

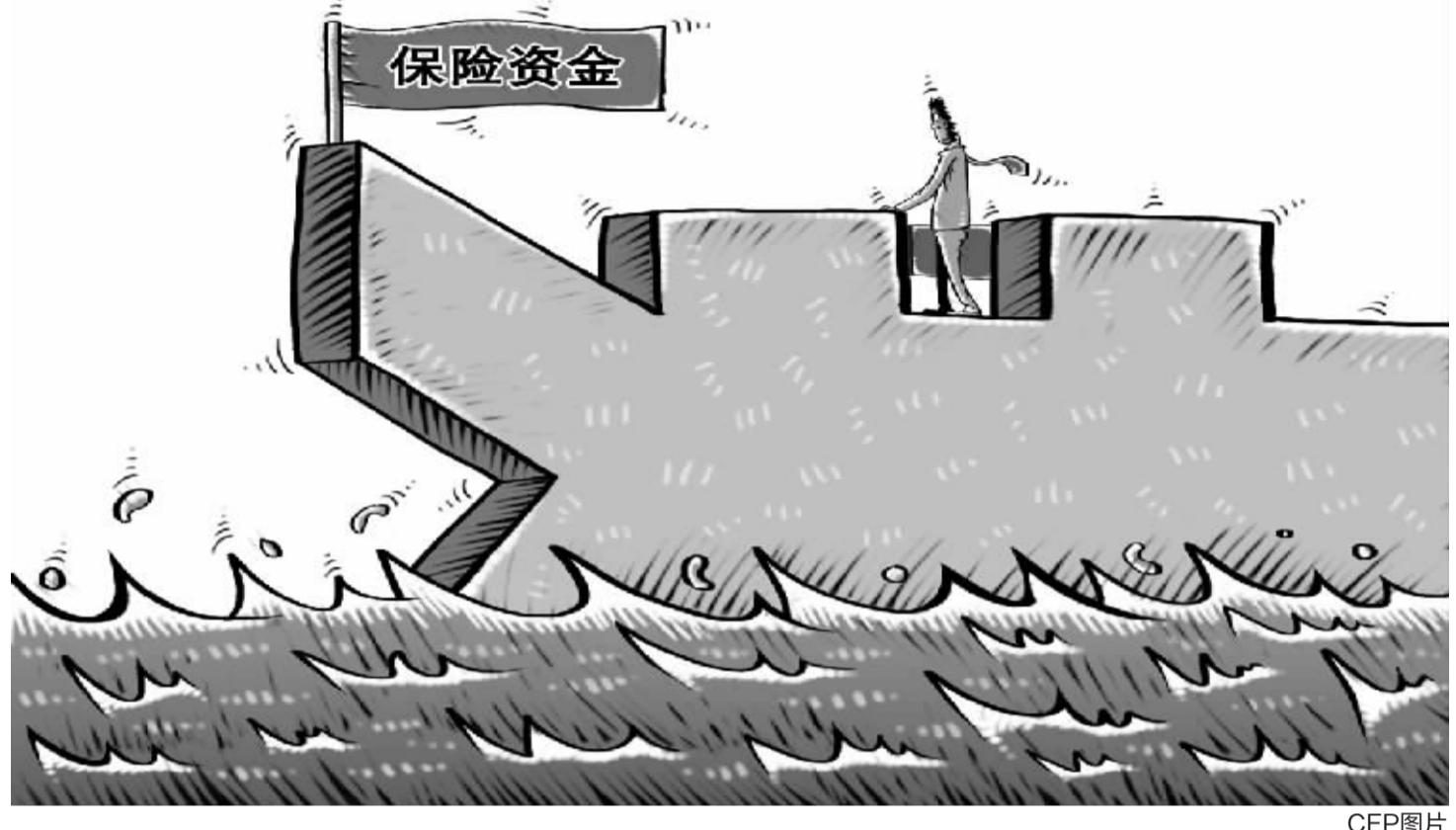
# 资产配置全球化 险资大手笔海外“扫货”

