

# 保险行业偿付能力在地产下行冲击下料将保持稳定

自 2009 年保险资金投资不动产放开以来，相关政策持续完善。保险资金投资端的限制逐步放开，险资投资不动产形式逐步丰富。但随着保险公司负债端管理及房地产行业监管政策逐步趋严，房地产行业去金融化步伐加快。

在本轮房地产行业深度调整前，处于城镇化大背景下的房地产市场长期投资收益较为可观，是险资的长期投资重点标的。险资参与房地产行业主要通过物权、股权和债权三种形式，相关敞口变化与房地产周期以及上市地产公司市值相关性明显。国有险企以及外资险企涉房敞口较低，部分民营险企有较高风险敞口。

2008 年美国地产行业泡沫破裂引发的次贷危机也曾对对保险行业尤其是寿险行业造成重创，导致行业盈利能力严重下滑。房价暴跌引起的连锁反应致使美国国际集团 (AIG) 巨亏，在美联储救助下实现国有化。

中国房地产市场经历了深度调整与探底，目前仍未完全走出困境，惠誉博华预计更多放松政策将接续推出并发力，伴随经济持续复苏，社会预期逐步改善，房地产行业将徐缓探底回升。

中国保险行业盈利能力稳定、资本缓冲能力充足。根据压力测试结果，在房地产市场继续下行压力下，保险行业利润受到侵蚀，但行业偿付能力将保持稳定。然而个别“地产系”中小型险企将面临利润骤降、资本耗竭及资不抵债的困境，我们认为这些险企可以从股东或政府得到的支持有限。

惠誉博华

## “放开前端、管住后端” 保险资金投资不动产政策持续完善

自 2009 年《保险法》修订版首次允许保险资金投资不动产以来，伴随着中国房地产市场及保险行业的快速发展，保险资金投资不动产的监管框架经历多次调整和完善。2010 年，原中国保监会出台《保险资金投资不动产暂行办法》，进一步明确保险资金可以投资基础设施类不动产、非基础设施类不动产及不动产相关金融产品，保险资金可以采用债权、股权或者物权方式投资不动产，标的仅限于商业不动产、办公不动产、与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等不动产及自用性不动产，不得直接从事房地产开发建设。同时，对投资资金比例进行了限制，要求投资不动产的账面余额不高于本公司上季度末总资产的 10%；投资不动产相关金融产品的账面余额，不高于本公司上季度末总资产的 3%；投资不动产及不动产相关金融产品的账面余额合计不高于本公司上季度末总资产的 10%。

在经历了 2 年的不动产投资实践后，2012 年，原保监会发布《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》，对保险投资不动产的要求适当放宽，包括保险公司盈利能力、偿付能力、风险控制及专业人员的要求进行调整。同年，《中国保监会关于保险资金投资有关金融产品的通知》对保险公司投资不动产相关固定收益率产品的信用评级进一步放宽，要求基础设施投资计划和不动产投资计划合计投资比例不高于该保险公司上季度末总资产的 20%。

2014 年，原保监会发布的《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》将不动产类投资资产定义为保险投资资产五大类资产之一，要求投资不动产类资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 30%，其中，未在银行间市场、证券交易所市场等国务院同意设立的交易市场交易的资产，合计不高于本公司上季末总资产的 25%。

伴随 2015 年多次降准降息、多个城市取消限购限贷，地产行业景气度提升，而保险资金监管持续放宽及人身险费率市场化进程推进，催生助长了包括前海人寿、恒大人寿、富德生命人寿等大量“地产系”保险公司。这些公司通过房地产项目等高收益投资标的以“资产驱动负债”快速做大规模。2015 年 7 月，为提振资本市场，原保监会发布《关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》，进一步放宽了保险资金投资蓝筹股票监管比例，对符合条件的保险公司，将投资单一蓝筹股票的比例上限由占上季度末总资产的 5%调整为 10%；投资权益类资产达到 30% 比例上限的，可进一步增持蓝筹股票，增持后权益类资产余额不高于上季度末总资产的 40%。“地产系”保险公司开始大规模涉足上市地产公司投资。

2016 年以来，针对无序扩张和扰乱资本市场的行为，中国监管层发布《关于规范中短存续期人身保险产品的有关通知》，对存续期较短的万能险产品进一步规范，激进的“地产系”保险公司失去了资金来源，而地产类资产配置期限长、变现难度较差，流动性出现问题的险企接连寻求转型或被监管机构接管。2016 年 5 月，

### 相关报告

2023 年人身险行业分析与展望：守得云开见月明，静待花开终有时

惠誉博华 2023 年房地产开发行业信用展望：律回岁晚冰霜少 日暖泥融雪半消

经济修复势头减缓 市场信心有待提升

### 分析师

王梦媛

+86 10 5663 3825

[mengyuan.wang@fitchbohua.com](mailto:mengyuan.wang@fitchbohua.com)

方芮

+86 10 5663 3827

[carol.fang@fitchbohua.com](mailto:carol.fang@fitchbohua.com)

王兴萍

+86 10 5663 3871

[xingping.wang@fitchbohua.com](mailto:xingping.wang@fitchbohua.com)

### 媒体联系人

李林

+86 10 5957 0964

[jack.li@thefitchgroup.com](mailto:jack.li@thefitchgroup.com)

原保监会发文要求加强大额未上市股权和大额不动产投资的信息披露。对于基建、不动产投资等长期非标项目，在合规的基础上，监管层面保持了较为宽松的态度，持续出台政策提升便利度、简化行政许可手续、提高效率并放宽不动产投资准入限制。

