



IAMAC  
系列丛书

The Strategy and Innovation of China  
Insurance Asset Allocation  
in A Low Interest Rate Environment

# 低利率环境下保险资产配置 策略与创新

“太平资产杯·IAMAC2016 年度征文”论文集

曹德云 肖 星 主编

 上海财经大学出版社



IAMAC  
系列丛书

# 低利率环境下保险资产配置 策略与创新

“太平资产杯·IAMAC 2016 年度征文”论文集

曹德云 肖 星 主编

## 图书在版编目(CIP)数据

低利率环境下保险资产配置策略与创新:“太平资产杯·IAMAC 2016 年度征文”论文集/曹德云,肖星主编. —上海:上海财经大学出版社,2017.5

ISBN 978-7-5642-2725-8/F·2725

I. ①低… II. ①曹…②肖… III. ①保险业-资产管理-中国-文集 IV. ①F842-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 086584 号

□ 责任编辑 何苏湘

□ 封面设计 张克瑶

□ 版式设计 朱静怡

DILILÜ HUANJING XIA BAOXIAN ZICHAN PEIZHI CELÜE YU CHUANGXIN

低利率环境下保险资产配置策略与创新

——“太平资产杯·IAMAC 2016 年度征文”论文集

主编 曹德云 肖 星

---

上海财经大学出版社出版发行

(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: [webmaster@sufep.com](mailto:webmaster@sufep.com)

全国新华书店经销

上海华教印务有限公司印刷装订

2017 年 5 月第 1 版 2017 年 5 月第 1 次印刷

---

787mm×1092mm 1/16 20.5 印张 413 千字

定价:88.00 元

## 编 委 会

主 编：曹德云 肖 星

副主编：刘传葵 邓先虎

编 辑：（按照姓氏笔画排序）

孙 昊 赵倬贇 赵 越 梁风波

# 序 一

截至 2016 年底,我国保险资产规模已达到 15.12 万亿元,较年初增长 22.31%,超出近 5 年平均增速 2.79 个百分点,这充分表明我国保险业持续快速健康发展的势头潜力与空间都是巨大的。随着未来中国保险市场的快速发展壮大,保险资产管理业正逐渐走向成熟并发展成为中国金融市场上的中坚力量。

尽管险资规模增速喜人,但风险形势同样也十分严峻。当前国内国际经济形势变化错综复杂,长期看,随着我国经济增速逐步放缓,人口红利逐步消失,人民币面临着贬值压力,资本中长期收益率将呈现下降趋势;短期看,资本市场波动增加,这些都对保险资金运用带来严峻挑战。我国保险行业资产负债匹配整体呈现“长负债、短资产”的特点,在长期低利率的环境下,每年新增保险资金投资,以及大量资产到期资金再投资的需求很大,保险公司特别是寿险公司配置压力巨大,其中蕴含较大的风险隐患。因此,保险机构要对目前市场环境有清醒的认识,吸取过去利差损的教训,充分评估低利率市场环境对保险资产配置带来的影响,按照资产负债匹配管理要求配置大类资产,选择好投资管理人。保险委托方要在业务发展过程中牢固树立起风险意识,要花大力气做好内部控制和风险管控工作,树立审慎经营的理念,切实防范资金运用风险。

“IAMAC 年度征文”是中国保险资产管理业协会面向个人举办的年度研究活动,征文紧扣政策热点和行业发展趋势,引导业内外为行业发展献计献策。由协会主办、太平资产管理有限公司协办的“太平资产杯·IAMAC2016 年度征文”活动获得了来自业内和社会各界的关注和参与,期间共收到论文近四十篇,获奖文章共十八篇。全



