



浅谈金融创新与保险风险证券化

● 杨静颖

20世纪80年代以来,全球经济一体化、金融自由化及信息技术迅猛发展。从风险管理的角度看,由于经济增长要素在全球范围内的自由流动,经济的关联度和集中度不断提高,使风险损失影响范围不断扩大,特别是严重的自然巨灾造成了全球再保险市场巨灾金融资金的缺口,这迫使保险公司进行保险产品创新来进行风险管理。于是在保险金融化和金融证券化的世界潮流中,自20世纪90年代出现的保险风险证券化,作为一种金融创新,正日益受到人们的关注。

保险风险证券化作为一种金融风险管理工作,是将保险业风险通过有价证券向资本市场转移。其过程包括以下两个要素:①把保险业现金流转换成可买卖的金融有价证券。本质上是把保险业现金流组合、拆分,变成新的不同的金融有价证券。②保险业风险通过这些有价证券的买卖向资本市场转移。这取代了保险公司原来把保险业风险转嫁给再保险人的做法,而是把风险转嫁给了更广泛的资本市场,涉及可转换风险的最终接受者。

保险证券化以未来保险期间或再保险期间所产生的现金流量为标的,进行结构性重组,将其转变为可以在资本市场上出售和流通的证券,借以转移风险,融通资金。

一、巨灾风险证券化——巨灾互换

巨灾风险证券化是由资本市场直接参与、以巨灾风险转移和损失分散为目的的保险交易。它将某一特定保险在当期和未来收到的保险费构造为在资本市场可以流通的证券,由资本市场投资者在约定的未来时间发生时,提供载体赦免或资金支持,以解决巨灾造成的风险损失。巨灾风险证券化是金融业与保险业一体化发展的结果,是资本市场发展的直接产物,其产生和发展突破了保险界长期以来传统意义上的风险管理和保险方式,不仅为保险提供了规避转移风险、筹集资金的新型金融公举,同时也为各种金融机构提供了新的发展空间。

巨灾互换作为保险风险证券化的一种主要形式,是保险人与交易对方互换支付的行为,即将一

系列固定的、事先确定的付款与浮动付款相交换,但不交换本金。投资者限定其获得保险公司支付的保费,根据其信用评级,签发信用凭证,履行义务。根据证券涉及对风险转移高度相关的原则,要求浮动付款的价值与投保事件的发生相关。这种交易结构极其简单,比起全国再保险方式节省交易成本,投资者自行选择互换条件,直接对金融中介做出安排。它不需要SPV的资本金,免除了投资者对SPV破产可能性的疑虑,但是因为涉及交易对方是否具有偿付能力,因此存在信用风险。

巨灾互换产品于1996年开始在美国发行,其参与人比巨灾债券市场的参与人范围大。一般巨灾互换只包括保险公司、再保险公司等巨灾风险的承担者,而且互换的主要目的是实现巨灾风险在地域上的分散而不是像巨灾债券一样实现风险的单向转嫁。互换参与人一般通过特定的金融中介来实现互换,现在重要的巨灾互换市场是巨灾风险交易系统(CATEX),实行电子化交易。

同样,作为受自然灾害影响巨大的农业来说,农业保险的证券化过程就显得尤其重要,以往的行为多采取政府兜底的形式,政府作为农业保险的最后一道防线,承担了巨大的压力。然而灾情的日趋严重给财政施加了巨大的负担,这对于国家的全局建设和发展影响很大。因而,政府的再保险即兜底行为并非良久之策。因此保险公司对于保险资金的运用在不断积累和扩大就显得特别重要,如果保险公司能够将灾情较小保费有结余的年份的资金进行合理的投资,使资本在一定程度上得到积累,那么,对于弥补大灾年的保费支出也是有一定帮助的。另一方面,合理的运用资本市场来缓解压力,成为农村保险的另一出路。保险风险证券化作为一种金融风险管理工作,是把保险业风险通过金融有价证券向资本市场转移。本质上是保险业现金流组合、拆分,变成新的不同的金融有价证券。保险风险证券化中可转换风险的最终接受者,由原来的再保险人转变为更广泛意义上的资本市场。具体地说,保险风险证券化是以未来保险期间或再保险期间



所产生的现金流量为标的,进行结构性的重组,将其转变为可以在资本市场上出售和流通的证券,借以转移风险,融通资金。这是典型的通过金融工具买卖来实现风险转移的做法,是保险负债证券化。农业保险在进行创新调整的时候,如果能够结合巨灾险的证券化途径则对于农业保险的长久运作能起到积极推动作用。