2020年8月，中国监管层出台“三条红线”房地产监管措施后，原银保监会亦要求保险资金开展的财务性股权投资所投资的标的企业不得直接从事房地产开发建设，包括开发或者销售商业住宅，意味着“直接从事”或“通过财务性股权投资”参与房地产开发建设均被禁止，房地产去金融化步伐持续加快。2021年以来，伴随融资困难及销售端萎靡，国内房地产行业风险骤升，房企接连出现大幅亏损及现金流枯竭，资本市场表现走弱，债券违约频发，险资开始收缩对房地产行业的投资布局。2022年11月，支持地产融资的“三支箭”出台，保险公司出于养老产业战略布局需要，对于地产业的投资有所回升。

## 保险资金与房地产行业契合度高，合作形式多元，部分民营险企风险敞口较高

寿险公司长期、稳定且低成本特性天然地迎合了地产商对高周转、高流动性、大规模现金流的需求；同时不动产具有长期成长性同样契合险资投资方向，自保险资金投资不动产政策放宽以来，地产商与寿险公司的合作密切。险资参与房地产行业主要通过物权、股权和债权三种形式，物权即保险公司直接购买不动产；股权投资包括险资购买不动产项目公司和房地产项目公司股权；债权投资主要包括险资对房地产公司债券的购买以及通过底层为不动产项目的非标投资。

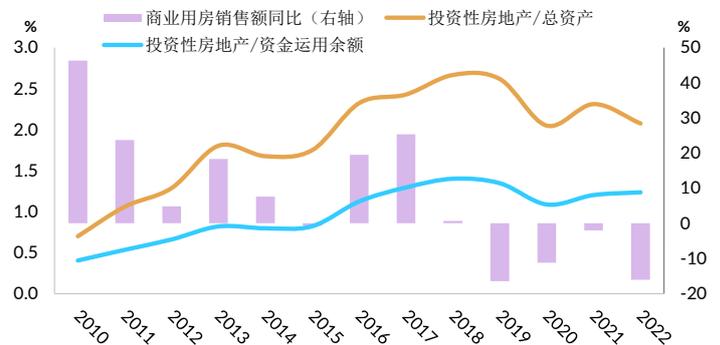
根据各家险企及保险资产管理行业协会披露的数据、保险行业协会披露的大额不动产投资信息，我们估算截至2022年末保险资金的房地产相关敞口约1.1万亿元，占保险公司（人身险、财产险、再保险及保险资管公司）总资产4.0%；其中投资性房地产占比47.4%，权益资产占比5.5%，债权资产占比47.1%。

### 物权类投资与商业地产周期关联度高，民营险企此类敞口相对高于国有险企和外资险企

物权类投资在险资房地产敞口中占比高，在部分保险公司占比超过60%。物权类投资标的包括办公楼和商场等商业地产，持有目的为稳定的租金回报或资产升值。相较住宅类物业，商业地产价格更稳定、租金回报更高。但是在经济下行周期中，楼市行情整体趋弱，商业地产空置率上升，地产价格以及租金回收率承压。

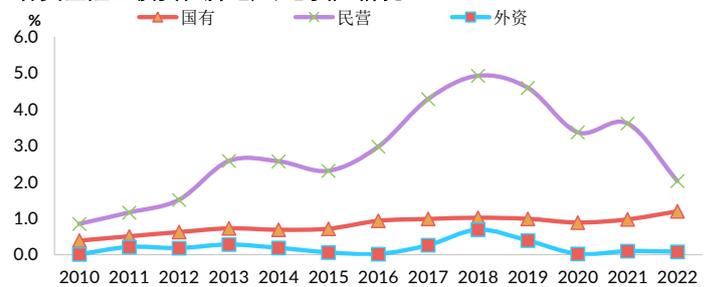
自监管层允许保险资金投资不动产以来，险资的物权类投资在总资产中的占比呈上升趋势，与商业用房的销售额成明显正相关。但2019年后，商业用房销售额进入下降通道，险资的投资性房地产占比亦开始波动下行。

### 投资性房地产占比与商业用房销售额变化情况



数据来源: Wind, 惠誉博华

### 各类型险企投资性房地产/总资产情况



数据来源: Wind, 惠誉博华

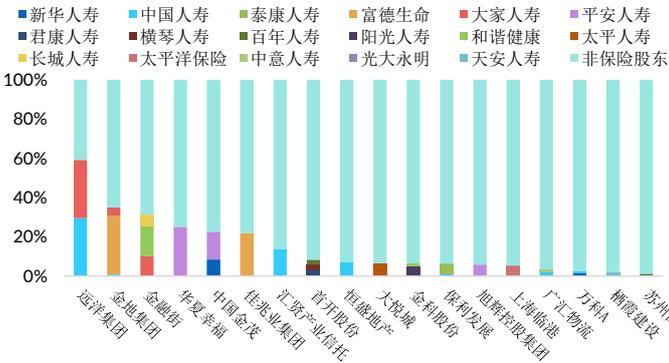
从各属性保险公司对物业类资产投资情况来看，国有保险公司风格相对审慎，“投资性房地产/总资产”与商业地产周期表现相关性小，物业类资产以一线城市核心商办项目为主，持有目的主要是收取稳定租金。外资保险公司对房地产类投资资产持谨慎态度，物业类投资占比在各类保险公司中最低，但其敞口变化仍与商业地产周期有一定关联性。

