

[2009.04.08]

中票收益率溢价有限

——保监会增加债券投资品种点评

✍ 彭玉龙

董乐

☎ 021-38676683

021-38676650

✉ pengyulong@gtjas.com

dongle@gtjas.com

本报告导读：

- 保监会发文允许保险公司投资中期票据等无担保债券，但目前中票收益率溢价有限，对保险公司贡献较小。

投资要点：

事件：

4月7日，保监会下发5份文件，内容主要涉及增加保险机构债券投资品种、规范股票投资业务、明确基础设施债券投资计划将全面展开。

点评：

- **保险公司可在限定范围内投资中期票据等无担保债券。**在保监会关于增加的债券投资品种的通知中，我们认为重点主要在于增加了投资中期票据等无担保债券的范围，无担保债券投资比例上限设定在15%。
- **中票的收益率溢价有限。**尽管历史上AA+级中票同企业债溢价之差曾达到70个BP，但由于中期票据发债主体总体资质较好，且流动性更强，其收益率同有担保企业债差别应并不显著，而两者实际差异也于近期明显收窄。我们认为对允许保险公司参与中票的预期是中票溢价快速下降的主要因素，按保监会投资比例上限规定，保险公司投资中期票据规模可达5000亿，但目前中票市场存量规模仅3000亿元，这势必会对中票收益率造成较大冲击。目前，中票同企业债收益率差异已经基本消失，4月7日，AAA等级与AA+等级中票同企业债溢价之差已为-0.04%，在这一收益率水平下，保险公司整体收益难以获得提升。但由于企业债和中票相对于金融债仍有60-100个BP的溢价，中票市场的开放可为保险公司改善资产配置，提升投资收益率提供渠道。
- **中票市场快速发展，溢价仍有提振的可能。**中期票据自2008年4月开始发行以来，借助更为市场化的发行审核程序，发行规模与发行速度已接近甚至超过企业债，我们预计2009年整体发行规模应达7000亿元以上，未来收益率提振仍有可能。
- **基础设施债权投资计划收益率也主要取决于利率水平。**此次公布的《关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》对间接基础设施投资作了更明确的规定，但没有实质性的突破。对于债权投资计划而言，不论是基础设施还是其他的，依然取决于基础利率。若基础利率没有明显的向上趋势，债权投资计划难以获得明显的投资收益溢价。
- 总体而言，投资渠道放宽为保险投资创造了更宽松的环境，但收益率的提升取决于更基础的利率环境和股权投资环境。债权投资放宽兑现后，不动产投资和未上市股权投资的出台步伐也将加速。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

保险

中性

中国平安

谨慎增持

中国太保

谨慎增持

中国人寿

中性

相关报告

新《保险法》允许保险资金投资不动产

(09.03.01)

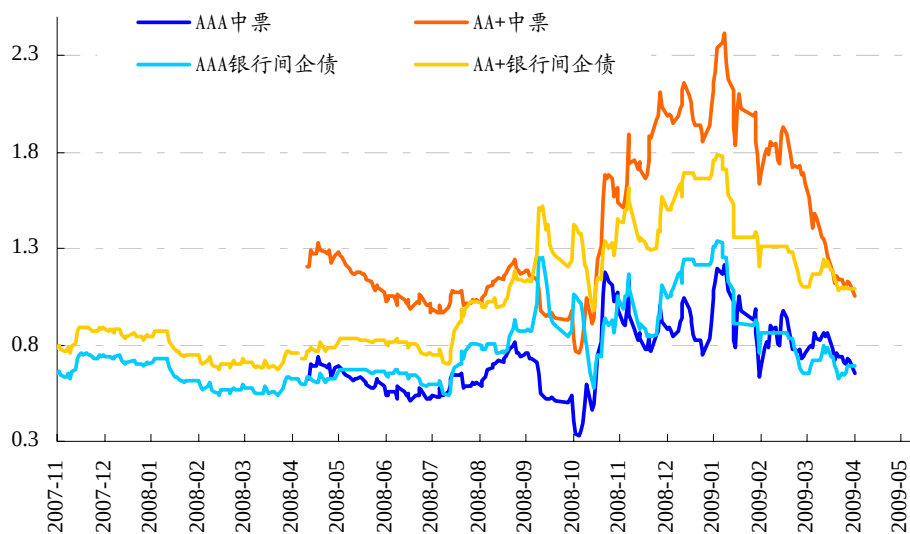
警惕ROE制约估值提升

(09.02.22)

关于保险会计准则变更的点评

(09.01.15)

图 1：中期票据与企业债溢价水平基本回归一致（%）



注：溢价水平为 3 年期中期票据及有担保企业债基于金融债的溢价

数据来源：中债网

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com