

解析 保险投资风险

胡锋 / 著

Analysis of
Insurance
Investment Risk



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

胡 锋

湖南郴州人，博士，先后在湘南学院、北京市昌平区
委研究室、北京保监局、中国保监会政策研究室、西藏保
监局、中国保监会资金运用监管部等单位工作。2016年3
月加入恒大集团，曾任恒大金融集团总裁助理兼恒大金融
资产管理公司副总经理、恒大金融资产管理公司总经理，
现任恒大集团投资管理中心总经理。

中国保监会部级研究课题成果

胡
锋 / 著

解析 保险投资风险

Analysis of
Insurance
Investment Risk



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

序

风险监测是风险监管和风险管理的重要环节。保险投资赚的就是风险管理的钱，金融监管的一项重要职责是管住不发生系统性风险。风险监测就是要帮助监管者和管理者摸清风险底数、掌握风险动态变化，及时采取措施，防患于未然，把风险控制萌芽状态。

做好风险监测工作，是一件非常困难的事情，需要有思想、有想法，还要有数据、有技术，能输出结果，并且结果要准确，经得起检验，具有参考意义，从而形成一个有效的管理闭环，这样才有价值。胡锋著的《解析保险投资风险》一书，站在促进保险行业健康发展的角度，在总结国内外风险监测和风险管理经验的基础上，结合作者从事监管和投资管理工作的实践和思考，系统阐述了保险投资风险监测的方法，并提出了防范和控制保险投资风险的建议，是该领域难得的一本较高水平的著作。

做好风险监测，首先要解决保险投资风险从何而来的问题。在行业内部对这个问题存在较大争议，往往公司出现亏损时，做业务的会说保险投资没有做好；负责保险投资的认为是公司的保险产品不好，投资收益率比其他公司高出一大截，还没有利润。本书提出要“跳出投资看投资风险”，建立一个新的投资风险分析框架，从保险公司运作的逻辑体系来分析保险资金运用风险的来源。保险投资是保险公司收取保费、兑现承诺的一个承上启下的环节，因此保险资金运用风险既来源于投资，又来源于负债。保险公司要稳健运行，既要做好投资，提高投资收益—风险比；又要改进保险产品，回归保障本源，控制销售、管理费用支出，开发公司、客户、社会共赢的产品，从源头上控制保险资金运用风险。

做好风险监测，要有一个好的监测思路。监管部门与保险机构开展风险监测的侧重点不一样。保险机构更关注某个投资品种，以及整个投资组合的风险敞口有多大，在不同情景特别是极端情景下公司是否能够承受得起投资品种或投资组合的风险损失。保险监管部门更关注保险行业内哪些

投资品种风险较高、哪些公司风险较高，这些公司是否能够可持续经营，投保人的利益是否有保障，是否会引发系统性风险。本书按照一致性、可量化、可得性的原则设定风险监测指标，得出保险公司风险监测值，找出高风险公司及其风险来源，分析这些风险是来源于市场风险，还是信用风险，或是流动性风险、可持续发展风险等。这种方法是巧妙合理地用一些比例指标来替代风险敞口、波动率等传统风险计量指标，解决了用传统风险计量指标来衡量各家保险公司风险的高低具有不可比的难题，是风险监测方法的一个重要改进与创新。

做好风险监测，要解决数据来源与使用的问题。有好的思路，如没有数据的支持，就会流于形式上的探讨，无法证明方法是否可行。获得行业监测数据，是非常困难的。据我了解，本书作者胡锋同志在原保监会资金运用监管部工作时，就连续几年开创性地撰写了全行业保险资金运用情况分析报告，对行业数据以及数据的逻辑关系非常清楚，具备了开展风险监测的良好条件。正如作者在第7章所介绍的一样，他是从原保监会统信系统、偿付能力系统、保险资产管理监管信息系统等数据库挖掘和整理相关数据，并根据数据的可得性对一些指标进行调整，再计算每个风险监测的指标值。遗憾的是，由于数据可得性以及作者工作变动等原因，本书并没有对保险集团公司和保险资产管理公司风险监测指标进行实证检验，这要留给后来者和其他相关专业人士继续完成。

保险公司的风险管理更注重风险控制。目前保险资金主要能够配置债券和银行存款、股票、未上市公司股权、不动产、信托五大类资产，本书用五章篇幅专门来分析和探讨各大类资产面临的主要风险及其管控措施，这些管控措施具有很强的针对性和可操作性，对保险公司完善投资内控制度、保险投资人员做好各类资产的投资具有很强的借鉴意义和参考意义。

