄人口占比提升而上升。从 7 个样本数据看，除美国外（2015 年后房地产价格上涨倒逼保险资产下降），各国保险资产占比居民资产比例均与 65 岁及以上人口比例呈现正相关。

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



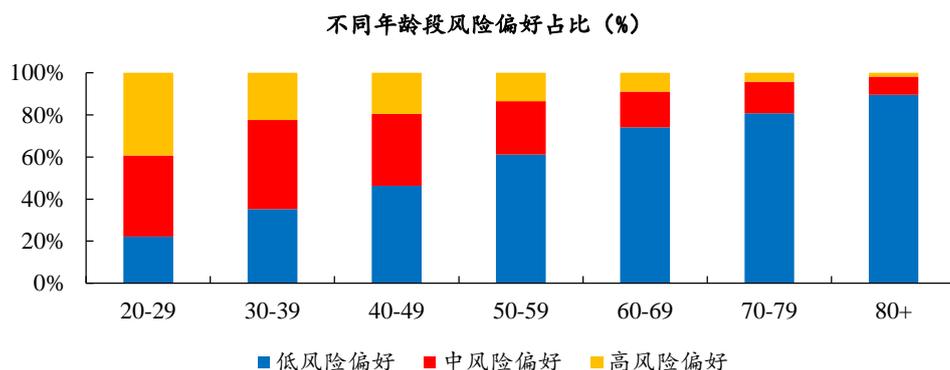
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2015 年后美国房地产价格上升明显



数据来源：OECD、开源证券研究所

风险偏好随年龄增长而下降或为老龄化提升储蓄型保险产品需求主因。根据《人口老龄化对居民家庭投资风险偏好的影响》，我国居民风险偏好随年龄增长而下降，低风险偏好占比上升、高风险偏好占比下降同步发生，且不同风险偏好占比趋势变动未发生改变；分年龄段看，低风险偏好人群占比提升跨度最大年龄段为 40-49 向 50-59 年龄段迁移，提升 14.8pct，高风险偏好人群占比降幅跨度最大为 20-29 向 30-39 年龄段迁移，下降 16.9pct。

图35：居民风险偏好随年龄增大而下降


数据来源：《人口老龄化对居民家庭投资风险偏好的影响-齐明珠 张成功》、开源证券研究所

3.2、催化因素：税收优惠政策

税收优惠政策对保险和养老金资产具有一定催化作用。对比看，美国、德国、中国台湾以及韩国均对保险及养老金资产给予税收优惠；我国个人养老金相对于美国IRA抵扣上限相对充足，未来提升概率较小。

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

地区	可支配收入 (2022A)	个人养老金/IRA 缴存/抵 扣上限	缴存抵扣占比
中国居民	36883	12000	32.5%
中国城镇居民	49283	12000	24.3%
北京-城镇居民	77415	12000	15.5%
上海-城镇居民	84034	12000	14.3%
江苏-城镇居民	60178	12000	19.9%
浙江-城镇居民	60302	12000	19.9%
美国	55698	6000	10.8%
美国-对应 2023	55698	6500	11.7%

数据来源：国家税务总局、Wind、IRS、开源证券研究所

表13：我国具有多种保险税优政策，但整体力度较小

纳税优惠环节	明细	具体内容
中国 缴费阶段	个人税收递延型养老保险 (已合并)	月收入 6% 与 1000 元较低者，或年收入 6% 与 12000 元较低者
	税优型商业健康险	200 元/月，上限 2400 元/年
	个人养老金账户	享受 1000 元/月税前列支，上限为 12000 元/年
中国 领取阶段	个人税收递延型养老保险	领取时 10% 个人所得税税率征收（并额外给予 25% 减免）
	个人养老金账户	领取时按照 3% 税率单独计算个人所得税

