

# 传统与风控，AIG 帝国启示录

## 保险行业深度报告

### 核心观点：

#### ● AIG 集团概览

AIG (American International Group, Inc.) 是全球领先的保险组织，最早可追溯到 1919 年，由美国人斯塔尔 (Cornelius Vander Starr) 在上海成立的美亚保险公司 (American Asiatic Underwriter) 发展而来。目前 AIG 已在全球 100 个国家和地区提供保险保障服务和其他支持服务。

#### ● AIG 经营特点分析

AIG 立身之本可以归纳为四大要素：1、注重成本管控，强调承保盈利；2、利润中心模式，捆绑企业职工共同利益；3、包容的多元文化背景，坚持不懈的国际保险业务开拓；4、投资结构稳健，追求平稳投资收益。

#### ● 金融危机之前 AIG 寿险业务推进

金融危机之前，AIG 寿险业务可以说引领全球。以友邦、美国人寿和美国通用为代表的寿险公司，在美国境内境外都是成功典范。作为全球领导品牌，AIG 是为数不多较早追求在发展中国家地区开辟市场的保险公司，并且在多个新兴市场获得了巨大成功。AIG 在当地开拓市场的同时也积极参与对本土经济的建设投入，这反过来更有利于 AIG 在不同土壤建立国际品牌与合作关系。

#### ● 金融危机对 AIG 的影响

05 年格林伯格被迫辞职后，AIG 引以为傲的企业文化逐渐土崩瓦解。长期卷入法律诉讼和疲于应付媒体导致公司管理混乱，更致命的是原先审慎风控意识不再。这最终导致 08 年金融危机爆发时，AIG 因为担保大批劣质 CDS 债券而濒临破产，不得不向美国政府寻求巨额援助。后为偿还负债，AIG 被迫变卖旗下多家优秀保险公司。

#### ● AIG 对国内保险业的启示

在当前国内监管趋严的大环境下，AIG 的经历强调了承保盈利和费用管控对于一家保险公司的重要性。同时，降低投资关联度较高的利差影响也是长期业务发展的必经之路。而强如 AIG 也曾一度濒临破产更说明保险始终将安全性放在首位的重要性不可忽视。

#### ● 行业启示

随着国内保险行业监管收紧，行业回归长期保障、强化商业保险公司的补充保障职能是大方向。保险公司在越发复杂的金融环境中，将风险控制和稳健经营摆在首要位置也符合监管层和国情需要。

#### ● 风险提示

监管升级利率调整政策不及预期等。

### 行业评级

买入

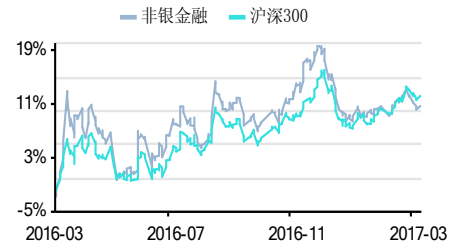
前次评级

买入

报告日期

2017-03-08

### 相对市场表现



分析师： 曹恒乾 S0260511010006

020-87574529

chq@gf.com.cn

分析师： 商 田 S0260516050001

021-60750634

shangtian@gf.com.cn

### 相关研究：

友邦保险：深耕亚太，渠道取 2016-12-22

胜：保险行业深度报告

稳步前行，变中求胜：保险行业 2016-11-29

2017 投资策略

探险低利率，发掘新蓝海：保险 2016-09-27

行业专题报告

联系人： 文京雄 020-87572429

wenjingxiong@gf.com.cn

## 目录索引

一、AIG 集团概览.....	5
(一)、突出的国际色彩.....	5
(二)、浓厚的中国情结.....	6
二、AIG 经营特点分析.....	8
(一)、注重成本管控，强调承保盈利.....	8
(二)、“利润中心”与产品创新.....	9
(三)、多元企业文化，坚持国际化道路.....	11
(四)、投资偏重不同，整体收益稳健.....	13
三、金融危机之前 AIG 寿险业务推进.....	15
(一)、友邦保险 (AIA).....	15
(二)、美国人寿 (ALICO).....	17
(三)、美国通用保险 (AIG AMERICAN GENERAL LIFE).....	18
四、金融危机对 AIG 的影响.....	19
(一)、斯皮策事件回顾.....	19
(二)、管理混乱与风控危机.....	19
五、AIG 对国内保险业的启示.....	21
(一)、传统美德，承保盈利的重要性.....	21
(二)、安全性始终是保险考虑的第一要素.....	23
(三)、行业回归长期，利差占比或缩小.....	24
行业启示.....	25

## 图表索引

图 1: 1919 年斯塔尔在上海开展保险业务 .....	5
图 2: AIG 商业保险业务分布 (百万美元) .....	5
图 3: AIG 消费保险业务分布 (百万美元) .....	5
图 4: AIG 非寿险净保费收入 (十亿美元) .....	6
图 5: AIG 累计寿险保费收入 (十亿美元) .....	6
图 6: 外滩 17 号友邦保险大厦 .....	6
图 7: 上海波特曼利兹卡尔顿酒店 .....	6
图 8: AIG 非寿险业务费用率 .....	8
图 9: 中国平安、中国太保财险业务费用率 .....	8
图 10: AIG 商业保险综合成本率 (%) .....	9
图 11: AIG 消费者保险综合成本率 (%) .....	9
图 12: 01-05 年 AIG 净利润与营收 (十亿美元) .....	10
图 13: 01-05 年 AIG 总资产&净资产 (十亿美元) .....	10
图 14: AIG 特殊金融保险保费收入 .....	11
图 15: 2015 年 AIG 员工分布情况 (人) .....	11
图 16: 格林伯格 1989 年入选保险名人堂 .....	12
图 17: AIG 国际业务发展历程 .....	13
图 18: AIG 集团整体投资结构 .....	13
图 19: 非寿险投资结构 (百万美元) .....	14
图 20: 寿险投资结构 (百万美元) .....	14
图 21: AIG 投资收益 (百万美元) .....	14
图 22: AIG 投资收益结构 (百万美元) .....	14
图 23: 国内保险行业投资资产 (亿元) 及权益资产、其他资产占比 (%) .....	14
图 24: 2001-2005AIG 寿险、养老退休保费收入 (十亿美元) .....	15
图 25: 2016H 友邦保险香港和中国地区新业务价值与年化新保费情况 .....	16
图 26: 2010-2016 中期友邦保险资产规模及增速 .....	16
图 27: 2010-2015 年友邦保险新业务价值和业务价值利润率情况 .....	16
图 28: 金融危机前 AIG 寿险业务收入分布 (百万美元) .....	17
图 29: 美国寿险市场保单 (右轴) 与总保额 (左轴) .....	18
图 30: 03-07 年 AIG 净收入 (十亿美元) .....	19
图 31: 03-07 年 AIG 净资产 (十亿美元) .....	19
图 32: 08 年金融危机导致 AIG 股价断崖式下跌 .....	20
图 33: AIG04-07 年净资本损益及 CDS 市值损益情况 (百万美元) .....	20
图 34: 次贷危机传导示意图 .....	21
图 35: 2003-2010AIG 费用率、赔付率 .....	22
图 36: 14-16GEICO 赔付支出、承保费用 (百万美元) 与综合成本率 (%) .....	22
图 37: 今年 1 月保户新增投资款首现回落 .....	23
图 38: 16H 中国平安寿险新业务价值结构 (百万元) .....	24
图 39: 01-10AIG 投资收益率表现 .....	24

图 40: 01-16 我国保险行业投资收益率 .....	24
表 1: 四家上市公司保险代理人情况 .....	7
表 2: 部分国内投保董事责任险情况 .....	10
表 3: AIG 首届国际顾问委员会成员名单 .....	12
表 4: 美国人寿 25 万美元保额保单对应年龄期限月费情况 (美元) .....	18
表 5: 保户新增投资款占总保费比例下滑明显 .....	23

## 一、AIG 集团概览

### （一）、突出的国际色彩

AIG (American International Group, Inc.) 是全球领先的保险组织，最早可追溯到1919年，由美国人斯塔尔 (Cornelius Vander Starr) 在上海成立的美亚保险公司 (American Asiatic Underwriter) 发展而来。AIG原身为AIU，即美国国际保险公司，这是一家保险公司会员制联合体，会员公司在世界各地开展保险业务，而AIU则是这些公司的总代理。正是因为AIG在发展之初就具备强烈的国际性色彩，所以国际化也是AIG日后发展一直发扬的重要特征。目前AIG已在全球100个国家和地区提供保险保障服务和其他支持服务。

图1：1919年斯塔尔在上海开展保险业务



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

AIG历史上可以领导人划分为两大时期：一是以斯塔尔领导的保险时期，这一时期集团旗下拥有众多不同的保险公司，大力发展国际业务是这一时期的主要特点；另一时期则由格林伯格领导，主要强化国内保险业务。

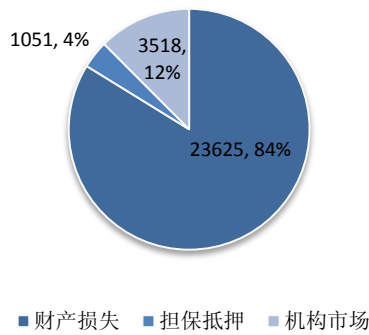
目前，AIG主要可以划分为商业保险和消费保险两大业务：商业保险涵盖财产损失、抵押担保和机构市场业务；消费保险包括退休养老、寿险和个人保险业务。截止2015年底，AIG商业保险业务和消费保险业务分别贡献营收281.94亿美元和270.69亿美元。分业务来看，商业保险偏重财产损失险业务，占比超过84%；消费保险业务中个人保险占比最大，为42%。

