

行业展望

2023年1季度

联络人

作者

创新产品评级部

张凤华 010-66428877

fhzhang@ccxi.com.cn

周文白 010-66428877

wbzhou @ccxi.com.cn

其他联络人

创新产品评级总监

焦彬彬 010-66428877

bbjiao@ccxi.com.cn



保险资产管理业创新型产品¹季度观察与展望：

业务发展或将提速，房地产和基础设施领域有望加大投资

保险资产管理业创新型产品总体保持增长，增速或将回升。随着房地产“三支箭”政策出台，以及党中央文件、中央经济工作会议对基础设施领域的强调和部署，保险资金预计仍将在房地产及基础设施领域发挥重要作用。未来仍需关注房地产企业的流动性风险，以及部分区域及城投平台的再融资压力。

摘要

1. 2022年，保险资管业创新型产品总体保持增长态势，但增速逐步放缓、结构有所调整。作为主要品种的债权投资计划，受宽信用背景下债券市场发行成本下行替代效应的影响，叠加利率持续走低、“优质资产荒”以及疫情的冲击，登记/注册数量和规模同比有所下降；而随着发行政策改革，保险资产支持计划登记数量及规模远超2021年全年水平，保险私募基金和股权投资计划亦同比保持增长。
2. 2023年，疫情影响减弱、经济持续恢复、市场信心回升等因素将有助于实体企业恢复或加大融资需求，伴随另类投资注册发行机制不断优化完善并取得快速发展，保险资管业创新型产品有望通过债权融资、股权融资、股债结合等形式继续发力于实体经济融资需求，业务增速较2022年可能有所回升。
3. “房地产金融16条”等“三支箭”政策齐发，以及党中央文件、中央经济工作会议强调基础设施领域补短板背景下，保险资管业可充分发挥长期资金优势和专业化运作能力。但仍需关注“类信贷”业务压降过程中房地产企业的流动性风险，以及债务负担较重且非标融资占比高的区域及城投平台的再融资压力。



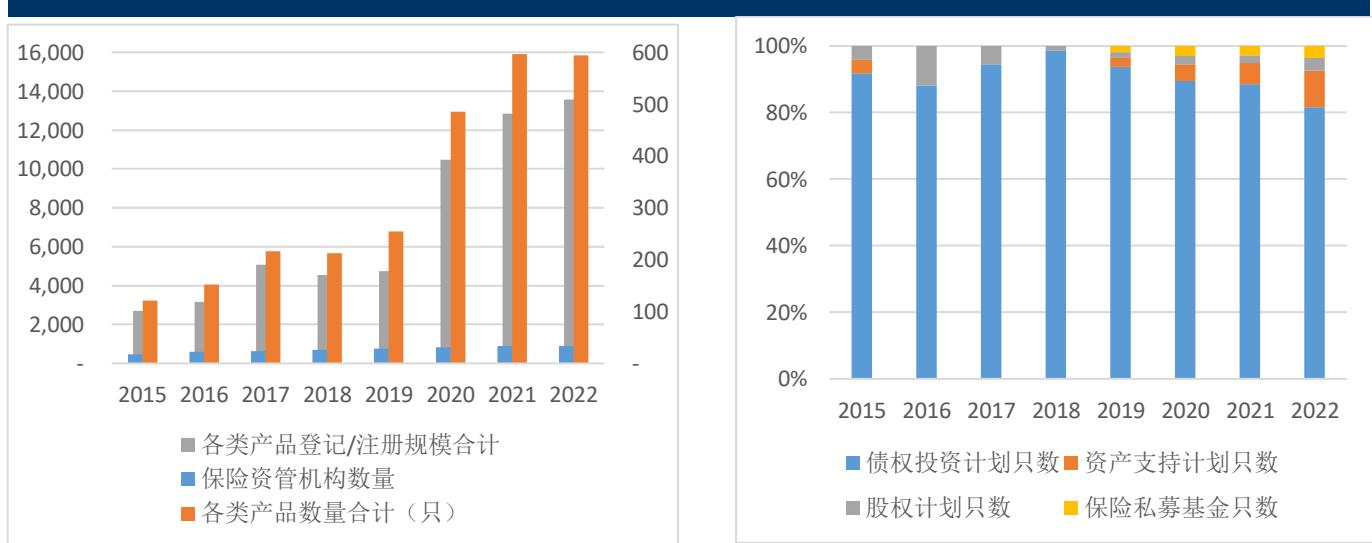
¹ 本报告所称保险资产管理业创新型产品，是指在保险资产管理业运行的除传统股票、债券、现金及其组合之外的金融类资产，主要包括债权投资计划、资产支持计划、股权投资计划及保险私募基金等。

