

2024 年人身险行业分析与展望

保险业务需求保持高景气，永续债发行维持偿付能力充足

储蓄型险种在利率下行期间具有明显优势，2023 年人身险行业保费收入明显回升。险资以固定收益类产品为主，2023 年 9 月末，人身险公司债券、股票和证券投资基金占比同比提升，而其他金融投资配置则同比收缩。投资收益方面，2023 年权益市场震荡下行，债市收益率继续走弱，前三季度人身险公司资金运用年化财务收益率 2.92%，较 2022 年继续下行。2023 年寿险公司负债端压力有所缓解，但是受制于资产端收益下行压力，寿险公司盈利能力仍在下滑。“偿二代”二期工程实施以来，资本认定更加严格，加之近两年资本市场的波动，人身险公司的核心偿付能力面临较大挑战，但是无固定期限资本债券落地及偿付能力监管规则放松有助于缓解寿险公司核心偿付能力充足率下行压力。

展望 2024 年，在经济继续修复预期下，保险公司代理人改革成效将进一步显现，储蓄型产品竞争力仍存，保费收入有望继续保持较高增速。我们认为，险企投资端将通过加配长周期利率债、低估值蓝筹股及大体量新基建资产，以维持稳定的收益水平。鉴于对 2024 年人身险行业资产端仍面临压力的预期，惠誉博华预计人身险行业盈利状况有继续下行的可能。未来无固定期限债务或将成为人身险公司补充核心资本的重要方式，2024 年保险公司债券发行额或将再创新高。

惠誉博华

相关报告

利率下行推升寿险公司利差损风险

保险行业偿付能力在地产下行冲击下料将保持稳定

分析师

王梦媛

+ 86 10 5663 3825

mengyuan.wang@fitchbohua.com

刘萌

+ 86 10 5663 3826

meng.liu@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

2023 年中国经济增长预期目标顺利达成，工业生产持续恢复，服务业发展领先复苏。惠誉博华预计，2024 年中国政府将重点通过实施适度加力、提质增效的财政政策，灵活适度、精准有效的货币政策来着力扩大国内需求，激发有潜能的消费，增加居民收入、支持新能源汽车及养老服务等具体措施的出台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。人身险公司代理人改革初见成效，但资本市场风险仍在释放、市场利率中枢持续下行，资产端收益面临较大压力，惠誉博华预计其盈利能力仍有一定下行可能，得益于资本补充渠道的拓展以及对偿付能力监管规则的修订，资本水平将保持相对稳定。

2024 年保险公司信用状况展望

	展望	承压	稳定	乐观
人身险公司				
财产险公司				

来源：惠誉博华

代理人渠道成效显现及储蓄型产品竞争力仍存预期下，2024 年保费料继续保持较高增速

2023 年，中国经济复苏曲折前行，高质量发展扎实推进，全年 GDP 增速达到 5.2%。宏观经济徐缓复苏但仍存不确定性，市场利率持续下行背景下，高预定利率储蓄型保险具有明显销售优势，2023 年，人身险行业实现保费收入 35,379 亿元，同比增长 10.3%。

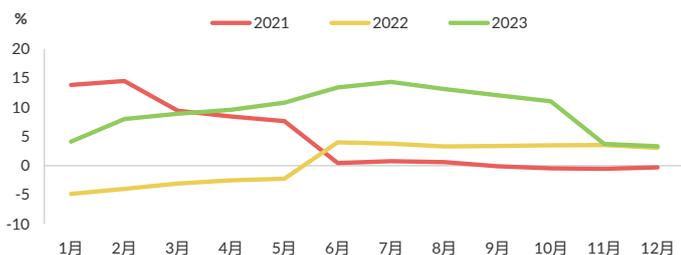
人身险保费收入及增速



数据来源：国家金融监管总局，惠誉博华整理

从月度收入来看，人身险保费单月收入增速在 1-7 月快速上升，这主要由于存款利率及理财产品收益持续下行，寿险公司高预定利率储蓄型产品需求景气度提高。此外，监管机构要求规避利差风险而下调最高预定利率，储蓄型产品的需求在 7 月前集中释放。根据监管机构窗口指导，要求各险企在 2023 年 7 月末前停售预定利率大于 3% 的普通型终身寿险、重疾险等产品，以及预定利率超过 2.5% 的分红险，和最低保证利率超过 2% 的万能险等。8 月后，随着高利率产品停售，保费增速开始放缓，各险企开始提前筹划 2024 年“开门红”业务。

