

## 保险公司债权投资计划的发展现状及其风险研究

文/余水萍 潘瑶

在政策引导和市场推动双重作用下，保险债权计划作为新兴的项目融资工具，越来越受到各类市场主体的广泛关注和认可。在保险债权计划快速发展的背后，随之而来的风险逐渐暴露。本文首先梳理了保险债权计划的概况和政策发展历程；然后通过对已发行保险债权计划相关信息的整理分析，归纳总结债权计划的发展现状；最后针对现状对暴露的风险加以剖析，并作总结。

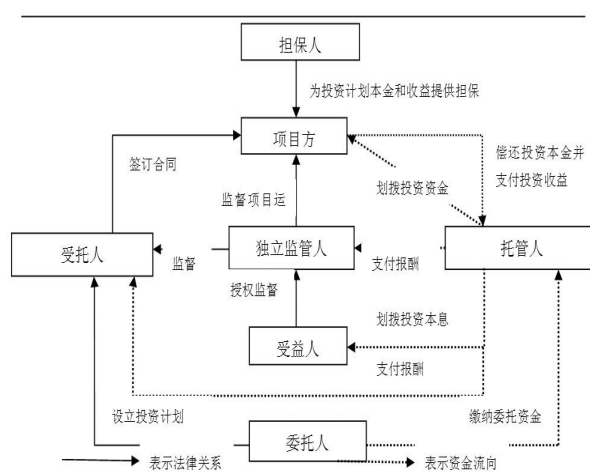


图1 债权投资计划交易结构图

资料来源：远东资信整理

### (三) 保险债权计划特点

对保险公司而言，债权投资计划丰富了保险资金的投资渠道；在保险资产配置中，债权投资计划平均收益率普遍高于国债和企业债，一般位于6-8%之间。同时，能够减少保险公司对利率敏感性产品的依赖，优化资产配置结构。

对项目方而言，通过保险债权计划渠道融资，不受信贷政策调整的影响；而且融资期限长、成本低、资金到位快、资金使用灵活；融资规模大，且不受融资方净资产规模的限制；资金偿还方式灵活，融资方可根据自身现金流情况合理安排分期偿付的期限和额度。

## 一、保险债权计划概述

### (一) 保险债权计划定义

保险债权计划是指保险资管公司发起设立的投资产品，通过发行投资计划收益凭证，向保险公司等委托人募集资金，投资主要包括交通、通讯、能源、市政、环境保护等国家级重点基础设施或其他不动产项目，并按照约定支付本金和预期收益的金融工具。目前主要关注交通、能源、通讯、市政、环保等领域，以及特大型城市的保障房项目和直辖市、省会城市、计划单列市的土地储备项目等。

### (二) 保险债权计划参与方

保险债权计划的参与方包括委托人、受托人、受益人、托管人和独立监管人。

#### (四) 保险债权计划政策发展历程

保险债权计划的政策发展历程分为三个阶段：(1)2004-2005 年的行业探索期，2004 年 7 月国务院出台《关于投资体制改革的决定》，提出要鼓励和促进保险资金间接投资基础设施和重点建设工程项目；(2)2006-2008 年的业务试行期，保监会发布《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》等系列文件，标志保险资金对接我国基础设施和不动产领域投资进入试行时期；(3)2009 年至今的完善发展期，包括《关于保险资金投资基础设施债权投资计划的通知》与《基础设施债权投资计划产品设立指引》等系列文件，对债权投资计划应满足的具体条件和操作流程作了详细规定。

## 二、保险债权计划现状分析

### (一) 债权计划注册(备案)规模情况

保险债权计划于 2007 年实现零的突破，当年共发行 5 项债权计划，总规模 195 亿元。2011 年后，受货币政策趋紧、银行信贷新增规模受限的影响，保险债权计划注册(备案)规模呈现几何级数增长。截至 2013 年末累计设立 184 项债权投资计划，注册(备案)规模 5818.6 亿元，其中 2013 年新增注册债权投资计划 90 项，注册(备案)规模 2877.6 亿元，注册数量和规模相当于过去 6 年的总和。债权计划的快速发展，究其原因，一方面是由于债权投资计划的年平均收益率高于保险资金的平均收益率，对保险公司具有较大吸引力，另一方面由备案制向注册制的改革，简化了债权计划的发行流程，操作上更为方便快捷。

