

中国保险业研究报告

一、行业发展状况

1. 保险行业的特点

保险业是经营风险的特殊行业。保险是专门以风险为经营对象、为人们提供风险保障的一种特殊的制度安排，是一种风险转移的机制，同时具备储蓄功能。与一般的企业相比，保险业具有投资需求大、经营周期长、利润率稳定的特点，是典型的以创新来推动增长的金融产业。其中产险业具有高度周期性[1]。

2. 社会保险和商业保险

保险按其目的可分为社会保险和商业保险。社会保险指由国家通过立法对公民强制征收保费，形成保险基金，以对投保人提供保障的一种社会保障制度。它具有强制性，并不以盈利为目的。运行中若出现赤字，国家财政将给予支持；商业保险是按商业原则经营，以盈利为目的的保险形式。保险企业独立核算、自主经营、自负盈亏。截至 2002 年底，我国的社会保障基金总资产达到 1241.9 亿元，商业保险公司总资产达 6494.1 亿元。本文的主要研究对象是商业保险。

3. 中国保险业发展状况

中国保险业尚处于成长初期，发展速度较快。全国保费收入由 1980 年的 4.6 亿元增加到 2002 年的 3053.14 元，年均增长速度 34.4%，远远高于同期 GDP 增长速度。现保费收入世界排名在 15-20 位之间。

从世界各国保险业的发展经历看，寿险业的发展速度大大高于非寿险业。我国保险业的发展也经历了相同的变化：从 1992 至 2002 十年间，寿险保费收入的年均复合增长率达到 42.8%，而产险保费收入的增长仅为 18.1%；1980 年保险业全面恢复时，寿险保费收入几乎为零，1992 年，寿险保费收入占总保费收入的比例达到 30.4%，1997 年，寿险保费收入开始超过产险，2002 年，寿险保费收入占总保费收入的比例达到 74.5%，而且这一趋势还将继续下去。

伴随着保费收入以大大高于国民收入和人口数量增长的速度增加，我国的保险深度（保费收入/GDP）和保险密度（保费收入/人口总数）这两个保险市场成熟度指标不断增长。截至 2002 年底，中国保险深度达到 3%，保险密度为 237.6 元，较之世界发达国家保险深度平均 8%-10%、保险密度人均数千元美元的水平，我国保险有效需求明显不足，但同时也展现了我国保险业的广阔发展空间。

二、行业竞争格局

截至 2002 年底，保险公司数量发展到 54 家，总资产达 6494.1 元，保险营销员超过 100 万人。初步形成以国有商业保险公司为主、中外保险公司并存、多家保险公司竞争的格局。

1979 年我国保险业务恢复后，中国人民保险公司完全垄断市常 1988 年平安保险公司的成立打破了这一格局。同年，交通银行成立保险部（太平洋保险公司前身）。这两家股份制保险公司成立后，迅速把业务拓展到全国范围，同中国人民保险公司展开了竞争。从 90 年代开始，股份制的新华、泰康、华泰及外资友邦、东京上海、皇家太阳联合等保险公司先后成立，市场竞争主体多元化的态势开始形成。截至 2002 年底，保险公司数量发展到 54 家，其中国有独资保险公司 5 家，股份制保险公司 15 家，中外合资保险公司 20 家，外资保险公司 14 家。另外，还有 19 个国家和地区的 112 家外资保险公司在内地的 14 个城市设立了 199 个代表处，等待进入中国保险市常

1996 年，中国人民保险公司更名为中国人民保险(集团)公司（简称中保集团），下设财产保险,人寿保险,再保险三个专业子公司,实行分业经营。1998 年底，中保集团被撤销，三个子公司成为独立法人，其中中保财产保险有限公司继承人保品牌,更名为中国人民保险公司；中保人寿保险公司更名为中国人寿保险公司。

由于历史原因，原中保集团仍然保持着市场主导地位。2001 年，中国人民保险公司保费收入占产险总保费收入的 75%；中国人寿占寿险总保费收入的 57%。它们和平安、太平洋[2]两家保险公司的保费收入之和在产险和寿险市场上分别占到 96%和 95%。

三、目前市场主要险种

寿险

在中国保险业发展历程中，人寿保险业虽起步较晚，但发展很快，占整个保险市场份额的比例也不断增加，保费收入已由 1982 年的 159 万元增至 2002 年的 2274.84 亿元，占保费总收入的 74.5%，寿险已超过产险成为保险市场的主要业务。从产品种类看，保险产品不断趋于多样化，已由 80 年代的几十种增加到 2002 年的数百种。

2000 年以前，我国寿险市场上以传统储蓄型产品（非分红险、意外伤害险、健康险以及补充医疗险）为主。由于银行连续降息对寿险公司的投资收益造成了很大的影响，2000 年后，寿险市场发生了较大变化，投资连结保险、分红产品以及万能险等收益直接与保险公司的投资绩效挂钩、客户与保险人共同承担投资风险的新产品相继上市，并以很快的速度增长。2000 年，新产品的保费收入仅占寿险总保费收入的 3.11%，到 2001 年底，新产品比例达到 29.39%，其中分红险比例从 0.88%上升至 19.07%。

表 1 寿险主要险种保费收入比例变化

单位：%	项目	2001年	2000年
传统产品	非分红	61.2	83.21
	意外伤害险	5.18	8.06
	健康险	4.22	5.62
	补充医疗险	0.01	-
新产品	分红险	19.07	0.88
	投连产品	7.49	1.69
	万能	2.83	0.54

其中，传统非分红产品：高保证；收益固定，与保险公司投资绩效无关；保险公司承担全部投资风险。传统分红产品：低保证；与保险公司经营利润有关，和保险公司的投资绩效间接挂钩；保险公司与客户分担投资风险。非传统产品：低或无保证；收益直接与保险公司的投资绩效挂钩；客户承担投资风险。

产险

我国产险险种的创新比寿险慢，险种单一，不灵活。主要险种包括财产保险、责任保险、信用保证保险和农业保险，其中财产保险的保费收入约占到95%。财产保险中又以机动车辆保险和企业财产保险为主。

四、行业经营状况

在这一部分，我们将通过对几家主要保险公司的盈利能力、偿付能力和资本充足水平来考察我国保险公司的基本经营状况。

盈利能力

我们以投资收益率（利润总额/总资产）作为衡量保险公司盈利能力的指标：

表 3 保险公司的盈利能力（2001年）

单位：%			
公司	利润总额/总资产	公司	利润总额/总资产
中国人保	2.9*	中国人寿	0.3
平安保险	2.4	太平洋人寿	-10.8

太平洋财产	11.2	新华人寿	0.3
华泰财产	2.3	泰康人寿	-1.1
永安财产	0.02	大众保险	4.5

注：*中国人民保险公司的损益表无“利润总额”一项，而以其“本年盈利”代替。

由上表可以看出，在资产收益率的比较中，90年代中期成立的股份制保险公司并不比国有保险公司表现得更好；而产险公司的情况普遍好于寿险公司。

产险公司的主要收益来源是“费差益”，而寿险公司收益的主要来源是“利差益”和“死差益”，寿险公司的资产收益率在很大程度上取决于银行利率和保险资金的投资收益。近年来我国利率不断下调给寿险公司的盈利造成了沉重的打击，承担历史高利率的保费收入其资金成本一方面无法由银行存款利息得到弥补，另一方面由于保险资金运用方式受到限制，而不能找到收益较好的其它投资工具。从2000年到2002年，我国保险公司的平均投资收益分别为3.59%、4.3%和3.14%。

