資產密集型再保險：

在香港市場看見的機會、風險與監理

原文作者
Julian Man, FSA, FASHK
David Wang, FSA, FIA, MAAA

中文版譯者[1]
Alvin Yeh 葉君豪
Jaden Chiu 邱沂, FSA, FAICT

Milliman

前言

全球壽險業正進入結構性轉型。長年期負債的管理方式，已不再只侷限於傳統保險資產負債表，而是愈來愈常結合再保險、外部資本以及更精細的資產配置策略共同安排。

這項轉變反映出市場對保險負債的定位已有明顯改變。過去，業者評估負債時，重點多放在核保風險、準備金適足性與資本壓力；如今，長年期負債也被視為一種穩定的長期資金來源，可進一步支撐投資配置最佳化。對具備強大投資能力的機構而言，這樣的變化創造了新的策略機會；尤其私募股權業者近年對保險業的興趣升高，更加速相關模式發展。資產密集型再保險（asset-intensive reinsurance, AIR）即是其中一項具代表性的策略，透過結構型再保險安排，將投資策略與長年期負債管理更緊密地結合。

在此趨勢下，市場交易型態也變得更為複雜。這類交易愈來愈常涉及跨境架構、關係企業資產管理公司、私募信貸策略以及擔保品安排。繼美國與英國市場發展後，日本已成為亞洲 AIR 交易的主要中心。近年香港也陸續出現數宗 AIR 交易，使這類結構型安排逐漸受到市場關注。與此同時，監理機關對 AIR 的審視也明顯升高。美國導入 AG55，目的在於協助監理機關更有效評估源自美國業務之 AIR 交易的準備金適足性。過去數月，全球多個監理機關也陸續提出方案，研議加強對 AIR 交易的監理審查。其中，香港保險業監管局發布有關修訂《再保險指引》（Guideline 17）的諮詢文件，內容即包括可能提高 AIR 相關交易的監理要求。

本文將從分出公司與再保險公司的角度，探討雙方參與此類交易的主要動機與關鍵考量；其中，分出公司部分將特別聚焦於香港保險公司。同時，本文也將分析香港現行及擬議監理環境，以及其對 AIR 交易可能帶來的影響。

AIR 為何興起

資產密集型再保險係指再保險人承接相當比例的保險負債，同時承擔與該負債相關之投資風險的再保險安排。這類交易最常見於負債價值高度仰賴資產表現、利差收益或長期現金流管理的商品。交易架構通常採共保式（co-insurance）安排，但資產處理方式可有不同設計；例如資金留存（funds withheld）或修正式共保（modified co-insurance）架構下，資產未必會實際移轉。至於亞洲市場，包括香港在內，目前已完成的交易多屬純共保架構，相關資產會移轉至再保險人所在地。簡言之，再保險人通常以比例再保方式承接投資風險、脫退風險，以及死亡率 / 長壽風險等生物統計風險，並向分出公司收取一筆一次性保費。

AIR 可分為兩種主要型態。一是既有業務移轉（block deal），由分出公司將既有有效契約組合移轉予再保險人；另一種是新契約分出安排（flow deal），由再保險人依比例再保方式承接後續新契約業務。

AIR 與傳統僅承接死亡風險的再保險不同，而它的關鍵差異即是將投資管理視為交易核心。此類交易的經濟效益高度仰賴資產負債配合、利差創造、流動性規劃、擔保品設計，以及再保險人在長期間管理複雜投資組合的能力。相關議題將於後續章節進一步討論。

AIR 的成長並非單純景氣循環下的短期現象，而是反映人口結構、資本市場、保險公司策略，以及私募資本參與保險業等面向的深層變化。以美國、英國與日本為例，人口老化推升退休金流型商品與長年期儲蓄型商品需求；香港市場也愈來愈受到同樣趨勢影響。這類商品的獲利能力高度仰賴資產端的創設能力(Asset origination)[2] 以創造足夠收益率。然而，由於投資偏好、對特定私募資產類別的投資管道、以及資本要求等限制，一般保險公司未必具備取得此類資產的能力。。

