

中国平安
PING AN
保险·银行·投资

平安年金时讯

PingAn Pension Express



2009年第19期 总第29期
10月30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、 千亿养老保险基金将投资增值	1
二、“金手铐”留人才 中小企业热捧年金计划	1
三、 17 亿签出辽宁年金计划第一大单	2
四、 浙江三年内实现养老保险全覆盖	2
海外年金	4
加拿大的养老体系概述	4
投资视角	5
一、 经济增长结构将被动优化—三季度GDP 数据点评	6
二、 经济回顾与展望：中国出口消费促增长	7
三、 破解高储蓄率，消费力从何出	8
四、 行业多元化与溢价水平合理是创业板健康发展的重要条件	9
五、 收益率维持高位 信用债价值初显	10

市场动态

一、千亿养老保险基金将投资增值

人力资源与社会保障部新闻发言人尹成基 23 日说，人保部对社会保险个人账户基金的投资和管理非常慎重，在确保安全第一的前提下，正在积极地探索一些有效的办法，包括对国家重点项目的投资，以及部分用于资本市场投资。

中国统账结合的城镇职工养老保险模式，设计了养老保险分为统筹账户和个人账户的制度，由于基金当期支付压力大，本应实账的个人账户基金大部分都在空账运行，其基金被用于支付当期的养老金。

为解决该问题，2001 年开始启动做实个人账户试点，目前全国已有 13 个省市开展试点，根据 2008 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报，13 个做实企业职工基本养老保险个人账户试点省份共积累基本养老保险个人账户基金 1100 多亿元。

随着基金积累的增加，扩大基金的投资渠道以保证基金保值增值成为备受关注的问题。尹成基透露，人社部已进行一系列的研究和论证，目前已形成初步的基金投资办法的文件，基本原则是要在确保基金安全的情况下，实现有效的保值增值。

官方从未公布过目前全国城镇职工养老保险空账的规模。不过，原劳动部副部长刘永富曾透露，截至 2004 年底，中国养老保险个人账户空账规模达 7400 亿，且每年还会以 1000 亿的速度增加。个人账户若全国做实，庞大的个人账户基金的保值增值将是一个严峻的挑战。(中国养老金网 2009/10/27)

二、“金手铐”留人才 中小企业热捧年金计划

数据显示，自 2005 年，人力资源和社会保障部推出标准企业年金计划，建立年金计划的多为国有大型企业，很少有中小企业参与，截至目前，基金总额还不到企业年金基金总额的 1%。究其原因，其一是中小企业年金计划的基金规模小，难以通过投资组合有效分散风险，也很难获得企业年金基金管理机构比较优惠的管理费率，其二是没有开发出合适中小企业的年金产品。

基于此，企业年金管理各方将产品创新提上议事日程。着力点放在为中小企业提供便利和快捷，弥补中小企业年金计划基金规模小的缺陷。随着年金管理各方相互合作不断开发针对中小企业的年金计划产品，越来越多的中小企业开始选择参加此类计划。

业内人士认为，其动力主要来自两个方面。一方面，适应不同中小企业的需要，年金管理各方会不断推出适合中小企业的新产品。另一方面，面对激烈的人才竞争，中小企业也会以此“金手铐”留住更多人才。(四川日报

2009/10/21)

三、17 亿签出辽宁年金计划第一大单

10 月 15 日，辽宁省电力有限公司年金受托人签约仪式正式举行，标志着目前辽沈地区最大规模的企业年金计划诞生。相关领导在仪式上表示，辽宁省企业年金工作已进入了健康快速发展的良性轨道，而省电力公司成为了目前的第一大单。

企业年金是在国家政策指导下，企业及其职工在依法参加基本养老保险的基础上，自愿建立的补充养老保险制度。目前，企业年金制度已经成为增强职工养老保障、促进企业健康发展和提高职工保障水平的重大举措。

省电力公司根据国家人力资源和社会保障部、辽宁省人民政府关于企业年金管理的相关规定，为进一步加强企业年金的规范化、专业化管理，通过公开招标，最终确定为平安养老股份有限公司、中国人寿养老保险股份有限公司和泰康养老保险股份有限公司管理企业年金，其基金受托总规模达到 17 亿元。

辽宁保监局局长张广增表示，辽宁是首批开展企业年金试点的省份之一，虽然开展的时间并不算长，但是已经得到了长足的发展。省电力公司企业年金基金委托专业保险公司管理，是实现企业年金正常、规范、安全运作的重大举措。(时代商报 2009/10/16)

