

Status Quo and Risk of International Allocation of China's Insurance Assets

我国保险资产国际化配置的现状与风险

■ 郭金龙 裴宝刚

保险资产国际化配置是指，保险机构出于自身投资管理和经营管理的目的，对外汇资金及外汇资金境外投资所形成的资产进行投资、分配、管理的活动和行为。在整个全球资产管理市场中，保险资产管理的规模已经位居第三，保险资产国际化配置是发展的必经阶段和必然趋势。一些发达市场及部分新兴市场很早就开始了保险资产国际化配置的进程。例如，英国保险资金境外投资的比例约为40%，日本约为20%。

我国保险业在探索资产国际化配置方面，也进行了有益的尝试。原中国保监会自2004年以来，先后出台了一系列关于保险资金开展境外投资业务的政策制度和操作细则，我国保险资产国际化配置开始起步并持续发展。近年来，我国保险行业保持持续强劲增长，资产国际化配置的需求日益增强。

我国保险资产国际化配置的需求日益增强

近年来，我国保险行业持续快速发展，2017年我国已经成为全球第二大保险市场，随着我国保险业的不断加强和深化改革开放，我国保险资产国际化配置的需求日益增强。

提高投资收益率的需求。截至2018年底，保险业资产总量为18.3万亿元，保险资金运用余额为16.41万亿元。2001年到2017年，我国保险资金运用的平均投资收益率为5%。从中国人寿等四家上市保险机构公告的财务报告来看，受到资本市场波动的影响，四家保险机构2018年前三季度的总投资收益率较2017年同期及2017年全年均有较大幅度的下降。从长期看，在我国经济增长速度放缓和低利率的背景下，预计未来我国保险资金运用投资收益较难出现大幅上升，提高投资收益率的需求使得我国保险资产国际化配置的需求日益增强。

分散投资风险的需求。我国资本市场波动性较大，由此造成的保险资金投资收益率的波动性也较大。以股票市场为例。2006年至2008年，上证综指出现从不到2000点上涨到6000点以上又

跌回2000点以下的“过山车”行情；类似的大涨大跌在2015年再次上演，期间上证综指最高为5000多点，最低为3000点以下。而美国股市在2007年到2009年的金融危机期间，道琼斯工业平均指数经历了从14000点到6500点的大跌，但跌幅仍低于上证综指。2009年之后，美国股市出现了长达近十年的慢牛行情，期间再未出现过超过25%的下跌。从整体经济情况来看，我国近年来经济增速持续下降，系统性风险积累，保险资产国际化配置成为必然选择。中国香港、欧美等成熟资本市场，市场制度成熟，投资品种丰富，市场体量巨大，能够满足我国保险机构分散投资风险的需求。

应对汇率波动风险的需求。由于我国经济增速下行，国内外经济环境更加复杂多变，会影响人民币汇率，尤其是贬值预期此起彼伏，为了规避汇率波动风险，保险资产国际化配置需求将增加。

我国保险资产国际化配置的现状和监管制度 我国保险资产国际化配置的现状

我国保险资产国际化配置的金额增长较快，但占整个保险资金运用余额的比例依然很小，另外还呈现出投资地域和投资品种集中度高等特点。我国保险资产国际化配置还处在发展进程的初级阶段。

从总量上看，截至2018年7月底，我国保险资金境外投资余额约为774亿美元，约合人民币5100亿元，增长速度较快。从占上年末总资产的比例来看，近年来比例虽略有上升，但仍然没有超过3%，距离银保监会规定的15%上限还有很大空间，也远低于美国、英国、日本等发达市场。由此可见，我国保险资产的国际化配置还有很大的增长空间。（见图1）

从投资的地域来看，保险资金境外投资的地域集中度高，以中国香港和美国、欧洲等发达市场为主。其中投资中国香港市场以股票为主，投资欧美市场以不动产和股权为主。2014年9月，



数据来源：中国银保监会、国家外汇管理局

图1 我国保险资金境外投资余额及占比

我国保险资金境外投资余额中港币资产占比达到82%，2015年底港币资产占比为67%。

从投资的品种看，监管机构在制度上松了绑，允许投资的境外产品包括银行存款、票据、债券、股票、股权、不动产、金融衍生品等。但在实际操作中，保险资金境外投资的产品集中度仍较高，主要集中于股票、股权、不动产这三大类。截至2015年底境外投资余额占比前三名分别是股票42%、股权投资24.8%和不动产12.4%，合计79%。从近年来的趋势看，股权和不动产的比例逐渐提高，截至2018年7月底股权和不动产合计的比例达到52%。

