

从“保险+小贷”和股权投资业务对接浅析公司的协同效应

总裁办公室 刘利斐

初看“协同效应”，许多人认为是老生常谈，甚至觉得这不过是每个大型金融集团的“海市蜃楼”。但是如果我们稍作分析，将这一因子投入到公司活生生的经营中，放在每个员工的口袋里，揉在大家的心坎上，五颜六色的场景就接二连三的浮现出来了。 N_2 和 H_2O 都不可燃，但我们重组或者添加新元素则可以得到 N_2H_4 和 CO ，两种物质都是火箭燃料的重要组成部分，化学效应出现了，火箭升空了。公司经营也是如此，协同力的平方效应可以作为我们的火箭助推器。协同是个大课题，想象空间极大，下面笔者仅结合自身体会，通过分析“保险+小贷”的协同效应以及保险资金股权投资运用规则和股权投资业务对接两个子课题，来展现公司协同业务的契合性及其能够迸发出的潜力。

一、“保险+小贷”的协同效应分析

2012年对于我司而言具有里程碑意义，这一年我们入主中华保险，开始全面建设邦信小贷，公司区别于其他三家资产管理公司，甚至说区别于国内市场大多数金融机构的集团架构初步搭建，在上报国务院的改制方案中也明确了“保险+资管”的双轮驱动模式。这都是宏观的规划，如果我们不拿放大镜去仔细观察，则很难体会出其内在的合理性，也就更难目光坚定的贯彻落实了。下面让我们以某小贷公司三个项目为例，直观的体会一下“保险+小贷”协同所能产生的聚沙成塔般的效应。

（一）从案例出发

截止至2014年12月，小贷公司经营状况良好，但仍有小额逾期贷款27笔，27笔逾期贷款有27个不同的故事，后面对应着27个家庭面临的风险。以三个项目为例，邵女士是一位调料生产者，她每天辛勤劳作供应着成百上千家庭的餐桌，2013年她向小贷公司贷款20万用于生产经营，然而天有不测风云，一场突如其来的大雨将其正在晾晒的调料打湿，损失惨重，目前贷款逾期3万元。王先生开了家小店从事摄影及后期加工，之前在小贷公司的贷款顺利偿还完毕，然而在第二笔贷款的还款期间一场突如其来的大病致使其财务支出骤然升高，还款出现逾期。还有长期从事旅游运输业的某先生，一直经营顺利，但不幸发生了严重交通事故而又缺少相应的车辆保险致使还款能力下降，贷款逾期。这里，小贷营销员就可以在贷款时向邵女士、王先生、大巴师傅分别推荐财产险、健康险、第三者责任险等保险产品；反过来说，保险公司也可以设计专门针对小贷客户的打包产品（可以囊括健康、车辆、财产险等等），费率可以比单个产品购买更加划算，如此种种不一而足。需要说明的是，举上述三个例子并不是说小贷公司经营的不好，只是因为逾期项目可以暴露出潜在的风险，有助于我们直观的看出保险的需求。同时并非没有风险或者风险大的项目才有交叉销售保险产品的价值，保险公司的赔付与项目交叉销售的价值、项目是否逾期并不是完全关联的，应当具体问题具体分析。

（二）保险与小贷协同的契合性与互补性

首先，保险和小贷具有众多共性：（1）两者盈利基础都是大数法则和规模效应的运用。保险自不必说，依靠的是规模效应和概率论来经营，甚至某些公司承保的目标就是不盈利，利润来源仅是保费规模化后的投资收益。小贷公司也通过自己的实践证明健康的盈利模式是坚持小微，逾期笔数多但金额不大占比不高，行业、地域分布广泛，风险集中触发可能性不大。（2）两者的个人客户或小工商户众多。截止至2014年三季度末邦信小贷贷款户数14,499户，其中100万元以下小微贷款户数为12,958户，占全部贷款户数的86.89%。中华财险的保费收入主要来自于车险和农险，这些业务也有保单平均保费收入不高、主要的最终客户为个人的特点。（3）两者都是经营风险的公司，所面临的业务风险也具有共性。中华保险和邦信小贷的客户基数大，许多目标群体相同，因此业务风险都很“接地气”并且呈现

