

不动产投资和保险资产配置¹

缪建民²

摘要：2009年10月1日，新修订的保险法生效，规定保险资金可以投资包括房地产在内的不动产，中国保监会也在根据新的保险法起草制定保险资金投资不动产的相关管理办法。本文作者从中国房地产市场的发展现状、房地产投资的重要性以及保险资金投资不动产的资产配置和投资选择等几个方面进行了分析。作者认为，国民经济的快速发展和城市化进程的不断加快是房地产市场快速发展的主要原因，而房地产市场作为国民经济的支柱产业，地方政府的收入主要来源，同时关乎民生和金融市场的稳定，因此受到广泛的关注。

投资不动产是保险公司进行资产配置的一种重要形式，也是规避长期通货膨胀风险的重要工具。目前，保险公司主要以投资商业地产为主，主要投资形式包括房地产本身和房地产企业的股票；一些间接的投资方式（例如 REITs）在现阶段的实用性较小；保险资金投资不动产将不会对民生产生负面影响。

关键词：房地产市场；资产负债匹配；不动产投资；商业地产

根据2009年10月1日生效的新《保险法》，保险资金可以投资包括房地产在内的不动产，监管部门也正在根据新《保险法》起草保险资金投资不动产的管理办法。保险资金真正投资不动产要等该办法颁布后才能实施，但该政策对于保险资产的配置意义是重大的。

1 中国房地产业经历了快速发展的十年

不动产投资在中国主要是指房地产投资。中国房地产市场的历史并不长，第一批商品房在深圳出现是在1980年。国务院关于城镇土地使用权出让和转让的暂行办法是在1990年出台的。这个办法的出台推动了土地市场的形成，没有土地市场就不可能有房地产市场。但是，房地产市场的真正形成是在1998年。当年国家取消了福利分房政策，人民银行也相应颁布了《个人住房贷款管理办法》，开始了个人住房按揭贷款业务；同时，银行对土地开发、房产建筑企业的贷款也不断增加，实现了房地产市场与金融市场的有机结合，推动了房

¹ 本文是根据缪建民先生在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 缪建民，中国人寿保险集团公司副总裁，中国人寿资产管理公司董事长，中国人寿富兰克林资产管理公司董事长。

地产市场的发展。取消福利分房，推动商品房建设成为当时我国应对亚洲金融危机、刺激内需的主要手段。时至今日，房地产业仍是内需十分重要的组成部分。从 1998 年到 2008 年，十年间中国房地产开发投资金额的年复合增长率达到 24%，成为全球增长最快的一个市场。

过去十年房地产市场的快速发展归功于：第一，这十年是我国国民经济发展最快的时期，GDP 的年均增长超过 10%。第二，这十年也是我们国家城市化进程加快的一个阶段。十年中我国的城市化率每年提升 1.5% 左右，即平均每年将近有 2000 万人进城，相当于每年再造一个特大型国际化城市。正是由于城市化率的快速提升，过去十年我国建造了 80 多亿平方米的商品住宅，7000 多万个家庭购买了新房。随着城市化率的进一步提升，未来 10 年中国至少还需再建 7000-8000 万套新房，还将有三分之一家庭住进新房。商业地产在过去十年中的增长也很强劲，未来十年的需求仍很大，这是对房地产市场的刚性需求。第三，这十年是居民财富迅速增长的十年，是经济快速货币化的十年，这是造成包括房地产在内的资产价格膨胀的重要因素，也是过去十年房地产业迅速发展的重要推动力量。当然房地产的快速发展也与土地供应及地方政府利益有关。

2 房地产行业是关系国计民生的重要产业

目前全社会对房地产业很关注。首先因为它是国民经济中的一个重要支柱性产业，是内需极其重要的组成部分。

2007 年全国房地产开发投资总额为 2.5 万亿元；2008 年尽管遭受全球金融危机的冲击，全国房地产开发投资的总额仍高达 3 万亿元。这两年房地产开发投资的总额都超过国民生产总值的 10%。2008 年房地产开发投资总额占全社会固定资产投资总额的比例达到了 17.7%。如果我们扣除其中三分之一左右的购地成本，房地产开发投资总额占全社会固定资产投资总额的比例也高达 12.7% 左右。2008 年，全社会固定资产投资形成约占 GDP 总量的 41%，以此推算全社会房地产开发投资占 GDP 的比例超过了 5%。所以，房地产行业对国民经济的持续稳定健康发展十分重要。

而且，房地产业的产业链很长，涉及到建筑、冶金、水泥、钢材、家具、装修等一系列产业，提供了大量的社会就业，对稳增长、保民生具有重要意义。所以在 2008 年底国务院提出的应对全球金融危机的行业振兴政策中，虽然没有专门针对房地产的产业振兴政策，但涉及房地产的相关配套政策很多。