从地区分布来看，美洲地区仍然是AIG最主要的市场，其中非寿险净保费收入占比56%，寿险累计保费收入更是高达96%。寿险业务分布不均衡有历史原因。考虑到友邦保险曾作为AIG下属亚太业务分公司，在2012年为偿还08年金融危机带来的巨额亏损，AIG出售友邦保险所有权。而友邦保险作为亚太新兴市场的领导品牌，已经是重要的保险公司。但友邦保险过去所取得的成就与AIG的全球化战略密不可分。

图2：AIG商业保险业务分布（百万美元）

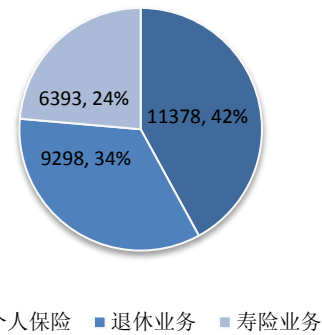
图3：AIG消费保险业务分布（百万美元）





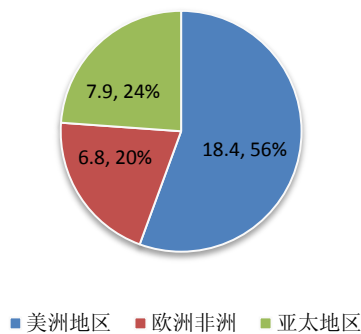
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图4: AIG非寿险净保费收入 (十亿美元)



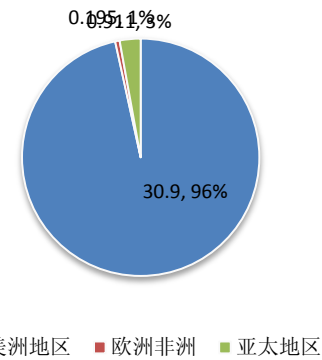
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图5: AIG累计寿险保费收入 (十亿美元)



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图6: 外滩17号友邦保险大厦



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图7: 上海波特曼利兹卡尔顿酒店

## (二)、浓厚的中国情结

得益于AIG两代领导人对中国的情有独钟，AIG始终对中国市场青睐有加。初代领导人斯塔尔最初就在上海开始其保险生涯，后任掌门人格林伯格更是为中国的保险事业发展做出了杰出贡献，荣获上海荣誉市民等称号。格林伯格执掌AIG期间，凭借多年职业生涯积累的政治关系，积极与中国政府沟通，多次与PICC合作，为中国保险市场的启蒙发挥了巨大作用。上海也在AIG的大力支持下，得到了外资投入，并逐步成为世界金融中心。上海外滩17号友邦保险大厦和波特曼酒店都是AIG开拓中国场所留下的印记。



数据来源：百度、广发证券发展研究中心

注：外滩17号也是斯塔尔在上海开展保险业务的办公室，后格林伯格签订30年租赁合同，成为AIG中国办事处办公室



数据来源：百度、广发证券发展研究中心

注：该酒店开发商曾向AIG融资3000万美元，作为报酬，AIG在上海中心落成后享有其部分股权和长期租赁权

1991年时仍上海市长的朱镕基向AIG颁发第一张外资保险许可证，作为试点允许AIG全权拥有该保险业务，无需与中国人保合资经营，只是仅限于上海市内经营。1992年，格林伯格亲自拜会时任总理李鹏，并承诺在最初10年内，AIG将不会索要在中国保险市场的分红。同时，AIG的到来也为僵化的中国保险市场引入活水——曾经的国内保险销售团队只接受固定薪酬，AIG进入中国后大力拓展代理人制度，并强化保单销售提成，吸引了大批代理人加入探索保险市场。至今，代理人团队都是国内保险销售的重要力量。

表1：四家上市公司保险代理人情况

单位：人	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H
中国人寿	693,000	684,000	653,000	640,000	743,000	949,000	979,000	129,000
中国平安	512,937	548,814	556,965	607,780	635,551	797,870	869,895	1,045,813
新华保险	204,000	192,000	201,000	176,000	175,000	192,000	259,000	242,000
中国太保	295,000	282,000	286,000	301,000	344,000	415,000	482,000	582,000
中国人寿	1.17%	0.29%	-5.77%	-6.43%	13.78%	27.7%	31.76%	32%
中国平安	5.35%	11.19%	8.58%	10.74%	14.11%	25.54%	36.87%	20.22%
新华保险	0.99%	-7.25%	-1.47%	-8.33%	-12.94%	9.71%	47.6%	-6.5%
中国太保	1.03%	4.44%	-3.05%	6.74%	14.29%	20.64%	40.1%	40.2%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## 二、AIG 经营特点分析

### （一）、注重成本管控，强调承保盈利

1962年，格林伯格受斯塔尔之托出任美安保险公司（American Home Assurance Company）总裁一职，同时美安保险也是美亚保险公司旗下的成员之一。当时美国保险行业的费率并不是市场化的，而是根据保险行业协会等机构协商确定，也就是说，行业的费率并不依赖市场供求，而是少部分专业人士的意见。这种做法导致那一时期的保费费率缺乏浮动，格林伯格决定改变这一现象，根据风险制定费率。当时的代理人有相当大的权利，可以自主评估保单风险而确定保费费率，格林伯格发现绝大部分代理人更在乎保单开出首年的提成部分，因此收回代理人自主评估费率的权力，转为由公司统一评估。这一做法在当时颇有争议，也是AIG从个险产品向商业险转型的开始。

保险利润来源于三差：死差、费差和利差，目前绝大多数保险公司，尤其是国内寿险公司，更为依赖利差，也就是通过对保险浮存金投资获取的投资收益。然而在格林伯格看来，保险利润的根本仍然需要回归到承保盈利——也就是收取保费与风险支付之差。相反，一味追求投资收益不仅会加剧行业的不当竞争，同时也忽视了潜在风险。（参考国内近期保险理财产品监管收紧）

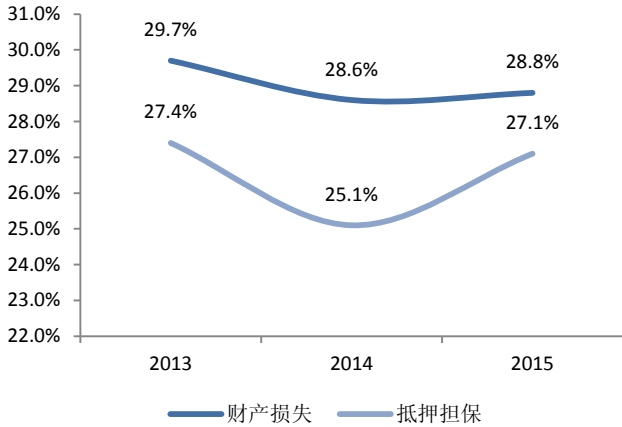
当时美安保险公司的费用率高达42%-45%，而行业水平为38%-40%，格林伯格的目标是将费用率降低到30%。后来在格林伯格严格的战略执行下，美安保险公司开始超越AIU旗下其他成员公司，费用率也成功消减到31%，至1967年，美安保险公司资产和保费收入均增长4倍以上。

虽然格林伯格离职后AIG费用管控一度出现裂缝，导致费用率激增，但整体而言仍要低于国内保险公司。截止15年底，AIG财产损失和递延担保业务费用率为28.8%和27.1%，均低于30%。对比国内保险公司，近年来伴随车险业务的激烈竞争，财险业务费用率均呈现上行趋势，财险费用率接近40%。从这一点上看，AIG总体保留了格林伯格时期的良好传统，即注重成本管控，强调承保盈利。然而，由于AIG多年来覆盖全球的保险格局，加上应对大灾保险的赔付较大，其综合成本率一直较高。如05年卡特琳娜飓风导致AIG当年赔付率由78%增长至81%。排除重大自然灾害损失和非相关会计调整后的综合成本率相对满足承保盈利条件。

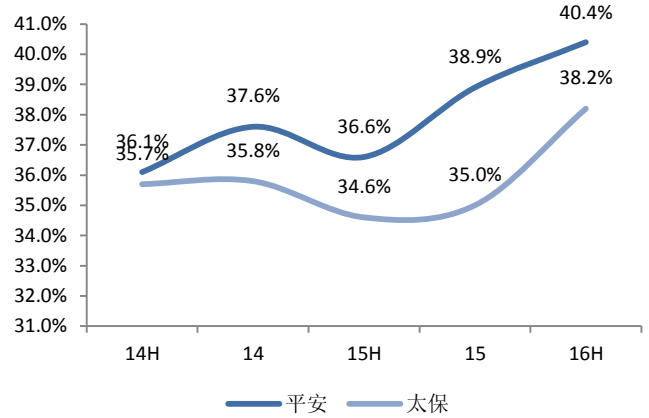
图8: AIG非寿险业务费用率

图9: 中国平安、中国太保财险业务费用率





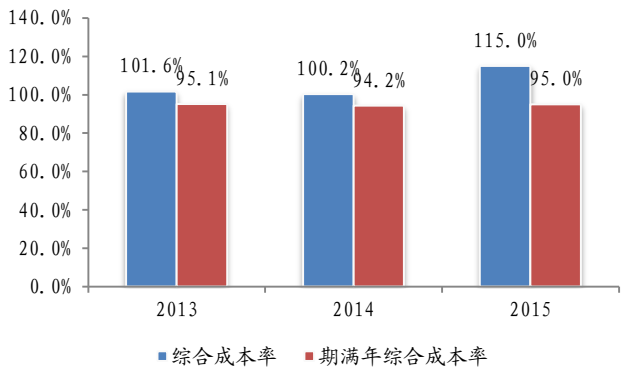
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

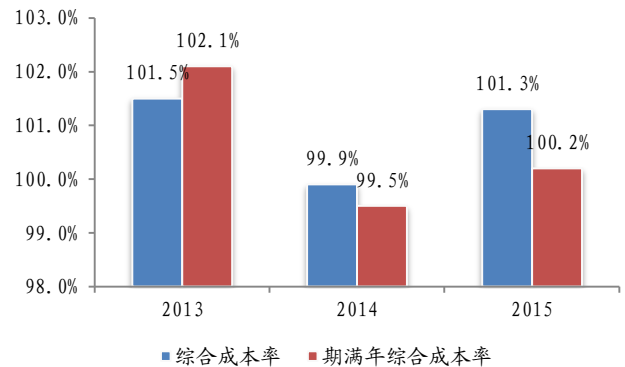
图10: AIG商业保险综合成本率 (%)

