

国内主要保险集团维持着良好信用质量

国内保险集团信用质量研究

2021 年 3 月 10 日

要点

- 我们对国内 10 家主要保险集团的研究显示，主要保险集团拥有良好信用质量。由于其强大的业务基础与强劲的资本实力，即使面对新冠疫情带来的经济不确定性，主要保险集团信用质量仍能保持稳定。我们认为，疫情的冲击主要体现在投资收益波动加剧。
- 对保险集团控股公司的评级应反映出控股公司与集团经营性子公司间信用状况可能存在的差异。存在评级差异，主要是由于子公司和母公司间的现金流往来可能受到监管限制，以及违约情况下对母公司债务的处理方式可能不同于子公司，导致其信用风险增加。但是，如果我们认为控股公司债权人具有的保护与经营性子公司的债权人类似，在某些情况下，控股公司层面的信用风险差异可能会缩小甚至消除。

目录

概述.....	1
行业风险.....	2
竞争地位.....	2
业务风险.....	3
资本与盈利性.....	4
风险状况.....	7
财务灵活性.....	7
财务风险.....	9
评级基准.....	10
个体信用状况.....	11
外部支持.....	13
控股公司的特有风险因素调整.....	15
混合资本债的特有风险因素调整.....	16
附录 1：保险集团及其控股公司的评级分析过程举例.....	18
附录 2：相关评级方法论及研究.....	20

分析师

李征

北京
+86-10-6516-6067
Zheng.Li@spgchinaratings.cn

崔璐

北京
+86-10-6516-6068
Cong.Cui@spgchinaratings.cn

邹雪飞, CPA

北京
+86-10-6516-6070
Eric.Zou@spgchinaratings.cn

陈龙泰

北京
+86-10-6516-6065
Longtai.Chen@spgchinaratings.cn

王逸夫, CFA, CPA

北京
+86-10-6516-60676064
Yifu.Wang@spgchinaratings.cn

栾小琛, CFA, FRM

北京
+86-010-6516-6069
Collins.Luan@spgchinaratings.cn

李迎, CFA, FRM

北京
+86-10-6516-6061
Ying.Li@spgchinaratings.cn

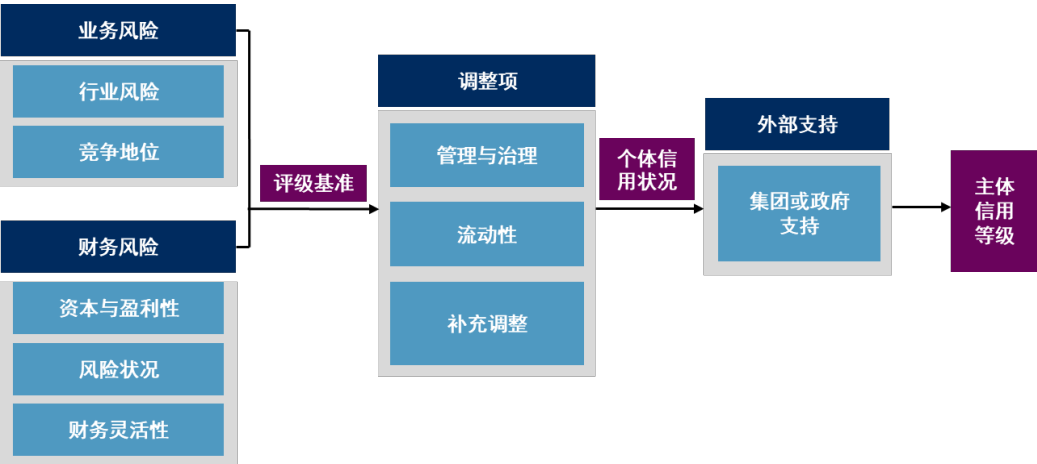
概述

本次案头分析基于标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）保险机构评级方法论。根据我们的保险评级方法，我们通常以机构的评级基准为基础，再用管理与治理、流动性、补充调整等因素做进一步的调整，得到个体信用状况。我们通常通过评估机构的业务风险和财务风险来确定保险公司的评级基准。最后，我们根据个体信用状况和我们对潜在集团或政府支持的评估，确定主体信用等级。对于保险集团的控股公司，我们还考虑了控股公司层面的特有风险因素，特别是相较经营性子公司的结构性次级因素。

图 1

我们基于保险公司的个体信用状况以及可能的集团/政府支持来决定其主体信用等级

标普信评保险方法框架



资料来源：标普信评。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

国内共有 13 家保险集团，本次我们测试了其中 10 家，包括中国人寿保险（集团）公司、中国人民保险集团股份有限公司、中国太平洋保险（集团）股份有限公司、中国再保险（集团）股份有限公司、中国太平保险集团有限责任公司、泰康保险集团股份有限公司、安联（中国）保险控股有限公司、中华联合保险集团股份有限公司、华泰保险集团股份有限公司和阳光保险集团股份有限公司。因中国平安保险（集团）股份有限公司还拥有庞大的银行业务和其他非保险类金融业务，故我们未将其作为保险集团进行测试，而是将其作为综合性金融控股公司进行评估，不适用保险公司方法论，因此不在本篇研究的覆盖范围以内。

我们的案头分析显示，主要保险集团均有良好的信用质量。我们测试的保险集团潜在个体信用质量分布于[a_{spc}]大类至[aaa_{spc}]大类的良好区间，且多数保险集团在危机情况下可能获得集团或者政府支持。

在某些情况下，我们可能会对保险集团控股公司的评级进行子级下调，以反映控股公司层面的债务的结构性次级。控股公司通常依靠经营性子公司的股息和其他资金转移来履行其偿债义务。也就是说，我们认为控股公司的信用质量可能劣于其经营性子公司，因此会将其反映在控股公司的评级中。

鉴于国内主要保险集团强大的业务实力与强劲的资金实力，即使面对新冠疫情带来的经济不确定性，我们预期其信用状况仍将保持稳定。我们认为，疫情的冲击主要体现在其加剧了投资收益波动。虽然金融市场的不确定性逐渐上升，我们认为领先的保险集团强劲的资金实力和盈利能力将保障其信用质量维持稳定。

行业风险

我们对人身险和财产险的行业风险进行分别评估。根据我们的方法论，行业风险通常会分为6档，其中“1分”代表行业风险极低，“6分”代表行业风险极高。当前，我们认为人身险和财产险的行业风险均为“中等”，打分均为“3分”。因此，保险集团的行业风险是“3分/中等”。

我们对人身险行业的行业风险评估反映出其良好的增长潜力，对保障型产品的关注，更严格的监管，在开发专有分销渠道方面的困难，保险公司投资组合表现的不确定性以及资产负债错配。

