

 21世纪 经济与管理精编教材·金融学系列

保险投资学

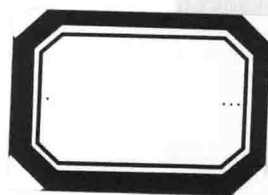
Insurance Investment

蔡华 编著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

21世纪 经济与管理精编教材·金融学系列



保险投资学

Insurance Investment

蔡华 编著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

保险投资学/蔡华编著. —北京:北京大学出版社,2014.8

(21世纪经济与管理精编教材·金融学系列)

ISBN 978-7-301-24588-0

I. ①保… II. ①蔡… III. ①保险投资-高等学校-教材 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第171327号

书 名: 保险投资学

著作责任者: 蔡 华 编著

责任编辑: 贾米娜

标准书号: ISBN 978-7-301-24588-0/F·4003

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电子信箱: em@pup.cn QQ:552063295

新浪微博: @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926 出版部 62754962

印 刷 者: 北京宏伟双华印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

787毫米×1092毫米 16开本 17.75印张 454千字

2014年8月第1版 2014年8月第1次印刷

印 数: 0001—3000册

定 价: 38.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

序 言

保险投资是现代保险业得以生存和发展的重要支柱。从微观层次看,保险投资不仅可以弥补承保亏损并获利,而且能够降低产品价格,扩大市场占有率,提高公司的竞争地位;从宏观层次看,国际经验表明,一个运行良好的资本市场离不开一定数量的机构投资者。保险业务的特性使得保险公司能够获得大笔长期稳定的投资基金,成为资本市场上一个重要的机构投资者。保险投资在资本市场上的作用不仅表现在它能够有效地扩大市场规模,而且在促进市场主体的发育和成熟;增加货币与资本市场上的金融工具,促进金融深化;改善资本市场结构,促使市场组织更加完善,促进市场机制的有效运行等方面都能够起到重要作用。

我国的保险投资经历了一个曲折的发展过程。鉴于1982年以来保险公司在资金运用方面所存在的各种问题以及当时我国资本市场的客观背景,出于安全性和资产保值与增值的考虑,1995年出台的《中华人民共和国保险法》第104条规定,“保险公司的资金运用必须稳健,遵循安全性原则,并保证资产的保值增值。保险公司的资金运用,限于银行存款、买卖政府债券、金融债券和国务院规定的其他资金运用的形式”。自1995年以来,伴随着保险业的快速成长以及资本市场的不断发展与完善,中国保险业的投资实现了五个方面的突破:第一,投资产品从固定收益类产品到权益类产品的突破;第二,投资属性从股票投资到股权投资的突破;第三,投资范围从金融投资到实业投资的突破;第四,投资主体从“偏师”到“生力军”的突破;第五,投资市场从国内资本市场到国际资本市场的突破。

尽管保险投资已经取得了较大的成绩,但理论界的共识是,改革的任务还远未完成,仍有一系列问题需要进一步研究,如投资选择范围确定的依据是什么,它与一国经济发展阶段存在什么关系,与一国资本市场的发展阶段有什么关系,与保险公司的体制改革又有什么关系;针对保险公司特别是寿险公司负债的特点,应该如何进行有效的资产组合,不同的投资组合对保险公司的风险和收益会产生什么样的影响;对不断发展的保险投资应当如何进行有效的监管,使得保险公司既拥有尽可能大的投资选择权,又能保证其偿付能力。我国保险投资的实践在不断向前推进,但理论发展和保险投资人才的培养还远不能适应形势发展的要求。

蔡华博士的新作《保险投资学》全面总结了我国保险投资的实践,充分借鉴了国外投资理论的最新动态,阐释了国内最新的投资政策。全书体系完整、内容新颖、层次分明,案例丰富,体现了发展前沿,很适合保险与精算等专业的学生和从事保险投资工作的社会人才研读,特此推荐。同时也希望蔡华博士在保险投资这个领域里继续钻研与探索,不断推出新的研究成果。

孙祁祥

2014年1月30日于北京

目 录

第一章 保险投资导论	1
第一节 保险投资概述	1
第二节 保险投资的产生与发展	9
第三节 保险投资的组织模式	14
第四节 保险公司投资流程	18
第二章 保险资金性质	26
第一节 保险公司负债项目	26
第二节 保险公司产品特性	31
第三节 保险资金特性与资金运用	45
第三章 保险资产负债管理理论	50
第一节 资产负债管理理论及其发展	50
第二节 保险资产负债管理理论	55
第三节 保险资产负债管理的应用技术	62
第四章 现金类资产	82
第一节 货币市场工具	82
第二节 短期国债市场	84
第三节 商业票据市场	86
第四节 同业拆借市场	89
第五节 回购协议市场	91
第六节 大额可转让定期存单市场	94
第五章 固定收益类资产	97
第一节 债券	97
第二节 可转换公司债券	110
第三节 银行存款	117
第六章 权益类资产	122
第一节 股票	122
第二节 证券投资基金	138

