

■ “深化金融供给侧改革 推动保险资管业高质量发展”系列专栏

## 探寻中小保险资管公司发展之路

# 用创新赢得先发优势 用专业穿越周期颠簸

□长城财富董事、常务副总经理 王佳鹏



小荷才露尖尖角。作为一家2017年才正式开始债权计划、股权计划等市场业务发行工作的保险资管公司，长城财富自成立之初，就在积极探索保险资金与实体经济的对接问题。毋庸讳言，与成立较早的大型保险资管公司相比，中小保险资管公司在诸多方面存在劣势。但令人欣慰的是，在短时间内，长城财富就逐步摸索出了一条适合自己的发展之路，取得了一系列可喜成就，一言以蔽之，即用价值挖掘实现双赢、用创新赢得先发优势、用专业穿越周期颠簸、用合规确保行稳致远。

### 深入价值挖掘

#### 实现险资和实体经济双赢

长城财富市场化业务制定了“回归保险资管本源、做全生命周期安全项目”的目标。我们认为，保险业务已经回归了“保障”职能，保险资管业务更应该向合规、安全的方向前进；与此同时，保险姓“保”，保险资金不是为了服务而服务，首先要保证资金的安全，在资金安全的基础上谈服务，保险资金为实体经济提供健康的“血液”，实体经济为保险资金提供安全的回报，实现保险资金和实体经济的双赢。

作为后发的小型保险资管公司，如何与征战多年的大保险资管竞争，一直是长城财富公司思考的问题，金融街集团领导和长城人寿领导十分重视市场化业务的发展，同时对风险控制要求十分严格。从控制风险角度坚持风险不下沉，坚持做“小而精”、“小而

美”的项目，不搞“大水漫灌”，不盲目追求规模，在价值发掘中寻找企业的核心竞争力，为实体经济的核心竞争力提供持续有力的资金支持。

### 不搞价格战 用创新赢得先发优势

作为小型保险资管公司，长城财富不扎

堆、不搞重复竞争、不搞价格战。我们很清楚，在价格战中小型保险资管公司无生存余地，也只能被行业吞没。我们的制胜策略是在时间、交易结构、企业、区域等方面做到创新，争取做到“相同产品、价格最优”、“相同时间、交易结构最优”的先发优势。在此方面，我们已经拥有了较为丰富的实践经验，取得了一系列“实战”成果。

以济南城建项目为例。2018年《国务院关于山东新旧动能转换综合试验区建设总体方案的批复》下达，我司第一批进入相关项目和企业进行对接，创新性地为企业和项目设计交易结构，落实资金方案。最终为济南新旧动能转换的基础设施建设项目“济南市济泺路穿黄隧道工程项目”和“济南齐鲁大道北延工程项目”提供了启动资金支持，为连接济南新旧城区铺平了道路。

### 坚守正确理念 寻找穿越周期的标的

2018年初，很多金融机构对于债权计划产品等持有不同意见，部分机构甚至停止了债权计划等产品的发行工作。但是长城财富市场化团队坚持认为，所发行的债权计划产品从中长期看是没有问题的，对公司、对行业从长期来看是有利的。最终，我们在当年实现了项目大面积成功发行。在已经发行或者正在流程中的项目中，资金投向包括雄安新区、粤港澳大湾区、济南新旧动能转换等，使得保险资金真正用到了支持国家经济建设的多个方面。

服务实体经济是一个长期的过程，金融环境、政策、服务企业等均可能发生变化，作为具备长线资金优势的险资，不得不面对宏观环境和经济周期波动的影响，险资在保证合法、合规和不增加政府债务的基础上，选取经营稳定和具备长期自身造血能力的实体经济至关重要。中小保险资管公司抗风险能力较弱，要更加需要慎重的选取合格企业。长城财富市场化团队通过多年的学习和实践，形成了一套适合险资的投资理念，选取合格企业，为实体经济添砖加瓦。

