

# sigma

---

## 新兴市场： 希望与挑战并存

- 01 摘要
- 02 前言
- 03 增长放缓，但依然强劲
- 06 五大宏观经济挑战
- 20 对保险业的影响
- 27 保险业增长的驱动因素
- 34 结论

# 摘要

未来10年，随着经济重心继续从西方转移至东方，新兴市场将为全球经济提供增长动力。

新兴市场的总体增速将超越发达经济体...

...即使面临周期性和结构性不利因素。

新兴市场的保险业前景依然乐观。

未来10年，亚洲新兴市场将引领新兴市场保费增长。

未来10年，新兴市场将依然是全球经济增长引擎；因此，我们预期经济重心将继续从西方转向东方。我们预期，10年后，新兴经济体对全球增长的总贡献率将达到60%。七大新兴市场对全球增长的贡献率将高达42%，其中仅中国的贡献率就达到27%。近年来，随着经济趋于成熟且受外部周期性因素影响，新兴市场增长放缓。因此，我们预期增长质量而非增长速度将成为新兴市场之间的分化因素。

尽管增长有所放缓，但新兴市场的总体前景依然良好，尤其是相对于发达市场而言。未来5年，新兴市场与发达市场之间的预期增长率差异预计约为3.5%。<sup>1</sup> 新兴经济体目前面临的不利因素包括：诸多发达市场增长放缓；许多主要市场的货币政策趋于正常化，即从量化宽松逐渐过渡到紧缩；贸易相关的不确定性和金融波动性使增长前景更不明朗。因此，我们认为新兴市场将采取更积极主动的宏观经济政策以应对各项挑战。

近年来，周期性宏观经济状况(如金融波动和贸易摩擦)广受关注，掩盖了一些逐步显现的结构性挑战。后者包括一些主要市场人口快速老龄化，生产力增长陷入停滞。新兴市场之间存在显著差异，上述某些挑战对部分经济体的影响可能大于对其他经济体的影响。我们认为，只有各国积极采取审慎的财政政策、推动经济自由化、贸易多样化，并制定旨在提升生产力的改革措施，才能做好充分准备，应对上述结构性和周期性不利因素。

即使周期性和结构性因素使总体宏观经济增长预期承压，新兴经济体保险市场的发展前景依然良好。新兴市场占全球保费的份额低于其经济产出所占的份额，表明保险需求更具增长潜力。目前，许多主要新兴市场(如中国、墨西哥、巴西、俄罗斯和土耳其)人均GDP水平相应的保险需求弹性高于发达市场。因此，在2008-09年金融危机过后的经济放缓期间，保险需求获得支撑，并有望在未来数年继续增长。此外，若干行业特定因素将促进新兴市场保险业增长，尤其是推行监管方面的最佳实践、改善市场进入便利度及较早采纳新科技。持续的城市化和扩大普惠金融的努力将进一步支持保险业发展。

我们预计，未来10年，新兴市场占全球市场保费的份额将增长50%左右。我们的预测数据显示，亚洲新兴市场将引领保费增长，未来两年的年均增速将是全球平均水平的三倍；15年后，中国将成为最大的保险市场。就新兴市场整体而言，我们预计非寿险行业将维持近年来的稳健表现，实际增长率在8%左右，而寿险业在经历几年的困境后，增长率将回升至9%左右。相比之下，发达市场的行业增长率分别为2%和1%。考虑到新兴市场的人均GDP水平，我们预计就中期而言，巴西、中国、墨西哥、俄罗斯和土耳其等国将引领保费增长。新兴市场面临的挑战各不相同。因此，根据险种和地域的情况有针对性的分析尤为重要。有远见的保险公司将最大程度受益于新兴市场提供的增长机会。

<sup>1</sup> 根据国际货币基金会的“世界经济展望数据库”，2018年10月

# 前言

新兴市场正趋于成熟，越来越难以实现快速增长。

*sigma*始终致力于分析新兴市场发展趋势。

近年来，周期性变化成为主要关注主题，掩盖了经济的结构脆弱性。

尽管宏观经济不利，新兴市场保险市场展望依然良好。

人们对新兴市场未来经济的展望“历来”充满乐观。<sup>2</sup> 鉴于新兴市场的结构化具有比较优势(特别是人口结构和生产力)，人们预期新兴市场的人均收入增速快于发达市场，并最终将趋同。但近来，这些结构性优势逐渐消退，贸易不确定性和金融波动等不利的周期性全球动态使新兴市场更难以实现快速增长。因此，人们需要重新评估新兴市场日益趋缓的长期前景，并了解其对保险业的影响。

*sigma*在1982年首次出版新兴市场专刊。<sup>3</sup> 冷战结束后，随着新兴市场地位的提高及全球化程度上升，我们的研究也愈发关注新兴市场。从2000年起，*sigma*开始定期出版专刊，探讨新兴市场的发展趋势，本期报告是第19期以新兴市场为主题的刊物。如今，全球经济存在不确定性，新兴市场面临各种挑战。然而我们认为，新兴市场仍将是全球保险业的主要增长来源。因此，我们致力于分析新兴市场发展趋势，并相信这将对行业具有重要意义。

目前，影响新兴市场的不利因素同时涉及周期性和结构性挑战。过去10年，周期性因素占主导，其中包括发达市场危机的蔓延、不断变化的货币和金融条件、大宗商品价格暴跌及较近期的贸易保护主义抬头。人们十分关注周期性挑战，这在一定程度上掩盖了某些基本的结构脆弱性，比如人口红利减少和生产力增长停滞。人们应更好地理解上述问题，因为最终来讲，公司和政策制定者都必须采取不同的策略，才能应对这些挑战。

尽管当前宏观经济面临困境，新兴市场依然处于有利的经济地位，相对于发达市场而言更是如此。此外，科技应用、城市化和推动普惠金融等因素有利于新兴市场保险业的发展，并将支持未来几年的可持续增长。新兴市场之间存在差异，所以应该采取因地制宜的做法。更坚定地致力于实施长期规划的市场最终将脱颖而出，其经济韧性将更强，保险市场增长也更快。因此我们认为，当前的宏观经济挑战固然带来了诸多风险，但也为保险公司创造了发展机遇。

<sup>2</sup> 本期*sigma*对于“发达”或“新兴”经济体的归类总体参照国际货币基金组织(IMF)的惯例。发达经济体包括美国、加拿大、西欧(不包括土耳其)、以色列、大洋洲、日本和亚洲其他发达经济体(中国香港、新加坡、韩国和中国台湾)。所有其他国家归入“新兴”经济体，并基本对应IMF的“新兴和发展中”经济体。

<sup>3</sup> 《新市场和发展中市场的问题》，瑞士再保险，1982年。

# 增长放缓，但依然强劲

近年来，新兴市场经济增长放缓。

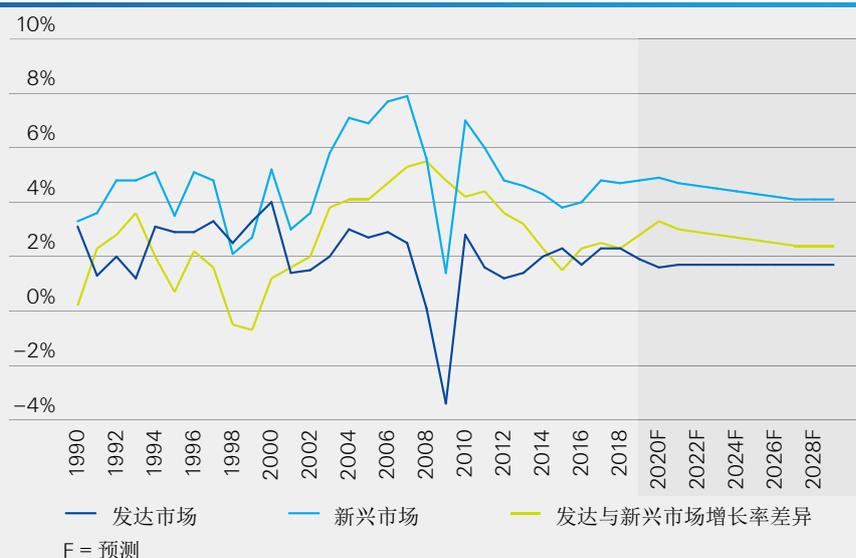
1990年后出现过三个不同的增长时期。

1990年代初以来，新兴市场已成为全球经济的重要增长引擎。得益于亚洲发展中国家强劲表现(中国最为突出，也包括印度)，新兴市场占全球产出的份额稳步上升。这些市场的人口年龄结构、人口规模和较低的收入水平推动其快速增长。但是，随着新兴市场逐渐走向生产价值链的中上游，加上外部环境日益复杂，快速增长难以持续。

图1显示新兴市场的三个不同增长时期，以及10年期预测：

1. 1990-2002年：实际GDP平均增长率为4.0%，高于发达市场2.5%的水平，得益于年轻的劳动人口结构；另外，新兴市场处于信息技术(IT)革命和全球化的早期阶段；
2. 2003-2012年：在中国需求的驱动下，尽管2007-09年期间爆发全球金融危机，大宗商品主导的经济增长促使实际平均增长率依然达到6.0%；
3. 2013-2018年：发达市场在金融危机后复苏乏力，大宗商品供应端扰动导致整体新兴市场经济增长放缓，GDP实际平均增长率降至4.4%。

图 1：  
实际GDP同比增长率



资料来源：瑞再研究院

新兴市场近期增长放缓是周期性因素的结果，但同时也面临结构性挑战。

金融危机过后，发达市场复苏迟缓，引发人们对实际衰退深度的争论。很多研究显示周期性和结构性因素同时存在，<sup>4</sup>并再次提出“长期停滞”的观点，以指增长乏力，利率低迷的经济状态。<sup>5</sup>发达市场增长放缓(2009-2010)蔓延至其它市场，大宗商品价格突然进入下行周期(2014-2016)后，新兴市场目前正面临同样的关键时刻。我们认为，近期新兴市场增长放缓属于周期性放缓，但结构性问题也将产生较长期的影响(参见下一部分)。

<sup>4</sup> 《经济信函：结构性和周期性经济因素》，旧金山联邦储备银行(FRBSF)，2012年6月 <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2012/june/structural-cyclical-economic-factors/>

<sup>5</sup> 《长期停滞：事实、原因和对策》，经济政策研究中心(CEPR)，2014年。

## 增长放缓，但依然强劲

新兴市场的预期经济增速依然高于发达市场。

我们预期，新兴市场将由注重增速转变为关注质量…

早在“2014年世界经济展望”(WEO)中，国际货币基金组织(IMF)便已开始下调新兴市场未来5年的实际GDP预测增长率，并指出“一些阻碍似乎与结构性因素相关，因此持续时间可能更久”。<sup>6</sup> 全球金融危机过后的几年中，WEO对新兴市场未来5年的预期增长率为6.5-7.0%左右，但目前更接近5.0%。危机发生前，新兴市场与发达市场未来5年的预期增长率差异为4.5%，而目前已缩小至3.5%。<sup>7</sup> 较长期展望(5年以上)的预期变化则体现了结构性影响，而短期展望(1-2年)的变更通常与周期性因素相关。但是，新兴市场的预期增长率仍显著高于发达市场。WEO预测，后者未来5年的增长率仅为1.5%。

市场不断成熟的过程表明(根据经济收敛假说)，随着发展中国家的收入水平逐渐接近发达市场，增速将自然而然地放缓。从积极方面来看，在增长率放缓的同时，经济表现更趋于稳定，如增长波动性降低(参见图2)，即为从注重增速转为注重质量。中国便是一个突出的例子。目前，中国正从投资驱动的增长模式转型为消费和服务驱动的模式。中国经济正从初级资源生产国转型为第二和第三产业的生产国(参见中国和五大宏观经济挑战)。

图 2：  
新兴市场10年期移动平均GDP  
增长率(百分比)



资料来源：瑞再研究院

…这也将继续推动全球增长。

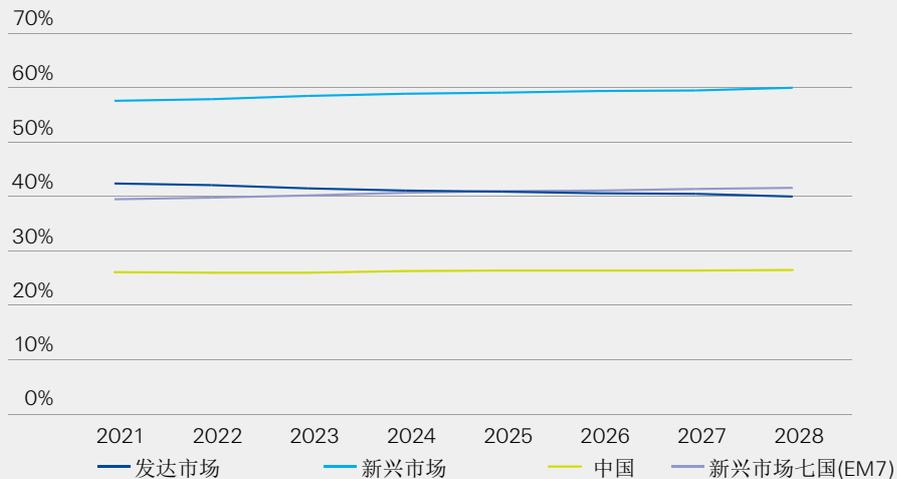
尽管目前新兴市场的长期展望较为低迷，但依然是全球增长的引擎。我们的最新预测表明，2028年新兴市场对全球经济增长的贡献率将达到60%(参见图3)。<sup>7</sup> 新兴市场七国(EM7)<sup>8</sup> 的贡献率预计将达到42%，仅中国的增长贡献率便达到27%左右。我们预期，经济重心将继续从西方转向东方，亚洲新兴市场的重要性将日益显著。

