

## 《卷二》

### 人寿研究（十四）之：相互保险制（一）

《上卷》讨论了人寿股份的会计制度，并对财务报表中的数据进行分析，从这一节开始，在《卷二》中，进一步探讨、拆解人寿的报表，而其起点，是其生意。这一节，探讨的是人寿保险业的组织制度变迁，以理解人寿这门生意的前世今生。

保险契约由来已久，有史记载，可以一直追溯到希腊、罗马时代。以所保险的标的物进行区分，可分为财险和寿险，财险在寿险之先。近代的人身保险，源自海上保险。当时奴隶运输发达，贩卖者将奴隶视为财产，为其死亡投保。所以一开始的寿险，实际上是财产险的一种变种，而人寿生意的组织制度也是从财产险演变而来。此后，投保对象从奴隶，逐渐扩展到船长和船员，进而又扩展到旅客。最终，人身保险业务从大海走上陆地，并随全球化，扩展到地球各处大陆。

早期的保险承保商均是个人，而非公司。据记载，第一起人寿保险出现在1536年的英国。当年6月18日，英国人马丁为一个名叫吉明的人承保了2000英镑的人寿险，保险期限为12个月，保费为80英镑。这实际接近于一种生存对赌，即是将赌博游戏扩展到生命上，而非后世所理解的寿险生意。对于后来的分析者来说，严格的区分保险和赌博，以及严格的区分投资和赌博，是分析保险这门生意，或者进行投资时，需要信守的信条。

《人寿与健康保险》一书中提到，这种由个人承担的保险合同，很容易发生争议。其原因是，有时被保险人还健在，承保人却已经过世了。所以，个人承保商慢慢的变成了由公司承包，所谓铁打的盘营流水的兵，比被保险人还长寿的，是能够传承永续的公司。（比如日本金剛社这种专门修建神社的组织），由永续公司承接个体个人的寿险保单，让投保人有信心将钱交出去，以期日后有需要时拿回，还能找到付款人。这也是为什么后世保险公司经营不良时，往往行业监管者出面，协商保单转移的原因，因为这涉及百姓对整个行业的信心，而“信用”正是金融行业生存的命脉，所以，也是保险公司寿命，往往比其他行业来得很长很多的原因。

当然，长命未必意味着良好经营，很可能只是僵尸。现代公司也可能会通过各种方式苟延残喘，利用各种财技做假账，比如奥林巴斯，当日本的经济从20世纪90年代，从高潮走向衰落时，运用财技，将过去20多年前在地产高峰投资的烂尾楼数，一直用账本覆盖了二十几年。直到后来实在盖不住才爆了出来。

理论上，投资时，一家公司，有时账目会看不清楚，而由保持良好的分红或者运营，有时如果并非长期永续持有，短期下，确实可以忽视其背后的因素，而默认其将继续保持下去，而不需要追究其成因。但是，很难说这家公司，会不会像奥林巴斯一样发生问题。比如说，自1993年上市以来，佛山照明共实现三次融资，融资总额达8.9亿元，而20余年间，却完成现金分红近36亿元。属于现金奶牛典范，但后来却被证监会以虚假陈述罚款并被股民诉讼。经此一役，投资佛山照明，以得到稳定的分红的策略，有多大的可靠性，尚需存疑。

在现代资本主义下，潮起潮落，经营不善的公司，也会破产倒闭，碰上时代大潮变迁，老店也会倒闭或被接管。特别是现代社会，瞬间变化万千，一个浪打来，很可能百年老店便颓然倒下，但只要百姓有需求，行业便会继续存在，有区别的只是新公司代替旧公司。正所谓，“沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春”。

如果不发生改朝换代的大革命，新公司也会慢慢变成百年老店。从投资人角度，重要的是识别时代大潮转折走向，分析公司，鉴别公司价值，而非盲目投资死抱一家公司，动辄以“时间玫瑰”这种文学青年话语为标榜。需知公司赖以生存的背后，是人们需求，以及社会制度的持续。社会大变迁过程，公司业务会骤然消失，而公司也会猝死。这是真正的无底洞风险。当然，这说起来容易，做起来难。特别每一个国家，每一个地区，每一个行业均有其特殊的情形，并非死读一条准则，从股市上，多少老手折戟，便可以看出。（典型的，比如在中国十几年的放水大潮中，普通买房百姓，复利收益率跑赢巴菲特，也跑赢股市投资人，便可见一斑。）

现代社会，大公司除了考虑利润，也需要兼顾社会责任，特别规模巨大的公司更是如此。由于保险公司面对大量保户，肩负社会责任，一旦企业大规模违约，会可能引起大规模骚乱。因此，在保险行业，倒闭的保险企业所承担的保单责任，或会转由其他公司接手，或通过政府颁布的行业破产法例来善后，有时是临时成立某些救急基金，又或通过保险保障基金的储备来救急。

从大航海时代到19世纪美国崛起之前，英国一直是全球化的主要推动力，也是现代多种商贸、金融业务的起源和规则制定者。日不落帝国雄霸全球的同时，也将现代商业的种子散布全球，海上保险随之延伸到各大陆国家。所以，论及各种商业制度的演化，均多由英国开始。

柯克雷尔在《英国保险史》中写道，“16-17世纪，人寿保险业的业务对象，主要局限于企业合伙人和牙行商人。从18世纪开始，各种互助团体不断出现。比如管理寡妇和遗孤年金的团体机构等。”在此之前，欧洲其他国家，也出现过以公典制、年金制、基尔特制（Guild，同业公会）为主要形式的互助团体，这些都被认为是现代人寿保险制度的雏形。”这些互助制度，主要服务于小规模团体，比如行业工会同仁，社区会员及其配偶等。相互保险制度，即是互为保险人和投保人，取的就是“同舟共济”，相互依靠之意。

这种人身合同相互保险，即互为保险人和被保险人的形式，实际上也是自财产险衍生而来。互保共存共济形式更早出现于财产险中，比如1666年英国伦敦大火后，出现的火灾互助保险社，1735年美洲大陆，出现的家庭火险互助社，均是财产险相互保险制的典型，在一个小规模的范围，达到分散风险的作用。这种风险分散的根本目的，如同李有祥所指出，“保险的经营，是在一个极其简单的原则上进行，面临损失危险的个人，集资形成基金，那些遭受损失的人，从基金中获得补偿。”

将相互保险制度，从财产险引入到人寿险，大约是在17-18世纪间。第一家真正意义上的人寿保险公司是1699年1月4日成立的保险和年金协会。该公司存活了46年。《英国保险史》一书中提到，7年之后，1706年在伦敦成立的永久保险友善组织，（The Amicable Society for a Perpetual Assurance Office，《人寿与健康保险》一书将其称为：“永恒保险办公室友善社团”，维基百科词条为：

[http://en.wikipedia.org/wiki/Amicable\\_Society\\_for\\_a\\_Perpetual\\_Assurance\\_Office](http://en.wikipedia.org/wiki/Amicable_Society_for_a_Perpetual_Assurance_Office)），是早期这些组织中，记载最为完整之一的组织。

该社团的保险制度，是参保者不分年龄，缴相同保费，保险金也事先不预设，每年按一定额分配给各年度的死亡者。这是一种极简形式的小团体制。随着人数增多，实际运作中，有些年死亡者比预料的多，导致入不敷出，后来改为只有12~45岁且身体健康的人才能加入。这种做法，目的是为了减少亏损以及限制保险业的逆向道德风险问题。“一开始人数限制在2000人以内，到1790年之前，人数一直限制在4000人以内。”（此种道德风险体现在，在有严格的数学精算以及合理的生命表之前，很容易发生的情形就是，死亡的人比预计的多，因此所准备的沉淀资金不足以赔偿，只有当有非常大的人数作为基础，以及有合理生命表时，此时死亡赔付才会稳定下来。）

1721年，皇家交易保险公司和伦敦保险公司在经营火险和财险之余，也开始经营寿险生意，但对于某些疾病险则拒不接受。这两家公司试图通过特许经营来垄断市场。从历史上看，这是行会制度利用特许经营形式以垄断市场，而其对抗方式，便是非特许经营的公司制。

所谓特许与非特许，实际区别在于是否获得皇家颁发的牌照。如果自行组建公司执业，而合伙人采用入股形式，便可成为股份公司，而股份公司的成立，不需要获得皇家特许牌照。1765年，公平保险公司试图申请特许状未得到许可时，便创立了世界上第一家真正按照保险原则来运作的股份公司。

在商业史上，行会是中世纪英国最先称为“company”的组织，如布商行会（Drapers' Company）、金匠行会（Goldsmiths' Company）、纺织工匠行会（Cloth workers' company）各种地域的行会，通过皇家特许，划分市场势力。大部分行会也通过受领皇家特许状（Royal charters）或经国会法令特许，成为法人社团（corporations），这一法人资格的取得过程被称为“incorporation”。而其背后的思想渊源，则是国王权力加入了公司的设立程序，即所谓“国王创制法人，犹如上帝创制自然人”。（见丁亮华《公司法律地位研究》）

明显，由于国王具备赋予垄断权的能力，从而这是一项非常昂贵的“租金”。（情况便类似于以非法集资罪入罪吴英案，实际意味着私人不能经营银行生意，屠杀犯规者，以阻吓后来者，从而保护该项租金的高租值，所谓非赵家人不能经营是也）。1688年的光荣革命，便是对赵家的“租金”的重新切割。（所以一切革命，说到底，是利益的重新分配，大洗牌。有区别，只是相对斯文的谈判，还是暴力与断头台而已。）

光荣革命之前，法人资格与垄断权大都由皇家特许。而革命之后，皇家特许状只能授予法人资格，国王非经国会授权不得授予垄断权，但国会则有权单独以法令授予法人资格和垄断权。即意味着，这项行政授予的经营垄断权，已经通过革命，转移到国会手上。但这实际只是意味着租值被从国王手上，转移到国会手上而已。对于需要交租者，只要租金不减少，便毫无差别。除非国会代议制，能够代表某类行业的利益。这也是某些国家议会，除了按照区域选举，还衍生出功能界别的原因，目的是以代表各行业利益。（比如四不像的过渡期的某港选举，其中便有功能界别一项，以代表各行业的工商业者）

但当权力转移到行业协会手上之后，在位者便会自我封闭，限制潜在新竞争者进入，要开立一些限制性企业，同样得交租。一些有创造力的商人，便使用了“合股制”，即是即使未取得法人资格，也可以通过合资来经营。即是不经过行业协会同意，照开不误。这一合资创新制度避开了申请特许经营的昂贵费用，一时风行。当然，这有赖于当时的风潮，（以及在位者的武力威吓程度，在国王武力强盛时，法律不过是无用的挡箭牌，独裁者可以非常任性的任意动用任何武力以阻吓任何不合意的行为。一般大独裁者都非常任性，只顾自己的一时喜好，而不顾天下百姓的反抗。）

只有当社会博弈程度相对均衡，又或者独裁者受社会条件制约，比如开放之初所默许的，只要没有反对的，便先经营了再说，直到有人被用投机倒把，或者扰乱市场秩序罪被判刑。如果吴英没有被判刑，私人金融行业，也许会继续发展，所谓野蛮生长。但一旦在位者动用枪支武力，制度创新便变成依赖于武力强弱论输赢了。（这一阻吓的结果，是无法发展出真正民间的金融，反而是扼杀了合理的，留下的是野蛮生长的诈骗，再配合后来的互联网创新的面具，各种诈骗层出不穷。这种发展，便体现了之前笔者所指出

的，在生物演化中的嵌套。）

随着商业潮流的发展，时代变迁，100多年后的1844年公司法，正式确立了法人准则成立主义，即：凡符合法定条件之社团，一经注册登记即取得法人资格，不必另有特许状或国会法令授权。这再次显示了由商业利益所推动的，各种社会创新力量，一直走在试图保护已经在位的既得利益者的法律之前。这显示整体上，社会风气、制度，鼓励潜在竞争者进入市场，以限制获利者的垄断，这正是经济学上已经证明的，竞争将对消费者产生有效福利的作用。

英国于1855颁布《有限责任法》，1856年颁布《合作股份公司法》，正式确认有限责任和公司的独立人格原则。此时的相互保险制度，已经存在了超过100年之久，并且也采用了公司制的结构形式。之后数十年，随着英国国力强盛，雄霸海上，宾夷四服。相互保险制度也陆续为各国法律所确认。德国、日本在1901年前后分别制定了《保险企业监督法》与《保险业法》，正式确认了相互保险公司的制度及组织形式。

日本的第一家保险公司是1881年的明治人寿保险公司，采用的是股份制。而后，帝国人寿和生命保险，也相继成立，采用的也是股份制。按照网上所述，第一家相互保险公司——第一生命保险相互公司，是由创始人矢野恒太在考察研究德国相互保险公司、特别科达生命后于1902年创立，距离现在已经足足有100年之久。

从历史看，对于保险行业来说，在确立公司人格之前，便一直存在两种不同组织形式：相互保险制度和股份制。这两者实际上，在法律下，都是公司制。但最大的差异来自于股东构成及利益分配差异。

相互保险制度下，保户即股东，有多少投保人，便有多少股东。在团体规模不大的情况下，涉及公司重大问题，原则上由成员表决。其经营活动的剩余收益，也返还给投保人，不以盈利最大化为目的。而更注重公平性。一旦保险合同因死亡或者退保而结束，在偿付完债务后，该投保人便不再共享团体财产，而归剩余投保人所有。与此不同的是，股份制公司，由其出资人界定其股权比例，剩余收益，作为一种风险投资结果，全部为出资人所有，客户只是赌局的对立盘和过客，不共享收益。（关于股份公司的故事，可以参考林奇《学以致富》。）

相互保险制是保险行业独有的，一种非常特别的制度形式。可以说是金融行业演变过程中，非常独特的形成。即客户也是股东。这是非常独特的形式。

其他的金融业，比如证券业或者银行业便不会采用这种形式，其原因，如同笔者在以前《银行的起源》一文所探讨，银行业的两个历史渊源中，其一是来自金匠。客户将金子寄存于金匠，而金匠利用其冗余以做资金循环，从而获得冗余价值。这样一种冗余价值，来源于一种类似扣除储备资本金之后的风险放贷，所谓“大衍之数五十，其用四十有九”，金匠所获得，正是那“遁去的一”的无中生有的杠杆作用，因无需其用而可获益。

银行业的剩余利益，客来客往，有时非常短暂，不可能参与这种冗余利益共享，而只能由金匠独有，但相应，风险也由其独有。而保险行业则不同，特别寿险，牵涉时间极长，因此，可以构成一种非常长期的关系。相互保险制度，只存在于保险业，不会出现在银行业。这种独特性，与保险行业所独有的业务性质，特别是其客户关系之间的长期性有关。

由于相互保险公司的投保人具有双重性，因此，公司可以基于公平适用原则，灵活调整保险费率，从而有效避免利差损、费差损等，也可以只需将定价界定在刚好勉强维持运营的水平上，甚至又随时调整价格，因为股东即客户的情况下，定价高低，只不过是左口袋和右口袋而已。因此，相互保险公司，能够提供非常廉价接近于无利润的产品。

巴菲特在讨论财险公司时提及，美国现今仍然存在有相互保险制的财险公司，其提供的产品，接近零利润，因此，巴菲特旗下的保险公司，与其同台竞争时，受其挤压，便无法得到承保利润。相反，象巴菲特此类投资高手，试图利用该笔浮存金时，便需要付出相应接近于市场公债价格的资本成本，即是承保成本被抬到接近于公债价格。

这正是之前笔者指出，有分析者指巴菲特的公司有大量承保利润是完全错误的。其本质原因是，在一个存在相互保险制的竞争环境下，保险公司的承保利润是受到挤压的，如果有足够的竞争，那么，根据经济学原理，此一承保利润会被挤压到零。（这也是为什么在互联网创新和保监会一直口中说，考虑相互保险制，但实质上，却没有任何行动的原因。）

实际上，从巴菲特年报可以看到，80年代的高通胀时期过后，利用浮存资本，一直是需要付出成本的，做出这种错误论断，除了不认真读书之外，也是完全不理解行业的历史环境，没读透书，一知半解，胡乱臆测。

同时，由于没有利润压力，也使得相互保险公司可以重视那些对被保险人有利的长期保险项目，比如根据德国和日本的经验，相互保险制度在农业方面有较好效果。

从公司治理角度看，相互保险制由于投保人即是企业所有人，客户即是企业股东，因此，两者利益得到统一，避免了股份公司制下，股东过度追求企业利润，比如说，过度提高保费，赚高额利润，然后将保费通

过股利分配的形式，分还给股东，从而损害投保人利益问题。因为在客户即股东的情况下，这种多收费，回头返还，左口袋入右口袋，实际毫无意义。多退少补，长时间下，费率自然趋于均衡的无利润状态。而利润导向下的股份制保险公司，有可能走向追求极端利润，然后损害客户利益，更糟糕的是某类管理层操控的保险公司，动辄给管理层发六千万薪水，规模越大，出薪越高，又巧立名目，利润越高，薪酬越高。实际上，羊毛出在羊身上，该笔薪酬，乃是由被保险人客户、乃至公司股东支付的。相当于作为代理人的管理者，实际上，蚕食吞吃了客户和股东的利益。

但相互保险制度也有其劣势，比如相互保险公司不能发行股票，以从社会募集资金，（因为发行股票，如果面向非投保户，便无法满足相互保险的条件，）而主要依靠留存盈余来扩大承保能力，从而无法如股份制公司一般，因应于市场需求，募集资金快速扩张。（因为保户即股东，因此费率低下，目标是挤压到零利润，因此只有极其少的留存收益。）同时，如果相互制公司累积的资产财力雄厚，要收购企业，只能采用现金收购，无法采用股权收购形式，这一劣势在金融自由化和并购浪潮中特别明显。

随着公司规模的扩张，如果投保人人数众多，相互保险制度下，也很难所有人均参与公司事务的决定，同样需要委托代表表决，也会出现委托-代理问题。经营管理的主要事务落在少数管理层身上，由于相互保险公司不上市，缺乏控制权市场对管理层的压力，有时，相互保险公司的管理层会出现一种自我任命、永久存续的僵尸状态，即一个大组织被少量非所有人的经营者所支配的问题。

这种情况在一些股权大量分散的股份公司有时也会出现。比如中国A股一些依赖于不断融资的高成长公司，除了确实是需要资本以支持成长外，背后是否有管理层分散大股东权力的考虑因素？（比如某深市龙头地产股，甚至管理层提出从股份制改成合伙制，这真是管家鸠占鹊巢，借荆州而不还的无耻行为了。特别是2015年，野蛮人遵守法律制度，在现有的规则下入侵，包了小三的某石，其言行极其无耻，撕下几十年伪装的道德面具，也是甚为可笑！）因此，相互保险制，相对来说，更适合小规模团体。

上述的英国永久保险友善组织，一开始便将人数限制在一定数目，便是一种典型的因应当时的管理水平、组织能力和精算技术所实际摸索出来的最优规模例子。当然，随着管理知识水平提高、精算技术提高，在不同的社会文化体系下，相互保险制度下，也会产生非常大规模的保险公司，比如80年代日本的巨型保险公司，便主要是相互保险公司，这是因为日本现代社会文化中，严重的社会主义倾向和平均主义倾向所致。

在笔者看来，日本的社会主义平均倾向，是亚洲中最为明显的，其平均主义程度，远胜各类挂羊头卖狗肉的亚洲“社会主义国家”和名之曰“人民共和国”的接近农奴土司制的肉猪王朝。当年日本学习社会主义，实际上还是很用功，且能够学到一些精髓。将资本主义和平均主义调和得很好，但一旦经济大势衰落，便很容易变成典型的日式无竞争力的资本主义大锅饭僵尸企业。

相对来说，资本主义下的股份公司经过英国、美国一脉发扬，更能适应多变的市场，但也有其缺点，比如最常见的“代理问题”，管理层绑架股东，绑架客户，过度追求利润，过度追求高薪，过度追求扩张，过度承担风险，最终导致破产。而这又以美国个人冒险精神及金融骗子文化为甚。

当然，从历史上看，现代资本主义制度的核心特质，就是创新，特别是熊彼特式的破坏性创新。但对于创新活动，人类社会整体却是抱着一种模棱两可，甚至或多或少偏向反对这种创新的态度。（参见《金融资本家》一书序言。）其原因，是这样一种推动变革的熊彼特式的创新，会带来对旧有经济环境、体系，既得利益者，在位者，及其所形成的整个食物链、生态圈的破坏。

因此，创新者作为一种鲶鱼，对在位者造成压力，常受到在位者的压制甚至人身、生命威胁。而各种创新的行为，除了体现在技术，知识、产品上，同样也表现在对制度、分配体系的变革上，这些变革，也同样引来打压。比如前述所说的，扼杀吴英，便是一种典型的准入压制下，对潜在竞争者的打压，相对来说，澳门赌王当年在葡萄牙人手上，强夺赌场生意，虽然是黑吃黑，但相对便显得葡萄牙人厚道很多，最多是江湖仇杀，而不是土匪仗势以死刑欺压民女。

股份制保险公司，历史上看，便是对传统相互保险制的一种创新。当然，这是一种成功的对社会大众有益的创新，而更多的变革是不成功的，不名誉的，可疑的，或者被打压的创新，比如非常可疑的管理层收购和管理层激励，很容易便发展成为一种典型的盗贼式的激励。比如说，做大资产，然后给管理层发6000万薪金。又或如深市龙头地产股，在改制过程中，基于某些原因，没有派到股份，却长期虚位，后来又搞激励，给自己派发股份，却已太迟。

自2007年以来，充斥于大量上市公司的恬不知耻的管理层高薪激励、股权激励。这均是80年代早已流行于香港的欧美风潮在大陆的遗毒。短期用秘法提高战力，但公司却直接天魔爆体，为做大而做大，却罔顾后遗症的行为，典型的案例是某罔顾小股东反对，不断合并扩张，进入地产行业的某高速公路公司。

