

保险资金服务实体经济的理论逻辑与实践路径

李骏¹，李静雯²

(1. 中国人保资产管理有限公司 2. 上海财经大学会计学院)

摘要：中央金融工作会议强调，“金融要为经济社会发展提供高质量服务”。保险资产管理行业是金融生态的重要组成部分，在新的政策要求下探索保险资金服务实体经济具有重要意义。本文系统论证了保险资金服务实体经济的重要意义、当前挑战，厘清保险资金服务实体经济的理论逻辑与实践要求，并就如何创造服务实体经济的良好环境，保险资产管理公司如何通过能力建设和高质量发展构建服务实体经济新格局提出了建议。

关键词：保险资金；实体经济；实践路径

中图分类号：F810.6 **文献标识码：**A

金融是现代经济的核心，也是经济脆弱性与不确定性的重要来源。纵观全球金融的发展进程，几乎历次金融危机皆因金融体系缺乏发展根基，脱离实体经济过度膨胀，进而诱发经济大衰退（陆岷峰，2013）。改革开放 40 年，虽然中国的金融体系不断健全，融资结构持续优化，金融创新日益完善，但近十年来，中国金融业运行出现了脱离实体经济的趋势（朱凯，2018）。2016 年，麦肯锡发布报告《中国的选择：抓住 5 万亿美元的生产力机遇》称，中国经济利润的 80%来自于金融行业¹。因此，摆正金融与实体经济的关系，是经济保持健康稳定运行的基本前提，也是经济保持韧性、抗击打压的基础。

中央金融工作会议强调，“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，金融要为经济社会发展提供高质量服务”。而保险作为现代金融体系的重要支柱，是社会生产和经济发展的“稳定器”和“助推器”。2022 年 7 月 12 日，财政部发布《商业保险公司绩效评价办法》（财金〔2022〕72 号），首次将“服务实体经济”纳入国有保险机构的绩效评价体系，并设置权重为 25%。因此，站在新的历史起点，探索如何进一步发挥保险资金的长期稳健风险管理和保障功能，研究促进实体经济发展的思路和举措，是当前整个行业面临的一个现实课题。

一、深刻认识保险资金服务实体经济的重要意义

（一）保险资金服务实体经济的理论逻辑

金融作为国民经济的血脉，实体经济作为国民经济的基石，两者之间构成了一个“共生共荣”的利益共同体。根据央行调查统计司的研究，基于 2002~2010 年的年度数据，采用统计检验进行相互作用的分析结果表明，社会融资总量与经济增长存在显著的关系，相关系数高达 0.85。因此，全面推进“中国式现代化”，必须要统筹好金融与实体经济的关系，把金融服务实体经济放到更加突出的位置。

自从休谟的《货币论》发表以来，金融部门与实际经济的关系问题引起一代又一代经济学家的思考和探索。Merton（1992）和 Levine（1997）提出了著名的“金融功能”理论，需

要金融机构解决储蓄和投资的跨时期配置问题，为实体经济提供资金支持。从而形成了经济和金融发展的良性循环。**一是资源融通功能**，金融机构有助于更好地对一些资源、要素、资产等进行定价，从而有助于促进资源、要素、资产等的交易、重组和更有效配置，这通常是金融在服务经济发展方面的一个非常独特而重要的作用，因为借助于其他手段和方式可能很难或者要花费更高的成本。**二是信息传导功能**，金融机构在便利投融资双方的过程中有效降低了搜寻等方面的交易成本，与此同时，也使借贷双方或投融资双方的信息汇集到了金融体系。而金融中介体系可以进一步对这些汇集的信息进行挖掘再利用，通过投融资项目信息释放出有效信号。**三是风险管理功能**，金融机构不但可以提供套期保值、风险对冲等风险管理与配置的方法，使得金融交易与风险负担有效分离，而且金融机构向厂商提供资本的程度能够有效的监控并影响厂商如何使用资本，改进厂商配置资源的效率。

保险业作为金融业的重要组成部分，保险资金是资本市场的重要机构投资者和服务实体经济的重要长期资金来源（袁序成，2022），李扬（2017）认为保险资金服务实体经济的根本要求是发挥金融媒介资源配置的功能，并且提高其分配效率和中介效率。因此，以风险管理为主线、以资金融通为手段，精准聚焦实体经济的融资需求，将实体经济中生存、分配、交换、消费各环节联结起来，是保险业高质量发展的重要出发点与落脚点。

（二）保险资金服务实体经济的现实选择

从国际经验看，保险资金支持实体经济发展的稳定器和“压舱石”，美国二战后至 70 年代，55%的基础设施建设资金来源于保险资金；日本主要经济行业的贷款 30%以上由保险资金提供。然而在国内，银行是实体经济的主要融资渠道，但是“十三五”期间，商业贷款年均增速为 11.07，显著高于 GDP 年均增速 6.44%，这意味着商业银行对生产率的边际效用在下降。因此，亟需拓宽保险资金支持实体经济渠道，丰富保险资金投资领域，让保险资金做实体经济的服务者和潜在价值的发现者。