第七章 另类投资	156
第一节 基础设施投资	156
第二节 创业投资	160
第三节 私募股权投资	164
第四节 不动产投资	169
第五节 境外投资	175
第六节 租赁	177
第七节 其他金融资产	182
第八章 保险投资组合管理	192
第一节 保险投资组合理论	192
第二节 保险投资组合管理流程与组合构建	199
第三节 保险投资组合管理策略	209
第四节 保险资产配置	213
第五节 保险投资组合绩效评价	216
第九章 保险投资风险管理	221
第一节 保险投资的风险治理	221
第二节 保险投资的风险识别	230
第三节 保险投资的风险度量	238
第四节 保险投资的风险对策	243
第十章 保险投资监管	251
第一节 国内保险投资监管	251
第二节 国外保险投资监管	260
第三节 保险投资监管发展的新趋势	267
参考文献	273
后记	275

第一章 保险投资导论

随着社会生产力的发展和经济制度的演进,保险的功能也在不断衍生变化,从现代保险业来看,保险具有风险分散和经济补偿与给付、防灾减损、资金融通以及社会管理等功能。保险的资金融通功能主要体现在资金积聚和资金运用两个方面,对保险公司来讲,经营中积累大量可以长期使用的资金,保险公司的资金运用对其绩效有重要影响,可降低保险产品价格,增加公司利润,提升保险公司的核心竞争力。

第一节 保险投资概述

一、保险投资的概念

随着金融业全球化趋势的日渐显现,保险业在组织结构、产品创新、服务多样化方面发生了深刻的变化。在西方国家,大型保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金融集团。保险资金运用成为保险业生存和发展的重要支柱。通过保险资金运用带来的收益,可以弥补承保业务的亏损,这已经成为保险公司保持盈利能力和偿付能力的重要途径。

(一) 保险投资的定义

保险资金是保险投资的对象,保险投资是对保险资金的投资,也即是通常所说的保险资金运用。保险资金是指保险集团(控股)公司、保险公司以本外币计价的资本金、公积金、未分配利润、各项准备金及其他资金。保险资金是保险公司控制的财力资源,其资金运用主体除了保险公司自身外,还可以委托其他专业机构。从会计或金融的角度看,保险资金包括两个部分,一是权益性资金,二是负债性资金;从法律角度看,除投资型保险产品个人独立账户的资金外,其余部分的保险资金,均为保险公司享有法人财产权的资产,保险公司对其享有完全的占有、使用、收益和处分权。

保险产品可以分为投资型保险产品和保障型保险产品,保险公司应当实施保险产品资金分类管理。投资型保险产品的资金运用,应当在财务核算、资产配置、投资管理、证券账户设立、人员配备、资产托管、投资交易、风险控制等环节独立于保障型产品资金和其他资金的运用管理。投资型保险产品资金运用比例按照合同约定执行。保障型保险产品的资金运用与投资型保险产品的资金运用在法律性质上还是有些差别。对保障型产品的资金运用,尽管资金属于负债性资金,但其运用仍属于保险公司的自行运用,即对自有资产进行运用的行为;而投资型产品的资金运用则属于委托理财。所谓投资型产品,主要指投资连结保险(以下简称投连险)产品,是指包含

保险保障功能并至少在一个投资账户拥有一定资产价值的人身保险产品。投连险的保险保障功能体现在,当保险事故发生时,保险公司须向受益人承担保险责任,支付保险合同规定的保险赔偿金,该产品的部分费用用以购买这种风险承担,其权属归于保险人,称为“保险保障费用”;投连险的投资功能体现在投资账户的开立及经营损失的归宿,投连险的各期保费在扣除规定的各期初始费用后超过保险保障费用的部分进入由保险公司经营管理的投资账户,保险公司对投资账户资产的管理按照保险合同的约定收取规定的资产管理费用,但经营损益归于投保人而非保险人,各到期但尚未支付的保险保障费用由保险公司从各投保人的投资账户中扣除,保险公司对进入投资账户的资产现在与将来均未向投保人承担对价(或保障服务),其权属并不能归于保险人,投资账户的资产具有相对于保险公司自有资产的独立性。对投资账户的资产而言,其性质属于他益性财产管理委托,账户的资产所有权属于投保人指定的受益人。

(二) 保险资金运用与保险投资

商业保险经营是一种负债经营,保险公司通过向众多的投保人收取保险费,建立保险基金,并且对保险基金进行有效的投资运用,使它不断地增值,以保证将来保险金的赔付,履行保险的经济补偿和给付的职能。从这个角度来看,保险资金运用可以定义如下:保险资金运用是指保险企业在组织经济给付过程中,将积聚的保险基金的暂时闲置部分,用于融资或投资,使资金增值的活动。它为经济建设直接提供资金,同时增强保险企业经营的活力,扩大保险承保和偿付能力,降低保险费率,以更好地服务于被保险人。

保险投资与保险资金运用的定义基本一致,其定义为:保险投资是指保险公司将其暂时闲置的保险基金进行合理运用,使其达到增值的过程。在许多情况下,人们将保险投资与保险资金运用相互替用。但从严格意义来讲,这两个概念还是有细微差别的。在会计上,资金运用专指企业资金占用和使用的情况,它既包括企业拥有的各种财产,也包括企业的各种债权。而保险投资是指增加企业债权或金融资产的活动,它只是资金运用的一种主要形式,因而其范围要小于保险资金运用。也有人认为,保险资金运用又称保险投资,是指保险企业在经营过程中,利用保险聚集与保险企业赔偿给付的时间差,以及收费与支付间的价值差,对保险资金运用增值,以求稳定经营、分散风险的一种经营活动。根据我国 2009 颁布的新《保险法》第 106 条使用的保险资金术语,其含义显然是指保险投资,因此,本书中亦将保险资金运用与保险投资作为同义语来使用。