<sup>6</sup> 《世界经济展望：遗留问题、阴云和不确定性》，IMF，2014年10月

<sup>7</sup> 《世界经济展望数据库》，IMF，2018年10月

<sup>8</sup> 新兴市场包括中国、印度、巴西、俄罗斯、墨西哥、印度尼西亚和土耳其。来自：“主要新兴市场的溢出效应有多重要？”，《政策研究工作报告》，世界银行集团，2017年6月

图3：  
对全球经济增长的贡献率



资料来源：瑞再研究院

由于新兴市场各不相同，我们建议采取因地制宜的做法。

各界对“新兴市场”并没有统一的衡量标准，其发展程度迥异，无法按地域或收入水平进行划分。<sup>9</sup> 由于资本市场基础设施和市场进入条件的改善，某些分类法最近将一些国家重新划分为“发达”国家，如波兰<sup>10</sup> 和阿根廷<sup>11</sup>，而有些国家被视为“前沿市场”<sup>12</sup>，这些通常是增长较快，但波动较大的市场。由于自然资源和贸易伙伴相似，地区内部可能存在一定程度的同步性，但财政和货币政策差异及利差和外汇变动会导致这些国家的经济周期呈现显著分化。特定市场的前景日益受特异性因素和经济韧性程度的影响，所以我们建议采取因地制宜的做法。

<sup>9</sup> Z. Zang 和 Y. Gao, 《新兴市场的异质性：群组 and 分类分析的洞见》，IMF 工作报告 WP/15/155, 2015 年

<sup>10</sup> 《波兰：成为发达国家的历程》，FTSE Russell, 2018 年

<sup>11</sup> 《MSCI 市场分类框架》，MSCI, 2018 年 6 月

<sup>12</sup> 参见 sigma 2016 年第 2 期《承保前沿市场》(瑞士再保险)，了解该议题的详细讨论。

# 五大宏观经济挑战

各种宏观经济挑战的性质不同，企业和政府的应对策略也将各异。

评估某一项挑战是暂时还是永久性转变，有助于评判风险和机遇的出现。

我们指出了影响新兴市场宏观经济展望的五大挑战。

企业和政府可能面临周期性或结构性挑战。因此，它们的应对方式也各不相同。公司可能选择耐心应对周期性挑战。但是，如果市场中出现结构性挑战，公司也可能采取多样化策略。面对周期性挑战，政府可能运用货币和/或财政政策以刺激经济。如果政府能够确定是较深的结构性因素，周期调整政策力度不够，它们可能选择更深入的改革措施。公司必须重新考虑市场的预期表现是否符合自身的经营战略，而政策制定者必须重新评估现有的经济政策，以确保政策具备韧性和可持续性。

结构性经济因素变化缓慢，较容易预测，而周期性因素可能会快速发展，导致2018年那样的市场动荡。有时候，距离遥远地区的政治动态或重要贸易伙伴作出意外决定，都会产生影响。一般来讲，导致失业率或产出等指标暂时扰动的因素为周期性因素，而持续时间长久，并改变工作人口性质或生产力的因素为结构性因素。评定挑战是暂时还是永久，可帮助业内人士识别何处可能显现风险和机会，使得他们能更准确地判定当前的市场扭曲状况。

我们确定了当前影响新兴市场展望的五大挑战。由于每个市场都具有独特性，并非所有挑战都同样适用于每个国家。各项挑战的短期、中期和长期影响及其根源(境内还是境外)不尽相同。有些挑战不一定相互排斥，而是兼具周期性和结构性因素。

**表 1:**  
新兴市场七国(EM7)面临的宏观经济挑战评分

挑战	性质	中国	巴西	印度	俄罗斯	墨西哥	土耳其	印度尼西亚
人口老龄化	结构性	●	●	●	●	●	●	●
贸易存度	周期性/结构性	●	●	●	●	●	●	●
金融波动性	周期性	●	●	●	●	●	●	●
生产力增长	结构性	●	●	●	●	●	●	●
高负债	周期性/结构性	●	●	●	●	●	●	●

- = 当前状况对增长前景构成阻碍，需要采取行动
- = 当前状况并不严峻，但积极主动的宏观政策将有所裨益
- = 当前状况并不对增长构成阻碍

资料来源：瑞再研究院

人口老龄化是全球性问题，如今也影响着新兴市场。

## 1. 人口老龄化

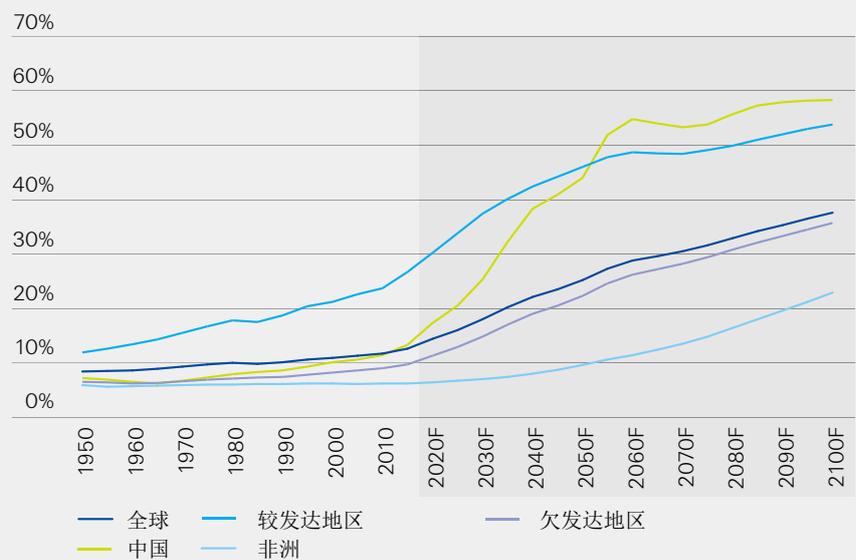
人口老龄化成为大多数市场面临的日益严峻问题。生育率下降和预期寿命上升正导致劳动力市场人口减少和抚养率上升。<sup>13</sup> 长期以来，人们认为劳动力人口老龄化只是发达市场的问题，但当前的人口预测表明，新兴市场的老龄化即将加速(图4)。

<sup>13</sup> 定义为0-14岁和65岁以上人口总数占15-64岁人口的比例。

一些新兴市场的人口变化将比过去发达市场的改变趋势更加迅猛。

一些主要新兴市场的人口变化预计将比发达市场更加迅猛。例如，未来几十年，中国和泰国的人口老龄化速度将比欧洲和北美过去老龄化速度要快得多。<sup>14</sup> 这两个市场都在发展中变得更加富裕，但面临人口红利枯竭的风险。相应的公共政策调整将起到关键作用。鉴于中国已制定了长期规划。因此，中国可能比欧洲国家更易延长退休年龄。虽然中国已经取消了独生子女政策，但仍难以扭转当前人口老龄化态势的继续发展。到2055年，中国的老龄抚养率<sup>15</sup> 预期将达到50%，使社会面临重大挑战。非洲的人口仍会相当年轻，非洲市场将继续受益于不断增长的适龄劳动力人口。

图 4：  
老龄抚养率



资料来源：《世界人口展望：2017年修订版》，联合国经济和社会事务部人口司，2017年

老龄化主要通过影响劳动力供给从而影响经济产出。

#### 对经济的影响

人口老龄化会影响劳动力的供给状况。经济体的产出基本取决于劳动力投入(15-64岁人口)和劳动生产力水平。劳动力人口将导致减少产出下降。老龄化还会严重影响个人的储蓄和消费行为以及投资水平。个人的大部分储蓄来自于其工作期间的收入。这些储蓄为经济提供了稳定的可供投资的资本。工作者的储蓄和养老金缴费投资于资本市场，从而刺激实体经济，产生收益。因此，如果较大比例的人口处于工作年龄且进行储蓄，这不仅会产生更多产出，而且丰富的劳动力和资本供应也有助于遏制工资、通胀率和利率上升。

<sup>14</sup> 《2018年亚太地区养老金一览》，经合组织，2008年，[https://doi.org/10.1787/pension\\_asia-2018-en](https://doi.org/10.1787/pension_asia-2018-en)

<sup>15</sup> 定义为65岁以上人口与15-64岁人口的比率。

## 五大宏观经济挑战

解决人口结构性问题的政策措施难以落实。

某些新兴市场已经对贸易产生依赖。

贸易条件恶化严重拖累大宗商品出口国的发展。

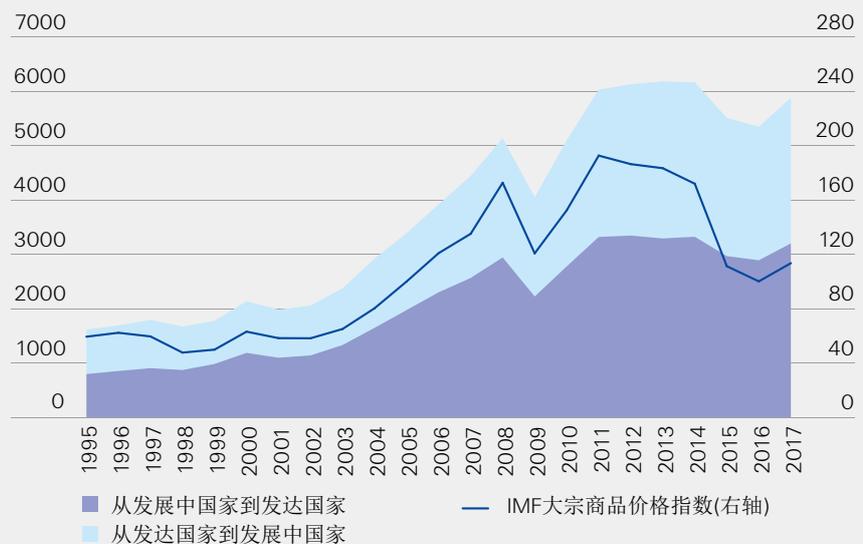
人口老龄化会产生结构性宏观经济影响，仅凭货币和财政政策难以解决人口结构性问题。政府的医疗和养老金开支持续增加，将给公共财政造成压力，并挤压原本可用于其他项目，例如基础设施和教育的支出。政府可能不得不要采取措施对冲对经济的影响，而这些措施可能会涉及退休年龄、长期医疗、生育率、移民和储蓄动机等方面。由于关乎政治影响，政府往往难以落实此类措施。<sup>16</sup>

### 2. 贸易依存度

新兴市场摒弃进口替代的工业化模式后，<sup>17</sup> 全球化成为结构性经济增长的主要驱动因素之一。商品和服务贸易增长产生技术和知识溢出，并导致外商直接投资(FDI)增加及更激烈的竞争。所有这些因素都有助于新兴市场实现更高的就业和收入水平，加速发展。然而，开放度提升也会造成某些市场过于依赖贸易，使其更易受外部变化引发的大宗商品价格波动的影响。

供求关系的短暂冲击通常体现为大宗商品的价格波动，反映出贸易的周期性特征。例如，2014年至2016年大宗商品价格的剧烈回调让商品出口国大幅受挫。贸易状况的这种周期性恶化(原因包括对中国经济硬着陆的担忧，以及政治因素导致的石油产出中断)影响到收入、就业、公共财政、金融市场稳定性、FDI和总产出。

图 5：  
贸易总量(10亿美元)和大宗商品价格



资料来源：联合国贸易和发展会议、瑞再研究院

<sup>16</sup> W. Kielholz, “Demographie und Zukunftsfähigkeit - Politische und ökonomische Herausforderungen einer alternden Gesellschaft”, NZZLibero, 2017年

<sup>17</sup> 国内生产优先于境外进口的经济模式

全球金融危机之后，全球贸易增长放缓。

我们预期全球贸易增长率将保持在接近当前水平的状态。

另一方面，全球金融危机之后贸易增长放缓，则很好体现了贸易的结构性因素特征。尽管危机过后贸易额小幅回升，但全球贸易增速(与全球实际GDP增速的比例约为1:1)低于危机前的水平(比例为2:1)。中低收入国家总体贸易额占GDP比例从1990年的35%上升至2017年的48%，而2007年曾高达61.5%的峰值。贸易前景背后隐藏着结构性和周期性因素；我们难以确定二者的相对重要程度，但贸易增速放缓与新兴市场的经济增长密切相关。<sup>18</sup>

虽然2016年后大宗商品出口国的商品价格回升，但绝不能排除未来国际价格波动的可能性。另外，瑞再研究院预期全球贸易增长率将保持在接近当前的水平，难以回到GDP增速的两倍水平。<sup>19</sup>

图6：  
贸易(进出口)占GDP的比例



资料来源：世界银行、瑞再研究院

保护主义势头正在提升。新兴市场面临全球化逆转的风险。

### 民族主义经济政策兴起

我们认为，近来民族主义经济政策的兴起对全球化状况构成严重威胁。中美贸易冲突更是加剧了“有害”措施(大多为非关税壁垒)增多的趋势。2009年后，“全球贸易预警组织”一直在记录上述趋势。<sup>20</sup> 由于许多新兴市场依然是大宗商品出口国或中间商品生产国(图6)，全球化放缓(或逆转)将会对它们产生负面影响。然而，某些领域取得了令人欣喜的进展。拉丁美洲正在呼吁自由贸易，以期弥补可能损失的对美贸易。在亚洲，跨太平洋伙伴全面进步协定(CPTTP)在中美未加入的情况下，于2019年1月生效；欧盟已提议对汽车零部件实行零关税，以应对美国提高关税的威胁。然而，双边/地区性贸易协定增多，恰好说明全球亟需解决全球贸易体系的治理问题。这表明，世界贸易组织(世贸组织)未能与全球经济发展同步。

<sup>18</sup> 参见sigma 4/2015年第4期“2014年度世界保险业”，瑞士再保险

<sup>19</sup> 同上。

<sup>20</sup> 参见全球动态数据，来自“全球贸易预警组织”，[https://www.globaltradealert.org/global\\_dynamics/day-to\\_1101/flow\\_all](https://www.globaltradealert.org/global_dynamics/day-to_1101/flow_all)

