

保险业制定房地产投资策略的深思¹

关博仁²

摘要:保险业进入房地产将起到一个良性的互动作用。中国 2008 年保险业总资产人民币 33400 亿，未来五年按照保险资金投资房地产比例 5% 计算，同时每年总资产平均增加人民币 5000 亿，5 年中投资资金将达 2920 亿。目前保险公司投资房地产还是比较谨慎的，未来需要鼓励保险资金投资专业的房地产基金，这样可以节省很多的专业性的运作成本。财务模式会影响到保险公司房地产投资策略的选择。成本模式下会更倾向于选择稳健的投资策略，而公允价值模式更能够反映市场变化所带来的价值变动。保险公司在投资房地产的时候，应该尝试利用财务杠杆，同时要建立合理的投资管理机制，避免官僚主义作风。控制住市场风险，自然能够获得利润。

关键词: 房地产投资；财务模式；公允价值；财务杠杆

1 保险业资金给房地产市场带来的冲击

1.1 中国保险业的房地产投资规模

2008 年中国保险业的总资产是 3.3 万亿，保险公司在房地产投资方面的投资比重应该在 5% 左右。国际上，保险公司投资房地产的比例一般为总资产的 5-15%，在 10% 以下比较容易被投资者接受，在 10% 以上可能对公司股价造成负面影响。全球 10 大保险公司的房地产投资比例大都在 1-5% 之间。

按中国 2008 年保险业总资产 33400 亿元人民币、投资房地产比例 5% 来计算，房地产投资应为 1670 亿元人民币。若按每年保险总资产平均增加 5000 亿元人民币计算，未来 5 年在房地产的总投资是 $1670 \text{ 亿} + 5000 \times 5 \times 5\% = 2920 \text{ 亿元人民币}$ 。

¹ 本文是根据关博仁先生在 2009 年 10 月 30 日“中国保险公司投资不动产专题国际研讨会”上的讲话整理而成的，整理者：王茂琪。

² 关博仁 (Dick Kwan)，兆阳不动产特聘顾问，前荷兰国际集团亚洲区财务总监。

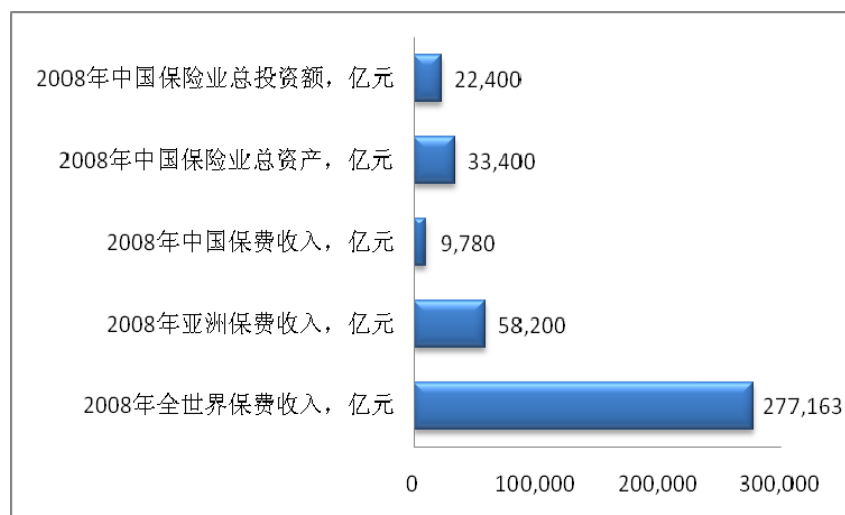
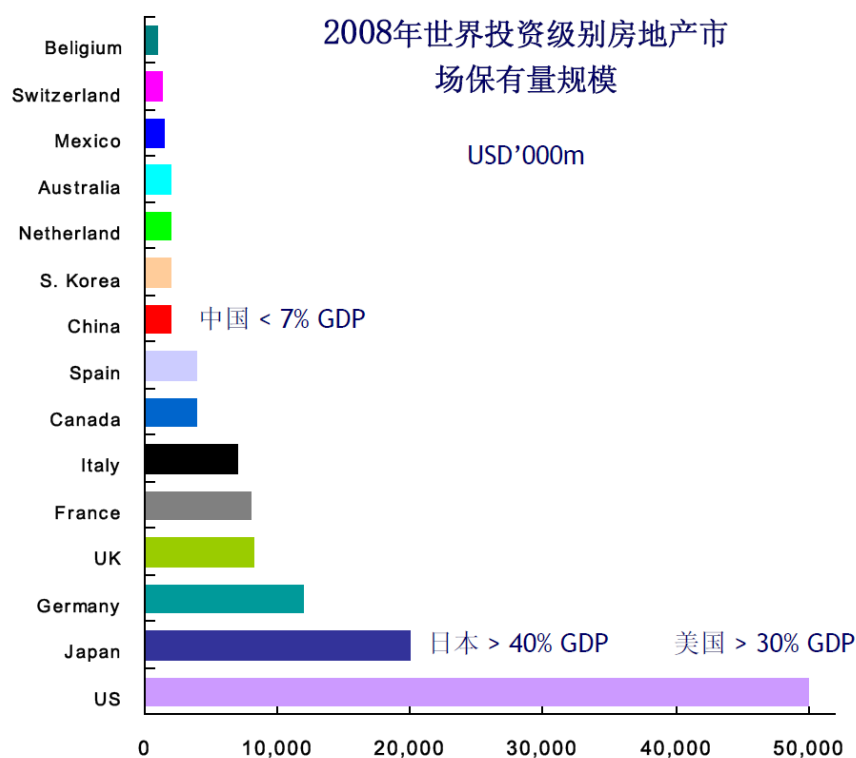