另外,最近几年,保险投资中出现最多的一个词是“资产管理”,它是一项针对证券及资产的金融服务,以投资者利益出发并实现投资目标。资产管理是基于委托人与受托人的角度,投资可以是自己的资产,也可以是第三方资产。保险资金运用发展到今天,已经进入了泛资产管理时代(或大资管时代),保险公司组建的保险资产管理公司,不仅对保险资金进行运用,还接受第三方委托,开展公募业务和集合理财计划,不断壮大资产管理的规模,突破了自身投资规模的限制。因此,保险资产管理的范围要大于保险资金运用,投资的机遇与外部市场竞争的挑战同时增加。在当前,保险资金在保险资产管理中仍占了绝对主导地位。

二、保险投资的分类

(一) 按保险投资主体划分,可分为寿险公司投资与产险公司投资

目前,保险市场主要有人身保险公司和财产保险公司两类经营主体。人身保险公司,通常称为寿险公司,其主要产品包括传统寿险、意外保险、健康保险、分红保险、万能保险和投连险,产品

的主要特点是期限长、资金来源稳定、对投资收益率的要求相对较高;财产保险公司的主要产品包括企业财产保险、家庭财产保险、机动车辆保险、货物运输保险、工程保险、责任保险、意外险和短期健康险等,产品的特点是期限较短、赔付波动性强,因此两类经营主体在投资方面的表现有较大差异。寿险公司较产险公司投资金额较大,资金运用量较高,投资工具的期限较长,对投资收益的要求更高。从产品的特点来看,寿险资金的投资性角色比产险资金要重,一般提到保险投资时,狭义上可理解为寿险投资,尽管我国目前对于两类投资并没有分开管理,但两者在投资方面还是体现出明显不同的特点。在理论与实践,我们不区分寿险公司投资和产险公司投资,而是分为寿险资金运用与非寿险资金运用。下面我们将对这两类投资作进一步的界定与区分。

(二) 按保险投资工具风险收益特征,可分为现金类投资、固定收益类投资、权益类投资和另类投资

现金类投资包括现金、同业存款、货币市场基金以及期限小于7天的债券逆回购等银行间和交易所各类货币市场工具。这类投资具有期限短、变现能力强、风险低和收益稳定等特点,保险公司投资的目的是满足企业的流动性而暂时持有。

固定收益类投资是指投资于银行定期存款、协议存款、国债、金融债、企业债、可转换债券、债券型基金等固定收益类资产。我们可以按照银行定期存款、国库券等金融产品的特性来理解“固定收益”的含义,一般来说,这类产品的收益不高但比较稳定,风险也比较低。

权益类投资是指投资于股票、股票型基金等权益类资产。权益类资产包括股票、股票型和混合型基金、权证等。

另类投资是指传统的股票、债券、现金之外的金融和实物资产,如不动产、证券化资产、对冲基金、私人股本基金、大宗商品、艺术品等,其中证券化资产就包括了次级房贷为基础的债券以及这些债券的衍生金融产品。

在我国保险投资政策中,投资资产可划分为流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产五大类资产。其中,流动性资产主要包括现金、货币型基金、活期存款、通知存款、剩余期限不超过1年的政府债券和准政府债券、逆回购协议等;固定收益类资产主要包括普通定期存款、协议存款、具有银行保本承诺的结构性存款、剩余期限在1年以上的政府债券和准政府债券、金融企业(公司)债、非金融企业(公司)债、债券型基金等。权益类资产则主要包括股票、股票型基金、混合型基金等上市权益类资产,以及未上市企业股权、股权投资基金等未上市权益类资产。不动产类资产主要包括基础设施投资计划、不动产及不动产投资相关金融产品,以及房地产信托投资基金(REITs)等境外品种。此外,商业银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司项目资产支持计划、没有银行保本承诺的结构性存款等,均划归其他金融资产。

阅读材料 1-1

其他类主要金融资产

1. 银行理财产品

银行理财产品(Commercial Bank Financial Products)是指由商业银行自行设计并发行,将募集到的人民币资金根据产品合同约定投入相关金融市场及购买相关金融产品,获取投资收

益后,根据合同约定分配给投资人的金融产品。

2. 资产证券化

狭义的观点,资产证券化(Asset Securitization)是指发起人(Originator)将未来特定期间可能产生的现金流量的资产,真实出售(True Sale)给特殊目的载体(Special Purpose Vehicle, SPV),而所销售的资产从发起人资产负债表上移出(表外资产),由SPV以此资产或集合资产(或债券)所产生的现金流量作为支撑,向投资人发行可自由流通的证券的结构性融资安排。广义的资产证券化观点,包括发起人所转让的资产仍在其资产负债表内(如SPV是其100%的子公司),且无次级市场(Secondary Market)流通的资产证券化的形式。

3. 证券公司专项资产管理计划

证券公司办理集合资产管理业务,可以设立限定性集合资产管理计划和非限定性集合资产管理计划。限定性集合资产管理计划的资产应当主要用于投资国债、国家重点建设债券、债券型证券投资基金、在证券交易所上市的企业债券、其他信用度高且流动性强的固定收益类金融产品;投资于业绩优良、成长性高、流动性强的股票等权益类证券以及股票型证券投资基金的资产,不得超过该计划资产净值的20%,并应当遵循分散投资风险的原则。非限定性集合资产管理计划的投资范围由集合资产管理合同约定,不受前款规定限制。

