

台湾地区保险资金投资房地产的发展历程和启示*

黄敬婷^{1,2}, 吴璟^{1,2}

(1.清华大学建设管理系房地产研究所, 北京 100084; 2.清华大学恒隆房地产研究中心, 北京 100084)

摘要: 从保险业者投资实践和行政监管实践两个方面, 对我国台湾地区过去三十年间保险资金投资房地产的基本情况和发展历程进行回顾和总结。在此基础上, 对我国大陆地区保险企业和监管者提出全面看待房地产投资在保险资金投资组合中的位置、充分利用各种投资形式、引导保险资金服务于公共政策目标等若干建议。

关键词: 保险资金; 房地产; 投资; 台湾地区

中图分类号: F407.9 文献标识码: A 文章编号: 1002-851X(2016)08-0062-05

DOI: 10.14181/j.cnki.1002-851x.201608062

Development Course and Enlightenment of Insurance Fund's Real Estate Investment in Taiwan

HUANG Jingting^{1,2}, WU Jing^{1,2}

(1.Institute of Real Estate Studies, Department of Construction Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China;
2.Hang Lung Center for Real Estate, Tsinghua University, Beijing 100084, China)

Abstract: This paper reviews the basic situation and development course of insurance funds' real estate investment in Taiwan during the previous three decades from the two aspects of insurance companies' investment practices and governments' regulation practices. Based on the above analysis, puts forward suggestions for both insurance companies and policy makers in the Chinese mainland, including facing squarely the position of real estate investment in insurance fund investment portfolio, making full use of investment forms, guiding the insurance funds to serve the public policy objectives.

Keywords: insurance funds; real estate; investment; Taiwan area

1 引言

合理利用保险资金进行投资以实现保值增值, 是保险企业经营过程中的重要任务之一^[1-2]。其中, 房地产投资长期以来一直是国际范围内保险资金运用的一种重要形式。特别是保险资金大多来自属长期负债的保单,

*基金项目: 国家自然科学基金项目“居住用地价格波动的轨迹度量、规律研究和影响分析”(71373006); 重大研究计划培育项目“基于多维度大数据的住房抵押贷款风险管理决策支持研究”(91546113)

作者简介: 黄敬婷, 女, 生于1991年, 台湾台南人, 硕士研究生, 研究方向: 房地产投资、房地产经济学。

吴璟, 男, 生于1981年, 福建泉州人, 博士, 副教授, 研究方向: 房地产金融与投资、房地产经济学。

收稿日期: 2016-03-31

房地产投资则多属于长期资产, 两者期限结构的匹配使得房地产投资倍受保险业者青睐。另一方面, 为了保证保险资金的安全性, 并减少其投资活动可能存在的负外部性, 大多数国家和地区政府都在不同程度上对保险资金实施严格监管。特别是近年来若干主要经济体的房地产市场先后出现剧烈波动, 巨额保险资金投入房地产市场可能带来的推助价格泡沫等问题也日益受到关注。是否开放保险资金的房地产投资、开放到何种程度、开放哪些形式, 也相应地成为监管的重点。

具体到我国, 2009年新修订的《中华人民共和国保险法》在保险资金运用形式中新增“投资不动产”一项, 在严格监管的前提下部分开放保险企业从事房地产投资, 为保险企业投资房地产模式敞开了—扇新的大门。这也直接推动保险资金投资房地产热潮的出现。尤

其是若干主要保险企业在全球范围内通过直接购置、股权投资等方式开展了多起大宗涉足房地产的收购业务,在引起广泛关注的同时也引发了诸多讨论乃至争议,并随着近期的“万宝之争”、“安邦-喜达屋竞购案”等而达到高潮。