表 1 2007-2013 年保险债权计划设立情况

年度	成立计划(项)	注册(备案)规模(亿元)	累计规模(亿元)	年增速(%)
2007	6	195	195	--
2008	3	124	319	-36.41
2009	7	230	549	85.48
2010	8	143	697	-37.83
2011	22	831	1583	481.12
2012	48	1358	2941	63.42
2013	90	2877.6	5818.6	111.90
合计	184	5818.6	--	--

资料来源:远东资信整理



图 2 保险资金运用平均收益率(累计值)

资料来源:Wind 资讯

表 2 保险债权计划期限收益情况

项目	2013 年	截至到 2013 年末累计
平均投资期	7.21 年	7.19 年
平均年收益率	6.59%	6.31%

资料来源:保监会通报

进入 2014 年后,随着经济增速放缓,区域性地方债务风险逐步增加,房地产市场下行压力增大,直接波及到保险债权计划的发行。数据显示上半年共设立 51 项债权计划,注册规模 1221.99 亿元,同比有所回落。

2014 年 2 月,保监会出台《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》,规定保险资金运用中其他金融资产(主要指非标类)占比不超过 25%。截至 2014

年8月末,我国保险公司资产配置中其他资产(主要指非标类)占比达20.74%,较2010年6月末的2.6%大幅明显,尚在规定的25%以下,鉴于非标资产的较高收益率,未来仍存在一定配置空间。

### (二)不动产领域投资占比呈增长趋势

数据显示,2007-2011年保险债权计划资金投向重点偏好交通和能源领域,合计规模占比达74.73%,不动产领域占比仅17.69%。鉴于2011年起政府保障房、公租房项目陆续成立,使得不动产领域的保险债权计划投放规模加速。2013年新增不动产领域保险债权计划1381亿元,占当年新增总规模的47.99%,主要集中在公租房和棚户区改造等民生项目。

截至2013年末,保险债权计划累计注册(备案)规模5818.6亿元,其中交通和能源领域占比降至59.09%,不动产领域占比增至31.12%。同时保险资金开始投资环保领域,但通讯领域尚无成立债权计划。泰康人寿养老社区股权投资计划标志保险资金在养老社区领域的实质性进入,随着养老社区概念的发展,将成为保险债权计划在不动产领域投资的一个新动向。

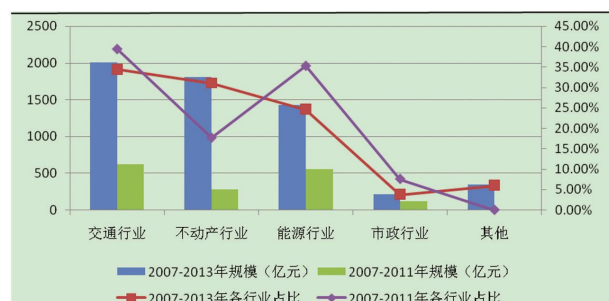


图3 保险债权计划投资领域分布情况

资料来源:保监会通报,远东资信整理

### (三)投资项目层级加速下沉

保险债权计划运营初期,项目集中在省级、直辖市级和重要省会城市,而近年来出

现层级加速下沉的现象,表现在两个方面:一是投资项目向地级市下沉,二是地方政府纷纷引进保险资金,由地方政府融资平台作为偿债主体。据不完全统计,2014年以来国内已有近30个地方提及吸引保险资金投资基础设施建设项目,部分省市已开始通过债权投资计划引进保险资金。从偿债主体看,2014年上半年新注册债权计划中,30项投资计划的偿债主体为地方政府融资平台,注册规模620.09亿元,占比50.74%。其中地市级以下融资平台项目有11个,注册规模133.5亿元。

表3 部分保险债权计划投资地级市项目一览

发起人	项目名称	注册规模 (亿元)	期限
太保资管	太平洋——苏州工业园区商业不动产债权投资计划	8	10年
平安资管	平安——大连万达商业不动产保险债权计划	50	10年
平安资管	平安——海宁高速公路保险资金债权计划	25	10年
人保资管	人保——宁波交投债权投资计划	25	7年
人保资管	人保——苏州轨道交通债权投资计划	30	7年
人保资管	人保——泉州铁路债权投资计划	27	10年
太平资管	太平资产——苏州工业园区镇一体化项目债权投资计划	11	4-5年

资料来源:远东资信整理

预计未来3年中国城镇化投融资资金需求量可达25万亿元,而保险资金因其规模大、期限长、成本低等特点,正契合城市化进程中基础设施建设等长期项目的资金需求。因此随城镇化建设推进,债权项目或将进一步下沉至城镇地区。

