

保险 II

保险公司资产负债匹配管理系列报告三： 来自偿付能力的约束

投资要点

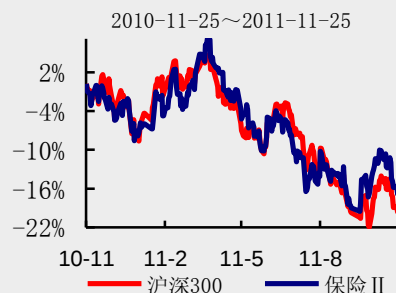
1. 为什么我国保险公司的偿付能力像坐上了过山车？这一问题的答案不在于业务增长对准备的消耗，也并非保险行业的特质，而源于认可资产和认可负债采用了不一致的会计制度。
2. 偿付能力监管的关键在于对资产和负债的合理评估。会计制度是偿付能力监管的重要基础和手段，偿付能力监管的关键就在于对资产和负债合理评估，进而确定保险公司实际资本额度。因此资产与负债的评估直接受会计制度的影响。
3. 我国偿付能力规则主要借鉴的欧盟偿付能力 I，后者对资产、负债准备金的评估是依据监管会计准则，主要是基于清算或出售假设条件下的评估。而偿付能力 II 对认可资产和认可负债的评估将采用国际会计准则（IFRS），即以公允价值作为评估基础，风险敏感度更高。
4. 我国的偿付能力标准中认可资产采用了通用会计准则，而认可负债则采用监管会计准则，影响如下：1、认可资产波动，而认可负债相对稳定，偿付能力易呈现大起大落；2、保险公司偿付能力表现出明显的顺周期性，使得保险公司似乎总是缺少资本；3、股市波动对偿付能力的影响随业务规模呈加速上升。
5. 假设明年各公司的保费增速为 15%，如果各公司不调整其当前金融资产会计分类，2012 年非持有到期资产波动率为 0%，简单估算中国人寿、平安寿险、中国太保、新华保险的偿付能力充足率分别为 232.62%、154.42%、241.37%及 115.29%。如果非持有到期资产价值下降 2%，上述公司的偿付能力充足率分别下降 9.97%、7.33%、9.56%及 6.41%。按照偿付能力受金融资产价格波动的影响，从小到大依次排序，为新华保险、平安寿险、中国太保和中国人寿。不考虑平安的可转债融资，中国太保的偿付能力充足率最优。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：牛播坤
Tel: 010-66500825
Email: niubokun@hczq.com
联系人：陈旭毅
Email: chenxuyi@hczq.com

行业评级

行业评级：推荐
评级变动：维持

行业表现对比图(近 12 个月)


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《保险公司资产负债匹配管理系列报告一：框架及影响因素》 2011.12.13
《保险公司资产负债匹配管理系列报告二：资产负债匹配及会计错配》 2011.12.21

目 录

一、问题：为什么保险公司的偿付能力像坐上了过山车？	3
二、背景：会计准则是偿付能力评估的基础和手段.....	4
（一）偿付能力监管的关键在于对资产和负债的合理评估	4
（二）我国的偿付能力标准主要借鉴了欧 I 标准.....	4
（三）solvency I 对资产和负债的评估标准基于监管会计准则.....	5
（四）Solvency II 基于 IFRS，增强了偿付能力对公允价值的敏感度	5
三、结论：资产和负债评估未同步采用市场一致估值使偿付能力呈现高波动性.....	6
四、约束：降低权益资产配置.....	8

