

我国万能险发展存在的风险及政策分析

郭金龙¹ 周华林²

(1. 中国社会科学院金融研究所、中国社会科学院保险与经济发展研究中心, 北京 100028; 2. 中华联合财产保险股份有限公司, 北京 100022)

[摘要] 自2000年万能险引入中国市场以来, 万能险在中国保险市场发展发挥了重要作用。2015年中国资本市场发展火爆, 再度引发了市场对万能险的“追捧”, 万能险费率市场化改革等一系列改革的推行, 更是增强了万能险的竞争力, 万能险呈现高速发展态势。在中国经济转型发展的大趋势下, 经济长期处于L形探底阶段, 长期处于低利率市场环境, 很难找到高收益的资产项目匹配万能险的负债, 从而出现“宝万之争”、险资频繁举牌上市公司等多种现象, 万能险高歌猛进, 而背后却潜藏着巨大的风险隐患, 一旦爆发就可能引发系统性风险, 带来灾难性后果。本文通过对万能险产品短期爆发式增长的原因分析、潜在系统性风险分析、监管机构强化监管措施的分析等, 从“保险姓保”的发展理念出发, 分析了万能险市场未来的发展趋势, 提出应对风险的相关措施。

[关键词] 万能险; 风险分析; 政策分析

[中图分类号] F841.0 **[文献标识码]** A

[作者简介] 郭金龙, 中国社会科学院金融研究所保险与社会保障研究室主任, 中国社会科学院保险与经济发展研究中心秘书长, 研究员; 周华林, 博士后, 供职于中华联合财产保险股份有限公司, 研究方向为微观计量经济学、保险学。

近年来，我国万能险保费^①疯狂增长，重新改写了维持多年的寿险产品结构状况及市场格局。安邦保险、华夏人寿等迅速跃升寿险市场前列，“宝万之争”更是将万能险推向风口浪尖，引起社会各界的广泛关注。中国万能险快速发展背后，潜在的保险业系统性风险暗流涌动，考验着中国保险业的风险监管底线。

一、万能险产品的特点及其在我国的发展

（一）万能险产品的概念及特点

万能险是在传统寿险产品上增加投资功能而形成的一种新型投资型寿险产品，兼具保障和投资功能，实行“一费二户”的管理模式。“一费”指保险费，“二户”指“普通账户”和“独立账户”。普通账户按传统保险的方式运作，相当于一年期可续保的定期寿险，具有保障功能；独立账户用于购买各种投资组合，并提供保底投资收益，可以最大限度地获取资本市场收益，投资收益由保险公司和保户按一定比例分享。投资连结险与万能险较为相似，也是采取“一费二户”的管理模式，但其投资账户不提供保底收益，投资风险则主要由保户承担。分红险提供保底收益，分红收益主要来源于死差益、费差益和利差益等，取决于保险公司的经营收益。上述万能险管理模式的特点决定了万能险的风险介于分红险与投资连结险之间，从而吸引了许多投资者的参与。

（二）万能险在我国的发展历程

自1999年6月寿险费率政策调整以后，寿险预定利率被限定在2.5%以下，为增强寿险产品的吸引力，振兴市场，寿险公司陆续推出分红险、万能险、投资连结险等投资型寿险。2000年，中国太平洋保险股份有限公司（以下简称太保）推出国内第一款万能险，随后其他几家公司也陆续跟进。随着中国资本市场逐渐火热，万能险保费规模也开始快速扩张，2003—2008年间，万能险保费

^① 若无特殊说明，本文中万能险保费包括投资账户新增款。

保持了2位数以上的速度增长，2007年，万能险保费同比增长113%。但当2002年和2008年爆发两次“投资连结险风波”以后，市场对万能险的热情开始消减。2008—2011年间，多数保险公司停售了万能险，万能险保费规模不断缩减，据统计，2011年万能险保费规模为76.41亿元^①，其中，平安万能险保费60.43亿元。2012年，万能险保费略有回升，保费规模达到98.71亿元，其中，平安万能险保费为64.39亿元。2012年以前，万能险保费虽然有所增长，但基本上处于温和增长态势。

二、我国万能险保费短期爆发式增长

近年来，随着寿险费率市场化改革的逐步推进，万能险保费开始出现爆发式增长，万能险成为多数中小保险公司冲保费规模的“抢钱利器”。2013年8月，普通型人身保险费率政策改革正式实施，迈开了中国寿险费率市场化改革的第一步。自2013年起，中国开始对保户投资款（以万能险为主）新增交费进行单独核算，当年保户投资款新增额达到3212.32亿元。2014年保户投资款新增额达到3916.75亿元，同比增长21.93%。