### 监管指明方向 险资运作更加“阳光化”

银保监会、中国保险资管协会为我们债权计划、股权计划等产品的发行指明了方向，长城财富2018年加强了基础设施领域项目的储备和推进，而且2018年成功发行的项目多数为基础设施项目，减少了不动产项目的发行。在严控风险的基础上，优先支持服务实体经济的项目落地。

与此同时，回归保险资管本源，加大了债权计划、股权计划等产品的投资和发行，相应地减少了其他产品的投资。通过债权计划产品，直接对接实体经济的具体项目，资金用途一目了然，按照监管要求，资金直达项目层面，真正用到项目中去，健康“血液”直达实体经济，发挥险资长期资金的优势，为实体经济全生命周期提供资金支持。

## 中签率料显著提高 不再是无风险收益

# 科创板网下打新攻略：收益关键靠择股

□本报记者 赵中昊

在科创板筹备如火如荼之际，打新备受市场关注，各类机构也在积极备战科创板打新。机构人士认为，随着网下配售比例的加大，预计科创板打新网下投资者中签率显著高于A股，而科创板打新也不再是无风险收益，关键在于择股。

### 科创板机构中签率料提高

某券商经纪业务负责人表示，个人投资者需开通资格才能参与科创板网上打新，而且网上配售数量较少。对个人投资者来说，中签率与现有A股打新中签率差别应该不大，有一定难度。因此个人投资者还需通过基金间接参与网下打新。

招商证券指出，科创板打新制度具有如下特点：首先是网下配售比例高；其次是参与网下配售的投资者为各类专业机构投资者，将个人投资者和一般法人排除在外；第三是对于参与网下打新投资者的条件，除私募基金外，其他目前并未给出明确的定量要求。

影响打新收益率的因素主要包括配售比例（即中签率）、新股涨幅和融资规模。而中签率受网下发行比例、投资者参与数目、有效报价比例等多个因素影响。

华宝证券指出，对比A股现有的首发规则，科创板网下打新有利因素主要有：发行比例更倾向网下投资者；网下投资者范围将个人投资者排除在外，期货公司、银行理财处于政策待明朗区域，投资者范围显著缩小；上市涨幅限制放松或使市场情绪得到更大释放。

新时代证券认为，随着网下配售比例的加大，预计科创板A、B、C三类投资者的中签率显著高于A股。不过，华宝证券认为，降低战略配售门槛、试行跟投制度或分流网下获配数量，而新股定价采用询价方式或提高首发行盈率、挤压后续上涨空间。

### 精选标的关乎打新收益

分析人士指出，由于首发行盈率的限制，2014年至今，A股市场普遍存在折价发行，叠加上市初期的市场情绪刺激以及市场长期形成的零破发思维惯性，导致上市初期的成交量较低，且通常股价会迎来多个涨停板，不考虑底仓市值的波动，2014年之后，A股打新渐成无风险收益。科创板打新也会如此吗？

新时代证券指出，市场情绪或推动科创板

开闸初期首日涨幅较大，长期将收窄。在经历上市初期的情绪刺激后，科创板定价体系后期有望逐步回归理性，且科创板上市首日无涨跌幅限制，资金经过充分博弈后，股价有望快速达到合理位置。从注册制推行时间较长的海外成熟市场的经验来看，科创板打新收益率长期看不再是无风险收益率，新股上市后的股价表现出现分化，上市首日存在较高的破发风险，需要机构投资者对上市公司的合理价值进行判断。

招商证券认为，不同类型机构打新收益率的差异会受到其产品管理规模的影响，产品规模越高会相应降低其打新收益率。另外，科创板上市公司的涨幅也会很大程度影响投资者的打新收益率，而市场化询价定价机制下，新股上市后表现差异会相对明显，所以精选上市公司对投资者而言至关重要。

