

再保險的經濟學

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland), Solicitor (Hong Kong),
Solicitor (England & Wales)

用瑞士再保險（Swiss Re）自己的簡明說法，再保險常被描述為“保險公司的保險”。¹就其所及範圍而言，這一表述是正確的。原保險人——在再保險術語中稱為分出人或分出公司——將其從投保人處承接的部分風險轉移給再保險人，並以此交換一部分保費。投保人通常對這種轉移一無所知。他們的合同仍與原保險人訂立，即使再保險人未能支付，原保險人仍須對他們承擔全部責任。再保險合同是兩個專業當事人之間獨立的法律關係。這種分離在很大程度上解釋了本章後文所討論的法律問題，因為消費者保險法為保護投保人而發展出的規則，在兩家保險人之間根本沒有必要。

再保險的經濟功能可歸納為四個方面，瑞士再保險的指南也以類似方式加以介紹。²第一是承保能力。資本有限的保險人，只有在能夠將部分風險轉移出去的情況下，才能承接大型風險，例如一座發電站、一架客機或地震帶上的一批房屋。沒有再保險，只有最大的保險人才能承保最大的風險，許多市場將根本不具備為大型工業或基礎設施項目提供保險的能力。因此，再保險使中小型保險人能夠向其客戶提供遠超自身資產負債表規模的保障。

第二是資本減壓。現代償付能力制度，無論是瑞士償付能力測試（SST）還是歐洲的償付能力 II（Solvency II）框架，都要求保險人按其自留風險的比例持有資本。通過分出風險，保險人可降低其

所需資本，並將由此釋放的資本用於承保新業務或返還股東。對於成長中的保險人而言，再保險往往比募集新股本更為便宜。對監管機構而言，這一功能的另一面在於需要確保風險轉移是真實的。第十三節討論的 *Converium* 案表明，當再保險合同的設計旨在製造風險轉移的表象而無其實質時，會發生什麼。

第三是穩定經營業績。在北歐承保風暴險的保險人知道每隔幾年就會發生一場嚴重的風暴，卻無法知道發生在哪一年。再保險通過為其因任何單一事件或任何單一年度所承擔的損失設定上限，平滑由此產生的業績波動。瑞士再保險的指南以審慎的語言表述道：再保險“有助於降低保險人因資本大幅耗減而面臨潛在嚴重後果的可能性”。³ 穩定的業績可降低保險人的資本成本和被評級機構下調評級的風險；在商業險領域，經紀人只將業務安排給達到最低評級的保險人，這一點可能具有決定性意義。

第四是知識轉移。再保險人看到眾多國家數以百計的分出人的業務，積累了任何單一原保險人都無法比擬的數據和經驗。他們就承保、定價、理賠處理和產品開發向客戶提供建議，同時支持客戶進入新的業務線或新的市場。⁴ 1960 年設立的瑞士保險培訓中心（*Swiss Insurance Training Centre*）是這一功能早期的制度化體現。如今，它表現為定價工具、巨災模型、供壽險公司使用的醫學核保手冊以及有關死亡率和發病率趨勢的數據。

在這些功能背後，存在著一項原理，解釋了為何再保險人能夠承擔足以令原保險人破產的風險：分散化。一家同時承接歐洲風暴風險、日本地震風險、美國颶風風險、英國死亡率風險和澳大利亞責任風險的再保險人，所持有的業務組合中各組成部分在很大程度上彼此獨立。德國的一場風暴並不會使日本發生地震的可能性增大。因此，支撐整個業務組合所需的資本，遠小於單獨支撐每一部分所需資本的總和。分散化作為再保險人的核心經濟優勢，解釋了為何該行業趨向於由少數幾家超大型全球公司主導。它也

解釋了這一商業模式在面對相關性風險時的脆弱性——這類風險同時衝擊眾多業務線和地區：大流行病、金融危機、戰爭，以及日益突出的氣候變化對多種災害同時產生的影響。

全球再保險市場高度集中。瑞士再保險的指南估計全球約有 200 家再保險人，其中十大非壽險再保險人承保了大約一半的保費。根據 2012 年的數據，該指南給出的年保費規模約為非壽險 1700 億美元、壽險再保險 530 億美元。⁵這種集中是上述經濟原理的結果。再保險客戶購買的是一項必須在極端情況下兌現的承諾，這有利於擁有龐大、分散的資產負債表和較高評級的再保險人。同時，這個市場具有週期性。重大損失發生後，資本變得稀缺，價格上漲；資本充裕時，價格下跌，直至下一次巨災。市場上有“硬”週期與“軟”週期之說，而每年的續轉日，尤其是歐洲及世界大部分地區的 1 月 1 日，被視為週期的風向標。

自 20 世紀 90 年代以來，另一種承保能力來源進入市場：來自保險業以外的資本。安德魯颶風之後，投資者為百慕大新設的再保險人提供資本，並通過巨災債券及其他保險關聯證券直接承擔巨災風險。瑞士再保險本身就是此類交易的主要安排人之一，併發布作為市場基準的瑞士再保險全球巨災債券指數（Swiss Re Global Cat Bond Index），該指數 2025 年上半年的回報率為 2.77%。這些工具的法律和結構問題將在本編第五章討論。在此只需指出，另類資本已成為傳統再保險之外的又一層承保能力。由於它主要用於峰值巨災風險，再保險週期已不像 20 世紀那樣明顯。⁶

1 註釋

1. Swiss Re, The essential guide to reinsurance, <https://www.swissre.com/dam/jcr:d06472ab-2625-48cf-8b4e-7c7ac8aa63f0/The-essential-guide-to-reinsurance.pdf>。

再保險的經濟學

2. Swiss Re, The essential guide to reinsurance, <https://www.swissre.com/dam/jcr:d06472ab-2625-48cf-8b4e-7c7ac8aa63f0/The-essential-guide-to-reinsurance.pdf>。該指南區分了承保能力與風險轉移、資本減壓、收益穩定以及知識轉移。
3. Swiss Re, The essential guide to reinsurance, <https://www.swissre.com/dam/jcr:d06472ab-2625-48cf-8b4e-7c7ac8aa63f0/The-essential-guide-to-reinsurance.pdf>。
4. Swiss Re, The essential guide to reinsurance, <https://www.swissre.com/dam/jcr:d06472ab-2625-48cf-8b4e-7c7ac8aa63f0/The-essential-guide-to-reinsurance.pdf>。
5. Swiss Re, The essential guide to reinsurance, <https://www.swissre.com/dam/jcr:d06472ab-2625-48cf-8b4e-7c7ac8aa63f0/The-essential-guide-to-reinsurance.pdf>。上述數字為所查閱版本中的數字，此後已大幅增長。
6. Swiss Re, The essential guide to reinsurance，該指南將保險關聯證券描述為“將保險相關風險分出至資本市場的一種手段”。“Cat bonds deliver in 2025. Demonstrate low correlation, spreads exceed high yield: Swiss Re”, Artemis，2025年8月11日，<https://www.artemis.bm/news/cat-bonds-deliver-in-2025-demonstrate-low-correlation-spreads-exceed-high-yield-swiss-re/>。

僅供一般參考。本文不構成法律或稅務意見，不能取代針對個別情況的專業意見，亦不建立律師與客戶關係。本文反映截至2026年9月的法律狀況。

網上版本：hk.helveticaregister.com/zurich-the-economics-of-reinsurance