

2023 年人身险行业分析与展望：守得云开见月明，静待花开终有时

2022 年 1-10 月，人身险行业保费收入小幅回升，但高价值产品销售仍然低迷。2022 年，受国内疫情超预期扩散、海外地缘政治冲突、主要经济体提前加息等因素扰动，国内外权益市场及债券市场波动加剧，人身险投资端利率债占比小幅提升，股票、长期股权投资和其他金融投资则同比收缩，投资收益率继续下行。迫于资产端及负债端双重压力，2022 年前三季度，人身险行业盈利基础持续削弱。“偿二代”二期工程实施以来，人身险公司核心偿付能力明显下挫，但仍处于充足水平。2022 年，保险公司信用债发行端政策趋严，资本补充债券发行量下滑。

展望 2023 年，在经济继续修复预期下，保险公司代理人数量及产能有望改善，保费增速有望稳步回升。随着扰动市场的宏观不确定性因素逐步淡化，险企投资端收益水平或较 2022 年有所回升。鉴于对 2023 年人身险行业资产端和负债端的修复预期，惠誉博华预计人身险行业盈利状况有望止跌企稳。我们预计未来无固定期限债务或将成为险企补充核心资本的重要方式。

相关报告

“偿二代”二期工程对中国寿险行业影响几何

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

分析师

王梦媛

+ 86 10 5663 3825

mengyuan.wang@fitchbohua.com

彭立

+ 86 10 5663 3823

li.peng@fitchbohua.com

媒体联系人

李林

+86 10 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

保险行业信用展望总览

2022 年第四季度以来，全国各地疫情防控政策不断优化，对生产活动影响持续减少；一系列房地产行业纾困政策的出台和逐步落实有望推动房地产及相关行业信用状况恶化区间收窄。惠誉博华预计，2023 年中国 GDP 增速有望回升至 5% 左右，将推动保险行业复苏增长。如果中国监管层面 2023 年继续推出提振消费的有利政策，增加居民收入、支持新能源汽车及养老服务等具体措施的实施将对有助于提振保险需求，推升保险业务收入。

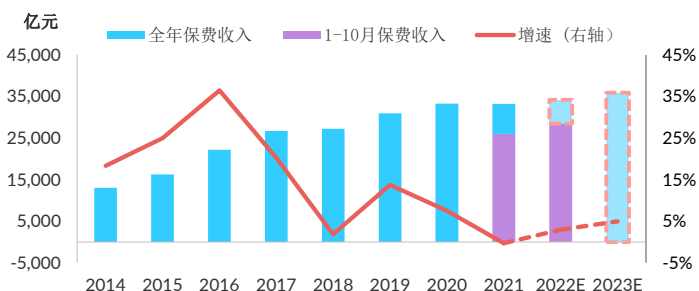
基于对目前宏观经济和各类保险公司的预期，惠誉博华从保险公司盈利能力及资本水平等方面进行前瞻性判断，并通过总结财务状况预期对各类型保险公司的信用状况作出展望。财产险公司改革成效初现，行业进入高质量发展阶段，经济企稳复苏及提振政策料将推动其盈利能力持续回升，并对资本水平形成良好支撑。而人身险公司仍处于改革深水区，考虑到宏观不确定性因素逐步淡化，惠誉博华预计其盈利能力有望止跌企稳，资本水平将保持相对稳定。

2023 年金融机构信用状况展望			
	承压	稳定	乐观
寿险			
财险			→

代理人数量企稳及经济复苏预期下，2023 年保费增速料将有所回升

中国政府加快落实稳经济一揽子政策和接续政策措施，2022 年 1-10 月宏观经济呈现弱修复，但受到疫情反复、地产低迷及全球通胀等因素反复干扰，政策发力受到多重束缚。人身险行业保费收入与居民收入稳定性密切相关，随着宏观经济徐缓复苏，保费收入增速亦转负为正，2022 年 1-10 月，人身险行业实现保费收入 28,483 亿元，同比增长 3.0%。考虑到年末疫情反复，以及各险企目前正集中力量筹备 2023 年“开门红”，我们预计 2022 年全年增速将低于 10 月水平。

