

我国保险资金运用渠道的拓宽 及风险管理

刘新立

(北京大学经济学院风险管理与保险学系,北京 100871)

摘要:保险资金运用渠道如何拓宽,以及在保险资金的运用过程中应如何建立风险管理体系和机制,一直是我国理论界和实务部门研究和关注的热点问题。文章首先对目前市场中适合选择的保险投资领域进行了风险分析,研究表明,在我国市场尚存在许多不足的情况下,各投资领域都有其特殊的投资风险,这些风险和制度变迁的背景有密切关系。文章在此基础上,提出了包括保险公司内部控制及监管部门外部监督在内的风险管理体系。偿付能力的维护是保险资金运用的首要目标,无论是具体的投资操作,还是宏观的监管政策,都要以此为核心,保证资金在安全和高效之间尽可能取得平衡。

关键词:保险资金运用渠道;拓宽;风险

中图分类号:F842 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2004)09-0066-08

一、引言

近年来,我国保险业发展迅速,保费收入从1980年的4.6亿元增加到2002年的3053亿元,年平均增长率达32%^①。随着行业发展速度的加快,保险资金运用渠道狭窄的问题日益突出。在美国,保险公司和私人养老基金的投资在货币和资本市场中所占份额高达22.7%,收益率也在10%左右,投资收益尤其对寿险公司来说是盈利的主要来源,而国内目前保险资金运用收益率仅为4%左右。由于投资收益不高,只能依赖于承保盈余。产险公司的利润主要来自承保利润,赔付率大约60%上下,寿险公司新增业务存在利差益,意外险利润成为寿险公司利润的主要来源。尽管如此,我国保险业,尤其是寿险部分仍然面临巨大的偿付压力。这主要是因为,我国寿险业在市场利率水平较高的时期采取了粗放型的数量扩张战略,加之经济环境和有关法规的限制,签发了大量高利率的寿险保单。而自1996年以来,我国保险公司资

收稿日期:2004-04-26

基金项目:国家社科基金项目(02BJY137)

作者简介:刘新立(1972—),女,天津人,北京大学经济学院风险管理与保险学系副教授。

金运用的主要渠道——银行存款和国债利息却大幅下调。在短短两年内,人民币基准利率(一年期定期存款利率)由 10.98% 下降为 2.25%,加上利息税以及保险公司活期存款不再列为同业存款等的影响,实际利率更低,保险资金运用的收益整体下滑,投资平均收益率低于保单平均利率,形成巨额利差损。短时期内,由于保费收入尚能保持一定的增长比例,消费市场尚未成熟以及赔付率较低,利差损还能被充足的后续资金暂时掩盖;但长期来看,一方面,入世后激烈的竞争将使承保利润趋薄;另一方面,目前以年金支付的养老保险在寿险业务中占很大比重,消费群多在 25 岁~40 岁之间,20 年后寿险公司将面临偿付高峰,如果资金运用的问题仍然没有得到很好的解决,寿险公司在资产无法保值、增值的情况下,就易形成长期以来收益不足以弥补支出的局面,这实际上是在举新债还旧债,根本无法抵御巨灾风险,一旦保费收入发生逆转或出现其他方面的市场诱因,势必引发存量风险,给国内保险业以致命打击,甚至引发整个金融市场的金融危机和社会不稳定。由此看出,保险资金运作的成效已成为制约保险业持续经营和发展的关键环节。而无论是放宽对现有投资渠道的限制,还是尝试新的投资领域,最重要的是严格的风险分析与风险管理。本文对我国当前市场中可能选择的保险资金投资渠道进行了风险分析,在此基础上,提出了系统的风险管理措施。

二、保险资金运用渠道的拓宽及风险

保险资金运用渠道的拓宽包括投资比例和投资领域的拓宽,决策时风险与收益都是最主要的依据,要根据我国的市场状况进行具体的风险分析。

1. 债券。债券是各国保险资金首选的投资工具,其违约风险低、流动性高的特点非常适合保险资金。债券投资所面临的风险主要是利率风险、信用风险和流动性风险。

债券是利率敏感性资产,根据利率期限结构理论(Culbertson, J M, 1957),债券价格会由于利率变化导致其内在收益率变化而出现反向变动,使保险公司面临债券出售价格波动的风险;即使保险公司持有债券一直到还本付息,也会面临所得利息的再投资风险。由于我国金融市场尚不成熟,债券的利率风险有很大的特殊性。首先,由于我国还没有真正意义上的市场利率,债券的发行利率大多参照存款利率,如规定企业债券不能超过同期银行居民定额储蓄存款的 40%。第二,我国以银行体系为主的间接融资体系使得大量资金只能追逐少量债券,导致长期债券利率大幅下降,如 2002 年 30 年期国债曾出现 2.9% 的低利率,即使经过市场调整,市场收益率也仅为 3.5% 左右,比 5 年期国债收益率高不足 1%。

