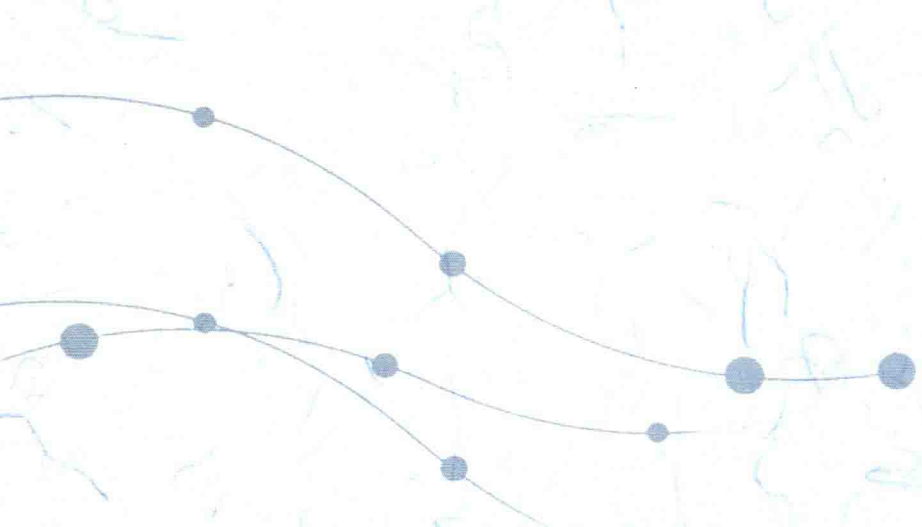




Research on Efficiency of
China Life Insurance Investment

中国寿险资金运用 效率研究

朱南军 ◎ 著



中国财经出版传媒集团
经济科学出版社
Economic Science Press



Research on Efficiency of
China Life Insurance Investment

中国寿险资金运用 效率研究

朱南军 ◎ 著

图书在版编目 (CIP) 数据

中国寿险资金运用效率研究 / 朱南军著. —北京:
经济科学出版社, 2017. 2

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7916 - 3

I. ①中… II. ①朱… III. ①人寿保险 - 资金管理 -
研究 - 中国 IV. ①F842. 62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 070258 号

责任编辑: 江 月

责任校对: 徐领柱

责任印制: 李 鹏

中国寿险资金运用效率研究

朱南军 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮箱: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 12.5 印张 210000 字

2017 年 2 月第 1 版 2017 年 2 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 7916 - 3 定价: 36.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

