

偿二代二期工程季报评价体系（寿险篇）

细拆资本构成，探析经营效率

增持（维持）

2022年05月14日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

研究助理 方一字

执业证书：S0600121060043

fangyy@dwzq.com.cn

投资要点

- **保险业自编报2022年第1季度偿付能力季度报告起全面实施二期工程。**首份偿付能力报告摘要增加了对主要经营指标、管理层分析与讨论等披露要求，同时细化了实际资本和最低资本披露要求。我们选取传统老七家国内寿险公司（中国人寿、平安人寿、太保人寿、泰康人寿、新华人寿、太平人寿、人民人寿）和外资独资寿险代表友邦人寿，合计8家公司作为样本进行分析。
- **我们建立了【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系】，通过标准化打分加总的形式给样本寿险公司的季度经营情况、盈利能力水平和资本效率水平进行综合评价。**具体指标如下：1.财务指标（规模保费同比增速+；综合退保率-；ROE+；综合投资收益率+）；2.保单盈利能力（保单未来盈余/保险合同负债+）；3.净资产稳健性（净资产/核心资本+）；4.过渡期安排因子（保单未来盈余在核心资本中占比，超过35%扣减-）；5.最低资本构成（保险风险最低资本占比+）；6.资本经营效率（保单未来盈余/最低资本+）；7.承保经营杠杆倍数（假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产-）。经过标准化计算后，样本寿险公司得分由高至低为友邦人寿、新华人寿、平安寿险、泰康人寿、中国人寿、人民人寿、太保人寿、太平人寿。
- **偿付能力充足率变化：友邦、泰康、新华核心偿付能力充足率绝对水平降幅相对较大。**二期工程下实际资本与最低资本环比均有减少，但分母最低资本降幅更大。1Q22末样本寿险公司核心偿付能力充足率环比下降84.4pct.至153.4%，综合偿付能力充足率环比上升4.1pct.至248.4%。
- **实际资本分析：二期工程下，核心资本因保单未来盈余确认限制大幅下降，夯实实际资本是二期工程的核心目标。**中国人寿因净资产占核心资本高，实际资本降幅相对较小。我们通过计算实际资本明细中的披露保单未来盈余/保险合同负债，表征每单位人身险合同负债创造的保单未来盈余，长期负债经营效率更高，1Q22样本寿险公司排名前三：泰康人寿、平安寿险、友邦人寿。同时，我们创新地计算了二期工程下承保经营杠杆倍数指标（“假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产”），以表征股东投入每单位资本所需要最低要求的长期保单未来盈余，侧面体现出友邦、国寿和新寿潜在分红能力更强。
- **最低资本分析：寿险业务保险风险最低资本因新增疾病趋势风险，损失发生率风险大幅上升，保险风险上升；市场风险最低资本由于可计量利率风险的资产范围大幅增加，进而有效对冲负债端利率风险，市场风险下降。**样本寿险公司1Q22末寿险业务保险风险、非寿险业务保险风险、市场风险和信用风险最低资本占比分别为29%、1%、56%和14%（4Q21末为22%、1%、68%和10%），其中友邦人寿期末寿险业务保险风险最低资本占比最高（达50%），同时信用风险最低资本最低（达8%），体现为公司更加“姓保”。同时，我们创新地计算了“保单未来盈余/最低资本”指标，表征每消耗每单位要求资本所能创造的长期保单未来盈利，1Q22样本寿险公司排名前三：泰康人寿、友邦人寿、新华人寿。
- **投资建议：通过我们建立的【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系】能够更清晰且更高频率地分析样本寿险公司的季度经营情况、盈利能力水平和资本效率水平，并可横向和纵向进行比较分析，有助于市场更全面地分析上市公司基本面，优质上市公司估值溢价或将进一步提升。**截至2022年5月13日，平安、国寿、太保和新华对应2022年P/EV分别为0.53、0.54、0.37和0.32倍，均处于历史估值的绝对低位，推荐中国平安和中国太保，港股推荐中国财险。
- **风险提示：1）二期工程下偿付能力报告摘要为首次披露，相关指标解读与实际经营结果与风险水平可能存在偏差；2）奥密克戎变异毒株国内各地持续蔓延；3）股市波动导致投资收益下滑。**

行业走势



相关研究

- 《疫情散发&权益浮亏拖累资产负债两端，人力拐点或迎新单曙光》
2022-05-06
- 《个人账户制探索落地，养老金融大有可为》
2022-04-21
- 《疫情散发拖累车险保费增速，寿险队伍似现企稳迹象》
2022-04-15

内容目录

1. 引言：偿二代二期工程首份季度报告摘要披露	5
1.1. 二期工程补齐监管制度	5
1.2. 样本选择	6
1.3. 关于过渡期安排	7
1.4. 摘要报告框架	7
2. 主要指标结果分析	8
2.1. 偿付能力充足率指标	8
2.2. 流动性风险监管指标	10
2.3. 主要经营指标分析	11
3. 实际资本分析	14
3.1. 夯实实际资本是二期工程的核心目标	15
3.2. 保单未来盈余分组是降低实际资本的核心原因	15
3.2.1. 区分核心资本与附属资本	16
3.2.2. 业务盈利能力分析：保单未来盈余/保险合同负债	17
3.2.3. 过渡期政策申请实施分析	18
3.2.4. 净资产重要性明显提升	18
3.2.5. 从二期工程探析寿险公司“资本-成长-盈利”正循环	20
4. 最低资本分析	22
4.1. 最低资本的风险构成分析	23
4.2. 保险风险最低资本整体上升	24
4.2.1. 长寿风险更新	25
4.2.2. 重疾因子恶化	26
4.3. 市场风险最低资本整体下降	27
4.3.1. 利率风险最低资本大幅下降	28
4.3.2. 权益价格风险最低资本明显提升	30
4.4. 信用风险最低资本整体上升	32
4.5. 风险分散效应有所增强	33
4.6. 资本效率分析	35
5. 风险管理能力与风险综合评级（分类监管）	35
5.1. 风险管理能力	35
5.2. 风险综合评级（分类监管）	37
6. 主要结论与投资建议	38
6.1. 主要结论	38
6.2. 投资建议	41
7. 风险提示	41

图表目录

图 1:	偿二代二期工程整体框架	5
图 2:	偿付能力充足率计算框架	6
图 3:	样本人身险公司原保费收入占比 (2021)	6
图 4:	样本人身险公司 2021 年净利润与行业比较	6
图 5:	样本寿险公司 1Q22 偿付能力报告摘要框架	7
图 6:	样本寿险公司综合偿付能力充足率变化	9
图 7:	样本寿险公司核心偿付能力充足率变化	9
图 8:	1Q22 样本寿险公司净利润同比增速及 ROE 水平	13
图 9:	1Q22 样本人身险公司投资收益率水平	13
图 10:	1Q22 末样本寿险公司实际资本环比变化	14
图 11:	1Q22 末样本寿险公司核心资本环比变化	14
图 12:	偿二代二期工程夯实实际资本的措施	15
图 13:	1Q22 末样本寿险公司资本分级情况	17
图 14:	1Q22 末样本寿险公司资本分级情况	17
图 15:	1Q22 末样本寿险公司长期保单盈利能力对比	17
图 16:	样本可比寿险公司保单未来盈余分级确认情况	17
图 17:	样本寿险公司净资产/核心资本二期工程前后对比	20
图 18:	样本寿险公司净资产/实际资本二期工程前后对比	20
图 19:	从二期工程探析寿险公司“资本-成长-盈利”正循环	21
图 20:	1Q22 末样本寿险公司承保经营杠杆倍数指标	22
图 21:	1Q22 末样本寿险公司长期保单盈利设定要求度	22
图 22:	1Q22 末样本寿险公司最低资本环比变化	24
图 23:	样本寿险公司最低资本风险构成	24
图 24:	长寿风险不利情景因子 SF 对比	26
图 25:	28 种重度疾病病种 (2020 年定义) 经验发生率 (单位: 1/1000)	26
图 26:	1Q22 样本寿险公司利率风险最低资本环比	30
图 27:	1Q22 样本寿险公司利率风险最低资本占比	30
图 28:	1Q22 样本寿险公司权益价格风险最低资本环比	30
图 29:	1Q22 样本寿险公司权益价格最低资本占比	30
图 30:	一期工程与二期工程下, 权益标的市场风险因子对比 (根据不同标的上市板块及盈亏情况 变化情况)	32
图 31:	二期工程下下风险分散效应有所增强	34
图 32:	1Q22 末样本寿险公司资本经营效率指标	35
图 33:	控制风险因子 Q 与偿付能力风险管理评估结果 S	36
图 34:	控制风险最低资本占量化风险最低资本比例	36
图 35:	保险公司风险管理能力评分标准	37
图 36:	2021 年末保险业风险综合评级结果	38
图 37:	保险公司偿付能力风险构成	38
表 1:	样本寿险公司 1Q22 偿付能力变化表 (环比指的二期工程下的 1Q22 环比一期工程下的 4Q21 末)	8

表 2:	样本寿险公司 1Q22 偿付能力下季度预测值 (环比指的二期工程下的 2Q22 环比 1Q22) ...	9
表 3:	流动性风险指标披露分析	10
表 4:	样本寿险公司 1Q22 流动性风险监测指标结果 (单位: 万元, %)	11
表 5:	经营指标披露要求	11
表 6:	1Q22 样本寿险公司主要季度经营指标汇总	13
表 7:	保险公司应当根据保单剩余期限, 对保单未来盈余进行资本工具分级计量	16
表 8:	偿二代二期工程下 1Q22 末各级资本限额及监管标准	18
表 9:	保险公司主流资本补充工具对比	19
表 10:	1Q22 样本寿险公司最低资本表	23
表 11:	1Q22 样本寿险公司寿险业务保险风险最低资本构成占比	24
表 12:	长寿风险的不利情景因子 SF 计量对比	25
表 13:	死亡发生率风险不利情景因子 SF 对比	26
表 14:	疾病风险含义及不利情景因子 SF 计算方法	27
表 15:	1Q22 样本寿险公司市场风险最低资本表	28
表 16:	二期工程优化利率风险最低资本计量方法	29
表 17:	二期工程下权益价格风险因子明显提升	31
表 18:	二期工程信用风险框架变动	32
表 19:	1Q22 样本寿险公司信用风险最低资本表	33
表 20:	偿二代一、二期工程保险公司 MC 向量构成 (单元格内第一行为一期工程系数, 第二行为二期工程系数)	34
表 21:	风险分散效应二期工程 (1Q22) 相比一期工程 (4Q21) 有所提升	34
表 22:	1Q22 样本寿险公司 SARMRA 评级汇总	36
表 23:	东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系 (评价时间: 1Q22)	38
表 24:	东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系下样本公司标准化得分 (评价时间: 1Q22)	40
表 25:	上市险企估值表 (以 2022 年 5 月 13 日股价计)	42

1. 引言：偿二代二期工程首份季度报告摘要披露

1.1. 二期工程补齐监管制度

银保监会偿二代二期工程建设，补齐监管制度短板。2021年12月，银保监会发布20项保险公司偿付能力监管规则（II）（以下简称二期工程），标志着偿二代二期工程建设顺利完成。整体来看，二期工程通过全面实施穿透监管，提高长期股权投资和投资性房地产的资本要求，防止资本无序扩张。通过完善资本定义，修订保单未来盈余、财务再保险的资本分级标准，夯实了行业资本质量。通过降低专属养老保险、政策性农业保险等的资本要求，引导保险业回归本源、专注主业。通过降低专业科技保险公司、保险公司绿色债券投资、保险资金支持国家战略的投资资产的资本要求，增强保险业服务实体经济的能力。通过修订完善保险风险、市场风险、信用风险的最低资本计量标准，全面校准各项风险因子，提高了监管指标的风险敏感性和有效性。通过完善保险公司偿付能力风险管理要求、新增资本规划要求等，促进保险公司提高风险管理能力。二期工程体现了监管对资本无序扩张的监管与防范。

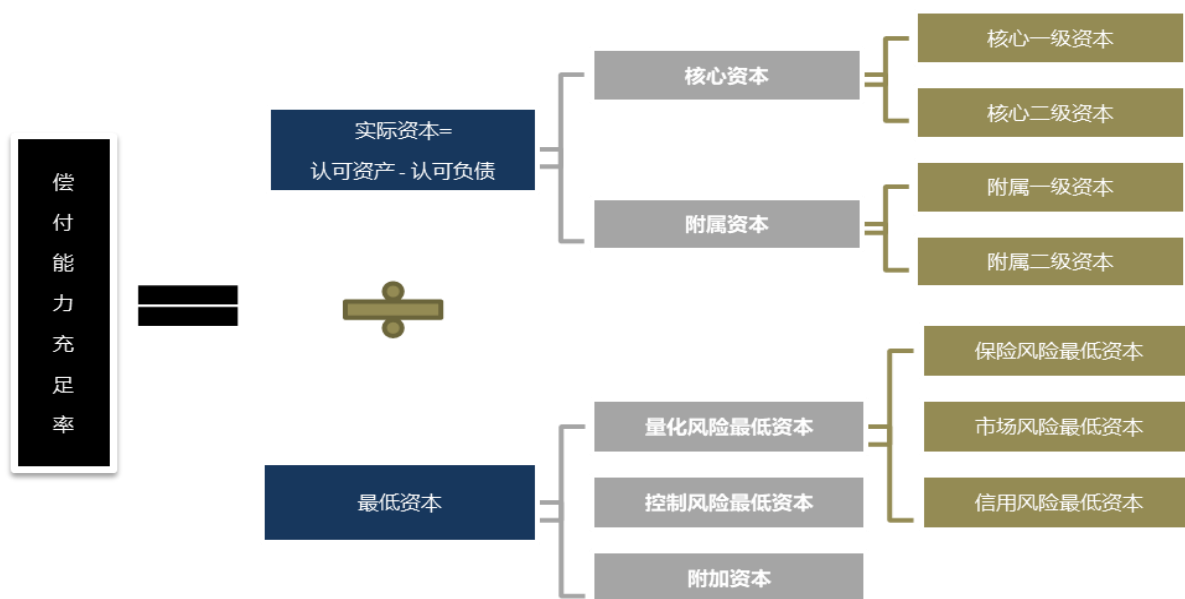
图1：偿二代二期工程整体框架



数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：蓝色标注的文件为二期工程新增

偿付能力充足率计算框架。偿付能力，是保险公司对保单持有人履行赔付义务的能力。银保监会以风险为导向，制定定量资本要求、定性监管要求、市场约束机制相结合的偿付能力监管具体规则，对保险公司偿付能力充足率状况、综合风险、风险管理能力进行全面评价和监督检查，并依法采取监管措施。偿付能力监管指标包括：核心偿付能力充足率、综合偿付能力充足率、风险综合评级。核心偿付能力充足率=核心资本/最低资本，衡量保险公司高质量资本的充足状况；综合偿付能力充足率=(核心资本+附属资本)/最低资本，衡量保险公司资本的总体充足状况。

图2：偿付能力充足率计算框架

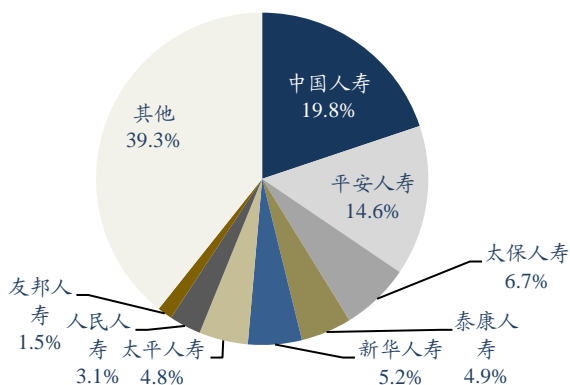


数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：二期工程下，实际资本和最低资本相比一期工程同时下降，但分子实际资本下降幅度更大，因子偿付能力充足率水平整体出现行业性下滑

1.2. 样本选择

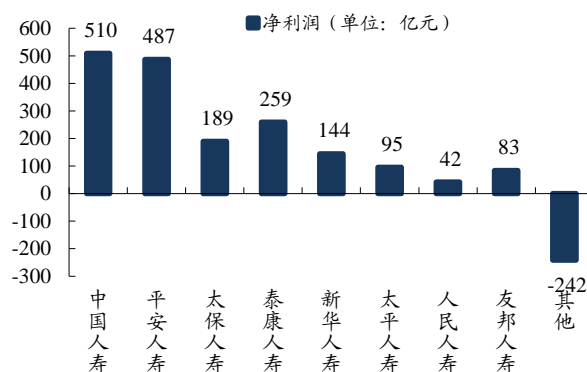
我国人身险行业呈现较强的龙头效应，头部公司无论是保费规模还是盈利能力均显著优于中小公司。我们选取了传统老七家国内寿险公司（中国人寿、平安人寿、太保人寿、泰康人寿、新华人寿、太平人寿、人民人寿）和外资独资寿险代表友邦人寿，合计8家公司作为样本进行分析。上述八家保险公司2021合计实现原保费收入18,953亿元，占到行业总保费的60.7%；净利润占到行业的115.4%，具有相当的代表性。

