

保险业的潜在系统性风险

郭金龙 周华林

2008年国际金融危机中，美国国际集团（AIG）的危机引起了世界对保险业系统性风险的关注，保险业也可能爆发系统性风险，对金融稳定和实体经济造成致命危害。近年来，随着中国保险业的不断发展壮大，中国保险业已经成为全球保险业的重要一环，在国际保险市场中的作用不断增强，同时各种风险层出不穷，引起国家和监管机构的高度重视。2015年10月，中共十八届五中全会提出要求我国加强宏观审慎监管制度建设，实现金融风险监管全覆盖，防止发生系统性区域性风险。这是继“新国十条”以来中央政府再度重提防范金融业系统性区域性风险，凸显了中国保险市场的健康稳定发展对中国新一轮经济发展和金融稳定的重要性。

我国潜在的保险业系统性风险事件

1979年中国保险业恢复营业以来，并未发生大规模或者影响较大的保险公司破产倒闭事件。我国《保险法》规定经营人寿保险业务的保险公司除分立、合并外不得解散，2004年中国保险保障基金制度建立以后，寿险公司也只能以分立或合并方式退出市场。中国并未出现寿险公司破产清算事件，也未出现规模较大或者影响较大的财险公司破产倒闭事件。至今为止，中国保险业务仍主要局限在传统保险领域，并未过多涉足风险较大的非传统保险业务，中国保险业对整个金融业以及实体经济的影响相对较小。近年来，随着我国保险业持续快速发展和全面深化改革的推进，保险业频繁涉足高风险业务，特别是近期发生



的保险公司举牌事件，引发了相关部门对保险业系统性风险的高度关注。

保险资金投资风波引发的潜在系统性风险事件

20世纪80年代末至90年代初，中国保险资金投资风险引发了潜在系统性风险事件。这段时期中国经济快速发展，保险资金的投资范围较大，可投资于房地产、有价证券、信托、借贷等多种渠道，而保险资金的投资管理机制并不健全，缺乏严格的监管和风险管理意识，导致保险资金运用出现混乱无序状态，大量涉足房地产、各类实体项目、有价证券和信托等领域，投资领域过多过杂。20世纪90年代中期，国内市场出现了较为严重的通货膨胀现象，为抑制经济过热现象，中国实施了力度较大的宏观经济调控政策，导致房地产泡沫破灭，也使保险业出现了大量的不良资产，造成了较大的损失，甚至产生了一定程度的潜在系统性风险。此后，我国加强了对保险资金投资渠道的控制和限

制，不允许保险资金涉足房地产等投资渠道，1995年《保险法》规定保险资金只能配置于银行存款、政府债券、金融债券以及国务院规定的其他资金运用方式，并设置了投资比例限制，严格限制保险资金的投资渠道。

寿险业巨额利差损引发的潜在系统性风险事件

20世纪90年代末，寿险业预定利率紧盯央行基准利率，央行基准利率连续多次大幅下调导致保险业遭受了巨大利差损，产生了潜在的系统性风险。受中国宏观经济调整的影响，1996年5月至2002年2月，央行连续八次下调基准利率，一年期定期存款利率由10.98%迅速下调至1.98%。这段时期中国寿险市场执行的是与央行基准利率挂钩的费率政策，央行基准利率下调以后，保险公司虽然也及时下调了寿险产品的预定利率，但是，保险业已经售出的高预定利率业务以及续期保单业务出现了巨大的利差损，销量越大的保险公司亏损越严重。中国人

寿、平安人寿、太保人寿在此之前销售了大量的预定利率保单,承诺给客户的年化收益率均在8%以上,有的甚至在10%以上,部分寿险保单的年化收益率甚至高达15%,而保险期限多在20年以上或终身。20世纪90年代中期以后,保险资金的投资渠道受到严格限制,40%~60%的保险资金只能配置于银行存款、债券等固定收益产品,投资收益率较低,难以弥补利差损造成巨额亏损。迄今为止,这些损失尚未完全消除。

保险公司举牌可能引发潜在的系统性风险

2012年以来,保险资金运用市场化改革力度加大,保险资金投资范围不断扩宽,频繁涉足高风险投资领域。2014年以来,保险公司在股票二级市场多次举牌上市公司股票,潜在的风险隐患不断升级。根据wind的统计数据,截至2015年12月23日,A股单一险资持股比例超过5%的保险公司共有39家,中小保险公司是举牌的主力,举牌上市公司包括银行、房地产、能源等多个行业。2015年全年至少有35家上市公司被不同险资举牌,涉及金额达到1300亿元,险资及一致行动人所持股份的市值达到2595亿元,举牌上市公司的险资公司数量是过去5年险资举牌总数的2.5倍。其中90%以上的险资举牌均发生在2015年下半年,仅2015年12月就有万科等9家上市公司被险资举牌。2016年1月4日,A股指数熔断机制触发当日保险重仓板块下跌5.14%,保险板块下跌6.71%。之后,股票市场单边下跌趋势进一步加剧,二级市场举牌的保险公司名义上的投资损失巨大,如果再有加杠杆的情况,损失会更大。如果情况继续恶化,也可能引起连锁反应,甚至引发潜在的系统性风险。