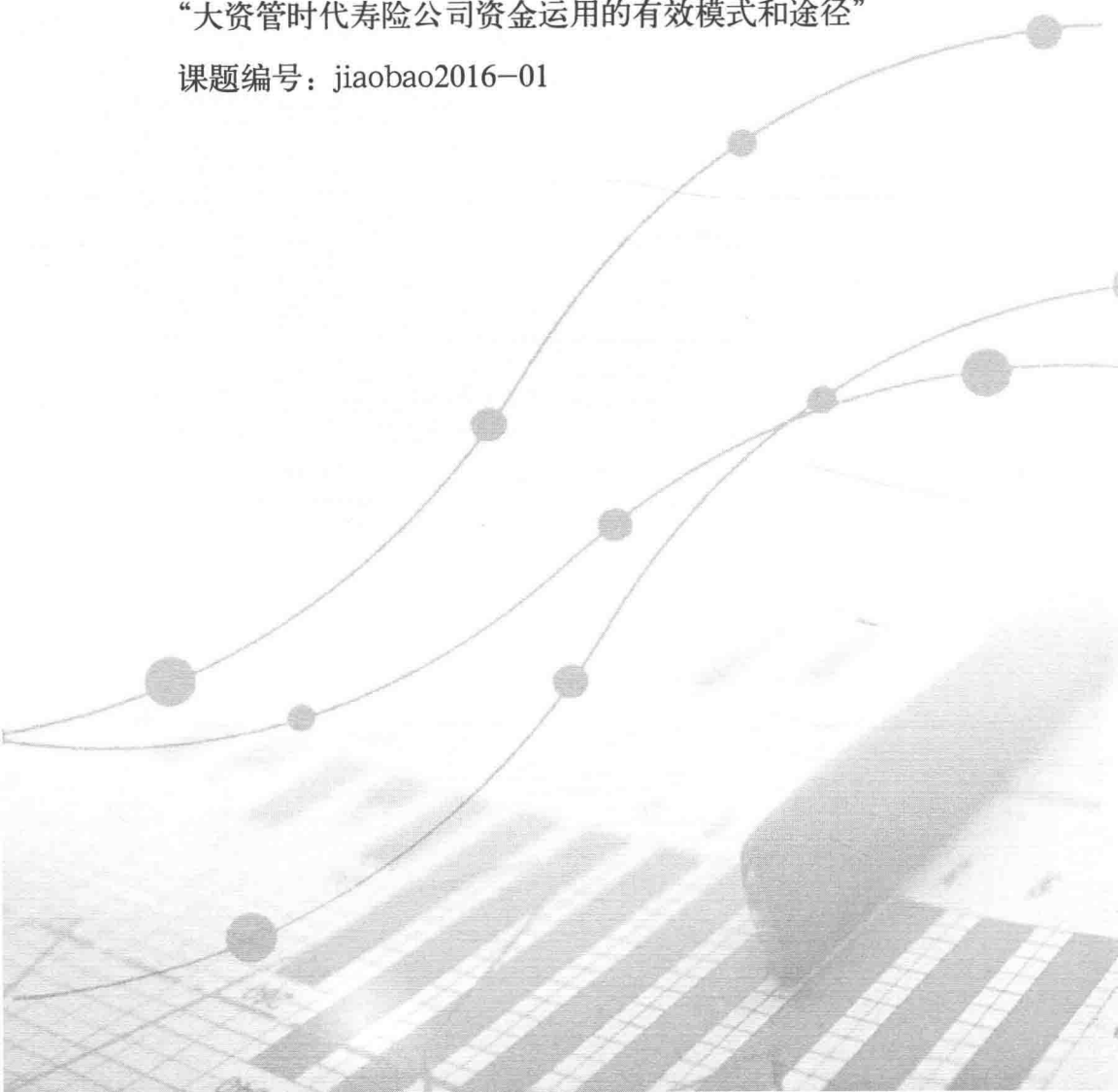
(版权所有 翻印必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

2016年度中国保险学会教保人身保险高校课题

“大资管时代寿险公司资金运用的有效模式和途径”

课题编号：jiaobao2016-01



前言

中国保险公司的资金运用效率一直是金融保险领域值得关注的问题，最近几年保险公司的举牌热潮也是发轫于经济新常态与低利率环境中对保险资金运用效率的疑惑与反思。提升保险资金运用效率具有两方面的意义，其一是保险资金运用效率的提升意味着保险资金投资收益率的提升，有利于保险产品价格的进一步降低，让保险业更好地发挥社会保障功能，造福社会大众；其二，保险行业作为最重要的机构投资者与主要的社会资金提供者，其投资收益率的改善，也是提升整个金融市场运行效率，优化整个社会资源配置的重要方面。因此，在中国当前的经济社会环境中，研究中国保险资金尤其是寿险资金的运用效率问题具有十分重要的现实意义。

本书主要通过对中国经济社会环境的研究，分析中国保险资金尤其是寿险资金运用效率影响因素，同时梳理归纳中国保险资金运用渠道的历史变革，进而对中国寿险资金运用效率进行实证分析与评价。在借鉴国际寿险资金运用效率与风险管理的基础上，提出针对中国寿险资金有效运用的研究结论与政策建议。本书研究的范围与主要内容如下。

第1章主要运用文献研究、定性分析等研究方法，探讨了目前中国寿险资金运用面临的经济与社会环境，并提出了相应的提高寿险资金运用效率的策略。研究结果表明，中国经济进入新常态，总体经济增速从高速增长转变为中高速增长，同时需求结构、城乡结构以及产业结构都产生较大变动；中国社会老龄化程度加深，并且一直到21世纪末老龄化趋势不可逆转，使得养老产业与医疗产业迅速兴起；中国的资管行业

