

一篇文章，带你总览保险资金投资标的 40 年变迁史
——保险资金运用系列文章（一）

前言

根据中国人民银行于 2024 年 3 月 20 日发布的数据¹：截止 2023 年末，我国金融业机构总资产为 461.09 万亿元，其中保险业机构总资产为 29.96 万亿元，同比增长 10.4%；而在负债端，金融业机构负债为 420.78 万亿元，保险业机构负债为 27.22 万亿元，同比增长 11.4%；增长率均超过了其他金融业机构。前述亮眼数据再次佐证了保险业在经济周期中，发挥的“经济减震器”和“社会稳定器”功能。

与保险业的蓬勃发展相呼应的，是保险业监管要求的日新月异和监管框架的日趋完善。其中，较为突出并对整个金融行业具有较大影响的监管变化，即是针对保险资金运用的监管政策发生的重大变化：从最早的无明文规定所导致的“乱投资”，到严格限制于投资银行存款、政府债券等，再逐步拓宽至现今的五大类保险资产（即流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产等）。保险资金的运用，一般是指保险机构将其资本金、公积金、未分配利润、各项准备金以及其他资金，通过各种投资渠道进行投资运用，来获取投资收益的经营活动。保险资金运用的最终收益和结果，直接关系到保险机构的偿付能力，亦是保险机构获取利润的主要来源之一；保险资金运用结果的好坏，在某些时候甚至足以决定保险机构自身的存亡结果。

自 1995 年第一部《保险法》颁布以来，“稳健”和“安全”即成为了保险资金运用最重要的核心原则和要求；而在实操层面，如何在兼顾稳健和安全两大原则的同时，尽可能中断了近 20 年的境内保险业务以来，相当长的一段时间内，我国仅有一部 1985 年国务院颁布实施的《保险企业管理暂行条例》（国发〔1985〕33 号）（已被 1995 年 6 月 30 日全国人大常委会通过并公布的《中华人民共和国保险法》（“《保险法》”）代替并相应废止）对保险业提出了系统的监管思路和监管要求。但《保险企业管理暂行条例》并未对保险资金的运用进行明确规定，亦未提出明确投资限制。在此种监管背景下，“保险资金进入房地产、证券、信托，甚至借贷，秩序一度混乱，形成了大量的不良资产”²，同时还面临着资金运用率低和投资收益率低的情况。

上述相对无序的监管状态随着 1995 年《保险法》的颁布实施而终结：《保险法》第一百零四条正式提出，保险资金的运用“必须稳健，遵循安全性原则，并保证资产的保值增值”，并明确以“白名单”（允许投资的标的）+“黑名单”（禁止投资的标的）的方式，对保险资金的投资渠道予以严格限制。具体而言：“白名单”将保险资金的可投资渠道

¹ 中国人民银行调查统计司于 2024 年 3 月 20 日发布《2023 年末金融业机构总资产 461.09 万亿元》，全文见：<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116225/5281362/index.html>。

² 《中国保险 70 年⑥ | 保险投资：收放周期中的市场深化》，全文见：https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_2296231。

缩限为：(1)银行存款；(2)买卖政府债券、金融债券和(3)国务院规定的其他资金运用形式；“黑名单”则包括“不得用于设立证券经营机构和向企业投资”。自此，保险资金的运用正式进入有法可依的阶段。

受限于《保险法》对于保险资金用途的严格限制，也同时受制于我国金融市场的发展当时尚处在初期阶段，因此收益稳定且接近于无风险的银行存款、国债等产品，在相当长的一段时间内均是保险资金的首要且主要的投资对象（时至今日，以银行定期存款、银行协议存款为代表的固定收益类资产，因其稳定的收益，较低的风险，以及久期长且期限确定等特征，依然受到保险资金的格外青睐，并在保险资金的投资持仓中扮演着“压舱石”的角色）。但回到 30 年前的节点上而言，随着经济形势的剧烈变化，连续的财政政策导致的存款高利息时代一去不复返，“1996 年步入降息通道之后，巨额的利差损失让整个行业不堪重负³”，保险资金运用渠道的放开也日渐被市场所期待。

