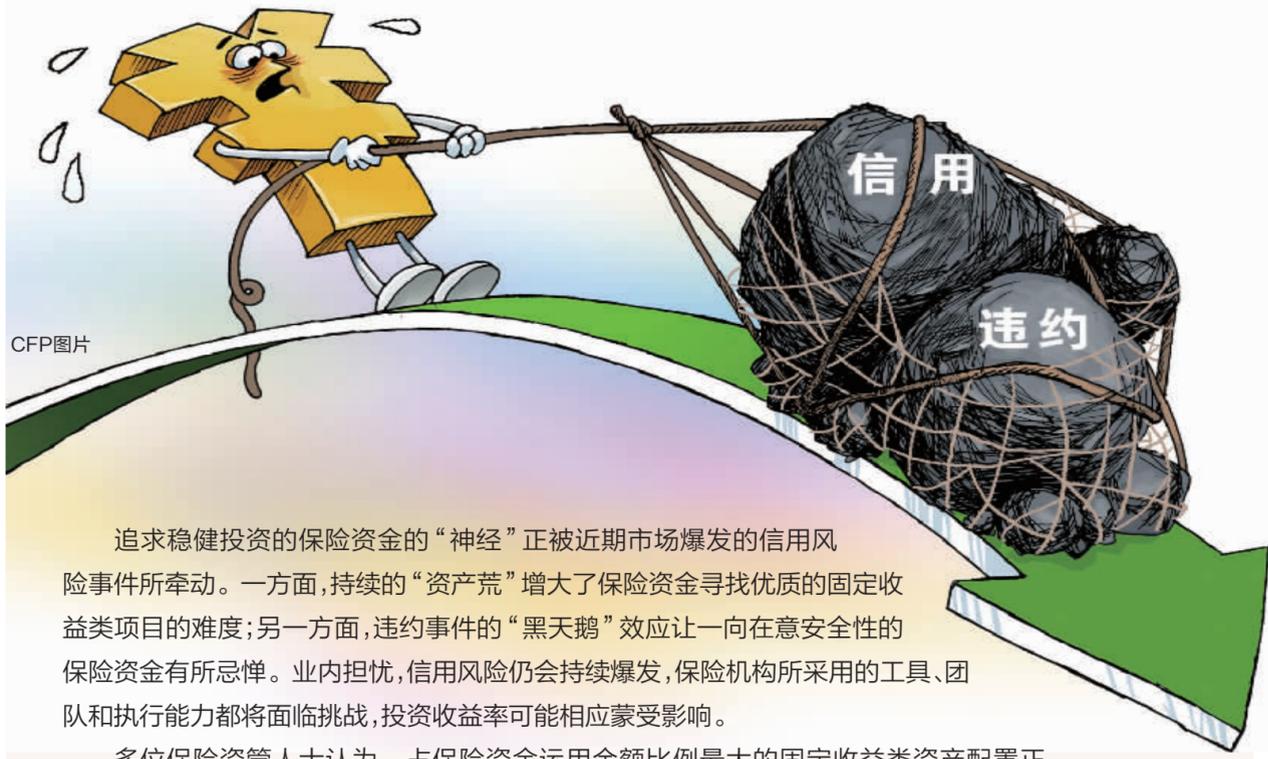


# 债市信用风险牵动险资敏感神经

## 收益与负债成本有倒挂风险 资产配置调整兵临城下

□本报记者 李超



CFP图片

追求稳健投资的保险资金的“神经”正被近期市场爆发的信用风险事件所牵动。一方面,持续的“资产荒”增大了保险资金寻找优质的固定收益类项目的难度;另一方面,违约事件的“黑天鹅”效应让一向在意安全性的保险资金有所忌惮。业内担忧,信用风险仍会持续爆发,保险机构所采用的工具、团队和执行能力都将面临挑战,投资收益率可能相应蒙受影响。

多位保险资管人士认为,占保险资金运用余额比例最大的固定收益类资产配置正面临投资决策压力,大类资产配置或持续失效,资产端收益和负债端成本也有呈现“倒挂”的可能,保险机构应关注利差损、久期缺口等风险,持续优化资产配置结构。此外,可能作为调节整体投资收益率选项的另类投资配置难度加大,保险资金应深入分析资产结构,弄清不同标的的基础资产、风险收益特征及其和自身负债匹配的程度,判断相应风险。