资料来源：国家税务总局、国家金融监督管理总局、开源证券研究所

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

纳税优惠环节	明细	具体内容
德国 缴费阶段	职业养老金雇主免税	雇主为雇员缴纳的保险计划（养老金、健康、意外伤害、寿险）需要缴税，

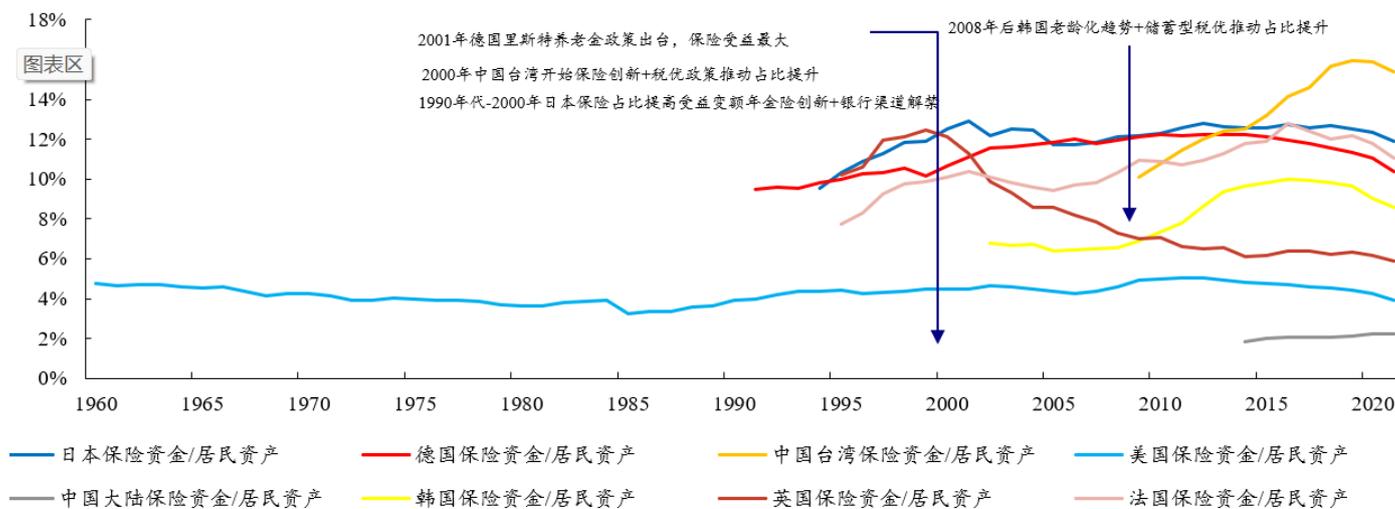
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

		但以年金形式支付且于 2004 年设立的保险计划的保险费可免税最高 3312 欧元	
	法定或商业保险	针对健康、意外和责任保险、残疾人和老年人保险、类似私人保险的保费、 失业保险等的强制缴款可以扣除	
	商业年金险	年金保险的保费和最少 12 年期限的资本生命保险 88% 的保费是可以扣除 的（上限 2800 欧元）	
	养老金计划部分扣除	2020 年，一般法定养老金计划和某些为纳税人支付养老金的私人养老金计 划缴款的 90%（2019 年为 88%）可以扣除	
领取阶段	保险赔付免税	健康保险、意外事故保险、残障和老年保险的赔偿金 法定养老保险的一次性给付	
中国 台湾	24000 新台币/人/年保费税前列支	纳税义务人、配偶或受扶养直系亲属的人身保险、劳工保险、“国民”年金 保险及军、公、教保险之保险费，每人每年扣除数额以不超过 2.4 万元为 限。	
	缴费阶段	全民健康保险全额扣除	全民健康保险的保险费不受金额限制
	企业年金税前列支	采用 EET 模式。对企业年金个人、企业缴费部分均实施税收优惠，对月工 资 6% 以内的个人缴费部分不予课税，年工资总额 15% 以内的企业缴费部 分可以费用列支。	
	保险给付免税	免除“保险给付”的所得税，人身保险、劳工保险及公教保险的给付金可 免纳所得税	
领取阶段	退休所得税优	对退休所得实施税收优惠，对个人领取的退休金、资遣费、退职金、离职 金、终身俸、非属保险给付的养老金及依劳工退休金条例规定办理年金保 险的保险给付等所得，针对不同领取方式及额度，规定了不同的所得额计 算方式。	
缴费阶段	保费税前列支	支付的保险费用，扣除限额为 100 万韩元；该限额不适用于支付的医疗保 险费用	
韩国	商业养老金保险 TEE 模式	持有期大于 10 年免资本利得税，年金险领取免税	
领取阶段	养老金所得按比例折扣纳税	350 万韩元以内全额扣除，超过部分逐步累进抵扣，上限 900 万韩元	
	退休金所得额比例折扣纳税	按退休津贴 45% 纳税，同时根据就业年限提高纳税额度	

