保险产品在居民资产配置中的重要性有望持续凸显

预定利率下调后储蓄险销售前景深度分析

随着 3.5%预定利率的人身险产品全面退出，目前市场最大关注点和分歧就在于预定利率下调后的储蓄险是否还能卖得动，我们在回顾历史、立足当前、放眼未来进行深入分析后，相信储蓄险销售前景依旧可期，居民资产配置逐步进入“大保险时代”值得期待！

- **寿险预定利率已实质性告别 3.5%时代。**近年来在居民风险偏好显著降低、竞品收益率波动加剧、保障型险种需求疲软的背景下，增额终身寿凭借长期稳定的收益锁定优势、相对较高的新业务价值率和佣金率较好满足了客户、险企、代理人及银行渠道等多方需求，已成为名副其实的行业爆款产品。2022 年主要寿险公司保费排名前五的产品中，终身寿险首次超越两全险成为规模最大的险类，保费同比增长 61.7%达 3885 亿，其中 3603 亿是来自增额终身寿的贡献。但长端利率下行背景下险企可能面临的长期潜在利差损风险也引发监管高度重视，今年 3 月以来市场持续关注寿险预定利率下调情况，7 月末各保险公司 3.5%预定利率的增额终身寿等已陆续下架，预定利率 3.0%的增额终身寿和 2.5%的分红型增额终身寿等先后上市接档销售。围绕预定利率下调后的储蓄险今后是否还能卖得动这一市场最大关注点，我们从历史预定利率下调影响、当前竞品收益率对比和未来挪储空间测算三个维度，进行了全方位分析。
- **看历史：复盘最近一次调整，2019 年 8 月年金险预定利率上限从 4.025%下调至 3.5%之际，代理人炒作产品停售为当年带来千亿超额保费，随后储蓄险销售仍维持相对高景气度。**寿险预定利率通俗理解就是险企提供给客户的回报率，主要参考银行存款利率和预期投资收益率来设置，过往经历了 1999 年、2013 年和 2019 年等数次调整且整体处于下行区间。回顾 2019 年原银保监会全面叫停 4.025%预定利率的年金险销售之际，部分险企抓住最后时机炒作停售，当年行业储蓄险保费收入即达到 11694 亿，较上年超额增长 1234 亿。随后 2020 至 2022 年储蓄险销售仍维持相对高景气度，保费规模均稳定在万亿以上。但值得注意的是，随着各类普通型人身险预定利率都统一回归到 3.5%时，年金险的相对竞争优势不如此前突出，而现金价值增长速度快、能兼顾养老和资产传承功能的增额终身寿则顺势崛起，接棒成为行业的主力产品，凸显了保险公司积极适应环境变化、以多样化产品满足客户不同需求的重要能力。
- **看当前：预定利率下调至 3.0%及以下的储蓄险仍具突出吸引力。**我们比较了部分险企预定利率调整后的新老产品可见，预定利率 3.0%和 3.5%的增额终身寿在 30 年后的现金价值相差约 10%，而预定利率 2.5%、演示利率 4.0%的分红型增额终身寿在保单年度前 50 年的收益表现甚至要优于 3.5%的增额终身寿。而如果对比满足客户确定收益需求的其他储蓄类竞品：（1）银行存款利率加速下调，2023 年 6 月六大行 3/5 年定存利率已下调至 2.45%、2.50%，且未来仍有可能继续下行；（2）银行大额存单虽然目前收益率约为 3.0%左右还具有可转让功能，但门槛和购买难度与日俱增，预计将长期处于“一单难求”的局面；（3）银行理财产品在资管新规后打破刚兑实现了全面净值化转型，但波动却较大，2022 年 3-4 月和 11-12 月的两次“破净潮”，银行理财公司存

推荐（维持）

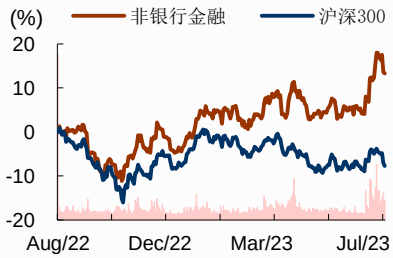
总量研究/非银行金融

行业规模

		占比%
股票家数（只）	86	1.7
总市值（十亿元）	5173.9	6.3
流通市值（十亿元）	4730.3	6.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	7.1	8.0	13.0
相对表现	8.2	15.0	21.0



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《资本市场改革发展系列点评—沪深交易所推出投资交易端多项举措有望活跃资本市场》2023-08-11

2、《证券行业最新观点—资本市场改革周期提前启动，重视券商周期反转投资机会》2023-07-31

3、《非银金融 23Q2 重仓持股分析及板块最新观点—寿险高景气、券商基本面向好 VS 公募持仓持续低配》2023-07-25

郑积沙 S1090516020001
zhengjisha@cmschina.com.cn
张晓彤 研究助理
zhangxiaotong2@cmschina.com.cn

续公募产品破净比例分别达到了 13%和 21%。此外，近期部分公司信托产品逾期兑付的现象也使得投资者愈发关注资金和收益的安全稳定性。相比之下，即使预定利率下调至 3.0%的增额终身寿，仍具有相对较高的收益率水平和较低的购买门槛，并且能够提供抵御长寿风险的超长期现金流；分红型产品更能在保证收益的基础上，满足客户享受向上收益弹性的需求，未来有望成为财富管理市场上主流的类固收产品。

- **看未来：居民资产配置转移或为储蓄险增长打开新空间。**长期以来我国居民资产配置过度依赖不动产，理财配置偏好相对保守且主要集中在存款类产品。随着居民尤其是高净值人群的资产面临再配置且风险偏好进一步降低，稳健理财诉求日益凸显，未来居民资产配置有望从实物资产向金融资产转变，储蓄需求有望从银行存款和理财向储蓄险迁徙，事实上今年以来增额终身寿的火爆销售局面已经拉开了居民资产配置转移的序幕。根据我们的测算，随着财富迁徙的影响逐步显现，假设未来 5 年储蓄类投资产品整体保持过去十年 15%左右的年复合增速，储蓄险占比较当前的 0.6%回归至 1%左右的近十年平均水平，2023 年末我国储蓄险规模有望超 1.5 万亿，乐观情况下至 2027 年有望突破 3 万亿，居民资产配置逐步进入“大保险时代”值得期待。
- **投资建议：**储蓄险需求集中释放后，短期销售冷却恐难以避免，但 Q3 NBV 表现在 7 月支撑下或将好于市场此前预期，同时考虑到保险公司一贯以来的经营节奏导致下半年尤其是 Q4 业绩占比较低，即使后续数据有所回落对全年业绩的扰动影响也相对较小。中长期来看，供需两旺下储蓄险销售前景依旧乐观，健康险有望触底回升，渠道企稳甚至扩张有望和业绩增长形成正向反馈，共同助推行业中长期趋势性复苏。资产端 7 月政治局会议政策态度超预期，股、债、房三大表述分别针对性利好，资负共振有望对板块估值构成强力支撑。当前保险板块估值和持仓均处低位，建议继续关注中国太平、中国平安、新华保险、中国太保、中国人寿。
- **风险提示：产品吸引力下降；经济增长乏力；寿险业转型持续低于预期；监管收紧；股市低迷；利率下行。**

