

中国平安
PING AN
保险·银行·投资

平安年金时讯

PingAn Pension Express



2009年第18期 总第28期
10月16日刊发

平安养老保险股份有限公司
PING AN ANNUITY INSURANCE COMPANY OF CHINA, LTD.

目 录

市场动态	1
一、我国企业年金积累超 2000 亿元 惠及 1300 万职工	1
二、人社部：养老保险年底前可跨地区转移	1
三、社保基金在港沽售多只H股 套现 20 亿	2
四、华信惠悦：09 企业年金投资管理人调研情况	2
海外年金	4
美国 401K计划的最新调查情况	4
投资视角	7
一、中国退出刺激措施为时尚早	8
二、9 月份PMI 分析：新出口订单指数继续回升	9
三、9 月份正常类贷款继续强劲增长	10
四、房地产投资：政府投资的接力者	11
五、债券研究：2009 年四季度信用债投资策略	12

市场动态

一、我国企业年金积累超 2000 亿元 惠及 1300 万职工

近日，从人力资源和社会保障部了解到，到今年上半年，全国已有 3 万多个企业建立企业年金，1300 万职工参加，积累基金超过 2000 亿元，其中 1300 多亿元进入投资环节开始运作，年化收益率达 10.5%。

据介绍，我国实行基本养老保险与补充养老保险相结合的制度，由企业根据经济效益情况，自愿建立补充养老保险，单位和职工共同缴费，职工退休以后领取。

1991 年建立补充养老保险制度后，到 2005 年底仅积累基金 680 亿元。由于进展缓慢，国务院决定将企业补充养老保险更名为企业年金，实行市场化运营。从 2006 年开始，原有的补充养老保险向企业年金新办法过渡，企业年金开始实现统一规范管理。

据人力资源和社会保障部基金监督司司长陈良介绍，企业年金制度具有 4 个特点：一是采取缴费确定型，待遇水平完全取决于缴费多少和投资运营情况，便于人员流动。二是强化企业年金资产的独立性，已记入个人账户的基金不受企业支配和企业破产的影响。三是引入基金托管制度，保证企业年金基金财产安全。四是实行专业理财，努力谋求较好的收益。

新的企业年金制度实施 3 年来，参加企业由 2 万多家增加到 3 万多家，受益职工由 900 万人增加到 1300 万人，积累基金由 600 多亿元增加到 2000 多亿元，平均每年增加 400 多亿元。

但是，目前城镇职工养老保险覆盖人数已超过 2 亿，其中 1300 万人享有企业年金，比例还有些低。如何鼓励更多的企业设立企业年金？陈良认为，关键是要有统一和完善的税收优惠政策。他介绍，目前企业年金税收优惠政策各地标准不一，优惠幅度也比较小。

市场化运营是企业年金的一大特点。据了解，在具体的运作中，由符合资格的商业银行作为托管机构，从制度上保证基金安全；企业年金一旦建立，便成为独立于企业的专项基金，由具备资格的机构例如基金公司管理运营，防止挪用带来的风险。

在企业年金运作的 3 年间，运营收益率由以前的 5% 左右提高到 10.5%，其中今年上半年平均收益率 4.3%，战胜了同期通货膨胀的水平，实现了保值增值。（人民日报 2009/09/18）

二、人社部：养老保险年底前可跨地区转移

9 月 28 日上午，国庆新闻中心举行“中国社会保障、住房保障情况和住

房建设成就”新闻发布会，人力资源和社会保障部副部长胡晓义、住房和城乡建设部副部长齐骥分别介绍情况并回答记者提问。

胡晓义介绍，经过 60 年的不断探索和不懈努力，我国基本建立了与社会主义市场经济体制和经济发展水平相适应的社会保障体系的框架，以社会保险、社会救助、社会福利为基础，以补充保险、慈善事业、商业保险为补充的多层次的社会保障体系初步形成；实现了从以单位福利为主的劳动保险到统筹互济的社会保障的转变，实现了从主要保障城镇职工到统筹城乡发展的重大变革，越来越多的城乡居民享受到基本社会保障。不久前，我国决定建立新型农村养老保险制度，这是继取消农业税、建立农业直补、新农合之后又一重大惠农政策。