目前，保险资金的投资渠道主要是购买中央企业债券、参与银行同业拆借市场的国债回购、投资证券投资基金和办理大额协议存款等。除投资于证券投资基金外，其他几个渠道收益弹性均较校2002年中，保险资金间接投资于证券投资基金的资金量达312.46亿元，但由于股市收益下降，不足3成基金盈利，49只封闭式基金净亏损达35.15亿元，平均每个基金单位亏损约为0.045元，其中的保险资金收益也就可想而知。

偿付能力

考察保险公司经营情况最重要的指标之一是偿付能力，它直接关系到公司持续经营能力的高低，中国保监会一直把偿付能力监管作为保险监管工作的重点，《保险公司管理规定》要求，保险公司应具有与其业务规模相适应的最低偿付能力[3]。

由于会计资料可得性的限制，我们无法计算出主要保险公司的实际偿付能力和法定最低偿付能力，但可以通过对它们自有资本的充足水平（净资产/总资产）来估计公司的偿付能力。根据主要保险公司公布的2001年财务报表，国有保险公司，特别是国有寿险公司的自有资本水平较低，如中国人寿的净资产/总资产仅为3.1%，太平洋人寿由于2001年亏损31亿元，抵去10亿元的实收资本后，所有者权益为负21亿；而90年代中期成立的股份制保险公司自有资本充足水平较高。

表4 保险公司的盈利能力（2001年）

公司	净资产/总资产	公司	净资产/总资产
中国人保	17.9%	中国人寿	3.1%

平安保险	6.8%	太平洋人寿	-7.3%
太平洋财产	24.5%	新华人寿	23.7%
华泰财产	28.6%	泰康人寿	27.5%
永安财产	39.3%	大众保险	62.0%

资本充足率

另外，损失准备/资产净值与实收保费/资产净值也是衡量保险公司资本充足率的重要指标。其中，损失准备/资产净值是衡量总体资本充足率的最佳指标；实收保费/资产净值是新业务占资本比率的衡量指标。如果这一比率超过 2，公司就被认为在新业务的拓展中缺少相应的资本。（Berka & Shepard 1997）

表 5 各保险公司的资本充足率状况

公司	损失准备 /资产净值		实收保费 /资产净值		公司	损失准备 /资产净值		实收保费 /资产净值	
中国人保	3.1	5.4	中国人寿	28.0			11.9		
平安保险	13.1	7.2	太平洋人寿	-14.1			-6.8		
太平洋财产	2.5	4.6	新华人寿	2.7			1.6		
华泰财产	0.4	0.4	泰康人寿	1.7			1.1		
永安财产	0.2	0.005	大众保险	0.4			0.8		

对这两个指标的计算也表明了同样的结果，即国有保险公司，特别是国有寿险公司的资本充足水平较低，而 90 年代中期成立的股份制保险公司资本充足水平高。

对这两个指标的计算也表明了同样的结果，即国有保险公司，特别是国有寿险公司的资本充足水平较低，而 90 年代中期成立的股份制保险公司资本充足水平高。

参考资料：

《中国统计年鉴》

《中国金融年鉴》

Vaughan, E. J. 1995, Essentials of Insurance: A Risk Management Perspective, New York: John Wiley & Sons.

Berka, Jack and Shepard, Lee 1997, Financial Valuation: Business and Business Interests, Gorham & Lamont, Boston, MA.

[1] 根据周期阶段的不同, 保险市场被相应描绘为“硬的”和“软的”: 在保险人能够获得承保利润的时期, 市场被称为是“软的”, 保险人通过降低价格来增加市场份额, 降价的含义不仅仅是绝对费率水平的降低, 而且包含承保标准的放宽, 继而亏损产生, 保险人于是开始提高价格并严格承保标准。(Vaughan & Vaughan, 1995)

[2] 中国太平洋保险公司于 2000 年实施分业经营机构体制改革, 于 2001 年新组建中国太平洋保险(集团)股份有限公司, 并在国内控股设立中国太平洋财产保险股份有限公司和中国太平洋人寿保险股份有限公司。

[3] 实际偿付能力=会计制度末的实际资产价值-实际负债

最低偿付能力=短期人身保险业务最低偿付能力+长期人身保险业务最低偿付能力

中国保险业的市場结构现状分析及发展趋势

2003-04-21 资料来源:《经济评论》2002 年第 2 期

摘要: 本文对我国保险业市场结构进行了实证分析, 认为目前中国保险业市场结构属寡头垄断型, 市场集中度极高, 但高集中度与理论界的共谋假说和有效结构假说不相符。文章最后阐述了中国保险业市场结构的发展趋势及促进我国保险业发展的若干对策建议。

一、中国保险业市场结构的实证分析

市场结构, 在产业组织理论中, 是指企业市场关系的特征和形式, 其实质反映了市场竞争垄断关系。罗宾逊(J. Robinson)将市场结构分为完全竞争、垄断竞争、寡头垄断、完全垄断四种类型。这种分类已成为经济学理论的经典。据此, 保险业市场结构也可分为这四类。

我国保险业与其他国家保险业一样, 包括直接保险业、保险中介业和再保险业三部分。前者是基础和主体, 后两者是促进前者顺利和稳健发展的重要手段和补充。然而, 迄今为止, 我国保险中介业和再保险业市场体系发育水平很低, 中介业中主要以代理人为主, 经纪人和公估人规模极小, 再保险业则只有中国再保险公司一根独苗。因此, 本文以直接保险业为主展开分析。至 2000 年底, 我国直接保险业市场共有 31 家保险公司, 其中内资 12 家(见表 1), 外商独资和中外合资 19 家。尽管后者多于前者, 但由于我国政府对外资公司的业务和地域范围的限制较严, 所以它们在我国市场所占份额很有限。本文所称保险业市场是指内资公司构成的市常

表 1 我国内资保险公司概况

	产权性质	成立时间	经营区域
中国人民保险公司(人保)			
中国人寿保险公司(国寿)			
中国平安保险股份有限公司(平安)			
中国太平洋保险股份有限公司(太保)	国有独资	1949年	全国
新疆兵团保险公司(兵保)	国有独资	1949年	全国
华泰财产保险股份有限公司(华泰)	中资股份制	1988年	全国
泰康人寿保险股份有限公司(泰康)	中资股份制	1991年	全国
新华人寿保险股份有限公司(新华人寿)	国有独资	1986年	新疆
天安保险股份有限公司(天安)	中资股份制	1996年	全国
大众保险股份有限公司(大众)	中资股份制	1996年	全国
华安财产保险股份有限公司(华安)	中资股份制	1996年	全国
永安财产保险股份有限公司(永安)	中资股份制	1996年	全国
	中资股份制	1996年	全国
	中资股份制	1994年	华东
	中资股份制	1995年	华东
	中资股份制	1996年	华南
	中资股份制	1996年	西北

资料来源：根据《中国保险年鉴》、《中国金融年鉴》(相关年份)整理。

根据产业组织理论，衡量保险业市场结构最基本的指标是市场占有率和市场集中度。我们不妨从对这两个基本指标的分析来解析我国保险业市场结构。

保险市场占有率是指某家企业的投入或产出在同一市场同一时期全部投入或产出中所占比重。具体指标包括保费、资产、人员、利润等占有率。市场占有率可以衡量单个企业在保险市场中的地位。如果一个企业的市场占有率越高，表明其垄断性力量越强；反之则越弱。由表 2 可知，目前我国保险市场中，人保、国寿、平安、太保四家公司所占市场份额较大，尤其是前 2 家公司，可谓举足轻重，其余 8 家公司所占份额极小，最高者不足 1%，可谓无足轻重。追溯到 1998 年前几年，可以看出，人保、国寿两公司的市场份额在

