

# 保险业在金融危机中的角色:资产证券化视角\*

阎建军 关 凌

**[摘要]**本轮金融危机与次贷产品链条及其机理缺陷直接相关。本文对资产证券化中的两种保险机制在金融危机中扮演的角色做了探讨。研究发现:按揭保险业发挥了逆周期的稳定器功能,减缓了系统性风险对住房金融体系冲击。债券保险业较深介入次贷债券及其衍生品的供需链条之中,是导致本轮金融危机中系统性风险爆发的一环。在对二者不同的风险特征做了比较分析之后,结合中国实际,提出完善中国保险业业务结构的若干建议。

**关键词:**按揭保险 债券保险 金融危机 资产证券化

**JEL 分类号:**G12 G13 G22

## 一、引言

不同的保险业务具有不同的风险特性,讨论保险业在金融危机中的角色时,演绎的逻辑应当从区分保险公司业务结构开始。

在本轮金融危机爆发时,保险公司在欧美发达市场的主要业务可分为四类:一是传统承保业务,包括人寿保险、健康保险、财产保险和责任保险等;二是投资业务;三是转移保险风险和市场风险至第三方,其中主要是再保险业务;四是出售信用担保,包括信用保险、按揭保险、债券保险、信贷违约互换(CDS)业务等。可把前三类业务归纳为保险公司的核心业务,也是通常谈到的传统保险业务。

按业务类别区分,关于保险业在金融危机中的角色,现有文献中主要观点大致有三类。

### (一)传统保险业务与此次金融危机爆发无关

传统保险业务没有产生系统性风险,并非本轮金融危机的原因之一(IAIS,2010)。Geneva Association(2010)指出,传统承保业务虽然面临巨灾损失、过高的退保率和变额年金业务过高保证收益等风险,但上述风险都不可能产生系统性风险,也达不到拖累整个金融体系的地步。在投资业务中,保险公司不太可能通过抛售资产引发系统性风险,保险公司以其负债规模所决定的基准对资产进行管理,其资产负债管理的目的是复制久期与长期负债相匹配的长期资产。由于投资管理要考虑到负债,其重点并非绝对收益率。因而,保险公司的投资部门与其他以市场定基准(股票综合指数或是 Libor 等)的资产管理部门十分不同。此外,保险公司投资业务足够多样化且对股票的整体投资规模较为有限。最后,再保险业务活动的本质及规模使其不具备系统相关性。

为何传统保险业务不产生系统性风险?瑞士再保险股份有限公司(2010)和 IAIS(2010)分析了保险公司在只经营传统业务时,具有与银行不同的风险特点:(1)保险公司的流动性风险低。保险公司的负债期限较长,而且赔付一般由保险事件所触发,负债流动性弱;而保险公司注重资产负债管理,资产流动性较好;加上保单持有人数量巨大而且比较分散,可以为提供长期和稳定的保费流入,保险公司不用向金融市场获取批发性资金,因此,保险业务流动性风险低,基本不会出现挤兑的情况。(2)保险公司之间风险不容易蔓延,关联性不强。保险公司之间除去再保险业务外,不会

\* 阎建军,中国社会科学院金融研究所,副研究员,经济学博士;关凌,中国保监会,北美精算师。

相互借贷,相互资金往来并不频密也不庞大,风险不容易相互蔓延。(3)保险公司的杠杆率较低。保险业务的资产与权益的比率比银行低,行业总体看,寿险公司大约为 10,非寿险公司大约为 3。(4)保险公司的清算过程较长。即便出现破产等严重风险事件,保险业务的清算过程较长,有比较充裕的时间来消化风险。

### (二)AIG FP 出售的 CDS 业务规模庞大,但 AIG FP 不是保险机构

AIG 金融产品公司(AIG Financial Products,以下简称 AIG FP)属于 AIG 集团的金融服务板块,于 1987 作为 AIG 的资本市场分部在伦敦注册。AIG FP 通过 CDS 交易等与主要金融机构形成高度内部关联,其接受美联储紧急援助计划后,对主要金融机构的赔付金额就高达 933 亿美元(Cummins,2009)。

关于 AIG FP 的性质,美联储主席伯南克 2009 年 3 月 3 日于美国参议院预算委员会听证会上指出:“从根本上讲,是附属于一大型且稳定的保险公司的对冲基金”(Torres and Son,2009)。

### (三)债券保险业务具有系统相关性

IAIS(2010)指出债券保险业务具有系统相关性。Geneva Association(2010)进一步分析了债券保险公司业务模式所具有的高度内部关联性、敏感性、损失转移快速性和业务单一性等特征;强调当债券保险公司规模足够大时,其业务具有潜在的系统相关性,应当和从事类似业务的银行受到相同的监管和规制。

OECD(2008)探讨了债券保险机制的内在缺陷:债券保险公司的信用评级依赖于所承保的结构化金融产品的价值,所承保的结构化金融产品的价值反过来依赖于债券保险公司提供的信用增级。

本轮金融危机与包括次贷、次债、担保债务凭证(CDO)和 CDS 在内的次贷产品链条及其机理缺陷直接相关。上述文献虽然指出债券保险机构是引发次贷危机的原因之一,但并未深入探讨债券保险机构如何与次贷产品链条相关联。