图11: AIG消费者保险综合成本率 (%)



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

注：期满年综合成本率排除大灾保险损失和其他费用调整



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

注：期满年综合成本率排除大灾保险损失和其他费用调整

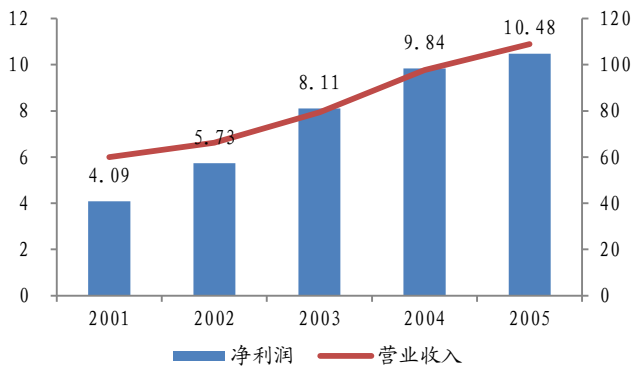
## (二)、“利润中心”与产品创新

上世纪70年代，美国保险代理机构与保险公司之间普遍缺乏有效管理和沟通，导致一旦业务方面出现纠纷，各业务部门之间往往互相推卸责任，降低解决问题的效率。格林伯格上台后，大刀阔斧修订旗下保险业务的管理机制。他提出“利润中心”的经营理念，即把某一经营区域全权分配给一经理，并负责该经营区域的盈亏，实行损益责任制度。“利润中心”制度的确立极大激发了管理经理对业务的专业精神，因为业务经理所获得的承保盈利也大部分归其所有，摆脱了固定报酬制度下经理人缺乏责任心的情况。围绕这一创新制度，经理人努力核对每一笔保单，认真评估保单风险，实质上帮助公司节省成本，提高效率。为了帮助下属更好执行“利润中心”模式，格林伯格定期与各管理经理沟通交流，一同审核年度业绩，鼓励经理们全面参与保险业务的各个环节，这也使得AIG的业务人员在业务素养方面培养出竞争优势。

2005年是格林伯格执掌AIG的最后一年，在其受到丑闻冲击下台前，AIG各项营业指标保持稳健增长，净利润和净资产分别为104.8亿美元和863亿美元，较5年前增

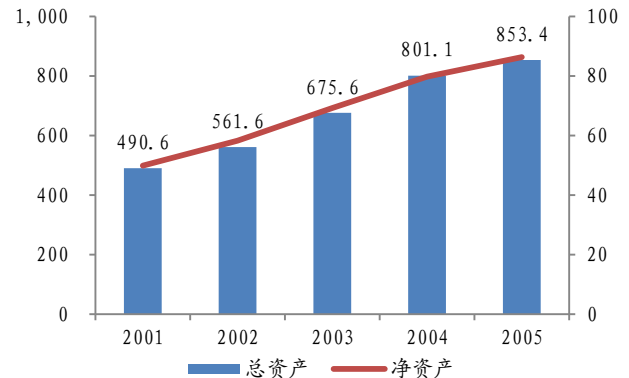
长156.2%和72.9%。“利润中心”模式也伴随格林伯格成为AIG的特色。

图12: 01-05年AIG净利润与营收 (十亿美元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图13: 01-05年AIG总资产&净资产 (十亿美元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

除此以外, AIG还积极开拓新的保险阵地, 首当其冲的就是董事责任保险 (D&O insurance), 这是一款专门针对公司董事及高管人员提供的保险产品, 因被工作疏忽或行为不当而被追究其赔偿责任时, 由保险人负责赔偿该公司及其董事、监事、高级管理人员进行侵权责任抗辩所支付的法律费用, 并代为赔付其应当承担的民事赔偿责任款项的保险。实际上, 这一险种在上世纪30年代仅有伦敦的劳埃德保险公司销售, 且市场较小, 并不受保险公司青睐。格林伯格领导的美安保险公司在60年代开始积极开拓该类险种, 并在美国市场获得巨大成功, 这一险种也几乎成为美国上市公司高管的福利标配。随后, 美安保险再接再厉, 推出D&O保险的变种险种E&O保险 (error and omissions), 也获得了巨大成功。对D&O和E&O保险的创新使得美安保险公司成为这一领域的领导品牌, 同时也为整个保险行业发掘了一块新蓝海。

表 2: 部分国内投保董事责任险情况

国内上市投保公司	保额	保费	承保机构
中国平安	3000 万美元	420 万元人民币	平安财险 (国际市场上的再保险上)
工商银行	5000 万美元	148.6 万美元	美亚等 7 家保险公司
招商银行	3000 万美元	*	美亚保险等
中国银行	5000 万美元	不超过 70 万美元	美亚财险、华泰财险、丘博保险、安联保险、中银保险
中信银行	5000 万美元	不超过 70 万美元	美亚保险、华泰财险、安联保险、中银保险、联邦保险
北京银行	15000 万元	50 万元	美亚保险、人保财险
深发展	5000 万美元	40 万美元	*
中国人寿	8000 万到 1 亿美	不超过 400 万美元	*

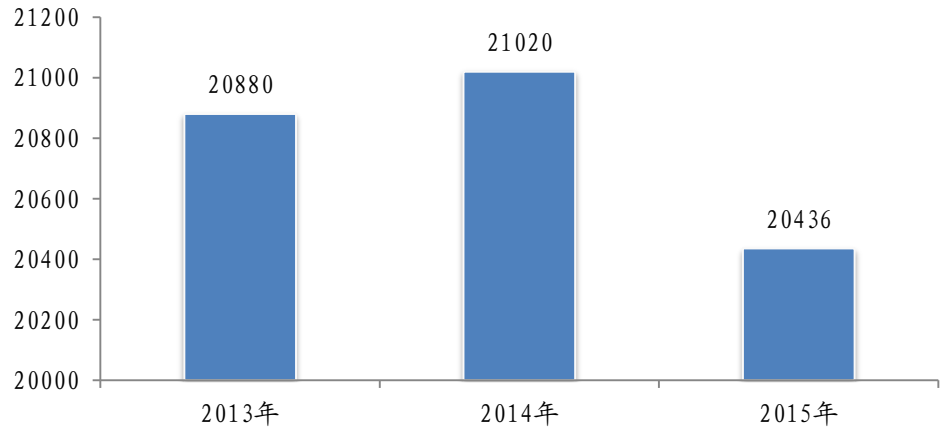
识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	元		
--	---	--	--

数据来源：网站资料、广发证券发展研究中心

图14: AIG特殊金融保险保费收入



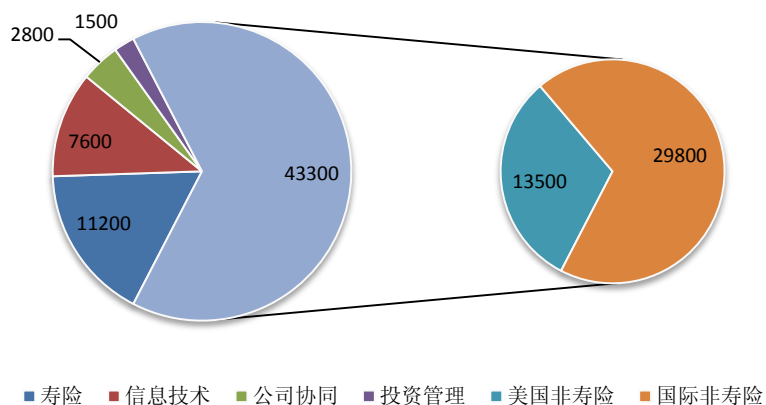
■ 2013年-2015年特殊金融保险类的保费收入 (单位: 百万美元)

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### (三)、多元企业文化，坚持国际化道路

AIG作为一家大型国际保险集团，吸纳了全球不同背景文化的员工，需要高度认同具有凝聚力的企业文化。截止15年底，AIG在全球拥有员工6.64万人，分布在不同业务岗位。其中非寿险人员4.33万人，其中负责国际业务人员就有2.98万人。

图15: 2015年AIG员工分布情况 (人)



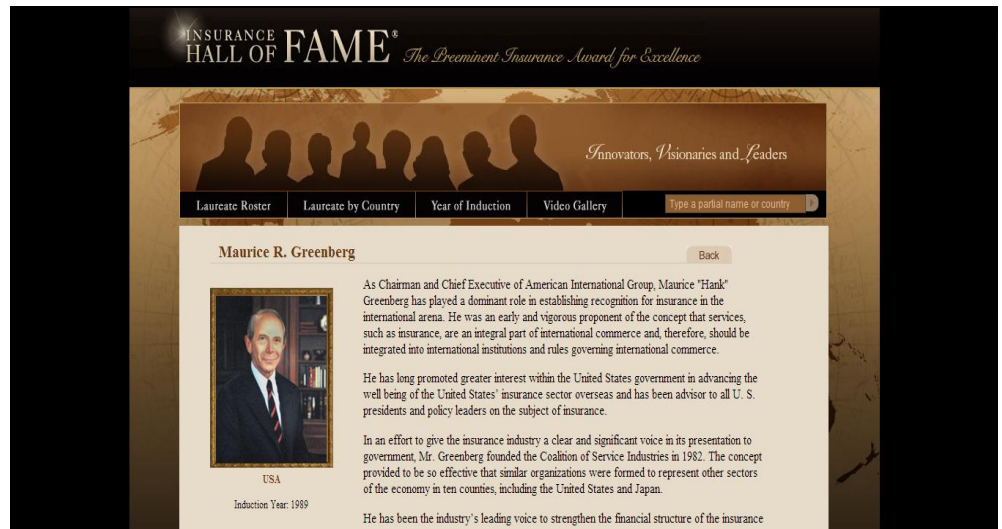
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