4. 信托公司集合资金信托计划

由信托公司担任受托人,按照委托人意愿,为受益人的利益,将两个以上(含两个)委托人交付的资金进行集中管理、运用或处分的资金信托业务活动。

5. 结构性存款

也可称为收益增值产品(Yield Enhancement Products),是运用利率、汇率产品与传统的存款业务相结合的一种创新存款。该产品适合于对收益要求较高,对外汇汇率及利率走势有一定认识,并有能力承担一定风险的客户。

(三) 按资金账户性质分普通账户投资和独立账户投资

普通账户是指由保险公司部分或全部承担投资风险的资金账户。保险公司资本金参照普通账户管理。保险公司从事普通账户资产配置,应当严格执行中国保监会有关投资比例规定。保险公司应当根据保险业务负债特征,细分普通账户,综合分析各普通账户之间的关系、普通账户资产负债关系,确定各类账户预期收益目标和风险指标,制定和实施资产配置政策。保险公司资产管理部门应当以资产负债分析为基础,结合宏观分析、市场分析和情景假设,充分采纳各职能部门意见,拟定资产配置政策。保险公司应当根据资产负债管理要求,采用现金流、期限、成本率、有效久期、凸性等指标,量化评估各类普通账户负债特征、存量资产和资产负债缺口状况。保险公司制定资产战略配置规划和年度资产配置计划,应当根据资产负债管理原则,采用绝对收益率或者相对收益率指标,设定业绩比较基准,明确业绩归因,评估资产配置结果,并建立相应考核机制,实现资产配置绩效目标。保险公司资产管理部门应当根据宏观经济形势及市场情况变化等因素,及时会同相关职能部门,提出资产配置政策调整建议,报送经营管理层和专业委员会审议,并由专业委员会提交董事会审定。普通账户的资金运用受到保险监管机构有关各项资金运用规定的严格约束。通常保险投资的各项政策针对的就是普通账户的资金运用,这一点要明确。

独立账户是指独立于普通账户,由投保人或者受益人直接享有全部投资收益的资金账户。保险公司应当根据自身投资管理能力和风险管理能力,遵循独立、透明和规范原则,为投保人或者受益人利益,管理独立账户资产。保险公司开发寿险投连险产品、变额年金产品、养老保障委托管理产品和非寿险非预定收益投资型保险产品等,应当根据中国保监会有关规定,设立独立账户。独立账户资产的投资范围,以及各资产的投资比例,由保险公司通过书面合同与投保人或者受益人约定。保险公司应当按照合同约定的资产配置范围和比例,明确独立账户风格,及时优化风险调整收益,独立进行投资决策和管理设立独立账户的保险公司,应当根据中国保监会有关规定,定期披露投资账户信息,确保信息披露真实、准确和完整。独立账户是反映保险人与保险持有人的一种委托关系,按照委托合同履行各自的权利与义务,较少受到保险监管机构的投资政策约束。

传统寿险等一般账户首先关注的是其具有的长期负债成本要求,构建投资组合的首要目标在于获取能够覆盖负债成本的长期稳定回报,并能够保持盈余稳定增长,十分注意安全性。因此投资策略比较稳健,以债券、贷款和存款等投资特点与负债需求相适应,能够有效控制降低利率风险的固定收益类资产作为主要投资品种;对价格波动较大的股票、不动产等投资较为谨慎。与普通账户相比,投连险等独立账户资金的投资风险与上述很不同,投资属性强,风险由客户承担,不存在大量配置固定收益资产对冲利率风险,只要按协议中约定的品种和比例进行操作。

三、保险投资的特点

保险投资有自己独特的运行规律与机制,通过保险机构投资与其他机构投资、寿险资金投资与非寿险资金投资以及不同寿险产品间的投资等几个方面来深刻理解保险投资的特点。

(一) 保险机构投资与其他机构投资

1. 投资目标

与共同基金追求相对收益、关注相对业绩排名的投资目标不同,保险负债的最低收益要求决定了保险公司投资的目标是以追求绝对回报为主,而不是追求相对收益和相对排名。

2. 基本原则

保险负债的最低收益要求和对利率的敏感性,决定了保险公司资产管理的基本原则是资产负债匹配管理,以中长期固定收益类资产为主。银行的资金主要来自存款,存款期限偏短,这就决定了银行在资金运用时应以中短期贷款为主。

3. 风险收益偏好

保险投资是资本市场中的下跌风险厌恶型且绝对收益型投资者。保单是锁定的收益率,保险投资在满足绝对收益率的情况下,追求风险最小的投资策略。而基金投资则是以追求更高的收益为目标,因此具有更高的风险偏好。

4. 风险收益确定模式

与其他机构先决定收益目标再确定风险的决策模式显著不同的是,寿险公司的风险收益是先确定风险再确定收益,追求的是“无风险利率+最大可承担风险下的投资回报”。

(二) 寿险资金与非寿险资金投资

产品结构和盈利模型的不同形态,使得寿险公司与非寿险公司在实施资产负债管理方面存在不一样的需求,并相应发展出不同的技术方法,这在客观上决定了两者在投资时的出发点

和侧重面都存在差异。寿险公司更注重投资品种的安全性和盈利性,对市场风险的承担能力相对较弱;非寿险公司更注重满足负债方频繁的现金流出对投资组合流动性的要求,同时能够承担更大的市场波动风险。这些差异最终体现在两者所选择的投资策略及资产配置结构有较大的不同。