## 五大宏观经济挑战

多样化有助于应对贸易相关的冲突。

金融市场纵深发展有利于增长，但同时也会增加受全球金融波动影响的风险。

发达市场的货币政策将继续影响新兴市场。

墨西哥与美国经济的关联性是突出的例子之一。

如果对市场不利的政治形态成为主流，并爆发全面贸易战，将会产生不可估量的地缘政治后果。<sup>21</sup> 促进贸易伙伴和贸易产品多样化的政策是应对近期政治不确定性，避免受冲突过度影响的途径之一。

### 3. 金融波动性

长远来看，深化金融业发展，更多地融入全球金融体系有助于新兴经济体的发展，如有助于引导储蓄流入实体经济，通过改善风险配置降低资本成本，提高利用境外资本的便利度。我们还认为，金融自由化有利于新兴市场，尽管这意味着本地市场将更易受到全球金融市场变化引发短期宏观经济波动。<sup>22</sup> 归根结底，即使外部冲击可能造成严重金融危机，这通常也是政策管理不当所致。

发达市场的央行政策继续对全球金融状况产生重大影响。新兴市场的央行往往被动地调整货币政策，以应对境外决策的影响。例如在2018年，美国的宽松财政政策及美联储收紧货币政策导致美元升值。新兴市场资产的需求随之下降，从而对新兴市场的货币和利率产生重大影响。新兴市场央行不得不收紧政策，以避免消费价格受到次生影响，使经济承压。

这方面的突出例子是墨西哥与美国经济和金融的关联度。这两个国家的经济周期高度同步。因此，当2015年美国央行于全球金融危机后首次上调政策利率，墨西哥央行两天后跟进加息，以确保墨西哥金融市场的有序调整 - 尽管成效有限(图7)。很多亚洲新兴经济体(如印度尼西亚和菲律宾)的政策制定者通过加息，相当成功地维护了本国货币币值。

图 7：  
央行政策利率(左轴)、实际GDP增长率(右轴)，百分比



资料来源：国际清算银行、瑞再研究院

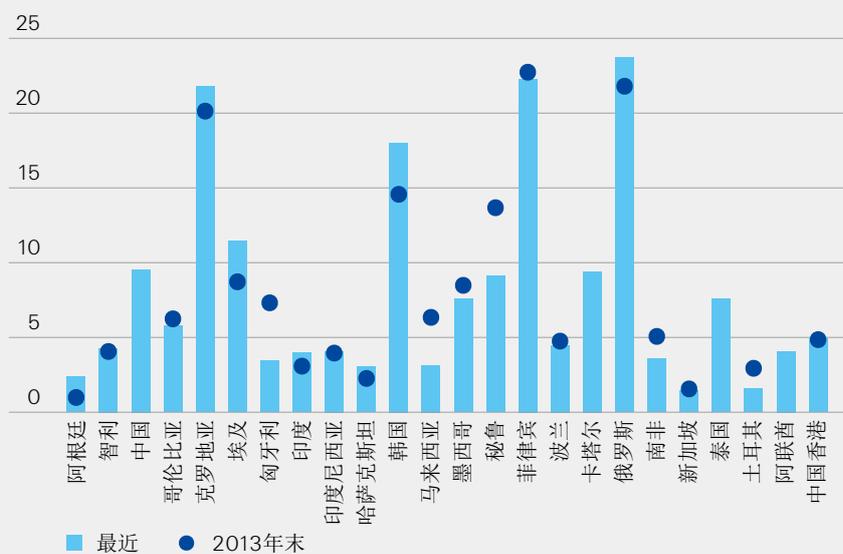
<sup>21</sup> 参见 sigma 2018年第5期《全球保险展望2020》(瑞再研究院)详细了解我们对贸易战的情景假设，以及各种假设情景对保险业的影响。

<sup>22</sup> 《经济论坛文稿：金融全球化是否对发展中国家不利？》，国际货币基金组织，2003年

随着融资条件趋紧，外部融资实力较弱的新兴市场显著承压。

2019年，全球量化宽松的利率环境将会逐渐趋紧，新兴市场的融资条件也会跟随发达经济体而有所收紧。这不禁使人担忧新兴市场能否经受资本流动的变化。对此而言，2018年似乎是全球融资条件的转折点。阿根廷和土耳其经历了严重的金融动荡。相比外部融资头寸，这两个国家的外汇储备过低(参见图8)。土耳其与美国的政治分歧也是令局面恶化的因素。历史经验显示，当发生与土耳其里拉贬值模式相似的名义货币贬值时(1995年后发生过9次此类情况)，实际GDP会在贬值的当年大幅下降，随后又快速回升。由于进口减少，出口增加，经常账户从严重逆差变为顺差。<sup>23</sup> 新兴市场的脆弱性各不相同：表现较好的国家往往采取浮动汇率制度，通胀率管理得当，外汇储备较稳健，外债期限较长，并且经常账户逆差和财政赤字较为健康。

图 8：  
外汇储备与短期债务的比率



资料来源：短期债务来自 JEDH WB/BIS/IMF/经合组织；外汇储备来自 Datastream/IMF、瑞再研究院

我们预计金融波动性将持续。更发达的金融体系和宏观审慎框架将有助于应对这一挑战。

瑞再研究院预计，新兴市场将继续受金融市场波动影响，但不太可能发生严重的系统性新兴市场危机。然而，我们认为投资者将继续偏好于基本面更稳健的市场。金融体系较发达的国家可防范金融波动转化成宏观经济波动。事实证明，在面临重大外部冲击时，较深化的金融体系可起到缓解冲击的作用。<sup>24</sup> 各国正在建立宏观审慎框架，并进一步强化上述框架，以防范金融波动导致的危机。<sup>25</sup>

<sup>23</sup> 《全球宏观观点 - 大幅贬值》，国际金融学会，2018年8月

<sup>24</sup> 《反思金融与宏观经济波动之间的联系》，IMF工作报告，2013年

<sup>25</sup> “推进宏观审慎框架”，《年度经济报告：促进全球货币和金融稳定》，BIS，2018年6月

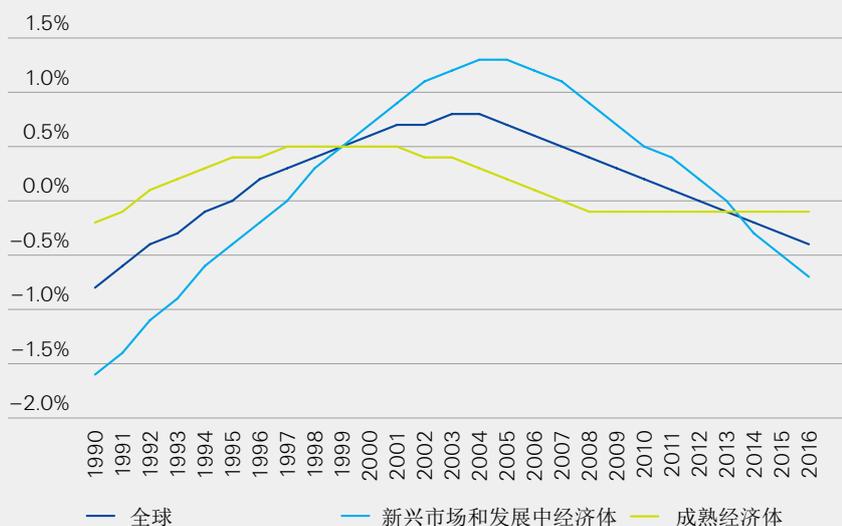
## 五大宏观经济挑战

全球经济的生产力增长正在放缓，新兴市场尤甚。

### 4. 生产力增长放缓

基于增长计算框架的数据显示，近年来全球经济一直在经历全要素生产力增长放缓(图9)。该趋势主要可归因为新兴市场经济增长趋势以及2014-2016年期间大宗商品增长放缓。<sup>26</sup> 该期间，就业水平保持相对稳定，但产出下降。这亦凸显出新兴市场生产力增长与大宗商品价格之间的关系。2017年的一项研究发现，上述关系在短期内的表现比长期更为明显；当大宗商品价格下跌10%，出口大宗商品的经济体的全要素生产力增长率预期平均下降0.7至1.0个百分点。研究结论还认为，大宗商品价格只能部分解释近期生产力下降的原因。因此，必须重新评估产生作用的其他结构性因素。<sup>27</sup>

图 9：  
全要素生产力增长趋势



注：通过Hodrick-Prescott筛选(A为100)得出趋势

资料来源：咨商局总体经济数据库(调整版)，2018年3月

从投资驱动的增长模式转变为国内消费主导的模式，意味着必须改变低生产力增长框架。

传统的基础设施投资可能有助于提升生产力水平 - 但创新和技术应用将是促进生产力增长的关键驱动因素。

1990年代和2000年代初期，新兴市场获益于经济追赶阶段，期间，全球化、技术应用及社会经济变革的进步为生产力增长提供了动力，从中释放的资源用于促进其他领域的增长。然而近年来，许多新兴市场(最明显的是中国)的经济正从投资驱动的模式转为国内消费驱动的模式。该变化必然导致生产力下降，因为服务业实现生产力提升较为缓慢。

由于增长潜力预期下降，创新和技术应用(向信息资产转型)将成为全球经济转型的当务之急。许多新兴市场还有望通过传统的基础设施投资提振生产力，比如道路、港口和公用事业。<sup>28</sup> 如果本期 *sigma* 中讨论的其他挑战，新兴市场政府解决现有基础设施缺口时可能面临更高的借贷成本。公商合作可能有助于减轻负担。因此，国内政府将扮演重要角色。

<sup>26</sup> 《亚洲透视 - 全球生产力增长放缓，新兴市场最明显》，咨商局，2016年

<sup>27</sup> 《新兴经济体的全要素生产力增长和大宗商品价格》，西班牙银行，2017年

<sup>28</sup> *sigma* 2018年第2期，《构建未来：工程险的近期发展》，瑞再研究院

如果政府采取利好营商的政策，鼓励私人部门参与，比如强化投资者权利，降低私人部门的投资限制，则更有助于缩小基础设施缺口。<sup>29</sup>

### 5. 高负债水平

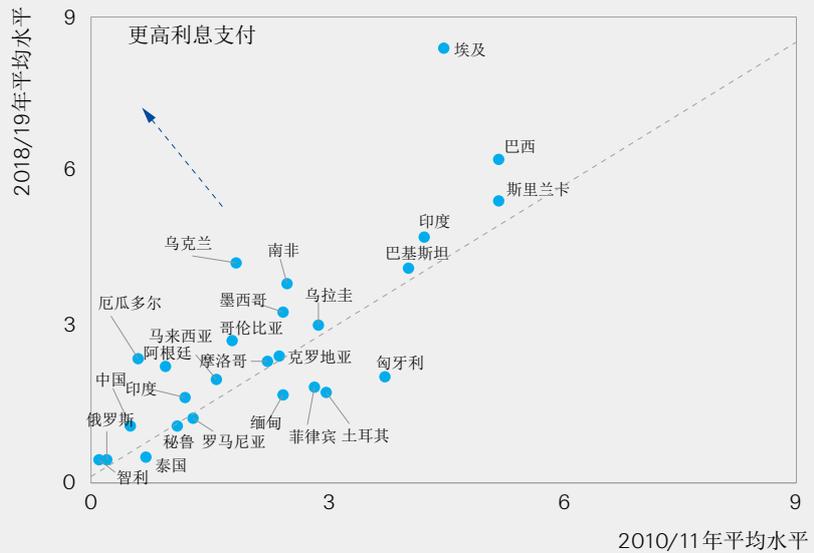
依靠债务推动增长(无论是本币还是外币债务)充其量只应用作短期刺激手段，应辅之以结构性改革，以确保债务发行的可持续性。我们认为，债务驱动的增长模式是危险之举。过去，许多新兴市场难以应对其后果，因为举债后经济再实施财政紧缩会面临政治挑战。研究表明，公共债务的发展路径和水平都会对经济增长产生影响；更高的债务水平也会加剧产出波动。<sup>30</sup>

依靠债务的刺激措施能够支持增长，但应辅之以结构性改革，才能确保可持续增长。

发达市场的超低利率降低了新兴市场的借贷成本。

全球金融危机过后，发达经济体的超低利率环境降低了新兴市场的借贷成本。后者从中受益，并将债务推升到创纪录水平。<sup>31</sup> 新兴市场，尤其是中国的债务占GDP的比例急速上升 - 2017年前的10年间分别上升了15和20个百分点(参见图10)。如果一个国家存在系统性的经常账户逆差和财政赤字，及外汇储备不足，且债务以外币债为主，则问题会极其严重。<sup>32</sup>

图 10：  
利息支付，占GDP百分比



资料来源：国际金融学会全球债务监察、瑞再研究院

<sup>29</sup> 《杰出者：高增速新兴经济体及其背后的公司》和《基础设施投资》，麦肯锡全球学院，2018年9月；《至关重要》，瑞士再保险和国际金融学会，2014年

<sup>30</sup> A. Pescatori、D. Sandri等，《债务和增长：有没有神奇界限？》，IMF工作报告，2014年

<sup>31</sup> 《年度经济报告：促进全球货币和金融稳定》，BIS，2018年6月

<sup>32</sup> 同上

## 五大宏观经济挑战

外币债务尤其难以偿还。

新兴市场的外币债务快速增加已成为重大问题之一。外债不仅直接阻碍增长，而且制约了许多新兴市场的本币借贷能力。在经济扩张时期，贷款人呈现的风险较低，通常较容易获取低成本信贷。当周期逆转，实际外汇贬值，外币借款很快会成为问题，偿还债务变得更困难(上文第3项挑战)。<sup>33</sup> 主权信用一旦遭受质疑，获得信贷得渠道将进一步受阻。

家庭和非金融企业的债务负担同样上升。

新兴市场家庭和非金融企业的债务负担也呈现上升趋势。家庭负债率上升的原因在于较长期人口变化趋势增加对住房的需求，以及额外的低利率环境。企业方面来看，国际债务市场深化和风险偏好上升，促使企业提高杠杆率。<sup>34</sup>