第一，服务实体经济是发挥险资特性的客观要求。国务院金融委明确提出要引导保险公司等树立长期投资理念，开展真正的专业投资、价值投资，成为促进资本市场发展、维护资本市场稳定的中坚力量。Morris（1976）最早提出投融资期限匹配原则，而债务与资产的投融资期限结构错配问题是中国企业债务问题中一个不容忽视的因素。刘晓光和刘元春（2019）利用中国上市公司财务数据分析发现，上市公司中利息保障倍数持续小于 1 的风险融资者占比已经达到 15%左右。由此可见，中国“债务-投资”的微观运行机制面临较严重的问题，实体经济正逐步步入“借新还旧”→“借新还息”→“资产负债表恶化”的困境。

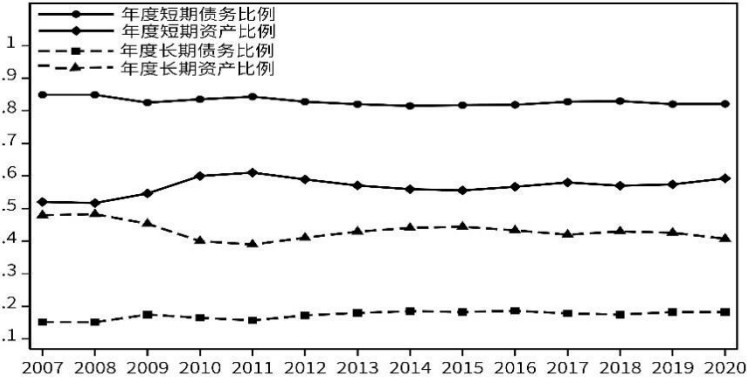


图 1：中国上市公司 2007-2020 年投融资期限结构情况

来源：人保资产

与银行等金融机构的资源不同，保险资金以长期投资为主，可以提供大量中长期资金，与其他金融部门短期性、流动性资金形成互补。目前，我国保险业平均负债久期 13.19 年（洪锦屏，2020），尤其是，随着保险端回归保障业务，重疾险和传统险的保险期间较长，

部分保单期限在 15 年以上，甚至达到 20 年以上。负债期限远高于银行存款、理财、信托、公募基金等其他金融产品，与中长期投资项目在期限上更加匹配。其中，银行理财产品主要在 1 年期以内，信托产品多集中在 1~3 年，基金产品也多为中短期限。因此，在当前长期资金严重短缺的时代，保险资金将成为完善融资期限结构，保持市场健康运行的重要来源。

第二，服务实体经济是优化资产结构的重要契机。从不同机构资金来源负债属性看：（1）银行资金主要来源是吸纳存款，资金属性是债权，它的负债成本主要由本金+利息组成，是确定清晰的，资产管理目标追求“收益可控”。（2）基金资金属性是股权，是信托关系，市场风险由客户承担，资产管理目标是追求“收益可超”，可放手获取超额收益、超预期收益、超同业收益。（3）保险业务基于大数定律假设，一方面需要覆盖资金成本，另一方面须防备尾部风险爆发带来的意外冲击。这意味着保险资金负债成本具有更大不确定性，相应地保险资金管理就具有更强的负债约束，因此它追求“收益可达”。

虽然过去十年，保险资金的平均收益率为 5.28%，较好地覆盖了负债端的成本，但是受经济增速边际走弱和海外冲击影响，债券收益率整体下行，权益市场高度动荡。保险资金需要进一步优化资产布局，发掘优质债权、股权投资、REITs 等业务增长点。国家重大战略与基础设施和保险资金“收益可达”的诉求高度契合，例如“新基建”、城市改造、基础设施提升等国家重点项目的融资需求体量大、期限长，而且期间收益稳定，不但可以覆盖保险资金的负债端成本，较好地兼顾“绝对收益”与“相对收益”，而且底层资产的背书可以降低对保险资金的风险冲击，极大丰富了保险资金配置的范畴，同时实体经济的利润增长也有利于提升保险资金的收益水平，形成金融与实体经济良性循环。



图 2：中国 2016-2022 年社融与十年期国债收益率走势

来源：人保资产

第三，服务实体经济是更好发挥保险风险保障功能的重要途径。

现代社会中，保险业的发展不论是跨界还是重构，都应该正本清源，不能本末倒置（方蕾和栗芳，2018），特别是近几年中国经济下滑、年利率下降、部分保险公司净资产出现负增长，偿付能力下降的情形下尤其要坚持“保险姓保”。因此，承保和投资作为保险的“两个轮子”，承保好可以增加保险公司的资金来源，而投资盈利是公司利润的关键来源，投资是为了更好地做好承保。

