

保险资金投资目标设计及实现

段国圣

(泰康资产管理有限责任公司,北京 100031)

[摘要] 投资目标的设计及其实现方式对保险公司的投资结果具有直接影响。论文在梳理保险投资基本逻辑的基础上,提出保险公司必须建立均衡投资的原则,兼顾短期收益结果和长期收益能力,平衡绝对收益和相对收益。同时,保险公司应在监管与风险限额的约束下,综合使用多种工具、机制,合理制定、分解、量化投资目标,通过组织架构、投研方法、团队建设、风险控制、绩效考核等环节的相互衔接,正确激励投资团队在资产负债匹配管理框架下获取超额收益。

[关键词] 均衡投资;偿付能力;风险限额;资产负债指数

[中图分类号] F840.4 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-3306(2012)05-0061-05

近年来,我国保险业经历了高速发展,产品种类不断丰富、资产规模迅速扩大。截至2012年2月末,我国保险业总资产已经接近6.2万亿元,庞大的资产规模对保险公司的资金运作提出了较高要求。从投资的角度看,投资原则与投资目标围绕在整个投资过程,对投资管理体系建设和投资结果具有直接影响。对于我国保险公司而言,如何根据保险资金特点,设计合适的投资原则及目标,并通过管理工具及策略的组合使用,将这些原则及目标落实在投资过程中,是一个值得思考的问题。

一、保险资金的投资原则

投资原则决定了机构投资者的风格与特点,是影响整个投资过程的重要因素。事实上,很多著名的资产管理机构及投资人都有成熟的投资原则,譬如巴菲特的“价值投资”、惠里基金的“优势投资”、王亚伟的“交易投资”等。

(一) 保险资金的特性分析

保险资金的最大特点在于其负债特性,进而形成的对投资安全性、收益性和流动性协调统一的较高要求。保险公司在出售保险产品的同时,一般对投保人承诺了一个一定期限的最低收益回报。因此,保险公司必须通过合理的投资安排,确保在整个承保期间资产的收益能力能够与负债成本相匹配,以保证公司在保单满期时具有足够的支付能力。此外,为了应对激烈市场竞争,增强产品吸引力,现代保险企业不断进行产品创新,不仅开发出具有较强投资功能的分红、万能、变额年金等新型产品,还在保单中内嵌了各种选择权。这些产品的负债成本和负债特点具有较大随机性,导致保险投资的复杂性和多样性大幅上升,投资管理人必须在长期安全性的基础上尽可能追求更高超额收益和适度流动性。

(二) 保险资金的均衡投资原则

资产与负债特征的匹配压力向保险资金选择合理的投资原则提出较大挑战,若过于激进,则保险公司承担风险过高,可能导致偿付能力不足;若过于保守,则投资收益率无法满足竞争要求,甚至无法覆盖负债成本。实际操作中,许多公司常常在这一环节陷入顾此失彼的境地。因此,保险公司应该建立一种平衡的投资原则,在投资中兼顾短期投资收益和长期收益能力、平衡绝对收益率和相对收益率,即“均衡投资”原则。

[作者简介] 段国圣,武汉大学博士,中国社会科学院博士后,泰康人寿保险股份有限公司副总裁兼泰康资产管理有限责任公司首席执行官。

1. 短期收益与长期收益的均衡

保险资金的投资管理人必须对资产组合的短期投资收益和长期收益能力进行综合考量,为公司短期利润创造与长期价值提升提供有力支持,二者不能顾此失彼。保险资金的负债期限较长,要求资产收益率与负债成本不仅在当期匹配,也要在未来整个承保期内都匹配。一方面,资产的长期收益能力是决定保险公司长期经济价值的关键因素和核心指标;另一方面,短期投资收益会直接影响保险公司的当期利润水平和财务报表,是内部股东、管理层,以及外部监管者、保险客户等评价公司表现的重要依据,对公司短期经营、业务发展等均有较大影响力。因此,投资管理人必须均衡安排保险资产组合的短期投资收益和长期收益能力,保险投资管理过程中的各个环节,包括投资策略决策、风控体系建设、绩效考核与激励机制设计、会计计量方法选择等,也都必须从长期与短期两个方面出发。