图表目录

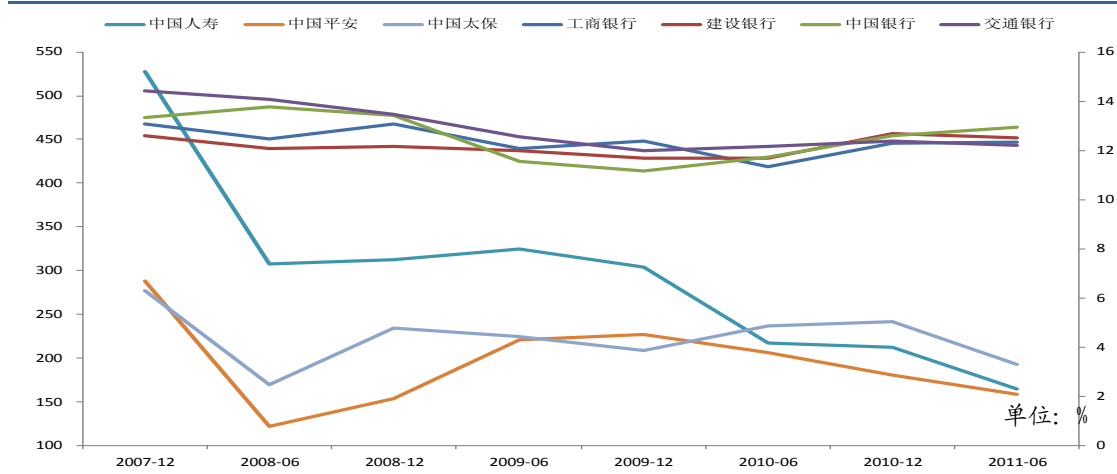
图表 1 2007 年底至今上市保险公司偿付能力充足率和部分上市银行资本充足率变动	3
图表 2 2004 年至今 AXA、Allianz 及三家上市保险公司偿付能力充足率的变化.....	3
图表 3 Solvency I 框架对资产和负债的评估.....	4
图表 4 偿付能力充足率计算公式.....	4
图表 5 最低偿付能力额度的计算方法.....	5
图表 6 欧洲偿付能力监管的演变.....	5
图表 7 欧 II 与欧 I 在资产和负债计量上的主要差异	6
图表 8 IFRS 与 Solvency II 在资产负债评估上的差异	6
图表 9 金融资产认可价值及比例.....	7
图表 10 各上市公司金融资产结构.....	7
图表 11 保险公司偿付能力充足率呈现出与大盘高度一致的变化	7
图表 12 利率变动对偿付能力充足率的影响.....	8
图表 13 采用不同会计计量方法净资产的变动：以某上市保险公司为例	8
图表 14 偿付能力充足率的敏感度分析：以某家上市公司为例	9
图表 15 股市波动对偿付能力充足率的影响随资产规模的增加而显著增强	9
图表 16 2012 年底上市保险公司偿付能力充足率预测（基于保费增速 15%以及不调整 当前金融资产会计分类的假设）	10

资产负债匹配的目标之一是为了满足未来的偿付要求，同时偿付能力的监管规则要求也会影响到保险公司的资产配置。一个极端的例子是，如果偿付能力不达标，则资产配置的风险容忍度较低，可供选择的资产配置类型也会受限。

一、问题：为什么保险公司的偿付能力像坐上了过山车？

资本充足率和偿付能力充足率分别是衡量银行和保险公司偿还债务、抵御风险能力的关键指标。然而，同为金融行业，与商业银行相对稳定的资本充足率相比，我国保险公司的偿付能力显然波动要大得多。从 2007 年底至今，工商银行、建设银行、中国银行和交通银行的资本充足率基本处于 11%-15% 的区间内，而保险公司的偿付能力则犹如坐上了过山车。以中国人寿为例，在此期间经历了从 528% 到 164% 的剧烈波动，仅 2010 年一年即下降了 91.6%。

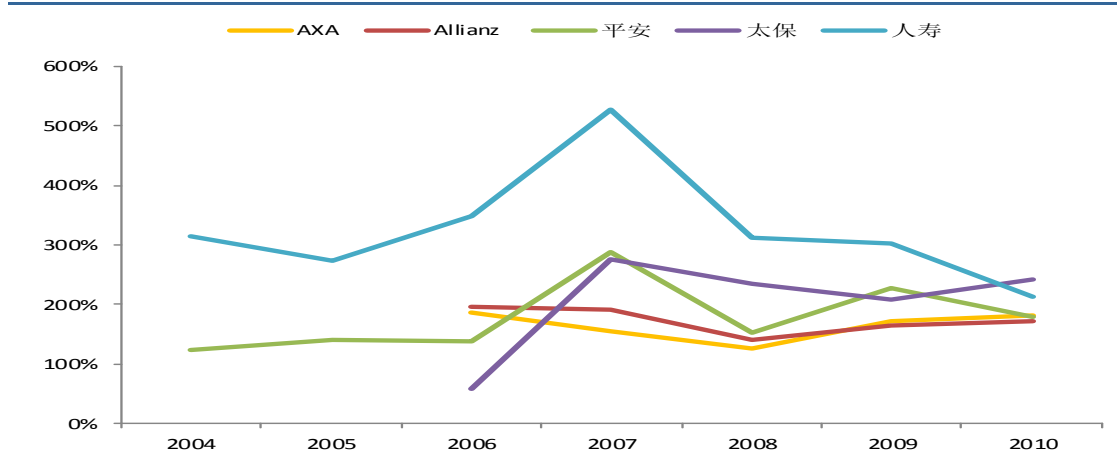
图表 1 2007 年底至今上市保险公司偿付能力充足率和部分上市银行资本充足率变动



