

货币紧缩政策下的保险机构资产配置

金融/保险

投资要点:

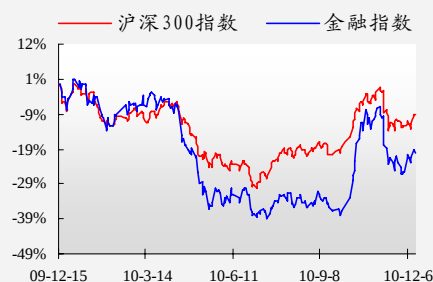
- 在经济过热，物价高涨的背景下，采取加息和提高准备金等措施控制市场上趋于泛滥的流动性成了当前货币政策的必然选择。
- 加息对债券价格的打击是直接的。利息走势与债券价格走势具有明显的负相关性，加息将改变资金的流向，降低债券的价格，从而提高债券的收益率。
- 准备金率的提高是通过收紧银行体系流动性间接对信贷产生辅助性影响的，对于银行来说，资金紧张时，即使把3%-3.5%收益的债券资产卖掉去发放6%以上收益的贷款也是划算的，因此，升息预期下，提高准备金将改变银行的资产配置。提高存款准备金率收紧了银行体系内的流动性，债市里“水浅了”，自然债券价格就会下跌。
- 长期债券的收益率上升，有利于寿险资金的配置。在目前的市场格局下，对于寿险资金来说，投资机会增加。年初以来，随着保费收入的增加，为了缩短资产与负债的久期差距，保险机构加大了对债券的配置量，这些配置都是在债券收益率较低情况下的被动买入。随着加息周期的来临和债市资金流向股市，债券到期收益率上升，将更加有利于寿险资金对债券的配置。
- 财产保险大都以1年为期，在保险期间，非遇事故损失，就不予赔偿，期满时也不退还保险费，因此大部分财险保费是消费型险种，是不需要偿还的，而且这种保费是没有资金成本的。就存款业务来说，货币政策紧缩环境下，若加息，有利于提高保险资金的投资收益。但财险资金投资期限比较短，出于保持流动性的要求，可能会配置一些短债和货币市场基金，在债券价格下跌的情况下，无法获取差价收益，影响了这类资产的配置速度。

优于大势

维持评级

发布时间：2010年12月15日

走势图



重要公司

评级

中国平安	谨慎推荐
中国太保	谨慎推荐
中国人寿	谨慎推荐

分析师：赵新安

执业证书编号：

TEL: (8621) 6336 7000-258

FAX: (8621) 6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.cn

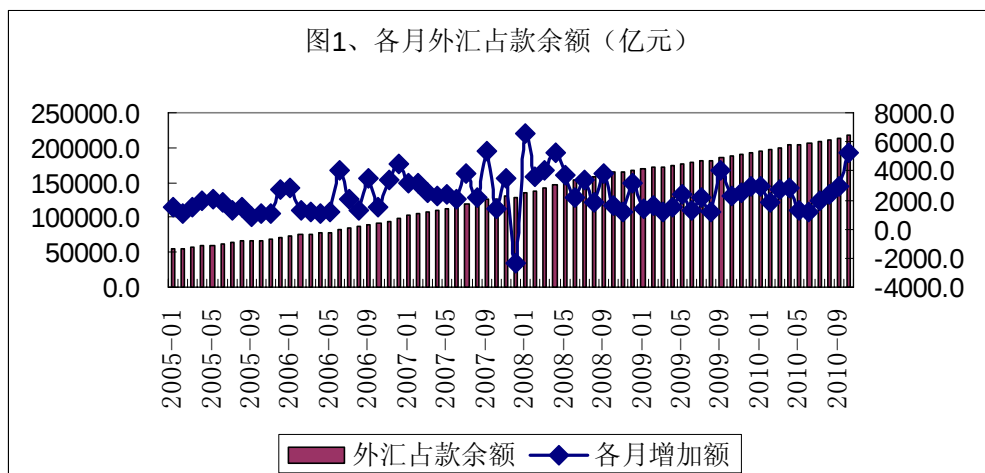
地 址：上海市延安东路45号20楼

邮 编：200002

一、货币政策转向收紧

1、宏观经济继续升温。11 月份，全国宏观经济运行整体偏热。其中，CPI 物价水平上涨明显，居民消费价格总水平同比上涨 5.1%，增速较上月提高 0.7%。M2 货币供应量增长加速，11 月末，广义货币供应量(M2)余额为 71.03 万亿元,同比增长 19.46%。物价的持续上涨和广义货币供应量增速的提高，加剧了市场对通货膨胀的担忧。