图3：样本人身险公司原保费收入占比（2021）



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图4：样本人身险公司2021年净利润与行业比较



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

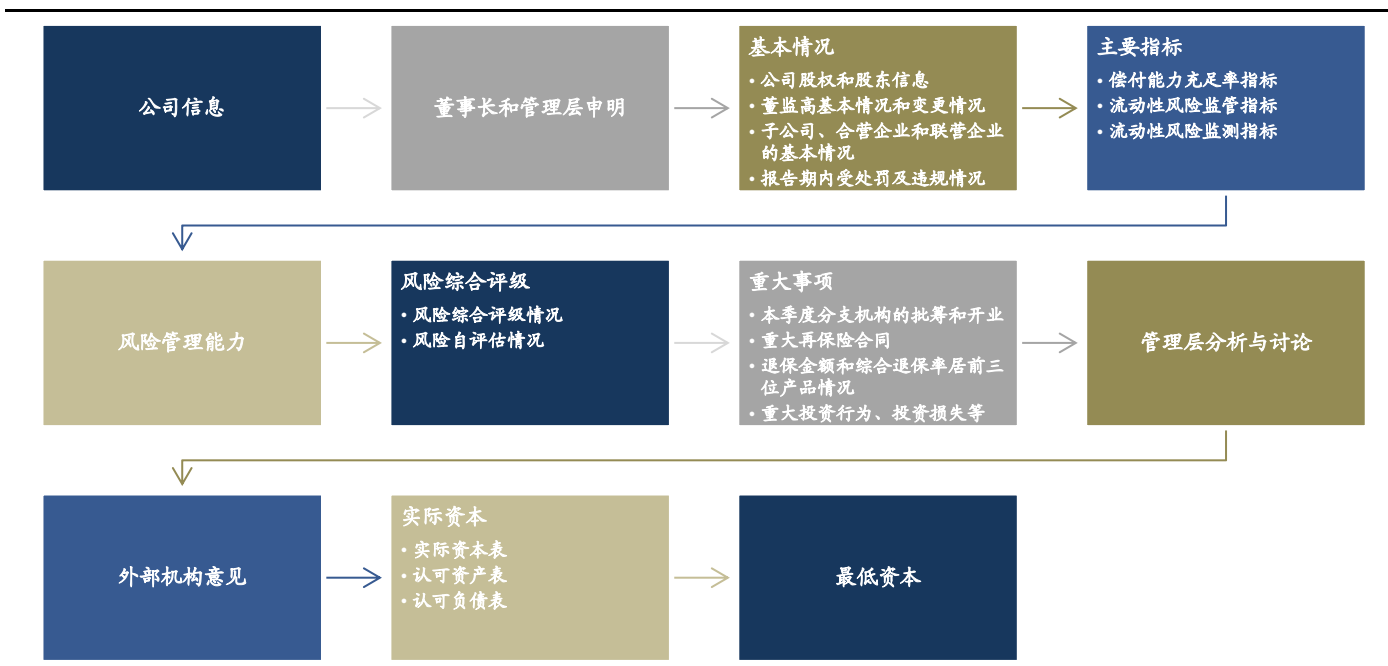
1.3. 关于过渡期安排

样本寿险公司中，太保人寿、太平人寿、平安寿险、泰康人寿申请过渡期政策。保险业自编报 2022 年第 1 季度偿付能力季度报告起全面实施二期工程，而因新旧规则切换导致核心/综合偿付能力充足率大幅下降，或跌破具有监管行动意义的临界点（如综合偿付能力充足率降至 150%/120%/100%以下，核心偿付能力充足率降至 75%/60%/50%以下）的保险公司，可向银保监会申请过渡期政策，允许在部分监管规则上分步到位，最晚于 2025 年起全面执行到位，也即所谓一司一策。经过我们测算，样本寿险公司中平安寿险、太保人寿、泰康人寿、太平人寿已按照过渡期政策实施，上述公司计入核心资本的保单未来盈余超过核心资本的 35%。1Q22 末，样本寿险公司中保单未来盈余在核心资本中占比由高至低为太保人寿(55%)、太平人寿(50%)、平安寿险(50%)、泰康人寿(45%)，而中国人寿、友邦人寿、人民人寿和新华人寿均严格按照 35%上限要求计入。

1.4. 摘要报告框架

二期工程下，更完善的信息披露也体现了第三支柱的市场约束机制，在第一支柱和第二支柱基础上，通过公开信息披露、提高透明度等手段，发挥市场的监督约束作用。《15 号：偿付能力信息公开披露》进一步扩展了保险公司偿付能力信息公开披露的内容，增加了对重大事项、管理层分析与讨论等披露要求，同时在资产端的披露更具有及时性，且细化了最低资本披露要求，保险风险、市场风险、信用风险在披露最低资本的基础上还需要披露各子类风险的最低资本。二期工程的实施将引导培育市场约束机制，继续提升市场透明度，充分发挥相关方的约束监督作用。

图5：样本寿险公司 1Q22 偿付能力报告摘要框架



数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：非上市保险公司应当在每季度结束后 30 日内，披露偿付能力季度报告摘要。上市保险公司及其子公司应当在第 1 季度和第 3 季度结束后 30 日内，披露偿付能力季度报告摘要；在披露半年度财务报告和年度财务报告的同时，披露第 2 季度和第 4 季度的偿付能力季度报告摘要

根据《第 18 号：偿付能力报告》要求，季度报告需包括以下部分：（一）公司信息；（二）董事会和管理层声明；（三）基本情况；（四）主要指标；（五）风险管理能力；（六）风险综合评级（分类监管）；（七）重大事项；（八）管理层分析与讨论；（九）外部机构意见；（十）实际资本；（十一）最低资本；（十二）压力测试。根据样本寿险公司偿付能力报告框架，我们总结如上图所示。

2. 主要指标结果分析

根据要求，保险公司应当列报偿付能力充足率指标、流动性风险监管指标和监测指标以及主要经营指标。

2.1. 偿付能力充足率指标

核心偿付能力明显下降，综合偿付能力保持稳定。1Q22 样本寿险公司期末实际资本为 32,101 亿元，较上季度末环比减少 7.2%，其中核心资本较上季末环比大幅减少 41.1% 至 19,826 亿元；期末最低资本为 12,922 亿元，较上季度末环比减少 8.7%。二期工程下实际资本与最低资本环比均有减少，但分母最低资本降幅更大所以整体综合偿付能力充足率提升，但核心资本的大幅下降使得核心偿付能力充足率大幅下降。

表1：样本寿险公司 1Q22 偿付能力变化表（环比指的二期工程下的 1Q22 环比一期工程下的 4Q21 末）

偿付能力水平 1Q22	中国人寿	平安 寿险	太保 人寿	泰康 人寿	新华 人寿	太平 人寿	人民 人寿	友邦 人寿	合计
认可资产环比	0.4%	4.9%	4.4%	-0.5%	0.9%	6.4%	0.7%	2.1%	2.4%
认可负债环比	-0.1%	11.4%	7.6%	3.7%	5.7%	14.7%	4.1%	10.5%	5.6%
实际资本环比	2.3%	-10.7%	-6.4%	-14.2%	-12.8%	-17.4%	-12.0%	-10.1%	-7.2%
最低资本环比	8.4%	-18.1%	-17.2%	-11.5%	-8.2%	-23.0%	-1.7%	1.0%	-8.7%
核心资本环比	-24.6%	-48.4%	-44.1%	-54.5%	-45.6%	-56.1%	-39.7%	-46.0%	-41.1%
期末核心偿付 能力充足率	176.4%	142.5%	147.0%	133.2%	144.2%	111.6%	135.8%	234.0%	153.4%
核心偿付能力 充足率变化	-77.3.pct	-83.5.pct	-71.pct	-125.7.pct	-99.2.pct.	-84.3.pct.	-85.6.pct.	-203.7.pct.	-84.4 pct
期末综合偿付 能力充足率	247.6%	251.3%	247.0%	251.6%	239.7%	223.1%	223.3%	389.8%	248.4%
综合偿付能力 充足率变化	-14.8.pct	20.9.pct	29.pct	-8.pct	-12.4.pct.	15.pct.	-26.1.pct.	-47.9.pct.	4.1pct

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

友邦、泰康、新华核心偿付能力充足率绝对水平降幅相对较大。1Q22 末样本寿险公司核心偿付能力充足率环比下降 84.4pct.至 153.4%，综合偿付能力充足率环比上升 4.1pct.至 248.4%。1Q22 末样本寿险公司核心偿付能力充足率由高至低为友邦人寿(234.0%)、中国人寿(176.4%)、太保人寿(147.0%)、新华人寿(144.2%)、平安寿险(142.5%)、人民人寿(135.8%)、泰康人寿(133.2%)、太平人寿(111.6%)；综合偿付能力充足率由高至低为友邦人寿(389.8%)、泰康人寿(251.6%)、平安寿险(251.3%)、中国人寿(247.6%)、太保人寿(247.0%)、新华人寿(239.7%)、人民人寿(223.3%)、太平人寿(223.1%)。从核心偿

付能力充足率来看，二期工程下 1Q22 环比一期工程下 4Q21 末，降幅由低至高为太保人寿(-71.0pct.)、中国人寿(-77.3pct.)、平安寿险(-83.5pct.)、太平人寿(-84.3pct.)、人民人寿(-85.6pct.)、新华人寿(-99.2pct.)、泰康人寿(-125.7pct.)、友邦人寿(-203.7pct.)。

图6：样本寿险公司综合偿付能力充足率变化

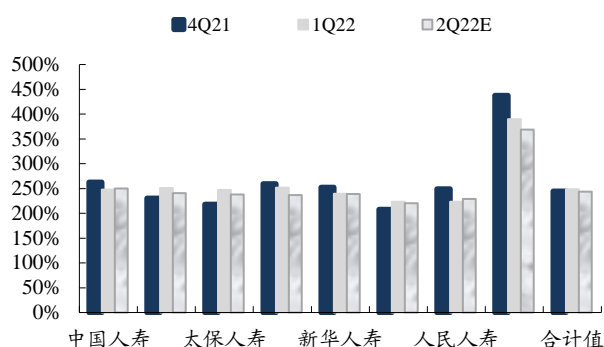
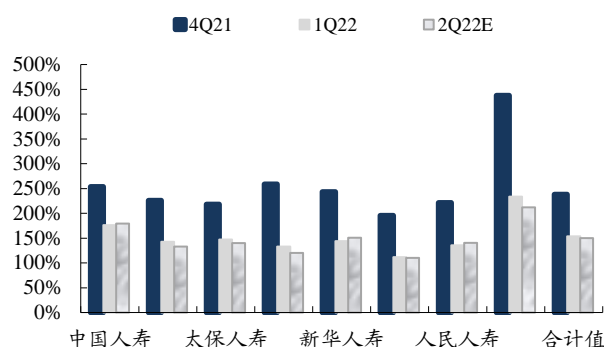


图7：样本寿险公司核心偿付能力充足率变化



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

样本寿险公司预计 2Q22 偿付能力充足率仍有下行空间。保险公司应当列报偿付能力充足率指标的本季度数、上季度可比数和基本情景下的下季度预测数¹。从下季度（也即 2Q22）预测值来看，样本寿险公司核心偿付能力充足率环比下降 3.4pct.至 150.02%，综合偿付能力充足率环比下降 4.7pct.至 243.67%。我们预计主要由于奥密克戎变异毒株的冲击，相关重大假设，包括新业务假设、赔付率假设和投资收益率假设等有下降所致。从核心偿付能力充足率预计值来看，2Q22 相比 1Q22 末，样本寿险公司变化幅度由高至低为新华人寿(+6.6pct.)、人民人寿(+4.7pct.)、中国人寿(+2.9pct.)、太平人寿(-1.4pct.)、太保人寿(-7.0pct.)、平安寿险(-9.5pct.)、泰康人寿(-13.1pct.)、友邦人寿(-21.9pct.)。

表2：样本寿险公司 1Q22 偿付能力下季度预测值（环比指的二期工程下的 2Q22 环比 1Q22）

1Q22 偿付能力表（下季度预测环比本季末）	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
认可资产环比	1.6%	0.7%	1.3%	8.9%	1.9%	3.3%	-1.0%	4.2%	2.0%
认可负债环比	1.6%	2.0%	2.1%	11.9%	0.8%	3.1%	-1.7%	9.2%	2.6%
实际资本环比	1.6%	-2.9%	-1.7%	-2.7%	5.6%	4.3%	2.2%	-4.6%	-0.1%
核心资本环比	2.3%	-5.4%	-2.8%	-6.7%	10.7%	4.3%	3.1%	-8.6%	-0.4%
最低资本环比	0.6%	1.3%	1.9%	3.4%	5.9%	5.6%	-0.3%	0.8%	1.9%
期末核心偿付能力水平	179.3%	133.0%	140.0%	120.2%	150.8%	110.2%	140.5%	212.1%	150.0%
核心偿付能力充足率变化	2.9pct	-9.5pct	-7pct	-13.1pct	6.6pct	-1.4pct	4.7pct	-21.9pct	-3.4pct
期末综合偿付能力水平	250.0%	240.7%	238.0%	236.8%	239.0%	220.3%	229.0%	368.8%	243.7%
综合偿付能力充足率变化	2.4pct	-10.6pct	-9pct	-14.8pct	-0.7pct	-2.8pct	5.7pct	-21.1pct	-4.7pct

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

¹下季度预测数主要考虑如下因素，对公司偿付能力状况有重大影响的经营活 动，包括公司改制上市计划、新产品上市计划、分支机构开设计划、业务结构调整、资产配置变化、资产负债管理改进等；预测时采用的重大假设，包括新业务假设、赔付率假设、死亡率假设、疾病发生率假设、退保率假设、费用假设和投资收益率假设等；

2.2. 流动性风险监管指标

保险公司应当列报流动性风险监管指标和监测指标的本季度数和上季度可比数，其中，流动性风险监管指标包括流动性覆盖率、经营活动净现金流回溯不利偏差率和公司净现金流。流动性风险，是指保险公司无法及时获得充足资金或无法及时以合理成本获得充足资金，以支付到期债务或履行其他支付义务的风险。人身保险公司的流动性风险监测指标包括经营活动净现金流、综合退保率、分红/万能账户业务净现金流、规模保费同比增速、现金及流动性管理工具占比、季均融资杠杆比例、AA级（含）以下境内固定收益类资产占比、持股比例大于5%的上市股票投资占比、应收款项占比、持有关联方资产占比等。

表3: 流动性风险指标披露分析

指标名称	计算方式	要求	备注
	$LCR_1 = \frac{\text{基本情景下公司现金流入} + \text{现金及现金等价物评估时点账面价值}}{\text{基本情景下公司现金流出}} \times 100\%$	不低于 100%	
流动性覆盖率	$LCR_2 = \frac{\text{压力情景下公司现金流入} + \text{现金及现金等价物评估时点账面价值} + \text{流动性资产储备变现金额}}{\text{压力情景下公司现金流出}} \times 100\%$	不低于 100%	计算未来 3 个月和未来 12 个月的流动性覆盖率
	$LCR_3 = \frac{\text{压力情景下公司现金流入} + \text{现金及现金等价物评估时点账面价值}}{\text{压力情景下公司现金流出}} \times 100\%$	不低于 50%	
经营活动净现金流回溯不利偏差率	$\frac{\text{经营活动净现金流实际值} - \text{经营活动净现金流预测值}}{\text{ABS (经营活动净现金流预测值)}} \times 100\%$ ABS表示绝对值。	最近两个季度不得连续低于-30%	
净现金流	过去两年及当年累计的公司整体净现金流状况	过去两个会计年度及当年累计额不得连续小于零	计算口径应当与“现金流量表”中的“净现金流”一致

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

综合来看，1Q22 当季流动性风险监测指标表现较优的前三样本寿险公司分别为友邦人寿、新华人寿和人民人寿。1Q22 季末，综合退保率当季最高为人民人寿（1.6%），当季最低为友邦人寿（0.3%）。规模保费同比增速当季最高为友邦人寿（21.6%），当季最低为中国人寿（-2.7%）。经营活动净现金流/保费收入当季最高为泰康人寿（70.0%），当季最低为人民人寿（28.7%）。AA级（含）以下境内固定收益类资产占比当季最高为太平人寿（5.5%），当季最低为人民人寿（0.01%）。

表4: 样本寿险公司 1Q22 流动性风险监测指标结果 (单位: 万元, %)

流动性风险监测	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿
经营活动净现金流	17,957,200	8,768,447	5,341,495	4,184,496	3,659,700	3,012,738	1,713,353	1,124,960
综合退保率	0.28%	0.86%	0.63%	0.81%	0.60%	0.74%	1.63%	0.25%
分红账户业务净现金流	1,559,900	-744,389	2,020,116	1,939,073	743,200	101,384	310,952	379,589
万能账户业务净现金流	1,957,400	1,772,163	1,278,453	1,798,303	303,800	294,777	119,174	107,373
规模保费同比增速	-2.74%	-2.36%	5.50%	0.87%	4.80%	-2.00%	19.85%	21.60%
现金及流动性管理工具占比	2.09%	2.25%	1.60%	1.78%	2.21%	2.40%	1.43%	2.28%
六、季均融资杠杆比例	2.71%	1.98%	4.90%	8.67%	2.75%	1.68%	3.93%	0.03%
AA 级(含)以下境内固定收益类资产占比	0.28%	1.34%	3.60%	0.16%	0.06%	5.52%	0.01%	0.79%
持股比例大于 5% 的上市股票占比	0.79%	1.56%	0.50%	1.43%	0.34%	0.00%	0.00%	0.00%
应收款项占比	1.12%	0.42%	1.80%	1.10%	0.47%	0.89%	0.42%	2.25%
持有关联方资产占比	2.12%	1.02%	2.90%	4.13%	3.16%	1.33%	8.00%	0.00%
经营活动净现金流/保费收入	57.00%	53.92%	53.71%	70.00%	56.40%	53.63%	28.68%	63.24%

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所; 注: 中国人寿未披露综合退保率和规模保费同比增速, 我们予以计算补充

2.3. 主要经营指标分析

根据要求, 保险公司应当列报以下经营指标的本季度数和本年度累计数。我们可以将指标披露分为两类: 保险公司统一披露的经营指标(产寿险公司统一披露)、人身险公司专属指标(包括效益类指标、规模类指标和品质类指标)。本次各公司公开披露的指标主要包括全部保险公司统一披露的经营指标和人身险公司专属品质类指标下的综合退保率。其中综合退保率既是流动性风险监测指标, 又是品质类指标, 重要性可见一斑。监管本次季度报告披露中要求新增披露多种此前未要求披露的指标, 并且以效益类指标为先、规模类指标次之, 辅以品质类指标, 体现高质量发展的政策引导。