不断下降，平安和太保两公司的份额在上升。“中保集团公司(即现在的人保和国寿两公司的前身)的市场占有率从1995年的79.1%降至1997年的约70%，但仍然保持着绝对优势。……太平洋保险公司和平安保险公司的市场占有率分别从1995年度的11.02%和8.31%增至1997年的11.79%和15.86%。”

此外，观察公司总资产、人员规模、利润总额，可以发现，还是人保、国寿所占份额最大，平安、太保次之，其余公司都较低。

表2 保险公司保费规模和市场占有率

	1998年		2000年	
	保费收入(亿元)	市场占有率(%)	保费收入(亿元)	市场占有率(%)
中国人民保险公司				
中国人寿保险公司				
中国平安保险公司	399.18	32.0		30.0
中国太平洋保险公司	529.56	42.0	465.00	41.0
新疆兵团保险公司	169.72	14.0	643.57	17.0
华泰财产保险股份有限公司	124.6	10.0	272.45	10.0
泰康人寿保险股份有限公司	2.99	0.2	152.48	0.2
新华人寿保险股份有限公司	2.47	0.2	3.83	0.3
新华人寿保险股份有限公司	4.87	0.3	5.02	0.4
天安保险股份有限公司	11.8	0.9	7.2	0.9
大众保险股份有限公司	1.81	0.1	15.06	忽略
华安财产保险股份有限公司	2.57	0.2	0.27	0.2
永安财产保险股份有限公司	1.3	0.1	3.4	忽略
永安财产保险股份有限公司	0.24	忽略	0.27	忽略
永安财产保险股份有限公司			0.84	

资料来源：1998年数据来源于《中国经济年鉴(1999)》，北京，中国经济年鉴出版社，1999；2000年数据系根据《中国保险报》2001-01-16，第3版数据整理所得。

保险市场集中度是指保险市场中少数几家最大企业所占的保费、资产、利润等方面的份额。一般来说，市场集中度越高，该市场的垄断性越强；反之，则越弱。反映市场集中度的指数较多，本文选用最常用的 CR_n 指数来衡量保险市场集中度。

$$CR_n = \frac{\sum_{i=1}^n X_i}{\sum_{i=1}^N X_i}$$

式中，CR_n—产业中规模最大的前 n 位企业的行业集中度；X_i—产业中第 i 位企业的销售额、资产总额等数值；n—产业内的企业数；N—产业内的企业总数。n 通常取 4 或 8，本文取前 4 位。

表 3 保险市场集中度(CR_n)(n：4，期末数)(%)

	1998	1999	2000
保费收入	98	98	98
资产总额	97	96	-
利润额	-	94	-

资料来源：根据《中国金融年鉴(2000)》(中国金融出版社，2000)整理所得。

从表 3 可以看出，目前我国保险业市场集中度相当高，人保、国寿、平安和太保四家公司垄断了整个市场可以认为，我国保险业市场足以这四家公司为主导，其余 8 家公司为补充的寡头垄断型结构。综合表 2、表 3，可以把我国保险业市场分为三大集团，以人保、国寿两家大型国有公司为第一集团，它们分别在财产险和人身险业务方面独占鳌头；以平安和太保两家全国性、股份制公司为第二集团，其业务规模、资产规模等次于第一集团；其余 8 家公司为第三集团，其市场份额难以望第二集团之项背。

二、高集中度下的市场绩效和企业行为分析

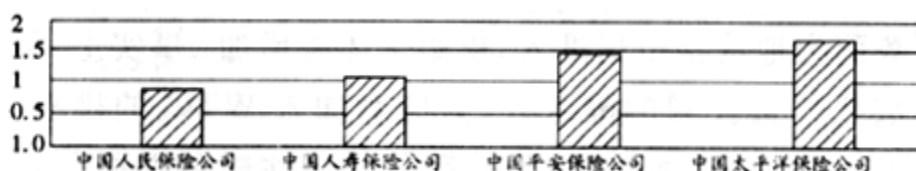
与经济发达国家相比，我国保险市场集中度更高，寡头垄断的程度更甚。“1994 年前五大保险公司的市场份额，英国为 35%，法国为 32%，德国为 25%，意大利为 36%，1994 年美国产险市场上前五大公司的市场份额为 29.1%”如此高的集中度是否产生了高市场绩效呢？关于市场集中度与市场绩效之间的关系，理论界有两种假说：哈佛学派的共谋假说和芝加哥学派的有效结构假说。哈佛学派的贝恩等人以其独创的 SCP(结构—行为—绩效)分析框架为基础，认为在具有寡占或垄断市场结构的产业中，少数高市场占有率大企业可以凭借规模优势降低成本、提高利润；大企业具有操纵市场的力量，容易达成共谋、协调行为，削弱了市场的竞争性，其结果往往是产生超额利润，破坏资源的配置效率，因

此，需要对这类产业采取企业分割、禁止兼并等直接作用于市场结构的公共政策。这就是共谋假说，又称集中度—利润率假说。芝加哥学派的施蒂格勒和德姆塞茨则反对哈佛学派的观点，提出了有效结构假说，认为有效率的企业具有先进的管理技术和生产技术，从而降低了成本，能够获得较高的利润，相应地也占有了较大的市场份额，结果是提高了市场集中度。

按照共谋假说，中国保险业市场中的第一集团的绩效应好于第二集团，第二集团应好于第三集团。按照有效结构假说，中国保险业市场中的第一集团的市场竞争能力和管理效率应强于第二集团，第二集团应强于第三集团。那么，事实如何呢？

对保险业市场绩效和竞争能力的分析，本文选取资产收益率、费用率和偿付能力三项指标加以衡量。由于获取数据的困难，对资产收益率的分析本文只选取四家寡头公司的情况进行比较(见图 1)。

图 1 1999 年保险市场主要竞争者资产收益率(%)



资料来源：转引自《中国保险报》，2001-02-01，第3版。

从图 1 可知，我国保险公司的资产收益率并不高，而且两家规模最大的国有公司的资产收益率并不及规模次于它们的平安和太保。这说明两家最大公司并不能利用其规模优势而获得更高的利润率。

分析 1999 年费用率(营业费用与净保费之比)指标可以发现，四大寡头公司中除人保达 36.94% 外，其余三家公司都不到 30%(国寿为 23.73%；平安为 25.55%；太保为 21.41%)。而第三集团中的各公司的费用率参差不齐，最高的永安公司为 44.33%，最低的兵保公司为 16.99%，新华人寿为 17.42%。所以并不能肯定地说国有大公司因存在规模优势而使成本费用显著降低。但可以肯定的是，第三集团中的各公司成立时间较晚，人员较为精干，机制较为灵活，在经过一定内部管理的磨合和市场扩张之后，较高管理效率的发挥将使费用趋于下降，则国有大公司由于机构庞大，冗员过多且存在“三多二少”问题(非本专业毕业生多、转业干部多、外单位改行调入者多、专家少、经过本专业系统学习者少)，不经过彻底的体制改革难以使费用率明显下降。