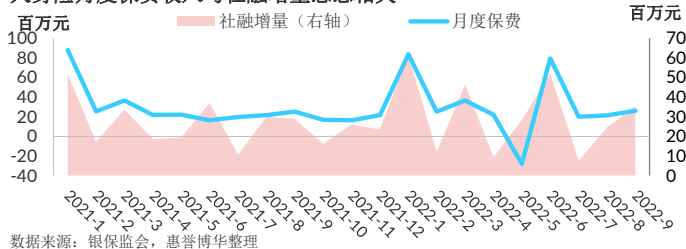
人身险保费收入及增速



数据来源：银保监会，惠誉博华整理

从月度收入来看，人身险保费收入与体现经济景气度的社会融资增量呈明显正相关。2022 年 1-2 月、6 月及 9 月在经济回暖拉动下保费收入回升，而在 4-5 月和 7-8 月经济受疫情超预期扩散和地产低迷拖累，保费收入亦表现欠佳。此外，人身险业务发展受制于代理人流失，截至 2022 年 6 月末，全国保险公司销售人员 570.7 万人，较 2021 年末继续减少 71.2 万人，较 2019 年顶峰时期的 973 万人下降逾 400 万人。虽然代理人延续流失态势，但各险企积极推进个险基本法改革以稳定高能代理人，惠誉博华预计代理人数量将逐步企稳，其中高能代理人数量将稳步提升，尤其是率先开展人力改革的头部险企。日前，银保监会下发了《关于进一步推动完善人身保险行业个人营销体制的意见（征求意见稿）》，意在推动代理人制度建设，加快专业化转型并促进行业高质量发展。这进一步表明，保险行业增长动力将由“人海战术”转为精细化发展。

人身险月度保费收入与社融增量息息相关

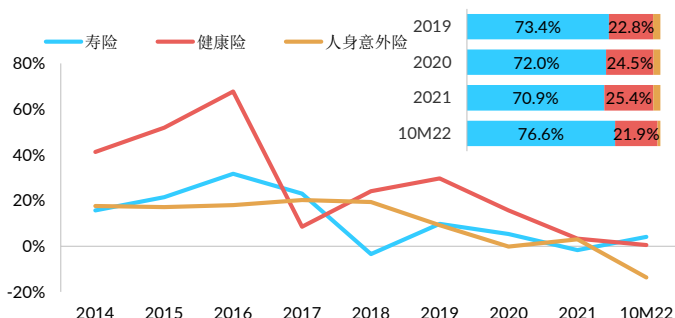


从人身险各险种来看，健康险和意外险业务保费收入增速放缓，规模最大的寿险业务在 2022 年 1-10 月保费收入增速回升，占比大幅提高，成为推动保费收入回暖的主要动力。

储蓄型产品方面，2022 年市场利率步入下行通道，刚性兑付及保本理财产品全面取消，这就使得可灵活支取保单现金价值、保额稳定增长、“保本保收益”的增额终身寿险以较高确定收益率成为 2022 年主力储蓄产品。但是这类产品对保险公司的价值贡献较低，在利率中枢下行过程中将加大保险公司投资难度。根据国内保险公司即将实施的《企业会计准则第 25 号——原保险合同》（以下称“新准则”）新准则要求，投资人的资金不应计入表内资产，保险公司必须分拆保险合同中可明确区分的投资成分和其他非保险服务成分，对于不可分拆的投资成分，其对应的保费也不得计入保险服务收入，因此储蓄型产品计入保费收入部分将大幅减少。因担忧较高的利差损风险，银保监会要求各险企排查增额终身寿险产品专项风险，预计收益率较高的部分产品将在年内下架，但面对居民较高的储蓄需求，惠誉博华预计其他类型“保本保收益”的储蓄型保险仍将是 2023 年“开门红”的主力产品。

