

7年后再度出手 中国平安下调长期投资回报率假设

证券时报记者 邓雄鹰

长端利率下行所带来的影响正在持续。近日,中国平安在公布的2023年度财报中,将长期投资回报率假设从5%下调至4.5%,这也是该假设7年来首度下调。

此次下调,或是本轮上市险企调整相关经济假设的开端。近年来,长期低利率环境叠加资本市场剧烈波动,使得保险资金投资收益率持续下滑,上市险企长期投资回报假设普遍面临下调压力。

下调长期投资回报假设

据最新公布的年报,中国平安审慎下调寿险及健康险业务内含价值长期投资回报率假设至4.5%、风险贴现率至9.5%。中国平安称,这是基于对宏观环境和长期利率趋势的综合考量。

此前,中国平安曾对两个假设进行过调整:2009年将风险贴现率由11.5%下调至11.0%;2016年将非投资连结型寿险资金的未来年度投资回报率上限从5.5%调整至5%。上述假设也一直延续至2022年。

人身险公司经营长期业务,其估值体系很大程度上是基于关于未来的假设。长期投资回报率假设和风险贴现率假设直接影响内含价值、新业务价值等人身险公司核心评价指标。随着两大指标下调,包括营运利润、寿险及健康险内含价值、寿险及健康险新业务价值等价值指标均随之调整。总体而言,投资回报率假设下调会导致内含价值、新业务价值等数值下降,而风险贴现率假设则与投资回报率假设呈反向关系。

在2022年及以前的新业务价值中,中国平安使用长期投资回报率假设5%、风险贴现率11%计算。若基于2022年末假设和模型计算,2023年公司寿险及健康险业务内含价值为9301.6亿元、新业务价值为392.62亿元;若基于最新的投资回报率及风险贴现率等假设,2023年公司寿险及健



康险业务内含价值为8309.74亿元、新业务价值为310.8亿元,分别减少991.7亿元、81.8亿元。

以归属于母公司股东的营运利润为例,调整假设前,中国平安2022年归母营运利润为1483.65亿元;经调整后,2022年归母营运利润为1468.95亿元,减少14.7亿元。

个案还是行业趋势?

中国平安下调长期投资回报率等经济假设,或是上市险企调整相关假设的开始。

多家上市险企在2016年左右即调整更新了投资回报率假设,中国人保也在2020年调整了未来年度投资回报率假设,目前上市险企的长期投资回报率假设普遍为5%。但是,近年来处于长期低利率环境叠加资本市场剧烈波动,使得保险资金投资收益率持续下滑,现行投资回报率假设再度面临挑战。

东吴证券分析师葛玉翔认为,近

年来,受长端利率系统性下行影响,上市险企平均投资收益率与内含价值投资收益率假设的偏差逐步加大。以2023年上半年为例,A股上市险企平均净投资收益率为3.76%,总投资收益率为3.66%,与内含价值长期投资收益率假设(5%)的差距达到124bps、134bps。风险贴现率与投资收益率两者均面临下调压力。

国泰君安认为,参考历史经验,在2016年年报中,上市险企曾因长端利率持续下行、股市低迷等导致投资收益率承压而调整了长期投资收益率假设,预计此次2023年年报上市险企将再次顺应市场环境变化而调整内含价值评估的经济假设。

国泰君安还表示,上市险企当前普遍使用的10%~11%的风险贴现率假设极为审慎,预计保险公司在下调投资收益率假设的同时,同步下调风险贴现率水平,有利于缓解对EV(内含价值)和NBV(新业务价值)的负面影响。

葛玉翔则称,两个假设同步下调

后,内含价值降幅压力相对可控,不会出现内含价值的大幅下降,新业务价值降幅压力相对较大。值得注意的是,近年来受储蓄型业务新单占比提升的影响,有效业务价值和内含价值受经济假设变动的敏感性大幅提升。

近年来利差损压力加剧

险企下调长期投资回报率假设的重要背景,是近年保险资金投资收益率持续下滑,保险行业利差损压力骤增。

数据显示,2023年,28万亿险资的投资收益已降至3%附近。其中,年化财务投资收益率为2.23%,自2008年之后首次降至3%以下;年化综合投资收益率为3.22%,则是2011年以来的“次低”,仅好于2022年的1.83%。

