

金融 风险 与 保险 论 丛

JINRONG FENGXIAN YU BAOXIAN LUNCONG

主编 易丹辉

傅安平 / 著

中国寿险业与资本市场的 互动发展



经济
科学
出版
社

ZHONGGUO SHOUXIAN YE YU ZIBENSHICHANG DE HUI DONG FA ZHAN

金融风险与保险论丛

国家自然科学基金资助项目 (70173042)

光大永明人寿保险有限公司资助项目

中国寿险业与资本 市场的互动发展

傅安平 著

经济科学出版社

责任编辑：杜 鹏
责任校对：杨晓莹
版式设计：代小卫
技术编辑：董永亭

中国寿险业与资本市场的互动发展

傅安平 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

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

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

毕诚彩色印刷厂印刷

德力装订厂装订

880 × 1230 32 开 6.25 印张 150000 字

2004 年 4 月第一版 2004 年 4 月第一次印刷

ISBN 7 - 5058 - 4027 - 4/F · 3185 定价：13.80 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序 言

随着我国社会主义市场经济体制的建立和不断完善,金融与保险业正在逐步成为我国经济发展的重要推动力量,同时,其风险也在不断地增加。从证券市场角度看,如何描述整个证券市场的风险特征和价格行为模式,如何对机构投资者、封闭式基金和开放式基金的风险进行分析评价和管理;从保险市场角度看,如何分析评价保险公司的资产负债风险和偿付能力风险,如何分析评价出口信用保险中的国家风险,以及中国寿险业与资本市场应该建立何种互动关系等都是我国金融与保险业发展过程中需要解决的问题。

金融风险与保险论丛在这些方面作了尝试性的研究。之所以想出版,只是感觉这些研究成果虽然是初步的,但毕竟是经过艰辛的努力才完成的。也许,各位作者为此所付出的艰辛和努力只有他们自己感触最深。但是,如果他们的这点心血能够对他人有所启示或借鉴,使后来人可以在他们的基础上再有前行,我们也就满足了。

在这套丛书即将出版之际,要感谢国家自然科学基金委员会、国家哲学社会科学规划办公室的各位专家、评委和工作人员,以及光大永明人寿保险有限公司,是他们资助的研究项目[国家自然科学基金项目(70173042):中国寿险业风险监管方法研究;国家社会科学基金 2002 年度一般项目(02BTJ004):中国金融业风险

■ 2 中国寿险业与资本市场的互动发展

分析评价方法研究]才孕育出了这些成果。要感谢经济科学出版社的鼎力相助,使这些成果能够出版问世。还要感谢读者们能有兴趣阅读这些著作。希望能够有机会与读者们交流、沟通,共同提高我国金融与保险业务的科学管理水平。

中国人民大学

易丹辉

2004年2月10日

目 录

第一章 引言.....	1
第二章 寿险业与资本市场概述	10
第一节 寿险业的一般特征	10
第二节 资本市场的特征	26
第三章 寿险业与资本市场的互动关系	37
第一节 寿险业对资本市场的参与	37
第二节 资本市场的发展与寿险业资金的全面参与	46
第三节 国外寿险业与资本市场互动的实证分析	52
第四节 寿险业金融资产的分布特征	68
第四章 中国寿险业与资本市场互动现状分析	75
第一节 中国寿险业的发展现状	75
第二节 中国资本市场的发展现状	93
第三节 中国寿险业参与资本市场的现状.....	103
第五章 中国寿险业与资本市场互动关系分析.....	120
第一节 中国寿险业与资本市场互动不足的 原因分析.....	120

■ 2 中国寿险业与资本市场的互动发展

第二节 寿险资金运用新渠道的可行性分析..... 131

第三节 推动中国寿险业与资本市场互动的建议..... 147

附录一 一些国家或地区保险资金运用范围和限制..... 163

附录二 保险公司偿付能力额度及监管指标管理规定..... 169

参考文献..... 180

后记..... 187

第一章 引言

一、选题的理论和实践意义

寿险业和资本市场是金融体系的重要组成部分。寿险公司是兼具经济保障功能和金融服务功能的重要金融机构。随着金融业全球化和一体化趋势的日渐显现,寿险业在组织结构、产品创新和服务多样化等方面发生了深刻的变化。在西方国家,原来的大型寿险公司已经发展成为集寿险、非寿险、资产管理等多种金融服务于一体的综合性金融集团。与此同时,自20世纪70年代以来,伴随着可调整寿险、变额寿险、万能寿险等新型产品的相继出现,寿险产品也发生了重大的结构性变迁,完成了从以保障功能为主的传统型产品向兼具保障和投资功能的新型产品的过渡。寿险产品的创新发展以及寿险服务多样性的扩展,使其作为金融服务机构的功能不断增强,同时也对寿险投资提出了更高的要求,投资已经成为寿险业中与承保业务并重的一项重要活动。

