

保险公司投资不动产：欧洲经验¹

阿辛娜·德·布然策²

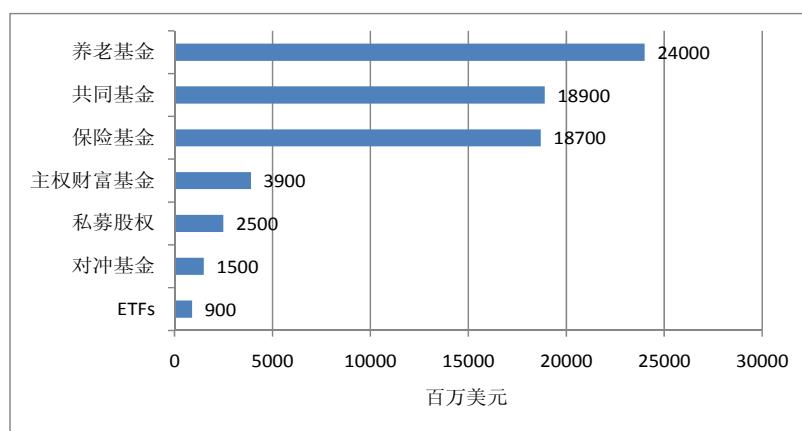
摘要：不动产投资是一个专业性很强的领域，而目前中国保险公司投资管理水平还较低。本文介绍了国际上如何利用保险资金进行投资不动产的经验，希望能对中国保险公司提供经验借鉴，有助于改善中国保险资金在不动产投资方面的能力。

本文首先讨论了保险公司的业务性质以及其作为机构投资者需要经常面对的问题，然后对一些案例作了分析研究。希望从国际保险公司投资房地产的案例中，让中国保险公司吸取一些投资房地产的经验。接下来，本文还探究了资产投资策略成功的要诀和方法。最后，分析了中国保险公司的情况。

关键词：保险资金；不动产投资；国际经验

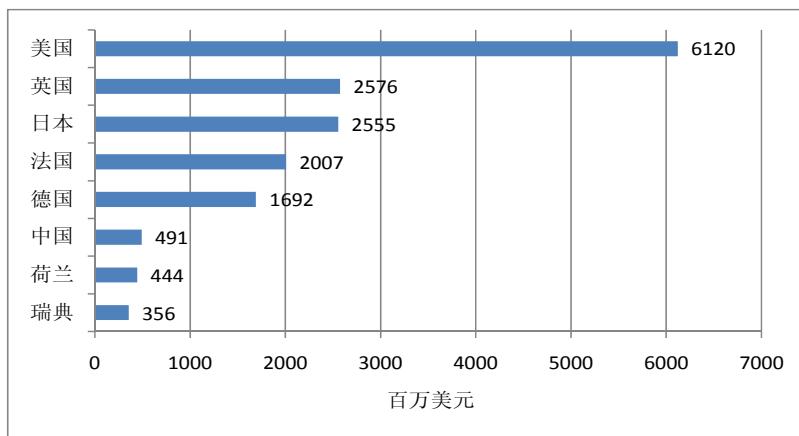
1 保险公司及其作为机构投资者的角色

目前，基金管理业管理的全球保险资金已经达到18.7万亿美元。固定收益产品——主要指国库券、主权债券、公司债券以及股票——构成了其投资或投资组合中的大部分。从图1可以看出，保险公司作为机构投资者是非常重要的。到2008年底，中国的保险资产规模大约是4910亿美元，这比发达国家（例如美国和英国）的资产规模还小很多。



¹ 本文是根据阿辛娜·德·布然策女士 2009 年 10 月 30 日在“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：刘超。

² 阿辛娜·德·布然策 (Asina De Branche) 是世邦魏理仕亚洲区资本市场董事。



数据来源: IFSL Fund Management 2009 Report, China Insurance Regulatory Commission

图1 2008年全球管理的资产规模（左）和保险资产规模（右）

根据图1，我们看到美国拥有最大的保险资产规模。但中国是一个富有潜力的国家。我们有理由相信，中国的保险与金融业将会崛起，保险资产规模会不断扩大。

然而，在过去的一年里，由于美国住宅房地产市场的衰退使得投资市场受到了很大影响。在2005到2007年，住房抵押贷款支持债券(RMBS)的表现与预期的表现有所偏差，其中很多之前评估为级别非常高的RMBS都出现了降级。透过这次金融危机，我们可以发现，RMBS的信贷利差发生了很大变化，很多公司还没有从危机之间挣脱出来。此外，与非优质的美国住宅抵押贷款相联系的结构性融资担保债券(CDOs)承受了巨大压力以及评估等级急剧下降。非优质住宅抵押贷款市场出现的问题造成了银行、经纪人和担保人的帐面价值的巨大缩水。这些事件引起了更广泛的资本市场问题。虽然在过去一段时间里市场已有所改善，但资本市场尚未根本复苏。保险公司的债务也发生了重大利差变化，价差远高于历史平均水平差（见图2）。