资料来源: wind、华创证券

如果说高资本消耗和偿付能力波动剧烈是保险业的特质，那么我们进一步比较国际上较大的两家保险集团安联（Allianz）、安盛（AXA）与国内上市保险公司的偿付能力充足率，可以发现，安联和安盛的偿付能力充足率表现较为稳定，即便是在 2008 年金融危机期间下降幅度也没有超过 50%。

图表 2 2004 年至今 AXA、Allianz 及三家上市保险公司偿付能力充足率的变化



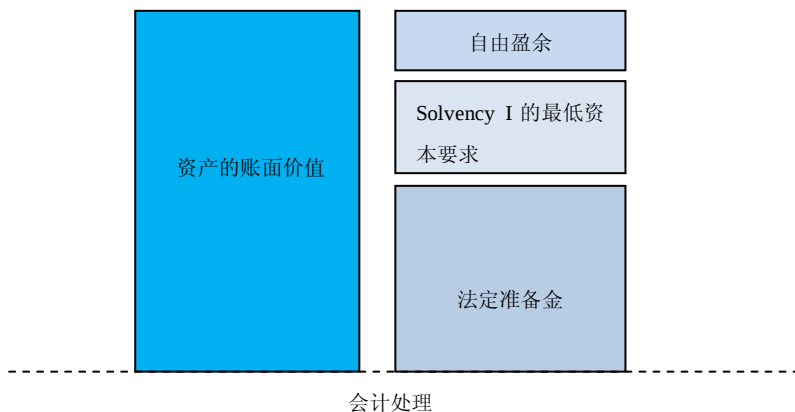
资料来源: 华创证券

显然，偿付能力剧烈波动并不是保险业的特质。中国保险公司对资本的渴求固然源于整个行业尚处于高速发展时期，但这远远不能解释过去几年上市保险公司偿付能力充足率的如同坐过山车般的变化。根据经验，大型保险公司业务增长每年对偿付能力充足率消耗约为 10%-15%。而几家上市保险公司偿付能力波动幅度显然已经超过了这个区间。

进一步比较中国人寿和中国平安在 2007 年前后的变化后发现，2007 年是保险公司偿付能力充足率变化的明显分界线，2007 年之后两家公司的偿付能力波动率都显著提高。这是因为 2007 年之后偿付能力编报依据的标准——会计制度发生了重大变化。

二、背景：会计准则是偿付能力评估的基础和手段

图表 3 Solvency I 框架对资产和负债的评估



资料来源：华创证券

（一）偿付能力监管的关键在于对资产和负债的合理评估

会计制度之所以对偿付能力十分重要，是因为偿付能力监管的关键就在于对资产和负债合理评估，进而确定保险公司实际资本额度。因此资产与负债的评估直接受会计制度的影响，不合理的会计制度会扭曲财务信息，可能使偿付能力监管制度的有效性大打折扣。

（二）我国的偿付能力标准主要借鉴了欧 I 标准

我国的偿付能力标准主要借鉴了欧 I，即保险公司的认可资产与认可负债的差额应当保持在最低偿付能力额度之上。一旦实际偿付能力额度低于最低偿付能力额度，监管机构将根据保险公司偿付能力管理规定采取相应措施。

图表 4 偿付能力充足率计算公式



资料来源：华创证券

图表 5 最低偿付能力额度的计算方法

业务类型	财产保险业务及短期人身险业务	长期人身险业务
计算方法	财产保险公司应具备的最低偿付能力额度为下述两项之和： 1. 最近会计年度自留保费减营业税及附加后 50 亿元人民币以下部分的 9%和 50 亿元人民币以上部分的 8%； 2. 最近三年平均综合赔款金额 25 亿元人民币以下部分的 22.5%和 25 亿元人民币以上部分的 12.5%。	最低偿付能力额度为下述四项之和： 1. 投资连结类产品：期末寿险责任准备金的 1%2. 其他寿险产品：期末寿险责任准备金的 4%； 3. 定期死亡保险： 期限<3 年：风险保额的 0.1%；3 年≤期限<5 年：风险保额的 0.15%；期限≥5 年：风险保额的 0.3%； 4. 其他保险及未对定期死亡保险区分保险期间的，按风险保额的 0.3%计算。