保险公司是经营风险的企业，具有收取保险费在先，支付赔款或给付保险金在后的业务特点，所以，保险公司的偿付能力的大小对公司经营的稳定发展非常重要。总体来看，中资公司的偿付能力不足，“中国保险业偿付能力不足的比率(偿付能力不足差额/最低偿付能力标准)已经高达 32.69%。”但各公司偿付能力的差别较大。本文选取资本充足率作为衡量偿付能力的指标，以所有者权益与总资产的比率表示资本充足率来比较各公司的偿付能力(见表 4)。

表 4 中资保险公司的资产状况(1999 年底)

	公司名称	所有者权益(百万 元)	总资产(百万 元)	所有者权益总 资产(%)
1	中国人民保险公司 中国人寿保险公司 合计	9306	46667	19.94
2	中国平安保险公司	4265	131507	3.24
1、2	中国太平洋保险公司	13571	178174	7.62
3	合计	4722	45036	19.48
4	新疆兵团保险公司	3181	23878	13.32
3、4	华泰财产保险股份有限公司	7903	68914	11.47
5	新华人寿保险股份有限 公司	396	744	53.23
6	新华人寿保险股份有限 公司	1432	4495	31.86
7	天安保险股份有限公司	660	2791	23.65
8	天安保险股份有限公司	233	365	63.84
9	大众保险股份有限公司	541	721	75.03
10	永安财产保险股份有限公司	311	400	77.75
5-10	永安财产保险股份有限公司 合计	3573	9516	37.55

资料来源：根据《中国金融年鉴》(2000)资料整理所得。因年鉴中缺泰康、华安两家公司资料，故此表未将它们列入。

由表 4 可以看出，保险业市场中的第一、二、三集团的资本充足率依次递增。第一集团的平均资本充足率为 7.62%，第二集团为 11.47%，第三集团为 37.55%。四家大公司业务量最大，偿付量也最大，但问题是偿付能力严重不足。当然，如果按《巴塞尔协

议》的资本充足率的计算方法，考虑风险资产因素，则所有保险公司的资本充足率会比表 4 数字大一点(保险公司资产中现金和银行存款所占比重较大，这类资产风险较小)。可是，由于四家大公司不良资产比第三集团多，所以考虑风险资产之后的计算出资本充足率，前者与后者之间的差距还会比表 4 中的差距更大。

由于多年来中资公司的赔付率不高，财产险一般不足 50%，20 世纪 90 年代中期以前售出的高预定利率寿险保单尚未到偿付高峰，所以目前还不觉偿付能力不足的压力，但随着竞争的加剧，费率的降低，赔付率必将上升；随着时间的推移，高预定利率寿险保单逐渐到期，若没有高效的资金运用和风险管理能力作保证，保险公司的支付危机不是天方夜谭。

通过以上分析，可以看出，我国保险业市场并没有像共谋假说所设想的少数大公司因规模优势而赢得高利润、高绩效。原因何在呢？实际上，共谋假说和有效结构假说都是建立在新古典经济理论基础上。新古典经济学秉承古典经济学，对自由竞争推崇备至。而我国国有大公司的形成并不是市场竞争的结果，而是行政配置资源的结果。也就是说，我国市场中并没有出现这样的情形：某一两家公司在竞争中由于有效率而资本扩大，市场份额扩张，从而使市场集中度提高。1988 年以前的保险市场是一个严格管制的市场，市场中只有原人保公司(现人保和国寿两公司的前身)一家，形成独家垄断市场结构。该公司是直属国务院的大型国有企业。遍布全国各地分支机构和业务网点在政府“有形之手”有力操探之下建立起来。按照日本学者小宫隆太郎的说法，这家庞大的受政府扶持的国有保险公司算不上真正的企业。的确，如果考察哈佛学派和芝加哥学派都关注的企业行为，可以看出原人保公司的企业行为是非市场化的。保险产品的价格由政府制定、产品在很大程度上依靠行政渠道销售(如政府发文要求企业投保)，公司预算软约束，亏损由国家财政兜底。公司对外还代表政府开展保险交流活动，被称为“红色保险人”。这家依靠行政力量垄断的公司走的是“高费率、高利润、高税率、低责任准备金积累”之路。这显然与保险企业经营的基本规律相悖。经济学原理告诉我们，这种庞大的独家垄断的市场结构非但不能产生高的市场效率和市场绩效，而且会产生“X 低效率”状态。公司内部机构的设置和管理行政化，干部、人事、分配制度几乎与政府机关如出一辙。

进入 20 世纪 90 年代，在深化改革和扩大开放的大背景下，我国保险市场准入制度有所松动，一些新的中资和外资保险公司经审批进入市场，原人保公司的市场份额逐渐下降，公司感到了来自市场的前所未有的竞争压力，开始了艰难的内部改革和经营行为导向的调整。其他保险公司在国有大公司的市场份额占绝对优势的环境下，求生存求发展，一开始便利用其股份制的较为灵活的机制，表现出灵活的有效率的市场行为。”在这方面表现较为突出的是平安保险公司。该公司率先向海外募股，改善公司治理结构；率先不惜重金从海外引进高层管理人才、聘请国际著名的麦肯锡顾问公司引进国外最先进的经营管理技术，提高公司经营效率；仿效友邦公司的做法率先引进寿险营销员的推销机制、引进台湾营销

培训团的经验、率先建立全国性电话服务中心，进行营销创新；在寿险“两核”(核保、核赔)质量体系方面率先通过 ISO9001 质量管理认证，这标志着平安公司的“两核”业务操作达到国际水准；……“敢为天下先”的创新意识和企业行为使得公司的业绩和市场占有率得以大幅提高，在业务全国化、国际化和多元化进程中得到发展壮大。这在一定程度上说明有效结构假说在我国保险市场竞争的条件下是有说服力的。

三、保险业市场结构的发展趋势

目前，我国保险业正处于大变革的前夕，保险公司将在竞争大潮中优胜劣汰，分化组合，保险业市场结构将重新“洗牌”并向着合理化方向演变，由寡头垄断向垄断竞争方向演变。我们知道，罗宾逊的四种市场模式中，完全竞争市场是最有效率的，但由于以下原因，它在现实社会中不可能存在：保险产品种类繁多且各类产品存在差异，保险公司不完全是价格的接受者；尽管保险市场的准人将会放松，但还是要经过保险监管当局批准，由于资源的有限性和保险责任的长期性，资源的自由进出保险市场不可能完全实现，保险市场是一个信息不对称市常而垄断竞争市场较寡头垄断市场和完全垄断市场更有效率，因为它比后两者能提供更低的产品价格和更高的产量。

驱使上述变革的两股主要力量是：保险市场国际化和保险制度市场化。

艰苦的马拉松式谈判之后，中国加入了世界贸易组织(WTO)。中国政府已经作出庄严承诺，在中国加入 WTO 的 5 年后取消外资保险机构的财产险和意外险险种的地域限制，主要城市将在 2 至 3 年内开放，外资可以拥有合资公司 50% 的股权，取消外资保险公司在中国建立合资公司的繁琐条件，逐步取消在国内设立分支机构的限制，5 年内外资保险机构的寿险业务范围将扩展到团体险、健康险和养老保险。

