

# 险资住房租赁首单“难产”

□本报记者 程竹

险资获准进入长租市场已一月有余,但目前因长租市场收益率较低、商业模式有待探索以及风险管理等问题,险资积极性不高,住房租赁首单产品至今仍未问市。多位专家表示,保险机构要根据自身的能力建设状况审慎参与长租市场,起步阶段最好以间接方式参与为主。

## 险资持观望态度

中国证券报记者了解到,对长租公寓表现出较大兴趣的寿险公司,主要是中国人寿等与不动产项目有过较多合作的寿险企业。不过,目前阶段,各险企均持观望态度。

中国人寿相关负责人表示,目前还在咨询阶段。对长租市场,我们肯定有兴趣,也会去接触一些项目。但是,具体项目的落地,还要等具体的政策细则出来再说。

也有保险机构负责人表示,在税收等优惠政策尚未到位的情况下,多数险资对于进入长租市场,短期仍会持观望态度。

业内人士指出,险企涉足长租市场仍需要游戏规则进一步细化深化,诸如保险资金投资领域的细分,包括险资资金来源、具体投向、资金投资期限等。

东方金诚首席金融分析师徐承远表示,从外部环境来看,险资进军长期市场还需要相关配套政策的完善。在投资限制方面,虽然政策为险资进军长租市场开辟了道路,但一些客观的限制仍然存在,监管机构需要对相关条目进行细化。在优惠政策方面,由于长租市场的投资收益预期不确定,如果低于目前保险公司青睐的长期资产如国债等,那长租公寓项目吸引力极其有限。因此,需要一些配套优惠政策例如税收优惠、放宽投资等来吸引资金投入。长租公寓虽然受金融市场影响较小,但受国家相关政策影响较大。长租公寓的入住率、收益率与国家的房地产政策息息相关,要保证长租公寓的吸引力,国家需要在租售同权等方面对长租公寓提供更大的支持。

国泰君安证券研究院指出,保险资金投向房地产受限较多。从投资范围看,要求项目布局在直辖市、省会城市或者计划单列市等,不允许投资住宅开发和销售,仅能从事商业、办公、养老、医疗和汽车服务等不动产及自用型不动产。且至少要已经有土地使用权和建设用地规划许可证。从保险资金运



视觉中国图片

用管理办法看,投资不动产金融产品要求AA及以上级别,对于住宅领域的投资基本上没有。

国务院发展研究中心金融研究所保险研究室副主任朱俊生称:“这就造成风险管理难度大。住房租赁市场目前尚存在信用体系不完善和失信成本低等问题,风险较大。保险资金通过直接投资或间接投资长租市场,都面临潜在的信用风险,信用违约风险增大会降低持仓信用产品的信用评级,从而增加最低资本要求,直接影响保险公司的当期损益和当期偿付能力。”

## 回报率低成“拦路虎”

徐承远透露,平安旗下平安不动产与朗诗绿色集团有限公司共同合作运营上海森兰项目,拟将其改造为中高端的长租公寓进行长期运营,并有望引入险资。

中国平安相关人士透露,他们还需解决几个方面的问题:一是参与的商业模式,二是解决回报率低的问题,三是具有了解项目经验的人才。

“当前的长租公寓企业,多以轻资产模式运营,如果险资只针对可以具有抵押的重资产

物业的话,那么介入的程度就不会太深。”朱俊生认为,保险资金在长租市场商业模式的选择,关系到其在长租市场中的角色,到底是主要扮演资金提供者的角色,还是拓展功能定位,参与租赁房供给、租赁平台建设等多个环节,这需要我们进一步的去探索。

目前长租公寓收益率较低,市场风险较大。数据显示,我国住房租金收益率(年租金均价/销售均价)不高,2017年11月北上广深四地的收益率仅为1.36%-1.59%。由于房价高企,一线城市租金和房价严重背离。截至2017年末,作为长租领域最主要市场的北上广深四城的住宅租金回报率均在2%以下,远低于市场上固定收益类产品的投资回报率。