AIG在发展历程中逐步培养出了一套符合公司特性的企业文化，这些企业文化鼓励不同地区的国际员工有强烈获取成功的意愿和能力。伴随“利润中心”模式的发展，AIG的企业核心就是一切以效益说话，旗下员工不与AIG签订任何雇佣合同，一

一切人事变动都依靠业绩说话。这种看似专横的企业氛围却也将员工的潜能发挥到最大，使得企业员工和公司利益捆绑前进。同时，唯业绩导向的制度也使得公司在招聘时更容易筛选出有竞争优势的人才，而一般人员在入职之初如果发现不符合AIG的企业氛围，往往会自动退出。

AIG独特的企业文化培养了大批美国商界精英。即便是不少从AIG离职的员工，也成为其他公司的领军人物。1957年创立的国际保险名人堂是国际社会对保险业做出卓越贡献的个人的最高赞誉，AIG多位高管入选，包含格林伯格和他的两个儿子。

图16: 格林伯格1989年入选保险名人堂



数据来源：国际保险名人堂、广发证券发展研究中心

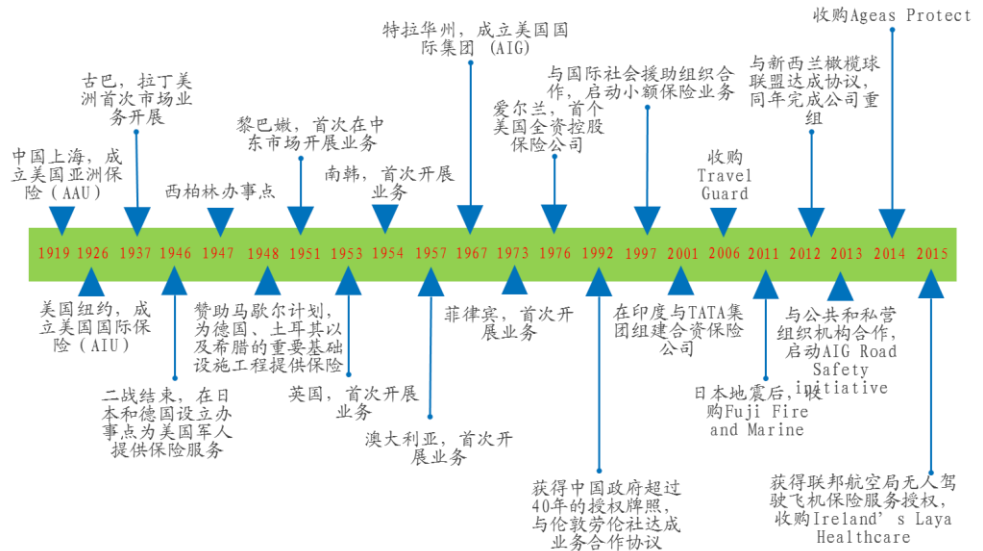
AIG在开创初期的国际业务成为集团后来发展一直坚持的特色。格林伯格在上世纪70年代往返于世界各地的旅途中建立了和许多政界精英的良好关系。这些关系成为日后AIG进入他国市场的重要筹码。1981年，格林伯格凭借良好的人脉打造了AIG的国际顾问委员会（International Advisory Board），该组织汇聚来自各个国家的国际精英，并将每年定期与AIG管理层会晤。首届委员会主席为前美国国务卿亨利基辛格。基辛格与格林伯格在国际交流上有许多共同点，两人的友谊也一直伴随AIG的国际化而增进。

表 3: AIG 首届国际顾问委员会成员名单

成员	任职期间	履历
亨利基辛格	1981-2005	AIG 首届 IAB 主席，前美国国务卿
副岛有俊	1981-1989	日本前财务大臣
肯尼斯克拉克	1981-1987	御用大律师，英国保守党政治家，下议院议员，现任大法官兼司法大臣
简悦强	1981-1995	东亚银行主席
莱昂兰伯特伯爵	1981-1987	现代国际银行先锋人物
李洪九	1981-1987	前韩国总理、统一院长官
薛华成	1981-1996	亚洲管理学院创始人、SGV 会计师事务所主席

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图17: AIG国际业务发展历程

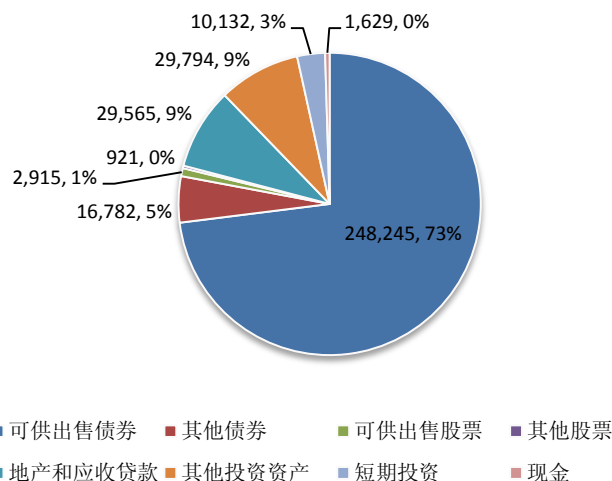


数据来源: 公司网站、广发证券发展研究中心

(四)、投资偏重不同, 整体收益稳健

AIG投资策略根据不同业务有所调整。截止2015年, 集团整体投资资产3399.8亿美元, 非寿险业务和寿险业务投资资产分别为1125.37亿美元和2006.94亿美元, 同比下降7.61%和1.05%。从投资结构来看, 非寿险业务中权益资产配置更明显, 可供出售股票类资产28.21亿美元, 占比3%。与国内保险投资结构类似, 债券资产占比较高, 集团整体为73%, 寿险与非寿险为78%和76%。而寿险投资结构中股票类资产规模明显较小, 仅1.44亿美元。非寿险业务的投资策略主要以满足风险回报、流动性、信用水平和多元化等因素展开, 寿险业务的投资则主要以适当控制资产负债比例和最合适的久期匹配为主要目标。

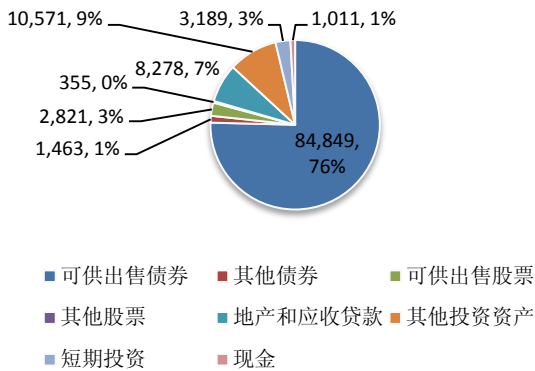
图18: AIG集团整体投资结构



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

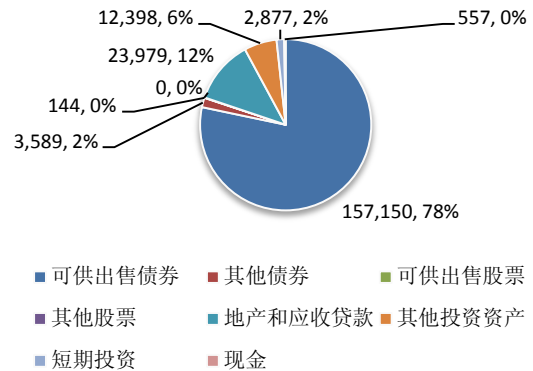


图19: 非寿险投资结构 (百万美元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

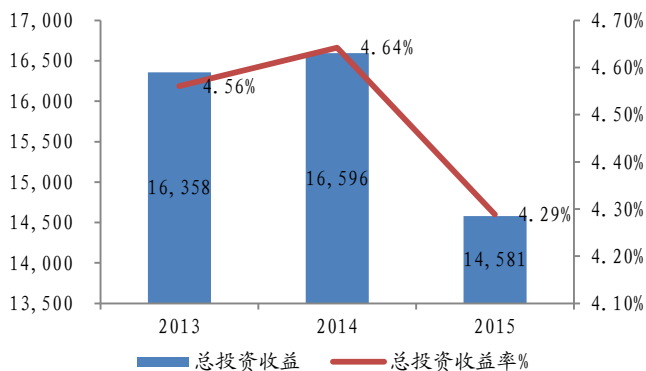
图20: 寿险投资结构 (百万美元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

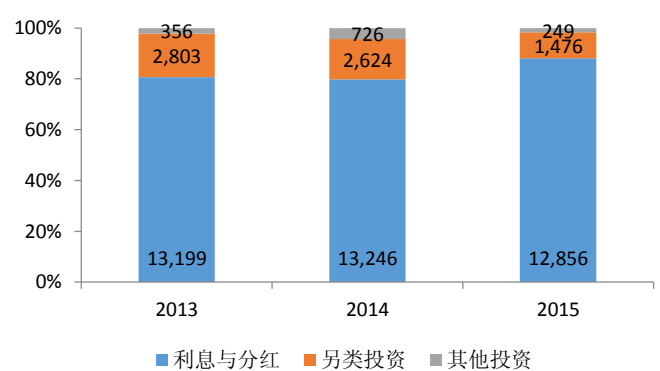
投资收益方面, AIG主要分为利息与分红、另类投资和其他投资三大来源, 其中利息与分红占比较大, 13-15年为128.56-132.46亿美元, 占总投资收益的79.8%-88.2%。2015年AIG整体投资收益145.81亿美元, 同比下滑12.1%, 主要源于另类投资中的对冲基金表现下滑, 在投资收益率缩减等原因。从投资收益率来看, AIG整体投资收益率表现低于国内同期平均水平, 近3年均低于4.7%, 15年降至4.29%。国内保险行业总可运用资金余额不断攀升, 截止16年11月已超过1.31万亿元, 其中股票和基金类资产占比14.37%, 远超过AIG中同类资产占比, 而代表非标资产的其他类资产比例也不断攀升, 为34.89%。AIG作为一家历史悠久的老牌保险集团, 其投资结构可以看做是发达市场的典型, 而国内保险业仍然是朝阳行业, 保险数量和保费市场仍在不断扩张, 行业投资收益率也与权益资产关联性较高, 因此波动性也较大。例如2015年行业整体投资收益率高达7.56%, 而2013年仅为3.39%。