我们对财产险行业的行业风险评估反映出其良好的增长前景，不断严格的监管，由于转型非车险业务而导致的承保风险上升风险，以及投资业绩波动性加剧风险。

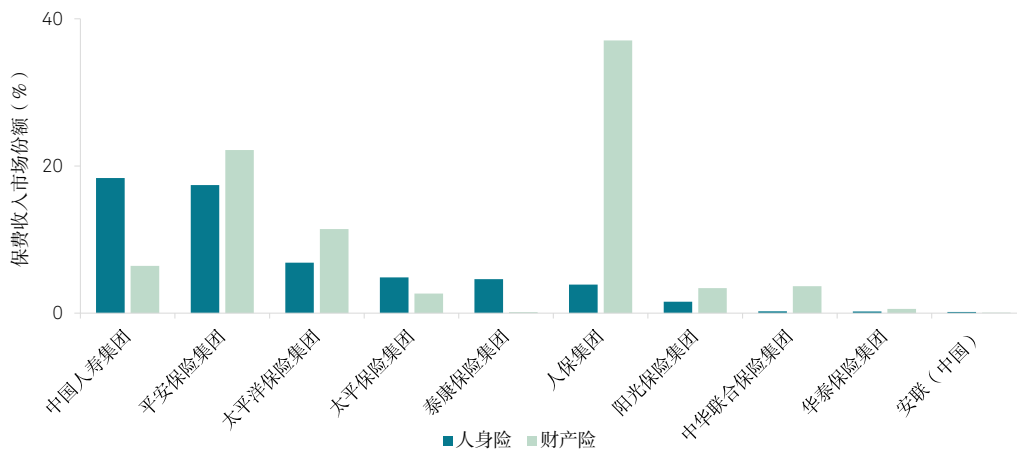
竞争地位

我们认为，市场份额是衡量保险公司竞争地位的最重要指标之一。除了保费的绝对规模外，我们还考虑品牌、保费收入的稳定性、对分销渠道的控制、产品风险和多样化等因素。与其他保险公司相比，保险集团通常具有更好的多样化属性，因为它们在各个保险子行业中往往拥有成熟的业务基础。

图2

大型保险集团多为业内领先的保险品牌

主要保险集团在人身险及财产险市场的份额



注：人身意外险归入人身险计算；当按险种划分数据不可得时，标普信评可能会进行必要的假设和调整，因此可能会与保险集团披露口径有所差异。

注2：中国人寿集团--中国人寿保险(集团)公司、人保集团--中国人民保险集团股份有限公司、太平洋保险集团--中国太平洋保险(集团)股份有限公司、中国再保险集团--中国再保险(集团)股份有限公司、太平保险集团--中国太平保险集团有限责任公司、泰康保险集团--泰康保险集团股份有限公司、安联(中国)--安联(中国)保险控股有限公司、中华联合保险集团--中华联合保险集团股份有限公司、华泰保险集团--华泰保险集团股份有限公司和阳光保险集团股份有限公司、平安保险集团--中国平安保险(集团)股份有限公司

资料来源：银保监会，公司公开信息，经标普信评收集及整理。

版权 © 2021 标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

竞争地位的分数分为“1分”至“6分”档，其中“1分”代表竞争地位极强，“6分”代表竞争地位极弱。

表 1

保险公司竞争地位评估

分数	典型特征
1 分	保险公司的竞争优势使其对不利的经营条件具有高度的适应能力。保险公司没有实质性的竞争弱点，业务高度多样性。
2 分	保险公司的竞争优势使其可以应对不利的运营条件。保险公司几乎没有实质性的竞争劣势，业务高度多样化。
3 分	保险公司的竞争优势胜过其劣势，使其对不利的经营条件有一定的适应能力。
4 分	保险公司的竞争优势与劣势平衡，使其在一定程度上易受到不利的经营条件的影响。
5 分	保险公司的竞争劣势在一定程度上胜过其优势，使其易受到不利的经营条件的影响。
6 分	保险公司的竞争劣势胜过其优势，使其极易受到不利的经营条件的影响。

资料来源：标普信评。

版权 © 2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

业务风险

我们通常将行业风险和竞争地位相结合，以得出保险公司的业务风险打分。业务风险通常会分为 6 档，其中“1 分”代表业务风险极低，“6 分”代表业务风险极高。以下矩阵展示了我们结合行业风险和竞争地位以得出业务风险打分的一般方法。如矩阵所示，由于行业风险为“3 分”，因此保险集团的业务风险打分通常取决于其竞争地位。当某个保险集团在多个保险子行业中都拥有较大的业务规模时，我们会综合评估其加权业务风险（往往是以保费收入占比作为权重）。

表 2

确定保险公司业务风险打分

竞争地位	行业风险					
	1	2	3	4	5	6
1	1	1	1	2	3	5
2	1	2	2	3	4	5
3	2	3	3	3	4	6
4	3	4	4	4	5	6
5	4	5	5	5	5	6
6	5	6	6	6	6	6

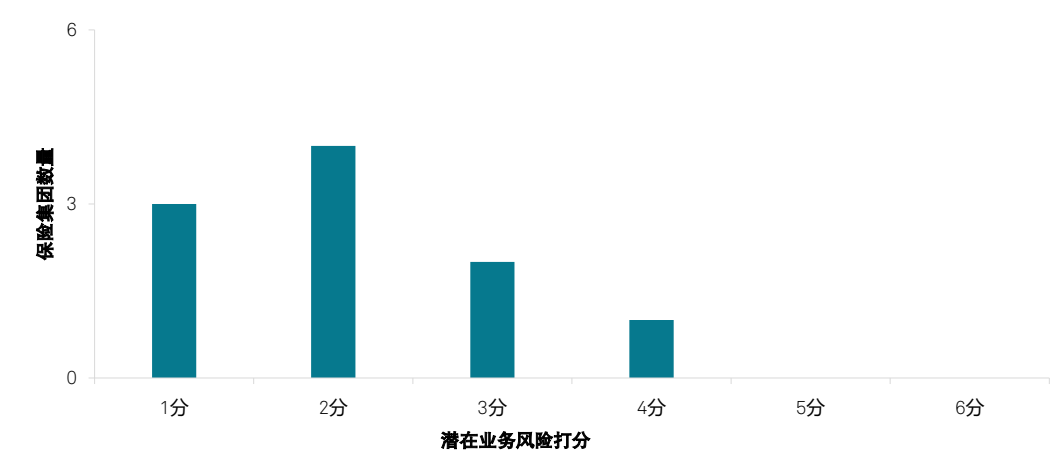
资料来源：标普信评。

版权 © 2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 3

我们测试的保险集团大多有良好的潜在业务风险打分

10 家主要保险集团潜在业务风险打分分布



注 1: 业务风险通常会分为 6 档，其中“1 分”代表业务风险极低，“6 分”代表业务风险极高。

注 2: 本报告中所呈现的打分是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与大部分机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布（我们发布了公开评级结果的机构除外）。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为任何机构的最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权 © 2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

资本与盈利性

我们对保险集团财务风险的评估主要综合其资本与盈利性、风险状况和财务灵活性三个方面的分析。在资本与盈利性分析部分，我们通常通过对保险公司资本充足状况的前瞻性考虑来分析其损失吸收能力。我们的资本分析主要基于我们对保险公司未来两年监管口径偿付能力充足率的预期。在评估中，我们可能会同时考虑核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率。考虑到前者主要包括了高质量的核心资本，我们通常使用核心偿付能力充足率作为主要指标。我们的资本与盈利性的打分是从“1 分”到“6 分”，其中“1 分”表示资本与盈利实力最强，“6 分”表示最弱。由于自身强大的监管资本水平，我们测试的保险集团的潜在资本与盈利性打分均为“1 分”或“2 分”。

表 3

保险公司资本与盈利性评估

分数	典型特征
1 分	预计资本与盈利性远优于行业平均水平。
2 分	预计资本与盈利性优于行业平均水平。
3 分	预计资本与盈利性与行业平均水平一致。
4 分	预计资本与盈利性略低于行业平均水平。
5 分	预计资本与盈利性低于行业平均水平，但我们认为大概率可以继续满足监管最低资本要求。
6 分	存在不能满足监管最低资本要求的重大风险。

