

论文摘要：保险资金直接投资股市的风险因素包括股票市场环境、资本市场结构、保险公司治理结构、资产管理模式、投资能力和监管水平等方面。在股市长期投资价值不高的情况下，保险资金在股市面临的风险综合表现为股票价格风险。因此，除了识别和化解上述风险因素之外，还应以股票价格与众数的差异结合社会平均利润测定和控制股市的综合价格风险。

论文关键词：保险资金 股市 风险识别、测定、价格风险控制

一、保险资金直接入市的风险识别

保险资金直接入市的风险管理包括风险识别、测定、评估、预防和控制等方面。保险资金在股市遇到的风险既有保险公司本身体制和投资能力的因素，也有股票市场建设不成熟及政治、经济、企业和国际等诸方面风险因素的影响。从国外的教训来看，风险是巨大的^①。上个世纪 80 年代，日本保险公司的大部分资金流入证券市场，经济泡沫破灭后，保险公司遭受巨大损失，留下了巨额不良资产，日益陷入困境，导致多家保险公司的破产。因此，股市风险直接影响保险公司的生存和发展，关乎广大被保险人的利益和社会经济的稳定^②。有必要对保险资金直接入市的市场环境、市场结构及保险公司内控机制和投资管理水平等各种风险因素进行识别。

识别保险资金直接入市的市场环境风险因素。从总体来说，我国股票市场上大盘绩优公司数量有限，许多上市公司规模偏小，亏损严重，没有投资价值，保险资金难以获取比较稳定的收益，只能靠股票波动获取差价。但由于我国股市投资者结构不合理，投资理念不成熟，市场盛行投机，加上交易费用高，保险资金面临巨大的风险。目前，尚未能从制度、法规、市场秩序和监管等方面加强资本市场建设和有效管理。

资本市场结构不完善，缺乏金融衍生工具对冲风险。目前，我国资本市场结构单一，以封闭的股票市场为主，货币市场、债券市场以及期货市场还比较落后，各类金融衍生品种还是空白，这就使保险资金运用面临结构性风险。例如，我国债券市场规模较小，2002 年末，银行间债券市场、交易所债券市场托管的债券加上凭证式国债，其余余额为 2.8 万亿元，而股票市值为 4.8 万亿元，银行资产 16 万亿元；同时，中国债券市场品种结构单一，其中国债余额近 1.7 万多亿元，金融债券 1 万亿元，公司债券只有 600 亿元。

保险公司治理结构有待于建立和完善，保险资金管理模式处于探索之中，难以实行保险资金的有效增殖。保险公司在专业化运作。是否设立投资管理公司、资产管理公司或专门的基金公司，抑或在内部设立专门的资产管理部，按事业部制进行运作，或者以信托或委托的方式将资金交由专门的投资机构或资产管理机构例如各类养老金公司、投资银行的资产管理部来管理等等，都需要实践检验。

未建立健全规范稳健的保险资金运用体系。目前，由于投资人才和投资经验的缺乏，中国保险公司还远未建立科学、规范的投资管理体系，投资理念不成熟，国外的一些先进经验和方法如风险资本评估、保险监管信息指标系统和财务分析偿付能力跟踪系统等未能有效地运用到中国保险投资管理实践中。未能建立起健全的投资决策机制，充分识别和评估各种投资风险，构建与本公司资金相适应的投资组合。例如，2001 年，美国寿险公司投资组合中债券的投资占 73%，股票投资占 5%；在非寿险保险公司的投资组合中，债券投资占到了 71.21%，股票投资占 16.61%，而我国保险资金的运用，银行存款占大部分比重^③。

监管部门的监管能力风险。目前，保险监管仍处于由市场行为监管向偿付能力监管的过渡与转变。未能运用风险资本评估、保险监管信息指标系统、财务分析偿付能力跟踪系统等先进的保险监管技术，未能



