

2017 年全球保险信用风险展望

2017 年全球总体超低利率环境、美国多次加息交织令保险业面临的经营环境异常复杂，全球保险业信用风险整体上升。利率敏感性差异、承保和投资压力延续、不确定性上升使各国保险公司盈利能力持续承压，投资风险偏好上升动力不减，自身抵御风险的能力在持续削弱。同时，2017 年英国启动脱欧程序可能带来的欧洲保险市场竞争格局变动，全球不确定性明显上升导致的金融市场波动性加大，也将令压力重重的全球保险业面临更大挑战。

一、2017 年受全球经济不确定性上升、低利率环境总体延续等制约，全球保险业信用风险整体加大，但各有差异。

2017 年发达国家低利率环境延续和全球经济不确定性上升将继续推升全球保险业信用风险。2017 年，全球货币政策分化趋势更加明显：经济内生增长动力不足、通缩压力持续使欧元区和日本仍将延续非常规宽松货币政策；美国经济基本面持续好转带动美联储加息进程加快，将对新兴市场汇率稳定性施压，增加其升息压力。但考虑到高负债压力使美联储加息步伐总体谨慎，发达国家将总体延续低利率环境，由此造成的投资收益率下行压力将继续侵蚀发达国家保险业盈利能力，保险业信用风险持续积累。2017 年新兴经济体仍将是全球保险业增长的主要驱动力，但深受美联储加息、中国深化结构性改革、各国自身政治风险上升及抗风险能力下降等多重因素制约，2017 年主要经济体（如中国、巴西、南非）经济下行压力持续上升，将增加投保人审慎态度，抑制保险业整体盈利能力，信用风险整体上升。

但受制于利率敏感性差异和政治经济不确定性等因素，主要国家和地区保险业信用风险上升程度将存在明显差异。受利率敏感型产品占比、保证利率水平、长期国债收益率走势、资产负债久期缺口和保

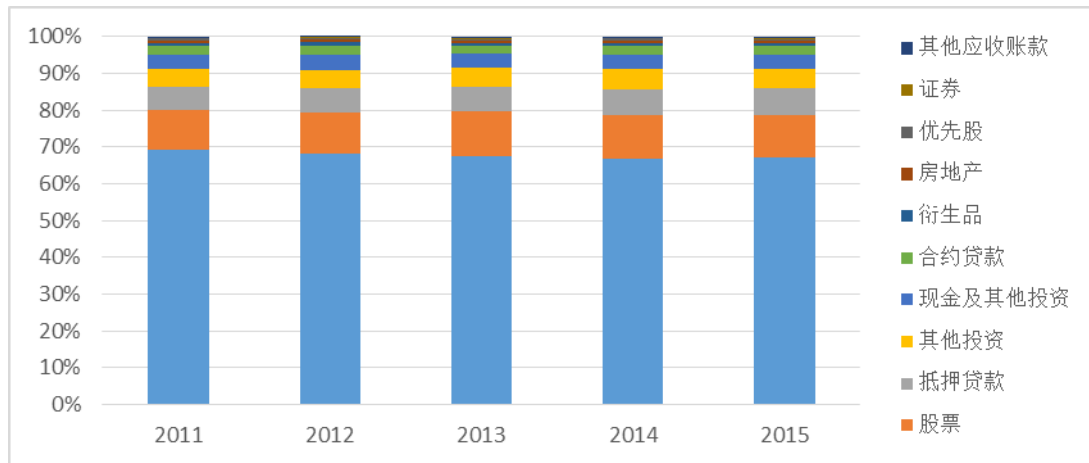
证利率调整空间等因素的综合影响，全球各地区保险公司的利率敏感程度有所差异¹。其中，长期寿险产品在低利率环境下的竞争压力使得保证利率水平普遍不易调整，保险公司在高负债成本压力下将承担更大的利差损风险，这使其不断提升风险投资偏好，信用风险加速积累。全球主要的保险市场中，德国、荷兰、台湾、日本和韩国等国家和地区将因高利率敏感性特点在 2017 年持续的低利率环境中面临相对更大的盈利能力和资本恶化风险。此外，考虑到 2017 年英国启动脱欧程序和欧元区核心国家政治选举可能带来的不确定性，中期内欧洲保险业发展格局或将因此发生重大调整。

二、美联储加息进程加快和经济基本面改善将对保险业信用风险释放产生利好，但财险费率下行令其信用风险承压。

美国经济持续改善和美联储渐进加息将部分缓解保险业盈利能力压力，寿险信用风险稳中趋降。2017 年美国宏观经济基本面持续改善和利率上行将一定程度释放保险业此前积累的信用风险，由于寿险对利率敏感性显著高于财险，寿险信用风险改善程度将更为明显。全球金融危机后，持续超低利率环境不断压缩美国寿险在保业务保证利率下调空间，其盈利能力面临的挑战日益严峻。迫于低利率环境的延续，寿险公司通过利率风险对冲、积极投资管理、新保单重新定价等方式试图减轻低利率环境对盈利能力造成的挤压，并通过提升投资风险偏好稳定投资收益，但由此带来的高风险资产暴露上升使寿险业信用风险持续积累（图 1）。2017 年，经济增长强劲和通胀预期上升将加快美国加息步伐，但鉴于利率仍处于较低水平，保险公司风险偏好有动力将进一步推升。不过，寿险公司高风险资产暴露有限，2017 年美国再通胀预期上行有望支撑始于 2016 年末的国债收益率陡峭趋势延续，对保险公司尤其是寿险公司投资利差提升产生利好。预计寿险此前长期低利率环境中积累的风险将得到一定程度缓解，信用风险稳中趋降。