作为保险资金管理的最主要受托方，截至 2022 年三季度末，保险资管机构管理着保险行业 72%左右的资金，规模高达 17.6 万亿，且绝大部分为关联方保险公司的委托资金，其

承担着来自体系内保险资金的最终受托责任，为保险集团/公司贡献稳健的投资收益。一方面，保险资金融通职能发挥得当，保险公司将能获得更多的投资收益和自有资本，支持保险端财务稳健运营，壮大资本实力，改善偿付能力促使保险资金更好地发挥分摊风险和补偿损失的基础性职能。长期来看，寿险公司的利差对公司利润的贡献超过 40%，绝大部分财险公司也依赖投资收益以弥补承保亏损并实现盈利。因而稳健的投资收益将为保险产品在设计、精算定价方面提供基础性的支持，提升保险产品的竞争力。另一方面，保险资管机构还承担着服务集团战略职能，通过投资保险相关产业及国家战略相关产业，支持集团履行服务实体经济的本源天职，实现战略布局和产业协同。正因如此，保险资管机构的遗传基因决定其发展规律有别于其他资产管理机构，保险资管机构的发展应当首先立足于完成受托使命。

表 1：2022 年四季度保险公司偿付能力总体情况

	公司数量（家）	综合偿付能力充足率下降公司数量（家）	净利润盈利公司数量（家）	净利润亏损占比	综合投资收益为正公司数量（家）
再保险	10	6	7	70.00%	10
财产险	73	30	54	73.97%	54
人身险	59	42	28	47.46%	46
共计	142	78	89	62.68%	110

来源：人保资产

总体而言，按照“新国十条”（国发〔2014〕29号）提出要“充分发挥保险资金长期投资的独特优势”的要求，保险资金立足久期“长”、规模“大”、来源“稳”等特征为服务实体经济带来强有力的力度：截至 2021 年末，保险资金通过股票、债券、股权等方式，服务实体经济直接融资规模 18.88 万亿元，占资金运用余额的 81.27%，既充分演绎了保险的金融属性与特征，又密切结合了实体经济的要求与需求，增强了保险资金对于实体经济的契合度。

表 2：保险服务实体经济的部分政策梳理

序号	公文名	时间	政策中提及有关金融服务实体经济主要内容	颁布部门
1	企业集团财务公司管理办法	2022/11/13	优化财务公司业务范围，进一步强化其主责主业，专注服务集团内部，回归服务实体经济本源。	银保监会
2	“二十大”报告	2022/10/25	原文：“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。”	“二十大”
3	关于知识产权助力专精特新中小企业创新发展若干措施的通知	2022/10/13	针对专精特新中小企业特点，支持开发知识产权被侵权保险、执行保险、海外侵权责任保险、质押融资保证保险等产品，有效降低企业创新风险。组织“专精特新”专场对接活动，实现专精特新中小企业知识产权投融资需求全覆盖。	国务院
4	关于深化电子电器行业管理制度改革的意见	2022/09/23	鼓励各类金融机构创新金融产品和服务，着力培育行业优质企业，支持产业链“链主”企业、制造业单项冠军企业和“专精特新”中小企业发展。	国务院
5	关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知	2022/08/10	推动保险公司发行无固定期限资本债券是进一步拓宽保险公司资本补充渠道，提高保险公司核心偿付能力充足水平的重要举措，有利于增强保险公司风险防范化解和服务实体经济能力，也有利于进一步丰富金融市场产品，优化金融体系结构。	银保监会

6	关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知	2022/07/04	保险机构要提升制造业企业风险保障水平，完善科技保险服务。保险资金要在风险可控、商业自愿前提下，为先进制造业和战略性新兴产业发展提供长期稳定资金支持。	银保监会
7	关于促进新时代新能源高质量发展实施方案的通知	2022/05/30	完善金融相关支持措施（支持符合条件的金融机构提供绿色资产支持（商业）票据、保理等创新方案，解决新能源企业资金需求）、丰富绿色金融产品服务（加大绿色债券、绿色信贷对新能源项目的支持力度等）。	国务院
8	关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知	2022/05/31	继续支持和鼓励金融机构发行金融债券，建立“三农”、小微企业、绿色、双创金融债券绿色通道，为重点领域企业提供融资支持，加大金融机构对基础设施建设和重大项目的支持力度等。	国务院
9	关于印发新污染物治理行动方案的通知	2022/05/24	拓宽资金投入渠道。鼓励社会资本进入新污染物治理领域，引导金融机构加大对新污染物治理的信贷支持力度。新污染物治理按规定享受税收优惠政策。	国务院
10	关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见	2022/04/25	推动金融系统通过降低利率、减少收费等多种措施，向实体经济让利。引导金融机构在风险可控和商业可持续前提下丰富大宗消费金融产品。鼓励保险公司针对消费领域提供保险服务。	国务院
11	关于印发“十四五”中医药发展规划的通知	2022/03/29	支持通过地方政府专项债券等渠道，推进符合条件的公立中医医院建设项目。鼓励金融机构依法依规为符合条件的中医药领域项目提供金融支持，进一步完善中医药发展多元化投入机制。	国务院
12	关于推进社会信用体系建设高质量发展促进形成新发展格局的意见	2022/03/29	创新信用融资服务和产品（鼓励银行创新服务制造业、战略性新兴产业、“三农”、生态环保、外贸等专项领域信贷产品，发展订单、仓单、保单、存货、应收账款融资和知识产权质押融资）、加强资本市场诚信建设、强化市场信用约束。	国务院
13	关于加快建设全国统一大市场的意见	2022/03/25	加快发展统一的资本市场：坚持金融服务实体经济，防止脱实向虚。	国务院
14	关于印发“十四五”国家应急体系规划的通知	2022/02/14	推动各类金融机构出台优惠贷款等金融类产品，大力推广新技术、新工艺、新材料和新装备，实施智能化矿山、智能化工厂、数字化车间改造，开展智能化作业和危险岗位机器人替代示范。	国务院

