

# 我国保险资金运用风险及应对策略

袁中美 郭金龙

(中国社会科学院金融研究所, 北京 100028)

**[摘要]** 在我国经济增长趋缓、低利率和资产荒的背景下, 保险资金防控风险的重要性和紧迫性日益凸显。目前, 国内研究主要集中在国际经验介绍和利差损风险分析, 对保险资金运用过程中可能面临的各种风险缺乏系统性的归纳和解释。本文将结合我国保险资金运用的现状, 对保险资金运用面临的主要风险(即资产负债错配风险、利差损风险、市场风险、信用风险、流动性风险和偿付能力不足的风险)及其根源进行全面阐释, 进而提出有效的应对策略。

**[关键词]** 保险资金; 资产配置; 资产负债错配; 风险管理

**[中图分类号]** F842 **[文献标识码]** A

## 一、引言与文献综述

2016年, 我国保险业的全国保费收入从2006年的0.56万亿元增长至3.1万

---

**[基金项目]** 中国社会科学院创新工程项目(金融视角的保险理论与政策研究)。

**[作者简介]** 袁中美, 中国社会科学院金融研究所博士后, 研究方向为保险与金融; 郭金龙, 中国社会科学院保险与经济发展研究中心秘书长, 中国社会科学院金融研究所保险与社会保障研究室主任, 中国保险学会常务理事, 研究员、教授、博士生导师, 研究方向为保险与金融。

亿元，成功跃居世界第二位。保险资金运用余额从2006年的1.78万亿元增长至13.39万亿元，平均增速高达22.36%。投资业务已经成为保险公司在资管时代生存和发展的重要支柱，但随着投资环境的变化和市场竞争的加剧，2016年保险业投资收益率同比下降两个百分点，行业利润同比下降三成。部分保险公司还出现了集中举牌、跨领域、跨境并购等激进投资行为。随着英国脱欧、特朗普上台、美联储加息等“黑天鹅”事件的频繁上演，全球政治、经济、金融环境的不确定性显著上升。同时，我国经济增长下行、低利率和资产荒仍将持续一段时间，保险资金的运用将面临利差损风险、流动性风险、资产负债错配风险等多重风险，防控风险的重要性和紧迫性日益凸显。

目前，国内关于保险资金运用的研究，主要集中在对美国、日本、英国、德国等发达国家保险资金的资产配置结构、投资政策、投资收益、保险监管等方面的经验介绍和比较分析（曲扬，2008；郭金龙和胡宏兵，2009；宁威和陆彦婷，2016；张素敏，2016）。在具体风险类型的管控方面，主要侧重对资产负债错配风险和利差损风险的研究。比如，赵文昊和李强（2010）对保险公司资产负债管理的基本理论、技术方法、实务指标与监管情况作了全面的介绍。陈秉正和何宇佳（2016）构建了一个以万能险特别储备账户终值最大化为目标、包含资产配置比例和结算利率这两个关键决策变量、负债端和资产端双驱动的动态最优资产负债管理模型。陈武和张众（2016）则对中国保险资产负债错配的六种形式与隐含的风险进行了阐释，强调需用辩证的眼光全面客观地看待这一不得已的做法，并建议寿险公司通过提高投资能力防范错配风险。叶颖刚和陈晓飞（2016）针对保险公司举牌上市公司的现状和投资特点，分析其面临的错配风险、利差损风险和经营风险等，进而提出针对上述投资风险的防控策略。赵家敏（2004）根据日本寿险公司倒闭的主要原因，分析得出利差损产生的根源是由寿险公司的资产负债不匹配引起的。在监管方面，基于风险的监管理念已成为共识，除了对保险资金运用制度建设的讨论外，学者们也开始逐步引入实证。比如，赵光毅，王锐（2010）和李红坤，田立欣（2016）从保险资金的运用数量与运用质量这两个维度，运用模型对保险资金运用的顺周期问题进行实证分析，从而提出我国保险资金运用的逆周期监管措施。胡良（2014）则选取2011-2013年我国各保险公司资金运用和偿付能力的面板数据，

探索建立资金运用的风险模型，验证了以偿付能力为基础开展资金运用风险监管的可行性。

由此可见，国内对保险资金运用过程中可能面临的各种风险缺乏系统性的归纳和解释。本文将结合我国保险资金运用的现状，对保险资金运用面临的主要风险及其根源进行全面阐释，进而提出有效的应对策略。