二、我国引入保险证券化的意义

我国加入世贸后,金融服务业对外开放程度迅速提高,为了应对国际竞争,如何提升金融业水平,加强银行、证券、保险业之间的合作,促进金融服务一体化,就成为一个非常重要的课题。国外保险业和证券业的合作主要是两方面,一是利用证券业的优势提高保险资金的收益率,二是通过证券业将保险公司的风险分散出去。随着我国证券市场的发展,资产证券化势将成为证券市场中的一种重要金融工具,从而为保险公司的巨灾风险证券化提供条件。通过保险证券化的方式,不仅可以解决保险公司巨灾再保险供给能力不足、风险过大及流动性不足等问题,提高保险公司经营的收益性和稳健性,而且可以为证券公司、机构投资者提供新的投资工具,降低非系统风险,活跃证券市场,实现保险业与证券业之间的共赢。

另一方面,随着外资保险公司参与我国保险市场的广度和深度的增加,以及保险公司偿付能力监督指标体系的正式推出,解决中资保险公司偿付能力不足的问题已迫在眉睫。如果中资保险公司不能从根本上解决偿付能力不足的问题,今后将难以跟上我国整体保险市场的发展,更谈不上与国外保险公司的竞争。由于通过增加资本金和增大分出业务规模来提高偿付能力的传统模式存在一定局限性,保险公司应尝试利用资本市场提高偿付能力,比如推出保险风险证券化产品、巨灾损失补充资本金安排等等,降低提高偿付能力额度的成本,以达到提高公司承保能力的目的。在寿险领域,如果保险公司能够像推出

投资连结产品一样实现寿险或年金产品的风险证券化,必然会降低投入资本的要求。

三、我国开展保险风险证券化面临的主要问题

由于保险证券化产品对投资者的支付通常依赖于某一特定事件的发生与否,而判断该特定事件的发生与否以及度量该特定事件与发行保险证券化产品的(巨灾)损失情况的相关性程度比较困难。一方面,由于缺乏经验数据,难以满足大多数的条件,使得发行保险证券化产品的保险公司难以把握保险证券化产品转移保险公司财务风险的有效性,这就形成了该产品本身的基本风险;另一方面,就投资者而言,它们往往难以判断决定是否得到支付的特定事件是否已经发生(它比投资者判断上市公司财务报表是否准确更为困难)而对于保险公司来说,他们往往在决定是否支付时,有试图不进行支付的潜在动力。因此,该产品容易形成本应支付但没有支付从而给投资者造成潜在损失的道德风险。

从保险风险证券化本身来看:

1、定价的困难

保险证券化中的定价是相当关键的环节,保险支持证券的定价合理与否将直接决定证券是否能发行成功。由于保险支持证券的复杂特性,其定价也相当繁琐。影响保险支持证券定价的主要因素包括:(1)利率。利率变化是所有固定收益证券价格变动的主要因素。保险支持证券也是如此。(2)特定巨灾事件发生的频率与幅度。因为此类证券的支付依赖于特定事件的发生,因此,度量此类事件的发生频率与幅度对保险支持证券的定价非常关键。(3)其他相关成本费用。由于保险证券化过程的复杂性,上述与定价有关的各因素均难于度量,因此,造成了保险证券化产品定价的困难。

2、交易成本太高

通过资本市场进行巨灾风险证券化,成功与否首要条件是:该交易是否具有价格竞争力。由于资本市场本身不够规范和发达,通过资本市场化解保险风险的发行

和管理成本很高,使得风险证券化的价格优势在短期内难以体现。

3、证券化本身存在的风险

由于保险风险证券化产品对投资者的支付通常依赖于某一特定事件的发生与否,而判断特定事件的发生与否以及度量该特定事件与发行保险风险证券化产品的损失情况的相关性程度比较困难。

从证券化本身以外来看:

1、证券市场存在的流动性风险

保险支持证券属于债券范畴。我国目前债券市场交投清淡,流动性不太理想。没有良好的债券市场环境,保险支持证券也很难获得投资者的青睐,风险证券化的规模更是难以扩大。

2、法律规章制度

我国在基础法规制度建设方面一直落后于市场的发展步伐。保险证券化,将涉及到很多新的法律问题。没有相应的法规作后盾,就很难规范市场主体的行为,市场参与者特别是投资者的合法权益难以得到真正的保障。例如,保险证券化发展中的一个法规问题:诸如上述介绍的保险证券化产品具有明显的保险的特征,因为其息票的支付以是否发生特定事件为条件,因此此类产品应该定位为债券还是保险?购买此类产品的投资者是否具有保险人的特征?对于诸如此类问题的明确,有赖于相应的法律和规定的进一步完善,这也是监管部门能有效进行监管的前提和保证。

3、投资者约束

投资者为保险证券化市场需求的最终力量,投资者的类型和特点,决定了市场需求力量的大小,从而也支撑保险证券化市场的需求。在保险证券化比较先进的欧美市场,机构投资者是主要投资者,这与其成熟的资本市场密切相关。反观我国的资本市场,个人投资者占较大比重,而机构投资者相对落后,有待培育。这种现状也制约了保险证券化在我国的发展。

(作者单位:厦门大学管理学院)

(责任编辑:文峰)