

罗毅, CFA 86-755-82940797
 luoyi@cmschina.com.cn

 洪锦屏 86-755-82960071
 hongjinp@cmschina.com.cn

2009年4月8日

投资渠道拓宽, 提升保险资金长期收益率

保险资金投资系列政策点评

金融

保险

中性(维持)

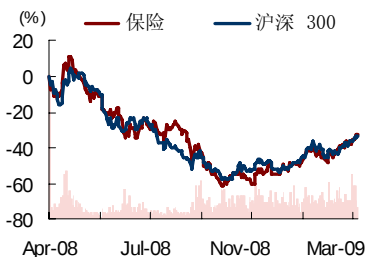
上证指数 2439

行业规模

		占比%
股票家数(只)	3	0.2
总市值(亿元)	8222	4.8
流通市值(亿元)	2398	3.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	19.3	22.9	-33.1
相对表现	6.6	0.4	-0.1



相关报告

- 1、《股市繁荣与调整周期中的保险》2007/12/6
- 2、《草枯鹰眼疾, 雪尽马蹄轻—2008年保险行业投资策略》2008/1/2
- 3、《均衡发展典范, 估值仍需谨慎》2008/1/2
- 4、《保费增长超预期, 估值压力仍然存在-保险行业 2009 年 2 月报》2009/2/20
- 5、《东南亚-拉美-东欧: 外资撤离背景下的金融股》2009/3/9
- 6、《在变数中逐渐分化-保险行业 2009 年 3 月报》2009/3/23

- **事件:** 保监会 4 月 7 日晚发布了《基础设施债权投资计划产品设立指引》《关于增加保险机构债券投资品种的通知》、《关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》和《关于规范保险机构股票投资业务的通知》, 对保险资金债权投资计划和债券投资品种进行了详细的规定。从公布的规则来看, 与之前媒体报道的在成都举行的保险资产管理内部培训会议上的内容基本一致。
- **对于债权投资计划和投资债券渠道的放开, 市场都已经有了较充分的预期了, 并不会造成太大影响。**比较重要的几点是, 开放了保险公司投资地方债、中期票据和无担保债, 这使得 60%左右资产配置在债券上的保险资金有望在当前的基础上将收益率提高 50 个 BP 左右; 而债权投资计划的门槛很高, 需要是国务院或有关部委批准、符合国家战略发展政策的项目, 同时对内部收益率和偿债主体的要求都比较高, 并需要建立信用增级, 这样的项目一般是大型的基础设施项目, 将成为众多保险资金争夺的对象, 从而有利于大规模、具有较强谈判能力的保险公司。
- **目前 10 年期 AAA 的无担保企业债和国债之间的利差呈扩大趋势, 现在已经达到 190 个 BP 左右, 保险公司如果用总资产的 15%来投资无担保债, 即相当于债券资产的 25%, 那么可带来整体债券收益率的提升 40-50 个 BP。**不过估计保险公司不会把 15%的额度全部用完, 再考虑, 保险资金投资地方政府债券和中期票据等, 收益率较国债会有一定程度地提高, **估计最终对债权类资产收益率的提升接近 50 个 BP。**
- **债券投资计划额度有限, 项目要求严格。**保险公司投资债权投资计划的人寿保险公司一般不超过上季末总资产的 6%, 财产保险公司一般不超过上季末总资产的 4%。截至 2 月底保险行业总资产为 3.4 万亿元, 按此计算寿险和财险合计可投资债权投资计划的额度约为 1800 亿元, 相对于保险总资产来说, 比例不算很大, 而且对监管部门项目的审查比较严格, 大型的保险公司比较受益, 目前上市的三家保险公司最有可能拿到这些项目。估计债权投资计划收益率在 5%-6%左右, 项目时间 5-10 年, 1、2 年之内还比较难以看到收益率的实质提升。
- **新的投资法则有利于保险公司更灵活和更有效率地配置保险资金, 有利于提升保险公司的长期收益率, 但风险也需要关注。**在开放之初, 相信保监会和保险公司对项目的甄选会比较谨慎, 但无担保债和基础建设项目的债权投资将增加保险公司面临的风险系数, 即使是投资优势项目, 其风险控制也值得关注。短期内, 利差的提升仍将主要来自股权投资收益的获得。

事件:

保监会 4 月 7 日晚发布了《基础设施债权投资计划产品设立指引》《关于增加保险机构债券投资品种的通知》、《关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》和《关于规范保险机构股票投资业务的通知》，对保险资金债权投资计划和债券投资品种进行了详细的规定。从公布的规则来看，与之前媒体报道的在成都举行的保险资产管理内部培训会议上的内容基本一致：

1. 增加部分债券投资品种，包括：政府债券中增加财政部代理发行、代办兑付的地方政府债券；公司企业债券中增加境内市场发行的中期票据等非金融企业债务融资工具，大型国有企业在香港市场发行的债券、可转换债券等无担保债券。投资无担保债券计入企业（公司）债券的余额，其中，投资有关无担保债券的余额，不得超过该保险机构上季末总资产的 15%。保险机构季度偿付能力充足率低于 150% 的，不得投资无担保债券；连续两个季度偿付能力充足率降至 150% 以下的，不得增持无担保债券。