四、浙江三年内实现养老保险全覆盖

今年，浙江省全面启动城乡居民社会养老保险工作，加快推进参保缴费工作，扩大覆盖面。从 2010 年起，全省 581 万 60 周岁以上、符合条件的本省户籍城乡居民，都可以享受由财政支付的每月不低于 60 元的基础养老金。据测算，2010 年全省各级财政约投入 45 亿元，其中省财政安排 14 亿元。到 2012 年，浙江省将实现城乡居民社会养老保险制度全覆盖。

日前，浙江省政府出台《关于建立城乡居民社会养老保险制度的实施意见》(以下简称《实施意见》)，浙江按照“保基本、广覆盖、有弹性、可持续”的原则，加快建立与本省经济社会发展水平相适应、与相关养老保障制度相衔接的城乡居民社会养老保险制度，逐步实现人人享有基本养老保障，让全省人民共享改革发展成果。

根据规定，凡具有浙江省户籍、年满 16 周岁(全日制学校在校学生除外)，非国家机关、事业单位、社会团体工作人员，未参加职工基本养老保险的城乡居民，均可在户籍地参加城乡居民社会养老保险。

此外，《实施意见》对城乡居民社会养老保险制度与原农村社会养老保险

制度、职工基本养老保险制度、被征地农民基本生活保障制度的衔接做了具体规定。并规定符合享受城乡居民社会养老保险待遇的人员，如符合享受被征地农民基本生活保障、最低生活保障、农村“五保”和城镇“三无”人员供养等待遇条件，可同时叠加享受。参保人跨地区转移，可将其养老保险关系及个人账户储存额转入新参保地，按新参保地规定继续参保缴费并享受相应待遇。（中国养老金网 2009/10/26）

海外年金

加拿大的养老体系概述

加拿大的养老制度按照官方分类，主要分为三个支柱。第一和第二支柱是政府强制型养老计划，第三支柱是由雇主或个人自愿发起的个人储蓄养老计划。

第一支柱主要是：老年保障金(OAS)。旨在实现社会再分配、减少老年人的贫困化，来源全部为联邦政府预算。据有关研究成果，1995 底加拿大政府公共养老金支出为 410 亿加元，占联邦预算的 23%，占当年 GDP 的 5.3%；

“收入保障补贴”(GIS)，对象是不能享受“加拿大养老金计划”(CPP)或者低收入退休者；“配偶津贴”(Allowance)，其发给对象是养老津贴领取者之配偶或鳏寡者。

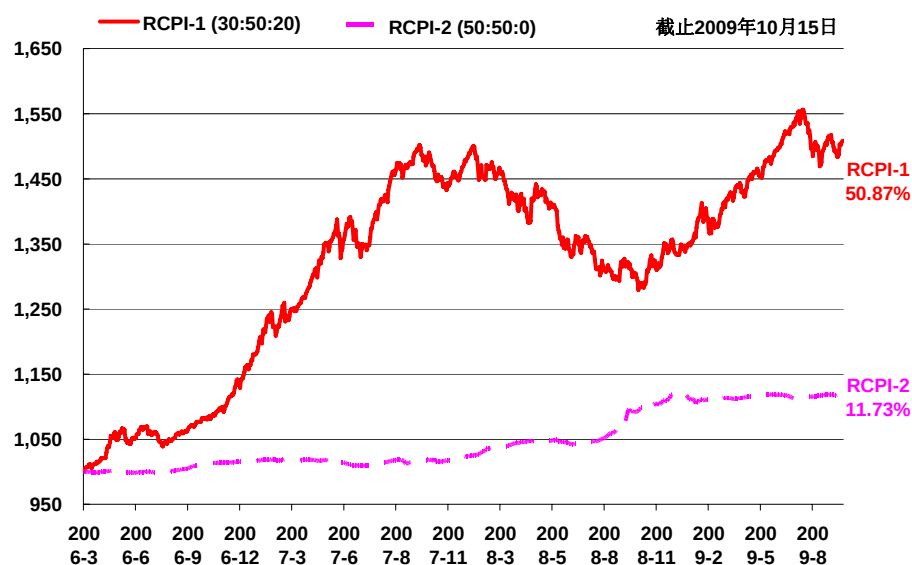
第二支柱核心是“加拿大养老金计划”(C/QPP)。CPP 与 QPP 的结构与操作模式极为相似，主要的不同是：CPP 是由加拿大社会发展局管理，而 QPP 是由魁北克省政府代表魁省居民管理。该计划属强制性 DB 型现收现付的养老计划，主要来源于雇主和雇员共同缴费，缴费者的法定退休年龄为 65 岁，如果在 60-65 岁之间退休，退休金有所减少。该计划发放额与 CPI 挂钩，每年调整一次。缴费者可在加拿大境内自由流动，无论是调换工作，还是搬家迁移，新雇主将会继续为其缴费。前两个支柱称为公共养老金计划，两项计划替代率之和达到平均收入者的近 60%。这个保障水平，是根据 1997 年加拿大养老制度改革后，调高 CPP 雇主和雇员缴费水平至当前 4.95% 的计算，并将人口老龄化因素也考虑在内得出，且可可持续发展到 2078 年。

