



2018 年全球保险业信用风险展望

大公信用研究院有限公司
二〇一八年一月二十九日

2018 年全球保险业信用风险展望

分类 行业研究

日期 2018年1月29日

主要观点

- 2018 年全球经济企稳回升、货币政策预期收紧将有利于改善保险业盈利能力，但前期积累的信用风险犹存。
- 美国延续加息进程，但经济复苏缓慢，加之美国财险行业赔付上升导致承保能力严重承压，总体盈利能力面临挑战。
- 持续疲软的经济基本面与超低利率环境促使日本寿险业投资偏好攀升，推升其投资组合风险并因此加剧其信用风险。
- 受长期低利率环境与监管趋严等因素影响，欧洲保险业盈利能力持续承压，寿险投资风险偏好继续上升。
- 受行业监管政策趋严影响，中国保险业保费收入增速趋缓，短期流动性压力上升，但长期信用风险可控。

联系方式

金融研究部

冯周、莫云华、韩熙良

hanxiliang@dagongcredit.com

联系电话：(8610) 51087768

地址：中国北京市朝阳区霄云路

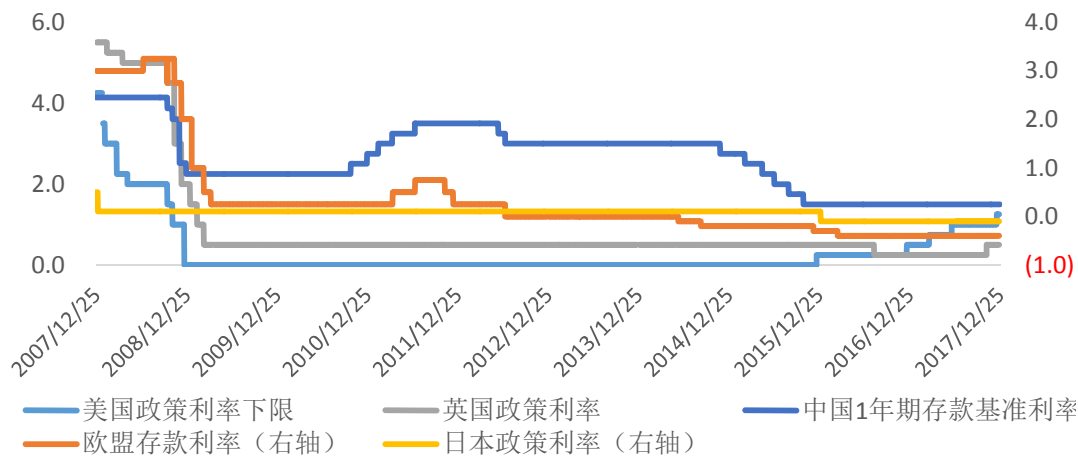
26 号鹏润大厦 A 座 29 层

随着全球经济维持周期性上升趋势和主要经济体宽松货币政策有序退出，保险公司承保需求与投资收益有望同步提升，同时金融监管普遍趋严有利于保险公司降低流动性风险，确保稳健经营，因此预计 2018 年全球保险业整体信用风险将有所改善。但由于近年来长期超低利率和低增长的宏观环境影响，承保与投资端仍将面临一定压力，导致全球保险行业信用风险仍存隐患。

一、2018 年全球经济企稳回升、货币政策预期收紧将有利于改善保险业盈利能力，但前期积累的信用风险犹存。

2018 年全球主要经济体货币政策将由宽松转为紧缩，但地域间存在一定差异性。国际上，美国经济基本面持续向好将继续推动美联储温和加息及缩表进程，十年期国债收益率将升至 3.0% 左右；欧洲经济企稳回升，欧央行在缩减购债额的同时总体维持宽松货币政策以刺激经济增长；英国受脱欧及高通胀等因素影响，中长期经济增长前景不容乐观，英央行进一步加息空间有限；日本经济基本面总体仍较为脆弱，日央行将继续维持宽松货币政策，但美联储加息压力将促使其通过减少购债额或减少出台新量化宽松措施的方式逐步开启货币政策正常化进程。中国经济将维持稳定增长，由于降低宏观金融杠杆的监管政策持续发力，货币政策收紧预期较为强烈，预计中国央行总体仍将维持稳健中性货币政策以引导供给侧结构性改革，并实现降低系统性风险的目的（图 1）。

