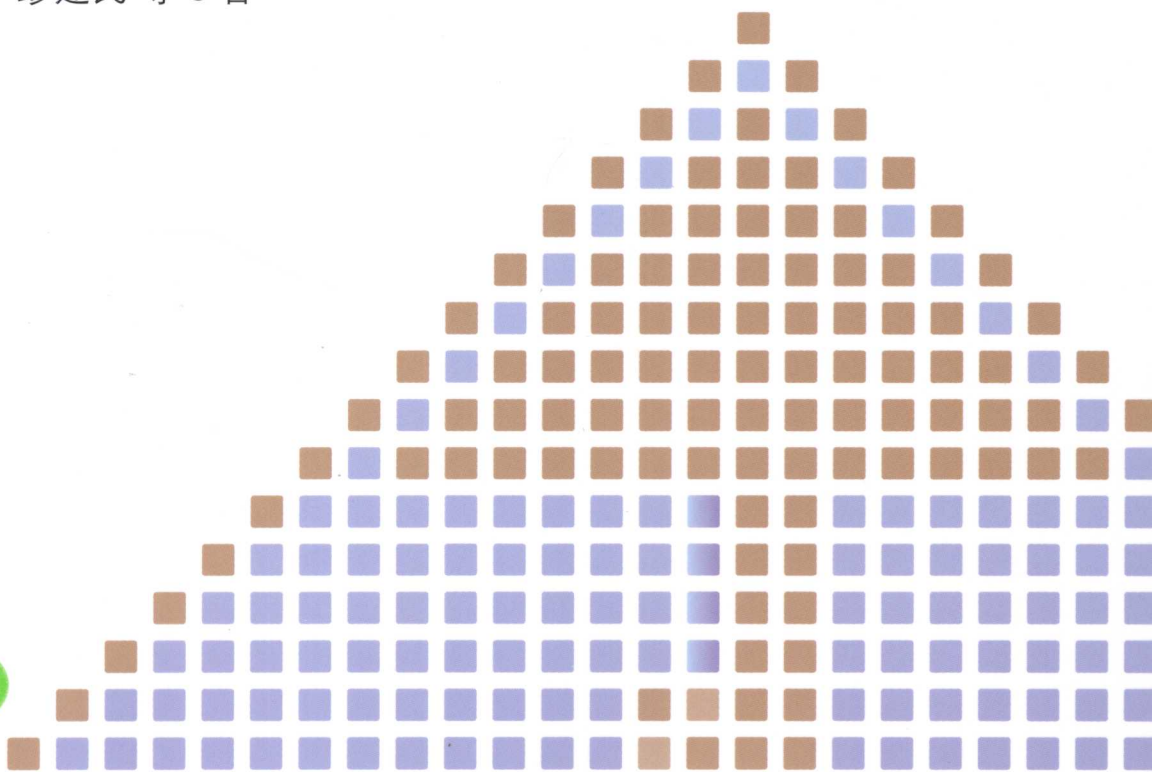


 新金融书系
NEW FINANCE BOOKS

保险资产管理的 理论与实践

缪建民 等◎著



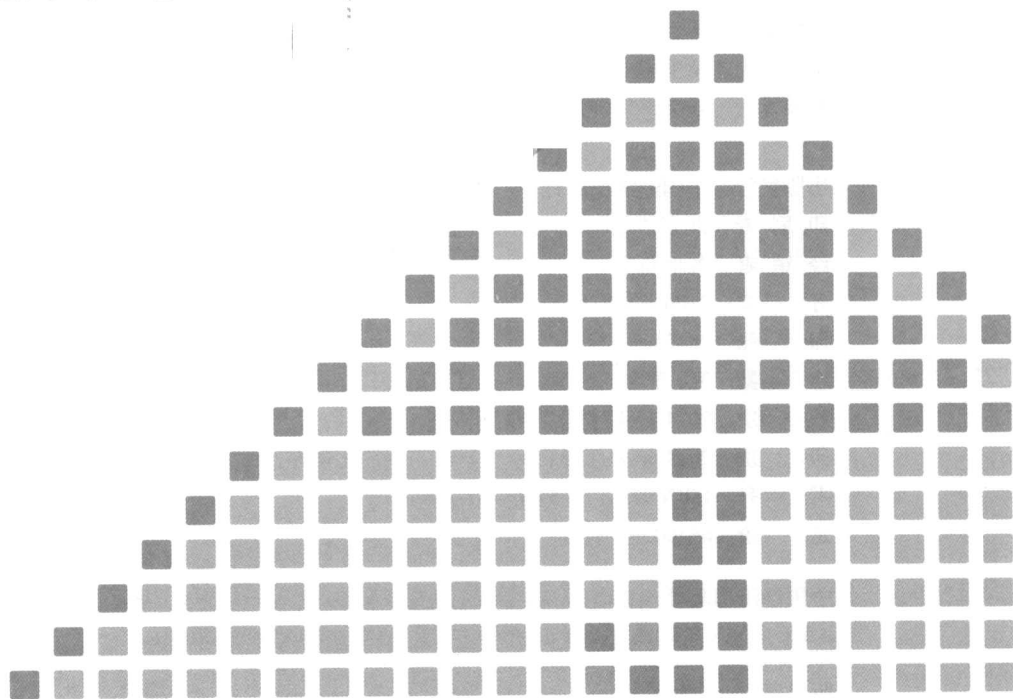
中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



