

中国平安
PING AN
保险·银行·投资

平安年金时讯

PingAn Pension Express



2009年第17期 总第27期
9月18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、“新农保”：保障亿万农民 促进公平正义	1
二、云南：22 万职工享受企业年金 基金约 8 亿元	1
三、社保基金二季度大面积调仓	1
四、日本新首相面临养老金难题	2
海外年金	3
401 (K) 计划：分配到权益类的资产比例回升	3
投资视角	4
一、投资主导复苏——8 月份经济数据短评	5
二、出口在复苏，结构在升级	6
三、瑞银：2009 年四季度利率市场展望	7
四、房地产投资发力——8 月份固定资产投资数据点评	8
五、行业研究：银行业 8 月份信贷数据点评	9

市场动态

一、“新农保”：保障亿万农民 促进公平正义

国务院关于开展新型农村社会养老保险试点的指导意见》9月7日正式发布，我国农民在60岁后将能享受国家普惠式的养老保障。这项重大的惠农政策，是我国促进社会公平正义、破除城乡二元结构、逐步实现基本公共服务均等化的关键一步，具有划时代的意义。

新农保是改善农民生活、推进社会主义新农村建设的重要举措。党中央、国务院高度重视解决“三农”问题，近年来出台了一系列惠农政策：取消农业税、实行农业直补、免除农村义务教育学杂费、建立新农合，深受广大农民的欢迎，他们高兴地称之为“种地不交税、上学不付费、看病不太贵”。而建立新型农村社会养老保险制度，将为广大农民提供老年基本生活保障，使农民“养老不犯愁”。这项关系亿万农村家庭和谐幸福的好政策，有望从制度上解决农民老有所养的问题，实实在在地改善农民生活，并通过提高农村老年人的经济自立能力进而推动更为和谐的家庭关系、邻里关系和干群关系，实现农村社会的和谐稳定。(人民日报 2009/09/11)

二、云南：22万职工享受企业年金 基金约8亿元

云南省劳动和社会保障厅养老保险处负责人昨日透露，从2004年至今，云南已经建立企业年金的企业有160户，基金约8亿元，有22万职工参加了企业年金。

企业年金是近年来国家力推的补充性养老保险制度，由企业和员工委托专业机构进行管理，在减轻国家负担、增强企业凝聚力和完善员工福利保障等方面具有积极意义。(都是时报 2009/08/25)

三、社保基金二季度大面积调仓

根据Wind资讯对上市公司今年半年报数据的统计结果，继去年四季度、今年一季度连续增仓后，社保基金在今年二季度停止增仓。同时，社保基金对持股进行了大范围调整，大幅增持轻工制造、钢铁、食品饮料和餐饮旅游类股票，减持金融服务、信息设备、医药服务类股票。

根据上市公司前十大流通股东的统计数据，社保基金二季度所持上市公司股份总数为15.75亿股。这一数字较一季度的13.95亿股增加了12.9%。不考虑分红因素为14.86亿股，较一季度增加6.5%。

西南证券统计显示，社保基金今年二季度减持股票 45 只，新进 67 只，增持 38 只，持平 26 只。西南证券分析师张刚认为，二季度社保基金进行大面积换仓，减持和新进建仓的股票数量所占比例达 64%。

社保基金今年二季度被列入上市公司前十大流通股股东的持股市值合计 189.80 亿元，比一季度增加 39.43 亿元，增幅为 26.22%。若考虑上证指数二季度 24.70% 的累计涨幅，社保基金仓位基本稳定。(北京报道 2009/09/11)

四、日本新首相面临养老金难题

16 日，日本正式进入“鸠山内阁时代”。对此，英国路透社发表评论，指出成功带领民主党让日本政坛“变天”的鸠山由纪夫，在其微笑上任后，即面对 7 大考题。其中一大考题即是养老金问题。

鸠山内阁面临的重大挑战还包括日愈来愈严重的老龄化问题。日本战后涌现的婴儿潮如今已经演变成退休潮，新政府如何为急剧膨胀的老人群体提供充分的医疗、社会福利费用和养老金？

