

# 保险市场与资本市场融合发展的经济学分析

魏华林 刘 娜

**摘要:** 保险市场与资本市场的融合发展作为金融深化和金融创新的重要制度安排,是国际金融发展的趋势。其优势在于不仅可以促进资本市场的完善,增强保险公司的偿付能力,而且可以降低金融市场交易成本,增加金融市场交易收益,提升金融行业的国际竞争力。但也容易造成内部协调困难,监管难度增大,以及由此带来的金融风险增加等。保险市场与资本市场融合的成功与否,取决于融合的前提条件:相对成熟的保险市场和资本市场;比较健全的法律法规;水准较高的内部管理;条件成熟的技术平台等。因此,借鉴西方发达国家金融混业经营的经验,将有助于我国金融业的稳定与发展。

**关键词:** 保险市场 资本市场 融合发展 经济学分析

保险市场与资本市场融合发展是国际金融发展的趋势。无论是经济发达国家,还是发展中国家和东欧转型国家,都将包括保险市场与资本市场融合在内的综合金融作为金融深化和金融创新的重要制度安排。通过保险资金运用、投资连结型保险、巨灾保险证券化、保险公司上市和机构的融合等途径,促进了保险市场与资本市场的融合发展。融合发展对保险市场、资本市场、消费者和国民经济等都会产生积极、深远的影响。

## 一、保险市场与资本市场融合发展的动因与微观基础

### (一) 保险市场与资本市场融合发展的动因

保险市场与资本市场的融合发展作为现代金融制度创新的一种形式,其动因一是两者的资产专用性小;二是规模经济和范围经济的作用。

根据西方金融理论,银行业、保险业和证券业的要素主要包括资本和信息。首先就资本而言,主要包括现实资本和人力资本。金融行业中,现实资本几乎是通用的。而人力资本由于面临的金融市场高度相关,其知识及素质要求相近,故也可通用,即人力资本的资产专用性也较低。再就金融信息来说,因为银行业、证券业和保险业等面临着同样的宏观环境、同样的行业与企业环境,所以它们对宏观、微观信息的掌握与处理差别不大,即信息的资产专用性也较小。由此可见,金融业间资产专用性很小且日益递减,金融业之间的融合发展存在可行性。

保险业是一个明显的规模报酬递增的行业,与一般工商企业相比,需求限制较少,容易形成规模经济。保险业通过兼营证券、信托、银行等金融业务,容易扩大业务规模,实现规模效应。

在激烈的市场竞争中,金融业千方百计地寻找降低成本,提高收益的途径,为客户提供综合的、高附加值的、全面的服务,方便客户一站购足。银行、保险、证券和信托等融为一体,可优势互补,吸引高质量的客户群,形成范围经济,保证收益的稳定性。

金融深化包括金融工具的发展和金融市场的发展。金融深化的核心是解除价格扭曲、结构单一和市场分割这三方面的压制状态。保险市场与资本市场融合发展可在一定程度上消除市场分割,有助于动员储蓄、便利交换、降低流动性风险、建立信息披露和约束控制等,从而有利于促进经济增长。保险市场与资本市场融合发展可视为金融市场分割——市场融合的制度变迁,同时也可视为金融深化与金融创新。

保险市场与资本市场融合发展,主要是指制度的创新,即金融市场各子市场“重归于一体”,提供综合化的现代金融服务。金融创新一方面可以提高金融市场的效率、改善金融市场上的信息不对称性,从而促进金融发展;另一方面,在融合中,必然创造出新的金融工具(如投资连结型、万能型保单等)、新的金融市场(如巨灾风险证券化市场、保险期货、保险期权等)。目前,我国政府对包括银行、保险、证券、信托在内的金融机构的资产替代实行严格的控制。