在金融制度上，美国由于其一立国伊始，便对大资本家，大地主、大银行家抱有深深的、根深蒂固的怀疑，因此大银行的垄断行为一直被怀疑，甚至连央行的角色也是一直在修修补补的体系中不断寻求重新定位和法律依据。（Roe,1994）立国的国父们，在充斥着互相矛盾的意见中，博弈、角力、调和。

比如深受亚当斯密影响的Alexander Hamilton，便致力于构建一个强大的独立央行，以负责税收、发行国债、拨款、发行货币。他在独立战争后，提倡建立一个分支遍布全国的大型银行，而产生了美国第一银行

（1791—1811）及美国第二银行（1816-1836）。而南方种植园主则对北方资本家抱有深深的戒心，同时，由于囚徒情结，美国文化中，一直根植着对任何类型的强权机构存在的厌恶情绪，从而，表现出一种对大银行系统所存在的强烈分解倾向。

西部牛仔式的独行侠，更是不受拘束的挑战旧有陈旧体系。这种深埋于其间的倾向最终导致了美国与众不同的银行发展史。乱世西部持枪侠客，则产生了大量诸如单刀客式的炒家李佛摩尔，KKR此类呆在门口的野蛮人，以及各类盘旋天空，伺机驯猎腐肉的秃鹫。所以，美国的金融行业，比其他国家更具活力的原因，是其先天独行侠式的冒险精神和骗子文化决定的。

由于保险公司的社会价值及本身存在的目的，是为客户承担风险，过度扩张的结果，很可能是为了追求利润而承担无法分散的风险，从而损害股东利益。进一步的，一旦保险公司倒闭，还损害广大投保人利益，特别是考虑到保险业对于社会稳定性的作用，这种由利润带动的推动力，很可能带来严重的负外部性，而成为一种社会问题。

比如2008年金融海啸中的AIG，承保衍生产品交收合约，这实际是一个无底深坑。一旦破产则损害广大投保人利益，救火队员保尔森可以不出手保障投资银行雷曼，而却不得不保AIG，其原因，便是受损对象不同。投资银行破产，受损的，除了操盘手，就是少数出资的有钱人，（上市了的公司，受损的是小股东。）如果不考虑金融传染带来的系统性风险，而只关注作为对手盘的交易对手，实际数目有限。（当然，由于投行负责交投业务，该部分业务的骤然停顿，会不会引来金融传染或者通道熄火，是另外一个问题。明显鲍尔森当日的判断是，受损者少数，不需要用公众的钱，救助少量的有钱人股东，明显这是正确的，但没有仔细考虑金融传染问题。）

而保险公司，除了这些涉及投行的合同外，还有大量面对个人客户的保单责任。（因此，人寿保险公司经营财险，或者同时经营其他非保险业务时，常受到限制。混业经营在二战后到21世纪以前，在美国也一直被反对，其原因之一也在于此种混业经营一旦出问题，会牵涉更大的影响面。而混业经营由于面对两种不同的金融风险，稍有不慎，会放大传染风险。类似医学的交叉感染，放大传染。）

更充满美国金融骗子文化特色的是，海啸时，AIG求着保尔森注资救急，当时，美国政府注资850亿美金，获得该公司80%股份。一旦海啸过去，2011年11月，AIG的前CEO格林伯格，便对2008年政府接管AIG提起诉讼，指控其违宪。格林伯格的指控称根据《第五修正案》，在缺乏合理补偿情况下，私人财产不应该得到剥夺，无论其目的是为了防止全球金融系统崩溃。

这一诉讼典型的体现了一种美国特色的金融骗子的无赖：无论在任何一种情况下，都试图充分利用法律体系和监管空子，竭尽脑汁，出尽奇谋以谋取私利，而美国的金融体系，正是在这些无赖和骗子的诈骗、诉讼、博弈中，道魔相长，在不断的危机、破产、修修补补中，演进、创新。当然，从商业上说，相对于从某冈山走出来的窑洞党，所进行的不讲规则的，吃相极其难看的掠夺，美国骗子还是相对道貌岸然的讲规则，尽管这种“讲规则”同样充满着无耻和道貌岸然的欺诈。整体上说，金融行业，是一个比其他行业更加无耻的行业，当然，这不是最无耻的，最无耻的是政客和外交部发言人。

保险公司过度追求利润，从而提高保费门槛，导致另外一个问题，是令到低收入人群无法参与保险。情况类似一些本来是储蓄银行，上市以后，过度重视高价值的财富账户，很可能忽视社会责任，漠视广大低收入人群需求。

某些受股东青睐的上市银行，报表利润看起来甚佳，但实际运营上，对待低存款值的客户甚不友善，尽力收取各种费用，比如香港狮子银行，账户少过5000港元，便要收费，从ATM取款，最少取300。大陆银行，学习了此种非常糟糕的作风，减少非VIP客户窗口，有时非常高峰时段，只开一两个营业窗口，让客户长时间等候排队，倒逼客户去使用网上银行，但不考虑对于老年客户，又如何能习得并无风险的运营网络银行转账？大幅度的增加了低资产用户的存款时间，这均是变相歧视排他的行为，而这种排他，则是典型的欺凌穷人。实际上，是有悖于银行本身作为保障存款人的社会机构存在。在道德伦理、社会责任和利润界限之间，偏移的程度，同样显示了该机构的无耻程度。（当然，读这篇文章的读者，许多是来炒股的，同样是无耻的，无道德的，这就是笔者充分鄙视阅读笔者文章者的原因。）

典型的还包括猪圈中的所谓四大巨无霸银行，上市后，一方面受官方势力保护，利润节节上升，长期保持夸张的息差，另一方面，出于对利润追求，常挤压客户，强卖、搭售各种理财产品，发放贷款时，又强制部分进行存款，又或因追求中间业务费，欺诈低收入无知老人，将存款变成中间理财产品，比如保费或者基金。这都是片面追求利润，漠视社会责任的表现。从长远上看，不用心对待顾客的客户，忽略社会责任，实际上是增加了社会的怨气。一方面，有权势的，可以洗千亿黑钱，而另一方面，丢失了一万元存款，便可以去银行门口上吊的事件，所谓“朱门洗千亿，路人死一万”是也！尽管这是社会缩影，但却与银行及金钱息息相关。

香港狮子银行实际上是另一个典型的例子，早期在香港承担着半个央行角色，和香港市民共同扛过近百年变迁，依赖其半个发钞行的独有垄断地位，在各类危机中，攻城略地，吞并扩张，比如利用金融挤兑危机吞并恒生银行，管理上，也历来重视其社会责任。

但97以后，由于地域战略上，桥头堡角色转换，失去半央行地位，转变为全球性商业银行，也将总部撤离香港搬回伦敦。经营策略上，严重受利润驱动，逐渐转向面向富人的理财中心，而不再重视普罗大众利



益，比如卖出衍生品雷曼迷债给无知老人，摧毁小百姓一生财富，漠视社会责任，便是典型一例。甚至不断派遣理财经理，以各种非常卑鄙的手法，游说、欺诈VIP用户，也是典型。在整个2008年爆出来的理财产品大窟窿中，香港银行，只有恒生这个本地银行，恪守专业守则，没有卖此种理财产品给老人，其他狮子银行，中银，均为主要售卖者。（当然，无耻的读者又可以说，我是公司股东，我只考虑利润，下面报应便来了。）

根据英国《金融时报》，布鲁克·马斯特斯的报道，《汇丰因误导英国老年客户被重罚》：汇丰(HSBC)被处以创纪录的1050万英镑<http://www.ftchinese.com/story/001042085>罚金，且必须向数千名英国老年和残疾客户支付2930万英镑赔偿金，原因是它的子公司NHFA向这些客户不当销售了复杂的金融产品，而这些客户本打算靠这些投资来支付自己的长期护理费用。1050万英镑的罚金是FSA史上开出的金额第五高的罚单，也是针对零售银行违规行为开出的金额最高的罚单。代表50岁以上人士的养老保险公司Saga的总裁罗斯·阿尔特曼(RosAltmann)批评汇丰“利用容易相信别人的老年人这一不公平金融优势获利”，并对罚金的规模是否够大提出质疑。

这一判决显示了对储户的保护和对狮子银行的惩罚。这样一种惩罚，正是对上文的呼应。（未完，待续）

Michael Chen 写于2012-1-16，修订于2016/2/18

## 人寿研究（十五）之：相互保险制（二）

---

由于各国所秉承的文化理念、社会传统及金融结构不同，在保险行业中，对于相互保险制和股份公司制这两种不同的组织制度形式，不同国家在不同时期下，有着很漂移的观点。20世纪上半叶的主流方向，是股份保险公司转制为相互保险公司。比如美国，从1900年至1936年间，至少有15家股份制的人寿保险公司转变为互助公司，其中包括当时最大的保险公司：大都会、Metropolitan和宝德信Pramerica。

推动这一转型的导火索是纽约州阿姆斯特朗委员会的调查报告,以该报告引发的一系列媒体与政府的调查活动，说明股份公司损害了保户利益，（见《国外相互保险公司的发展路径及影响》），“作为金融中心的纽约，立法机构成立了以参议员威廉·W.阿姆斯特朗为首的委员会对纽约寿险公司的经营情况进行调查”，即著名的“阿姆斯特朗调查”，最主要的指控是收取过高费率侵犯客户利益以及高管收入缺乏监管，不当和腐败行为盛行。

特别是，1868年，公平人寿（Equitable Life）在美国寿险市场上所推出的唐提式保险（TontineInsurance）。19世纪末20世纪初，唐提式保险成为美国最主要的寿险产品。至1905年，唐提式保险业务占到整个寿险业务量的2/3。在公平人寿、纽约人寿等大型寿险公司，唐提式保险甚至占到业务量的80%以上。但该种保险的设计，明显存在对客户的欺诈。

在该保险中，保费的一部分用于购买普通终身寿险，余下的部分存入由保险公司管理的投资基金。属于保单持有人的投资收益和分红在保险期限内（通常是20年）都置于这个基金中不作分配。如果某一保单持有人在保险期间内死亡，受益人仅能得到指定死亡保险金（SpecifiedDeathBenefit），而不能得到该基金的分红和盈余。全部的分红和盈余将于保单到期日在生存的保单持有人中进行分配。最后死的人，获得剩余所有，这实际是一场关于谁活得更久的比赛，或者赌博。

尽管这看起来很类似于中国人寿所贩卖的两全分红险，但实际是一种变种的赌博，即赌谁活得更长命，而不是一种对不幸陨落者的家庭救济。（见吴民许《阿姆斯特朗调查再反思》及杨明生《重温阿姆斯特朗调查对我国保险业发展和监管的启示》）

阿姆斯特朗调查推动了股份制向相互保险制的回归及保险业的监管。到20世纪90年代，世界十大保险公司中有六家是相互保险公司。到1997年，占全球保险业务四分之三的前五大市场中，相互保险公司的保费收入约占全部保费收入的42%（SwissRe Sigmal, 1999）（即大约近半）。

随着70年代末以来的金融自由化浪潮，金融服务业加速整合，全球化竞争环境下，保险公司追求规模，大量需求资本，相互保险制不再适合此一潮流。同时，新技术的出现，伴随消费者需求改变，兼并狂潮配合管理层激励，以及不断要求放松监管的金融环境变化等，改变了整体金融文化导向，随之带来组织结构变化。

整体的金融自由化，扭转了此前的趋势，不断有相互保险公司转化为股份制，特别是1998年以后，相互制寿险公司转为股份制这一趋势，特别明显。通过转换为股份制，保险公司可以向社会募集资金、快速提升公司核心资本金和偿付能力，比如可以通过资本市场发行股票，认股权证，可转债等，快速获得核心资本，扩大业务，提高规模。

同时，股份公司可以绕过监管当局对保险公司经营非保险业务的限制，比如利用复杂的股权控股，进行业务兼并。由于股份公司的优点，可以绕开管理当局监管，及避开面向股东的财务报表的具体呈报，比如建立表外资产-负债项，又或者设立海外子公司以避税等。

过去10多年来，金融业高管的高薪趋势，令到管理层将公司做大的冲动非常强烈，从而使得这种非相互保险制化（Demutualization）趋势特别明显。在十数年间，各国大量首屈一指的保险公司，陆续转化为股份公司，成为一种世界潮流。

比如瑞士最大的人寿保险公司（Swiss Life）和英国第五大保险公司（Norwich Union）于1997年6月实行了转制。澳大利亚最大的人寿保险公司（AMP）于1998年1月也进行了转制。1998年初，加拿大四家最大的人寿保险公司，宏利人寿保险金融公司（后来兼并了美国恒康金融）、大西部人寿保险公司（Greatwest life）和加拿大人寿公司（Canada Life）（这两者后来于2003年合并成为泛西人寿保险公司）、永明人寿保险公司（后来和明信理财合并），陆续从相互制转成股份制。

1998年，美国两家最大的人寿保险公司宣布转为股份制。南非两家最大的综合企业分别于1998年10月和1999年7月进行了转制。苏格兰第二大养老金保险公司Scottish Widows于1999年6月转制。2001年12月英国最大的人寿保险公司保诚保险公司完成转制；2000年4月美国第二大人寿保险公司大都会人寿完成转制。1995-2005年，美国寿险业33%的相互保险公司“非相互化”，寿险业相互保险公司认可资产也从1995年占比39%降至2005年16%。

同时，此种“非相互化”风潮不仅限于加拿大、日本、英国、南非等国，也传到日本。上世纪90年代时，日本有着全世界最大的3家保险公司：日本生命相互保险公司（该公司2003年1月与上广电合资，成立广电日生人寿在中国运营。）、第一生命相互保险公司以及明治生命相互保险公司（此前为第4位，后于2004年与当时排第6位的安田生命相互保险公司合并，是日本第一宗相互保险公司之间的合并，合并后排名第3。）此前全部采用相互制。

当日本在80年代末开始进入长期通缩期以后，利率下降到接近零水平，而之前的保险公司，都承诺了固定的高息预定利率，从而出现大量利差损。情况类似中国1997年之前保险公司所累积的大量的高息利差损保单。高额利差损严重损害保险公司核心资本金和偿付能力，同时，经济衰退过程，保费收入减少，甚至赔付支出多于收入。另一方面，退保不断增加，挤压现金流，使得保险公司被迫在股市低价变卖资产以应付开支，长期低迷的股市，又进一步损害了保险公司的资产面额。这数者共同作用，直接导致保险公司现金流枯竭，或者干脆资不抵债，只能破产。

为因应此问题，日本的保险公司，也被迫从相互制转成股份公司，因此，日本转制的原因，倒不是类似加拿大或者美国般打造金融帝国，而是为了从社会募集资金，提高保险公司偿付能力，以承担社会责任，避免保险公司破产对社会的震荡。（这情况，实质上也是棺材朱当日非常急切要将保险公司上市的原因。）

但尽管如此，由于长期经济低迷，长期通缩及名义近零利率，这段时期，从1997年开始的日产生命，到2001年的大成火灾，4年间，有9家保险公司倒闭。（其中，6家是相互制公司，3家是股份制公司。）2000年的千代田生命保险破产，是战后破产的第5家寿险保险公司。也是当时破产的最大寿险公司。该公司的关键在于高息收集资金，然后投资于房地产，当地产进入长期去泡沫时期，资不抵债，现金流枯竭而直接破产。（所以，在地产狂潮末期，地产价格高企时，允许保险公司进入该行业投资，并不是什么好事情。）

日本文化由于其集体决策思维，羊群心态、盲目跟风传统，在位者威压传统，导致大量公司在地产高位时，将主营业务所得现金，高位购入地产，而集体责任制及复杂的持股结构，导致其报表高度不透明，使得这种损失，被拖延许多年才能体现。比如最近奥林巴斯一案，其实际损失，便来自20多年前的错误投资，却被一直拖延，掩盖到20多年后才被揭露。

幸田真音在小说《伤》中，描述了一个知情者自杀成仁，以掩盖真相，而一干公司同仁，则通过给予死者家属以高额抚恤金，以集体沉默代替揭露真相，这是一个典型的日本式故事，真可谓日本金融的伤痕文学。

回头看，20多年来，经过多种金融手术，日本的金融体系，仍然试图以一种镇痛剂疗法来处理，而不愿意学习美国的大规模破产方式，彻底刮骨疗伤重建。将相互保险制公司转化为上市公司，便是其中一种镇痛疗法。

2002年，大同生命保险相互公司、大和生命保险相互公司转制。2004年，太阳生命保险相互公司、三井生命保险相互公司转制并上市。经过一波浪潮之后，日本的46家寿险公司中，相互公司仅存日本生命保险、第一生命保险、明治安田生命保险、住友生命保险、富国生命保险和朝日生命保险6家。

2010年4月1日，“第一生命保险相互公司”也宣布转制上市，成为日本拥有股民最多的公司。日本寿险业剩下5个相互保险公司，持有寿险业三分之一的资产。至此，除日本和加拿大外，在欧美其他主要发达国家，大型相互保险公司的“非相互化”浪潮已大致结束，这一趋势不再为市场所关注。

从相互制转成股份制，有两种不同方式：“MHC式（Mutual Holding Company Conversion）”和“完全非相互化（Full Demutualization）”。前者转化为三个公司：相互控股公司（MHC）、股份控股公司和股份保险公司。（情况类似中国联通H股），后者彻底转化为股份保险公司，通过IPO设立公开上市的股份控股公司，保单持有人在获得相应补偿的前提下，集体放弃对公司的所有权，保险合同则转移至该子公司。

中国人寿剥离高息保单然后上市，更接近于后者这种案例。但中国人寿上市之前并非相互保险制，从人保

集团分拆出来的人寿集团业务，更接近英国光荣革命之前的特许经营，皇帝提供牌照，获得高额租金。

对于中国来说，保险业是从1980年之后重新起步。一出现在公众股东面前，便是股份制形式。其原因，是在历经大饥馑的易子而食，以及文革大屠杀的极度贫穷之后，试图以局部的产权让渡，来改善皇权制统治的低效率。

所以，80年代，从一开始，股份制、上市，引入透明的管理结构和严谨准确的财务核算，被认为是一种充满期望的制度变革，并通过希望此种产权改造，股份制改革，来重新处理产权结构，权责关系、剩余分配结构以提高机构的运营效率。（30多年之后，新一代皇帝，已经忘却了这一信条，也忘却了当日如何从贫穷中起步，向外界和西方学习的历史。）而相互保险制，则显得更像传统国营企业而被认为是低效率的。

对于重新起步的保险公司来说，作为虚位存在者“国家”，并没有出具任何的实质资本金。只是提供牌照，坐地分赃。重组后剥离了盈利保单上市所剩余的人寿集团，正如《上卷》数据所显示一样，经营不善，只剩下大量亏损保单和实际上的账目负净资产，依靠于上市被包装健康的子公司不断的分红，榨取现金来填补旧窟窿。这部分，笔者在《卷一》的最后一节，已经论述了。这些剩余的系列保单，正显示了当时的经营者业务不过关，缺乏长期经济眼光，以及精算技术不过关引起的经营失败。

所以，中国式保险企业，以股份制上市，其实只不过是相当于皇帝出租了牌照，而私人出具实际资本的一种合营形式而已。而各家保险公司上市，一开始是政治任务，作为金融体系改造的一部分，同时另一个目的，也是募集资金填补旧窟窿。当然，为了吸引私人股本参与，也保留了一部分赚钱的业务和几十万业务员，只是相对于此后高速增长的保费来说，距离现今超过10年的保留保单，其比例已经微不足道。

比如说，截止2003年在港股上市之前，剥离后，属于新上市公司的年保费收入，只有2012年的三分之一。而随着逐年资产累积，这部分旧保单除了大部分已经到期终结之外，以总体资产考虑，也不足现在的二成。有一种分析，因为无能力分析拆解出国寿的利润，便努力臆想各种可能的利润，努力寻找各种可能的“好”，比如误认为遗留有大量赚钱保单，这是一种很可笑的臆测。

从此处可以看出上市募集新资本，以及一个高速发展经济、规模的不断扩张，对于处理旧时坏账，以空间换时间的作用。如果四大行没有2008年四万亿产生新的坏账，实际上，以时间换空间，同样可以将10年前的资产管理公司收购的坏资产，慢慢拖成很小比例。当然，此种拖和通过资产膨胀解决，从结果上看，便是使用人民币的人民，以通胀为代价，为以前的被贪污挥霍掉的旧账买单。事实上，以过往15年的M2看，确实可以称为“大洪水”，只不过意义完全不同于刘仲敬此类危言耸听。而是通过货币贬值和高速通货膨胀，洗刷干净了上一手的许多坏账。

人寿保险公司上市，在A股是2007年前后，在港股是2003年。无论上市与否，其区别只在于是公开集资，公私合营，还是政府独资专营，代表红色产权的国资委从来不肯放弃控股权。因此，在整个历史演变中，通过股份制一方面重新界定产权，另一方面从私人手中募集资本金，一种变相公私合营，使得股份制成为一种当仁不让的制度。而相互保险制的结构形式，从未进入改革者的视野中，尽管其实质精神可能以其他方式表达。

（当然，中国并不是没有相互保险制公司，比如2003年在黑龙江成立的针对农业的“阳光相互保险公司”，这实际是借鉴日本经验而成立。）因此，整体上，除了一些从业者和监管者之外，多数公众小股东和从业人员，缺乏历史知识和背景，多数直接以股份公司的理念，或者上市公司的要求，去认识保险行业及其中的公司。

对于公众来说，满清以前的士绅互助传统，比如以仓储救济、宗亲福利会，同乡会、船会、镖局等各种形式为载体的民间士绅体系，自当年抢了常申凯的天下，入城以来，持续发动的各种破四旧、大革命、大清洗、大屠杀中，此一体系已经被彻底拦腰斩断，远离公众信念之外。人与人之间互相怀疑，互不信任，以邻为壑，相互举报，互相残杀，于文革达到巅峰。人性沦落为野兽不如的境界，其深度爆发出来的人性之丑陋，对文明之摧毁，ISIS拍马所不及，为数千年文明所罕见。

