

# 研究简报

(2015 年 第 18 期 总第 18 期)

清华大学国家金融研究院

2015 年 11 月 6 日

## 对保险机构参与资产证券化实践路径的思考

货币政策与金融稳定研究中心

### 摘 要

近十多年来，我国保险业发展迅速，保险资产规模和保险资金运用额度都大幅提高。统计显示，2015 年前 8 月，行业总资产已超 112,723 亿元，较年初增长 10.96%；保险资金运用余额 101,907 亿元，较年初增长 9.21%。按照《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》确定的目标，2014 年到 2020 年，7 年间保险资金可运用规模预计将超过 20 万亿元。

但随着我国经济发展进入“新常态”，保险资金运用规模的持续增长和逐渐放缓的经济增速成为矛盾。同时伴随着我国进入新一轮降息周期和宽松的货币政策环境，保险资金运用的压力日益增大。然而，保险资金的特点决定了对保险资金运用的安全性有较高要求，同时对资金运用的流动性、收益率、投资期限匹配等也有一定

设定。从我国目前保险资金运用状况来看，资产配置不尽合理。本文结合美国保险资金运用数据，探讨了保险机构参与资产证券化的实践路径。笔者认为，以资产证券化原理为依托的保险资金运用对于改善我国保险资金运用具有重要意义。

## 一、保险资金投资资产证券化产品的现状

根据美国保险业界组织 NAIC，保险资金是资产证券化领域的重要投资者之一。仅在 2012 年底，美国保险业就持有美国资产支持证券（ABS）存量的 11.8%。美联储数据显示（表 1），在美国寿险机构，联邦机构（也即房利美、房地美、吉利美）所发行的资产支持证券产品占其所投资信用市场金融产品总规模的 10%左右。如果加上私营部门发行的资产支持证券，美国寿险机构投资资产证券化产品比例在 2014 年达到 22%。而在我国，根据中国债券信息网和中债资信数据，2014 年银行间市场信贷资产证券化的主要投资者为商业银行，保险机构的投资规模仅为 36.35 亿，占总投资规模的 1.35%。因此，从规模上看，我国保险机构投资资产证券化产品的规模还有很大发展空间。以当前保险机构债券投资总额的 10%来估算，就有 3000 到 4000 亿的可投资规模。

表 1 美国寿险机构投资联邦机构资产支持证券比例

单位：亿美元	2012	2013	2014	2015 Q1
美国寿险机构总金融	56,147	59,773	62,771	63,168

资产

投资于信用市场工具

33,739 34,513 35,510 35,826

总额 (1)

投资于联邦机构资产

3,609 3,541 3,391 3,386

支持证券总额 (2)

资产支持证券占

10.70% 10.26% 9.55% 9.45%

比: (2)/(1)

数据来源：美联储

险资参与资产证券化的不足已经引起监管部门的重视。保监会在2013年8月27日出台了《关于保险业支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，其中指出，保监会鼓励创新保险资金运用方式，支持保险资金参与信贷资产证券化。2014年7月，保监会发布《项目资产支持计划试点业务监管口径》，规定了保险资产管理公司作为资产证券化发行人的监管口径，在一定程度上赋予了项目资产支持计划特殊目的载体（SPV）的属性，开启了保险资金直接投资资产证券化的模式。

随着2012年下半年保险投资新政密集出台，保险资金投资渠道大幅扩宽，基础设施债权投资计划、不动产债权投资计划等金融产品较受险资青睐，配置比例不断提升。由于项目资产支持计划更能定制化地满足保险资金投资需求，对保险机构吸引力大。截止至2014年末，项目资产支持计划发行规模达到约600亿。

但由于优质资产稀缺，2015 年上半年注册的保险资管产品规模同比下降。寻找新的合适金融投资产品迫在眉睫。2015 年 8 月，保监会进一步发布了《资产支持计划业务管理暂行办法》规范了业务操作，推动业务由试点转为常规化发展，为保险机构发行和投资资产证券化产品在政策上提供了发展空间。

