

雪球访谈

行业利润新高，估值创历史新低，保险行业哪家公司值得投资？

2020年03月26日

雪球

聪明的投资者都在这里

免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



访谈嘉宾



润哥 V 研究院高级工程师田润



牛和智 V 保险股研究达人



东先生

访谈简介

2019年对于保险行业来说是非凡的一年，继总资产、年度保费、险资规模等指标之后，保险行业最重要的一个年度业绩指标“利润”日前出炉——2019年保险公司预计利润总额突破3000亿大关，达到3133亿元，同比增加423亿元，增长幅度为15.61%，成为保险业盈利的“大年”。

2019年，中国平安2019年归母营运利润同比稳健增长18.1%持续提升分红派息，过去5年分红年复合增长率达40.1%；

中国太保2019年度业绩报告显示，其净利润达277.41亿元，同比大涨54.0%，与三年前相比翻一番；

.....

在利润增长突飞猛进之时，保险行业估值却创下了历年新低。

按内含价值来看，中国人寿、中国太保、新华保险、中国太保内含价值纷纷低于1倍，保险行业最优秀的中国平安内含价值也仅在1附近。中国太平H、新华保险H股内含价值均创历史新低，2019年预测PEV更是低于0.3。

按市盈率来看，除中国人寿以外，其余保险公司均在10倍以下。

保险公司估值为何纷纷创下历史新低？

保险行业面临哪些风险？

哪家保险公司最值得投资？

本期雪球访谈邀请到@润哥@牛和智@东先生为大家在线解答疑惑，速来戳访谈留言互动讨论吧~

访谈将于3月26日（周四）下午18:00开始，历时一小时，千万别错过！

[（进入雪球查看访谈）](#)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

[问] 张永己:

对[@润哥](#) [@牛和智](#) [@东先生](#) 说: 能不能说说保险股周期的拐点出现的条件和环境

[答] 润哥:

人民币升值预期强烈，外汇储备增加，央行增加准备金率，输入性通胀产生，加息周期开始。

[问] 思而学投资:

对[@润哥](#) [@牛和智](#) 说: 降息对保险行业的影响到底有多大? 请分析下在利息降1%能有多大的影响，谢谢!

[答] 牛和智:

降息对销售端算是利好，保单的预定利率更有吸引力了。对投资端来说，原有高利率的债券更有价值了，但对续期再投保不太有利。综合下来，你可以看看各家的利率风险分析。比如平安2019年年报（P297）上就写着，降低50个基点，税前利润将增加33.86亿，税前股东权益将增加125.68亿。

[问] 天生不是情人:

对[@润哥](#) [@牛和智](#) [@东先生](#) 说: 请教两个问题，1、欧美爆发金融危机的话，对中国太保、中国平安等保险企业影响有多大？最坏情形会怎样？2、目前价位，平安，太保H，新华H，这三家投资价值谁更大？

[答] 润哥:

可能对外贸有影响，进而影响到了我国人民收入降低，导致经济衰退，每一次经济危机时候，大家都说这是百年难一遇的经济危机，我们12年已经遇到两次百年一遇了，最坏就是四万亿重启。就像08-09年那样 2 平安，太保H，新华H 都挺大的。

[问] 思而学投资:

对@润哥 @牛和智 说: 友邦当期只能在部分城市发展, 如果可以全国开展业务, 对平安、太保有啥冲击, 谢谢! 同时, 对友邦是不是一个利好?

[答] 牛和智:

友邦目前应该是可以在全国开展业务, 友邦的产品相对高端, 对中资冲击不大, 更多是对其他原来合资寿险公司的冲击。对友邦肯定算是个利好。

[问] 豆小路:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 请问货币宽松, 利率下行, 对保险业的影响多大?

[答] 润哥:

货币宽松带来美元输入, 外汇储备增加, 股票资产价格上涨, 由于货币是经济血液, 所以经济会呈现假性繁荣。而利率下行带来寿险准备金提高, 也就是会计上的负债增加。

[问] 区家彦:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 中国平安今年营运利润负增长的可能性大不大? 怎么看待全球量化宽松对平安的影响?

[答] 润哥:

看了一下平安财报, 19年利润以剩余边际释放贡献为主, 寿险就有这样好处, 费用前置, 利润后置, 寿险保单平均7年后才贡献利润, 所以即便是近年新业务价值减少, 净利润负增长可能性不大。营运利润不知道怎么算。

长期看全球量化, 会导致美元从美国流向中国, 带来外汇储备增加, 输入性通胀和股票上涨。还可能带来提高准备金率, 加息, 对平安股价影响偏正面。

[问] Rationalism:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：行业代理人数量2019年下滑的主要原因是
什么？是需求端萎靡导致的吗？

[答] 润哥：

人均GDP从8000-2万是保险业发展的黄金事情，保险成为人人都需要的刚需，以往传销式销售模式已经无法适应新的形式。保险销售需要改革转变，让保险成为真正提供服务的保障。友邦的进入，平安，太平的代理人改革都是基于此，改革不是请客吃饭，是打破旧的利益集团，重新分配利益，就要有阵痛。就是过去传销式销售需要改变了，要改成新的模式。

[问] 财经jump:

对@润哥 @牛和智 说：为什么保险公司投资收益率相差那么大？对于投资收益
低于5%的新华保险等公司，之后有改善的空间吗？

[答] 牛和智：

保险公司的投资能力是个核心竞争力，各家公司的能力和投资方向不同决定的，更重要的就是相关管理人员的稳定性。除了投资收益率，更应该关注久期缺口。对于新华，我了解的不多，不敢说后面有没有改善空间。

[问] 思而学投资:

对@润哥 @牛和智 说：中国太平有没有可能提高分红率，钱去哪？需要啥触发
因素，谢谢

[答] 牛和智：

这么多年都没改变，你为啥期待它改变呢？ 等到管理层开始注重小股东的利益
时就会增加分红吧

[问] 思而学投资:

对@润哥 @牛和智 说：降息对保险行业的影响到底有多大？请分析下在利息降1%能有多大的影响，谢谢！

[答] 润哥：

保险公司资产负债表，负债的大部分是寿险责任准备金，寿险责任准备金就是保险公司对投保人的负债。寿险责任准备金是未来对保户的负债折现到现在的值。对于传统寿险：寿险责任准备金的贴现率=750日移动平均国债收益率曲线+税收及流动性溢价。

当降低基准利率后，尤其是降息通道中，国债收益曲线随之下降，降低了的贴现率，保险公司就要计提更多的准备金，保险公司计提的准备金是更多的，在“总资产-负债=净资产”的等式中，负债变多了，自然的，净资产就要变小。

我认为当前人民币有贬值压力下，要降基准利率不容易，很多人不懂得利息对维持汇率的重要性。美元是全球法币，货币如流水，华尔街就是货币之海，不经过干预，货币都有流向华尔街的趋势，想要把货币留在本国，要么有高速增长，要维持中美利差，吸引外资进入中国。给热钱套利空间，因为资本是追逐利润的，维持全球法币与本国之间利差，让热钱进来套利形成货币动态平衡保持汇率稳定。

[问] 申申46z：

对@润哥 @牛和智 说：保险公司可以用现金流折算估值吗

[答] 牛和智：

金融企业都不宜用现金流法折算估值，钱跟钱的差异很大。

[问] 思而学投资：

对@润哥 @牛和智 说：友邦当期只能在部分城市发展，如果可以全国开展业务，对平安、太保有啥冲击，谢谢！同时，对友邦是不是一个利好？

[答] 润哥：

友邦享有品牌溢价，代理人高素质。新业务价值率高达60%以上。而且标榜重视赔

付，这对于对价格不敏感高端客户具有吸引力，这也导致平安，太平等公司调整其代理人政策，因此。友邦具有较大的号召力。长远看，平安、太保会主动调整策略方法应对友邦带来的冲击。

[问] 财经jump:

对@润哥 @牛和智 说：为什么保险公司投资收益率相差那么大？对于投资收益低于5%的新华保险等公司，之后有改善的空间吗？

[答] 润哥:

保险公司债券收益率相差不大，差别在一级市场，股权投资等方面。比较典型如平安从2港元多入股碧桂园，15年大量买入写字楼，入股宁德时代，提早布局长期股权投资。

能把投资做好的企业没有几个，因为投资是一件大多数是错的，少数人是对的事情，好的投资需要独立投资人，特立独行，逆向投资，而国企文化，常常需要开会凝聚共识，而大多数人认同的事情常常是错的，唯有期望其能够提高长期投资比例。

[问] 飞翔的猪娃:

对@润哥 @牛和智 说：请问2为大咖，观察保险行业最关键的指标是什么了？什么指标好转可以让市场更认可保险企业从而达到估值的提升？净利润肯定是最无效的，是新业务价值？还是保费收入？17年保险涨的最好，主要是新业务价值大涨所致。

[答] 牛和智:

我关注的主要指标是寿险内含价值、剩余边际、营运利润、新业务价值、继续率、退保率等。我个人觉得新业务价值增长后，保险公司的整体估值可能会上升。净利润也不能说无效，还是有用，你去比较一下中国人寿和中国平安的净利润就明白为啥平安估值更高了。认同你说的17年保险涨得好主要是因为新业务价值增长快速导致的，当然也还有其他原因，比如股市大涨。

[问] 思而学投资:

对@润哥 @牛和智 说: 中国太平有没有可能提高分红率, 钱去哪? 需要啥触发因素, 谢谢

[答] 润哥:

对于于分红公司也是给出解释, 理由就是公司处于高速增长阶段, 所以, 请把我们公司当成成长股看吧, 别在意分红什么的, 这套说辞要是放在A股还是很受用, 毕竟真的成长股受欢迎, 可这看重真金白银回报是港股投资者, 所以股价长期承压, 当前股价已经反应了分红少的现状, 分红少正常, 增加分红则为意外惊喜。

[问] 申申46z:

对@润哥 @牛和智 说: 保险公司可以用现金流折算估值吗

[答] 润哥:

不能, 保险做的是现金流生意, 没有上游原料, 没有下游产品, 保险的一切都是现金。所谓的利润、负债、资产、内含价值、都是会计算法。不适合现金流折算。

[问] 蒋苇杭:

对@润哥 @牛和智 说: 两位好, 我有两个问题, 第一, 中国平安一系列人事变动, 加上新业务价值增速下降, 有没有必然联系? 中国平安的确定性下降了吗? 第二, 就确定性这一点来说, 目前哪家保险公司最值得投资? 谢谢

[答] 牛和智:

一、有一定联系, 平安在谋求寿险转型 二、从确定性来说, 肯定还是平安值得投资。

[问] 飞翔的猪娃:

对@润哥 @牛和智 说: 请问2为大咖, 观察保险行业最关键的指标是什么了? 什么指标好转可以让市场更认可保险企业从而达到估值的提升? 净利润肯定是最无效

的，是新业务价值？还是保费收入？17年保险涨的最好，主要是新业务价值大涨所致。

[答] 润哥：

我最中看内含价值，内含价值及复合增长率。新业务价值及复合增长率，新业务价值率，可投资资产及增长率，总投资收益及增长率。让市场认可保险企业指标有大盘指数上升，10年期国债利率上升。17年上涨除了蓝筹牛市，还有10年期国债750日曲线超过3%，导致计提保险准备金释放。

[问] 蒋苇杭：

对@润哥 @牛和智 说：两位好，我有两个问题，第一，中国平安一系列人事变动，加上新业务价值增速下降，有没有必然联系？中国平安的确定性下降了吗？第二，就确定性这一点来说，目前哪家保险公司最值得投资？谢谢

[答] 润哥：

平安已经高速增长多年，人海战术，已经被其他保险公司学得，难以继续，所以平安也在调整改革，转型。精简代理人，提高代理人素质，主动转型。就确定性而言，当然是中国平安最值得投资了。

[问] 行者西途：

对@润哥 @牛和智 说//请问：1.未来保险业务还是主要靠代理人吗？还是会有多大比例的互联网？2.第三方中介能提供各大公司的保险产品，会不会逐渐取代平安等大型保险公司自己的代理人？3.还有现在线上健康险业务是不是已经占比很大了，比如重疾。

[答] 润哥：

目前看以代理人为主包括友邦也是主要靠代理人，如果是我自己选择保险我会选择互联网上搜我满意的保险，所以未来互联网，第三方中介都可能会给保险带来一些冲击。但是整体来说，这个世界不愿意动脑子的人，随大众的人还是占大多数，所以，我认为互联网，第三方只能占领特定的少数市场。

[问] ROY哥:

对@润哥 @牛和智 说: 传销模式下的保险业难以为继! 腰斩还在路上走着

[答] 润哥:

一切低估都是基于现实担忧放大, 泡沫也是基于现实的优势的乐观放大。

[问] 独立思考的马达:

对@润哥 @牛和智 说: 保险估值到底看什么指标? 内含价值还是新业务价值更重要? 为何市场就是不认保险, 万一一直不认可? 不提高保险的估值水平呢

[答] 润哥:

我看内含价值, 内含价值及复合增长率。新业务价值及复合增长率, 新业务价值率, 可投资资产及增长率, 总投资收益及增长率, 总资产及增长率、净资产及增长率, 权益投资收益率, 固定投资收益率。

市场不认可保险是因为第一现在港股持续低迷, 第二, 现在是行业低迷期, 国债国债收益率曲线向下, 导致计提保险准备金。第三、利率进一步降低的预期, 降息可能带来投资回报率降低的假设预期。第四、外资保险进入中国市场进一步冲击的心理预期。第五 欧美国家负利率零利率带来的其他市场保险股的下跌带动。

其实保险是个很好的行业。保险不生产产品所以没有供应商。

购买者的讨价还价能力: 保险直接卖给个人消费者, 严格来说, 保险不能提供真实的保障消费者, 只是提供消费者“我的安全有保障”这种感觉。人天性悲观者居多, 只要人心不变, 保险行业永存。个人在大公司面前没啥定价能力, 保险需要付款, 但是拿不到货物, 所谓的产品赔付, 要在意外发生时候才能给客户, 所以保险既有定价权也几乎不限时占用客户资金。

潜在竞争者进入的能力: 金融最珍贵是牌照, 而这个牌照并不好拿, 到现在牌照才发放了200多张, 据说保险对外资开放了, 除了友邦目前还没有看到外资保险产品。保险进入一个新的市场要先亏7-8年, 外资进来并不是很容易。

替代品的替代能力: 相互保, 水滴筹等, 严格来说不能算保险, 只能算网上互助新形

式。水滴筹相当于为保险做广告，每一次悲催的筹款，都会提醒参与人，我们的健康还没有保障，水滴筹对保险推广起到正面作用。相互保是新的产品，未来发展如何不好说，不过去案列看看余额宝没有颠覆银行，相互保也不会颠覆保险业，未来或许最多只会成为保险一个补充。

[问] 松树:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 各位好，疫情持续冲击下，业务员展业情况现在怎么样了呢？谢谢

[答] 润哥:

疫情冲击下，可能会导致失业人员愿意从事保险业务员增多。

[问] 行者西途:

对@润哥 @牛和智 说//请问：1.未来保险业务还是主要靠代理人吗？还是会有多大比例的互联网？2.第三方中介能提供各大公司的保险产品，会不会逐渐取代平安等大型保险公司自己的代理人？3.还有现在线上健康险业务是不是已经占比很大了，比如重疾。

[答] 牛和智:

1.目前寿险业务还是主要依靠代理人推广。互联网人身险其实前两年是在下降的，2019年才恢复增长，请参考财新的报道[网页链接](#) 2.目前还比较困难
3.线上健康险增速是比较快，但以一年期险为主，复杂的长期险仍然依靠代理人推广。

[问] 依風聽雨:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 各位还看好保险未来十年吗？当前有些险企估值低的吓人，如果只买一家保险公司，会买平安还是其他更低估的？这个问题对喜欢捡便宜的散户有绝对的指导意义

[答] 润哥:

别说十年，保险二十年还是非常看好啊，保险是世界上古老的行业之一，有的保险公司可以追溯到大航海时代。时代在变，人心不变。人的天性是没有安全感，保险不能提供安全保障，但是可以给人一个我的安全有保障的一个感觉。保险就是赚人性的钱。

当前港股内地保险估值低得令人发指，是一个历史机会。让我想起《戴维斯王朝》里说的买入市盈率3-5倍保险股的机会，不管是中国平安还是太保，太平，新华，太平都是历史性机会，好好珍惜。

[问] ROY哥：

对@润哥 @牛和智 说：传销模式下的保险业难以为继！腰斩还在路上走着

[答] 牛和智：

这个传销模式进行了几百年，人类真够傻的。

[问] 扬铭：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：如果按照现在的行情和市场预期，多少pev的中国平安是合理的价格

[答] 润哥：

定量这个不好说，定性来说，我觉得保险大V不受人待见时候，有的差点爆仓，对保险研究才能平平的我受邀参加雪球保险访谈的时候，都说明时候中国平安差不多就是价格低谷了

[问] 独立思考的马达：

对@润哥 @牛和智 说：保险估值到底看什么指标？内含价值还是新业务价值更重要？为何市场就是不认保险，万一一直不认可？不提高保险的估值水平呢

[答] 牛和智：

很多指标都需要看，都很重要。比如前面讲的寿险内含价值、剩余边际、营运利

润、新业务价值、继续率、退保率等。保险作为高杠杆行业，在金融危机很容易受伤，比如08年平安投资富通事件。但如果没有金融危机，可能会有一个估值修复的过程。保险股估值水平的整体修复可能需要等新业务价值的大力增长。

[问] Easyaomi:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 如何看待保险黄金十年下，多数上市公司股价表现却萎靡不振，只有平安一枝独秀。反观年年药丸的地产行业，大大小小公司利润都在增长，股价轮番表现。

[答] 润哥:

我们不炒股，我们只是几个上市公司的股东，只要自己持有的公司业绩保持增加，股价低迷又有什么关系，价值会迟到但是从来不缺席。你指的股价萎靡不振是指港股内地保险股价，保险股价低迷是因为欧美等国家保险股股价低迷，而低迷原因是这些国家基准利率已经降到0或者负利率。而我国基准利率还较高，十年国债收益率约为2.71%。也很难降到欧美那种水准。

[问] 风雨夜归猪:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 请问，4月1日对外开放保险业，对国内保险公司有哪些影响？互联网保险，互助保兴起，对传统保险公司有哪些影响？

[答] 润哥:

对外开放保险业，的影响已经反映到了保险股股价上了，等过了这一天发现国内保险公司还没有倒闭，利空落地就是最大的利好。看看入世以来开放对我国制造业，有什么影响？只会促进行业走向良性互动。余额宝曾经被誉为银行终结者，现在看对银行又有什么影响？

互联网是个美好的工具，缩短了公司与客户之间的距离，而工具的威力取决于使用它的公司。

[问] 百川东海:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 这两年保险公司的新业务价值率和增速不断下降, 如何评价?

[答] 润哥:

人均GDP从8000-2万是保险业发展的黄金事情, 保险成为人人都需要的刚需, 以往传销式销售模式已经无法适应新的形式。保险销售需要改革转变, 让保险成为真正提供服务的保障。友邦的进入, 平安, 太平的销售改革都是基于此, 改革不是请客吃饭, 是打破旧的利益集团, 重新分配利益, 就要有阵痛, 你说的新业务价值率和增速不断下降就是这种阵痛。

[问] 吾敌艾伦:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 港股和A股同一家保险公司估值相差那么多, 是什么原因造成的呢? 是否意味着港股更有投资价值?

[答] 润哥:

这两年香港不太平, 先有去年政治风波, 再有几年的4次熔断, 欧美不断降息到了零利率或者接近于零利率, 同时疫情发生后, 另外美国有限政府管理下每一次灾难后, 常常伴随保险公司为全社会灾难买单, 大量保险公司破产, 基于预期。欧美同行股暴跌, 港股保险也跟着跌。

我国第一基准利率相对较高, 第二, 灾难由政府买单, 保险只是政府的助手。第三, 疫情基本控制住, 所以美国对保险灾难性预期在国内不会发生。

第二个问题是的, 更有价值。

[问] 依風聽雨:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 请教如何看待寿险新业务增速放缓, 甚至增速下滑? 未来保险行业已经不能靠扩代理人规模拉保单了, 要提高代理人素质, 这方面除了平安, 其他上市险企哪家转型比较好呢?

