

中国平安
PING AN
保险·银行·投资

平安年金时讯

PingAn Pension Express

综合版



2008年第5期 总第5期
10月24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

| | |
|--|----|
| 政策观察 | 1 |
| 一、对国资委 152 号文和 135 号文三方面的比较分析 | 1 |
| 市场动态 | 3 |
| 一、企业年金凸现“安全垫”作用 | 3 |
| 二、发达国家企业年金基金投资实践 | 3 |
| 三、黑龙江：被征地农民可参加城镇社会养老保险 | 4 |
| 四、社科院报告：中国劳动力市场面临未富先老 | 5 |
| 投资视角 | 6 |
| 一、第三季度经济数据 - GDP 连滑五季 CPI、PPI 双降 | 6 |
| 二、十七届三中全会政策解读 财政三农投入研究 | 9 |
| 三、主推三农牌 落实惠农政策 扩大内需 | 11 |
| 四、2008 年四季度 A 股投资策略报告 | 13 |
| 五、中国可以躲过经济危机，但是无力拯救世界 | 14 |
| 六、国务院十项措施刺激经济发展 | 16 |
| 七、业内专家认为四季度经济增速有望好于三季度 | 17 |
| 平安信息 | 19 |
| 一、湖南电力企业年金投资管理人花落平安 | 19 |
| 二、平安养老险与建行签署年金业务合作协议 | 19 |
| 三、平安养老：双语电话服务正式上线 | 19 |
| 四、中国平安 保费增长正常 | 20 |
| 五、中国平安荣获“最具影响力金融功勋品牌” | 20 |
| 年金技术 | 21 |
| 一、投资管理组合流程（一）—— 确定并描述投资目标与投资限制 | 21 |
| 经验分享 | 24 |
| 一、年金技术运用与政策空间拓展相结合，实现集团公司企业年金的统一运 作 | 24 |

政策观察

一、对国资委 152 号文和 135 号文三方面的比较分析

中央企业在建立企业年金计划初期，面临着诸多挑战，例如：计划的设计需要考虑企业复杂的人员结构和现有的薪酬体系；年金资产投资是否能够保值增值、实现投资回报；年金管理人的绩效是否突出、财务管理机制是否完善等一系列问题。国资委也针对以上问题，出台了年金制度和指导意见，规范和指导中央企业建立年金计划。

将国资委 2007 年 152 号文《关于中央企业试行企业年金制度有关问题的通知》和 2005 年 135 号文《关于中央企业试行企业年金制度的指导意见》相比，从总体来说，152 号文是 135 号文的补充，在相关操作细节方面有了更细致的规定，从而更贴近现实，也更具备可操作性。

本文从成本要求、缴费标准和差距、以及方案设计三个方面对以上两项制度进行比较分析：

一、关于人工成本的要求

135 号文要求不得因建立年金计划导致人工成本大幅增加，并对人工成本高于行业平均水平的企业限制建立年金。

152 号文修改了 135 号文的准入条件，并且为诸多效益好、有能力先建年金的企业提供了条件。在 152 号文中，不再单纯以人工成本作为标准，而是要求“统筹处理好企业年金缴费与当期职工工资增长的关系”，把人工成本和企业效益挂钩，只要效益增长高于成本增长就可以建立企业年金。

二、缴费标准和差距

1. 缴费标准

135 号文要求企业和职工共同缴纳，但未规定具体匹配标准。

152 号文明确要求个人缴费不低于企业缴费 1/4，并将逐步提高。还有一个重大变化是 152 号文允许动用工资结余进行年金缴费，为解决中人过渡问题提供了有效途径。

2. 缴费差距

对于备受关注的公平问题，135 号文未对缴费差距做具体要求；

152 号文件兼顾效率和公平，明确企业缴费向职工个人账户划入资金时，可以综合考虑岗位、贡献等因素，适当拉开差距，但企业负责人与职工之间的差距不宜过大。具体差距多少，文件并没有写明，但实际操作中基本按照 5 倍的水平进行差距控制。

三、方案设计

135 号文要求统筹规划设计年金方案，多元化的大型企业集团并针对企业内部各子企业实际情况分步实施，不能一刀切。其子企业可结合行业特点制订独具特色的企业年金方案，由集团公司报国资委审核。

152 号文未重申子企业方案报国资委审核事宜，仅要求集团总部年金方案必须单列，对于单独制定方案的子企业仅作备案处理。实际操作中倾向于把对子企业的审核权下放给央企总部，国资委仅对央企总部的总体大框架进行审核。

原劳动和社会保障部(现人力资源和社会保障部)及国资委 152 号文等相应政策和法规的出台，给央企建立企业年金疏通了道路，央企企业年金的建立也进入了实质性操作阶段。这些政策法规给年金管理机构制定企业年金方案提供了理论依据和操作指导，可以说每一个制度的出台都是标志性“事件”。但同时也应看到，年金管理机构的激烈竞争也将接踵而至。

市场动态

一、企业年金凸现“安全垫”作用

虽然各国救市政策纷纷出台，但并未缓解资本市场的危机。在这种大环境下，无论是机构还是个人，都难逃财富账户大幅缩水的厄运。在这片愁云惨雾下，我国的企业年金却由于严格的持股限制显出亮色，成为资金避风港。

由于企业年金的投资方向有国家法规的严格限制，即 20% 货币、50% 债券、30% 股票，而在股票部分中还有 10% 的基金投资，严格的风险控制让企业年金成为少数没有受到金融危机波及的理财工具。

（企业年金网 2008/10/16）

二、发达国家企业年金基金投资实践

实践表明，在风险可控的前提下，我国应逐步推动企业年金基金的投资监管模式由定量限制监管模式向审慎人监管模式转变，逐步放宽对企业年金基金的投资限制，不断拓宽企业年金基金运用的渠道和范围，按照安全性、流动性、收益性相统一的要求，实现投资资产的多元化配置。

发达国家企业年金基金投资实践

监管模式：“审慎人”监管

根据监管当局对投资资产组合类别和比例的限制程度，存在“定量限制监管”和“审慎人监管”两种基本模式。已有的研究表明审慎人监管模式下企业年金持有的高风险资产高于实行定量限制监管的国家，并且审慎人监管规则在收益率、风险以及灵活性上更胜一筹。随着一国资本市场改革的深化、企业年金规模的壮大以及监管者水平的提高，从定量限制监管模式向审慎人监管模式过渡，放松对投资工具和比例的限制成为一种较为普遍的趋势，比如，加拿大 2005 年消除了对海外投资的最高限制规则；墨西哥 2002 年改革了企业年金基金的投资规则，允许投资于海外证券市场等等。