在回答记者提问时，胡晓义说，《养老保险关系转移接续办法》、《农民工参加基本养老保险办法》，将在今年四季度出台，以缓解养老保险关系跨地区转移接续难问题。同时，将着力设立安全机制，保障新农保制度资金的安全。(中国养老金网 2009/09/30)

三、社保基金在港沽售多只 H 股 套现 20 亿

据香港联交所数据显示，9 月以来，全国社会保障基金理事会减持多只 H 股，套现超过 20 亿港元。

据联交所资料显示，社保基金于 23 日再度申报，以每股 10.64 港元的价格减持 1000 万股中煤能源，减持后社保基金持股比例由此前的 6.19% 减至 5.95%。而在 3 日，社保基金曾申报以每股 10.03 港元的价格减持 1000 万股中煤能源，减持前的持股比例为 9.02%。

以此计算，在自 3 日至 23 日的十五个交易日内，社保基金累计减持超过 1.26 亿股中煤能源。如以每股约 10 港元的价格测算，社保基金在中煤能源累计套现超过 12 亿港元。

除减持中煤能源外，社保基金 9 月还在 12 个交易日内减持近亿股中国交通建设。(中国养老金网 2009/09/30)

四、华信惠悦：09 企业年金投资管理调研情况

2009 年初，华信惠悦投资咨询对所有 21 家持有企业年金投资管理资质的机构进行了调研，并对部分机构进行了访谈。基于此次收集的信息，我们运用华信惠悦的投资管理人评估体系，对各家年金投资管理人的优势和有待改进的领域作出更新和判断。在这里，我们就通过研究发现的年金市场中的一些趋势做一总结。与我们在 2006 年进行的调研相比，我们看到了更多的年金计划投资运作实例，对其中反映出来的有待提高的领域也提出几点建议供大

家探讨。

发现一：企业年金投资管理人的业务发展分歧明显。2008 年里，委托的企业年金资产增长迅猛，然而资产流向并不均衡，各机构的企业年金业务的盈利状况也相差甚远。这与我们在 2006 年时预测的情况相符。当时我们认为 5 年对于一个新业务来说是个考验期。现在我们依然认为今后两年是各个机构年金业务未来去向的重点观察期。

发现二：虽然相关法律法规尚未出台，但响应中小企业年金投资需求的集合计划已崭露头角，成为大部分年金投资管理人新的业务目标。60%的年金投资管理人与其他年金管理机构联合建立了集合企业年金计划，并已进行投资运作。集合计划也将是华信惠悦今后的调研重点之一。

发现三：与我们 2006 年的调研结果相比，产品同质化的现象并无大变。受法规限制，保本型和保守的平衡型产品依然处于主导地位，兼有少数来自大型年金计划的全股或全债的委托。虽然产品相似，用于衡量绩效的基准却是五花八门：有定存利率（从 3 天到 3 年的都有）；有税前计算也有税后的；有固定回报率；还有股票、债券和现金加权的回报基准。可以看出，年金客户自身对绩效的要求与典型的养老金管理还存在区别。

我们认为一个 好的绩效费用结构应该具备下列特征：

- 与投资策略匹配的公平基准
- 符合年金性质较长的绩效衡量区间
- 不超过真正的超额回报的 25%

我们认为一个好的受托人或理事会管理监督机制应该具备下列特征：

1. 了解自身的角色和管理资源
2. 建立关于投资管理人的稳固信念
3. 为投资管理人受聘的原因以及解聘的诱因建档，并在监督过程中随时参考
4. 认定投资周期，运用符合投资管理人投资风格和时间范围的基本面与量化分析相结合的衡量方法
5. 如用多个投资管理人，将监督重点放在全盘年金计划和管理人综合效果

