

《卷三》

人寿研究二十三 经营性现金流（一）

（上）

《卷二》从16节到22节，总共七节，分拆了涵盖意外伤害保险，短期健康保险的短期业务，以及涵盖了万能险为主的团体保险和投连险。国寿的所有承保业务，扣除上述部分后，剩余的，便是个人寿险业务。这也是国寿最主要的业务。其他外接业务还包括资产管理，比如处理集团保单、养老险等，后续继续集中研究国寿的个人业务。这一节，探讨保险公司运营时，非常重要的主题之一：经营性现金流。同时，也是沿着《卷一》所预先开拓的主题，继续深入探讨。

现金流问题，是几乎所有投资决策时最重要的问题，比如说，对于股票的估值，最规范的做法，也是用现金流折现法来估算。这也是一家公司运营时，最重要的问题之一，不独保险公司为然。但与工业企业不同的是，后者以有形产品为载体，通过采购原料，生产计划、制造产品、渠道营销，回收货款等环节，构成一整个链条，来实现资金的循环，并在此过程中，以物质的流转为载体，配合人力投入，达成资本的增殖，即是利润。其资产主要是实物资产。而金融企业，其绝大部分资产是金融资产，或者说，纸上富贵，来去都是数字。当然，在政权尚未崩溃时，货币尚可以有效的转换成实物时，这数字代表了可使用的购买力。（通货膨胀，即是数字膨胀，因为当代，除了来自猪圈的高官贵人外，已经很少背着1000万现金去买房子的了）。

加德纳在《金融机构管理》中指出，“金融机构的运营，是通过使用来自债权人和股东的资金，以获得对其他机构的金融索取权”，对于保险公司来说，刘汉民在《保险公司盈利能力管理》中指出，重点关注以下四个方面：（1）现金流量，比如保费收入，和年金支付。（2）生命周期，比如有效保险合同的时间长度，（3）时间安排，比如保费支付的时间间隔。（4）可预测性，比如债券到期的可靠性。刘汉民特别强调“保险公司的现金流，是其盈利能力和偿付能力的基本决定因素，甚至在不利条件下，保险公司也要不遗余力的确保现金流量为正。”

万峰在《寿险公司战略管理》中指出，当资产的现金流入大于负债的现金流出，寿险公司产生现金净流入，可分配、运营资源增加。反之，则产生短缺，此时寿险公司不但无财力资源可分配，还需要对外融资来弥补缺口。通过对《现金流量表》的分析，将现金流量划分为经营活动、投资活动和筹资活动，并按现金流入流出反映，可反映出寿险公司获取现金的能力、偿付能力、支付股利能力，并进一步反映经营成果。

遵循上述思路，下面从现金流角度，来探讨国寿的经营。个人业务是国寿保费收入的主要来源，也是其承保业务的最主要部分。这从下表便可以看出来，2008 - 2012年，个人保费占总保费达到95%。

表23-1各分部业务占保费比

年度	个人保费	比率	团体业务	比率	短期险	比率	总保费
2000	23,224	67.26%	3,912	11.33%	7,393	21.41%	34,529
2001	38,081	72.40%	6,736	12.81%	7,784	14.80%	52,601
2002	85,927	84.71%	6,573	6.48%	8,938	8.81%	101,438
2003	114,226	84.59%	10,602	7.85%	10,205	7.56%	135,033
2004	117,091	78.63%	22,100	14.84%	10,606	7.12%	148,913
2005	125,686	78.66%	24,330	15.23%	10,314	6.46%	159,779
2006	150,437	82.35%	19,556	10.71%	11,176	6.12%	182,680
2007	163,485	83.16%	21,126	10.75%	12,011	6.11%	196,582
2008	252,113	95.10%	339	0.13%	12,725	4.80%	265,099
2009	261,715	95.07%	190	0.07%	14,065	5.11%	275,275
2010	302,781	95.15%	473	0.15%	14,975	4.71%	318,229
2011	302,201	94.96%	438	0.14%	15,802	4.97%	318,252
2012	305,841	94.76%	469	0.15%	16,432	5.09%	322,742
2013	303,660	93.06%	2,060	0.63%	18,056	5.53%	326,290

如前所述，2008年开始按照新会计准则，数据被分拆重述。部分原来列入规模保费的数据，被分拆出去，如果要进一步

看清历年的变化，可以按照**2008**年分拆出来的数据万能险数据，在假设**2009**年及**2010**年、**2011**、**2012**年不变的情况下，将其还原回去如下表：

表23-2还原万能险后总保费及比率

年度	个人保费	比率	团体业务	比率	短期险	比率	总保费
2000	23, 224	67. 26%	3, 912	11. 33%	7, 393	21. 41%	34, 529
2001	38, 081	72. 40%	6, 736	12. 81%	7, 784	14. 80%	52, 601
2002	85, 927	84. 71%	6, 573	6. 48%	8, 938	8. 81%	101, 438
2003	114, 226	84. 59%	10, 602	7. 85%	10, 205	7. 56%	135, 033
2004	117, 091	78. 63%	22, 100	14. 84%	10, 606	7. 12%	148, 913
2005	125, 686	78. 66%	24, 330	15. 23%	10, 314	6. 46%	159, 779
2006	150, 437	82. 35%	19, 556	10. 71%	11, 176	6. 12%	182, 680
2007	163, 485	83. 16%	21, 126	10. 75%	12, 011	6. 11%	196, 582
2008	252, 113	88. 74%	19, 334	6. 81%	12, 725	4. 48%	284, 094
2009	261, 715	88. 94%	19, 185	6. 52%	14, 065	4. 78%	294, 270
2010	302, 781	89. 79%	19, 468	5. 77%	14, 975	4. 44%	337, 224
2011	302, 201	89. 61%	19, 433	5. 76%	15, 802	4. 69%	337, 247
2012	305, 841	89. 50%	19, 464	5. 70%	16, 432	4. 81%	341, 737

这是假设**2008**年以后，不采用新会计准则分拆，而仍然是按照旧准则，将万能险等毛保费继续累积，以看到前后数据的连续性。大致上，**2008**年以后，个人保费仍然占到**90%**以上。

通过新准则分拆，可以看到，早期保单逐渐到期，后来更集中做个人保单，越到后面，国寿手上所剩有的保单，越来越多是个人业务。而前述七节的其他各种保险，比如短期险，团体险、万能险收入，对于整体国寿运营和保险业务来说，变得微不足道。（即是只占**5%**），这对于企业运营分析，以及公司估值来说，这**5%**部分，占比甚微，甚至可以忽略不计。

（市场上的分析者，有时汲汲于探讨万能险或者投连险哪个好，其实对于公司估值分析，意义甚微，因为从上述数据看来，占比甚低。但是，笔者看到，许多基础简单的问题，事实上，由于分析者缺乏必备的框架或者知识，根本没有能力进行正确的辨识。几年过去，许多探讨者，连最基础的问题都没搞清楚，胡乱猜测。笔者前面化了七节时间，澄清了几种险种的利润来源和利润率问题。尽管对于国寿本身而言，占比甚低，但是，高楼均是由一砖一墙所砌成。上述探讨，不仅仅对股票投资者，相信对于购买保险者，也有所补益。）

按照执行新会计准则前的数据，过去十年，个人保费和总保费一直在增加。而团体险、短期险业务占比，则在萎缩。以**2003**年为起点看，到**2012**年，**10**年间，个人保费增长了**167%**，年平均增长率达到**16%**。总保费只增长了**139%**，年平均**13.9%**。这显示了个人保费是总体保费的增长推动力。

团体业务和短期险在**2005**年前后是一个分水岭，此前团体险增速甚为明显，此后停滞不前，而个人保费则一直高速增长，带动总保费高速增长，和**2003**年比较，**7**年间，总保费增长了**150%**。特别是**2008**年以后，个人保费占总保费收入达到**88%**以上，**2010-2011**年甚至达到**89.8%**，为历史高峰。如果按照分拆后的新准则数据，个人保费占现在的总保费收入的**95%**以上。

单以保费收入而论，团体险和短期业务，相对于国寿的个人业务而言，只占不足**5%**的部分。以旧准则计算，**9**年间，平均**6.2%**。而万能险的非保险部分，在分拆后，不再在保费数据中出现。整体上，在新会计准则出台后，洗干净的国寿业务报表中，保费收入一项，几乎只剩下个人业务，主营业务非常清晰。（这类似于之前笔者分析《鲁泰》，色织布为其主营业务，而其他的药厂等业务，对于该公司的分析而言，微不足道，可以忽略）。

从表23-3可以看到，个人业务保费收入到**2008**年以前，一直在高速增长，**2010~2013**年则几乎止步不前，甚至还出现负值。

表23-3保费增长率

年度	个人总保费	增长率	总保费	增长率
2000	23, 224		34, 529	
2001	38, 081	63. 97%	52, 601	52. 34%

2002	85, 927	125. 64%	101, 438	92. 84%
2003	114, 226	32. 93%	135, 033	33. 12%
2004	117, 091	2. 51%	148, 913	10. 28%
2005	125, 686	7. 34%	159, 779	7. 30%
2006	150, 437	19. 69%	182, 680	14. 33%
2007	163, 485	8. 67%	196, 582	7. 61%
2008	252, 113	54. 21%	265, 099	34. 85%
2009	261, 715	3. 81%	275, 275	3. 84%
2010	302, 781	15. 69%	318, 229	15. 60%
2011	302, 201	-0. 19%	318, 252	0. 01%
2012	305, 841	1. 20%	322, 742	1. 41%
2013	303, 660	-0. 71%	326, 290	1. 10%
2014	290, 738	-4. 26%	324, 813	-0. 45%

2000~2009年间，保费收入的高速增长，正体现了新兴市场中，随着百姓的收入增加，（或者说，资产通货膨胀），对保险业务的需求（不止保险自身，也包括保险金额）一直在增加，而以国寿的龙头地位，水涨船高，随之业务增加。这种市场环境，对于保险公司运营来说，相当有利。不断增长的客户需求，令到现金流入源源不绝，而且一年多过一年，绝无拆仓现金流短缺之虞，单依赖后续资金流入，便足以偿还先期保单负债，而无需从投资中拆仓偿还。这正是前面所指出的，刘汉民所说的“现金流为正”。

对于保险公司来说，每年收入的个人保费收入，便类似于纺织厂的色织布的销量。长期上，一间类似鲁泰的工业企业，其利润增长，依赖于整体销售额的扩大及单位利润的增长的合力，而这依赖于产量（融资扩产）或者单位利润率（提价）的增长。同样，保险公司的利润额的基础，是来自每年的有效总保费收入，（即保单数目），以及每张保单所得到的利润率。因此，对于公司估值来说，每年保费增长速度，特别是期交保单的首年保费收入的增长，严重的影响保险公司的未来，并进而影响其估值。而2010~2014年，5年间，保费增长几乎停步不前。显示了经营环境的恶劣。这也是过去几年，保险股股价徘徊不前的重要原因之一，（影响股价的另一原因，是其报表利润一路下降，除了股市狂飙的年份。）

（中）

从现金流角度，在国寿的财务报表中，负债、准备金、折旧、摊销等，并非真正的现金支出，只有人工、佣金、手续费、运营费用，以及退保、赔付、保户红利派发、税费（以及股东红利派发）等，才是真金白银支出。这即是林森池所说的A股会计制度所体现出来的生意模式。将收入的现金保费，扣减上述各项，便可以调整为财报中的经营性现金流。下表是《现金流量表》中的“经营性现金流”。

年度	保险收入	保户储金	手续费及佣金	薪金	退保	赔付	红利支付	税费	运营费用	营业性现金流
2003	110, 928			3, 766	0					
2004	148, 913		12, 190	3, 819	14, 849	14, 560	124	603	5, 340	97, 428
2005	159, 779		12, 627	4, 405	26, 562	17, 248	235	528	5, 362	92, 812
2006	179, 379		14, 620	5, 083	28, 958	24, 377	555	835	6, 439	98, 512
2007	196, 582		15, 947	6, 714	43, 661	69, 406	3, 923	3, 746	6, 805	46, 380
2008	295, 022		23, 677	7, 364	39, 131	79, 235	9, 181	10, 101	8, 193	118, 140
2009	275, 275	2, 065	23, 270	8, 774	23, 320	59, 329	6, 713	5, 780	10, 295	139, 859
2010	317, 288	2, 783	26, 632	9, 179	25, 714	54, 016	7, 000	11, 722	11, 321	174, 487
2011	318, 318	0	27, 507	10, 886	36, 527	72, 864	10, 065	6, 517	12, 351	141, 601
2012	320, 953	-3, 171	27, 166	12, 256	40, 731	75, 075	8, 198	7, 854	13, 456	133, 046
2013	328, 866	-1, 229	26, 519	12, 717	64, 863	138, 710	10, 492	3, 375	13, 272	57, 689
2014	339, 186	0	26, 858	14, 098	97, 685	109, 371	10, 683	2, 275	13, 018	65, 198

实际上，外部分析者并不需要自己动手去计算这一经营性现金流，可以直接利用财报中，所提供的现成现金流量表数据。

但分析者自己动手重述这一表格，好处是如同林森池所说的，可以更清晰的看到“生意模式”，即金钱流向。同时，也有助于清晰理解国寿的现金运营：将保费收入和储金，逐项减去后面的现金支出，便是剩余国寿可支配用于投资的现金，即经营性现金流。该部分配合上其他融资、分红操作，汇集起来的资金，便是可用于投资的金额。（事实上，A股的报表，已经清晰的列明上述数据并进行计算，但是，分析者一叶障目，许多根本不懂。笔者在此列示，只是重新演示了其结算过程。）

如果直接利用财报数据的话，按照2006年以后的企业会计准则，短期炒卖的金融资产所得损益，也被放入经营性现金流，因此，为考察承保业务，可以将该部分短炒的金融资产拆出，以看到国寿纯保险业务所产生的现金流。

表23-5保险业务现金流

年度	经营活动现金流	交易性金融资产净额	保险业务现金流
2003	30,498		30,498
2004	96,021		96,021
2005	91,944		91,944
2006	112,147	10,393	101,754
2007	85,952	36,127	49,825
2008	125,827	5,247	120,580
2009	149,700	6,758	142,942
2010	178,600	-410	179,010
2011	133,953	-13,290	147,243
2012	132,182	-9,205	141,387
2013	68,292	0	68,292
2014	78,247		78,247

将表23-5最后一列，与23-4最后一列比较，数据基本一致。该数据的其他差异，来自前述23-4表格中，退保和赔付使用的并不是现金流量表数据，而是利润表数据，如果遵循《上卷》的数据，则应加入应付应收等数据，而使上述探讨变得复杂，所以笔者直接使用利润表数据，对应产生了一个差异，但这并不影响探讨。

可以看到，自2003年以来，保险业务每年都有正的现金流剩余，而且总体上一一直在增加。到2010年达到高峰，（2010年后止步不前，甚至开始呈下降趋势。）显示了保险业务的现金流剩余，与保费总收入密切相关。也即是说，无论哪一年，单纯以保险业务，便年年有正现金流，就算期间保单到期赔付，也无需要从股市或者债市取钱，而依赖承保业务，便可以实现资金自足。这对于投资部门的操作来说，有很大好处。（这类似于一个私人投资者，有一份非常优厚的薪资，每年应付完开销之后，年年有剩余可以入市买货，不用担心股市下跌需要拆仓。）

在看到2012年年报时，笔者当日预测，由于2013年有大量2008年收的鸿丰5年保单到期，赔付增加，而保单售卖停滞不前，但整体上看，依然有正的现金流，也即是说，不需要从股市、债市拆仓，2013年，依靠承保业务，依然有正现金，因此不会造成赔付现金流问题。但问题是，能够提供给投资部分的追加资金不多。等到2013年年报结果出来，剩余现金流确实为近年最少。同样，2014年，剩余现金流并没有很大改善。

影响剩余现金流，在收入没有大幅度增加的情况下，重点是支出，最大的因素，不外收入、赔付和退保。收入增大不大的情况下，那么，赔付和退保便影响严重。2013年的问题是赔付，2014年则是退保。

与2013年类似的情形，是2007年，该年，股市大涨，百姓退保，取回保单的现金价值，转投股市，令到退保大增。同时又有大量2002、2003年售卖的两全分红保单（鸿泰、鸿瑞）到期，赔付及红利支出增大，因此整体经营性现金流急剧减少。但2007年有所不同，该年股市大涨，炒卖环境改善，而获得正的交易性现金净额作为补充。两者之和净额补充了整体现金流的不足，但如果撇开该项投资收益的反哺，单项保险业务的净现金流，仍然是正值。

另一个年份是2011年，央行为了打击通胀，提高准备金率并压缩信贷，实际利率和名义利率背离，民间高利贷流行，抽高实际利率，令到股市低迷，同时引发大量退保，百姓退保获得保单的现金价值，直接转投高利贷，（百姓此一行为，类似的是张化桥的小额贷款公司，同时又引发吴英案）。此前2005年底及2006年初，所接得鸿丰保单，也于此时满期给付。另一方面，股市低迷，炒卖金融性资产无所收益，投入多于支出，因此，经营性现金相对上年减少。但单从保险业务看，仍有大量现金剩余。

无论哪一年，均有正现金流，这正是这一节所指出的要点，即正的经营性现金流的重要性，而对于国寿来说，前提是保单、保费不断增长。在正现金流增长期间，不需要从投资部分拆仓，对于投资部门的操作，非常有利。

反过来，当保险公司的承保业务开始减缓、停滞，而前期保单陆续到期，赔付增大，该笔正现金流，便会慢慢萎缩，直至减少。此时，保险公司便变老化，作为驱动动力的两个轮子，便没有了承保，只剩下投资部门。所以，笔者在此指出，正的保险业务现金流可以作为一个观察指标，来鉴定保险公司是否老化，这比林森池单纯采用人口年龄来观察，更加直接具体。（附带指出：林sir当日卖掉宏利，转投人寿，其原因是欧美加拿大业务老化，即是人口老龄化。但是，尽管外资无法入中国做很多生意，但资本和人口却是流动不息，除了富人新贵外出买保单外，通过转型售卖投连险，一定程度上，也可得到此种人口红利。）

当然，观察现金流也要观察连贯趋势，间歇性的周期冲击，是完全正常的。尽管过去这10年，每年的现金流均为正，但却非一路增长，即其二阶加速度，并非一直为正，其所能提供给投资部门的资金，每年波动非常大。其原因，在于保险业务由于和其他金融同业竞争，比如实际利率及同业理财产品竞争，受经济大环境，比如经济状况，货币政策、实际利率影响，也受股市影响，需要时时分析监控分析。比如2013~2014年，各种支付宝，余额宝大行其道，此种金融创新，便吸走了原有金融系统大量资金，对于保险公司的保单售卖，同样有所影响。

市场有的分析，抄袭林森池思路，认为保险公司在高息率，大市低迷时，仍有大量源源不绝现金可以买股票，因此看好，但这种思路很多时候是道听途说，或者一知半解。笔者指出，分析必须以数据为基础，所谓“看好”，必须仔细看数据，看有多好。从上述数据可以看到，2011年总保费收入增长乏力，赔付增大，因此现金流净剩余较之上年明显减少，受经济环境拖累明显。同样，2013~2014年，能提供给投资部门的现金流净剩余也不太多，受保单到期赔付大量支出影响，因此所剩无多。即是说，即使股市低迷，国寿在这两年也没有更多资金可以买入。

（从《卷四》可以看出：实际情况是国寿将资金从股市撤出，转投债券定存！笔者并非在此处批判林sir，因为其访谈只是一个预设，而且在2007年之前，当日港股报表又与现今A股不同。但是，投资分析，重点是随着数据而分析，而非拍脑袋，或者想当然。有几分数据，看几分事实。笔者的探讨，重点是有理有据。）

金融系统中，影响保险公司运营的因素甚多，股市只是其中之一。当股市低迷时，投保人资金离开股市，转投其他渠道，比如银行理财等，保险也或许是其中之一。但这依赖于保险回报与其他理财产品的比较。而如果股市短期急速上涨，则可能会引起投保人退保，出现现金流减少问题。所以，股市波动，对于保险公司来说，可以说是一种涨也忧，跌也忧的情况，对于运营上，也有一个窄幅空间。

作为对冲，保险公司要趁股市高位时，通过一部分短线操作，炒卖来获得交易性现金流（并实现一些盈利），以填补退保（及到期赔付）部分的支出（和分红），并实现盈利。从此处可以看见，保险公司的合理投资方法，不是一味简单长持，而是长短棍并用，短棍重在对付经营性现金流及波幅短炒，长棍重在匹配保单负债，同时，还要考虑收益率与保单匹配。

所以保险公司投资之法，不是所谓时间玫瑰，不分青红皂白的死蠢长拿！更不是某个蠢材所认为的，预测下年股市收益，来决定接不接保单，（这真是一个蠢散户的想法！蠢！蠢！蠢！）而是基于承保部门所对应保单的剩余现金流，做合适的资产匹配及收益率规划。这是属于董事会高层层面的战略决策。

但这只是一个总体框架，实际上的操作，由于一方涉及数十万人的承接保单，而另一方的投资市场瞬间变化莫测，因此只是框架上对应。实务操作上，可以说是各司其职，互不相干。某个蠢材，因为当日笔者只贴《卷一》，没有后续，拍尽呆瓜脑袋，都想不出结果，便试图简单的从笔者这里，揣摩出一鳞半爪，以一个散户心态，想当然推出保险公司乃是如何运作，则实在是白痴得可笑。笔者当日干脆不贴出后续文章，直接让其蠢死，几年过去，左摸右摸，依然摸不着头脑，哈哈哈哈哈。

（下）

在过去几年中，国寿面对不同的经营环境，但仍然保持保险业务经营性现金流剩余。这实际是万峰经营的功力，与投资部门全无关系。该项剩余现金，显示的就是保险业务逐年所产生的正（浮存金）现金流，这种浮存金，来自人寿保险业务的展期性质，即是当期收到保单收入的现金，要多年以后，保单到期或者出现事故赔付，（还有些是几年一返还，）到保单终结时，才需要偿还。由于过去几年占主要部分是两全寿险，在数量足够大，而且保单收入一直增长的情况下，赔付、退保较之保费收入，仍比例尚小，因此有正浮存金现金流剩余。

由此，理论上，人寿保险公司可以利用先期收到、积累、沉淀下来的客户资金（即准备金），以及后续逐年从保费中，去掉赔付、退保等之后的经营性现金净剩余，构成一个投资组合，来做长线投资。因为期间短期无需拆仓，一方面，不断增加的正现金流剩余，降低了流动性风险，另一方面通过长期投资，可以提升投资收益率，（比如说，在孽息不倒挂时，多买更高息率长债），收益增加，有更多分红可以回馈客户，和同行竞争时，也更有竞争力。

同时，这一经营性现金净剩余，也可以利用来接更多长期保单，对于日后增长，非常有利。这一点可以与东南亚可以对照，东南亚长期保单有时首期佣金极高，（比如说，保单第一年，收到的保费，全额给经纪人当佣金，保险公司得到零保费，甚至负保费）。因此每卖出一张保单，现金流反而减少，需要前期续期的保单保费来填补，不然就得靠投资拆仓或者股东资金来填补。这种情况，在中国受保监会监管后，便没有出现。

由于承保部门的经营性现金流净值，是来自佣金、手续费等项支出之后，当该净值有剩余时，意味着既可以给投资部门用

于投资，通过投资获得回报，也可以让承保部门承接更多长期期交保单，不必担心没有足够现金，来支付这些业务的初期高额佣金支出，这两者均有利于长期性增长。从这一点，可以看出这一经营性正现金流剩余对于长期增长的重要性。这便是之前万峰所管理的几十万拉保单的业务员体现在公司运营上的重要作用，而这对于外部分析者来说，是可以通过分析财务报表分析出来的。（弹幕：这就是功力！）