人身险保费收入月度增速

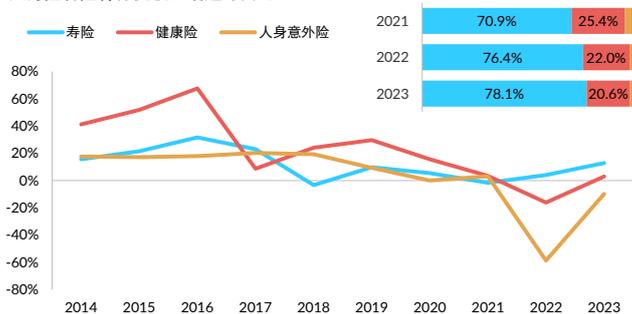


数据来源：国家金融监管总局，惠誉博华

人身险业务发展仍然受制于代理人流失。截至 2023 年 9 月末，全国保险公司销售人员 291 万人，同比下降 19.6%，较 2019 年顶峰时期的 973 万人下降逾 680 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产代理人，惠誉博华预计代理人数量将逐步企稳，其中高产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。2023 年 11 月，中国保险行业协会起草了《个人保险代理人销售能力资质等级标准（人身保险方向）（讨论稿）》，意在推动代理人分级管理，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。

2023 年，人身险各细分险种保费收入增速均有回升，占比最高的寿险业务在 2023 年实现最快增长，占比继续提升，仍然是推动保费收入增长的主要动力。

人身险各险种保费收入增速与占比



数据来源：国家金融监管总局，惠誉博华

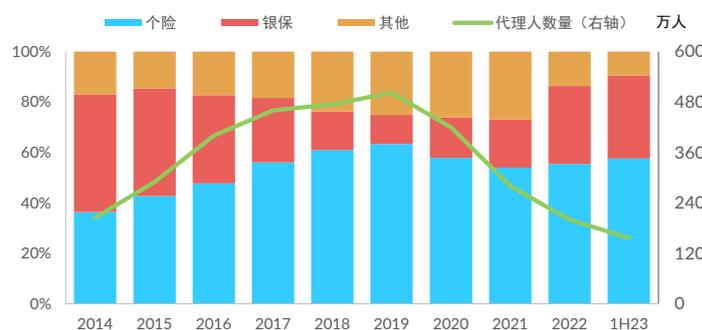
储蓄型产品方面，宏观经济下行压力仍存，居民储蓄意愿加强，随着银行存款和理财产品收益率持续走低，确定收益率的增额终身寿险成为 2023 年热销险种。但是这类产品对保险公司的价值贡献较低，在利率中枢下行过程中将加大保险公司投资难度。因担忧较高的利差损风险，监管机构要求寿险公司的万能结算利率在 2024 年 1 月需压降至 4% 以下，并在 6 月进一步压降至 3.8% 以下，部分规模较大及风险处置机构则要求压降至 3.5% 以下。惠誉博华

预计“保本保收益”的储蓄型保险仍将是 2024 年“开门红”的主力产品，但是鉴于监管机构加强“开门红”预收款规范和银保渠道“报行合一”的要求，我们预计 2024 年“开门红”期间保费增速将有所收窄，但 2024 年市场利率继续下行预期下，储蓄型保险产品仍具较强竞争力。

经济徐缓复苏推动居民对于高端保障产品的需求回升，同时惠民保等产品受政策性影响对重疾险的替代效应减弱，代理人转型初见成效推动 2023 年健康险产品在销售开始出现弱回暖。此外，与储蓄型产品不同，重疾险产品结构和条款复杂，对销售能力的依赖性强，一般仅通过代理人销售，虽然代理人队伍缩减仍在持续，但随着代理人产能逐步提升，代理人转型初见成效，重疾产品销售有所回暖。惠誉博华预计，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上涨，健康类产品的保障缺口或将扩大，随着宏观经济缓慢修复，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。

