

保险资金运用及监管：来自台湾地区的经验

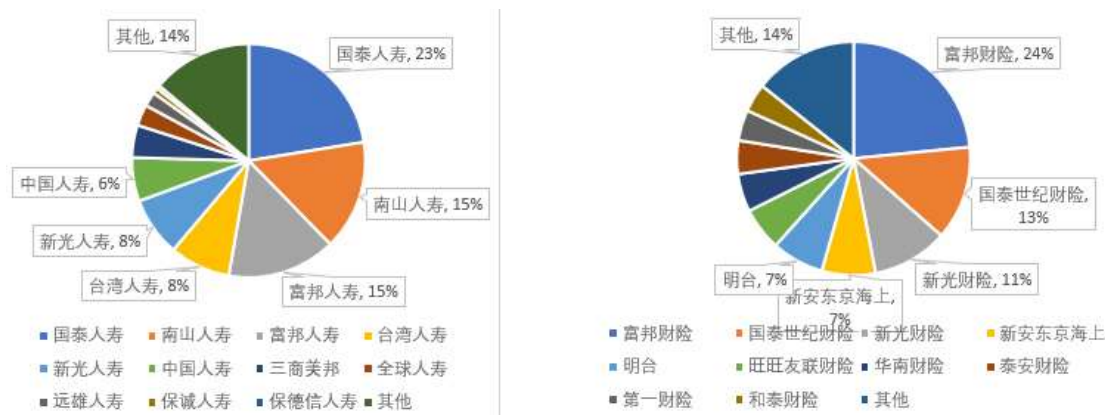
引言：台湾地区保险业资金运用中境外投资的占比全球第一，这背后意味着保险公司面临着巨大的境外投资风险和汇兑风险，台湾金融监管当局明知蕴含的风险巨大，但综合考虑到保险公司承保端成本过高和境内可投资资产容纳量有限等问题，还是被迫逐年不断解绑险资投资和境外投资的限制。近些年，台湾金融监管部门也试图通过引导保险业承保端保险产品的设计、政策支持保险业资金加大境内投资、强制要求低净值比的保险公司增资等方式来扭转趋势，但成效一般。中国大陆金融监管部门应该以台湾地区为借鉴，防微杜渐，加快发展“直接金融”和培育管理能力出色的机构投资者，为保费运用提供良好的外部环境；并引导保险公司合理设计承保端保险产品；控制保险公司境外投资占比；加强对保险公司资金大类资产配置的风险预警和前置研究工作。

一、台湾地区保险公司概况和历史简述

台湾地区保险产业的设立与发展源自 1945 年，台湾地区光复后当局接收了日本战败留下的 14 家人寿保险公司与 12 家财产保险公司，并在 1947 年成立了台湾地区人寿与台湾地区产物保险公司。台湾地区保险业在历史上经历过两轮行业的变革。第一轮在 1994 年开放保险公司牌照申请后，保险业开始出现一轮**公营保险民营化潮**，1994 年中国产物保险公司民营化，更名为兆丰产物保险公司；1998 年台湾地区人寿保险公司民营化，引入龙邦集团等民营资本；2002 年中央再保险公司民营化，长荣集团入驻。另外一轮是 2008 年金融危机后，外资保险母公司自己沉陷危机，没有办法补充资本以应对台湾地区子公司利差损的问题而出现**外资保险公司的集体撤资潮**，如 2009 年 ING 将台湾地区 ING 安泰人寿出售给富邦金控，作价 195 亿新台币；英国保诚以 1 元新台币将台湾保诚出售给中国人寿；同年，荷兰全球人寿以 31 亿新台币将其台湾地区子公司出售。此外还有大都会国际人寿、南山人寿、纽约人寿和宏利人寿等撤出台湾市场。

截止 2018 年底，台湾地区一共有 55 家保险公司，其中再保险公司 3 家、寿险公司 29 家、财险公司 23 家。从保费收入来看国泰人寿、新光人寿、富邦人寿、南山人寿、台湾地区人寿这前五大寿险公司占据了 70% 的市场份额，其中有 4 家为金控集团旗下寿险品牌，而市占率不到百分之一的寿险有 9 家。财险方面，富邦、国泰世纪和新光三家金控集团下的财险公司占据了整个市场的 46.98%。

图一：2018 年台湾地区寿险及财险市场市占率



数据来源:2018 年年报

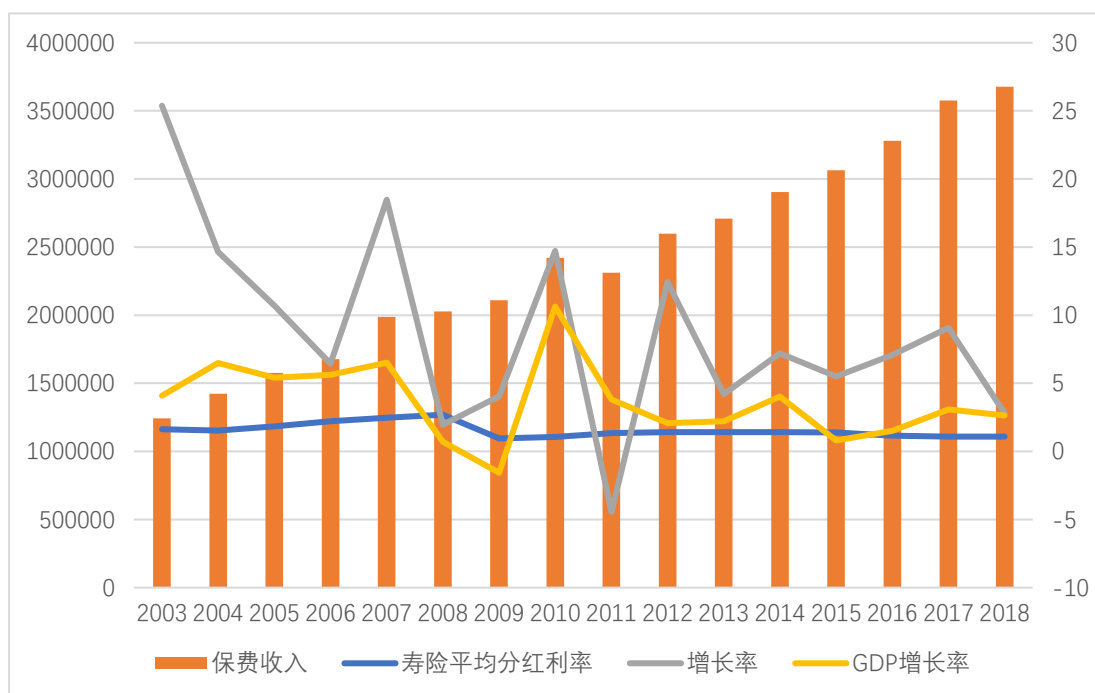
二、 台湾地区保险公司的资金运用

(一) 台湾保险公司资金运用需要面对的环境

1、承保端提供了过于充沛的保费

1966 年至 2018 年间,台湾地区保费规模由 5.09 亿新台币增长到 36,771.70 亿新台币,年复合增长率高达 18%,而同期 GDP 增速仅为 9.09%。自 2000 年起,台湾地区保费收入仍能实现 9%的年复合增长率,而同期 GDP 仅有约 3%的增速。

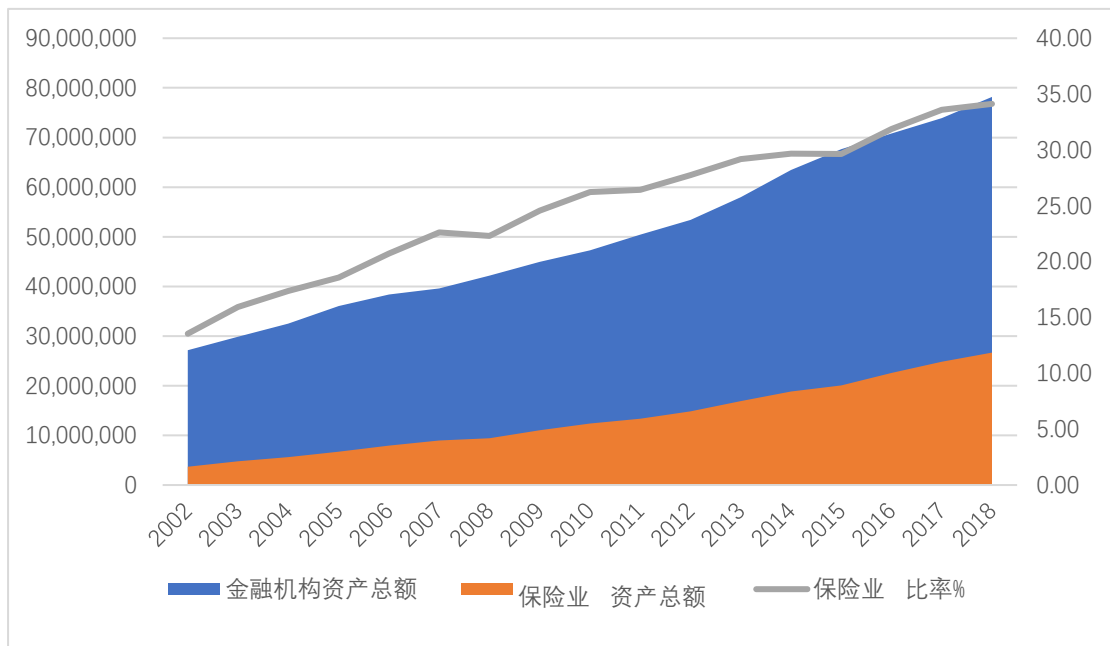
图二: 台湾地区保费收入及增速和 GDP 增速的对比



数据来源:保发中心

受益于保费规模的超高速增长,台湾地区保险公司也成为金融细分领域中成长性最快的子板块,台湾地区保险公司总资产占全部金融机构总资产比重从 2002 年的 16%提高到 2018 年 34.14%。