图 1：全球主要国家基准利率（2007-2017）

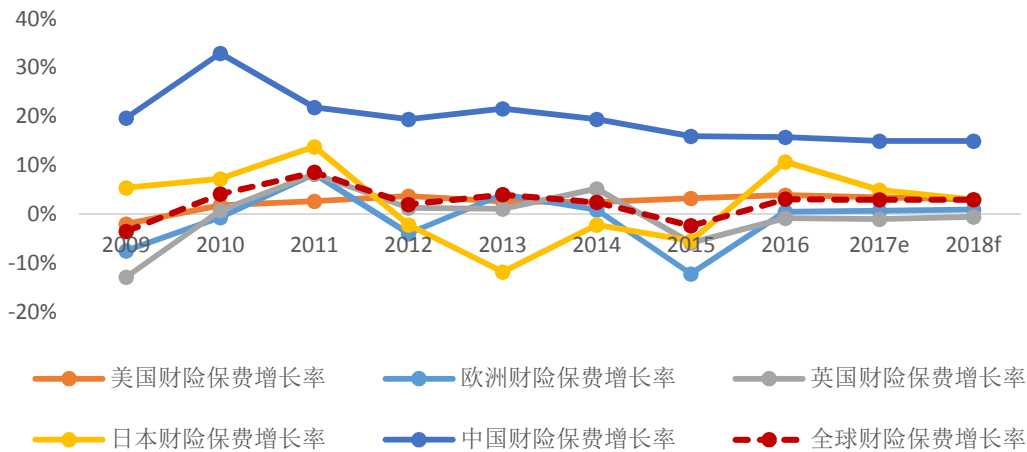


数据来源：彭博、大公

随着全球经济前景的改善，财险行业需求将有所提升，加之全球货币政策收紧预期有助于提升投资收益，2018 年财险行业盈利能力将有所改善，整体信用风险有所缓释。预计 2018 年全球财险保费增长率约为 3%¹（图 2），新兴市场将继续成为增长的主要驱动力，未来两年保费实际年增长率将达到 6%至 7%，中国则是新兴市场保费增长的主要驱动力，中国财险保费增长率有望达到 15%左右。但另一方面，由于近年来长期低利率、低增长宏观环境影响，导致全球保险业整体投资收益率增长疲软、费率调整与巨灾损失大幅提升导致承保亏损、投资收益持续走低。2017 年全球财险盈利水平显著下降，股本回报率（ROE）从 2016 年的 6%下降至 3%。预计 2018 年，在巨灾损失回归正常的前提下，伴随着发达国家经济的复苏及货币政策正常化的推进，利率逐步进入上升通道等因素影响，全球保险行业投资收益有望小幅提升，ROE 将处于 7%-8%的水平。

¹增长率为扣除通胀因素的实际增长率。

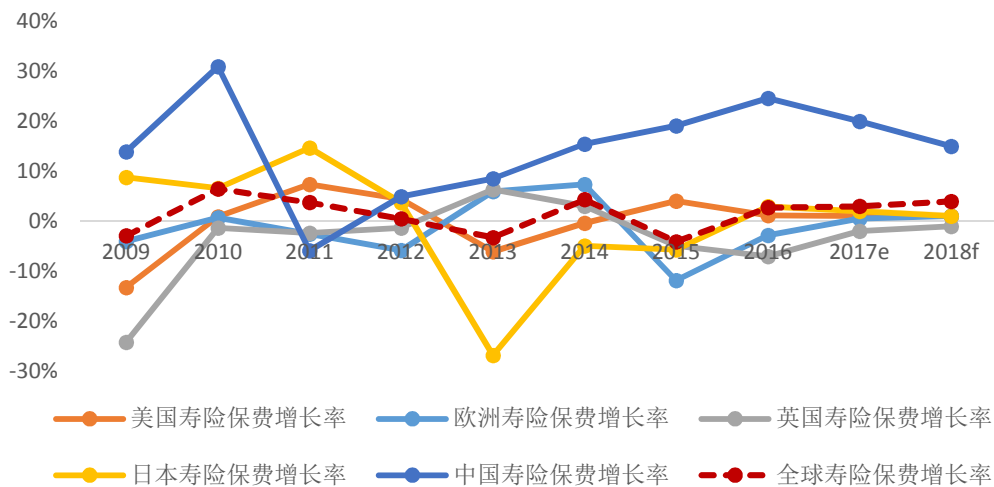
图 2：全球财险保费增长情况及其预测（2009–2018）



数据来源：瑞士再保险、大公

随着金融监管趋严，全球寿险业流动性风险将持续改善，全球寿险业保费收入有望稳步增长，预计 2018 年全球寿险保费增长率较 2017 年（3%）将小幅上升至 4%（图 3），但受近年来超低利率影响，整体投资风险偏好持续提升仍是潜在风险因素，整体信用风险将因此承压。随着美国经济逐渐复苏，寿险业保费收入有望小幅增长，美联储稳步加息也有助于提升投资收益，且寿险产品多样性较强，因此流动性风险有望随之改善。日本寿险业将进一步通过调整资产负债结构应对长期超低利率环境，从而控制资产负债风险敞口，而其投资组合份额较大的海外证券投资仍将面临一定汇率风险。欧洲寿险业也逐步加大投资连接型保险产品销售力度以及下调保单保证利率，借此释放低利率带来的产品定价风险，而投资组合信用等级明显下滑表明其投资风险偏好继续上升。中国寿险业受监管政策影响，大幅收紧短期趸缴储蓄型产品销售向长期期缴保障型产品转型，使得短期内寿险行业信用风险攀升（退保率及给付率到达峰值），但长期来看有利于降低资产负债错配风险，而其投资组合份额较大且流动性较差的其他投资（长期股权投资、银行理财产品及信托计划）增长较快也表明其投资风险偏好快速提升，导致行业整体投资组合风险有所上升，但投资组合结构基本稳定且均仍在可控范围。