资本市场是一年以上中长期金融工具的交易场所。它是由交易主体、交易客体和交易规则构成的。交易主体是指参与资金交易的个人和机构。它们由资金的供求双方、交易中介组成。资金的需求方通常是企业、政府和居民,资金的供给方通常是寿险公司、金融中介机构和居民。交易的客体是指各种形式的金融工具,如债券、股票等。交易规则是指各国政府依据市场条件、法

律基础和政府监管方式等制定的各种限制、制约资金交易活动的法律规章制度。资本市场的发育水平由交易主体的素质、交易客体的规模和品种以及交易规则的完善程度等诸多要素综合决定。其中,牢固的投资者基础是必不可少的一环。国际经验表明,这一基础在很大程度上需要由投资于长期金融工具的机构投资者构成。在经济全球化的大背景下,国际资本市场的机构化趋势日渐显著。在西方发达国家,机构投资者的影响力越来越强,形成了对资本市场的支配地位。投资者结构,特别是机构投资者结构,已经成为衡量一国资本市场成熟与否的重要标志。

寿险资金规模巨大,并且具有期限长、稳定性强等特点。出于安全性的考虑,寿险公司的资金运用强调资产和负债在期限、流动性、利率敏感性等方面的匹配。在保证一定安全性的前提下追求最佳收益水平是寿险资金运用活动中的重要目标。上述各个目标的实现,需要寿险公司积极参与资本市场。而资本市场的发展和成熟也需要寿险业这一重要的机构投资者广泛、深入地参与。国际经验表明,作为金融产业的组成部分,寿险业和资本市场应当结成良性的互动关系。这种关系主要表现在两个方面:第一,寿险业的发展需要健康、完善的资本市场;第二,资本市场的发展需要寿险资金的积极参与。

改革开放以来,一方面,中国寿险业取得了巨大的发展,在国民经济中的地位和作用日益增强,截至2002年,全国保险行业资产总规模已达6494.1亿元,可运用资金余额达5799.3亿元。预计到2005年保险资产总规模将突破万亿元大关。尽管如此,目前中国保险投资尚处于发展的初期,存在的问题仍较多,这些问题的集中体现就是对资本市场的参与不足。另一方面,中国的资本市场也尚不成熟,价格大起大落,投机气氛弥漫。上市公司整体效益和给股东的投资回报持续下降,给投资者带来很大的风险以至于损失。这种不正常的现象长期存在的原因之一就在

于,中国资本市场的投资者结构过于分散,机构投资者过少,散户占绝对优势,带来市场过度波动。因此,为了促进资本市场的发展和成熟,必须大力培育机构投资者,寿险业就是其中重要的一员,资本市场的尽快完善也需要寿险业的参与和支持。

寿险业与资本市场的互动是两者存在和发展的必然趋势。对两者互动的内在动因、互动的机理、互动的方式、互动的作用等问题进行全面、深入的分析,不仅可以使我们从另一个侧面对寿险业和资本市场有一个新的认识,更重要的是可以帮助我们清楚地认识两者之间所存在的有机联系。这一分析对于寿险业和资本市场都尚不成熟且亟待发展的中国具有更加重要的现实意义。

二、本书的主要内容

本书的主体部分包括四章。第二章,寿险业与资本市场概述;第三章,寿险业与资本市场的互动关系;第四章,中国寿险业与资本市场互动现状分析;第五章,中国寿险业与资本市场互动关系分析。具体按照图1-1的框架进行分析。