民营险企中有相当比例的“地产系”股东，虽然目前因险企输血地产难度加大、地产商经营困难已出售变卖部分股权，截至2022年末，保险公司股本中约有3.1%的资金来自房地产公司。房地产公司有意愿通过控股或参股保险公司而获得稳定的资金来源，和谐健康、恒大人寿、合众人寿、弘康人寿等险企的房地产股东持股比例较高。“地产系”保险公司在物业类投资领域参与度较高，且投机性较强，与商业地产周期表现高度相关。近年商业地产景气度持续下降，民营保险公司亦大力出售处置物业投资，但由于物业类资产变现周期长，部分险企这类占比仍超过10%，且出现大幅减值。

### 权益类投资曾随股市上涨走强，在监管政策持续规范下敞口持续缩小

在本轮房地产行业深度调整前，处于城镇化大背景下的房地产市场长期投资收益较为可观，是险资的长期投资重点标的。保险公司与地产商的联系紧密，已形成股权相互持有、收益共同分享的深度合作模式。中国铁建、中国金茂、招商蛇口、远洋地产、阳光城等上市房地产公司的大股东中都具有相当比例的保险资金。不仅是个别激进保险公司对上市地产公司加大布局，传统大型险企亦跻身于地产商股东名单之列。

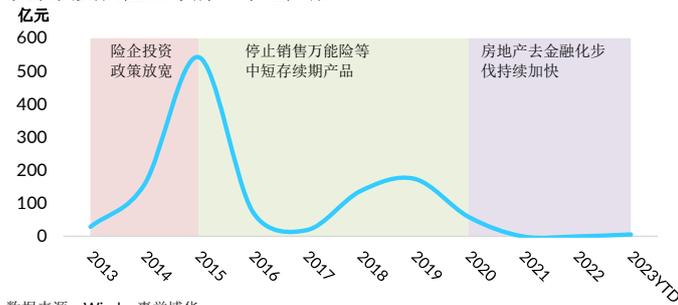
部分上市房地产公司股东结构-2022年末



数据来源: Wind, 惠誉博华

近年来,中国监管层对险资投资房地产开发建设类股权以及举牌上市地产公司等监管有所收紧,权益类投资在险资房地产敞口中占比有所下降。险资举牌上市地产股直观反映了险资对于地产行业投资情绪及参与热度。

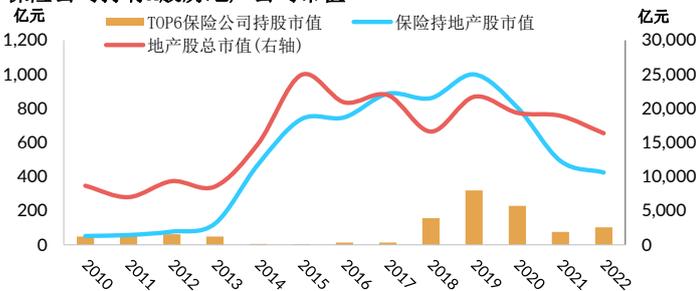
政策演变及险企举牌上市地产股



数据来源: Wind, 惠誉博华

2014 年之前,险资对地产股的参与度较低,持有上市房地产公司的股东以资金实力雄厚的大型险企为主。随着保险资金放开权益类投资以及股市热度上升,保险公司有较强意愿持有上市地产股份,2014-2015 年,保险资金进一步加大了对上市地产公司的布局,2015 年险资频繁举牌上市公司,参与主体主要是“地产系”保险公司的万能险资金,当年险资举牌超过 30 次,涉及资金逾 1,100 亿元,其中举牌上市地产公司 542 亿元,而随着 A 股估值上升,大型险企兑现收益退出市场,前六大保险公司<sup>1</sup>持有 A 股地产股份下行。

保险公司持有A股房地产公司市值



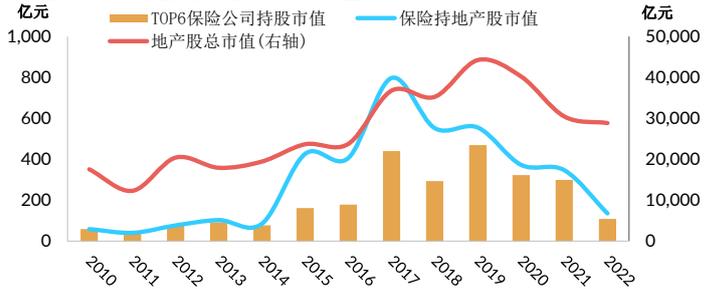
数据来源: Wind, 惠誉博华

2016 年中国监管层强化中短存续期产品监管力度,限制了举牌上市公司资金来源,“地产系”险资举牌热度骤减。同时,大型险

<sup>1</sup> 前六大保险公司即中国人寿、中国平安、中国人保、中国太保、新华保险及中国太平。

企退出波动较大的 A 股,开始加大估值合理、股息率较高的港股布局。在 2017 年金融周期开始触顶回落之前,房地产股的表现强于大盘,自 2018 年开始,房地产行业融资端管控升级,其指数大幅落后于沪深 300,险资持地产股市值亦开始缩水。2020 年以来,房地产去金融化步伐加快,地产行业逐渐进入下行周期,险资对地产股举牌亦降至冰点,对于上市地产股的持股比例和市值均快速下行,意味着险资与地产行业开始分道扬镳。