□本报记者 李超

3月21日,万豪集团再次提价,对美国豪华酒店业巨头喜达屋集团的竞购博弈再进一步。由中国安邦保险集团、春华资本集团以及美国J.C.Flowers&Co.三家机构组成的投资联合体会不会反制仍存悬念。因为在4月8日喜达屋股东对万豪报价进行最终投票之前,投资联合体仍可以提出新的收购要约。

以安邦保险为主要投资方的联合投资体竞购喜达屋,引发险资再度“出海扫货”的议论,表明中国保险资金海外投资热情不减,而在宏观经济环境及行业发展的背景下,此类投资在保险资金组合配置过程中占一席之地的趋势也愈发明显。分析人士认为,全球化的资产配置增量将扩大保险投资空间。随着人民币国际化推进以及境内外市场联通、联动加强,保险资金走出去的投资渠道和空间更为乐观。

与此同时,保险机构对于海外投资的品种选择也在谨慎评估,对于公开市场权益类产品、外国公司债券、股权投资基金、部分区域房地产的关注度有所提升。除部分区域房地产标的的显现投资价值外,可供投资的多元化标的也值得关注,保险机构将考虑在品种遴选上循序渐进,谨慎选择。此外,险资也在关注海外投资的额度问题,希望能择时适度扩大海外投资规模,实现投资的组合优化配置。



CFP图片

## 险资海外谋配置增量

美国酒店巨头万豪集团和喜达屋于3月21日发布声明,在万豪集团再次提价后,喜达屋接受万豪提出的新并购要约。修正后的报价超过包括以安邦保险为主要投资方的投资联合体上周提出的每股78美元修正报价。根据万豪提交的最新收购报价,喜达屋集团将获得每股21美元现金和0.8股的万豪集团股票,总价为136亿美元。喜达屋旗下拥有W酒店、瑞吉以及喜来登等品牌,而万豪拥有遍布全球74个国家和地区的超过4000家酒店,旗下品牌包括万豪、万丽、万怡、丽思卡尔顿等。

2015年11月,万豪集团与喜达屋初步达成并购协议,当时的报价是喜达屋获得每股2美元现金和0.92股的万豪集团股票。根据新协议,如果喜达屋最终选择接受其他公司的收购,须向万豪支付的解约金将从此前的4亿美元提高到4.5亿美元。2016年3月10日,由中国安邦保险集团、春华资本集团以及美国J.C.Flowers&Co.三家机构组成的投资联合体向喜达屋提出非约束性收购要约,报价为每股76美元现金,此后又在3月18日将价

格提高至每股78美元现金,总价约为132亿美元。

交易表决尚未落槌,联合投资体和万豪双方的竞购已成为资本市场关注的焦点。以安邦保险为主要投资方的联合投资体半路杀出,引发险资再度“出海扫货”的关注。多方市场观点认为,从已有条件来看,双方在竞购中各有优势和劣势,交易将如何完成尚待观察。

分析人士表示,安邦保险所在的投资联合体相比万豪国际给出了更高的现金收购溢价,说明通过全现金报价的方式投资的意愿强烈,作为中国保险资金海外投资的新动作,这说明保险资金在全球寻求合适投资对象的意识渐趋明朗和成熟。据中国证券报记者了解,在海外投资中,多路保险资金都在寻求类似安邦保险一样的业务增量空间。特别是已经获批相应投资资格的保险机构,都在尝试依靠自身的资源和优势,以合宜的方式切入海外资产。

此前,安邦保险完成多笔对海外金融机构、房地产项目的投资。2014年至今,安邦保险先后收购比利时德尔塔-劳埃德银行100%股权,以及

以19.5亿美元从希尔顿手中买下纽约华尔道夫酒店,收购比利时FIDEA保险公司100%股权,收购荷兰VIVAT保险公司100%股权,收购美国信保人寿,收购韩国东洋人寿并保持东洋人寿上市地位。

多位保险资管人士认为,全球化的资产配置增量将扩大保险投资空间。随着人民币国际化推进以及境内外市场联通、联动加强,保险资金走出去的投资渠道和空间都较为乐观。公开资料显示,截至2015年12月末,共有49家保险机构获准投资境外市场,投资余额逾360亿美元,同比增幅超过50%。