在上述背景下,如何促进保险资金合理开展房地产投资,已经成为摆在保险和房地产从业者及监管者面前亟待解决的问题。我国台湾地区(以下简称台湾地区)保险业发展水平居于世界前列,尤其是房地产投资曾长期是台湾地区保险资金运用的主要方向,在行业和监管层面都积累了许多重要经验。本文即立足“保险企业投资发展历程”和“行政当局监管政策调整历程”两个方面,对台湾地区保险资金投资房地产的基本情况和发展历程进行回顾总结,以期为我国大陆地区开展相关工作提供借鉴与启示。

2 保险企业投资房地产的发展历程

2.1 投资规模

本文根据台湾地区“财团法人保险事业发展中心”提供的统计数据,计算了1991年至2013年间台湾地区寿险业和产险业投资于房地产(不含自用物业)的规模及其占资金运用总额的比重(图1)。从中可以看到,保险资金投资于房地产的比重在过去20年间发生了显著变化。二十世纪九十年代前,台湾地区保险业资金曾高度集中于房地产投资。以寿险业为例,八十年代中期至九十年代初期其房地产投资比重高达30%,远高于同期美国4%的水平^[1]和日本6%的水平^[3]。但自1992年起,这一投资比重开始迅速下降,至2000年寿险业和产险业资金投资房地产的比重已经分别降至8%和11%。2000年前后曾出现短暂的降幅趋稳甚至小幅反弹(例如产险业投资比重由2000年的11%上升至2003年的14%),但很快就恢复下降趋势,直至2006年左右下降至当前水平并基本保持稳定。

发展至今日,台湾地区保险资金主要投向有价证券,房地产投资所占比重已经相对有限。以2013年为例,房地产投资在寿险业资金运用中所占比重仅为4.8%,产险业略高,约7.9%。但值得注意的是,从绝对规模看寿险业和产险业投资于房地产的金额在当年分别达到7000亿新台币(约1400亿人民币)和160亿新台币(约32亿人民币),仍然是台湾地区房地产——尤其是持有型房地产最大的投资者之一。譬如,2010年台湾地区“商用不动产交易数据”显示,保险业的建筑物交易量占交易

总值的31%,是商业房地产的第二大买方^[4]。世邦魏理仕的统计数据也表明,2013年寿险业持有台北市超过30%的A级写字楼,是当地写字楼的最大持有者。

除上述专门用于房地产投资的部分外,保险资金中还有一部分被投入保险企业的自用物业(主要为写字楼)。以2013年为例,根据台湾地区“财团法人保险事业发展中心”的统计,寿险业投资运用资金中约有1%用于自用物业,产险业的这一比例则达到约5%。狭义上自用物业投资并不被列入房地产投资的范畴,监管当局对保险企业自用物业也没有严加管控,仅要求“购买自用物业的总额不能超过其业主权益的总额”,因此本文此后的分析不包括保险企业的自用物业部分。

2.2 投资方式

综合历史和当前情况,台湾地区保险企业开展房地产投资,主要采用以下三种形式。

2.2.1 “素地”开发

所谓“素地”是指没有任何人造建筑物的土地,类似于大陆地区的“毛地”;“素地开发”则是指购买尚未建筑利用的土地再自行开发。“素地开发”包含了大陆地区房地产开发中通常所指的二级开发和部分土地一级开发所对应的工作。

素地开发是台湾地区保险企业最青睐的一种房地产投资形式。除了开发投资收益率整体上高于持有型投资外,另一重要原因是多数大型保险公司均与建设公司存在密切的关联性。最典型的如富邦集团同时提供保险服务(富邦人寿保险与富邦产物保险)与建设服务(富邦建设与富邦营造);“国泰系”同时包括国泰金融集团(包括国泰人寿、国泰产险等保险企业)和国泰地产集团;以建筑事业起家的远雄集团进军保险行业成立远雄人寿等。这种基于企业集团内部的天然联系,为保险企业从事素地开发创造了巨大便利。在同一集团下,由保险企业购置土地、建设企业负责进行开发,曾经在较长时间内是台湾地区保险企业从事房地产投资的主要模式。但近年来受政策影响,保险企业从事素地开发已经受到明显限制。