资产结构：多元化

通过对 OECD 部分国家企业年金基金投资资产结构的对比可以看出，当投资监管模式向审慎人模式过渡，或是业已实施审慎人模

式的国家,其企业年金基金投资范围越来越广泛——涉及到了房地产投资等投资渠道。这说明基于风险分散以及对投资收益的平衡,企业年金基金投资引入了一些另类投资渠道。同时,也可从投资结构中观察到,房地产类的投资渠道的比重是被控制在一定范围内的。这是因为房地产类等另类投资方式也存有流动性弱、进入成本高等缺陷。这说明在对企业年金资产进行配置时,各国是将另类投资作为一个投资组合的有机组成部分,限定比例而不盲目扩大。

投资限制放松: 渐进、可控

考察各国企业年金基金投资情况及演变过程,我们不难发现企业年金基金投资多元化的演变历程带有明显的阶段性,随着企业年金的发展以及资本市场的成熟,许多国家对企业年金基金的投资限制逐步放松。一般在企业年金制度建立初期,出于安全的考虑,基本上多数国家对本国企业年金的投资领域控制较严,局限于银行存款和国债等流动性强、风险相对较小的投资。随着时间的推移,这种限制逐渐放宽,企业年金基金投资领域逐步扩大,可以投资于国债以外的其他债券和不动产以及公司股票等,但是,对投资监管等方面的规定越来越详细。

(《上海国资》2008/10/16)

三、黑龙江: 被征地农民可参加城镇社会养老保险

《黑龙江省被征地农民养老保险暂行办法》近日出台,这个省被征地农民可参加城镇社会养老保险。

《办法》规定,被征地农民养老保险将设 110% 和 130% 两种标准,由市、县人民政府根据城镇居民月最低生活保障标准确定被征地农民养老保险的缴费比例,一次性缴纳 10 年至 15 年的费用。缴费标准随城镇居民月低保标准变动,参保所需费用直接从征地补偿费、安置补偿费中缴纳,政府给予相应补助。

被征地参保人员按时足额缴纳养老保险费的,男年满 60 周岁、女年满 55 周岁,办理领取养老金相关手续后,从达到年龄次月起按月领取养老金。参保时就达到上述年龄的被征地养老人员,一次性缴足费用后从次月起按月领取养老金。

(新华网 2008/10/22)

四、社科院报告：中国劳动力市场面临未富先老

随着我国迈入老龄化社会，曾经充足的劳动力正日益短缺，专家们认为这正是普通劳动者和低收入家庭提高收入水平、缩小贫富差距的大好机会。昨天，中国社科院发布《人口与劳动绿皮书》，呼吁政府针对我国劳动力市场“未富先老”的现状，对就业和社会保障、产业经济发展战略采取应对措施。

《人口与劳动绿皮书》认为，随着老龄化现象的越加明显和人口增速放缓，劳动力市场将不可避免地出现需大于供的情况，现代部门对劳动力的需求如果维持相同的增长速度，就必须提高工资，这被学界称为“刘易斯转折点”。更重要的是，企业开始竞争劳动力，结果就是普通劳动者工资得到提高。

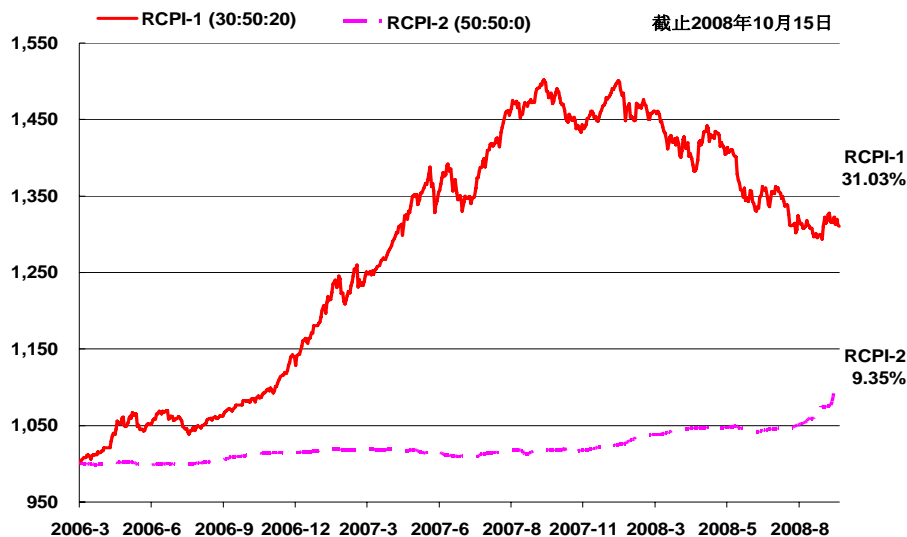
“‘刘易斯转折点’的来临是普通劳动者和低收入家庭提高其收入水平、改变其在收入分配中的大好机会。”绿皮书主编蔡分析认为，与西方发达国家不同，我国劳动力市场呈现出“未富先老”的特点。发达国家的人口老龄化是经济发展的结果，而我国的人口转变是在加上了计划生育政策的外力之下，在较早的经济和社会发展阶段上提前完成的。

“因为‘刘易斯转折点’的到来，作出中国丧失劳动力成本优势的判断为时尚早。”蔡认为，一方面中国的劳动力成本优势相对发达国家仍很明显；另一方面，中国制造业成本的上涨速度并没有显著地高于其他发展中国家。根据企业数据分析，近年来中国制造业部门的劳动生产率也在快速增长，成为支撑工资水平上涨的基础。因此，中国仍然具有劳动力成本的竞争优势。

（北京晨报 2008/10/16）

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% | 1,327.314 | 0.13% | 1.30% | 0.74% | 32.73% |
| RCPI-2 | 50% | 50% | 0% | 1,075.236 | -0.02% | 0.06% | 1.82% | 7.52% |

截至 2008-9-26

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。

(路透数据 2008/10/15)

一、第三季度经济数据 - GDP 连滑五季 CPI、PPI 双降

国家统计局昨日发布三季度国民经济运行数据，经济脚步显著放缓。前三季 GDP 增速跌破 10% 至 9.9%，9 月 GDP 增速跌至 9.0%；

前三季居民消费价格指数（CPI）同比上涨 7.0%，9 月 CPI 创 15 个月新低至 4.6%；前三季度，我国工业品出厂价格（PPI）同比上涨 8.3%。其中，9 月份上涨 9.1%，涨幅比上月回落 1.0 个百分点。