政策也在为保险资金“出海”提供越来越多的便利。从2012年以来,支持险资“走出去”的政策不断加码,在可投资品种、投资渠道数量、标的所在地区范围等多个方面逐步趋于宽松,保险资管机构与境外机构的合作也在加深。中国平安、中国人寿、阳光保险、安邦保险等机构都各自寻找海外房地产标的开展投资,如中国人寿、中国平安等保险机构分别收购了伦敦地标性建筑金丝雀10 Upper Bank Street、劳合社大楼。

## 配置品种料循序探索

目前,保险资金海外投资关注的标的日趋多元,业内人士也在探讨当前全球市场环境下精选标的的技巧。在延续近两年投资余额增长趋势的同时,保险资金对于公开市场权益类产品、外国公司债券、股权投资基金、部分区域房地产的关注度也在提升。保监会相关负责人表示,前两者已经分别成为保险资金境外投资股票、债券中的重要部分。

在低利率的市场环境下,分散投资并寻求稳定收益,已经成为保险机构海外投资的共识之一。而保险资金海外“取经”之路仍待进一步发掘。北京保险研究院发布的报告认为,中国保险资金海外投资比例较低,范围有限,投资占比与监管提出的15%比例标准相比还有差距。从投资区域来看,投资香港市场较多,港币

资产占比最高。从投资品种来看,权益类资产是主要投资品种,在股票、股权和权益类的产品占比最高。此外,海外投资中还有很大一部分投资于“中国概念”资产,并没有真正达到分散风险的目的,一些资金尚未真正投资到海外的优质资产上。

目前,房地产成为能够调动大笔资金的保险机构关注的焦点。保险公司人士表示,房地产资产由于具有相对稳定的租金收益,与其他资产类别的相关性低、抗通胀等特性,是保险资金战略资产配置的重要资产类别之一。在目前市场流动性充裕、“资产荒”显现的背景下,房地产作为可投资的实体标的,已经变得相对便宜,险资看好其潜在升值空间的话,便会考虑适时出手。但同时,对一些保

险机构而言,房地产投资牵涉多方面的问题。

某保险公司投资部门人士认为,从保险资金的角度看待全球房地产,在战术配置层面,投资中期预期收益要根据未来的宏观经济环境和目前市场估值水平对长期预期收益做合理调整;在战术配置层面,可考虑利用地域、子资产类别、资金结构等投资策略争取获得超额收益。

中国证券报记者获悉,部分保险资管机构仍表示,海外投资将看好发达市场的相对投资优势,但在品种遴选上会循序渐进,依照从发达市场到新兴市场、从权益类资产到固定收益类资产等顺序推动投资工作,并审慎评估如何从直接投资和委托投资中进行选择。

## 海外投资额度受关注

北京保险研究院发布的报告认为,由于受到当地政治法律因素、经济因素、社会文化因素和技术因素的影响,海外投资的企业面临着比当地企业更大的风险,如所有权征收风险、经营风险、汇兑风险等,此外税收制度、外汇制度、劳工问题等也存在风险,因此国际化的企业有更为强烈的转移风险的诉求。

实际上,保险资管机构正在密切关注海外投资的额度问题。某机构人士对中国证券报记者表示,国内股市波动延续,债券收益率普遍出现下行,使得非标资产和海外投资受到保险资金更多关注。在人民币贬值预期可能延续的判断下,加大海外投资成为避险的选项之一,部分保险机构已经认为有申请追加QDII额度

的必要,“额度紧张”可能成为未来一段时间内部分关注海外投资机会的保险公司所面临的一大挑战。

近期,保监会发布《关于修改保险资金运用管理暂行办法的决定(征求意见稿)》,将原暂行办法中有关海外投资的表述修改为“保险资金从事境外投资的,应当符合中国保监会、中国人民银行和国家外汇管理局的相关规定。”“保险资金投资以外币认购或交易的股票,由中国保监会另行规定。”前述机构人士表示,外汇管理不仅关乎保险资金海外投资操作,对于公募基金等机构的业务调整也将有所影响。