2、外汇占款大幅度增加。2010 年 10 月末，外汇储备余额为 218565.5 亿美元，同比增长 16.5%。当月新增外汇占款 5301 亿元，同比增加 132.0%。

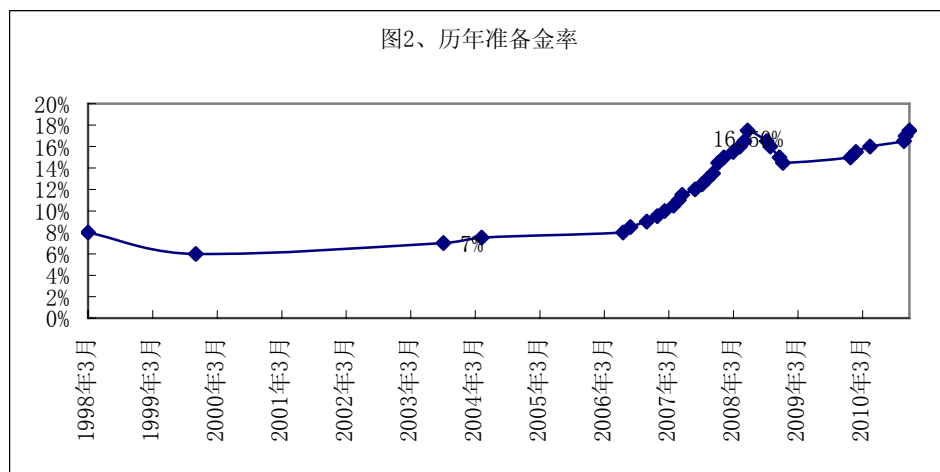


3、货币政策紧缩。在经济过热，物价高涨的背景下，采取加息和提高准备金等措施控制市场上趋于泛滥的流动性成了当前货币政策的必然选择。

加息对债券价格的打击是直接的。利息走势与债券价格走势具有明显的负相关性，加息将改变资金的流向，降低债券的价格，从而提高债券的收益率。

准备金率的提高是通过收紧银行体系流动性间接对信贷产生辅助性影响的，对于银行来说，资金紧张时，即使把 3%-3.5%收益的债券资产卖掉去发放 6%以上收益的贷款也是划算的，因此，升息预期下，提高准备金将改变银行的资产配置。提高存款准备金率收紧了银行体系内的流动性，债市里“水浅了”，自然债券价格就会下跌。

图2、历年准备金率



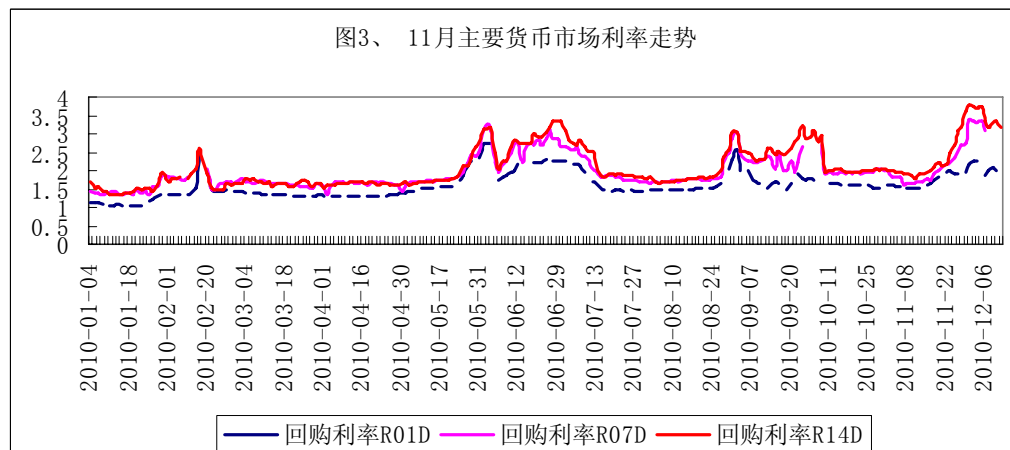
资料来源：东北证券

二、债券收益率快速上行

1、货币市场利率上扬

迄今为止，央行今年共六次全面提高存款类金融机构人民币准备金率，一些大型金融机构准备金缴存的压力较大，资金面处于偏紧的状态。11月，货币市场利率大幅上行，质押式回购利率 R01D 品种较上月末上行 65.06BP，R07D 品种利率上行 135.89BP。