另一方面，機構投資人持續尋求具穩定現金流、利差收益與長天期特性的資產，而保險負債正好可為這類投資策略提供天然的資

[1] 本白皮書為原文之繁體中文翻譯版本，內容已依台灣用語習慣進行調整。

[2] 資產創設（asset origination）指業者直接「創設 / 承作」資產的能力（如直接放款、私募信貸、結構化信用等私募標的），而非僅在次級市場買進既有證券；目的在於取得公開市場以外的標的與額外利差 / 流動性溢酬。

金基礎。因此，獲機構投資人支持，或具備私募信貸、基礎建設債、結構型融資及其他替代性資產配置能力的再保險人，逐漸取得策略優勢。AIR 架構也使保險負債與外部資本、專業資產管理能力之間的合作模式進一步擴大。

AIR 對分出公司與再保險人的價值

對分出公司之效益

雖然 AIR 已成為全球性發展趨勢，但各地市場的推進速度與交易樣態差異相當明顯。商品設計、清償能力制度、稅務規範與市場結構不同，會直接影響交易執行方式，也決定了 AIR 機會主要集中在哪些市場。

從分出公司角度來看，既有業務交易的一項主要效益，在於可將難以有效管理的風險自資產負債表移出，同時維持足夠的風險調整後投資收益。以美國萬能壽險市場為例，許多保單是在約 2012 年以前高度競爭的環境下承作，當時定價假設相對積極；這些業務如今面臨獲利壓力升高與資本效率不佳等長期挑戰，AIR 既有業務交易即可作為處理方案之一。類似地，AIR 也可用於處理英國年金業者承擔的長壽風險，或協助日本儲蓄型商品突破本土業者偏保守的資產配置、收益率較難維持的問題。

香港市場尤其具備此一背景。數十年前在長期高利率環境下銷售的終身壽險商品，往往提供保戶較高的保證利率；在目前利率環境下，這類保證的維持壓力逐漸升高。另一方面，保險公司也希望鎖定足夠的保證收益，以支撐分紅保單並維持穩定的實現率。若特定有效契約組合在原保險公司資產負債表上的管理效率不佳，AIR 亦可透過資本釋放與清償能力最佳化，協助分出公司改善整體資本運用。

在新契約分出安排方面，由於再保險人通常具備更廣泛的投資機會來源與資產創設能力，保險公司可藉此推出更具競爭力的商品，並提高承保能量。香港近期推出提供相對具吸引力保證報酬的短年期儲蓄險商品，即可視為此類應用的例子。

對再保險人之效益

對再保險人而言，AIR 具有相當高的策略吸引力；尤其是希望取得穩定、長年期資金，以支撐其投資策略的私募股權業者、機構投資人與專業資產管理公司。再保險人承接壽險負債組合後，可取得可預期的負債資金來源，並擴大資產管理規模，進一步投入更廣泛的投資機會。若再保險人搭配關係企業資產管理平台，亦可創造與資產管理規模連動且具擴張性的手續費收入，同時取得與保險負債特性相匹配的長天期資產創設機會。

以美國與百慕達之間的再保險架構為例，美國目前仍是全球規模最大且發展最成熟的 AIR 市場，背後具備多項結構性優勢，包括規模龐大且持續成長的年金市場、可觀的退休資產流入、深度與流動性兼具的資本市場、成熟的離岸再保險生態系，以及私募資本與替代性資產管理業者的高度參與。其中，成熟的離岸再保險生態系對百慕達再保險人尤其重要，因為其有助於連結投資與資本市場，支撐具吸引力的手續費收入模式；同時，美國保險公司也可藉此提升資本效率並達成風險管理目標。

除已相當成熟的美國—百慕達及日本—百慕達再保險架構外，亞洲市場對 AIR 的興趣也正在升溫，香港等市場長期儲蓄型商品持續成長，正是重要支撐因素。全球再保險人愈來愈積極在亞洲承作 AIR 交易，一方面擴大資產管理規模，另一方面也透過不同地區與風險池的曝險，提升整體業務組合的分散效果。