中国经济增速下滑的信号进一步增强——前三季度国内生产总值（GDP）增幅近十年来首次降至个位数。

国家统计局新闻发言人李晓超表示，中国经济发展的基本面是好的，下阶段要采取灵活审慎的宏观调控政策，进一步增强预见性、针对性和灵活性，促进经济平稳较快增长。

2008年前三季度我国GDP增长率增幅回落2.3个百分点



【数据速览】

【GDP】前三季度 GDP 为 201631 亿元，同比增长 9.9%，比上年同期回落 2.3 个百分点，至此，自去年二季度以来 GDP 已是连续第五

个季度呈回落走势。第一产业增加值 21800 亿元，增长 4.5%，加快 0.2 个百分点；第二产业增加值 101117 亿元，增长 10.5%，回落 3.0 个百分点；第三产业增加值 78714 亿元，增长 10.3%，回落 2.4 个百分点。其中，9 月份 GDP 增速跌至 9.0%。

【投资】前三季度，全社会固定资产投资 116246 亿元，同比增长 27.0%，比上年同期加快 1.3 个百分点。

【消费品】社会消费品零售总额 77886 亿元，同比增长 22.0%（9 月份增长 23.2%），比上年同期加快 6.1 个百分点。

【进出口】进出口总额 19671 亿美元，同比增长 25.2%，比上年同期加快 1.7 个百分点。其中，出口额 10741 亿美元，增长 22.3%，回落 4.8 个百分点；进口额 8931 亿美元，增长 29.0%，加快 9.9 个百分点。贸易顺差 1810 亿美元，同比减少 47 亿美元。

【房价】70 个大中城市房价同比上涨 8.5%，9 月份涨 3.5%。

【工业】前三季度，工业生产增长放缓，企业利润稳定增长。前三季度，规模以上工业增加值同比增长 15.2%（9 月份增长 11.4%），比上年同期回落 3.3 个百分点。1-8 月份，全国规模以上工业企业实现利润 18685 亿元，同比增长 19.4%。

【CPI】前三季度，CPI 同比上涨 7.0%，涨幅比上半年回落 0.9 个百分点，其中，城市上涨 6.7%，农村上涨 7.7%。其中，9 月份 CPI 同比上涨 4.6%，比上月回落 0.3 个百分点。5 月份以来，CPI 涨幅已逐月降低（5 月 7.7%、6 月 7.1%、7 月 6.3%、8 月 4.9%），并创出自去年 7 月以来的最低点，即创出 15 个月新低。

【PPI】前三季度生产者价格指数（PPI）同比上涨 8.3%，其中 9 月份上涨 9.1%，涨幅比上月回落 1.0 个百分点，这是自 2007 年 10 月份以来的首次增长幅度回落。9 月份 CPI 及 PPI 这两个核心经济指标均出现了不同程度的下滑。

【数据解读】

1. 关于 GDP，数据表明，经济增速正显著放缓，中国已随全球经济进入下行周期。

三季度 GDP 增速低于中金预期的 9.3%，更低于市场预期的 9.7%，比二季度显著放缓 1.1 个百分点，原因主要是出口与房地产两大引擎同时放缓。中金预计，未来出口将遭遇全球实体经济恶化与信贷萎缩的双重打击，房地产投资也将进一步放缓，“我们下调今年 GDP 增速至 9.7%，CPI 至 6.2%，并维持明年经济增长 7.3% 的判

断。”此外，因为奥运期间很多企业开工不足，也是 GDP 下滑的原因之一。国家信息中心宏观经济处处长张永军认为，随着以上两个方面因素影响的消除，第四季度的 GDP 可能会有一定的反弹，但“全年的 GDP 增长率应在 10% 以下。”

2. 关于 CPI 走势，还不能掉以轻心。

上海证券分析师李剑峰认为，CPI 涨幅继续回落的原因主要有三方面：第一，前期出台的系列紧缩政策抑制了总需求及价格过快上涨；第二，在 CPI 构成中占很大比重的食品等价格的持续回落带动 CPI 整体回落；第三，去年 CPI 的翘尾因素影响在继续减弱。张永军认为，GDP 和 CPI 关系密切，受经济情况影响，CPI 的涨幅就会相应出现回落。

关于今后 CPI 走势，李晓超说，“我们对居民消费价格上涨还不能掉以轻心。”经济运行中还存在着一些影响价格上涨的因素和一些不确定因素，比如上游产品价格仍处于高位，再比如国际初级产品价格涨幅虽有所回落，但涨幅仍比较高，并且未来的走势可能还取决于国际金融市场向什么方向变化。

3. 关于 PPI 走势，PPI 在下半年的下降幅度会加快。

专家认为生产资料价格有可能自此进入下降通道，消费价格和生产价格之间的差幅正在缩小，工业利润情况将有所改善。李剑峰与张永军在接受记者采访时均表示，PPI 在下半年的下降幅度会加快。

（每日经济新闻 2008/10/21）

二、十七届三中全会政策解读 财政三农投入研究

1. “十五”时期以来，国家对农业的财政支出力度快速加强，多项支农资金投入达到历史最高水平。

“九五”时期国家农业财政支出占国家财政总支出的比重约在 13% 左右。“十五”到“十一五”时期，是我国建国以来对农业投入（支持力度）最大的一个阶段。“十五”期间中央财政农业支出合计约为 1.13 亿元（不含扶贫投入与农产品流通补贴），同比“九五”时期翻了一番。2007、2008 两年，财政支农投入力度进一步加大，农业综合支持总量创下历史最高水平。

2. 国债和信贷资金是政府支农资金的重要来源。

国债资金占年度间中央预算内农业基建投资的 70%以上，90% 以上的国家粮油储备收购资金来源于农业信贷。政府对农业的信贷支持政策，主要是通过中国农业发展银行、中国农业银行和农村信用社实施的。此外，证券市场直接融资目前已成为解决农业投入不足的有效途径，农业保险为分散农业风险提供了一部分资金，利用外资为农业发展筹集了一定的资金，土地使用费的征收为土地开发和整理筹集了资金。