而随着经历文革的这一代人逐渐变老，正如俗语所说，不是老人变坏了，而是坏人变老了。当日的红小兵，变成老不死之后，在位者以新的形式、故事为自己曾经的满手血腥，改头换面，重新包装，比如白头翁薛氏，改名换姓，以抄家得来的文物起家，摇身一变慈善家，又倡导社会改革，正是典型一例。（又记：搞笑的是，白头翁貌似开明的言论，最终也被以嫖娼的罪名抓了，实在搞笑。）更有甚者，毫不讳言早年的血腥，沾沾自喜，比如任大炮不断追忆为他的战友送去几十辆吉普。

而民间整体，随着以金钱为导向的资本主义制度的引入，引发以金钱本位代替正统马教义和变异毛思想，成为新的主流价值观，这一思潮变迁，笔者在《分裂的世界》一文中，已经说明。在这样一种以金钱为导向的思潮下，人心冷漠，以邻为壑，谋财害命，不择手段，相互投毒。而缺乏对传统相互救助、相互保险制度的共识和理解，再加上金钱价值观导向，对毛信仰的代替作用，随着其在社会生活中的渗透，交叉于一切经济活动之中。只有随着经济规则的重新建立和博弈，才慢慢洗刷去部分意识形态的毒害。

公众对于保险公司的印象及知识，一方面，在签约之前，来自经纪人推销保单的接触，由于保险经纪人从一开始多是失业人员或者临时人员，学历又低，因此，推销方式充满着大量的欺诈和中国式的杀熟行为，口碑与传销同样恶劣。



签约之后，则来自对保险公司分红、理赔、索偿的客户关系的认知，由于利润要求，充斥着各种拒赔、推诿、躲避责任，也出现对投保人的蓄意讹诈等。同时，签署保单的投保人自身，也出现中国式特有的道德欺诈，存心不良的刻意骗保、恶意闹市，（比如中国人寿便搞出一笔维稳开支，尽管这笔开支没有清楚的记账入财务报表中）。因此，一份保险契约的各方，各怀鬼胎，充分展现了中国式的人性丑陋！

需要指出的是，尽管本文一开始指出相互企业和股份制的差别。但日本的相互保险企业，为了追求利润，也同样出现恶意欺诈顾客的事情。（日本式的文明，看似一种良好的中西方产物，但在道貌岸然背后，隐藏着大量不足为外人道的欺诈。）比如明治安田生命相互会社，明治生命保险公司是属于二战前旧三菱财阀系统，而安田生命保险公司则是隶属于旧财阀系统，这两家公司的合并，是相互保险制下的合并，但合并后，基于利润压力或者传统，同样出现了恶意拒赔或者欺诈。比如说，代投保人签名，或者唆使投保人不正确告知健康情况，但理赔时，却以同样理由拒赔，在2005年11月被金融厅责令停业整顿，可见该种恶意理赔传统在保险业之泛滥。而日本所特有的寿险诈骗文化传统，比如大量出现于80年代的日本侦探小说，各种或真或假的自杀，以欺诈获得高额的人寿保险金，这充分展示了保险公司与客户之间的互相欺诈。

这样一种紧张对立的公司-客户关系，同样体现了一种分裂的世界面貌。一方面，公众小股东，券商营业员，分析员，均只侧重于保险公司“利润”的一面，而忘却了保险公司的业务实质，是客户承担、分散风险，或者说救济精神。

特别是，其本质上的利润来源，正是来自于这样一种对风险的承担结果。这种公众小股东以股份制形式，对保险公司的利润压榨要求，体现在每年的年报业绩以及报告会上，公司管理层以各种利润数据，向股东汇报。而同时，在年报之外，又另外独立出具一份社会责任报告以应付监管。重视价值的小股东则以报表利润为基准，以买卖股票来投票，来回应管理层在利润方面的经营。当然，更多小股东是炒卖，看曲线和各种技术指标，则完全和经营毫无关系了。

另一方面，体现在当局的和谐要求和对保险公司的社会责任限定上，由于和谐维稳的整体精神，因此，保监会几乎直接插手保险行业经营，设定各种规则，制度，监视保险公司的一举一动，无论是经营，还是薪金发放，甚至派遣密探设点查访，加上事后资金审计，来严密监视各家公司，严防死守，防止过度拒赔或者拖缓分红而出现群体性上访事件，使得本来只负责监督任务的保监会，更像是行业唯一的游戏者，总设计师！其他行业经营者，只不过是代理人，特别是，需要拉拢有权势的在位者入伙，才能获得某些牌照，远者比如温27亿。近者如泰康腊孙婿，安邦矮孙婿。没有赤色基因杂种者，根本不可能得到牌照。这在笔者当日论述《王十大战野蛮人》时，已经探讨过了。

这种分裂，除了体现在公众的需求与保险公司的产品开发之间的不匹配之外，也体现在行业分析员，公众小股东对保险公司投资收益、账面利润的过度强调，忽视了承保责任。而这样一种承保责任，本质上正是，前面所指出的，集结其他没遭受损失的人的资金，补偿那个遭受损失的不幸者。这才是保险的本质根源。

这样一种公众、业界、管理者、监管者在产品、业务、公司、行业认知上的分裂，全部集结于公司身上，使得公司被赋予各种身份和要求，而这些要求，本身很可能是互相冲突的。

特别是，以美国的文化背景下，竞争性金融创新思维为导向的结果，过于强调寿险公司的投资，而忘记承担、保责任才是保险公司确立的真正原因。保险公司本质上的利润来源，不但在于其承担了保险责任，而更在于这种利润存在的目的，是为了保证保险公司能够继续长期承担这种责任。从偿付角度上说，其利润盈余，实质上是为了保证保险公司有能力继续承担其社会责任而存在，或者说，是这种责任的一种补偿，而不应该是纯粹的利用某些特许经营权的过度寻租，或者成为某些野心家扩张而获得高薪的基础。（所以，保险公司管理层发几千万薪金，是一件非常荒谬的事情，是个人就能经营的公司，给自己发一年几千万，是给人送几十亿的佣金回报？）

从行业组织形式上说，当寿险公司从相互制转为股份制之后，明显带来股东利润和保户之间的利益冲突。一方面是改造成为股份制公司之后，企业家精神和利润要求，推动保险行业进行创新，以适应变化的市场。

这体现在，传统寿险之外，新型的储蓄型、理财型产品的开发和推广，典型的是各种投连险和万能险产品大行其道。同时，大量全新产品，比如某类巨灾险（类似于英国疯牛病险，汶川之后出现的地震巨灾险、非典、感冒菌出现之后的特别险种）等保险产品层出不穷，体现了金融从业者在利润驱动下的创造力。

而一方面，相互制下的保户和股东，本来一体化利益，现在被对立起来，利润切割和一系列的信息-权力不对称问题加剧。由此，带来一系列新的变化，比如为了防止客户骗保，保险公司必须加强赔付部门的审核。而保险公司为了追求利润，会制造出新产品，以吸引新的顾客。保户则担心承保人过分追求利润，忽视或者逃避承保责任，而常常需要付诸法律进行追溯补偿，由此带来监管及系列法律问题。

但与美国文化监管不同的是，中国特色的监管，除了一方面防止保险公司设计并用使用欺诈手法售卖欺诈客户产品，又必须防止保险公司过度承担风险，最终无法履行承保责任。另一方面，是担心过度追求利润的创新动力，过度追求利润，承担不必要风险，伤害保户和社会利益，或者学美国金融骗子，胡乱出海投资，赢了拿高奖金，输了便从公众融资填补窟窿。

这使得保监会处于一个又要当爹又要当娘的“管理”地位。除了监督，还渗透着进行“管理”。这在实际操作下，则常常意味着对市场及公司的过度干涉，即是以行政法令干涉市场行为。从而导致监管在法律上及实际运作上的日趋严格甚至有过度规制，这种趋势在过去10年中，行政权力不断膨胀的大趋势下，更是可疑。

同时，随着精算技术及金融创新不断进行，会计准则的不断修改，这些因素交织在一起，创新与监管互动，配合经济大时局，及社会环境，百姓认知、市场需求，不断演变，“道高一尺，魔高一丈”，推动行业演变。

简单而言，保险行业这门古老的行业，其存在，是人类社会有同舟共济，分担风险的需要。相比于股份制企业的，顾客就是上帝，以利润为准绳的信条，相互制度更体现了这样一种人类本质上的群居分担风险的需求，而这样一种本质需求，无论是在相互制转化为股份制，套上现代资本主义结构形式后，所不能，也不应该被忘却的。这正是保险行业的基本社会责任。尽管在现代各国，这样一种责任所带来的承保利润，已经非常低微甚至是负数。

Michael chen 写于2012-2-3，修订于2016/2/19

## 人寿研究十六：短期业务

从这一节开始，继续沿着《卷一》的探讨，拆解财务报表。但财务报表是依附于生意和业务之上的。所以，要理解报表，前提是理解生意和业务。笔者看到坊间许多讨论中，常出现各种混淆以及似是而非的错误，本质上，是源自对许多业务概念界定的不清晰，又或者不清楚的理解具体的业务。因此，常常出现胡乱套用数据进行分析的情形。

这一节，讨论的是意外险和健康险，这在人寿报表中，属于短期业务。

人寿保险公司的业务，按产品来说，有很多种分类法。比如说，按涉及保险人数，可以分为个人险和团体险。按是否涉及生命存续，可以分为寿险和意外伤害保险、健康保险。在寿险公司业务中，前者通常作为主险，后者作为附加险。

很多时候，保险的业务被称为产品，但和制造业不同，保险公司实际上并不制造什么具体有形的东西，而只是和客户签署合约，以承诺接受转移、分散风险。所以，将“保险合同”看成一种“产品”，实际是一个工业时代的概念。对于工业品来说，绝大部分的产品，制造出来后，出售，获得货款时，便已经完成绝大部分的工作。而对于保险产品来说，一张保单售出时，意味着一切才刚刚开始。因此，分析者应该时时记住，保险产品实际是一张张合约，涉及的是金钱在不同人之间的重新分配，而不是一种有形产品，或许更有利于将注意力集中到正确的问题上去。

从合约角度来说，以标的物，可以分为财险和人身险。人身险又分为健康险、意外险和寿险。严格说来，真正的寿险生意，是以人身的死亡为标的。但绝大多数的寿险公司，同时会兼营健康险和意外险生意。



（该图源自爱问课件，作者未知）

由于各国不同的法律和习惯差异，健康险和意外险有时也被合并在一起，合称人身意外险或者意外疾病保险，尽管两者实际是完全不同的生意。在日本，《保险业法》中将其定义为“约定对意外伤害和疾病给付一定金额的保险金，并对由此产生的该当事人受到的损害予以补偿，收取保险费的保险”。1965年，日本保险管理当局裁定“意外伤害、医疗保险既不属于人寿保险也不属于财产保险，而是属于第三领域的新险种”，介乎寿险和产险公司传统经营范围之间。

为避免寿险和产险在该领域的全面竞争，日本也规定寿险公司不把意外伤害保险作为单独产品销售，而产险则在现行约定的基础上不再扩大疾病保险的范围。但是，1996年《保险业法》修改后，2001年7月起，人寿保险公司和产险公司可以在该领域自由竞争。（见《保险业第三领域》一文）

在中国，1992年前，各式健康保险产品仅有70余种，由寿险公司兼营，到2005年前，已超出300种。而意外险部分，则多由具体的对应事项，或者具体的交通意外险指令来规定。

比如“航空意外保险”，是1989年根据国务院第28号总理令《国内航空运输旅客身体损坏赔偿暂行规定》的有关要求开办，当时的中国人民保险公司与民航总局、国务院法制办一起研究制定了最早的航空意外保险产品，分五种费率，即3、5、7、9、11元分别保1、2、3、4、5万元。1993年调整为5、10元分别保3、6万元；1996年调整为10、20元分别保10、20万元；

1998年中国人民银行颁发了保费20元、保额20万元的统颁条款，同时废止各保险公司原有航空意外保险条款。2003年初保监会废止统颁条款，公布了行业指导性条款，费率是20元，保额40万元。2007年9月，保监会正式废止了行业指导性条款，实施费率市场化。”（见2009-01-22《保监会答记者问》）

2003年《保险法》出台以后，除了寿险公司，财险公司经保监会复核，也可以经营短期健康险和意外险。

《保险法》第92条对保险公司的业务范围规定：“同一保险人不得同时兼营财产保险业务和人身保险业务；但是，经营财产保险业务的保险公司经保险监督管理机构核定，可以经营短期健康保险业务和意外伤害保险业务”。

尽管如此，实际上保监会的规定是等到2005年才出台，比保险法稍后2年。这一规定即《关于财产保险公司经营短期健康保险和意外伤害保险有关问题的通知》。随后不久，此通知被废止。其中，短期健康险部分，于2006年9月1日用《健康保险管理办法》代替。

其中第七条规定，“依法成立的人寿保险公司、健康保险公司，经中国保监会核定，可以经营健康保险业务。前款规定以外的保险公司，经中国保监会核定，可以经营短期健康保险业务。”而意外险部分，则由2009年的《人身意外伤害保险业务经营标准》来指导，针对的措施比较具体，比如说，禁止手工撕票这种不便于投保者事后追溯的售卖形式。

整体上说，现在寿险公司，财险公司都可以经营短期健康险和意外险。有的公司，则专门设立健康险公司来经营该项业务。比如2004年，中国保监会批准人保健康、平安健康、正华健康、昆仑健康、阳光健康5家专业健康保险筹建专业健康险公司。2005年，人保健康和平安健康两家专业健康保险公司正式开业。

就这两种保险的具体分类而言，人身意外伤害保险则可简单分为（1）个人意外伤害保险，是指以被保险人在日常生活、工作中可能遇到的意外伤害为标的的保险，保险期限一般较短，以一年或一年以下为期。

（2）团体意外伤害保险。实际运作上，更多针对某一具体事项，比如说，交通意外险，或者矿山团体险。

而健康保险，按照《人寿和健康保险》一书所述，可以分为三类，（1）医疗保险费用，（2）长期护理费用。（3）伤残收入保险。中国实际上，是按照保监会上述《办法》的分类方式，健康保险被分为疾病保险、医疗保险、失能收入保险和护理保险四种基本类型。与2000年颁布的《人身保险产品定名暂行办法》相比，这新《办法》增加了护理保险，并将原“收入保障保险”改为“失能收入损失保险”。

“其中，医疗保险指以约定的医疗费用为给付保险金条件的保险；疾病保险指以疾病为给付保险金条件的保险；收入保障保险指以因意外伤害、疾病导致收入中断或减少为给付保险金条件的保险。目前，重大疾病定额给付保险、住院医疗费用补偿性保险和住院津贴等几类保险产品市场份额较大。此外，保险公司也开始涉足长期护理保险等新领域。”（《答记者问》）。

在欧美甚至台湾，由于人口老龄化，看护险日益畅销。但随着长期护理需求和费用日增，这部分也给保险公司带来精算和产品定价上的困难。在可见的将来，随着医疗和药物的进步，生活环境和技术的进一步改善，这种趋势不但会延续而且更加明显，这对保险公司来说，早年签署下的这种非常长期医疗护理保单，很可能会带来不可预测的亏损。

对于中国保险业来说，由于人口相对欧美、日等尚处于非常年轻，老龄人口占工作人口不到20%。医疗保险问题上，仍然是以政府主导的社会保险为主，商业健康险处于次要位置。同时，商业健康险，也只是集中在有限程度赔付的医疗保险、疾病保险和伤残收入保障上。同时，对欧美的社会体系带来严重困扰的人口老龄化和低生育率，虽然已经有迹象出现，比如说，2015年前后的刘易斯拐点，但实际上，尚未真正严重影响及中国这种人口尚为年轻的新兴市场经济体，人口严重老化的负面因素对保险行业的严重影响，还需要一些年后才会出现。

在产品定价、精算和财务报表上，健康险，被分拆为短期健康险和长期健康险。按照《健康保险精算规定》，短期健康险保险期为一年及一年以内。长期健康险，则为一年以上的业务。长期健康险除了在精算上的预定损失率和发病率采用经验数据外，其他参照《人寿保险精算规定》，按照类似死亡保险（即寿险）的做法来进行精算。

就经营上看，意外险和短期健康保险更接近于产险，而长期健康险更接近于寿险。其原因，《保险业的“第三领域”》一文中认为：（1）产险经营的费率厘定以概率统计为前提：寿险以生命表较精确地厘定费率；产险是以不确定的偶然性事故发生为前提，意外险和短期健康险，在经营中也是以类似风险事故发生的概率为厘定费率的依据，而非寿险的生命表。

（2）产险经营一般以一年为一个会计周期。费率计算的错误可能在一年后得到修正。两险通常也是实行以一年为一个核算周期的办法。寿险合同一般是长期性合同，一旦出错，会影响很多年，所以在合同之先需要精算。

（3）产险经营收益主要来自“费差益”。和寿险收益主要来源于“死差益”、“利差益”不同，产险经营收益主要来源于“费差益”，即预定费用与实际费用的差。

（4）产险经营以补偿事故发生后的以市价计算的物质损失和实际的费用支出为限，一般实行非定额补偿，被保险人不能不当得利。（对照的例子：如果人身意外死亡，赔偿许多倍于保险金）。两险的赔付也是按照这一原则，尽管有部分意外伤害保险也采取定额给付的办法，但那一般是考虑到定损困难而采取的一种简便措施，其本质上还是以补偿事故实际损失和费用支出为目的的。

从定义看，意外险和短期健康险本身也有很多相似而重叠之处，具体对应的业务入账的方式，也由保险公司根据保单内容自行界定。从中国人寿年报看，基本上，是遵循寿险、健康险和意外险这种分类来拆分。从平安和太保的年报，则可以看到，这两类的财务数据，常常被合并产险中。

简单的说，由于财产险介入了这第三领域，这两个险种的竞争变得更加剧烈。这即是刘家德在路演问答中所说，“短期健康险和意外险是财产保险公司及人寿保险公司均可经营的业务，在以上两类保险业务领域，产、寿险公司形成竞争。”

但从经营上看，财险公司更容易进入意外险而非短期健康险，其原因，除了人才稀缺和道德风险问题外，还有一个先天不足的原因，是数据共享问题，“短期健康险的定价则不那么容易，依靠的是多年该领域的出险、赔付数据。可是作为商业秘密，很难让寿险公司拿出数据与财险公司共享。”

意外险业务中，学平险、航意险两类险种最受各家公司关注，学平险上规模较快，而航意险及其替代险是

效益型险种，飞机落地、利润进帐。这两块业务的争夺常呈白热化状态，常存在行政干预、违规经营等行为。

具体险种的精算假设差异，从不同保险公司的精算假设便可以看出，比如平安保险，“用于评估短期意外险和健康险业务的赔付率假设在15%~85%之间”，而太平洋保险“用于评估短期意外险业务和短期健康险业务的赔付率假设在25%至70%之间”，太平人寿的短期意外险业务和短期健康险业务的赔付率假设是40-57%。除了各家公司具体对每一个保单的定价假设不同之外，每家公司自己的上述假设范围，也是一个极大范围。其原因，正是对应于不同公司所售卖的险种，其具体历史累积数据差异极大。

下面进一步来研究中国人寿这两类险种的产品情况。《中国人寿招股书》中，简单介绍了该公司的短期意外险和短期健康险。这些产品，都被合并到短期业务处理：

（1）意外伤害保险：本公司处于中国意外伤害保险市场的领先地位。本公司向团体或个人提供种类繁多的意外伤害保险产品，包括覆盖意外伤害身故、残疾、以及意外伤害医疗责任的意外伤害保险产品。本公司还为需要特殊保护的个体提供意外伤害保险产品，比如商业航空旅客、汽车乘客和司机的意外伤害身故和残疾保险等。本公司的某些意外伤害保险产品可以单独销售，另外一些产品可以作为人寿保险、健康保险产品的附加产品销售。

（2）短期健康保险：本公司处于中国健康保险市场的领先地位。本公司为个人和团体提供短期健康保险产品，包括特种疾病保险、医疗费用保险以及津贴保险。本公司的某些健康保险产品可以单独销售，另外一些产品可以作为人寿保险、意外伤害保险产品的附加产品销售。

（3）定价：保险产品的定价通过使用预定利率、死亡率（发病率），费用率等假定，并综合考虑预期盈利水平得出。这些假设基于监管机构的规定、本公司历史经验数据、行业及其它保险公司公布的数据和管理层的判断确定。目前，中国保监会在保险产品定价方面有一系列规定。本公司保险产品的定价原则是严格执行中国保监会监管规定。

短期意外险和短期健康险主要使用经验费率法。一年期及一年期以下的意外险产品定价时，预定附加费用率按《关于下发有关精算规定的通知》[保监发（1999）90号]中的《意外伤害保险精算规定》执行。

（4）产品：在短期险业务方面，本公司还根据市场需求开发了国寿夕阳红意外伤害保险、国寿康健学生、幼儿人寿保险（2006版）等新产品。

（5）本公司也向商业机构、政府机关和其它不同规模的组织团体提供团体意外伤害保险产品，例如向建筑公司提供与建筑工程相关的意外伤害保险，向各类执法机关提供执法人员意外伤害保险等。

（6）“风险”：“就非寿险保险合同而言，传染病、生活方式的巨大改变、自然灾害和意外事故均为可能增加整体索赔率的重要因素，而导致比预期更早或更多的索赔。

上述中国人寿A股招股书中提到的产品，已经是5年以前的。从网站上可以看到，产品已经有了很多更新。下面是国寿网站上，更新到2011年底，个人意外保险和健康保险的清单：（合共26种）

表：16-1个人意外保险清单



	个人保险----意外保险
1	国寿安鑫保险组合计划，
2	如E公民出境保险计划
3	如E全家福保险计划
4	如E家庭保险计划
5	如E国内旅游保险计划（一日游）
6	如E国内旅游保险计划
7	如E综合交通工具意外保险计划
8	如E航空意外保险计划
9	如E私家车意外保险计划
10	如E综合意外保险计划
11	国寿附加长久呵护残疾意外伤害保险
12	国寿长久呵护意外伤害费用补偿医疗保险
13	国寿附加长久呵护意外伤害保险
14	国寿长久呵护意外伤害定额给付医疗
15	中国人寿相知卡B
16	中国人寿相知卡A
17	国寿神州紧急救援系列产品