## 二、我国保险资金运用现状

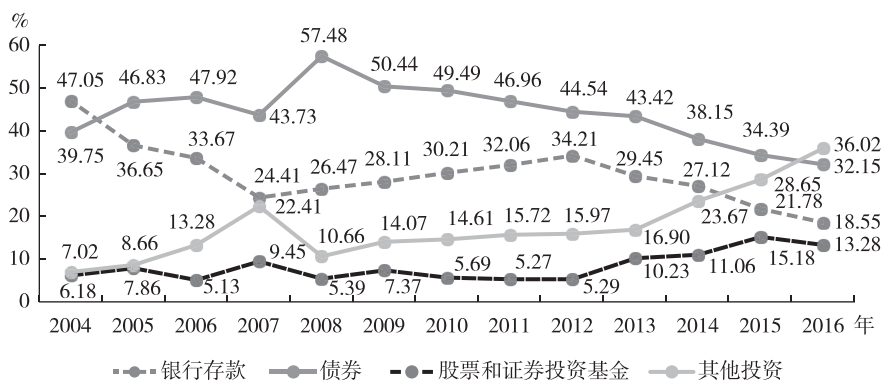
### （一）投资政策

随着保险资金运用领域市场化改革的推进，保监会自2012年以来集中发布了二十余项关于保险资金运用的部门规章和规范性文件。不仅大幅减少行政审批，还进一步放宽投资范围和比例。特别是2014年《保险资金运用管理暂行办法》的颁布，将保险资金现有的各种运用形式整合为流动性资产、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共五大类资产，除前两大类无监管比例限制外，投资权益类资产、不动产类资产、其他金融资产、境外投资的账面余额占保险公司上季度末总资产的监管比例分别为30%、30%、25%、15%。2015年7月8日，保监会将保险资金投资蓝筹股票的监管比例由5%调整为10%，这意味着权益类资产的投资上限为上季度末总资产的40%。同时，保监会还建立了一系列具体投资领域的专项管理制度，逐步放开未上市股权、不动产、基础设施、创业板股票、蓝筹股、优先股、集合资金信托计划、创业投资基金、资产证券化产品等投资范围，并于2016年9月允许保险资金参与沪港通试点业务，极大地拓展了保险资金的投资选择和配置空间。

### （二）资产配置

在资产配置方面，我国保险资金运用结构配置不断优化，主要呈现以下特点。一是坚持以固定收益投资为主，但传统的固定收益类资产占比不断下降。其中，银行存款占比由2004年的47.05%降至2016年的18.55%，债券类资产占比由2008年的57.48%降至2016年的32.15%。二是权益类资产的投资比例明显上升，但增幅不大。股票和证券投资基金占比由2006年的5.13%上升至2015年的

15.18%，2016年受股市波动的影响又下降了两个百分点，距离30%的监管比例上限还有一倍以上的增长空间。三是另类投资首次成为险资配置的第一大类资产。自2013年以来，我国保险资金主要通过基础设施投资计划、不动产投资计划、资产支持计划等工具对接具体融资项目。截至2016年底，保险机构发起设立各类债权、股权和项目资产支持计划共计651项，合计注册规模16524.9亿元，主要投向为交通、能源、不动产等基础设施以及医疗、养老等民生建设领域。此外，在“一带一路”建设、长江经济带发展、京津冀协同发展、振兴东北老工业基地、棚户区改造等领域，保险资金也以债权计划、股权计划等多种方式分别提供5922.6亿元、1358.6亿元、736.4亿元、227.7亿元、968.1亿元的投资<sup>①</sup>。四是境外投资还有较大的提升空间。目前，我国保险资产的海外配置以中国香港资本市场与发达国家核心城市的不动产资产为主。截至2016年，险资境外投资余额从2015年的约360亿美元提高到492.1亿美元，占行业上季度末总资产的2.33%，但距离15%的监管比例上限仍有较大增长空间。由此可见，我国保险资金运用正逐步践行“多元化投资、价值投资、责任投资”的理念。



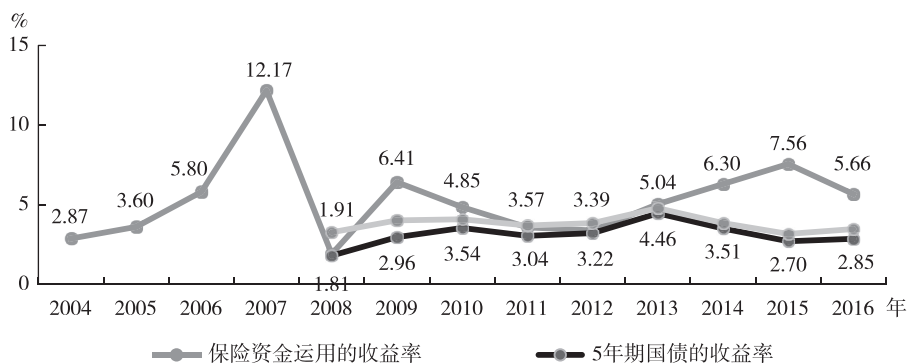
资料来源：中国保监会网站，<http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab5257/>。

图1 2004-2016年我国保险资金运用的资产配置结构

<sup>①</sup> 潭谟晓. 中国保险资产管理业协会负责人谈保险资金运用[EB/OL].[2017-02-07].<http://news.china.com/finance/11155042/20170207/30237176.html>.

