

AIG 陷入财务困境的原因及启示

王茂琪¹

摘要：在这一轮由美国次贷危机引发的全球金融危机中，美国国际集团公司（AIG）成为最严重的受害者之一。本文分析了 AIG 在此次危机中陷入财务困境的直接诱因及 5 个深层原因，提出了需要重新审视我国保险业国际化、多元化发展思路的观点，以及对我国保险业的 3 点启示。

关键词：次贷危机，金融危机，美国国际集团（AIG），信用违约掉期合约（CDS）

美国国际集团（American International Group, Inc, 下简称 AIG）是美国最大的保险集团之一，根据 2008 福布斯全球 2000 大企业排行榜，AIG 列全球第 18 位。

2008 年 9 月 16 日，美联储向由于次贷危机陷入财务困境的 AIG 提供了 850 亿美元贷款，作为代价，美联储将持有 AIG 79.9% 的股权，而 AIG 需要出售资产以偿还这笔巨额债务。10 月 8 日，美联储宣布，再次向 AIG 提供高达 378 亿美元的贷款，用以帮助 AIG 补充资金流动性，此时的 AIG 实质上已经被收归国有。

探究 AIG 在次贷危机中失足的背后原因，罪魁祸首应该是 AIG 旗下的金融产品部门（AIG Financial Product, 下简称 AIGFP）发行的大量信用违约掉期合约（下简称 CDS）。

但 AIG 事件背后还有很多深层次原因，其中自身风险控制不力和外部监管缺失，是非常重要的两个方面。

同时，AIG 的失足也让我们不得不反思保险业多元化战略的发展思路。由于一味地追求业务的多元化和国际化，可能会导致很多风险不能得到很好识别和控制，这一点对尚处于开放初期的中国保险业来说，是一个非常值得深思的问题。

1、导致 AIG 陷入财务困境的直接原因

1.1 AIG 并非失足于传统保险业务

表 1 是 AIG 2008 年前三个季度的经营情况数据。从这张表可以看出，2008 年的前三个季度，AIG 的核心保险业务并没有出现亏损，反而比 2007 年同期有 6.8% 的增长。但是投资收益的下降和在 CDS 产品方面的亏损，导致了 AIG 的财务状况急剧恶化。

表 1 2008 年前三季度 AIG 经营情况与 2007 年对比

项目	2008 年 9 月 30 日	2007 年 9 月 30 日	变化, %
利润			
保费收入	21,082	19,733	6.8
净投资收益	2,946	6,172	(52.3)
净实现资本损失	(18,312)	(864)	NM
AIGFP 未实现 CDS 产品损失	(7,054)	(352)	NM
其他收益	2,236	5,147	(56.6)
总利润	898	29,836	(97.0)

¹王茂琪，清华大学经济管理学院博士研究生

保单赔付及费用			
已发生赔付额	17,189	15,595	10.2
其他保单费用	6,919	5,357	29.2
利息费用	2,297	1,232	86.4
其他费用	2,678	2,773	(3.4)
总赔付及费用	29,083	24,957	16.5
税前利润	(28,185)	4,879	NM

资料来源：AIG 季度财务报表，2008Q3

1.2 AIG 旗下的 AIGFP 部门及其 CDS 业务

AIG 的业务网络遍及全球，几乎无所不包。从飞机租赁到卖给印度人的人身保险，再到小学教师的退休计划等，都是其业务范围。而在这次金融危机中最终拖垮 AIG 的，却是一个专门从事金融衍生品交易的部门 AIGFP。

AIGFP 是 AIG 专门从事金融产品业务的一个分支，成立于 1987 年，由 Joseph J. Cassano 出任第一任主管，总部设在伦敦。AIGFP 在成立之初，主要涉足一些普通掉期交易（Plain Vanilla Swap），例如一些以对冲利率风险为目的的利率掉期交易。

1998 年，是 AIGFP 经营的一个分水岭。来自 J.P. Morgan 的金融衍生品专家向 AIGFP 提出了一种新颖的交易方式：就是为一种叫做“债务抵押债券”（Collateralized Debt Obligations，以下简称 CDO）的产品提供信用担保。