图 3：全球寿险保费增长情况及其预测（2009–2018）



数据来源：瑞士再保险、大公

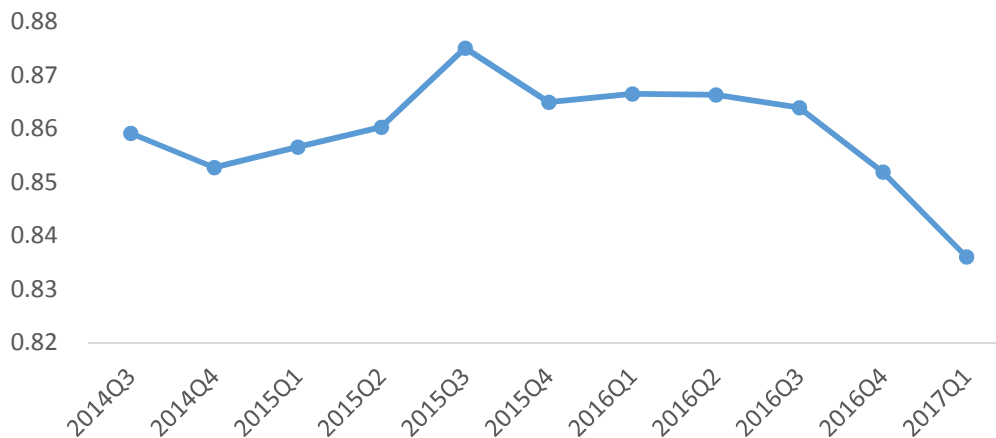
二、美国延续加息进程，但经济复苏缓慢，加之美国财险行业赔付上升导致承保能力严重承压，总体盈利能力面临挑战。

2018 年美国将持续复苏，失业率稳居低位，货币政策正常化进程持续推动，美国长期国债利率水平将进一步抬升（约至 3.0%），有利于刺激财险业产品需求以及提升投资收益。但另一方面，受财险业竞争激烈等因素影响，美国财险行业续保费率持续下滑；而自然灾害赔付上升直接削弱盈利能力，整体信用风险承压。此外，2017 年重大自然灾害事件（飓风“哈维”、“艾尔玛”、“玛利亚”，墨西哥地震等）使得财险业赔付急剧攀升，上述三起飓风和墨西哥地震造成高达 950 亿美元的赔付额，接近 2011 年历史峰值，财险承保业绩将受到严重影响并出现承保亏损。截至 2017 年一季度末，美国财险行业承保能力再次刷新历史水平（达 7,090 亿美元），同比上升 4.8%，环比增速回落至 1.2%，但仍高于前 11 个季度均值（0.5%）。同时，美国财险行业承保能力充足性指标²连续三个季度出现下滑（图 4），远低于前 20 年历史均值（1.08）。上述两方面因素预计都将对此后财险续保费率降幅的收窄趋势形成拖累，或难以同全球财险行业一样形成持续收

²指标为损失和损失调整储备/保单持有人剩余额，指标值越小，表明承保能力越充足。

窄的动力，对 2018 年保费收入增长的支撑能力有限。预计 2018 年，美国财险保单定价受巨灾赔付影响将有所上调，但考虑到持续保持充裕的财险市场承保能力³将促使行业竞争加剧，未来整体续保费率降幅收紧动力不足，直接制约未来保费收入增长空间。