3. 十七届三中全会将城乡统筹提升至全局的高度，“三农”投入或将大幅度增加。

国家要在保障粮食安全和城乡统筹发展领域取得实质性的进展，除了在制度上取得突破外，还将大幅度增加“三农”投入。我们预计，中央财政安排用于“三农”各项支出可能将在未来三年内实现翻番，重点增加农业补贴力度、农村社会事业发展资金和粮食综合生产能力投入。

4. 农村基础设施和公共服务是推进城乡统筹的基础，未来几年中央财政支农资金或将重点投向上述两个领域。

我们认为，“十一五”期间用于农业的基本建设支出或实现翻番，占国家财政基建总支出的比重提高至 30%左右；每年用于对农民的直接补贴或达 WTO 规则上限至 2500 亿元左右；对农村社会事业发展的资金投放或实现翻番达到 2500 亿元左右，重点用于加强农村新型合作医疗及最低社会保障的力度；到 2020 年中央财政将投入约 2000 亿元以实现至 2020 年增产 1000 亿斤粮食的目标。

5. 重点关注后续涉农产业配套措施的制订与出台对行业产生的实质性利好推动。

三中全会从根本上推动农村社会变革，将进一步加大财政支农力度。我们认为，三中全会有关农村改革的精神对涉农行业产生的实质性利好或将于会后相关配套措施出台后逐步显现，在投资层面主要关注两大类行业与公司的投资机会：1、粮食相关产业，包括种子、农药、化肥、农机、种植业等；2、农村社会建设相关产业，包括农村医疗、农村金融、农村基础设施建设。

（中兴证券 2008 年 10 月）

三、主推三农牌 落实惠农政策 扩大内需

1. 农村土改是解决内需关键

中共十七届三中全会把农村的改革发展作为讨论的主题，是一个明智的选择。说它明智，是因为它找到了解决中国发展的一个大问题——内需问题的——钥匙。长期以来，中国经济发展苦于内需不足，因此只好寄望于投资和出口。由于投资存在很大浪费，而出口又以透支未来为代价，这就使得中国经济发展的持续性受到限制，是一种质量很差的增长。

这次全球性金融危机可能会让很多人对解决农村内需问题的紧迫性有更清楚的认识。这次金融危机暴露了外向型经济的弊端。对于已经全方位拥抱全球经济一体化的中国来说，要想在这场自大萧条以来最严重的危机中自善其身是不可能的，差别只在于，损失是多一点还是少一点。

要减少外部经济动荡对自身损害就必须实现从外向经济向构建世界最大的内需经济体系的转型，而这个转型的焦点，就在于中国农村生产力的再造。正是过去谁也不重视的农村市场，或许能拯救中国经济免受下一次金融风暴的冲击。这也是为什么此次执政党要拿出勇气重构城乡分配关系的根本原因。

农民土地使用权和农村建设用地使用权应该是这次中国经济战略转型的一个切入点。农民只有获得可以自己支配、处置的资产和房产，才有参加市场经济竞争的资本和立足之地，并使得多余的劳动力从土地上解放出来。

根据一些学者的估算，农村仅宅基地的市场价值就高达 20 万亿元，如果 18 亿亩耕地使用权可流转，那么将释放出更多财富，从而成为带动农村消费、城市化等一系列推动经济发展的重要支点。

土地改革涉及到敏感的制度属性，废除城乡二元体制会触动部分既得人的利益，推动起来肯定会有很大困难。但中国现在必须解决农村的内需问题，才能实现经济的长期可持续发展。

（《华尔街日报》2008/10/14）

2. 发改委大幅提高粮食收购价

国务院常务会议 17 日刚刚决定“加大强农惠农政策力度、较大幅度提高粮食最低收购价格”，仅过了一个周末，国家发改委便于昨日公布了当下粮油棉作物收购价、明年部分粮食产品的最低收购价

格和对农民的直补政策。

提振农民种粮信心

有关专家表示，发改委公布粮食现货收购价、提高明年的粮食最低收购价，属双重利好消息，有利于鼓励农民种粮的积极性。

“可以说，国家希望通过提高最低收购价格来提振农民种粮的信心。”傅铁信说。

所谓中央储备粮主要用于调节全国粮食供求总量，以稳定粮食市场。此外，每年的中央储备粮轮换，还能保证满足市场上一定的粮食需求，并拓宽农民的售粮渠道。

大豆价格得到“托底”

据发改委昨日公布的消息，国家将按照每市斤 1.85 元的价格，挂牌收购中央储备大豆。

“这次公布的大豆收购价格，对相关产业来说也是很明显的信号，”傅铁信说，“前不久已经有消息透露，国家今年将储备 100 万吨大豆，目的就是稳定大豆的市场价格。“如果国家再不出手，明年大豆种植面积一定会受到影响。”傅铁信说。

“价格—直补”联动机制：设计成关键

发改委文件释放的另一个信息是：国家将建立化肥等农资价格上涨与提高农资综合直补联动机制。相关专家认为，如何设计这一机制是亟待解决的问题。

中国社科院农业发展研究所研究员李国祥表示，仅仅利用行政手段很难从长远角度控制农资产品的市场价格。因此，必须从机制上进行梳理，同时保证农民的种粮积极性和农资生产企业的合理利润。而国家在监督市场价格的同时，须通过财政手段，及时加大给予农民的补贴。“建立国家直补制度，是非常合理的一种机制探讨。不过在设计上恐怕还有一定难度——如何随着市场的不断变化，及时调整直补比例，仍然是一个值得研究的课题。”李国祥说。

(发改委网站 2008/10/21)

3. 农业银行股改方案获得通过——强化面向三农定位

国务院总理温家宝 21 日主持召开国务院常务会议，审议并原则通过《农业银行股份制改革实施总体方案》，核准了一批基础设施建设项目。

会议指出，中国农业银行作为大型国有商业银行，多年来在服务“三农”、服务经济社会发展中做出了重要贡献。近年来，农业银

行按照中央关于推进国有商业银行改革的部署，积极进行股份制改革准备工作，目前已基本具备条件。会议要求，农业银行改革要以建立完善现代金融企业制度为核心，以服务“三农”为方向，稳步推进整体改制，成为资本充足、治理规范、内控严密、运营安全、服务优质、效益良好、创新能力和国际竞争力强的现代化商业银行。要紧紧围绕农村经济社会发展的金融需求，进一步强化面向“三农”的市场定位和责任，稳定和发展在农村地区的网点和业务，建立县域事业部制管理体制，不断增加对“三农”的信贷支持，全面改进金融服务。要继续深化内部改革，强化监督管理，转换经营机制，建立完善公司治理结构和风险控制体系，为推进农村改革发展服务。（上海证券报2008/10/22）