进入了大资管时代，居民财富的增长与政策红利的释放使得包括保险资管在内的各大资管主体进入充满竞争、创新与混业经营的发展环境当中。对于寿险资金运用者来说，一方面要抓住中国经济与社会环境变动中的机遇，在经济新常态下紧跟政策导向，支持实体经济发展；面对人口老龄化则应利用寿险资金具有的长期性、稳定性等优势，积极进行养老产业与医疗产业的投资；面对大资管背景，则应加强自身建设，提高创新能力。另一方面也要沉着应对挑战，扬长避短，切实提高寿险资金运用的效率。

第2章重点分析我国寿险公司的资金运用渠道。中国寿险公司的可运用资金规模正在不断扩大，可利用的投资工具也在逐渐增加，这对于寿险公司而言，既是机遇，也是挑战。本章首先梳理了中国寿险资金投资渠道放开的历史，分析了现阶段中国保险资金的来源和运用结构。其次以寿险业资产负债管理理论为基础，分析了投资型保险对中国寿险资金运用渠道带来的影响。本章采取计量方法，度量了寿险公司资金来源，即投资型寿险的保费收入占比和保险公司保费收入增长率之间的相关关系，得出了保险公司投资型保险占比和公司规模扩张速度间存在正相关关系的结论。可以发现，在中国寿险行业中，许多小型保险公司通过经营投资型保险迅速做大保费收入和总体资产规模，这也促使寿险公司采取了相对更为多样的资金运用方法，例如举牌上市公司等。

第3章主要研究寿险资金的运用效率。首先，本章基于2010~2014年的数据，采用DEA模型对于我国保险市场上的40家中外资寿险公司的资金运用效率进行了定量评估。研究发现，相比于外资寿险公司，我国保险市场上的中资寿险公司在寿险资金运用的综合技术效率（TE）和规模效率（SE）方面有明显优势，在纯技术效率（PTE）方面还略有不足。然后，本章运用面板数据的个体固定效应模型对上述40家中外资寿险公司的资金运用规模效率（SE）的影响因素进行了实证研究。实证结果显示，资产规模对规模效率有显著的正相关关系，营业费用率对规模效率有显著的负相关关系，是否有保险资产管理公司也是影响规模效率的一个重要因素。

第4章主要对于投连险账户的投资绩效进行了实证评估。首先,本章对于投连险在我国的发展历程以及相关监管政策的出台进行了梳理。其次,本章对于近几年投连险市场的发展现状进行了分析与总结,包括投连险独立账户新增交费规模、投连险独立账户资产规模、投连险账户分类及分类账户投资收益率等。最后,本章用风险调整后的投资绩效评估方法之一的夏普指数对于存续期超过5年的141个投连险账户的投资绩效进行了评估。实证结果显示,货币型账户的夏普指数均值最高,且远高于其他类型的账户,从这类账户的收益率年度统计来看,每年的收益率也比较稳定,受股市行情波动的影响最小,因此投资绩效最高;接下来为增强债券型账户,夏普指数的均值也比较高,投资绩效平均而言比较高;然后是混合保守型、激进型、混合激进型和全债型,夏普指数的均值相差不大,投资绩效一般;最后是指数型账户,夏普指数均值最小,投资绩效相对而言最差。

第5章分析了国际上寿险资金的运用渠道和效率。首先,本章比较了国际上部分国家或地区的保费收入和保险深度、密度情况,对于不同国家的人寿、财产保险的不同收入状况和发展水平进行了分析。其次,本章介绍了美国、日本、欧洲寿险市场的资金配置状况。对于美国而言,其寿险资金分为一般账户和分离账户,而不同账户的投资风格存在较大区别。对于日本而言,其寿险业规模远高于非寿险业,且其寿险业投资以证券为主,证券中以中央政府债券和海外证券为主。日本寿险业投资海外证券比例的不断增加也使得其汇率风险暴露较大。对于欧洲而言,欧洲各国间的差距虽然较大,但是整体组合的寿险业投资额增长率相对稳定,其寿险资金主要集中运用于债券和投资基金。本章最后部分对于国际上人寿保险资金运用效率进行了评价,也得出了对中国寿险业有参考价值的建议。

第6章主要从风险管理的角度探讨如何提高寿险资金的运用效率。首先从宏观和微观两个层面对目前寿险资金运用面临的主要风险进行了解读,微观层面主要分析了市场风险、信用风险、操作风险以及流动性风险,宏观层面集中分析了政策风险及系统风险。研究结果表明,市场