因此，未来 3 至 5 年中国保险市场国际化程度将大大提高，更多的国外大公司进入中国，与中资公司同场较量，与中资公司争夺市场份额。由于竞争的“鲶鱼效应”，中资公司必将励精图治，奋力拼搏，最终提高自己的经营绩效。例如，1995 年上海各家保险公司新售的 77 万张个人寿险保单中，仅美国友邦公司就售出 70 万张，占 91%。但这种局面很快就得到扭转，在上海市场根基深厚的中资公司迅速作出反应，1996 年中保人寿和平安保险分别占个人寿险业务的 20% 和 35%，友邦降至 38%，1997 年友邦的份额进一步降低。外资公司还会以与中资公司合资经营或与中资公司建立战略联盟的方式进入中国市常由于合资经营或战略联盟的“干中学效应”，中资公司能获得较为先进的技术和管理方法，从多方面提高自身的竞争力。所以，尽管保险国际化过程中，中资公司失去了部分市场份额，外资公司增加了部分市场份额，但由于中国保险市场的深度和密度都很低，未来的保险业竞争和经济的稳定发展中保险业务的“蛋糕”将做大，中资公司的业务的绝对量仍会上升。经历激烈的竞争生存下来的中资公司将变得更有效率。有效率的结构调整正是我们所期望的。

传统的计划经济体制下，我国存在严重的“保险抑制”。由计划经济体制向市场经济体制转轨过程中，必然要求保险制度市场化或者说“保险深化”。“保险深化”是随着国有保险公司预算约束硬化、资本市场逐步成熟、国民经济不断发展和监管当局监管水平的提高而进行的。“保险深化”至少包括以下五个方面：(1)市场准入的放松。允许外资和内资公司的进入。(2)保险费率的市场化。(3)保险合同条款的自由化。(4)保险投资限制的放松。(5)保险监管法制化。由于目前保险市场超额利润的存在，将吸引更多的资本进入，而政府也会顺势而为地放松市场准入，供给主体将增加。事实上，除了前述放松外资公司的准入外，为应对加入 WTO 的挑战，我国政府已在 1999 和 2000 年批准了全国性中资保险公司如泰康人寿、新华人寿、华泰财险等公司在国内开设分公司。2000 年 10 月，民生人寿、东方人寿、生命人寿和恒安人寿 4 家寿险股份有限公司获准筹建。从长期来看，大量保险公司的进入，保险供给增加，保险价格将逐步下降。由于保险费率的市场化、保险合同条款的自由化，保险投资限制的放松，拥有独立决策权的各保险公司在政府有效监管的环境下，充分利用市场机制展开竞争，根据自身的特点制定发展战略和竞争策略，其结果是促进保险公司行为市场化和经营高效化。

保险市场国际化和保险制度市场化背景下，保险市场必然出现资本的积聚和集中，发生在发达国家的保险公司间的兼并与收购、保险公司与其他经济组织如银行的竞争与联合的“大戏”必将在我国上演。也就是说，保险市场本身存在着难以遏制的垄断冲动。

四、小结

目前，我国保险业市场结构仍处于寡头垄断格局。高市场集中度下隐含着整体的低效率的缺陷。随着保险市场的国际化和保险制度的市场化，保险业市场结构将发生深刻变革，并逐步走上垄断竞争市场之路。

当前形势下，政府有关部门必须制定适宜的政策，以适时推进保险业的发展。

必须推进国有保险公司的改革与发展，实行产权制度改革。改革的方向是股份制，面向社会募集新的资本，提高资本充足率，完善法人治理结构，彻底解决政企不分、产权不明、管理低效、经营绩效较差的现状。国有保险公司可向金融集团方向发展。

应成立政策性保险公司，如农业保险公司、出口信用保险公司等，将目前由商业性保险公司(主要是两大国有公司)承担的政策性业务剥离出来，以改善现有商业保险公司的经营绩效，提高保险资源配置效率，并促进农业、进出口贸易等产业的发展。

要逐步完善保险中介业市场，促进再保险业市场的发展。完善保险中介业体系，包括保险代理人、经纪人、公估人以及间接为保险业服务的寿险评级机构、会计师、审计师、

精算师事务所等。对中国再保险公司进行股份制改革，充实其资本，同时组建新的专业再保险公司，以提高保险市场的效率。

要为我国保险业发展提供完善的制度环境。制定鼓励保险业发展的统一的税收政策；参照有关国际惯例制定、完善有关保险业和保险市场的法律法规并依法严格监管；建立、完善保险专门人才的培训、考试制度，提高保险业人力资源的质量，保监会加强与人民银行和证监会的政策协调与沟通，根据市场体系的发育状况和监管的水平在适当时机推进保险、银行、证券等行业的逐步融合。

为我国保险业发展创造良好的信息技术环境。目前中资保险公司的信息化水平比较低，技术装备比较落后。要赶上世界先进保险业发展水平就必须大力提升我国保险业信息化程度，利用互联网开展保险业务和企业管理。保险监管当局有必要认真规划提高我国保险业信息化水平的政策，有关部门要认真研究和解决阻碍网络保险发展的技术和法律瓶颈。

注释：

①2000年在我国内地营业的所有外资公司的保费收入总额不足30亿元，而国内全年总保费为1596亿元。

保险公司投资比例问题研究

2003-06-18 资料来源：《财经研究》2003年第2期

摘要：承保利润和投资利润是保险公司的两大利润源泉，本文把两者结合起来，先建立一个保险公司最优投资比例的理论模型，然后运用该模型从理论上推算出中国保险投资的最优比例。这一比例和保险公司的实际投资比例存在差距，主要表现在对风险性较高的证券投资基金不敢轻易投资。最后分析形成这种差距的原因，并提出改变这种状况的相应建议。

保险公司的利润来源包括两方面：承保利润和投资利润。从国际保险业经营趋势来看，业务竞争日趋激烈，承保业务范围越来越宽，承保责任不断扩大，保险费率常常被压至成本线以下，其直接后果必然带来保险公司承保业务盈利甚少，甚至亏损，所以保险公司的利润主要由投资利润决定的。本文把承保利润和投资利润结合起来考虑，就我国保险投资的比例问题进行研究。

一、确定保险投资比例的理论模型

假设保险公司在 $N+1$ 种资产上进行投资，其中一种为无风险资产，另外 N 种为风险资产。设 p 表示收集的保费， r 表示承保收益率， r_0 表示无风险投资收益率， r_i 表示投向第

i 种风险资产的投资收益率, g 表示可投资资金的比例, a_i 表示投向第 i 种风险资产的投资比例($0 \leq a_i \leq 1$), a_i 是一个可控变量, 可以看作是保险公司资产组合风险的一个度量, 则保险公司的总收益为:

$$R = rp + gp(1 - \sum_{i=1}^N a_i)r_0 + gp \sum_{i=1}^N a_i r_i \quad (1)$$

由于保险赔付的随机性, 承保收益率 r 应该是一个随机变量。投向第 i 种风险资产的收益率 r_i 因为受到市场风险的影响, 所以也是随机变量。投向无风险资产的投资收益率 r_0 是确定的。因此保险公司的期望总收益和总风险(方差)为:

$$E(R) = E(r)p + gp(1 - \sum_{i=1}^N a_i)r_0 + gp \sum_{i=1}^N a_i E(r_i) \quad (2)$$

$$\text{Var}(R) = \text{Var}(r)p^2 + 2gp^2 \sum_{i=1}^N a_i \text{Cov}(r, r_i) + \sum_{i \neq j}^N a_i^2 g^2 p^2 \text{Cov}(r_i, r_j) + \sum_{i=1}^N a_i^2 g^2 p^2 \text{Var}(r_i) \quad (3)$$

