

保险资金股票大额直接投资特点分析

徐高林

内容提要:本文通过对保险资金直接投资股票一年来的大额投资情况进行盘点和分析,得到了一系列重要结论:一年来保险资金加速入市,大额持仓余额接近 11 亿股;不同交易的持仓规模以 200 万股左右居多但差别巨大,范围在 27 万股到 1.8 亿股之间;不同公司的入市进度和持仓风格差异明显,但传统险和分红险账户没有明显差异,投连类账户尚未浮出水面;保险资金侧重投资盈利能力强的公司,但持仓量并不与之直接挂钩,并不看重对红利指数成分股的投资。据此本文建议继续扩大对股票的投资;防止共同持股出现增长趋势;强化保险资金长期投资和价值投资的理念;根据不同账户资金的特点差异探索其不同的投资风格。

关键词:保险资金 股票投资 投资特点 实证分析

作者简介:徐高林,对外经济贸易大学保险系教师、经济学博士,100029。

中图分类号:F824:F830.593 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2006)09-0070-05

2005 年 2 月 17 日,华泰保险公司投下了保险资金股票直接投资第一单。这是证券业和保险业都渴望了多年的事件。但是,一年多之后的今天,我们更应该关注的是,保险资金的投资都有哪些特点?有何值得总结的经验或存在的问题?因为可获得的公开详细数据仅限于进入前十大流通股股东行列的投资情况,所以,本文就以此为基础来分析,并称之为大额投资情况。

一、保险资金股票大额投资余额特点分析

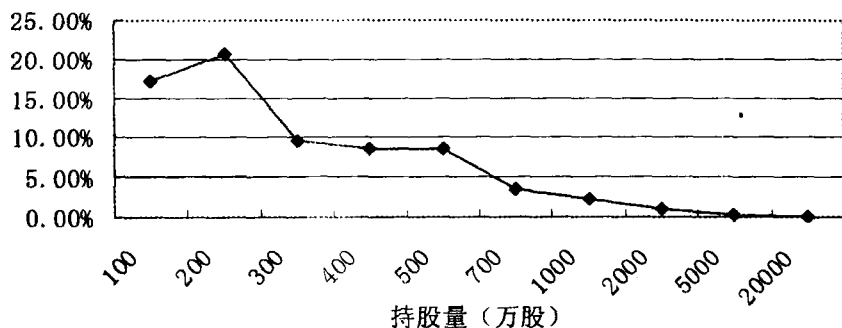
根据上海聚源数据服务有限公司数据系统查询结果,保险资金进入上市公司前十大流通股股东是从 2005 年第二季度开始,该期余额 10334.25 万股;第三季度余额 26617.08 万股;年末余额 51739.28 万股。下面,我们来详细分析今年一季度季报披露的数据,即保险资金开始直接投资股票大约 1 周年之后的持仓特点。分析样本为根据聚源数据以及有关资料最终确定的 116 笔持仓。

(一)总体情况

1. 所有账户资金的情况

116 笔持仓的总量为 109918.02 万股(接近 11 亿股),平均每笔持股 947.57 万股,持股占所投资公司流通 A 股比例的简单平均值为 1.38%,不足 2000 多亿股流通 A 股的 0.5%。其中,2006 年 1—3 月份增仓 75253.34 万股,占一季度末持仓量的 68.5%;同期减仓 1.7 亿股。持仓量的范围在 27 万股到 1.8 亿股之间,相差 680 倍;按持股量排序后居于中间位置的两笔仓位是 349.07 万股和 357.6 万股,即中位数是 350 万股左右。中位数与平均值明显偏离而中位数更小,说明保险资金的持仓分布不是正态分布而是右偏的,如图 1 所示。