第三支柱包括各种雇主发起的职业养老金计划(RPPs)，和在税务总署注册并监管的个人储蓄养老计划(RRSPs)。RPPs 和 RRSPs 都有自愿参与的 DB 和 DC 两种形态。从 1991 年至 2006 年间，DC 增长速度是 DB 的两倍。这两类计划都属于个人补充养老金计划，政府为这部分补充养老金计划提供税收上的优惠，RRSPs 的供款额从九十年代中期开始超越 RPPs(见表 1)。

目前加拿大退休中、高收入人群中，第三支柱的替代率在养老体系中占比最高，成为最大的退休收入来源，这期间 RRSPs 在 65 岁以上退休人员的整体收入替代率由 23% 增长至 32%。(中国养老金网 2009/10/20)

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%	1,508.740	0.07%	1.45%	-0.47%	50.87%
RCPI-2	50%	50%	0%	1,117.277	-0.01%	-0.10%	-0.11%	11.73%

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、经济增长结构将被动优化—三季度 GDP 数据点评

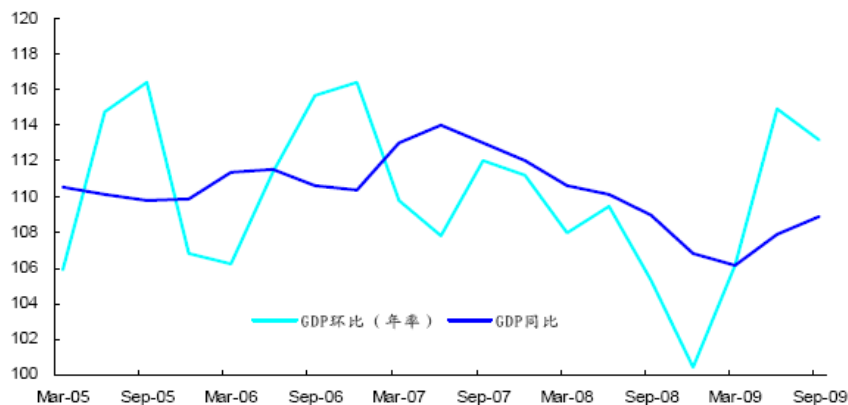
事件

国家统计局公布三季度 GDP 数据,前三季度国内生产总值 217817 亿元,按可比价格计算,同比增长 7.7%,比上半年加快 0.6 个百分点。

评论

经济增长快速回升的态势得到延续, GDP 同比继续加速, 环比增速有所下降。三季度 GDP 同比增长 8.9%, 略高于我们预期 (8.7%)。预计 GDP 增长将继续加速, 四季度将达 9.7-10.1%。这种态势将延续到 2010 年, 也就是说, GDP 将继续环比增长, 考虑到季节性波动和基期因素, 四季度同比高增长有望在 2010 年一季度重现, 2010 年经济增速将呈现前高后低局面。