(三) 投资收益

除受2008年国际金融危机影响呈现大幅波动以外，我国保险资金运用的收益率长期处于低位波动状态。如图2所示，在2004—2016年，我国保险资金运用的平均收益率为5.32%，但经历了2007年12.17%的最高收益率到2008年1.91%的最低收益率的大幅波动。2008年后，随着宏观经济复苏和资产配置结构的调整，我国保险资金运用的收益率开始缓慢回升。特别是2012年保监会出台了一系列保险资金运用新政，资产配置结构的进一步优化使保险资金在2015年取得了7.65%的高收益率。然而，受2016年宏观经济下行和资本市场波动的影响，我国保险资金运用的收益率同比下降了1.9个百分点。从相对收益来看，金融危机后我国保险资金运用的收益率均高于5年期国债的到期收益率，绝大多数年份还高于15年期国债的到期收益率。但与银行存款相比，2008~2012年保险资金运用的收益率都低于同期3.6%、NA、4.55%、5.25%和5.1%的五年定期存款利率（2009年除外）。若考虑到通货膨胀等因素的影响，我国保险资金的实际收益率更低。



资料来源：中国保监会网站，<http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab5257/>。

图2 2004—2016年我国保险资金运用的收益率

### 三、我国保险资金运用的潜在风险及原因

从风险的诱发因素和影响程度来看，目前保险资金运用主要面临资产负债

错配风险、利差损风险、市场风险、信用风险、流动性风险和偿付能力不足风险。

### （一）资产负债错配风险

我国保险资金的资产负债错配风险主要表现为期限错配、收益错配、信用错配、流动性错配、币种错配等问题。一直以来，国内资本市场都缺少长久期、高收益的优质资产，导致保险业长期面临着“长钱短配”的问题。2013-2015年，行业15年以上的资产负债缺口分别为2.45万亿元、2.97万亿元和5.4万亿元<sup>①</sup>。根据保监会2016年8月对204家保险机构的资产负债管理情况进行摸底调研发现，在期限匹配情况下，寿险公司传统、分红、万能账户调整后的资产负债久期缺口分别约为-2.16年、-3.97年、-0.39年，产险公司调整后的资产负债久期缺口约为2.19年<sup>②</sup>。从长期来看，资产久期低于负债久期是常态，特别是在长期低利率的环境下，估计新增保单资金投资以及存量保单资金再投资规模将达到4万亿元，面临资产收益率下降带来的较大配置压力。而且部分保险公司自2014年以来集中发展高现金价值的中短存续期产品。随着理财资金的不断融入，债券收益率的持续下行，负债成本大于资产收益率的情况日渐严重，很多保险公司采取了加杠杆、加久期、加风险的措施来获得收益。这些短期限资金主要投向收益高、流动性低、期限较长的不动产、基础设施、信托等另类资产，“短钱长配”现象凸显。同时，如果从长期来看，人民币汇率重新走强，保险资金境外资产配置比例的提高还可能导致资产负债币种错配带来的汇率风险。

### （二）利差损风险

利差损风险是指保险资金投资运用收益率低于有效保险合同的平均预定利率而造成的亏损。因此，造成利差损的原因有两个，一是预定利率偏高；二是

<sup>①</sup> 陈文辉. 清醒认识保险资金运用的风险[EB/OL].[2016-08-30]. <http://business.sohu.com/20160830/n466830659.shtml>.

<sup>②</sup> 刘敬元. 保险业资产负债管理“硬约束”提上日程[EB/OL].[2017-02-27].<http://www.ciicapital.com/html/InsuranceColumn/PolicySupervise/2017/0227/38387.html>.

投资收益偏低。从我国保险行业的发展历史来看，早在20世纪90年代就曾集中大规模出现利差损风险。从1996年5月开始，央行连续8次降息，一年期存款利率从10.98%下降至2002年的1.98%<sup>①</sup>。但1996年初部分险企卖出的保险产品的预定利率高达10%，在当时的保险资金投资收益率普遍不到5%的情况下，中国人寿、中国平安以及中国太平洋保险等险企都受到利差损风险的严重影响。此后，监管机构将人身险保费预定利率下调为2.5%，并保持多年不变，才使得利差损风险对我国保险业的影响逐步消退。然而，近年来随着我国经济下行压力增加，央行持续推行宽松的货币政策刺激经济增长，银行1年期存款基准利率自2015年以来多次下调后仅为1.5%。同时，保险市场上出现的万能险产品的结算利率一度达到6%~8%，再加上手续费、佣金等费用，资金成本甚至高达10%，保险公司的负债成本已远远超过债券等固定收益类资产的收益水平。由此可见，随着保险费率市场化改革的持续推进，如何在低利率甚至负利率时代防范利差损风险将是我国保险业面临的重大课题。

### （三）市场风险

#### 1. 资本市场剧烈波动导致投资收益大幅缩水

2016年1月4日，A股开市第一天就因两次触及熔断机制的两级阈值提前停市，我国股市和汇市均出现巨幅波动。随后，股权争夺、险资举牌、借壳上市、高送转减持、深港通开闸等现象不断上演，资本市场开始大幅震荡。2016年，沪指下跌12.31%，深证成指下跌19.64%，创业板指下跌27.71%。而从2015年资本市场的情况来看，沪指上涨9.51%，深证成指上涨14.98%，创业板指上涨84.81%。资本市场的剧烈波动对保险行业的直接影响是导致投资收益缩窄，短期内对业绩冲击的影响相对较大。因此，2016年保险行业的利润总额减少824亿元，投资收益率从2015年的7.56%下降到5.66%，这主要是因为2016年保险资金中13.28%的股票和证券投资、基金投资受资本市场影响较大。从保险公司举牌

<sup>①</sup> 资料来源：搜狐财经。“保监会对利差损风险倒悬一颗心”，<http://business.sohu.com/20160923/n468998226.shtml>。

