

九券商研判保险业 2019 年：行业增速前低后高

■本报记者 周尚仔

年底收官,券商 2019 年度策略会陆续召开的同时,保险行业的投资策略也随之浮出水面。

目前,已有包括华泰证券、天风证券、国信证券在内的九大券商对保险行业明年投资策略进行了展望。其中,有券商态度积极,认为保险行业在国内仍是朝阳产业;我国寿险深度将在 2032 年达到 6.68%的峰值,寿险业仍有 15 年的黄金增长期。

短期对保险股保持谨慎

自《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》(保监人身险〔2017〕134 号)正式落地之后,保险行业的销售难度明显增加。目前,从中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保公布 11 月份保费数据来看,五家上市险企今年前 11 个月共取得原保险保费收入 2.05 万亿元。

对于明年保险股的投资趋势,中金公司认为,短期对保险股继续保持

谨慎,主要由于开门红弱于预期和长端利率下行。2019 年全年来看,寿险估值上半年将持续承压,下半年或有改善。同时,继续积极看多中国财险。

华创证券也表示,利率是影响保险公司经营和二级市场投资最重要的因素和逻辑之一,影响效应复杂。利率对寿险公司而言是一把“双刃剑”,既影响负债端也影响投资端。利率的变动对公司经营既有正面作用也有负面作用。对于保险股来说,在新一轮利率上行的初期或温和通胀期,是最有利的,这个时期也是保险股在二级市场表现中弹性最大的一个阶段。

此外,开门红不及预期,上半年新单增长压力持续。由于代理人人力缩水和高件均保费的年金销售依然困难,预计 2019 年一季度开门红保费负增长 10%,低于市场预期。2019 年二季度新单增长依然面临挑战,主要由于 2018 年二季度行业投入大量费用和产品刺激导致的高基数。整个 2019 年上半年新单增长压力持续。

中信建投证券认为,进入 2019 年,市场主要对保险股担忧之处在于

长期国债收益率下行对上市险企投资收益的拖累。保险行业经营模式显著改变,投资与负债通过现金流相互影响,由负债驱动投资的商业模式逐步深化。

当然,也有券商表示,不用完全处于担忧状态,长期价值投资仍值得期待。

申万宏源认为,短期来看资本市场波动对今年投资收益形成压力,长期来看投资收益仍具一定安全垫。预期权益市场单边下行可能性较低,长端利率地点在 3.3%附近,预计全年净投资收益 4.7%,总投资收益率 5.0%;对标中国台湾、日本和美国等成熟市场,险企可通过调低预定利率、调整大类资产配置实现利差益,未来股票市场企稳,股权投资行业限制放开,险企长期股权投资配置占比提升,投资收益可进一步实现。

长端利率结构性下行 资产端承压

对于 2019 年保险行业的展望,券商们也是各抒己见,但大体方向一致。

其中,有券商态度积极,认为保险行业在国内仍是朝阳产业,寿险业仍有 15 年的黄金增长期。

其中,广发证券表示,保险行业在国内仍属朝阳产业,尤其是伴随新生代人群的保障意识崛起,保障市场需求仍然较大。2019 年行业增速仍可能前低后高,但粗放增长向高质量增长趋势不改。长端利率结构性下行可能对资产端构成一定压力。

同时,申万宏源表示,展望 2019 年,保险业可实现全年保费平稳增长,推行保障与理财型产品均衡营销,弱化开门红时点数据。全年推行保障产品前提下进一步均衡发展;队伍质态显著改善,人均产能拉开竞争差距,预期上市险企代理人规模可维持小幅稳定增长,保障类产品新单保持两位数增长;展望 2019 年保障类产品中短期内仍可维持较高增速,未来保障与理财型产品均衡销售满足客户需求。

与此同时,对于寿险行业的预测,天风证券基于计量模型的回归预测结果显示,在中性情形下,我国寿险深度将在 2032 年达到 6.68%的峰值,寿险

业仍有 15 年的黄金增长期。在寿险深度不断提升的黄金增长期,寿险周期的波动性弱于经济周期,主要是由于居民保障存在较大缺口时,居民的长期保障需求与对未来的风险预期、家庭结构等长期因素有关,短期的经济波动的影响有限。