行业可以此为契机,对低利率周期下我国保险资产配置策略和创新方式进行深入研究,激荡思想,凝聚智慧。

中国保险资产管理业协会  
执行副会长兼秘书长

2017年3月8日

## 序 二

2016年以来,世界经济缓慢复苏,同时经济政治领域的不确定、不稳定因素明显增多。我国发展处于爬坡过坎的关键阶段,经济下行压力有所减轻,供给侧结构性改革取得积极进展,然而结构性问题依然存在。总体看,在当前复杂的内外部形势下如何做好保险资金配置,更好地服务经济社会发展全局,是摆在我们面前的一项艰巨任务。一方面,“资产荒”仍将持续一段时间,保险业资产端和负债端的矛盾依然突出,资产负债匹配压力较大;另一方面,信用风险呈现蔓延态势,增加了保险资金配置的风险管理难度;此外,金融防风险去杠杆的大环境下,资产管理行业的市场竞争日趋激烈。这些新形势、新环境、新变化,都对保险资产管理机构提出了新的更大的挑战。

行稳致远,行成于思。在这种情况下,更需要我们进一步加强对宏观趋势的研究和把握,加强对行业发展的分析和思考。中国保险资产管理业协会一直高度重视研究工作,旨在以研究引领发展,全力汇聚行业智慧,探索创新发展之路。为有效应对新形势、切实化解新问题,太平资产管理有限公司与中国保险资产管理行业协会联合举办了主题为“低利率环境下保险资产配置策略与创新”的“太平资产杯·IAMAC2016年度征文”活动。此次征文反响热烈,收到来自监管机构、保险公司、保险资产管理公司以及高校等各方机构的众多投稿,各类文章紧扣征文主题,内容涉及保险资金运用的众多领域,有关于利率走势、投资环境的宏观分析,也有关于大类资产配置、高收益债券、资产证券化、PPP、优先股等实务策略,还有资产负债管理、风险合规管理、投行化经营等发展战略,充分展现了社会各界对保险资产管理行业发展的关注与思考,展现



了专业的研究水平和强烈的社会责任感。

目前,在协会和社会各界的共同努力下,“IAMAC 年度征文”已经成为保险资产管理行业内的重要研究品牌之一。入选本次论文集的文章均经过评审委员会的匿名评审,兼顾理论研究的指导性和实务操作的应用性,为行业发展提供了很多有益的策略建议。希望通过此次年度征文论文集的出版,能够更广泛地传播研究成果,更深入地促进行业交流和发展,帮助业内同行厘清发展方向,更好地适应市场环境变化,为保险资产管理行业服务好实体经济、支持好保险主业发展做出积极贡献。

太平资产管理有限公司  
党委书记、总经理  
2017年3月8日



# 目 录

|          |   |
|----------|---|
| 序一 ..... | 1 |
|----------|---|

|          |   |
|----------|---|
| 序二 ..... | 1 |
|----------|---|

## 行业发展篇

|                            |             |
|----------------------------|-------------|
| 投行化思维引导转型新常态下的保险资产管理.....  | 李 全(3)      |
| 稳健实现保险资金保值增值的路径选择.....     | 赵 鹰(12)     |
| 我国保险资金资产配置效率研究及其启示.....    | 杜长春(21)     |
| 低利率环境下保险资产负债协同管理的策略研究..... | 梁丽帼(29)     |
| 低利率时期我国保险资金运用问题研究.....     | 李亚敏(34)     |
| “低利率中期阶段”的寿险资金运用研究.....    | 王 辉 魏 瑄(45) |
| 对中国保险业“资产荒”的分析与应对建议.....   | 魏 瑄(57)     |

## 资产配置篇

|                          |             |
|--------------------------|-------------|
| 保险资产配置策略研究.....          | 任 杰(71)     |
| 应对低利率低增长挑战的保险资产配置策略..... | 郝联峰(76)     |
| 低利率环境下保险资产配置风险及应对策略..... | 顾一帆 李华东(81) |
| 低利率环境下资产配置策略研究.....      | 吴照银 刘长江(94) |
| 多元化布局求解险资配置的转型窘境 .....   | 王雪芹(103)    |



|                           |              |
|---------------------------|--------------|
| 低利率环境下保险资产配置策略:利率展望及应对    | 陈 业(110)     |
| 低利率环境下保险资产配置思考与建议         | 全程红 杨尔稼(119) |
| 低利率期间大类资产配置策略探讨           | 徐金星(131)     |
| 低利率环境下保险资产配置策略与创新         |              |
| ..... 陆 彬 王慧明 薛 锐 孟若妍 郭 泰 | (157)        |
| 低利率环境下保险资产配置策略研究          | 王振华 叶向峰(170) |
| 低利率环境下保险资金配置轮动优化          | 孙 昊(178)     |
| 利率周期变化下的资本市场配置策略          | 杜长春(190)     |
| 低利率环境下掘金特殊资产投资的探讨         | 顾一帆(200)     |