图 4：美国财险行业承保能力充足性情况

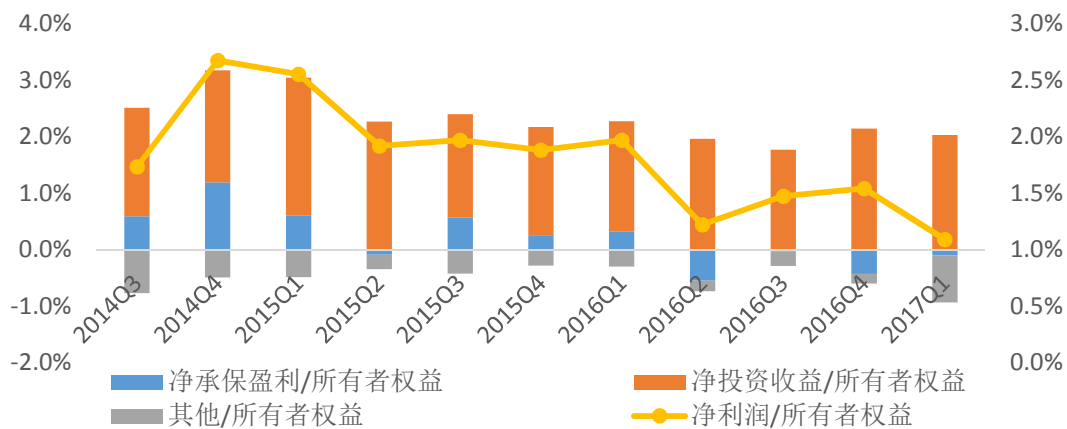


数据来源：美国财产和意外险协会、大公

盈利结构方面，美国财险业投资收益贡献相对较高（约占 60%–70%，图 5）且比较稳定，变动来源通常为承保盈利波动。持续多年低利率环境已促使美国财险公司通过加大股票投资比重等积极投资管理实现较为稳定的投资收益，而且美联储加息政策以及股市持续向好均有利于提升投资收益。另一方面，受行业竞争激烈导致费率上调幅度有限以及通胀推升赔付成本的影响，承保盈利比较有限；而且自然灾害事件不规律性也造成承保盈利波动，成为影响总体盈利能力稳定性的最大威胁。预计 2018 年，美国财险行业总体盈利能力将因承保盈利有限面临一定下行压力，行业整体信用风险继续承压。

³承保能力为美国会计准则下的保单持有人剩余额，类似所有者权益。

图 5：美国财险行业盈利结构与盈利能力情况

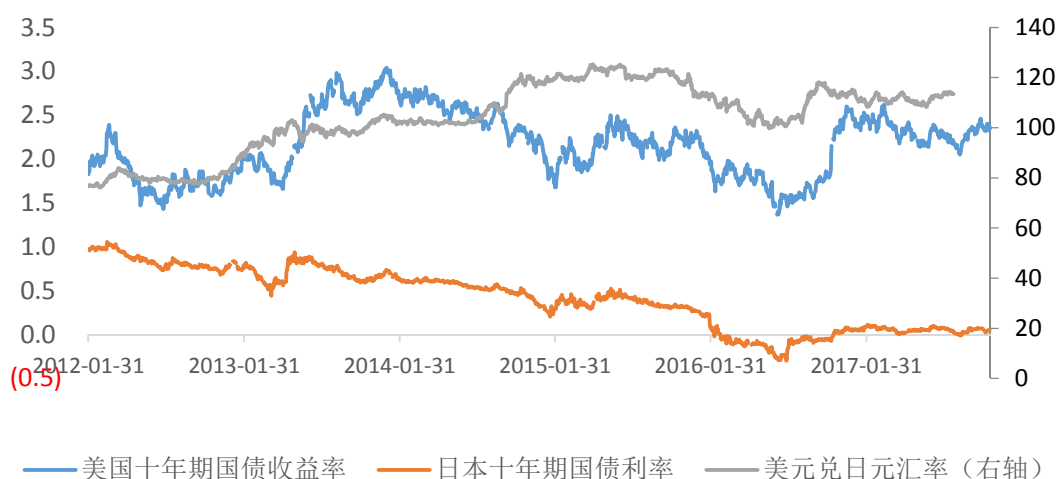


数据来源：美国财产和意外险协会、大公

三、持续疲软的经济基本面与超低利率环境促使日本寿险业投资偏好攀升，推升其投资组合风险并因此加剧其信用风险。

2018 年日本央行将维持宽松货币政策以持续刺激疲软经济，这将促使日本寿险公司继续削减本国国债持有规模，加大海外证券投资比重，推升投资组合风险。日本央行超常规货币政策促使日本国内长期处于超低利率环境之中，当前日本 10 年期国债收益率约为 0.05% (图 6)，而相同期限的美国国债收益率约为 2.35%，预计 2018 年美联储持续加息，美国国债收益率将升至 3.0% 左右，而日本央行将在经济复苏和通胀回升迹象出现之前继续控制国债长期收益率在零左右水平，导致未来美日国债利差不断扩大。为提升日本国债到期后资金的再投资收益与缓解盈利压力，日本寿险业在大型寿险公司的引导下继续削减本国债券投资规模，转投以美元计价的海外证券（包括投资级美国企业债、超主权债券、海外不动产等）或日本国内股票、信托等风险相对较高的领域（图 7），此举在缓释投资收益压力的同时推升投资组合风险。

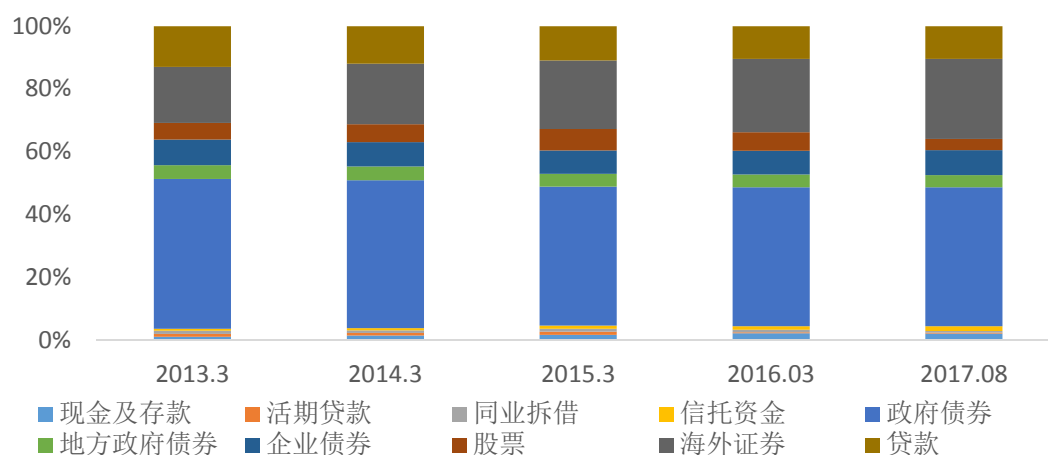
图 6：日本和美国长期国债收益率及汇率情况 (%)