作为一个比较，下表是太保上市以来的经营性现金流，采用和国寿类似的算法，同样可以看到，太保也是每年均有正的现金流剩余。

23-6太保保险业务现金流

年度	保险收入	保户储金	手续费及佣金	薪金	再保	赔付	红利支付	税费	运营费用	营业性现金流
2006	55,675	0	3,576	2,131	1,562	15,337	16	1,223	10,193	21,637
2007	74,704	-4,441	5,443	3,033	1,824	19,676	428	3,343	15,813	20,703
2008	94,565	-7,212	7,238	4,287	1,114	32,357	1,299	2,750	15,555	22,753
2009	97,828	0	8,492	5,290	1,885	30,444	1,065	2,907	11,337	36,408
2010	138,394	-2,167	11,034	7,288	4,199	34,002	1,225	4,455	13,494	60,530
2011	155,545	-5,979	13,179	9,415	3,287	39,776	1,413	7,560	20,343	54,593
2012	161,689	-7,029	14,615	10,762	1,510	44,743	958	6,893	24,068	51,111
2013	177,155	-9,232	16,385	11,705	567	54,519	1,450	7,830	33,305	42,162
2014	193,952	-923	19,394	13,626	2,406	64,142	2,108	8,995	44,142	38,216

和国寿类似的是，在有数据可统计的年份中，2006~2009年，该笔正现金流也是一路增长。同样，2010~2014年，也是停步不前，甚至略微减少，但未至于为负数。国寿同期也表现出相同趋势。可以看到，这是一种行业整体周期，与投资渠道受限，而股市长阴，总投资收益下降，带来银保分红险不畅销有关，并非单一公司为然。即是实际太保和国寿的经营，单从现金流的数据表现看，这两间公司的运营，实际上非常类似。（弹幕：此种以太保财报作为对照，也是功力！笔者这一系列分析，实际上，仍然围绕的核心，是财报分析，一些其他愚蠢的分析者，胡乱找资料，胡乱分析，看似写了一堆，实际完全是臆想，毫无核心范式）。

由于此一正现金流仍然继续保持中，笔者预测，保险公司的总保费长期增长尚未结束，未来的年份，否极泰来，在股市转牛之后，又可能进入一个新的增长周期。整体上，这一源源不断的正经营性现金净剩余，如果能够一年多过一年，正是笔者在上卷《第二节》所指出的，“以战养战之道”的“内生增长之道”的体现，单纯依赖收取当年保费，便足以支付旧保单当期的退保、赔付，无需拆仓，对长线投资大大有利。（即前面所比拟，此一现金流净剩余，类似一个家庭，赚的收入，花剩，可以用于投资部分，该部分当然越多越好！）

这是因为人寿保险业碰上中国经济高速增长，百姓需求旺盛，加上央妈大量印刷M2，发水钞票，令到保单保额不断提高（使得保费随之提高）这个大环境。国寿（和太保等，实际绝大部分大的保险公司的运营，均是如此，这受益于经济大环境及百姓需求，）能在其中顺应潮流，保费便可以节节上升，带来源源不绝的现金流。

从2003~2010年数据看，国寿这一现金流除了在2006-2007年有一个短期冲击（这种冲击，来自前期两全保单的满期赔付及退保）之外，均是一年多过一年。2011年、2013、2014年是另一个赔付、退保高峰期，因此现金流受压，是另一个冲击。

当然，由于每家公司运营的业务不同，国寿基本是纯寿险业务，而太保则涵盖产险业务。每年各自所剩余的现金流占保费比率，又有所不同。如果以太保所收入的全部保费来看，剩余现金流平均只有33.36%，但如果以该现金流直接和寿险保费比较，则可以达到53.78%，而国寿则为38.59%，即是说，除了2007年大量赔付到期，以及2013年一波冲击，影响最终剩余现金流之外，其他年份，收到的保费，有大约一半至于三分之一可以成为剩余正现金流，而最终转化为投资。

（2013、2014年特别低）从这一数据，也可以看出，从长期投资看，产险确实不如寿险，因为每年剩余可投资金额也少很多。（弹幕：从此处可以看出，笔者不是随便下结论，而是完全依赖数据探讨！）

表23-7剩余现金流太保Vs国寿

年度	太保总保费	经营现金流	比率	太保寿险	现金流/保费	国寿保费	保险现金流	现金流/保费
2006	55,675	27,541	49.47%	37,837	72.79%	179,379	101,754	56.73%
2007	74,704	21,670	29.01%	50,686	42.75%	196,582	49,825	25.35%
2008	94,565	25,056	26.50%	66,092	37.91%	295,022	120,580	40.87%
2009	97,828	38,474	39.33%	61,998	62.06%	275,275	142,942	51.93%
2010	138,394	61,618	44.52%	87,873	70.12%	317,288	179,010	56.42%
2011	155,545	55,527	35.70%	93,203	59.58%	318,318	147,243	46.26%

2012	161,689	52,124	32.24%	93,461	55.77%	320,953	141,387	44.05%
2013	177,155	42,162	23.80%	95,101	44.33%	328,866	68,292	20.77%
2014	193,952	38,216	19.70%	98,692	38.72%	339,186	78,247	23.07%

所以，从太保的经营现金流比率，便可以看出，长远上，寿险比财险带来更多的剩余正现金流。（因为太保寿险加入产险之后，现金流/保费比率下降了）。收到保费后，可以利用保单滚动，将赔付、偿还的日期，通过不断展期延长，这正是人寿保险业的特点。（产险的周期短，因此不具备此一特征。从前面短期险的未决准备金一节，便可以看出周期只有一年。）在这个过程中，随着保费收入和保单数量增长，保险公司对保单持有人的负债，即有效保单负债，实际上在不断累积中，这体现在准备金一项的不断积累上。

理论上说，单从正经营现金流角度，如果纯依赖后续收到的资金，而非资本投资收益部分，来偿还前期负债，实际上是类似一种庞氏骗局的变种，很容易出现麦道夫骗局。短期内，如果每年都能源源不绝收取大量资金，一年多过一年，当然运营上便没有现金流断裂之忧及拆仓的担心。这骗局也不会被拆穿。但长期下，一定必须依赖投资收益。

如果某一段时间，保险公司投资失利，比如说，在资金过度充沛时，出海胡乱投资，（比如平安投资富通，或者购买雷曼债、无法偿还的欧债，又或者出去外国胡乱投资房地产，购买地标大厦，）资金一去无归，虽然短期亏空并未显露出来，但如果出现日本（比如奥林巴斯）的状况，长期拆东墙补西墙，总有一日，便有丑媳妇终须见公婆的时候，届时曲终人不见，便会爆煲。

很多野心人士或者喜欢玩弄资本的，（比如各种地方资金、或者来路不明资金，史巨人、马企鹅、李小超，乃至各种女婿资金、哈根斯资金种种）通过合资力图参与保险行业，正是看到保险业这种短期内无需偿付的浮存金作用，借助行业特性，利用这些看起来免费的资金。但万一资金使用失误，日后偿还困难，破产，便会有负信托人责任，引发严重社会问题。

因此，保监会的监管，除了用各种行政指令及准入限制，来限制民间开设保险公司，（向极其少数人发放牌照，除了金钱外，还涉及背后的血脉考量，红色浓度深浅等），同时也管控保险公司资金的投向之外，重点指标是用偿付能力指标，通过对认可资产，和认可负债的认定。同时设定严苛的资产-负债（偿付）比率，通过偿付能力这一尺度限制，来迫使保险公司提高其核心资本，防微杜渐，以防止日后出现偿付问题。（比如时不时向生命人寿，中融人寿等举牌企业，发出禁止买股票的警告）。

这种监管，并不是监管此刻现金流是否短缺问题，而是重在预防日后无法偿付。即是保险公司除了承接保单之外，还得有足够自己的资本，才能继续运营下去。但是，对于分析者来说，现金流问题，涉及到投资企业是否获利，不能依赖于保监会的监管来解决，只有依赖于投资者对财务报表的仔细研读，配合经营业务，以数据为基础进行分析，才能观察到现金流是否充裕还是短缺。比如这一节的分析。（未完，待续）

Michael chen 写于2012-1-16，修订于2016/2/29

人寿研究二十四 经营性现金流（二）

（上）

上一节写到人寿保险业的展期特点，由于中国的经济仍处于增长阶段，随着M2急速膨胀，通胀和资产面额也不断抬升，百姓名义财富日益增多，保费收入不断增长。就算国寿集团早期手上的固定高息保单，造成一个大窟窿，但上市时分拆得法，将业务展期，再依赖后续资金投资收益以填补先前亏损。上市公司收到的保费不断高速增加，盈利进行分红，只要有稳定的现金流，可以逐期填补前期保单的亏损，假以时日，便可以逐步解决此一问题，这就类似，只要银行不再增加坏账，那么，通过印刷钞票，随着通胀增长，之前坏账的金额便变小，慢慢逐步弥消以前银行坏账一个道理。

这在《上卷》第《十三节》已经论述过了，也是保监会一直在规划各种11-5，12-5规划时，以保费增长为目标的原因之一。因为只有保费不断增长，形成上节所说的正现金流剩余，保险公司才能形成一个自生自发、有借有还的良性循环，其实质是拖后偿付时间，以时间换投资机会。如果能够不断以后面越来越大的保费收入偿付前面的保单负债，不断有正现金流，便能腾出更多时间以修正前期经营上的失误。同时，也能够做更多长期投资，静候投资环境的改良，以获得更好收益。所以，各种经营规划中，保费稳步增长，是重中之重。

有论者根据万峰讲话的“调结构”说，胡乱臆测，误以为保险公司能够看到或者预测未来几年某些投资项目收益高低，比如未来债券收益高低，由此可以如散户短炒，刻意少接保单，（注意，此一行为将导致保费收入减少，从而最终减少现金流剩余），以期操纵入市资金时点，以在低位有大量资金抄底，从而获得高的回报率。此种愚蠢思维是极其荒谬的，一方面是散户心态去猜度公司运营，另一方面更是痴人说梦，不懂保险公司实际运营，胡乱臆测，还误导观众。正所谓：“长得丑不是错，出来祸害人就不对了。”还冒名伪装成笔者的文章系列，就更恶心了。

笔者相信，没有任何一本关于保险运营的教材，会写出预测明年投资市场而因此让承保部门减少今年接保单的说法，因为这明显违背前述正现金流剩余思想。刘汉民的书中，特别强调“保险公司的现金流，是其盈利能力和偿付能力的基本决定

因素，甚至在不利条件下，保险公司也要不遗余力的确保现金流量为正。”对保费收入增长的重视，一览无遗。明显，只有不断增长的保费收入，才能够维持此种保险业务正现金流。从另一角度看，保费收入正现金流剩余逐渐减少，便意味着支出多于收入，正是保险公司业务的衰老表现。

业务上，有些保险业务员或许会在年底时，特别12月末，在保单任务完成后，将再接的单，放到明年1月再入账，以充第二年业务量，但这仅仅是极其短期，仅限于月间调节而已。

对于保险公司管理者来说，运营上，承保和投资实际上是分事业部制管理，在国寿实际是划分为子公司制，M型管理。如笔者前面指出，承保在投资之先，这是一种事实，而不仅仅是一种理念与否的问题。因为最简单直接的事实是，投资部门需要收到承保部门的余钱，才能有钱投资，否则便只能靠原先所投资的资产，重新炒卖增值。

理念上，为避免出现90年代固定高息率保单，罔顾日后经济周期及可能收益而抢保单，缺乏精算上的长期考虑情形，保单设计在精算上当然要瞻前顾后，这也是缪建民所指出的考虑。但这两者的平衡，是跨越承保、投资两个层面的运营者，比如说，董事会及管理层所要考虑的，这主要体现在产品的整体保单设计和精算上。即是保单设计时，在精算上不能再不顾及长期投资环境，胡乱做长期承诺。

根据《第一理财网》文章，从保单设计层面，保险产品设计的出发点是客户需求。保险产品开发的第一步是要有Idea，然后在许多Idea的基础上筛选出可以被执行的Good Idea来开发设计成保险产品。在实际操作过程中，往往有几方面原因使得一个Idea不能成为一个Good Idea。比如，费率太高——客户接受不了；或者，产品设计方面存在技术或监管的硬约束限制。种种因素都可能使得一些Idea被搁置或放弃。所以，缪建民所提出的保单设计要兼顾日后投资环境，跨部门考虑，便体现在此处。即是产品形态经历设计、测试、初步定型，最终再由精算部对保险产品定价。

在精算部完成对产品的定价之后，产品市场部在此基础上对产品形态进行适当的微调，并最终确定产品合同条款、费率表等有关产品形态的全套资料，这个环节就是产品最终定型。在完成所有上述流程后，公司的总精算师、法律负责人要对产品进行审核确认，并向中国保监会备案。经中国保监会备案，意味着一款产品的真正长成，可以正式上市销售了。

但在实际操作层面上，一旦管理层做完该年度的经营决策和未来规划，而保单已经由精算部门设计完成，那么，承保部门的工作，便是努力去推销保单，而投资部门便是根据承接的保费收入所得经营现金流剩余来做投资。这是各个事业部和子公司的各自职责所在，也是各自的工作，接保单的便努力去抢保单，而管投资的则努力管好收益率。各司其职，无需理会其他。而资金其间循环，从收取资金，再到投资，又或拆仓偿还原先保单负债，形成循环，在一个循环之后，有现金流剩余，财务部分便是沟通两者的桥梁，掌控资金流出流入。一步步先后次序，不能颠倒。绝不会出现说减少接保单这种荒谬思维。

从经营性现金流角度看，对于承保部门，管理承接保费的重点，在于不断承接保单，令到长期下，保费收入一日多过一日，同时，保持扣减费用及退保、赔付、税收后的现金，有净剩余且源源不绝，无短缺之虞，能够自身保持业务运作，而无需依赖投资部门资金拆仓救急的担心。

因为投资市场变化莫测，如果保单要靠投资部门拆仓来偿付，实际意味着带来新风险。此种风险即是在市场低价卖股来偿付，造成实质性亏损。而实际上，引入这一风险，长期上必然增加公司运作成本，也降低收益率，违背保险公司运营的要旨。当然，这是从一整个年度看。如果从逐月或者逐季角度，财务部门需要其中协调，以保持现金流转而不枯竭。逐月开支的平衡，则是财务部门的工作，但作为投资者，无需理会此一事项，因为这是公司管理层运营以及财务部门应该完成的事情。

对于投资部门，要进行长期投资，当然是每年收到的现金，越多越好，因为这意味着弹药越多，可以无惧市场波动。情况便如笔者前面一节时所说明，类似于一个散户投资，如果有工作保底，现金流源源不绝，逐月有剩余储蓄，便可无惧股市上下波动。在低位还能加仓。如果短期市场估值偏高，没有好项目，那么投资部门便需加紧寻找投资项目，比如股市低迷时，可以投资债市。债市低迷时，还可以做PE，协议投资，合伙修建地铁、公路，实在不济，还可以存银行长期定存，甚至购买理财产品，只要资产回报率勉强足够匹配便可以，最痛苦的则是，如果有好的投资项目，却没有足够子弹，才是最痛苦。

如果碰到承保部门经营不力，剩余净现金流告急，需要在低潮时拆仓，贱卖资产，便会严重损失收益。严格说来，市场不可测度，预测必有失败的时候，如果还搞啥预测，反过来影响接保单，则是将风险从部门扩张到整个公司。事实上，正如前节所指出，这种不断流入，源源不绝的现金，对于一个穿越牛熊的投资组合，保持其原有收益率目标来说，极其重要。

从保险公司经营的不确定性角度说，督促70万营销员承接保单是保险公司可以也应该去做的，而未来的投资环境市场变化，却是瞬息万变，超出保险公司承保部门所可控范围。因此，合逻辑的做法，是承接保单部门和投资部门，根据其所指定的运营目标，各司其责，这才是正确的事业部（子公司）管理法。

从国寿的年报披露，也可以看出国寿这种子公司事业部目标制的横向M型管理方式：“本公司全面实行高级管理人员的任期制和任期目标责任制。每年年初，董事长与公司总裁签订业绩目标合同，总裁与副总裁签订业绩目标合同，公司总裁室与分公司高管人员签订业绩目标合同。业绩目标合同是科学分解公司战略目标的重要举措，有利于目标分解和压力传导，提高公司的执行力，保障全年经营目标的顺利达成。高管人员个人业绩目标合同中的考核指标，一部分与公司经营目标挂钩，一部分根据各自的岗位职责制定。”所以，这一段文字，完全印证了笔者所说明的，承保部门的业绩目标和层层传递

的链条，管理上，是完全无视股票市场的忽上忽下的。

所以，经营上，一旦设定了本年度的保费收入增长目标，承保子公司的任务，便是专注去抢保单，而不去管投资市场有啥预测。设想如果根据市场波动来决定承保运营，股市低迷，需要资金，于是催促保险人员冲保费，明天央行减息，股市暴涨，就叫卖保单的不要冲，全回家休息，很快70万业务员，靠收佣金养家糊口的，没收入开饭，全跑平安、泰康、生命、阳光去了。对于保险推销员来说，谁给钱就给谁打工，工作也最好稳定，不然一会有工开，一会没工开，全家都饿死了，哈哈。

（有些智商很低的分析者，读了笔者文字，又或者网上搜罗的国寿管理人员文字，又没有辨析判断能力，胡乱依据其中，一鳞半爪，进行发挥，甚至因为笔者没有贴完《上卷》之后全文，便冒笔者之名，胡乱发挥。甚至狂妄的说“擦屁股”，实际是折腾出了一坨屎。更有甚者，又有其他读者，不但没有能力分析，又不懂得辨析，还以为其是秉承我的思想，列成一流派进行批判，非常搞笑，这些都是无知的表现。

在现金流问题上，承保部门要减少日后赔付的现金流冲击，所能做的，不是减少保单，而是“调结构”，即是平衡各保单的到期时间，尽量避免某一种保单在某一年度，一支独大，或者集中到期。但在冲保费收入与平衡保单这两个问题的优先次序上，2009年以前国寿承保的做法，明显是前者优先，即是能冲保费时，尽量冲。只有到比如2008年的国寿鸿丰的量，明显大得有点超越管理层意料之外了。才需要调结构，而2013年，这些保单到期拆仓，其现金流高速缩减，同样是一早可以预测的。

从本质上说，保险公司经营的就是风险，而“猜测后市”实际上也是一种风险。经营上，应该尽力将不确定因素变成可确定的收益策略，锁住风险，而不是去猜测后市。这才是保险公司经营之正道。从本系列后面的《卷四》部分，关于分红险收益的分析，也可以看到，某一具体年份的收益率，同样不是承接保险业务时最主要的考虑。所以有些愚蠢的分析者所谓“有高明眼力可以测市，进而操纵保费加减”的论断，完全是胡扯，纯粹散户心态。狗尾续貂，误人子弟。

(中)

同时，从上一节表23-4“赔付”一项，也可以看到非常重要的一点：随着保单及保费收入逐年增长，因此相应延后几年，（一个周期后），的满期赔付也是一年多过一年，特别是，收入多数是两全寿险的情况下，如果届时投保人生存，那么前面收多少，后面便依次放大倍数赔多少，虽然中间有一个间隔的展期。如果届时后续满期时，再没有足够保费收入，便很难覆盖到时的赔付支出，满期时，便只有靠投资部门的收益拆仓来填补，上一节所讨论的正现金流净剩余，便会变成负现金流。

比如说，2003年收的保单，2007年到期，要保持承保正现金流，2007年便必须收更多保费收入来填补2003年所收保单满期时的支出。而该些2007年收的5年期保单又于2012~2013年到期，因此2012~2013年又必须收比此前更多的保费。

因此，人寿保险这门生意，短期看起来很吸引，因为短期可以利用客户资金（浮存金）去做投资，不必归还，长期下，却如瘾君子吸毒，被逼着年年去抢保单，增加保费收入，否则后续年份，到了某一个年头，一旦收入减少，赔付却不断增加，投资资产便需拆仓来补足差额。对于管理层运营来说，反而是要有前瞻性，计算出未来可能的赔付以及现金流，从而如果届时需要拆仓，便需要及早通知投资部门早做准备。

事实上，如果仔细阅读财务报表，是可以及早推知未来的赔付高峰。在国寿的报表中，准备金一项，便显示了一年内到期的准备金金额。将其与利润表的赔付对比，可得下表：

表24-0赔付Vs一年内到期准备金

年度	赔付	一年内到期寿险责任准备金	一年内到期准备金合计	差额
2003	0			0
2004	14, 560			0
2005	17, 248			0
2006	24, 377			0
2007	69, 406	55, 579	63, 820	5, 586
2008	79, 235	62, 625	71, 155	8, 080
2009	59, 329	42, 261	50, 308	9, 021
2010	54, 016	33, 422	42, 394	11, 622
2011	72, 864	56, 942	66, 362	6, 502

2012	75, 075	59, 308	68, 510	6, 565
2013	138, 710	122, 551	132, 091	6, 619
2014	109, 371	86, 163	98, 417	10, 954
2015		104, 729	120, 306	

上表中，年报赔付数据是过去式，而一年内到期是未来式，因此笔者将其错开一年进行对照。可以看到，实际上的赔付总是大约略大于一年内到期准备金，但大致保持一个大约幅度差额。其原因是因为管理层是无法预计明年有多少突然意外发生，因此估算准备金时，按照完全没有意外，全部生存，（又或者根据既有模型，按照一定概率进行精算，）从而估算出一个一年内到期的准备金。而最终赔付数据，会大于预计的准备金，但差额大致稳定。

从而，下一年的实际赔付，几乎已经可以从该项“一年内到期的准备金”预先观察到。比如**2013**年的实际赔付总额，在**2012**年年报中，便可以看出。同样，根据**2013**年的该项数据，可以看到，**2014**年的赔付，当然没有**2013**年大，但也是历史第二。所以，笔者在**2013**年预测，**2014**年的剩余现金流应该有所增长，但幅度不大。（实际情况正是如此！剩余现金流数据，可以参考上一节）。

同样，笔者在此预测，**2015**年的赔付，处于**2013**和**2014**年中间。即大约在**120, 000**百万，假定收入不会大幅度增长的话，剩余现金流，依然未必有大幅度增长，除非股市狂涨能够带来收入大幅度增长，但是，牛短熊长，短期的牛市，未必能够转化为长期增长的保单收入。所以，这意味着，在**2015**年年报出来之前，已经可以看到，实际可供国寿投资部门用于投资的剩余资金，并不太多。这便是前面指出的，前面几年保费收入狂飙的后遗症，由于当日接的保单多数是**5**年到期保单，尽管做了一个平摊避免对某一年进行冲击，但是，平摊之后，变成对三年进行冲击，因此这数年间，无论市场好坏，实际可供投资的新资金并不多。

对于外部小投资者来说，仔细阅读上述年报附注，便可以知道明年大约的赔付金额，用以估算是否影响现金流。市场上，一些分析者，有时随手胡乱编数据或者估算毫无章法或者依据，纯粹拍脑袋。笔者上述的预测，是一个范例，说明估算是有章法可依循的，而非拍脑袋胡乱编。同时，可以看到，对于公司内部管理层来说，数据非常详细完整，只要精心计算，是完全可以预测、计算到未来的赔付现金流的。

长期上说，万一市道不好，比如碰上前述的日本经济进入非常长期的通缩时期，退保、赔付逐年增加，收入却逐期减少，便必须依赖变卖投资资产来拆仓赔付，长期通缩，股市、债市长期低迷的话，那么，资产变卖价格便一日贱过一日，比如承诺了保户的保单回报，如果投资资产拆仓偿还时还不足，便需拿股东资金填补窟窿，这很容易被将导致保险公司走向破产的不归路。所以，保险公司经营，是和经济大环境的长期走势息息相关。最大的风险之一，便是经济非常长期走弱，投资回报率长期低下，利息一年低过一年，最终进入流动性陷阱，即是无论如何印刷钞票，都无法摆脱通缩，甚至进入零利率或者负利率，情况类似于日本这种长期通缩经济，届时，保险公司破产几率便大大增加。