对于大型保险公司来说,从去年单一年度来看,长期投资回报假设仍然与当期收益率“倒挂”,但基于超强的资源整合能力、投资能力,以及超大大负债体量和往年超配的大量高信用等级债券,其承压能力远高于行业平均水平。

以中国平安为例,该公司2023年保险资金投资组合的综合投资收益率为3.6%,但以近10年来看,该公司平均净投资收益率为5.2%,平均综合投资收益率为5.4%,超过内含价值长期投资回报假设。

对于中小险企来说,所面临的问题和挑战更加繁重。据证券时报记者从业内了解,主要大型保险公司总体由于经营时间长,虽然近年也卖了不止3.5%利率以上的保单,但总体负债成本仍不到3%;中小人身险公司的负债成本则普遍高于3%,不少公司甚至超过4%。

今年以来,虽然权益市场震荡上升,但长端利率下行曲线更加陡峭,人身险公司利差损压力进一步加剧。一位寿险公司负责人近日在业内交流时,甚至用“危急”二字来形容中小人身险公司面临的处境。该人士表示,我国寿险业进入了低利率、低收益、低偿付能力周期的“三低”阶段,降低负债成本、控制利率敏感型产品规模已成险企自救的必然选择。

银行联动多方机构 破解科技金融“贷早贷小”难题

证券时报记者 秦燕玲

在刚刚过去的全国两会上,“新质生产力”成为一大热词,培育新质生产力,支持科技创新将是一项重要命题。

近期,证券时报记者走访苏州工业园区多家科技企业了解到,初创型科技企业前期投入大、成果转化周期长,急需充足资金支撑企业“心无旁骛”地进行研发创新。在自身战略布局与政策驱动等内外部因素作用下,银行机构已为此积极推出相关举措。不过,可持续、可批量操作的业务创新仍是各家机构不断探索的关键。

“心无旁骛”搞创新

成立3年多,洞芯微科技(江苏)有限公司跃升为智能终端行业TOP3解决方案提供商。即便如此,该公司董事长刘青仍觉得“左手赚的钱根本不够右手投”。

刘青之所以发出如此感慨,是因为当前公司向新能源汽车领域进行战略转型,车规级芯片、车辆智能座舱等产品,从研发到量产至少要一至两年时间,“别看现在只产出了这么一点点产品,那也是公司实打实掏现金做出来的”。刘青表示,近两年公司已在新能汽车领域投入超过1.5亿元的研发资金。

证券时报记者在调研走访过程中发现,刘青面临的困惑,同样也是大多数科技企业未能避免的。

“目前我们已经有了营收,但尚未盈利。”科塞尔医疗科技(苏州)有限公司(下称“科塞尔”)首席财务官陆利凡告诉证券时报记者,没有盈利的主要原因在于,科塞尔的研发投入依旧很大——2023年公司营收1.4亿元,研发投入就超过了6500万元,今年的研发投入

人预算则达到了8000万元。

陆利凡称,在医疗器械行业,像科塞尔这样只有拿到医疗器械注册证才有营收来源。相较其他科创企业从0到1、从1到N的发展周期,医疗器械企业的产品从实验室到最终走向市场,除了研发创新,还可能经历临床试验,“拿到证是一个很漫长的过程”。

前期研发投入大,成果转化周期长……钱从何处来,成为科创企业起步、壮大的关键。刘青直言,企业要“心无旁骛”地进行创新研发,必须要有足够的资金支持。如果没有外部资金支持,仅靠企业赚取的毛利来支撑创新投入,科技公司很难走得更远,也很难成为真正创新的企业。

可复制、批量化是关键

工商银行苏州分行科技金融中心主任杨磊告诉证券时报记者,金融支持科创企业的风险主要有两类:一是实验室技术能否成为工厂生产线上的产品;二是产品能否被市场所接受,成为商品。

上述两类风险在科创企业的初期尤为显著,因此对初创型科技企业的传统金融支持,以天使投资基金等股权类资金为主。不过,股权资金进入后可能造成的股权稀释而影响原始股东控制权等,让企业对股权资金有所“忌惮”。因此,企业更希望获得以银行信贷为主的债权资金。而以银行信贷为代表的债权资金,又由于风险收益不匹配,在这一阶段往往也不会太过积极。“风投10个中1个就算赢,我们怎么亏得起9个?”恰如杨磊所说,债权资金之所以不愿太早进入,很大的原因在于无法分享企业成功发展带来的巨大收益。

如何解决这些环环相扣的矛盾?