新金融书系
NEW FINANCE BOOKS

保险资产管理 理论与实践

缪建民 等◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目(CIP)数据

保险资产管理的理论与实践 / 缪建民等著.

北京:中国经济出版社,2014.4

ISBN 978-7-5136-3134-1

I. ①保… II. ①缪… III. ①保险业—资产管理—研究 IV. ①F840.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 043575 号

责任编辑

乔卫

责任审读

霍宏

责任印制

马小

封面设计

华子



出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京博艺印刷包装有限公司

经销者 各地新华书店

开本 710mm×1000mm 1/16

印张 28.25

字数 340 千字

版次 2014 年 4 月第 1 版

印次 2014 年 4 月第 1 次

书号 ISBN 978-7-5136-3134-1

定价 65.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题,请与本社发行中心联系调换(联系电话:010-68319116)

版权所有 盗版必究(举报电话:010-68359418 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话:12390) 服务热线:010-68344225 88386794



新金融书系
NEW FINANCE BOOKS

书系编委会

主 任：屠光绍 上海市委常委、常务副市长
万建华 国泰君安证券股份有限公司董事长
钱颖一 上海新金融研究院院长
副 主 任：周 伟 上海市黄浦区区委书记
许 臻 上海清算所董事长

主 编（按姓氏拼音排序）：

李迅雷 连 平 廖 岷 马 骏
缪建民 张 春 郑 杨 钟 伟

执行主编：王海明 上海新金融研究院常务副院长

编 委：廉 薇 马冬冬

编 辑：熊 静 黄 涓 全淑琴

“新金融书系”是由上海新金融研究院创设的书系，立足于创新的理念、前瞻的视角，追踪新金融发展足迹，探索金融发展新趋势，求解金融发展新问题，力图打造高端、权威、新锐的书系品牌，传递思想，启迪新知。

序

生活在一个不断变化的世界中,对一个人来说,是幸运的,也是尴尬的。幸运的是,它让我们有机会看到这个时代色彩斑斓的变化以及由此形成的势不可挡的浩瀚潮流;尴尬的是,我们在这绚丽多姿的变化面前,在眼花缭乱的新生事物面前,总是显得后知后觉,在追赶潮流的激情中总伴随着一份对落伍的恐惧。过去十年从事保险资产管理的人大多也有这样的心境。

保险资产管理的诞生源于保险业转型发展的需要。在中国,保险资产管理可以说是在理论与实践均为空白的基础上起步的。这十年保险市场风生水起,资本市场风起云涌。十年弹指一挥间,早已物是人非、换了人间。在这迅速变化的环境下,保险资产管理在一张白纸上画下一幅什么样的画,是对从业者的一份巨大考验。在监管者的强力推动下,保险资产管理在没有理论可循、没有实践可参考的背景下,终于在一套政策框架下茁壮成长了。期间,它受过阳光雨露的滋润,也遭受过暴风骤雨的摧残。百年一遇的全球金融风暴没有压垮这个行业,只是让他遭受了寒冬的洗礼。冬天过后,行业反而增强了抵抗力,重新焕发了生机。回首过去十年,真有一种“雄关漫道真如铁,而今迈步从头越”的感慨与豪迈。

显然,“而今迈步从头越”不是对过去十年的简单重复。现在,到了我们对一些基础性问题作出回答的时候了。

- 一、保险资产管理怎样服务于保险的转型发展?
- 二、保险资产管理的理论依据是什么?
- 三、保险资产管理如何与国际会计准则及监管政策衔接?
- 四、保险资产管理如何在风险与收益间进行平衡?



