人身险行业分析与展望：行业处于转型期，“偿二代”二期工程将引导强化资本管理

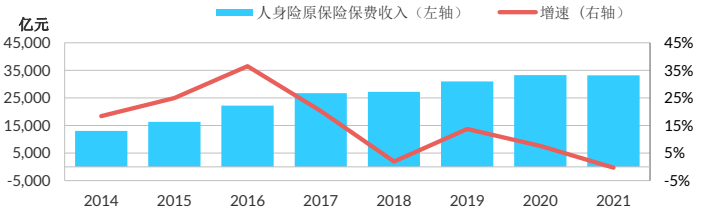
受保险需求不足及代理人数量缩减共同影响，2021年人身险行业保费收入呈负增长，压力背景下各险企推进渠道精细化转型，预计 2022 年转型成效将逐步显现，保费增速有望回升。2021年人身险行业净利润增速下降，预计低基数效应下 2022 年行业净利润增速或将小幅回升。2022年在低利率市场预期下，险企或将进一步提升权益类资产配置的占比。尽管行业偿付能力呈现下行趋势，目前仍然处于充足水平。“偿二代”二期工程的实施将对人身险行业资本提出更高要求，部分险企面临核心资本补充压力，无固定期限债务或将成为险企补充核心资本的重要方式。

惠誉博华

转型成效显现及低基数效应下，2022 年保费收入或小幅回升

2021 年国内疫情进入常态化防控阶段，宏观经济虽迅速复苏，但仍然面临较大下行压力。人身险保费收入与居民收入稳定性密切相关，在宏观经济承压背景下保费收入增长乏力。2021 年人身险行业实现保费收入 33,229.1 亿元，同比下降 0.3%，人身险行业近十年来首次出现负增长。

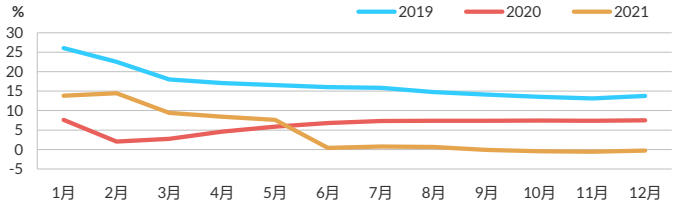
人身险保费收入及增速



数据来源：银保监会，惠誉博华整理

2021 年保费增速呈现“前高后低”的态势，“开门红”阶段短暂上升，其中一部分原因是 2020 年 1 季度疫情冲击下的低基数效应；另一方面，在重疾险新定义背景下，保险公司通过“炒停售”加大对重疾险旧产品宣传，保险需求被提前释放。2021 年 3 月以来人身险保费收入月度增速逐步下行，在居民消费需求不足背景下，价格相对较高且回报不确定性较大的人身险产品受到明显抑制。此外，人身险保费收入还受到保险公司代理人数量缩减影响。疫情爆发后，传统的代理人发展模式难以支撑业绩增长，各险企在监管层面引导下积极推进人力制度改革，主动削减低产能代理人；代理人层面，疫情不休导致展业困难及有效保险需求不足、激烈的同质化竞争促使代理人脱落意愿增强。惠誉博华认为，代理人渠道的改革，短期内对保费收入产生负面影响，但长期来看有利于提升代理人整体专业水平和声誉，有利于保险行业长期稳健发展。

人身险保费收入月度增速



数据来源：银保监会，惠誉博华整理

从人身险各险种来看，规模最大的寿险业务在 2021 年保费收入出现负增长，占比延续收缩趋势；健康险业务保费收入增速放缓，占比维持在四分之一左右，仅有人身意外险增速和占比小幅提升。

