



## 保险：风险硬约束

文/郭金龙

近年来，部分保险公司不重视“后端”风险管控，大肆涉足高风险业务，导致保险业经营风险加剧，个别保险公司偿付能力逼近监管红线。近两年来保险市场上演的万能险保费飙涨、险资频繁举牌上市公司、“宝万之争”、“南玻A事件”风波等将保险业推至舆论的风口浪尖，引发了市场对保险业风险防范的广泛关注。2017年监管机构对前海人寿、恒大人寿等做出行政处罚，对姚振华等人的禁入处罚给保险风险上了生动的一课，显示出监管机构对保险业风险防范的重视。本文将重点

分析我国保险资金运用风险及我国万能险存在的风险。

### 险资六类风险

根据对保险资金投资运作各环节中可能存在的各种风险因素的判断，目前保险资金运用主要存在六类风险，即资产负债错配风险、利差损风险、市场风险、信用风险、流动性风险以及偿付能力不足风险。

#### 1、资产负债错配风险

我国保险资金的资产负债错配风险主要表现为期限错配、收益错配、信用

错配、流动性错配、币种错配等问题。一直以来，国内金融市场都缺少长久期、高收益的优质资产，导致保险业长期面临着“长钱短配”的问题。2013年至2015年，15年以上的资产负债缺口分别为2.45万亿元、2.97万亿元和5.4万亿元。根据保监会2016年8月对204家保险机构的资产负债管理情况进行摸底调研发现，在期限匹配情况中，寿险公司传统、分红、万能账户调整后的资产负债久期缺口分别约为-2.16年、-3.97年、-0.39年，产险公司调整后的资产负债久期缺口约为2.19年。自2014年以来，部分保险公司集中发展高

现金价值的中短存续期产品,这些短期限资金主要投向收益高、流动性低、期限较长的不动产、基础设施、信托等另类资产,“短钱长配”现象凸显。同时,保险资金境外资产配置比例的提高还可能致资产负债币种错配带来的汇率风险。到目前为止,境外投资以欧美核心城市房地产为主,由于房地产市场复苏和美元指数走强,目前尚未出现明显的风险征兆,但如果从长期来看,人民币汇率扭转当前贬值预期而重新走强,上述海外投资可能出现汇兑损失。

## 2、利差损风险

利差损风险是指保险资金投资运用收益率低于有效保险合同的平均预定利率而造成亏损。造成利差损的原因:一是预定利率偏高;二是投资收益偏低。从我国保险行业的发展历史来看,早在20世纪90年代就曾集中大规模出现利差损风险。1996年初部分险企卖出的保险产品预定利率高达10%,在当时保险资金投资收益率普遍不到5%的情况下,中国人寿、中国平安以及中国太保等险企都受到利差损风险的严重影响。近年来随着我国经济下行压力增加,银行1年期存款基准利率自2015年以来多次下调。同时,保险市场上出现的万能险产品的结算利率一度达到6%-8%,再加上手续费佣金等费用,资金成本甚至更高,保险公司的负债成本已远远超过债券等固定收益类资产收益水平,利差损风险不容忽视。

## 3、市场风险

第一、资本市场剧烈波动导致投资收益大幅缩水。2016年1月4日,A股开市第一天就因两次触及熔断机制的两级阈值提前停市,我国股市和汇市均出现巨幅波动(业内将其称为“第三次股

灾”)。随后,股权争夺、险资举牌、借壳上市、高送转减持、深港通开闸等不断上演,资本市场开始大幅震荡。2016年,沪指下跌12.31%,深证成指下跌19.64%,创业板指下跌27.71%。资本市场的剧烈波动对于保险行业的直接影响是导致投资收益缩窄,短期内对于业绩冲击影响相对较大。2016年保险行业的利润总额减少824亿元,投资收益率从2015年的7.56%下降到5.66%。从保险公司举牌的情况来看,多支举牌的概念股先后出现跌停,安邦系、富德生命人寿、中融人寿、前海人寿等都遭遇了大面积浮亏。