高度的一致性。

正因如上特点，中华保险与邦信小贷在业务营销、盈利模式、目标客户等方面具有高度的契合性，因此无论是交叉销售、信息共享还是风险管理如果运作得当都能够产生相互促进、事半功倍的效果。具体来说：（1）由于许多目标客户一致，双方在开展交叉销售时并不需要消耗额外的资源，易于开展。同时风险初步识别所需要的信息很多也是相同的，比如说健康险、寿险需要的收入、家庭情况和身体状况，财产险需要的个人车辆和房产价值、企业资产状况等等。了解相关情况后，风险的判断情况也可以在两个主体之间共享，更进一步说如果协同发展到一定程度甚至项目的风险初判都可以不必重复进行，这又会衍生出公司经营的成本优势。（2）优势共享成功几率性较其他平台公司之间更强。中华保险的两大优势就是农业保险及市县三四级机构的网点数量，邦信小贷也在研究涉农贷款和远程服务网点的有关问题，并且小贷公司事实上已经进行了许多涉农贷款的投放。就农业保险而言，很多村镇的农业保险联系人就是当地的村干部，而且保险四级机构的工作人员长期从事农业保险，对当地情况比较熟悉，充分借助这些资源对于小贷公司的营销及贷款风险的识别非常有利。就网点而言，截至 2014 年 9 月底，中华财险已在全国设立了 27 家省级分公司、2224 家各类营业机构，员工 35376 人。如果小贷可以通过授权经营或者营业员派驻等方式同保险公司共享小型网点，那么不仅成本降低了，也可以提高服务的半径和人员协同的效率。（3）数据交叉验证及大数据分析合作空间广阔。保险公司客户数量大，但许多客户信息掌握在中介或者 4S 店手中，即使在自己的数据库里也存在信息失真的问题。如果双方实现数据共享，并在销售及维护过程中引入交叉验证，那么数据的深度、广度、自给率和真实性都将提高。此外，小贷公司已经有了东方汇等互联网金融平台，保险也计划成立自己的电子商务公司，未来将加大对网络销售及 IT 建设的投入，双方在互联网金融、数据运用及分析等方面合作前景广阔。（4）在实际经营中，两家公司普遍反映业务渠道单一、产品特色不强、营销员收入不高问题。但通过上述分析我们可以发现，其实双方本身就可以互为渠道、互为特色，通过销售组合产品提高员工的收入、增加客户的粘性，看似无解的问题有时迎刃而解。

尽管“保险+小贷”具有契合性和互补性，但合作模式上仍需要根据业务品种进行区分，不断摸索、试错。如果浇灌不合适可能省水的滴灌反而效果更好、时效更长，如果直接销售不合规，那么推荐业务的模式也许可行。以销售环节为例，假设车险“共保出单，分类返点”¹的模式经过论证认为比较合理，公司还要按照保监会《关于严格规范非保险金融产品销售的通知》（保监发[2014]90 号）的要求建立相关制度，并向监管机关报送材料取得认可或理解（每个地方保监局的监管方式或态度可能都不一样，相应的能够选择开展业务的地方也就不同），取得了监管机关的认可后，公司还需在全面推进或以点带面的试点间做出选择，模式不合适可能还要反复修改甚至推到重来。

综上，双方在协同方面具有天然的契合性和互补性，由于数量级的原因，两家平台公司有效的协同可以产生平方效应，成为两家平台公司的核心竞争力。当然，知易行难，协同效应的有效发挥涉及宣传、培训²、激励制度、机构设置等方方面面，需要公司上下的努力和不断的磨合、创新才能真正的转化为员工日常意识和自觉的行动，很难一蹴而就。

二、保险资金股权投资规则与股权投资业务的对接

随着国务院“新国十条”的发布，以及保监会一系列资金运用渠道限制的放开，保险公司无疑成为了 2014 年度中国资本市场的“香饽饽”，众多想象及预期接踵而来。如果我们将此融入到中国对改革和创新的鼓励、多层次资本市场的建立、IPO 的重启、私募股

¹所谓“共保出单，分类返点”模式，以小贷销售保险产品为例，销售人员向保险推荐业务后，保险出单员进行复核，根据保险公司承保规则初步做出是否承保的决定，如果出单成功则系统内将两人自动绑定，业务也将分类为不同的级别，优质业务则返点较多。

²据一位保险行业协会的副秘书长判断，我们想让一个长期从事车险营销的营销员忽然开始销售信用保证保险，如果没有任何培训或者他不曾具有相应的知识和工作经历，这是不现实的或者说达不到预期效果。