在这 116 笔持仓中,同一保险公司不同账户或不同保险公司共同持有一只股票的情况非常普遍,有 21 只股票有两个账户持有,有 4 只股票有三个账户持有,其中白云机场由新华、平安和泰康三家共同持有,包头钢联由中国人寿和平安持有,同仁堂由中国人寿、泰康和新华持有,华北高速由平安一家的 3 个不同账户持有。所以,保险资金一共只出现在 87 只股票的 10 大流通股名单中,不同公司或同一公司不同账户共同持有的比例是 28.7%。



数据来源:上海聚源数据服务有限公司数据系统

图1 不同持股量占比分布示意图

从不同保险公司投资情况来看,平安保险(含集团、人寿和财险)31笔、太平人寿和太平洋财险各1笔、泰康人寿保险9笔、新华人寿保险6笔、中国人民财产保险6笔、中国人寿(含股份公司和集团公司)62笔。一共只有7家在名单中出现,在25只存在共同持有的股票中,人保一直没有出现在持有名单中,太平人寿出现了1次。

从所投资公司的收益情况来看,116笔投资的平均每股收益简单平均值是0.106元,比同期沪深股市1364家披露季报公司的加权平均每股收益0.057元要大约高1倍。而且,87家上市公司中只有上海航空一家亏损,而同期沪深有260家公司亏损,保险资金所选公司不到2%的亏损面与沪深接近20%的亏损面形成鲜明对比。所以,无论从每股收益还是亏损面来看,保险资金都是侧重高盈利公司。

从沪深市场的选择来看,在深市持仓40笔,占116笔总额的34.5%,沪市的76笔则占65.5%。

2. 分红险和普通险账户投资情况及比较

现在把股东名称中明确含有传统或分红字样的持仓挑出来,分析两大险种准备金的总体投资情况。经筛选,留下的样本共有47笔传统险、54笔分红险资金持仓(考虑到有两笔9千万以上的持仓从统计角度来说明显属于异常值,所以予以剔除)。这101笔持仓总共持有67285.89万股,平均每笔666.2万股,中位数是357.6万股,标准差1029.2万股。均值以下72笔、以上29笔,同样不是正态分布而是右偏的。每股收益的平均值为0.1066元。每笔持仓量与上市公司每股收益的相关系数为0.018,说明二者几乎不相关。这与前述保险资金侧重高盈利公司的观点似乎矛盾,但本文认为,它说明保险资金只是在选股条件上要求公司达到一定的每股收益水平,但资金配置量或持仓量并不进一步与收益水平直接挂钩。

47笔传统险平均每股收益0.106元,平均每笔持仓量762.2万股,深市投资20笔,占比42.6%。54笔分红险平均每股收益0.107元,平均每笔持仓588.9万股,深市投资19笔,占比35.2%。可见,就总体而言,传统险和分红险资金的各项基本投资特征并无明显区别。

(二)各公司情况对比

因为除了中国人寿和平安之外,其他5家公司的持仓都在10笔以下,难以得出统计结论,所以,本文把这5家公司作为一组进行分析。

1. 中国人寿

中国人寿62笔持仓总量为31430.55万股、平均每笔持股506.94万股,即占总量50%以上的持仓笔数只占不到30%的持仓股数,说明中国人寿虽然资金庞大,但平均持仓股数反而比行业平均水平低。62笔持仓的平均每股收益简单平均值是0.123元,略高于行业平均水平。在这62笔持仓中,有13笔共同持仓,说明中国人寿实际持有49只股票,不同账户的共同持有比例是26.5%,比7家公司的平均比例略低,说明中国人寿内部账户并没有共同持有比例更高的迹象。

从资金来源的账户情况看,人寿集团的投资是19笔,基本上都是传统普通保险产品账户;其余43笔来自人寿股份公司,其中有29笔来自个人分红账户,没有注明来自团体分红账户、投连账户或万能账户者。因此,可以认为个人分红账户是中国人寿股票投资的先遣主力资金。

从沪深市场的投资结构来看,在深市持仓 27 笔,占 62 笔总额的 43.5%,高于 7 家公司的平均比例;其中还有 3 笔投资于 2 家中小企业板公司,是保险资金的吃螃蟹者。