实际上,政策层面已率先破题。

3月11日,国家金融监督管理总局党委书记、局长李云泽在全国两会“部长通道”接受媒体采访时表示,服务新质生产力是金融支持高质量发展的关键着力点。早在1月,国家金融监督管理总局就发布了《关于加强科技型企业全生命周期金融服务的通知》,要求深化金融供给侧结构性改革,把更多金融资源用于促进科技创新,不断提升金融支持科技型企业的质效。

有了宏观“指挥棒”的明确指示,在具体实践中,银行机构需要核心解决的是,在实现服务科技创新实体的前提下,保证商业可持续。因此,可复制、批量化也就成为了这些机构进一步探索的关键。

破解“贷早贷小”难题

杨磊对证券时报记者表示,银行在对接初创型科技企业过程中,发现了一类由供应链“链主”孵化的企业,这将是未来实现批量化服务的突破口。

“链主”企业之所以会孵化这类初创企业,主要有两大需求:一是需要供应商不断进行技术迭代,投资供应链上的领军企业,帮助“链主”企业进行产品研发;二是需要投资协同企业,与“链主”企业配合,提供满足下游客户所需的产品。

杨磊指出,这两类初创企业的共同特点在于,市场需求是现成的。也就是说,前述两大风险之一的“产品能否被市场所接受成为商品”,变得可控,银行信贷资金也就更敢投。因此,即便初创型企业仍处于“烧钱”阶段,没有现金流、销售收入,甚至尚处于亏损阶段,银行也可以根据企业的实收资本、资本公积等数据,发放一定比例贷款,实现银行信贷资金“贷早、贷小”。

据了解,杨磊所介绍的科创企业“产业链孵化贷”已于3月15日正式发布。不过,杨磊也强调,银行骨子里对于不良的审慎态度不会改变,也就是说银行并未放松对风险的把控。只不过,借助机制创新、专业团队、技术手段等多重视角,银行转变了贷款审批的逻辑,更好服务科创企业。

在体制机制上,成立了工商银行苏州科技支行,专门为客户提供投融资服务,客户经理团队根据生物制药、电子信息、技术装备、先进材料四大产业进行划分,该支行在贷款审批环节、尽调过程中,综合利用内部专家及联合投资机构等进行信贷决策。

探索投贷联动新模式

2023年6月16日,国务院常务会议审议通过了《加大力度支持科技型中小企业融资行动方案》(下称“《行动方案》”),人民银行2024年工作会议再次明确要抓好该方案的落实。

《行动方案》强调,要把支持初创期科技型企业作为重中之重,加快形成以股权投资为主、“股贷债保”联动的金融服务支撑体系。因此,强化与股权投资的联动,同样是当前银行机构服务科创企业的重要途径。

在今年两会期间,李云泽曾表示,国家金融监督管理总局正在研究以金融资产投资公司平台,扩大股权投资试点范围,进一步加大对科创企业的支持力度。

2018年,原银保监会发布《金融资

产投资公司管理办法(试行)》,推动市场化、法治化银行债权转股权健康有序开展,规范银行债权转股权业务行为。目前,市场上的5家金融资产投资公司,其母公司均为国有大行。

同时,商业银行还在不断探索“投贷联动”新模式。所谓投贷联动,通常意义上是指融合银行信贷和股权投资的一种业务模式。工商银行苏州分行科技金融中心副主任金川介绍,工商银行苏州分行与金融同业、政府产业引导基金、天使投资基金、股权投资机构等外部金融资源联动安排,目前已与元禾控股集团、昆山科创创投等10家投资机构达成投贷联动合作,达成投贷联动业务12笔,总金额近8亿元。

此外,在工商银行苏州分行的推动下,工银投资与苏州创新投资集团合作成立了总规模达200亿元的产业集群基金,主要投向苏州重点布局的电子信息、装备制造、生物医药、先进材料等四大主导产业和25个细分产业、优势产业中的“专精特新”等各类拟上市企业。据了解,该基金是目前苏州市规模最大的银行系参与主动管理的私募股权投资基金,预计未来将带动超过1000亿元科创贷款投放。