平安证券分析师缴文超预计,保险资产配

置比例将维持平稳,资产配置之间大比率转换现象不会出现。

保险资管人士认为,整体上,险资海外投资仍将延续不断扩大的趋势。负债端新增的保费和资产端到期的资产,都存在再投资的需求和压力,而海外投资是重新配置的一个重要选项。保险资金今年的海外投资增速有望超过去年水平,特别是海外部分地区的不动产,依然会有可观的投资收益率空间,另外,一些金融产品也具有升值潜力。外汇方面的掣肘只是短期现象,随着相关政策的推进和制度的完善,保险资金依然将在谨慎研判市场大势的同时,适度扩大海外投资规模,实现投资的组合优化配置。

## 保险迎供给侧改革红利 组合配置寻求破题

□本报记者 李超

对于保险业而言,供给侧改革的机会正成为热点话题之一,相应的机会也渐被重视。分析人士认为,险资进入实体经济得以“开闸放流”,保险资管行业市场化进程将加速,非标投资和海外投资也将迎来新的空间。未来,资产配置将殊途同归,“股权+非标+境外”是共同取向,股权投资路径则将出现分化。

### 股权投资路径将分化

华宝证券分析师艾潇潇表示,从增速趋势来看,2008年以来大部分年份,保险总资产的增速都在20%左右,保险资金投资渠道逐步开放并多元化,重点领域保险业务发展加快,保险的经济助推器和社会稳定器作用日益凸显。保险资金投资收益稳步攀升,2015年,险资投资非标的占比也开始超过投资银行存款的占比。随着险资参与非标市场的程度逐渐深入,保险行业投资收益率的水平将逐步增加。

艾潇潇认为,保险资管行业市场化进程将加速。资产配置监管审慎,提前防范流动风险。保险资管公司获得“公募”和“私募”双牌照,进一步促进保险资管公司投资渠道和产品创新,为险资进入实体经济“开闸放流”。此外,随着中国保险业的大力发展和国家对险资领域的放开,海外投资的快速发展将成为保险业的“常态”。

长江证券研究报告认为,保险业正迎来供给侧改革和主动繁荣的时机。在负债端,保费的高增长来自绝对优势和相对优势两个方面。一方面,在利率向下的环境下,保险产品的收益率具有绝对优势。另一方面,不同金融产品之间的差异越来越小,但政策在免税或者税收递延方面赋予了保险产品相对优势。

报告提出,在资产端,认可负债路径分化,从海外经验来看,提升杠杆依然有

空间,通过保险理财未来去做综合资产管理业务是一条可能的路径。未来,资产配置将殊途同归,“股权+非标+境外”是共同取向,股权投资路径则将出现分化。

### 配置需与国家融资结构匹配

对于在“资产荒”环境下,保险资金运用该如何突围的问题,业内人士正在探讨通过优化投资组合破解的可能。长江证券分析人士表示,在较长时期内,保险机构会持续追求相对高收益的资产。整体而言,现在股权投资占比比较低。在2016~2017年,股权投资在保险公司的资产负债表将占有较大比重,这部分资金也将对未来股票市场产生重要影响。而在风险可控的情况下,“二级市场举牌”的业务模式可能会被一些保险公司继续采纳。

人保资产管理公司相关负责人表示,寿险业的资产负债错配风险不可能完全化解,主要是由于资本市场的客观限制和保险负债的天然特性所决定。“资产负债错配并不是一件非常严重的事情,只有错配程度很高或者利率出现连续非预期的下行趋势的时候会加以特别关注。在这种外在环境下,对保险公司来说核心内生变量就是资产和负债的管理模式。”

该人士认为,对中国保险市场来说,一个庞大的增量市场是每个机构首先关注的,在这种情况下,同业竞争也会更加激烈,未来盈利的源泉是在低利率的条件下不断摊薄成本。寿险合同特征决定了负债成本具有显著的粘性,寿险产品包含固定的保证利率和浮动利率,浮动利率调整频率越低,负债成本的粘性越高。为营销需要和减少退保风险,结算利率和红利的波动性也不会太大,一般会滞后于实际投资收益率变化。而且保单的一些产品特征也会增加利率下行周期中负债成本的粘性。