CDO 是一种基于固定收益资产的债券，通常是由银行等金融机构将一大包不同类型的债务（如公司贷款、或信用卡债务等）分解成许多块（Tranche）出售给投资者，由投资者各自承担不同的风险。如果打包的债务全部是贷款，那么就叫做 CLO（Collateralized Loan Obligations），如果全部是债券，就叫做 CBO（Collateralized Bonds Obligations）²。

AIGFP 为 CDO 的持有者提供的担保类似于一种“保险”。因为一旦发行 CDO 的机构出现了信用违约，AIGFP 就要代替他们向 CDO 的持有者支付损失；作为对价，CDO 的持有者需要向 AIGFP 缴纳一定数额的“保费”。这种类似于“保险”的信用担保就被称为信用违约掉期（Credit Default Swap，简称 CDS）。

下面，举例说明一下 CDS 的交易过程。假设 AIGFP 向某机构投资者 A 出售了一个 CDS，其标的公司为某银行 B。那么，当银行 B 的债券发生违约时，机构投资者 A 就会从 AIGFP 得到赔付。所以，如果机构投资者 A 持有银行 B 的某种债券，则他从 AIGFP 购买的 CDS 产品就可以视为是对其自身持有的银行 B 的债券所面临的违约风险的一个很好的对冲，如图 1 所示。

² http://en.wikipedia.org/wiki/Collateralized_debt_obligation

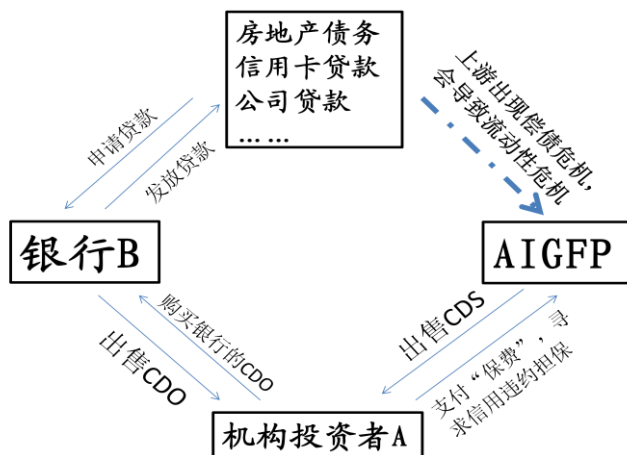
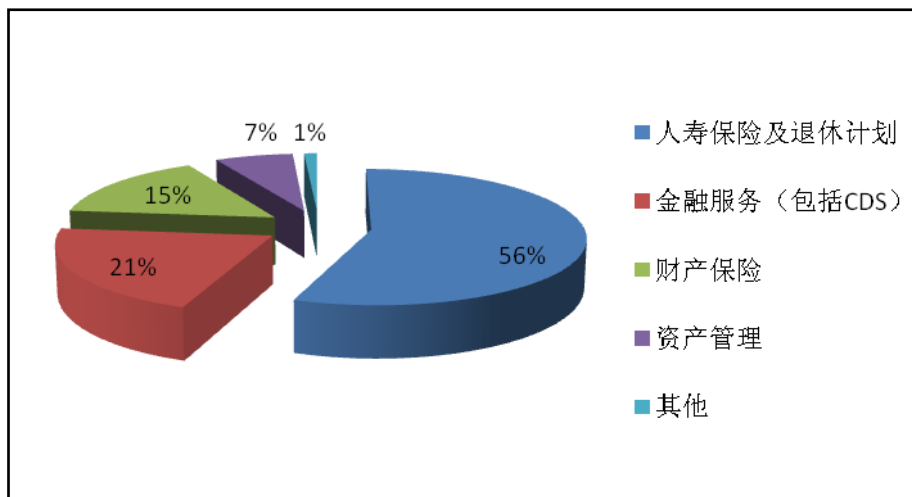


图 1 CDS 的运作流程示意图

但 CDS 毕竟不是保险，它与保险产品有着根本区别。那就是：购买 CDS 的人并不需要真正持有相关的 CDO 债券。也就是说，CDS 不仅可以用来对冲风险，也可以用来进行投机。

CDS 产品并非 AIGFP 的首创。1997 年，J.P. Morgan 的一个团队就首次开发出了这一产品。后来，CDS 产品在市场上越来越流行。以后，CDS 市场发展很快，到 2007 年底时，全球发行在外的 CDS 总值大约在 45 万亿到 62.2 万亿美元之间³。

