

保险资金投资不动产前景展望¹

刘虹²

摘要：随着新修订《保险法》的实施，保险资产管理行业迎来了新的发展机遇，保险资金不动产投资业务正在整装待发。本文展望了保险资金投资的资金规模、投资过程、投资目标以及投资模式，并提出了相应的保险资金投资不动产的政策建议。

关键词：保险资金；不动产投资

1 引言

2009年2月28日全国人大通过了保险法修订办法，将保险资金运用做了修改。新《保险法》第一百零六条规定：“保险公司的资金运用必须稳健，遵循安全性原则。保险公司的资金运用限于下列形式：（一）银行存款；（二）买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券；（三）投资不动产；（四）国务院规定的其他资金运用形式。”

现在，保险资金不仅可以在资本市场进行股权投资和债权投资，还可以进入不动产领域，这对于整个保险行业的发展将会产生一个非常重要的影响。除了承保之外，保险资金的投资是另一个影响保险公司经营运作的重要方面。新《保险法》对保险资金运用渠道的放宽，为保险业资产管理提供了新的重要渠道，为保险业进一步渗透社会经济发展提供了新的思路。

2 保险资金投资不动产的前景展望

2.1 保险资金投资规模十分可观

在国外成熟市场上，保险资金投资不动产的比例上限通常在10%-15%之间。我国保险资金的权益类投资目前的比例上限为20%。不动产作为一个新的投资领域，我们保守的估计初始投资比例的上限将设定在5%左右，以后可能会根据实际发展情况逐步调整。

根据截止到2009年9月底的数据，我国保险业实现的保费收入为8580.3亿元，同比增

¹ 本文是根据刘虹博士在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：胡晓宁。

² 刘虹：理学博士，先后就读于河南大学、中山大学、中国科学院研究生院；美国德克萨斯大学阿灵顿商学院EMBA。现任人保投资控股有限公司党委书记、总裁。

长 8.1%；保险总资产规模达到 3.8 万亿元，较年初增长 18.9%。如果按照初始的比例上限 5%，保险总资产规模年增长 10% 估算，保险资金可投资不动产的初始资金规模将接近 2000 亿元，同时每年还将新增可投资资金约 200 亿元。

另据权威机构统计，1998 年至今，全国商业地产的销售面积约 4 亿平方米，商业地产存量规模在 2.5 万亿至 3.0 万亿元左右，其中北京、上海、深圳、广州四个一线城市的甲级写字楼存量总计约在 1000 万至 1400 万平方米左右，市场规模约为 2000 亿至 2500 亿元。也就是说，目前可投资不动产的保险资金规模已经接近全国一线城市甲级写字楼的总存量规模。同时，目前全国一线城市商业地产的年销售额总计约 1000 亿—1300 亿元左右。也就是说，保险资金年新增可投资资金规模将占到市场年销售总额的 15%-20%。由此可见，保险资金的进入必将对不动产市场，特别是一、二线城市的商业地产市场产生积极而深远的影响。

2.2 保险资金进入不动产市场将会是一个持续而长期的过程

保险资金的运用无论是在资本市场投资，还是进入不动产市场，其最核心的问题还是要做到资产和负债的匹配，实际上是一个择机择时的问题。虽然保险资金规模巨大，投资意愿相对较强，但我认为保险资金进入不动产市场将会是一个循序渐进的过程，不会一蹴而就。这一方面是因为不动产投资的过程较为复杂、周期较长、对专业技术能力要求较高，保险企业必然要经历一个不断积累学习的过程，不会盲目出击。另一方面是因为目前利率水平较低，流动性较为充裕，优质商业物业资源相对稀缺，而同时商业物业的流动性较差，对物业管理的要求也较高，故保险资金在短期内大量增持商业地产的可能性较小。因此，我们认为保险资金的进入不会在短期内引起资产价格的大幅波动。

例如 90 年代末的日本，保险资金在不动产市场的不当投资对保险公司本身的经营产生了毁灭性的打击。这些寿险公司在泡沫经济时期出于投机目的，将大量资金贷给不动产开发商，泡沫破灭后日本经济长期低迷，股市一蹶不振，利率维持在超低水平，公司不良资产大量增加，财务状况恶化，公众信心渐失，从而造成寿险公司接连破产。1997 年至 2001 年之间，日本有 7 家寿险公司因此破产了，例如其中一家日本寿险公司曾有 70% 资金在高风险的不动产和相应的股票上面。这也导致后来日本整个保险行业尤其是寿险公司的资金运用发生了非常大的变化，同时它对保险公司自身业务选择也发生了一个很大的影响。从 2000 年至 2007、2008 年之间，日本保险公司基本上坚持以保障性业务为主，对于投资性业务做的比较少。借鉴日本寿险公司破产的经验，我国放宽保险公司投资限制后，保险资金真正在不动产市场上配制也将会是一个缓慢和长期的过程。

