



ZHONGGUO BAOXIAN ZIJIN
TOUZI ZIBEN SHICHANG DE
SHOUYI YU FENGXIAN YANJIU

中国保险资金投资资本市场的 收益与风险研究

李亚敏 著

知识产权出版社



ZHONGGUO BAOXIAN ZIJIN
TOUZI ZIBEN SHICHANG DE
SHOUYI YU FENGXIAN YANJIU

中国保险资金投资资本市场
的收益与风险研究

中国保险资金投资资本市场的 收益与风险研究

知识产权出版社

内容提要

本书基于资本市场的角度,从风险与收益两方面考察我国保险资金运用问题,运用理论分析、逻辑推理、实证研究等方法,对我国保险资金的运用现状、运用于资本市场的方式、绩效与风险等问题进行研究,试图揭示我国保险资金在资本市场上的运动规律。

责任编辑:黄清明

责任校对:韩秀天

文字编辑:崔 玲

责任出版:卢运霞

封面设计:Sun 工作室

图书在版编目(CIP)数据

中国保险资金投资资本市场的收益与风险研究 /

李亚敏著. —北京:知识产权出版社, 2010. 10

ISBN 978 - 7 - 5130 - 0139 - 7

I. ①中… II. ①李… III. ①保险公司 - 投资 - 风险 - 管理 - 研究 - 中国 IV. ①F842

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 157392 号

中国保险资金投资资本市场的收益与风险研究

李亚敏 著

出版发行: 知识产权出版社

社 址: 北京市海淀区马甸南村 1 号

网 址: <http://www.ipph.cn>

发行电话: 010 - 82000860 转 8101/8102

责编电话: 010 - 82000860 转 8117

印 刷: 知识产权出版社电子印制中心

开 本: 880mm × 1230mm 1/32

版 次: 2010 年 10 月第 1 版

字 数: 200 千字

ISBN 978 - 7 - 5130 - 0139 - 7/F · 357 (3080)

邮 编: 100088

邮 箱: bjb@cnipr.com

传 真: 010 - 82005070/82000893

责编邮箱: hqm@cnipr.com

经 销: 新华书店及相关销售网点

印 张: 7.25

印 次: 2010 年 10 月第 1 次印刷

定 价: 20.00 元

出版权专有 侵权必究

如有印装质量问题, 本社负责调换。

本书为中国保险学会研究课题（项目批准号：IICKT 201014）和教育部人文社会科学研究青年项目（项目批准号：09YJC790087）的研究成果。

摘 要

保险经营活动往往伴随着宏观经济环境的变化而发生周期性的改变。当保险市场上的风险保障需求超过保险公司对风险保障承保能力的供给时,承保业务收益是保险经营活动的主要利润来源;当保险市场对风险保障的需求小于保险公司对风险保障的承保能力时,保险公司争夺市场份额的竞争可能引起保险费率水平的降低,进而可能导致承保业务出现亏损,这时保险投资收益就会超过承保收益,而成为保险经营的最主要利润来源。也就是说,保险公司的承保业务和资金运用业务,作为保险公司利润的两个主要来源,在不同的经济发展阶段,发挥着不同的作用。由此为发端,随着保险公司的相互竞争导致的费率水平压低,以及投保人对保险保障作用期望值的提高,保险公司的承保业务利润将会逐渐缩小,这对保险公司的偿付能力将会产生一定的影响,进而可能影响到保险公司的生存,就必然要求保险公司战略转向资金运用业务以寻求利润来源。同时,我国加入 WTO 之后,国内保险业逐渐对外开放,外资保险公司在我国的业务领域已经逐渐从承保业务扩展到了资金运用业务,包括 QFII 在内的资金运用机制已经逐渐形成,这将为我国保险公司资金运用业务提供经验借鉴。

今后及未来的一段时间,是我国国民经济发展的重要时期,也是我国保险业发展变化的重要时期,关于保险资金运用的总体要求是:深化保险资金运用体制改革,推进保险资金专业化、规范化、市场化运作。根据国民经济发展的需求,不断拓宽保险资金运用的渠道和范围,充分发挥保险资金长期性和稳定性的优势,为经济建设提供资金支持。可见,保险资金运用问题已经引起了我国保险理论界与实务界的普遍关注。在新的经济形势下,我国保险公司