依靠 AIG 良好的信用和稳定的资产负债表，AIGFP 得以毫无顾忌的发行 CDS，并且在市场一片向好的前景下，AIGFP 也的确从 CDS 业务中获取了丰厚的利润，几乎不用担心会发生可能的赔付。很快，AIGFP 的年利润就从 1999 年的 7.37 亿美元上升到了 2005 年 32.6 亿美元，占 AIG 总营业收入的比例也从 1999 年的 4.2% 上升到 2005 年的 17.5%。据 Joseph J. Cassano 本人称，AIGFP 的业务对象都是世界上第一流的投资银行、养老基金、捐赠基金、保险公司、对冲基金等。



数据来源：AIG Financial Supplement, 2008Q3

图 2 AIG 的资产分布结构 (截至 2008 年第 3 季度)

³ ISDA Market Survey

1.3 CDS 业务如何拖垮了 AIG

2001 到 2006 年，全球房地产市场火爆。竞争促使银行大量发放低利率的住房贷款。贷款发放出去以后，银行又把这些住房贷款打包证券化后出售给投资银行。投资银行又以这些购买来的住房贷款为基础大量发行各类衍生金融产品，这其中就有抵押贷款支持债券（MBS），CDO 和 CDS 等。

当市场一片繁荣时，AIGFP 为 AIG 带来了极其丰厚的利润。从产品性质上看，由于 CDS 类似于信用保证保险，因此如果住房贷款的违约率处于较低水平，那么 CDS 确实能够给卖方带来较大收益。但这些衍生金融产品都是以住房贷款为支撑的，一旦大量住房贷款还不上，就可能整个金融体系出现严重问题。2007 年以来，在住房贷款违约率迅速上升的背景下，很多由 CDS 担保的债券出现了违约，导致 AIGFP 需要向 CDS 的购买者进行赔付，从而导致了巨额损失。

归纳起来，引发 AIG 出现财务危机的逻辑链条是：次贷危机爆发导致 AIG 销售的与次贷有关的 CDS 产品巨额亏损，导致需要追加现金和资产抵押以满足监管要求；巨额现金、资产抵押和拨备导致了现金流危机；现金流危机导致了 AIG 的信用评级下降；根据 CDS 合同的有关条款，如果 CDS 产品卖方（AIG）自身的信用等级下降，需要卖方追加现金或资产作抵押，这就更加剧了 AIG 的现金流危机（见图 3）。

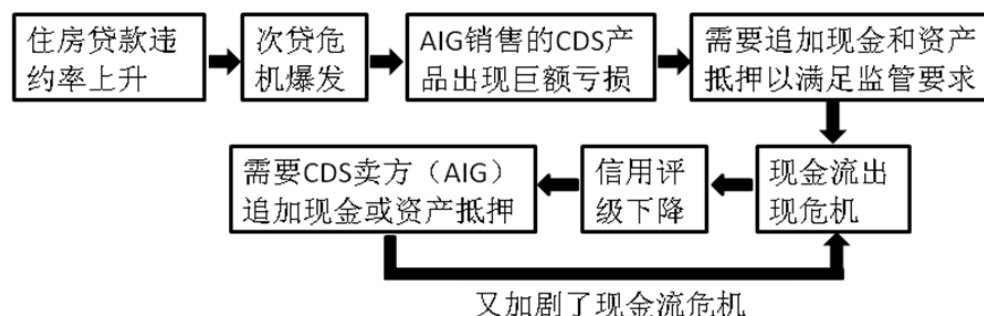


图 3 AIG 陷入财务危机的因果链

我们从一组数据中可以清楚地了解 AIG 陷入危机情况：

- 从 2007 年第四季度到 2008 年第三季度，AIG 共亏损了 237.9 亿美元⁴。
- 从 2007 年底到 2008 年中期，AIG 的权益资本减少了 177 亿美元，杠杆率⁵从 11.0 倍上升到 13.4 倍。
- 截至 2008 年 6 月 30 日，AIG 已经抵押了 165 亿美元的资产作为保证金。
- 2008 年 9 月 15 日，标准普尔将 AIG 的评级从 AA-降至 A-，穆迪对 AIG 的评级从 Aa3 降至 A2，连降三级。而这一评级的变化将要求 AIG 追加 145 亿美元的抵押品。