风险监测之目的是防范化解和控制风险。保险公司在控制好各大类资产投资风险的同时，还要从根源上防范保险资金运用的总体风险，特别是防范行业出现系统风险、区域性风险。本书从偿付能力监管、资产负债匹配管理、多元化资产配置、宏观审慎监管四个大的方面入手，提出一整套防范保险公司投资风险的举措和建议。

本书在很多章节介绍了相关监管政策的演变历程，以及作者对一些监管政策出台本意的理解和对一些监管工具使用的解读，有助于保险从业人员更为准确地理解保险投资政策，防范和控制投资风险。我非常赞赏胡锋

同志到市场上工作后，在工作任务如此之重和压力如此之大的情况下，还能挤出空余时间一如既往地关注和研究影响行业发展的关键性问题，这很不容易。的确，《解析保险投资风险》是一本具有理论创新和实践指导意义的好著作。

中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长 曹德云

2018年9月

目 录

第一章 导论	001
一 主题	001
二 缘起	001
三 思路	002
四 结构和主要观点	002
五 创新与价值	008

理论和国际经验篇

第二章 新保险资金运用风险分析框架	013
一 保险资金运用的定位	013
二 保险公司运作的三个重要环节	015
三 自身风险与传递风险	017
四 保险资金运用面临的主要风险	019
五 分析保险资金运用风险的新视角	024
第三章 保险资金运用风险的计量、监测与控制	027
一 保险资金运用风险的计量与监测	027
二 保险资金运用风险的监管	036
三 保险公司对资金运用风险的管控措施	040
第四章 欧美发达国家保险资金运用风险监测与监管研究	045
一 欧美保险资金运用的总体情况	045

二	欧美保险资金运用监管的发展	052
三	欧美保险资金运用的风险监测	061
四	欧美保险资金运用监管对我国的启示	067
第五章	亚洲国家和地区保险资金运用风险监测与监管研究	070
一	日本保险资金运用与监管情况	070
二	中国香港地区保险资金运用与监管情况	073
三	中国台湾地区保险资金运用与监管情况	075
四	破产案例与警示	080
五	亚洲国家和地区保险资金运用监管的启示	085
第六章	国内保险业风险监测与监管研究	087
一	国内银行业证券业风险监测	087
二	保险资金运用风险监测的目标和基本思路	090
三	保险资金运用风险监测的必要性	091
四	保险资金运用风险监测的探索	094
五	我国保险资金运用监管体系	098

保险机构风险监测篇

第七章	保险公司资金运用风险监测的方法与实践	107
一	保险公司资金运用风险监测的意义	107
二	保险公司资金运用风险监测遵循的原则	108
三	保险资金运用风险监测的权重法	109
四	保险资金运用风险监测的指标法	115
第八章	保险集团公司资金运用风险监测指标体系研究	125
一	保险集团公司的定义及分类	125
二	相关金融监管理论	126
三	保险集团及其资金运用的行业实践	133
四	我国大陆地区保险集团资金运用风险监测指标体系的构建	134

第九章 保险资产管理公司资金运用风险监测指标体系研究	144
一 我国保险资产管理公司资金运用现状	144
二 保险资产管理公司资金运用风险管理的国际实践	149
三 保险资产管理公司资金运用风险管理的国内实践	152
四 保险资产管理公司资金运用风险监测指标体系	156
五 保险资产管理公司风险监测指标改进建议	172

大类资产风险管控篇

第十章 保险公司固定收益类资产配置面临的风险及其管控	175
一 保险资金投资固定收益类资产的政策演变	175
二 固定收益类资产投资面临的主要风险	177
三 固定收益类资产投资风险管控机制	181
第十一章 保险公司股票投资面临的风险及其管控	191
一 股票是保险资产配置中最具有业绩弹性的品种	191
二 保险公司股票投资面临的主要风险	195
三 防范股票投资风险的措施	197
第十二章 保险公司股权投资的风险及其管控	201
一 保险公司股权投资发展历程	201
二 股权投资的主要模式	205
三 股权投资的行业和项目选择	207
四 股权投资面临的风险与挑战	212
五 保险公司防范股权投资风险的建议	215
第十三章 保险公司不动产投资面临的风险及其管控	217
一 保险资金配置要求与不动产投资的特点极为匹配	217
二 保险资金不动产投资政策的演变	218
三 保险资金不动产投资的定位	219
四 不动产投资风险分析	220