如何提高资金运用水平,保险资金如何参与资本市场的运作,以实现资金运用的“安全性”、“收益性”与“流动性”的统一,是本书研究的中心问题。

本书首先对保险资金运用的国内外文献进行了整理,对现代投资组合理论作了较为系统的阐述,为我国保险资金运用于资本市场收益与风险等问题的研究提供理论依据:一方面,对于保险资金运用的收益——风险分析借鉴了 Markowitz 的资产组合理论。Markowitz 资产组合理论将投资资产分为无风险收益资产与风险收益资产,将资金运用的风险与收益变量纳入统一模型,以统一的视角思考风险与收益的关系。目前,我国保险公司的资金运用正在由以银行存款和国债等无风险资产为主的模式,向银行存款、债券、基金、股票等多种无风险资产和风险资产的组合运用为主的模式转变,科学借鉴 Markowitz 资产组合理论,可以为指导我国保险资金运用于资本市场的风险收益分析提供思路与方法。另一方面,当保险资金运用范围扩展到基金、股票等风险较大的资本市场工具时,必然带来风险的增加。对于风险的管理,本书对风险管理中的在险价值 VaR (Value at Risk) 分析法作了较为系统的介绍,对于我国保险资金在债券、股票及证券投资基金等渠道的投资实践, VaR 将是非常合适的风险分析方法。

其次,本书回顾了我国保险资金运用的历史,剖析了我国保险资金运用的现状,指出了目前我国保险资金运用中存在的收益不高、风险过大等问题,从“安全性”、“收益性”与“流动性”的要求出发,考察了保险资金在资本市场中的运用,提出了“大力推进保险资金在资本市场的运作是解决目前我国保险资金运用中效率不高、风险过大问题的有效手段”这一观点,进而对保险资金运用于资本市场的必要性与方式进行研究。随着保险资金运用渠道及比例的不断放开,保险资金在资本市场可以实现包括股票、债券与基金等投资工具的组合运作,资金运用方式包括直接入市和间接入市,两者在保险资金运用的“安全性”、“收益性”与“流动性”

方面呈现出不同的特点,无疑将有利于保险资金投资收益的提高以及投资风险的对冲管理。

对于保险资金的投资收益分析,本书对保险资金进入资本市场的绩效评估模型进行了研究,对 Treynor (1965)、Sharpe (1966) 及 Jensen (1968) 的三个指数模型为代表的单因素模型以及多因素模型进行了分析。在对我国保险资金运用于资本市场的收益进行实证分析时,Granger 因果检验结果表明:我国资本市场流通市值与我国保险资金收益率之间存在因果关系。因此,在大力发展资本市场的基础上,应不断开放保险资金运用于资本市场的渠道,提高资金投资于资本市场的比例,选择适合的投资策略,实现投资组合的优化是十分必要的。与此同时,进一步完善资本市场“退出”机制的建设,不断加强保险公司主动性的投资组合选择及策略调整,在保证“安全性”和“流动性”的基础上,提高保险资金运用于资本市场的“收益性”,将具有十分重要的意义。

最后,本书系统分析了保险投资的风险,给出了以 Markowitz 理论中 β 值为基础的风险度量方法,通过保险资金运用于资本市场的风险传导机制研究,揭示了保险公司对于资金运用风险应从资本市场和保险公司自身两个方面加以控制的规律,进而提出了我国保险资金投资风险防范与监管的具体措施,从资本市场和保险公司两个角度,分析了资本市场创新发展和保险公司建立风险防范体系的具体方法和模式。从宏观角度,提出了保险监管机构与证券监管机构联动监管,保证资金运用的最大收益的观点。资本市场和保险业两个监管机构应加强沟通交流和信息传递,完善交叉监管体制,在保证保险资金的运用安全的前提下,提高保险公司的资金运用收益和偿付能力,推进保险业稳定发展。在此基础上,作者对本书未来研究方向进行了展望。

关键词: 保险资金 资本市场 投资收益 风险管理

Abstract

Insurance operations often occur with the cyclical changes of the macroeconomic environments. When the market's need of risk protection exceeds the ability of insurance companies' supply, insurance companies' underwriting insurance business activities are the main source of profits. When under the contrary conditions, the competition among insurance companies makes them to the bad and the fund yield exceeds the underwriting business to be the main source of profits. That is to say, as the only two main profit sources, fund investment business and underwriting business will play different role as the different economic development phases. As the reducing of insurance fee and the rising of the policyholders' expectation, the profit from underwriting business will gradually dwindle, which will badly affect the survival of insurance company. As a result, insurance companies must seek the profit from the fund investment business. After China joined into WTO, more and more cross-board insurance companies have entered into China. The investment of insurance fund including QFII is becoming a regularity behavior. These competitive environments supply a reference to the Chinese insurance companies. Therefore, the use of insurance funds has become a major international insurance operation in business.