图21: AIG投资收益 (百万美元)



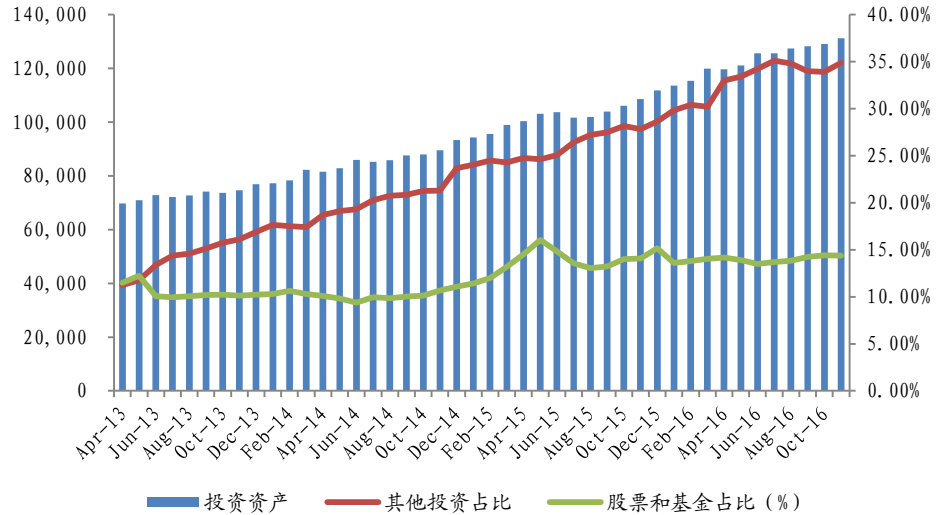
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图22: AIG投资收益结构 (百万美元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图23: 国内保险行业投资资产 (亿元) 及权益资产、其他资产占比 (%)

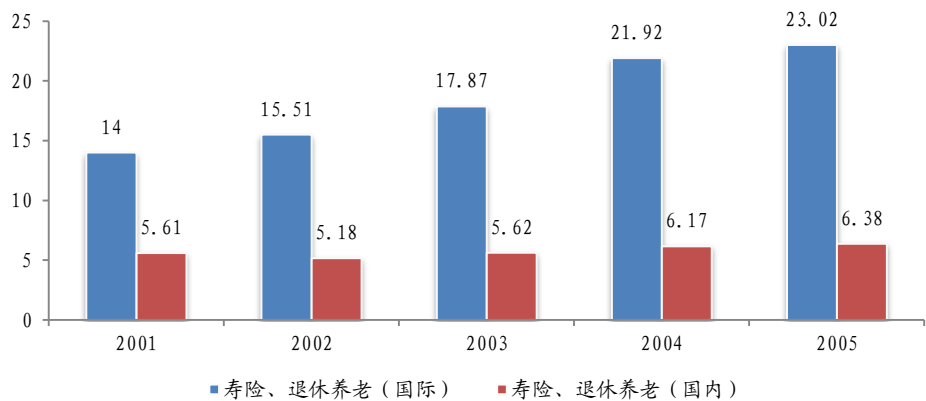


数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

### 三、金融危机之前 AIG 寿险业务推进

2005年是AIG发展中经历的重要分水岭。这一年，AIG先后受到时任纽约州州长斯皮策的调查，并接受格林伯格的辞职申请。其后的几年AIG在内忧外患中度过了艰难的金融危机，财务一度濒临破产，但最终在美联储财政部的支持下生存下来。为了偿还美国政府高达1800亿美元的援助，AIG不得不通过变卖旗下许多知名子公司来还债。尽管如此，2005年以前的AIG寿险业务一度达到巅峰，是世界保险业中海外和大健康战略的集大成者，值得所有保险公司学习。

图24: 2001-2005AIG寿险、养老退休保费收入（十亿美元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

#### （一）、友邦保险（AIA）

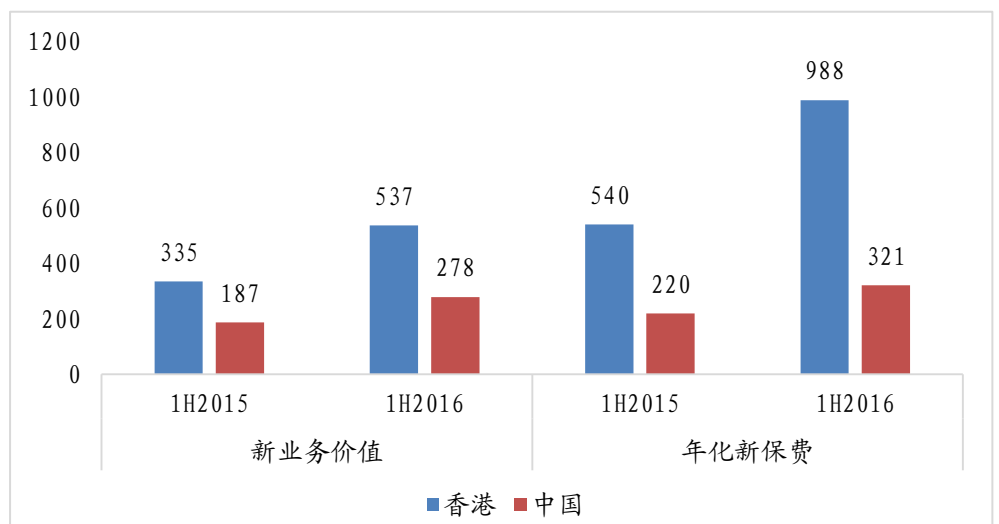
友邦保险虽然如今已经完全脱离AIG，但在之前绝大部分时间里扮演着AIG寿险业务的领衔品牌。要讨论AIG的寿险业务发展不得不提及友邦保险。1949年，AIA总

部由中国迁至香港，并采用MOPS（AIG海外流动职员）招募培训本地新人的工作模式培训了大批亚洲地区素质过硬的代理人。友邦保险的业务根源可追溯至90年前的上海，专营亚太地区寿险业务，如今业务已经覆盖亚太区内18个市场，包括在香港、泰国、新加坡、马来西亚、中国、韩国、菲律宾、澳洲、印度尼西亚、台湾、越南、新西兰、澳门和文莱拥有全资的分公司及附属公司、斯里兰卡附属公司的97%权益、印度合资公司的26%权益，以及在缅甸和柬埔寨的代表处。

在友邦保险位于亚洲的所有地区市场中，2016年上半年香港和中国市场的业绩增长最为显著，新业务价值分别上涨60%和50%，年化新保费分别上涨83%和46%，遥遥领先于其他地区市场，是支撑友邦业绩维持高速增长的主要区域。2015年下半年至2016年上半年，香港及中国地区新业务价值的占比在原有基础上提升，其中香港地区占比由2015年的31.5%增加至39.3%，中国地区也增加了2.73个百分点，占总额的20.3%，成为所有区域中第二大市场，在友邦战略地位中进一步提升。其中香港市场增长的一个主要驱动力来自赴港买保险的内地客户。根据香港保险业监理处公布的数据显示，2015年向内地访客发出的新造保单有245950份，由这些新造保单所带来的保单保费达316.44亿元，占2015年新造个人人寿业务总额的24.2%。2016年一季度内地消费者投保的新造保单保费132亿港元，预计全年会超过500亿港元。

2010年，AIG本来与保诚集团达成协议转让，但保诚集团临时下调收购AIA价格由原先的355亿美元变为300至320亿美元，导致双方无法就交易价格达成统一。无奈AIG此时负债累累，故重启AIA香港上市，以求IPO募集资金偿还联邦政府债务。友邦上市后，便与AIG再无瓜葛。

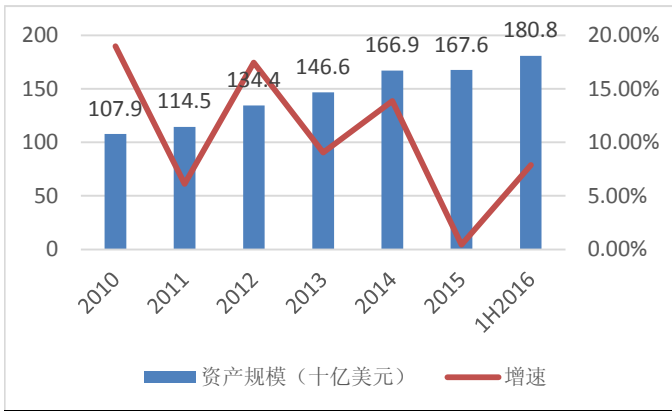
图25: 2016H友邦保险香港和中国地区新业务价值与年化新保费情况



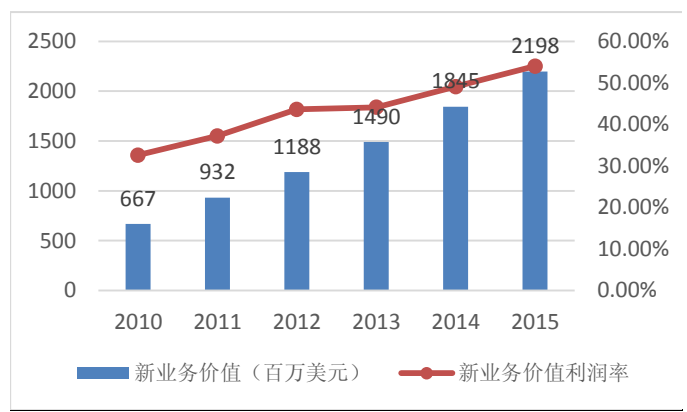
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图26: 2010-2016中期友邦保险资产规模及增速