资料来源：国家税务总局、IRS、开源证券研究所

税收优惠政策对保险和养老金资产具有一定催化作用。中国台湾 2000 年开始将保险业对外开放，投资型险种创新+24000 元新台币/人/年保费税前列支+递延纳税制度使保险具备理财、养老、免税等特色功能；德国保险业是 2002 年里斯特养老金改革的最大受益行业，同时投资型寿险的引进提高产品吸引；韩国地区 2000 年以来投资型年金险快速发展，商业保险享受 TEE 免资本利得税。

图36：部分地区税优政策或推动保险资产占比提升

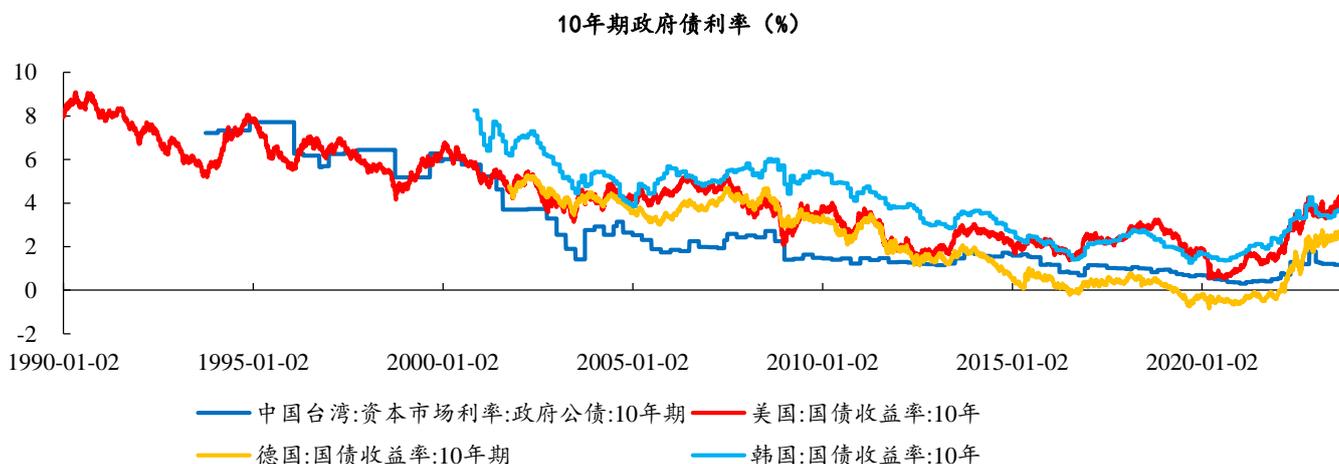


数据来源：国家税务总局、OECD、开源证券研究所

3.3、催化因素：产品创新

长端利率下行拖累资产端。美国、日本、德国、中国台湾地区在 2020 年前政府债收益率呈现下行趋势，对当地险企资产端或带来一定压力。

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



数据来源：Wind、开源证券研究所

产品创新应对低利率环境，同时提升产品吸引力。为应对低利率环境，多数地区引入投资连结险、分红型保险以及保证+浮动型年金险，一方面降低险企利差损风险，另一方面通过产品创新提升对投资者的吸引力。

表15: 多数样本地区为应对低利率环境进行产品创新

	日本	德国	中国台湾	美国	中国大陆	韩国
投资型险种的发展态度	90年代引入造成利差损后相对谨慎。	2000年应对低利率开始引进基金连接的寿险、两全和年金险,目前以保障利率+浮动型年金险为主	2000年引入投资型险种,开发挂钩美元等外币的创新险种	1976年引入至今相对开放,以“变额年金”险为主	2015年万能险为主的中短存续期产品引发险资举牌,2017年后坚持“保险姓保”	1960年效仿日本引进投资型保险,主要为年金险和万能寿险为主要模式
目前投资型险种规模	1.2021年变额保险新单数量和保险金额占个人寿险分别仅2%和4%; 2.个人年金险中变额年金险保单数量和金额约占比20%。	1.2021年投资型寿险准备金负债占比13%; 2.2022年新单合同中44%为投资型险种; 3.2022年新单保费中54%为投资型险种保费贡献。	1.2022年投资型保险账户价值占比准备金比重10%; 2.2022年投资型保险新单保费+合同负债占总保费与合同负债比重45%。	1.2021年寿险独立账户准备金负债占比45%; 2.独立账户负债投资结构中76%为股票。	1.2022年保户投资款新增缴费和投连险新增缴费占比15.4%; 2.分红险占比比较高	1.2021年独立账户准备金占居民总准备金约16%; 2.2021年个人寿险新单保费独立账户占比35%

