

中国金融市场谁最火？近来在国内外不断展开大手笔收购活动的安邦保险当仁不让。人们津津乐道谈论着谁是安邦的实际控制人、它的红色背景等问题。不过,作为一家以凌厉之势崛起的新兴保险公司,其搅起的市场风波绝不限于各种版本的坊间故事。

安邦得了巴菲特真传吗？

田辉 国务院发展研究中心金融所

中国金融市场谁最火？近来在国内外不断展开大手笔收购活动的安邦保险当仁不让。人们津津乐道谈论着谁是安邦的实际控制人、它的红色背景等问题。不过,作为一家以凌厉之势崛起的新兴保险公司,其搅起的市场风波绝不限于各种版本的坊间故事。特别是它对民生银行的不断增持,直至稳坐大股东席位,不仅仅是中国金融混业经营的又典型案例,更引发各界对所谓“资产驱动负债”的新型保险经营模式展开热烈讨论。这一据说来源于巴菲特的理念到底是何含义?对旧有模式有多大的颠覆性?考虑到越来越多的中国企业家成为巴菲特的信徒,厘清这些问题似乎刻不容缓。

安邦保险并未颠覆保险业“双轮驱动”模式

金融最基本的两大功能是资金汇集和分配。对金融机构而言,资金汇集是负债形成的过程,通过提供金融产品和服务的形式实现;资金分配则是资产形成的过程,通过各种资金运用和投资管理活动实现。资产和负债活动是相辅相成、不可分离的,无所谓谁更重要。

在保险业界,人们常说的一句话是,“保险业是承保和投资双轮驱动的行业”,即负债和资产业务同样重要。从经营环节看,传统的保险经营模式不妨称作“负债驱动资产”,因为业务链条确实是从负债业务开始的,即通过销售保险产品实现保费收入;将保费收入沉淀形成的准备金用于投资;投资形成的收益帮助增加保险产品的吸引力,进而吸引更多的保费流入。这一模式存在两个特点:一是,保险公司主要以保险产品的损失或收入补偿功能作为卖点吸引消费者,投资理财功能处于从属地位;二是,保险投资活动严重受制于负债结构,因此保险资金的投资风格整体上偏于保守。

而在以安邦保险为典型代表的“资产驱动负债模式”(或称为“反驱动模式”)中,情况发生了一些变化。其一,吸引客户的首先是较高的预期投资回报率,而不是保险利益。根据相关披露,安邦保险主打短期趸缴投资型产品,而且预期年化收益率普遍高于同业水平。换句话说,源于投资活动的吸引力成为助推保险业务发展的主要驱动力。其二,其投资风格更为激进。近年来保险另类投资兴起,但其中占主导的是风险相对较低的债权投资,股权投资相对很少。与之相反,近年来安邦更多地涉及了长期股权投资,债权计划项目相对较少。

网络红包满天飞的背后动因,是企业在移动支付和移动应用领域所发现的商业蓝海,以及互联网巨头们对移动支付制高点的争夺。不仅如此,很多企业还可通过红包赠送优惠券来进行营销推广,因此网络红包的推广对于互联网企业也具有特别的意义。

红包狂欢背后的移动支付大战

刘英 中国人民大学重阳金融研究院研究员

微信红包让羊年春节热闹非凡——老板给下属发,长辈给晚辈发,同学、同事、亲戚、朋友互相发,既可以在微信群里拼手气抢红包,也可以一对一发,抢红包乃至红包接龙都玩得亦乐乎。

不仅如此,今年微信红包还与包括央视春晚在内的各大电视台热播节目合作,让观众能借助微信的摇一摇功能,随机获取电视台派发的红包。这不仅加大了节目互动,而且在游戏中普及了移动支付,扩展了红包用户群规模。

据统计,今年除夕微信红包收发达10亿次,央视春晚微信摇一摇互动总量达110亿次,其中高峰时段一分钟内参与摇一摇的人次达到8.1亿。与此同时,阿里等互联网企业也纷纷加入发红包的行列。在除夕,有6.8亿人次通过支付宝收发 了2.4亿个支付宝红包。还有一批互联网企业也以发放购物红包

(上接 01 版)

盘点我国的女经济学家群体 她们撑起经济学界的半边天

白卫星 《经济学家周报》副主编

现年64岁的朱玲出生于宁夏银川。1978年进入西北大学历史系,后报考武汉大学经济系硕士研究生,1983年去联邦德国攻读博士学位。1988年学成归国后,她更将研究集中在发展经济学领域,注重对农村贫困群体、农民工、妇女和少数民族的生存和发展状况进行追踪调查。朱玲研究员主要研究领域为贫困问题、社会保障和发展政策,因减贫政策研究获1993年中国社会科学院优秀