自 1994 年分税制改革后，房地产开发投资跟地方政府的财政收入息息相关。1994 年分税制改革以后，地方政府的财政收入占全国财政收入的比例从 1993 年的 78% 下降到 1994 年 44% 左右，但支出的比例一直在 70% 以上。也就是说，地方政府的财权自分税制改革后大大削弱了。但事权却在逐年增加，形成了财权与事权不对称，以及由此造成的长期收支缺口。这个缺口相当一部分是通过卖地所得的土地出让金及房地产商的税、费来弥补的。所以在 2008 年即使受全球金融危机很大冲击的情况下，地方政府土地出让金收入还是超过了 1 万

亿元，而在十年前的 1998 年土地出让金收入只有 67 亿元。如果再加上房地产建设、交易过程中的政府税、费，地方政府在房地产上的收入会占到房产价格的 50% 以上，使房地产收入成为了地方政府收入的重要组成部分。所以房地产业对国民经济的持续健康发展至关重要。

其次房地产业关系到民生。中国人常讲衣食住行。在我国基本实现了小康水平的情况下，衣食等温饱问题已基本解决，行的条件也在不断改善。政府这几年在基础设施方面进行了大量的投资，特别对高速公路和高速铁路的投资金额非常大。在不久的将来，中国的高速铁路、高速公路的总里程都将是全世界最长的。对大多数人来说，衣食住行中最重要还是住，而且投资最大的也是住。

几千年来，住房对老百姓来讲一直是一个重大民生问题。一千多年前诗圣杜甫在《茅屋为秋风所破歌》中就写到：“安得广厦千万间，大庇天下寒士俱欢颜”，反映出诗人的济世情怀，也映衬出住房问题的突出矛盾。同为唐代的大诗人白居易在见到前辈顾况的时候，顾况就拿他的名字取笑他，“长安百物皆贵，居大不易。”可见，住的问题一直是关系民生的重大问题，历来为有识之士关注和重视。长期以来，房产还是私人产权最普遍的一种形式，是私人财富的最重要载体。它关系到民生、关系到家、关系到文化、关系到每个人的梦想，而且对大多数人来讲，它是一辈子终身奋斗积累的财富的唯一体现。

房地产从开发到销售，再到二级市场转让，整个过程是财富创造和财富再分配的重要途径。房地产市场造就了许多财富神话。香港的富豪大多数都是地产商。我国近年富豪榜上的富豪也有不少是地产商。所以房地产业在推动国民经济健康发展的同时，关系到财富创造和财富再分配，涉及到每个人、每个家庭（特别是城市居民和城市家庭）的切身利益。由于房地产的供给与需求在特殊的市场环境下代表了少数供给方与多数需求方两个不同的阶层，使市场供求和公平正义纠缠不清，经济问题与民生利益难解难分。这种情况不仅在中国存在，在西方国家也如此。正因为如此，美国前总统小布什在 2003 年 12 月就曾说，“让更多的人拥有房子是关乎国家利益的”，在 2005 年的总统就职演说中，他说要把美国建设成为一个房产所有者社会（homeownership society）。

第三，房地产市场的发展关系到金融市场的稳定。现代房地产市场的发展有两个重大创新，第一是期房销售，第二是房地产融资。期房销售使开发商没有盖好房子就可以卖房子，这加速了房地产开发商的资金周转，并使投资者提前锁定房价。房地产融资使地产开发商、建筑商、投资者没有足够的资金就可以买地、建房、买房。这两个创新极大地推动了房地产市场的蓬勃发展。当然，国内期房销售政策时有摇摆，但房地产融资（包括买地融资、对建筑企业融资、个人买房融资、个人装修消费融资等）却一直在快速发展。

在应对此轮全球金融危机中，增加房地产融资比例成为刺激内需的重要政策措施。房地产融资使地产开发商和投资者都可以透支未来的现金流并因此产生了杠杆效应。正是这种透支未来现金流和融资造成的杠杆效应造就了房地产市场中的众多神话故事。尽管房地产

开发的边际利润可能在 20-30%，但由于房地产开发商往往有较高的负债率，杠杆比例高，其自有资金回报率比房地产边际利润率高得多。即使是个人按揭购房，由于投资者充分享受了透支未来现金流和融资带来的杠杆效应，其投资回报也被放大了。

比如三十年住房按揭，就可以把未来三十年的现金流拿到今天来买房子。这种住房按揭贷款一方面充分利用了银行的货币幻觉。以三十年按揭贷款为例，由于通胀的原因，三十年中逐年偿还的名义货币其购买力逐年递减。以购买力逐年递减的名义货币锁定处于上升期的资产价格，是利用了银行货币幻觉的只赚不赔的买卖。另一方面，充分享受了按揭贷款产生的杠杆效应。30%的首付按揭就有三倍的杠杆。这大大提高了资产价格上升周期中投资者的回报。