“这样的回报率难以覆盖保险资金的负债成本。从短期来看,保险资金参与长租市场面临的盈利压力较大,靠租金作为回款来源会导致回收期较长、资本周转效率低等问题。”徐承远说。

在徐承远看来,解决租金回报率低的问题,首先,要规避在土地成本上的投入,最好选择政府定向出让的租赁用地或者集体用地,低成本的土地资源能够有效地提高长租公寓的资产收益率。其次,提升项目管理能力也是提升收益率的关键。

## 初期可用间接方式参与

作为政策支持、现金流稳定的长租市场,“风口”之下肯定会迎来险资的参与。但对险企来说,进入这片蓝海前,了解市场风险点,并建立与之对应的风控手段,不可或缺。

朱俊生指出,一是坚持市场化运作。在市场化运作的基础上,保险资金可以发挥规模大、期限长、稳定性高的优势,支持长租市场发展。

二是审慎推进保险机构参与长租市场。朱俊生说,要根据自身的能力建设状况审慎参与长租市场。渐进运用参与长租市场的方式,间接还是直接参与以及参与到什么程度,对保险机构各方面的能力要求不同。建议起步阶段可以主要以间接的方式参与,并储备相关人才。在条件基本成熟的时候,可以探索以直接方式参与长租市场。

三是防范保险资金参与长租市场的风险。参与长租市场是新兴业务,保险机构在投资过程中应以市场化的方式选择专业的中介服务机构、投资顾问或投资管理人,以利用外部资源提高风险防范与管理能力,以应对参与长租市场的各种投资、法律、信用等风险。

# 李迅雷:防风险 缓解流动性压力

□本报记者 赵中昊

中泰证券首席经济学家李迅雷日前接受中国证券报记者采访时表示,“积极财政政策更加积极”重在发挥“防风险”作用,“稳健的货币政策要松紧适度”旨在缓解流动性压力,财政政策和货币政策在执行过程中要谨防过度积极和过度宽松。

## 发挥“防风险”作用

比较历年财政政策的实际执行情况,李迅雷认为,财政政策的真正发力是从2015年开始的。2014年实际财政赤字低于预算赤字,故财政政策是名义积极,实际不积极;2015年的实际财政赤字按中泰证券的口径计算为3.4%,超过2.4%的官方口径,可谓非常积极;2016年积极的财政政策,可以用“洪荒之力”来形容。实际财政支出如此之巨大,政府与国企和居民负债端的大幅扩张必然对应资产端的大幅膨胀,资产膨胀中的一部分是企业利润的扩张,这构成2016年企业利润回升的主要原因。

2017年是财政政策表述发生变化的关键时点,提出了“财政政策要更加积极有效”。李迅雷认为,这个“有效”至少暗含着对前期积极财政政策的反思,特别是在财政政策传统发力的部分领域、门类、地区,存在“无效”的部

分。另外,这或许也暗含着,财政政策的重点不在于大幅度扩充总量,而是在现有水平上注重提高效益。进入2018年后,财政政策的表述进一步转变为“积极的财政政策取向不变,要聚力增效”,表明财政政策在“积极”的大方向下,发力的重点已经出现了明显的变化。

综合时间和空间两个维度,再来理解“积极财政政策更加积极”,李迅雷认为,财政政策的大方向不会发生转变,“更加积极”侧重体现在力度上。在收入端,通过减税降费,降低企业经营成本,刺激经济增长的内生动力。在支出端,支出结构由支持“基础设施建设”转向支持“社会事业建设”的大趋势不会发生大的变化。对于有效基建项目,重点在于避免资金断供、工程烂尾。基建投资项目存在资金面边际上的缓和。目前政策意图应判断为“防风险”,是否通过加大基建投资“稳增长”,还需要结合后续实际行动进行观察。

## 缓解流动性压力

李迅雷认为,更重要的目标是“疏通货币信贷政策传导机制”。结合7月20日“一行两会”发布的相关政策文件特别是央行发布的《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》看,在保持结构性去杠杆大方向下,力度与节奏稍有缓和,旨在缓解流动性压力,并不意味着前期政策的中