保障型产品方面，重疾险在 2022 年延续了疲弱的增长态势，一方面，居民对于高端保险产品的购买力仍待恢复，另一方面，重疾险作为高额产品受到百万医疗险产品挤压。此外，与储蓄型产品不同，重疾险产品结构和条款复杂，保险需求相对疲弱，对销售的依赖性强，一般仅通过代理人销售，代理人队伍缩减使这类产品销售难度提升。惠誉博华预计，重疾产品未来难以回到 2019 年前的增速，但考虑到中国境内的保险深度尚有提升空间，以及未来医疗费用可能继续通胀，健康类产品的保障缺口或将扩大，在疫情影响消退的长期预期下，居民收入将逐步改善，保障型产品的需求有望恢复，长期护理产品及重疾产品存在继续增长空间。

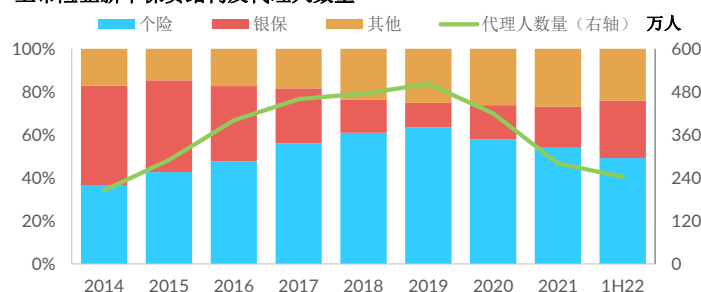
人身险各险种保费收入增速与占比



销售渠道方面，个险新单保费自 2015 年保险代理人资格考试取消后迎来快速增长期，但随着代理人改革开始收缩，2022 年上半年，上市险企个险新单保费占比已低于 50%。惠誉博华预计随着代理人数量趋于稳定及高质量代理人产能提升，个险新单保费有望企稳回升，占比或将维持维持在 50% 的水平。

近年来保险公司持续向银行代理渠道投入更多资源，银保业务实现规模和价值双增长，2022 年上半年，上市险企银保渠道新单保费占比超过 25%。目前，银保渠道主销产品为以储蓄型产品为主的增额终身寿险和两全保险，但各家保险公司正努力推动经营模式转型，寻求与银行的更深层合作，如中国平安推出的“平安银行家”，深入接触银行的高端客户向其提供新型财富管理服务，预计销售产品将向保障类价值型产品切换，有助于进一步提升银保渠道的价值贡献。

上市险企新单保费结构及代理人数量



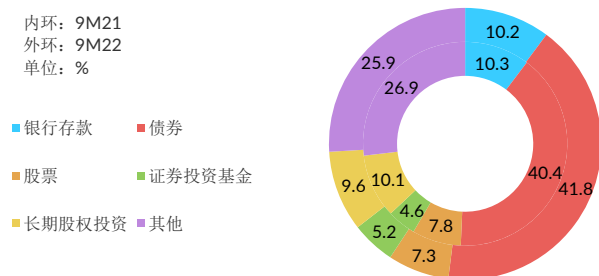
惠誉博华预计，2023 年经济有望徐缓复苏，保费收入亦将稳步回升。代理人转型成效逐渐显现，代理人产能持续提升足以弥补数量下降的影响，同时随着银保渠道向价值贡献转型，预计 2023 年保费收入和新业务价值的贡献度将进一步提升。2023 年，A+H 上市险企将率先实施新准则，保费收入的确认规则将发生变化，保费收入按照权责发生制，由原先按照缴费期计量转为按照保险期计量，确认时点相对延后。属于投资成分的储蓄型寿险产品无法计入保费收入，预计行业将更加聚焦可确认为保费收入的保障型业务。

收益型债券及权益类资产的配置占比有望提升；利率回升利好险资预期收益

截至 2022 年 9 月末，保险资金运用余额 248,153.1 亿元，同比增长 10.6%，其中，人身险公司资金运用余额 220,957.6 亿元，同比增长 11.1%。受国内疫情超预期扩散、海外地缘政治冲突、主要经

济体提前加息等因素扰动，国内外权益市场及债券市场波动加剧，国内股市总体收跌。险资以固定收益类产品为主，持续加强资产负债久期管理，2022 年 9 月末，人身险公司债券投资资产、证券投资基金占比同比小幅提升，股票、长期股权投资和其他金融投资配置则同比收缩。

