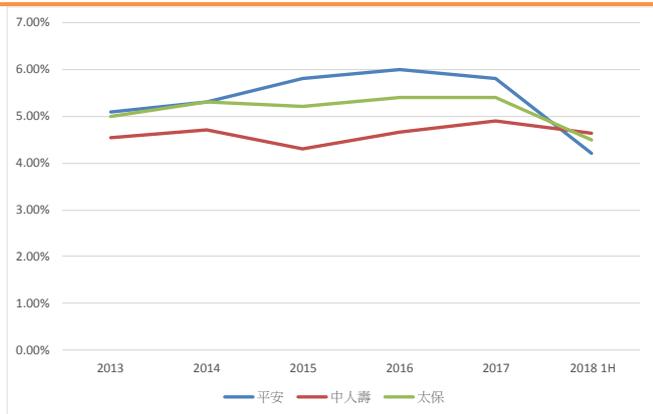


中國平安系列(十)之

保險資金投資組合分析——長期平均投資收益顯著高於投資回報假設

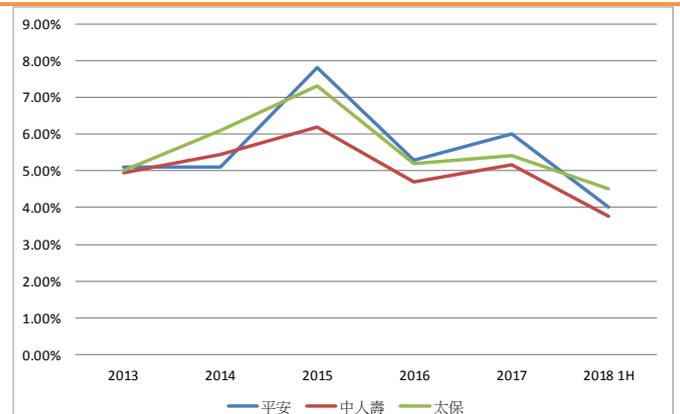
壽險公司和產險公司以所收取的保費收入進行投資，確保公司能夠承擔因承保保單而產生的有關責任，當然投資收益對保險公司的盈利亦至關重要。這裏要強調一點，保險公司於投資的態度不是炒股，亦不需要爭取非常高的投資回報，**中國平安**的假設投資回報率僅是 5%。投資者可以視保險公司的投資資產為向投保人的借款，所以會受到負債約束，但只要長期投資回報率高於負債利率，基本上就是無本生利。因此保險公司的投資取向最重要在久期(duration)、收益率和流動性的基礎上，尋求資產與負債相匹配。如果資產與負債的久期及資金流完全匹配，基本上就已經鎖定利差，期間的波動可以不理。可是，由於國內的監管限制，一般內地壽險公司都未能夠投資於久期足夠長的資產以匹配人壽保險產品的負債期限，所謂長錢短配。因此，整體來說，利率下降對國內壽險公司不利，而利率上升則有助提高投資收益，利好有效業務價值上升。由於平安壽險的產品組合較為均衡，有效降低壽險資產負債匹配風險，**中國平安**管理層指出平安壽險整體資產負債有效久期缺口小於 5 年，利率敏感度較低。

圖表 1：近五年三大保險公司淨投資收益率¹



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 2：近五年三大保險公司總投資收益率²



資料來源：公司年報、致富集團研究部

中國平安由 2013 年至 2017 年的平均年化淨投資收益率為 5.60%，是三家保險公司中最高的一家(國壽及太保於同一期間內的平均年化淨投資收益率分別為 4.62%及 5.26%)。而於同一期間**中國平安**的平均總投資收益率為 5.86%，是三家保險公司中最高(國壽及太保於同一期間內的平均總投資收益率分別為 5.29%及 5.80%)。**中國平安**的平均年化淨投資收益率及平均總投資收益率均高於內含價值 5%的投資回報假設。若計算包括可供出售金融資產公允價值變動的綜合投資收益，**中國平安**於 2013 年至 2017 年的平均投資收益率為 6.66%，顯著高於內含價值 5%的投資回報假設。