[答] 牛和智:

我之前写过一遍文章, 讲新业务价值增速更代理人增速有很大关系: [网页链接](#)。

另外过往十年，保费增长更多依靠GDP的增长，未来GDP增速下降的话，保费增速可能也不会太快。提高代理人素质除了平安，太保也在转型。

[问] 吾敌艾伦：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：保险公司相对比于同行的核心竞争力是什么？或者说互相之间如何差异化竞争？用这个标准看哪家保险公司比较优秀以及为什么？

[答] 润哥：

第一当然是投资能力了看巴菲特为董事长的伯克希尔哈撒韦就是其中代表。

第二、是中庸的特性，就是不走激进路线，巴菲特曾经开除盖克董事长，因为他为了多卖保险偏离传统盖克路线，曾经的安邦，也是如此。在银保监领导下，各保险公司都要讲政治，守规矩。关键时刻还要承担起社会责任，为政府分忧。

第三是品牌和服务，

用这个标准看平安比较优秀。当然低估和优秀各有取舍

[问] 吾敌艾伦：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：未来十年有哪些足以影响行业大趋势的因素？人口？科技？开放外资？如何看待带来的影响？

[答] 润哥：

保险是古老的行业，从大航海时代，到现在，经历了无数次瘟疫战争，科技革命，经济萧条，可是依然存在。所以除非人类灭绝，这个行业难以消灭

[问] 吾敌艾伦：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：不同保险公司公布的内含价值，可比性大吗？

[答] 润哥：

可以仔细看一下财报内含价值那一章节，不同保险公司对假设回报和折现率有所不同。可以对比一下。据我说知新华保险折现率比其他保险公司高些。总体上大同小异。

[问] 依風聽雨：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：各位还看好保险未来十年吗？当前有些险企估值低的吓人，如果只买一家保险公司，会买平安还是其他更低估的？这个问题对喜欢捡便宜的散户有绝对的指导意义

[答] 牛和智：

继续看好保险未来十年发展，但投资收益的预期不要太高。如果只买一家保险公司，肯定是平安。如果要捡便宜，建议分散持有几个低估保险股，除非研究很深入。

[问] 田丰源：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：三位好，帮分析一下新华H的投资价值如何，35的成本

[答] 润哥：

不错啊，坚持持有，五年内一定收益丰厚。

[问] 松树：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：各位好，疫情持续冲击下，业务员展业情况现在怎么样了呢？谢谢

[答] 牛和智：

手上没有具体数据，但业务员展业肯定是受到了影响

[问] 富奶仔：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：行业方面，对阿里 腾讯等互联网公司

进军保险业怎么看？公司方面，中国平安，比如支付宝上蚂蚁保险与人保合作推出好医保产品等，长期看，互联网龙头企业的流量优势是否会对保险龙头平安构成威胁？

[答] 润哥：

保险姓保，保险公司既是公司也是一种社会责任，在灾难时候同国家一起分担风险。

[问] 扬铭：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：如果按照现在的行情和市场预期，多少pev的中国平安是合理的价格

[答] 牛和智：

我个人是觉得平安寿险给1.5~2PEV，其他公司按照市场价估值就好。

[问] 开摩托车的福尔摩斯：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：太保AH的溢价为什么这么大？太保H上市以来，股价几乎没有给投资者带来收益，是什么原因？现在是黄金坑还是价值陷阱？

[答] 润哥：

这两年香港不太平，先有去年风波，再有今年的4次熔断，欧美不断降息到了零利率或者接近于零利率，同时疫情发生后，另外美国有限政府管理下每一次灾难后，常常伴随保险公司为全社会灾难买单，大量保险公司破产，基于预期。欧美同行股暴跌，港股保险也跟着跌。

我国第一基准利率相对较高，第二，灾难由政府买单，保险只是政府的助手。第三，疫情基本控制住，所以美国对保险灾难性预期在国内不会发生。

[问] tonishye：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：平安在代理人这块有什么好的措施，后续看好吗

[答] 润哥：

提高了代理人的学历和素质，平安是一个伟大的公司，所以相信平安

[问] -美德無雙-:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 各位大V，净资产投资收益率低于总资产投资收益率。很不好的先兆。请问这样解读对吗？

[答] 牛和智:

这不是好事吗？总投资收益=净投资收益+已实现收益+公允价值损益+投资资产减值损失。

[问] C__J:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 请问如何看待互联网平台对保险销售的影响（当下与未来），比如泰康与腾讯合作对销售的贡献及对同业的压力？传统代理人模式有颠覆的可能吗？

[答] 润哥:

互联网是个美好的工具，缩短了公司与客户之间的距离，而工具的威力取决于使用它的公司能力。

[问] 天生不是情人:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 请教两个问题，1、欧美爆发金融危机的话，对中国太保、中国平安等保险企业影响有多大？最坏情形会怎样？2、目前价位，平安，太保H，新华H，这三家投资价值谁更大？

[答] 润哥:

1直接没啥影响，可能对外贸有影响，进而影响到了我国人民收入降低，导致经济衰退，每一次大家都说这是百年难一遇的经济危机，我们已经遇到两次了，最坏就是08-09再来一次四万亿重启。以五年-十年为尺度，不过是前进中一朵浪花2 这三角投资价值都挺大的。

[问] Easyaomi:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 如何看待保险黄金十年下, 多数上市公司股价表现却萎靡不振, 只有平安一枝独秀。反观年年药丸的地产行业, 大大小小公司利润都在增长, 股价轮番表现。

[答] 牛和智:

这是个好问题呀, 从短期来说, 保险公司的生意不如地产公司, 很显然这些年地产行业很赚钱。另外地产公司名企众多, 竞争充分, 走出来的都是很有竞争力的公司。相对来说, 保险公司还是以国企为主(平安除外), 竞争没有地产那么充分。但从长期的角度来说, 我个人是更看好保险这个赛道, 无论从哪个角度, 保险行业都还是在初期阶段。

[问] 风雨夜归猪:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 请问, 4月1日对外开放保险业, 对国内保险公司有哪些影响? 互联网保险, 互助保兴起, 对传统保险公司有哪些影响?

[答] 牛和智:

其实你可以去查一下上海和广东这两个保险市场, 中资和外资保费比例, 这些年的变化。这两个市场已经是充分竞争的市场, 也没有地域限制。外资对中资有促进作用, 但构不成大威胁。互联网保险、互助宝对保险的普及是个非常好的渠道。对小的保险公司可能更有利。

[问] 爱祖国伟大:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 老师好, 感觉身边人买中国平安的保险的并不是很多, 中国平安作为行业龙头的产品优势在哪?

[答] 润哥:

卖得好不一定是因为有优势

[问] 吾敌艾伦：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：不同保险公司公布的内含价值，可比性大吗？

[答] 牛和智：

各家的内含价值都是按照保监会指引，结合自己经验数据计算出来的，也需要经过单独的精算审计，但有些公司就是释放不出来利润，你说可比性大不大。对于一直没办法释放利润的保险公司，内含价值是需要打个折扣的。

[问] 起名很困难：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：请问润哥，太平目标价多少？五年内

[答] 润哥：

[网页链接](#)以前写过一篇文章

[问] 深圳是座神奇的城市：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：中国太平的高速发展期是说的非寿险吗？还是说太平的寿险本身就需要留存大量资金？新华保险的寿险规模相当却不需要留存这么多资金，差距是哪里

[答] 润哥：

差距在于新华是纯寿险，太平持有太平人寿，太平人寿分红36%利润给中国太平

[问] Ricky：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：平安太保人寿新华这几家貌似都出年报了，能否横向对比和点评下这几家的业绩？哪家最优秀？

[答] 牛和智：

但从数据上看，中国人寿净利润增加400%多，很牛，可是再看看这几年的净利润看，起伏非常大，去年基数太低。而平安2019年净利润1494亿，比中国人寿584亿

高很多，而且这几点都是稳步增长的。平安的优秀是显而易见的。这还没说科技部分，那平安更是一骑绝尘。太保新华都算是二线的，跟这两家比还是差一个档次。

太保新业务价值增长也不太理想。关于新华之前看的不多，建议看一下财新的报道：[网页链接](#)

[问] 深圳是座神奇的城市：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：请问两位中国太平说自己是高速成长期的理由是什么？是否是说太平人寿的分红资金都要拿去发展财险和再保险等？因为太平人寿去年分红率36%，还不错，但中国太平不分出来。这个高成长期指的不是太平寿险吧，因为他的分红还不错哦。

[答] 润哥：

从11年到19年中报内含价值，年化增长为21.5%，也算比较高速

[问] 富奶仔：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：行业方面，对阿里 腾讯等互联网公司进军保险业怎么看？公司方面，中国平安，比如支付宝上蚂蚁保险与人保合作推出好医保产品等，长期看，互联网龙头企业的流量优势是否会对保险龙头平安构成威胁？

[答] 牛和智：

阿里腾讯进入保险行业对保险普及非常好！比如相互宝就是个很好营销工具，各种大病筹也是百万医疗险的重要营销场景。保险不仅仅只有营销，也不是谁卖得多谁就赚得多，保险更多是对风险的管理和对资产的投资，这两块互联网公司目前还没有对平安构成威胁。

[问] 思而学投资：

对@润哥 @牛和智 说：友邦当期只能在部分城市发展，如果可以全国开展业务，对平安、太保有啥冲击，谢谢！同时，对友邦是不是一个利好？

[答] 润哥：

回复@思而学投资: 保险行业一条鲶鱼//@思而学投资:回复@润哥:嗯，确实，很多喜欢友邦的，就是友邦当前还不便宜

[问] 依風聽雨:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 请教如何看待寿险新业务增速放缓，甚至增速下滑？未来保险行业已经不能靠扩代理人规模拉保单了，要提高代理人素质，这方面除了平安，其他上市险企哪家转型比较好呢？

[答] 东先生:

代理人规模总体见顶，但局部是分化的，中短期依赖规模驱动的方式开始可以走通的（许多行业都有类似的降速甜点效应），只是各家公司的战略愿不愿意这么走而已。比如国寿2019年代理人队伍增加快20%，新业务价值也增加快20%，同时新业务价值率也有少许上升，实际上也是做得不错的；再说回不依赖代理人队伍数量而依赖人均产能的方式，平安太保转型的决心还是很坚决的，可惜太保这一转代理人的质量下降很多，从人均新业务价值，人均新单，代理人收入等指标都可以看出来。如果除了平安外，建议可以跟踪太保。

[问] 依風聽雨:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 各位还看好保险未来十年吗？当前有些险企估值低的吓人，如果只买一家保险公司，会买平安还是其他更低估的？这个问题对喜欢捡便宜的散户有绝对的指导意义

[答] 东先生:

看好未来十年。做不做某一家公司的股东，看完行业后个人的思路是先看公司，公司层面如果不满足个人要求则价格再低估我也是不碰的，其中有一票否决的就是巴菲特所说的——要和愿意和你在一起的人在一起。个人不太喜欢不太重视股东的公司。