### 固收类投资面临挑战

在保险资金大类资产配置中占据主要席位的固定收益类产品投资,正在因无风险利率下行、信用风险爆发等因素而承受压力。中国铁路物资股份有限公司4月申请公司相关债务融资工具暂停交易一事,再度挑动资本市场神经。债券市场的信用风险暴露成为从事固定收益投资业务的保险资管人士关注的焦点,担忧也有所显现。多位保险资管人士在接受中国证券报记者采访时表示,债券市场近期违约事件频发,增大了保险资金投资的不确定性,为下一步选择投资标的敲响了警钟。

某不愿具名的保险资管人士对中国证券报记者表示,一方面,持续的“资产荒”增大了保险资金寻找优质的固定收益类项目的难度;另一方面,违约事件的“黑天鹅”效应让一向在意安全性的保险资金有所忌惮。在保险资金大类配置中,固定收益类资产普遍占

据优势比例,虽然偶发的个案不代表此类资产的所有品种都是“雷区”,但投资决策将更加审慎。复星保德信人寿保险有限公司资产管理总监赵鹰认为,目前市场信用风险的发生基于几方面情况:一方面是宏观经济增长趋缓,另一方面是房地产、政府融资平台等高成本的融资方式面临瓶颈;此外,政策和产业结构调整也会带来影响。这样的市场环境将考验保险资金对信用风险的判断能力,保险机构所采用的工具、团队和执行能力都将面临挑战。

安盛天平财产保险股份有限公司投资部首席投资官、董事会秘书章俊认为,信用风险接下来可能会持续爆发,未来还会产生结构性变化。国内的行业结构分层已经很明显,产业整合进入中后期,信用风险的爆发也进入后期阶段。

太平洋资产管理有限责任公司副总经理

### 组合配置承压待优化

投资收益压力中长期对行业估值存在一定抑制。”

在此背景下,大类资产配置成为保险资管人士关注的最大交集。章俊表示,此前,保险资金大类资产配置有效性明显,得益于社会上融资需求较多,而从去年开始,保险资金的大类资产配置有所失效。机构投资者拥有较多现金,但项目选择受到限制。在“资产荒”的背景下,这样的失效状态可能在很长的一段时间内都不会改变。在保险机构投资者眼里,市场价格波动可能为财富积累带来风险。

工银安盛人寿保险有限公司首席投资官郭晋鲁表示,对于保险机构而言,市场的资产收益率在下降,利率在下降,但保险负债端的成本没有相应下降,有时候可能反而呈现“倒挂”。保险公司如果纯粹依靠固定收益类投资,将无法满足投资收益要求,所以必须靠

### 另类投资或可调节收益

的调研体系,完善内部评级机制。

余荣权表示,从2015年下半年开始,行业配置另类资产的量有所减少,优质资产数量和项目的收益率都有所下降。目前,保险投资的另类资产主要集中在基础设施债权计划领域和一些股权类的项目。部分保险公司的收益率提高,就与其之前布局了另类投资项目有关。

赵鹰表示,另类资产中绝大部分都是固定收益类资产,保险机构需要分析每一种资产的结构,弄清不同标的的基础资产、风险收益特征及其和自身负债匹配的程度。另类投资面临的压力是信息不对称,因为相关

余荣权表示,保险资金正面对“资产荒”,在投资方面还需要等一等。特别是对增量资金而言,需要根据宏观经济环境、市场流动性、政策等指标,比较历史收益率进行情景分析,从而判断价值出现的配置窗口。如果投资收益率太低,无法覆盖负债端的成本,保险公司也将面临难题。“从统计数据看,现金的周转率越来越低,表明还债的压力越来越大。最近一些信用风险出现,信用债的收益率慢慢在往上走,债券杠杆和一些企业违约都受到关注。大家其实是很担忧的。”

章俊表示,债券仍有继续上涨的空间,投资预期取决于未来调整的幅度。如果调整幅度很大,那么在收益率、票息率很好的时候,保险资金配置一些固定收益类产品,在未来2到3年的预期收益可以得到很好的保证;如果调整的幅度很小,则获取可观收益率就是天方夜谭。

权益类资产配置。但另一方面,如果股票投资亏钱,利差损就会出现,这就要求保险公司做好资产配置。从中长期来看,保险机构同其他金融机构竞争的优势,依然体现为多资产分散化的组合配置。

交银康联人寿保险有限公司投资总监兼资产管理中心总经理汪朝汉表示,如果判断利率周期是向上的,那么第一要务就是要缩短保险资产配置的久期,因为在长周期中,资产会有跌价损失;如果保持长周期资产在配置组合中,当判断有新的投资机会出现时,卖出被占用的资产则会造成大量亏损。