风险中的利率风险、权益价格风险等风险的重要性都在上升；现阶段中国经济因面临地方政府债务水平较高及传统行业产能过剩问题，寿险资金面临的信用风险也在上升；操作风险中应重点关注另类投资，因其投资期限较长、流动性较低、交易对手情况复杂且透明度不高，容易产生运作不规范的情况；寿险资金运用的流动性风险也主要在于另类投资领域；对于宏观层面的风险，寿险资金运用的管理者应警惕资金运用的顺周期性以及系统重要性金融机构带来的风险。其次，本章从寿险资金运用的内部风险管理措施出发，针对目前寿险资金运用面临的风险问题的症结，重点介绍了公司内部风险管理措施中的 VaR 方法和资产负债管理方法，包括两者的基本理论以及具体在寿险资金投资中如何运用。最后又从寿险资金运用风险外部监管的角度，阐释了比例监管和偿付能力监管的发展与运用。

第7章对本书的主要研究成果进行归纳总结，针对中国寿险资金运用问题提出相应的政策建议。通过上述研究工作，希望本书起到抛砖引玉的效果，能够为中国高校保险专业师生学习与中国保险行业资金运用工作提供借鉴与参考。

本书付梓之际，我首先要对中国保险学会表示深深的敬意，感谢学会对中国保险教育与研究事业的热心支持，本研究得益于2016年度“中国保险学会教保人身保险高校课题基金项目”的资助才得以顺利进行。其次，我还要感谢我的硕士研究生郭楠、叶子萌、汪欣怡、谢丽燕几位同学的帮助。最后，我要感谢经济科学出版社的齐伟娜女士，正是她专业、认真与高效的工作，才使得本书得以顺利出版。

限于作者水平，书中一定存在疏漏之处，衷心地恳请各界同仁能够不吝指正，提出宝贵意见以助益本人。

朱南军

2017年2月15日

目 录

Contents

第1章 寿险资金运用的经济与社会环境 / 1

1.1 经济新常态	1
1.1.1 中国经济新常态的提出和特征	1
1.1.2 经济新常态背景下的寿险资金运用	5
1.2 人口老龄化	8
1.2.1 中国人口老龄化的现状、特征和趋势	8
1.2.2 人口老龄化背景下的寿险资金运用	12
1.3 大资管时代	18
1.3.1 中国大资管时代的到来与发展	18
1.3.2 大资管背景下的寿险资金运用	21

第2章 中国寿险资金运用渠道分析 / 24

2.1 中国寿险资金运用渠道变革的历史	24
2.2 中国保险资金来源与运用结构的现状	29
2.3 寿险业资产负债管理和投资型保险	34
2.3.1 寿险业的资产负债管理理论	34
2.3.2 投资型保险的主要类别和财务处理	35
2.3.3 投资型寿险合同分拆核算的影响	40
2.4 寿险行业分析——投资型寿险对于寿险公司的影响	42
2.4.1 保险公司负债端资金来源分析	43
2.4.2 保险公司资产端经营绩效分析	48
2.4.3 保险公司资产负债联动关系	51

2.5 寿险资金运用的政策建议	54
-----------------	----

第3章 中国寿险资金运用效率评估与影响因素 / 57

3.1 引言	57
3.2 资金运用效率的评价方法及文献综述	58
3.2.1 资金运用效率的评价方法	58
3.2.2 文献综述	58
3.3 寿险资金运用效率的评估与分析	60
3.3.1 DEA 方法简介	60
3.3.2 模型建立	61
3.3.3 指标选取与数据处理	63
3.3.4 结果分析	65
3.4 规模效率 (SE) 的影响因素分析	73
3.4.1 模型建立	74
3.4.2 指标选取与数据来源	74
3.4.3 数据处理	77
3.4.4 结果分析	78
3.5 结论与建议	80

第4章 投连险投资绩效的实证研究 / 83

4.1 投连险的发展历程	83
4.1.1 投连险的内涵	83
4.1.2 投连险的发展历程	84
4.1.3 投连险的监管政策	87
4.2 投连险市场发展现状	88
4.2.1 投连险独立账户新增交费规模	88
4.2.2 投连险独立账户资产规模	94
4.2.3 投连险账户分类及规模	95
4.2.4 分类账户投资收益率	97
4.3 风险调整后的投资绩效的评估方法	98
4.3.1 特雷诺指数	99