来源：人保资产

二、当前保险资金服务实体经济面临的多重压力

虽然在“中国式现代化”下经济增长对保险资金存在内生需求，并在系列政策的推动下，保险资金运用更加多元化，为金融支持实体经济奠定了雄厚的行业基础。但是目前，保险资金的供给与实体经济的需求在资产负债管理要求（期限匹配、成本收益匹配、现金流匹配）上仍然面临着多重压力。

（一）保险资金现金流匹配要求与融资需求多元之间的矛盾

传统的融资约束理论认为信息不对称、代理问题和交易成本是产生融资约束的主要原因（Myers 和 Majluf, 1984; Gertler, 1992），从这个意义上讲，全球企业都面临着不同程度的融资约束。尤其是国内企业融资渠道较为单一，金融工具不够丰富，企业的选择空间有限，从而银行信贷成为中国企业的主要融资方式，但是银行在发放贷款的过程中存在所有制的“金融歧视”（方军雄，2007），偏爱国有企业，歧视民营企业。

然而，保险公司的流动性风险与银行业不同。保险业务模式是针对特定行业的，有一个倒置的“生产”周期，即提前收取保费，并在未来提供服务，这种反周期使得流动性是保险公司投资策略的一个关键因素。保险资金需要应对随时可能发生的赔付，因此必须配置部分低息资产、牺牲投资收益以满足流动性要求，且财险公司的流动性又比寿险公司要求更高，从而限制了保险资金满足多元化的融资需求。当前，随着国内多层次资本市场加速建设的需求，以及注册制改革推进、北交所设立、创投基金减持新规发布等举措实施，私募股权投资预计将迎来大的配置周期。但是由于股权投资的“J 曲线”效应，投资收益往往在后期才能

逐步体现，甚至在早期需要接受一段时间的负收益（肖星和李诗林，2023）。在退出率方面，据清科私募通数据库统计，截至 2021 年末，累计退出项目 3.56 万个，项目退出比例约为 25.6%；退出金额 3.11 万亿元，资本退出比例约为 39%；在退出周期方面，A 股上市公司从成立到上市平均需要 15~20 年左右，即使随着科创板与注册制的落地，预计上市公司从成立到上市会也将在 10 年左右。因此，股权投资具有长周期性，股权投资需要 LP 对基金存续期有较高的容忍度，以及 GP 具有投资耐心性，这与保险资金的现金流匹配需求产生矛盾。