国信证券则表示,目前,四大 A 股寿险企业在价值回归的转型中成效显著,业务质量更高,但估值水平却长期维持以往,投资机会凸显。

值得一提的是,各大金融机构近两年在金融科技方面的发展一直不遗余力,保险行业更不例外。

华泰证券表示,多家险企已开始加大对技术研发的投入,部分也已实现了盈利,对整体业绩有一定贡献。分险种来看,寿险结合 AI,将对代理人培训、展业、增员等各环节提升效率,加速业务推进;车险定价结合 UBI 与大数据技术,成本端节流成效明显,科技赋能金融的发展前景值得期待。当前时点,上市险企仍处历史估值低位,边际改善逻辑明确。

深证 100 将调整样本股 新兴产业占比六成

近日深交所公告称,2019 年第一个交易日将对深证成指、深证 100 等深证系列指数实施样本股定期调整。其中,深证 100 将调整 10 只样本股,调整完成后,该指数中主板、中小板、创业板的样本股权重占比将分别从 52.36:12 调整为 50:35:15。市场人士分析,从这一比例变化来看,深 100 指数不仅包含了主板中的蓝筹价值型企业,也吸纳了更多来自中小板和创业板的成长型优质企业,正在发展成为中国资本市场“传统行业龙头企业+新兴成长行业领军企业”的组合。

值得注意的是,战略性新兴产业

在深证 100 指数中所占权重也将提高到 60%,其占比提升将进一步提高深 100 指数对于新兴产业和新经济的代表性。业内人士分析,新经济及战略性新兴产业等新动能正在成为推动经济稳中向好的重要力量。这一势头在深交所发布的统计数据中得到了验证。今年上半年,深市 957 家战略性新兴产业公司通过技术创新、产品创新、服务创新,有效将科技成果转化为企业实际生产力,平均营业收入和净利润增长率分别为 23.32%和 20.77%,展现出较强的盈利能力和发展潜力。随着深 100 指数的新经济权重占比提高

到 60%,其投资价值将进一步提升。

目前,市场上以深证 100 指数为跟踪标的的 ETF 有两只,其中,易方达深证 100ETF(基金代码:159901)成立于 2006 年 3 月,不仅是跟踪深证 100 指数的“领头羊”,也是深交所的率先出现的 ETF,具有明显的稀缺性。在易方达深证 100ETF 平稳运作的 12 年时间里,该基金也积累了良好的流动性。从成交额来看,易方达深证 100ETF 下半年以来日均成交额接近 8000 万元,排在全部 ETF 前十,成交活跃。同时,该基金目前规模超过 35 亿元,在全市场 137 只股票型

ETF 里位居前列。

从过往表现来看,据 Wind 统计,易方达深证 100ETF 成立以来总回报超过 251%,年化回报率超过 10%。这一成绩也同时超过沪深 300 指数表现以及被动指数型基金平均水平。

表:易方达深证 100ETF 过往表现

	1 年 回报	2 年 回报	3 年 回报	5 年 回报	成立 以来 总回报	年化 回报
易方达深证 100ETF	-29.11%	-11.48%	-19.16%	24.23%	251.03%	10.36%
沪深 300	-20.50%	-5.44%	-10.76%	33.78%	207.07%	9.21%
被动指数型基金	21.28%	-12.19%	-15.69%	35.94%	247.76%	10.27%

数据来源:Wind 资讯 截至 2018 年 12 月 13 日

银行理财收益“九连降” 11 月份低至 4.14%

■本报记者 苏向泉

普益标准近期发布报告显示,11 月份,全国整体银行理财收益环比下降 11BP 至 4.14%。全国银行净值产品存续量为 3895 款,环比增加 256 款,增速趋缓。

报告提到,从价格指数来看,11 月份全国银行理财价格指数环比下降 2.62 点至 99.10 点,跌幅进一步扩大。其中,封闭式预期收益型产品价格指数环比下跌 2.93 点至 102.14 点,开放式预期收益型产品价格指数环比下跌 2.15 点至 94.52 点。

从各类产品数量占比来看,11 月份,封闭式预期收益型产品发行量占比环比上升 2.03 个百分点至 73.75%;开放式预期收益型产品申购量占比环比下降 2.32 个百分点至 22.09%;净值产品申购量占比环比上涨 0.29 个百分点至 4.15%。

从市场风险指数来看,11 月份,全国理财风险总指数环比下滑 1.03 点至 104.05 点。其中,全国银行承担的隐性风险指数为 103.83 点,环比下滑 0.41 点;价格波动风险指数结束下行趋势,环比上升 4.62 点至 124.69 点;基础资产传导风险指数为 92.19 点,环比下降 5.91 点。