图1 2008 年中国保险业的收入规模

1.2 中国及世界主要国家投资级别房地产存量

从图 2 可以看到，美国房地产市场是全世界最大的房地产市场，日本市场在 2 万亿美元左右，中国市场只有 2500 亿美金左右。中国的房地产市场规模占中国 GDP 的 7% 左右，跟日本、美国比差距很远。



Source: White Paper on Land and Real Property (2008) by the Japan Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism

图2 2008 年世界投资级别房地产市场保有量规模

中国房地产市场发展比较晚，1998 年推出银行住房按揭以后，才真正有了商业房地产。国内开发商开发标准的商业地产建设只有 5 年左右。目前，中国商业地产的存量是日本的八分之一。

1.3 未来 10 年中国投资类地产交易量的变化

2008 年中国投资类商业地产的成交量只有 260 亿人民币，大约是 GDP 的 0.1%，而美国和日本是 1%左右，差距还是很大的。

但是，中国拥有 140 个百万人口的城市，未来 10 年的发展不可以低估。如果估算一下 GDP 的发展，未来 10 年日本的 GDP 每年增长 1%的话可能就比较乐观了，美国 GDP 约每年增长 2%-3%。



图3 未来10年中国、日本和美国的GDP预测

根据我们的预测，10 年以后中国的 GDP 已经是日本的差不多 2 倍。房地产的成交量在中国目前来说是 GDP0.1%左右，如果未来 10 年百分比增长到 0.5%的话，10 年以后中国房地产成交量就会相当于日本今天市场的规模。



图4 未来十年中国、日本和美国的商业地产交易量预测

1.4 保险资金投资房地产市场的比例分析

根据我们上面的预测，未来 5 年(2010-2014)的交易总额为人民币 4955 亿元，但是保险

公司比例应该是多少，是 5%？还是更高或者更低？目前可以看出，保险公司对房地产投资好象还不是太投入，而且两家最大的保险公司对房地产投资态度还是比较谨慎的。所以，5% 的成交量根本上来讲已经太高了。

应该是多少呢？在房地产投资方面，保险公司可能会跟政府合作投资土地开发。还有，保险公司可以拿一部分的钱出来投房地产基金，这是需要鼓励的方向。

保险公司不可能建立一个很大的团队投资房地产的每一个领域。特别是一些稍微专业性的机会性投资，保险公司没有必要自己做，可以通过专业的投资性基金来做。这样的话，保险公司真正投到房地产市场的资金只有 60%-70%，我们用 70%来进行估算。然后，整个行业不可能每一家保险公司都达到 5%，我们可以比较保守的用 3%来作为行业的比例。实际上，未来 5 年的投资只有 1200 多亿。而未来中国按 GDP 增速推广的市场成交量是 4900 亿。可能市场发展不会有这么快，这将是一个互动作用的结果：保险投资房地产的法规不出台，保险公司不进入房地产的话，可能这个市场就不能发展那么快。

