

行业深度研究

2020 年 5 月 12 日



对本报告评分

目录

寿险公司的偿付比率反映出股市波动性，但受到盈利改善的支撑	2
财险公司偿付能力的上升趋势将承压	4
尽管近期有所改善，再保险公司的偿付能力充足率将转弱	6
穆迪相关研究	7

分析师联系人

王心恬	+65.6398.2638
助理分析师	
cindy.wang@moodys.com	
袁永基	+852.3758.1460
副总裁 - 高级分析师	
frank.yuen@moodys.com	
郭嘉铭	+852.3758.1516
分析师	
kelvin.kwok@moodys.com	
严溢敏	+852.3758.1450
董事总经理 - 金融机构部	
yatmansally.yim@moodys.com	

客户服务

美洲	+1.212.553.1653
亚太	+852.3551.3077
日本	+81.3.5408.4100
欧洲、中东、非洲	+44.20.7772.5454

中国保险公司

偿付能力强劲，但可能因疫情冲击和监管变化而下降

2019 年中国保险公司的偿付能力变化趋势反映出更低税率及同期股市反弹带来的更高利润。各大直接保险公司及再保险公司披露的平均综合偿付能力充足率均超过 200%，显著高于 100% 的最低监管要求，显示出其较强的资本实力。

寿险公司的偿付比率反映出更高的股市波动性，但受到收益改善的支撑。2020 年第一季度保险公司的偿付能力充足率可能会下降，以体现同期股价的急剧下跌。受疫情扩散影响，未来保险公司的偿付能力指标仍将受更低的股价和利率的影响。另一方面，偿付能力的关键支持因素包括保险公司固定收益资产的更高估值、业务增长放缓、盈利能力提高以及即将实施的中国风险导向偿付能力系统第二阶段 (偿二代二期工程) 监管要求。

财险公司偿付能力的上升趋势将承压。2019 年财险公司的偿付能力有所改善，这受益于持续的承保利润、较高的投资收益和较低税率。但这一上升趋势将于 2020 年企稳甚至逆转。这反映了疲软经济环境下投资收益将降低，并在一定程度上反映了部分保险公司业务线 (如保证、信用保险) 弱化的盈利能力。尽管总体保费增长放缓，但行业业务重心向更高风险资本要求的产品转移以及偿二代二期工程的实施也可能增加资本消耗。

尽管近期有所改善，再保险公司的偿付能力充足率将转弱。受益于投资收益、较低的税率和资本注入，2019 年中国再保险公司的偿付能力有所提高，但 2020 年可能在利润前景趋弱和资本消耗增加的情况下转弱。再保险公司投资收益可能会因更困难的投资环境而承压。此外，即将实施的偿二代二期工程监管规定调整可能会提高直接保险公司的分保率 (即转移给再保险公司的保险责任的比例)，这将支持再保险公司的保费规模，但同时也会增加其资本消耗。

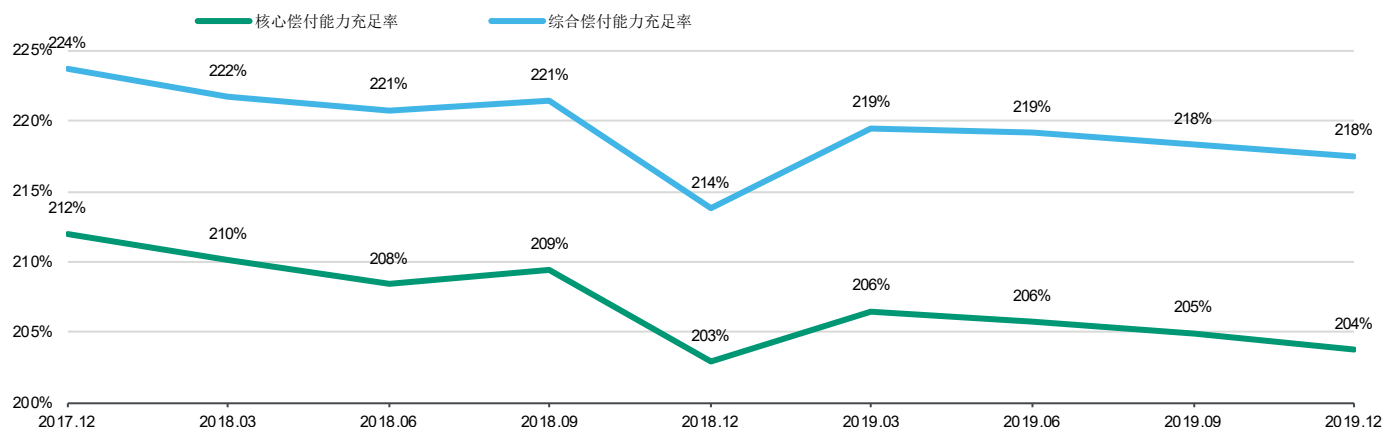
寿险公司的偿付比率反映出股市波动性，但受到盈利改善的支撑

截至 2019 年底，中国人寿保险公司披露的平均核心偿付能力充足率为 204%，同期平均综合偿付能力充足率为 218% (图表 1)。二者均与前几季度基本持平且远高于 50% 和 100% 的监管门槛。这表明该行业的资本缓冲可吸收潜在的冲击。