一、产品运行分析

近年来保险资管业创新型产品总体保持增长态势，但增速有所下滑、结构有所调整，债权投资计划作为主要品种，占比持续下降，其他品种尤其资产支持计划成为主要增长点

- 近年来，保险资金作为我国资本市场的重要机构投资者和国家重大基础设施建设的重要资金提供者，在建设与服务国民经济发展中起到越来越重要的作用。包括债权投资计划、资产支持计划、股权投资计划和保险私募基金在内的各类保险资管业创新型产品，由于其既能契合保险资金体量大、期限长、稳定性高等特征，满足保险资金长期配置的需要和投资范围要求，也能为实体企业提供长期、稳定的资金支持，支持实体经济发展，因此近年来也得到较快发展。根据中国保险资产管理业协会（以下简称“协会”）以及中保保险资产登记交易系统有限公司（以下简称“中保登”）统计数据，2021年，33家保险资管公司共登记/注册各类创新型产品596只，较上年增长22.99%；登记/注册规模12,833.43亿元，较上年增长22.56%。其中，债权投资计划为主要品种，数量占比达88.59%，资产支持计划、股权投资计划和保险私募基金占比分别为6.21%、2.35%和2.85%。2022年，中国保险资管业各类创新型产品共登记/注册594只，较2021年减少2只；登记/注册规模13,552.50亿元，较上年增长5.60%。其中，债权投资计划在规模和占比上均较上年同期有明显下降；其他三个品种，尤其是资产支持计划，成为主要增长点。

图1：保险资管业创新型产品整体发展情况（单位：亿元、只、%）



数据来源：中国保险资产管理业协会，中诚信国际整理

债权投资计划在历经2021年前的快速发展后逐步收缩，2022年受宽信用背景下债券市场发行成本下行替代效应的影响，叠加利率持续走低、“优质资产荒”以及疫情的冲击，债权投资计划登记/注册数量和规模明显下降，信用等级略有下迁

- 根据协会公布数据统计，2021年，共登记/注册债权投资计划528只，较上年增长21.66%；登记/注册规模9,669.32亿元，较上年增长18.02%。2022年，受宽信用背景下债券市场发行成本下行替代效应的影响，叠加利率持续走低、“优质资产荒”以及疫情的冲击，债权投资计划发展放缓，全年共登记/注册债权投资计划485只，较上年减少43只，降幅8.14%；登记/注册规模8,711.78亿元，较上年同期下降9.90%。

图2：债权投资计划登记/注册情况（单位：只、%）



数据来源：中国保险资产管理业协会，中诚信国际整理

- 区域投向方面，2022年前债权投资计划投向的主要地域为浙江、江苏、湖北、广东、河南、山东、福建、北京、陕西、河北、四川。
- 行业投向方面，商业不动产、市政和交通近年来一直是债权投资计划的重点投向，2022年，三个行业登记/注册只数占比分别为33.40%、28.87%和25.15%；其中商业不动产占比较2021年全年下降25只至162只，占比下降2.02个百分点，市政和交通占比略有上升。
- 产品信用等级方面，目前债权投资计划债项级别主要集中在AAA，但AA⁺占比有扩大趋势。根据相关统计数据，2021年92.69%的项目债项级别为AAA，AA⁺项目占比为7.31%。2022年，AA⁺项目占比升至10%以上。

