

保险资金投资不动产研究

The Research of Insurance Funds
Investment in Real Estate

吴永钢/著



经济科学出版社
Economic Science Press

保险资金投资不动产研究

The Research of Insurance Funds
Investment in Real Estate

吴永钢/著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

保险资金投资不动产研究 / 吴永钢著. —北京: 经济科学出版社, 2014. 10

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5110 - 7

I. ①保… II. ①吴… III. ①保险资金 - 投资 - 不动产 - 研究 IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 245781 号

责任编辑: 王柳松

责任校对: 王苗苗

版式设计: 陈杰

责任印制: 邱天



保险资金投资不动产研究

吴永钢 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcs. tmall. com](http://jjkxcs.tmall.com)

北京万友印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 14. 25 印张 220000 字

2014 年 10 月第 1 版 2014 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5110 - 7 定价: 39. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

摘 要

保险资金运用的收益率是体现保险公司竞争力最重要的量化指标。中国大多数保险产品的设计条件要求长期投资收益率应达到 5.5%，但除 2007 年和 2009 年外，过去的 11 年间，保险行业的平均投资收益率始终无法达到这一基本标准。为有效提高保险资金的投资效率，中国保险行业的行政主管部门自 2009 年年底开始，放开了保险资金投资不动产的渠道。此政策得到了保险企业的积极响应。但由于缺乏经验、完善的管理制度和商业模式，目前相关市场主体均处于在探索中前行的状态，没有形成大规模的投资。因此，构建完善的适合中国国情的保险资金投资不动产的商业模式是中国保险行业面临的重要问题。

本书对保险资金投资不动产进行了深入的研究。在分析中国保险资金运用的现状、不动产行业发展趋势的基础上，系统地梳理了国内外现有的不动产投资方式，结合中国市场环境与政策环境构建了从直接投资到间接投资（简称 DtoI）的保险资金投资不动产的商业模式。直接投资到间接投资的商业模式的主要框架是：保险公司先直接投资不动产，在持续经营获得稳定现金流之后，再通过房地产投资信托基金的形式证券化，公开在证券市场发行，获取资本溢价，收回投资。与此同时，通过持有部分股权的形式继续控制原物业的经营管理，从而形成

完善的、可持续的保险资金投资不动产的商业模式。

从直接投资到间接投资的商业模式，不仅有利于保险企业健康、可持续地发展，而且有利于社会财富的合理分配。合理运用从直接投资到间接投资的商业模式，可以使居民、企业、政府乃至整个国民经济受益，是科学发展观在经济层面的体现。

关键词：保险资金 不动产 房地产投资信托基金(REITs) 商业模式

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究意义	1
第二节 研究框架与路径	3
第三节 研究创新	6
第二章 文献综述与理论回顾	8
第一节 文献综述	8
第二节 理论回顾	17
第三章 我国保险资金运用的现状与分析	23
第一节 保险资金的来源、特征与投资原则	23
第二节 我国保险资金运用的发展历程	25
第三节 我国保险资金运用的现状分析	27
第四章 保险资金投资不动产的意义与概况	32
第一节 我国保险资金投资不动产的意义	32
第二节 国际保险资金投资不动产概况	35
第三节 中国保险资金投资不动产法律环境与存在的问题	38
第五章 保险资金直接投资不动产分析	44
第一节 不动产的内涵、特征与分类	44

第二节	不动产直接投资概述	47
第三节	险资直投不动产战略与业态选择	50
第四节	不动产价格变动趋势分析	55
第五节	保险资金直接投资不动产的成本控制方法	61
第六节	不动产投资决策管理、可行性分析与风险管控	78
第六章	保险资金间接投资不动产	90
第一节	保险资金间接投资不动产的主要方式	90
第二节	房地产投资信托基金的概念、类型与特征和 案例分析	94
第三节	房地产投资信托基金与几种间接投资方式的 比较与甄选	101
第四节	美国房地产投资信托基金的发展与现状分析	109
第五节	保险资金投资房地产投资信托基金的方式	118
第六节	房地产投资信托基金投资业态分析 ——以美国房地产投资信托基金为例	121
第七节	保险资金投资房地产投资信托基金的风险及对策	125
第七章	构建险资投资不动产的商业模式	133
第一节	美国房地产投资信托基金的商业模式分析	134
第二节	房地产投资信托基金与不动产市场和证券市场的 动态关系——以美国房地产投资信托基金为例	136
第三节	构建中国保险资金投资不动产的商业模式	152
第四节	DtoI 模式与保险资金投资的匹配性分析	157
第八章	DtoI 模式与保险公司的整体战略分析	161
第一节	DtoI 模式在中国运行的环境分析	161
第二节	DtoI 模式的 SWOT 分析	168
第三节	DtoI 模式对保险公司保险业务的促进	172
第四节	DtoI 模式的风险控制	176