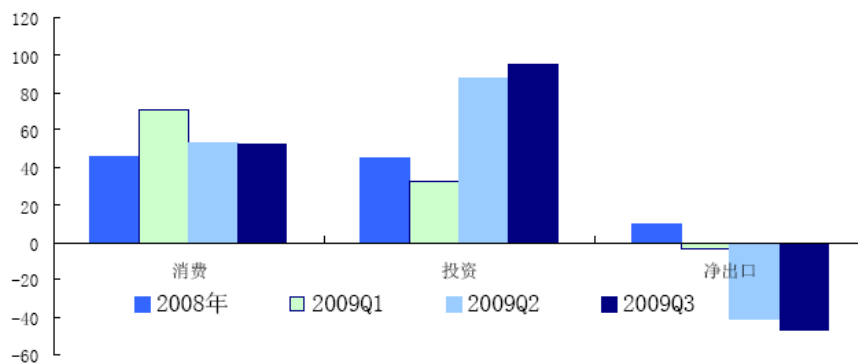
图表: GDP 同比增速继续回升



数据来源: CEIC, 联合证券研究所。

我们也注意到, 经济增长的结构性问题并没有得到缓解, 2009 年前三季度, 投资拉动 GDP 增长高达 7.3 个百分点, 消费贡献 4 个百分点, 净出口对 GDP 的拉动为负 3.6 个百分点。以此推算, 前三季度, 投资的 GDP 增长的贡献高达 94.8%, 超过了上半年的 87.6%, 经济增长结构失衡的局面仍没有得到缓解。

图表: 投资对 GDP 增长的贡献率进一步上升



数据来源: CEIC, 联合证券研究所。

这种不可持续的局面将如何缓解? 2010 年, 出口将确定性恢复增长,

2009 年外需下降留下的巨大缺口将不复存在，在调结构政策作用下，消费将稳定增长，投资和信贷将难以进一步扩张，经济增长结构将得到优化，但这种优化具有一定的“被动”性质。(联合证券 2009/10/22)

二、经济回顾与展望：中国出口消费促增长

外部经济反弹，利好新兴市场

美国经济反弹、货币政策宽松、美元贬值、风险偏好上升等国际因素将利好包括中国在内的新兴市场。而中国经济在经历了比 97 年金融危机更严重的外部冲击后，不仅自身经济强劲反弹，而且对全球经济的复苏做出重要贡献。其缘由包括政府及时、果断的经济刺激措施；历次重大改革（房改、国企改革和金融改革）所积累的财力支持和经济基础；还有人口结构因素给中国带来的消费强劲增长的机遇。近期内，中国经济增长将得益于出口复苏和消费增长。

消费马车正在加速

短期来看，前期房地产销售的火爆对下游消费的拉动（在中西部地区更为明显），农村消费模式城市化，以及政府近期出台有利于消费的诸多政策，包括对发放消费券进行规范化和鼓励，取消农业税、扩大补贴、免除农村教育课本费，逐步建立农村社保体系，提高农产品价格，均有助于消费增长。长期来看，人口结构对消费起到重要推动——20~30 岁人群占比上升，使 2005~2015 年中国处于结婚高峰的“黄金十年”，推高房地产需求；此外，“80 后”在旅游、餐饮、服装、文化娱乐，以及汽车等项目上的消费倾向明显高于前辈。

政策展望：宽财政、稳货币

我们判断美国经济明年下半年可能出现二次探底，中国为了避免被再度恶化的外部经济所拖累，应当备足财政弹药，延续“宽财政”；而目前企业存款的高增长和贷存比下降带来的“余钱”也将在届时提供缓冲。明年货币政策将“两条腿”走路，内外互补，总体流动性依然充裕。预计目前适度宽松的货币政策在年底之前保持不变，明年转向稳健，优先使用发行央票、定向票据等工具，存款准备金率的上调则会迟缓，而上调基准利率最早也要到明年下半年。人民币升值压力增强，我们预计明年上半年兑美元保持稳定，明年底可能小幅升值 3% 左右，长期升值空间更大。此外，政府可出台一些措施缓解房价的大幅上涨，譬如在土地招牌挂环节实施“次高价拍卖”来抑制地王频现、抬高地价；但在人口红利期，房价总体上涨趋势难以改变；而对于未来人口红利消失时的房价大幅下跌，则不必过于担忧，因为届时可通过激发“改革红利”来接替“人口红利”，防止房价大幅滑落。（中金公司 2009/10/22）

三、破解高储蓄率，消费力从何出

企业储蓄上升为储蓄率提高的主要原因

从各经济主体储蓄额占 GDP 的比重可知，97 年以来居民储蓄率大致保持平稳，不断上升的实为企业和政府储蓄。企业储蓄即企业为分配的利率不断上升的原因可能是企业支付的资金使用成本不断下降。