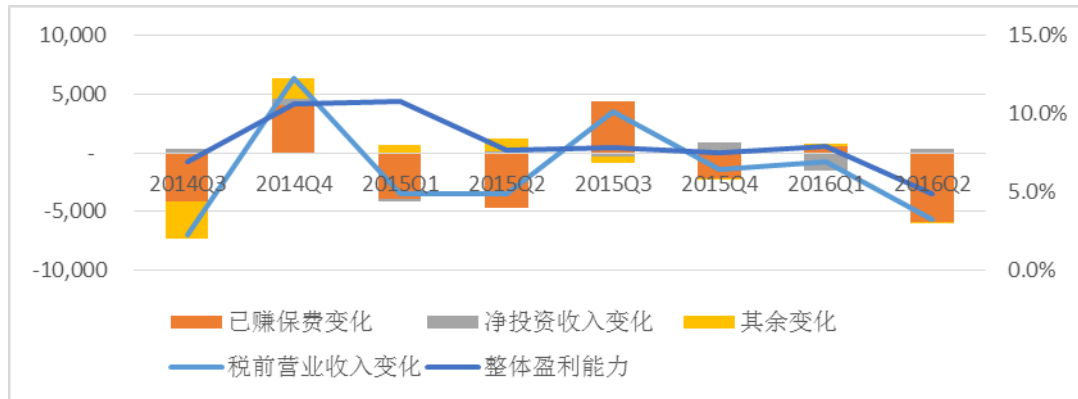
¹ 详见大公 2016 年 3 月发布的《2016 年全球保险业信用风险展望报告》

图 1 美国寿险公司投资组合情况 (%)



来源: NAIC, 大公

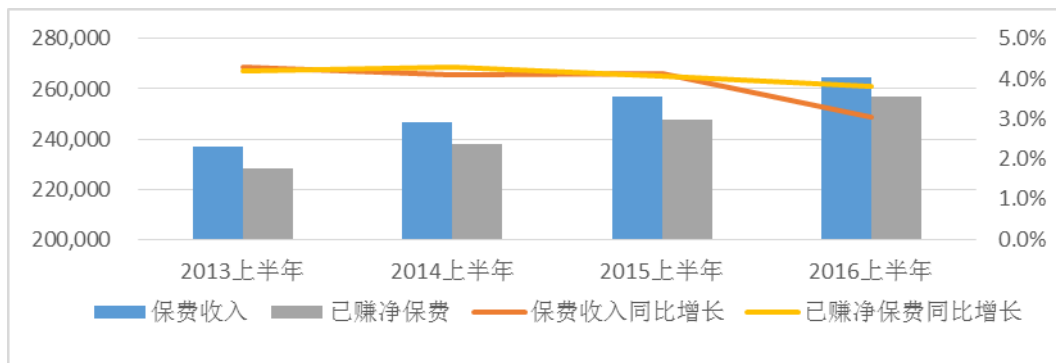
图 2 美国财险公司投资情况 (百万美元, %)



来源: Verisk, 大公

美国财险盈利结构抗风险能力较弱，费率下滑趋势不减将令其信用风险持续承压。在多年低利率环境中，美国财险公司通过积极投资管理已具备了较好的应对能力，投资收益波动不大（图 2），未来费率制约下的承保表现将成为其盈利能力保持稳定的最大威胁。2017 年，鉴于美国财险市场承保能力保持异常充裕，费率竞争依然十分激烈，在自然灾害损失回归长期平均水平的预期下，预计财险费率持续下滑的推动力不减，有再次加速下滑的可能。受此影响，保费收入增速或将延续 2016 年以来的放缓态势（图 3），并加剧承保盈利能力恶化的风险，其对财险总体盈利能力的拖累将难以被相对稳定的投资收益消化。未来财险信用风险将继续承压。

图 3 美国财险公司保费收入及已赚保费情况(百万美元, %)



来源: Verisk, 大公

三、超低利率环境下，盈利能力承压和流动性风险上升将继续推升日本保险业信用风险水平。

超低利率环境下，盈利能力受损将令保险行业信用风险进一步积累。寿险在日本保险行业占比较大，且寿险利率敏感性产品占比较高（约为 75%）。受超宽松货币政策影响，日本寿险在保保单的保证利率远高于其长期国债收益率。2016 年日本央行引入负利率政策，并在 9 月将货币政策目标调整为调控长短期利率，其中将 10 年期国债收益率调控目标设定为 0%。受制于结构性改革迟滞，经济内生增长动力不足和通缩压力将推动央行在 2017 年继续维持超宽松货币政策。随着日本进入负利率时代，日本寿险公司虽将尽可能缓慢降低新保单保证利率，但迫于竞争压力，其难以将负利率影响完全转嫁给客户，寿险公司盈利水平将会被持续挤压，从而损害资本水平。