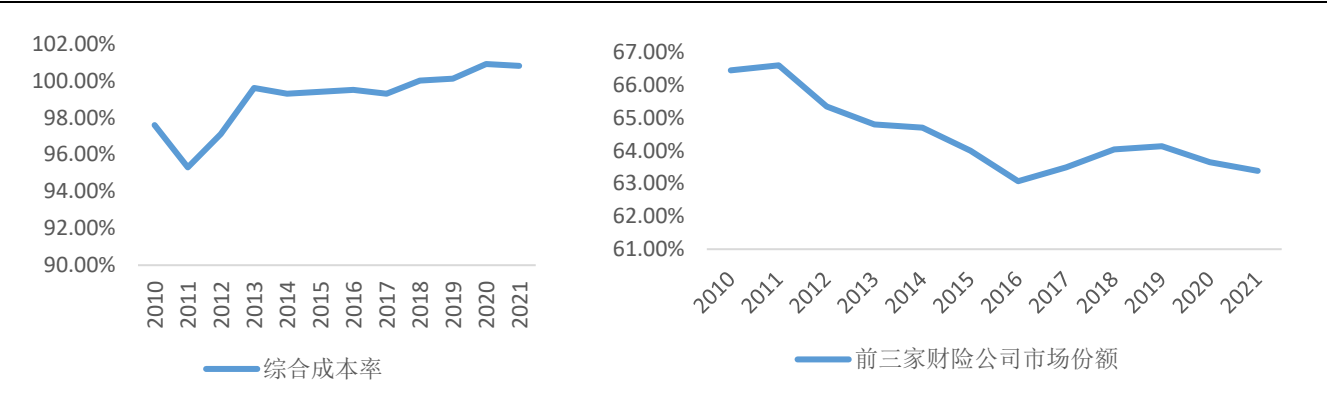
（二）保险资金成本收益匹配要求与融资成本压缩之间的矛盾

金融业降低实体经济融资成本，是理清金融与经济辩证关系、回归银行本源、兼顾企业价值和社会价值的内在要求（宋光磊和范国英，2019）。对于融资难融资贵的原因，据中国财政科学研究院公布的《2020 年“企业成本”问卷调查分析报告》显示²，50.2%的企业认为“融资渠道减少，融不到资，融资难”，28.3%的企业认为“借款利率上升，利息费用增加，融资贵”。因此，坚持供给侧结构性改革，保持经济运行在合理区间、增强金融支撑的同时，解决实体部门融资困境，是摆在金融机构面前的一项复杂工程。

但是，由于保险公司的资金主要来源于保单销售，是保险公司的表内资金，未来的现金流出是保单承诺的给付义务。因此，保险资金存在刚性成本约束。在投资方面，保险公司执行的是资产负债匹配策略，保单的预定利率和资金成本，决定了保险资金的投资以追求绝对收益、实现资产负债匹配为前提。但是，保险业负债端成本预计短期内难以快速下降：首先，财险行业格局相对稳定，除“老三家”外，承保成本总体呈上升趋势。尤其是中小型财险公司，议价能力偏弱，费用率过高，一直是财险公司经营过程中的“顽疾”，据统计，72 家非上市财险公司 2022 年综合成本率，平均综合成本率为 113.83%，中位数超过 100%。其次，寿险行业整体延续近年来的承压态势和转型基调，预计寿险的负债成本下降缓慢（巴曙松和朱晓，2017）：一是为了换取规模上的战略优势，部分保险公司往往以牺牲短期利益为代价，短期内推升负债成本；二是在全市场竞争格局下，保险产品与银行理财产品和各类信托理财产品等各类金融产品之间的竞争更趋白热化；三是保险资金负债的长期性，使得保险公司的产品定价也基于较长期投资期限的考量，从而主动地承受相对偏高的负债成本。因此，保险负债端较高成本将限制保险资金端的运用范围，负面影响其服务实体经济的效果。

图 3：2010-2021 年度财险行业综合成本率状况

图 4：2010-2021 年度财险行业市场份额状况



数据来源：人保资产

（三）保险资金风险处置手段有限与融资主体风险之间的矛盾

受地缘政治的冲击影响和后疫情时代的“疤痕效应”，投资者避险情绪抬升，叠加国内“去杠杆化”和经济增速放缓，致使外部融资环境收缩，信用风险持续积累并高位运行。2021 年债券市场违约债券 239 只，违约主体 77 家，违约规模高达 1409.14 亿元，继续维持高位，尤其是符合保险资金风险偏好的国有企业，2021 首次违约的国有企业达到 7 家，占据所有首次违约企业的 43.75%。

虽然保险资管机构普遍认为风险下沉是缓解险资投资面临较大压力的重要方向，然而，在目前内外部复杂经济环境背景下，保险资管机构的风控能力与商业银行相比仍存在差距。**第一，风险识别滞后。**相比商业银行借助遍布的基层网点，通过非正式渠道破解信息不对称，更全面、提前识别融资主体的潜在风险，保险资管公司信用溢价挖掘、获取能力不足，基本依赖于融资主体提交的正式信息判断项目未来的风险概率。**第二，风险定价被动。**由于商业银行具有揽储和同业拆借等多途径资金来源，针对不同资质的融资主体，其风险定价相对更加灵活，而保险资管公司的资金主要源自保险负债端，成本相对刚性，使得保险资管公司在面对不同融资主体时，风险定价的浮动空间有限。**第三，风险处置困难。**商业银行可以通过核销转让、内部分账经营，甚至清收、保全和以资抵债等强制方式，减少不良资产的风险损失，但是保险机构主要依赖高信用评级的投资主体，无其他增信措施支撑，缺乏成熟的信息披露、技术资产和信用管理等辅助手段。因此，保险资金的高安全性要求和有限的处置工具，限制了保险资金运用的交易对手。