债券的信用风险从低到高依次为国债、金融债券和企业债券,具体一项债券信用风险的大小可依据法定评级机构提供的债券评级来判断。由于近期内

国债仍然是保险资金投资债券的主要方向,所以国债信用风险的影响最大。伴随国债发行规模的进一步扩张,机会成本不断上升,剩余效应不断缩小,国债风险也有所累加。此外,现行法律规定地方政府不能发债,为平衡地方建设资金不足,中央发行的部分国债总要转贷地方使用,同时要求地方提供相应的配套资金。但如果地方政府行为不太规范,在银行体制、投资体制、企业体制均未改革到位的情况下,这样甚至可能加剧国债风险。

我国债券市场的流动性风险主要受市场规模影响。一方面,我国债券市场比较单一。首先,在期限方面,长期债券的数量较少。其次,在品种方面,对于在美国几乎占寿险公司投资比例一半以上的企业债,在我国自1986年发行以来,基本上只是重点建设债券、中央企业债券和地方企业债券等几种。而且企业债的流动性风险正在发生变化,2003年1至7月企业债发行总额113亿元,占同期股票融资总额的四成,从发展趋势来看,这一市场将有很大空间。另一方面,有的债券并不能完全上市流通,如1997年发行铁路债35亿元,只有2亿元得以上市。同时我国也没有形成成熟的做市商制度,缺乏标准化产品和全国统一的债券市场,造成债券发行和买卖很不方便,加之银行机构在一级市场持有大量债券的同时在二级市场现券买卖并不活跃,由此更加剧了债券市场的流动性风险。

2. 股票。投资股票所面临的风险主要有市场风险、利率风险、购买力风险等系统风险以及管理风险、流动性风险等非系统风险。

从系统风险的角度来说,我国股市仍属发展中的新兴市场,具有复杂的市场结构和制度背景,尤其是具有明显的“政策市”特征,系统风险的比重远高于成熟市场。我国股市收益率波动十分剧烈(江晓东,2002),而且目前股市的运行与经济运行的规律不相符合,如2003年上半年,中国经济在非典肆虐的情况下,保持了较高速度的增长,但证券市场却仍然在弱市状态下运行。我国的上市公司大部分是国企转制而来,由于现行制度的缺陷,这些公司重上市轻转制,这导致我国股市的非系统风险也比较高。

3. 证券投资基金。目前我国市场上保险公司已成为基金的最大机构投资者,截至2003年7月底,保险资金投资证券投资基金达到396.48亿元,同比增长70.22%,占保险总资产的4.98%。^②

投资基金同样也要承担系统性风险和非系统性风险。按照证券投资组合理论,证券投资基金通过多样化的投资组合来分散非系统风险,其所承担的风险主要是系统风险。发达国家股票市场中通过证券投资组合可以分散70%~80%的风险量,而我国证券投资基金投资股票的集中度较高,通过分析基金各期的投资组合,发现基金重仓持股现象严重。以前基金能够获得高收益与其能够作为战略投资者参与新股配售有很大关系,而新股收益率曾保持在较高水平上,2000年最低也达到30%,但现在随着新股发行的市场化进

程不断加快,这块“暴利”将不复存在。这些都对保险资金投资证券投资基金的收益平均值和稳定性有很大影响。保险资金间接入市的3年来,收益率呈下降趋势,尤其是2002年的证券投资基金收益率低至-21.3%。^⑨

4. 房地产。入世后,我国房地产市场的投资前景比较乐观。首先,办公楼宇、商住楼宇、外销公寓最先受益。其次,虽然由于关税降低、土地成本上升等原因会使得房地产价格走势面临更加复杂的局面,但适销对路的房地产增值是不言而喻的。第三,从中长期来看,房地产行业的运作规则也将走向规范。当前,房地产市场也有多方融资的迫切需求,如中国人民银行前不久下发了《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》,规定商业银行对土地储备机构发放的贷款明确为抵押贷款,贷款额度不得超过所收购土地评估价值的70%,贷款期限最长不超过两年。这一政策就使得一些注册资本单薄的土地储备中心面临资金链断裂的危机,急需扩大融资范围。