销售渠道方面，在储蓄型产品高景气需求推动下，上市保险公司代理人渠道 2023 年上半年保费收入快速增长，但下半年增速随高预定利率产品停售大幅收窄。2023 年上市寿险公司个险渠道人力质态有所改善，代理人流失速度放缓，人均产能显著提升。惠誉博华预计，2024 年随着代理人数量趋于稳定以及高质量代理人产能提升，个险新单保费有望企稳回升，占比或将继续维持在 50% 的水平。

上市险企新单保费结构及代理人数量



数据来源：上市保险公司披露报告，惠誉博华

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，保费贡献度持续上升。2023 年上半年，上市险企银保渠道新单保费同比增速超 50%，银保渠道占比超过 30%。银保渠道具有广泛的网点布局和庞大的客户群体，客户需求以理财性质的储蓄型保险为主，在利息净收入持续收窄、理财产品表现较弱及盈利承压背景下，银行也有较大动力推动储蓄型保险的销售，以促进中间收入增长。为控制银保渠道不合理费用竞争，减少“费差损”，2023 年 8 月，国家金融监管总局提出在银保渠道推行“报行合一”。惠誉博华预计，银保渠道“报行合一”有助于缓解银保渠道费用竞争加大和盈利承压的现状，促进行业提升产品和服务差异化竞争，中小保险公司难以通过费用竞争进入市场，市场份额将继续呈现向头部集中的趋势。

惠誉博华预计，2024 年经济下行压力有所缓解，寿险行业保费收入仍将保持较快增速。一方面，市场利率继续下行预期下，寿险公司的储蓄型产品竞争力仍存。另一方面，各主要上市保险公司积极推进渠道转型，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，随着银保渠道向价值贡献转型，预计 2024 年保费收入和新业务价值的贡献度将进一步提升。

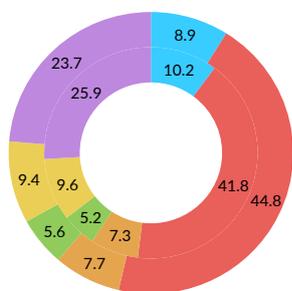
长期利率债、权益类资产及新基建配置占比有望提升；利率中枢下行及资本市场风险释放仍可能拖累险资投资收益目标

保费收入快速增长推动保险资金规模继续扩大，截至 2023 年 9 月末，保险资金运用余额 275,230.6 亿元，同比增长 10.9%，其中，人身险公司资金运用余额 245,787.4 亿元，同比增长 11.2%。险资配置以固定收益类产品为主，2023 年 9 月末，人身险公司的债券、股票、证券投资基金配置占比同比提升，而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

- 银行存款
- 债券
- 股票
- 证券投资基金
- 长期股权投资
- 其他

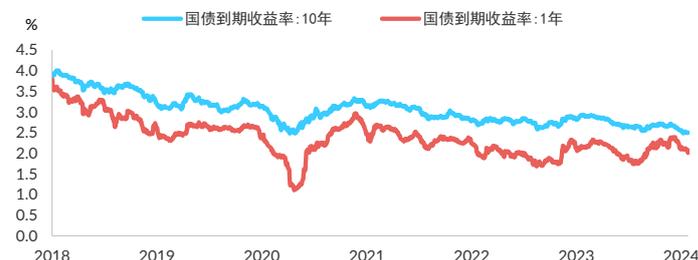
内环：9M22
外环：9M23
单位：%



数据来源：国家金融监管总局，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，2023 年 9 月末，保险资金债券投资占比由 2022 年 9 月末的 41.8% 上升至 44.8%。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，2023 年 10 年期国债到期收益率下行 26.7bps。2023 年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拉长资产端久期，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，在惠誉博华的资本评价体系中，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。2024 年，中国经济仍面临有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱等困难和挑战，LPR 有继续下调空间，债券收益率仍有继续下行空间，但未来经济修复预期有望推动期限利差上升。地方平台及中小金融机构风险逐步化解，相关信用风险继续修复，信用利差可能继续收窄，高收益标的仍会稀缺，我们预计险资配置长久期品种意愿将加强。