正文目录

一、寿险预定利率已实质性告别 3.5%时代.....5

二、新预定利率下的寿险产品销售前景如何.....8

1、看历史：2019 年年金险预定利率上限从 4.025%下调至 3.5%，储蓄险销售仍相对景气9

2、看当前：预定利率下调至 3.0%及以下的储蓄险仍具突出吸引力.....10

3、看未来：居民资产配置转移或为储蓄险增长打开新空间 13

三、投资建议及风险提示 15

1、投资建议 15

2、风险提示 17

图表目录

图 1：2022 年行业 74 家寿险公司终身寿险保费达 3885 亿 5

图 2：10 年期国债到期收益率和 750 日平均曲线下行.....6

图 3：2022 年寿险业投资收益率创下 2013 年来新低.....6

图 4：上市险企净投资收益率下滑.....6

图 5：上市险企总投资收益率下滑.....6

图 6：过往寿险产品预定利率和一年期定存基准利率高度线性相关.....9

图 7：2011-2022 年寿险公司前五大产品保费数据变化（亿元）.....10

图 8：寿险产品预定利率仍然高于主要竞品收益率 12

图 9：2022 年 3-4 月和 11-12 月银行理财破净率出现两次高峰 12

图 10：我国城镇居民家庭资产以实物资产中的住房为主.....14

图 11：我国居民金融资产占比远低于美、日等国.....14

图 12：储蓄险发展较银行存款和理财存在较大差距（万亿）.....14

图 13：高净值人群稳健理财诉求日益凸显.....15

图 14：高净值人群资产配置最大痛点是不想承担太高风险 15

图 15：2023 年上市险企 NBV 有望保持两位数增长.....16

图 16：近 5 年平安 Q4 NBV 在全年的平均占比仅 15%左右 16

表 1：2021 年人身险公司银保业务年度销量前十位产品 5

表 2：2022 年至今监管多次发文规范增额终身寿险的设计和销售行为 6

表 3：2023 年相关媒体持续报道寿险预定利率下调进度情况.....7
表 4：太保长相伴精英版 2.0 终身寿险介绍.....8
表 5：国寿臻爱传家终身寿险介绍.....8
表 6：新华荣耀鑫享终身寿险介绍.....8
表 7：平安盛世金越尊享版 23 终身寿险（分红型）介绍.....8
表 8：太保长相伴精英版（预定利率 3.5%）vs 长相伴精英版 2.0（预定利率 3.0%）11
表 9：平安盛世金越尊享版（预定利率 3.5%）vs 盛世金越尊享版 23（分红型）（预定利率 2.5%）11
表 10：六大行大额存单收益率不足 3.0%且购买门槛高.....12
表 11：7 月已披露数据的 24 家险企 650 余款产品中，87%的分红险红利实现率≥100%13
表 12：各上市公司主要产品红利实现率均维持较高水平.....13
表 13：五年内储蓄险保费规模有望突破 3 万亿.....15

一、寿险预定利率已实质性告别 3.5%时代

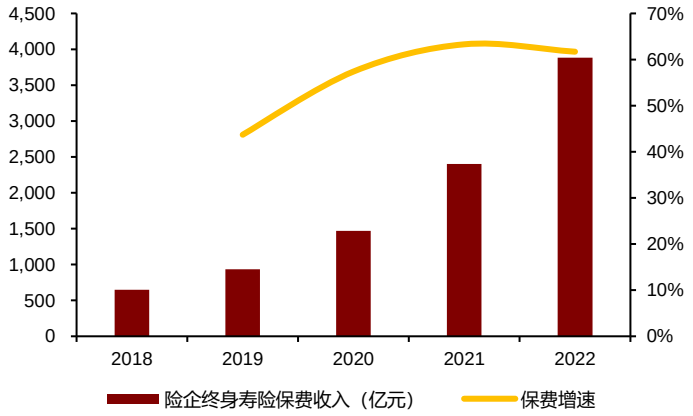
近年来在居民风险偏好显著降低、竞品收益率波动加剧、保障型险种需求疲软的背景下，储蓄险逐渐成为险企保费和价值贡献的重要来源。尤其增额终身寿险作为一个兼具保障功能的“储蓄账户”，凭借长期、稳定的收益锁定优势和突出的产品力持续受到热捧，根据中国保险行业协会发布的《2021 年银行代理渠道业务发展报告》，2021 年银保市场期交产品年度销量前十中的七席均是增额终身寿险，占据了绝对的主流地位。2022 年行业 74 家主要寿险公司保费排名前五的产品中，终身寿险首次超越两全险成为规模最大的险类，保费同比增长 61.7%达 3885 亿，其中 3603 亿是来自增额终身寿险的贡献，且近半数险企的产品销售冠军均为增额终身寿险。由此可见，同时具有相对较高的投资收益率、新业务价值率和佣金率的增额终身寿险能够较好满足客户、险企、代理人及银行渠道等多方需求，已成为名副其实的行业爆款产品。

表 1：2021 年人身险公司银保业务年度销量前十位产品

期交产品名称	所属公司	是否为增额终身寿
年年好邮保一生 A 款终身寿险	中邮人寿	√
南山松（鑫享版）终身寿险	华夏人寿	√
久安 21 终身寿险	大家人寿	√
鑫禧宝年金保险（尊享版）	中国人寿	×
臻鑫倍致终身寿险	阳光人寿	√
传家福终身寿险（尊享版）	国华人寿	√
挚爱人生终身寿险	百年人寿	√
喜盈门（升级版）年金保险	华夏人寿	×
乐盈一生终身寿险	中国人寿	√
岁岁红两全保险	恒大人寿	×

资料来源：中国保险行业协会、招商证券

图 1：2022 年行业 74 家寿险公司终身寿险保费达 3885 亿



资料来源：13 精资讯、招商证券

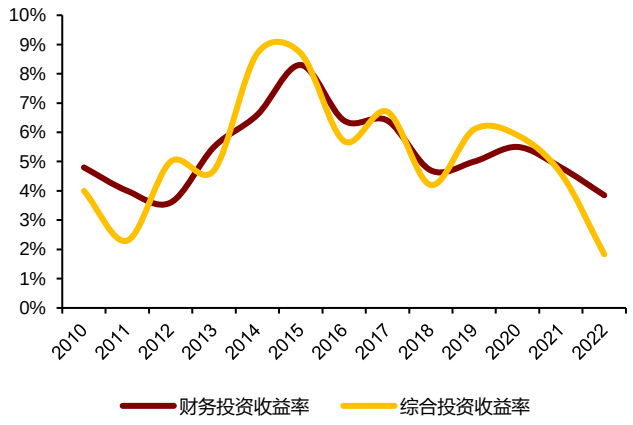
但增额终身寿险带来客户收益确定性和长期性的对立面，是长端利率下行背景下险企可能面临的长期潜在利差损风险。由于增额终身寿险在产品设计时“重储蓄、轻保障”，因此现金价值是其被当作储蓄型产品销售时最主要的保险利益，而且具有刚性兑付的特点，这也要求保险公司资产投资收益率必须高于保单承诺收益率（考虑费用、退保等因素后更高）才能不出现亏损。但最近三年伴随着经济、利率和投资环境的变化，寿险产品定价主要参照的 10 年期国债收益率和实际投资收益率等指标走低，十债 750 日移动平均曲线已下降至 3%以下，2022 年人身险公司的财务投资收益率和综合投资收益率则分别为 3.85%、1.83%，创下 2013 年来新低。从上市公司表现来看，2018-2022 年国寿、平安、太保、新华的净投资收益率分别下降 0.6pt、0.5pt、0.6pt、0.5pt 至 4.0%、4.7%、4.3%、4.6%，总投资收益率近五年平均值则分别为 4.5%、4.7%、5.2%、5.0%，亦出现较为明显的下滑。在未来利率下行情况下，如果较高刚性负债成本的增额终身寿险持续热销，保险公司特别是部分热衷于打价格战的中小险企资产端将进一步承压，最终可能面临难以承担的利差损风险。

