

COVID-19 对人身险行业带来的挑战

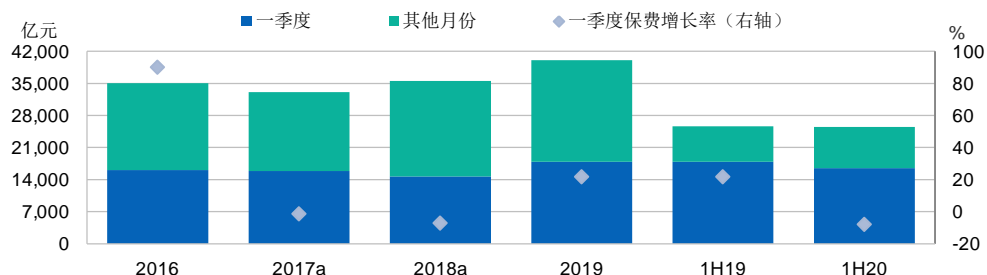
2020年8月

COVID-19 疫情的爆发和在全球范围的快速蔓延对生产生活方式和经济环境造成了巨大而持久的影响，中国人身险行业在发挥着社会稳定器作用的同时也面临着挑战。惠誉博华预计，在短期内，疫情将对人身险行业保险企业（以下简称“险企”）的承保业务和投资业务造成一定冲击，进而增加其盈利能力、资本水平和投资风险的不确定性。

疫情影响下保费收入增长乏力

人身险产品形态相对复杂，一直以来对线下展业的依赖度较高，在一季度疫情爆发期间，保险公司代理人的增员、早会培训、客户拜访等活动受到限制，个人保险新业务拓展受阻；同时疫情导致银行网点大量关闭、客流量大幅减少，银行保险获客渠道受到一定制约。2020年上半年，人身险行业规模保费同比下降 0.57%，增速同比下降 19.27 个百分点。其中，大型人身险公司往往具有较高的期交业务比例，稳定的续期业务有助于抵减新业务波动对业务稳定性的冲击。但是，仍需关注续期业务的保费回收情况，经济下行、居民失业率上升等加大了应收保费的回收难度，截至 2020 年 6 月末，人身险公司应收保费 1,312.13 亿元，较年初增长 96.31%。

人身险行业规模保费变化趋势

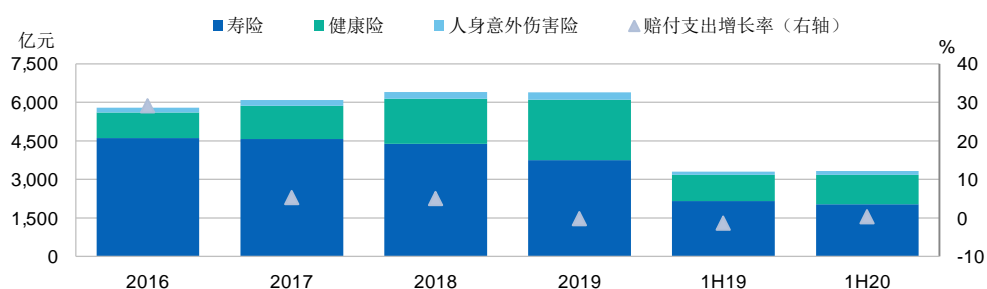


来源：中国银行保险监督管理委员会，惠誉博华整理
注：a 2017年和2018年一季度规模保费的同比下降主要由于监管政策对万能保险的限制加强所致。

疫情相关赔付有限

从保险赔付来看，中国政府承担了 COVID-19 患者的医疗费用，商业人身险公司对新冠肺炎的赔付支出主要为因疫情死亡的寿险赔付，以及部分重疾险对 COVID-19 的扩展责任（赔付总额的 30%）。目前中国 COVID-19 疫情已得到有效控制，发病率及死亡率都处于可控水平，相关赔付支出较为有限。根据中国保险行业协会数据，截至 2020 年 5 月 18 日，人身险公司发生抗疫相关赔付 2.91 亿元。2020 年上半年，人身险行业总赔付支出 3,324 亿元，同比提高 0.30%。惠誉博华预计，COVID-19 对赔付支出的影响有限，不会明显削弱人身险行业的盈利能力。