第二、跨市场、跨行业的风险交叉传染。随着保险资金参与金融市场和服务实体经济的广度、深度不断提升,保险资金运用风险已经与经济金融风险深刻交织交融在一起,风险日益复杂、传染和叠加。一是金融产品由简变繁,可能通过银行、券商、保险等资管产品层层包装,跨领域、跨产品传递风险加大。二是交易环节由少变多,风险的影响因素更加复杂,大量非标准化的金融产品大多都在场外交易,缺乏透明度,风险管控难度更大。三是投资链条延长,风险隐蔽性增加。一些跨领域的投资行为,从局部看是合规的、风险可控的,但从整体看,可能存在一定风险,比如杠杆在累积,这样导致风险跨监管、跨行业叠加,应对难度加大。

第三、境外投资不确定因素增多。境外投资面临的风险更加复杂化、多元化,投资项目直接受所在地区经济和地缘政治影响,业务发展和经营效益面临诸多不确定性。目前,我国保险资金境外投资比例不足行业总资产的3%,投资风险总体不大。但是,当前国际政治、经济、金融局势瞬息万变、错综复杂,保险

资金的走出去战略还面临着当地监管规则、法律环境、管理体制以及汇率变动等多种复杂风险因素。同时,投资失败的案例也有发生。

## 4、信用风险

根据保监会的统计,我国保险资金约80%配置于信用类资产,保险公司面临的信用风险正加速上升。主要体现在:其一,保险机构是债券市场的重要投资者,随着债券收益率下滑,保险机构风险偏好上升,加大了对公司信用类债券的投资,而许多公司信用类债券的发行主体都来自传统产业,受经济下行和结构调整的影响,这些发行主体的信用风险增加,债券违约进入多发期。其二,在基础设施和不动产投资计划中,地方政府融资平台投资占比较大。部分地方政府通过融资平台举借巨额债务,却无稳定的现金流作为偿债保证,导致投资组合的信用风险敞口提升。特别是互联网金融的发展推动了保险公司与P2P平台在履约保证保险方面的合作。一旦保险公司保障的项目出现违约状况,保险机构就将面临巨额赔付。其三,银行理财产品、信托产品违约风险上升,刚性兑付逐渐打破。保险公司投资信托产品存在投资集中度高、基础资产不明确、信用评级机制不完善等问题,使保险公司面临的信用风险增加。

## 5、流动性风险

流动性风险主要来源于保险公司负债和资产之间流动性不匹配,当负债端流动性超过了资产端流动性的时候,一旦出现集中退保等突发事件就可能造成保险公司的流动性不足。特别是近几年一些保险公司主打高现价产品并承诺高收益率,这些产品往往定位于短期理财产品,并且隐含鼓励保单持有人在短期

内退保以获取高额的现金价值。这就导致其负债端的期限较短,流动性很强。另一方面为了弥补此类产品高收益率的成本压力,保险公司需要持有期限较长的资产以期获得较高的收益。目前,我国保险资金运用的另类投资以不动产为主,包括商业、办公不动产、与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等不动产及自用性不动产等。由于不动产投资期限较长,占用资金量较大,流动性较差,一旦保险公司出现大额给付、赔偿或退保事件,这就使保险公司面临流动性风险,甚至引发保险业系统性风险。

### 6. 偿付能力不足风险

目前,部分保险公司出现偿付能力不足主要是因为经营理念粗放、投资模式激进、资金成本及交易成本升高所致。激进的投资模式会导致保险公司出现成本收益的错配和投资期限的错配,从而引发严重的偿付能力不足风险。

### 万能险的典型样本

近年来,我国万能险保费疯狂增长,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。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。

目前,我国保险资金的成本大致保持在6%-9%之间,在国内市场已难以匹配到这么高收益的投资项目。2015年保险资金频繁举牌上市公司,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间均在3年以下,实际上属于短期负债型业务。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,往往需要经过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

