

全球巨灾债券收益率普遍“上双” 国内保险证券化实施两步走战略

证券时报 刘敬元 邓雄鹰

随着全球极端天气频发,以巨灾债券为代表的保险连接证券(ILS)愈加引发市场关注。

数据显示,全球巨灾债券的表现相当亮眼,整体收益率普遍达到两位数,在中国香港上市的两只巨灾债券票面利率(浮动)也分别达到了10%、12%的水平。

作为受自然灾害影响较大的国家之一,我国头部保险公司也在积极开展巨灾债券探索。不过,基于巨灾债券市场尚待完善以及发行需求有限等原因,巨灾风险证券化的探索仍需一步步往前走。

巨灾硬周期叠加高利率 推高巨灾债券整体收益

保险连接证券是保险市场风险分散的重要组成部分,可将风险从保险人转移到资本市场,是国际保险风险管理的重要手段。而巨灾债券是发展最成熟、使用最广泛的保险连接证券类别之一。

近两年,全球巨灾债券的收益较高,成为资本市场的一个关注点,一些私募基金也因此获益不少。以在港交所上市的两只巨灾债券来看,票息率(浮动)分别达10.375%、12.525%。这两只巨灾债券分别由世界银行于2023年3月28日、2024年5月6日发行。前一只总额为3.5亿美元,为智利未来三年与地震风险有关的损失提供保障;后一只总额1.5亿美元,为牙买加未来四个飓风季节的风暴风险提供保障。

多位业界人士表示,近两年巨灾债券的收益较高,主要得益于两方面:一是市场利率高,美联储加息拉高了市场无风险利率水平;二是巨灾持续硬周期,且近两年大灾实际发生程度好于预期。

所谓巨灾硬周期,指的是由于近年大灾发生频繁,相关保险保障的定价较高以及相应的承保能力紧张。

“巨灾债券的定价,主要是由无风险利率、预期损失、风险附加三部分构成。”中国再保国际部总经理助理刘颖表示,从过去十几年看,自2010年到2021年,由于美国长期处于低利率环境,无风险利率长时间低于1%,巨灾债券的价格主要由保险市场的周期来决定。从2022年起,随着美联储多次加息,无风险利率飙升到5%以上,巨灾债券的整体收益率已普遍达到两位数。

巨灾债券诞生于20世纪90年代。1992年,美国安德鲁飓风给美国经济带来巨大灾难,12家保险公司因入不敷出而倒闭,这促使业界、监管开始考虑从资金量庞大的证券市场引入资金以应对未来的巨灾风险,催生了巨灾债券的诞生。1997年,美林、高盛、雷曼兄弟共同协助美国联合服务汽车协会(USAA)发行了世界上第一只真正意义上的巨灾债券。

巨灾债券的原理其实并不复杂。发行巨灾债券募集资金,为的是补充保险业自身对大灾的承保能力。巨灾债券存续期内,特殊目的保险公司(SPI)会按照约定的条款向投资者支付票息,巨灾债券的风险在于特定大灾发生。如果在债券存续期之内,没有发生约定的大灾或大灾没有达到约定的触发条件,投资者就可以拿回本

发行时间	发行人	保障风险	金额(亿美元)	期限	发行市场
2015年	中再产险	中国地震风险	0.5	—	百慕大
2021年10月1日	中再产险	中国内地台风风险	0.3	—	香港
2022年6月3日	鼎睿再保险	日本台风风险	1.5	—	香港
2022年12月30日	人保财险	中国地震风险	0.325	三年	香港
2023年3月28日	世界银行(国际复兴开发银行)	智利地震风险	3.5	三年	香港
2024年5月6日	世界银行(国际复兴开发银行)	牙买加风暴风险	1.5	四个飓风季节	香港

数据来源:香港保监局官网 图虫创意/供图 刘敬元/制表 周靖宇/制图

金和利息。如果发生了达到触发标准的巨灾,巨灾债券募集的资金就会先进行保险的赔偿,若还剩下部分本金,就会再归还给投资者。

长期以来,由于巨灾债券收益水平主要取决于自然灾害的发生情况,因此巨灾债券和其他金融产品相关性较低。2002年到2022年,巨灾债券平均的年化收益率在7.1%左右,相对高于其他金融产品。