随着保险资产支持计划发行政策改革，近年来中保登资产支持计划登记数量及规模迅速增长，2022年全年登记数据远超2021年全年水平，基础资产类型主要集中在地产供应链保理债权、小贷和融资租赁资产，产品信用等级集中在AAA_{sf}

- 从发行数量和规模来看，自2019年8月登记/注册以来至2022年末，在中保登登记的保险资产支持计划合计134只，规模合计为5,435.51亿元²。其中，随着2019年进行注册制改革，2020年注册规模和数量迅速增加，分别为712.81亿元和24只，同比增长519.78%和200.00%。2021年9月，银保监会发布《中国银保监会办公厅关于资产支持计划和保险私募基金登记有关事项的通知》，注册制变更为登记制，登记数量与规模进一步增长，全年规模和项目数量分别达1,562.40亿元和37只，同比增长119.19%和54.17%。2022年，登记规模

² 由于各保险资管公司首单资产支持计划需报银保监会核准，银保监会核准批复时未披露核准规模，故本文统计口径不包含该部分数据。

和项目数量分别为3,045.29亿元和65只，同比增长78.49%和106.15%。

图3：2019-2022年中保登资产支持计划登记情况（单位：亿元，只）

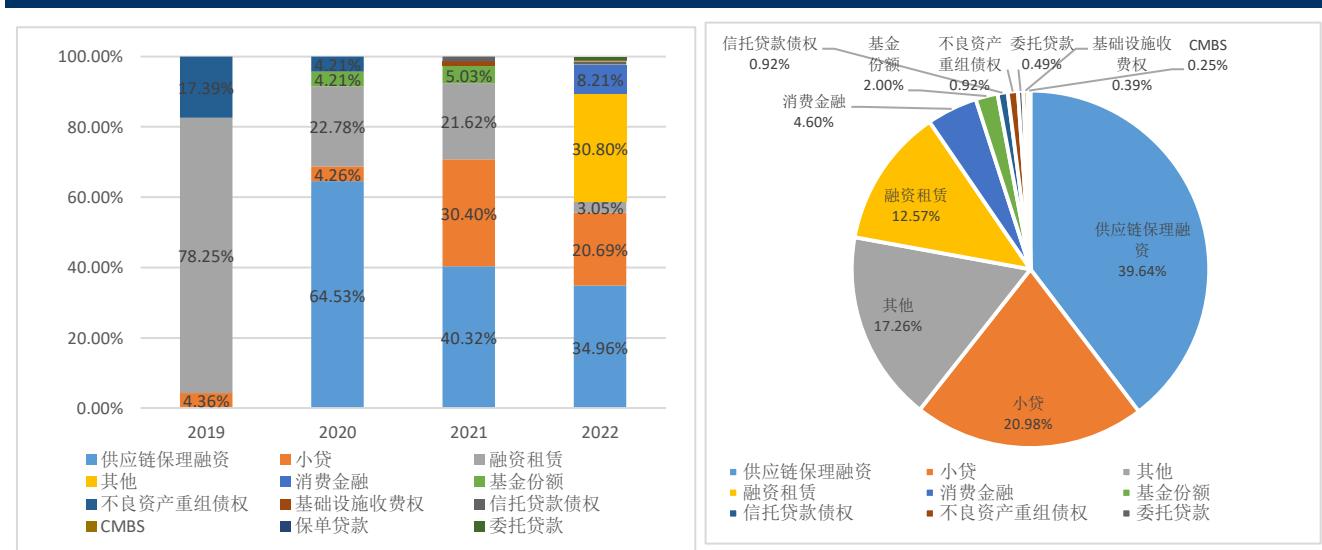


注：各年度数据未包含首单报银监核准批复项目数量和规模，下同

数据来源：中保登官网，中诚信国际整理

- 从基础资产类型来看，2019年登记/注册项目规模中占比最高的为融资租赁类资产，2020年以来，房地产供应链保理债权资产占比迅速增加，2020-2022年，该类资产占比分别为64.53%、40.32%和34.96%。此外，小贷类资产占比水平较高，2019-2022年，分别为4.36%、4.26%、30.40%和20.69%。截至2022年末，在中保登登记的资产支持计划合计134只，规模合计为5,435.51亿元，基础资产主要为供应链保理债权资产(39.64%)、小额贷款(20.98%)、融资租赁(12.57%)、基金份额、重组债权等资产。

