

中国平安
PING AN
保险·银行·投资

平安年金时讯

PingAn Pension Express



2010年第1期 总第34期
1月8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、国税总局：企业年金中人补偿缴税可放宽	1
二、人社部：让养老保险像身份证一样通用	1
三、社保基金监管迈出了重要一步	2
海外年金	3
呼之欲出：美国《雇员退休收入保障法》将规定更广泛意义的信托责任	3
投资视角	4
一、迈向可持续发展的起点——2010年宏观经济展望	5
二、房地产：12月重点城市成交普升	6
三、A股：三板块聚沙成塔 新机制造就高PE	7
四、债券市场：2010年1月投资展望	8
五、货币市场资金价格有所上升是市场正常反映——第二期央票发行点评 ..	9

市场动态

一、国税总局：企业年金中人补偿缴税可放宽

1月5日，国家税务总局向《财经》杂志表示，对于企业年金“中人补偿”部分一次性计入个人账户时税幅较高的，企业可以通过调整记入个人账户的时间和数额(次数)来降低税幅。

业内把建立年金制度的企业职工划分为老人(已退休职工)、中人(即将退休人员)和新人。实践中，考虑到职工的历史贡献和年龄差异，为保障退休人员待遇，企业往往会给中人以适当补偿，一般数额较大，在职工退休时一次性划拨到个人账户。

在2009年12月10日国家税务总局下发《关于企业年金个人所得税征收管理有关问题的通知》，明确了今后企业年金的个人缴费部分应当纳税。但是，对“中人补偿”如何纳税没有具体规定。这给企业和年金管理机构(银行、保险公司、基金公司等)带来困惑。

国家税务总局的态度表明，总局只是做出了方向性规定，但具体的企业自身可以调节，这对企业赋予了较大的追溯调整权限。(财经网 2010/01/06)

二、人社部：让养老保险像身份证一样通用

人力资源和社会保障部副部长胡晓义5日表示，养老保险关系转移流程有四个最关键环节，今年社保新政进一步解决养老保险的跨省无障碍转移，未来将像身份证一样全国通用。

据胡晓义介绍，1月1日起施行的《城镇企业职工基本养老保险关系转移接续暂行办法》虽然已经有了一些比较明确的政策要求，但是要具体地实现一个人从甲地到乙地转移的养老保险关系的顺畅接续和权益累积，还有一系列详细的规定。

他表示，养老保险关系转移接续的办理流程有四个关键步骤：第一个环节是发凭证。就是劳动者离开一地不能肯定回来或肯定不回来，一定要到社会保险经办机构领取一张参保缴费凭证，该凭证里面记录了本人累积的权益；第二个环节就是接电话。人社部在网上公布了全国2800多个县级和县以上的社会保险经办机构的全部联系方式。也就是说转移就业的劳动者本人有不清楚的问题可以通过这个电话查询和咨询有关情况。同时在地之间办理社会保险关系的转移接续事务也可以通过这个电话进行联系、核对等等；第三个是办手续。就是具体的流动人员要提出转移接续的申请的话，本人或者所在单位向新的就业地提出接续申请，其他的事情就由当地的社会保险机构在规定时间内来办理就可以了；最后一个环节就是转移资金。除了转关系之外，

个人账户全部储存额的资金，还有企业、单位缴费规定比例的资金都要转移到新的就业地。整个转移接续流程到此才算完成。

此外，胡晓义在回答网友提问时表示，人保部今年要在巩固省级统筹的基础上，实施养老保险跨省的转移接续办法，并逐步实现像身份证一样全国通用的目标。(中国养老金网 2010/01/06)

三、社保基金监管迈出了重要一步

1月6日，中国政府网对外公布了《国务院关于试行社会保险基金预算的意见》(以下简称“《意见》”)。从2010年起，企业职工养老、城镇职工医疗、失业、工伤、生育等五项社会保险基金，将分别纳入年度预算编制范围。

“通过该规定，社保基金的规范管理往前迈进了一步。”中央财经大学社保研究中心主任储福灵对本报记者说。

社保资金数据是巨大的。据权威部门统计，2008年我国五项社会保险基金收入合计13696亿元，基金支出合计9925亿元，这意味着社保基金收支规模已突破2.3万亿。

采访中多位专家都指出，通过将社保基金纳入预算，加强全国人大对预算的监督，并严格相关资金审计，将有利于提高基金透明度和使用效率。(21世纪经济报道 2010/01/07)