经济学家的答案是提高 5% 的消费税，但增税在目前的经济形势下需要执政党付出相当大的政治成本，本来日子就不好过的普通消费者不愿再多缴税钱。这也是民主党在选举中坚称未来四年不上调消费税的原因。可是，不增税，解决养老金问题的钱从哪来呢？目前民主党没有任何答案。(中国养老金网 2009/09/17)

海外年金

401 (K) 计划：分配到权益类的资产比例回升

根据翰威特 401 (K) 指数：今年 8 月份，401 (K) 计划的参加人已将 2.03 亿美元的年金基金从固定收益类资产转投到了权益类资产。

翰威特咨询在月度报告中称，今年 7 月，401 (K) 基金中分配给权益类资产的份额已从 55.3% 上升到了 56.2%。该报告指出，尽管分配到权益类的资产自 2 月以来持续上升，但平均来说仍低于一年前 62% 的比例。

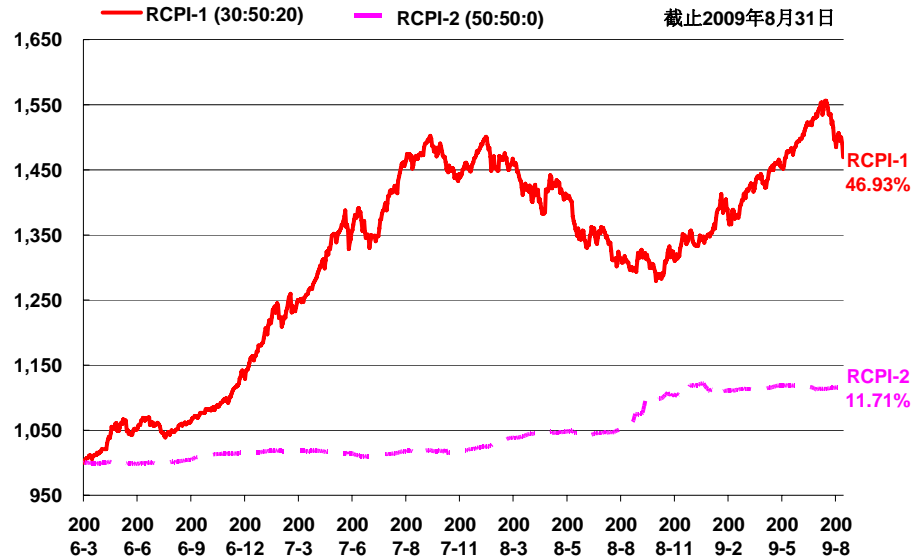
生命周期基金（生命周期基金是一种可以按照投资者各个生命阶段的风险收益特征，自动调整资产配置比例的基金品种-译者注）获得了 8 月份所有申购资金量的 32.1%，而国际基金（国际基金是对国际资本市场上大量存在的公募、私募性质的基金管理公司的泛称-译者注）获得了 17.6%，即 8000 万美元。

稳定价值基金（稳定价值基金通过保证本金和累计利息达到避免净值波动和收益稳定的投资目标,实现货币市场基金高流动性和债券基金更高收益的最佳组合-译者注）遭遇了本月最大赎回，达到 2.99 亿，占到全部赎回资金的 65.4%。报告称，自四月以来，稳定价值基金的资金流出量达到 10 亿美元。

根据翰威特的数据，个人缴费的 22% 投入了稳定价值基金，而 21.8% 投入了生命周期基金，16.9% 投入了大型美国权益类基金。企业和个人总缴费中，21.1% 投入了生命周期基金，20.3% 投入了稳定价值基金，15.7% 投入了大型美国股票基金。

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%	1,469.342	-1.35%	-2.46%	-5.26%	46.93%
RCPI-2	50%	50%	0%	1,117.148	0.04%	0.07%	0.32%	11.71%

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。(本期数据未更新)

