

杂志

地方杂志

图书

文集

论文

最新杂志

保险资讯 2010年第31...

保险研究 2010年第11...

保险研究—实践与探...

保险资讯 2010年第30...

保险资讯 2010年第29...

推荐资料



欢迎订阅 << 保险研究 >>

首

标题：将军赶路不追小兔——对保险资产管理价值链的思考

作者：鄂庭

作者单位：

导师：

其他作者：

中文摘要：

关键字：保险资产管理 价值链

类型：商业保险 来源：

正文：

按照中国保监会的监管要求，保险资金应实行集中管理、专业化运作，保险资金的配置与战术配置、投资决策与投资交易职能应相互分离；项目评审、投资决策、交易执行核算、风险控制等部门和岗位之间应相互独立。

这些既相互独立又彼此协作的业务活动，构成了一个资产保值增值的动态过程，即价值链。

价值链理论的基本观点

哈佛大学教授迈克尔·波特于1985年提出了价值链的思想，并在此基础上逐步形成了较为完善的价值链理论的基本观点是专业化基础上的分工与协作。首先是专业化分工，按照专业化分工原则，有序的价值活动环节，但并不是每一个环节都创造同等的价值，也就是说，价值的创造主要来自特定环节，即战略环节；其次是专业化协作，企业与企业的竞争，绝不只是某个环节的竞争，整个企业的竞争力，只有通过专业化的协作和动态的优化重组机制，才能使整个价值链拥有持续的竞争力。

典型的保险资产管理——价值链分析

目前，一个典型的保险资产管理价值链主要包括：资产负债管理、资产战略配置、资产战术配置、投资交易、会计核算、绩效评价七个环节的业务活动，其中：资产负债管理是保险资产管理配置环节，保险公司通常每年年末(或者更长的时间周期)在对宏观经济、市场走势和各大类资产的基础上，提出战略资产配置整体方案；在资产战术配置环节，通常定期(或者需要时)根据资产需求、宏观经济和市场动向确定下一阶段资产战术配置方案；在资产交易配置环节，根据资产战术配置，制定各大类投资品种的资产交易配置计划；在投资交易环节，独立的集中交易部门负责资产交易；在会计核算环节，根据会计准则、清算规则和估值办法，每日进行交易清算、资产估值、并与托管银行进行业务对接；在绩效评价环节，根据投资业绩基准，通常定期对实际投资业绩进行评价。

结合保险资产管理价值链的典型形态，引发了对我国保险资产管理行业现状和实务的一些思考。

思考一：“自上而下”还是“自下而上”？

既然是一条各环节间首尾相连的价值链，一个很自然的联想是这条价值链的作业顺序到底是“自下而上”的？是单向循环的还是双向交流的？

1. 区分“自上而下”和“自下而上”

“自上而下”和“自下而上”是在机构投资者中盛行的两种最具代表性的投资策略。其中，或市场趋势，“中”代表市场板块或行业区域、“下”代表微观企业或投资工具，上、中、下研究的对象为依据的。

“自上而下”策略，一般首先从经济或市场的总体趋势研究入手，通过相对价值的比较，确定行业，然后再向下优中选优、锁定最佳的投资标的，索罗斯、罗杰斯等代表人物成功的采用了“自上而下”策略，其研究工作的出发点，一般都是直接从投资标的开始，适当考虑行业和整体的经济策略一般不是很重视大类资产的配置，巴菲特、彼得·林奇等代表人物是这一策略的运用大师。

2. 自上而下控制风险、自下而上挖掘机会

投资既是科学也是艺术，没有放之四海而一劳永逸的致胜之道。“自上而下”与“自下而上”最优的策略，只有最合适的策略。

保险负债的特点是规模大、来源广、期限长，决定了保险资产管理讲究资产负债匹配，强调流动性的三性平衡，提倡长期投资和价值投资。因此，保险资产管理价值链体现为“自上而下”与有效结合，通过动态调整的优化循环机制，既要自上而下地控制风险、又要自下而上地挖掘机会。

保险资产管理需要自上而下地控制风险。一方面，保险资金由于规模大和多样性的特点，不同的风险、收益和现金流，必须通过投资组合在各市场之间的相对配置来规避风险；另一方面，投资于固定收益资产，具有较强的利率敏感性，市场利率的微小波动会导致资产价值的较大变动，必须把握好中长期趋势，从全球的视野、周期的变化进一步完善资产配置方法，形成自上而下

