

保险 II 行业专题报告

保险资产负债系列一：保险资产负债管理的过去、现在和未来——负债端开源节流，资产端运筹帷幄，价值转型箭在弦上

方正证券研究所证券研究报告

分析师

许旖珊

登记编号：S1220523100003

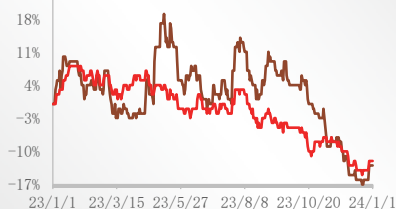
联系人 贾舒雅

行业评级：推荐

行业信息

上市公司总数家数	19
总股本(亿股)	2,152.65
销售收入(亿元)	47,619.19
利润总额(亿元)	2,876.20
行业平均 PE	12.90
平均股价(元)	21.32

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《保险 3Q23 业绩综述：短期净利润受市场波动影响承压，经济预期修复下看好板块持续复苏》2023.11.10

《保险 2022 年报综述及 2023 上半年前瞻：深蹲起跳在即，资产负债助推估值修复》2023.04.22

《寿险转型成效几何？》2022.08.20

引言：本报告通过梳理寿险行业负债端与资产端的发展历程，复盘近三年全行业寿险公司的成本与超额收益表现，展示了在市场上行、震荡以及下行三种情景下大中小型寿险公司超额收益率随打平收益率上涨的边际递减敏感性，并展望行业未来资产负债管理的转型方向。

资产负债管理模式在新局势下面临价值转型。随着近年寿险行业竞争加剧，资本市场进入震荡修复阶段，过去通过资产端收益覆盖负债端费用投放带来的高成本模式难以为继。在 23 年全渠道报行合一以及鼓励长线资金入市的背景下，负债端开源节流、资产端逐渐放开的局势明朗，寿险业未来将持续走向价值转型、健康高质量发展之路。

负债端在经历独立发展、产品创新、快速扩张、规范发展期后将进入高质量健康发展时期。当前权益市场的持续承压陆续引发各中小公司因高负债端高成本带来的利差损风险，展望未来，寿险行业将在产品、渠道多元化以及代理人专业化的背景下进入高质量健康发展阶段。

资产端在经历起步、规范、体系化发展、改革阶段后进入宏观审慎监管阶段。保险资管规模近年快速增长，根据中国保险资产管理业协会的报告，截至 2022 年末，32 家保险资产管理公司资产管理规模达 24.52 万亿/7 年 CAGR 12.3%。保险资金坚持稳健多元化的资产配置，在鼓励长线资金入市的背景下有望持续增持权益。同时，保险资管产品作为保险资管机构能力输出的载体，在大类资产配置、组合管理、风险管理、信用评估方面具有独特优势，未来保险资管产品规模有望持续扩张。

负债端的成本恶化将会联动资产端的激进投资从而引发恶性循环。近年随着市场竞争加剧，负债端费用投放成本提升，叠加市场波动导致资产端的收益难以覆盖负债端成本。通过近三年全行业寿险公司的经营数据测算，**超额收益率随打平收益率上涨呈现边际递减趋势。**通过超额收益来看，随着打平收益率的上升，超额收益率并未像投资收益一样有上升趋势，反而呈现出下降趋势，说明通过资产端收益覆盖负债端高成本投放的策略最终并没有达到理想的效果，反而有可能使得公司的经营情况恶化。

- **大型寿险公司：得益于品牌溢价，成本压力更小，同时完善的风控制度将缓解甚至扭转成本上升带来的负面影响。**大型寿险公司深耕市场，品牌溢价能力强，战略转型与趋势判断方面优势明显。同时，在成本控制与渠道管理方面较中小寿险公司更有优势；在市场进入下行阶段的过程中，大型保险公司得益于更全面的风险管理机制以及更强的投研能力，能迅速调整经营战略，缓冲系统性风险给资产端带来的负面影响。
- **中型寿险公司：展业方式更激进，受市场波动影响更大。**中型保险公司品牌影响力有限，但产品形态较为同质化，市场竞争更为激烈。展业渠道多为银保渠道，竞争更加激烈，费用投放更高。投资端需要配置更高收益的资产平衡负债端成本，组合总风险提升，因此市场进入下行阶段的过程中，中型寿险公司的成本与超额收益边际递减敏感度更高。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- **小型寿险公司：规模基数小，经营环境更具挑战性。**小型保险公司由于投资基数小，同时可选择更优秀第三方托管资产，得益于分散化的配置，在市场环境较好的情况下，成本与收益表现良好，但并不具参考价值。下行市场中，小型寿险公司成本与超额收益的边际递减敏感度较中大型保险公司更高，主因扩大保费规模的途径较少，除银保渠道，个别公司通过高佣金激励经纪渠道销售高性价比的重疾险、储蓄型保险等。在费用投放带来成本激增以及市场波动使得资产端承压的背景下，小型寿险公司的经营环境更具挑战性。

负债端开源节流，资产端拉长久期增厚收益或将成为行业趋势。

- **负债端：报行合一之后，费用驱动销售难以为继，产品创新与服务差异化或将成为负债端竞争新方向。**1) **保障型产品：**居民健康意识提升叠加 DRG/DIP 支付方式下，健康管理增值服务与中高端医疗或成未来趋势。2) **储蓄型产品：**养老社区服务将持续辅助大额高客保单销售，以“养老保险+实体养老服务”模式发展养老产业，促进大额保单的成交以及维护高净值客户。3) **代理人：**保险代理人数量持续减少，降幅逐渐收窄。截至今年三季度末，人身险公司个险营销员人数 291.03 万人，同比下降 19.55%，降幅较去年同期收窄 9.56 个百分点。在全渠道报行合一的背景下，预计 2024 年头部公司将会持续优化基本法与代理人，持续推进降本增效，加速高质量发展进程。
- **资产端：资产负债久期错配为主要风险，未来将持续拉长久期增厚收益。**当前平均资产久期约 7 年、负债久期约 16 年，久期缺口约 9 年，下一步，资产端或将：1) **调整资产久期结构：**增配长久期固收类资产；2) **增配股权投资：**股权投资与险资的期限以及收益要求匹配度较高，有望持续获增配；3) **大力发展保险资管产品：**保险资管产品业务已成为险资主动管理产品的核心业务。有望丰富资金来源，减弱对于股东关联资金的依赖性，在竞争中强化自身投资能力，扩充规模的同时提升整体盈利能力；4) **静待海外投资机会：**未来国际化投资体系或将带来新机遇。有望分散国内单一市场的投资风险，提高全球化资产配置水平。

投资建议：维持行业推荐评级，建议重点关注资源整合以及风险管理能力更强的头部公司。估值方面：截至 12/29 收盘，A 股四家险企平均静态/动态 PEV 0.48x/0.41x，均处于历史分位底部，下行风险小。**负债端：短期看，**个险开门红预录入进度超预期、银保渠道重签约基本完成，3.0%预定利率产品在存款利率持续下行背景下竞争力强，1Q24 各家开门红有望延续增长。**长期看，**头部公司得益于品牌优势，在报行合一背景下将持续受益，各渠道产品价值率有望提升，盈利能力将进一步增强。**资产端：**近期活跃资本市场政策陆续落地，持续提振市场信心。头部公司得益于更健全的风险管理以及更为前瞻的投研能力，资产负债管理将进一步优化。经济修复预期增强背景下，保险板块估值有望修复。

风险提示：1) 资本市场波动；2) 长端利率持续下行；3) 新预定利率产品销售不及预期。

关联关系披露：2022 年 12 月 21 日，方正证券发布《关于获准变更主要股东及实际控制人的公告》，根据上述公告，中国平安成为方正证券的实际控制人。根据《上海证券交易所上市规则》《上海证券交易所上市公司关联交易实施指引》规定，中国平安和平安银行是方正证券的关联方。

正文目录

1. 资产负债发展模式	6
2. 资产负债发展历程：负债端开源节流、资产端逐渐放开	6
2.1 负债端发展历程：步入高质量发展期	6
2.1.1 产品发展历程：多元化发展，增值服务为未来焦点	9
2.1.2 渠道发展历程：个险为主，银保重启	10
2.1.3 销售人员发展历程：坚持专业化路线，人数持续下降	13
2.2 资产端发展历程：投资限制逐步放开	15
2.2.1 资金运用历程：监管逐渐审慎，框架逐渐清晰	15
2.2.2 保险资产端规模发展历程：规模快速增长	16
2.2.3 组合类产品发展历程：进入创新发展期，规模持续扩张	17
3. 资产与负债联动复盘	17
3.1 监管历程	17
3.2 负债端成本与资产端收益联动分析	19
3.3 负债端的成本恶化或将引发资产端的激进投资	20
3.3.1 大型寿险公司：受益于品牌优势与完善的制度	22
3.3.2 中型寿险公司：展业方式更激进，受市场波动影响更大	24
3.3.3 小型寿险公司：未成规模效应，陷入恶性循环困境	25
3.4 头部寿险公司资产负债管理优势明显	27
4. 未来资产负债管理展望	27
4.1 资产负债久期错配为主要风险	27
4.2 未来资产与负债管理展望	29
4.2.1 增配股权投资：稳定收益，拉长久期	29
4.2.2 大力发展保险资管产品	31
4.2.3 境外布局：静待机遇	32
4.2.4 产品创新：打造增值服务差异化	34
4.2.5 销售人员：坚持专业化转型	36
5. 风险提示	38

图表目录

图表 1: 保险机构通常使用的三种资产负债管理模式.....	6
图表 2: 寿险发展期阶段以及表现梳理.....	7
图表 3: 2017 年之后人身险保费增速有所下降, 2023 年增速开始回升.....	8
图表 4: 2000-2022 年寿险保费增速周期与各阶段影响因素.....	8
图表 5: 中国寿险产品发展的阶段梳理.....	10
图表 6: 人身险主要销售渠道一览.....	10
图表 7: 近 15 年个险渠道与银保渠道为寿险主要销售渠道.....	11
图表 8: 银保渠道新单占比持续提升, 逐步成为新的保费增长点.....	11
图表 9: 2014 年-2022 年寿险经代渠道新单期交保费结构.....	12
图表 10: 某头部上市公司年报/半年报中对个险以及渠道的定性判断.....	13
图表 11: 上市公司代理人规模同比下滑速度放缓.....	14
图表 12: 近五年保险营销员收入结构大幅改善.....	14
图表 13: 近五年年轻营销员占比大幅下降.....	14
图表 14: 中国保险资金运用监管逐渐审慎, 框架逐渐清晰.....	15
图表 15: 2015 年-2022 年保险资管公司资产管理规模快速增长.....	16
图表 16: 2021 年-2022 年保险资金大类资产配置结构.....	16
图表 17: 组合类资管产品发展历程.....	17
图表 18: 负债端风险减量, 资产端逐步放开.....	18
图表 19: 2011 年-2022 年寿险行业成本与投资收益一览.....	19
图表 20: 资产端承压, 预定利率持续呈现下调趋势.....	20
图表 21: 2020 年寿险行业各公司打平收益率与实际投资收益率之间呈现出正向关系.....	21
图表 22: 2020 年寿险行业各公司打平收益率与超额收益率之间呈现出反向关系.....	21
图表 23: 2021 年寿险行业各公司打平收益率与实际投资收益率之间呈现出正向关系变弱.....	21
图表 24: 2021 年寿险行业各公司打平收益率与超额收益率之间呈现出反向关系变强.....	21
图表 25: 2022 年寿险行业各公司打平收益率与实际投资收益率之间因投资环境恶化呈现出正向关系转负.....	21
图表 26: 2022 年寿险行业各公司打平收益率与超额收益率之间呈现出反向关系持续加强.....	21
图表 27: 近三年上证指数表现由上涨转为下跌, 2022 年跌幅 15.1%.....	22
图表 28: 2020 年大型寿险公司打平收益率-超额收益率的回归系数为-0.63.....	23
图表 29: 2021 年大型寿险公司打平收益率-超额收益率的回归系数因市场波动降为-1.01.....	23
图表 30: 2022 年大型寿险公司打平收益率-超额收益率回归系数略改善至-0.92.....	23
图表 31: 2020 年中型寿险公司打平收益率-超额收益率的回归系数为-0.67.....	24
图表 32: 2021 年中型寿险公司打平收益率-超额收益率的回归系数因市场波动降为-1.03.....	24
图表 33: 2022 年中型寿险公司打平收益率-超额收益率回归系数恶化至-1.06.....	24
图表 34: 2022 年各司保费贡献排名第一的产品(单位: 亿元).....	25
图表 35: 2020 年小型寿险公司打平收益率-超额收益率的回归系数为-0.16.....	26
图表 36: 2021 年小型寿险公司打平收益率-超额收益率的回归系数因市场波动降为-0.69.....	26
图表 37: 2022 年中型寿险公司打平收益率-超额收益率回归系数加速恶化至-1.28.....	26
图表 38: 负债端的激进承保与资产端的激进投资将形成恶性循环.....	27
图表 39: 大型寿险公司的成本与超额收益系数较中小公司改善明显.....	27
图表 40: 我国保险资产负债久期错配程度较高.....	28
图表 41: 美国寿险资产端债券期限分布.....	28
图表 42: 头部保险公司面对资产负债久期错配问题下的主要措施与战略.....	28
图表 43: 保险私募基金管理人汇总.....	29
图表 44: 准则切换后 FVTPL 占比提升, 投资对权益市场敏感性提高.....	30
图表 45: 组合类产品与债权投资计划的规模与收入占比逐年提升.....	31

图表 46: 头部保险公司与三方业务相关的主要战略描述.....	32
图表 47: 中国保险资金境外投资发展历程.....	33
图表 48: 负债端未来产品可能的迭代方向.....	34
图表 49: 常见癌症的五年生存率, 早筛将大幅提高生存率.....	35
图表 50: 头部公司养老社区布局	35
图表 51: 代理人数量近年出现大幅下滑.....	36
图表 52: 头部公司人均产能大幅提升.....	36
图表 53: 头部公司 13 个月继续率大多提升.....	37
图表 54: 头部公司 25 个月继续率大多改善明显.....	37
图表 55: 头部寿险公司代理人改革计划.....	37

1. 资产负债发展模式

保险业资产负债管理理念的萌芽最早可以追溯到 1800 年，至今保险机构通常使用的资产负债管理模式可以分为三种：①负债主导型模式；②资产主导型模式；③资产负债并行的模式。

图表1: 保险机构通常使用的三种资产负债管理模式

负债主导	资产主导	资产负债并行
• 核心思想：保险企业是以销售保险产品为主的被动负债型企业，投资业务只是用于被动匹配负债需求、满足预定偿付支出并保证财务稳健性的一种手段。	• 核心思想：保险企业应当主要从投资角度出发制定其保险业务的发展策略，在产品设计和定价时必须着重考虑当时的资本市场状态，分析各类投资工具及投资组合所具有的风险收益特征。	• 核心思想：投资决策不是独立的，保险机构要充分考虑业务发展的需求，并将负债方需求引入到投资策略的制定过程中；承保业务必须参照当期的投资环境约束，兼顾到资本市场所能提供的可行空间，两者相辅相成。

资料来源：中国保险会计研究中心，方正证券研究所

①负债主导模式：将销售保险产品作为保险公司的核心业务，强调的是一种以承保业务为主、投资业务为辅的经营理念。该模式下保险公司主要根据内外部因素确定保险业务发展策略，之后参考负债结构通过对资产方的单方面调节来实现匹配管理要求。

②资产主导模式：更加强调投资业务在保险经营中的主导地位，将承保活动作为投资的附属业务。该模式下保险公司主要根据资金运用的预期结果来调整负债业务策略。

③资产负债并行模式：融合负债与资产主导两种模式的思想，认为保险公司应当从投资与承保两方面同时入手确定各项策略，是在匹配管理框架下建立的一种更全面化的管理模式。但资产负债并行模式对公司治理方面提出了更高的要求。

资产负债管理既是保险行业安全稳健运行的重要基础，也是优质持续发展的必要前提。随着我国保险资产负债管理监管逐渐从软约束过渡到硬约束，保险业普遍深植了资产负债管理理念，资产负债管理背离的现象有所改善，资产负债管理能力有所提升。本报告将根据负债端与资产端发展的历史复盘过去各公司的业绩表现，同时展望未来资产端与负债端的重点发展方向。