图3、11月主要货币市场利率走势

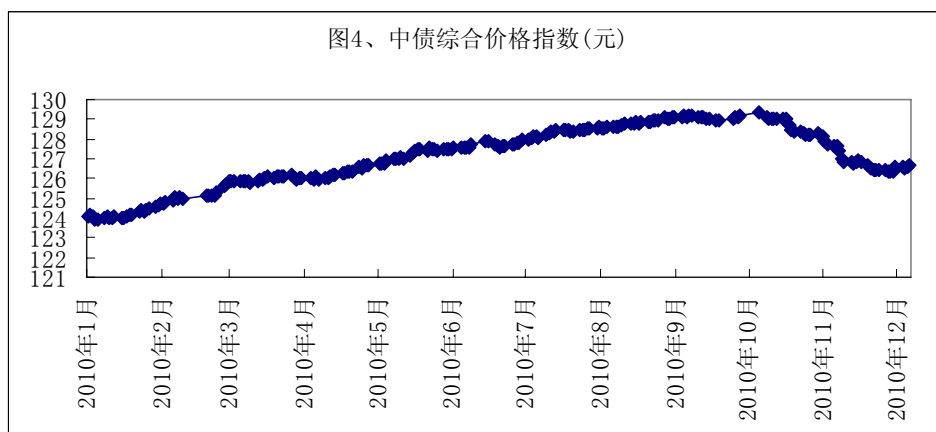


资料来源：东北证券

2、中债综合指数大幅下跌

11月份以来，整体来看债券市场价格呈现大幅下跌的态势。全月来看，中债综合指数从10月末的128.26点调整到目前的126.71点，下降了1.5个百分点。

图4、中债综合价格指数(元)

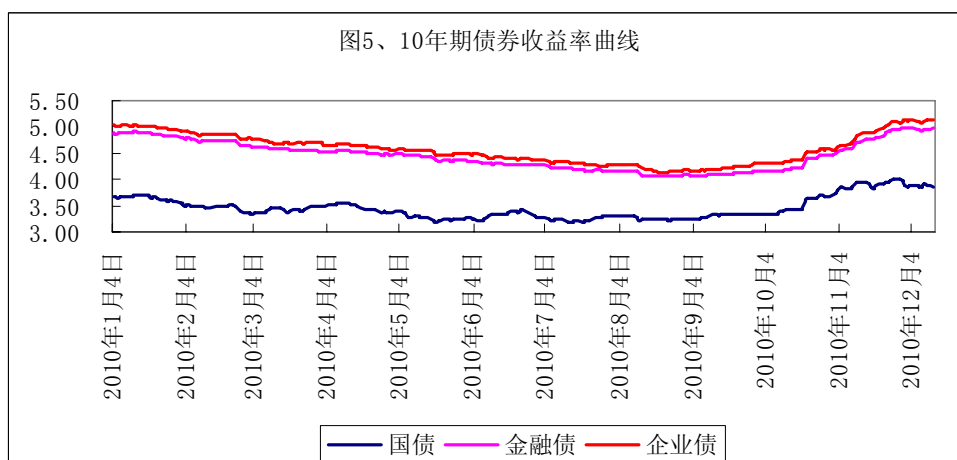


资料来源：东北证券

3、债券收益率快速上行

11 月份以来，受央行多次上调存款准备金率的影响，银行间市场资金面整体趋紧。债券市场收益率呈现大幅上行态势。目前，10 年期国债、金融债和企业债到期收益率相比 10 月底分别提高 17.6、50.18 和 56.14 个 BP。