图4：2019-2022年及截至2022年末中保登资产支持计划基础资产类型分布



注：中保登官网未披露基础资产类型，故根据项目名称进行分类整理，部分项目无法判断基础资产类型归类为“其他”

数据来源：中保登官网，中诚信国际整理

- 从产品期限来看，通常地产供应链项目产品期限主要为1年以内（包含1年），融资租赁项目期限主要为3年或5年，不良重组债权项目主要为5年。
- 从产品信用等级来看，根据相关统计数据，2021-2022年，超过90%的产品信用等级为AAA_{sf}。

股权投资计划和保险私募基金既契合保险资金长期性、稳定性和资金量大的优势，提升投资收益，同时又能较好的服务于实体企业降杠杆需求，近年来得到蓬勃发展，2022年保险私募基金规模和增速均超股权投资计划

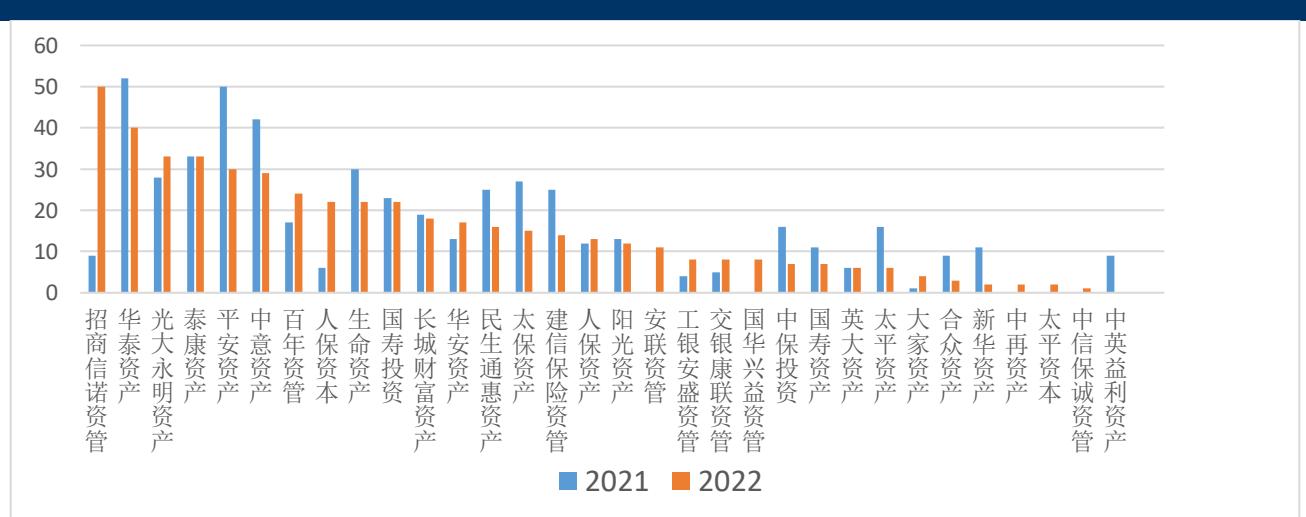
- 一直以来，我国保险行业尤其寿险行业“长钱短用”的资产负债错配问题较为严重，股权投资计划和保险私募基金既可以很好的契合保险资金长期性、稳定性和资金量大的优势，提升投资收益，缓解负债压力，同时又能较好的服务于实体企业降杠杆需求，近年来得到蓬勃发展。2021年9月，银保监会发布《中国银保监会办公厅关于资产支持计划和保险私募基金登记有关事项的通知》，注册制变更为登记制，保险私募基金登记数量与规模进一步增长。2022年全年，保险资产管理业协会共登记/注册保险私募基金21只，较上年同期增加4只，登记/注册规模1,218.28亿元，较上年同期增长13.75%；登记/注册股权投资计划23只，较上年同期增加9只，登记/注册规模577.15亿元，较上年同期增长8.76%；行业主要集中于城市更新、能源电力、国企改革等领域。