2. 资产负债发展历程：负债端开源节流、资产端逐渐放开

2.1 负债端发展历程：步入高质量发展期

我国寿险业负债端的发展存在一定的周期性，按照寿险保费与 GDP 的增长趋势可大致分为 5 个阶段：①独立发展期；②产品创新发展期；③快速扩张期；④规范发展期；⑤高质量健康发展期。

图表2: 寿险发展期阶段以及表现梳理

时间	阶段	市场环境及行业表现
1996-2000	独立发展阶段	①保险法颁布，确立产寿分业经营的基本原则； ②保监会成立标志着寿险监管进入专业化阶段； ③总人口首次超过 12 亿人，出生率稳居 10% 以上； ④接受本科教育人数增长率大幅提升。
2001-2010	产品创新阶段	①国内 GDP 增速持续提升，外资积极进入激发寿险市场活力； ②人口受教育水平持续优化； ③2000 年全球金融危机，股市泡沫破裂，避险情绪利好保险销售； ④创新型保险产品加速开发，主要为兼具人身保障及投资理财属性的投连险、万能险、分红险；
2011-2016	快速扩张期	①加息周期叠加银保新规，保费首次出现负增，监管定调“整顿、松绑、改革”； ②监管批准下发保险资管牌照，大幅拓宽投资工具，提高险企权益投资上限； ③人身险费率改革，调整 2.5% 预定利率上限，产品吸引力上升； ④代理人资格考试取消，代理人渠道快速增员； ⑤“新国十条”对巨灾险、农险、商业养老、健康险、责任险改革进行部署。
2017-2021	规范发展期	①监管叫停快速返还、附加万能账户类产品，重点发展保障型产品； ②回归“保险姓保”，强监管、补短板、治乱象、防风险成为监管导向； ③对保险频繁举牌上市公司等行为进行监管； ④实施偿二代监管体系、资产负债管理等； ⑤银保监会成立，将银监会和保监会职责整合。
2022 年至今	高质量健康发展期	①在银保监会基础上组建国家金融监督管理总局； ②预定利率由 3.5% 下调至 3.0%； ③全渠道“报行合一”持续推进； ④销售人员行为管理以及代理人资质分级持续加强与细化。

资料来源：国家金融监督管理总局，复旦发展研究院，方正证券研究所

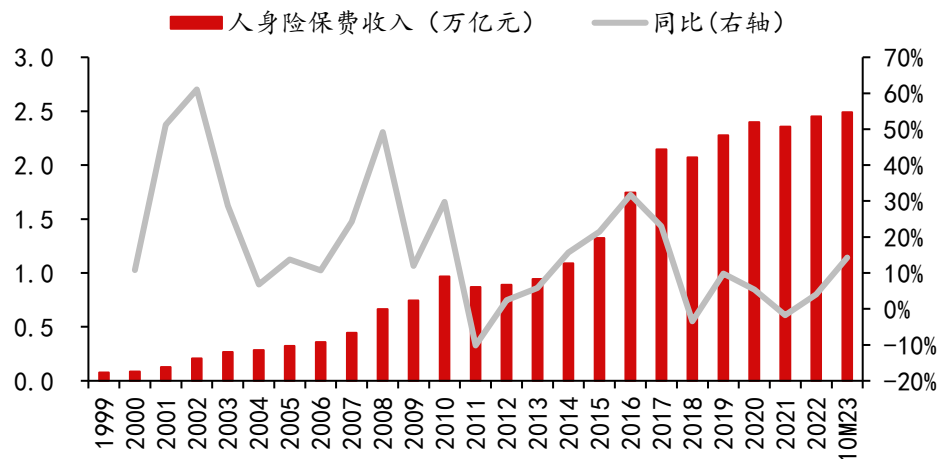
我国寿险业在 1995 年保险法的颁布后确立了产寿分离的基本原则。自此行业进入独立发展阶段，在该阶段我国生育率维持较高水平，人口基数持续增长，同时受教育人数增长率持续提升，为后续寿险的发展提供基础。

2001 年起的十年期内，我国 GDP 增速持续维持高位，为寿险业的发展提供了经济基础。人口受教育水平进一步提升，同时外资等积极进入寿险市场，带来充足的资金以及先进的寿险销售经验，进一步激发寿险市场活力。保险市场方面，创新型保险产品研发加速，开发兼具人身保障及投资理财属性的投连险、万能险、分红险，拉动寿险保费快速增长，产品创新与渠道发展为这一阶段寿险增长提供新的动力。

在快速扩张期，保险监管持续放松，利好政策不断加码。在该阶段因加息周期叠加银保新规，保费首次出现负增。监管方面，废除人身险 2.5% 预定利率上限，寿险产品吸引力持续上升；代理人方面，取消资格考试，代理人渠道增员快速推进，寿险保费收入实现快速增长。

2017 年以来，强监管、补短板、治乱象、防风险成为监管导向。在“保险姓保”的呼吁下，监管叫停快速返还、附加万能账户类产品，引导行业重点发展保障型产品。同时，对保险频繁举牌上市公司、干扰公司治理等行为进行监管；强调全面风险监管，实施偿二代监管体系、资产负债管理等。在该阶段，保费收入增速出现回落，行业进入规范发展期。

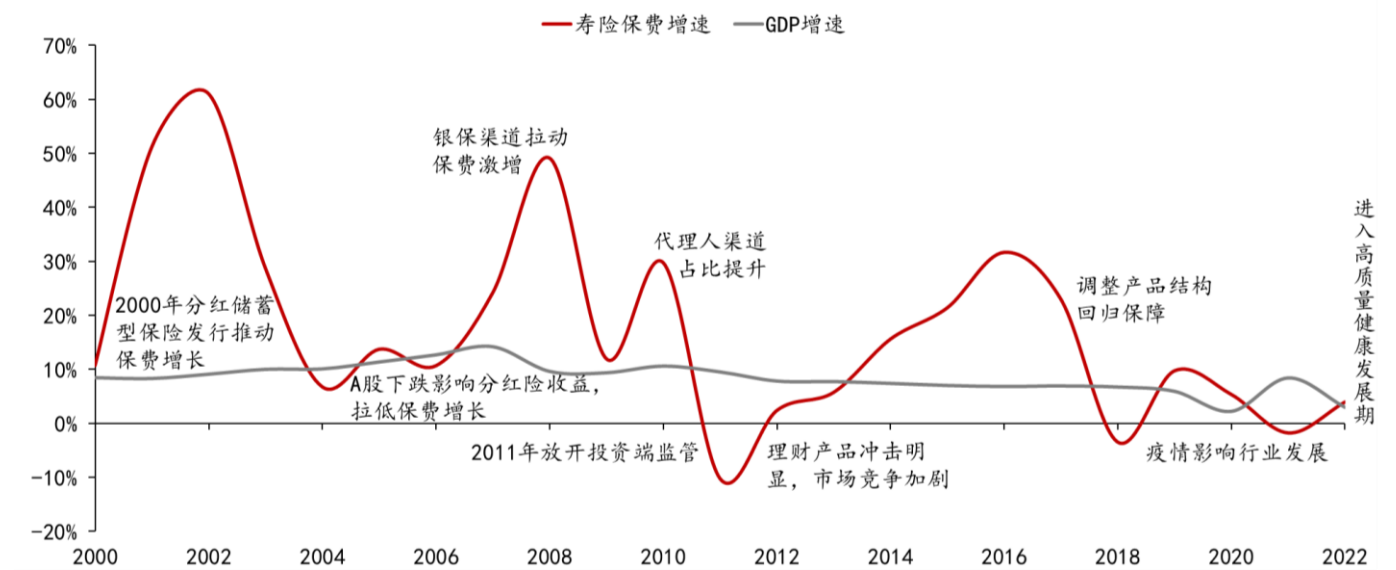
图表3:2017 年之后人身险保费增速有所下降，2023 年增速开始回升



资料来源：方正证券研究所

2022 年以来，利差损风险成为监管的重点关注问题之一。权益市场的持续承压陆续引发各中小公司的经营问题暴露，2023 年以来，行业再次下调 3.5% 的预定利率以降低利差损风险；渠道方面，全渠道“报行合一”旨在降低行业费差损风险；同时销售人员行为管理以及代理人资质分级也在持续加强与细化。展望未来，寿险行业将在精细化监管下进入高质量健康发展阶段。

图表4:2000-2022 年寿险保费增速周期与各阶段影响因素



资料来源：方正证券研究所

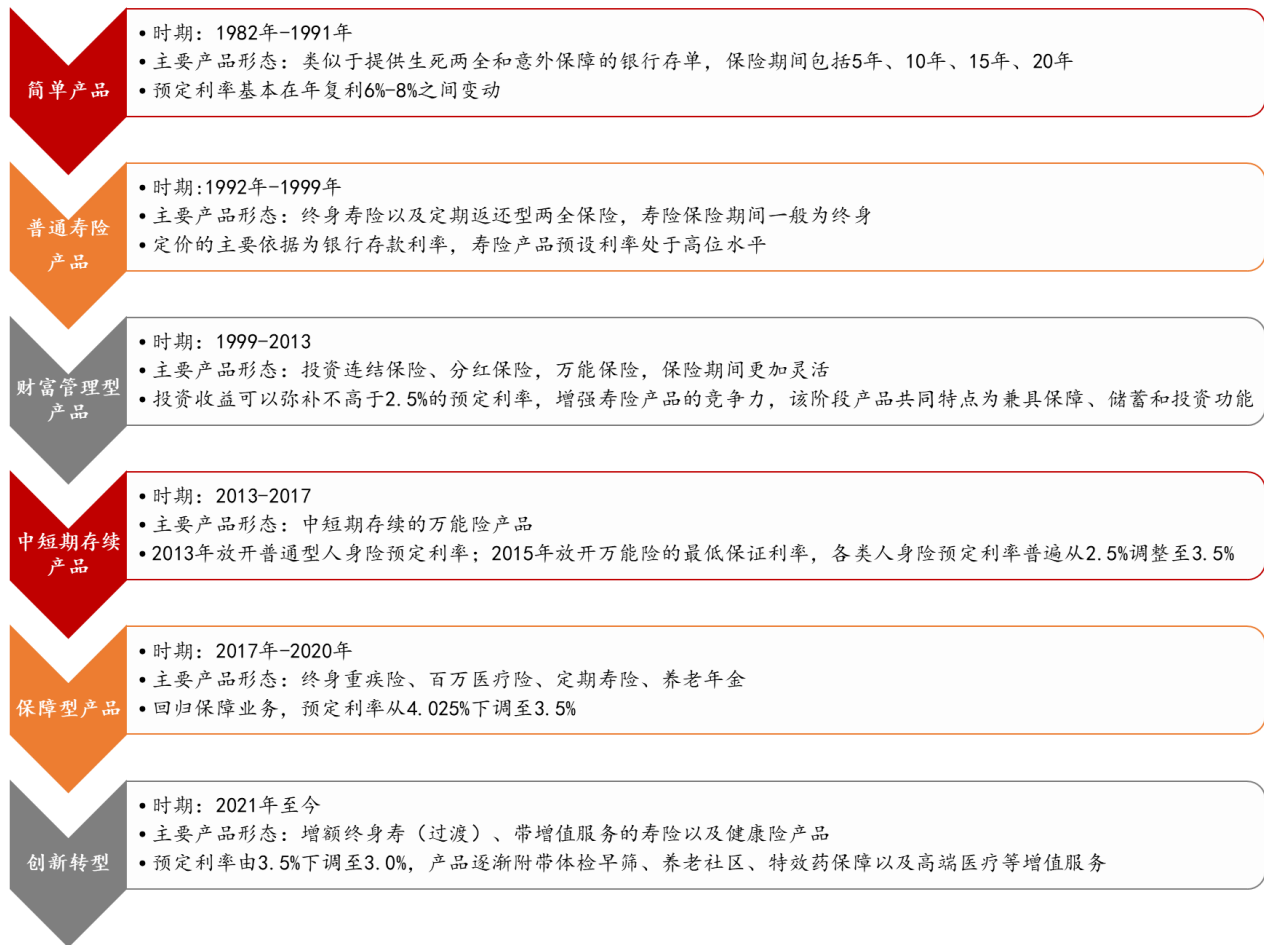
2.1.1 产品发展历程：多元化发展，增值服务为未来焦点

从产品演进的角度来看，中国寿险的发展主要分为 6 个阶段：①简单寿险产品时期（1982-1991）；②普通寿险产品时期（1992-1998）；③财富管理型寿险产品时期（1999-2012）；④中短期存续产品爆发期（2013-2016）；⑤回归保障型产品时期（2017-2020）；⑥创新转型时期（2021 至今）。

产品形态呈现多样化趋势。简单时期的产品主要以提供生死两全和意外保障的银行存单为主；普通型产品时期，保险保障期限拉长至终身，终身寿险以及定期返还型两全保险成为主流，满足居民的长期储蓄需求。在 1997 年亚洲金融危机爆发之后，预定利率迎来多次下调，传统终身的寿险开始向创新型寿险转型；在财富管理型寿险产品时期，投资连结保险、分红保险，万能保险因保险期间更加灵活、兼具保障、储蓄和投资功能，产品竞争力持续提升。

中短期续存产品曾迎来爆发期。因行业投资回报降低，分红险吸引力降低，监管逐步放开保险资金运用限制以及人身险预定利率与万能险最低保证利率，以万能险为代表的中短期存续产品成为最有竞争力的产品。至 2016 年，险资进入举牌高峰期，同时监管呼吁“保险姓保”，引导行业回归保障。2017 年-2020 年，终身重疾险、百万医疗险、定期寿险、养老年金等产品成为市场主流的保障型产品，产品进入回归保障型产品时期。2021 年至今，寿险业在疫情以及宏观经济影响双重影响下再次进入转型期，增额终身寿险成为过渡期的爆款产品，在提供身故保障的同时，为投保人带来稳定的高收益，满足居民的挪储需求。展望未来，在预定利率持续走低、产品回归保障的背景下，带增值服务的寿险以及健康险产品或将成为下一个转型方向。

图表5:中国寿险产品发展的阶段梳理

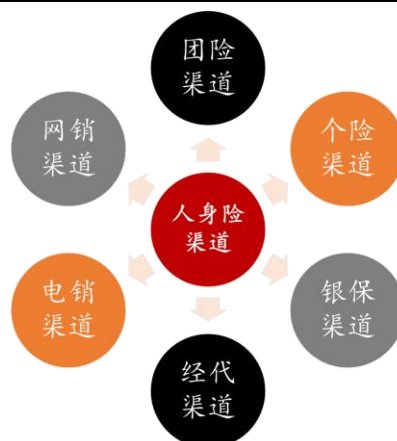


资料来源：澎湃新闻，财经杂志，精算视觉，方正证券研究所

2.1.2 渠道发展历程：个险为主，银保重启

保险负债端产品在主要形态上各家差异较小，保险市场同质化较高，因此保险渠道在整个行业中的地位较高。“得渠道者得天下”也是行业不争的共识。从时间线方面来看，人身险渠道按兴起时间排序主要分为：团险渠道、个险渠道、银保渠道、经代渠道、电销渠道以及网销渠道等。

图表6:人身险主要销售渠道一览

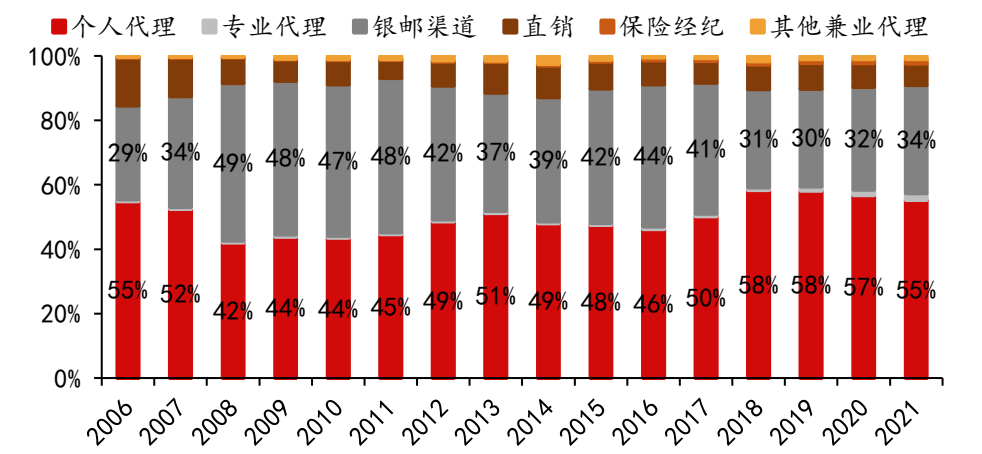


资料来源：《中国人身险渠道发展研究报告》，方正证券研究所

团险渠道为寿险最早的渠道。自 1982 年寿险业务恢复，团体保险作为寿险业务恢复以后首个开发的业务，一跃成为寿险业务发展的核心，受益于承保方式简单，业务量在各单位与国企的参与下快速增长。