图表1

2019 年偿付能力充足指标稳定

寿险公司的加权平均核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率



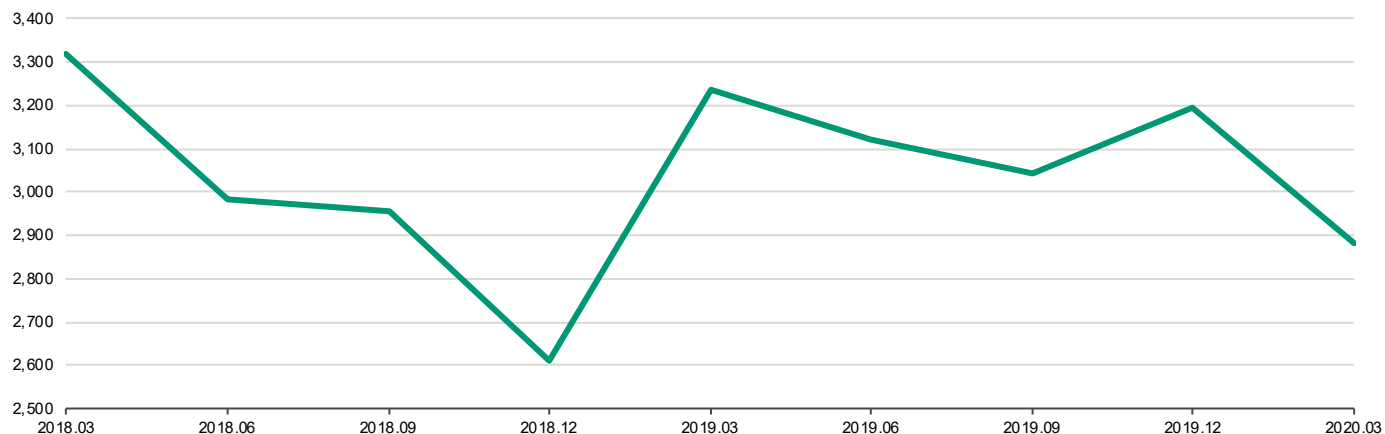
资料来源：中国保险行业协会、中国银行保险监督管理委员会、公司信息、穆迪投资者服务公司

2020 年第一季度保险公司的偿付能力充足指标可能会下降，以体现疫情爆发高峰期股价的急剧下跌。这与上一轮股市低迷时期，2018 年第四季度偿付能力充足率下降的趋势一致 (图表 2)。

图表2

人寿保险公司的偿付能力充足率与股价变化趋势一致

上证 A 股指数



[1] 曲线基于季度时点数据。

资料来源：中央国债登记结算有限责任公司、彭博、穆迪投资者服务公司

受疫情扩散影响，未来保险公司的偿付能力指标仍将受更低的股价和利率的影响。尤其是近期中央银行的货币宽松政策将延长低利率环境，保险公司将面临更高的准备金要求，原因是准备金率 (以 10 年期国债收益率的 750 日移动平均线为基准) 将继续下降。

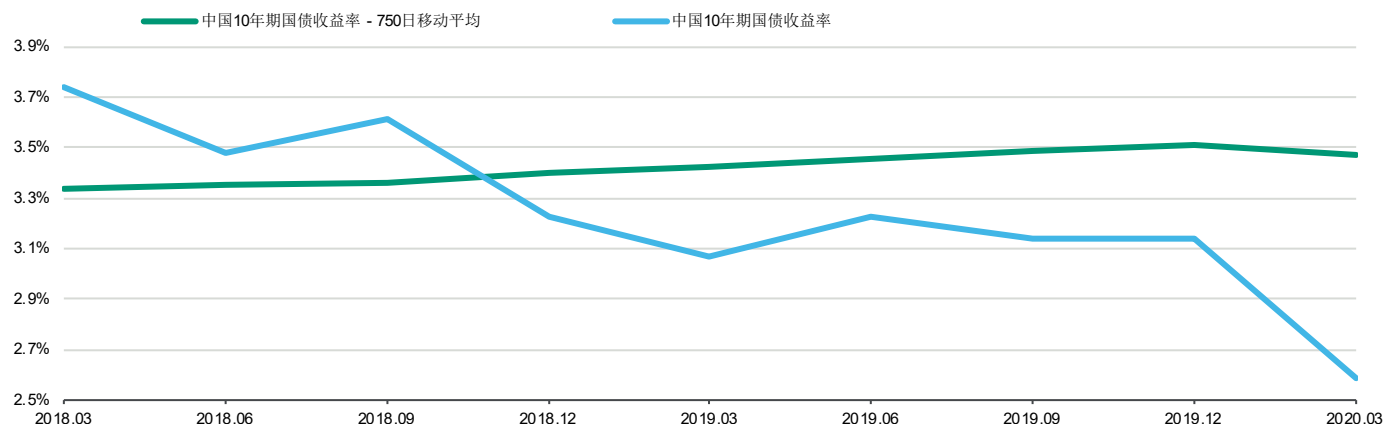
本报告并非信用评级行动公告。对于本报告中涉及的任何信用评级，请参阅 www.moodys.com 发行人/实体专页上的评级索引，了解最新评级行动信息和评级历史。