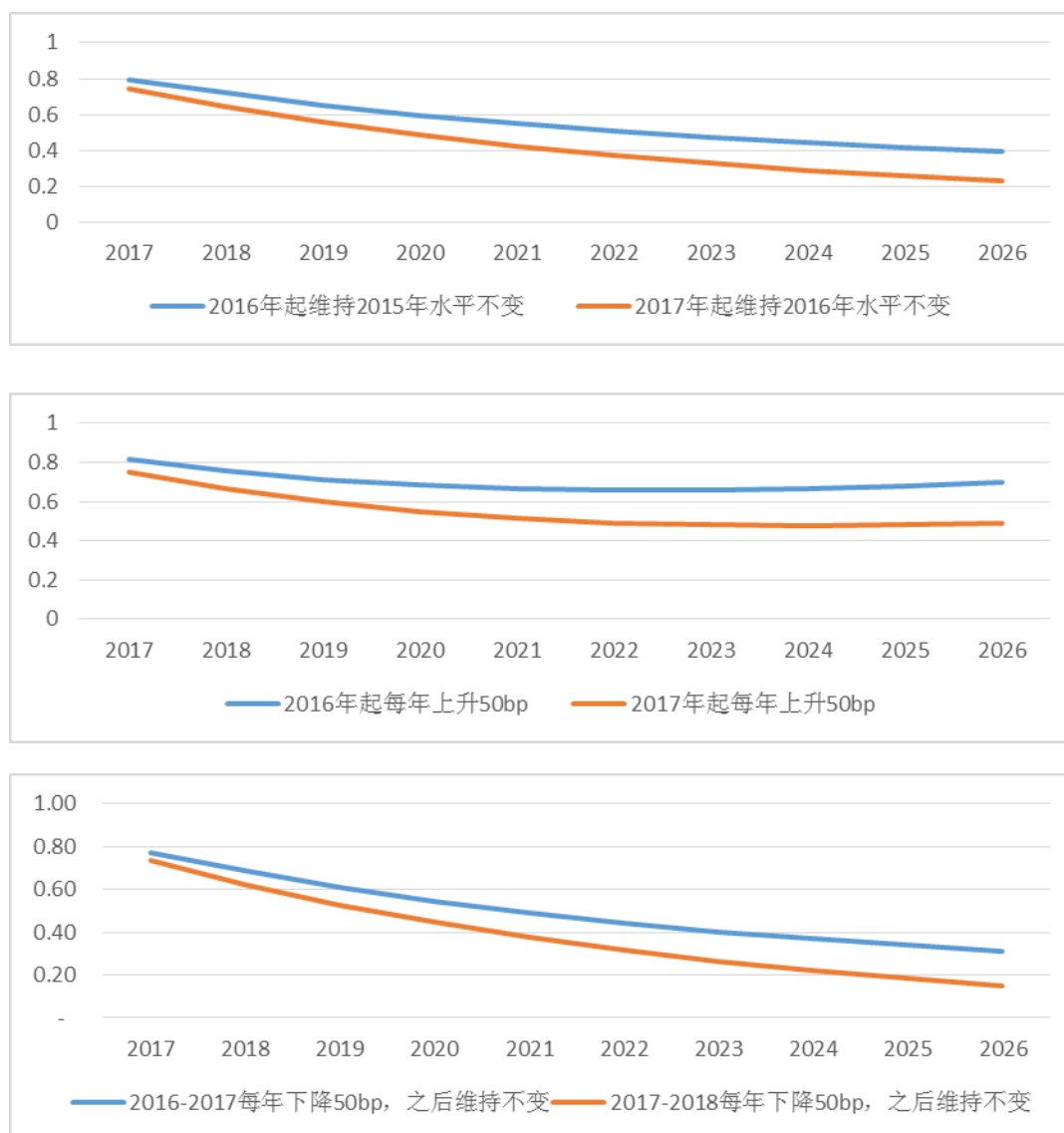
同时，超低利率导致的投资组合收益率下行也将对保险公司盈利能力进一步施压。这体现在，日本长期国债收益率的不断下滑将导致未来投资收益率回升所需的时间不断被延长。为此，我们在适当假设前提下进行了情景分析（见表 1）。从情景分析结果上看（图 4），在情景二中，2016 年日本长期国债收益率的下行（约 200 个基点）将导致低利率对固定收益类组合的下行压力期限延长 1-2 年，预计长达 9 年。在 2017 年日本长期国债收益率下行压力依旧很大的预期下，日本保险公司投资组合收益率所需的恢复时间将被再次延长。