资料来源: 国家金管局、日本寿险业协会、德国寿险业协会、中国台湾寿险业协会、ACLO、韩国寿险业协会、开源证券研究所

保险公司养老产品可分为传统年金及“变额年金”两大类,“变额年金”积累期类似基金。“变额年金”创新之处在于账户价值可变-相当于客户在保险公司进行投资,并在领取时,将这部分资金趸缴(一次性缴费)购买即期领取的传统养老年金;“变额年金”依据其积累期不同投资方式可进一步划分(对应)为万能型(货币基金)、投连型(主动基金)与指数型(指数基金)。但由于保险公司通过账户大池运作,其部分策略净值化产品无法实现。

表16: 传统年金与“变额年金”主要差异在积累期

养老产品形态	积累期	领取期	投资风险-积累期	投资风险-领取期	退保	提前支取	中国	美国
传统商业养老年金	无积累期,仅有缴费期,账户价值、年金给付均在保单条款里	可即期领取,也可延期领取	保险公司承担	保险公司承担		无法提前支取	√	√
“变额年金”(万能型)	产品可随时追加保费,账户价值由追加保费以及定期(日、月、年)按照结算利率增值共同决定(结算利率通常有保证利率支撑)		客户与保险公司共同承担	保险公司承担	按照保单条款		√	√
“变额年金”(投连型)	产品可随时、定期追加保费,并按条款转入转出不同投资策略,账户价值按照投资策略收益结算(与基金类似)	通常为延期领取	客户承担	客户承担	退保现金价值	可减保实现	-	√
“变额年金”(指数型)	产品可随时、定期追加保费,并按条款转入转出不同指数关联策略,账户价值按照目标指数波动结果与关联策略结算		客户单独承担或客户与保险公司共同承担			提前支取	-	√

资料来源: 开源证券研究所

表17: 积累期策略可由投资、缓冲策略组合而成

投资策略	缓冲策略
Cap Rate	Buffer
Step Rate	Floor
Par up	Par down
Fixed Rate	Principal 100% protected
Spread	

资料来源: AIG 公司官网、保德信金融公司官网、开源证券研究所

表18: 保德信金融共有 4 类 8 款“变额年金”保险产品

系列	原名	译名	序号
投资未来	Prudential FlexGuard® indexed variable annuity	保德信 FlexGuard 指数“变额年金”	1
	PruSecure® Fixed Indexed Annuity	PruSecure 固定指数年金	2
	Prudential Premier® Investment Variable Annuity	保德信精英投资“变额年金”	3
创造持续现金	Prudential FlexGuard® Income indexed variable annuity	保德信 FlexGuard 收入指数“变额年金”	4
	Prudential Fixed Annuity with Daily Advantage Income Benefit®	保德信固定年金附加每日收入	5
独立营销组织	SurePath Income® Fixed Indexed Annuity	SurePath 收入固定指数年金	6
	SurePath® Fixed Indexed Annuity	SurePath 固定指数年金	7
注册投资顾问	Prudential MyRock® Advisor Variable Annuity	保德信 MyRock 顾问“变额年金”	8

资料来源: 保德信金融公司官网、开源证券研究所

保德信金融创新之处主要在于 3 种投资策略。保德信金融创新之处主要在于指数“变额年金”的投资策略, 客户可以将自己的资产按需分配至不同策略, 并在投资期间进行转换: (1) Cap Rate: 锚定的指数收益与设定的上限收益率取小; (2) Tiered Participation Rate: 设定 tier level, 未达到 tier level 按照比例给予客户, 超过部分按照另一比例给予客户; (3) Step Rate Plus: 未达到 Step Rate 时, 按照 Step rate 给予客户, 达到后按照 $\max(\text{step rate}, \text{指数收益} \times \text{预定比例})$ 给予客户; 缓冲策略主要由 buffer 即缓冲垫方式进行。账户表现锁是保德信金融额外给予客户的保障措施, 客户选择锁定后账户价值不会跟随指数波动。

