

# 日本寿险经营失败 对我国寿险资金入市的警示

郑静宜

(厦门大学金融系, 福建 厦门 361005)

**摘要:** 寿险产品一般具有储蓄和保障两重性, 契约时间大多长达 10 年以上, 为了与银行储蓄产品竞争, 往往采取较高的利率作为其相对缺乏流动性的补偿, 故而极易受商业周期波动的影响, 导致预定年复利率高于市场均衡利率而产生利差损。本文通过对中日利差损的成因分析与比较, 结合中国寿险公司面临的困境及我国资本市场的实际情况, 提出寿险资金入市的若干警示。

**关键词:** 利差损; 预定利率; 寿险资金; 资金运用; 入市

**中图分类号:** F840.62    **文献标识码:** A    **文章编号:** 1002-2740(2005)10-0051-02

## 一、中日寿险利差损成因分析与比较

(一)日本寿险利差损成因分析。1997 年亚洲金融危机后, 日本政府大力改革金融业, 一方面调整资金运用的规定与信息公开化的内容, 允许证券公司、银行经营保险业务; 另一方面放松了对外资保险公司进入日本市场的限制, 并允许财险公司进入寿险市场, 这在很大程度上加剧了寿险市场的竞争。日本寿险主要是一些储蓄性产品, 以高预定利率吸引客户。20 世纪 80 年代泡沫经济时期, 10 年期以上的寿险产品的预定利率在 6% 以上。在巨额利差损的压力下, 日本寿险公司积极进行投资活动, 不仅购买大量债券、股票, 还进行不动产投资。然而在 1993~1995 年, 日元的大幅升值使得债券价值大跌, 股指、地价也由于膨胀多年的国内经济泡沫的破灭而急剧下跌, 日本寿险公司在这三大方面的投资受到重创, 普遍面临资本金匮乏的问题。

到 20 世纪 90 年代末, 约 90% 以上的日本家庭已经持有传统寿险保单, 日本寿险市场趋于饱和。在保费收入下降的同时, 伴随着高预定利率保单给付高峰的到来, 寿险公司入不敷出, 流动性不足日益凸显, 出现退保风潮。另一方面, 日本政府采取零利率政策, 加速了保险资产收益率的下降, 导致利差损不断扩大, 极大地降低了寿险公司的偿付能力, 并出现了退保风潮。1997~2001 年间, 多家寿险公司出现了偿付危机, 日产生命、车邦生命、第百生命、大正生命、千代田生命、协荣生命、东京生命共七家寿险公司相继倒闭。

(二)中国寿险利差损成因分析。我国保险业自 1982 年恢复业务以来, 一直保持着平稳高速发展的势头, 2004 年寿险保费收入与 1995 年相比增长了近 2.7 倍。在 1997 年之前, 寿险的平均预定年复利率均在 7.5%~9% 之间,

中国人寿、中国平安、太平洋保险三巨头的长期寿险保单的平均预定利率则高达 8.8%。但从保险资金的运用看仍以银行存款和国债为主, 近半数的资金闲置在银行“吃利息”, 央行数年内 8 次降息, 一年期存款利率由 1996 年的 10.98% 降至 2003 年的 1.98%, 降幅高达 9 个百分点, 使保险资金承担着巨大的“负利率”; 国债收益率也随央行降息逐年下滑, 从而进一步加剧了利差损。

根据《保险公司偿付额度及监管指标规定》: 保险资金年收益率底线为 3%。2003 年保险资金收益率仅为 2.68%, 与 2002 年相比下降 0.46 个百分点, 已明显低于规定水平, 各大寿险公司的资金回报率也仅勉强维持在 4% 左右, 且有下降的趋势, 显然无法满足高达 8.8% 的预定利率。

(三)中日利差损成因比较。中日利差损在形成背景上有着实质的区别: 日本采用的是市场利率, 即由资金供求关系和风险收益关系等因素决定的利率, 是资金价格的真实表现。日本寿险利差损的产生是由于其国内经济泡沫破灭, 通货紧缩带来的低利率时期造成的投资受益下降而产生的。而中国目前采用的是官定利率(即由货币当局规定的利率)。中国寿险利差损的形成是由于官定利率的大幅下调导致预定利率超过投资收益, 是受商业周期影响的结果。但是, 无论中日利差损的成因有着如何的差异, 都与商业周期有着紧密的联系, 可见寿险业务的利差损问题归根到底是利率与投资收益的矛盾。由于寿险的储蓄性, 寿险产品本身就属于资本市场金融工具之一, 其与资本市场的互动也是必然的。

## 二、我国寿险资金与资本市场的互动

保险市场全面开放后, 国内寿险公司所拥有的业务和地域上的优势会逐渐消失, 与外国保险公司的竞争不仅限于费率, 更在于资金运用能力和投资收益方面, 而包括

寿险资金在内的保险资金与资本市场的良性互动是其基础。在资金运用方面,保险市场与资本市场主要有两次互动,即间接入市与直接入市。

(一)间接入市。1995年颁布的《保险法》对保险资金的运用做了严格的规定:保险资金的运用限于银行存款、买卖政府债券、金融债券和国务院规定的其他资金运用形式。1998年保险公司获准加入全国同业拆借市场,1999年保险公司获准购买部分中央企业债券,同年,保险资金通过证券投资基金间接入市。间接入市可谓给寿险投资带来了积极的信号。然而,投资基金连续几年低迷的状况使得占投资基金近30%份额的保险资金(包括寿险资金)承受着不小的损失。2004年末,上证基金指数比年初下跌14%,深证基金指数全年下跌高达17%,各保险公司纷纷减持基金。根据保监会公布的数据,2004年底保险资金投资证券投资基金的总规模为575亿元,相比11月底降幅达到17.65%,为5年来之最。

