

保险公司，资产负债表两侧的积极与保守

（提要）除了那些大量从事金融保险业务（包括参与信用违约掉期 CDS 交易）的保险公司外，欧美传统保险公司在次贷危机中相对安全。一个很重要的原因就是美国保险业协会对保险公司投资业务的严格拨备要求，以及由此产生的相对低杠杆经营战略——美国上市财险公司的总杠杆率（资产与资本之比）平均约 5 倍，显著低于证券公司平均 25 倍的杠杆率、银行平均 10 倍的杠杆率和综合性金融机构平均 13 倍的杠杆率。较高的资本拨备、较低的杠杆率提升了传统保险公司的抗冲击能力。

有鉴于此，中国保险公司投资资产的风险也应该拨备，如此可有效抑制目前的高杠杆经营状况，从而限制保险公司整体的过度扩张和过度投机行为。

杜丽虹/文

国内保险公司，尤其是财险公司，为了尽可能地扩大市场份额、提高回报率，大多处于高杠杆经营状态，即用较低的资本金来撬动较高的保费收入 and 市场份额，将偿付能力充足率仅仅控制在“及格线”上。中国平安、中国太保、中国财险等上市公司，其偿付能力充足率一般也只保持在 200% 水平，总资产与资本金之比在 7.1 倍。

高杠杆的好处是它能够帮助保险公司快速扩大市场份额，并提高净资产回报率（ROE），但它却并不支持积极的投资策略。事实上，由于中国保监会对保险公司最低资本要求中忽略了投资资产的风险，使得很多保险公司力图同时实现高杠杆与高收益，结果是经常性的偿付能力不足。2008 年中期，中国平安由于权益投资损失，冲减了 300 亿元资本金，导致财险业务偿付能力充足率从上年末的 181.6% 下降到 111.8%、寿险业务偿付能力充足率从 287.9% 下降到 121.3%，低于 150% 的保监会规定。2008 年三季度，随着美国次贷危机的蔓延，公司对富通银行的股权投资亏损继续扩大，平安保险没有再从资本公积中冲减——再减资本公积，公司就真的要“资本金不足了”。10 月，平安保险公布将 157 亿元的隐性亏损从资产表挪到利润表上，直接扣减三季度利润，并由此产生 20 亿元以上的亏损。再融资已成必然之势，幸好平安的大股东还愿意追加资本金，否则，它就真有可能成为倒下的多米诺骨牌中的一块了。中国人寿 2008 年上半年权益资产贬值导致资本金减少 400 多亿元，偿付能力充足率从上年末的 525% 下降到 2008 年中期的 305%；人保财险，投资亏损导致资本金减少 56 亿元，偿付能力充足率从上年末 189% 降至 120.3%，也低于保监会规定；中国太保，投资亏损冲减 150 多亿元资本金，寿险偿付能力充足率从 277% 下降到 169%，财险偿付能力充足率从 219% 下降到 192%。投资风险确实在很大程度上威胁着资本金的安全，在此背景下，中国的保险公司必须要在高收益与高杠杆间权衡。

反观美国的情况，根据美国监管部门对风险资本金（RBC）的要求，保险公司不仅要为负债（保单）风险拨备资本金，也要为投资资产的风险拨备资本金，这使那些积极的投资人采取了更保守的资本战略。而美国财险上市公司平均偿付能力充足率是 9.35 倍，总资产与资本金之比在 5 倍，非上市公司的杠杆率更加保守，美国保险业协会公布全美财险公司认可资产与保单盈余（保单盈余是保险公司认可资产与认可负债之差，它类似于一种权益资本）之比在 2.5~3.5 倍。巴菲特保险业务资产与资本之比更是仅为 1.68 倍。积极的投资策略需要保守的资本杠杆与之配合，以避免在低谷时被迫清仓或迫切融资，这是保险公司投资策略选择的约束。

杠杆率与投资收益率的权衡

次贷危机波及了整个欧美金融界，而 AIG 的财务危机更让人们开始担心美国保险公司的安全性，但实际上，除了那些大量从事金融保险业务（包括参与信用违约掉期 CDS 交易）的保险公司外，传统保险公司在此次次贷危机中相对安全。一个很重要的原因就是美国保险业协会对保险公司投资业务的严格拨备要求以及由此产生的相对低杠杆经营战略——美国上市财险公司的杠杆率（资产与资本之比）平均仅为 5 倍，显著低于证券公司平均 25 倍的杠杆率、银行平均 10 倍的杠杆率和综合性金融机构平均 13 倍的杠杆率。较高的资本拨备、较低的杠杆率提升了传统保险公司的抗冲击能力。