第二阶段（1995 年至 2004 年）：有法可依，谨慎扩大投资范围

如上文所述，《保险法》的出台意味着对于保险资金运用的监管体系，完成了从 0 到 1 的搭建。而随着经济形势的变化和金融市场的发展，以证券业为代表的更多金融产品，开始在我国金融市场中崭露头角。为丰富保险资金投资品种，改善保险公司资产负债匹配状况，分散风险之目的，监管机构开始在《保险法》的授权下，陆续拓展保险资金运用渠道，具体而言包括：

序号	投资标的	内容	依据及备注
1.	<u>同业拆借市场</u> (1998 年 10 月)	允许保险机构“加入全国 <u>同业拆借市场</u> ，从事债券现券买卖业务”。	《中国人民银行关于保险公司加入全国同业拆借市场有关问题的通知》。 同一时期，原中国保险监督管理委员会（“保监会”） ⁴ 正式成立，标志着包括保险业在内的金融业正式进入“分业经营，分业监管”的时代。
2.	<u>评级 AA+级以上部分中央企业债券</u> （1999 年 5 月）	允许各保险公司总公司统一买卖“经国家部、委一级批准发行，债券信用评级达 <u>AA+ 以上的铁路、三峡、电力等中央企业债券</u> ”。	保监会《保险公司购买中央企业债券管理办法》（保监发[1999]85 号）（已于 2003 年 5 月 30 日失效废止）。 2003 年 1 月，保监会修改此办法，将范围扩大至“经国家部、委一级批准发行，债券信用评级达 <u>AA 以上</u> 的中央企业债券”。

³ 陈昱：《迷失的盛宴：中国保险史 1978-2014》（全新修订典藏版），浙江大学出版社，第 34 页。

⁴ 2018 年 3 月，第十三届全国人民代表大会第一次会议批准了《国务院机构改革方案》，组建中国银行保险监督管理委员会，不再保留保监会。2023 年 3 月，中共中央、国务院印发了《党和国家机构改革方案》。在中国银行保险监督管理委员会基础上组建国家金融监督管理总局，不再保留中国银行保险监督管理委员会。

序号	投资标的	内容	依据及备注
3.	<u>证券投资基金</u> <u>(保险资金间接入市)</u> (1999年10月)	保险公司经向保监会申请并获得批准后,可以 <u>投资于证券投资基金</u> 。实现了保险资金的间接进入证券市场。	保监会《保险公司投资证券投资基金管理暂行办法》(保监发[1999]206号)(已于2005年2月24日失效废止)。
4.	<u>删除保险资金不得用于向企业投资</u> (2002年10月)	原法第一百零四条第三款“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”,修改为第一百零五条第三款“保险公司的资金不得用于设立证券经营机构,不得用于设立保险公司以外的企业”。	《保险法》(2002年修订)。
5.	<u>评级AA级以上企业债券(取代中央企业债券)</u> (2003年5月)	允许保险公司投资“经国家主管部门批准发行,且经监管部门认可的信用评级机构评级在 <u>AA级以上</u> 的企业债券”。	保监会《保险公司投资企业债券管理暂行办法》(保监发[2003]74号)(已于2010年12月2日失效废止)。 与此同时,保监会《保险公司购买中央企业债券管理办法》(保监发[1999]85号)废止,保险公司投资的企业债券不再局限于央企债券。
6.	<u>中央银行票据</u> (2003年7月)	保险公司可以投资 <u>中央银行票据</u> ;视同投资金融债券管理。	保监会《中国保险监督管理委员会关于保险公司投资中央银行票据的通知》(保监发[2003]91号)(已于2010年12月2日失效废止)。
7.	<u>银行次级定期债务、银行次级债券</u> (2004年3月及6月)	保险公司总公司统一购买经中国银行业监督管理委员会批准发行的 <u>银行定期次级债务</u> ;且只能投资国有独资商业银行和全国性股份制商业银行发行的次级债。 保险公司仅可投资经中国人民银行和中国银行业监督管理委员会批准发行,符合《商业银行次级债券	保监会的《中国保险监督管理委员会关于保险公司投资银行次级定期债务有关事项的通知》(保监发[2004]23号)(已于2010年12月2日失效废止)和《中国保险监督管理委员会关于调整保险公司投资银行次级债券、银行次级定期债务和企业债券比例的通知》(保监发[2004]77号)(已于2010年12月2日失效废止)。