经济结构失衡的背后——高储蓄和高投资实为共生关系

为促进工业化的深化、投资高速增长，必然需要高储蓄的环境，政府在福利方面的开支便不会太高，企业也会留存大量的利润；高储蓄的结构和低利率的环境必然促进投资的进一步高涨。

分配制度变革长期利好消费，温和通胀预期亦有所裨益

放开行业管制将促使劳动力价格重估，将提高居民在初级收入分配中的比重；社会保障等转移支付手段将令收入的不确定性降低，差距缩小，次级收入分配将发挥其应有的效用。央行置信性的承诺将稳定通胀预期，人民币的小幅升值也将抑制通胀事实，这些都是明年消费继续增长的短期利好因素。

消费和出口对工业的推动作用有所上升

工业增长投资驱动特征继续维持，但是轻重工业增速差距有所缩小，消费和出口对工业的推动作用有所上升。轻重工业的同步协调增长使得工业结构更加健康。这一现象背后也昭示着经济增长驱动力的相对变化：投资依然占据主导地位，但是消费和出口对经济增长的推动作用有所上升，这也得到消费和出口数据的佐证。

投资的主体由政府逐渐转向民间，经济回升的微观基础更为牢靠

从项目隶属关系看，中央项目大幅下滑，房地产投资增长强劲；从投资主体和行业分布看，外商投资或将回暖，基建投资仍处高位；信贷支持和供需缺口助推房地产投资。

出口增长的前景更为明确，将由憧憬逐渐步入事实

9 月进出口环比增速超出市场预期，一般贸易的回升尤为明显。外围经济复苏之势逐渐明确，其补库存诉求强烈，加之圣诞节需求，因此出口年底有望恢复 10% 的同比增长。

收入分配、社保等改革将推动消费保持较快增长

今年下半年随着经济企稳回升，加之在政策效应和长期因素的推动下，消费需求仍将保持较快增长。经初步测算，我们认为，2009 年 10 月份社会消费品零售总额增长分别为 15.2%。2009 年全年社会消费品零售总额增长率将达到 15.1%。

经济活跃护航贷款，保证金或助推存款

M1 增速上穿 M2，实体经济表现活跃；票据置换特征明显，一般性贷款处于高位；M2 结构“泄密”，居民资金或从股市流出；热钱加速流入，流动性保持宽裕。综合来看，居民和企业两部门中长期贷款的稳态叠加或能确保第四季度月均新增贷款维持在 4000 亿，高于市场预期。(海通证券 2009/10/26)

四、行业多元化与溢价水平合理是创业板健康发展的重要条件

投资要点:

下半年以来我们一直建议投资者重点跟踪的三个指标是：流动性、地产销售数据以及企业盈利情况。在四季度里面，我们认为 10 月份上述三个指标的正面因素较多、负面因素较少，因此在四季度策略报告中我们认为 10 月可能出现股指季度内高点。

进入 11 月以后，市场将对中央经济工作会议的预期产生分歧，在股指累积一定涨幅估值压力渐显的情况下，股指走出震荡走势的可能性较大。而 12 月能否展开跨年度行情，很大程度决定于中央经济工作会议对明年经济工作的定调。目前我们对中央经济工作会议政策取向的判断，是基于十七届四中全会对经济工作的阐述。我们认为“保增长”和“调结构”仍是明年经济工作的重点，这也是目前市场对明年经济政策的一致预期。从这个角度看，我们认为经济政策超预期的可能性不大。

创业板将是本周的市场热点。我们对比了海内外创业板发展成功的经验和失败的教训，发现多元化的行业构成和合理的溢价水平是创业板健康持续发展的重要条件：香港创业板创立第一年，与计算机、互联网相关的公司市值占整个市场的 70%以上；第二年行业集中度进一步提高。单一的行业结构使市场风险急剧扩大，互联网泡沫后，香港创业板进入长期低迷期。而英国的 AIM 市场在经历网络泡沫后能够稳步回升，这与其多元的市场结构是分不开的。

我们用 2005-2009 年间指数的 PE 均值来测算了海外创业板市场相对于主板的溢价倍数，我国首批创业板上市公司的加权平均市盈率（以发行股数为权重）为 57.30，沪深 300 指数的 PE 均值为 27.47，溢价倍数为 2.09，相对于海外市场的美国纳斯达克、英国 AIM 市场处于同一水平，它们恰恰是国际上创业板市场的成功典范。而日本 Jasdaq 和香港 GEM 市场的溢价倍数远高于其他，可见高风险是它们发展的一大障碍。