（四）保险改革发展滞后与实体经济融资需求转变之间的矛盾

当前，中国在处于中国特色社会主义进入新时代的关键时期，“高质量发展”路径成为中国社会经济发展的战略导向，而经济结构在转型的同时，也推动实体经济资金需求特征发生变化，以要素生产率为核心的高技术行业将成为新的增长动力，以要素投入驱动的房地产和基建等传统行业的融资需求和意愿将明显下滑。

根据林毅夫提出并论证的“最优金融结构理论”，只有金融体系的结构与实体经济的最优产业结构相互匹配，才能有效发挥金融体系功能，促进实体经济的发展。但是，由于保险资金对当期稳定回报的传统诉求，客观导致了较多投资集中在传统经济领域。目前看，前期保险机构的长期股权投资策略主要集中在金融、地产、基建类等资本密集性行业。例如，中国人寿和中国平安在金融和地产领域的长期股权投资占比为 46.41%、38.04%³。此外，“偿二代”二期的“规则 II”全面校准和更新了各类投资风险因子，大幅提升了地产相关风险因子，使得保险机构过去在金融、地产和基建领域的长期股权投资面临资本要求上升的压力。因此，保险资金的股权投资存量配置结构，客观上存在大幅优化的迫切需要，但同时更为严格的监管政策也更多约束了增量改革的空间。

表 3：主要上市险企长期股权投资的行业配置情况⁴

行业配置	
中国人保	1. 金融：兴业银行、华夏银行、招商证券
	2. 医疗：东软控股、人民健康网
	3. 其他：航天投资、中石化销售
中国人寿	1. 金融：广发银行、中粮期货、国寿财险
	2. 地产：远洋集团、Mapleleaf Century Limited、Joy City Commercial Property Fund L.P.
	3. 基建：川气东送管道公司、中国联通
中国平安	1. 金融：陆金所、金融壹账通、招商平安资管、众安在线、平安消费金融、博意投资、广州期货
	2. 地产：华夏幸福、旭辉控股、中国金茂、广州璟仑房地产、上海怡滨置业、南京名万置业、武汉地安君泰
	3. 医疗：平安好医生、平安医保科技、中国中药
	4. 基建：京沪高铁、长江电力、山西太长高速、威立雅、昆玉高速
	5. 其他：北汽鹏龙汽车、赛安迪
中国太保	1. 金融：中保融信
	2. 地产：滨江祥瑞、瑞永景房产、临港普洛斯、临港云慧
	3. 医疗：达保贵生、质重医院、北京妙医佳、联仁健康、广慈医院、杉泰健康
	5. 其他：太颐信息技术、大鱼科技、爱助信息、上海聚车、中道救援、得道
	1. 金融：上海农商行、太平金融服务、太平国发鼎鸿投资、京华基金

中国太平	2. 地产：China Create Fund、大悦城控股
新华保险	1. 金融：汇鑫资本国际
	2. 地产：中国金茂、紫金世纪
	3. 医疗：美兆体检、新华健康

来源：人保资产

三、保险资金服务实体经济的相对优势与潜在机遇

在推进双循环体系不断完善、新发展格局持续构建的背景下，保险资金作为长期资金、耐心资本不仅面临行业高质量发展的内在要求，更要思考在新格局、新环境、新经济的背景下，如何发挥经济“助推器”和“稳定器”效应，更深度融入促进国家战略、实体经济及民生建设的进程与发展之中。

“助推器”主要是体现在保险公司的资产端。由于前述关于保险资金的收益性、安全性和流动性的要求，保险资产端在服务实体经济方面相对于商业银行存在明显的劣势。而且，商业银行作为典型的金融中介机构，其资产端可以借助深度下沉的基层网点直接触达实体经济，以及贷款、贴现等工具让利实体经济。尤其在降息、降准等政策的作用下，商业银行借助存贷款的货币乘数效应，商业银行向实体经济释放更多的低息贷款，而负债端几乎不会受到影响；而资产端若能平衡好降息和贷款规模，甚至还能进一步提升收益。

“稳定器”主要是体现保险公司的负债端。相对于保险的资产端，其负债端具有更广泛的基层网点，通过提供贷款保证保险、出口信用保险、重大装备保险、专利保险等产品，直接支持企业生产、创新、出口等各类经营活动。而且，负债端可以通过承保业务的保障功能，帮助实体经济度过由于不可控的一些风险而导致的损失，从而平滑实体经济的波动性，维持实体经济的稳定经营。相反，在长期低利率的大背景下，商业银行的负债端为实体经济提供的服务则相对有限，

进一步，保险的本质是互助共济，风险保障始终是最基础的、最重要的功能，是保险区别于其他金融行业的最根本的特征。而且，实践证明，范围经济并不完全适合保险行业，偏离主业，甚至反客为主，是保险行业系统性风险的重要驱动因素。因此，保险公司必须围绕保障主业，投资活动等非主业必须是对主业的补充和增强。通过资产端的保险资金运用，聚焦资产负债匹配管理，支持负债端通过提供更多价低质优、性价比更高的产品和服务，更好地满足住户部门、企业部门和政府部门的风险管理需要。这是保险业发展的独特优势，也是决定单个保险公司能否在激烈竞争中脱颖而出的关键所在。