海外年金

呼之欲出：美国《雇员退休收入保障法(ERISA)》将规定更广泛意义的信托责任

因担忧现有法规可能限制受托人对投资者的投资建议，美国劳工部希望能在 2010 年 6 月修正有关信托责任规定的法案。

美国劳工部计划在《雇员退休收入保障法》框架内扩展有关信托责任的规定 - 此项举措对于所有从事养老金计划的财务顾问公司来说都有深刻含义。

根据美国劳工部劳工权益安全委员会于 2009 年 12 月 7 日在其网站上公布的日程安排来看，该机构意图扩展对信托责任的规定是因为“现有的制度可能会不恰当地限制投资建议类型，而这是投资顾问应负起的信托责任。”

该机构计划在 2010 年的 6 月发布提案，修正此项规定。

虽然有很多指导意见还在讨论制定什么样的受托人职责方面的规定比较清晰，且对投资顾问业来说是恰当的，专家们则将注意力放在了此项规定如何实施上。

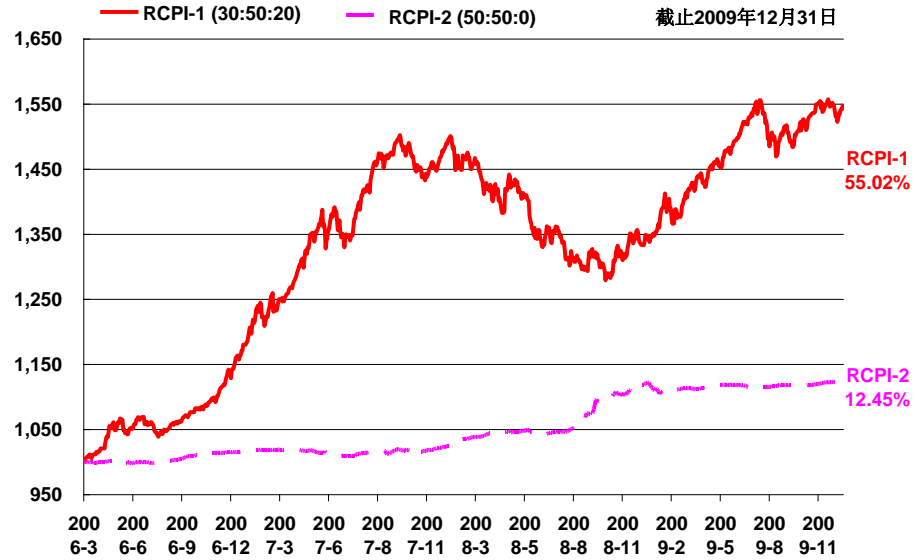
Greg Ash 是美国雇员退休收入保障法诉讼组织的负责人，同时任职于 Spencer Fane Britt & Browne LLP 律师事务所，他说道：“现在，对投资顾问担任受托人的说法很容易猜到。但是劳工部对此事的立场如何却颇费思量，他们将会做出澄清，还是在此基础上大肆扩充？”

Matthew Hutcheson 是一位独立养老金受托人，他告诫说，拥有自有经纪业务窗口的从事 401(k) 计划的投资顾问公司会发现规则改变后，他们的受托责任将会被强化；而销售雇员型产品的经纪人在销售公司产品时也会受到更多挑战。

Hutcheson 先生说：“每一个涉及退休计划的从业者应当假定他们将对客户承担受托人的职责，或是承担诚信义务。那些还未将自己看作受托人的经纪人应当问问自己怎样才能提供与众不同的服务。”

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%	1,550.212	0.49%	0.93%	0.54%	55.02%
RCPI-2	50%	50%	0%	1,124.495	0.01%	0.05%	0.17%	12.45%

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、迈向可持续发展的起点——2010年宏观经济展望

2009年中国政府果断出手，成功抵御金融危机

与一年前相比，中国各项经济指标明显复苏，PMI从40%回升至56.6%，GDP增速从6.1%即将回升到近11%；通缩转为通胀；出口从下降20%即将转为正增长。政策上，虽然整体口号不变，但当初新开工项目紧锣密鼓，房地产刺激政策出台，带动贷款大幅上扬；目前则要严格控制新开工项目，房地产营业税免征时限也由2年改回5年；但家电下乡、汽车以旧换新等刺激消费政策进一步加码。我们09年的许多预测和政策判断得到验证——在08年底各机构对于中国经济一片悲观之际，我们预测09年保八有望；认为通缩只是短期现象，11月份通胀转正如期而至；政府应通过打折消费券来刺激消费（其后政府出台的家电下乡、以旧换新与打折消费券如出一辙）。