## 国泰君安：市场短期维持横盘震荡

□本报记者 陈健

6月5日，以“决胜，2019！”为主题的国泰君安中期投资策略报告会在上海举行。对于未来A股市场的看法，国泰君安证券研究所所长黄燕铭指出，横盘震荡还要延续，目前横盘震荡已经走了两波，这一轮一共有五波，震荡时间大概要在两三个月左右。具体点位看，2700点不太会突破，基本上能够守住，上证综指有望徘徊在2800—3000点之间。投资上建议以配置策略为主，主要方向在消费和科技类股票。

### 对后市不悲观

黄燕铭表示：“去年A股上证综指在2440

点、2500点的位置，是由于投资者极度恐慌状态下砸出来的。但今天来看，几乎所有机构和个人投资者，都处于离场心有不甘；大规模进入，心里也不愿意的状态，整体看，情绪跟去年是不太一样的。”

在黄燕铭看来，考虑到市场的诸多因素，上证综指在2700点之上，基本是能够稳的住的，或者说基本上A股市场的运行区间就在2800点—3000点之间。接下来，整体上还是建议以配置型思维去做投资。

“我们对未来三个月到六个月以后的A股市场，比较看好，并不悲观。现在这个位置上，建议投资者做适度配置，对后市还是抱有期待的。”黄燕铭表示。

### A股已进入战略配置时点

就我国下半年宏观经济形势，国泰君安证券研究所全球首席经济学家花长春表示，从年内节奏上看，第二、三季度经济有下行压力。不过，中国经济仍将保持较好韧性。预计四季度对冲政策或使得经济企稳。

对于下半年A股投资策略，国泰君安证券研究所全球首席策略分析师李少君表示，当前A股估值具有相对吸引力，从盈利周期和风险溢价周期两个角度来看，风险溢价周期已过高点，盈利周期已过低点，今年有望进入上修趋势中，当前A股已经进入绝好的战略配置时点。

近期北上资金出现较大规模流出，对此，

李少君看来，相信短期不确定性因素不影响A股进入战略配置绝佳时点的判断，也相信外资流入新兴市场、流入A股的大趋势短期之内不会逆转，随着短期不确定性因素的落地，A股重新进入上行趋势，外资流入预计将会加速。

投资策略方面，李少君推荐两条主线：首先，优选进攻风格。风格向消费和成长轮动过程之中，消费看好盈利—估值性价比高的家电/食品饮料、中观景气度高的猪、鸡、白糖，成长看好政策扶持、自主可控的通信/计算机。其次，兼顾稳健防御。看好低估值、稳盈利的银行、保险。此外，主题层面，推荐政策方向确定、节奏上有可能超预期的燃料电池、车联网和国企改革。

## 头部券商大快朵颐 中小券商突围新赛道

□本报记者 罗晗

今年5月，IPO首发过会率达100%，11家企业上会，11家全过，成为罕见的“满分月”。今年以来，IPO首发申请的过会率显著提升。不过，分析人士表示，当前的高过会率暂时来不及“拯救”券商IPO承销保荐业务——1—5月，仅有30家券商获得IPO承销及保荐收入，共计24.26亿元，同比下滑14.45%。

### 七成券商保荐承销交白卷

对于券商投行来说，8家券商保荐的11家企业过会率100%。单月100%过会率实属罕见，上一次出现还是2016年8月份。这8家券商中，中金公司表现亮眼，独揽其中3家——卓胜微、三只松鼠与海油发展。此外，招商证券也表现不俗，是两家企业的主承销商。

今年以来，IPO首发申请过会率明显提高。

1—5月，共有43家首发企业上会，38家成功过会，过会率达88.37%。近十年来，仅有2016年与2015年的过会率高于当前水平，上述两个年份，A股IPO过会率分别为92.47%和89.24%。相关数据显示，1—5月，招商证券、中金公司等19家券商的IPO项目过会率达100%。其中，中金公司、招商证券成最大赢家，均有4家企业首发过会。中信证券、东兴证券、光大证券分别有3家企业过会。