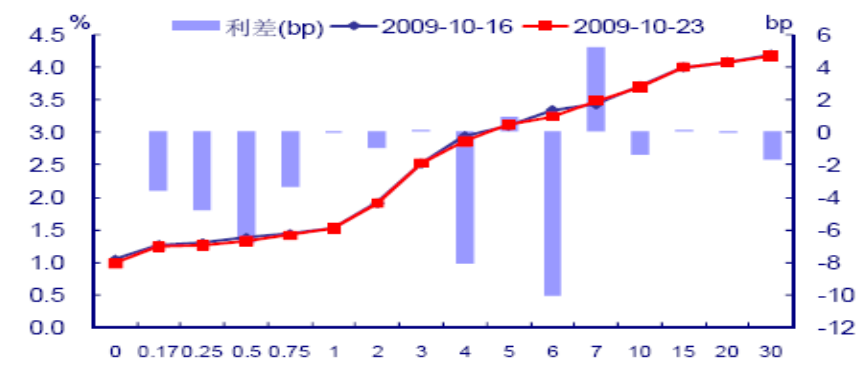
10 月 9 日以来中投行业配置收益为 12.65%，表现弱于基准权重配置收益率的 12.76%。依据投资主线配置的地产和煤炭的超额收益率明显，依据消费热点配置的食品饮料和医药则出现了较明显的负向超额收益率，它们与根据自下而上思路超配的媒体和电信服务共同造成了中投行业配置收益低于基准权重收益。10 月以来中投精选组合累计收益为 14.08%，跑赢沪深 300 指数的幅度为 0.49%。在中投精选组合 20 只股票中，有 11 只股票在 10 月以来跑赢沪深 300 指数。（中投证券 2009/10/26）

五、收益率维持高位 信用债价值初显

央行维持央票发行利率不变

但回笼资金的规模却显著加大，上周央行共计回笼资金 1600 亿元，是 08 年 9 月底以来的最大单周回笼规模。大规模回笼货币可能出于两方面的考虑，一是 9 月份银行贷款超预期，央行通过净回笼对流动性适度收缩，二是“十一”长假跨过了两个交易周，两周累计净投放资金 3100 亿元，因此央行在随后的两周连续净回笼来对冲之前的多余资金。

图表：银行间固定利率国债收益率曲线



资料来源：中国债券信息网

上周银行间市场回购利率连续下行

至周五，隔夜和七日加权回购利率分别较前一周五下行了 8bp 和 10bp，隔夜和七日加权回购利率已分别回落至 1.2% 和 1.5% 下方，与 9 月中的水平接近。新股申购的减少是导致近期回购利率下行的主要原因。总体看来，银行间市场资金依旧比较充裕，新股申购的节奏对回购利率是脉冲式影响。

体现通胀预期的长期收益率水平处于上升通道中

10 月初澳大利亚央行率先加息的消息和随后公布的国内超预期的信贷数据再度加重了市场对未来国内通胀的预期。长假后的首个交易周，中长期国债收益率出现跳升，5 年期国债收益率轻松越过 3% 的重要关口，10 年期收益率最高升至 3.7%。截至周五的 5 年期、10 年期国债水平仍然达到 3.1% 和 3.69%，已经略高于 02 年以来 3.03% 和 3.60% 的历史均值水平。我们认为鉴于国内经济持续复苏的确定性不断加强，货币政策将向管理通胀预期的方向进行微调，未来几个月内中长期国债收益率还有上行空间。

信用债券收益率的上行步伐比国债还大

9 月初至今不到两个月的时间，5 年期、10 年期 AAA 级企业债的收益率分别上行了 46bp 和 43bp，同期更低信用评级的债券收益率上行更多。收益率的上行导致二级市场上信用债券的价格不断走低。今年上半年发行的企业债券中就有许多在上市后跌破发行价，并不断创出新低。目前信用债券的收益率已经很大程度上提前反映了通胀预期，以 AA-级企业债为例，当前的 3 年期收益率水平已经达到 5.44%，而 08 年上半年 CPI 高达 8% 时，其收益率水平

最高也仅为 5.9%。所以从买入持有的角度看，一些信用债券已经具有一定的价值了。(银河证券 2009/10/26)

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

免责条款：

《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

PINGAN

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