数据来源：日本寿险业协会、大公

汇率风险方面，由于美联储与日央行货币政策走向不一致性加大，而美元兑日元汇率与美日长期国债利差高度相关，因此预计短期内美元兑日元汇率将持续走强。在日元走弱以及汇率对冲成本上升的预期下，汇率对冲后的真实投资收益率空间将极其有限。因此，日本寿险公司在盈利压力不断加大的背景下有望主动承担汇率风险，短期内将继续削减汇率风险对冲后的海外资产组合，并加大对未汇率对冲海外资产组合投资力度，此举在增加盈利空间的同时导致投资组合汇率风险敞口变大，不利于缓释信用风险。

图 7：日本寿险公司资产分布情况

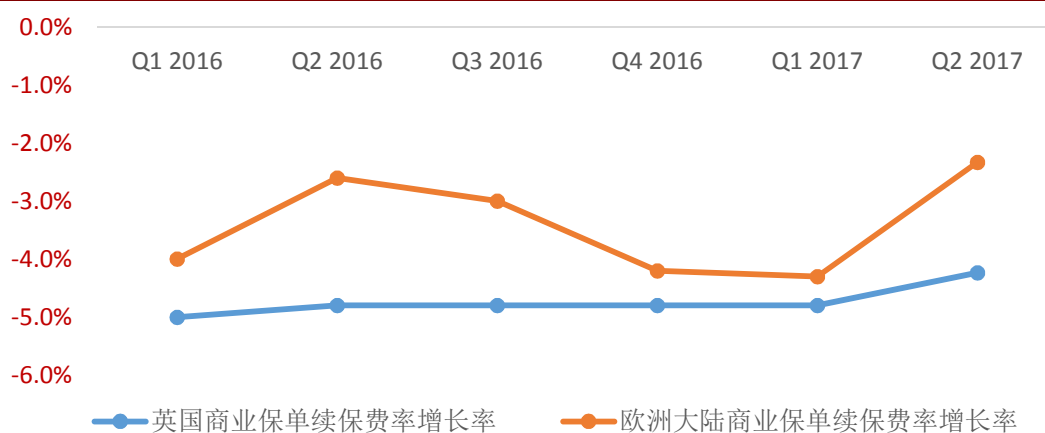


数据来源：日本寿险业协会、大公

四、受长期低利率环境与监管趋严等因素影响，欧洲保险业盈利能力持续承压，寿险投资风险偏好继续上升。

2018 年欧洲财险保费收入在经济基本面持续向好、费率下跌幅度继续收窄的基础上实现低速增长。2017 年以来，在全球经济复苏进度加快以及欧元区宽松货币政策持续刺激的背景下，欧元区主要经济体国内生产总值增速持续加快，投资与消费需求恢复增长，经济活跃度的提升催生各财险产品的承保需求（图 8），受此影响，欧洲大陆商业保单续保费率下调幅度显著收窄，有利于欧洲财险保费收入实现增长。而另一方面，英国经济则继续受退欧谈判进程不确定、高通胀率以及英镑贬值预期强烈的影响表现出持续下跌趋势，而保险需求萎靡直接导致其商业保单续保费率下跌趋势并无明显改善，总体财险业保费增长前景不容乐观，承保盈利能力承压。