总的来说，经过两年多的尝试与磨合，企业年金计划的运作已逐渐标准化，各管理人之间的角色与优势正在逐步澄清。华信惠悦相信，随着企业年金运作专业性的不断提升、法律法规的进一步完善与开放，企业年金业务会越来越活跃，各机构之间的竞争优势会越来越明显，年金计划的运营差异也会越来越大。（华信惠悦网站 2009/10/09）

海外年金

美国 401K 计划的最新调查情况

位于美国伊利诺斯州芝加哥的美国利润分享与 401K 理事会 (PSCA)，一家致力于雇员参加缴费确定型退休储蓄计划的全国性非盈利协会，于 2009 年 9 月 28 日发布了利润分享和 401K 计划的第 52 期年度调查。此项调查提供了该计划目前的做法和趋势的最新信息。

“即使在当前的经济状况下，计划参加人承诺继续改善他们的计划，并不断缴费并进行长期投资。”该理事会的主席 David Wray 说：“401K 是经济不确定海洋中一个稳定的小岛。”

PSCA 的年度调查报告涉及 2008 年的 908 个计划，740 万计划参加人，超过 6000 亿美元的资产。调查所包含的计划类型多样，代表了全美各区域和所有规模的企业。

调查涵盖了有关计划参加人和相关行业的广泛领域，包括参与率、持续缴费、公司股票、专业管理、投资建议、自动参加和其他。公司通常将 PSCA 的年度调查结果作为自己 401K 计划的参照标准，政府将其作为公共政策决策的信息来源。

以下是此次调查的重点内容：

自动参加

自 2007 年的快速增长之后，自动参加的增长率有所放缓，但也保持了增长势头。所有计划中的 39.6% 和过半的大型计划现在都使用了自动参加方式。

资产分配

典型计划中近 60% 的资产投资于股票，比 2007 年降低了 5%。资产经常投资的基金类型和比例是：23.1% 的资产投资于积极管理的国内股票基金，13.7% 的资产投资于稳定价值基金，8.4% 投资于目标退休期基金，8.3% 投资于国内股票指数基金，7.7% 投资于积极管理的国际股票基金，7.7% 投资于股债平衡型基金。

公司缴费

公司缴费平均为工资的 4.1%，与 2007 年持平。其中，利润分享计划的缴费比例最高（为工资的 9.3%），401K 计划的比例最低（为工资的 2.9%）。1% 的调查者暂停了雇主缴费。公司缴费时会使用大量公式决定缴费比例。在允许参加人缴费的计划中，最常用的公式是只使用固定费率，占到计划数的 24%。在固定费率计划中，一半的计划选择的匹配方式是 1 美元缴纳 0.5 美元，29% 的计划通常会采用工资 6% 的缴费比例。在利润分享计划中，最常见的公司缴费类型是任意比例利润分享缴费，占到计划总数的 67.9%。

员工参加

82.7% 符合条件的员工在 401K 账户中有余额，比 2007 年的 81.9% 有所提

高。非高薪工人的税前缴费递延为工资的 5.5%；高薪工人的是工资的 6.6%。

投资选择

计划参加人可参与投资的基金数量趋于平稳。现共有 18 只基金可供选择，通常其类型是：积极管理的国内股票基金（占计划的 81.3%），积极管理的国际股票基金（占计划的 78.5%），国内股票指数基金（占计划的 70.2%），积极管理的国内债券基金（占计划的 65.8%）。

投资基金结构

尽管比较大的公司会使用集合信托和独立管理账户的形式，但是缴费金额的绝大部分以共同基金的形式管理。

投资建议

投资建议的实用性持续增长；在第一次投资时，过半的计划（51.8%）为参加人提供投资建议，小公司提供的投资建议比大公司要多。

小型提前退休缴费

一半的计划将账户余额中的 1000 到 5000 美元转移到了个人退休账户，并且支付额少于 1000 美元。40%的计划保留的余额超过 1000 美元，10%的计划保留了全部小额余额。