个险渠道已成为当前寿险最重要的渠道之一。1992 年友邦登陆上海，引进个人保险代理人，1993 年中保、平安、太平洋等中资保险公司相继开展个人营销业务，该销售模式推动主体的变化直接导致团险业务的发展限制，个险销售成为寿险销售渠道的主流。

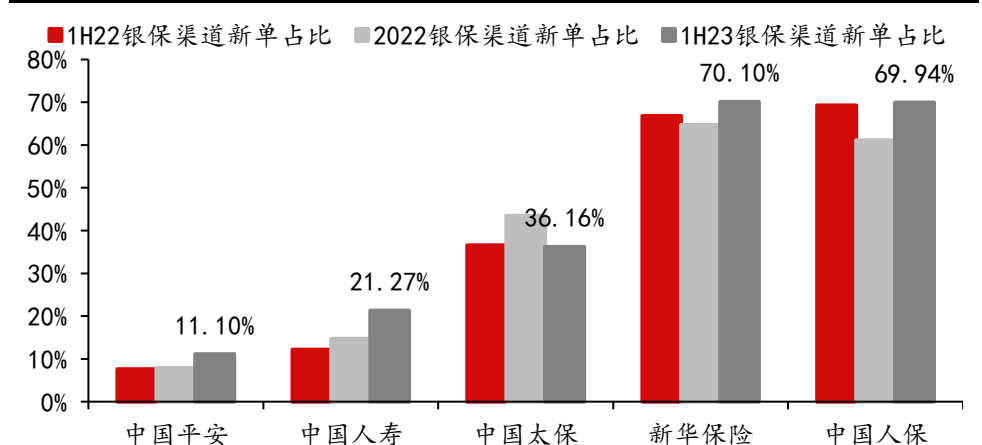
图表7:近 15 年个险渠道与银保渠道为寿险主要销售渠道



资料来源：中国保险年鉴，方正证券研究所

银保渠道重启增长迅猛，为当前寿险第二大渠道。银保渠道起源于 1995 年，人保与泰康等公司开始初步尝试银保合作，直至 2000 年中国平安在银行柜台推出分红险产品，银行与保险的渠道合作进入快速发展时期，2008 年银保渠道保费占寿险行业近一半。根据《2020 年中国银行保险代理业务市场行情分析》，2020 年有 84 家（占比 87%）寿险公司恢复开展银保渠道业务，银保渠道保费收入突破万亿元，同比增长 12.6%，增速高出个险渠道 8 个百分点。截至 1H23，上市险企新单中，银保渠道新单占比大多呈提升趋势。

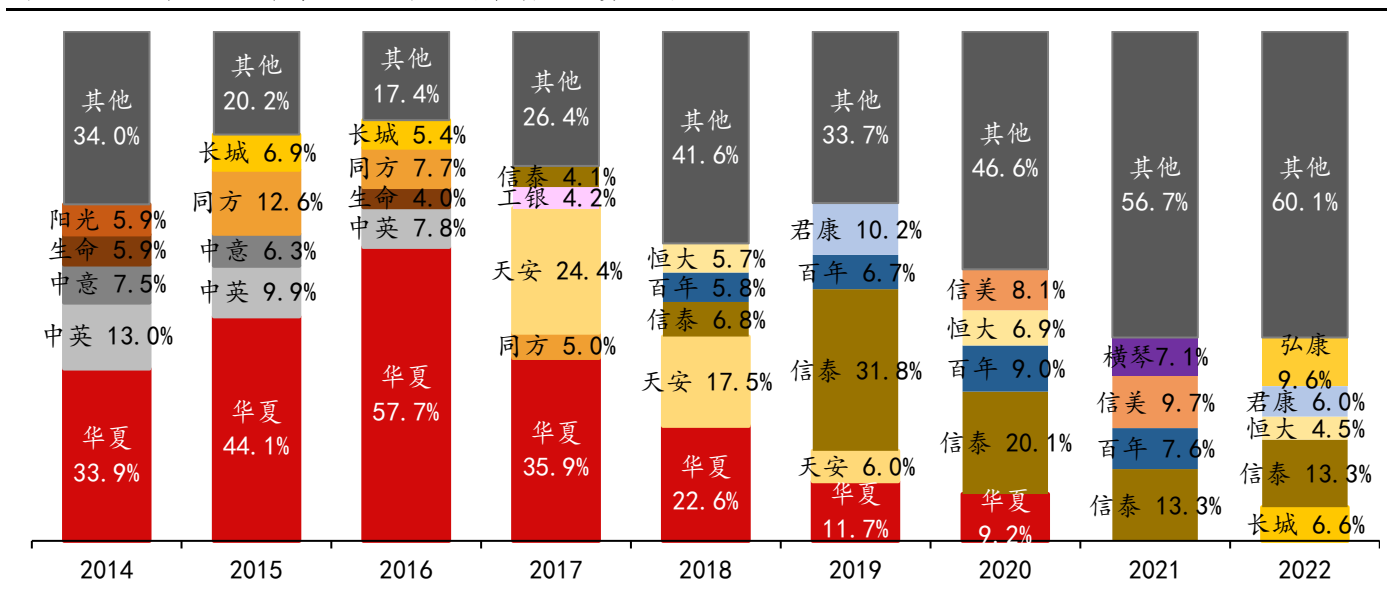
图表8:银保渠道新单占比持续提升，逐步成为新的保费增长点



资料来源：公司公告，方正证券研究所

新成立的保险公司掀起经代发展浪潮。2000 年前的中介业务以及经代渠道大多未成气候，至 2000 年，监管批准新成立 9 家保险代理公司，随后经代渠道开始步入快速发展时期。经代渠道为中小保险公司快速成长与弯道超车带来了可能，但其资本驱动负债，产品、费用先行的特点也使得其成为中小保险公司未来的隐患之一。

图表9:2014 年-2022 年寿险经代渠道新单期交保费结构



资料来源: BCG, 方正证券研究所

电销渠道由兴盛走向消融。按照业内划分，2003 年至 2005 年，是寿险电销在国内市场的萌芽阶段。电销的本质为基于人口基数的概率营销，在科技有限以及居民对保险信息获取有限的情况下，同质化的电销渠道得益于格式化的话术以及更低的成本，实现销售范围的迅速拓展。随着后期科技的兴起，互联网打破消费者信息差壁垒以及监管对规范业务以及保护个人信息安全的要求趋严，电销的保费规模开始持续下滑。

互联网渠道或将成为新的增长点。2006 年，慧择网创立，成为最早一批获得保险网销资格的互联网保险服务平台。2013 年，国内第一家互联网保险公司众安保险成立。借助百万医疗保险、网红重疾险以及惠民保等普惠型保险等，互联网渠道迎来高速发展。蚂蚁、京东、小红书等互联网平台的加入在丰富渠道的同时也为消费者提供了更多保险教育与产品。随着未来互联网科技的不断发展，在 ChatGPT 以及 AIGC 等技术加持下，互联网渠道有望持续维持高增速。

2.1.3 销售人员发展历程：坚持专业化路线，人数持续下降

保险销售人员数量由以前粗放式发展的顶峰开始逐渐下降至 10 年前的水平。

1992 年，自友邦引入个险代理人制度至 2019 年，寿险行业代理人规模高达 7-8 百万人力，保险代理人数量仅用了 27 年便攀至顶峰。在竞争逐渐激烈、经济持续下行的背景下，人口、政策、产品以及渠道红利的逐渐消逝，AI 的兴起同时也加速了保险从业人员规模持续下行，当前行业代理人总量已低于 300 万，上市公司代理人人力已跌回 10 年前水平。寿险队伍转型自 2018 年起部分上市险企便早有意识，目前还在持续推进中。

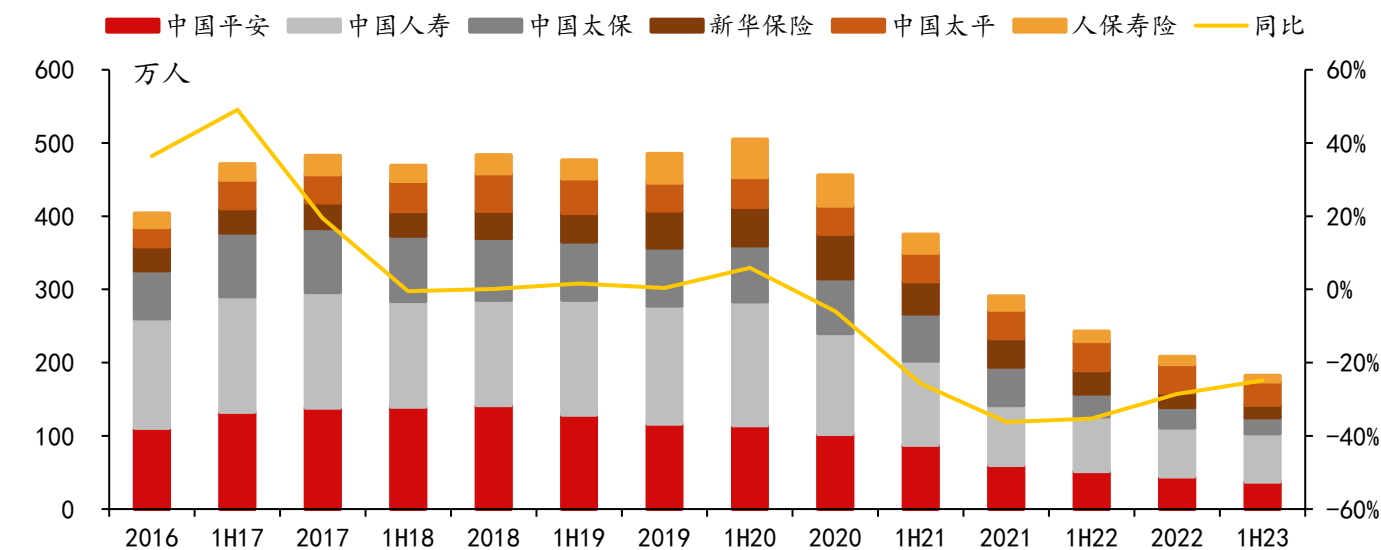
图表10: 某头部上市公司年报/半年报中对个险以及渠道的定性判断

时间	年报中对个险以及队伍的定性判断
2013	业务健康发展，业务规模保持稳定，业务结构持续优化。
2014	业务稳定增长，业务结构明显优化。
2015	在结构持续优化的基础上，业务实现较快增长，业务价值显著提升。
2016	业务强劲增长，结构持续优化，队伍扩量提质，实现市场领先。
2017	业务继续强劲增长，结构持续优化，队伍硬实力不断增强。
2018	注重价值导向，着力推进 销售管理转型升级 ，强化业务、队伍和基础管理的统筹发展，实现了持续平稳增长，业务结构不断优化。
2019	注重价值导向，着力推进 销售管理转型升级 ，坚持保险回归保障，强化业务、队伍和基础管理统筹发展，实现了价值与规模的有机统一，渠道新业务价值率显著提升。
2020	坚定贯彻有效队伍驱动的策略，按照改革部署，全面升级基本法，努力提升队伍质态。尽管受到新冠肺炎疫情的冲击， 队伍规模出现了一定波动 ，但公司坚定走高质量发展道路，进一步加强人员招募甄选管控，严格队伍管理，优化队伍结构。
2021	持续聚焦价值创造，深入推进渠道差异化经营。坚持高质量发展， 渠道转型 不断深入，业务发展整体稳健。
2022	坚持稳字当头、稳中求进， 渠道转型 不断深入，业务发展整体稳健。
1H23	坚持稳中求进， 渠道转型 不断深入，各项新业务指标实现高速增长，业务结构明显优化。

资料来源：今日保，方正证券研究所

上市公司代理人规模同比下滑速度放缓。自 2020 年起，寿险行业人力出现大幅下滑，2021 年以及 2022 年头部上市公司代理人规模分别同比下降 36%以及 29%，聚焦高净值客户以及推动营销人员专业化，去产能降本增效已成为人身险行业的共识，在历时近 3 年的个险渠道改革后，近期人力规模下滑速度逐渐放缓，后续队伍结构有望持续优化，代理人素质有望持续提升，人数有望企稳。

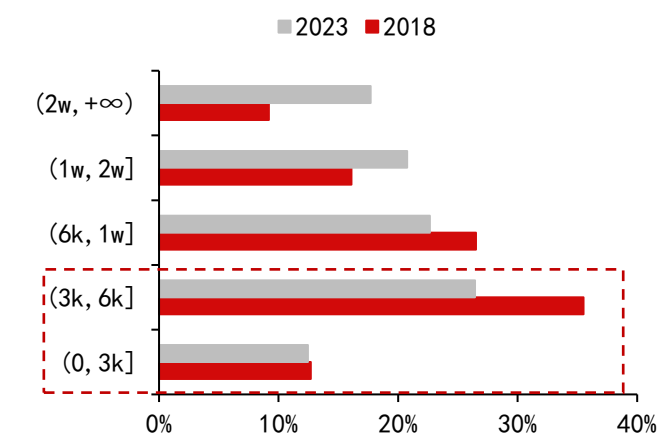
图表11:上市公司代理人规模同比下滑速度放缓



资料来源:各公司年报、半年报,方正证券研究所

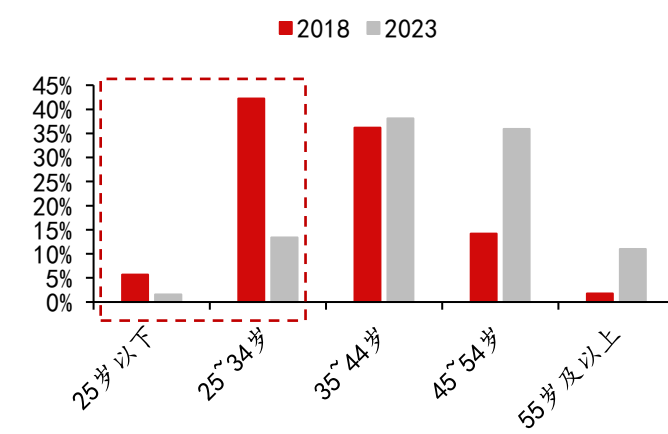
近五年间,保险营销员整体收入提升,年轻群体占比降低。根据北京大学汇丰商学院风险管理与保险研究中心以及保险行销集团保险资讯研究发展中心的调研数据来看:①保险营销员收入结构大幅改善,较2018年一半以上的保险营销员月收入集中在6000元/月以下,2023年保险营销员收入在1万元/月以上的人数占比高达35%,较2018年提升13.2pct,收入出现大幅改善;②保险年轻的营销员人数占比大幅下降,35岁以下的年轻保险营销员人数占比较2018年降低约33pct,反观45~54岁、55岁两个年龄段保险营销员的占比则出现大幅提升,总占比超过45%。

图表12:近五年保险营销员收入结构大幅改善



资料来源:观潮财经,方正证券研究所

图表13:近五年年轻营销员占比大幅下降



资料来源:观潮财经,方正证券研究所

保险营销员的特征变化主因行业降本增效以及保险产品销售本身的难度较大。年轻但无经验的从业者在初期难以摸索出可持续的销售模式,加上保险产品本身的复杂性较高,需要更多时间与精力学习,导致保险销售工作的吸引力降低。整个行业目前主要靠资深老营销人员支撑,但后续有望随互联网等新渠道销售模式以及科技赋能吸引更多年轻营销人员加入。