良好的财政管理是新兴市场之间关键的差异化因素。

因此，能否更好地开实行财政管理，并运用宏观审慎政策作为控制债务水平的工具，将成为关键的差异化因素。在公共债务领域，改善税收制度、低化征税体制、提高公共支出效率以及努力应对腐败产生的财政负担，都将有助于政府提高效率，促进增长。

五大宏观经济挑战将对中国产生独一无二的影响。

### 中国与五大宏观经济挑战

过去20年，中国推动了新兴市场的增长。目前，中国已成为世界第二大经济体，但人均GDP仍落后于世界平均水平。<sup>35</sup> 从前文列举的五大宏观经济挑战来看，中国的前景喜忧参半。中国既是经济增长的领头羊，又是新兴经济体，并且正在转变发展方式。虽然中国已经取得了长足的进步，但我们仍须耐心观察中国增长的可持续性。

中国的人口正在迅速老龄化。改革措施导致出生率上升，但进展依然缓慢。

**老龄化：**由于1979年制定的独生子女政策，未来十年中国老龄化速度将是上个世纪欧洲的四倍。为解决人口问题，尤其是针对人口老龄化和劳动力人口减少，中国政府于2015年取消了独生子女政策，但仍难以扭转低出生率的状况。2016年出生率上升并达到本世纪最高水平，但此后，2017年的新生儿绝对数量和出生率双双下降。随着育龄女性人口数持续萎缩，2018年出生人口预期将减少。与此同时，由于生活成本上升及担心影响就业，年轻一代正在推迟结婚和生育年龄。政府采取了应对措施，通过教育抵税及其他政策鼓励生育。然而，扭转独生子女政策对人口的影响可能需要几代人的时间。<sup>36</sup>

增长动力已转向国内消费，但中国可能与其最大贸易伙伴美国爆发贸易战仍是广泛担忧的主题之一。

**贸易依存度：**过去几十年来，贸易和投资为中国经济发展作出了巨大贡献。近年来，中国政府努力提高国内消费对经济的贡献度。国内消费对GDP的贡献率显著上升，2018年前三个季度已占GDP的将近4/5(2009年为50%)。与此同时，全球贸易放缓降低了贸易的贡献率(从2007年占GDP的34%下降至2017年的19%)。<sup>37</sup> 展望未来，中国的中产阶层仍在快速壮大，中国将继续转变为消费驱动型经济。

<sup>33</sup> B. Eichengreen、R. Hausmann等，“货币错配、债务过重和原罪：为何不一样，为何重要”，2007年“经济展望”，第2期，经合组织，2017年。

<sup>34</sup> 参见IMF Datamapper: [https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPDPC@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO\\_WORLD/CHN](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPDPC@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO_WORLD/CHN)

<sup>35</sup> “中国公布个人所得税减税措施草案”，新华网，2018年10月20日，[http://www.xinhuanet.com/english/2018-10/20/c\\_137547189.htm](http://www.xinhuanet.com/english/2018-10/20/c_137547189.htm)

<sup>37</sup> 数据来自中国国家统计局(NBS)

中国政府继续采取政策以刺激国内消费 - 例如，在2018年实施了更多个人所得税改革措施。<sup>38</sup> 此外，中国在全球供应链中的角色和地位也在转变。中国公司日益依靠自身品牌销售产品，而成本及其他考虑正促使中国及跨国公司将生产迁移至境外其他地区。但是，随着市场进一步开放，中国将进一步融入全球经济，中国将在可预见的未来依然依赖于国际贸易(包括商品和服务贸易)。

中国正在推动创新和开放，以应对生产力增长放缓。

**生产力增长：**长期来看，促进创新和开放是中国应对生产力增长放缓的主要措施。同时，中国还在培育新的战略产业。<sup>39</sup> 中国的研发支出持续增长，国家科技孵化中心的企业数量和战略性产业占GDP的比重持续增加。由于人口老龄化造成劳动力供给减少，需要以资本替代人工，提高生产力的增长率尤为重要。此外我们认为，向外国公司进一步开放中国市场，提高外资在境内债券市场的参与度(债券通)<sup>40</sup>也是积极的措施，这将为创新和科技投资提供资金，但较高的国内储蓄率仍是主要的资金来源。<sup>41</sup>

中国表现出良好的金融韧性。

**金融波动：**过去几年来，中国和其他许多新兴市场成功地抵御了外部金融波动的冲击，主要由于其金融体系在不同程度上对外资设限。这种情况正在改变，特别是中国已承诺将进一步开放金融业，并运用市场化机制设定利率和汇率。2018年期间，由于市场日益担忧中美贸易纠纷，人民币对美元贬值6%。然而同期，人民币对多币种货币篮子仅贬值1.7%。这表明，相比许多其他新兴市场，特别是土耳其和阿根廷，中国的金融稳定性要高得多。上述稳定性也表现在2013年的“钱荒”和2016年初对全球增长担忧期间。近年来，中国央行一直在运用常设借贷便利和公开市场操作，而非通过设定量化目标来指导利率，以努力强化货币政策的有效性。然而，向更新、更灵活的综合(量化措施和基于价格的措施并举)货币政策框架过渡必须循序渐进，以确保其行之有效。随着中国继续开放金融业，并融入全球金融体系，提高金融韧性将始终是任何监管决策最根本的目标之一。

过高的公共和企业债务依然是一项重大挑战。

**债务：**全球金融危机之后，企业部门的债务显著增长。当时，中国政府注入大量信贷资金以提振经济，导致总体债务水平快速上升。非金融部门债务总额相对于GDP的比率从2008年末不足150%，猛增至2013年的200%以上，2018年第1季度更达到260%左右的最高水平。虽然2016年后，中国加紧推行涵盖全面金融监管的去杠杆措施，但高负债依然是政府的首要议题之一，然而控制债务和缓解金融业风险的措施与中国政府稳增长的目标相悖。令人欣慰的是，2017年末前的连续7个季度，企业债务占GDP的比率不断下降。然而，去年第1季度，由于增长放缓的风险上升，政府重新启动刺激措施使该比率又回升至164.1%。<sup>42</sup>

<sup>38</sup> theglobaleconomy.com网站显示，中国贸易开放度在全球仅排名第165位，略高于排名第173位的美国。根据[https://www.theglobaleconomy.com/rankings/trade\\_openness/](https://www.theglobaleconomy.com/rankings/trade_openness/)

<sup>39</sup> 2015年启动的“中国制造2025”是一个多阶段发展路线图，旨在巩固和升级中国的制造业，以期在10年内提高全要素生产力。

<sup>40</sup> “债券通”是一种市场进入机制，允许中国内地和境外投资者在对方的债券市场开展交易。参见<http://www.chinabondconnect.com/en/index.htm>

<sup>41</sup> “境外机构纷纷投资中国政府债券”，FT.com，<https://www.ft.com/content/f9c8bb9e-f94f-11e8-af46-2022a0b02a6c?segmentId=080b04f5-af92-ae6f-05-13-095d44fb3577>

<sup>42</sup> 数据来源：BIS，更新至2018年10月19日。

## 五大宏观经济挑战

中国经济正处于转型阶段。未来10年，中国将为全球累计增长的贡献率约25%。

中国的经济转型已经持续了多年；由于一些固有因素，这个过程仍需更长时间。中国政府更倾向于循序渐进地推进转型，即逐步改变而非一蹴而就。例如，“中国制造2025”倡议的时期长达10年，便体现了这一点。另外，逐步实现依靠服务和创新驱动的新经济必定是个曲折的过程，需要根据经济环境的变化作出相应调整，譬如在2019年增加固定资产投资，以便在一定程度上抵消外部需求放缓的影响。未来10年，中国经济面临重大挑战，但中国政府已制定了相关应对政策。我们预测，未来10年中国对全球累计增长的贡献率将超过25%；未来10年，中国的年增长率将在5%左右。<sup>43</sup>

促进长期可持续发展的政策将提升经济韧性。

### 制定长期政策有助于提升宏观经济韧性

如果政府实施适当的结构性改革以促进长期可持续发展(偶尔牺牲短期经济成就)，才能提高经济韧性。这需要坚定的政治承诺和长期规划。我们认为，以上二者是新兴市场之间的主要差异化因素。1980年代的拉丁美洲债务危机与当前的新兴市场前景相似，可引以为鉴。

1980年代初，拉丁美洲成为国际债务危机的重灾区。

如同2014-16年暴跌前期，1970年代利率低迷、大宗商品价格高昂，为拉美国家带来了廉价外国资本和强劲的经济增长。然而，资本的大量流入未必有助于加强出口行业，反而增加了外国进口商品的私人消费量。其结果是经常账户出现逆差，债务水平上升。当美国货币政策收紧、全球贸易下降时，这些因素最终酿成危机。从内在原因来看，针对币值高估的宏观管理措施不当，及货币主义/权威制度固有的财政盈余成为国内经济政策的常态。<sup>44</sup>最终，拉丁美洲成为国际债务危机的重灾区，需要IMF及其他多边机构的援助和债务重组。墨西哥、巴西和阿根廷是最大的债务国，而其他国家(如委内瑞拉和智利)也深陷危机。委内瑞拉95%的出口收入来自石油，而智利的人均债务比率高居世界前几名，并遭遇铜价大幅下跌。

采取市场化改革措施的国家变得更有韧性。

1970年代后，该地区部分国家政府在经济政策方面采取了迥然不同的做法。有些国家采取有利于市场化的制度框架，降低关税复杂性，实施审慎的财政政策(如太平洋联盟<sup>45</sup>)。这些国家能够更有效地再调整手段以适应体经济的动态变化，因此而更具韧性。有些国家则依赖于国家强势干预、巨额债务和扭曲的经济政策(如巴西和阿根廷)，因此难以应对不利的外部环境。

<sup>43</sup> 我们的长期预测基本符合对中国增长潜力的普遍预测。例如参见《长期基准预测》，经合组织经济展望第103期，2018年7月；或者《长期预测 - 亚洲推动全球增长》，渣打银行，2019年1月8日

<sup>44</sup> Pastor, Manuel, 《拉丁美洲、债务危机和国际货币基金组织》，Latin American Perspectives, 第16册第1期，1989年，第79-110页，JSTOR, [www.jstor.org/stable/2633823](http://www.jstor.org/stable/2633823).

<sup>45</sup> 包括智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁。

图 11：  
拉丁美洲部分国家竞争力评分，2018年

支柱	阿根廷	巴西	智利	哥伦比亚	墨西哥	秘鲁
支柱 1: 机构	77	93	32	89	105	90
支柱 2: 基础设施	68	81	41	83	49	85
支柱 3: 信息通讯技术(ICT)采纳	65	66	49	84	76	94
支柱 4: 宏观经济稳定性	136	122	1	56	35	1
支柱 5: 健康	53	73	30	35	56	32
支柱 6: 技能	51	94	42	80	86	83
支柱 7: 产品市场	120	117	13	85	54	50
支柱 8: 劳动力市场	116	114	45	80	100	72
支柱 9: 金融体系	97	57	20	53	61	63
支柱 10: 市场规模	34	10	46	37	11	49
支柱 11: 商业活力	84	108	46	49	41	92
支柱 12: 创新能力	54	40	53	73	50	89
<b>全球竞争力指数 4.0</b>	<b>81</b>	<b>72</b>	<b>33</b>	<b>60</b>	<b>46</b>	<b>63</b>

资料来源：《全球竞争力报告》，世界经济论坛，2018年

太平洋联盟的成员国在近期的挑战下均表现良好。

在充满挑战的2014年至2018年期间，属于太平洋联盟的国家平均实际GDP增长率均高于2%，平均通胀率低于5%。相比之下，巴西和阿根廷的产出增速为零或负数，而阿根廷还出现居高不下的通胀率。鉴于总体经济与保险业之间的关系，上述现象亦反映在保费增长方面：除了秘鲁之外，该期间太平洋联盟所有国家的实际保费增长率均高于阿根廷和巴西。

图 12：  
平均实际GDP增长率和平均通胀率，2014-2018年



资料来源：牛津经济研究院、瑞再研究院

## 五大宏观经济挑战

积极主动的调控政策有助于各国提高经济韧性，以便做好准备应对宏观经济挑战。

我们预期未来两年的增长率将小幅上升。

发达市场的增长正在放缓，但仍高于潜在水平，为新兴市场提供一定支撑。

全球贸易尚未体现出贸易战导致增长放缓的迹象。

稳定的大宗商品价格也有利于新兴市场的增长。

至于谁是赢家，我们认为，如果新兴市场选择那些旨在促进财政审慎管理、货币政策独立性、经济自由化、贸易多样化及生产力提升的相关政策，则可做好更充分的准备，应对未来的结构性和周期性挑战。这些挑战显而易见，投资者将日益青睐外部环境恶化时更能展现出韧性的经济体。

### 近期展望：亚洲新兴市场将继续引领增长

就近期展望而言，我们预期，由于主要外部驱动因素温和改善，未来两年新兴市场的增长率将小幅上升。个别经济体的命运将各不相同，具体取决于各市场的特有因素。因此，关注重点应当是发现哪些经济体更能够应对阻碍其增长前景的结构性和周期性风险因素。

**发达市场的经济健康度。**我们认为，新兴市场的表现将与发达市场的状况紧密相关。2017年及2018年后，发达市场增长强劲，推动全球总体增长率高于趋势水平。然而最好时光已逝，但我们的基准情景是：2019年全球增长趋缓，产出仍高于潜在水平。我们认为，全球经济对下一次危机准备不足。从债务水平、生产力增长和财政赤字水平来看，应对冲击的能力均低于10年前。<sup>46</sup> 发达市场可用于抵御下一次冲击的政策工具有限，准备不足使全球经济面临重大风险。<sup>47</sup>