[问] 开摩托车的福尔摩斯:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 太保AH的溢价为什么这么大？太保H上市

以来，股价几乎没有给投资者带来收益，是什么原因？现在是黄金坑还是价值陷阱？

[答] 牛和智：

港股对优秀公司给较高的估值，对一般公司给非常低的估值，另外对保险这种高杠杆业务复杂的公司，也会给非常低的估值。

[问] 松树：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 各位好，疫情持续冲击下，业务员展业情况现在怎么样了呢？谢谢

[答] 东先生：

疫情从短期讲肯定打击代理人展业的，但预期应该会比大家想的好，比如平安1-2月新保也只下降了20%左右，但从中长期来说疫情是打开市场空间的，是利好。

[问] 扬铭：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 如果按照现在的行情和市场预期，多少pev的中国平安是合理的价格

[答] 东先生：

我个人认为合理估值与行情无关，与行业，公司，管理层，企业文化，体制机制等等有关，体现在数值上是企业自由现金流的折现及其可靠性，落在平安上则是PEV。个人认为平安2倍PEV合理。

[问] -美德無雙-：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 各位大V，净资产投资收益率低于总资产投资收益率。很不好的先兆。请问这样解读对吗？

[答] 东先生：

净资产投资收益率低于总资产投资收益率，意味着负债对应那部分的资产产生的负的投资收益，由于金融公司的高杠杆性，这将是毁灭性打击。您的问题是真的是“净资

产投资收益率低于总资产投资收益率”吗？还是“经投资收益率低于总投资收益率”？这是两个不同的问题。

[问] Easyaomi:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 如何看待保险黄金十年下，多数上市公司股价表现却萎靡不振，只有平安一枝独秀。反观年年药丸的地产行业，大大小小公司利润都在增长，股价轮番表现。

[答] 东先生:

地产股目前是处于很低估的状态，且部分拿地能力强，土储好，融资利率低，产品力强，特别是有进取心的公司有很高的投资价值，平安也配置了华夏幸福，碧桂园，金茂，旭辉等等；保险股除平安外，其他公司因体质和机制原因，进取心不如平安这种管理层控制的公司，这或许是压制保险估值的原因。

[问] 风雨夜归猪:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 请问，4月1日对外开放保险业，对国内保险公司有哪些影响？互联网保险，互助保兴起，对传统保险公司有哪些影响？

[答] 东先生:

这问题好大。一是外资开放，保费增长挺快，2019的保费数据增长是40%左右，但更多时候蚕食的是中型保险公司的市场，对上市公司影响较小；二是互联网保险玩的是普惠金融，对短期险种冲击较大，目前还没有看到互联网玩长险成果的。而长险是上市保险公司的利润主要来源；三是互助值得注意，虽然收费金额总盘子不多，但蚂蚁的互助应该超过1亿用户了，堪比平安的客户数。客户购买互助后再买短期健康险的转换率高达20%+。到但目前看来更多的是还是帮人们觉醒意识，帮助保险市场的空间快速打开

[问] Rationalism:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 行业代理人数量2019年下滑的主要原因是

什么？是需求端萎靡导致的吗？

[答] 牛和智：

前几年代理人快速增长跟放开代理人资格证有关，目前代理人数量下滑可能跟之前快速增长太快，招进来一批并不适合的人有一定的关系。需求端萎靡可能也有一定关系。个人判断，代理人未来依靠数量增长走到尽头了，需要走精英模式。

[问] 百川东海：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：这两年保险公司的新业务价值率和增速不断下降，如何评价？

[答] 东先生：

四家A股上市公司中，2019价值率下降的只有新华，新业务价值下降的只有新华和太保，上市公司比例并不大。但再观中小公司，日子则是特别惨。这是保险业过去的发展模式到达了瓶颈所致。后人力驱动时代，企业要考虑提升队伍质量，发挥科技作用，提供差异化服务，摠着这几点找公司就可以了。

[问] 吾敌艾伦：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：港股和A股同一家保险公司估值相差那么多，是什么原因造成的呢？是否意味着港股更有投资价值？

[答] 东先生：

一是从投资者人群上，港股投资者更加看重公司治理的现代化，重视股东的程度，经营的持续性；二是从两地潜在收益率上，A股比港股多个打新收益率，也因为开放程度低多个抵御波动的优点；大体来看，治理好的公司在港股会产生更高的溢价，因此平安AH差距不大，其他公司则会差距很大。若投资平安，AH个人认为现在差不多，若投资国寿，太保，新华，个人认为港股更有投资价值。

[问] 吾敌艾伦：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：保险公司相对比于同行的核心竞争力是什

么？或者说互相之间如何差异化竞争？用这个标准看哪家保险公司比较优秀以及为什么？

[答] 东先生：

保险的核心竞争力从销售上看是队伍质量，从营运上看是科技能力，从投资上看是投资能力，差异化在于能否实现这三方面中别人不可抄袭的优势。非得用一个指标，那可以用保险的ROE——ROEV。任何优秀的禀赋，最终都会落到归属于股东的资产收益率上。

[问] Rationalism：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：中国太保2019年年报中，通过会计估计变更（主要是发病率等假设变更）减少当期利润80亿元，为什么精算假设的变更对内含价值基本没影响？反之从新华的年报中可以看到，精算假设的变更产生了-32亿元的运营假设变动影响。

[答] 牛和智：

应该是有影响，可能没有单独提。

[问] 吾敌艾伦：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：未来十年有哪些足以影响行业大趋势的因素？人口？科技？开放外资？如何看待带来的影响？

[答] 东先生：

中国保险业可以从供给，需求，和监管三个角度看。供给上不看产品而看差异化服务，这影响的是科技和生态圈整合能力；需求上看意识觉醒程度，互联网科技和人口结构会推动这方面；监管上看政策，但我不认为外资开放影响很大，反而是对内资保险公司的政策会带来较大影响，比如养老险相关的政策。

[问] 吾敌艾伦：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：不同保险公司公布的内含价值，可比性大

吗？

[答] 东先生：

建议调整为相同的精算假设后再比较，比如贴现率各家差异从10-11.5%都有，可借助财报敏感性分析进行调整。另外，剩余边际摊销的比例也值得重点看。剩余边际与有效业务价值强关联，它的摊销决定了这锅里的肉多久能拿到——对着一锅肉只能看不能吃，是很痛苦的。

[问] Ricky：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：平安太保人寿新华这几家貌似都出年报了，能否横向对比和点评下这几家的业绩？哪家最优秀？

[答] 东先生：

您这个问题好大可以写本书了。在这儿我只能抓重点说说自己的看法：保险分为销售营运投资。投资虽说大家也有差异，但差异也不是太大。营运若认为各家假设雷同，则营运偏差水平虽也是参差不齐，但仍不是主要矛盾。主要矛盾在于销售端。

销售重点在于新业务价值， $\text{新业务价值} = \text{代理人人数} * \text{人均新业务价值}$ 。若我们认可公司必须专注发展才有前途，从这个决策树往下就是人数驱动，还是产能驱动（人均新业务价值）。

从2019年报来看，国寿新华显然是人数驱动的，两家代理人增速都在20%，但狠人王滨领衔的国寿显然发挥更好，在人数增加的同时，人均新业务价值也没下降太多，使得全年新业务价值增长不错；另一方面，平安和太保显然是产能驱动。人均新业务价值往下的逻辑是新业务价值率和人均新单，平安二者都实现了不错的增长，使得人均新业务价值增长了15%，抵消了人数下降的劣势，实现了全年新业务价值增长。太保则比较惨淡，人均新单负增长使得全年新业务价值负增长。

总体来看，国寿以规模驱动做的不错，但能做多久是个问号；新华则是愁云惨淡万里凝；太保转型阵痛期，队伍丢了，人均产能也没很好跟上；平安虽说做的不错，但新业务价值也只是个位数增长，而且这新业务价值有点水份（考虑风险分散效应后是负增长的）。有的公司走在了未来的路上，有的公司为了重振不得已还得推规模。

[问] 田丰源：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：三位好，帮分析一下新华H的投资价值如何，35的成本

[答] 东先生：

既然您已持有新华，相信是认可行业和公司的基本面。如果上面两个筛选通过了，我认为现在的新华H有很高的价值。

[问] 富奶仔：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：行业方面，对阿里 腾讯等互联网公司进军保险业怎么看？公司方面，中国平安，比如支付宝上蚂蚁保险与人保合作推出好医保产品等，长期看，互联网龙头企业的流量优势是否会对保险龙头平安构成威胁？

[答] 东先生：

好的方面，互联网龙头做了很多保险公司本应做的普惠工作，让大家意识觉醒，市场空间打开；坏的方面，互联网龙头如蚂蚁保险和微保用户量确实大，会对保险公司的互联网短期健康业务有一定影响。但个人认为对保险公司利润来源的长期保险业务影响较小，目前没见到比较成功的互联网长期保障型保险商业模式。

[问] 开摩托车的福尔摩斯：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：太保AH的溢价为什么这么大？太保H上市以来，股价几乎没有给投资者带来收益，是什么原因？现在是黄金坑还是价值陷阱？

[答] 东先生：

太保除了对待小股东让人有点不爽外，经营策略，战略定力，各方面数据都很像小平安。AH溢价大的原因是大权重是所说的第一点导致。黄金坑。

[问] 区家彦：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：中国平安今年营运利润负增长的可能性大不

大？怎么看待全球量化宽松对平安的影响？

[答] 牛和智：

营运利润以剩余边际摊销为主，目前平安剩余边际总额还很大，也还在增长，今年营运利润负增长的可能性比较小。你说例如利率降低吧，可以看看利率风险，降低50个基点，净利润可以增加33亿。

[问] Rationalism：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：行业代理人数量2019年下滑的主要原因是
什么？是需求端萎靡导致的吗？

[答] 东先生：

人数下滑原因是代理人数量到了人口上限，1万人里有57个，对标欧美差不多了，太多代理人质量不行。自然脱落+部分公司战略性主动脱落导致。

[问] Rationalism：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：中国太保2019年年报中，通过会计估计变更（主要是发病率等假设变更）减少当期利润80亿元，为什么精算假设的变更对内含价值基本没影响？反之从新华的年报中可以看到，精算假设的变更产生了-32亿元的运营假设变动影响。

[答] 东先生：

变更的是一般会计准则的假设，内含价值假设未涉及变更，两个世界，所以没影响。新华调整了内含价值假设中的重疾发病率（业绩会说的），且是连续2年调整，所以导致内含价值的营运变动-32亿。