分出公司與再保險人之關鍵考量

分出公司之關鍵考量

對分出公司而言，AIR 交易中最重要的議題之一，是交易架構如何處理交易對手風險。分出公司若要承作此類安排，不能只看再保險人的財務實力，也必須對其風險管理能力、投資策略、治理標準及長期策略承諾有足夠信心。因此，審慎且有紀律的盡職調查，是交易初期不可或缺的步驟。分出公司需以嚴謹標準檢視再保險人，確認其是否適合作為長期且可信賴的交易對手。

分出公司也應特別關注交易中用以降低風險的具體機制。由於相關資產實質上會移出原保險公司的資產負債表，一旦再保險人發生財務壓力或違約，分出公司是否仍能獲得充分保障，即成為交易設計的核心。實務上，常見的主要防護機制為擔保品信託安排，由支持再保負債的資產設立信託，並以分出公司為受益人。此時，擔保品的品質、評價、充足性與流動性即格外重要，因為這些因素將直接影響壓力情境下分出公司可獲得的保障程度。若交易架構涉及信託或資金留存安排，分出公司亦需明確要求再保險人遵循相應的投資準則。投資彈性提高雖有助於增加收益，但仍應透過資產篩選限制，控管信用風險與流動性風險。

因此，分出公司通常會與再保險人密切協商，並評估條約中各項結構性保障是否完整。相關安排可能包括擔保品合格標準、超額擔保要求、擔保品替換規則、定期報告義務、收回權，以及其他契約層面的補救與防護機制。整體而言，這些設計的目的在於降低交易對手曝險，並使分出公司更有信心確認交易在未來期間仍能達成原先設定的資本、清償能力及風險管理目標。

再保險人之關鍵考量

AIR 的一項鮮明特徵，是資產相關風險在交易中具有高度重要性。對許多離岸再保險人而言，資產策略本身即是競爭優勢的重要來源。這通常意味著再保險人會配置非傳統或較複雜的資產，例如私募信貸或替代性投資；這類資產有機會提升收益，但也會帶來更高的複雜度、較低流動性及額外風險。

在競爭激烈的市場環境下，追求較高投資報酬的壓力，可能使再保險人提高對非流動性資產的配置，因此流動性管理尤其關鍵。再保險人同時也必須管理擔保品價值波動。無論是在交易定價階段，或是交易存續期間，資產負債管理都具有核心地位。再保險人需充分理解保戶脫退、提領或其他保單經驗變動如何改變負債型態。例如，若實際脫退率高於預期，負債存續期間可能縮短，原本尚可控管的存續期間落差便可能浮現；若在經濟壓力情境下發生大量脫退，則可能立即產生流動性需求。

與傳統共保相同，AIR 再保險人亦承擔人身風險及保戶行為風險。因此，分出負債本身的特性同樣是重要評估重點。再保險人必須對既有業務組合進行完整盡職調查，包括定價與評估假設是否反映近期經驗及未來趨勢、契約中是否內含保戶選擇權或保證，以及是否另有第三方再保險安排。實務上，也可能出現 AIR 再保險人與傳統再保險人合作的架構，由 AIR 再保險人負責管理資產投資風險，傳統再保險人則承擔人身風險。然而，此舉在降低原有風險的同時，也可能帶來新的交易對手風險。。

香港市場趨勢

香港對 AIR 的採用相對較為審慎且具選擇性。從商品結構來看，香港市場分紅業務占比高，且多數分紅商品含有相當比例的非保證給付；在部分情況下，這使保險公司未必需要透過大範圍風險移轉來管理資產負債表風險。近期 Milliman 報告亦指出，在香港的資本制度下，市場風險資本要求就整體產業而言仍相對偏低；前十大壽險公司的市場風險資本約占總資產 5%，主要是受惠於分紅商品在資本制度下具備損失吸收能力。此外，許多保險公司目前仍保有相當程度的資產負債表承載能力，因此未必需要透過 AIR 來釋放資本或移轉風險。