2.2.2 持有型投资

目前房地产持有型投资已经成为台湾地区保险企业最重要的房地产投资形式。此类投资仍以商业物业为主,包含酒店、百货商场、购物中心、写字楼等,住宅业态比重较低。在此基础上各企业还在积极开拓新的投资门类。譬如近期国泰人寿正计划把投资重点移转到仓储,并与永联物流携手开发国际级的仓储园区,这是此

前台湾地区保险企业很少涉足的。

值得关注的是,包括大陆地区在内的境外地区成为近年来保险企业房地产持有型投资的主要投向地。受当局监管政策限制,传统上保险企业只能采用海外法人形式在境外进行商业房地产投资,在税赋成本和管理方面都存在不足。2012年行政当局放宽了对保险企业在大陆地区及境外进行房地产投资的限制,特别是允许保险企业成立特殊目的公司(SPV),以当地法人形式在境外开展商业房地产投资业务。2014年国泰人寿投入4亿英镑,在英属泽西岛(Jersey Island)设立国泰伦敦不动产投资公司,成为台湾地区第一家为境外房地产投资而成立SPV的寿险公司。

2.2.3 间接投资

除上述直接投资方式外,以证券化形式开展间接房地产投资也是保险企业的选择之一,并在近年来得到快速发展。除了传统的不动产投资信托(Real Estate Investment Trust,简称REITs)、房地产抵押贷款支持证券等形式外,目前最主要的一种方式“不动产资产信托”(Real Estate Asset Trust,简称REATs),即物业拥有者将该物业或相关权利信托给受托机构,由受托机构向特定人或公开募集资金,与REITs主要的区别在于REATs采用先选定房地产物业投资标的,后募集资金的运作模式,因而具有更强的针对性。

由于具有收入稳定、流动性强等特点,这些间接投资方式正在日益受到保险企业的青睐。但其中也不乏失败案例。最典型的如美国次贷危机期间,新光人寿就因为投资CDO(Collateralized Debt Obligation,担保债务凭证)与CBO(Collateralized Bond Obligation,担保债券凭证)而遭受严重损失。

2.3 投资收益情况

与其他投资方式相比,房地产投资的相对收益率是影响保险企业开展房地产投资的关键性内因。二十世纪八十年代至九十年代初台湾地区保险企业热衷于房地产投资的重要原因之一,就是在当时台湾地区股市持续动荡、其他投资渠道有限的背景下,房地产市场保持相对稳定发展,开发投资和持有型投资的收益率均较为可观且稳定,使得房地产投资成为保险企业构建投资组合时最优的选项之一。

但近年来这种情况出现了明显变化。特别是近年来台湾地区房地产价格虽持续走高,但租赁市场行情却不尽如人意,导致持有型物业投资收益率处于低水平。以台北市写字楼持有型投资为例,2005年前后其租金收益率降至约4.5%的水平,2011年以后更跌落至2%~2.5%。相比之下,同期台湾地区股市的股息率则在3.3%至5.7%之间,各种新兴衍生性金融商品也取得快速发展。这种变化大大降低了房地产投资对保险企业的吸引力,其他仍然开展房地产投资的企业也更多地将注意力投到境外市场。

台湾地区学者也从学术研究的角度对保险企业从事房地产投资的绩效进行了若干实证评价,但目前尚没有取得一致意见。部分学者肯定从事房地产投资有助于提升保险业者的投资报酬率,建议相应提升其比例。罗添昌以5家上市产险公司进行实证,发现房地产的投资比例与投资报酬率有显著的相关性^[5]。黄瑞杰利用1988年至1994年间的资本市场月度资料,以Markowitz的均值-方差模型与Sharpe单指数模型进行实证,发现对房地产投资的法律限制会使投资有效边界缩短并且下移,意味着尽管高风险部分被移除,但投资整体效率下降,