五	五 保险公司不动产投资的风险管理措施	224
六	六 改进不动产投资的政策建议	226
第十四章	第十四章 保险公司投资信托计划面临的风险及其管控	229
一	一 信托计划是保险资金配置起步晚增长快的品种	229
二	二 保险资金投资信托计划面临的主要风险	231
三	三 保险资金投资信托计划需重点关注的几个方面	234
四	四 保险资金投资信托计划风险管控的建议	239

系统性风险管控篇

第十五章	第十五章 偿付能力监管是保险资金运用风险管理的核心	245
一	一 “偿二代”基本情况	245
二	二 “偿二代”关于投资对资本消耗的计算逻辑	249
三	三 关于投资风险认可标准的比较	251
四	四 “偿二代”最低资本监管的优势	257
五	五 改进“偿二代”关于保险资金运用风险管理的建议	259
第十六章	第十六章 保险资产配置是保险资金运用风险管理的重要手段	263
一	一 资产配置是保险资金运用的本质	263
二	二 资产配置是控制风险的重要手段	266
三	三 保险资产配置的约束条件	269
四	四 保险资产配置的趋势变化	274
五	五 提高保险公司资产配置能力建设的建议	279
第十七章	第十七章 资产负债匹配管理是保险资金运用风险管理的根本	283
一	一 国内保险业资产负债匹配监管的历程与思路	283
二	二 保险公司资产负债匹配管理的必要性	285
三	三 国内保险业资产负债匹配管理的实践	289
四	四 资产负债匹配监管新规之新处及挑战	291
五	五 保险公司加强资产负债匹配风险管理的建议	296

第十八章 关于建立保险业宏观审慎监管体系的思考	301
一 建立保险业宏观审慎监管的必要性	301
二 保险业系统性风险的主要来源	304
三 构建保险业宏观审慎监管指标体系	306
四 建立保险业系统性风险压力测试模型	309
五 完善保险业宏观审慎监管措施	310
参考文献	313
后 记	316

第一章 导论

一 主题

本书研究的内容是保险资金运用风险监测与风险管理，主要是探索对保险投资风险早发现、早防范、早处置的办法，帮助行业避免小风险演变为大风险，以及个别风险演变为行业风险，防止发生系统性风险和区域性风险。所有保险机构都非常重视风险管控，但国内外保险公司发生的风险案例表明，保险机构有时为了发展，会采取非理性竞争方式，或者是过度自信的发展模式，在外部环境发生不利变化时，行业容易出现系统性风险。这就需要监管部门及其他政府决策部门快速、高效掌握保险行业及各家保险机构的风险状况，在日常监管中采取有效的预防性应对措施。

二 缘起

近年来国内保险业不断发展壮大，保险机构数量持续增加，投资资产快速增长，投资品种不断扩大，保险投资面临的风险自然增加。面对这种新形势，传统的事后现场检查、事前行政审批对控制保险资金运用风险显得力不从心，保险资金运用归原保监会资金运用监管部负责监管，但监管部人少事多，现场检查覆盖面不够，事前审批过多又会影响行业投资效率，为此，监管部门需要加强事中的非现场风险监测。2012年保险资金运用领域开启“放开前端、管住后端”改革后，开展非现场风险监测尤其重要。监管部门通过风险监测，能够快速有效地发现高风险投资领域和高风险的保险公司，集中有限的监管力量重点监管，及时给政策“打补丁”，完善高风险投资领域的监管规定，及时对高风险公司进行窗口指导提示风险，以及开展现场检查，摸清实情，采取有针对性的监管措施。然而，说

易行难，2013 年开展保险资金运用风险监测时，在无队伍、无经验、无办法，几乎是从零开始的局面下，经过两年多的探索，建立了一整套行之有效的保险公司投资风险监测指标体系。本书就是对过去风险监测和监管、投资实践和教训的总结思考和拓展，使之形成更加完整有效的风险监测、风险监管和风险管理的体系。

