

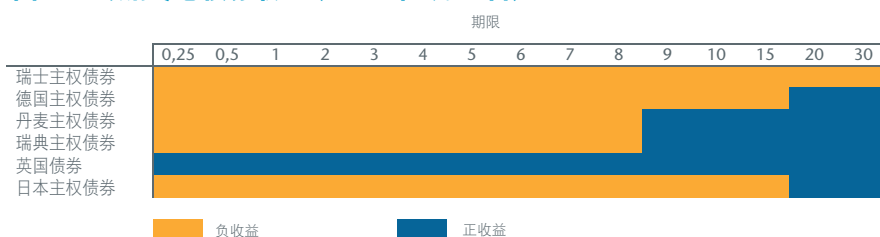


## 低利率环境对寿险公司的影响

Dr. Dirk Nieder, Gen Re, 科隆

世界各国央行针对近来的金融危机采取的应对策略是大规模增加流动性，并且将关键利率降至历史低位，希望能够刺激国内经济并启动通货膨胀。如图1所示，这一策略已导致日本和数个欧洲国家出现负利率：

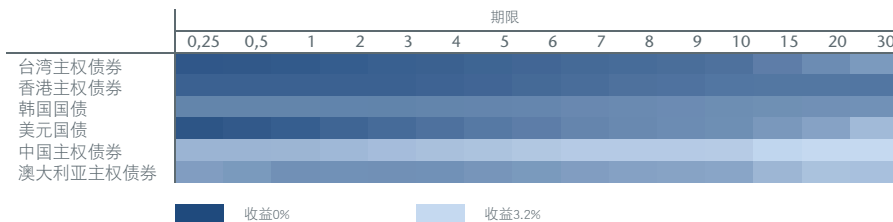
图1 政府零息债券收益 (2016年6月29日)



来源: Gen Re 依据彭博资讯编辑

大多数亚洲国家的利率已创历史最低，但仍为正收益（见图2）。

图2 政府零息债券收益 (2016年6月29日)



来源: Gen Re 依据彭博资讯编辑

在雷曼兄弟公司破产后，美联储和欧洲央行采取的策略对经济产生的影响与二十世纪九十年代末日本的货币政策后果相似。

日本的例子表明，长期低利率环境并非不可能。因此研究低利率环境及其对寿险公司的影响很有必要。日本和德国寿险市场可以作为很好的案例研究，因为寿险公司过去销售的保证固定利率的保单，其保证利率已经超过现在可以获得的利息收益。

## 目录

日本	2
低投资收益环境中的日本寿险公司	2
投资组合配置转变	2
创造新销售渠道	3
产品组合变化	3
德国	3
投资组合配置转变	4
新产品策略	4
长期低利率环境中全球寿险公司展望	5

## 本刊简介

《保险观察》是Gen Re面向全球寿险及健康险管理人员推出的一份专业季刊，每年出版四期。期刊文章聚焦于精算、核保、理赔、医学以及风险管理方面的问题。重点讨论的产品包括寿险、健康险、失能收入险、长期护理险和重大疾病险。

图3 金融危机后10年期政府债券收益



来源: Gen Re 依据彭博资讯编辑

## 日本

日本是亚洲最大及全球第二大寿险市场, 仅次于美国。2013年, 日本个人寿险合计毛保费收入约2000亿欧元。<sup>1</sup>

第二次世界大战之后, 通过一种独特的销售渠道“保险女士”, 日本寿险公司重点销售分红型和储蓄型产品。在早期, 这一渠道包括二战遗孀, 她们希望通过销售保单来供养家庭。后来家庭主妇加入保险公司, 她们一般只接受很少的培训, 以佣金方式获得报酬。她们以可能购买保单的亲友为销售目标, 亲友购买保单并非出于保险需求, 而是出于同情心, 在日文中被称为“Giri”或“Ninjo”。其它代理人通过携带礼品频繁登门拜访来跟潜在客户发展亲近的个人关系。此类销售活动被称为G-N-P (Giri-Ninjo-Present) 销售。<sup>2</sup>销售的保单一般为储蓄型和终身寿险产品, 常常补充有定期附加险和固定年金合同。

二十世纪八十年代后期, 日本出现资产价格泡沫特征, 房地产和股票价格大幅膨胀。那时日本寿险公司销售的长期寿险和年金保单保证固定利率在4%-6%, 以此抗衡国营邮政保险销售的高利率。保险公司以股票、贷款和房地产投资来补充债券投资, 因为日本政府发行的长期债券不多。

在二十世纪九十年代初期, 日本寿险公司面临数个不利变化的挑战:

- 金融市场崩溃, 日本陷入通货紧缩漩涡, 股票价格大跌, 房地产价值暴跌, 创纪录的低利率。
- 在金融市场崩溃的余波中, 日本银行背负坏账拖累, 不得不由政府进行救助。这对整个金融服务行业产生冲击, 触发公众对寿险公司信心缺失。
- 寿险公司的资产投资收益持续下跌, 从1990年的6.5%跌至2000年的2%。<sup>3</sup>所谓“负息差”出现, 由于投资业务保证利率约4%, 负息差在2000年达到约2%。
- 日本金融市场的管制放松在名为东京版金融大爆炸中达到顶点, 非寿险公司被允许设立寿险子公司, 外国保险公司进入日本市场更容易。因此寿险公司数量从1990年的30家增至2000年的47家。

在1997-2001年间, 消费者信心缺失、负息差和竞争加剧共同作用, 导致了二战后首次七家寿险公司破产。

## 低投资收益环境中的日本寿险公司

日本新千禧年开端的特点是持续低利率环境, 房地产市场进一步下滑, 股票市场动荡不定, 时至今日仍未恢复到历史水平。在竞争不断加剧的环境中, 日本寿险公司是怎样克服持久的低利率时期挑战的? 我们来分析以下三个关键问题。

## 投资组合配置转变

日本寿险公司将资产配置转向债券, 增加债券投资的久期以缩小负债与资产之间的久期缺口, 并且有系统地寻找金融市场的低效。最近, 我们观察到日本寿险公司增加了对美元债券的投资, 这反映出其投资资产配置的转变, 以避免日本政府债券的负投资收益。

特别是日本大型寿险公司已在海外寻找投资和增长机会, 如在澳大利亚、印度尼西亚或美国, 由于日本社会的老龄化和人口萎缩, 日本国内的增长潜力已所剩无几。

## 创造新销售渠道

自从低利率环境开始以来,日本保险公司在销售方面已出现极大转变,从传统渠道转向需技能的专业顾问、银行保险、互联网销售,近来还有名为“保险商店”的销售渠道。

- 银行逐渐被允许销售保险产品。
- 寿险公司利用管制放松在银行柜台销售储蓄型产品,例如变额年金、趸缴储蓄型产品、趸缴终身寿险和年金保单。
- 近年来已有一些专注于互联网销售渠道的公司成立。这些公司吸引了市场关注,销售增长明显,尽管它们售出的保单绝对数量仍然相对较低。
- 所谓的“保险商店”也在很多地方设立,既满足与保险专业人士面谈的需求,又满足通过互联网收集更广范围信息的需求。这些商店在佣金的基础上销售多家保险公司的产品。在商店里为客户提供的建议是免费的。

专有代理人数量从1990年至2013年减少了约50%,现在约有23万人。估计专有代理人数量未来将继续下降,这将有利于互联网销售和邮局与银行保险销售。<sup>4</sup>

## 产品组合变化

近几十年来,产品组合也有显著变化。一个主要的焦点是将投资风险转移给保单持有人,下面举例说明:

- 虽然一般而言投保人仍然更倾向于保证利率,但是保险公司已经成功提高了变额寿险产品新业务的销量。
- 推出以美元、欧元及最近以澳元定价的保单,承诺更高的名义投资收益,但是保单持有人须自行承担汇率风险。
- 变额年金合同主要是以趸缴保费变额年金产品(SPVAs)形式在银行销售,这一产品于2000年推出,在短时期内就获得了重要的市场份额。SPVAs的销售在全球金融危机余波中几乎停止,许多寿险公司在这些产品的财务保证下遭受了重大损失。

然而,最重要的趋势是所谓第三部门的发展,包括健康险保单、癌症保险产品和长期护理险(LTC)产品。这一部门长期以来仅限于外国保险公司和小型保险公司,但是在2001年限制被放开,所有的寿险和非寿险公司都能够销售第三部门保险产品。此类保单的理赔率低,这使得保险公司能够稀释负息差引起的损失。

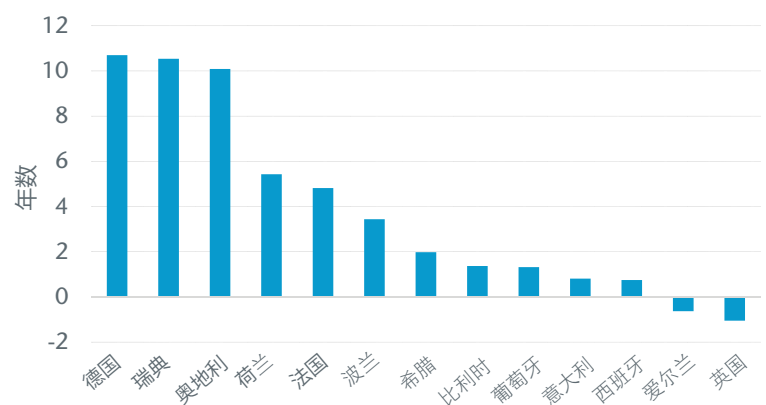
## 德国

德国是欧洲第三大寿险市场,2014年个人寿险合计毛保费收入约700亿欧元。<sup>5</sup>传统上,德国的寿险公司主要销售分红储蓄型产品,利率假设保守:过去传统使用的一句保单宣传语是“Sicherheit mit Dividende”(保障与利润分享)。