为了回答这些问题,我与公司六位年轻的同事(刘青、胡安余、朱坤、吴坚、程立超、胡心瀚)一起进行了大胆的探索,对保险资产管理的理论与实践进行了系统梳理。也许这项工作并无开创性的价值,但在汹涌澎湃的时代潮流中留下一些思考的印记,也是对行业中所有耕耘者的一份纪念。

在这风云际会之时,我们可以选择当一个旁观者,宁静而快乐;也可以选择当一个思考者,不安与焦虑。在开始这个课题时,我们内心是有几分忐忑不安的,既担心它缺乏时代性,又担心它缺少实用性。但思想的果实就像自然的果实一样,瓜熟了,就让它蒂落吧。它可以当果实,满足年轻从业者的需求,也可以当靶子,供满腹经纶者们批判。这可能就是本书所能提供的价值。

史建民

二〇一四年元月二十二日

目 录

序	(1)
---------	-----

第一章 保险业的转型发展

第一节 传统保险业的历史和基本特征	(4)
-------------------------	-----

一、保险业的源起	(4)
----------------	-----

二、现代保险业的诞生和经营原理	(6)
-----------------------	-----

三、保险传统业务的主要产品与发展	(7)
------------------------	-----

四、保险的主要组织形式及发展:相互制、股份制及其他	(10)
---------------------------------	------

第二节 投资性保险业务的发展历程	(14)
------------------------	------

一、投资性保险产品推出的背景与环境	(14)
-------------------------	------

二、投资性保险创新产品的发展	(17)
----------------------	------

三、独立账户的推出及其规模地位	(23)
-----------------------	------

四、20 世纪 90 年代出现的去相互化(股份化)浪潮	(25)
-----------------------------------	------

第三节 年金和非保险投资业务的发展	(28)
-------------------------	------

一、当前保险业的发展环境:金融混业与老龄化	(28)
-----------------------------	------

二、年金业务的发展及其对保险业的重大影响	(31)
----------------------------	------

三、非保险投资性业务的发展	(36)
---------------------	------

四、混业经营下的保险集团发展	(37)
----------------------	------



第四节 中国保险业的转型发展	(41)
一、改革开放后保险业的恢复发展	(41)
二、投资性产品的出现和曲折发展	(44)
三、银行储蓄性业务和年金的发展	(47)
四、保险资金运用和费率市场化改革	(51)

第二章 保险资产管理的历史演变

第一节 国外保险资产管理历史演变	(55)
一、保险业从传统到现代的转变推动保险资产管理发展	(55)
二、金融市场的发展决定了保险资金运用的广度和深度	(58)
三、监管政策的变迁推动了保险资金运用的演变	(62)
第二节 国内保险资产管理发展历程及最新进展	(64)
一、国内保险资产管理发展历程	(64)
二、国内保险资产管理公司主要情况	(67)
三、国内保险资产管理发展的新特点	(73)
第三节 我国保险资金运用发展的重要意义	(82)

第三章 保险资产管理的理论依据

第一节 保险公司:重要的机构投资者	(95)
一、全球保费规模	(95)
二、保险公司与其他机构投资者的区别	(96)
第二节 现代资产组合理论的发展	(99)
一、投资组合的收益和风险	(99)
二、投资组合的有效边界	(105)
三、资本资产定价模型	(107)
第三节 保险资产负债管理	(115)
一、保险资产负债管理发展的历史背景	(115)
二、什么是保险资产负债管理	(117)

三、保险资产负债管理的技术演变	(118)
四、如何进行保险资产负债管理	(122)
五、关于国内保险资产负债管理的思考	(127)
附 件	(132)

第四章 会计准则及偿付能力对保险资产管理的影响

第一节 会计准则与保险资产管理	(156)
一、会计准则概述	(156)
二、会计分类问题	(160)
三、估值问题	(168)
四、减值问题	(172)
第二节 偿付能力监管与保险资产管理	(178)
一、偿付能力概述	(178)
二、我国现行偿付能力监管体系及其与保险资产管理的关系 ...	(182)
三、欧盟偿付能力Ⅱ及其对保险资产管理的影响	(192)

第五章 保险资金配置的国际比较及其演变

第一节 保险投资组合国际比较	(202)
一、美国寿险资金的配置	(202)
二、欧洲寿险资金的配置	(221)
三、日本寿险资金的配置	(227)
四、寿险投资组合的国际比较	(230)
第二节 保险投资的影响因素	(232)
一、保险监管机构对保险投资的限制	(233)
二、资本市场表现对寿险投资的影响	(253)
三、会计准则变更对保险投资的影响	(255)
四、偿付能力监管体系对保险投资的影响	(256)
五、小结	(260)



第三节 对国内保险资金运用的借鉴意义	(261)
一、不同产品的差异化投资策略	(261)
二、投资策略的稳定性	(262)
三、布局全球投资	(262)