2.3 一线城市³的商业地产将成为保险资金的重要投资目标

按照房地产的用途，可以将房地产市场分解为若干子市场，主要包括住宅市场（包括普

³ 一线、二线、三线城市的概念起源于房地产市场。常规或主要的指标包括经济地位、城市规模（人口、面积等）、城市级别、影响力、辐射力，以及知名度等。目前我国共有四个一线城市，分别是北京、上海、广州、深圳。

通住宅、别墅、公寓等)、商业地产市场(商业地产包括写字楼、商场或店铺、酒店等)、工业地产市场(包括标准工业厂房、高新技术产业用房、研究与发展用房等)、特殊地产市场和土地市场(各种类型用地)等。

按照保险资产配置的要求,保险资金投资不动产所要求的年收益率应该在 6%-10%之间。从风险与回报匹配的角度看,保险资金基本上不会进入民用或商业住宅市场。而高租金水平和低空置率的一线城市核心地区的商业物业能够在中长期获得较高的回报水平,符合保险资金的安全性和追求长期回报的要求。因此,商业地产是保险资金可以考虑的一个投资范畴。而且,随着一段时间以来一、二线城市住宅与商业地产间价格差距的逐步拉大,商业地产的投资价值已经开始逐渐显现出来。一、二线城市将成为保险资金主要关注的区域,而一线城市核心区域的高端商业物业将成为保险资金的重点投资目标。

工业地产、物流地产等不动产市场也将是保险资金可以考虑的投资目标。目前我国物流业的发展与整个的社会经济的发展并不是很匹配,物流业的发展严重落后于社会经济的发展,影响了我国经济的发展。因此未来物流行业将会有很大的发展空间,相应的物流地产也将受到越来越多的重视。

此外,根据房地产流通顺序,房地产市场可以分为一级房地产市场(目前国家垄断)、二级房地产市场(指生产者或者经营者把新建、初次使用的房屋向消费者转移的市场),以及三级房地产市场(指使用者之间、经营者之间、以及相互之间的交易市场)。我们估计未来有可能会开放对土地使用权购置的限制,即开放房地产一级市场。保险公司可能可以进入到不动产行业里的相对上游一点的领域中,例如购置土地,或者与大型投资机构合作,尤其是有政府背景的公司合作,进行房地产一级市场的开发,同时为保险公司下一步在二级土地市场上投资提供准备和机会。

2.4 保险资金将采取直接投资与间接投资相结合的模式,同时积极创新模式

保险资金进行不动产投资的模式主要可分为两类,一类是直接投资,即通过购置、开发等方式对不动产进行直接投资;另一类是间接投资,即通过资产证券化产品、基金等方式对不动产进行间接投资。国外成熟市场的经验表明,保险资金投资不动产主要采取直接投资与间接投资相结合的模式。

例如在直接投资方面,保险公司可能会采取代建的方式,在商业地产成立之初尽早介入。而在间接投资方面可能的尝试有:优质物业资产证券化,不但可以增强自身资产的流动性,而且可以获得丰厚的物业增值收益;不动产投资信托基金(REITs),通过提供专业化的不动产投资管理服务,既可以实现不动产项目布局又可以获取佣金收益等。

保险资金通过不动产投资不但可以获得直接投资收益,而且还可以借助创新性金融工具实现更多的附加价值,这将是我国保险资产管理业务模式的未来发展趋势。

3 保险资金投资不动产的政策建议

3.1 加快推进投资能力建设, 提升自身风险管控水平

对于我国保险企业来说, 不动产投资既是一个全新的领域, 也是一项对专业化程度要求很高的业务。保险企业必须加快推进自身投资能力建设, 根据不动产投资业务的需要, 搭建组织架构、制定管理制度、储备专业人才、提升风险管控水平, 积极审慎的推进投资业务的开展。

3.2 坚持“长期持有、稳定回报”的投资策略

保险资金采取“长期持有、稳定回报”的投资策略, 可以有效地抵御不动产自身周期性所带来的投资风险。保险企业不应该为谋取短期利益而参与不动产投机, 因为这不仅会使企业承担巨大投资风险, 而且不利于社会的和谐稳定。可以说, 这既是企业投资策略的问题, 也是企业承担社会责任的问题。

3.3 积极探索创新投资形式, 有效规避市场进入风险

作为不动产市场的后进入者, 保险资金必须积极探索多种投资形式, 挖掘市场潜在的发展空间, 如与房地产开发企业合作定制物业; 通过信托基金 (REITs) 等方式进行间接投资; 进入回报相对稳定的廉租房、经济适用房领域等。通过这些创新的投资模式, 可以有效地规避不动产市场的进入风险。

A Prospect of Real Estate Investment by Insurance Funds

Abstract: With the implementation of the new 'Law of Insurance', insurance funds can be invested in real estate market. Under this background, this paper discusses possible fund scale, investment course, investment objective and investment pattern of the insurance funds, and then suggests some policy recommendations for insurers' real estate investment.

Keywords: Insurance Funds, Real Estate Investment