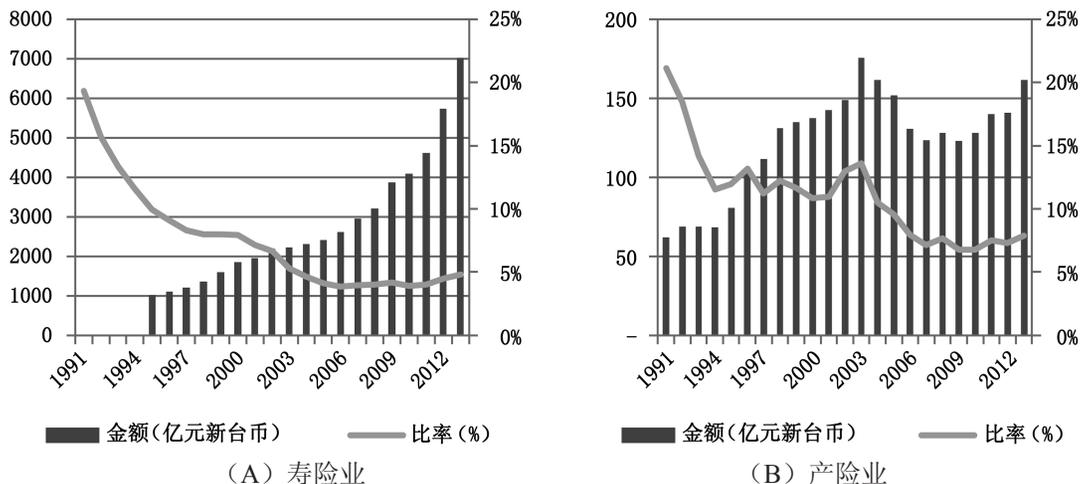


图1 台湾地区保险资金投资于房地产的金额与比重

相应的其认为回调该比例可以有效提高保险企业的投资报酬率^[6]。但也有学者认为房地产投资对保险企业的贡献实际并不明显。王诏丽利用1981年至1996年的数据分析寿险业资产配置的有效边界,但其结果发现对房地产投资的限制实际上并没有显著改变寿险企业的投资效率^[7]。蔡政宪和吴佳哲比较1992年《保险法》修订前后保险企业的投资效率变化,也发现虽然保险企业的房地产投资比例出现急剧变化,但保险公司的整体投资组合的收益率实际上并没有受到显著影响^[8]。遗憾的是基于近期数据开展的研究仍相对缺乏。

3 行政当局的监管政策调整历程

不管是在投资规模还是投资方式上,台湾地区行政当局一直藉由《保险法》等法律和命令对保险企业的房地产投资行为进行管制,这也成为除前述投资绩效这一内因外,影响保险企业投资行为的最重要外部因素。

1992年以前,台湾地区《保险法》对保险企业从事房地产投资采用了较为宽松的态度,仅规定保险企业房地产投资总额(除自用物业外)以其资金及各种责任准备金的三分之一为上限。这也是导致过去保险业房地产投资比重曾一度高达30%的重要原因。上述政策在九十年代初发生重大调整,1992年根据《保险法》修正沿革中的修正理由,台湾地区“立法院”以“斟酌台湾经济环境的变迁,及保险业资金的运用,应适度修正降低投资不动产的比例”为理由,将保险资金投资房地产的比例上限由三分之一下调至19%。受此影响,当年寿险资金投资房地产比例就由1991年的19.3%下降到15.7%,并在此后若干年中持续保持下降,产险资金也经历了类似的变化。

2001年,考虑到当时投资环境下各种金融投资工具的报酬率水平整体较低,为使保险企业在资金运用上更具弹性,“立法院”再次对《保险法》进行修改,重新将保险资金投资房地产比例的上限放宽至30%。但这次法律调整并没有取得预期效果。从图1可以看到,产险资金投资房地产比例出现了小幅反弹,但自2003年起就再次呈现下降趋势;寿险资金所受影响更不明显。实际上,自2001年以来,台湾地区保险资金投资房地产比例一直远低于30%的法律规定上限。这其中除了市场形势的影响外,很重要的原因是监管机构在法律层面上放松对保险资金投资房地产比例上限规定的同时,仍然在命令层面上保留甚至不断强化和细化相关限制。最典型的如,台湾地区“金融监督管理委员会”(以下简称