2008 年早些时候，AIG 筹资 200 亿美元试图自救，但远远满足不了日益恶化的财务状况的需要。2008 年 9 月 16 日，AIG 曾试图从私营银行筹集高达 750 亿美元的资金，不过这一努力最终失败了。于是，AIG 最终被美国政府“接管”。

⁴ AIG 2007 年年报及 2008 年季度财务报表

⁵ 杠杆率=负债/权益

2、AIG 陷入实质性破产背后的原因

2.1 内部风险控制出现的问题

在过去很长时间里，AIG 都以其控制风险的能力著称。比如，当多数美国保险公司只对 10% 的保单进行再保险时，AIG 会将保险费的 70% 进行再保险。虽然这在一定程度上降低了其利润，却让公司有远远多于竞争对手的现金。

但自从 AIG 的老领导格林伯格离开之后，管理层的风险控制意识似乎就出现了问题。Joseph J. Cassano 在 2007 年 8 月的公司内部会议上，还对 AIGFP 的 CDS 产品充满信心，完全没有觉察到已经慢慢累积起来的风险。因此，AIG 的管理层对 AIG 一步步深陷危机负有重要责任。

如果我们深入分析 AIG 在风险控制方面出现问题的原因，可以归纳为以下几个方面：

1、管理层对风险的认识不够，风险意识不强。正是因为一直以来的市场繁荣，使得从管理层到基层的业务人员对风险放松了警惕，没有意识到风险的加剧，导致危机来临之时遭受巨大损失。

2、缺少良好的风险管理系统。即使在格林伯格在任时，也基本是靠他一个人的主观感觉来判断风险，缺少一个良好的风险管控机制。

3、盲目追求高利润、快发展。AIG 多元化的进程非常迅速，这与管理者的发展理念直接相关。但过于快速的多元化进程使得 AIG 对多元化业务不能充分理解和消化，从而导致了风险控制出现问题。

2.2 资产负债表外隐藏的高风险

保险业务要求保险公司计提未到期责任准备金，但 CDS 产品则不同。尽管 CDS 看上去像是一款为债券提供信用保障的保险合约，但是由于是由证券公司创造的、并在证券公司（例如 AIGFP）下从事的业务，因此根据惯例，应以衍生品的公允价值⁶（Fair Value）记账。

在欧洲，当 CDS 仅规定“标的公司破产”为触发事件时，它可以按担保合约来处理，即进行表外处理；如果 CDS 详细规定了“标的公司被降至 XX 级以下”或“标的公司债券价格缩水 XX%”为触发事件时，它就被视为衍生合约，按公允价值计入资产负债表，并根据公允价值的变动来确认收益损失。在美国，当衍生合约规定的标的资产（债券）或指数发生某种变化时就由卖方支付，此时可按担保合约做表外处理；但如果双方约定以现金结算，且卖方不能确认在合约签订时买方是否持有标的物（被保险债券）时，则按衍生品公允价值入账。

按照这样的规定，AIG 所承接的 CDS 业务绝大部分都按公允价值计入了资产负债表中。尽管 AIG 实际上承接了超过 5000 亿美元的 CDS 业务，但因为当时市场一片繁荣，CDS 产品的价格非常低廉，这些业务在表内只体现了 170 亿美元的公允价值。

这就导致了从资产负债表上看，AIG 的杠杆率并不是很高（2007 年末时为 11 倍），但

⁶所谓公允价值，是指熟悉情况的买卖双方在公平交易的条件下所确定的价格，或无关联的双方在公平交易的条件下一项资产可以被买卖的成交价格。而其中有关证券是按照当时的可变现净值来确定。

如果加上这部分潜在负债额,公司的实际杠杆会达到 17 倍,即使只将其中的 50% 计入表内,杠杆率也将上升到 14 倍。这样高的杠杆比率,理应受到管理层充分的重视。

2.3 用经济资本模型配置风险资本导致资本面临较大风险

2005 年以来, AIG 在集团范围内应用“经济资本模型”(Economic Capital Model)。对于模型的过分信赖,也是使 AIG 对风险松警惕的一个重要原因。