图27: 2010-2015年友邦保险新业务价值和新业务价值利润率情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

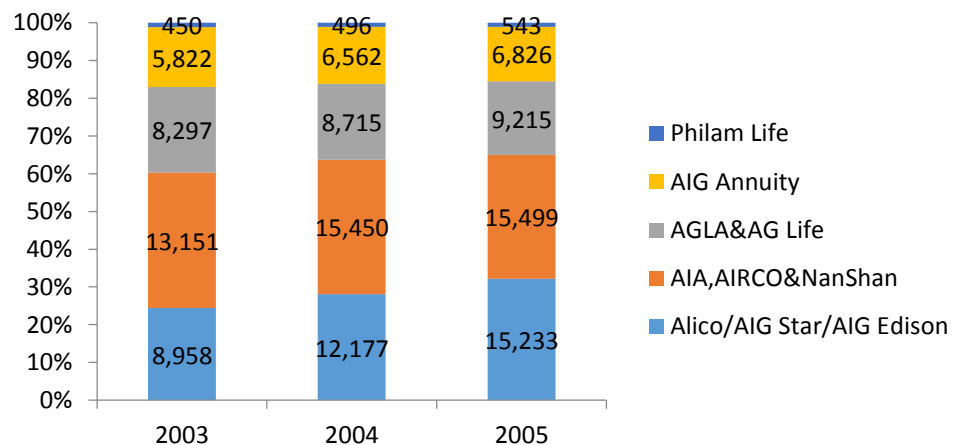
## (二)、美国人寿 (ALICO)

美国人寿 (American Life Insurance Company) 一度是AIG国际寿险业务的领头羊，也是世界最大的国际寿险业务公司，曾在50个国家和地区经营人寿业务，主要在日本、欧洲、中东、拉美等地区发展。1971年，美国人寿拥有10亿美元有效资金，并参考AIG的利润中心模式，在其业务辖区任命不同的区域主管。美国人寿与AIA的战略定位类似，也是发展中地区居多，并且也参考了类似中国的经营与投入当地发展相结合的模式，实行培养人才本土化，区位化。这种模式对于AIG与当地政府合作提供了良好的契机。

2003-2005年期间，美国人寿是AIG旗下寿险业务中营收仅次于AIA的第二大寿险业务板块（包含台湾南山保险），为集团实现收入131.51-155亿美元。美国人寿的最大业务在日本地区，同时在中东欧地区的多个国家保费市场份额超过10%。

2010年11月，AIG为了偿还债务，正式将美国人寿转让给美国大都会人寿。这笔交易最终作价近162亿美元，此后AIG再不拥有任何美国人寿收益权。

图28：金融危机前AIG寿险业务收入分布（百万美元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### （三）、美国通用保险（AIG American General Life）

美国通用保险公司是美国最大的寿险机构之一。2001年，保诚集团与美国通用保险达成以每股50美元、总估值近270亿美元的合并协议。后来由于市场认为该笔交易协议估值过高，其协议价格降至每股40美元。此时格林伯格看准时机，介入对美国通用保险公司的争夺，最终以接近230亿美元的价格成功收购美国通用保险公司。这也是AIG历史上收购规模最大的一次行动。通用保险的加盟丰富了AIG的盈利方式，补充了其退休储蓄业务，也加强了多渠道交叉销售的可能性。从战略角度考虑，对美国通用保险的收购加速了当时AIG后台运营的进一步整合，并且当年为AIG贡献超过10%的盈利增加，效果显著。

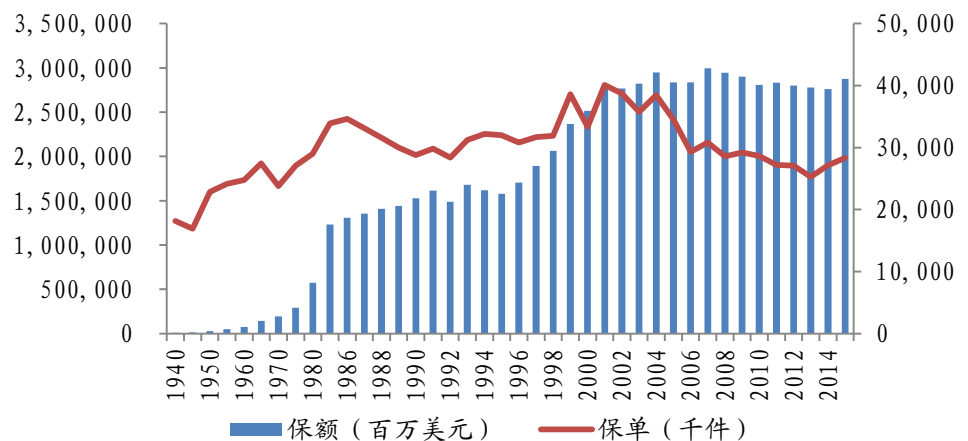
幸运的是，在面对金融危机时，美国通用保险公司并没有脱离AIG，并且伴随AIG继续成为集团寿险业务的主力军。美国通用保险公司目前主要提供的定期寿险产品，相对市场平均水平价格更具备竞争优势。

表 4：美国人寿 25 万美元保额保单对应年龄期限月费情况（美元）

	10 年期	15 年期	20 年期
男 35	\$11.81	\$12.24	\$13.97
女 35	\$10.94	\$11.37	\$13.32
男 40	\$13.97	\$15.48	\$19.38
女 40	\$13.54	\$14.83	\$18.51
男 45	\$20.02	\$23.27	\$29.32
女 45	\$18.29	\$20.02	\$25.00

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图 29：美国寿险市场保单（右轴）与总保额（左轴）



数据来源：ACLI、广发证券发展研究中心



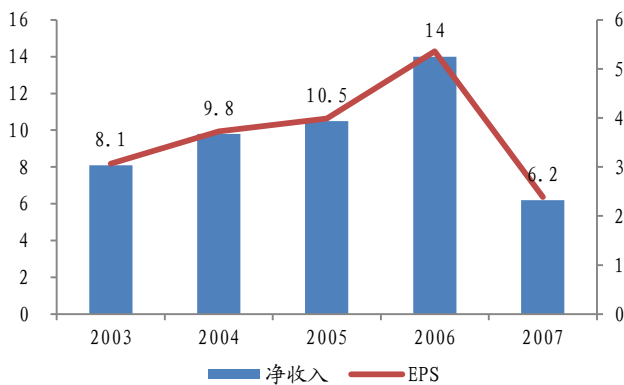
## 四、金融危机对 AIG 的影响

### (一)、斯皮策事件回顾

2005年2月至2009年9月这段时间内，AIG由一家资产1万亿美元，价值1800亿美元的公司沦落至濒临破产的边缘。这期间，时任美国检察官艾略特斯皮策（Eliot Spitzer）对AIG的各项指控起到了推波助澜的作用，并直接导致AIG的缔造者之一格林伯格提前辞职。受2005年安然公司丑闻影响，美国舆论对大型企业针锋相对，2002年美国政府出台《萨克斯-奥克斯利法案》，被视为美国监管层全面缩紧的标志之一。斯皮策也顺应思潮，将AIG列为其重点检查目标，寄希望于揪出AIG的财务造假情况来实现政治抱负。斯皮策喜欢利用媒体大肆宣扬，他在尚未对AIG进行足够调查的情况下就对AIG进行了各项似是而非的控诉。2005年4月，斯皮策在电视上公开宣称已经掌握了AIG的欺诈线索，然而最终审计的结果是，AIG过去5年的净收入和所有者权益多报了2-3个百分点，与斯皮策最初的预期大相径庭。

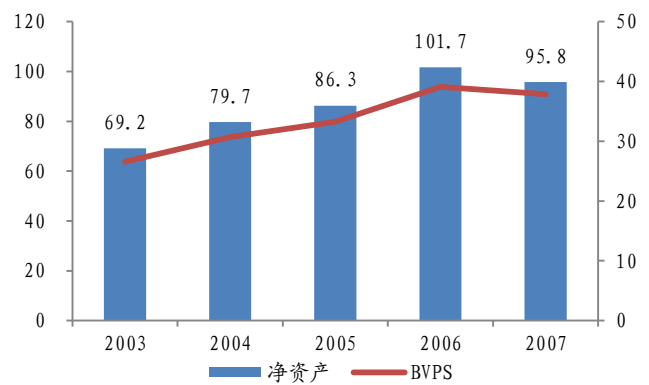
斯皮策对AIG的指控在事后看来是放大的了，但其连锁反应却直接将AIG推上了歧途。斯皮策在尚未对AIG调查前，就对集团外部董事频频施压，结果导致AIG内部就格林伯格去留问题展开了激烈内战。最终，AIG迫于外界舆论压力，提前支付格林伯格1.5亿美元的天价诉讼费用，而这位带领AIG近40年的元老也就此含恨离职，告别自己一手带大的AIG。整个2006年，AIG在内耗中度过，格林伯格留下的管理空缺和应付各类诉讼的不菲费用（整个过程超过16亿美元，单单会计费由05年350万飙升至08年1080万美元），为08年金融危机中濒临破产埋下了导火索。06年以后，AIG在内忧外患中各项业绩指标呈现明显下滑趋势。

图30: 03-07年AIG净收入（十亿美元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图31: 03-07年AIG净资产（十亿美元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### (二)、管理混乱与风控危机

格林伯格下台后，AIG在内耗和动荡中度过了5年，这期间公司管理层之间一片混乱，不同派系职员之间互相猜忌，在监管压力下公司业绩一落千丈，并最终导致在投资决策上引发重大失误，为金融危机期间AIG遭受重创的直接原因。