健康险作为近年来高速增长的保险品种，2021 年其主要保费贡献产品重疾险增长乏力。一方面是受到“惠民保”等高性价比医疗

相关报告

惠誉博华 2021 年行业展望：人身险

COVID-19 对人身险行业带来的挑战

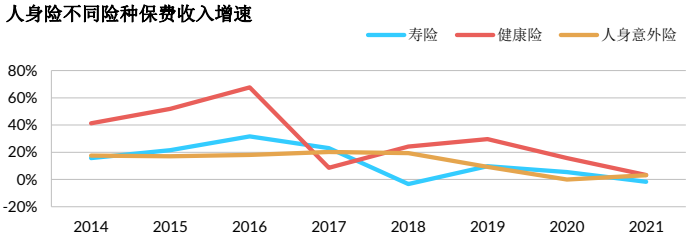
分析师

王梦瑗
+ 86 10 5663 3825
mengyuan.wang@fitchbohua.com

彭 立
+ 86 10 5663 3823
li.peng@fitchbohua.com

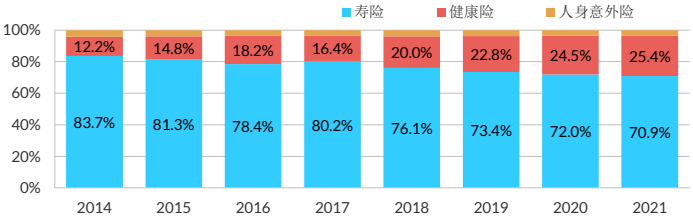
型产品的替代影响；另一方面，重疾险需求受到居民消费能力下降显著影响。惠誉博华认为，价值率较高的重疾险和寿险等长期保障型产品保费收入下行，导致 2021 年人身险行业新业务价值出现下滑。

人身险不同险种保费收入增速



数据来源：银保监会，惠誉博华整理

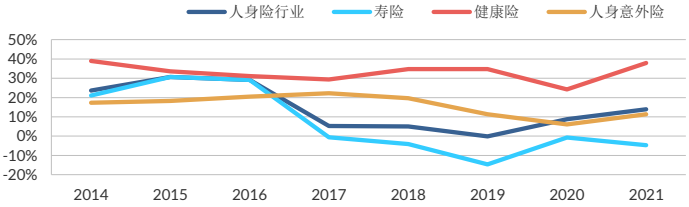
人身险不同险种保费收入占比



数据来源：银保监会，惠誉博华整理

赔付支出方面，2021 年人身险行业的赔付支出同比增长 13.9%，赔付支出增长主要来自健康险。其中，重疾险的赔付支出仍延续增长趋势，“偿二代”二期工程引入疾病恶化趋势风险的不利情景因子，我们预计新的计量方法将有助于险企提升对于相关风险的衡量。根据各险企披露的赔付率，短期医疗保险目前赔付率较为可控。

人身险不同险种赔付支出增速



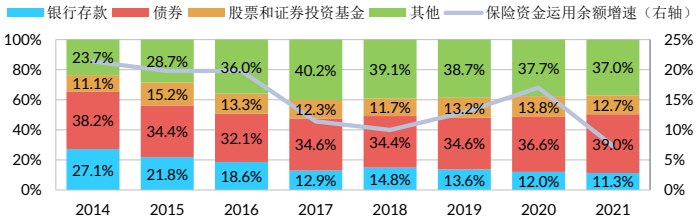
数据来源：银保监会，惠誉博华整理

惠誉博华预计，2022 年经济下行压力仍存，各保险公司在竞争压力下主动寻找转型机会，由以往靠代理人人数取胜的粗放管理模式，逐步转向为提升代理人专业性和销售效率的精细化模式，随着保险公司积极推进渠道改革，并致力于提升代理人专业性及服务水平，预计行业转型成效将逐渐显现，代理人产能持续提升足以弥补数量下降的影响。此外，个人代理渠道发展承压，将促使保险公司对银保渠道投入更多资源，随着银保渠道向价值贡献转型，对 2022 年保费收入和新业务价值的贡献度将进一步提升，预计 2022 年在低基数效应下行业保费收入将有小幅回升。