人身险行业赔付支出结构及变化趋势



来源：中国银行保险监督管理委员会，惠誉博华整理

联系人

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

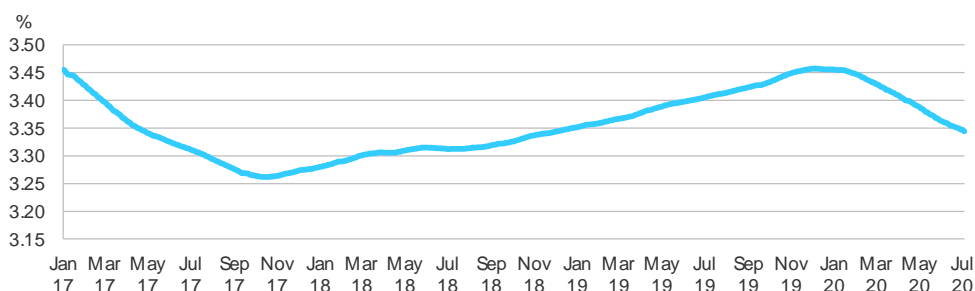
高雅君 +86 10 5663 3820
joyslin.gao@fitchbohua.com

彭立 +86 10 5663 3823
li.peng@fitchbohua.com

折现率下行对准备金提取造成压力

险企的税前利润对市场利率的敏感性较高，市场利率的持续下行将拉低准备金折现率（10年期国债750日移动平均到期收益率+一定溢价率），以迫使险企提取更多准备金。为保持疫情期间的流动性合理充裕、稳定市场预期及维护金融市场平稳运行，中央银行多次调降存款准备金率并通过逆回购向市场投放流动性，自2019年末以来，逆周期的货币政策使10年期国债到期收益率震荡下行，截至2020年6月末，10年期国债750日移动平均到期收益率已较年初下降超过10个基点。惠誉博华预计，随着中国疫情的有效控制，相关刺激政策会在2020年下半年逐步减弱。但与2019年相比，市场流动性将维持相对宽松以支持中国经济进一步复苏，险企的准备金折现率将保持相对低位。