四、2008 年四季度 A 股投资策略报告

泡沫已然破裂，甚至这一过程还未完全走完。国际金融市场能否以及何时企稳尚有很大不确定性，因此，我们仍应警惕金融危机对中国的深远影响，警惕极端情况下金融危机对企业盈利产生塌陷性的负面作用。但尽管如此，我们也到了该思考“后泡沫破裂时期”一系列问题的时候了。再以过往半年多以来的思维方式看待资本市场，也许我们会陷入惯性思维的陷阱。

1. A股泡沫破裂后的估值收缩已接近尾声。

A股PE调整71%至14倍接近历史最低水平，若与近20年来的经典案例相比，A股此次PE调整的极限低值已为最低。PB已下降68%，仍高于历史低点和经典案例中的极限低值，但高PB与高ROE有关，根据F-O模型，在最悲观假设下，PB也已接近合理区间。

2. 长期调整低点或将因经济加速回落而一次性探明。

经典案例告诉我们，本轮A股泡沫破裂目前还只是逼近第一阶段尾声，未来还需要时间和空间来面对盈利调整阶段可能出现的盈利负增长的挑战，底部构筑过程仍将漫长。

3. 市场好转的契机在于等待货币缺口消失。

内外需的减弱将在未来1-2个季度内导致通胀（以GDP缩减指数衡量）快速回落，同时货币政策正在加速放松，共同有助于货币缺口缩小。预计最快可能在四季度底，慢的话可能在明年一季度货币缺口有望消失，届时市场应会好转。而在信贷增速触底反弹之前，

货币政策放松的首要受益者仍是债市。

4. 周期性行业景气面临全面回落，未来两个季度采掘业和原材料行业景气面临快速恶化。

自从三季度底采掘业（煤炭石油）景气见顶开始，周期性行业的景气周期宣告全面终结，未来两个季度采掘和原材料行业仍将快速下滑；经济的全面减速可能开始破坏体系内的资产负债关系，这是金融服务业未来面临的最大的不确定性。

5. 消费支出景气高点正在形成，弱周期性行业将由“泛防御”转入“集中防御”。

最具防御价值的消费类板块将集中在基础消费，大众食品、超市、医药等基础消费以及软件、通信服务等偏软TMT产业在补跌之后防御价值仍会再现。同时可以适当关注机场公路等弱周期性行业。

6. 制造业中的下游（如机械等）和二次能源（石化电力）因成本缓解成为次优。

尽管经济减速仍然带来需求减速，但是其成本的缓解令其相对其它中上游行业有所优势。财政政策放松完全可以期待，铁路建设、电网改造，以及建筑工程等行业在经济周期下滑的背景下也会成为相对亮点。

7. 建议行业配置思路采取攻守平衡的方法：加强仓位管理、收缩防御战线、重点关注公共支出受益和成本下降受益行业。

建议4季度超配以下10个子行业：石油石化、电力、建筑与工程、电气设备、医药、饮料、农业食品、保险、软件与服务、通信设备。在局部板块中，建议关注机场公路、机床、公共交通、中低端品牌服饰以及医药商业等细分子行业。

（招商证券 2008/10/10）

五、中国可以躲过经济危机，但是无力拯救世界

世界对中国的影响

首先，由于资本市场的封闭，中国受全球金融危机的冲击要远远小于 OECD 和许多新兴市场国家。值得关注的是在全球信贷萎缩的环境下，资本是否会逃离中国。

其次，中国经济增长到底在多大程度上依赖国外需求？莫尼塔和 NBER 都认为出口行业的增加值大约占中国 GDP 的 16~18%。因此，

如果以美元计的出口增长下跌 10 个百分点，这将拉低中国 GDP 名义值 1.8 个百分点。如果对美国出口下跌 10 个百分点，名义 GDP 的损失是 0.36 个百分点。

中国对世界的影响

当全球金融市场处于腥风血雨之中，海外开始探讨是否中国能够拯救世界。我们认为中国的内需可以保驾本国经济，但是不足以拉动其他国家的增长。这是因为中国进口产品的 60% 都是用于生产最终出口的产品（能源、原材料和零部件），用于国内消费的进口占总进口的 40%、GDP 的 10% 左右。另外中国 GDP 大约是全球的 6%。因此人们不应该有奢望中国的内需能够拉动进口、拯救世界。

美国衰退对中国影响有限

在过去 8 个月，美国贡献了中国出口增长的 9%，日本贡献了 6%，欧盟贡献了 23%，而以新兴市场为主的非 G3 国家贡献了 62%。美国市场仍然占中国出口的大约 1/5。在今年前 8 个月对美国的出口增速为 10%。另外，根据 NBER 研究，出口的增加值大约占中国 GDP 的 18%。如果以人民币计价的对美出口下跌 10%，会拉低中国名义 GDP 增长的 0.36 个百分点。

因此美国的衰退尚不足以拖垮中国增长。更为重要的新兴市场的情况。迄今为止，如巴西、俄罗斯这样的新兴市场还没有明显下滑。但是金融危机正在向新兴市场蔓延，值得我们高度关注。

中国可以躲过危机，但是难以拯救世界

在 8 月份，以价值计算的进口仍然以 23% 的高速增长，但是以数量计算的进口增速下降到 0 增长。出口和国内需求的下滑导致了进口的减速。另外，资本品进口增速在过去两个季度停止下滑，但是消费品增速继续下跌。“在今年前 7 个月，在中国的 200 个贸易伙伴中，有 59 个国家对中国的出口呈现负增长。”

根据 NBER（魏尚进等）的估算，中国进口的 60% 是用于出口产品的生产（如进口的能源、原材料和零部件）。因此用于国内消费和投资的进口占总进口的 40%，在去年占 GDP 的 11%。而且后者的占比在经济下滑的时候（1998 年）显著下降。因此我们不应该指望国内的消费和投资能够拉动进口，挽救全球经济的颓势。

以现行美元计，中国 GDP 大约占全球 6%。如果用于内需的进口增长 10%（以美元计），对全球增长的贡献仅有 0.06 个百分点。

（莫尼塔中国经济周一专刊 2008/10/13）

六、国务院十项措施刺激经济发展

国务院总理温家宝 17 日主持召开国务院常务会议，分析当前经济形势，安排部署四季度经济工作。

(一)认真贯彻十七届三中全会的部署，加大强农惠农政策力度。较大幅度提高粮食最低收购价格，制定并发布增加各项农业补贴的方案，扩大补贴范围，提高补贴标准。做好粮棉收购工作，尽快出台振兴奶业和稳定生猪生产的政策，做好重大动物疫病防控工作。