许多人将这种“资产驱动负债”视为对股神巴菲特模式的效仿,即借助投资回报推动增长,让保险业务扮演次要角色。乍看之下似乎确实如此。吴小晖的安邦与巴菲特的哈撒韦一样,保险都构成整个集团最重要的业务板块之一,而且二者都有远超一般保险公司的、令人眼花缭乱的投资活动,高额的投资回报也令人印象深刻。然而,稍加分析不难发现,所谓“资产驱动负债”的提法经不起推敲。一方面,无论安邦还是哈撒韦,投资活动的开展都要借助保费带来的现金流入,投资活动也必须受制于负债结构,负债的根基地位并没有发生动摇。另一方面,即使安邦的模式中有新变化,也没有改变业务链条中负债先行的基本顺序,绝对谈不上负债被资产驱动。

事实上,安邦保险同样十分注重对负债业务的布局,只不过这种布局被各种资产购买活动的光环给遮蔽了,并未能引起公众的充分注意。保监会数据显示,2014年安邦人寿原保险保费收入较2013年同比增长近38倍,同比增速居行业第一,行业排名由2013年的第40位攀升至2014年的第8位。这一业绩主要得益于其对银保销售渠道的强势力推。由此可知,安邦被戴上所谓“资产驱动负债”的新帽子,不过反映出市场对其激进投资风格的关注,但并不能改变它依托负债业务的本质。保险业依然是那个资产负债双轮驱动的行业。

资产与负债的匹配是关键

“资产驱动负债”这一模式被人提出,也并非全无道理。如果不从字面上理解,而是将投资活动在保险公司经营环节中的重要性大幅提升来定义的话,这一模式某种程度上甚至可以算作是对当前中国保险市场现状的一种勾勒。安邦绝不是这一模式的首个实践者。近年来国内多数保险公司或多或少都将之奉

为行动指南,只不过没有安邦这样炫目而已。有两个例子可以佐证。其一,保险理财产品热销,一些中小保险公司借助互联网渠道、凭借较高的预期回报率创造销售奇迹的新闻时有耳闻。其二,保险业整体的投资风格变得更加激进。股票、债券等传统证券投资之外,另类投资崛起。截至2014年11月底,在近8.95万亿的保险可投资资金中,由债权投资计划、信托计划等构成的另类投资已超过1.7万亿元,占比19%。

“资产驱动负债”表明,保险业在中国金融体系中扮演的角色已经从简单的损失补偿者延伸到重要的财富管理者、资金提供者。从保险功能不断拓展的角度看,这种现象绝非坏事。然而,是否因此就能断言该模式代表了行业未来的发展方向?它的可持续性如何,会不会成功?对“资产驱动负债”模式尚不能下定论,但这不妨碍我们确定一条基本的原则,即不管资产驱动负债还是负债驱动资产,最重要的是资产和负债的有效匹配。资产负债匹配意味着资产和业务的协调发展,不论哪个被优先发展或特别重视,另外一个都必须要迎头赶上。

从狭义角度看,资产负债匹配原则上要求,形成资产和负债的现金流在时间、金额、收益率等方面都要匹配,而匹配的结果是保险投资形成了不同于其他投资者的鲜明风格。例如,同样都是长期机构投资者的身份,由于寿险公司和私人养老金在负债结构上存在不同,后者的投资风格相比前者一般更为激进。

财险公司与寿险公司也因为资产负债匹配的要求而存在不同的资产配置策略。例如在美国,财险公司是市政债券市场最大的投资者之一,因为市政债券的高发行频率、高信用评级、高流动性以及税收优惠等特征正契合财险公司的资产负债匹配要求。相比之下,公司债

支付业务333亿笔,成交1405万亿元人民币,同比分别增长29%和31%。其中,网上支付286亿笔,1376万亿元,同比分别增长21%和30%;移动支付45亿笔,成交23万亿元,同比分别增长170%和134%。尽管移动支付占比尚小,但其增长势头迅猛,前景不可限量,这正是红包大战中各大网络巨头激烈角逐的根本动力所在。

醉翁之意不在酒,红包大战的实质是移动支付、第三方支付的互联网金融之战。谁赢得了用户,谁就赢得了市场。通过微信红包,腾讯在去年春节里就吸引和黏住了接近千万的新用户,获得更多绑定银行账户的微信支付用户,在移动支付市场的占有率迅速提升。由于移动支付市场潜力巨大,成为企业精准市场营销的利器,因此今年包括支付宝、百度在内的互联网巨头纷纷加入红包大战。