股权投资冷周期的终结³，以及公司传统和新商业化业务转型的背景中来分析，也许我们可以利用这恰逢其时的机遇，推动公司实现跨越式发展的目标。下面，笔者将通过保险资金股权投资运用规则及现状、股权投资业务对接两方面内容的分析，以期对公司今后相关业务的发展能够有所裨益。需要说明的是本文论述的股权投资指的是境内非上市股权投资，境外以及上市公司股票和证券投资基金的投资不在本文主要讨论范围之内。当然，保险资金运用的主体资质、投资比例等规则也并没有严格区分上市和非上市公司股权投资，因此本文许多分析自然两者也都能适用。

（一）保险资金股权投资运用规则及现状

1. 概述。纵观规则的发展，保险资金的运用范围不断拓宽。1995 年《保险法》出台，其中第 104 条规定“保险公司的资金运用必须稳健，遵循安全性原则，并保证资产的价值增值；保险公司的资金运用，限于在银行存款、买卖政府债券、金融债券和国务院规定的其他资金运用形式；保险公司的资金不得用于设立证券经营机构和向企业投资”。1999 年国务院批准保险资金通过证券投资基金间接进入证券市场，但监管态度依然严格，时任保监会主席马永伟在接受记者采访时强调，保险公司投资证券基金必须向中国保监会提出申请，保监会根据各保险公司的情况核定可投入资金占其总资产的最高比例。保险资金运用一直过于保守，保监会对资金运用的限制逐渐放开但进度缓慢，直到 2009 年《保险法》修订并伴随着 2010 年《保险资金运用管理暂行办法》的出台，保险资金运用的渠道改革方才提速。2013 年，保险资金运用渠道的市场化改革初步完成⁴，保险资金运用方式拓宽到存款、各类债券、直接或间接投资上市公司股票及非上市公司股权、不动产及基础设施、理财产品和资管计划等其他金融资产、以及海外资产等投资品种。2014 年后，保监会继续发力保险资金运用改革，其中与本文相关性较强的重要规范有《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》和《关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》。保险资金运用规则的特点是“散、多、杂”⁵，据不完全统计，2010 年后保监会出台的与保险资金运用直接相关的办法、通知或规则就有 20 余个，所造成的理解与运用上的困难可见一斑。

2. 就保险资金股权投资运用规则而言，除《保险法》外现行有效的规范性文件按时间排序主要有《保险资金运用管理暂行办法》、《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》、《保险资金投资股权暂行办法》、《关于保险资金运用监管有关事项的通知》、《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》、《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》、《关于保险资金投资优先股有关事项的通知》、《关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》。在理解运用规则时，并没有基本的规范性文件供大家执行，许多都需要将散落于各个规范之中的条文互相结合才能在逻辑推断的基础上初步理清。有些条文因为规定的过于笼统，或者难以通过一般法律或市场逻辑理解⁶，实践中还需同监管部门沟通才能初步明确如何适用⁷。具体来说，我们可以从以下几个方面来理解股权投资运用规则。

³贝恩咨询在《Global Private Equity Report 2014》中引用了 Preqin 的调查，36%的 LP 表示他们打算在 2014 年增加自己的私募股权投资，还有 39%表示将在更长时间内增加自己的私募股权配额。

⁴陈文辉副主席 2013 年 1 月在保险资金运用监管政策通报暨培训会议上的讲话中提到“过去一段时间，监管工作重点主要放在开放投资渠道和制定投资政策等方面。现在，渠道不足问题基本得以解决，能开放的品种和市场基本开放了，我们要把主要力量集中到完善监管、规范发展上来，要切实改进监管方式，减少行政审批，完善监管流程，提高监管效率，增强市场活力，促进行业发展。推动保险机构投资者建立行业自律组织”。

⁵这一观点在保监会《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》答记者问中也可印证。

⁶《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》第 6 条“保险资金投资的股权投资基金，非保险类金融机构及其子公司不得实际控制该基金的管理运营，或者不得持有该基金的普通合伙权益”的规定难以理解其制定的出发点，对于保险资金股权投资运用来说如鲠在喉。

⁷总的来说，保监会险资运用规则制定的专业化和市场化水平仍然较低，部分条文重复，对监管机关的权利行使条件规定模糊，对公司商业条款加以过多干涉等规定并不少见，甚至还在规范性文件中明确使用“保险公司投资香港市场，债权品种调整为.....大型国有企业在港公开发行的债券”等用语。