“金管会”)规定保险资金投资房地产的目标收益率下限为2.875%,但调查显示目前台北市写字楼收益率仅在2%~2.2%之间^[9],这实质上大大限制了保险资金开展房地产投资的空间。

值得注意的是,近年来监管当局的管制措施呈现出进一步严格的趋势。作为抑制台北等主要城市房地产价格持续上涨的措施之一,2012年“金管会”针对保险业投资房地产颁布数条禁令,包含“投资商办大楼,5年不得移转”、“投资素地应附承租意向书,5年内需兴建完工,10年内不得移转”、“自用不动产5年内不得移转”、“禁买预售屋”等。同时,考虑到国际金融危机背景下股票市场和房地产市场潜在的风险,为引导保险业审慎投资,2012年“金管会”还决定修正计算保险业资本充足率(RBC)时股票、房地产等投资项目的价格估计方式,以及调整房地产、公共建设投资项目的风险系数。在此新规定下,当年数家大型保险企业均因资本充足率未达标而遭到限制暂停投资,直至2013年资本充足率达标后才被允许重新开展房地产投资。

纵观上述监管政策的变化,总体上过去20年间台湾地区监管机构对保险业参与房地产投资始终保持较为保守的态度。其中部分源于确保保险资金安全性、维护保险人权益的考虑,但不难发现更直接的出发点是限制保险资金短期进出房地产市场而产生的负外部性。由于保险业资金体量庞大,其投资行为对房地产市场可能产生重大影响,在近年来台湾地区房地产价格整体上涨较快、存在房地产泡沫化忧虑的背景下,这种影响尤其敏感。譬如,目前保险企业是台湾地区写字楼市场最大持有者之一,保险业资金的流入被广泛认为是提升写字楼价格的重要原因之一,并因此引发市场中加强监管的呼声。另一个更典型的例子是,保险企业的素地投资在经过媒体报导后,曾在社会中引起“财阀养地”、“房地产炒作”等负面评价,并因此而饱受指责。这也直接导致了前述的监管当局严格管控保险业猎地买楼的数条禁令。

上述严格监管措施也受到了保险业者的一些批评。譬如保险企业就曾批评监管当局对于投资房地产所提出的条件过于严苛,在现实条件下很难达成,实质上几乎排除了保险企业从事某些形式房地产投资的可能性。相应的业界也一直存在放松素地投资等管制措施的呼声。但监管当局采取了相对审慎的态度,始终在防范负外部性的前提下进行局部调整。譬如,在继续维持对台湾地区境内房地产投资进行管制的同时,近年来监管

当局逐步放松了保险企业在境外进行房地产投资的限制,2014年出台的最新措施包括“准许以信托方式取得国外不动产”、“原SPV的资金原仅能由母公司增资,现开放可由母公司向外借款投资SPV”等,以期在减轻本地房地产市场压力的同时增加保险企业投资选择。再如,近期的一个重要变化是监管当局开始采用“宽严相济”的原则,特别是在政策鼓励的投资方向上选择“网开一面”,以期借助于保险企业远超前一般公司的财力优势,服务于并实现政府既定政策目标。譬如,在2012年“金管会”提出投资素地限制性条件时,就同时以“配套放宽措施”规定,若为“投资公共品且已规划开发时间进度的地上权案件”,可不受投资素地的限制。再如,为解决房价收入比偏高和社会住宅供给不足的问题,2014年“立法院”出台补充条文,规定保险企业依法兴办社会住宅且仅供租赁者,可不受前述投资比例等限制。