2. 绝对收益与相对收益的均衡

保险投资管理人要关注绝对收益水平与相对收益水平的整体规划,在保证绝对投资回报的基础上尽可能争取更高收益。绝对收益水平代表着保险资金的安全性要求,是维护保险公司生存发展的生命线。相对收益水平则是保险公司做大做强的必要条件,在市场竞争日益激烈的背景下,投资能力高低成为决定保险公司盈利水平的关键要素。获取高于资本市场和同业机构的投资收益率,不但可以扩大竞争优势,还可以提高盈利空间、改善偿付能力。此外,相对收益率或绝对收益率的单独使用可能会误导投资部门做出错误安排:相对收益要求忽略了保险投资的特殊性和首要目标,只注重相对收益率很可能导致资产收益得不能负债成本的要求;若只注重绝对收益率,则会出现市场上升时轻易达成目标、在市场下跌时很难实现目标的状况,投资部门缺乏足够的动力去追求超额收益。

3. 资本实力与投资方法的均衡

虽然大体原则类似,但对于不同的公司而言,还必须在考虑与资金特征相适应的基础上,依据资本实力、投资能力的差异,选择合适的投资方(如传统免疫策略、动态财务分析策略等等),在平衡短期收益与长期收益、绝对收益与相对收益的同时,将目标侧重点放在不同方面。对于资本实力较弱、或正处于起步阶段的公司,其投资组合可以将绝对收益作为主要任务,采用传统免疫的方法尽可能规避利率风险;对于资本实力较强的公司,在投资专业能力较强的情况下,其投资组合可以在控制风险的前提下增加对相对收益的诉求。

二、保险投资目标的设计和量化

(一) 保险投资目标的设计

保险投资的配置策略、投资操作、绩效考核都是以期初设定的目标为核心。因此,投资目标对投资结果具有直接导向性,目标的合理性在很大程度上决定了投资的成败。因此,保险投资的目标必须满足三点:

第一,目标必须是可行的,作为投资活动的具体指引,具备较强的可操作性,可以被复制、追踪并交易。如果目标过于脱离实际情况,或者在实践中不能通过某种投资方法被实现,其指导意义和有效性均将大大降低;相关人员也会因为看不到其运用价值而偏离或放弃该目标进行运作,使之最终难以被推动执行,反而带来负面影响。

第二,投资目标需要与具体的实践操作相契合,二者不应存在明显矛盾。如果投资目标是长期持有、获取稳定收益回报以匹配负债支出时,可以用到期收益率作为债券投资主要评估指标,并将其划分为持有至到期类资产,减少短期市场波动的影响。如果投资目标是捕捉当期市场震荡,可以较少关注到期收益率,并相应放入交易类资产中。同样,对于计划长期持有以获取稳定租金收入的不动产,投资时应更关注其租金收益率,并在财务报表中以购入成本计量,而不应将其划入投资类不动产、将短期市场价格变动计入投资收益中。

第三,投资目标还要符合客观环境和资本市场条件,使绝对目标中考虑到相对性的要求。简单而言,绝对目标要有相对性,绝不可孤立于资本市场走势单独确立,而是要将市场特征努力融入其中。现实中,绝对目标一般是资金负债特征决定的,在资产负债匹配管理框架下,应当对资产负债整体进行协调与动态匹配,绝对收益目标中本身就应包含有对于投资市场的分析判断。再则,可以设计一些创新工具,将市场即时状况不断融合到绝对目标中进行调整修订,使得最后得到的基准目标收益率既体现了公司可以承受的长期成本,又表现出现金流节奏和市场利率走势对于投资业绩的客观影响。