**全球贸易。**全球贸易战是2018年的热点话题。中美贸易纠纷正取得积极进展：美国将提高关税的决定延迟90天，而中国恢复进口美国大豆及其他商品。特定国家受累于贸易政策变动，而东盟地区的一些国家则受益于进口替代。美国、墨西哥和加拿大(美墨加)修订了贸易协定，朝正确方向迈出了一步，并有望为2019年奠定基础。我们预期，贸易相关的广泛不确定性不会对新兴市场产生严重、广泛的负面影响。事实上，美加墨、CPTPP、RECP和EUJEPA<sup>48</sup>等贸易协定体现出，多边自由化仍在持续演变。倘若中国和美国达成和解，我们将有机会最终实现更开放的世界贸易。

**大宗商品价格。**在决定大宗商品价格的全球市场中，新兴市场大多为价格接受者。近年来，随着供需状况改善，国际市场价格稳步回升。我们预期上述价格企稳将利好新兴市场。新兴市场大宗商品主要销往中国。中国的经济增长稳固，并将继续为需求侧提供支撑。地缘政治发展始终有可能导致石油供应中断，但当前的产量水平有利于巩固石油出口国的公共财政。

<sup>46</sup> *sigma* 2018年第5期，同上

<sup>47</sup> 《全球经济对下一次危机准备不足》，Economic Insights，瑞再研究院，2018年10月15日；G20，2018年，《让金融体系为所有人服务》，《G20全球金融治理专家团报告》，G20，2018年。

<sup>48</sup> RECP是指“区域全面经济伙伴关系”；EUJEPA是指“欧盟-日本经济伙伴关系协定”。

全球金融形势正在收紧，新兴市场的赤字融资压力正在上升。

**全球金融和货币动态。**与美国的利差日益扩大，料将继续导致新兴市场的资本和投资外流。对于财政和经常账户赤字较大、美元债务比例较高、以往政策成效不佳的国家而言，2019年可能出现类似于2018年阿根廷和土耳其发生的动荡情形。大多数新兴市场能够应对此类状况；我们预期，只有境内外基本面因素较差的国家才会遭遇严重困境。

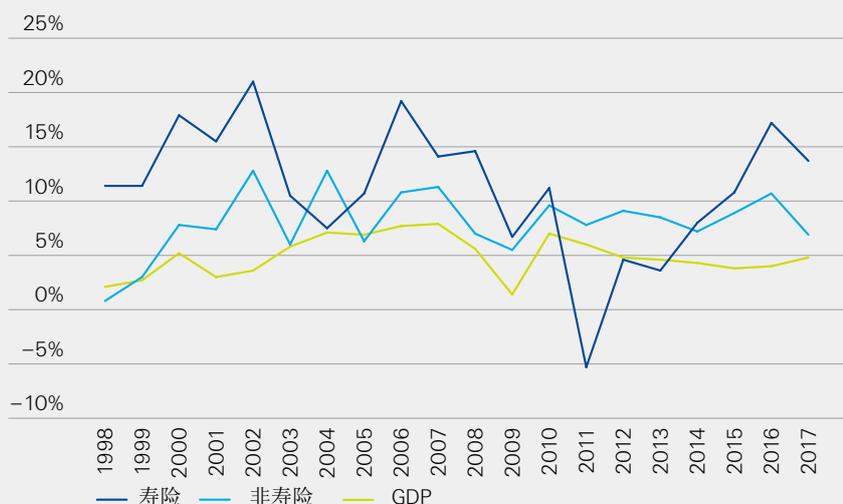
# 对保险业的影响

## 经济增长和保险需求

近年来，尽管经济放缓，新兴市场的实际保费增长率却表现良好。

保险需求与经济增长存在强烈的正相关性。然而，近年新兴市场的经济放缓并未造成保费增长的相应放缓。这支持我们的早先假设，即近期的经济表现主要由周期性因素主导，而相关消费动力(本例中为保险消费)并未受到严重削弱。S曲线(参见下一部分)还支持了另一种解释，即许多新兴市场保险需求收入弹性较高。因此，尽管总体经济放缓，保费增长却体现出更高的持续性。

**图 13:**  
新兴市场的实际GDP和实际  
保费增长率，1998-2017年



资料来源：保险监管机构、保险协会和瑞再研究院

研究发现，人均GDP与保险深度密切相关。

在早期发展阶段，非寿险的深度一般高于寿险。

### 新兴市场保险需求展望

研究发现，人均GDP与收入同步上升，因此是保险深度的主要决定因素之一。<sup>49</sup> 数据显示，不同的人均GDP水平对应不同的保险深度，如S曲线所示<sup>50</sup> (图14)。在人均GDP较高的国家中，保险深度的上升趋于平缓。在人均GDP水平中等的新兴市场中，保险深度增速远高于收入和财富增速。目前，阻碍经济增长的挑战(如生产力偏低和高负债)会降低保险需求，但新兴市场人均收入水平利好保险业。

随着新兴市场的人口成长为中产阶级，其财富会逐渐积累，车辆和住宅将成为首要可保的资产。在处于早期发展阶段的(尤其是受城市化程度上升影响的市场)，由于企业需要遵守强制性保险需求，商业保险的需求会增加。基于上述原因，在早期发展阶段，非寿险的保险深度通常相对较高，机动车险一般是最大险种。在中后期发展阶段，当消费者能够承担寿险成本，而财务规划、安全性和健康在其生活中变得日益重要，寿险需求随之增加。寿险深度将会不断上升，而个人的非寿险增长则开始趋于平缓，因为投保人通常拥有固定数量的可保性资产。正因如此，寿险和非寿险S曲线的水平和斜率有所不同。

<sup>49</sup> 定义为直接保费收入与名义GDP的比率。

<sup>50</sup> R. Enz, 《人均收入与保险深度之间的S曲线关系》, 《日内瓦报告风险与保险之问题和实务》, 第25册第3期, 2000年7月

图 14：  
2016年的S曲线，新兴市场七  
国(EM7)



资料来源：保险监管机构，瑞再研究院

各国的具体情况有助于解释各国之间保险深度的差异。

具体的供需状况可促进或阻碍保险购买。这可以解释各国偏离S曲线的程度。例如，在伊斯兰教为主的国家，寿险深度通常低于均值，因为寿险的概念不合乎伊斯兰教信仰。<sup>51</sup> 通常历史上通胀率较高，货币缺乏稳定性的国家(如阿根廷)，寿险深度也较低。中欧和东欧保险深度较低的原因可能是传统上依赖于国家支持。在非寿险领域，巨灾风险较高的国家(如智利)财产保险深度往往也较高，而在严格执行强制性机动车险的国家，车险的保险深度也较高。

S曲线表明，就未来增速而言，新兴市场比发达市场更具吸引力。

#### 新兴市场保险需求的收入弹性依然较高

收入水平与S曲线的关系可作为基准参照工具，用以评估未来保险需求。目前二者相关性显示，人均GDP处于7,700美元至26,600美元的国家，寿险需求的收入弹性最高(介于1.75至2.1)。人均收入处于3,500美元至15,000美元之间的国家，非寿险需求的收入弹性最高，介于1.40至1.63。如表2所示，用于S曲线取样的新兴和发展中经济体中，有94.4%仍低于或符合上述寿险投保的最优收入水平。非寿险领域的上述比例为87.9%。这表明，就保费增长前景而言，与GDP增长相似，新兴市场依然比发达市场更具吸引力。

<sup>51</sup> 参见《保险、银行保险以及中东、土耳其和巴基斯坦的伊斯兰保险》，2015年，瑞士再保险

## 对保险业的影响

表 2:  
人均GDP和保险需求的收入弹性

人均收入	寿险			非寿险		
	低于 7700美元	介于二者之间	高于 26 600美元	低于 7700美元	介于二者之间	高于 15 000美元
保险需求的收入弹性	<1.75	1.75-2.1	<1.75	<1.40	1.40-1.63	<1.40
发达市场数量	0	9	27	0	0	36
新兴市场数量	86	31	7	53	56	15
市场总数	86	40	34	53	56	51

资料来源：瑞再研究院

从中期来看，新兴市场的保险市场预期将加速增长。

*sigma* 预期拉丁美洲、中东欧及亚洲(除中国外)保险市场将在未来几年加速增长。我们预计，未来10年中，新兴市场占全球保险保费的份额将增长50%左右。中国保险市场的增长预期将基本保持不变。随着绝对规模的增长，中国将难以实现之前的快速增长，但保险增速预计仍将达到实际经济增速的1.75至2倍左右。表3显示了非寿险和寿险的实际保费增长率概览。虽然中国的增速略有下降，目前谈论“放缓”还为时尚早。过去5年，中国非寿险的复合实际增长率接近16%，寿险则为17%；*sigma* 预期上述增长率将分别减速至10%和11%。这仍将是相当高的增速水平，比新兴市场总体的增速高 2%左右。就保费而言，中国的年增长额仍将超过整个非洲市场，并必将在2030年代中期的某个时点超过美国，成为全球最大的保险市场。

表 3:  
各地区和险种的增长展望

CAGR (实际)	全部			新兴市场			中国			印度		
	过去	当前	展望	过去	当前	展望	过去	当前	展望	过去	当前	展望
非寿险直接 保费增长率	3% ●	3% ●	3% ●	8% ●	8% ●	8% ●	16% ●	12% ●	10% ●	10% ●	13% ●	12% ●
寿险直接 保费增长率	2% ●	2% ●	3% ●	10% ●	1% ●	9% ●	17% ●	-2% ●	11% ●	4% ●	8% ●	7% ●

CAGR (实际)	亚洲新兴市场(除中国外)			拉丁美洲			中东欧			非洲		
	过去	当前	展望	过去	当前	展望	过去	当前	展望	过去	当前	展望
非寿险直接 保费增长率	7% ●	9% ●	10% ●	2% ●	3% ●	4% ●	1% ●	2% ●	4% ●	2% ●	3% ●	4% ●
寿险直接 保费增长率	6% ●	9% ●	9% ●	5% ●	-1% ●	4% ●	0% ●	10% ●	9% ●	2% ●	2% ●	3% ●

注：过去(2013-2017)；当前(2018)；展望(2019-2020)。CAGR = 复合平均增长率。

颜色表示偏离长期趋势的程度：● < -1.5%；● -1.5% 至 -0.5%；● -0.5% 至 0.5%；● 0.5% 至 1.5%；● > 1.5%

资料来源：瑞再研究院

各险种增速的结构可能出现变化。

保险公司必须要注意商业险和个人险产品需求的变化。例如在商业险领域，由于现有的国内监管变化及国际发展动态促进或阻碍增长，有些行业的重要性可能会上升或下降；而在个人险领域，财产与意外险产品的需求最终将饱和；随着个人收入水平上升，人寿及健康险产品的需求将增大。

## 宏观经济挑战：风险和影响

**表 4：**  
**宏观经济挑战、风险和影响**

挑战	性质	风险	影响
人口老龄化	结构性	寿命延长	从固定给付向固定缴费转变；商业养老金计划、年金业务
贸易依存度	周期性/结构性	贸易增长放缓	航运、航空和运输保险的风险变化
金融波动性	周期性	资产、信贷和融资条件波动	投资回报率和承保利润率不确定性上升
生产力增长	结构性	经济增长放缓	保险需求减少
高负债水平	周期性/结构性		

资料来源：瑞再研究院

人口老龄化正导致总体长寿风险上升

### 人口老龄化：长寿风险上升

提供退休后收入的机构可利用规模经济效应和多样化手段管理个人长寿风险，即个人寿命超过预期的风险。保险组合应包含大量保单，并根据社会人口风险因素获得适当评级，以确保可持续性。然而，当前的全球人口动态预示总体长寿风险，即总人口寿命的不确定性。一般来说，死亡率(标准化人口群体在特定期限的死亡人数)持续下降，反映出生活条件改善、医学进步及健康科技的创新。因此，专家总是低估预期寿命。<sup>52</sup> 这对提供固定给付(DB)计划的政府会产生不利影响，但寿险公司却可趁机销售附带年金的长寿风险保障产品。然而迄今为止，此类产品在新兴市场并不畅销。

许多市场正从固定给付型转向固定缴费型的养老金计划。

人口老龄化和低利率环境使得传统的固定给付(DB)养老金计划难以为继。因此，许多市场正从DB转向固定缴费(DC)计划，这为商业寿险业提供了参与市场的机会。在DC体系中，退休后的收入取决于工作者向退休储蓄账户的缴款金额以及相应的投资回报率。DB转变成DC后，融资不足的风险也从资助者转移给个人，但人们可以通过年金计划将该风险转移给寿险公司以缓解风险。依据法律，现有DC体系的某些养老基金管理机构需要代为其成员购买传统寿险。这不仅有助于缩小现有的死亡保障缺口，还能促进经济长期增长。<sup>53</sup>

<sup>52</sup> 例如根据1975年的预测，到2011年，英国出生男性的预期寿命为71.0岁，而该年的实际预期寿命是78.7岁左右。详情参见sigma 2018第6期《死亡率改善：了解过去，开创未来》(瑞再研究院)。另见 C. Shaw, “50年英国全国人口预测：准确度如何？”，人口趋势，(128)，2007年；英国国家统计局全国寿命表：2012-2014年，<https://www.ons.gov.uk/peoplepopulationandcommunity/birthsdeathsandmarriages/lifeexpectancies/bulletins/nationallifetablesunitedkingdom/2015-09-23>

<sup>53</sup> 参见“寿险公司在拉丁美洲养老金体系中的角色”，《拉丁美洲的养老金计划：应对长寿挑战》，2018年，瑞再研究院

## 对保险业的影响

逐步采纳补充支柱是最切实有效的解决方案。

随着社会老龄化，维持DB计划所需要的资源必将枯竭。

全球化使得交通运输相关的保险更加重要。

费率和风险增长是决定交通运输险保费规模的两个因素。

DC和DB计划都有其优势和劣势；无论现有体系如何，逐步采取补充支柱可能是最切实可行的解决方案。大多数新兴市场依然严重依赖政府出资的固定给付体系。在其他市场，转型的压力持续上升；这些市场日益采纳DC元素，并让寿险公司参与其养老金体系。例如，智利和墨西哥的养老金计划主要基于DC；这两个国家走在拉丁美洲的前列。<sup>54</sup> 印度已逐渐从DB过渡到DC。2004年，印度推行针对中央和各邦政府雇员(军队除外)的国家养老金计划，并于2009年将其扩大到18-60年龄段的全体国民，<sup>55</sup> 而中国政府则放宽了养老基金的投资限制，并鼓励商业养老金体系的发展。<sup>56</sup>