表 1 日本十年期国债收益率情景假设

情景\时间	2015 年末	2016 年末
情景一	2016 年起维持 2015 年水平不变	2017 年起维持 2016 年水平不变
情景二	2016 年起每年上升 50bp	2017 年起每年上升 50bp
情景三	2016-2017 每年下降 50bp, 之后维持不变	2017-2018 每年下降 50bp, 之后维持不变

来源：彭博，大公

图 4 日本固定收益组合收益率分析 (%)



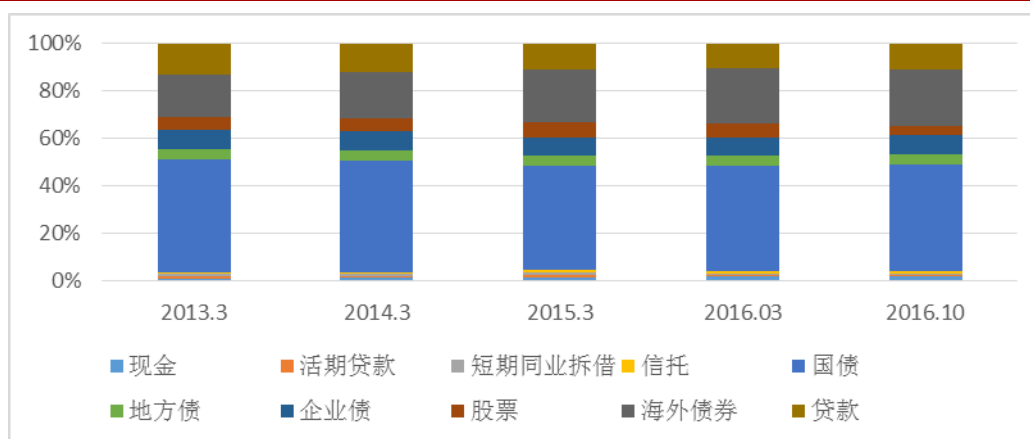
来源：彭博，大公

说明：假设日本再投资比例分别为 10.0%、10.0%、10.0%、15.0%；每年新增投资分别为 4.6%、5.0%、5.0%、10.0%；2016 年存量固定收益类投资的收益率为国债到期收益率的十年均值。

此外，迫于盈利压力，投资风险偏好上升也将恶化行业信用风险。为应对负利率政策造成的盈利空间收窄，日本寿险公司有望继续采取

拉长久期或增加高风险资产配置等手段，但二者均将进一步恶化寿险公司的信用风险水平。日本寿险公司已连续多年通过购买长期国债延长投资组合久期，目前资产负债错配缺口已降至 2-3 年，负利率环境下进一步可操作空间不大。而中小型寿险公司或迫于经营压力过度配置长期险资，提升资产负债期限错配风险，从而将公司置于更高的流动性风险之中。从资产组合配置情况来看，自超低利率环境以来，日本寿险公司投资策略总体稳健，投资组合配置保持稳定（图 5），但较高的海外资产占比和活跃的其他高风险投资操作将令公司承担更多信用风险。

图 5 日本寿险公司投资组合配置情况（%）



来源：日本寿险业协会，大公

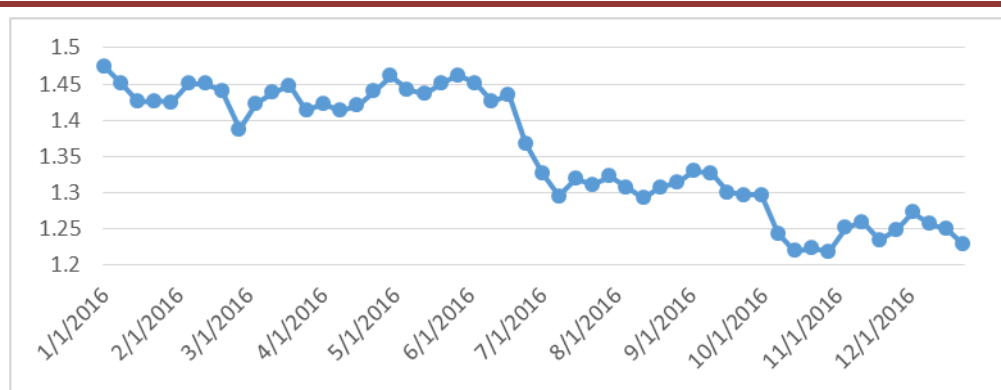
四、英国受低利率及政治事件影响，经济下行压力较大，保险公司信用风险整体上升。

受发达经济体普遍宏观经济下行及低利率环境影响，英国 2017 年经济增长前景堪忧，保险行业保费增速将出现明显下滑，加之英国脱欧事件等政治不稳定性因素，使得英国保险行业信用风险有所上升。

2017 年脱欧程序启动对英国保险业信用风险影响有限。2017 年英国将启动脱欧谈判，由于脱欧启动时间、方式和细节尚不明朗，市场观望气氛浓重，在形势明朗前金融机构大规模退出英国的可能性较