### (四)债权计划资金募集率偏低

近年来保险债权计划注册规模大幅增加,但新增债权计划中未足额募集资金的比例呈现上升。截至2014年2月末,2013年设

立的 90 项债权计划,足额募集 48 个,未足额募集 22 个,正在募集 17 个,发行失败 3 个,设立成功率 77.78%;债权投资计划实际募集资金规模 1495.45 亿元,资金募集率 51.97%。

产品无法足额募集的背后,一方面受限于保险资管公司的发行能力,但更重要的是债权投资计划对保险资金的吸引力有所削弱,前端保费成本普遍在 7% 以上,而大部分债权计划收益率无法覆盖。

### (五) 债权计划信用评级的预警效果有待提升

目前由 7 家具有保监会资质的第三方评级机构对发行的保险债权计划进行评级,等级结果分布在 A 级至 AAA 级之间,但相关评级信息并未公开披露。而且受限于我国评级行业的发展格局,保险债权计划的评级结果缺乏客观公正性。

就评级报告内容而言,首先对风险点的分析和披露力度不足,无法有效揭示项目风险;其次,评级机构无法把担保和抵质押等增信方式与增级效果之间建立逻辑对应关系,信用增级结果模糊欠缺说服力;再者保险债权计划一般期限较长,跟踪评级未能及时有效反映项目风险变动,信用评级的预警效果有待提升。

## 三、保险债权计划风险研究

### (一) 信用风险随产品规模的扩大而加速聚集

保险债权计划主要投向国家级重点基础设施或其他不动产项目,而项目方的主要还款来源是该项目的未来现金收入,因此信用风险主要体现为项目未来现金流量的不确定性。近年来,随保险债权计划规模的迅

速扩张以及投资项目层级的下沉,偿债主体债务负担的密集程度上升、平均偿债能力下滑,项目现金流回笼的稳定性趋弱,尽管目前尚未出现违约事件,但潜在信用风险不容忽视。

首先,地方政府“借新还旧”的债务循环掩盖大量风险。

近年来我国地方政府债务规模大幅上升,尽管 2013 年下半年以来地方政府债务增长有所放缓,但由于过去几年积累下的存量规模过于庞大,导致“借新还旧”数额较大,今明两年地方债到期量将高达 4.2 万亿元。政府债务体系背后对应着大量的过剩产能,相关项目无法产生足够的、债务偿还所需的经营性现金流,因而需依赖“借新还旧”来维持债务循环。同时,部分地方政府融资平台对利率不敏感,其自身的资产回报率可能无法覆盖融资成本。在未来加大金融去杠杆的过程中,可能造成资质较差的地方融资平台资金链紧张,进而引发信用风险。如前所述,2014 年第一季度新注册的债权计划中,有 71.35% 的资金投向地方政府融资平台,且层级下沉至地市级以下,未来可能进一步下沉至乡镇级,其中隐含的信用风险规模不容小觑。

其次,房地产市场行情逆转,易触发风险传导链条。

近年来保险债权计划快速增长的一个重要原因是房地产处于景气上行阶段,融资需求较为旺盛。但 2014 年以来房地产价格向下调整的趋势较为明显,将给房企的偿付能力带来较大的冲击,引发以不动产为投资方向的债权计划面临信用风险。更值得注意的是,房地产业是我国财政收入、尤其是地方财政收入的主要支撑之一,2013 年地方公

共财政收入与政府性基金收入合计 11.7 万亿元,其中贡献最大的国有土地使用权出让收入为 4.1 万亿元,加之房地产业、建筑业的租、税、费收入,相关收入合计 6.6 万亿元,对地方财政贡献度超过 50%。受房市景气度下滑影响,高度依赖土地收入的地方政府财政基础也变得更为脆弱,对其偿债能力构成威胁,信用风险由房地产业传导至地方政府,导致债权计划两类投资主体同时扩大信用风险。

再次,部分偿债主体偿债能力虚高,积聚信用风险。

部分保险债权计划偿债主体为集团公司,由于自身没有经营性资产和现金流,对集团内子公司也缺乏实质性控制权,合并报表的财务数据不能反映母公司真实偿债能力,特别是一些免于信用增级的债权投资计划,偿债风险值得关注。另外,在信用增级过程中,部分企业同时与多家资管公司签署投资合同,部分企业既是偿债主体,又为关联企业担保,债务集中度趋高引发信用风险需高度关注。