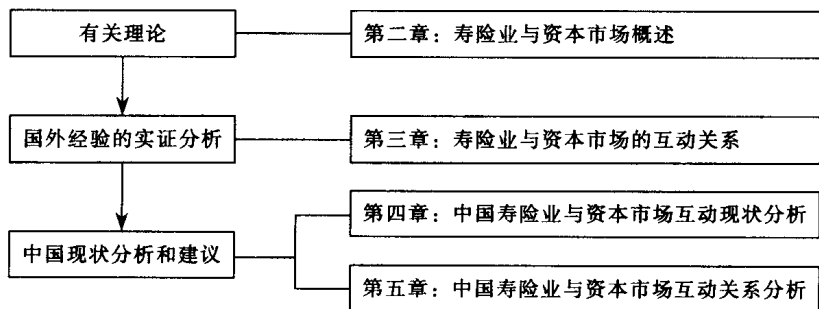


图 1-1

第二章是寿险业与资本市场概述。对寿险业和资本市场互动

关系的分析必须要以对这两者自身全面、清晰的认识为基础。第二章的第一节是对寿险业一般特征的描述。寿险业 (life insurance) 和非寿险业 (non-life insurance) 共同构成整个保险业。因此, 首先将寿险业放在整个保险业的大环境中, 通过对美国、英国、日本、我国香港等比较具有代表性的保险业发达国家或地区的有关历史数据的整理和分析, 将寿险业与非寿险业在从业人员、公司规模、保费收入、持有金融资产等方面进行了对比, 可以看出: (1) 寿险公司从业人员多, 为社会创造了大量的就业机会; (2) 寿险保费是整个保险业收入的重要来源, 如在世界保险业排名第二的日本, 其寿险业发展的成熟度很高, 寿险保费份额一直保持在整个保险业总收入的 70% 以上; (3) 不同国家寿险业所掌握的金融资产均不同程度地高于非寿险业, 表明寿险业对资本市场的参与程度更高, 是资本市场的重要参与者。因此, 寿险业在整个保险业中占有举足轻重的地位, 对整个保险业的发展发挥着重要作用。在此基础上, 本节又进一步对寿险业自身从保费、保险密度和保险深度的变化趋势, 公司总收入及其构成的特征, 不同国家或地区公司持有金融资产的分布结构特征, 以及寿险产品的创新发展趋势等多个角度进行了分析和概况。随着资金实力、技术水平、管理水平的日益提升, 寿险业满足市场需求、提供产品和服务的能力也在不断增强。近年来, 整个寿险业的发展呈现出以下特征: (1) 保费收入、保险密度呈上升趋势, 保险深度由快速上升进入周期性缓慢增长; (2) 总收入稳定增长, 投资利润越来越成为寿险公司利润的重要来源; (3) 高风险、高收益资产持有比例上升, 资产证券化趋势明显; (4) 新型产品份额不断提高, 但波动性较大。

第二章的第二节是资本市场特征概述。资本市场的概念来源于对金融市场的划分。金融市场是各种金融资产进行交易的场所, 按照金融资产的到期日可以将金融市场分为货币市场和资本

市场。到期日在一年以上的金融资产交易活动则构成资本市场。资本市场，特别是其中的证券市场，对现代市场经济而言发挥着极其重要的三大功能。首先，证券市场具有合理配置资源的功能。证券市场能够界定产权，从而为资源的合理配置提供了基本条件。在发达的证券市场中，众多的证券供给者和需求者在一起竞价交易，降低了搜寻费用和信息费用，提高了资本资源的配置效率。其次，证券市场具有风险定价的功能。在证券市场上，资金的价格通过比较公开的竞价方式形成，这种价格是平衡了需求和供给，同时反映了风险和收益关系的统一的市场价格。最后，资本市场还具有提供资本资产流动性的功能。在资本市场中，证券市场的流动性远高于信贷市场。流动性良好的市场可以促使投资者持有更多品种的金融资产，并且可以根据市场以及个人预期的变化调整投资组合以获取最大的收益。各种金融工具是资本市场的交易对象，其中股票和债券是最基本和最重要的金融工具，是证券市场的主要交易对象，也是其他金融衍生工具的基础。股票是一种有价证券，是股份有限公司发给股东，以证明其向公司投资并拥有所有者权益的凭证。股票具有一系列独特的特征：（1）股票是股东所有权的凭证，股票具有不可返还性；（2）股票可流通转让；（3）股票价格不稳定，投资风险较大。债券是政府部门、企业和金融机构为筹集资金而向特定或非特定的投资者发行，承诺按照约定的方式支付利息，并在一定期限内偿还本金的证券。债券的发行人是债务人，债券的持有人是债权人，债券是证明持有人和发行人之间债权债务关系的法律凭证。同股票相比，债券还具有如下一些特点：（1）债券是债务凭证，体现的是债权债务关系。（2）债券的投资风险较小。（3）债券的期限结构更加多样化，具有各种短期、中期、长期债券。证券投资基金是一种利益共享、风险共担的集合证券投资方式，即通过发行基金单位，集中投资者的资金，由基金托管人托管，由基金