的情况来看，多只举牌的概念股先后出现跌停，安邦系、富德生命人寿、中融人寿、前海人寿等都遭遇了大面积浮亏。作为重要的机构投资者，保险公司业务规模的增长必然使得大体量的保险资金进入资本市场寻找增值空间，只有实现两者之间的互利共赢才能更好地促进保险业的长期稳定发展。

## 2. 跨市场、跨行业的风险交叉传染

随着保险资金参与金融市场和服务实体经济的广度、深度不断提升，保险资金运用风险与经济金融风险相互传染和叠加，从而变得日益复杂，很可能引发系统性风险。具体来看，一是金融产品由简变繁，可能通过银行、券商、保险等资管产品层层包装，跨领域、跨产品传递的风险加大。尤其在互联网金融快速发展的初级阶段，一些互联网理财和P2P平台利用保险为其增信，而部分保险机构没有建立独立的风险审核体系和人才储备体系，缺乏对P2P等信用风险的识别能力，一旦出现违约，保险机构就将面临巨额赔付，目前保险业离有效管控互联网风险还有较大差距。二是交易环节由少变多，风险的影响因素更加复杂，大量非标准化的金融产品大多都在场外交易，缺乏透明度，风险管控难度更大。三是投资链条延长，风险隐蔽性增加。一些跨领域的投资行为，从局部看是合规的、风险可控的，但从整体看，可能存在一定风险，比如杠杆在累积，这会导致风险跨监管、跨行业叠加，应对难度加大<sup>①</sup>。

## 3. 境外投资的不确定因素增多

自2012年10月《保险资金境外投资管理办法实施细则》颁布以来，中国平安、中国人寿、安邦保险等纷纷进行海外布局，投资形式集中于发达国家的不动产投资和公司股权收购等领域。目前，我国保险资金境外投资比例不足3%，总体风险不大。但是，当前国际政治、经济、金融局势瞬息万变、错综复杂，保险资金的“走出去”战略还面临着当地监管规则、法律环境、管理体制以及汇率变动等多种复杂风险因素，境外投资经验和人才的缺乏使风险管控的难度加大。以在英国的投资为例，保险资金在英国投资了19.52亿英镑，其中不动产

<sup>①</sup> 陈文辉. 清醒认识保险资金运用的风险[EB/OL].[2016-08-30].<http://business.sohu.com/20160830/n466830659.shtml>.



17.44亿英镑，占比89.3%。英国脱欧公投之后的一周之内，英国有6只房地产基金宣布暂停赎回，两周之内有2只地产基金将估值下调5%~15%。同时，投资失败的案例也时有发生。以中国平安为例，自2007年起，中国平安先后向比利时富通集团投资约238亿元，获得近5%的股份。2008年国际金融危机爆发后，富通股价下跌逾96%，富通集团被比利时政府国有化，并以低价出售，中国平安因此损失超过90%，这一失败的案例也为我国保险企业的境外投资敲响了警钟<sup>①</sup>。

#### （四）信用风险

据统计，我国保险资金约80%配置于信用类资产，保险公司面临的信用风险正加速上升。主要体现在：其一，保险机构是债券市场的主要投资者，随着债券收益率的下滑，保险机构风险偏好上升，加大了对公司信用类债券的投资。而许多公司信用类债券的发行主体都来自产能过剩及周期性强的行业，债券违约进入多发期。2015年，发生22起实质性违约事件，涉及金额120亿元。2016年违约速度开始加快，仅前5个月就共有30只债券违约，涉及本金超过200亿元<sup>②</sup>。同时，违约债券呈蔓延趋势。违约债券发行主体开始由民企向国企、央企扩散，违约券种涵盖企业债券、公司债券、中期票据、短期融资券等。例如，在“10中钢债”违约事件中，6家保险机构共投资6.1亿元，预计未来保险投资面临的市场信用风险将更加突出。这对保险机构如何更加审慎地进行债券投资及如何最大限度地保全已有投资提出很大的挑战。其二，在对基础设施和不动产的投资计划中，地方政府融资平台的投资占比较大。部分地方政府通过融资平台举借巨额债务，无稳定的现金流作为偿债保证，导致投资组合的信用风险敞口提升。特别是互联网金融的发展推动了保险公司与P2P平台在履约保证保险方面的合作。一旦项目出现违约状况，保险公司将首当其冲，成为收拾烂摊子的机构。例如，浙商财险保障侨兴电信、侨兴债券的私募债项目违约，该公司已赔款3.67亿元，后期还将面临着8亿多元的风险敞口，而该公司的净资

<sup>①</sup> 赵弘真. 中国平安投资富通集团案例研究[D]. 上海：上海交通大学，2009.

<sup>②</sup> 陈文辉：清醒认识保险资金运用的风险[EB/OL]. [2016-08-30], <http://business.sohu.com/20160830/n466830659.shtml>.