2.2 资产端发展历程：投资限制逐步放开

2.2.1 资金运用历程：监管逐渐审慎，框架逐渐清晰

资产端的规范发展较负债端更晚，按照投资范围的变迁以及监管政策的变化，可以将保险资金运用的阶段大致划分为以下五个阶段：

- ①**起步阶段（1980年-1995年）**：在该阶段保险资金运用仅作为财务工作的附属，银行存款为该阶段险资主要配置的资产。在该阶段的资金运用并没有清晰、统一的投资运作模式，也没有运用资产配置及资产负债技术的条件，因此资金运用模式单一，管理混乱。
- ②**规范阶段（1995年-2003年）**：原保监会成立保险资金运用监管部，从监管到市场主体，逐步确立专业化、集中化、规范化的运作机制。投资渠道方面，银行存款不再作为单一的主要投资渠道，债券投资逐步放开，主要包括国债、企业债券以及金融债券。
- ③**体系化发展阶段（2004年-2012年）**：在该阶段，监管开放股票投资、基础设施投资计划、股权投资、不动产投资。在2012年十三项新政开放ABS、MBS、信托、股指期货等。风险防范方面，保险行业建立起第三方托管机制，进一步明确保险资金运用形式、决策机制、风险控制及监督管理措施等，健全的管理体系逐渐形成。
- ④**改革阶段（2013年-2016年）**：在该阶段，保险资金运用主要放开私募基金投资、同业存单、大额存单以及租赁住房等投资，金融创新政策的不断推出，在一定程度上加剧了资本过剩导致的风险积聚。
- ⑤**宏观审慎监管阶段（2017年至今）**：该阶段各家激进的银行与保险相继发生风险事件，保险资金运用新增投资信用风险缓释工具以及信用保护工具、商业银行资本补充债、权益资产投资比例按照偿付能力资本充足率不同改为10%-45%共7档、开放保险资金债转股投资计划等。

图表14：中国保险资金运用监管逐渐审慎，框架逐渐清晰

中国保险资金运用发展历程

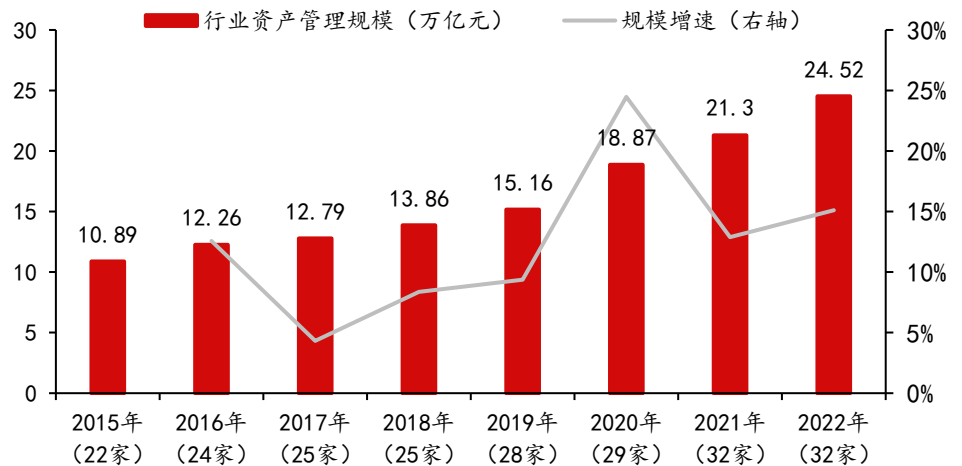


资料来源：燕梳资管，方正证券研究所

2.2.2 保险资产端规模发展历程：规模快速增长

保险资管规模近年快速增长，7 年 CAGR 达 12.3%。2015 年保险资管公司共 22 家，至 2022 年末已达 32 家。保险行业资产管理公司的资产管理规模由 2015 年 10.89 万亿元增长至 2022 年 24.52 万亿元，复合增长率高达 12.3%。

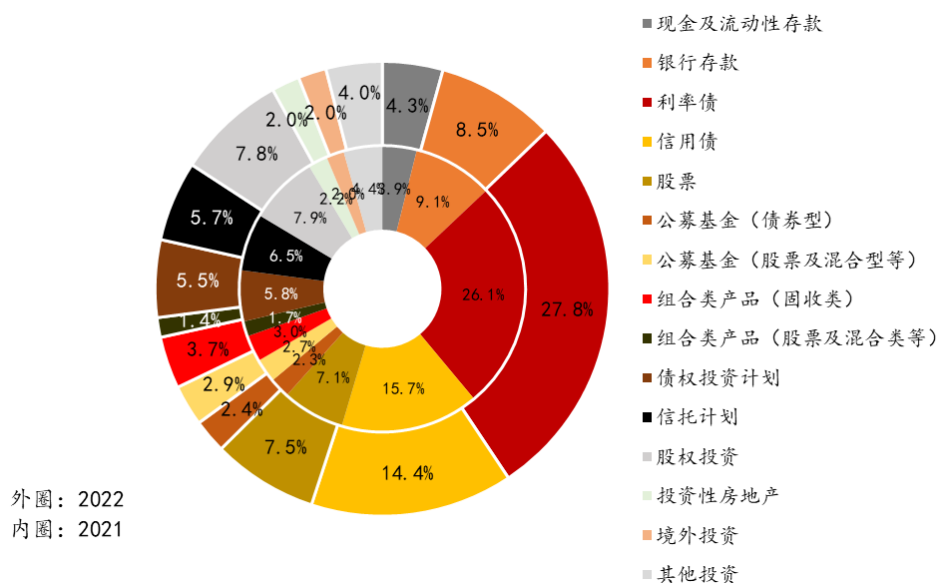
图表15:2015 年-2022 年保险资管公司资产管理规模快速增长



资料来源：中国保险资产管理业协会，方正证券研究所

截至 2022 年末，保险资金持续稳健多元化配置。整体保持以利率债、信用债和银行存款(含现金及流动性资产)为主的配置结构，合计占比 55%，与上年末相比基本持平。

图表16:2021 年-2022 年保险资金大类资产配置结构

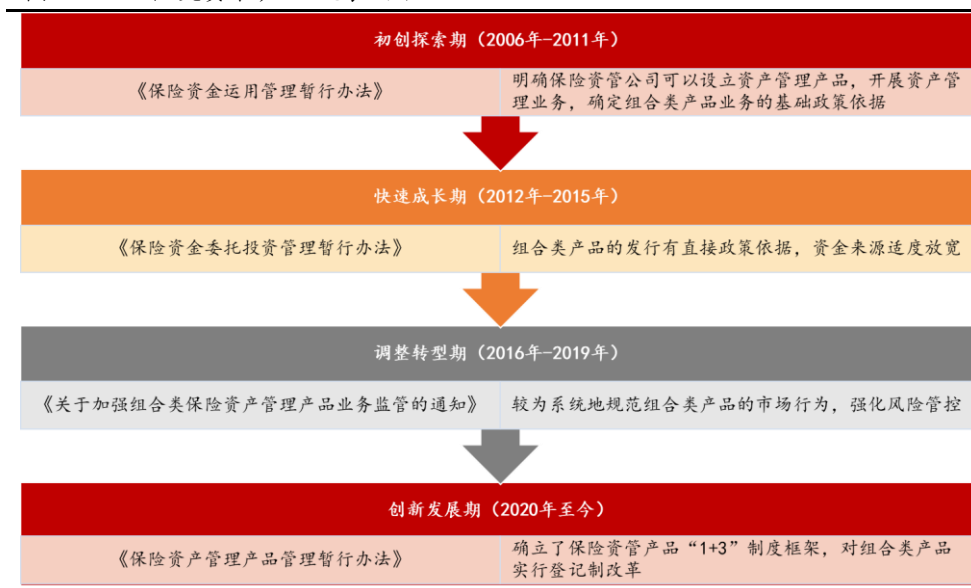


资料来源：中国保险资产管理业协会，方正证券研究所

2.2.3 组合类产品发展历程：进入创新发展期，规模持续扩张

保险资管产品的形式主要有三类：债权投资计划、股权投资计划和组合类产品。保险资管产品具有私募性质，主要面向合格机构投资者非公开发行，同时适度向合格个人投资者非公开发行。保险资管产品是保险资管机构能力输出的载体，在大类资产配置、组合管理、风险管理、信用评估方面具有独特优势。

图表17：组合类资管产品发展历程



资料来源：燕梳资管，方正证券研究所

组合类资管产品已进入创新发展期，规模持续扩张。2006 年仅华泰资产、泰康资产、人保资产、太平洋资产等 4 家机构作为创新试点单位，探索开展组合类产品业务。在后期资金来源不断放宽以及产品类型由固收类逐渐拓宽至权益类以及混合类产品，管理人数量与产品数量逐渐提升。截至 2023 年 6 月末，组合类保险资管产品规模已达到 5.7 万亿元，较 2019 年末增长 4.4 万亿元，已成为财富管理市场的新锐力量。

3、资产与负债联动复盘

3.1 监管历程

负债端风险减量开源节流或成本阶段重点。综上所述，不难从负债端的产品、渠道以及人员看出，当前保险行业已经从过去粗放式发展进入到转型向高质量健康发展的时期，产品需求定制化、服务化以及渠道的多元化和营销队伍的优化无不是以扩大市场竞争力以及降本增效为最终目的。近年，为规范保险公司竞争市场的行为以及缓解行业整体风险，监管持续推动负债端全渠道“报行合一”，旨在降低负债端成本，缓解资产端压力，化解行业利差损风险。

图表18: 负债端风险减量, 资产端逐步放开

2023 年	月份	文件名称/事件	主要内容/目的
负 债 端	1 月	《一年期以上人身保险产品信息披露规则》	首次提出要求保险公司披露分红实现率指标, 同时取消高、中、低三档演示利率表述, 调低演示利率水平, 自 2023 年 6 月 30 日起施行
	2 月	《关于缴纳保险保障基金有关事项的通知》	对保险保障基金的交纳费率进行了细化, 新增风险差别费率, 高风险机构缴费压力更大
	2 月	《人身保险公司分类监管办法(征求意见稿)》	拟将人身险公司分为 5 类进行差别监管, 强化人身险公司分类监管工作, 强化监管评级结果运用, 推动人身险公司高质量发展
	3 月	《关于开展保险机构销售人员互联网营销宣传合规性自查整改工作的通知》	提高保险机构销售人员互联网营销宣传合规性, 压实保险机构管控主体责任, 防止销售误导, 规范市场秩序, 保护保险消费者合法权益, 促进保险市场高质量发展
	6 月	《关于规范团体人身保险业务发展的通知(征求意见稿)》	对上一年度保险期间不超过 1 年的团体人身保险业务赔付率进行回溯, 旨在防止“团险变团购”、避免畸高赔付率
	7 月	《关于适用商业健康保险个人所得税优惠政策产品有关事项的通知》	推动适用个人所得税优惠政策的商业健康保险惠及更多人民群众, 促进多层次医疗保障有序衔接, 有效降低医疗费用负担, 丰富既往症和老年人等人群的保险保障
	8 月	《关于规范银行代理渠道保险产品的通知》	严令银保渠道佣金费用“报行合一”, 对银行保险渠道佣金进行约束
	9 月	《保险销售行为管理办法》	统一保险销售行为监管要求, 全方位规范销售行为, 提及销售资质分级、提高产品适当性, 引导行业价值转型
	10 月	关于强化管理促进人身险业务平稳健康发展的通知》	不得采取大幅提前收取保费并指定第二年保单生效日的方式进行承保, 引导各公司科学制定年度预算, 防止激进发展、大进大出, 促进人身保险市场平稳健康发展
	10 月	金融监管总局 3Q23 新闻发布会答记者问	下一步金融监管总局将继续全面推行报行合一, 抓紧启动个人代理渠道和经纪代理渠道的报行合一工作
资 产 端	3 月	《保险资产管理公司开展资产证券化业务指引》	支持公司治理健全、内控管理规范、资产管理经验丰富的优质保险资产管理公司参与 ABS 及 REITs 业务, 首批 5 家保险资管机构获得交易所 ABS 业务资格
	9 月	《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》	差异化调节最低资本, 鼓励险资入市。引导保险公司回归保障本源, 引导保险公司支持资本市场平稳健康发展、支持科技创新
	10 月	《关于引导保险资金长期稳健投资 加强国有商业保险公司长周期考核的通知》	将保险公司 ROE 考核标准考核周期拉长至 3 年, 引导险资关注长期投资, 提升参与资本市场的积极性
	11 月	中国人寿和新华保险联合成立 500 亿私募基金	或将以长期股权投资方式持股私募基金, 资金投向为 A 股

资料来源: 国家金融监管总局, 方正证券研究所

资产端限制逐步放开, 聚焦长期考核引导险资入市。资产端今年主要聚焦长期业务发展与考核, 监管先后降低权益配置风险因子, 低险企投资股票的最低资本占用以及将保险公司 ROE 考核标准考核周期拉长至 3 年, 引导险资重视长期投资回报与 ROE, 提升险资参与资本市场的积极性。加大权益配置或将进一步改善资产端与负债端的错配。

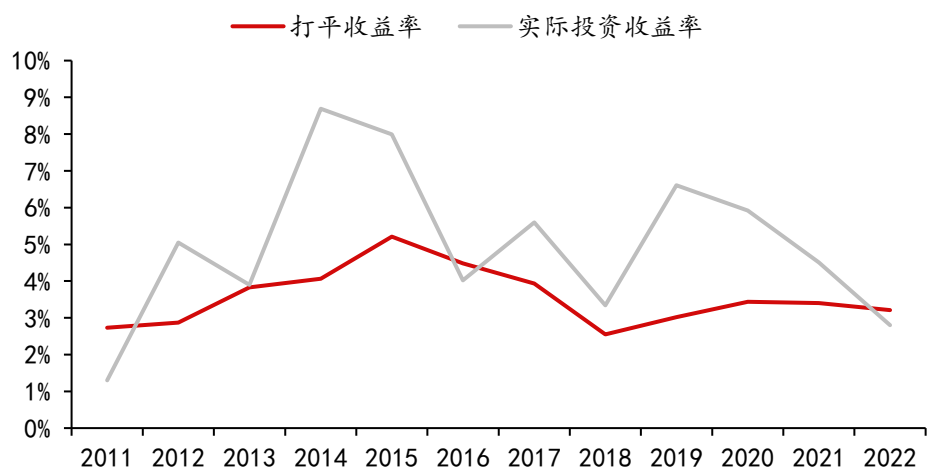
3.2 负债端成本与资产端收益联动分析

围绕核心观点：负债端的成本恶化将会联动资产端的激进投资从而引发恶性循环。本报告选取 2020 年至 2022 年末 82 家寿险公司的打平收益率、实际收益率以及超额收益率¹，以保费规模为划分标准，分析大型、中型以及小型寿险公司在负债端成本上升时，资产端投资收益率以及超额收益率的表现。

收益率高本身并不一定是优势，收益率仅反应了收益水平，并未反应出与之对应的风险与成本。因此本文后续将通过打平收益率与 spread（收益率减去成本，可视为超额收益）的关系来分析各保险公司的负债端与资产端经营情况。需要注意的是：

打平收益率衡量的是寿险公司的成本即投资收益率要达到多少公司刚好处于盈亏平衡点，打平收益率越高则该寿险公司的负债端成本较高，产品激进，投资端压力越大，打平收益率越低则说明该寿险公司的负债端成本控制较好，资产端压力较小。

图表19:2011 年-2022 年寿险行业成本与投资收益一览



资料来源：王晴精算师，保险一哥，十三个精算师，方正证券研究所

险资在早期经历过高成本高收益的激进展业过程。2011 年至 2015 年，正值险资快速成长期，部分急于求成的保险公司为追求更庞大的保费规模，售卖大量的万能险与中短期年金险以及偏理财性质的保险，导致寿险业打平收益率持续上升，2015 年达到峰值 5.21%，当年险资频频举牌引起市场与监管关注。

回归保障后负债端成本有所控制。直至 2016 年，监管介入，开始整改万能险的销售以及调低保险产品预定利率，呼吁“保险姓保”，保险产品应回归保障本质。一系列偏理财性质的万能险、中短期人身险被叫停，在强监管的背景下，寿险行业的打平收益率开始改善，至 2018 年，寿险行业打平收益率为 2.55%，行业回归理性，开始稳步发展。