三 思路

跳出保险投资看保险投资风险，即立足保险公司“收取保费—保险资金运用—兑现承诺”的运行机制，分析保险投资的风险来源，构建一个保险资金运用风险的新分析框架，找出保险资金运用面临的主要风险及其管控措施，创新保险资金运用风险监测的理论体系。保险资金运用是保险公司运作中承前启后的环节，其风险一方面是保险资金运用本身产生的风险，另一方面是收取保费和兑现承诺环节传递过来的风险。保险投资是受制于保险资金的成本与期限，保险产品的激进，会倒逼保险投资的冒进；保险投资激进偶尔带来的高收益，会促使保险公司定价和承保更为宽松。我们可以合理地推断，当一家保险公司在股票、股权、不动产等高风险资产的投资比例显著高于其他公司时，该公司在该类资产上的风险偏好应该高于其他公司；如一家保险公司在众多风险指标值的排序中，风险较高指标个数超过行业平均值，其总体投资风险会高于其他公司。这种方法，尽管不能衡量每家公司的风险敞口，但能够快速找出哪些公司风险较高，并给予重点监管，从而解决了风险监测不可统计、不可量化、不可比较的难题。尽管对单一保险公司投资的风险监测可以采用风险敞口、波动率、VaR 值等办法来衡量，但这些办法不具有可比性，无法快速准确获知哪家风险大、哪家风险小。

四 结构和主要观点

除第一章导论外，本书其他章分成四大部分。

第一部分，理论和国际经验篇，包括第二章至第六章。

第二章新保险资金运用风险分析框架。保险资金运用的定位是分析其风险来源的基础。从保险资金运用与承保关系来看，保险资金运用定位经

历了“从属论”“两个轮子论”“资产驱动负债”“保险资金服务保险保障主业”四个阶段。保险公司运行机制可简化为“收取保费—保险资金运用—兑现承诺”三个重要环节，保险资金运用面临的市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、声誉风险等各种风险，既可能来源于投资环节，也可能来源于收取保费和兑现承诺环节。为此，要跳出投资看投资风险，保险资金运用风险既来源于投资，也来源于负债，要区别保险资金运用风险的直接来源与间接来源；防范保险资金运用风险，既要注重分散化投资，也要注重提高各类资产的投资能力；加强保险资金运用风险的监测与监管，既要注重对投资结果的监测与监管，也要注重对投资过程的监测和监管。

第三章保险资金运用风险的计量、监测与控制。研究保险资金运用面临的市場风险、信用风险、流动性风险、操作风险等主要风险的计量与监测方法，不是用这些方法来计算保险公司各类风险的大小，而是把它们作为一种如何认识风险的理论来加以学习，从而更好地提炼相应的风险监测指标。监管机构对保险资金运用风险监管的主要措施有：第一，资产比例限制和风险比例监测。通过设置大类资产投资比例，限制集中度过高的投资行为。第二，偿付能力监管。不同资产设置不同风险因子，增加高风险资产的资本消耗。第三，投资能力的准入。保险公司需向原保监会备案取得相应投资能力后，才能开展相关领域的投资。第四，资产负债匹配监管。推动保险公司资产端和负债端的良性互动，防范和化解资产负债匹配风险。

第四章欧美发达国家保险资金运用风险监测与监管研究，第五章亚洲国家和地区保险资金运用风险监测与监管研究。比较研究其他国家和地区的经验给我们很多启示。第一，加强保险资金运用的非现场监测。非现场监测是其他国家和地区保险资金运用监管的重要手段，监管部门主要通过内外部评估因子实现风险识别，通过风险监测模型进行风险测量，根据监测结果对公司采取监管措施。第二，设定有效的监测指标。欧美各国主要通过偿付能力、资本管理、资产分散、资产负债匹配度、流动性五个方面的指标进行风险监测。第三，运用大数据为风险监测与监管提供便利，提升大数据分析能力。第四，从亚洲地区一些保险公司破产的案例来看，在宏观经济环境发生较大不利变化时，所有保险公司都会遭受损失，但在产品和投资方面激进的保险公司会率先倒下。第五，

