

险资运用新时代

国际模式与中国实践

中国保险监督管理委员会◎指导

中国保险行业协会◎编著

波士顿咨询公司◎执笔

七大成熟保险市场经验启示
放眼长期·顺势而为·提升能力



险资运用新时代

国际模式与中国实践

中国保险监督管理委员会◎指导

中国保险行业协会◎编著

波士顿咨询公司◎执笔

图书在版编目 (CIP) 数据

险资运用新时代: 国际模式与中国实践 / 中国保险
行业协会编著; 波士顿咨询公司执笔. -- 北京: 中信
出版社, 2017.3

ISBN 978-7-5086-7232-8

I. ①险… II. ①中… ②波… III. ①保险资金-资
金管理-研究 IV. ①F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 009883 号

险资运用新时代: 国际模式与中国实践

编 著: 中国保险行业协会

执 笔: 波士顿咨询公司

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承 印 者: 中国电影出版社印刷厂

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 15

字 数: 200 千字

版 次: 2017 年 3 月第 1 版

印 次: 2017 年 3 月第 1 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-7232-8

定 价: 52.00 元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

目录

contents

第一章 新常态下中国保险资金运用的市场机遇与挑战 1

第一节 宏观环境 2

第二节 监管环境 6

第三节 竞争环境 9

第四节 消费者需求 11

第五节 资本市场 18

第二章 美国市场 21

第一节 美国保险资金运用监管 22

第二节 美国保险资金运用的特点 29

第三节 美国保险资金运用的驱动因素 41

一、宏观环境 41

二、监管环境 42

三、资本市场 43

四、负债端特点 45

五、内部因素 46

第四节 美国保险公司资金运用的经验 47

第三章 德国市场 56

第一节 德国保险资金运用监管 56

第二节 德国保险资金运用的特点 66

第三节 德国保险资金运用的驱动因素 69

一、宏观环境 69

二、监管环境 69

三、负债端特点 71

四、资本市场 73

五、内部因素 76

第四节 德国保险公司资金运用的经验 77

一、安联如何打造强大的保险资产管理能力 77

二、德国保险业如何应对低利率挑战 79

第四章 英国市场 84

第一节 英国保险资金运用监管 84

第二节 英国保险资金运用的特点 90

第三节 英国保险资金运用的驱动因素 95

一、宏观环境 95

二、监管环境 97

三、负债端特点 98

四、内部因素 101

第四节 英国保险公司资金运用的经验 103

第五章 日本市场 107

第一节 日本保险资金运用监管 107

第二节 日本保险资金运用的特点 111

第三节 日本保险资金运用的驱动因素 113

一、宏观环境 113

二、负债端特点	115
三、资本市场	117
四、内部因素	118
第四节 日本保险公司资金运用的经验	119
一、泡沫经济时期日本保险公司如何走向破产	119
二、日本人寿如何打造海外投资能力	125
第六章 新加坡市场	129
第一节 新加坡保险资金运用监管	129
第二节 新加坡保险资金运用的特点	132
第三节 新加坡保险资金运用的驱动因素	137
一、宏观环境	137
二、负债端特点	139
三、资本市场	140
四、内部因素	141
第四节 新加坡保险公司资金运用的经验	142
第七章 中国台湾市场	150
第一节 中国台湾保险资金运用监管	156
第二节 中国台湾保险资金运用的特点	160
第三节 中国台湾保险资金运用的驱动因素	162
一、宏观环境	162
二、监管环境	162
三、负债端特点	164
四、资本市场	165
第四节 中国台湾保险公司资金运用的经验	168
第八章 中国香港市场	172
第一节 中国香港保险资金运用监管	172

第二节	中国香港保险资金运用的特点	176
第三节	中国香港保险资金运用的驱动因素	177
一、	宏观环境	177
二、	负债端特点	178
三、	资本市场	180
四、	内部因素	182
第四节	中国香港保险公司资金运用的经验	182
第九章	国际保险公司资金运用案例	185
第一节	德国安联	185
第二节	法国安盛	192
第三节	美国大都会人寿	199
第四节	日本生命	207
第十章	中国保险资金运用的发展方向	211
第一节	战略把控：方向性长远布局	213
一、	资产端	213
二、	负债端	216
第二节	资产配置调整：应对低利率	217
一、	增加低流动性资产的配置比例，以获取流动性溢价	217
二、	投资略微向高风险端移动，以获取更高的风险收益	218
第三节	关键支撑能力提升：风险管理	219