2015年2月，万能险费率市场化改革正式启动，2015年全年，保户投资款新增额达到7646.56亿元^②，同比增长95.23%，中国人寿等4家最大的寿险公司保户投资款新增交费同比增长50%以上。2015年保户投资款新增交费占寿险公司原保费的48.2%，36家寿险公司的占比超过50%，华夏等6家公司保户投资款新增额的占比连续3年超过50%。

2016年上半年，保户投资款新增额达到8103.24亿元，超过2015年全年总量，同比增长147.3%。安邦原保费与新增交费^③之和超过平安，位居市场第二位。华夏原保费与新增交费之和跃升至国内第四位。多年在市场一直默默无闻的富德生命纵身一跃，原保费与新增交费之和跃升至国内第五位。安邦集团旗

① 根据《中国保险年鉴（2012）》各人身保险分公司业务统计表整理。

② 中国保险监督管理委员会网站。

③ 新增交费包括以万能险为主的保户投资款新增交费和投资连结险独立账户新增交费。

下的和谐健康则跃居国内所有人身险公司第六位，首次超过多年以来一直稳居专业健康保险公司市场首位的人保健康。前海人寿跃升至国内第十二位，保户投资账户新增交费是原保费的3.15倍。安邦、华夏、前海人寿保户投资款占原保费与新增交费之和的比重高达75%以上。由此看来，万能险无疑是推升这些企业迅速荣登市场前列的主力险种，投资连结险保费规模的贡献较为有限，且两次“投资连结险风波”以后，多数寿险公司未涉足投资连结险业务。

三、我国万能险疯狂增长的原因分析

近几年，中国经济进入新常态发展阶段，经济增长长期处于L形探底阶段，利率长期维持在低位，银行理财产品的收益率普遍不高。2014年，中国保监会修改了关于高现价产品的定义，此举相当于降低了退保成本，为万能险发展短期理财业务提供了便利条件。2014年以来，各保险公司发展了大量的保险期在3年以下的高现价万能险业务。自2015年股灾爆发以后，中国资本市场一直比较低迷，投资风险较大，部分资本急需寻找新的投资“窗口”。自2015年2月16日，万能险费率市场化改革的启动从多个方面为万能险承接市场投资理财需求找到一个“出口”。

一是万能险的最低保证利率由保险公司按照市场原则确定，不再受年复利率2.5%的上限限制。部分保险公司可能会将最低保证利率设置在2.5%以上，甚至超过法定评估利率上限3.5%，高于定期存款利率，此举可能将市场上的部分储蓄存款转化为万能险保费。二是万能险的评估利率上限从2.5%调整至3.5%，这样可以释放出大量的准备金，增加保险公司的资本金。三是年满18周岁以上的被保险人的死亡保障从5%提高至20%，增强了万能险的保障功能。四是基本保费上限从6000元提升至10000元，提高了保障水平，也降低了保险公司的经营成本。五是趸交和期缴保费的初始费用分别从5%和10%下调至3%和5%，降低了初始费用收费率；退保费用率分别从0~10%降至0~5%，降低了退保的成本。这些政策红利增强了万能险的竞争力，是推动万能险保费激增的重要因素。

万能险费率政策市场化改革政策推出之时，中国股票市场正在从多年的低

迷逐渐走向牛市，上证指数从2015年2月9日的3049.11点一路上升至2015年6月12日的5178.79点，达到顶峰，随后开始大幅波动并逐渐回落，重新进入盘整阶段。中国股票市场行情较好的时期，保险资金的投资收益率明显较高，其原因之一是保险公司拥有专业化的投资团队，更容易在股票市场波动中获取较高收益。对于投资能力较弱的消费者而言，资本市场的火爆也提升了其对万能险的需求。

2015年8月，中国保监会下发《个人税收优惠型健康保险业务管理暂行办法》，规定个人税收优惠型健康保险可以采取万能险形式。2015年11月，财政部等三家机构联合发布了商业健康险个人税收政策试点的通知，在四个直辖市及各省省会城市或者副省会城市试点。由于试点地区均为我国经济发展水平较高、人口居住较为集中的地区，政策红利效果较为明显。近几年来，我国健康险保费增速高达30%以上。上述政策的出台也对这些地区万能险保费激增起到重要推动作用。