序号	投资标的	内容	依据及备注
		发行管理办法》规定的 <u>银行次级债券</u> 并纳入金融债券管理。	
8.	<u>可转债（限制转换为股票）</u> （2004年7月）	<p>保险公司可投资经中国证券监督管理委员会批准发行，符合《可转换公司债券管理暂行办法》、《上市公司发行可转换公司债券实施办法》规定的<u>可转换成股份的公司债券</u>；且保险公司投资的可转债<u>暂不得转换成股票</u>；并按照保监会《保险公司投资企业债券管理暂行办法》（保监发号）予以管理。</p>	保监会《中国保险监督管理委员会关于保险公司投资可转换公司债券有关事项的通知》（保监发[2004]94号）（已于2010年12月2日失效废止）。
9.	<u>特定境外投资标的</u> （2004年8月）	<p>经批准保险公司的外汇资金可用于投资：<u>银行存款、外国政府债券、国际金融组织债券和外国公司债券、中国的政府或者企业在境外发行的债券、银行票据、大额可转让存单</u>等货币市场产品、以及国务院规定范围内的其他投资品种和工具。</p> <p>前款所称“银行”是指中资商业银行的境外分行和国际公认评级机构最近3年对其长期信用评级在A级或者相当于A级以上的外国银行。</p> <p>前款所称“债券”是指国际公认评级机构对其评级在A级或者</p>	保监会和中国人民银行《保险外汇资金境外运用管理暂行办法》（中国保险监督管理委员会、中国人民银行令[2004]第9号）（已于2007年6月28日失效废止）。

序号	投资标的	内容	依据及备注
		<p>相当于 A 级以上的债券。</p> <p>前款所称“货币市场产品”是指国际公认评级机构对其评级在 AAA 级或者相当于 AAA 级的货币市场固定收益产品。</p>	

通过上表，我们可以发现经过相当长时间的发展，特别是在保监会于 1998 年正式成立后，保险资金的投资渠道已在《保险法》所框定的范围内，进行了相当程度的衍生和细化。截止此时，保险资金投资标的的特征也较为明显，即普遍是风险低且收益相对固定的收益类产品，这也在一定程度上导致保险资金的投资收益相对有限（以 2000 年至 2004 年的 5 年间的保险资金整体投资回报率为例，根据保监会的数据：最高为 2001 年的 4.3%，最低为 2003 年的 2.68%，而同期的寿险产品预定利率为 2.5%），同时存在配置不够均衡等问题。何时能将风险相对较高，同时收益更客观的权益类资产，大范围纳入保险资金的运用范畴，成为了保险业从业者所热切期盼的问题。

第三阶段（2004 年至 2012 年）：保险业国十条颁布，更多标的纳入“白名单”

保险资金运用的监管政策，在经历了一个相对稳健和保守的逐步放宽过程后，迎来了被普遍认为是在保险资金运用历史上，乃至保险业历史上，均值得浓墨重彩的三年，即 2004 年至 2006 年：