因此，不同资金的属性决定了其服务实体经济的优势禀赋。银行资金的比较优势在于资产端，通过资金流通功能满足实体经济企业转型与发展需求，而保险资金的比较优势是负债端，通过投资收益，反哺主业，形成良性循环，从而为实体经济发展提供更坚实的风险保障，进而在实现客户资源价值最大化的前提下共享增量价值。

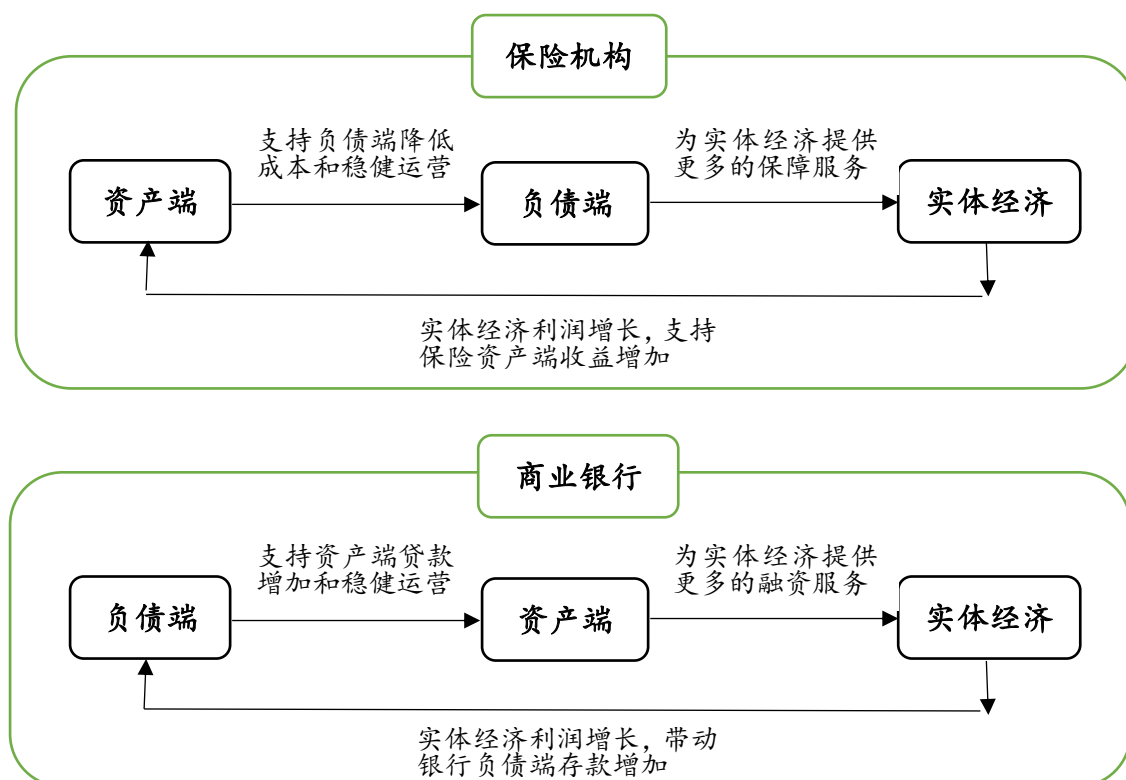


图 5：保险与银行在资产与负债两端对服务实体经济的功能差异

四、未来保险资金服务实体经济的路径探索

如前所述，保险资金服务实体经济的关键在于立足服务保险主业的基本定位，促进资产端与负债端的结合、循环与互动，寻找资负匹配、偿付能力和投资收益的均衡，以高效投资支持保险保障，从负债端口累积更大量的资金优势；同时，立足自身资金属性与长期优势，完善委受托及产品投资管理机制，不断进资产配置优化与业务模式创新的变革迭代，形成差异化、多层次的资金运用体系与管理模式。

（一）提升间接投资能力是保险资金服务实体经济的基础

“健全资本市场功能，提高直接融资比重”被写入了二十大报告，成为金融改革服务实体经济的重要方向之一。据统计，截至 2021 年末，保险资金运用余额 23.2 万亿元，其中债券、股票的占比保持在近 60%。此外，保险资管公司发行管理的组合类保险资管产品余额 3.2 万亿元，主要投向债券、股票等。