德国联邦财政部确定最高利率假设,允许德国的寿险公司使用这一假设来计算他们的数理准备金。简单来说,这一利率假设不应超过10年期AAA级政府债券平均收益的60%。这一假设一般也被用于寿险新产品的定价。自2015年以来,这一利率为1.25%,从2017年1月起将下调为0.9%,但在过去曾经高达4%。

由于生效业务中现存的利率保证以及政府债券收益的急剧减少,保险公司在过去几年内的新投资出现明显的利率缺口。此外,德国寿险公司还经历了负债与资产严重的久期错配,如图4所示。

图4 负债久期减去资产久期(基线假设)



来源: EIOPA (欧盟保险及职业年金管理局)

德国寿险公司因此承受着巨大的再投资风险。德国保险监管机构也意识到这一问题，一个名为 **Zinszusatzreserve (ZZR)** 新的资产负债表项目被推出，用于应对未来再投资利率低于产品定价使用利率的风险。ZZR在2015年总额达到约320亿欧元，代表德国寿险公司提取的数理准备金的4.1%。<sup>6</sup>预计在2017-2019年期间，德国寿险公司每年必须向ZZR中加入数理准备金的3.5%-4.0%。<sup>7</sup>ZZR主要由变现隐蔽准备金提供资金。

那么德国寿险公司是怎样应对低利率时期的挑战的？我们探讨两个方面。

### 投资组合配置转变

德国寿险公司的投资策略传统上比较保守，截至2015年12月31日，87.3%的资产投资于债券，4.3%的资产投资于股票。<sup>8</sup>在第二代偿付能力规定下，投资转向风险更高的资产类别将提高资本金要求。

德国寿险公司反而着重增加投资于流动性较低的资产，并利用收益中固有的流动性保费。此类投资包括基础设施项目，如太阳能和风能、停车库和配气系统。

### 新产品策略

德国市场上传统的主导产品为储蓄型产品，产品定价使用保守的利率和死亡率假设。销售卖点包括年投资收益超过7%（与之对比的是，目前的生效业务年投资收益为3%），以及寿险保单下赚得的利息免税。此类储蓄型产品已在很大程度上被传统递延年金产品替代，尤其是自2004年起税优惠政策被取消。

德国销售的传统递延年金产品提供递延期间以及年金给付期间的实质利率保证（见图5）。

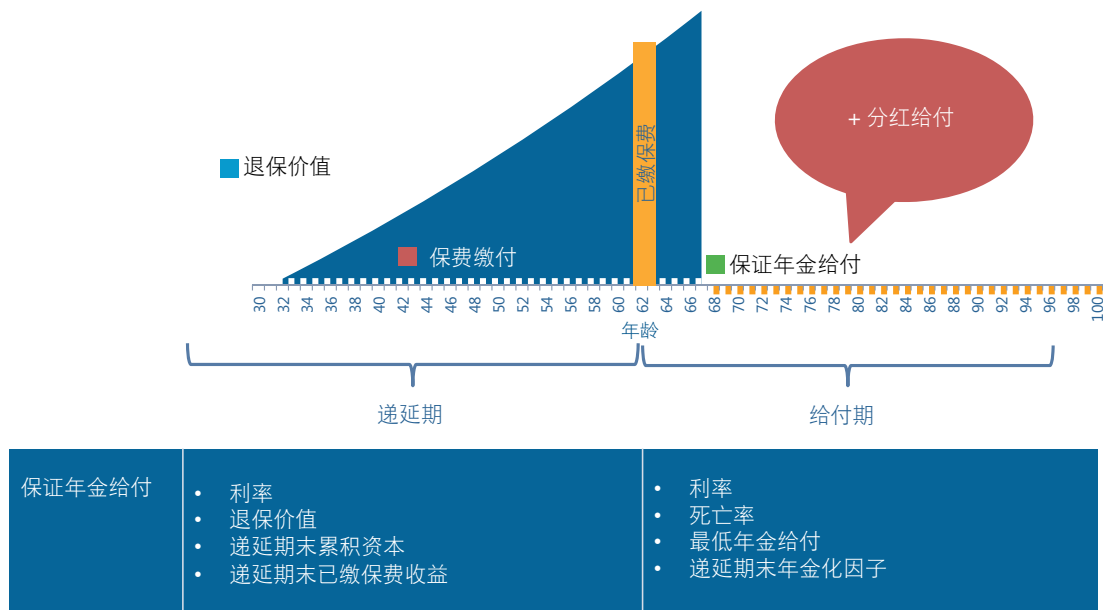
这些保证利率在第二代偿付能力规定下引发更高的资本金要求。

目前德国寿险公司采取两种主要策略来应对低利率环境的冲击，并满足第二代偿付能力规定下长期保证利率对资本金的要求：

- 用可选保证概念取代传统储蓄型产品（如递延年金产品），递延年金仅保证递延期末的保费收益以及递延期后的最低年金给付
- 重点关注保障型产品，如失能收入险业务和长期护理险业务