如果来看一下房地产市场的供给。为什么中国的房地产开发商主要都在做住宅开发，那是因为房子建起来可以卖掉，卖了以后可以使资金回笼。而商业地产，如酒店和写字楼，如果分层次销售，品质会下降；而不分层次的话，资金回笼压力太大，市场上没有那么多机构投资者会去买这些地产。

但是，当保险公司进入房地产市场后，会有很多开发商愿意去开发商业地产，市场规模就会扩大。所以保险业进入房地产将起到一个良性的互动作用，希望相应的法规可以尽快出台。

2 保险公司投资房地产市场的策略

2.1 保险业投资房地产的传统理念

保险行业要考虑他们的投资。先看过去保险公司的传统理念或者说一个普遍的理念。保险公司国内目前的平均投资回报率还达不到 4%，一般都是 3.5%到 3.8%左右。要考虑房地产投资的流动性和风险性，一般都说这是内部的要求，对他们的投资经理都有这样的要求，要找一个 8%回报，而没有 IRR 的概念。而且要求稳定的现金收入，不用银行贷款，还要长线投资。

2.2 财务准则对投资策略的影响

要制定投资策略，首先第一个因素就是集团董事长希望要有什么业绩？这里就涉及到一个全世界的问题，那就是财务准则（IAS40）的问题。

国际会计准则对投资性房地产的规定是，如果投资房地产作为长线投资，也可以用公允价值模式或成本模式作为其会计政策。公允价值模式是每年对公允价值作评估，得出公允价值，所有公允价值变动都应确认为损益。中国这样做比较困难，因为中国的折旧跟国外的

折旧不一样。在国外，每年的折旧成本只要考虑 1% 就可以，甚至还可能更低。在中国是不可能的。中国目前的折旧一般都是在 20 年到 30 年，所以每年的折旧成本在 3%、4% 左右。

这里有一个案例。2007 年 1 月 1 日我们花 10 亿元买了一栋写字楼，在 2007 年底时市场价值上升了 10%，在折旧以后剩 9.7 亿元的固定资产，当年公司的业绩里面就是有 6 千万的最终收入和 3 千万的回报，所以回报率是 3%。

到 2008 年时，金融风暴来了，整个房地产的价值下降了 20%，当然对之前投资的底线还是一样 3% 的回报，但 2007 年是 16%，2008 年是亏损 18%，这样对保险公司来讲影响是很大的。

表1. 公允模式和成本模式对公司业绩的影响

投资	成本模式	公允价值模式
2007 年初（1 月 1 日）	投资性房地产=人民币 10 亿	投资性房地产=人民币 10 亿
收购写字楼人民币 10 亿年租		
金净收入 6 千万元		
	投资性房地产成本=人民币 10 亿	投资性房地产=人民币 11 亿
	折旧=人民币 0.30 亿	
	净值=人民币 9.70 亿	
2007 年底（12 月 31 日）		
房地产市场普遍上涨 10%	当年对企业损益表的贡献为：	当年对企业损益表的影响为：租金
	租金收入 6 千万元减折旧 3 千万元	收入=6 千万元 资产增值=1 亿元 税
	税前净投资回报为 3 千万（3%）	前净投资回报为 1 亿 6 千万（16%）
	投资性房地产	投资性房地产=人民币 8.8 亿
	成本=人民币 10 亿	
	累计折旧=人民币 0.60 亿	
2008 年底（12 月 31 日）	净值=人民币 9.40 亿	
金融风暴		
房地产市场下跌 20%	当年对企业损益表的贡献为：	当年对企业损益表的影响为：
	租金收入 6 千万元减折旧 3 千万元	租金收入=6 千万元
	税前净投资回报为 3 千 5 百万（3%）	资产减值=-2.2 亿元
		净投资亏损为 1.8 亿（-18%）

2.3 不同财务模式对投资策略的影响

我们之所以要考虑董事长想要什么样的业绩，是要一个稳定的报表，还是要一个能完全体现市场增长的报表，这样的考虑是很关键的，因为不同的选择对投资会有不同的影响。首先，我们来看一下财务模式对投资策略的影响（见表 2）。