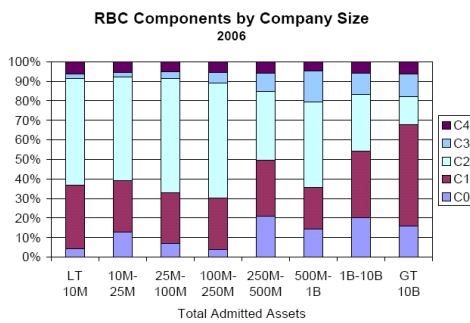
为投资资产拨备资本金

美国保险业协会根据各家保险公司的保险风险和投资风险计算出一个法定风险资本要求（Authorized Control Level, ACL，类似于我们的最低资本要求，但包含了投资资产风险），如果财险公司的总风险调整资本（Total Adjusted Capital, TAC）低于法定风险资本要求的 70%，则州保险监管机构有权将该公司置于托管控制下（Mandatory Control Level）；如果 TAC 高于 ACL 的 70%，但低于 ACL，则州保险监管机构有权将该公司置于核准控制下（Authorized Control Level）；如果 TAC 高于 ACL，但低于 ACL 的 1.5 倍，则保险公司将被置于监督控制下（Regulatory Action Level）；如果 TAC 高于 ACL 的 1.5 倍，但低于 ACL 的两倍，则保险公司将被要求提供一份详细的关于公司财务安全性的报告（Company Action Level），对风险点进行解释说明；当公司的 TAC 高于 ACL 两倍时，公司可以维持自主经营（No Action Level）。

在上述风险资本的要求下，2006 年美国财险公司的风险调整资本（TAC）与法定风险资本要求（ACL）之比平均为 9.35 倍，而总资产与总资本之比平均在 2.5-3.5 倍之间。也就是说，1 元的股权资本可以支撑 3 元左右的总资产，在 85% 的资产为投资资产的情况下，可以支撑 2.55 元的投资资产，如果投资收益率为 5%，而保险业务盈亏平衡，则净资产收益率将被放大至 12.75%（ $5\% \times 2.55$ ，实际中，保险业务常常处于损失状态，所以实际净资产回报率通常低于 12%）。

这里，我们将总资产与资本之比定义为保险公司的总杠杆率，将认可资产与保单盈余之比定义为盈余杠杆率。分析显示，高杠杆率可以在相同投资资产收益率的情况下提高股东回报率，并用最少的资本支撑最大的市场份额。但是，杠杆率不能无限升高，除了法定的资本要求外，保持一定的富余资本也是保险公司抵抗突发性自然灾害、恐怖袭击，以及未知的定价错误和投资亏损的需要。在盈利与安全的制衡下，美国财险行业平均的杠杆率在长期中保持在 5 倍左右，盈余杠杆率保持在 2.5-3.5 倍的水平，而那些奉行积极投资策略的公司，杠杆率更低。

美国寿险公司风险调整资本配置的分析结果显示，与我们的最低资本金不同，美国的法定资本金要求中包含了对投资资产风险的拨备（=股票和房地产投资公允价值的 5%+其他投资资产公允价值的 2%-证券评估的强制准备金），其中投资性风险（包括投资资产、利率、信用、市场风险等）占用了公司总风险资本的 60%；在财险公司中，投资风险占比略低，在 30% 左右，其中股票投资占用了总风险资本的 20%（图 1）。对投资资产风险拨备的要求使杠杆率与权益投资比之间呈反向关系（图 2）。



C0: 子公司风险; C1: 投资资产风险; C2: 保险风险; C3: 利率、信用和市场风险; C4: 业务风险

图 1: 寿险公司的风险资本配置 (资料来源: NAIC)

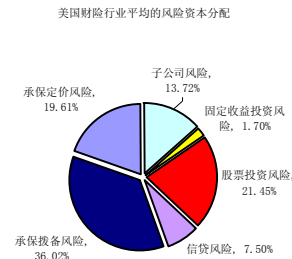


图 2: 美国财险行业平均的风险资本配置

权益投资比例与杠杆率: 负相关

美国主要财险公司的投资组合结构与杠杆率数据显示, 在投资组合中固定收益占比与公司整体杠杆率之间存在显著正相关关系 (权益投资占比与杠杆率之间呈负相关关系), 即公司的投资策略越保守, 杠杆率越高; 反之, 杠杆率越低——巴菲特的伯克希尔哈撒韦 (Berkshire Hathaway, 以下简称“伯克希尔”) 公司的杠杆率为 2.26 倍 (保险业务的杠杆率为 1.68 倍), State Farms 更低, 仅为 1.65 倍。反之, 那些固定收益占比较高的公司, 杠杆率一般较高, 如 AFG 的杠杆率达到 8.5 倍, Liberty 达到 7.7 倍 (图 3)。