图 2：10 年期国债到期收益率和 750 日平均曲线下行



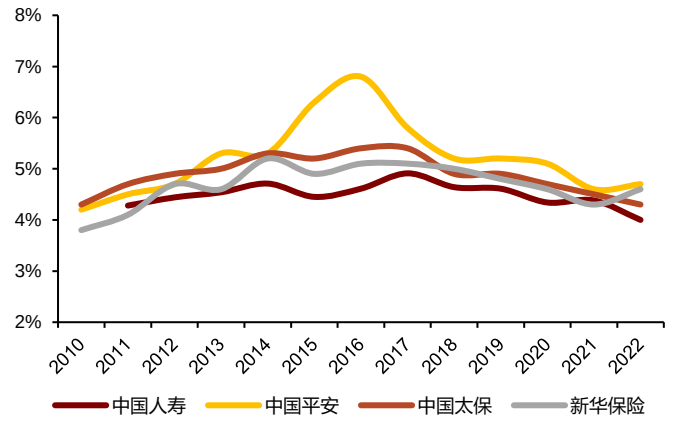
资料来源：Wind、招商证券

图 3：2022 年寿险业投资收益率创下 2013 年来新低



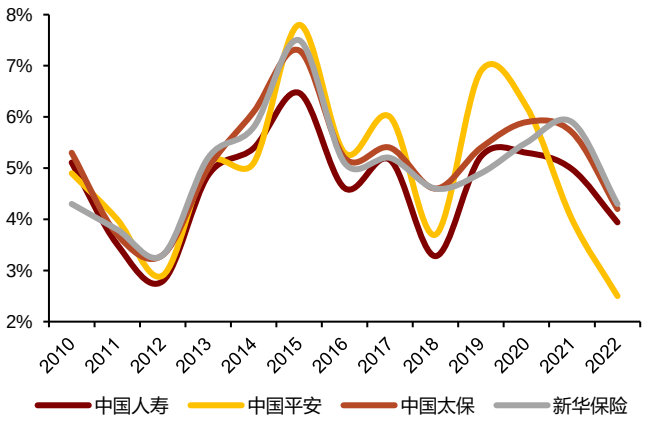
资料来源：国家金融监督管理总局、招商证券

图 4：上市险企净投资收益率下滑



资料来源：公司公告、招商证券

图 5：上市险企总投资收益率下滑



资料来源：公司公告、招商证券

对此，监管高度重视行业中长期经营风险，多次发文通报、规范险企销售行为。自 2022 年以来，监管频繁在人身保险产品问题通报、人身保险产品负面清单等文件中点名增额终身寿险的产品设计和销售乱象，2022 年 11 月原银保监会发布《人身险部关于近期人身保险产品问题的通报》，明确要求停售①增额比例超过产品定价利率、②利润测试的投资收益假设超过公司近 5 年平均投资收益率水平、③产品定价的附加费用率假设明显低于实际销售费用的增额终身寿险；2023 年 1 月原银保监会《人身保险产品“负面清单”（2023 版）》中新增“增额终身寿险的利润测试投资收益假设与公司实际经营情况存在较大偏差”、“增额终身寿险的定价附加费用率假设较公司实际销售费用显著偏低”等条款，对全行业起到了高度警示作用。

表 2：2022 年至今监管多次发文规范增额终身寿险的设计和销售行为

时间	发文内容
2022 年 1 月	原银保监会在《关于近期人身保险产品问题的通报》中提到，部分人寿公司报送的终身寿险现金价值计算使用的利率不一致；部分人寿公司报送的增额终身寿险增额利率超过 3.5%，易与产品预定利率混淆，存在噱头营销风险。

2022 年 2 月	原银保监会向各保险公司下发《人身保险产品“负面清单”（2022 版）》，其中，新增内容主要在产品责任设计方面，包括增额终身寿险的保额递增比例超过预定利率，存在严重误导隐患;增额终身寿险的减保比例设计不合理，加保设计存在变相突破预定利率风险。
2022 年 9 月	中国精算师协会发布风险提示，目前，有的保险营销员在销售增额终身寿险产品过程中涉嫌误导性宣传比如“增额终身寿险复利 3.5%”，请消费者予以警惕。
2022 年 11 月	原银保监会下发关于近期人身保险产品问题的通报，要求各公司立即开展增额终身寿险产品专项风险排查工作，排查重点包括但不限于：增额比例超过产品定价利率、利润测试的投资收益假设超过公司近 5 年平均投资收益率水平、产品定价的附加费用率假设明显低于实际销售费用等，发现问题应立即停售。
2023 年 1 月	原银保监会人身险部向人身险公司发布人身保险产品“负面清单”（2023 版），新增“增额终身寿险的减保规则不明确”、“增额终身寿险的定价附加费用率假设较公司实际销售费用显著偏低”、“增额终身寿险的利润测试投资收益假设与公司实际经营情况存在较大偏差”等条款。

资料来源：国家金融监督管理总局、中国精算师协会、招商证券

今年 3 月以来，市场持续关注寿险预定利率下调情况，7 月末各保险公司 3.5%预定利率的增额终身寿等产品已陆续下架。据财联社等相关媒体报道，今年 3 月中下旬监管就行业负债质量情况、降低责任准备金评估利率对保险公司的影响等展开多次调研；4 月监管部门陆续召集相关险企开会，要求寿险公司调整新开发的普通产品预定利率上限为 3.0%、分红产品保底利率上限为 2.5%、万能产品保证利率上限为 2.0%，以防范潜在利差损风险；6 月起多家公司预定利率 3.5%的增额终身寿险逐步下架。根据每日经济新闻 8 月 3 日的最新报道，监管指导下 8 月 1 日起预定利率大于 3.0%的人身险以及保底利率 2.0%以上的万能险已陆续退出市场，各公司同步推出 3.0%预定利率的增额终身寿险（如太保长相伴精英版 2.0、国寿臻爱传家、新华荣耀鑫享）和 2.5%预定利率的分红型增额终身寿险（如平安盛世金越尊享分红）等新产品进行替代，寿险预定利率已实质性告别 3.5%时代。

表 3：2023 年相关媒体持续报道寿险预定利率下调进度情况

时间	新闻内容
2023 年 3 月	财联社 3 月 25 日报道，监管组织保险行业协会及 23 家人身险公司召开座谈会，摸底调研行业负债成本及资产负债匹配情况，会上基本就下调责任准备金评估利率达成共识，可能的调整方案是先从 3.5%降到 3.0%之后再动态调整。
2023 年 4 月	财联社 4 月 20 日报道，监管对各险企进行窗口指导，要求新开发产品的预定利率从 3.5%降至 3.0%。
2023 年 4 月	每日经济新闻 4 月 21 日报道，监管约谈多家公司的总精算师，明确将从严审核新开发产品，明确普通产品预定利率上限为 3.0%、分红产品保底利率上限为 2.5%、万能产品保证利率上限为 2.0%。
2023 年 6 月	财联社 6 月 21 日报道，从多家银行了解到，近期已有多款预定利率为 3.5%的人身保险产品被限额或下架。各险企已经在储备预定利率 3%的保险产品。
2023 年 7 月	财联社 7 月 13 日报道，继银行存款“降息潮”之后，保险业也迎来“降息潮”，人身险业正处于新老产品替换期。自 6 月以来，多家人身险公司旗下预定利率 3.5%的增额终身寿险产品下架，预定利率 3.0%的产品已经面市。