资料来源：标普信评。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

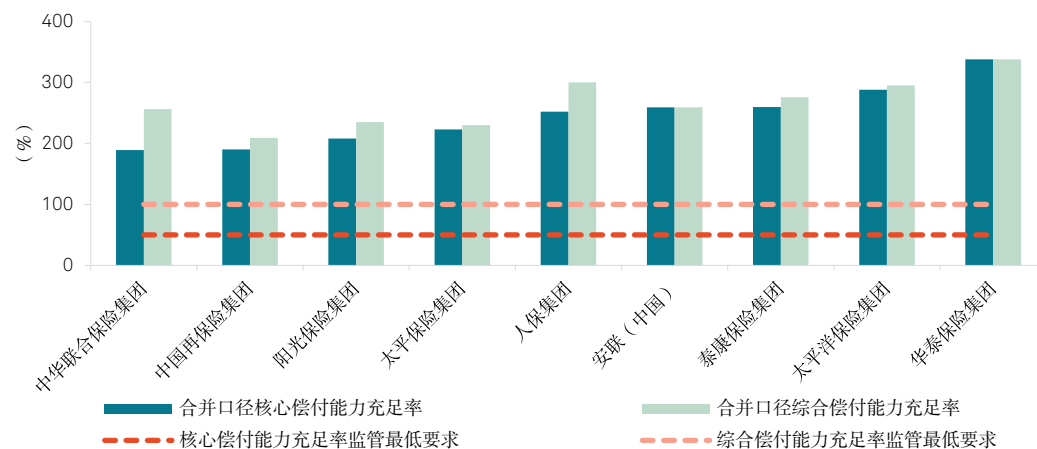
国内保险集团与运营子保险子公司均适用同样的监管资本规则。2021 年 1 月，中国银行保险监督管理委员会（“银保监会”）发布新的保险公司偿付能力管理规定，要求保险集团与其每个经营性子公司均达到相同的最低偿付能力要求。我们认为，严格保险集团资本监管有利于集团层面的整体资本稳定，避免了保险集团控股公司与经营性子公司之间的资本监管套利。

大多数保险集团均拥有健康的监管偿付能力充足比率，它们的综合偿付能力充足率和核心偿付能力充足率均远高于 100% 和 50% 的最低监管偿付能力充足率要求。强劲的资本为抵御经济不确定性带来的风险和盈利波动性提供了充足的缓冲空间。

图 4

大多数保险集团均拥有健康的监管偿付能力充足率

2019 年末披露口径监管偿付能力充足率



资料来源：公司公开信息，经标普信评收集。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

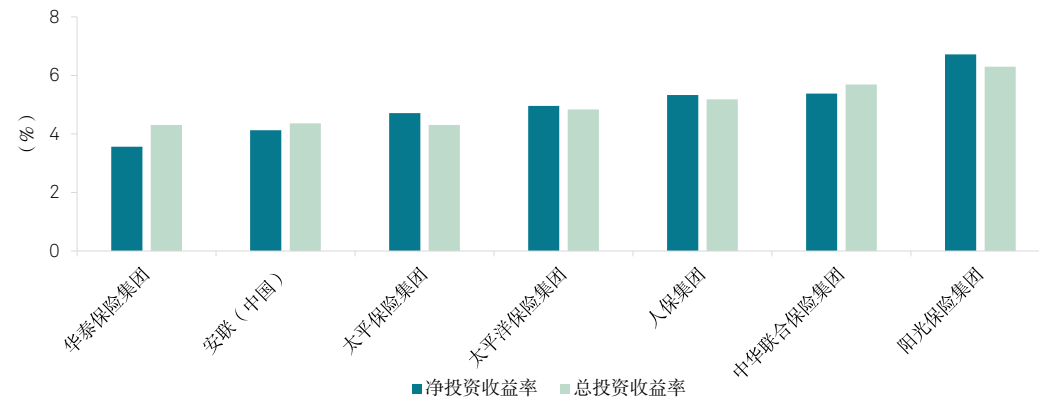
我们分析保险集团资本时一个特殊的重要因素为双重杠杆。对金融机构而言，集团层面的双重杠杆率的计算方式为控股公司对子公司的股权投资金额除以控股公司非合并报表的普通股权益。在某些情况下，保险集团会发行混合资本工具以扩大其监管资本，募集款项作为权益或混合资本工具投资于经营性子公司中。如果双重杠杆率过高，由于经营性子公司的部分资本实际为控股公司层面的债务，表明集团主要经营性子公司的实际资本实力可能弱于其披露的资本指标。我们认为，国内主要保险集团的双重杠杆水平合理。

为了更好地分析和预测资本实力，我们还评估了保险集团的盈利能力和盈利稳定性以评估其资本内生能力。

图 5

大多数保险集团的投资业务收益率与行业平均水平一致

2019 年净投资收益率和总投资收益率



注 1: 净投资收益率=调整后投资收益/((期初投资资产总额+期末投资资产总额)/2)

注 2: 总投资收益率= (调整后投资收益+公允价值变动损益-资产减值损失)/((期初投资资产总额+期末投资资产总额)/2)。

资料来源: 公司公开信息, 经标普信评收集及整理。

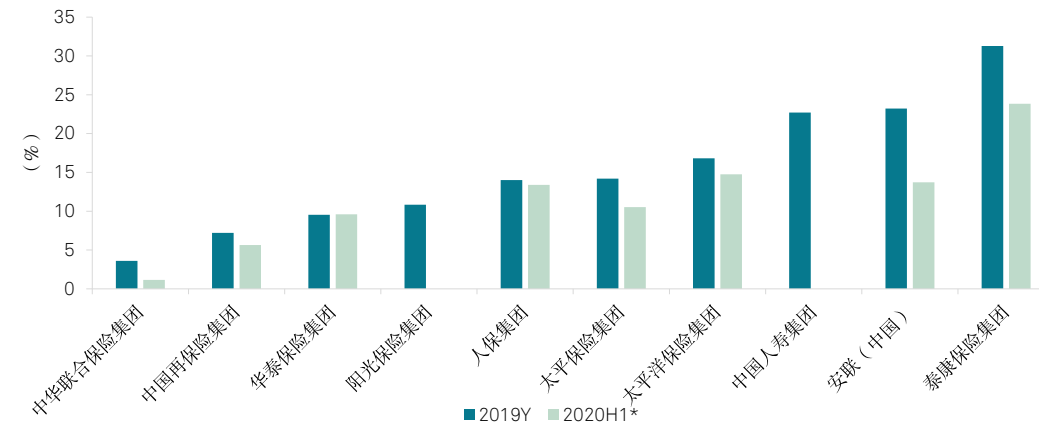
版权©2021 标普信用评级 (中国) 有限公司。版权所有。

尽管保险集团的盈利性存在差异, 但我们认为, 我们测试的保险集团的盈利均足以维持其目前的资本水平。与专注于其他细分业务的保险集团相比, 拥有领先人寿保险业务的集团通常具有更好的盈利。

图 6

保险集团的盈利能力存在差异

平均净资产回报率



注*: 半年数据均为年化后数据

资料来源: 公司公开信息, 经标普信评收集及整理。

版权©2021 标普信用评级 (中国) 有限公司。版权所有。

我们认为, 新冠疫情对保险集团的盈利能力产生了负面影响, 但由于强大的资本实力, 集团整体财务风险并不一定会有实质性上升。收入增长乏力和投资收益的波动加剧是造成 2020 年盈利压力的主要原因。随着 2021 年经济继续恢复, 我们预期保险集团的盈利前景会改善, 但同时我们也会关注债券市场持续存在的信用风险压力, 这可能会在 2021 年增加部分保险集团的不良资产拨备压力。