这种相关关系正反映了保险公司的投资约束: 在保证支付需求的情况下, 投资资产的高风险可以帮助公司博取高收益, 但高风险的投资策略要求更高的资本拨备, 以避免熊市中被迫斩仓或资本不足, 从而抑制了有限资本下的市场份额扩张和股东回报率提升; 反之, 低风险的投资资产虽然会降低投资收益率, 但也会相应减低风险资本需求, 提高杠杆率的同时放大市场份额。总之, 奉行积极投资策略的公司需要保持更高的资本充足率和更低的资本杠杆。

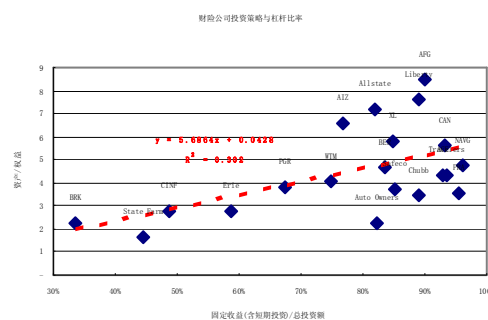


图 3: 美国财险公司投资策略与杠杆比率

现实中, 大型保险公司的杠杆一般较高, 这些公司希望通过稳健的投资来获取更高的杠杆, 以支持更大的市场份额; 而小型保险公司在市场份额竞争上缺乏优势, 于是会选择相对保守的定价策略和相对激进的投资策略, 来提高投资收益率 (图 4)。当然, 两者的前提都是保险业务自身的成本控制。

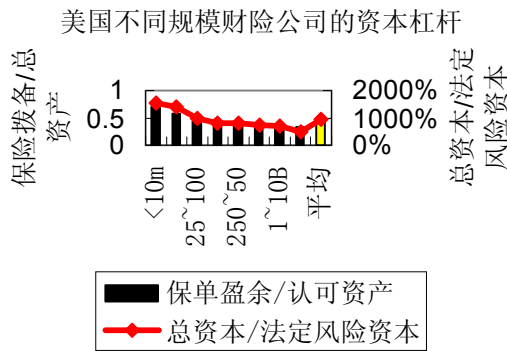


图 4：美国不同规模财险公司的资本杠杆（2006 年）

资料来源：NAIC

反观中国的保险公司，仅 2008 年上半年，几大保险公司的投资亏损就达数百亿元以上，吞噬了 20%以上的资本金，在巨额的投资损失面前，保监会却并没有要求各家公司为自身的投资资产拨备风险，而保险公司自己也在牛市中将杠杆率用到极致，结果是低谷中不断扩大的融资需求和不断重复的资本危机。

积极的投资策略要求严谨的资本拨备和保守的财务杠杆，这不仅应成为保险行业的一项普遍要求，更应成为各家公司的自我约束。下面我们就来看看美国一些相对稳健的保险公司是如何在左侧（投资）的积极与右侧（资本拨备）的保守间权衡的。

资产负债表：左侧的积极与右侧的保守

对于那些资产负债表左侧投资能力较强的公司，它们在选择积极投资策略的同时必须谨慎保持承保业务的盈亏平衡和较高的资本充足率。

伯克希尔：积极投资与财务保守

1967 年巴菲特以 860 万美元收购了 NICO 保险公司，当时该公司账面的浮存金（Float，由收到保费与支付赔偿额之间的时间差所形成的准备金）仅为 1700 万美元；40 年过去了，2006 年伯克希尔保险集团的浮存金高达 509 亿美元，旗下全资子公司 GEICO 是全美第四大汽车保险公司，而 General Re 和伯克希尔再保险集团则是全美第二大再保险集团。

与多数保险公司以固定收益证券为主的投资策略不同，巴菲特的保险公司是以股票和股权投资为主的，其中股票投资占投资总额的 38.2%，股权投资占 21.4%，两项合计占投资总额的 59.6%，与之相对，固定收益证券仅占 14.5%，现金及短期投资占 19.2%，合计占 33.7%。与财险行业平均 2/3 固定收益、20-25%的股票及替代投资组合相比，巴菲特旗下保险公司的投资策略显然是更加激进的——实际上，巴菲特那些著名的股票投资大多是放在保险集团旗下的，是保险集团的浮存金支撑着这些投资，而整个保险集团及其持有的证券资产占到伯克希尔集团总资产的 76%，贡献了总利润的 86%（2007 年公司营业利润中，23%来自保险业务，32%来自证券收益，7%来自金融服务，38%来自制造业利润）（图 5）。