## 二、保险机构参加资产证券化的实践路径

在固定收益资产中，资产支持证券是极具竞争力的产品。如表 2 所示，根据资产证券化原理，在投资主体下沉的同时，通过结构化分层设计、资金流归集等设计来保障投资安全是扩展保险资金交易对手和投资范围，达到收益与风险新的平衡点的重要方式。

表 2 资产证券化和债权计划比较

	资产证券化	债权计划
交易对手	无明确要求	基础设施和不动产开发运营主体
主体资质	可适当下沉	对偿债主体或担保机构要求较高
增信方式	采用更灵活的流动性支持、差额补足、保证保险、超额抵押等多形式内部和外部增	满足一定条件的担保或免增信



信

资金用途	无限制	有资金投向和项目资本金要求
现金流覆盖	资产现金流覆盖计划本息	一般要求偿债主体现金流覆盖投资本息
现金流归集	一般要求形成监管资金流	无明确要求

保险机构参与信贷资产证券化的角色不应仅限于投资者角色,完全可以充当资产证券化过程中的 SPV, 作为受托机构来发行资产证券化产品。由于保险资金的投资偏好具有投资期限长、筹资额大等特点, 对投资收益率要求相对稳定。市场上已有的信贷和企业资产证券化产品未必能在期限、收益率和安全性等方面满足保险资金的投资需求, 因而由保险机构作为受托人, 进行自主发行和直接投资是未来重要的发展方向。

表 3 显示在前期业务积累的市场资源基础上, 保险机构参与资产证券化可重点关注基础设施、商业物业、保险机构间接投资领域资产证券化等方向。具体来说:

表 3 保险机构投资资产证券化的资产类别

资产类别	说明
应收账款 (对基础设施债权投资计划)	原始权益人系为电信、铁路、石油、电网等企业提供产品配套的制造业



的扩展)	企业
基础设施收费权 (对基础设施债权 投资计划的扩展)	原始权益人为有稳定现金流的供水、 供电、供气、高速公路、环保等收费 企业
商业物业证券化 (对不动产债权投 资计划的扩展)	原始权益人为大型专业商业物业开 发运营的房地产企业、园区开发运营 企业、城投企业等
保险机构间接投资 领域(对投资领域 的扩展)	原始权益人为银行、财务公司、租赁 公司、小额贷款公司、消费金融公司、 金融资产管理公司等

### 1、基础设施资产证券化

基础设施建设项目普遍具有超前性、投入量大、建设周期长、沉淀成本高、需求弹性小等特点，这恰好与保险资金运用的特性相匹配。

基础设施债权投资计划对担保和增信有较高的要求。大型保险机构一般要求项目的评级达到 AAA 级，且有大型金融机构、央企国企或政府机关提供担保，因而项目的供给存在制约性。此外，随着国发〔2014〕43 号文及后续文件的出台，地方政府不得通过企业举借，剥离了融资平台公司政府融资职能，以政府平台融资、纳入财政预算还款、差额财政补足等传统方式受到限制；但另一方面，由于宏观政策宽松，机构更愿意直接发债，而不是投资基础设施债权投资



计划。因而，保险机构发起基础设施领域的资产证券化，可以较大地扩展投资领域，在传统的交通、能源、通讯、环保、市政等领域，可以通过受让收费或收益权等方式，获得优质存量资产，并通过降低对原始权益人本身的资质要求，扩大可投资范围。

值得一提的是，保险机构开展此类资产证券化业务，需要关注相应基础资产转让的法律风险和资产评估工作，收费权应归属清晰，无不得转让等限制性规定，且未设定抵质押权或其他担保物权等。此外，保险机构可以通过受让应收账款的方式，将交易对手扩展到为信用水平较高的机构提供产品配套和服务的企业；并通过考察债务人的履约能力，对债权人适当下沉主体资质标准。开展此类业务需重点落实现金流归集监管等工作。

## 2、商业物业资产证券化

2015 年以来，随着基础设施债权投资计划受地方融资平台政策影响而规模大量减少，保险机构加大了对不动产债权计划的投资。而我国商业物业领域整体供大于求，风险积聚，受保险资金投资安全性的要求，保险资金投资不动产的交易对手信用资质下沉幅度有限。而区位优越的运营成熟的出租型商业物业却能够产生持续、稳定的现金流。以资产证券化原理为代表的创新模式，能在进一步下沉商业物业融资主体资质的同时，通过加强资金归集和监管有效的缓解收益率和安全性之间的矛盾。保险机构应关注商业物业本身的地段、价值和未来现金流，而非仅仅关注内外部担保、增信或处置