余荣权表示,目前寿险行业资产负债匹配存在久期缺口,主要原因是国内缺乏久期长的优质资产,这将对整个行业构成挑战。保险资产端在“找出路”的过程中,海外投资、另类投资可以起到化解压力的作用。

产品的信息披露不如标准型产品规范、稳定,可能有风险隐藏其中,保险资金需要判断能否承受相应风险。

分析人士预计,2016年险企投资收益或大幅下滑,债券、存款、非标收益率均显著下降,另类投资配置难度加大,利差收窄为大概率事件。准备金折现率的下调对于各公司利润均将产生显著负面影响,而2016年折现率下调的幅度会远超2015年,对业绩形成非常大的压力。保险机构在规划资产负债匹配时,另类投资只能作为调节整体投资收益率的选项之一,具体操作中还面临诸多市场环境带来的挑战。

## 人保集团投资金融管理部总经理盛今预计 A股年内有一定上升空间

□本报记者 李超

中国人民保险集团投资金融管理部总经理盛今在接受中国证券报记者专访时表示,保险资产配置所关注的重点,已由过去解决权益类资产比例的问题,演化为当今考虑国际保险资金投资的最佳实践、所处国家的经济发展阶段和目前的宏观环境、公司自身的资本实力和风险偏好以及管理成本、合理判断和心理预期等四个方面因素的有约束条件的投资行为。如果稳定收益绝对回报能够保持在5.5%到6%,中长期来看就是一个非常有竞争力的资产配置结果。

盛今预计,2016年A股市场整体上是震荡市,上下震荡幅度不会太大。经济先行指标开始走好,为市场继续上行奠定了基础;预计年内还有一定的上行空间,涨幅在10%至15%左右。市场上具有稳定现金流、可以服务保险主业的板块标的值得关注。

### 中长期追求绝对收益

中国证券报:如何看待保险业资产配置的特点?

盛今:保险资管从无到有的过程中,整个保险行业对资产配置的认识实际上也在不断地深化。过去认为资产配置的核心是解决权益类资产比例的问题,因为当时的整个投资品种相对较少,要满足寿险公司解决利差损的需要,在当时的市场环境之下,核心工作是择时调整权益类资产的比例。随着不断地放开资金运用的渠道,可投资的品种越来越多,保险资产配置的思路也发生变化,保险资金运用作为有约束条件的投资行为,需要考虑保险业的负债特征,相应地,保险业资产配置行为的理念、标准以及业绩考核的要求也有调整。我们认为,好的保险资产配置至少要考虑国际保险资金投资的最佳实践、所处国家的经济发展阶段和目前的宏观环境、公司自身的资本实力和风险偏好以及管理成本、合理判断和心理预期等四个方面的因素。

在这四个方面下,可以构建出来一个好的资产配置的标准,并用指标将其量化出来。结合中国人保的实践,就是确定了中长期追求绝对收益的基本原则,不以相对收益为主,同时,在坚持追求绝对收益的情况下,追求长期为负债提供有竞争力的回报。如

□本报记者 李超

阳光资产管理股份有限公司投资总监马翔在接受中国证券报记者专访时表示,股市调整对保险公司会有所影响,但保险资金是全面配置,各类资产的收益之间互有补充,一季度的市场波动带来的压力并不大。保险资金在股票市场上投资操作一直比较稳健,不会经常性地去做大仓位的调整,且选择标的更关注在市场长期的成长中间获取收益。

马翔表示,在当前的市场环境下,保险资金应当寻找合理的估值水平做投资,保险资金今年可以多做一些策略配置,与大类资产配置互相配合,并考虑合理使用对冲工具降低波动、减少风险。

### 险资投资放眼长线

中国证券报:2015年保险公司的投资收益普遍不错,而2016年一季度保险业的投资收益有所下降,如何看待这一现象?

马翔:2015年全年的收益当然是不错的,但收益的产生也是分时间段的,不是在整个过程中平均产生收益,特别是权益类投资方面,与市场有很大相关性。2016年刚开始,股票市场出现下跌的行情,肯定对各家公司都有影响,但保险资金是全面配置,各类资产的收益之间互有补充。

而且,从时间上来看,一季度和全年的表现也会有很大差异。一季度市场有一些特殊情况,年初汇率的波动也使市场产生了一些担忧,当时出现一些恐慌情绪。现在看,这些波动带来的压力并不大。

中国证券报:怎样看待保险资金所面临投资环境的变化?

