

专题

保险公司资金运用 与保险业发展

从国际保险业发展历史来看，随着金融创新的发展和市场竞争的加剧，保险业的经营已从单纯依赖承保业务转变为承保业务与资金运用并重，资金运用日益成为保险业发展的重要支柱。

一、资金运用是保险业的主要利润来源

保险公司经营依赖于承保结果与资金运用收益，两者都能为保险公司贡献利润。近二三十年以来，经济金融全球化进程不断加快，金融管制放松，利率自由化和综合经营渐成潮流，保险公司面对的市场竞争压力不断增大，价格竞争愈加激烈。为维持经营，保险公司压低保费，费率一降再降，导致承保业务亏损。在这种情况下，以资金运用收益弥补承保损失，已成为保险业发展的一个重要趋势（表1）。保险资金运用能力成为保险公司赖以生存的核心竞争力。

表1 2006年度世界非寿险、寿险、再保险保费收入前五名的
保险公司的承保利润与投资收益情况（占净保费比例）

单位：%

类别	序号	公司名称	承保利润率	投资收益率	其他费用率	毛利润率
非 寿 险	1	伯克夏哈撒韦公司	-202.82	27.13	247.24	74.87
	2	好事达公司	11.64	23.48	-1	26.08
	3	千禧控股公司	-68.37	19.75	-1.82	6.01
	4	旅行者公司	6.6	19.48	1	27.07
	5	州立汽车相互保险公司	5.27	9	-3.27	11
寿 险	1	日本邮政人寿保险	-53.01	25.9	29.03	1.92
	2	大都会人寿保险公司	-67.25	59.98	35.32	28.05
	3	日本生命保险公司	-2.38	23.56	6.02	7.07
	4	保诚股份公司	-104.13	118.4	-1.31	12.96
	5	日本第一生命保险公司	0.53	24.12	8.17	6.36
再 保 险	1	安联保险公司	-35.59	56.95	-3.9	17.46
	2	慕尼黑再保险集团	-7.85	23.95	-1.51	14.6
	3	瑞士再保险公司	-3.2	30.67	-1.56	20.09
	4	东京海上日动火灾保险公司	-5.89	14.65	-2.43	6.33
	5	汉诺威再保险股份公司	-0.4	12.43	-0.36	11.68

注：①列入公司为按保费收入从大到小排列前五名的公司；

②其他费用率是保险公司经营中的其他收入或费用与净保费的比值。符号为正是净收入，为负是净费用。

数据来源：ISIS 数据库。

二、保险资金运用的国际经验

从世界范围来看，保险资金的投资对象范围非常广泛，主要包括债券、股票、贷款、不动产等，不同国家各有特色。概括起来有以下几个特点：一是风险较小、收益率稳定的债券投资占主要地位，股票投资因其高风险、高收益的特性，一般占次要地位。二是融资结构对保险公司的投资组合有直接影响。在直接融资发达的美国和英国等国家，保险公司大量投资债券和股票；而在间接融资发达的日本、德国和韩国等国家，保险公司资产中贷款占相当部分。三是各国监管规定直接影响保险资金投资的构成。例如，英国保险监管法规对各种金融工具的投资比例没有限制，保险公司的股票投资比例较高。四是相对于寿险公司，财产险公司更注重变现能力，持有流动性强的存款及等价资产较多。

美国拥有全球最大的证券市场，从 1990 年至今，美国保险公司持有的债券资产的比重一直保持在 50% 以上，股票资产占比不断攀升，2004 年达到资产总额的 11%。英国也有发达的金融市场，但与美国不同的是，英国保险法规对保险公司投资没有任何限制。以经营寿险、健康险为主的长期保险公司将普通股列为最大的投资品种，在 20 世纪 90 年代曾一度达到总资产的 50% 以上，虽在 2000 年后有所下降，但目前仍为第一大资产。从事非寿险业务的一般性保险公司将政府债券列为最重要的投资品种，多年来其投资份额一直保持在 20% 左右；现金和其他短期资产也保持在 10% 以上。相对于美国和英国，德国、日本和韩国的间接融资地位突出，因而在保险资金运用中，贷款较多，

