

加息减税估值堪忧保险股逆势下跌 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/274/2021_2022__E5_8A_A0_E6_81_AF_E5_87_8F_E7_c67_274580.htm 美国投资者戴维斯，一生只投资保险股，“滚利机器”的信条和长期投资的理念帮助其在40多年里获利高达几万倍，这就是《戴维斯王朝》中所描述的比“股神”巴菲特还神奇的财富神话。对于中国平安(601318)和中国人寿(601628)，投资者也报以厚望。但两只保险股前期双双创出新高之后，在A股市场一片飘红中却逆势下跌，很重要的一个原因在于最近一次加息、调低利息税后，一年期定期存款税后利率已经高于寿险保单的定价利率，保费增长和保单资金成本均面临压力，对寿险公司估值带来不可忽视的负面影响。大部分保险行业分析师认为，这只是笼罩在保险股之上一块短暂的阴霾，保险公司将成为紧缩政策下的受益者，其投资收益率仍有提升空间，但分析师的分歧却已开始显现。保单吸引力下降日前，央行决定，自7月21日起上调金融机构人民币存贷款基准利率0.27个百分点。国务院决定自8月15日起，将储蓄存款利息所得个人所得税的适用税率由现行的20%调减为5%。正如每一个硬币都有它的两面，加息对于保险业特别是寿险业来说更是如此。一方面，升息能提升寿险公司的投资收益，但另一方面，也将使寿险保单的销售变得困难。本次加息和降低利息税后，将使得一年期定期存款的税后利率由2.448%上升至3.1635%，对寿险业震动巨大首次超过了寿险保单2.5%的定价利率，而这一定价利率从1999年6月以来就已实行，保费增长和保单资金成本均将面临压力。东方证券分析师王小罡表示，一年期存款

回报率超过保单预定利率上限，标志着加息对寿险公司的正面影响日趋微弱，趋向于中性。而降低利息税本质上意味着寿险公司的“利息免税制度优势”几乎消失殆尽，对寿险公司估值带来不可忽视的负面影响。保险产品主要可以分为保障类、储蓄类和投资类，在加息减税的影响下，保障类产品(如健康险、意外险、定期寿险等)基本不受影响。储蓄类产品(如终身寿险、两全保险、储蓄型养老险等)将受到比较明显的影响。投资类产品中，目前我国经营的分红险和万能险普遍具备保底利率，其投资账户的操作相当谨慎，呈现“低风险低收益”的特征，回报率也比较低，一般维持在4%左右，更像是储蓄类产品。加息减税后，部分对收益率比较敏感的保险客户将被分流。1999年，保险公司保单预订利率下调至2.5%(免税)，同时银行存款征收20%的利息税，保险销售也开始进入银行渠道，2001年至2003年保费收入出现井喷增长，分红险比例由原来不足1%迅速上升到62%，并一直维持相对稳定比例。以中国人寿和中国平安为例，分红险业务占中国人寿保费收入70%以上，分红险加万能险占中国平安寿险保费收入60%以上。这些产品一直以来都在享受很高的利差益，这也正是保险公司利润的主要来源之一。但是这些险种的吸引力将随着一年期定期存款利率的快速上升而下降。中信证券分析师黄华民认为，中国平安的收入基本来自沿海发达地区，向中高端客户销售以健康险、万能险和投连险为主的险种。利息税的取消使得对收益率敏感的中低收入群体会减少或延迟分红险保单的购买，而沿海地区富裕群体的资产配置已基本处于有效边界状态，其对金融产品的需求正从收益率的偏好向服务偏好转移，其更挑剔的是服务而非价格，下调利

息税对保费增长负面影响较小。保单缺乏吸引力带来的直接后果就是保费收入增速的放缓甚至下降。此前，中国人寿公布的6月份保费收入同比下降了8%，比5月份0.9%的同比下降幅度显著扩大，年度累计增长率也由前5个月的12.7%下降至8.9%。这并不是中国人寿的一家之困，一位保险业内人士透露，中资寿险公司普遍面临严重的保费收入压力，与4、5月份主要来自股市的分流作用不同，目前寿险公司的困难主要来自寿险保单吸引力的严重下降，加息减税将进一步加重这种状况。利润率降低之虞与中资保险公司保费收入下滑相对的是，今年上半年，外资保险公司的保费收入增势迅猛。其中，友邦保险今年前5月的保费收入同比增长36%，中德安联、瑞泰人寿更是同比分别增长73%、203%。上述现象主要归功于外资保险公司在投资连接保险方面的销售增长，1至6月份，全国保险公司的投连险原保费收入为96.3亿元，同比增长1.9倍，而外资保险公司投连险的原保险保费收入同比增长则达到7.2倍。由此可见，在现在的市场环境下消费者不愿意放弃任何一个能为自己资产实现增值的机会，收益更高的投连险更符合投保人的胃口。针对目前这种情况，面对急剧上升的利率和保费下降的双重压力，中金公司分析师周光认为，寿险公司的选择有两个：一是迅速提升定价利率和结算利率以保持产品的吸引力。二是推销投资连接保险。而事实上，这两个选择无论哪一个都很可能降低保单的利润率。定价利率或结算利率的提升将意味着利差益的萎缩，因为快速而持续地提升长期投资收益率将是很困难的。而投连险基本没有利差益，近似于有一定保障功能的投资期限较长的基金或基金中的基金(FOF)，其内含价值低于分红和万能产品，对寿险公司的