能力。

商业物业资产证券化的方式包括商业物业收费或收益权证券化，也可兼顾房地产信托投资基金（REITS）。我国此前在商业物业资产证券化的推动上并不顺利，主要是投资周期长以及租金收益率较低，且“商业物业收费权”作为资产证券化的基础资产存在法律瑕疵。近年来，市场上取得了一定的突破，如海印股份信托受益权专项资产管理计划、中信华夏苏宁云创资产支持专项计划等分别在租赁物业的收益权和 REITS 领域进行了创新，为保险资金投资或保险机构作为受托人提供了一定的借鉴意义。

保险机构开展此类资产证券化业务，应以实质风险重于形式的原则，一方面要落实资金流归集监管工作，另一方面，由于基础资产依赖于不动产本身，受托人需要充分考虑因不动产本身被处置而对未来现金流产生的影响，物业应可提供抵押或财产转让隔离等。

### 3、保险机构间接投资领域的资产证券化

资产证券化有利于保险机构获得部分金融机构专有的投资机会。同其他金融机构相比，银行机构由于网点布局强，具备私有信息，能够更好的解决融资中的信息不对称问题，因而在很多领域的投资都具有较大优势，如房地产贷款、信用卡贷款、汽车贷款、消费贷款和不良贷款等。当银行把这些贷款作为基础资产进行证券化处理后，保险机构获得了对这类资产的投资机会。

在海外，资产证券化产品以 MBS、CLO 以及信用卡和汽车贷款 ABS



为主。其中 MBS 在资金安全性和期限要求上均比较符合保险资金特点。目前，我国的信贷资产证券化业务受托人局限于信托公司，保险资产管理公司还不能担任受托机构，因此难以满足保险公司投资证券化产品的定制化需求，在一定程度上限制了保险机构认购的积极性。

此外，保险公司目前开展了以小贷、租赁公司为代表的企业资产证券化实践，小贷和租赁资产由于同质化和分散度较好，比较适合作为基础资产，市场认可度也较高，然而其发展空间受制于此类资产的规模和原始权益人资质。

### 三、问题和挑战

#### 1、资金成本较高

市场对保险资金有较高的期待，希望保险资金成为资产证券化产品的主要购买方之一。但受制于本身的规模和负债成本，国内保险资金的购买能力有限。保险机构负债成本较高的一个重要的原因是高度依赖银保渠道，另外近年来保险产品理财化的趋势也使得负债成本增加。在目前的条件下，信贷资产证券化产品的收益率难以覆盖保险资金的负债成本，险资开展企业资产证券化也缺乏价格优势。从长期来看，保险机构应不断优化负债结构，拓展直接销售和互联网销售渠道，开发新产品，降低资金成本，提高在资本市场上的竞争力。

#### 2、市场竞争激烈，保险机构缺乏定价权

在今后一段时间，利率环境进入下行通道，融资主体可供选择的融资工具更加多样，资产证券化领域竞争更加激烈，“大资管”的竞争形势下，银行、券商、信托、基金子公司等机构均可开展资产证券化业务，银行间市场发行的项目收益债等品种也和资产证券化产品形成一定的竞争关系。保险机构起步较晚，人才配备不完善等原因导致在市场定价权方面处于弱势。除了加强人才建设外，保险机构开展证券化业务需要有明确的市场定位，立足于服务保险资金，进行差异化竞争。

### 3、制度有待完善

从当前宏观环境来看，资产证券化领域的法制还有待完善，迫切需要顶层设计与市场自主创新，主要包括破产隔离机制的确立、跨监管跨市场合作和流动性增强等。从保险资金运用角度来说，需要监管机构明确保险机构作为信贷资产和企业资产受托人的管理办法，并对于险资投资资产证券化产品在偿付能力和大类投资比例限制上给予一定的优惠政策。

---

报 送：清华大学国家金融研究院学术委员会

联系人： 李易辰

电 话： 13621025528

---