图 8：欧洲大陆与英国财险行业商业保单续保费率变动趋势



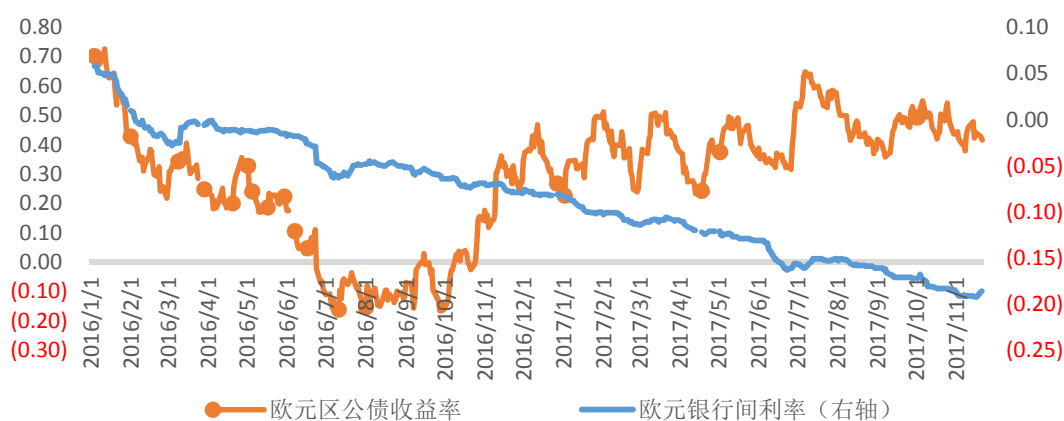
数据来源：Marsh、大公

寿险方面，2018 年受近年来超低利率环境与金融监管趋严影响，投资收益下行，欧洲寿险业整体盈利能力承压。长期低利率不仅直接影响欧洲保险公司投资收益，还促使监管机构降低产品风险准备金贴现率，造成负债成本高企，使得其资产负债端双向承压。持续多年欧盟宽松货币政策直接导致市场利率下行，从而使得保险公司投资收益压力陡增⁴。2017 年以来欧元区银行间

⁴以德国为例，据德国央行数据，2016 年三季度至 2017 年二季度，德国保险业债券投资额中欧元区占比稳

同业拆借利率持续为负，同期政府公债⁵收益率有小幅上升(图9)，预计在2018年欧元区经济向好以及量化宽松政策有序退出的前提下，政府公债收益率将进一步回升并有望维持稳定，有利于缓解欧洲保险公司投资收益压力。负债成本端，以英国为例，自2017年3月起，欧盟偿付能力充足率二代(Solvency II，以下简称“欧盟偿二代”)风险准备金的贴现率从2.5%降至-0.75%，显著增加了英国保险公司的准备金计提成本。此外，随着更多欧盟偿二代监管细则的落地，欧洲保险公司还将接受更严格的风险准备金与资本考核以及信息披露要求，相应地，其财务与合规成本将有所增加，使得盈利能力承压。

图9：欧元区公债收益率与银行间利率情况(%)



数据来源：万得、大公

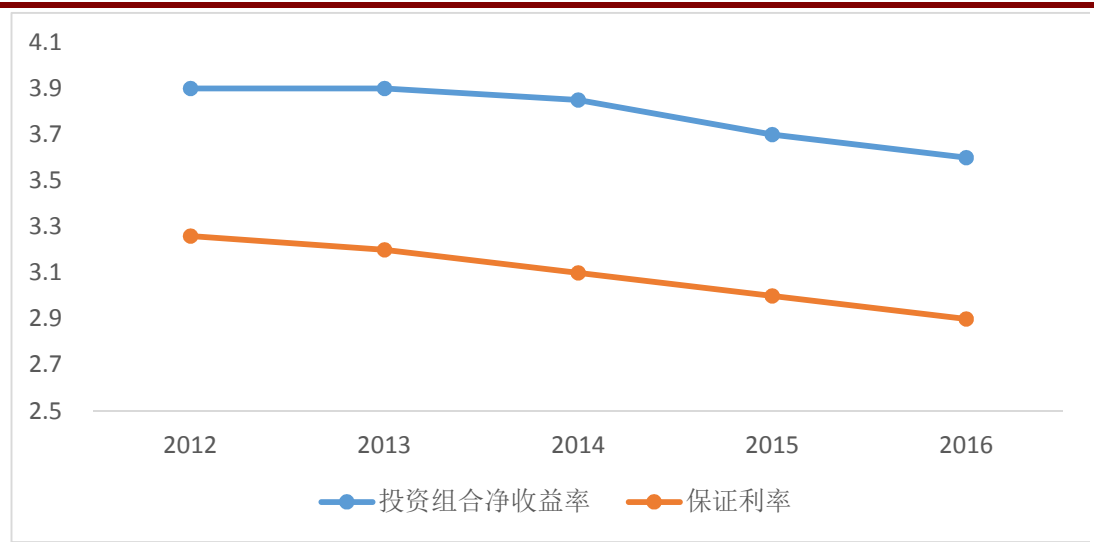
为缓冲长期低利率对经营效益的影响，2018年欧洲寿险公司将持续扩大投资连结型产品的销售以转移部分投资风险至保单持有人，同时降低利率保证型产品比例以及其隐含的保证利率水平，以期稳定甚至增加寿险产品净利差，降低资产负债利率不匹配风险。产品结构方面，据欧洲央行数据，欧元区寿险业投资连结产品风险储备占总储备的比例从2016年第三季度的18.87%升至2017年第二季度的20.69%，涨幅为1.82个百分点。产品保证

定在62%左右，股票及投资基金投资额中欧元区占比在90%以上。

⁵ 公债包含国债及地方政府债务、国有企业及单位债务等。

利率方面，以德国为例，虽然其寿险业投资组合净收益率受持续低利率环境影响逐年走低，但由于新销售利率敏感型产品保证利率也同步降低（图 10），因此净利差稳定在 0.7 个百分点左右，有利于维持经营效益稳定。