2. 平安保险

平安保险 31 笔持仓总量为 70548.48 万股、平均每笔持股 2275.76 万股,即占 26.7% 的持仓笔数占到 64.2% 的持仓股数,说明平安保险平均持仓股数大大高于行业平均水平。究其原因是该公司两个账户合计持有宝钢 27791.88 万股,其他 29 笔只持有 42756.6 万股,平均每笔 1474.37 万股,虽然比平均水平略高,但已不算特别,因为平安只有 6 笔投资于深市,不到 20%,大大低于中国人寿,而且没有投资于中小企业板,而沪市的流通盘普遍比深市大,二者有所差异也就自然了。平安 31 笔持仓的平均每股收益 0.085 元,低于平均水平,如果选股搏取差价的动因不比其他公司高的话,那么,更高的投资集中度似乎没有伴随更高的收益结果。

就共同持仓比例来看,在 31 笔中有 7 笔是共同的,说明平安实际投资了 24 只股票,共同持仓比例为 29.2%,虽略高但还算正常。从投资股票的账户来看,虽然只有 31 笔,但账户种类要比中国人寿还丰富,包括 11 笔来自传统普通保险产品,7 笔来自团体分红险,5 笔来自个人分红险,3 笔来自银保分红险,3 笔来自平安集团自有资金。可见,3 类分红险是资金主体。但同样不见投连险和万能险的踪迹。

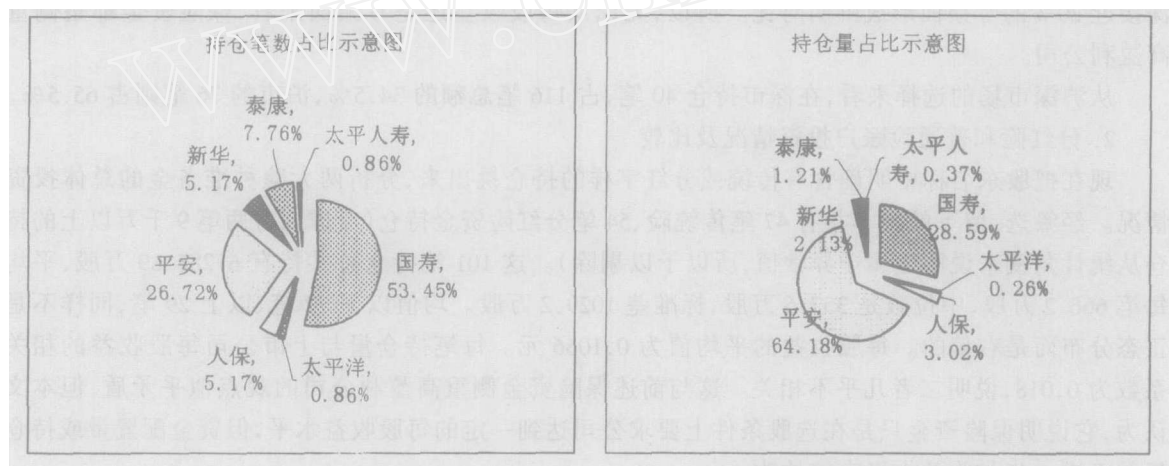


图 2 七家保险公司的持仓笔数和持仓量示意图对比

3. 其他五家保险公司

人保、泰康、新华、太平洋和太平人寿 5 家公司共计 23 笔持仓,7689.01 万股,平均每笔 334.3 万股,大大低于平均水平,但与整体持股的中位数相当。平均每股收益 0.088 元,略低于平均水平。从共同投资来看有 3 笔,实际投资了 20 只股票。共同持仓比例为 15%,相当于行业平均水平的一半。投资了 7 笔深市股票,占比 30.4%,也没有投资于中小企业板。从投资股票的账户来看,有泰康和新华的 11 笔分红险,有人保等的 8 笔传统普通保险和 4 笔其他资金,仍然没有见到投连和万能资金的踪迹。