2010年全球经济继续好转，然可持续性复苏仍任重道远

预计美国2010年GDP增长2.6%，内外需求更加平衡，但走势略呈前高后低，通胀保持温和；欧元区经济增长将更为迟缓，全年GDP增速可望达1%，仍有通缩风险；新兴市场经济复苏则遥遥领先，中印表现尤为突出，全球风险偏好可能继续倾斜于包括中国在内的新兴经济体。中国政策自09年下半年主动防御资产价格泡沫，有效降低了2010年风险。

2010年中国高增长温通胀

中国从过去投资和出口拉动的增长方式，将逐步转变为依靠消费拉动。预计经济增长10%，消费将是最重要亮点：首先，中央经济工作会议将增加居民消费列为重中之重，政府今年剩余的刺激资金将更多安排于促消费而非投资——包括对家电、汽车等鼓励消费政策加大力度；提高农民收入；增加社会保障投入，提高退休养老金，加快医疗体制改革。其次，近年来沿海企业转移内地带动中西部就业和消费，而同时沿海地区腾笼换鸟、产业升级明显，服务业、高新技术产业成为其新增长亮点，也有利于沿海的就业和消费。此外，消费信贷的发展也将进一步推动消费——与中国文化接近的日本、韩国，其消费信贷都是在人口红利后期起飞。中国目前正处于该阶段，20~30岁年轻人占比上升，在政策扶持下消费信贷有望起飞。我们预计2010年消费增速由09年的9.2%上升至9.8%，对GDP的拉动升至4.4个百分点。

2010年投资增速不会大幅回落

大量在建项目仍需完工；而房屋销售的大幅增长，以及中小城市户籍制度改革加速城镇化，将带动房地产投资、以及与房地产相关的消费和建材行业。此外，外需好转带动出口有所反弹，2010年增长10%，略呈前高后低。通胀上升至3%仍属温和，全年呈倒V型走势。

货币政策逐步转向稳健，但总体流动性依然较为宽松

2010年新增贷款预计降至7.5万亿，但我们估算企业09年有大量未用贷款，可用资金堪比09年。货币扩张的另一条腿——外汇流入也将发挥更重要作用，预计M2增长仍将达到20%。应对通胀上升，政府将首先采取行政措施

应对，货币政策将优先使用数量型措施，譬如央票以及存款准备金率；但加息等价格性措施将较为滞后。汇率方面，从出口表现、输入型通胀、以及国际压力三个方面分析，3、4月份可能开始升值，全年人民币对美元升值3~5%。

4季度看政策，1季度看资金

我们11月份就提示年底紧缩预期将打击市场情绪。如果将4季度称为政策市，10年1季度就将转为资金市：首先，流动性呈现跳跃性上升——1季度贷款可能大幅反弹至2.5~3万亿；其次，企业盈利将大幅上扬——历次经济复苏初期，通缩转通胀，企业利润都强劲增长。两者均有利于资产价格上涨。

房地产短痛长赢

中央经济工作会议之后一些房地产政策短期内打击市场情绪；抑制炒房的税收、利率力度可能进一步加强。因此房地产板块近期面临风险。但中长期来看，我国房价仍将上涨，短期来看，我国货币近一两年大幅扩张但资产价格表现滞后，未来有补涨需求；二三线城市目前房价可承受力仍较强，而一线城市高端房的价格则被高于其经济需求的货币供给推高。长期来看，我国在2015年以前人口结构依然支持房价上涨，而政府对社保等公共开支的不足，迫使居民不得不购房以增加自身财富，推高了刚性需求，因此房价上涨的趋势不改。且房地产对经济增长和地方政府的重要性使得政策将以扩大供给为主，而非大力打压，否则经济增长将大幅滑坡。（中金公司2010/01/05）