国债到期收益率震荡走弱

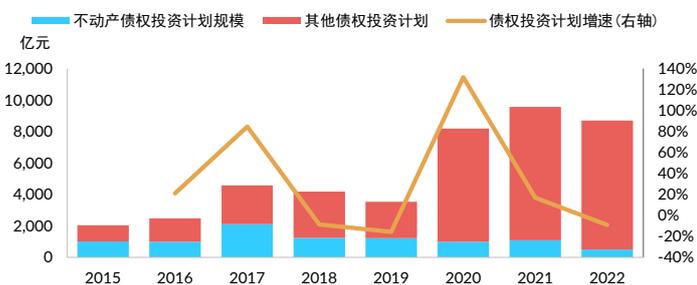


数据来源：Wind，惠誉博华

权益投资方面，2023 年 9 月末，人身险公司股票和基金合计持有比例同比提升 0.8 个百分点，基于目前 A 股市场持续下行，对于权益市场的增配体现出险资较大的参与意愿。面对固定收益类资产收益率低迷及超长债、优质非标资产供给不足的压力，而且目前股票估值处于低位，我们认为险资具有一定意愿提升权益类资产的配置比例，放宽保险资金权益类投资限制。2023 年 10 月，财政部发布《关于引导保险资金长期稳健投资 加强国有商业保险公司长周期考核的通知》，明确对国有商业保险公司净资产收益率的考核方式由“当年度指标”调整为“3 年周期指标+当年度指标”相结合。惠誉博华认为，建立长周期考核机制与寿险资金负债端长期性匹配，“长钱长投”有助于降低短期考核对其投资运作的不利影响，有助于释放险资投资权益市场的意愿。人身险公司的长期股权投资占比同期下降 0.2 个百分点，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养老产业链布局，有望在 2024 年迎来进一步增长。

其他金融产品主要包括集合资金信托计划、债权投资计划、资产支持计划和资产支持专项计划等非标准化投资资产，配置行业主要覆盖城投企业、房地产、金融和交通运输等，这类资产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。2023 年 9 月末其他金融产品占比同比下行 2.2 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，尤其是城投和房地产类标的供给不足，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，权益类金融产品的资本要求也大幅提升。2023 年国内房地产市场经历了深度调整与探底，目前仍未完全走出困境，但人身险公司对房地产行业的总体敞口较小，且各险企已对房地产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（详见研究报告《保险行业偿付能力在地产下行冲击下料将保持稳定》）。惠誉博华认为，中国经济处于新旧动能转换时期，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、新兴产业、各类 Reits 等领域的参与度。