我国保险资产国际化配置的监管制度

从2004年至今，我国保险资产国际化配置的监管制度经历了从无到有、不断发展的过程，政策保障不断确立，监管范围不断放宽，规范细则不断完善。整个过程可分以下三个阶段：

初步建立阶段。2004~2005年，原中国保监会、中国人民银行等监管机构，开创性的发布了多个对保险资金境外投资的相关法律，第一次从制度层面认可了保险机构将外汇资金进行境外运用。首先放开的投资产品是银行存款、票据、债券等低风险高流动性产品，之后又开放了中国企业在海外成熟资本市场发行的股票。另外还对保险资金境外投资的投资范围和比例、资金托管模式、外汇币种等进行了进一步细化的规定。这标志着我国保险资产国际化配置的相关制度的初步建立。

完善与细化阶段。2007~2014年，原中国保监会、中国人民银行、国家外汇管理局等监管机构，继续完善和细化相关法规，发布了《保险资金境外投资管理暂行办法》及其实施细则。在投资比例方面，规定境外投资总额的上限为上年末总资产的15%，在投资地域方面，逐步扩大为45个国家和地区（25个发达资本市场和20个新兴资本市场）；在投资产品方面，逐步拓展为货币市场、固定收益、权益产品、不动产以及境外的基金这四个方面。

持续发展阶段。2015年至今，我国保险资产国际化配置的监

管制度持续发展，在保险资金委托投资、投资品种范围、从业人员和资质等方面进行了补充和细化。2016年、2017年原中国保监会先后允许保险资金参与“沪港通”“深港通”。2017年4月，原中国保监会发布指导意见，鼓励保险公司参与建设“一带一路”。

我国保险资产国际化配置的风险分析

国际市场的投资环境较国内更加复杂，有更多的风险和挑战。根据风险的来源，可分为内部风险和外部风险。其中，内部风险指保险机构内部产生的风险因素，主要包括决策风险、操作风险等；外部风险指保险机构面临的来自外部的风险因素，主要包括市场风险、政治风险、法律风险等。

决策风险和操作风险

决策风险是指在投资决策过程中，由于投资能力不足、决策机制不完善、投资目的错位等原因造成对经济环境、资产价值等方面的错误判断，给投资者造成经济损失的风险。

操作风险是指在进行投资操作时，由于人为或非人为的原因，错误执行投资操作，给投资者造成经济损失的风险。造成操作风险的原因可以是人为原因，包括人为故意或者人为失误，也可以是非人为原因，如信息系统故障等。在投资操作中，操作风险难以预判，且容易被忽视，因此会带来意想不到的损失。一般的操作风险多见于需要频繁操作的产品投资中，如股票、外汇、期货、期权等。

以中国平安投资富通集团为例。2007年11月至2018年3月，中国平安投资富通集团的累计金额约238.74亿元人民币，到2008年末该笔投资的账面净值仅剩10.85亿元人民币，减值比例高达95.6%。当时的中国平安以保险业务为主，其战略目标是打造“保险+银行+资产管理”三大业务板块。中国平安在收购了富通集团4.99%股权之后，又于2008年4月发布公告，拟斥资21.5亿欧元收购富通集团旗下富通投资管理公司50%的股权。次贷危机从2007年美国开始，迅速波及欧洲、日本等主要资本市场，并发展为金融危机，大量金融机构陷入危机。富通集团受到次贷危机的影响，其股价从2007年4月开始持续下跌，中国平安没有意识到次贷危机的严重性，反而认为这是抄底投资的好机会。但是在当时的市场环境下，中国平安已经失去了通过境外投资实现战略布局的机遇，幸好中国平安及时终止了对富通投资管理公司的收购。

市场风险

市场风险是指由于市场环境、金融环境、产业政策等因素的变化，对投资产品的价格、收益率、流动性带来不确定性，从而

给投资者带来经济损失的风险。除了投资产品方面，市场风险还包括了汇率风险，我国和投资国的货币政策、经济增长预期、通货膨胀等因素都可能造成汇率变化。

从我国保险资产国际化配置的结构来看，主要配置的方向有香港的股票、欧美中心城市核心区域的房产和境外金融机构的股权。相应的，主要的市场影响因素包括香港股票价格、欧美核心区域房产价格和汇率等。