表16-2健康险险种

	个人保险---健康保险
1	国寿康宁终身重大疾病保险
2	国寿康宁定期健康保障计划
3	国寿鸿康(A款)保险计划
4	国寿长久呵护住院定额给付医疗保险
5	国寿长久呵护住院费用补偿医疗保险
6	国寿康恒重大疾病保险（2007修订版）
7	国寿康馨长期护理保险
8	国寿鸿友B款保障计划
9	国寿鸿友A款保障计划，

上述的健康险险种，也涵盖了长期健康险，比如康宁终身和定期。这部分留待后续长期险再行分析。短期健康险和长期健康险的定价、精算和财务分析方法完全不同，需要做进一步分拆。更加详尽的意外险和健康险险种如下，这包括了一些已经不再售卖的险种。（合共52种）

表16-3意外险种增补

	意外伤害
1	·国寿人身意外伤害保险
2	·国寿公交车车上人员人身意外伤害保险
3	·国寿吉祥卡（B）

4	·国寿燃气用户人身意外伤害保险
5	·国寿辉煌人生保险
6	·国寿住宿旅客平安保险
7	·国寿乘客人身意外伤害保险
8	·国寿中国公民境外意外伤害及紧急救援保险
9	·国寿航空意外伤害保险
10	·国寿机动车驾乘人员意外伤害保险
11	·国寿校园意外伤害保险
12	·国寿安达意外伤害保险
13	·国寿公路旅客人身意外伤害保险
14	·国寿人身意外伤害综合保险
15	·国寿吉祥卡（A）
16	·国寿整形外科手术安全保险
17	·国寿医疗急救保险
18	·国寿参观者人身意外伤害保险
19	·国寿意外伤害急救保险
20	·国寿全家福保险（A型）
21	·国寿指定交通工具乘客意外伤害保险
22	·国寿个人旅游意外伤害保险
23	·国寿学生、幼儿平安保险
24	·国寿家庭幸福保险
25	·国寿病员安康保险
26	·国寿安乘意外伤害保险
27	·国寿安心意外伤害保险（B型）
28	·国寿安心意外伤害保险（A型）

这个清单涵盖的意外险，比前述要多很多，涉及各种领域，从家庭燃气到公车、旅行、整形等领域。同时，很多短期健康险，实际是作为附加保险来销售，即是如同《招股书》所说明的，共享长期险和寿险的渠道，然后提供一个附件险，作为客户签约时的额外选择。

表16-4短期健康险增补

	附加保险
1	· 国寿附加意外伤害医疗生活津贴保险
2	· 国寿附加定期保险(A)
3	· 国寿附加定期保险(B)
4	· 国寿附加补偿金保险
5	· 国寿附加残疾保险
6	· 国寿附加住院医疗保险
7	· 国寿附加意外伤害医疗保险
8	· 国寿附加意外伤害保险
9	· 国寿附加意外伤害住院收入保障保险
10	· 国寿康健学生、幼儿附加疾病住院医疗保险
11	· 国寿附加关爱一生长期健康保险
12	· 国寿学生、幼儿平安保险附加意外伤害医
13	· 国寿学生、幼儿平安保险附加住院医疗保险
14	· 国寿附加三大特定疾病保险
15	· 国寿附加指定交通工具乘客意外伤害保险
16	· 国寿附加疾病住院医疗保险
17	· 国寿附加住院医疗补贴金保险
18	· 国寿附加住院医疗生活津贴保险
19	· 国寿附加意外伤害医疗费用保险
20	· 国寿康健学生、幼儿附加意外伤害保险
21	· 国寿康健学生、幼儿附加意外伤害医疗保险
22	· 国寿附加意外伤害医疗保险
23	· 国寿附加豁免保险费定期保险
24	· 国寿附加传染性非典型肺炎住院津贴保险

这个表格是各种各样的附加险。和意外险汇总起来，有52种之多，尽管不是中国人寿短期险的全部，但相信已经涵盖了中国人寿在A股上市至今的绝大部分短期险种，其中相当一部分已经停售。

可以看到，这些保单所涵盖的目标人群，承保范围，均变动不居。特别是，每一类保单的具体赔付率，变动非常大。精算上，采用具体每一类别的累积经验数据。要考察每一张或者每一类保单具体的财务盈利情况，保险公司内部人士，会根据每一张保单的开支、赔付、伤亡率、等具体经验数据，逐张核算，一年下来，才知道每一细项保单具体的利润。

对于这些保单来说，并不需要去找齐这数百张保单，一张张保单来重新模拟精算一遍，因为实际经营与精算设计，千差万别。也不用去窥探保险公司具体的每一类数据汇总，因为不可能拥有保险公司的数据库，那么，作为外部小股东，又如何处理呢？

（未完，待续。）

Michael chen 2011-12-3，修订于2016/2/19

## 人寿研究十七：短期险利润

（上）

（受新浪博客文字限制，这节被分成两半，后续同此例）

上一节写到，如果是要具体考察具体一个类别的险种，比如短期险，如果是需要具体去核算每一张或者每一细项保单的盈利情况，再来汇总收益，除非是保险公司内部人士，拥有完整的数据库，再根据每一张保

单的开支、赔付、伤亡率、等具体经验数据，逐张核算，才能知道一年下来，每一细项保单具体的利润。而这部分基础数据，保险公司并不会提供给外部小股东知道。

同时，数据量非常大，中国人寿保险（集团）公司，作为目前中国最大的商业保险集团，拥有1.1亿左右的长期客户、13条产品线、60多个业务系统。“中国人寿所有业务数据主要来源于这60多个系统，约200TB的规模，这样庞大的数据规模在国际上也是不多见的。”按照中国人均寿命76岁计算，不仅保单信息在不断更新，而且周期长，如果保单不失效，数据就无法进入终结。信息不断丰富，数据间的相关性较高，绝大多数数据还处在创造、使用阶段。

笔者指出，要关注、研究保单的设计，并非教人去逐张精算。以如此多张保单、系统，就算全部开放给外包投资者，试图以几张Excel进行精算，以超越国寿的IT信息部，是一种很荒谬，也是白痴的做法，因为除了计算量浩大，实际上也是走错了路。

对于外部投资者来说，实际上，并不需要上述数据，因为在国寿财报中，已经对意外险和短期健康险这两类险种的数据做了汇总，外部投资者需要的，只是懂得如何入账，重新拆分而已。考虑到短期业务占国寿比重不大，（近年大约5%，见下表）。直接用财务数据分析，最为便捷。

表17-1短期险业务占比

年度	总保费	短期险业务	比率
2000	34,529	7,393	21.41%
2001	52,601	7,784	14.80%
2002	101,438	8,938	8.81%
2003	135,033	10,205	7.56%
2004	148,913	10,606	7.12%
2005	159,779	10,314	6.46%
2006	182,680	11,176	6.12%
2007	196,582	12,011	6.11%
2008	265,099	12,725	4.80%
2009	275,275	14,065	5.11%
2010	318,229	14,975	4.71%
2011	318,252	15,802	4.97%
2012	322,742	16,432	5.09%
2013	326,290	18,056	5.53%

（数据只更新到2013年，因2014年中国人寿修改了报表的列示方法，将原本长期沿用的个人业务-短期险业务，修改为寿险业务和健康险业务、意外险业务，其中健康险涵盖了长期健康险和短期健康险。按照此种新修订后的列示，2013年健康险为24,180百万，其中短期险为7,433，长期险为这两者的差：16,747百万。）尽管如此，实际上，因为业务的稳定性，如果需要做进一步外推演算，仍可假定数据大致不变。

相对来说，由于短期险业务的定义是一年或者一年以内，意味着如果当年签约，一年内便可以知道结果。甚至更短的，比如航空意外险，如果保的只是一周或者一月，那么乘客搭乘完飞机，是否发生意外需要索偿，短期内便可知晓。因此，年报数据囊括一年以内数据，已经足够说明该项业务运营情况。

按照精算办法，对于已发生已报案的，保险公司按照承诺保额列入准备金。对于已发生未报案的，也根据

《精算规定》及实际数据提取未决准备金入账，总之一年内便可见分晓，一些比较有争议的索偿，虽然会拖延比较长时间，但从未决准备金数据看，逐年之间也甚为稳定，因此，可以根据保险公司所列明的现有数据来做核算。

由于人寿A股是2007年初才真正上市发售给公众，《A股招股书》数据，只涵盖到2004年。2001-2003年数据，笔者根据港股重新估算回来。同时，A股年报并非每年都单列意外险和健康险数据，因此笔者也从港股数据，重新拆回，以还原逐年意外险和健康险的保费收入数据。

如同《上卷》所说明的，人寿股份，2009年以前，在港股年报的会计准则和A股不同，比如手续费的递延，不同险种保费的入账时段、准备金的计提等均差别甚大。因此，混杂合并两种会计制度下的数据，需要非常仔细分拆，混杂不同数据计算，很容易差之毫厘，谬以千里。所以，还原数据，重新分拆，看似容易，实甚艰难。自2004年上市以来，港股会计准则，改动了三次。而A股自2007年上市以来，也改动了2次。这导致很多数据连贯性不一致。分析者需要非常仔细重新分拆估算，这是考验分析者功力的地方。

下表进一步核算人寿股份短期业务利润率。（税后利润率简单按所得税20%计算。）

表17-2短期险利润

表17-2 短期险利润

年度	短期健康	意外伤害	保费收入	税前利润	税前利润率	税后利润率
2000	1, 116	6, 277	7, 393		0. 00%	
2001	2, 687	5, 097	7, 784	490	6. 29%	5. 04%
2002	3, 764	5, 174	8, 938	1190	13. 31%	10. 65%
2003	5, 325	4, 880	10, 205	1380	13. 52%	10. 82%
2004	5, 629	4, 977	10, 606	1172	11. 05%	8. 84%
2005	5, 767	5, 166	10, 314	1280	12. 41%	9. 93%
2006	5, 942	5, 148	11, 176	1009	9. 03%	7. 22%
2007	5, 495	6, 404	12, 011	2126	17. 70%	14. 16%
2008	6, 153	6, 889	12, 725	596	4. 68%	3. 75%
2009			14, 065	420	2. 99%	2. 39%
2010			14, 975	385	2. 57%	2. 06%
2011			15, 802	502	3. 18%	2. 54%
2012			16, 432	191	1. 16%	0. 93%
2013			18, 056	218	1. 21%	0. 97%

从上表可以看到，2002年到2007年间，税前毛利润率，达到12.84%。但2008年以后，税前毛利润只有3.4%，扣完利润税后，净利润率只有2.73%。如果不考虑港股部分数据，只看A股年报所列出的2004年到2007年的数据，仍然可以看到，其早期平均税前利润率，仍然达到12.55%，远大于2008年以后的税前毛利润。

2008年到2012年，税前毛利率急速下降。其原因，需要进一步仔细拆解数据。对照2005年以后港股各自的意外险和健康险总和，和A股短期业务汇总数据比较，可以看见，其中有一个差异，这个差异来自保费分保（及营业税），也即是说，表格中列出的短期业务总保费，实际上是已经扣除去分保部分及营业税后的保费收入。

这即是《国寿招股书》中所说明的，保险业务收入由保费收入、分保费收入及分出保费构成。同时，也是赵立军在路演中所指出，香港会计准则保费收入为扣除营业税后的净保费；中国会计准则按毛保费列示。但对于短期险来说，这部分差异影响不大，不是影响利润率的关键。



根据《人寿股份招股书》中所说明的再保险政策，“本公司与国内外数家再保险公司、保险公司就个人业务、团体业务签订了再保险协议。中国人寿再保险（集团）公司及其下属公司是本公司的主要再保险业务伙伴。个人业务一般采用溢额再保险方式，即预先确定某一特定数额，本公司就每一被保险人或每一保单的损失风险责任超过该特定数额的部分进行再保险。”

“本公司应对每一被保险人累计超过100万元的人寿保险风险责任进行再保险；对每一被保险人累计超过100万元的一年期意外伤害保险责任进行再保险；对每一张超过100万元的一年期以内的意外伤害保险保单所承担的风险进行再保险；并对每一被保险人超过30万元的健康保险风险责任进行再保险。团体业务多采用成数再保险方式，按保单具体情况办理。此外，本公司也接受其它保险公司的再保险分入业务。”

即是说，除了法定再保险部分之外，基本上，人寿股份收到的保单，一以贯之，依据上述政策进行再保，再保之关键是根据保额大小，以决定是否分拆出去再保，而不是林森池电台访谈时，观众提问时以为的，由保单素质（即风险大小），来决定是否分保。对于中国人寿来说，以保额来决定是否分保，其目的是减少单一保单出现突然巨额赔偿的赔付风险，而非以该保单是否有利润，或者该投保人健康风险大小估算。因此，中国人寿的再保费金额大小，并非显示保单风险“素质”（林森池使用了这一名词，但笔者认为，这是一个模糊的名词，远不如风险、利润来得清晰，所以，笔者不使用此一名词）。所以，再保险出去，只是一种风险控制规则，防止某一保单的巨大索赔而已。

观众提问时，比较的是国寿和平安的再保金额。如果平保遵循的再保政策，也和国寿一致的话，这种比较，便可以用投保金额来衡量。但实际上，平安再保险部分政策与此不同，其再保考量，如同周桦所指出的，有用以调节当期盈利的考虑。“平安人寿将其47个传统长期非分红保险产品于2008年底有效保单的全部自留死亡风险保额全部分出给慕再北分。换言之，平安人寿将公司最有价值的一部分保单的未来死差益锁定并一次性贴现到2008年的财务报表中，由此而确认的当年税前收益约为48.71亿元。”（见《深度点评：中国平安盈利的背后》）

即是说，平安的再保险政策，与国寿不同，有时是基于提早实现利润（或是以粉饰当期报表，或是提高偿付率）的考虑，而非所承接保单风险大小问题。因此不能简单的，基于两者再保的保费大小而进行评判。因为两者依据不同。所以，林sir用再保险金额来比较国寿和平保的“素质”，是不对的。在此，也顺便对林sir访谈中，该条目的问答进行纠正。

由于大额短期意外险和健康险被分保出去，因此在统计保费时，保费的总数额，会比未分保之前原初收入之和略小。表中对应于每年的短期健康险和意外险的港股数据是未拆去分保部分数据。同时，人寿股份接受的其他公司分保业务数额非常小，可以忽略不计，因此上表中的保费一项，实际是减去分保后实际的“已赚保费”，这是真正由人寿股份所操控掌握，可以用于投资的资金。而一旦出现大额赔偿时，公司会从再保险公司获得相应的赔偿金，同时，部分支付的分保费用，也会回收。这在财务报表上，记账为“摊回分保赔款”及“摊回分保费用”。

从这个角度看，对于短期险来说，佣金、业务管理支出，本来对应的是原初的保费收入，会由于分保的作用，增大了佣金比率。而分保应收及所得，则降低了最终赔偿支出比率，因为这部分有其他保险公司协助分担，但如果将这几种因素综合起来考虑，分保的影响实际对于最后数据分析影响极其低微，因为从财务数据看，这部分比率极低。（从此处可以看出，无论逻辑如何分析，重要的是数据。这是逻辑推演的基础。需仔细厘定数据所统计的基础，才能决定所能使用的程度。）

如同先前说明，A股上市后，与未上市前比较，会计准则修改了二次。如果以2011年报表准则为基础，可以看到，利润的计算方式是：利润=营业收入-营业支出。营业收入一项，包括了保费、投资收益、汇兑损益等部分，营业支出一项，包括了赔付、准备金、手续费，业务费，营业税，资产减值等项。具体细项从报表各列便可以看出。

按照人寿会计制度的说明，短期业务的投资收益、汇兑损益等，实际上是由资产管理公司总体的投资收益分摊而成，其收益率与资金来源及具体的短期保单结构无直接关系。也即是投资和承保是分立的。（从这一点，可以看出，所谓“根据短期市场资产盈利状况预测来决定承接何种保单”的荒谬。）

笔者直接以2011年报表的准则为基础，分拆回其他年份数据，以保持前后分析的连贯性，下表是已赚保费与佣金手续费比：

表17-3赔付占保费收入之比

表17-3 赔付占保费收入之比

年度	已赚保费	赔付支出	摊回	摊回后赔付	赔付/收入
2000	7,393				
2001	7,784				
2002	8,938	4,053		4,053	45.35%
2003	10,205	4,882		4,882	47.84%
2004	9,618	7,103	-1,033	6,070	63.11%
2005	10,314	6,957	-689	6,268	60.77%
2006	9,825	6,496	-691	5,805	59.08%
2007	10,839	6,540	-473	6,067	55.97%
2008	12,725	7,390	-59	7,331	57.61%
2009	13,194	7,752	-89	7,663	58.08%
2010	14,867	8,475	-94	8,381	56.37%
2011	15,856	8,029	-101	7,928	50.00%
2012	15,929	8,118	-104	8,014	50.31%
2013	16,952	8,661	-123	8,538	50.37%
2014	44,531	15,391	-309	15,082	33.87%
2014	11,907	3,467	31	3,498	29.38%

严格说来，赔付对应的保单，部分是上一年保单，部分是本年度保单，但考虑到逐年之间变化不大，因此简单的直接用当年度计算。可以看到，实际上的赔付支出占保单比重，自2004年以来，略微呈缓慢下降，但大致上非常稳定。这说明赔付对于收入来说，处于一个非常稳定的状态。由于赔付比率稳定，因此，短期业务利润率下降，不是由于赔付支出占保费比率增大引起。即不是死伤的人多，导致赔付增多而利润下降。

（下）

笔者将数据更新到2014年，但如同前面所说明，2014年的报表的记账方法是重新列示过，所以数据并不连贯，（具体可以等2015年年报出来后，国寿是否将保持此种连贯的数据，再行修订。）但明显，混入长期健康险后，赔付比率立刻发生了变化。于是，笔者依据2013年的报表为基础，做了一个分拆，目的是将2013年中，短期业务的数据分拆出来，得到下表：

2013年重新分拆

2013年重新分拆

项目	短期业务收入	赔付	营业税金	手续费及佣金	业务及管理费	
原报表	17,537	-8,661	-658	-3,851	-4,069	298
新报表意外险	10,178	-3,030	-562	-3,012	-2,766	808
短期健康险	7,359	-5,631	-96	-839	-1,303	-510

数据说明，2013年的短期健康险是大幅度亏损，仔细回溯，可以看见，2013年原报表有一项大病保险业务，这项业务提取了大量的准备金。笔者之所以在这一节，分拆出短期业务，便是因为前面所讨论说明的，短期业务不涉及精算。但此一大病业务在新报表中，合并进去健康险，该项业务又涉及精算分摊，因此，影响了短期险数据的分析。因此，笔者推导至2013年之前的数据为止。基于国寿业务的稳定性，可以说，尽管财务报表列示方式改变了，但不影响分析。同时，可以看到，数据重新列示，导致原先的稳定性发生变化，分析时，需要探讨的是业务变化了，还是财务数据列示方式变化了，才能看到变化的原因。

顺便说一句，此种大病业务推出之后，似乎市场投资者和分析师一片欢呼，但实际上，在现有医疗体系下，此种大病业务有很高的风险，而这种风险并无法通过保险公司的精算消除，不但对于分析是一种扰动，而且也是超越保险公司精算的一种风险。原则上，保监会基于此种风险的波动，也不允许设立此种基于健康的分红险，以免放大此一部分扰动。所以，对于国寿来说，对于开放此种大病险，市场和分析师的欢呼，笔者觉得是很可疑的。

再来看运营，笔者将营业税、手续费、业务费汇总成一个项目，简单称为“运营费用”，考察其占收入比重，如下表：

表17-4 营业费用占收入比重

表17-4 营业费用占收入比重

年度	营业税	手续费	业务费	(4) 运营费用总和	费用/收入	(运营费用+赔付)/收入
2000						
2001						
2002		401	937	1,338	14.97%	60.32%
2003		404	1,347	1,751	17.16%	65.00%
2004	176	688	1,629	2,493	25.92%	89.03%
2005	156	801	1,649	2,606	25.27%	86.04%
2006	166	1,048	1,967	3,181	32.38%	91.46%
2007	229	1,337	2,368	3,934	36.29%	92.27%
2008	218	1,847	2,879	4,944	38.85%	96.46%
2009	335	1,877	3,328	5,540	41.99%	100.07%
2010	472	2,794	3,076	6,342	42.66%	99.03%
2011	540	3,275	4,162	7,977	50.31%	100.31%
2012	587	3,470	4,173	8,230	51.67%	101.98%
2013	658	3,851	4,069	8,578	50.60%	100.97%

表格清晰的说明了2008年以后，问题所在，从2004年以来，第5列所显示的费用占保费收入比率一直在增加。这说明市场竞争的激烈，即是为了得到与原来同样数量的保费收入，需要付出更多的佣金及业务费用（和营业税），高昂的渠道费用，蚕食了本来非常微薄的利润。这正是由于这部分短期险，进入的公司多，竞争激烈。

如果将这些费用与赔付支出合起来考虑的话，即是表格最后一列。可以看到，到了2008年以后，这两项之和几乎完全与保费收入抵消。甚至2012年还出超。这意味着，人寿股份收到的意外险和短期健康险保费收入，几乎全部用于当年的运营费用和即期的赔付支出了。

当然，赔付和收入有一点点时间差，对于短期险来说，在数据波动稳定情况下，可以用当期赔付代替上期赔付。但整体上，这种消耗式支出，意味着短期业务的剩余税前毛利润，只能来源于实际所能利用资金的投资所得。（即利差益）

如果运用巴菲特的财险概念，便是接近零成本，无承保利润的短期资金来源，这似乎看起来还不错，比巴菲特的资金成本还低很多。但与巴菲特的保险公司不同的是，受保监会规定限制，保险公司的投资范围本身有限，更致命的是，由于短期业务险，保单年期只有1年以内便需拆仓，短期资金决定了不可能有高收益。不考虑投资能力的情况下，这种约束导致回报率本身不可能以巴菲特的投资公司为尺度，进行各种并购兼并或者长期投资。