4.3.2	夏普指数	99
4.3.3	詹森指数	100
4.3.4	评估方法的选择	100
4.4	投连险账户投资绩效实证研究	101
4.4.1	模型构建	102
4.4.2	实证结果	102
4.5	结论	111

第5章 寿险资金运用渠道与效率——国际考察与分析 / 112

5.1	保险行业以及寿险行业的国际比较	112
5.1.1	国家（地区）保费收入比较	113
5.1.2	国家（地区）保险密度、保险深度比较	114
5.2	美国寿险公司配置资金的类型和比率	116
5.2.1	美国寿险市场资金配置	116
5.2.2	美国寿险公司资产组合变迁	126
5.2.3	美国寿险资金运用的一般账户和分离账户	128
5.3	日本寿险公司配置资金的类型和比率	133
5.4	欧洲寿险公司配置资金的类型和比率	141
5.4.1	欧洲寿险公司总投资额	142
5.4.2	欧洲各个国家寿险公司投资额	143
5.4.3	欧洲保险公司的资产配置	145
5.5	国际人寿保险公司资金运用效率的评价	147

第6章 寿险资金运用的风险管理 / 150

6.1	寿险资金运用面临的主要风险	150
6.1.1	市场风险	151
6.1.2	信用风险	158
6.1.3	操作风险	160
6.1.4	流动性风险	161
6.1.5	政策风险	163
6.1.6	系统风险	164

6.2 寿险资金运用内部风险管理措施	165
6.2.1 VaR 方法	166
6.2.2 资产负债管理方法	170
6.3 寿险资金运用风险外部监管的实践	175
6.3.1 比例监管	175
6.3.2 偿付能力监管	178

第7章 结论与政策建议 / 181

参考文献 / 185

第 1 章

寿险资金运用的经济与社会环境

中国的经济与社会环境正在发生着深刻的变化，这些变化给寿险资金运用带来极大的影响。经济新常态下，中国经济从高速增长转为中高速增长，经济结构不断优化升级，创新成为新时期经济发展的关键因素；人口老龄化问题加剧，伴随着未富先老、城乡倒置等特征，使得养老产业与医疗产业面临巨大的需求缺口；资产管理行业进入大资管时代，以银行理财、信托公司、保险资管、券商资管等为代表的各大资产管理主体形成跨界竞合的大格局。寿险资金管理者应深刻认识、理解乃至引领中国经济与社会环境中的这些变化，结合寿险资金自身的特征，把握投资机遇，积极迎接挑战，才能提高寿险资金运用的整体效率。

1.1 经济新常态

1.1.1 中国经济新常态的提出和特征

2013 年 12 月 10 日，在中央经济工作会议上的讲话中习近平总书记首次提出“新常态”：我们注重处理好经济社会发展各类问题，既防范增长速度滑出底线，又理性对待高速增长转向中高速增长的新常态；既强调改善民生工作，又实事求是调整一些过度承诺；既高度关注产能过剩、地方债务、房地产市场、影子银行、群体性事件等风险点，又采取有效措施化

解区域性和系统性金融风险,防范局部性问题演变成全局性风险。^① 2014年12月,中央经济工作会议首次明确了“经济发展新常态”的九大趋势性变化,深刻揭示了消费、产业、人口、环境等方面的新特征。所谓“经济新常态”,就是指在新的发展阶段,出现的新机遇、新条件、新失衡等,正逐渐成为经济发展中较长时期稳定存在的特征。^②

有关中国经济新常态的具体特征,习近平总书记在2014年亚太经合组织(Asia-Pacific Economic Cooperation, APEC)工商领导人峰会的主旨演讲中提出:“中国经济呈现出新常态,有几个主要特点。一是从高速增长转为中高速增长。二是经济结构不断优化升级,第三产业、消费需求逐步成为主体,城乡区域差距逐步缩小,居民收入占比上升,发展成果惠及更广大民众。三是从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。”即中国经济新常态的特征主要为总量特征和结构特征。