我国保险业潜在系统性风险表现及影响

我国保险业潜在系统性风险的四个特征

改革开放最初几年的快速发展过程

中,中国经济发展积累了诸多问题,20世纪80年代中期至90年代末是中国宏观经济政策调整较为频繁的时期。这个时期中国保险业刚恢复营业不久,市场上保险公司的数量并不多。中国人寿、中国平安、中国太保是当时中国市场上规模最大的三家寿险公司,三家寿险公司的保费收入占中国整个寿险市场的90%以上,是中国寿险保费收入的主要来源,符合保险业系统性风险的规模性特征。如果这三家保险公司破产倒闭,难以找到可接管这三家公司业务的寿险公司,寿险市场的可替代性较弱,符合保险业系统性风险替代性特征。这个时期央行存贷款基准利率频繁下调而且幅度较大,由于寿险产品预定利率与央行基准利率挂钩,央行基准利率下调可以在较短的时间内迅速对寿险业务造成较大冲击和损失,特别是对长期寿险业务,这种损失持续的期间较长,保险公司难以在长期内平滑掉这种亏损,符合保险业系统性风险的时效性特征。此外,保险业务与其他金融业务具有天然的内在联系。20世纪90年代中期以后,保险资金的投资渠道受到严格限制,绝大部分保险资金只能投资于银行存款、债券等固定收益类产品,保险存款是银行存款的一个重要来源之一,政府债券或金融债券等债券受银行利率的影响也较大,这也导致保险业与银行业和债券业的关联性加强,保险业风险可以迅速在不同金融机构之间传递,并通过银行的杠杆效应放大和蔓延,符合保险业系统性风险的关联性特征。中国保险业恢复营业之初,各保险公司的经营模式也极为相似,并未形成差异化的发展模式,容易同时受到同一风险事件的冲击。中国保险业在这段时间发生的风险事件同时符合保险业系统性风险的四个基本特征,特别是20世纪90年代末由于银行存贷款利率急剧下调对保险业造成的影响极为深远。

保险业潜在的系统性风险事件造成巨大损失

20世纪80年代末至90年代中期保险资金投资损失较为严重。1992年至1995年期间,在中央政府治理整顿和紧缩性宏观调整政策下,保险资金的多项投资收益骤减,投资损失极为严重。据统计,在此期间某保险公司实体投资45.57亿元,其中60%的投资成为不良资产,且投资无望收回;保险资金对外贷款56.5亿元,本息基本上全部损失;保险资金拆出资金共计4.77亿元,其中2.82亿元成为损失,投资不良率达到59%。

20世纪90年代末央行基准利率调整对保险公司造成的损失影响深远。截至2003年底,中国人寿1999年6月10日之前的高预定利率寿险准备金高达2660.26亿元,2015年7月其前高预定利率寿险保单的准备金还高达3000多亿元。截至2006年9月30日,中国平安在1995年至1999年6月前售出的高预定利率(5%~9%)寿险保单的准备金总额为990亿元,2015年7月前其高预定利率寿险保单的准备金可能保持在1300亿~1500亿元之间。截至2007年6月30日,中国太保在1995年至1999年6月前售出的高预定利率(4%~8.8%)寿险保单的准备金为379.39亿元,据估计中国太保高预定利率寿险保单的准备金总额将在2029年达到峰值576亿元。20世纪90年代末针对保险业出现的这次危机事件,中国政府作为最后担保人角色介入,对保险业给予了极大的支持,通过剥离不良资产的方式,将部分亏损较大的保单业务剥离给新成立的部门,将中国人寿的历史存量保单剥离给国寿集团,中国人寿股份公司则于2003年成功在纽约和香港上市,2004年以后中国平安和中国太保也纷纷在海外上市,避免了当时市场上最大的几家公司破产倒闭。这次事件对保险业乃至整个金融业造成的损失后果和影响应引以为戒。