失能收入险业务是德国最重要的保障型产品。每年新业务销售约40万张保单。

图5 德国销售的传统递延年金产品的利率保证



来源: Gen Re

由于人口老龄化和公共长期护理体系福利的缺口，德国对私人长期护理保障的需求巨大。2014年有约340万张生效保单，其中95%的保单由健康险公司销售，其余5%的保单由寿险公司销售。2010-2014年，健康险公司的增长率达到15%，而寿险公司的增长率为25%左右。

## 长期低利率环境中全球寿险公司展望

日本和德国保险公司在低投资收益时期的经验显示，着重销售保障型产品的公司经营好于关注投资收益保证的公司。此外，新的创新销售方式（如日本使用互联网来吸引客户）继续对传统销售方式提出挑战。

## 尾注

- 1 Life Insurance Fact Book 2014 (www.seiho.or.jp).
- 2 Life Insurance Distribution System in Japanese Market – Series 3, YingYing Jiang, Ph.D. in Commerce of Hitotsubashi University.
- 3 Life Insurance Business in Japan, The Life Insurance Association of Japan.
- 4 Japan Institute of Life Insurance, Preliminary nationwide report on the life insurance industry FY2015.
- 5 Axco Insurance Market Reports (www.axco.co.uk).
- 6 Bafin Journal, January 2016.
- 7 Dr. Uwe Schrader, Herbsttagung der LEBENS-Gruppe der DAV, 16 November 2015.
- 8 www.gdv.de, Bafin.

## 关于作者



Dr. Dirk Nieder 是Gen Re 区域负责人。他负责Gen Re 在东北亚地区的寿险再保险业务。您可通过以下方式与Dirk联系：  
电话：+49 221 9738 201  
或电邮：nieder@genre.com。

---

*The difference is...the quality of the promise.*

[genre.com](http://genre.com) | [Blog: genre.com/perspective](http://Blog:genre.com/perspective) | [Twitter: @Gen\\_Re](https://twitter.com/Gen_Re)

**General Reinsurance AG**  
**Shanghai Branch**  
18F China Merchants Tower  
161 East Lujiazui Road, Shanghai 200120  
Tel. +86 21 6100 6300  
Fax +86 21 6100 6366

**General Reinsurance AG**  
**Beijing Representative Office**  
Oriental Plaza, East Chang An Avenue  
Dongcheng District, Beijing 100738  
Tel. +86 10 8518 530  
Fax +86 10 6517 1267

Editors:  
Ulrich Pasdika, [ulrich.pasdika@genre.com](mailto:ulrich.pasdika@genre.com)  
Ross Campbell, [ross\\_campbell@genre.com](mailto:ross_campbell@genre.com)

Photos: © Thinkstock – Lenorlux, adrian825,  
Mikhail Mishchenko

© General Reinsurance AG 2017

*This information was compiled by Gen Re and is intended to provide background information to our clients, as well as to our professional staff. The information is time sensitive and may need to be revised and updated periodically. It is not intended to be legal or medical advice. You should consult with your own appropriate professional advisors before relying on it.*

---

*The difference is...the quality of the promise.*

[genre.com](http://genre.com) | [Blog: genre.com/perspective](http://genre.com/perspective) | [Twitter: @Gen\\_Re](https://twitter.com/Gen_Re)

**General Reinsurance AG**  
Theodor-Heuss-Ring 11  
50668 Cologne, Germany  
Tel. +49 221 9738 0  
Fax +49 221 9738 494

*Editors:*  
*Ulrich Pasdika, [ulrich.pasdika@genre.com](mailto:ulrich.pasdika@genre.com)*  
*Ross Campbell, [ross\\_campbell@genre.com](mailto:ross_campbell@genre.com)*

*Photos: © Thinkstock – Lenorlux, adrian825, Mikhail Mishchenko*

© General Reinsurance AG 2017

*This information was compiled by Gen Re and is intended to provide background information to our clients, as well as to our professional staff. The information is time sensitive and may need to be revised and updated periodically. It is not intended to be legal or medical advice. You should consult with your own appropriate professional advisors before relying on it.*