断或转向。

从大方向上来看,大的监管框架没有变。《通知》坚持了资管新规的打破刚性兑付、解决期限错配、去除资金池运作和解决多层嵌套四大原则,是资管新规的延续。变化更多是监管力度和节奏的缓和,对于结构性去杠杆的大方向并没有发生变化。

最大的利好在于更多细节落地。《通知》对于资管新规中许多语焉不详的问题进行了明确。资管新规在执行层面需要明确解释清楚的条款越早一步出台,对于银行业务的恢复越有利。

文件在老理财产品的压降速度上有所放松。《通知》明确了“由金融机构自主制定整改计划,监管部门予以监督指导。金融机构有灵活调整的空间,同时不硬性提阶段性压降要求”,这样存量老产品的规模下滑速度将有所缓和。

综合来看,监管框架并未发生变化,结构性去杠杆继续,而监管的力度和节奏有所放缓,有助于银行接近停摆的部分业务平稳过渡,缓解流动性压力。估值方法的放宽及理财产品购买门槛的下降对于银行存在一定利好,有助于缓解银行理财规模的下降压力;对于“非标”的政策在需求端略有缓和,但受制于期限匹配、供给端继续严格监管等影响,“非标”恢复速度有待观察;而由于银行在执行资

管新规时本身就存在差异,老产品可以对接新资产的变化只能说是喜忧参半。

## 谨防过度积极和过度宽松

李迅雷认为,财政政策的“更加积极”与货币政策的“松紧适度”,在执行过程中要谨防过度积极和过度宽松。历史经验表明,“一分部署,九分落实”。在政策的落实过程中,往往会发生偏差。主要表现为,在政策放宽的时候,越到下面,放宽的力度越大;在政策收紧的时候,下面的执行力就比较弱,即宁松勿紧。

李迅雷表示,本轮政策的调整,一定要防止“大水漫灌”,如基建投资上,一定要注重投资效益,防止重复投资,毕竟过去5年来,基建投资始终维持接近20%的高增长,基数已经很大了。这一领域终究会到投资穷尽时,因此应该细水长流。房地产不要再刺激,要严控房价上涨。资产泡沫越大,未来的金融风险就越大,去杠杆的目标不要轻易改变。

李迅雷表示,财政政策除了减税之外,应该把更多的支出用于民生领域。回顾改革开放40年的高增长,2007年之前是“欠账式”增长,就是借助人口红利,大幅度引进外资,大规模搞投资,但对于教育、医疗、养老及其他社会福利方面的投入过少,形成巨大欠量。也就是说,用于民生领域的财政支出,应该在财政支出的占比中要大幅增加。

□本报记者 张凌之

为进一步提高信托受益权登记信息的及时性、准确性和完整性,为信托产品及受益权信息的全面查询功能奠定基础,中国信登近期连续向全国各信托公司印发了《关于启动信托受益权信息定期报送的通知》和《关于发布受益权信息定期报送接口规范的通知》,启动并加快推进受益权信息定期报送工作。

受益权信息定期报送将采用文件的方式报送,即信托公司根据中国信登发布的定期报送接口规范改造系统,自动生成相应的报送文件,实现与信托登记公司系统的数据交互,并按照统一数据接口标准,分步报送测试和兼容多种报送方式的路径展开,拟于2018年第四季度试运营,2019年1月正式启动定期报送,同时对截至2018年12月末信托受益权登记信息进行更新。

中国信登相关负责人表示,启动信托受益权信息定期报送,主要为获取更为准确的受益权信息,为下一步查询等业务开展提供依据,真正解决信托受益权信息的数据来源及准确性等问题,有助于更好发挥中国信登信托登记信息披露平台及行业监管监测平台的作用,更好满足监管机构对信托登记要素统计监测的需要,以及全面实现受益权信息的集中备份、统计汇总功能,有助于更准确、及时地识别和防范化解行业风险。