低利率背景下，权益类资产的配置占比有望提升；投资收益或延续下行趋势

截至 2021 年末，保险资金运用余额 232,280.1 亿元，同比增长 7.1%。2021 年中国监管层坚持市场化改革，继续拓宽险资运用范围，强调风险监测和事中事后监管，并强化分类监管，根据偿付能力和资产负债管理能力评估结果，适用不同资金运用权限，差异化监管趋势更加明确。

保险资金运用占比及增速

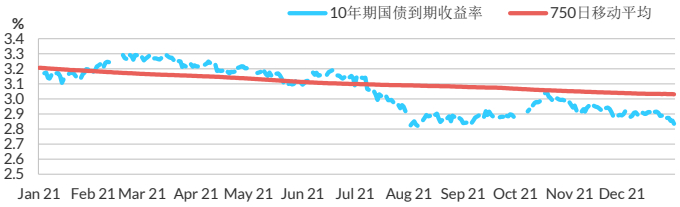


数据来源：银保监会，惠誉博华整理

保险资金具有规模大、久期长、风险偏好相对较低及要求稳定收益的特点。为与负债端特性相匹配，资产端配置整体仍以长久期的固定收益类资产为主，2021 年末，保险资金债券投资占比由 2020 年末的 36.6%上升至 39.0%。

2021 年 11 月，银保监会发布《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》，取消保险资金可投金融企业债券白名单要求以及外部信用评级要求，放宽非金融企业外部评级要求，拓宽保险资金运用范围，扩大保险机构自主决策空间，引导保险资金信用下沉。惠誉博华认为，信用下沉有助于险企提升固收类资产的投资收益水平，但考虑到低评级债券对偿付能力的负面影响及相对较高的信用风险，预计险企投资仍将以稳健型利率债及高评级信用债为主。

10年期国债到期收益率曲线



数据来源：Wind，惠誉博华整理

2021 年为控制房地产行业敞口，险资缩减了房地产和银行方面的权益配置，股票和证券投资基金占比小幅下行，2021 年末该类资产投资占比较年初下降 1.1 个百分点至 12.7%。虽然权益类资产占比在 2021 年出现一定下降，但我们预计出于对投资收益率的要求和期限配置的考虑，险资在固定收益类资产利率持续走低的预期下，将提升权益类资产的配置比例。此外，近年来监管机构持续鼓励险企提升权益配置比例，放宽保险资金权益类投资限制。值得注意的是，“偿二代”二期工程对权益类资产的风险因子有小幅上调，偿付能力有较大下行压力的险企可能在提升权益资产配置方面受到一定限制。

保险公司的其他投资资产包括长期股权投资、保险资产管理产品、投资性房地产和贷款等，其较长的期限和较高的收益率与险企的负债端需求匹配，是保险资金长期以来配置重点。2021 年其他投资资产占比由年初的 37.7%小幅下行至年末的 37.0%。2021 年房地产行业风险上升，但人身险企对房地产行业的直接敞口很小，加之目前监管政策积极引导风险化解，我们认为房地产投资风险整体可控，对险企的信用风险影响有限，但一些持有大量房地产非标和股权投资的险企，因处置难度加大，仍需关注其资产组合的信用风险和流动性风险。