在其他条件保持不变的情况下，更低的准备金率将导致更高的准备金要求和更低的偿付能力。如图表 3 所示，2019 年 750 日移动平均国债收益率的持续上升支撑了保险公司的偿付能力，但若中国 10 年国债收益率保持在当前的较低水平，则未来一年其支撑作用可能会减弱。此外，由于中国保险公司的资产期限通常短于负债，因此重大期限错配情况较严重的保险公司的利率风险资本要求的增幅将更高，从而削弱其偿付能力充足率。

图表3

若利率维持较低水平，则准备金率将扭转上升趋势

10 年期国债收益率及其 750 日移动平均线



[1] 曲线基于季度时点数据。

资料来源：中央国债登记结算有限责任公司、彭博、穆迪投资者服务公司

尽管如此，除非出现进一步的极端金融冲击，保险公司的偿付能力将受到多方面的支持。

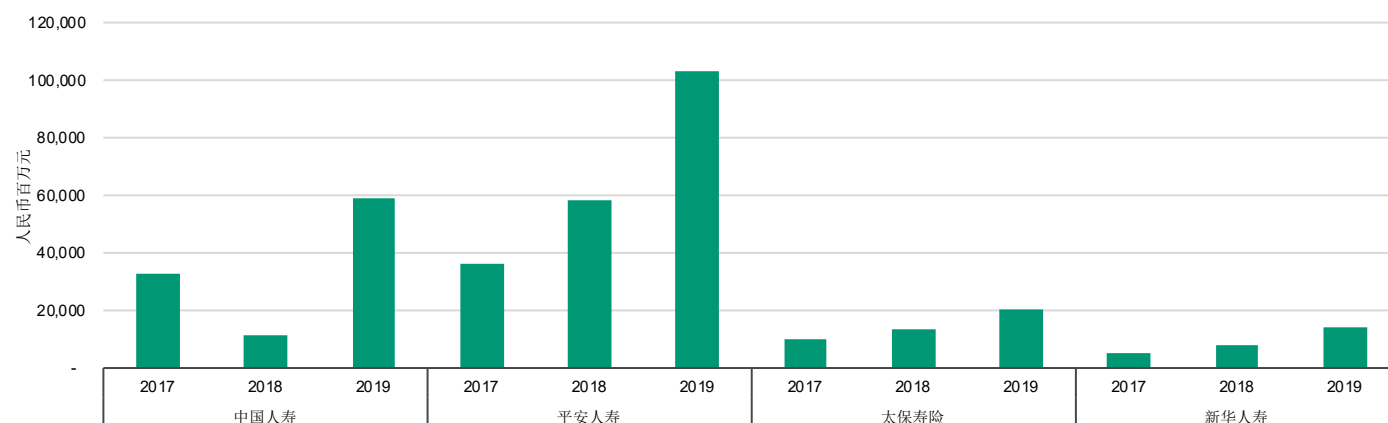
首先，由于利率下降，保险公司固定收益资产的更高估值将带来一些资本缓冲，这将增加保险公司实际资本中所含的认可资产。

其次是业务增长放缓。资本消耗的步伐将会放慢，原因是疫情爆发导致保险公司缩减代理人和银保销售渠道，经济增长有所趋弱，从而削弱新单销售。根据穆迪宏观经济委员会(Moody's Macroeconomic Board)的数据，2020 年中国的实际 GDP 增长将为 1.0%，低于 2019 年的 6.1%。

再次，持续的留存盈利比率，原因是更低的税收支出令行业盈利能力提高。特别是，受益于 2019 年生效的税收新规，寿险公司的手续费及佣金支出税前扣除比例从 10% 提高到 18%。这提高了 2019 年主要保险公司的利润，未来可支持其内部资本生成能力(图表 4)。