从香港股市三大指数的走势来看，截止到2019年3月8日，最近一年恒生指数、国企指数、红筹指数的收益率分别为-8.93%、-10.25%、-2.37%，最近三年恒生指数、国企指数、红筹指数的年化收益率分别为12.18%、9.74%、6.71%。由此可见港股虽然在近期有所下降，但长期看仍获得了较高的年化收益率。

从美国标准普尔/CS房价指数的走势来看，美国10个大中城市房价呈现波浪形变化，2001年到2006年中快速上升，2006年中到2011年末呈下降趋势，2012年至今稳步上升，2018年上涨3.76%，2016~2018三年复合增长率为4.81%。

从美元、欧元、港币兑人民币的即期汇率变化的整体情况来看，从2011年到2019年3月8日，美元和港币兑人民币基本稳定，欧元兑人民币有所下降；从最近一年来看，美元兑人民币升值6.15%，欧元兑人民币贬值3.37%，港币兑人民币升值5.97%；从最近三年来看，美元兑人民币复合增长率为1.07%，欧元兑人民币复合增长率为1.80%，港币兑人民币复合增长率为0.70%。

政治和法律风险

海外市场的政治环境复杂，政治环境的变化会导致经营环境、金融政策、外交关系的变化。政治风险根据发生机制包括投资国本身的政治局势风险和投资国对我国的投资政策风险两个方面。首先，如果投资国的国际政治局势发生动荡，如发生换届、动乱甚至战争时，将会使整个国家的政治环境不稳定，从而必然影响经济环境。其次，投资国对我国的政策变化，也将给保险资金的国际化配置带来风险。

法律风险是指在保险资产国际化配置过程中，由于投资行为不符合国际或者投资国法律法规，给保险机构造成经济损失的风险。造成法律风险的内部原因有，我国保险机构对国际和投资国的法律法规和法律体系不了解，或者是在投资实施过程中法律意识淡薄，重视程度不足，造成法律风险的外部原因有，投资国本身的法律体系不健全不完善等因素。

世界银行定期发布全球两百多个国家和地区的全球治理指数（World Governance Indicator），从六个方面衡量一个国家或地区的政治和法律治理程度，百分制得分越高则治理程度越高，

相应的政治和法律风险越小。从世界银行发布的2017年全球治理指数得分来看，《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》中指定的25个发达市场的得分普遍较高。（见表1）

《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》中指定的20个新兴市场的得分则大幅低于发达市场，这说明新兴市场有更大的政治和法律风险。其中有少数新兴市场的得分相对较高，说明其政治和法律风险相对较小。如智利、中国台湾、韩国、捷克、波兰，多个指标得分达到80以上。（见表2）

值得注意的是，“一带一路”沿线国家大部分不在《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》中指定的45个境外市场范围内，其中有些国家存在较大的政治和法律风险，如缅甸、老挝、柬埔寨、伊朗、伊拉克、叙利亚、约旦、黎巴嫩、沙特阿拉伯、也门等。

我国保险资产国际化配置的机遇与限制

当前我国保险资产国际化配置的机遇与限制并存。机遇主要体现在监管政策的转变和“一带一路”战略的需要。同时，我国保险资产国际化配置的限制因素也是实实在在的，如外汇限制和

表1 部分发达市场2017年全球治理指数（WGI）（百分制）

国家/地区	话语权与问责制	政治稳定与无暴乱	政府效能	监管质量	法制程度	防控腐败
中国						
香港	60.59	75.24	97.60	100.00	93.75	92.31
日本	80.30	89.05	93.27	89.90	89.90	90.38
美国	82.27	59.05	92.79	92.79	91.83	88.94
加拿大	96.06	88.57	97.12	97.60	95.67	95.67
德国	95.57	66.67	94.23	95.19	91.35	94.23
瑞士	98.03	92.86	99.52	97.12	98.56	96.63
荷兰	99.01	79.52	96.63	98.56	97.12	95.19
英国	93.10	56.67	90.87	94.23	92.79	94.71
法国	85.71	54.29	87.98	83.65	89.42	87.50