1. 投资策略比较

作为决定投资策略至关重要的因素,寿险公司与非寿险公司的投资目标和投资约束存在着不小的差异(见表 1-1)。

表 1-1 寿险公司与非寿险公司投资策略比较

投资策略	寿险公司	非寿险公司
久期管理目标	制定较为严格的久期管理区间	一般不要求作久期匹配管理
投资的期限管理	长期投资的管理模式	短期投资的管理模式
现金流管理	现金流匹配管理	流动性管理
管理目标	收益率导向,重视账面收入	总回报导向,重视组合价值,兼顾偿付能力
风险承担能力	相对较弱	相对较强

一是久期管理的目标不同。寿险资金一般具有较长的负债期限,许多保险产品承保期达到十年以上,有的保险产品甚至是终身的。这使得寿险公司的负债方具有较高的利率敏感度,利率波动是其首要关注的风险因素,久期匹配更是许多寿险公司用以控制利率风险的一个重要方法,因此,寿险公司对久期管理的要求亦十分严格。一般情况下,公司高级决策层会根据负债状况制定久期控制区间,并将其作为投资指引的重要内容下发给投资经理,要求配置适当长久期的资产来匹配负债。而非寿险公司负债业务的期限非常短,投资资金主要来源于未决赔款准备金和未到期责任准备金,期限大都在 1—2 年以内,虽然其后来发展出一些平均期限相对较长的承保业务和投资型业务,但与寿险公司相比负债期限仍相对较短。因此,非寿险公司通常不把控制利率风险作为关注要点,管理层在制定投资决策时更注重对于流动性的规划,很少针对久期目标对投资提出严格的限制要求。

二是对投资的期限管理方法不同。寿险机构的承保时间较长,向投保人承诺长期义务,这使得其进行投资的期限也较长,公司一般倾向于从长期投资的角度出发分析资产的风险收益特征,并制定相应的投资策略、考核制度和会计政策。非寿险机构刚刚相反,其投资期限相对较短,在制定投资策略时,需要从短期市场走势的角度来预测资产的风险收益状况,考核目标和会计政策的制定也更多从短期角度出发,对投资灵活度的要求更高。

三是对于现金流的规划和管理方法不同。寿险公司主要关注现金流的匹配管理,要求资产现金流入能够满足未来负债的支付需求;虽然其现金流也存在一定的不确定性,但运用合理的精算假设,寿险公司还是能够提前对其负债流出状况进行大致规划,特别是针对一些大规模的预期支付提前进行匹配管理安排,这也是寿险公司管理利率风险的另外一种重要方法。非寿险公司的现金支出在时间和金额上都具有很强的不确定性,要实现对现金流的精确规划是不太容易的,且由于负债的期限较短,非寿险机构尤其重视对资产流动性的管理,具体体现在对于高流动性资产有着较为强烈的配置需求。

四是管理目标存在差异。利差是寿险公司利润的主要来源,寿险公司的大部分产品都对

投资收益率有着最低要求,无论是承诺固定利率的传统产品,还是提供浮动收益率的分红保险、万能保险等投资型产品,均需要投资者每年能够提供一定规模的正向投资回报。

五是风险承担能力不同。为保证公司财务的稳健性,寿险企业投资管理时往往以短期和长期收益率为目标导向,在比较各种资产配置方案和会计分类方法时都十分关注账面收入的约束;也正是因为具有最低投资收益率要求,寿险公司对投资风险的承担能力相对较弱,投资策略应当比较谨慎。非寿险公司则没有上述的约束,其投资管理目标以总回报为导向,同时兼顾在偿付能力方面的相关要求,对投资风险的承担能力也相应较强。

2. 资产配置结构比较

(1) 现金类资产(现金及货币市场投资工具等)。在寿险公司的投资目标中,对收益率的匹配要求尤为重要,因而其对资金运用效率的要求也比较高;满足负债现金流出的流动性管理需求则主要依靠利息收入和资产到期规划来满足,不需要长期留有较多现金资产。国际寿险业中,现金类资产的配置比例通常较低,当期持有状况主要取决于市场中其他资产的投资机会。相反,对于现金流入流出频繁、不确定性较强的非寿险公司而言,保持一定比例的现金类资产是进行流动性管理的良好手段。在一般情况下,非寿险公司现金类资产的持有比例相对寿险公司更高,如美国寿险公司的现金持有比例不足1%,而非寿险公司的持有比例接近10%。但现实操作中,也有部分寿险公司由于受公司资产规模和当期资本市场条件的限制,因其他资产无法满足配置而被迫持有比例较高的现金类资产。

(2) 固定收益类资产(主要是债券和贷款)。固定收益类资产投资具有较高的安全性,与其保险资金的负债特征有着很好的适应度,是保险机构实施资产负债管理的主要投资工具。在普通账户投资中,无论寿险公司还是非寿险公司,固定收益类资产占比都十分高,基本占据绝对的主力位置;但两者在固定收益类资产的期限、品种类别上存在一些差别:

首先,与非寿险公司相比,寿险公司需要更长期的、稳定的收益,其负债的利率敏感性较高,需要通过固定收益类资产对利率风险进行管理。因此,寿险资金对固定收益类资产的投资需求一般较非寿险高,投资期限也相对较长。