保险公司持有港股房地产公司市值



数据来源: Wind, 惠誉博华

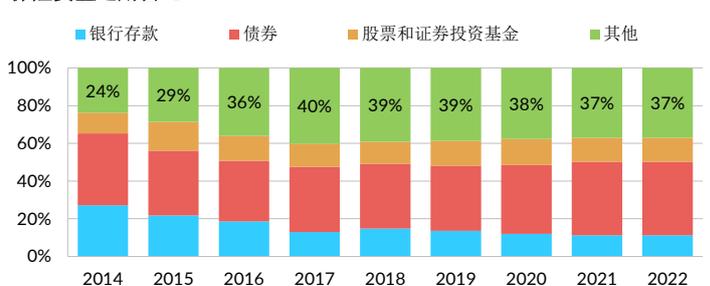
除持有上市地产公司股票外,险资的权益类投资方式还包括投资不动产相关股权投资基金或房地产项目股权。险资的股权投资在资金运用余额中占比较低,且主要投向是与保险主业相关的其他险企、非保险金融企业、金融科技、医疗健康、汽车服务和养老相关主体,中国监管层已禁止保险资金开展的财务性股权投资所投资的标的企业直接从事房地产开发建设,因此地产类股权投资敞口已大幅减少。

债权类投资在资管新规约束及房地产企业违约率上升压力下走弱

在“地产系”保险公司中,债权类地产敞口占比普遍较高。险资以债权形式投资不动产的方式包括购买地产公司债券以及向不动产项目公司提供债权类非标融资,非标融资的主要方式包括项目类融资和流动性融资,项目类融资主要通过保险资产管理公司发行的不动产债权投资计划,而流动性融资则需要通过认购信托公司的集合资金信托计划向融资主体提供流动性融资。因保险公司购买标准化债券的评级要求较高,险资直接购买地产债券占比相对较低。

2013-2017 年,非标债权资产(在下图保险资金运用分类中纳入“其他”)以长周期和高收益率的优势保持快速增长,不动产投资和基建类投资是其中主要底层资产。2018 年资管新规出台后,非标资产监管升级,保险资金的非标投资占比开始下降。

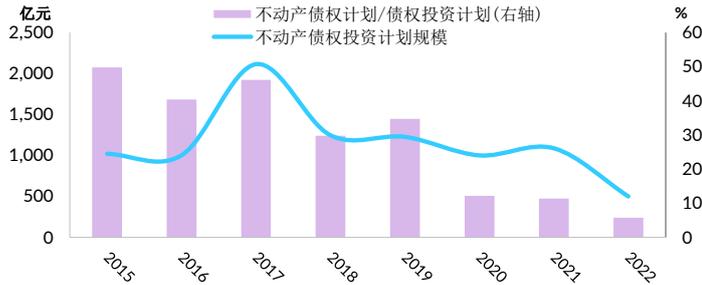
保险资金运用占比



数据来源: 国家金融监管总局, 惠誉博华

从保险资产管理公司登记/注册<sup>2</sup>的债权投资计划规模来看，不动产债权投资计划占比在 2015-2017 年维持在 40% 以上的水平。2017 年不动产债权投资计划突破 2,000 亿元，新增投向主要涉及棚户区改造及保障房相关项目。2020 年后，房地产业去金融化步伐加快，叠加行业步入下行周期，不动产债权投资计划规模显著收缩，随着基础设施类债权投资计划登记规模上升，不动产债权投资计划占比亦显著下行。

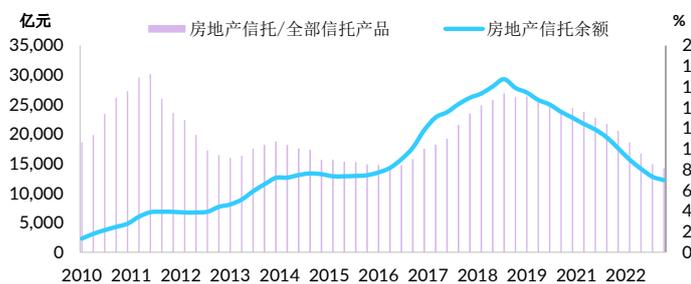
### 不动产债权投资计划登记规模及占比



数据来源：中国保险资产管理业协会，惠誉博华

信托计划方面，截至 2022 年末，投向房地产的资金信托余额为 1.22 万亿元，同比下降 30.52%，其中险资参与比例亦有所下行。2023 年 6 月末，房地产信托规模进一步压降至 1.13 万亿元。同时，房地产融资中的信托占比亦快速下行。

### 房地产信托余额和占比收缩



数据来源：中国信托业协会，惠誉博华

## 美国房地产危机对保险行业影响回顾

地产泡沫破裂对美国保险行业尤其是寿险行业造成重创，盈利能力严重下滑

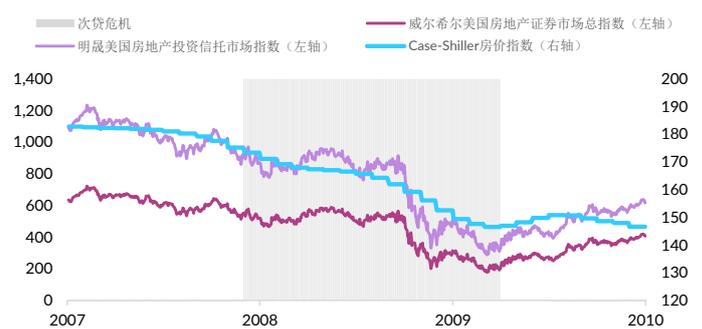
2001 以来，美国持续下调联邦基金利率，刺激了房地产投资行为，地产泡沫持续膨胀。美联储在 2004 年 6 月开始逆转利率政策，2004-2006 年先后 17 次加息，导致美国房地产市场发生转向，房地产泡沫于 2006 年中期开始破裂。房地产泡沫的破裂进一步导致 2007 年次贷危机初露端倪，次级贷款违约迅速传导至次级债券（次级抵押贷款证券化产品），2008 年，次贷危机全面爆发，抵押贷款相关投资遭受重大损失，进而引发金融机构流动性不足，投资者对信用风险大规模重新定价，最终触发金融危机。