表2. 不同的财务模式对于投资策略的影响

财务模式	成本模式	公允价值模式
投资目标	集中于每年现金回报	考虑物业的租金收入和增长潜力
投资期限	长期持有	中长期投资策略，考虑市场经济周期，把握退出时机

投资策略	投资于拥有成熟稳定现金流的优质房地产业务	成本模式的投资以外，可考虑高增长型房地产项目
	成熟稳定的投资案例： ➢ 成熟稳定出租商业物业 ➢ 工业型出租物业 ➢ 售后回租类项目 ➢ 政府担保的市区重建项目	增长型投资案例： ➢ 开发中优质商业项目的结构性投资 ➢ 低收入高增长型房地产业务 ➢ 大型土地开发项目 ➢ 通过“专业基金”投资高回报的特殊房地产领域。例如住宅开发，旅游地产，医疗保健领域等。
风险考虑	注意交易方的信用风险	注意市场变化的风险

如果根据成本模式，存在业绩可以被操纵的问题。如果我们考虑的是长线投资，长远来讲房价是会升值的，所以我们可以对业绩有一个部署，某一年需要业绩出现增长的时候，可以把一部分商业物业卖掉，就可以体现为当年保险公司的业绩。这样的话，保险公司的业绩就具有可操作性。但如果根据的是公允价值模式，就不可以这么做，因为每年的增值、贬值都会反应在报表中。

但是，中国跟欧美还不太一样。由于在房地产评估方面牵扯到很多个人主观上的假定因素，如何确定假定存在一定的差异。不同的假定因素可以导致 10%到 20%评估值差异空间，因此可以起到操纵业绩的作用。2002 年，美国在爆发了一连串财务丑闻之后，颁布了萨班斯法案，明确禁止企业管理层影响财务评估师的工作。

总的来讲，成本模式的缺点是对业绩贡献不大，但是可以保证公司的业绩比较平稳；公允模式对业绩影响比较大，但是可以把市场的增值充分体现在公司的业绩里面。

2.4 保险公司投资房地产的投资类型选择

如果采用成本模式，表明投资者的态度比较保守，比较平稳，他们的投资选择会比较成熟和稳定，例如选择出租型商业物业，或者是出租型的公用物业。还有一些售后回租的项目，通过跟政府合作的一些社区重建项目，有一定现金收入保障而且风险比较低。

如果采用公允模式，投资者可能会考虑一些较为激进的项目。他们可以通过一个投资机构，降低自己的开发风险，保障自己的回报；还可以做一些高增长性的房地产业务。典型土地开发项目还可以通过基金参与，例如增值型基金还有机会性的基金。如果选择成本模式的话，一般比较倾向于稳定的投资，比较保守一些，但是并不是不能够作激进的投资。

3 保险公司投资房地产的投资回报分析

3.1 保险公司投资房地产的模拟投资组合分析

表3. 公允财务模式下的模拟投资组合

风险程度	管理参与	投资比重	每年税前净收入	每年税后收入回报	年增长率	总投资回报
------	------	------	---------	----------	------	-------

售后回租工业或商业项目	低风险	简单监管	20%	8%	7%	1%	8%
成熟商业地产	低风险	积极管理	20%	6%	4%	6%	10%
成熟写字楼物业	低风险	积极管理	20%	7%	5%	5%	10%
政府合作土地开发	中度风险	简单监管	20%	8%	7.50%	2%	9.5%
结构性投资开发期项目	高风险	积极管理	10%	n/a	5%	7%	12%
高回报专业基金	高风险	简单监管	10%	0%	0%	15%	15%
上市房地产证券	高风险	积极管理	0%				0%
海外投资	高风险	积极管理	0%				0%
投资组合			100%		5.2%	4.9%	10.1%

表 3 是一个模拟的投资组合的例子。假设保险人将 20% 的不动产投资投资于售后回租项目，20% 投入到成熟商业房地产物业，20% 投资到成熟写字楼，还有 20% 跟政府搞土地开发，有 10% 投资于一些结构性开发项目，还有 10% 投入与专业性基金。

在上面这样一个例子中，保险人将投资分散到几个风险不同的领域，例如售后回租是低风险，和政府合作是中度风险，专业性基金是高风险。另外，还需要解决内部如何管理资源分配的问题。因为投一个大项目就要考虑投资部门需要聘用多少人，而投某些项目可能就不需要占用很多管理资源。比如售后回租项目，可能是一个大的百货商业集团，可以把它全国数十个百货公司的物业收购过来再返租 10 到 15 年，这样就不需要很多资产管理和人力资源。相比之下，成熟的商业和写字楼物业需要的管理资源就多一些。因为需要有好的资产管理保障才能有好的回报。和政府合作方面也不需要有很多的投入，只需要一个简单的监管。结构性投资必须在开发过程里面有很好的跟进。专业基金因为是依赖市场上专业的基金管理团队，所以不需要很多的投入。这样来看的话，分散并降低内部对投资管理资源的要求也还是很重要的。