房地产产品的价值分为楼面地价和房价两部分,作为投资品时,其收益主要表现在地价的升值,因此传统房地产经济学强调区位的决定性。但在我国进行房地产投资时,可能会面临较大的功能性折旧风险,即房地产功能的重要性有时会超过区位。这是因为在我国,社会及市场对房地产功能的需求更新非常快,使得房地产功能折旧期大幅缩短;另外,我国房地产需求方表现出市场无差别消费心理,这和发达国家成熟市场中消费呈现较大差异性的情况形成鲜明对比,特殊的消费心理也使功能折旧速度更快。

5. 基础设施建设。我国的基础设施投资在未来中长期内将维持较高水平,需要大量资金,而目前我国的中长期资金来源却并不充足。一是由于作为长期资金重要来源的长期国债发行受国家财政偿付率的影响,很难再扩大规模;二是银行长期资金的运用受到限制,如我国《贷款通则》规定,商业银行长期贷款期限“一般不得超过10年”,加上可以展期的3年,制度规定的最长期限为13年。从投资风险来看,投资基础设施的回报适中,如上海的轻轨交通线等项目,回报率都在6.21%左右,收益的波动性较小,回报相对稳定,比较符合保险资金安全稳健的宗旨。同时,基础设施建设项目保值增值功能有利于寿险公司控制通货膨胀风险,这是存款和债券都不具备的,尤其适合需要长期投资的寿险资金。当然,由于投资期限较长,利率风险和信用风险仍然是一个潜在的隐患,但总的来说,寿险资金运用于基础设施投资将在总体上保证寿险资金风险分布的合理化。

除了上述五种投资领域之外,还有一些渠道也得到保险公司的认可,如一些保险公司提出的物业回购等。这些投资渠道各有特点,也都存在不同程度的风险,如果资本市场以及相关体制还不完善的话,这些风险中的系统性成分会更大。如果不能很好地进行风险管理,投资风险会成为保险公司整体经营发展的阻碍因素,加大管理经营成本,严重影响公司正常经营,甚至出现危机。

三、保险资金运用的风险管理措施

国际上,保险资金运用的风险管理主要采用的方法包括:(1)资产负债管理。通过调整资产负债不匹配的缺口,使保险公司的现金流入和现金流出相匹配,以抵御利率风险对净现金流量的影响,其中主要应用利率敏感性缺口管理和持续期缺口管理。(2)利用金融衍生工具。在发达国家,金融衍生工具种类繁多,保险资金大量应用期货、期权等进行套期保值。(3)套利。在金融市场不完善的情况下,保险资金可以在同一市场的不同品种之间或不同市场的相同品种之间进行套利。(4)博弈。在资金运用的过程中,对所有资金运用场所的参与者进行分析和研究,掌握其交易(行动)及其可能得到的信息状况和可能采取的投资战略。在此基础上,制定自己的投资战略计划。

从系统论的角度出发,结合我国市场的实际情况,我国保险资金运用的风险管理可以分为内部控制和外部监管两方面。

(一)保险公司的内部控制

1. 树立正确的经营投资理念。首先,一切事物的发生发展都有赖于其特有的生存背景,保险资金运用也是一样。例如股票市场,其波动性较大的原因前文已有分析,从动态的角度看,如果保险资金直接入市,资金量的变化有可能改变市场风险状况,但这种改变治标不治本,股市从本质上来说,缺乏的并不只是资金。因此,保险资金运用的理念应以市场现实为基础,并随市场变化而变化。其次,保险公司应有明确、统一的投资理念,所有的投资活动都要依据这一理念。总结历史上许多大型金融机构失败的教训,如德国巴林银行的倒闭和香港百富勤的破产,表面上看是由于个人投机和外界环境的突变,或者进一步说是风险管理流程有缺陷,但究其本质,都是源于机构内部的风险管理理念与文化出现偏颇,尤其是决策者的投资理念偏离了稳健的宗旨。只有投资理念与风险管理文化正确、鲜明,才能保证公司内部投资政策的连续性,才能谈及管理体系的严密,而投资领域最大的风险——道德风险才有可能得到控制。