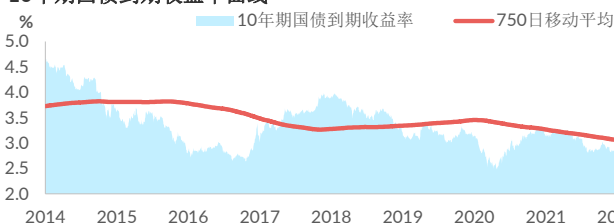
人身险公司保险资金运用情况



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，2022 年 9 月末，保险资金债券投资占比由 2021 年 9 月末的 40.4% 上升至 41.8%。复杂多变的国内外经济环境推升了避险情绪，基于国内市场利率中枢长期处于下行通道，2022 年前三季度险资更倾向于配置长久期国债、地方政府债等免税利率债及政策性金融债，在获得流动性溢价及稳定现金流的同时可以匹配负债端久期，缩小利率风险敞口，此外，这类债券在偿付能力最低资本中风险因子低，在惠誉博华资本评价体系中，利率债亦可提升险企应对复杂环境的资本和流动性缓冲能力。展望 2023 年，经济平稳复苏预期下，信用环境改善及市场利率小幅回升或将推动险资向收益型债券转换。

10年期国债到期收益率曲线



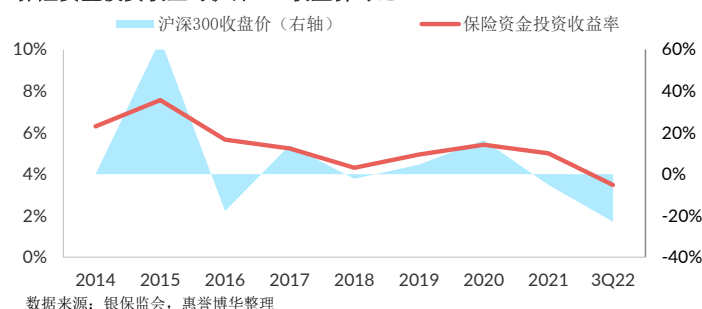
数据来源：Wind，惠誉博华整理

权益投资方面，2022 年 9 月末，人身险公司股票和基金合计持有比例基本持平，基于目前 A 股市值出现一定下行，对于权益市场的平配体现出险资较大的参与意愿。出于对投资收益率的要求和期限配置的考虑，险资面临固定收益类资产收益率低迷及超长债供给不足的压力，有较大动力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，以提升长期投资收益率。人身险公司的长期股权投资占比同期下降了 0.5 个百分点，“偿二代”二期工程提高了与保险业无关的长期股权投资资本要求，但惠誉博华认为，长期股权投资符合险资长期高收益需要，有助于险企拓展健康领域布局，有望在 2023 年迎来进一步增长。

其他金融产品以较长的期限和较高的收益率与险企的负债端需求匹配，亦是保险资金直接参与实体经济的重要方式。近年来，中国监管层陆续出台规范性和支持性政策，引导其他金融产品的规范发展，其他金融产品在保险资金配置中的重要性日益提升。

2022 年 9 月末其他金融产品占比同比下行 1.0 个百分点，一方面该类投资受制于信用环境下行，优质资产规模减少，另一方面“偿二代”二期工程的实施，也对险资投资其他金融产品形成资本约束，在全面穿透的要求下，不仅管理成本大幅上升，权益类产品的资本要求也大幅提升。2022 年房地产行业风险继续积累，但人身险公司对房地产行业的直接敞口很小，且持有的非标房地产项目信用状况较为良好，基本对风险资产计提足额减值损失，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。惠誉博华认为，中国经济转型期是保险资金参与基础设施建设的机遇时期，随着相关鼓励政策的持续出台，保险资金将继续提升在新基建、新型城镇化、交通水利等长期大规模工程的参与度。

