

Roundtable

通胀预期渐浓 保险业将驶入增长快车道?

嘉宾

人保资本投资管理有限公司总裁
对外经济贸易大学副教授
安信证券非银行金融高级分析师
海通证券保险行业核心分析师

白宏波
徐高林
杨建海
潘洪文

保险三巨头今年前三季打了一场漂亮的净利润翻身仗。透过公司看行业,历时一年多的结构调整之战捷报传来,明年保险业保费又好又快增长将是大概率事件。

与此同时,不动产、PE等另类投资大门陆续洞开,千亿保险资金蓄势待发。不断升温的通胀预期又好似一股东风,吸引了各路资本的投资目光。历史经验表明,保险股是通胀预期背景下最佳投资标的之一。

市场立即有了反应,原本被市场讽为“三熊”的三大保险股似乎又开始“雄”了起来。11月开市以来,保险股拔地而起,中国平安、中国太保和中国人寿累计上涨7.22%、7.37%、4.25%。此时,我们关注的是,保险业的春天是否真的已经到来?
◎记者 黄蕾 卢晓平 ○编辑 颜剑 于勇



通胀:馅饼还是陷阱

上海证券报:近期,业内有观点认为,通胀预期将成为下半年乃至更长一段时期影响保险业业绩的重要因素,它将推高债券收益率和存款利率,从而提高保险资金投资收益率。但同时也有不同声音认为,通胀预期下保险业挑战重重,视其为保险业利好的观点缺乏内在逻辑支撑。那么,对于保险业来说,通胀究竟是馅饼还是陷阱?

白宏波:一般而言,通货膨胀会带来对经济的较大波动,因此,通货膨胀对保险的风险管理能力提出了更高的要求,这是机遇也是挑战。

当保险产品用于防范长期养老风险时,保险资金运用的收益率应至少维持现有的货币购买力水平。保险行业资产管理将面临通胀和利率风险,这就要求在进行固定收益类产品配置时,既要考虑资产负债匹配的客观要求,也要把握配置时机,提高投资能力和投资水平。而权益类产品投资则面临较大的市场波动风险,如今年的市场只有较稳妥把握波段操作,才能获得较好收益。

我不认为未来会出现严重的通胀压力,一是政府驾驭经济的能力和水平在不断提高;二是我国有充足的经济储备和资源可以抑制过度通胀;三是全球供求比较充裕,特别是涉及百姓基本生活必需品不会出现价格大幅度上涨。因此,即使是通胀,也是结构性的,更多表现在投资品上。

徐高林:通胀会导致利率水平提高,从而提高保险资金新增债券投资及银行存款和其他债权类投资的收益率。适度通胀也会伴随股指在一定估值范围内的震荡走高,从而提高保险公司股票和基金投资的收益率。

另外,通胀会促使房地产增值,不少保险公司已通过超额持有自用物业等方式储备了一定的房地产项目。在新《保险法》允许保险资金投

资不动产后,保监会出具具体办法只是时间问题。由于中国经济在一定时期内保持高速增长依然可期,房地产有可能成为保险资金下一个投资亮点。但监管机构和保险公司都需要在以收取房租为目标的长期投资和参与短期投资的原则和比例上做出抉择。

机遇之下必有挑战。利率走高会促使保险投资组合中已有债券的价格走低,对于以获取交易性收益为目的,而非用于与负债进行匹配的债券而言,如何把握波段性的收益机会是一个巨大挑战,即炒债券的难度会加大。同时,通胀对不同股票的影响悬殊巨大,对保险资金的选股能力也是一个挑战。

杨建海:一般来说,通胀对于保险公司来说是正面的。因为保险公司的资产久期要明显短于负债的久期,在通胀的背景下,保险公司资产与负债久期的负缺口对保险公司是有利的,保险公司增量资金的利差水平往往也会有所扩大。