[问] Rationalism：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：新华保险内含价值的构成中调整后净资产的占比很高，有效业务价值占比低，说明冗余资本应该还是比较多的，但为什么偿付能力却没有显著高于其他寿险公司？经历了过去几年的转型，低业务价值的中短期保单存

量按理说应该不会很多了呀

[答] 东先生：

偿二代较之偿一代，改变最大的一点是蕴含在负债即准备金中的巨大宝藏“剩余边际”不再被认为是认可的负债的一部分，因此大幅拉抬了偿付能力额度（实际资本）。因此偿付能力要考虑的是剩余边际+调整后净资产，而不是只考虑调整后净资产。新华虽然万峰在的几年做了不少努力，但一则量没做起来，二则换老板后又开始做银保趸交（虽然是保障型），所以难免剩余边际这块蹩脚。

[问] 区家彦：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：中国平安今年营运利润负增长的可能性大不大？怎么看待全球量化宽松对平安的影响？

[答] 东先生：

营运利润不会负增长，大概率在16-18%左右。量化宽松对平安影响太难评估了，我回答不上来啊……

[问] tonishye：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：平安在代理人这块有什么好的措施，后续看好吗

[答] 东先生：

前几个礼拜平安首席保险官陆敏有做线上创业说明会，我有一些思考，与您共同探讨，详见此贴：[网页链接](#)

[问] 豆小路：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：请问货币宽松，利率下行，对保险业的影响多大？

[答] 东先生：

先是资产端下行，随后负债端也会下行，太难评估了。还是看行业空间和公司情况吧。

[问] tonishye:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：平安在代理人这块有什么好的措施，后续看好吗

[答] 牛和智:

提高代理人收入、增加科技在展业中应用。平安代理人转型是马明哲亲自领导的，非常看好！在保险行业，马明哲一直是个传奇式的人物，非常具有前瞻性。

[问] C__J:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：请问如何看待互联网平台对保险销售的影响（当下与未来），比如泰康×腾讯合作对销售的贡献及对同业的压力？传统代理人模式有颠覆的可能吗？

[答] 东先生:

微保就是泰康+腾讯的经典之作。泰康为此付出了很多，服务上早期人肉垫钱，产品上定价极低，可以翻一下泰康健康险的财报，亏的很惨。但不得不说，互联网导流+教育，最后引向管家的模式取得了不少成功。微保目前基于此模式正在摸索长险业务如何开展。颠覆我觉得谈不上，更多是促进保险公司商业模式转型，目前在业务规模上难对保险公司造成压力。

[问] 豆小路:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：请问货币宽松，利率下行，对保险业的影响多大？

[答] 牛和智:

看平安年报297页，利率下降50个基点，会增加33税前净利润和125亿的税前股东权益

[问] C__J:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 请问如何看待互联网平台对保险销售的影响（当下与未来），比如泰康☒腾讯合作对销售的贡献及对同业的压力？传统代理人模式有颠覆的可能吗？

[答] 牛和智:

互联网保险目前都是以短期险为主，对保险意识的普及非常有帮助。但销售长期险还需要代理人，所以有一定冲击，但颠覆的可能性不大。另外互联网人身险前两年是负增长的，看一下财新的文章：[网页链接](#)

[问] 天生不是情人:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 请教两个问题，1、欧美爆发金融危机的话，对中国太保、中国平安等保险企业影响有多大？最坏情形会怎样？2、目前价位，平安，太保H，新华H，这三家投资价值谁更大？

[答] 东先生:

2008年PEV：平安H1.45，国寿H1.89，太保A1.54，可以把现在和当时各家公司的情况进行比较并参考，相信您会有答案；我认为平安更有投资价值。

[问] 天生不是情人:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 请教两个问题，1、欧美爆发金融危机的话，对中国太保、中国平安等保险企业影响有多大？最坏情形会怎样？2、目前价位，平安，太保H，新华H，这三家投资价值谁更大？

[答] 牛和智:

1.心理作用比较大，最坏情况参考2008年平安 2. 股价说不好

[问] 张永己:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 能不能说说保险股周期的拐点出现的条

件和环境

[答] 东先生：

需求端人口老龄化后养老险意识觉醒，供给端有足够高质量的代理人队伍出现，监管上有重磅政策出台，大逻辑上是这三类拐点。

[问] 张永己：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：能不能说说保险股周期的拐点出现的条件和环境

[答] 牛和智：

请参考我这边文章，过去十年保费增长主要依靠人均GDP增长，未来我估计也差不多。

[问] 爱祖国伟大：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：老师好，感觉身边人买中国平安的保险的并不是很多，中国平安作为行业龙头的产品优势在哪？

[答] 东先生：

平安集团客户数2亿，中产，富裕及高净值1.4亿，如果您指的是平安人身险保单的客户，放在中国是1/10，但因平安总部位于深圳，主要在一二线占比高，视您所处区域可能更加放大或缩小这个比例，造成样本偏差。平安优势建议可以从销售，营运和投资三点着手去看，都各有对手难以逾越的护城河。

[问] 爱祖国伟大：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：老师好，感觉身边人买中国平安的保险的并不是很多，中国平安作为行业龙头的产品优势在哪？

[答] 牛和智：

综合金融的服务比较好。保险非标品，很难直接比价，时间也比较长，所以大家

更信赖知名品牌。

[问] 路易：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：如何看待我们保险深度和密度大大低于国际平均水平（更远低于台湾，香港等东亚地区），但同时我们每千人保险销售人员又是最多的？是不是之前的保费高增长已经透支了？

[答] 牛和智：

国外保险走精英路线，我们走的相对低端了，以前高中毕业就可以去卖保险，未来我觉得还是要走精英路线，虽然短时间内比较难。

[问] 路易：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：如何看待我们保险深度和密度大大低于国际平均水平（更远低于台湾，香港等东亚地区），但同时我们每千人保险销售人员又是最多的？是不是之前的保费高增长已经透支了？

[答] 东先生：

一是16年代理人资格考试放开带来的高增长导致代理人水平很差（平均从业1年，欧美6年）；二是数量上也到达了人均代理人的顶峰（1万人有57人，欧美也大约这水平）。用直白的话讲，是的，透支了

[问] 豆小路：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：请问货币宽松，利率下行，对保险业的影响多大？

[答] 牛和智：

回复@小散嗨森：反过来，但这都是短期影响，长期来说，加息会降低保险产品吸引力，增加销售难度，也就是无论加息降息，对保险公司即有好的一面也有不好一面。有些很难量化//@小散嗨森：回复@牛和智：请问如果加息环境下，对保险的影响是怎样的呢，也会增加收益吗？

[问] 杨天南财务健康谈：

作者：二号头目

来源：九边（ID：ertoumu893）

这两天后台不断有人问，说是美国有议员建议中国免除国债，来赔偿美国在疫情中的损失，大家担心如果中国不同意，美国会不会单方面违约？咱们今天就来讲下这个话题。

其实这个话题不是个新话题，已经谈论了十多年了。绝大部分人的逻辑倒也不复杂，美国欠咱们那么多钱，万一哪天混不下去了，直接违约，钱不还了，美国又有全世界最强大的打劫工具，就算不还钱，你能把我怎样？

乍一看觉得确实有可能，其实吧，仔细一研究，就会发现可能性基本为0。

想聊清楚这事，我们其实讨论清楚了下边的几个问题自然就明白了。

1

我国为啥会持有那么多美债？

一些人经常说，中国手里握着三万亿，其中一万亿买了美国国债，为啥不花掉，为啥非要买美国国债？这些钱又是哪来的呢？

众所周知，中国是世界上最大的工业国，如果宽泛地讲，整个东亚其实都是世界工厂，全世界其他国家向这个地区输入技术和资本，或者原料（土澳是供应铁矿的，智利是供应铜矿的，俄罗斯沙特供应石油），然后他们换走工业品。

这种情况下，几乎不可避免，亚洲国家都拿着一堆美元，但是这些美元不是国家的，是各个公司在和美国贸易过程中赚到的，比如你们公司是生产鞋的，把鞋卖到美国，拿回美元，但是美元在中国不能直接消费，需要先置换成人民币，这样，你赚的美元留在中央银行，银行给你对应金额的人民币。

大家可能会纳闷，为啥要换人民币呢，就跟帕劳似的，全国人民直接用美元不挺好？

也不是不行，不过这么搞很容易导致财政崩溃，明朝就是这么亡的。

明朝没有主权货币，直接用海外输入的银子，人家输入银子多，大明就通货膨胀，人家输入少，大明就通货紧缩。

这个问题明朝的知识分子也都发现了，解决办法是让洋人的钱进入中国时兑换成中国的主权货币，如果输入太多，我就调高汇率，让你少兑点；如果输入太少，我们也可以印钱保证货币供应。

但是这就得用“信用货币”这个工具，问题是这个工具早就被明朝给玩坏了，明朝也发过信用货币“大明宝钞”，后来发的太猛，已经被全国人民给抛弃了。中国完全建立起来独立的主权信用货币，要到新中国。

大家看到了吧，“主权货币”相当于有个缓冲池，避免国外的货币冲击直接到达中国，这也是为啥几乎所有的大国都是这么搞的。保障万一美元哪天狂印钞，然后到中国或者欧洲去买东西。他敢狂印，我们就敢让他贬值成废纸。

说清楚了为啥“必须兑换”，我们继续。

美元兑换成了人民币在中国境内流通，如果你们公司需要美元去国际上买车床或者其他原料，就去银行拿人民币换美元，然后去消费美元，**也就是美元一边往中国流，一边向外流。**

这个过程中，中国的美元储备相当于一个池子，一头往里边流，一头往外流，但是入口比出口粗的多，这个池子总体是不断变大的。

大家看出来了吧，央行的这些美元是替大家保管的，不是它自己的。但是央行可以拿去投资，就跟所有银行一样，拿着别人的存款去投资赚钱，将来再还回去。

但是该投资啥呢？最好是买港口，码头，飞机场，高科技等等，但是这些东西很多国家是有限制的，禁止你购买，比如2008年金融危机，法国人倒了霉，跑来中国寻求援助，但是中国提出要它拿自己的高科技来交换，法国人立刻扭头就走，为啥呢？

他们又不傻，现在技术停滞，西方那些技术是他们躺着过日子的最后堡垒，如果被中国人拿走了，他们的好日子也就到头了，**所以法国人宁愿忍受失业和通货膨胀的痛苦，也不把技术卖给中国。**