保险业务的巨额浮存金支持着公司的长期投资战略，而投资业务也为保险公司贡献

了丰厚的回报：在过去 43 年中，伯克希尔公司每股价值的年均增长率或者称投资收益率为 21%，仅有 6 年收益率低于标普，仅有 7 年收益率小于 10%，仅有一年收益率为负，此外，公司控股的 76 家实业公司，自 1993 年以来每股经营利润年均增长 23.5%。

Berkshire 公司保险业务收益分解 (2007 年)

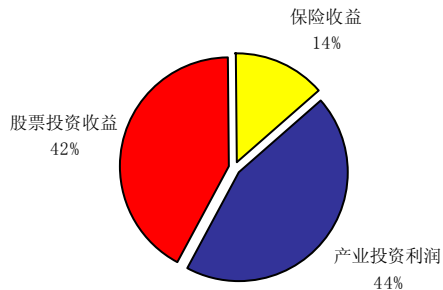


图 5：伯克希尔公司保险业务收益分解（2007 年）

备注：上述收益为扣减保险业务总部三项费用和税费前收益

巴菲特的保险公司获得了显著超越同行的投资收益（在过去 40 年中，其税后年均价值增长比标普 500 高出 10%），这是否意味着他可以忍受更高的保险成本？实际上，巴菲特的保险业务非但不是更加激进的，反而更加保守（相关报道见本刊 2007 年 12 月号《产业巴菲特》）。

在承保成本得到有效控制的前提下，投资业务才有了自由度，才可能进行高比例的股票、股权和其他形式的替代投资。巴菲特之所以成为股神，在很大程度上归功于保险业务贡献的长期资金和由此带来的投资自由度——如果巴菲特是一个共同基金的基金经理，在熊市中面临大量赎回的压力，并被迫出售那些本打算长期持有的股票，那么，他可能永远也成为不了“股神”，毕竟有多少基金经理能把可口可乐、吉列这样的股票持有 20 多年呢？

严格的保险成本控制为巴菲特积极的股票投资策略提供了空间，但就像巴菲特自己也不得不承认的，在财险领域，尤其是再保险领域，再有经验的专家也很难确切地估价每笔交易的风险。为了抵御这种不可预料损失的冲击，巴菲特在奉行积极投资策略的同时坚持低杠杆率。伯克希尔公司资产与资本的比率仅为 2.26，而保险业务部门的杠杆率更是只有 1.68 倍，显著低于行业平均的 5 倍水平。低杠杆率使公司在总资产回报率 4.8% 的基础上，净资产回报率仅为 10.9%——这是巴菲特的保守，也是其积极投资战略的需要。

股神如巴菲特尚且在保险业务上如此保守，并采取低杠杆经营，更何况其他保险公司了？

CINF：10%的股息率与 2.5 倍的资本杠杆

Cincinnati Financial Corporation (CINF)，1950 年成立，经营相对传统的标准化财险业务，其 90% 的保单都是通过独立的保险代理销售，目前公司已跻身全美前 25 大财险公司（在 17 个主要险种的保费收入中排名第 20，在 34 个全险种保费收入中排名第

25)。

CINF 在保单定价上相对保守，过去 10 年平均的联合损失率为 98%（图 6），经营成本与保费收入之比为 101%，均优于行业平均水平。与巴菲特一样，CINF 也奉行保险业务自身要实现盈利的原则，而且做得更好，它的保险业务已经保持了 15 年的持续盈利（2000 年联合损失率 >100%，但加上手续费和少量的寿险收入后，保险业务仍实现盈亏平衡）。承保业务的持续盈利为公司贡献了稳定的业绩表现，公司的承保收益、投资收益和每股收益都保持稳定上升趋势（图 7、图 8）。过去 5 年公司的月 Beta 值为 0.98 倍，与行业平均水平相当，自上市以来股价涨幅虽低于伯克希尔，但高于 Allstates、Travellers 等大型财险公司，当前市盈率 14.5 倍，略高于行业平均水平，市净率 0.97 倍，略低于行业平均水平。

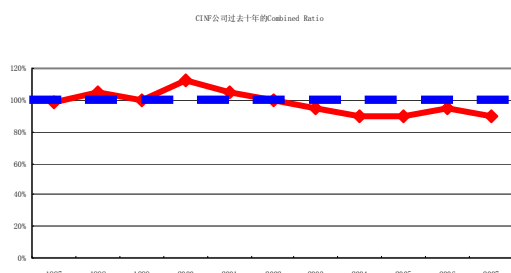


图 6: CINF 公司过去 10 年的联合损失率 (Combined Ratio)