产仅有13亿元，如果后续追账不利，那么此次赔付无疑将给该公司带来巨大打击<sup>①</sup>。其三，银行理财产品、信托产品的违约风险上升，刚性兑付逐渐打破。据统计，截至2016年第二季度末，信托行业的风险项目达605个，规模达到1381.23亿元，较去年同期增长33.58%。保险公司投资信托产品存在投资集中度高、基础资产不明确、信用评级机制不完善等问题，使保险公司面临的信用风险增加。

### （五）流动性风险

流动性风险主要来源于保险公司负债和资产之间的流动性不匹配，当负债端流动性超过资产端流动性时，一旦出现集中退保等突发事件就可能造成保险公司的流动性不足。特别是近几年一些保险公司主打高现价产品并承诺高收益率，这些产品往往定位于短期理财产品，并且隐含鼓励保单持有人在短期内退保以获取高额的现金价值。这就导致其负债端的期限较短，流动性很强。另外，为了弥补此类产品高收益率的成本压力，保险公司需要持有期限较长的资产以期获得较高的收益。目前，我国保险资金运用的另类投资中以不动产为主，包括商业、办公不动产、与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等不动产及自用性不动产等。根据蓝鲸保险的统计数据，截至2016年11月，我国已有超过10家保险公司参与不动产投资，总金额约1123亿元人民币，国内、外投资分别约306亿元和817亿元<sup>②</sup>。尽管这有利于提高保险公司的投资收益，但由于不动产投资期限较长，占用资金量较大，流动性较差，一旦保险公司出现大额给付、赔偿或退保事件，就会使保险公司面临流动性风险，甚至引发系统性金融风险。

### （六）偿付能力不足风险

2016年，我国保险公司整体偿付能力充足率达到247%，远高于100%的警戒

<sup>①</sup> 潘亦纯. 履约保证保险重回行业视线 保险选择或更谨慎[EB/OL], 2017-01-03, <http://insurance.jrj.com.cn/2017/01/03074521916650.shtml>.

<sup>②</sup> 凤凰财经. “保险+不动产买买买 2016险资不动产投资已超千亿”, [http://finance.ifeng.com/a/20161122/15025152\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20161122/15025152_0.shtml).

线。但根据保监会《2016年偿二代偿付能力风险管理能力评估结果》，70家寿险公司的平均得分为76.35分。其中，平安、劳合社、信诚、国寿、泰康、太平6家寿险公司均超过85分，而中融人寿以46分垫底，这与其2016年先后举牌真视通、天孚通信、鹏辉能源三家上市公司后，浮亏超过3亿元有很大关系。

作为衡量保险公司偿债能力的重要监管指标，偿付能力充足率受到实际资本数额、投资收益和责任准备金、经营策略、资产与负债的匹配程度等多种因素的影响。目前，部分保险公司出现偿付能力不足主要是因为经营理念粗放、投资模式激进、资金成本及交易成本升高所致。特别是近十年来，我国万能险发展较快，2016年底其市场份额一路攀升到31.4%。万能险销售收入的快速增长，一方面，源于在利率下行周期，万能险3%左右的最低保证利率已经超过一年期的定期存款利率；另一方面，各保险公司在其他金融产品收益率不断下滑的情况下，依然给出了5%以上的高结算利率，从而吸引客户大量购买理财资金。同时，少数保险公司的业务结构中甚至出现万能险一“险”独大且期限普遍偏短的现象，使短期负债配长期资产，导致保险公司资产负债错配，经营稳定性较差。

以前海人寿为例，该公司自2012年成立以来，一直以万能险为主导业务。2013年，其保费总规模125亿元，万能险贡献121.4亿元，占比达96.86%；2014年，保费规模达348亿元，万能险贡献313亿元，占比达90%；2015年，保费规模增至779亿元，万能险贡献598亿元，占比76.78%。2016年，保费收入规模降到220亿元，但万能险产品仍占总保费收入约78%。从负债端的成本来看，2015年前海人寿保险公司的前海聚富3号终身寿险（万能型），其年结算利率高达7.26%~7.4%，旗下的其他万能险产品的结算利率也在6%以上。2016年，在资本市场波动和监管趋严的双重压力下，该公司万能险产品的结算利率普遍降到5%左右。在利率市场化的背景下，已销售的保险产品无法在当前固定收益市场中获得如此高的投资收益率。因此，负债驱动资产追求更高收益，促使该公司不断增加高收益权益资产的配置，在A股市场疯狂举牌上市公司。

2015年6月，前海人寿通过证券交易所以14.74元每股的价格买入2万股万科A股票。7~8月，继续大举买入万科A股票，斥资合计逾110亿元买入共8.7亿股。2016年1~7月，宝能系不断通过旗下的钜盛华公司和前海人寿增持万科A，屡屡

触及举牌线。截至2016年7月19日，宝能系共斥资约451亿元买入万科A 25.4%的股份，宝能系和前海人寿也因此变成了响彻A股市场的“资本大鳄”。除万科A外，前海人寿还不断举牌南玻A。2015年5月7日，前海人寿的持股比例由5.02%升至10.04%，南玻A副总裁张柏忠于5月22日辞职。11月2日，前海人寿及其一致行动人对南玻A的持股比例升至25.05%。2016年11月14日，南玻A召开董事会临时会议。通过该次会议，宝能系实际上完全掌握了南玻A的实际控制权。随后，南玻A的7名高管和3名董事宣布集体离职，严重影响了该公司的日常经营。此外，前海人寿在2016年11月17日至11月28日大量购入格力公司股票，持股比例由2016年第三季度末的0.99%上升至4.13%，持股排名由公司第六大股东上升至第三大股东，距离5%的举牌线仅一步之遥<sup>①</sup>。