记 $a = (p, gpa_1, gpa_2, \dots, gpa_N)^T$, $w_0 = 1/(1 + g \sum_{i=1}^N a_i)$, $w_i = ga_i/(1 + g \sum_{i=1}^N a_i)$, ($i=1, 2, \dots, N$), $w = (w_0, w_1, w_2, \dots, w_N)^T$, 则 $a = p(1 + g \sum_{i=1}^N a_i)w$ 。记 $F = (1, 1, \dots, 1)^T$, $R_s = (E(r) + gr_0, (E(r_1)$

$-r_0), (E(r_2) - r_0), \dots, (E(r_N) - r_0))^T$,

$$\Omega = \begin{pmatrix} \text{Var}(r) & \text{Cov}(r, r_1) & \text{Cov}(r, r_2) & \dots & \text{Cov}(r, r_N) \\ \text{Cov}(r, r_1) & \sigma_{11} & \sigma_{12} & \dots & \sigma_{1N} \\ \text{Cov}(r, r_2) & \sigma_{21} & \sigma_{22} & \dots & \sigma_{2N} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ \text{Cov}(r, r_N) & \sigma_{N1} & \sigma_{N1} & \dots & \sigma_{NN} \end{pmatrix}$$

其中, $\sigma_{ij} = \text{Cov}(r_i, r_j)$, $\sigma_{ij} = \text{Var}(r_i)$ 。

那么(2)和(3)式可以化为:

$$E(R) = R_s^T a \quad (4)$$

$$\text{Var}(R) = a^T \Omega a \quad (5)$$

保险公司一般都希望总收益最大而风险最校但是, 往往收益越大风险也越大, 因为收益是风险的补偿。保险公司在对总收益和总风险权衡的基础上, 以其对风险的偏好在风险资产和无风险资产之间进行组合, 以期最大限度地求得满意的收益, 满足保险赔付的需求, 同时又使其总风险最校所以在研究保险资金投资时, 兼顾收益和风险, 建立单位风险的保险资金投资模型。

为了求得保险公司的最优投资比例，建立兼顾收益和风险的保险资金单位风险投资最优化模型如下，求得以下模型的最优解 w 即可。

$$\max_w \frac{E(R)}{\sqrt{\text{Var}(R)}} = \max_w \frac{R_s^T a}{\sqrt{a^T \Omega a}} = \max_w \frac{R_s^T p(1 + g \sum_{i=1}^N a_i) w}{\sqrt{(p(1 + g \sum_{i=1}^N a_i) w)^T \Omega (p(1 + g \sum_{i=1}^N a_i) w)}} = \max_w \frac{R_s^T w}{\sqrt{w^T \Omega w}} \quad (6)$$

s. t. $F^T w = 1$

这是一个非线性规划问题，可以利用库恩-塔克条件(Kuhn-Tucker)来解得最优投资比例向量为：

$$w = \frac{\Omega^{-1} R_s}{F^T \Omega^{-1} R_s} \quad (7)$$

上面所得出的保险投资最优比例，是在考虑了承保风险的情况下得出的，显然比把承保收益率看作常数而不考虑承保风险要科学得多。

二、运用理论模型确定中国保险公司的最优投资比例

1. 风险资产和无风险资产的界定

我国保险公司当前投资主要涉及到银行存款、企业债、金融债、国债以及证券投资基金。但由于企业债券的发行规模小，而且根据《保险公司购买中央企业债券管理办法》(1999年5月21日)，保险公司投资于企业债券必须向保监会提出申请后由保监会分配购买额度，因此导致保险公司投资于企业债券的资金较少。

本文将企业债券不列入保险公司的风险资产投资范围。金融债尽管从2000年开始发行规模不断增大，但由于金融债的收益率比国债高，而且金融债的期限较短，所以投资于金融债券后基本都是持有直到到期日，投资收益等于债券到期收益率。根据《2002年证券期货统计年鉴》可以知道，上海、深圳证券交易所自1997年至2001年没有金融债上市，所以交易额为零。因此，金融债也不列为保险公司投资的风险资产范围之内。这样，保险公司的投资范围限定为银行存款、国债和证券投资基金。从这三者所占实际投资比例来看，均超过80%(见表2)，所以是合理的。

在成熟的资本市场上，国债是无风险金融产品，交易量大，流通性好，国债收益率成为其他金融产品定价的基准。但是，由于我国国债市场自身流动性不足导致收益率缺乏代表性，使国债无法充当金融产品定价的基准。同时，利率没有市场化，资金配置仍然主要依靠商业银行进行，资本市场还需要进一步发展等因素，所以我国以银行存款利率替代国债

收益率作为金融资产定价的基准。因此保险公司投资以银行存款作为无风险资产，国债和证券投资基金作为风险资产。

2. 样本数据的时间段选择

由于我国证券投资基金的设立始于 1998 年 3 月，而保险公司被允许投资于证券投资基金是在 1999 年 10 月，所以选择 1999 年到 2002 年的相关数据作为样本，2000 年和 2001 年的数据来源于《2002 年中国证券期货统计年鉴》和相关年份的《中国保险年鉴》，2002 年的数据根据相关中报提供的数据整理而得。

3. 相关数据的计算原则

根据前面的公式，涉及到承保收益率、国债投资收益率和证券投资基金收益率三个随机变量，此外还包括无风险资产投资收益率以及保险公司可以运用的资金比例。

承保收益率的界定。由于当前保险公司的损益表上没有把承保利润单独列出，所以无法直接得到承保收益率。但是，保险公司的利润主要来源于投资利润和承保利润，所以用保险公司的总利润减去投资利润后除以当年的保费收入所得到的利润率可以看作是承保收益率。

国债投资收益率的界定。我国国债市场包括银行间债券市场和交易所债券市场，两个市场是人为分割的，两个市场的投资收益率存在较大差距，而保险公司能够同时参与这两个市场由于国债市场没有统一的指数来衡量国债投资收益率。所以只能用国债市场的平均收益率来代替国债投资收益率。

证券投资基金收益率的界定。本文主要是研究保险公司投资于证券投资基金的比例，所以应该以证券投资基金的实际投资收益率为标准，不妨采用下面公式来计算证券投资基金收益率： $(\text{年末基金资产规模} - \text{年初基金资产规模} + \text{当年实施派息总额}) \div \text{年初基金资产规模}$ 。由于证券投资基金这几年不断扩容，所以在计算证券投资基金收益率时，当基金上市不足一年时，往往存在基金单位计入年末基金资产规模而没有计入年初基金资产规模，这样导致当年证券投资基金的收益率偏高的情况。为了避免这种情况的出现，在计算年末基金资产规模时，只计算上市交易满一年的基金资产规模，也就是当年上市的基金不计入当年年末基金资产规模。

另外，由于证券投资基金当初可以不参加公开申购而被准许在一级市场上得到一定比例的新股配售，这一政策由于受到广泛批评，监管部门于 2000 年 5 月取消了这一规定，但这一政策的影响一直持续到 2000 年底。为了消除优惠政策对证券投资基金收益率的影响，对 1999 年和 2000 年的证券投资收益率应该进行适当的修正。张新和杜书明的研究表明

(2002)，1999年和2000年新股配售政策对基金净值增长率的贡献率分别达到了47.4%和30.9%，所以1999年和2000年的证券投资基金收益率必须剔除这一因素的影响。