在 2004 年的 10 月，保监会和证监会联合出台了《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》（中国保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会第 12 号令），允许保险公司经保监会批准后直接或委托保险资产管理公司从事股票投资，从而正式拉开了保险资金直接投资于证券市场的序幕；高风险带来的高收益，对于扭转保险资金的投资收益率起到了积极的效果，比如在 2005 年，保险行业的平均投资收益率为 3.6%，其中保险资金投资股票的平均收益率达到 6%⁵。

紧接着在 2005 年 8 月，保监会出台的《保险机构投资者债券投资管理暂行办法》（保监发[2005]72 号）（已于 2010 年 12 月 2 日失效废止），将保险公司可投资的债券标的进一步放宽，包括企业短期融资券等均纳入了可投资范围，并且不再将评级作为债券的唯一条件，细化了债券发行人的相关要求，以及投资占比等标准。值得注意的是，也正是在同一时期，保险资金对债券的投资金额首次超过了银行存款，成为保险资金的最大投资品种⁶。同年 9 月，保监会发布《保险外汇资金境外运用管理暂行办法实施细则》（保监发[2005]77 号）（已于 2010 年 12 月 2 日失效废止），明确规定保险外汇资金可以投资中国企业在境外发行的股票，并将结构性存款、住房抵押贷款证券（MBS）、货币市场

⁵ 陈昱：《迷失的盛宴：中国保险史 1978-2014》（全新修订典藏版），浙江大学出版社，第 157 页。

⁶ 以 2005 年 3 月为例，保险资金对债券的投资金额占保险资金运用余额到了 48.6%（《推动保险债券投资发展的重要举措》，全文见 <https://finance.sina.com.cn/bond/bondhotspot/20050822/09421905742.shtml>）。

基金等纳入保险外汇资金投资范围，“推动保险资金运用国际化、专业化、市场化、规范化，培养保险资产全球配置能力的重要举措”。⁷

2006年6月，被称为中国保险业的“国十条”的《国务院关于保险业改革发展的若干意见》（国发[2006]23号）（“国十条”）正式发布，极大促进了保险业的迅猛发展（以国十条发布后的2007年为例，全年保费收入超过七千亿元，同比增长25%）；这是“是自1980年我国恢复发展保险业以来，第一个以国务院名义发布的、专门针对保险业改革发展的指导文件”⁸。国十条在肯定保险业已取得的发展成绩的同时，针对保险资金的运用提出了新的要求和标准，包括“提高保险资金运用水平”，“在风险可控的前提下，鼓励保险资金直接或间接投资资本市场，逐步提高投资比例，稳步扩大保险资金投资资产证券化产品的规模和品种，开展保险资金投资不动产和创业投资企业试点。支持保险资金参股商业银行。支持保险资金境外投资”。以此为契机，保险资金的运用也在后续的几年中迎来了重大改变，具体而言包括：

序号	投资标的	内容	依据及备注
1.	<u>股票</u> (2004年10月)	允许保险机构投资者从事或者委托符合规定的机构从事 <u>股票、可转换公司债券等股票市场产品</u> 交易的行为。	保监会、证监会《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》（中国保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会第12号令）。 2005年2月，保监会出台《中国保监会关于保险资金股票投资有关问题的通知》，进一步细化投资比例等要求。
2.	<u>投资基础设施项目</u> (2006年3月)	允许保险机构作为委托人，信托公司或保险资产管理公司等作为受托人， <u>发起设立投资计划，由投资计划采取债权、股权、物权及其他可行方式投资基础设施项目</u> ，主要包括交通、通讯、能源、市政、环境保护等国家级重点基础设施项目。	保监会《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》（中国保险监督管理委员会令2006年第1号）（已于2016年8月1日失效废止）。 同年7月，保监会出台《保险资金间接投资基础设施债权投资计划管理指引》（保监发[2007]53号）（已于2012年10月12日失效废止），细化债权投资计划的具体要求。
3.	<u>商业银行股权</u> （2006年9月）	经向保监会实现备案/申请，保险机构可以投资 <u>境内国有商业银行、股份制商业银行和城市商业银行等未上市银行的股权</u> ；	《中国保险监督管理委员会关于保险机构投资者投资商业银行股权的通知》（保监发[2006]98号）（已于2012年11月21日失效废止）。