如果说马年春节,微信红包还是一枝独秀的话,那么羊年春节的红包大战就是百花齐放了。除夕夜,腾讯和阿里都不惜重金投入红包大战,争夺移动支付端口。今年春节,通

为行动指南,只不过没有安邦这样炫目而已。

有两个例子可以佐证。其一,保险理财产品热销,一些中小保险公司借助互联网渠道、凭借较高的预期回报率创造销售奇迹的新闻时有耳闻。其二,保险业整体的投资风格变得更加激进。股票、债券等传统证券投资之外,另类投资崛起。截至2014年11月底,在近8.95万亿的保险可投资资金中,由债权投资计划、信托计划等构成的另类投资已超过1.7万亿元,占比19%。

“资产驱动负债”表明,保险业在中国金融体系中扮演的角色已经从简单的损失补偿者延伸到重要的财富管理者、资金提供者。从保险功能不断拓展的角度看,这种现象绝非坏事。然而,是否因此就能断言该模式代表了行业未来的发展方向?它的可持续性如何,会不会成功?对“资产驱动负债”模式尚不能下定论,但这不妨碍我们确定一条基本的原则,即不管资产驱动负债还是负债驱动资产,最重要的是资产和负债的有效匹配。资产负债匹配意味着资产和业务的协调发展,不论哪个被优先发展或特别重视,另外一个都必须要迎头赶上。

从狭义角度看,资产负债匹配原则上要求,形成资产和负债的现金流在时间、金额、收益率等方面都要匹配,而匹配的结果是保险投资形成了不同于其他投资者的鲜明风格。例如,同样都是长期机构投资者的身份,由于寿险公司和私人养老金在负债结构上存在不同,后者的投资风格相比前者一般更为激进。

财险公司与寿险公司也因为资产负债匹配的要求而存在不同的资产配置策略。例如在美国,财险公司是市政债券市场最大的投资者之一,因为市政债券的高发行频率、高信用评级、高流动性以及税收优惠等特征正契合财险公司的资产负债匹配要求。相比之下,公司债

支付业务333亿笔,成交1405万亿元人民币,同比分别增长29%和31%。其中,网上支付286亿笔,1376万亿元,同比分别增长21%和30%;移动支付45亿笔,成交23万亿元,同比分别增长170%和134%。尽管移动支付占比尚小,但其增长势头迅猛,前景不可限量,这正是红包大战中各大网络巨头激烈角逐的根本动力所在。

醉翁之意不在酒,红包大战的实质是移动支付、第三方支付的互联网金融之战。谁赢得了用户,谁就赢得了市场。通过微信红包,腾讯在去年春节里就吸引和黏住了接近千万的新用户,获得更多绑定银行账户的微信支付用户,在移动支付市场的占有率迅速提升。由于移动支付市场潜力巨大,成为企业精准市场营销的利器,因此今年包括支付宝、百度在内的互联网巨头纷纷加入红包大战。

如果说马年春节,微信红包还是一枝独秀的话,那么羊年春节的红包大战就是百花齐放了。除夕夜,腾讯和阿里都不惜重金投入红包大战,争夺移动支付端口。今年春节,通

左小蕾,都是我国经济学界的佼佼者,是当代妇女的成功代表。冯兰瑞、江春泽、江小涓、孙祁祥、朱玲……她们的名字构成了中国女经济学家群体的骨干力量,尽管群体不大,但她们的声音举足轻重,她们的力量不可等闲视之,是经济学界的铿锵玫瑰,是她们撑起了经济学界的半边天。在她们的影响和带动下,一大批经济学女博士正在成长,我国经济学界将会有更多女经济学家出现,在经济学中大展才华,写下浓墨重彩的学术人生。

作为全球网民数量第一大国,这种规模经济效益以及由移动支付带来的信息消费和电商及网络消费,将是带动中国消费提高和升级的重要发展方向。这也将成为中国通过消费拉动经济增长的优势所在。

过网络红包,基本上实现了移动支付的全民普及。经过马年春节的红包洗礼,马年里很多人打车已不带现金了,而是通过打车软件直接手机支付。移动支付带来的不仅是消费者的便利,更给移动互联网企业和金融机构带来机遇。在越来越多的场景下,无论是用餐、打车、购物还是日常消费,只要带上手机,而无需带上任何东西,就可以完成日常的支付,甚至包括理财产品等都可通过手机移动支付来实现。