一、投资主导复苏——8月份经济数据短评

投资、信贷、工业增加值均好于预期

由于到目前为止，中国经济复苏呈现出典型的内需主导型特征，投资、信贷以及工业增加值增长率好于预期验证了我们对经济复苏比较乐观的观点。同时出口增长率低于预期，表明从主要国家经济增长率回升到带动出口复苏需要一个过程，全年出口增长率可能低于我们预期，但是基于我们对美国等主要经济体四季度回升的判断，我们依然认为中国四季度出口增长率跌幅会明显收窄。以下是我们对8月份主要数据的看法，我们下周会发布我们对中国经济更为详尽的报告。

固定资产投资

1-8月固定资产投资增长33%，增长率比我们预期高0.9个百分点，比市场预期高0.6个百分点。根据我们的计算，8月份当月固定资产投资增长33.5%，比上月加快3.7个百分点。分行业看，固定资产投资增长率的加快主要和房地产投资的加快有关。1-8月份房地产投资增长14.7%，增速比1-7月份加快3.1个百分点。8月份当月房地产投资增长33.9%，增长率比上月加快13.9个百分点。剔除房地产投资之后，投资增长38.1%，增速则比上月回落了0.8个百分点。由于房地产投资增速超出预期，我们地产研究员将今年房地产投资增速上调至25.2%，受此影响，我们近期会考虑进一步上调投资的预测。

信贷

8月份信贷投放4104亿，比我们的预期多600亿，比市场预期高1100亿。从贷款的期限结构看，中长期贷款增加5481亿元，票据融资和短期贷款减少1380亿元。压票据融资保中长期的贷款的趋势我们此前的判断基本一致。另外一个值得关注的数字是M1，此前有人预期7月份可能是年内高点，我们觉得M1仍会冲高。8月份M1增长27.7%，增速比上个月提高1.3个百分点，印证了我们的判断。基于贷款仍然较多和流动性换档的判断，我们认为未来M1增长率仍会进一步加快。

工业生产

8月份工业增加值增长12.3%，增速比上月快1.5个百分点，比我们的预期高0.8个百分点，比市场预期高0.5个百分点，再次呈现加速回升的态势。7月份工业增加值增速低于预期的主要原因是重工业增加值增速低于预期，轻工业增加值增速出现回落，这两个不利因素在8月份都有明显改变。8月份轻重工业增加值分别增长9.8%和13.2%，分别比上月加快0.6和1.9个百分点。由于工业增加值是GDP变化的重要信号，按照目前的形势估计，3季度工业增加值增长率为12.1%，我们维持3季度GDP增长9.3%左右的判断。(申银万国证券2009/09/11)

二、出口在复苏，结构在升级

中国出口在大幅下滑后已开始逐步恢复

金融危机造成中国出口自去年4季度大幅下滑，但从今年5月以来，出口环比增速由负转正，出口货值开始反弹。生活必需品出口率先改善，资本品出口的回升有望接踵而至。

中国出口市场份额上升，定价权提高

中国产品占全球贸易市场份额由1995年的2.9%上升至2008年的8.9%。金融危机发生后，我国出口值在各主要经济体的市场份额不降反升，占美国、欧元区和日本进口的份额分别提高至19%，13%和22%。不仅如此，我们对于中国出口产品的量价分析显示，尽管中国某些消费品（如服装）出口价升量降，面临竞争压力，但在汽车及部件、电信设备、办公设备电脑等机电及运输设备出口上，价格与市场份额双双上升，体现了定价权的提高和竞争优势扩大。

发达国家经济回升将显著改善中国下半年和明年出口

估计2009和2010年我国出口量增长为-12%和8%：美国自2季度以来，企业投资已呈现企稳改善迹象，制造业新订单指数突破50之后持续加速上升，再库存启动近在咫尺，短期内提振制造业的增长，带动中国出口；欧元区经济在2季度已经企稳，PMI新订单指数（与其从中国的进口密切相关）大幅增长至扩张区域，预计下半年企业投资可能实现复苏，并可能支持对中国与投资、生产相关的资本品、中间产品等的进口需求；日本制造业复苏及下半年工业再库存的启动也可能成为支撑中国出口的动力。我们预计美、欧、日三大经济体进口增速分别由今年的-17%，-12%和-14%改善至明年的+5%，+6%和+10%，从而支持中国明年出口量增长8%。我们近期在长三角和珠三角的实地调研也显示，微观企业的出口订单开始明显好转。但是我们预计全球贸易回复至历史峰点则将需要3年以上。