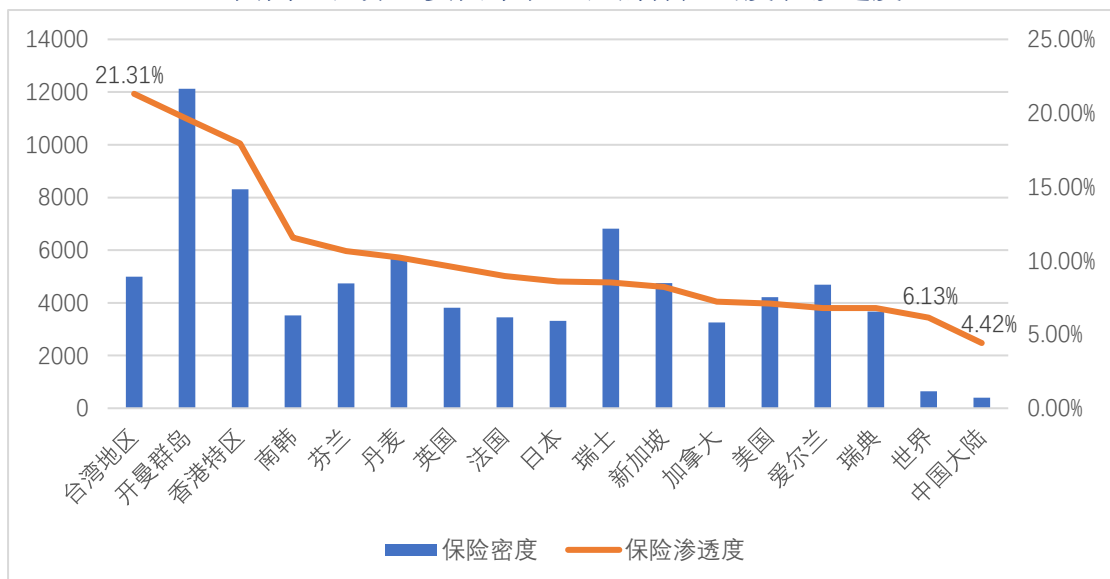
图三: 台湾地区保险业资产规模占金融机构总资产比趋势



数据来源：保发中心

随着保费规模增速长期超越 GDP 增速，台湾地区保险业渗透率在 2018 年达到 21.31%，远超世界平均水平 6.13%，位居全球第一。

图四：世界主要国家和地区的保险密度和渗透度

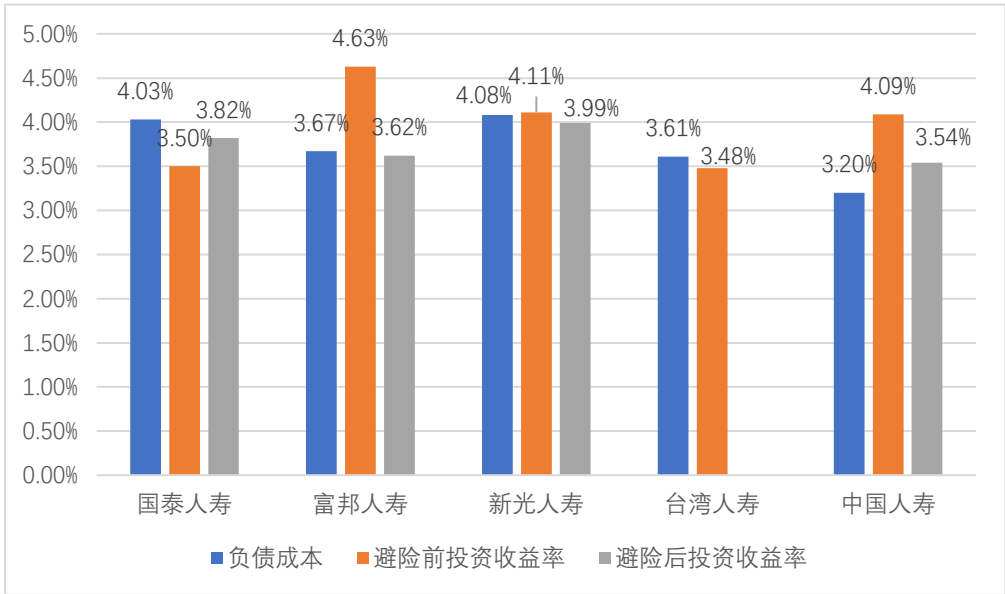


数据来源：保发中心

但如果不看保险密度和渗透度，看保单的成本、以及人均保费对应的保额而言，台湾地区保险业的承保端是“打肿脸来充胖子”。相比日本虽然也面临着低利率的环境，但相应日本保险公司主推保单利率就只有 1%。而台湾地区目前主推保单利率普遍在 2.5%，加之 90 年代台湾地区保险业卖出太多 6%~8% 的高利率保单，导致例如台湾地区的国泰人寿、新光人寿目前综合资金成本都在 4% 以上。除保单成本之外，台湾地区人均保费高于日本、美国，但台湾地区个人寿险产品

新契约的平均保额却远低于日本、美国。2018 年中国台湾地区、日本、美国人均保费分别为 15 万元新台币、14 万元新台币和 10 万元新台币，而保单的保额分别为 80 万元新台币、500 万元新台币、180 万元新台币。

图五：台湾地区主要保险公司 2018 年负债成本和投资收益率



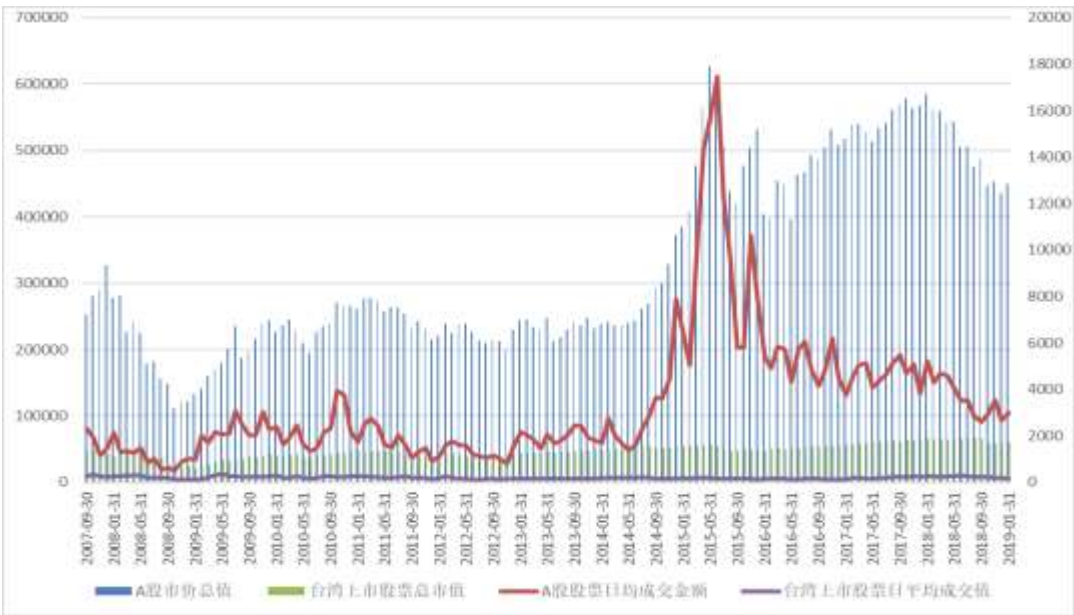
注：避险是指对外币保单和具有外汇风险的资产进行外汇对冲避险

数据来源：各公司年报、本文整理

2、本土市场可投资资产的容纳量过小且收益率过低

台湾地区虽然较早建立了多层次多品种的资本市场，满足不同层次企业的不同类型的金融需求，包括股票、债券和衍生品等。但受制于经济规模和体量，相应的台湾地区资本市场规模也不大，能为保险业提供的合意资产有限。