第九章 保险资金投资的社会效用分析	181
第一节 保险资金对不动产市场健康发展的促进作用	181
第二节 保险资金投资不动产对于我国城镇化的影响	186
第三节 保险发展对于经济增长的影响	192
第十章 主要研究结论与建议	206
第一节 主要研究结论	206
第二节 保险资金投资不动产政策建议	208
参考文献	213
后记	220

第一章

导 论

第一节 研究意义

一、中国保险资金运用存在的问题

随着我国保险业的发展,保险资产规模日益增大。根据中国保险监督管理委员会(以下简称保监会)的官方网站公布的统计数据,至2013年12月31日,保险公司资金运用余额达到了76873.41亿元。^①然而,如此大规模的资金并没有给行业带来令人满意的收益率。2012年,保险资金的平均投资收益率仅为3.39%。^②对比当年银行的一年期存款3.0%的利率以及收益率普遍在3%~7%的银行理财产品,保险资金的平均收益率明显不具有吸引力,处境尴尬。而2010年、2011年的平均投资收益率也只有4.84%和3.49%。^③保险资金投资的年平均投资收益

^{①②③} <http://www.circ.gov.cn>.

率已连续两年下滑，保险行业急需提高整体投资收益水平，增强偿付能力。2013年，在投资渠道不断放宽的政策促进下，收益率增长至5.04%，^①但仍然低于保险产品要求的收益水平。

对保险企业而言，资金运用的收益率是体现其竞争力的最重要的量化指标。中国大多数保险产品的设计条件要求长期投资收益率应达到5.5%，而事与愿违的是除2007年和2009年外，过去11年间保险行业的平均投资收益率始终无法达到这一基本标准。

一方面，是中国保险业发展迅猛，保险产品日益创新，保费收入和保险资产高速增长；另一方面，却是保险资金投资收益率长期偏低。因此，提高保险资金投资效率已成为确保中国保险行业健康发展最急需解决的问题。

二、中国保险资金投资不动产现状与问题

与保险资金较低的投资收益率形成鲜明对照的是中国房地产行业的收益率持续多年保持在较高水平。根据国际经验，在发展中国家向发达国家过渡时期，房地产价格和价值都会经历一个长期的增值过程。中国目前正处在这个阶段，其不动产具备良好的增值空间。然而，在2009年以前由于政策法规的约束，中国的保险资金多年来始终无法进入不动产投资领域，分享不动产投资的高收益。

随着2009年修订的《中华人民共和国保险法》以及2010年9月《保险资金投资不动产暂行办法》的颁布，保险资金投资不动产渠道已逐步放开，为保险资金进入不动产市场提供了方向和广阔的前景。

然而，到目前为止，多数保险公司还没有充分利用政策，通过大规模投资不动产提高整体收益水平。造成这种局面的原因是什么呢？通过对多家保险机构的调研分析，笔者认为主要存在以下几个主要问题：首先，新的法规政策颁布时间相对较短，保险资金投资不动产还处于尝试阶段。其次，保险机构缺乏不动产投资的经验和专业人才。最后，商业

^① <http://www.circ.gov.cn>.