图表4

2019 年龙头寿险公司净利润上升



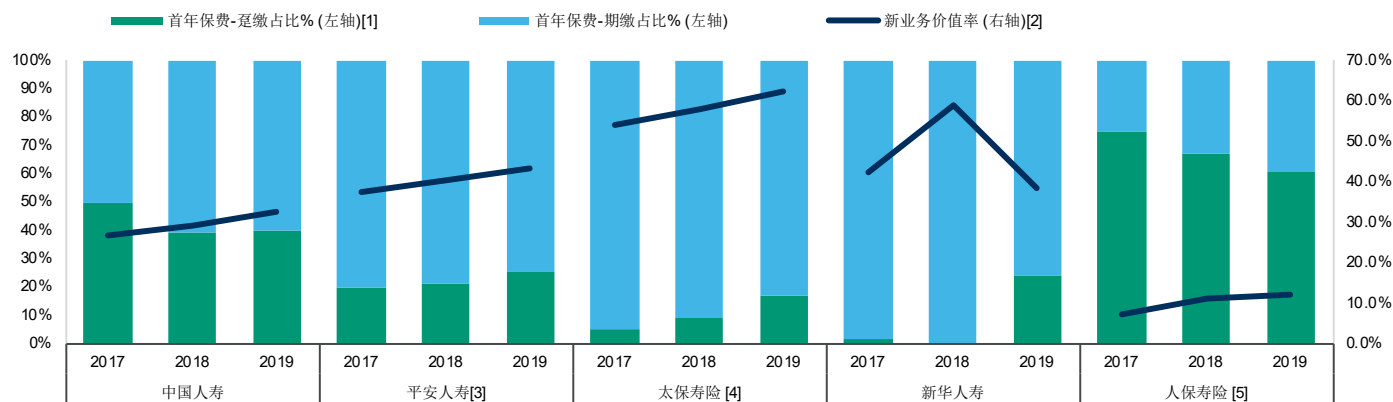
资料来源：公司年报

随着寿险行业继续转向包含更多保障成分的高价值长期期缴保费产品，该行业的新业务价值 (VONB) 利润率还将继续提高 (图表 5)。产品重心的转移令保险公司的利润驱动因素从利差收益变为病差收益，降低了当前低利率环境下负利差的风险，并增强了保险公司的内部资本产生能力。

图表5

6 家上市寿险公司的首年保费构成和新业务价值率

2017-2019



[1] “首年保费-趸缴”类别包括首年趸缴保费以及短期意外和健康险保费，新华人寿和人保寿险除外，因为其短期险保费明细未公布。

[2] 我们在此将新业务价值率计算为新业务价值/首年保费。

[3] 平安人寿的上述数据涵盖平安集团的寿险和健康险业务，包括平安寿险、平安养老险和平安健康险。此处平安人寿的保费是指在重大保险风险测试和混合合同拆分之前的承保保费。

[4] 太保寿险的保费数据仅包括来自代理渠道的保费。这部分占 2019 年总承保保费的 91.8%，其他渠道的保费明细未公布。

[5] 太平人寿的总保费和分拆不包括团体业务，原因是没有其缴费期限信息。

资料来源：公司年报、穆迪投资者服务公司

计划于 2020 年实施的中国风险导向偿付能力体系第二阶段(偿二代二期工程)将收紧对资本管理的监管。保险资产负债管理新规将鼓励公司通过投资长期固定收益资产来优化资产负债期限匹配。在利率下降的环境下，此举将减轻保险公司期限错配可能增加的风险，期限错配增加会提高利率风险资本要求并降低其偿付能力。