作为全球网民数量第一大国,这种规模经济效益以及由移动支付带来的信息消费和电商及网络消费,将是带动中国消费提高和升级的重要发展方向。这也将成为中国通过消费拉动经济增长的优势所在。

券市场更契合寿险公司的负债匹配要求。

资产负债匹配原则还有更广义的内容,至少包括以下三个方面。一是,偿付能力上的匹配,即高风险的资产和负债活动,必然对应更大的资本消耗。二是,监管规则的匹配,即资产和负债业务的发展都必须符合相关监管规定。例如,根据现行监管办法,保险公司实现控股的股权投资,必须使用资本金,而不能使用准备金。为此,在进行股权投资布局时,受监管规定影响,不得不考虑股本筹集能力。三是,公司自身管理能力的匹配。业务的高速发展以及进入股权投资、海外投资等新型投资领域,对保险公司的人才、系统、风险管理能力等都提出了新的挑战。

回看安邦保险,不论其千变万化地采用了何种新鲜的业务发展模式,都无法回避资产负债匹配法则的约束。实际上,安邦现有的许多行为,尚符合资产负债匹配的框架。它的权益类投资主要集中于金融业与房地产,正是看中这两个行业的高投资绩效,以应对给予保险消费者的高收益率预期;年内数次股东增资,直至资本金规模跃居行业首位,正反映了保险业务高速发展以及激进的投资风格所对应的高速资本消耗。

短期看,安邦可以说成功应对了资产负债匹配原则提出的一些挑战,但它能否持续应对这样的挑战?例如,它的产品结构能否与投资结构匹配、业务高速发展是否伴随着业务管理能力的提高等。能否可持续地实现资产负债的有效匹配,将成为决定未来安邦能走多久的关键因素。

安邦保险还能激进多久？

纵观世界保险业的发展史,这一所谓的保守行业总是是不是冒出些激进分子。根本原因在于,面对来自行业内外的竞争压力,总有一些既有雄心壮志、又不乏独特能力的公司跳出窠臼,扬起“创新”大旗。从银行保险的引进,到寿险公司独立账户与一般账户的划分,甚至到目前业已成为传统资金配置渠道的股票投资,在当年都曾是激进的、开风气之先的行为。正是这些“激进”创新塑造了保险业的现有格局。

创新是重要的,但另一方面,只有遵守基本法则的创新才会有生命力。资产负债匹配就是必须要遵守的基本法则。如前所述,资产负债匹配不仅仅是久期或者收益率方面的匹配,而是要求承保和投资业务全方位的衔接,并充分考虑偿付能力、风险管理能力、监管合规性等因素的约束。发展潜力巨大但又处于转型期的中国保险市场,不仅为各种保险创新提供了丰富的土壤,也实实在在地增加了资产负债有效匹配的困难和风险。



过网络红包,基本上实现了移动支付的全民普及。

经过马年春节的红包洗礼,马年里很多人打车已不带现金了,而是通过打车软件直接手机支付。移动支付带来的不仅是消费者的便利,更给移动互联网企业和金融机构带来机遇。在越来越多的场景下,无论是用餐、打车、购物还是日常消费,只要带上手机,而无需带上任何东西,就可以完成日常的支付,甚至包括理财产品等都可通过手机移动支付来实现。

作为全球网民数量第一大国,这种规模经济效益以及由移动支付带来的信息消费和电商及网络消费,将是带动中国消费提高和升级的重要发展方向。这也将成为中国通过消费拉动经济增长的优势所在。

过网络红包,基本上实现了移动支付的全民普及。经过马年春节的红包洗礼,马年里很多人打车已不带现金了,而是通过打车软件直接手机支付。移动支付带来的不仅是消费者的便利,更给移动互联网企业和金融机构带来机遇。在越来越多的场景下,无论是用餐、打车、购物还是日常消费,只要带上手机,而无需带上任何东西,就可以完成日常的支付,甚至包括理财产品等都可通过手机移动支付来实现。

作为全球网民数量第一大国,这种规模经济效益以及由移动支付带来的信息消费和电商及网络消费,将是带动中国消费提高和升级的重要发展方向。这也将成为中国通过消费拉动经济增长的优势所在。