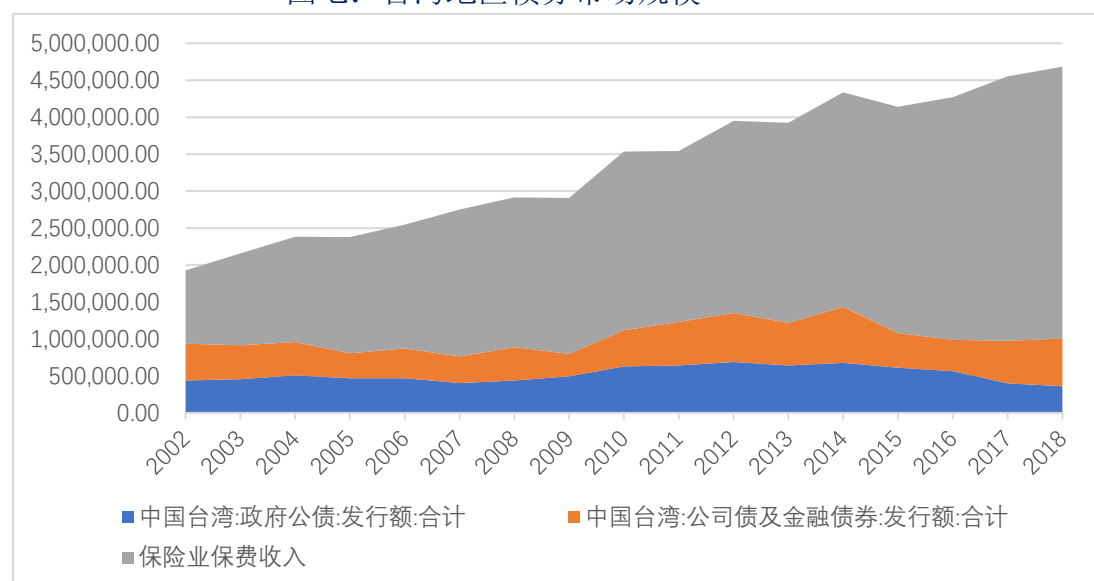
图六：A 股和台股的对比



数据来源：wind

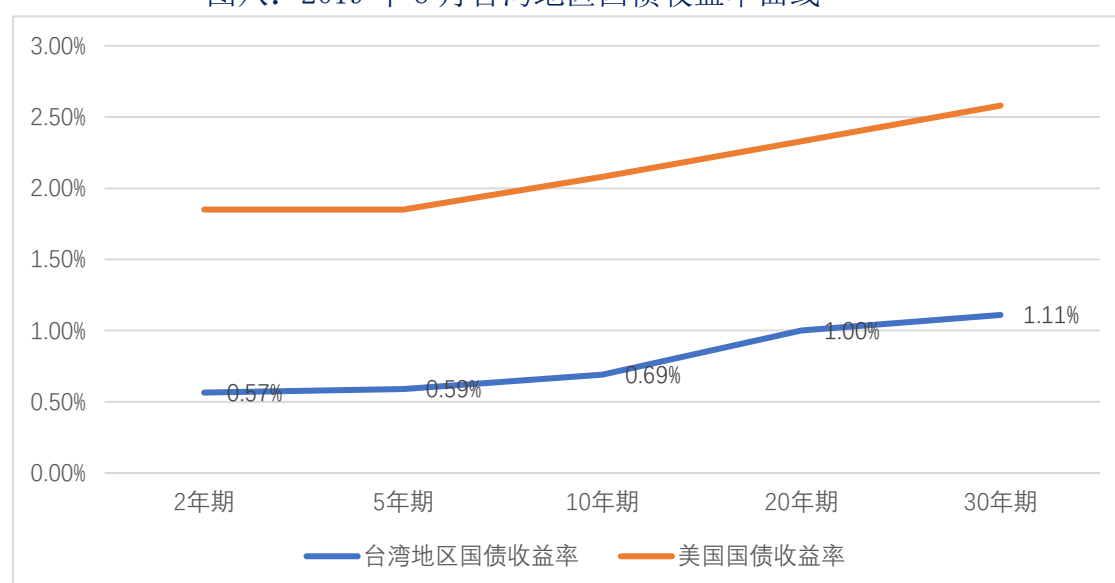
此外，保险资金比较适合投资于固定收益类型的产品。台湾地区虽然有较完善的股票和金融期货期权市场，但台湾地区的债券市场一直没有发展起来，规模较小，品种单一，且收益率偏低，满足不了保险业投资的需求。

图七：台湾地区债券市场规模



数据来源：保发中心

图八：2019年6月台湾地区国债收益率曲线



数据来源：台湾央行

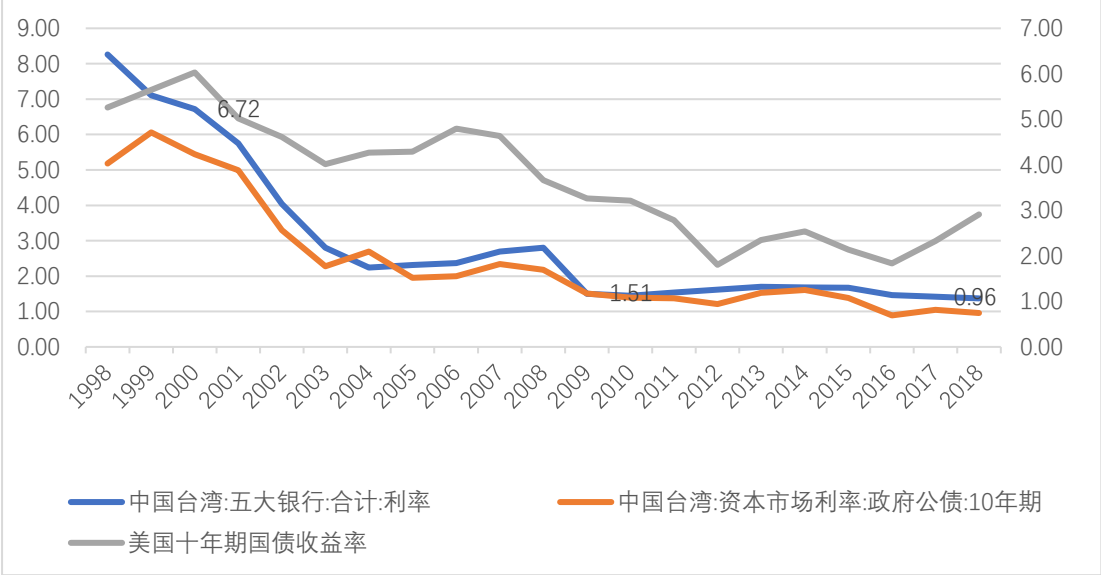
近些年为了满足保险业境外投资债券的需求，台湾地区监管部门发展了国际债券板，吸引境外公司来台发行美元计价或台币计价的债券，取得了一定的效果，但市场容量仍旧有限。

3、家庭部门偏好且习惯于配置保险产品，保险理财产品化

台湾地区民众对利率敏感度高。2000年初台湾地区长期储蓄利率下调后次年，配合年金险和投资险的推出，保险产品可以提供比银行更高的利率而且具备保险

保障的功能，因此次年台湾地区家庭部门配置保险产品占家庭资产的比重就从 15.48% 上升到了 37.37%，保险产品弥补了理财需求的缺口。2009 年，台湾地区当局为缓解当地保险业的财务困境，消除利差损问题，允许保险公司开展 6 年期储蓄业务，由于寿险公司可以提供高于银行存款的利率，一度出现了民众的存款从银行到保险公司大搬家的现象。

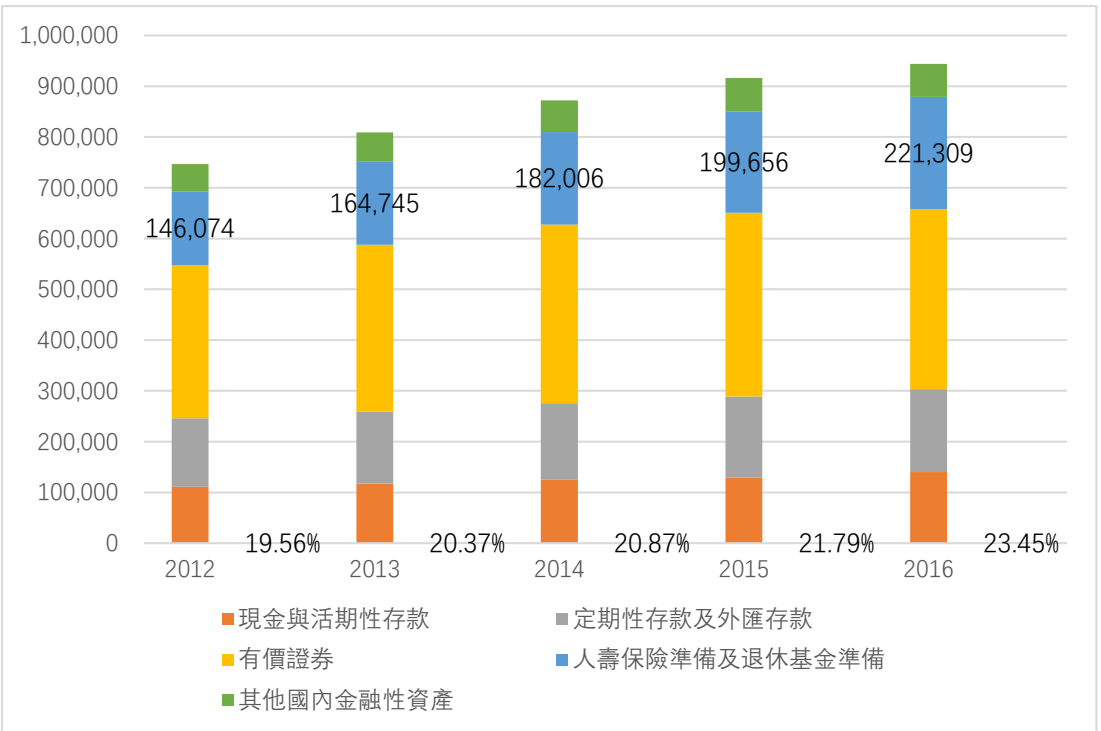
图九：台湾地区利率走势



数据来源：保发中心

此外，台湾地区税法赋予年金险每人每年 24000 新台币的税费减免也促进了保险产品的发展。目前保险产品已经成为台湾地区家庭部门资产配置的主要组成部分，长期维持在 24% 上下。