## 机构动态

### 券商

#### 券商7月佣金收入环比增长

东方财富Choice数据统计显示,截至7月30日,A股7月份成交量6802.81亿股,成交额74727.05亿元;B股成交量7.43亿股,成交额43.31亿元;基金成交额185.49亿元。东兴证券测算,按2018年一季度的平均佣金率0.0377%计算,7月以来,券商共收入佣金56.52亿元,环比增长7.72%。

点评:尽管券商佣金收入趋稳,但传统经纪业务仍面临转型压力,已有多家券商开始推动经纪业务向财富管理业务转变。

### 银行

#### 10家银行设立资管子公司

近日,广发银行透露,董事会及股东大会已审批通过成立资管子公司。据统计,自《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》发布以来,已有10家银行公告设立资管子公司。

点评:资管子公司的成立,在银行资产管理业务和传统业务间进行有效的风险隔离,让资产管理业务在风控、投研管理等方面更专业,实现实质性的主动管理。(潘昶安)

# 助力非标转标 券商发力ABS业务

□本报实习记者 罗晗

“新增非标融资,需要通过ABS来转为标准化资产,以满足银行理财的投资范围要求。”分析人士认为,理财新规虽未明确资产支持证券投资问题,但因为新增非标投资并未放松,可以实现非标转标的ABS业务未来仍将持续增长。

大规模规模的券商正在不同的ABS细分领域上排兵布阵。相关数据显示,2018年上半年,企业ABS市场共有65家承销机构参与发行ABS产品,发行规模前二十名均为券商。

## 助力非标转标

“本次理财新规和央行细则,规定公募产品可以投资非标,投资比例限制并未收紧。天天风证券孙彬彬团队指出,“不过,这里的非标主要是指存量非标,新增非标难度依然较

大。期限错配的有效限制并未放松,过渡期内老产品规模不允许增加。因此,新增非标融资,需要通过ABS来转为标准化资产,以满足银行理财的投资范围要求。”

孙彬彬团队介绍,“目前增量资产非标转标的运作模式比较成熟,例如融资方以其持有的资产发起ABS,或者以过桥的方式形成信托受益权再进行证券化,最后由银行理财作为主要资金方进行对接。”

理财新规明确“不得直接或间接投资于本行发行的次级档信贷资产支持证券”。孙彬彬团队认为,信贷资产支持证券采用了结构化设计,主要风险集中在次级,优先级的实际风险很低。AA-以上风险权重仅20%,绝大多数信贷资产支持证券均在此范围内。银行理财投资本行信贷资产支持证券优先级,本身并不会累积过多的风险。实际上,优先级对外公开出售,难度也不大。如果本行理财不能投资本行

信贷资产支持证券优先级,理财新规为何只强调禁止投资次级?当然,具体认定还需要具体执行过程中的监管口径。

某券商资管人士指出,从去年开始至今,银行在资产证券化的投资和券商在这方面的业务都有一个明显的增长,未来,银行在这方面可能会有进一步的成长。

## 券商优势明显

ABS业务是银行、券商非标业务的重要转型机会,其中,中小规模的券商正在不同的ABS细分领域上排兵布阵。

中国资产证券化分析网(CNABS)日前发布的《2018年中国资产证券化市场半年报》显示,2018年第二季度,共新增发行170单ABS产品,环比增长36%,同比增长31%;发行总规模4393.00亿元,环比增长101%,同比增长66%。整个上半年(截至2018年6月28

日),中国资产证券化市场累计发行1892单ABS产品,累计发行规模40403.58亿元,存量规模20573.39亿元。

其中,银行间债券市场信贷ABS和ABN的总成交金额约为1118.68亿元,同比增长585.77亿元,增长率为109.92%,成交量130286.37万份,同比增长68060.36万份,增长率为109.38%。交易所市场企业ABS的总成交金额约为852.78亿元,同比增长255.98亿元,增长率为42.89%,成交量93131.35万份,同比增长32183.62万份,增长率为52.81%。

分析人士认为,券商具有独特的角色优势,既可在信贷资产证券化中作为承销商,又可在企业资产证券化作为特殊目的载体(SPV)。同时,对券商资管业务而言,跟受到限制的通道业务不同,资产证券化的含金量要高得多,体现的也是券商的主动管理能力。