经营上，如果某刻冲量抢保单，收入飙升，高潮不断，但却后继无力，日后到点拆仓时，需要大量资金支付，却无足够保费收入，届时便会对后面的现金流造成冲击。比如**2007**、**2011**、**2012**年便是典型，**2003-2004**年接的保单，集中在**2007**年满期，便对**2007**年现金流形成冲击。**2008**年保单，则于**2013**年到期冲击。因此，短期某一年的保费飙升，如果后续跟不上，未必是特别好的好事，因为这对于保险公司的运营，会构成一种短期冲击。正所谓，有多风流，便有多折堕。所以，保费增长和赔付，要平衡、匹配。这实际是对《卷一》笔者所指出的思想的进一步阐发。（从此处也同样可以看到，对于该种所谓测市而忽上忽下冲保费，明显是违背现金流匹配、平衡增长原理）。

再如，**2008**年，单国寿鸿丰趸交收入便有**105, 343**百万，会集中在**2013**年赔付。届时单这一保单，便有接近**900**亿现金需要支付给客户。所以，**2008**年这张保单一支独大，对于**2013**年的运营现金流，将是一个巨大冲击。而由于该保单很大部分**5**年就到期，所以，只有**5**年时间可以去缓冲这种突然增长的冲击。但过去**5**年股市不振，因此，**2013**年，便出现如前面所计算，剩余可用于投资的正现金流剩余不多。

因此，一方面，承保部门后续能做的，就是尽量错开其他保单的到期赔付期项，比如说，**2010**年最好少做一些趸交，同时于**3**年内到期需要赔付的保单，多做其他满期期限保单。但可以多做分**3**年期交保单，（这与三年到期的保单不同，前者是到期，后者是收入，三年陆续缴费，**10**年后才到期。）届时收入上，便有更多现金，以减少现金流冲击，避免投资资产低位拆仓，有些蠢材（比如某号称市场先生的），只看见国寿**2010**年多做**3**年期交保单，便大喊保单素质下降，这也是典型无知表现，在国寿没有披露更多信息的情况，妄下推断。

又或者在**2009-2012**年间，多做期交，以尽量增加续期保单。这样万一**2013~2015**年，趸交收入不足，还有期交续期保费增长可以减缓这种冲击。调结构之一，就是要增加期交，以让届时有更多续期保费，这也需要在**2009-2012**年间进行。

另一方面，就是**2013**年，该年承保部分，要尽量去冲保单，承接更多业务，以收入更多现金，以令到收入和支出的差距，尽量缩小。从而，有更多正现金流。这是承保部门的工作，至于**2013**年的投资市场好坏，收到这笔钱后，如何投资，是投资部门去考虑的事。所以，所谓预测后市好坏来决定是否冲保费，完全是一种白痴想法。

对于投资部门来说，投资时，当然需要考虑匹配问题，在偿付的年度，准备足够的到期资产来偿还，比如说，大部分来自**2008**年的资金，直接定存**5**年期定存和债券，届时到期刚好拆仓还给顾客。从此处可以看见，保险公司的投资，不是如巴菲特般，长持几十年不动，忍受资产面值上下浮动，而是首要做资产匹配投资，再在期间调整，在负债资产尽量匹配的基础上，实现保单的目标收益率。这即是《上卷》所说的“**负债-资产**”匹配问题和收益率匹配问题。而不是小股东所期望的，以追求高收益率为首要目标，而不需顾及匹配问题。

即是原则上，匹配与收益率并重，但匹配优先。以避免拆仓还款时的错位。**这是基于资金来源限制，而导致投资策略组合上的要求**。所以，某大状师转行险企，以为可以学芒格巴菲特，一举成名，孰知保险大部分资金均定存债券，甚感失望，这表现了其对于该行业特性的无知。

林森池在**2008**年**4月11**日的访谈中说，“国寿的生意模式是，收到保费，一定要对冲。一个好的对冲，是要股票和债券互相配合，以满足不同年份的保单拆仓要求。除非股债齐瓜，即像美国**1981**年时，出现**15%**的利率，股债一切跌，才会出问题。”笔者在《卷一》指出，国寿投资部门上，采用的稳定投资资产配置比率，配合负债久期匹配，比起林sir简单使用“对冲”这一词语，更清晰的指出问题之实质，可谓一个更加高级的升级版。

2011年的中国，情况正类于此，由于星空**08**年大量放水的后遗症，央行以准备金及控制信贷来抬高实际利率，回收资金。由于打击通胀，提高准备金率并压缩信贷，实际利率和央行名义利率背离，民间高利贷流行，令到股市低迷，债市也同样低迷。市场因此大幅打压保险股股价，但这一年短期的股债双杀，实际是预示了中国经济长期高速增长之后，一个向中速增长、甚至低速增长的调整。看起来，**2012~2015**年此种调整仍在继续中。（**2014**年，此种调整实际幅度甚深，但数据并没有体现出来，具体参考笔者其他文字）。

所以，保险公司的经营重点，在于提前做好资产负债匹配，满期有足够现金偿付，而承保部门，则继续努力冲保费。此即上节所述，其重点在于，保费入一日多过一日，有正的剩余经营性现金流，便可以无惧短期债股齐瓜，因为资产无需拆仓，反而有资金可以在低位买便宜货，从而能提高长期回报率。所以，从此处可以看出保单源源不绝，有正现金流剩余之重要。

综上所述，可以看到，保险业务的核心是经营风险，而在财务控制上，现金流的重点，是“收入-支出”的剩余，收入早期主要来自保费收入，后期来自投资资产收益拆仓变现。支出早期主要是长期保单的佣金提早实现，后期则主要是保单满期赔付，特别是两全寿险为主的保单结构，更是如此。

这数者的收支，对于一张保单而言，在时间上是完全错位的。现金流管理的重点，是令到这几者在不同保单的集合，在每一个节点上，均尽量匹配，或者，平缓变化，以减少突然冲击。或者说，资产-负债，在时间上的错位问题，这一问题，实际上是整个保险公司经营、以及分析上的核心。也是“资产-负债管理”的精华所在。

（下）

A

这一节的文章比较长，以下部分是筹资部分，本来应该另起一节，但各种表格次序已经设立，后续文字会陆续引用到先前部分，笔者不愿再耗时间修订次序数据。所以，只能让某些章节显得极长。

探讨完承保和投资的现金流匹配，再来探讨筹资部分。《现金流量表》，除了体现公司的运营和盈利能力，还显示筹资变化。对于国寿的投资资产而言，一方面资金来源于前一节所指出的现金流净剩余，还有另一方面，便是来自筹资。下表是历年筹资收支中，股权集资和分红部分，这部分尚未包括发行次级债部分。

表**24-1** 国寿股权集资-分红

年度	吸收投资	分红支出	净额
2003	24,707	0	24,707
2004		0	0
2005		0	0
2006	27,810	1,338	26,472
2007	0	3,957	-3,957
2008	0	11,871	-11,871
2009	0	6,501	-6,501
2010	0	19,896	-19,896

2011		11,306	-11,306
2012		6,501	-6,501
2013		3,957	-3,957
2014		8,479	-8,479
合共	52,517	73,806	-21,289

人寿**2003**年和**2007**年分别在**H-A**上市，合共集资**525.17**亿，从**2006**年开始分红，以现金面额而论，到**2011**年，已经将所集资的金额，以分红形式全部返还股东。当然，对于**A**股小股东而言，实际收到的分红，加上现时的市场价格，离在**2007**年上市时，高价买入的股价，还有一段距离。即是说，小股东乃是亏损的。

这里面，涉及的损耗，除了上市时，承销商收取的高额佣金，炒新时小股东高价买入损失，以及分红时被国税局盘剥之外，一部分股东资金，实际上和大股东国寿集团交换了上市公司的小部分股权。因为大股东国寿集团在上市时，并没有放入新资金在上市公司中，只是拿牌照专营权和旧保单来和小股东合股，却年年榨取分红。

相对来说，国寿集团保留了高息保单旧帐，拿分红去填帐，也算厚道，这在《上卷》已经分析了。同时，小股东则搭乘分红便车，不厚道的是高价卖出的**IPO**，投行、保荐人、律师等在其中大饱其利，甚至是否有一部分利益集团低价取得原始股，（比如平安，以及各类女婿企业，又或者道德姐抽佣），在未有报道揭露之前，不得而知。这些利益团体赚的钱，最终都来自小股东的高价买入。（从打新股第一日，到此后**6~8**年的跌跌不休，正体现了此种金钱转移。）

对于上市公司来说，股权集资所得，已经在**6**年中以分红形式返还给股东，但主要大头是母公司拿走了，小散户的分红，实际尚不足以抵消打新股的价格。（比如说，到**2014**年中，股价仍然在**13~14**元间，**2016**年，也是**20**元上下，就算加上历年分红，距离新股发行价**18.8**，仍然有距离。买到新股持有到现在，还没回本，而上市当日买到高价股的，则不知道何年才回家乡。情况与笔者以前分析《鲁泰》完全一摸一样，所以，上市当日买新股，绝对是摧毁财富的。**A**股市场有一种变态的独有投资策略，即是打新股策略，这也是奇葩。更奇葩的是，还有分析员提议，如果打不到新股，那么去炒次新股，即是为新股接盘，当接盘侠，这完全是此地独有的现象。）

不考虑**2011~2012**年次级债及历年回购金融资产来往部分，乃至资金的时间价值的话，十年累积下来看，国寿用以投资、购买各种资产的资金，便来源于承保业务每年的经营性现金流剩余，而没有来源自股权筹资部分。（次级债循环贷部分暂且不论。）

表24-2 保险业务现金流Vs投资活动现金流

年度	经营活动产生的现金流	交易性金融资产 现金净额	保险业务产生现金流	投资活动现金流	净剩余
2003	30,498		30,498		
2004	96,021		96,021	-104,694	-8,673
2005	91,944		91,944	-95,397	-3,453
2006	112,147	10,393	101,754	-119,295	-7,148
2007	85,952	36,127	49,825	-97,217	-11,265
2008	125,827	5,247	120,580	-115,209	10,618
2009	149,700	6,758	142,942	-162,966	-13,266
2010	178,600	-410	179,010	-136,033	42,567
2011	133,953	-13,290	147,243	-134,627	-674
2012	132,182	-9,205	141,387	-203,753	-71,571
2013	68,292	0	68,292	-60,233	8,059
2014	78,247		78,247	-69,257	8,990
合共		35,620	1,217,245	-1,298,726	-45,861

可以看到，从**2004**年到**2013**年，九年间，国寿保险业务净现金流，加上短期炒卖所得**35,620**百万，几乎全部用以购买资产投资。（到**2011**年，剩下**1%**或者建大楼成为地标，或者变成现金净额。而累积到**2012**年，总投资额还大于保险业务净现金流累积，其来源，便是发债所得。）

这实际类似于一个私人投资者，有一个源源不绝的现金经济来源，逐年将收到现金流，视乎年度投资计划、策略，在不同

时点，不断买入资产。尽管短期可能有不断短炒，调仓，所购入资产价格有波动，影响当期会计账面值。但长期下，其源源不绝的资金流，是几乎尽数投入于投资资产中。剩下的问题，是投资资产，在做完资产匹配之后，总体收益率为何而已。

购买资产之法，如上卷《投资》篇所述，理论上说，如果是请耶鲁的斯文森，合理的投资方法，除了某些类似投连险的投资账户独立计算外，总体集中起来的投资，实际是一种资产配置法(Asset Allocation)，依据一个长期资产收益及配置目标，在策略配置上，追求一个相对稳定的投资配比，以获得不同年份间一个相对稳定的收益率，再配合短期估值，在不同资产间，调整仓位，前者以取得a绝对回报，后者用微调以提升贝塔回报率。这即是价值平均策略。

长期下看，资金逐年净流入，加上资产配置策略，只要中国股市、债市、银行、金融市场稳定，这几乎是一种可以预期一个大致稳定回报率的必胜之道。再如果能根据市场估值高低，做适当调整，便可有更高收益。而投资部门的合理策略，以及稳定回报期望，正是一种对不断流入的经营性现金流净剩余及负债资产约束的反映，从这一方法，也反映了在资产回报目标及久期确定之后，资产管理子公司在操作上的独立性。但这仅仅是一种理想操作而已。（根据《卷四》，国寿实际上的操作，并非如此，具体涉及投资部分，有待后文进一步讨论。）

这样一种“承保-投资”两个轮子，驱动的结果，便表现在一方面保费收入不断增长的同时，也推动着公司整体资产和准备金负债不断膨胀。在到达某一个时点，剩余现金流变负时，需要全面拆仓投资资产来偿还先前负债之前，由于每年均有正的净现金投入，因此投资所得的部分，作为利润表上的利润，除了分红给客户、股东之外，剩余部分，继续以股东净资产名目，累积入投资资产。

从投资资产角度看，由于投资所投入的资金，是由收到的现金流剩余而来，所以投资资产的增幅，实际上是由两部分引起，一是不断增加的保费收入所引致的经营性现金流净剩余流入，二是所投资资产面额逐年累积收息、增值，本身所带来的增幅。前者仍在不断增加中，说明保险业的大草原，仍有广阔空间。

B

从下表可以看到，过去10年来，无论股市、债市涨跌、利率高下浮动，经济增长波动，所管理的总资产、总准备金负债，以及每年管理的合同，每份合同对应的准备金及资产，均一路上升。

表24-3历年合同数-资产-准备金

年度	总资产	准备金	合同数（万）	增加	每份资产	每份准备金	保险业务现金流	每份合同增加现金流
2003	328,720	226,822	4,800		6,848	4,725	30,498	
2004	433,671	331,016	6,000	1,200	7,228	5,517	96,021	8,002
2005	559,219	430,839	7,000	1,000	7,989	6,155	91,944	9,194
2006	764,395	544,184	8,600	1,600	8,888	6,328	101,754	6,360
2007	894,604	611,391	9,300	700	9,619	6,574	49,825	7,118
2008	987,493	769,121	10,200	900	9,681	7,540	120,580	13,398
2009	1,226,257	809,223	11,500	1,300	10,663	7,037	142,942	10,996
2010	1,410,579	1,008,896	12,900	1,400	10,935	7,821	179,010	12,786
2011	1,583,907	1,190,486	13,900	1,000	11,395	8,565	147,243	14,724
2012	1,898,916	1,375,504	14,900	1,000	12,744	9,232	141,387	14,139
2013	1,972,941	1,482,946	17,700	2,800	11,147	8,378	68,292	2,439
2014	2,246,567	1,588,900	19,700	2,000	11,404	8,065	78,247	3,912

总资产的增长，一方面来自所累积管理的承保总合同数的增长，另一方面，来自每单保单的面额增大，带来经营性现金流净剩余流入，比如2012年比上一年总资产增大315,009百万。其中来自保险业务带来的净现金流有141,387百万。剩余部分，除了资产增值，也来自发行次级债的借债。

从下表可以看出，超过一半以上的资产扩张，来自保险业务所获得的源源不绝现金流。特别是股市不好的年份，更是如此，比如2003，2008、2010、2011、2013年。简单的说，一旦投资行情不佳，国寿的资产扩张，便只能依赖于承保业务带来的现金流。而如果行情大好，则资产急剧膨胀，比如2007年，2012年、2014年。

表24-4保险业务对资产扩张的贡献

年度	总资产	资产扩张	保险业务现金流	保险业务/增值
2003	328,720			

2004	433, 671	104, 951	96, 021	91. 49%
2005	559, 219	125, 548	91, 944	73. 23%
2006	764, 395	205, 176	101, 754	49. 59%
2007	894, 604	130, 209	49, 825	38. 27%
2008	987, 493	92, 889	120, 580	129. 81%
2009	1, 226, 257	238, 764	142, 942	59. 87%
2010	1, 410, 579	184, 322	179, 010	97. 12%
2011	1, 583, 907	173, 328	147, 243	84. 95%
2012	1, 898, 916	315, 009	141, 387	44. 88%
2013	1, 972, 941	74, 025	68, 292	92. 26%
2014	2, 246, 567	273, 626	78, 247	28. 60%

另一方面则来自投资资产自身增值部分，无论是卖出资产实现收益，收息、还是持有升、减值的账面浮动，再则便是向外发债、扩股筹资以及分红之后所得的外来资金。

总资产的膨胀，意味着每单位股票所代表的小股东资产，所拥有的可分摊份额不断随时间增大。这相当于一家纺织厂，产量不断增大，相应配套的固定资产如地皮、机器、流动资产如现金等随之增大，而每单位股权，所拥有资产的增加，只要管理层不出现经营问题，摧毁财富，保持合适利润率，价值便随之增加。

同时，总合同数的不断增加，说明了市场需求旺盛，即每年所新签订的合同数目，多于每年失效（退保+赔付）的合同数目。而投资收益继续累积在资产池中，也促成了资产-负债总额的继续增长。这同样也显示了沉积在每份保单中，隐含的每份合同所对应的可能股东权益的增长。当然，产量增大，合同数多，未必意味着股东赚钱，（因为这依赖于具体合同所得到的利润。）但最起码，这是利润增加的开始。

上表准备金一列，来自《上卷》第五节，如同先前所述，该数据是根据会计重述回去。如果不重述，直接用年报数据，结果同样类似。最后一列显示的是每份合同所增加的现金流。逻辑上看，每年均有保单到期或者退保失效，会带来现金支出，同时，也会有新保单收入。这两者之差，便是每年国寿所管理的新增加合同数，所对应的现金流差异，显示出这一入一出之间，对国寿所带来的现金流数量总额差。

尽管每年失效和到期的保单，并非完全按照时间序列一一对应，但大致上，可以显示出时间上，新保单增加和失效的旧保单，在这两者之间，“失效-增加”，为国寿承保业务带来的变化。这一金额在**2008**年以后，明显上升，这说明新的保单，在承保金额及单价上，从移动平均角度，对**2005**年以前的保单的代替作用，整体上现金流有明显上升。

整体上说，这两节所揭示的“剩余现金流-投资”管理中，说明承保部门的资金，尚处于增长阶段，未达到衰竭。在运营上的外在表现，而对于承保部门来说，重点便是如何使保费收入，一日多过一日。这是承保运营的重点，其他不论，且待下回分解。

Michael chen写于2012-1-1，修订于2016/3/4

《人寿研究二十五 退保》

（上）

这一节，讨论退保。

在影响经营性现金流诸要素中，如《上卷》所述，基本的员工运营费用，手续费、佣金以各自的方式与相应保费收入挂钩。赔付中，死亡部分，如果保单数量足够大，大致也与生命表精算接近，两全险赔付部分则与保单到期时间有关。

上述诸项，实际均属于保险公司可预见、可控制、可经营范围。严格说来，只要可预见、可计算，风险便小。而退保一项，属于可能造成意外外生冲击的范围，属于不完全可控风险之一，需要保险公司用心去对付。按照奈特的区分，前面属于（可估算概率）的“风险”，后者则有“不确定性”，为不可知风险，风险程度比前者高。保险公司所经营的，本来就是风险，所以，可能时，必须把不确定性降低最低。

关于退保的理论研究有很多，比如罗海通《我国分红保险退保率研究》中，提出影响分红保险退保率因素,主要有无风险利率,最低保证收益率,资产波动率和分红比例等,得出的结论是，利率的上升对退保有双重影响；最低保证利率的增大可以降低退保率；资产波动率的变动可能会带来大规模的退保；而杨舸、田澎在《分红寿险退保率的最小二乘蒙特卡罗模拟研

究》中则认为市场无风险利率、保险公司担保利率、资产波动率和保险公司盈余分配比例对退保率有影响。

现实中，客户退保有各种各样的理由，陈文辉在“2011新浪金麒麟论坛”指出，在中国，投资型保单，“客户退保的主要原因是保险产品的投资收益未能达到心理期望值”，也即是说将保险当成理财产品销售，而最终达不到预期目标，于是客户退保。

无论如何，退保作为一种对先前签约的事后后悔行为，客户需为后悔付出代价，保险公司则因为顾客后悔，而令到原先签订的合约无法完成，这种结果，是一种令到签约各方均输的博弈结果，对保险公司运营来说，更是一种外生冲击，需要多方考虑去经营。

相对来说，和分红险比较起来，投连险、万能险客户缴纳保费的弹性程度高，也更易受市场影响，客户可以根据自己的实际情况停止缴费，也随时可以撤离，惩罚性条款更少，从而退保率更高。这对于国寿而言，表现为团体退保比率要大于个人业务，这从下表便可以看出：

表25-1 个人与团体退保率对比

年度	总退保	个人退保	团体退保	保费:个人/团体	退保:个人/团体	退保:团体/个人
2004	14,849	11,346	3,503	5.3	3.2	1.6
2005	26,562	18,727	7,835	5.2	2.4	2.2
2006	28,958	19,323	9,635	7.7	2.0	3.8
2007	43,661	29,723	13,938	7.7	2.1	3.6
2008	39,131	25,418	13,713	11.7	1.9	6.3
2009	23,320	22,947	373			
2010	25,714	25,494	220			
2011	36,527	36,401	126			
2012	40,731	40,645	86			
2013	64,863	64,663	200			

由于2009年以后，执行新会计准则，团险中万能险部分被分拆出去，不再显示出来，但从2004-2007年数据，可以看到，团险退保比率，是个人险的数倍以上。

而在个人险种，相对于期交，趸交保单更容易出现退保潮，特别是，年期与银行理财产品相近，（比如说，三年或者5年产品），容易比较部分，在《收益不佳，保险产品退保率上升》中，陈文辉便指出，“银行渠道销售的，与储蓄和理财产品直接对比的三年期、五年期趸交产品退保尤其较多”。

对于保费收入而言，如果简单的按照均衡水平保费，趸交与期交是一种分拆关系，比如一张趸交1万元保单，可以分拆成为一张5年期交，每期交2000元的保单，或者一张10年收入，年交1000元的保单。这是基于简单的水平均衡保费假设。严格说来，考虑到现金价值，（即保户储蓄部分，其货币的时间价值，或者未来货币的现值等），对于养老金、两全险等有储蓄性质的险种，相同的保额，其交费期越短，总的支付金额也少一些，即是通过精算修正现金流折现，因此缴费会略少。

比如康宁终身，在同等保障情况下，10年期交累积起来的缴费，便比20年期交的总交费少。同理，趸交的保费比期交的总额也略少，当期数足够长，此时缴费会差别很大，但实际上，这两者的差异，已经由寿险精算师进行过精算，并考虑过交费期内的通胀因素等因素，而令两者在折算回来之后，其实质的实际价格没太大差异。

对于消费者来说，相对来说，趸交的优点在于手续简单，一次交付。期交的缺点则是，期交有长短，有些极其长期的保单，面对长达十年，甚至二十年的交费要求，一旦期间投保人因故不能持续交费，保单就有失效的风险。但对于保险公司而言，刚好相反，越长期越好。因为一旦不退保，比如对于1张10年期交保单而言。便相当于一次过签了10张订单，以后10年，每年均有一个稳定收入。这是基础知识。

在退保问题上，客户退保时，保险公司是按保单的现金价值来退还保费，期交保单初期，前几年保费多数用以支付佣金等营业费用，因此，真正给到保险公司手上的资金无多。一旦退保，相对于所交整体保费，投保人得到一笔现金价值，该笔现金价值，按照教科书所说，即是所交保费中所谓储蓄的部分，来自保费扣除用于支付业务员佣金之后。（关于“现金价值”的进一步探讨，见《卷四》及《卷五》）

由于期交保单，收取时支付了业务员高额佣金，所剩无多，因此保户退保时，可能所得无几，所以保户一看实际可能到手金额如此之低，很可能便放弃退保，所以期交保单便不容易发生退保，问题只是客户是否支持得住，后续是否还能有现金

流，以继续每年缴费而已，特别是非常长期的期交保单更是如此。（情况便如客户购买了房子，做了三十年按揭一样。如果不是在高位入市，便努力去工作供楼）

缴了几年，或许中间有时改变主意，但考虑到前期已经缴交了相当部分，很多便勉强撑下去。所以，长期期交保单，对于保险公司的长期保费收入而言，也会更为稳定。此时，缴费期越长，同样金额的保费，分摊下来每期缴交金额便低，而初期手续费支出，对比当期的保费收入而言，占比便高。