资料来源：世界银行。

表2 部分新兴市场2017年全球治理指数（WGI）（百分制）

国家/地区	话语权与问责制	政治稳定与无暴乱	政府效能	监管质量	法制程度	防控腐败
中国						
台湾	80.79	76.67	86.54	89.42	84.62	81.25
印度	60.10	17.14	56.73	42.31	52.88	48.56
印尼	50.74	29.05	54.81	51.92	40.87	48.08
韩国	71.43	58.57	82.21	82.21	85.58	67.79
捷克	76.85	84.29	81.25	86.06	83.65	70.67
俄罗斯	18.72	21.43	50.48	32.69	22.12	17.31

资料来源：世界银行。

投资管理能力不足等。

我国保险资产国际化配置的机遇

监管放松与政策支持。我国保险监管部门从2004年8月颁布了《保险外汇资金境外运用管理暂行办法》以来，又陆续发布了《保险资金境外投资管理暂行办法》及其实施细则等重要文件，监管方向经历了从限制到放松到鼓励的过程。如投资比例从最初的试点到目前15%的境外投资比例上限，投资地域从最初的指定少数几个海外成熟市场拓展为25个发达市场和20个新兴市场，投资产品从最初的银行存款、票据、债券等低风险高流动性产品逐渐增加了股票、股权、不动产、金融衍生品等。

香港市场的近水楼台。香港是重要的国际金融中心，产品种类丰富，市场制度完善。以香港股票为例，香港股市的平均市盈率长期低于A股市场，是价值洼地；同时，大量的中国内地企业在香港上市，国内的保险机构了解和研究国内企业更加容易和方便。另外，香港采取联系汇率制度，港币相对于美元更加稳定，能够规避人民币汇率风险。2016年6月和2017年7月，原中国保监会先后发布了监管口径，允许保险资金参与“沪港通”和“深港通”，且不占用QDII额度。

“一带一路”的战略机遇。2017年4月27日，原中国保监会发布了《中国保监会关于保险业服务“一带一路”建设的指导意见》（以下简称《指导意见》），强调了我国保险业参与建设“一带一路”的重要使命和重大意义，并在保险支付体系、保险业国际化、保障措施等方面提出了具体要求。截至到2018年8月末，我国保险资金投资“一带一路”项目的总金额达到9907.15亿元人民币。预计在未来，“一带一路”相关产业仍然是保险资金境外投资的重要方向。

我国保险资产国际化配置的限制

外汇管制保险资金境外投资除了受到银保监会的监管以外，还受到国家外汇管理局的监管。目前我国资本项目的监管尚未完全放开，保险机构没有渠道获得足够的外汇资金。截至2018年4月，共有44家保险机构获得合格境内机构投资者(QDII)资格，总的QDII额度为328.43亿美元，约占保险资金运用余额的2%，这严重限制了保险资金境外投资的规模和比例。

专业人才缺乏。国际化投资对人才的要求很高，不仅要求有扎实的投资理论能力和投资实践经验，而且要求有全球化的视野，把握投资国的经济发展规律。相比于国际化的大型保险集团，我国保险机构虽然在体量上已经逐步赶上，但具有全球化市

场把控能力的专业投资人才非常缺乏。

投资经验与投资能力不足。我国保险资产国际化配置尚处于初级阶段，境外投资的实际操作经验不丰富，尚未建立完善的投资分析、投资决策、投资管理流程。我国保险机构在投资管理、行业及市场研究、资产挖掘、风险控制等方面，其经验和能力尚无法满足自身资产国际化配置的需求。实际操作中，我国大部分保险机构以委托第三方资产管理机构为主，独立投资管理为辅。这使得我国保险机构在投资管理方面依赖于第三方资产管理机构，同时也减少了建设自身投资能力的机会。

对我国保险资产国际化配置的建议

基于我国保险资产国际化配置的现状，面临的风险、机遇和限制，给出以下几点建议。

应对外汇管制方面。短期内我国外汇管制不会大规模放开，保险公司机构应当积极拓展全球化的资金来源渠道。加强与国际专业投资机构的合作和交流，选择专业的合作伙伴，借助国际成熟资产管理机构的成熟经验。一方面可以降低投资风险，另一方面可以在合作过程中学习成功经验，提升自身能力。