其他国家也都差不多，2008年美国都成那样了，中资想去购买一些美国的关键核心资产，也被挡了，这就很不“自由市场”了，但是西方其实并没有中国这么纠结这些观念。

此外港口码头什么的，也是困难重重，国外很多港口码头宁愿赔钱都不卖，甚至不让你入股。

这个背景下，央行握着万亿级别的美元，该干啥？

只能是买点美债，美债尽管收益率不高，但是也比躺在央行账户上挂着强，相当于“用没有收益的收据来换点有收益的收据”。

美国国债到底是个啥？

我们一直在说，美国这个国家是建立在国债上的国家，美国还没建国，就有了国债，美国独立战争就是借钱打的，向法国国王路易十六借钱，后来美国革命成功了，法国国王还不上资本家的钱，爆发了革命，国王夫妇脑袋被剁掉了。

美国独立战争一结束，美国人就急吼吼想赖账，欠钱太多还不上，而且美国国父杰斐逊说一些奸商囤积国债，如果兑付，他们就赚大了，坚决不能给奸商机会。

但是另一个国父汉密尔顿同志的目光穿越了历史迷雾，一眼看了上百年，他的意思很清楚，还不上也得还，你可以慢慢还，或者借新债还旧债，但是一定要还，如果不还，今后就借不到钱了，下次美国发生危机，如果筹不到钱，美国一建国就得死。

而且他举了英国的例子，他说英国对外战争的钱全是借的，没有一次是自己出钱打，英国平时做事没底线，但是借债还钱这事从不打马虎眼，所以它借钱向来都很利索，甚至对荷兰的战争融资一大部分是荷兰资本家出的，因为大家都知道英国不赖账，每次战争之前都会发售国家公债筹集战争经费，**大家都争相购买，不是因为爱国，资本家没有国，只是因为英国从不违约。**

大家都被汉密尔顿说服了，建国后他去做了美国第一任财政部长，脑袋被印在了美国钞票上，汉密尔顿很早就死了，所以头像非常年轻，不像其他国父们，大部分形象不佳：

<https://xqimg.imedao.com/17116779db621bb3fd512f27.jpg>

汉密尔顿当上财政部长之后，成功地把国债这事落实了下去，美国国债制度也成了美国最坚定的基石。后来美国基本上每次碰上麻烦，都要大规模发债解决，甚至购买路易斯安娜州，也是从巴林银行那里借的钱：

<https://xqimg.imedao.com/17116779dad21523fa309acd.jpg>

大家看到了，从独立战争，到南北战争，再到两次世界大战，金融危机，每次混不下去，就发国债救急。值得注意的是，**大家注意下1980年到1990年那个区间，美债一直在狂涨，这又发生什么了？**

对，那段时间是里根时期，里根要减税搞小政府，却在他任期发了1.6万亿美元国债，超过200年的总和（上图那是个比重图，不是总量图），他确实减税了，然后美国政府借钱大把地花钱，搞国家项目，大幅增加国防开支，太空计划，能源开发等等。

现在的川普也一样，老川花钱更厉害，还减税，上台后迅速债台高筑，下图是美国历届总统的国债数量，**目测老川应该是史上借钱最厉害的：**

<https://xqimg.imedao.com/17116779dcf21533fce92e24.jpg>

可以看出来，从里根开始，**美国的国债就跟这段时间各国的疫情似的**，突然就炸了，还记得那个图吧：

<https://xqimg.imedao.com/17116779d59221b3fed591f5.png>

目测不久的将来，美帝会一直借旧债还新债，债务会很快突破天际。这就有个问题，如果哪天美帝连利息都还不上，会发生啥？

破产！

破产给人的感觉是完蛋了，其实不是，中国没这个观念，西方国家破产非常常见，比如历史上西班牙帝国，哈布斯堡王朝，法国，俄国，都发生过多破产，也就是欠的钱还不上。

还不上就得承担责任，如果是个小国，很可能被修理的很惨，比如阿根廷的军舰都被债主给拖走了。但是一般对大国没啥办法，你总不能去拖美国的航母吧？看不打断你的腿。

所以可以跟债主商量哪些钱先还，哪些钱打折还等等。

但这不是问题的关键，问题的关键是：**美国国债两百年不违约的神话也就破灭了。这个神话让美债有“零风险”一说，美国政府能以极低利率接到钱，神话破灭后就别想了。**

说到这里大家也就明白了，如果违约中国国债，跟破产似的，美债两百年不违约神话也就破灭了，有点像你一诺千金，借钱都需要不打借条，后来有一次不要脸说话不算数，今后再也没这待遇了。

这种违约的结果也会落实到利息上，美国今后再也别想以极低利率借钱了。为了区区中国一万亿国债就把百年积累给毁了，除非美国人脑子被门夹了，否则几乎不可能。

不过这不是问题的全部，这个问题还要更深一些。

因为美债不仅仅是美债，如果大家觉的这玩意不可靠，美元价值也就成谜了。那他俩啥关系呢？

这个也不复杂，比如这次美帝面对股市暴跌，川普要给大家发钱度过危机，这个钱哪来的呢？**只能是发债。**

要先经过美国的两院批准（两院代表的是人民和大户），两院批准后，财政部会印一批债券出来，并且在公开市场上兜售。

有点像你写了个借条，并且写清楚了利息是多少，然后去大街上卖这个借条（也就是债券），如果有人愿意借你钱，钱给你，借条他拿走，美国政府这时候手里就有钱了。

谁会买借条呢？中国日本英国沙特这些手里有大量美元没地方用的国家会买，此外美国的很多基金，比如养老基金，共同基金，还有有钱人也会买，整体而言，**美债的70%以上是美国国内的各个基金持有的，其他的海外持有。**

不过最大头是美联储，美联储去印一笔钱，然后把借条拿回去放保险柜，大家经常说的美联储发行货币，就是这么发行出来的。美联储的保险柜里放着的不是大把大把的美元，而是国债和美国老百姓的按揭放贷，当然了，现在已经存电脑了，不会真搞个保险柜。

大家看出来了吧，美元和国债是一起的，如果美国违约国债，美元跟着一起掉坑里，**从今往后，美元的信用也就没了，美国人的幸福时光也就结束了。**

人和鸭子一样，容易把一生下来看到的东西当爹，以为是天经地义的，其实不是，美元的地位确立其实没多少年，比我爷爷差不多，七十来年。历史上这种全球货币变迁有过好几次，第一次是荷兰盾，后来英镑也有这个地位，最近几十年才轮到美元，英镑这种地位差不多持续了一百多年，目测美元挺不过第一个一百年，因为它一直在缓慢地贬值，也对于货币来说，这就是自我毁灭。

3

违约了今后就没法再混了

通过上文的分析，大家也都看到了，美国建国两百年，国债从不违约，不是他宅心仁厚为人民群众的生命财产着想，而是担心今后没法再做生意，紧急情况筹不到钱。

两百年来的克制让它形成了史无前例的信用，美国能以全世界最低的成本借到钱，这也是他们能一直玩借新债还旧债的秘密，美国现在每年主要是还利息，美债利息低，23万亿每年大概要还6000亿左右的利息，占到财政的8%，对，每年还利息就这么多，马上要赶上瑞士的GDP了。

如果大家不接受它低利率，美国几年内就会因为还不上利息破产。就跟当初西班牙帝国似的，从美洲挖了天量金银，但是连续破产6次后，利息巨高无比，天量金银连利息

都支付不上。

也就是说，如果这次违约了中国的国债，信用破产了，下次你出了麻烦，你一分钱都借不到，谁还敢借你？或者能借到，但是需要支付信用破产后的高额利息。

此外如果中国手里持有一百万亿美元说不定美国还考虑下，现在中国持有多少呢？1.0786万亿，在美国23万亿国债里只占4.3%。

大家可能觉得这也不少了，但是大家注意下，这段时间一个接一个“川普熔断”就让美股蒸发了15万亿，这次美国准备通过抗疫的国债也超过两万亿。相比较而言，中国那点钱真是弟弟，美国基本不大可能因为这点钱损害自己天量的生意，就跟你不会因为几个烧饼钱就把身份证卖了一样，当然了，也有这种人，但是现阶段的美国应该没那么愣。

此外中国买的国债是不记名的，到期支付，这又是啥意思呢？

美国说要发国债，一个亿，年利率1%，你要是买了，每年给你100万利息，五年后你把债券拿回来，美国给你一个亿的现金。

你去认购后，到了第三年，你突然急用钱，想把债券给美国，把现金要回来，可以吗？当然不行，但是你可以转让给别人，反正债券上没写你名字。

这时候你就可以去债券市场上把这个债券卖掉，就跟江南皮革厂的下岗员工一样，九折出售债券，有一堆人会抢着要，这也是美债的另一个好处，由于它信用好，所以流动性太好，你着急用钱的时候想卖掉美债总有人买，如果违约一次，今后这么好的流动性可能也就没有了。

也就是说，美国想违约，得把名声搭上，最后还没法凑效，咱们依旧可以到公开市场上打折出售。

4、尾声

说了这么多，大家也都感觉到了，美国基本没有动机会这么做，得不偿失，为了区区一万亿背个甩不掉的臭流氓名声没必要，尤其是坏了赚钱名声。再说了，如果赖账这事引发利率上升，这一万亿几年内就变成利息还回去了。

至于大家说美国国会议员说是要中国赔偿他们损失的事，**归根结底，还是在甩锅**，现在欧美政府都有点跟老百姓交代不下去，前期中国又是封城又是全国人民呆在家里搞隔离，欧美发达国家啥都没干，在那里各种说风凉话，现在自己灰头土脸，多多少少有点不太好解释，就跟我们追究武汉F4的责任一样，欧美老百姓也要个说法。

美国那边的新闻我天天看，川大爷已经被质问了好几次，各界都在问，说总统先生你这几个月忙啥去了，现在成这样了，您出来走几步？老川还能怎么说？没人比我更懂病毒？只能是说全是中国的错。这也就是我们这段时间看到的各种交火。

当然了，这个锅我们肯定是不能接受的，毕竟2009年猪流感我们也没找美国要赔偿，也没把猪流感叫“美国病毒”，**所以免国债这事也就免谈，不仅不能接受，还要怼回去。**

不只是为了咱们自己的名声，也为了海外的华人，如果这口锅最后落在我们身上了，海外华人也都成病毒了，弄不好会发生大规模的排华事件，不仅排华，越南韩国日本一起排，因为英语里“chinese”范围非常大，chinese其实涵盖中国越南老挝韩国日本，这也是为啥那个《英伦对决》原著小说叫《the chinaman（中国佬）》，但是主角却是个越南人，因为在西方人眼里，眯缝眼黄种人都差不多，都可以叫中国佬。所以海外亚裔都反对“中国病毒”这一说。

而且大家都有点担心，我在旧金山的小伙伴这段时间也去弄了一长一短两把枪放家里，他前期也一直觉得这玩意不吉利，家里有小孩不安全，在美国呆了好多年都没去摸这玩意，现在风声越来越不对，他也慌了，也就管不了那么多了，他们这些华人群多多少少有点担心，这个风向下去，迟早会出点问题。

[答] 润哥：

转发

[问] 吾敌艾伦：

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：不同保险公司公布的内含价值，可比性大吗？

[答] 润哥：

回复@okokok333: 中国平安是第一年4.75%，第二年后为假设5%，把每个公司假设整理出来也很有趣//@okokok333:回复@okokok333:中国太保的19年年报，目前内含价值假设回报是5%，折现率11%，新华保险的19年年报，目前内含价值假设回报是4.6%，折现率11.5%。所以新华保险的内涵价值含金量更大。

[问] 思而学投资:

对@润哥 @牛和智 说: 降息对保险行业的影响到底有多大? 请分析下在利息降1%能有多大的影响, 谢谢!