## 投资探讨篇

|                             |                  |
|-----------------------------|------------------|
| 高收益债券投资价值研究                 | 马 勇 韩 聪(221)     |
| 险资通过保单质押贷款 ABS 参与资产证券化的路径探析 | 李龙涛(232)         |
| 中国保险资金投资黄金市场的必要性分析          | 孔 军(238)         |
| 保险资金优先股投资的利弊与策略分析           | 刘钦琛(247)         |
| 保险机构信用债投资风险管理研究             | 李志辉 王 近 田伟杰(255) |

## 海外业务篇

|                                  |                  |
|----------------------------------|------------------|
| 保险公司应对低利率的投资战略研究:将资产配置到海外“资本洼地”去 |                  |
| ..... 段鸿济                        | (261)            |
| 低利率环境下保险投资的国际比较及对策分析             | 王 开(271)         |
| 从房价与汇率的关系看我国险资的海外投资              | 陈 晨 张志栋 杜长春(289) |
| 由海外经验看我国低利率下保险资产配置策略应用           | 王振州(297)         |
| 低利率环境下保险资金境外投资策略研究               | 刘 威(307)         |
| 后 记                              | (318)            |

# 行业发展篇



# 投行化思维引导转型新常态下的保险资产管理

李 全

日前,中国保险资产管理业协会发布了《2015 年中国保险资产管理发展报告》,截至 2015 年底,我国保险业总资产 12.36 万亿元,较年初增长 21.66%;保险资金运用余额 11.18 万亿元,较年初增长 19.81%。2015 年保险资金运用收益共计 7 803.63 亿元,资金运用平均收益率为 7.56%,创近四年新高。在总结过往取得的优异成绩的同时,我们必须清醒地认识到未来在“新常态”下保险资产管理行业所面临的困难和挑战,将投行化的思维方式引入到传统的保险资金投资业务当中,通过项目制的管理模式和产品化的运作结构,拓展投资渠道,强化投资效率,化解投资风险,最终获得更好的投资收益。

## 一、保险资产管理行业的“新常态”

当前中国经济发展进入“新常态”,表现为增长速度正从高速转向中高速,发展方式正从规模速度型粗放增长转向质量效率型集约增长,经济结构正从增量扩能为主转向“调整存量、做优增量”并存的深度调整,经济发展动力正从传统增长点转向新的增长点等。同样,保险资产管理行业也面临着“新常态”环境的挑战。

### (一)“负利率”将金融市场带入低资本回报时代

随着经济市场化改革程度不断提高,我国利率市场化的进程加快。自 2014 年开始,新一轮降息周期开启,截至 2015 年 10 月 24 日,央行一共进行了 6 次降息,年存款基准利率已调至 1.5%,是新中国成立以来最低水平。这意味着扣除通货膨胀,存款利息收益微乎其微甚至有可能是实际上的负收益,中国终于也不可避免地进入到实际利率极低甚至为负的时期。

应该认识到,这不仅是中国市场的一个独立现象,而且是具有全球背景的一个趋



势。美国联邦基准拆借利率从1980年的13%大幅降至2015年9月的0.13%，接近零利率；美国存款利率同样不断下行，联邦存款保险公司(FDIC)的银行平均存款成本率从11%降至2014年0.3%的历史低位。欧洲央行于2014年6月5日宣布实施负利率，日本央行于2016年1月29日开始实施负利率。且不说史无前例的“负利率”猛药是否能达到抗击通缩、刺激投资和提振消费的效果，它已经和2008年以来的持续大量货币超发一起，将全球金融市场带入了一个资本低回报率时代。

