

险资面临再投资“资产荒” 投资收益率或持续承压

■本报记者 苏向泉

“预计未来每年有3万亿元到4万亿元的保险资金需要再投资,而当前面临的环境是高资质和长久期的资产稀缺,且信用环境也面临更严峻的形势,还要考虑利率中枢下行等因素的影响。”就明年险资投资的配置环境,太平洋人寿资产管理中心主任赵鹰如是说。

实际上,“资产荒”是近期不少险资人士展望2022年配置策略时频繁提及的关键词之一。多位险资人士表示,“资产荒”将持续压制险资投资收益率,进而影响保险板块的二级市场表现,这与以下几个因素有关:一是险资配置的资产有一定久期,明年大量险资面临到期后再投资;二是利率中枢持续震荡下行,险资大比例配置的利率债等固收资产面临利差损失风险,需要寻找收益率更高的资产;三是权益市场波动加剧,提升了险资配置难度。

为何会出现“资产荒”?

一直以来,负债端(保费端)与资产端(投资端)是驱动保险公司业绩增长的两个“轮子”。不过,今年以来保险业迎来了负债端与资产端的“双杀”,行业驶入近年来罕见的低迷期,A股保险板块年内跌幅也刷新了近10年来的纪录。保险业明年能否走出低迷期成为保险业和资本市场最关心的话题之一。

从险企人士和第三方研究机构

的观点来看,2022年,无论是负债端还是投资端,保险业依然压力重重。在负债端,险企人士预计寿险业还需磨底,财险业拐点已现(详见本报12月21日报道);在投资端,险资人士预计随着利率下行、权益市场波动加剧,险资明年面临着资产荒、投资收益率下行等压力。

巨量险资缘何找不到合适的投资资产?这与险资的特征有关。

在中国保险资产管理业协会会长段国圣看来,险资有两个显著特点:一是长期性;二是负债经营,有别于其他资产管理行业,险资有刚性兑付成本。这两个特点决定了险资既要关心短期投资收益,又要关心长期投资收益,兼顾相对和绝对收益。

险资的刚性兑付成本是多少?中国保险资产管理业协会党委书记、副秘书长张倩此前表示,险资的负债成本约5%左右。

正是基于上述特征,险资机构的资产配置策略普遍为“固收+”模式,即,通过大量固收资产获取主要投资收益,并通过少量权益资产增厚投资收益。监管披露的数据也显示,截至今年10月末,险资运用余额达22.6万亿元,其中债券(39.1%)与银行存款(11.5%)的配置比例合计高达50.6%。业内人士预计,若加上另类投资中的类固收资产,险资配置于固收资产的比例会更高。

险资上述配置结构的一个优点是,过往多年,险资投资收益率能很好

地覆盖负债成本,且投资收益率波动较小。历史数据也显示,近十余年来,险资皆实现了年化正收益率,即使在金融市场大幅波动的2008年、2015年,险资也录得正收益。

不过,这一配置特征也有劣势,近年来逐步显现出来。险资配置的固收资产中的银行存款、国债、企业债、金融债等资产的收益率与利率挂钩,随着利率走低,险资的投资收益率开始承压,找到大量、匹配负债成本的资产并不是一件容易的事。

“在低利率市场环境下,目前国内长期资产供给不是特别充分,有的固收类资产收益率开始低于境内保险资金的负债成本。例如,过去三年30年期国债利率的平均水平在3.8%,20年期国债利率的平均水平在4.2%,已经低于保险资金负债成本。”张倩表示。

银保监会保险资金运用监管部主任袁序成近期也表示,低利率环境延续下,长期资产供给不足。当前,我国债券市场深度有限,信用债的品种和容量不够,剩余期限超过10年的债券占比较低,且多为政府债和政策性银行债,收益率偏低,保险公司通过投资债券难以覆盖保单成本;A股市场逐渐成熟但长期持有回报不高、波动过大、分红较少的特征依然存在,与保险负债匹配度不高。

段国圣也表示,固收资产面临着利率低位震荡,超长期债券供给不足、信用风险加剧、合意资产供给不

足等挑战。

优质资产稀缺加大了险资的配置难度。一家大型险资机构相关负责人表示,“现在看来,明年的债券市场确实不太好看。”她表示,多重因素或将进一步打压固收资产的收益率,进而给险资配置资产带来压力。一是从货币政策上看,在货币政策跨周期调节的框架之下,经济下行压力相对较大;二是从基本面上看,市场仍然担忧明年经济增长情况;三是从财政政策上看,目前“宽信用+宽财政”的格局仍然不是很明显,一旦出现预期差,可能呈现“看多做空”的局面。

如何避免利差损?