在前述研究的基础上,我们进一步探讨了债券保险机构在次贷债券及其衍生品的规模扩张中所起作用。按揭保险是保险业参与资产证券化的又一途径,属于优级房贷证券化中的增信环节,我们探讨了按揭保险机构在金融危机中的角色之谜。并对资产证券化中的两种保险机制为何在金融危机中扮演了完全不同的角色做了比较。最后对照我国保险业发展阶段和保险监管实际,给出结论性评述。

## 二、按揭保险业发挥了逆周期的稳定器功能, 减缓了系统性风险对住房金融体系冲击

美国的住房抵押贷款(以下简称“房贷”)市场大致可以分为三个层次:第一层次是优级房贷(Prime loan),第二层次是次优级房贷(Alt-A loan),第三层次是次级房贷(Sub-prime loan)。

按揭保险(Mortgage Insurance)是以优级房贷为标的,由保险公司分担对抵押品执行清偿以后依然产生的房贷损失,把房贷违约风险从房贷机构和住房按揭证券(MBS)的投资者转移给保险公司。

### (一)按揭保险是优级房贷证券化的重要环节

优级房贷包括合格或常规住房按揭贷款,面向信用评分高、收入稳定可靠、债务负担合理、收入证明文件齐全的优良客户,成为按揭支持证券(MBS)首选的基础金融工具。

1.优级房贷证券化。优级房贷证券化由两家公营机构——美国联邦国民按揭协会(FNMA,简称房利美)和联邦房屋贷款按揭公司(FHLMC,简称房贷美)主导,其他参与者包括:按揭购房者、商业银行或按揭贷款公司、按揭保证保险公司。美国优级房贷证券化的运作方式详述如下:

房利美和房地美只限于购买优级房贷,优级房贷的条件包括:一定的房贷限额标准;第一套自

住房;商业银行为贷款与房价比(LTV)<80%或超额部分已投保;负债/收入上限 33%;信用评级在一定水平以上;文件齐全。

LTV > 80%的符合条件的按揭购房者支付保费后,将获得按揭信贷条件的优惠,并降低购房首付款比例,一般可以将购房首付款比例从房价的 20%,降低为房价的 5%。

LTV > 80%的客户购买按揭保险(保费一般由按揭购房者支付),并向 MBS 的发行人出售优级按揭贷款。

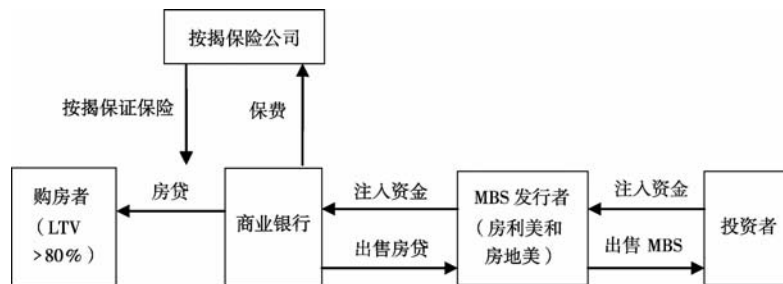


图 1 按揭保险对优级房贷证券化的参与图

注:根据黎晓静(2009)整理。

2.按揭保险属于优级房贷证券化中的增信环节。一般而言,贷款与房价比在 80%以上的按揭贷款,一旦房价大幅下跌,住房的抵押功能将下降,甚至无法为按揭贷款提供保护。按揭保证保险(Mortgage Insurance)正是针对上述风险,由保险公司或政府住房保险机构分担对抵押品执行清偿以后依然产生的银行按揭贷款损失,把风险从银行和住房按揭证券(MBS)的投资者转移给保险公司或政府住房保险机构,改变了按揭贷款资产库的风险收益特性,使得按揭贷款资产池的风险可以标准化。

按揭保险行业通过适当降低按揭首付率,在没有降低贷款整体信用标准的前提下,为 MBS 的发行人提供更多的优级按揭贷款,促进了优级房贷二级市场(即优贷 MBS 市场)的发展,成为房地产金融体系的重要组成部分。

(二)按揭保险减轻了系统性风险引致的优级房贷损失,稳定了住房金融体系

在系统性风险面前,优级房贷同样蒙受损失。从美国住房企业监督署价格指数(即 OFHEO)看,从 2005 年第 3 季度开始美国房价上涨出现了趋势性逆转,2007 开始出现房价下跌,2007 年 8 月美国次贷危机爆发,并引发银行信贷紧缩和房价进一步下跌,2008 年底房价相比 2006 年底下跌近 10%,导致优贷拖欠率从 2006 年 1 季度末的 2.4%增加到 2008 年 3 季度末的超出 12%(次贷危机研究课题组,2009)。

按揭保险减轻了优级房贷损失,稳定了住房金融体系。随着次贷危机的深化,美国按揭保险业对贷款机构优级房贷损失的赔付也急剧上升,2006~2009 年共赔付 303 亿美元,减轻了具有系统重要性的机构——“房利美”和“房贷美”遭受的优级房贷损失。

按揭保险促进了住房市场的复苏。2007~2009 年,按揭保险业共签发新单 379 万份,承保优级房贷 6263 亿美元,继续帮助符合资信标准的客户以低于 20%的首付比例购房,鉴于其中多数是首套房购买者,从而有助于增加住房需求,减少经济危机时期的住房库存,刺激住房投资扩大。