第一章

新常态下中国保险资金运用的市场机遇与挑战

纵观全球成熟市场的经验，一个国家保险业的资金运用受到包括宏观环境、监管环境、竞争环境、消费者需求、资本市场这五大外部因素的影响。

第一，一个国家保险业所处的宏观环境（如利率、通货膨胀和财政政策）会对保险资金运用产生基础性的影响，涉及中长期战略方向、大类资产配置策略和重大风险管理等多个层面。第二，监管规定从产品设计和投资限额两方面对保险公司的资金运用限定了操作边界。第三，竞争环境的激烈与否直接影响保险资金运用在优化资金来源和发掘投资标的的方面的难易度，以及获取投资管理能力路径的选择。第四，消费者需求会影响资金端产品的特点，包括保险产品的类型、分布、回报水平及回报结构等，是保险资金运用决策的基础，决定了保险资金在流动性、收益性、安全性等投资管理目标之间的排序和平衡。第五，资本市场的条件和表现包括各类可投资工具的类型、规模、风险收益特征等，为保险资金的投资划定了可选范围。此外，值得一提的是，除了外部因素，各公司自身能

力、所处的发展阶段、业务战略及目标等内部因素，也会导致资金运用在个体层面存在差异。

第一节 宏观环境

宏观环境方面，中国经济逐步进入新常态，转型期经济增速放缓和结构调整带来了信用风险、“资产荒”与低利率三大挑战。经济增长呈 L 形走势已经成为广泛的社会预期。如图 1.1 所示，根据各大研究机构预测，未来 5 年国内生产总值增长率将下滑至 6.5% 左右。这背后有一系列来自宏观经济需求侧和供给侧的因素所造成的叠加影响。

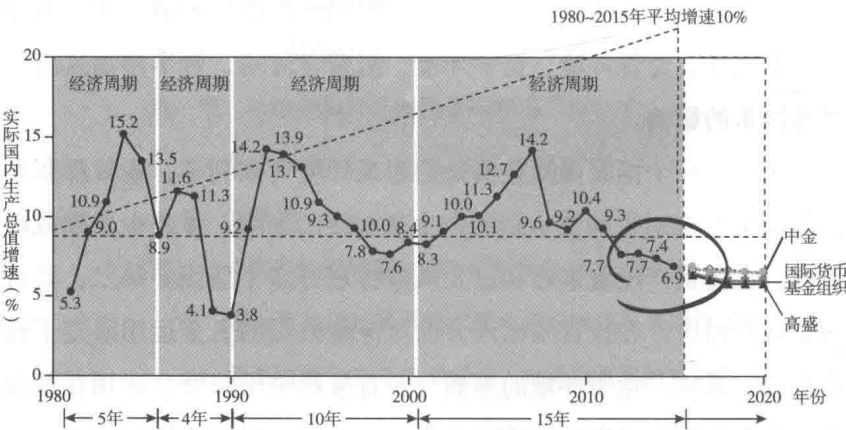


图 1.1 1980 ~ 2015 年中国实际国内生产总值增长率

注：一个经济周期是指从一个国内生产总值增速谷底到另一个国内生产总值增速谷底的时间循环。

资料来源：国家统计局、国际货币基金组织、波士顿咨询公司

从需求侧来看，近年来其对经济的拉动作用日渐乏力。

第一，出口。中国已经是全球第一大出口国，2014 年中国出口总额占全球的比重已达到 11%。而随着中国比较优势的下降，如

人民币升值、劳动力成本上升等，期望继续依赖出口拉动经济增长是不现实的。

第二，投资。投资在我国生产总值中的占比自 2009 年以来始终保持在 46% ~ 48%，而其他主要经济体，如美国、日本、德国、英国、巴西等，其投资在国内生产总值中的占比通常为 20% 左右。因此，投资增速的放缓从长远来看是必然趋势，并且，政府主导的投资虽然在短期能带来一定刺激作用，但从长期来看会加剧产能过剩、资源挤出和经济波动。