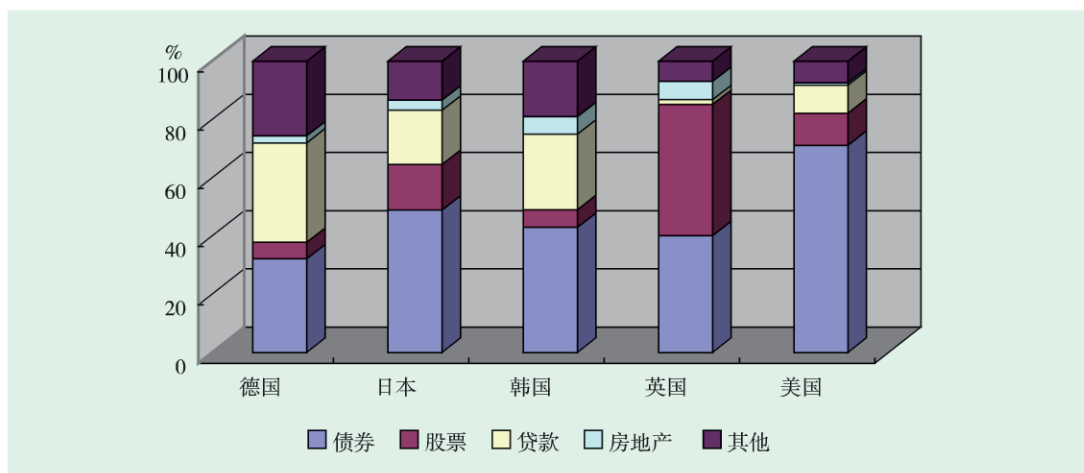


图 1 2004 年部分国家保险资金运用结构

数据来源：OECD 保险业统计年鉴（1994~2004）。

但债券投资仍处于重要位置（图1）。此外，英国和日本的保险公司还特别重视海外投资，多年来，海外投资一直占保险公司资产的10%左右。

三、中国保险资金运用情况

改革开放以来，随着保险业的飞速发展，中国保险业资产迅猛增加，2004年年底超过1万亿元，2006年年底接近2万亿元，至2007年年底超过2.9万亿元。保险资金运用余额接近2.7万亿元，占资产总额的92%，资金运用范围覆盖银行存款、债券、股票等多个投资品种。回顾二十多年来中国保险业的发展历程，保险资金运用经历了以下几个阶段^①：

起步阶段（1980～1987年）：在这一阶段，全行业年保费收入不足100亿元，保险资产积累很少，资金运用还没有成为影响保险业经营的重要因素，保险公司的资金全部存入银行。

全面放开阶段（1987～1995年）：20世纪80年代末，中国金融业开始尝试综合经营。90年代初，经济过热、金融秩序较为混乱等问题突出。在这种形势下，保险业风险控制能力不足，保险公司投资决策权分散，因而受到了较大损失。仅1992年至1993年形成的不良资产就达100多亿元。

全面管制阶段（1995～1997年）：面对上一阶段出现的金融业不能控制综合经营风险、一些深层次矛盾逐步显现等问题，国家对金融业采取了分业经营体制，保险业进入全面管制阶段。1995年颁布的《保险法》第一百零四条规定，保险公司资金运用限于银行存款、政府债券、金融债券及国务院规定的其他运用形式，不得用于设立证券经营机构和向企业投资。这一规定有力地整顿了保险资金运用的混乱现象，控制了投资风险。

逐步放开阶段（1998年至今）：严格限制保险资金运用渠道，虽然能有效控制投资风险，但不利于保险公司提高资金运用收益率。随着保险业整体实力不断壮大和风险控制能力的提高，在风险可控的原则下，金融管理部门开始逐步放宽保险资金的投资渠道。

在债券投资方面，1998年保险公司获得了在银行间同业市场进行回购交易及现券交易的资格，1999年保险公司获准投资中央企业债券，2003年获准投资AA级以上的所有企业债券，2005年颁布的《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》再次拓宽了保险公司投资债券的范围，并调高了保险公司投资企业债券的比例。在股票投资方面，1999年颁布的《保险公司投资证券投

^① 吴定富主编：《中国保险业发展改革报告（1979～2003）》第九章，中国经济出版社，2004。

《证券投资基金暂行办法》批准保险公司间接投资股票市场，2004 年颁布的《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》允许保险资金直接投资股票市场。在境外投资方面，2007 年颁布的《保险资金境外投资管理暂行办法》拓宽了保险资产境外投资的范围与比例。此外，2006 年颁布实施的《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》和《关于保险机构投资者商业银行股权的通知》使保险资金在投资大型项目及银行股权方面获得了新突破。

