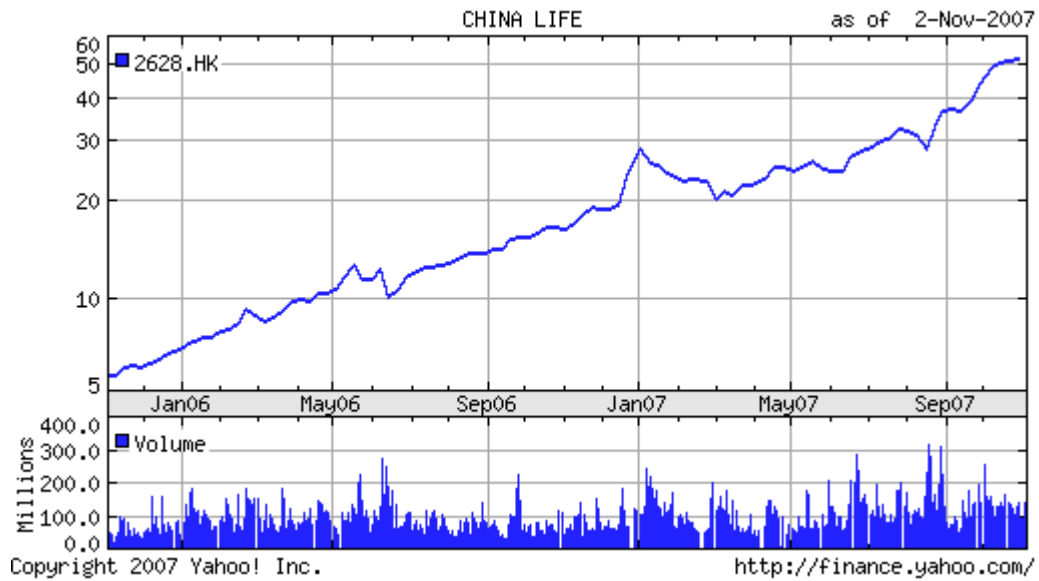


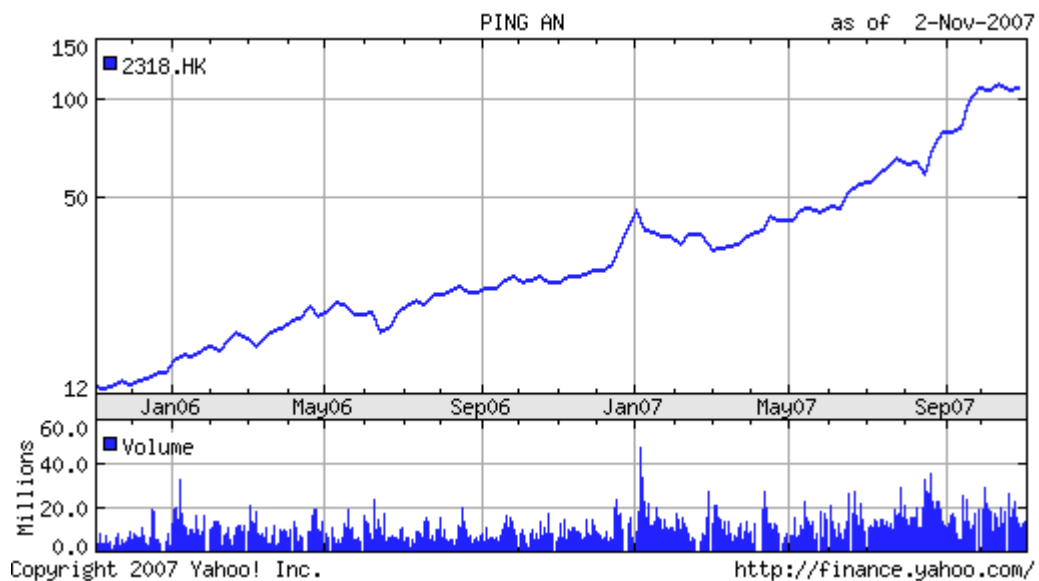
牛市中的保险隐忧

一、 牛市中的保险公司

2006 年以来中国股票市场进入了牛市行情，保险公司成为最大的收益者之一，投资收益成倍增长，估值更是水涨船高：中国人寿从 19 元发行价一路上涨到 70 元，港股在 A 股回归的带动下，也从 2006 年初的 5 元一路上涨到 50 元；中国平安则从 33.8 元发行价一路冲高到 150 元，在此带动下，港股也从 2006 年初的 10 元翻了十倍，站上百元大关！



