

# 打破剛兌：投資者還能相信保險嗎？

4月初，西安市民陳柏如去銀行與投資經理談了兩小時，掰開聊透了自己的理財預期和投資規劃後，她選擇購買了一份年金險分紅型產品。

相比曾經過高的期望值，如今她務實了很多：「我從基金那受了傷，想選擇穩健一點的保險。聽說《保險法》未來可能打破剛兌，我有些擔憂，最後選了有背景實力的大公司產品。」

「打破剛兌」成為了近期保險行業最熱話題。報道稱，正在修訂過程中的《保險法》草案中已新增提出「若被接管的保險公司資產不足以償清全部債務或者依法進行保險業務轉讓的，經國務院批准，可以對保險合同進行合理變更」。

自2018年「資管新規」出台以來，理財型保險是當前除了50萬元以內銀行存款、國債外，唯一具備剛性兌付性質的金融資產。為防範「利差損」風險，1998年、2019年和2023年，預定利率為8.8%、4.025%和3.5%的保險產品依次下架。

早年間，相較地產、股票、基金、P2P等理財方式，理財型保險產品並不出彩；如今，增額終身壽險、年金險等產品，一定程度上成為了「香餡餅」。

「投資者需要調整預期，保險業本身代表的是一個長期穩定的投資回報，而非追求多高的回報。」清華大學五道口金融學院中國保險與養老金研究中心主任魏長陽提醒道。

## 「利差損」風險持續

「每個時段都有最好的產品，但不同時段產品的優勢卻在持續消失。4.025%錯過了，還有3.5%，3.5%錯過了，3.0%不要再錯過哦。倒計時1天！」劉毅是某互聯網保險經紀平台的保險代理人，3月的最後一天，他一如既往地往在朋友圈營業。

截至2023年7月31日，據監管部門要求，所有3.5%利率的傳統壽險產品全部下架，利率限高下調至3.0%。

據劉毅回憶，「炒停售」現象下，他所在的10人銷售團隊當時第一個月就做了10億



元保費。他還表示，據業內預估，3.0%的利率水平或在今年六、七月份降至2.5%，再進一步下調或成為行業常態。

此外，監管也於去年7月規定分紅險最高預定利率不超過2.5%，萬能險保底利率不超過2%。今年3月25日，要求大部分中小保險公司的萬能險結算利率不超過3.3%，分紅險實際分紅水平同步下調；大公司的萬能險結算利率不超過3.1%。

近兩年，中國主要商業銀行於2022年9月和2023年6月、9月、12月曆次調整存款掛牌利率，並帶動中小銀行存款利率下調。

「在銀行明確降息而保險預定利率未發生變化的窗口期，有客戶願意選擇『挪儲』，銷售確實會稍微繁榮一些。不過，大部分客戶並不知道保險有這個功能，用保險鎖息的人仍是少數。」友邦人壽北京分公司業務經理周雨辰表示。

據中金財富研報，2023年，中國家庭財富在壽險的配置占比為4.4%，占比較2018年增長0.8%；在地產、存款、泛固收產品、股票及股票基金的配置占比分別達55.3%、23.6%、10.2%和6.5%。

監管多次調降利率的舉措，也與降息背

景有關。低利率市場環境下，壽險公司投資端承壓，調降產品利率可降低壽險公司負債端成本，防範「利差損」危機。

何為「利差損」？保險業界傳統上有「三差」說法（死差、費差和利差）。利差，指保險資金運作的實際收益與保單的資金成本之差，系壽險公司最主要利潤來源。通俗來講，當公司負債成本較高，而隨著利率下降，投資收益面臨壓力，難以覆蓋負債成本，則形成「利差損」風險。

據保險業資訊平台「13精」測算，2022年，壽險業「三差」收益額達1538億元，同比下降超三成；「三差」收益率達1.0%，同比下降0.7個百分點。

「轉型壓力誘發了行業的部分短期行為。」北京大學中國保險與社會保障研究中心專家委員會委員朱俊生向解釋，一方面，部分主體經營策略激進，未處理好規模與價值、當期利益與遠期風險關係。例如銷售高負債成本、低價格率產品帶來保費，並以此投資於波動較大的權益類資產、流動性較差的不動產或信用資質差的非標資產。「另一方面，行業進入調整週期，一旦失衡將導致現金流斷裂。」

為控制費差，去年8月，國家金融監管總局（下稱「金監局」）要求嚴格執行「報行合一」，要求險企在產品備案時說明銀保渠道的費用假設和結構，並據實列支佣金等實際費用，與備案材料一致。

保險業2023年普遍面臨「增收不增利」困境——據統計，10家A股及H股上市公司負債端均實現保費正增長，但最終呈現的盈利表現卻不盡如人意。據金監局數據，2023年，人身險公司財務投資收益率逐季下降，年末達2.29%；另外，綜合收益率為3.37%。