二、保险资金对上证红利指数成分股的投资特点

从 2005 年 1 月 4 日开始发布的上证红利指数是挑选在上交所上市的现金股息率高、分红比较稳定、具有一定规模及流动性的 50 只股票作为样本,以反映上海证券市场高红利股票的整体状况

和走势而编制的指数。2005年,该指数的各项基本指标不仅高于沪市平均水平,而且高于其他指数^①。因此,从理论上讲,该指数成分股是比较适合保险资金投资的。下面,本文就来追踪一年来保险资金对其成分股的投资情况。

从表1可以发现,保险资金投资红利指数股进入十大流通股东是在去年第三季度,所以,大额投资红利指数股比其他股票滞后了一个季度。从保险公司角度看,一共只有3家进行了投资,其中人寿投资了5只股票,平安和人寿各投资了1只。说明中国人寿确实比较重视股票分红能力。

从表1还可以算出,截至2005年底,保险资金对红利指数股的投资是8千万股,今年一季度的增仓是2.3亿股,比例为300%;但如果不计平安对宝钢增仓的2亿股,则增持比例只有40%。与同期保险资金对所有股票的投资增幅100%左右相比,或高或低,主要是因为基数太小而且存在异常值。另一方面,截至一季度末只有3只成分股上还有保险账户进入前10大流通股。与50只成分股或保险资金上榜的87家公司相比,都显得偏低。说明该指数尚未得到保险公司的一致认同,保险资金和该指数虽然都是价值投资导向,但二者尚未充分融合。

从仓位增减风格来看,在去年上榜的8笔新进仓位中,有3笔后续增持,2笔后续减仓,1笔在后续一个季度中保持不变,2笔因上期余额低于当期第十大流通股持仓额而后续操作不明。也就是说至少有25%的仓位是在后续一个季度中就出现大幅减仓,属于短期投资行为;但同时也有50%以上的仓位是继续持有或增仓,有趋于长期投资的迹象。

表1 保险资金投资上证红利指数样本股情况统计表(2005.2.17—2006.3.31)

股票	账户名称	报告日	动作	股数(万股)	余额/备注
宝钢	中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	20051231	新进	7,432.51	
		20060331	增持	10,818.32	18,250.83
	中国平安人寿保险股份有限公司-分红-个险分红	20060331	新进	9,541.05	
法拉电子	中国人寿保险股份有限公司-个人分红-005LFH002沪	20051231	新进	138.80	
		20060331	增持	210.27	349.07
	中国人寿保险(集团)公司-传统-普通保险产品	20051231	新进	160.55	
		20060331	增持	23.67	184.22
邯钢	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001沪	20050930	新进	161.46	
		20051231			落榜
	中国人寿保险股份有限公司	20060331	新进	2,703.69	
杭州钢铁	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001沪	20050930	新进	36.71	
		20051231	不变	36.71	
	20060331			落榜	
凌源钢铁	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001沪	20051231	新进	38.74	
		20060331			落榜
南京水运	中国人寿保险股份有限公司-分红	20051231	新进	250.00	
		20060331	大减		退出前10
上海能源	中国人民财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品-008C-CT001沪	20050930	新进	149.25	
		20051231	大减		退出前10

注:“落榜”是指该投资的上期余额低于当期第10大股东的持仓量。

数据来源:根据搜狐网上数据整理。

三、关于保险资金股票投资特点的初步总结、展望与建议

(一)初步总结

从总量上看,以平安集团和中国人寿为代表的保险公司正在积极参与股票直接投资,已经成为

^① 据上交所统计,2005年沪市平均每股收益0.26元,净资产收益率9.32%,每股净资产2.76元。上证180指数样本股的上述3项指标分别为0.37元、12.75%和2.76元;上证50指数样本股的指标值分别为0.41元、14.64%和2.82元;上证红利指数样本股分别为0.44元、15.14%和2.86元。