建立健全中国保险业的偿付能力监管体系，选择合理的保险监管模式；亟待培养保险监管专业人才，提高监管水平。

二、保险资金直接入市的价格风险测定

股市风险包括制度风险、政策风险、企业风险和市场风险等诸方面，难以测定，但各种风险都集中在股市价格上反映出来。例如，我国证券市场具有政策市、消息市的特点，我国股市历次巨幅波动都伴随着政策和消息推波助澜，巨额资金往往深陷其中，不能自拔。但政策风险总是表现为股市的上涨和下跌，换言之，股市风险综合表现为价格风险。这里针对保险公司面临的股市价格风险的测定进行初步的探讨，使我们能够科学地认识保险资金直接入市后面对的风险特征、提高保险资金管理的风险预防和控制能力。

一般的测定方法。要认识股市的价格波动规律，必须从捉摸不定的价格波动中把握其实质，了解个别股价与此基准价格的偏离，进而判断风险程度。传统实物价值理论认为，商品的价格由社会平均生产条件来决定。而现在中国股市上的均价和指数正是以此为依据来计算的。中国股票市场的股价指数是以各股票的总股本为权数编制的，即 $A = \sum af / \sum f$ ，其中 A 为股价指数， a 为各股票的价格， f 为各股票的总股本。在关于股票价格波动的均价分析系统中，广泛采取简单算术平均数计算方法，即： $A = (a_1 + a_2 + a_3 + \dots + a_n) / n = \sum a/n$ ；其中 $a_1 a_2 \dots a_n$ 是股价， n 为日期个数。通过考察各股价与该平均数的偏离来判断风险。该平均数存在如下的缺陷：首先在于它是一个理论数值，由于分母有可能除不尽，在股市上并没有一个真实对应的价格；其次，简单平均数并未反映股市成交量的影响，从而无法说明决定股市波动的原因；再次，价值理论关于社会平均生产条件决定商品社会价值的论述，是指在完全竞争条件下大多数市场主体的生产条件或存在垄断的情况下生产规模占支配地位的主体的生产条件。因此，在股市上，应是特定期间内最大的交易量的性质决定股市运动的方向，而不是未考虑成交量的简单算术平均数。加权算术平均数由于存在第一种缺陷而不是理想的衡量依据。

一般测定方法的修正。必须选取另一种平均数，即与最大成交量相对应的股票价格亦即众数作为判断股市价格波动方向依据。众数的公式为 $X=P$ ， P 为与最大交易量对应的股票收市价格或股价指数。首先，它是与最大成交量对应的真实价格，其次它代表在市场上具有举足轻重地位具有支配意义的成交量。在实物价值理论中，社会平均成本的意义在于它对个别价值的实现具有重要意义，是衡量个别价值是否实现的基准，而在股价波动中，它同样是一个基准，衡量个别成本与平均成本的差异。例如，如果你的持股成本小于众数，没有风险或赢利，反之则亏本或有风险。在垄断市场中，众数标志着垄断力量的持股或抛售成本；在完全竞争市场中，反映了大多数人的心理认同的股价成本；在垄断竞争市场中，众数既标志着垄断力量的持股或抛售成本，也反映了大多数人的心理认同。同样，它是大多数股票买入时的成本、卖出时的销售金额。

与实物生产不同，其一，股票买入后不经过生产过程，而是经过价值回归或泡沫形成过程；其二，在股票上涨初期阶段的最大成交量即具有决定市场方向即上涨的主导力量，而经过上涨后超过社会平均利润以上的最大成交额即标志着下跌的到来，这是因为供需关系已发生了实质性的转变，人们的心理从买入认同转变为卖出认同。一旦最大成交量出现，市场趋势即不可逆转。中国股市历次大的波动无不验证了这一事实。中国股市历来有消息市、政策市之称，但每次都在事先或事后表现在股价上，都有对应的最大成交量作为转市的先兆。其三，价值生产过程中，个别价值与社会价值的差异表现在空间上，而股价的波动表现在时间上。个别价值与社会价值的差异在某一时刻具有确定性，而股价的波动具有时间上的不确定性。