保险市场与资本市场融合发展研究刚刚起步,因为金融抑制,严重阻碍了我国保险市场与资本市场的制度创新、产品创新和服务创新等。

## (二) 保险市场与资本市场融合的微观基础

随着世界经济的发展,金融自由化的进程不断加快。保险业与银行业、证券业之间相互渗透,保险公司通过金融工具的创新,推出了各种新型保险品种。保险公司为出售这些保险产品取得的资金设立专门的投资账户,这些投资账户必须接受证券监管部门的管制,推销这些保单的代理人、经纪人也必须拥有证券从业资格(弗兰克·丁等,1998)。保险公司不仅提供保险保障,也提供投资工具的服务。在趸缴保费和均衡保费体系下,投保人预先缴纳了超过年保险成本的一笔资金。由于货币具有时间价值,投保人付出了将资金投资于其他项目获取收益的机会成本,因此,保险公司必须先承诺给予这部分资金一定的投资回报率。在经营实务上,对客户预交资金的回报的承诺是通过精算假设中的定价预定利率来处理的。要履行对保户承诺的投资回报率,必须进行资金运用。即使是保险公司出售的纯风险保障型的险种,其保费收入一般也不会同时被支取,因此,可以形成一定的现金存量。新保单的增加还会带来现金流入,这种类型的保单也可以积存一部分可运用的资金。因此,虽然这类产品对保户来说不是投资工具,但对于保险公司来说,却是获取投资资金来源的一种工具。

保险公司是通过发售保单获取资金的,保险经营具有负债性。其产品特征决定了其负债结构的特征。保险公司的负债在形式上主要是各种准备金,通常准备金占其保险总资金的80~90%。负债的期限结构取决于保险公司的险种结构,通常而言,寿险公司的负债主要是长期的,其期限可以长达几十年;财险公司的负债主要是短期的,一般为一年。保险负债具有对利率的敏感性:采取固定利率方式的传统保险产品,对利率的变化较敏感;采取浮动利率的新型投资型保险产品,利率的变化对负债影响不大,如投资连结保险、万能保险等。可见,保险产品结构决定保险负债结构,保险负债结构决定保险资金运用结构。要保持保险公司经营的平衡,必须使保险公司的资产、负债在期限结构、利率敏感性等方面相互匹配。因此,保险公司的负债特征决定了其资产结构特征。为了与长期、固定利率负债的持续期相匹配,保险公司通常将其大部分资金分配于长期债券上;对于投资连结型保单取得的资金,由于这些负债是浮动利率的,保险公司则多将其分配于非

固定收益证券上,如股票。因此,运用多元化投资,是保险公司分散风险的最主要工具。

保险公司的产品特征决定了其负债的期限结构与利率敏感性,另外,根据资产负债匹配的经营原理,保险公司的负债特征又决定了其资产的期限结构、品种结构。从产品到负债,从负债到资产的过程决定了保险公司的基本职能:除提供保险保障之外,保险公司还具有提供投资工具和进行投资管理的融资功能,是一种重要的契约型金融中介机构。由于保险公司尤其是寿险公司的负债、资产期限结构具有长期性特点,因此,保险公司是长期金融工具交易市场——资本市场的重要机构,一方面,向客户出售长期投资工具——各种半投资型或投资型保单;另一方面,保险公司又将出售保单获得的资金购买资本市场的投资工具。保险公司资产负债结构匹配的原则和保险公司在资本市场销售长期投资工具、购买长期投资工具的双重角色,构成了保险市场与资本市场融合的微观基础。

## 二、保险市场与资本市场融合发展的成本-效益分析

保险市场与资本市场的融合发展,从经济学的角度分析有多种原因:如提高效率,实现规模经济和范围经济,减少交易摩擦,降低成本,优化资源配置,获得比较利益,提高金融业的竞争力等。其中最主要原因是:市场融合的净收益大于市场分割经营所能获得的净收益,金融体系能够获得市场融合的比较利益。金融业从市场分割向市场融合回归带来的净收益的变化,主要来自于提供同样的金融服务,融合后金融机构支付的总成本要小于市场分割时金融机构所支付的总成本。市场融合的比较利益取决于监管成本、内部管理成本和金融机构的外部交易成本等成本的不同变化。本文主要针对这几类成本的变化情况进行简要分析:在一般情况下,由于市场融合能够带来规模经济、范围经济、协同效应和风险分散等效率优势(Berber,2002),可以增加金融机构的服务手段和业务规模,减少交易环节,从而降低金融机构的交易成本,同时由于市场融合之后的金融机构能够获得管理上的协同效应(即管理资源的充分利用),也能在一定程度上降低管理成本。但由于市场融合导致金融机构的组织机构和业务复杂程度提高,将会加大外部监管与内部管理的难度,使监管成本和内部管理成本增加。综合以上分析的结果,由市场分割到市场融合,金融机构的外部交易成本下降,监管成本和内部管理成本上升,如图1所示,从市场