当然，如果房价下跌，杠杆效应的存在会同样放大投资者的亏损。美国的次贷之所以引发全球金融风暴，与其杠杆及大规模的房地产融资证券化直接有关，次贷中有些贷款甚至可以是零首付。零首付理论上的杠杆是无穷大。香港房地产市场在牛市中炒楼比例较高，也跟按揭杠杆有关。如果没有按揭贷款，投机性买房会大大减少。由于房地产融资涉及到从买到建房再到卖房的所有环节，所以房地产市场的健康发展也关系到金融市场的稳定。

在这次全球金融危机中，这种风险传导机制展示得十分充分。房价下跌，造成银行出现大量不良资产。同时，房价下跌也造成了巨大的负财富效应。这两个因素结合在一起，对金融市场造成了巨大冲击。日本过去失去的 20 年就与它包括房地产在内的资产价格泡沫的破灭有直接关系，这次全球金融危机的导火线也是美国房地产市场泡沫的破灭。

当然，源于美国的这场全球金融危机更深层的原因在于美国为了满足国内过度消费而贪婪地吸纳外国资本。因为美国巨额的财政赤字和贸易赤字，需要大量外国融资。大量外国资金通过购买美国国债压低了美国利率，造成廉价信贷泛滥，刺激了对房地产和其它资产的需求，推升了资产价格。没有大量外国融资造成的低利率，美国的融资成本会昂贵得多，需求会大幅下降，就不会形成房地产泡沫。同样，由于美国长期的“双赤”，造成了美元的系统性贬值，推动了包括石油在内的以美元计价的大宗商品价格的上升，增加了通胀压力，最终迫使联储加息，成为引起房地产泡沫破灭的最后一根稻草。当然，造成危机还有美国政府滥用美元的储备货币地位、监管缺失、创新过度等。

但房地产市场的重要性在当前的全球经济和金融环境下是不容置疑的，房地产市场的健康发展对国民经济的持续健康发展和金融市场的稳定具有十分重要意义。

3 房地产投资对保险资产配置的意义

对保险行业来说，投资不动产的意义在于：第一，它是资产负债匹配的一个重要途径。寿险业务中有一部分是传统保单，其负债期限比较长，有十年、二十年、三十年，甚至更长。目前我们在总体上还缺乏与负债匹配的资产。现在可以匹配长期负债的资产主要是开发银行的长期金融债，但长期金融债一方面规模有限，另一方面流动性不高。因此，对于长期性负

债应该有更加多元化的资产来匹配,包括房地产在内的不动产投资应该说是一种匹配长期负债的新选择。

在高通胀的环境下,不动产投资也是对冲通货膨胀的一个重要手段。保险公司的资产组合中,固定利息产品占大多数,保险资金的 80%左右配置在固定利息产品上,这使得应对通胀风险成为了一个巨大考验。传统上对冲通胀的手段包括,第一购买与通胀挂钩的产品,如 Tips; 第二购买黄金,黄金是最传统的对冲通胀的工具,也是对冲美元贬值风险的重要手段; 第三是投资大宗商品,如石油等。这三种对冲通胀的手段现在保险资金都还不能使用。在不能有效对冲通胀风险的情况下,大量的固定利息产品在通胀来临时会面临浮亏风险。凯恩斯曾辛辣地说道:“通货膨胀是收租者和无功能投资者的安乐死。”因此,对于以持有固定利息产品为主的保险资产管理来说,必须认真思考如何对冲通胀风险的问题。投资包括房地产在内的实物资产是在当前的市场环境下对冲通胀的一种可行手段。

在低通胀的环境下,不动产投资则可成为固定利息产品的一种替代工具。比如商业地产的投资,不考虑房价本身的变化,现在一线城市商业地产的租金收益率大概在 5%—7%,它的收益率比大多数固定利息产品要好,可以成为部分固定利息产品的替代选择。

另外,在快速城市化的过程中,不动产投资也可以成为保险资金分享社会财富增长的一种重要途径。在快速城市化的阶段,房地产价格存在趋势性的上涨。日本房地产价格从 60 年代开始攀升,到 70 年代中期有一段调整,一直升到 1989 年。我们国家台湾地区也是这样,从 70 年代初期开始,房地产价格一直涨到 1994 年。我国在过去的十年中,从 1998 到 2008 年是十年快速城市化过程,也是房价快速上升的过程,参与这个过程是分享社会财富增长的一个重要的手段。