第三，消费。中国消费市场仍有巨大的发展潜力，至 2020 年有望超过 40 万亿元人民币，但消费的增长更多是经济增长、城镇化水平提升的结果，而不是驱动因素。

从供给侧来看，劳动力、资本、生产效率、创新等要素也面临挑战。

第一，劳动力。适龄劳动人口占总人口的比重未来数十年将迅速下降，从 2040 年开始低于世界平均水平，社会抚养负担不断加重，劳动力素质也亟须提升。

第二，资本。大量金融资源并没有很好地传导至最具活力、经营效率最高的企业中去，整体资本利用效率较低。

第三，生产效率。产能过剩问题加剧，钢铁、水泥等主要行业的产能利用率仅为 70% 左右，拉低了整体生产效率，产品价格不断下降，行业盈利水平为十年来最差。

第四，创新。企业创新意愿和资源投入产出效率都较低，配套机制不到位等问题仍然突出。

中国经济发展由于受到上述需求侧和供给侧的掣肘，产生了大规模产能和库存过剩、资本边际投资回报降低、金融资本“脱实向虚”、居民财富差距加大、环境污染和金融杠杆过高等问题。为了

解决上述问题，国家已开始推动供给侧结构性改革，中国经济预计将经历巨大的结构调整，包括从投资和出口驱动向消费服务驱动、从制造业向服务业转变、从传统产业向战略性新兴产业转变，以及从低成本制造向创新升级驱动转变等。

在宏观经济增速放缓与结构巨变的背景下，保险资金运用将面临如下三大挑战：信用风险、优质资产短缺和低利率环境。

第一，信用风险在部分产能过剩、高杠杆的行业不断累积。自2015年上半年以来，债券市场先后发生了“ST湘鄂债”、“天威MTN2”和“10中钢债”等兑付危机。受产能过剩影响，钢贸行业更是成了信用危机的重灾区：自2011年长三角地区爆发钢贸企业大规模违约以来，危机不断发酵，部分地区钢贸企业从“抱团欠款”转为“抱团逃废债”，中小企业与大型企业集团的风险暴露均有增加。反观房地产行业，针对深圳房地产龙头企业佳兆业的“违约门”事件，市场普遍表达了对房地产风险释放期到来的担忧。信用风险的累积对保险公司的信用风险评估能力提出了更高要求。值得注意的是，传统上认为违约概率极低的央企和地方国有企业也陆续出现了信用风险，例如东北特钢、中铁物资，债市风险从民营企业向国有企业蔓延，进一步加大了保险公司管理信用风险的难度。

第二，“资产荒”中短期内将持续。“资产荒”并不是指没有可投资的资产，而是指在资产端缺乏相对高收益、低风险的优质基础资产。在中国经济转型的大背景下，传统的投资驱动型经济增长正在向消费驱动型转变，企业投资普遍减慢，传统的好资产，如有长期稳定现金流和担保的地产、基础设施项目等，正在变得越来越稀缺。

以信托产品为例，1~2年期限的房地产信托预期收益率相比

2015 年年初的 9.6% 已下降至 8.3%，下降幅度达 1.3 个百分点；房地产投向的季度新增资金信托连续 3 个季度同比负增长；基础设施投向的资金信托产品也呈现相似的趋势。从债券市场看，以 AAA 级和 AA 级为代表的企业债券收益率持续下行，AAA 级企业债券与 10 年期国债的收益率差距持续收窄，反映出市场上大量资金缺乏优质投资标的。从股票市场看，2015 年股市上行阶段曾涌现出“类非标”的配资业务，优先级资金有望获取较高的固定收益，比如二级市场结构化配资业务、券商融资融券收益权、首次公开募股（IPO）和定向增发的配资业务等。但是，2015 年下半年以来，高杠杆投资减少，监管清理场外配资业务，银行等理财资金配置的空间被大幅压缩，券商的场外配资账户和伞形信托遭清理。

从本质上来看，“资产荒”是一个伪命题，它诞生于我国资金端刚性兑付的环境下，客户资金成本黏性高，客户并不真正承担自身投资的风险，而资产管理机构难以持续获得匹配的低风险优质资产，从而对整个大资管行业的产品收益率、新增规模和风险管理造成叠加影响。具体到保险公司而言，资产端实现良好的风险调整收益的难度大大提升，负债端也承受了较大的预期收益管理压力。

第三，利率不断下行与潜在的低利率环境。随着全球市场范围内基准利率的不断下行及长期低利率预期的持续存在，市场上充足的流动性加剧了对优质资产的竞争，进而拉低了各资产类别的预期收益率，抬升了优质安全资产的价格，给保险公司庞大的固定收益类投资组合带来了巨大的收益率管理挑战。此外，利率市场波动与汇率市场波动形成叠加影响，刺激部分企业提前偿还部分债券，加大了保险公司的早偿风险，对部分短期限资产的再投资风险管理提出了很高的要求。对于保险公司来说，如果无法将资产