随着人口老龄化，政府的医疗和养老金开支日益攀升，给公共财政造成压力，并挤占原本可用于其他项目(如基础设施和教育)的政府支出。如果不通过提高生产力或增加移民来应对老龄抚养率上升，新兴市场维持DB计划的资源终将枯竭，导致劳动力人口承受难以持续的负担。否则，政府将减少或拖欠转移支付，或者被迫增加债务(参见第5项挑战“高负债”)，使问题更加复杂。

### 贸易状况将影响MAT和贸易信用保险

全球化带来垂直专业化，并提升了全球价值链深度。这增加了生产的运输密集度，导致货物、船舶和飞机的价值增加。如今，交通运输相关的保险(如海运、航空和运输保险(MAT)及贸易信用保险)在全球经济中扮演至关重要的角色。<sup>57</sup> 贸易性质的变化正影响上述险种。

交通运输险的保费规模基本取决于两项因素：保险费率和风险增长。短期而言，交通运输险的费率更为重要。该险种的费率具有周期性，反映市场的风险吸收能力。另一方面，风险增长率是变化比较缓慢的驱动因素，并与长期总体经济活动，尤其是贸易发展状况密切相关。近年来，贸易保护主义抬头，直接威胁全球商贸，并可能间接导致生产回归本土及供应链缩短。*sigma*研究发现，世界贸易额每下降1%，货物险的保费增长率将下降0.89%，而船舶险的保费下降0.80%。至于贸易信用险，贸易额每下降1%将导致保费下降0.67%。如果以国内需求及其他因素为控制变量，该估测值将下降至0.32%。<sup>58</sup> 中美贸易冲突的各种假设情景表明，如果美国和中国达成和解，仍有利于全球贸易发展。<sup>59</sup>

<sup>54</sup> 《拉丁美洲的养老金计划：应对长寿挑战》，瑞再研究院，2018年

<sup>55</sup> 政府雇员必须参加上述DC计划，其他公民可自愿参加

<sup>56</sup> 《中国养老金展望：发展、分化和并轨》，毕马威，2017年11月

<sup>57</sup> 参见 *sigma* 2013年第4期《盘点海事和航空保险的近期发展动态》，瑞士再保险

<sup>58</sup> 但请注意，贸易保护主义增强也有可能增加对政治风险保障的需求。参见 *sigma* 3/2016年第3期《2015年度世界保险业》，瑞士再保险

<sup>59</sup> 参见 *sigma* 2018年第5期《全球保险业展望 2020》，瑞再研究院。

相比关税，保险业更担忧非关税贸易壁垒。

融资条件趋紧，保险业盈利面临挑战。

汇率下降可能导致赔付金额上升，并最终降低保险的可负担性。

保险公司可以对冲币值波动。

寿险公司面临利率波动风险。

目前，新兴市场的波动性和同步性预期都有所下降。

贸易关税会影响保险需求，尤其是水险和贸易信用保险。但我们认为，非关税壁垒更值得关注。美国试图寻求的双边贸易协定可能导致监管碎片化，增加保险公司的运营成本。在其他国家，保险公司的外资所有权受限制；在某些情形中，本土保险公司享受更优待遇。但同时也出现了市场开放的例子(参见“监管”部分)。

### 金融市场波动性：同时影响资产和负债

事实证明，全球融资和市场条件造成保险业盈利困难。利率持续下降使发达市场难以从保险资产投资中获益，而货币贬值损害了新兴市场某些非寿险业务的承保利润率。

新兴市场某些行业的发展程度相对较低。这意味着，许多经济体依赖进口，尤其是先进科技产品。因此当货币贬值时，索赔成本变得更高昂，保险的承保便会承压。近来，在汽车或医药行业尚不发达的国家机动车险和医疗险便出现这种情况。<sup>60</sup> 为了满足本地市场需要，这些国家以更昂贵的价格从境外采购汽车配件和医疗用品。相关成本最终转嫁给投保人 - 使得保险更难以负担。

新兴市场的保险公司可受益于促进金融发展的举措。如果金融机构可提供货币远期合约，投保人(也包括保险公司)可以锁定未来的汇率，对冲外汇波动风险。不确定性下降可改善承保，使保险公司能够在承保新业务时采取更积极的策略。

就寿险而言，货币政策变动会影响投资回报率。储蓄型产品的盈利主要来自投资收益，因此面临的风险尤为显著，而此类保单提供的保障建立在长期利率预测的基础上。由于保险公司依赖投资收益来匹配赔付支出，利率波动会影响保险公司支付赔付资金的能力。此外还存在久期错配风险，导致保险公司在到期资产再投资时承受回报率下降的风险。为了获得必要的回报，保险公司被迫投资于风险较高的资产。即使是非储蓄型寿险产品，也需要考虑资产管理的回报率后才能合理定价，而利率变动可能产生不利影响。

### 宏观经济挑战要求保险公司采取积极的策略

在增长预期放缓的同时，增长的波动性和通胀水平也在下降，且同步性降低。市场企稳的原因是市场趋于成熟，并且政府实施的宏观政策更有成效，而市场分化的部分原因是某些主要市场出现衰退。如果保险公司秉持险种、投资组合和经营地域多样化的开放理念，则可从上述挑战中获益。

<sup>60</sup> 俄罗斯便是一个突出例子。近年来，石油价格暴跌使得卢布币值跳水(制裁更令其雪上加霜)。这导致车险的赔付成本大幅上升。但是，由于政府对保费价格设置上限，保险公司无法将更高的成本转嫁给投保人，只好自行消化。

## 对保险业的影响

保险公司可以通过产品和地域多样化及再保险，以最佳方式应对周期性挑战。

结构性因素需要采取更具战略性的做法，有时候需以短痛换取长期发展。

为主动应对周期性放缓，保险公司可选择多样化战略，包含承保周期性程度不同的险种。保险公司可能面临因信贷紧缩(房贷按揭相关保险)、消费者信心/情绪(车险)、就业状况(工伤赔偿险)或汇率(车险、医疗险)的而引发的过高风险。综合性保险公司可以增加对上述因素敏感度较低险种(如健康险及/或某些责任险产品)的敞口，从而平衡上述风险。至于非综合性保险公司，由于缺乏产品多样化选择，可能需要通过地域多样化或使用再保险作为资本管理工具。

相反，结构性因素会对大多数险种产生更广泛而持久的影响。但是，周期性影响可能会暂时掩盖这些因素。保险公司应对照上述长期趋势，评估短期周期性波动，并相应调整自身战略，以便能够获得结构性因素的长期收益。对于跨地区经营的跨国保险公司，获得并维护本地客户关系带来的利好影响可能会超过短期损失；否则，保险公司应考虑转移到更符合预期回报的新市场。如果保险公司缺乏国际运营经验，与其他机构合并可能会有所帮助。

# 保险业增长的驱动因素

行业因素对新兴市场保险公司的未来表现产生有利影响。

在许多市场，保险监管正趋于采纳国际最佳实务。

新兴市场的偿付能力标准正逐渐过渡为基于风险的资本框架，以巩固消费者信任，促进可持续的长期增长。

随着保险业日益数字化，监管机构可以在推动行业进步方面发挥作用。

保险业的未来表现并非完全取决于经济发展。行业因素也会对保费增长和保险公司产生影响。在大多数情况下，我们预期这些因素会对新兴市场的保险业产生积极影响。

## 监管

促进增长的监管政策对提高保险深度至关重要。政府可以制定有助于促进提升投保率政策、以减少对公共财政的依赖，增强家庭的财务韧性，并发展特定产业。例如，机动车第三方责任险(MTPL)等强制性保险计划可帮助驾驶员管理致人死亡或受伤的责任赔付，最终为社会建立安全屏障。另外，某些作物和牲畜保险产品的费率较高，而且存在系统性风险，因此，农业险补贴可使得保障更易于承担。许多新兴市场仍可从上述中机会获益。与此同时，人们日益关注如何采纳偿付能力方面的国际最佳实务规范，以保护投保人，维护金融稳定，建立对保险公司的信任。当然，各个市场的进度不一。

基于风险资本(RBC)经济模型框架的稳健的偿付能力标准，已成为确保保险业持续增长的重要工具。如果某一家保险公司倒闭，整个行业都会面临信用危机。偿付能力标准最终有助于保护保单持有人，并提高行业的稳定性和公信力。例如，南非采纳“偿付能力评估和管理框架”(SAM)，墨西哥制定新的基于风险资本(RBC)要求，印度致力于推动偿付能力监管。这些重要举措均旨在促进新兴市场的保险业长期可持续增长。<sup>61</sup> 有时，监管政策可能会给公司(尤其是小型保险公司)造成过重负担，它们可能无力满足新RBC制度要求的资本充足性条件。但是，合规确保了行业增长的质量，并使保险公司能够更加凸显自身优势。

监管需要跟上保险业日益数字化的步伐。许多情况下，对技术的监管并非针对保险业，而是针对科技公司。监管部门对科技创新的响应也会对(再)保险公司产生重大影响。<sup>62</sup> 目前，这主要涉及数据访问权和可用性，但也有些措施针对保险业。立法机构非常关注公司如何使用影响消费者的(大)数据；监管机构已开始调查(再)保险公司使用此类数据的方式。这些举措是对传统保险监管的补充。监管机构可以在促进创新、提高保险便利度方面发挥作用，比如创建监管沙盒，减轻处于发展阶段的公司的监管负担。另外，相关机构也可以采取“技术中性”的监管方法，确保监管不会盲目地阻碍创新。最后，基于技术的创新令人们担忧特定运营环节(如外包和网络安全)的潜在风险。人们需要仔细考量这些风险。

<sup>61</sup> “IRDAI正在逐步采纳基于风险的资本制度”，The Economic Times，2018年9月11日，<https://economictimes.indiatimes.com/industry/banking/finance/insure/irdai-in-process-to-migrate-to-risk-based-capital-regime/articleshow/65767514.cms>

<sup>62</sup> “Pojišfovny svazuje evropska regulace. tide by uvftali srozumitelnejsf pojistne podmfny”，Ceska asociace pojist'oven (CAP)，2017年8月25日；“IIF Sticky Notes: OPEC+ meeting”；消费者隐私法律；中美会谈；书籍推荐，IIF，2018年12月

## 保险业增长的驱动因素

贸易壁垒会削弱(再)保险市场的效率。

一些市场在实施利于本国经济和产业的政策,这妨碍了竞争,制约了保险市场的发展。

市场化和监管放松仍在继续,但监管机构也关注于消费者保护。

保险科技正引发整个保险价值链的革命。

### 市场进入

贸易壁垒会削弱(再)保险市场的效率,减少竞争,导致消费者的选择减少、服务质量降低,长期会造成(再)保险价格上涨、承保能力下降。新兴市场的壁垒大多包括:禁止跨境业务和资本流动及限制外资所有权。对于再保险业务而言,抵押品和资产本地化要求、禁止设立分支机构和强制向本地公司转分保会产生严重影响。<sup>63</sup> 保护主义的形式多种多样,并不局限于新兴市场。保护主义会削弱经济适用的风险保障产品的发展,妨碍保险市场充分发挥潜力,难以降低保障缺口。<sup>64</sup>

近年来,越来越多保护主义措施已降低了市场进入的便利度,其中包括限制保险公司的外资所有权,如印度尼西亚规定外资所有权比例不得超过80%,尽管在该国难以找到本地合作伙伴提供资本。<sup>65</sup> 马来西亚将合资企业的外资所有权上限规定为70%(目前,大多数为100%外资所有),不久可能制定新的监管法规。<sup>66</sup> 阿联酋未解除对外资所有权的限制<sup>67</sup>,并对在本地市场经营的外国(再)保险公司施行更严格的规定。印度本国的再保险公司可享受优先拒绝权,而印度尼西亚也规定某些“简单风险”险种必须由国内公司承保。俄罗斯的国家再保险公司一直在积极扩张市场份额,不断排挤商业公司。上述保护主义作法将阻碍竞争,提高(再)保险成本,同时阻碍市场发展。

不过,如今的保险市场比10年前更加开放。例如,亚洲新兴市场的很多政府已采取更多放宽监管、推进市场化的措施,同时努力改善对投保人的保护机制。中国、泰国和马来西亚正在推进车险费率市场化改革。阿根廷近期已开始逐步向外国机构开放再保险市场。在中国和印度,关于规范销售行为和打击保险“非理性”投资行为的法规已经生效。中国政府继续推进市场化发展,未来3年内将逐步允许外资完全控股寿险公司(目前财产与意外险没有限制)。

### 科技

科技是一项重要的结构性因素,正推动各行各业发生变革。在保险业,科技可以使产品更易于负担,提高经营利润,并提供进入新风险池的渠道。<sup>68</sup> 保险业中,科技的应用最初大多聚焦于数字化和自动化,旨在提高效率和生产力。如今,数据分析技术的使用更为广泛;人工智能和机器人技术正在融入价值链,并直接与客户进行互动。<sup>69</sup> 全球范围来看,行业逐步认识到保险科技解决方案以使效率提升,并逐渐向该领域投入越来越多的资金。<sup>70</sup>

<sup>63</sup> GRF发布了市场进入壁垒的清单: <http://www.grf.info/publications/barriers-to-trade>

<sup>64</sup> 发达经济体中的保护主义例子包括美国的税制改革和英国脱离欧盟(英国脱欧)。这些行为正在产生新的市场进入壁垒。另见“再保险市场对管理巨灾风险的贡献”,经合组织,2018年12月

<sup>65</sup> “保险公司的外国投资上限建议为80%”,《亚洲保险评论》,2017年4月21日, <http://www3.asiainsurancereview.com/News/View-NewsLetter-Article?id=38904&Type=eDaily#>