從投資端看，「權益類資產是保險資金投資的『關鍵少數』，是收益管控承壓的主因。」朱俊生表示。

據「13精資訊」測算，年報還顯示，74家披露年報的壽險公司2023年淨利潤總計1326.7億元，同比下滑19.0%；受停售預期刺激，保費收入達3.5萬億，同比增長10%，其中，壽險業務保費收入達2.76萬億，增速高至12.8%。

但冷熱不均，頭部險企與中小型險企的業績分化仍然存在，虧損情況多出現於後者。例如，渤海人壽2023年虧損超30億元，東吳人壽、北大方正、合眾人壽虧損超10億元；和泰人壽、國聯人壽、鼎誠人壽的淨資產分別僅餘3.22億元、1.56億元和0.32億元。

「部分險企在資產風險計量上可能不夠審慎甚至刻意隱藏，實際虧損也許更大。對於部分風險較高的中小壽險公司而言，確實面臨階段性危機。」百年保險資管董事長楊峻指出。

## 問題險企「後遺症」

2018年至今，市場陸續見證了大家（安邦）人壽、瑞眾（華夏）人壽、中匯（天安）人壽、海港（恆大）人壽4家問題壽險公司的變更與重整，其背後的金融風暴和資產窟窿問題受到關注。此前，監管機構也曾於2007年和2011年接管新華人壽和中國聯合保險。

為什麼全行業都在經受「利差損」等風險考驗，出問題的卻是這些公司？

「風險企業最核心的問題還是出在內控。當其內部的公司治理已經混亂，公司秩序已經變形，業務虧損、投資回報率低、疊加保險資產被挪用、掏空或存在虛增等，就產生了巨大的問題。」

北京市康達（深圳）律師事務所律師徐婷婷告訴，「若一家保險公司仍在穩健運行，業務虧損、投資端承壓、償付能力弱等問題還尚能在內部解決，可以用時間換空間，慢慢消化。」

2023年年中，在團險部工作了8年左右的尚琳決定離開華夏人壽。「經歷了公司的大起大落，挺惋惜的。」她感歎。

2020年7月，原銀保監會正式對「明天系」保險公司實施接管，其中，國壽健康產業投資有限公司接管組接管華夏人壽，次年接管期再被延長一年。彼時，華夏人壽面臨經營不善、資金鏈緊張、管理混亂等問題。

那段時間，尚琳最大的感受是，華夏此前以激進的產品策略穩定吸納了大批忠實客戶，而自接管後，第二年續保期一到，「公司出了事，客戶就沒音了，他們說不會把保險交給一個倒閉了或者出了問題的公司。無論對團險還是個險業務，都是一種致命的打擊，團險的業務幾乎清零。」

「據我們瞭解，部分採用激進經營策略的問題險企，在與中介機構合作的渠道業務中，風險把控不嚴、超出監管要求比例超額支付渠道佣金等問題更為明顯。」上海蘭迪律師事務所高級合夥人陳禹彥表示，變更或重組過程中，公司勢必會加強合規和監管要求，「以前存在的一些不合規的合作約定或難再繼續執行」。

尚琳的感受是，從強調市場化競爭、鼓勵員工內部自主創新的風格，到由國企接管後審核監管趨嚴、偏保守的管理風格，這一變化讓她非常不適應。「工作流程中多增加了一層審核，導致許多事情無法迅速落地，當時有很多人處於離職或焦慮的狀態之中。」

「監管的首要目的是要讓企業活下去，保障保單持有人的群體利益，可能會犧牲本就流動的人才和業務機會，這些問題不可避免。」徐婷婷表示，接管企業最大的困難在於，一方面，需要釐清原有的資產關係、權責關係，並繼續有效地盤活資產；另一方面，則需明確新的責任主體，劃歸管理職能。

華夏人壽、天安人壽為「明天系」下屬的兩家壽險公司。2023年，在「明天系」實控人肖建華案宣判後，兩家險企的變更也終於落下帷幕，分別由新成立的瑞眾人壽、中匯人壽接手，註冊資本分別達565億元、332億元。

前者由11家國有的大型壽險公司和「銀行系」險企共同出資的同業基金、保險保障基金分別持股60%和40%；後者由「國家隊」中央匯金和保險保障基金分別持股80%、20%。

據媒體報道，接管時，「明天系」總資產超9000億，淨資產超900億；接管前幾年，資產規模一度高達3萬億。華夏人壽作為其中最大的一塊拼圖，2019年時總資產高達5873億元，並於2019-2020年闖入世界500強企業。