[答] 牛和智:

回复@天生不是情人: 我的理解是降息会导致目前在手高股息债更有价值, 这部分价值重估会带来净利润的增加, 但降息后, 新收到的保费很难再找到跟以前收益率一样高的债券了, 这部分会影响未来利润, 但大部分保险公司在手的资产是大于新收到的保费, 所以降息对净利润偏利好。//@天生不是情人:回复@牛和智:降息反而会增加利润?

[问] Ricky:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说: 平安太保人寿新华这几家貌似都出年报了, 能否横向对比和点评下这几家的业绩? 哪家最优秀?

[答] 牛和智:

回复@东先生: 我刚打赏了这条评论 ¥6.00, 也推荐给你。这个问题还是东先生回答的好! 另外我补充一点, 保险行业需要长期稳定的管理层, 这些企业几年换一个管理层方式是有很大大风险的, 因为你不知道管理层什么时候换, 换了会用哪种战略。//@东先生:回复@Ricky:您这个问题好大可以写本书了。在这儿我只能抓重点说说自己的看法: 保险分为销售营运投资。投资虽说大家也有差异, 但差异也不是太大。营运若认为各家假设雷同, 则营运偏差水平虽也是参差不齐, 但仍不是主要矛盾。主要矛盾在于销售端。

销售重点在于新业务价值, $\text{新业务价值} = \text{代理人人数} * \text{人均新业务价值}$ 。若我们认可公司必须专注发展才有前途, 从这个决策树往下就是人数驱动, 还是产能驱动(人均新业务价值)。

从2019年报来看, 国寿新华显然是人数驱动的, 两家代理人增速都在20%, 但狠人王滨领衔的国寿显然发挥更好, 在人数增加的同时, 人均新业务价值也没下降太多, 使得全年新业务价值增长不错; 另一方面, 平安和太保显然是产能驱动。人均新业务价

值往下的逻辑是新业务价值率和人均新单，平安二者都实现了不错的增长，使得人均新业务价值增长了15%，抵消了人数下降的劣势，实现了全年新业务价值增长。太保则比较惨淡，人均新单负增长使得全年新业务价值负增长。

总体来看，国寿以规模驱动做的不错，但能做多久是个问号；新华则是愁云惨淡万里凝；太保转型阵痛期，队伍丢了，人均产能也没很好跟上；平安虽说做的不错，但新业务价值也只是个位数增长，而且这新业务价值有点水份（考虑风险分散效应后是负增长的）。有的公司走在了未来的路上，有的公司为了重振不得已还得推规模。

[问] Rationalism:

对@润哥 @牛和智 @东先生 说：新华保险内含价值的构成中调整后净资产的占比很高，有效业务价值占比低，说明冗余资本应该还是比较多的，但为什么偿付能力却没有显著高于其他寿险公司？经历了过去几年的转型，低业务价值的中短期保单存量按理说应该不会很多了呀

[答] 牛和智:

供各位参考！ //@东先生:回复@Rationalism:偿二代较之偿一代，改变最大的一点是蕴含在负债即准备金中的巨大宝藏“剩余边际”不再被认为是认可的负债的一部分，因此大幅拉抬了偿付能力额度（实际资本）。因此偿付能力要考虑的是剩余边际+调整后净资产，而不是只考虑调整后净资产。新华虽然万峰在的几年做了不少努力，但一则量没做起来，二则换老板后又开始做银保趸交（虽然是保障型），所以难免剩余边际这块蹩脚。

[问] 杨天南财务健康谈:

作者：二号头目

来源：九边（ID：ertoumu893）

这两天后台不断有人问，说是美国有议员建议中国免除国债，来赔偿美国在疫情中的损失，大家担心如果中国不同意，美国会不会单方面违约？咱们今天就来讲下这个话题。

其实这个话题不是个新话题，已经谈论了十多年了。绝大部分人的逻辑倒也不复杂，

美国欠咱们那么多钱，万一哪天混不下去了，直接违约，钱不还了，美国又有全世界最强大的打劫工具，就算不还钱，你能把我怎样？

乍一看觉得确实有可能，其实吧，仔细一研究，就会发现可能性基本为0。

想聊清楚这事，我们其实讨论清楚了下边的几个问题自然就明白了。

1

我国为啥会持有那么多美债？

一些人经常说，中国手里握着三万亿，其中一万亿买了美国国债，为啥不花掉，为啥非要买美国国债？这些钱又是哪来的呢？

众所周知，中国是世界上最大的工业国，如果宽泛地讲，整个东亚其实都是世界工厂，全世界其他国家向这个地区输入技术和资本，或者原料（土澳是供应铁矿的，智利是供应铜矿的，俄罗斯沙特供应石油），然后他们换走工业品。

这种情况下，几乎不可避免，亚洲国家都拿着一堆美元，但是这些美元不是国家的，是各个公司在和美国贸易过程中赚到的，比如你们公司是生产鞋的，把鞋卖到美国，拿回美元，但是美元在中国不能直接消费，需要先置换成人民币，这样，你赚的美元留在中央银行，银行给你对应金额的人民币。

大家可能会纳闷，为啥要换人民币呢，就跟帕劳似的，全国人民直接用美元不挺好？

也不是不行，不过这么搞很容易导致财政崩溃，明朝就是这么亡的。

明朝没有主权货币，直接用海外输入的银子，人家输入银子多，大明就通货膨胀，人家输入少，大明就通货紧缩。

这个问题明朝的知识分子也都发现了，解决办法是让洋人的钱进入中国时兑换成中国的主权货币，如果输入太多，我就调高汇率，让你少兑点；如果输入太少，我们也可以印钱保证货币供应。

但是这就得用“**信用货币**”这个工具，问题是这个工具早就被明朝给玩坏了，明朝也发过信用货币“大明宝钞”，后来发的太猛，已经被全国人民给抛弃了。中国完全建立起来独立的主权信用货币，要到新中国。

大家看到了吧，“主权货币”相当于有个缓冲池，避免国外的货币冲击直接到达中国，这也是为啥几乎所有的大国都是这么搞的。保障万一美元哪天狂印钞，然后到中国或者欧洲去买东西。他敢狂印，我们就敢让他贬值成废纸。

说清楚了为啥“必须兑换”，我们继续。

美元兑换成了人民币在中国境内流通，如果你们公司需要美元去国际上买车床或者其他原料，就去银行拿人民币换美元，然后去消费美元，**也就是美元一边往中国流，一边向外流。**

这个过程中，中国的美元储备相当于一个池子，一头往里边流，一头往外流，但是入口比出口粗的多，这个池子总体是不断变大的。

大家看出来了吧，央行的这些美元是替大家保管的，不是它自己的。但是央行可以拿去投资，就跟所有银行一样，拿着别人的存款去投资赚钱，将来再还回去。

但是该投资啥呢？最好是买港口，码头，飞机场，高科技等等，但是这些东西很多国家是有限制的，禁止你购买，比如2008年金融危机，法国人倒了霉，跑来中国寻求援助，但是中国提出要它拿自己的高科技来交换，法国人立刻扭头就走，为啥呢？

他们又不傻，现在技术停滞，西方那些技术是他们躺着过日子的最后堡垒，如果被中国人拿走了，他们的好日子也就到头了，**所以法国人宁愿忍受失业和通货膨胀的痛苦，也不把技术卖给中国。**

其他国家也都差不多，2008年美国都成那样了，中资想去购买一些美国的关键核心资产，也被挡了，这就很不“自由市场”了，但是西方其实并没有中国这么纠结这些观念。

此外港口码头什么的，也是困难重重，国外很多港口码头宁愿赔钱都不卖，甚至不让你入股。

这个背景下，央行握着万亿级别的美元，该干啥？

只能是买点美债，美债尽管收益率不高，但是也比躺在央行账户上挂着强，相当于“用没有收益的收据来换点有收益的收据”。

2

美国国债到底是个啥？

我们一直在说，美国这个国家是建立在国债上的国家，美国还没建国，就有了国债，美国独立战争就是借钱打的，向法国国王路易十六借钱，后来美国革命成功了，法国国王还不上资本家的钱，爆发了革命，国王夫妇脑袋被剁掉了。

美国独立战争一结束，美国人就急吼吼想赖账，欠钱太多还不上，而且美国国父杰斐逊说一些奸商囤积国债，如果兑付，他们就赚大了，坚决不能给奸商机会。

但是另一个国父汉密尔顿同志的目光穿越了历史迷雾，一眼看了上百年，他的意思很

清楚，还不上也得还，你可以慢慢还，或者借新债还旧债，但是一定要还，如果不还，今后就借不到钱了，下次美国发生危机，如果筹不到钱，美国一建国就得死。

而且他举了英国的例子，他说英国对外战争的钱全是借的，没有一次是自己出钱打，英国平时做事没底线，但是借债还钱这事从不打马虎眼，所以它借钱向来都很利索，甚至对荷兰的战争融资一大部分是荷兰资本家出的，因为大家都知道英国不赖账，每次战争之前都会发售国家公债筹集战争经费，**大家都争相购买，不是因为爱国，资本家没有国，只是因为英国从不违约。**