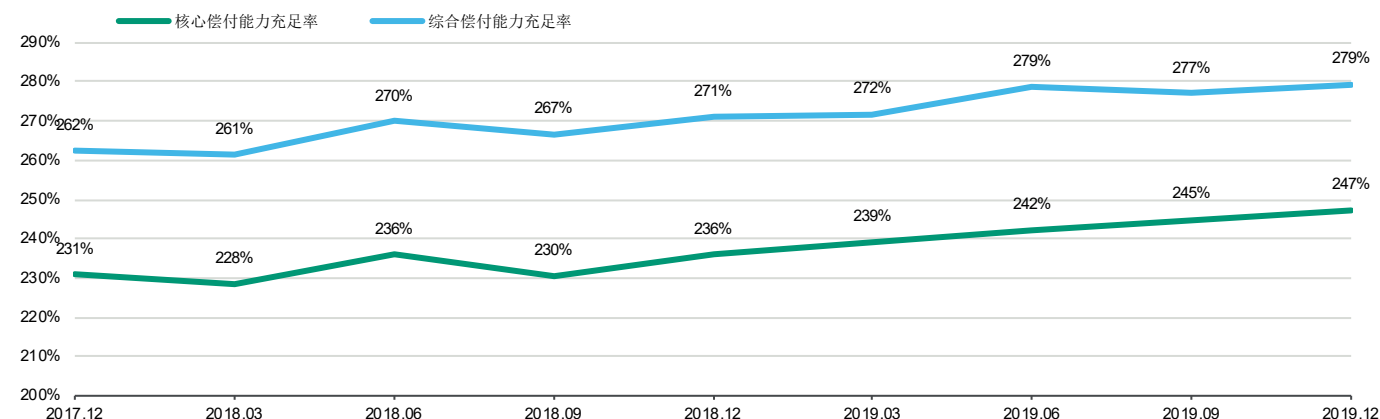
财险公司偿付能力的上升趋势将承压

2019 年中国财险公司的偿付能力持续改善。其 2019 年底平均核心偿付能力充足率从上年同期的 236% 升至 247%，同期平均综合偿付能力充足率从 271% 升至 279% (图表 6)。这两项比率均显著高于最低监管要求。

图表6

2019 年财险公司偿付能力充足率有所改善

财险公司的加权平均核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率



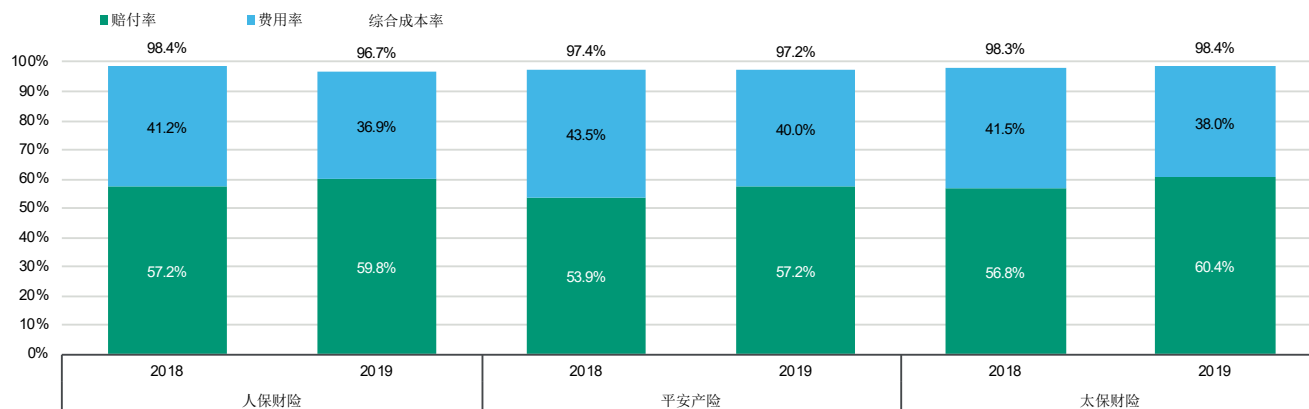
资料来源：中国保险行业协会、中国银行保险监督管理委员会、公司数据、穆迪投资者服务公司

偿付能力改善的支持因素包括财险公司强劲的盈利能力，这体现在其承保业绩中。2019 年其综合成本率保持在 98.4% 这一稳定、具盈利能力的水平，原因是车险佣金监管收紧带来保单获取成本大幅度下降，这将抵消因费改导致的赔付率上升 (图表 7)。

图表7

2019 年车险费用率有所下降，从而支持整体承保盈利能力

三大财险公司的车险综合费用率、综合赔付率和综合成本率



资料来源：公司年报

除了持续实现承保利润以外，2019 年股市复苏也使得财险公司在此期间的投资收益有所增长。此外，其盈利因税率下调而获得提振。2019 年，财政部和国家税务总局联合宣布将财险公司所付佣金税前扣除比例从直接保费的 15% 上调至 18%，从而降低其实际税率。

尽管如此，我们预计 2020 年财险公司偿付能力的上升趋势将趋于平稳甚至逆转。这不仅反映其利润有所削弱，也反映业务结构的变化和监管新规可能带来更高的风险资本要求。

当前的新冠肺炎疫情可能会削弱财险公司 2020 年利润。首先，股价、利息和股息收入下降可能会导致行业的投资收益减少。其次，部分险种的亏损可能会上升，但这一点对利润的影响相对较小。虽然在中国，健康险并非主流产品，业务中断险的渗透率较低，但部分保险公司有相当多的信用保证保险业务，随着经济增长急剧放缓，这些业务可能会面临违约风险增加的局面。