分紅業務再保險的一項主要技術挑戰，在於如何處理非保證部分。由於股息與紅利宣告仍由分出公司掌握，再保險人對相關決策的影響力有限，因此雙方處於不對稱位置。此一安排會增加交易不確定性，因為未來負債現金流最終可能取決於分出公司的宣告政策與實際決策。再保險人雖可透過預先約定時程，將非保證部分「固定化」處理，但此作法實質上會將部分非保證風險留回分出公司。因此，過往 AIR 交易多以保證部分為主要承作範圍。

儘管如此，香港市場仍存在 AIR 發展機會，包括高保證利率、已停售的既有業務組合、IFRS 17 盈餘管理需求，以及策略性導入外部資產管理專業等領域。

未來展望

香港保險業監管局最新發布的諮詢文件，預期將使 AIR 交易面臨更嚴格的監理審查。雖然擬議中的監管架構將對此類交易設定特定核准與治理要求，但其目的似乎並非使交易本身失去經濟效益；換言之，香港目前並不像英國作法，透過大幅提高交易對手資本要求，使業者因成本過高而降低使用意願。

香港保監局傳遞的訊息相當明確：

保險公司必須充分了解自身風險，也必須充分了解交易對手。

AIR 涉及長年期負債、複雜資產、跨境架構及多方交易對手，因此健全的內部風險管理與治理機制至關重要。董事會與高階管理層應清楚掌握每筆交易的目的、風險輪廓及營運影響；監督範圍亦應涵蓋交易目標、風險胃納、擔保品與收回機制、持續監控機制，以及重大事項通報與升級處理程序。

對交易對手的評估不應僅止於信用評等，而應進一步涵蓋資產品質、流動性、關係企業資產管理公司、轉再保安排、法律架構、司法管轄區風險及營運韌性。治理架構也需完整反映交易所依賴的各個環節，包括再保險人、保管機構、行政管理單位及投資管理公司。擔保品架構方面，則應明確規範合格資產、評價方式、保證金機制、折扣率、集中度限制、壓力情境下的資產取得權利及作業控制。至於再保收回權，唯有在系統、人力、資產移轉能力、行政作業與流動性均足以支持實際執行時，才具備實質保障效果。

展望未來，隨著保險、再保險、資產管理公司與機構投資人之間的界線日益模糊，AIR 交易預期將愈來愈普遍。隨著人口壽命延長且健康狀況持續改善，將持續推升市場對長期儲蓄方案需求。在此趨勢下，AIR 預期仍將是滿足此類需求的重要且持續演進的解決方案。

為充滿風險的世界提供解決方案™

Milliman 運用深厚的專業經驗、嚴謹的精算分析及先進科技，協助客戶因應快速變化且充滿不確定性的環境。我們服務公私部門客戶，協助其面對極端氣候、市場波動、退休與財務保障需求，以及醫療成本上升等重大挑戰，並支持其實現業務、財務及社會目標。

Milliman 的專業服務涵蓋保險、金融服務、醫療保健、生命科學及員工福利等領域。公司成立於 1947 年，為全球最大的獨立精算與風險管理顧問公司之一，於全球主要城市均設有辦公室。

milliman.com

CONTACT

Julian Man
Julian.man@milliman.com

David Wang
David.wang@milliman.com

Alvin Yeh
Alvin.yeh@milliman.com

Jaden Chiu
Jaden.chiu @milliman.com

Milliman

© 2026 Milliman, Inc. All Rights Reserved. The materials in this document represent the opinion of the authors and are not representative of the views of Milliman, Inc. Milliman does not certify the information, nor does it guarantee the accuracy and completeness of such information. Use of such information is voluntary and should not be relied upon unless an independent review of its accuracy and completeness has been performed. Materials may not be reproduced without the express consent of Milliman.