(1) 基本定义及分类。保险资金是指保险集团(控股)公司、保险公司以本外币计价的资本金、公积金、未分配利润、各项准备金及其他资金⁸。在此基础上,保险集团(控股)公司、保险公司(以下简称“保险公司”)运用资金投资的股权被区分为重大股权投资⁹和非重大股权投资、直接股权投资和间接股权投资¹⁰,根据不同种类的股权投资制定了相区别的规则。比如说:重大股权投资应当向保监会核准,转让或退出应当向保监会报告,非重大股权投资和间接股权投资应向保监会报告;重大股权投资资金(包括直接股权投资和间接股权投资)可以使用资本金、资本公积金、未分配利润等自有资金,非重大股权投资(包括直接股权投资和间接股权投资)可以运用自有资金、责任准备金及其他资金¹¹,对保险类企业股权的投资应当运用资本金¹²等等。

(2) 资金运用的股权投资标的。结合“两个暂行办法”¹³,保险资金可以直接投资股权,也可以通过投资股权投资基金的方式间接投资股权¹⁴,但实现控股的股权投资¹⁵和直接股权投资的标的限于保险类企业、非保险类金融机构和与保险业务相关的养老、医疗、汽车等企业的股权,并且保险资金不得投资创业风险投资、不符合国家产业政策项目企业的股权以及直接从事房地产开发建设。2012年7月《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》将直接股权投资进一步拓宽,增加能源、资源企业股权,并明确现代农业企业和新型商贸流通企业也为保险业务相关企业。2014年12月,保监会出台《关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》,于是乎创业投资基金也在保险资金的投资标的之中。

(3) 保险资金运用的比例及其他要求。《保险资金投资股权暂行办法》第9条、第10条、第11条、第13条分别对从事股权投资的保险公司¹⁶、保险资金可以投资的股权投资基金管理机构¹⁷、为保险资金投资企业股权提供服务的专业机构和保险资金投资的基金所需

⁸《保险资金运用管理暂行办法》第三条如此定义是有意义的,后文会介绍不同资金种类对应的股权投资运用范围也是不同的。

⁹《保险资金运用管理暂行办法》第54条、《保险资金投资股权暂行办法》第9条对重大股权投资定义为“对拟投资非保险类金融企业或者与保险业务相关企业实施控制的投资行为”。但需要说明的是,保监会对“重大股权投资”的定义似乎于《关于保险资金运用监管有关事项的通知》中进行了修改,按照原有《保险资金投资股权暂行办法》第14条及第20条逻辑的推断,重大股权投资是直接股权投资中的一种,但后续出台的《关于保险资金运用监管有关事项的通知》则又细化了重大股权投资的定义,似乎将间接股权投资也归入其中。这一定义至关重要,涉及到许多监管规则的理解,本文对规范性文件中涉及“重大股权投资”条款的理解划分为2012年5月7日《关事项的通知》出台之前和之后进行分析,并在重新定义“控制”含义的基础上理解“重大股权投资”及有关词语(如:《保险资金运用管理暂行办法》第14条“实现控股的股权投资”)。

¹⁰《保险资金投资股权暂行办法》第3条规定直接投资股权是指保险公司以出资人名义投资并持有企业股权的行为,间接投资股权是指保险公司投资股权投资基金管理机构(以下简称投资机构)发起设立的股权投资基金等相关金融产品(以下简称投资基金)的行为。

¹¹这一资金运用的规则需要建立在本文注解10判断的基础上,结合《保险公司投资股权暂行办法》第14条和《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》第7条的有关规定推断出。

¹²对这一结论作者本人并不是非常确定,但根据《保险资金运用管理暂行办法》第13条、《保险资金投资股权暂行办法》第14条、《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》第7条、本文注解9、10以及对“实现控股的股权投资”含义的推断应该能够得出上述结论。这种逻辑推断的无奈也能反映出资金运用规则的混乱,最终理解还需要同保监会沟通后才能定夺。

¹³《保险资金运用管理暂行办法》、《保险资金投资股权暂行办法》。

¹⁴在有的公开报道中提到《投资股权暂行办法》首次放开了险资投资私募股权基金的限制(如:《经济观察报》“险资牵手创投基金,2000亿资金增量何时到碗里”),但事实上在《资金运用管理暂行办法》第16条通过对“未上市企业股权相关金融产品”的定义已经将上述投资限制放开,只不过是明确提出间接股权投资的概念而已。