(三)按揭保险为何能在金融危机中发挥稳定器功能

1. 逆周期的准备金精算规定。美国州监管当局要求按揭保险公司提取三种准备金,分别是意外损失准备金(contingency reserve)、个案准备金(case basis loss reserve)和未赚保费准备金,其中

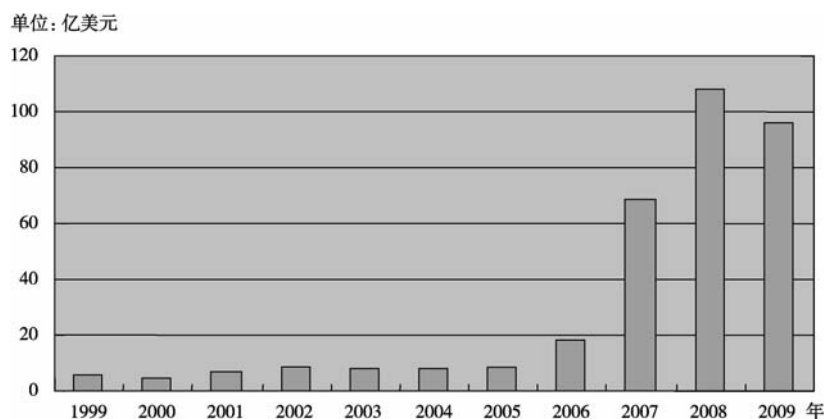


图 2 1999~2009 美国按揭保险业每年赔付额

数据来源：MICA 2010~2011 Fact Book。

意外损失准备金用于抵御经济和房市萧条导致的大额赔付风险。按揭保险商依照要求把已赚保费收入的 50% 作为意外损失准备,并且十年内一般情况下不得动用;只有当某一年份的已发生损失率超过 35% 时,上述准备金方可释放出来用于赔付。与美国投资银行业在住房金融景气时期进行高额分红不同,按揭保险业在这一时期积累了高额的意外损失准备,在 1999~2005 年的住房市场繁荣期,每年意外损失准备金都在已赚取保费的 250% 以上,并达到赔付额的 10 倍以上(参见表 1),上述逆周期的准备金积累方式“以丰补歉”,帮助行业度过了 2007~2009 年的难关。从历史上看,保守的财务安排也帮助行业经受住了 1980 年代中期另一次房市大衰退的考验。

表 1 1999~2009 年美国按揭保险业财务状况(单位:亿美元)

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
已赚取保费	30.4	33	36.5	38.4	33.9	34.8	34.5	43.96	48.7	49.5	46.1
赔付额	5.9	4.8	6.8	8.3	8.7	11.4	12.5	18.1	68.5	108.2	96.2
个案损失准备金	19.9	19.2	20.6	20.2	18.5	22	21.6	29.7	74.96	134	178.8
意外损失准备金	79.5	95	111.9	127.9	96.4	105.9	111.98	168.8	134.8	71.3	27.8

数据来源：MICA 2000~2011 各年度 Fact Book,其中 MICA 对 2006 年和 2007 年数据进行了追溯调整。

2. 偿付能力充足。按揭保险业也受到保守的风险资本比例监管,美国州监管当局要求他们按照 1:25 比例为所承保的房贷违约风险拨备资本。上述风险-资本比例在 2006~2009 年分别达到 8.02、11.87、15.59 和 18.55,虽然上升较快,但仍在安全线之内,也低于行业在 1980 年代中期另一次房市大衰退时的风险-资本比例水平,后者在 1984~1988 年都在 20 以上,1986 年的峰值达到 22.5 (MICA, 2009)。

3. 重视房贷违约风险管理:一是产品设计,与美国联邦住宅管理局(FHA)不同,按揭保险商一般仅对按揭贷款提供部分保险,承保房贷金额的 20%~25%,并根据房市趋势变动,调整对按揭首付比例的要求,与银行和按揭购房者一起分担违约风险。二是与相关各方的沟通机制,减少了丧失抵押品赎回权(foreclosure)的借款人数。按揭保险商与银行、MBS 投资者和社区建立了针对房贷拖欠者的工作机制,并配合奥巴马政府 HARP 房屋评价重组项目和 HAMP 可负担住房贷款修改计划的实施,后者目的旨在帮助借款人不丧失抵押品赎回权。在 2008~2009 年上半年,在按揭保险商的努力下,约 20 万名借款人没有丧失房屋(MICA, 2009)。

4.市场行为监管较为有效:一是按揭保险公司是专业化运作的,不能兼营其他商业保险业务。二是美国各州保险监督官对保险费率和保单格式实施监管,以防范过多、不足和歧视性的费率出现,并鼓励公平竞争。

5.保险标的——房贷资产的优质质量。基础资产的优质质量和按揭保险业对产品特性理解到位,使得行业在百年一遇的金融危机中正常发挥了风险管理功能。

### 三、债券保险业介入次贷债券及其衍生品的供需链条之中, 是导致本轮金融危机中系统性风险爆发的一环

债券保险(Bond Insurance)又称金融担保保险(Financial Guarantee Insurance)。债券保险公司有着和传统保险公司完全不同的业务模式:一是专业化经营,不得从事金融担保之外的业务。二是保险标的为债券信用风险,保险公司承诺当债券发行人或承销商违约时向债券投资人(债券持有人)支付利息和本金。三是严重依赖于公司本身较高的信用评级。