端固定收益资产回报下行的压力转嫁到负债端，负债端的预期回报率始终居高不下，将会导致保险公司直接承担利差损失，影响当期损益。

第二节 监管环境

政策与监管方面，“新国十条”带来的政策利好将推动行业发展，而随着偿二代的落实，保险监管从“管前端”向“管中后端”的过渡则带来了新的机遇与挑战。

第一，“新国十条”明确了保险业在经济社会发展中的重要地位，将为完善与发展中国现代保险服务业提供政策支持。2014 年，国务院印发《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》，被称为“新国十条”。“新国十条”重申了保险业在经济社会发展中的重要地位，提出了加快发展现代保险服务业的总体要求，并明确了未来保险行业的增长目标：到 2020 年，保险深度^①将上升至 5%，保险密度^②将达到 3 500 元/人。预计未来 5 年，保险行业将在该目标的指引下实现较快增长。同时，政府对保险的购买需求也会不断增加，保险业将享受较大政策红利。

第二，“放开前端、管住后端”监管理念的落实将为保险资金运用放开更大空间，但也对保险公司的风险管理与投资能力提出了更高要求。2013 年，保监会正式立项“以风险为导向的偿付能力监管体系”（偿二代），标志着中国保险监管向发达国家偿付能力监管转型的开始。短短 3 年间，保险监管经历了从“管前端”向

① 保险深度：保费收入占国内生产总值之比。

② 保险密度：人均保费收入。

“管中后端”的剧烈转变，一方面，资金运用的前端限制不断放开，如不同资产类别的投资权限仅需报备，无须审批，股权与海外投资的比例限制日渐宽松等，保险资金运用获得了更大的施展空间。另一方面，偿二代细化了保险风险、市场风险、信用风险的定量资本要求，增加了包括操作风险、流动性风险在内的定性监管要求，同时加强披露，引入市场约束机制，对保险公司风险管理能力与资本利用能力提出了更高的要求。

偿二代是一个以风险为导向的新监管体系，对保险资金运用的影响主要体现在3个方面：资产风险刻画细而全面、另类投资比例提升和投资战术日趋重要。

一是资产风险刻画细而全面。偿二代下，市场风险和信用风险在保险公司，尤其是寿险公司风险中占据了大部分比重，而市场风险和信用风险主要是资产端风险，与保险资金运用密切相关。由于偿二代对不同大类资产、同一大类资产项下不同小类资产的最低资本计量均设计了不同的基础因子和特征因子，因此相较于偿一代，在偿二代规则之下，在什么样的时点、以什么样的价格买入或卖出什么样的资产，对保险公司的偿付能力充足率将产生不同程度的影响。因此保险公司在投资时不仅要考虑绝对收益，还要关注资产的不同特征，综合考虑风险调整后的收益；综合考虑交易类及可供出售类债券最优的规模与久期分布，以及对定期存款、协议存款、金融债的投资。

二是另类投资比例提升。根据测算结果，于保险公司而言，权益价格风险是市场风险中除利率风险之外最大的资本占用。在偿二代下，上市公司股票的风险因子相比之前大幅提高，相对于偿二代中其他资产而言，具有较大的风险因子，保险公司为此需要提取的最低资本要求变高。因此，从趋势上来看，保险公司对上市公司股

票的配置动力或将下降。相对于同评级的企业债券、资产证券化产品、不动产债权计划等，偿二代中对无法穿透的固定收益类信托计划计提的交易对手违约风险因子大幅提高，其资本占用远大于其他资产。因此，偿二代下保险资金对信托的收益要求大幅提高。如果信托的收益率难以达到合适的水平，保险公司在信托的配置上将有所降低。

三是投资战术日趋重要。偿二代下，保险投资战术的运用与调整将更加凸显出重要性。保险公司可通过一些投资战术调整降低对公司最低资本的要求，比如通过对上市公司股票“一卖一买”的浮盈积极管理、增加大盘蓝筹股配置比例而相应减小中小市值股配置比例、利用衍生品进行套期保值等投资战术，可以达到提升阶段性偿付能力充足率的目的。

第三，其他重要政策。2014年2月，保监会发布了《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，对保险资金运用的体系进行了重构，将金融资产分类，并取消了具体品种投资比例限制，有助于提升保险资金应用效率，支持实体经济。2015年8月发布了《养老保障管理业务管理办法》，全面推进和规范了个人养老保障业务。2015年12月发布了《关于加强保险公司资产配置审慎性监管事项的通知》和《保险资金运用内部控制指引》，防范险资配置出现流动性风险，并指导保险公司提升内部控制管理水平及风险管理能力。2016年7月发布了《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》，简化了行政许可，放宽了保险资金可投资基础设施项目的行业范围，增加了政府和社会资本合作（即PPP模式）等可行投资模式，并解除了债权和股权投资的基础设施项目资本金比例以及自筹资金比例等资金约束。