所谓经济资本(Economic Capital)是指资产与负债的公允价值的差额。公允价值体现了经济资本与账面资本、法定资本的根本性差异。目前对于经济资本的应用主要是将需要的经济资本当作是维持某个目标评级的资本量,而这个目标评级通常是用一个很高的损失分布的置信区间来反映的。例如,如果 AIG 要维持 AA 级的信用评级,那么它所需要的经济资本就要能够保证一年当中发生的 99.95% 的损失都能够控制在经济资本的范围内。换句话说,如果在一年内 AIG 发生了 2000 次损失,则仅有一次损失会超出其经济资本的范围(见图 4)。

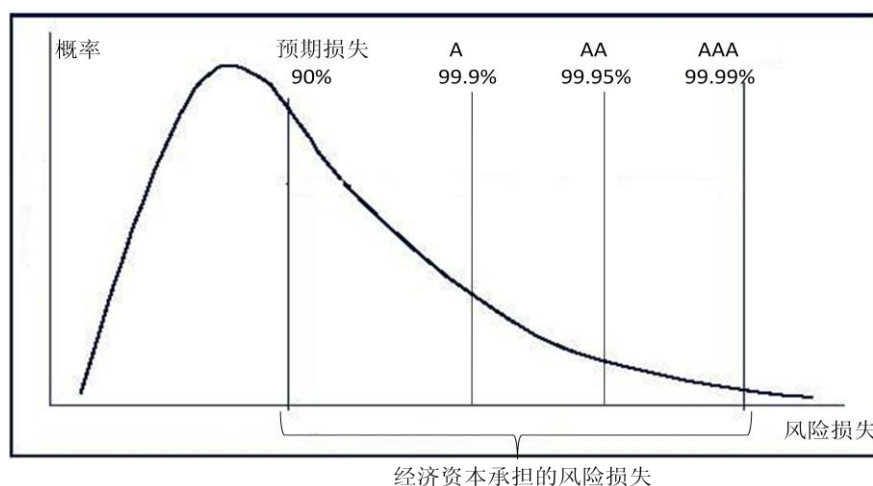


图 4 经济资本与风险损失控制

AIG 使用经济资本模型的作用就是,通过分析公司所面临的风险对公司市值盈余的影响,计算出为保持一定信用评级水平而要求公司持有的经济资本。从这个意义上来说,计算经济资本首先就要对风险进行定量描述。

另一方面,公司的可用资本是根据资产的市场价值和负债的市场价值之差计算的。通过可用资本和经济资本两者的对比,就可以判断公司的偿付能力是否充足以及充足的程度。

经济资本模型可以用于对不同业务的管理。通过经济资本风险衡量,不同产品的风险就有了可比性,再通过利润和回报率分析,就可以优化业务组合。2007 年以后, AIG 将这一模型应用于对更广泛业务的管理,而 AIGFP 的业务由于其占用表内资本很少,同时盈利可观,而成为 AIG 的新宠儿,业务规模不断扩大。

但如果我们仔细分析这个模型,就会发现:首先,经济资本是基于公允价值计算的,这就导致表外的潜在高负债无法体现在经济资本模型中。其次,经济资本的计算依赖于信用评级要求。在外部市场很好,公司财务状况很好的情况下,内部管理者很容易低估风险,从而低估所需要经济资本水平。因而在既有的可用资本状况下,会得出偿付能力充足的错误判断。因此, AIG 对经济资本模型的运用实际上削弱了在危机来临之前对风险的控制。

2.4 监管机构对跨行业经营业务的模糊管制

CDS 交易属于柜台交易 (Over-the-counter, OTC), 因而不受任何证券交易所监管, 完全在交易对手之间直接互换。也就是说在最初成交 CDS 时, 并没有任何机制来保证出售方 (如 AIG) 是否有足够的储备资本来担保。而且各担保方的“保险”政策不尽一致, 完全没有一个统一标准。