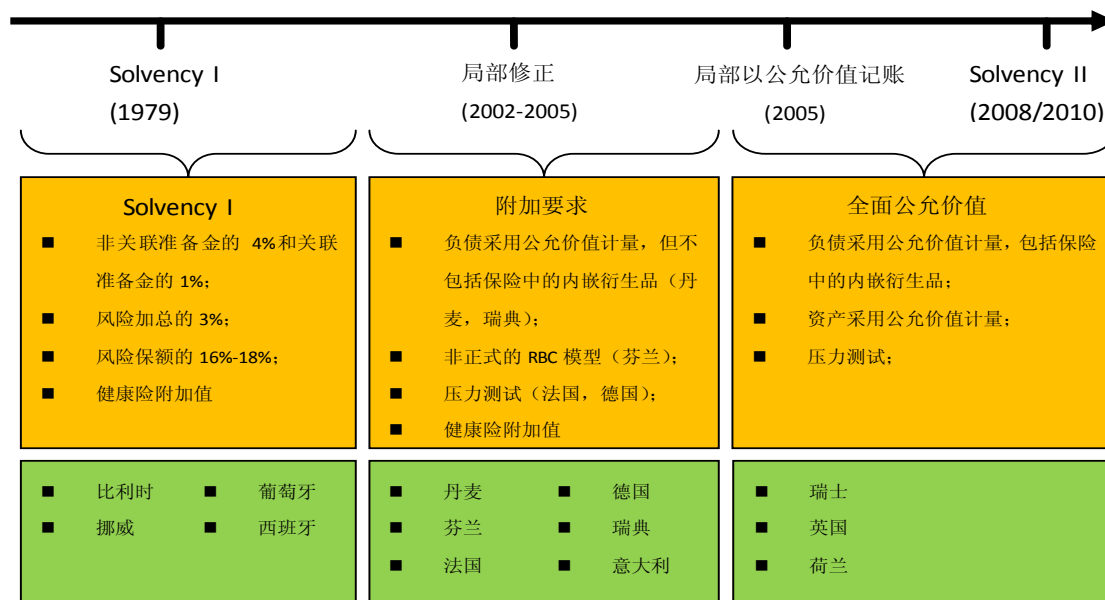
资料来源：华创证券

（三）solvency I 对资产和负债的评估标准基于监管会计准则

欧盟的偿付能力 I 源于 20 世纪 70 年代，其对资产、负债准备金的评估是依据监管会计准则，主要是基于清算或出售假设条件下的评估。随着金融市场波动性的加剧以及保险投资资产的多样化，偿付能力 I 的缺陷逐步暴露出来，在资产和负债评估方面主要是账面评估不能真实反映资产、负债的真实市场价格，缺乏风险敏感度。

国际会计准则推行对金融资产金融公允价值计量后，欧盟一些国家根据各自实际对偿付能力 I 中资产和负债的评估要求进行了调整，开始着手以“公允价值”来构建和完善自己的保险会计体系。