但值得关注的是，据东方财富Choice数据，2019年1—5月，共计30家券商成功保荐55家企业首发上市，合计募集资金达477.32亿元，获得IPO承销及保荐收入共计24.26亿元，同比下滑14.45%。今年前5个月，92家具有保荐资格的券商中，只有30家券商“喜获”IPO承销及保荐收入，62家券商“颗粒无收”。

2019年1—5月，IPO承销及保荐收入最高的是中信证券，达4.59亿元。长江证券承销保

荐成为今年的行业“黑马”，承销保荐收入从去年同期的2000万元“逆袭”至本期的2.05亿元，夺得亚军。收入在1亿元以上的还有中金公司、东兴证券、招商证券，分别揽入1.67亿元、1.65亿元和1.14亿元的承销保荐费用。中金公司去年1—5月曾以5.51亿元的承销保荐收入夺魁，但今年却未能挤进前五。

### 中小券商瞄准精品化投行

“招聘科创板业务总经理，60万—100万，硕士及以上学历，3年以上工作经验。”今年3月，某证券公司的招聘信息引起关注。中国证券报记者了解到，面对科创板带来的机遇，中小券商投行十分重视，不惜高薪“挖人”，以快速构建团队。

中小券商的“科创板之路”能否顺利难以预知，但对它们而言，在当前资源向头部券商集中的背景下，“科创板”是一场必打的仗。

2019年1—5月，IPO承销保荐费收入前五名合计为11.11亿元，占前述30家券商该项收入总和的45.81%；前十名共计揽入IPO承销保荐费15.36亿元，占比63.32%，行业集中度凸显。

面对激烈竞争，券商投行未来或可着眼于差异化打法。“大型券商将深化全产业链模式转型，构建以股权融资、并购咨询、资产证券化、项目融资、风险投资为核心的‘大投行’运作模式，延长业务链条、拓展服务周期，为客户提供全面综合的金融服务解决方案；中小券商将探索特色化、专业化的产品券商之路，在产品、客户、区域和渠道方面构筑独树一帜的特色，开辟与大型券商差异化的发展路径。”华泰证券指出。

当前，中小券商投行确实正在发力新业务。在上交所已经受理的科创板项目保荐机构名单中，出现了不少中小券商身影，中天国富、中德证券、德邦证券、首创证券、东莞证券、英大证券等中小券商均榜上有名。

## 保险业综合偿付能力三年来首次回升

□本报记者 程竹

银保监会相关人士日前表示，截至2019年第一季度，保险业综合偿付能力充足率首次上升，改变了过去行业综合偿付能力充足率持续下降的趋势。不仅如此，据悉银保监会正在开展偿二代二期工程建设，并探索在资本计量中更好的引入调控性特征因子，提升保险业对实体经济的服务质效。

### 偿付能力回暖

银保监会相关人士指出，2016年偿二代实施以来，保险业综合偿付能力充足率呈下降趋势。2017年第二季度之前，下降速度略快，每季度平均下降5.5个百分点。2017年第二季度之后，下降速度明显放缓，每季度平均下降2个百分点。2019年第一季度，保险业综合偿付能力充足率首次上升，改变了过去行业综合偿付能力充足率持续下降的趋势。

“保险业综合偿付能力充足率回暖，主要是监管部门经过多措并举、集中治理，保险业激进经营和市场乱象得到有效遏制，转型发展取得明显成效。”一位险企人士对中国证券报记者表示，自2016年以来，随着行业监管趋严，中小险企依靠中短续期理财产品快速扩张的弯道超车模式难以再现，行业市场竞争格局得到改善。

相关数据显示，2019年第一季度，保险业综合偿付能力充足率232.6%，与上季度末相比提高3.9个百分点，其中寿险行业综合偿付能力充足率227.5%，财险行业综合偿付能力充足率269.2%。