图（）中国人寿（HK.2628）股价



图（）中国平安（HK.2318）股价图

实际上，如果我们将近期分析师对保险公司的估值与 2007 年初的估值进行比较，就会发现，分析师已普遍大幅调高了估值结果，以中国平安为例，年初分析师估算其新业务价值为一年新业务价值的 30~40 倍，但到 9 月份，这一比例已上升到 60~80 倍，究其原因，估值的上升主要来自于三方面的调整：首先，年初时分析师普遍采用了公司自身预测的 5% 左右的投资收益率，但现在分析师已普遍将长期收益率调高至 6.5% 水平、甚至更高；其次，年初分析师普遍采用了公司自身给出的 12% 的贴现率，但现在已由于各种理由降至 10.5% 水平；最后，年初很多分析师针对中国保险行业竞争日益激烈的现状，认为 30% 以上的新业务利润率不可长期维持，并预测十年后会逐步降低至 20%、甚至 15% 水平，但目前分析师已普遍采用了“新业务利润率维持在 35% 水平至 2030 年”的假设——正是这些调整使公司“升值”了一倍！

表（）中国平安和中国人寿的预期投资回报率

		2007	2008	2009	2010	2011+		
中国平安	非投连险	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%		
	投连险	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%	5.2%		
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013+
中国人寿	长期型寿险	4.5%	4.7%	4.8%	5.0%	5.1%	5.3%	5.4%

高涨的投资收益不仅改变了资本市场的估值，也开始让许多保险公司坐不住了，为了“抢牛市行情”，一些保险公司采取了激进的营销和定价策略，以便能够迅速扩大市场份额，增加保费收入，从而有更多地资金参与到这一五年不遇的大牛市中；更有些经营业绩不佳的财险公司将重金砸向了投资领域，希望能够在资本市场上“赌”一把，以使用投资收益来抹平主业的亏损。

于是在竞争加剧和牛市诱惑的双重推动下，保险公司的成本费用也呈直线上升，2007 年中期，中国平安寿险业务的手续费及佣金占保险收入的比例已由上年同期的 8.8% 上升到 10.9%，三季度更上升至 11.5%，而业务管理费与保费收入的比例也由上年同期的 6% 上升到 6.9%；在财险方面，竞争更加激烈，25 家中资财险公司中已有半数亏损，就连行业老三——平安财险的综合成本率也从 2004 年的 95% 上升到 2005 年的 96.9%，2006 年进一步上升到 99.9%，2007 年中期达到 103%，相应地，公司财险业务的承保利润率从 2004 年的 5% 下降到 2006 年的 0.1%，2007 年中期则出现承保亏损。

表（）平安寿险业务的佣金费用率变化

手续费及佣金支出

截至 6 月 30 日止 6 个月	2007 年	2006 年
手续费及佣金支出占保险业务收入的比例	10.9%	8.8%

业务及管理费

截至6月30日止6个月	2007年	2006年
业务及管理费占保险业务收入的比例	6.9%	6.0%

表（） 平安财险业务的佣金费用率变化

手续费支出

截至6月30日止6个月	2007年	2006年
手续费支出占保险业务收入的比例	9.6%	7.6%

业务及管理费

截至6月30日止6个月	2007年	2006年
业务及管理费占保险业务收入的比例	15.5%	14.7%

表（） 平安财险的综合成本率和承保利润率

	2004	2005	2006	2007 中
综合成本率	95%	96.90%	99.90%	103%
承保利润率	5%	3.10%	0.10%	-3%

不过费用的上升并没有引起人们太多的关注，因为高投资收益的光环掩盖了承保亏损的阴影，2007年中期，中国人寿的投资收益增长了150%，而中国平安则实现了220%的投资收益增长，总投资收益率达到9.9%。但高涨的投资收益真的能弥补成本上升的隐忧吗？有了更高的投资收益是否意味着保险公司可以放宽其在承保和保单定价上的严格控制呢？