管理人管理和运用资金并从事股票、债券等金融工具投资。通过对美国、英国、日本等国家基金市场的数据分析可以看出,世界主要发达国家的基金市场都比较发达,基金已经成为资本市场上一种重要的交易工具。衍生金融工具是在基本金融工具的基础上发展而来。依据对基本金融工具价格走势的预期而确定价值,并且从基本金融工具的价值中派生出自身价值。相对于基本金融工具,衍生金融工具有派生性、杠杆性、高风险性和虚拟性的特点。远期(forward)、互换(swap)、期货(financial futures)和期权(financial options)是四类最为重要的衍生金融工具,实际中有很多产品是这四类的综合或混合。衍生金融工具在迅猛发展的同时,逐渐显露出“双刃剑”的性质。一方面,它提供了防范金融风险的有效手段;另一方面,由于其具有杠杆性特点,以及金融监管的滞后,衍生金融工具的交易也增加了金融市场的风险。如何在利用衍生金融工具的同时有效规避和防范风险是交易者必须谨慎面对的问题。

第三章是寿险业与资本市场的互动关系。本章首先分别从寿险业和资本市场的视角对两者相互依存、密不可分的关系进行了理论阐述。然后使用美国、日本、英国等大量寿险业发达国家或地区寿险业和资本市场的有关历史数据对二者的互动关系进行了实证分析。最后,根据理论和实证分析的结果概括了不同类型的国家或地区寿险业金融资产的分布特征,从而为研究中国寿险业资金运用的现状和问题奠定了理论和实证基础。

第三章的第一、二节首先从理论上论述了寿险业与资本市场之间密不可分的相依关系。第一节是寿险业的发展离不开资本市场。寿险业两大资金来源分别是负债资金和自有资金,它们各自的性质和特征决定了寿险业资金来源的如下特征:以负债为主,权益资金为辅;大部分期限较长;规模较大;稳定性较高;在管理上对于安全性和收益性的要求较高。寿险业资金来源的特征决

定了它所投资的资产具有如下特征：长期资产为主，中、短期资产为辅；安全性与收益性并重，同时兼顾流动性；在多样化的投资选择中，债券所占比例较高，股票等非固定收益资产的比例存在上升趋势。寿险业资金运用的上述特征决定了其必须积极参与资本市场。资本市场是中长期资产的交易市场，符合寿险业投资的长期性需求；各种中介机构的服务有助于寿险公司解决投资中的“信息不对称”问题；资本市场中的交易设施、规则以及中介机构的桥梁作用等，能够降低交易中的“摩擦”，降低寿险公司投资的成本，从而有助于实现“收益性”原则；此外，资本市场中完善的二级市场、众多的参与者、信息渠道的广泛性，使得长期资产也具有一定的流动性，有利于兼顾寿险投资的流动性需求。第二节是资本市场的成熟与完善需要寿险资金的全面参与。分别从资本市场功能的实现、稳定性的保持以及效率的提高三个层面阐述了寿险业对资本市场参与的重要作用。第三节利用美国寿险业和资本市场的有关数据，分别对公司债券、政府债券、股票、抵押贷款等各种金融工具的收益率对寿险公司投资收益率的影响以及它们的总体影响进行了实证分析，并在此基础上对投资收益率与投资型产品的关系进行了分析，从而得出以公司投资收益率为纽带，资本市场各种金融工具的收益率也必然会对新型产品的销售、保全存在着不容忽视的影响作用的结论。在前述各节理论和实证分析的基础上，第四节对各种类型的国家或地区寿险资产分布的共性和个性特征进行了描述，展示了寿险资产分布的内在规律性，以便以此为借鉴来研究分析中国寿险资金运用的特征和存在的问题。

第四章是中国寿险业与资本市场互动的现状分析。分别对中国寿险业、中国资本市场以及两者的互动情况进行了分析和描述。第一节分别从经营主体及险种情况、保费收入、赔付情况、资产状况、市场集中程度和营销方式及监管体制变革等方面对中