二、机构运行分析

受托管理机构头部效应明显，集中度较高，平安资产、华泰资产等作为受托人发起的各类创新型产品发行缴款及存续规模位于前列，运作能力较强；招商信诺资管、光大永明资产2022年登记数量靠前

- 债权投资计划方面，2022年，有31家机构合计登记/注册债权计划485只，超半数机构登记数量较上年有所减少。登记/注册数量较多的机构包括招商信诺资管、华泰资产、光大永明资产、泰康资产、平安资产、中意资产、百年资管、人保资本、生命资产、国寿投资等。其中，平安资产、华泰资产等发行缴款规模和存续规模较多；招商信诺资管、华泰资产、泰康资产、光大永明资产、平安资产2022年登记数量靠前，均在30只以上，尤其招商信诺资管发展势头迅猛。

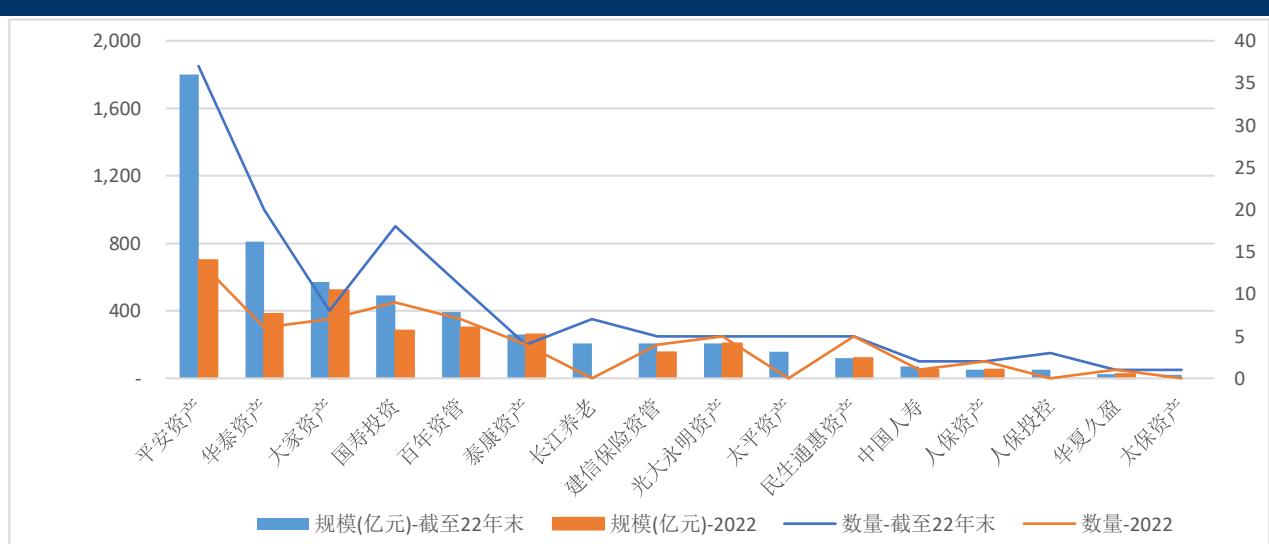
图5：2021-2022债权投资计划各机构登记情况（单位：只）



数据来源：中国保险资产管理业协会，中诚信国际整理

- 资产支持计划方面，截至2022年末，中保登登记项目134只，合计5,435.51亿元，其中平安资产作为受托人的项目约为1,800亿元，项目数量超过30只。前五大受托人包括平安资产、华泰资产、大家资产、国寿投资和百年资管。2022年登记数量排名前五的受托人则是平安资产、大家资产、华泰资产、百年资管和国寿投资。