其次,非寿险资金对投资的流动性要求较高,配置的固定收益应当是有活跃交易、流动性强的证券化品种,持有有没有市场报价的贷款等品种对其而言是不太合适的。

最后,当前寿险公司的利润主要来自投资业务,承保业务对利润的贡献往往较小甚至为负值,在这种情况下,购买非免税的信用类债券可以获得免税效应,加上寿险产品绝对收益率的要求十分高,为了获得更高的投资回报,寿险公司投资低收益的国债、市政债等免税证券的动力相对较小。而非寿险公司的盈利主要来自承保业务,在以总回报而非绝对收益率为导向的投资目标下,为了获得更高的税后利润,非寿险公司对免税证券的投资力度相对更大。

(3) 权益类资产(主要是股票和共同基金)。虽然权益类资产是保险公司提高投资收益率的重要工具,但其本身的高风险特征与保险资金的安全性需求是相悖的。从投资组合运作情况来看,在剔除投资风险全部由客户承担的投连险产品等独立账户资产后,保险公司整体权益类资产的占比相对较低。权益类资产的投资占比和保险资金风险承担能力密切相关,在不考虑公司的投资风格、监管限制、资本市场客观条件等情况下,没有长期收益要求的非寿险资金显然具备更强的风险承担能力,理应享有更高的权益资产配置水平。2004—2008年间,美国非寿险行业的股票投资占比接近20%,而同期寿险业一般账户的股票投资占比不足5%。

(4) 不动产投资。不动产的价格波动幅度较大,且变现相对不易,属于投资风险较高的一

类资产。历史上,许多保险公司的财务危机都可以与不动产价格的大幅度波动联系起来。比较不同保险资金的特性,一方面,不动产投资期限较长,短期变现能力差,不太符合非寿险的投资期限和流动性需求,而一些能够提供较高租金回报的不动产投资,却恰好具备寿险资金以长期性和收益性为主的配置要求,寿险公司更多从长期回报的角度持有不动产;另一方面,与权益类资产的投资原则类似,与绝对收益率要求较高的寿险资金相比,非寿险资金承担不动产价格波动风险的能力要求更高。

四、保险投资的作用

保险资金运用是保险金融中介功能的集中体现,是保险企业运转的两个重要轮子之一,同时,对一国经济发展也起到“助推器”的作用。但是,全球人身保险业在不断发展的同时也伴随着许多问题,经营环境的不断变化使许多国家的保险公司出现了破产危机。保险公司破产的原因是多种多样的,这些原因或多或少与保险投资不当有关,保险公司投资的作用体现在以下几个方面:

1. 保证资产与负债的适当匹配

保险资金运用最根本的原因是,资金(资本)本身的属性决定了资本只有在运动中才能增值。保险企业将暂时闲置的资金加以运用,以增加利润,这是资本自身的内在要求。负债组合是影响寿险公司资产战略的主要因素。为了实现与负债匹配,公司投资管理部门必须应用一系列复杂的策略于资金运用,所有这些策略都是为了使更多可控制的资产现金流与相对更少可控制的负债现金流相匹配。通过资金运用,可以使资产的种类、期限和流动性适合未来的负债,防止两者间出现大的缺口,以维持公司负债业务的正常运转。

2. 增强公司经营新型产品的能力,提高公司的竞争力

从国际保险业发展趋势来看,寿险公司在死差益与费差益上基本处于微利或亏损状况,主要收益来自利差益,即寿险投资,尤其是在资本市场的投资收益。从表面来看,寿险公司之间的竞争就是产品价格(保费)和服务的竞争,实际上,这种竞争的基础在于各个公司之间的资金运用能力。只有提高了资金运用的收益,寿险公司才能在相同保费收入的情况下,提高保障的水平;或在相同保障水平下,降低费率。此外,现代人身保险产品的结构发生了重大变化,新型寿险产品的投资功能大大增强。公司资金运用得好,不但可以弥补承保方面的损失,而且可以给投保人更多回报,从而提高公司的市场竞争力,赢得更大的市场。

3. 促进资本市场的发展

从西方国家资本市场发展历史来看,保险公司特别是寿险公司是最重要的机构投资者之一,庞大的、不断增加的保险基金必然会对资本市场的发育和成熟起到巨大的作用。

(1) 保险投资可以有效地促进资本市场规模的扩大。保险公司在其经营过程中,经过精确的预测,将沉淀下来的闲置的资本金以及大部分准备金等进行合理的期限安排和资产重组后,可以投资于资本市场,从而大量增加资本市场的资金供给,刺激并满足当时市场需求主体的筹资需求。

(2) 保险投资可以促进资本市场主体的发育、成熟和经济效率的提高。在资本市场上,存在众多的供求主体,如工商企业、商业银行、中央银行、保险公司、共同基金等。保险公司的投资从以下三个方面对促进资本市场的发育、成熟和经济效率的提高起到了重要作用:第一,通过购买公司股票和债券,成为企业的股东或债权人,并将其稳健的经营思想和专业管理经验带

到新的企业中,促进其产权结构调整,提高企业的经营效率。第二,当政府发行政府债券或央行进行公开市场业务操作时,保险公司可以通过买卖政府债券的形式影响到政府财政收支平衡和央行货币政策的效果。第三,保险公司可以通过投资于其他金融机构,如创立或加入共同基金、金融咨询公司、不动产信托投资公司等,促进资本市场组织更加完善。