第六章 保险资产的风险管理

第一节 风险管理	(267)
一、风险管理的基本内容	(267)
二、市场风险	(273)
三、信用风险	(287)
四、操作风险	(299)
五、流动性风险	(309)
六、合规风险	(320)
第二节 绩效评估	(326)
一、绩效评估的定义	(326)
二、绩效归因	(327)
三、绩效归因模型的发展历程	(332)
四、风险调整后收益指标	(334)

第七章 从价值投资到量化投资的发展

第一节 价值投资理念	(341)
一、价值投资的核心思想	(342)
二、价值投资的发展	(345)
三、企业估值理论简述	(349)
四、价值投资面临的一些问题	(350)
第二节 量化投资理论	(355)
一、量化投资理论概述	(355)
二、国内外量化投资的发展历程	(357)

三、数量化投资策略	(362)
四、数量化投资的模型风险	(376)
五、算法交易和程序化交易	(379)
第三节 价值投资和数量化投资比较及在保险资产管理中的应用	(383)
一、价值投资和数量化投资比较	(383)
二、价值投资和数量化投资在保险资产管理中的应用	(385)
第八章 中国资本市场有效性与行为金融理论对保险资产管理的影响	
第一节 中国资本市场有效性	(391)
一、有效市场理论简介	(391)
二、中国资本市场有效性检验	(397)
第二节 行为金融理论发展及投资策略	(399)
一、从市场有效到行为金融——沿着资产定价的脉络	(399)
二、行为金融理论主要内容	(400)
三、基于行为金融理论的投资策略	(409)
第三节 基于行为金融理论的保险资产管理新发展	(418)
一、投资策略的调整:在加强战略配置基础上重视战术操作	(418)
二、投资方法的完善:在传统基本面分析基础上加强数量化投资方法应用	(422)
三、加强风险防范:有效防范市场大幅波动带来的风险	(426)
附录一 上海新金融研究院简介	(433)
附录二 上海新金融研究院组织架构与成员名单(2014 年) ...	(435)
后 记	(439)

第一章 保险业的转型发展

保险资产管理的发展与保险业自身的转型发展密不可分。从人类早期文明中的分散风险、互助共济的保险原始萌芽,到18世纪中叶发明的风险定价、精算技术及偿付能力监管为保险业的发展建立了技术和制度基础,以此为起点,保险业(特别是寿险)不断适应外部经济社会环境的变化,经历了从传统保险业务到投资性保险、从专业经营到综合混业经营,组织形式也从相互制向股份制、去相互化和金融控股集团的转变,保险中的金融投资因素的影响越来越大,保险与金融、资本市场联系越来越密切,在风险管理与保障的基础上,财富管理和现代金融的功能越发凸显,对资产管理的要求日益提高。

翻开世界保险的历史画卷,保险业向金融财富管理的转型潮流脉络清晰,虽然各国的路径、时点和程度不同,但是殊途同归,保险业对投资的介入和金融业的相互渗透已日益明显,传统保险业务、投资性保险业务和非保险投资业务等不断叠加积累,形成当前主流保险业务形态。我们以长期性的人身保险业务为主,从环境、产品、业务和保险企业组织形式梳理保险业转型发展的路径,展示保险与投资日趋紧密联系的演进过程。



第一节 传统保险业的历史和基本特征

一、保险业的源起

保险的原始思想可以追溯到人类早期的历史。公元前 5000 年埃及商队就有损失共担的互助约定,发生损失时由未受损的商人给予一定资助,未发生损失则抽出部分利润留存,以备未来可能损失。公元前 3000 年中国长江流域也有类似货物交叉装船的风险分散方法,中国早期的平仓、义仓和社仓设置也体现了朴素的保险思想。

地中海的海上贸易促进了保险业的萌芽。公元前 2000 年左右,地中海地区海上贸易逐渐繁荣。航海贸易是一项高风险的冒险活动,为了分担海运过程中的风险,“共同海损”(General Average)制度逐渐形成并在公元前 916 年由《罗地安海商法》明确确认。当船舶遇到海难时,船长可以决定将部分货物弃海以减轻负重,这种因抛弃引起的损失将由获益的各方分摊。该制度以“一人为众人,众人为一人”为原则进行基金筹集和损失分担,定价采用基于损失率的大数法则。

公元前 500 年左右,希腊社团组织逐渐流行。在希腊宗教文化中,葬礼必须按照习俗规范和特定仪式进行,否则亡灵无法进入天堂。这些社团组织通过向成员提供适当的葬礼来分担成员风险。希腊社团、随后的罗马学院以及拜占庭帝国时期的类似组织通过国家津贴和成员捐助实现成员风险的分担,具有明显的互助性质。