保险资金投资收益与沪深300收盘价对比



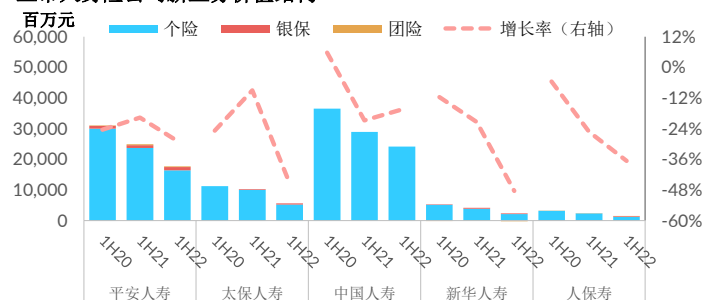
数据来源：银保监会，惠誉博华整理

投资收益方面，2022 年前三季度权益市场震荡下行，长端利率下行逐步企稳，前三季度人身险公司资金运用年化财务收益率 3.48%，较 2021 年继续下行。展望 2023 年，扰动市场的宏观不确定性因素将逐步淡化，经济复苏周期中，市场利率有望小幅上行，惠誉博华预计，险企投资端可以把握权益市场结构性机会，收益水平或较 2022 年有所回升。

基于资产端和负债端的修复预期，2023 年盈利状况有望改善

2022 年，人身险公司的盈利能力受到资产端与负债端两方面压力，资产端权益市场下行是利润的主要拖累因素。另外，重疾险等高新业务价值率产品保费销售持续低迷，根据上市公司披露的半年报，2022 年上半年，个险渠道仍然是主要价值渠道，代理人流失及重疾产品需求不足，上市险企除中国人寿外，新业务价值同比跌幅加深，资产端利润贡献继续走弱。2022 年前三季度，已披露偿付能力报告险企的数据显示，人身险公司实现净利润 1,213.3 亿元，同比继续下挫 27.1%。

上市人身险公司新业务价值结构

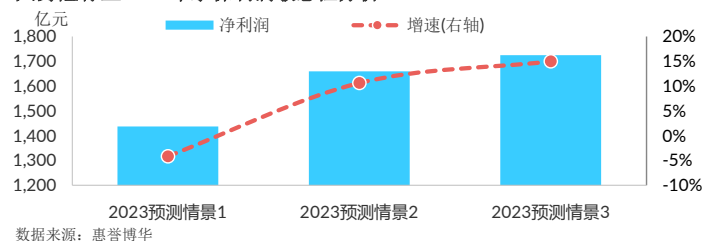


数据来源：上市公司中期报告，惠誉博华整理

展望 2023 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 2023 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，2023 年人身险行业将实现净利润 1,659.6 亿元，同比增速约为 10.6%。鉴于对 2023 年人身险行业资产端和负债端的修复预期，惠誉博华预计人身险行业盈利状况有望改善。

人身险行业2023年承保利润敏感性分析



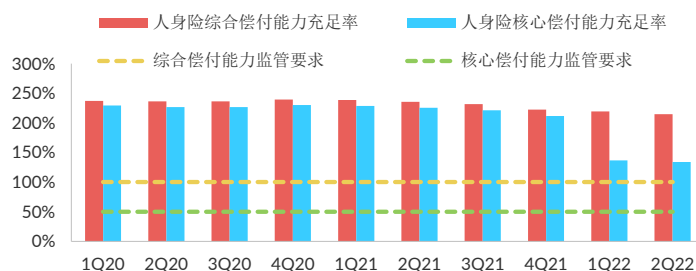
需要关注的是，2023 年起主要上市险企将率先实施新会计准则，新准则对于利润计量部分变动较大。新准则注重提升利润表的透明度，缓解被操纵风险。在原有会计准则下，精算假设调整对未来利润的影响直接计入当期损益，因此保险公司对损益表具有较大的自主调节空间，保险公司可以通过将当期有利精算假设调整（折现率/投资收益率、死亡率、发病率、退保率、保单红利假设及费用假设等）确认为当期利润以操作损益表，加大了利润的波动性。新准则下，保险风险精算假设的变动不再直接影响当期利润，对未来履约现金流产生的影响会进入到合同服务边际的计算，通过合同服务边际摊销在未来提供服务的期间逐步确认，降低了保险公司利用调整精算假设来调节当期损益的可操作性，也在一定程度上缓解上市公司利润受假设变动影响各年度之间出现较大波动性，提高利润稳定性。