低。由于英国非寿险公司业务主要专注于本国市场，而寿险公司的全球地域分布更为广泛和多样，对欧盟业务集中度不高，因此脱欧对英国保险公司的影响较为有限，影响最大的将是通过英国获得欧盟单一市场权利的外国保险公司。虽然脱欧将使英国丧失单一市场准入权利，对其欧盟业务造成一定不利影响，但脱欧后英国政府或将通过奉行更加自由的贸易政策来稳固伦敦国际金融中心地位，届时英国保险业有望在欧盟以外的市场获得更大的发展机遇并从中受益。

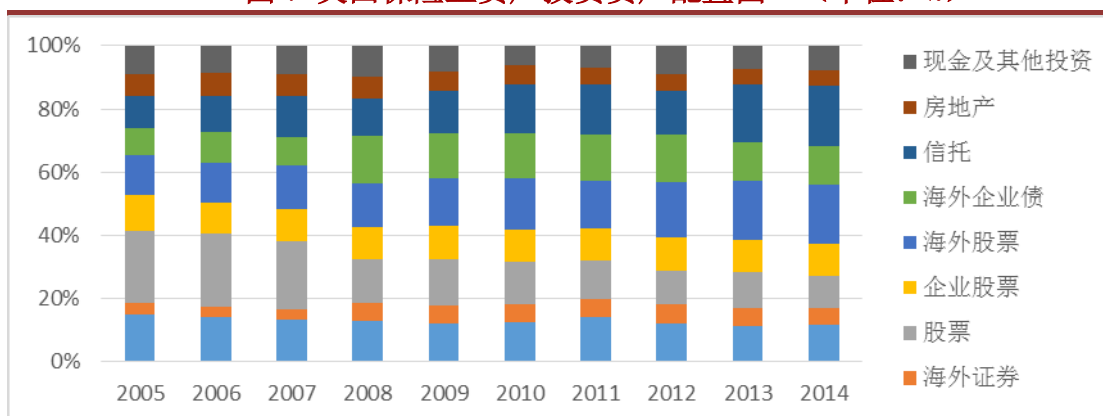
图 6 英镑兑美元汇率走势图（单位：GBP/USD）



来源：彭博，大公

但全球经济金融不确定性上升将从投资收益端对英国保险业信用产生威胁。长期低利率环境迫使英国保险公司近年来不断加大对以股票为主要投资标的单位信托配置比重，2008-2014年，单位信托配置占比由11.9%上升至19.1%，英国保险公司信用风险敞口进一步抬升。未来脱欧谈判推进及美联储加息将进一步增加全球金融不确定性，市场波动性有望再次上升，从而威胁英国保险公司投资表现的稳定性。同时，近年来低利率压力使英国保险业海外资产配置比重不断上升，鉴于2017年市场对英国“硬脱欧”后经济发展的担忧或将令英镑再次进入贬值通道（图6），美联储加息和中国经济结构调整将增加全球经济不确定性，未来英国保险公司海外资产安全性承压，且海外资产配置有向美国等安全资产转移的可能。

图 7 英国保险业资产投资资产配置图 （单位：%）



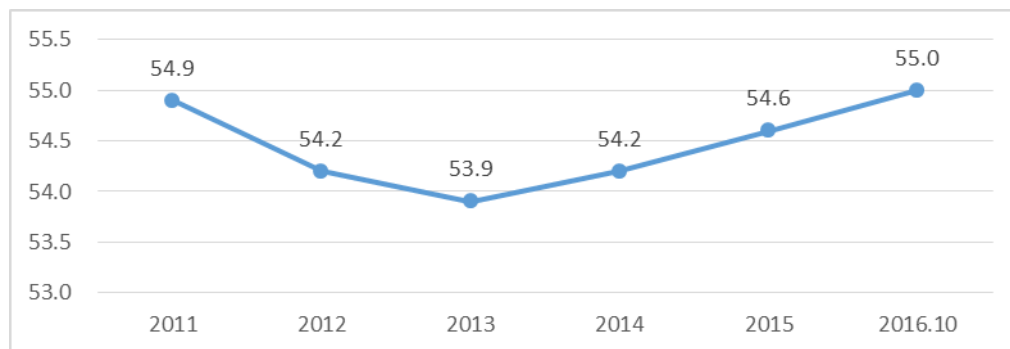
来源：ABI，大公

五、短期内中国保险业信用风险将有所上升，但集中度上升和监管趋严将有利于行业信用风险的长期改善。

车险费率改革范围扩大和新车销售放缓将拖累短期财险承保表现，财险信用风险短期攀升，但长期有望改善。中国车险保费在财险总保费的占比保持在 72%左右，很大程度上决定了财险市场的整体表现。目前全国共计 32 个城市或省份²先后被纳入费率改革试点范围，2017 年随着范围的进一步扩大，财险公司将在车险费率和服务上面临愈加激烈的竞争，车险费率将呈下滑趋势。受车辆购置税政策影响，部分汽车消费提前至 2016 年将明显减少，预计 2017 年中国汽车销量增速大幅降至 6.5%左右。受此影响，车险费率下滑和赔付上升对承保表现的压力将难以通过保费规模攀升所抵消，预计 2017 年财险行业保费增速将在价格与销量的双重压力下继续放缓（图 9），行业信用质量面临短期下滑风险。随着竞争日趋激烈，较强的成本控制和理赔服务能力将有助于大型保险公司扩大其竞争优势，推动财险业绩分化和行业集中度持续上升（图 8），长期内行业信用质量有望随着保险公司大型化趋势加强而整体改善。