Roth 401K 计划

36.7%的计划允许对 Roth 401K 缴费，比 2007 的 30.3%有所提高。符合条件的计划中有 15.6%进行了缴费。

目标期限基金（Target-Date Funds）

目标期限基金的实用性和使用率持续提高。57.7%的计划现在可提供此类基金，91.6%提供目标期限基金的公司使用打包产品，大型公司更喜欢定制适合自己的基金。

自我管理账户（Self-Directed Accounts）

15.5%的计划提供自我管理经纪窗口，而只有 8.3%的计划开设了共同基金窗口。平均来说，计划资产的 2.2%通过经纪窗口投资，1.5%是通过共同基金窗口投资的。

安全港计划设计

23.6%的计划提供安全港匹配，6%的计划提供选择性的安全港缴费。提供安全港匹配的 plan 中，30.4%提供自动加入安全港匹配。

归属权

37.1%的匹配缴费计划中设定了悬崖式归属条款，26.1%的非匹配缴费计划中设定了此类条款。没有悬崖式归属条款的计划中，阶梯式归属是所有计划类型中最常见的。

PSCA 的第 52 期关于利润分享和 401K 计划年度调查现已发售，非 PSCA 会员售价 375 美元，会员售价为 145 美元。

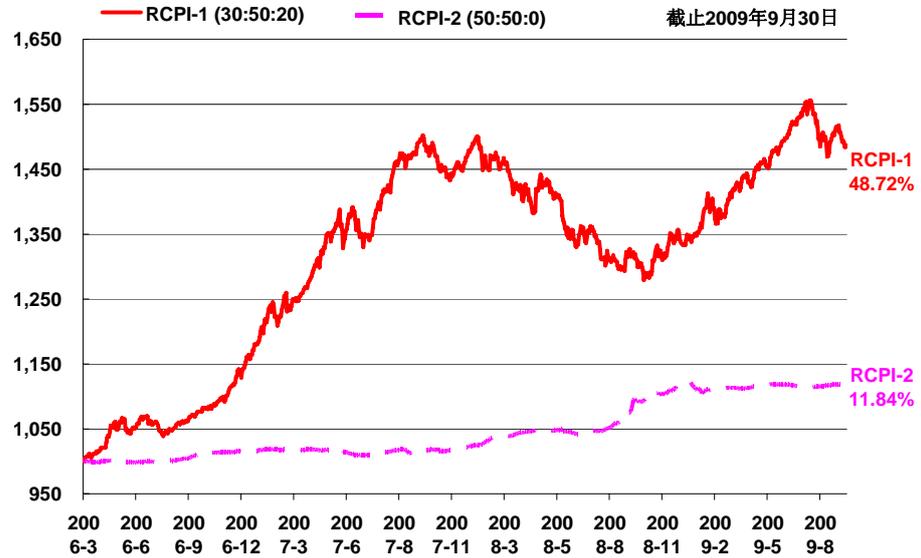
关于美国利润分享和 401K 理事会

美国利润分享和 401K 理事会（PSCA）是一个全国性的非盈利性协会，包括 1200 家公司和 600 万雇员，向联邦政策制定者倡导通过利润分享、401K

和相关的缴费确定型计划增加退休保障。PSCA 向会员提供实用的协助，例如利润分享和 401K 计划设计、管理、投资、合规和沟通资料。PSCA 创建于 1947 年，提倡的原则是“工作场所中缴费确定型关系符合当今的现实”。PSCA 的服务能满足大型和小型成员的需求，其成员遍布财富 100 强公司和私营企业。

投资视角

路透中国年金指数



指数名称	权重			指数更新	指数变化			
	现金	债券	股权		一天	一周	一个月	发布至今
RCPI-1	30%	50%	20%	1,487.225	0.21%	-0.33%	1.22%	48.72%
RCPI-2	50%	50%	0%	1,118.374	0.00%	0.03%	0.11%	11.84%

注:

1. 现金采用一年期存款利率, 债券采用中国债券总指数, 股权采用中证沪深 300 指数;
2. 路透中国年金指数(RCPI)系列是为中国企业年金体系而建立的投资基准。该指数以中国企业年金的投资业绩为衡量对象, 由两个指数组成: 平衡型指数(RCPI-1)及保守型指数(RCPI-2), 其资产配置权重如上表所列。路透中国年金指数(RCPI)系列于 2006 年 3 月 31 日发布, 基准价值为 1, 000。指数以每个交易日计算, 每季度调整权重, 指数为全价指数。

一、中国退出刺激措施为时尚早

事件

澳大利亚加息，表明其率先退出经济刺激政策：继以色列央行 8 月 24 日成为今年以来全球首个加息的国家后，上周澳大利亚央行也调高指标利率 25 个基点至 3.25%，成为 20 国集团中第一个转向货币紧缩的国家。美元随即应声下跌，大宗商品、尤其是黄金价格飙升。

我们认为，中国刺激经济的措施仍将维持，退出机制的实施为时尚早：国家副主席习近平日前表示，中国的经济复苏尚未站稳脚跟，因此会继续实施积极的财政刺激政策。

退出政策曲高和寡

澳大利亚成为 G20 中首个加息国，但市场并未由此而改变对美联储加息时间的预期。澳大利亚资源丰富，是甚少几个未进入经济衰退的国家。与其较为相似的南韩、挪威、新西兰和加拿大等复苏较快、且采取灵活汇率制的国家，未来尚存加息可能性；而其它主要国家或者由于基本面明显不如澳大利亚（美欧日）；或者由于固定汇率制所限（中国），其央行并不会随之加息。

中国的汇率制度不允许货币政策过早转向

央行行长周小川曾指出 2，我们的货币政策是把四个目标（低通货膨胀、经济增长、就业的增长和国际收支平衡）结合起来统筹考虑，保持人民币币值稳定。中国货币政策缺乏独立性（汇率刚性，图表 1），在美国政策退出之前，中国的紧缩力度有限，否则只会引来更多热钱流入。

中国的内生性和外生性流动性将此消彼长，总体流动性依然宽裕

今年以来，宽松政策催生下的内生性流动性——国内信贷和货币供给一直保持高速增长；而外生性流动性则受外部经济衰退影响持续走低。但我们预计，中国的外生性流动性将重拾升势：1) 随着四季度及明年出口复苏及贸易顺差上升，外汇储备将不断攀升；2) 澳大利亚加息，而美联储近期内不会加息，造成美元大幅贬值、投资吸引力下降，资金流向新兴市场、包括中国。比如近日资金持续流入香港，推动港元汇率走强；3) 我国经济明年环比增速加快的预期也将吸引大量外资重新流入。所以，即便未来数月国内信贷增速下降，外汇占款的增长也将会形成一定的替代，总体流动性可能比市场预期的更为宽松 3。

我们预计 9 月新增贷款增长更快

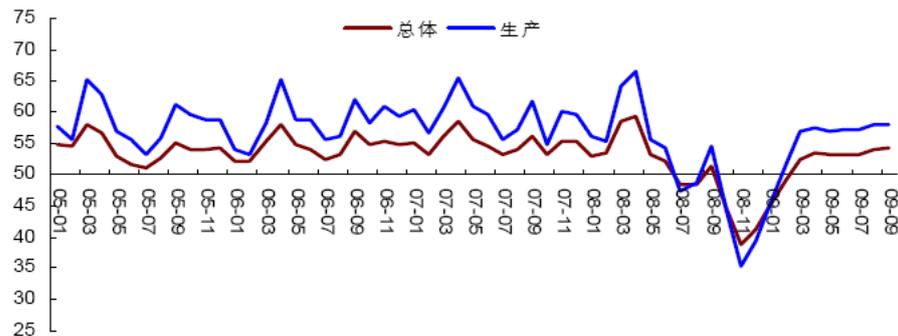
我们认为 9 月新增贷款将好于 7 月（3559 亿）和 8 月（4104 亿）；更重要的是，扣除票据贴现的下降因素后的一般性贷款增长较快。07 年至 08 年 9 月票据融资都不高，自去年 10 月大量增加，截至 8 月底票据贴现存量高达 3.16 万亿元，基本上都会在未来 6 个月内到期，给新增贷款总量带来压力，也为转换为中长期贷款提供空间。我们维持对全年新增贷款达 9.5 万亿元的判断，流动性对实体经济的支持力度不变。（中金公司 2009/10/12）