虽然疫情爆发导致新保单销售下降，行业的资本消耗可能会因此放缓，但其保单销售结构已转向非车险业务和风险敞口较不分散的保单，两者的风险资本要求均高于以前占主导地位的车险业务。这将可能导致风险资本要求的整体升幅高于整体保费增长。2019 年，非车险业务保费占总保费的比例为 37%，高于 2017 年的 29%。

最后但同样重要的是，监管机构是导致利润和偿付能力下降的另一个驱动因素。偿二代二期工程实施后，保险风险相关资本金要求有可能提高，其中可能包括保证保险和巨灾风险敞口较高的保单。另一个风险是车险定价自由化将扩大到其他省份。

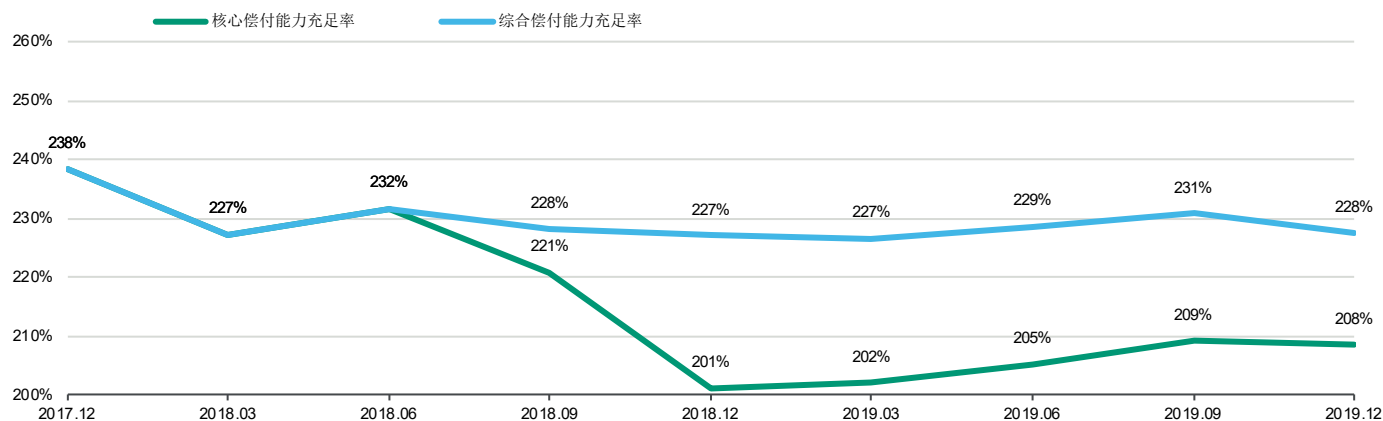
尽管近期有所改善，再保险公司的偿付能力充足率将转弱

2019 年中国再保险公司的偿付能力充足率有所改善。其平均核心偿付能力充足率从 2018 年 12 月的 201% 升至 2019 年 12 月的 208% (图表 8)。同期平均综合偿付能力充足率从 227% 升至 228%。

图表8

2019 年再保险公司的偿付能力充足率有所改善

再保险公司的加权平均核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率



资料来源：中国保险行业协会、公司数据、穆迪投资者服务公司

偿付能力的改善反映了其强劲的盈利能力，这得益于投资收益和上述税收新规带来的较低税率，不过承保业绩却略为转弱。行业获得注资也有利于保险公司的实际资本。

虽然即将实施的偿二代二期工程监管规定调整可能会提高直接保险公司的分保率，这将支持再保险公司的保费规模。但由于投资环境更加艰难，我们预计 2020 年再保险公司的利润将会转弱。由于利润转弱，加上业务增长转强导致资本消耗增加，其偿付能力可能因此下降。

穆迪相关研究

行业展望

- » [中国人寿保险业：产品结构的改善和稳健的资本状况支持稳定展望，2019 年 10 月](#)
- » [中国财产及意外保险业：2020 年展望 - 稳定盈利能力和强劲资本 水平支持稳定展望，2019 年 11 月](#)
- » [Insurance – Asia Pacific: 2020 outlook stable for resilient premium growth and strong solvency, 2019 年 12 月](#)

发行人深度研究

- » [Ping An Life Insurance Company of China, Ltd., Ping An P&C Insurance : Ping An Group's technology business drives franchise growth and benefits to insurance operations, 2019 年 10 月](#)

行业评论

- » [中国保险业：健康保险新规具有正面信用影响，2019 年 11 月](#)
- » [中国保险业：两全保险规定的调整将放缓但不会中止产品转型，具有负面信用影响，2019 年 12 月](#)
- » [中国保险业：新型冠状病毒疫情带来的直接财务影响有限，但对业务面带来较大风险，2020 年 2 月](#)
- » [中国保险公司：长期医疗保险费率调整新规将提高定价灵活性，但风险仍然存在，2020 年 4 月](#)