1. 中国经济新常态的总量特征

2012~2016年,中国GDP的同比增长率分别为7.7%、7.7%、7.3%、6.9%和6.7%,结束了多年来近10%左右的高速增长,进入6%~7%的中高速增长阶段(见图1-1)。中国总体经济增速逐步放缓源自国内外严峻的经济形势,从供给方面看,一是经济发展成本上升,包括劳动力成本上升以及原材料和能源价格的上升。二是学习型技术进步的空间逐渐缩小,技术进步的成本增加。中国技术水平发展起步低,前期主要靠学习和模仿,自主创新的贡献有限,随着近年国内技术的进步,与世界科技前沿逐渐靠近,“后发优势”自然越来越弱。从需求方面看,一是国内面临优质资产荒,无风险利率下行,各投资主体对优质投资机遇的争夺愈发激烈,资本的投资难度加大,投资收益率走低。二是全球经济形势深刻变化,美欧等发达国家相继提出“再工业化”^③、跨太平洋伙伴关系协定(Trans-

① 张占斌. 经济新常态的提出及背景 [EB/OL]. 光明网, 2016-01-09.

② 刘伟, 苏剑. “新常态”下的中国宏观调控 [J]. 经济科学, 2014 (4): 5-13.

③ “再工业化”是西方学者基于工业在各产业中的地位不断降低、工业品在国际市场上的竞争力相对下降、大量工业性投资移师海外而国内投资相对不足的状况提出的一种“回归”战略,即重回实体经济,使工业投资在国内集中,避免出现产业结构空洞化。

Pacific Partnership Agreement, TPP) 等经济战略, 试图重构贸易规则, 中国外需拉动型经济增长方式难以为继。

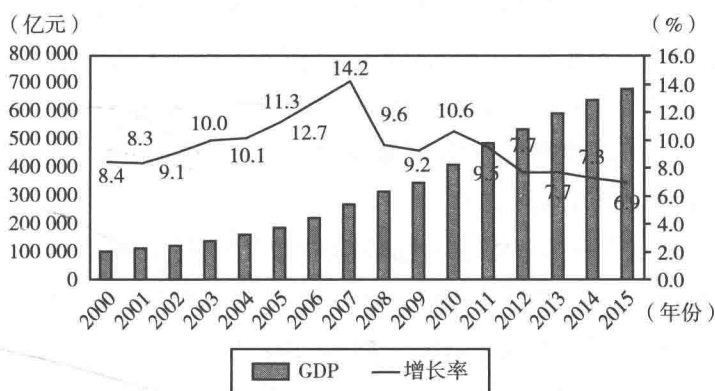


图 1-1 2000 ~ 2015 年中国 GDP 总量及增长率

资料来源：国家统计局网站。

尽管在国内外经济形势压力下，中国经济增长速度放缓，但总体增量仍然可观。中高速的经济增长状态将成为新时期中国经济发展的常态，这是经济发展规律作用的结果，也是中国特殊国情的产物。认识、适应并引领新常态，是顶住经济下行压力、实现中国经济总体向好、稳中有进的关键所在。

2. 中国经济新常态的结构特征

(1) 新常态下的需求结构。

新时期全球化红利消退，中国外需出现萎缩，同时投资面临优质资产荒，这些都对需求端形成压力。投资、消费和出口是经济增长的“三驾马车”，新常态下，扩大内需成为经济增长的动力。根据《2015 年全国国民经济和社会发展统计公报》数据，2015 年全年社会消费品零售总额 300 931 亿元，比上年增长 10.7%，其中城镇消费品零售额 258 999 亿元，增长 10.5%，乡村消费品零售额 41 932 亿元，增长 11.8%。全国居民人均消费支出 15 712 元，比上年增长 8.4%，其中城镇居民人均消费支出 21 392 元，增长 7.1%，农村居民人均消费支出 9 223 元，增长 10.0%。居民消费需求的扩张正成为拉动经济增长的重要力量。

虽然中国投资面临着优质资产荒,但投资需求仍在需求结构中占据着重要地位。新常态下,应注重提高投资的效率和质量。从资金去向看,金融资本应逐步从产能过剩行业退出,转向基础设施、战略性新兴产业等领域。从资金来源看,除提高财政支出效率外,应充分调动民间资本积极性,加以适当的投资引导,如通过政府和社会资本合作模式(Public-Private Partnership, PPP),实现更高的经济效率,提供更好的公共品。