二、9 月份 PMI 分析：新出口订单指数继续回升

事件

中国物流与采购联合会 10 月 1 日发布调查数据，9 月份全国制造业采购经理指数为（PMI）为 54.3%，比上月微升 0.3 个百分点。此前一日，汇丰银行发布数据，中国 9 月采购经理人指数 55%，比上月微降 0.1 个百分点。

图表：中国物流与采购联合会 PMI 指数变动（总体指数与生产） 单位：%



资料来源：WIND，东方证券研究所

9 月份 PMI 高位企稳，表明中国经济仍在稳步回升

尽管物流与采购联合会发布的 9 月份 PMI 略高于上月，但这其中可能有季节因素的影响，因为在 05 年到 08 年的 4 年间，9 月份的数据都明显高于 8 月份，而且幅度比较明显。再结合汇丰银行发布的数据，我们认为如果剔除季节因素，9 月份中国的 PMI 可能比上月略有下降。不过，从汇丰银行发布的数据看，9 月份的数据在过去 5 年中属于高位，预示着当前中国经济回升的步伐仍然很快。

新出口订单指数上升幅度相对明显，显示未来出口环比增速会比较高

本月新出口订单指数为 53.3%，比上月上升 1.2 个百分点，在各项分类指数中上升幅度相对较大。而汇丰的数据也表明，在新订单中，来自海外订单量连续第四个月上升，并创出 27 个月以来的第二大升幅。我们认为，这表明未来出口环比增速可能会比较高，这与海外经济正进入复苏阶段的大背景是相适应的。根据我们的计算，在剔除价格因素后，整个二季度中国实际出口已经实现 2.8% 的环比正增长，第三季度的增速将明显高于二季度，我们预期四季度出口环比增速也会比较高，同比增速下降的幅度在进入四季度以后会快速缩窄。另外，尽管 8 月份名义出口下降的幅度高于 7 月份，低于市场预期，但是，从实际出口量看，8 月份出口量指数是高于 7 月份 1.4 个百分点的。

原材料购进价格指数连续 10 个月来首次下降

价格指数下降有助于短时缓解 PPI 环比上涨的压力。9 月份购进价格指数为 57.5%，比上月回落 5.1 个百分点，为连续 10 个月以来首次下降。当然购进价格指数能否持续下降或者再次明显上升还需要观察，但当月数据的下降可能意味着当月或下月 PPI 环比上涨的幅度会降低。（东方证券 2009/10/01）

三、9 月份正常类贷款继续强劲增长

9 月份正常类贷款继续强劲增长

中国人民银行公布，9 月份金融机构人民币贷款余额同比增长 34%，环比增长 1.6%。主要趋势包括：1) 由于票据贴现贷款到期和银行以正常类贷款将之取代，票据贴现贷款进一步减少了人民币 3,510 亿元（占贷款总额的 7%）；2) 9 月份新增正常类人民币贷款 8,680 亿元（8 月份新增 6,870 亿元），这反映了实体经济对贷款的强劲需求。新增中长期人民币贷款 4,040 亿元（月环比增长 2.6%），而 8 月份新增 3,680 亿元；3) 9 月份存款同比增长 28.1%，略高于 8 月份 27.2% 的增幅，尤其是个人存款环比增长 2.8%（8 月份环比下降 0.3%），部分原因可能是近期 A 股市场出现了回调。

2009 年三季度城市/农村商业银行积极放贷；大型/股份制银行的中长期贷款市场份额上升

在三季度总额为人民币 1.6 万亿元的新增贷款中，城市/农村商业银行和其它银行（包括政策银行）的占比为 66%（2009 年二季度为 44%），而四大国有商业银行和股份制银行分别占比 27% 和 6%。然而 2009 年三季度股份制银行的中长期贷款同比强劲增长 63%/环比增长 16%（行业平均同比增长 40%/环比增长 8%），新增中长期贷款的市场份额从二季度的 36% 升至 48%，三季度大型国有商业银行的市场份额也从二季度的 60% 升至 61%。