如果通胀处于非常高的水平,一般来说整个资本市场的估值水平都会出现系统性的下降,虽然新增固定收益类资产收益率明显提高,但股市会对保险公司的权益类投资构成负面影响,同时也会影响保险公司的估值水平,保险股的股价也会表现不佳。

通胀对保险公司的挑战在于承保业务。特别是在通胀程度比较高的时候,购买保险的机会成本显著提高,保单的销售会受到明显的挑战。一些公司会提高保单的预定利率以提高产品的竞争力,于是出现了上世纪末保险公司利差损的现象。当然,目前保监会对于预定利率有管制,保单提供的保利率较低,长期利差损的现象预计不会再次出现。

另外,从事后来看,利率的短期变化对保险公司的影响其实是比较小的,因为在利率变化时,保险公司的存量债券和增量债券的受益方向总是相反的。利率下行时,存量债券受益,增量债券受损;利率上行时,存量债券受损,增量债券受益。

潘洪文:加息周期有两种情形:一是宏观经济复苏较好下的加息;二是宏观经济滞胀下的加息。对于后一种情形,加息对保险公司极为不利,资金成本随恶性通胀而大幅上升,但由于宏观经济不好、股市表现较差,保险公司投资收益率会显著恶化,导致利差大幅下降。但我们对宏观经济看法没有这么悲观,更倾向于第一种。

对于第一种情形,保险公司利差会扩大。虽然保单资金成本(根据三到五年定期存款利率)随着加息周期到来而逐渐上升,但更关键的是保险公司投资收益率上升速度会更快。

此外,我们认为,加息带来债券收益率上升对利差影响较小,因为保险公司持有债券绝大多数都会持有到期(除少部分浮息债外),收益率锁定。只有新增债券收益率才会受加息影响,但新增部分占比不高,影响很有限。



白宏波



徐高林



杨建海



潘洪文

结构调整显初效 后续任务仍艰巨

上海证券报:从三季报成绩单上不难看出,保险业结构调整初效已显,为后续行业发展奠定了基础。明年该行业将会有哪些亮点?保险股会有哪些投资机会出现?

白宏波:2009年以来,寿险业认真落实保监会防风险、调结构、稳增长的要求,在业务结构调整上进行了积极探索,并取得一定成效。从全行业看,结构调整已经取得初步成效,为明年行业健康稳步发展奠定了坚实基础,但结构调整的任务仍然十分艰巨。

可以预期,明年保险行业在经历今年深层次的结构调整后,发展会更加平稳,速度也会稳步提升。不过,要充分认识到结构调整具有长期性和复杂性,要长期不懈地坚持下去。这样才能防止业务大起大落等风险,确保行业实现平稳健康可持续发展。

杨建海:承保业务方面,我们认为明年保费规模的增速可能会有明显上升,主要是基于以下理由:

今年的保险公司工作重点在调结构,保费收入增速有明显下降,结构明显改善,利润率较高的产品保费收入增长得较好,利润率较低的产品保费收入

有明显负增长。在今年调结构的基础上,明年保险公司或许会重新过渡到促增长的阶段,各家公司不会进一步压缩利润率较低的渠道和产品的占比。

随着保险公司投资收益率的逐步上行,保险公司给予客户的结算利率可能会相应上行,而加息很可能是明年下半年才发生的事情,在此之前,保单的相对吸引力会提高。另外,上海的税延型养老金试点以及后续在全国的推广会释放中国保险业的发展潜力。

潘洪文:我们认为结构调整是非常好的现象,遵循了寿险业发展规律,使得保险业发展更健康、更可持续。今年业务结构调整动作较大的公司,明年保费增速可能会明显加速。

我们觉得保险股最大的投资机会在于,明年经济复苏较好下的加息周期。若2010年宏观经济复苏较好且下半年进入加息周期,保险股利差将扩大,驱动保险股大幅跑赢大盘。

短期来看,政策推动是保险股的催化剂,未来可能出台的政策包括投资渠道进一步放开、上海个人延税型养老金试点、新会计准则实施。

投资进一步松绑 考验险企风险平衡术

上海证券报:保险资金涉足不动产等新兴投资领域,意味着捧上“金饭碗”的同时也可能一脚踏进了“雷区”。对此,保险公司准备好了吗?从风险管控的角度来说,监管部门思路上应该做何调整?随着资本市场不断走好,投资渠道逐步放开,对保险上市公司的估值又有哪些影响?