在回答这个问题之前我们先来看看世界上投资能力最强的保险公司——“股神”巴非特的Berkshire Hathaway保险集团——是如何经营的。

二、 巴非特眼中的保险资产

1967年巴非特以860万美元收购了NICO保险公司，当时该公司帐面的浮存额(Float，由收到保费与支付赔偿额之间的时间差所形成的准备金)仅为1700万美元；四十年过去了，2006年Berkshire保险集团的浮存金高达509亿美元，旗下全资子公司GEICO是全美第四大汽车保险公司，而General Re和Berkshire Hathaway再保险集团则位居全球最大的再保险公司之列——实际上，巴非特那些著名的股票投资大多是放在保险集团旗下的，是保险集团的准备金支撑着这些投资，而这些投资则为保险集团创造了四十年年均21%的稳定收益，比标普500还高出10个百分点。

巴非特的保险公司可能是世界上长期投资收益最高的保险公司了，那么，他是否在

保险领域展开了更加激烈的价格战，以攫取更多的保费收入，获得更高的投资收益呢？——毕竟，相对于Bershire公司年均20%多的净值增长，只要保险业务资金的使用成本低于20%，就意味着上述策略是有利可图的。

但是，对Berkshire保险业务的深入研究让我们惊奇的发现，实际情况并非如此，巴非特的保险业务非但不是更加激进的，反而是更加保守的，实际上，由于不愿卷入价格战，巴非特旗下专注于一级零售市场（相对于再保险市场，发放保险的市场被称为一级市场）的保险公司NICO自1986年以来经历了长达14年的市场份额下降！正象巴非特自己说的：“你能想象Berkshire这样一个上市公司坚持持有了一个连续14年市场份额下滑的业务吗？而且，更重要的是，这种下滑并不是由于无法拓展业务而造成的，只要我们愿意降价，数十亿美元的保费收入在那儿等着我们，但我们却坚持把我们的价格定在一个能够保证盈利的水平上，而不去效仿我们那些过于乐观的同行。”

“保费收入是好东西，只要它不太贵。”

这就是巴非特一直坚持的保险理念，他坚持把他的保单价格定在盈利、或至少盈亏平衡的水平上，即使这种坚持将以市场份额的牺牲为代价。为了更好的贯彻这一理念，在NICO公司中甚至有一条规定，就是没有人会因为市场份额的下降而被开除，只要他认真的对待每份合约。

巴非特不仅在一级市场上坚持这一原则，在再保险市场上更加谨慎，2001年的911事件让巴非特旗下新收购的再保险公司Gen Re遭受了巨额亏损——此前该公司低估了恐怖袭击等人为灾害的风险。事件发生后，巴非特做的第一件事就是对这家公司进行自上而下的洗脑，以贯彻其“不能以亏损为代价来换取市场份额”的原则，并要求对此前签下的、低估了恐怖威胁的保单进行全面清理——尽管这些保单中涉及的某些风险（如核袭击等）还没有爆发，而且也没有迹象显示将要爆发，但巴非特仍坚持认为由于这些风险无法度量，因此也无从确定合理价格，必须清理掉。

2006年，美国保险行业经历了一个没有被特大飓风光顾的好年景，再保险市场开始从卡特里娜飓风的阴影中走出来，大量资本重新涌入这一市场，飓风保单价格开始下降，但就在行业进入繁荣期的时候，巴非特却决定减少他在飓风上的风险承担——“无论别人做什么，我们不会在一个错误的定价下签定任何保单。”

有人说巴非特“胆小”了，但他的回答是“我们做好了为单一一项灾害事件就损失60亿美元的准备，但前提是必须有人给我们合理的价格来承担这项风险，在价格没有反映我们可能承担的损失的情况下，我们不会承担任何风险，哪怕是很小的风险——合理的定价并不能够保证每年都盈利，但是不合理的定价却一定会导致最终的亏损。”