⁷ 《保险外汇资金境外运用出台实施细则步入操作阶段》，全文见：https://www.gov.cn/jrzq/2005-09/12/content_30872.htm。

⁸ 《保监会主席吴定富就<国务院关于保险业改革发展的若干意见>有关问题答中国政府网记者问》，全文见：http://www.npc.gov.cn/zgrdw/huiyi/lfzt/bxf/2008-08/20/content_1444745.htm。

序号	投资标的	内容	依据及备注
		投资总额低于拟投银行股本或者实收资本 5%的为一般投资，5%以上的为重大投资。	
4.	<u>扩大境外投资资金范围和投资标的</u> (2007 年 6 月)	<p>投资标的扩展为：(1)商业票据、大额可转让存单、回购与逆回购协议、货币市场基金等货币市场产品；(2)银行存款、结构性存款、债券、可转债、债券型基金、证券化产品、信托型产品等固定收益产品；(3)股票、股票型基金、股权、股权型产品等权益类产品；(4)《保险法》和国务院规定的其他投资形式或者投资品种。</p> <p>可使用资金包括自有外汇资金、用人民币购买的外汇资金及上述资金境外投资形成的资产。</p>	<p>保监会、中国人民银行和国家外汇管理局《保险资金境外投资管理暂行办法》(中国保险监督管理委员会、中国人民银行、国家外汇管理局令 2007 年第 2 号)。</p> <p>该暂行办法替代并废止保监会和中国人民银行《保险外汇资金境外运用管理暂行办法》(中国保险监督管理委员会、中国人民银行令[2004]第 9 号)。</p>
5.	<u>不动产</u> (2009 年 10 月，具体细则由保监会 2010 年 9 月另文专项约定。)	<p>《保险法》2009 年的修订版中，首次将“投资不动产”列为了保险资金的运用形式之一，呼应了“国十条”中提出的相关原则。</p> <p>2010 年 8 月出台的《保险资金运用管理暂行办法》将其定义为“<u>土地、建筑物及其它附着于土地上的定着物</u>”，同时明确禁止保险资金“<u>直接从事房地产开发建设</u>”。</p>	<p>《保险法》(2009 年修订)、保监会的《保险资金运用管理暂行办法》(保监会令[2010]第 9 号)(已于 2018 年 4 月 1 日失效废止)和《保险资金投资不动产暂行办法》(保监发[2010]80 号)。</p>
6.	<u>股权(含股权投资基金)</u> (2010 年 9 月)	<p>保险资金可以直接或间接投资在<u>中国境内</u>依法设立和注册登记，且<u>未在中国境内证券交易所公开上市</u>的股份有限公司和有限责任公司的股权。</p>	<p>保监会的《保险资金运用管理暂行办法》(保监会令[2010]第 9 号)(已于 2018 年 4 月 1 日失效废止)和《保险资金投资股权暂行办法》(保监发[2010]79 号)(该办法中关于保险资金直接股权投资行业范围的条款已停止执行)。</p>

序号	投资标的	内容	依据及备注
		保险资金可投资符合条件的股权投资基金，但不得 <u>投资创业、风险投资基金，不得投资设立或者参股投资机构。</u>	在 2008 年 11 月，保监会曾通过答记者问的方式提出“为拓宽保险资金运用渠道，进一步调整和优化保险资产配置结构，最近国务院已经批准保险公司可以投资优质未上市企业的股权” ⁹ ，但当时并未有明确规定出台。