白宏波:资本市场的逐步走好,利于保险公司收益提升,很多投资机会不断凸显,如资产价格的上升。从保险资金投资渠道的拓展上看,根据10月1日生效的新《保险法》,保险资金可以投资包括房地产在内的不动产,不过,保险资金真正投资不动产要等监管部门相关细则出台后才能实施。

从整个发展趋势看,保险资金投资渠道拓展是逐步推进的过程,这将有利于保险公司形成多元化的投资收益来源,实现资产负债的有效配置,提升保险公司的投资盈利水平,增强整个行业抵御单一市场波动风险的能力。经济的发展和盈利能力状况增长,也会带来更好的投资机会。在外部环境不发生大的变化的情况下,有望提升投资收益,提升保险公司的价值。

徐高林:尽管保监会在近期放宽了债券投资品种,把企业债投资上限从30%提高到40%,但各界关注的保险资金投资渠道放开焦点无疑是新《保险法》所说不动产中的房地产。

要评估对上市公司估值的影响大致可以从三个角度来分析。首先就是别国的经验教训。从美国的情况来看,美国保险公司对房地产的涉足分为抵押贷

款和直接持有房地产两种方式,而主要方式是通过提供抵押贷款来间接涉足房地产。

其次是我国的历史。1991年至1993年之间,当时的保险公司涉足过房地产投资的。可惜,随着新一轮全国性的房地产泡沫破灭,保险资金的亏损也惨不忍睹。这正是促使1995年《保险法》严格限制保险公司投资渠道的原因之一。

另外,需要分析今天的房地产市场趋势和保险资金投资能力。应该说,两个方面都更加成熟、更加理性了。但是,这绝不是忽视风险的理由。

综合来看,在我国保险公司不能从事房地产抵押贷款业务、抵押贷款证券市场又还很不发达的现实下,再加上中国正处于经济上升时期,房地产中长期看涨的背景下,保险公司直接持有较大比例的房地产投资并不奇怪。比如多数公司在5%-10%左右,而上限规定在10%-15%都是符合预期的。

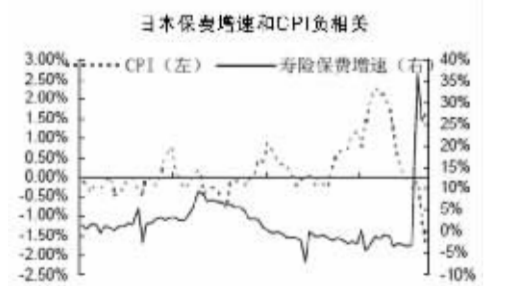
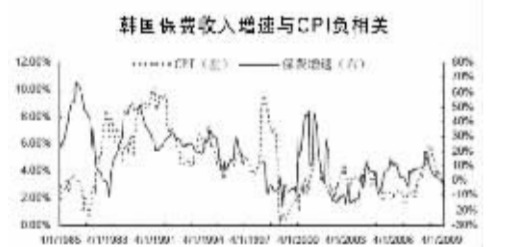
但是风险管控一定要跟上。除了保险公司的内控制度外,监管部门可以从两方面着手:一是倡导甚至适当约束保险公司要以获取稳定的房租为基本导向,二是动态分析我国房地产市场的泡沫程度和各家保险公司的风险演变,适时予以警戒或采取监管措施。