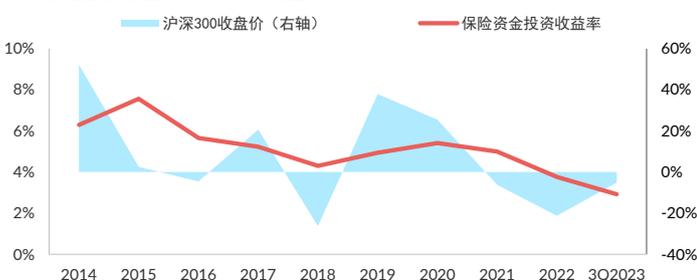
保险公司债权投资计划登记情况



数据来源：中国保险资产管理业协会，惠誉博华

投资收益方面，2023 年权益市场震荡下行，债市收益率继续走弱，前三季度人身险公司资金运用年化财务收益率 2.92%，较 2022 年继续下行。

保险资金投资收益与沪深 300 收盘价对比



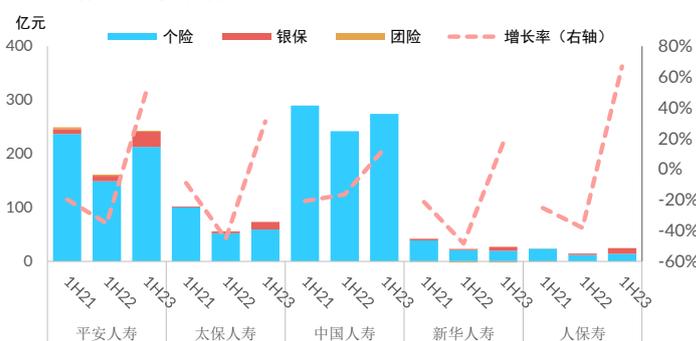
数据来源：国家金融监管总局，Wind，惠誉博华

整体来看，目前人身险公司负债端保持快速增长，但资产端可匹配的优质标的不足；负债端成本刚性较强，国内权益市场波动加剧、收益下行对保险资产端收益带来压力；我国债券市场长久期资产仍然匮乏，储蓄型寿险业务的增长使资产负债久期缺口继续承压。惠誉博华预计，2024 年宏观经济呈现复苏态势，险企投资端将通过加配长周期利率债、低估值蓝筹股及大体量新基建资产，以维持稳定的收益水平。

人身险公司 2024 年盈利实现主要受到资产端投资收益所限

2023 年人身险公司负债端压力有所缓解，保费收入重回两位数增速，但是受制于资产端收益下行压力，寿险公司盈利能力仍在下滑。根据上市公司披露的半年报，2023 年上半年，个险渠道作为主要价值渠道，新业务价值同比均有大幅回升，负债端利润贡献度持续提升，但是考虑到产品新业务价值使用的投资收益率假设仍有继续下行的可能，我们认为未来盈利实现仍有待考量。2023 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 1,212.1 亿元，同比继续下行 2.3%，降幅较 2022 年同期已有明显收窄，险企 ROE 进一步收窄，但也有部分原因是上市保险公司实施金融工具准则后以公允价值计量且其变动计入当期损益的资产增加，权益市场变动对利润造成的波动更大所致。

上市人身险公司新业务价值结构

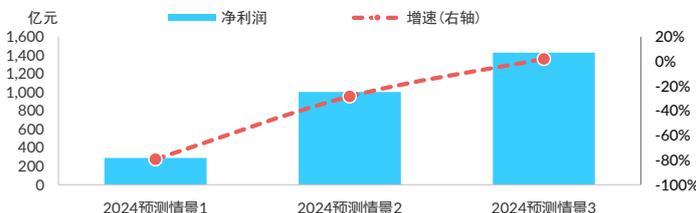


数据来源：上市公司中期报告，惠誉博华整理

从资产负债表来看，险企的利润主要受到保费收入和折现率变化的制约。为判断人身险行业盈利状况的发展趋势，基于惠誉博华对 2024 年保费收入增速和折现率变化情况的预期，我们设定了 3 类情景对人身险行业盈利情况进行了敏感性测试。具体情景设计请见附录。

鉴于长端利率仍在继续下行，2024 年人身险行业资产端收益仍然承压，惠誉博华预计人身险行业净利润将减少。同时考虑到上市险企已实施新准则，负债计量的贴现率使用评估日的利率曲线，净利润受到评估利率曲线的波动变大。根据各人身险行业敏感性分析结果，在中性预期下，2024 年人身险行业净利润将同比下降 28.4%。