(二) 保险投资目标的转化与分解

保险投资需求具有复杂性与多样性,在“均衡投资”理念指导下,保险投资目标并非单一的,需要同时考虑并兼顾多重目标。但在进一步为投资经理设立具体目标和基准时,却不能是多重性的;而是要树立清晰、明确、客观的单一标准,将复杂的投资需求转换为明确的投资语言,让其能够被正确理解。否则投资人员要在投资中根据自身理解来达成多重需求,犹如被许多只无形的手指挥着投资过程,无法确定合适的投资策略甚至做出错误的抉择。事实上,当前中国一些保险资产管理机构或部门就犯下上述错误,同时或先后将多个目标下达给投资部门,业绩标准常常根据市场情况被不断调整,不仅不能给予有效指导,还以十分随意的管理方式对正常投资活动造成了极大阻碍。

在明确上述原则后,将保险投资的多重目标和要求转化为清晰客观的单一基准,就成为公司投委会或(和)首席投资官(CIO)的重要职责。具体而言,投委会或(和)CIO可以通过一些多元化组合和多元化工具相结合的方式实现该过程。具体看,可以在投资决策层面将各类投资组合细分为两部分,一部分是以获取绝对收益为主的组合,以获取长期稳定收益覆盖保单成本为主;一部分是相对收益组合,目标是尽可能捕捉超越资本市场表现的超额收益。此外还可以思考创造一些新型投资管理工具和方法,将短期收益要求和长期收益能力、绝对目标和相对目标结合起来,如为保险固定收益投资量身设计的资产负债指数,就可以同时衡量固定收益资产的当期会计收益和体现长期收益能力的到期收益率(YTM)两项指标,还能将代表市场走势的相对收益水平与绝对收益要求融合在一起。

(三) 保险投资目标的计量

1. 当期收益目标的计量

选择合理的投资收益率计量标准,也是设计规划投资目标时的重要内容,尤其对投资业绩比较、绩效考核十分必要。目前,基金公司的资产组合全部按照公允价值计量,与此不同,保险公司的投资资产一般被允许划分为交易类、可供出售类、持有至到期类、贷款及其他类。其中交易类和可供出售类资产以公允价格计量,持有至到期类和贷款及其他两类则以摊余成本计量。此外,保险资金的投资渠道多元化,不动产、非上市股权等其他资产也有不同的会计计量方法。因此,衡量保险资金投资结果的方法也比较复杂。

按照对投资资产与收益计量方式的不同,大致主要分为两种:第一种方法是按照公司的财务报表计算的投资收益率,使用这种方法时,持有至到期与贷款及其他类资产的投资收益中只计量其利息收入;可供出售类资产虽然以公允价值计量,但其当期价值变动并不直接进入会计利润;第二种方法则是与基金类似,将所有资产全部按市值衡量,进而使用市值收益计算最终投资结果。

比较来看,两种方法各有优劣。按照公允价值计量资产价值和投资结果的方法与保险公司衡量长期经济价值的需求相契合,可以直观、确切的反映出资本市场的变动趋势,对资产价值作出实时评估。同时,这种方法剔除了会计处理方法不同对投资收益率的影响,使最终的结果与市场指数、竞争对手更具有可比性。然而,对保险公司来说,要按照市值衡量所有投资品种十分困难。此外,一些以长期持有、获取稳健收益为目标的资产,公司并无变现意愿,短期市场波动并不重要。按照会计结果计算的投资收益率则可以更好反映公司投资意图与操作思路,但这种方法也有缺点,一些投资管理人可能利用会计规则隐藏亏损,使得收益率不能反映公司的真实投资状况,从而向管理层和评估者传递错误信息。

综合以上比较,本文认为以会计计量为主、综合使用会计收益率与考虑浮盈变动的综合收益率来评估投资结果的方法更合理。在制定合理会计分类原则的基础上,让投资管理人保有适度的灵活调节空间,帮助公司保持财务报表的稳定性,鼓励投资管理人通过优化会计安排创造更高价值。

2. 长期收益目标的计量

无论会计价值法还是市场价值法,计算的都是当期投资回报,无法体现资产的长期收益能力。如果保险公司只评估短期回报,投资管理人可能通过更改会计分类、卖出含有浮盈的高收益率资产等方式操纵投资利润,尽管当期投资回报较高,但削弱了资产的长期收益能力,增加了远期的投资波动风险。因此,在评估短期投资收益率的基础上,还应该开发能够衡量资产长期收益能力的工具。本文的建议是,对于债券等固定收益类资产,可以在会计收益率之外,设定一个合理的到期收益率指标作为投资目标,并将其作为评估投资人员业绩表现的基本标准;对于基金、股票等权益类资产,为鼓励投资经理着眼于长期价值创造,可以延长投资周