分割到市场融合,即由截面 A 截面 B,  $EC$ 、 $SC$ 、 $MC$ ,其中, $EC$ 为交易成本, $SC$ 为监管成本, $MC$ 为内部管理成本。

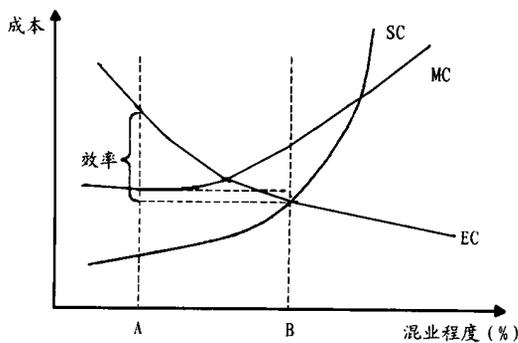


图1 不同经营制度下各类成本的变化

由市场分割 市场融合,每一个截面都可以得到三类成本的不同组合。是否实行市场融合,或者说在市场分割和市场融合之间选择哪一个截面(即在多大程度上实行市场融合)作为金融业经营制度,关键要看市场融合所带来的“比较利益”的大小。如果由截面 A 代表的市场分割过渡到截面 B 代表的市场融合,交易成本  $EC$ ,即效率提高可以抵补截面 A 到截面 B(简称为 A B)所带来的监管成本上升( $SC$ )以及内部管理成本上升( $MC$ ),则市场融合的社会比较利益为正,市场融合对社会有利,即截面A 截面 B,  $EC > SC + MC$ ,则有利。反之,则比较利益为负,市场融合对社会不利,保险市场与资本市场应该分割经营。

由图1可知,从市场分割到市场融合,截面A 截面 B,  $EC > SC + MC$ 时,可能获得市场融合的比较利益。除此之外,还需要其他相关条件。西方发达国家之所以实行市场融合,正是因为它们认为已经具备了相关条件。这些条件主要包括:(1)健全的法律、法规、完善和健全的金融监管体制、金融监管组织体系等。所有这些因素无疑将会导致监管成本  $SC$  整体下降,边际递增率减小,从而降低社会为金融体系付出的成本;(2)金融机构具有较高的内部管理水平。由市场分割到市场融合的转变过程中,金融机构的组织结构、金融业务的复杂程度大大提高,内部管理成本也将相应提高。如果金融企业内部建设不断完善,控制机制不断强化,以及人员素质、管理水平不断提高,那么总体上内部管理成本上升速度趋缓,甚至会逐步下降, $MC$ 斜率变小;(3)金融机构具有较高的电子化、信息化程度。由于信息化水平的提高,作为以服务为依托的金融业可以借助信息技术开发新的金融工具,延展服务空间,改进金融服务的质量和时效性,提高金融资本效率。这主要是因为金融机构的交易成本总量以及交易的边

际成本不断下降,如网络的运用,可使银行、证券或保险公司同时处理几个甚至几百万个客户的信息,而每增加一位客户所引起的交易成本上升几乎为零,这样使交易的边际成本十分低,甚至在某些区间可以忽略不计。信息技术同时运用于金融机构内部管理和外部监管,进一步使两者成本降低。在上述三个条件的基础上,图1中三条曲线  $SC$ 、 $MC$ 、 $EC$  都将得到很大的改善,不仅三条曲线同时向下平移,表示金融体系整体社会成本降低,而且三条曲线的效率也将发生新的变化;(4)发展相对成熟、有序竞争的保险市场、资本市场体系,是实行市场融合不可或缺的条件。总之,只有具备了融合的条件,才能获得正的比较利益,否则,将适得其反。