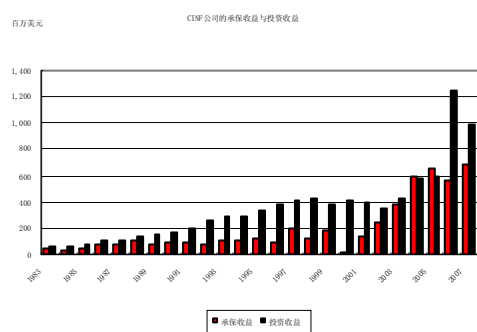


图 7: CINF 公司的承保收益与投资收益

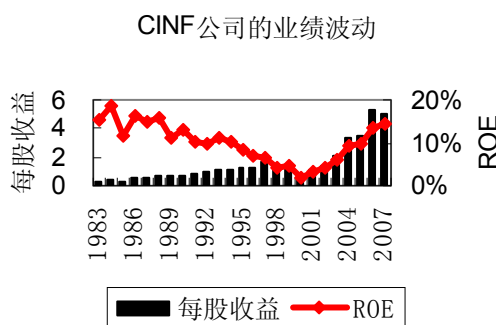


图 8: CINF 公司的业绩波动

较低的保险成本为 CINF 的投资策略创造了更大的自由度。在公司的投资组合中，固定收益证券与股票各占一半，其中，固定收益证券主要用于满足保险支付需求，平均的投资期限为 8 年（50%的债券是 5-10 年期的，还有 30%的债券投资期限大于 10 年，投资期限略长于行业平均水平）（图 9、图 10），并以持有到期为主。但是相对稳定的保险业务使公司在固定收益证券的选择上也有了一定的自由度，与其他财险公司相比，CINF 在债券投资上略显激进，有 13%的非投资级债券和 18%的 BBB 级债券（图（14）），从而使公司 2007 年债券投资的平均收益率达到 5.3%。

固定收益证券保证了短期的支付能力，而股票投资则提供了资产的长期增值空间。不过与巴菲特的价值投资策略不同，CINF 更青睐于那些高分红并稳定增长的股票。实际上，股息收益率（股利/买入成本）是公司选股的首要标准，公司努力将平均的股利收益率保持在 10%左右（2007 年为 10.2%，2006 年为 9.9%），并一度购入大量房地产投资基金（REITS）权益，以享受商业地产的租金收益。如果说巴菲特通过旗下直接控股的 76 家子公司的经营利润来加强保险业务的资本实力和流动性，那么，CINF 则是通过参股后的红利收益来强化流动性：过去 3 年 CINF 每年的股利收益都在 2 亿美元以上，

2007 年达到 2.94 亿美元，占总投资收益的 45%，稳定的股利收益不仅使总投资收益率提高到 7-8%水平，同时也加强了公司应付短期支付危机的能力。

当然，对高分红股票的偏爱和较为严格的选股条件导致公司持股相对集中，如在股票投资组合中，Fifth Third Bank 一家就占股票投资总额的 28.1%，其次是宝洁，占 9.2%，埃克森·美孚占 8.0%，前十大股票占股票投资总额的 74%。不过，这些股票确实为公司贡献了稳定的红利收益，仅 Fifth Third Bank 一家的红利收益就达到 1.2 亿美元，股息率达到 65%。

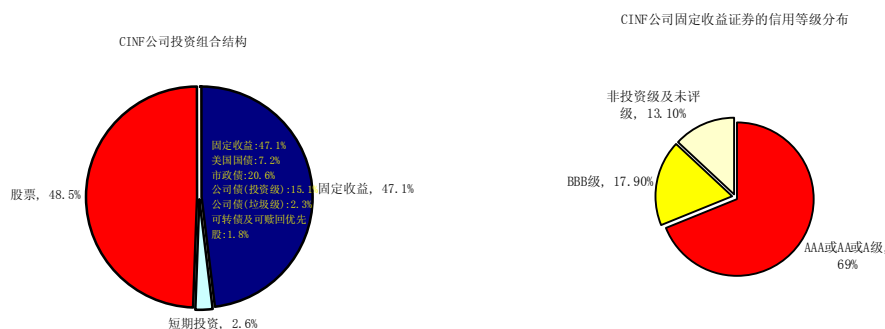


图 9: CINF 公司的投资组合结构 图 10: CINF 公司固定收益证券的信用等级分布

不过，相对积极的投资策略同样限制了公司的杠杆率使用，2007 年 CINF 的资产/权益比为 2.8 倍，低于行业平均水平。历史数据显示，公司的历史杠杆率一直保持在 2.5 倍左右这样一个相对保守的水平。低杠杆率是积极投资策略的需要，但低杠杆率也拉低了整体的 ROE 水平，过去 10 年公司平均的 ROE 仅为 7.2%，与行业平均水平相当。