因此，前海人寿在资本市场掀起的一系列的举牌大战引起了监管层的高度重视。2015年12月，保监会对前海人寿采取停止其开展万能险新业务、在三个月内禁止申报新产品的监管措施，使其资金来源显著下降。2016年12月5日，受资本市场系统性风险的冲击，其所举牌的概念股更是出现了暴跌，市值亏损累计超过45亿元（见表1）。根据前海人寿发布的2016年第四季度偿付能力报告显示，该公司核心偿付能力充足率从第三季度的76.72%下降至56.23%，综合偿付能力从143.93%下降至112.47%。同时，保监会还在2017年2月24日对前海人寿存在提供虚假材料、违规使用保险资金等重大违法事实处以80万元的罚款，给予7名高管行政处罚，其董事长被禁入保险业10年。由此可见，激进的投资模式会导致保险公司出现成本收益的错配和投资期限的错配，从而引发严重的偿付能力不足风险。

<sup>①</sup> 刘照普. 盘点2016年险资举牌十大案例 引监管层高度重视[EB/OL].[2017-01-03].<http://finance.sina.com.cn/roll/2017-01-03/doc-ifxzczfc6794213.shtml>.

表1 2016年12月5日前海人寿所持A股情况

单位：%、亿元

代码	名称	所属行业	性质	持股比例	当日跌幅	市值亏损
000002.SZ	万科A	房地产	第一大股东, 举牌	25.40	3.59	26.62
000012.SZ	南玻A	建筑材料	第一大股东, 举牌	24.39	6.61	4.40
600872.SH	中炬高新	食品饮料	第一大股东, 举牌	23.70	9.23	2.29
000601.SZ	韶能股份	公用事业	第一大股东, 举牌	15.00	7.76	1.23
600712.SH	南宁百货	商业贸易	第二大股东, 举牌	14.65	10.02	1.02
000069.SZ	华侨城A	房地产	第二大股东, 举牌	9.89	3.75	2.35
000417.SZ	合肥百货	商业贸易	第二大股东, 举牌	6.72	3.36	0.16
600101.SH	明星电力	公用事业	第四大股东, 举牌	5.02	3.39	0.07
000651.SZ	格力电器	机械设备	第三大股东	4.13	10.01	7.15

资料来源：中国基金报，[http://finance.ifeng.com/a/20161206/15056557\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20161206/15056557_0.shtml)。

## 四、我国保险资金运用风险的应对策略

### （一）加快盈利模式转型

从传统的经营模式看，保险公司的利润来源主要来自死差益、费差益和利差益，而且前两者的弹性空间较小，短期内的改善幅度有限。随着利率下行，利差益也逐步受到挤压，保费收入和利润增速的背离日益明显。因此，必然要求保险公司从承保业务和投资业务方面加快盈利模式转型。第一，在承保端明确细分市场和客户定位，优化产品结构和定价方法，支持产品创新和服务创新。从美国的经验来看，20世纪90年代为应对市场利率下降带来的挑战，寿险业推出了变额万能险、指数型万能险、变额年金、指数年金等多种利率敏感型产品，与客户共担风险、共享收益。因此，在保险行业回归保障的大趋势下，可以结合我国保险市场需求结构的演变，大力发展传统的保障型业务、年金业务和健康险业务。同时，全面推进保险业的利率市场化改革，通过适当下调保险产品的预定利率和结算利率，控制负债成本。

第二，在资产端建立以保险资产管理公司为主的资金运用管理模式，提升保险资金运用的专业性和投资收益水平。例如，德国安联通过并购做大管理资产规模，形成“保险+资管”的业务模式，2014年资产管理业务以占集团5.2%的营业收入贡献了25%的经营利润，资产管理利润总额达到26.03亿欧元。当然，为优化业务结构、扩大市场份额，国际保险系资产管理机构还应高度重视发展第三方资产管理业务。2014年，在安联、安盛、标准人寿投资的管理资产规模中第三方占比均超过50%，第三方业务已经成为保险集团获得收入和利润的主要来源<sup>①</sup>。由此可见，随着我国保险资管机构业务牌照的日益丰富，可以利用自身投资优势在证券投资、资产证券化、私募股权投资、境外投资等领域寻找投资理财产品创新的突破口，通过企业年金、养老金受托管理以及投资顾问等多种模式为第三方客户提供资产管理服务。

### （二）强化资产负债管理

资产和负债双轮驱动的保险资金运用模式是保险公司实现资产端和负债端良性互动的关键。因此，要解决资产负债“两张皮”的问题，第一要完善保险公司资产负债管理框架。从战略目标与策略、组织架构、人员与职责、产品结构、系统与模型、资产配置等方面形成有效的正反馈机制。同时，引入独立第三方审计机构，定期评估资产负债管理情况。第二要探索实施分账户监管制度。借鉴美国分设一般账户和独立账户的做法，根据传统账户、分红账户、万能账户、投连账户的资金成本、现金流和期限等负债性质的差异，确定各自的预期收益、风险指标以及资产配置组合等。第三要建立信息共享机制，通过产品、精算、投资、销售、财务等数据库和信息平台，建立“上下左右”联动的投资决策体系和内部监管的沟通协调机制。第四要建立资产负债管理评价体系。构建以缺口管理、久期匹配、成本收益匹配、现金流匹配、动态财务分析、压力测试和资产负债管理能力为主要内容的资产负债管理评价体系，并将评价结果与投资政策、产品政策和偿付能力挂钩，并进一步细化资产负债