宏观角度看，当各国央行都在无节制地进行放水比赛应对经济下行时，就会造成“社会融资需求低迷，但资金供给旺盛”的现象，那么代表融资成本的利率自然下行，特别是当大量资金“避实就虚”而涌入金融资产时，更加剧了利率下行的程度。微观上观察，经济低迷意味着企业盈利下滑，实体投资回报率下降，也就意味着企业能够承担的融资成本下降，那么资金提供方的收益率也会随之下降。以国债收益率为例，美国10年国债收益率从1980年初的12%降至2015年10月初的2.1%，与美国类似，中国的10年期国债收益率持续低于3%，一度低于2.8%（见图1）。

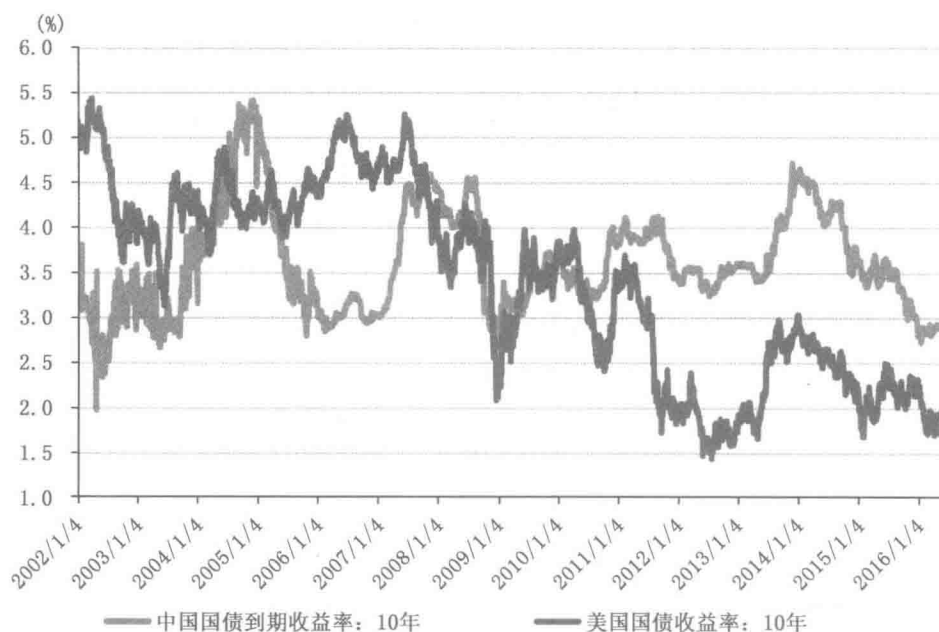


图1 中美10年期国债收益率

在经济增速放缓和通缩的大背景下，为降低企业融资成本，相对宽松的货币环境将维持较长时间，即使发生利率的低位反弹也很难形成趋势性反转，也就是说，我们将在很长一段时间不得不在低利率环境下的金融市场寻找投资机会。

保险业尤其是寿险业作为利率敏感性行业,其面临的利率风险将进一步加大。保险公司的盈利主要来源于投资收益率和负债成本率之间的差额,而每次的利率变化主要影响保险公司的保费收入和资金投资运用,进而影响到保险公司的投资收益率和负债成本率。低利率环境对保险公司的挑战主要有两方面:一是在低利率环境下,市场利率和资产回报率下降,而保单保证利率较为刚性很难调整,当市场利率低于保证利率时,形成利率倒挂,造成比较严重的利差损;二是目前我国保险公司的资产久期和负债久期并不完全匹配,普遍而言资产久期短于负债久期,而在降息周期中,到期资产的重新配置会不断拉低利差收益,甚至出现利差负收益。

## (二)“资产荒”对保险资金多元化资产配置能力提出更高要求

“资产荒”是近两年来市场谈论最多的名词之一,指的是目前国内金融体系中,有大量资金找不到合适的投资品,出现了配置思路混乱和配置结果多元化的局面。我们认为“资产荒”本质上是高收益低风险资产的缺乏。