China will experience an important period of economic development in the near future. China's insurance industry will also face an important opportunity of development. The overall requirements on the use of insurance funds is deepening the reform of the use of insurance funds, pushing the operation of insurance funds to be professional, normative and

marketable, continually expanding the channel and the scope, taking full advantage of long-term and stability of insurance funds to provide financial support to the national economy. This shows that the using of insurance funds in China's insurance companies has attracted widespread attention in the theoretical and practical sides. Improving the effect of Chinese insurance funds operation through entering into the capital market to achieve the consolidation of safety, profitability and liquidity is the central issue of this book.

This book firstly introduces the literature on the using of insurance funds and the Modern portfolio theory, which provides the theoretical basis for domestic insurance funds to enter into capital market. For the risk and revenue analysis of insurance funds operation, this book consults the Markowitz's portfolio theory. This theory divides the assets into risk-free assets and risk assets, consequently combines the risk with revenue to a whole analysis frame. As to China's insurance funds, Markowitz's theory provides an operation way to insurance companies from bank deposit and national debt to the combination of bank deposit, national debt, corporation bond, stock and fund, etc. When the combination includes stock and security fund, the risk becomes the pivotal factor of investment. This book refers to the VaR theory and applies a risk probability to a given revenue level. The risk probability represents the risk endure level of insurance funds. So VaR is a very suitable method to measure the risk of insurance funds investment.

Secondly, this book reviews the history of the using of insurance funds in China, analyzes the current situation of insurance funds using, and points out the problems of low revenue and high risk. This book also analyzes the operation of insurance funds in the capital market from the views of safety, profitability and liquidity. As a result, this book brings forward that insurance funds' entering into capital market is an effective

solution to solve the revenue and risk problem of insurance funds investment. Then this book studies the necessity and methods of insurance funds investing on capital market, points out the stock, bond and fund are the main objects of insurance funds. Insurance funds can adopt direct and indirect way to enter into capital market, which performs different safety, profitability and liquidity.

In succession, this book studies the performance evaluation models of insurance funds' investment in capital market, and analyzes the three representational single factor and multi-factor models of Reynor (1965), Sharpe (1966) and Jensen (1968). Granger model shows that there is causality relationship between investment performance and mobilization value of capital market in China. So, it is necessary to deepen reform of capital market, expend the investment channel and improve the proportion of insurance funds to capital market. For insurance company, it is important to select appropriate invest strategy and found optimal portfolio. At the same time, the "exit" mechanism of capital market should be consummated. The insurance company should establish actively choice of portfolio and timely adjustment of investment, which can improve the profitability on the basis of safety and liquidity.

Finally, this book analyzes the risk of insurance investment and uses the β to measure the investment risk. On the study of conduction mechanism, this book indexes that the insurance fund investment risk should be controlled from the two aspects of capital market and insurance company itself. On one hand, capital market should be reformed and innovated. On the other hand, insurance company should found appropriate risk prevention policy and system. From macro-regulatory perspective, China should fully exert the function and action of SEC and IEC, enhance communion and cooperation between them, explore and perfect the cross-custody mechanism. From all above, the insurance funds can

achieve the profitability on the base of safety and liquidity and the Chinese insurance companies can develop stably. On the end of this book, some future research directions are presented.

Keywords: Insurance funds Capital market Profitability
Risk management

一生能够积累多少财富，不取决于能够赚多少钱，而取决于如何投资理财。

——巴菲特

目 录

摘要	(1)
第一章 导论	(1)
第一节 研究的背景与意义	(2)
一、研究背景	(2)
二、选题意义	(11)
第二节 本书相关概念的界定	(15)
一、保险资金的含义及来源	(15)
二、保险资金运用含义及原则	(16)
三、保险资金运用风险	(18)
第三节 本书的研究思路与结构安排	(21)
一、研究思路	(21)
二、结构安排	(22)
第四节 研究方法和创新点说明	(24)
一、研究方法	(24)
二、主要创新点	(24)
第二章 文献综述	(26)
第一节 保险资金运用的相关理论	(27)
一、投资组合管理理论	(28)
二、风险管理理论	(30)
第二节 保险资金运用于资本市场的相关理论	(36)
一、保险业投资理论研究	(36)
二、保险投资渠道的研究	(38)
三、保险市场与资本市场互动研究	(39)
第三节 保险资金运用风险监管的相关理论	(42)
一、国外的相关研究成果	(42)