### 三、保险市场与资本市场融合发展的利弊分析

#### (一) 保险市场与资本市场融合发展的好处

保险资金,尤其是人寿保险资金具有长期性,适合投资于资本市场,因此,保险公司理所当然地成为资本市场的重要机构投资者。

##### 1. 保险市场可促进资本市场的完善

资本市场的成熟和完善,一定程度上取决于资本市场的投资者结构。而投资者结构的合理化和多元化,是资本市场发达程度的重要考察指标。保险公司参与资本市场,有利于培育和壮大机构投资者力量,强化理性投资理念,促进资本市场健康发展。一方面,保险公司作为机构进入资本市场,侧重于长期投资收益,有助于上市公司不断改善经营、完善公司治理结构,加强现代企业制度建设。另一方面,保险公司追求稳定,有较好的精算技术,在收益率细微差异的分辨、相关事件的预测和概率计算、建立最优投资组合和最大限度规避风险等方面有独到之处。这类机构进入资本市场,对证券投资基金及其操作水平提出更高要求,对上市公司行为规范化也将产生有利的市场制衡,有助于培育证券市场理性投资理念,也有助于抑制由于过度投机所造成的不正常的价格波动。保险市场巨额、稳定的保险资金,对资本市场的发育和成熟将起到积极作用,具体表现在:(1)扩大资本市场规模。保险公司既可以作为机构投资者参与一、二级市场的交易,也可以筹资者的身份发行股票和债券。巨额的保险资金具有长期、稳定的特点,经过精确测算、合理的期限安排和资产组合后,进入资本市场,既增加了资本市场资金的供给,又刺激了资本市场筹资主体的资金需求,从两方面促使资本市场规模扩大。(2)促进资本市场主体

的发育成熟和资本市场效率的提高。在资本市场上,存在大量工商企业、机构投资者和个人投资者等,有的筹资,有的“圈钱”;有的投资,有的投机。而保险公司,特别是寿险公司是资本市场上的长期投资者,其投资遵循的首要原则是安全性。保险资金进入资本市场,因其具有长期、稳定和数额巨大的特点,可以大大削减投机者带来的市场大幅度波动风险,是稳定资本市场的重要力量。保险资金运用必须进行专业化的风险管理,这也是提高资本市场效率,推动资本市场成熟的根本动力。(3)促进资本市场结构的完善。保险资金在一级市场上承购、包销购买等,刺激一级市场的发展。在二级市场上的投资,可大大提高资金的流动性,活跃市场。以寿险公司资金运用为例,由于其需要不断调整资产结构,以期在风险一定的情况下,实现收益的最大化,客观上有利于改善一级市场、二级市场的结构,增进其协调发展;保险资金还可以通过创立或加入投资基金等形式,促进资本市场组织的完善;此外,保险公司,尤其是寿险公司长期稳定、具有负债特性和追求相对稳定收益的资金,客观上要求资本市场具有对应的长期、收益稳定的投资产品。市场供求力量使债券品种不断发展完善,从而也促进资本市场品种结构的完善。零贝塔风险的保险证券化产品,也可丰富资本市场的投资产品,完善投资者的投资组合。

在保险业发达的国家,保险市场对资本市场的促进作用得到了充分体现。从国际股票市场看,保险公司持有的上市公司的股票市值占整个股票市场市值总额的比重较高,欧洲为40%,日本为50%。在美国,保险公司和私人养老基金的投资在其货币市场和资本市场中所占的比例达22.27%,保险资金是资本市场上资金的主要来源之一。

2. 资本市场有助于提高保险公司的偿付能力和承保能力

资本市场的成熟、规范有助于提高保险公司的偿付能力和承保能力。从理论上讲,成熟的资本市场有利于保险公司进行以资产负债匹配为基础的投资组合管理,降低投资风险,增加投资收益,并满足流动性需求。首先,成熟的资本市场中投机性较弱,资本资产价值在短期内稳定,能够真实反映发行公司的价值。这对长期投资的巨额保险资金来说,可降低市场价格风险;其次,成熟的资本市场中,利率波动幅度小,并在很大程度上可作合理预期,从而减少保险公司利率估计失误,避免保险准备金提取不足导致的负债风险,从根本上保证投资资金来源的稳定;最后,成熟的资本市场中,中介机构完善,资产