四、我国万能险的潜在系统性风险分析

（一）万能险的规模性风险

自2013年4月开始，中国保监会将寿险公司保费收入分为原保费、保户投资款新增交费、投资连结险独立账户新增交费三项进行统计。2013年1~4月累计保费环比增速达到58.1%（见表1），保户投资款新增交费在寿险公司总保费中的占比不断提升，截至2016年上半年，保户投资款新增交费在寿险公司总保费中的占比已达35.5%。2014年，保户投资款新增交费的增速尚保持在20%左右。2015年上半年以来，保户投资款新增交费的同比增速达到46.52%以上，增速幅度不断上升。2016年上半年保户投资款新增交费同比增速达到147.3%。

统计数据表明，近几年来我国寿险公司万能险保费扩张速度不断加快，远超过寿险原保费收入增速。万能险在我国寿险总保费收入中的占比已经达到保险业系统性风险的规模特征，其发展规模足以对整个寿险市场产生举足轻重的影响。

表1 2013—2016年中国寿险保费收入结构

单位：%

项目	2013年 1~4月	2013年 1~6月	2013年 1~12月	2014年 1~6月	2014年 1~12月	2015年 1~6月	2015年 1~12月	2016年 1~6月
保户投资款新增 交费占比	22.57	22.47	22.89	22.49	23.18	25.22	31.62	35.50
原保费占比	76.78	76.91	76.52	77.15	75.11	72.62	65.58	62.12
保户投资款新增 交费同比增速				22.59	21.93	46.52	95.23	147.3

资料来源：中国保监会。

（二）万能险的关联性风险

我国保险资金监管制度规定，万能险保费的80%可配置于股票^①，投资连结险保费的100%可配置于股票，因而保险业配置于股票的资金主要来源于万能险和投资连结险。保险公司没有举牌上市公司之前，万能险结算利率一般在4%~6%之间；举牌上市公司之后，万能险结算利率一般在5%~8%之间。自2015年以来，我国保险公司频繁举牌上市公司，这些资金主要来源于万能险、投资连结险等投资账户新增款交费。由于我国投资连结险在总保费中的占比较低，万能险在总保费中的占比已高达30%以上，保险资金举牌上市保险公司的主要资金来源为万能险保费收入。2015年7月11日，宝能举牌万科时所用的资金主要是前海人寿的保险资金，其中包括万能险账户保费资金79.6亿元和传统寿险保费资金24.62亿元。截至万科停牌以前，前海人寿持有万科公司的股票比例已达6.66%，接近保险资金配置比例上限规定。自2014年以来，安邦在资本市场上演了狂风暴雨式的密集举牌行动，2015年12月，在大多数金融机构资金偏紧的情况下，安邦动用了291亿元资金先后10次举牌，共涉及7家上市公司，12月7日安邦举牌万科时耗用的资金大概在79亿元至109元之间。截至2015年12月25日，安邦举牌的上市公司涵盖了地产、金融、科技、医药、商业百货等诸多领域。

^① 不可不知的三大理财险：分红险、万能险、投资连结险. 新浪财经, 2015-10-21.

2015年全年，至少有35家保险上市公司分别被险资举牌，涉及金额高达1300亿元之多。通过频繁举牌行为，万能险与多个实体经济建立了千丝万缕的联系，万能险的投资风险可以由金融领域迅速传播到实体经济领域，符合保险业系统性风险的关联性特征。

（三）万能险的替代性风险

万能险作为一种投资理财型保险产品，兼具保底收益、投资和保障等多种功能，与分红险和投资连结险等产品相比有其自身的独特优势，与银行理财产品、证券股票投资以及信托投资等也有较大的差异，其自身的多重特性适应了当前经济形势下市场的需求。在当前经济形势不发生改变的情况下，万能险仍具有其他投资产品不具备的竞争优势，其可替代性相对较低。我国经济进入转型阶段以后，利率将在较长的一段时间内保持低位运行。众所周知，日本经济转型大致经历了15年的时间，韩国大致经历了14年的时间。截至2016年，我国进入转型时期已经经历了大致3年左右的时间，转型过程的最终完成仍需要较长的时间。

（四）万能险的时效性风险

万能险通过保险资金运用等多种方式，建立了与实体经济、金融机构的关联性，万能险的风险可以通过其自身的杠杆效应迅速传播，也可以通过银行等金融机构的杠杆效应扩大风险在金融机构中传递的时间和效率，并通过其举牌的上市保险公司迅速蔓延到实体经济，引发实体经济价格失灵等一系列反应，符合保险业系统性风险的时效性特征。

（五）万能险爆发风险的可能性

“十三五”期间，我国经济仍然面临较大的下行压力，当前我国旧的增长动力正在逐渐减弱，新的增长动力正在形成过程中，经济增长是在两种力量交替作用的结果下形成的，经济很难再出现较高的增长速度。在这种形势下，保险资金应匹配到高收益的投资项目。目前，我国保险资金投资的成本大致保持在6%~9%，在国内市场已难以匹配到这么高收益的投资项目。我国房地产项目