图6：截至2022年末中保登资产支持计划受托机构分布情况（单位：亿元，只）



数据来源：中保登官网，中诚信国际整理

- 股权投资计划方面，2022年，国寿资产、国寿投资、人保资本、平安资产、光大永明资产、华泰资产、中再资产、招商信诺资管均有登记/注册股权投资计划。其中国寿资产9只，国寿投资5只，人保资本2只，其余机构为1只。
- 保险私募基金方面，2022年，共有8家基金管理公司（各保险资产管理公司下属子公司）登记/注册21只保险私募基金，其中平安创赢资本、国寿金石资产、太保私募基金、远见共创资本分别登记5只、5只、4只和3只，北京泰康投资、人保资本股权投资、华泰宝利投资、太平创新投资4家机构均登记1只。

三、行业政策梳理

2022年，银保监会针对保险资管行业陆续出台相应政策，拓宽保险资金可投资金融产品范围，同时对强化保险资管公司的公司治理、风险管理、主动管理等方面做出进一步要求，引导保险资管公司坚守长期资金核心管理人定位，夯实长期投资能力

- 2022年1月，《中国银保监会关于精简保险资金运用监管报告事项的通知》（银保监规〔2022〕1号）出台，进一步落实国务院“放管服”改革要求，聚焦风险监管，提高监管质效，对精简保险资产管理公司监管报告做出相关要求。

- 2022年4月,《中国银保监会关于保险资金投资有关金融产品的通知》(银保监规〔2022〕7号)出台,该政策针对拓宽保险资金可投资金融产品范围、落实责任主体责任、强化穿透监管要求等方面进一步做出要求:将理财产品、单一资产管理计划、债转股投资计划等纳入可投资金融产品范围,进一步完善保险资产配置结构;明确了保险资管公司受托投资金融产品,应当承担尽职调查、投资决策、投后管理等主动管理责任;强化了保险资产管理公司的责任,并要求管理公司须强化“主动管理”;同时,针对部分金融产品,要求保险机构依据产品基础资产的性质穿透具备相应投资管理能力。
- 2022年5月,《保险资金委托投资管理办法的通知》(银保监规〔2022〕9号)出台,针对开展保险资金委托投资的保险公司资质条件、保险资金委托投资范围、风险管理、监督管理等方面做出相应规定。
- 2022年5月,《中国银保监会关于加强保险机构资金运用关联交易监管工作的通知》(银保监规〔2022〕11号)出台,要求压实保险机构主体责任,加强监督管理,明确监管重点、丰富监管手段,鼓励机构自查与社会举报,要求加大惩处力度、形成监管合力,充分发挥行业自律组织作用。
- 2022年7月,《保险资产管理公司管理规定》(中国银行保险监督管理委员会令2022年第2号)出台,对保险资产管理公司设立、变更和终止,公司治理,业务规则,风险管理,监督管理相关方面做出规定。如优化股权结构设计要求,优化业务经营原则及相关要求,增补监管手段和违规约束,明确分级分类监管要求,强化监管评级结果运用,支持监管评级较高、经营运作稳健的机构开展创新型业务等,引导保险资管公司专业化运作,夯实长期投资能力。

表 1: 2022 年保险资管行业监管规定

序号	名称	发布机构	文号	发布日期
1	《中国银保监会关于精简保险资金运用监管报告事项的通知》	中国银行保险监督管理委员会	银保监规〔2022〕1号	2022/1/12
2	《中国银保监会关于保险资金投资有关金融产品的通知》	中国银行保险监督管理委员会	银保监规〔2022〕7号	2022/4/24
3	《保险资金委托投资管理办法的通知》	中国银行保险监督管理委员会	银保监规〔2022〕9号	2022/5/9
4	《中国银保监会关于加强保险机构资金运用关联交易监管工作的通知》	中国银行保险监督管理委员会	银保监规〔2022〕11号	2022/5/27
5	《保险资产管理公司管理规定》	中国银行保险监督管理委员会	中国银行保险监督管理委员会令 2022 年第 2 号	2022/7/28