发行人评论

- » [AIA Group Limited and Ping An Insurance \(Group\) Company of China: Limited impact to AIA and Ping An from top management changes, 2019 年 11 月](#)

信用意见

- » [Anxin Agricultural Insurance Co., Ltd](#)
- » [Aviva-COFCO Life Insurance Co., Ltd.](#)
- » [BoCommLife Insurance Company Limited](#)
- » [CCB Life Insurance Company Limited](#)
- » [China Export & Credit Insurance Corporation](#)
- » [China Life Insurance Co Ltd.](#)
- » [China Life P&C Insurance Company Limited](#)
- » [China Pacific Life Insurance Co., Ltd.](#)
- » [China Pacific Property Insurance Co Ltd](#)
- » [China Railway Captive Insurance Co., Ltd.](#)
- » [CNPC Captive Insurance Company Limited](#)
- » [CPIC Allianz Health Insurance Co. Ltd](#)
- » [Dinghe Property Insurance Co., Ltd.](#)
- » [Fubon Property & Casualty Insurance Co Ltd](#)
- » [ICBC-AXA Assurance Co., Ltd.](#)
- » [New China Life Insurance Company Ltd](#)
- » [PICC Life Insurance Company Limited](#)
- » [PICC Property and Casualty Company Limited](#)
- » [PICC Reinsurance Company Limited](#)
- » [Ping An Life Insurance Company of China, Ltd.](#)
- » [Ping An P&C Insurance Company of China, Ltd.](#)
- » [Sanguard Automobile Insurance Company Limited](#)
- » [Sunshine Life Insurance Corporation Limited](#)
- » [Taikang Life Insurance Co., Ltd.](#)

» [Union Life Insurance Co., Ltd](#)

评级方法

» [Life Insurers Methodology, 2019 年 11 月](#)

» [Property and Casualty Insurers Methodology, 2019 年 11 月](#)

» [Reinsurers Methodology, 2019 年 11 月](#)

如欲浏览上述报告，请点击有关链接。请注意，这些参考资料为截至本报告刊发日期的最新资料，阁下也可索阅较近 期的报告。并非所有客户均能获取所有研究报告。

© 2020, 穆迪公司 (Moody's Corporation)、穆迪投资者服务公司 (Moody's Investors Service, Inc.)、Moody's Analytics, Inc.和/或其许可人及关联公司(统称“穆迪”)。版权所有, 翻印必究。

穆迪投资者服务公司和/或其信用评级关联公司所发布的信用评级是穆迪对实体、信用承诺、债务或债务证券的相对未来信用风险的当前意见, 穆迪出版的材料、产品、服务和信息(统称“出版物”)可能包括该等当前意见。穆迪投资者服务将信用风险定义为某实体可能无法履行其到期的合同财务义务的风险, 以及在发生违约或损害事件时的预计财务损失。关于穆迪投资者服务信用评级所指的合同财务义务的种类的信息请见穆迪评级符号和定义出版物。信用评级并不针对任何其他风险, 包括但不限于: 流动性风险、市场价值风险或价格波动。信用评级、非信用评估(“评估”)以及穆迪出版物中包括的其他意见并非对当前或历史事实的陈述。穆迪出版物也可能包括由 Moody's Analytics, Inc 和/或其关联公司发布的以量化模型为基础的信用风险预测以及相关的意见或评论。穆迪信用评级、评估、其他意见及出版物并不构成或提供投资或财务建议, 穆迪信用评级、评估、其他意见及出版物亦非关于购买、出售或持有特定证券的推荐意见, 也不能提供该等意见。穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物均不会评论某项投资是否适合任何特定投资者。穆迪发布信用评级、评估和其他意见及出版其出版物之时预期并理解每位投资者将以应有的谨慎态度自主研究和评估其考虑购买、持有或出售的每项证券。

穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物不适用于零售投资者的使用, 如零售投资者在做投资决定时使用穆迪信用评级、评估、其他意见或出版物, 将是草率且不合时的。如有疑问, 您应与您的财务顾问或其他专业顾问联系。

本文所载所有信息均受法律(包括但不限于版权法)保护, 未经穆迪事先书面许可, 任何人不得以任何形式、方式或途径对该等信息全部或部分进行复制或翻印、重新包装、进一步传播、传送、散布、分发或转售, 或存储供日后任何上述目的使用。

任何人不得将穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物作为基于监管目的而定义的基准(benchmark), 亦不得以可能导致穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物被视为基准的任何方式使用穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物。