AIG 之所以能够以如此高的杠杆来运营一项保险业务, 这与监管机构对跨行业经营业务的模糊管制有关。尽管美国保险监管部门对保险公司的准备金拨备和资本充足率有着严格的要求, 但对于保险公司旗下从事“类保险业务”的金融服务公司 (如 AIGFP) 则没有明确的监管要求, CDS 业务更是没有列入保险监管范围。作为一项金融创新产品, 它本应属于美国证券交易所委员会 (SEC) 的监管范畴, 但 SEC 对这种类保险产品也没有明确的资本和拨备要求。再加上 CDS 属于柜台交易, 因而几乎不受监管, 也无需申请金融衍生品的牌照。结果, 承保的一方 (CDS 卖方) 几乎不需要为 CDS 留出准备金, 而交易对手一般也只会象征性的要求一些保证金。如果在繁荣时期, 卖方是 AAA 评级, 连保证金也可以免了。因此从某种意义上讲, CDS 产品几乎是不需要资本金就可以做的买卖。

总之, 作为一种横跨保险业与证券业之间的业务, 对 CDS 的松散监管导致了其低拨备、高杠杆的业务特性。于是, 无论是证券公司还是保险公司都竞相开展这一业务。激烈竞争下, 保费收入 (点差) 不断降低。例如到 2006 年时, 高等级债券每年的保费仅为面值的 0.1%; 随着风险暴露的增加, 保费水平逐渐提高, 到 2008 年时已上升到 4.33%。CDS 价格的大幅变动, 显示了这一保险产品在证券公司的经营框架下, 出现了严重的估价错误。

2.5 多元化经营导致风险蔓延

上世纪 90 年代末, 在金融业交叉销售和协同经营的背景下, AIG 也进行了多元化扩张, 从传统的保险业务进入了证券、商业银行、投资管理、融资租赁等多个领域。其中最让公司得意的就是负责开发和销售金融产品的金融产品部门 (AIGFP)。

除了 AIGFP 外, AIG 的其他多元化业务也使集团整体的风险更加错综复杂。在 AIG 家族中, 除了传统保险业务外, 还包括金融服务公司 AIGFP、金融担保公司 UGC、融资租赁公司 ILFC, 消费金融公司 AGF、资产管理公司、私人银行和地产投资公司。其中 AGF 发放抵押贷款 (含次级贷款), UGC 为这些贷款提供一次担保, AIGFP 为证券化后的 CDO 产品提供担保, 而 AIG 保险和资产管理部门则投资于这些抵押贷款和 CDO。

结果, 到 2008 年中期, 除 AIGFP 亏损 237.9 亿美元外, AGF 因发放抵押贷款的违约而亏损 8500 万美元, 资产管理公司的利差投资业务部因投资于抵押贷款产品, 亏损了 16 亿美元。总之, 多元化业务的拓展, 让 AIG 吞食风险蔓延带来的苦果。

3、重新审视保险业国际化、多元化的发展思路

3.1 全球其他保险巨头在危机中的表现

AIG 并不是唯一一家在本轮危机中倒下的保险巨头。

2008 年 10 月 10 日, 日本大和生命保险宣布破产。由于高成本经营, 为追求利润而过度依赖高风险、高回报的金融商品, 大和生命的公司财务状况不断恶化, 由于全球金融市场的动荡, 其所持有的有价证券跌幅超出预想, 最终把自己逼入绝境。

荷兰国际集团 (ING) 2008 年 10 月 17 日宣布, 由于股票及债券等证券资产价格下跌、与雷曼相关的投资组合失败、房产价格不断下跌等因素, 公司第三季度出现净亏损约 5 亿欧元。这使得荷兰政府马上于 10 月 19 日宣布从 200 亿欧元的救助基金中拨出一半来购买 ING 股权, 使其核心一级资本充足率(core tier-1 ratio)达到 8% 左右。同时, 2008 年 10 月 20 日 ING 宣布, 将台湾的 ING 安泰人寿以 6 亿美元的价格出售给富邦金控。

3.2 近期保险业出现的反多元化现象

1998 年, 花旗集团 (Citi Group) 与旅行者保险合并, 组成了当时全球最大的金融集团——花旗集团, 似乎标志着一个崭新的金融混业经营时代已经到来。但时隔不久, 2002 年花旗不得不拆卖旅行者旗下价值 50 亿美元的财险业务, 2005 年几乎又将全部寿险业务剥离, 正式退出了保险领域。花旗和保险业的分手, 说明保险业务和银行业务在对金融企业内部风险资本配置方面有着巨大分歧。保险业务的高额拨备占用了大量风险资本, 大大降低了风险资本的回报率, 因此不再适合保留在集团内部, 或者说旅行者保险从来就没有完全被整合进花旗集团的体系。