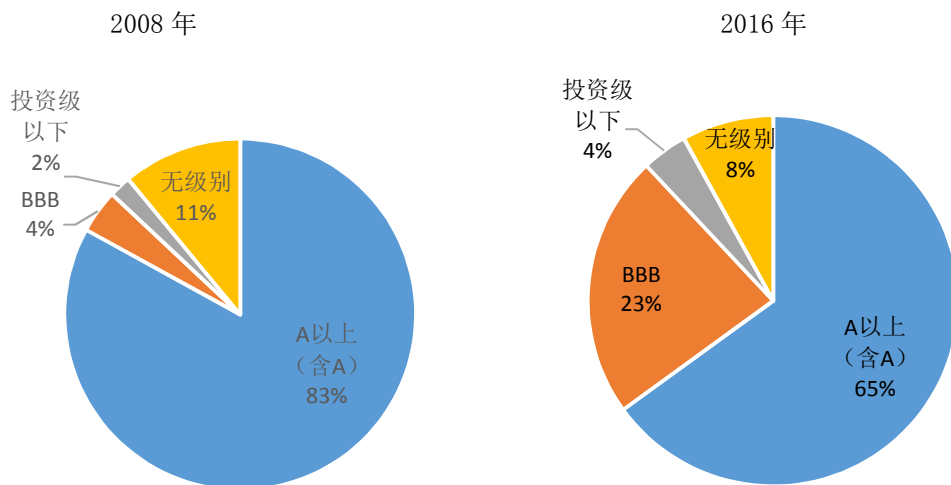
图 10：德国寿险业投资组合净收益率与保证利率（%）



数据来源：德国央行、大公

投资资产端，2018 年欧洲寿险业将持续提升投资风险偏好，扩大高风险投资资产配置比重以寻求更高投资收益，并推升未来投资组合风险。自 2008 年以来，欧洲寿险公司在 BBB 级债券的配置比例从 4% 增至 2016 年的 23%（图 11），相应地，在 A 级及以上债券的配置比例从 83% 降至 65%。虽然期间部分欧盟国家主权级别由于欧债危机而有所下调，导致欧洲寿险公司常年配置较大比重的政府债券平均级别被动下滑，但在面临持续多年低利率甚至负利率环境的困扰下，欧洲寿险公司也在主动寻求更激进投资标的以提高其投资收益。无论是增加低级别债券投资，或增加基础设施项目投资，甚至增加股票投资，均表明欧洲寿险公司风险偏好与容忍度有所提高，未来投资组合风险将持续承压。

图 11：欧洲寿险业债券投资组合级别分布演变（%）



数据来源：SNL Financial、大公

五、受行业监管政策趋严影响，中国保险业保费收入增速趋缓，短期流动性压力上升，但长期信用风险可控。

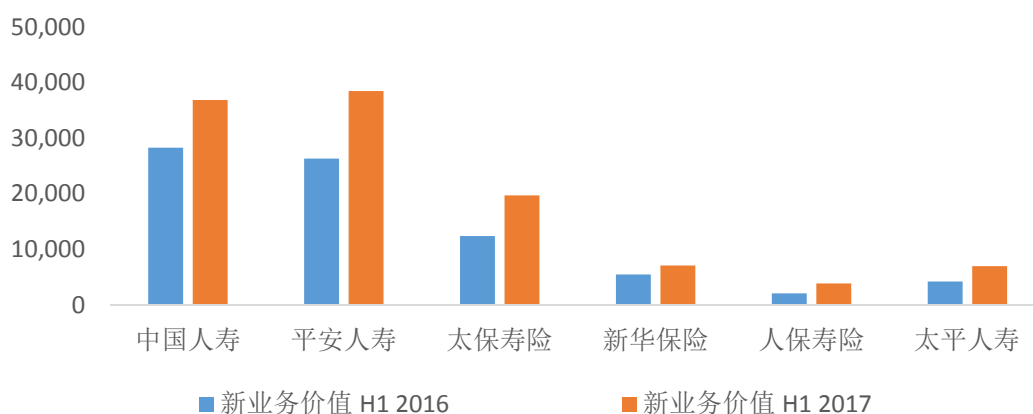
2018 年中国经济在供给侧改革持续推进与稳健中性货币政策引导下将以较为温和的方式去杠杆，经济增速有望维持当前（6.8%）水平，人均可支配收入的持续提升有利于持续刺激保险需求，推动中国保险业保费收入维持较快增长。加之金融监管趋严的推动下，中国保险业进行不同程度的业务结构调整，其中寿险公司受限售令的制约将进一步调整中短期存续产品销售，逐渐向长期期缴保障型产品转型；而财险公司则受费率改革压力的影响将由车险为主的业务结构向非车险业务领域拓展。投资组合方面，中国寿险公司为缓冲低利率环境影响，持续提升投资风险偏好，加大流动性较差的其他投资资产占比（长期股权投资、银行理财产品及信托计划等），而其他投资风险准备金计提政策的出台将促使保险公司改变投资策略，减少另类资产配置，最终有助于缓和投资组合的集中度风险与流动性风险。

监管政策方面，2018 年偿二代二期改革方案有望出台并在三年内实施完成，主要针对基于时间风险的风险资本计提和全面风险管理体系两方面进行改革。在风险资本计提方面，中国保监