¹⁵结合两个暂行办理解释,“实现控股的股权投资”包括“重大股权投资”和对保险类企业的控股投资。

¹⁶目前中华保险资管中心除了衍生品和境外投资资格待报保监会批复外,其余投资资格已经全部取得。

¹⁷此处未使用暂行办法中的“发起设立并管理该基金的投资机构”,因为这一用法其实于实践中的做法并不相符,为了规避GP投资带来的连带的责任,许多基金的普通合伙发起人与管理机构是分开的,普通合伙是一个独立的有限责任法人。也正因为如此,《创业投资基金有关事项的通知》第二条就改称为基金管理机构。

具备的条件进行了规定。其后，《股权和不动产有关问题的通知》第1条、第4条分别对保险公司和基金管理机构的准入条件进行了修改和放宽。《投资创业投资基金有关事项的通知》专门对保险资金可以投资的创业投资基金管理机构和创业投资基金需要符合的条件进行了规定。

除了上述规定外，比较重要并且难以归纳的是保险资金股权投资的比例要求。保险资金的监管比例“散、多、杂”，在《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》未出台前有多达50余项¹⁸。《比例监管的通知》施行大类监管比例，对投资流动性资产、固定收益类资产取消了监管比例限制，要求投资权益类资产、不动产类资产、其他金融资产、境外投资的账面余额占保险公司上季末总资产的比例分别不高于30%、30%、25%、15%，但需要注意的是境外投资并不是与其他大类资产完全割裂开来的，按照《通知》第七条（二）款的规定，境内和境外的大类资产监管比例应合并计算¹⁹。根据保监会的说法，“通知”发布后监管比例大幅减少至10余项，基本做到“一个文件管比例”²⁰，但同时《通知》也强调“保险集团（控股）公司开展股权投资和境外投资，另有规定的从其规定”。结合《通知》的规定以及答记者问中体现的“立法意图”综合判断，应该认为如果不是另有规定外，即使之前发布的同一位阶的规范性文件中对资金运用的比例要求与本《通知》并不冲突，那么也无需适用，但保险集团（控股）公司开展的股权投资和境外投资除外。下面，笔者将股权投资相关的比例监管要求总结如下：

	投资内容	监管规定	监管比例	备注
大类资产监管	权益类资产	《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》第二条	不高于本公司上季末总资产的30%	
	其他金融资产	《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》第二条	不高于本公司上季末总资产的25%	
	境外投资	《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》第二条	不高于本公司上季末总资产的15%，合并计算	
资产的集中度监管	单一权益类资产	《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》第三条	投资单一权益类资产，账面余额不高于本公司上季末总资产的5%，重大股权投资和以自有资金投资保险类企业股权，以及集团内购买保险资产管理产品的除外	
	单一法人主体	《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》第三条	投资单一法人主体的余额（不限于股权投资）合计不高于本公司上季末总资产的20%，投资境内的中央政府债券、准政府债券和以自有资金投资保险类企业股权的除外	

¹⁸参见《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》答记者问。

¹⁹这一监管思路其实之前的监管思路保持一致的，如《投资股权暂行办法》第39条。

²⁰《通知》第七条规定“本通知自发布之日起施行，原有保险资金运用监管比例以及创新试点业务适用的投资比例取消。”

	未上市股权及股权投资基金	《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》第八条	保险公司投资该资产可以自主确定投资方式，账面余额合计不高于本公司上季末总资产的 10% ¹	是否有效尚有争议
	同一股权投资基金的账面余额	《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》第八条	保险集团（控股）公司及其保险子公司，投资同一股权投资基金的账面余额，合计不高于该基金发行规模的 60%	是否有效尚有争议
	单只创业投资基金	《关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》第五条	投资余额不超过基金募集规模的 20%	
	通过直接投资方式投资同一企业股权	《保险公司投资股权暂行办法》第十五条	除重大股权投资外，投资同一企业股权的账面余额，不超过本公司净资产的 30% ²	
创业投资基金的监管	创业投资基金	《关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》第五条	不超过保险公司上季度末总资产的 2%，纳入权益类资产比例管理	
其他股权投资比例的监管	对其他企业实现控股的股权投资	《保险资金运用管理暂行办法》第十六条	对其他企业实现控股的股权投资累计投资成本不超过其净资产	
	股权的直接投资	《保险公司投资股权暂行办法》第十五条	直接投资股权的账面余额，不超过本公司净资产	

1. 对于该条中的“保险公司”是否包括“保险集团（控股）公司”尚有争议，因此根据前文的分析，本条是否仍然有效也无法确定。本条是对《保险资金运用管理暂行办法》第十六条（四）款的修订，如果“保险公司”不包括“保险集团（控股）公司”则原规定仍然有效，对于资金运用的限制反而更加严格。