杨建海:现阶段保险股表现相对较为强劲,主要是由于基本面等两个较为重要方面的变化:保险公司新增债券收益率持续上行,从今年8月份开始超过万能险的结算利率,新增资金从此摆脱利差损的状态;上海税延型养老金试点近在咫尺,对行业的中长期发展形成了显著支撑。我们认为,税延型养老金会成为保险股的一个中长期的投资主线,同时可能也会改变大家对保险股的投资逻辑。

目前,国内对于保险股的关注重点是保险公司的资产端,而不是负债端,即重点关注保险公司投资方面的变化,对于保费收入的增长和结构的敏感性不高。我们认为,养老金市场的发展,会使得市场对保险公司的看法会有所变化。如果给予一个权重的话,我们认为,市场给予资产方的权重为90%,给予负债方的权重为10%。

一方面,从2006年以来,股市的波动性一直都非常大,对短期的盈利影响非常大。另一方面,负债方的增长一直是不温不火(除了今年一季度明显超出预期以外)。未来以上两个方面都可能发生变化,一来股市波动性可能会显著降低,二来负债方会有一个中长期的催化剂,或许将迈入增长的快车道,因此负债方的重要性将会提高。

除此以外,投资渠道的放宽、会计准则的变化等对于行业也构成了正面影响,但力度相对来说要弱一些。因为新放开的投资渠道均属于保险公司的另类投资,预计投资的规模不会很大、进度不会很快,对保险公司投资方面较难在短时期内产生明显的影响。而会计准则的变化只涉及衡量标准的变化,投资对象本身没有变化。从估值来看,目前保险股估值处于内涵价值法的中下端,A/H比价处在历史最低水平附近,因此,虽然保险股最近表现强劲,但估值仍处在有吸引力的区间。



资料来源:招商证券研发中心

投资偏谨慎 资产配置压力较大

上海证券报:在结构调整逐渐深入及资本市场开始转暖的背景下,如何评价保险公司前三季度的业绩表现?

杨建海:保险公司前三季度的业绩,应该说符合现阶段市场预期。今年,保险股在投资业务方面的特点有如下几点:

对于权益投资始终保持偏谨慎的态度,加仓的时间较晚,个别公司减仓的时间也较早。

对于债券投资积极性不高,直到最近债券收益率才上行至保险公司感兴趣的区间,而在今年5月份之前保险公司投资债券的余额出现了下降,新增资金没有往债券配置。

资产配置的较大压力,银行存款在投资资产中的占比处于历史偏高水平,今年5月份这一比例达到了最高水平为32%。因此保险公司会在6月份开始加仓,资产配置压力较大是保险公司决定加仓的一个重要因素。目前资产配置压力有所减小,但银行存款在投资资产中的占比和历史平均水平相比仍处在较高水平,资产配置压力并未完全消失。投资收益率方面,通过权益类资产来弥补

固定收益类资产,使得投资收益率水平处于正常水平。

潘洪文:市场对于三季报更关注业绩环比增速、净资产缩水和投资表现三方面。从业绩环比增速来看,中国太保由于实现较多投资收益,业绩环比降幅好于中国人寿和中国平安(环比增速剔除了二季度补缴税款),中国人寿由于二季度基数较高环比降幅最大。但从同比来看,中国平安和中国太保由二季度末同比负增长转为正增长。

对于保险公司季报,我们更关注净资产增速,因为净资产增速是反映保险公司承保和投资综合表现的一个更有效指标,而净利润受已实现投资收益多少的影响。净资产增速来看,中国平安略正增长,表现最佳,中国太保和中国人寿略负增长。

从投资表现来看,三季度中国平安在高位大幅减仓锁定投资收益,使得三季度投资表现非常靓丽;从业务价值来看,2009年出现有一个很好的现象。不论是中国人寿和中国太保通过结构调整,或是中国平安通过业务高速增长,这两条路径均导致了新业务价值的高增长。

寿险行业投资时钟



资料来源:中金公司研究部