表5: 经营指标披露要求

指标名称	指标类型	计算方法	披露
保险业务收入		与利润表保持一致	是
净利润		与利润表保持一致	是
总资产	保险公司	与利润表保持一致	是
净资产	统一披露	与利润表保持一致	是
保险合同负债	经营指标	未到期责任准备金、未决赔款准备金、寿险责任准备金和长期健康险责任准备金;	是
基本每股收益		EPS	是

净资产收益率		ROAE	是
总资产收益率		ROAA	是
投资收益率		$(\text{投资收益} + \text{公允价值变动损益} + \text{汇兑损益} - \text{投资资产减值损失} - \text{投资业务的税金及附加} - \text{利息支出}) \div \text{报告期资金运用平均余额} \times 100\%$	是
综合投资收益率		$(\text{投资收益} + \text{公允价值变动损益} + \text{汇兑损益} + \text{可供出售金融资产的公允价值变动净额} - \text{投资资产减值损失} - \text{投资业务的税金及附加} - \text{利息支出}) \div \text{报告期资金运用平均余额} \times 100\%$	是
剩余边际		公司未来利润的现值, 摊销模式在保单发单时刻锁定, 摊销稳定不受资本市场波动影响	否
新业务利润率	人身险公司效益类指标	本期新业务的首日利得 \div 新业务各期保费收入之和 $\times 100\%$ 。其中, 首日利得是指新业务在首次进行财务报表准备金评估时的剩余边际; 分母为总保费	否
新业务价值		当季度新业务价值	否
签单保费		当季度新单保费收入	否
新单首年期交签单保费		当季度新单首年期交签单保费	否
十年期及以上新单首年期交签单保费	人身险公司规模类指标	当季度十年期及以上新单首年期交签单保费	否
续期签单保费		当季度续期签单保费	否
前五大产品的信息		报告期内签单保费占前五位的产品名称、产品类型、签单保费等	否
分渠道的签单保费		包括银保渠道、个人渠道、团险渠道、互联网渠道及其他渠道	否
期末个人营销员数量		期末个人营销员数量	否
13个月续保率		$(\text{退保金} + \text{保户储金及投资款的退保金} + \text{投资连接保险独立账户的退保金}) \div (\text{长期险责任准备金期初余额} + \text{保户储金及投资款期初余额} + \text{独立账户负债期初余额} + \text{本年度签单保费}) \times 100\%$	否
综合退保率		$(\text{退保金} + \text{保户储金及投资款的退保金} + \text{投资连接保险独立账户的退保金}) \div (\text{长期险责任准备金期初余额} + \text{保户储金及投资款期初余额} + \text{独立账户负债期初余额} + \text{本年度签单保费}) \times 100\%$	是
个人营销渠道的件均保费	人身险公司品质类指标	个人营销渠道的首年保费 \div 个人营销渠道的新单件数 = (个人营销渠道的新单首年期交保费+个人营销渠道的趸交保费) \div 个人营销渠道的新单件数;	否
人均保费		个人营销渠道的首年标准保费 \div 个人营销员的平均数量。 其中, 首年标准保费是指人身保险公司根据银保监会有关规定将首年保费折算确定的标准保费, 个人营销员的平均数量 = (期初个人营销员数量 + 期末个人营销员数量) $\div 2$;	否
营销员脱落率		报告期内离职的营销员的数量 \div (期初营销员数量 + 报告期内新聘的营销员数量) $\times 100\%$	否

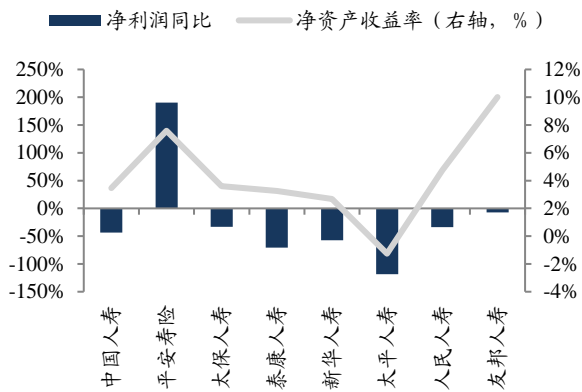
数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

注: 报告期资金运用平均余额 = (期初资金运用余额 + 期末资金运用余额) $\div 2$, 计算时应扣除独立账户的投资资产及其投资收益

从当季表现综合来看,友邦人寿无论是盈利能力还是投资能力均显著领跑样本保险公司,平安人寿和人民人寿次之,太平人寿、泰康人寿相对较弱。1Q22 样本寿险公司合计实现保险业务收入 8,355 亿元;实现净利润 501 亿元,期末净资产为 1.14 万亿元,1Q22 样本寿险公司平均净资产收益率为 4.35%,平均投资收益率为 0.88%,平均综合投资收益率(考虑了可供出售金融资产浮动盈亏后)为-0.20%。从盈利能力来看,ROE 由高至低为友邦人寿(10.0%)、平安寿险(7.6%)、人民人寿(4.7%)、太保人寿(3.6%)、中国人寿(3.5%)、泰康人寿(3.3%)、新华人寿(2.7%)、太平人寿(-1.3%)。

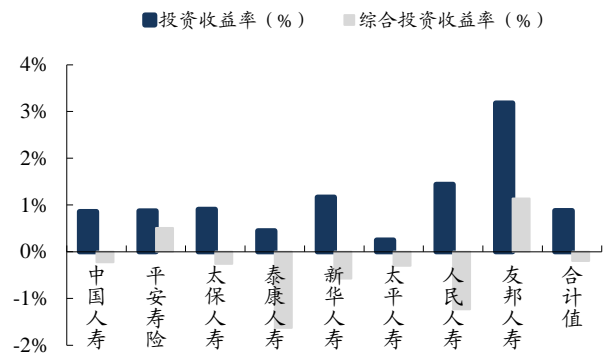
1Q22 受权益市场大幅波动影响,样本寿险公司净利润同比下降 23.7%,平均 ROE 为 4.35%。1Q22 样本寿险公司净利润同比由高至低为平安寿险(190.3%)、友邦人寿(-7.3%)、太保人寿(-33.1%)、人民人寿(-33.7%)、中国人寿(-43.5%)、新华人寿(-57.7%)、泰康人寿(-70.9%)、太平人寿(-118.7%)。

图8: 1Q22 样本寿险公司净利润同比增速及 ROE 水平



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

图9: 1Q22 样本人身险公司投资收益率水平



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

表6: 1Q22 样本寿险公司主要季度经营指标汇总

指标名称-本季末数(单位: 亿元)	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
保险业务收入	3,150	1,626	995	598	649	562	598	178	8,355
净利润	164	216	36	25	27	-7	22	19	501
总资产	48,080	37,261	17,021	11,565	11,252	8,853	5,483	2,340	141,855
净资产	4,650	2,895	981	741	1,000	527	428	191	11,413
保险合同负债	36,682	22,702	13,342	6,508	9,036	6,725	4,051	1,897	100,942
净资产收益率	3.47%	7.59%	3.61%	3.26%	2.67%	-1.26%	4.74%	10.01%	4.35%
总资产收益率	0.34%	0.59%	0.22%	0.21%	0.24%	-0.08%	0.40%	0.83%	0.36%
投资收益率	0.86%	0.87%	0.91%	0.45%	1.17%	0.25%	1.44%	3.18%	0.88%
综合投资收益率	-0.22%	0.51%	-0.26%	-1.63%	-0.57%	-0.30%	-1.23%	1.14%	-0.20%

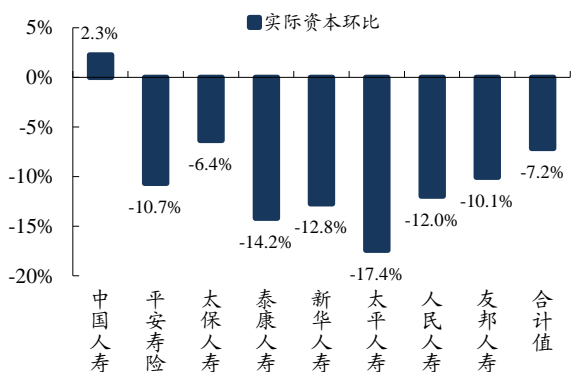
数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

从投资能力来看，友邦人寿因权益类资产敞口绝对值和相对占比均较低，受外部市场环境冲击较小，总/综合投资收益率水平领先同业。1Q22 沪深 300 和创业板指分别下跌 14.5%和 20.0%，而 1Q21 同期分别小幅下跌 3.1%和 7.0%，且行业头部公司均兑现浮盈，同期利润基数较高，样本保险公司投资收益率均有不同程度下降。投资收益率由高至低为友邦人寿(3.2%)、人民人寿(1.4%)、新华人寿(1.2%)、太保人寿(0.9%)、平安寿险(0.9%)、中国人寿(0.9%)、泰康人寿(0.5%)、太平人寿(0.3%)。更能体现投资能力全貌的综合投资收益率由高至低为友邦人寿(1.1%)、平安寿险(0.5%)、中国人寿(-0.2%)、太保人寿(-0.3%)、太平人寿(-0.3%)、新华人寿(-0.6%)、人民人寿(-1.2%)、泰康人寿(-1.6%)。泰康人寿在报告摘要中表示“2022 年一季度国内外宏观环境不确定性大幅增加，境内外资本市场剧烈波动，公司权益投资出现一定回撤。短期来看，公司有历史累积浮盈，一定程度可平滑市场短期波动冲击；长期来看，中国经济健康发展态势不变，公司将坚持长期投资、价值投资理念，持续发挥专业优势，提升长期收益水平。”

3. 实际资本²分析

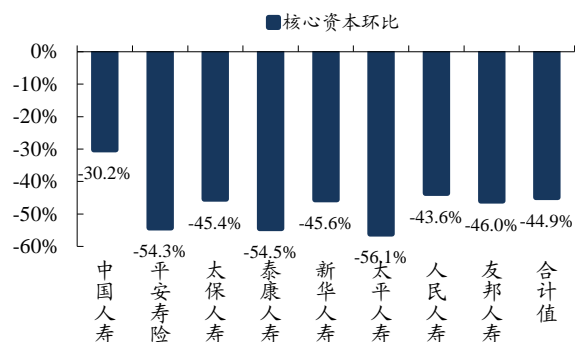
二期工程下，样本寿险公司实际资本减少，核心资本因保单未来盈余确认限制大幅下降，中国人寿降幅相对较小。1Q22 样本寿险公司期末实际资本为 32,101 亿元，较上季度末环比减少 7.2%，其中核心资本较上季末环比大幅减少 44.9%至 19,826 亿元。夯实实际资本是二期工程的核心目标。具体来看，实际资本 1Q22 较 4Q21 末环比增速由高至低为中国人寿(2.3%)、太保人寿(-6.4%)、友邦人寿(-10.1%)、平安寿险(-10.7%)、人民人寿(-12.0%)、新华人寿(-12.8%)、泰康人寿(-14.2%)、太平人寿(-17.4%)；核心资本 1Q22 较 4Q21 末环比增速由高至低为中国人寿(-30.2%)、人民人寿(-43.6%)、太保人寿(-45.4%)、新华人寿(-45.6%)、友邦人寿(-46.0%)、平安寿险(-54.3%)、泰康人寿(-54.5%)、太平人寿(-56.1%)。无论是实际资本还是核心资本，中国人寿降幅相对较小，主要系净资产在实际资本占比较高所致。

图10: 1Q22 末样本寿险公司实际资本环比变化



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图11: 1Q22 末样本寿险公司核心资本环比变化



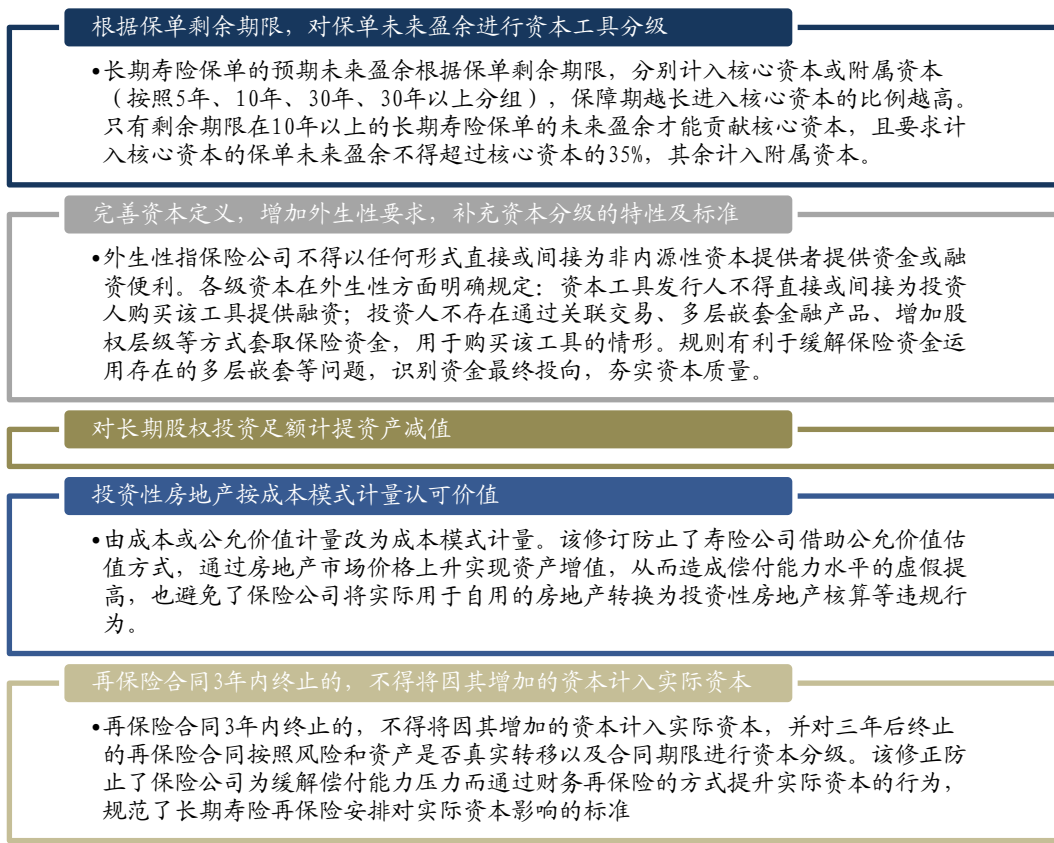
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

²实际资本是指保险公司在持续经营或破产清算状态下可以吸收损失的财务资源。实际资本等于认可资产减去认可负债后的余额。

3.1. 夯实实际资本是二期工程的核心目标

二期工程在实际资本认定方面做出以下调整，以夯实实际资本基础。1.按照剩余年限对保单未来盈余进行分组，并通过资本报酬率折现区分吸收损失能力，分别计入各级资本。2.对各级资本增加外生性要求。3.完善长期股权投资的认可标准，对长期股权投资及时进行减值测试，足额计提资产减值。4.完善投资性房地产的认可标准。5.防止部分保险公司过度依赖财务再保险改善偿付能力。

图12: 偿二代二期工程夯实实际资本的措施



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

3.2. 保单未来盈余分组是降低实际资本的核心原因

偿二代二期工程下，保险公司需要根据保单剩余期限，按照剩余年份期限 $[30, +\infty]$ 、 $[10, 30)$ 、 $[5, 10)$ 、 $(0, 5)$ 的划分标准，对保单未来盈余进行资本工具分级。只有剩余期限在10年以上的长期寿险保单的未来盈余才能贡献核心资本，且要求计入核心资本的保单未来盈余不得超过核心资本的35%，其余计入附属资本。相较于一期工程不区分期限直接计入核心资本，二期工程对核心资本的计入提出了更高要求。二期工程根据保单剩余期限对保单未来盈余进行严格的资本分级，且随着保障期越长，保单未来盈余进入核心资本的比例越高，这一举措体现监管鼓励保险公司发行久期更长的保障型产品以提升核心偿付能力充足率³。二期工程进一步区分了核心资本与附属资本差异化的监管理念，

³注：期限越长的保单盈余，盈余确定性较强，风险越低。其原因在于，若将保单未来盈余看作债券，例如永续债的本金和利息的

体现了夯实资本质量，强化核心资本的损失吸收能力监管导向。同时，严格的限额标准也有利于抑制保险公司盲目扩张冲动，防范风险，进一步提高资本质量。

表7：保险公司应当根据保单剩余期限，对保单未来盈余进行资本工具分级计量

保单剩余期限	对应的资本报酬率折现到评估时点的现值	剩余部分
30年（含）以上	保单未来盈余按核心一级资本对应的资本报酬率折现到评估时点的现值，作为核心一级资本工具 (折现率13%)	附属一级资本工具
10年（含）以上、30年以内	保单未来盈余按核心二级资本对应的资本报酬率折现到评估时点的现值，作为核心二级资本工具 (折现率13%)	附属一级资本工具
5年（含）以上、10年以内	保单未来盈余按附属一级资本对应的资本报酬率折现到评估时点的现值，作为附属一级资本工具 (折现率10%)	附属二级资本工具
5年以内	保单未来盈余全部作为附属二级资本工具	

数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：保单未来盈余=财务报表下寿险合同负债账面价值-偿付能力报告下寿险合同负债认可价值-现金价值保证-所得税准备；根据规定保险公司各级资本应当符合以下限额标准：1.附属资本不得超过核心资本的100%；2.计入核心资本的保单未来盈余不得超过核心资本的35%；3.核心二级资本不得超过核心资本的30%；4.附属二级资本不得超过核心资本的25%。各级资本工具余额超过上述限额的，确认为资本性负债，以其超过限额的金额作为该负债的认可价值。

二期工程鼓励保险公司发展长期保障型业务。由于剩余期限为30年及以上的保单未来盈余折现后可以计入核心一级资本，剩余期限10-30年的保单未来盈余可折现计入核心二级资本，体现监管鼓励发展长久期高价值率业务的导向。二期工程下，寿险公司实际资本，尤其是核心资本常压开展长期保障型有助于扩大未来盈余总量，同时保障期越长，进入核心资本的比例越高，对核心充足率和综合充足率均有利。