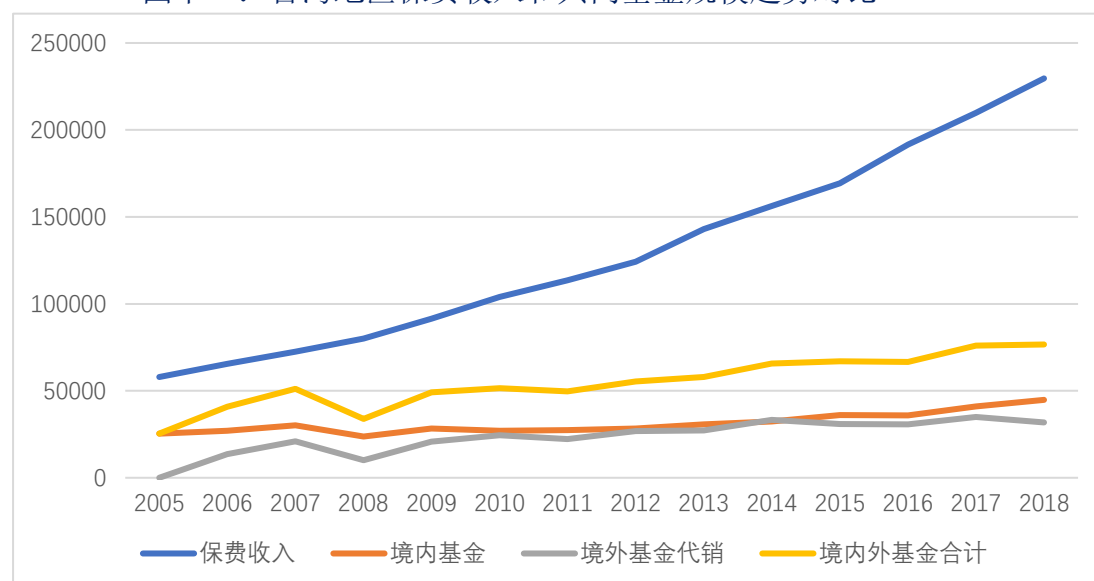
图十：家庭部门大类资产配置趋势



数据来源：台湾地区统计署

台湾地区资产管理产业发展跟不上民众的需求。台湾地区境内的本土基金公司发展并不顺利，一方面，2004 年台湾地区发生了信用债违约引发的全行业性债券型基金产品赎回潮和基金净值剧烈下跌的“联合投信事件”，该事件后台湾民众对本土基金丧失了品牌信任度。另外一方面，2006 年，台湾地区监管部门开放了所谓的境外基金总代理，海外知名的基金公司带着品牌、知名度、稳健的报酬以及知名的基金经理人，在台湾地区的销售无往不利，杯葛了台湾地区狭小的共同基金市场。

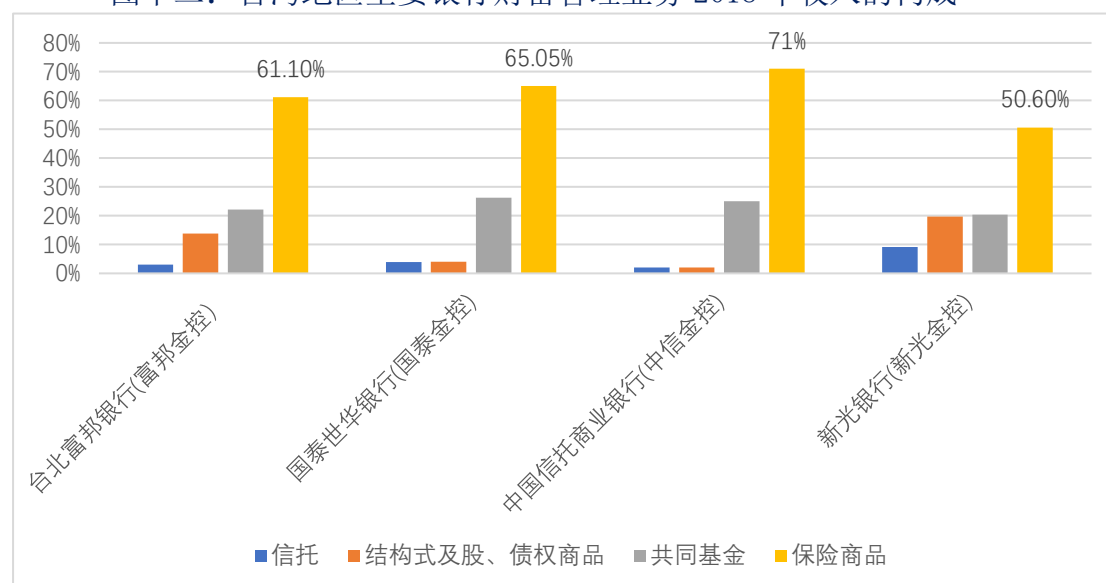
图十一：台湾地区保费收入和共同基金规模趋势对比



数据来源：保发中心、投信投顾公会

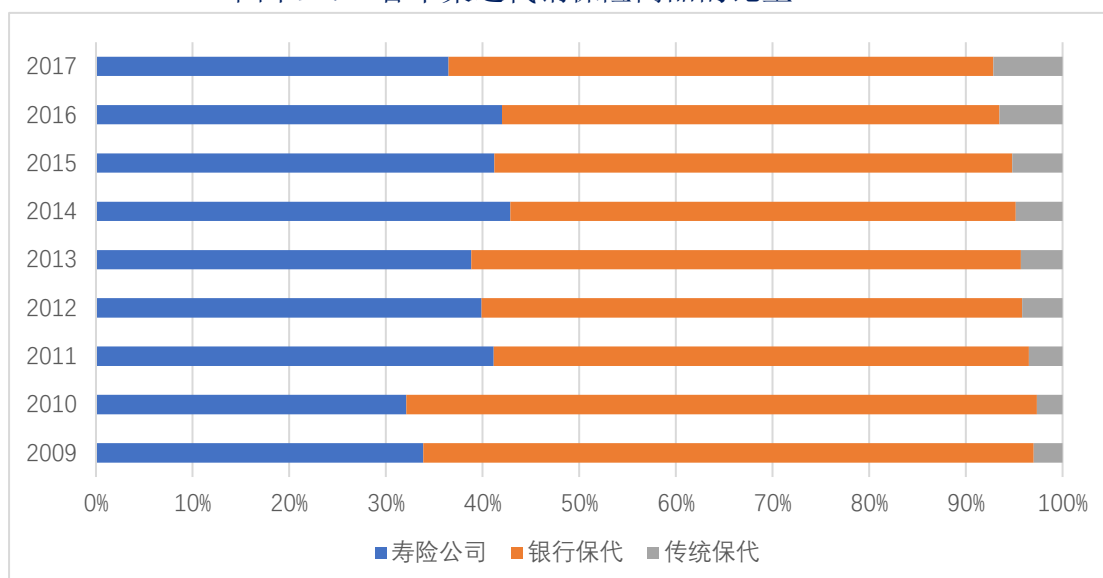
台湾地区金融机构目前以“金控”体系为主，一个金控集团旗下囊括了银行、保险、证券期货和基金公司。金控体系下各个金融子板块之间往往从考核机制上被要求要相互协作，因而金控下的银行财富管理部门有意识引导民众购买保单。

图十二：台湾地区主要银行财富管理业务 2018 年收入的构成



数据来源：各公司 2018 年年报

图十三： 各个渠道代销保险商品的比重



数据来源:本文整理

（二） 背着枷锁的台湾地区保险公司的资金运用

1、 从全球看，保险投资的特征和区别

保险业离不开承保业务和资金运用业务的两轮驱动。由于目前全球保险业的大部分保险公司承保业务一般是亏损的，因此，保险公司整体经营状况如何、盈利能否打标、偿付能力是否充足，主要依赖于资金运用业务。保险资金具有规模大，久期长，来源相对稳定的特征，目前保险产品的期限多为 10-15 年及以上。保险资金更细分可分为寿险资金和财险资金，寿险资金一般是更长期资金，为进行资产负债管理，主要为长期投资，对流动性的要求相对较低。财险资金是中短期资金，通常不具有最低收益保证，因而要求较高的收益和较好的流动性。