在投资渠道不断拓宽的情况下，为有效防范投资风险，监管部门近年来出台了《保险资金运用风险控制指引》、《保险公司股票资产托管指引》、《关于加强保险资金风险管理的意见》、《保险机构投资者交易对手风险管理指引》、《保险机构债券投资者信用评级指引》等一系列文件，推行全面风险管理理念。

在监管部门的引导下，保险业资金运用情况有了较大改善。一是在资产运用规范化、专业化方面取得了很大成绩。保险资产管理公司从无到有，截至 2007 年年底，全国已成立了 9 家保险资产管理公司，管理着 87% 以上的保险业资产。二是资金运用结构进一步多样化，从以银行存款为主转变为以债券投资为主，银行存款、股权投资为辅，兼顾其他投资的结构。截至 2007 年年底，银行存款、债券、股票（股权）及证券投资基金占资金运用余额的比例分别为 24.3%、44.0% 和 27.1%（图 2）。三是在稳健投资的基础上，充分利用股票市场改革的有利时机，适度增持股票，大幅提升了资金收益率。2007 年，保险资金运用收益率达到 12.17%（图 3）。

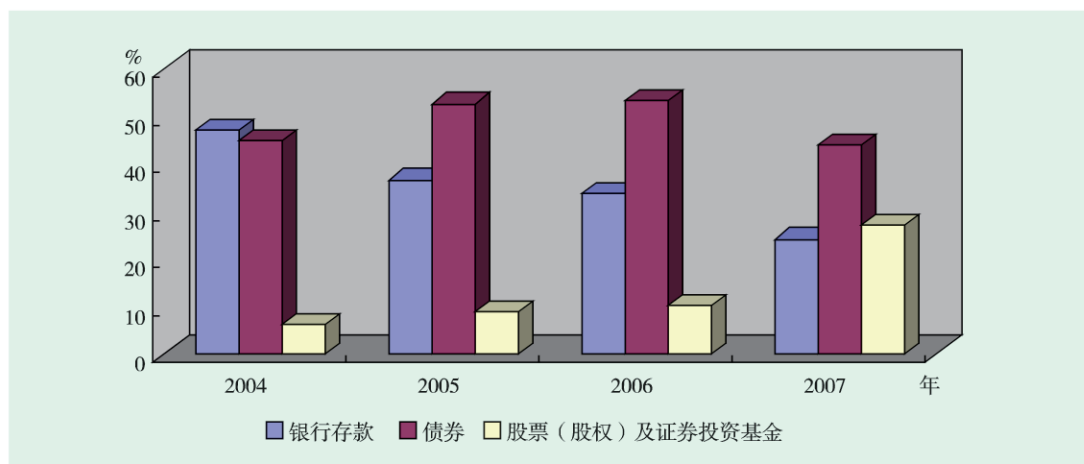


图 2 2004 ~ 2007 年中国保险资金运用结构变化

数据来源：中国保监会。

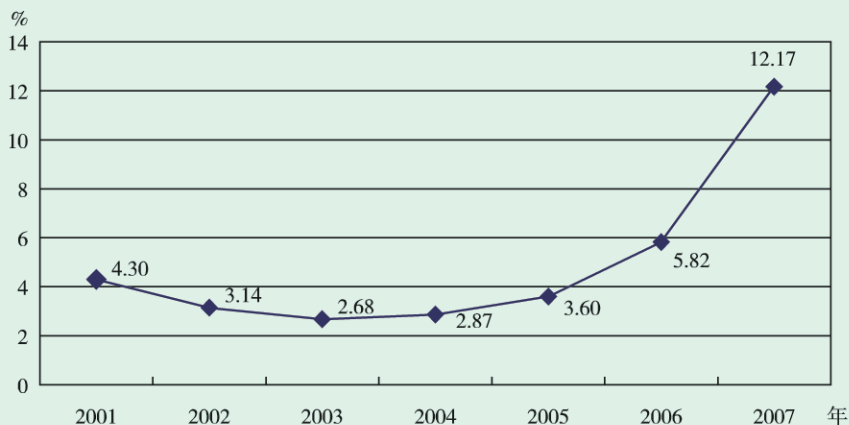


图3 近年来中国保险资金运用收益率变化

数据来源：中国保监会。

四、中国保险资金运用面临的挑战

当前，中国保险业资金运用规模和收益迅速增长，但仍存在一些不利因素，制约保险资金运用水平的进一步提高。

（一）直接融资不发达，保险资金投资选择余地有限

从国际经验来看，债券和股票是保险资金运用的主要领域。在中国社会融资结构中，间接融资占比过高，直接融资比重偏低（图4），影响了金融市场的深度，不利于保险资金投资运作。