风险状况

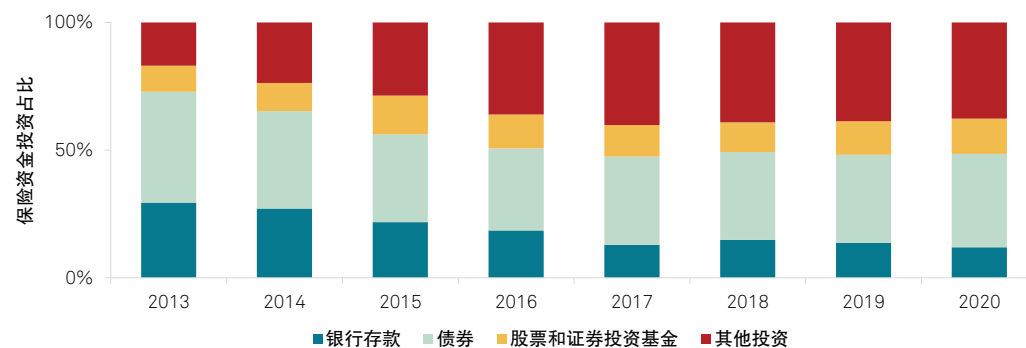
我们对风险状况的分析通常考虑了资本与盈利性分析中未能包含的重大风险，以及资本和盈利性部分已有考虑的，但可能使保险公司资本产生波动的特定风险。风险状况的分析通常包括风险管理、投资组合质量和杠杆率、风险集中度等因素。风险状况的分数一般分为5档，其中“1分”代表风险极低，“5分”代表风险极高。分数为“3分”、“4分”或“5分”的情况通常会导致对保险公司财务风险打分的负面调整。

在评估保险集团的风险状况时，我们通常关注集团整体风险治理的有效性，同时也注意主要经营性子公司的具体风险状况。投资风险是另一个关键考虑因素，因为它决定了保险集团的整体资产质量。我们测试的保险集团基本都具有适当的风险管理和治理能力，这体现在它们较审慎的资产配置和良好的监管评级中。

图7

保险集团整体投资资产配置与行业平均情况基本一致

保险业平均投资组合结构



资料来源：银保监会，经标普信评收集及整理。

版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

财务灵活性

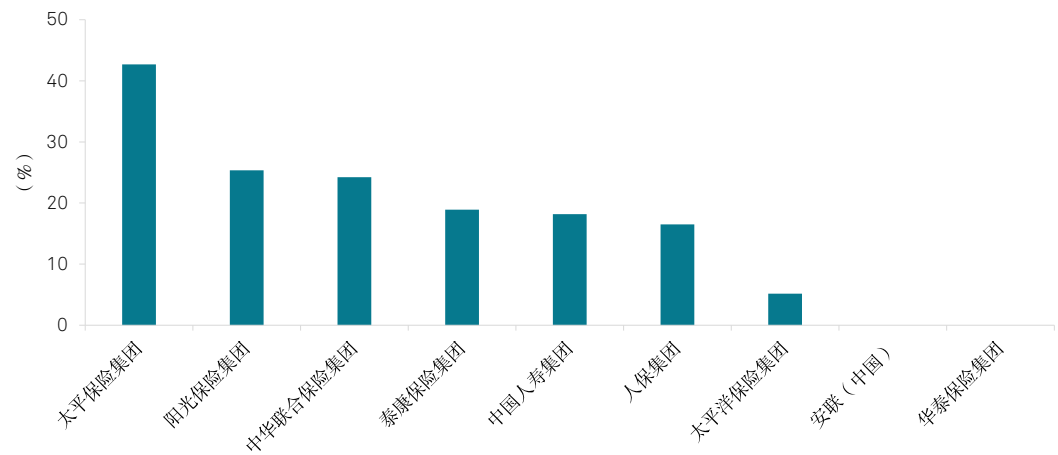
我们的财务风险分析考虑了财务杠杆的使用。高杠杆率和低固定费用覆盖率的公司的财务灵活性可能更容易承压。我们将保险公司的财务灵活性评估分为“中性”、“较负面”或“负面”三档。当财务灵活性评估为“较负面”或“负面”时，通常会对财务风险打分造成负面影响。

通常我们使用财务杠杆率、固定费用覆盖率和金融负债/息税折旧摊销前利润（“EBITDA”）比率来评估保险公司的债务负担和利息支付能力。对保险集团而言，这些比率应以合并口径进行计算。另外，我们还会考虑保险公司的融资计划、财务管理策略和融资能力等。在我们的分析中，我们发现，受益于领先保险集团较低的杠杆和良好的收入，我们测试的绝大多数保险集团具有“中性”的财务灵活性。

图 8

财务杠杆率高于 40%通常被我们视作负面信号

2019 年末合并报表财务杠杆率



注 1: 财务杠杆率 = (短期债务 + 长期债务 + 应付债券 (含资本补充债) + 优先股) / (短期债务 + 长期债务 + 应付债券 (含资本补充债) + 所有者权益)

注 2: 当财务杠杆率为零时, 表示人身险公司无债务, 有利于财务灵活性。

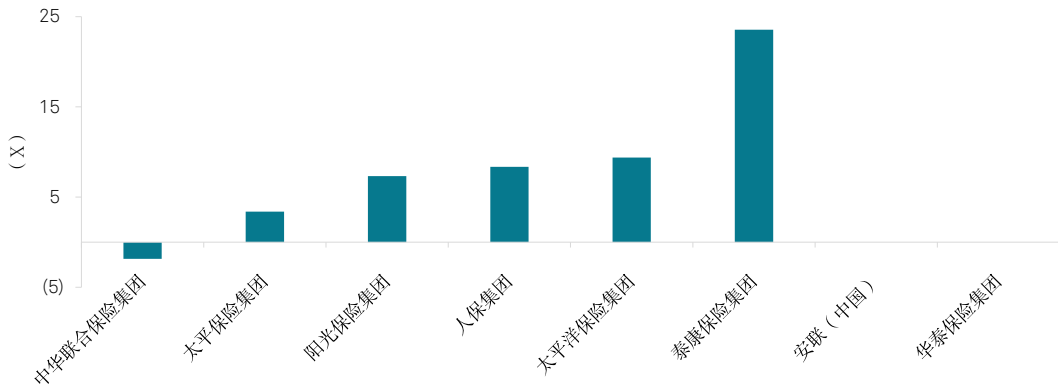
资料来源: 公司公开信息, 经标普信评收集及整理。

版权©2021 标普信用评级 (中国) 有限公司。版权所有。

图 9

固定费用覆盖率在 4 倍以下通常被视作负面信号

2019 年合并口径固定费用覆盖倍数



注 1: 固定费用覆盖率 = 息税折旧摊销前利润 / 金融负债利息支出。

注 2: 安联 (中国) 及华泰保险集团该比率无意义, 这是因为其截至 2019 年末没有金融负债, 当这个比率没有意义时, 表示没有需要偿付利息的金融负债, 有利于财务灵活性。