3.2 财务杠杆对于保险资金投资房地产的影响

房地产投资的一个关键就是税务和财务杠杆的游戏。财务杠杆可以将投资回报率提升。但保险公司投资房地产时应不应该用财务杠杆？财务杠杆有两个风险：第一是利率上升的风险，第二是再融资的风险。保险公司现金流很充裕，所以对保险公司来说再融资不是很严重的风险，最大的问题是保险公司自己的资金成本比较低，自己的投资不足 4% 的回报，为什么还要向给银行借利息为 6% 的贷款呢？但保险公司还是应该考虑用财务杠杆，可以把它的房地产投资比例上限用完了以后，再通过一部分房地产抵押再融资，再做一些投资，达到利用财务杠杆的优点。当然，如果保险公司集团内部能通过内部融资方式解决，也可以达到利用财务杠杆的目的。

表4. 制定投资策略的几个关键问题

保险公司应不应该使用财务杠杆?	➢ 如果监管机构没有明确禁止, 保险公司可使用杠杆 ➢ 杠杆比例应该控制在资产值的 50%以内 ➢ 要充分考虑公司现金流的状态, 随时保持还款的能力
杠杆有什么风险?	➢ 利率上升风险 ➢ 再融资风险
保险公司投资回报不到 4%, 为什么要向银行贷款?	可以先以现金投资, 到达房地产投资上限后, 通过资产抵押再融资产生杠杆效应
保险公司应该追求收入还是增值?	考虑人寿保险每年对现金的需要, 合理现金回报应为 4-5%, 总回报目标可在 10-12%的主流类投资
保险公司能承受多少风险?	本金不能有失
中国市场有多少风险?	长线投资房地产市场可以说是没有太大风险, 有的是中国经济发展的风险
国外发达国家房地产市场发展成熟, 风险是否比较低?	房地产市场受经济影响, 国外市场已进入一个不明朗周期, 风险难以评估 房地产投资的座右铭-投资于你所熟悉的地方!

3.3 避免机构投资者的官僚主义作风

长线投资怎么考虑市场风险, 我们认为最主要是要避免机构投资者的一个官僚主义的通病问题。所谓官僚主义, 就是制定决策的时候不能够随机应变, 而是死搬教条。在市场调整的时期, 要降低受影响的程度, 做到房地产损失比对手小就可以了。有时候需要卖掉一部分, 虽然承受了一部分损失, 但是受影响比对手小, 还是比较成功的。

具体做法应该是把握好市场调整周期, 定期做一个市场预警的指标, 在市场调整之前, 减少这个房地产的投资比例。而官僚主义的存在, 往往制约了这一过程的实现, 因此我们需要制定合理的投资管理机制。

3.4 制定合理的投资管理机制

在市场周期中, 投资部门的 CEO 怎么做决定, 比如说向投资委员会汇报, 认为市场太高了, 是不是卖掉 20%的房地产, 但是如果房地产市场的调整不像预测的一样怎么办? 可以根据图 5 所示的投资管理架构来考虑这个问题。