新准则另一个重大变化是要求保险合同负债及时反映利率市场及金融风险的变化。现行会计准则下，传统保障型保险折现率采用 750 日移动平均国债收益率曲线、过度曲线和终极利率三段模式，投资型保险采用预期投资收益率作为折现率。新准则下，负债计量的贴现率使用评估日的利率曲线，评估利率曲线的频繁扰动将会造成利润结果的不确定性加大。保险公司可以选择将保险合同金融变动额分解计入当期保险财务损益和其他综合收益，当期分摊值计入当期损益，剩余部分计入其他综合收益，在剩余期限内逐年确认进损益表，以减弱当期利润表的波动性。

“偿二代”二期工程实施有利于保险公司风险缓冲和资本管理能力提升，无固定期限债券或将成为险企补充核心资本的重要方式

保险公司“偿二代”二期工程已于 2022 年一季度正式实施，人身险公司综合偿付能力保持平稳，核心偿付能力充足率有明显下行。2022 年二季度，人身险行业平均核心偿付能力充足率同比下行 91.4 个百分点至 134.1%，远高于监管要求的 50%。但是部分险企申请了过渡期豁免政策，在过渡期结束后有继续下行的可能。

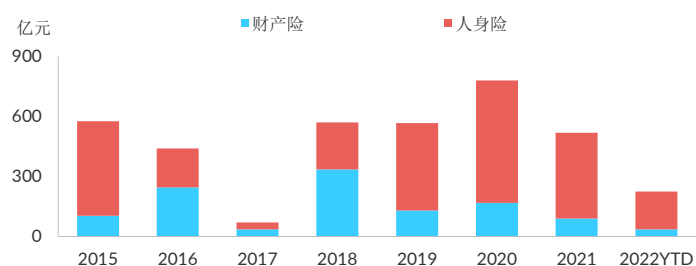
人身险行业偿付能力情况



二期工程压实核心资本吸收损失的能力，对保单未来盈余纳入核心资本的要求更加严格，以致核心偿付能力充足率大幅下滑，但惠誉博华认为，这种下滑是一次性的，不能代表人身险行业偿付状况的削弱。相反，二期工程下核心资本与保险公司净资产的关联性得到强化，同时对一些可能虚增资本的投资性房地产及长期股权投资的认可价值进行调整，并重新梳理了各类风险的最低资本要求，加强市场风险和信用风险的穿透计量，有助于引导人身险公司聚焦长期保障类产品，完善资产负债管理，强化各类风险的资本约束，长期来看将有利于保险公司风险缓冲和资本管理能力提升。

2022 年，信用债发行端政策趋严，“偿二代”二期工程实施后保险公司的综合偿付能力保持相对充足，保险公司对于不能补充核心资本的资本补充债券需求偏弱，2022 年 1 月至今，保险公司资本补充债券合计发行 224.5 亿元，其中人身险公司发行 189.0 亿元，发行量同比下滑。根据银保监会披露的变更注册资本批复，2022 年 1 月至今，保险公司增资 271.3 亿元，其中人身险公司 188.7 亿元。

保险公司资本补充债发行规模



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，拟允许保险公司发行无固定期限资本债券。2022 年 8 月，央行及银保监会正式发布《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》，明确保险公司无固定期限资本债券的核心要素、发行管理等规定，通知自 2022 年 9 月 9 日起实施。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，包含永续期限、减记和转股、利息取消条款，在触发事件发生时债权人应实施减记或转股，具有更强的权益属性，从而实现持续经营状态下吸收损失。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 2023 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：保费增速保持 3%，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 3 个 bp。

情景 2：保费增速回暖至 5%，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 7%，10 年期国债 750 日移动平均到期收益率上行 3 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	3%	5%	7%
10 年期国债 750 日移动平均到期收益率变动	-3bp	0	3bp
2022 年预期净利润（亿元）	1,437.7	1,659.6	1,725.0
2022 年预期利润增速	-4.2%	10.6%	15.0%

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。