9 月份数据印证了宏观经济加速增长的趋势，银行净息差反弹

9 月份贷款数据印证了我们的观点：1) 实体经济复苏趋势看上去较为稳固，来自制造业、跨国企业和地方基建项目的正常类贷款需求普遍强劲就是一个具体体现；2) 尽管我们预计 2009 年四季度政策将依然保持宽松，但我们将密切关注经济增长/通货膨胀的上行风险和适当地退出刺激/宽松政策的必要性；3) 鉴于贷款结构改善、同业拆借利率和证券收益率上升，2009 年下半年银行净息差应会扩大。我们看好具有较高核心资本充足率和净资产回报率/内部资本生成率的银行，这些优势可以支持正常类贷款的增长并有利于票据贴现贷款向正常类贷款的转换进而提高净息差。我们的首选股包括：建设银行(H)和工商银行(H)——均位于亚太强力买入名单；评级为买入的股票为中信银行(H)、交通银行(H)、中国银行(H)、兴业银行和浦发银行。我们评级为中性的股票为北京银行和中信银行(A)。风险：下行风险——过剩信贷持续扩张可能会导致宏观经济过热、资产泡沫和不良贷款风险；上行风险——盈利好于预期。（高华证券 2009/10/12）

四、房地产投资：政府投资的接力者

中国经济持续复苏依赖于投资快速增长

2009 年未来两个季度 GDP 同比增速还将继续上升,预计三、四季度 GDP 增速分别为 8.5%与 9.3%。“保八”悬念虽然还存在,但是实现可能性已大幅增加。进一步来讲,我们认为 2010 年 8%左右的经济增长仍可期待,并可能“明年花胜今年红”,然而这要依赖于投资的快速增长。

不过,政府进一步追加投资的空间有限

如果不追加投资,受到基数影响,明年政府投资会从目前 40%以上的增速跌至 20%左右。但即便追加投资,其空间也有限。一是受制于财政收支平衡约束,政府进一步扩大财政支出所承担风险会很大。我们预计今年赤字率可能在 3.5%。而且,政府明年如果要通过政府投资带动固定资产投资继续保持今年增速,中国的财政赤字率料将接近 8%。二是继续依赖银行贷款来支撑政府投资的通货膨胀风险加大,未来一段时期政府部门可能不会再轻易通过地方政府融资平台等方式大规模向银行部门借款。

制造业投资乏力增长的态势还将持续下去

一是政府投资挤出了制造业投资,表现在政府投资项目可获得资金的增挤占了市场化程度较高的制造业信贷资金的可获得性。同时,政府投资拉高了原材料价格,也降低了制造业投资的可获利空间。二是产能过剩抑制制造业投资的增长,近期工业品产品销售率有所回升,但仍低于 08 年上半年水平,这种情况的出现必然会造成企业存货进一步提高,产能过剩问题再次突出。三是工业企业利润收窄影响制造业投资积极性。

预计房地产投资将成为政府投资的接力者

首先,住房销售领先住房投资 6 个月左右,2009 年以来,住房销售面积增速持续高于住房新开工面积增速等情况来判断,当前的房地产市场可能正处于再次高涨前夜的僵持阶段。其次,作为决定房地产市场长期供给量的土地购置面积和开发面积自去年 9 月以来持续负增长,这种状况可能会产生一种类似于推动上一轮房地产市场高涨的供给冲击。此外,当前房地产企业资金链并不紧张,政府近期不会轻易转变支持房地产市场发展的政策取向。更何况,我国城市化和工业化尚未完成,人口结构还处于黄金时期,2012 年之前发生资产价格破裂可能性较小。

我们预计,今年第四季度,房地产投资增速恢复到 30%左右的平均增速应无大碍,住房销售增速也将提高到 50%以上,并且在今年 10 月份住房销量有望突破 6 月份高点。受此带动,住房价格指数也将会在今年年底之前达到两位数的上涨。(中投证券 2009/10/12)