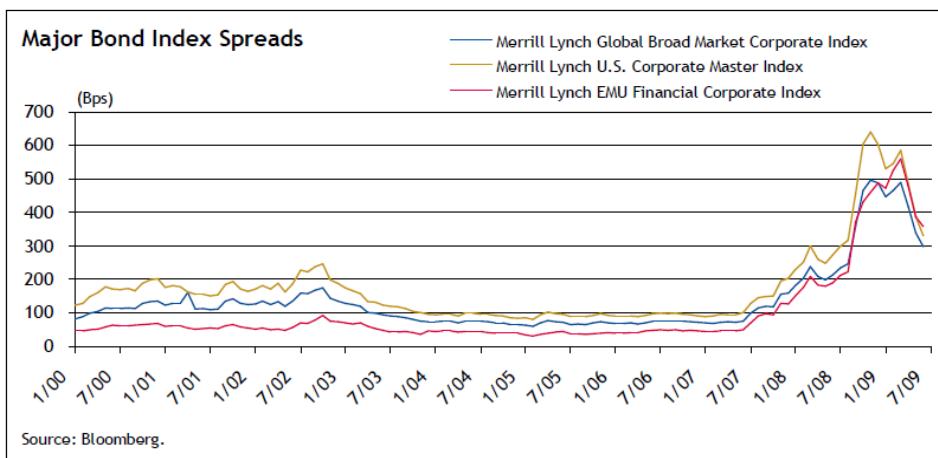


图2 主要债券指数利差

由于资产组合的差异，不同的保险子部门在经济衰退的环境下有不同的表现。在这个行业中有几方面需要特别关注：(1) 由于固定收益资产的账面价值的调整，潜在的未来资产出现减值；(2) 破产的滞后效应；(3) 当经济衰退的压力增加时，未来的投资收入和整体盈利将预期下降。

寿险和健康险部门已经目睹了最高程度的压力。与此相对，全球再保险业显示出了面对压力时的稳健和应变能力。影响保险子部门相对稳定的最主要的区别在于和这些子部门相关的信贷和资本市场的动荡。寿险产品对经济衰退压力的反应更加敏感。我们预计未来全球再保险部门将首先恢复，其次是非寿险部门，最后是寿险部门。

保险资金间接投资不动产的工具主要有：不动产股票，REITs，CMBS和RMBS，这些工具一般都可以将风险控制在一定范围内。然而，在美国还推出了诸如债务抵押债券

(Collateralized Debt Obligation，简称CDO) 和基于次级房贷等更多的投资工具，这些资产的风险被房地产市场的逆转以及取消抵押品赎回权和拖欠的波及效应放大了。迄今为止，主要的保险公司在次级债危机中的损失高达1750亿美元，约占全球保险部门股东权益的8%（至2007年底）。今后，贬值会继续下去，而且，在金融市场影响保险市场的情况下，中国的保险业需要吸收外国的经验及教训，加以改进，建立一个稳健的中国保险体系。