比如说，一张缴交10年，每年交1000，如果趸交1万，手续费300，但如果分拆成10年交，而手续费同样一次在第一年300元全额给付的话，那么手续费便变成30%，但是，常见市面多数并没有意识到，一张一次1000，交10年的保单，实际每年缴费是1万。多数市面的数据，乃至财报，由于实时收付制，只看当期。所以，看起来便很吓人。

反而趸交因为一次交足，按照当期所交的金额，退回的现金价值较高，投保人可以利用这笔现金价值去炒股或者应急。因此，趸交保单更容易出现退保潮。特别是，由于佣金关系，个人营销渠道，业务员售卖的多数是期交保单，而机构代理渠道，售卖的主要是趸交保单。

绝大部分的趸交保单，从渠道上说，来自银保渠道，多数是从银行存款转移出来，其收益率也容易与三、五年定存比较，一旦收益率明显较低，则保户快速退保。平保退保比率低于太保和国寿，尤其低于新华，其原因之一在此，因为平保通过银保渠道售出的趸交保单少，主攻业务员渠道的期交保单。

表25-2个人 Vs 银保渠道 趸交Vs 期交

年度	个人渠道趸交	个人渠道期交	比率	银行渠道趸交	银行渠道期交	比率
2000	1,923	7,772	25%	8,869	1,955	22%
2001	4,986	9,826	51%	10,598	2,798	26%
2002	8,590	9,383	92%	43,679	5,246	12%
2003	4,339	8,945	49%	65,000	3,000	5%
2004	2,526	17,374	15%	52,343	2,319	4%
2005	1,085	18,489	6%	46,061	3,083	7%
2006	1,175	21,484	5%	53,658	2,902	5%
2007	1,273	24,207	5%	56,644	3,538	6%
2008	1,828	30,271	6%	139,281	5,115	4%
2009	2,146	30,527	7%	114,440	11,521	10%
2010	2,183	30,783	7%	120,476	21,366	18%
2011	1,890	32,747	6%	97,299	15,350	16%
2012	415	31,782	1%	78,151	13,373	17%
2013	413	31,402	1%	69,695	8,483	12%
2014	335	34,120	1%	65,918	11,963	18%

这从上表可以看出，个人渠道，以期交为主，银保渠道，以趸交为主。这最主要与佣金有关，另一方面也与历史、环境有关。如果营销员卖趸交保单，佣金可能只有1.5-2%，而期交汇总佣金（占当期收入）可能达到4-5%，因此营销员更乐意卖期交保单。趸交部分，便多数转移到代理机构去售卖。

比如根据报道《分红险期缴趸缴谁是主角》，“8家银行近20款分红险产品最明显的特点是，他们几乎都是趸交或者短期缴费的产品，而对应的保障期也就多为5年、10年。”每一家保险公司都把自家的一款趸缴和一款期缴两种产品放在一起卖，或者同一款产品设计成可以自由选择期缴或趸缴两种缴费方式。

通过代理机构卖趸交保单的另一个原因，很大程度是因为将保险产品讲解给投保人听，多少还是需要一些专门知识，同时也需要时间进行专门讲解，以理解客户的真正需求。银行的柜面时间非常昂贵，在柜面的短时间内，很难解释得清楚保险的具体产品特性，并且针对不同顾客需要，售卖适合其需求的保险产品。（比如说，如果客户去银行柜台办事，银行的职员，在窗口花长时间给客户游说解释，恐怕后面排队的客户，很快便鼓噪起来，特别是现在银行的窗口越来越少时，更是如此。）

银行柜台成本高昂，平均分摊给每位顾客的时间成本便高。正如上面报道所指出的：“银行根本没有卖长期交费的，因为银行卖的保险都是偏重理财，保障功能比较简单。那种长期交费，保障重大疾病什么的保险都很复杂，都是专业保险代理

人卖的”。同时，也可能是趸交方式在银行和保险公司间，更易管理结算，以及银保渠道期交保单后续的跟进不足等问题所引致。

这种现象，也与保险公司及银行的营销策略有关，比如报道《新品下半年扎堆上市，银保期缴仍难成主打》指出：目前趸缴产品“只手遮天”由两方面促成：其一，寿险公司需要达成业务规模，尽快完成总公司的年度考核指标；其二，银行则需要赚取代理手续费，一年期内，趸缴型产品手续费几乎是期缴型产品手续费的3至5倍。（比如前面的例子：假设保单为1万元，如果佣金为3%，当期便收入300元。而如果分拆为10期期交，每期交1000元，当期收入10%，便只有100元。）所以，银保趸交大行其道，是现实中，双方各取所需的结果。

同时，由于趸交多在银保、邮政渠道，所以，更易与其他金融产品竞争，比如说如果5年满期的分红险两全保单在银行售卖，那么，其分红所得结果，以及其演示分红金额，便很容易和银行5年期利率比较。同时，银行、邮政渠道，也受其他保险公司渗透和竞争作用，保单类似的情况下，渠道代理商斤斤计较于手续费高低，很容易便过档去售卖其他公司的保单，竞争之下，托高佣金手续费。因此，会对保险公司保费收入及费用构成不稳定的外生冲击。

有时，经济环境也会影响退保，比如2011年，银行受监管当局要求，要充实资本帐比率及存款额，便专心吸储而不推荐客户购买中间理财产品，除非客户购买保险后，保险公司又承诺将保费转存该银行，才能不影响银行吸储任务。但整体上，保费转存，是总行和总行之间的契约，对于具体分行和营业部而言，吸储压力大时，便大力吸储而放弃推销银保产品，由于此种银保产品与银行存款之间有较强的替代性，因此银保产品会受压。特别是期交容易和银行利率比较的，3~5年分红险保单。便容易和银行产品形成代替关系。而2012年以后，则除了银行存款利率之外，还很容易和理财产品处于一种竞争状态。

(中)

保险公司用以衡量退保的指标，根据MBA百科，是退保率(Cancellation Rate)，又称金额退保率，是指一定时期退保保额与承保总额的比率，而非根据保单数量的失效率。有两种计算方法：

①用支付的退保金计算。投保人在保险期间中止保险合同，保险人按约定支付保险单的现金价值(退保金)：现金价值是来自于保单的准备金，由投保人历年缴付的保险费积累而成。因而，退保率是支付退保金总额与期初准备金加本期纯保费之和的比值。计算如下：

退保率=[本期合计退保金总额 / (期初累计准备金总额+本期纯保费总额)]×100% ；

②用保险金额计算：当年退保保单保险金额与年初有效保额总额的比值，退保率=(当年退保保单保险金额 / 年初有效保额总额)×100%。

下表显示了国寿历年退保与保费收入之比及个人业务的退保率,国寿的计算方式，很明显是采用第一种方式：（弹幕：从这张表格的算式可以看出，数据可谓无一笔不无来历，并非国寿的财报比其他保险公司或者企业靠谱，而是财报数据的算法，是有来源的，重点是分析者是否懂得分析其来源而已。）

表25-3退保率

年度	保险收入	退保	退保/保费	寿险准备金	健康险准备金	保单负债准备金	退保率
2000	23,224						
2001	38,081						
2002	85,927						
2003	114,226	0				216,748	
2004	117,091	11,346	9.69%			306,815	3.40%
2005	125,686	18,727	14.90%			359,304	4.33%
2006	150,437	19,323	12.84%			452,801	3.79%
2007	163,485	29,723	18.18%	556,000	3,709	559,709	4.82%
2008	252,113	24,412	9.68%	649,011	5,026	654,037	3.01%
2009	261,715	22,947	8.77%	802,264	6,327	808,591	2.51%
2010	302,781	25,494	8.42%	999,793	8,408	1,008,201	2.29%
2011	302,012	36,401	12.05%	1,178,559	11,218	1,189,777	2.78%

2012	305,841	40,645	13.29%	1,359,184	15,593	1,374,777	2.72%
2013	303,660	64,663	21.29%	1,459,155	21,638	1,480,793	3.85%
2014	290,738	97,685	33.60%	1,558,714	29,930	1,588,644	5.51%

这张表格的数据，清晰的说明了国寿年报中的退保率，是如何计算出来的。（每一年的退保率，均与国寿的披露完全吻合！）可以看到，**2007、2014**年股市狂潮时，该年退保金额占当年收入比率最高，当然，由于股市畅旺，很可能前几年接的保单，都在该年一起退保，导致该比率上升。然后是**2014**年，该年也是股市狂潮。（从数据上看，**2012**年的总退保和**2007**年差不多，但**2007**年相当一部分是来自团体退保，单以个人业务退保看，还是逐年增加。）

由于经营性现金流是在保费收入扣除退保支出等之后，因此，大量退保会造成保险公司经营性现金流的波动。这便表现为上一节中所指出的，**2007**年的经营性现金流净剩余大幅度减少的因素之一。（**2013、2014**年又是。）所以，赔付和退保叠加，导致剩余现金流大幅减少。

这对于保险公司的运营来说，一方面严重影响现金流，另一方面会影响投资运作。这也是**2007**年底，国寿宣告派特别红利以吸引顾客的隐蔽原因。特别是，该特别红利只需宣告，而无需即刻支出。从这一点可以看出国寿的做法，不是啥荒谬逻辑，说什么看到该年股市在高位，日后回报率不佳，便放弃吸引保费。反而是为了继续吸收保费的同时，被逼要多派红利去吸引保单，然后在日后的投资中尽力提高回报。其原因便是前面说的保费增长稳定性和现金流问题，而这一问题也正是投连险**2004**年退保潮对平安所造成的经营上的困扰。所以，退保问题是一个重中之重，引起保监会高度重视的问题。

（更不是看见股市高了没地方投资，要把钱散出去，因为红利仅仅是“宣告”，实际上，尚未派发，钱真正仍然在国寿手上投资，因此要努力去投资，增加回报，以满足承诺的高分红。所以，此处又再次印证所谓预测投资收益，然后加减保费收入，纯粹瞎扯。一个错误的逻辑和论断，之所以荒谬百出，便如一个初哥摆了个姿势，却一目了然破绽百出一样可笑）

但是，此种临时提高分红派送，只有在投资有成，有所收益时，才能做这一动作。**2013、2014**年，同样退保大增，而剩余现金流大幅减少。国寿却没有办法再仿效**2007**年，宣告更高的特别红利来吸引保单，其原因，便是前几年股市投资无所收获，无所积累，而管理层称一称自己口袋，非但无所积累，而且也估量未来几年都未必赚得到这么高回报，更无法做出此种宣告特别红利的大气魄行动。如果再来一次特别红利，那么便相当于股东自己掏腰包贴给保户了。所以，此一动作无法再现了。

和万能险、投连险不同，对于一些长期期交的分红险和终身寿险保单，保险公司会提供所谓“不丧失价值任选条款”，比如说，把原保险单改为缴清保险单或者展期保险单，以所缴费的金额，重新设定保值，通过停止缴费，但不退保的形式，来延续原先保单，以避免投保人退保。但从保费缴交及现金流上说，这实际上相当于后续缴费的停止，不再续期，尽管保单仍然有效。这同样对保险公司的续期保费收入预期造成困扰。

还有另外一种减少退保的方法，是保单借贷。这在国外已经非常成熟，比如林森池在访谈中便曾经提及。按照MBA百科，保单质押贷款，是保单持有人，以具有现金价值的长期寿险业务保单为质押物向保险公司或银行等其他金融机构申请贷款的一种金融业务。

业务模式主要有两种：一是保单持有人将保单质押给保险公司，直接从保险公司取得贷款，目前绝大部分保单质押贷款业务均采取这种方式；另一种是保单持有人将保单质押给银行，由银行支付贷款给借款人。

申请保单贷款的产品主要是具有储蓄功能的养老保险、分红型保险及年金保险等人寿保险合同，只要投保人的人寿保险单具有一定的现金价值就可以作为质押物，质押给保险公司而获得贷款。多数公司允许保单贷款的最长时间为半年，贷款的额度为保单现金价值的80%，（有些只有70%或者更低），如果客户在保单贷款期间发生保险事故，保险公司还是会按照保险合同进行理赔，只是在最后理赔金额上会扣减客户的贷款额。

同样，中国人寿客户的贷款金额不超过投保人保单现金价值的70~80%，期限也是半年为限。从抵消客户退保角度，质押贷款这一做法是有效的，下表是国寿历年质押贷款与退保保费对比。（为易于比较，简单的以80%作为基准，2007年上市以前是采用70%）

表25-4保户质押贷款、退保比率

年度	保费收入	保户质押贷款	比率	增量	退保	退保+增量/ 0.8	比率
2004	117,091				11,346	11,346	9.69%
2005	125,686	981	0.78%		18,727	19,953	15.88%
2006	150,437	2,371	1.58%	1,390	19,323	21,061	14.00%
2007	163,485	5,944	3.64%	3,573	29,723	34,189	20.91%
2008	252,113	8,676	3.44%	2,732	24,412	27,827	11.04%

2009	261,715	13,831	5.28%	5,155	22,947	29,391	11.23%
2010	302,781	23,977	7.92%	10,146	25,494	38,177	12.61%
2011	302,012	32,321	10.70%	8,344	36,401	46,831	15.51%
2012	305,841	39,893	13.04%	7,572	40,645	50,110	16.38%
2013	303,660	60,176	19.82%	20,283	64,663	90,017	29.64%
2014	285,619	73,654	25.79%	13,478	97,685	114,533	40.10%

由于质押贷款和退保的数据计算，均以保单现金价值为基准，一个简单的做法，是将两者相加，但更清晰的算法，是先得出质押贷款逐年的增量。即是假设上一期本来打算退保者，改用质押贷款的形式处理，在下一期，继续延续质押，（即循环复借），因此，影响当期退保的，只是质押贷款的增量，将该增量除以**80%**，便可得到如果该保单，如果不采用质押的办法，而是直接退保，会影响的现金价值金额，再将其与退保所得金额（同样是现金价值）加总，再与当年保费收入比较，可以得到上表最后一列。这个比率显示了原投保人，试图撤回资金自用的意欲意愿比率。

可以看到，**2008-2010**年间，该比率甚为稳定，从绝对数额上，一直随着保费收入增加而增加。这显示了投保人的退保意愿比率，随着国寿所宣告的分红收益越来越低的情况下，保户退保的意愿，越来越强烈。（其原因是股市低迷的时间越来越长，国寿的收益被手上持有股票部分的股价下跌，整体收益下降，盈利不佳）对应这种情况于**2013、2014**年达到高峰，其原因，是**2007**年大卖的**5**年鸿丰，最终汇总出来的结果，说明收益甚低，因此导致投保户大为不满，其他保单也随之退保意愿强烈。而**2014**年的股市狂潮，则吸引了大量人打算退保去炒股。

但由于保险公司采用了质押贷款形式，部分原来打算退保的，用分流的方法，改用了质押贷款，保户获得现金流，不再退保。表现在退保率上，便是表**25-3**中，**2009~2012**年数年间的退保率，比照前期**2007**年以前，甚至有所下降。大致上，按照国寿方式计算出来的退保率，变化趋势与“当年退保/当年保费收入”接近，同样显示出**2007**年是退保高峰。而此后数年，退保率降低，于**2013、2014**年，重新达到退保高峰。

2011年情况又不同，从表格**25-4**最后一列可以看到，该年投保人退保意愿大增，其原因是市场资金紧缺，民间拆借利率飙高。从此处可以看见央行金融政策对金融行业各产业的影响，特别紧缩银根，收缩资产负债表，对金融产业的伤害。保单质押贷款，只能解决一部分问题，有另外一部分投保人，还是宁愿退保了事。但此种质押贷款相对还是有利于抵消此一影响。一个合理的参照，是**2006**年，该意愿率也大约达到**15%**，由于没有质押贷款抵消，因此退保率达到**3.79%**，远高于**2011**年的**2.78%**。

而**2012**年，情况更加明显，即是投保人退保意愿强烈，因为分红险分红所得，不如预期。但计算出来的退保率，却是降低，其原因，便是采用了此种保单质押的方式，投保人可以将现金分流回来，进行其他形式投资，因此，表现在保险公司的退保率，反而更低。所以，分红险的收益率低，实际上是伤害了保单持有人持有保单的意愿，但保单质押的形式，有效的降低了退保率，这表现在数据上，是**2007**年以后，与上一个周期比较，明显的进步。而**2013、2014**年的退保意愿，则强烈得不得了，皆因此前几年，国寿在股市上的投资收益，实在令人失望。（同年爆出来的，还有国寿的投资经理老鼠仓问题。）

对于保险公司运营来说，尽管保单质押和退保一样，都是把钱还给了投保人，但入账方式和性质却有所不同。一旦投保人采用退保的形式，保单终结，进行清算，即是拆仓，会减少经营性现金流净剩余，同时，原来列入准备金中，属于保户的资产，便需拆还给顾客。

而保户质押贷款则不同。一方面，质押贷款只得到现金价值的**70~80%**，比退保需付出金额略为少。另一方面，保单继续存续，准备金不需要拆仓，同时，也不影响上述表格计算的承保部门所产生的经营性现金流净剩余。借贷给投保人的质押贷款，则变成投资部门的一项短期有抵押借贷投资，也即是说，采用保单质押贷款形式，该业务再与承保业务无关，变成被转移到投资部门处理。这不是一种简单的财务技巧，而是业务性质的变化。（因为保单质押同时还收取利息）

对于整体投资组合而言，该项质押贷款金额占投资资产组合比例甚低，**2009**年后，超过“交易性金融资产”，达到**1%-2%**之间。由于比例甚微，而且期限只有**6**个月，短期资金流动，不影响组合整体投资分配及收益率目标，同时，从收益率上看，该项贷款的利率，一般是从银行贷款利率上浮，远胜于定存收益率。此时，考虑到《卷二》中探讨的短期险，其保费也是作为流动资金，因此，该部分质押贷款，在投资部门的使用上，比率甚低，会合并到一起作为短期流动资金处理。即是收取的短期险保费，可以和保单质押部分，合并处理对冲。

更重要的一点是，对于长期性保单来说，经济环境有起有落，银根紧缩时，利率高企，退保转高利贷有利可图，但不等于经济层面及央行会长久维持此种局面。过不久，央行又会放松银根，通胀逼人來。

（**2009**年以后的情况有所不同，星空下台前，出毛招搞了个四万亿，实际是**32**万亿，洪水滔天，此后数年抽高银根，皆为了对付这一年群P的风流债。所以抽紧银根的时间特别长。然后到了**2014**年，更狠的招式出来了，即是光放水不说话，已经不是大洪水，而是灭世大水了。最可笑是周小河流，历朝数任，如不倒翁，放钱是他，收钱也是他，左右自打嘴巴，

还自以为足以比肩格林斯潘，实在可笑。）

因此，利用保单借贷的方式，保户和保险公司，共同捱过这段时间，保持了保单的存续，一旦挨了过去，保户还款之后，又会继续缴费续存保单，尽管理论上，可以先退保，届时再重新签保单，但这相当于签了两次保单，增加了支付给营业员、渠道的费用，（从经济学上说，这增大了交易费用的损耗。）造成保险公司的资产管理冲击。因此，此种保单质押，减少了未来重签保单的交易成本，是对于保险公司对付退保问题，一个有效的做法。

按照2011年11月《保单质押贷款成新宠》一文报道：“新华人寿客服人员称，具体的贷款利率具体情况分析，目前在截至7月30日的保单贷款利率为6.9%。泰康人寿的客服人员称，保单贷款利率暂时为6.71%。合众人寿的客服人员称，暂时保单贷款利率为5.85%，太平人寿的保单贷款利率暂时为6.4%，人保寿险为5.95%。”

2009年，国寿的保单质押贷款利率大约是4.68%，2010年大约是4.25%，2011年是5.56%。从2011年10月01日起，借款利率由原来的5.85%调整到6.56%。整体上，高于“持有到到期投资”的收益率，大部分时间高于整体投资收益率。（见《上卷》）

所以，保户质押贷款方式，是一种有效减少退保的办法，一方面有利于保持经营性现金流，另一方面，阻止了退保对佣金的无效损耗，保持了保单的延续。从过去几年的数据看，国寿股份是充分利用了这一条款，有效的减少了退保。

（下）

下表进一步，比较各家保险公司对于质押贷款的利用。

表25-5各保险公司2010~2013年质押贷款Vs退保

公司	保费收入	保户质押贷款	比率	增量	退保	退保+增量/0.8	比率	退保/收入	质押/退保
国寿2010	302,781	23,977	7.92%		25,494			8.42%	94.05%
太保2010	84,665	2,307	2.72%		4,489			5.30%	51.39%
平安2010	96,877	8,431	8.70%		3,816			3.94%	220.94%
新华2010	90,599	820	0.91%		7,710			8.51%	10.64%

公司	保费收入	保户质押贷款	比率	增量	退保	退保+增量/0.8	比率	退保/收入	质押/退保
国寿2011	302,012	32,321	10.70%	8,344	36,401	46,831	15.51%	12.05%	88.79%
太保2011	90,493	4,094	4.52%	1,787	9,588	11,822	13.06%	10.60%	42.70%
平安2011	124,094	14,105	11.37%	5,674	4,407	11,500	9.27%	3.55%	320.06%
新华2011	93,495	2,055	2.20%	1,235	15,047	16,591	17.75%	16.09%	13.66%

公司	保费收入	保户质押贷款	比率	增量	退保	退保+增量/0.8	比率	退保/收入	质押/退保
国寿2012	305,841	39,893	13.04%	7,572	40,645	50,110	16.38%	13.29%	98.15%
太保2012	91,513	5,700	6.23%	1,606	12,318	14,326	15.65%	13.46%	46.27%
平安2012	134,851	18,558	13.76%	4,453	5,341	10,907	8.09%	3.96%	347.46%
新华2012	96,253	3,866	4.02%	1,811	18,093	20,357	21.15%	18.80%	21.37%

公司	保费收入	保户质押贷款	比率	增量	退保	退保+增量/0.8	比率	退保/收入	质押/退保
国寿2013	303,660	60,176	19.82%	20,283	64,663	90,017	29.64%	21.29%	93.06%
太保2013	93,268	8,444	9.05%	2,744	19,783	23,213	24.89%	21.21%	42.68%
平安2013	153,377	26,107	17.02%	7,549	7,574	17,010	11.09%	4.94%	344.69%
新华2013	102,189	8,841	8.65%	4,975	28,795	35,014	34.26%	28.18%	30.70%

公司	保费收入	保户质押贷款	比率	增量	退保	退保+增量/0.8	比率	退保/收入	质押/退保
国寿2014	285,619	73,654	25.79%	13,478	97,685	114,533	40.10%	34.20%	75.40%
太保2014	97,234	12,253	12.60%	3,809	29,028	33,789	34.75%	29.85%	42.21%

平安2014	183, 273	37, 886	20. 67%	11, 779	10, 188	24, 912	13. 59%	5. 56%	371. 87%
新华2014	108, 409	14, 903	13. 75%	6, 062	49, 026	56, 604	52. 21%	45. 22%	30. 40%

简单可以整理成下表：

25-6质押Vs退保比率

年度	国寿	太保	平安	新华
2010	94. 05%	51. 39%	220. 94%	10. 64%
2011	88. 79%	42. 70%	320. 06%	13. 66%
2012	98. 15%	46. 27%	347. 46%	21. 37%
2013	93. 06%	42. 68%	344. 69%	30. 70%
2014	75. 40%	42. 21%	371. 87%	30. 40%

从“质押/退保”可以看出，国寿、太保、平安，各自历年数据非常稳定。这就是分析年报的好处，可以看出，选择合适数据进行比较，如果结论是坚实可靠的话，那么，数据必然非常稳定，而不是孤证或者类似某些分析者，随口臆造、猜测。此种稳定，显示了公司经营上的稳定性。而新华保险则显示了一种进步。（2014年，万峰从国寿跳到新华，从数据看，国寿变差了，但新华却没有变得多好，冰积三尺，非一日之寒，几十万人的大公司，更多是体系制度的比较，非一人一事一时可以骤变。有些分析者常常喜欢搞管中窥豹，强调此种人事变迁，实是无知而已。）