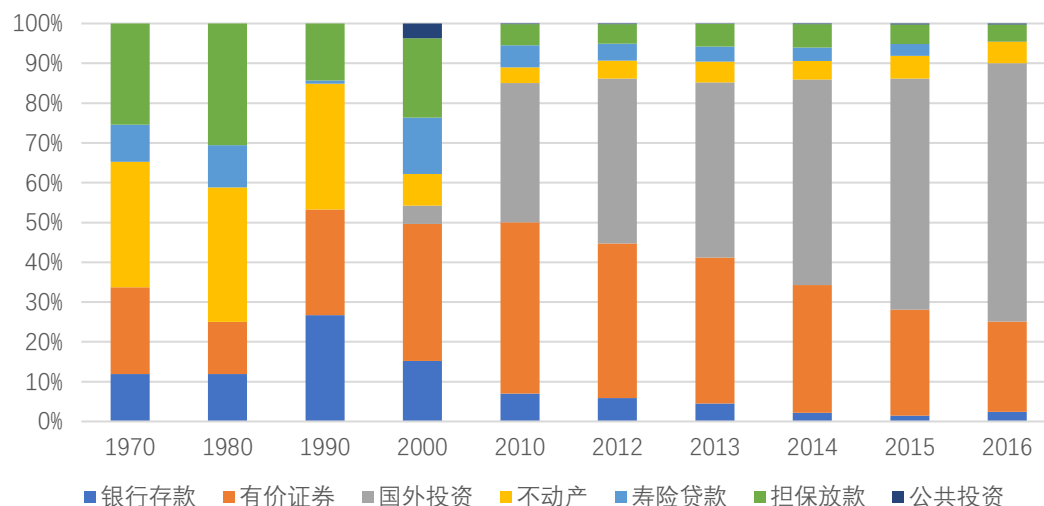
从全球范围看，不同区域受制于其宏观背景、人文环境、金融监管、承保端等的区别，保险资金运用也存在着的不同特征。欧洲与北美保险业资产约占全球保险市场资产总额的四分之三，具体的保险资金运用层面，固定收益证券和权益类两项资产投资占比最高，但美国以债券投资为主，而欧洲的市场权益类投资占比相对美国而言较高。造成欧美保险资金运用差异的原因如下：1）美国债券市场发达，尤其是公司债市场流动性高，期限结构齐全，产品序列丰富，收益率稳定且较高，因此美国保险业配置于之债券市场的比重超过五成。2）欧洲投连险十分发达，投资型保单多连结到权益类资产，因此欧洲保险机构投资权益类资产比重相对较高。3）美国对保险资金投资有相对更严格的限制。

2、 台湾地区保险投资的概况

随着台湾地区保费规模的不断扩大以及内部外环境的影响，台湾地区保险资金的投资方向和配置比例在不同时期也有较大区别。

从 70 年代至今，台湾地区保险业资金运用经历了七八十年代的以不动产和放贷为主、到九十年代以银行存款、有价证券和不动产为主、到 21 世纪初以有价证券投资为主，再到而今以境外投资为主四个阶段。

图十四：台湾地区保险资金运用变化趋势



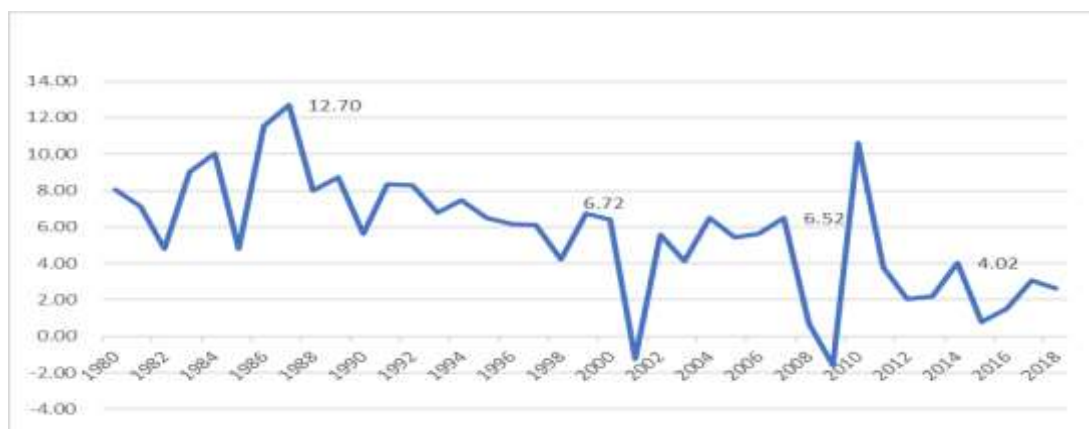
数据来源：台湾地区主计处

从七十年代到九十年代，不动产占台湾地区保险资金运用的比重一直较大。80 年代中期，台湾地区保险业不动产投资比重高达 30%，远高于同期美国 4% 和日本 6% 的水平，但从 90 年代初开始不动产投资比重就开始下降，占比不断萎缩，到 2013 年占比仅为 4.8%。虽然不动产投资比重逐年下滑，但是绝对额仍旧较大，2013 年规模达到 7160 亿新台币。时至今日，保险公司仍旧是台湾地区持有型不动产最大的投资者。

台湾地区保险共同投资不动产主要通过三种模式，第一种模式是“素地”开发，就是购买尚未建筑开发的土地自行开发，这是台湾地区保险公司最喜欢的模式，主要原因是台湾地区金控集团可以通过自己的子公司对素地进行开发，比如富邦金控旗下除拥有富邦人寿、财险外，还有富邦建设和富邦营造；而国泰金控旗下除国泰人寿、财险外还有国泰地产集团。第二种模式是持有型投资，以商业物业为主。第三种模式是以证券化形式开展间接不动产投资。台湾地区资本市场上目前一共有 8 款 REITs，分别为富邦一号、二号；国泰一号、二号；新光一号、三鼎、基泰之星、骏马一号和圆满一号。

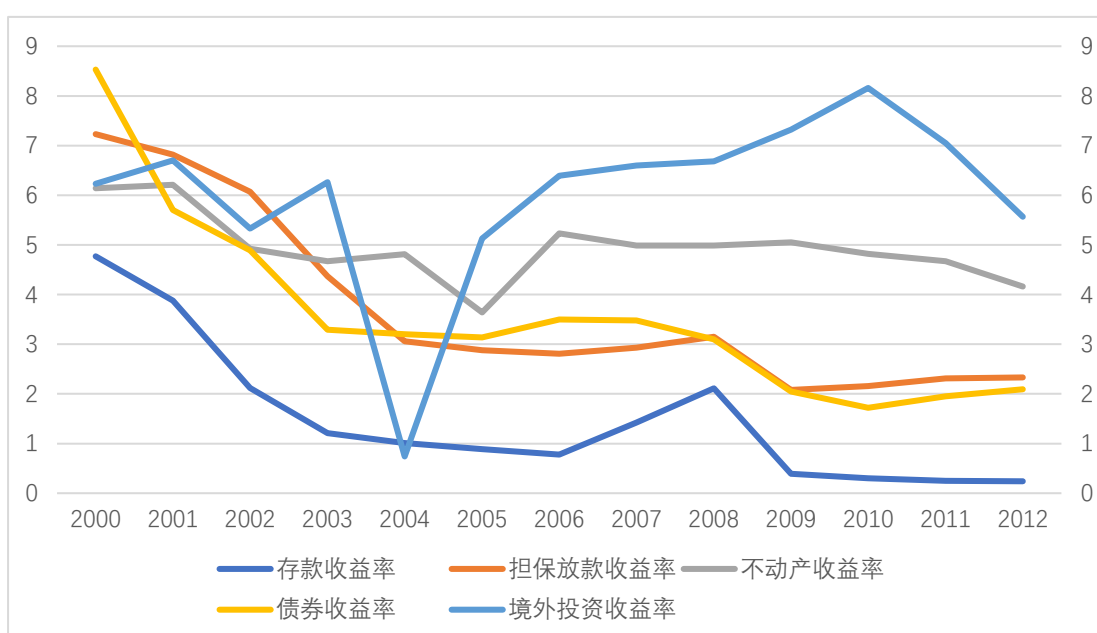
70 年代到 90 年代是台湾地区经济高速增长和经济转型的时期，经济增速较快，因而房地产相对收益率较高，但是 90 年代初股灾和房地产泡沫破灭后，台湾地区房地产进入了有价无市的阴跌状态。到 2010 年后，台北市的写字楼收益率也跌到只剩下 2%。以国泰人寿为例，不动产投资的收益率从 2000 年的 6.14% 下降到 2012 年的 4.16%。