10年期国债750日移动平均到期收益率

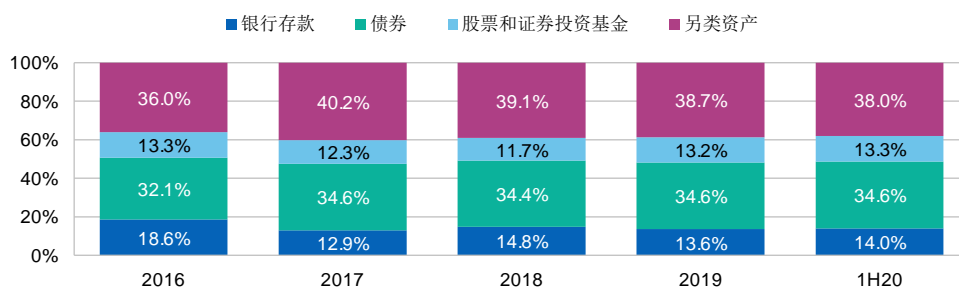


来源：中国债券信息网，惠誉博华整理

投资资产面临减值风险

投资业务方面，人身险公司的负债端期限较长，因此在资产端更倾向于配置长期稳定的资产，投资资产分布于银行存款、债券、股票和证券投资基金以及另类资产。

保险行业投资资产分布变化趋势

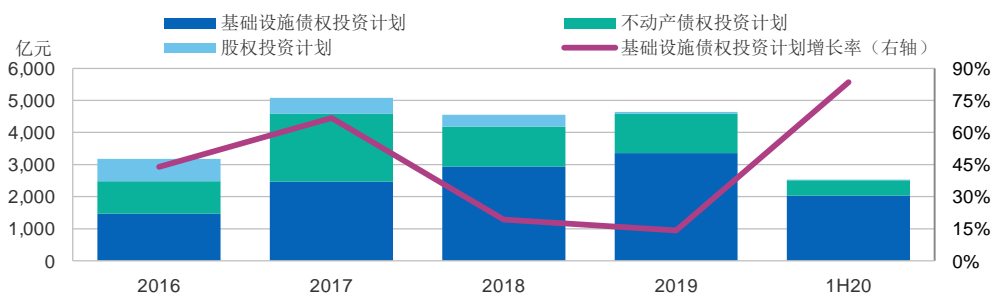


来源：中国银行保险监督管理委员会，惠誉博华整理

近年来中国市场利率步入下行区间，保险公司对配置权益类资产以提高收益率的意愿提高，同时监管机构逐步放开符合条件险企的权益投资上限。鉴于以上因素，惠誉博华预计未来险企的权益类资产占比将进一步提升，但由于权益类资产在偿付能力监管中的风险资本系数较高，险企仍将布局重点放在固定收益类资产。

保险公司的另类资产包括项目债权计划、长期股权投资、保险资产管理产品和投资性房地产等。自2017年以来，另类资产占比小幅下降，一部分原因是近年来监管机构对另类资产的管理趋紧致使资产供给减少，但另类资产较长的期限和较高的收益率与险企的负债端需求匹配，仍然是险企的第一大资产配置。2020年政府工作报告提出“加强新型基础设施建设”，基础设施建设项目需求量一直处于高位，且基建类投资计划在偿付能力监管的风险资本系数较低。惠誉博华预计2020年保险公司将加大此类项目配置，另类资产仍将保持较大敞口。

保险资产管理产品注册规模变化趋势



来源：中国保险行业协会，惠誉博华整理

2020 年市场利率下行，险企的固定收益类资产投资收益率下行，将加大人身险公司的利差损，同时到期资产将面临再投资风险。疫情以来，国内外资本市场加剧震荡，权益类资产的波动性也将加大。此外，疫情期间低信用等级的另类资产更易产生现金流问题，相关资产敞口较大的险企可能面临较高减值风险。在 COVID-19 影响下，惠誉博华预计部分险企的投资资产将产生一定减值，并一定程度上削弱资本水平。

上市保险公司压力测试

COVID-19 疫情的冲击导致了险企的业务收入承压、准备金要求提高和投资资产减值，进而对人身险公司带来了一定挑战。我们对 6 家上市险企进行了压力测试，并分析在不同压力情景下各险企的盈利能力、资本水平和投资风险方面的变化。基于惠誉博华对 COVID-19 疫情影响的预测，我们设定了 3 个不同程度的压力情景，假设保险公司的已赚保费、准备金折现率、投资收益率、权益类资产和另类资产较 2019 年末发生了不同程度的下降和减值，其中压力情景 3 为我们预计在疫情期间保险公司可能出现的最严重冲击，情景 2 和情景 1 为压力逐步减小的情景，具体情景设计请见附录。

根据各上市保险公司压力测试结果，盈利能力方面，新业务的增速放缓和投资收益率的波动将不同程度的影响利润指标，计入当期损益的投资资产减值将削弱盈利能力。平安人寿和中国人寿在盈利能力的压力测试中表现较好，在轻度和中度压力情景下盈利子因素仍表现强劲，而盈利水平较弱的人保寿险在压力情况下转弱的可能性更高，中度压力情景下盈利子因素已表现很弱。在压力情景 3，各公司的净利润均为负数，尤其是太平洋人寿和太平人寿的盈利能力下降较为显著，主要由于当期利润对保费收入较为敏感，在重度压力情景已赚保费下降 10% 的冲击下，净利润大幅下降。从 2020 年一季度数据来看，虽然一些险企的保费收入降幅较大，但行业总收入基本持平，预计随着中国疫情得到阶段性控制，保险公司的保费收入将有所回升，如果 2020 年度保险业务收入能够持续回升，险企的盈利能力也将逐步恢复。