在其中，任何一年，新华保单退保率最高，而平安最低。从“质押/退保”一列，也可以看出，平安对于质押贷款运用得最好，而新华保险则在劝说试图退保的客户改为质押贷款方面做得较差。其原因，是先天不足，因为新华保单从银保渠道售出的保单更多，缺乏足够一对一的业务员来跟进，以保持客户保单存续。所以“退保/收入”的比率，在几大保险公司中，一直是最差的，2012年，情况更是每况愈下，退保占收入接近2成。2013年，接近3成。

所以，从该项数据，可以看出新华由于渠道问题，确实先天不足。董秘或者董事长年报写的再漂亮，都无助于该先天不足的问题。但另外一个角度，从过去几年逐年看，“质押/退保”的比例，新华一直在提高，说明该公司多少还是能够意识到先天畸形的问题，愿意去做功夫改善。

相对来说，比较能衡量出客户退保意愿的是”退保+增量/0.8”比率，从该比率可以看出，平安保单退保意愿要低一些，这是真正的“素质”高一些。但值得注意的是，这个比率并不是保单数量，而是实际退保金额。

如同前面所说明，期交保单退保较少，由于平安多数售卖长期保单，佣金比较高，因此客户实际退保时，从平安得到的现金价值便低。而太保、国寿有部分银保趸交保单，相对来说，退保时，保险公司退还给客户的金额要高一些，因此该比率比较高。因此，不从退保金额而从退保保单数目，以及保单的期交、趸交数据而言，该差距会进一步缩小。

因此，此一素质好，并不是意味着平安有一种出类拔萃的与众不同，从而退保金额少，而是因为其银保趸交做得少而已。所以，所谓“素质”好，仅仅是结构上，期交多，银保少而已。所以，笔者并不主张用林sir的素质一词来界定一家公司。而是应该具体问题，具体分析。用素质此一词语来界定问题时，容易导致一种不可量化的倾向。纯粹是一种倾向性的叙事。（话说，某T的话语，也是此种典型的先入为主的倾向叙事。）

同样，新华保险，则是趸交太多，这是因为其公司，先天不足，只有很少的营业员，保单是经过银保渠道售卖，所以趸交保单特别多的结果。而在保户质押贷款问题上，平安和国寿运用得最好。这几者，如果与新华保险比较而言，可以看出，同是保险公司，运营上，差别高下还是相当大。

Michael Chen 写于2012-1-16，修订于2016/3/8

《人寿研究二十六 保费的增长与平衡（一）》

（上）

在《上卷》指出过，保险公司的运营，是由两轮驱动的，即是保费收入和投资。从这一节开始，探讨一个极其重要的主题：保费增长与平衡问题，即第一个轮子。总共分为四章。略微漫长。但通过对这个主题的探讨，除了可以明白两个轮子之间的关系之外，还从这个主题揭示出保险公司运营之中基础要素，并指向《卷四》及《卷五》中，关于保险公司利润以及估值的探讨。即是如何评价保险公司的运营，并进一步揭示为何会出现此种运营的原因。

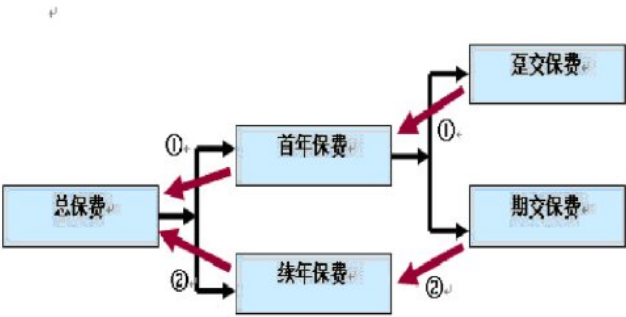
前面说到，要令到经营性现金流源源不绝，便需每年的保费，一年比一年多。（绝不可能忽高忽低），因为理论上，以两全险为主的话，生存给付占大头，前期保费收入逐渐增大，那么，后续赔付会一年多于一年。若果某个阶段，出现周期转折，受环境影响，总保费不增长，而赔付及保户分红支出则因为前期的保单滞后，随时间增大，一增一减，那么经营现金

流迟早会达到一个拐点而缩水，一旦变为负，便相当糟糕。此时便是保险公司的阶段转折点，一个良性循环周期被打断而可能向糟糕的循环周期发展，所以对于承保部门，不断保持保费稳步增长，是重中之重。

对于一张保单而言，保费收入可以有两种方式：一是趸交，一是期交。期交保费，实际是由趸交保费分拆而来，常规采用均衡水平法，即是比如假设趸交为一次1万，那么期交10期，每期便只需缴交1千。均衡保费有悠久历史，源于1700年的英国，即投保人每年的缴费是同一金额。此种收入方式，对于保险公司财务分析而言，非常重要。看起来简单，实际上极其关键，希望读者能够时时铭刻在心。

万峰在《中国保险学会2010年学术年会》演讲《平稳推动保费结构由趸缴向期缴转变》中，用下图来描述保费增长的两种方式：一，通过趸缴推动总保费的增长。二，依赖续期拉动保费增长。

图26-1万峰：保费的增长方式



万峰说：“趸缴保费虽然可以实现保费规模的快速增长，但是对一个公司来讲并不形成持续的发展能力，期缴保费可以形成公司的持续发展能力。而续期保费这一指标，可以衡量一个公司持续发展能力。”

相对来说，趸交保费，多数在银行、邮政渠道出售，收入是一次交费，明年收入是否比今年有所增长，容易受经济环境影响和渠道制约，每一年的经济环境不同，波动甚大，因此无法保证总保费连续增长。而期交保费，只要保单还在缴费期，客户又不退保、保单不失效的情况下，便能保持稳定持续缴费，即是意味着手上的有效保单，每年会按一个相同金额缴费，直至缴费期满。因此，从经营稳定、可预测，可控的角度说，要令到逐年保费一年收得比一年多，平衡现金流之外有净剩余，便需努力去做期交业务，而非一次趸交业务，因为这才是长远增长的重点。

多接期交业务，保持一定的延续率，只要客户不退保，后续保费便能稳定增长。这即是万峰指出的“保费自然增长性”：当期交保费达到一定比率之后，下一年度的续期保费会“自然的”大于上年承保年度。

按照万峰上面的图解，个人保费总收入可以按下述方式来描述：（1）个人保费总收入 = ① 趸交保费 + ② 期交保费（即图右侧）

（2）② “期交保费”=③ “首年期交” + ④ “续期保费”， →

（3）“总保费= ① 趸交保费 + ③ “首年期交”+④ “续期保费”，（即图中间部分），

（4）① 和③ 合起来，则可称为⑤ “总首年保费”。

对于分析者来说，这数者需要仔细的看清楚，辨别其中关系。媒体报章上，常有保险公司各种数据披露，很多时候，分析者或者媒体记者，并不清楚数据是其中的哪一项，又或常拿不同公司的不同项目数据混杂在一起比较，因此，引起各种混淆以及胡乱分析。

简单的说，国寿（个人业务）的总保费⑥，由三部分构成，一是趸交保费①，二是首年的期交保单③，三是以前年度有效保单的续期缴费④。表26-1显示了国寿历年各部分保费收入。

表26-1国寿个人业务保费构成

年度	①趸交	② 期交总保费	③首年期交	④续期保费	⑤总首年保费	⑥个人总保费
2000	10,792	13,732	9,727	4,005	20,519	24,524
2001	15,584	24,384	12,624	11,760	28,208	39,968

2002	52, 269	37, 733	14, 629	23, 104	66, 898	90, 002
2003	69, 339	44, 891	11, 945	32, 946	81, 284	114, 230
2004	54, 869	62, 225	19, 693	42, 532	74, 562	117, 094
2005	47, 146	78, 542	21, 572	56, 970	68, 718	125, 688
2006	54, 833	95, 608	24, 386	71, 222	79, 219	150, 441
2007	57, 917	105, 572	27, 745	77, 827	85, 662	163, 489
2008	141, 109	122, 289	35, 386	86, 903	176, 495	263, 398
2009	116, 586	145, 129	39, 707	105, 422	156, 293	261, 715
2010	122, 659	180, 122	52, 149	127, 973	174, 808	302, 781
2011	99, 190	202, 822	48, 096	154, 726	147, 286	302, 012
2012	80, 118	225, 723	45, 531	180, 192	125, 649	305, 841
2013	72, 658	231, 002	40, 271	190, 731	112, 929	303, 660
2014	66, 253	233, 029	46, 083	186, 946	112, 336	299, 282

表26-2是上述各部分对应于上年度的增长率。

表26-2各部分保费收入增长率

年度	①趸交	② 期交总保费	③首年期交	④续期保费	⑤首年总保费	⑥个人总保费
2000						
2001	44. 40%	77. 57%	29. 78%	193. 63%	37. 47%	62. 98%
2002	235. 40%	54. 74%	15. 88%	96. 46%	137. 16%	125. 19%
2003	32. 66%	18. 97%	-18. 35%	42. 60%	21. 50%	26. 92%
2004	-20. 87%	38. 61%	64. 86%	29. 10%	-8. 27%	2. 51%
2005	-14. 08%	26. 22%	9. 54%	33. 95%	-7. 84%	7. 34%
2006	16. 30%	21. 73%	13. 04%	25. 02%	15. 28%	19. 69%
2007	5. 62%	10. 42%	13. 77%	9. 27%	8. 13%	8. 67%
2008	143. 64%	15. 83%	27. 54%	11. 66%	106. 04%	61. 11%
2009	-17. 38%	18. 68%	12. 21%	21. 31%	-11. 45%	-0. 64%
2010	5. 21%	24. 11%	31. 33%	21. 39%	11. 85%	15. 69%
2011	-19. 13%	12. 60%	-7. 77%	20. 91%	-15. 74%	-0. 25%
2012	-19. 23%	11. 29%	-5. 33%	16. 46%	-14. 69%	1. 27%
2013	-9. 31%	2. 34%	-11. 55%	5. 85%	-10. 12%	-0. 71%
2014	-8. 82%	0. 88%	14. 43%	-1. 98%	-0. 53%	-1. 44%

从过往几年的实际运营数据看，期交业务总保费保持稳步增长，而趸交业务却是阶段式冲刺。而且趸交保费收入，确实波动非常大，比如（2002年、2008年）增长数倍，2009~201年则明显下降。然后趸交几乎是跌足五年。2013年趸交保费只有2008年高峰的一半。甚至总首年保费自2008年以后,也是一路下降，但总体保费收入仍然没有明显下降，便是依赖于期交的逐年累积效应。

同样，首年期交③也有起有伏，（比如2003年，2011年下降），但明显较之趸交保费，已经平缓很多。这两者的起伏，叠加成为首年总保费收入⑤的波动。2004, 2005, 2009, 2011年均较上年下降，所以，从首年总保费角度看，过去8年有4年下降，而2011年也不是第一次首年总保费下降。但是, 2011~2013年，首年期交连续三年下降，说明了保险售卖的艰难环境。

和趸交保费不同的是，期交总保费②则每年均保持增长，（即该列增长率数据全部是正数），而这又来源于续期保费④的

增长。（见上面：②“期交保费”=③“首年期交”+④“续期保费”）续期保费的增长，正显示了前面所说的“保费自然增长性”：当期交保费达到一定比率之后，（只要退保和失效的保单不意外暴增，从此处可以看出防止退保暴增的重要性。）下一年度的续期保费会“自然”大于上年承保年度。续期保费稳步增长，配合上新年度所接的期交新单首年缴费，一起推动了期交总保费的增长。这一列的数据，正充分显示了寿险期交业务的特性。

续期保费的来源，来自各种各样缴费时间长短不同的保单，比如有些是3年期交，有些是5年期，有些10年期，渠道也不同，主要是来自个人营销员，但也有少部分来自机构代理渠道。这些不同保单，缴费期持续到不同年份，每一年有一些保单停止（缴费）（但不等于保单失效）的同时，又有其他上一年、前一年的（当时新单）缴费继续持续，这最终汇总成为当期续期保费总额，这一总额，便显示了这各种各样渠道、来源、不同时间长短的保单，在该年所缴纳的汇总的（非当期新单）续期保费。

续保保费从2008年开始，重续增势，正显示了国寿个人业务，在2008年以前（即在A股上市以前）的过去数年间，对期交业务的重视，因为续期保费是滞后的，（无论这部分，是短期期交还是长期期交，）从收入数据看，到了2005年，续期保费收入已经超过当年的趸交收入。而在2008年趸交保费急冲之后，期交收入保费依然稳步上升，并在2010年超越趸交保费收入，成为推动总保费上升的力量。2009年-2011年，续期保费增长，每年保持20%以上。这正是来源于先前保单的积累续期。但2012~2014年，续期保费的增长幅度，便连续下降，甚至几乎不再增长。这实际说明该些保单所对应的前期（首年售卖的年份）区间，即几年前，期缴保单首年保费售卖不力。

到2011年，续期保费占个人保费比率，达到历史高峰，51%的水平。已经成为个人保费收入来源的半壁江山。2012年继续增长到58%，2013年增长到62%，这一方面是因为续期保费继续增长，另一方面是因为银保渠道所售卖的趸交保单，部分开始改为短期期交产品，以及银保趸交不断缩减，此消彼长，因此续期保费比率大增。

但如果不算趸交部分，期交保单的整体平均缴费期却缩短了。因为短期期交增多了。所以，2011~2012年，有分析者（比如某市场先生）看到短期期交增多，便颇为惊诧，认为国寿业务素质下降，这实际是没有看到银保趸交向银保期交自2009年以后的转化，导致期交期限看起来下降，但实际从整体保单来讲，这是非常有利的。问题只是银保期交的量没有跟上，才是问题。

可以看到，2008-2010年底，银保趸交险受压，大致稳定向下，2011~2012年继续下降，而个人首年期交继续增长。这说明在2008~2010年度，国寿确实是在调结构，调的是首年期交和当年趸交的比率关系，即是个人渠道集中做期交保单，而银保渠道尽量保持稳定，同时，也将一部分银保渠道的保单，从趸交转向短期期交，其目标，就是期交尽快和趸交保费收入匹配。

但是，2011~2014年度的银保趸交、以及银保首年期交保单下降，则是市场环境恶劣引起，而不是主动调结构。因为如果真能这么“主动”调结构，那么便如有神助了。某T从万峰讲话，寻得片言只语，断章取义，将调结构看成是预测未来投资收益，来冲保费高低，甚至不接保单，这是非常荒谬的。

这完全是不懂企业运营，看不到国寿经营的艰难，反而大力吹捧国寿的经营者，认为是刻意如此，这种分析对具体情况缺乏准确的分析力和判断力，既不知道万峰言论中，所调者为何。误以为推掉不接保单，又以此胡乱演绎，导致极其荒谬的结论，强行为国寿贴金，殊为可笑。

万峰的“调结构”，或者说，国寿所谓的“调结构”是在一定区间内，在报表盈余目标已经实现的情况下，有限度的调节期交-趸交比率，令到部分趸交保费变为期交，可以减少现金流在某一年度的冲击，而更加平缓。而不是因应于啥后续投资的透视眼来预测，甚至推掉保单此种白痴推断。

更不是说，不接保单，而是游说顾客，在推销趸交或期交保单时，优先期交，由于个人业务员，利在其中，本来就算总公司不下指令，基于自身利益，都一定会优先推销期交，所以这种调结构的举措，主要力度，不是针对70万营销人员。而是着力体现在银行、邮政渠道上，通过趸交保单转向期交来实现。即是说，调结构，体现在银保渠道上，将银保趸交，向银保期交的转变。这种转变对于企业而言是有利的，而非“有单不接”这种傻逼想法。

笔者对于此种从公司管理者的文字，又或者从笔者这里，抄袭片言只语，然后胡乱臆测的行为，深感厌恶。此种行为并非严谨的分析，而是哗众取宠的装神弄鬼。做分析，无论引用、判断，如同前人的历史学著作一样，所谓有几分证据，说几分话，不能胡说。投资，可大可小，小者虽然是升斗小民，金额不大，但或许已是该人多年积蓄，不可胡言乱语，甚至误导，一味吹捧。

从数据可以看到，2009~2011年，银保期交的急速增长，这体现了万峰的努力，正是调结构部分。但随后，2011~2013年趸交急剧减少，同期银保首年期交并没有增长，或者说，没有增长到足以抵消趸交降低的程度，而是两者的一起下降，这说明由于股市下跌，国寿收益不佳，分配给保户的分红少，导致银保渠道的顾客不喜欢将钱放入分红险，转而购买其他理财产品，特别是余额宝等各种产品兴起，吸走大量资金。这绝非国寿的主动调结构努力，而是市场原因。而管理层，是无可奈何，甚至无力抵抗。

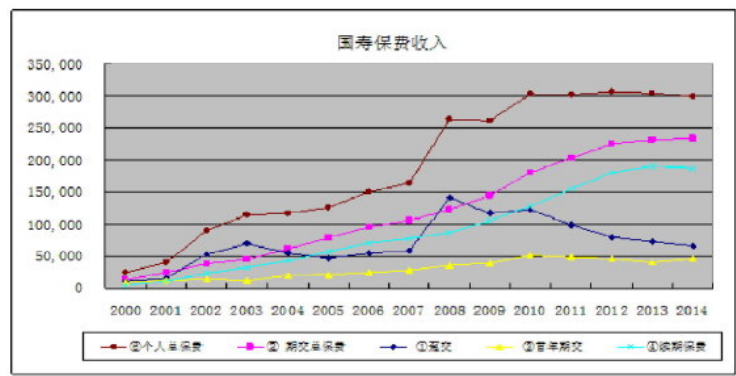
所以，这是外部环境的不佳，（包括外围理财产品兴起的竞争）、而不是调结构造成的。这说明，分析企业，要仔细的去分辨数据，才能准确的诊断出问题。要依赖数据分析，而不是胡乱臆想，随口胡扯。管理层不是神仙，相对于广阔的市场，管理层只是小虾米，不能胡乱吹捧成神仙，（这也包括从笔者的书单中，找到缪建民的著作，然后对其进行吹捧，

这也是很可笑的），以为公司管理层，能够枉顾市场和竞争，任意操纵业务和公司，为所欲为，这都是臆想。

(下)

下图直观的显示了国寿保费的收入及增长的动力：

图26-1 国寿保费收入



blog.sina.com.cn/u/2338748461

自2000年算起，到2015年止，15年作为一个整体来看，个人总保费与期交总保费、续期保费几乎同步增长。波动的是趸交。底部首年期交（黄色），即是每年所新接的期交保单。增长率最为平缓，但这一部分保单在后期延续，因此随着时间过去，（浅蓝色）的续期保费总收入增长率逐步和首年期交拉开。这两者叠加成为期交总保费（粉红），再和波动的（深蓝）趸交保费汇总最终成为总保费收入的增加。

曲线直观的显示了，除了趸交有波动，其他四条线均是一直在增长。2010~2014年，总保费的稳步不前，是因为趸交收入下降与期交续期增长交叉代替，此两种趋势相互叠加、互相抵消引起。可以这么预期，如果环境好转，一旦趸交重拾升势，两者叠加，届时总保费将有明显大幅增大。（当然，对应一面，就是如果趸交没有增长，那么总保费便增长缓慢，而如果趸交继续急速下跌，可能还拖累总保费下降。）

如果抛开趸交不看，则总保费和首年期缴保费，这两者已经五年没有增长。这是不可原谅的，这与“调结构”没有任何关系。只是说明公司在扩张期缴保单方面的经营，增长乏力。即是不考虑趸交和银保渠道的话，单纯依赖个人业务员的期缴保单，从过去几年间，（包括上市到林sir投资的年份间）的高速增长，已经进入了一个新的平台期。因此，由于增长速度的减缓，估值上，可能不能太过乐观。作为分析者来说，从前述数据所揭示出来的这个问题，是非常重要的问题。这个问题，留待后文进一步分析，探讨为何该部分增长乏力。

有研究者因为国寿股价不涨，批评林森池，这是典型的事后诸葛亮。林sir也不是神仙，没有透视眼，电台讲座是2007~2008年，哪可能看透看到2010~2014年？更何况，事情是人做的，连管理层对市场都无可奈何，外部算命的给你担保必然保持该种增长速度？？据此来批评林sir，也是相当可笑的。

笔者以前在投资方法论中，便指出投资需要监察，不断的及时监察。通过前述数据，在该些年份中，笔者监察到国寿的这部分期缴首年保单增长乏力，相对于市面其他分析者所指出的其他似是而非的问题，又或者胡乱吹捧，将管理层无能为力事情，当成如神似鬼的刻意调节，这个问题，才是更加重要的问题！因为这个问题将直接影响国寿的未来增长速度，进而影响相对估值。因此，在该些年间，比如2011~2012年间，笔者看到这些数据，便对国寿这部分业务的增长动力存疑，当然，从《卷四》，《卷五》可以看到，这只是一系列问题中的一个。）

续期保费来自先前期交新单的延续，这种叠加随着时间有加速度放大作用。即是万峰所说“期缴保费，越往后续期保费的差距就越大，最终导致总保费差距越来越大”，这实际是复式增长效应的一个例子。这种持续增长，是国寿保费保持长期增长的关键。由于此种续期保费的滞后及复式增长，可以预测，在业务老化之前，如果能够保持保单和保费的增长，则年份越往后，总期缴保费越大，这便是寿险公司所特有的业务特质，也是寿险业务所以是千里马的根本原因。（即是说，千里马，老骥伏枥，虽然跑得慢，也是增长。只是速度跑慢了！）

所以，期交业务的重要性，直接体现在续期保费的不断增长推动作用，进而足以维持前面章节所说明的“正剩余经营现金流”，再进一步推动资产和准备金不断增大。笔者预测，当股市回暖，真有慢牛出现，如果经营得当，到2017~2018年前后，国寿每年保费总收入将超过4000亿，总资产将达到每股100元。（注：此段文字写于2015年疯牛之前，懒得改了。）

从保费增长角度，期交业务对于保费长期增长是有很大好处。上面的图表中，已经展示了期交业务是随时间如何拉动保费

增长。这也是保险公司乃至保监会一直喋喋不休的讲要多做期交业务，同时也下文禁止保险公司售卖短期型快速返还产品的原因所在。

据报道，市面上，首次生存保险金给付最快的，在犹豫期满后即给付生存金，比如泰康人寿幸福人生A款终身年金保险（分红型），自犹豫期结束的次日开始至60周岁前，每年给付生存保险金金额为约定年金领取额的20%。这种快速返还，由于无法做长期投资，实际上相当于此刻多收客户钱，然后下一刻立刻返还，无法用来做长期投资，便无法获得收益，反馈、保障客户，纯粹多此一举，只是糊弄顾客的噱头。（但顾客有些不懂，还是很受吸引）

因此，保监会2011年6月，发文《人身保险公司保险条款和保险费率管理办法》若干问题的《通知》，对于快速返还型，比如两全保险，返还不得早于3年，保险期间不得低于5年，对于不符合要求的产品，必须在2012年前进行调整。国寿2011年热卖的“福禄双喜”分红险，（该年收入16,904百万）“成为自中国保监会政策出台以来首个被叫停的快速返还保险。”，于2011年10月停售，昙花一现。（从该产品的热推，可见国寿经营的积极进取，也常打擦边球，并非如外界所想象“保守”，或时刻与保监会同调。）

当然，也有论者认为，保监会不应该管到这么细，监而不管就可以，比如郝演苏便认为，“保险公司销售什么产品、保险金怎样发放、保险期限多长，监管机关可通过行业协会给出指导性建议，不应强制规定。只要符合保险法，满足偿付能力监管、控制资金运用风险、合规经营和保护投保人利益的要求，就可以让企业放手去做。要相信企业的市场判断，如果产品不好，投保人不会买账；如果企业不盈利，股东也不会买账。”