不动产的流动性较差，存在投资风险。另外，缺乏退出机制，资产增值部分兑现困难。其中，后两个问题最为重要，其实质是保险资金投资不动产的价值链不完整，没有完善的商业模式，不具备自我造血的功能，无法实现可持续发展。

因此，保险资金采用何种商业模式投资不动产成为保险行业大规模投资前必须解决的问题。也正是本书研究的主要目的。

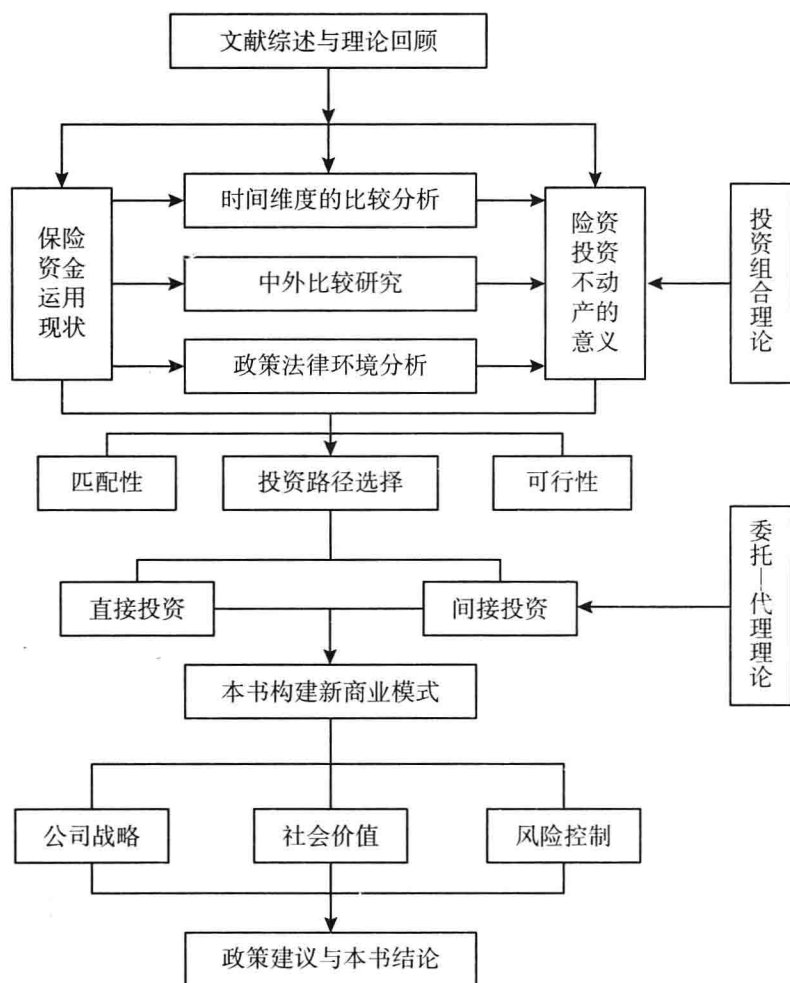
三、研究目的与意义

笔者希望通过本书的研究，解决上述中国保险资金投资不动产面临的商业模式问题，结合中国的实际情况，为保险机构投资不动产构建一个可获取较高收益率且可持续发展的、完整可行的商业模式。从而促进中国保险行业健康、高速、稳定地发展。

本书从资金与载体的匹配性与可行性两个维度延伸出经济行为的外围结构，又从其内生的驱动即现金流的角度来刻画创新性商业模式的性质特征。调和了不动产直接投资的非同质、额度过大、流动性不足、运营烦琐的诸多症结，平缓了用于间接投资的资产证券化产品的波动性。本书所构建的直接投资到间接投资的商业模式既可以通过广泛、多元化的项目载体实现投资组合理论的分散性需求，又可以通过商业模式管理结构和目标考核来实现委托—代理理论中对于经理人的约束与激励。

第二节 研究框架与路径

一、研究框架



1.1 本书研究框架

二、研究路径

本书首先通过文献回顾与相关理论的分析比较，梳理出保险资金投资不动产相关的研究成果。从保险资金运用和不动产投资两个研究视角勾勒出本书广义的议题语境与存续性的研究范式。

其次，分析国内外保险资金投资不动产的现状。通过对保险资金运

用的结构性、延展性、迭变性的现实分析以及静态的空间类比与动态的时间维度的比较,结合制度分析与外部性分析,阐述保险资金投资不动产的现实意义与可行性。

在系统梳理保险资金投资不动产的相关理论与文献,全面分析国内外发展现状与存在问题的基础上,本书对保险资金直接和间接投资不动产的两种模式进行了深入的研究,继而构建了一个适合中国市场及法律环境的保险资金投资不动产的商业模式。