2023 年 8 月	每日经济新闻 8 月 3 日报道，8 月 1 日起，依据监管部门的窗口指导意见，预定利率 3.5%的人身险产品全面退出市场。不少保险公司重磅推出了新产品，包括 3.0%预定利率的终身寿险、养老年金和重疾险等保险产品，以确保利率由 3.5%到 3.0%切换期产品不断档。

资料来源：财联社、每日经济新闻、招商证券

表 4：太保长相伴精英版 2.0 终身寿险介绍

太保长相伴精英版 2.0 终身寿险					
投保规则	投保年龄	满 5 天-73 周岁（男）/ 75 周岁（女）			
	缴费年限	趸交/3/5 年			
	保费期间	终身			
	被保险人身故时年龄		赔付次数	赔付比例	间隔期
基础保障	40 周岁及以下		1 次	160%	/
	41-60 周岁		1 次	140%	/
	61 周岁及以上		1 次	120%	/
保险特色	终身递增	有效保险金额每年按照 3.0%确定递增直至终身			
	减保灵活	可通过减保方式获取部分保单现金价值			
	保单贷款	产品可通过保单贷款获取流动资金			
	双被保人	一人意外身故或全残可享保费豁免，保单依然有效			

资料来源：公司数据、招商证券

表 5：国寿臻爱传家终身寿险介绍

国寿臻爱传家终身寿险					
投保规则	投保年龄	0-70 周岁			
	缴费年限	3/10/20 年交/月交			
	保费期间	终身			
	被保险人身故时年龄		赔付次数	赔付比例	间隔期
基础保障	18 周岁及以下		1 次	100%	/
	18-40 周岁		1 次	160%	/
	41-60 周岁		1 次	140%	/
	61 周岁及以上		1 次	120%	/
保险特色	终身递增	有效保险金额每年按照 3.0%确定递增直至终身			
	减保灵活	可通过减保方式获取部分保单现金价值			
	责任转换	转换年金权益+长期护理保险责任转换			
	保费月交	保费缴费可选择月交			

资料来源：公司数据、招商证券

表 6：新华荣耀鑫享终身寿险介绍

新华荣耀鑫享终身寿险					
投保规则	投保年龄	满 28 天-65 周岁			
	缴费年限	趸交/3/5/10/15/20 年			
	保费期间	终身			
	被保险人身故时年龄		赔付次数	赔付比例	间隔期
基础保障	18 周岁及以下		1 次	100%	/
	18-40 周岁		1 次	160%	/
	41-60 周岁		1 次	140%	/
	61 周岁及以上		1 次	120%	/
保险特色	终身递增	有效保险金额每年按照 3.0%确定递增直至终身			
	减保灵活	可通过减保方式获取部分保单现金价值			
	保单贷款	产品可通过保单贷款获取流动资金			
	特定呵护	特定公共交通工具意外伤害身故或全残额外给付 1.5 倍基本保险金额			

资料来源：公司数据、招商证券

表 7：平安盛世金越尊享版 23 终身寿险（分红型）介绍

平安盛世金越尊享版 23 终身寿险（分红型）					
投保规则	投保年龄	满 28 天-65 周岁			
	缴费年限	趸交/3/5/10/15/20 年			
	保费期间	终身			
	被保险人身故时年龄		赔付次数	赔付比例	间隔期
基础保障	40 周岁及以下		1 次	160%	/
	41-60 周岁		1 次	140%	/
	61 周岁及以上		1 次	120%	/
保险特色	终身递增	有效保险金额每年按照 2.5%确定递增直至终身			
	减保灵活	可通过减保方式获取部分保单现金价值			
	双被保人	一人意外身故或全残可享保费豁免，保单依然有效			
	享受分红	保险公司每年根据分红保险业务实际经营状况分配红利			

资料来源：公司数据、招商证券

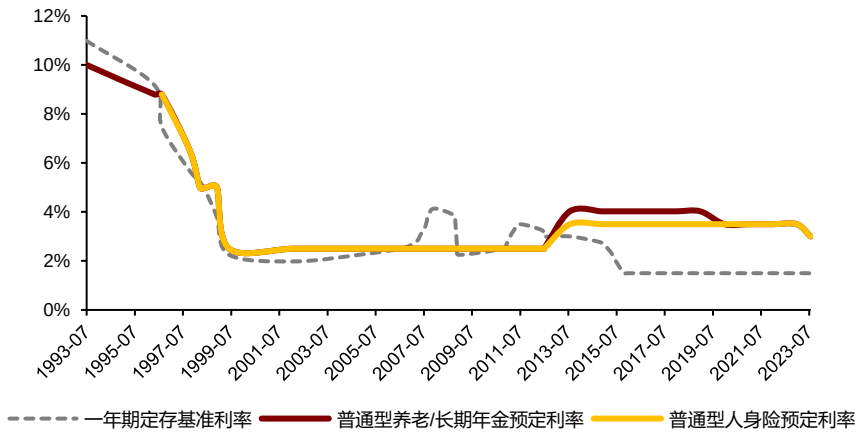
二、新预定利率下的寿险产品销售前景如何

随着 3.0%及以下预定利率的寿险产品陆续上市，目前市场最大关注点和分歧就在于储蓄险今后是否还能卖得动，因此下文我们将从历史预定利率下调影响、当前竞品收益率对比和未来挪储空间测算三个维度，进行全方位分析。

1、看历史：2019 年年金险预定利率上限从 4.025%下调至 3.5%，储蓄险销售仍相对景气

回顾过往，我国寿险预定利率整体处于下行区间。寿险预定利率的实质是保险机构因使用了客户的资金而承诺以年复利的方式赋予客户的回报，通俗来讲就是险企提供给客户的回报率，主要参考银行存款利率和预期投资收益率来设置。复盘历史，我国寿险预定利率先后经历了 1999 年、2013 年和 2019 年等数次调整：（1）1978 年我国恢复寿险业务后，一开始并未对预定利率进行行政干预，彼时一年期银行存款利率约为 10%，大部分寿险公司则根据银行利率和自身发展的需要，厘定保险产品的预定利率在 8.8%左右；（2）1996 年起央行连续降息，至 1999 年一年期定存基准利率已降为 2.25%，而当时保险公司的大部分资金都投放于银行存款，利率的急剧下降不仅严重限制了投资收益，而且可能产生巨额利差损，6 月原保监会紧急下发通知，将寿险保单的预定利率调整为不超过年复利 2.5%，此后分红、万能、投连险等新型寿险被引入市场并经历持续高增长；（3）至 2013 年银行一年期定存利率已达到 3.0%，在保险产品收益显著低于市场平均水平的背景下，8 月原保监会宣布将普通型人身险保单的法定评估利率上调至 3.5%，同时普通型养老年金或 10 年以上的普通型长期年金的评估利率可上浮 0.15 倍至 4.025%，万能险等中短存续期保费激增；（4）2019 年由于利率中枢下行，为避免保险公司可能面临的资产负债成本错配风险，8 月底原银保监会发文将 2013 年 8 月 5 日及以后签发的普通型养老年金或 10 年以上的普通型长期年金的责任准备金评估利率上限调整为年复利 3.5%和预定利率的小者，这一规定沿用直至 2023 年。