4 启示与建议

综合上述分析,台湾地区保险企业的房地产投资在过去三十年间经历了显著变化,在投资比重呈持续下降趋势的同时,投资形式从以素地开发为主转向多样化。造成上述变化的一方面是受到了房地产投资绩效本身的影响,另一方面也源于行政当局出于维护保险资金安全性、防范负外部性等目的而采取的日益严格的监管措施。

回顾上述历程,对于我国大陆地区保险企业与监管者也具有若干方面的启示。

4.1 全面看待房地产投资在保险资金投资组合中的地位

无论是保险企业还是监管者,都应该从收益、风险和流动性的角度综合考量,全面和客观地看待房地产投资在保险资金投资组合中的地位和作用。一方面,应当承认房地产投资的收益-风险特征与金融证券等其他主要投资品存在显著差异,将其引入投资组合可能有助于改善整体绩效,同时房地产(直接)投资的流动性特征整体上也与保险资金(尤其是寿险资金)的期限结构特征相适应,此外在特定市场条件下某些形式的房地产投资还可能具有超额利润。因此保险资金投资房地产具有其客观合理性。另一方面,保险资金在投资的收益-风险关系上整体偏向稳健,但保险企业和监管者仍均应高度警觉房地产投资可能存在的风险,特别是在房地产市场火爆而存在短期高收益时不被冲昏头脑。

4.2 灵活利用多样化方式开展房地产投资

房地产投资涉及自用物业与投资性物业、开发投资与持有型投资、境内投资与境外投资、直接投资与间接投资等不同维度和多种物业类型。对于保险企业而言,应当根据各种投资形式的风险、收益和流动性特点灵活选择,积极创新投资形式。譬如台湾地区保险企业近年来出现的加大境外投资、注重间接投资、创新持有型投资物业类型等做法就是值得借鉴的。对于监管者而言,应避免简单采用“一刀切”式的做法,根据不同投资形式的风险程度和外部性情况有针对性采取相对灵活的监管措施,甚至主动为有意的投资形式创新创造条件。

4.3 注意防范保险资金投资房地产的潜在负外部性,引导其服务于公共政策目标

对于监管者而言,除了提示和要求保险企业注意房地产投资本身的风险外,另一重要任务是防范潜在的负外部性。保险资金体量巨大,如果以短期投机形式进入房地产市场,则可能引发市场动荡。相反,如果能够合理调整进入门槛并充分利用政策性补贴等激励机制,引导保险资金投向政府公共政策鼓励的方向,则可能发挥巨大的正向外部性。其中如保障性住房、老年住房等,都是潜在的重要应用方向。▲

参考文献

- [1] 孙立娟. 保险公司破产的国际经验与借鉴[J]. 保险研究, 2009(6): 67-74.
- [2] 胡宏兵, 郭金龙. 我国保险资金运用问题研究——基于资产负债匹配管理的视角[J]. 宏观经济研究, 2009(11): 51-58.
- [3] 张洪涛. 美日英韩四国及台湾地区保险资金运用的启示[J]. 保险研究, 2003(5): 38-40.
- [4] 黄雅文, 张士杰, 等. 保险业资产配置之决定及其影响[R]. 财团法人保险安定基金会, 2011.
- [5] 罗添昌. 产险公司资金运用与投资组合效益之研究[D]. 桃园: 中原大学, 2000.
- [6] 黄瑞杰. 寿险业资金运用之投资组合分析[D]. 台南: 成功大学, 1995.
- [7] 王昭丽. 寿险公司的投资组合策略与其法定投资上限适当性之研究[D]. 台中: 逢甲大学, 1996.
- [8] 蔡政宪, 吴佳哲. 保险法中之投资限制对保险业投资绩效影响之实证研究[J]. 风险管理学报, 2000(2): 1-36.
- [9] 韩化宁, 刘于甄, 郭及天. 寿险买不动产拟松绑[N]. 经济日报, 2014-12-30.