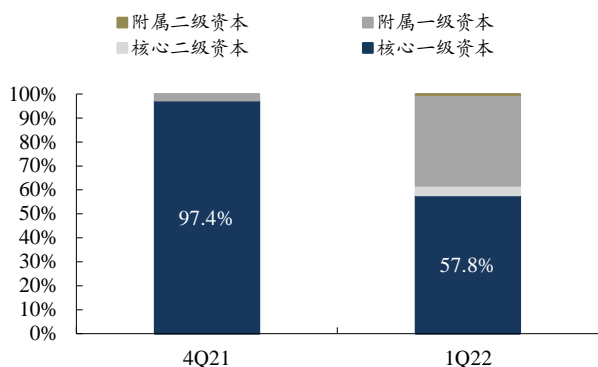
3.2.1. 区分核心资本与附属资本

偿二代二期工程下，实际资本修订补充了资本分级的特性及标准，根据资本吸收损失的性质和能力区分了核心资本和附属资本（根据资本吸收损失的性质和能力，保险公司资本分为核心资本和附属资本。核心资本是指在持续经营状态下和破产清算状态下均可以吸收损失的资本。核心资本分为核心一级资本和核心二级资本。附属资本是指在破产清算状态下可以吸收损失的资本。附属资本分为附属一级资本和附属二级资本），二期工程下1Q22样本寿险公司核心一级资本、核心二级资本、附属一级资本和附属二级资本在核心资本中占比分别为57.8%、3.9%、37.8%和0.4%（4Q21末为97.4%、0.0%、2.6%和0.0%）。

偿还时间无限后推，甚至可以不承担本金，这意味着风险发生时没有偿还本金的压力。对保险公司而言，久期越长的保单需确认的时间越远，不要求立即偿付，故这种类型的资本偿付压力越小，抵御风险能力强。

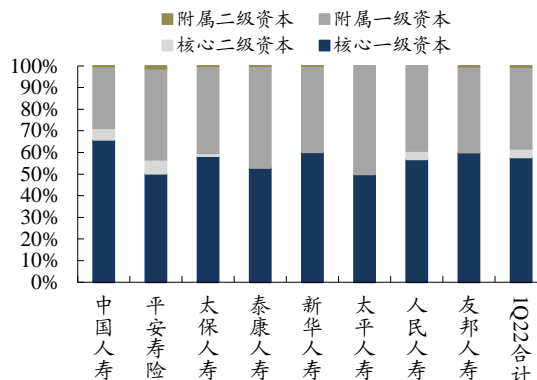
二期工程与欧盟偿付能力体系二代、香港RBC一脉相承。二期工程的实际资本中资本分级原则与国际接轨，与欧洲偿二代、香港RBC原则一致，即综合资本损失吸收能力、永续性、次级性质、在风险发生时是否加速破产过程、偿还本金的时间长短等指标来决定资本的好坏并分组，避免不同行业之间监管不同的可能性。但在具体的阈值设定上，与国际略有区别。资本分级的重点区别在于风险发生时是否能拿出真金白银来抵御风险。未来剩余边际越长越好，通过资本报酬折现区分吸收损失能力以计入核心资本。越短的以此类推进入核心二级或者是附属资本。

图13: 1Q22 末样本寿险公司资本分级情况



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

图14: 1Q22 末样本寿险公司资本分级情况

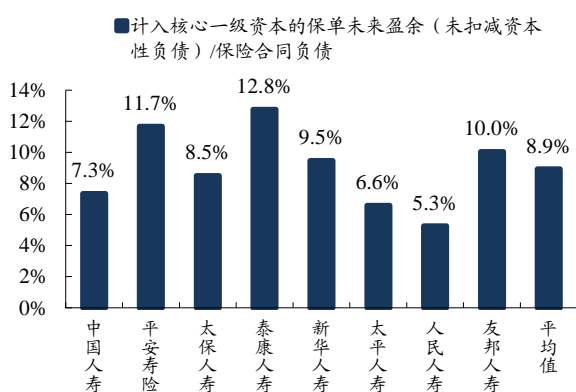


数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

3.2.2. 业务盈利能力分析: 保单未来盈余/保险合同负债

泰康人寿、平安寿险和友邦人寿长期保单盈利能力较强。为了更好分析存量保单长期盈利能力,我们使用二期工程下逐季披露的“保单未来盈余/保险合同负债”以表征存量保单盈利能力。需要指出的是,由于披露完整性限制,我们分子选用的是计入核心一级资本的保单未来盈余(未扣减资本性负债),该指标内涵是每单位的人身险合同负债创造的保单未来盈余,该比值越高表明人身险公司保单盈利能力越强,长期负债经营效率更高。1Q22 末计入核心一级资本的保单未来盈余/保险合同负债由高至低为泰康人寿(12.8%)、平安寿险(11.7%)、友邦人寿(10.0%)、新华人寿(9.5%)、太平人寿(8.5%)、中国人寿(7.3%)、太平人寿(6.6%)、人民人寿(5.3%)。

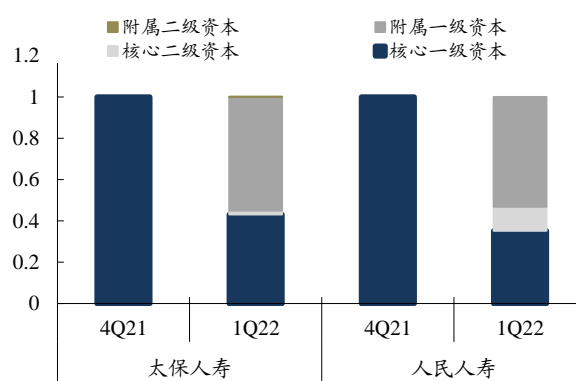
图15: 1Q22 末样本寿险公司长期保单盈利能力对比



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

注: 使用计入核心一级资本的保单未来盈余(未扣减资本性负债)/保险合同负债

图16: 样本可比寿险公司保单未来盈余分级确认情况



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

3.2.3. 过渡期政策申请实施分析

经过我们倒算，样本寿险公司中平安寿险、太保人寿、泰康人寿、太平人寿已按照过渡期政策实施，上述公司计入核心资本的保单未来盈余超过核心资本的 35%。1Q22 期末，保单未来盈余在核心资本中占比由高至低为太保人寿(55%)、太平人寿(50%)、平安寿险(50%)、泰康人寿(45%)，而中国人寿、友邦人寿、人民人寿和新华人寿均按照 35% 的比例要求。

由于核心二级资本/核心资本比值不得超过 30%，样本寿险公司尽可能将符合要求的保单盈余确认至核心资本。1Q22 末泰康人寿、新华人寿、太平人寿和友邦人寿均未确认核心二级资本项下的保单未来盈余。同时，根据附属资本不得超过核心资本的 100%（偿二代一期已有规则）的要求，在核心资本降低且可用附属资本足够多的情况下，太平人寿 1Q22 末的综合偿付能力充足率为核心偿付能力充足率的 2 倍。（根据要求，各级资本工具余额超过上述限额的，应当确认为资本性负债，以其超过限额的金额作为该负债的认可价值）。

为了进一步体现二期工程下，保单盈余分级确认的变化，我们对比了一期工程和二期工程前后样本可比寿险公司保单未来盈余分级确认情况。由于披露数据可得性限制，样本公司中仅太保人寿和人民人寿均详细披露的一期工程和二期工程前后保单未来盈余分级。4Q21 末（一期工程下）太保人寿和人民人寿的保单未来盈利全部计入核心一级资本，而二期工程下太保人寿调整为核心一级资本（43.1%）、核心二级资本（1.8%）、附属一级资本（55.0%）和附属二级资本（0%），人民人寿调整为核心一级资本（35.3%）、核心二级资本（11.6%）、附属一级资本（53.2%）和附属二级资本（0%）。

表8：偿二代二期工程下 1Q22 末各级资本限额及监管标准

1Q22 末各级资本限额及监管标准	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
保单未来盈余在核心资本中占比 (不得超过 35%)	35%	50%	55%	45%	35%	50%	35%	35%	45%
附属资本/核心资本 (不得超过 100%)	40%	76%	68%	89%	66%	100%	65%	67%	62%
核心二级资本/核心资本 (不得超过 30%)	7.4%	11.5%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	0.0%	6.4%
附属二级资本/核心资本 (不得超过 25%)	0.3%	2.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.6%	0.7%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所；红色数字表示接近或超过监管标准上限

3.2.4. 净资产重要性明显提升

二期工程下，净资产重要性显著提升，未来将成为寿险公司实际资本确认掣肘和上市公司估值重要参考中枢。根据二期工程《1号：实际资本》要求，保险公司应当以财务报表净资产为基础，分析对实际资本的影响方向，通过调增或调减净资产计算得到核心一级资本。根据实际资本计入比例限制，假设一家寿险公司期末净资产为 650 亿元，则保单未来盈余确认在核心资本中的比例最高为 350 亿元（650/(1-35%)-650=350），假

设无其他对净资产的调整额⁴，期末核心资本为 1,000 亿元，附属资本最高为 1,000 亿元，实际资本最高为 2,000 亿元，也即实际资本/净资产的最高杠杆倍数为 2.08(2000/650-1)。若实际资本超过净资产的 2.08 倍，则当年新业务带来的保单未来盈余的增加并不能带来偿付能力的提升，甚至会短期带来偿付能力的恶化（新业务短期无法带来利润，净资产无法增厚，而各级资本工具余额超过限额的，确认为资本性负债）。因此净资产作为实际资本计算基础，对核心资本的内源性贡献重要性提升。

长期以来，在资本刚性约束的监管环境下，资本规划一直是保险公司资本管理的重难点之一。2021 年 11 月，为完善保险公司资本补充机制，提高保险业风险抵御能力，保护投资者利益，央行会同银保监会起草《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）》，我们预计受二期工程影响较大的寿险公司，或将通过发行无固定期限资本债券提升核心资本，不过仍然受到不得超过核心资本的 30% 限额约束，但打开了保单未来盈余计入核心一级资本的空间。

表9：保险公司主流资本补充工具对比

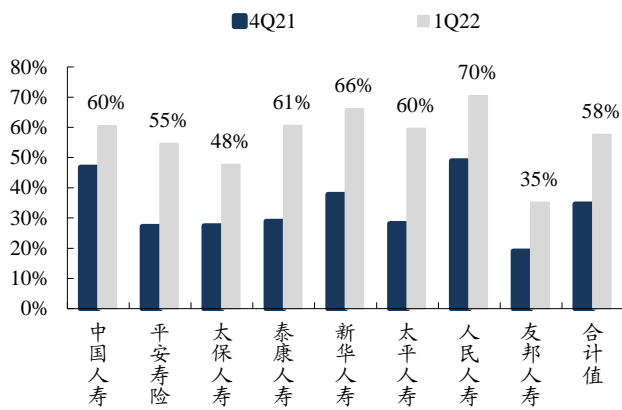
资本补充工具名称	次级定期债务	次级可转换债券	优先股	资本补充债券	无固定期限资本债券
监管文件	《保险公司次级定期债务管理办法》保监会令 2013 年第 5 号	《保险公司资本补充管理办法（征求意见稿）》		《中国人民银行、中国保险监督管理委员会公告》（【2015】第 3 号）	《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知（征求意见稿）》
期限	五年以上(含五年)	五年以上(含五年)	-	五年以上(含五年)	无固定期限
补充资本性质	附属一级资本	在转换为股份前，可以计入公司的附属一级资本	核心二级资本	附属一级资本	核心二级资本
是否有减记或转股条款	否	是	-	否	是
清偿或受偿顺序	列于保单责任和其他负债之后，先于保险公司股权资本	列于保单责任和其他普通负债之后，且在一定期限内依据约定的条件可以转换成公司股份	优先于普通股股东分配公司利润和剩余财产，但参与公司决策管理等权利受到限制	列于保单责任和其他普通负债之后，先于保险公司股权资本	--
发行额度要求	计入附属资本的次级债金额不得超过净资产的 50%	私募发行的次级可转换债券规模不得超过核心一级资本的 50%	已发行的优先股不得超过公司普通股股份总数的 50%，优先股募集资金不得超过发行前净资产的 50%	资本补充债券及符合中国保监会要求的次级定期债务之和不得超过净资产的 100%	无固定期限资本债券余额不得超过核心资本的 30%

数据来源：银保监会，原保监会，中国人民银行，东吴证券研究所

⁴ 寿险公司主要调整项包括：保单未来盈余、非认可资产的账面价值、长期股权投资的认可价值与账面价值的差额、投资性房地产的认可价值与账面价值的差额、递延所得税资产、长期寿险再保险合同相应的资本金额以及保险公司发行的符合核心一级资本标准的负债类资本工具按规定可计入核心一级资本的金额

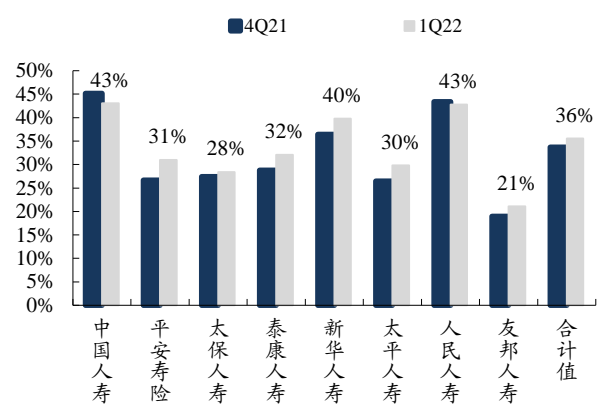
为了体现二期工程对净资产重要性提升，我们对比了一期工程和二期工程下样本寿险公司净资产/核心资本和净资产/实际资本比值。该比值越高表明资本扎实程度更高，但经营杠杆倍数较低，受二期工程影响更小，反之亦然。不过硬币另一面是，如果该比值过高，则表明保单未来盈余对资本的贡献度过低，如何平衡好“净资产—保单盈余-股东分配”，是寿险公司和行业监管的共同长期课题。1Q22 末净资产/实际资本由高至低为中国人寿(43.1%)、人民人寿(42.8%)、新华人寿(39.7%)、泰康人寿(32.1%)、平安寿险(31.0%)、太平人寿(29.8%)、太保人寿(28.4%)、友邦人寿(21.1%)。1Q22 末净资产/核心资本由高至低为人民人寿(70.3%)、新华人寿(66.1%)、泰康人寿(60.6%)、中国人寿(60.5%)、太平人寿(59.6%)、平安寿险(54.6%)、太保人寿(47.6%)、友邦人寿(35.1%)。

图17: 样本寿险公司净资产/核心资本二期工程前后对比



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

图18: 样本寿险公司净资产/实际资本二期工程前后对比

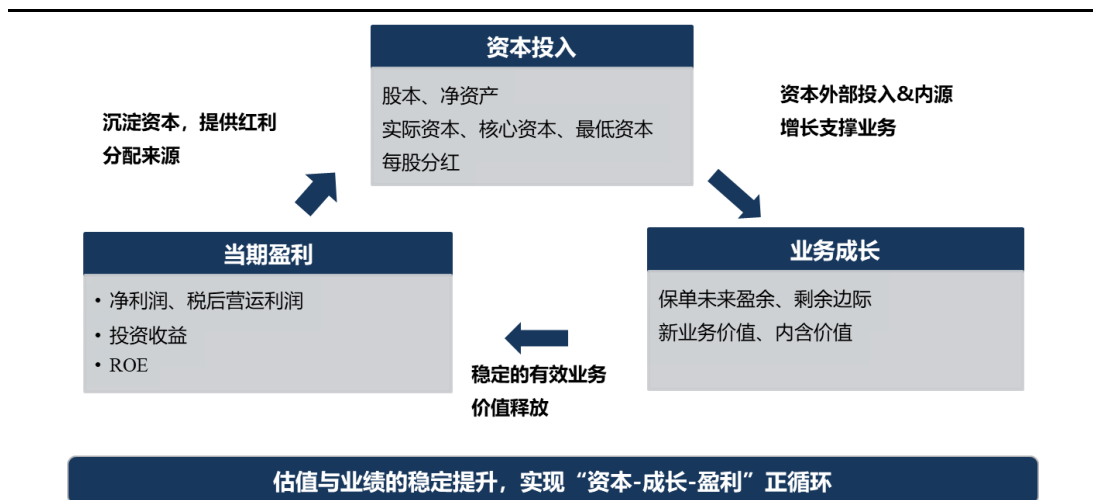


数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

3.2.5. 从二期工程探析寿险公司“资本-成长-盈利”正循环

从二期工程探析寿险公司“资本-成长-盈利”正循环。寿险公司股东通过资本投入支撑优质保单业务成长，进而驱动稳定有效业务价值利润释放，内源性资本再投入促成新业务的良性成长，由此实现了资本（净资产、偿付能力充足率、每股分红）、成长（保单未来盈余、剩余边际、新业务价值和内含价值）以及盈利（净利润、营运利润、投资收益、ROE）共生增长。优秀的寿险公司有望通过估值与业绩的稳定提升，实现“资本-成长-盈利”正循环。

图19：从二期工程探析寿险公司“资本-成长-盈利”正循环



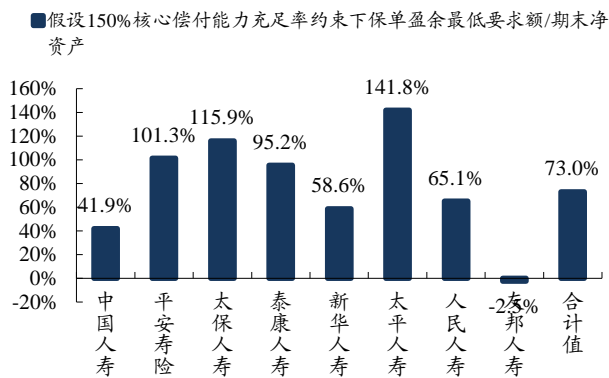
数据来源：银保监会，东吴证券研究所；

注：长期以来，在资本刚性约束的监管环境下，资本规划一直是保险公司资本管理的重难点之一。根据《14号：资本规划》要求，保险公司应当基于审慎性原则，根据资本管理目标和资本需求，对利润分配进行合理规划实现公司可持续发展和股东利益的平衡。