这种激烈竞争，意味着保险公司之间的价格战挤压了承保利润。而非上一篇所说明的，短期业务的本质利润来源，理论上，本应该来自“费差益”，而非利差益，这是因为短期险资金的运用有时间限制，期限为一年以内的资金，不可能长期获得超常利润。（比如说，一年期定存收益为基准），短期资金，无法做长期投资，便不能获得高收益，因此需要来自费差益。但现在连费差益也被挤压到零，竞争的激烈，挤压了保单利润。

与其他小型或者专门的健康险、产险公司不同的是，人寿股份、平保、太保这些大公司，其短期业务所获得保费资金，被合并到寿险长期资金一起做投资，收益率也根据总体回报做分摊，这种短期资金可做为日常腾挪使用的现金流，其投资收益也由最终的整体投资收益分摊而来。因此，还多少能有一小部分利差益。而对于无长期寿险业务作为支持的其他公司，其投资资金必须在短期内便撤回拆仓，所得利差益会更低。公司规模越小，收益率便越低。

对于上述寿险公司来说，如同《上卷》所说明的，除非碰上股市畅旺，（比如2007年），年回报率可以达到12%外，其他时段，有时回报率只有4%甚至更低。再考虑上能利用的投资资金，还需要即时扣除手续费及其他支出，并非所收保费全部，因此总保费回报率会进一步下降，2009年以后，单扣除折旧摊销，税前利润率极低，比如说，不足5%，税后不足4%。这是2008年以来，人寿股份短期业务税前毛利急速下降的真正原因：因为其费差益已经被渠道高昂的手续费完全吞吃，只能依赖于利差益。

下面来探讨一下，此类产险手续费为何如此高昂，基本的经济学原理说明，价格高低取决于供求关系和竞争。下面以航意险的事例来说明手续费的惊人高昂：对于各种险种的佣金手续费来说，航空公司佣金收入主要是对航空意外险的代理，铁路代理的保险主要是交通工具意外险、综合意外险，而车商渠道大多是车险。

渠道费用蚕食短期险利润，在机场这类航空意外险特别明显。比如说，2011年四川双流机场航站楼，采用拍卖的形式拍卖商铺，参与拍卖多是餐饮如KFC，必胜客。第8个标段保险，有4个保险公司参与拍卖，最终由浙商保险拍得，面积只有10平方米，成交价380万元每年，平均每平方米38万元/年。以航空意外险20元/份计算，该公司必须一天卖出520份才能填回租金成本，还尚未计算其他人工、运营费用。同时，意外险有些需要分保出去，分保也蚕食了进一步的利润。一旦真的出现重大意外事故，便将出现严重亏损。

一种可能的减少成本的方法是网上营销。现今飞机订票、出票模式慢慢转移到网上预订。航意险也随之在订票时附加。这可以减少渠道费用从而大行其道。但这一方式并没有护城河，随着竞争的激烈，各家公司均发展了网上销售短期意外险。

但保险公司精明，顾客也不蠢，由于时间限制在一年以内，针对某一具体的事项，产品目标单一，（即保某班飞机不会坠毁），同质化严重，因此，客户可以非常容易的进行比较。特别是，在网络时代，投保人可以直接在网上比较不同公司的保险产品，对比保额和费用支出来决定投保。（电销没有护城河），因此竞争变成价格战，大量公司参与竞争，市民非常欢迎这种保险网销渠道价格战。网上营销变成挤压实体店面的竞争对手之一，这最终挤压了保险公司的利润，将实惠留给了百姓。

这种情况，实际上，和巴菲特在年报中所探讨的财险问题非常类似。巴菲特说道：“浮存金固然不错，但前提是取得成本要够低，而其成本取决于核保的绩效，也就是损失与费用占保费收入的比例，产物意外险业通常都会有核保损失，当损失过大时，就代表浮存金的成本过高，有时甚至高得离谱。而保险业者的绩效之所以不好的原因其实很简单，他们的产品-保单多属制式而且许多保险业者都提供相同的产品，有些甚至以合作社的方式经营。所以利润空间相当有限，以至于大部份的投保客户根本就不在乎保单是向谁购买的，也因此价格竞争在保险业界可说是相当的激烈的，看看航空公司就知道是怎么回事了。”（《2004年巴

巴菲特所说的，与上面例子如出一辙。特别是，美国所处环境，仍然有一部分公司是采用“相互保险制”，即是上文所说的“合作社”，（按：“公司系由保户而非股东所拥有”，以合作社的方式经营，即《第十四节》所指出的相互保险制，很多研读巴菲特的读者，实际上缺乏相关知识，不理解相互保险制及其极低利润，对行业定价所具有的标尺作用，也不理解财险与寿险的时间跨度不同。所以，胡乱套用巴菲特的模式来探讨寿险公司。）合作社（即相互保险制），不以利润为目的，而强调公平性和让利性。在同质化产品问题上，以其为价格标杆，便会拉低整个行业经营同类产品的价格及利润。对于经营短期业务的公司来说，收到短期险资金后，可投资渠道及回报有限，如果不能取得高额回报，承保又有损失，那么便雪上加霜，这不是一家公司的问题，而是整个行业高度竞争的结果。在中国的情形，便是互联网和产品同质化，导致产品非常容易比较，竞争挤压了利润，这从2007年以后短期险利润的急剧变化便可以看到。

下面，进一步以太平洋保险和平安保险的短期意外健康险，来做对照。国寿纯粹是寿险业务，数据详悉。而太平洋保险也是以寿险为主，兼营意外险和产险，业务接近，入账方法也类似，同时，续保直接作为新单处理，数据清晰。最为复杂是平保，金融集团入账，数据最为混杂，有些短期健康险支出和长期健康险数据合并在一起，有时则只报告健康险和意外险的总数据。因此，分拆起来，可比性就差一些。

笔者单列出太平洋保险的短期意外健康险的手续费一项，来和国寿比较。

表17-5太平洋保险手续费占短期意外健康险比

年度	保费收入	赔付	比率	手续费	比率
2004	2,151	825	38.35%	550	25.57%
2005	2,500	782	31.28%	410	16.40%
2006	3,043	871	28.62%	484	15.91%
2007	2,633	842	31.98%	345	13.10%
2008	2,838	945	33.30%	464	16.35%
2009	3,336	927	27.79%	581	17.42%
2010	4,106	1,070	26.06%	750	18.27%
2011	4,613	1,289	27.94%	864	18.73%
2012	4,950	1,456	29.41%	963	19.45%
2013	5,647	1,632	28.90%	1,158	20.51%
2014	6,542	2,249	34.38%	1,298	19.84%

由于太保在A股是2007年才上市，2004-2006年数据，招股书中没有做仔细拆分，只是说明手续费和佣金，笔者简单的将手续费看成短期业务，佣金看成长期业务。（关于这两者的定义问题，业界另有文章探讨，不在此处阐述。）由于业务支出，也没有因应于短期意外健康险而单列。同时，数据又包括团体险部分，因此，具体比率会不同于国寿。但整体上看，仍然可以看出一些趋势。即是手续费比率明显一路上升。2009~2014年则保持稳定，由于没有和国寿一样重新列示，所以数据体现，该部分业务在2014年并没有大变化。

表17-6国寿手续费、业务费占短期业务比

年度	手续费	比率	业务费	比率
2000				



2001				
2002	401	4.49%	937	10.48%
2003	404	3.96%	1,347	13.20%
2004	688	7.15%	1,629	16.94%
2005	801	7.77%	1,649	15.99%
2006	1,048	10.67%	1,967	20.02%
2007	1,337	12.34%	2,368	21.85%
2008	1,847	14.51%	2,879	22.62%
2009	1,877	14.23%	3,328	25.22%
2010	2,794	18.79%	3,076	20.69%
2011	3,275	20.65%	4,162	26.25%
2012	3,470	21.78%	4,173	26.20%
2013	3,851	22.72%	4,069	24.00%

整体上看，可以看到，国寿手续费和业务费均呈逐年增加趋势。而太保和国寿一样，赔付是呈略微下降趋势或者稳定，而手续费呈增加趋势，这同样意味着利润被挤压，不是因为赔付增多而引起，而与手续费有关。虽然太保的手续费增幅没有国寿陡峭，尽管如此，仍然可以看到从2007年以后，手续费占短期意外健康险的比率，也一样在增加。

这两家公司一起所显示出的，手续费支出占收入比率的增加，正显示了在产品趋近于短期同质化情况下，行业竞争的激烈程度。也正是西格尔所指出的，尽管从行业整体上看，短期意外险、健康险行业出现高速增长，但这样一种增长，很可能是以行业内的高度激烈竞争导致的几败俱伤来完成的。

这种情况从过去几年的数据看，并不会好转而只会更糟糕。也即是说，如果按照上述的分析方法，到2009年，便已经可以看出此种糟糕的情况，而延续的数据，只是不断说明情况依然如此糟糕而已。所以，从这个角度考虑，整体行业急速增长膨胀，是以业内互相急剧竞争，压低利润为代价来完成的。这实际正是典型的资本主义开放市场竞争精神，其竞争的结果，是将福利留给了百姓。

这样一种急剧竞争，对于汲汲于利润的小股东来说，未必是好事。很多外部分析者，有一个错误的认知，认为行业急速增长，行业的领先者，会增长得更好，事实上，这是一种错误认知。林森池在《证券分析实践》中，也只是强调了行业广阔前景，以及领头羊的龙头作用，而没有进一步强调此种急剧增长带来的竞争的几败俱伤作用。比如说，保险行业整体上，急速增长，但对于某一具体公司，并非有利。

西格尔在《长线投资》及《投资者的未来》中，喋喋不休的强调了此一问题，上述这个例子正显示了，一种以高度激烈竞争的增长，尽管促成了行业和公司资产的膨胀，却是以利润率下降为代价，这对股东实际是不利的。

这正是笔者在《股票盈利之道》所指出的，“很多时候，市场的分析员喜欢用“成长股”来推荐这么一类资产规模急剧膨胀的企业，实际上，有很多企业只是扩充规模，而不增加企业价值及利润的扩张，扩张只是摧毁股东财富。因此，作为小投资者，第一步，是将目光从企业规模的扩大，转移到企业整体利润的扩大。”这一节对于短期险的分析，是一个很好的再度印证笔者先前论述的例子。

Michael Chen写于2011-11-29，修订于2016/2/23

上一节分拆完短期业务，这一节分拆团体险。

团体保险是以团体为保险对象，以集体名义投保并由保险人签发一份总的保险合同，保险人按合同规定向其团体中的成员提供保障的保险。它不是一个具体的险种，而是一种承保方式，与之相对的类别是个人险。

由于团体险只是一种承保方式而非具体的险种，因而，几乎可以涵盖任何险种，比如说寿险、健康险、退休给付、意外险等，只要收单方式是团体便可以了。常见的团体保险有团体人寿保险，团体年金保险，团体意外伤害保险和团体健康保险等。在高福利国家，很多时候，团体险是由雇主或者大公司为员工购买，其具体的承保目标，是指向年金还是健康险等，均由具体的谈判而成。从而，在团体险这个组目覆盖下，可能是各种各样不同保单的一个组合。

中国人寿在其招股书中便清晰的说明，“本公司团体人寿保险产品的主要目标客户是包括部分跨国公司在华分支机构在内的，拥有巨大潜在保险需求的大型企业和机构。”对于保险公司来说，团体险最主要的一个特点，是合同采用团体谈判而不需要与每个个人逐一签保单，从而可以节约交易费用。

一些简易险，尽管是逐人签单，但设计上实际也是合并成为团体模式，只要数量足够，便可以直接签单，不需要逐人体检而节省了大量的交易费用。比如“惠民第一险”的小额农村简易保险，尽管入账是以个人险分类，但不需要逐人体检，操作模式实际上便是一种“团体”模式。林森池在访谈中，曾经盛赞国寿推广这一业务，以面对广大农村客户。但从事后看，这一业务，尽管对农村低收入农民的保障意义甚大，但从企业分析，公司业务，乃至股票投资的角度看，该部分保费占国寿收入甚微，对于投资人或者公司运营来说，属于毫无意义的业务，纯粹是社会价值意义，但由于成效甚微，实际上，成果也是可疑。

中国人寿财务报表中的团体险，又与传统定义的团体险，有所不同。下面这条目，详细的解释了中国式团体保险，非常有趣的演变：

<http://wiki.mbalib.com/wiki/团体保险>

文章将中国特色的团体险发展划分为三个阶段：第一阶段，团体保险主导市场的发展阶段（恢复保险业务到1991年）。第二阶段，团体保险衰落的阶段(1992年-2001年)。第三阶段，团体保险寻求新生的阶段(2002年后)。

其中提到，第二阶段中，“由于团体保险缺乏监管规则和管理惯例，国内除把本属于团体保险的团体意外、团体健康和团体定期视同团体保险外，还把不属于团体保险却属于养老保险，享受税收安排的企业年金和不享受税收制度安排的团体年金（以前统称之为补充养老保险）也视同团体保险，这就导致了团体保险定义的含混和模糊，由于长短期业务不分，从而使得很难有一套规则能够界定如此之大的范围，从而使得规则更加难以出台。”

简单的说，由于中国特色的演变，早期，不论险种是年金、健康，还是意外伤害，长期险还是短期险，甚至养老险、企业年金，只要凡是售卖方式是“团体”，都通通放入团体险数据中。因此，财报上每一年的团体险数据，年与年之间，实际上是混杂了大量不同业务的保单内容。由于每一年所售卖出的保单品种差异，因此，在单纯的保费收入数字背后，实际上涵盖着完全不同合约。这不但为外部分析者带来困难的同时，甚至也为监管者带来困难，因为同样的数据，实际上，每一年可能是完全不同的东西。

2011年后，在国寿的网站中，列出的团体险，只有如下四种，这就是经过多年分拆之后，所剩余的真正“团体险”。

表18-1团体险

	团体保险
1	国寿绿洲员工福利系列包括13款产品

2	计划生育家庭
3	小额贷款保险系列产品
4	建筑工程保险系列产品

但过去几年，曾经被列入团体险类别的，还包括如下险种：

表18-2团体险增补

	团体保险
1	·国寿团体重大疾病保险
2	·国寿执法人员团体人身意外伤害保险
3	·国寿团体传染性非典型肺炎疾病保险
4	·国寿永泰团体年金保险（分红型）
5	·国寿建筑工程团体人身意外伤害保险
6	·国寿观光景点、娱乐场所人身意外伤害保险
7	·国寿旅游意外保险
8	·国寿团体医疗保险
9	·国寿团体年金保险（补充养老保险型）
10	·国寿团体人身保险
11	·国寿安泰团体定期寿险保险
12	·国寿团体终身寿险
13	·国寿旅客意外伤害保险
14	·国寿团体定期寿险
15	·国寿团体人身意外伤害保险
16	·国寿团体女性安康保险
17	·国寿团体年金保险
18	·国寿出境人员人身意外伤害保险

这里的险种，也是五花八门，比如其中涉及有人身意外伤害险部分，已经列入到上节的短期险业务中去。也有专门为特定团体开发的险种，比如建筑工人，执法人员（比如城管、法警）等，也包括有时为特定事情设立的保险，（比如惺惺作态的赠送给救援军队的人身救灾险）。

这其中也包括了在《A股招股书》中特别提及的国寿永泰团体年金保险（A款）（分红型）：“在团体业务方面，本公司开发了国寿永泰团体年金保险（A款）（分红型），这是一款分红型团体年金保险，具有养老保障与投资分红的双重功能，此外还具有可分次领取、设置留存账户和投保范围广等特点。”

永泰年金这个险种，于2003年经保监会批准投放市场，属团体分红保险，2006年在永泰2003版的基础上又推出“国寿永泰团体年金保险(A款)(分红型)”。2007年又推出国寿永泰团体年金保险(分红型)(2007版)，但现在已经停售。

如表18-4数据所指出，在团体业务中，以团体年金为主，从2002年到2007年，团体年金一项，平均占比

达94.5%以上。而年金中，又集中是投资型产品，特别是，以永泰年金为主。该产品2003年卖出9,128百万，占团体年金的88.26%，几乎是一枝独秀。以2001-2003年可查核数据看，永泰年金占平均达到86%以上的水平。也即是说，尽管售卖出去的保单品种繁多，但从保费收入看，实际上，永泰年金占主要份额。所以一旦年金政策调整，会深刻影响团体险业务。

表18-3永泰年金占比

年度	永泰年金	团体年金	比率
2000	0	3,912	
2001	4,425	5,751	76.94%
2002	5,910	6,229	94.88%
2003	9,128	10,342	88.26%
2004		21,105	
2005		21,697	
2006		18,412	
2007		20,250	

在此后几年中，随着保监会的逐步渗透式监管，规则逐渐清晰，一些险种被从该组团体险数据中剥离出来，合并到其他项目中。比如上表中有大量的团体意外险，这已经在上市以来，被列入到短期业务分部去处理。而养老险部分，也被拆离出来，合并到养老险子公司的账目中去处理，不再列入团体险数据。所以，尽管其他分类的数据不断增长，团体险数据却由于这种监管上及会计上的分拆结果，数据相对于整体增长缓慢。下表是中国人寿历年团体险业务收入和利润。

表18-4团体险利润率

表18-4 团体险利润率

年度	团体寿险	团体年金	团体业务	税前利润	利润率
2000	0	3,912	3,912		
2001	985	5,751	6,736		
2002	344	6,229	6,573		
2003	260	10,342	10,602		
2004	995	21,105	22,100		
2005	2,633	21,697	24,330	49	0.20%
2006	1,144	18,412	19,556	1145	5.85%
2007	876	20,250	21,126	1169	5.53%
2008			18,995	105	0.55%
2008 (R)			340	81	23.82%
2009			190	467	245.79%
2010			473	740	156.45%
2011			434	57	13.13%
2012			465	-216	-46.45%
2013			2,055	511	24.87%

和上一篇《短期业务》的数据处理方式不同，团体险中有一小部分是长期寿险，但主要以年金为主。年金

的收入基本上是一次趸交，但赔付、退保及红利支出，则是后续跨期进行。由于所处理的保单业务跨期不同，因此不能以上一节处理短期险的方法，纯以当期手续费等运营费用支出，按照实时收付制，来衡量保单是否赚钱。

团体业务总额从2000年到2005年一直还在大幅度增长，2005年以后增长不大。对此，在人寿上市的路演中，吴焰的回答是：“2006年团险业务收入同比负增长的主要原因，是国家相关部委相关政策的调整，2005年财政部、监察部对某些特定团体购买商业保险行为进行了规范清理。企业年金政策对团险业务发展产生冲击。团险市场竞争进一步加剧。”

2008年年报的解释是：“该等下降的主要原因是国家出台企业年金政策对企业补充养老险市场产生重大影响，本公司积极转变增长方式，主动调整团体年金保险业务的发展策略。”

除了年金政策方面，实际上，团保这种方式，还有一个问题，这种“团”的方式，类似于现今很流行的“团购”这种营销方式。如果相对于个险有优惠，便很容易出现所带来的业务员道德风险问题。即比如说，团购的本意，是大宗购买时得到折扣。但业务员，却将客户本来是零散购买的保单，集合起来跟公司报账为团购，从而获得优惠。从而失去原先大宗采购的本意。

比如说，2009年，根据国家审计署，中国人寿违规承保或退保2.42亿元，主要是将零散客户保费以单位名义投保、承诺固定收益或放宽条件承保、退保等问题。如国寿集团山东、安徽、四川、江苏等4个地区分支机构，2009年以来将收取的零散客户保费以单位名义投保团体保险2790.17万元。这便是典型的业务员道德风险问题。

针对上述问题，国寿集团下属分支机构全面停售了问题较为集中的永泰团体年金险种，将涉及问题保单逐步解除合同，对30名业务负责人及经办人员给予相应处分。这表现在财务报表上，也是令到该

[http://www.cicpa.org.cn/column/Information\\_regulations/Audit/201103/t20110324\\_28161.htm](http://www.cicpa.org.cn/column/Information_regulations/Audit/201103/t20110324_28161.htm)项目数据缩水。所以，可以看到，各种监管方面的因素，也令到一些原先归类入团体险的数据，被还原分拆成个人险，以利监管，其数据也随之重新入账。

在2008年重述以后，数据大幅度缩水。其原因则是受新会计准则影响。财政部和保监会决定2009年决算执行《企业会计准则解释第2号》文件（俗称新会计准则，下文称为《2号文》），明确要求境内外上市保险公司对同一交易事项采用相同的会计政策和会计估计进行确认、计量和报告。新会计准则要求将保费划分为保费收入和保费存款两部分。其中保费存款主要是指万能险和投连险的投资账户的收入。这一会计准则的变化将使整个行业的保费收入规模相应降低。同时，2009年实施新准则后，2008年数据被重述。

通过对照重述前后团险数据，可以看到，列在年报中的团体险数据大幅度缩水。这进一步说明，其售卖的投资型产品，是以万能险为主，其主打产品是到现在仍然在售卖的《国寿稳健一生团体年金保险》，这是国寿股份中，一款主打万能险产品，该种万能险2011年11月结算利率为4.05%。实际上，中国人寿的年报注释中，也对此问题做了清楚说明：

2008年以前团体险业务分部的团体业务，指的是“团体销售的长期保险合同”。2009年以后，指的是“团体销售的寿险保险合同”。即是范围专指分拆完后的寿险部分，而非此前的长期合同（规模保费）。

（“长”与“寿”）这一字之别，差之千里。显示的正是新会计准则的影响，即是剥离得只剩寿险，而万能险收入中的大部分保费，被剥离出去了。因此保费收入数据大幅度缩水。只不过一般的分析者，没有足够认真和功力来研究数据。

剥离后的数据，只剩余经过分拆的寿险，所以，数据大幅度缩水。导致团险利润率惊人。其原因是分母大幅度变小（见上表，实际的总利润是在减少。）但以利润绝对数量而言，占整体利润微不足道。关于这一剥离方式的进一步讨论和万能险问题，留待后续再行处理。单从数据变化，可以看见会计准则2号，令到财报数据中，收入部分变得“干净”。同时，如果以时间为纵向做比较，2008年后的保费数据，规模上相对缩水。纯粹是会计变化，即入账方式的变化，而不是业务本身变化引起。团体险依然在销售，不过业务上，由于成分以万能险为主，因此入账方式变了，相应呈报给股东的报表上的数据变化。