清算风险小,可以提供多样化的投资方式,使保险投资风险得到分散,获取稳定、高额的投资收益。

从实践看,由于保险市场与资本市场互动的关系,资本市场的发展与保险市场的发展表现出较高的协同性。美国资本市场较成熟,尤其是固定收益证券市场发达,满足了保险资金尤其是寿险资金运用的基本要求,成为美国保险资金运用的主要场所。在美国寿险公司1917-1996年的长达80年的历史中,公司债券一直是寿险公司投资的主要工具,大部分时间中占寿险公司资产的比例都在35~40%。尽管这一比例在20世纪90年代,随着股票投资比例的上升而有所下降,但仍占20%左右。另外,成熟的股票市场也是保险资金运用的重要场所,20世纪末期,美国寿险公司投资股票占其总资产的比例达20%以上。从寿险公司持有债券期限结构来看,以长期投资为主的5~20年期债券占了近60%。可见,成熟资本市场工具及其期限结构的多元化和多样化,满足了寿险公司负债的特点,使其资产负债结构相匹配,有效控制和管理其经营风险,确保其经营的稳定性。

### 3. 降低成本

保险市场与资本市场的融合发展,形成综合性的金融机构。综合性的金融机构可同时经营银行、证券、保险等业务,使各种业务相互促进、相互支持,做到优势互补、资源和信息共享,有利于提高服务效率,降低经营成本,实现规模经济与范围经济。另外,市场融合使金融机构优化资产结构,实现资产组合多样化和资产风险分散化,降低非系统性风险,使金融机构和金融体系具有更大的整体稳定性。

### 4. 增加收益

市场融合经营制度下的综合性金融机构具备稳定的客户群。综合性金融机构可以通过对工商企业的业务、投资等来加强对它的渗透,有助于金融机构获取有关工商企业的充分信息,提高投资的准确性。所以,综合性金融机构的客户群较为稳定,市场份额和市场控制力能够得到巩固,适应市场变化的能力较强。多元化经营可为其金融产品的开发和服务领域的延伸,创造巨大的潜在发展空间,从而极大地增强综合性金融机构对金融市场变化的适应性,使其能及时根据金融环境和经济环境的变化,灵活调整自身的经营活动,加强金融创新,增强市场竞争力。市场融合也有利于增加盈利。随着保险业竞争的加剧,保险费率越来越低,保险承保利润逐渐减少甚至为负。保险业要生存和发展,只有通过延伸服务空间和投资利润来弥补。

## （二）保险市场与资本市场融合发展的弊端

事物都是一分为二的,有其利必有其弊。保险市场与资本市场融合发展也存在一些弊端:第一,从事多元化经营的综合性金融机构,在其不同的侧面、不同的服务对象和不同的服务品种等方面有不同的文化、不同的传统、不同的运行机制,它们交织在一起,必然显现出潜在的矛盾或冲突,导致综合性金融机构内部协调困难、管理难度增大等问题。第二,市场融合可能招致新的更大的金融风险。一方面,综合性金融机构所面临的不确定性得以扩展,从而其经营风险也随之扩大;另一方面,综合性金融机构内部各业务部门和子公司之间由于目标不同,难免发生利益冲突,加重道德风险。其不良的内部交易可能引起综合性金融机构内部的风险传递,导致“多米诺骨牌”效应的发生。第三,由于综合性金融机构业务种类繁多,规模巨大,其权利较大,对经济的影响较强,容易形成金融垄断,产生非公平竞争,从而对国民经济产生消极影响。第四,金融机构复杂的综合经营结构和业务运作,不利于实施有效的金融监管,需要金融监管机构相应地提高其监管水平。

## 四、西方发达国家保险市场与资本市场融合发展的经验对中国的启示以及中国保险市场与资本市场融合发展所面临的困难与条件

### （一）西方发达国家保险市场与资本市场融合发展的经验对中国的启示

西方金融业发展模式主要有两种:一种是以德国为代表的两业始终融合的模式;另一种是以美国、日本为代表的两业分离模式,并且在经历了融合、分离的过程之后,现又回归到融合的模式。