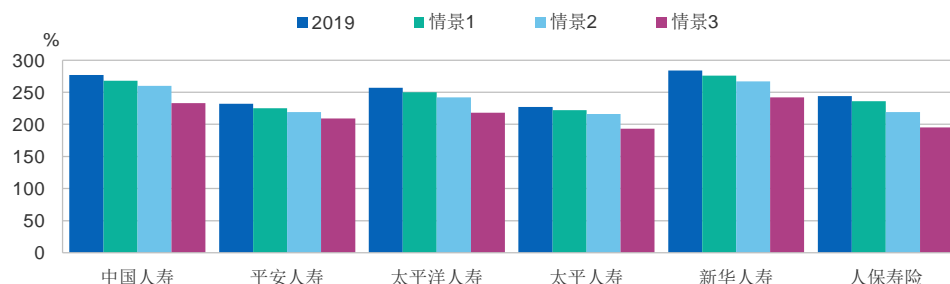
压力情景下各上市保险公司盈利能力变化情况

		2019	情景 1	情景 2	情景 3	
中国人寿	ROE	16.5%	10.0%	5.4%	-17.0%	注： 子因素表现强劲 子因素表现较强 子因素表现适中 子因素表现偏弱 子因素表现弱 ROA 和 ROE 采用不同的评分阈值。
	ROA	1.7%	1.4%	0.8%	-1.4%	
平安人寿	ROE	39.9%	21.6%	13.0%	-2.4%	
	ROA	2.9%	2.3%	1.3%	-0.1%	
太平洋人寿	ROE	26.5%	10.6%	-3.5%	-42.3%	
	ROA	1.6%	0.9%	-0.2%	-1.9%	
太平人寿	ROE	25.3%	11.6%	-0.2%	-30.2%	
	ROA	2.1%	1.2%	0.0%	-1.9%	
新华人寿	ROE	19.4%	7.3%	-2.1%	-25.1%	
	ROA	1.7%	0.9%	-0.2%	-1.8%	
人保寿险	ROE	8.8%	0.6%	-11.0%	-31.2%	
	ROA	0.6%	0.2%	-0.8%	-2.1%	

来源：各上市保险公司年度报告，惠誉博华整理

资本水平方面，资产减值和盈利下降将削弱保险公司实际资本，进而对保险公司的偿付能力形成一定压力。2020 年一季度末，人身险行业平均综合偿付能力充足率较年初下降 3.4 个百分点至 237.3%，预计随准备金折现率假设变化和资产减值的年度计提，2020 年人身险行业偿付能力还存在下行压力。惠誉博华对各险企偿付能力的压力测试显示，新华人寿和中国人寿的偿付能力在压力情景下保持较高水平，其他各上市保险公司在重度压力情景下偿付能力也均高于 100% 的监管要求，总体来看，上市险企抵御风险的能力较好。

压力情景下各上市保险公司偿付能力



来源：各上市保险公司年度报告，惠誉博华整理

投资资产风险方面，风险资产包括投资性房地产、权益类投资资产及长期股权投资。中国人身险公司的权益类投资占比较高，基本维持在 11%-14%，高于美国一般账户（2%以内）和日本（8-9%），因此风险资产比率处于较高水平。从压力测试结果来看，新华人寿、太平洋人寿和中国人寿的投资风格相对较为稳健，其中中国人寿和新华人寿在各压力情景下可以保持较为稳定的风险资产比率，而由于太平洋人寿在重度压力下盈利能力快速下降削弱了其股东权益，使风险资产比率快速升高。其他保险公司仍应关注在疫情期间风险资产的减值情况。

压力情景下各上市保险公司风险资产比率变化情况

	2019	情景 1	情景 2	情景 3	
中国人寿	208%	217%	227%	298%	注： <ul style="list-style-type: none"> 子因素表现强劲 子因素表现较强 子因素表现适中 子因素表现偏弱 子因素表现弱
平安人寿	237%	253%	274%	325%	
太平洋人寿	186%	197%	218%	416%	
太平人寿	258%	272%	290%	459%	
新华人寿	180%	187%	200%	282%	
人保寿险	259%	271%	320%	438%	

