

热点研究

中国台湾地区寿险公司海外资产过配的风险分析与经验借鉴

过去十年中国台湾地区寿险公司持续通过发行新台币保单并在海外以美元等形式进行投资获利，辖内寿险公司持有外汇规模持续扩张。2025 年 5 月 2 日与 5 月 5 日新台币汇率合计上涨近 10%，新台币升值与货币错配导致寿险公司风险敞口加剧，或将面临极大的资产折价与汇率损失。分析台湾寿险公司此次危机，有助于识别与预防海外资产配置风险，提升海外资产配置的安全性及稳定性。

一、台湾寿险概况：产业高度发达，缺位替代第三支柱

根据台湾财团法人保险事业发展中心数据显示，台湾地区的保险渗透率十余次登顶全球榜首：2018 年台湾地区寿险保费收入 3.51 万亿新台币（约 1219 亿美元），位列全球第 10，保险渗透率高达 19.11%，地区内寿险业高度发达。

（一）台湾地区寿险发展概况

初创期（1945-1985 年）：二战后，台湾地区接收日本残留业务，并于 1947 年成立台湾地区人寿和产险公司，为保护本土企业不准新设保险公司。1962 年颁布《保险法》开放新设限制，国泰人寿、南山人寿等寿险公司相继成立，保险业稳步快速发展。

开放期（1986-2000 年）：1986 年始，台湾地区监管机构放宽限制，允许美国寿险企业进入，保德信人寿、大都会人寿等在台开设分支机构。1994 年全面放开外国保险公司分支机构设立限制。

成熟期（2001-2018 年）：2000 年《金融机构合并法》与《金融控股公司法》颁布，台湾地区银行、保险、证券开始混业经营，14 家金控公司相继成立，2008 年金融危机后国外寿险公司陆续撤离，截止 2025 年 4 月仅余友邦人寿与巴黎人寿。

危机期（2019 年至今）：台湾地区寿险业面临少子老龄化、低利率以及美元汇率波动等风险，增速及收入陷入负增。2025 年 5 月 16 日，受新台币大幅升值等影响，国际信评机构惠誉将 5 家台湾地区上市寿险公司财务评级列入负向观察，危机进一步显现。

（二）一二支柱公平性缺失，商业养老缺位替代

台湾地区第一、第二支柱虽结构健全，但军职、公教人员、劳工、一般居民、农民等各成体系，缺乏统筹规划且公平性严重缺失，无法为民众提供有效完善养老支持。台湾居民因而投资商业养老保险（由人寿保险与年金保险组成）作为个人养老补充，同时由于台湾地区暂无实质第三支柱设计，地方政府受居民养老压力，有意通过税收优惠引导地区居民以商业养老作为第三支柱替代，在增加居民养老保障能力的同时降低财政负

担。台湾人寿保险因而迅速发展壮大，至 2000 年台湾地区人寿险投保率已超 100%，成为台湾地区养老体系中不可或缺的一环。

二、台湾寿险业海外资产过配原因及配置概况

（一）海外资产过配原因

早期强制分红与利损差遗留问题。1978 年台湾地区开始规定寿险强制分红，因官方预计地区长期利率可维持 8%，故将保单分红线定为 8%，既预定利率在 8% 以上保单可不分配保单红利，低于标准的保单应分配红利。由于分红与寿险公司经营情况无关，仅取决于外部利率环境因此被称为强制分红。1992 年台湾地区又增加“死叉分红”且与强制分红分别给付，造成保险公司可能虽未盈利但依然要发放高额红利的窘境。虽然强制分红产品现已停售，但仍遗留海量高利率保单，伴随台湾地区利率持续下行（2009 年起跌破 2%），若依然维持既往地区内定期存款与债券为主的配置方式，寿险公司会因率下降导致资产端收益率下滑、且负债久期远长于资产久期等因素，造成严重利损差。台湾地区寿险公司因而主动寻找优质海外资产投资机会，推高了海外资产配置占比。

区域内经济增长停滞，优质资产匮乏。上世纪九十年代后，台湾地区经济增长放缓，长端利率下行，受制于台湾地区自身经济体量，优质投资标的有限。低利率环境下投资收益率低于预定利率，域内仅台积电、鸿海精密等较为优质资产符合寿险公司投资标准，区域内优质资产匮乏促使寿险公司积极配置海外资产。

寿险公司经营承压，倒逼地区监管管控放松。台湾地区监管机构为避免寿险公司养老资产端持续恶化，无限度放宽境外资产投资限制。2003 年始台湾地区对境外公司债券的信用评级要求放宽，同时寿险公司投资境外资产上限由 5% 提高至 35%。2007 年监管进一步放宽限制，境外投资上限上调至 45%。至 2011 年，由于符合条件的外币保单不再计入海外投资资产总额内，实际导致寿险公司境外投资继续攀升。2018 年起，寿险投资国际板债券也纳入境外投资管理额度，境外投资总额不超过保险资产的 62.5%。根据台湾财团法人保险事业发展中心数据，截止 2023 年末，台湾地区寿险公司海外资产配置比例实际已达 69.63%，相较 1995 年扩大 67.8 个百分点。