图十五：台湾 GDP 增速走势



数据来源：wind

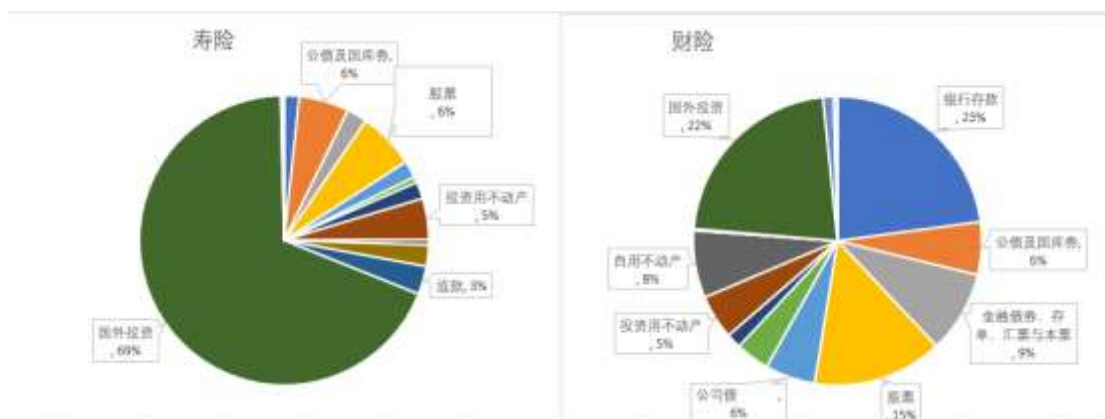
图十六：国泰人寿各类资产资金运用的收益率走势



数据来源：2018 年年报

除不动产本身收益率下降以外，台湾地区监管部门对保险资金投资不动产的态度转变也尤为重要，是这两个合力导致了台湾地区保险公司投资不动产比重下降。1992 年以前，台湾地区《保险法》对保险企业从事房地产投资采用了较为宽松的态度，仅规定保险企业房地产投资总额（除自用物业外）以其资金及各种责任准备金的三分之一为上限。上述政策在九十年代初发生重大调整，1992 年根据《保险法》修正沿革中的修正理由，台湾地区“立法院”以“斟酌台湾地区经济环境的变迁，及保险业资金的运用，应适度修正降低投资不动产的比例”为理由，将保险资金投资房地产的比例上限由三分之一下调至 19%。受此影响，当年寿险资金投资房地产比例就由 1991 年的 19.3% 下降到 15.7%，并在此后若干年中持续保持下降，到 2018 年，不动产投资占比仅为 4% 不到。

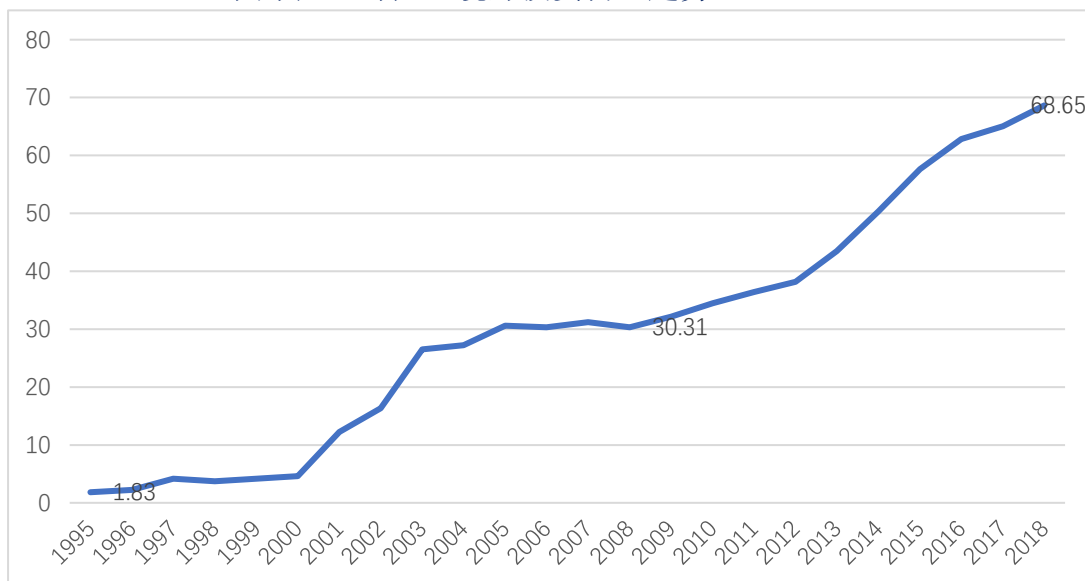
图十七：2018 年台湾地区寿险和财险业资金运用分配情况



数据来源：保发中心

上世纪 90 年代之后，随着台湾地区经济从中高速步入低速经济增长，本土制造业受累于成本高企而大量外迁，台湾地区本土的各类资产投资收益率逐年走低(参见图十四：国泰人寿各类资产资金运用的收益率走势)，保险业者纷纷要求主管部门放开境外投资的上限，境外投资占台湾地区保险业投资的比重逐年上升。

图十八：寿险业境外投资占比趋势



数据来源：保发中心

2008 年金融危机后台湾地区监管部门意识到境外投资的风险，而有引导性的政策培育境内资本市场的国际债券板块以及以境外债券为成分的债券型 ETF 产品来引导保险业资金更多的在境内市场进行投资。

台湾地区债券市场包括一个以外币计价和台币计价债券的国际板。台湾地区的国际板虽吸引如苹果、英特尔等知名公司来台发债，已挂牌的发债金额将逾 1800 亿美元（约合新台币 5 兆 6 千亿元），但一点也不「国际」，绝大多数都被本土寿险业者给买走。而且苹果等公司看准寿险公司弱点，来台发行的利率与条件，其实是比海外条件差了许多。

台交所还发行了大量的境外债券为标的的债券型 ETF。在台湾地区发行、以新台币计价的债券 ETF，享受海外债券利率，但不计入金管会所定的上限，受到

了保险公司的钟爱。从 2017 年台湾地区第一档美国公债 ETF 挂牌以来，据台交所、柜买中心数据，整体债券 ETF 规模，在 2018 年突破新台币 3000 亿元大关，荣登亚洲债券 ETF 龙头。

监管来看，台湾地区保险资金运用境外投资主要适用于保险法第一百四十六条第四款的规定，保险业资金进行境外投资：其规范、内容及投资规范，由主管机构定之。实务操作上，台湾地区监管部门于 1993 年制定了《保险业办理境外投资范围及内容准则》，规定保险公司境外投资可投资于外币存款、境外有价证券和境外放款，该监管规则因应环境变化，先后经历了多次修订，从这些修订的变化中可以看出台湾地区保险业境外投资的历程。

表一：台湾地区《保险业办理境外投资范围及内容准则》的修订历程

1997 年	允许保险业设立或投资境外保险公司、 保险代理人公司、保险经纪人公司或其他主管机构核准的保险相关事业。
1999 年	允许保险业设立或投资境外保险公司并可以投资于行政院核定为配合政府经济发展政策的经济建设重大投资项目。
2001 年	因为保险业投资受到经济不景气的影响较大，“财政部”对监管规则进行了修改。
2002 年	“财政部”更为详细的定义保险业办理境外投资项目的规定
2003 年	为帮助保险业降低因市场利率下降所产生的冲击，并增加投资收益以强化经营体制，“财政部”对监管条例进行修订，增加主管部门核准的评级机构外，并且降低投资境外公司债所要求的信用等级，从 A+降低到 BBB+。同年，开放境外投资上限从 5%到 35%。
2004 年	“金管会”开放保险业可以办理以各类保险业所发行外部收付型投资类保单为抵押品的贷款业务，但是以 5000 万美元为限/年。
2007 年	保险可投资金额规模过大，“金管会”开始放开境外投资 5%上限的限制，允许保险业投资逐年给予适当的调整，但是仍旧不得超过 45%。
2008 年	更名为“保险业办理境外投资管理办法”，并首次把私募股权基金投资纳入投资范围内

材料来源：本文整理

3、 台湾地区保险投资的困境

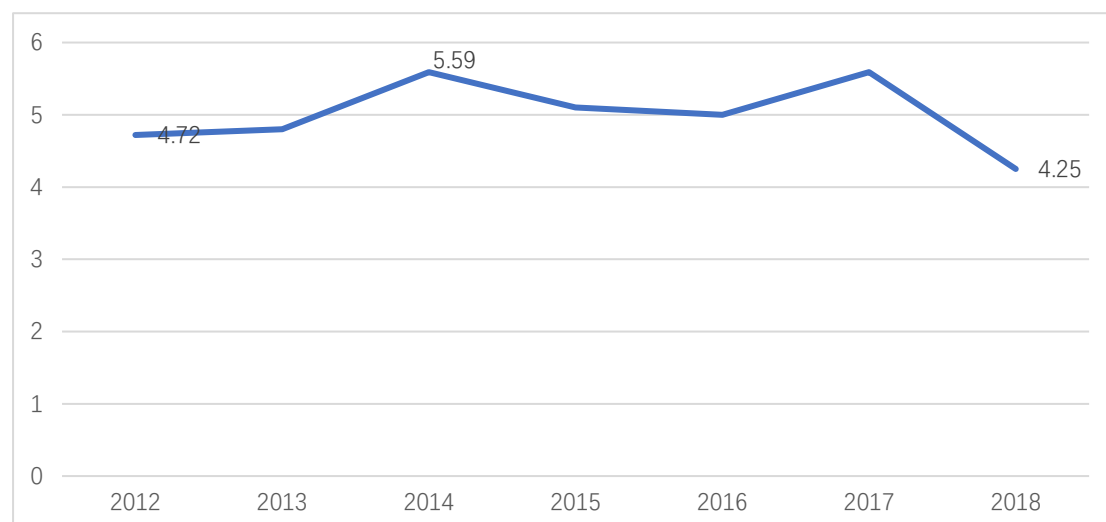
从资金运用角度看，台湾地区保险业资金运用有四大困境，分别是一步之遥的利差损、资金去化的压力、保险业境外投资风险和汇兑风险与日俱增以及保险公司净资产比率过低承受不起保险投资巨额亏损的可能性，其中后面两种风险尤大。