我们创新地计算了二期工程下承保经营杠杆倍数指标，以表征股东投入每单位资本所需要最低要求的长期保单未来盈余，侧面体现报表潜在分红能力。我们使用“假设 150% 核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产”以表征核心资本外生依赖度。该指标分子为“150%*期末最低资本-期末净资产-净资产调增/减项中除保单未来盈余外所有其他项目”，表示 150%核心偿付能力充足率约束下长期保单盈余最低要求额，分母为期末净资产，该指标内涵是股东投入每单位资本所需要最低要求的长期保单未来盈余，该比值越高表明寿险公司对长期保单未来盈利依赖度越高（也即承保经营杠杆倍数高），该比值越低表明寿险公司对长期保单未来盈利依赖度越低（也即承保经营杠杆倍数低）。1Q22 末假设 150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产由高至低为太平人寿(141.8%)、太保人寿(115.9%)、平安寿险(101.3%)、泰康人寿(95.2%)、人民人寿(65.1%)、新华人寿(58.6%)、中国人寿(41.9%)、友邦人寿(-2.5%)。

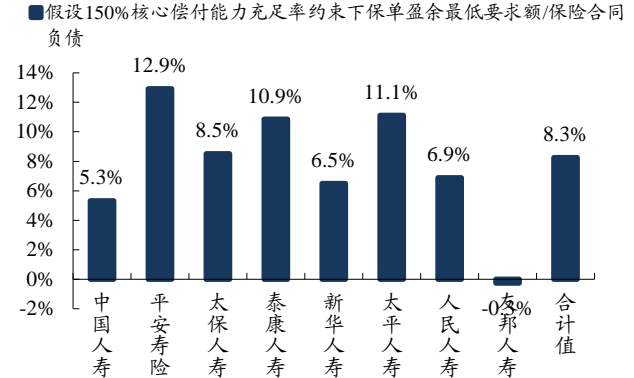
我们创新地计算了二期工程下长期保单承保盈利设定要求度指标，以表征股东投入每单位保险合同所需要最低要求的长期保单未来盈余。我们使用“假设 150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/保险合同负债”以表征保单盈利能力依赖度。该指标分子为“150%*期末最低资本-期末净资产-净资产调增/减项中除保单未来盈余外所有其他项目”，表示 150%核心偿付能力充足率约束下长期保单盈余最低要求额，分母为期末保险合同负债，该指标内涵是每单位保险合同所需要最低要求的长期保单未来盈余，该比值越高表明寿险公司对长期保单未来盈利设定要求度越高，该比值越低表明寿险公司对长期保单未来盈利设定要求度越低。1Q22 末假设 150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/保险合同负债由高至低为平安寿险(12.9%)、太平人寿(11.1%)、泰康人寿(10.9%)、太保人寿(8.5%)、人民人寿(6.9%)、新华人寿(6.5%)、中国人寿(5.3%)、友邦人寿(-0.3%)。

图20: 1Q22 末样本寿险公司承保经营杠杆倍数指标



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

图21: 1Q22 末样本寿险公司长期保单盈利设定要求度



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

4. 最低资本分析

相当业务规模和实际资本规模下, 最低资本越低表明资本消耗和占用越小。最低资本是指基于审慎监管目的, 为使保险公司具有适当的财务资源, 以应对各类可资本化风险对偿付能力的不利影响, 银保监会要求保险公司应当具有的资本数额。最低资本由三部分组成: 1.可资本化风险最低资本, 即保险风险、市场风险、信用风险对应的最低资本; 2.控制风险最低资本, 即控制风险对应的最低资本; 3.附加资本, 包括逆周期附加资本、系统重要性保险机构的附加资本以及其他附加资本。最低资本是计算偿付能力充足率的分母指标, 相同实际资本规模下, 最低资本越低偿付能力充足率越高。

1Q22 样本寿险公司最低资本为 12,922 亿元, 较上季度末环比减少 8.7%, 市场风险最低资本下降使得最低资本消耗降低。具体来看, 最低资本 1Q22 较 4Q21 末环比增速由高至低为中国人寿(8.4%)、友邦人寿(1.0%)、人民人寿(-1.7%)、新华人寿(-8.2%)、泰康人寿(-11.5%)、太保人寿(-17.2%)、平安寿险(-18.1%)、太平人寿(-23.0%)。具体来看, 1Q22 样本寿险公司量化风险最低资本环比 4Q21 下降 9.5%, 在整体最低资本构成中占比达 98.78%, 是核心资本消耗来源。其中各最低资本环比增速分别为寿险业务保险风险最低资本 (33.7%)、非寿险业务保险风险最低资本 (34.8%)、市场风险最低资本 (-16.7%)、信用风险最低资本(49.9%)、量化风险分散效应(减少项, 49.0%)。1Q22 末样本寿险公司中太平人寿期末最低资本环比 4Q21 下降幅度最大(达 23.7%, 平均为下降 9.5%), 主要系太平人寿市场风险最低资本环比下降 30.7%所致(平均为下降 16.7%); 中国人寿期末最低资本环比 4Q21 增长幅度最大(达 7.4%, 平均为下降 9.5%), 主要系中国人寿市场风险最低资本环比逆势增长 5.1%所致(平均为下降 16.7%), 资产负债匹配能力和权益价格风险波动是差异的核心来源。

4.1. 最低资本的风险构成分析

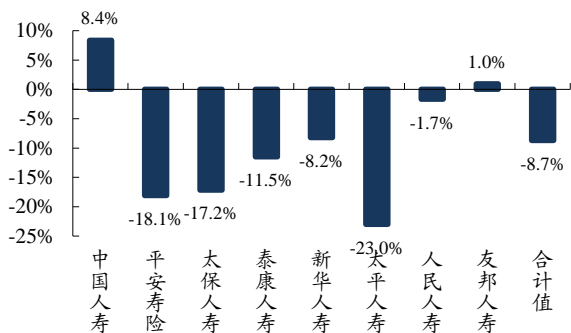
寿险业务保险风险最低资本由于新增疾病趋势风险，损失发生率风险有大幅上升，保险风险上升。市场风险最低资本由于可计量利率风险的资产范围大幅增加，进而有效对冲负债端利率风险，使得市场风险整体有所下降。信用风险最低资本由于各类风险因子的上调以及非基础资产穿透等要求，使得信用风险最低资本有所上升。具体来看，样本寿险公司 1Q22 末寿险业务保险风险、非寿险业务保险风险、市场风险和信用风险最低资本占比分别为 29%、1%、56%和 14%(4Q21 末为 22%、1%、68%和 10%)。具体来看，1Q22 末样本寿险公司中友邦人寿期末寿险业务保险风险最低资本占比最高(达 50%，平均为 29%)，同时信用风险最低资本最低(达 8%，平均为 14%)，二期工程下体现为公司更加“保险姓保”。中国人寿期末寿险业务保险风险最低资本占比最低(达 17%，平均为 29%)，同时市场风险最低资本最高(达 68%，平均为 56%)，二期工程下体现为受外部市场环境波动冲击更大。

表10: 1Q22 样本寿险公司最低资本表

最低资本表 1Q22 环比 4Q21 变动	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
量化风险最低资本	7.4%	-18.9%	-17.9%	-12.3%	-9.0%	-23.7%	-2.5%	0.1%	-9.5%
其中：寿险业务保险风险最低资本	34.8%	26.6%	44.9%	41.1%	44.8%	41.1%	53.2%	12.8%	33.7%
其中：非寿险业务保险风险最低资本	47.1%	8.5%	50.6%	-3.2%	-0.3%	23.2%	-9.3%	1.4%	34.8%
其中：市场风险最低资本	5.1%	-27.9%	-29.1%	-18.2%	-23.1%	-30.7%	-11.3%	9.0%	-16.7%
其中：信用风险最低资本	19.8%	73.4%	56.8%	39.4%	183.0%	47.3%	36.6%	73.4%	49.9%
其中减少：量化风险分散效应	39.6%	49.0%	49.1%	48.1%	89.4%	48.8%	48.1%	49.3%	49.0%
损失吸收效应调整	-0.6%	1.8%	2.7%	-0.6%	-5.9%	3.6%	2.5%	49.3%	1.4%
控制风险最低资本	-32.6%	-45.9%	-66.7%	-49.4%	-154.5%	-65.6%	-487.1%	-58.7%	-48.2%
附加资本	-	-	-	-	-	-	-	-	-
最低资本合计	8.4%	-18.1%	-17.2%	-11.5%	-8.2%	-23.0%	-1.7%	1.0%	-8.7%
1Q22 末简单量化风险构成	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
寿险业务保险风险最低资本	17%	38%	29%	28%	31%	31%	25%	50%	29%
非寿险业务保险风险最低资本	2%	0%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%
市场风险最低资本	68%	50%	50%	57%	52%	54%	57%	42%	56%
信用风险最低资本	14%	12%	20%	14%	16%	14%	17%	8%	14%
量化风险简单加总	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

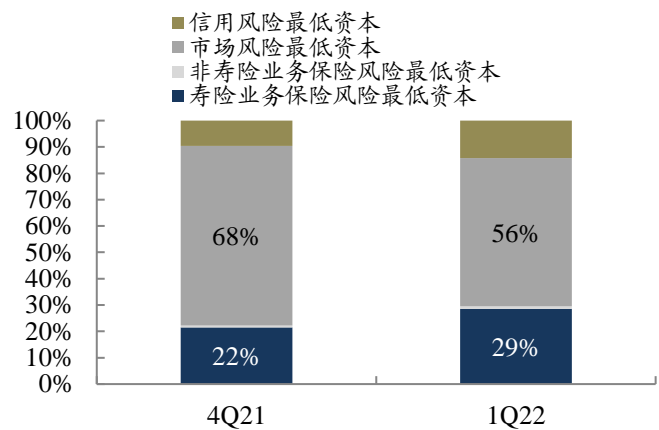
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图22: 1Q22 末样本寿险公司最低资本环比变化



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

图23: 样本寿险公司最低资本风险构成



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

4.2. 保险风险最低资本整体上升

损失发生风险最低资本上升是导致保险风险最低资本上升的核心原因。1Q22 末, 样本寿险公司寿险业务保险风险最低资本为 5,774 亿元, 同比增长 33.7%, 归因来看其中损失发生风险最低资本、退保风险最低资本、费用风险最低资本和风险分散效应(减少项) 1Q22 环比 4Q21 增速分别为 71.9%、2.8%、-0.7%和 27.6%, 1Q22 末上述四项占寿险业务保险风险最低资本占比为 76.9%、52.8%、8.9%和 38.5% (风险分散效应为扣减项, 但因披露为正数, 此处我们未调整为负值, 下同)。具体来看, 1Q22 样本寿险公司损失发生风险最低资本仍是保险风险最低资本核心消耗来源, 也是二期工程下增长最高的最低资本, 退保风险最低资本和费用风险最低资本二期工程下变化不大。1Q22 末样本寿险公司中人民人寿寿险业务保险风险最低资本提升最大(达 53.2%), 主要系人民人寿损失发生风险最低资本提升较大所致(达 141.3%); 友邦人寿寿险业务保险风险最低资本提升相对最小(为 12.8%), 主要系友邦人寿风险分散效应提升较大所致(达 47.7%)。

表11: 1Q22 样本寿险公司寿险业务保险风险最低资本构成占比

寿险业务保险风险最低资本构成占比	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
寿险业务保险风险最低资本	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中: 损失发生风险最低资本	66.5%	77.6%	82.7%	77.7%	88.4%	87.7%	83.2%	40.8%	76.9%
其中: 退保风险最低资本	61.2%	57.0%	42.8%	55.8%	31.2%	38.8%	36.6%	84.3%	52.8%
其中: 费用风险最低资本	14.2%	5.8%	11.0%	6.8%	10.8%	7.0%	14.7%	9.7%	8.9%
其中减少: 寿险业务保险风险-风险分散效应	41.9%	40.4%	36.6%	40.3%	30.4%	33.4%	34.6%	34.8%	38.5%

寿险业务保险风险最低资本 1Q22 环比 4Q21	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
寿险业务保险风险最低资本	34.8%	26.6%	44.9%	41.1%	44.8%	41.1%	53.2%	12.8%	33.7%
其中：损失发生风险最低资本	75.8%	65.1%	79.3%	78.9%	71.0%	65.0%	141.3%	74.3%	71.9%
其中：退保风险最低资本	18.3%	-2.7%	5.4%	11.5%	-8.5%	-2.1%	-13.4%	6.3%	2.8%
其中：费用风险最低资本	-1.5%	0.1%	-0.5%	-1.6%	-0.1%	-0.8%	-2.2%	2.1%	-0.7%
其中减少：寿险业务保险风险- 风险分散效应	40.6%	24.6%	26.8%	36.6%	10.2%	15.5%	29.9%	47.7%	27.6%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

我们重点分析损失发生风险最低资本变化原因，随时发生风险，包括死亡发生率风险、死亡巨灾风险、长寿风险、疾病风险、医疗及健康赔付损失率风险、其他损失发生率风险。具体来看，样本寿险公司 1Q22 末相较于 4Q21，**损失发生风险最低资本环比增速由高至低**为人民人寿(141.3%)、太保人寿(79.3%)、泰康人寿(78.9%)、中国人寿(75.8%)、友邦人寿(74.3%)、新华人寿(71.0%)、平安寿险(65.1%)、太平人寿(65.0%); **期末损失发生风险最低资本在保险风险最低资本占比由高至低**为新华人寿(88.4%)、太平人寿(87.7%)、人民人寿(83.2%)、太保人寿(82.7%)、泰康人寿(77.7%)、平安寿险(77.6%)、中国人寿(66.5%)、友邦人寿(40.8%)。

4.2.1. 长寿风险更新

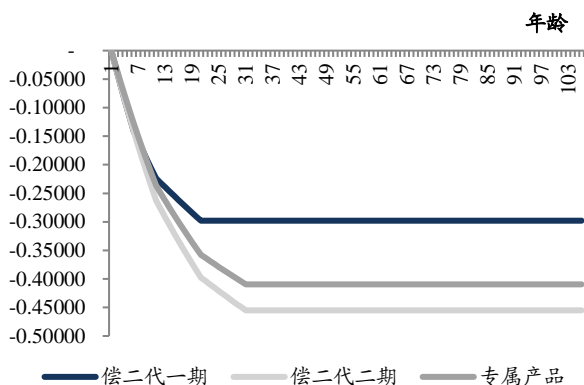
长寿风险因子更新，反映长期风险趋势。根据二期工程《5号：保险风险最低资本（寿险业务）》，长寿风险是指死亡发生率改善的实际经验高于预期而使保险公司遭受非预期损失的风险。长寿风险的不利情景因子 SF 为在基础情景假设的基础上，未来剩余保险期间内每个年度死亡发生率上浮一定比例。SF 根据评估日后的年度确定。值得注意的是，二期工程针对专属养老保险产品的长期性特征和风险实际，对长寿风险最低资本给予 10% 的折扣，以体现监管支持导向。随着生活水平的提高和医疗水平的改善，居民平均寿命随之提升，长寿风险的重要性逐渐增加，二期工程长寿风险因子制定更为审慎，长寿风险因子趋近于零的速度更加缓慢。二期工程下终身年金的保险风险最低资本将因长寿风险上升而上升，终身寿险保险风险最低资本将因长寿风险下降而改善。

表12：长寿风险的不利情景因子 SF 计量对比

要点	一期工程	二期工程
计量方式	$SF = \begin{cases} (1-3\%)^t - 1 & 0 < t \leq 5 \\ (1-3\%)^5 \times (1-2\%)^{t-5} - 1 & 5 < t \leq 10 \\ (1-3\%)^5 \times (1-2\%)^5 \times (1-1\%)^{t-10} - 1 & 10 < t \leq 20 \\ (1-3\%)^5 \times (1-2\%)^5 \times (1-1\%)^{10} - 1 & t > 20 \end{cases}$	$SF = \begin{cases} (1-3\%)^t - 1 & 0 < t \leq 10 \\ (1-3\%)^{10} \times (1-2\%)^{t-10} - 1 & 10 < t \leq 20 \\ (1-3\%)^{10} \times (1-2\%)^{10} \times (1-1\%)^{t-20} - 1 & 20 < t \leq 30 \\ (1-3\%)^{10} \times (1-2\%)^{10} \times (1-1\%)^{10} - 1 & t > 30 \end{cases}$
专属商业养老保险	无	专属商业养老保险业务的长寿风险不利情景因子为 SF _{长寿风险} ，SF _{长寿风险} = SF × 0.9。

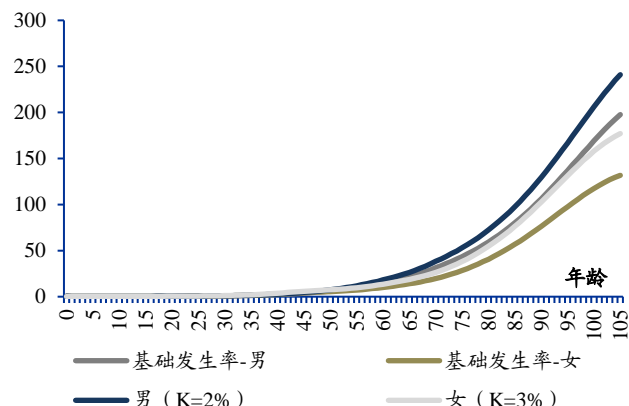
数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：t 为整数，表示评估日后第 t 个年度

图24: 长寿风险不利情景因子 SF 对比



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

图25: 28 种重度疾病病种 (2020 年定义) 经验发生率 (单位: 1/1000)