国寿险业的发展现状进行了回顾。第二节主要对寿险资金可运用的债券、基金这两种金融工具的市场规模、结构、收益情况进行了分析描述。第三节首先分析了《保险法》等政策条件对寿险资金运用的影响,在此基础上分别考察了中国寿险业整体和各个寿险公司与资本市场的互动情况。结果显示,无论从市场总体还是从各个寿险公司来看,缺乏对资本市场全面、充分参与的情况是十分显著的。同国外寿险业与资本市场的全面互动相比,中国还存在着比较大的差距。因此,探究两者互动不足的各方面原因,并提出行之有效的措施以积极推动两个市场各自的成熟发展以及两者之间的互动,是值得理论界和实务界认真思考的一个重要问题。

第五章是中国寿险业与资本市场互动关系分析,是在第四章对中国寿险业与资本市场互动现状分析的基础上对互动不足的原因和解决思路展开的分析。从管理角度看,中国保险法规对寿险资金的严格限制束缚了寿险业对资本市场的参与;从客观角度看,资本市场的发展滞后制约了寿险资金的广泛参与;从寿险业自身角度看,寿险投资的组织管理模式和激励约束机制有待加强也是影响其与资本市场互动的原因之一。针对目前寿险资金运用渠道狭窄的现状,第二节分别对寿险资金直接进入股票市场以及寿险资金投资于能源和基础设施建设项目的可行性进行了理论分析和数据论证,结果表明,这两条目前尚未放开的投资渠道作为寿险资金运用的未来方向是具有可行性的。第三节为推动中国寿险业与资本市场互动提出了建议。随着经济全球化和一体化进程的发展以及中国对世界的开放,在寿险业内部也应按照国际惯例,规定寿险资金的运用模式;但是,在与国际接轨、吸收国际经验的同时,也必须认真考虑中国寿险业发展水平低、各经营主体管理水平和抗风险能力参差不齐的具体情况,采取依据公司情况分级管理的监管模式,比较好地平衡“放宽限制”和“有效

监管”的关系，并起到对管理薄弱公司的激励促进作用，从而促使整个中国寿险业的管理水平尽快得到提升，早日真正成为资本市场上的重要参与者，在与资本市场的互动发展中不断壮大。

三、本书的创新

(1) 寿险业和资本市场是金融体系的重要组成部分，两者各有其独立的特征及功能。本书从寿险业和资本市场之间相互依存、相互影响、相互制约的视角对两者及其相互之间的关系进行了系统的理论和实证分析，是对以往有关寿险业和资本市场单独研究的丰富和深化，揭示了两者之间互动的必然性。

(2) 中国寿险业和资本市场的发展都尚不成熟，两者的积极全面互动是促成其共同发展的必然选择。本书分别从政策法规及数据实证的角度分析了中国寿险业和资本市场互动的现状，揭示了两者互动不足的现实。

(3) 中国寿险业与资本市场的互动不足将在一定程度上阻碍其发展。本书分别从寿险业监管、资本市场环境以及寿险业内部管理 etc 角度分析了两者的缺乏互动的各方面原因，可以为金融体系的管理者和寿险业、资本市场的经营主体提供有益的借鉴。

(4) 根据中国寿险业与资本市场互动不足的现状，在借鉴国际经验的基础上，结合目前中国寿险公司发展参差不齐的情况，提出了“依据公司情况，对投资活动实行分级监管”的新型监管模式，并对有关问题进行了探讨，可以作为保险监管当局改革当前投资监管模式的一种可兹借鉴的思路。

第二章

寿险业与资本市场概述

第一节 寿险业的一般特征

随着 2001 年 11 月 11 日中国加入世界贸易组织全部文件的签署，中国终于结束长达十余年的谈判，正式成为世界贸易组织的一员。在为即将享受到的由此带来的各种机遇而振奋的同时，也必须清醒地认识到与此相伴而生的危机和挑战。在众多已经或即将逐步开放的行业中，保险业特别是寿险业的发展越来越成为人们关注的焦点。本节以寿险业的资金及其运用为立足点，对国外寿险业的发展特征进行分析，以期能够为中国寿险业的发展提供一些启示。

一、寿险业在整个保险业中的地位

由于寿险业与人们的生活息息相关，随着居民收入水平的不断提高，人们对寿险产品的需求日益膨胀，使寿险业得以迅速发展，在整个保险业中占有越来越重要的地位。

1. 寿险公司从业人员多，为社会创造了大量的就业机会

在保险业较发达的国家，寿险公司的数量大多少于非寿险公