正是由于对上述原则的坚持，在过去四十年的保险生涯中，巴非特的保险业务有一半年份获得了正的承保利润，这一水平已显著高于行业平均水平——在巴非特主营的财险业务领域，由于产品相对标准化，进入门槛较低，因此即使在美国这样一个经历了近百年发展的相对成熟市场上，行业集中度依然不高，价格战仍是主要的竞争手段，在这种情况下，保险费率被不断压低，并最终使保费收入低于赔偿额，从而形成了承保损失，或者说保险资金的使用成本：在美国，长期看财险公司平均的年亏损额与累积准备金（浮存额）之比为6%，也就是说，保险公司的投资收益率必须达到6%以上才能实现盈利。

表（4）巴非特保险业务的资金成本与长期国债比较

承保损失 (百万美元)	平均浮存额 (百万美元)	保险资金成本	长期国债收益率
----------------	-----------------	--------	---------

1967	profit	17.3	less than zero	5.50%
1968	profit	19.9	less than zero	5.90%
1969	profit	23.4	less than zero	6.79%
1970	0.37	32.4	1.14%	6.25%
1971	profit	52.5	less than zero	5.81%
1972	profit	69.5	less than zero	5.82%
1973	profit	73.3	less than zero	7.27%
1974	7.36	79.1	9.30%	8.13%
1975	11.35	87.6	12.96%	8.03%
1976	profit	102.6	less than zero	7.30%
1977	profit	139.0	less than zero	7.97%
1978	profit	190.4	less than zero	8.93%
1979	profit	227.3	less than zero	10.08%
1980	profit	237.0	less than zero	11.94%
1981	profit	228.4	less than zero	13.61%
1982	21.56	220.6	9.77%	10.64%
1983	33.87	231.3	14.64%	11.84%
1984	48.06	253.2	18.98%	11.58%
1985	44.23	390.2	11.34%	9.34%
1986	55.84	797.5	7.00%	7.60%
1987	55.43	1,266.7	4.38%	8.95%
1988	11.08	1,497.7	0.74%	9.00%
1989	24.40	1,541.3	1.58%	7.97%
1990	26.65	1,637.3	1.63%	8.24%
1991	119.59	1,895.0	6.31%	7.40%
1992	108.96	2,290.4	4.76%	7.39%
1993	profit	2,624.7	less than zero	6.35%
1994	profit	3,056.6	less than zero	7.88%
1995	profit	3,607.2	less than zero	5.95%
1996	profit	6,702.0	less than zero	6.64%
1997	profit	7,093.1	less than zero	5.92%

资料来源：Berkshire Hathaway公司年报

不过，对于年均收益率 20%的巴非特来说，6%的保险损失应该不算什么——即使再压低价格使保险资金成本达到 10%，如果真能换来 20%的投资收益似乎也是值得的。

但巴非特不是这么算这笔帐的。首先，就象他常说的，“正确的定价并不一定能够保证每年都盈利，但错误的定价一定会导致最终的亏损”——而且，这个亏损可能很大——由于“错误”的暴露和纠正通常需要很长时间，而在此期间依据错误定价又签发出去的大量保单才是真正可怕的，因为当你发现错误时，它可能已经扩大到无法挽回了！实际上，巴非特旗下Gen Re在上世纪90年代犯下的低估恐怖威胁的错误（那时它还没有被巴非特收购），就让巴非特花了整整5年时间来清理！

另一方面，在美国发达的资本市场上，巴非特可以以市场平均的资金成本从其他保险公司、养老基金那里获得充足的资金，因此，巴非特并不缺钱，他缺的是“低成本”

的“长期”资金，而这两点都有赖于自有保险公司相对保守的定价策略——正确的估价风险是保证资金长期的前提；而严格的控制保险成本则是保险+投资战略成功的要求。而对于国内投资人来说，如果保险资金的使用成本已经超过了股票投资人的资本成本，那么，很显然的，这家保险公司的投资功能已经变得毫无价值了。

“很多保险公司都拥有巨额的保险浮存金，但为获取这些资金所支付的成本却已超过了它们的实际价值，在那种情况下，巨额保费所撬动的高杠杆就不是什么好事了。”
——巴菲特

三、 牛市中的激进战略？

巴菲特，作为全球最“牛”的投资人之一，他的保险公司并不因其高投资收益而放宽了定价和承保的门槛；反观国内一些保险公司，在日益激烈的竞争中，越来越多的企业陷入了恶性价格战之中。