(3) 增加资本市场的金融工具,促进金融深化。由于保险公司对其可投资基金拥有极大的信用责任,它的任务就是在寻求更高可能收益的竞争中采取适当措施以应付结构性支付。因此,不论其本身对风险的偏好如何,一般都必须采取严格的方法来进行风险管理,这无疑将刺激资本市场金融工具的创新和深化。

(4) 有利于改善资本市场结构。规模庞大的保险公司的投资决策往往还会直接影响到资本资产的价格,导致资本资产收益率的上升或下降。保险公司大量投资资金对资本市场的注入,可大大提高资本的流动性,由此活跃二级市场,并因此提高投资者在一级市场上购买各种新股票、新债券的积极性,刺激一级市场证券的发行,从而改变一级、二级市场的市场结构,促进两者的协调发展。

第二节 保险投资的产生与发展

保险投资对保险公司的重要性是随着保险业的演变而变化的,即使在今天,保险投资对不同险种的重要性也是不同的。以险种历史演变的视角来分析和把握保险投资在保险经营的重要性,有利于深入理解保险投资的本质,寿险业的发展过程尤为明显。

一、保险投资的萌芽和正式出现

寿险业的发展源于人生面临很多风险,主要是死亡、疾病、伤残、衰老等导致劳动能力下降甚至丧失的事件。人们虽然不能准确预测或完全消除这些事件的影响,但是可以对事件造成的经济损失提前作出预防性安排,其中的主要措施之一就是成立保险组织,通过转移支付,实现风险共担。在人类寿险业发展的历史长河中,与寿险资金运用有关的第一件重大事件就是,12世纪在意大利出现被称为“蒙丹斯”的公债储金会,当时的统治者为了弥补财政困难而发行公债,而教会又禁止人们收取利息,于是就以其他方式支付酬金,具体支付方式历经演变。到17世纪时,演变为向认购者支付酬金直到死亡,但不退还本金,这就是现代终身年金保险的雏形。这种制度设计的集大成者是意大利人伶蒂,他在1656年正式以“伶蒂法”的名字命名一种按年龄不同支付不同金额的设计方法,但没能付诸实施,直到他死后的1689年才在法国正式实施“国营伶蒂法”。

从寿险资金运用的角度来看,从蒙丹斯到伶蒂法的这种年金雏形,也就是寿险公司资金运用的萌芽。因为蒙丹斯有明确的资金用途,尽管它的本意不是为了寿险资金的保值增值,但客观上是以一种投资工具来保证以后的给付,基本符合寿险资金运用的目标和原理,因此人们认为,寿险资金运用的渊源正是这种年金险雏形。

进入18世纪,英国出现了寿险机构,即1706年经英国皇家特许成立的伦敦协和保险社,这是目前为止资格最老的人寿险保险经营组织。18世纪初,英国的寿险市场除了协和保险社外,只有两家特许保险公司即皇家交易保险公司和伦敦保险公司。受火险社的启发,这两家公司开始进行股票和债券投资,其中政府债券、东印度公司债券等在保险资产中占了相当大的比

重。18世纪30年代,太阳保险公司带头尝试了贷款投资,把3500英镑借给一家矿业公司;1751年,伦敦保险公司的贷款余额达22万英镑,借款者包括商人、金器匠、银行业经纪人和股票经纪人。

伶蒂法对于寿险业的另一个重大贡献是,它引起了人们对生命统计问题的兴趣,此后研究不断深入。由于单一费率的现收现付式死亡险对健康者不利,便出现年轻人不愿参加、老年人踊跃加入的现象(即逆向选择问题)。为了改变这种对保险人不利的倾向,有的社团规定只有45岁以下的人才能加入。1756年,英国教授詹姆斯·多德森因为已经46岁而被协和保险社以年龄偏大为由拒绝吸引入社。多德森及其学生经过分析发现,这是因保费计算不科学引起的。于是,根据哈雷编制的生命表,他们计算出不同年龄的人投保死亡险应该缴纳的保费,并称之为“自然保费”。当他们发现老年人因为要缴纳更多的自然保费而可能负担不起之后,又提出了均衡保费的概念,即把死亡保险的合同期限从一两年延长到二三十年,然后每年缴纳相同的保费,用年轻时多缴的部分及其利息来弥补年老后缴费的不足。这个理念除了对承保业务起到了巨大的推动作用外,也使寿险公司的金融功能由单纯的损失分摊衍生出储蓄增值功能,使投资成为死亡险经营中的一项必备的业务内容。

1765年,多德森的门徒创立了按均衡保费运作的公平人寿保险公司。这家寿险公司以科学的精算赢得了较高的声誉和较大市场份额的业务,打破了伦敦市场只有两家皇家特许保险公司经营商业性寿险的垄断局面,促使18世纪初以来英国初创的寿险市场的发展。公平人寿保险公司是世界上第一家根据现代保险原理来组建和经营的寿险公司,它以科学的生命表分别计算保费,收取均衡保费,保单条款翔实。该公司的创立被公认为现代寿险业的开端。至此,资金运用正式成为寿险整体经营的一个业务环节。

18世纪中后期,抵押贷款开始成为保险资金运用的重要工具之一。太阳保险公司在1780年的抵押贷款余额达到34.5万英镑,也是18世纪发放财产抵押贷款最多的公司。1798年,公平人寿公司的抵押贷款总额超过40万英镑。在寿险业和寿险资金运用正式产生的18世纪,保险公司投资额从初期的二三十万英镑,发展到18世纪末的大约400万英镑。其中,大约有70%投放在债券和股票上,还有一些抵押贷款等。但是,直到18世纪中后期,保险公司也很少投资于不动产,原因是皇家交易保险公司的契据明确禁止投资于不动产。