(二)直接入市。随着资金运用渠道的不断拓宽,保险资金直接入市的呼声日益高涨。2004年10月24日,中国保监会联合证监会发布了《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》,保险公司获准在严格监督的前提下直接投资国内股市,参与一级、二级股票市场交易。中国保险业与中国证券市场的中坚力量——股票市场正式对接。2005年2月17日,中国保监会联合中国银监会下发《保险公司股票资产托管指引(试行)》和《关于保险资金股票投资有关问题的通知》,明确了保险资金直接投资股市涉及的资产托管、投资比例、风险监控等问题。目前已经有数十亿的保险资金开始逐步进入股票市场,但仅仅占据700亿可用资金的一小部分,且仍以资金安全为主要原则。就目前看来,直接入市对利差损的影响甚微。

### 三、日本寿险公司经营失败的警示

利差损的存在是寿险公司发展的主要障碍。寿险资金具有长期运用的性质,利差损的缓解还需依赖资本市场。寿险资金入市是一把“双刃剑”。从20世纪90年代日本寿险公司接踵倒闭的背景来看,其最深根源固然是严重的利差损,但日本寿险公司在投资上的重大损失所引致的巨额不良资产则是导致其破产的最直接原因。可见资金运用在以最大可能受益为目标的同时必须以安全性为前提,日本寿险公司经营失败对于我国寿险资金入市提供了几点有益的警示:

(一)充分估计我国股市风险。根据证监会公布的数据,截至2004年底,我国上市公司共有1377家,几乎涵盖了社会生活的各个领域。但从总体看来,上市公司的规模普遍偏小,盈利能力较差,机构投资者所占的比例仍然较低,投资期限仍以短期投资为主,长期投资为辅。股票市场存在着过度投机的现象,沪、深两市的换手率都在300%以上。股票指数波幅大,逆向选择、道德风险,搭“便车”现象时有发生,使得资本交易费用大增,甚至超过投资者的所得收益。在目前的国内股票市场大量投资可能不仅不

会给低迷的中国股市带来长期的资金和稳定,反而会给寿险自身的发展带来新的隐患。

(二)注意投资组合和期限结构。我国尚未建立避险机制和对冲机制,股票市场实行的是现货交易,不能进行期货交易,也不能进行信用交易,只能做多头,极易出现单边上涨或下跌的不平衡市,在缺乏有效的避险工具的情况下,寿险公司根本无法规避这种系统性风险。在中国股市并不完善的现实背景下,寿险公司承担着更为巨大的风险,要降低投资风险,只有设法降低非系统性风险,即根据各投资品种的流动性、收益性以及信用风险等确定各资产的配置权重,构建最优投资组合,同时也需考虑各资产的期限结构,尽可能地分散非系统性风险。运用量化分析策略,寻求无风险的套利机会,在规避市场波动的同时获取更高的投资收益。

(三)加强风险控制能力。寿险的基本产品有两类,一是长期寿险类,风险主要来自于利差损和投资风险,另一类是投资型产品,风险主要来自于投资和退保。特别是利率的波动会给寿险公司的资产和负债同时带来影响,保单持有人的给付选择权和退保选择权在受到利率影响的同时也会对寿险公司的流动性产生巨大影响。另一方面,中国股市的风险巨大,寿险公司要求具有较高风险控制能力和健全的投资决策机制,而这点正是我国寿险公司所普遍欠缺的。因此,国内寿险业要以增资扩股、股份制改革等资本市场资金融通的方式扩大资金实力为基础,从风险的源头——产品出发,注重新产品的开发及其开发的配套技术、环境,对资产分配比例作出适当的控制,重视资产和负债期限结构的匹配,加强对资产管理公司或托管人的监督和沟通,不断增强自身的风险控制能力。

### 参考文献:

- [1] 陈文辉.中国寿险业的发展与监管[M].北京:中国金融出版社,2002.
- [2] 裴光.中国保险业竞争力研究[M].北京:中国金融出版社.
- [3] 魏华林,林宝清.保险学[M].北京:高等教育出版社.
- [4] 朱卫星.论寿险利差损的影响及化解[J].保险研究,2002,(12).
- [5] 吴定富.中国保险业发展改革报告:1979-2003[M].北京:中国经济出版社,2004.
- [6] 刘妍芳.寿险投资及其监管[M].北京:中国轻工业出版社,2001.
- [7] 周骏,张中华,刘冬姣.保险业与资本市场[M].北京:中国金融出版社,2004.
- [8] 李秀芳.中国寿险业资产负债管理研究[M].北京:中国社会科学出版社,2002.

(责任编辑:梁雪芳)

(责任校对:梁雪芳 张钦芬)