从西方发达国家保险资金运用的情况来看,股票、债券、抵押贷款等占相当比重,说明保险市场与资本市场不但已经融合,而且相当紧密。国际上保险市场与资本市场融合的路径,除传统的业务、产品、机构和服务等融合外,还创新了许多跨行业的产品,如巨灾风险证券化等。以英国为例,英国寿险公司逐步转变为金融服务公司,保险竞争领域外延到包括银行信贷及基金管理在内。多家保险公司提供著名基金经理推出的投资产品,作为退休计划、年金及单位信托联结产品。在美国,美国国际集团(AIG)、USAA等大型保险集团除产、寿险外,均发展投资银行、投资管理和信用卡业务。激烈的市场竞争、巨大的国际市场潜力及巨大的国内现存客户群,使保险公司迈向更广泛的金融服务领域。

西方发达国家保险市场与资本市场融合发展的经验对我国金融业的混业经营有重要的启示。(1)在市场发育初期,监管机制尚未健全,不同金融业务之间应实行分业经营,避免交叉传染;保险公司的经营要防止由于资本市场的低效及系统性风险而引发失去偿付能力的风险。(2)在成熟的保险市场与资本市场环境下,通过两个市场的渗透、融合,形成集团/控股公司等,可提高保险资金运用效率,扩大承保能力和提高保险业的竞争力等。但同时要特别注意加强监管和风险控制。因为水能载舟亦能覆舟,如果条件成熟,两个市场的融合能带来许多正面影响,反之,也可能导致整个金融市场的瘫痪。(3)在保险市场和资本市场发生变化的时期,保持保险公司的稳健经营,必须进行保险产品的创新,实现保险产品由储蓄型、保障型到分红型、投资连结型和万能型等产品的转型,降低寿险产品的利率敏感性,避免利差损问题的积累和爆发;同时,运用保险资金时,要避免暗箱操作和关联交易。加强管理和规范,避免将资本市场的风险传染给保险市场。

总的来说,融合的成败取决于融合的前提条件是否具备。从西方发达国家保险市场与资本市场融合的情况分析,融合的前提条件是保险市场、资本市场发育较成熟、规范;有健全的法律、法规;发达的通信和网络技术;素质较高的复合型人才;较完善的监管体制和其他支持条件。保险市场成熟、规范的重要标准是:保险的经营理念成熟,不仅仅是为了保费收入,市场占有率等粗放式经营,而应以经济效益为中心、考虑偿付能力的集约式经营,注重保险的金融属性、提供高附加值的保险服务等。资本市场成熟、规范的主要标准是看资本市场的效率。

### （二）中国保险市场与资本市场融合发展所面临的困难

经济全球化、金融一体化将对我国金融分业经营制度产生极大的影响。从长远趋势来看,我国金融业也将不可避免地从业经营走向综合经营。目前,中国保险市场与资本市场融合发展面临许多困难:

#### 1. 法律和监管存在壁垒

1995年以来,中国陆续颁布了《保险法》、《商业银行法》和《证券法》等,从法律上确立了分业经营的格局,导致保险、银行和证券等机构分设,业务也不能兼营,各自成立了相关的监管机构,保监会、银监会和证监会等。但如果成立金融控股公司,创新跨行业的新业务,却没有相应的机构监管。

#### 2. 保险市场不太成熟

我国保险业的发展也存在一些问题,如保险供求关系不平衡、保险产品结构不合理,缺乏竞争力、保险公司“利差损”较为严重,偿付能力不足、保险公司资本实力不足,抵御风险的能力较弱等。

### 3. 资本市场不太规范,效率低

资本市场波动大,投机气氛太浓,缺乏理性的机构投资者。上市制度不规范,退市制度不健全,信息披露制度不完善。上市公司缺乏有效的公司治理制度等。

## (三) 中国保险市场与资本市场融合发展的条件

### 1. 制度安排基本完成

2004年2月15日,中国保监会和中国证监会共同下发《关于保险机构投资者股票投资交易有关问题的通知》,明确了保险资金直接入市所涉及的证券账户、交易席位、资金结算、投资比例等问题。监管层加强合作,为融合创造制度基础。2004年2月17日,中国保监会与银监会联合下发了《保险公司股票资产托管指引》和《保险资金股票投资有关问题的通知》。在《保险公司股票资产托管指引》中,保监会借鉴国际通行做法和国内成功经验,首次在保险资金管理顺利引入了独立的第三方托管。至此,保险资金股票投资的基本制度和运作框架初步建立。三大金融监管部门为健全保险资金股票投资监管体系、完善稳健运行机制做出的重要制度安排已全部完成。