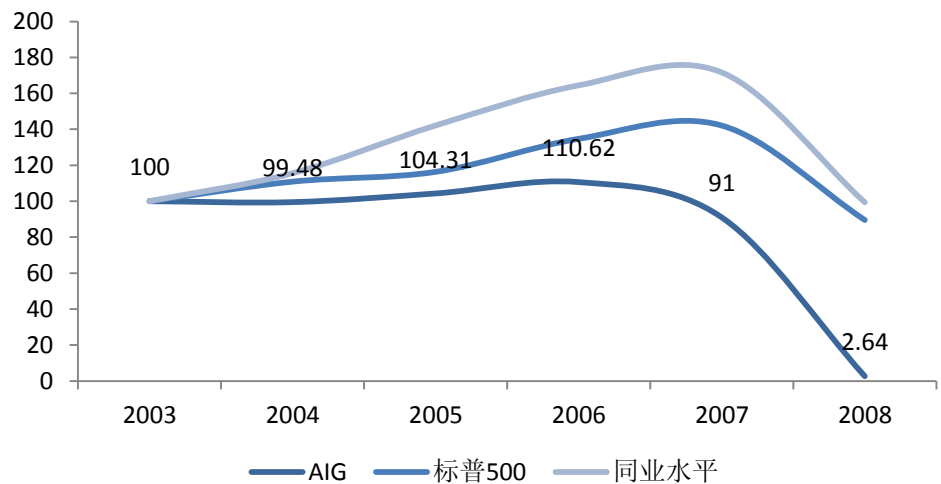
格林伯格下台后至金融危机期间AIG发生了几个重要变化：1、以苏利文

(Martin.Sullivan) 为首的新任管理层打破了AIG原先的不签订雇佣合同的历史，这是对原先职工和集团捆绑发展企业文化的否认，同时原先强力的管理层被削弱，由强硬的外部董事代替；2、AIG在内耗中风控逐渐放松，评级首次跌破3A评级，这提高了AIG的运营成本（3A评级时期AIG无需抵押担保就可为客户提供服务，节省了大量成本）；3、AIG的金融产品子公司（AIGFP，也是AIG的资产管理投资机构）开始大量吸收次贷CDS，而这正是扣动AIG市值暴跌的最后扳机。

值得一提的是，格林伯格时期，AIG在投资风控上格外严格，旗下金融公司的投资最终目的都不得背离维持集团3A评级的条件。数据显示，07、08年AIG因为次贷危机遭受的投资损失分别为114.72亿美元、286.02亿美元。关于CDS产品的机制，其本身类似于一种信用保证保险产品，只不过过往担保机构需要严格审慎的进行被担保方资质审核。简而言之，美国金融机构向投资者兜售次级房贷衍生产品，需要AIG来背书，也就是说一旦发生风险，AIG将承担最终的风险。

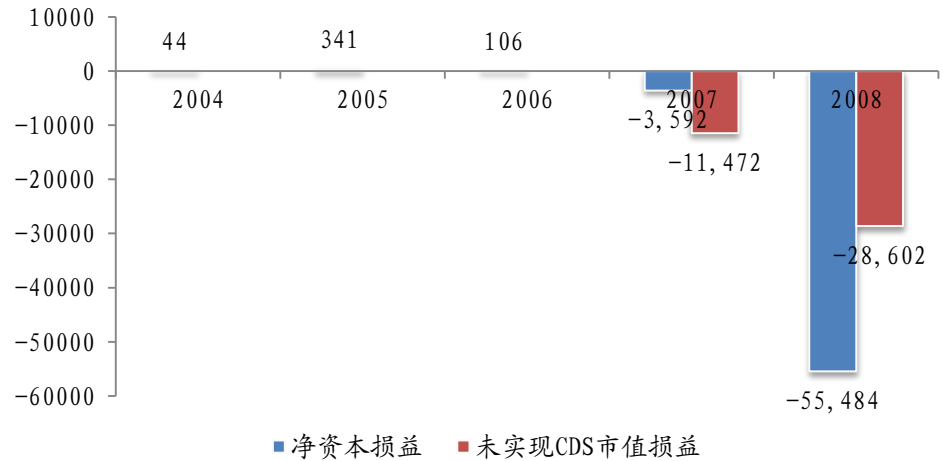
AIG财报一向以复杂难懂著称，事实上，CDS这一产品名称在2008年之前的AIG财报中都没有出现过，但其威力却直接将一家市值最高超过1800亿美元的保险巨头打到破产边缘。这侧面反映后格林伯格时期的AIG管理层并未足够重视这一风险较高且复杂的金融衍生品可能产生的危机。

图32: 08年金融危机导致AIG股价断崖式下跌



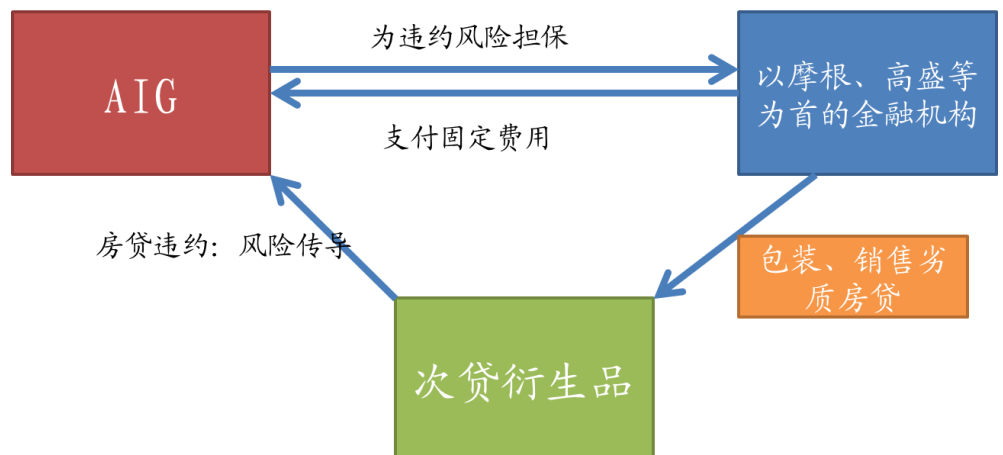
带数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图33: AIG04-07年净资本损益及CDS市值损益情况 (百万美元)



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图34：次贷危机传导示意图



数据来源：百度百科、广发证券发展研究中心

## 五、AIG 对国内保险业的启示

### （一）、传统美德，承保盈利的重要性

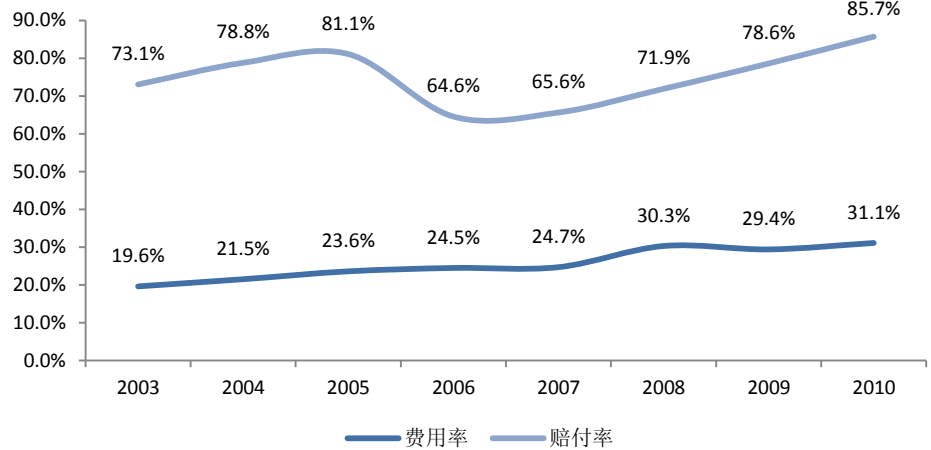
纵观AIG发展历史，其发展对全球保险业都做出了重要的贡献。与国内目前主打利差收益的保险环境相比，AIG从发展初期就秉持着刻板而有效的教条：减少成本，提高承保盈利。

2008年，格林伯格已被迫离开AIG三年后，仍然是AIG最大股份持有人。而当时次贷危机对AIG的侵蚀效应已然凸显，格林伯格在5月写给AIG管理层的信中表达了自己的焦虑：1、AIG丧失了在中国、日本地区保险领导地位；2、AIA和美国人寿业务出现停滞；3、AIG员工增加2.4万人，人力成本高企；4、综合成本率逼近100%，承保盈利空间稀释。最后格林伯格对当时的管理层明确表示AIG正在驶入危险区域，而不久后爆发的次贷危机验证了他的看法。

格林伯格时期AIG是世界上最注重成本管控的保险企业。数据显示，2003年至

2010年，AIG费用率由19.62%飙升至31.1%，赔付率由73.06%增至85.7%。05年3月后由于公司管理层陷入一片混乱，AIG丧失了自己引以为傲的成本管控和利润中心理念，而这正是AIG发展为世界保险巨头的秘诀。05年后AIG管理层混乱导致公司不再重视成本管控，直接导致公司经营恶化。