自此，吸收和承接了大量保险资金的股票、股权、不动产和基础设施项目等投资标的，相继被监管规则正式纳入投资“白名单”内。保险资金运用渠道的拓宽，让手握大量资金的保险机构正式成为市场上最瞩目的明星之一，广泛活跃于各个领域；相应的，亦助力保险机构在各个领域扩张其业务和影响力（以中国人寿为例，在国十条进一步放开保险资金运用渠道后，其即先后股权投资了广发银行、南方电网，认购了中信证券的定增股票，并参与了建设银行、中国银行和工商银行的 IPO；同一时期，平安资管作为京沪高铁股权投资计划的受托人，募集资金 160 亿元投资了京沪高铁公司，并成为其第二大股东）。逐步丰富的投资渠道，为保险资金带来了更为丰厚的收益（以 2007 年为例，当年的保险资金投资收益达到了 10.9%，创历史新高）；同时也为后续保险资金运用渠道的全面开放埋下了种子。

第四阶段（2012 年至今）：资金运用迎来全新时代，大量金融产品纳入投资标的

2012 年 6 月，保监会一次性提出 13 项保险投资新规讨论稿¹⁰，拟分别在保险机构境外投资、债券投资、基础设施债权投资计划、股权和不动产投资、融资融券、金融衍生品交易、股指期货交易、委托投资管理、资产托管管理、资产配置管理、资产管理产品以及保险资金公平交易方面等方面作出新的规定，展示了监管机构顺应经济形势发展，在拓宽保险资金运用渠道，增加保险资产配置灵活性方面的愿景和决心。

2014 年 8 月，被行业内称为保险业“新国十条”的《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（国发[2014]29 号）发布，针对保险资金的运用提出了新的原则性要求，包括“鼓励保险资金利用债权投资计划、股权投资计划等方式，支持重大基础设施、棚户区改造、城镇化建设等民生工程和国家重大工程。鼓励保险公司通过投资企业股权、债权、基金、资产支持计划等多种形式，在合理管控风险的前提下，为科技型企业、小微企业、战略性新兴产业等发展提供资金支持。研究制定保险资金投资创业投资基金相

⁹ 《中国保监会：保险资金新获准投资未上市优质股权》，全文见：https://www.gov.cn/jrzq/2008-11/07/content_1142810.htm。

¹⁰ 包括保险资产配置管理暂行办法（征求意见稿）、保险资金投资债券暂行办法（征求意见稿）、保险资产管理产品暂行办法（征求意见稿）、关于调整基础设施债权投资计划有关规定的通知（征求意见稿）、关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知（征求意见稿）、关于拓宽保险资产管理范围的通知（征求意见稿）、保险资金境外投资管理暂行办法实施细则（征求意见稿）、保险资金委托投资管理暂行办法（征求意见稿）、保险机构融资融券管理暂行办法（征求意见稿）、保险资金参与金融衍生产品交易暂行办法（征求意见稿）、保险资金参与股指期货交易监管规定（征求意见稿）、保险资产托管管理暂行办法（征求意见稿）、关于加强保险资金公平交易防范利益输送的通知（征求意见稿）。

关政策”。时隔 8 年，国务院再次以自上而下的顶层设计形式，明确和肯定了保险行业在经济社会中地位¹¹；最终也再次推动了我国保险业在随后多年中的迅速壮大和发展。

同年 9 月，中国保险资产管理业协会成立；自此，“政府监管机构（即保监会（现已撤销并职能整合至国家金融监督管理总局））+行业自律性组织（中国保险资产管理业协会）”的监管架构基本成型。在此期间保险资金的用途再次得以快速拓展，具体而言包括：