的投资回报率相对较高，但平均收益率也仅在5%左右。2015年保险资金频繁参股上市公司，也反映出万能险资金面临的“资产荒”困境。从资产负债管理的角度来看，由于多数万能险的保险期均在3年以下，万能险实际上属于短期负债型业务。而保险公司举牌上市公司，从投资的角度来看，属于战略性投资行为，是为了获取上市公司的长期经营收益。多数新兴成长型产业，往往需要很多年才能形成规模利润，我国大部分上市公司基本上每半年或者一年进行一次分红。在整个经济增速放缓的形势下，投资很难获得较高的股息收入，多数上市公司的股息收入并不能覆盖万能险最低保证收益率，且这类投资的期限往往在3年以上，万能险进行这种资产配置会产生严重的久期不匹配问题，一旦万能险投资收益持续低于结算收益，可能对保险公司带来较为严重的利差损，同时这些资金到期后也面临着大规模的现金流出风险，容易在短期内迅速对保险公司的现金流造成危机，引发大规模的退保风波。2016年上半年，寿险公司利润缩水1033亿元，利润为上年同期的1/3，主要受投资收益大幅减少的影响。整个保险业的平均投资收益率为2.47%，远低于万能险承诺给消费者的保底收益。预计2016年全年的投资收益率为5%，将低于大部分万能险承诺的收益率。

我国现行的会计制度规定，保险公司持有上市公司股票超过20%且低于50%时，可以将该比例股权计入“长期股权投资”，按照权益法记账，持股期间股票市场价格波动不记账，可在年末时将上市公司年末净利润分红收益计入投资收益。但是，中国资本市场还不够成熟，股价波动较大，按照这种记账方式，即使保险资金投资实际损失已经很大，也难以反映股票投资损失。在市场波动下，我国已有多家举牌的保险公司出现不同程度的账面浮亏的情况，例如，中融人寿举牌真视通、天孚通信和鹏辉能源3家上市公司均出现浮亏现象，国华人寿整体浮亏20%。

2002年和2008年的两次“投资连结险风波”，也曾经对中国寿险市场造成了沉重的打击。保险公司片面夸大投资型寿险产品的保障功能和投资功能，一旦投资收益达不到预期承诺收益水平，投资型寿险产品的保障功能也将大打折扣，就容易造成较强的“恐慌”心理，让市场误认为保险“骗人”，容易引起大量的退保行为，对保险公司的现金流造成较大的危机。

从寿险公司偿付能力充足率来看，2016年第一季度，只有中融人寿和新光海航综合偿付能力严重不足，风险综合评级为D，受到监管制裁，停止开展新业务以及增设分支机构等。共有19家公司偿付能力充足率在100%~200%，其余寿险公司偿付能力充足率均保持在200%以上，这些寿险公司的风险综合评级均在A级以上。寿险市场总体风险暂时处于可控状态，由于万能险的发展同时符合保险业系统性风险的四个基本特征，一旦出现投资收益持续低于承诺的收益率，或者大规模的退保等现象，极易引发保险业系统性风险，监管机构仍需高度关注万能险的发展趋势。

五、监管机构需加强对万能险风险的监控

过去十多年以来，我国寿险业为片面追求保费规模增长，导致市场的有效供给不足，保险在服务社会经济方面的能力较为有限。对寿险公司来说，片面发展投资理财型业务，也导致保险公司盈利较为有限，难以为投资者创造更多的价值，影响了其发展效率。“十二五”期间，国内最大的几家寿险公司陆续开始调整转型，目前已取得一定的成效，但是进度仍然较为缓慢。

近年来，我国中小保险公司利用万能险冲保费规模，已经产生了一定的规模效应，其风险能对社会发展造成举足轻重的影响。在低利率的市场环境下，万能险保险资金面临着较大的资产不匹配风险，容易引发大规模的退保行为，引发潜在的系统性风险。自2016年以来，保监会先后出台了多项措施，加强对万能险可能引发的保险业系统性风险的监管。

2016年3月18日，保监会下发了《中国保监会关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》，其中，对万能险具有限制和约束作用的主要条款包括：一是要求保险公司的综合偿付能力充足率达到100%以上，且核心偿付能力充足率达到50%以上，否则禁止销售中短存续期保险产品，相应条款提高了偿付能力充足率的要求。二是万能型中短存续期产品设置万能子账户，单独核算，保证核算清晰、公平。三是中短存续期产品年度保费收入控制在公司最近季度末投入资本和净资产较大者的2倍以内，否则在5年以内逐渐退出，相应条款提高了对保险公司资本金的要求。四是2016年至2018年期间，逐年将已经销售的