注 3: 当覆盖率为负时, 意味着公司的息税折旧摊销前利润为负, 对财务灵活性不利。

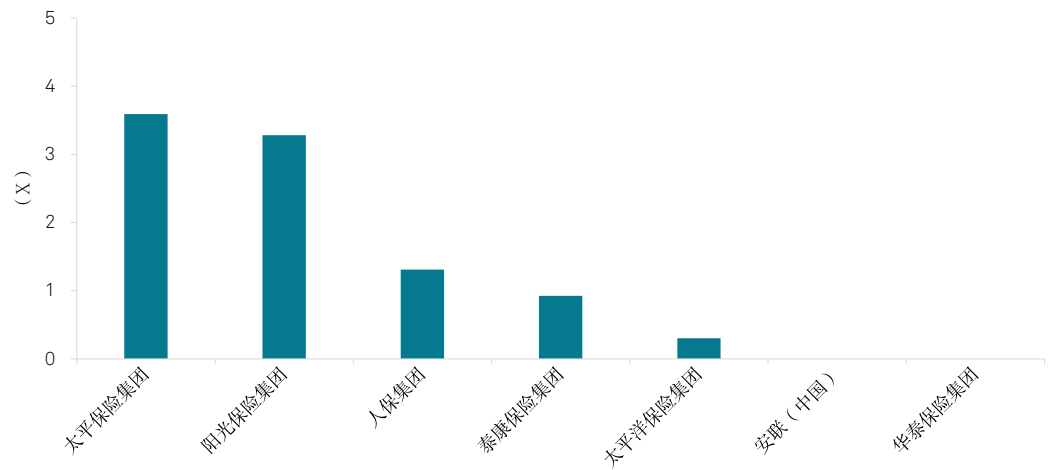
资料来源: 公司公开信息, 经标普信评收集及整理。

版权©2021 标普信用评级 (中国) 有限公司。版权所有。

图 10

金融负债/ EBITDA 倍数在 4 倍以上通常被视作负面信号

2019 年合并口径金融负债/税折旧及摊销前利润倍数



注 1：金融负债 / 息税折旧及摊销前利润倍数 = (短期债务 + 长期债务 + 应付债券 (包括资本补充债) + 优先股) / 息税折旧及摊销前利润。
注 2：当该比率为零时，表示没有金融负债，有利于财务灵活性。
资料来源：公司公开信息，经标普信评收集及整理。
版权©2021 标普信用评级 (中国) 有限公司。版权所有。

财务风险

在完成对风险状况和财务灵活性的评估后，我们利用这两个因素的评估结论来调整资本与盈利性打分，从而得出保险公司的最终的财务风险状况打分。财务风险状况打分是六分制，“1 分”表示财务风险最低，“6 分”表示财务风险最高。如果风险状况部分的分数高于“2 分”，通常会导致在资本与盈利性分数的基础上对财务风险分数进行负面调整。当财务灵活性部分的分数为“较负面”或“负面”时，通常也会导致在资本与盈利性分数的基础上对财务风险分数进行负面调整。

表 4

评定保险公司财务风险

资本与盈利性打分	“1 分” 至 “6 分”
风险状况	
1 分/ 风险低	-1 分*
2 分/ 风险较低	0
3 分/ 风险较高	+1 分
4 分/ 风险高	+2 分
5 分/ 风险很高	+3 分 或更多
财务灵活性	
中性	0

较负面	+1 分
负面	+2 分或更多

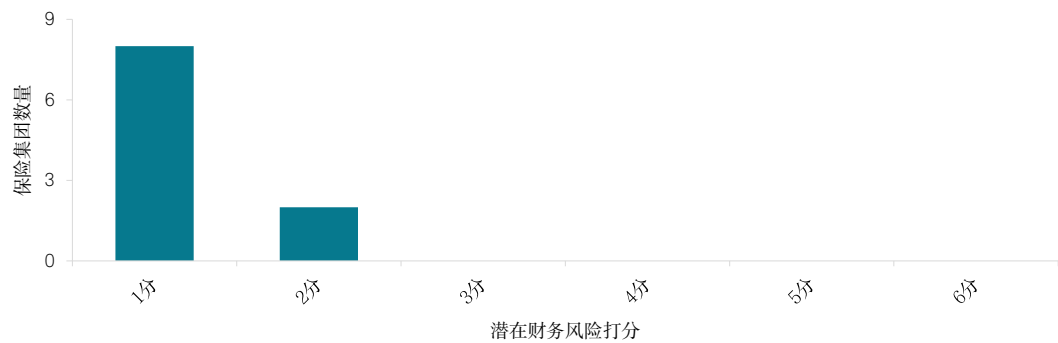
举例而言，如果某保险公司的资本与盈利性打分为 3 分，其风险状况得分为“3 分/ 风险较高”，且其财务灵活性评估为“中性”，则其财务风险打分为 4 分（在资本与盈利性 3 分的基础上，因风险状况加 1 分，因财务灵活性加 0 分）。

注：*风险状况及财务灵活性等调整项打分带来的累计调整不会将财务风险打分调整至“1 分”以下或“6 分”以上。
版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 11

受益于强大的资本水平，我们测试的保险集团均有较好的潜在财务风险打分

10 家主要保险集团潜在财务风险状况打分布



注 1：在本次研究中，我们按 6 档对潜在财务风险状况进行了打分。1 分代表最强的财务风险状况，6 分代表最弱。
注 2：本报告中所呈现的潜在打分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与大部分机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在打分布（我们发布了公开评级结果的机构除外）。本报告中呈现的打分结果不可也不应被表述为信用评级的一部分。
资料来源：标普信评。
版权©2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表 5

2019 年末 10 家主要保险集团财务指标中位数

潜在财务 风险打分	2019 年末综合偿付 能力充足率（%）	2019 年末核心偿付 能力充足率（%）	2019 年净资产回报 率（%）	2019 年保险业务收 入（亿元）
1 分	295	260	15.4	1,468
2 分	243	240	8.9	1,232

注：本报告中所呈现的潜在打分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与大部分机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在打分布（我们发布了公开评级结果的机构除外）。本报告中呈现的打分结果不可也不应被表述为信用评级的一部分。
资料来源：公司公开信息，经标普信评收集及整理。
版权 © 2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

评级基准

保险公司的业务风险评估和财务风险评估相结合就可以确定其评级基准。例如，对于一家保险公司的业务风险和财务风险都被评定为“1 分”，通常表示其个体信用状况非常强，处于“aaa”或“aa+”的水

平。对于业务风险和财务风险均被评定为“6 分”的保险公司，通常表示其个体信用状况非常弱，处于“b-”的水平。

表 6

保险公司评级基准矩阵

评级基准		财务风险 (FRP)					
		1	2	3	4	5	6
业务状况 (BRP)	1	aaa/aa+	aa+/aa	aa-/a+	a/a-	bbb	bb+
	2	aa+/aa	aa-/a+	a/a-	bbb+	bbb-	bb
	3	a+/a	a/a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
	4	bbb+	bbb	bbb-	bb+	bb-	b+
	5	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b
	6	bb-	bb-	bb-	b+	b	b-

数据来源：标普信评。

版权 © 2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

个体信用状况

保险公司个体信用状况通常是从考虑评级基准和其他因素评估（如管理与治理评估、流动性评估和补充调整）中得出的。在考虑管理与治理、流动性和补充调整等因素后，我们可能会得到比评级基准更高、更低或相同的个体信用状况。例如，如果我们在业务风险和财务风险分析中没有充分反映某保险公司的独特优势，其个体信用状况可能高于其评级基准；如果某保险公司的流动性状况弱，或管理与治理存在明显不足，其个体信用状况可能低于其评级基准。

管理与治理分析通常考虑管理层的战略能力、运营效率、财务管理和公司治理实践是如何影响保险公司的市场竞争力的。

我们将保险公司的管理与治理评估分为“中性”、“较负面”或“负面”三档。当评估为“较负面”或“负面”时，通常会导致评级基准向下调整。我们测试的保险集团的潜在管理与治理状况都是“中性”。

表 7

保险公司管理与治理评估

打分	通常的含义
中性	当评估结果不为“较负面”或者“负面”时。
较负面	我们发现管理与治理结构中存在一些明显缺陷。
负面	治理缺陷严重，有可能削弱企业执行战略或管理风险的能力，对公司构成严重风险。