從圖表 1 可見，**中國平安**的淨投資收益率(主要收益為穩定的利息收入)整體向上，對降低投資收益的波動有顯著

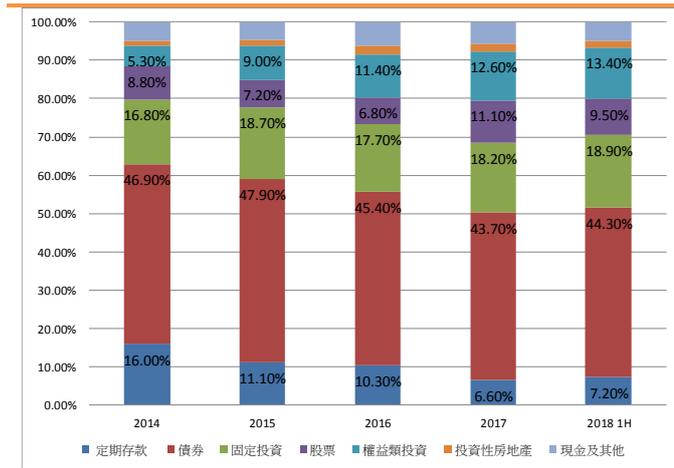
¹ 淨投資收益僅包含存款利息收入、債券利息收入、權益投資股息收入、投資性房地產租金收入以及應佔聯營企業和合營企業損益等。

² 總投資收益除包括淨投資收益外，再加上已實現收益、公允價值變動損益及投資資產減值損失。



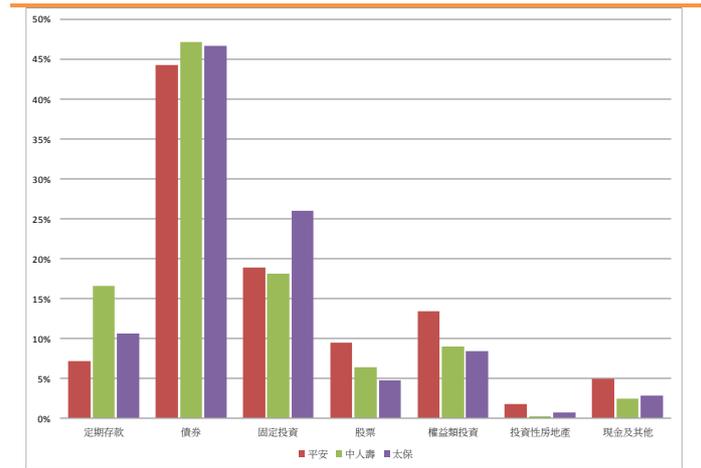
作用。然而 2018 年上半年，平安的年化淨投資收益率只有 4.2%，按年下降 0.8%，主要是權益資產分紅收入下跌影響。同樣，平安的年化總投資收益率只有 4.0%，按年下跌 0.9%，主要是 2018 年上半年，全球資本市場向下，加上中國平安執行新的 IFRS 9 會計準則後，分類為以公允價值計量且變動計入損益的資產大幅增加，令總投資收益波動加大。若按 IFRS 9 準則修訂前的年化總投資收益率為 4.5%，按年僅減少 0.4%。

圖表 3：近 4 年中國平安的投資組合



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 4：2018 年上半年三大壽險公司投資組合



資料來源：公司年報、致富集團研究部

中國平安的保險資金投資組合由集團母公司、壽險及健康險業務、財產保險業務的可投資資金組成，截至 2018 年上半年，中國平安的投資資產合計 25,825 億元人民幣。從圖表 3 顯示，截至 2018 年上半年，中國平安的投資組合中固定收益類投資(包括定期存款、債券投資及固定投資)佔比最高，達 70.4%；其次是權益工具(包括股票及權益類投資)，佔比達 22.9%；之後是現金及其他以及投資性房地產，分別佔投資組合的 4.9%及 1.8%。

從中國平安的投資組合結構來看，固定收益類投資佔比逐年減少，尤其是收益率及久期相對較低的定期存款佔比下降幅度最大。而債券是整個投資組合中最大的資產類別，20 年期及以上債券超過 5,750 億元人民幣，長債久期 14.75 年，對縮短資產負債久期缺口貢獻良多。至於權益工具佔比逐年擴大，當中股票投資為最重要的資產類別。對於股票投資，集團的策略為重點項目集中投資，及提高外部投管人的委託比例。此外，目前投資性房地產佔比為 1.8%，集團認為此一資產類別能為集團帶來長期穩定現金流，期望長遠佔比能提升至 10%，並開拓新型的不動產投資領域。

從圖表 4 可見，相對於中國人壽及中國太保，中國平安於股票及權益類投資較高，而固定資產類投資(尤其是定期存款)較低。平安的投資組合結構相對於其他兩大保險公司較為進取，較高的權益工具佔比，可能是平安長期平均總投資收益率較高的原因，但其收益率的波動性亦相對較高。