

# 2万亿保险资金错配存风险 业界积极求解难题

## 资金错配解决之道

编者按:过去20多年来,行业年均两位数的增长给保险公司带来了充足的现金流,但却掩盖了保险资金“长钱短用”、“成本收益倒挂”等问题。

近两年行业增速放缓,尤其在2012年全国保费增速首次降至个位数,令保险资产与负债错配的风险引起关注。根据保监会相关数据统计,截至2012年年末,保险行业15年以上的资产负债缺口达2万亿元。

证券时报记者 潘玉蓉

面对2万亿元的资产负债缺口,不久前保监会召开专题会议,决定启动保险资产负债匹配监管工作。构建保险资产负债管理的监管框架开始提上日程。

证券时报记者了解到,由于我国保险资金主要投资于债券市场,而现有债券市场结构决定了占保险资金相当比例负债(主要是15年以上)缺少适合的投资品种,这是造成错配的主因。

有保险资管人士认为,国外专门针对保险行业发行特别债券的做法或可提供参考,增加发行超长期国债也是解决途径之一;另一部分人则认为,应改变目前由“负债驱动投资”的被动思维,从投资能力的现实出发,主动设计和控制负债。

### 长钱短用 远虑与近忧

“没有哪项投资像寿险合同这样贯穿整个生命周期。”一位保险资管人士对证券时报记者表示,随着寿险续期保费每年不断进入保险公司,保险公司感到越来越不安:如何保证15年甚至更长期限后能如约履行承诺,保险公司承担着巨大的资产保值增值压力。

在年初的保险资金运用监管政策通报会议上,保监会副主席陈文辉表示,保险资金收益和结构不能有效支持负债,是保险资金运用面临的突出问题。其表现形式之一便是保险资产与负债的错配。

据他透露,截至2012年年末,行业15年以上的资产负债缺口近20225亿元,其中传统险约8841亿元,分红险约8161亿元,万能险约3250亿元。从长远来看,保险资金错配的风险仍在不断加大。

金盛保险资产管理部一位投资人士对记者表示,“长钱短用”与“短钱长用”不同,短期来看这种错配并没有太大问题,尽管这两年保费增速开始放缓,但保险行业获益于多年的快速发展,手中期限较长的资金足以覆盖眼前的给付和赔付,不会产生流动性风险。

近忧虽可解,但远虑不能排除。中国人寿资产管理有限公司董事长缪建明认为,现金流错配风险短期来看是流动性风险,但长期来看是价值风险,是资产价值与负债价值的错配,即资产价值没有大于等于负债价值带来的风险。

保险业内人士认为,保险资产与负债的错配,主要给保险公司带来三重风险。

首先是流动性风险,即在未来的几十年中,要确保资产随时能满足保险给付或赔付的需要;其次是偿付能力风险,确保今后保险公司在不同情境假设和压力测试下,都能满足监管部门最低偿付能力的需要;再次则是盈利大起大落风险,需要确保保险公司在不同经济周期和资本市场周期下,能保持盈利的相对稳定。

从国际保险业的发展历程来看,上世纪90年代,日本有5家寿险公司因为资产负债管理不匹配而破产,美国一家人寿保险公司也因资产负债管理不善而被迫退出市场。

### 成本收益倒挂 保险资金成本或达5%

据了解,我国保险资金近五成投资于债券市场,其中期限在5年~10年的债券是寿险公司的主要投资品种。中国债券信息网数据显示,目前5年期、10年期及50年期国债的年化收益率分别是3.1%、3.4%和4.3%。

保险公司的资金成本又是如何?一位保险资管人士称,每家保险公司的资金成本不同,但是随着财富管理行业竞争加剧,近年保险产品的定价成本、销售和渠道成本均不断升高,不少保险公司的资金成本在5%以上。

正是由于固定收益类资产的收益率不能覆盖负债成本,保险机构不得不依靠证券市场投资以获取超额收益,但在股票市场下行时,又无法及时调整配置结构,带来巨大风险和损失。”保监会副主席陈文辉称。保监会数据显示,受到股市下跌影响,2012年保险行业投资收益率仅为3.39%。

对于“保险资金成本收益倒挂”等问题,陈文辉分析认为,保险资产投资理念不够成熟是主要原因,其负债管理理念尚未形成,中长期投资工具较少亦对其造成限制。

值得注意的是,保险公司的资产管理与产品定价销售“两张皮”,保险公司资管部门很少参与产品设计、定价和销售。一些保险公司片面追求发展速度,希望通过承保业务迅速增加保费规模,并对投资收益抱有不切实际的期望,在资金运用中追求高风险投资。

### 未雨绸缪 相关监管政策正在酝酿

今年4月,为推动保险行业加强资产负债匹配管理,保监会在一次专门会议上成立了保险资产负债匹配监管委员会,正式启动保险资产负债匹配监管工作。这意味着,监管部门已将保险资产负债匹配工作提升到新高度,与行业其他重大课题一样排上工作日程。