¹ 实际收益率 = (利润表总投资收益 + 可供出售金融资产浮盈变动) / 平均调整后总资产

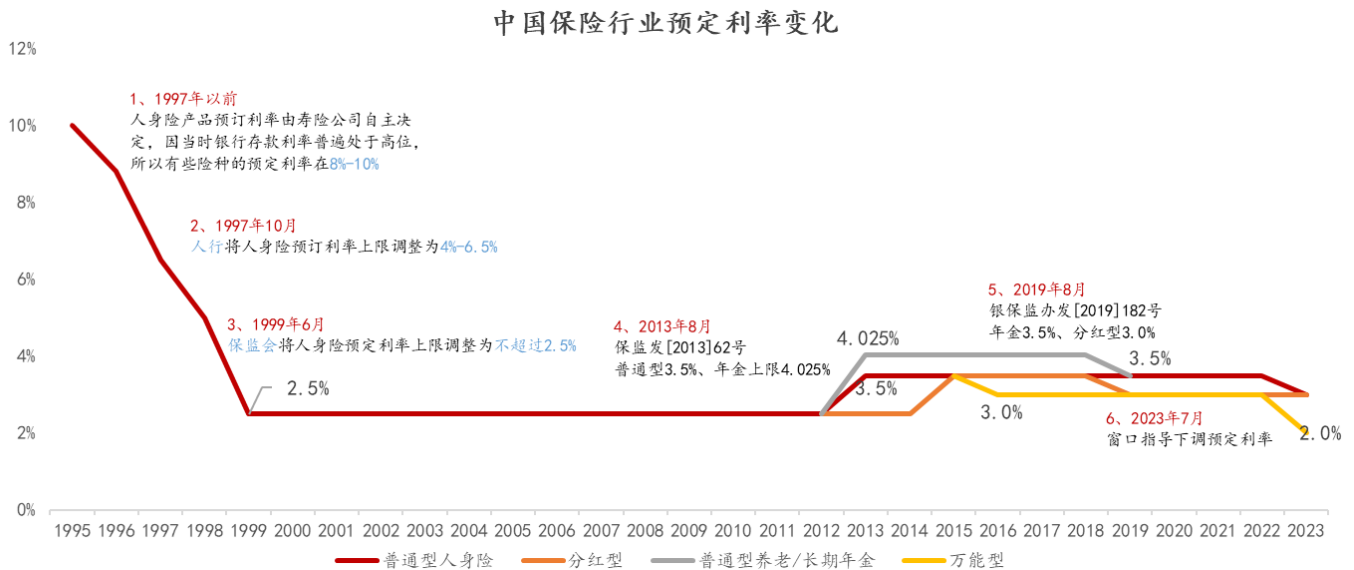
利润表总投资收益 = 利润表投资收益 + 交易类资产公允价值变动损益 + 汇兑损益 - 资产减值损失 - 回购利息支出

调整后总资产 = 总资产 - 卖出回购资产款 - 独立账户负债

打平收益率 = (利润表总投资收益 - 母公司税前利润) / 年平均调整后总资产

超额收益率 = 实际收益率 - 打平收益率

图表20: 资产端承压，预定利率持续呈现下调趋势



资料来源：中国保险年鉴，历年监管发文汇总，监管官网，精算视觉，方正证券研究所

近年行业主要矛盾为市场波动带来资产端的收益难以覆盖负债端成本。随着2019年市场竞争逐渐激烈以及疫情爆发，寿险行业打平收益率又开始呈现出回升趋势，2020年中小保险公司在重疾险上发力，不断扩大保障范围与增加赔付次数，在新旧规则交替前销售端出现较大规模停售潮；2021年，增额终身寿借助银保渠道实现了快速增长，以中小保险公司为首的各寿险公司纷纷开始售卖增额终身寿以求达到保费规模快速增长的目的，导致打平收益率居高不下，随着投资环境的恶化，利差收缩，投资端逐渐承压。2023年，受利率持续下行影响，预定利率再次下切，同时银保、经代等渠道费差损等情况引起监管注意，下半年“报行合一”成为保险监管的主要目标之一。

3.3 负债端的成本恶化或将引发资产端的激进投资

为探讨不同规模的寿险公司在负债端成本与资产端收益之间的差异，本报告将保险公司按照保费收入规模进行简单划分：

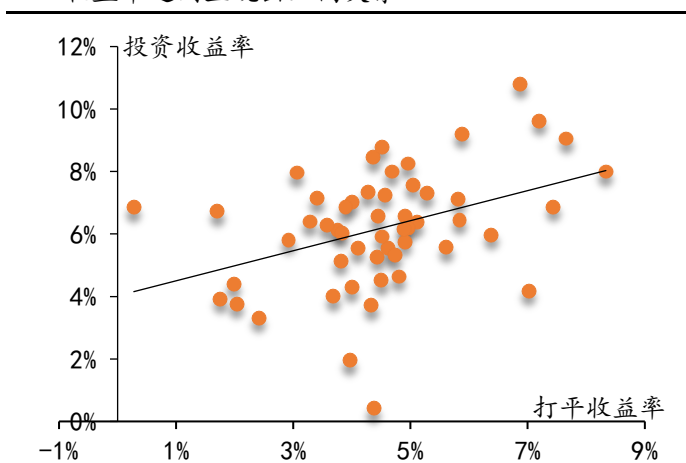
第一组：当年保费规模在500亿以上或公司规模较大、实力较强的寿险公司；

第二组：当年保费规模在100亿以上，500亿以下的寿险公司；

第三组：当年保费规模在100亿以下的寿险公司。

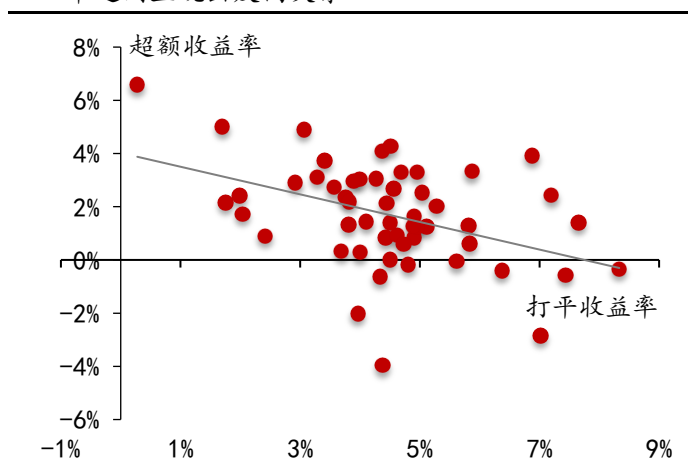
超额收益率随打平收益率上涨呈现边际递减趋势。通过超额收益来看，随着打平收益率的上升，超额收益率并未像投资收益一样有上升趋势，反而呈现出下降趋势，这也说明寿险公司急于求成通过资产端带动公司收益最终并没有达到理想的效果，反而有可能使得公司的情况恶化。

图表21:2020年寿险行业各公司打平收益率与实际投资收益率之间呈现出正向关系



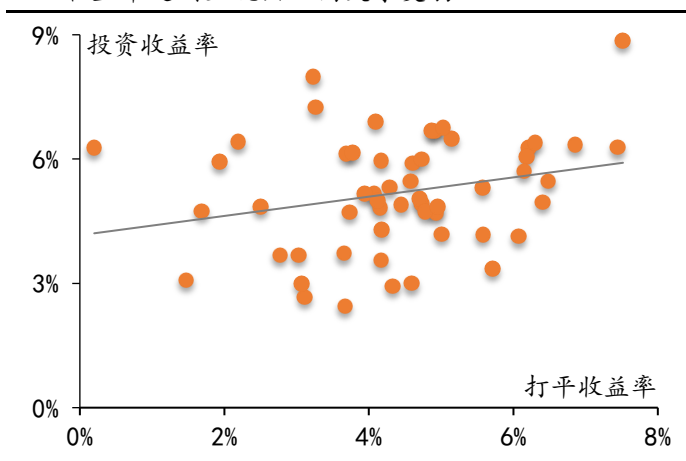
资料来源:王晴精算师,保险一哥,方正证券研究所

图表22:2020年寿险行业各公司打平收益率与超额收益率之间呈现出反向关系



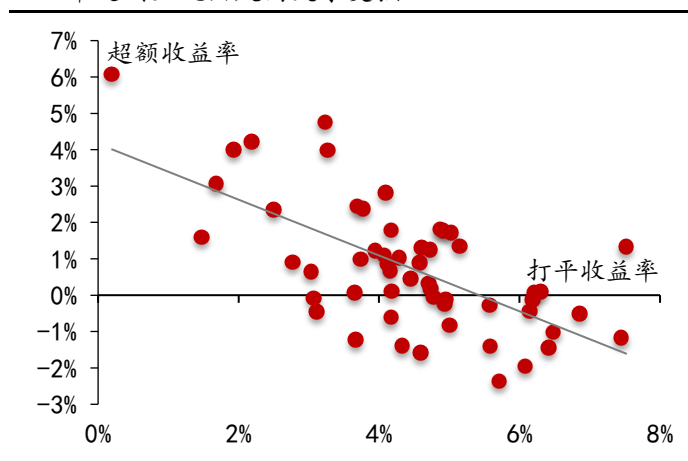
资料来源:王晴精算师,保险一哥,方正证券研究所

图表23:2021年寿险行业各公司打平收益率与实际投资收益率之间呈现出正向关系变弱



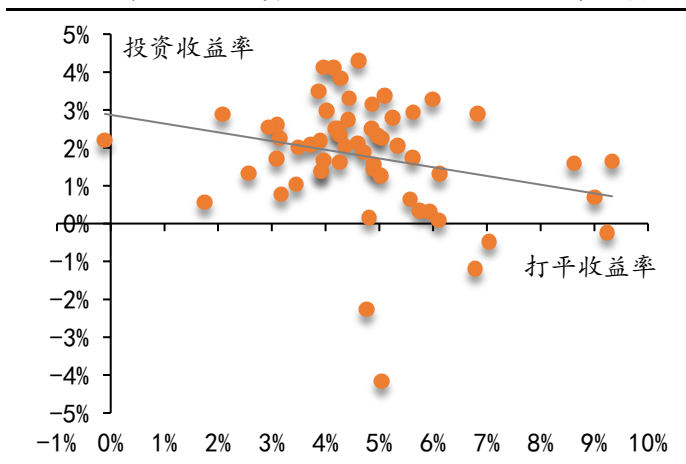
资料来源:王晴精算师,保险一哥,方正证券研究所

图表24:2021年寿险行业各公司打平收益率与超额收益率之间呈现出反向关系变强



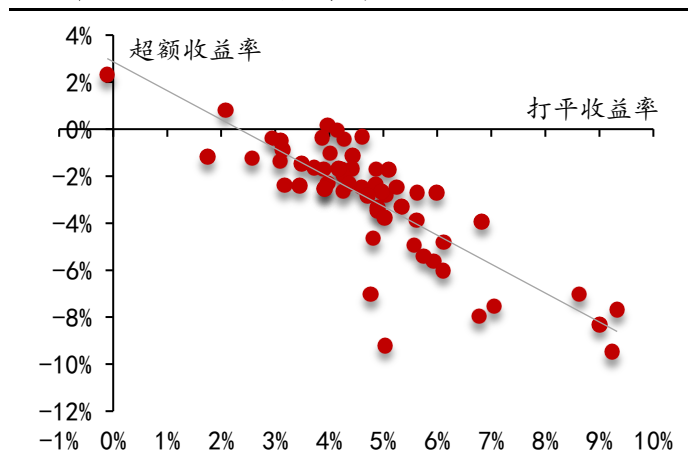
资料来源:王晴精算师,保险一哥,方正证券研究所

图表25:2022年寿险行业各公司打平收益率与实际投资收益率之间因投资环境恶化呈现出正向关系转负



资料来源:王晴精算师,保险一哥,方正证券研究所

图表26:2022年寿险行业各公司打平收益率与超额收益率之间呈现出反向关系持续加强



资料来源:王晴精算师,保险一哥,方正证券研究所

负债端成本的提升将会引发资产端激进投资，提高资产端投资风险。从趋势上来看，随着寿险公司的成本逐渐走高，保险公司的投资端收益率在市场收益表现平稳时（2020年、2021年上证指数分别上涨12.6%以及4.8%）有明显的上升趋势，主因：为填补负债端的高成本，部分资产端会选择配置更高收益的资产，从而导致整体风险的上升，因此在市场下行时（2022年上证指数下跌15.1%），资产端因前期的激进配置，收益恶化明显加剧。

图表27: 近三年上证指数表现由上涨转为下跌，2022年跌幅15.1%

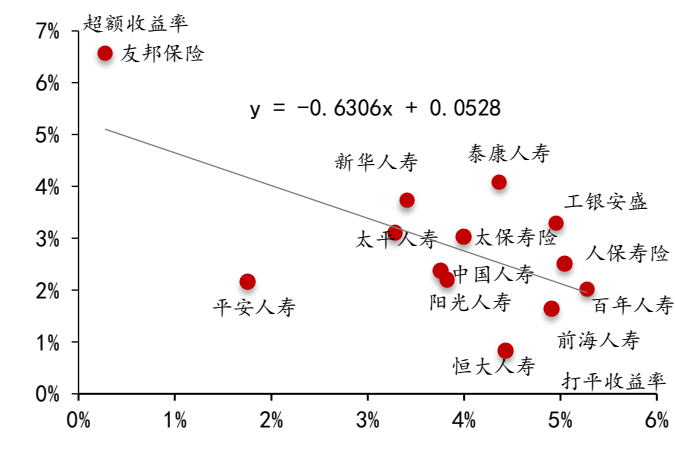


资料来源：方正证券研究所

3.3.1 大型寿险公司：受益于品牌优势与完善的制度

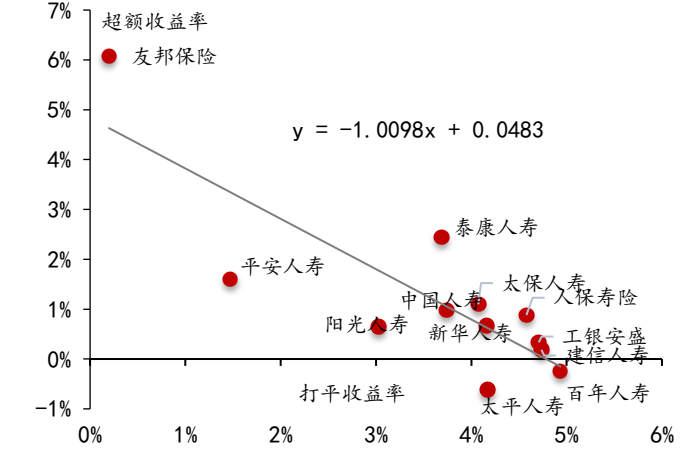
大公司得益于品牌溢价负债端成本压力更小，资产端完善的风控制度将缓解成本上升带来的负面影响。虽然随着负债端成本的上升，整个寿险行业的投资端都会趋向于选择配置更高收益的资产，同时更高的风险将会拖累整体的超额收益。但是因为大型寿险公司深耕市场，品牌优势较强，因此在销售难度以及溢价能力方面相较中小公司更有优势。

图表28:2020 年大型寿险公司打平收益率-超额收益率的回归系数为-0.63



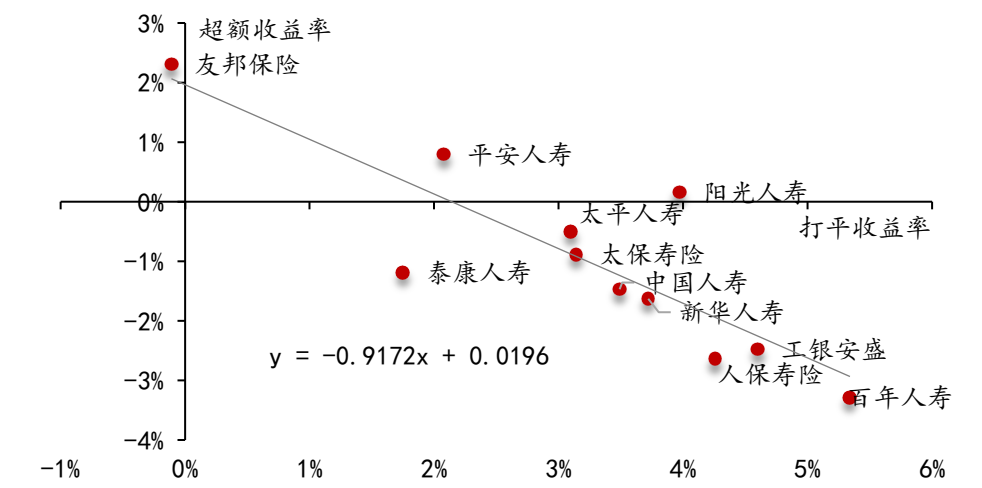
资料来源:王晴精算师, 保险一哥, 方正证券研究所

图表29:2021 年大型寿险公司打平收益率-超额收益率的回归系数因市场波动降为-1.01



资料来源:王晴精算师, 保险一哥, 方正证券研究所

图表30:2022 年大型寿险公司打平收益率-超额收益率回归系数略改善至-0.92



资料来源:保险一哥, 方正证券研究所

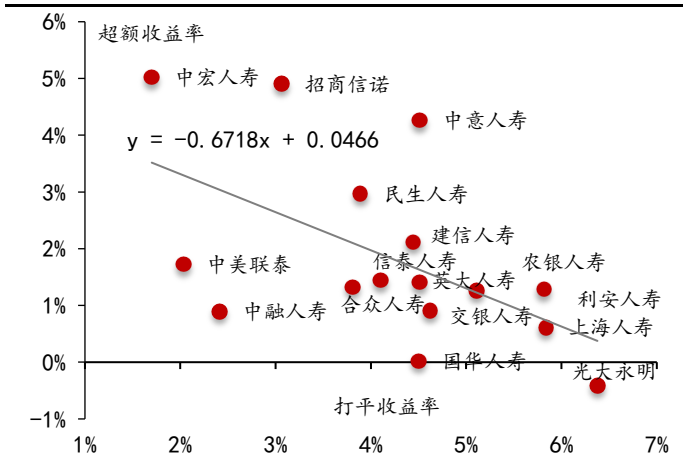
大型寿险公司因市场波动, 打平收益率-超额收益率的回归系数降低。2020 年至 2022 年, 因重疾险新旧规交替炒停售以及行业竞争加剧, 寿险负债端成本持续高于 3.0%, 大型寿险公司在成本提升的同时通过资产端获取的收益提高, 但超额收益的提升出现边际递减。