总之,寿险资金运用的起源可以追溯到12世纪意大利的蒙丹斯,正式出现于18世纪初英国保险机构的投资。均衡保费的理论和实践在18世纪60年代出现后,使投资正式成为寿险业务设计的一个环节。到18世纪末,投资金额比18世纪初增长了10倍,达到三四百万英镑的水平。

以上史实说明,保险的本质就是损失分摊、转移支付。而保险公司则是设计完成这个经济功能的金融中介机构。寿险业要完成这个功能,就需要引入储蓄投资功能。从现代寿险诞生之日起,这两项功能就已经融为一体、密不可分。但随着寿险业的进一步发展,尤其是险种的多样化,投资在不同险种中的作用差异也逐步显现出来。

二、保险投资的初创发展时期

现代寿险业产生后的第一个重大险种创新是18世纪起源于英国、19世纪二三十年代出现在美国的分红保险。在1844年,美国保险公司进行了首次分红。分红保险是在传统固定保费和给付金额险种的基础上推出的,寿险公司给投保人提供回报收益的险种,投保人缴纳保费

后,不仅获得了保障、储蓄功能,还产生了投资功能^①,因为缴纳保费后除了有保底给付金额外,还有回报增加潜力,但这个保底金额又低于传统给付金额。此类险种的推出,对寿险公司的投资业务具有重大影响,突出表现在,它可以进行长期公司债和股票等风险更大的投资,使寿险公司的投资取向差异化成为可能,不同寿险公司的投资水平差异表现得更为明显,投资业务在寿险公司整体经营中的地位得到提高。

这种变化在 19 世纪英国保险公司的资产构成变迁上得到比较明显的体现。一是信用高、收益低的政府债券所占比例下降。比如,皇家交易保险公司按照原先同政府签订的文件,1840 年应把资产总额的 70% 投资于公债,但到 1857 年该比例便已经下降到 30%。二是风险较高的抵押贷款所占比例提高,19 世纪 60—80 年代创下了 50% 左右的历史峰值。牧师及医生通用人寿保险社 1843 年的抵押贷款只有 29 万英镑,1872 年上升到 80 万英镑,所占比例接近 50%。鹅鹑人寿险保险公司也把一半的资金投入到抵押贷款上。抵押品包括土地、建筑物和铁路、船坞等基础设施,其中土地所占比例最高。三是在土地抵押贷款的基础上,开始直接参与房地产投资。比如,1864 年大英帝国寿险相互公司购进了 100 英亩地产,并在以后 6 年中与另一家公司合伙修建了占地 24 英亩的房屋,到 1874 年年底,该公司在房地产方面的投资总额已经达到 4.7 万英镑。

在 18 世纪末,寿险公司的投资总额仅为三四百万英镑,到 1870 年增长到 1.1 亿英镑,1913 年已经超过 5 亿英镑。保险资金规模的增长速度超过了英国资产市场,抵押贷款等英国国内资产的收益率逐渐下降,迫使英国保险公司寻求海外投资机会。19 世纪 50 年代,鹅鹑人寿保险公司投资于海外铁路。到 1913 年,皇家交易保险公司已经把 17% 的资金投资到英国海外殖民地的政府债券上。到 1880 年,英国保险资金的海外投资总额占 12.9%,到 1913 年上升为 36.1%,增幅接近 3 倍。

经过 19、20 世纪之交的海外投资热潮后,在 20 世纪的两次世界大战前后,政府债券所占比例重新提高。1880 年寿险资金只有 3.3% 投资于英国政府债券,1921 年增加到 34%,1936 年下降到 21.6%,1954 年又回升到 28.7%。20 世纪 20 年代之后,股票在寿险资金运用中也占有较高比例。1903 年,普通股只占投资额的 3.9%,1921 年一度下降到 3.1%,1937 年上升到 9%,1954 年为 14.4%。随着股票和海外投资等高风险资产在寿险资金总投资额中比例的提高,资金运用对一家寿险公司经营的重要性日益突出。著名经济学家、曾任全英人寿保险相互协会主席的凯恩斯认为,在 20 世纪二三十年代,人寿保险团体能否站得住脚,主要取决于其投资政策的成败。因此,早在投连险出现以前,资金运用就已经重要到事关一家寿险公司的成败了。到 20 世纪 60 年代初,英国保险公司的总资产已经突破 100 亿英镑。

可见,18 世纪初寿险资金投资在英国正式出现后,主要以政府债和股票为主;进入 19 世纪后,贷款所占比例逐步提高,其中,60—80 年代抵押贷款所占比例创下了 50% 的历史纪录,同期,在土地抵押贷款的带动下,出现了房地产直接投资,但所占比例很低;19、20 世纪之交,海外投资所占比例逐渐提高,第一次世界大战前已经超过 30%;两次世界大战前后,政府债券所占比例重新提高,股票资产在 20 世纪所占比例也明显回升。

^① 也就是说,投保人缴纳保费本身就融入投资的性质,即购买这类险种就是投保人在进行投资,而不仅仅是要求转移风险或进行储蓄,与寿险公司对所收保费进行投资是两回事,当然,保险公司对含有投资要求的保费可以进行风险更大的投资。