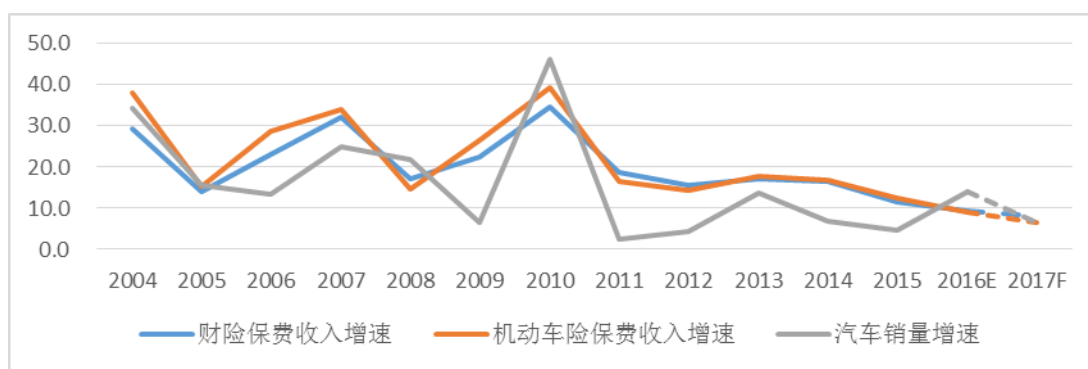
² 第一批：黑龙江、陕西、山东、重庆、青岛和广西；第二批：天津、吉林、内蒙古、河南、安徽、湖北、湖南、广东、四川、青海、宁夏和新疆；第三批：北京、上海、天津、重庆、河北、山西、辽宁、甘肃、江苏、浙江、江西、福建、海南、云南、贵州和西藏。

图 8 中国财险集中度情况 （单位：%）



来源：万得，大公

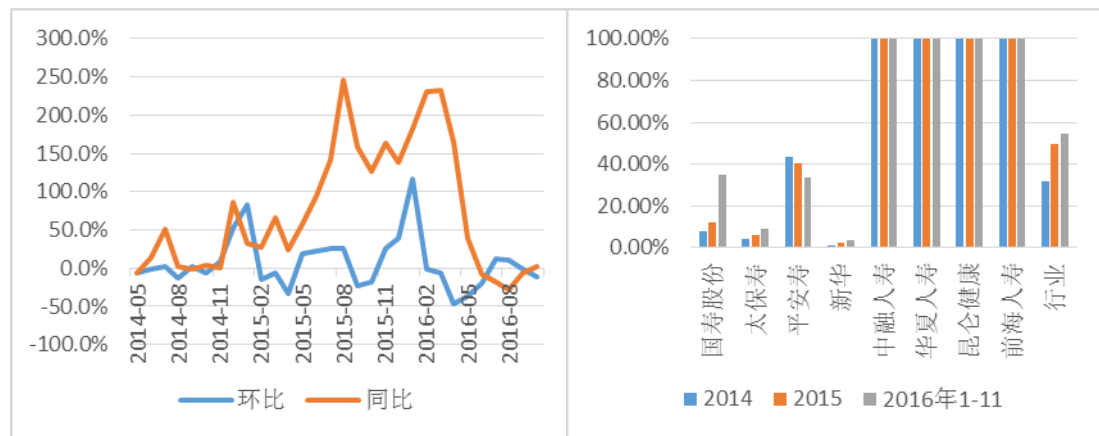
图 9 中国财险保费收入与机动车销量增速情况 （单位：亿元）



来源：万得，大公

寿险方面，2017 年流动性风险和盈利压力加大将令行业信用风险存在恶化可能。首先，万能险高占比和保费增速放缓共存使行业流动性存在考验。近年来，资产驱动型中小保险公司通过大力推进高负债成本的万能险和高现金价值产品销售实现了资产规模的快速扩张，2016 年行业万能险保费占比由 2014 年的 31.66% 上升至 54.69%，行业流动性风险隐患不断加重。为抑制万能险保费畸形增长，保监会 2016 年初发布了《关于规范中短存续期产品有关事项的通知》，以万能险、分红险为主的中短存续期业务规模增速迅速下滑（图 10），并将拖累 2017 年寿险行业保费增速。届时，寿险公司将面临流动性风险和保费增速下滑的共存局面，部分以万能险、分红险为主的中小型保险公司有出现流动性危机的可能，寿险信用风险面临更严峻考验。

图 10 人身保险公司保户投资款新增交费增速及占比情况 (单位: %)