中国出口升级将持续

加入WTO以来，中国机械设备产品在全球的市场份额已明显上升（尤其是电子数据处理、办公设备、通讯设备），但尚未达到饱和阶段；机械设备类出口已占中国出口结构半壁江山，但仍低于日、韩等国的出口中同类产品比例，且中国机械设备主要出口市场仍是发展中国家，这都显示出口升级的空间仍然存在。

需要指出，中国出口机械设备的附加值并不低，机械设备行业的利润率也不断提升，甚至高于发达经济体。中国目前在机械设备出口领域的主要竞争对手是墨西哥、韩国、中国台湾及马来西亚，综合考虑工资水平、实际有效汇率、经商环境、物流表现和外国直接投资，中国仍具备竞争优势，有利于出口结构进一步升级，中国机械设备的全球市场份额有望进一步扩大。然而，这也需要中国经济改革继续，政府更重视鼓励技术创新，并加快对外开放进程，抓住时机实现在出口产业链上的升级换代，并加强中高端产品的品

牌营造。(中金公司 2009/09/16)

三、瑞银：2009 年四季度利率市场展望

宏观经济与债市供求

我们预计 09 年 3 季度和 4 季度 GDP 增长将分别持续回升至 8.7% 和 9.5%。复苏将主要受到政府经济刺激措施的推动，形式则是大幅增加基建投资，大规模提高相关银行放贷的力度。此外，房地产投资及建筑业已开始回暖，这对 2010 年经济刺激措施的影响逐渐减小时维持国内增长来说至关重要。

然而，出口同比增幅仍在下降，尽管近几个月的月环比增长已经企稳，这与中国各主要市场的经济显现企稳迹象的情况一致。但是我们认为，外需以及由此而来的出口增长回升速度将慢于内需，因为发达国家的消费支出回升将会是循序渐进的。

此外，我们预计，由于负基数效应减弱及食品价格反弹，CPI 通胀将在 4 季度转为正值，但全年的整体通胀将同比下降 0.5%。我们认为，全球及国内货币与财政扩张政策不会马上引发通胀，因为我们认为猪肉价格不会快速上升并且达到 2007-2008 年的高位，并且我们并未看到未来一年的制造业价格会出现明显上升的迹象。

我们认为增长复苏强于预期、对通胀预期及资产泡沫日益上升的担忧以及对不良贷款的担心意味着过去 6-9 个月政策的极度扩张已经结束。然而，因为通胀并非即刻的威胁，而且外部前景依然具有不确定性，我们认为政府决策层不会迅速形成出台全面紧缩政策的共识。因此，我们预计在今年的剩余时间里人民银行将不会加息或者提高准备金率。但是，我们认为，央行在四季度将通过丰富央票发行的期限品种和增加发行金额的方式，来冲销更多的外汇流入资金，以及回收过剩的流动性。

就债券市场的供求关系而言，我们认为商业银行仍将是利率市场中的主要买家，并且有足够的资金吸收利率产品的净发行额。此外，因为很多中小银行正在受到更加严厉的资本充足率监管，商业银行在四季度可能会放缓信用产品投资，并将更多资金投资于利率产品。

利率市场

基于对基本面和政策面的分析，我们预期 09 年四季度的债券市场将表现为小熊市。总体上，我们预期曲线形变将会呈现熊市变平，短期利率会比长期利率上升得更快更多。我们建议所有投资者采取久期目标为 3 年的短久期策略。3 年期品种的回报/风险比率最高，因此其既能有效防御利率上涨，又能提供合理回报。

我们推荐商业银行投资户考虑由 1.5 年期央票和 10 年期国债构成的哑铃型投资组合，组合久期建议控制在 3 年左右。对于交易型机构，因为我们预测第四季度的利率上升风险较高，我们推荐他们在进入第四季度之初开始结