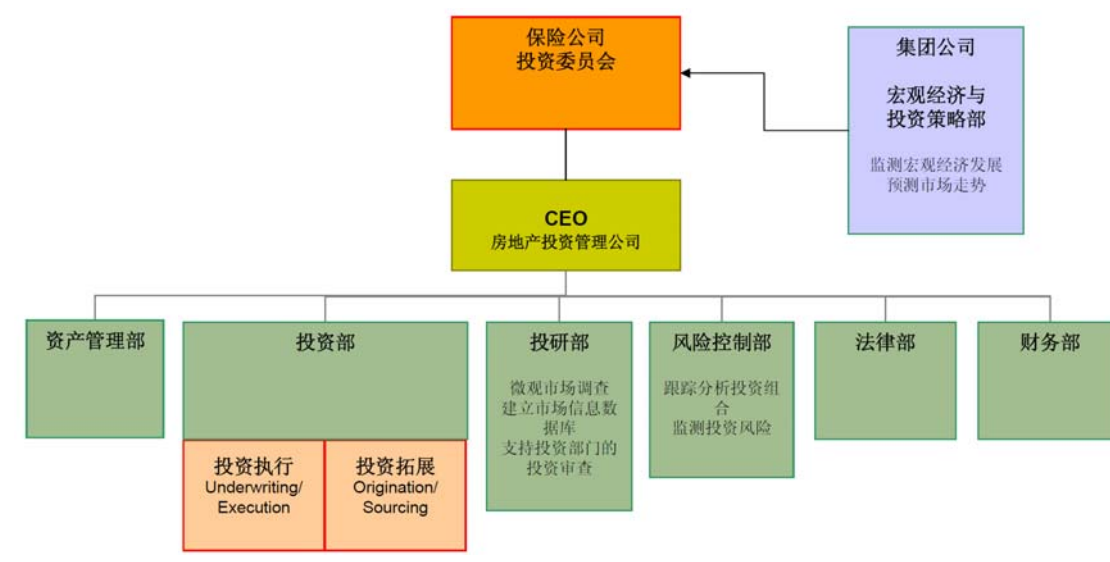


图5 合理的投资管理机制示意图

图 5 是一个标准的房地产投资部门的架构，包括资产管理部门，投资部，还有投研部也就是市场调研部门，还有风险控制部门，法律部门，财务部门等。保险公司投资委员会也必须在保险公司的投资管理架构里，集团架构里面必须要有一个经济分析部门来对宏观经济进行分析，包括对房地产投资的宏观分析，建议投资委员会并由投资委员会来决定什么时候是应该做投资比例的调整，什么时候做出进入或退出的决定。不要依赖投资部门的 CEO 做决定，因为他担不起这个风险。

综合上面的分析可以得出结论，对保险公司来说，应该侧重于管理好房地产市场的市场风险。只要能够管理好市场风险，就将会受益于未来房地产市场的快速发展，从而获得丰厚的利润。

Real Estate Investment Strategy of Insurance Companies

Abstract: The investment of insurance companies on real estate will have a positive effect on both of the markets. The total assets of China's insurance industry in 2008 are 3.34 trillion. The annual increase of the total assets will be 500 billion. And the investment on real estate market in 5 years will be 292 billion, if we choose 5% to be the proportion of the investment ratio on real estate.

Currently the insurance companies are very cautious in real estate investment. The insurance companies should be encouraged to invest on some professional real estate funds, so as to reduce the operational cost of real estate investment.

The financial measurement will have big influence on the choice of real estate investing strategies. The cost measurement will lead to a more conservative investment strategy, while fair value measurement will indicate how the value of your investment change with the market.

The insurance companies should try to use the financial leverage when investing on real estate. A proper mechanism of investment government should be established so as to avoid bureaucracy. So long as the insurance companies could control the market risk, they will make profit from the real estate investment.

Keywords: Real Estate, Financial Measurement, Fair Value, Financial Leverage

《保险与风险管理研究动态》征稿启事

为促进国内保险与风险管理理论和实务研究成果和相关信息的交流，清华大学经济管理学院中国保险与风险管理研究中心从 2009 年 5 月起，编辑发行内部刊物《保险与风险管理研究动态》。该刊物为双月刊，主要面向高等院校、社会专门研究机构、政府有关部门及保险业界从事保险与风险管理教学或科研工作的学者、专家和研究生。

《保险与风险管理研究动态》侧重及时、全面反映国内外在风险与风险管理领域中重点或热点问题方面的研究成果，主要栏目包括：

- 专题研究
- 保险理论研究
- 保险实务研究
- 风险管理研究
- 精算理论与实践
- 案例研究

《保险与风险管理研究动态》现面向社会各界征集稿件，具体说明如下：

1. 来稿应符合本刊的宗旨和特色，侧重反映具有创新性或综述性的研究成果。
2. 来稿文责自负，提倡通俗易懂，除较重要的综述性文章外，一般不超过 1 万字。
3. 来稿应用 Word 文档提交，本刊保留对来稿的文字编辑权。
4. 来稿请注明作者姓名、单位、通信地址、联系办法，文后请附英文题目和摘要。
5. 来稿一经采用，将从优支付稿酬。
6. 投稿邮箱：ccirm@sem.tsinghua.edu.cn 请在邮件主题处写明作者姓名及文章题目。