数据来源: 中诚信国际整理

四、观察与展望

随着实体经济恢复、企业融资需求回暖,保险资管业创新型产品增速或将回升; 2022 年 4 季度,房地产“三支箭”

出台，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》强调持续推进基础设施建设，保险资金预计仍将在房地产及基础设施领域发挥重要作用；尽管房地产政策环境有所放松，但由于房地产、城投等行业面临土地财政弱化、“类信贷”业务压降等政策后续效应，其流动性风险和再融资压力需要关注。

- 2022年，保险资管业创新型产品总体保持增长，但增速明显放缓，结构持续调整，债权投资计划作为主要品种，数量和规模均呈负增长态势，占比亦明显下降；其他品种尤其资产支持计划成为主要增长点；此外，保险资管业头部效应明显，部分机构产品运作能力较强，占据较高份额。展望2023年，保险资管业创新型产品发展可能呈现以下趋势：
- 从发展趋势看，保险资管业创新型产品2023年仍有望保持增长，且增速较2022年可能有所回升。一方面，保险资金运用规模稳步增长，为保险资产管理行业提供了稳定的资金来源。截至2022年11月末，保险行业资金运用余额达24.80万亿元，较年初增长6.78%，有望为保险资管业创新型产品持续提供大量资金。而未来疫情影响减弱、经济持续恢复、市场信心回升等因素将有助于实体企业恢复或加大融资需求。另一方面，政策和操作层面给予有力促进和支持。2022年5月，国务院办公厅印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（国办发〔2022〕19号），随后2022年6月，上交所发布《关于进一步发挥资产证券化市场功能支持企业盘活存量资产的通知》，要求积极探索创新资产证券化等市场化方式盘活存量资产。在以上两个文件引领和带动下，未来包括保险资产支持计划在内的各类资产证券化产品有望在市场参与主体、底层发行主体以及基础资产等方面进一步有序快速扩容。同时，中保登按照“靠前发力、适当加力”的政策要求，建立了资产支持计划绿色发行通道，更好服务国家重大战略和重大建设项目的融资需求。伴随创新产品登记/注册发行机制不断优化完善并取得快速发展，保险资管业创新型产品有望继续发力于实体经济融资需求。
- 从产品形态看，一是前述资产支持计划应将成为未来主要的增长点之一；二是当前我国经济面临正周期拐点，资本市场也处于筑底走高过程中，股本价值会逐渐凸显，保险资金股权投资的机会将更多；监管层面也对于保险资金权益类投资比例限制有所放松。股权投资计划和保险私募基金既契合保险资金长期性、稳定性和资金量大的优势，提升投资收益，缓解负债压力，同时又能较好的服务于实体企业降杠杆需求，有望得到较快发展。除了债权融资、股权融资外，亦可加大产品创设和创新力度，通过股债结合等形式，满足企业多元化的融资需求。2022年12月，国寿投资创新发起首单保险资管权益类资产支持计划“国寿投资-中国通用盘活增效资产支持计划”，该计划以“未上市公司股权+债权”为基础资产，以不动产为底层资产，推动多层次REITs市场建设，助力实体经济高质量发展。随着2022年12月中国保险资产管理业协会产品创新实验室的正式成立，后续保险资管业创新型产品的创新发展值得期待。
- 从底层投向来看，占比前三的商业不动产、市政、交通仍将是重点投放领域。2022年9月以来，房地产政策环境延续宽松。中央层面，央行、银保监会、住建部等多部门积极表态稳地产，支持“保交楼、稳民生”，支持刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。2022年11月，监管部门先后向房地产业射出“三