东方金诚表示，百年人寿和珠江人寿于2019年3月发行资本补充债券，偿付能力危机暂时得到缓解。2019年第一季度，综合偿付能力充足率低于监管线的仅有中法人寿1家，但部分险企趋近监管120%的重点核查线。预计行业偿付能力持续充足，偿付能力充足率保持在较高水平。

值得注意的是，一些资产驱动负债型险企偿付能力将面临承压，对于销售大量的中短期存续业务的人身险公司，高结算利率以及高销售费用造成负债端成本很高，利润率很低、甚至有可能产生利差损风险，未来将使得偿付能力充足率下滑。

### 保费稳健增长

分析人士认为，整体来看，在经历转型调整后，保险业有望进入平稳发展期，保费收入保持稳健增长。

兴业证券分析师傅慧芳指出，寿险公司今年4月份的单月保费增速较3月有所回升。寿险公司4月单月保费收入为1691亿元，同比增长9.6%，较3月增加了3.4个百分点。产险公司4月单月保费增速保持稳定，上市险企中人保财险的增速高于同业。产险公司4月单月实现保费收入1047亿元，同比增长9.3%，较3月小幅增加了0.6个百分点。资产配置上，4月险资主要增加了债券配置的比例，预计与长端利率的回升有关。4月份期国债收益率从3.1%回升至3.4%，这可能是险资4月增加较多债券配置的主要原因。

东方金诚认为，目前来看，保险业利润增长依旧主要来自上市险企。部分资产驱动负债型险企承保端利润较小，且盈利能力存在不足，未来经营业绩将持续承压。

业内人士指出，展望下半年，保险业负债端业务转型升级持续推进，保费收入回暖并有望保持稳健增长。目前长端国债利率企稳，股市估值处于修复阶段。在此背景下，保险业投资端有望改善，有利于其经营业绩的回升。同时，十年期国债收益率750日移动均线依旧处于上行通道，险企准备金边际提取增加压力较小，准备金计提预计不会对其利润增速造成负面影响。

“上市险企续期保费占比和新业务价值高，保障产品将后续发力，规模、成本和投资优势明显将使其盈利能力保持较强水平；而中小险企分化将加剧。”北京一家保险公司相关人士表示。

### 偿二代二期工程料年底实施

保险业的规范发展，离不开监管部门对行业的综合施策，瞄准关键环节加强监管。据悉，银保监会正在开展偿二代二期工程建设，并将研究和探索在资本计量中更好的引入调控性特征因子，提升保险业对实体经济的服务质效。

平安证券分析师刘志平表示，偿二代二期资产风险穿透式监管当前整体项目工作处在测试校验阶段，预计在2019年年底前出台正式方案并开始试运行。

据了解，偿二代二期工程关于资产风险穿透式监管的框架将从资本要求和信息披露两个方面来开展，主要包括向下穿透、风险穿透和穿透核查。以风险穿透为例，要层层计量最低资本要求，看穿风险实质，增加通道业务和嵌套结构的资本计提水平，反向抑制复杂结构与风险不清的投资行为。

“目前来看，险资非标资产占比已处高位，资产风险将实行穿透式监管。”刘志平预计。

近年来，在整体利率下行的大环境下，保险公司对非标资产的配置持续增加。从行业范围来看，资金运用余额中其他资产占比已达到39.0%，上市险企中国寿、平安、太保、新华等2018年底非标资产配置占比分别为21.8%、17.0%、24.4%和32.3%，处于相对较高水平。

刘志平认为，前期市场一度担忧非标资产的风险情况，而穿透式监管能够比较有效地解决这些问题。穿透式监管框架目前主要包括资本计量规则和信息披露规则两方面，其中资本计量规则包括：一是对非基础资产进行全面穿透；二是彻底穿透，从严从紧，仅有极少数满足一定投资方向及分散要求的非基础资产可以原则上市豁免穿透；三是穿透信息可获取且计量依据充分可靠。