健全的风控制度以及更前瞻的投研能力助力部分大型寿险公司在下行的市场中缓冲成本对资产端的冲击。虽然 2022 年市场持续震荡下行, 但是大型寿险公司在投资与研究方面的预判以及风险管理能力更强, 能够下行且竞争激烈的市场中减缓资产与负债端收益与成本的恶化进程。

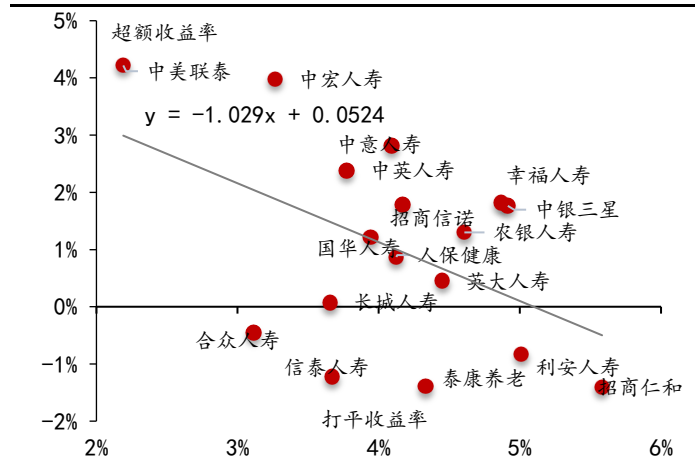
3.3.2 中型寿险公司：展业方式更激进，受市场波动影响更大

中型寿险公司展业成本较大型寿险公司更高，投资受市场波动影响更高。在展业方面，中型保险公司品牌影响力有限，但产品形态较为同质化，市场竞争更为激烈。

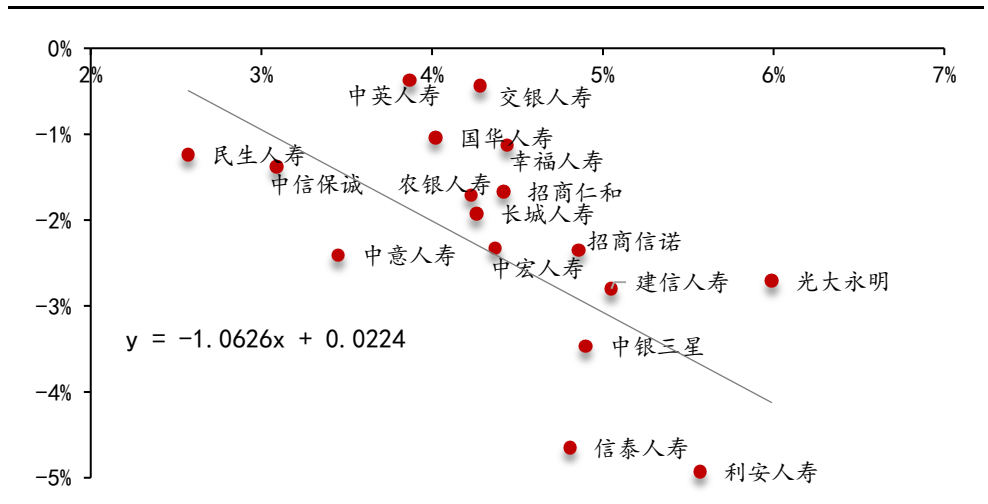
图表31:2020 年中型寿险公司打平收益率-超额收益率的回归系数为-0.67



图表32:2021 年中型寿险公司打平收益率-超额收益率的回归系数因市场波动降为-1.03



图表33:2022 年中型寿险公司打平收益率-超额收益率回归系数恶化至-1.06



中型寿险公司成本更高主因展业的渠道大部分为银保渠道，竞争更加激烈，费用投放更高。截至 2022 年，增额终寿为保费收入贡献第一名的公司共计 33 家，大多为中型以及小型的寿险公司，其中银保渠道为增额终身寿险的主要销售渠道，在 2022 年同样 3.5%预定利率背景下，增额终身寿产品形态相似，因此竞争更加激烈，滋生银保渠道各种“小账”的乱象。

图表34:2022 年各公司保费贡献排名第一的产品（单位：亿元）

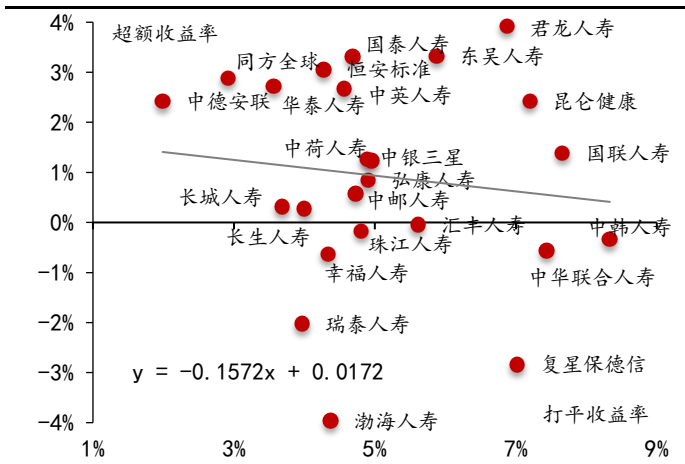
序号	公司名称	产品名称	保费收入
1	中邮人寿	中邮年年好邮保一生 C 款终身寿险	277.89
2	阳光人寿	阳光人寿臻鑫倍致终身寿险	204.24
3	太平人寿	太平臻爱金生终身寿险	171.33
4	中信保诚	中信保诚「基石恒利」终身寿险	153.56
5	百年人寿	百年挚爱人生终身寿险	139.84
6	信泰人寿	信泰恒爱传承终身寿险	88.45
7	招商信诺	招商信诺和瑞一号终身寿险	82.85
8	中银三星	中银三星中银尊享人生终身寿险	70.53
9	幸福人寿	幸福传世金生 2.0 终身寿险	55.28
10	招商仁和	招商仁和和裕盛世终身寿险	52.03
11	长城人寿	长城爱永随终身寿险(尊享版)	44.59
12	利安人寿	利安寿终身寿险(尊享版)	41.75
13	弘康人寿	弘康弘运增利终身寿险	39.01
14	中美联泰	都会臻传终身寿险(分红型)	26.26
15	爱心人寿	爱心人寿守护神 2.0 终身寿险	20.11
16	同方全球	「传世尊享」终身寿险	19.03
17	横琴人寿	横琴传世恒富增额终身寿险	18.71
18	国联人寿	国联人寿盛世传承终身寿险	17.12
19	信美人寿	信美相互传家有道终身寿险	16.52
20	财信人寿	财信人寿臻爱传家 21 终身寿险	14.45

资料来源：十三精资讯，方正证券研究所

3.3.3 小型寿险公司：未成规模效应，陷入恶性循环困境

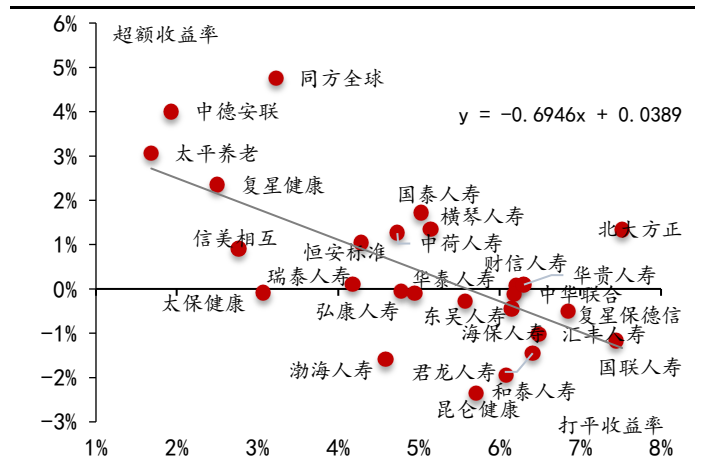
相较于大中型寿险公司，小型寿险公司资产规模基数较小。在市场表现良好的情况下，小型保险公司由于投资基数小，同时大部分小型寿险公司没有建立资管子公司，可选择更优秀第三方的资产管理机构托管资产，得益于分散化的配置，在市场环境较好的情况下，小型公司的成本与收益表现良好，但并不具参考价值。

图表35: 2020 年小型寿险公司打平收益率-超额收益率的回归系数为-0.16



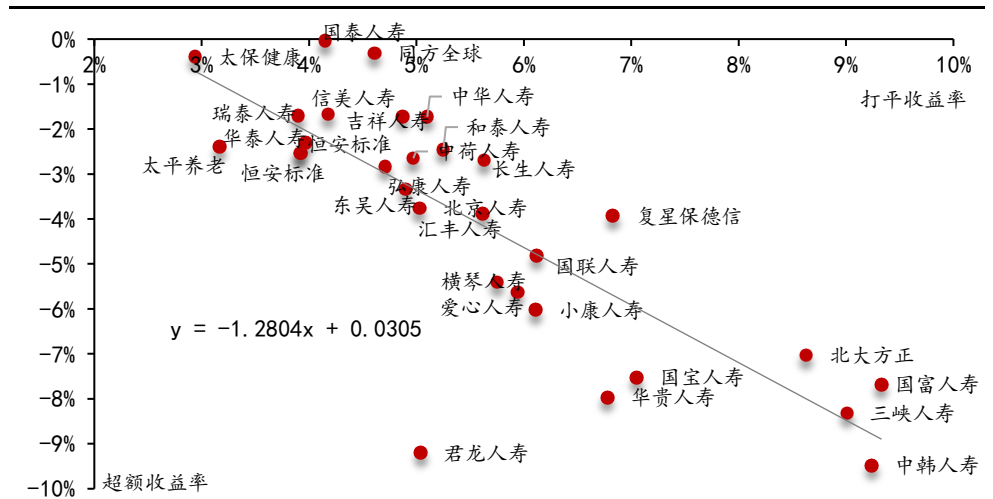
资料来源: 王晴精算师, 保险一哥, 方正证券研究所

图表36: 2021 年小型寿险公司打平收益率-超额收益率的回归系数因市场波动降为-0.69



资料来源: 王晴精算师, 保险一哥, 方正证券研究所

图表37: 2022 年中型寿险公司打平收益率-超额收益率回归系数加速恶化至-1.28

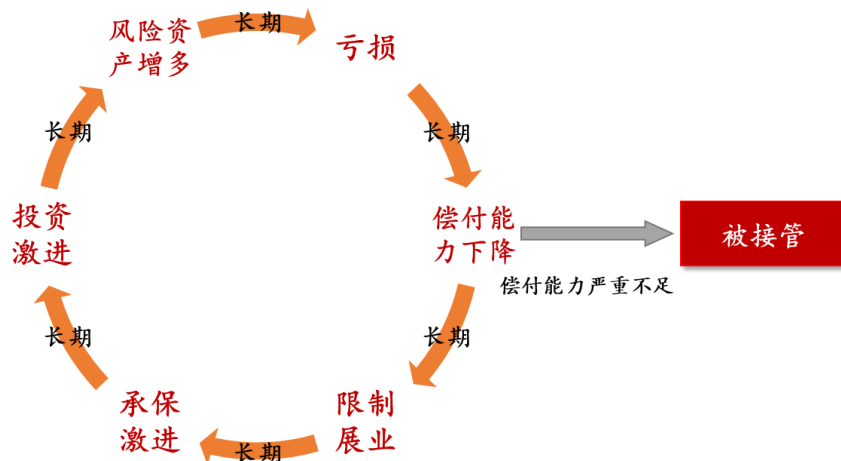


资料来源: 保险一哥, 方正证券研究所

下行市场中, 小型寿险公司成本与超额收益收益敏感度更高。小型寿险公司在行业竞争逐渐激烈的过程中, 扩大保费规模的途径较少, 除银保渠道, 个别小型寿险公司还会选择经纪渠道, 通过高佣金激励经纪人销售高性价比的重疾险、储蓄型保险等。费用投放带来的成本激增以及市场波动对资产端带来的负面影响使得小型寿险公司近年的经营环境更具挑战性。

负债端的激进承保与资产端的激进投资或将带来更具挑战性的经营环境。相较于大型寿险公司, 中小型寿险公司通过更加激进的产品获客或是以更高成本的渠道打开市场, 必然面临更高的负债端成本, 同时资产端会倾向于配置收益率更高的资产以追回成本上的劣势; 但是更高的收益意味着更高的风险, 最终反而导致公司整体的超额收益恶化, 尤其是在投资环境不理想的情况下, 更高的打平收益率会将整个公司推向更具挑战的处境。

图表38: 负债端的激进承保与资产端的激进投资将形成恶性循环



资料来源：谱蓝保，方正证券研究所

3.4 头部寿险公司资产负债管理优势明显

大型寿险公司在战略转型与趋势判断上优势明显。根据对过去三年寿险行业各公司的负债端成本与资产端超额收益的复盘来看，大型寿险公司在成本控制以及渠道管理方面较中小寿险公司更有优势；同时，在市场进入下行阶段的过程中，大型保险公司得益于更全面的风险管理机制以及更强的投研能力，能够在市场下行的环境中迅速调整产品以及投资战略，缓冲系统性风险给资产端带来的负面影响。

图表39: 大型寿险公司的成本与超额收益系数较中小公司改善明显

时间	2020	2021	2022	2023/12/25	趋势
上证指数	3,473.07	3,639.78	3,089.26	2,918.81	-
全年涨跌幅	12.6%	4.8%	-15.1%	-5.5%	-
大型寿险公司	-0.63	-1.01	-0.92	-	改善
中型寿险公司	-0.67	-1.03	-1.06	-	略有提升
小型寿险公司	-0.15	-0.69	-1.28	-	加速提升

资料来源：，方正证券研究所

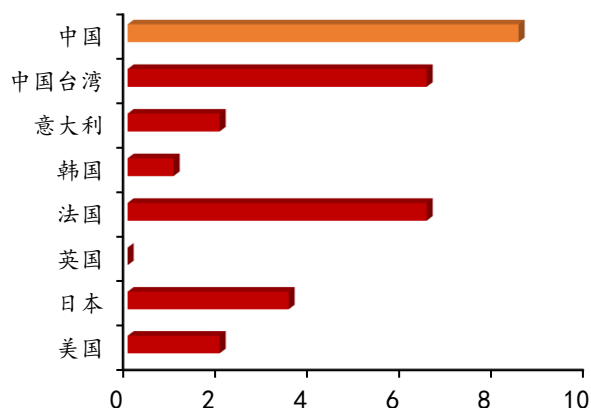
注：成本与超额收益系数见回归模型计算结果

4. 未来资产负债管理展望

4.1 资产负债久期错配为主要风险

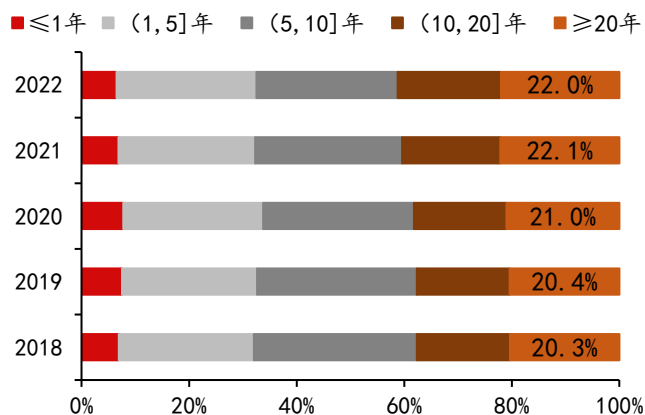
我国保险业的资产与负债端在久期匹配上依旧还有较大的缺口。从整个行业的角度来看，据 IMF 统计，2019 年我国保险业的久期错配年限就已经超过 8 年，整个保险行业受利率下行的负面影响较高。《中国金融稳定报告(2019)》则指出人身险的负债久期为 12.44 年，资产久期为 5.77 年，错配突出，部分公司错配情况更为严重。中国保险资管业协会曹德云在 2023 年中国财富论坛上指出：目前久期错配导致每年待配置保险资金和到期再投资资金超过 2 万亿。