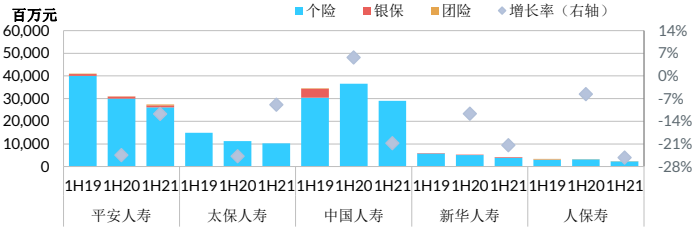
2021 年 11 月银保监会发布《关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》，允许保险资金投资基础设施基金，进一步拓宽保险资金运用渠道。基础设施基金具有周期长、经营稳定性强及发行标准统一等特点，与负债端长久期需求十分契合，预计未来随着基础设施 REITs 产品的逐步丰富和标准化，将成为保险资金优质的长期配置标的。12 月，银保监会发布《关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》，允许保险资金投资由非保险类金融机构实际控制的股权投资基金，取消保险资产管理公司设立和管理债权投资计划和资产支持计划的外部信用评级要求，增设投资于非标准化金融产品和不动产资产的比例限制，在进一步压降非标准化资产风险的同时，放宽保险资金投资标准化产品及私募股权基金限制。总体来看，监管层持续强化对非标资产管控，同时考虑到“偿二代”二期工程对投资资产的穿透升级，惠誉博华预计，长期股权投资、投资性房地产和交易结构复杂的非标资产等高风险投资资产的占比将显著下行，其他投资资产将更加标准和规范化，推动险企持续提升相关信用风险的管理能力。

投资收益方面，2021 年权益市场总体呈现震荡，结构性行情特征鲜明，房地产行业相关风险在四季度政策引导下有所缓解，长端利率下行逐步企稳，预计行业投资收益较 2020 年有小幅下行。展望 2022 年，全球疫情持续对经济造成牵累，美联储加息势必影响全球利率和权益市场，国内经济增长面临“三重压力”，惠誉博华预计，险企投资端可能会面临优质资产供应不足、利率中枢下行及信用风险上升等挑战，收益水平或较 2021 年有所下降。

中性情景下，预计 2022 年人身险行业将实现净利润 2,014.6 亿元，同比增速约为 5.0%

2021 年前 3 季度，已披露偿付能力报告险企的数据显示，人身险行业实现净利润 1,655.6 亿元，同比下降 23.9%。盈利能力趋弱一方面受到高新业务价值率产品保费下行影响，根据上市公司披露的半年报，2021 年上半年，上市险企新业务价值同比均呈现负增长。另一方面，利率中枢下行除影响固定收益类资产的投资收益外，准备金评估利率走弱迫使险企提取更多准备金，也将进一步影响险企的利润实现。

上市人身险公司新业务价值结构

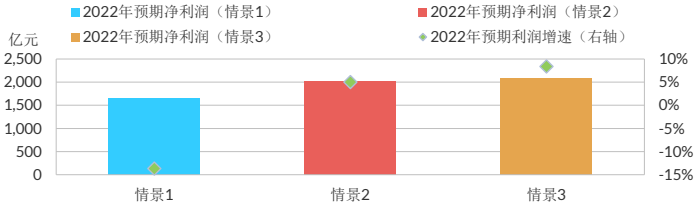


数据来源：上市公司中期报告，惠誉博华整理

展望 2022 年，惠誉博华认为险企的利润主要受到保费收入和长端利率变化的制约。为判断人身险行业盈利状况的发展趋势，基于惠誉博华对 2022 年保费收入增速和长端利率变化情况的预期，我们设定了 3 类情景对人身险行业进行了敏感性测试。具体情景设计请见附录。