在资深财险人士、瑞再中国原总裁陈东辉看来,“巨灾债券是一些小众投资者用来稀释对冲市场风险的小众投资品种”。

巨灾债券市场的投资者主要有谁?刘颖表示,目前大部分投资者的信息并不公开,但从公开信息能看到70家左右的专业机构,其中约50家是专业资产管理公司,此外还有银行、对冲基金、保险公司、私募基金等,这些投资者主要来自欧美发达市场。巨灾债券的投资者通常会建立专业团队,人员来自气候、地理、巨灾模型分析、承保、精算、投资等多个领域。

亚洲系自然巨灾高发区 巨灾债券市场潜力较大

刘颖介绍,目前,包括巨灾债券在内的各种保险连接证券,存量规模超过1000亿美元,占整体再保险行业总资产供给的16%左右。其中,巨灾债券是占比最高的一种保险连接证券,占比40%左右。2023年,巨灾债券余额约450亿美元,发行量164亿美元,近十年增速为7%。

相对于抵押再保险等其他类型的保险连接证券,巨灾债券的优势在于,期限可以更长,流动性更好,条款设计也可以相对更加标准化。

全球巨灾债券发行人中,来自美国、百慕大的占比超八成,来自西欧、日韩等地区的占比则约一成。覆盖的底层风险,以美国、欧洲和日本等地的自然巨灾为主。巨灾债券的发行地区从百慕大、开曼群岛等离岸免税区域,慢慢扩展到新加坡、中国香港等亚太地区。

刘颖表示,亚洲是自然巨灾高发地区,随着风险累积的上升,亚洲巨灾债券市场存在巨大发展机会,多地也正大力推广巨灾债券市场。

其中,日本多年前便积极借助欧美市场发行巨灾债券,向全球分散日本的巨灾风险,新加坡则致力于成为亚

洲领先的保险连接证券中心。2019年,中国香港开始积极推广巨灾债券,不断完善监管框架,2021年推出专属监管制度及资助先导计划,为每笔巨灾债券提供最高1200万港元的补贴。截至目前,共有5宗保险连接证券在中国香港发行,总额7.13亿美元。

总体上,我国巨灾债券的发行尚在探索阶段。截至目前,中资机构发行的巨灾债券只有3单。2015年,中再产险作为发起人,利用特殊目的机构PandaRe在百慕大发行中国首笔巨灾债券,金额为5000万美元,向境外资本市场转移了中国地震风险。2021年,中再产险在中国香港发行第一笔在港设立SPI的巨灾债券,为内地因台风造成的损失提供保障,发行额度为3000万美元。2022年12月,人保财险在中国香港发行以中国地震风险为标的的巨灾债券,总值为3250万美元,这是首只由境内直保公司在港发行的巨灾债券。

刘颖认为,内地和香港的巨灾债券市场还处在非常早期的发展阶段,仍然面临很多待完善的地方,需要重点研究市场培育举措、投资能力培育、发行机制完善等问题。

助力应急保障体系完善 保险证券化将分两步走

保险风险证券化是构建多层次巨灾风险分散机制的重要部分,但成熟落地尚需时日。

持续推动巨灾保险市场做大是开展巨灾风险证券化的基础。2014年以来,我国各地政府相继针对区域特点开展符合当地风险保障实际的巨灾保险探索。2015年,我国城乡居民地震巨灾保险制度正式建立。今年3月26日,金融监管总局联合财政部印发《关于扩大城乡居住住宅巨灾保险保障范围 进一步完善巨灾保险制度的通知》,进一步扩展保险责任,完善巨灾保险机制。截至2023年,广东、广西、山东、深圳、宁波等省(区)、市陆续建立了地方性巨灾保障制度。不过,总体来说,目前仍存在保障额度不高、巨灾保险产品较少、财税支持力度有限等难题。

一位资深的财险人士分析,从保险市场看,巨灾风险证券化是建立在巨灾保险比较成熟基础上的,我国巨灾保险还在局部试点,规模尚小。

在陈东辉看来,巨灾债券的主要目

的是为保险行业提供额外的承保能力,但目前国内保险业在巨灾领域的问题是财产险和巨灾险的渗透率很低,属于“承保能力过剩”,还不太需要巨灾债券这样的方式进行额外的承保能力供给。