这背后的逻辑，是投保人有足够的知识来分辨这些产品，让到劣质产品在市场上被自然淘汰，但实际上，市面上的投保者，多数没有足够知识，来理解这一问题。当然，从商业角度，噱头，多点花样，有利于吸引观众眼球，促进交易，但羊毛出自羊身上，最终这些噱头的成本，又多是由百姓来承担。保监会作为行业监管人，出此规定，明显是有利于保护投保人的。笔者的观点是，就算是所谓金融环境发达成熟的香港，市民已经多次被保险公司所欺骗教育，但仍然防不胜防，像14亿的猪圈，在保险产品问题上，设置一些基础规则，还是极其必要的，不然傻蛋太多，骗子都不够用了。（未完，待续）

Michael chen 写于2012-1-1，修订于2016/3/13

人寿研究二十七 保费的增长与平衡（二）

（A）

人寿研究二十七保费的增长与平衡（二）

前节写到，长期下，期交保费对于保险公司保费增长拉动作用明显。但是，寿险公司也不能光做期交，而忽视趸交保单。期交是推动保费增长的长期动力，但趸交也同样重要。

理论上，同一张保单，用期交的方式缴费，或是以趸交的方式缴费，两者并没有什么不同，因为实质上是同一张保单在缴费方式上的分拆，这两者的精算假设：死亡率、投资收益率、费用率，并没有什么不同，不同的只是缴费方式变化而已。

正如后面讨论分红险时所指出，保险公司将同一张保单，变化成为期缴和趸交两种形式，由客户自行选择。这正说明了，在同一名称下的保单，尽管缴费形式不同，但其实质及假设的一致性。当然，由于精算上的现金折现原因，会带来一系列数据上的变动，同时，每年实际的运营费用的分摊会有所波动。但原理及假设是完全一致的。

但在实际运作层面上，由于保险公司每年均要出具财务报表，向公众股东呈报其一年运营业绩，而账面利润是按照实时收付制即时呈现。因此，期交-趸交在缴费和佣金支付方式上的不同，配合此一实时收付的会计制度，会造成当期账面利润上的差异。

万峰在《寿险公司战略管理》中指出：“均衡保费最大的特点，是假设寿险公司每年支出的费用相同，但在实际经营中，每年费用并不相同，差别最大是，保单的第一年成本，远高于以后的维持成本”，“因此，如果首年保费收入超过一定数量，则可能产生亏损。其超出部分，虽然在以后年度得到补偿，但对当年的财务结果，却有极大的影响。”

万峰指出：“首年业务越大，亏损越多，当超过公司能够承受的限度时，公司财政就会出现困难。因此，一般寿险公司，特别是新公司，对于首年业务的发展，有一个适度限制。”(P141)“寿险公司为保证整体经营成果，一般将首年单收入，控制在当年财政年度可以承受范围内。”

这即是《上卷》指出的“盈余损耗”问题。在即时收付制下，期缴业务新单的佣金，集中在前期提前支出，会造成账面盈余损耗。在A股，无论《二号文》前后，盈余一直在损耗，从没有变化过！真正没有造成盈余损耗的，只有2007年以前的港股报表的方式，即是将该部分人工佣金费用，用“递延承保费用”的方式摊销。这是非常直观的事实。（所以，没有了递延承保费用摊销这一项之后，承保部分，盈余损耗一直都存在。）

因此，如果从财务报表上当期的盈利指标来说，单纯的期交并非越多越好，理论上，如果首年期交与趸交的比率，超过某个比例时，其预先支出的佣金，会直接耗光当年盈利，令到按照实时收付制，佣金不摊销情况下的报表出现负数。（有些

智商读者比如啥潜龙啊，草帽啊，摸索了几年，没摸通，说没有“盈余损耗”的，请自动滚粗，不要一边反复阅读偷师学习，一边还智商极低的自以为是。最可笑就是这种过来偷师阅读，然后还自以为是又要批判的蠢蛋，乃至号称帮笔者补足擦屁股的蠢蛋。笔者都停了四年不贴，没见到这些蠢蛋智商有所提高，搞的自己一脸屎。）

比如说，一家新公司，第一年全做期缴保单，不考虑其他投资问题情况下，可能会大量消耗盈余直接导致亏损。因此，每年计划的期交业务，从公司业务计划上说，理论应该有一个封顶。但这是对于新开公司，而且需要刻意保持当期利润报表而言。

对于一个已经延续已久的公司，尽管每年有新期交保单，但同时也有先前年份的旧保单延续下来，该部分的佣金比率会低很多甚至已经不需要为之支付佣金，直接为零，对应可以对冲相当一部分先期支出的佣金。所以，理论上，从便于理解角度，新保单的提前支出佣金，是可以部分由旧保单的延续，由其收益来抵消、对冲。对于已经开办了一些年份的公司来说，此种盈余损耗问题，实际上，并非很严重，因为有旧保单可以对冲。甚至如果旧保单足够多的话，反而又有盈余。这是一种非常直观的逻辑。主要是在承保部分。对于具体一间公司，比如国寿，该部分的财务入账方式，由于受财务准则限制，因此，该部分的变化和分拆，具体再在《卷四》、《卷五》进行讨论。

此种以旧保单养新保单的办法，就是笔者在《卷一》所指出的“以战养战”的真正含义，即是说，开办了一段时间之后，便如滚雪球一般，旧的期交保单延续，由于只需要支付极低佣金，甚至不需要佣金，因此其累积剩下的盈利部分，便可以来维持下一年的新期交保单的盈余损耗，从而，后续报表便可以保持平衡，这是一个环环相扣的链条。

但是，从理解生意的角度，尽管在财务上，这两者表现为不同的类型，前者意味着一张新保单在某一财报年份的亏损，后者则意味着该张保单的盈余。但后者实际是由前者延续而得来。所以，此种前期盈余损耗，是从财务角度看。但如果从一整张保单角度看，这两者实际是同一张保单，只不过先前的年份记录为亏损，后面的年份记录为盈利罢了。

即是说，换个角度看，从保单的角度看，A保单后期的盈余，实际只不过是该保单前期消耗盈余的延续。两张保单实际是同一张保单，不过在不同时空罢了，即A（2006）和A（2009）罢了。由于会计上的实时收付制，因此，在某个年份的财务报表，实际是把这张保单在不同时空的点，给汇总起来，便成为该年份的财务数据！也即是说，如果回到保单的角度，则应该独立核算该张具体保单，而不应该拿A保单的消耗盈余，和B保单的不需要支付佣金合并起来探讨，因为这相当于时空穿越，或者一条贪食蛇的自我吞噬。所以，这就是笔者后来特别指出的，要从保单角度理解问题，才能理解此种延续。

虽然国寿不是新开业公司，但如果处于非常高速增长期，新期交保单增长如果远远大于所累积的旧保单的情况下，高速增长的首年期交业务同样会造成大量盈利损耗。当然这未必真正会造成账面亏损，但是会消耗更多账面盈利，即是盈余可能会对冲后所剩无几。这就是《上卷》“盈余损耗”所探讨的真正含义。

但对于公司管理者来说，由于受当期财务数据影响，账面上维持相当幅度的盈利，无论是对于外部投资者，监管者，还是售卖保单、支付分红，都是必要的，因应于这一问题，为了维持会计账目上一定幅度的盈利，所以，必须保持一些趸交业务，但又要顾及长期增长动力，从而需要合理平衡趸交-期交比例。这正是承保部分，接保单时，考量的精髓：平衡期缴-趸交保单收入比例。而这也是万峰“调结构”时的基尺。

万峰指出，实际经营中，（期交保单）一般遵循两年平衡原则，即是第一年超出部分，在第二年补足。因此一张保单的前两年收支平衡。（要注意的是，这是万峰所认为的合理做法，并不等于国寿实际上便完全按照此运作，如果像有些分析者一知半解，捕捉经营者的片言只语，胡乱解读，捕风捉影，将应然当做实然，再胡乱推演，则完全是错误的。）国寿的财报以及实际经营并非遵循万峰此一想法。万峰的说法只是一个构想而已，事实并非如此。

对于期交业务的手续费前置支出，造成盈余损耗的此种特性来说，趸交保单，是一个很好的补充和平衡。保险公司的开支中，有一部分是固定的支出，这部分，教科书称为“间接费用”，即不能指向具体某一张保单，而需要总体上进行分摊。比如大楼的修建费用需要折旧，运营有各种开销，固定的雇员支出，后期期交费用必须有人去催收（现在改为银行托收）但仍需跟进，保单维护需要费用，必须配备足够的后台业务，如精算师、理赔人员等，来核算保单，甚至保险公司出具财报都需要请会计师行审核等，如此种种的运营成本。这些并不指向某一笔具体的保单，但其费用，都依赖于当期的保费收入来分摊，因此当期保费总收入越高，单位费用便越低。

比如说，要渗透到乡村和三线城市，那么，可能在相应地点要修筑一个地标式的办公大楼，其成本最终要靠收到的保费来分摊，如果没有足够量的保单，分摊到每单位的运营费用便会大大增加。同理，其他的固定开办费用、保单设计和办公人员，软件管理系统等方面的投资，均需由足量保单收入来分摊。从而，和小规模的保险公司，又或者没有趸交保单的公司比较，在同样设计类似的保单和相近的投资收益率情况下，店足够大的好处，便是可以降低单位运营成本，这正是保险公司规模优势之所在。

当然，由于业内的保险公司，就算很小的保险公司，大多规模都已经非常大，而不局限于一栋或者两栋大楼，但是，当公司业务遍布全国各省市甚至农村各地区时，该种规模效应，仍然有意义。店大比店小，发挥了降低单位成本的规模效应，规模越大的保险公司，由于运营费用等各种间接费用得到分摊，（直接费用与保单挂钩，不分摊），那么，相比于不做趸交，或者少做趸交，只做期交，那么，吸收了趸交业务之后，由于规模增大，通过规模增大来降低成本，是一种真正的规模经济所节约的交易成本，即是有效率的减少成本，而不是简单的一种由于财务准则引起的盈余数据变化。再进一步，由于有更多盈余，则可以进一步分摊期缴业务的此种前期损耗。

所以，从此处可以看出，趸交保费收入对于保险公司而言，是非常重要的。其重要性在于分摊了单位成本而具备规模效应，从而真正获得盈利，并且此种盈利又可以分摊期缴业务的盈余损耗，从而也可以接更多期缴保单。因此，期缴-趸交并进，才是正确，而不是某些蹩脚分析者所认为的，只需注重期交保单，而不需要趸交形式。（千万铭刻在心：除非两者在实际运营时，带来成本差别，否则，期缴只是趸交的均衡水平分拆方式，两种精算上和结算利率上，乃至投资收益分摊并无差别，这意味着经过折算后的精算利润实际并没差别，只是利润在不同时点的分摊。）

下表27-1显示了历年营业费用与保费收入的比率，其中营业费用不包人工、佣金，简单的采用《上卷》源自《现金流量表》的数据，显示运营支出，尽管其中受应付红利生息和折旧影响，但明显从2008年~2012年间，数据显示趸交业务的增长率与运营费用占保费比率的增长率之间，存在明显牢固的负相关性，即是说，当趸交保费增大时，运营费用占总保费比率减少，这显示了上述所推导的结论：即是趸交保单分摊了运营费用。（即是趸交一多，运营费用比率便降下来。）

但2013~2014年情况有所不同，趸交保费比率下降的同时，总保费、运营费用也没有增长而是持平，说明保费来自续期收入。同时，总体营业费用并没有减少。说明一种总体运营成本的上升。

表27-1 营业费用与趸交保费的负相关性。

年度	总保费	营业费用	比率	增长率	①趸交
2000	34,529				
2001	52,601				
2002	101,438				
2003	135,033				
2004	148,913	5,340	3.59%		-20.87%
2005	159,779	5,362	3.36%	-6.42%	-14.08%
2006	182,680	6,439	3.52%	5.03%	16.30%
2007	196,582	8,622	4.39%	24.43%	5.62%
2008	265,099	8,587	3.24%	-26.15%	143.64%
2009	275,275	10,295	3.74%	15.46%	-17.38%
2010	318,229	11,321	3.56%	-4.88%	5.21%
2011	318,248	12,351	3.88%	9.09%	-19.13%
2012	322,742	13,456	4.17%	7.43%	-19.23%
2013	326,290	13,272	4.07%	-2.44%	-9.31%
2014	331,010	13,018	3.93%	-3.31%	-8.82%

（插一句题外话，观察总保费和营业费用的数据，在2009~2014年的5年间，数据几乎不变，支出不变，收入不变，这对于公司来说，并非好事，说明公司很可能停滞不前。数据稳定，运营停滞，意味着PEG中的G很可能不见了。管理层预算了一个成本之后，只能努力控制在该预算，而无法提升。这绝对不是某T所认为的，为了预测投资，公司进行推单，并认为是好事，此种蠢蛋思维。）

进一步，规模增大后，所节约下来的费用部分，会进行投资，回头给客户更多的红利分派。这是一种很明显的竞争优势，最终表现为日后可以有更多盈余，给予顾客更多回报，从而能接更多的保单，以继续维持这种规模优势。所以，如果趸交保单大量减少，单位运营成本会略有上升。比如2011~2014年，这进一步挤压了当年的实际盈利。

在《上卷》第二节中，笔者指出此种规模优势上的低成本战略：“通过一些畅销产品，用低成本，比如银保的方式，大量售卖，扩大资产规模，然后根据对应获得的保单收入大量现金流，预算一个固定比例的成本支出，使得有更多的现金预算，用于发展长期、甚至终生的高利润产品，由此锁定未来期交保单收入。

所以，银保趸交量大，其好处是有更多即期盈余用于抵消期交先期损耗。当日后当银保渠道的某些品种不再畅销时，由于有先前累积保单保底，前期保单有趸交对冲，后期保单则由自前期延续，利用先期积累的期缴业务，保持资产规模继续扩张。是一种滚雪球式的“以战养战”之道。”

简单的说，此一战略即是，以趸交冲量，摊低当期成本，避免或者减少账面当期亏损，再以期交保持长期增长动力。大量的趸交保费收入，有利于分摊对于除佣金和手续费外的其他运营费用（间接成本）。所以，银保趸交业务是一项非常重要的业务，而不是如外界或者蹩脚分析人士所认为的不赚钱的无利可图的业务，甚至要砍掉，笔者认为，像2012~2015年间，这种收入不变，支出不变的困境，有机会的话，应该加大趸交保单销售力度，（有多少单接多少

单），继续以保费增长为目的，才是正确的经营策略。

(B)

对于这种战略，万峰在《寿险公司战略管理》一书中，称为“低成本竞争战略”，并指出，这就是国寿作为保险市场领导者的竞争战略，或者说，“成本领先战略”：市场主导者具有规模优势，因而其固定成本相对较低。万峰指出，采用这一战略有一系列原因，包括保险市场处于“供过于求”，投保人在满期和退保后，容易过档，客户对保险费率差异有高度敏感性等。

万峰同时指出，与国寿的低成本竞争战略比较，平安采取的是“差异化战略”，这是由其处于市场次要地位的挑战者这一角色所决定的。而这一策略的做法，就是避开与市场领导者的直接竞争，而专注于某些细分市场，两者之间，产品路线、定位完全不同。（当然，更不同的是某些女婿企业，比如直接用万能险收购或者入股上市公司，然后炒高股价。则更显激进，而且是在保监会原先设定的范围之外的创新，甚至包括和其他女婿企业联手，逼着事后保监会出来认证。这才是拿着免死金牌的金融创新！）

因此，过去几年（2007~2010），平安专注采用“投连险战略”，错开和国寿正面市场的竞争，这一战略是一种合理定位。选择投连险，尽管只赚取管理费，但如同《上卷》所指出的，只需耗费很少量的稀缺资本，却同样有分摊期缴业务部分的其他固定费用的功效。

由此，可以看出，国寿和平安，各有各的定位。所以，笔者很反感某些分析者，买了其中一只股票，便拼命唱衰同行另外一只股票的做法。（比如买了平安的拼命踩国寿，反过来，比如某T将国寿吹得跟神一样，拼命踩平安。正确的分析之道，是就事论事，这两者无论是投连险还是趸交保单，均有分摊固定费用的作用，两边的小投资者互相鄙视，尽显一种无知，可谓“两小儿辩日”）。

可惜的是，过去几年间，比如（2008~2014），投资市场不佳，时不我与，因此，平保的投连险回报率同样不佳。这不是策略定位错，而是投资市场无法预测的结果造成。但从期交业务固定费用分摊而言，无论是国寿的趸交保单，还是平安的投连险，这两者均起了非常好的分摊间接费用的作用。

市场很多分析者实际上根本不懂这两者在保险市场上的定位和策略不同，一方面胡乱比较，另一方面自己买入其中之一，就带有色眼镜猛踩另一公司，智商、人品均低下无比。同时，也可以看见所谓有透视眼以预测投资市场的不可能性。因为如果有此种可能的话，平安这么多人才，早可以比散户预测得更好，早知道投资回报不佳，就不做投连险了。如同格雷姆厄所指出，投资分析，需要的是审慎，而非头脑发热的广告。

万峰说明，国寿采用这一低成本竞争战略的原因之一，是因为国寿从一开始在市场上，便处于规模领先地位，“通过业务规模实现成本领先，是这一战略的重要途径。”产品的单位成本，随着保单销售量的增加而下降。同时，由于产品定价的费率是由保监会统一规定，因此，各家公司预算的每一张保单的营销成本基本一致，在这种情况下，要降低总体成本，一方面依赖于根据预算，严格控制实际费用支出。另一方面，在运营上，此种通过规模扩张来降低运营成本，也非常重要。（所以，笔者此种讨论，实际是对林sir规模越大越好的观点的进一步详细讨论。但是，此处的讨论，又比林sir要更加深入。）

规模的增长，除了体现在“市占率”上，（这是公司保费收入规模与整体市场比较而言），对于个体公司而言，具体体现在公司的保单数量增多和保费收入增长上。从保单数量上说，如同《卷二》中，所统计的保单数量中所指出，以新代旧的有效保单，一年比一年增加。而保费增长，也是一年比一年多。

从此处也可以看出，所谓根据预测的投资市场情况，减少保费收入或者减少接单，完全是违背这一保单、保费越多越好的规模战略的。（所以，像某T的胡乱揣测，事实上，如果稍微有点头脑，都可以看到，几乎和前面的讨论，处处冲突，是一个典型浑身充满破绽的理论。此种胡扯夸大投资的透视眼，而推演出拒接保单的论断，也说明完全不懂得国寿运营中，保单规模效应所带来的成本降低，从而也完全不懂得万峰所指出的，由于国寿和平安在行业位置的不同，所采用的策略不同。说明其关于国寿和平安的优劣比较，完全是先入为主的拍脑袋型胡扯。此种胡扯不但某T为然，乃至包括各种只注重期缴，忽视趸交，又或者片面夸大平安的分析者也同样为然。笔者在此对其深深的鄙视！）

由于前述期交业务的先期“亏损模式”，因此，趸交业务成为既可快速扩大保费，同时又可减少总体利润受期交业务初期亏损影响的重要渠道。万峰举了一个例子：比如鸿泰、鸿瑞、鸿丰，便是一种低成本市场竞争战略。鸿泰、鸿瑞的首年销售成本，只有5%，与康宁、千禧等产品的销售成本60%相比，显得非常低。因此，鸿泰和鸿瑞的费率就可以非常低。万峰说，正是以趸交险冲量，才能使国寿的个人保费收入，在2003-2012年，不到10年间，翻了3倍。

万峰这个例子，是以会计的当年实时收付制来讨论的，即是5%是对应趸交的成本，而60%是当期成本，实际上，期交保单的实际费率，如果逐年折现摊销下来，并没有这么高。（所以，不能如整脚分析者一样，拿到个数据，便道听途说，胡乱应用，要看这个数字是基于什么统计数据或者财务准则得到。）

如果按照实时收付制，没有趸交保费的冲量，单纯期交业务的佣金支出，便会严重拖低账面利润甚至亏损。此时有可能就不得不减少期缴业务，以满足监管要求。因此，对于保险公司来说，期交重要，趸交也同样重要。不能光做期交不做趸

交。或者说，如果趸交保费急速减少，导致比例过低，那么实际运营费用也可能会增大。

市场很多分析者不懂，纯粹片面强调个人渠道期交保单，而忽视趸交分红险对于国寿等保险公司资产增长、费用分摊、账面盈利保持方面的重要性，甚至进而纯以期交业务多寡来评估、对比国寿与平安，都是错的。

事实上，平安尽管很少做趸交，但却做大量的投连险，这在原理上，同样也是以“非期缴保费收入”来分摊运营费用，原理与国寿的趸交类似，也是前面万峰指出的两者战略差异化体现。在手续费不摊销的会计制度下，同样需要一项非期交业务来分摊费用。

在基本的产品、市场环境非常相近，面对同种问题的情况下，占据不同细分市场，避开正面冲突，纯粹是因为各自的市场地位和竞争战略不同。如同《上卷》所指出，在核心资本有限的情况下，多做投连险，可以在较少的损耗公司核心资本金情况下，扩大公司业务规模，降低单位成本，运营得好，同样是一种好策略，但很多分析者看不到战略，又不读书，只看到这两者不同，胡乱推测哪种保单或者渠道“好”，或者带着有色眼镜猛踩，都是白痴。

笔者同时指出，以往这一部分趸交保单，在（2008年）以前港股的年报中，只能以管理费，而非保费收入的形式体现出来。从观察业务运营，以及生意的角度，A股年报，涵盖了这部分保费收入，如同林森池所指出的，A股年报更能充分体现出生意和运营。事实上，从上述分析可以看到，A股年报更能充分体现出生意特点。

林sir在访谈中，从保费收入角度，强调了国寿计入保费部分的以期交为主的“风险型合同”，而其他部分的以趸缴型为主的，投资型合同，以及平保的投连险，由于在2008年以前的港股会计准则下，并不计入保费，因此被认为“不赚钱”或者少赚钱。（因为不列入财报）。同时，由于港股手续费的摊销作用，也不会发生A股的“盈余损耗”问题。

因此，基于港股会计准则及年报数据，林Sir事实上，没有看到国寿、平保实际处于以国内为主的战场，且按照国内财务报告准则为基础，会发生盈余损耗问题。（因为此一问题，在二号文之前的港股年报并不存在。）因此林sir的访谈录，也没有指出这一盈余损耗的问题，因为该问题在2008年以前的港股年报并不存在。（因为财报中，用递延承保费用一项处理。）

笔者在此并非苛求林sir，而是指出了会计准则的变化导致的数据结果，但实际上运营并没有变化，只是以前按照港股年报便看不到了。这即是前面《卷一》笔者中对于林sir的拓展。笔者相信，如果2008年年中之后，林sir继续出来接受访问，看到二号文之后的年报，必然会继续探讨该问题，因为过往的递延承保费用一项没有了。

万峰的访谈，显示了期缴业务对于国寿、平保经营上的制约。而国寿银保趸缴型保单、平保的投连险，正是良好的平衡盈余损耗，分摊手续费的工具。所以，林sir强调了港股年报体现出来的风险型保单，而看不起（平安的）投连险，这也是一种错误。笔者在此进行纠正。

如果根据林Sir所认为，国寿“庙大和尚多”，个人营销员网络大是一种优势。但是，此种优势在国寿与平安之间并不明显，（反而这两者与新华保险比较明显）。从A股财务及报表制度下的运营费用及利润表角度看，笔者认为，国寿业务中，银保趸交业务，能够保持冲刺增长，以和期交业务匹配，以保持合适的报表利润，是一种更为重要的竞争优势。所以，银保趸交的投资型产品，自有其道理。（而从数据上看，在高峰期，银保趸交产品也占了半壁江山。如果说，此种业务不好，那么为何国寿的承保部门，要接半壁江山的银保趸交分红险？

许多分析者过度踩损银保业务，实际是一种无知的表现。保险公司的运营者，自有其考量，许多这个行业的从业者均是一辈子在此行业工作，属于专家，而往往外行的小散户，买了一手股票，搜索一些资料，道听途说，自以为比人家做一辈子的懂得多，实际是很可笑的无知狂妄。