数据来源：标普信评。

版权 © 2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

银保监会一直致力于改善保险集团的公司治理。近年来，银保监会针对金融机构不当治理开展的多项监管干预措施；2018 年 2 月，由于集团存在违反法律法规的经营问题及关键人员的违法行为，银保监会接管了安邦保险集团股份有限公司；2019 年 11 月，银保监会出台了银行保险机构新的公司治理监管评估办法。

银保监会对于保险公司的公司治理监管要求也适用于集团层面。我们认为集团层面对公司治理进行的严格监管有益于集团本级及经营性子公司的风险管理。在银保监会最新公布的对 10 家保险集团的公司治理监管评估中，6 家集团评估结果为 B 级（较好）、4 家评估结果为 C 级（合格），并没有公司治理不合格的情况。

根据监管机构评估，保险集团的公司治理方面总体上是健全的，但是某些集团仍存在需要持续改进的问题：（1）部分控股公司行政化色彩浓厚，市场化机制不健全；（2）部分控股公司存在股东股权纠纷；（3）在某些情况下，大股东以不适当的方式干预了集团的日常运营；（4）部分董事会的职权及授权工作有待完善；（5）某些集团尚未建立健全涵盖所有子公司的全面风险合规管理体系；（6）子公司之间常缺少防火墙；（7）薪酬框架需要改进以适当激励员工。

流动性分析方面，我们研究保险公司在正常经营环境下以及压力环境下满足其流动性需求的能力。流动性分析是对绝对流动性状况的分析，而不是以同业比较为重点。

在考量保险集团的流动性时，我们也会评估双重杠杆率带来的流动性风险。如果双重杠杆率过高，则可能导致流动性风险升高，因为控股公司本级的债务或其他金融负债到期量可能会远大于其自身可自由支配的非受限货币资金及高流动性资产。

我们将保险公司的流动性按“1 分”到“4 分”进行评估，其中“1 分”最强，“4 分”最弱。较好的两个评估结果（“1 分”和“2 分”）不会影响保险集团的个体信用状况；而两个较弱的评估结果（“3 分”和“4 分”）通常会导致评级基准基础上的向下调整。

表 8

保险公司流动性评估

打分	通常的含义
1 分/非常充足	无重大流动性风险，压力情景下流动性比率非常高。
2 分/充足	无重大流动性风险。
3 分/较不充足	存在一些影响流动性的负面因素。
4 分/不充足	流动性面临严重风险。公司可能无法在未来 12 个月内及时履行其债务支付义务和对投保人的支付义务。

数据来源：标普信评。

版权 © 2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们使用压力情景下的流动性比率来评估保险公司在一年内通过借款和资产变现的方式来偿还其短期债务和压力情景下保险支付义务的能力。根据我们的案头分析，我们认为即使在压力情景下，我们测试的保险集团的流动性也是充足的。对保险集团而言，流动性比例以合并口径计算。同时我们也分析集团内主要经营性子公司各自的流动性情况，以确保我们能够较完整地评估所有重要的流动性风险点。

除了管理与治理评估、流动性评估之外，我们还可以通过补充调整来得出更全面的信用观点。我们的补充调整包括对其他信用因素的考虑，以及对前述部分没有充分考虑的现有信用因素的考虑，往往包括同业比较分析。对保险集团而言，我们也将主要经营性子公司的个体信用状况纳入考量范围，通常而言，保险集团的个体信用状况应该与其主要经营性子公司的加权个体信用状况基本一致。

我们根据管理与治理评估、流动性评估和补充调整的情况对评级基准进行调整，得出最终个体信用状况（具体调整规则见下表）。

表 9

保险公司个体信用状况的确定

评级基准 (aaa 至 b-)	子级调整的一般性规则
调整项 1 - 管理与治理	
- 中性	无子级调整
- 较负面	下调 1 个子级
- 负面	下调 2 个或更多子级
调整项 2 - 流动性	
- 1 分/非常充足	无子级调整
- 2 分/充足	无子级调整
- 3 分/较不充足	下调 1 个子级
- 4 分/不充足	下调 2 个或更多子级
调整项 3 - 补充调整	
	加、减子级或无子级调整

数据来源：标普信评。

版权 © 2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

外部支持

我们认为，国内领先国有保险集团很可能会获得中央政府的支持，因为它们在向民众提供保险保障和提高社会福祉方面发挥重要作用，并且往往由中央政府控股，与政府有密切联系。此外，保险公司还是资本市场重要的机构投资者。保险公司，特别是人身险公司，通常具有长期投资需求，因此它们可以作为金融市场“稳定器”，为实体经济提供长期、稳定的资金。

表 10

2019 年末股权结构

集团	第一大股东	持股比例 (%)	第二大股东	持股比例 (%)	第三大股东	持股比例 (%)
中国人寿集团	中华人民共和国财政部	100				
人保集团	中华人民共和国财政部	61	香港中央结算（代理人）有限公司	20	全国社会保障基金理事会	15
太平洋保险集团	香港中央结算（代理人）有限公司	31	申能（集团）有限公司	15	华宝投资有限公司	14
中国再保险集团	中央汇金投资有限责任公司	72	香港中央结算（代理人）有限公司	16	中华人民共和国财政部	11
太平保险集团	中华人民共和国财政部	90	全国社会保障基金理事会	10		
中华联合保险集团	中国东方资产管理股份有限公司	51	辽宁成大股份有限公司	20	中国中车股份有限公司	13

泰康保险集团	嘉德投资控股有限公司	24	高盛集团	13	新政泰达投资有限公司	11
阳光保险集团	北京锐藤宜鸿投资管理有限公司	7	拉萨丰铭工程机械销售有限公司	6	江苏天诚物业发展有限责任公司	6
华泰保险集团	安达天平再保险有限公司	26	安达百慕大保险公司	11	内蒙古君正化工有限责任公司	7
安联（中国）	安联集团	100				

注：华泰保险集团的股权信息基于其 2020 年 12 月披露的最新信息，因此并非其截至 2019 年末股权结构。

资料来源：公司公开信息、经标普信评收集及整理。

版权 © 2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表 11

保险公司对中央政府的重要性初步评估

重要性等级	初步评估
1/极高	国有保险公司，在国内拥有绝对领先的市场份额和业务实力，其多数股权直接或间接由中央政府控制，在向国内广大民众提供保险保障方面起着关键性作用。
2/高	国有保险公司，在国内具有较大的市场份额和业务实力，其多数股权直接或间接由中央政府控制，在向国内广大民众提供保险保障方面起着重要作用。
3/中等	国有保险公司，在国内具有中等市场份额和业务实力，其多数股权直接或间接由中央政府控制；或者， 在国内具有领先市场份额和业务实力的非国有保险公司，我们认为其在国内具有系统重要性，因此对政府也具有一定的重要性。
4/偏低	小型国有保险公司，其多数股权直接或间接由中央政府控制。
5/有限	非国有中小型保险公司。

资料来源：标普信评。

版权 © 2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有

除了政府支持外，我们还会考虑在危机情景可能受到的集团支持。集团支持评估对于由外国保险公司控制的保险集团尤其重要。一般而言，我们评估对保险集团的母公司支持的方法与我们对银行和其他金融机构支持的评估方法一致。