上世纪90年代末期，由于当时国内利率水平普遍较高，寿险公司为了争夺客户，不断提高产品的保证利率，使寿险产品的保证利率水平达到了6~8%，有些产品甚至达到10%以上，而这一回报率水平是保险公司难以实现的（即使在今天的牛市中，平安保险的投资回报率也只有9.9%，人寿仅为5.66%，而两家公司预测的长期投资收益率则在5%左右），结果，投资收益率长期低于要支付给投保人的保证利率，形成了巨额的利差损（保单签发后的实际投资回报率低于定价时的预期利率，由此形成的承保损失即利差损；反之，为利差益）。

1999年6月10日保监会下发紧急通知，规定保单的预定利率不能超过2.5%，此后推出的保险产品大多享受了利差益。但1999年之前的错误定价却让保险公司承受了巨大损失，以平安保险为例，这些高利率保单在2003年给公司带来了14.5亿元的损失，2004年为22亿元，2005年为19.5亿元，2006年1~9月为12.8亿元，损失还在继续……据估算准备金要在2050年以后才达到峰值，损失折现总额将达到200亿元！

错误的利率定价让保险公司付出了沉重的代价，此后，保监会加强了对寿险公司的风险监管，除了准备金、偿付能力等要求外，还规定了最高预定利率和最高佣金比例，从而避免了利差损和费差损的无限扩大（保单签发过程中的实际运营费用超过定价时的预期费用，就形成了费差损）。对寿险公司的严格监管确实在一定程度上限制了恶性竞争所导致的巨额损失。

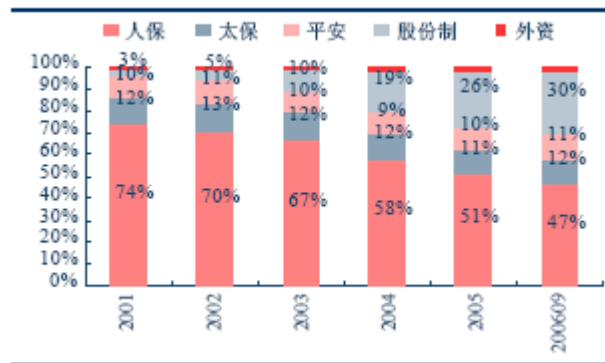
不过，在财险行业中，形势要严峻得多。由于政策相对宽松，牌照门槛日益降低，导致行业竞争越来越激烈，截止2006年末，我国共有财险公司36家，其中中资23家，外资13家——新兴股份制保险公司对老三家（人保、太平洋、平安）形成了有力的挑战，由表（）可见，人保（PICC）的市场份额已从2003年上市时的70%下降到45%左右，而股份制保险公司则从10%上升到30%。

表（） 2006年中外资财险公司的市场份额

图表22 2006年中外资产险公司市场份额情况

中资小计	98.79%	外资公司小计	1.21%
中国人寿	45.12%	美亚	0.44%
太平洋财产	11.47%	东京海上	0.19%
平安财产	10.67%	三井住友	0.12%
中华联合	9.53%	三星火灾	0.10%
天安保险	4.04%	安联保险	0.08%
大地	4.00%	中银深圳	0.08%
其他中资产险公司	13.95%	其他外资产险公司	0.21%

资料来源：和讯保险，平安证券



在此背景下，许多财险公司不仅通过提高佣金等方式扩大市场，还在保费和赔付条款方面展开了变相的价格战，而牛市的高收益则成为这些保险公司激进营销策略的一道“后盾”。由表（）可见，对于寿险公司，其内含价值（当前业务价值）和新业务价值都对投资回报率高度敏感，投资回报率上升 0.25%，有效业务价值将上升 10%以上；而对于财险公司，尽管由于责任期较短，准备金的累积弱于寿险公司，但投资收益仍构成了保险公司重要的收益组成部分——2006 年中国财险（PICC）的投资收益占当年税前利润的 60%，而更多财险公司则期待通过投资收益的改善来实现整个公司的扭亏。