三、保险资金直接入市的风险化解与控制



1. 化解保险资金直接入市的风险因素。(1) 从制度、法规、市场秩序和监管等方面加强资本市场建设和管理。要适时对金融证券法规进行修改与完善；加强证监会和证券交易所等金融证券监管机关的自身建设，提高监管效率；健全信息披露制度，严格会计、审计和财务检查制度；培育规范的投资主体，增加机构投资者的数量和类型，促进市场竞争，减少和杜绝市场操纵行为，提高股市的长期投资价值。(2) 完善资本市场结构，开发和运用金融衍生工具对冲风险。大力发展我国的债券市场，允许业绩优良的上市公司和非上市公司发行优质的企业债券或可转换债券，解决目前债券市场与股票市场不均衡、国债市场与企业债市场不均衡的状况，有效分散保险资金入市后的投资风险。同时，要大力开发我国的金融衍生品种，要在完善现货市场的基础上，推出国债期货交易、股票指数期货交易，引入证券市场的做空机制，为保险资金提供可以适当分散风险的对冲工具。(3) 通过股改上市，建立现代企业制度来防范和控制风险，建立适当的保险资金管理新模式，实行保险资金的有效增殖。(4) 建立健全规范稳健的保险资金运用体系，形成一套科学的投资决策体系、业务运作体系、风险控制体系、分配激励体系和人才队伍体系。(5) 保监部门应出台相应的法规和举措防范和控制风险。一是事前控制。监管部门应尽快制定出保险资金直接进入股票市场的行为和相关法规，对保险资金入市的规模、投资种类及其投资组合中的比例做出规定，以有效防范保险资金的投资风险；二是事中控制。建立保险资金投资信息的呈报制度和投资情况的动态监测制度等措施；三是事后补救。采取对违反有关投资管理规定的保险公司强行进行仓位调整、对有问题的保险公司实行市场禁入和从保险资金投资收益中提取一定比例的金額在保险行业层面设立投资风险损失基金等措施。

2. 保险资金投资股票市场的价格风险控制。除了通过判断政治经济形势和政策走向进行投资决策，以及采取限制投资比例等风险控制措施之外，要根据最大成交量来判断股市的走向，避免和控制股市下跌的风险。维护保险资金的安全。保险资金投资股市时应采取以下价格风险控制措施：

在确定性的实物生产过程中，个别价值与市场价值的平均偏差可以 $\sigma^2 = \sum (x-A)^2 f / \sum f$ 描述，而在股价波动中，则可描述成： $\sigma^2 = \sum (x-p)^2 f / \sum f$ 。但仍可通过个别价格与众数之差同时结合社会平均利润的关系来考察，即采取如下风险衡量和控制方法：在股市上涨阶段，如果股价与众数最大成交量的差异即赢利达到社会平均利润，即可考虑控制风险；股价上涨之后出现股价与众数最大成交量的差异达到社会平均利润的两倍以上，即坚决予以回避。同样，在股票下跌的过程中，要以最大成交量为基础，设立止损位，即与最大成交量对应的价格相比，超过 1-2 倍社会平均利润，将陷入空头陷阱。这种衡量方法有利于控制保险资金在股市持仓比例和运作风险，有利于保险资金的保值增殖和保险公司的稳健经营。总之，由于股票市场的不确定性和高风险特征，保险资金入市必须慎重，保险资金的运用必须在将风险控制放在首位的前提下追求较高的收益率。

参考文献：

- [1]宋清华,李志辉.金融风险管理[M].北京:中国金融出版社,2003.105-110.
- [2]江生忠.中国保险业发展报告[M].北京:中国财政经济出版社,2004.96-102.
- [3]张响贤.论努力实现保险资金的有效管理[J].保险研究,2004,7:56-59.