万峰指出，“银保业务从2004年起步，对于业务发展有五个方面贡献：一是巩固公司的市场地位，二是扩大公司客户资源，去年银保实现新单保费1,340亿，公司整体新单保费2,960亿。50%的业务来自于银保。从新单保费上看，公司有1,909亿是新单保费，银保业务的1,340亿占其70%。换句话说，每年我们有70%的新客户是银保渠道开拓的。三是银保业务为公司的品牌传播。四是公司的效益，五是公司整体业务发展。”（《在银保干部培训班上的讲话》）

“多年以来很多人说银保业务不赚钱，有的公司甚至在媒体上公开批判银保渠道的高成本。可大家都知道，现在保险公司的利润基本都来自资本市场的投资收益。每家公司资金的投入成本大同小异，各个渠道的投资回报都是差不多的，而不同点就在于业务成本的不同。但是我们公司各个渠道的业务成本都是有效的控制在一定范围内的，所以说公司去年328亿的利润中有相当一部分来自银保。因此，在理论上，银保渠道肯定是赚钱的。”

（所以，某T以为国寿有所谓强大的债券投资能力，也是一种幻想，债券市场波幅很小，投资能力的差异，对于结果的影响，远不如股票市场明显。喋喋不休于探讨债券市场的微小波动对于利润的影响，是一件很搞笑的事情。出现此种将国寿吹捧得像神一样，然后到处贴金，胡乱找优点的做法，是因为其缺乏分析能力，完全找不到分析的要害，胡乱猜测，便如初学的护士，见人扎针如有神，有样学样，见到类似血管便一针戳去，结果戳出浑身窟窿的血人来）

即是说，不能只强调期交而忽视（银保）趸交。趸交保费的“量”，对于平摊保险公司的早期运营成本，非常重要。简单的说，趸交和期交，对于保险公司来说，并不是一种代替关系。由于两者的主要销售渠道不同，前者是由银行邮政售卖，后者主要由个人业务员售卖，因此，两者是互补而不冲突的，两者均是越多越好，从无减量一说。

更严格的说，由于无论银保还是个人渠道，缴费方式上，期交更类似将一张趸交保单分拆成多张同样的保单，分开续期，从而更有利于保险公司的现金流管理而已。进而，如果保单是同一张保单，但只是缴费方式不同的话，如果没有带来运营成本上的变化的话，那么，对于同一张保单而言，其利润并无不同，区别只是入账先后不同。比如说，趸交的，有国寿鸿丰，期交的，有国寿鸿丰B，这两者采用同一套名称，便意味着精算和各种假设上的一致，而仅仅是分拆为两种不同的保费缴交方式，（当然，涉及精算后，随着时间过去，数据差异会变得很明显。）

市面所谓的利润率低下，如果其他条件一致，实际上只是按照实时收付制下，账面上的先入账还是后入账的区别而已。包括万峰上面所举的例子，费率计算，也是以会计的实时收付制为基础假设进行讨论。所以，笔者指出，如果要理解保险公司的利润，必须回到以保单为基础，其原因在此。因为只有从保单角度，才能看到期交和趸交的一致性，也由于此种一致性，才能进一步理解佣金分摊与否的差异，所带来的“盈余损耗”问题，也不至于片面的误认趸交不好，期缴一定好的想法。

但是，有的蠢材一知半解，跑来笔者此处，窃取了一点思路，又不得其解，便跑去搜集保单精算，试图去计算出保险公司的所谓“真实利润”，这实在南辕北辙。更甚的是，其计算本身还是错误的，还自以为是。其进行计算之后，整理了一堆，跑来希望笔者指正。被笔者拒绝，因为浑身均是破绽，但其完全不理解，反而非常不敬，希望抛砖引玉，抢先发布。因此笔者干脆不贴出后续文字，让其闷着难受几年，也未见其几年来，想通过这些道理。

笔者前面指出，以保单为依据，而非以财报为依据，重点在于前期亏损，后期盈利的保单，期缴和趸交的保单，实际上是同一张保单。该种分拆，只是造成一种财务上的差异。必须理解这种同一性，才能不被财务会计准则所述迷惑。在《卷四》及《卷五》中，笔者将进一步演示，如何分拆保单，以理解这一问题，从而对国寿的利润有深刻认识。

回到具体保单上，可以说，除非银保趸交的保单精算设计与个人渠道所售卖的期交保单，在实质上有所不同，比如说，鸿丰趸交和鸿丰期交B不同。否则，这两者应该没有很大区别。所以，此种银保趸交不赚钱的说法，只是一种无知。

从业务上看，按照万峰的说法，“96年分业后，中国人寿的主渠道是团险，主要产品是福寿安康。2000年营销开始，个险成为主渠道。到现在，银保渠道已经成为主渠道。公司总保费的50%、首年保费的70%、首年期交的30%都来自于银保渠道。某些公司甚至已经把银保作为维持公司生存的唯一渠道。”（MC注：比如新华人寿。所以，在2011~2013年，投资业绩下滑，银保业务由于利润率回报不佳，无法和其他理财产品竞争而受到打压时，新华人寿的缺点便显示出来。因为单一依赖银保拓展其业务，渠道受制。）

(C)

理论上说，趸交如果能和期交一样，保持一种同比稳步增长，对于运营（和对于外部投资者做财报分析）来说，最为简单，但现实并非如此。可以看到，国寿的趸交保费收入，增长方式与期交完全不同。如果说，期交是一种稳步推进的线性增长，那么，趸交保费，便是一种阶梯式的阶段增长。

引发阶段划分的特征，是在2003年和2008年，趸交保单产生了突变式增长。在2003年，银保渠道的趸交险，大幅度增长，主要是趸交两全分红险“鸿鑫”大卖，2008年，则是趸交分红两全险“鸿丰”大卖。以该年数据看，鸿丰占该项收入约为： $105,343/141,109=74.65\%$ 。该保单热卖的原因，是如下述报道所指出：

“2008年初，随着A股深幅反转，银行理财产品市场巨震。一大批股市相关产品黯然失色同时，中国人寿分红险脱颖而出，得益于上年牛市录得的高达10.24%的总投资收益率，国寿在春节前后向保户颁布了约8%的分红政策。即便按分红合同中约2%的保底收益加上账户收益70%的分红约定，这样的政策依旧异常慷慨。丰厚分红的履约，自然造就了逐利客户与避险资金的纷至沓来。

中国人寿保费收入于是爆发式增长。不但在2008年3月拿下了424.92亿元的历史最高单月保费，更在以往销售淡季的二、三季度创造了超过50%的月保费同比增速，其中，与2007年同比销售下滑的7、8两月相比，2008年分别缔造了98.67%和93.65%的同比高增长。年报显示，2008年，中国人寿在银保市场主打的鸿丰两全保险单一品种的全年销量高达1053.43亿元，成为中国保险史上第一款年销量过千亿的单一产品。

以“鸿丰”为代表的中国人寿银保分红产品在2008年的热卖，相当程度上来自于投资者对于其投资回报的错位理解。而上述银行人士称，中国人寿也破天荒地就此提出了“控制”的主张。目前，3.6%的5年期存款利率成为分红政策后市销售的重要标尺。”（见《中国人寿开始重新构建自身的银保分红险结构》）

这篇报道，非常清晰的指出了，正是由于8%的特别红利分红政策，（以及百姓对后续国寿，或许能够每年均继续维持此种分红率的错误预期，大量买入保单，）引发了2008年的银保渠道突变，以及此后2009-2010年的趸交保费的跟进。也引发了国寿的调结构。但此种调结构，不是预测后市，进而操控保费，而是努力将这部分趸交化为期交。即是说，不是啥去预测后市，而是重点在于保持保费收入的平稳。

从投资上看，宣告8%的分红率，一方面必须该年投资确实有足够收益，2007年股市大牛市使这种分红比率成为可能。

（但后续几年，投资市场不佳，就算想吸引保单，却无法再宣告此种高比率分红了。比如2012~2014年间），另一方面，如同前面章节所说明，当年大量的退保必须有足够的分红率才能吸引住保单继续延续抵消。同时，以趸交保费来冲

量，（以分摊运营费用及提高利润），才能保持并扩大此种低成本战略优势。

从此处可以看到，股市突然转牛，对于保险公司来说，是一把双刃剑，一方面退保大量增加，需要提高分派红利以减少退保并吸引新保单，同时保险公司必须利用牛市短炒，实现投资，才能达到所宣告的红利率，否则如果执迷于时间玫瑰这些幻觉，胡乱长持不动，号称跨越牛熊，结果大牛市没等到，出现**2008**年以后的熊市，绵延几年。跌跌不休下去，保单到期，公司便必须自掏腰包，实现亏损，或者更低的保单分红回报。

由于保单的保底承诺，以及保单到期拆仓，此一亏损会变成实质亏损。所以，保险公司的投资策略，笔者简单的称为：“折花策略”，即是股市涨高了，就要卖！！“花开堪折直须折”，不能学京城折花哥，双色玫瑰没折到，只惹了一身刺和无尽骚味。

如果宣告红利过高，由于股市变动不居，牛短熊长，后续不可能维持如此高分红政策比率，一旦达不到期望时，会令顾客失望，便会造成此后的退保急增，（比如**2010-2014**年的情况）。从此处可以看见股市突然急速走牛之后，再来个突然的牛熊转折，会对保险公司，在承保业务运营及现金流管理方面，时间上产生一前一后的冲击。

因此，从运营上，**2008**年时的战略及预测，（此时是看不见此后几年的资本市场情况的，最多只能知道**6000**点或许估值高了，而不是如蠢材所预测，缪建民有如妖似鬼的诸葛孔明布衣神算，有一双透视眼看到明年、后年的市场。这种思维事实上完全是瞎扯，有这种透视眼，还经营啥保险公司，直接去澳门做赌神好了，或者装神弄鬼学王林或者严新大师表演魔术，可能赚的还多，还搞啥保险公司。）

管理层不是神仙，不能抱着幻想，看好一只股票，就将管理层说成神仙。事实上，到**2012~2013**年底那一刻，恐怕缪建民真希望自己有透视眼，能够拍胸口说明年股市多少点。然后博个短差，以弥补过去几年的股市跌跌不休，不然保单到期，赚不到钱分给保户，连柜台都被砸了都有可能。

2008年时，经营上，是不能预期此种银保趸交保费，继续保持长期持续性增长，相反，更需要担心其一旦达不到顾客期望，出现大量退保对经营上的冲击。所以，这是一种两难，一方面希望有足量趸交保费，另一方面又担心此后几年后续跟不上。所以才需要调结构。

同时，更重要的是，对于保险公司运营，在保费收入上，如果银保趸交一支独大，个人推销员的首年期交业务增长速度，将无法跟上。相对于个人业务员，银保渠道属于保险公司相对不可操纵范围，一旦银保渠道收入大幅波动，忽高忽低，将影响公司现金流运营。

基于稳步增长的现金流思想，（见《卷二》及《卷三》所讨论。）某一年的突然高速增长，未必是好事，因为几年后会出现后续的突然退保、以及满期赔付冲击，在每一次趸交保费高速增长的冲击之后，都需要一定时间来等期交业务慢慢赶上。当然，这种跟上的策略，也得期交业务能跟得上才行。但是，期缴业务的性质本身，便如之前所指出的，属于稳步累计，复式增长。因此，需要一段时间才能跟上。如果要恢复到原初的平衡的话，那么，趸交保费突然增长之后，最好是保持稳定不动，成为阶段平台式，而期交慢慢线性增长跟上。

由此，可以回顾国寿在保费的增长和平衡上的战略：以市场领导者的规模优势，实行低成本竞争战略，主要战略和途径是总保费规模增长，同时，严控运营费用约束。（（《上卷》第二节所说的总体费用平衡预算，在此体现）。

在保费收入增长上，通过期交业务来达到后续续期保费自然增长，期交太少则保费长期增长乏力，但期交会损伤当年度账面盈利，（盈余损耗问题）。而趸交保费对于期交保费，是一种很好的互补，在保持规模增长的同时，能够分摊间接费用，因此运营上，要保持趸交-期交的适度平衡。保险公司，经营管理，费用、收入、支出，节余现金流控制之道，在于保持这两者的动态平衡与增长，（这也是前面这数节所处理的重要主题。）

所以，因应于**2007**年的股市收益及市场竞争，国寿派出**8%**的特别息，结果引来在（**2008**年）趸交保费突然暴长，随后，国寿提出了控制、调结构。（可以看到，运营是一连串连续的事件），目的就是加大期交的保单，尽量抵消此种趸交突然过度增大，加速度过大的冲击。（而不是啥对资本市场的透视眼这种妄想式的猜想。）

万峰指出，“转变增长方式是必要的，但是保持业务稳定也是必须的。趸缴保费和期缴保费都是首年保费，但是趸缴保费对推动业务的当年发展起着至关重要的作用，整个行业主要问题是趸缴保费占比太大，从高往下落是应该的，也是必要的。但在转变发展方式时一定要处理好趸缴保费的下降和期缴保费的增长点，要寻找一个平衡点，既要保持业务的适度增长，也要加快保费增长方式的转变。”

万峰说，“这几年来中国人寿就是在这个平衡点中寻求发展，每年适当降低一些趸缴保费，第二年期缴保费大幅度增加，最后导致总保费的增加。所以保险业要拐大弯，不能拐急弯，先做短期的期缴保费，然后再做长期的期缴保费，不要从趸缴保费一下过渡到做长期的期缴保费。”（注意，这才是真正的调结构!）

比如说，保费总量的增长，保险公司的运营，如果第一年做了**10**张趸交保单，合共**10**万元，那么，后续运营，逐渐增大期交的量，而减少趸交的保单量，这就是小拐弯，而不是大拐弯。如果彻底不接趸交，只做期交的话，只有**10**张期交保单，每张**2**千元，那么当年总保费收入只有**2**万。当期保费收入（及现金流）便急剧减少了，而如果此时刚好有些前期保单，比如**2005**年售卖的保单，赔付到期，有大量现金支出，便会带来运营上，特别是现金流问题，如果拐弯拐的太厉害，很可能现金流便变成为负数，此时便要靠变卖资产来填补支出，即是承保部门的运营，拖累到投资部门的决策，成为

掣肘。这就是高速公路拐急弯，大拐弯，容易翻车。

所以，趸交保费的突然高速增长，会对保费收入及后续运营，产生影响深远的冲击。这种冲击体现在，突然的高速保费增长而后续又没有跟上的话，一方面保费收入忽高忽低，影响现金流稳定，另一方面后续该部分趸交保单，集中满期赔付时，又将对资产投资构成再次冲击。

由于期交保单有一定的延续性，只要有效缴费保单继续增长，那么，逐年的期交收入，便会不断增加。对于“趸交-期交”的平衡来说，如果趸交数量保持不变，随着时间过去，期交的比例便会慢慢跟上。（如同前一节图表所显示，续期保费随时间逐步增大。）因此，趸交的增长，如果是一次突然的高速冲击，然后保持收入稳定，那么，就算不刻意减少，以时间换空间，趸交-期交比例也会慢慢降下来。重要的是期交的有效缴费收入，要越来越多才行。

在此也顺便说一下，从前面章节的图可以看到，如果2008年时，如果真的能够有足够的预测力和规划、执行力，能真正规划并达成2008-2012年的实际期交业务，或许2008年并不需要去大力调控趸交结构，而只需保持这种平台式增长（即趸交缓慢增长或者不变，而不需减少，或者刻意调结构），按照前述上述所说，以时间换空间就可以了。即趸交不必刻意减少，因为期交追得很快。同时，事后看，2011~2012年，趸交跌的很厉害。所以，实际此种调结构的策略，到了2011年，实际已经不需要，因为策略跟不上市场环境的变化快。（即是趸交跌得太快了！）

所以“调结构”的策略，从保费收入来说，也是一种基于2008年，当时当下信息的策略，这说明管理层是无法准确预测未来的。从事后看,由于2008~2013年股市收益不佳,期交继续增长，万峰想努力保持趸交保费，但却做不到了，变成继续减少，如果管理层真有透视眼的话，那么对于趸交保费,在2008年以后最佳的策略，实际连调结构都不需要，能稳住便不错了。

同时，“调结构”还有另一个深层原因，是核心资本的约束，即《上卷》第十三节所说明，在有限核心资本的约束下，国寿选择了优先保期交而减趸交，这才是调结构的深层约束。

简单的说，保费收入问题上，趸交和期交的比率控制，其考虑，一方面是尽力维持整体保费平稳增长，（经营性现金流方面的考虑），二是适当控制期交比率，以免过度消耗盈利。（运营费用、当期报表利润、分红方面的考虑）。所以，袁力履新，提出要重视内含价值，重视期交时，要衡量此种战略的长期得失，也得看其具体的策略和目标数据是多少，不能因为过分重视期缴而转急弯，（但因其没做几个月就走了，所以，对袁力的这套经营策略，无从再究。）

进而，调整保费收入时，要避免大起大落，而是在稳步增长的前提下，每阶段不断的微调。可以看见，万峰心中对保费调整的构想，充其量也是微调，小拐弯，而且纯以承保业务为核心思想调节，心中从无考虑明年、后年股市、债市的透视眼预测，更不能操纵保费急冲急跌。

在这一节，笔者继续深入拓展了前面章节的内容，同时重新指正了市面上各种错误幼稚的观点。论证并指出了国寿承保上的运营策略。所探讨数据，均以财报为依据，实发前人所未见也，赞一个！

Michael chen写于2012-5-2，修订于2016/3/20

人寿研究二十八 保费增长与平衡（三）

（A）

上一节写到，在保费收入问题上，国寿整体的经营战略是：因应于经营性现金流考虑，整体上维持保费平稳增长。保费的长期增长，期缴方面，主要依赖期交业务随时间累积，但初期期交业务会损耗当期盈余，造成在实时收付制下当期账面盈利下降，（盈余损耗）。趸交保费能够分摊间接费用，对于期交业务来说，是一种很好的平衡。趸交-期交两者一起，拉动保费增长，形成规模优势，可以在市场上实现低成本竞争战略。（如果一边倒搞期缴业务，就不是低成本竞争战略了。）

从趸交和期交这两种不同业务形式上看，过去十年，期交的保费增长，大致保持直线稳步增长，而趸交是阶段式冲刺。整体上，可划分为两个阶段，一是2003-2007年，二是2008-2014年。在每个阶段内，首年期交占比均在逐渐增大，这显示了国寿在每个阶段内，逐步的“拐小弯”。表28-1显示了这种增长和拐小弯的过程。

表28-1首年期交业务增长和期交保费占比

年度	③首年期交	增长率	② 期交总保费	⑥个人总保费	期交保费占比	趸交保费占比	④续期保费	续期保费占比
2000	9,727		13,732	24,524	55.99%	44.01%	4,005	16.33%
2001	12,624	29.78%	24,384	39,968	61.01%	38.99%	11,760	29.42%
2002	14,629	15.88%	37,733	90,002	41.92%	58.08%	23,104	25.67%
2003	11,945	-18.35%	44,891	114,230	39.30%	60.70%	32,946	28.84%

2004	19,693	64.86%	62,225	117,094	53.14%	46.86%	42,532	36.32%
2005	21,572	9.54%	78,542	125,688	62.49%	37.51%	56,970	45.33%
2006	24,386	13.04%	95,608	150,441	63.55%	36.45%	71,222	47.34%
2007	27,745	13.77%	105,572	163,489	64.57%	35.43%	77,827	47.60%
2008	35,386	27.54%	122,289	263,398	46.43%	53.57%	86,903	32.99%
2009	39,707	12.21%	145,129	261,715	55.45%	44.55%	105,422	40.28%
2010	52,149	31.33%	180,122	302,781	59.49%	40.51%	127,973	42.27%
2011	48,096	-7.77%	202,822	302,012	67.16%	32.84%	154,726	51.23%
2012	45,531	-5.33%	225,723	305,841	73.80%	26.20%	180,192	58.92%
2013	40,271	-11.55%	231,002	303,660	76.07%	23.93%	190,731	62.81%
2014	46,083	14.43%	233,029	299,282	77.86%	22.14%	186,946	62.46%
2015	61,193	32.79%	251,383	325,386	77.26%	22.74%	190,190	58.45%

经历了2008年趸交保费突然高速增长的冲击之后，国寿个人业务保费收入，趸交保费占比，陆续减少，到2011年末，趸交只占33%，到2012年，只占26.2%。2013年更低，只有24%。此后三年，一直维持此种比例。

2011年期交占总额67%，其中，续期保费占了51%。2012年，期交占总额73.8%，而保费中的58.92%完全来自续期保费。2013年，62%来自续期。这充分显示了续期保费对于保费增长的重要性。当然，此一比例的陆续增大，不仅仅是因为期缴业务的增长，而也因为趸交保费的不断缩水。

可以看到，2002年开始的趸交保费增长突然增长，然后维持为一种平台式稳定，等待期交业务的慢慢跟上，到2008年趸交保费再次急速增长之前，用了6年左右时间来完成这种跟进。而在下一个周期，则只用了4年来达到占比约65%的水平。这相对缩短的2年，就是主动的调结构的结果。其内在原因，是国寿在银保上下功夫，将部分银保趸交，转为银保期交。（这是真正的调结构，而不是推单）。

从调结构上说，这一问题，实际只是在2008年才出现的问题。经过此后4年（即到2012年之前）的结构调整，国寿已经完全消化了2008年银保渠道因为趸交保费收入的高速增长，所带来的保费收入结构改变问题，到了2012年之后，明显银保渠道的趸交保费增长不足，拖后腿了，不但没有过剩，反而不足，属于并非合意的“结构调整”。（所以，对于公司的考察，要不断根据数据变化的看，而不是刻舟求剑。）可能时，应该多催谷银保趸交的继续扩张。但看起来，由于其他理财产品分化，以及保监会银行驻点政策的变化，使得趸交保费没有大幅度增长。

从未来下一个周期来看，银保趸交的保费，可能要达到2008年的高峰水平，（即最好是能够达到1400亿以上，）才在下一个周期中占比属于合理的。即届时期交保费达到2800亿，而银保趸交保费达到1400亿，（两者合起来4200亿），才是一个合理比例。（即总期缴保费占2/3）。如果按照这一数据，则年总保费收入，将超过4200亿。（实际上，看数据看，可能过于乐观了，因为2013~2014年的期缴总保费只有1%的增长。）而事实上，到了2015年底，趸交保费只有这个目标的一半，而总保费只有3253亿，占这个目标的77.4%。所以，看起来起码还要好些年份才能达到这个目标。

从首年期交业务来看，实际上，过去10年，（2001~2011年），经由个人渠道售出的首年期交业务，从未真正减少，虽然增长也很缓慢。（2003年数据为模拟，且上市前重新剥离业务，所以数据有波动。而2011年总首年期交业务减少，是由银保渠道引起。）真正略微减少的是2012年，这真正说明了是年经营环境的恶劣。但此种恶劣，对于国寿的个人渠道业务来说，并没有造成很大的冲击。从前面图26-1可以看到，尽管数据看起来有波动，但长期来看，增长实际非常平稳。这是国寿保费持续增长的根动力。

如同万峰所指出，此部分个人渠道首年期交业务的平稳，实际上反映了保险公司管控70万营销代理人的销售能力，因为这部分是经由个人渠道售出。不同于趸交业务只是一次性收入，没有续期收入。续期保费，全部来自先前的期交业务。比如说，2010年，国寿的业务员，与客户签署了一张1万元，分10年期交，按均衡水平，每年1千元的保单，那么，从2010年开始，到2020年间，如果客户不退保的话，国寿逐年会收到这个客户1千元的续约收入，后续这部分收入，便来自第一年的销售。所以，个人渠道的期交业务平稳，充分显示了管控能力及其公司优势所在。