罗马帝国崩溃之后,这些社团组织也同时瓦解,但大众对分担风险的需求却在继续增长。欧洲同业公会开始盛行,即基尔特制度(Guilds)。职业相同者组成相互救助团体,在维护行业整体利益的同时,同业公会在其章程中

还规定对成员的死亡、疾病、火灾等灾祸提供救济。基尔特制度之中已经含有人身保险的雏形,其影响深远,17 世纪甚至传到了日本。

在英国,同业公会尤其盛行,在其基础上逐步产生了“友谊会”。17—18 世纪,友谊会在英国各行业工人阶级尤其是较高收入的工人阶层中广泛存在和发展。该类组织通过和修订一系列章程,并由其成员选举经理人和委员会来负责运作。其成员在自愿捐资的基础上向协会缴纳一定会费,在遇到疾病、死亡、年老、失业等不测时由协会向其提供必要的经济援助。

友谊会直接促成了英国人寿保险业的形成。17 世纪晚期,为避免牧师去世后其遗孀和子女陷入生活困境,苏格兰长老会事先向牧师收取一定保险费,建立基金并进行收益性投资以维持保险给付,这促使了苏格兰遗孀基金的诞生。苏格兰遗孀基金可以认为是世界上最早的人寿保险组织,其最后发展成了一个大型人寿保险集团(资产超过 1000 亿英镑)。18—19 世纪,英国保险业蓬勃发展,各类人寿保险公司相继成立。

从以上历程中可以看到,在人类社会演进过程中,保障是一种普遍需求,人类社会对保险保障的寻求从未停步。但从早期自发的、互助性的形式,发展到后来商业化、专业化的形式,既需要概率和精算技术的支持,更需要权责发生制的会计制度和偿付能力等监管制度,有了技术和制度上的保证,就诞生了真正意义上的保险业。

表 1-1 各国保险业早期重大事件

时间	事件	国家
17 世纪晚期	苏格兰遗孀基金成立,为世界上最早的人寿保险组织	英国
1693 年	哈雷编制出第一张完整生命表	英国
1699 年	保险与年金协会成立,是第一家真正意义上的相互制保险公司	英国
1756 年	道德逊发明均衡保费法	英国
1765 年	道德逊和辛普森创立公平人寿保险公司,为世界上第一家基于现代保险原则而运作的保险公司	英国
1759 年	美国第一家相互制寿险公司在费城设立	美国
1794 年	北美保险公司在宾夕法尼亚成立,为美国第一家寿险股份公司	美国



续表

时间	事件	国家
1881 年	明治人寿股份公司成立,为日本第一家寿险公司	日本
1902 年	日本第一生命保险成立,为日本第一家相互制寿险公司	日本

二、现代保险业的诞生和经营原理

保险业完成从原始形式向现代形式的转变,得益于精算定价技术的成熟和权责发生制在保险业中的运用。

1666 年伦敦大火之后,英国牙科医师尼古拉斯·巴彭邀集三名合伙人集资 4 万英镑筹办火灾险合伙组织,该组织根据房屋租金和结构制定差别化费率,确定砖石结构房屋费率为年房租的 2.5%,木屋为年房租的 5%,这应该是最早的分类费率厘定技术。

在寿险方面,早期互助团体缺乏生命表、大数定律等评估基础,各成员会费没有区别。因此年轻、健康的成员较多投入却较少受益,结果纷纷选择退会,对风险定价方法的错误伴随着社团成员的逆选择倾向,为了避免破产,互助团体开始限制加入者的年龄。1756 年,46 岁的数学家詹姆斯·道德逊(James Dodson)要求加入协和保险社而被拒绝。从气愤中冷静下来的道德逊以哈雷的生命表为基础,用辛普森发明的依年龄而递增的费率表得到自然费率,再进一步计算出均衡费率。1765 年,道德逊与辛普森共同创立公平保险公司,第一次采用“均衡费率”为保单定价,这可以视为保险业实现从原始形式向传统形式转化的一个标志。

精算技术发展带来的产品创新迅速打开市场,19 世纪上半叶各国保险公司发展迅猛。但是市场主体的激增导致竞争异常激烈,恶性竞争、无节制分红等行为使得保险公司的破产和成立一样迅猛。1844—1867 年,英国 230 家寿险公司破产或合并,美国仅纽约州就有 600 家火险公司破产。各国政府开始着手对保险业施加严格的监管。

公平保险公司精算师威廉姆·摩根(William Morgan)利用精算技术对