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

产品 1-指数“变额年金”	投资策略 (指数收益率 $\geq 0\%$)	缓冲策略 (指数收益率 $< 0\%$)	账户表现锁
Point-to-Point with Cap Rate	设定 cap rate, 收益率= $\text{Min}(\text{指数收益}, \text{Cap rate})$		
Tiered Participation Rate:	设定 tier level 与参与比例 1、2, 如果指数收益 \leq tier level, 则收益率=指数收益*参与比例 1, 如果指数收益 $>$ tier level, 则收益率=(指数收益-tier level)*参与比例 2+tier level*参与比例 1	Buffer protection: 自动及手动锁定, 锁定后账户价值将不会波动	
Step Rete Plus	设定 step rate 及参与比例, 如果指数收益 $<$ step rate, 则收益率=step rate, 如果指数收益 \geq step rate, 则收益率= $\max(\text{指数收益} \times \text{参与比例}, \text{step rate})$	收益率= $\min(\text{buffer} + \text{指数收益}, 0)$	

资料来源: 保德信金融公司官网、开源证券研究所

不同投资策略对应的缓冲 buffer 幅度与可跟踪指数有一定差异。产品 4 收入指数“变额年金”采用相同投资及缓冲策略，投保人年龄限制上存在一定差异，产品 1-85 岁以下均可投保，产品 4-限制 45 岁以上至 85 岁以下可以投保。

表20：不同策略期间与缓冲 buffer 具有一定组合关系

策略期间/缓冲 buffer	5%	10%	15%	20%	100%
1 年	√	√	√		√
3 年		√		√	
6 年	√	√		√	

资料来源：保德信金融公司官网、开源证券研究所

表21：积累期策略可跟踪多个指数

可跟踪指数
S&P 500
iShares Russell® 2000 ETF
Invesco QQQ ETF
MSCI EAFE

资料来源：保德信金融公司官网、开源证券研究所

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

Point-to-Point with Cap Rate Index Strategy						
1-Year	10% and 15% Buffer				100% Buffer	
	S&P 500®	iShares® Russell 2000 ETF	Invesco QQQ ETF	MSCI EAFE	S&P 500®	
3-Year	10% Buffer			20% Buffer		
	S&P 500®	iShares® Russell 2000 ETF	MSCI EAFE	S&P 500®	iShares® Russell 2000 ETF	MSCI EAFE
6-Year	20% Buffer					
	S&P 500®	iShares® Russell 2000 ETF	MSCI EAFE			
Step Rate Plus Index Strategy (no Cap Rate)						
1-Year	5% Buffer		10% Buffer			
	S&P 500®	MSCI EAFE	S&P 500®			
Tiered Participation Rate Index Strategy (no Cap Rate)						
6-Year	5% Buffer			10% Buffer		
	S&P 500®	iShares® Russell 2000 ETF	MSCI EAFE	S&P 500®	MSCI EAFE	

资料来源：保德信金融公司官网

保德信金融保守产品采取上限、参与度及固定收益投资策略，并能完全保障客户本金安全。产品 2、6、7 采用相对保守的投资策略，客户可自行选择分配比例，3 种策略主要为：(1) Cap Rate 策略：收益率=Min(指数收益率, cap rate); (2) Participation Rate 策略：收益率=指数收益*参与比例; (3) 固定收益; 同时，缓冲策略方面，产品 2、6、7 可完成保障客户本金安全; 产品 2、6、7 均为固定指数年金 (Fixed Indexed Annuity)，区别在于 (1) 投资期限可选范围; (2) 产品 6 (Sure Path Income 版) 产品的年金给付由账户价值计算基数调整为收入计算基数 (Income Benefit Base)，IBB 由最初账户价值+账户赠额+每年结算收益增值而来。

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

产品 2	投资策略 (指数收益 $\geq 0\%$)	缓冲策略 (指数收益 $< 0\%$)	投资期限	赎回费
Cap Rate	设定 cap rate, 收益率=Min(指数收益, Cap rate)	本金 100%保有	1、3、5 年	5、7 年 (可选) 以上赎回无赎回费
Participation Rate	设定参与比例, 收益率=指数收益*参与比例	本金 100%保有	1、3、5 年	5、7 年 (可选) 以上赎回无赎回费
Fixed Rate	固定收益率	本金 100%保有	1 年	5、7 年 (可选) 以上赎回无赎回费

资料来源：保德信金融公司官网、开源证券研究所

表23：可跟踪指数与产品 4 有一定差异

可投指数
S&P 500
MSCI EAFE
Dow Jones® U.S. Real Estate Index
Bloomberg CommodityIndexSM