图表 6 欧洲偿付能力监管的演变



资料来源：华创证券

（四）Solvency II 基于 IFRS，增强了偿付能力对公允价值的敏感度

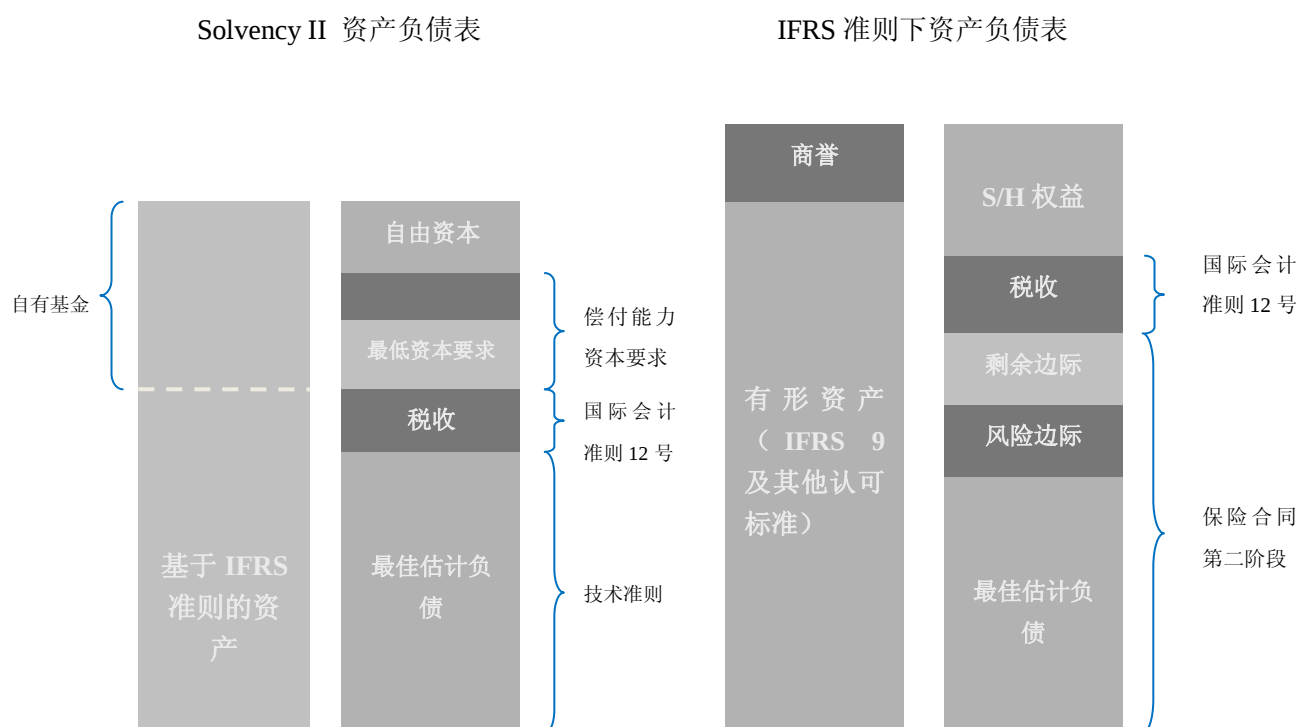
2001 年欧盟启动了偿付能力 II 项目。偿付能力 II 对认可资产和认可负债的评估将采用国际会计准则（IFRS），因此更具风险敏感性，其资本要求能够及时预警偿付能力的变化。

图表 7 欧 II 与欧 I 在资产和负债计量上的主要差异

比较项目	欧 I	欧 II
资产评价	根据各种认可标准采用市价或账面价值	根据市价计算
负债评价	非市价计算	根据市价计算
资本要求	采用单层级标准，不包括额外风险边际	以总资产负债表法为框架，采用双层级标准，包括额外风险边际
风险分散	无规范	列入规范
风险减缓	部分规范	列入规范

资料来源：华创证券

图表 8 IFRS 与 Solvency II 在资产负债评估上的差异



资料来源：华创证券

三、结论：偿付能力规则内在的顺周期性使得保险公司似乎总是缺少资本

如上所述，偿付能力作为关键的风险指标，应该有助于监管机构及时发现风险，但对风险的敏感性不应表现为高波动性，否则指标本身就失去了监测意义。我国保险公司偿付能力充足率的高波动性与目前的评估方法有较大的关系。

我国偿付能力规则中对资产和负债评估未同步采用市场一致估值

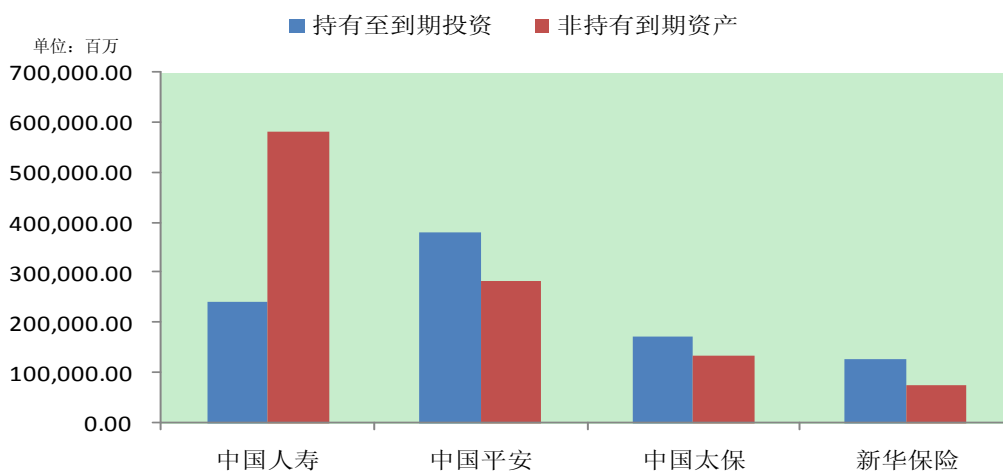
认可资产呈现明显的顺周期性。新《企业会计准则》颁布后，《保险公司偿付能力报告编报规则第 2 号：投资资产》详细规定了金融资产的认可价值，在金融资产认可价值的计量上逐步向国际会计准则靠拢。持有到期金融资产的账面价值以摊余成本计算，变动较小。而非持有到期金融资产的账面价值则表现为与市场一致的价值，波动幅度较大，从而使得偿付能力充足率呈现出过度敏感和剧烈波动的特征。