业内人士认为,作为金融市场上最大的长期机构投资者,保险资金大类资产配置需要考虑与国家融资结构相匹配,目前直接融资占比的上升及间接融资占比的下降对保险资金的配置是很大的机会。

## 配置占比呈现上升趋势 险资另类配置多路出击

□本报记者 李超

在险资面临2016年再投资压力的背景下,另类资产和海外资产正在成为股、债之外保险资金尝试发力的重要出口,而前者更是成为保险资金眼中获取稳健收益的理想选项。业内人士表示,部分保险公司在另类资产配置方面,已经初步规划从至少

地方产业基金、PPP项目、产业并购、盘活金融机构存量资产、股权投资等五个方面进行布局。在未来非标资产的配置上,保险资金将关注政府信用、企业信用、银行信用、资产信用四个方面的问题,通过多方安排寻求投资机会,另类资产配置占比将呈现上升趋势。

### 布局另类投资

中国证券报记者从业内获悉,部分保险公司在另类资产配置方面,已经初步规划从至少五个方面进行布局。某保险机构人士判断,“十三五”期间,地方产业经济转型将获得政策扶持,保险机构计划成立一些地方产业基金,并将地方政府信用和地方商业银行信用纳入产业基金。

其次,PPP项目也将成为保险资金关注的领域之一。“PPP项目是做结构化投资的重要方向,我们优选纳入政府采购中的PPP项目。典型做法是跟地方央企成立联合竞标体投标地方PPP项目,合作伙伴可以提供增信。甚至可以提供杠杆,险资能够提升整体收益率。”业内人士透露。

再次,产业并购有望受到险资青睐。中国证券报记者获悉,在经济处于下行周期的判断下,产业整合被险资视作投资的好时机。机构将考虑选择与一些行业内的龙头企业合作,为产业链上下游或者平行并购提供资金,由合作伙伴提供信用及退出安排。医疗、健康等与保险协同效应较强的行业将成为重要方向。

其他金融机构的存量资产盘活也为保险资金提供机会。据介绍,基于目前保险与其他金融企业通过合作建立起来的获取资产的便捷途径,险资已在考虑接纳部分存量资产,通过盘活运作获取收益。

另外,股权投资也有望出现更多进

展。业内人士表示,2015年,一些资产管理公司成立了股权投资部门,将成为未来险资配置资产的重要力量。很多优秀企业也希望险资成为股东,从而在客户资源、数据资源等方面形成协同效应。

### 四类信用安排引险企关注

中国太平另类投资部门负责人表示,另类资产主要包括两类大的资产,非标产品和股权。近年来,因为传统市场上的资产配置收益率较低,且波动性非常强,险资倾向于通过增加配置非标产品,提升综合收益率。在“资产荒”面前,保险公司的风险识别和处置能力亟待提高。

该负责人表示,险资在非标资产配置上,应当强化核心因素,弱化其他交易要素,并关注政府信用、企业信用、银行信用、资产信用四个方面的问题。“政府信用包括政府预算、政府公开服务采购或者政府应付款做质押等。企业信用方面,我们以前只看AAA级企业的担保,现在会参考很多其他的增信方式,比如远期回购协议等。银行信用方面,我们现在正在跟银行谈一些新的合作方式,例如差额补足方式、流动性支持方式,这样能够大大降低企业寻求银行担保的成本。资产信用方面,最简单的就是抵押和质押以及优先、劣后的安排。”

近两年来,另类资产在保险资产配置中占比逐步上升,部分大型保险机构的相应比例达到约20%。分析人士认为,PPP在另类资产的比重会越来越高,其本身规模大的特点比较适合保险机构介入。但在某些情况下,PPP应当根据它的产品结构和特点来具体确定,而不能简单划为某一个大类资产。整体来看,另类资产在保险总资产中的占比将呈现上升趋势。

对于险资参与股权投资的发展前景,中国平安相关负责人表示,任何一个大型的或控股形式的股权投资都是出于战略意图,而非处于资产配置的目的。一般来说,保险公司的股权资产会保持相对温和的比例。股权资产的特点决定了保险资金将审慎考虑股权投资,一些战略意图的大型投资是例外。