

学校编码: 10384
学号: 15620141152115

分类号__密级__
UDC__

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

我国保险资金在 A 股市场的投资偏好及变化研究

Research on the Investment Preference and Change in
A-share Market of China's Insurance Capital

张艺敏

指导教师姓名: 何 孝 星
专 业 名 称: 保 险 专 硕
论文提交日期: 2017 年 4 月
论文答辩时间: 2017 年 4 月
学位授予日期: 2017 年 6 月

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2017 年 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

从 2005 年至 2015 年十年间,我国民众的保险需求以及社会资本对保险行业的投资热情得到了非常显著的提升,承保业务的蓬勃发展拉动了保险公司在投资业务方面的巨大需求。在目前保险公司投资渠道有限,国内债券市场缺乏长久期债券品种的环境下,保险资金对股票市场的投资正显示出越来越大的投资热情,其中,成立时间较短的中小保险公司为此贡献了重要力量。然而近年来保险公司举牌上市公司风波频现,以及万能险乱象引发了市场对保险公司“稳健经营稳健投资”的质疑。保险产品的保障属性变淡,产品高收益背后是不断加大的高投资风险,“保险姓保”问题开始受到监管层的关注。

然而,保险资金整体作为“机构投资者”中的一类,在实际股票投资上呈现怎样的投资偏好、是否真正遵循审慎、稳健的投资原则,目前学界上的相关实证研究还十分缺乏。因此,本文通过对 2013 年下半年至 2016 年上半年间我国保险资金在 A 股市场的投资偏好进行研究,采用“保险产品持股比例”进行更精确的样本筛选,捕捉新时期我国保险资金在不同市场阶段中的股票投资偏好及变化,考察保险资金的投资行为是否与其本身的性质特点一致,并分析背后的深层原因,以此填补我国保险资金股票投资偏好实证研究的空白,为监管界与实务界提供建议参考。

通过研究发现,我国保险资金整体的股票行业配置集中在金融业、房地产业和制造业等领域,并在单只股票的持股比例上出现集中化的倾向;在股票选择上较为“简单粗暴”,对行业配置的依赖程度较大,并且偏好价格较高的股票;资金整体上追求较低的股票绝对波动风险而非市场风险,但对波动的接受程度有所放宽,保险资金内部对股票风险的偏好出现分化,说明部分保险资金的投资风格趋于激进。

关键词: 保险资金; 持股偏好; 机构投资者

Abstract

From 2005 to 2015, people's demand of insurance and the passion of social capital in insurance have increased enormously. And the rapid development of underwriting business has also produce huge demand of investment of insurance company. Because of the lack of investment tools and long duration bonds, the insurance capital has shown great passion in stock market. And small and medium-sized insurance companies have great power on that. However, recently more and more insurance company hold more than 5% of the stock of a listed company by universal life insurance, it bring great risk to the operation of insurance industry.

As a member of institutional investor, academic circle haven't do much empirical research about insurance investment preference in stock. So that this paper will do the research about the insurance companies' investment preference in stock, to find whether this insurance capital have obey the prudence principle in investment during difference market environment, to analyze the reason behind, and to give some suggestion for supervision department.

By the research, we find that insurance capital in China prefer to buy stock in the industry of finance and realty. It also shows a trend of centralization of share holdings. We also find that the stock investment strategy of insurance capital in China is much simple. Insurance capital prefers stock of high price and low delta. But the tolerance of risk of insurance capitals has changed. Some insurance companies have become radical in stock investment.

Key words: insurance investment; stock preference; institutional investor

目 录

第一章 绪论	1
1.1 研究背景与意义.....	1
1.2 研究方法及框架.....	3
1.3 研究创新点与不足之处.....	4
第二章 文献综述	6
2.1 保险资金的投资运用研究.....	6
2.2 保险资金的股票投资研究.....	8
2.3 文献综述评述.....	12
第三章 保险资金整体投资偏好的理论分析	13
3.1 保险公司的经营特征.....	13
3.2 保险资金的具体来源.....	14
3.3 保险资金的性质特点.....	16
3.4 保险资金的投资特征.....	17
第四章 我国保险资金当前股票投资环境评述	20
4.1 我国保险资金股票投资的政策环境.....	20
4.2 我国保险资金股票投资的经济环境.....	23
第五章 我国保险资金在 A 股市场投资偏好的实证分析	29
5.1 我国保险资金股票投资整体情况.....	29
5.2 行业配置偏好研究.....	31
5.3 个股特征偏好研究.....	34
第六章 结论分析与建议	56
6.1 研究结论分析.....	56
6.2 政策建议.....	57
参考文献	59