综上，对于财险公司来说，需要在保费收益、投资策略与杠杆率之间进行权衡，每一种选择都有利有弊，每一种选择又都是一种战略，成败取决于你对这种战略的理解与贯彻。

其他奉行积极策略的公司

除伯克希尔和 CINF 外，奉行积极投资策略的财险公司还有 State Farms——全美最大财险公司之一。作为一家非上市保险公司，State Farms 一直保持着独特的经营风格，2007 年末固定收益证券仅占投资总额的 43.87%，现金及短期投资占 0.78%，剩余 55.35% 均为股票和优先股投资。与积极投资策略对应的是保守的杠杆比率，目前公司资产/资本比仅为 1.65，显著低于行业平均水平，也因此，公司获得了穆迪 Aa1，标普 AA，惠誉 AA+，A.M.Best A++ 的评级。

而另一家排名前 25 的美国财险公司 Erie，也采取了积极的投资策略，非固定收益类的投资占投资总额的 40%，只是与伯克希尔、CINF 和 State Farms 不同，Erie 的股票投资仅占投资总额的 17.5%，而替代投资则占到投资总额 23.4%，其中 11% 是房地产投资，9% 是私人股权基金，4% 是夹层融资，这些投资分布于 95 个合伙企业中（有 9 个合伙企业的持股比例超过 50%，有 19 个合伙企业中持股比例在 10-50% 之间，其余 67 个合伙企业的持股比例小于 10%），创造了 13% 的年化收益率，并贡献了 20% 的税前收益（其中已实现收益占税前收益的 12%，未实现收益占税前收益的 7%）——近年来，替代投资已经成为保险公司投资组合中的新宠。

另外，2007 年总保费收入排名第 9 的 Progressive 也偏爱非固定收益的投资，股权

投资占投资总额的 32%，不过其中半数为优先股投资——2/3 的优先股为固定股息率，1/3 为浮动股息率，它们合计贡献了 1.27 亿元的股利收益，收益率 5%，略高于固定收益证券平均 4.4% 的收益率——优先股投资成为美国保险公司在稳定股利收益下博取资本回报的一种有力工具。

但无论资产负债表左侧如何变化，上述奉行积极投资策略公司的共同特点是资产负债表右侧的保守，即负债（承保业务）的严格成本控制与权益（资本金）的充足拨备。

资产负债表：右侧的积极与左侧的保守

对于那些资产负债表右侧（承保）能力较强的公司，为了降低整体风险与波动，它们必须要保持资产负债表左侧（投资业务）的低风险。

ACE：保守是扩张的基础

ACE 是一家全球化的财险公司，在全球 50 多个国家设有分支机构，在 140 个国家地区开展业务——在中国，ACE 参股了华泰保险公司，在美国，ACE 的总保费收入排名第 14 位，17 种主要险种保费收入排名第 5。公司在保险业务上的全球化扩张为其奠定了良好的主业基础。公司过去 5 年的平均联合损失率仅为 92%，过去十年经营成本与保费收入之比平均为 98.4%，均低于行业平均水平。

保险业务的良好盈利为公司投资业务提供了更大的自由度，但与伯克希尔、State Farms 等公司不同，ACE 选择了保守的投资策略与积极的保险扩张，过去十年中，公司保费收入的年均增长率达到 31.3%，显著高于美国同行，为了不因资本市场的起伏波动而打乱保险业务的扩张步伐，公司一直保持着相对保守的投资策略，投资组合中 85% 以上都是固定收益证券，另有 6.3% 的短期投资，而股票投资仅占投资总额的 4.4%，替代投资占 2.7%（图 11）。

在固定收益组合中，ACE 以公司债、资产抵押的证券化产品和海外国债为主，平均的信用等级为 AA，多样化的组合使公司固定收益证券的投资收益率稳定在 5% 左右，总投资收益率在 4-5% 之间（过去 3 年的投资收益率分别为 5.0%、5.4% 和 5.3%，总投资收益率分别为 4.3%、4.7% 和 4.9%）。在证券化产品（MBS、ABS）的投资策略方面，公司也选择那些相对传统的投资品种，从而在次贷产品上的风险头寸暴露仅为 1.35 亿美元。

保守的投资策略虽然抑制了高投资收益，却提高了公司使用资本杠杆的能力，加速了扩张步伐，尤其是 1999 年并购再保险公司后，杠杆率一度上升到 6 倍以上，目前也在 5 倍左右（图 12），高于行业平均水平。

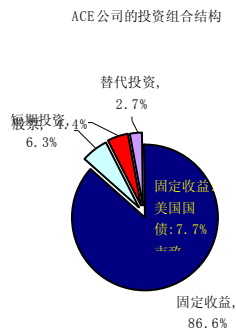


图 11: ACE 公司的投资组合结构



图 12: ACE 公司的杠杆率 (总资产/股东权益)