<sup>66</sup> “马来西亚斟酌实施保险公司的外资所有权上限”,彭博,2017年4月13日, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-04-13/malaysia-said-to-mull-enforcing-cap-on-foreign-insurer-ownership>

<sup>67</sup> 这与中国和泰国的做法不同。这两国允许分阶段放宽对寿险和非寿险公司的外资持股限制。

<sup>68</sup> 《驾驭科技,缩小保险保障缺口》,日内瓦协会,2016年, <https://www.dentons.com/en/insights/alerts/2018/november/13/new-foreign-direct-investment-law-for-the-uae>

<sup>69</sup> 《保险2030-人工智能对未来保险业的影响》,麦肯锡公司,2018年

<sup>70</sup> 《科技评论报告》,CB-Insights,2016年

新兴市场通常没有历史遗留问题，因此更适合新科技的应用。

目前，中国是保险科技解决方案的主要推进者之一。其他新兴市场可能很快跟进。

新兴市场(尤其是中国)的保险公司能够很快实施数字化战略，并建立完整的保险行业生态系统。

在许多市场中，客户倾向于好通过移动设备与保险公司互动。

各个新兴市场的科技应用程度不一致。中国是个成功例子，已成为保险科技解决方案的主要推动力量，但其他市场的科技应用速度较缓慢。监管壁垒依然是供给侧的主要制约因素之一，使得保险公司无法使用科技解决方案转变自身的经营模式。新兴市场普遍更为灵活，因而非常适合新科技的应用。相比发达市场的保险公司，新兴市场不受历史包袱拖累，因此有机会采纳“跨越性”科技，以新型和创新解决方案为基础，打造更稳固的发展前景。

弹性监管(如中国采取的做法)可以让保险公司有机会增加与科技公司的融合度。<sup>71</sup> 这是努力迎合“千禧年一代”不断上升的影响力所采取的关键步骤 - 该消费群体不仅熟练掌握科技，而且愿意分享数据。例如，中国平安集团便是对保险科技初创企业投资力度最大(按投资项目数量)的全球性公司之一，远远领先于新兴市场的任何其他公司。<sup>72</sup>

### 数字化：提高运营效率，降低成本

从核保到理赔，保险价值链中交换的数据量不断增长。有些保险公司难以在内部充分提升运营效率，往往无法满足客户对无缝数字化应用的期望。无法实现数字化可能代价高昂。在保费增长最缓慢的全球100家保险公司中，数字化落后的公司赫然在列。反过来，数字化程度最高的公司实现的股本回报率也最高，表明成本和效率可能得到优化。<sup>73</sup> 据瑞银估计，保险科技解决方案可能为亚洲保险业每年总共节省约3000亿美元的成本。到2025年，每年的总利润可能因此增加550亿美元左右。<sup>74</sup> 新兴市场(尤其是中国)的保险公司能够很快实施数字化，并建立完整的行业生态系统。例如2016年，中国众安保险能够每天承保超过2.1亿份保单。<sup>75</sup> 最终来讲，保险公司需要提高运营效率，以应对上文所述的适龄劳动人口减少带来的挑战，这需要社会和(保险)公司作出比以前更深刻的变革。

借助更现代化的监管手段，新兴市场的保险公司可利用日益普遍的移动设备以强化优势。<sup>76</sup> 移动设备正成为客户与保险供应商最重要的互动渠道。巴西和墨西哥的客户比美国客户更多使用移动设备与保险公司沟通；中国、印度尼西亚和马来西亚的客户也比澳大利亚和新加坡的客户更多使用移动设备。<sup>77</sup> 亚太地区的手机普及率将从2016年的66%上升到2020年的75%，其中印度、菲律宾和印度尼西亚的智能手机普及率上升幅度最大。<sup>78</sup> 互联网和智能手机的普及使得保险公司能够开展在线分销、核保和赔付，继而有助于扩大保险的服务范围，缩小现有的保障缺口。

<sup>71</sup> 另见《中国和印度：亚洲保险公司最青睐的市场》，摩根士丹利，2018年

<sup>72</sup> 《中国的保险科技》，奥纬咨询，2016年

<sup>73</sup> 《保险数字化成熟度研究》，2018年版，Acord，2018年6月

<sup>74</sup> 《保险科技改变亚洲》，瑞银，2017年9月

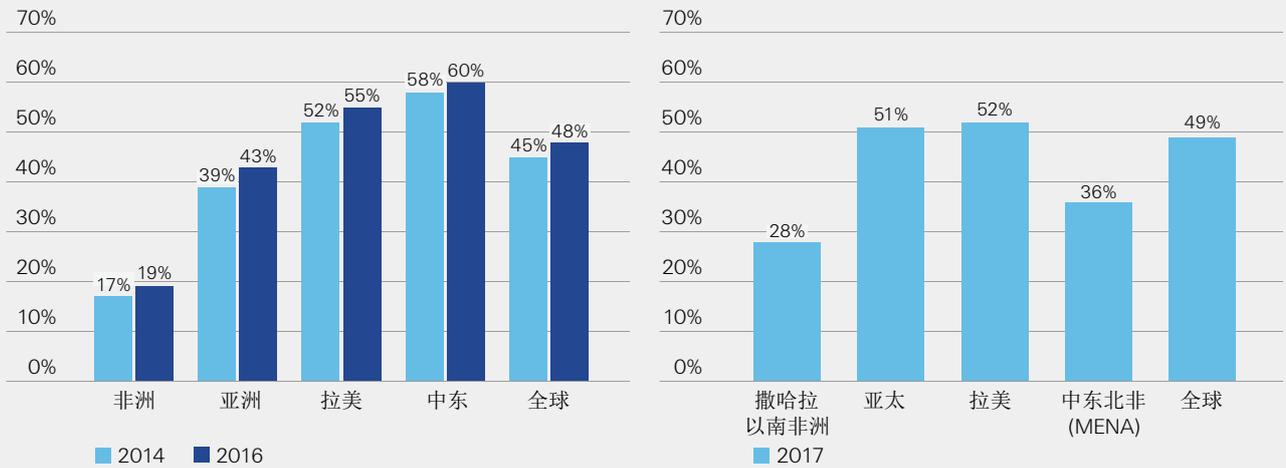
<sup>75</sup> 《关注保险科技：狂热还是新前沿？》，奥纬咨询，2017年

<sup>76</sup> 《加速提高新兴市场廉价智能手机的拥有率》，GSMA，2017年7月

<sup>77</sup> 《保险业中的客户行为和忠诚度：2017年全球版》，贝恩公司，2017年

<sup>78</sup> GSMA，2017年7月，同上

**图 15:**  
各地区的移动互联网深度(左轴)和用户深度(右轴), 百分比



资料来源: © GSMA Intelligence, 2017年、2016年; Pew研究中心; 瑞再研究院

保险公司借助科技手段提高分析能力, 从而能够创新产品, 满足特定顾客群体的需要。

数据挖掘、云计算和人工智能等科技提高了保险公司的分析能力, 有助于保险公司更好地了解不同客户群体的需要, 并提供定制化风险保障解决方案。印度的Toffee和Digit Insurance等新的初创企业是百分百的数字化保险公司, 通过简化投保人登记从而简化购买流程。它们取消了不必要的文档, 加快理赔流程, 而这一切背后都需要先进数据分析技术和人工智能的支持。

城市化给新兴市场带来深刻变革, 并给保险业带来机会。

### 城市化和基础设施

城市化是新兴市场经济转型的关键结构化要素之一, 也为保险公司创造了机会。<sup>79</sup> 联合国数据显示, 全球城市人口预计将从2018年的42亿增加到2050年的67亿,<sup>80</sup> 其中约90%的新增城市人口将来自亚洲和非洲, 而目前新兴市场人口约17亿(或者为新增城市人口数量的68%)。

新兴市场将占2017年至2035年期间全球基础设施支出的63%左右。

随着城市人口不断增长, 各国势必对基础设施进行大量投资以确保可持续发展。但研究显示, 目前存在庞大的基础设施缺口, 尤其是新兴市场。全球范围来看, 2017年至2035年间的基础设施投资需求高达69.4万亿美元<sup>81</sup>(即每年3.7万亿美元),<sup>82</sup> 其中新兴市场需要投资约43.7万亿美元(占全球总额的63%)。仅中国和印度的基础设施投资便分别占23.6万亿美元(占全球总额的34%)和5.6万亿美元(占全球总额的8%)。

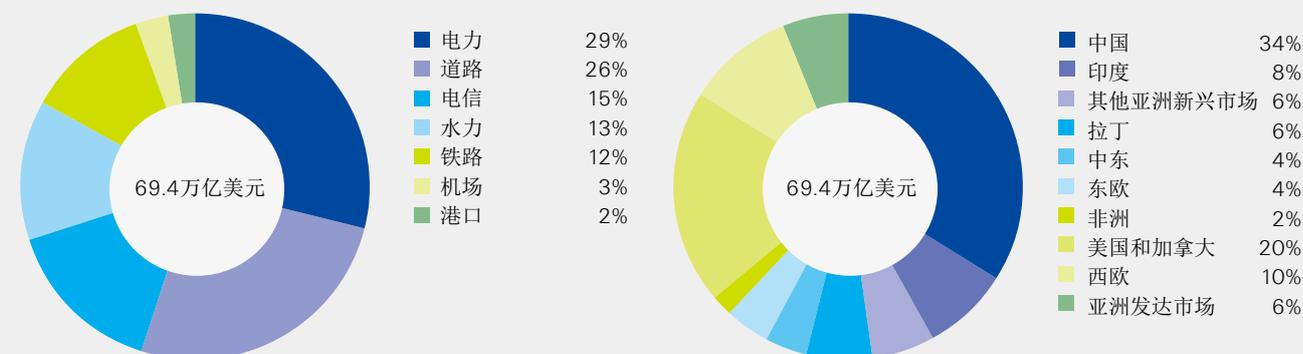
<sup>79</sup> 《城市化和增长》, 世界银行, 2009年

<sup>80</sup> 《世界城市化前景: 2018年修订版》, 联合国经济和社会事务部, 2018年

<sup>81</sup> 《缩小基础设施缺口: 是否取得进展?》, 麦肯锡全球学院, 2017年10月。金额按2017年不变价格。全球基础设施枢纽(G20倡议)和牛津经济研究院的另一份报告估计, 2016年至2040年期间, 全球基础设施投资需求将达到94万亿美元(每年3.8万亿美元)。

<sup>82</sup> 该数字还将每年增加多至1万亿美元, 才能实现联合国的可持续发展目标。

图 16:  
各行业基础设施支出(左轴)和各地区基础设施支出(右轴), 2017-2035年



资料来源: 麦肯锡全球学院

城市化将促进寿险和非寿险需求。

城市化和基础设施投资将通过多个渠道产生大量保险商机, 涵盖从前期施工到运营阶段的全过程。<sup>83</sup> 按保守费率估算, 2017年至2035年期间的上述基础设施投资需求将会在新兴市场产生440亿美元(按2017年不变美元汇率)的工程险总保费。<sup>84</sup> 基础设施支出还会提高收入水平, 继而增加对个人险种的需求。<sup>85</sup> 另外, 大城市集中了大量人口和经济资产, 因此易受人为和自然灾害影响。然而, 新兴市场城市却很少通过保险保障巨灾风险。<sup>86</sup> 寿险及健康保险方面, 城市生活导致糖尿病和肥胖, 以及大气污染等相关疾病的发病率上升。这些疾病需要保险保障, 但近期研究显示, 健康风险保障存在非常庞大的缺口。<sup>87</sup>

城市化还将带来保险公司必须面对的新挑战。

城市化为保险业创造商机, 但由于风险更集中、环境问题、缺少城市规划等原因, 但也存在诸多挑战, 因此必须加以研究。保险公司必须持续监控承保风险和风险敞口, 以发现新出现的风险, 并据此厘定费率和调整合同条款。

<sup>83</sup> 参见sigma 2018年第2期, 同上。sigma报告指出, 平均而言, 工程险保费增长率至少约为建造产出增速的3/4。

<sup>84</sup> 本期sigma 假设保守的费率为0.1%。在sigma 2013年第5期《新兴市场的城镇化: 对保险公司的利弊》(瑞士再保险)中, 建造为主的商业保险机会的加权平均保费率估计为0.16%。

<sup>85</sup> 《缩小全球基础设施缺口》(麦肯锡全球学院, 2016年6月)估计, 从长远来看, 1美元的基础设施投资可通过刺激生产力产生20美分的GDP增幅。

<sup>86</sup> sigma 2016年第1期, 《2015年的自然灾害和人为灾难: 亚洲蒙受重大损失》, 瑞士再保险

<sup>87</sup> 瑞再研究院的近期研究发现, 亚洲的健康保障缺口高达1.8万亿美元, 其中亚洲新兴市场占1.4万亿美元。中国和印度高居榜首, 保障缺口分别为8050亿美元和3690亿美元。参见《亚洲的健康保障缺口》, 瑞再研究院, 2018年10月

## 保险业增长的驱动因素

到2030年，“一带一路”相关项目的投资总额估计将达到7.4万亿美元左右。

该倡议将有助于促进参与国的经济发展。

“一带一路倡议”已在很多参与国启动了若干地标式基础设施项目。

“一带一路倡议”为保险业提供保费增长和投资的机会。

“一带一路倡议”的庞大规模也引发担忧。

普惠金融支持新兴市场的经济增长，并有望给保险公司带来增长机会。

### “一带一路倡议”能否带来结构性变革？

“一带一路倡议”已引发全球各国的参与兴趣。该计划旨在通过陆地和海上贸易路线，加强亚洲、中东、非洲和欧洲各国的经济一体化。据估计，直至2030年，“一带一路”项目的投资总额将达到约7.4万亿美元，其中80%以上将投资于基础设施领域。<sup>88</sup>

“一带一路倡议”预期将缩小新兴市场的基础设施缺口，推动经济增长。该缺口已成为这些市场发展的主要障碍之一。据估计，投资总额中的5.1万亿美元将用于中国境外项目建设，中国以投资者或承建者身份参与。除了基础设施投资外，“一带一路倡议”还将增加其他领域的贸易和合作，令众多行业和国家受益。