2. 《关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》投资债权投资计划的余额，人寿保险公司一般不超过上季末总资产的 6%，财产保险公司一般不超过上季末总资产的 4%；资单一债权投资计划的余额，不超过可投资债权投资计划资产的 40%。

3. 《基础设施债权投资计划产品设立指引》：对可投资的项目需满足“获得国务院或者有关部委批”等一系列规定，同时应当确定信用增级，信用增级方式与偿债主体还款来源相互独立。投资同一偿债主体的余额，一般不超过 30 亿元人民币，且占单一项目总投资额的比例不高于 40%。债权投资计划规模在 20 亿元以下的，管理费每年暂不低于 0.4%，债权投资计划规模在 20 亿元以上（含 20 亿元）的，管理费每年暂不低于 0.3%，具体费率由当事人协商决定。

4. 《关于规范保险机构股票投资业务的通知》：偿付能力充足率达到 150% 以上的，可以按照规定，正常开展股票投资，偿付能力充足率连续四个季度处于 100% 到 150% 之间的，应当调整股票投资策略，偿付能力充足率连续两个季度低于 100% 的，不得增加股票投资，并及时报告市场风险，采取有效应对和控制措施。对保险公司股票投资实行备案制。

点评:

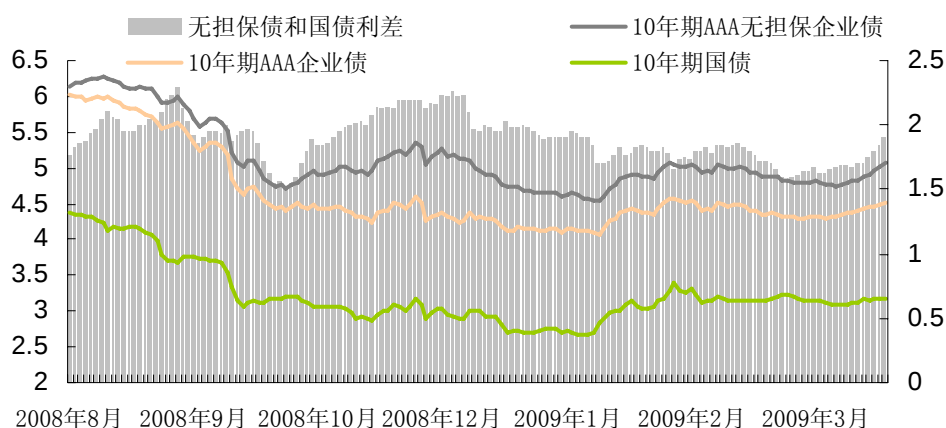
对于债权投资计划和投资债券渠道的放开，市场都已经有了较充分的预期了，并不会造成太大影响。比较重要的几点是，开放了保险公司投资地方债、中期票据和无担保债，这使得 60% 左右资产配置在债券上的保险资金有望在当前的基础上将收益率提高 50 个 BP 左右；而债权投资计划的门槛很高，需要是国务院或有关部委批准、符合国家战略发展政策的项目，同时对内部收益率和偿债主体的要求都比较高，并需要建立信用增级，这样的项目一般是大型的基础设施项目，将成为众多保险资金争夺的对象，从而有利于大规模、具有较强谈判能力的保险公司。

1. 目前 10 年期 AAA 的无担保企业债和国债之间的利差呈扩大趋势，现在已经达到 190 个 BP 左右，保险公司如果用总资产的 15% 来投资无担保债，即相当于债券资产的 25%，那么可带来整体债券收益率的提升 40-50 个 BP。不过估计保险公司不会把 15% 的额度

全部用完，再考虑，保险资金投资地方政府债券和中期票据等，收益率较国债会有一定程度地提高，估计最终对债权类资产收益率的提升接近 50 个 BP。

2. 保险公司投资债权投资计划的人寿保险公司一般不超过上季末总资产的 6%，财产保险公司一般不超过上季末总资产的 4%，截至 2 月底保险行业总资产为 3.4 万亿元，按此计算寿险和财险合计可投资债权投资计划的额度约为 1800 亿元，相对于保险总资产来说，比例不算很大，而且对监管部门项目的审查比较严格，大型的保险公司比较受益，目前上市的三家保险公司最有可能拿到这些项目。估计债权投资计划收益率在 5%-6% 左右，项目时间 5-10 年，1、2 年之内还比较难以看到收益率的实质提升。

图 1：10 年期国债和无担保债利差



资料来源：WIND，招商证券研发中心

3. 对保险公司的股票投资实行备案制，而过去对中小保险公司股票投资实行的是“审批制”，这意味着放松了对投资股票市场的限制。不过该通知并未提到投资未上市股权以及提高股权投资上限。

我们认为，新的投资法则有利于保险公司更灵活和更有效率地配置保险资金，有利于提升保险公司的长期收益率。在开放之初，相信保监会和保险公司对项目的甄选会比较谨慎，但无担保债和基础建设项目的债权投资将增加保险公司面临的风险系数，即使是投资优势项目，其风险控制也值得关注。不过短期内，利差的提升仍将主要来自股权投资收益的获得。

分析师简介

罗毅, CFA: 英国诺丁汉大学研究生毕业, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名, 2007年度第三名, 证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名, 2007年度第二名, 金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名, 目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起, 调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准, 公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下: (详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》)

公司短期评级

以报告日起6个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。