本文所载所有信息均系穆迪从其相信为准确和可靠的来源获得。然而, 由于可能会出现人为或机械错误以及其他因素, 本文所载所有信息均按“原样”提供, 不附带任何形式的保证。穆迪会采取所有必要措施, 使其在授予信用评级时采用的信息具备足够质量, 并来自穆迪认为是可靠的来源, 包括独立的第三方来源(如适当)。但穆迪并非审计机构, 亦不能对评级过程或准备其出版物时收到的信息在每个情况下均独立地进行核实或确认。

在法律允许的范围内, 就因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的或与之相关的任何个人或实体的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害, 穆迪及其董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人和供应商均不承担任何责任, 即便穆迪或其任何董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人或供应商被事前告知该等损失或损害的可能性, 包括但不限于: (a) 任何当前或未来的利润损失或(b) 因并非穆迪特定信用评级的评级对象的金融工具引起的任何损失或损害。

在法律允许的范围内, 就因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的或与之相关的任何个人或实体的直接或补偿性损失或损害, 穆迪及其董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人和供应商均不承担任何责任, 包括但不限于由穆迪或其任何董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人或供应商的疏忽(为避免疑问, 不包括法律规定不得排除的欺诈、故意不当作为或任何其他类型责任)、或其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而导致的任何个人或实体的直接或补偿性损失或损害。

穆迪不以任何形式或方式对任何信用评级、评估、其他意见或信息的准确性、及时性、完整性、适销性或特定用途适用性提供或作出任何明示或暗示的保证。

穆迪公司 (“MCO”) 全资拥有的信用评级子公司穆迪投资者服务公司谨此披露: 多数穆迪投资者服务公司评级的债务证券(包括公司债和市政债、债券、票据和商业票据)和优先股的发行人, 在授予任何信用评级之前已同意向穆迪投资者服务公司支付1,000美元至约2,700,000美元不等的信用评级意见和服务费用。MCO及穆迪投资者服务亦执行政策及程序以便保持穆迪投资者服务信用评级及信用评级过程的独立性。关于MCO董事与被评级实体之间, 及获穆迪投资者服务信用评级并已在美国证券交易委员会公开报告其在MCO持股5%以上的各实体之间可能存在某种关联的信息每年会在 www.moody.com “投资者关系—公司治理—董事及股东关联政策”栏内刊登。

仅针对澳大利亚的额外条款: 任何出版到澳大利亚的本文件均依据下述穆迪关联公司的澳大利亚金融服务牌照发布: Moody's Investors Service Pty Limited, 澳大利亚商业注册号码(ABN): 61 003 399 657, 澳大利亚金融服务牌照号码(AFSL): 336969; 及/或 Moody's Analytics Australia Pty Ltd, 澳大利亚商业注册号码(ABN): 94 105 136 972, 澳大利亚金融服务牌照号码(AFSL): 383569(视情形而定)。本文件仅向2001年公司法(Corporations Act 2001)第761G条所定义的“批发客户”提供。如您继续在澳大利亚境内浏览本文件, 即代表您向穆迪表示您为“批发客户”或代表“批发客户”浏览本文件, 您或您代表的实体均不会直接或间接向2001年公司法(Corporations Act 2001)第761G条所定义的“零售客户”发布本文件或其内容。穆迪信用评级是针对发行人债务的信用度的意见, 并非对零售投资者可获取的发行人股票证券或任何形式的证券的意见。

仅针对日本的额外条款: Moody's Japan K.K. (“MJKK”) 是 Moody's Group Japan G.K.的全资信用评级子公司, 而后者由穆迪公司的全资子公司 Moody's Overseas Holdings Inc.全资所有。Moody's SF Japan K.K. (“MSFJ”) 是 MJKK 的全资信用评级子公司。MSFJ 不属于美国全国认定的评级组织 (“NRSRO”)。因此, MSFJ 授予的信用评级是非 NRSRO 信用评级。非 NRSRO 信用评级由非 NRSRO 的实体授予, 因而受评债务无资格享受美国法律项下的某些待遇。MJKK 和 MSFJ 是日本金融服务厅注册的信用评级机构, 其注册号分别为 FSA Commissioner (Ratings) 2 号和 3 号。

MJKK 或 MSFJ(视情形而定) 谨此披露: 多数 MJKK 或 MSFJ(视情形而定) 评级的债务证券(包括公司债和市政债、债券、票据和商业票据)和优先股的发行人, 在授予任何信用评级之前已同意向 MJKK 或 MSFJ(视情形而定) 支付 125,000 日元至约 250,000,000 日元不等的信用评级意见和服务费用。

MJKK 和 MSFJ 亦执行相关政策及程序, 以遵守日本监管要求。

报告编号: 1228581
报告原文编号: 1216792