2. 完善保险投资的组织结构。在当今世界 500 强的 34 家股份制保险公司中,有 80% 以上的公司采取了专业化保险资产管理机构的模式对保险资金进行经营管理和运作。与完全依靠外部委托的模式以及完全依靠内设部门的模式相比,专业化的保险资产管理公司在引入市场竞争,提高投资收益的同时,建立了保险公司和资产管理公司双层风险监控体系,降低了投资的市场风险和管理风险。

3. 建立科学的投资决策、风险控制、绩效评估和投资运作流程。首先,决策层要确定投资策略,包括投资期限的长短、各种类别风险的承受能力、投资于某一领域的数额限制以及每一种资产类别占总资产的百分比。在金融风险

的管理中,普遍应用的策略就是套期保值(Susan X Li, 1995),如 2001 年底,美国 86%的寿险公司使用衍生产品控制利率风险和股市风险,但我国市场上目前还没有直接的套期保值工具,这就使得上述这些硬性的限制格外重要。其次,各级投资经理及交易人员在具体选择投资品种时,要严格遵照决策层的各项设定,采取一系列风险评估和风险管理的技术进行分析与套期保值。不同的金融分析工具适用于不同的交易部位,如前端的交易人员采用敏感性分析,如利率敏感性缺口和持续期缺口分析等,进行定价和结构 MBS 等分析,中端人员采用极限测试与情景分析,后端人员应用 VAR 方法汇总前端人员的交易风险,进行资产负债评估及套利机会识别,负责决策层的沟通等。再次,在对整体投资绩效进行评估的同时,根据不同保险产品的风险偏好及投资期间设立不同投资组合,分别制定投资基准指标进行考核,形成绩效评估体系。最后,为控制道德风险,建立资金运用决策系统、执行系统、考核监控系统三大系统,并且构建相互协调、相互制约的分权制衡机制。

4. 制定各项资金投向的风险控制策略。(1)债券。我国债券市场特殊的利率风险对保险资金的影响为:一是债券利率并不完全是由市场需求决定,其中可能存在套利机会;二是长期债券投资的收益有限;三是债券投资虽可以提高期望收益率,但因和储蓄存款利率高度正相关,其在保险资金投资组合中分散风险的能力就大大降低。因此,债券在整个投资组合中虽然是很主要的一部分,但比例并不是越高越好。此外,资产负债管理是控制利率风险的重要技术。对于债券的信用风险,要充分借助于第三方的信息,设立一定的资信水平下限。(2)股票与证券投资基金。由以上的风险分析可知,至少在近期,保险资金投资股市的风险很大,不仅期望收益率难以保证,收益的波动性对保险资金来说也是一个很大的威胁。对于股市的非系统风险,可以通过证券投资基金加以分散。保险公司作为机构投资者,相对来说,承担的主要还是系统风险,对 1994 年 1 月至 2001 年 11 月所有上市 A 股的日收益率经过复权调整后的实证研究表明,我国股市的系统风险一直都高于 S&P500 的系统风险,在市场总风险中所占比重平均高达 65%,而 S&P500 的系统风险在市场总风险中所占比重平均只有 40%(宋逢明、江婕;2003)。因此,在股票和证券投资基金投资方面要格外慎重,首先要建立在 VaR 基础上的风险评估,定期进行压力测试;其次要制定合理的交易限额。(3)房地产市场。在我国当前市场尚不规范以及信用制度缺失的情况下,和一些房地产领域的机构合作时必须经过严格的资信评估,以规避信用风险。在风险控制方面,由于房地产市场易于积聚投机性,这一渠道的投资不宜占过大比重,并有相应的房地产投资咨询公司及时为投资者提供配套的信息服务,保障保险企业的投资收益。在具体运作中,可以采用西方称之为前沿货币合约的方式进行,由房地产开发商和保险公司联合起来,共同合作进行房地产开发建设,或通过证券投资与产业投资进

入房地产融资市场,如投资于证券投资基金,通过投资基金的运营,投资于与房地产相关的证券。在保险资金运用范围进一步拓宽以后,可以考虑保险公司直接购买房地产类的证券。(4)基础设施建设。首先,保险公司可以直接投资于基础设施建设,这样可以直接获取利润,但由于技术和人才的限制,具体运作起来可能困难较大;第二种方式是投资基础设施项目发行的长期建设债券,这种模式的实施要取决于基础设施投资体制的改革和证券市场的发展,尤其是公司债券市场的发展;第三种方式是联合贷款,保险公司可与银行合作,参加大型基础设施项目的贷款,这样可使保险资金分散投资于多个大型基础设施项目,这一方式的收益与风险在很大程度上取决于商业银行和寿险公司之间能否建立双赢的利益分配机制;此外,还可以考虑证券化的投资方式。