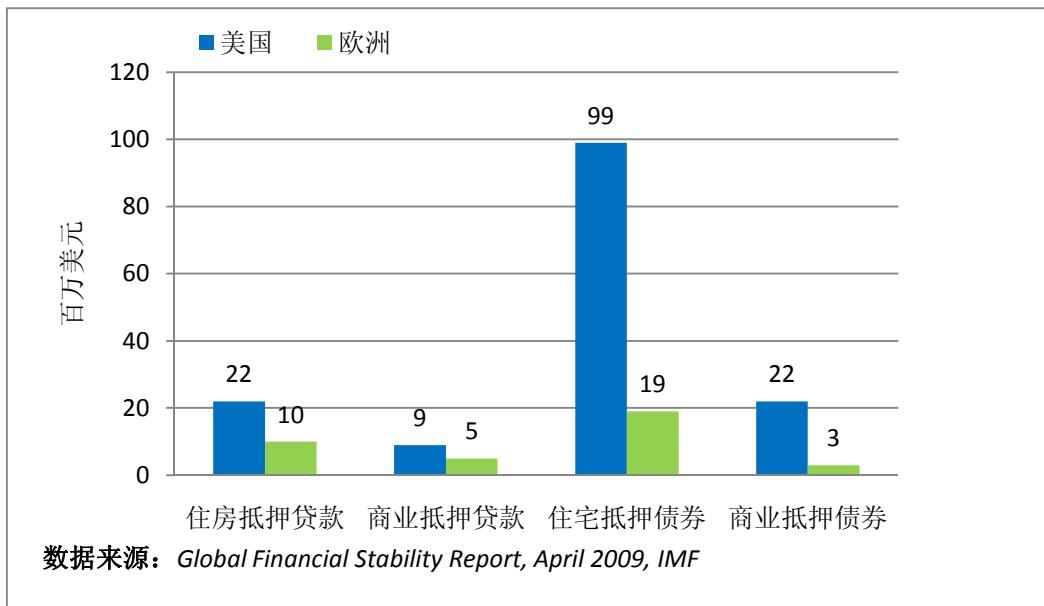


图3 2009年4月对保险人（2007-2010年）的潜在减值的估计

2 资产分配策略

我们先通过图4了解保险公司的投资组合情况。保险资金的投资工具主要是政府债券、

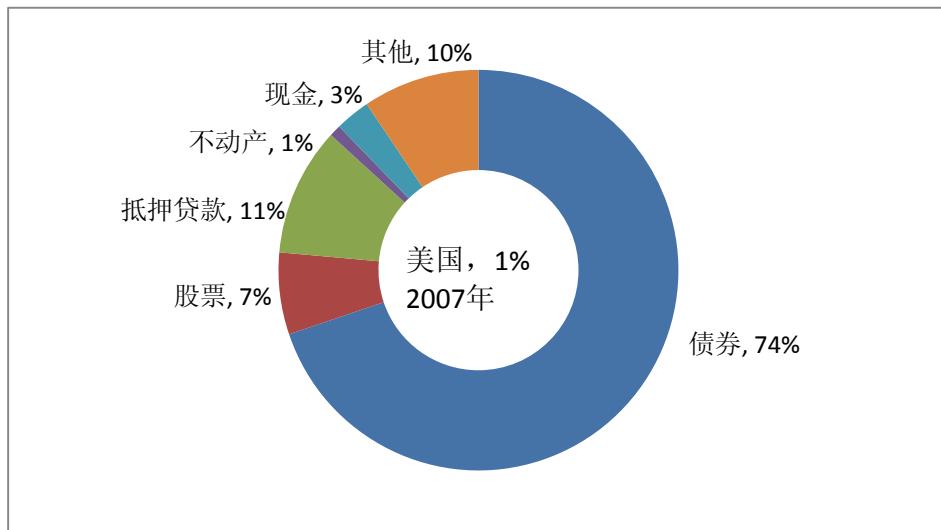
公司债券、公司股票、不动产、私有股权和基金等。

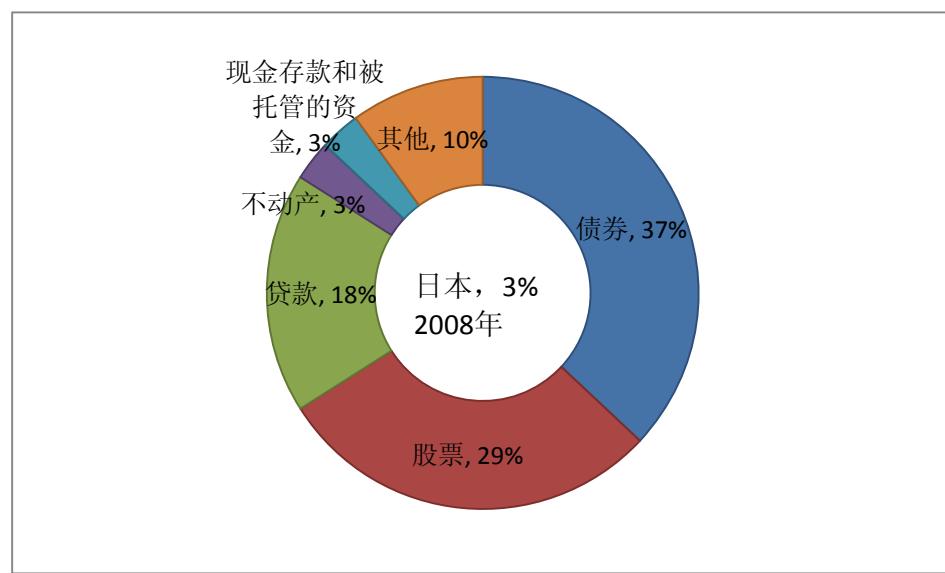
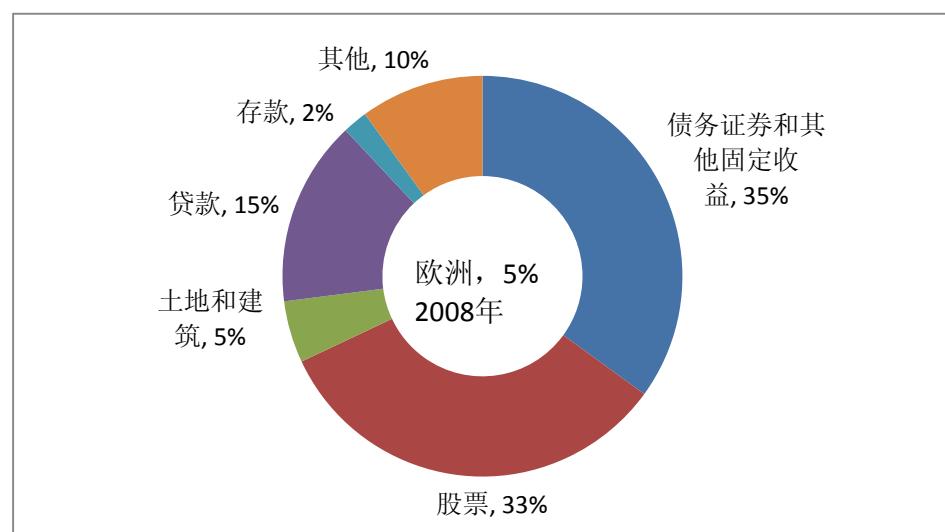
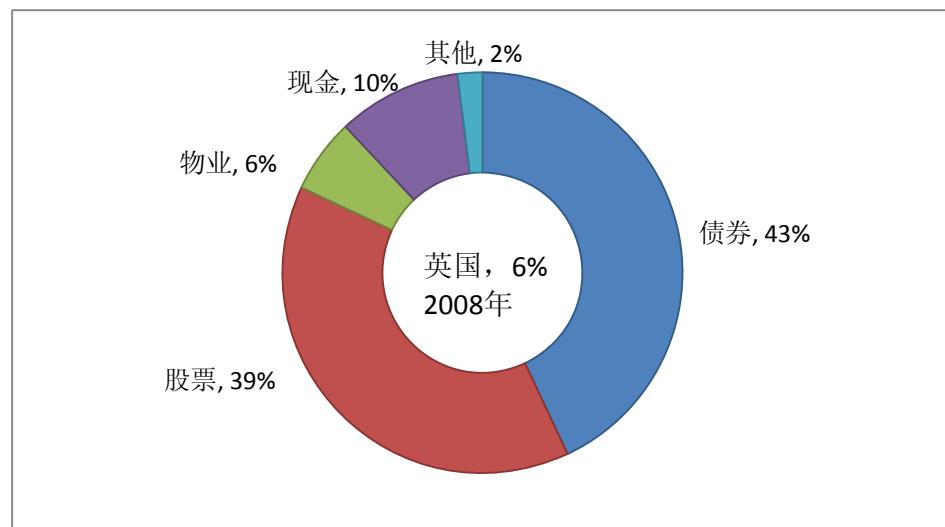


资料来源: Swiss Re Economic Research & Consulting, CBRE Research.

图4 保险公司的投资组合

我们再看看保险资金在不动产投资中的资产配制情况。从图5可以看到，美国寿险和年金保险资金直接投资不动产的比例为1%，英国保险资金不动产直接投资比例为6%，欧洲保险资金不动产直接投资比例为5%，欧洲保险资金不动产直接投资比例则为3%。





资料来源: National Association of Insurance Commissioners (NAIC) Statistical Compilation, CES, The Life Insurance Association of Japan, International Financial Services London (IFSL) Fund Management 2009 Report.