“目前,保险在巨灾保障体系中的渗透率偏低。当务之急是提高巨灾保险的渗透率和覆盖面,才能为巨灾债券带来发展机遇。”陈东辉说。

今年1月,金融监管总局曾答复全国政协委员关于加快试点推进保险风险证券化的相关提案,支持保险公司根据自身风险管理需要,开展保险风险证券化实践探索。

其中提及,保险连接证券作为一种创新型的保险风险管理工具,横跨保险、证券两个市场,事关保险公司、中介机构、投资者等多个主体,对政策环境、市场成熟度的要求较高。一是存在较大的政策障碍。发行保险连接证券所必需的特殊目的保险公司(SPI)定位为从事单一特殊目的交易的保险公司,国际上注册所在地监管当局对SPI的监管要求远低于普通保险公司,以及豁免偿付能力监管要求等,与我国法律和行政法规存在较大的政策冲突。二是境内保险公司发行需求有限。相对于传统再保险,发行保险连接证券的费用较高,且由于巨灾风险的复杂性和特殊性,该类产品的购买人一般为特定的机构投资者,存在发行失败的可能。彼时,国内机构仅有入保财险和中再产险提出在港发行巨灾债券的申请。

据了解,下一步,金融监管总局将会同有关部门分两步推动保险证券化工作。短期内,支持保险公司开展保险风险证券化研究,根据自身风险管理需要在港发行保险连接证券,积累发行经验,提升风险管理水平。中长期内,总结样板经验,深入开展调研,对保险连接证券发行的法律基础、监管政策进行国际比较研究。总体上,要遵循债券市场客观规律,坚持市场化发展方向,加强债券市场统筹规划和体制机制改革,探索构建多层次保险风险分散体系。

6月19日,金融监管总局局长李云泽在陆家嘴论坛上提到,我国地域辽阔,自然环境复杂多样,各类灾害易发多发。从全球平均水平看,在重大灾害事故的损失补偿中,40%左右由保险业承担,而我国这一比例仅为10%左右。保险业在完善国家应急保障体系方面,完全有潜力、有能力发挥更大作用。

中邮资管韩广岳: 服务新质生产力 与保险资管发展高度契合

证券时报 刘敬元

“作为金融行业和金融市场的力量,服务新质生产力发展既是保险资管行业践行‘国之大事’,为经济社会发展提供高质量服务的使命所在,也是推动行业自身实现高质量发展的重要引擎。”近日,中邮保险资产管理有限公司(下称“中邮资管”)党委书记韩广岳接受证券时报专访时说。

摆脱传统增长路径

在采访中,韩广岳阐述了对于新质生产力内涵的理解。他认为,发展新质生产力是当前全球宏观环境下的必要选择,发展新质生产力的本质是做强做优做大实体经济。

“新质生产力不仅意味着以科技创新推动产业自身的创新,更体现了以产业升级构筑新竞争优势,赢得发展的主动权。因此,深入推进中国式现代化、推动高质量发展,迫切需要发展新质生产力。”他表示。

在他看来,新质生产力代表生产力的跃迁,“新”在于以科技创新推动产业创新,“质”在于提升质量和效益,核心是发展“创新、质优”的生产力。

他认为,发展新质生产力就是要摆脱传统增长路径,以高效能、高质量为基本要求,以数智化、绿色化为基本特征,以科技创新引领产业持续迭代优化,提升产业竞争力,实现更优更快的经济增长。

契合自身高质量发展

韩广岳说,服务新质生产力与保险资管高质量发展高度契合。

他从三个逻辑层面作出具体阐述:一是战略导向要求保险资管“靠前发力”,二是内在属性推动保险资管“同新而行”,三是行业转型驱动保险资管“向新而进”。“在建设金融强国的宏伟蓝图下,保险资管行业作为现代金融体系的重要组成部分,需要加速服务新质生产力,助力现代化产业体系构建,全力做好‘五篇文章’。”他表示。