束息差交易头寸。

此外，我们预期 1 年/5 年回购互换利率曲线在四季度将熊市变平，互换利差将变宽。5 年期互换利差变宽交易是我们四季度重点推荐的交易机会。(UBS 瑞银 2009/09/11)

四、房地产投资发力——8 月份固定资产投资数据点评

中央项目逐步退出，房地产投资接棒

历史数据显示，房地产投资与中央项目之间呈现此消彼长。这意味着当主导产业引领经济增长之时，政府无需过度介入。8 月固定资产投资数据的特点恰好印证了这一点：中央项目大幅下滑（当月增速仅 9.3%），房地产投资强劲增长（当月增速高达 34.3%）。

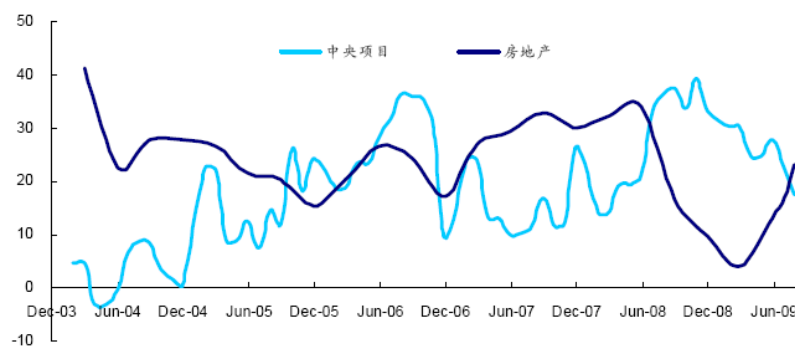
市场化投资或已趋向正常化

从行业构成来看，扣除基建和房地产投资的市场化投资也趋于正常化：7 月（限于细项数据的可得性）的其他项投资三月移动均值增速为 33.3%，高于 04-07 年 30.6% 的均值。

房地产投资前景乐观，经济短期无忧

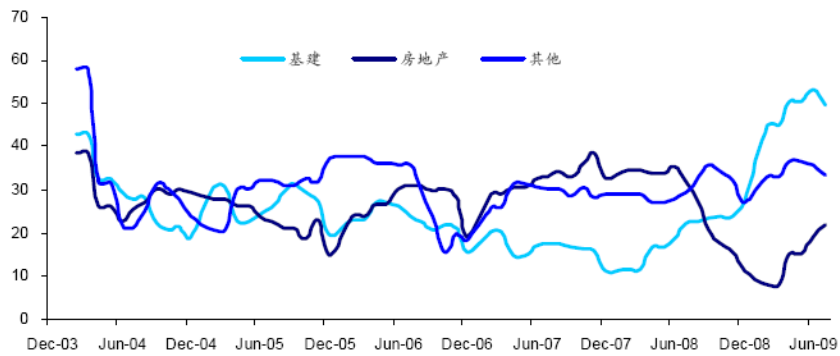
房地销售面积的增速会引领新开工面积的增速。在低利率和股市财富效应的作用下，今年 1-8 月份，房地产销售面积增速高涨，但新开工面积增速相对滞后。因此，可以预见的是，房地产投资的前景依旧乐观。由于房地产市场对上下游行业的强大的带动力（相关学术研究表明，带动系数为 1:1.4），经济增长短期不仅无忧（未来一年），甚至有过热的风险——中国的经济基本面本来就强于其他受危机影响的国家，但救助措施的力度之大令其他各国难望其项背。