(二)促进中小企业的发展。完善中小企业担保体系，鼓励金融机构增加对中小企业贷款，拓宽中小企业直接融资渠道，加大对中小企业技术创新的财政支持力度。

(三)保持进出口稳定增长。提高服装、纺织等劳动密集型产品和高附加值机电产品出口退税率，支持优势企业和产品出口，增加国内需要的产品进口，促进国际收支基本平衡。

(四)加大投资力度。加快地震灾区恢复重建，抓紧农业、水利、能源、交通、城镇等基础设施和民生等领域的重大项目建设，保持合理的投资规模。

(五)继续控制价格上涨。改善主要农产品和能源等基础产品的供求关系，加大价格监督检查力度。积极稳妥推进价格改革，抓紧理顺重要能源资源产品的价格关系。

(六)扎实推进节能减排工作。全面落实节能降耗和污染减排目标责任制，加强对节能减排工作的监督和行政执法，督促地方和企业淘汰落后产能，严格环保监控，强化重点污染源监管。

(七)抓好财政增收节支工作。加强税收征管，规范非税收入管理，对用于解决民生问题的支出，要确保资金及时足额拨付到位，严格控制一般性支出，特别是防止年底突击花钱，坚决制止各种铺张浪费。

(八)加强金融监管，防范金融风险。继续加强资本市场基础性制度建设，努力保持资本市场稳定健康发展。

(九)认真做好食品安全和安全生产工作。抓紧落实《乳品质量安全监督管理条例》，加快制定配套规章和工作方案。加大重点行业、重点领域的安全隐患排查力度，确保安全生产。

(十)努力解决好涉及民生的问题。出台并落实保障低收入群众和特殊群体基本生活的政策措施。对高校家庭经济困难学生发放临

时伙食补贴，对汶川地震重灾区高中和高等教育阶段家庭经济困难学生给予特别资助。提高优抚对象等人员抚恤和生活补助标准。加大保障性住房建设规模，降低住房交易税费，支持居民购房。继续做好困难群众就业帮扶工作，特别要做好受灾地区劳动力就业和倒闭、转产企业职工的社会保障工作。加快灾区公共设施建设，确保群众安全过冬。(中国政府网)

七、业内专家认为四季度经济增速有望好于三季度

昨日召开的国务院常务会议核准了一批基础设施建设项目。专家认为，在消费和出口难以大幅增长的情况下，保增长的重任自然落在投资上。随着一系列宏观调控措施的实行，四季度GDP增长率有望好于三季度。

“保增长”主要靠投资拉动

“从消费、投资和出口看，今年消费会保持平稳增长，出口回落也基本在预期范围内，问题在于投资，保增长的核心在于稳投资。”中国社会科学院经济研究所宏观室主任张晓晶说。

业内人士普遍认为，消费在当前连续增长较快的情况下，很难再大幅提速；在国际经济形势不佳、美国金融危机肆虐的情况下，出口也很难大幅增长。因此，投资成为保持经济稳定增长的关键因素。

中国社会科学院金融研究所所长李扬认为，在外需萎缩的情况下，从目前看，对消费的拉动一方面难以在短期内有本质改善，另一方面提升消费的效果也难以主动控制，因此依旧要靠投资来拉动促进经济增长。

业内人士指出，加大基础设施建设项目开工成为当前最佳选择，这也可以为今后经济再次起飞创造更为坚实的基础。

四季度GDP增速或好于三季度

虽然三季度GDP增速低于很多人的预期。但张晓晶认为，四季度GDP增速会比三季度要高。张晓晶解释说，一方面，因为奥运期间或者别的原因，三季度停产、减产的一些企业会重新开工生产，旅游业也在“十一”之后开始恢复；另一方面，此前从紧货币政策的滞后效应影响了三季度的经济增长，而根据形势变化采取的宏观调控将在四季度表现出对经济的正面影响作用。

此外，当前宏观经济虽然面临很多不确定性，但保持经济平稳较快发展具备较多有利条件。比如：宏观调控水平显著提高，物质基础较为雄厚，外汇储备充足，粮食连续多年实现增产。

（中国证券报10/22/2008）

平安信息

一、湖南电力企业年金投资管理人花落平安

10月16日上午，平安养老保险股份有限公司与湖南省电力公司及其他企业年金管理机构在长沙电力宾馆举行了企业年金委托管理合同签订仪式。湖南电力的企业年金采取理事会受托模式，平安养老险与其他三家管理机构共同担任企业年金投资管理人，标志着平安养老险行业转制工作取得的又一重大胜利。

湖南电力与平安养老险的合作，既是湖南电力对平安养老险的信任，也是平安综合实力的证明。平安养老险将严格按照法律法规和国际先进惯例，建立严密的防火墙，严格执行风险管控制度，严格接受监管机构、委托人和其它管理人的监督，确保企业年金资产的安全、高效和长期稳健的收益。（内部新闻）

二、平安养老险与建行签署年金业务合作协议

平安养老险公司与中国建设银行近日正式签署了合作协议，平安养老险公司业已成为中国建设银行目前在国内企业年金领域、签署合作协议的第一家也是目前唯一一家养老险公司。至此平安养老金公司和目前取得年金管理资格的10家银行全部签订了企业年金合作协议、确立了总对总合作关系。

为了更好地整合双方资源，实现优势互补，为客户提供优质的企业年金服务，双方本着高度信任、平等互惠的原则，在企业年金领域展开深度合作，签署战略合作协议确立了合作的内容和方式，明确了双方的责任与义务等，约定了以“2+2”为主的集合计划产品模式，深入开展大项目合作。（内部消息）

三、平安养老：双语电话服务正式上线

近日，平安养老保险双语电话服务正式上线，客户可通过拨打电话95511-2-9服务专线即可通过人工转接，享受专业的双语服务。该服务的开通体现了平安养老险全新的客户服务思维和领先的客户服务水平，有效提升了中外高端客户的服务能力，更好地满足了客户多样及个性化的需求，对搭建领先、完善的平安养老险客户服务