二、国内的相关研究成果	(43)
第四节 基于已有研究文献的启示	(46)
第三章 保险资金运用于资本市场的收益与风险模型研究 ..	(48)
第一节 基于投资组合管理理论的资本资产定价模型	
研究	(49)
一、投资组合管理理论	(49)
二、假设前提	(52)
三、模型推导及评述	(54)
第二节 基于风险管理理论的风险价值模型 (VaR)	
研究	(59)
一、风险管理理论	(60)
二、模型简述	(63)
三、模型评述	(65)
本章小结	(67)
第四章 我国保险资金运用现状与问题分析	(69)
第一节 我国保险资金运用历史回顾	(70)
第二节 我国保险业发展现状分析	(75)
一、保险公司数量明显增加	(76)
二、保险费总量大幅度增加	(77)
三、我国保险资金运用现有渠道分析	(77)
四、保险资金运用总额和资金运用率不断提高	(80)
第三节 我国保险资金运用存在的问题及原因分析	(83)
一、我国保险资金运用存在的问题	(83)
二、我国保险资金运用问题存在的原因分析	(84)
本章小结	(87)
第五章 我国保险资金运用于资本市场的必要性与方式	
研究	(89)
第一节 推进我国保险资金在资本市场运用的必要性	(90)
一、资本市场为保险资金提供了投资渠道, 符合多样化	
投资理念	(90)

二、资本市场为保险资金运用获得更大投资回报提供 投资工具	(91)
三、资本市场为保险公司转变资产负债管理模式提供 条件	(91)
第二节 我国保险资金运用于资本市场的渠道分析	(93)
第三节 我国保险资金运用于资本市场的方式研究	(99)
一、我国保险资金运用于资本市场的方式	(99)
二、保险资金运用方式的比较	(102)
本章小结	(108)
第六章 我国保险资金运用于资本市场的收益研究	(110)
第一节 保险资金运用收益评估模型	(110)
一、单因素模型	(110)
二、多因素模型	(113)
三、保险资金运用的收益评价的指标体系	(114)
第二节 我国保险资金运用于资本市场绩效的实证 分析	(116)
一、实证分析的基础	(116)
二、实证分析结果	(119)
第三节 提高我国保险资金运用于资本市场绩效的对策 建议	(121)
一、开放保险资金运用于资本市场的渠道	(121)
二、建立最优投资组合, 选择适合的投资策略	(123)
三、加强保险资金“退出”机制的建设, 及时调整 投资策略	(124)
本章小结	(126)
第七章 我国保险资金运用于资本市场的风险研究	(128)
第一节 我国保险资金运用于资本市场风险的测算	(129)
一、预期风险的测算	(129)
二、基于 CAPM 模型的 β 值对投资系统风险的测算	(130)
三、收益风险的方差表述	(131)

四、收益风险的标准差表述·····	(132)
第二节 我国保险资金运用于资本市场风险传导机制研究·····	(133)
一、风险外部表现及内生机理·····	(134)
二、风险传导机制研究·····	(137)
三、风险防范的具体措施·····	(137)
第三节 我国保险资金运用于资本市场风险监管研究·····	(147)
一、保险投资机制·····	(147)
二、保险资金运用于资本市场风险的具体监管措施·····	(149)
三、进一步加强监管的建议·····	(152)
本章小结·····	(153)
附录·····	(155)
第八章 全书总结·····	(158)
第一节 本书的主要结论·····	(159)
一、保险资金运用于资本市场能够实现资金安全条件下的收益最大化·····	(160)
二、合理运用资本资产定价模型 (CAPM) 与基于风险管理的 VaR 模型, 有助于推动保险资金运用于资本市场·····	(162)
三、我国保险资金运用于资本市场具有战略背景和制度缘由, 体现显著的阶段性特征·····	(163)
四、我国保险资金运用于资本市场具有显著的必要性和重要意涵·····	(164)
五、我国保险资金运用于资本市场需要构建有关评估模型以提供技术支持·····	(165)
六、保险资金运用资本市场需要加强风险的有效防范与监管·····	(165)
第二节 基于结论的政策建议·····	(167)
一、牢固树立保险资金运用观念·····	(167)
二、积极探索资本市场机制创新·····	(169)

三、持续推进保险资金运用风险监管制度改革·····	(170)
第三节 进一步的研究方向·····	(171)
一、新系统模型研究·····	(172)
二、数据实证计量分析·····	(172)
三、国际资本市场运作·····	(173)
图表索引·····	(174)
附录 保险资金运用管理暂行办法·····	(178)
参考文献·····	(193)
参考网站·····	(209)