近几年保险公司大规模举牌上市公司值得关注

近几年保险公司举牌事件中涉及的行业众多,增强了保险企业与金融业以及

实体经济的关联性，一旦保险公司偿付能力出现危机，很容易波及银行及其他实体行业。保险公司举牌上市公司的资金主要来源于保费收入，其中万能险、分红险等理财型保险产品保费收入为保险公司举牌资金的主要来源。2015年1~10月，投资理财型保险产品新增保费收入6563.63亿元，同比增长90.86%。其中万能险账户中新增交费6023.97亿元，同比增长84%。由于多数理财型产品均在降息前推出，预定利率高于当前银行基准利率，对投资收益率的依赖加重，而在低利率环境下，固定收益率持续走低，投连险可100%配置于股票，万能险80%可配置于股票，这些因素推升了保险资金在权益类资产上的配置。在“偿二代”监管要求下，投资理财型产品占比越高，资本要求越高，增加了对保险公司风险资本金的要求。保险公司在权益类上的配置比例提升，也加剧了保险公司的流动性风险，一旦发生类似股灾之类的风险，容易危及保险公司偿付能力。此外，权益市场的低迷也容易引发储户的大量退保行为，加剧保险公司现金流风险。2002年和2008年就曾经爆发过两次“投连险退保风波”，对保险公司偿付能力造成较大的危机，同时客户大规模集中退保也给社会稳定带来负面影响。如果保险公司利用股票进行质押贷款、权益互换等衍生交易，一旦这些业务管理不善，能在短期内迅速造成保险公司流动性资金枯竭，也容易引发保险业系统性风险。举牌上市公司的保险公司中主力为中小保险公司，部分大型保险公司也涉足其中，中国人寿和中国平安也是险资举牌中的机构之一，两家保险公司占国内保费收入的40%以上，符合规模性和替代性特征。保险公司大规模举牌上市公司事件同时符合保险业系统性风险的四个基本特征，引起相关部门及监管机构的高度重视，保监会先后下发《保险公司资金运用信息披露准则第3号：举牌上市公司股票》等多个文件，以防范保险业区域性系统性风

险的发生。

防范我国保险业系统性风险的政策建议

一是积极参与保险业系统性风险的国际监管规则制定。过去多年以来，由于中国经济发展水平相对落后，在国际市场中缺乏话语权和定价权，在贸易和经济发展中居于弱势地位，往往被迫接受各种国际规则，对我国经济发展造成了较大的牵制。2008年国际金融危机爆发以后，中国积极参与国际金融监管规则改革过程，中国保监会是国际保险监督官协会（IAIS）的重要成员之一，参与了国际保险监管规则的制定过程，探索出了适合中国保险市场发展特点的中国第二代偿付能力监管制度体系，既反映了新兴市场特征，也体现了与国际保险市场兼容的特点，受到国际社会的广泛认同，为新兴市场保险监管制度改革提供了良好的借鉴和参考。2013年中国平安集团成为首批全球系统重要性保险机构之一，这就更要求我国积极主动参与国际保险监管规则的制定过程，发挥在保险业系统性风险监管规则制定中的话语权，更好地支持我国保险机构参与国际市场竞争。只有积极参与国际保险规则的制定，使得国际保险监管规则更适合新兴市场国家特征，才可能为中国保险市场的发展争取到更多的发展空间和权益，为中国保险市场的发展创造更多更好的条件。

二是加强我国保险业系统性风险监管制度体系建设。我国保险业系统性风险的来源、表现形式和特点与发达市场可能存在较大的差异，发达国家或者地区的保险业系统性风险监管措施未必能有效预警和防范我国保险业系统性风险。2008年国际金融危机中，处于监管空白状态的CDS业务大规模发展是保险业系统性风险的重要导火索。国际金融危机之后，各国纷纷加强了对这类业务的监管，并采取了相应的措施防范这类业务潜在风险的累积。我国保险业尚未涉足

这类业务，国际市场已经形成针对这类业务的多种监管措施，西方国家的这套监管制度体系能否在我国行之有效仍有待实践检验。20世纪80年代中期至90年代末，我国保险业发生的潜在系统性风险事件主要发生在传统保险业务领域。西方发达保险市场在几百年的发展过程中，形成了较为完善的监管制度体系，虽然保险市场历经多次影响较大的保险公司破产倒闭事件，但并未酿成真正的保险业系统性风险事件。我国应加强保险业系统性风险监管制度体系建设，积极探索适合我国保险市场发展阶段和特点的保险业系统性风险监管制度体系和措施。

三是加强对国际活跃保险集团的监管。国际保险监督官协会制订的国际活跃保险集团监管共同框架已经明确了国际活跃保险集团监管的基本准则，各国应结合自身特点，建立适合各国自身特点的监管标准和准则，加强对国际活跃保险集团潜在风险的监管。近年来，我国保险集团数量不断增加，随着我国保险业改革的不断深化和推进，这些保险集团大量涉足国际资本市场和高风险业务。例如，平安保险公司大力发展保证保险业务，是我国保证保险业务规模最大的保险公司，一旦整个宏观经济形势恶化，违约风险加剧，将迅速对平安集团的偿付能力造成较大的影响。安邦集团经营的主要是理财型业务，保费规模扩张极为迅速，在全球市场的投资活动极为活跃，投资收益是驱动其业务增长的主要动力。其他保险集团也加强了在国际市场投资中的布局，加强了我国保险业与国际资本市场的关联性。2016年正式实施的“偿二代”已经明确了针对保险集团的具体监管措施，尚未形成专门针对国际活跃保险集团监管的监管制度体系，对此还需要进一步细化和完善。

作者单位：中国社会科学院金融研究所
(责任编辑 马杰)