例如，“中国-巴基斯坦经济走廊”包含对道路、港口和工厂的投资。该项目将通过创造工作岗位、增加贸易和提供电力，满足工业发展的迫切需求，支持巴基斯坦的经济增长。蒙巴萨-内罗毕铁路是“一带一路倡议”的重大工程，也是肯尼亚自独立以来最大的基础设施项目。

“一带一路倡议”中包含的大量基础设施投资将刺激保险需求。据瑞再研究院的研究估计，到2030年，中国境外各国的“一带一路”相关项目累计将产生280亿美元的商业保险需求。<sup>89</sup>除了产生直接保费，保险公司还有大量机会投资于“一带一路”项目。<sup>90</sup>

“一带一路倡议”将带来前所未有的新兴市场投资机会。虽然部分国家的举债引发担忧，<sup>91</sup>但“一带一路倡议”推动了庞大的项目投资，为相应市场的经济发展作出重大贡献。例如，除了上面列举的例子外，中泰高速铁路是泰国的首个此类项目，竣工后可能令该国受益匪浅。<sup>92</sup>对保险公司而言，大部分需求集中于工程险和财产险，其次是航运险、责任险和贸易信用险。客户要求为其投资和贸易相关活动提供更全面保障。因此，采用定制化解决方案日益重要。

### 普惠金融

普惠金融是新兴和发展中国家中长期经济增长的关键结构性要素，<sup>93</sup>并被确定为实现17个联合国可持续发展目标中7个目标的基本条件。全球60多个国家和地区的政府及联合国已将普惠金融确定为促进经济发展的主要目标之一。实证分析较难确立普惠金融与经济增长之间的关系。世界银行的一份报告表明，随着金融普惠度和深度增加，增长的边际收益会逐渐减少。<sup>94</sup>然而，许多发展中国家尚未达到这个阶段，普惠金融带来的经济增长潜力依然巨大。传统上，保险并非国家普惠金融战略的核心，但其重要性正在上升。对保险公司而言，新兴市场消费者受益于普惠金融，因此有望带来增长机会。

<sup>88</sup> 《中国的一带一路倡议：对参与地区商业保险的影响》，瑞再研究院，2017年3月

<sup>89</sup> 同上。

<sup>90</sup> 《一带一路倡议：给保险公司带来数万亿美金的商机》，Economic Insights，瑞再研究院，2018年11月

<sup>91</sup> 《中国的一带一路倡议开启前所未有的商机》，《福布斯》，2018年9月4日，<https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2018/09/04/chinas-belt-and-road-initiative-opens-up-unprecedented-opportunities/#>

<sup>92</sup> 《一带一路倡议：开辟新篇章的战略》，IMF，2018年4月12日，<https://www.imf.org/en/News/Articles/2018/04/11/sp041218-belt-and-road-initiative-strategies-to-deliver-in-the-next-phase>

<sup>93</sup> 我们将普惠金融定义为家庭和企业可享受和使用正规金融服务。

<sup>94</sup> L. Klapper、A. Demircuc-Kunt等，《普惠金融和普惠增长：近期实证证据评述》，世界银行，2017年4月25日

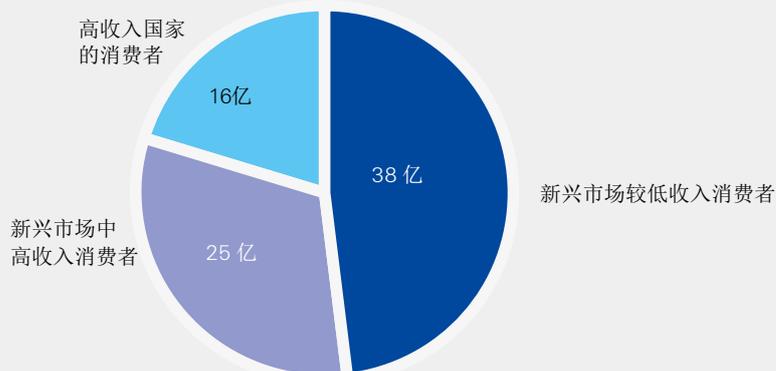
保险可以成为实现普惠金融的第一步，对低收入人群特别有价值。

新兴市场的投保人与传统保险客户大不相同。

保险可以成为实现普惠金融的第一步。传统上，普惠金融的重点是促使人们更多地参与正规的银行服务体系，并提供人们可负担的金融服务。<sup>95</sup> 提高保险便利度对低收入人群尤其有价值，这些人群往往难以应对未能预见的财务意外风险，尤其容易遭受疾病、丧失工作能力、自然灾害和极端气候事件(如干旱)造成的冲击。<sup>96</sup> 按某些指标衡量，正规风险管理比非正规保障机制效率高10倍。<sup>97</sup> 对保险公司而言，为新兴市场消费者提供普惠保险的优势在于开辟新风险池，其中包含处于结构性变化增长关键点上的数十亿客户。这也有助于缩小世界人口中庞大新兴市场人群的保障缺口。<sup>98</sup>

估计有38亿新兴市场消费者代表新兴市场中收入中最低的60%人口。<sup>99</sup> 新兴消费者业务与发达市场的传统保险大不相同。这种业务的特点是保费低、数量大，需要采取与传统保险产品完全不同的方式。由于单位生产成本高昂，保险公司一直难以向全球这部分人口提供保险。保险科技解决方案旨在发挥关键作用，向这部分消费者提供可以负担的保险服务，以缩小其保障缺口。

图 17：  
新兴市场消费者细分



资料来源：Center for Financial Inclusion at Accion

<sup>95</sup> 传统上，普惠金融几乎完全是指正规银行服务体系及提供可负担的金融服务。参见 <https://www.worldbank.org/en/topic/financialinclusion/overview>

<sup>96</sup> *sigma* 2017年第4期《保险：给新兴市场的发展带来增值》，瑞再研究院；《通过普惠保险促进普惠金融》，Giz，<https://www.giz.de/en/worldwide/14131.html>

<sup>97</sup> 《普惠保险：缩小新兴客户的保障缺口》，Center for Financial Inclusion at Accion和国际金融学院，2018年1月

<sup>98</sup> 同上。

<sup>99</sup> 世界银行、PovcalNet

# 结论

受周期性动态和结构性因素影响，曾经飞速发展的新兴市场现已出现趋缓迹象。

然而，新兴市场保险业的预期依然良好。

我们对新兴市场的近期前景保持审慎乐观。

我们认为，新兴市场依然对保险公司具有吸引力，尤其是相对于发达市场而言。

经历快速增长后，近年来新兴市场的经济增长放缓。周期性动态因素(如大宗商品价格下跌和美联储逐渐收紧货币政策)屡屡引发宏观经济和金融波动，对新兴市场的发展韧性构成挑战。近年来，某些市场努力保护自身免受外部环境的负面冲击，并已取得显著进展。但是，当前的预期表明，结构性的经济脆弱性(如过度依赖贸易、高负债和生产力增长缓慢)正日益呈现，必须加以应对。上述因素加上人口老龄化，成为我们下调新兴市场长期增长预期的主要依据，需要各国政府坚持地制执行长期政策以解决上述问题。我们认为，那些能够推行旨在提升韧性的国家将最终从新兴市场群体中脱颖而出。

周期性和结构性宏观经济挑战将直接影响新兴市场的保险业。例如，人口老龄化将转变成更严重的长寿危机 - 但这对寿险公司而言则是机会。贸易发展将影响海运、航空、运输(MAT)和贸易信用保险，但影响的方向和程度仍不确定；如果金融波动加剧，可能会拖累盈利水平。尽管存在上述经济不利因素，我们认为新兴市场保险业预期依然良好。我们预计，未来10年中，新兴市场占全球保费的份额将增长50%左右。目前来看，新兴市场的保费份额落后于其占全球经济的比例，因此，保险业仍具有增长潜力。新兴市场的增长率仍远高于发达市场；新兴市场当前的人均收入水平预示着保险需求具有较高收入弹性。保险相关的因素，如监管动态、科技进步、城市化和推动普惠金融的努力，也将支持保费增长。

我们对新兴市场的近期宏观经济展望保持审慎乐观。发达市场经济的健康发展，将支持外部需求，近期大宗商品价格企稳也将有助于减少金融波动。但是，不确定的全球贸易状况，以及与美国的利差有可能进一步扩大，这些因素可能构成挑战。还有一些其他特殊影响。我们认为，就长期而言，全球增长将继续受新兴市场的带动，经济重心将继续从西方转向东方。

公司面临的风险在于，周期性因素可能掩盖更深层的结构性转变的趋势。因此，保险公司应当密切关注当前经济形势的变化，因为针对周期性和结构性因素需要采取不同的策略。我们认为，尽管行业发展前景具有挑战性，但新兴市场依然具有希望，对保险公司具有显著吸引力，尤其是相对于发达市场而言。

# sigma近期出版物

2019年	第1期	新兴市场：希望与挑战并存
2018年	第1期	2017年的自然灾害和人为灾难：损失创纪录的一年
	第2期	建设未来：工程险的近期发展
	第3期	2017年世界保险业：总体稳健，但成熟寿险市场拖累增长
	第4期	非寿险业的盈利状况：关注缺口
	第5期	2020年全球经济和保险业展望
	第6期	死亡率改善：了解过去，塑造未来
2017年	第1期	网络时代：应对复杂风险
	第2期	2016年的自然灾害和人为灾难：损害范围广泛的一年
	第3期	2016年度世界保险业：中国继续强劲增长
	第4期	保险业：为新兴市场的发展创造价值
	第5期	商业保险：创新扩大可保范围
	第6期	寿险存续业务管理：增加客户价值，提高长期盈利水平
2016年	第1期	2015年的自然灾害与人为灾难：亚洲遭受重大损失
	第2期	承保前沿市场业务
	第3期	2015年度世界保险业：保费稳步增长，区域发展不均衡
	第4期	21世纪的相互保险：回到未来？
	第5期	战略性再保险和保险：对定制化解决方案的需求日益上升
2015年	第1期	新兴市场中的健康生活：保险可助一臂之力
	第2期	2014年的自然灾害与人为灾难：对流风暴和冬季风暴造成的损失最大
	第3期	保险业并购：新浪潮的开端？
	第4期	2014年度世界保险业：恢复生机
	第5期	财产风险保障不足：弥补缺口
	第6期	数字时代的寿险业：根本性变革近在咫尺
2014年	第1期	2013年的自然灾害与人为灾难：水灾和雹灾损失巨大；台风海燕重创菲律宾
	第2期	数字化保险分销模式：一场无声的革命
	第3期	2013年度世界保险业：走向复苏
	第4期	责任险理赔趋势：新兴风险与反弹的经济驱动因素
	第5期	我们将如何提供护理？为老龄化社会寻找可持续的长期护理解决方案
2013年	第1期	携手应对新兴市场的粮食安全问题
	第2期	2012年的自然灾害和人为灾难：美国极端天气灾害频发的一年
	第3期	2012年度世界保险业：复苏之路漫长而曲折
	第4期	解读水运和航空保险业的最新发展
	第5期	新兴市场的城市化进程：保险公司面临的机遇和挑战共存
	第6期	寿险：关注消费者
2012年	第1期	了解寿险业盈利状况
	第2期	2011年的自然灾害和人为灾难：地震和水灾前所未有的，损失创历史新高
	第3期	2011年度世界保险业：非寿险业蓄势待发
	第4期	迎接利率挑战
	第5期	承保不断演变的商业风险
	第6期	保险会计政策：空的半杯，还是满的半杯？

**出版者:**

瑞再控股股份有限公司  
瑞再研究院  
P.O.Box  
8022 苏黎世  
瑞士

电话: +41 43 285 2551  
电邮: institute@swissre.com

瑞再研究院在全球均有办事处: 纽约、伦敦、班加罗尔、北京、香港和新加坡

**作者:**

Fernando Casanova Aizpún  
Finn Krueger  
Mahesh H. Puttaiah博士

**编辑:**

Brian Rogers博士

**主任编辑:**

安仁礼博士  
瑞士再保险首席经济学家

Dan Ryan

保险风险研究负责人

有关*sigma*自然灾害和世界保险市场数据图表, 请访问 [www.sigma-explorer.com](http://www.sigma-explorer.com)

©2019瑞士再保险。保留所有权利。

本研究的编辑截止日为2019年1月10日。

*sigma* 期刊同时提供英语(原文)、德语、法语、西班牙语、中文和日语版本。

瑞再研究院网站提供*sigma*下载: [institute/swissre.com/sigma](http://institute/swissre.com/sigma)。

网上版本可能包含更新的信息。

图文设计和制作:

集团不动产及物流/媒体制作中心(苏黎世)



©2019瑞士再保险保留所有权利。

瑞士再保险拥有本期《*sigma*》所有内容之版权, 并保留所有权利。在保留所有版权及所有权声明的前提下, 本刊内容可被用于私人用途或供内部参考。严禁电子再用《*sigma*》之所列数据。

任何以出版为目的整体或部分使用《*sigma*》必须得到瑞士再保险事先书面许可, 并需注明“瑞士再保险, 《*sigma*》2019年第1期。”同时请提供免费副本。

虽然本研究报告所有信息都取自可靠来源, 但是瑞士再保险并不对信息的准确性或全面性承担任何责任。本刊内容仅作提供信息用途, 并不代表瑞士再保险的立场。瑞士再保险对于由于使用本刊信息而导致的任何损失不承担任何责任, 并提醒读者不要过于依赖其中前瞻性的陈述。瑞士再保险没有义务公开修改或更新任何前瞻性的陈述, 不论是由于新信息、未来事件或其他原因所致。

瑞再控股股份有限公司  
瑞再研究院  
Mythenquai 50/60  
P.O.Box  
8022苏黎世  
瑞士

电话: +41 43 285 2551  
传真: +41 43 282 0075  
[institute@swissre.com](mailto:institute@swissre.com)  
[institute.swissre.com](http://institute.swissre.com)