最后,本书进一步分析研究了在这种商业模式下的保险公司的整体发展战略和风险管控并对本书构建的保险资金投资不动产商业模式的社会效用进行分析,基于企业主体和社会监管两个层面提出政策建议。

三、章节内容

本书共分为五个部分,采用总分总的论文结构。

第一部分即为第一章导论,首先,提出问题,阐明研究的目的、方法与路径。其次,概述文章结构、章节内容和研究结论。最后,提出本书的创新与后续研究的方向。

第二部分包括第二章文献综述与理论回顾和第三章我国保险资金运用的现状与分析。其中第二章通过回顾理论文献,梳理分析保险资金投资不动产的发展轨迹、研究方向以及可以应用的经济理论。第三章着重阐述了保险资金投资不动产的现状和存在的问题。

第三部分包括第四章保险资金投资不动产的意义与概况、第五章保险资金直接投资不动产分析、第六章保险资金间接投资不动产和第七章构建保险资金投资不动产商业模式。第四章分析了中国保险资金投资不动产的经济意义和社会意义,国外保险资金投资不动产的概况以及中国保险资金投资不动产存在的问题;第五章阐述保险资金直接投资不动产的战略规划、决策管理、开发建设、成本控制、风险管理以及与宏观经济的关系;第六章分析比较了保险资金间接投资不动产的方式、方法,重点研究了房地产投资信托基金(简称REITs)的属性、投资模式、风险管控以及与不动产市场、证券市场的动态关系;第七章,结合中国的市场环境和法

律环境，综合考虑直接投资和间接投资两种方式的特性，构建出适合中国保险机构的不动产投资商业模式。

第四部分，对本书构建的商业模式进行全方位的分析。包括第八章，Dtol 模式与保险企业整体战略分析；第九章，保险资金投资的社会效用分析。

第五部分为第十章，主要研究结论与建议。总结全书，并对如何促进保险资金投资不动产健康、可持续发展提出政策建议。

第三节 研究创新

本书从保险公司的整体战略出发，从直接投资和间接投资两个维度探讨保险资金投资不动产的商业模式，认为在中国特有的法律环境和市场环境下，最为适合保险公司投资不动产的商业模式是：直接投资和间接投资相结合，通过直接投资形成资产池，通过间接投资将资产证券化，以此获得更高的利润和更良好的融资平台。先期以直接投资为主，在条件成熟后，通过发起可上市流通的房地产投资信托基金（REITs），将部分所持不动产证券化，兑现资产增值收益继续扩大投资，此后应以间接投资为主，增强资产的流动性，从而形成包含价值创造、价值提供和价值分配的完整的价值链。

本书的研究创新主要体现在以下几个方面：

第一，本书从保险企业的发展战略角度分析、论述了保险资金投资不动产的可能方式。本书不仅从风险、收益两个角度进行了比较和分析，最重要的是引入了战略的概念，基于保险公司多元化发展的战略高度分析，认为投资不动产可以对保险公司的主营业务和资金运用两个方面起到极大的促进作用。本书构建的商业模式可以通过对相关物业的管理经营，有效解决信息不对称问题，不仅有利于防范汽车险等财产险的道德风险，而且有利于寿险产品的创新。

第二，本书构建了适合中国保险公司的 Dtol 不动产投资商业模式。保险资金投资不动产的路径选择上不仅可以通过直接投资和间接投资两

种投资方式，更应该将二者结合，构建创新性的商业模式。本书从保险公司的整体战略出发，从直接投资和间接投资两个维度探讨保险资金投资不动产的商业模式，结合中国特有的法律环境和市场环境，构建了最为适合保险公司投资不动产的直接投资到间接投资的商业模式：保险公司首先以直接投资为主运用保险资金购置、开发优质的商业物业，通过一定期限的持有经营，获取长期稳定的租金收益。在条件成熟后，发起成立房地产投资信托基金并以此为平台将所持不动产证券化，兑现资产增值收益，为优化公司资产负债比例、增强偿付能力和投资新项目提供资金支持。从而实现保险公司的可持续发展战略。直接投资和间接投资相结合，通过直接投资形成资产池，通过间接投资将资产证券化，以此获得更高的利润和更良好的融资平台。先期以直接投资为主，在条件成熟后，通过发起可上市流通的房地产投资信托基金（REITs），将部分所持不动产证券化，兑现资产增值收益继续扩大投资，此后应以间接投资为主，增强资产的流动性，从而形成包含价值创造、价值提供和价值分配的完整的价值链。直接投资到间接投资的商业模式是可持续的，也是可复制和推广的。