图 6：过往寿险产品预定利率和一年期定存基准利率高度线性相关

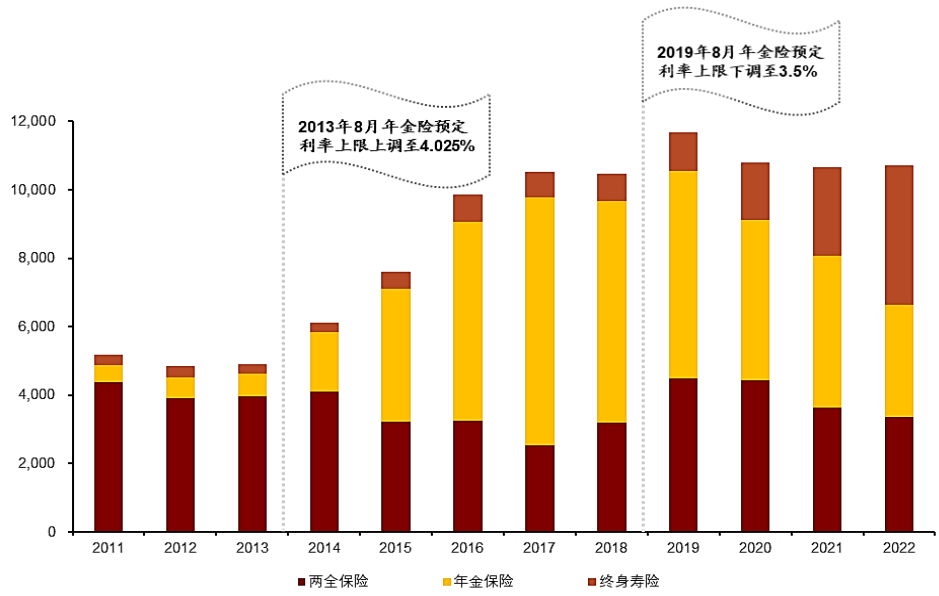


资料来源：国家金融监督管理总局、中国人民银行、招商证券

复盘历史数据可见，最近一次 2019 年 8 月年金险预定利率上限从 4.025%下调至 3.5%之际，代理人炒作产品停售为当年带来千亿超额保费，随后储蓄险销售仍维持相对高景气度。2011-2022 年寿险公司前五大产品保费数据显示，2013 年普通型人身保险费率改革后，4.025%的年金险吸引力显著提升，推动储蓄险保费收入翻倍增长，至 2016 年已接近万亿规模。2017 原保监会发布 134 号文件《中国保监会关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》，明确规定保险公司在产品开发设计时，应切实发挥人身保险产品的保障功能，回归保险本源，防范经营风险，此后以重疾险为主要

代表的健康险进入高速增长时期，储蓄险保费则继续稳定在万亿平台。2019年原银保监会全面叫停4.025%预定利率的年金险销售之际，部分险企抓住最后时机炒作停售，当年储蓄险保费收入即达到11694亿，较上年超额增长1234亿。随后2020至2022年储蓄险销售仍维持相对高景气度，保费规模均稳定在万亿以上。但值得注意的是，随着各类普通型人身险产品预定利率都统一回归到3.5%时，年金险的相对竞争优势不如此前突出，2022年在储蓄险中的保费占比下滑至31%；而现金价值增长速度快、能兼顾养老和资产传承功能的增额终身寿险则顺势崛起，保费占比提升至34%，顺利接棒成为行业的主力产品，凸显了保险公司积极适应环境变化、以多样化产品满足客户不同需求的重要能力。

图7：2011-2022年寿险公司前五大产品保费数据变化（亿元）



资料来源：13精资讯、招商证券

2、看当前：预定利率下调至3.0%及以下的储蓄险仍具突出吸引力

7月起部分险企3.0%预定利率的增额终身寿险和2.5%预定利率的分红型增额终身寿险已陆续上市，产品收益有所波动。我们以中国太保最新上市的长相伴精英版2.0（预定利率3.0%）和此前畅销的长相伴精英版（预定利率3.5%）为例进行对比，可以发现同样是0岁男性以趸交保费100万元的形式进行投保，IRR和现金价值均存在一定差额且会随着投保年限的增长不断放大，保单增值10年后两款产品IRR差值约为0.3%，现金价值差额约3万元；30年后IRR差值则超过0.4%，现金价值差额近30万元，新老产品收益相差约10%。而如果以中国平安最新上市的盛世金越尊享版23终身寿险（分红型）（预定利率2.5%、演示利率4.0%）和此前的盛世金越尊享版终身寿险（预定利率3.5%）进行对比，可以发现同样是40岁男性以年交保费5万元、交费期10年的形式投保，在保单年度20年、30年、40年时新产品表现甚至要略微优于老产品，而到保单年度50年时两款产品的差距几乎可以忽略不计，保单年度60年时新产品IRR与现金价值虽然不如老产品但差额也相对较小，收益相差不到2%。

表 8：太保长相伴精英版（预定利率 3.5%）VS 长相伴精英版 2.0（预定利率 3.0%）

增值时间（年）	长相伴精英版 IRR A	长相伴精英版 2.0 IRR B	IRR 差值 A-B	长相伴精英版现金价值 C	长相伴精英版 2.0 现金价值 D	现金价值差额 C-D
10	2.43%	2.13%	**0.29%**	1,241,100	1,209,400	**31,700**
20	2.99%	2.59%	**0.40%**	1,750,700	1,625,300	**125,400**
30	3.17%	2.73%	**0.44%**	2,469,500	2,184,200	**285,300**
40	3.25%	2.80%	**0.45%**	3,483,500	2,935,400	**548,100**
60	3.34%	2.87%	**0.47%**	6,931,400	5,301,600	**1,629,800**

注：以 0 岁男性、趸交保费 100 万元为例，资料来源：公司数据、招商证券

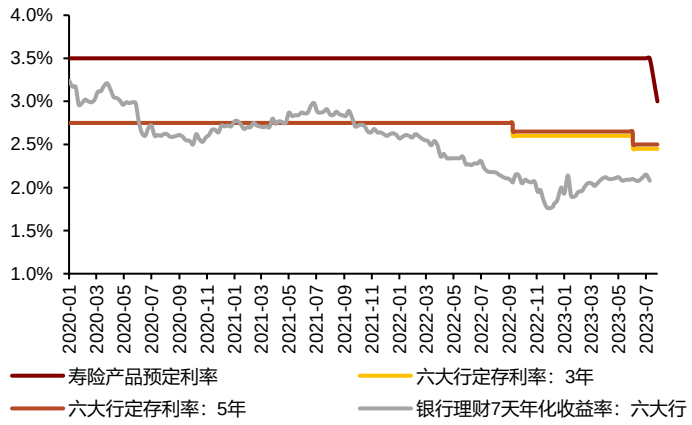
表 9：平安盛世金越尊享版（预定利率 3.5%）VS 盛世金越尊享版 23（分红型）（预定利率 2.5%）