来源: 保监会, 大公

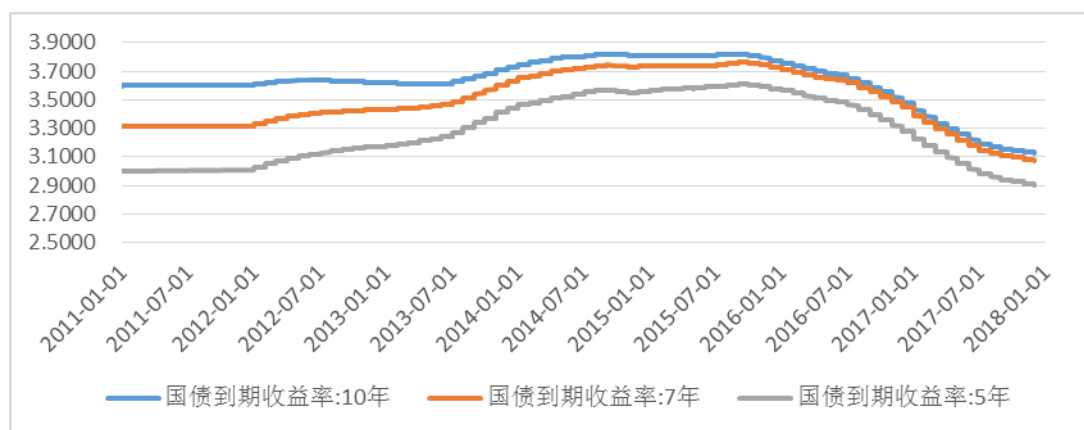
其次, 总体低利率环境和准备金提取压力上升将损害保险公司盈利表现。一方面, 数年低利率环境已将寿险公司盈利空间一再挤压, 经营压力由投资资产端逐步转移至负债端。尽管 2017 年中国货币政策趋于中性, 但利率水平仍处于较低水平和竞争压力将使寿险公司继续面临较大盈利压力。其中, 大型保险公司在定价、销售等方面的优势将保证其有能力率先下调负债成本 (约为 2%), 并保留一定的盈利空间; 而资产驱动型中小保险公司, 高负债成本压力 (约为 6%) 和较差的盈利能力弹性将令其面临更大的利差损风险。另一方面, 2017 年寿险准备金提取压力略有上升, 将波及寿险公司的盈利表现。预计 2017 年十年期国债 750 天移动平均收益率预计下降 46 个基点 (图 11), 降幅同比有所扩大, 寿险公司准备金提取压力持续上升, 对行业税前净利润的负面影响或逼近 66% (表 2)。

表 2: 准备金对寿险行业税前利润影响 (百万, %)

项目	中国人寿	平安	太保	新华	行业平均
由于折现率下降造成的传统准备金增提	18,536	17,235	4,031	1,553	
年初至报告期折现率下降	21	21	10	10	
折现率下降 50bps 造成的传统准备金增提	44,140	41,042	21,069	8,117	
预计 2017 年折现率下降	49	49	49	49	
预计 2017 年传统险准备金增提	43,198	40,166	20,620	7,944	27,982
2017 年预计寿险税前利润, 受准备金影响后	21272	21348	7131	7645	14349
2017 年预计寿险税前利润, 受准备金影响前	64,470	61,514	27,750	15,589	42,331
预计 2017 年传统险准备金增提对寿险税前利润的影响	-67%	-65%	-74%	-51%	-66%

来源: 中金、大公

图 11 国债 750 天移动平均收益率曲线 (单位: %)

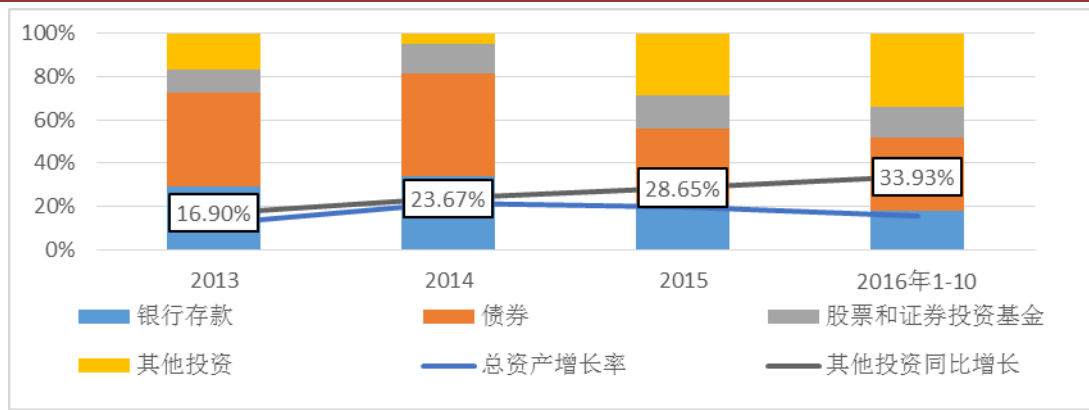


来源: 万得, 大公

短期内宏观经济下行将推升保险业信用风险, 但监管趋严使风险总体可控。在长期低利率环境和优质资产稀缺的背景下 (图 12), 保险公司投资表现整体呈现下滑趋势。预计在负债端高成本压力下, 保险公司风险偏好将继续提升, 其他投资资产占比再次攀升, 其中银行理财产品、信托、资产支持计划等投资标的信用风险随着 2017 年中国宏观经济的进一步放缓而不断上升 (图 13), 将令保险业投资风险同步走高。不过, 为防范金融风险, 保监会进一步加强保险资金运