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

硬币的另一面是, 死亡发生率风险降低。根据二期工程, 《5 号: 保险风险最低资本 (寿险业务) 》, 死亡发生率风险是指死亡发生率的实际经验高于预期而使保险公司遭受非预期损失的风险。死亡发生率风险不利情景因子 SF 为在基础情景假设的基础上, 未来剩余保险期间内死亡发生率上浮一定比例。二期工程下, SF 赋值由此前的根据全部寿险业务主险保单件数 N 分档确认 (10%、15%、20%) 调整至统一为 15%。对于长期储蓄型产品而言, 不同规模的公司影响程度存在差异, 对大公司而言死亡率最低资本上升, 小公司死亡率最低资本下降, 一定程度上体现了监管对于中小公司的呵护。

表13: 死亡发生率风险不利情景因子 SF 对比

要点	一期工程	二期工程
计量方式	<p>亡责任的产品。SF 根据含死亡发生率风险暴露的全部寿险业务主险的保单件数 N 确定, 赋值如下:</p> $SF = \begin{cases} 10\% & N > 200 \\ 15\% & 100 < N \leq 200 \\ 20\% & N \leq 100 \end{cases}$ <p>其中, N 的计量单位为万件, 团险保单件数以被保险人数量确定。</p>	<p>死亡发生率风险不利情景因子 SF 为在基础情景假设的基础上, 未来剩余保险期间内死亡发生率上浮一定比例。SF 赋值为 15%。</p>

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

注: 死亡发生率风险不利情景因子 SF 为在基础情景假设的基础上, 未来剩余保险期间内死亡发生率上浮一定比例

4.2.2. 重疾因子恶化

针对重疾风险显著上升的情况, 二期工程增设了重疾恶化因子。根据二期工程《5 号: 保险风险最低资本 (寿险业务) 》, 疾病风险是指由于疾病发生的实际经验高于预期而使保险公司遭受非预期损失的风险。疾病风险包括疾病发生率风险和疾病趋势风险。其中, 疾病发生率风险是指由于疾病发生率实际经验高于预期而使保险公司遭受非预期损失的风险; 疾病趋势风险是指由于疾病恶化趋势实际经验高于预期而使保险公司遭受非预期损失的风险。

表14: 疾病风险含义及不利情景因子 SF 计算方法

风险种类	含义	不利情景因子 SF 计算方法
疾病发生率 风险	由于疾病发生率实际经验高于预期而使保险公司遭受非预期损失的风险	SF 赋值为 20%
疾病风险 疾病趋势风险	由于疾病恶化趋势实际经验高于预期而使保险公司遭受非预期损失的风险	$SF = \begin{cases} (1+k)^t - 1 & 0 < t \leq 10 \\ (1+k)^{10} - 1 & t > 10 \end{cases}$ t 为整数, 表示评估日后第 t 个年度, k 为趋势因子, 男性疾病发生趋势因子赋值为 2%, 女性疾病发生趋势因子赋值为 3%。
风险聚合		发生率与疾病趋势风险以 0.25 的相关系数进行聚合

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

此前, 监管和协会已更新重疾发生率定义和重疾经验发生率表, 本次新增重疾恶化因子, 监管思路一脉相承。展望未来, 我们认为 1. 由于新增重疾趋势风险因子, 疾病风险最低资本要求大幅上升, 或将对此前新业务价值率较高的重疾产品的 Margin 产生一定的负面影响; 2. 考虑到实务中重疾发生率实际经验高于预期, 例如上市险企内含价值变动表中, 经验偏差正向贡献出现收窄甚至是负向贡献, 重疾产品定价假设将更为谨慎, 中小公司重疾产品价格或将小幅提升, 与大公司价差或将进一步收窄, 这一趋势与 2021 年 2 月新定义重疾产品费率变化趋势保持一致; 3. 倒逼行业加速健康险产品的创新, 例如加大费率可浮动的长期医疗险产品创新与开发、加大“产品+”, “服务+”, “管理+”等综合健康管理服务。

4.3. 市场风险最低资本整体下降

偿二代二期工程下, 寿险公司资产及负债评估方法和利率曲线的修改, 以及可对冲资产范围扩大, 利率风险最低资本要求大幅下降。市场风险, 是指由于利率、权益价格、房地产价格、汇率等不利变动, 导致保险公司遭受非预期损失的风险。保险公司的市场风险包括利率风险、权益价格风险、房地产价格风险、境外资产价格风险、汇率风险和集中度风险。

1Q22 末, 样本寿险公司市场风险最低资本为 11,398 亿元, 同比下降 16.7%, 1Q22 末各组成最低资本占比和 1Q22 环比 4Q21 增速如下: 利率风险最低资本 (占比 60.2%, 余额环比-47.7%)、权益价格风险最低资本 (占比 73.5%, 余额环比 52.5%)、房地产价格风险最低资本 (占比 5.2%, 余额环比 229.5%)、境外固定收益类资产价格风险最低资本 (占比 0.1%)、境外权益类资产价格风险最低资本 (占比 20.6%)、汇率风险最低资本 (占比 3.1%) 和市场风险-风险分散效应 (占比 62.6%, 余额环比 7.4%, 风险分散效应为扣减项, 但因披露为正数, 此处我们未调整为负值)。利率风险最低资本、权益价格风险最低资本和-风险分散效应是主要贡献因素。

1Q22 末样本寿险公司中除中国人寿和友邦人寿市场风险最低资本逆势增长外，其他样本公司均明显下降，其中友邦人寿寿险业务市场风险最低资本提升最大(达 9.0%)，主要系友邦人寿二期工程下利率风险最低资本不降反升，1Q22 环比 4Q21 增速为 9.4%；中国人寿因权益价格风险最低资本 1Q22 环比 4Q21 提升 123.1%使得市场风险最低资本提升。太平人寿寿险业务市场风险最低资本降幅最大(1Q22 环比 4Q21 下降 30.7%)，主要系利率风险最低资本环比大幅减少 44.9%所致。

表15: 1Q22 样本寿险公司市场风险最低资本表

市场风险最低资本占比	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
市场风险最低资本	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中：利率风险最低资本	41.9%	66.5%	80.5%	69.2%	73.5%	78.9%	43.3%	96.1%	60.2%
其中：权益价格风险最低资本	91.3%	57.1%	65.7%	71.2%	68.4%	61.7%	90.9%	43.2%	73.5%
其中：房地产价格风险最低资本	4.2%	6.8%	3.7%	9.1%	2.9%	5.4%	3.2%	0.0%	5.2%
其中：境外固定收益类资产价格风险最低资本	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.1%	0.0%	0.2%	0.0%	0.1%
其中：境外权益类资产价格风险最低资本	9.5%	41.5%	12.2%	18.9%	19.7%	21.4%	9.7%	3.3%	20.6%
其中：汇率风险最低资本	1.7%	6.3%	2.0%	2.6%	1.8%	2.7%	1.7%	0.4%	3.1%
其中：市场风险-风险分散效应	48.6%	78.2%	64.0%	71.6%	66.3%	70.0%	49.1%	43.0%	62.6%
最低资本表(万元)	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
其中：市场风险最低资本	5.1%	-27.9%	-29.1%	-18.2%	-23.1%	-30.7%	-11.3%	9.0%	-16.7%
其中：利率风险最低资本	-54.0%	-51.2%	-40.7%	-37.5%	-39.9%	-44.9%	-54.4%	9.4%	-47.7%
其中：权益价格风险最低资本	123.1%	30.1%	12.0%	7.5%	16.6%	41.3%	23.2%	6.6%	52.5%
其中：房地产价格风险最低资本	302.7%	196.3%	697.5%	446.4%	120.9%	58.9%	39.5%	-	229.5%
其中：境外固定收益类资产价格风险最低资本	-50.0%	533.0%	-	21.5%	12.5%	-	-3.9%	-	-0.6%
其中：境外权益类资产价格风险最低资本	38.3%	105.7%	32.4%	124.8%	36.6%	44.2%	166.0%	32.5%	75.8%
其中：汇率风险最低资本	56.7%	135.0%	58.0%	61.2%	-8.3%	60.9%	58.0%	21.3%	86.0%
其中：市场风险-风险分散效应	5.9%	17.4%	-0.4%	7.1%	-3.5%	12.1%	-22.5%	8.8%	7.4%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

4.3.1. 利率风险最低资本大幅下降

寿险公司利率风险最低资本大幅下降，优化最低资本风险构成。二期工程资产及负债评估方法和利率曲线的修改，以及可对冲资产范围扩大(从列举表述来看，新增：存放在金融机构的定期存款、协议存款、结构性存款、大额存单等；保单质押贷款等范围)，利率风险最低资本要求大幅下降。利率风险大幅降低，有助于推动各保险公司发展长期保障型业务，对于资本要求较高、利率风险较大的长期保障型产品，价值率提升较为明

显。值得注意的是，二期工程降低利率风险占比，保险公司其他风险主动管理的积极性将会提高。不过，在产品层面，受评估曲线差值方式及基础曲线的影响，部分保险产品利率风险最低资本可能会上升。

表16：二期工程优化利率风险最低资本计量方法

要点	一期工程	二期工程
计量方式	$MC_{\text{利率风险}} = \text{Max} [(AA_{\text{基础情景}} - PV_{\text{基础情景}}) - (AA_{\text{不利情景}} - PV_{\text{不利情景}}), 0]$	$MC_{\text{利率风险}} = \text{Max} [PV(NCF)_{\text{不利情景}} - PV(NCF)_{\text{基础情景}}, 0]$
资产评估范围	持有的财务报表上以公允价值计量且具有明确期限的境内投资资产	直接持有的、根据合同约定具有确定性现金流、且现金流仅为本金和利息的境内投资资产以及境内利率类金融衍生品 从列举表述来看，新增：存放在金融机构的定期存款、协议存款、结构性存款、大额存单等；保单质押贷款
基准曲线	资产：评估当日国债即期收益率曲线 负债：750日移动平均国债即期收益率曲线 根据业务类型分档设定：一是1999年（含）之前签发的高利率保单适用75BP溢价；二是万能险、投资连结险、变额年金及中短存续期产品适用30BP溢价；三是其他产品适用45BP溢价。	统一为60日移动平均国债即期收益率曲线
综合溢价	隐含在曲线插值中 (溢价先加在基础曲线后再进行差值)	45bps
溢价插值		线性插值，40年后为0 (基础利率与综合溢价分别插值再相加)
终极利率口径	终极远期利率4.5%	终极即期利率4.5%
不利情形	资产负债两端分别考虑不利情景	统一的不利情形

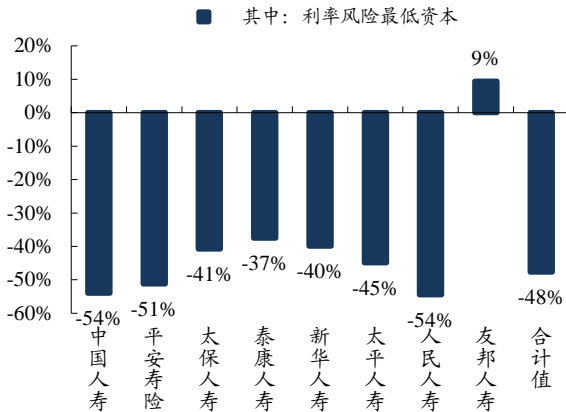
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

人身险公司利率风险计量方式由一期工程下资产端与负债端压力情景下变动结果的方式改变为使用净现金流计算压力影响。折现率假设终极利率口径调整：由偿二代一期的终极远期利率调整至终极即期利率，更好的反映终极利率的长期收敛特性。终极即期利率下，40年之后的利率独立于之前年度市场信息的波动，更好的体现了终极利率为长期收敛利率的特性偿二代二期采用终极即期利率口径的调整，与财务报告准则终极利率的口径一致，进一步提升保险公司长期保障型产品的准备金评估的科学性。结合即期利率及转换远期利率，结合过去750天及60天10年即期国债收益率曲线变化趋势可知，当前长端利率处于趋势性下行阶段，从750天移动平均换成60天移动平均线，虽然增加了不稳定因素，但是使得曲线的设定更能反映对市场波动的敏感性。750天前收益率较低，以此平均未来一段时间曲线将成上涨趋势，其他条件不变时，提取准备金减少；与现在行情存在偏差。若以60天平均作为基础曲线，则评估曲线可反映近期行情变动情况，如下图60天前利率水平较高，如今呈下行趋势，预计未来评估曲线降低，提取准备金增加，与行情变化较为吻合。

友邦人寿利率风险最低资本逆势上升，人民人寿降幅最大。1Q22末利率风险最低资本环比4Q21增速由高至低为友邦人寿(9.4%)、泰康人寿(-37.5%)、新华人寿(-39.9%)、太保人寿(-40.7%)、太平人寿(-44.9%)、平安寿险(-51.2%)、中国人寿(-54.0%)、人民人寿(-54.4%)。资产负债管理能力越强的公司有望更受益于本次最低资本环比下降带来的

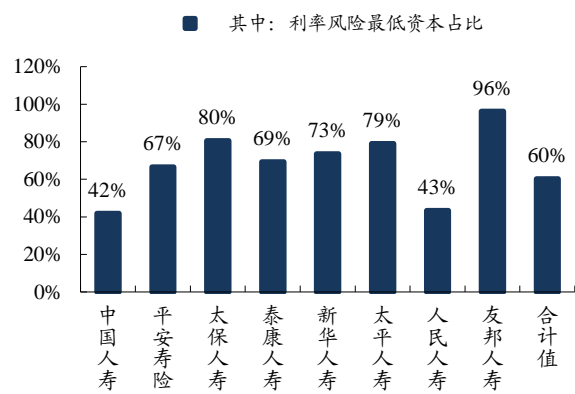
资本释放。1Q22 末利率风险最低资本在市场风险最低占比由高至低为友邦人寿(96.1%)、太保人寿(80.5%)、太平人寿(78.9%)、新华人寿(73.5%)、泰康人寿(69.2%)、平安寿险(66.5%)、人民人寿(43.3%)、中国人寿(41.9%)。

图26: 1Q22 样本寿险公司利率风险最低资本环比



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图27: 1Q22 样本寿险公司利率风险最低资本占比

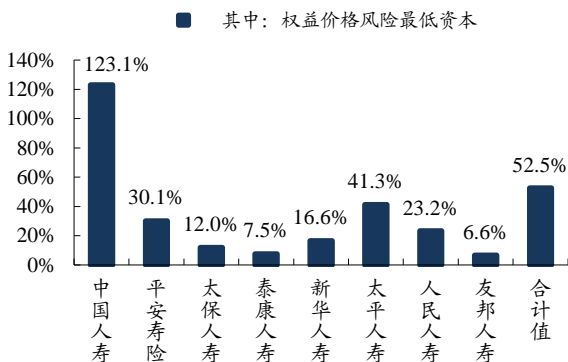


数据来源：银保监会，东吴证券研究所

4.3.2. 权益价格风险最低资本明显提升

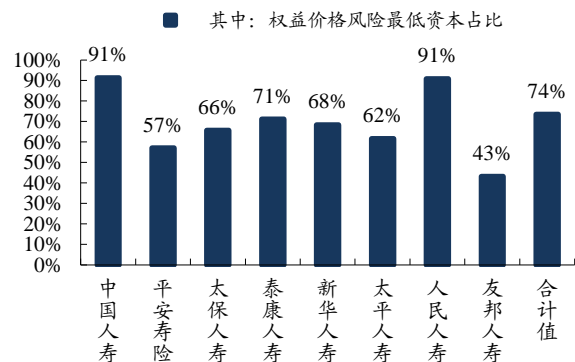
二期工程下权益价格风险因子明显提升。权益价格风险指由于权益价格不利变动导致保险公司遭受非预期损失的风险。通过与一期工程对比发现，二期工程基础因子均有上升，从基础因子平均值来看，由高至低分别为：对子公司、合营企业和联营企业的长期股权投资（0.53）>未上市股权（0.41）>上市普通股票（0.4）>优先股（0.275）>可转债（0.23）>证券投资基金（0.145）。

图28: 1Q22 样本寿险公司权益价格风险最低资本环比



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图29: 1Q22 样本寿险公司权益价格最低资本占比



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

中国人寿权益价格风险最低资本增速和占比均列样本公司首位，友邦人寿均最小。权益价格风险最低资本变化与持仓规模、持仓类型、标的报告期内涨跌幅情况决定。整体来看，1Q22 沪深 300 和创业板指分别下跌 14.5%和 20.0%，而 1Q21 同期分别小幅下跌 3.1%和 7.0%，且公司兑现浮盈，使得同期利润基数较高。虽然受市场波动影响，公

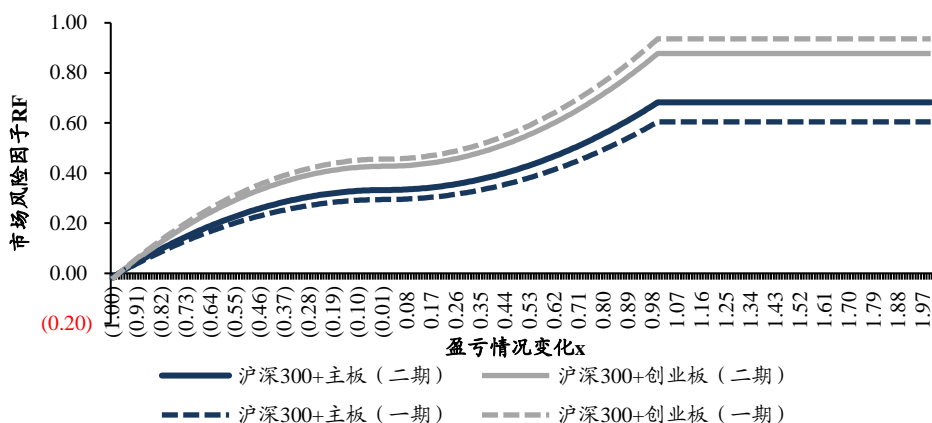
司净资产出现下降，但根据二期工程计算方法，权益标的市场风险因子也将降低，体现逆周期调整思想。1Q22 末权益价格风险最低资本环比 4Q21 增速由高至低为中国人寿(123.1%)、太平人寿(41.3%)、平安寿险(30.1%)、人民人寿(23.2%)、新华人寿(16.6%)、太保人寿(12.0%)、泰康人寿(7.5%)、友邦人寿(6.6%); 期末权益价格风险最低资本在市场风险最低资本占比由高至低为中国人寿(91.3%)、人民人寿(90.9%)、泰康人寿(71.2%)、新华人寿(68.4%)、太保人寿(65.7%)、太平人寿(61.7%)、平安寿险(57.1%)、友邦人寿(43.2%)。中国人寿权益价格风险最低资本要求明显提升，系二期工程要求对基础的资产进行穿透计量，部分资产由此前计提交易对手违约风险调整为权益价格风险。