<sup>①</sup> 资料来源：波士顿咨询（BCG）《全球资产管理行业报告（2014）》，<http://www.bcg.com.cn/en>。

模型，适时探索利用利率互换、期权和期货合约等金融衍生工具管理表内外头寸<sup>①</sup>。

### （三）优化资产配置结构

根据多项研究报告，资产配置对投资组合业绩的贡献率可以达到90%以上。因此，在低利率时代，构建动态有效的资产配置组合是保险资金保值增值的制胜关键。本文认为可从以下三方面进行优化。

一是加大权益资产（特别是长期股权）的投资比例。尽管受到2016年险资非理性举牌的负面影响，权益资产仍是长期资金获得收益的重要来源，但对于我国不成熟的资本市场而言，如何降低大权益类资产的波动性是其难点所在。从美国保险资金的投资经验来看，20世纪90年代之后其对于权益类资产的投资由10%提升至30%左右。在2008年国际金融危机后，开始大幅提升对冲基金的投资数额来减少权益波动对收益率的影响。而从我国的情况看，2015年保险资金共参与了32起PE投资事件，投资金额高达1514.79亿元。其中，间接投资有6起，投资规模占总额的80.35%；股权收购有19起，投资规模仅占17.3%；险资设立PE有4起，1起为医疗健康产业基金，剩下的3起均为金融投资相关机构<sup>②</sup>。由此可见，保险资金可借鉴蚂蚁金服和Uber等案例的成功经验，加大对金融机构、医疗健康企业、外资公司等股权收购，将战略资产配置和获取绝对收益的战术资产配置分开对待。同时，可配置适量的金融衍生产品或能获得高Alpha的Smart Beta指数产品，以减少投资组合的波动率。

二是调整另类投资结构，增加PPP项目的投资。2017年，政策环境的利好将推动我国PPP市场加速扩容，而保险资金与PPP项目在运作周期、资金规模、投资收益等方面存在天然契合点。从目前来看，使用者付费的PPP项目合理投资回

<sup>①</sup> 刘敬元. 保险业资产负债管理“硬约束”提上日程[EB/OL].[2017-02-27]. <http://www.ciicapital.com/html/InsuranceColumn/PolicySupervise/2017/0227/38387.html>.

<sup>②</sup> 朱万平. 保险资金高调进入PE投资市场，万亿体量引发地震[EB/OL].[2016-03-09]. <http://pe.pedaily.cn/201603/20160309394246.shtml>.

报率在7%~8%，而政府付费项目在5%~6%<sup>①</sup>。因此，保险公司可以细化投资领域，增加在养老养生、医疗健康、轨道交通等PPP项目上的战略布局以实现产业资本和金融资本的融合，增强服务国家战略和实体经济的能力。

三是提升海外投资比例。从美国、日本、中国台湾在低利率环境下的保险资金资产配置变化来看，放宽海外投资限制、增加海外投资品种都是分散和对冲风险的有效策略。比如，中国台湾在2003年将海外投资的上限调至35%，2007年再度调高至45%。截至2016年底，日本和中国台湾的海外投资比例分别高达22.5%和60.7%，其中大部分投资于海外成熟的债券市场。然而，在海外市场的不确定性不降反升的情况下，国内保险公司可以借助沪港通试点，寻找H股中波动率较低的股票以取得更高的分红收益率。同时，可以推广在发达国家进行不动产投资的经验，通过集中委托第三方公司，逐步增加在新兴市场国家的商业地产和基础设施投资，以及自主进行行业指数或个股标的的投资等。

#### （四）完善风险防范机制

第一要持续完善监管制度，丰富监管工具。在“放开前端、管住后端”的监管理念下，一方面，将“技术监管”和“监管干预”有机结合，对经营稳健、风险水平较低的公司，更多地采取风险监测、压力测试、偿付能力监管等技术监管方式。而对于经营激进、风险水平高、治理不健全的公司或高风险业务，直接采取叫停业务、叫停投资等监管干预方式，及时防止风险的扩大和蔓延<sup>②</sup>。另一方面，规范保险企业的公司治理，加强保险公司的股东股权、关联交易信息披露制度。目前，昆仑健康、天安人寿、富德生命人寿等多家险企均未披露实际控制人，错综复杂的股权结构极易引发险资举牌过程中的经营风险。因此，监管机构必须持续完善监管制度，要求保险公司按照上市公司的标准公布年度财务报告，并对公司的转股、增资、关联交易等行为进行详细的信息披

<sup>①</sup> 邓晰尹. 2017年PPP市场加速扩容[EB/OL].[2017-02-20].[http://tz.sinoins.com/2017-02/20/content\\_222736.htm](http://tz.sinoins.com/2017-02/20/content_222736.htm).