流通股东的重要成员,周年之际的大额持仓余额已经接近 11 亿股。从单笔持仓规模来看,主要在 200 万股左右,500 万股以下区域占 2/3 比例,但存在超级单笔投资,最大的接近 2 亿股。

从保险公司投资风格来看,中国人寿可以说是比较标准的稳步推进、分散投资、强调公司现实盈利能力模式;所投资股票平均每股年度收益接近 0.5 元,高于股市及保险资金的平均水平,关注对红利指数股的投资;在沪深大约以 6:4 的比例分配投资,而且尝试了中小企业板投资,这些可以说都反映了保险资金投资的标准理念。相比而言,平安集团要激进一些,对上市公司当期盈利能力不那么重视,每笔投资的持仓量比较大,在总共 116 笔投资中最大的 6 笔都是平安持有的,最多一笔 1.8 亿股的投资是中国人寿最大单笔投资 0.37 亿股包钢的 5 倍。如果比较动用的资金量,差别就更大,根据历史股价^①,平安对宝钢的持股成本在 4 元以上,需要 7 亿多元资金;而人寿买进包钢的成本在 3 元以下,只需 1 亿资金;二者相差 7 倍以上。

从参与投资的账户来看,主要是分红险和传统险账户,目前两类账户资金在平均持仓规模和公司每股收益方面都没有显著区别。从保险公司的大额投资进度来看,中国人寿和平安保险是第一梯队,人保、泰康、新华、太平洋和太平人寿是第二梯队,中国再和华泰等已经入市但还没有上榜的公司是第三梯队,目前还没有参与股票投资的公司是第四梯队。从保险资金选股对每股收益的关注来看,只是在选股条件上要求公司达到一定的每股收益水平,但资金配置或持仓量并未进一步与收益水平直接挂钩。保险资金和上证红利指数尚未充分融合。

(二) 展望与建议

保险资金持有的股票还不足沪深股市流通股的 0.5%,而且股权分置改革之后非流通股的逐渐流通会使流通股扩容 2/3,加上超级大盘股的陆续发行,我国股市的扩容速度会非常快;另一方面,保险业的资产增长速度也非常快,因此,稳步扩大对股市的投资应该是今后几年的一个主旋律。就微观而言,目前才有 7 家保险公司上榜十大流通股。夺得第一单的华泰和已经成立资产管理公司且总资产接近 300 亿元的中国再保险集团都还未露面,它们应该极有可能在近期金榜题名。另外,随着对股票投资限额的逐步放宽,还会有一部分保险公司逐渐显现。就账户而言,我们相信,投连险和万能险账户会逐渐浮出水面,以彰显其高风险、高收益的本色。

最后是四点建议:一是保险资金不同公司或账户共同出现在一家公司榜上的比例目前是接近 30%,随着入市资金量的增长,建议这个比例不要再提高;二是目前保险资金能够在一个月以上稳定或增持一家公司的比例是 50%,建议随着投资的增加能把这个比例上升到 75%以上的高度;三是前面的分析表明,不同保险公司的投资风格差异已经有所显现,但是不同账户资金却没有形成明显的风格差异,其实它们应该有差异,建议随着账户类型的增多,不同账户体现出一定的风格差异,甚至应该账户风格比公司风格明显;四是虽然可以有投资风格差异,但建议不要有公司偏离保险资金长期价值投资的基本原则。

主要参考文献:

1. 孟昭亿主编:《保险资金运用国际比较》,中国金融出版社 2005 年版。
2. 徐高林、王惠玲:《美国寿险公司通用账户投资的差异性研究》,《技术经济与管理研究》2004 年第 1 期。
3. 崔斌:《保险资金战术性资产配置策略》,《保险研究》2006 年第 3 期。

责任编辑:张群群

^① 见沪深交易所行情系统。