在美国,债券保险公司属于各州保险监管当局的管辖范围,但其CDS业务不受保险监管。在1990年之前,债券保险公司主要为地方政府发行的市政债券承保。为了寻找更有吸引力的盈利增长点,债券保险业从1990年代中期开始介入结构化金融债券的担保业务,并越来越多地介入到次贷MBS、ABS-CDO和CDO平方的金融担保业务之中。

2007年底,美国未清偿的次级住房抵押贷款大约在1.3万亿美元左右,占全部住房抵押贷款的比重12%左右,占同期美国的各项未清偿债务的比重仅为2.65%。如果没有次贷债券及其衍生品的规模扩张,次贷若仅维持在银行账户,相关损失会止于贷款发放机构,这样的规模难以引发系统性风险(王国刚,2009)。

#### (一)债券保险业提供信用增级,刺激次贷债券及其衍生品市场的繁荣

债券保险业从供需两个方向刺激次贷债券及其衍生品市场的规模扩张:一是促进了次贷债券及其衍生品的供给,正是借助债券保险看来似乎“完美”的金融担保功能,次贷债券、进而CDO、CDO平方等后续衍生产品才能“乌鸡变凤凰”,不断投入市场,成为投资市场的香饽饽,风险敞口才不断放大,酿成金融危机。二是通过对商业银行主办的资产支持商业票据管道(ABCP conduit)等提供信用增级,便利后者发行短期商业票据购买次贷债券及其衍生品,增加了次贷债券及其衍生品的市场需求。上述机理如图3所示。

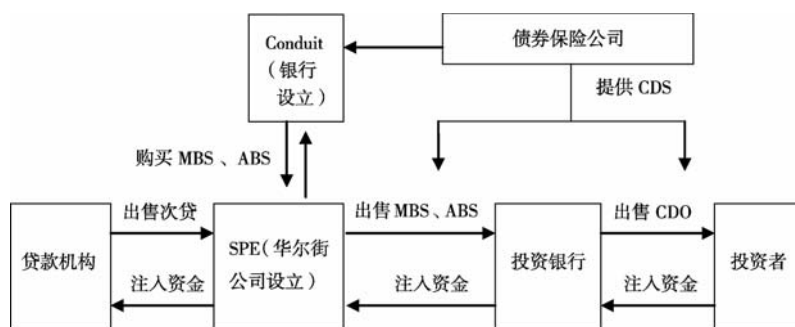


图3 债券保险业在次贷证券化及其衍生机制中的作用机理

1.直接承保次贷RMBS,促进了其供给规模的扩大。次贷RMBS通常由华尔街公司设立的SPE发行。为了提高所发行次贷RMBS的信用等级,部分SPE向债券保险业购买了金融担保保险或者

CDS。截至 2007 年底，美国债券保险业直接承保的次贷 RMBS 未到期面值余额（net par value outstanding）达到 120.57 亿美元（参见表 2）。

表 2 美国债券保险业承保次贷 RMBS 未到期面值余额(单位:亿美元)

债券保险业主要公司	2005 年底	2006 年底	2007 年底
FSA 公司	5.79	1.25	29.99
Assured 公司	38.18	19.28	6.63
MBIA 公司	-	-	43
Ambac 公司	15.16	10.26	5.76
FGIC 公司	34.89	4.14	21.52
Radian 公司	0	0	0
CIFG 公司	14.53	3.61	0
Security capital	3.08	0	13.67
合计	-	-	120.57

注：数据统计截至 2007 年 12 月 31 日。MBIA 公司未披露 2005、2006 年数据。

资料来源：MBIA 年报、Ambac 年报以及美国金融担保保险协会(AFGI)2008 年 3 月 12 日的国会证词。

2.承保的 CDO 业务市场规模日趋庞大,间接拉动 CDO 对次贷 RMBS 的需求。华尔街的投资银行和基金是次贷 RMBS 的主要购买者,它们将次贷 RMBS、非次贷 RMBS、ABS 等汇聚为资产池之后,又把后者的现金流切割成高级档(High grade)CDO、夹层档(Mezzanine)CDO 和权益档(Equity)CDO 等几类。投资银行等机构通常为高级档 CDO 和夹层档 CDO 购买信用担保,以增加其市场吸引力。

2005~2007 年,美国债券保险业承保 CDO 的未到期面值余额(net par value outstanding)年均增长 29.1%,截至次贷危机爆发的 2007 年底,美国债券保险业承保 CDO 的未到期面值余额达到 2256.93 亿美元(参见表 3)。美国债券保险业通常采用销售 CDS 的方式,为 CDO 提供信用担保。例如,MBIA 公司 2005 年以来承保的 CDO 业务量一直居美国债券保险业首位,其截至 2007 年 12 月 31 日所承保的 CDO 组合中,有 90%是通过销售 CDS 的方式来实现(MBIA, 2007 年报)。

表 3 美国债券保险业承保 CDO 的未到期面值余额(单位:亿美元)

	2005 年底	2006 年底	2007 年底
MBIA 公司	816	1025	1463
Ambac 公司	491.8	605.5	668.7
FGIC 公司	20.91	38.85	49.58
Radian 公司	1.5	5.11	0
CIFG 公司	11.27	51.96	7.22
Security capital	9.49	70.96	68.43
FSA 公司	3	0	0
Assured 公司	0	0	0
合计	1353.97	1797.38	120.57

注：数据统计截至 2007 年 12 月 31 日。

资料来源：MBIA 年报、Ambac 年报以及美国金融担保保险协会(AFGI)2008 年 3 月 12 日的国会证词。

美国债券保险业为 CDO 提供信用增级,间接拉动了对次贷 RMBS 的需求。以 MBIA 公司为例,2004 年以来,在其每年承保的高级 CDO 和夹层 CDO 所对应的资产池中,次贷 RMBS 占比都在 31% 以上(参见表 4)。

3. 对资产支持商业票据(ABCP)管道提供信用增级,便利后者购买次贷债券及其衍生品。资产支持商业票据管道属于 VIEs(可变利益实体)的一种。ABCP 管道通常为商

业银行发起,目的之一是规避巴塞尔资本协议的监管要求。从 1990 年代后期开始,商业银行开始设立主要购买投资级(rated)ABS、RMBS 和 CDO 债券的管道,管道依靠发行短期商业票据进行融资。因为 ABS、RMBS 和 CDO 债券的利率远高于 Libor,而发行短期商业票据利率等于或低于 Libor,其中存在明显的套利机会。从 2004 年到 2007 年全球新设立了 70 个可以发行美元计价商业票据的管道(conduits),其中有 40 个从事上述套利交易。2007 年 8 月,新发行的资产支持商业票据达到 1.2 万亿美元(Standard & Poor,2008)。

债券保险业对资产支持商业票据管道发行债务凭证提供金融担保保险(financial guarantee insurance)。虽无全行业统计资料,但 2007 年底,仅 Ambac 公司为商业银行发起的多卖方管道(multi seller conduits)提供的金融担保余额即达到 556.97 亿美元(参见表 5),上述管道的商业票据融资被用于购买次贷 RMBS 和 CDO 等(Ambac,2007 年报)。

(二)CDS 放大了次贷损失,债券保险业是其主要销售方

只要不存在财务杠杆,销售 CDS 本身并没有比购买公司债券风险更高。但是,在不断衍生的过程中,CDS 的功能和作用被异化,成为了金融危机爆发的重要一环。CDS 的负面效果<sup>①</sup>,包括以下两个方面。

1.放大了次贷损失。随着以 CDS 为基础资产的合成 CDO 持续发行,被纳入名义基础资产池而涉及金额被成倍放大的 MBS 债券和现金 CDO 债券越来越多:信用为 A 级的 Glacier Funding CDO

表 4 MBIA 公司所承保 CDO 的资产池状况

年份	年承保额(百万美元)	CDO 资产池中次贷 RMBS 占比
CDOs of High-Grade U.S. ABS		
2004	1309	31%
2005	600	33%
2006	3273	31%
2007	10919	37%
CDOs of Mezzanine U.S. ABS		
2000	40	2%
2002	941	10%
2003	930	25%
2004	587	36%
2007	468	43%

资料来源:MBIA2007 年报。

表 5 Ambac 公司为资产支持商业票据管道提供的金融担保余额(时间:每年 12 月 31 日 单位:亿美元)

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
美国国内	271.26	288.58	325.05	348.15	364.07
国际	125.03	156.92	153.56	178.63	192.90
合计	396.29	445.50	478.61	526.78	556.97

资料来源: Ambac 公司 2003~2007 年报。

<sup>①</sup> 虽然合成 CDO 具有赌博的属性,成了放大危机的工具之一,但是,对于单名 CDS(指只有一个标的机构的 CDS,是最简单的 CDS 产品)是否具有正面作用却存在争论,高盛高管认为其“社会价值(social utility)”有:增加个性化风险管理工具、提高市场的流动性等。高盛董事长 Gary Cohn 在 FCIC 作证时说:“这与每天成交量达几万手的美元与其他货币间的互换没有本质区别…这就叫金融市场。”谢平(2011)认为 CDS 在揭示违约信息和为违约事件保险方面有不可替代的功能,CDS 市场是一个非常有活力、创新力和自我修复能力的市场,不可能简单地一笔抹杀。

2006-4A 本来只有 0.15 亿美元,但合成 CDO 叠加在它之上的名义金额达到 0.85 亿美元;信用 A 级的 Soundview Home Equity Loan Trust 2006-EQ1 在 0.28 亿之上叠加了 0.79 亿的合成 CDO 等等;据统计,高盛发行的合成 CDO 所纳入的名义基础资产中,有 610 档被两次叠加,其中一档债券之上竟然叠加了 9 只合成 CDO(Financial Crisis Inquiry Commission, 2011)。而且,到后期 CDS 发展出无实体 CDS,或者叫做 CDS“裸头寸”(naked CDS),也就是买卖双方都可以与需要信用担保的金融资产毫无关系,这样一份基础资产可以被许多支 CDS 作为标的,CDS 的名义规模远远超过其对应的基础资产的名义规模,这样风险就迅速地以几何量级地膨胀。

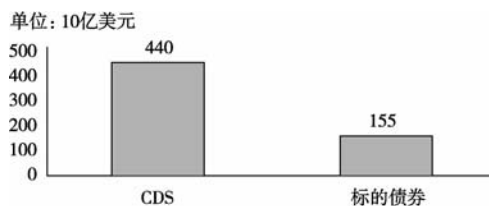


图 4 2007 年 Lehman 公司 CDS 合同的名义价值和标的债券价值

注:CDS 合同含单名和多名 CDS。  
资料来源:Geneva Association(2010)。

2.鼓励对赌投机,破坏结构化金融市场的信用安全机制。CDS 交易后来的发展已经远远超出 CDS 设计的初衷,实际上已经异化成了信用保险合同买卖双方的对赌行为,他们赌的就是信用违约事件是否会出现。典型情形就是一只对冲基金做多一只 CDO 权益档的同时,通过 CDS 做空该 CDO 的夹层档甚至安全档。这样,如果该 CDO 按期还本付息,该对冲基金会略有收益;但如果市场崩溃造成该 CDO 彻底违约,那么该对冲基金会赚得更多。FCIC 对 2010 年初 170 只对冲基金(交易名义金额超过 1.1 万亿美元)的调查表明,中等规模的对冲基金常用这种“对冲”策略。2006 年下半年发行的所有 CDO 中,一半以上权益档是被卖空了该 CDO 其他信用档的对冲基金所购买。

如此一来,结构化金融市场的信用安全机制受到削弱。因为在无实体 CDS 交易大量出现以前,CDO 和 MBS 的权益档及垃圾信用档投资者是次贷信用链的守门员。一旦出现违约,它们首当其冲。但通过大量的无实体 CDS 把高风险资产多头与“低风险”资产空头捆绑以后,投资机构似乎已经不担心危机的发生,反而担心危机不够迅猛。在大机构多数或明或暗地站到了空头一方之后,大危机的到来似乎已经不是偶然,而是“合乎逻辑的自然结果”。

对于内置 CDS 的合成 CDO 所具有的赌博属性,正如马里兰大学教授 Michael Greenberger 所指出的那样,CDS 市场就是赌场(casino),是“与房贷无关的双方就房主是否违约进行几十亿美元的合法赌博”(Financial Crisis Inquiry Commission, 2011)。

虽然保险业参与的 CDS 规模并不是最大,但是统计数据上看,保险行业整体上是 CDS 净卖出者,而投资银行和商业银行则成为 CDS 的净买入者。截至 2006 年 12 月底,以 AIG FP 为代表的保险集团附属机构净卖出 CDS 名义金额 3950 亿美元,债券保险公司(Monoliners)净卖出 CDS 名义金额 3550 亿美元,银行净买入 CDS 名义金额 3040 亿美元(ECB, 2009),详见图 5。

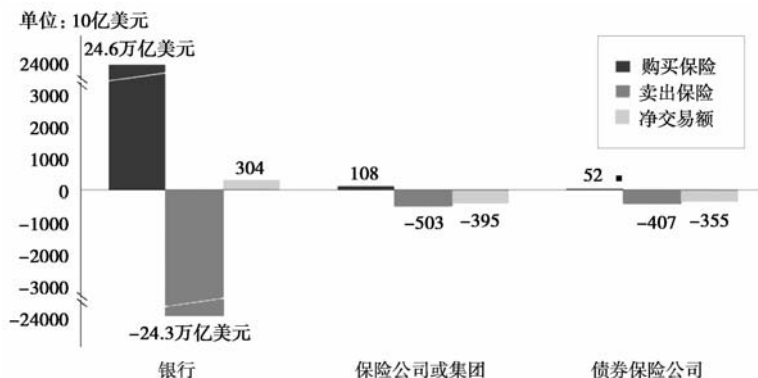


图 5 各金融部门 CDS 的买入额(空头仓位)和卖出额(多头仓位)

资料来源:Geneva Association(2010),ECB(2009)。截至 2006 年 12 月底。



#### 四、资产证券化中的两种保险机制为何在金融危机中扮演了完全不同的角色

从前面分析可以看出,按揭保险与CDS等金融担保产品在金融危机中扮演了完全不同的角色,这反映出按揭保险和CDS具有不同的风险特征。

##### (一)识别系统性风险的标准

2009年,金融稳定委员会(FSB)、国际货币基金组织(IMF)和国际清算银行(BIS),共同给出了“系统性风险”定义:一种扰乱金融服务的风险,它首先是由全体或者部分金融体系损坏造成的,其次具有对实体经济造成严重负面后果的潜力。系统性风险包括了两个要素:一是对部分或整个金融体系造成损害,二是具有对实体经济造成严重负面影响的潜在可能。FSB,IMF and BIS(2009)制定了识别系统性风险的三项标准:规模(Size)、相关性(Interconnectedness)和可替代性(Substitutability)。规模指金融系统中各个组成部分提供的金融服务数量(Volume);相关性指与其他组成部分的联系;而可替代性指的是在破产事件发生后,系统中的其他部门能够提供相同服务的程度。这一定义已得到二十国集团财长和央行行长的认可。

国际保险监督官协会(IAIS)在此基础上,建议增加“时间(Time Horizon)”作为第四标准,用来衡量风险传播速度。因为保险公司一般情况下不会发生银行面临的“挤兑”现象,即使出现大规模集中退保,在接到退保申请和完成赔付之间也有一定的缓冲时间。

这里,需要强调三点:(1)系统性风险强调对整个金融体系或者对实体经济造成严重负面影响,而不是针对单个金融机构,也不是只对金融体系中个别行业造成的风险,关键看这些风险能否传染和蔓延对整个金融体系造成严重影响。(2)系统性风险往往具有风险跨行业传递和顺周期性的特点,前者造成风险传递进而对整个金融体系造成巨大损失,后者造成危机发生时风险相互触发,如同原子弹的链式反应,可能瞬间形成恶性循环式的风险放大,造成巨大损失。(3)系统性风险的分析应落脚于对业务的风险特点,而不是笼统针对整个金融机构。

##### (二)按揭保险不易导致系统性风险,而CDS容易造成系统性风险。

1.需求不同。按揭保险要求投保人必须对标的具有可保利益,标的违约投保人将收到损失,投保人通过信用保险的赔付并不能获得额外收益,难以成为投机的工具,信用保险对真实风险的保障,是与实体经济紧密相关的;而CDS可以把与买卖双方毫无关系的资产作为担保对象,变成一种投机对赌的工具,完全脱离了实体经济的真实需求,大量的无实体CDS成为纯粹的赌博。

2.规模不同。按揭保险总体额度有限,2006年,全球信用保险加上保证保险的保费只有150亿美元,占非寿险保险保费的比例不到1%。而CDS,特别是无实体CDS的泡沫化增大,规模达到几十万亿美元,符合系统性风险的“规模”条件。

3.关联性不同。按揭保险面向大量的个人或者中小企业,客户比较分散,与金融机构的联系也不是特别紧密,对金融体系的影响不大;而CDS基本是金融机构之间的交易,风险容易在金融机构之间传递,“关联性”更高。

4.蔓延速度不同。按揭保险只有当信用违约事件发生时才产生损失,而且有一套理赔的程序和控制;而CDS在信用违约事件发生的可能性增加时也会产生现金流,比如评级改变时就可能要求CDS卖出方必须及时增加抵押额,可能瞬间导致流动性风险。

5.受到监管不同。按揭保险受到严格的保险监管,需要对交易提取责任准备金。CDS基本上处于监管缺失状态,没有准备金和最低资本的监管要求,只要提供定期调整的抵押品即可,而且基本上是场外交易,是监管的盲区。

债券保险公司承保业务的主要风险和一般银行业务一样,都是信用风险,需要像评估银行业中那些风险高度集中的信贷机构一样去评估风险,对债券保险公司的监管应更接近于银行监管。

因此,按揭保险与 CDS 是一个分水岭,也是金融危机爆发前保险监管的界限,在保险监管范畴内有效地防范了系统性风险。CDS 业务在保险监管范畴外,没有准备金、最低资本和偿付能力监管的要求,而其他金融监管也未实施有效管辖,缺乏宏观审慎监管的全面覆盖,最终酿成系统性风险。

## 五、对中国保险业的启示

总结保险业在金融危机中的表现,分析国际保险监管的改革进展,对照我国保险业发展阶段和保险监管实际,我们能从中获得许多有益的启发。

### (一)坚持核心业务不动摇

在规划我国保险业发展方向时,一定应坚持发展核心主业不动摇,也就是大力发展风险保障型和长期储蓄型业务。我国保险市场与西方成熟保险市场的发展阶段不同。西方成熟市场的风险保障型和长期储蓄型业务已经基本饱和,以美国为例,2009 年的保险深度(保费占 GDP 的百分比)达到 8.0%,保险密度(人均 GDP)达到 3710 美元,分别是我国同期保险深度的 2.35 倍、保险密度的 30.6 倍。美国等国家的保险公司要拓展市场,就把金融属性较强的业务作为发展重点,进入了债券信用担保市场,强化了与金融体系的关联性,并在不断泡沫化的金融创新中偏离了实体经济,更偏离了保险核心业务,系统性风险大大增加。

而我国保险业还处在发展的初级阶段,保险深度和保险密度与西方发达国家差距很大,消费者对财产保险、人寿保险、健康保险和养老保险的需求与日俱增,保险风险保障和长期储蓄型业务有巨大的发展空间。我国保险业在现阶段的当务之急不是盲目地去开拓非传统、非核心的业务,而是应集中精力首先发展好保险核心业务。近年来,我国一些保险公司为了保费规模 and 市场份额,也出现了追求趸交、短期、投资性业务,淡化风险保障,积极发展类似银行储蓄产品的业务,有偏离保险核心业务方向的苗头,且时有反复,这一现象值得研究和深思。因此,我国保险业应坚持推进结构调整,确保发展核心业务不动摇,确立保险行业在金融体系中的定位及其核心竞争力,突出保险行业在整个经济社会建设中的不可替代的作用和功能。

### (二)鼓励核心业务领域内的创新

此次金融危机源于脱离实体经济的金融创新。对比之下,我国保险市场不同于国外存在的金融市场创新过度问题,相反,却面临创新不足的问题。

我国保险公司的产品供给和管理水平还不能满足市场日益增长的需求,保险公司只有积极创新,才能满足市场真实需求,才能提高防范系统性风险的能力,才能确立保险行业的核心竞争力。