一般而言,随着保费的持续增长,每年有大量的新增险资需要找到能够覆盖负债成本的投资资产,此外,每年也有巨量的到期险资需要再投资。在“新”“旧”险资需要找到大量中意资产的大背景下,一旦没有找到优质、充足的资产,险企势必会将资产配置于收益更低或收益较高风险也较高的资产,这都容易引发生利差损(投资收益无法覆盖保费成本)。

因此,要实现资产与负债平衡,险企要么需要持续强化投资能力,通过提升投资收益率以覆盖保费成本;要么需要降低保费成本,以减轻投资端压力。总而言之,只有实现资产负债平衡,才能避免利差损风险。

多位险资人士表示,在“资产荒”

背景下,险企可在资产端与负债端同时发力,以避免利差损风险。

从投资端来看,上述大型险资机构相关负责人表示,在“资产荒”背景下,险企可以尝试一些创新型固收产品。“近几年,固收资产的类别得到了长足发展,各种新兴固收资产被创设出来,比如ABS、CDS、REITs类产品,以及转债等。这极大地补充了固收资产的丰富性,也给保险资金提供了更丰富的选择空间。”

另外,在投资端,险企可适当降低固收资产的配置比例,以弱化利率走低对投资收益率的影响,并适当增加权益资产、另类资产的配置比例。

在另类资产方面,平安产险副总经理余文杰认为,另类资产仍然是险资配置的刚需。“险资应该进一步加大新一代基础设施的投资力度,同时在产品形态上注重抓底层资产,而不是单纯地依赖信用,更多往偏股的方向去走,打造另类资产配置的新金字塔。”

从负债端来看,适当降低保险产品的收益率也是应对“资产荒”的有效方式。人保资产在近期发布的《利率不确定环境下保险资金配置策略研究》一文中指出,险企可以通过强化保险资产负债管理以应对低利率环境下的配置压力,比如,主动调整保险产品策略,提高负债成本管理的前瞻性和压力测试,加大寿险产品创新,大力发展投资连接型和保障型产品,控制收益保证型产品规模占比,强化成本管控以提升费差,避免利差损。

宁夏:打造国家新能源综合示范区

■本报记者 李立平

12月23日,宁夏召开“自治区经济工作新闻发布会”。《证券日报》记者从会上获悉,今年前三季度,宁夏全区实现生产总值同比增长8.4%,增速比上年同期加快5.8个百分点,经济增长好于预期,实现了“十四五”良好开局。

宁夏发展和改革委员会李郁华表示,2021年,宁夏大力发展清洁能源等九大产业,加快产业转型升级,以清洁能源为重点的九大产业税收增长达29.4%。预计今年宁夏清洁能源产值将接近600亿元,同比增长约40%。宁夏要进一步把握机遇,大力发展清洁能源产业,打造国家新能源综合示范区,通过加快能源产业转型升级助力宁夏实现经济的更高质量发展。

据《证券日报》了解,截至11月底,宁夏新能源发电装机达到2708万千瓦,发电量427亿千瓦时,同比增长22.5%、40%,占电力装机、占发电量比重分别为44.5%、24%,比重均排在全国前三位。宁夏新能源利用率达到97.5%,居西北第一。在产非水可再生电力消纳连续多年超过20%,居全国前三。同时,在新能源产业链建设方面,宁夏已建成全球最大单晶硅棒及切片生产基地,单晶硅棒产能41GW,占全国的25%。

嘉泽新能源董事长陈波在接受《证券日报》记者采访时表示,宁夏风能、太阳能资源丰富,在发展新能源产业方面优势明显,国家双碳目标的提出和《关于支持宁夏能源转型发展的实施方案》的出台,为宁夏新能源行业的发展带来了广阔的发展机遇,有助于公司开发新项目,进一步做优做强业绩,为行业整体发展做贡献。

本版主编 于德良 责编 刘斯会 制作 李波
E-mail:zmzx@zqrb.net 电话 010-83251785

做价值观的生意 贝壳开启“一体两翼”时代

走过中国房产经纪二十年光阴后,贝壳找房开始翻越第二座高山。日前,贝壳董事长兼CEO彭永东正式宣布“一体两翼”战略,其中“一体”为房产交易赛道,“两翼”为家装家居赛道与普惠租房业务。过去,链家与贝壳的实践主要聚焦房地产交易,如今行业正从规模发展向效率与品质驱动转变,未来居住行业品质服务溢价开始凸显。