当然,由于房地产所具有的流动性风险、地域风险及管理风险,保险资产在不动产投资方面配置的比例不宜过高。从全球经验看,房地产投资在保险资产组合中的占比多数低于 5%,有的国家只占 1%。

4 保险资金投资房地产的特点

保险公司投资不动产跟社会上理解的并不一致。社会对投资不动产的理解多数情况下是指买住宅。但从全球经验来看,保险企业投资不动产是以商业地产为主的。商业地产跟住宅市场其实是两个完全不同的市场,租金回报率不同,价格的走势也不完全一致,投资回报也不一样。总的来讲,我国的住宅投资回报远高于商业地产。

保险资金投资不动产主要出于资产负债匹配、对冲通胀、替代固定利息产品方面的考虑,不会冲击住宅市场。另外,保险资金投资房地产不需要向银行融资,因此没有杠杆,不会带来杠杆化的风险。当然,对于保险公司来讲,在不动产投资中除了要考虑房地产的流动性、公司的偿付能力和专业管理能力、会计分类影响及地域选择和市场容量外,还面临房地产实物投资与金融投资这两种不同投资方式的选择。

实物投资方式是指直接购买不动产，金融投资方式是指购买房地产公司的股票。这两种不同的选择要从收益性、流动性、价格稳定性、实用性上来比较，才能作出合理的决策。从收益性角度看，房地产股的长期平均回报高于房地产。当然房地产本身还有它的实用性，具有使用价值，而房地产股则没有实用性。对金融企业来说，高楼大厦不仅有使用价值，它还代表了企业形象，有助于增强消费者的信心，这是房地产股所不具有的功能。从价格稳定性看，房地产价格比房地产股票价格更稳定。欧美市场的历史数据显示，房地产的贝塔系数介于 0.4 至 0.7 之间，价格的系统风险比房地产股小。当然房地产本身也有它自身的周期。现在，房地产周期跟经济周期基本同步，所以价格的稳定性在一定程度上被高估了。但房地产股的流动性则远远好于房地产。另外，房地产投资需要较高的专业管理能力，这是投资于房地产股所不需要的。

因此，保险资金投资不动产还有许多问题要思考。在政策明确以后，还要做大量的深入研究，特别是要研究在不同经济周期下，不动产投资配置的比例。例如在日本经济周期的高峰期 1989 年配置房地产的话，到现在仍会有巨大的亏损。如在 2005 年美国房地产市场的高峰期投资，其效果也类似于当年高峰期投资日本房地产。可见，不同经济周期下同样的资产配置其效果和回报是截然不同的。保险资金对不动产投资是以长期持有为主的，更要着眼于经济周期和市场周期，这就要求我们对中长期经济周期和市场周期做出科学的分析和判断。

近年来，国际资本市场上间接投资房地产的产品发展很快，特别是房地产信托基金 REITs。但这个市场规模目前还不大。即使是在最成熟的美国市场，其 REITs 的规模也只相当于沃尔玛一家上市公司的市值。而且 REITs 的流动性普遍较差，买卖差价大，冲击成本高。因此，在可预见的将来房地产间接投资不太可能成为保险资金投资不动产的主流形式。

总的来讲，新《保险法》生效后，一旦监管政策允许将一部分保险资金配置到不动产，对于保险企业分散风险、优化资产组合、改善资产组合的收益、分享未来中国经济高速发展带来的财富创造机遇是十分有意义的。但从上面分析可以看出，保险资金对不动产的投资还面临许多考验和选择。鉴于保险资金投资不动产的特点，它显然并不会冲击房地产市场，更不会影响到民生。

Real Estate Investment and Insurance Asset Allocation

Abstract: The new *INSURANCE LAW OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA* was carried out on October 1st, 2009. The insurance companies could invest on immovable property, like real estate. The China Insurance Regulatory Commission is now working on the detailed rules of insurance companies investing on immovable property. This article analyzed the development of China's real

estate market, the importance of real estate investment and how should insurance companies invest in real estate to allocate their assets. The author thinks that the rapid growth of the economy and the accelerated process of urbanization are the main reasons for the rapid growth of the real estate market. And the investment on the real estate market attracts a lot of attention because it is one of the key industries in the economic system, and it's one of the most important sources of the local government's income. Also it will have big influence on people's life as well as the stability of the financial market.

Investing on real estate is an important way for insurance companies to allocate their assets. Also it's an important way for insurance companies to hedge the long-term inflation risk. Currently, the insurance companies invest mainly on commercials, including the real estate and the stocks of the real estate companies. Some indirect investment (like REITs) is not quite available currently. There will not be any side effects on people's life from the real estate investment of insurance companies.

Keywords: Real Estate Market, Asset Allocation, Real Estate Investment, Commercials