资料来源：保德信金融公司官网、开源证券研究所

保德信金融同时提供安全固定收益及高风险投资型产品。产品 3、8 均为高风险投资链接型产品，投资组合可选相对较多，且无缓冲策略。区别在于，产品 8-MyRock 顾问系列产品可以提供 IB (Income Base)，即使在开始领取后，仍通过 IB 与指数的联动(此时 IB 为虚值)调整领取金额；固定收益类产品主打随时领取以及安全保本，主要面向风险偏好较低的客户。

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

产品	投资策略	缓冲策略
3-精英投资“变额年金”	超过 44 种投资组合可选，与 FOF 类似	无
5-固定年金附加每日收入	固定收益，日计息，可选 Income Now 与 Income Later，随时可以开始领取	保本
8-MyRock 顾问“变额年金”	超过 44 种投资组合可选，与 FOF 类似	无

资料来源：保德信金融公司官网、开源证券研究所

4、投资建议

4.1、国内推演及展望

积极因素延续，2024 年开门红有望保持高增。短期看，居民预防性储蓄需求仍将保持高位、投资储蓄类竞品表现仍将拖累销量，储蓄型保险产品仍将成为承接居民资产配置的主要选项之一；同时，开门红启动时间提前，代理人队伍已有 2 个月时间适应产品、提升销售能力，对于掌握话术及营销技巧时间充足。开门红业务受到监管规范后有望给予客户需求进一步恢复空间，节奏后置预计对 2024Q1 NBV 同比压制影响相对较小。银保渠道受“报行合一”影响，渠道费率有望下降，银行或以量补价进一步带动银保价值增速。因此，我们预计 2024 年开门红仍能迎来 15-20% 同比增长。

表25：我们预计上市险企 2024 年开门红仍能保持较好增速

NBV (百万元)		2024Q1 E
中国人寿		17,768
中国平安		15,834
中国太保		4,588
YOY		2024Q1 E
中国人寿		19.6%
中国平安		15.6%
中国太保		15.5%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

中期维度看，税优及产品创新发力可能较低，重点关注“保险+”服务体系完善。中期维度看：（1）税优维度：我们预计税收优惠政策改善空间较大，但进程或相对缓慢（共同富裕限制个人养老金税优上限、储蓄型产品税优政策与个人养老金冲突-个人税收递延型、税优健康险扩大险种但未提升上限）；（2）产品创新：国内专属商业形态与海外“变额年金”类似，但投资策略相对较少且不透明，创新主要限制因素为防风险（避免出现 2002 年与 2008 年投连险风波事件）；（3）“保险”+服务体系不断完善：养老+医疗方面服务不断推动低频的保险给付向高频、有温度的服务升级。

表26：我国专属商业养老保险形态与美国“变额年金”类似

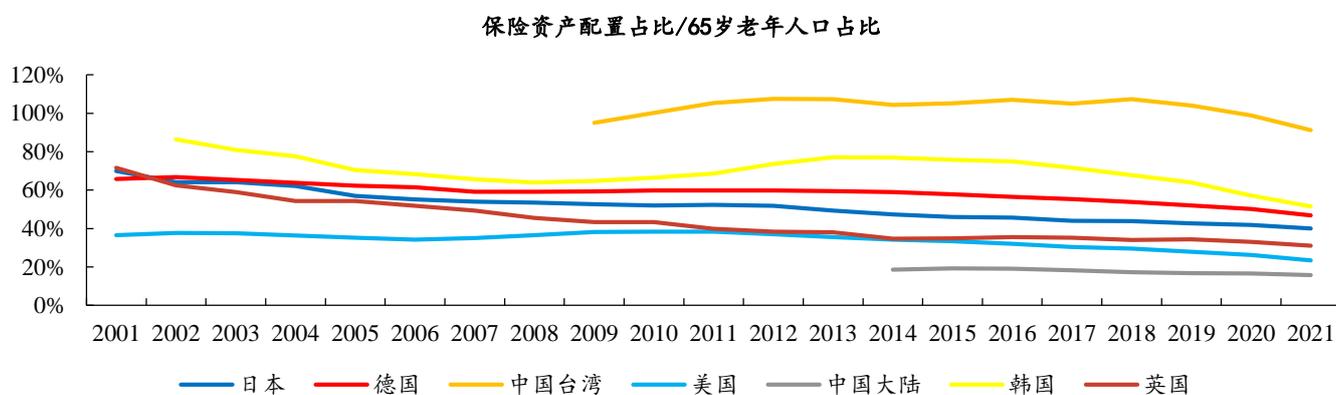
试点公司	产品名称	A 款 保证利率	B 款 保证利率	初始费用	其他费用	养老年金开 始领取日	养老年金贵 任领取方式	年金转换表 锁定方式	开始领取后账户 处理方式
人保寿险	福寿年年	稳健型 3%	进取型 0.5%	不超过 3%	-	最早为 60 周 岁生日	终身、10、 15、20、25 年（月领、 年领）	领取时	注销
中国人寿	鑫享宝	2%	0%	不超过 5%	-	60-100 周岁	终身、10、 15、20 年（月 领、年领）	领取时	注销
太平人寿	岁岁金生	2%	0%	不超过 2%	-	60 周岁（含） 后	终身、10、 20 年（月领、 年领）	领取时	注销
太保人寿	易生福	稳健 A、B 账户为 2%	进取 A、B 账户为 0.5%	稳健 A、进取 A 不高于 2%，稳健 B、 进取 B 不高 于 5%	保单服务 费：稳健 A、 进取 A 每年 不超过 0.5%，在投 资收益中扣 除，结算利 率为扣费后	60-80 周岁	终身、10、 15、20、25 年（月领、 年领）	投保时/领取 时	转换（注销）
泰康人寿	臻享百岁	稳健型 2.85%	进取型 0.5%	不超过 3%	组合转换超 免费限额后 的部分 3%	不早于 60 周 岁	终身、10、 15、20、30 年（月领、 年领）	领取时	注销
新华人寿	卓越优选	稳健回报	积极进取	不超过 3%	-	60-80 周岁	终身、保证	领取时	注销