2. 根据《保险公司投资股权暂行办法》第三条，本办法中的“保险公司”含“保险集团（控股）公司”，并且与《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》第三条中单一法人主体的投资规定并不冲突，应为有效。此外，综合理解来看，该监管比例限制也不应适用于对保险类企业实施控制的股权投资行为。

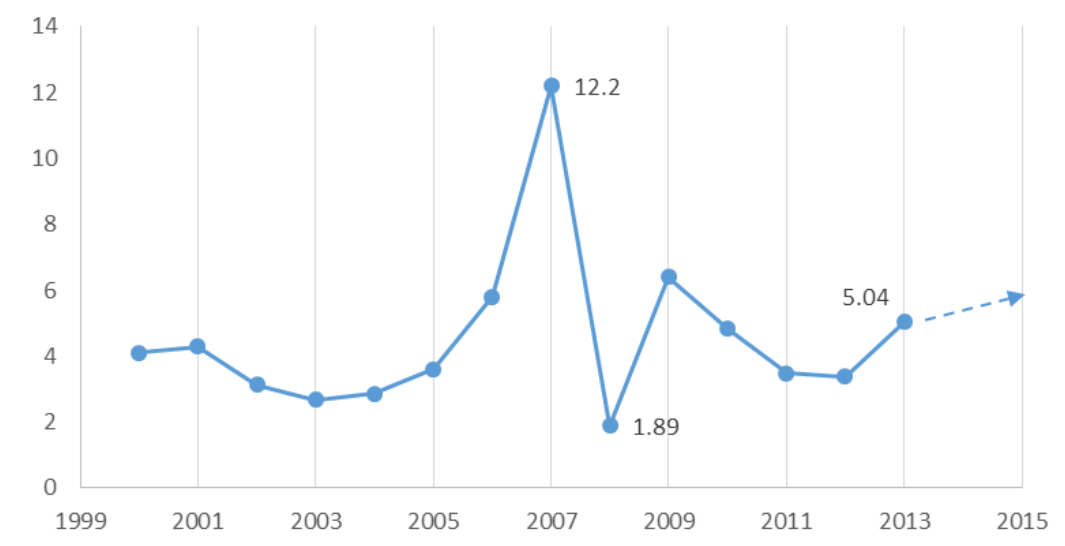
3. 尽管比例监管的有关规定已经进步，但是仍有一些问题没有解决，比如说就其他金融资产的投资而言，其基础资产也可能为权益类资产，因此大类资产的分类是否合适其实仍有探讨的空间。

（二）股权投资业务的对接

1. 保险资金配置股权投资的原因。保险公司的利润来源主要是其投资收益，这是普遍规

律。举例来说，2013 年、2014 年国内保险行业综合成本率为 99.5%、99.2%，2012 年、2013 年 AIG 集团财险版块的综合成本率分别为 108.5%和 101.3%，寿险的综合成本率为 99.8%、98.4%²¹，可见投资能力是保险公司的核心竞争力，收益率的高低对保险公司能否持续提高自身市场地位和维持健康运转都至关重要。

从历史数据看，我国保险资金的投资收益率不尽合理：



《中国保险年鉴》2008 年至 2012 年，行业投资收益率分别为 1.89%、6.41%、4.84%、3.49%和 3.39%

如果不考虑 2007 年、2008 年股市的暴涨和暴跌，在加上今年行业的平均收益率 6.3%，2005 年至 2014 年保险行业的平均收益率为 5.31%，考虑上稳定性相比五年期国债收益并不具有明显的优势。反观成熟保险市场的投资收益率²²，美国保险资金 2009 年至 2013 年的平均投资收益率分别为 4.19%、4.79%、4.45%、4.56%、4.57%，相对稳定并且明显高于美国同期的 5 年国债收益率。其中重要的原因就是国内保险公司的资产配比相比受限较多且较为保守。根据数据统计，美国截止至 2005 年私募股权基金²³的 20 年平均收益率达到 14.2%²⁴，虽然缺乏国内市场及近期的数据，但美国国际集团年报也称私募股权基金、对冲基金等金融产品历来较固定收益类产品都有超额收益，公司为了提高投资收益选择了适当配比²⁵。就国内市场而言，从发展空间和对比成熟资本市场的经验来看²⁶，保险资金远未达到应有的份额，以 LP 投资为例：

²¹Page5, AIG 2013 Annual Report.