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Significance of the Selection about Subject.....	1
1.2 Research Method of Subject and Structure of Chapter.....	3
1.3 Innovation of Chapter and Deficiencies	4
Chapter 2 Literature review	6
2.1 Research on Insurance Fund Application	6
2.2 Research on Insurance Investment in Stock	8
2.3 Summary	12
Chapter 3 Analysis on Insurance Investment Preferece ...	13
3.1 Characteristic of Insurance Company Operation.....	13
3.2 Source of Insurance Fund	14
3.3 Characteristic of Insurance Fund	16
3.4 Characteristic of Insurance Investment.....	17
Chapter 4 Investment Environment for Insurance Fund and It' s	
Historical Perfomance	20
4.1 Political Environment for Insurance Investment	20
4.2 Economical Environment for Insurance Investment.....	23
Chapter 5 Empirical Analysis	29
5.1 Preference in Industry	31
5.2 Preference in Stock Characteristic	34
Chapter 6 Conclusion and Policy Implications	56
6.1 Conclusions.....	56
6.2 Policy Implications	57
References	59

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 绪论

1.1 研究背景与意义

近年来，我国保险行业的快速发展令人瞩目，从 2005 年至 2015 年十年间，保险机构数从 93 家增长至 194 家，累计增长 108%；保险公司总资产从 1.53 万亿增长至 12.36 万亿，累计增长 7 倍，年均增长 52%；保费收入由 0.49 万亿增长至 2.43 万亿，累计增长近 4 倍，年均增长 38%。同时，2015 年我国保险密度^①达 1766.49 元/人（271.77 美元/人），保险深度^②为 3.59%，而同期发达国家如日本的这两个指标分别为 4207 美元/人和 10.80%^③。从以上数据可以看出，我国民众的保险需求以及社会资本对保险行业的投资热情出现了非常显著的提升，并且仍存在极大的发展空间。2014 年《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》出台，更是为保险行业的发展带来巨大的政策支持。

作为保险公司的两大重要业务条线，承保业务的蓬勃发展拉动了保险公司巨大的投资业务需求。截至 2016 年三季度，我国保险行业资金运用余额达到 12.83 万亿，占全行业总资产的 70.75%。其中股票和基金类投资余额占比 14.25%，较去年同期显著增长 33.05%。在 2016 年股市走弱的行情下，保险类机构投资者 A 股账户达到 4844 户，反较去年大幅增长 70.9%。可以看出，在目前保险公司投资渠道有限，国内债券市场缺乏长久期债券品种的环境下，保险资金对股票市场的投资正显示出越来越大的投资热情。而股票投资带来的投资收益不仅体现在股票价格的增长以及股息红利的发放，当单一保险公司持股比例大于 20%时，该部分投资资产可列于保险公司的长期股权投资项下，在会计计量上能够实现节约资本的效果，使得保险公司的偿付充足率有所提升（叶颖刚和陈晓飞，2016）。因此，股票市场不仅为保险公司提供一类投资场所，还为其带来了通过战略性投资改善资本结构的途径。

^① 保险密度：指一国人均保费收入，反映一个国家保险的普及程度和保险行业的发展水平。

^② 保险深度：指一国保费收入占国内生产总值的比率，反映一个国家保险行业在整个国民经济中的地位。

^③ 以上数据来自于 Wind 金融数据库

另一方面，在过往的行业实践中，保险公司的承保业务利润常常有限，甚至多处于亏损的状态，因此投资业务的收益情况成为保险公司整体利润非常大的影响因素。如中国人寿、新华保险等国内一线的保险公司纷纷于 2017 年 1 月发布下滑 40%-50% 的年度业绩预减预告，其中的一条重要原因就是“投资收益下降”。投资业务对保险公司发展的重要性不言而喻。而由于保险公司经营的特殊性，保险资金多来自于保险公司的“负债端”，其在资金的投资使用上需较为关注投资标的与投资资金在期限、风险收益特点上的匹配性，并且一般应遵循安全性、流动性、收益性相协调的投资原则，保证公司具备充足的偿付能力。因此，在股票投资市场上，股票相对高收益背后的高风险是保险公司必须平衡的问题。2015 年以来，以“万宝之争”为代表的保险公司举牌上市公司风波频现，引发了市场对保险公司“稳健经营稳健投资”的质疑。与此同时，近年来部分中小保险公司试图通过对接我国民众广大的理财需求和热情，凭借万能险等投资属性较强的保险产品，迅速做大保费收入规模，实现弯道超车。但市场的激烈竞争让保险公司不得不提高产品的收益率以吸引投保人，保险产品的保障属性变淡，保险产品更像是保险公司进行各类投资的融资工具。高收益背后是不断加大的高投资风险，“保险姓保”问题也开始受到监管层的关注。