无风险投资收益率的确定。保险公司在银行存款有活期存款和大额协议存款两种形式。2002年上半年利润率第8次下调，降息后活期存款资金回报率下跌到1.98%，长期的协议存款也会受到影响，回报将下降0.45个百分点，估计收益水平在3.5%—4%之间波动。因为保险公司必然持有部分活期存款以应付随时的赔偿和给付要求，不妨假设保险公司的银行存款平均分布在活期存款和大额协议存款两种上，则银行存款的投资收益率以两者的平均值2.8%来计算较为合适。

保险公司可以运用的资金比例是衡量保险资金运用水平的重要标志。国外保险公司的资金运用率一般都在85%以上，尽管我国各大保险公司都在逐渐提高资金运用率，但同国外相比存在一定的差距。根据近两年保险资金的投资统计分析，从保险资金的使用效率来看，我国保险资金的平均运用率为60%—70%左右，不妨以65%为标准来进行计算。

4.运用公式来计算保险资金的投资比例

r_0 表示无风险投资收益率，等于2.8%； g 表示可投资资金的比例，为65%。 r 表示承保收益率， r_1 表示投向国债的投资收益率， r_2 表示投向证券投资基金的投资收益率。承保收益率、国债投资收益率和证券投资基金收益率的相关数据见表1。

表1 相关数据一览表单位：%

	1999年	2000年	2001年	2002年上半年
承保收益率 r	0.32	0.21	0.14	0.09
国债平均收益率 r_1	3.07	3.40	3.03	2.5
证券投资基金收益率 r_2	20.11	31.9	2.79	4.07

数据来源：《中国证券期货统计年鉴》(1999-2002)、《中国保险年鉴》(1999—2001)以及2002年相关的《中国保险报》和《证券时报》计算得到。

计算得到如下结果：

$$\begin{aligned}
& E(r) = 0.1875\%, \text{Var}(r) = 0.0075 \times 10^{-4}; E(r_1) = 3\%, \text{Var}(r_1) = 0.1043 \times 10^{-4} \\
& E(r_2) = 14.71\%, \text{Var}(r_2) = 144.98 \times 10^{-4}; \text{Cov}(r, r_1) = 0.1158 \times 10^{-4}, \text{Cov}(r, r_2) = 2.8553 \times 10^{-4} \\
& \text{Cov}(r_1, r_2) = 30.1852 \times 10^{-4} \\
& R_S = (E(r) + gr_0, (E(r_1) - r_0), (E(r_2) - r_0))^T = (2\%, 0.2\%, 11.91\%)^T \\
& \Omega = \begin{pmatrix} \text{Var}(r) & \text{Cov}(r, r_1) & \text{Cov}(r, r_2) \\ \text{Cov}(r, r_1) & \sigma_{11} & \sigma_{12} \\ \text{Cov}(r, r_2) & \sigma_{21} & \sigma_{22} \end{pmatrix} \quad (\text{其中}, \sigma_{ij} = \text{Cov}(r_i, r_j), \sigma_{ii} = \text{Var}(r_i)) \\
& = \begin{pmatrix} 0.0075 \times 10^{-4} & 0.1158 \times 10^{-4} & 2.8553 \times 10^{-4} \\ 0.1158 \times 10^{-4} & 0.1043 \times 10^{-4} & 30.1852 \times 10^{-4} \\ 2.8553 \times 10^{-4} & 30.1852 \times 10^{-4} & 144.98 \times 10^{-4} \end{pmatrix}, F = (1, 1, 1)^T,
\end{aligned}$$

将上面数据代入公式(7), 就可得到保险资金各部分的投资比例:

计算结果显示, 在考虑承保收益和投资收益的情况下, 当前可以运用的保险资金在银行存款、国债投资以及证券投资基金上的投资比例分别为 25.35%、36.74% 和 37.91%。这是根据理论模型推算的最优投资比例。

三、中国保险公司的实际投资比例

1999年10月经国务院批准, 保险公司被允许开办投资证券投资基金业务, 保险资金可以通过投资证券投资基金间接进入股市。开始投资比例定为公司资产的5%, 接着5家保险公司的证券投资基金比例提高到10%, 其中太平洋保险公司的证券投资基金比例提高到15%。另外, 3家寿险公司投资联结保险在证券投资基金的比例由30%提高到100%。这样, 保险资金运用渠道扩展为银行存款、国债和证券投资资金三种主要渠道。从1999年至2002年上半年, 可以运用的保险资金分布在这三种渠道的实际比例如表2所示。

表2 保险资金在银行存款、国债和证券投资资金占可运用资金的实际比例

	1999年	2000年	2001年	2002年上半年
银行存款	50.95%	48.66%	53%	54.32%
国债投资	37.33%	37.66%	21.84%	21.36%
证券投资基金	0.81%	5.26%	5.74%	4.70%

数据来源: 根据中国保险监督管理委员会网站(www.circ.gov.cn)提供的统计数据计算得到。

说明: 表中数据是用当年银行存款、国债投资、证券投资基金的金额分别除以对应年份的可运用资金(银行存款和投资两项金额之和)。因为投资项除了国债投资和证券投资基金外, 还包含金融债、企业债券等其他投资形式, 所以银行存款、国债投资、证券投资基

金三者所占比例之和小于 100%，但 1999 年至 2002 年上半年所占比例分别达到了 89.09%、91.58%、80.58%、80.38%，说明以这三种投资方式作为本文的研究范围是合理的。

由于在计算保险公司的理论投资比例时，是把可运用资金仅限定为银行存款、国债和证券投资基金这三种形式，实际投资还有其他形式，但这三种投资形式在 1999 年至 2002 年上半年间占可运用资金平均达到 85%，因此，对运用理论模型推算出来的投资比例分别乘以 85% 进行修正，就得到银行存款、国债投资以及证券投资基金占可运用资金的投资比例应该为 21.55%、31.23% 和 32.22%。这一比例应该是当前保险公司可运用资金分布的最佳选择。

四、对保险投资现状的解释以及相关建议

1. 对现状的解释

通过对实际投资比例和理论上确定的最佳投资比例进行比较可以看出，保险公司实际投资于国债的比例比较接近于理论上的比例，银行存款的投资比例偏高，而证券投资基金的投资比例偏低。目前保险公司可以运用的资金中，50% 以上是以银行存款的形式存在的，比理论上的投资比例 21.55% 的两倍还要多。而证券投资基金的投资比例，尽管剔除 1999 年(因为 1999 年 10 月保险公司才被允许投资证券投资基金，所以比例较低，因此可以剔除)，平均也只有 5% 左右，和理论上 32.22% 的投资比例差距较远。造成这一状况应该说不完全是法规的限制因素导致的。

保险公司的证券投资基金占总资产的比例上限目前被限定在 10%—15% 之间，因为总资产的数量总是大于可运用资金的数量，如果换算成证券投资基金占可运用资金的比例，则一定高于 10%—15%，而实际投资比例 1999 年、2000 年、2001 年和 2002 年上半年分别为 0.81%、5.26%、5.74%、4.70%，远没有达到政策允许的比例上限。因此，保险公司不敢投资风险性较高的证券投资基金的原因来自于保险公司自身以及证券投资基金的问题。