## **(二)政策风险具有不可测性且影响深远**

一般而言宏观政策具有一定的前瞻性,因而政策风险的不可测性比较明显,但由于基础设施项目以及房地产行业均极易受到国家宏观经济政策的影响,因此政策风险对保险债权计划带来较大不确定性。

首先,基础设施项目受产业政策影响明显。

由于基础设施建设涉及到一些大型工程项目,如发电设施、港口、铁路、公路建设项目等,这些项目往往是与国家产业政策紧密相关的,在项目建设实施过程中如果遇到

国家产业政策的调整,如项目地址的选择、项目产品的销售和资产的价值等等,都会对项目的未来现金流产生很大影响,保险公司或面临本息收回风险。

其次,近年来不动产行业调控政策频出,行业走势下滑。

不动产行业发展易受到国家宏观政策调控的影响,近年来国家密集出台房地产行业的相关调控政策,对房地产行业整体走势形成较大的抑制性作用,对房企的资金回笼产生直接影响。尽管 2014 年下半年以来我国房地产政策出现松动,但考虑到目前我国还处于楼市调控的敏感时期,未来房地产政策走势仍可能存在变动,一旦房价整体出现下跌预期或发生实际下跌时,投资于不动产的保险资金也会面临投资减值、收益下降风险。

## **(三)利率攀升引发市场风险**

我国市场风险主要表现为利率风险和通货膨胀风险。

首先,利率上升导致发行风险逐步显现。

2013 年下半年以来,我国市场利率持续上升,对债权投资计划发行带来较大压力,部分已注册产品出现发行失败或发行延缓。发行难度增大的另一负面效应是,部分公司采取低价竞争等手段与同业争夺项目资源,最终却无法成功发行,既损耗了项目资源,也造成偿债主体对保险行业的误解。

其次,利率上升及通货膨胀将带来贬值风险。

保险债权计划发行时,基本采取固定利率形式,但由于金融市场的波动性,市场利率会随着资金供求状况而变化,一旦市场利率超过债权计划合约利率,无疑会提高债权

计划资产的机会成本,造成债权计划资产的相对损失。如果出现通货膨胀,债权计划资产按合约变现后的购买力会降低,债权计划资产的实际价值会低于其账面价值,从而给保险公司带来损失。

#### (四)项目完工风险持续居高

项目的完工风险存在于项目建设和试生产阶段,主要表现为成本超支,项目建设延期,项目达不到规定的技术经济指标等。完工风险是项目融资的主要风险之一,如果项目不能按照计划完工投产,项目融资所依赖的经济基础就受到了破坏,将对项目造成严重的负面影响,如建设成本增加,项目贷款利息负担增加,项目现金流量不能按计划获得,从而直接影响到资金偿还。从国际经验来看,项目建设期出现完工风险的概率无论是在发展中国家还是发达的工业国家都比较高。

#### (五)产品自身存在流动性风险

由于保险债权投资一般期限较长,项目期内由于缺乏统一的交易市场、信息发布平台、资金清算和交割市场,因此债权投资计划相较于其他险资投资产品,流动性较弱、变现能力差。目前以债权投资计划为主的其他类资产投资在保险总配置资产中比重逐步上升,2014年8月末达20.74%,同比增长6.16个百分点。当债权计划在投资产品占据

过高投资份额时,一旦出现保险产品集中到期或退保,投资资产难以在短期内迅速变现或变现成本较高,容易出现由于流动性风险导致的保险事故。

## 四、结论

保险债权计划自2007年开闸试点,历经7年多的发展,其设立数量和注册(备案)规模出现大规模增加。针对保险债权计划逐渐暴露的信用风险、流动性风险以及发行风险等,保监会已采取相应措施加强监管力度,从源头上防范和规避风险,包括落实项目投资问责制度,加强对发行人发行质量的管理,严格执行信息披露规则,确保披露信息的及时、真实和完整。

未来发展看,保险债权计划凭借其成本低、期限长、资金到位快等优点,对项目方仍构成较大吸引力,具有进一步发展空间;同时随城镇化建设推进,债权计划项目层级将进一步下沉至城镇地区;在基础设施项目的投资中,保险债权计划正在寻求与股权投资计划的创新性结合,实现资金运用效率的最大化。

信用评级机构作为专业机构应该在保险债权计划的风险揭示方面发挥更大的作用。