据了解,该委员会由保监会副主席陈文辉担任主任,保监会各主要业务监管部门负责人作为委员会成员。委员会将致力于构建保险资产负债管理监管框架,制定相关监管制度,推动保险机构建立健全资产负债管理机制等。

现阶段,委员会的主要任务是逐步建立和完善资产负债匹配监管组织体系,摸清行业资产负债管理现状。一位寿险公司高管对证券时报记者表示,保险资产与负债的匹配是一个国际性难题,在理论上和技术上都有待完善,并无标准答案可解决。保险公司在制定资产负债的匹配策略,不仅要考虑长远,未雨绸缪,还要与公司当前战略结合。比如在资产负债的匹配程度上,并非要做到完全匹配,因为一旦完全匹配,保险公司的超额收益也不复存在。

他认为,国内保险公司非常有必要树立资产负债匹配的框架观,在此框架下制定公司产品运营策略。

据证券时报记者了解,在监管部门加快制定政策的同时,有保险公司已经在探索资产负债配置经验,比如尝试债权投资等新型投资方式,引导负债业务转型。



彭春霞/制图

## 保险资管面临挑战

证券时报记者 潘玉蓉

占国民生产总值的比重超一成的保险资金,在市场上绝对不是一个角色。作为手握重金的“甲方”,保险资管一度被券商、基金悉心维护,处境优越。

时过境迁。以银行、基金、券商、信托为代表的大财富管理行业已然展现蓬勃之势,与保险资金在获取回报即产品销售端,同台竞技的理财产品已经琳琅满目,更致命的是,如果直观地以收益率作比较,保险产品几乎不占任何优势。于是出现了近年银保收入的快速下滑,并拖累全行业保费增速下滑至个位数的情况。

竞争之下,保险资金的获取成本也逐渐增高。资金成本走高自然对资金回报的要求更高,而资金回报要求高则容易导致投资方式过于激进。2012年一些保险公司在股市中损失严重,甚至出现“承保利润补贴投资亏损”的现象。

另一方面,在投资端与保险资金一起争夺项目的资金也逐渐增多。由于保险资金受相关政策约束较多,仅能投资级别较高的债券,一定程度上也限制了保险资金的投资收益率。

2012年7月起,保监会陆续发布为保险投资松绑的13条新政,以便让保险资管在更大的市场中谋取生存机会。“13条”的高瞻远瞩之处还在于,打通了保险行业与金融业及实体经济间的关联,将以前貌似边缘化的保险行业进一步推向金融中心。确实,保险公司财富管理的功能越来越明显,尤其在保险资金运用端,是不折不扣的财富管理。

然而,“13条”对保险资金的忽然松绑,也令一些公司发出“想不到的也放开了,没有想到的也放开了”之类的慨叹,颇有准备不足之感。今后保险资产管理公司可开展公募业务,可受托管理第三方资金,但市场化之路并非坦途,新业务也伴随着新风险。

虽然13条新政的“近水”解救资产负债错配之“远火”还需时日,长远来看,保险资金久期错配的现象仍然存在,但随着保险资管走向市场化,自身投资能力不断提高,或可缓解眼前成本收益倒挂之近忧,从而打消15年后的远虑。

同时,建立资产负债匹配监管框架,限制保险行业粗放经营的局面,督促保险公司合理控制负债缺口,促进资产与负债的协调,也是眼前可为之事。

证券时报记者 潘玉蓉

为解决资金错配难题,业内诸多保险公司正通过各种途径积极求解。

### 途径一: 争抢优质债权投资计划

在保险公司创造性地寻找与自身负债相匹配的投资实践中,债权投资成为一种较为成功的探索。

以泰康人寿资产管理公司为例。据证券时报记者了解,泰康资产所投资的基础设施类债权计划覆盖广泛,旗下“泰康-上海水务债权计划”“泰康-湖南省干线公路债权投资计划”等项目的预期收益率超过5%。

由太平资产管理牵头的南水北调系列债权投资计划,是险资最大单一投资项目债权投资计划,债权计划累计三期,投资规模合计将达550亿元。5月9日,太平人寿公布旗下“太平附加南水两全保险”5月份年化结算利率为5%。

据了解,南水北调债权投资计划以债权方式为国务院南水北调工程提供融资,还款来源列入中央财政预算的全国重大水利工程建设基金等中央预算内财政收入,预期保底收益率高于同期国债收益。

事实证明,抢到一款优质的债权投资计划可为保险公司的资产配置减轻压力。不过,一位太平资产人士称,保险资金对投资标的要求极高,资管公司开展债权计划业务不仅注重追求项目质量,还要注意产品交易结构设计、产品的流动性以及项目后续管理的及时性和有效性等,对保险资产管理公司的投资经验提出了更高要求。

在超过6万亿的保险资金总量中,保险行业的债权投资占比并不大,属“另类投资”。据保监会统计,截至去年12月末,保险机构累计发售83项基础设施投资计划,11项不动产债权计划,备案金额3025亿元,平均投资年限7年,平均收益率为6.36%。