<sup>②</sup> 徐涌, 陈帆. 宏观审慎视角下保险资金运用风险研究[EB/OL].[2016-12-07].[http://www.financialnews.com.cn/bx/ch/201612/t20161207\\_109211.html](http://www.financialnews.com.cn/bx/ch/201612/t20161207_109211.html).



露，探索建立保险公司偿付能力和资金运用的联动监管机制。同时，加强各大金融监管机构的合作，对跨区域、跨市场、跨行业的金融行为采取穿透式监管模式，通过信息共享机制强化系统性金融风险的整体识别和预警。

第二要全面计提投资资产减值准备。目前，我国保险公司的投资资产减值主要集中在可供出售的权益类资产，而且减值准备的计提比例都比较低。截至2016年6月底，中国人寿、中国人保、中国太保、中国平安计提的可供出售的权益类资产投资的减值比例分别为0.52%、0.49%、0.42%、8.41%。对于债权投资和另类投资而言，除中国平安以外，其他保险公司均未计提减值准备或计提的金额很小，根本难以应对因信用风险增加所带来的减值风险。因此，保险公司应根据国际会计准则IFRS9的相关规定，针对各大类金融资产的风险特征综合采取未来法和历史经验法计提减值准备。

第三要完善逆周期监管机制。针对保险公司在承包业务和投资业务方面的顺周期特征，“偿二代”提出“基于宏观审慎监管的视角，计量逆周期附加资本”。但目前各保险主体测算的核心与测算综合赔付能力充足率时均未考虑增加逆周期附加资本，因此必须健全逆周期资本缓冲机制的具体操作标准。同时，开发逆周期乘数，完善压力测试制度，对保险公司的内部评级风险参数采取跨周期的压力测试。

第四要完善保险保障基金制度。作为抵御和处置行业风险的重要工具，保险保障基金应进一步优化风险监测、评估和预警机制，适时开展保险公司风险状况评估和等级评定。丰富风险处置工具，将“管理救助”和“财务救助”有机结合，细化保障基金救济范围和救济标准，提高市场化风险处置效率。

### （五）提升投资管理能力

随着保险公司客户类别的多元化，资产配置多样化和投资工具的创新化，优秀的投资管理和风险控制能力成为保险公司提高经营绩效和市场竞争力的关键。由于保险公司的投资逐渐从资产配置主导向主动管理主导转型，市场化、专业化和个性化的特征必然要求其切实加强在投研能力和风控水平上的投入力度。具体而言，第一要加大量化投资的研发力度。随着中长期利率、汇率变化的复杂程度加深和保险公司服务实体经济的深入，利用大数据进行投资组

合优化和风险管理已是大势所趋，必然要求保险公司增加在创新和精细化、量化投资模型方面的资金投入。第二要完善长期激励机制。与基金、证券、信托等行业充分尊重不同投资领域的激励惯例相比，保险公司应转变对市场销售的狭隘认知，根据不同的保险资金投资业务领域设置与行业接轨的激励方式，探索从内部绩效考核机制转向市场化比较机制，丰富核心员工薪酬体系中的长期激励措施，构建保险行业职业经理人的职业终身评价体系工作。第三要培育专业另类投资人才队伍。经过多年发展，保险公司在传统投资领域已储备较多的优秀人才，但境外投资（尤其是新兴市场国家）的另类投资领域仍然面临人才匮乏的困境。特别是在另类投资跃升为保险资金配置的第一大类资产后，面对国内另类资产市场的优质项目极为缺乏和私募股权投资、抵押贷款、基金中的基金（FOF）、风险投资（VC）等领域不断创新的情况，保险公司需要通过外引内培，打造熟悉国际法律法规和所投资国家或地区的经济、税务和投资政策以及会计准则，同时掌握各类资产具体情况的专业团队。

#### 参考文献

- [1]陈秉正,何宇佳.基于双驱动型动态最优资产负债管理模型的万能险产品经营分析[J].保险研究,2016(5):13-23.
- [2]陈武,张众.保险资产负债错配的逻辑、策略与风控[J].中国保险,2016(2):46-50.
- [3]郭金龙,胡宏兵.我国保险资金运用现状、问题及策略研究[J].保险研究,2009(9):16-27.
- [4]胡良.偿付能力与保险资金运用监管[J].保险研究,2014(11):94-102.
- [5]李红坤,田立欣.我国保险资金运用顺周期性及逆周期监管[J].经济与管理评论,2016(1):110-118.
- [6]宁威,陆彦婷.保险资金运用的国际比较研究[J].国际经济合作,2016(9):70-75.
- [7]曲扬.保险资金运用的国际比较与启示[J].保险研究,2008(6):83-85.
- [8]叶颖刚,陈晓飞.保险资金举牌上市公司:投资特点、风险与应对[J].南方金融,2016(3):57-64.
- [9]张素敏.保险资金运用的国际经验及启示[J].华北金融,2016(3):76-79.
- [10]赵家敏,苏莉.从资产负债管理看日本寿险业的利差损问题及对我国的启示[J].现代日

## 前沿聚焦

---

本经济, 2004 (2) : 28-32.

[11]赵文昊, 李强. 保险公司资产负债管理技术及指标研究[J]. 保险研究, 2010 (10) : 77-85.

[12]赵光毅, 王锐. 顺周期效应与保险监管[J]. 保险研究, 2010 (3) : 94-97.