“我们投任何项目都是尽量在不确定性中寻找确定性。”苏州创新投资集团有关负责人对证券时报记者表示,与商业银行的合作,除了双方团队前期共同尽调,判断被投企业团队及所处行业的可靠性之外,商业银行还帮助企业对接其他产业资源支持,不断提供助力,增加投资成功的概率。

渣打证券宣布展业

证券时报记者 刘艺文

获准成立一年后,我国首家新设外资独资券商迎来发展新阶段。

3月22日,渣打证券发布名为《乘势笃行,同谱新篇》的推文,宣布正式展业。此前在2023年1月,渣打证券获中国证监会批复核准设立,成为证券公司外资股比限制放开后首家获批的新设外商全资控股证券公司。

近年来,外资券商加速布局中国市场,当前还有3家拟由外资独资的证券公司正申请设立。在业内人士看来,外资券商加速进入中国市场是中国金融市场对外开放的重要表现,对于推动中国资本市场的发展和国际接轨具有积极意义。

瑞士再保险: 中国市场仍有潜力

证券时报记者 刘敬元

近日,瑞士再保险(下称“瑞再”)高层人员来到中国,向证券时报等媒体分享了对国内宏观经济及保险市场的看法。

瑞再是一家全球头部再保险公司,于1863年在瑞士苏黎世创立。中国保险市场对外开放后,瑞再成为首批进入中国市场的外国再保险公司之一。瑞再先后于1995年、1996年分别在北京、上海设立了代表处,并于2003年9月成立北京分公司,在全国开展全面的产、寿险再保险业务。

瑞再首席经济学家安仁礼(Jerome Jean Haegeli)认为,2024年的全球经济前景和通胀走势将不同于2023年,从最新的宏观数据看,中国经济总体比较乐观。1~2月,全国规模以上工业增加值同比增长7.0%,为近年最快增速,显示中国经济正在企稳。

同时,安仁礼表示,希望国内房地产市场能够健康发展,消费者情绪需要进一步提升。瑞再预计,中国2024年GDP(国内生产总值)实际增长率将在4.7%~5%,其中上半年增速可能高于下半年。

谈及保险市场情况,安仁礼表示,中国保险市场的增长仍显强劲,财险、意外险以及寿险和健康险市场都将保持稳健增长。

瑞再最新预计,中国2024~2025年财险和意外险名义保费年均增长6.7%,比2023年7%的增速略有下降;寿险和健康险在2024~2025年的名义保费增长,将回到6%的趋势性水平。在消费者财富管理需求的推动下,储蓄型产品仍将是寿险市场的主要驱动力。

瑞再认为,中国保险市场有多重驱动因素。该集团寿险与健康险再保险首席执行官官沐睿柏(Paul Murray)提到,中国市场存在保障缺口,比如死亡、健康和巨灾等领域,这些缺口蕴含着巨大的机遇,需要做好保障。

就中国的寿险和健康险市场而言,瑞再中国区寿险与健康险再保险业务负责人张永强称,当前中国的寿险和健康险市场面临三个“关键词”,即经济增速相对放缓、低利率时代、老龄化。这些因素共同作用,对人身险行业既是挑战,也是机遇。

张永强进一步表示,在低利率时代,保险公司和再保险公司都在思考应该提供什么样的产品和服务。目前,一个比较明显的趋势是,保险公司都在寻求提供更多保障类产品,希望为缺乏保障的人群提供合适的、可以负担的产品,比如老年医疗险。同时,他提到,长期护理可能是比较大的方向,“尽管长期护理在全球范围内还没有太多成熟的先例,但中国有机会成为把商业护理保险做得比较成功的一个市场。”

沐睿柏认为,中等收入人群不断壮大、中老年群体保障不足等,都是中国寿险和健康险业务的有利因素,保险业还有空间提供更多满足市场需求的保险产品。

瑞再研究院和中国保险行业协会近期联合发布的一份报告显示,截至2022年底,45岁以上人群拥有的有效保单数量占全年龄段总量的30%左右,低于总人口中这些年龄段人口43%的占比,意味着中国的中老年人群保险保障率不足。相较而言,在保险发达市场,中老年人群的保障更加充分。

此前,瑞再预计,中国有望在2030年代中期成为全球最大保险市场,并表示中国市场对瑞再的重要性不言而喻。

一线实探:
做好金融五篇大文章(六)