表 12

评估对母公司的重要性时所考虑的部分关键因素

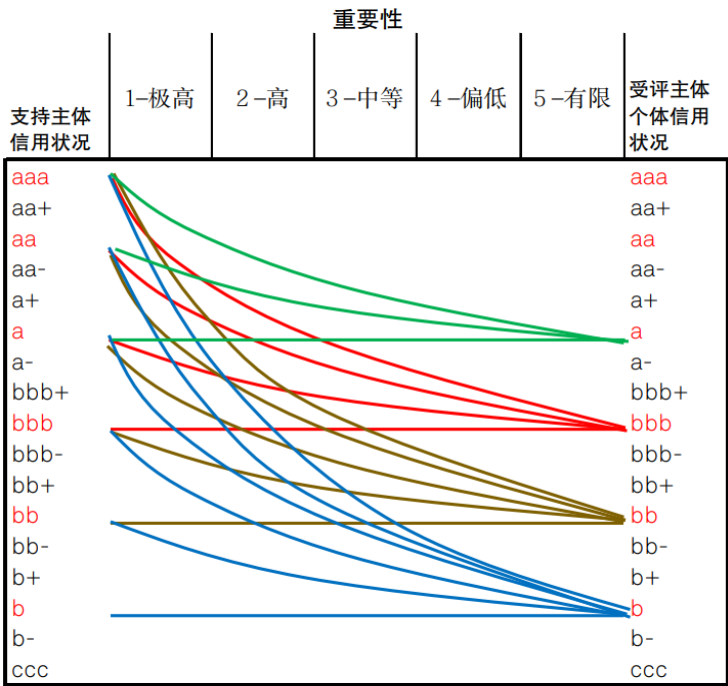
1	子公司对集团是否具有战略重要性，与集团的核心业务发展的相关程度
2	在债务偿还方面支持子公司的合同或法规要求
3	子公司的规模，子公司在其行业中的地位
4	子公司的盈利能力
5	子公司对集团盈利的贡献

6	子公司的股权关系
7	母公司和子公司之间是否具有名称关联和品牌共享
8	经营管理整合程度，子公司的经营方式是更接近母公司的分公司/部门，还是拥有相对独立的经营决策权
9	母公司和子公司之间的其他重大公司治理安排

资料来源：标普信评。
版权 © 2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 12

我们用 1 到 5 分的分值区间来评估保险集团对政府或母公司的重要性
支持评估框架演示



资料来源：标普信评。
版权 © 2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

控股公司的特有风险因素调整

保险集团控股公司的评级反映了其与集团内经营性子公司的信用质量之间的差异。该评级差异主要是由于子公司与母公司之间的现金流往来可能受到监管限制，以及违约情景下可能存在的差别待遇所导致的信用风险上升。这种增加的信用风险可能导致控股公司被下调最高 3 个等级，以反映控股公司债权人相对于经营性子公司债权人的结构性次级地位，以及对经营性子公司向控股公司提供现金流时的潜在监管限制。

但是在以下情况下，控股公司层面的信用风险差异可能缩小甚至消失：

- 保险监管机构在控股公司层面对保险集团进行有效监管。尽管控股公司债权人在结构上仍劣后于保户和经营性子公司债权人，但在控股公司层面上严格的公司治理和资本监管可能会降低控股公司的违约风险，并使控股公司的违约风险与主要经营性子公司更趋相近。
- 控股公司直接控制多个重要经营性子公司，使其从子公司获得的现金流具有足够的分散性和相对独立性，因此，如果其任何经营性子公司现金流中断，并不会削弱该控股公司的财务状况。
- 控股公司通过其自身的经营活动或不受金融监管限制的经营性子公司就能够产生足够的现金流来偿还自身债务。
- 控股公司长期、稳定持有大量不受限制的现金或高质量的流动性固定收益类投资组合，可用于偿还债务。
- 控股公司是由政府控股，任何对经营性子公司的政府资本支持或流动性支持很可能通过控股公司进行。

因此，对于大部分我们测试的保险集团控股公司，考虑到其中央政府控股的所有权性质、集团层面的监管资本充足要求，以及控股公司层面强大的偿债能力，在很多情况下，我们认为控股公司的主体信用等级不一定会比未经调整集团信用质量低 3 个子级，调整幅度往往小于 3 个子级。

表 13

保险集团及其控股公司的主要评级要素构成

集团个体信用状况	我们对集团的个体信用状况进行综合分析。
未经调整集团信用质量	我们在集团个体信用状况基础上结合集团或政府支持，得到未经调整集团信用质量，不包括对控股公司的结构性次级因素进行调整。
控股公司主体信用等级	由于结构性次级而导致的信用风险增加，控股公司主体信用等级较未经调整集团信用质量低最多 3 个子级。因此，控股公司的主体信用等级可能低于或等于未经调整集团信用质量。

资料来源：标普信评。
版权 © 2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

混合资本债的特有风险因素调整

通常，我们通过以发行人的主体信用等级为起点下调子级，得到混合资本工具的债项信用等级。尽管如此，我们可能会排除所有我们不期望加诸混合资本工具的支持要素。例如，如果主体信用等级包含我们不期望加诸混合资本工具的集团或政府支持提升，我们可能会以个体信用状况为起点下调子级。如果我们认为发债主体存在结构性次级，且结构性次级对其信用质量存在重大影响，我们也会在其混合资本债的评级中考虑进结构性次级带来的子级下调。

我们可能会下调一个或两个子级以反映后偿风险，可能还会另外再下调一个子级来反映延付风险。如果下调一个子级无法完全反映延付风险，特别是当发行主体的主体信用等级（ICR）或个体信用状况（SACP）较弱时，我们可能还会考虑更大幅度的子级下调来反映较高的延付风险。金融机构混合资本工具的下调子级数量通常包含：1）下调一个或两个子级来反映后偿风险；2）下调一个或多个子级来反映票息支付延迟或取消的风险；3）对于有强制性或有资本条款的混合资本工具，我们还可能会进一步下调子级以反映其转换为普通股或本金减记的风险。

我们了解到，保险公司在国内市场上发行的大多数债券是混合资本工具。与国内银行发行的混合资本工具相比，国内保险公司在国内市场发行的混合资本工具的债券成分要多于股票成分。例如，国内银行发行的永续债通常有三个主要条款规定在必要时吸收损失，即（1）次顺位条款，（2）本金减记/

普通股转换条款，（3）息票取消条款。国内银行发行的二级资本债券一般有两个主要条款：（1）次顺位条款和（2）本金减记/普通股转换条款。相比之下，保险公司在国内市场上发行的资本补充债通常仅有次顺位条款，这限制了其吸收损失的能力，并且对债券持有人更为有利。混合资本工具的不同特征通常会给银行和保险公司带来不同的调整结果。

考虑到控股公司债务的结构性次级性质，在控股公司层面发行的混合资本工具可能比主要经营性子公司发行的混合资本工具风险要更高，但该风险差异已经在控股公司主体信用等级中反映。

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）针对国内 10 家主要保险集团进行了案头分析。我们挑选这 10 家保险集团考量的主要标准包括公司资产规模、行业代表性以及公开信息的可获取性。

本报告中的分析是根据标普信评的方法论进行的。标普信评的方法论和分析方式仅适用于中国，并有别于标普全球评级所采用的方法论和分析方式。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用了公开信息，并且是根据标普信评的保险机构评级方法论，以及我们对于中国保险业以及各个机构的了解进行的。在此次分析中，我们将我们的方法论对于公开信息进行分析进而得到了关于保险业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点都只是以公开信息为基础，未有与任何机构进行任何互动式评级活动。但是，如果我们已与特定机构在评级活动中发生互动，我们通过评级工作从特定机构管理层那里获得的信息和观点也可能被纳入本次分析结果中。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为任何机构的最终评级结果的表示。本报告中表达的观点是我们通过分析对潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