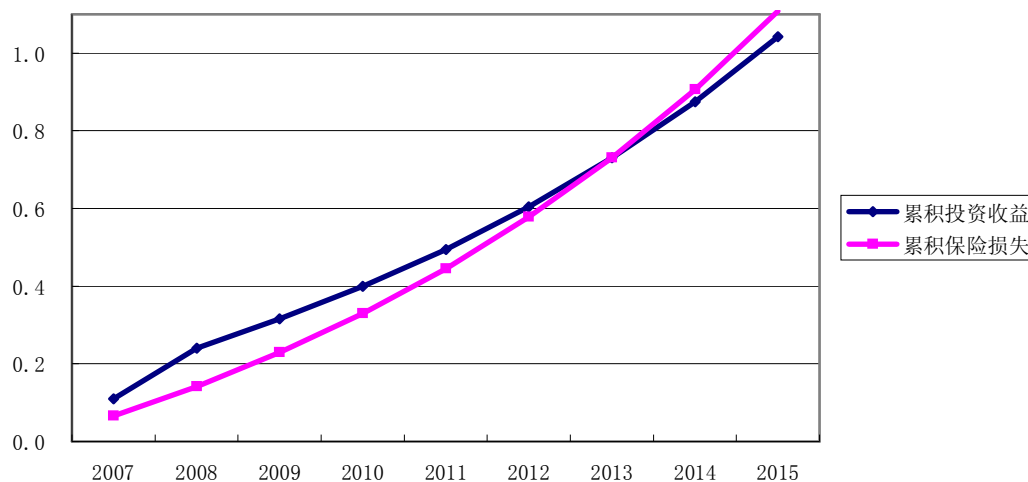
表 1 假设条件变动敏感性分析

对基础情景变化	有效业务价值	一年新业务价值
<u>平安保险</u>		
投资回报率增加 25bp	24.0%	2.31%
死亡率及发病率 10%	1.24%	1.87%
保单失效率下降 10%	1.38%	4.78%
维持费用下降 10%	4.32%	2.27%
<u>中国人寿</u>		
投资回报率提高 25bp	11.4%	11.4%
死亡率下降 10%	1.20%	1.33%
发病率下降 10%	2.34%	2.08%
保单失效率下降 10%	2.48%	3.48%
维持费用下降 10%	1.62%	6.97%

资料来源：公司资料 银河证券研究中心

不过，为了暂时性的投资收益而降低保费标准或放宽赔付条款的做法，虽然能够在短期内博取更高的保费收入和更多的投资收益，但长期中可能是在饮鸩止渴。因为即使是最乐观的投资人，也知道今天的股市行情不可能持续，20%甚至更高的股票投资收益难以延续；与之相对，保费标准和赔付条款的修改却将对公司产生长期的影响——尽管财险公司的保险责任期通常较短，但在一个激烈竞争的市场中，价格条款的修正通常具有长期的上升刚性，即，在牛市中压低的价格很难在熊市中再涨回来，这就使保险公司很可能由于一时的激进而承受长期的损失，而随着这一损失的延续，它将最终超过牛市的暂时性收益。

牛市激进策略的长期效果示意图



图（）保险公司牛市激进成长策略的长期收益示意图

综上，保险条款的路径依赖特征使所有短期激进行为都变得没有意义，保险公司，尤其是财险公司，要解决利润空间被压缩甚至亏损的问题，根本还在于控制保险业务自身的风险——即使是巴菲特也不敢以自己投资上的优势来打保险上的价格战。

但如何才能在保住市场份额的基础上，实现稳健经营呢？

四、看巴菲特如何破解保险难题

巴菲特对零成本保险资金的执著为其投资业务提供了低成本资金，但对零成本战略的坚持却也一度让巴非特的保险业务陷入了市场份额萎缩的困境。为了扭转局面，旗下保险集团开始了大规模的广告投入——1995年巴菲特收购旗下最大汽车保险公司GEICO时，它每年的广告支出仅为3100万美元，但完成并购后的第二年，1997年GEICO的广告支出就上升到1.43亿美元，2003年进一步上升到2.38亿美元，2006年上升到6.31亿美元，远高于其他所有大型保险集团——让人们象点名要喝可口可乐、要用吉列刀片一样点名要买NICO或GEICO的保险，这一直是巴非特的梦想，他要用品牌战略来改变保险行业无差异价格战的游戏规则。大规模的广告支出也确实给公司带来了好处，电话营销的成功率提高了，市场份额也从不到3%上升到6.1%，增加的保单则摊销了广告支出的成本，使公司整体业绩向好。