报告提到,11 月份全国银行理财收益水平自今年 2 月份来连续 9 个月下滑,11 月份理财收益环比下降 11BP 至 4.14%。11 月份,流动性保持合理充裕,央行全月未进行逆回购操作。虽然央行暂停了逆回购且并未进行 MLF 投放,但由于前期释放了较多中长期流动性,银行体系流动性总量仍处于合理充裕水平,暂停短期流动性操作,有助于减少银行间市场的流动性淤积。本月资金面稳健宽松,利率仍处低位。

从各类产品的发行量(申购量)占比来看,11 月份,封闭式预期收益型产品发行量占比环比上升 2.03 个百分点至 73.75%;开放式预期收益型产品申购量占比环比下降 2.32 个百分点至 22.09%;净值产品申购量占比环比上涨 0.29 个百分点至 4.15%。封闭式预期收益型产品发行量仍然占据绝对主导地位。

欢迎关注证券日报 e 保险



编辑 苏向泉 制作 连景
E-mail:zqbriqj@126.com 电话:010-82031762

供需紧平衡,铜价延续震荡——2019 年铜市场展望

一、全球经济不确定性增加,但并不悲观

2018 年全球经济表现明显弱于年初预计,除美国外全球其他经济体均迎来了增速放缓。中国经济受去杠杆影响出现超预期的放缓,加上政策调整过程中对原有制度的冲击,造成了诸如“国进民退”等担忧情绪的上升,叠加中美贸易战的影响,市场信心受到极大挑战。这既表现在金融市场的低迷,同时也会遏制各经济参与方的投资及消费行为,抑制经济增长。中国是全球经济的火车头,中国经济放缓也导致全球经济出现不同程度的放缓,欧元区、日本巴西、韩国等均出现明显的经济下滑。年中新兴经济体受美联储加息以及美元升值影响,本币贬值,金融市场受到明显冲击,恐慌情绪不断蔓延。

展望 2019 年,最大的不确定性来自于中美贸易战。全球最大的两个经济体如果爆发严重的贸易冲突,对全球经济及金融市场的冲击将是巨大的。但是经过半年剧烈冲突后,我们觉得贸易战出现阶段性缓和的可能性大大增加,可能代之以长期的拉锯战,这会影响中长期的中国经济、政治及军事环境。中国在去杠杆取得阶段性成功后,修正政策,重塑信心,稳定增长将是明年的主基调。

当下债务过快增长得到遏制,中国去杠杆政策已经有所调整,企业融资缓解将会有明显好转。针对去杠杆过程中给民营企业造成的额外伤害,从党中央到一行两会各个层面都出台了全面支持民营企业的政策,民营企业融资缓解也会有明显改善。今年基建投资快速下滑也是拖累经济的一个重要因素。基建下滑是地方政府融资活动受到去杠杆政策约束的一个表现。但中国政府加杠杆的空间较大,预计明年财政政策更加积极,基建投资也有望迎来反弹,这是我们认为明年 1 季度开始经济会较今年 4 季度走强的最主要原因。

供给侧改革熨平了经济波动,保存了经济增长实力是我们对 2019 年中国经济不悲观的另外一个重要原因。过去主要工业品产量增速与宏观经济波动一致,但过去 1 年多以来出现了明显分化。表现为中下游产品增速普遍下行中出现分化,上游增速回升。按照以往库存周期,从 2016 年以来开启本轮库存周期,目前经历需求下行阶段,应该处于被动补库存或者主动去库存阶段,但是全年产成品库存却处于增长阶段,原料库存则维持平稳。供给侧和环保政策造成了目前的这种“失灵”情况,在下游扩张的时候,上游扩张幅度较小;下游收缩的时候,上游收缩幅度也就很小,甚至处于扩张阶段,这就导致了经济波动幅度缩小。

另外一方面,从 2016 年以来的这波经济反弹,制造业投资一直处于被抑制的状态。可以看到固定资产投资一直低于产能利用率和工业企业收入的增长。在以往的经济周期中,下游需求扩张的时候,制造业投资快速扩张,这些投资活动成为了当期经济的需求,助推了经济的扩张;但是,一旦需求回落,上一轮的投资变成供给,又会导致供需失衡,经济加