序号	投资标的	内容	依据及备注
1.	放宽股权投资（包括股权基金）和不动产投资的限制 (2012 年 7 月)	降低投资门槛， 增加了股权投资的企业领域，增加了可投资的股权基金类别 ，提高投资比例，增强了可操作性；改进基础设施与不动产金融产品投资比例的计算方法，增加保险公司的操作空间；明确保障房建设和养老项目有关事项，允许保险资金采用多种投资方式，支持国家重大民生和发展工程。	保监会《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》（保监发[2012]59 号）。
2.	委托投资 (2012 年 7 月)	首次明确保险机构可以将保险资金委托给符合条件的投资管理人，开展定向资产管理、专项资产管理或者特定客户资产管理等投资业务；且引入了外部的受托管理人。 自此之后，委托投资形式（比如市场常见的各类投资计划）成为保险资金运用最主要的运作形式。	保监会《保险资金委托投资管理暂行办法》（保监发[2012]60 号）（已于 2022 年 5 月 9 日失效废止）。
3.	扩充金融产品类别 (2012 年 10 月)	允许保险资金投资下列理财产品等类证券化金融产品：商业银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划等金融产品。	保监会《关于保险资金投资有关金融产品的通知》（保监发[2012]91 号）（已于 2022 年 4 月 24 日失效废止）。 随后，通过《中国保监会关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》（保监资金[2013]124 号）（已于

¹¹ 《保险业“新国十条”落地 加快发展现代保险服务业》，全文见：<http://www.scio.gov.cn/ztk/xwfb/2014/31395/xgbd31404/Document/1378227/1378227.htm>。

序号	投资标的	内容	依据及备注
			2020年9月7日失效废止)、《资产支持计划业务管理暂行办法》(保监发[2015]85号)、《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知》(保监发[2014]38号)(已于2019年6月19日失效废止)等规则进一步细化了相关要求。
4.	降低基础设施债权投资计划融资门槛 (2012年10月)	降低了基础设施债权投资计划融资主体的标准投资项目等方面的标准。 自此之后,保险资金通过债权投资计划进行对外投资逐渐成为行业主流。	保监会《基础设施债权投资计划管理暂行规定》(保监发[2012]92号)(已于2020年9月7日失效废止)。
5.	优先股 (2014年10月)	允许保险资金自行或通过委托投资方式投资优先股(指中国境内依照相关法律法规,在一般规定的普通种类股份之外,另行规定的其他种类股份,其股份持有人优先于普通股股东分配公司利润和剩余财产,但参与公司决策管理等权利受到限制。包括公开发行的优先股和非公开发行的优先股)。	保监会《中国保监会关于保险资金投资优先股有关事项的通知》(保监发[2014]80号)。
6.	允许投资创业投资基金 (2014年12月)	在原有的股权投资基金基础上,明确允许保险资金直接投资依法设立并由符合条件的基金管理机构管理,主要投资创业企业普通股或者依法可转换为普通股的优先股、可转换债券等权益的股权投资基金(即创业投资基金),或通过投资股权投资母基金间接投资创业投资基金。	保监会《中国保监会关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》(保监发[2014]101号)。
7.	保险私募基金 (2015年9月)	允许保险资产管理机构的下属机构及其自身分别担任作为发起人和管理人发起设立成长基金、并购基金、新兴战略产业基金、夹层基金、不动产基金、创业投资基金和以上述基	保监会《中国保监会关于设立保险私募基金有关事项的通知》(保监发[2015]89号)。

序号	投资标的	内容	依据及备注
		金为主要投资对象的母基金，并实施注册制。	

在上述规则陆续出台的同时，2014年1月保监会出台的《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》（保监发[2014]13号）第一次以官方文件的形式，将保险资金的投资标的划分为五大类；自此，保险资金的投资渠道基本成型。监管机构后续出台的各项重要规则、规定，基本均是在此基础上，结合金融市场的各项变化所进行各种调整或细化（包括全面优化、规范相关资产的投资比例，规范交易行为等）。