保险公司的房地产敞口相较投资银行、商业银行等相对较小，但 2008 年房地产泡沫也对寿险公司的盈利能力和偿付能力造成了严重打击，风险主要通过保险公司的投资端蔓延。保险公司是美国资本市场的主要参与者，投资组合包括次级抵押贷款、地产等风

险公司的债券和股票，房地产泡沫破裂导致美国资本市场估值严重恶化、信用风险集中暴露。

用以衡量美国住房价格变化的 Case-Shiller 指数和美国房地产证券市场指数以及美国 REITs 市场指数的 2007-2009 年变化情况如下图所示。2007 年 12 月至 2009 年 3 月期间，美国房地产证券市场指数和美国房地产投资信托市场指数分别出现 69.3% 和 70.3% 的跌幅，对寿险公司投资端的房地产敞口造成重创。

### 美国房价指数和房地产证券市场指数

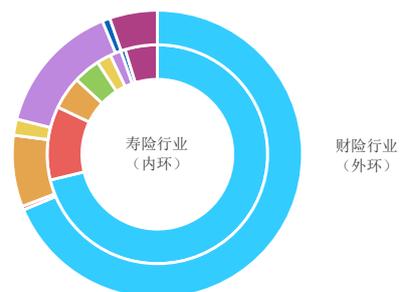


数据来源：Wind，美联储，惠誉博华

从资产配置情况来看，次贷危机期间，美国非寿险公司的房地产敞口较高，寿险普通账户的抵押贷款占比较高，这些资产都直接受到房地产行业影响。除上述房地产敞口外，美国保险公司的股票和债券类敞口合计占比达 70% 以上，股票估值下降和债券违约率上升均对投资组合造成重要拖累。此外，在危机期间，联邦目标利率持续下行导致保险公司准备金折现率下行，保险公司准备金上升意味着负债端成本大幅提升。

### 2008年寿险行业和财险行业资产配置情况

债券 按揭贷款 现金及短期投资 合同贷款 优先股 普通股 房地产 其他投资

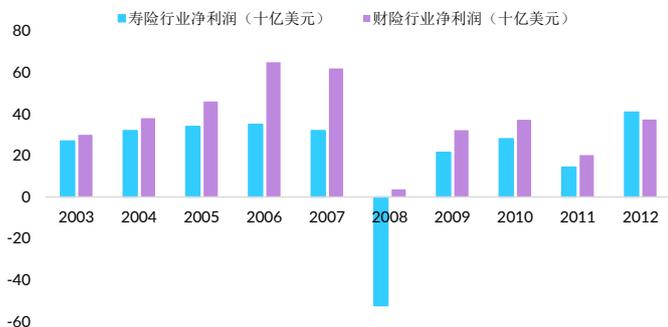


数据来源：美国财政部联邦保险办公室，惠誉博华

从 2003-2012 年十年间的寿险行业和财险行业净利润来看，2008 年寿险和财险行业的净利润规模相较前值分别有约 800 亿和 600 亿美元的跌幅，且对行业净利润的冲击持续至 2012 年才恢复至次贷危机前的水平。亏损主要来自直接计入资本损失的投资资产出售，美国寿险和财险行业已实现资本损益在 2008 年骤降至 509 亿美元和 201 亿美元，未实现资本损益持续释放至 2011 年。得益于保险公司负债端久期较长，其相当比例的持有至到期资产有助于抵御短期市场波动。

<sup>2</sup> 2020 年 9 月，保险资金债权投资计划由“注册制”变更为“登记制”。

寿险行业和财险行业2003-2012年净利润



数据来源：美国财政部联邦保险办公室，惠誉博华

美国寿险行业的净利润在次贷危机前保持上涨势头，直至 2008 年实现净亏损 523 亿美元，主要是由于遭受了高达 509 亿美元的巨额投资亏损（以核销减值准备为主）。尽管寿险行业几乎都承受了不同程度的损失，但损失集中于有更高抵押贷款相关投资敞口的寿险公司。随着 2009 年证券市场逐渐复苏，寿险行业投资亏损逐年降低，加之营业利润逐步恢复，寿险行业净利润逐年恢复，2009 年和 2010 年分别实现净利润 215 亿美元和 280 亿美元。但随着 2011 年利率不断下调导致寿险公司准备金增加，当年净利润下跌至 144 亿美元。随着 2012 年利率水平带动寿险行业所需准备金趋稳，结合寿险行业的投资表现亦趋于稳定，寿险行业净利润恢复至次贷危机前的水平，约 409 亿美元。

### 房价暴跌引起的连锁反应致使 AIG 巨亏，在美联储救助下实现国有化

直至次贷危机之前，美国国际集团（AIG）是综合营收全球前五的保险集团，在全球 130 多个国家拥有近 8,000 万客户。2004 至 2006 年的净利润分别达到 98 亿、104 亿和 140 亿美元。2007 年，AIG 寿险保费收入排名全美第一（530 亿美元，市场份额 8.9%），财产险保费收入排名全美第二（377 亿美元，市场份额 7.5%）。作为风险转移的金融工具，保险公司作为投资银行和商业银行的交易对手方发行了大量的信用违约掉期交易（CDS），其中包括次级抵押债务的 CDS 产品。美国次贷危机爆发后，AIG 也因其个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）的投资敞口和金融产品部门大量发行 CDS 而遭受巨额损失，发生严重的流动性问题。2008 年 2 月 29 日 AIG 公布其 2007 年四季度业绩，净亏损达 52.9 亿美元。2008 年 9 月，AIG 信用评级的下调使其流动性敞口进一步暴露，融资成本大幅增加，最终使其陷入流动性危机而濒临倒闭。