除了广告投入外，为了更好的利用自身的流动性优势，在上世纪九十年代后期，巴非特的保险集团开始大举进军再保险领域。不同于一级市场，在再保险市场上，保单并不是标准化的，由于保额巨大，通常是逐笔讨论定价的；而且，与一般投保人并不十分担心保险公司的破产风险不同，在再保险市场上，承保人的资金实力是投保公司重点考虑的因素，因为在重大灾害发生时，如果再保险人违约的话，一级保险公司将由于无法支付客户赔偿额而面临破产危机。因此，在这个市场上，尽管价格仍是交易达成的重要因素，但绝不是最重要的因素——便宜的再保险保单是一个愚蠢的保单，因为一旦灾害真的发生，错误估价了风险的再保险人将由于储备不足而注定违约，从而使保险合同变得没有任何意义，并拖累试图转嫁风险的一级保险公司。

实际上，在再保险领域，资本实力和流动性是评价再保险公司的最重要因素，而在这方面，巴非特的实业投资无疑为其再保险业务提供了坚实的流动性后盾。在911事件后，尽管巴非特旗下的Gen Re也遭遇了惨重损失，但它却是四大再保险公司中唯一一家没被降级的公司（此前四家公司的信用评级都是AAA，但911后只有Gen Re一家仍保持AAA评级），并在911后成为最抢手的再保险公司——恐怖袭击的威胁使全球再保险需求大幅上升，但刚刚经受911打击的许多再保险公司都还没有从厄运中恢复过来，无力或者不愿在短期内继续扩大其风险头寸，只有巴非特的再保险公司在忙碌的接单。

背靠产业资本殷实的盈利能力后盾，巴非特在过去二十年中在再保险领域里攫取了大量的保费收入，由表（10）可见，通过并购Gen Re和开展其他再保险业务（B-H Reinsurance），公司再保险业务的浮存金已从7亿美元上升到近400亿美元，成为全球顶级的再保险集团。目前，再保险浮存金已占到公司总浮存金的80%！

表（10）Berkshire Hathaway保险集团中各公司的贡献

<i>Yearend Float (in \$ millions)</i>					
<i>Year</i>	<i>GEICO</i>	<i>General Re</i>	<i>Other Reinsurance</i>	<i>Other Primary</i>	<i>Total</i>
1967				20	20
1977			40	131	171
1987			701	807	1,508
1997	2,917		4,014	455	7,386
1998	3,125	14,909	4,305	415	22,754
1999	3,444	15,166	6,285	403	25,298
2000	3,943	15,525	7,805	598	27,871
2001	4,251	19,310	11,262	685	35,508
2002	4,678	22,207	13,396	943	41,224
2003	5,287	23,654	13,948	1,331	44,220

<i>Insurance Operations</i>	<i>(in \$ millions)</i>		<i>Yearend Float</i>	
	<i>2006</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2005</i>
General Re	\$ 526	\$(334)	\$22,827	\$22,920
B-H Reinsurance	1,658	(1,069)	16,860	16,233
GEICO	1,314	1,221	7,171	6,692
Other Primary	340**	235*	4,029	3,442
Total	<u>\$3,838</u>	<u>\$ 53</u>	<u>\$50,887</u>	<u>\$49,287</u>

* Includes MedPro from June 30, 2005.

** Includes Applied Underwriters from May 19, 2006.

备注：Gen Re和B-H Reinsurance都是以再保险业务为主的保险公司。

巴非特，用广告和再保险市场来破解财险行业恶性价格战的困局，对于国内多数保险公司来说，这也多少有些借鉴意义——尽管国内目前还没有几家公司有巴非特那样的实力去鏖战再保险市场，但打造品牌概念、开发品牌认知度更强的高端细分市场也许是

这个行业唯一的出路。