图表 9 金融资产认可价值及比例

金融资产	会计分类	账面价值	认可比例
债券类资产	持有到期	以摊余成本计算的价值	政府债券：100% 金融债券：100%（资本充足率>8%）；90%（资本充足率<8%） 次级债：100%（资本充足率>8 或者偿付能力>100%）；90%（不符合上述条件）
	交易性金融资产	市值	企业债券：100%（AA 及以上）；90%（AA 以下） 资产证券化：100%（AAA 及以上）；90%（AA 以下）
	可供出售		
权益类资产	交易性金融资产	市值	非 st 上市股票：95% 证券投资基金：95%
	可供出售		

资料来源：华创证券

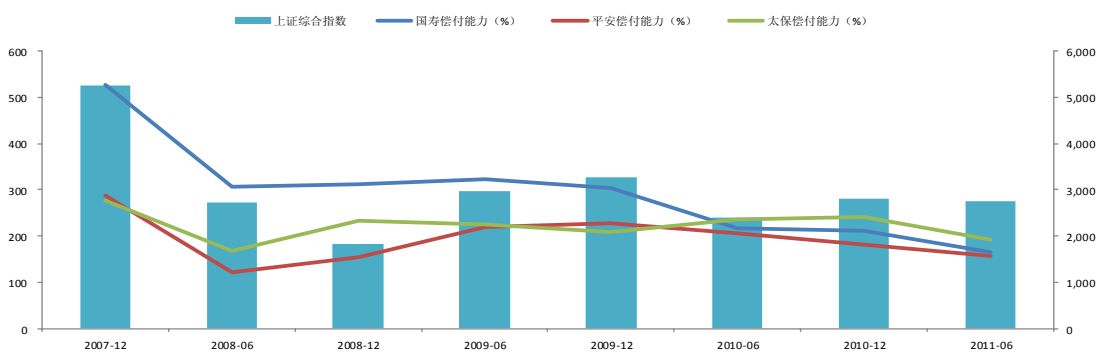
图表 10 各上市公司金融资产结构



资料来源：华创证券

截止 2011 年 6 月 30 日，我国四家上市保险公司金融资产配置中，40%左右的为非持有到期资产（中国人寿甚至高达 70%），即 40%左右（如果以初始投资价值计量这一比例可能更高）的金融资产其认可价值是随市值在不断波动的。这使得认可资产表现出明显的顺周期性和高波动性。典型的例子是在资本上涨、股票估值区间抬升时，保险公司偿付能力显著提高，而在资本市场低迷、股票估值下降时，保险公司偿付能力急速下降（见图表 11）。

图表 11 保险公司偿付能力充足率呈现出与大盘高度一致的变化



资料来源：wind、华创证券

认可负债仍沿用法定准备金，不体现市值波动。与认可资产采用市场一致的估值不同，尽管2号解释已经推行了对负债的市值计价，而偿付能力规则对准备金的计量仍沿用法定准备金。也就是说，认可资产采用了通用会计准则，而认可负债则采用监管会计准则，因而不能在一定程度上抵补认可资产波动对偿付能力的影响。

以利率上升时期为例，非持有到期的债券资产价值下跌，认可资产下降，如果准备金以公允价值计量，并且反映的是当期的收益率曲线变动，则认可负债也会下降。具体认可资产和认可负债各自下降的幅度取决于资产负债久期的匹配程度，两者之差即实际资本可能不变或小幅变动。而如果准备金采用监管法定计算，不随收益率调整，则实际资本下降，偿付能力充足率下降。显然，在资产以公允价值计量而准备金采用法定计量，偿付能力调整的幅度较大，波动明显高于两者均采用公允价值计量。