AIG 承接了大量的 CDS 使其在金融市场中的复杂性较高，成为系统重要性银行的重要交易对手，从而使其具有较高的系统重要性。AIG 一旦倒闭，将带来破坏性影响：美联储认为，在普遍存在的恐慌情况下，AIG 的破产会增加已经相当严重的金融市场脆弱性，而如果 AIG 没有得到政府的援助必将走向破产。基于此，美联储对 AIG 提供了支持，而后美国财政部的问题资产救助计划（TARP, Troubled Asset Relief Program）对 AIG 进行了进一步的援助。

美联储对 AIG 的救助分为以下几个阶段：

第一阶段——直接发放紧急贷款：由于市场对于 AIG 可能破产的担忧导致其股价下跌 61%，且拖累道琼斯指数下跌超过 500 点。2008 年 9 月 16 日，AIG 股价再跌 31%，连续三个交易日跌幅达 79%。在拒绝救助投资银行雷曼兄弟两天之后，美联储于 16 日晚宣布向 AIG 提供 850 亿美元的循环紧急信贷额度，期限为 2 年，

利率为 LIBOR+ 8.5%。作为贷款条件，美国政府获得 AIG 79.9% 的股权。这是美联储自上世纪 30 年代大萧条以来第一次向非银行金融机构提供紧急贷款。2008 年 10 月 8 日，美联储宣布为 AIG 提供 378 亿美元的货币资金互换（即证券借贷便利，美联储以现金购入 AIG 投资级的固定收益证券），到期日与此前的 850 亿美元信贷额度的到期日相同，均为 2010 年 9 月 16 日，利率为隔夜回购利率+1%。

第二阶段——通过 TARP 发放间接贷款：尽管从美联储获得了巨额流动性注入，但因 RMBS 证券投资亏损和 CDS 合约风险敞口仍在不断加大，AIG 仍面临着严重的流动性压力。为此，2008 年 11 月，美联储授权纽约联储成立 Maiden Lane II 和 Maiden Lane III 两家有限责任公司，通过向这两个公司发放贷款，以分别购入 AIG 的 RMBS 证券以及 AIG 交易对手方持有的 CDO 合约，以剥离对 AIG 流动性影响严重的不良资产和风险业务。Maiden Lane II 和 Maiden Lane III 分别获得来自美联储的 225 亿和 300 亿美元贷款额度，期限均为 6 年，利率均为 LIBOR+ 3%。

第三阶段——向 AIG 购买优先股：2009 年 3 月 2 日，AIG 宣布其 2008 年第四季度亏损 617 亿美元。信用评级机构表示会考虑进一步下调 AIG 信用评级，而这很可能会进一步恶化 AIG 的流动性状况。在美联储授权下，纽约联储向 AIG 子公司——友邦人寿（AIA）和美国人寿（ALICO）购买优先股，并于 6 月 25 日支付 250 亿美元，固定股息率为 5%，旨在提高 AIG 的资本状况和流动性水平，降低其财务杠杆，减轻其信用评级压力。

在美联储的援助下，AIG 最终度过危机，核心资产和业务得到了保全，并在随后几年重新实现盈利。美联储对 AIG 的援助资金本息均得到了偿还，并获得利润 227 亿美元。美联储对 AIG 的援助过程如下表所示。

美联储对 AIG 的援助过程

	发放时间	信贷额度	偿还时间	美联储的资本利得（损失）
直接发放紧急贷款	2008 年 9 月-10 月	1228 亿美元	2011 年 1 月	257 亿美元
通过 TARP 发放间接贷款	2008 年 11 月	525 亿美元	2012 年 6 月	95 亿美元
向 AIG 购买优先股	2009 年 3 月	698 亿美元	2012 年 12 月	-125 亿美元

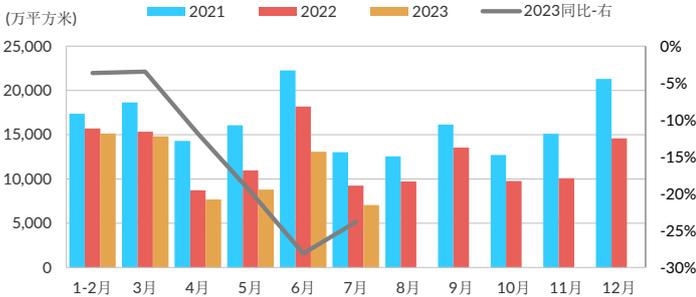
来源：美国国会研究服务中心，惠誉博华

## 中国房地产行业经历深度调整，犹待止跌企稳

2021 年 7 月以来，中国房地产市场经历了深度调整与探底，目前仍未完全走出困境，亟待止跌企稳。销售端持续承压、民营房企融资压力仍存、居民信心恢复不足仍然为制约房地产行业回暖的主要因素。

市场调整期，不同能级城市间市场分化加剧。核心一二线城市经济发展更具韧性与活力，仍存一定的需求支撑，销售增速明显高于经济水平欠发达的三四线城市，成交地域结构分化引致行业销售金额增速持续高于销售面积。2023 年 1-7 月，行业累计销售面积 6.66 亿平方米，同比下降 6.5%；销售金额 7.05 万亿元，同比小幅下降 1.5%。