在投资能力建设方面。我国保险机构应加大人才引进的力度，引进具有全球视野和国际投资经验的专业人才，在组织机构、岗位设置、薪资制度方面进行创新。同时应建立专业的投资管理团队，在市场研究、投资分析、投资实施、投资管理方面进行系统化的建设，不断完善投资流程，提高投资能力。

在资产配置方面。保险机构需要在控制风险的基础上，积极拓展投资区域、投资范围。投资区域方面可逐步改善以香港为主的单一投向，增加在其他发达市场和新兴市场的资产配置。随着保险资产管理机构投资能力的提升，以及与成熟合作伙伴不断学习和借鉴，保险机构可以逐渐配置其他金融产品。

在风险管理方面。提高风险意识，建立事前预警、事中控制、事后修正的风险管理制度，完善风险管理体系。

保险机构可借人民币国际化和“一带一路”战略的东风，尝试使用人民币进行境外投资配置。④

（作者单位：中国社会科学院保险与经济发展研究中心、中国社会科学院金融研究所，中国社会科学院研究生院金融系）

责任编辑：伯阳
694329592@qq.com

商业银行

89

中小银行应加快实施管理会计步伐/李纪建

面对外部经营环境错综复杂、内部管理基础相对薄弱、竞争环境加剧等内外部挑战，中小商业银行加快推动经营转型和提升精细化管理水平已刻不容缓。

Small

and Medium Banks Shall Quicken their Pace towards Implementation of Management Accounting

Faced with internal and external challenges such as complex external business environment, relatively weak internal management foundation, and intensified competition environment, it is imperative for small and medium-sized commercial banks to accelerate the transformation of their operations and enhance the level of refined management.



金融市场

113

我国保险资产国际化配置的现状与风险/郭金龙 裴宝刚

在整个全球资产管理市场中，保险资产管理的规模已经位居第三。我国保险业在探索资产国际化配置方面，也进行了有益的尝试。近年来，我国保险行业保持持续强劲增长，资产国际化配置的需求日益增强。

Status

Quo and Risk of International Allocation of China's Insurance Assets

In the entire global asset management market, the size of insurance asset management has already ranked third. China's insurance industry has also made useful attempts to explore the internationalization of assets. In recent years, China's insurance industry has maintained sustained strong growth, and the demand for internationalization of assets has increased.



- 81 刘东民 宋爽/数字稳定币诱发国际货币竞争新格局
- 83 高惺惟 董治/防范化解重大风险 维护经济金融安全

商业银行

- 86 邓宇/商业银行零售3.0的发展现状和竞争策略
- 89 梁洪基 何超/我国商业银行不良资产监测和处置的制度框架
- 92 王炜/"三最"银行践行数字普惠金融
——浙江农信联社数字化实践
- 95 杨贵院/对商业银行合规管理与金融法治建设的思考
- 98 蒋亮/商业银行该如何应对互联网“下半场”?
- 103 李纪建/中小银行应加快实施管理会计步伐

金融市场

- 106 钟春平 冯明/金融市场风险及其交叉传染：成因、路径与对策
- 110 朱元甲 韩晓宇 孙晓筱/国有资本PE发展动因
- 113 郭金龙 裴宝刚/我国保险资产国际化配置的现状与风险
- 117 许言 陈子曦/商誉减值——上市公司的“达摩克利斯之剑”
- 121 张浩 姜维权/对外开放背景下我国信用评级市场发展策略
- 123 冯黎黎/商业保理业务规范发展之路

资产管理

- 126 张春子/新时代中国资产管理市场的发展趋势

农村金融

- 130 宋慧中 李万超 苏婵媛/
打造金融信用综合服务平台 破解中小微企业融资困局
——基于辽宁鞍山案例的分析
- 132 中国人民银行葫芦岛中心支行课题组/
普惠金融视角下的金融精准扶贫

金融科技

- 134 伏跃红 徐枫 施红明/金融科技市场现状与趋势演变
- 137 信息化联合课题组/从信息化迈向智能化
——基于深圳司法机关与平安银行的创新实践
- 139 彭越/数字货币的“罪与罚”

文化休闲

- 141 王松奇/罕见好人周升业
- 143 吴清/永远的老师
——深切怀念周升业教授