速回落。对投资的抑制使得 2017 年经济增长弱于以往,但是却保存了经济增长动力。2018 年制造业固定资产投资仍将增长空间。企业部门,特别是工业部门利润率低,负债率高是影响中国债务的重要原因。通过供给侧改革稳定了工业企业利润,有助于企业部门去杠杆,为托底经济提供了支撑。

二、当前铜价且已反映需求低增速

铜价是市场对当下现实和未来供需预期共同作用的结果,包含着已知和未知的市场信息。既然价格是信息的集中与演绎,则价格的高低也必然揭示着相对应的市场观点和预期。

目前的铜价已经反映了未来悲观的经济预期,即使明年全球需求增速下滑至 1%附近,验证了此前的市场预期,但铜价也不应该继续下跌,因为铜矿供给增速也在 1%左右,而且市场已经交易了需求低增长预期。

我们认为铜价反应的是长周期铜矿供应与终端消费需求的矛盾,铜价是激励长周期供需恢复平衡最快的调整价格。铜矿建设周期通常在 5 年以上,刺激矿山投产以满足未来 5 年需求增长的激励性铜价,就是理论上的合理价格。

因此在不考虑新建铜矿产能投产的前提下,现有矿山的产量将随着时间推移而逐渐降低。虽然短期铜消费会面临增速放缓甚至负增长的现象,但从长期角度来看,全球铜消费持续上行。如果以 2%预估未来 5 年的需求增速,至 2023 年铜矿供需缺口将累计达 280 万吨。

表:2019-2023 年铜资源缺口与增速测算

年	铜资源供应	铜需求	需求增速	缺口	下调后的铜需求	需求增速	下调后的缺口
2019	21801	21805	2%	-4	21698	1.5%	103
2020	22421	22241	2%	180	22024	1.5%	397
2021	22551	22686	2%	-135	22354	1.5%	197
2022	22151	23140	2%	-989	22689	1.5%	-538
2023	21751	23602	2%	-1851	23030	1.5%	-1279

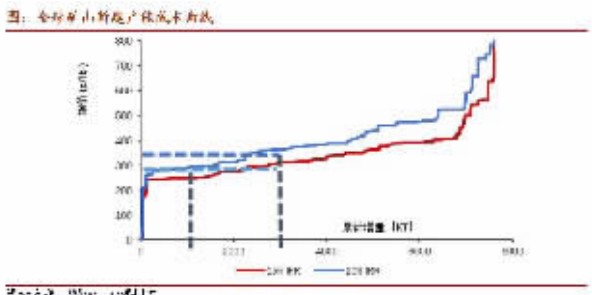
资料来源:Wind,金瑞期货

表:2006-2017 年铜消费增速

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
增速	1.1%	6.8%	-1.4%	-3.2%	10.2%	2.8%	1.0%	6.0%	3.8%	1.0%	2.6%	2.5%

资料来源:Wind,金瑞期货

在对矿山投资项目进行可行性分析时,往往会采用 IRR(内部收益率)来评估项目的经济性。IRR 是项目投资渴望获得的报酬率,该指标越大越好。如果项目投资所要求的 IRR 越高,则铜价也必须更高,才能实现更高的抗风险能力,达到目标收益率。为了弥补未来 280 万吨的铜矿缺口,15%的 IRR 对应的激励铜价为 6832 美元/吨,20%的 IRR 对应的激励铜价为 7934 美元/吨。当下铜价仅为 6100 美元/吨,即使按照较低的 15%IRR 要求,6100 也远未达到激励水平,这也就表示市场对于未来的需求增速并不乐观。

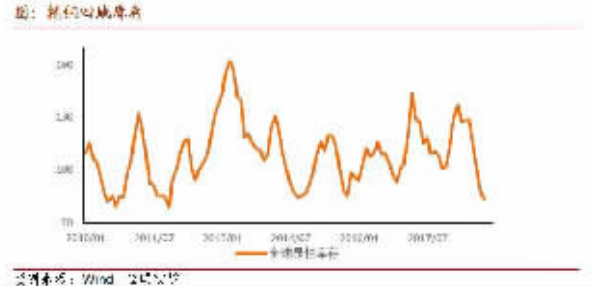


若未来 5 年的需求增速下滑至 1.5%,到 2023 年累计缺口将缩窄至 112 万吨,以 15%的 IRR 计算,激励价格为 5510 美元/吨,20%IRR 则对应铜价 6281 美元/吨。当前铜价持续在 6000-6300 区间震荡,刚好符合 20%IRR 下对应的激励铜价,这也就代表市场认为未来 5 年的需求增速大概为 1.5%。