图 5 不同国家保险资金的投资分配

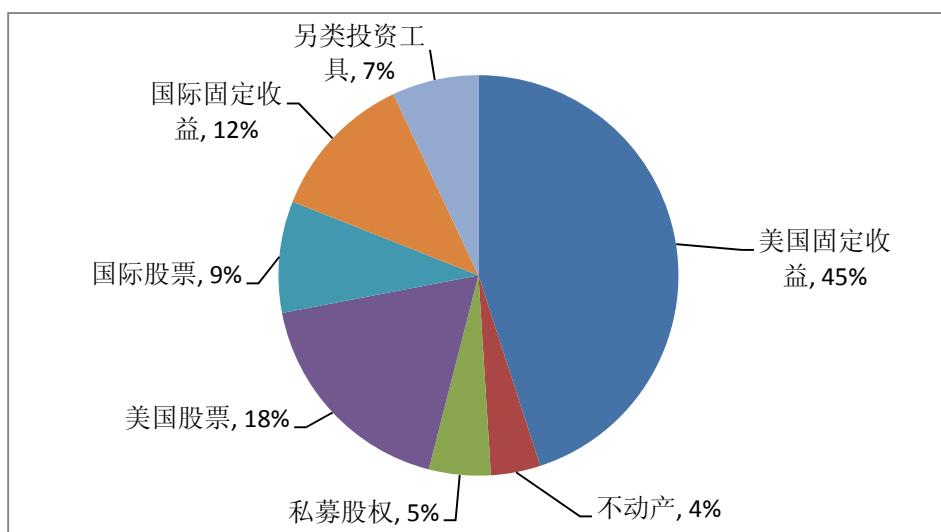
3 直接物业投资：案例研究

我们来研究几家保险公司的资产配置，比如 AIG, AXA 和 ING。AIG 集团 2008 年从保险业务中获得的收入为 835 亿美元，占其总收入的 87%。但 AIG 集团管理的资产达到了 6210 亿美元，里面有 4% 是不动产投资。AXA 集团从保险业务中获得了 869 亿欧元的收入，占其总收入的 95%，但 AXA 目前管理的资产达到了 4850 亿欧元，里面有 9% 是不动产投资。ING 集团从保险业务中获得了 548 亿欧元的收入，占其总收入的 83%，但是 ING 目前管理的资产为 5513 亿欧元，其中有 13% 是不动产投资（分别见图 6、图 7 和图 8）。

从这几家公司不动产投资组合明细表可以看出，投资办公楼是最重要的，其次是仓库，还有一些工业用地产，还有酒店式公寓，民用住宅甚至在零售店之后（分别见图 6、图 7 和图 8）。

案例研究 1：AIG 集团

业务范围	保险、金融服务及资产管理
保险业务收入	835亿美元，占整个收入的87%（2008会计年度）
不动产投资	独立投资的子公司：AIG全球地产（AIG Global Real Estate）
投资模式	<ul style="list-style-type: none"> ● 直接投资于物业及项目 ● 提供房地产融资
管理资产	6210亿美元（2008年）



不动产投资组合明细表

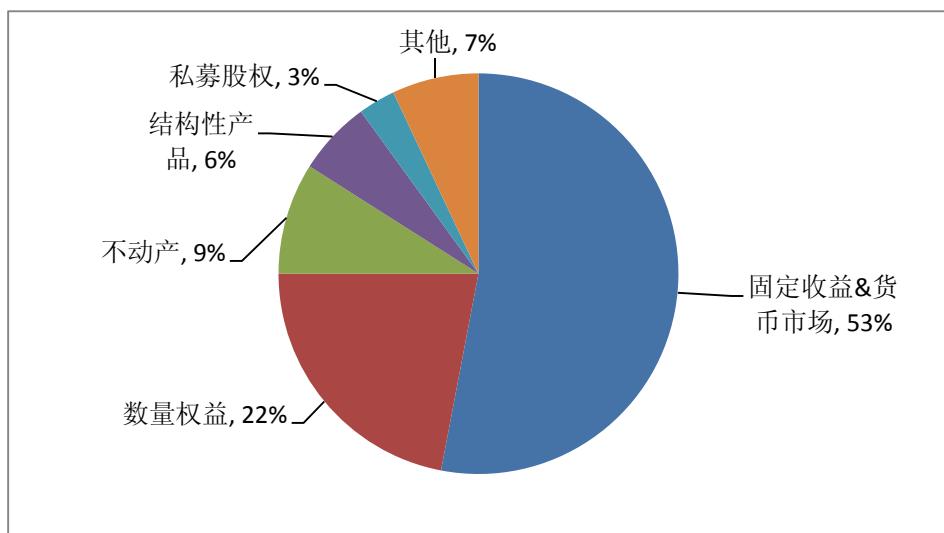
住宅	53%
办公室	24%
郊区的办公室	7%
CBD 的办公室	17%
中高层建筑	13%
酒店式公寓	4%
购物商场及其他	2%
单排商业区	2%
其他	2%

资料来源: AIG Group Annual Report, Real Capital Analytics

图 6 AIG 保险资金的投资分配

案例研究 2: AXA 集团

业务范围	保险、银行和资产管理
保险业务收入	869亿欧元，占整个收入的95%（2008会计年度）
不动产投资	独立的投资子公司: AXA不动产投资管理公司 (AIG Real Estate Investment Manager)
投资模式	<ul style="list-style-type: none"> ● 直接投资于物业及发展项目 ● 提供房地产融资
管理资产	4850亿欧元（2008年）