从成因上看,“资产荒”与宏观经济的“新常态”及利率市场化密不可分。第一,经济从高速增长向中高速增长切换期间,实体经济回报率下行是出现“资产荒”的根本原因。实体经济结构转型,投资回报率下降,刚性兑付逐步打破带来信用风险上升,大型机构对低风险高收益的固定收益类资产需求得不到满足。在投资策略上,或者适当降低收益预期,或者适当提高风险承担。第二,金融维稳政策和定向支持政策加大了货币增长的外生性,货币政策向实体经济传导的机制遇到瓶颈,大量货币宽松并没能将资金引向实体投资,反而沉淀在金融市场寻求投资机会,M2已经不能表征实体经济资金需求回升。按以往的经验,货币总量增速的回升往往伴随着总需求的回升,但目前看实际情况并非如此。这意味着现在的货币总量增长是供给端(金融维稳)带来的,而不是需求端(实体投资、信贷需求)主导的。第三,正如上文所提到的,随着利率中枢的不断下移和利率市场化改革的推进,金融市场在经历了前几年的高收益资产(信托非标、银行理财、股票价格上涨等)疯狂扩张的冲动之后,逐渐去杠杆并回归理性。保险公司拥有大量可投资金不再是一种优势反而变得越来越有压力,市场的核心矛盾逐渐变为投资回报预期仍较高、但高收益的资产却在大幅减少之间的矛盾。

在谈及如何破解“资产荒”的问题之前,我们必须要从投资角度客观地看待这个市场,在经济转型成功之前,高收益、低风险或具有隐性担保的发展红利和政策红利性资产会长期稀缺,投资驱动开始让位于消费及创新,缺少加杠杆的投资主体导致融资需求萎缩是一个常态,我们的收益预期必须有理性地下调,并在资产整体配置上做调整。

投行化思维在“资产荒”背景下对保险资金运用显得非常重要,资产多元化配置动力将被大幅加强。面对资产负债压力的不断增强,保险资金只能更积极地运用投行化的多元配置策略,主动寻找投资机会,简单粗暴的被动投资模式将失效,将真正考验研究判断和产品设计的能力。保险资金未来的投资方向必然大幅扩张,其中包括但不限



于非标资产、不动产、海外资产、夹层基金、债权计划、实业股权投资等多个方面,这种变化有利于资产配置效率的提升,但也对保险资产管理机构的投研能力、产品设计能力和风险管理能力提出了更高的要求。

### (三)“资产负债错配”挑战保险资金大类资产配置和组合构建能力

保险资金运用的收益和结构不能有效支持负债是目前保险资产管理面临的突出问题。保险资产负债错配的风险主要是由于目前资本市场上与保险相匹配的、可以长期投资的资产不多,所以很多保险机构被迫选择“长钱短用”。这样一方面可能会造成成本收益倒挂的现象,另一方面也可能由于期限错配引发流动性风险。我国金融市场发展的时间相对较短,长久期的金融产品的种类和数量都偏少,无法完全满足保险资金的需求,另外也跟保险资金的投资范围受限有很大关系。近期政策监管的趋势明显是在迅速拓宽保险资金运用的范围,帮助保险资金寻找与其负债匹配的资产进行配置。

我国保险资产配置的挑战除了上文所提到的久期不匹配这一点外,目前经济增速放缓和经济结构转型也对保险资产负债匹配提出了挑战。可预测性的下降和信用风险的上升增加了资产配置的难度。从中国所处的经济发展阶段来看,未来的资本回报大概率是下降的,所以未来10年、15年要持续达到绝对收益目标并覆盖负债成本,是相当不容易的事情。保险投资的基本原则或者一切配置策略的前提就是绝对收益,而且应该是长期能够为负债端提供有竞争力的收益率。我们构建资产组合的时候,风险和收益如何匹配,愿意承担多少风险来获得目标收益率,这就是通常所说的风险调整后的收益,这已经成为保险资产配置的核心要素和决策前提。因此在保险资产配置策略的决策过程中,预期目标和风险偏好之间的权衡成为重要组成部分。决策者不得不根据自己的经验和研究结果,尝试把握好风险和收益的天平,从而构建出符合负债端要求的稳定组合,构建出稳定的收益预期和现金流预期,所有资产配置的行为会围绕着这一原则进行。