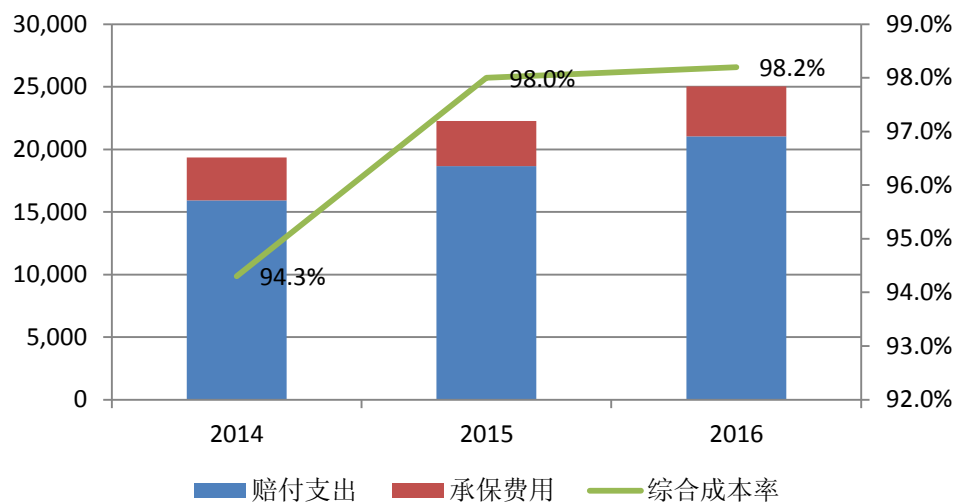
图35: 2003-2010AIG费用率、赔付率



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

无独有偶，此前对伯克希尔集团的研究也表明，巴菲特旗对保险公司的青睐也集中在承保盈利的基础上。以GEICO保险为例，14-16年综合成本率始终低于100%，而其中排除赔付的费用率仅为15.6%-16.6%。这与格林伯格看中成本管控一致，也导致GEICO成为巴菲特旗下最钟爱的保险公司。

图36: 14-16GEICO赔付支出、承保费用 (百万美元) 与综合成本率 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

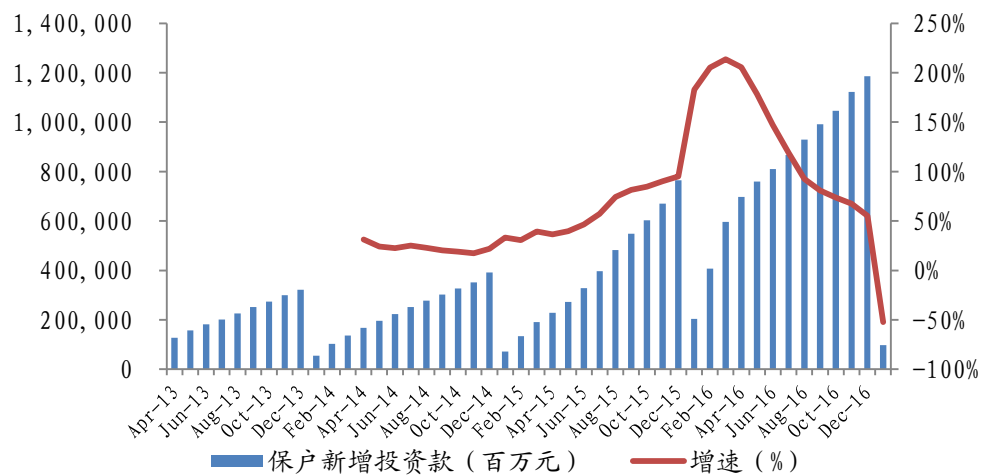
## (二)、安全性始终是保险考虑的第一要素

AIG成于稳健经营，成本管控，但也差点毁于风险。作为一家保险公司，投资资产的安全性始终应该放在首位，而08年AIG才暴露出大量CDS合同在身的软肋，但为时已晚。

结合国内当前监管环境，保监会针对保险公司一系列激进经营行为展开严厉规范，其实也是考虑到保险公司作为金融系统中的重要资金来源，风控稳健永远是首要考虑的。而不同国际成熟保险市场，我国保险覆盖率仍然偏低，人群保障意识不高，保险公司的补充保障支柱属性不够凸显。在这种情况下，一些中小保险公司采取激进的高成本推动负债模式，变相行驶资金池业务，不仅不利于行业回归保障，也会为整个金融系统带入风险。即便大如AIG，却也差点覆灭于复杂的金融杠杆产品上。从这一点上看，当前国内监管趋严的环境其实有助于保险行业健康发展。而此前主要监管处罚对象为一些借助保险平台撬动杠杆的行为，其本质不是保险业务，也不符合我国提高商业保障的需求。

至今年1月保监会对行业展开整顿后，激进保险模式可能不再出现。保户新增投资款占比明显回落，未来长期保障型险种将成为行业主旋律，高成本理财型产品可能受到更加严厉的监管。

图37：今年1月保户新增投资款首现回落



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

表 5：保户新增投资款占总保费比例下滑明显

公司	2016 年 12 月	2017 年 1 月
华夏	75.2%	32.1%
安邦	65.4%	1.1%
前海	78.0%	0.3%
恒大	92.2%	19.5%
国寿	27.8%	9.5%
太保	8.3%	8.2%
平安	24.7%	11.1%
新华	3.7%	5.5%



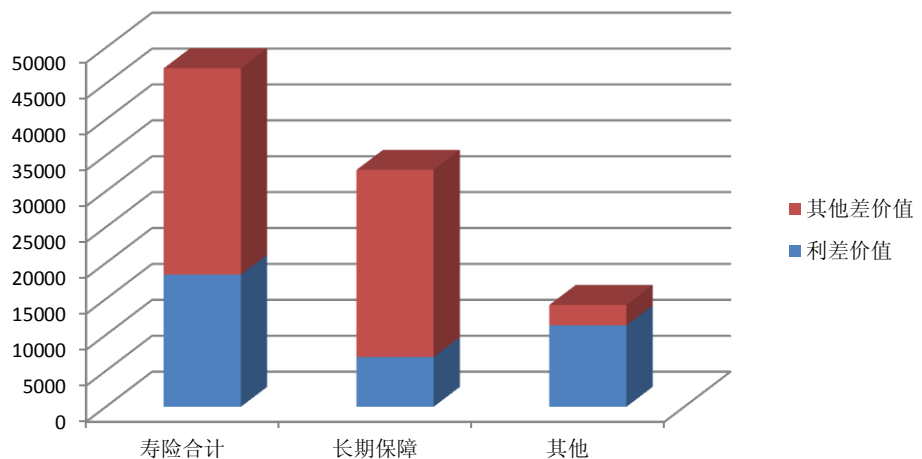
数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

### （三）、行业回归长期，利差占比或缩小

行业监管格局变动，引导行业回归长期业务是大势所趋。保监会先后暂停短存续期产品售卖和强化万能险产品监管等行为，将在一定程度上影响保险三差格局。目前国内保险利润占比最大的仍然是利差，主要反映与投资收益关联度较高的收益部分，而费差死差一直变动不大。未来这一格局可能在监管条件变动下发生改变。

总体而言，拉长负债久期，发展长期业务是当下行业发展的方向。长期保障性产品在应对市场波动时受到的利差冲击更小。以中国平安公布的数据为例，截止2016年中期，公司新业务价值中39%来自利差，而长期保障产品中利差占比仅21%，非长期保障产品利差占比高达80%。因此，随着行业向着长期稳健方向发展，利差对保险新业务的影响占比可能进一步缩小，而保险公司要想获取更多新业务价值，必须考虑如何提高其他差的价值。

图38：16H中国平安寿险新业务价值结构（百万元）

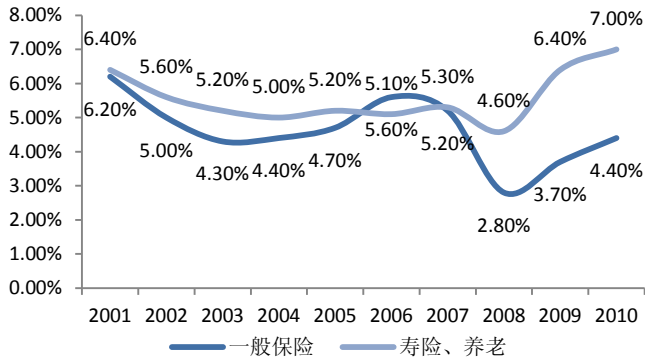


数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

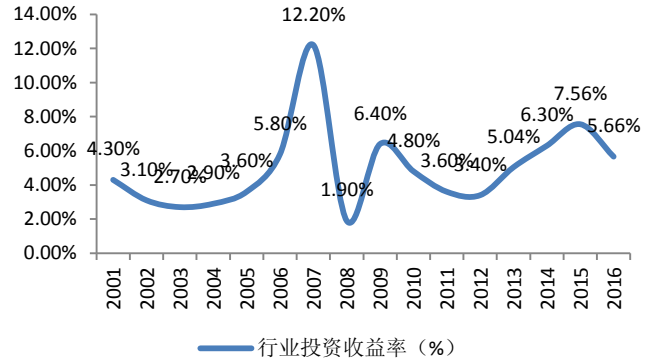
通过对AIG的研究可以发现，国际成熟保险公司的投资收益率普遍较为平滑，而这也应当是保险公司稳健经营的指标，投资收益率排除极端年份，应当以尽量保持平稳为目标。大起大落的投资收益率说明公司投资资产更容易受到市场波动的影响。08年金融危机之前，AIG总体投资收益率波动并不算太大，财产类业务整体维持在4.3%-6.2%，寿险养老业务维持在5%-6.4%。而同期国内保险行业平均投资收益率波动较大，为4.3%-12.2%，与权益市场关联度更加明显。随着保险市场可投资金规模不断扩大，保险资金应尽量以追求稳定收益为目标，而尽量避免投资高风险高波动标的。

图39：01-10AIG投资收益率表现

图40：01-16我国保险行业投资收益率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

## 行业启示

AIG的发展历程再次说明风险控制对于行业的重要性，即便强如AIG也差点覆灭于风险意识的松懈。但AIG几十年的历程，对于世界保险乃至中国保险的推动起到了不可磨灭的示范作用。对于承保盈利、费用管控和国际视野的追求，也正是奠定AIG帝国的基石。随着国内保险行业监管缩紧，行业回归长期保障、强化商业保险公司的补充保障职能是大方向。保险公司在越发复杂的金融环境中，将风险控制和稳健经营摆在首要位置也符合监管层和国情需要。

## 风险提示

监管升级利率调整政策不及预期等。

## 广发非银行金融行业研究小组

曹恒乾：资深分析师，英国达勒姆大学（University of Durham）金融学硕士，2008年进入广发证券发展研究中心。2012年至2013年获“新财富”非银行金融第一名（团队）。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。