平台具有积极意义。（内部消息）

四、中国平安 保费增长正常

事件：中国平安公告称，由于计提了富通集团投资 157 亿的减值损失，预计 2008 年前三个季度的净利润（归属于上市公司股东）按中国会计准则将出现亏损，但按照国际财务报告准则仍可保持盈利。

2008 年 1-9 月，平安寿险、平安产险、平安健康险及平安养老保险公司的累计原保险保费收入分别为人民币 774.13 亿元、207.59 亿元、0.24 亿元及 10.11 亿元。

9 月，公司寿险保费增长 31%，与 1-9 月的累计增速大体持平。平安寿险保费后续增长的稳定性要高于中国人寿和太保寿险。现行股价已反应富通投资损失和预亏信号，但降息周期缩小利差，股价上升依赖于资本市场回暖，谨慎增持评级。

（中国证券报 2008/10/21）

五、中国平安荣获“最具影响力金融功勋品牌”

10 月 15 日，在三十年影响深圳人生活的功勋品牌传媒大典上，中国平安荣获“最具影响力金融功勋品牌”称号。活动主办方深圳广电集团评价，成立 20 年来，平安保险“时刻在大家身边”，生动地诠释了保险的精神，是改变深圳人生活方式和生活品质的重要力量。

成立 20 年来，中国平安凭借其“国际化标准、本土化优势”建立了独特的品牌形象，赢得了 3000 多万客户的信任。近年来，中国平安荣获多项海内外荣誉，在两度入选《福布斯》全球 500 强和进入《财富》世界 500 强之后，今年 8 月，中国平安荣登福布斯 2008 大型非国有企业的“中国顶尖企业榜”之首。（中金在线 2008/10/20）

年金技术

一、投资管理组合流程（一）—— 确定并描述投资目标与投资限制

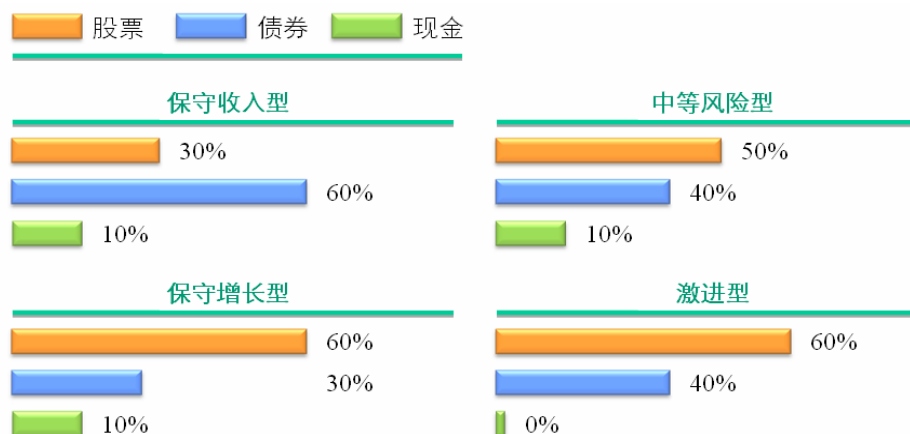
投资目标是投资人期望的结果。对于投资来说，首要目标就是投资组合的风险和收益状况。

风险与收益的关系要求投资目标不能仅以收益率的形式来表达。如仅以收益率来描述投资目标，则会导致基金经理不恰当的投资行为。由于收益目标伴随着风险与损失的可能，因此对于客户风险承受能力的谨慎分析应当先于任何对收益目标的讨论。

投资者的风险承受能力通常受以下因素影响：

1. 投资者的风险偏好认知；
2. 投资者拥有的保险保障与现金存量；
3. 投资者的家庭情况（婚姻及子女情况）；
4. 投资者的年龄（投资期限的长短、对资本市场的认知与经历）
5. 投资者目前拥有的财富及对未来收入的期望（财富可增加风险承受能力）

投资机构通常使用调查问卷来收集客户的风险偏好。例如，美林证券（Merrill Lynch）会请他们的客户在四个已构建的组合中选择一个，以此来定义其风险承受能力，并作为资产配置的基础。



投资约束是指完全或部分约束投资人进行特定的投资。比如说，鉴于政府管制或政府在法律文件上的规定，某个投资人可能面临有关持股集中度的约束。约束有可能来自于内部，如客户对资产流动

性的要求、投资期限或其它特殊要求；也可能来自于外部，如税收问题、法律或管制要求。

流动性需求

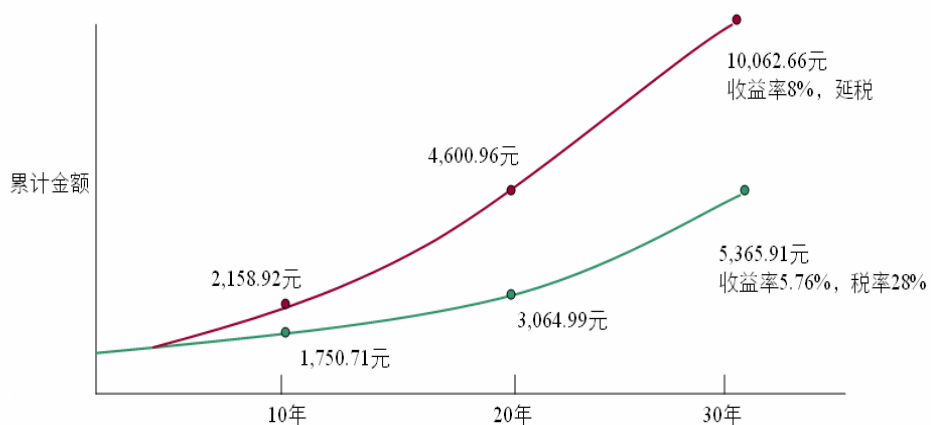
投资计划必需将投资者可能的流动性需求考虑在内。例如，尽管投资者有主要的长期投资目标，但近期的数个目标可能要求可获取的资金。有很大纳税义务的富人需要充足的资金支付税款以使投资计划不受影响。一些为养老做储蓄的人也会有需要花钱的近期目标，例如买车、买房或支付大学学费。

投资期限

拥有较长投资期限的投资者通常有更低的流动性需求以及更高的抗风险能力。较低的流动性需求是因为资金在很多年内没有频繁的使用需求；更高的抗风险能力是因为任何亏损都可能在其后的数年中得到弥补。