因此,讨论保险资金运用一定要放在特定约束条件下,这个约束条件是由保险资金的负债成本、久期、流动性要求、收益率期望等特征加上监管规则来决定的。如果资产不能有效匹配负债,那么投资风险收益堪忧。每一大类资产,其风险收益特征在短期内是不稳定的,但中长期相对稳定、有规律可把握。保险资管团队的核心竞争力恰恰体现在如何构建一个稳健的、资产负债相对匹配的、兼顾绝对收益和流动性的各种类别资产的组合。

## 二、投行化思维在不同保险资产管理业务领域中的作用

投行化思维的本质是站在资源配置的角度去思考问题,通过自上而下的研究和产品或方案的设计来主动引导资源流动。就保险资金运用而言,即通过深入的研究寻找



到最有效率的地区、最有效率的产业和最有效率的企业或项目,选择最好的交易结构、金融工具和产品推动资源(资金)投向这些最有配置效率(利润率)的方向。资本本质上是逐利性驱动的,它会围绕资本增值率而流动,从而在客观上形成资源配置不断优化效果。投行化思维会带来:(1)更加主动地去寻找价值“洼地”和投资机会而不是被动地作为买方配置现有的金融产品;(2)更加主动地寻找解决方案和操作方法而不是被动地比较现有的标准化产品哪一个更好;(3)更加主动地深入到企业和项目当中去寻找可能的战略合作机会而不是被动地仅作为财务投资者进行投资。

### (一)投行化思维引导固定收益类投资领域的拓展

从国外长期以来保险资金运用的经验来看,保险投资中最关键的是固定收益投资策略。通常而言,保险资产的固定收益投资会遵循清晰的资产负债管理框架和信用指引,它们鼓励久期匹配和收益率匹配,以买入持有策略为主,并不频繁进行主动型交易。对债券组合配置的调整一般通过新现金流的分配,而非存量资产的腾挪。

截至2015年末,保险资金运用中银行存款占比21.78%、债券占比34.39%,两种传统的持有至到期为主的固定收益类资产仍然占据保险资金投资的半壁江山。但正如上文所提到的,低利率环境下这两类资产对保险资金的贡献在逐步降低甚至会产生负贡献。新的形势倒逼保险资金的固定收益类投资在投行化思维的引导下横向拓展,投资方向由传统存款和债券向非标类资产、资产证券化产品、银行理财以及结构化融资的优先类产品等方向拓展。

投行化思维在固定收益投资领域体现为变被动投资为主动投资,从单纯的买方模式向投行化模式过渡,主动拓展投资范围,发掘潜在的融资需求并介入到产品设计发行等一系列过程当中去,非标类资产的投资就是最好的体现,除了与同业金融机构合作参与投资成熟项目产品外,还通过主动发掘潜在融资需求寻求投资机会,在掌控一手项目资源的基础上发挥专业优势,邀请相关机构参与合作开发。

面对风险事件频发下的低利率形势,在固定收益创新投资上应该逐步扭转前几年高收益导向的投资思路。从风险出发,通过自上到下的行业判断,回避高风险的周期性行业,寻找具有稳定收益和现金流的行业和企业,尤其是有针对性地寻求和一些具有很强信用实力的超大型央企或地方国有企业的合作机会。在安全的前提下通过交易结构设计,力图既满足收益要求也满足交易对手的个性化需求。

新华资管公司固定收益团队积极转向投行思维,按照投行项目运作模式,在2015年参与设计并最终投资的广州基金项目,是由公司通过信托认购广州新华城市发展产业投资企业中的优先份额,由产业投资基金公司认购合伙企业中的劣后份额,并由银行提供触发回购时城投履行回购的担保义务,项目期限长,预期收益率可观。广州新华城市发展产业投资企业主要投资于广州市城市发展战略领域的中长期投资项目。该产品充分体现了新华投资业务的投行式思维,在主动出击的基础上优先掌握优势资