期,使用一个周期的滚动市场指数收益率作为权益投资的长期目标,避免一些盲目追随市场走势短期行为,又能够形成明确、客观的市场基准直接应用于投资业绩考核中;对于不动产、非上市股权等另类资产,则可以使用内部收益率、净现值、投资回报期等作为长期标准,关注其在较长一段时期内的综合收益能力。

三、保险投资目标的实现

(一) 保险投资的约束条件

1. 监管约束

在追逐及实现投资目标的过程中,首先需要考虑外在及内在的约束条件。保险投资面临的最基本约束,来自于监管机构所规定的投资范围及各品种比例限制。从国际范围看,很多国家都从投资品种、投资比例、谨慎性原则等角度出发,对保险资金投资活动范围直接进行限制与规范,特别是对股票、不动产等高风险资产的投资加以限制,从而形成了保险机构实施投资的基本可行域。保险投资的最终决策必须是在此可行空间内来完成,这对保险机构的资产配置方法选择和运作结果产生了较强的直接约束。例如英国长期以来保持较高的权益投资比例,就与其宽松监管理念所造成投资环境和投资风格是分不开的。

除投资范围和投资比例的直接限制外,保险投资还会受到偿付能力监管的间接约束,这进一步影响到保险投资者可以达到的投资组合可行域。现实中,放松对保险投资的直接监管限制、赋予保险主体更多配置选择权已渐渐成为主流发展趋势,大部分国家已经转向了以偿付能力为核心的监管模式,将投资风险引入偿付能力监控系统,针对资本充足率、资本金、资产负债匹配度等内容提出相关标准,这些对保险投资形成了强有力的隐形约束。为满足偿付能力要求,保险公司必须在科学测算、管控整体投资风险的基础上,制定合理的投资策略并构建投资组合。具体看,可以将此项约束条件转换为满足偿付能力要求的最小概率。在引入偿付能力约束的情况下,高风险资产的配置行为通常会受到较大限制;对于资本实力较强的保险公司而言,其就可以选择更为积极的投资策略,适当加大风险资产配置力度来获得更高收益。

2. 风险限额约束

除监管的普遍性要求外,保险公司还应该根据其资本水平、风险承担能力、信用评级要求等因素,在内部设定风险限额,对市场出现大幅调整、资产可能发生的大额损失进行有效防范,这就成为对保险资金投资的另一种衍生约束。

目前在制定风险限额时,银行和保险业中都广泛引入了风险价值(Value at Risk)的方法度量这种下方极值风险,它是在给定置信区间下某个特定持有期内期望损失的最大值。通过设定投资组合风险价值的上限约束,保险公司进一步规范了投资策略选择区间,可以在理论上将市场下行风险控制可在可承担的范围内。

上述约束在控制保险投资风险、保障资金安全性的同时,也限制了保险机构可以获得的潜在收益率水平。对一些资本充足率较低或是风险管理要求较高的保险公司而言,可能需要将绝大部分资金投资在低风险、低收益资产上,其结果是资金收益率势必降低,甚至不能达到预期目标,继而影响到企业的盈利能力和承保业务发展。这种情况下,保险公司可以使用CPPI等谨慎积极的投资管理策略,初期时仍以偿付能力、风险限额等为约束条件设计保守、稳健的投资组合,并设计与之相适应的产品定价、销售策略,然后争取获取超额回报来充实资本、提高风险容忍度,随之逐步提高高收益资产的投资比例。

(二) 投资过程管理

在确定合理的投资原则,并将保险资金的投资目标转化及分解给投资经理后,专业投委会和CIO还需要通过多元化的组合与多元化的工具(包括指数基金、股指期货等投资工具,以及资产负债指数等管理工具)管理、调节投资过程,引导投资人员做出符合总体目标的投资行为,既兼顾短期和长期、绝对与相对收益的大原则和方向不产生偏离,又使得公司的资产组合有充分的调整空间。需要说明的是,专业委员会及CIO对投资活动的调节应当依靠专业机制,不能无原则地过分干涉,以影响投资的正常运作。具体在投资过程管理中,应该关注一些重要时点并及时运用相关工具对投资进行综合安排:

一是在市场发生重要转折时进行干预。在确定资产配置总体策略并下达投资目标后,CIO只需要保证履行投资决策,而不对投资经理的正常投资行为进行干预。但当投资决策层判断市场将发生重大转折、有必要对整体组合进行调整时,就应该及时修改资产配置策略,调整组合基准权重,将更新的投资要求下达给投

资人员。

二是在个别投资经理的行为与团队共识产生偏离时进行干预。若某个投资、研究人员的行为与决策层希望达到的整体状态产生较大偏离时,可以用指数进行调节。此外,如果投资组合风险过大时(如超过警戒线),CIO 应进行适度干预,除非投资经理能够给出强有力的论据支持。

三是用指数化的投资工具进行干预。在对投资活动进行干预时,CIO 不应当直接干涉投资经理进行个股、个券的买卖操作,而是通过指数化的工具,在不影响投资连续性和投资经理对行业、个券安排的基础上对整体组合进行调整;当判断公司当前仓位相对较低、需要提高股票投资比例时,可以下指令买入指数化基金,快速提高权益仓位;当判断权益市场系统性风险较高时,则可通过做空股指期货来降低仓位。

四是适时对个股、个券进行风险提示。当某个投资标的或交易对手可能存在较大风险,可能对公司资产安全性造成潜在威胁时,风险管理部门应当适时进行提示,执行预警功能,但是在投资经理没有违反产品合约与内控规定的情况下,不能强制投资经理调整持仓头寸。

四、结 论

保险资金的特殊性、复杂性和多样性,决定了其投资目标设计和投资管理过程十分复杂,稍有偏差就会引起极大风险,保险投资面临着十分严峻的挑战。保险公司应该依据保险资金特点,选择设计合理的投资原则及投资目标,并通过一些管理工具、策略,将这些目标具体落实在投资过程中,并在组织架构、投研方法、团队建设、风险控制、绩效考核等各个环节做出恰当安排,进而形成一套成熟的保险资产管理运营系统,激励公司专业投资人员追求卓越,在各个环节贡献价值。

[参考文献]

- [1] 段国圣,刘大伟. 保险投资绩效评价[J]. 保险研究 2005 (9).
- [2] 段国圣. 资产负债指数: 资产负债匹配管理框架下的保险固定收益投资绩效评价[J]. 保险研究 2011, (8).
- [3] 戴维. F. 巴贝尔,弗兰克. J. 法博兹. 保险公司投资管理[M]. 北京: 经济科学出版 2010: 10 - 75.
- [4] 秦振球,俞自由. 从资产负债管理看我国寿险产品开发和资金运用[J]. 上海保险 2002 (12).
- [5] 约翰. T. 坎贝尔,路易斯. M. 万斯勒. 战略资产配置[M]. 上海: 上海财经大学出版社 2004.
- [6] 曾素芬. 基于 VaR 模型的保险投资风险度量与绩效评价[J]. 江西财经大学学报 2009 (5).

The Principle ,Objective's Design and Achievement of Insurance Fund Investment

Duan Guo-sheng

(Taikang Asset Management Co. Ltd. ,Beijing 100031)

Abstract: The design and implementation of investment goal have a direct impact on the insurance company's investment results. Based on the basic logic of insurance investment ,this paper suggested that insurance company need to establish the principle of balanced investment ,which should consider the investment yield both in the short run and in the long run ,and balance the relationship between absolute return and relative return. Meanwhile ,under the constraints of supervision and risk appetite ,insurance company should utilize multiple tools and mechanisms to establish ,decompose and quantify the investment goal ,and gain excess return under the framework of asset and liability management through arrangement on organization structure ,investment and research method ,team construction ,risk management and performance assessment.

Key words: balanced investment; solvency; risk budget; asset-liability index

[编辑:郝焕婷]