在此次案头分析过程中，我们对涉及的每家机构进行了分析，在本报告中按照机构的类型以组合层面呈现了我们的分析结果。我们根据我们方法论中最相关的指标，在本报告中的各个章节中呈现整个市场以及市场中不同类型的机构的数据和表现。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们与作为分析对象的大部分机构并未进行访谈或其他任何形式的互动沟通（我们已公开发布评级结果的机构除外）。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑机构获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

本报告不构成评级行动。

附录 1：保险集团及其控股公司的评级分析过程举例

评级要素	评估结论	主要分析因素
业务风险		
- 行业风险	3分（共6分，1分最好，6分最差）	目前，我们对人身险和财产险的行业风险的评估都在“3分”，表明均处于中等风险水平。
- 竞争地位	2分（共6分，1分最好，6分最差）	该保险集团在人身险和财产险业务中均拥有很大（但不是最大）的市场份额，具有良好的业务多样性。其竞争优势在保险公司中高于平均水平。
业务风险	2分（共6分，1分最好，6分最差）	业务风险打分是行业风险和竞争地位的结合，使用正文表2中所示的矩阵来得到打分。
财务风险		
- 资本与盈利性	1分（共6分，1分最好，6分最差）	我们预计该保险集团在未来12至24个月内的核心偿付能力充足率会保持在250%左右，并且鉴于其良好的盈利实力，我们预计其净资产回报率将保持在13%以上。此外，其双重杠杆比率为85%，对于保险集团而言是合理水平。因此，我们认为其资本与盈利性远高于行业平均水平，因此给与最好得分“1分”。
- 风险状况	2分（共4分，1分最好，4分最差）	我们认为，该集团在整个集团范围内已实施完善的风险管理。其人身险经营性子公司的风险综合评级为A，而财产险经营性子公司的风险综合评级为B，均处于良好水平。另外，我们认为，该集团的投资组合风险与行业平均水平基本一致。因此，我们给与其风险状况“2分”的打分，表示其具有良好的风险管理，其风险状况不会对于资本状况造成负面影响。
- 财务灵活性	中性	经过计算，其财务杠杆比率在35%左右，固定费用覆盖率约为3倍，而金融负债/EBITDA约为3倍。因此我们认为，该集团具有“中性”的财务灵活性，其财务灵活性情况不会对于资本状况造成负面影响。
财务风险	1分（共6分，1分最好，6分最差）	我们根据风险状况和财务灵活性调整其资本与盈利性得分。由于我们对风险状况和财务灵活性的评估都是中性的，因此该集团的财务风险与其最初的资本与盈利性得分相同。
评级基准	aa+	通过使用正文表6中的矩阵将业务风险和财务风险打分结合来确定评级基准。根据该矩阵，由于业务风险为2，财务风险为1，因此可能的评级基准包括aa+和aa。我们最终选择了较高的评级基准aa+，是因为该集团在保险产品风险管理方面的专业能力，很强的寿险新业务价值率，以及良好稳定的盈利性。
调整项1- 管理与治理	中性	我们认为，该保险集团拥有良好的公司治理和管理，不会对评级基准产生负面影响。
调整项2- 流动性	2/充足	经过我们的测算，该集团在压力情景下的流动性比率高于1倍，这意味着即使在压力情景下，集团也具有足够的流动性资源，足以覆盖其同期的流动性需求，因此我们对其流动性打分为“2/充足”，对评级基准没有负面影响。
调整项3- 补充调整	无调整	我们将该保险集团的个体信用状况与同业进行比较，并认为aa+是对其个体信用质量的合理评估，因此无需进行补充调整。 另外，我们也分析了其主要经营性子公司的个体信用状况，通常情况下，集团个体信用状况与其主要经营性子公司的加权个体信用状况是大体一致的。
个体信用状况	aa _{spc} +	由于我们对3项调整项均没有进行调整，所以该保险集团的个体信用状况是aa _{spc} +, 与其评级基准相同。

外部支持	+1（政府支持）	该保险集团由财政部所有，在政府为公众提供可靠的保险保障和改善公众福祉的目标中起着重要作用。因此，我们将其对中央政府的重要性评估为“2/高”。使用正文图 14 中的支持分析框架，我们认为该保险集团在面临危机时受到政府支持的可能性高，因此由于政府支持给与 1 个等级的上调。
未经调整集团信用质量	AAA _{spc}	未经调整集团信用质量是我们对保险集团整体信用质量的评估，它是集团个体信用状况和外部支持的综合考虑，但并未针对控股公司的结构性次级进行调整。
控股公司的特有 风险因素	-1	由于与子公司的现金流往来可能受到监管限制，以及违约情景下可能存在差别待遇，很可能导致控股公司的信用风险较子公司更高，我们对结构性次级的风险因素进行评估，这是控股公司的特有风险因素。 由于结构性次级带来的信用风险增加可能导致控股公司被下调最高 3 个等级，以反映控股公司债权人相对于经营性子公司债权人的结构性次级地位，以及经营性子公司向控股公司提供现金流支持时可能遇到的潜在监管限制。 由于下述原因，我们最终把对该控股公司的下调子级减至 1 个子级，而不是 3 个子级：（1）保险监管机构对保险集团采取全面监管，该保险集团本身在控股公司层面受到在偿付能力充足率、公司治理等方面的有效监管。（2）控股公司直接控制多个重要经营性子公司，各个子公司能够提供分散的，相对独立的现金流给控股公司，因此，如果其中一个经营性子公司现金流中断，不会严重削弱该控股公司的财务状况。（3）该控股公司是由政府直接控制的实体，任何对经营性子公司的政府资本支持或流动性支持很可能通过该控股公司进行。我们认为这三个因素显著降低了控股公司层面结构性次级风险。
控股公司主体信用等级	AA _{spc} +	保险集团控股公司的主体信用等级反映了其相对于集团经营性子公司的信用质量差异。在本例中，它比未经调整集团信用质量低 1 个子级。

控股公司发行的资本补充债

债券调整起点	控股公司主体信用等级, AA _{spc} +	我们认为政府的支持将延伸到该控股公司的资本补充债，因此我们以主体信用等级为债项评级的起点。 如果我们认为某公司的资本补充债无法获得政府的支持，我们将向下调整 1 个子级，以 AA 作为评级调整的起点。
基于债项条款进行的标准调整	-1	金融机构发行的混合资本工具的调整通常包括：1）下调一个子级来反映后偿风险；2）下调一个子级来反映票息支付延迟或取消的风险；3）下调一个子级来反本金减记/转股条款。 该资本补充债的招股说明书中有一个次顺位条款，但没有本金减记/转股条款，也没有息票递延/取消条款。因此，我们进行 1 个子级的下调，以反映其次顺位条款。
基于控股公司资本水平进行的非标准调整	无调整	如果我们认为前一个步骤的标准调整没有全面反映公司资本短缺时债券投资人可能受到的信用损失风险，我们可能会进行进一步的非标准调整。 但是，由于该保险集团的资本水平很好，因此我们认为在这种情况下，不需要进行非标准调整。
控股公司发行的资本补充债 债项信用等级	AA _{spc}	由于该资本补充债的次顺位条款，该控股公司的资本补充债 AA _{spc} 的债项评级比控股公司的主体信用等级低一个子级。

注：以上分析仅作为示例，并不代表对任何保险集团的实际评级结果。

资料来源：标普信评。

版权 © 2021 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

附录 2：相关评级方法论及研究

- 标普信用评级（中国）— 保险机构评级方法论。
- 评论：解读标普信用评级（中国）保险机构评级方法。
- 人身险公司信用质量分化明显 | 中国人身险公司信用质量分布研究

©版权所有 2021 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。