表17: 二期工程下权益价格风险因子明显提升

资产类别	现行规则	二期方案
上市普通股票	$RF_0 = \begin{cases} 0.31 & \text{沪深主板股} \\ 0.41 & \text{中小板股} \\ 0.48 & \text{创业板股} \end{cases}$	$RF_0 = \begin{cases} 0.35 & \text{沪深主板股} \\ 0.45 & \text{创业板股、科创板股} \end{cases}$
未上市股权	$RF_0=0.28$ $RF_0=0.06$ 对于分级债券基金,根据基金属于优先级或劣后级	$RF_0=0.41$
证券投资基金-债券基金	$k_1 = \begin{cases} -0.2 & \text{优先级} \\ 0.2 & \text{劣后级} \end{cases}$	$RF_0=0.06$ 不区分分级债券基金的优先级或劣后级
证券投资基金-股票基金	普通股票基金 $RF_0=0.25$ 分级股票基金根据基金属于优先级或劣后级 RF_0 不同	$RF_0=0.28$ 不区分普通股票基金和分级股票基金
证券投资基金-混合基金	$RF_0 = \begin{cases} 0.1 & \text{优先级} \\ 0.45 & \text{劣后级} \end{cases}$	$RF_0=0.23$
证券投资基金-货币市场基金	$RF_0=0.2$ $RF_0=0.01$	$RF_0=0.23$
长期股权投资	$RF_0 = \begin{cases} 0.1 & \text{对子公司的股权投资} \\ 0.15 & \text{对合营企业和联营企业的股权投资} \end{cases}$ 根据投资对象性质设定特征系数 k_1 $k_1 = \begin{cases} -0.25 & \text{金融机构} \\ -0.2 & \text{保险关联行业(非金融)} \\ 0 & \text{其他} \end{cases}$	(1) 保险类子公司及属于保险主业范围内的子公司时, $RF_0=0.35$; (2) 合营、联营企业为上市公司时, $RF_0=0.35$; 合营、联营企业为非上市公司时, $RF_0=0.41$; (3) 其余情况, $RF_0=1$
可转债	$RF_0=0.18$	$RF_0=0.23$

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

图30: 一期工程与二期工程下, 权益标的市场风险因子对比 (根据不同标的上市板块及盈亏情况变化情况)



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

4.4. 信用风险最低资本整体上升

二期工程对信用风险最低资本修改体现了财务导向转为风险导向。二期工程在计算最低资本时, 由根据会计分类设定风险类型和风险因子改为按照资产本身风险进行设置。根据二期工程《9号: 信用风险最低资本》规定, 利差风险, 是指利差 (资产的收益率超过无风险利率的部分) 的不利变动而导致保险公司遭受非预期损失的风险。利差风险计量范畴包括“直接持有的境内标准化债权类资产和非基础资产穿透后的境内标准化债权类资产”, 而一期工程为“持有的财务报表上以公允价值计量且具有明确期限的境内投资资产”。我们认为, 具体影响取决于公司当前的资产分类和持有资产类型。计算最低资本时不需要考虑会计分类, 重点要考虑资产本身风险, 并在计算时体现资产实际风险暴露。二期工程实施后, 持有至到期投资将重新纳入。交易对手违约风险是指交易对手不能履行或不能按时履行其合同义务, 导致保险公司遭受非预期损失的风险。交易对手违约风险新增了非基础资产穿透后的底层贷款资产, 夯实信用风险基础。

表18: 二期工程信用风险框架变动

主要子项目	一期工程	二期工程
利差风险	计量范畴	持有的财务报表上以公允价值计量且具有明确期限的境内投资资产
	风险因子	直接持有的境内标准化债权类资产和非基础资产穿透后的境内标准化债权类资产
	风险暴露	一期工程 利差风险因子重新赋值 账面价值 公允价值
交易对手违约风险	计量范畴	持有至到期投资+贷款及应收款项
	风险因子	明确现金及流动性管理工具不含央行票据、短期融资券和货币市场基金新增非基础资产穿透后的底层贷款资产
	风险暴露	一期工程 违约风险因子重新赋值 账面价值 认可价值

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

1Q22末,样本寿险公司寿险业务信用风险最低资本为2,873亿元,同比增长49.9%,归因来看其中利差风险最低资本、交易对手违约风险最低资本、信用风险-风险分散效应(减少项)1Q22环比4Q21增速分别为63.9%、47.3%、62.3%,1Q22末上述四项占信用风险最低资本占比为36.0%、84.1%和20.1%(风险分散效应为扣减项,但因披露为正数,此处未调整为负值,下同)。1Q22末样本寿险公司中新华人寿寿险业务信用风险最低资本提升最大(达183.0%),主要系新华人寿交易对手违约风险最低资本提升较大所致(达244.1%);中国人寿寿险业务信用风险最低资本提升相对最小(为19.8%),主要系交易对手违约风险最低资本增长幅度最小所致(为18.3%,部分资产计入权益价格)。

表19: 1Q22 样本寿险公司信用风险最低资本表

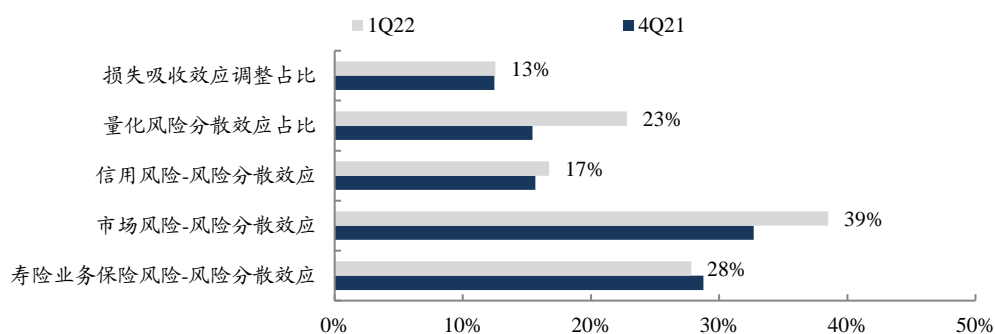
信用风险最低资本构成	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
信用风险最低资本	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中: 利差风险最低资本	47.4%	35.6%	21.0%	34.2%	19.8%	41.0%	52.0%	38.4%	36.0%
其中: 交易对手违约风险最低资本	77.0%	85.0%	92.7%	85.8%	93.2%	81.5%	73.4%	83.2%	84.1%
其中: 信用风险-风险分散效应	24.4%	20.6%	13.7%	20.0%	13.0%	22.5%	25.4%	21.6%	20.1%
信用风险最低资本1Q22环比4Q21变化	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
信用风险最低资本	19.8%	73.4%	56.8%	39.4%	183.0%	47.3%	36.6%	73.4%	49.9%
其中: 利差风险最低资本	23.3%	236.4%	26.5%	57.8%	16.9%	385.7%	84.0%	7.5%	63.9%
其中: 交易对手违约风险最低资本	18.3%	57.1%	60.9%	35.8%	244.1%	24.9%	20.7%	123.6%	47.3%
其中: 信用风险-风险分散效应	21.5%	193.1%	31.4%	52.5%	49.8%	286.0%	59.9%	41.6%	62.3%

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

4.5. 风险分散效应有所增强

寿险/非寿险保险风险和市场风险的分散效应增强; 人身险公司非寿险保险风险和信用风险的分散效应增强, 市场风险和信用风险的分散效应减弱。根据二期工程《2号: 实际资本》, 保险公司应当按照偿付能力监管规则有关规定计量保险风险、市场风险和信用风险等可资本化风险的最低资本, 并考虑风险分散效应和特定类别保险合同的损失吸收效应。各产品间风险的分散效应, 如期限不同产品的利率风险、死亡风险和长寿风险的对冲、公司整体层面的大规模退保风险。二期工程更新相关性系数矩阵参数, 根据公司类型进行区分。对于人身险公司而言, MC 向量相关系数矩阵发生变化, MC 寿险保险与 MC 非寿险保险的相关系数由 0.18 小幅提升至 0.2, MC 寿险保险与 MC 市场的相关系数由 0.5 下降至 0.3, MC 寿险保险与 MC 信用的相关系数维持在 0.15。

图31: 二期工程下下风险分散效应有所增强



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

二期工程下下风险分散效应有所增强, 寿险业务保险风险小幅下降, 市场风险-风险分散效应和量化风险分散效应占比提升明显。具体来看, 寿险业务保险风险-风险分散效应占比由 4Q21 的 29%下降至 28%, 市场风险-风险分散效应占比由 4Q21 的 33%提升至 1Q22 的 39%, 信用风险-风险分散效应占比由 4Q21 的 16%提升至 1Q22 的 17%, 量化风险分散效应占比由 4Q21 的 15%提升至 1Q22 的 23%。

表20: 偿二代一、二期工程保险公司 MC 向量构成 (单元格内第一行为一期工程系数, 第二行为二期工程系数)

相关系数	MC 寿险保险	MC 非寿险保险	MC 市场	MC 信用
MC 寿险保险	1	0.18	0.50	0.15
	1	0.20	0.30	0.15
MC 非寿险保险	0.18	1	0.37	0.20
	0.20	1	0.1	0.10
MC 市场	0.50	0.37	1	0.25
	0.30	0.10	1	0.35
MC 信用	0.15	0.20	0.25	1
	0.15	0.10	0.35	1

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

表21: 风险分散效应二期工程 (1Q22) 相比一期工程 (4Q21) 有所提升

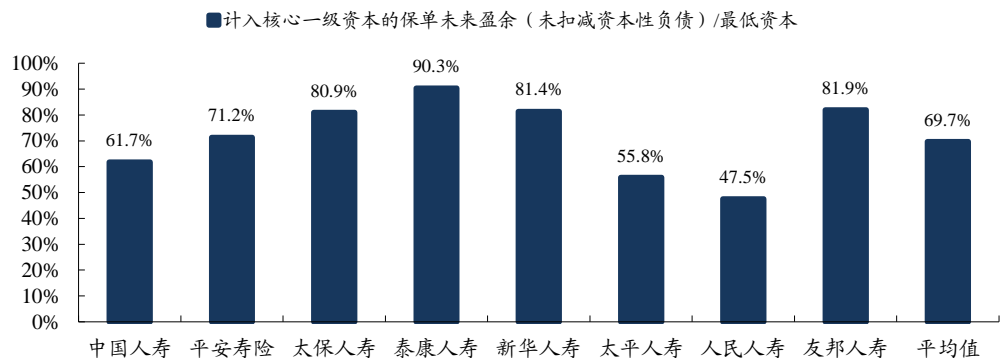
1Q22	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	平均
寿险业务保险风险-风险分散效应占比	30%	29%	27%	29%	23%	25%	26%	26%	28%
市场风险-风险分散效应占比	33%	44%	39%	42%	40%	41%	33%	30%	39%
信用风险-风险分散效应占比	20%	17%	12%	17%	11%	18%	20%	18%	17%
量化风险分散效应占比	19%	24%	26%	23%	25%	24%	23%	25%	23%
损失吸收效应调整占比	8%	14%	16%	22%	9%	16%	8%	12%	13%
4Q21	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	平均
寿险业务保险风险-风险分散效应占比	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	21%	29%
市场风险-风险分散效应占比	33%	32%	31%	35%	35%	30%	36%	30%	33%
信用风险-风险分散效应占比	19%	11%	14%	15%	20%	8%	18%	21%	16%
量化风险分散效应占比	16%	15%	17%	16%	14%	15%	17%	19%	15%
损失吸收效应调整占比	9%	13%	15%	22%	10%	14%	8%	9%	12%

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

4.6. 资本效率分析

为了更好分析资本经营的效率，我们计算了二期工程下逐季披露的“保单未来盈余/最低资本”指标。需要指出的是，由于披露完整性限制，我们分子选用的是计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债），该指标内涵是每消耗 1 单位要求资本所能创造的长期保单未来盈利，该比值越高表明人身险公司单位资本消耗越低，资本经营效率更高。1Q22 末计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/最低资本由高至低为泰康人寿(90.3%)、友邦人寿(81.9%)、新华人寿(81.4%)、太保人寿(80.9%)、平安寿险(71.2%)、中国人寿(61.7%)、太平人寿(55.8%)、人民人寿(47.5%)。

图32: 1Q22 末样本寿险公司资本经营效率指标



数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：使用计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/最低资本

5. 风险管理能力与风险综合评级（分类监管）

5.1. 风险管理能力

偿付能力风险管理能力监管评估（以下简称 SARMRA 评估），是风险导向的偿付能力体系第二支柱的重要内容，也是第一支柱计算偿付能力充足率的必备要素，在强化保险公司风险管理主体责任，引导激励保险公司持续提升风险管理能力。样本寿险公司 SARMRA 评估结果均优于行业平均水平。从结果来看，SARMRA 得分由高至低为平安寿险(85.6)、中国人寿(84.9)、泰康人寿(84.3)、太平人寿(83.3)、友邦人寿(83.1)、太保人寿(83.0)、新华人寿(81.1)、人民人寿(80.4)。2021 年 6 月至 11 月，银保监会对 43 家保险公司开展 SARMRA 评估。根据银保监会通报，2021 年 SARMRA 评估结果显示，保险公司风险管理意识不断增强，风险管理架构和制度体系逐步健全，风险管理能力得到有效提升。⁵从平均得分情况看，43 家保险公司的平均分为 74.03 分，较上期评估提高 2.11 分，其中，25 家财险公司、18 家人身险公司的平均分为 74.6 分、72.85 分，较上期评估分别提高 3.46 分、0.4 分。

⁵虽然保险公司风险管理工作取得积极成效，但监管评估中也发现一些不足，主要有：部分公司董事长、总经理等关键少数在经营理念上对风险管理不够重视，在专业能力上也难以满足全面风险管理工作的需要；部分公司照搬照抄模式化的风险管理制度或监管规则，缺乏可操作性；“重制度、轻落实”的现象较为普遍；部分公司相关部门配合联动不足，降低了风险管理工作实效；部分公司风险管理工具运用能力不强；部分公司信用风险管理不到位，内部评级制度不健全。

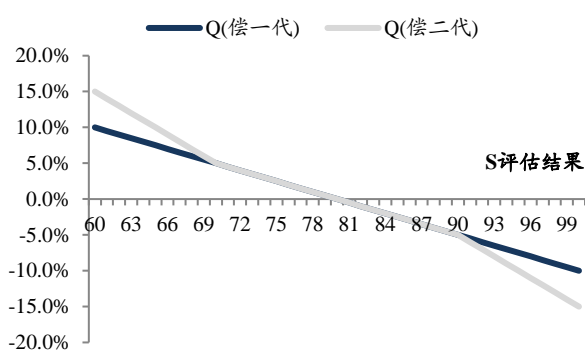
保险公司应当根据偿付能力风险管理评估结果 S 和可资本化风险最低资本计算控制风险最低资本，计算公式如下： $MC_{\text{控制风险}} = Q \times MC_{\text{可资本化风险}}$ ，控制风险因子 Q 与偿付能力风险管理评估结果 S 关系如下图所示。二期工程下，1Q22 控制风险最低资本占量化风险最低资本比例由低至高为平安寿险(-1.9%)、中国人寿(-1.6%)、泰康人寿(-1.2%)、太平人寿(-0.7%)、友邦人寿(-0.6%)、太保人寿(-0.6%)、新华人寿(0.3%)、人民人寿(0.7%)。

表22: 1Q22 样本寿险公司 SARMRA 评级汇总

公司名称	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	平均
SARMRA 评估工作 ⁶	2018	2017	2017	2017	2018	2018	2017	2017	
得分	84.94	85.58	83.03	84.32	81.1	83.29	80.35	83.07	83.21
风险管理基础与环境	17.76	16.8	16.12	16.36	15.24	16.65	15.7	16.13	16.35
风险管理目标与工具	8.41	8.55	8.82	8.1	7.77	8.17	7.64	6.72	8.02
保险风险管理	8.6	8.28	8.36	9.08	8.96	8.28	8.31	8.95	8.60
市场风险管理	8.65	8.31	8	8.12	7.9	8.52	8.07	8.73	8.29
信用风险管理	8.61	8.78	8	8.27	7.86	8.32	8.02	8.52	8.30
操作风险管理	8.59	8.65	8.38	7.86	8.04	8.34	8.12	8.55	8.32
战略风险管理	8.77	8.78	8.96	9.42	8.44	8.56	8.45	8.42	8.73
声誉风险管理	7.34	8.81	8.33	8.69	8.8	8.34	8.04	8.58	8.37
流动性风险管理	8.22	8.86	8.06	8.42	8.09	8.11	8	8.47	8.28
分类评级	A	B	A	B	A	A	B	A	

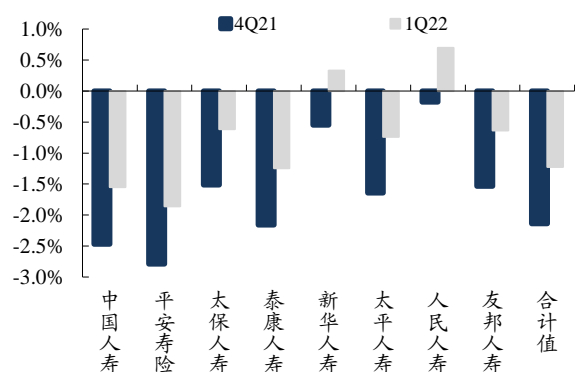
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图33: 控制风险因子 Q 与偿付能力风险管理评估结果 S