税收考虑

税收的递延会投资组合收益产生很大影响，其影响主要通过长期复利的方式得意体现。如同时投资 1,000 元在税收递延账户与非递延账户，年收益率为 8%，年边际税率为 28%，则 30 年后其累计金额相差将近一倍。



法规因素

投资过程与金融市场都是高度规范化的，这些法律和法规因素会影响到个人与机构的投资策略。例如，法规可能对养老金账户有特殊的延税政策，其中包含了延税领取的条件与提前领取的惩罚，同时这也使养老金账户对有流动需求的投资者失去了吸引力。

特殊需求与偏好

这一类约束与投资者个人的偏好有关。例如某些投资者不希望

其投资组合中包含生产或销售环境污染产品的企业的股票；有些商业人士将其大部分财富与其公司股票挂钩，并出于对公司的感情可能不会同意将其卖出，虽然这样更有利于投资组合的分散化。

经验分享

一、年金技术运用与政策空间拓展相结合，实现集团公司企业年金的统一运作

项目背景：特殊市场与政策环境中具有特殊需求的客户

1. A地区企业年金市场和政策环境的若干特点

A地区经济发达企业密集，但是其中近900家企业20多亿的存量和增量属于社保转制项目，因此剩余年金市场空间有限，竞争格外激烈。这种市场环境加强了企业的谈判地位，而如何积极满足客户的特殊需求成为企业年金管理人赢取客户的重要因素。

A地区劳动局较早就开始了企业年金市场监管的实践，并且持续与国家劳动部合作研究年金管理相关课题，扮演为全国企业年金监管探索标准和规范的角色。这使得它比别的地区监管部门更严格地执行相关政策和法规，其管理和干预通过对方案与合同报备的审批强力渗透到具体企业年金计划的建立过程中；另一方面，它又肩负政策完善或制度创新的使命，因此存在变革既有政策的倾向。

2. 客户基本信息与需求

客户为一集团公司，属于国有企业，税收在A地区名列前茅。集团下辖十几家分公司，皆为独立法人，具经营自主权。虽然隶属结构复杂，但集团对下属公司存在实质性影响力。

集团总部现有员工200多人，人均月收入超过一万元。参加企业年金计划的子公司有八个，员工人数达2000人。集团首期企业年金缴费约500万，与旗下九家计划建立企业年金的子公司总计首期缴费将达2000万。

在选择企业年金基金运作模式时，该集团强烈希望以单一计划模式运作，因此提出集团与子公司共同建立一个单一计划。该集团各单个企业缴费规模偏小，统一运作符合平安养老政策。但是，此前集团及其八家子公司先期已经按照A地区“独立法人独立报备”的政策要求，分别对自己的企业年金方案进行了报备，前述构想遭遇难题。

项目运作：年金技术运用与政策空间拓展

解决问题既需要运用年金专业技术，更需要取得当地政策支持。平安养老参与此项目的机构首先表示将倾全力取得问题解决，

同时也坦白陈述问题所在，并积极提出解决问题的设想。经与客户和劳动局有关专家和领导多次互动沟通之后，逐一解决了以下问题。

1. 方案合并的问题及解决

集合集团与子公司的年金资产实行单一计划运作，需要将集团总部与八个子公司已经分别报备的方案内容“合并”，设计一个适用于所有企业的统一的方案。由于集团缴费比例与子公司的缴费比例不一致，各企业原方案中还有各自个性化的条款，因此集合后的年金计划不能简单使用原有方案中的任何一个。

解决办法：1) 以集团原有方案为主体制定新的方案；2) 增加适用性说明，明确新方案主体条款适用于集团及八个子公司（具体详列单位名称）；3) 以补充条款形式，具体规定集团与子公司的缴费比例、各子公司单独适用的内容。

2. 合同与计划登记号问题及解决

方案合并之后，又遭遇合同签署方式及计划登记号获取的问题：集团各子公司是使用一个单一计划合同；还是分别签署合同，加入一个事实上的小“集合计划”。两种方式都有政策障碍：

1) 如果使用合并的方案，签署一个单一计划合同，那么在报备的时候只应产生一个方案报备登记号，这样与之前九个企业已经独立报备的既成事实抵触，也不符合当地“独立法人独立报备”的政策。

2) 如果保留原有九个企业已报备的方案，那么各企业需单独与受托人签署合同，结果会产生九个方案登记号。在此条件下集合集团和子公司的缴费运行单一计划，无异于运作一个小集合计划，与现行政策相去更远。

机构多次与监管部门坦诚交流上述问题，监管部门有关专家和领导慎重考虑了此客户的具体情况，也注意到其他集团与其子公司集合运作企业年金也存在此类需要，对此案例给出了具体指导及政策支持。同意使用方案一：集团及子公司使用“合并”的新方案，由集团与受托人签署受托管理合同，取得一个计划登记号，同时对九家企业已经报备的方案予以废除。

3. 委托授权问题及解决

接下来需要解决集团代理子公司年金事务的合法性问题。监管部门予以政策支持，但是强调需从法律上明确委托-代理关系，尤其关注对代理人的责任规定。

中国平安集团在 A 地区率先以集团集合形式运行单一计划，采取的是各子公司法人代表签署《法人授权书》，授权集团统一办理年金方案备案申请的方式。这一方法却不能延用于本案例。监管部门要求本案例以各子公司与集团签署《XXXX 公司（子公司）企业年金基金委托合同》。机构在监管部门指导下设计了该委托合同，主要内容包括：甲方委托乙方作为甲方企业年金事务代理人（建立企业年金计划、选择其他管理人运作年金等）；甲方承诺根据年金方案规定将年金供款汇入 XXXX 集团有限公司企业年金计划受托财产托管账户；此外还规定了双方的各项权利义务，以及委托代理关系的撤销条件和方式等。

特别说明

上述解决问题的方式已经受到客户和监管部门的认可。但是，后来客户慎重考虑了企业的实际情况，改变了初衷：决定九家企业建立六个单一计划（三家缴费规模最小的子公司与一家缴费规模最大的子公司集合运行一个单一计划）。因此，上述方法不再运用于整个集团，但是其原理和措施仍将运用于该集团的若干子公司。本案例更重要的意义在于，此项目中三方所做的探索为未来的集团统一运作企业年金的模式奠定了基础。

—本案例由平安养老险深圳分公司供稿

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：万明、周旻蒂、童昊元、刘晨铭、席海霞、童品德

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

专业·价值 PING AN OF CHINA

企业年金在手 平安养老无忧

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：400-8-1-95511

专业网站：www.pingan.com