1~3年期中短存续期产品规模压缩至50%以内，自2016年3月21日起禁止销售该类产品，设置了中短期万能险渐进退出机制，禁止新增中短存续期低保障型万能险。

2016年9月6日，保监会分别发布《中国保监会关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》和《中国保监会关于强化人身保险产品监管工作的通知》，沿袭了3月18日关于中短存续期产品的监管规定，并增加了一些新的监管规定。一是提高了寿险产品的保障水平，增强了万能险的保障功能。二是万能险责任准备金的评估利率上限调整为年复利3%，较万能险费率费改后降低了0.5个百分点，调低了万能险保底收益率，控制了万能险的风险。三是预定利率或最低保证利率低于评估利率需报保监会备案，高于评估利率需由保监会审批。四是保险公司主动停售累计保费规模少于100万元，且年度累计销售件数少于5000件的寿险产品，可以一定程度上约束中短期万能险的投资理财行为。五是修改完善中短存续期产品退出进度，中短期万能险占比50%以内的时间由3年延长为4年，6年将其规模缩至30%以内，放缓了中短期万能险的退出进度，既可以优化万能险结构，也可以一定程度上舒缓保险公司的现金流压力。

想要根本解决万能险的问题，就需要从整个寿险行业的层面对相关政策进行调整，真正落实“放开前端，管住后端”的保险监管改革总体思路，进一步放开普通型寿险产品的预定利率和评估利率限制，增加寿险公司对普通型寿险产品的定价权。这也是寿险行业贯彻“保险姓保”的发展理念的根本之策。从1999年6月起，寿险产品定价利率上限定为2.5%。2007年5月19日人民银行加息后，一年期定存税后实际利率为2.45%，与传统寿险产品2.5%的利率上限相比仅剩0.05%的差距。2007年7月人民银行再次提高0.27个百分点的利率之后，银行一年期存款基准利率已反超保险产品的预定利率，不少资金因而流向银行存款，之后的几次加息使得以保障为主的传统人身保险产品吸引力并不大，使保险产品尤其是传统型寿险产品数度面临严峻考验，甚至难以维持。过低的预定利率提高了保险产品价格，也极大地降低了保险产品的吸引力，成为制约寿险行业发展的重要政策因素。2013年8月2日，中国保监会宣布正式启动普通型人身险费率政策改革，放开普通型人身保险预定利率，由保险公司按照审慎原则自行决定，不再执行2.5%的上限限制。改革后新签发的普通型人身保险保单，

法定责任准备金评估利率不得高于保单预定利率和3.5%两者中的较低者。2013年8月5日及以后签发的普通型养老年金或保险期为10年及以上的其他普通型年金保单，保险公司采用的法定责任准备金评估利率可适当上浮，上限为法定评估利率的1.15倍和预定利率两者中的较低者。保险公司开发普通型人身保险，预定利率高于中国保监会规定的评估利率上限的，应按照一事一报的原则在使用前报送中国保监会审批。2013年8月启动的传统人身保险产品费率改革，虽然使得传统险保费占比有不同程度的提高，但受此政策影响，普通型寿险产品的预定利率仍然最高不高于4.03%，与银行理财产品相比明显缺乏优势，即使与期限较短的万能险产品相比也没有吸引力，因而这一政策对具有较高保障功能的普通型寿险产品的发展仍然形成较大的制约。

未来寿险市场可能发生以下几个方面的变化：一是近几年内中短期投资理财型万能险账户资金规模将逐渐收缩，中短期万能险账户资金占比较高的保险公司将面临较大的现金流出压力，可能对保险公司的偿付能力充足率造成一定的压力，部分保险公司可能存在退出市场的潜在风险。二是万能险保障功能将进一步提升，有利于提高整个市场的保障水平，更多体现“保险姓保”的发展理念，有利于形成良性循环的市场经营环境。三是通过渐进方式收缩中短期万能险保费规模，避免保险市场短期内出现剧烈波动，出现大量退保等进一步恶化保险公司现金流的风险，降低保险业发生系统性风险的可能性。四是万能险最低保证收益率上限降低，一定程度上降低了保险公司的利差损风险。五是有助于倒逼保险公司拉长万能险存续期间，有助于发展长期高保障型万能险，从而优化万能险结构，培育市场形成良好的保险消费习惯，引导寿险市场健康平稳发展。

[编辑：刘延辉]