进一步分析这部分以投资型万能险为主的团体险数据，如表18-5，可以看到，一方面，退保的比率一直在上升。特别到2008年时，当年退保支出占了收入的7成以上，这严重影响现金流。

表18-5团体险保费-退保比率

表18-5 团体险保费-退保比率

年度	收入	退保	赔付	税金	手续费	管理费	其他	合共	差额	退保/收入
2004	22,100	3,503	956	6	187	971	0	5,623	16,477	15.85
2005	24,330	8,165	4,293	6	248	788	36	13,536	10,794	33.56
2006	22,230	9,862	7,874	33	197	1,000	33	18,999	3,231	44.36
2007	21,126	13,938	5,240	241	206	1,077	75	20,777	349	65.98
2008	18,995	13,713	6,267	58	212	814	121	21,185	-2,190	72.19

对于退保问题，2006年年报的解释是：“对于退保金增长过快,中国人寿方面将此归因于政策变化、利率变化和竞争更加激烈。比如团体业务退保快速增长是因为2005年财政部、监察部对某些特定团体购买商业保险行为进行了规范清理。同时，2005年试行的企业年金制度使得部分团体客户退出团体商业保险转而建立企业年金。”

这和前面的理由一致，说明深受政策影响。但实际上年金并不是单一的影响因素，利率同样也是一个重要的影响因素，特别是对于万能险更是如此。由于万能险直观的结算利率，可以很直接的和银行利率和理财产品比较。在过去几年，快速多变短暂的中国式利率周期以及股市、其他理财产品的竞争，使万能险以其直观的结算利率，更直接的面对市场竞争作用，而万能险保额和保费，由于万能险本身设计时，就是“万能缴费”，投保人随时可以调整，因此，当顾客更倾向于理财产品的投资收益，而停止投保又没有什么退保惩罚时，便会很直观的选择直接停止缴费，甚至干脆退保了事。这便是投资型保单面对其他金融理财产品及利率的直接竞争。

和分红险退保时投保人只获得现金价值不同，万能险、投连险相对退保容易，更容易受利率变化影响。

（另外一种作用是避税兼洗钱，比如公司集体为某些管理层集体投保，过一段时间后，退保返还便还给个人，情况类似信用卡套现，以保险作为过桥机制。）团体险超过7成的退保，明显将造成保险公司经营上的困难。一方面是现金流管理方面的问题，另一方面，是由于可能退保的未知因素，保险公司收到的资金，无法从一开始锁死，沉淀下来，做长期投资。这正是人寿上市路演中的解释：“2005年因政策调整等原因导致团体业务的退保,减少了团体业务可投资资产的规模,使得团体业务的投资性收益偏低。”退保影响现金流，进而影响投资规模，最终影响投资收益。

从上表（收入-支出）=“差额”一项可以看到，扣除投资收益、准备金、保单红利等投资业务不论。单将逐年收入减去赔付、退保、开支等项目后，从2007年开始，便已经是负值。这正是吴焰所说的，“投资型业务收入占比较高，投资型业务盈利性主要来自于保险资金运用的投资性收益,通常承保利润较低”。

也即是说，万能险实际由于负担了极少的保险责任，因此也对应没有什么承保利润。而在利源上，更多依赖于投资收益。而保险公司收取的是账户管理费和投资管理费。当然，退保和赔付对应的是过往保单，这一负值未必完全显示当期承保保单利润。即是说，从年度会计实时收付制是负值，不等于该保单不盈利，因为该保单是跨期的。

这一数据，更重要的是显示了对于保险公司而言，这项目的现金流为负或者接近负，相当于该项不再增长，而令到资产组合处于不断“拆仓”状态。负增长式的现金流出，对于保险公司的投资及经营而言，明显构成了严重伤害。因此，这进一步解释了团体险，特别是团体万能险这类项目，必须依赖于财力雄厚的大保险公司才能运营。小规模财力不足的保险公司，如果承接此类负现金流的项目，由于初期财力不足，很可能会进一步扩大亏损。

简要而言，团体险主要是以万能险为主，早期称为投资型团体业务。其中，销售上，基本依赖一种单独险种，即永泰年金。一支独大。而在2008年新会计准则变化以后，万能险被分拆出去，所以财务报表上，对于保费收入而言，团体险数据缩小成为几乎微不足道。但这并不意味着业务的消失，而是会计准则引起的变化。属于利润表上不重要的表外业务。（未完，待续）

Michael Chen写于2011-12-10。

人寿研究十九 万能险、投连险、变额年金（一）

上一节写到，团险数据收入一项，只统计到2008年，2009年以后，由于采用新准则，使得剥离后的万能险保费收入，按照新会计准则，不再列示在保费收入。

由于这一笔资金实际上仍然被保险公司收取，并被用于投资。所以，这笔资金是真正的“浮存金”。-----》尽管在收入上没有计入保费，却仍然被保险公司收取并做投资，保险公司也通过收取管理费而获利。（顺便说一句，这类似于以前港股的投资型保单。）或者说，是《利润表》上的表外业务，但仍然体现在财务报表的《负债表》中。简单的说，即是借钱投资同时赚管理费，所以，利润表上，在保险收入一项看不到。而是放入“其他业务收入”。

该笔收入的浮存金，累积体现为资产-负债项目上的存款，笔者将其分拆回来，再进一步和《上卷》第十三节《投连险》中的数据对照比较。如下表：

表19-1团体险资产-负债

年度	团险资产	团险储金	团险负债	保户总储金	账户	投资	合共	利润率	个人储金	占比
2004	39,241	34,111	36,482	34,111					0	
2005	54,629	44,102	47,489	44,102					0	
2006	67,722	50,546	51,361	48,612	84	120	204	0.42%	-1,934	
2007	75,702	53,307	53,635	53,424	123	92	215	0.40%	117	
2008	77,735	54,135	56,111	65,050	274	77	351	0.54%	10,915	16.78%
2009	78,752	52,747	56,030	67,274	567	160	727	1.08%	14,527	21.59%
2010	73,241	54,507	56,678	70,087	567	253	820	1.17%	15,580	22.23%
2011	70,759	56,448	59,455	69,740	347	247	594	0.85%	13,292	19.06%
2012	73,986	54,993	61,683	66,604	426	251	677	1.02%	11,611	17.43%
2013	67,539	53,723	59,636	65,062	563	302	865	1.33%	11,339	17.43%
2014				72,254	430	449	879	1.22%		

尽管该项保费收入从利润表中拆离出去，但却以“储金”形式，沉淀在“资产-负债”项目中。（即是无保费收入，却有资金负债。）而该项资产-负债数据清晰的说明，团体险所管理的资产，从2007年到2013年，一直没有增长，甚至倒退。（2014年，又大量的贩卖万能险，很可能与该年下半年股市兴旺，又或理财产品兴旺有关。比如安邦便利用大量万能险，去进行各种收购。）这即是类似上节讨论短期险利润时所说的，新收保费还不够抵消赔付和退保等支出导致的负现金流，而投资收益又徘徊不前所引致。同时，保户储金和负债持平而略有增加，源自这部分类似于代客理财的万能险资金的收益累计。即是实际管理资产没有新的增加，而是缩水，只不过旧有存量逐步累积。

将整体所有的总资产项目下“储金”减去团体险保户部分，便得到个人万能险保户储金，可以看到，这部分数

据，从2009年开始，已经处于停步不前状态。说明国寿自2009年以后，已经不再催谷该险种。（这一点，和安邦、宝能等公司大量售卖万能险来获得资金进行收购完全不同。笔者在王十大战野蛮人时写过一个小博文，讨论该事件，也对其中的万能险和保险公司牌照问题进行过探讨。很明显，尽管同属于保险行业，国寿的策略和问题，是完全截然不同于女婿企业的。）

经营上，万能险部分，仍然以团体险为主，个人万能险收入只占不到总万能险收入20%。说明国寿的万能险仍然是一种团体险方式为主的作业方式。万能险保费收入从2008年以后数年中，无论团体部分还是个人部分，均是徘徊不前。而且万能险管理费和投资费占收入的利润率，从2009~2013年，大约在1%左右。

当然，除了账户管理费和投资管理费，保险公司对于万能险还有其他收入，比如初始费用，风险保险费，退保费用等。但上述这两项管理费收入，是最主要收入，也覆盖了大部分的万能险利润。这说明中国人寿在该险种上，所得利润微薄。

虽然国寿股份所涉及的万能险是以国寿团体险为主。但实际上，万能险、投连险，和分红险，这一类产品，在其他国家主要均是个人产品。而该类投资型个人产品，在欧美各国也甚风行。欧洲以投连险为主，而美国则以万能险为主。下表源自陈辉《寿险合同隐含期权理论综述》

表19-2欧洲和美国保险市场中的主要个人寿险合同

保险市场	个人寿险合同
欧洲	定期寿险Term Insurance
	两全保险Endowment Insurance
	投资连结保险Unit-Linked Insurance
美国	定期寿险Term Insurance
	终身寿险Life Insurance
	万能寿险Universal Insurance

这种分类方式，实际上是按照投资/非投资型进行分类。比如说，欧洲的定期和两全险，以及美国的定期和终身寿险，属于传统险，非投资型。如果在其上再附加分红条款，便是一种准投资型变种。而投连险和万能险则属于投资型保单。同样，美国的定期和终身寿险也是传统险，如果附加上分红条件，便是准投资型。而万能险便属于投资型。

同时，欧洲与美国不同，欧洲所流行的两全险，在美国并不流行，甚至在某些州被法律禁止，肯尼斯在《人寿与健康保险》中对此的解释是，美国人的低储蓄倾向，不愿意一次性付出一大笔金钱以购买储蓄性质的两全保险。甚至有些州认为分红两全险对于保单持有人，是一种不公平合约。（比如前述纽约州的阿姆斯特朗调查，两全险在美国某些州的被禁止，这与美国的保险业历史有关，特别是在纽约州的阿姆斯特朗调查中，对于唐提式保单赌博性质的调查，导致两全分红险这种半唐提式保单在美国一些州被禁止。关于分红险、唐提式保单的问题，后续再行处理。）因此美国流行定期和终身的传统险。

和传统定期、终身寿险纯作为保险不同，现在在中国大行其道的分红险、投连险、万能险以及刚推出不久的变额年金，被称为“创新型”产品，即兼具投资理财性质。但这实际上也是从外国抄袭而来，而非真正的创新。因为这些产品实际是欧美已经流行几十年甚至上百年的产品。

与传统险上千年的历史比较，投资型保单历史较短。分红险、投连险、万能险这三者中，分红险（PARTICIPATING）历史相对最为悠久，起源于1776年英国公正生命保险社，已有超过200年历史。相对来说，投连险和万能险面世历史较短，但也有几十年历史了，只是中国引入较迟而已。

投资连结寿险，最早于20世纪50年代英国出现，当时在英国叫“基金连锁保单”，由伦敦曼斯特公司于1957年开发。1961在英国、德国推出时正式称为投资连结保险。1962年进入美国，发展为变额寿险、变额年金保

险。1976年，美国继英国和加拿大之后，推出万能寿险保单。（见王庆仁《资产配置理论》），这两种寿险的迅猛发展，是在20世纪90年代的欧美市场，其原因，正因应于这一时期的金融自由化浪潮。

经过20多年的发展，投连险在主要OECD国家市场份额迅猛增长，成了欧美一般家庭财务计划的重要组成部分。1996年到2000年间，西欧国家投连险业务的年均增长率在剔除通货膨胀因素后达24%，同期传统分红类保单业务的年均增长率只有5%，投连险保费收入规模从1995年的400亿欧元增长为2000年的2400亿欧元。（见《20世纪末西欧投连险的发展及启示》）

“2001年的股票市场危机导致寿险需求的大幅下降，而之后由于欧洲股票市场的好转，欧洲寿险市场在2005年有所增长，投资连结保险发展正得益于此，尤其是在比利时、德国、法国和葡萄牙”。（见陈辉《寿险合同隐含期权理论综述》）

以下几个百科，都解释了投连险的运作形式：比如MBA-lib, 百度百科，互动百科等。<http://baike.baidu.com/view/905943.htm>

<http://wiki.mbalib.com/wiki/投资连结保险>

<http://www.hudong.com/wiki/投连险>

根据这些百科的内容，简单的说，投资连结保险的主要特点可以总结为：保费分成投资和保障两部分，保单持有人收益主要来源于投资账户的收益，风险由客户自己承担。保单持有人可以通过在多种资产类别中进行选择，以决定其投资。同时，投资连结保险具有多种形式，多个账户，储蓄部分可以与共同基金的单位相联结；也可以与某些指数相联结，如债券指数、股票指数或其他参照指数；另外，其也可以是内嵌保证的股票连接保险，最小保证为保证返还所支付的保费。保单持有人可以在账户之间自由转换。可以参考中国人寿的投连险，国寿裕丰，同样设立四个不同的投资类别，比如进取、平衡、精选、稳健。方式正与此类似。

相对于分红险这种到期红利支配由保险公司决定不同，投连险这种险种的设计，保单所有人相对来说，自由度更高，可以看清楚每期的保单资金在投资、死亡率费用、附加费用上的具体分配情况，也可以看清保费、风险保额、净风险保额、现金价值等保单要素的运作过程。但在国内，这个特点并不明显，因此也发生平安保险的员工和保单持有人，起诉保险公司，诉讼该险种说明书不清晰的事情。

“投资连结保险一般具有保证最小死亡利益（Guaranteed minimum death benefit, GMDB），其死亡利益为固定保证金额和账户累积价值二者之间的较大者；另外，除了GMDB以外，一些合同还对基金的累积价值给予允诺，到期时的生存利益等于保证最小到期利益（Guaranteed minimum maturity benefit, GMMB）和账户累积价值二者之间的较大者。”（陈辉《寿险合同隐含期权理论综述》）这一点同样在中国的投连险也不明显。按保监会规定，中国的投连险都不保证最低收益。所以，相对来说，比起国外投连险，中国式的投连险，确实多少有点坑爹的性质。

李良温说，投资连结保险是指包含保险保障功能并至少在一个投资账户拥有一定资产价值的人身保险产品。一般设置了几个不同类型的投资账户（相当于不同的开放式基金）供客户自由选择，同时为每张保单设立个人账户记录客户所选投资账户的投资单位数，个人账户价值增长取决于投资账户的投资收益情况。因多数投资连结产品的投资策略较激进，配置权益类投资较高，加之未来现金流难以预测，盈利稳定性较差。投资连结保险本质上是一种准开放式基金，而寿险公司的个人代理人经常很难完全理解其含义。（见《两次投连险风波引发的思考》）

（笔者2016年2月，在微博说了几句叫《五分钟拆保单》的口述文字。拆解一张友邦的保单。实际上，该张保单由于死亡保障金金额非常低，而不保证的收益，可能收益写的很高，因此是一张投资连结保险。但问题是，该张保单的现金价值很低，即意味着无论收益如何，收取很高的手续费，因此笔者下结论，该张保单是比较坑爹的。原因在此。）

万能险出现的时间在投连险之后，指的是可以任意支付保险费、以及任意调整死亡保险金给付金额的人寿保险。该险种介于分红险与投连险之间，风险与保障并存。消费者缴纳的保险费分为两部分，一部分是用



来保险的，一部分是用来投资的，这一点类似投连险。（因此在新会计准则实施后，这部分要通过精算分拆。）

万能险中，投资部分的钱可以由消费者自主选择是否转换为保险，这种转换可能表现为改变缴费方式、缴费期间、**保险金额**等的调整。除了支付某一个最低金额的第一期保险费以后，**投保人**可以在任何时间支付任何金额的保险费，并且任意提高或者降低死亡给付金额，只要**保单**积存的**现金价值**足够支付以后各期的**成本**和费用就可以了。（这一点非常灵活，因此万能由此得名。实际是指万能缴费，而非保障无所不包。）而且，万能保险现金价值的计算有一个最低的保证利率，保证了最低的**收益率**。而这一点又类似分红险。

从上述说明，可以看见万能险的设计，介乎投连险和分红险之间。就理财功能而言，投资连结保险与开放式基金有一定的可比性。不同在于分红保险、万能保险都有最低保证利率，分红险每年的分红率、万能保险每月的结算利率一经宣布，利益即为锁定不变。

万能寿险允许浮动的保费支付——由保单持有人决定续期保费的支付时间和数额；更进一步地说，其死亡利益的数额也可以调整，但是当被保险人要求增加死亡利益时，保险公司一般需要被保险人提供可保性证明。

同时，与终身寿险不同，万能险的现金价值是变动的，取决于保险公司的投资业绩、死亡率经验、费用率以及保单持有人支付保费的数量和时间。在任何时点，如果死亡和费用收费超过了保单的现金价值，保单持有人要么弥补赤字，要么减少死亡利益，否则保单将失效。目前，终身寿险和万能寿险合同都具有分红或者非分红形式。

变额年金产品则比投连险更进一步，一开始完全是一个投资理财产品，毫无保险成分。1980年代，开始在变额年金中提供最低身故利益保证，即保险期间，不论账户价值如何，客户身故至少可以获得最低死亡保证价值（通常相当于所缴保费）；1990年代中期，随着衍生品市场的发展，将对冲机制引入变额年金产品中，开始提供最低年金利益保证（GMIB），随后发展成为最低累积利益保证（GMAB）和最低退保利益保证（GMWB），迎来了变额年金高速发展的黄金年代。但在同时变额年金的投资机制越来越复杂，管理难度越来越大，并高度依赖外部衍生品市场。（见《变额年金产品深度分析》）这实际是一种在高度依赖于衍生品市场做对冲的保本基金中再加入保险成分。

陈辉在《金融保险概述》中，将变额年金与股票指数年金（Equity-indexed annuity）、加拿大的分离基金合同（Segregated fund contracts）和英国、中国的投资连接合同（Unit-linked contracts）合并在一起，称为金融保险（FinSurance, Financial Insurance）进行研究。探讨这些产品的定价、准备金评估和风险管理。其中，变额年金被看作共同基金（Mutual fund）的一个分支，因为变额年金也组合了一系列的股票和债券，并分割成相应的基金单位。

和传统寿险只关注保险不同，分红险、万能险、投连险、变额年金这类所谓创新产品，都兼具投资功能。根据周桦在《中国万能寿险投资账户最低收益率保证与退保期权的定价研究》中的看法，万能险有以下三个特点：（1）只要余额足够支付费用，保费可以任何时候缴纳。（2）保额可以在一定范围自由变动。

（3）万能账户独立，有最低收益率保证。这最后一点，充分的体现了和投连险的区别。周桦指出，这三个特点，各自意味着一个期权，加上退保，实际意味着四个内嵌期权。

整体上，美国式的万能险，即所谓真正的（Universal life），红利并不会在各期中平滑，逐期波动很大。

（即是当期投资赚多少，结算利率便随之显示多少。）而中国式的万能险，实际上不完全等同于美国式，而更接近于分红险的（PARTICIPATING）参与式，即红利会在多期合同中，通过复杂的平滑机制进行平滑。（尽管每月宣布结算利率，但这种利率，实际是先将投资所得，由一个投资储备起来，建立“分红特别储备”项目，再由保险公司调整平滑后，逐期再行宣布）。由于此种分红平滑机制，因此中国式的万能险，更接近于分红险，而不等同于美国的万能险。

周桦以期权的形式，来为万能险定价，适合现今的会计准则以公允价值入账的潮流。在收益率方面，她的研究结论与传统的结论相同，即是相对于分红险，万能险收益率更受利率波动影响。（所以该险种股市畅

旺时，退保率高，股市低迷时，退保率也高）。

简单的说，在分红险、万能险、投连险、变额年金这四种兼具投资功能的保险产品中，万能险的保障、投资功能，介乎分红险和投连险、变额年金的两个极端中间。投连险在中国，受保监会限制，必须有最少20%的资金，投资于国有银行或者国债。而变额年金则更为激进，可以完全和股票或者衍生品挂钩。（按照从保险到金融基金的程度从小到大：变额年金—>投连险—>万能险—>分红险—>传统寿险）

下图来自人保保险营业五部的彭竞凯的课件，这三张课件，可以让外部投资者，清楚的对比这三者的差别。这是一种对于保单持有结果式的比较，更详细的拆解，在下一节拆解其精算条款时，其差异的原因，便更清晰的显示出来。

就大陆这四种险种的发展历史看，中国大陆第一份投资连结保险是由中国平安保险于1999年10月23日在上海推出的——平安世纪理财投资连结保险，继平安之后，2000年5月28日，新华人寿推出“创世之约投资连接保险”。2000年，太平洋保险推出第一只万能险产品——太平盛世长发两全保险（万能型）。2011年6月、7月，金盛人寿和中美联泰大都会人寿相继推出“保得赢”和“步步稳赢”两种变额年金。

相对来说，中国人寿动作比较缓慢。中国人寿在《招股书》第75页说明，从2005年开始，人寿在某些省份开始试行销售万能险。如上一节计算说明，该系列万能险以团体险为主，兼具投资性质。2007年，中国人寿完成裕丰投连险的开发、设计。2008年4月22日，中国人寿在银行保险渠道推出“国寿裕丰投资连结保险”，这是中国人寿唯一一个投连险产品。只在北京、上海、广州、深圳、苏州这5个城市少量销售，终没有推广。

在这三者中，最受争议的是投连险。以下这篇文章，除了解释了投连险的原理。也拆解了各家保险公司的投连险情况：

<http://hi.baidu.com/chenchangshun/blog/item/b04be43929b735f93b87ce3e.html>（未完，待续）

Michael chen 2011-12-20，修订于2016/2/25

## 人寿研究二十 投连险（一）

---

投连险产品在2003年和2008年，分别引发了两次大规模的退保潮。

其原因，按照李良温所说，是“保险公司为了发展业务，把高端产品推向了大众化市场。或者说，把本该在精品店销售的复杂产品，拿到超市去了。这实质上是由于保险公司为了冲规模，（加大了原本不属于保险公司的投资的成分，）同时，却没有尽到告知客户的义务。