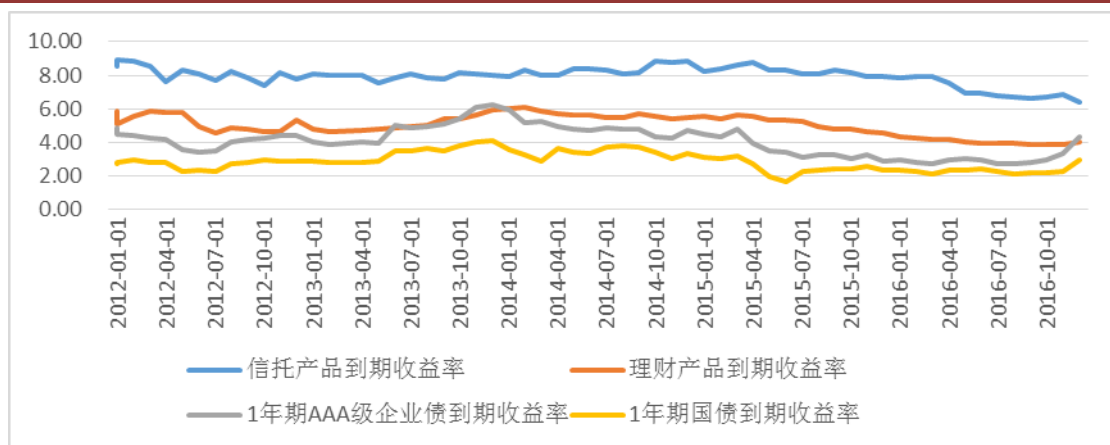
用监管的措施有望陆续出台并实施，届时将有助于保险公司负债成本降低和投资行为的规范，行业信用风险处于可控范围。

图 12 中国保险行业投资资产配置情况（单位：亿元）



来源：保监会，大公

图 13 中国保险行业主要投资标的的收益情况（单位：%）



来源：保监会，大公

六、受制于宏观经济下行压力，新兴经济体保险业信用状况将普遍面临恶化风险。

2017 年新兴经济体仍将是全球保险业增长的主要驱动力，但经济恶化将导致保险业面临信用质量恶化风险。新兴经济体保险深度和密度远低于发达国家，保险业更倾向于采取降低保险产品定价、放松核保标准和加大市场费用投入等手段抢夺市场份额，保费增长将继续优于经济增长。但是，2017 年对出口贸易和外部资金依赖度的有增无减将令新兴市场国家依旧无法摆脱美国和中国等核心大国经济结

构调整引发的全球经济周期波动冲击，而中国经济结构深度调整和美联储加息将从商品贸易和国际资金流动性两个方面共同施压其经济发展，受此牵连保险行业信用风险上升难以避免。由于巴西、南非保险业在区域保险业市场份额占比较大，下面将对这两个国家保险业风险进行专题分析。

作为拉美地区最大的保险市场（保费收入约占 50%），巴西保险业利率敏感性不大，行业信用风险受宏观经济影响仍存在上升可能。巴西寿险保证收益类产品占比很低（约为 5%），且收益率多与通胀利率关联浮动，加上寿险公司国债投资以通胀相关型国债为主，利率波动对投资收益的影响被削弱，因此寿险公司利率敏感性不高。2017 年高通胀、美联储加息后的本币贬值和资本外流压力将令巴西货币政策仍将趋紧，但对保险公司影响有限。不过，巴西高通胀、高赤字和高债务问题令其普遍缺乏财政与货币政策调整空间，经济严重滞胀加剧社会动荡风险，外部融资能力恶化，本币大幅贬值风险仍然存在，上述问题连同下降的抗风险能力将对 2017 年巴西宏观经济构成下行压力。受此影响，投保人将采取更为谨慎的投保行为，保险业盈利压力加剧，成为信用风险上升的主要威胁。

南非保险业利率风险暴露不高，宏观经济持续疲软将推升整体行业信用风险水平。南非是非洲最大的保险市场，保费收入占比约在 75%。尽管寿险保证收益类产品不断上升，但在保保单以收益共担型为主且收益浮动，利率敏感性一般，这将有助于平滑保险公司盈利波动。但是，南非受政策不稳定性上升、财政政策和货币政策紧缩、大宗商品价格低迷及全球经济发展动力不足等因素影响，短期内经济增速将持续疲软且增长潜力有限。由于南非保险深度和密度相对较高，保险市场发展潜力相较其他新兴经济体不大，在低迷的宏观经济预期之下，保险业所面临的运营环境和保险需求均有下滑风险，整体信用风险将出现一定程度上升。