图5、10年期债券收益率曲线



资料来源：东北证券

表 1、最近 1 个月 10 年期债券收益率涨幅

	国债	金融债	企业债
幅度	4.8%	11.2%	12.3%
BP	17.66	50.18	56.14

资料来源：东北证券

三、机构配置债券的速度增加

11 月末，中央结算公司托管的债券达到 20.18 万亿元，较上月增加 2798.96 亿元，

较上年同期增加 2.96 万亿元，同比增幅为 17.19%。从投资者持有结构来看，商业银行增持 1,960.40 亿元，保险机构增持 523.33 亿元。

在全年 7.5 万亿元的信贷目标承压背景下，管控流动性成为货币政策首要任务。从部分银行渠道反映的信息得知，由于额度限制，部分银行从 11 月下半月开始，已经完全停止了所有贷款的发放，预计 12 月份人民币新增信贷应该也会出现回落。在这种情况下，在连续两个月回落以后，银行加大了对债券的配置。

在强烈的通胀预期下，加息和调高存款准备金等措施是货币政策的必然选择，因此债券的到期收益率还有较大的上升空间，因此，保险机构虽增加的债券的配置，但节奏控制的比较好。

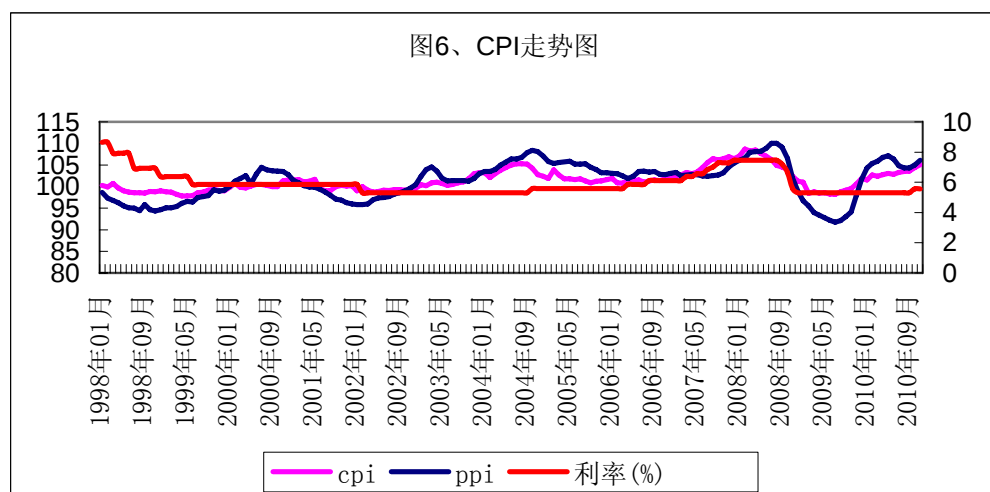
表 2、各类机构债券配置速度

	商业银行	保险机构	基金
2009 年 12 月	578.8	592.1	615.7
2010 年 1-2 月	1,841.9	319.8	369.1
2010 年 3 月	3,968.3	460.6	190.1
2010 年 4 月	2,765.7	421.3	832.5
2010 年 5 月	1,682.9	596.3	1,130.7
2010 年 6 月	4,468.3	254.9	-151.8
2010 年 7 月	321.0	50.2	977.2
2010 年 8 月	3,593.1	167.1	401.2
2010 年 9 月	-63.2	625.4	195.8
2010 年 10 月	-604.1	157.3	35.3
2010 年 11 月	1,960.40	523.33	169.34

资料来源：东北证券

四、债券收益率上行的趋势依旧会延续

从目前的情况看，CPI 在超过 3% 后连续上涨了 5 个月，虽然 11 月、12 月翘尾因素有所减小，但估计物价上涨的大趋势还会延续。从货币政策角度看，货币政策可能会交替使用，在连续上调存款准备金率的情况下，不排除加息的可能。因此债券价格还会继续下跌，债券的到期收益还有较大的上升空间。



五、货币政策紧缩环境下寿险资金的资产配置

长期债券的收益率上升，有利于寿险资金的配置。在目前的市场格局下，对于寿险资金来说，投资机会增加。

年初以来，随着保费收入的增加，为了缩短资产与负债的久期差距，保险机构加大了对债券的配置量，这些配置都是在债券收益率较低情况下的被动买入。随着加息周期的来临和债市资金流向股市，债券到期收益率上升，将更加有利于寿险资金对债券的配置。