五、债券研究：2009 年四季度信用债投资策略

中国经济率先步入复苏

虽然不如复苏，但实体经济反映的经营指标喜忧参半，经济走稳的基础尚不牢固：以国有和国有控股企业的经营指标看，仍然在同比下降，但降幅出现了收缩趋势；工业增加值有素改善，但出口交货值数据仍不容乐观；财政收入也显示出税源出现了好转迹象；另外，经济先行指标如 PMI 和发电量也出现了积极地变化。我们发现微观指标滞后宏观 8 个月，这对解读宏观和微观指标的背离有所帮助，在信用债投资上则适宜以宏观指标看趋势，是否夯实则有待于微观指标的进一步确认；

四季度供需力量对比仍将对信用债形成压力

我们预计包括公司债、短融、中票和企业债在内，后 4 个月企业债的供给量大约有 5531 亿元，全年信用债的发行量大约为 1.5 万亿，将比 08 年全年增长 82%，信用债的供给压力较大；相比而言，需求方大幅度增持信用债的意愿低迷，银行可用于投资债券的资金较上半年出现较大幅度的下降，同时银监会关于加强资本充足率的要求将使银行配置信用债的比例出现下降；保险机构在保费收入增长较慢、债券配置比重下降的态势下对债券的需求也不会很高；

09 年前三季度信用债的市场表现回顾

一级市场上信用债的发行量创出历史之最，共发行 453 支债券（含短融、中票、企业债），融资规模高达 1136.02 亿元，而 08 年同期数量则只有 227 支和 4607 亿元；二级市场上以中债网债券净价指数来看，前 9 月各券种债券持有期收益率均为负值，短融的收益率亏损最少；其次是央票，而企业债和国债亏损最重；浮息债表现好于固息债；从市场表现看，企业债 9 月份收益率均出现 30-50BP 的大幅度提高；利差出现了较大幅度的扩大；交易所公司债和分离债表现相对较好；从当前企业债的收益率水平来看，很多品种都已经超过了 08 年 8 月份经济处于快速增长且基准利率较高的历史时期；当前的信用利差也已经远远超过了去年底今年年初经济最差时的利差水平，信用债的配置价值在逐步加大；

09 年四季度信用债投资策略

我们考察了美国和英国在上一轮经济复苏预期到加息前的利率债和信用债，以及不等信用等级和期限的品种的市场表现和投资策略，得出几点结论：1、持有国债收益率最低，亏损最严重；2、信用债表现好于国债，低等级债表现最好（BB>BBB>A）；3、从期限上看，5-7 年期收益率最高，相比其他品种优势较明显。

我们对目前中国经济宏观环境的判断是：经济复苏预期已经形成，但是距离加息还有待时日，在总体看空信用债的趋势判断下，我们以银行间企业债为例进行了情景分析，并提出四季度信用债的投资策略：1）投资短端高资质的信用债以获取流动性和收益性的平衡；2）投资中低资质和无担保债以

博取信用利差收窄带来的较高收益的机会。(海通证券 2009/10/12)

谢谢阅读!

出品：平安养老年金业务支持部
顾问：杨学连
主编：李连仁
责任编辑：何焕荣、刘晨铭、席海霞、陶甬楠
联系人：陶甬楠
电话：021-38637431
邮箱：taoyongnan001@pingan.com.cn

免责声明：

《平安年金时讯》基于公开信息编制而成，不代表编辑者立场，观点仅供参考。依据《平安年金时讯》中的信息行事所造成的一切后果自负，与平安养老保险股份有限公司无关，也不得作为诉讼材料的依据。

中国平安
PING AN
保险·银行·投资

平安养老保险股份有限公司
PING AN ANNUITY INSURANCE COMPANY OF CHINA, LTD.

地址：上海市浦东新区上丰路1288号
邮编：201201
全国服务热线：4008-1-95511
专业网站：www.pingan.com