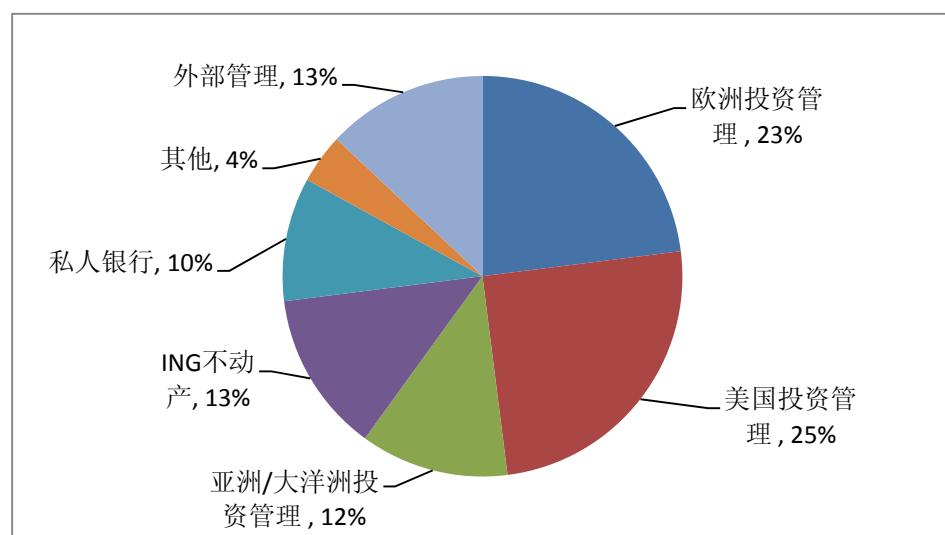
不动产投资组合明细表	
办公室	66%
郊区的办公室	26%
CBD 的办公室	40%
单排商业区	11%
购物商场及其他	11%
酒店式公寓	3%
其他	1%

资料来源: AXA Group Annual Report, Real Capital Analytics

图 7 AXA 保险资金的投资分配

案例研究 3: ING 集团

业务范围	保险、批发银行、零售银行、资产管理
保险业务收入	548亿欧元, 占整个收入的83%(2008会计年度)
不动产投资平台	独立投资的子公司: ING不动产公司 (ING Real Estate)
投资模式	<ul style="list-style-type: none"> ● 直接投资于物业及发展项目 ● 提供房地产融资
管理资产	5513亿欧元 (2008年)

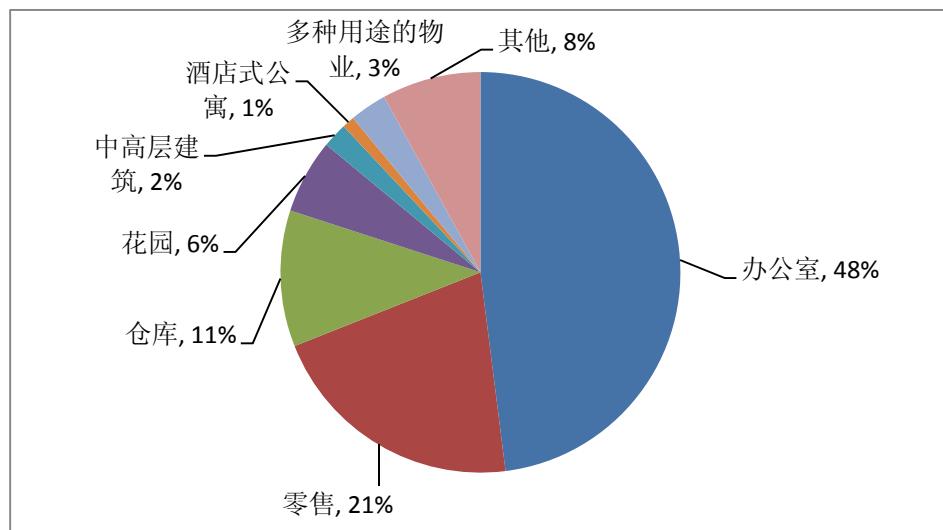


不动产投资组合明细表	
办公室	27%
郊区的办公室	18%
CBD 的办公室	9%
仓库	28%
住宅	21%
其他	11%
零售店	7%
有限服务	3%
多种用途	3%

资料来源: ING Group Annual Report, Real Capital Analytics

图8 ING 保险资金的投资分配

下面,我们来了解一下国际上保险公司不动产投资组合构成。国际上大型保险公司通常会建立一个独立的子公司来管理其不动产投资业务。除了管理自己的资金外,有些保险公司还管理第三方资产,涉及私人股权房地产基金和 REITs 业务等。保险公司在地产投资方面有着非常不同的资产配置。总体而言,写字楼仍然是保险资金投资不动产时最集中的资产类别。图9给出了前 20 家国际保险公司不动产投资组合的构成情况。