第三节 竞争环境

竞争环境方面，未来5年跨行业竞争与业内竞争的格局将会长期并存。一方面，保险产品由于同时具备风险管理和理财储蓄的功能，所以始终面临着来自“泛资管”机构的跨行业竞争；另一方面，在保险行业内部，互联网保险公司、创新型中小保险公司的不断涌现也会给传统保险公司带来更多压力。

“存款搬家”为“泛资管”行业的发展提供了重要驱动力，但同时保险公司也面临着激烈的竞争。“存款搬家”的动力在于居民存款利率始终与较低风险的理财产品收益率存在明显差距，同时金融科技也为居民投资理财提供渠道上的便利，因此这一现象近年来一直在持续。居民理财意识觉醒，互联网理财尤其是货币基金互联网销售的发展进一步加速了居民“存款搬家”现象。2015年第四季度银行业住户存款季度余额同比增速已放缓至约9%，与2010~2014年平均超过15%的增速形成反差。住户存款占银行业金融机构总资产的比例下降至28%，相比2010年下降了6个百分点。而对于保险公司来说，保险产品兼具风险管理和理财储蓄的功能，因此保险公司必须重视自身资金运用和资管能力的建设，以巩固自身的主营业务。同时，对部分高现金价值的产品来说，其保费收入的规模依赖于预期收益率的高低，因此难以避免地需要和其他资产管理机构展开直接竞争。

如图1.2所示，保险资金运用（含第三方保险资产管理产品规模）2015年已超过15万亿元人民币，2012~2015年的年均增长率约为29%，占整个资产管理市场93万亿资产管理规模的16%（见

图 1.3)。从规模来看，保险与银行仍是大资管行业的中坚力量。此外，根据发达市场经验，资产管理行业“赢者通吃”现象非常显著，目前，中国前二十大资产管理机构市场份额总计已达 46%，而细分行业集中度更高，前十大商业银行资产管理集中度高达 68%。在利率市场化的大背景下，“泛资管”行业共同竞争有限资金，保险公司负债端对资金的争夺将面临更大压力。

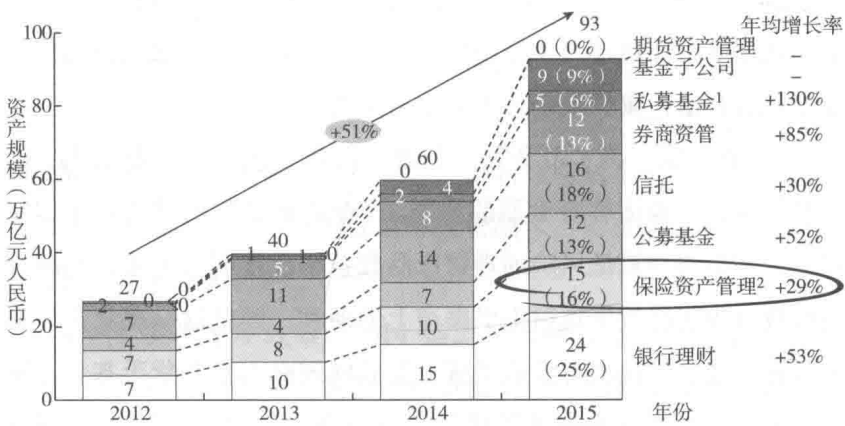


图 1.2 2012 ~ 2015 年中国资产管理规模

注：1. 私募基金采用私募基金管理机构认缴规模。
2. 保险资产管理含保险公司资金运用余额和第三方资产管理业务。
资料来源：万得资讯（Wind）、波士顿咨询公司

从保险业内部看，中国保险公司的规模集中度有降低趋势，中小保险公司市场份额增长迅猛。根据中金公司研究部的报告显示，2012 年至 2015 年 10 月，中国前十大保险公司的市场份额从 84% 降到了 68.4%。依托于更灵活和市场化的机制与更激进的经营策略，中小保险公司实现了市场份额的快速提高，例如，安邦人寿同期市场份额从 0.1% 增长至 3.4%，生命人寿从 2.5% 增长至 6.8%，华夏人寿更是从 0.6% 增长至 6.5%，保险业内在负债端的竞争有加剧的趋势。