根据各人身险行业敏感性分析结果，在中性预期下，2022 年人身险行业将实现净利润 2,014.6 亿元，同比增速约为 5.0%。

人身险行业2022年净利润敏感性分析

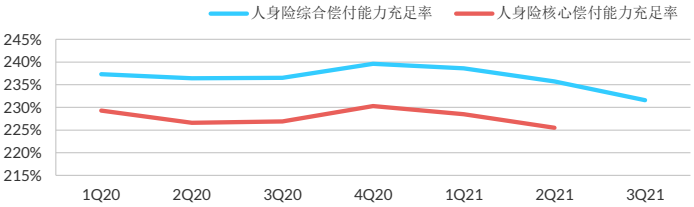


数据来源：Wind，惠誉博华整理

“偿二代”二期工程将对人身险公司资本提出更高要求，无固定期限债务或将成为险企补充核心资本的重要方式

2021 年前三季度，人身险行业核心偿付能力充足率及综合偿付能力充足率均呈现下行，但大幅高于监管要求。

人身险行业偿付能力情况

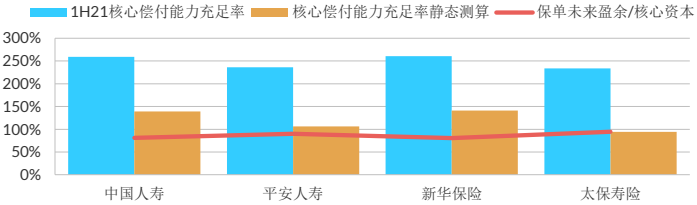


数据来源：银保监会，惠誉博华整理

2021 年末，银保监会发布《保险公司偿付能力监管规则（Ⅱ）》（即“偿二代”二期工程，以下简称“二期工程”），2022 年一季度开始正式实施，对于影响较大的公司可以过渡到 2025 年。新规优化了实际资本计量规则，更加重视核心资本吸收损失的能力；调整风险量化方式，普遍调升了风险因子，并加强对保险业务和资金配置的政策性导向，有助于防范保险行业风险以及维护市场稳健运行。

二期工程对人身险行业偿付能力影响最大的调整是保单未来盈余计入核心资本规则的变化。在一期工程下保单未来盈余全额纳入核心资本，然而保单未来盈余是未实现的利润，具有预测性和不确定性，依赖不确定的未来利润大规模拓展业务和开展高风险投资加大了行业风险。二期工程在借鉴国际经验基础上，根据保单合同剩余期限，将折现后的保单未来盈余分别计入不同级别资本工具，并对可计入核心资本的保单未来盈余占比进行限制，要求其不得超过核心资本的 35%，超过上限的保险公司需要补充核心资本以稀释保单未来盈余的占比。对未来盈余进行资本工具分级将减少长险的核心资本计量，强化核心偿付能力充足率与险企实质净资产的关联性，凸显核心资本的损失吸收能力，计入附属资本的保单未来盈余将扩大核心偿付能力与综合偿付能力的差距。保单未来盈余规则变化将大幅削弱续期业务占比高、盈利能力强险企的核心资本。根据 2021 年上市险企披露的半年报，大型险企的保单未来盈余在核心资本中的占比基本均超 80%，据估算，若不补充其他核心资本，保单未来盈余上限要求将大幅削弱上市险企的核心资本水平。因二期工程要求剩余期限在 10 年以上的长期保单才可计入核心资本，我们预计未来人身险公司仍需将业务重点放在高价值长期险种。

上市险企核心偿付能力充足率测算



数据来源：上市公司中期报告，惠誉博华

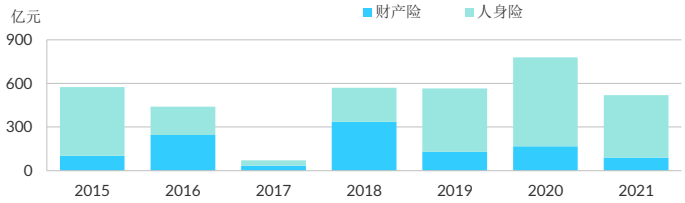
经营长期业务的人身险公司更容易面临资产负债匹配问题，因此利率风险控制尤为重要。一期工程下，资产方面仅允许以公允价值计量且具有明确期限的境内投资资产用以计量利率风险，持有至到期金融工具不能对冲负债端利率风险；而二期工程更强调资产的实质性，利率风险的计量范围扩大至所有利率敏感型资产。此外，二期强调资产负债匹配，统一资产端与负债端的折现率因子。惠誉博华预计，因人身险公司负债久期普遍高于资产久期，可计量利率风险资产范围扩大将缩小资产负债久期和金额缺口，对应的最低市场风险要求资本也将大幅下降。对利率风险计量方式的完善有助于引导险企提高长期业务的利率风险管理能力。