资料来源: Real Capital Analytics, CBRE Research

图9 前20家保险公司不动产投资组合构成

4 成功投资策略的关键因素

决定不动产投资成功的三个关键因素是：（1）合适的结构；（2）综合的投资决策过程；（3）投资策略的有效实施。

首先要找到一个好的结构，这意味着你希望以一个更有效的方式进行投资。可能通过自己的管理团队管理，或者是外包出去进行投资，总之要选定一个非常好的投资管理方式。还要确定投资目标，因为投资目标实际上与整个投资活动息息相关的，你需要明确的是希望得到稳定的回报还是希望控制风险？（见图 10）。

结构投资平台	设定投资目标	建立不动产专业团队
<ul style="list-style-type: none"> • 内部投资部门 • 独立投资的子公司 • 外部管理 	<ul style="list-style-type: none"> • 长期的城市发展 • 保持高度的完整性 • 目标资产配置 	<ul style="list-style-type: none"> • 研究 • 收购 • 资产管理

图 10 因素 1：合适的结构

其次，要有一个非常好的决策机制和程序。首先，需要进行广泛的宏观经济方面的研究，同时还要对不动产市场进行调查研究。接下来，就需要对意向中的项目进行评估分析，最后才能做出投资决策（见图 11）。

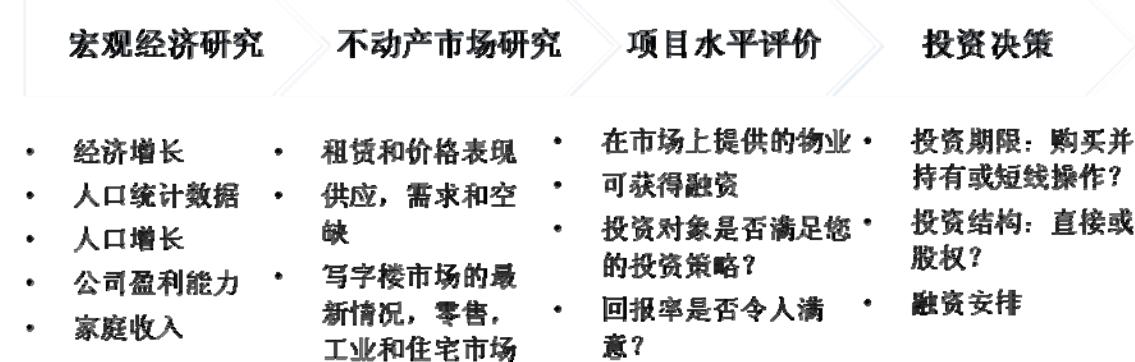


图 11 因素 2：投资决策过程

对拥有资源的管理以及风险管理能确保投资策略的有效实施，关键是市场时机的把握，选择好时机进入市场，就等于拥有了许多足够的资源管理能力和风险管理能力（见图 12）。



图 12 因素 3：投资策略的有效实施

5 中国保险公司：即将来临的不动产玩家

现在，中国的房地产投资处于什么情况呢？很多投资机构已经从比较保守的投资方式进入了一个更广泛的投资平台。投资风格变得更加灵活和激进，这可能会带来一些风险，但同时也会带来更多的回报。但重要的是要让市场更透明，尽可能做到让房地产市场自由发展，并且有更多的透明度，法律法规更加成熟。作为投资人，需要认真考虑这些方方面面的具体因素。作为房地产业的一个新的参与力量，保险公司也要考虑这些因素。

保险资金的投资渠道在中国是十分有限的。1999 年以前，保险公司只允许投资于政府债券和银行存款。1999 年开放了保险资金投资证券投资基金；2005 年，保险公司开始可以投资股票。虽然银行存款比重在下降，从 2003 年的 50% 降至 2009 年 8 月的 27% 左右，然而与国际上的做法相比，中国保险资金的整体投资组合仍旧是比较保守的。2009 年 10 月 1 日新的《保险法》生效，将允许保险公司投资于房地产和基础设施项目。但是，保险资金投资不动产的具体规定尚未出台。

我们可以用 SWOT 方法来分析一下中国保险公司在投资不动产方面面临的有利和不利因素。比如说，中国的保险公司现金很多，而且不差钱；有些保险公司已经建立了资产管理公司或者是分支机构；保险业是一个高增长行业；等等。也有一些消极的因素，比如没有足够的经验，没有专业团队，不清楚如何进行风险管理；等等。具体见下表 1。