保单年度（年）	平安盛世金越（尊享版）IRR A	平安盛世金越（尊享版 23 分红型）IRR B	IRR 差值 A-B	平安盛世金越（尊享版）现金价值 C	平安盛世金越（尊享版 23 分红型）现金价值 D	现金价值差额 C-D
20	2.78%	2.78%	**-0.01%**	745,998	746,751	**-753**
30	3.07%	3.11%	**-0.04%**	1,052,287	1,062,887	**-10,600**
40	3.19%	3.22%	**-0.03%**	1,484,299	1,498,066	**-13,767**
50	3.26%	3.26%	**0.00%**	2,093,483	2,093,559	**-76**
60	3.30%	3.27%	**0.03%**	2,952,096	2,904,928	**47,168**

注：以 40 岁男性、交费期 10 年、年交保费 5 万元为例，资料来源：公司数据、招商证券

相较于满足客户确定收益需求的其他储蓄类竞品，当前增额终身寿险仍具有长期稳健、财富传承和风险保障等相对优势。一方面，近来银行存款利率加速下调，2022 年 9 月六大行在时隔近 7 年后先后将 3/5 年定存利率分别下调至 2.60%、2.65%，紧接着不到一年后，2023 年 6 月六大行 3/5 年定存利率就再度下调至 2.45%、2.50%，且未来仍有可能继续下行。另一方面，银行大额存单虽然目前收益率相对可观同时还具有可转让功能，但门槛和购买难度与日俱增，预计将长期处于“一单难求”的局面。相比之下，即使预定利率下调至 3.0%的增额终身寿险，仍具有相对较高的收益率水平和较低的购买门槛，并且能够提供抵御长寿风险的超长期现金流，产品力突出。

图 8：寿险产品预定利率仍然高于主要竞品收益率



资料来源：国家金融监督管理总局、同花顺 iFinD、招商证券

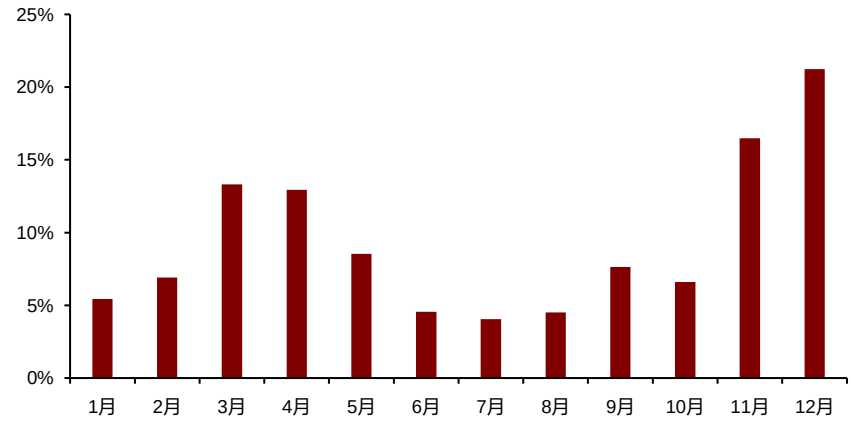
表 10：六大行大额存单收益率不足 3.0%且购买门槛高

银行	利率	期限	门槛
农业银行	2.90%	3 年	20 万
中国银行	2.95%	5 年	20 万
邮储银行	2.05%	1 年	20 万
工商银行	2.90%	3 年	20 万
建设银行	目前不发行大额存单		
交通银行	目前不发行大额存单		

资料来源：公司官网、招商证券

分红型产品更能在保证收益的基础上，满足客户享受向上收益弹性的需求。资管新规后银行理财产品打破刚兑，2021 年底保本理财规模已经压降至零，理财产品实现了全面净值化转型但却波动较大，2022 年 3-4 月和 11-12 月的两次“破净潮”，银行理财公司存续公募产品破净比例分别达到了 13%和 21%。2023 年截至 7 月底，银行存续理财中近一年单位净值呈现负增长的占比约为 9%，六大行理财产品的 7 天年化收益率则仅为 2.0%，而新上市的分红险预定利率虽已降至 2.5%，但在保本保底的收益基础上还有望分享浮动利益。尤其监管最新要求自 2023 年 6 月 30 日起保险公司需披露各分红型产品的红利实现率，更是进一步增强了产品信息透明度和消费者信任度，从 7 月最新统计结果来看，在已披露数据的 24 家险企 650 余款产品中，87%的产品分红实现率超过 100%，具有较强的投资吸引力。此外，对保险公司而言，由于分红险在新会计准则下采用浮动收费法计量，利润具有较高的确定性和稳定性，且刚性负债压力较小，能够更好地实现客户、险企和渠道的利益共赢及长期可持续发展，未来有望成为财富管理市场上主流的类固收产品，并带动寿险行业保费快速增长。

图 9：2022 年 3-4 月和 11-12 月银行理财破净率出现两次高峰



资料来源：南财理财通、招商证券

表 11：7 月已披露数据的 24 家险企 650 余款产品中，87%的分红险红利实现率≥100%

分类	<80%	[80%-90%)	[90%-100%)	=100%	>100%
增额	23	0	0	**72**	**26**
现金	10	14	8	**208**	**177**
其他	0	2	28	**47**	**41**
合计	33	16	36	**327**	**244**

资料来源：13 精资讯、招商证券

表 12：各上市公司主要产品红利实现率均维持较高水平

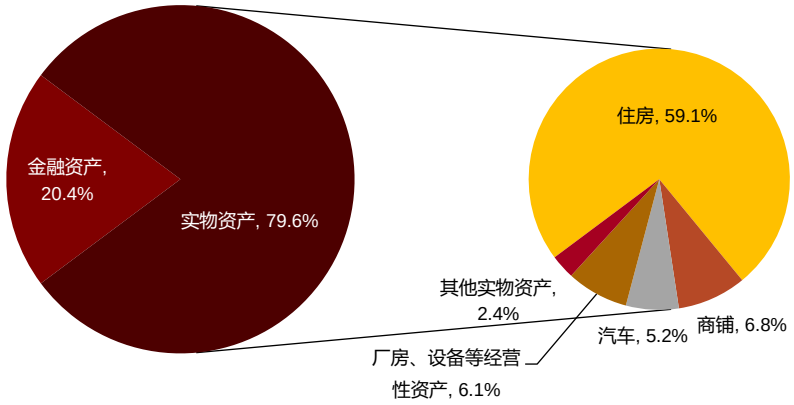
公司名称	产品名称	分红期间	现金红利实现率	增额红利实现率
中国人寿	国寿鑫玉满堂年金保险（分红型）	2022	78%	
中国平安	平安玺越人生（少儿版）年金保险（分红型）	2022-2023	114%	
	平安玺越人生（成人版）年金保险（分红型）	2022-2023	114%	
中国太保	聚宝盆年金保险（分红型）	2023	105%	
	鑫红利两全保险（分红型）	2023	151%	
新华保险	福享一生终身年金保险（分红型）	2022		226%
	祥和万家两全保险（分红型）	2022		134%
中国太平	太平卓越金尊终身年金保险（分红型）	2022		100%
	太平传世壹号终身寿险（分红型）	2022		100%