台湾地区保险业面临着巨大的境外投资风险和汇兑风险。随着台湾地区保险业投资境外比重的剧增，外汇风险成为了保险公司经营所面临的主要风险。从汇兑损失角度看，以富邦人寿为例，2018 年度避险成本为 1.56%，汇兑损失达 329 亿新台币。从台湾地区保险全行业来说，2017 年汇兑损失 1761 亿新台币，2018 年达到 2323 亿新台币。从风险敞口角度看，台湾地区保险公司投资海外的规模十年翻了 6 倍，一旦海外市场出现大跌，那不仅仅是对台湾地区保险公司而言，

对整个台湾地区而言多是灾难性的。

台湾地区保险业“体质”较弱，抵御风险的能力有限。台湾地区保险业资产规模大幅成长，可投保险规模剧增，但净值比逐年走低，保险公司运营的财务杠杆过高，损失吸收能力有限。中国大陆保险业 2018 年底净值比为 9.1%，日本为 6%~7%，美国为 9%~10%，韩国为 8%，而台湾地区保险业只有 4.25%。

图十九：2012-2018 年台湾地区保险业净值比走势



总的来说，台湾地区保险业有两个世界级的特征，第一个是寿险渗透率全球第一，另一个就是保险业资金运用中境外投资比率全球第一，最高记录曾达 68.7%。这两个特征相互之间又有所关联，台湾地区保险产品更类似于储蓄性质的低风险理财产品，家庭部门偏好且习惯于配置保险，因此寿险渗透率高，而高渗透率又导致承保端可投保费规模巨大且成本较贵，而台湾地区本土经济增速常年较低，境内可投资资产有限且收益率较低，因而背负着资金去化和收益率要求的保险资金只能逐年加大境外投资比重。

三、台湾地区保险公司资金运用的监管

（一）保险业资金运用金融监管的特性

兼顾资产和负债来看，保险资金运用首要的任务是以偿付其负债为目标（保险是一种无形商品，保险所“出售”的是未来的损害赔偿责任，是一种承诺。保险能否实现其承诺，承担保险责任将取决于它是否具有足够的偿付能力。不仅如此，在很多情况下，这种承诺是长期性的，比如寿险，甚至可能长达几十年），因此保险资金运用的监管相比其他机构投资者更严，保险业投资时候往往面临众多的限制，比如资产端的流动性、预期投资期限、预期底层资产的收益率和波动率/损失率、汇率、税率、信用评级以及财务报表披露标准等。

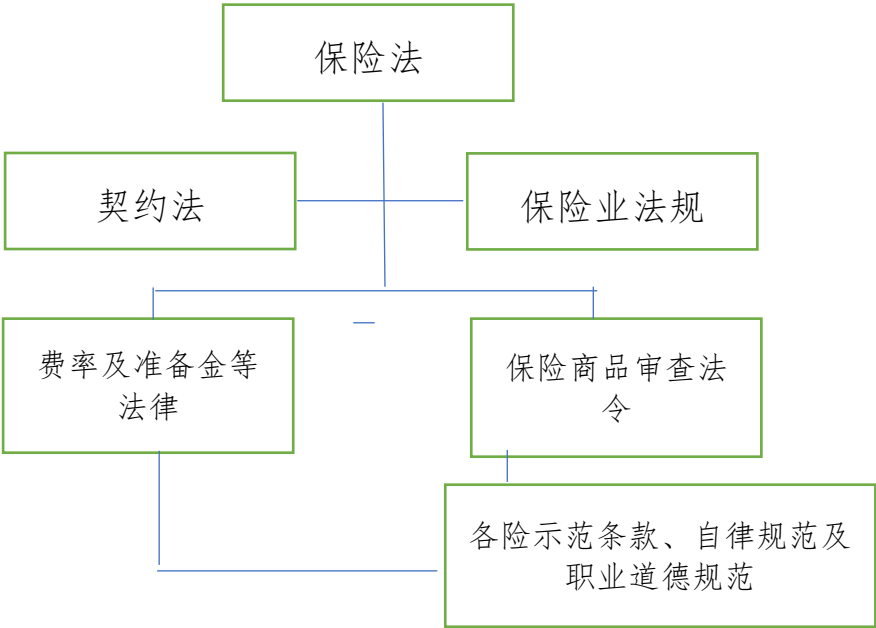
保险业体系目前尚未形成类似银行业的巴塞尔协议体系，但欧盟的 Solvency II、美国的 RBC，中国大陆的偿二代大同小异。相比银行业的巴塞尔协议体系，这些针对保险业的监管体系对资产端风险的资本要求远高于负债端风险。这些体系的共性可概括为都以偿付能力监管为基础，配合保险资金运用管理办法、

资产负债管理监管等规则，实现覆盖“资产”、“负债”两个轮子的监管。

（二） 台湾地区保险业整体监管体系概况

台湾地区目前已经形成了以保险法为法理依据，配合契约法和各类型保险业法规，以 RBC、保险商品审查法令、保险资金运用监管为辅助，配合同业公会自律为基础的保险业监管体系。

2003 年，台湾地区开始实施保险业风险基础资本额制度，是目前台湾地区对保险业偿付能力管控的重要工具，参照美国已实施多年的风险基础资本额制度 (Risk-Based Capital，简称 (RBC) 为基础，可类比于中国大陆的偿二代。



（三） 台湾地区保险资金运用的监管

台湾地区保险业的现行投资监管架构的母法授权为保险法第一百四十六条至第一百四十六条之九。

保险资金运用监管角度看，台湾地区保险业根据保险法规定，可从事资金运用的九类资产如下：一、有价证券。二、不动产。三、放款。四、办理经主管机关核准之项目运用、公共及社会福利事业投资。五、国外投资。六、投资保险相关事业。七、从事衍生性商品交易。八、其他经主管机关核准之资金运用。九、前项所定资金，包括业主权益及各种准备金。其中「放款」、「国外投资」、「项目运用及公共投资」等三项之范围、内容、投资规范等，保险法授权主管机关（金管会保险局）订定管理办法，相关子法包括了「保险业资产评估及逾期放款催收呆账处理办法」、「保险业利害关系人放款管理办法」、「保险业对同一人同一关系人或同一关系企业之放款及其他交易管理办法」、「保险业办理国外投资管理办法」及「保险业资金办理项目运用公共及社会福利事业投资管理办法」等授权子法。

表二：台湾地区监管部门对可投资产类别详细的规定

资产类别	具体的监管规定
------	---------

现金及存款	存放于每一金融机构的金额，不得超过该保险业资 10%，但经主管机关核准者，不在此限。
有价证券	—金融债券、可转让定期存单、银行承兑汇票、金融机构保证商业本票等项目之投资总额不得超过保险业资金 35%； —就经依法核准公开发行之公司股票及经依法核准公开发行之有担保公司债，或经评等机构评定为相当等级以上之公司所发行之公司债，投资总额不得超过保险业资金 35%，并对各投资项目设有进一步的个别投资上限规定。
不动产	投资用投资总额不得超过保险业资金 30%。自用不动产总额不得超过业主权益。
放贷	放款总额不得超过该保险业资金 35%，并对各类放款设有进一步个别投资上限规定。
另类投资的运用、公共及社会福利事业投资	—同一对象之专案运用或公共投资之总额合计不得超过该保险业资金 5%，此外，对同一对象之投资，不得超过被投资对象实收资本额或已发行股份总数 10%； —投资对象为创业投资事业者，不得超过该创投事业实收资本额或已发行股份总数 25%。
境外投资	总额须依保险业办理国外投资管理办法第 15 条调整限额，并就外汇存款、国外有价证券、设立或投资保险相关事业等项目设有个别投资上限规定。
投资保险相关事业	投资总额不得超过该保险业业主权益（投资保险相关事业发行之股票），或该保险业业主权益之 40%（与被投资公司具有控制与从属关系者，其投资总额，最高不得超过该保险业业主权益之 40%）。
衍生品金融商品	—被避险项目部位之总账面价值（被避险项目为已投资部位） —被避险项目之总金额（被避险项目为预期投资部位） —被避险项目之保证成本金额（被避险项目为负债） —5%（增加收益目的，以不超过保险业资金之 5%为限） —保险业从事结构型商品投资之衍生性金融商品交易，该结构型商品应符合相关条件，其投资总额不得超过保险业资金 10%。
与利益关系人从事贷款以外的交易	与所有利益相关人交易余额不得超过保险业主权益 60%

材料来源：本文整理

于此同时，为符合主管机关对保险资金运用的安全性，避免损及保险业之清偿能力，台湾地区保险同业公会亦自行订定多项相关之自律规范，包括「保险业办理国外投资自律规范」、「保险业办理放款其征信、核贷、覆审等作业规范」、「保险业风险管理实务守则」、「保险业资金全权委托投资自律规范」及「保险业资产管理自律规范」等。