以债权投资为代表的保险另类投资虽然基数较小,但增长潜力大。根据相关政策,保险公司投资于基础设施债权业务的比例限制为公司上季末总资产账面余额的20%。以全行业保险资产规模测算,全国范围内可用于基础设施投资的保险资金规模达到1.2万亿元。

### 途径二: 增加长期债券数量

我国保险资金有一半以上是寿险资金,而寿险资金的综合平均负债期限通常在10年以上。10年以上的寿险合同很难找到10年期的投资项目,只能投资于现有选择中相对长期的品种,债券市场便是险资重要的配置场所。

据保监会披露,近十年我国保险资金45%~55%投资于债券市场。Wind资讯显示,截至5月9日,我国债券市场票面总量27.6万亿元,其中剩余期限在1年以内的债券票面总额占16.89%,1~3年的占20.81%,3~5年的占23.82%,5~7年的占13.77%,7~10年的占13.45%,10年以上的债券票面总额仅3.1万亿,占11.26%。

由此可见,我国债券市场期限结构以1~5年中短期品种为主,10年以上的可供寿险资金配置的品种仅占一成,可供保险资金配置的15年以上投资品种更为稀少。

回顾以往,2007年财政部发行的2000亿特别国债,曾经让保险市场沸腾。2007年9月10日,财政部发布公告称将通过全国银行间债券市场面向2006年~2008年记账式国债承销团招标发行2000亿。这一回收流动性的利空消息令次日沪深300指数急跌4.71%。

然而到第三日,中国人寿与中国平安两大保险股便启稳爬升。一家大型保险资产管理公司负责人表示,2000亿特别国债对于苦苦找寻资产久期匹配工具的保险公司而言可谓天降甘霖。据了解,国寿资产、平安资产等公司系2000亿特别国债的积极认购者。

2009年11月由财政部发行的50年超长期国债,也获得了保险资金的高度关注。但这次国债发行规模只有200亿元,且后续没有形成稳定供应,对于渴求长期投资标的保险资金而言,无法真正起到资产管理之效。

业内人士一直呼吁,建议调整债券市场结构,增加长期债券数量,如发行特别国债或者效仿新加坡发行专门针对保险资金等特殊投资者的长期债券。

不过,一家寿险资产管理人士对此亦有担忧,“财政部发行的50年长期债券中标利率仅4.25%,从现状来看,即便是长期国债的收益率也未必能满足保险公司要求。”

### 途径三: 转变“负债驱动投资”思维

一直以来,保险资产管理主要是基于手中负债来配置投资标的,这一被动投资的做法是否需要改变,近期引发业内人士热烈讨论。

光大永明人寿保险集团董事长解植春近期撰文称,应打破长期以来在保险业流行的负债驱动资产思维,今后既要提负债驱动资产,同时资产也要引导负债。

一家保险公司高管称,目前保险公司里资产管理部和产品设计部门的沟通并不深入,比如在产品设计环节,产品部门对销售和市场反应考虑较多,对资产管理方的实际投资能力则考虑较少。

解植春认为,长期以来单纯提“负债驱动资产”的惯性思维,是形成负债成本高企、营销费用恶性竞争,并形成目前保险行业资产负债久期错配的根源。从技术上讲,传统险比较容易产生承保利润,具有较高内涵价值,但在目前保险市场的发展情况下,从实际费率竞争以及一些精算假设的情况看,这种可能性也仅存在于技术和理论层面。

解植春说,从目前金融市场整体发展的成熟度看,市场上能够找到的同长期寿险产品匹配的资产少之又少,收益水平也并不乐观,这进一步加剧了期限错配风险和再投资风险。

因此他认为保险公司需要低头看路,回归现实。要根本提升保险公司资产负债管理能力,依然要立足于金融市场发展的实际,同时思考“负债决定资产”和“资产引导负债”,运用“双轮驱动”,一方面不断创新销售渠道,在负债端降低保单获取成本;另一方面要紧密结合资产配置端的投资有效性来决定寿险公司整体经营的策略。

今年4月份,中国人寿资产管理有限公司董事长缪建明也在一次公开发言中表达了类似的观点。缪建明认为,一方面资产管理要适合于负债业务的转型,另一方面负债业务也要积极适应资产市场的变化。资产市场的变化比负债市场的变化要快且剧烈,被动地寻找资产匹配既有负债是困难的。因此,保险企业应积极尝试适应资产市场的实际情况来设计负债,即资产驱动型产品。”他说。

类别	债券数量(只)	债券数量比重(%)	票面总额(亿元)	票面总额比重(%)
1年以内	1,496	24.23	46,818.04	16.89
1-3年	1,549	26.71	57,460.81	20.81
3-5年	1,489	24.12	65,765.18	23.82
5-7年	982	15.91	38,014.13	13.77
7-10年	376	6.09	37,146.75	13.45
10年以上	376	2.95	31,081.27	11.26
合计	6,174	100.00	276,086.18	100.00

数据来源:Wind资讯 潘玉蓉/制表 彭春霞/制图