“新质生产力作为深化供给侧改革、经济发展新动能的发力点和着力点,资金需求大、培育周期长,尤其需要价值资本、耐心资本的助力。”韩广岳说,长期以来,保险资金始终恪守长期投资、价值投资、责任投资理念,是支持资本市场良性运转的稳定器与压舱石,也是服务国家战略与实体经济的生力军与中坚力量。截至2024年3月末,保险资金运用余额约30万亿元,是市场稀缺的以价值为本、着眼长期的长期资金、耐心资本,是服务新质生产力的关键力量。

从行业层面来说,经历了20年的洗礼与历练,保险资管行业形成了规模资金管理、大类资产配置、绝对收益获取及体系化风险管理能力等风格优势。伴随国家战略导向、供给侧改革深入及发展动能

的转换,产业结构、投融资模式也发生根本性转换,以房地产、城投为代表的投资需求收缩,具有高科技、高效能、高质量特征的行业发展方向好。

“时势之下,保险资管的投资方向也需要更多向重科技与创新的战略性新兴产业转移,布局建设未来产业,借助服务新质生产力的契机,扩展投资领域、丰富产品供给、挖掘新型优质资产,寻求新的利润增长点,从而实现保险资管行业自身的高质量发展。”韩广岳说。

五方面赋能新质生产力

韩广岳认为,保险资管要以高质量发展赋能新质生产力,并提出了五个方面思路。

一是以投研能力建设为基石,向新增效。“当前各类前沿和颠覆性技术相互赋能,迭代突破,发展新动能不断集聚,面对新一轮科技革命和产业变革的加速演进,需要保险资管公司加强投研能力建设,优化资源配置。”

二是以产品供给为抓手,向新提质。面对经济发展的新产业、新模式,保险资管行业需要深入研究代表新质生产力相关产业的发展规律和特点,强化产品创新,丰富产品供给。

三是以风险防控为底线,向新筑稳。韩广岳表示,风控合规是金融机构的红线、底线、生命线,代表新质生产力的高新技术企业、“专精特新”中小企业等具有原创性、不确定性和高波动性等特征,需要保险资管行业建立与新质生产力产业特点相适应的风险评估机制,提升业务管理和风险控制能力。

四是以数智化转型为契机,向新提速。当前在新技术的冲击下,整个金融行业都在发生深刻变化,保险资管行业应积极拥抱科技发展趋势,加快数智化转型。

五是以人才队伍建设为支撑,向新增智。面对新行业、新技术、新业态的持续涌现,保险资管行业需要同时具备金融和相关产业领域知识的高素质人才,以创新意识 and 能力响应新质生产力发展的金融需求。

中邮资管成立于2023年10月,是最新成立的保险资管公司,由“邮政系”的中邮保险100%持股,注册资本5亿元,管理规模数千亿元。

韩广岳介绍,中邮资管致力于在国家发展大局中找准着力点及落脚点,以高质量发展助力新质生产力“提速增效”。

他表示,中邮资管坚持以资产配置为核心,以提升投资能力为根本,深入研究新领域、新技术、新业态,主动适应产业导向,投融资结构的变化,将特色优势产业和战略性新兴产业作为重要投资方向,加大对绿色、低碳、循环经济等领域的金融支持力度,以保险资金“活水”的精准灌溉助力加快形成新质生产力。

(本专栏系列完)

(上接A1版)“具有调节税负与消费功能的消费税应成为新一轮地方税体系改革的‘排头兵’。”

分配存量与增量成关键

自1994年开征以来,消费税历经数次重大制度调整,税目已演化为15个。尽管改革方向明确,但多位受访专家同时提醒,开展消费税改革应基于稳妥实施原则,从成熟的科目入手开展试点,并尽可能减少负外部性。

对于如何推进消费税改革,《方案》曾提出先对高档手表、贵重首饰和珠宝玉石等条件成熟的品目实施改革。相较于作为消费税收入主要来源的“烟酒油车”,高档手表、贵重首饰等具有奢侈品特征的非生活必需品在消费税收入中占比较小,虽对改善地方财力的实际意义不大,但作为改革试点,其好处是对政府与市场的影响可控。