2004 年以来，台湾地区保险业因长期低利率环境而使投资收益率落后取得保单成本，故台湾地区监管部门持续透过投资范围的开放，希望通过新金融商品投资、境外投资来提高保险业的投资报酬率，以有效解决经营上所面临之利差损问题。为兼顾保险资金投资的收益和风险，台湾地区监管部门通过修订保险法相

关子法、行政规则、令释或发布行政函释之方式，陆续开放保险业进行新金融商品投资，例如保险业投资资产证券化商品与不动产证券化商品及购买私募有价证券等，并得依照「保险业从事衍生性金融商品交易管理办法」从事衍生性金融商品交易及结构型商品投资，及根据「保险业办理出借国外有价证券业务应注意事项」办理出借国外有价证券业务等。以投资 ETF 为例，台湾地区保险业投资 ETF 受到投资有价证券的总额限制及个别限制，但归类于其他受主管机关核准的有价证券或「保险业办理国外投资管理办法」规定的「国外表彰基金之有价证券」。

2007 年，台湾地区金管会修法，放宽寿险业境外投资上限至 45%。

2009 年，台湾地区当局为缓解当地保险业的财务困境，消除利差损问题，允许保险公司开展 6 年期储蓄业务，由于寿险公司可以提供高于银行存款的利率，一度出现了存款大搬家的现象。

2010 年，为提升保险业资产负债风险管理能力，台湾地区监管部门制定并发文《保险业风险管理实务守则》。作为抑制台北等主要城市房地产价格持续上涨的措施之一，2012 年“金管会”针对保险业投资房地产颁布数条禁令，包含“投资商办大楼，5 年不得移转”、“投资素地应附承租意向书，5 年内需兴建完工，10 年内不得移转”、“自用不动产 5 年内不得移转”、“禁买预售屋”等。同时，考虑到国际金融危机背景下股票市场和房地产市场潜在的风险，为引导保险业审慎投资，2012 年“金管会”还决定修正计算保险业资本充足率（RBC）时股票、房地产等投资项目的价格估计方式，以及调整房地产、公共建设投资项目的风险系数。在此新规定下，当年数家大型保险企业均因资本充足率未达标而遭到限制暂停投资，直至 2013 年资本充足率达标后才被允许重新开展房地产投资。

2012 年，台湾地区监管部门建立“寿险业外汇价格变动准备金机制”，并在 2018 年进行修订，增加准备金提存及冲抵比率。

2014 年为了发展台湾地区的国际板债券市场，金管会再度放宽寿险业投资来台挂牌的国际债券，该类别投资可以不计入境外投资额度。2014 年出台的 latest 措施包括“准许以信托方式取得国外不动产”、“原 SPV 的资金原仅能由母公司增资，现开放可由母公司向外借款投资 SPV”等，以期在减轻本地房地产市场压力的同时增加保险企业投资选择。

2017 年，台湾地区金管会修改了《保险业办理国外投资管理办法》，允许保险业投资国际板债券的“不可赎回年期”从原先的 1-2 年延长到须满 5 年。

2018 年为避免寿险业承受的汇兑风险过大，并鼓励多投资台湾地区，金管会在 2018 年关上了国际板不计入境外投资额度的大门，国际板债券加计国外投资，上限定为 65.25%。

（四）台湾地区保险资金运用监管的新趋势

保险姓保，保险业可投的资金主要来自于民众购买的保单，保险资金运用不但对保险公司自身，也对地区经济和民众生活福祉有着重要影响。面对台湾地区

保险业的沉珂，台湾地区当局和监管部门近年也正在从承保端、投资端和保险公司体质三个层面努力，意图扭转趋势。

为降低高储蓄性质保险商品带来的资金去化压力，台湾地区金管会近期制定了多项措施。第一鼓励保险公司多开发和销售期缴保障型、年金保险及长期照顾保险产品。第二推动“提高国人保险保障方案”和“人身保险商品结构综合评分值”等针对承保端产品设计和核准的监管措施，给予符合监管导向的产品快速核准通过的优先权，以及保险公司缴纳保险安定基金监管比率降低等优惠措施，旨在引导保险公司降低储蓄性质保险产品的开发和销售。

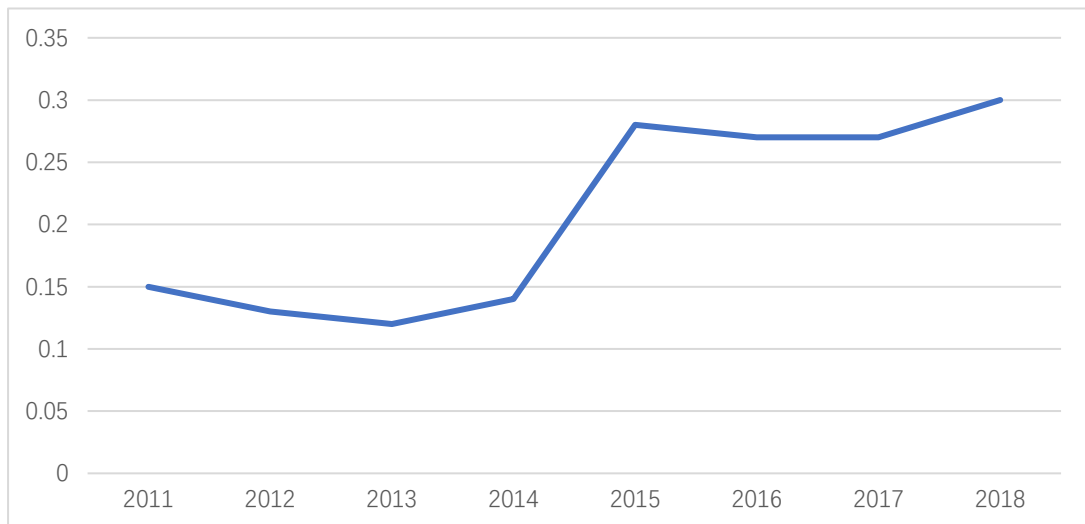
图二十：台湾地区保险商品发展趋势



数据来源：本文整理

为扭转业内境外投资占比过高的问题，台湾地区金融监管部门引导台湾地区保险业加大境内投资的比重，比如新兴产业、养老产业和公共建设事业。2017年，台湾地区“金管会”开放保险资金投资“5+2 产业（绿能科技、亚洲矽谷、生技医药、国防产业、智慧机械、新农业和循环经济）”等新兴产业，并按照投资的贡献度、参与度和成长度给予保险公司一定的监管激励。2018年，台湾地区“金管会”开放保险公署所设立的私募股权基金用于投资公共建设产业，同年台湾地区“金管会”开放保险公司作为银团贷款的参加行，允许放贷给担保机构所担保的且资金用途在“5+2”产业的融资项目。

图二十一：专业运用与公共投资占比趋势



数据来源：台湾保发中心

为强化保险业损失风险承担能力，台湾地区金管会于近期在 RBC 之外，首度将净值占资产比纳入法规标准。要求保险业申请 IPO 上市时，净值比须达到 7%，兴柜挂牌需要达到 6.5%。此外，台湾地区金管会参考国际保险业净值比，订定监管层面的「预警指标」，拟修法增加保险净值比低于 3%或 2%就要求保险公司采取财务改善或限期增资等措施。

四、 对中国大陆保险公司资金运用及监管的借鉴

中国大陆保险监管部门应该以台湾地区为借鉴，防微杜渐，引导保险公司合理设计承保端保险产品，控制保险公司境外投资占比，加强对保险公司资金大类资产配置的风险预警和前置研究工作。

第一，从宏观角度看。低利率环境、台湾本土金融市场容纳量太小以及台湾本土资产管理行业发展滞后等原因的影响下，台湾地区保险商品的理财产品化是导致台湾保险公司拥有过于充沛的保费的核心原因。中国大陆地区经济规模、人口远超台湾地区，金融行业内的商业生态丰富程度也好于台湾地区，但金融监管部门仍应以台湾为鉴，一方面加快发展“直接金融”市场；另一方面继续坚持打破“刚兑”，鼓励投资产品设计净值化，强化机构投资者的投资和风险管理能力，培育强大的资产管理行业。

第二，从承保端角度看。90 年代台湾地区保险业卖出太多 6%~8%的高利率保单，导致例如台湾地区的国泰人寿、新光人寿目前综合资金成本都在 4%以上。除保单成本之外，台湾地区人均保费高于日本、美国，但台湾地区个人寿险产品新契约的平均保额却远低于日本、美国。中国大陆保险业和监管部门应该以此为鉴，回归保险姓保，并限制保险公司出售高成本的保险产品。

第三，从投资端角度看。台湾地区保险资金运用的历史较长，随着台湾地区保费规模的不断扩大以及内部外部环境的影响，台湾地区保险资金的投资方向和配置比例在历史上不同时期也有较大区别。中国大陆保险业和监管部门可以以台湾地区为鉴，提前研究和布局，防微杜渐，引导保险资金运用收益和风险匹配，又

好又快发展。