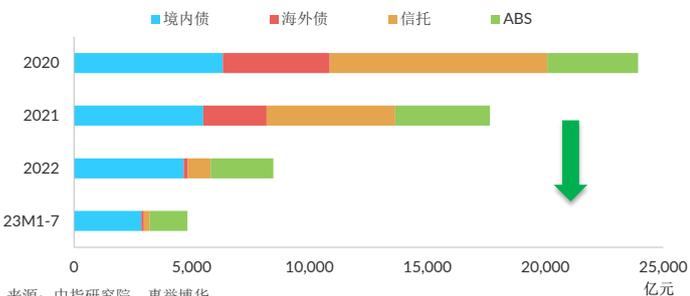
### 房地产行业单月销售面积



来源: 国家统计局, 惠誉博华

房地产开发到位资金仍处收缩区间, 显示行业融资依旧面临较大压力。2023 年 1-7 月, 到位资金规模 7.82 万亿元, 同比降幅 11.2%。其中, 房企非银类融资规模 4,813 亿元, 同比降幅为 11.7%。非银类融资渠道中, 除资产证券化融资规模较为稳定, 境内债、海外债、房地产信托等融资渠道均呈现不同程度收缩。其中境内债融资仍以央国企为主, 少数民营房企亦有通过中债增特殊增信、“央地合作”等增信措施成功发行。但整体民营房企债券融资表现依然为净流出, 其流动性紧张局面尚未有效缓解。房地产信托等私募渠道规模收缩最为严重, 前 7 个月同比降幅高达 65.0%。

### 房地产行业非银类融资规模



来源: 中指研究院, 惠誉博华

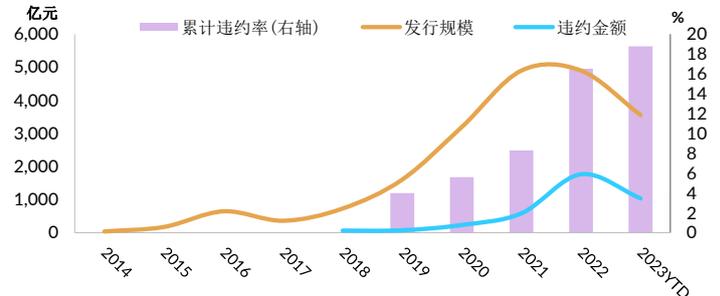
二季度中国经济修复势头减缓, 拖累居民购房信心降至低位。7 月中央政治局会议定调了中国房地产市场供需关系已发生重大变化的新形势, 随即部分重点二线城市再度放松调控政策, 惠誉博华预计更多放松政策将接续推出并发力, 伴随经济持续复苏, 社会预期逐步改善, 房地产行业将徐缓探底回升。

## 中国保险行业资本缓冲实力充足, 整体偿付能力在地产困境中料将保持稳定, 然而个别小型险企或将面临一定压力

2021 年以来, 地产行业受到融资限制以及销售走弱的双重制约, 出现大面积亏损和流动性危机, 信用风险从民营房企向国有背景房企扩散, 房地产公司债券违约金额和违约率大幅上升, 截至 2023 年 7 月 31 日, 房地产业信用债累计违约金额已达 3,771.3 亿元, 累计违约率由 2022 年末的 16.5% 升至 18.8%。目前地产复苏不及预期, 违约事件仍在间歇发生, 当前出险房企主要采取的债务展期、置换、债务重组等措施, 难以解决资不抵债的问题。险企踩雷房地产事件近年来高发, 这些险企加大减值计提, 对利润、偿付能力造成了一定影响。值得关注的时是, 个别中小

险企房地产风险敞口甚至超过其股东权益的 5 倍以上, 投资项目收回难度较大, 造成大面积亏损, 甚至吞噬股东权益。

### 房地产行业信用债发行和违约情况



数据来源: Wind, 惠誉博华

合众人寿因踩雷恒大面临较大损失: 据合众人寿披露, 其与恒大地产集团有限公司相关的投资项目余额为 122.3 亿元, 为其股东权益的 6 倍, 仅确认估值损失 16.5 亿元, 剩余投资余额回收难度较高。受投资项目减值影响, 合众人寿 2022 年全年净亏损 20.2 亿元。截至 2022 年末, 合众人寿所有者权益为 20.7 亿元, 较 2021 年末减少 48.1 亿元, 其核心偿付能力充足率为 79.6%, 同比下降 29.9 个百分点。

中融人寿踩雷多个地产资不抵债: 地产系保险公司中融人寿对地产项目投资敞口较大, 涉及恒大、宝能和海航相关资产, 2021 年及 2022 年分别亏损 54.7 亿元及 65.4 亿元, 截至 2022 年末, 股东权益已降至 -93.5 亿元。中融人寿第一大股东中天金融集团因股票价格持续低于 1 元/股, 触及了上市交易规则中“连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于 1 元”的强制退市条款已于 2023 年 6 月摘牌退市, 作为已违约的房地产公司, 中天金融集团对中融人寿的支持能力有限。

为估算地产行业风险暴露对保险公司的影响, 惠誉博华对保险公司的地产敞口进行了压力测试。本次压力测试主要考虑如下三个主要因素: 1) 物业投资市场价格下降及租金回收率下行; 2) 地产股权价格继续下挫; 3) 不动产非标投资违约率上升。

### 压力测试结果

	轻度	中度	重度
预期损失(亿元)	1,196.9	1,877.4	2,557.8
投资收益率影响	-0.5%	-0.7%	-1.0%
偿付能力影响	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产回报率影响	-0.4%	-0.7%	-0.9%
资本回报率影响	-4.4%	-7.0%	-9.5%