图表：固定资产投资：中央项目和房地产（%）



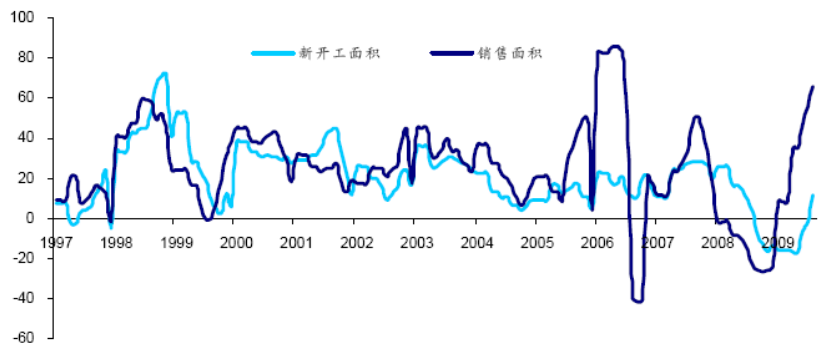
注：中央项目和房地产投资并非分列；三个月移动均值；资料来源：CEIC，海通证券研究所。

图表：固定资产投资当月增速（%）（参见下页）



注：三个月移动均值，基建项目指电力、交运及水利环境（央行口径）；资料来源：CEIC，海通证券研究所。

图表：房地产新开工面积和销售面积（%）



注：三个月移动均值；资料来源：CEIC，海通证券研究所。

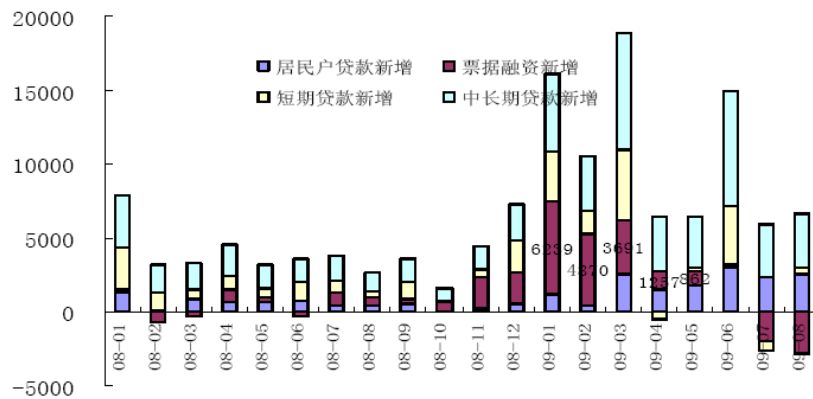
(海通证券 2009/09/11)

五、行业研究：银行业 8 月份信贷数据点评

8 月份新增贷款高于市场预期

此前由于监管机构发布资本充足率相关政策，再加大量的票据融资到期，市场对 8 月新增信贷相比 7 月可能继续回落（3000-3500 亿），8 月实际新增贷款 4104 亿元，同比增速 34.11%。

图表：08 年以来月度新增贷款及结构（亿元）



资料来源：中国人民银行 中投证券研究所

票据融资负增长，贷款结构继续优化

8 月份票据融资负增长 2764 亿元，由于 8 月的票据融资利率（2% 左右）仍大幅低于同期一般性贷款利率，因此银行有动力用一般性贷款替代到期的票据融资。而居民户贷款新增 2513 亿元，主要受益于房地产市场的回暖；中长期贷款增加 3675 亿元，与 7 月基本持平，表明包括基建与房地产贷款在内的项目贷款仍是主流。

M1 增速提高表明存款继续活期化，有利于降低银行资金成本

8 月份的 M1 同比增速 27.72%，环比提高 1.34 个百分点，与 M2 增速之差继续收窄，表明存款继续活期化，有利于降低银行资金成本，从而扩大利差。

银行间利率虽然有所下降，预计年内会有所回升

由于 8 月央行未进行大幅度的流动性回收同时也没有大盘股的发行，银行间市场的同业拆借平均利率环比 7 月份降低约 11 个基点，但我们预计随着经济复苏带来贷款需求上升以及央行的操作，银行间市场利率会有所回升。

投资建议

我们判断全年新增贷款在 9.5 万亿左右，未来随着银行生息资产收益率的提高以及存款的活期化，银行的息差将企稳回升。结合目前的估值优势，我们维持行业“看好”评级，主要推荐浦发银行、招商银行、建设银行、交通银行，关注 PB 估值偏低的民生银行与华夏银行。

风险提示：经济复苏出现反复 政府出台严厉的调控政策。（中投证券 2009/09/11）

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