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图34: 控制风险最低资本占量化风险最低资本比例



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

⁶银保监会每三年对保险公司偿付能力风险管理能力进行一次现场评估。当年未被评估的保险公司应当以最近一次现场评估结果为基础，计算控制风险最低资本。

图35: 保险公司风险管理能力评分标准

风险管理能力评分结果汇总表										
评估项目	标准分值	制度健全性 (50%)	遵循有效性 (50%)	得分 (不适用项目调整前)	得分 (不适用项目调整后)	权重	得分	绝对分S1 (重大事项调整后)	相对分S2	最终得分S
(1)	(2)	(3)	(4)	(5) = (3) + (4)	(6)	(7)	(8) = (6) × (7)	(9)	(10) = (9) × K	(11) = (9) × 50% + (10) × 50%
基础与环境	100	0	0	0	0	20%	0			
目标与工具	100	0	0	0	0	10%	0			
保险风险管理能力	100	0	0	0	0	10%	0			
市场风险管理能力	100	0	0	0	0	10%	0			
信用风险管理能力	100	0	0	0	0	10%	0			
操作风险管理能力	100	0	0	0	0	10%	0			
战略风险管理能力	100	0	0	0	0	10%	0			
声誉风险管理能力	100	0	0	0	0	10%	0			
流动性风险管理能力	100	0	0	0	0	10%	0			
分值合计		0	0	0	0	100%	0	0	0	0

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所; 注: $S=S1 \times 50\% + S2 \times 50\%$; $S2=S1 \times K$, $K=m/M$, 其中: S1 为保险公司偿付能力风险管理现场评估绝对分; S2 为保险公司偿付能力风险管理评估相对分; K 为相对分调整系数, 由标准分与调整基础分确定; m 为标准分, $m=80$; M 为调整基础分, 等于当期公司所处行业评估绝对分排名前 15% 的公司的平均分

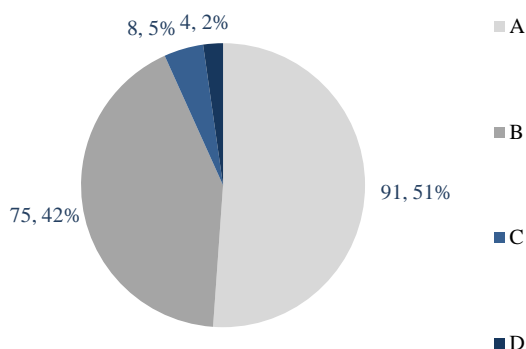
5.2. 风险综合评级 (分类监管)

风险综合评级, 即分类监管, 指银保监会根据相关信息, 以风险为导向, 综合分析、评价保险公司的固有风险和控制风险, 根据其偿付能力风险大小, 评定为不同的监管类别, 并采取相应监管政策或监管措施的监管活动。分类监管评价采用加权平均法。其中, 可资本化风险评分所占权重为 50%, 难以资本化风险评分所占权重为 50%。银保监会按照偿付能力风险大小将保险公司分为四个监管类别, 银保监会在市场准入、产品管理、资金运用、现场检查等方面, 对 A、B、C、D 四类保险公司实施差异化监管政策。

偿二代二期工程下风险综合评级变化与影响。二期工程评价内容颗粒度辨析, 进一步提高得分要求 (如可资本化得分从原本的偿付能力充足率水平和变化特征, 进一步增加了资本质量和风险结构等其他指标)。评价类别细化 (将 A、B 两类根据风险由小到大进一步细分为 AAA/AA/A 和 BBB/BB/B 类公司), 使得同业竞争更为激烈。

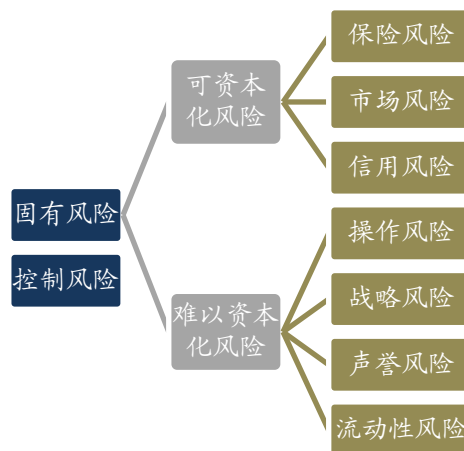
2021 年末, 保险业风险综合评级结果为: 风险小的 A 类公司 91 家, 风险较小的 B 类公司 75 家, 风险较大的 C 类公司 8 家, 风险严重的 D 类公司 4 家。与去年同期相比, A、B 类公司数量下降 5 家, C、D 类公司数量增加 6 家, 风险综合评级的整体结构保持稳定。从样本保险公司来看, 最新一期评估结果中, 评级为 A 的公司有 5 家分别为中国人寿、太保人寿、新华人寿、太平人寿和友邦人寿, 其余三家平安寿险、泰康人寿和人民人寿均为 B 级。

图36: 2021年末保险业风险综合评级结果



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

图37: 保险公司偿付能力风险构成



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所; 注: 分类监管的评价包括以下内容: 1.对四类难以资本化的固有风险进行评价; 2.综合保险公司的可资本化风险及四类难以资本化风险的评价结果, 评价整体偿付能力风险。

6. 主要结论与投资建议

6.1. 主要结论

我们建立了【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系】, 通过标准化打分加总的形式给样本寿险公司的季度经营、盈利能力、资本效率进行综合评分。具体指标如下:

表23: 东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系 (评价时间: 1Q22)

指标名称	计算指标	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿
财务指标	规模保费同比增速 (+)	-2.7%	-2.4%	5.5%	0.9%	4.8%	-2.0%	19.9%	21.6%
	综合退保率 (-)	0.3%	0.9%	0.6%	0.8%	0.6%	0.7%	1.6%	0.3%
	ROE (+)	3.5%	7.6%	3.6%	3.3%	2.7%	-1.3%	4.7%	10.0%
	综合投资收益率 (+)	-0.2%	0.5%	-0.3%	-1.6%	-0.6%	-0.3%	-1.2%	1.1%
保单盈利能力	保单未来盈余/保险合同负债 (+)	7.3%	11.7%	8.5%	12.8%	9.5%	6.6%	5.3%	10.0%
净资产稳健性	净资产/核心资本 (+)	60.5%	54.6%	47.6%	60.6%	66.1%	59.6%	70.3%	35.1%
过渡期安排因子	保单未来盈余在核心资本中占比 (超过 35%扣减-)	35%	50%	55%	45%	35%	50%	35%	35%
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	18.5%	38.5%	29.8%	29.1%	31.6%	31.4%	25.8%	50.7%
资本经营效率	保单未来盈余/最低资本 (+)	61.7%	71.2%	80.9%	90.3%	81.4%	55.8%	47.5%	81.9%
承保经营杠杆倍数 (潜在分红能力)	假设 150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产 (-)	41.9%	101.3%	115.9%	95.2%	58.6%	141.8%	65.1%	-2.5%

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所, 注: 计算指标括号中的“+、-”表示正向/负向关系

- **规模保费同比增速 (+, 正向指标)**。规模保费 (原保费+未通过重大保险风险测试的规模保费+万能、投连产品分拆至保费存款的部分) 同比增速, 体现了报告期内样本寿险公司全口径保费增长情况。数据来源自摘要报告中流动性风险监管指标和监测指标。
- **综合退保率 (-, 负向指标)**。计算方式= (退保金+保户储金及投资款的退保金+投资连接保险独立账户的退保金) ÷ (长期险责任准备金期初余额+保户储金及投资款期初余额+独立账户负债期初余额+本年度签单保费) ×100%。体现了报告期内样本寿险公司保单质量情况, 也是队伍质态的侧面指标。数据来源自摘要报告中主要经营指标。
- **ROE (+, 正向指标)**。计算方式=净利润÷期初期末平均净资产×100%。该指标体现了报告期内公司盈利能力。
- **综合投资收益率 (+, 正向指标)**。计算公式= (投资收益+公允价值变动损益+汇兑损益+可供出售金融资产的公允价值变动净额-投资资产减值损失-投资业务的税金及附加-利息支出) ÷报告期资金运用平均余额×100%。该指标体现了报告期内公司全口径下投资收益率水平。
- **保单未来盈余/保险合同负债 (+, 正向指标)**。“保单未来盈余/保险合同负债”以表征存量保单盈利能力。需要指出的是, 由于披露完整性限制, 我们分子选用的是计入核心一级资本的保单未来盈余 (未扣减资本性负债), 该指标内涵是每单位的人身险合同负债创造的保单未来盈余, 该比值越高表明人身险公司保单盈利能力越强, 长期负债经营效率更高。
- **净资产/核心资本 (+, 正向指标)**。该比值越高表明资本扎实程度更高, 但经营杠杆倍数较低, 受二期工程影响更小, 反之亦然。不过硬币另一面是, 如果该比值过高, 则表明保单未来盈余对资本的贡献度过低。此处我们为体现净资产重要性, 因此评价时作为正向指标。
- **保单未来盈余在核心资本中占比 (超过 35%扣减, -)**。二期工程规定核心资本的保单未来盈余不得超过核心资本的 35%。1Q22 期末, 保单未来盈余在核心资本中占比由高至低为太保人寿(55%)、太平人寿(50%)、平安寿险(50%)、泰康人寿(45%), 而中国人寿、友邦人寿、人民人寿和新华人寿均按照 35%的比例要求。太保人寿、泰康人寿、太平人寿已按照过渡期政策实施, 我们将超过 35%的部分作为负向赋分。
- **保险风险最低资本占比 (+, 正向指标)**。样本寿险公司 1Q22 末寿险业务保险风险、非寿险业务保险风险、市场风险和信用风险最低资本占比分别为 29%、1%、56%和 14%。保险风险最低资本占比越高说明公司市场和信用风险最低资本越低, 受外部环境波动影响相对更小。
- **保单未来盈余/最低资本 (+, 正向指标)**。核心一级资本的保单未来盈余 (未

扣减资本性负债)/最低资本。由于披露完整性限制，我们分子选用的是计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债），该指标内涵是每消耗 1 单位要求资本所能创造的长期保单未来盈利，该比值越高表明人身险公司单位资本消耗越低，资本经营效率更高。

- **假设 150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产 (-, 负向指标)**。该指标分子为“150%*期末最低资本-期末净资产-净资产调增/减项中除保单未来盈意外所有其他项目”表示 150%核心偿付能力充足率约束下长期保单盈余最低要求额，分母为期末净资产，该指标内涵是股东投入每单位资本所需要最低要求的长期保单未来盈余，该比值越高表明寿险公司对长期保单未来盈利依赖度越高（也即承保经营杠杆倍数高），该比值越低表明寿险公司对长期保单未来盈利依赖度越低（也即承保经营杠杆倍数低）。

标准化得分由高至低为友邦人寿(5.4)、新华人寿(3.0)、平安寿险(2.2)、泰康人寿(2.0)、中国人寿(1.9)、人民人寿(1.3)、太保人寿(1.1)、太平人寿(-0.1)。

表24：东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系下样本公司标准化得分（评价时间：1Q22）

标准化计算	计算指标	中国 人寿	平安 寿险	太保 人寿	泰康 人寿	新华 人寿	太平 人寿	人民 人寿	友邦 人寿
财务指标	规模保费同比增速 (+)	0.0	0.0	0.3	0.1	0.3	0.0	0.9	1.0
	综合退保率 (-)	(0.0)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(1.0)	0.0
	ROE (+)	0.4	0.8	0.4	0.4	0.3	0.0	0.5	1.0
保单盈利能力	综合投资收益率 (+)	0.5	0.8	0.5	0.0	0.4	0.5	0.1	1.0
	保单未来盈余/保险合同负债 (+)	0.3	0.9	0.4	1.0	0.6	0.2	0.0	0.6
净资产稳健性	净资产/核心资本 (+)	0.7	0.6	0.4	0.7	0.9	0.7	1.0	0.0
	保单未来盈余在核心资本中占比 (超过 35%扣减-)	(0.0)	(0.8)	(1.0)	(0.5)	0.0	(0.8)	(0.0)	(0.0)
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	0.0	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4	0.2	1.0
资本经营效率	保单未来盈余/最低资本 (+)	0.3	0.6	0.8	1.0	0.8	0.2	0.0	0.8
承保经营杠杆倍数 (潜在分红能力)	假设 150%核心偿付能力充足率约 束下保单盈余最低要求额/期末净 资产 (-)	(0.3)	(0.7)	(0.8)	(0.7)	(0.4)	(1.0)	(0.5)	0.0
标准化得分		1.9	2.2	1.1	2.0	3.0	(0.1)	1.3	5.4

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

注：为统一得分，通过最大最小规范化 $[(X-\min) / (\max-\min)]$ ，将每一行属性的值映射至-1 至 1 的区间

6.2. 投资建议

保险业自编报 2022 年第 1 季度偿付能力季度报告起全面实施二期工程。首份偿付能力报告摘要增加了对重大事项、管理层分析与讨论等披露要求，同时在资产端的披露更具有及时性，且细化了最低资本披露要求，保险风险、市场风险、信用风险在披露最低资本的基础上还需要披露各子类风险的最低资本。通过我们建立的【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系】能够更清晰且更高频率地分析样本寿险公司的季度经营情况、盈利能力水平和资本效率水平，并可横向和纵向进行比较分析，有助于市场更全面地分析上市公司基本面，优质上市公司估值溢价或将进一步提升。

寿险方面，因行业供需不匹配的矛盾日益突出、奥密克戎全国各地散发压制保险消费需求和代理人规模缩减等多重因素下，2022 年一季度上市险企负债端新单保费和价值增长均受压制，基本符合市场此前的较低预期。不过，从 2022 年一季报中，观察也可发现，上市险企人力规模已现企稳态势，人力脱落速度环比有所收窄，且队伍质态提升。3 月以来全国各地疫情散发，但在极低同期基数和队伍规模边际企稳作用下，3 月单月新单有底部企稳改善迹象，我们预计向好趋势将延续至二季度，中报 NBV 降幅有望收窄，关注 1H22 新单和价值增长的恢复情况。

估值角度，保险股资产负债两端已在底部探寻，并且当前股价已反映较为悲观的市场预期。截至 2022 年 5 月 12 日，平安、国寿、太保和新华对应 2022 年 P/EV 分别为 0.53、0.54、0.37 和 0.32 倍，均处于历史估值的绝对低位，推荐中国平安和中国太保，港股推荐中国财险。

7. 风险提示

1) 二期工程下偿付能力报告摘要为首次披露，相关指标解读与实际经营结果与风险水平可能存在偏差。

2) 奥密克戎变异毒株国内各地持续蔓延，拖累代理人线下展业和增员，保障类产品销售复苏持续低于预期。

3) 股市波动导致投资收益下滑：股市波动会对保险公司净利润及 EV 增长造成负面冲击。二季度以来权益市场仍在寻底，投资收益同比仍有下降压力。长端利率快速下行拖累估值与业绩表现。长端利率下行会导致保险公司利差收窄，影响盈利能力及未来投资收益率。

表25: 上市险企估值表 (以 2022 年 5 月 13 日股价计)

公司名称	股价	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
						EVPS					
中国人寿 (601628.SH)	25.28	37.93	42.56	46.71	51.47	56.43	0.67	0.59	0.54	0.49	0.45
中国平安 (601318.SH)	43.96	72.65	76.34	82.43	89.07	95.07	0.61	0.58	0.53	0.49	0.46
中国太保 (601601.SH)	21.19	47.74	51.80	56.58	63.40	69.26	0.44	0.41	0.37	0.33	0.31
新华保险 (601336.SH)	28.27	77.13	82.97	88.70	97.72	107.41	0.37	0.34	0.32	0.29	0.26
						P/EV					
						EPS					
						BVPS					
中国人寿 (601628.SH)	25.28	1.78	1.80	1.41	1.96	2.15	15.92	16.93	17.82	19.41	21.00
中国平安 (601318.SH)	43.96	7.83	5.56	7.81	8.62	9.40	41.71	44.44	48.77	54.05	59.86
中国太保 (601601.SH)	21.19	2.56	2.79	2.34	3.32	3.69	22.37	23.57	25.06	27.63	30.15
新华保险 (601336.SH)	28.27	4.58	4.79	3.81	5.72	6.08	32.59	34.78	37.59	42.64	47.52
						P/E					
						P/B					
中国人寿 (601628.SH)	25.28	14.22	14.03	17.96	12.87	11.79	1.59	1.49	1.42	1.30	1.20
中国平安 (601318.SH)	43.96	5.62	7.91	5.63	5.10	4.67	1.05	0.99	0.90	0.81	0.73
中国太保 (601601.SH)	21.19	8.29	7.60	9.05	6.38	5.74	0.95	0.90	0.85	0.77	0.70
新华保险 (601336.SH)	28.27	6.17	5.90	7.41	4.94	4.65	0.87	0.81	0.75	0.66	0.59
平均	29.68	8.57	8.86	10.01	7.32	6.71	1.11	1.05	0.98	0.89	0.81
						EPS					
						BVPS					
中国财险 (02328.HK)	7.50	0.94	1.01	1.18	1.34	1.45	8.43	9.12	9.76	10.70	11.72
						P/E					
						P/B					
中国财险 (02328.HK)	7.50	6.92	6.45	5.50	4.85	4.47	0.77	0.71	0.66	0.61	0.55

数据来源: Wind, 公司财报, 东吴证券研究所

注: 除中国财险外, 以上公司皆为 A 股上市险企, 其中 A 股上市险企股价单位统一为人民币, 港股 (H 股) 险企股价单位统一为港元, 估值数据则按照 1 港元=0.8662 元人民币汇率计算, 数据更新至 2022 年 5 月 13 日

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