仍以巴菲特为对比,巴菲特的投资活动或许称得上激进,但其保险负债活动却绝非如此。哈撒韦的保险业务以财险为主,提供以损失收入补偿为主的保障型险种,产品结构十分传统,并无多大异人之处,但拥有非常出色的承保业务管理团队。根据2012年报披露,其财险业务连续10年获得了正的承保利润。正的承保利润意味着巴菲特可以用负的保险资金成本开展其他投资活动。事实上,正是良好保险负债业务运营带来的稳定、大量却又极其廉价的融资,构成了巴菲特神话中的基础要素。极低的负债业务成本,为巴菲特大刀阔斧地展开各种投资活动提供了充分空间。

相比之下,安邦及其类似的许多保险公司,不仅在资产管理活动上表现激进,在负债业务中也采取了激进策略。对他们而言,“又快又好”的诱惑远远大于“又好又快”。在这种背景下,为了快速拓展业务、提高现金流入规模而向消费者提供的短期高收益保单,因管理不善而造成的经营费用高企等因素,大大推高了保险资金的获取成本。换句话说,虽然负债业务快速发展提供了大量的现金流入,但融资成本昂贵,逼迫投资活动不得不向风险更高的项目倾斜。短的负债久期和长的资产久期不匹配会进一步增加风险。原来对保险公司(特别是寿险公司)而言并不严重的流动性风险,也将变得成为一个不得不特别小心

的问题。事实上,在安邦的例子中,我们已经初步看到了激进负债业务带来的一些问题。与2014年安邦人寿保费增速名列全行业第一同时披露的另外一条消息,是中国保监会2014年客户信息真实性专项检查结果。结果显示,在此次调查的63家人身保险公司中,安邦人寿客户信息不真实的保单比例为14.2%,高居第3位。与此同时,退保率高企、销售及理赔方面投诉频频等,也是安邦以及类似保险公司不得不直面的严峻问题。

在许多人还在热烈讨论安邦在民生银行董事会中将会发挥多大影响力时,来自保险负债业务的考验已不容置疑地摆在安邦管理层面前,安邦将如何应对这一考验似乎更应引起业界的关注。显然,中国保险业需要将更多精力放在负债业务管理上,这才是可持续发展的基石。

总之,安邦施行的所谓“资产驱动负债”模式,不过是激烈竞争下力求突围的尝试,并没有改变保险业“承保和投资”双轮驱动的基本业务模式。业界必须要预防打着“资产”的大旗而忽视“负债”的倾向。万变不离其宗,资产负债总要匹配。中国企业家在学习巴菲特的过程中,千万别忘了巴菲特除了是投资专家外,更可称得上是“保险专家”,其对保险业的深刻理解超过许多业内行家里手。

(上接 01 版)

一个投行经济学家的 2014

胡伟俊 麦格理集团中国首席经济学家

这一方面压低了西方普通劳动者的收入增速,但提高了能够适应全球化的高技能劳动者的收入,从而使得收入不平等日益成为西方国家的热门话题,这也是为什么研究不平等的《21世纪资本论》能够成为今年年度热书的原因。同时,来自中国的需求也引发了大宗商品的超级周期,导致了新兴市场的黄金十年。另外,中国大幅上升的贸易顺差也带来了全球不平衡(Global Imbalance)的时代,而大量的资本从新兴市场回流美国又压低了那儿的资产回报;为了追求回报,华尔街的投行不断提高自身的杠杆率,最终导致了2008年危机的总爆发以及之后缓慢的复苏。

而未来十年,则是中国资本市场和全球融合的时代,不论是通过一带一路式的直接投资,还是金融证券类投资,中国和全球资本市场的双向融合都是未来不可或缺的时代主题。当然在这之前,中国必须首先变目前的金融双轨制为一轨,并逐步使其与国际通行的资本价格并轨。否则,由于套利空间所带来的资本流动,将对现存体系产生很大的冲击。但另一方面,时间也不等人。中国如果始终无法提升资本配置的效率,当数年后基建和地产投资难以继之时,经济就会面对沉重的下行压力。

但无论如何,回首2014年,我不得不承认这是一个中国经济研究者最好的时代——中国经济足够大,足够重要,是全球投资者关注的焦点;但又足够复杂,而且迅速变化,使得现存的框架很快就需要修补甚至重写。趁新年假期的空档,我也不能免俗的读了皮凯蒂所著《21世纪资本论》,在我看来,这本书和《美国货币史》类似,具有三个共同点。首先是选择了一个时代的主题:不平等(《美国货币史》是1930年代大萧条的原因),同时拥有一套独有的数据,采用了历史叙事的写法。因此甫一付梓便洛阳纸贵。我想,未来总有一本书,可以同时兼顾全球语境和本土特点,把中国经济这些年发生的事讲清楚。(完)