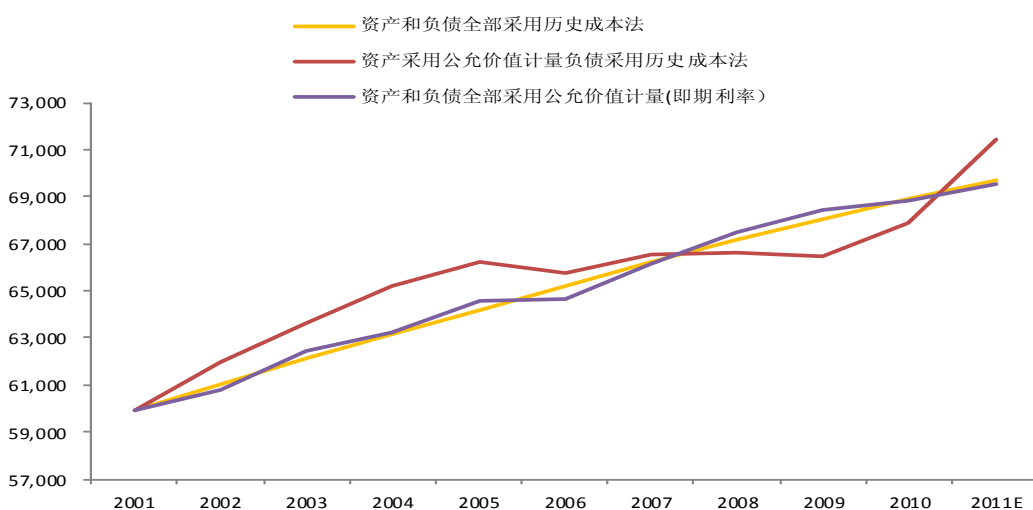
图表 12 利率变动对偿付能力充足率的影响

利率情景	认可资产价值	认可负债计量方法	认可负债价值	实际资本=认可资产-认可负债	偿付能力充足率
下降	上升	公允价值准备金	上升	可能不变或小幅变动	可能不变或小幅变动
	上升	法定准备金	不变	上升	上升
上升	下降	公允价值准备金	下降	可能不变或小幅变动	可能不变或小幅变动
	下降	法定准备金	不变	下降	下降

资料来源：华创证券

我们可以近似以净资产作为实际资本，运用某上市保险公司的数据测算，可以看出，资产以公允价值计量、准备金以法定准则计量这一组合的净资产波动率最高，这也意味着按照此种规则编报的偿付能力的波动率最高。

图表 23 采用不同会计计量方法净资产的变动：以某上市保险公司为例



资料来源：华创证券

四、约束：降低权益资产配置

认可资产和最低资本要求的不同比变化，使得公司的规模越大，偿付能力对金融资产变动的敏感度越高

最低资本要求是准备金或者风险保额的较小比例，而保费收入的绝大部分都会表现为认可资产，因此最低资本要求的增长幅度不及认可资产的增长幅度。这就意味着随着保险公司的资

产规模的不断增长，除非降低权益投资的比例，否则偿付能力的波动会更加剧烈。

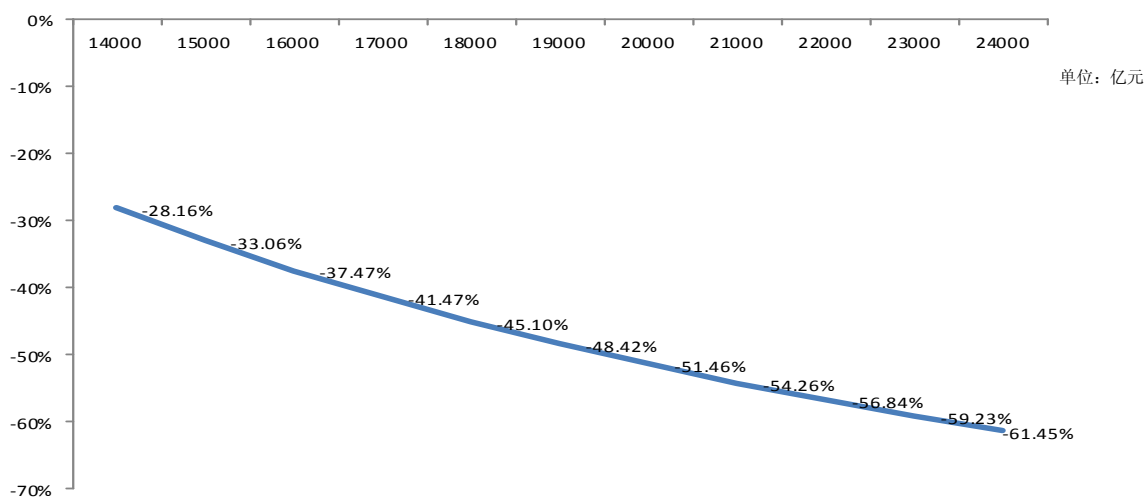
根据某上市保险公司的偿付能力情况，我们测算了其偿付能力敏感度，发现：1、在业务增长和股市波动两个因素中，后者的影响显著的高（图表 14）；2、股市波动对偿付能力的影响是随业务规模呈加速上升（图表 15）。