(二)监管部门的外部监管

在我国目前资本市场不完善,保险公司自我约束机制及内控机制不健全,投资能力不足,承受风险的能力较差等客观情况下,监管部门可以以保证公司偿付能力为核心,对保险资金的投资组合制定指导性规则。

对于目前亟待解决各领域投资比例问题,从期望回报的角度考虑,可以参考公式: $\sum_{k=1}^m \sum_{r=1}^n A l_k (1 + i_{kr})^n P(i_{kr}) = E$, 其中: A 为可运用资金总额; l_k 为第 k 个渠道的投资比例; i_{kr} 为第 k 个投资渠道的第 r 种可能的收益率; $P(i_{kr})$ 为 i_{kr} 的概率; E 为所要达到的期望收益。投资渠道的拓宽也适合采取渐近的模式,随市场变化和行业发展状况逐渐调整,但总的指导思想,即风险资本的比例应基本维持稳定,这样具体的政策虽然有变化,但这是连续性的变化,不会对投资行为造成不良冲击,也有利于保险公司构建一致的投资理念,进而确保我国保险业和资本市场实现良性的互动发展。

四、结 论

保险资金运用渠道拓宽的目的是保持保险公司的偿付能力,因此,在政策的制定和以后的投资实践中,要以此为宗旨,以严格的风险分析和风险管理为基础。保险资金运用的风险管理体系分为保险公司的内部控制和监管部门的风险监管两个层面。保险公司内部控制的核心在于投资理念、组织体系和操作体系。监管部门的外部监督则着眼于阻止保险公司的过度投机,以连续性的政策帮助保险公司面对变化的市场,使得中国的保险企业最终像国际著名保险企业一样,成为新型的金融服务公司,最终完全同国际市场接轨。

注释:

①参见《中国保险报》,2003年5月28日。

②http://www.china_insurance.com.cn,2003年8月21日。

③“2002年保险资金运用结构不合理”,《中国保险报》2003年2月20日。

④胡艳君:《抓住入世有利时机,加快我国房地产业发展》,中国房地产,2000年第6期。

参考文献:

- [1]Culbertson, J M. The term structure of interest rates[J]. Quarterly Journal of Economics, 71(1957):485~517.
- [2]Michel Crouhy, Robert Mark, Dan Galai. Risk management[M]. McGraw-Hill, 2000.
- [3]Jean-Charles Rochet, Jean Tirole. Controlling risk in payment system, journal of money [J]. Credit and Banking, Vol. 28, No. 4: 832~862.
- [4]Keith B Johnson. Investment organization, policy and practice in property-liability insurance[J]. The Journal of Risk and Insurance, Vol. 39, No. 1, 1972: 55~64.
- [5]许均华,李启亚. 宏观政策对我国股市影响的实证研究[J]. 经济研究, 2001, (9).
- [6]尚晓阳. 保险资金进入股市的理论思考[J]. 经济师, 2002, (11).
- [7]王绪谨. 论后起工业国和地区保险投资的演进及其启迪[J]. 南京经济学院学报, 1999, (3).
- [8]江晓东. 股票收益率波动的实证研究[J]. 东南学术, 2002, (4).
- [9]宋逢明,江捷. 中国股票市场波动性特性的实证研究[J]. 金融研究, 2003, (2).
- [10]王岩,张英华. 保险资金运营与基金组织结构的完善[J]. 保险研究, 2002, (7).

The Broadening of China's Insurance Fund Investment Channel and Its Risk Management

LIU Xin-li

(Department of Risk Management and Insurance, School of Economics,
Peking University, Beijing 100871, China)

Abstract: How to broaden the insurance fund investment channel and how to constitute the system and mechanism of its risk management during the application process of the insurance fund investment have been issues heatedly discussed by researchers and practitioners. The paper first analyzes the risk of the insurance fund investment channels which can be selected in current market. The research shows that on the condition that the current market is imperfect, there are speculate risks in each channel, which have affinity with the background of institution transition. Based on this, the paper puts forward the risk management system including the internal control of insurance companies and external intendance of supervising departments. The primary aim of insurance fund application is to retain solvency. Both the actual investment operation and the macro-supervising policy must be based on this target to ensure the balance between fund safety and high efficiency.

Key words: insurance fund investment channel; broaden; risk