二、房地产：12月重点城市成交普升

全国住宅开工面积首次同比上升

住宅销售额同比增速继续扩大：09年1-11开工面积为9.76亿平米，同比增长15.8%；房地产固定资产投资为3.74万亿元，同比增长22.2%；住宅在建面积为23.5亿平米，同比增长16.0%；住宅销售面积为6.9亿平米，同比增长54.4%；住宅销售金额为3.2万亿元，同比增长91.5%；

中央政策“保量抑价”，南京继续鼓励自住和改善型需求

中央政策包括：增加普通商品房供给，放宽中小城市户籍限制，加快城镇化；个人住房转让营业税征免时限由2年恢复到5年，其他住房消费政策继续实施；规定土地出让价款首次缴纳比例不得低于全部土地出让价款的50%；另外地下建筑将按50%征收城镇土地使用税；南京规定2010年对购买普通住房的自住和改善型消费，给予房款总额0.5%的购房补贴；购买经济适用房、中低价商品房以及产权调换房的，按照拆迁款抵扣之后的剩余部分给予1%的购房补贴；

重点城市成交以升为主

12月份重点城市成交显示：成交普遍上升，仅深圳大幅下跌18.8%；从量价关系来看，北京、广州，天津和杭州都出现量价齐升的局面，而上海是稳量下降，深圳呈缩量上涨；总体形势较好；1-12月重点城市累计成交比08

年全年高出 50%-223% 不等；

重点公司动态

万科 11 月销售面积 52 万平米，同比增长 23.6%，环比下降 14.5%；销售金额 52.3 亿元，同比增长 46.5%，环比下降 20%；保利地产 11 月实现签约面积为 37.5 万平米，实现销售金额为 35 亿元，同比分别增长 56% 和 75%，环比分别下降 30% 和 22.6%；金地集团 11 月实现销售面积为 11.96 万平，同比下降 9.1%，环比下降 15.2%；实现销售金额为 13.44 亿元，同比增长 5.7%，环比下降 14.4%；

行业分析

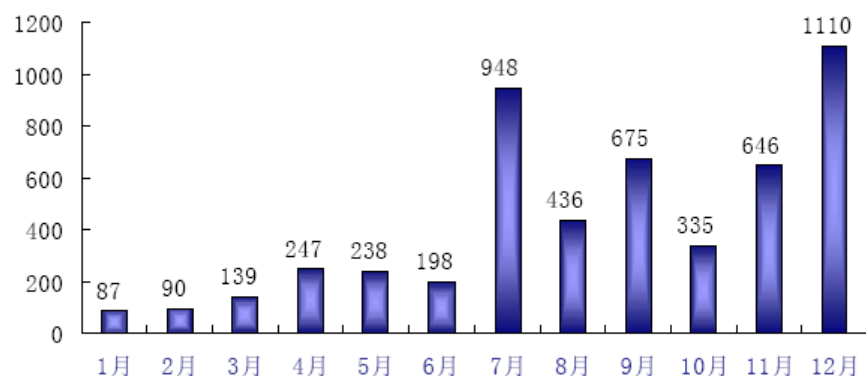
房地产调控政策将偏紧。明年新增信贷仍有 7.5 万亿，在宽裕的流动性下，房价上涨的趋势难以改变；有效遏制房价上涨，已经关系到将来经济能否健康发展以及平息民间因高房价导致的社会和政治问题；近期管理层已经连续出台了房地产调控政策。这些政策更多地只是具有象征意义，要想遏止房价上涨最有效的政策是二套房信贷政策的从严执行。30 日上海已经表态，我们预计近期中央和各商业银行将陆续表态；在日渐严厉的调控政策下，我们预计明年房价总体看平，新房成交量同比下降，但土地仍将创新高，而后者更易招惹管理层加大调控政策的力度和频度。(招商证券 2009/12/31)

三、A 股：三板块聚沙成塔 新机制造就高 PE

09 年 A 股融资市场概览

09 年整个股权融资市场经历了上半年的蛰伏及下半年的轰轰烈烈，再次显示了我国 IPO 市场发行节奏的非均衡性。岁末主板、中小板和创业板交相辉映，融资规模创月度新高，充分显示了聚沙成塔的威力，以致于全年 A 股市场的股权融资总规模逾 5148 亿元，反较 08 年增加了 23.5%。其中，IPO 市场的融资总额为 2021.97 亿元，同比增加 94.41%；而再融资则同比基本持平，逾 3127 亿元。

图表：09 年 A 股市场月度累计融资比较(亿元)