二期工程增加市场风险和信用风险的穿透计量要求，将资产分为基础资产与非基础资产，对于以信托计划、保险资管产品、股权投资基金等无法直接计量最低资本的非基础资产，要求险企遵循全面穿透、穿透到底原则，识别资金最终投向，根据底层现金流的情况，计算实际的最低要求资本。调高无法穿透的非基础资产及复杂交易结构的风险系数，加大对多层嵌套的惩罚，加强对底层风险的管控，防范放大杠杆及资金空转的现象，同时防止估值虚高。在全面穿透要求下，债券资产的最低资本要求降低，股权和非标资产的资本要求提高，预计相关敞口较高的险企偿付能力受到一定影响。长期来看，二期工程将从资本方面约束保险公司对结构复杂产品的配置，引导险企更审慎的进行投资规划并提升精细化风险管理水平。

此外，二期工程要求险企更加审慎地计量投资性房地产和长期股权投资的实际资本和最低资本计量标准；严格财务再保险业务对实际资本提升的条件；引入疾病恶化趋势风险的不利情景因子来合理反映重疾风险变化趋势，以科学动态地反映险企风险状况。

二期工程鼓励险企加强资本管理和风险管控，引导险企发展长期保障型业务，并主动规避投资端风险。但短期内，预计实施二期工程使行业偿付能力出现普遍下行，尤其是核心偿付能力将明显下降，大型险企的核心资本会受到更大削弱，但预计不会成为业务发展的障碍。根据测算，一些不动产敞口较大的险企偿付能力将受到显著削弱，亟需进行资本补充。我们注意到，2021 年一些险企已开始寻求资本补充。根据各险企的股权信息披露，2021 年保险行业（包括保险公司和保险资产管理公司）共增资 645.9 亿元，其中人身险公司 286.8 亿元。自 2015 年监管机构允许保险公司发行资本补充债券以来，资本补充债券逐渐成为补充附属资本的重要途径。2021 年，人身险公司发行资本补充债券 429 亿元，发债主体主要为偿付能力相对不足的中小型险企。

保险公司资本补充债发行规模



数据来源：银保监会，惠誉博华整理

2021 年 11 月，央行及银保监会就《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知（征求意见稿）》公开征求意见，未来拟允许保险公司发行无固定期限资本债券。相对于资本补充债券，保险公司无固定期限资本债券的偿付顺序靠后，包含损失吸收条款，具有更强的权益属性。惠誉博华预计，在“偿二代”二期工程核心资本计量趋严背景下，无固定期限资本债券将成为险企补充核心资本的重要途径。

附录：

净利润敏感性分析说明

本次人身险行业净利润敏感性分析，是基于惠誉博华对于 2022 年人身险保费收入和准备金评估利率的三种情景预测，测算两个关键因素对利润形成的影响。

情景 1：保费增速仍然低迷，保费收入与 2021 年持平，为支持经济发展，货币政策仍然宽松，10 年期国债 750 日移动平均到期收益率继续下行 5 个 bp。

情景 2：保费增速回暖至 3%，10 年期国债 750 日移动平均到期收益率基本与 2021 年持平。

情景 3：保费增速回暖至 5%，10 年期国债 750 日移动平均到期收益率上行 5 个 bp。

人身险利润敏感性分析假设与结果

	情景 1	情景 2	情景 3
已赚保费增速	0%	3%	5%
10 年期国债 750 日移动平均到期收益率变动	-5bp	0	5bp
2022 年预期净利润（亿元）	1,655.7	2,014.6	2,080.9
2022 年预期利润增速	-13.7%	5.0%	8.4%

数据来源：惠誉博华

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称"惠誉博华"）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为"惠誉博华信用评级有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。