试点公司	产品名称	A款 保证利率	B款 保证利率	初始费用	其他费用	养老年金开 始领取日	养老年金责 任领取方式	年金转换表 锁定方式	开始领取后账户 处理方式
		型 2.5%	型 1%				20 年终身、 10、15、20 年（月领、 年领）		

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

保险资产占比与老年人口比例比值相对稳定。从 7 个样本地区数据看，我们发现保险资产占比居民财富比例与 65 岁及以上老年人口占比比值相对稳定，且中国大陆比值显著低于样本地区，中国台湾、韩国、德国相对较高主因其地区对保险产品给予一定税收优惠政策。

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



数据来源：OECD、开源证券研究所

中长期维度看，我国保险行业储蓄型产品或带动未来十年（至 2032 年）NBV CAGR 达到 12%。我们通过“寿险公司资产总额-总负债-保险业务相关负债”推算居民保险资产规模，并用“保险资产占比与老年人口占比比值-老龄人口占比预测-保险资产规模”测算未来保险资产（相应负债）规模，用“保险业务相关负债增量-寿险保费收入-新单保费收入”测算行业新单保费情况。若保持中性假设（保险资产/老龄人口温和上升至目标值 20.5%），未来十年新单保费 CAGR 有望达到 12%，2027-2028 年将迎来老龄化带来的保险资产快速提升，考虑到险企产品负债成本降低，新单价值增速有望高于 12%。