多元化、分散化是控制风险的重要手段。逐步放开更多的投资领域、投资品种，总体上有利于防范风险。第六，统一各类监管手段，充分发挥偿付能力监管的核心作用。

第六章国内保险业风险监测与监管研究。从国内外银行、证券公司风险管理做法看，重视属地化的监管、信息系统的建设、监测结果的使用等经验值得借鉴。本章介绍了保险资金运用风险监测的做法，我们先后尝试过以专题报告、重点公司筛选、体检手册以及类别资产风险和总的投资风险监测等多种方式来监测保险行业风险，特别是单个保险公司的资金运用风险，试图对高风险的公司早发现、早预警。正是在这些探索的基础上建立了保险公司资金运用风险监测指标体系。开展保险资金运用风险监测需要处理好几个关系，第一，保险资金运用风险监测与公司风险内控的关系，前者的责任主体是监管机构，后者的责任主体是保险机构；第二，保险资金运用风险监测与偿付能力监管的关系，尽管以偿付能力监管为主，风险监测为辅，但两者相互促进、相辅相成；第三，保险资金运用风险监测与现场监管的关系，前者更有效率，能为后者缩小检查的范围，但现场检查更有威慑力；第四，保监会总部风险监测与派出机构风险监测的关系，它们是总和分的关系，相互补充。

第二部分，保险机构风险监测篇，包括第七章至第九章。

第七章保险公司资金运用风险监测的方法与实践。在监管实践中，监管机构需要快速找出可能对行业构成重大影响的投资，快速找出风险较高的保险公司，整个风险监测研究都是因该任务而起。保险公司资金运用面临的风险可归为四类：市场风险、信用风险、流动性风险和可持续投资能力风险。按照一致性、可量化、可得性等原则设定风险监测指标，得出风险监测值，并按照监测值的大小对保险公司进行排序和分类，找出风险最高和风险较高的公司，给予重点监管，或者列为检查的对象。采用两种方法开展风险监测。第一种是风险监测的“权重法”。基本思路是，对保险公司A所有的投资资产赋予一个市场风险权重（因子），无市场风险的资产其风险权重为零，然后用该类资产占总资产的比例与其风险权重相乘，得出该种资产的风险值，再对其所有资产的风险值进行加总，得出A公司总的市场风险值。按照同样的风险权重，可以求出每家保险公司市场风险值，以及行业平均市场风险值。按照同样的办法可以求出所有保险公司信用风险值和行业平均信用风险值。通过将A公司市场风险值、信用风险值

与行业平均市场风险值、信用风险值进行对比分析，可以判断 A 公司各类风险的大小。第二种是风险监测的“指标法”。它是对“权重法”的改进，对保险公司资金运用面临的信用风险、市场风险、流动性风险和可持续投资能力风险等每类风险设定 3~5 个监测指标，共 17 个指标，然后求出每个指标值，并按照一定分类标准，将其指标值转化为风险值。每家保险公司在每一个指标上会得到不同的风险分类，可分为“特别关注”、“关注”和“正常”，也可以相应地赋值为“3”“2”“1”分。然后计算每家保险公司的风险值，并按照风险高低将所有保险公司分为风险最高、风险较高、风险中等及风险较低等四类公司。对风险最高和风险较高的公司给予重点关注，及时向公司揭示风险，或者采取监管措施。

第八章保险集团公司资金运用风险监测指标体系研究。借鉴其他国家和地区的监管实践，结合我国保险集团公司的现状，构建保险集团公司本部资金运用风险监测指标体系，重点关注投资资金风险、偿付能力风险、操作风险、关联交易风险、系统性风险等五类风险，可以选择合适的风险监测指标，开展风险监测工作。

第九章保险资产管理公司资金运用风险监测指标体系研究。保险资产管理公司受托管理保险公司大部分投资资产，其投资主要面临市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、战略风险和声誉风险六大类一级风险，以及一级风险之下的二级风险。采用定性指标和定量指标相结合的方法，构建了一个分层次、多维度、有重点的由 81 个指标构成的监测指标体系。保险集团公司和保险资产管理公司的风险监测指标体系均未进行实证检验，在实际操作中，很多指标需要优化，确保能够获取数据、简易计算和对比分析。

第三部分，大类资产风险管控篇，包括第十章至第十四章。

第十章保险公司固定收益类资产配置面临的风险及其管控。债券、银行存款等固定收益类产品是保险资金配置的主要资产。这些资产名为固定收益，实际收益并不固定。固定收益资产配置面临的风险不可小觑，要做好风险管控工作。第一，建立全方位、多层次、无缝对接的风险管控体系，明确投资部门、信用评级部门、交易部门、资产组合部门、风控合规部门、决策机构等各级组织的“权、责、利”，做到分工清晰、相互制衡。第二，建立客观独立的内部信用评级机制。第三，建立内部授信体系，进行投资额度管理，实现分散化配置。第四，强化流动性风险管控，加强操作风险和道德风险管控。