最后，本书不仅从保险公司的角度分析保险资金投资不动产，更是从资本市场和企业社会责任的角度分析。保险公司投资的商业不动产以及养老院、廉租房、医疗机构等公益性不动产可以通过房地产投资信托基金等资产证券化产品化整为零进入证券市场交易，使市场中的中小投资者可以通过证券市场投资不动产，分享不动产投资的高收益，从而通过市场对社会财富进行再分配，实现帕累托最优。与此同时，由于人口老龄化、人口结构不合理所带来的养老问题，也可以通过直接投资到间接投资的商业模式的推行，得到一定程度的缓解。

第二章

文献综述与理论回顾

第一节 文献综述

一、英文文献中关于保险资金投资不动产的研究综述

保险资金投资不动产在西方发达国家已有近一百年的历史，起步较早，研究也相当成熟。当前，国际上保险资金投资基础设施等不动产领域十分普遍。美国、日本、德国、韩国、新加坡等国家的保险公司不动产投资，占总资产的比例都达到 5% ~ 8%，最高超过 10%。英文文献关于保险资金投资不动产的研究主要侧重于绩效方面的分析，关注于不动产和不动产证券与普通股、债券的相关性，以及不动产进入保险资金投资组合对于资产组合多元化、分散风险和提高投资收益的影响。起步时间早，为英文文献研究提供了大量的不动产投资数据，主要以定量分析为主，相关的文献也较多，本书选取具有代表性的几篇进行介绍。

因佩里亚莱（Imperiale，2002）对于如何衡量房地产投资信托基金价值，通过各种范式的比较研究并结合美国资本市场的特点和房地产投

资信托基金产品的特性,提供了最易于理解和操作的三种方法:将房地产投资信托基金的价格与其相对应的资产池的净值进行比较;房地产投资信托基金由于稳定租金来源的收益率与同期的10年期国债收益率的比较;相同时间结构的房地产投资信托基金市场综合指数时间序列与标普500指数或罗索2000指数的时间序列之间的变化比较。

王,尼尔森和高(Wang, Erichson and Gau, 1993)研究发现,房地产投资信托基金可以通过高分红、高派息的方式来减少代理成本,缓解管理者与股东之间的冲突。麦克道纳德、尼克森和斯劳森(Mcdonald, Nixon & slawson, 2000)通过实证研究发现,房地产投资信托基金公司通过高分红策略可以减少信息不对称现象。

对于房地产投资信托基金是否可以抵御通货膨胀的影响,霍斯利(Hoesli, 1997)通过实证检验发现,房地产投资信托基金与通货膨胀之间存在负相关的关系。

缪勒,保利和莫雷尔(Mueller, Pauley and Morrill, 1994)研究发现,房地产投资信托基金等不动产证券化产品的风险和收益特征与普通股非常相似,相对于其不动产属性,房地产投资信托基金具备更多的是证券属性,这与房地产、基础设施等具体形态的不动产的风险收益特征不同,因此需要从投资有价证券的视角来考察房地产投资信托基金对保险资金运用的资产组合风险收益的影响。

爱科豪茨(Eichholtz, 1997)从国际视角研究了不动产证券和普通股的相关性,研究发现在大多数的国家里,二者的投资收益高度相关。1980~2002年,美国不动产证券和普通股收益的相关系数为0.54,与债券的相关系数为0.37,1987~2002年的英国不动产证券投资收益和普通股投资收益的相关性达到0.67,与债券的相关系数为0.2,研究结果表明不动产证券的投资者将不动产证券视为与普通股类似的投资标的,而不是真正的不动产投资。

霍斯利,莱康德和维特凯维奇(Hoesli, Lekander and Witkiewicz, 2004)对资产组合中加入房地产资产带来的效益进行了国际比较,研究发现房地产是投资组合多元化的一种有效手段,对于房地产的最优配置是资产的15%~25%,并且房地产资产不仅包括国内的房地产,而且