目前的铜价已经反映了未来全球悲观的经济预期,即使明年需求增速下滑,验证了此前的市场预期,铜价也不应该继续下跌,因为市场已经交易了该预期。只有需求下滑的幅度超出此前的预期,铜价才会继续下跌。但是一旦宏观经济发生变化,市场对未来经济预期做出向上的修正,铜的消费预期也随之更改,铜价将上涨进行修复。

三、“低无可低”的库存将提供交易机会

铜价是市场对当下现实和未来供需预期共同作用的结果,包含着已知和未知的市场信息。既然价格是信息的集中与演绎,则价格的高低也必然揭示着相对应的市场观点和预期。



库存作为供需平衡的结果,对单边和结构两个维度的判断都至关重要。单边来看,铜价更多是受“未来库存”的影响,即远期铜矿与需求的匹配决定大趋势,而对于短期走势来看,铜价更多受到经济基本面及宏观情绪的指引,且当宏观因素与库存变动方向一致时会形成共振,反之此长彼消则对绝对价格形成牵制。站在结构的角度,恰恰宏观因素与库存变动的此长彼消会带来期限结构扭曲,从而出现明显的近远月套利机会。

对于明年上半年,库存预期的演绎具备了单边或结构的条件。首先是废铜已经完成深度去化,总体库存水平较低。其次境内外冶炼端会受到环保、检修、技术等影响,出现较大确

定性的扰动。对精铜产量的影响量级保守估计为 30 万吨,新增产能因处于爬产阶段上半年仅有 20 万吨增量,难以抵折损量。意味着低估值消费的情况下,库存保持下降,而实际情况很可能演绎成无可用去。

那么重点是宏观层面如何变化?风险偏好在今年的波动一方面来自中美贸易摩擦下避险情绪的抬头,另一方面是美国升息周期下新兴市场经济崩盘的担忧。前者在较短的时间内已经将预期透支的淋漓尽致,从美联储近期释放的加息态度来看,也不得不考虑本国经济触顶后的回落及其他经济体放缓后的联动,因此有可能逐步考虑放缓加息节奏。对新兴经济来讲,自身经济现状及外部因素方面,也并不具备经济崩溃的条件。整体宏观情绪也难出现今年二季度末至三季度的极端情况,甚至不排除主要经济体对未来风险一致性预期后出现安抚举措,令整体风险偏好改善。

对于明年早期的铜价我们持相对乐观的态度,是基于宏观情绪、经济基本面及铜基本有可能产生正向的共振。在风险情况持稳或可能出现改善的情况下,国内经济尤其是地产在高开工向施工传到的过程中对经济提供支撑,铜消费并不会出现塌陷,而供应端由于较高确定性的干扰出现,令精铜库存大概率在传统消费旺季出现去库可去的情况。三方考虑之下,明年早期铜价有单边反弹机会,且退一步讲宏观情绪恶化,则也具备了近强远弱的正向套利机会。

三、价格展望

全球宏观经济最悲观的时候即将过去 中国经济企稳会重新带给全球经济增长动力,全球经济最差的情况可能过去,2019 年可能会是一个矛盾缓和的年份。节奏来看:明年前期的价格我们相对乐观,是基于“低无可低”的库存将提供机会 明年上半年库存预期的演绎具备了单边或结构的条件,境内外冶炼端将出现约 29 万吨的扰动,而新增产量难抵消,即便消费增 1%库存仍将小幅下滑。当前全球低精铜库存(4 年低位)且废铜大幅去化结束,若宏观因素改善铜价将明显反弹,退一步若宏观继续恶化,则也具备近强远弱的正向套利机会。

不缺乏因素仍多 影响铜价方向选择 对于明年中国经济走势分歧在放缓的幅度,是企稳或略有下滑,还是下滑力度较大,众说纷纭。基本面上,供应确定性低增速增长,一旦干扰率大幅上升,极有可能导致供应进入负增长区间,从而提振铜价。宏观定方向,基本面对幅度,宏观和供应节奏定调的偏差,可能使铜价走势可能与预期不同。基准假设下铜市场总体偏紧 在经济整体向下背景下铜价大概率将维持震荡走势,均价与今年相当,核心波动区间为 lme3 月(6000-7000)美元/吨,对应沪铜主力(48000-54000)元/吨。(王思然 李丽 唐羽翎)

入市有风险,投资需谨慎。