资料来源：公司数据、招商证券

3、看未来：居民资产配置转移或为储蓄险增长打开新空间

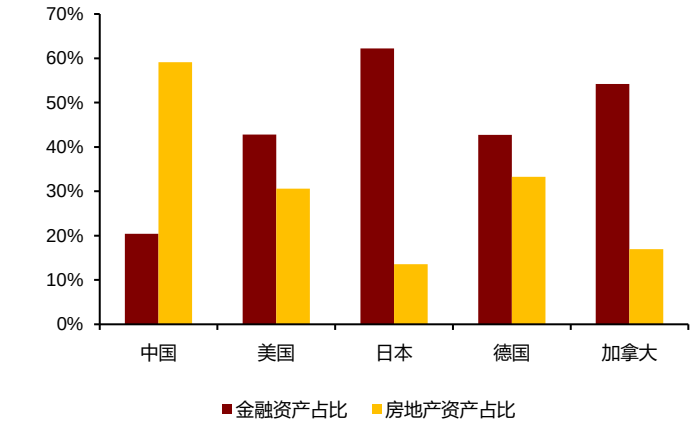
长期以来我国居民资产配置过度依赖不动产，理财配置偏好相对保守且主要集中在存款类产品。2019 年央行《中国城镇居民家庭资产负债情况调查》显示，我国城镇居民家庭资产以实物资产为主，住房占其中比例超七成，远高于美、日等国的平均水平，金融资产占比较低仅为 20.4%且主要集中在银行存款类资产。截至 2022 年末，我国居民储蓄类投资产品规模超 160 万亿，其中银行存款、银行理财、储蓄型保险分别为 137.1 万亿、27.7 万亿、1.1 万亿，占比分别为 82.7%、16.7%、0.6%，过去五年的 CAGR 分别为 22.5%、5.8%、0.6%。由此可见，我国储蓄型保险在规模、占比和增速水平上，都较银行存款和理财的发展存在较大差距。

图 10：我国城镇居民家庭资产以实物资产中的住房为主



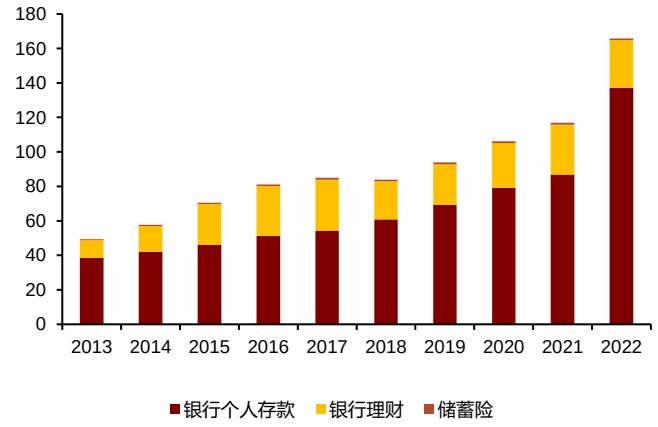
资料来源：中国人民银行、招商证券

图 11：我国居民金融资产占比远低于美、日等国



资料来源：Wind、中国人民银行、招商证券

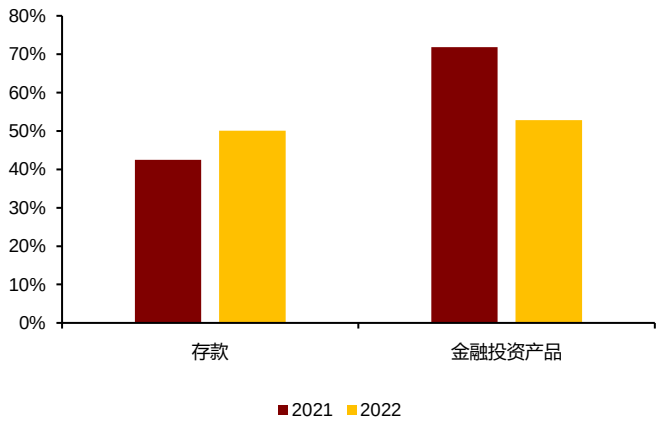
图 12：储蓄险发展较银行存款和理财存在较大差距（万亿）



资料来源：Wind、同花顺 iFinD、招商证券

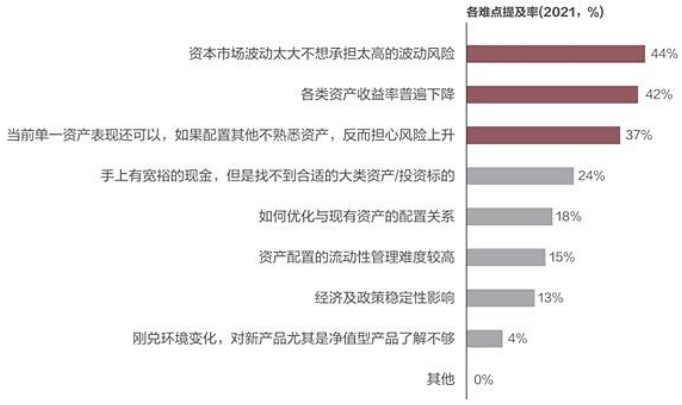
未来居民资产配置有望从实物资产向金融资产转变，储蓄需求有望从银行存款和理财向储蓄险迁徙，预计 2027 年末我国储蓄险保费规模有望突破 3 万亿。过往投资者对房地产持续超配主要是受房价上涨和预期的影响，随着楼市调控和房价增长势头放缓甚至下跌，居民尤其是高净值人群的资产面临再配置且风险偏好进一步降低，稳健理财诉求日益凸显。招商信诺&胡润研究院联合发布的《2022 中国高净值人群健康投资白皮书》显示，2022 年高净值人群选择金融投资产品（理财、基金、股票、私募等）的比例由 72%大幅下降至 53%，投资存款类理财产品的人群则从 43%上升至 50%。在此背景下，我们预计今后居民资产配置中不动产占比将下降、金融资产配置比例将持续提升，且存款类理财产品中储蓄险增长将更快，事实上今年以来增额终身寿险的火爆销售局面已经拉开了居民资产配置转移的序幕。根据我们的测算，随着财富迁徙的影响逐步显现，假设未来 5 年储蓄类投资产品按照过往十年的增长，整体仍保持 15%左右的年复合增速，储蓄险占比则较当前的 0.6%回归至 1%左右的近十年平均水平，2023 年末我国储蓄险规模有望超 1.5 万亿，乐观情况下至 2027 年有望突破 3 万亿，居民资产配置逐步进入“大保险时代”值得期待。