资料来源：申万研究、WIND 资讯

严重超募现象是 09 年 IPO 市场的一大看点

中小板和创业板的平均超募比例分别高达 100% 和 158%，对于天上掉下的“馅饼”，上市公司如何利用好就益发值得关注。有些公司希望通过收购股权产生加乘效应，部分公司只是将超额部分置换预先已投入募集资金项目的银行贷款，或者补充日常经营所需流动资金。

09 年 IPO 市场平均发行 PE 较 08 年翻了一倍

09 年 IPO 市场平均发行 PE 为 52.93 倍，几乎较 08 年翻了一倍，即便剔除创业板因素，09 年主板和中小板的平均发行 PE 也上升至 46.39 倍，同比增幅 70.93%。创业板上市公司有着潜在的高成长性特质，但其发行 PE 已透支未来一至二年的成长性，且这一潜在的高成长性也存在着较大的不确定性。

新发行机制下的定价

导致 09 年发行 PE 高企的最重要因素是新股发行定价机制的改革，改变了完全由资金量大小决定网下配售比例的格局。目前创业板的发行价格的敲定相对透明，机构在博弈中谨慎地寻求安全边际，当然，我们也看到某些机构的报价仍存在随意性、在“荷兰式”竞价机制下，将高报价的风险转嫁给所有参与询价的机构身上，在此机制下，发行市盈率高企现象在短期内还将维持。(申银万国证券 2010/01/01)

四、债券市场：2010 年 1 月投资展望

12 月份制造业加速扩张，中上游价格加快回升

12 月份的 PMI 指标持续反弹，剔除季节因素后的指标已经达到 05 年以来的最高水平。内需仍然是推升制造业快速扩张的主要推手，外需仅见温和反弹。企业采购力度加大，但原材料和产成品库存未见明显扩张，显示企业信心增加，产能利用率有望逐渐回升。但投入品价格指数继续快速回升，仅略低于 07 年年末的最高水平，这一情况值得关注。

信贷迷雾将逐渐散去

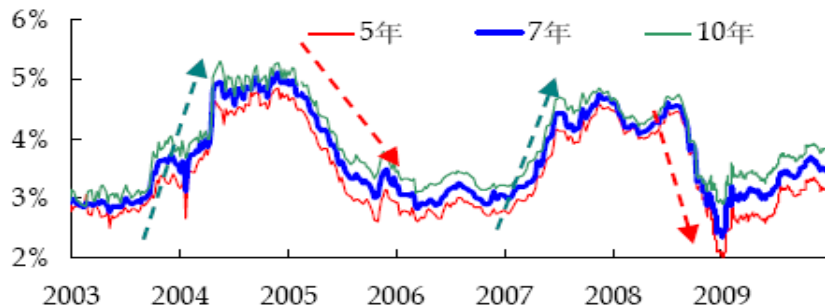
进入 2010 年，利率市场的迷雾将逐渐散去，当月信贷规模尤其重要。由于企业盈利持续好转、银行资本金约束短期难以发挥作用，7-8 万亿的信贷规模过于宽泛，我们预计商业银行当月信贷规模超万亿的可能性较高。而从温总理 12 月接受记者专访中我们可以看到调控当局已经开始关注信贷和通胀问题，于是，若信贷井喷，则调控可能会在一季度就开始进行。债券市场收益率可能会先行一步上升，一月份仍不是利率市场建仓的安全时期。

2006?2007?

对 2010 年债券市场全年的走势目前多有分歧，甚至有指可能会出现趋势性机会的结论，我们不妨从中国债券市场不长的历史中，来寻找可资借鉴的运行轨迹。从有较完整收益率曲线的 2003 年以来，中国的债券市场经历了两个收益率快速上升的熊市之年 2004 和 2007 年，两个牛市之年 2005 和 2008 年，一个平淡如水的年份——2006 年。2009 年收益率上行幅度虽不小，但

其上行斜率仍然低于2004年和2007年，算是小熊年。

图表：5-10年中长期国债收益率变化



数据来源：北方之星、WIND、中投证券研究所

在对2003年以来债券收益率波动特点、通胀以及货币政策调整的及时性对比之后，我们更倾向于2010年债券市场与2006年相近，由于未见明显通胀加速趋势，故而收益率曲线可能呈现先涨后跌的上行移动，但全年债券指数有望实现正收益。（中投证券2010/01/04）