会将针对风险保障型保险产品完善其相关资本标准以提升承保盈利能力，促使保险公司加大保障型产品的销售，降低对利差损益的依赖；修改部分资产（包括长期股权投资、房地产及基础设施投资等权益类和另类资产）和业务类型的最低资本准备金，此次改革有望缓解当前保险公司因利用风险计提比率较低（15%）的长期股权投资作为首选资产配置而导致保险公司面临严重的单一投资集中度风险，也有助于促使保险公司减少使用复杂、不透明的结构掩盖其高风险投资真实敞口，进而改善其投资组合配置。在风险管理体系方面，针对压力测试、流动性测试、风险综合评级（IRR）和偿付能力风险管理评估（SARMRA）也将做出进一步细化标准。

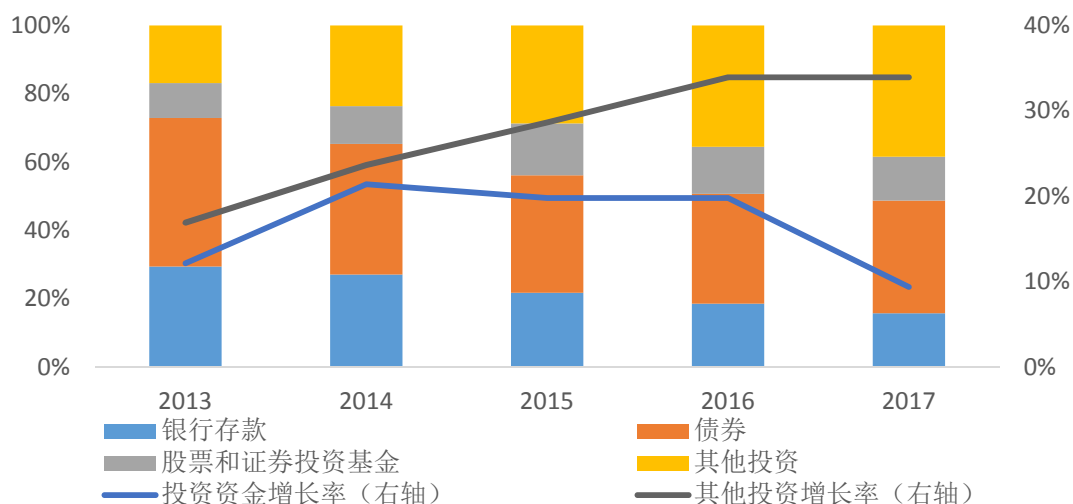
寿险承保端方面，2017 年上半年寿险新业务价值平均增长率达 52%（图 12），表明寿险业新产品销售持续由中短期趸缴储蓄型产品向长期期缴保障型产品转型。同期，受保监会限售令的影响短期储蓄型产品（万能险）的销售锐减，使得原保费增速有所下降。但万能险产品普遍存在结算利率较高、保费支付期较短及退保手续费较低等问题，对寿险保险公司流动性造成很大风险隐患。随着监管政策深化调整，虽然短期内寿险公司盈利能力承压，但长期产品结构调整有利于降低流动性风险，维持寿险公司的稳健发展。投资端，受股票市场持续回暖，寿险公司股票投资收益率企稳回升；近期市场利率攀升也有助于改善未来保险公司债券投资组合投资收益；其他投资占比从 2015 年的 29% 升至 2017 年第三季度的 38%（图 13），而其他投资风险准备金计提政策的出台将促使保险公司改变投资策略，减少非标准投资产品，但因内部风险管理能力较强且外部金融监管较为严格，故投资组合风险仍在可控范围，对其整体信用风险影响较为有限。

图 12: 上市寿险公司新业务价值变动趋势 (百万元)



数据来源: 公司财报、万得、大公

图 13: 中国寿险行业投资组合结构



数据来源: 保监会、大公

注: 2017 年为截至三季度末。

财险业方面, 非强制车险费率改革政策的出台, 增加了财险公司在费率制定方面的灵活度, 也加剧了财险行业的市场竞争程度, 最终有利于促进财险业产品由车险业务为主向非车险业务领域拓展。首先, 费率调整幅度进一步扩大将制约财险公司车险业务的承保盈利能力, 使其盈利能力面临更大挑战, 迫使财险公司进入非车险领域。虽然由于监管部门控制保单获取成本过高的改革举措, 承保费用率有所下降, 但鉴于车险费率改革后费率下降造成平均赔付率上升, 以及车险业务本身竞争比较激烈, 预计

2018年财险业承保盈利能力难以显著改善。此外，财险公司资本状况相对较为良好，偿二代下偿付能力充足率稳定在较高水平，预计2018年财险公司偿付能力充足率仍将保持在200%以上水平。投资组合方面，在低利率环境下，为提升盈利能力与增强市场竞争力，财险公司投资风险偏好逐步提升，但鉴于财险公司自身风险管理体系不断增强以及金融强监管不断推进，其投资组合风险与整体信用风险仍在可控范围。