支箭”，即分别在银行信贷、债券融资、股权融资等方面给予支持，监管对于房企纾困方向从此前“救项目”转换至“救项目与救企业并存”，融资端出现政策支持，房企的融资环境得到优化，预计保险资管机构可能对部分优质不动产项目和优质房企投资进行放松。市政交通等基础设施方面，2022年10月，党的“二十大”提出中国现代化战略安排，强调构建现代化基础设施体系，多次提到基础设施建设，包括：“建成世界最大的高速铁路网、高速公路网，机场港口、水利、能源、信息等基础设施建设取得重大成就”；“优化基础设施布局、结构、功能和系统集成，构建现代化基础设施体系”；“统筹乡村基础设施和公共服务布局”；“加强城市基础设施建设”；“提升环境基础设施建设水平”等。2022年12月14日，中共中央、国务院印发的《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》指出“一、持续推进重点领域补短板投资。加快交通、能源、水利、物流、生态环保、民生等基础设施建设。二、系统布局新型基础设施。加快物联网、工业互联网等建设信息基础设施；推动5G、人工智能、大数据等技术与交通物流、能源、生态环保、水利、应急、公共服务等深度融合；支持有条件的地方适度超前布局建设重大科技基础设施。”2022年12月15日，中央经济工作会议在北京召开，本次会议强调“鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设”，“加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广”。综上，基础设施项目通常具有投资金额大、投资期限长的特点，能够较好的匹配保险资金的投资需求。保险资管机构应将发挥自身优势，把握供给侧改革带来的发展机遇，未来资金投向重点领域包括交通、水利、清洁能源、保障性租赁住房、水电气热、生态环保、产业园区、仓储物流等行业，并重点强调绿色产业、乡村振兴、知识产权、住房租赁、“一带一路”、科技创新等国家政策支持领域。

- 在信用表现方面，当前保险资产管理业创新型产品底层资产主要集中于交通、市政平台、商业不动产和能源行业，地方政府债务管控加强、城投融资政策收紧、房地产市场持续低位运行等因素对创新型产品的信用状况构成较大影响。2021年，在“房住不炒”、房地产信托规模持续压降以及房金融资“三道红线”等多重监管约束下，房地产信托市场出现了违约历史高峰，且呈现出从不知名的地方性中小房企蔓延至全国知名头部房企的趋势。2022年，房地产行业进一步承压，个别商业不动产项目出现付息困难，重新签署展期协议，或受益人要求补充抵质押物或计划提前结束等多种情形。在疫情影响逐渐弱化以及稳增长政策力度持续加大背景下，我国宏观经济延续弱修复态势，但俄乌冲突、外需走弱等因素仍对经济增长构成压力，信心不足依然制约实体经济及房地产市场，对房地产企业的流动性风险仍需要保持关注。政府融资平台方面，2021年以来，在政府部门降杠杆、严控地方政府新增隐性债务的大趋势下，城投企业融资进入新一轮收紧周期，城投非标违约风险持续释放。部分城投类企业出现无法按时还本付息，或重签署相关合同进行展期情况。在土地财政弱化背景下，区域风险分化加剧，地方财政实力的弱化，将使得其对城投企业的支持力度弱化，一些债务风险较大、区域经济财政实力较弱、本身资质较差的平台公司信用风险暴露压力或加大。此外，2022年12月，中国银行保险报发布《中国银保监会非银部党支部：为构建新发展格局贡献“非银”力量》，文件提到全力压

降房地产“类信贷”业务，以及坚决叫停金租公司以融物为名变相开展“类信贷”业务和违规新增地方政府隐性债务等，压降“类信贷”业务以及隐性债务严监管或导致房地产企业及城投平台非银融资渠道出现收缩，后续需关注债务负担较重且较为依赖非标融资的区域及城投平台的再融资压力。

中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
张凤华	创新产品评级部	评级副总监
周文白	创新产品评级部	高级分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号

银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：(86010) 66428877

传真：(86010) 66426100

网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING

CO.,LTDADD: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane,

Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District,

Beijing, PRC. 100010

TEL: (86010) 66428877

FAX: (86010) 66426100

SITE: <http://www.ccxi.com.cn>