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%

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	
保险公司:资产总额(万亿元)	8.25	9.93	12.44	13.21	14.61	16.96	19.08	21.39	23.17																
保险公司负债总额	7.42	8.94	11.19	11.89	13.15	15.26	17.98	19.25	21.04																
保险公司负债总额中规模居民部分权益(保险合同负债)	6.24	7.51	9.40	9.99	11.04	12.82	15.10	16.17	17.67																
权益账户价值+客户资金及投资款																									
数据来源:金管局	82,487	99,325	124,370	132,144	146,087	169,575	199,790	213,895	233,745																
中国大陆居民总资产(万亿元)	341	380	461	509	561	612	655	697	726	765	801	841	883	927	973	1,022	1,073	1,127	1,183	1,242	1,304	1,370	1,448	1,527	
YOY		13%	19%	10%	10%	9%	7%	6%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
中国大陆居民持有保险准备金规模(万亿元)	6.2	7.5	9.4	10.0	11.0	12.8	15.1	16.2	17.7	20	21	23	26	29	32	36	41	46	51	56	61	67	77	180	
YOY		20%	25%	6%	11%	16%	18%	7%	9%	11%	10%	9%	9%	11%	13%	12%	12%	12%	12%	10%	9%	9%	7%	6%	
中国大陆保险资金/居民资产占比	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%	2.3%	2.3%	2.4%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.8%	4.1%	4.3%	4.5%	4.7%	4.9%	5.6%	6.3%		
居民保险配置与老年人口占比匹配度	18.1%	18.5%	18.9%	17.2%	16.5%	16.6%	17.1%	16.3%	16.3%	16.9%	17.4%	17.8%	18.3%	18.5%	18.7%	19.1%	19.5%	20.0%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	
65岁老年人口占比	10.1%	10.5%	10.8%	11.4%	11.9%	12.6%	13.5%	14.2%	14.9%	15.2%	15.4%	15.7%	15.9%	16.6%	17.7%	18.6%	19.4%	20.3%	21.0%	22.0%	22.9%	23.8%	27.2%	30.8%	
新增保险准备金规模(万亿元)		1.27	1.89	0.59	1.05	1.78	2.28	1.07	1.50	1.87	1.94	1.98	2.20	2.86	3.69	4.01	4.43	5.03	5.27	5.05	5.17	5.69	6.23	10.83	
YOY																									
保费收入(万亿元)						2.28	2.40	2.36	2.49	2.67	2.78	2.83	3.14	4.08	5.28	5.73	6.33	7.19	7.53	7.21	7.39	8.13	8.91	15.47	
YOY																									
提取责任准备金占保费收入比重						78%	5%	-2%	5%	7%	4%	2%	11%	30%	29%	8%	11%	14%	5%	-4%	3%	10%	-1%	8%	
YOY																									
新单保费收入(万亿元)						0.65	0.69	0.65	0.70	0.80	0.83	0.85	0.94	1.23	1.58	1.72	1.90	2.16	2.26	2.16	2.22	2.44	2.67	4.64	
YOY																									
新单保费占比		38%	44%	44%	40%	31%	29%	29%	28%	28%	30%	4%	2%	11%	30%	29%	8%	11%	14%	5%	-4%	3%	10%	-1%	8%
CAGR																				12%			10%	8%	7%

数据来源：国家金监局、OECD、各公司公告、Wind、开源证券研究所

4.2、投资建议

回顾历史，居民对于储蓄型保险产品的需求始终存在，在我国寿险行业发展的不同阶段以投连险、万能险以及年金或两全险等不同产品的热销形式展现。观察海外，寿险公司在应对长期利差损风险以及满足客户需求时，通过产品创新以降低利差损风险、提升客户预期并满足客户需求。主要产品形态为“变额年金”，通过积累期不同的投资和缓冲策略以实现投资储蓄以及保障功能。

目前，我国已有专属商业养老保险产品，产品形态与美国“变额年金类似”，产品创新不断推进。同时，寿险行业负债端供需两侧积极因素不断积累，供给端：险企主动调整+渠道转型升级+“保险+”服务升级完善，需求侧：老龄化趋势+预防性储蓄需求提升+竞品波动。政策方面，监管推进报行合一、支持行业降低负债成本并且给予产品销售端一定税收优惠。多重因素指向寿险行业储蓄型产品长期发展潜力，具体规模看，参考保险资产配置占比与老年人口比值模型，我们预计在中性假设下，未来10年（至2032年）寿险行业新单保费 CAGR 有望达到 12%，带动行业健康平稳发展。

短期看，预计开门红后移对 2024Q1 影响相对较小，资产端仍是板块估值提升重要因素。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，利于保护消费者权益以及行业健康长远发展，我们预计业务时点后对险企业务总量影响相对较小，2024Q1 仍然有望实现较好 NBV 同比增长。当前宏观经济不断复苏，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部分权益持仓及整体权益弹性，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。

表 27：受益标的估值表-保险

当前股价及评级表			EVPS			PEV			BVPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2024/1/2	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2022A	2023E	
601628.SH	中国人寿	27.99	43.54	47.74	52.11	0.64	0.59	0.54	15.43	16.07	1.81	1.74	买入
601318.SH	中国平安	39.47	77.89	85.82	94.55	0.51	0.46	0.42	46.97	53.84	0.84	0.73	买入
601601.SH	中国太保	23.82	54.01	59.14	64.96	0.44	0.40	0.37	23.75	24.69	1.00	0.96	买入
601336.SH	新华保险	31.20	81.93	85.90	87.86	0.38	0.36	0.36	32.99	31.93	0.95	0.98	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：新华保险数据来自于 Wind 一致预期。

5、风险提示

保险需求复苏不及预期；长端利率超预期下行。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn