
由友邦上市再谈保险业风险管理

段国圣 (中国社会科学院金融研究所博士后流动站; 泰康资产管理有限责任公司)

从美国国际集团 (AIG) 陷入危机以来, 友邦保险作为其子公司的命运也是一波三折。自 2009 年年底始, 在 AIG 对出售价格、时间及股权比例等多种因素的综合考量之下, 友邦先后经历了启动 IPO、放弃 IPO 转为向保诚出售、遭遇弃购并再转 IPO 的戏剧性转变。10 月 29 日, 友邦终于在港交所挂牌上市, 首次公开发售集资总额达到 205.1 亿美元, 成为了全球第三大 IPO, 也是全球保险业最大规模的 IPO。

与大部分上市公司不同, 友邦的上市目的不是为业务发展筹集资金, 而是为母公司 AIG 偿还美国政府的债务。当资本市场为友邦的高额 IPO 进行庆祝的时候, 全球的保险業者更多的感受到“替母还债”的惋惜。当前, 全球处在货币宽松的环境中, 是否有保险公司在扩张的冲动下重蹈 AIG 的覆辙, 以及我国保险业应怎样做好风险管理, 是值得我们深思的问题。

一、AIG 危机回顾

作为当代最知名的保险集团之一, AIG 曾经取得骄人的业绩。在其前任首席执行官格林伯格的带领下, 公司市值从 3 亿美元持续增长最高至 1730 亿美元, 管理资产超过 1.2 万亿美元, 是美国最大的商业保险提供商和最大的寿险公司之一。危机爆发前, AIG 长期居于美国利润最高的十家公司之列, 2004 年到 2006 年三年间, 其净利润分别达到 98 亿元、104 亿元和 140 亿元, 是美国信贷评级为“AAA”的 8 家企业中唯一的金融类公司。然而, 这样一家行业标杆型的企业, 却在 2008 年次贷危机中遭受重创; 若非美国政府及时救助, AIG 恐难逃脱破产的命运。如此巨大的转变和对比, 除了受金融市场系统性风险的影响之外, AIG 在经营策略上的激进、风险管理能力的缺陷与失误也是重要的内在原因。

* 本文为保监会部级研究课题 (课题编号为 JCB201009) 的阶段性研究成果。

AIG 旗下的子公司 AIGFP (AIG 金融产品公司) 大量参与了一种 CDS (信用违约掉期) 业务, 是导致 AIG 陷入危机的直接原因。CDS 是当时美国市场中一种比较成熟的金融衍生工具, 其标的资产是一份债权, 当债权出现违约时, 出售 CDS 的一方需要将违约的相应损失补偿给购买方。CDS 本身是一种信用风险的对冲工具, 保险公司购买这一衍生品的目的是管理其投资组合中的信用风险, 实现资产和负债的风险收益匹配。在传统业务放缓、赢利能力下降的背景下, AIG 尝试通过卖出 CDS 并从中获利。20 世纪 80 年代以来, 美国经济和金融市场呈现“大缓和”(Great Moderation) 特征, 经济增长强劲, 市场波动性下降, 利率与信用息差保持低位, 信用环境相对稳定, 违约事件较少, AIG 从 CDS 业务中获得了丰厚的利润。随后, 管理层逐渐放松了对风险的警惕, 忽视保险公司资产负债匹配的基本理念, 在缺乏有效的风险对冲机制的情况下, 大量销售 CDS, 一跃成为市场上最大的 CDS 卖方。与此同时, 信用风险不断积累。截至 2008 年 6 月 30 日, AIG 在 CDS 上的净敞口已经高达 4410 亿美元。

2007 年次贷危机爆发, 信用违约事件大面积出现, CDS 的赔付成本迅速攀升, 此前积累的信用风险在短时间内爆发, AIG 因此而损失惨重: 2007 年 4 季度净亏损 52.9 亿美元, 2008 年一季度和二季度分别亏损 78 亿美元和 53.6 亿美元, 其中与 CDS 相关的亏损高达 250 亿美元。在财务亏损的同时, AIG 面临严重的流动性不足。一方面, 意外增加的赔付使得原本充裕的现金流捉襟见肘; 另一方面, 在 CDS 业务标的的信用等级及 AIG 自身的信用等级被下调后, AIG 已无法与交易对手进行正常的交易, 需要增加几百亿美元的流动性资产向交易对手作抵押。2008 年 9 月 15 日, 雷曼宣布破产保护, 市场对于 AIG 的前景充满恐慌, 当天股价出现崩溃式下跌。与此同时, 保单持有人受到极大的信心冲击, 世界各地引发了退保恐慌, 而 AIG 在退保潮的压力面前已经无能为力。

由于美国政府听任雷曼倒闭对金融体系产生巨大冲击的前车之鉴, 以及 AIG “大而不倒”(Too Big To Fail) 的规模和影响, 美国政府不得不紧急向 AIG 注入流动性, 并 4 次向 AIG 提供总额高达 1823 亿美元的贷款, 最终避免公司陷入破产的境地。然而, AIG 也从此踏上了还债之路。根据计划, AIG 将在 2011 年年初偿还所欠纽约联邦储备银行的借款, AIG 不得不出售旗下资产和业务来偿还债务。本次友邦 IPO 募集的资金将主要用于偿还纽约联邦储备银行 200 亿美元的抵押债务。而随着 AIG 出售资产和股权的进展, 这个全球保险集团将失去其寿险市场的影响力, 回归财产险和金融服务领域。

二、对 AIG 危机的几点思考

AIG 倒在了 CDS 业务上, 因此批评人士将金融危机的责任推到衍生品身上。事实上, 金融创新是资本市场的必然趋势, 也是符合经济发展的客观规律。无论是 CDS 还是其他衍生品, 充其量是一种交易工具, 起决定性因素的还是工具的使用者。对于 AIG 事件来说, 如果我们的思考只停留在是否应该参与 CDS 业务的层面, 这显然是不够的。以发展的眼光来

看，金融创新不会停止，保险市场与资本市场高度互动、保险公司积极参与金融创新的趋势也不会改变。全球保险业更值得思考的问题是，AIG自身的问题在哪里？怎样防止下一个“AIG危机”？为此，我们对AIG危机的深层原因进行了梳理，希望为保险业的稳定运行提供经验。

（一）资产负债匹配失衡

保险公司的资产具有高负债的特点，因此资产负债匹配是其风险管理的关键环节。一般来说，安全性是保险公司资产负债匹配的首要原则和目标。而AIG忽略了对安全性的考虑，过度承担了信用风险，导致资产负债匹配的失衡，是AIG陷入危机的根本原因。

保险公司使用衍生工具的主要目的是管理资产风险，提高资产负债表的匹配度。AIG在本身投资组合就有RMBS（住宅按揭贷款支持证券）、CMBS（商业房地产抵押贷款支持证券）等资产的情况下，不但没有对冲与次贷相关的信用风险，还大量销售CDS，导致信用风险过度集中，资产与负债出现严重的风险不匹配。在销售CDS之前，AIG应当充分评估该投资的风险，以不侵害资产负债表的和谐为底线，将投资风险控制在一定范围之内。事实证明，AIG出售信用保护的投资行为，完全没有考虑到这一原则并进行系统性的风险评估，风险业务的规模早已超出了集团资本可以承担的范围，当信用事件引发CDS价格剧烈波动时，对集团的资产负债表造成巨大冲击，本来健康的保险业务也受到牵连，引发了被保险人的退保恐慌，最终将AIG带到破产的边缘。

（二）缺乏对风险的谨慎评估

金融机构，尤其是保险公司，参与金融创新的一个必要前提是对风险的谨慎评估。根据这一原则，AIG在出售CDS产品前应当使用谨慎的方法，结合经济、政治、社会环境等多重因素的不同情形进行分析和测试，比较各种因素的变动对公司财务状况的潜在影响，评估公司可能面临的各种风险状况，以此厘定合理的定价水平、提取充足的准备金并确定合适的投资和风险策略。而AIGFP对CDS进行定价及管理时，只对信用风险的一般性情景进行了考虑，对潜在风险的压力测试和模拟分析明显不足。

实际上，在进入2006年后，CDS成本急剧上升，市场已经体现出对违约率上升的担忧。摩根大通、美林证券等金融机构都认为市场对CDS业务的定价偏低，其潜在的信用风险超过了自身的承受能力，开始减少CDS的持有量。据统计，摩根大通先后出售了超过120亿美元的CDS资产。如果AIG及时洞察市场的变化，合理评估公司的信用风险，其至少有一年半左右的时间来降低风险敞口。然而，直到2008年，AIG的管理层仍然认为该业务的风险处于集团的可控范围内。

（三）流动性是危机恶化的助推器

AIG危机的深化离不开流动性因素的影响。CDS业务失败、巨额亏损、信用降级、退保的相继发生，不断掏空公司的现金储备，强化了AIG对于流动性的需求，在金融危机的环境下，流动性风险会从两个方向上对公司产生挤压：一方面是公司持有的流动性资产难以变

现, 或者在变现时遭受巨大损失; 同时公司在市场上融资的能力又受到市场环境和自身信用等级变化的影响而难以奏效, 使得公司的流动性补偿渠道受到严重影响。另一方面, 金融危机下金融机构人人自危, 与交易对手完成正常交易对流动性、抵押品的要求反而大幅度增加了, 这对流动性缺乏、特别是正常运转对流动性需求较大的公司可能是双重打击。当时, AIG 持有的流动性资产已无法满足需求, 为避免陷入破产的境地, 不得不依靠美国政府紧急注入流动性。AIG 的流动性管理失败, 即是在流动性管理和安排上没有做好准备, 在公司信用风险上升时, 无法提供更多的流动性资产作为抵押担保; 而金融市场近乎崩溃的形势下, 各种金融产品的交易都陷入僵化的状态。只以常规思路进行流动性管理, 缺失了对 CDS 业务特殊性的考量, 这决定了 AIG 危机是信用风险爆发的必然结果。

(四) 监管缺位是 AIG 危机的重要因素

美国金融监管机构对 CDS 业务的监管力度不足是造成 AIG 危机的重要因素。为保护客户利益, 监管机构应该对 CDS 这样的高风险业务进行审慎性监管。而事实上, CDS 业务在美国存在监管缺位的现象。一方面, CDS 业务表面上属于证券类业务, 受美国证监会的约束, 没有受到保险监督官的重视, 使这种业务面临监管的多头监管但又没有真正进行强有力的约束性要求; 如美国保险监督机构没有把 CDS 纳入监管范畴, 并对该项业务制定相应的准备金提取规则和偿付能力约束, 并根据市场情况对风险进行动态监控。另一方面, 美国金融监管机构对衍生产品的监管一直处于十分宽松的状态, 对 CDS 这种业务缺少必要的风险监督和业务规范。

三、对我国保险业风险管理的建议

近年来, 我国保险业取得了快速发展。到 2010 年年底, 我国保险业总资产将达到 5 万亿元左右。保险业的稳定运行对金融业, 以致宏观经济的运行都具有重要意义。对于我国的保险公司来说, 应该吸取 AIG 的教训, 做好资产负债管理。

(一) 重视资产负债匹配管理

宏观经济、资本市场、信用环境的变化是促成 AIG 危机的外界条件, 只是起到了触发器的作用, 而内在的原因则应归咎于 AIG 资产负债匹配的失误。因为同为保险公司, 其他大的保险机构在本次金融危机中也遭受了较大的损失, 但并没有出现致命的问题。在不考虑负债方的风险收益特征的前提下, AIG 盲目追求投资的高收益, 导致资产与负债在风险、流动性方面出现错配, 当外部因素发生变化时, 资产与负债表现出强烈的不协调, 进而对公司的现金流、利润、偿付能力和价值造成重大伤害。

对保险公司而言, 资产和负债的协调管理是解决错配风险的根源。过度关注投资收益和利润而忽略了负债安全性和流动性需求的行为, 可能给保险公司带来致命性打击。当前环境下, 我国保险业的竞争激烈程度逐渐增加, 保险公司的利润主要来自于投资, 因此给保险业

的资金运用形成很大的压力。很多保险公司在投资利润的压力下往往忽略了资产负债管理，这是一种非常危险的管理方式，可能成为我国保险业的隐患。因此，我国保险公司应该提高对资产负债管理的重视程度，通过对资产和负债的协调管理，提高风险管控能力和价值创造能力。

（二）提高流动性管理能力

尽管 AIG 在 CDS 业务中损失惨重，但压垮骆驼的最后一根稻草则是流动性危机。尽管金融危机期间美联储向金融市场投入了大量的流动性，并扩大其流动性支持的范围，但 AIG 财务状况的恶化与流动性匮乏形成恶性循环，正常的救援手段和努力已无法奏效。从历史经验来看，很多保险公司的失败都是因为意外情况发生时，保险公司的流动性资产不足，导致其短期支付能力出现缺口。更为严重的是，流动性危机往往在投保人中引发极大恐慌，导致退保的大量增加，进而迫使保险公司以较低的价格出售流动性较差的资产，进一步加剧了保险公司的危机严重程度。因此，保险公司需要努力在产品的设计、投资等各个环节入手，加强对流动性风险的管理。

保险公司进行流动性管理的过程中，必须要合理平衡流动性、安全性和收益性之间的关系。AIG 为了追求高收益而忽略了资产的安全性和流动性，最终陷入危机，可见片面的追求投资收益对保险公司是一种非理性行为。当然，如果是以牺牲收益来为代价来保证资产的安全性和流动性，同样会损害保险公司的市场竞争力。因此，保险公司需要合理平衡三者的关系，以满足安全性和流动性为前提，以收益性为目标。

（三）对“黑天鹅”事件提起足够重视

保险公司传统的决策方法是以历史数据为基础，按照一定的概率分布得出的。这种决策方法习惯于假设环境是稳定的，对损失分布的尾部事件不够重视，往往忽略非正常事件对公司的影响。因此，很多人认为 AIG 危机看做是“黑天鹅”事件冲击下的偶然事件。“黑天鹅”事件的实质在于概率分布的肥尾性，这一现象已经出现在数次金融危机中，并成为“长期资本公司”、AIG 等著名金融机构的“滑铁卢”。

保险公司的经营行为要以一般经济情形为基础，但同时要充分衡量一些小概率事件对公司的影响，不能以“金融危机之下无论什么样的公司都无法幸免”的侥幸心理作为借口，忽视了小概率事件出现对保险公司经营的灾难性影响。事实上，保险公司的负债具有长期性特点，一个负债周期往往跨越多个经济周期，可能还要遭遇到社会经济环境的结构性转变，这无疑增加了“黑天鹅”事件出现的可能性。20 世纪 90 年代，我国处于高利率的经济环境，寿险公司基于静态假设，认为利率下行的空间有限，因此签发了大量高利率保单。而随后的事实是，中央银行连续降息，利率水平大幅下降，给我国寿险业造成规模巨大的利差损失，至今尚未完全消化。

（四）进一步完善保险监管

金融机构具有规模扩张的天然冲动，常常在管理中忽略安全性和价值最大化的目标，造

成资产负债的匹配管理的缺失。因此，有效的监管是提高我国保险业风险防范能力的重要保障。当然，监管机构在提高监管能力的同时，还应该不断完善保险保障机制，保证在风险爆发后具备快速反应的能力，避免风险在行业内传导，更好的维持行业稳定和保护投标人利益。以 AIG 事件为例，尽管对美国政府的救助行为也有批评的声音，但政府的救助在客观上减小了风险的扩散范围，降低了危机对整个经济和社会的冲击，最大限度的保护了投保人利益。

（五）完善绩效考核机制

现代保险公司普遍采用股份制的形式，而股份制公司的一个突出矛盾是股东与管理层之间的信息不对称。在此情况下，绩效考核成为优化管理者行为的重要工具。在 AIG 的案例中，AIGFP 公司为了短期利润而盲目开展 CDS 业务，甚至放弃了风险控制和资产负债匹配的基本原则，不当的绩效考核机制成为危机爆发的导火索。因此，保险公司必须将风险管理的理念融入到绩效考核机制中，避免绩效考核对规模和效益的过度强调，同时做好短期和长期的平衡。

参考文献

- [1] 约翰·T·坎贝尔、路易斯·M·万斯勒，2004，《战略资产配置》，上海财经大学出版社。
- [2] 陈文辉、丁昶，2005，寿险公司资产负债匹配管理，《中国金融》第3期。
- [3] 王宪章，2002，论寿险产品的利率风险管理，《保险研究》第2期。
- [4] 李秀芳，2000，我国寿险业的利率风险分析及其防范，《南开经济研究》第1期。
- [5] 陈小宪，2003，加速建立现代商业银行的资产负债管理体系，《金融研究》第2期。
- [6] Ang A. , Sherris M, 1997, Interest rate risk management: Developments in interest rate term structure modeling for risk management and valuation of interest - rate - dependent cash flows, North American Actuarial Journal, 1, pp. 1 - 26.
- [7] Anders Grosen, 2000, Fair valuation of life insurance liabilities: the impact of interest rate guarantees, surrender options, and bonus policies, Insurance: Mathematics and Economics, 26, pp. 37 - 57.
- [8] Andrea Consiglio, David Saunders, 2006, Asset and liability management for insurance products with minimum guarantees: The UK case, Journal of Banking and Finance, 30, pp. 645 - 667.
- [9] Arnold F. Shapiro, 2004, Fuzzy logic in insurance, Insurance: Mathematics and Economics, 35, pp. 399 - 424.
- [10] Erik Taflin, 2000, Equity allocation and portfolio selection in insurance, Insurance: Mathematics and Economics, 27, pp. 65 - 81.
- [11] Frank J. Fabozzi and Atsuo Konishi, 1996, The Handbook of Asset/Liability Management, (Revised Edition), Irwin Mcgraw—Hill.

- [12] Gary P. Moynihan, Prasad Purushothaman, 2002, DSSALM: A decision support system for asset and liability management, *Decision support system*, 33, pp. 23 – 38.
- [13] Jae Ha Lee, Duan R. , 2004, Stock, Embedded options and Interest rate risk for insurance companies, banks and other financial institutions, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 40, pp. 169 – 187.
- [14] Janssen J, 1993, Asset liability management for banking and insurance, *Proceedings of the ISI 49th Session, Firenze*, 248 – 270.
- [15] Palmgren B, 1995, Asset liability management and strategies of profit sharing, *Transactions ICA Brussels*, 3, pp. 567 – 576.
- [16] Rudolf, M. and W. T. Ziemba, 2004, Inter temporal Asset—Liability Management, *Journal of Economic Dynamics and Control* , 28 (4), pp. 875 – 990.
- [17] Santomero, A. , Babbel, D, 1997, Financial risk management by insurers: an analysis of the process, *Journal of Risk and Insurance*, 64, pp. 231 – 270.
- [18] Swiss Re, 2000, Asset and Liability Management for Insurers, *Sigma*, No. 6.
- [19] Thomas S. Y. Ho, 2005, Asset Liability Management and Enterprise Risk Management of an Insurer, *Journal of Investment Management*, 3 (1), pp. 411 – 427.
- [20] Wilkie, A. D, 1985, The matching of assets to liabilities, *Journal of the Institute of Actuaries*, 111, pp. 229 – 277.

(责任编辑: 杨骏) (校对: YJ)