五、货币市场资金价格有所上升是市场正常的反映——今年第二期央票发行点评

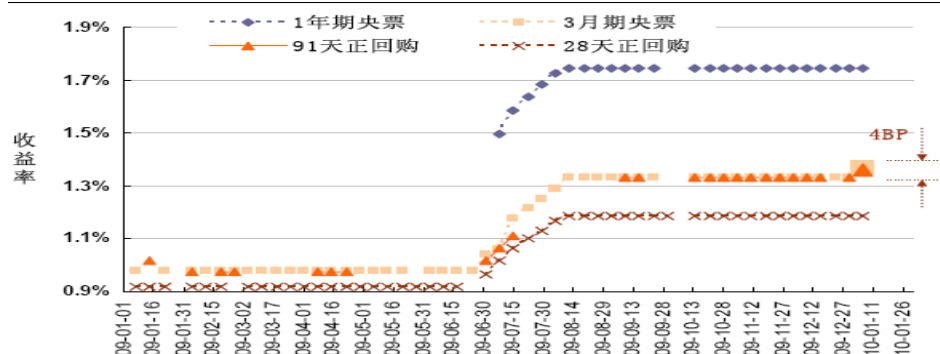
事项

2010年1月7日（周四）中国人民银行发行2010年第二期中央银行票据。期限3个月，发行价格99.66元，发行收益率1.3684%，较09年8月以来3月期央票发行收益率上升4个基点。

在相隔近5个月后，央行公开市场操作3月期央票发行收益率上升4BP

本周公开市场发行的3月期央票发行收益率在维持了近5个月的1.328%后，上升到1.3684%，3月期央票发行收益率上升4BP。同时进行的91天正回购收益率也上升了3BP。3月期央票发行收益率的变化，反映的是银行间市场参与者对货币市场资金价格的预期，是市场行为。单周的一次变化不能说明太多问题，尚需要进一步跟踪一段时间货币市场利率走向。

图表：央行公开市场操作



资料来源：chinamoney

通胀转正之下，资金价格有所上升是市场正常的反映

通过比较 CPI、一年期存款利率、3 月期央票和银行间市场隔夜回购利率的走势，我们有以下几点判断：

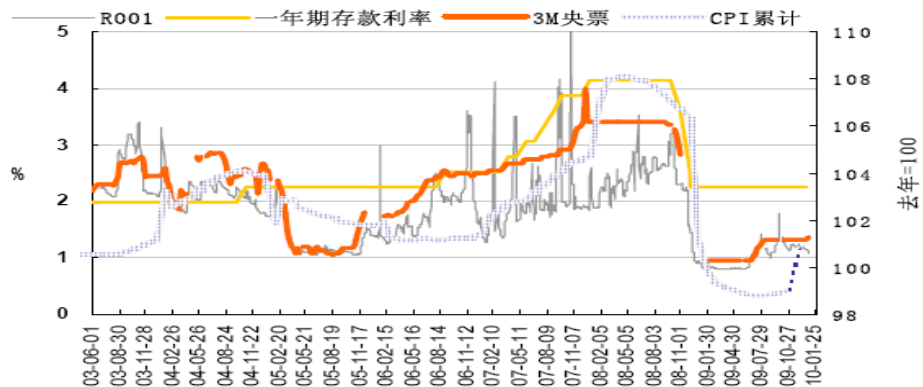
反映货币市场资金价格的银行间市场隔夜回购利率和 3 月期央票收益率，目前都处于历史低位区域，显示当前资金面仍偏宽裕，而进入 2010 年，市场存在对央行收缩流动性的预期，因此无论是隔夜回购利率还是 3 月期央票收益率未来走势是趋升的，其升幅则取决于银行间市场未来资金面的松紧程度。

通胀转正之下，资金价格有所上升是市场正常的反映，从历史数据看，CPI 与 3 月期央票收益率存在较明显的同向性。而近期的大雪所导致的物价上涨，使得市场对 CPI 环比上升的预期加大。

央行公开市场操作各品种收益率的走向，是市场对资金面、政策面等综合因素判断的结果，并不直接对应央行的货币政策操作。

预期未来数周，央票发行收益率还会是小幅趋升格局。

图表：CPI、一年期存款利率、3 月期央票和银行间市场隔夜回购利率走势



资料来源：央行 统计局 (平安证券 2010/01/07)

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