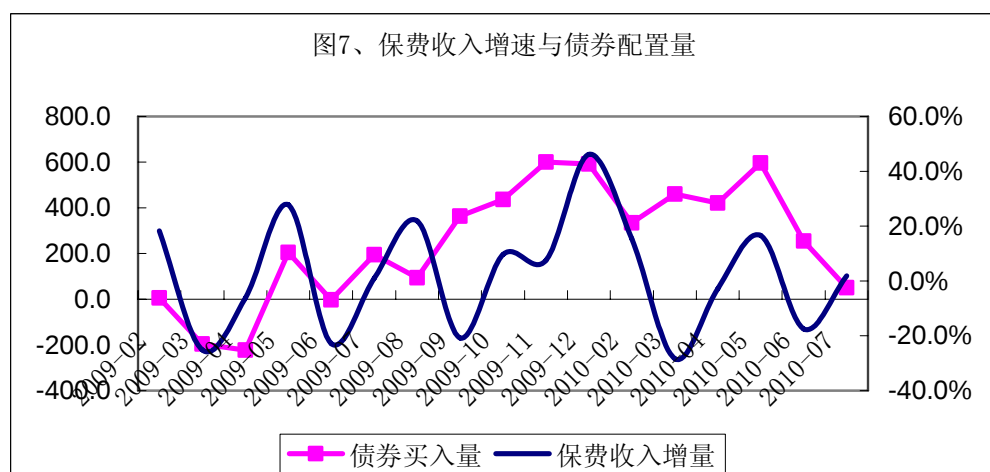
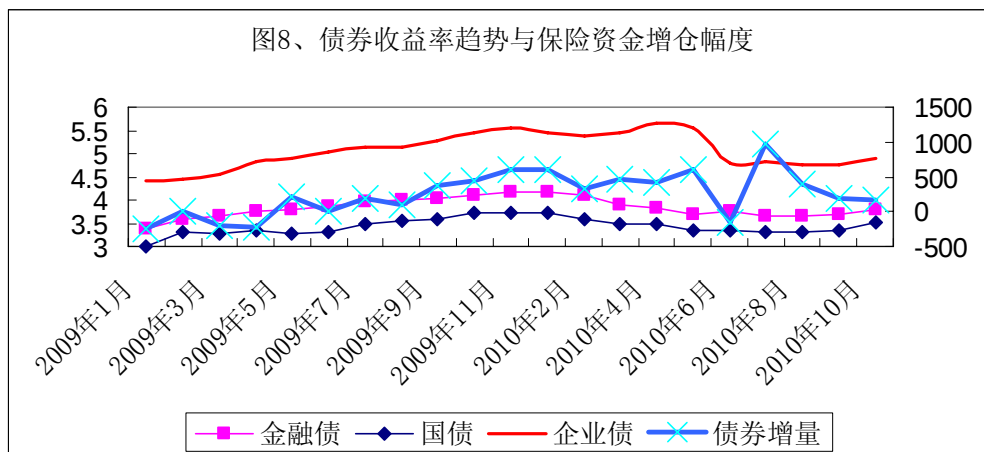


图8、债券收益率趋势与保险资金增仓幅度



资料来源：东北证券

六、货币政策紧缩环境下财险资金的资产配置

财产险是消费型险种，无资金成本。货币政策紧缩有利于财产险提高投资收益。

人寿险中的终身保险，如果被保险人没有因退保或欠缴保费致使合同失效，那么，每张合同最终都要偿付保险金，因为每个人都是要死亡的。因此大多数寿险保费都是负债，而且这种负债还有资金成本（这种资金成本对传统险来说是 2.5% 的预定利率，对分红险来说是一年一度的分红率，对万能险来说是结算利率）。但财产保险大都以 1 年为期，在保险期间，非遇事故损失，就不予赔偿，期满时也不退还保险费，因此大部分财险保费是消费型险种，是不需要偿还的，而且这种保费是没有资金成本的。就存款业务来说，货币政策紧缩环境下，若加息，有利于提高保险资金的投资收益。

但财险资金投资期限比较短，出于保持流动性的要求，可能会配置一些短债和货币市场基金，在债券价格下跌的情况下，无法获取差价收益，影响了这类资产的配置速度。

投资评级说明

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。