**对保险资产负债管理转为“硬约束”,保监会初步构想从六大方面进行,即以制度机制建设为基础,推动保险公司资产负债协调联动,以分账户监管为抓手,探索建立资产负债管理评价体系,充分发挥偿付能力资本约束作用,加强监管协调、形成监管合力。**

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。2016年全年的投资收益率约为5.66%,低于大部分万能险承诺的收益率。

我国现行会计制度规定,保险公司持有上市公司股票超过20%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值波动不计账,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。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。

2002年和2008年的两次“投连险风波”,也曾经对中国寿险市场造成负面冲击。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,当前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。

## 防范风险建议

### 1、完善风险防范机制

第一,完善宏观审慎政策系统性风险评估框架。充分考虑保险资金运用跨行业、跨市场、跨国界风险,延伸传统的监管边界,将保险资金运用情况及其涉及的领域现有或潜在的风险因素纳入宏观审慎政策系统性风险评估体系。通过全方位的定量评估,实现保险资金运用风险监管的全覆盖。

第二,创新监管理念,丰富监管工具,把“放开前端”和“管住后端”有机结合起来。比如,协调处理好“一般监管”和“重点监管”的关系。既能为行业发展创造较为宽松的发展环境,又能管控好个别激进公司的风险。

第三,“偿二代”需进一步完善具体操作标准。“偿二代”基于宏观审慎监管的视角,已对保险业顺周期风险、系统重要性机构风险等提出了资本要求,但并未提出具体的衡量方法,应进一步完善具体操作标准。

### 2、强化资产负债匹配管理

对保险资产负债管理转为“硬约束”,保监会初步构想从六大方面进行,即以制度机制建设为基础,推动保险公司资产负债协调联动,以分账户监管为抓手,探索建立资产负债管理评价体系,充分发挥偿付能力资本约束作用,加强监管协调、形成监管合力。

### 3、优化资产配置结构

第一,坚持长期投资、价值投资、多元化投资。要做长期资金的提供者,不做短期资金的炒

作者;要做市场价值的发现者,不做市场价格的操控者;要做善意的投资者,不做敌意的收购者;要做多元化、多层次资产配置的风险管理者,不做集中投资、单一投资、激进投资的风险制造者。

第二,通过海外投资进行配置,积极参与海外成熟的债券市场。国内保险公司若要走出海外,应该先以受到利率影响较小的及海外股市相关性较低的产品,海外的对冲基金或者是海外的多元资产配置产品是初步跨出海外投资较好的选择。

第三,坚持稳健审慎,逐步增加权益资产配置。权益资产仍是长期资金获得收益的重要来源,但如何降低权益资产的波动性是难点。

### 4、要引导保险公司加强企业自身风险管理

“偿二代”首次从监管角度提出企业风险管理的要求,我国部分保险公司在过去多年的经营中尚未形成系统的企业风险管理体系,部分风险管理制度和要求仍然只流于形式。保险公司经营的首要目标是利润最大化,缺乏主动进行风险约束的动力,“偿二代”实施之初,监管机构应当加强对保险公司进行自我风险管理的引导,通过宣传或者汇报检查等多重途径,营造企业加强自身风险管理的氛围。

### 5、加强对保险业涉足的热点重大事件的跟踪和监管

随着现代金融业的发展,保险跨边界业务逐渐增多,保险与银行、证券等其他多个行业的关联性加强,我国金融行业实行的是分业监管模式,对保险经营可能波及到的行业影响效果的监管力度相对有限,近两年热点重大事件——“宝万之争”、“南玻A事件”中,险资通过举牌干预上市公司经营管理过程,实际上就牵涉到资本市场和实体经济等多个主体,单纯通过保险监管指标很难反映市场中隐藏的这些问题,我国保险监管机构应当加强对热点重大事件的监控,加强风险排查。<sup>②</sup>

(作者系中国社会科学院保险与经济发展研究中心主任、研究员)