那么，除了那些频频“冒头”举牌上市公司的保险企业，保险资金整体作为“机构投资者”中的一类，作为一个理论上应扮演的“稳健和审慎投资者”的角色，其近年来在我国股票市场上的投资行为到底如何？在股票投资上呈现怎样的投资偏好？是否真正遵循着安全性、流动性及资产负债相匹配等特点进行审慎、稳健的投资？这些问题都是业界及监管方关注的焦点，而这在目前的学术研究方面尚未引起较大关注。

在此基础上，本文试图通过对我国保险资金在股票市场投资偏好的实证研究，进一步分析保险资金的股票投资策略及其变化，考察保险资金的股票投资行为是否与保险资金本身的性质特点一致，并分析其背后的原因，以期填补新时期我国保险公司股票投资偏好实证研究的空白，并提供相关参考建议，具有较大的现实意义。

1.2 研究方法及框架

1.2.1 研究方法

本文首先通过对国内外学者关于保险资金投资运用、投资风险管理等方面的研究进行归纳总结,并借鉴过往关于证券投资基金或机构投资者整体持股偏好的研究方法,为文章的后续研究提供基础支持。其次,本文通过对保险资金整体投资偏好进行相关理论分析,为后续的实证研究提供比较基础。再次,本文将应用制度分析、数据归纳比较等方法整理我国保险资金的股票投资环境。最后,以2013年下半年至2016年上半年我国A股市场以保险产品为名义持股的上市公司股票为研究样本,通过对每个截面数据的回归分析,捕捉保险资金在新时期下不同市场阶段的股票投资偏好和变化情况,并与前述理论及环境分析相结合,探究保险资金持股行为的背后原因,提出相关政策建议。

1.2.2 研究框架

本文研究框架设置如下:

第一章为绪论,主要介绍本文的研究背景与意义、研究方法与框架,以及论文的创新点和不足之处。

第二章为保险资金股票投资的文献综述。由于保险资金的股票投资偏好与保险公司的资金运用、投资风险管理等方面密不可分,因此本文先就以上部分的研究成果进行整理,为下一步的理论分析提供基础。同时,由于保险资金同属于机构投资者中的一类,机构投资者的股票投资偏好研究方法和结论能够对保险资金的研究提供较大的借鉴意义,并且限于当前国内保险资金股票投资偏好研究的缺乏,本文将对国内外机构投资者股票投资研究成果进行梳理,为本文后续的实证研究提供基础。

第三章为保险资金整体投资偏好的理论分析,本文从保险公司的经营特征、保险资金的具体来源、性质特点、投资特征等方面入手,分析保险资金整体的理论投资偏好,为后续保险公司股票投资的实证研究提供理论基础。

第四章为我国保险资金当前股票投资环境评述。本文分别从政策环境和经济环境两方面总结保险公司的股票投资环境,为保险资金股票投资的实证研究提供

现实背景。

第五章为我国保险资金在 A 股市场投资偏好的实证分析，本文以 2013 年下半年至 2016 年上半年跨越最新一期牛熊市的期间数据为样本，对保险资金所持股票的行业特点、以及个股在市场层面及公司层面的特征进行实证分析，并捕捉保险资金在每个时间截面的投资偏好情况，总结新时期保险资金在股票市场的投资偏好和变化情况，并分析其背后的原因。

第六章为结论分析与建议，通过上述几章的层层研究，本文结合现实环境总结近年来我国保险资金在 A 股市场的投资偏好的变化情况，并提出相关的政策建议。

1.3 研究创新点与不足之处

1.3.1 研究创新点

由于保险资金投资相关数据难以获得，以及现阶段关于国内的保险公司的投资研究更多集中在最优投资组合、外部冲击（如利率）影响、投资收益对保险公司收益的影响等方面，针对保险公司在 A 股市场的实际投资行为的研究分析较少。本文首次选取了 2013 年下半年至 2016 年上半年跨越最新一期牛熊市的数据作为样本，来研究最新一期我国保险资在不同市场环境下的股票投资偏好，弥补了学术方面对我国保险公司股票投资实证研究的欠缺。

同时，相较于过往关于保险公司投资行为的研究，本文采用了“保险产品持股比例”作为指标进行样本筛选，去除了其中以保险公司名义持股的信息，更加精确地描述了基于保险产品经营特点的投资行为，从而获得更加纯粹的保险资金持股信息。

1.3.2 不足之处

为了捕捉保险资金在最新一期股市上涨与下行期间的持股偏好和变化，本文在实证研究中只选取了 2013 年下半年至 2016 年上半年保险资金的持股数据，并且针对所持股票相关特征数据缺失、数据异常、上市时间过短等因素对样本进行了筛选，因此所覆盖到的保险资金持股信息较为有限。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库