图表40: 我国保险资产负债久期错配程度较高



资料来源: IMF, 方正证券研究所

图表41: 美国寿险资产端债券期限分布



资料来源: ACLI, 方正证券研究所

在长期低利率的环境下, 险企的再投资和新增资产投资面临新的挑战, 利差损风险较大。截至 2023 年, 根据第十四届中国金融发展论坛: 中国传统险平均资产久期约 7 年、负债久期约 16 年, 久期缺口约 9 年。反观久期错配年限较低的国家, 由于资本市场金融产品种类更多以及资产管理经验更加丰富, 美国的保险资管在固定收益类资产上的配置更能满足负债端的长期需求。截至 2022 年, 美国寿险资产端配置期限超过 20 年的债券占比为 22%。

图表42: 头部保险公司面对资产负债久期错配问题下的主要措施与战略

序号	公司	主要措施	出处
1	新华保险	本集团运用一定的资产负债管理技术协调管理资产与负债, 使用技术包括 情景分析方法、现金流匹配方法及免疫 方法等; 本集团通过上述方法多角度了解存在的风险及其中复杂的关系、考虑未来现金流支付时间和额度, 以及结合负债属性, 综合动态管理集团资产与负债和偿付能力。本集团采取了包括 股东增资、发行次级债及资本补充债券、再保险安排、提高分支机构产能、优化业务结构、构建成本竞争体系 等方式提高集团偿付能力。	2023 年 半年度 报告 151 页
2	中国平安	本集团资产与负债管理的目标是匹配资产与负债的期限与利率。在目前长 期限利率债市场容量约束下, 本集团没有充足的长 期限资产可供投资, 以 与保险及投资合同负债的期限相匹配。在法规和市场环境允许的情况下, 本集团积极 布局优先股等广义久期资产, 不断提升长久期资产配置 , 兼顾 久期匹配和收益成本匹配的要求。	2023 年 半年度 报告 155 页
3	中国人寿	面对复杂多变的市场环境, 公司始终保持战略定力, 坚持资产负债匹配管理, 在战略资产配置引领下, 灵活进行战术资产配置管理 , 积极把握市场 机会。 固收资产坚持哑铃型配置策略, 抢抓年初利率反弹短暂窗口加大长久期债券配置力度 。权益资产仓位总体保持稳定, 持续推进 均衡配置和结构优化 。 另类资产积极拓展项目储备, 创新投资模式, 稳定配置规模 。	2023 年 半年度 报告 17 页

4	中国太保	在现行的法规与市场环境下没有期限足够长的资产可供本集团投资，以与寿险的中长期保险责任期限匹配。本集团在监管框架及市场环境允许的情况下，将 加大长期固定收益证券的配置比例，适当选择并持有久期较长的资产 ，以使资产负债在期限和收益上达到较好的匹配。为了进一步强化资产负债匹配管理，本集团 成立了集团公司资产负债管理委员会 ，履行在资产负债管理方面的决策职能，下设资产负债管理工作小组，负责对资产负债及匹配情况进行分析。	2023 年 半年度 报告 77 页
5	中国人保	本集团密切关注经济形势及境内外资本市场变化，在投资端加强资产配置研究能力与服务国家战略能力， 加大符合国家战略的优质股权、债权和另类投资力度 ，在负债端加快改善负债业务结构与成本，通过持续推动资产负债联动，保障合理的收益水平。此外，本集团还通过优化集团投资评审机制，持续做好投资资产风险跟踪监测；定期开展投资资产风险分类与估值，持续做好资金运用风险排查，及时提示风险情况，维护资金安全。	2023 年 半年度 报告 34 页

资料来源：各上市公司半年报，方正证券研究所

头部寿险公司选择增加长久期资产的配置。从 2023 年各家头部保险公司的风险管理规划来看，头部寿险公司面对资产负债久期错配的问题主要选择：①提升长久期资产（包括长期固定收益类资产）配置；②加大另类资产的拓展与创新力度；③加大股权类资产的配置等改善资产负债结构，持续推动资产负债联动，兼顾久期匹配和收益成本匹配的要求。

4.2 未来资产与负债管理展望

4.2.1 增配股权投资：稳定收益，拉长久期

保险私募基金数量和规模在近几年发展较快。2023 年 11 月末，新华保险公布对外投资公告，新华保险与中国人寿分别出资 250 亿成立私募基金——鸿鹄私募证券投资基金有限公司，将投资 A 股股票，并根据市场把握建仓时机，该私募基金为 2015 年以来第 19 家保险私募基金管理人。截至 2022 年，保险资管机构共登记保险私募基金 21 只，登记基金数量创历年新高；登记规模 1218.28 亿元，同比增长 13.75%。

图表 43: 保险私募基金管理人汇总

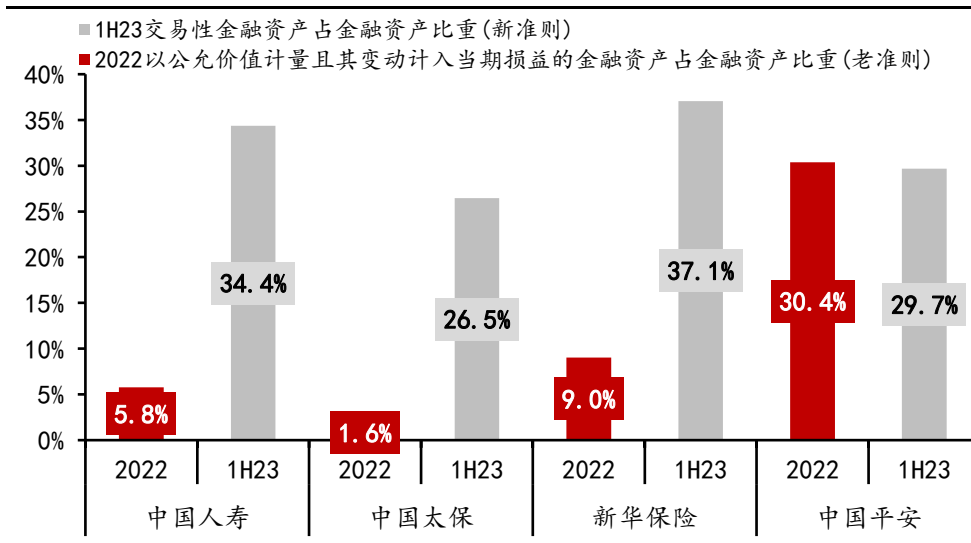
序号	公司	保险私募基金管理人	成立时间
1	中国人寿	国寿股权投资有限公司	2016 年
2		国寿金石资产管理有限公司	2016 年
3	中国平安	平安创赢资本管理有限公司	2016 年
4		平安基础产业投资基金管理有限公司	2019 年
5	泰康保险	北京泰康投资管理有限公司	2016 年
6		泰康健康产业基金管理有限公司	2018 年
7	中国太平	太平保利投资管理有限公司	2018 年
8		太平创新投资管理有限公司	2018 年
9	中国人保	人保资本股权投资有限公司	2018 年
10	中再集团	中再资本管理有限责任公司	2017 年
11	光大永明	合源资本管理有限公司	2015 年

12	阳光保险	阳光融汇资本投资管理有限公司	2015 年
13	大家保险	远见共创资本管理有限公司	2018 年
14	华夏保险	久盈资本投资管理有限公司	2016 年
15	华泰保险	华泰宝利投资管理有限公司	2017 年
16	华安财保	华安汇富资本投资管理有限公司	2017 年
17	建信保险	建信股权投资管理有限责任公司	2014 年
18	中国太保	太保私募基金管理有限公司	2021 年
19	中国人寿 新华保险	鸿鹄私募证券投资基金有限公司	2023 年

资料来源：《中国保险资产管理》，方正证券研究所

新准则背景下，FVTPL 占比提升，投资对权益市场敏感性提高，股权投资则可平滑收益。截至 1H23，新准则下交易性金融资产占金融资产比重：新华保险（37.1%）> 中国人寿（34.4%）> 中国平安（29.7%）> 中国太保（26.5%），高于老准则下的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占金融资产比重，险资投资对权益市场敏感性大幅提高。

图表44: 准则切换后 FVTPL 占比提升，投资对权益市场敏感性提高



资料来源：公司公告，方正证券研究所

股权投资对当下险资的资金配置主要有三大利好：

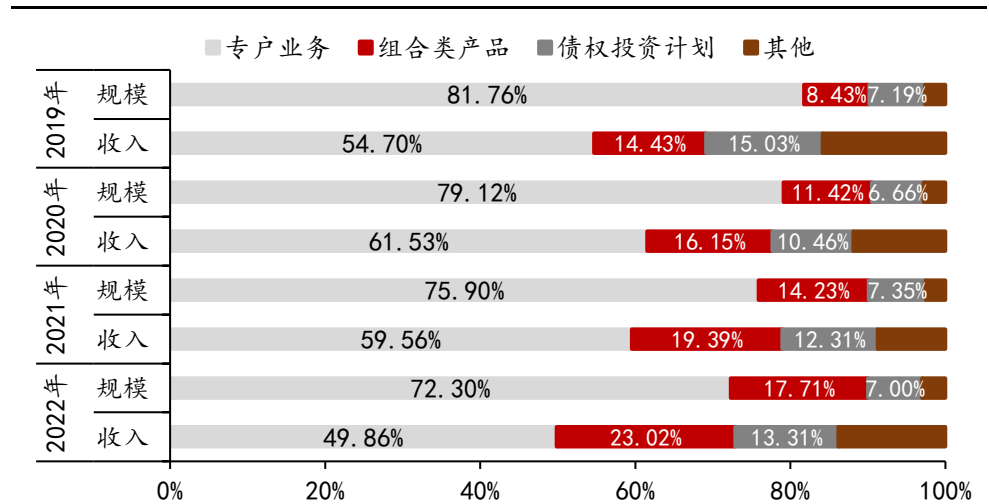
- ①**稳定收益**：通过股权投资方式直接进入被投资企业，险资直接分享或承担被投企业的盈亏，当期会计报表中不体现被投企业的股价变化，只反映被投企业的分红派息或当期利润，所以新增长股投的资金短期不会对保险公司的业绩带来较大波动。
- ②**增厚收益**：根据《中国保险资产管理》的研究，各家年化投资收益率与投资组合中长股投占比呈明显的正相关关系，长股投资资产配置越多组合投资收益表现越好。
- ③**拉长久期**：根据《中国保险资产管理》的研究，粗略测算上市险企的现有投资组合，每增配 1% 的长股投，资产久期大约可以拉长 0.2 年，增加长期股权投资可缓解寿险久期错配问题。

展望未来，股权投资与险资的期限以及收益要求匹配度较高，未来有望持续增配。新华保险与中国人寿共同成立私募基金或将成为保险长线资金入市的信号，在改善资产端配置结构的同时，有望显著提振市场情绪，带动权益市场上行，修复市场预期同时修复保险估值，形成良性循环。

4.2.2 大力发展保险资管产品

保险资金的负债属性决定了其以追求绝对收益为目标，风险容忍度较低。相对于公募基金、基金专户等产品，保险资管产品的组合类产品，允许一定比例的非标准化债权类资产投资，也是保险资管产品区别于资管行业其他资管产品的特殊之处。根据 数据显示，2022 年保险资管产品业绩整体跑赢公募基金同类产品，组合类产品中，固定收益类产品中的长期纯债型和短期纯债型产品业绩中位数分别为：3.15%、2.67%；同类型公募基金产品收益中位数分别为：2.35%、2.14%。在理财产品破净值等背景下，保险资管产品凭借特殊的属性或将迎来新的发展机遇。

图表45:组合类产品与债权投资计划的规模与收入占比逐年提升



资料来源：中国保险资产管理业协会，方正证券研究所

组合类产品和债权投资计划带来的收入贡献更大。从2019年至2022年，组合类产品管理规模占比从8.43%上升至17.71%，相应收入占比从14.43%上升到23.02%。此外，专户业务收入贡献近两年相对稳定，从2019年至2022年，专户业务管理规模占比从81.76%下降到72.30%，相应收入占比从54.70%下滑到49.86%。

图表46: 头部保险公司与三方业务相关的主要战略描述

序号	公司	主要战略	出处
1	新华保险	资产管理将坚持配置先行、稳健投资的理念，提高配置规划能力，做大做强投研团队， 大力发展第三方业务，提供全面综合的财富管理服务 。科技赋能将围绕客户和队伍需求，筑牢科技基建，做强创新型赋能工具，优化客户使用体验。	2022 年年度报告第 9 页
2	中国平安	平安资产管理平安资产管理负责本公司境内投资管理业务，接受委托管理本公司保险资金的投资资产，同时 提供全面的第三方资产管理服务，为海内外各类客户提供多元化一站式投资管理解决方案 。	2022 年年度报告第 43 页
3	中国人保	投资板块将深化体制机制改革，优化资产配置，提升服务国家战略、服务保险主业能力。人保资产将持续推进资产配置系统化建设， 巩固增强固收投资压舱石作用，提升权益投资专业化能力，积极开拓第三方业务 。人保养老将坚持做优做强第二支柱，开展第三支柱商业养老金试点，着力提高养老金特色投管能力。人保投控将加快推进不动产投资、养老产业投资、不动产经营和物业服务业务发展。人保资本将 加强另类投资布局，推动投资业务创新发展 。	2022 年年度报告第 52 页
4	中国太保	在组合类资产管理产品方面，太保资产 完善产品体系，做优做实核心策略产品 ，强化可持续发展的基础。太保资产的权益类股息价值投资策略，在上半年的市场波动中经受检验，得到稳健型客户的认可，偏权益类投资的产品规模实现了一定幅度的增长。太保资产加强对市场趋势的研判， 继续推广目标收益和“固收+”策略产品，满足银行和保险公司等机构客户的资金配置需求 。	2023 年半年度报告第 33 页

资料来源：各上市公司年报/半年报，方正证券研究所

保险资管产品业务已成为保险资管公司主动管理产品的核心业务。展望未来，大力发展保险资管产品或将成为资产端的重要战略之一，资产端有望充分发挥大类资产配置的优势，丰富保险资管机构的资金来源，减弱对于股东关联资金的依赖性，在竞争中强化自身投资能力，扩充资管规模创造更多管理费收入，提升整体盈利能力。

4.2.3 境外布局：静待机遇

我国保险资金的境外投资发展可划分为大致四个阶段。第一阶段起始于 2004 年《保险外汇资金境外运用管理暂行办法》的颁布，使得保险资金可以通过外汇资金进行境外投资；第二阶段在 2007 年至 2011 年，《保险资金境外投资管理暂行办法》进一步拓宽了境外投资范围，从投资品种、投资市场、投资总额三个方面提高境外投资比例。该阶段保险资金的境外投资主要为少量港股与红筹股。第三阶段为境外发展阶段，《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》于 2012 年颁布，该细则放宽了保险企业境外投资范围，给予保险公司更多的自主空间，在此背景下多家头部公司开展境外的资产配置。