马翔:如果只看公开市场的交易的话,股、债投资都受到了压抑。总体来看,在汇率出现波动以后,资产的实际价格都会有些受损,但是随后汇率逐渐企稳,一些情况发生变化。中国股票市场投资者结构相对比较分散,这在一定程度上加大了股市的波动性,特别是在情绪方面,预期的变化要来得快得多,比实际基本面的东西要放大

果稳定收益绝对回报能够保持在5.5%到6%,中长期来看就是一个非常有竞争力的资产配置结果。

中国证券报:目前中国人保的第三方业务规模发展情况如何?

盛今:中国人保集团管理的第三方资产规模已经达到3000多亿元。从未来发展看,将呈现逐步扩大的态势。目前金融市场上,第三方业务规模最大的是银行,前五大银行中每一家银行的理财产品规模都超过两万亿元。未来保险公司应该争取其中的业务。

### A股年内仍有一定上行空间

中国证券报:怎样判断2016年二级市场的走势?

盛今:预计2016年A股市场整体上是震荡市,上下震荡幅度不会太大。年初调整后,3月市场开始反弹,随后上证指数在3000点左右徘徊。从目前公布的一季度宏观经济数据看,经济先行指标开始走好,为市场继续上行奠定了基础;进口数据、工业用电量等都有明显回暖,大宗商品价格出现回升。预计年内还有一定的上行空间,涨幅在10%至15%左右。

中国证券报:中国人保在标的选择上看好哪些板块的投资机会?

盛今:除了有发展潜力的新兴行业外,涉及民生的行业中的优质标的也值得关注,如消费、医药等板块。这些优质公司具有稳定的现金流,随着人们生活水平提升,需求越来越旺盛。投资这些公司还可以服务保险主业,实现投资、主业双轮共赢。中国人保会抓住中国经济转型的结构性机会,调整固定收益配置结构,挖掘权益投资机会,拓展境外配置市场、推进保险资金在包括医疗、健康、养老在内的现代服务业领域的投资。

中国证券报:中国人保如何看待非传统投资方面的机会?

盛今:非标资产是供给侧改革带来的新投资机遇,而银行不良资产处置中蕴含的潜在投资机会值得关注。中国的银行不良资产是可以分类的,有一些确实不具备投资价值,但有一些目前处于低位的周期性行业存在投资机会。上一轮银行体制改革时,国开行、建行等银行剥离了不少周期性行业的不良资产,但度过一个周期之后,这些行业又成为很有价值的资产。保险资金有能力在一些行业布局。

## 阳光资管投资总监马翔: 险资今年可多做策略配置

很多。而保险资金在股票市场上投资操作一直比较稳健。一方面,不会经常性地去做这种大仓位的调整,另一方面,选择标的更关注在市场长期的成长中间获取收益。

### 大类资产配置仍然有效

中国证券报:如何判断今年股市的发展趋势?

马翔:股指所谓的低还是高,是相对而言的,股市本身也存在结构性的问题。前几年,投资者实际上总体上对于成长股给予了更多关注,成长股有一个比较充分的市场发掘过程。在去年股市异常波动和今年一季度下跌中间,在一定程度上对成长股的估值进行了修正,股市经历从更高的估值股到一个相对去往合理估值调整的过程。另外,一些蓝筹股过去在估值上面遭受了更大的压力,总体上保持在合理估值水平上。一季度,这两类股票下跌的程度也是不一样的。保险资金应当寻找合理的估值水平做投资,最后保费的盈利还是要通过合理的投资获取合理的回报。

中国证券报:保险大类资产配置将面临怎样的前景?

马翔:大类资产配置是经过历史检验的做法,一个资产管理组合的投资收益,大概80%以上是来自大类资产配置,具有一定的稳定性,我们并不认为大类资产配置已经失效。可能从一个短期看,资产配置的效率似乎不大,但是从历史经验来看,经过一个稍微长一点的时间,它仍然是很有效的工具。

保险资金今年可以多做一些策略配置,这和大类资产配置的做法不冲突,而是可以互相配合。在经济从高增长进入一个中高增长的大环境下,分析人口变化和经济增长速度可以发现,二者长期相关性非常高。在进行大类资产配置的时候,需要以这样的基本前提去考虑问题。此外,还应当合理的使用对冲工具,为保险资金运用降低波动、减少风险,当然这需要与监管、市场相配合。从我们的实践上来看,今年一季度使用了这样的工具,效果还是不错的。