(2) 新常态下的城乡结构。

新常态下随着中国新型城镇化和新农村建设的快速发展,城乡二元结构逐渐被打破,城乡差距逐步缩小。根据《2015年全国国民经济和社会发展统计公报》数据,2015年城镇居民人均可支配收入31 195元,比上年增长8.2%;农村居民人均可支配收入11 422元,比上年增长8.9%。全国农民工人均月收入3 072元,比上年增长7.2%。除农村居民可支配收入、农民工收入稳步增长之外,2015年城镇常住人口77 116万人,占总人口比重(常住人口城镇化率)为56.10%,比上年末提高1.33%,中国的城镇化速度也在不断加快。进一步统筹城乡发展,促进城乡间生产要素流动已初见成效。

(3) 新常态下的产业结构。

新常态下,中国产业结构将不断优化升级。2011~2015年,第一产业增加值占比保持在9%左右,第二产业增加值占比从46.4%降至40.9%,第三产业增加值占比不断上升,2015年首次超过50%,见图1-2。新常

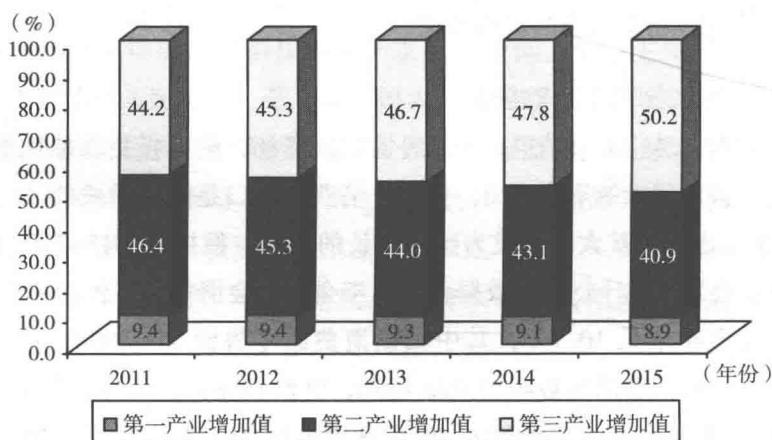


图 1-2 2011~2015 年中国三大产业增加值占比

资料来源：国家统计局网站。

态下服务业的发展成为重中之重,应积极推动服务业,尤其是资金密集型和知识密集型服务业的发展。考虑到中国劳动力成本的上升、资金丰裕程度的提高、科技水平的进步,尤其是高学历人才占比的增加,劳动密集型产业必然走向衰落,资金密集型和知识密集型产业将会成为新的增长点。

1.1.2 经济新常态背景下的寿险资金运用

随着中国经济进入新常态,中国金融行业也在总量和结构上发生着变化。一方面金融行业规模增速将放缓,发展模式从追求数量向追求质量转变;另一方面市场结构也将发生变化,社会融资方式在发生转变,各个金融机构主体职能在发生转换,各种新兴业态也在崛起。

寿险资金是金融行业重要的资金组成部分。目前,受全方位政策红利的释放、社会对寿险产品需求的上升等各方面因素的影响,寿险资金运用还处于资金规模高速增长阶段,投资范围也在不断扩大,并且会在一段时间保持这种趋势。经济新常态对寿险资金运用产生的影响主要源自需求结构的变动和产业结构的变动,例如投资领域中的利率下行压力以及产业领域中资金密集型和知识密集型产业的崛起等。寿险资金的管理者必须深入认识新常态,才能做出前瞻性的投资策略,保证投资收益,规避投资风险。新常态下寿险资金运用的发展战略,可以从以下几个方面进行探索。

(1) 规避产能过剩行业,发掘优质投资项目。

新常态下,中国产业结构升级优化,某些劳动密集型行业、产能过剩的行业,诸如钢铁、煤炭、光伏等,将成为投资“重灾区”,这些行业发行的债券信用风险也高,寿险资金在进行投资选择时要慎重。此外,新常态下无风险利率下行趋势明显,寿险资金要更加注重发掘优质投资项目。在标准化投资中,上市股权投资收益率较为可观,险资举牌或成常态,寿险资金可以进一步加持蓝筹股,但也要警惕股市中系统性风险的冲击。在另类投资方面,房地产投资、基础设施建设投资都是较为优质的投资项目,尤其是核心城市核心地段的房地产,长期来看升值空间较大。