人身险行业 2024 年承净利润敏感性分析

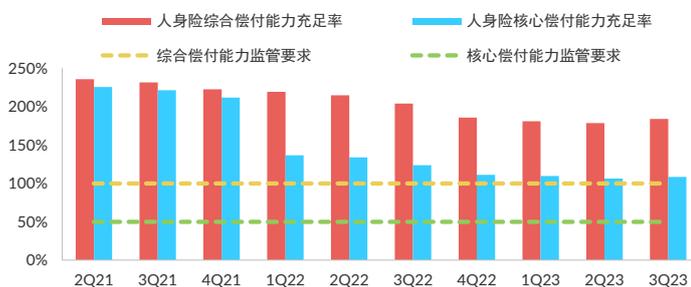


数据来源：惠誉博华

永续债落地和偿付能力监管标准优化将缓解人身险公司偿付能力下行压力

“偿二代”二期工程实施以来，资本认定更加严格，加之近两年资本市场的波动，人身险公司的核心偿付能力面临较大挑战。2023 年三季度，人身险公司综合偿付能力与核心偿付能力分别较 2022 年同期下降 19.9 和 15.2 个百分点，虽仍高于监管要求，但核心偿付能力充足率年内持续下降，部分寿险公司核心偿付能力充足率已接近监管红线，开展保险业务和增加投资品种均可能受到资本掣肘。

人身险行业偿付能力情况



数据来源：国家金融监管总局，惠誉博华

2022年8月，中国人民银行和原银保监会联合印发《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》，允许符合条件的保险公司发行无固定期限资本债券，保险公司无固定期限资本债券清偿顺序在保单持有人、普通债务和资本补充债之后，包含减记和转股条款，行使赎回权需报监管机构，赎回后综合偿付能力充足率不得低于100%，与资本补充债相比，没有到期日和利率跳升机制、支付利息后偿付能力充足率不达标的应当取消付息。保险公司无固定期限资本债券可以补充保险公司的核心二级资本，并起到改善核心偿付能力充足率和综合能力偿付充足率的作用。

人身险公司无固定期限资本债券批复情况

序号	保险公司	批复额度(亿元)	批复时间
1	泰康人寿	200	2023/09
2	太平洋人寿	200	2023/11
3	太平人寿	200	2023/12
4	人民健康保险	25	2023/12
5	农银人寿	20	2023/11
6	建信人寿	20	2023/12
7	光大永明人寿	12.7	2023/12

数据来源：Wind, 惠誉博华

2023年11月，保险公司永续债已正式落地，截至目前已有7家保险公司获得永续债发行批复，累计规模超过600亿元，已完成发行357.7亿元，发行主体均为人身险公司。相对来说“偿二代”二期工程实施对寿险公司的核心偿付能力产生更大压力，永续债发行后其核心偿付能力充足率下行压力将得到一定缓解。惠誉博华预计，在“偿二代”二期工程实施后核心资本计量趋严背景下，永续债将替代资本补充债成为寿险公司补充核心资本的重要途径。

保险公司债券发行规模



数据来源：国家金融监管总局，惠誉博华整理

2023年9月，国家金融监管总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，在最低资本要求、10年期以上保单计入资本比例上限等方面差异化调整了保险公司偿付能力监管标准。

其中最低资本方面要求总资产5,000亿元以下的人身险公司，最低资本按照95%计算偿付能力充足率。目前除头部7家人身险公司资产规模超过5,000亿元外，其余人身险公司都将通过此轮调整获益。资本计量标准将保险公司高于10年期以上保单未来盈余计入核心资本比例由之前的上限35%提高至40%，调整后人身险公司核心与实际资本都将取得一定提升。惠誉博华预计，通过此轮差异化调整后，绝大多数保险公司偿付能力充足率将获得提升，人身险公司也将加大对于长久期保险业务的投入以节约资本。

展望2024年，人身险公司偿付能力可能受到负债端业务持续扩大、资产端信用风险暴露以及盈利收窄的拖累，但惠誉博华预计，无固定期限债券放量发行有助于支撑核心偿付能力保持稳定。

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 2024 年人身险保费收入和折现率精算假设的三种情景预测，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 5%，为支持经济发展，货币政策仍然宽松，10 年期国债到期收益率继续下行 20 bps。

情景 2：保费增速回暖至 7%，10 年期国债到期收益率继续下行 10 bps。

情景 3：保费增速回暖至 10%，10 年期国债到期收益率继续下行 5 bps。

人身险公司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	5%	7%	10%
10 年期国债到期收益率变动	-20bps	-10bps	-5bps
2024 年预期净利润（亿元）	289.6	1,001.9	1,428.0
2024 年预期利润增速	-79.3%	-28.4%	2.0%

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。