图表 14 偿付能力充足率的敏感度分析：以某家上市公司为例

偿付能力充足率		资本市场波动								
足率		-10%	-8%	-5%	-3%	0%	3%	5%	8%	10%
业务规模增长	-20%	170.56%	176.42%	185.20%	191.04%	199.80%	208.56%	214.39%	223.12%	228.94%
	-15%	167.85%	173.68%	182.41%	188.23%	196.95%	205.66%	211.46%	220.15%	225.94%
	-10%	165.19%	170.99%	179.68%	185.47%	194.15%	202.81%	208.58%	217.23%	222.99%
	-5%	162.58%	168.35%	177.00%	182.76%	191.39%	200.02%	205.76%	214.36%	220.09%
	0%	160.01%	165.76%	174.37%	180.10%	188.69%	197.27%	202.99%	211.55%	217.25%
	5%	157.49%	163.21%	171.79%	177.49%	186.04%	194.58%	200.27%	208.79%	214.46%
	10%	155.02%	160.72%	169.25%	174.93%	183.44%	191.94%	197.60%	206.08%	211.72%
	15%	152.59%	158.26%	166.76%	172.41%	180.88%	189.34%	194.97%	203.41%	209.03%
	20%	150.21%	155.85%	164.31%	169.94%	178.37%	186.79%	192.40%	200.80%	206.39%

资料来源：华创证券

图表 15 股市波动对偿付能力充足率的影响随资产规模的增加而显著增强



注 1：横轴代表资产规模；注 2：测算是基于股票市场下降 8% 的情况；注 3：所使用数据为偿付能力充足率下降幅度；

资料来源：华创证券

我们假设明年各公司的保费增速为 15%，如果各公司不调整其当前金融资产会计分类，2012 年非持有到期资产波动率为 0%，则中国人寿、平安寿险、中国太保、新华保险的偿付能力充足率分别为 232.62%、154.42%、241.37% 及 115.29%。如果非持有到期资产价值下降 2%，上述公司的偿付能力充足率分别下降 9.97%、7.33%、9.56% 及 6.41%。按照偿付能力受金融资产价格波动的影响，从小到大依次排序，为新华保险、平安寿险、中国太保和中国人寿。不考虑平安的可转债融资，中国太保的偿付能力充足率最优。

图表 16 2012 年底上市保险公司偿付能力充足率预测（基于保费增速 15% 以及不调整当前金融资产会计分类的假设）

	5%	2%	0%	-2%	-5%
中国人寿	257.48%	242.57%	232.62%	222.65%	207.67%
平安人寿	172.71%	161.74%	154.42%	147.09%	136.08%
中国太保	265.22%	250.92%	241.37%	231.81%	217.44%
新华保险	131.28%	121.69%	115.29%	108.88%	99.25%

注：未考虑中国平安 200 亿可转债融资，此处仅预测了平安寿险

资料来源：华创证券

对于保险公司而言，在现行的偿付能力规则下，资本规划的重要性超出以往。在补充资本时，在要尽可能在资本充足时提前融资，降低资本成本。在资本补充渠道不畅及市场表现不佳时，要加大持有到期金融资产占比，尽可能降低权益资产占比。

一旦接近偿付能力的红线，如果没有后续资本补充，保险公司将不得被迫斩仓，在资本市场“追涨杀跌”。而此时若想补充资本，往往由于市场低迷，融资成本较高。因此，对于保险公司而言，在市场低迷时期，现实的选择是尽可能加大持有到期金融资产占比。

金融组分析师介绍

牛播坤：华创金融行业小组组长，保险行业高级分析师。中央财经大学金融学硕士，华中科技大学博士。2007年8月-2011年8月供职于保监会政策研究室。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558