### 2. 保险市场体系基本建立

自1980年恢复国内保险业务以来,我国保险业得到了迅速发展,保险市场体系基本建立。保险业的整体经济实力有了较大提高,截至2005年12月,中国保险业资产总额为15 226亿元,同比增加28.45%。保险资金中银行存款为5 241.43亿元,国债投资为3 588.3亿元。保险资金全年投资总收益率为3.6%,股票投资平均收益率超过6%。保险保障的服务能力明显提高,寿险业务中,投资型险种增加,如万能寿险、投资连结保险和分红寿险等。

### 3. 资本市场基本形成

我国已形成了较为完善的证券市场体系,证券市场初具规模,证券经营机构获得了很大发展,证券市场法制建设和监管不断得到完善。建立了以《证券法》为核心的法律体系、以强化市场信息披露为目的、中国证监会及其派出机构为监管主体的市场监管体系。

尽管目前完全混业经营存在较大的困难,表面上还是分业监管和机构分设,但已允许金融机构进行业务合作,开展某些综合经营业务,如目前我国金融机构间已存在不少战略联盟。融合的路径有保险

资金运用、投资连结保险、巨灾风险证券化和资本的融合等。

总而言之,保险市场与资本市场的融合发展,有助于部分储蓄向投资转化,提高资本的边际生产率,从而拉动经济增长。其理由在于:一是通过促进保险市场和资本市场自身的发展,引导储蓄向保险、保险向投资转化,甚至是直接把储蓄向投资转化,如投资连结型保险产品;二是通过投资比例的提高及投资品种的扩大,保险资金运用的收益率可提高,从而提高资本的边际生产率;三是通过巨灾证券化,将风险转移到资本市场,既减轻财政负担,又降低保险公司破产的风险,有利于保险业与国民经济稳定发展;四是有利于金融制度创新、金融产品创新,提升金融业的国际竞争力。

## 注释:

Hamao, Y.; Masulis, R. W. and Ng, V., 1990. "Correlations in Price Changes and Volatility across International Stock Markets." *Review of Financial Studies (USA)*, 3, pp. 281 - 307.

## 参考文献:

1. 魏华林、李开斌:《中国保险业政策研究》,北京,中国金融出版社,2002。
2. 周骏、王学青:《货币银行学原理》,北京,中国金融出版社,2002。
3. 孙祁祥:《中国保险业:矛盾、挑战与对策》,北京,中国金融出版社,2000。
4. 魏华林:《保险业的世贸规则及国际惯例》,北京,中国金融出版社,2001。
5. 陈东升:《中国寿险业与资本市场的协调发展》,北京,中国财政经济出版社,1999。
6. 孙祁祥:《体制转轨时期的中国保险业》,北京,中国财政经济出版社,1999。
7. 刘娜、李玲龙:《保险市场与资本市场融合发展的路径及影响研究》,载《金融研究》,2005(7)。
8. 卫红、王国言:《保险与资本市场的战略性互动与融合》,载《保险研究》,2002(6)。
9. 吴定富:《保险资金运用与债券市场发展》,载《中国保险》,2004(2)。
10. 严建红:《论保险市场和资本市场的对接》,载《保险研究》,2000(12)。
11. David, Cummins J. and Outreville J. Francois, 1987. "An International Analysis of Underwriting Cycles in Property - Liability Insurance." *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 54, pp. 246 - 262.
12. Doherty, Neil A. and Kang, Han Bin, 1988. "Interest Rates and Insurance Price Cycles." *Journal of Banking and Finance*, 12, pp. 199 - 214.
13. Smith, Michael L., 1989. "Investment Returns and Yields to Holders of Insurance." *Journal of Business*, Vol. 62, pp. 81 - 98.

(作者单位:武汉大学经济与管理学院 武汉 430072  
湖南大学金融学院 长沙 410079)  
(责任编辑:Q)