因此，保险资金要加强“股、债、基”基本盘建设，并根据估值变化调整股债基比例，捕捉由固定类提供的稳定收益，以及由股票、基金和新股申购等资产的增厚收益。**一是**强化固收投资。保险资金 80%左右的资产配置在固收领域，因此固收资产投资是稳定收益的生命线。数据表明，2020 年保险资管组合类产品中，152 只公开数据的债券型产品平均收益率为 7.09%，显著高于债券型公募基金平均 4.24%的净值增长率，这也凸显了保险资管在固收领域较为突出的管理能力和优势特色。**二是**发力权益投资。对各类权益资产的历史收益和波动情况进行过分析对比，包括高股息组合、优先股、长期股权投资、量化对冲基金、国内及海外指数 ETF 等，并结合当期的市场环境动态调整不同资产的配置比例，从而努力获取持续稳定的风险回报。**三是**运用创新手段。组合类产品是《保险资产管理产品管理暂行办法》所定义三类保险资管产品中，存续余额最大的一类产品。但在服务实体经济方面，其贡献度一直未必提到和债权投资计划和

股权投资计划同等重要的位置。保险资管机构应建立适用于组合类产品的服务实体经济投资框架，充分利用组合类产品投资自主性高、资金运用机制灵活的特征，积极引入外部资金，参与实体经济投资。此外，还可以以组合类产品作为载体，尝试黄金、原油、碳汇交易等实体经济挂钩的大宗商品投资。

（二）探索直接投资能力是保险服务实体经济的未来方向

目前，全球经济正面临百年未有之大变局，中国经济正从要素驱动、投资驱动向创新驱动转型，传统强固收属性的地产、基建、资本密集性企业的发展和资金需求正逐步下行，而强权益属性的知识密集性、创新密集性新型企业蓬勃发展，社会融资结构也将相应的从债权时代逐步走向股权时代。

在此背景下，保险资管机构要持续拓展能力边界，逐步覆盖 Pre-REITs、产业基金、并购基金、不良资产股权等领域，找到好的合作伙伴、好的资产项目以及采取好的交易方式，充分发挥保险资金规模大、稳定性强、久期较长等优势抓住股权时代红利。**一是盘活存量资产，提高服务实体经济效率。**公募 REITs 作为服务实体经济和国家战略的重大创新，自 2020 年以来，证监会和银保监会相继发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》和《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，公募 REITs 将成为未来保险资金配置的重要之一。保险资管机构要积极调研，严谨分析，审慎决策，推动保险资金积极布局基础设施 REITs，释放转移沉淀在限控领域和低效项目的存量资金，使信贷政策和产业政策相互协调配合，落实国家各项战略部署。**二是发挥逆周期金融救助功能，延展服务实体经济边界。**近年来，在政策、市场、需求等因素综合作用下，不良资产的跨周期和高收益特征为“资产荒”环境下保险资金服务实体经济提供了一种新的路径。一方面，保险资金可以通过不良资产证券化产品投资、不良资产私募股权基金，或设立或入股地方资产管理公司等间接方式参与不良资产管理；另一方面，通过探索资产支持计划、债转股相关业务等直接方式参与不良资产投资，从而有助于成为保险资金有效响应和支持国家关于“守住系统性风险底线”的手段之一。

（三）健全投资链管理机制是保险资金服务实体经济的保障

在总体方向上强调“紧密围绕中央部署推进投资工作高质量发展”；在投资效益上强调“推动实现保险资金收益与服务实体经济协调发展”；在投资方式上强调“坚守创新意识，以多样化方式推动保险服务实体经济”，将服务国家战略嵌入投资管理流程：**第一，投前有指引。**根据与保险资管直接相关的国家战略的核心条目和与金融行业广泛相关的国家战略的基础条目建立自动生成的政策库，并以动态更新的政策库为基础，各责任主体按需提炼任务清单，与数字化标签。在各品种投研环节将资产标签化前置到投研环节，在投资时做到心中有标签。**第二，投后有监测。**建立定期数据报表报送机制，加强工作进度追踪，形成数据管理闭环；并建立党委和纪委监督纠偏机制，形成由公司管理层、纪检监察部门、战略督导部门对服务国家战略完成情况的监督管理闭环，压实部门分工责任。**第三，投后有考核。**按照新规的要求，将服务国家战略纳入公司投资业务目标，并逐步纳入部门考核指标，定期开展服务国家战略执行成效评价，提升服务股价战略的主动意识。同时，制定针对交易对手、上市公司和发债主体等的环境、社会和治理风险评估标准，对其风险进行分类管理与动态评估，并将风险评估结果作为评级，以及信用准入、管理和退出的重要依据。

（四）拓展资金运用渠道是保险资金服务实体经济的载体

第一，坚守底线思维，强化逆周期监管。将关键指标作为监管底线，利用好大类资产比例、集中度比例以及风险监测比例等指标防范保险资金运用风险。在经济周期上行阶段，对保险资金运用的监管应趋于严格，防止投机行为，预防资产泡沫出现；在经济下行周期，监管机构可适当放松资本要求以及资金运用比例，缓冲经济周期对保险公司的不利冲击，并推