同样奉行右侧扩张与左侧保守的公司还有专门经营海事保险业务的 Navigators，特殊的市场定位为公司提供了相对稳定的保险收益，过去十年平均的联合损失率为 98.5%，经营成本与保费收入比为 102%，低于行业平均水平。不过由于缺乏专业的投资管理团队，公司的投资业务主要由外部机构操作，也因此，Navigators 在高风险投资产品的额度控制上更加谨慎：公司规定 BBB 级债券的投资额不得超过固定收益总投资额的 10%，非投资级债券投资额不得超过公司总权益资本的 5%，股票类投资不得超过公司总权益资本的 20%。在严格的投资约束下，2007 年末，公司总投资组合中仅有 3.8% 投资于股票，其余全部投资于固定收益证券和短期投资；而固定收益投资的平均信用等级为 AA，其中，AAA 级债券占 77%，AA 占 10%，A 占 8%，仅有 4% 的证券是 BBB 级，非投资级或未评级债券仅占 1%；此外，所有资产证券化产品的信用等级均为 AAA 级，仅有 50 万美元投资于次贷产品，2090 万美元投资于 Alt-A 产品（图 13、图 14）。在保守的投资策略下，公司最近 3 年的投资收益率保持在 4.5% 左右，但 4.75 倍的高杠杆加速了公司的扩张步伐（图 15），过去十年保费收入的年均增长率达到 20.8%。

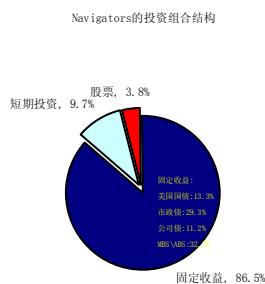


图 13: Navigators 的投资组合结构

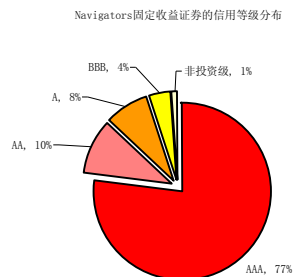


图 14: Navigators 的固定收益证券的信用等级分布

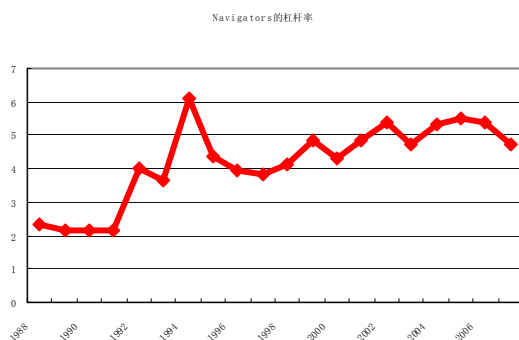


图 15: Navigators 的总资产与股东权益比

另一家有着 125 年历史的财险公司 Chubb，也是以海事险起家而逐步发展为一家综合性财险公司。Chubb 尤其擅长特殊险的承保，这为其奠定了良好的盈利基础，不过，公司也选择了相对保守的投资策略，不是为了更高的增长，而是为了更高的股东回报率。Chubb 的投资组合由 85% 的固定收益证券（其中一半以上为免税市政债）、5% 的短期投资、5% 的股票和 5% 的替代投资组成。保守的投资策略使公司的税前投资收益率仅达 4.3% 左右，税后在 3.5% 左右，但稳健的投资也降低了业绩的波动性，过去 5 年的月 Beta 值仅为 0.79 倍，低于行业平均水平 (0.94 倍)，而过去 10 年平均 4 倍的杠杆率则让公司的净资产回报率达到 11.5% 水平，高于行业平均，也高于资本成本。

类似的还有从事医疗责任险的公司 ProAssurance。其固定收益证券占投资总额的 90%，此外还有 6% 的短期投资，股票和替代投资加起来不到总投资额的 2%（另有 3% 的其他投资）。5% 左右的收益率与 3.5 倍的杠杆率让公司在过去 10 年实现了年均 16.2% 的增长率和 11% 的净资产回报率。

积极的保险业务扩张要求公司把更多资本金用于支持保单的承接而非投资收益的提高，这是保险公司在保险与投资间权衡的结果。

中国保险公司也应对投资资产风险进行拨备

以上案例显示，美国的保险监管机构用投资资产的风险拨备，有效限制了保险公司的过度投机，而保险公司自身也在高收益与高杠杆间权衡，在积极投资与积极扩张间权衡。这种权衡正体现了保险公司的风险控制与能力边界，反映了不同保险公司的战略选