正如 Geneva Association(2010)所言,保险公司核心业务并不是此次金融危机的源头,相反,还具有天然的抗风险优势,并在一定程度上减缓了金融危机对实体经济的冲击,现有保险监管框架对风险的防范也是总体有效的。保险公司的核心业务不易造成系统性风险。基于这一基本判断,我国保险业在发展核心保险业务时,更应该大力创新,形成保险行业锐意创新的文化。建议监管当局以最大的力度来支持保险公司在核心业务上的创新,从政策上鼓励保险创新,法律没有禁止的,都可以探索和尝试;并以最大的宽容度来对待创新过程中出现的问题。

在鼓励核心业务创新的同时,也应当注意几点:(1)坚持以保险消费者真实需求为导向,避免保险创新脱离实体经济,成为空中楼阁,避免保险公司以创新的名义损害消费者利益;(2)坚持保险核心业务,积极推进业务结构调整,确保保险行业创新发展的正确方向,对于非核心业务领域的创新一定要慎重和严格监管,比如对信用保险的监管一定要及时跟上和强化;(3)注重风险可控,

避免保险公司在创新过程中出现重大风险的累积。

### (三) 审慎对待保险公司金融混业

这次金融危机中,凡是专注于核心主业的保险公司都没有受到重创,凡是偏离核心主业、追求金融混业经营的保险机构都陷入了严重的危机,如AIG就是典型。

我国保险公司还处在发展的初级阶段,但已经出现集团化发展的趋势。部分保险公司和保险集团积极介入证券、银行等领域。应清醒认识到,其他金融业务的风险特征与保险核心业务风险不同,也可能因为风险传递拖累保险集团。跨行业经营的保险集团更可能成为具有系统重要性机构,导致系统性风险的可能性显著增加。因此,保险监管机构应该审慎对待保险集团的综合经营,严格监管,避免监管盲点,避免保险集团在盲目追求混业经营中出现系统性风险。而金融集团在追求混业的便利和规模时,更要注意风险的传染和叠加效应,并意识到今日的监管改革正是要解决“大而不能倒”的难题。

### 参考文献

- 博森, 罗伯特(2010):《大乱有大治》, 中信出版社。
- 次贷危机研究课题组(2009):《次贷危机正在改变世界》, 中国金融出版社。
- 黎晓静(2009):《次贷危机同步解析》, 中国金融出版社。
- 瑞士再保险股份有限公司(2010):《保险业监管问题》,《Sigma》,第3期。
- 王国刚(2009):《止损机制缺失:美国次贷危机生成机理的金融分析》,《经济学动态》,第4期。
- 谢平(2011):《CDS的功能不可替代》,《金融发展评论》,第1期。
- 阎建军(2008):《美国住房按揭证券化中的保险机制及其启示》,《中国城市经济》,第4期。
- 朱民等(2009):《改变未来的金融危机》, 中国金融出版社。
- Council on Foreign Relations (2011): “Financial Crisis Inquiry Commission Report”, <http://www.cfr.org/united-states/financial-crisis-inquiry-commission-report-january-2011/p23952>.
- Cummins, D. (2009): “Perspectives on Systemic Risk”, National Meeting, <http://www.naic.org/>.
- ECB (2009): “Credit Default Swaps and Counterparty Risk”, <http://www.ecb.int/>.
- Financial Crisis Inquiry Commission (2011): “The Financial Crisis Inquiry Report”, <http://www.gpo.gov/>.
- FSB, IMF and BIS (2009): “Guidance to Access to the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations”, <http://www.imf.org/>.
- Geneva Association (2010): “System Risk in Insurance: An Analysis of Insurance and Financial Stability”, <http://www.genevaassociation.org/>.
- Greenspan (2007): The Age of Turbulence: Adventures in a New World, Penguin Press.
- IAIS (2010): “Position Statement on Key Financial Stability Issues”, [www.iaisweb.org](http://www.iaisweb.org).
- International Swaps and Derivatives Association (2009): “AIG and Credit Default Swaps”, <http://www.isda.org/>.
- Jaffee, D. and J. Quigley (2008): “Mortgage Guarantee Programs and the Subprime Crisis”, *California Management Review*, 51.
- MICA (2009): “Statement of Teresa Bryce Before the Subcommittee on Capital Markets Insurance and Government Sponsored Enterprises of the House Committee on Financial Services”, <http://www.privatemi.org/>.
- Mortgage Insurance Companies of America (2011): “MICA 2001~2011 Fact Book”, <http://www.privatemi.org/>.
- OECD (2008): “Challenges Related to Financial Guarantee Insurance”, <http://www.oecd.org/>.
- OECD (2010): “The Impact of the Financial Crisis on the Insurance Sector and Policy Responses”, <http://www.oecd.org/>.
- Standard & Poor (2008): “The U.S. Asset-Backed Commercial Paper Market May Be Down, But It's Not Out”, [http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/US\\_ABCP\\_MayBeDownButNotOut\\_July\\_7.pdf](http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/US_ABCP_MayBeDownButNotOut_July_7.pdf).
- Torres, C. and H. Son (2009): “Bernanke Says Insurer AIG Operated Like a Hedge Fund”, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aHx9vZa0IJAo>.
- Turner, S. (2010): “Mortgage Guaranty Insurance Surviving the Subprime Crisis”, Candidate Liaison Committee, <http://www.casact.org/>.
- United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations (2011): “Wall Street and The Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse”, <http://hsgac.senate.gov/>.

(责任编辑:赵一新)