3.3 国际化对中国保险公司影响——中国平安投资富通的教训

中国的保险公司虽然在政策壁垒的保护下, 没有直接受到投资次贷支持类债券、信用违约互换等复杂衍生品的冲击, 但股权投资的大幅缩水以及合资公司外资股东的潜在风险等, 仍然让中国的保险公司感受到了危机的巨大冲击, 其中最为引人关注的当属中国平安投资富通出现亏损的案例。

中国平安从 2007 年开始进行海外投资的尝试和探索, 希望通过全球性的资产配置, 改善保险资金资产和负债久期不匹配的风险, 规避单一经济体经济发展的周期性风险。

这样的经营思路和发展理念并没有问题, 也符合保险业的经营规律。但是遇上了这样一次百年不遇的金融危机, 导致平安在此项投资中遭受了 157 亿元人民币的市价损失。

平安投资富通的失利, 让国内投资者看到了“境外金融资产风险向中国保险业的传导”, 这让并不成熟的中国保险业不得不重新审视多元化、国际化的战略。

4、对中国保险业的启示

4.1 在国际化背景下, 重新审视多元化经营的利与弊

自从中国加入 WTO 之后, 保险业正逐步走向国际化。与此同时, 保险公司的业务也在不断向多元化发展。我们应该在充分肯定国际化、多元化的发展趋势的同时, 清楚地意识到可能出现的问题:

- 1、在国际化进程中, 可能会受到国外金融风险的冲击。如何防范这类风险, 将成为国

际化进程中非常值得关注的问题。

2、业务多元化将会导致保险公司自身的风险上升。对于新业务风险的认知和控制，将是影响多元化经营成效的重要因素。

对中国保险企业来说，要有选择、有步骤地发展国际化和多元化经营，不能一味地追求放开，盲目追求利润。要能够对国际化、多元化进程中带来的新型风险有充分的认识，并做到很好的防范。

4.2 保险企业的全面风险管理必须提上议程

在国际化、多元化的趋势下，保险企业的全面风险管理就显得尤为重要。

1、保险公司的经营者需要对多元化的业务有充分的了解，对多元化的业务风险有足够的认识，并建立恰当的风险管理机制。

2、加强保险公司整体化的风险管理。要把多元化业务与传统业务作为整体进行风险控制，避免因业务错综复杂而导致风险的蔓延。

4.3 根据保险业出现的新问题，及时改进保险监管

对于保险业的监管者来说，要对国际化、多元化的趋势及其风险有清楚的认识，并相应的提升监管力度，改进监管手段。

1、采取适当的监管措施，严格规范保险公司在其他金融产品业务上的经营。

2、协调好和保险公司多元化业务相关的各个监管部门之间的关系，避免对同一业务的多重监管或者某项业务的监管缺失。

参考文献

[1]Gretchen Morgenson. Behind Insurer's Crisis, Blind Eye to a Web of Risk [J]. New York Times, September 27, 2008

[2]CFA Institute. (2008). Derivatives and Alternative Investments. Boston: Pearson Custom Publishing. ISBN 0-536-34228-8.

[3]Mark Garbowski. United States: Credit Default Swaps: A Brief Insurance Primer [J]. AKO'S Policyholder Advisor, October 24, 2008

[4]Gretchen Morgenson. Credit default swap market under scrutiny [J]. International Herald Tribune, August 10, 2008

[5]魏迎宁，陈戈. 论保险公司经济资本【J】.保险研究，2008，（5）

[6]朱铭来，卓宇. AIG 危机对我国保险业的启示【J】.中国金融，2008，（21）

The Causes and Inspirations of AIG Getting into Financial Distress

Abstract: The American International Group (AIG) is among one of the most serious victims during the worldwide financial crisis recently, which was caused by the subprime lending crisis in America. This article analyzes not only the direct cause that made AIG get into a financial distress, but also five deep reasons under the surface. The author comes up with the idea that we should re-examine the strategy of internationalization and diversification of the insurance industry. More than that, the author gives three inspirations for the insurance industry of China.

Key Words: Sub-Prime Crisis, AIG, Credit Default Swap(CDS)