由此,这家“让居住更美好”的新居住服务商,正式迎来了属于自己的“一体两翼”新时代。

新居住时代的跨越式革新

从“找房大平台”进化为“让居住更美好”,贝壳今年将品牌定位进行了升级,定位也变成科技驱动的新居住服务商。贝壳品牌定位升级的背后,是居住服务领域从交易的主轴转向品质服务的基本现实。

贝壳“一体两翼”的战略,顺应的是时代趋势和市场需求。今年9月份,贝壳研究院联合空白研究院发布的《超越交易:迎接品质服务的美好时代》报告数据显示,全球主要发达国家房地产业占GDP比重一般为10%-12%,这其中住房投资比重仅为5%左右,另外还包含了更广泛的居住服务。而我国目前房地产业占GDP比重为7%,主要是房地产投资,由此可见居住服务业的发展空间巨大。

上述报告对“美好居住”的内涵进行了概括,包括:有品质的居住空间、高性价比的配套设施、有质量的社区居住服务、有温度的邻里关系,以及更有尊严的服务者。

彭永东一直有一个观点,随着供需平衡和房价长期相对稳定,未来会出现三个转变,即市场的重心会由“房”转向“人”,由“交易”转向“服务”,消费者的需求由“买到房”转向“住的好”。他的计划是,贝壳将通过建立品质正循环、技术驱动创新、中性市场观,坚持对行业基础设施进行改造,提升效率和消费者体验,创造长期价值。

今年7月份,贝壳找房宣布与圣都家装达成协议,收购华东区域知名装企圣都家装100%的股权,总对价不超过人民币80亿元,并根据包括监管批准在内的惯例交割条件,分阶段推进收购安排。

装修是一个极为分散的市场,其中硬装市场格局为“大行业、小公司”,软装则“弱品牌、强渠道”。近年来,互联网家装凭借低成本、渠道、品牌效应等曾一度后来者凶猛,最终仍受制于标准化难题,消费者个性化需求、产业工人难以管理和市场过于分散等,导致潮水迅速退去,未成颠覆之势。

与房地产经纪一样,家装也是一个口碑不佳、用户体验亟待改善的领域。它是一个以人力为驱动的服务型行业,同时伴有难以标准化、难以线上化、难以职业化的“三难”特性,不管从哪个角度来看,都具有“欲速则不达”的特点。目前家装行业普遍面临设计、交付的品质难题。

然而,坚信“难而正确”的贝壳,长期以来对家装领域保持浓厚兴趣,且耐

心十足。2019年,贝壳以被窝这一全新的子品牌开始了在家装领域的探索。

它看重的是家装难背后的机会。中国大居住领域内,装修是少数万亿级行业之一。中国家装行业目前市场规模达到3.54万亿元,2015年到2020年复合增长率为11.1%。按目前的增长速度,机构预计到2025年我国家装行业整体将达到6万亿元。

与此同时,房产的使用年限一般为五十年,大部分家居建材产品的使用年限为八年到十年,因此每套房至少翻新四次,这将带来每年约500万套的翻新装修市场。中国建筑装饰协会名誉会长马挺贵曾总结说,装修行业是一个“资源永续、业态常青的行业”。

2021年,家装市场引来互联网巨头环伺,源源不断的人局者包括苏宁、国美、美团、腾讯、百度、字节跳动等。阿里巴巴相关负责人曾在行业峰会上表示:“家装的数字化提前了3年。未来3年内家装的数字化率由10%,提升至20%,成交规模达到1万亿元。”

对贝壳而言,进入家装市场的一个比较优势在于,它在存量市场沉淀的品质、效率提振思路,完全可以迁移、复用到家装赛道,以再次践行其产业互联网“重做一遍”的方法论。

目前的业务进展也验证了贝壳的眼光。今年上半年,贝壳就在持续投入产品研发,不断增强家装业务的标准、流程化和线上化水平。第二季度,贝壳自营被窝家装在北京完成单量同比增长十倍以上,Home SaaS系统实现销售(CRM)、BIM设计、交付、供应链、中台管理等五大模块落地。

今年三季度,贝壳自营的被窝家装和圣都家装的业务均稳步推进。被窝家装三季度在北京竣工1127单,环比提升35%。面向服务者,被窝家装推出行业首个全服务者职业学习基地——精工学堂,致力于家装全产业链输出专业人才。面向消费者,被窝家装推出“十心实意”服务承诺,完善保障体系,降低消费者风险。圣都都在11月份至9月份实现累计合同收入同比增长超过35%。贝壳与圣都都在人才招聘、交付中台、供应链能力上开始互相融合学习。

宣布收购圣都时,彭永东写了一封内部信,他说:“这个行业很大根本就不去用去探讨,真正需要去探讨的是,我们的存在,对家装行业的消费者和服务者意味着有什么不一样?让我们用仰望星空、脚踏实地去定义什么是真正意义的新家装!”