大家都被汉密尔顿说服了，建国后他去做了美国第一任财政部长，脑袋被印在了美国钞票上，汉密尔顿很早就死了，所以头像非常年轻，不像其他国父们，大部分形象不佳：

<https://xqimg.imedao.com/17116779db621bb3fd512f27.jpg>

汉密尔顿当上财政部长之后，成功地把国债这事落实了下去，美国国债制度也成了美国最坚定的基石。后来美国基本上每次碰上麻烦，都要大规模发债解决，甚至购买路易斯安娜州，也是从巴林银行那里借的钱：

<https://xqimg.imedao.com/17116779dad21523fa309acd.jpg>

大家看到了，从独立战争，到南北战争，再到两次世界大战，金融危机，每次混不下去，就发国债救急。值得注意的是，**大家注意下1980年到1990年那个区间，美债一直在狂涨，这又发生什么了？**

对，那段时间是里根时期，里根要减税搞小政府，却在他任期发了1.6万亿美元国债，超过200年的总和（上图那是个比重图，不是总量图），他确实减税了，然后美国政府借钱大把地花钱，搞国家项目，大幅增加国防开支，太空计划，能源开发等等。

现在的川普也一样，老川花钱更厉害，还减税，上台后迅速债台高筑，下图是美国历届总统的国债数量，**目测老川应该是史上借钱最厉害的：**

<https://xqimg.imedao.com/17116779dcf21533fce92e24.jpg>

可以看出来，从里根开始，**美国的国债就跟这段时间各国的疫情似的，突然就炸了，还记得那个图吧：**

<https://xqimg.imedao.com/17116779d59221b3fed591f5.png>

目测不久的将来，美帝会一直借旧债还新债，债务会很快突破天际。这就有个问题，

如果哪天美帝连利息都还不上，会发生啥？

破产！

破产给人的感觉是完蛋了，其实不是，中国没这个观念，西方国家破产非常常见，比如历史上西班牙帝国，哈布斯堡王朝，法国，俄国，都发生过多破产，也就是欠的钱还不上。

还不上就得承担责任，如果是个小国，很可能被修理的很惨，比如阿根廷的军舰都被债主给拖走了。但是一般对大国没啥办法，你总不能去拖美国的航母吧？看不打断你的腿。

所以可以跟债主商量哪些钱先还，哪些钱打折还等等。

但这不是问题的关键，问题的关键是：**美国国债两百年不违约的神话也就破灭了。这个神话让美债有“零风险”一说，美国政府能以极低利率接到钱，神话破灭后就别想了。**

说到这里大家也就明白了，如果违约中国国债，跟破产似的，美债两百年不违约神话也就破灭了，有点像你一诺千金，借钱都需要不打借条，后来有一次不要脸说话不算数，今后再也没这待遇了。

这种违约的结果也会落实到利息上，美国今后再也别想以极低利率借钱了。为了区区中国一万亿国债就把百年积累给毁了，除非美国人脑子被门夹了，否则几乎不可能。不过这不是问题的全部，这个问题还要更深一些。

因为美债不仅仅是美债，如果大家觉的这玩意不可靠，美元价值也就成谜了。那他俩啥关系呢？

这个也不复杂，比如这次美帝面对股市暴跌，川普要给大家发钱度过危机，这个钱哪来的呢？**只能是发债。**

要先经过美国的两院批准（两院代表的是人民和大户），两院批准后，财政部会印一批债券出来，并且在公开市场上兜售。

有点像你写了个借条，并且写清楚了利息是多少，然后去大街上卖这个借条（也就是债券），如果有人愿意借你钱，钱给你，借条他拿走，美国政府这时候手里就有钱了。

谁会买借条呢？中国日本英国沙特这些手里有大量美元没地方用的国家会买，此外美国的很多基金，比如养老基金，共同基金，还有有钱人也会买，整体而言，**美债**

的70%以上是美国国内的各个基金持有的，其他的海外持有。

不过最大头是美联储，美联储去印一笔钱，然后把借条拿回去放保险柜，大家经常说的美联储发行货币，就是这么发行出来的。美联储的保险柜里放着的不是大把大把的美元，而是国债和美国老百姓的按揭放贷，当然了，现在已经存电脑了，不会真搞个保险柜。

大家看出来了吧，美元和国债是一起的，如果美国违约国债，美元跟着一起掉坑里，**从今往后，美元的信用也就没了，美国人的幸福时光也就结束了。**

人和鸭子一样，容易把一生下来看到的东​​西当爹，以为是天经地义的，其实不是，美元的地位确立其实没多少年，比我爷爷差不多，七十来年。历史上这种全球货币变迁有过好几次，第一次是荷兰盾，后来英镑也有这个地位，最近几十年才轮到美元，英镑这种地位差不多持续了一百多年，目测美元挺不过第一个一百年，因为它一直在缓慢地贬值，也对于货币来说，这就是自我毁灭。

3

违约了今后就没法再混了

通过上文的分析，大家也都看到了，美国建国两百年，国债从不违约，不是他宅心仁厚为人民群众的生命财产着想，而是担心今后没法再做生意，紧急情况筹不到钱。

两百年来的克制让它形成了史无前例的信用，美国能以全世界最低的成本借到钱，这也是他们能一直玩借新债还旧债的秘密，美国现在每年主要是还利息，美债利息低，23万亿每年大概要还6000亿左右的利息，占到财政的8%，对，每年还利息就这么多，马上要赶上瑞士的GDP了。

如果大家不接受它低利率，美国几年内就会因为还不上利息破产。就跟当初西班牙帝国似的，从美洲挖了天量金银，但是连续破产6次后，利息巨高无比，天量金银连利息都支付不上。

也就是说，如果这次违约了中国的国债，信用破产了，下次你出了麻烦，你一分钱都借不到，谁还敢借你？或者能借到，但是需要支付信用破产后的高额利息。

此外如果中国手里持有一百万亿美元说不定美国还考虑下，现在中国持有多少呢？1.0786万亿，在美国23万亿国债里只占4.3%。

大家可能觉得这也不少了，但是大家注意下，这段时间一个接一个“川普熔断”就让美股蒸发了15万亿，这次美国准备通过抗疫的国债也超过两万亿。相比较而言，中国

那点钱真是个小弟弟，美国基本不大可能因为这点钱损害自己天量的生意，就跟你不会因为几个烧饼钱就把身份证卖了一样，当然了，也有这种人，但是现阶段的美国应该没那么愣。

此外中国买的国债是不记名的，到期支付，这又是啥意思呢？

美国说要发国债，一个亿，年利率1%，你要是买了，每年给你100万利息，五年后你把债券拿回来，美国给你一个亿的现金。

你去认购后，到了第三年，你突然急用钱，想把债券给美国，把现金要回来，可以吗？当然不行，但是你可以转让给别人，反正债券上没写你名字。

这时候你就可以去债券市场上把这个债券卖掉，就跟江南皮革厂的下岗员工一样，九折出售债券，有一堆人会抢着要，这也是美债的另一个好处，由于它信用好，所以流动性太好，你着急用钱的时候想卖掉美债总有人买，如果违约一次，今后这么好的流动性可能也就没有了。

也就是说，美国想违约，得把名声搭上，最后还没法凑效，咱们依旧可以到公开市场上打折出售。

4、尾声

说了这么多，大家也都感觉到了，美国基本没有动机会这么做，得不偿失，为了区区一万亿背个甩不掉的臭流氓名声没必要，尤其是坏了赚钱名声。再说了，如果赖账这事引发利率上升，这一万亿几年内就变成利息还回去了。

至于大家说美国国会议员说是要中国赔偿他们损失的事，**归根结底，还是在甩锅**，现在欧美政府都有点跟老百姓交代不下去，前期中国又是封城又是全国人民呆在家里搞隔离，欧美发达国家啥都没干，在那里各种说风凉话，现在自己灰头土脸，多多少少有点不太好解释，就跟我们追究武汉F4的责任一样，欧美老百姓也要个说法。

美国那边的新闻我天天看，川大爷已经被质问了好几次，各界都在问，说总统先生你这几个月忙啥去了，现在成这样了，您出来走几步？老川还能怎么说？没人比我更懂病毒？只能说全是中国的错。这也就是我们这段时间看到的各种交火。

当然了，这个锅我们肯定是不能接受的，毕竟2009年猪流感我们也没找美国要赔偿，也没把猪流感叫“美国病毒”，**所以免国债这事也就免谈，不仅不能接受，还要怼回去。**

不只是为了咱们自己的名声，也为了海外的华人，如果这口锅最后落在我们身上了，

海外华人也都成病毒了，弄不好会发生大规模的排华事件，不仅排华，越南韩国日本一起排，因为英语里“chinese”范围非常大，chinese其实涵盖中国越南老挝韩国日本，这也是为啥那个《英伦对决》原著小说叫《the chinaman（中国佬）》，但是主角却是个越南人，因为在西方人眼里，眯缝眼黄种人都差不多，都可以叫中国佬。所以海外亚裔都反对“中国病毒”这一说。

而且大家都有点担心，我在旧金山的小伙伴这段时间也去弄了一长一短两把枪放家里，他前期也一直觉得这玩意不吉利，家里有小孩不安全，在美国呆了好多年都没去摸这玩意，现在风声越来越不对，他也慌了，也就管不了那么多了，他们这些华人群多多少少有点担心，这个风向下去，迟早会出点问题。

[答] 润哥：

回复@得市场者得天下：没必要，一万亿美元对美国来说小意思，印一印就有了，美国强大原因在于同英国一样，国债从来没有赖账，所以信用记录良好，不缺钱用//@得市场者得天下：回复@润哥：米国在台海搞事，目的就是想把这笔债！

[问] 九江水：

- 1.人生在世，有三不能笑：不笑天灾，不笑人祸，不笑疾病。
- 2.立地为人，有三不能黑：育人之师，救人之医，护国之军。
- 3.千秋史册，有三不能饶：误国之臣，祸军之将，害民之贼。
- 4.读圣贤书，有三不能避：为民请命，为国赴难，临危受命。
- 5.经商创业，有三不能赚：国难之财，天灾之利，贫弱之食。@施洛斯008 @黄小孺 @月下似是故人来\$小米集团-W(01810)\$ \$海通证券(SH600837)\$ \$招商银行(SH600036)\$ #疫情下的板块思考# #美股# #疫情下的投资策略# @不明真相的群众 @王隽

<https://xqimg.imedao.com/1711455cfbede93fcc6eebcd.jpeg>

[答] 润哥：

转发

(完)

以上内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

没别的 就是比人聪明



雪球

聪明的投资者都在这里