表 1 中国保险资金不动产投资的 SWOT 分析

	积极因素	消极因素
内部因素	优势 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 大型保险公司现金充沛，有能力进行额外投资。 ✓ 主要的保险公司已建立了资产投资子公司。 ✓ 保险业在未来几年仍是高增长行业。 	弱势 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 缺乏在不动产投资上有经验和专业的人才。 ✓ 在投资组合中增加不动产是否将会提升在中国的整体盈利能力还没有证据。
外部因素	机会 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 不动产是长期投资，与保险公司的长期资产负债相匹配。 ✓ 保险公司能利用债券和上市证券分散风险。 ✓ 随着中国潜在的城市化，不动产投资具有较高的上升潜力。 ✓ 对长期物业投资的风险是可预见的，可控的。 	威胁 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 不动产的流动性低于其他金融证券 ✓ 一线城市以外的可投资商业物业仍然有限 ✓ 在中国的商业物业租赁期限一般短于那些美国和 EMEA（欧洲、中东和非洲）地区。 ✓ 投资模式受到保监会限制

中国的保险公司可以采取哪些方式投资于不动产呢？基本上可以有两种方式：第一种是直接投资，可以购买一些已经成型的商业地产，包括各式各样的商业楼宇；第二种是非直接投资，例如购买房地产公司的股票等方式。具体的投资方式见图 13。

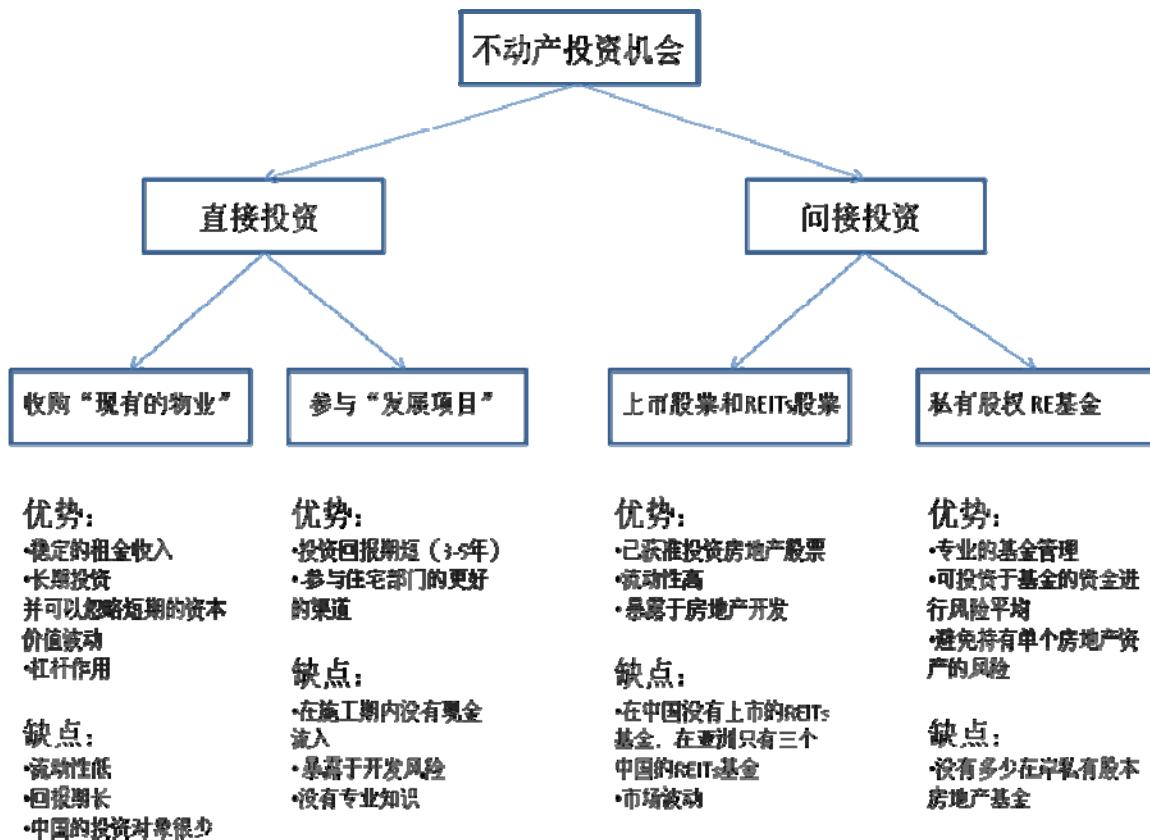


图 13 不动产投资方式

Real Estate Investment by Insurance Companies: the European Experience

Abstract: Real estate investment requires professional expertise, but Chinese insurance companies still have poor investment management capacity. This paper introduces international experience on real estate investment by insurance companies, in order to improve Chinese insurers' ability in real estate investment.

This paper firstly explains the insurers' business nature, as well as the problems they usually faced as institutional investors. Secondly, we use case study analysis to give Chinese insurance companies some valuable lessons in real estate investment. Then, we explore how and why these investment strategies work. Finally, it summarizes Chinese insurers' current situation.

Keywords: Insurance Funds, Real Estate Investment, International Experience