²²《国泰君安证券研究报告-险资收益率归因分析》，2014 年 8 月 5 日。

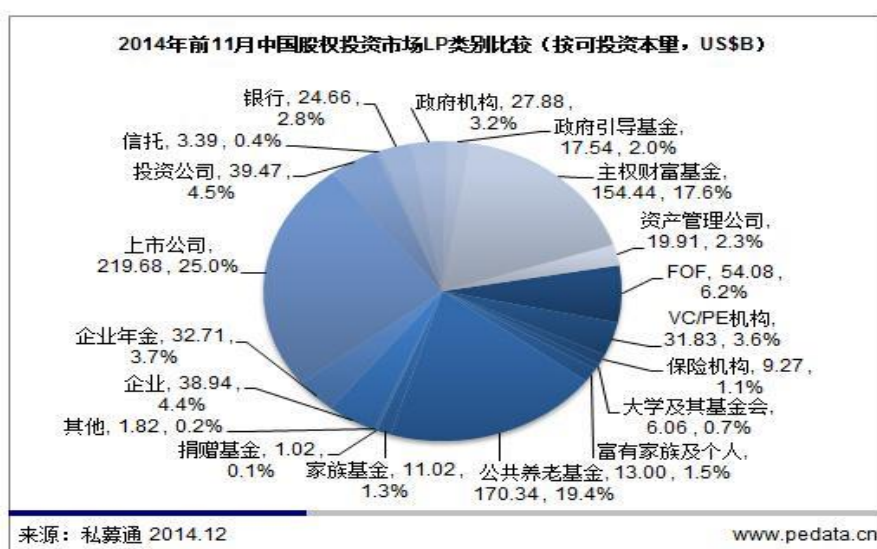
²³当然私募股权基金也分为许多种，风险和收益的特征也不同，比如初创型风投基金则收益波动较大。

²⁴《私募股权投资管理》，欧阳良宜，p24。

²⁵Page113, AIG 2013 Annual Report.

²⁶欧洲私募股权资金来源中 9.9%来自于保险公司，《私募股权投资管理》，欧阳良宜，p80。

图 2 2014 年前 11 月中国股权投资市场 LP 类别比较（按可投资本量，US\$B）



总之，股权投资业务的收益率较高，期限上也同保险资金较为匹配²⁷，如果通过基金方式合作，资金的投入也往往可以采用比较灵活的认缴制，方便投资者进行资金的调配。一些公开报道显示²⁸，国内保险资金在股权投资上愈发活跃。相信随着保险资金渠道多元化的改革，以及保险公司投资能力和风险管理水平的提高，中国保险行业的股权投资配比会进一步提高，投资收益率相对于无风险收益的水平会持续向上并趋于稳定。

2. 股权投资业务的对接。随着宏观经济、行业走势的变化，公司近几年快速发展的固定收益类产品的收益率和市场竞争能力已经下降，原有的简单委托贷款模式以及委贷资金来源即将受到监管部门进一步的规范，如果不进行改革创新或借助协同效力，集团公司实现持续健康发展的目标将面临许多困难。

公司股权投资业务的对接事关方方面面的创新和协同，是未来公司可以考虑的一个发力点。目前来看，股权投资业务的协同模式主要可以分为以下四类：保险做股+东方做债²⁹、保险资金对接东方股权投资基金（保险资金+东方资管）、保险+东方双股权投资、保险做债+东方做股（当然有时债与股之间处于可转换或一种中间状态，上述分类并不能准确概括）。

就第一种模式而言，保险可以以直接或者间接方式进行股权投资，通过基金方式进行投资的，其基金管理机构可以是独立的第三方也可以是关联方。就间接投资中的关联方管理模式而言，现存的法律问题是《保险资金投资股权暂行办法》第十二条九款规定保险资金“不得投资设立或者参股投资机构”，这里所说的“投资机构”指的是“中国境内依法注册登记，从事股权投资管理的机构”。但事实上，保监会已于 2015 年 1 月批准光大永明资产管理公司联合安华农业保险、长安责任保险、东吴人寿、昆仑健康保险和泰山财产保险 5 家保险公司共同发起设立中小企业私募股权投资基金，并成立专业股权投资公司担任发起人和管理人³⁰，平安集团也早就成立了平安创新资本投资有限公司从事股权投资的管理。

就第二种模式而言，目前可能存在的法律问题是《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》第 6 条规定“保险资金投资的股权投资基金，非保险类金融机构及其子公司不