把复杂产品简单地推销给了中低经济收入群体，造成消化不良，引发投资连结产品的退保风险。当资本市场的泡沫瞬息间破裂、账户价值急剧缩水并出现浮亏之时，经济实力差、风险承受能力较差的中低收入保险消费者，难以接受收益破灭、本金亏损，极易出现过激行为。”（见《两次投连险风波引发的思考》）

李良温说，“保险的本质是承担风险。而投连险把投资风险全部转嫁给了客户，顾客买保险成了买风险。”（这违背了保险的本义。）“某些保险公司大力推动投资连接产品的动因在于认为此产品（对于保险公司）无风险，保险公司将所有投资风险都转嫁由保险消费者承担，殊不知该承担风险的寿险公司简单的把风险转嫁给保险消费者本身就是最大风险。只立足于自身无风险，是对保险消费者极大的不负责任”。（如同《上卷》指出，保险公司推投连险动机之一，是消耗更少的核心资本金）

因而他对投连险一直不为所动，不但自己不卖，还大声疾呼“一定要提醒销售人员，要和保户说清楚投连的风险，不要一味追求高收益而忽视了高风险”。“人保寿险的投连险一直没有正式投放市场，我本人也不太重视投连产品的上市”。他认为：投连险的一个显著特点是投资风险完全由客户承担，这不符合保险的本义。另外，保险公司收取投连险管理费，从边际利润看并不少，投保人的负担并不轻松。”



李良温所指出的，正是投连险问题实质所在，如同前面第十四、十五节讨论相互保险制时所述，保险公司存在的根本原因及业务，不是基金公司，为客户理财，而是为客户承担、集结、分散（生命损失的）风险。“保险的根本意义在于提供经济上的保障，即大量保户，通过集结各自小额的保费，可以抵御个体可能发生的大额损失，这也是保险区别于其他金融工具的主要特征，而投资连结保险通常只提供身故、高残赔偿，保户面临着保障不全面的风险。若保户对该险种没有充分的了解，没有同时投保其他险种（如：医疗险、健康险），靠投资收益无法实现真正的保险。”（比如笔者分拆的友邦保单，如果投资失利，则回报极低。）而退保潮的出现，正是一开始不认真照顾顾客的需求，销售一些并不是客户根本利益需求的产品的反噬结果。

这代表了一种传统的思维，即认为保险保障是保险公司的主要业务，其存在是代客户承担、集合、分散风险。而受美国金融自由化思潮者，则认为保险公司也应该类似基金公司或者理财机构，保障的，不止是客户的生命、健康，还应该为客户“保障财富”，后者在中国作为最激进的代表，是平安保险，比如说，可以参考中国平安卖保险的理念，便可以看到除了保障赔付健康、寿险外，“保障财富”的潜在导向性。（所以，友邦的保单，不保证部分，写的特别高，但坑爹的地方，在于需要长期10年或者15年后，才能上一个台阶。）

在2009年以前，几个规模最大的保险公司中，平安保险冲投连险最为着力，而太平洋保险则对投连险毫无兴趣。甚至在新会计准则实施后，情况依然如此。由于2009年开始，实施新会计准则，具体的精算条款、会计入账方式，也因之产生变化。按照保监会要求，万能险和投连险，根据承担的保险合同部分进行分拆。在传统、分红、万能、投连中，万能险的保障特性较弱，而投连险基本就是理财产品。分拆的办法如下：

在保监会2009年9月公布的《重大保险风险测试实施指引(征求意见稿)》中，对非年金保单做了相应规定，按照原保险保单保险风险比例公式计算，只有满足条件“保险期间大于等于5年,并至少有5个以上保单年度满足保险风险比例大于10%或保险期间小于5年,并且有一半以上的保单年度满足保险风险比例大于10%”，才可确认为保险合同。因此万能、投连产品的大部分保费不能作为保费收入进入利润表。（见《保费收入的确认和计量引入重大保险风险测试和分拆处理》的会计政策。》）

“新旧准则保费收入确认方面的一个重要差异体现于在新准则下，万能和投连产品的保险合同属于混合合同，包含保险风险部分和其他风险部分，其中的保险风险部分确定为保险合同，确认为保费；其他风险部分不确定为保险合同，不确认为保费。而在旧准则下，无论保险风险部分还是其他风险部分都确认为保费。”（《证券日报》）。

下表是平安保险自2008年以来的万能险和投连险分拆后，净保费占规模保费的比率。和国寿、太保2008年的比率做比较，选择这一年做比较的原因，是2009年实施了新准则后，对上一年度数据做了追溯，因此可以进行分拆比较：

表20-1 万能险和投连险净保费比率

表20-1 万能险和投连险净保费比率

年度	万能险	投连险	合共	分拆后	净保费	净保费比率
太保人寿2008	14,600		14,600		91	0.62%
国寿团体2008			18,995		340	1.79%
平安2008	33,870	7,172	41,042	37,444	3,598	8.77%
2009	57,641	4,568	62,209	58,048	4,161	6.69%
2010	66,294	4,842	71,136	64,350	6,786	9.54%
2011	64,861	3,682	68,543	59,594	8,949	13.06%
2012	67,866	2,865	70,731	60,435	10,296	14.56%
2013	71,314	2,617	73,931	61,629	12,302	16.64%

可以看到，太保、国寿和平安的分拆后净保费比率完全不同，这除了保单方面的差异之外，更主要是因应于上述对保险合同的分拆办法，平保的投连险和万能险卖得最早，其中部分投连险和万能险保单，是5年以上的合同，逐年间有更多保单达到5年的分界线，从而可以归口为保险合同，合并到保费收入去。逐年的净保费率上升，并不单是因为保单中承担的风险保障高了，而是从2009年到2011年，随着时间过去，有更多投资型保单持续超过5年，可以满足证监会的分拆要求。

而太保和国寿，因为对投连险、万能险动手较慢，因此直到2008年，仍只有极其少量投资型保单，能够满足证监会“5年以上”这一要求，因此基于其上进行分拆得到的保险合同保费收入便很小。从上表中分拆前后的数据比率变化，正显示了新准则在保费收入计量方面的影响。

新会计准则对于保险公司的影响，特别是A+H股财务报表的统一，除了与这一节相关的保费计量方面，还涉及准备金评估，特别是公允价值计量方面等问题。

按照周桦的看法，“如果说对保费收入确认方法的明确主要是为了与国际会计准则的进一步接轨、解决A+H股年报会计准则的执行差异，那么对于保险合同准备金计量的进一步规范则是充分借鉴了国际保险业会计准则的最新研究成果。《规定》中对准备金评估的相关规定，实质是要求保险公司按照公允价值进行准备金计量，具体表现为：准备金评估利率将以市场利率而非偿付能力监管利率为依据，同时所有用以平滑利润的各类准备金将被取消。

之前，保险公司适用的企业会计准则与国际会计准则（参见A-H股年报）的差异主要体现在：保费计量、保费获得的费用是否进行递延处理、递延所得税，以及准备金评估几个方面。这次的《规则》主要规范了保费计量与准备金评估两个方面，对于递延费用与递延税收的会计差别仍未加处理。”

对于从业者来说，如同杨征所指出：“过去的情况是，财会人员被财政部管惯了，给你操作性极强的准则与制度，让你执行；而在新会计准则之下，不再是手把手地教你如何做如何记账，而是引入了专业判断。会计的专业性体现在专业判断上，这是会计准则赋予的。在评价保险相关的新会计准则是，杨征指出，再保险合同准则向国外靠了一大步，基本上改变了原来的收付实现制；但在原保险合同方面，原则上的变化不是很大，如跨期成本费用仍是不递延。”（跨期成本不递延，即是《上卷》所指出“亏损模式”，也是2号准则执行前，港股和A股年报规则的重要差异之一）

关于新会计准则对保险公司的影响，以及由于公允价值要求，对具体的产品定价带来的问题，甚至还包括偿付能力问题，保监会设立了专门的研究项目，对于这些具体的问题和影响进行探讨，但根据保监会说法，目前仍在研究和探索中。至于本文之中，主要是涉及准备金的问题，这在《卷三》及《卷四》进行探讨。

简单的说，对于这一节考察的保费收入计量问题，新会计准则的实施，将这部分保费从规模保费中拆除出来，令到保险公司报表上的保费收入更加干净。

新准则的实施，导致的份额变化，对于平安保险影响最大。下表是三家保险公司万能-投连险对规模保费所占比率。由于三家公司的年报在新会计准则实施后，披露信息方式不同，下表是一个近似模拟。

表20-2 万能-投连险占规模保费比率

年度	人寿	平保	太保	全市场
2006	14.60%	28.15%	3.78%	
2007	12.90%	33.21%	37.83%	
2008	8.60%	40.09%	22.09%	
2009	6.70%	46.25%	9.00%	
2010	4.45%	43.26%	4.70%	

2011	2.46%	36.60%	2.69%	13.40%
------	-------	--------	-------	--------

可以看到，从规模保费看，国寿的万能-投连险占规模保费比率一直在下降。太保在2009年以后，路线上也是大力收缩万能-投连险，到2010年，这两家的万能-投连险，占总体寿险规模保费，已经少于5%。2011年只有不到3%。只有平保还维持超过40%的比率。虽然平安2011年也缩水到36%。但相对于全市场的13.4%，平安仍然属于偏高。

这一区别，正显示了此前平安保险与其他阵营不同的战略。此种对待投连险的不同态度，实际上，体现了国寿、人保、太保阵营和平保在运营上的思维差别。这种差别，除了体现在运营手法、经营策略，也体现在对产品的喜好及目标客户群上。

即是说，受控于保监会管制和国有资产控股的人寿和太保，走的是传统路线，目标客户是低收入人群，以传统的保障生命和健康为目标的保障型作为主要路线，再配搭以其上添加分红险作为辅助。而平安的路线，则试图转向或者同时兼顾“保障财富”的路线，目标客户一部分是富人，在售卖保险的同时，也注重帮助客户理财并保障其财富，而后者更接近于欧美在1980年以来的转向，也和银行向理财功能转向类型。（比如从笔者前面分拆的友邦保单，确实手续费高昂，而且投保人需缴交金额动辄为150万人民币，极其客观。）

目标客户的同一性，使得平安更倾向于构建金融集团，为同一类目标客户提供产品，而对于其他保险公司来说，这两者很可能属于不同的客户群，前者客户偏农村及低收入者，（比如年收入5万以下甚至更低）后者则偏大城市及高收入者。（比如年收入20万以上甚至更高）

这两种路线之间的差异和并存，以及由之带来的组织架构的差异，以及监管者的容忍，显示了监管者对于未来金融产业走向所抱有的“摸石头过河”，且行且看的心态。甚至，典型的女婿企业，完全是众所周知的天马行空。所以，一个保险行业，前列的企业，并非完全处于直接竞争的状态，而是在战略上多少有些差异。

最大的主要企业，比如国寿、太保等，（比如升格为部级，更加官僚化），要求走传统路线。同时，在一些可控的范围内，愿意有一定的容忍度，让平安作为试验品，去试水一些新的不同变化，以学习美国的金融创新，但同时又不完全放手，而是保持一定程度的审批制度。比如说，对平安出海投资的审批。（当然，此种金控集团的容忍，事后来看，无妨仰望星空。）

但问题是，在一个债市尚未有足够规模，（美国的债市规模，接近于股市规模。而中国债市规模甚小），股市波动巨大，却无足够期货衍生工具可以对冲，（比如期指、股指期货规模甚小，债券市场缺乏长期债券）。同时，货币尚未国际化，（人民币不能自由流通），利率定价尚未市场化，（人为压低利率，剥夺百姓资产），更缺乏可靠、可信、透明的信息披露制度，（内幕消息横行），同时却充满裙带关系的PE土壤（权贵官僚红三四插手投行，比如前朝朱温）的金融体系下，又如何利用正当的传统金融工具，为客户保障财富并增值，以长期打赢银行利息或者通胀呢？

特别是，如同笔者在第《十四节》所说明，保险的目的，是如同李有祥所指出，“保险的经营，是在一个极其简单的原则上进行，面临损失危险的个人，集资形成基金，那些遭受损失的人，从基金中获得补偿。”当有人遭遇不幸，获得补偿时，总得有人付出。对于那些没有遭遇不幸的，这种付出是一种损失。逻辑上，如何通过理财使得所有人都赢钱？这明显是不可能的。而投连险辅以高额手续费的结果，明显是保险公司还要在里面大赚一笔，如何皆大欢喜呢？

保险的本质设计，是总得有人输钱，那些不出意外的存活者，提供了救援资金，给发生意外的，这些人就是金钱付出的来源。要令到这些人不感受到损失，那么，必须有其他赚钱来源。而要令到所有人都赚钱，除非有一个持续不断有傻瓜进来接棒的市场，比如说，股市，不断送钱输血给保险投资者（和社保基金），否则总有些人要输钱。至于其他金融市场，更多只是围绕基础收益率波动。

中国的股市，可谓僧多粥少，在社保、养老金、PE（通过垃圾公司高市盈率发行来派发给小百姓完成退

出）等秃鹫，都通过股市来分食百姓的腐尸的情况下，保险公司又如何能从中赚得足够金钱以弥补上述投保后，无意外发生的存活买单者呢？看起来，平安尚未能够回答这一问题。

无论如何，新准则实施后，按照标准保费计算的话，平安市场份额下降会更加明显。以保监会2011年实行的原保费方式计算，几大寿险公司的市场份额如下表：

表20-3 各保险公司2011年市场份额

公司	原保费收入	市场份额	规模保费	市场份额
国寿股份	318,253	33.29%	326,266	29.55%
太保寿	93,203	9.75%	95,710	8.67%
平安寿	118,967	12.44%	180,781	16.38%
新华	94,797	9.92%	96,773	8.77%
泰康	67,937	7.11%	82,586	7.48%
太平人寿	31,458	3.29%		
汇总	956,000		1,103,972	

很明显，平安的原保费排名明显比规模保费缩水。很有意思的是，看起来各家公司还是很注重市场份额排名的，因此2011年国寿年报披露的，是以原保费收入作为排名，而平安则选择了规模保费排名，各自均选择了对自己有利，或者说，往自己脸上贴金的方式进行披露。（这是因为当家的管理者，还兼具官僚职能，需要向上汇报吗？）

这正是万峰在2010年7月的《寿险业新市场格局正在形成》访谈中所指出的：“2008年快速增长的引擎是以理财型产品为主的银保业务，而今年各家寿险公司纷纷加大分红型产品的销售力度。这是因为新会计准则下分红型产品的保费认可率远高于投连万能产品。”

“新会计准则的实施直接导致了市场格局的演变，部分寿险公司市场份额出现了下滑。这样一来，他们势必面临着多方面的压力，比如股东的压力、投资者的压力、公众的压力、销售队伍的压力等等，出于各自不同定位和目标的需要，这些寿险公司上半年纷纷调整既定的发展战略，加快发展速度，利用较大的业务增量来尽力维持市场地位。”

但问题是，如果未来平安保险的路线是以“高端理财”为导向的话，市场份额下降实际上是必然之义。毕竟，在典型的弱肉强食资本主义制度下，（或者权贵资本主义制度下），财富只会越来越集中，而不可能全面皆富，以有利于面向农村大众的超市理财。而缺乏一种救济和民主机制的权贵资本主义，中产阶级被挤压，达到足够理财门槛的客户群，不会像欧美一样匀速增长，财富会更集中于少数人中。（比如：每年大幅度增长的M2，又或者四万亿，肯定是近水楼台先得月，有特异功能的先拿到钱。）将投连险销售给普罗大众，反而引起大量退保，便是这一定位路线上的错位。

在服侍大量客户，还是集中小众富翁赚钱的路线选择之间，平安是否会因为“市场份额”在新准则規制下的下降而腹背受敌呢？2011年，平保的万能-投连险，规模保费比例，收缩为36.6%。这看起来已经是意味着平保在这一问题上的转变：即是减少投连险，转向分红险。这明显是受到2号文规则和保监会的影响。（未完，待续）

Michael Chen写于2012-4-15，修订于2016/2/25

## 人寿研究二十一 投连险（二）

---

这一节进一步分拆国寿投连险、万能险的利润。

国寿的万能险利润率的部分计算，已经在上卷第《十三节》以及团体险一节中处理，但在团体险一节中，纳入国寿万能险计算的数据中，实际上不完全是万能险，还包含了极其少量一些投连险。为简易起见，当时将其合并处理。下面做进一步分拆，从财务、会计角度印证前面所说明险种的特点。

对于各家保险公司而言，投连险、万能险产品的设计和管理，并不是可以为所欲为，而是受保监会限定。这即是李有祥在《保险审批制度与寻租行为分析》中所指出的，“主要产品的基本保险条款和费率，必须由监管部门制定和修订，保险公司没有任何灵活选择的余地”。所以，和其他行业不同，保险公司的运营，几乎是在保监会的直接“指导”下经营的。比如早期被认为是新产品的分红险、投连险，均实行一事一批制。

（按：这解释了为何袁力、杨明生等到了国寿集团，短期没有什么需要动的。因为实际上，保监会不但包揽了整条生产线的品管QA、质检部门，还包揽了ME部门的流程制造和产品设计，甚至时不时还对管理指手画脚。比如明察暗访，事后审计惩罚等，《庄子》将其称为“越俎代庖”，事实上，保监会就相当于行业大厨，每一家保险公司，就相当于一个个厨房，受大厨指引，负责加工做菜。（女婿企业相当于敬事房，除外。）所以，袁力、杨明生等到了国寿集团，只不过是让指手画脚的厨子回到某一个大厨房，自己去做菜罢了。这和央妈也差不多，央妈管住了存贷款利率，管住了贷款政策。相当于SM一样，把受虐者五花大绑，剩下的就看被女王施暴的，能怎么尽快松绑逃出来。除了少数个案外，多数其实表现都差不多。）

保监会2003年出台了《关于印发人身保险新型产品精算规定的通知》（保监发〔2003〕67号）之《个人投资连结保险精算规定》、《个人万能保险精算规定》，而后2007年，用更新版的《投资连结保险精算规定》、《万能保险精算规定》代替。这两项规定，实际上限定了投连险、万能险的产品设计。

在保险公司关于这两种险种的管理上，则是由2000年出台的《投资连结保险管理暂行办法》进行限制。从这些《规定》的一些条文，便可以清楚的看到这两种险种在中国的运作，以及利润来源。

先看《投连险管理暂行办法》：

第三条投资账户是指保险公司依照本办法设立的，资产单独管理的资金账户。投资账户应划分为等额单位，单位价值由单位数量及投资账户中资产或资产组合的市场价值决定。投保人可以选择其投资帐户，投资风险完全由投保人承担。除本办法另有规定外，保险公司的投资帐户与其管理的其他资产或其投资帐户之间不得存在债权、债务关系，也不承担连带责任。

第七条 保险公司申报的连结保险产品应当满足以下最低要求：

- 一、该产品必须包含一项或多项保险责任；
- 二、该产品至少连结到一个投资账户上；
- 三、保险保障风险和费用风险由保险公司承担；
- 四、投资账户的资产单独管理；

六、投资账户中对应某张保单的资产产生的所有投资净收益（损失），都应当划归该保单。

第十一条只连结一个投资账户的连结保险，其投资账户按成本价计算，其中国有商业银行存款、国债之和不得少于20%。

资产管理费，按账户资产净值的一定比例收取。该比例每年不得超过2%。

第三条清楚的说明，对于投连险，尽管保险公司对于该笔收入，是基于一项或者某些保单基础上，但对于收入之后的累积资产，实际上保险公司只是承担一种类似基金的托管人角色，而且仅仅承担有限保险责任，同时，对于该笔资产，划分独立账户，与保险公司的资产账户分开管理，投资输赢所得，均由保单持有人所有，概与保险公司无涉。（第7条第六项）

对于这么一个类基金的保单资产账户，保险公司收取的费用，按照旧版《个人投连险精算规定》说明，有如下费用项目：1、初始费用。2、买入卖出差价、3风险保险费、4保单管理费、5资产管理费、6手续费、7退保费。从这些费用项目，便可以清晰的看到保险公司在设计、承接投连险保单时的收入及费用支出。



这里面，只有第3项风险保险费，即保单风险保额的保障成本，体现了保单的保险性质及费用，其他的运作，均类似于开放式基金。具体而言，初始费用属于前端费用，用以支付给渠道商及其他前端成本。买入卖出差价，相当于保险公司抽佣，比如说，假设投连险产品买卖差价在5%左右，单位卖出价为2.00元，投资者进入投资账户的资金，就得在卖出价的基础上增加5%的价格购买，即2.10元，这种买卖价差实际上是一种前端费用，和基金收费非常类似。

除了前端费用，还有后端费用。从运作上看，假如客户通过银保渠道，投保了这些保单，无论是趸交还是期交，便必须先扣除这些前端费用，用以支付保险公司运营支出和银行、代理商渠道（的收入），然后钱才到保险公司手。保险公司将其放入一个独立投资账户，代为理财，同时，收取资产管理费，保单管理费。如果客户看着行情不好，时不时心血来潮，不想投资偏股票账户，想变动到偏国债账户，（相当于调仓），便需交另一笔（调仓交易）手续费，以转换账户。如果客户彻底不玩了，退钱，便要交一笔退保费。这些便属于后端费用。

这些费用项目，实际均从客户保单收入或者账户中扣除，作为保险公司的收入，保险公司收取后，用以支付各种运营费用，如果有所剩余就是保险公司毛利润。不同的是，前端费用是在第一年收入并直接支出，而后端费用，则是逐年收取。

从这些收费项目，便可以看到保险公司的收支和利润模式。早期大部分所设计的前端费用，实际上是对应于运营支出，比如保险公司固定运营开支，保单设计成本，给渠道商的佣金等等（《上卷》所述各项目），如果有所剩余，便是费差益。