華夏飛速增長背後的推手，也包括早年間激進的業務模式，即跟著險資投資新政利好的節點、利用「資產驅動負債」模式實現保費快速增長，以大量現金流做大資產端。

作為外勤，十年前入職華夏的周韻回憶道，「2014-2016年，華夏人壽將壽險產品的性價比做到了遠超行業第二梯隊，一直保持這樣的狀態，確實是要出事情的。那時，業務員的銷售成績也好，佣金禮品誇張到一車一車地拿」。同時，在投資端，華夏人壽將九成以上的資產委託給子公司華夏久盈，而其高管曾在採訪中透露，公司追求「大投行+併購」的投資風格。一反傳統穩健投資的風格，令其所投項目屢遭爆雷。

當前市場上共有92家壽險公司。近年來，隨著行業「利差損」困境持續，多家公司完成更名和重組。

## 錢昆打油詩

### 集美學校①

集美學校百十載，  
嘉賓學子八方來。  
七星湖畔開盛會，  
緬懷偉人大胸懷。



## 《達圖爾傳》

### 第二部《奔騰年代》

又是村公所、又是籃球場、又是建學校的。看來民主選舉就是好啊！呵呵呵。

「是啊，以前那幫大地主凶的很，你不給他幹活兒，你連個活路都沒有。現在自由了，人們可以離開了，可以不伺候他們了，可以到城裡找工作了！現在誰還敢欺男霸女？沒人敢了，因為自由了民主了，有說話的地方了。前段時間，志杰發動司法系統狠狠的收拾了一批混蛋，老百姓們拍手稱快！以前啊，那些可憐的老百姓受了欺負都不敢說，因為一家老小的活路掐在人家手上。哼，過兩天國會也會安排力量，配合司法系統去下面查冤案。看誰選取在老百姓頭上作威作福。」

「不過，爸！現在這麼多人擁進城市，暫時還好，全國各地都在搞建設，找工作相對容易。但總不能一直搞建設吧？一旦這種大干快上的速度慢下來，這些老百姓可都沒有什麼技能，也沒有什麼積蓄啊。一旦失去工作，立刻連吃飯都會有問題，鬧不好會引起社會動盪啊。」

「是啊，彼特爾你擔心的很有道理，這也是為什麼我們要如此強調遵紀守法，也是提前做準備啊！雖然說，發展經濟制定國家經濟產業政策，那是行政體系的事情。但司法立法系統，對社會穩定、社會公平，也有不可推卸的責任啊。」

「上期《經濟週刊》的一篇文章您看了嗎？是介紹日本土地革命經驗的，那是松本先生寫的。」

「看了，文章寫得很好！但是在菲尼亞你想都別想，我太瞭解那幫大地主了。」

「既然這條路走不通，要想保證國家平穩發展，就只剩下大力扶持廠礦企業吸收勞動力了。不然大面積的普通百姓沒工作沒飯吃，你法律體系再健全也不行啊！總不能架著機關鎗把人都憋在家裡吧？大面積失業，太多人沒飯吃，社會肯定會亂的。」

「是啊，這也是我們一直在考慮的問題。一定要大力扶持工礦和商貿企業的發展……。」

彼特爾心中暗笑：機會來了！

「就是，爸爸您說得對！可是您知道嗎？現在政府的腐敗和低效嚴重地影響了國家經濟的發展。松本先生，你應該知道的，他手上有大筆的資金。松本先生本想在菲尼亞投資礦業，而且他手上有詳細的地質資料，都是當時日本軍方搞的，絕對可靠！可是他跑了幾年，一個證件都沒辦



下來。就這種情況，您說怎麼發展經濟、怎麼發展礦業？」

「豈有此理！你有詳細的報告嗎？政府裡的這幫官老爺，也該整一整了。」

「有的，爸，你先坐著，我這就去拿。」

「好的，你去吧！依琳娜把孩子放下來，再練一會兒。來寶貝，爬……，爬！哈哈，真棒！」

## 第29章 雷霆（第1節）

「爸爸，我看到自由黨拉票的海報說什麼：亞洲第一，菲尼亞1947年人均GDP增長了37%，1948年增長了14%，已經達到了172美元。這是真的嗎？不會是特朗德為了拉票吹牛皮吧！」

「這一點不用懷疑，是真的。依琳娜你想啊，自從桑托斯上台，他就想盡辦法從美國搞錢，大搞基礎設施建設，這種投資的強度很大。同時也帶動了民間和地方上的基礎設施建設投資熱潮。這對國家經濟起了拉動作用。最重要的是，那二十幾個美軍基地的建設，也大幅度帶動了國家GDP的提高。」

「那麼看來這屆政府，還是有值得肯定的地方啊。」

當然了！桑托斯還是很了不起的。他對形勢的把握非常準確，也能分析出國家的問題所在，並且能採取積極的經濟政策。桑托斯利用美菲間的特殊關係，利用一切可能的渠道爭取美國的資金，用基建投資創造就業穩定社會。可惜啊，他英年早逝。不然桑托斯一定會利用自己第一個任期積累的政治聲望，在連任後，大力整治政府的腐敗。