图表47: 中国保险资金境外投资发展历程

时间	主要政策	主要事件
2004年	《保险外汇资金境外运用管理暂行办法》	保险外汇资金可以正式进行境外投资。
2005年	关于印发《保险外汇资金运用管理暂行办法实施细则》的通知	1月, 中国平安首获17.5亿委员外资金境外运用额度; 6月, 中国保险集团以中保新加坡试点, 开始运作管理香港、澳门以外的海外公司资金; 10月, 国寿资管获批筹建香港子公司。
2006年	-	5月, 平安资管获批接受中央汇金公司委托, 开展人民币或外币境外管理业务; 12月, 国寿香港子公司获得香港证监会资管牌照, 引入富兰克林邓普顿资管公司作为战投。
2007年	《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》	从投资品种、投资市场、投资总额三个方面拓宽了保险资金境外投资范围, 提高了投资比例, 允许保险资金通过委托进行境外投资。 12月, 中国平安首家获批足额(上年末总资产的15%)境外投资。 泰康资管获批30亿港元境外投资额度。
2010年	-	中再产险外汇资金境外投资获批复。
2012年	《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》	进一步放宽投资范围, 给予保险公司更多的自主权, 同时要求加强风险管控。
2013年	-	7月, 平安集团收购伦敦劳合社大厦; 12月, 中再资产投资美国KKR集团私募股权; 阳光人寿开展境外投资业务获批复。
2014年	-	6月, 国寿与卡塔尔主权财富基金联合收购伦敦金丝雀码头大楼90%股权; 11月, 阳光保险集团收购喜达屋旗下悉尼公园酒店。 前海人寿、泰山财险、中邮人寿、国寿资管开展境外投资业务获批复。
2015年	《关于调整保险资金境外投资有关政策的通知》	在调整境外投资专业责任人资质要求的基础上, 扩大了报喜那机构受托投资范围和境外债券的投资范围。 1月, 平安人寿购入伦敦市地标建筑Tower Place。 2月, 阳光保险集团从喜达屋收购曼哈顿巴卡拉酒店; 4月, 国寿、平安共同投资开发波士顿地产项目; 10月, 中国平安与美国BIP合作投资美国物流资产; 信诚人寿、上海人寿、永安财险、邦人寿、弘康人寿、人保资管、中华联合财险、百年人寿、光大永明开展境外投资业务获批复。
2016年	《关于保险资金参与沪港通试点的监管口径》	明确保险机构直接开展沪港通股票投资应当具备股票投资能力、明确保险资产管理机构发起设立的组合类保险资产管理产品, 可以投资港股通试点股票、明确保险机构投资港股通股票的账面余额纳入权益类资产计算。 大地财险开展境外投资业务获批复; 国华人寿开展境外投资业务获批复。
2017年	-	泰康人寿开展境外投资业务获批复。
2018年	-	9月, 中再集团收购全球特种险直保和再保险公司——桥社100%股权(包括桥社英国控股公司、桥社爱尔兰保险公司和澳大利亚管理代理公司三家公司100%的股权)。
2019年	《关于将澳门纳入保险资金境外可投资地区的通知》	为支持粤港澳大湾区建设, 将澳门纳入保险资金境外可投资的地区。
2021年	-	12月, 国寿与远洋集团签署《金融品交易框架协议》, 在2022-2024年期间投资远洋集团发行、融资或担保的境外美元债、点心债等。 12月, 国寿与远洋集团签署《金融品交易框架协议》, 在2022-2024年期间投资远洋集团发行、融资或担保的境外美元债、点心债等。

资料来源: 燕梳资管, 方正证券研究所

2018年至今为境外投资优化调整阶段。随着国内国际经济形势的转换, 海外投资逐渐收紧, 境外投资开展审慎, 国内经济下行压力持续存在, 资产收益率有所走低, 出现优质资产荒的难题。

未来国际化投资体系或将带来新机遇。境外投资有望分散国内单一市场的投资风险, 同时也可能拉长资产端的久期, 提高国内保险资管的全球化资产配置水平, 构建更完善的投资组合。

4.2.4 产品创新：打造增值服务差异化

报行合一之后，费用驱动销售难以为继，产品创新与服务差异化或将成为负债端竞争新方向。保险产品在保障范围以及产品形态上同质化程度较高，难以维持竞争优势，但有价值的增值服务可以提高保险客户的粘性，提升投保后的参与感与继续率。

图表48：负债端未来产品可能的迭代方向

险种	功能	未来迭代方向
重疾险	弥补被保险人患病后的收入损失 减轻家庭经济负担	1) 消费型产品形态提升保障杠杆 2) 匹配客户需求差异化设计责任 3) 病种保障细化，例如根据症状不同程度设置阶梯式保额 4) 健康管理服务，如体检服务、癌症早筛，提高客户体验与存活率
医疗险	对保障范围内的医疗费用进行覆盖	1) 在 DRG/DIP 背景下保障分流，惠民保与中高端医疗险各司其职 2) 税优健康险或与中高端医疗结合 3) 长期保证续保百万医疗险持续迭代 4) 医保个账健康险或将在各省持续更新推出 5) 线上问诊、多学科会诊、陪诊、紧急救援以及院外特药、直付服务等
长护险	保障被保险人在丧失了日常生活能力、年老患病或者身故时，提供护理保障和经济补偿的保障	1) 辅助养老金销售 2) 失能评估机制持续完善 3) 护理服务项目设置统一，服务质量监管加强
定期寿险	预防家庭顶梁柱早逝风险 保障外债偿还能力	与贷款场景匹配的减额定寿或将成为新的创新方向
理财型保险	强制储蓄/合理避税/子女教育金/养老金	1) 保险+养老社区业务构建差异化的竞争力 2) 向账户型+保障产品或固定收益+浮动收益产品演变

资料来源：方正证券研究所预测

健康管理与中高端医疗未来空间巨大。老龄化持续加深背景下叠加医保 DRG/DIP 支付方式的改革，未来医疗服务的报销方式改变，追求更高质量医疗服务的患者可能需要自己承担更多的医疗费用，特别是高额费用的特殊治疗或手术。同时，居民对健康管理的认知提升，癌症早筛需求提升，保险公司在参与健康管理的同时也在进行风险减量，降低大额理赔，提高客户存活率。

图表49: 常见癌症的五年生存率，早筛将大幅提高生存率

癌症种类	I 期	II 期	III 期	IV 期
肺癌	81.2%	46.3%	22.3%	5.1%
胃癌	94.6%	68.5%	45.1%	9.0%
肝癌	58.4%	34.1%	23.8%	2.0%
结直肠癌	95.4%	88.1%	76.5%	18.7%
食管癌	90.0%	50.0%	35.8%	16.9%
子宫颈癌	95.3%	78.7%	61.4%	25.2%
乳腺癌	99.8%	95.9%	79.9%	37.2%
胰腺癌	50%-70%	27.0%	-	<1%
前列腺癌	100.0%	100.0%	100.0%	61.3%
胆囊癌	84.4%	25.7%	9.0%	1.3%
膀胱癌	87.8%	59.2%	45.1%	19.2%
脑胶质瘤	100.0%	40%-80%	30%-60%	<10%
鼻咽癌	67.0%	55.6%	41.8%	26.0%
肾癌	96.0%	86.4%	74.6%	17.5%
甲状腺癌	乳头状: 93.3%-87.7%	滤泡状: 80.0%	髓样: 100%-80%	未分化: 30%

资料来源：重疾不重，方正证券研究所

养老社区服务辅助大额高客保单销售。头部保险公司泰康保险、中国太保、中国人寿、中国平安、中国太平以及新华保险较具代表性。从布局特点来看，养老社区主要集中在一二线城市，以重资产或轻重资产相结合的方式布局中高端养老，以“养老保险+实体养老服务”模式发展养老产业，促进大额保单的成交以及维护高净值客户。

图表50: 头部公司养老社区布局

保险企业	品牌名称	项目	进入城市
泰康保险	泰康之家	燕园；申园；锦绣府；粤园；蜀园；吴园；湘园；豫园；津园；楚园；赣园；鹭园；大清谷；锦官府；雨园；徽园；苏园；琴园；福园；颐园；浙园；渝园；儒园；三亚海棠湾度假村(非养老社区)；桂园；鹏园；沈园；蒙园；滇园	华北：北京、天津、呼和浩特 华东：上海、苏州、南昌、厦门、杭州、宁波、合肥、南京、青岛、福州、温州、济南 华南：广州、深圳、三亚、南宁 西南：成都、重庆、昆明 华中：武汉、长沙、郑州 东北：沈阳
中国太保	太保家园	成都国际颐养社区；杭州国际颐养社区；上海崇明国际颐养中心；上海普陀国际颐康社区；厦门国际颐养社区；南京国际颐养社区；武汉国际颐养社区；大理国际乐养社区；青岛国际康养社区；郑州国际康养社区；北京国际颐养社区	华北：北京 华东：上海、青岛、南京、厦门、杭州 华中：郑州、武汉 西南：成都、大理

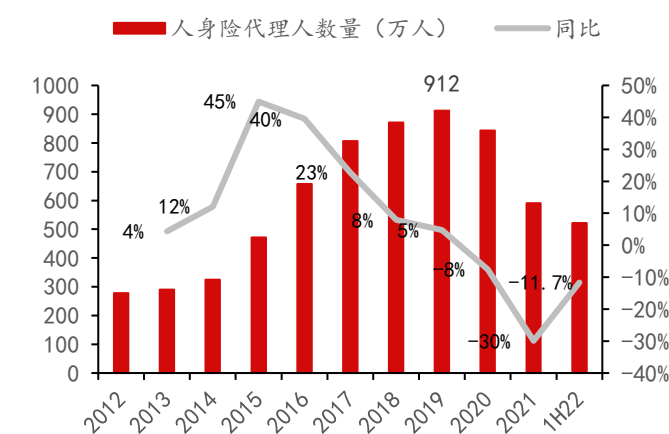
中国人寿	国寿嘉园	天津乐境：雅境：逸境；韵境：国寿·康欣社区颐康之家；国寿·福保社区颐康之家；国寿·悠享家健康养老中心；国寿·盐田区悦享中心	华北：天津、北京 华南：三亚、深圳 华东：苏州
中国平安	平安臻颐年	平安养生养老综合服务社区、平安臻颐年康养品牌：“颐年城”综合养老社区	华东：浙江桐乡
新华保险	新华家园	北京莲花池尊享公寓、北京延庆颐享社区、海南博鳌乐享社区	华北：北京 华南：海南博鳌
中国太平	太平小镇	宁波·星健兰亭、苏州和成、杭州朗和国际医养中心（银泰、银江、银湖）、广州保利天悦、青岛融创藏马山、安徽中铁佰和佰乐、河北燕达金色年华、大连一方颐景荟以及北京当代时光里	华东：上海，苏州，杭州，宁波，安徽 华南：广州，云南 华北：北京，青岛，大连

资料来源：《长寿时代中国养老机构高质量发展研究报告》，中国太平，方正证券研究所

4.2.5 销售人员：坚持专业化转型

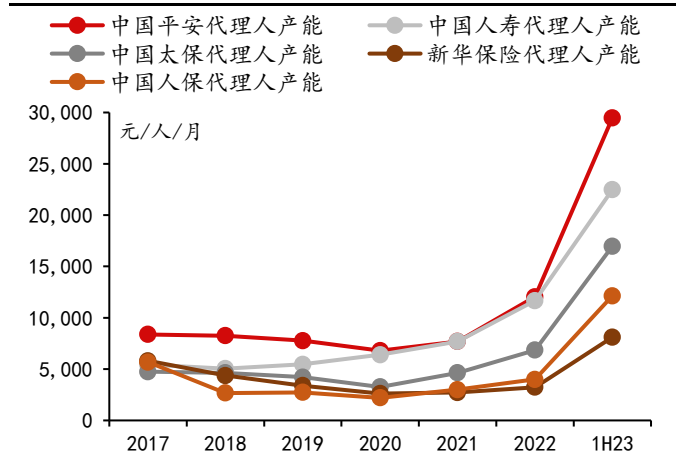
保险代理人数量持续减少，降幅逐渐收窄。伴随着我国保险行业的快速发展和寿险转型变革的深入，寿险销售逐步进入高质量健康发展路线。自 2015 年代理人考试被取消后，从业人员迅速扩容，2019 年达到峰值 912 万人。近年在代理人以及渠道向高质量转型与改革的过程中，保险从业人员不断清虚，截至今年三季度末，人身险公司个险营销员人数 291.03 万人，同比下降 19.55%，降幅较去年同期收窄 9.56 个百分点。

图表51：代理人数量近年出现大幅下滑



资料来源：中国保险会计研究中心，方正证券研究所

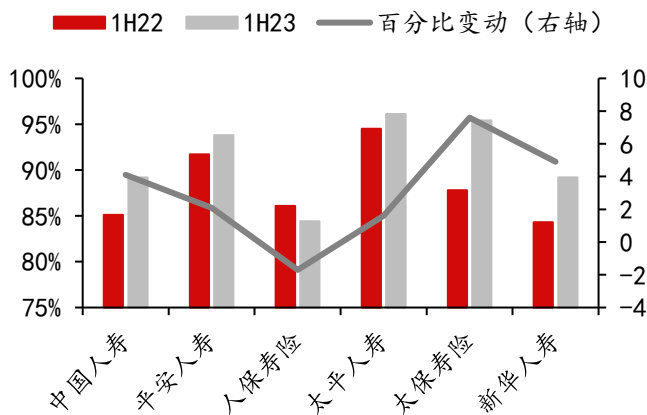
图表52：头部公司人均产能大幅提升



资料来源：公司公告，方正证券研究所

代理人产能与继续率明显改善。截至 23 年上半年，各头部寿险公司代理人在代理人产能与继续率上改善效果明显，产能大多增长显著甚至翻倍。继续率方面，13 个月继续率同比增长：太保寿险 (+7.6pct) > 新华人寿 (+4.9pct) > 中国人寿 (+4.1pct) > 平安人寿 (+2.1pct) > 太平人寿 (+1.6pct)；25 个月继续率同比增长：太保寿险 (+9.4pct) > 平安人寿 (+7pct) > 人保寿险 (+6pct) > 中国人寿 (+2.8pct)。

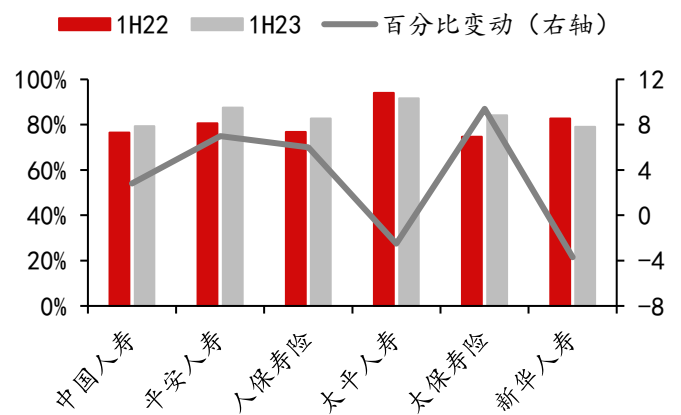
图表53:头部公司13个月继续率大多提升



资料来源:公司公告, 方正证券研究所

注:中国人寿为14个月继续率

图表54:头部公司25个月继续率大多改善明显



资料来源:公司公告, 方正证券研究所

注:中国人寿为26个月继续率

代理人资质分级与报行合一背景下, 代理人改革将成为寿险公司重要的战略之一。过去2-3年内头部上市险企至少推出了一项与代理人改革相关的计划, 旨在提高代理人的整体素质与销售效率, 培养更多高绩优代理人。今年《保险销售行为管理办法》的下发也预示着代理人资质分级或将在未来持续推进, 加速出清不合格或业绩不佳的代理人, 从而提高销售人员的整体素质和行业形象。同时在全渠道报行合一的背景下, 预计2024年头部公司将会持续优化基本法与代理人, 持续推进降本增效, 加速高质量发展进程。

图表55:头部寿险公司代理人改革计划

公司	计划名称	推出时间
中国人寿	众鑫计划	2020年5月
	猎鹰计划	2022年10月
平安人寿	优+计划	2022年6月
	平安 MVP	2023年6月
人保寿险	星火计划	2020年8月
	IWP 保险财富规划师	2022年10月
太平人寿	“犇”计划	2021年1月
太保寿险	长航计划	2021年1月
	CA 企业家计划	2021年7月
新华保险	卓越 5000 计划	2020年12月

资料来源:今日保, 慧保天下, 方正证券研究所

5. 风险提示

资本市场波动：行业资产端受权益市场波动影响，可能使得投资收益持续承压，资产端收益难以覆盖负债端成本。

长端利率持续下行：资产端久期与负债端久期存在缺口，长端利率持续下行可能导致资负不匹配引发利差损。

新预定利率产品销售不及预期：预定利率下切以及各渠道报行合一带来的销售佣金下降可能导致销售不及预期。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容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，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，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。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		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，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com