意义在于扩大资产规模，以及收取2%左右的费用收入。这引发了众多分析师对保险公司估值的新一轮审视。中国人寿和平安人寿等中资保险公司在下半年都计划加强对投连险的投入以增强保单吸引力，保单利润率的降低将削弱公司内含价值和新业务价值。同时，保监会与各家寿险公司就定价利率提升的问题进行了多次讨论和协商，定价利率的上升已成为必然的趋势。一位保险分析师表示，如果定价利率由目前的2.50%上升到3.50%，中国人寿和中国平安寿险的新业务价值有可能大幅降低20%至30%，因为它们目前产品的准备金的提取和新业务价值的计算非常依赖于定价利率。但影响主要集中在中短期，就长期而言，利润率的降低应能促进保费收入的快速增加，从而弥补利润率的降低。投资收益更显威荣？虽然加息减税的负面影响为保险公司中短期的发展带来一定压力，但事情也并非没有转机。此次加息也使得寿险公司长期投资收益率提高22个基点，有利于公司长期投资回报率的进一步提升，进而提高公司的内含价值。招商证券分析师罗毅认为，加息提高了债券与存款利率，从而提高了保险公司的长期投资回报率，对精算价值构成影响，27个基点的加息，对于长期回报率的提高应该在16至22个基点。另一方面，保险资金运用的限制被进一步放开。与加息减税的高调公布相比，保监会以非正式形式向各保险资产管理公司告知，保险资金的直接入市比例从5%提升到10%则显得低调很多。事实上，一位保险资产管理公司相关人士透露，早在今年4月，在实际操作中便已经突破了5%的限制。国泰君安分析师伍永刚认为，保险资金入市比例的放宽对保险公司来说是一个利好消息，可以增强保险机构投资组合的灵活性和投资能力。

而且，“由于5月、6月以来市场对保险资金入市比例调整有了一段时间的消化，保险机构也已实际进行了操作，从资金面上来说，不会对市场造成太大的波动。”但此次调整后，保险公司直接购买股票的上限被提高到10%，而入市总比例并未一并提高。这意味着，保险公司通过基金投资A股的比例从原有的15%降至10%。王小罡认为，此举一方面肯定了保险资产管理公司资金运用水平日趋成熟，有足够的能力和渠道自行管理投资。另一方面保持20%的总量起到了控制保险公司资金运作风险的作用。保险行业的资金池效应历来被各方重视。保监会最新的数据显示，截至今年6月末，保险总资产为25334亿元，资金运用余额23074亿元，分别比年初增长了20.24%和18.45%。其中，固定收益类占比77.82%，包括银行存款占比32.66%，国债15.78%，金融债19.82%，企业债9.56%。权益类主要包括股票(含股权)以及证券投资基金占比为19.47%，其中股票(含股权)达到了11.76%，证券投资基金达到了7.71%。今年上半年，保险资金运用实现收益1374亿元，同比增长260%，其中，基金、股票和未上市股权投资实现的收益占到总收益的72.9%。分析师预计，保监会此番提高直接投资上限，意味着超过600亿元可用资金随之将直接进入股市，直接投资股票的保险资金总额将达到2000亿元左右，占到A股流通市值的3.79%。坐拥千亿资金的保险机构在下一阶段有何投资策略，引人注目。多家保险机构相关负责人向《证券市场周刊》记者表示，由于保险资产规模较大，投资股市的策略不会发生太大变化，更多的还是会考虑投资于收益比较稳健的大盘蓝筹股、二线蓝筹股等，同时在下半年即将回归的红筹股也会成为资金的一个重点流向。有统计显示，根据

上市公司2007年一季度报告显示，保险机构共持有184只A股。截至3月末，保险机构持有股票市值为349.01亿元，截至7月13日，股票市值为442.53亿元，市值增长比例为26.79%，而期间上证指数涨幅为22.37%，保险机构持股市值增长高于同期指数涨幅。保险机构持股对于行业显示了较强的侧重性：化工行业32家、交通运输行业26家、机械行业25家、医药生物行业22家和公用事业行业21家。其中，交通运输行业和公用事业行业均是现金流较为稳定的行业。化工行业和机械设备行业由于受到固定资产投资不断增大的影响，对于化工和机械设备的需求明显增大。从行业选择中可以发现，保险机构更青睐行业增长和现金流稳定的股票。一位保险资产管理公司人士透露，根据保险资金资产负债匹配的需要，配置于债市和银行存款的资金主要是为了保证长期负债的匹配保证到期给付，是稳健为先的。而配置于股票市场的资金在实际操作中更注重其收益性。但保险机构在买卖股票的投资风格上并不仅仅是以长期持有为主，颇高的换手率和波段操作将会更为频繁地使用以追求更高的收益，应对多变的市场。另外，中国人寿的权证买卖差价收入2006年高达1.75亿元。“保险机构对股票直接投资的定位从某种程度上是希望更多的赚取差价，取得更高的收益率。”申银万国分析师余斌认为，在金融深化的大背景下，越来越多的投资工具成为可选。真正能够提升保险收益的是高收益的，具有较高资金门槛的投资工具海外投资、地产和私募股权投资等，这些投资工具在提高收益率的同时并不会对负债产生太大影响。然而，周光认为，在未来的几个月，投资者应当将关注的目光由寿险公司的投资收益率转向保费收入的高质量增长上来。过去两年里，投

投资者都是盯住中国人寿和中国平安的投资收益率，而投资收益率的上升不断将股价推上新高。现在，投资收益率的重要性在下降，因为市场对于其投资收益率的上升已经有了广泛的预期，前期股价强劲上涨已经反映了这一点。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com