(1) 保险公司方面的原因

保险投资的成功与否和投资管理水平以及保险公司的组织结构关系密切。保险业发达的国家，保险公司拥有完善的投资管理体系，投资理念和投资策略比较积极，兼顾保险投资的收益性、安全性和流动性。由于保险资金对安全性要求比较高，保险投资给保险公司带来巨大收益的同时，也带来了较大的风险。为了控制由此产生的风险，保险公司必须设置相应的组织结构。从西方国际保险业发展的历程来看，保险投资经历了由内部管理或外部委托向同一集团/控股公司下的投资公司进行专业管理转变的过程。许多规模庞大的保险公司不仅拥有一家全资的资产管理公司，还收购或控股了其他基金管理公司。这些公司

的资产管理公司或基金公司，具有完全独立的董事会、管理团队和组织结构，有着独特的投资理念和鲜明的业务特色，拥有投资领域内出色的专业队伍，除重点管理母公司的资产外，还经营管理第三方资产。

我国的保险公司，长期以来一直是重视承保，轻视投资，根本谈不上形成完善的投资管理体系。而保险公司的组织结构设置也不利于保险公司投资，大部分公司只是在近年来才成立了投资部，而且专门的投资人才也比较缺乏，这样就导致了保险公司对资金安全控制没有把握，而选择投资风险较小的方式来投资，例如，银行存款和国债投资的风险较小，所以国债投资的实际比例比较接近理论比例，银行存款居高不下。

(2)证券投资基金方面的原因

我国的证券投资基金，除了结构单一、品种不全之外，还存在以下两点不足。

第一，证券投资基金分散非系统性风险的能力不强。按照证券投资组合理论，证券投资基金就是通过多样化的投资组合来分散非系统风险，投资组合所承担的风险将只有系统风险。如果一个证券市场的系统风险较低，非系统风险越高，通过证券投资基金来分散非系统风险的效果就越好。而我国证券市场处于不断探索的过程中，政策因素对证券市场的影响较高，因而系统风险偏高，这样证券投资基金所能分散的非系统风险必然较小，因此，即使非系统风险能够全部分散，对于投资者来说，仍然承担较大的系统风险。然而，

通过对我国证券投资基金的实证研究可以发现：

一是基金投资股票的集中度较高。股票集中度与系统风险占总风险的比例呈现负相关关系，所以股票集中度过高造成投资基金不能有效分散非系统风险。

二是基金投资的行业分布较集中。行业集中度过高也导致基金分散非系统风险能力降低。由此可以看出，保险资金投资于证券投资基金，既要承担较高的系统风险，也要承担较高非系统风险。

第二，证券投资基金的市场时机把握能力较差。有关研究表明，我国证券投资基金的市场把握能力较差。在季度内行情上升和下跌两种情况下，基金各季度末持现比例变化及各季度内持现比例高低均不存在显著的差异，表明在季度周期内基金没有表现出明显的市场时机把握能力。1998年6月30日—2001年6月30日，许多基金表现出了负向的市场时机把握能力，只有个别基金表现出显著的正向市场时机把握能力。从总体而言，基金没有显著的市场时机把握能力，这样导致的结果是：证券投资基金并未以自己的投资理财才能为投资者创造价值。正是上述原因，导致保险资金投资于证券投资基金的比例偏低。

2.相关建议

由于当前保险投资的主要问题在于对保险投资的风险控制能力较差以及证券投资基金的绩效不显著，但由于证券投资基金的业绩提高与资本市场的发展有关，不是保险公司所能控制的，所以，保险公司只能提高风险控制能力，多方位地参与证券投资基金的管理、设立以及投资。

(1) 保险公司要建立以资产负债管理为核心的保险投资风险管理体制

资产负债管理主要有两种模式，负债主导和资产主导。负债主导的资产负债管理，是指资产管理活动应该调整资产组合以适合负债组合，即资产管理过程应该由负债组合的本质来主导。资产主导的资产负债管理，是指产品的设计和定价应该考虑自己的投资能力和金融市场上有效的金融资产的特点。目前阶段，由于我国金融工具期限结构偏短，保险公司在衍生工具的使用上基本上属于空白，中国采用完全负债主导的资产负债管理模式是不可行的。但是也不能采用完全的资产主导的方式，因为这种方式会在很大程度上限制产品的开发，约束保险公司的发展，也可能会损失公司的预期收益。这是因为，资产主导的资产负债管理模式是完全根据公司的投资能力设计产品，而这种情况有可能造成保险产品不能满足客户的需要，或者错过市场发展的机会。

所以，应该采用负债主导与资产主导相结合的方式，即保险公司在建立资产负债管理体系的初期应该不断加强投资组合的管理，同时在产品设计和定价过程中，尽量做到以充分的投资能力分析为基础，在不损失公司预期资本和盈余要求的基础上，突出资产主导的资产负债管理的重要性，尽可能回避或减少资产负债不匹配的可能性，在一定程度上体现资产管理以负债为主导，而负债管理以资产为基础。保险公司运用资产负债管理制定投资策略，使不同的资产和负债在数额、期限、性质、成本、收益等方面对称、匹配，这样就能够控制投资风险，提高保险公司的风险控制能力，保险公司就敢于投资风险高的金融工具如证券投资基金，获得较高投资收益。

(2) 给保险公司全面参与证券投资基金的合法渠道

目前保险公司只有通过购买证券投资基金才能参与，这样只是被动地接触。为了使保险公司积极地投资证券投资基金，应该从法律的角度允许保险公司多渠道参与证券投资基金。

首先，允许保险公司参股基金管理公司。

保险公司参股基金管理公司的优点在于：

保险公司可以间接参与证券投资基金的管理，这有利于保证保险资金运用的安全性；通过参与基金的管理，可以学习基金管理公司先进的投资管理经验，培养保险公司自己的投资管理人才。如果针对保险公司设计开放式基金，保险公司参股基金管理公司，可以协

助基金管理公司更全面地了解保险资金运动规律，从而可以更好地针对保险资金的运动特性设计相应的资金管理方案。

其次，发起设立并管理保险专业投资基金，尽可能分散非系统风险，符合保险资金的要求。不同性质的保险公司，其资金运用的要求也不相同，寿险资金注重长期投资，而产险资金则注重短期投资。目前的证券投资基金的个性不强，投资风格不很明显，给保险资金选择投资基金带来困难。因此，发展符合保险资金自身特点的保险投资基金非常重要，这也符合我国资本市场大力发展机构投资者的要求。在设立保险投资基金时，充分考虑分散非系统风险和保险资金的要求，借鉴国外投资基金“自上而下”运用数量化模型的决策程序，即：根据一定的风险偏好，制定不同的投资比例，决定采取某种金融工具如股票、债券的比例，决定行业投资组合，选择个股。不能盲目模仿目前我国证券投资基金先选择个股，再进行投资组合这种“自下而上”的决策程序。

最后，适当放宽保险公司投资于证券投资基金的比例。尽管目前保险公司投资于证券投资基金还没有达到政策规定的比例上限，但随着保险公司风险控制能力的提高，证券投资基金的逐渐成熟，以及证券投资基金较高的投资收益率对保险资金较大的吸引力，证券投资基金必将成为保险资金运用的重要渠道。同时，随着保费收入的不断增长，可运用资金的数量越来越大，这些资金必须找到合适的投资渠道，但目前的投资渠道还是比较有限的，而证券投资基金经过三次扩容目前市值已经超过 1000 亿元，其扩容速度超过整个证券市场的扩容速度，这为保险资金投资于证券投资基金提供了很好的市场条件。