来源: 惠誉博华

测试结果显示, 轻度压力下, 即 2023 年地产行业景气度较 2022 年小幅改善, 地产敞口将对险资投资收益率造成 0.5% 的小幅拖累, 并对保险行业资产回报率产生 0.4% 的影响; 中度压力下, 即 2023 年地产行业下行趋势与 2022 年趋同, 地产敞口对险资投资收益率以及保险行业资产回报率均产生 0.7% 的负面影响; 在重度压力情景下, 即房地产非标违约率大幅上升且地产股市值大幅缩水, 将带来保险资金投资收益率 1.0% 的降幅。在三种压力情景下, 因保险行业整体利润仍可以覆盖地产敞口可能产生的损失, 故而尚不会侵蚀资本, 亦不会对行业偿付能力产生显著影响。

整体来看，中国保险公司虽通过各种途径参与房地产行业投资，但近年来对房地产行业敞口持续收缩，我们估算目前险资的地产敞口约为 4%，远低于商业银行 17% 的平均水平。同时，中国监管层不允许保险公司开展风险较高的信用违约掉期或信用风险缓释凭证等业务，类似的保证保险和信用保险业务亦得到强监管，我们预计中国保险行业不会出现类似 AIG 巨额亏损的极端案例。保险行业对于房地产行业波动的敏感性较弱，整体资本水平将保持稳定。

然而，“地产系”保险公司的发展思路决定了其以激进方式将资金通过各种渠道投入不动产相关资产，虽然近年持续压降，但个别中小险企的地产敞口仍然大幅高于其风险边际，一旦出险将迅速击穿其资本缓冲垫，导致其面临资不抵债困境。除资产端面临的信用风险，保险负债的长期性又加大了这些险企负债端高回报率的压力。此外，这类保险公司的房地产行业股东大都已自顾不暇，难以对保险子公司提供实质性支持。

保险行业的资产规模和系统重要性逊色于银行业，我们认为中国政府可以为保险行业提供的支持弱于银行体系。考虑到保险公司创立的意义即转移风险和缓释风险，作为居民、实体企业和金融系统风险交换的重要交易对手方，当保险公司产生风险时，我们认为中国政府具有一定意愿进行纾困和支持。

支持能力方面，中国采取保险保障基金制度，截至 2022 年 12 月 31 日，保险保障基金余额 2,032.98 亿元，其中财产保险保障基金 1,244.03 亿元，占 61.19%；人身保险保障基金 788.95 亿元，占 38.81%。根据 2022 年 11 月出台的《保险保障基金管理办法》，

财产保险保障基金余额目标上限达到行业总资产的 6%，人身险的这一比例为 1%，而截至 2022 年末，财产险和人身险保障基金余额在行业总资产中的占比分别为 4.7% 和 0.3%，仍有较大补充压力。根据我们在压力测试中的情景，保险保障基金余额目前可以覆盖轻度和中度的预期损失，但若房地产行业进一步恶化至重度情景，预期损失将超过保险保障基金余额。在已执行的救助案例方面，原安邦保险、天安财险、华夏人寿、天安人寿、易安财险等险企因流动性、公司治理方面问题被接管，目前陆续重组并更名，其中，保险保障基金已陆续出资救助新华保险（28 亿元）、中华联合保险（60 亿元）、原安邦保险（608 亿元）、华夏人寿（226 亿元）、原天安人寿（64.6 亿元）等公司。但是并非所有问题险企均能得到保险保障基金注资，天安财险接管后打包出售了保险资产，其非保险业务的净资产-351.35 亿未能处置，而易安财险股权以 36 亿元转让比亚迪，并更名为比亚迪财险，均未直接得到保险保障基金注资。此外，在救助过程中保险保障基金还联合其他大型险企以及中央汇金共同出资。我们认为，保险保障基金设立时间较短，与西方发达国家相比救助能力有限，保险保障基金不会成为中小型险企激进发展以期制度套利的工具。

支持意愿方面，我们认为规模较大、复杂性较高的保险公司，以及和其他银行、保险、证券等各金融行业交叉持股和集团化经营的险企将获得更高支持意愿。而非保险风险较高的小型险企，或难以在风险暴露时获得政府支持。

## 附录：压力测试情景及假设

物权投资方面，2022 年全国商业营业用房、办公楼开工投资、销售面积同比均下滑，20 个商办重点城市的大宗交易宗数较和交易额均同比明显下降，写字楼和商铺租金持续下跌。全国重点城市 100 条商业街商铺为样本标的构成的百大商业街（百街）商铺平均租金同比下行 1.2%，商办用地空置率由 2021 年的 9.0%提高至 10.7%。2023 年上半年，百街商铺平均租金止跌企稳，环比上升 0.02%，但一线商办用地空置率进一步提高。我们预计，从用地转让以及租金回收方面，以商办用地的投资性房地产还将有小幅下行，因此，在情景假设轻度、中度和重度情景分别未 2%、4%和 6%。

房地产权益投资方面，2022 年末，A 股和港股的地产股市值由 2021 年末的 59,117.4 亿元降至 45,165.9 亿元，降幅 23.6%，2023 年上半年，房地产公司的市值进一步下降 12.3%。考虑到监管部门不断推出的积极性房地产政策措施，以此改善房地产市场预期，并积极活跃资本市场，我们预计，2023 年下半年地产股市值降幅或将缩小。

房地产债权投资方面，截至 2023 年 7 月末，房地产公司发行的公开债累计违约率已接近 20%，我们预计，非标准化债权融资的违约可能更高，因此，在压力情景设计时提高了违约率假设。

情景下假设如下：

### 压力测试情景

	轻度	中度	重度
投资性房地产回收率下行幅度	2%	4%	6%
房地产权益投资价格下行幅度	10%	20%	30%
房地产债权投资违约率上升幅度	20%	30%	40%

来源：惠誉博华

## 免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。