（二）台湾地区寿险公司境外资产配置概况

截至 2023 年，台湾地区寿险业外币资产投资规模已达 22 万亿新台币，占寿险业总投资规模约 70%，远高于全球其它寿险市场。尽管发达国家债券市场也面临利率下行等情况，但相较台湾地区利率差依旧具有优势，如欧美 10 年期国债利率长期高于台湾地区政府公债，利差维持约 2 个百分点，是台湾地区寿险公司海外投资的主要标的。根据 2024 年台湾 5 家上市寿险公司公开信息显示，其海外投资策略相似，海外债券占比超 95%，投资方式以债券 ETF 工具为主，方向集中于美债、欧债（德、法、英）与日债，其中美债超 50%；权益类投资占比约占 5%，主要通过股票 ETF 投资于欧美、日本股市，其中美股占比约 50%，台湾地区寿险资产与美元资产已深度绑定。

三、台湾寿险海外资产过配风险分析

台湾寿险公司持有约 7000 亿美元海外资产，其中约 2000 亿美元未作有效对冲，形成显著的货币错配风险。此类风险不仅源于汇率波动，还与资产流动性、信用质量及政策环境等因素相关：

（一）汇率风险：资产负债表错配与对冲成本高企

货币错配的放大效应：寿险公司负债端为新台币保单，资产端却以美元计价资产为主。新台币升值将直接导致美元资产换算为新台币时价值缩水。若新台币对美元升值 5%，未对冲的 2000 亿美元资产将产生约 100 亿美元的汇兑损失，相当于台湾地区寿险业 2023 年净利润的 3 倍以上。

对冲成本侵蚀收益：当前对冲工具（如货币掉期、NDF）成本约占投资收益率的 1%-1.5%。以 2023 年台湾寿险业海外投资收益率约 3.5% 计算，对冲成本吞噬约 30% 收益。若美元长期走弱，对冲需求将进一步增加，持续压缩利差空间，威胁行业盈利空间。

（二）市场流动性风险：资产变现能力不足

美债集中度过高：台湾寿险公司海外债券投资中超 50% 集中于美债，且多为长期限品种。若市场出现流动性危机（如 2020 年疫情初期美债抛售潮），集中抛售可能导致资产价格大幅下跌。2023 年台湾财团法人保险事业发展中心与台湾地区金融监督管理委员会公布数据显示，台湾寿险公司持有的美债久期平均为 12 年，远超负债端的 7-8 年，久期错配提升流动性风险。

衍生品市场依赖：对冲工具（如 NDF 等）依赖国际衍生品市场流动性。一旦全球金融市场动荡，对冲工具流动性枯竭，可能引发对冲失效，放大汇率波动冲击。

（三）信用风险：美债利率上行与主权评级波动

美债利率倒挂风险：2024 年以来，美国长短期国债利率多次倒挂，反映市场对经济衰退的预期。若美联储为抑制通胀持续加息，美债价格下跌将直接导致寿险公司资本损失。以 10 年期美债收益率上升 1% 为例，台湾寿险业持有的约 3500 亿美债将面临约 350 亿美元的账面亏损。

主权评级潜在下调：惠誉 2023 年已将美国主权评级展望调整为负面，今年 5 月穆迪将美国信用下调至 Aa1，若美债信用评级继续下调，持有美债的资本充足率要求可能被动上升，迫使寿险公司减持资产或补充资本，加剧市场波动。

四、台湾寿险海外资产过配的经验借鉴

（一）优化资产负债久期匹配，强化风险管理能力

资产配置涉外机构应建立合理的资产负债久期匹配模型，根据负债端的现金流需求，动态调整海外资产久期，避免过度拉长资产久期导致的流动性缺口。同时，定期测算利率上升、汇率波动等情景下的久期缺口，提前预防风险；研究建立通过衍生品（如利率互换）或资产置换缩短资产久期的风险预案，降低错配风险。

（二）推动非美资产配置，创新避险工具应用

在美元资产外，可更多关注欧元、日元计价的**投资级债券**等非美资产配置机会，分散汇率风险；适度关注其他新兴经济体配置机会，利用区域经济高增长对冲发达市场利率波动。同时，探索研究 proxy 对冲、外汇期权组合等低成本对冲工具，替代高成本的货币掉期。

（三）精细化监管政策，构建风险防控闭环

监管机构可研究更加细化的管控政策，如通过企业资本充足率、汇率波动率等指标，动态限定企业境外投资比例上限，对超限机构提出限期内对冲或补充资本等要求。同时，推进加强与主要投资市场的监管协作，推进建立实时获取企业所持海外资产信用评级、流动性等风险指标的有效机制，提前预警风险。

执笔人：刘雪松

免责声明

本文章仅代表作者个人意见，不代表中诚信托有限责任公司（以下简称“中诚信托”或“本公司”）官方立场。其中引述信息来源于公开资料，中诚信托对本文章信息的准确性、可靠性、完整性、时效性不作任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本文章所表述的任何观点或提供的任何信息均不构成对任何人的投资建议，对依据或者使用本文章表述观点和信息所造成的任何后果，中诚信托及/或其关联机构、关联人员均不承担任何形式的责任。