²⁷陈文辉副主席在 2013 年保险资金运用监管政策通报培训会议上也认为“我们保险行业的资产负债匹配工作做的不好，存在“长钱短用”和“成本收益倒挂”等问题”。

²⁸如：每日经济新闻《美年大健康获新一轮 3 亿元战略投资，体检业加速拼资本》、中国证券报《保险资金与股权投资类私募基金接洽正在增加》

²⁹需要说明的是，本段所说的债项投资并不限于固定收益类投资，也可以对接新形势下的不良资产业务。

³⁰《保险系私募股权投资公司获批 险资 GP 梦圆》，华夏时报，2015 年 1 月 8 日。

得实际控制该基金的管理运营，或者不得持有该基金的普通合伙权益”，我公司作为金融机构如何解决上述合规问题还需要思考与摸索。

三、现实中我们仍需思考的问题

上文从正面阐述了“保险+小贷”和股权投资业务协同的效应。但现实中仍有许多问题需要我们继续思考、解决。

1. 协同是一把双刃剑。如果没有合理的机制保障和合适的人员执行，子公司的风险则会因为协同而成倍放大，并通过商誉、内部交易、共同投资等多种渠道在集团中相互传递。

2. 寿险公司与财险公司具有不同的特点，因而对协同效应的发挥也有不同的要求和影响。

(1) 以交叉销售为例，2013 年寿险公司的营销员人数为 2509382³¹，而财险仅为 390237³²人，并且业内一般认为寿险公司营销员的个人营销能力较强³³，因此寿险公司可能对集团产品销售方面的协同作用更强。(2) 资金与股权投资的匹配性。据统计，2004 至 2012 年间美国私募股权业退出案例持仓的平均年限为 4.26 年³⁴；国内市场因为尚未成熟，波动性较大，2009 年私募股权基金的平均持有年限为 2.04 年，而 2010 至 2012 年依靠 Pre-IP0 方式退出的平均年限就拉长至 4.93 年。因此，就资金期限匹配而言，寿险公司的资金事实上比财险公司的资金更加适合股权投资，这一判断从 AIG 集团的投资策略中也可以看出³⁵。因此，面对寿险公司刚获批筹，短时间内“保险+资管”中保险一方的人力和资金资源仍主要依靠财险的现实，我们需要在实践中不断摸索方法，通过诸如加强培训、设计结构化产品等手段克服上述困难。

3. 交叉销售的合规问题。正如前文所述，2014 年 12 月 1 日发布的《关于严格规范非保险金融产品销售的通知》对保险公司一方销售非保险金融产品的管理与授权、财务制度、信息披露、报告事项都提出了要求。在《通知》发布前也出现过保监会对相关问题提示风险，如山西省保监局就在 2014 年 2 月的风险提示中提到“在部分省市发现个别保险机构营销员或离职人员涉嫌非法销售非保险类金融产品，导致客户资金受损。目前山西地区保险公司营销员的代理权限仅限于销售经中国保监会批准或备案的保险产品，不包括销售非保险类金融产品（如基金、信托、银行理财、网上理财以及其他第三方理财等）”。因此，建议在进行相关产品的交叉销售前先同当地监管机关进行沟通。

除此之外，还有比如说：投资的私募基金在企业 IPO 退出时是否涉及国有股转持；处于过渡期的风险导向的偿付能力体系（“偿二代”）在强化风险敏感度后，将保险资金运用于股权投资对公司偿付能力等监管指标是否会带来不利影响；关联交易的管理，以及引进的战略投资者作为未来公司股东对关联交易的态度等等。

四、结语

“保险+资管”协同空间巨大，除了资金、业务外还有客户的营销与维护，数据的共享和开发等方方面面。本文只是从很小一个点出发进行了分析，并且也有许多延伸并未提到（比如说许多规范性文件要求对保险资金投资的产品进行评级，这就会产生同评级公司的协同）。文章的许多论点仅是基于笔者粗浅的见识，并不一定具有合理性和可操作性，仅供参考、批评，希望能够起到抛砖引玉的作用。

³¹ 《保险营销员现状调查报告》，中国保险行业协会，p6。

³² 同上

³³ 平安集团寿险交叉销售胜过财险可能正是因为以上两个原因造成，数量和质量或者基于数量产生的质量。

³⁴ 《私募股权投资管理》，欧阳良宜，p384。

³⁵ Page22, AIG 2013 Annual Report.