（二）债券品种单一，保险公司资产负债管理难度较大

债券投资是保险公司投资组合中的重要组成部分，通常占保险公司资产的1/3至2/3。保险资金运用中，寿险公司资金又占主导地位。由于寿险公司经营期限长，保费收入来源较为稳定，因而在资金运用中偏好持有长期债券。但在中国已发行的债券中，长期债券比例偏低，截至2007年年底，债券存量中期限在1年以下的占26.3%，10年期以上的仅占17.2%。在这种情况下，尽管保险公司努力增持长期债券，但其资产期限仍然较短。以2007年年底保险公司在中央国债登记结算公司托管的债券测算，中国保险业持有的债券期限平

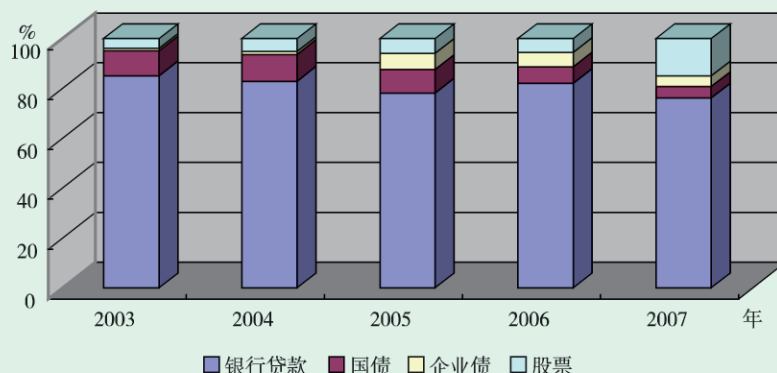


图4 近年来社会融资结构情况

数据来源：中国人民银行，中国证监会，中央国债登记结算公司。

均仅为12年左右^①，造成了保险公司资产与负债的期限错配风险（图5）。此外，债券尤其是长期债券中低收益的国债占比过高，而收益较高的企业债券占比较低，也给保险公司提高资金运用收益率增加了难度。例如在10年期以上债券中，国债占比高达75%，而企业债只占6%左右。

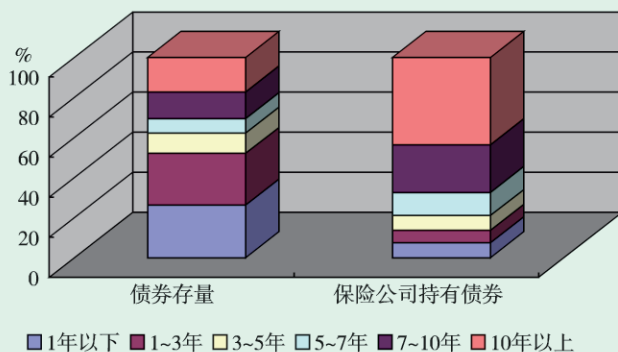


图5 2007年债券存量与保险公司持有债券期限对比图

数据来源：中央国债登记结算公司。

（三）股票投资增长较快，股票价格波动带来的风险不容忽视

2005年以来，股票价格快速上涨，保险业抓住机遇，扩大了在股票市场

^① 根据2007年年末保险公司在中央国债登记结算公司托管债券情况计算而得，采用“每种期限债券规模/债券总值”为权数，乘以每种期限的中间值（如1~3年，按1.5年计算），然后加总后获得。

的投资，投资收益率大幅提高。2007 年，保险资金的投资收益达到 2 791.7 亿元，超过前五年资金运用收益的总和，投资收益率达 12.17%。基金、股票和未上市股权投资占资金运用余额的 27.1%，已实现的收益占资金运用总收益的 70% 左右。股票价格快速上涨，在为保险业带来丰厚投资收益的同时，也带来了挑战。世界保险业发展的历史表明，资产价格高涨时期，保险业容易积聚风险，并在资产价格下跌时集中爆发。例如，20 世纪 80 年代，日本寿险业受高资产价格吸引，推出了高预定利率保单，再将收取的保费投资于股市、房地产等领域，以期获取高回报。当资产价格急剧下跌时，寿险业投资风险、定价风险同时爆发，引发日本大量寿险公司破产。