关于租房业务,彭永东在三季报电话会上曾表示,围绕美好居住,我们希望为城市新市民、大学生及低收入群体提供更优质、多元化可负担的居住服务和产品,在租赁业务创新、老旧小区改造等方面投入更多人才和资源。

作为“住”领域的领先企业,贝壳无论是在资产层、产品配置层、运营服务层、科技层等等,均具备一定能力帮助推进“租购并举”政策。彭永东说,将来要让租房成为一种生活方式,普惠城市的新青年、新市民、老旧小区。

观察人士用“跨越式革新”来形容贝壳一直以来的战略布局。所谓超越



式革新,即用前瞻性的思维、技术、网络化的、合理的价值链分配等等,重构以往的产业模式。贝壳(含前链家)就是一以贯之,十几年如一日地、纵横再横、不断超越自己、迭代更新地做了一件大事——全中国房地产基础数据库,它天然地具备提供行业基础设施的服务思维。

“为一个服务水平较低的粗放行业建立基础设施的意义,本身就是超越时代变迁、短周期影响的,具有全行业思维、社会思维、公共治理思维。”一位资深商业观察人士评价说,因此,贝壳也必须克服自我局限性,不断地开放、升级、创新。

搏杀从林里的价值观生意

贝壳商业模式的创新,是当下“房地产+互联网”,用数字化赋能传统房地产业务的最优解,效率的提升,以服务用户为核心逻辑的商业理念,是对房地产经纪行业“做难而正确的事”最好的诠释,这得益于诞生即刻在企业文化中的基因优势。

在中国房地产市场史上,2001年在北京朝阳区甜水园开出的第一家链家门店,值得拥有姓名。它是中国内地房地产专业经纪的起点。从这里开始,从链家到贝壳,这个团队默默耕耘出了一个专业、阳光的职业群像,终结了一个行业黑暗丛林的历史。

2001年,北京链家房地产经纪公司成立,三年后的2004年,链家成为业内率先推出三方约、透明交易、不吃差价的经纪品牌。从2005年到2007年,链家接着采取了两项关键举措。第一,对内发布“基本法”,严格管理服务品质。当时的房地产经纪行业布局散漫、管理混乱。第二,建立“分区文化”。链家区域经理管理的门店店面,超过一定数量就要进行拆分,通过老员工的“帮带带”实现价值观传承。2007年,链家居北京市场名列前茅。

2008年,链家开建真房源数据库,在行业内首推楼盘字典,随后启动“真房源行动”,率先制定真房源标准。从2008年到2013年,链家进入科学管理和基础设施建设的阶段。为了更好地确保护服务品质,链家对于二手房交易流程进行细化拆解,努力实现标准化。在此基础上,贝壳找房引以为傲的商业模式操作系统——ACN经纪人合作

研究中心案例库,将用于北京大学光华管理学院本科及MBA等项目课程教学,并为企业文化战略制定与实施提供参考。

案例由北京大学光华管理学院教授王辉、研究员王念念、中科院心理所教授潘焱天前历时一年时间,对贝壳及合作伙伴进行大量访谈、实地调研后开发完成。作为亚太最优秀的商学院之一,北京大学光华管理学院将把贝壳价值案例搬进课堂,也提醒大家,要了解贝壳,必须先了解贝壳的价值观。

开发案例的专家们认为,每个企业都致力于打造企业独有的文化,但文化属于形而上的范畴,容易务虚,往往止步于墙上的口号,很难融入企业和员工的具体行为当中。贝壳没有将企业文化仅仅作为一种理念束之高阁,而是通过一个个具体的制度规则、服务承诺、活动设计,将所倡导的文化理念具化成一个具体的行为。

驱动人做出改变的是过往经验、刻在血液中的文化理念,让一个企业不断成长前行亦是如此。“做难而正确的事”,是贝壳两代掌舵人践行的经营价值理念,亦是让贝壳在房地产二十多年周期性波动中保持理性前行,未曾迷途的核心所在。

从1998年取消福利分房的“房改”开始计算,中国房地产市场化历程不过二十余年。这是追逐规模、万马奔腾的二十年,也是资源导向、泥沙俱下的二十年,这亦为贝壳提供了在居住服务赛道上走出自身发展之路的土壤。