《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》对投资标的的分类如下：

类别	定义	常见类型
流动性资产	指库存现金和可以随时用于支付的存款，以及期限短、流动性强、易于转换为确定金额现金，且价值变动风险较小的资产。	现金、货币市场基金、银行活期存款、银行通知存款、货币市场类保险资产管理产品和剩余期限不超过1年的政府债券、准政府债券、逆回购协议，境外品种主要包括银行活期存款、货币市场基金、隔夜拆出和剩余期限不超过1年的商业票据、银行票据、大额可转让存单、逆回购协议、短期政府债券、政府支持性债券、国际金融组织债券、公司债券、可转换债券等。
固定收益类资产	指具有明确存续到期时间、按照预定的利率和形式偿付利息和本金等特征的资产，以及主要价值依赖于上述资产价值变动的资产	银行定期存款、银行协议存款、债券型基金、固定收益类保险资产管理产品、金融企业（公司）债券、非金融企业（公司）债券和剩余期限在1年以上的政府债券、准政府债券，境外品种主要包括银行定期存款、具有银行保本承诺的结构性存款、固定收益类证券投资基金和剩余期限在1年以上的政府债券、政府支持性债券、国际金融组织债券、公司债券、可转换债券。
权益类资产	包括： (1)在证券交易所或符合国家法律法规规定的金融资产交易场所（统称交易所）公开上市交易的、代表企业股权或者其他剩余收益权的权属证明，以及主要价值依赖于上述资产价值变动的资产；和 (2)依法设立和注册登记，且未在交易所公开上市的企业股权或者其他剩余收益权，以及主	股票、股票型基金、混合型基金、权益类保险资产管理产品，普通股、优先股、全球存托凭证、美国存托凭证和权益类证券投资基金等上市权益类资产。 未上市企业股权、股权投资基金等相关金融产品等未上市权益类资产。

类别	定义	常见类型
	要价值依赖于上述资产价值变动的资产。	
不动产类资产	指购买或投资的土地、建筑物及其他依附于土地上的定着物等，以及主要价值依赖于上述资产价值变动的资产。	境内品种主要包括不动产、基础设施投资计划、不动产投资计划、不动产类保险资产管理产品及其他不动产相关金融产品等，境外品种主要包括商业不动产、办公不动产和房地产信托投资基金（REITs）等。
其他金融资产	指风险收益特征、流动性状况等与上述各资产类别存在明显差异，且没有归入上述大类的其他可投资资产。	商业银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司项目资产支持计划、其他保险资产管理产品，境外品种主要包括不具有银行保本承诺的结构性存款等。

小结

在上文中我们以时间线条为脉络，简单回顾了保险资金的各类投资标的，第一次被监管规则明确纳入“白名单”的时间节点。回望这段发展历程，我们可以发现：每当一个新的领域或新的标的成为保险资金的投资标的，该行业即可迎来数以十亿、百亿计的增量资金助力行业的迅猛发展；与此同时，该行业的繁荣和发展亦同步反哺和快速拉动了保险业自身的扩张与发展。进一步而言，这段“由乱到治”“由紧到松”的保险资金运用历史，其何尝不也是改革开放后，中国经济发展史和金融市场发展史的另一个缩影呢？

在本篇文章的末尾，我们需要特别指出的是，影响保险资金在过去 40 年间，投资路径和投资标的变化的因素，除了投资标的本身是否被监管规则所允许以外，亦与市场行情的变化，财务会计准则要求的变化，以及诸如“偿二代”等以风险为导向的保险机构偿付能力监管制度的建设完成所带来的行业影响等各个因素息息相关；受限于本文的篇幅，我们并未在本文中展开进行讨论。另外，我们在谈到诸如不动产投资、股权投资等投资标的，或者保险资金的不同投资工具（比如股权投资计划、债权投资计划、ABS 等）等，并未展开分析其具体的要求（包括监管要求的演变过程等），亦未就其带给行业的变化与影响做出更多讨论；我们后续将通过更多篇围绕保险资金运用的专业文章，逐个分析诸如保险资金投资股权、股权基金、不动产等投资标的的具体要求和影响等。

敬请期待。



本文作者为柯杰律师事务所黄博豪（合伙人），解晓桐亦对本文有贡献。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的全面的研究。