（四）保险资金运用渠道和投资比例受到的限制仍然较多

近年来，虽然在拓宽投资渠道方面监管部门做了大量工作，保险资金运用构成也日渐丰富，但相对于发达国家，中国保险资金运用的限制仍然偏多（表 2）。主要表现在，当前保险资金运用过分局限于金融市场，参与实体投资的机会较少。^① 这一方面减少了保险业直接分享经济高速增长带来的收益机会，另一方面，也未能充分发挥保险业特有的长期性资金支持国民经济建设的作用。

表 2 各国保险资金投资股票及不动产限制情况

	政府债券	企业债券	股票	贷款	不动产	境外投资
美国 ^①	无限制	无限制	20%	20%	25%	10%
英国	无限制	无限制	无限制	无限制	无限制	无限制
日本	无限制	无限制	30%	无限制	20%	30%
中国	无限制	30%	10% ^②	0	5% ^③	15%

注：①美国保险投资由各州监管，不同的州对保险资金运用范围及比例规定各不相同，这里以纽约州为例。

②中国保险公司还可以将 15% 的资产投资证券投资基金。

③这里是基础设施投资限额。

数据来源：《保险资金运用国际比较》、中国经济信息网：保险年度研究报告、中国保监会。

① 《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》规定，人寿保险公司投资的余额，按成本价格计算不得超过该公司上季度末总资产的 5%；财产保险公司投资的余额，按成本价格计算不得超过该公司上季度末总资产的 2%；人寿保险公司投资单一基础设施项目的余额，按成本价格计算不得超过该项目总预算的 20%；财产保险公司投资单一基础设施项目的余额，按成本价格计算不得超过该项目总预算的 5%。

五、努力提高保险资金运用水平

2006年6月出台的《国务院关于保险业改革发展的若干意见》（简称《若干意见》），强调保险公司要在防范风险的基础上提高收益水平。相关各方应积极配合，贯彻落实《若干意见》，提高保险资金运用水平。

（一）大力发展金融市场，创造更多的投资工具

国际金融业的发展经验以及中国金融业的改革实践表明，保险资金的运用和配置效率与金融市场的发展密切相关，保险业的发展需要高效规范的金融市场来支撑。为增强中国保险公司竞争力，提高保险资金运用效率，应有步骤地发展多层次的金融市场体系，进一步拓展金融市场功能，丰富市场层次，加大非政府信用金融产品的比重，发展各类资产支持证券、企业债券、商业票据等产品。在发展基础产品的同时，有序发展与利率和汇率相关的期货、期权等衍生产品，为保险公司等投资者提供尽可能多的选择机会和风险管理手段。同时，作为重要的金融市场机构投资者，保险公司在金融市场的发展和改革中也应该勇于创新，不断进取，主动参与开发长期债券产品等金融工具，改善资产负债期限错配的状况。

（二）在风险可控的前提下，进一步拓宽资金运用渠道和范围

根据国民经济发展的需求和保险业风险控制能力，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，为国民经济建设提供资金支持。鼓励保险资金以多种形式投资资本市场，稳步推进保险资金投资资产证券化产品，加快发展保险资金投资不动产领域，支持保险资金参股商业银行等金融机构和境外投资。

（三）加快保险资产管理体制改革，强化资金运用监管

随着保险资金运用渠道的拓宽，保险公司面临的投资风险也不断增大。应加快保险公司资金运用管理体制改革，强化监管，更好地防范风险。一是加快专业化、市场化、规范化的保险资金管理体系的建设，进一步推动保险资产管理公司的发展，鼓励和支持其引进境外战略投资者，提高业务水平，完善公司治理结构。二是在保险资金运用中，建立有效的风险控制机制，健全投资决策、交易和托管三分离的防火墙制度。进一步明确委托人、受托人和托管人的职责和法律关系，形成专业分工和有效制衡的运行机制。三是进一步增强保险

公司风险管理能力。在正确处理安全性、流动性和收益性的基础上确定资产组合。四是强化信息披露，加强保险资金投资关联交易管理，促进保险资金管理规范、透明。五是加强金融管理部门的沟通，建立健全金融监管协调机制，防范跨行业、跨市场金融风险。

（主要执笔：王少群 陈 敏）