价值观让贝壳在起伏中更清醒

在这个十几万亿元的庞大市场里,在这条披荆斩棘的赛道上,左晖创立的链家与贝壳,一直是一个特别的存在。这是一个不那么关注对手的团队,对机会主义似乎毫无兴趣,从未介入炙手可热的地产开发业务。在行业起伏中,它始终保持中性的市场观。

一个细节可以窥见这家公司的理性与克制。2020年8月13日晚间,贝壳成功在纽交所上市,此后股价大幅高开。北京时间8月14日凌晨美股收盘,贝壳报收于每股37.44美元,较发行价上涨87%,市值高达422亿美元。敲钟当晚,创始人左晖上台说的一句话竟然是:“我自己觉得(IPO)这件事,跟我们的愿景、目标,有什么关系呢?好像没什么关系。”

因此,对于短期的看多或看空的市场情绪,贝壳一直不为所动。贝壳的“七面旗帜”中,“中性的市场观”的其中一面。左晖解释过:“长期稳定发展的行业是符合消费者,符合政府管理,符合行业根本利益的,所以我们秉持中性的市场观。”沉浸周期性最强的中国房地产业二十年,贝壳坚持认为,任何高速增长的市场本身就埋藏着下行的风险,持续下行的市场中,本身也孕育着复苏的机会。

因此,当12月18日海外做空机构浑水将炮口对准贝壳时,贝壳官方这样回应:浑水因为不了解中国房地产市场,缺乏对贝壳业务的基本认知和三

张报表的正确解读。

在这个77页的报告中,浑水以河北省廊坊市作为调查样本。然而,廊坊所在的“环京地区”,其房地产市场具有极大的特殊性。业内人士分析,如果对中国房地产调控稍有了解,就应知道环京地区因严苛的调控导致市场之冷清远于同级城市,不论是交易量还是价格下跌幅度,廊坊都可以列入到最极端的中国少数几个城市之一。

对于环京区域,贝壳长期采取的策略是调拨北京的经纪人去销售环京的房子,廊坊就在其中。这种跨城合作交易在贝壳是允许的且不止于环京,在长三角和珠三角等城市群都是存在的。这是贝壳说浑水不了解中国房地产市场的原因。

浑水的报告也引来了机构质疑。中信证券分析师在研报中认为,在中国二手房和新房市场,自下而上汇总交易数据不能得到交易总量的可靠结果,倘若有研究者基于C端显示,以数据汇总的方式试图自下而上归纳成交量,则容易差之千里。其次,针对浑水指责贝壳壳壳增房屋交易规模的观点,中信证券认为,其难度要远远大于虚增一般消费品交易记录,因为房屋交易涉及复杂的产证申领和房屋交易税费的支付。

浑水也在报告中质疑贝壳动机,收购圣都家装价格过高。对此,中信证券在最新的研报中指出,贝壳对于家装行业已经积累丰富,早期曾经和万科合资成立万链开展家装服务。家装是典型的大市场、小公司行业。家装行业并购对价,关键在于并购标的是否对公司业务构成显著战略价值。圣都是少数To C导向的家装企业,有望凭借区域密度和经营质量,推动贝壳壳壳增房屋交易规模观点,但可能耗费更长时间。

上述研报称,历史上,贝壳并购也更多针对区域型龙头,而不是全国性的企业,如成都伊诚、上海德佑、深圳中联、大连好旺角等。这种并购可能伴随着被并购方管理层融入贝壳(如贝壳COO徐万刚就是成都伊诚创始人),以及贝壳在区域整体能力的大幅提升。相比经纪行业,家装行业可供并购的企业可能更少,单个公司对价可能更高,质地优秀的公司对价可能更高。市场并不清楚家装行业的大公司具体会以何种方式呈现,以东易日盛估值对标圣都并不客观。

浑水在报告中对贝壳的描述使用了“巨大的骗局”这样的措辞,在24小时内,贝壳发布了详细声明,逐一拆解浑水的数条“指控”。声明发布当天,贝壳美股收盘涨超5.7%。

从“让居住更美好”的新定位,到“一体两翼”战略,在未来居住服务业可能成为我国经济新兴增长点的趋势之下,贝壳已经完成了下一阶段布局。每一步、每一个阶段,这家公司都专注于技术创新,解决行业痛点,并在价值链分配中,贯彻普惠、利他、共创共赢共享的社会价值。

企业如人,始终透彻、清醒、专注、坚持,做创造性、积累型事业的人群,不惧世事变迁。(CIS)