图 13：高净值人群稳健理财诉求日益凸显



资料来源：招商信诺、招商证券

图 14：高净值人群资产配置最大痛点是不想承担太高风险



资料来源：招商银行、招商证券

表 13：五年内储蓄险保费规模有望突破 3 万亿

单位：万亿	银行个人存款	占比	银行理财	占比	储蓄险	占比	合计
2013	38.6	78.2%	10.2	20.8%	0.5	1.0%	49.3
2014	42.0	72.9%	15.0	26.1%	0.6	1.1%	57.6
2015	46.2	65.6%	23.5	33.4%	0.8	1.1%	70.4
2016	51.1	63.0%	29.1	35.8%	1.0	1.2%	81.2
2017	54.4	64.0%	29.5	34.7%	1.1	1.2%	85.0
2018	60.9	72.5%	22.0	26.3%	1.0	1.2%	83.9
2019	69.4	73.9%	23.4	24.9%	1.2	1.2%	94.0
2020	79.2	74.6%	25.9	24.4%	1.1	1.0%	106.2
2021	86.8	74.3%	29.0	24.8%	1.1	0.9%	116.8
2022	137.1	82.7%	27.7	16.7%	1.1	0.6%	165.8
CAGR/平均占比	**15.1%**	**72.2%**	**11.7%**	**26.8%**	**9.0%**	**1.1%**	**14.4%**
2023E	156.5	82.4%	31.8	16.8%	**1.5**	**0.8%**	189.8
2024E	178.8	82.3%	36.6	16.8%	**1.8**	**0.9%**	217.2
2025E	204.2	82.2%	42.1	16.9%	**2.2**	**0.9%**	248.5
2026E	233.2	82.0%	48.4	17.0%	**2.8**	**1.0%**	284.4
2027E	266.6	81.9%	55.6	17.1%	**3.3**	**1.0%**	325.5

资料来源：Wind、同花顺 iFinD、招商证券

注：

1、未来 5 年储蓄类投资产品合计市场规模的预计增速为过去十年复合增速 14.4%；

2、储蓄险保费预计规模为预计合计市场规模乘以储蓄险预计占比，过去十年储蓄险平均占比为 1.1%。

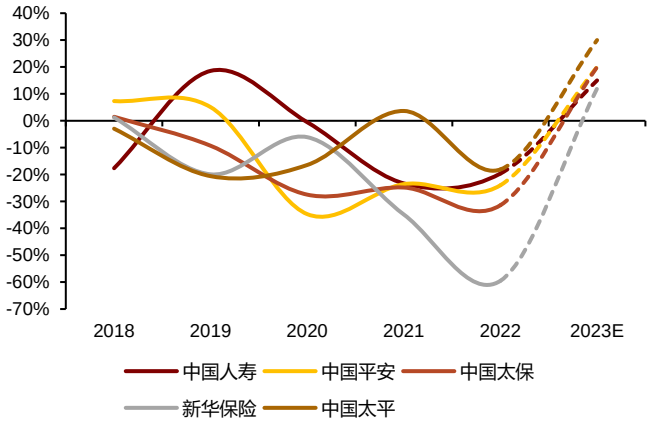
三、投资建议及风险提示

1、投资建议：

储蓄险需求集中释放后，短期销售冷却恐难以避免，但预计对 23 全年 NBV 增速影响有限。2023 年前 7 月，受寿险预定利率下调的担忧影响，代理人充分挖掘客户需求，居民保险配置意愿提前释放，增额终身寿险持续热销，带动各公司寿险新单保费增速逐月攀升。23H1 平安个险新单同比+30.0%，太保代理人渠道新保业务同比+31.9%，人保寿险长险新单期缴同比+49.9%

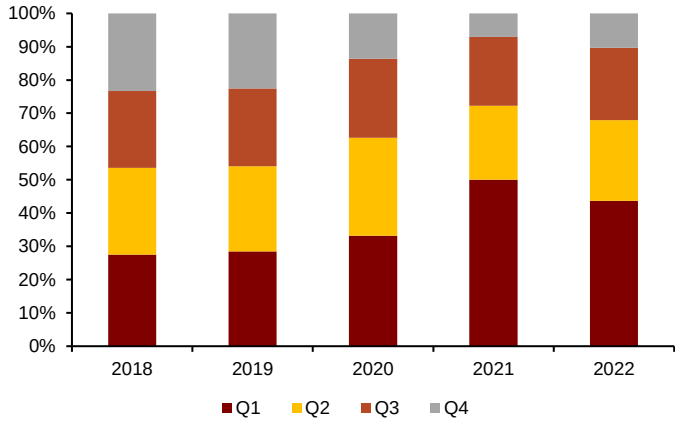
（1-6 月增速分别为-19%/63%/109%/137%/192%/+360%），预计各险企 7 月销售数据也均保持了高速增长。随着 8 月起产品正式切换，预定利率下调后的储蓄险在短期内销售可能相对疲软，但 Q3 整体 NBV 表现在 7 月支撑下或将好于市场此前预期，同时考虑到保险公司一贯以来的经营节奏导致下半年尤其是 Q4 业绩占比较低（过往五年平安 Q4 单季 NBV 在全年的平均占比仅为 15%左右），即使数据有所回落对全年业绩的扰动影响也相对较小。我们预计 23H1 各公司寿险 NBV 增速分别为：中国太平 35%、中国太保 30%、中国平安 22%、中国人寿 18%、新华保险 15%，23 年全年分别为中国太平 30%、中国平安 20%、中国太保 20%、中国人寿 15%、新华保险 12%。

图 15：2023 年上市险企 NBV 有望保持两位数增长



资料来源：公司公告、招商证券

图 16：近 5 年平安 Q4 NBV 在全年的平均占比仅 15%左右



资料来源：公司公告、招商证券

中长期来看，供需两旺下储蓄险销售前景依旧乐观，健康险有望触底回升，医疗养老服务体系更将进一步提升保险产品附加值。随着居民财富迁徙和资产配置结构调整，财富管理有望持续成为险企的产品主线，以满足低风险偏好客群追求相对确定收益的需求，而经济预期向好、政策大力支持和各险企积极优化产品形态背景下，健康险销售亦有望逐步企稳改善。储蓄和保障类产品双线发力，将同步推动代理人收入大幅提升，保险销售职业的吸引力显著增强，渠道企稳甚至扩张有望和业绩增长形成正向反馈，共同助推行业中长期趋势性复苏。此外，各险企纷纷发力医康养生态圈布局，不仅有助于打造保险产品区别于其他金融业态的独特竞争优势，打开商业保险公司的第二增长曲线，更有望在促进养老消费中承担更大的责任和使命。

资产端 7 月政治局会议释放超预期利好，有利于显著修复保险公司资产质量。5 月以来保险股资产端受累于股、债、房下行压力的拖累，半年报承压、市场预期回落，成为制约股价上涨的最大绊脚石。但是 7 月 24 日政治局会议整体定调积极、政策态度超预期，三大表述分别针对性利好：①股--要活跃资本市场，提振投资者信心；②债--加大宏观政策调控力度，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长；③房--适时调整优化房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展，保险资产端全面受益。

当前保险板块估值和持仓均处低位，资负共振有望对板块估值构成强力支撑。维持行业推荐评级，建议继续关注负债端增速有望持续领先、业务品

质持续卓越、估值较低的**中国太平**，负债端基础较好、资产端轻装上阵、下半年基数压力较小的**中国平安**，资产端弹性大、下半年 NBV 基数低的**新华保险**，长航一期圆满收官、二期工程仍具期待的**中国太保**，负债端业绩韧性更强、资产端具有高 β 属性的**中国人寿**。

2、风险提示：

产品吸引力下降：若预定利率下降使得销售难度增加，将影响寿险公司的业绩和发展；

经济增长乏力：如果我国经济复苏持续疲软，将会影响居民的经济能力从而拖累保险销售；

寿险业转型持续低于预期：转型的难度不可预测，若转型不坚定或措施不到位，有可能导致寿险发展受困；

监管收紧：后续如果监管对于销售端的管制趋严，可能短期带来新单销售遇阻；

股市低迷：市场下跌影响公司投资收益；

利率下行：利率下降将会影响公司的投资收益率预期以及估值水平。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。