代志新强调,本质上,消费税具有

很强的中央税属性,不宜将大多数商品的征收环节后移。未来推进消费税改革,应侧重于重新划分消费税的央地税收分成比例。

在收入分配原则上,《方案》曾要求“存量部分核定基数,由地方上解中央,增量部分原则上将归属地方”。受访专家也认为,开展改革首先要确保中央与地方既有财力格局稳定。

上海财经大学公共政策与治理研究院副院长田志伟告诉记者,消费税本来是中央税,“中央保基本、地方拿增量”的分配方式可以规避改革对中央财力造成影响,预计各地消费税收入中的“存量”与“增量”会按照不同比例分配。

在具体操作上,代志新认为,可以借鉴1994年的“两税”返还(增值税和消费税税收返还)制度安排,地方上划消费收入,由中央给予消费税税收返还,返还额以各地上划的消费税收入增长率为基准逐年递增。

采取差异化税率适应改革

消费税改革不仅事关中央与地方财力分配再调整,还伴随着行业内部税负与地方税基的调整,面临多维度考验。

上海交通大学凯原法学院副教授、财税法研究中心副主任王梓宇向记者指出,消费税若在批发或零售环节征收,各个地方实际征收到的消费收入与各地人口规模、消费习惯等密切相关。从规模上看,东部地区新获得的财政收入会更多一些;而从税收基数来看,消费税改革后东北地区和中西部地区的财政收入增长率会更高。

按照中银证券研报分析,假设消费税改革中全部税种征收环节后移,并按50%比例下划地方,将分别增加东、中、西、东北地区省份税收收入3308亿元、1560亿元、1593亿元、500亿元。

多位受访高校学者主要担心当前税收征管机制适应性不足,易引发横向税

收竞争等潜在问题。代志新指出,为争夺税源,地方政府或采取减免税款与财政返还等方式压低消费税实际税率;同时,征收后移还会导致部分消费税税基分布不均,引发新的财政横向不平衡的问题。

市场机构更加关注征收环节的调整对相关行业的影响。浙商证券首席经济学家李超指出,从理论上推演,征税环节转变使得消费税负主体发生变化,消费税与附加税费的计税基础亦会改变,因此生产企业及经销商之间的定价政策和他们之间的合同条款可能需要重新制定,相应的出厂价格亦需重新考量;由于价格发生变化,生产厂家的激励政策或促销政策亦需考虑进行调整。

为适应改革带来的一系列挑战,受访专家建议,适度扩大消费税征收范围,对目前尚未纳入征收范围的或者税率较低的某些奢侈品进行征收或者提高税率;同时,保持烟、酒、成品油、乘用车等在当前消费税中占比较大商品的税率基本稳定。

证券时报 中国保险资产管理业协会联合推出

保险资管业 助力新质生产力发展(七)

“零钱包”上门兑换 交行深圳分行 支付便民服务获点赞

近日,交通银行深圳分行成立“零钱包”兑换上门服务小组,受到周边商户及市民的高度评价。

“现在银行服务太贴心了,我们正愁没有零钱找零,交行竟然提供了上门服务,太让人惊喜了!”深圳观澜福城天虹周边的商户纷纷表示交行的“零钱包”既美观又实用,同时还学到了人民币反假相关的知识,可谓一举两得。

这是交通银行深圳分行积极响应国家关于优化支付服务、提升支付便利性号召的缩影。据了解,为优化支付服务提升支付便利性,交通银行深圳观澜支行成立服务专班,旨在为老年人、周边商户、外籍华人等群体提供更加优质、便捷的支付服务。

据悉,交通银行深圳分行积极优化“适老”服务,为老年人打造绿色服务通道,在网点提供老花镜、放大镜、饮用热水等适老用品,观澜支行还安排专员为老年人提供智能手机操作指导、反诈反假知识宣传等贴心服务,确保老年客户也能无障碍享受金融服务。

在深工作外籍人士ELIZAVETA苦恼于日常零钱支付,交行“零钱包”服务解决了她的生活难题,贴心的服务让她都忍不住竖起了大拇指!

交通银行深圳分行致力打造有温度的服务,该行将继续秉承“以客户为中心”的服务理念,不断创新服务模式,提升服务质量,真正做到便民、利民、惠民。(CIS)