保险资产管理更需要自下而上地挖掘机会。一方面，负债的刚性决定了保险资金的运用更强调稳定性，经过长期的市场洗礼和磨练，长期投资和价值投资已成为国际保险行业的主流投资哲学的保险公司即使对固定收益投资都坚持“买入持有到期”策略，注重投资工具的内在价值和稳定收益。另一方面，我国保险资金运用渠道已基本全面放开，从公募领域到私募领域、从传统产品市场到境外市场、从实体经济到虚拟经济，保险资金的运用覆盖了最广阔的金融投资领域，保险观上对自下而上地挖掘投资机会的能力提出了更高的要求。

思考二：战略配置由保险公司完成是最优选择吗？

1. 战略配置的重要意义

战略资产配置是保险资金长期投资目标和风险政策的具体体现。长期投资目标是保险资金水平，风险政策则规定了保险资金可接受风险的程度。

Brinson, Singer 和 Beebower(1986)通过实证研究发现，战略资产配置决定着投资组合收益和Kaplan(2000)对战略资产配置的重要性进行了进一步的数量研究，通过研究共同基金与养老金一是在同一基金回报随时间波动中，战略资产配置可以解释90%；二是不同基金业绩差异的40%因素来解释；三是基金收益水平(阿尔法)约100%是由战略资产配置决定的。

在我国，研究机构的定量研究也得出了类似的结果，比如宏源证券(000562,股吧)2009年所开放式基金收益的77.8%和封闭式基金收益的74.6%可以由战略资产配置来解释；开放式基金之非58%归因于战略资产配置，远大于市场择时因素对基金绩效差异4%的解释程度，剩余近40%可归因万国证券研究所根据从2000年第一季度到2004年5月21日的数据，按季度分别分析了所有基金的结果，结论是我国基金资产配置平均贡献率为77.27%。

2. 战略配置由保险公司完成并非最优选择

战略资产配置对保险资产管理的重要性不言而喻，根据行业专家的共识，保险资金85%以上险承受能力、特定收益要求以及未来现金流状况进行的战略配置。

按照目前实施的《保险资金运用管理暂行办法》的要求，战略配置应由保险公司资产管理部司董事会审定后实施。

这是一个最优选择吗？如果从整个价值链的的角度出发，回答是否定的，由保险公司资产配置，既不利于专业化分工也不利于专业化协作。首先，无法理顺委托受托关系，近年来成熟健康还处在探索过程中，委托受托双方投资业绩好时相安无事，投资业绩差时却相互推卸责任，这是存在的责权利不对等直接导致的；其次，不利于发挥专业优势，目前，我国9家保险资产管理公司80%以上的资产，而且聚集了80%以上的资金运用专业人员尤其是高端人才，随着最近资产管理放松，这种集中化趋势将进一步强化。

因此，基于专业化分工和协作的原则，首先，要在整个保险资产管理价值链上应当合理分工于资产负债匹配管理，在此基础上，由资产管理公司负责按照保险公司收益目标和风险承受能力其次，专业化的分工也要进行针对性的考核，对专业保险公司只考核保费收入而不考核投资收益要以资产管理公司为主。在此框架下，随着责、权、利的界定和明晰，委托受托关系会更加顺畅链的专业性和协作型将得到显著的优化。

思考三：战术配置的首要目标是打败战略配置吗？

一个盛行在资产管理领域的观点是，战术资产配置的首要目标是打败战略配置，获取超额配置和专业的保险资产管理公司都没有存在的意义。

区分长期趋势和周期性波动，是有效资产配置的重要基础。战略资产配置着眼于资产的长期目标；战术资产配置通过对资产周期性波动的主动把握，实现控制投资风险和提升投资收益两个利

巴菲特说：“投资并非赚钱第一，而是安全第一”，保险资金运用也始终把“安全性”作为此，战术配置的首要目标不是打败战略配置，而是控制风险、确保资金安全并实现战略配置的目标力超越战略配置。否则，如果战术配置以打败战略配置为首要目标，根据风险和收益相对称的原则了战略配置所限定的风险承受能力，并否定了战略资产配置确立的原则。

思考四：交易配置超配或低配可取吗？

超配和低配是相对于战术资产配置下达给交易配置环节的标准配置比例而言的。资产交易资产内部具体品种的收益、风险特征，构建实际投资组合并进行动态调整。资产交易配置环节的选选择具体行业、品种或者个券的买卖时机，其实是择券，是对某类大类资产实际投资组合内部

从整个价值链出发，在交易配置环节超配或低配是不可取的。一是干扰了战术资产配置的效果是进行了一个大类资产投资比例的动态调整，此职责应该归属于资产战术配置环节；二是加重了资经理将精力放在对短期趋势的把握判断上，将分散在品种选择方面的精力。

综合以上四个方面的思考，在专业化分工和协作的基础上，保险资产管理价值链既要通过