来源：各上市保险公司年度报告，惠誉博华整理

总结与展望

COVID-19 在短期内对险企的承保业务和投资业务产生了一定冲击，但压力测试结果显示，中国上市保险公司关键信用因素在压力情景下保持相对稳定。在中度压力情景下，多数上市险企仍可以维持较强的盈利能力，惠誉博华预计，在疫情稳定后险企将逐步恢复其盈利能力。同时上市保险公司在不同压力下仍能保持充足的偿付能力，意味着抵御风险的能力较强。需要关注的是，中国险企的权益类资产配置水平较高，可能更易受到资本市场波动的影响，但中国资本市场估值处于合理范围，在疫情期间表现出较强的韧性和抗风险能力，预计不会对险企的投资资产造成较大负面影响。

从中长期来看，COVID-19 作为大型公共卫生事件，将唤起人们的风险意识和保障需求，尤其是对健康风险的保障需求，有助于推动健康险的长期发展。同时，此次疫情中断了传统的销售模式，险企将更重视线上的业务拓展和服务能力建设，将有助于推动险企的转型发展。

附录一：压力情景说明

本次压力测试采用了 3 个压力情景，分别为轻度、中度和重度压力情景，各情景下的假设分别假设在 2019 年末的基础上发生了如下变化：

压力情景假设

	情景 1	情景 2	情景 3
已赚保费	0%	-5%	-10%
10 年期国债 750 日移动平均到期收益率	-0.03%	-0.06%	-0.12%
固定收益类资产投资收益率	-0.5%	-1%	-2%
权益类资产	-4%	-8%	-16%
另类资产	-2%	-4%	-6%

来源：惠誉博华

其中，情景 3 是惠誉博华预计可能在 COVID-19 疫情期间产生的最严重影响，情景 2 和情景 1 为压力递减的情况。

自 2000 年以来，中国人身险行业保险业务收入保持较快增长，在 2002 年 SARS 疫情和 2008 年金融危机的冲击下，仍能保持着高于 10% 的增速。COVID-19 疫情相对 SARS 疫情的影响范围更大、时间更长，且严重影响了险企的“开门红”业务拓展，预计对保费收入的影响程度更大。2020 年一季度，一些保险公司的已赚保费已下降超过 10%，但二季度险企已逐步恢复展业，预计下半年保费收入将实现同比正增长，年度保费收入的降幅不会超过一季度，因此假设最恶劣的情况下已赚保费下降 10%。

在央行逆周期的货币政策影响下，截至 2020 年 7 月末，10 年期国债 750 日移动平均到期收益率较年初下降 0.11%。但 2020 年 4 月以来，央行的货币政策逐步收紧，10 年期国债到期收益率开始回升，10 年期国债 750 日移动平均到期收益率下行的拐点将至，预计下半年将继续回升。因此，我们将 10 年期国债 750 日移动平均到期收益率下降 0.12% 设置为重度压力情景。

从 10 年期国债收益率来看，该利率由年初的 3.2% 下行至 3 月最低的 2.53% 后，进入回升通道，截至 7 月末，10 年期国债收益率回升至 2.96%。我们预计，固定收益类资产投资收益率的下行有限，最高将不会超过 2%。

2020 年一季度，全球避险情绪升温，国际资本市场持续震荡，上证指数一季度下调最高 15.3%。但整体来看，中国资本市场估值处于合理范围，截至 2019 年末上证 A 股市净率 1.44，在疫情期间表现出较强的韧性和抗风险能力。随着疫情得到控制以及对经济预期的信心逐步修复，A 股指数持续回升，预计险企的权益类资产受资本市场影响可控，预计权益类资产下行小于 16%。

险企的另类投资主要集中于高评级的非标产品，以 AAA 类非标产品为主，各上市险企的 AAA 类非标产品占比均超过 90%。银保监会对险资可投资非标债权资产的增信措施作出详细规定，根据上市公司年度报告，主要上市险企的非标资产投向为金融机构、房地产、基础设施和工商业等行业，且均具有良好的增信措施，多数非标资产已采用抵质押、连带责任保证等措施进行增信，另类资产的信用风险可控。根据历史数据，AAA 类非标资产违约率极低，惠誉博华预计在疫情压力下，部分非标资产经营情况可能恶化并出现局部违约，但资产减值率将小于 6%。

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。