其中第3项的风险保额，如果设计时，已经预设收取的保费，超出实际赔付开支，便是死差益，由于寿险公司是基于生命表进行精算，根据大数定律，实际上很难有超额的死差益，（因为如果有的话，则说明生命表有问题。）因此该项可以简单看成打和处理。对于收到的资产，在账户内进行独立管理，赚多少均归属客户所有，利差益部分，则全部归入保单持有人账户。因此实际保险公司并没有得到利差益，只是赚手续费。（所以，对照看笔者分拆的那张友邦保单，现金价值被压得那么低，说明大部分费用进入卖保单的人员和保险公司口袋去了。）对照可以来看看这张《[平安聚富年年投资连结保险](http://chaoshi.pingan.com/baoxian/jufuniannian.shtml?WT.mc_id=SXGW&source=guanwang)》[http://chaoshi.pingan.com/baoxian/jufuniannian.shtml?WT.mc\\_id=SXGW&source=guanwang](http://chaoshi.pingan.com/baoxian/jufuniannian.shtml?WT.mc_id=SXGW&source=guanwang)。

虽然初期缴交12000，进入账户是8700，占72.5%（看起来只略高于友邦的71.5%。）但这张保单是期缴15年，而友邦的保单，只是期缴5年。期限越多，手续费应该越低。所以，友邦的保单，手续费其实非常高昂。

由于投连险账户的保障部分甚低，赔付部分也甚低，因此，风险精算部分，在保险公司没有独立披露的情况，外部投资者，可以用一种近似的办法，认为其风险精算恰好覆盖其赔付来处理这一问题。即是认为上述几者刚好打和。所以，投连险对于保险公司来说，利润来源，便在于前期费差益（损）和后来收取的后端费用。

按照2003年旧版《个人投连险精算规定》，如果客户期缴该投连产品，首年初始费用，高的达到70%，低的有55%，剩余的部分进入投资账户。这部分前端费用，意味着保单持有人首年的资金，很大一部分用以支付保险公司和渠道商、代理人的运营，而不能进入账户投资。（比如前面这张《[平安聚富年年投资连结保险](http://chaoshi.pingan.com/baoxian/jufuniannian.shtml?WT.mc_id=SXGW&source=guanwang)》，初期12000，实际只有8700进入投资账户。所以，笔者之前多次指出要研究保单，便是这个例子，这个例子清晰的说明了平安公司收到12000元时，钱哪里去了。）

如果缴纳1万元，只有8000元进入独立账户的话，便会导致相对于缴纳的1万元，总账户资产收益率不高，因为投资收益是基于真正进入独立账户的钱才能得到，8000元要达到12.5%才是1万元的10%。因此，前段费用越高，对于缴纳资金而言，总资产回报率越低。

而从客户角度，多数是以客户缴纳费用作为基数计算，即收益当然以12000作为基础。因此，投连险的收益率显得低的来源在此。这即是前面一节，李良温所指出的，客户所负担的费用并不低。这部分前端费用，由于各家保险公司的竞争结果，很可能是全部或者绝大部分让利给了渠道商，比如说银行或者个人保险营业员。



按照保监会2007年新的精算规定，首年初始费用不得超过50%，续年初始费用也有具体规定。一次性缴费的趸缴产品，首次保费5万以下部分初始不得超过10%，5万以上的部分初始不得超过5%，追加的保费初始费用不得超过5%。

这实际减少了保险公司所设定的前端费用，按旧版指引，以前保险公司趸交型的初始费用和买入卖出差价的抽佣一起，最高可收取10%的初始费用。根据新规定，买入卖出差价进行了单独限制，上限为2%，投资者的投资成本也降了3%。（与以前5%比较）整体上，相当于保监会压缩了前端费用，以让保单持有人在早期有更多资产可以进入投资账户。（从此处可以看见保监会的身影）。

在竞争作用下，如果没有其他来源以支持原初支付银行渠道商的费用，保险公司只能减少给银行的佣金，或者通过提高后端费用，然后提早来支付银行的佣金。但是，保监会同时也压缩了后端费用。按照新规定，投连险的保单管理费不得是账户价值的一个比例，而应该是一个与账户价值无关的固定数，（因为保单的相关服务成本不应该是和账户价值成简单正比关系，）也即是说，保单管理费不会再随着投资收益的增加而同步增加。（这意味着保险公司其他利润封顶，完全依赖于投资炒卖利润抽佣。）。

在这种情况下，对于上述7项保险公司对于投连险账户的收费来源上，真正的利润来源，并不是分红险或者传统险的费差益、死差益和利差益，而是一个变动的资产管理费，加上一项固定的保单管理费。所以，在上卷第《十三节》及下卷团体险中万能险利润率一节，笔者直接用资产管理费+保单管理费对应于受托资产总额来考察其利润率，其原因在此。（从此处可以看到，投资分析，是无一字不无来历，就算笔者前面指出林森池先生的不当之处，也是有理有据，而非像其他妄人所妄加揣测。）

下面来进一步看中国人寿投连险的利润率：实际上，中国人寿只有唯一一个投连险产品--国寿裕丰投资连结保险，涉及四个账户。以下是四个账户所管理的资产和管理费。（该项管理费实际涵盖了上述的4-6项）。

表21-1国寿投连险费率（单位：百万）

年度	账户资产	管理费	年化比率
2008	32	0.2	0.63%
2009	52	0.46	0.88%
2010	84	1.04	1.24%
2011	57	0.97	1.70%
2012	56	0.71	1.27%
2013	49	0.62	1.27%

可以看到，相对于受托资产，国寿投连险利润率非常微薄，四年平均1%左右。2011~2012年比较特别，由于账户资产缩水，但收入的固定管理费不变，变得利润率提高。但在这里面，逐年资产来源不同，在不考察退保的情况下，比如第二年52百万的资产，其中部分是来源是上年资产，另一部分是新加入资产。对于2008年的保单来说，国寿已经在第一年通过前端费用支付了支出，因此后续保单，可以看成一种无本生利的永续累积。

但对于整体国寿的投连险账户而言，在将其利润来源看成仅仅来自管理费的情况下，其逐年的利润实际上与所管理的资产挂钩。即是4年累积平均年利润率不足1%。按照国金证券研究所统计，国寿2009年，其中，灵活平衡增长账户收益率为48.2%；精选价值账户收益率为40.69%（两者是偏股配置型帐户）。股票型账户中进取股票账户的去年收益率为44.3%。（客户赚40%以上，这么高的收益率，保险公司才赚这么一点1%）。

作为对照的，平安人寿有三种投连险产品，涉及六个账户。其中一种产品涉及三个投资债券和货币的账户，另外两种产品涉及三个投资股票基金和偏股型基金的账户。平安聚富年年投资连结保险精选权益账

户2009年的年度收益率为52.24%；平安聚富年年投资连结保险和平安世纪理财投资连结保险的基金投资账户去年的年度收益率为43.59%。偏股配置型的产品中，上述两个产品的发展投资账户收益率低很多，为24.14%。把股票型投资账户和偏股型账户收益平均算起来的话，中国人寿投连险收益率相对高一点，平均44%；平安人寿的投连险收益率较之低4个百分点，为40%。（《分红险万能险平安胜，投连险国寿最高》）

客户取得接近40%的利润，保险公司才提取1-2%的管理费，可以看见利润的微薄。（当然，金融业都是杠杆运作，银行的资产回报率同样很低，但相对杠杆程度要高很多。）而如果客户无利润亏损，便会即刻考虑退保了事。考虑到如前面所说明的，进入投连险账户的受托资产，实际只是保单持有人付出保费的一部分，因此，相对于保单持有人所支付的，在新会计准则实施以前的规模保费而言，投连险利润率相对于规模保费，会比1%更低。（因为基数变了。）

进一步，可以看到，国寿整个投连险的资产份额占万能险不到0.1%，根本可以忽略不计。由于账户金额微小，因此提取少量固定管理费，便会导致利润率大增，比如2011年的情况，但此一利润率数据，对整体运营分析，毫无意义。因为绝对数量级别非常小。上卷第《十三节》以《投连险》冠名，但实际所讨论内容，是《万能险》，因此，该节篇名也应该改为《万能险》，在此也顺便正名。

从上述分析，可以看到，保监会通过修改了精算规则，限制了行业内各企业运营的恶性竞争：通过限制前端费用，减少了支付给银行（和营业员）的利润率，同时，提高了保单持有人进入投资账户的资产。而限制后端费用，则相当于减少了保单持有人支付给保险公司的手续费。如果保险公司要通过投连险投资账户资产管理费赚钱，便必须为投资账户找到更高回报资产。

对于银行来说，推销保险公司的投连险产品，所得的前端费用减少，便意味着银行收入减少，从而，与其他更有利润的理财产品或者基金比较，银行如果寻找到更高利润产品，便未必很大动力去售卖投连险。因此，随着保监会精算规则设置变化，整体投连险销售的会减少，（因为渠道商利润受压，兴趣减少）。银行可能转卖其他基金公司的理财产品，（甚至在金融创新之后，搞P2P），而未必有兴趣帮保险公司售卖投连险了。

从此处可以看到，保监会通过修订精算、会计规则，通过改变产品定价的区间，便可以改变业内保险公司的运营及影响行业产品竞争结构。这是保险行业与其他非严格管制行业的差异。实际上，这个行业的真正的游戏（设计者兼）参与者，是保监会，而不是他人。（一行三会，情况便如《饥饿游戏》里面的游戏设计师一样。分分钟看着游戏不爽，便可以变两只老虎出来）

同时，可以观察到，精算、会计规则的修改，保监会并非拍脑袋所得，而是蓄意为之。保监会对于业内保险公司的运营监控，除了利用普通财务报表，还利用各种保险公司必须单独呈报给保监会的《利源分析报告》，来监控每一家保险公司每一种产品的利润及运营。这一报告，外人是无法得知的。但从该报告的编制规则，可以看出保监会，是如何利用该报告，来真正观察保险公司每一产品线的真正利润。

Michael Chen 写于2012-2-9，修订于2016/2/26

## 人寿研究二十二 万能险（二）

---

接下来，继续分拆万能险部分。

按照保监会关于万能险的说明如下：万能保险产品，是指包含保险保障功能并设立有单独保单账户的人身保险产品。按合同约定，保险公司在扣除一定费用后，将保险费转入保单账户，并定期结算保单账户价值。保险公司按照合同约定定期从保单账户价值中扣除风险保险费等费用。在投资收益方面，此类产品为保单账户价值提供最低收益保证。

根据旧版保监会《个人万能险精算规定》，和投连险类似，保险公司对万能险，同样收取以下5项：1、初始费用，2、风险保险费，3、保单管理费，4、手续费，5、退保费。与前面投连险比较，减少了“买入卖出

差价”的抽佣，和资产管理费。

**除本小条第二款的情形外，万能保险的结算利率不得高于单独账户的实际投资收益率，二者之差并不得高于2%。**

这实际上意味着对于万能险账户，保险公司必须将大部分利差益让出给客户，留给保险公司的，不能高于2%。而且必须设立平滑准备金。这实际上已经限定了保险公司售卖万能险时，从利差益中所可能得到的利润。这一条后来在新版的《万能保险精算规定》中，被一系列更加细化的准则所代替。

**同时，在费差问题上，万能保险应当保证各项费用收取的最高水平。若不保证，应在合同条款中约定变更收费水平的方法。保险公司不得通过费用水平调整弥补过去的费用损失。**

也即是说，保险公司从一开始，便限定费用的总收取额，封顶，以作为运营开支预算。一旦确定，不可更改，意味着保险公司必须根据这个预算额来控制实际运营，如果超出该项目。保险公司便须自掏腰包补偿，而该费用不能水平在各期平滑。即是说，如果当期费用开支过高，导致某保单有损失，这一损失不可能通过后续重新与客户谈判旧保单，以从客户处获得其他补偿。（所以，从此处可以看到，如果友邦这种企业来售卖保单，会被保监会五花大绑绑住的。而这样绑住的原因，是防止玩SM过程过High，伤害了旁边弱小的肉猪。）

新版的規定减少了前端费用。“随着竞争的加剧，新一代万能险首先则更多地或全部地表现为后端费用（即退保费用）。前端费用通常在每个保险年度(或月度)开始征收，对于前端费用很低或无前端费用的保险公司来说，它并不意味保单没有附加费用，而是通过其他途径（后端费用）来征收。”

有的保险公司通过在死亡率费用之上加一额外费用或在投资回报中减去一定值的办法，弥补经营费用和获得经营利润。当然，最常用的还是退保费用。退保费用可以是一定比例的首年保费。但是，新版的規定，同样限定了退保费用的收取比率，这种退保时现金价值的限定，以制约并返，在保单设计时，可能预先收取过高费用的思想，正与相互保险制及阿姆斯特朗调查的思想一致，来源于分红险，从此处可以看出，万能险确实是分红险和投连险之间的结合，或者说，一种中间状态。

**保单账户价值和现金价值（即保单账户价值与退保费用之间的差额）应当同时列示在利益演示表上**

同时，新版規定也同样还限定了保单管理费。

**保单管理费应当是一个与保单账户价值无关的固定金额，在保单首年度与续年度可以不同。保险公司不得以保单账户价值一定比例的形式收取保单管理费。**

因此，对于保险公司来说，前端费用多数是打和或者亏损，可以有一些死差益和利差益（<2%），并通过一些后端费用来弥补前端经营的亏损。但必须支付保底的客户收益。

**保险公司应当为万能账户设立平滑准备金，用于平滑不同结算期的结算利率。**

万能保险的保单提供一个最低保证利率。保险公司为万能账户设立平滑准备金，用于平滑不同结算期的结算利率。（这种平滑方式，意味着中国式的万能险是参与制，不同于美国万能险）。当万能账户的实际收益率低于最低保证利率时，万能保险的结算利率应当是最低保证利率。即意味着亏损时，或者达不到预定目标时，保险公司必须自掏腰包填帐。既然承诺了客户，便需兑现。

最后，保险公司可以自行决定结算利率的频率，但常规是逐月宣布。在竞争问题上，新规还允许保险公司设定持续奖金来鼓励客户继续续单，由于只有在更长期持单的情况下，保险公司才能在后期逐渐弥补回前期的开支，因此，为达成客户长期持有，保险公司用“持续奖金”这种形式来对客户（或者营业员）进行鼓励，这对于保险公司而言，实际是一项费用支出（支出给营销员）。

由于万能险要求保底，投资渠道要求比较严谨，大部分要投到银行拆借、国家债券等有保证收益的投资上。（相对略宽松于分红险，但不同于巴菲特可以自由投资）。涉及精算的部分只是保障成本和费用收取部分，而在利源分析报告上，对万能险利润构成影响因素的准备金及持续奖金支出，保监会的编报规则

是“建议万能险非账户准备金提转差、万能持续奖金支出放入利差，”

按照保监会具体的利源项目的划分，万能险的利润来源，来自死差益、利差益、费差益、退保差益、再保差益、评估差益和其它差益。但实际上，如同上一节说明的，由于死差益依赖于生命表编制，（该表还时不时更新以更贴近现实），偏差不大，利源只是来自费差益和利差益。

按照周桦所说明，由于万能险的“万能”作用，客户可以随时修改后期的保单投入量，该产品的期权定价，是一个波动范围。而前期支出是一定固定比例值，因此费用收取和实际开支之间，会存在一定偏差。

保监会的精算规定，实际上限制了保险公司在万能险的费用收取及利差收益，并利用持续奖金项目，来鼓励保单持有人持续持单的同时，也使得保险公司将一部分利差返还给客户。这体现了一种非常精心计算的规制设计：既鼓励保单持有人持续持单，也限制了保险公司的过高盈利对保单持有人的伤害。这正是一种经济学上，一种看穿了整体博弈机制之后的“机制设计”的上帝视角。（即经济学中的“机制设计”问题）

从这种机制设计，可以看出万能险的特点，正是结合了部分的投连险，也结合了部分的分红险。其利润源自管理费收取形式，接近于投连险，而利益返还及费用限定形式，则接近于分红险。每一家公司的具体万能险产品的设计，便是在这两端时间，选择一个中间值，可以偏向投资或者偏向保障。但整体上，均是受限于这一范围。从数学的连续性原理可以知道，万能险的利润率，实际上，也是介乎投连险与分红险之间。

要具体真正考察出每一个万能险的利润率，需要知道具体每个产品线的费差益、利差益，但这又必须等到保单结束时才能真正知道。每家保险公司向股东所披露的数据，并没有类似向保监会的报告一样，针对具体每种产品披露数据，而只是简单的给予一个会计收入数据。因此，外部分析者只能将其作为一个类别来处理。

下面简单的来估算一下各家保险公司收取的管理费率。虽然对于万能险来说，其保单的完全收益来源不同于投连险仅仅依赖管理费。但从分拆完的资产份额，可以知道，万能险的实际大部分利润来源，仍然是管理费收取。

至于利差益部分，实际上可以通过投资收益与宣告的结算利率之差来大约估算得到。由于万能险的逐月宣告利率可以非常方便的与银行理财产品比较，而其投资去向则受限定，因此这一部分利差益占总体利润的份额也不大。基于连续性原理，可以知道万能险的利润率，大约介乎投连险和分红险之间，而偏向于投连险，（因为规则设计近后者，从保单保费分拆和2%封顶便可知道）。在后面拆解完分红险利润率之后，便可以大约估算出万能险的利润率。

由于万能险资产占国寿份额很少，在国寿的报表中，并没有单列该项死差益和利差益，而是直接将其放在“其他业务收入”中处理，具体的管理费率数据，在上卷第《十三节》中已经计算了。（该节篇名《投连险》，实际处理的是万能险数据，在上节已更正。）

平保和太保对投连险和万能险并没有分开报告，而是合并处理，下表是平安保险的万能险和投连险管理费收入比率。计算方法相同，即是比较逐年所管理资产和管理费收入，

表22-1平保万能-投连险管理费收入比率

年度	资产	管理费收入	年化比率
2007	5,287	100	1.89%
2008	6,420	101	1.57%
2009	132,396	718	0.54%
2010	181,625	1,069	0.59%
2011	224,200	1,105	0.99%

2012	267,095	1,201	0.90%
2013	310,296	888	0.57%
2014	353,148	1,424	0.81%

可以看到，除了2007-2008年该比率高于1.5%外，2009年以来，管理万能险和投连险的管理费收入，大约在0.6%左右。利润逊于国寿。（和《上卷》表13-2比较）。同时，所管理资产仍有增长。

下表是太保万能险的管理费收入，与国寿及平保不同，太保连收取的初始费用都直接摊销合并，更为直接，如下表。

表22-2太保万能险管理费率

年度	资产	管理费收入	年化比率
2008	50,915	1,077	2.12%
2009	52,179	384	0.74%
2010	51,354	300	0.58%
2011	47,262	295	1.25%
2012	41,833	186	0.89%
2013	34,520	187	1.08%
2014	35,738	164	0.92%

太保的数据和平保类似，除了因为2007年股市畅旺，接下来的（2008年）保险公司可以提取更多管理费之外，2008年以后，由于股市低迷，平保、太保在万能-投连险上所能取得的利润率也很微薄。同时，受其他金融产品竞争作用，为了减少退保，万能险要支付和其他理财产品比较有足够竞争力的结算利率，这进一步削弱了保险公司的剩余利润。

简单的说，对于保险公司而言，投连险和万能险利润率深受股市表现影响。在2011~2014年中，上述三家保险公司在该险种收取的管理费率，均大约在0.5-1%之间，这而正与股市表现息息相关。2007-2008则稍好，超过1%。同时，留意到该部分收益率，乃是基于管理资产为基础，而后者并非保费，而是保费要扣除各种费用之后，进入账户部分，因此，相较于保费，收益率会更低。

尽管如此，在实际运营上，正是万能险的万能特点，（随时调整保费，而不是类似期交业务固定缴交保费的）先天的造成了保险公司的困扰，也是其利润不高的根源。在《结算利率下滑，万能险销售遇冷》一文中，刘爱雪的采访便说明了其中的原因：

“第一，大部分万能险沦为一年期产品，保险公司成本过高。万能险产品从设计原理来看，其利润来源于期缴的设计，但由于万能险有可变、灵活调整保费和保额的功能，即投保人在缴纳一定量的首期保费后，一般可以按自己的实际情况，灵活缴纳续期保费。只要保单的个人账户价值足以支付保单的相关费用，投保人可以不再缴费，并且保单继续有效。这使很多在银行柜台购买万能险的客户往往一次缴费就不续交保费，保险公司如果不能每年收到续期保费，而其前期支付给产品推广、银行手续费、佣金的部分又特别高，成本上升，费用不能在后期逐年摊薄，万能险就成了赔本的买卖。虽然首年保费冲高，但第二年的情况会显得很难看。”

如果结算利率有下降的趋势，客户还会退保。而一些万能险在设计上是偏投资型，即保险金额低，首期扣费少，投资账户资金较多，即使退保也会损失较小。如此看来，保险公司承担的责任比较大，还不如主动停售。”

“很多客户在慷慨解囊投保万能险时还是受到其较高结算利率的影响。一旦结算利率下降，他们便不再续交次年保费了。而这类收不到续保费的万能险多为偏投资型，即首期扣费少，客户退保损失小，但保险公司的成本负担较高。这给万能险销售带来很大的困扰。刘爱雪分析：“万能险一般首期保费交费较高，普通保险产品在两三千元，而万能险多在五千元以上。所以万能险在初期能起到迅速拉升保费规模的作用。”

如同该报道指出，2007年底开始到2008年上半年曾经是万能险的销售旺季，但进入2009年。泰康人寿主动宣布，从4月1日起全面停售其个险渠道的万能险品种——泰康卓越财富2007终身寿险（万能型）；华泰人寿旗下万能险产品——财智人生A/B也将在部分城市停售；太平洋寿险开始压缩万能险销售；而占寿险市场40%份额的中国人寿也调整产品结构。

但并不是所有的保险公司都停售万能险。平安人寿资深讲师黄宁江认为：“万能险的投资渠道集中于债券、大额银行存款、基础设施等稳健型长期投资项目，而这些投资波动相对较小。”这也是平安人寿副总裁李国华认为万能险不应有停售的理由，他表示平安的万能险以期缴为主。这再次印证了笔者前面指出的两大阵营的路线差异。（这是2009-2010年间的路线，2011年~2012年，看起来平安已经静静在转型，不再死扛投连险和万能险了。）

Michael Chen写于2011-12-11，修订于2016/2/26

至此，《卷二叱咤天南》结束，请看下卷《纵横人界》