择。

2008年7月，保监会出台了新的保险偿付能力监管规则，新规则中将保险公司偿付能力充足率（实际资本与最低资本之比）标准从原来的100%提高到150%。但是，新规定中，对最低资本的要求仍然是以负债（承保）风险为基准计算的，并没有包含投资资产的风险拨备，其结果是投资策略与资本金要求的割裂，而在2008年的熊市行情中，一些保险公司由于前期激进投资而导致资本金大损、偿付能力不足。因此，保险公司投资资产的风险也要拨备。

对于中国的保险公司来说，法定的资本金要求从来都是保险公司经营的最底线，稳健的保险公司会根据自身优势来制定战略，包括长期的资产配置目标和资本充足率目标。保监会只确定了一个统一的（而且是相对宽松的）权益投资比上限，没有考虑不同公司保险业务盈利能力的差异（综合成本率）；同样的，保监会也只设定了一个统一的偿付能力充足率下限，没有考虑不同保险公司间投资结构和投资风格的差异，这种相对粗放的规定就给了那些激进的公司一些可钻的“空子”。

但是作为对自身长期发展负责任的保险公司却不能不考虑这些，显然，一个稳健的保险公司，尤其是财险公司，有一些原则是不能忽视的：首先，综合成本率应与权益投资比上限呈负相关关系，即综合成本率越高（保险业务亏损越严重），权益投资比上限越低。其次，权益投资比应与偿付能力充足率下限呈正相关关系，即权益投资比越高，要求的偿付能力充足率也应越高，或者说，保险公司应该为自己高风险的投资资产主动留出充足拨备，否则，不如选择保守投资策略下聚焦保险业务的稳健扩张。再次，其实不仅是股权投资，那些使用高杠杆的固定收益投资也应列入高风险投资之列，给予更高的投资风险拨备，从而限制公司整体的过度扩张和过度投机行为。

附文：美国与欧洲财险公司资产配置结构比较

在美国财险公司的投资组合中，固定收益证券占据了重要地位（图16），这与美国发达的债券市场不无关系，它为投资人提供了从公司债、免税市政债到MBS、ABS等多种投资选择，使其可以通过债券组合来创造较高收益。

与美国公司相比，欧洲的财险公司在固定收益证券上的投资比重较低，即使是财险公司一般也持有较高比重的抵押贷款（图17），尤其是德国等银行主导国家，贷款成为财险公司的重要投资方向（图18）。同时，欧洲财险公司由于高收益债券的选择较少，因此在股票市场上的配置比例也略高。但总体来说，资产配置是各国财险公司共同的选择。

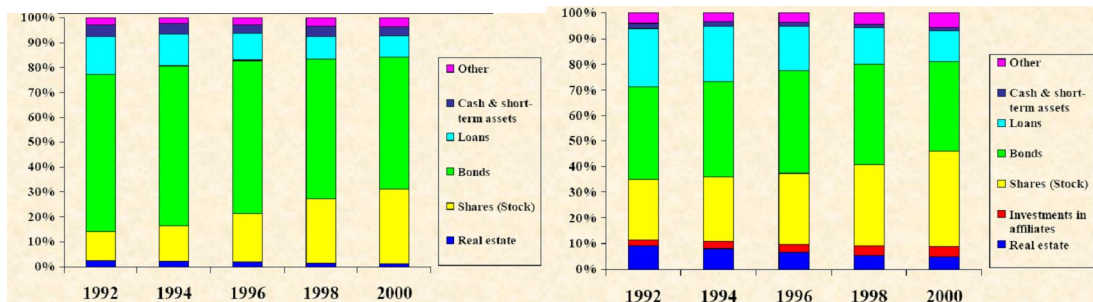


图 16：美国财险公司的资产配置

（资料来源：Insurance Information Institute, A.M.Best）

图 17：欧洲财险公司的资产配置

(资料来源: Comite Europeen Des Assurances European Insurance Figures, 2003)

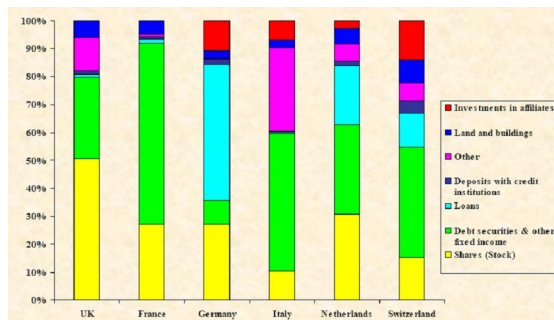


图 18: 欧洲主要国家财险公司的资产配置

(资料来源: Comite Europeen Des Assurances European Insurance Figures, 2003)

中国, 同样也没有美国那么发达的固定收益证券市场, 因此, 同欧洲财险公司一样, 对股票市场的依赖度可能更高。但即使如此, 在固定收益、股票、可转债乃至替代投资等资产上的有效配置, 仍是中国保险公司获取稳定收益的基础。