对于保险公司内部来说，董事会和管理层，可以有很多方法可以观察、监控、考核保单的总体销售情况，万峰便指出一系列的指标，比如首年保费、收费率、平均保费、人均保费、件均保费、人均件数、有效人均件数等等。管理层也利用这些数据来规划、监控、管理逐日、逐月的运营，情况便类似于生产企业的看板生产。但这些数据，都属于国寿的内部数据系统。对于外部小股东而言，不可能有非常充足详细的数据，也不需要这些非常复杂，细致的数据来进行运算，因为个人投资者，不可能，也不需要，去越庖代厨，代替国寿IT部门的工作。（所以某分析者搜集保单或者搜集各地区数据，试图模拟统计，这是一种很低智商的行为，因为数据并不完备，而且差距甚远。）

下面来探讨如何监控国寿的保单增长潜力。在每一年年末，对于国寿管理层来说，基于内部数据，便可以看到，到当年年末，在不考虑客户退保情况下，手上所有累积的，明年仍然续约的有效保单收入，以及后续若干年每一年的续约收入。比如说，当年年末，如果手上尚有100张保单存续缴费，每张1千元，那么，明年便会有10万元的续约收入。再下一年，如

果没有退保，又可以依此类推该部分收入，又有10万。（因为是均衡保费，从此处可以看到前面指出的均衡保费对于分析的方便）。

如果有退保，又或者部分保单到某一年不需再缴费，该收入才会缩水。即是说，简单的，将手上现有逐张保单的未来逐年保费收入，按照年度叠加。便可以列出未来若干年，在没有新保单的情况下，每一年的可能收入。这实际只不过是一个简单的excel表加和而已，便可以清楚准确的看到未来每年现有保单如果不变时的收入。（比人口学还准确！）

接下来，新的一年，比如2011年，国寿60多万业务员，又会出去招揽新的期交保单，那么，2011年新增的保单，会和上一年的续保业务一起，累积成为2011年年末，手上所有的下一年的未续约收入。其间，由于有些保单刚好在2011年缴费期满，又或者有些保单退保、死亡、赔付、失效，停止缴费。这即是一进一出，因此，可以有如下方程式：

(1) 2011年末总续约收入=(2) 2010年末续约收入+(3) 2011年间新增业务 - (4) 2011年间缴费满期+退保

→ “续期收入变化(2-1) = (3)新增业务- (4) “缴费满期/退保”

简单的说，将逐年续期保费看成前期保单的存量的话，那么两年度间的续期保费差值（流量），便显示了这种存量的变化，（即增量）。基于这一“增量=收入流量-流出流量”思想，从而，由方程式右边的收入流量及左边的增量，便可以倒推出流出流量。这实际类似于财务报表中，“净资产存量变化=新增利润-资产损失”的思想。

更简单的逻辑是，假设上一期续约保费全部有效，即尚未达到不再缴费的期限的保单，如果全部继续缴费，按照均衡水平保费，下一期还将继续缴交同样数量。那么，考虑到当年还收入一些新保单，下一年的续约保单便应该是旧的存续保单与新保单这两者之和，而如果数据显示，这两者之和与下年实际续约保费间，存在差异，那么其差异部分，便是因为一些保单不再缴费了，而其原因，或是因为缴费期满，不需缴费，或是因为退保，不再续约。

(B)

于是，利用国寿每年在年报中，公布的当年新增的期交收入，和续期业务收入数据，可以得到下表：

表28-2 有效续期保费

年度	(1)首 年期交	(2)续期 保费	(3) 不再续 约保费	(4)有效 续期保费	不再续 约/首 年期交	(6) = (4) / (2)	(7) = (1) / (4)	期缴总保 费	(5)增长 率
2000	9,727	4,005						13,732	
2001	12,624	11,760	1,972	2,033	15.62%	17.29%		24,384	77.57%
2002	14,629	23,104	1,280	10,480	8.75%	45.36%	139.59%	37,733	54.74%
2003	11,945	32,946	4,787	18,317	40.08%	55.60%	65.21%	44,891	18.97%
2004	19,693	42,532	2,359	30,587	11.98%	71.92%	64.38%	62,225	38.61%
2005	21,572	56,970	5,255	37,277	24.36%	65.43%	57.87%	78,542	26.22%
2006	24,386	71,222	7,320	49,650	30.02%	69.71%	49.12%	95,608	21.73%
2007	27,745	77,827	17,781	53,441	64.09%	68.67%	51.92%	105,572	10.42%
2008	35,386	86,903	18,669	59,158	52.76%	68.07%	59.82%	122,289	15.83%
2009	39,707	105,422	16,867	70,036	42.48%	66.43%	56.70%	145,129	18.68%
2010	52,149	127,973	17,156	88,266	32.90%	68.97%	59.08%	180,122	24.11%
2011	48,096	154,726	25,396	102,577	52.80%	66.30%	46.89%	202,822	12.60%
2012	45,531	180,192	22,630	132,096	49.70%	73.31%	34.47%	225,723	11.29%
2013	40,271	190,731	34,992	145,200	86.89%	76.13%	27.73%	231,002	2.34%
2014	46,083	186,946	44,056	146,675	95.60%	78.46%	31.42%	233,029	0.88%
2015	61,193	190,190	42,839	144,107	70.01%	75.77%	42.46%	251,383	7.88%

上表一目了然的可以看到很多问题，比如一是续期保费一路增长。而“不再续约保费”也一路增长。二是2009~2014年的首年期缴，实际上没有什么增长。这是一个非常糟糕的情况。保险公司出现这种情况，意味着时间对公司是不利的，如同前面所指出，如果新保单如果不能大量增长，代替旧保单的话，那么，后续到期的数额会越来越大。最终的结果便是到了2013~2014年，不再续约占首年期交收入之比也特别大。所以，从2015年的首期期缴数据可以看出，万峰离职之后，承保的部分，是在背水一战。这个问题，留待后面探讨人力资源时再行论述。

第三列，便是上述所说，根据期交保费收入之差得到的上期期交业务中，到了下期“不再缴费”部分。这部分包括了上期中，原有保单退保、保单缴费期限到期，新收保单退保或者身故保单结束，下年不再缴费，这几项累积，从保险公司角度

看，再也收不到续期保费了，笔者将其称为“不再缴费保费”：即上期仍然在缴费，但到下期停止缴费了。（这张表格是完全探讨期交数据，因此，与趸交完全无关。）

需要严格区分的是，这并不是完全指该张保单失效而需要赔付的时候，（尽管也包括这一部分，比如投保人身故，而且也包括比如退保等，也会令到该保单终结，）但更大一部分，只是该保单不需再缴费，但仍存续有效。比如国寿鸿丰B，缴费10年，保16年，在第11年，不再需要缴费，但此时保单仍然存续，没有退保，也不需要赔付，对于保险公司来说，此时尽管没有续期保费收入，但仍需要承担保险责任。

常规来说，对于长期期交保单，保单涵盖期限通常都至少与缴费期相同，或者比缴费期长，甚至保终身，但却不需要终身缴费。所以上述数据，很大程度上，只是意味着保单缴费期满，又或者客户退保、身故，令到保险公司在该保单上再无承保收入。但相当一部分保单责任仍然在延续中。

第四列笔者将其称为“有效续期保费”，即是按照上面算法，上一年仍然在续约部分，减去上述该部分当年退保（身故）及缴费期满部分后，所得到下一年仍然有效续期保费。比如说，2006年，续期保费71,222，所涉及的保单，有17,781到了2007年不再缴费，另外有53,441继续缴费，这继续缴费部分，和2006年所收到的首年期交业务24,386合并起来，成为2007年的续期保费77,827。从表格可以看到，虽然不再续约部分也陆续增长，但“有效续期保费”也同样持续增长，这部分，实际上，才真正是国寿保费增长的长期动力。

（从前面数据可以看到，2012~2014年，这部分实际上，只是维持不变，并没有增长，2015年的首年期缴，开始大幅度拉动，相信对于2016年的该数据有明显帮助，但能维持多久，尚需观察。）

在假设退保率相对稳定的情况下，2007年-2010年间的“不再缴费保费”保持相对稳定。一个可能的假设是2004年开始，所售卖的一些缴费为3年期的期交保单，陆续在2007年不再缴费。然后2004-2007年期间，持续卖该类缴费为3年期的保单。所以该不再缴费的金额持续稳定。这或许与之前几年售卖的保单结构有关。但这仅仅是猜测而已。作为外部分析者，在没有内部人的保单数据库情况下，是无法得到准确的推断，如果胡乱猜测，纯粹是增加混乱而已。

利用数学恒等式，还可以有另外一种方法得到这个“有效续期保费”，即是用下一年实际所得到的续期保费，减去上一年新增的期交部分，便同样可以得到这一“有效续期保费”。尽管这只是一种数据计算变换，但在数据先后次序上，逻辑却是不同。

前面一种方式，在退保率基于一个可以估算的稳定区间范围内时，对于国寿内部的管理者来说，可以直接在上一年度末，便计算到下一年这一有效的存续保单及其收入，并且进一步可以根据这一数据，来预测、判断明年收入及满期部分，并由此制订下一年的运营计划。而后面一种方式，则是外部分析者在下一年终结之后，才能看到实际运营后的续期保费结果的反推。尽管这两者数字没有差别，但逻辑上是有差异的。

从收取保费角度，可以观察到经营者，如何制订下一年的经营计划，使新缴费收入超过不再缴费部分，从而令到续期保费有所增长。而分析者则等一年以后，可以看这一经营计划是否执行得力。

比如说，2005年12月31日，国寿股份年结，统计出来，2005年首年期交21,572百万，以及当年续期旧保单保费，56,970百万。假设这21,572百万，全部在下一年不退保。那么，国寿实际上，可统计到，2006年续期保费，有49,650百万有效续期收入。（其中有些不需再缴费，如果按照一定精算的死亡假设和退保假设，修正上述前提的话，那么，或者同样可以认为，加入退保和死亡因素后，国寿可以统计到，大约的有效续期收入，比如简单的认为是49,650百万）。

由此，国寿在2005年年末，便可以得知到下一年2006年底，大约能收取到的续期保费，为49,650+（2005年首期）21,572=71,222。而国寿这一年要努力售卖的，是2006年的首年期交保单。上述这部分续期保费，在没有退保情况下，几乎是可以预期为确定收入了。所要调节的，就是2006年的首年期交，与上述续期保费汇总起来的总增长，在这两者之间的平衡。

所以，人寿保险的期交保单，如果以《鲁泰纺织》系列中，关于生产车间接单的概念来看，相当于客户一口气与纺织厂签了10~15年长期合约，如果不毁约，则每年纺织厂便有保底订单。但新一年，又出去接新保单，所以，理论上，所累积的期缴总保费收入，一定是一年多过一年。

（在此插一句题外话，许多人比较趸交和期缴，笔者前面指出过，事实上，常常是比较错了对象，比如一张趸交1万元，按照均衡法，拆成10年的话，每年期缴是1千元。那么，和一张趸交1万元进行比较的合适对象，应该是期缴一千元的保单。而实际上，许多分析者，往往是拿一张期缴一万元的保单，和一张趸交一万元的保单，便开始比较，这种比较是完全错误的。）

除非到了某一时刻，不再续约的保单多过首年期缴收入。以2011~2012年的情况来看，2012年，不再续约保费22,630百万，而首年期交45,531，是不再续约保费的2倍。因此，笔者在上述表格，特别增加了一列“不再续约保费/首年期交”，以观察该比率。因为这一加一减，如果不再续约部分继续增大，而首年期缴跟不上，问题便很大。从2015年的数据可以看到，这一问题2013及2014年非常严重，因此国寿2015年被迫只能努力去增大这一数据。

与市场许多观察者，不加分别的用一个笼统的保费收入来观察国寿业务不同的是，保费之中，有趸交及期交之分。趸交受

银行渠道及经济环境制约，期交才是长久动力。这一项不再续约保费，源自先前保单累积，随着时间明显逐步增长。另一方面，首年期交保费，绝大部分是靠营业员去售卖，营业员的增幅，则与社会平均薪水水平有关。扩员并非容易的事。因此迟早会到达一个缓慢增长的阶段。比如说2015年，人员扩大了三成以上，但能留存多久呢，尚是未知之数。

到了某一时刻，一旦不再续约保费收入超过首年期交收入，意味着有些旧保单收不到钱了，而新期交保单部分，并不能足够弥补此一损失。届时总体期交保费收入便会下降。典型的，比如2013年，不再续约占首年期交收入之比达到86.9%，因此续期保费便增长不大。2014年更是达到95%。

如果在上表中，再增加一列“首年期交-不再续约”，便会发现，这两者之间，刚好便是期交总保费的增长数值。这解释了期交总保费增长的来源，所以，2013~2014年，期交总保费收入增长缓慢，原因在此。即是首年期缴增长缓慢，导致随着时间过去，不再续约保费逐渐增大，因此期缴总保费便增长缓慢。这解释了其真正的原因。

需要进一步观察的是，此种趋势是长期趋势，还是只是短周期。如果按照2012年的比率来看，比率才50%，业务远远尚未到老化程度。但2013年，此比例已经达到87%。2014年更是达到95%，即是新收入保费只是大致用于抵消失效的保单。此种趋势是否会继续延续呢？

(C)

要判断此一问题，则需要进一步分拆，首年期交，及不再续约保费收入两部分数据。笔者直接提前引用第三十二节《银保期交》的数据，如下表：

表28-3 个人期交续约保费Vs 银保期交续约保费

年度	个人渠道首年期交	个人不再续约保费	有效保费增长	银保渠道首年期交	银保不再续约保费	有效保费增长	有效保费增长之和	银保续期保费
2000	7,772	0	7,772	1,955	0	1,955	9,727	484
2001	9,826	1,569	8,257	2,798	673	2,125	10,382	1,766
2002	9,383	131	9,252	5,246	1,149	4,097	13,349	3,415
2003	8,945	5,448	3,497	3,000	-661	3,661	7,158	9,322
2004	17,374	2,356	15,018	2,319	3	2,316	17,334	12,319
2005	18,489	3,956	14,533	3,083	1,299	1,784	16,317	13,339
2006	21,484	4,693	16,791	2,902	2,627	275	17,066	13,795
2007	24,207	12,971	11,236	3,538	4,810	-1,272	9,964	11,887
2008	30,271	14,011	16,260	5,115	4,658	457	16,717	10,767
2009	30,527	14,365	16,162	11,521	2,502	9,019	25,181	13,380
2010	30,783	10,589	20,194	21,366	8,908	12,458	32,652	15,993
2011	32,747	20,288	12,459	15,350	5,108	10,242	22,701	32,251
2012	31,782	13,223	18,559	13,373	10,318	3,055	21,614	37,283
2013	31,402	13,479	17,923	8,483	21,269	-12,786	5,137	29,387
2014	34,120	26,573	7,547	11,963	16,055	-4,092	3,455	21,815
2015	47,479	27,619	19,860	13,714	15,220	-1,506	18,354	18,558

可以看到，个人渠道的首年期交保费收入实际上非常稳定。（实际上的问题是，从2008~2013太稳定了！）。不再续约数据在2007~2013年间的多数年份，也相对稳定。甚至有效保费增长在此期间，也非常稳定，上述数据除了2011年之外，从2008~2013年均非常稳定。比较动荡的是银保期交。银保期交在2010年达到高峰之后，一路下降，而银保不再续约保费则一路增加。导致有效保费增长一路下降直至2013年为负数。此后连续三年下降。正是这一数据变化，导致了最终期交总有效保费增长的缓慢。到2013年，这两者抵消，只剩余5,137百万了。

那么，这一趋势是否会继续？笔者又增加了一栏，银保续期保费。这一项目，来自上一年仍然在缴费部分。假设下一年，银保有效保费的负增长，要与个人期交增加部分完全抵消，应该是多少呢？假设个人渠道完全按照2013年数据，而银保期交首年期交退回到2008年的5,115百万水平，可知银保不再续约部分最少要达到23,038百万。与最后一列比较，已经相差无几，就算下一年完全抵消，但此后银保期交续期保费已经所剩无几，因此，再下一年，消无可消了。

也即是说，如果不考虑趸交问题，纯粹考虑期交问题的话，有效保费的减少，完全源自银保期交的有效保费萎缩。而后者于2013~2014年见底。

因此，可以断言，如果抛开趸交的冲击，国寿的总保费收入，仍将一年多过一年。而银保期交和银保趸交，（合起来称为银保渠道），以一种周期性冲击，叠加在期交的长期增长趋势上。（见26节图解）一旦银保渠道碰上牛市复

苏，恢复合理水平时，国寿的保费收入将创新高。这是国寿之所以是千里马的根本原因，即其新承保业务的有效保单，比起失效（或不再缴费）保单，仍然是一年多过一年，因此，可用于追加投资部分的资金，仍然源源不绝，推动资产、准备金继续增长。（2014年，几乎接近相等，但该年股市是人造牛市，大起大落的人造疯牛，多大程度上，能帮助拉动保费增长，效果成疑。）

从企业分析来看，保险公司当年的首年保单和保费收入，便相当于工业企业，比如纺织业的色织布当年的订单。但与工业企业不同的是，保险业相当于每一年都与顾客签了一份多年订单，因此，除了当年新接的订单，企业每年还有以前签下的订单要生产、处理。由于有此部分以前接下的订单，因此，与工业企业不同，保险公司的毛收入，（总保费）要比纺织业鲁泰的要明确很多。当外围经济低迷，出口成疑时，对鲁泰的织布，很可能会构成很大冲击，又或者衬衣生产，达到一个程度，便会饱和见顶。但人寿的期交业务，便如前期接下的累积衬衣订单，由于前期延续，从而能够保持毛产量（期交总保费）的增长。

而某一具体年度，或者在一个周期中，经济环境低迷的冲击，主要不是体现在总期缴保费收入上，因为这一数据是一个累计因素，冲击只是集中发生、体现在具体的年度，即银保趸交收入的骤然减少。当然，具体的冲击，如果太严重的话，对于期交业务也会有一些影响，比如前面所分析的，银保期交的有效存续保费缩水。

某些年份，趸交保费会受一些外部因素冲击，但期缴收入由于有之前的保单垫底，理论上，除非出现长期趋势逆转，（即前面所说的，长期失效保费多于新收业务，然后形成趋势。）否则，期缴总保费收入增长几乎是确然无疑的。这正是从前面章节一开始，所引用的万峰讲话中，其增长理论所指出的内容，即是长期拉动增长。

从此处可以看到，经济周期对于各行各业，以及具体的生意的冲击，是体现在不同方面，不可一概而论。纺织行业的色织布扩产，在高峰期过后，扩产便显得艰难，而保险行业的期交合约收入，增长的周期可能会非常长。这正是人寿所以是千里马的根本原因。（问题只是跑得快慢而已，比如过去这个周期，跑慢了。）

由于到2012年末，趸交保费收入占总保费只有26.20%，2013年为24%，为历史低谷，因此，笔者断言，总保费收入可能于2013~2015年间见底。此后又是总保费收入的一个增长期。期交总保费将会拖动总保费缓慢增加，而如果牛市重新来临，趸交保费能有一个大幅度增长的话，则届时国寿的年总保费收入增幅，将大大可观。

（从2014~2016年的情况看，经历了一个短暂牛市之后，实际上，国寿的趸交并没有很大增长，而是着力于期缴业务，所以，从此处可以观察出，国寿管理层，未来承保上的策略次序可能是先期缴，后趸交。但这仍需进一步观察）

观察表格28-1，可以看到，个人保费并非单纯呈线性增长，而是中间有时，比如说，每2年间有个停顿，其原因，是趸交保费一直占了半壁江山，而趸交保费收入又非常容易受市场及经济环境影响波动，所以，整体国寿的保费收入，是以期缴为底，线性增长，而其上再叠加一个波动变化的趸交收入。所以，尽管期缴保费不断增长，但趸交却可能大幅波动，如果趸交保费一路减少，那么总保费会停顿下来。比如2010~2014年的情形。

由此可知，和外部分析者不同，保险公司内部管理者，基于一定退保率、死亡率假设，是几乎可以非常准确的知道下一年的期缴续期保费，（因为手上保单，缴费满期部分已经确知）。然后国寿可以基于续期保费，来考量未来期缴新单保费收入，由此可以分别制订出下年期缴保费和趸交保费收入的计划。这一特点，显示了保险期交业务，在运营上的滞后性。或者说，某一年当期的运营，比如说，做一些更长期期交的保单，其深远影响，要到间隔几年后，才能体现出来。

当然，如同前述所说，保险公司监控保单，以及制订工作计划，有大量内部数据和指标，而不会依赖于上述这一个指标。笔者在此处的分析中，使用了上述这一“有效续期保费”，并非是说，内部管理者是一样采用这一数据，而是因为外部分析者，无法像内部管理者一样，获得大量的内部数据，因此，笔者基于已有财报数据为基础，进行重新分拆，以监察公司在保费收入方面的运营时，所做的一个指标。

注：这才是笔者所探讨的“监察”。笔者在之前的《鲁泰系列》和《卷上》，展示了如何监察企业。因为外部小股东不可能有内部齐备的数据，因此，只能根据仅有的数据，重做分拆，有几分数据，拆出几分推断。但始终必须有一种清醒的意识，即是这仅仅是基于有限的信息数据下所能做的推断，而非妄自菲薄，以为便是事情全部真相。重要的是数据一旦变化，或者不准确，结论便需重新推断。比如说，国寿的年报，有时会重新列示，数据便发生变化。

如果所列表数据中，没有现成的指标，便需进行分拆，其来源于年报、财报等坚实数据，而非道听途说，胡乱拼凑。各类蠢材，抄袭、模仿笔者的方法，喋喋不休于“监察”，却完全不得其神韵，胡乱臆想，妄加猜测，将审慎的分析变成广告式的吹嘘，宛如小孩在街上捡到一个破铜钱，便拼命吹嘘此乃宋元通宝，实在不可救药。哈哈！

可以看到，续期保费收入，基于一定退保率假设下，是已经固定下来，（当然，当年的新单，比如某一年首年期交收到之后，后续年份，是否真正能够如计划收取保费，则又受经济、产业环境影响，也需要有员工去跟踪收取。）而新单期交收入又将影响未来，因此期缴总保费收入，是一个连续性的一连串事件的总和，（情况类似周其仁一篇文章的标题：《收入，是一连串事件》。）而具体到某一年度，便相当于此一连串事件的一个断面。

相对应的，趸交保费受经济环境影响更加明显。但从数据看，明显续期保费的数量，比当年首年期交的数量大很多，比如说，2011年，续期保费便是首年期交保费的3.2倍。而2012年则去到4倍，2013年，更去到4.8倍。这说明了2011~2012年，售卖保单环境的恶劣。当然，如前面所指出，首年期交锐减，主要是银保期交部分，实质原因与趸交相

同，皆是渠道缺陷所引致。银保渠道，无法保持年与年之间的稳定性，此乃是其先天缺陷。

因此，总续期保费收入大部分来自前期累积，而受当年经营所影响部分的首年期交收入部分，数额上，只占当年总期缴保费一小部分，如果以占汇总了趸交保费之后的总保费来看，比例更低。比如2011年，首年期交占总保费16%。2013年则低到14%。

从此处再来看某T的理论，认为有透视眼可以预测未来一年的股市行情。就算退一万步，假设国寿真能准确预测到下一年投资市场前景不佳，所能略调整新期交保单部分，只有14%上下一点点。更根本的问题是，期交保费并非只缴交一年，而是一交十年数十年，牵一发而动全身，根本不可能为了某一具体年份，而冲减这10~20%的量。因为如同前面分析所指出，期交业务，重在长远续期的拉动作用，千秋功业，绝不可能为了某一年的预测而妄自冲减，而只能是越多越好。

而趸交保费，实际上，是依赖于银行渠道的销售，并非国寿所能管控的个人业务员，国寿对于趸交保费的管控力，明显差于期交保费很多。因为趸交是完全依赖渠道。所谓渠道为王。这从同样的期交保单，经由个人渠道贩卖，或者经由银行渠道贩卖，波动差距很大，便可以看出来，即是国寿对个人渠道的管控，是明显强于银行渠道。因为个人业务员，更类似公司员工。而渠道，则是合作商，明显前者的管控力要好很多。

趸交保费的大头，基本上是由渠道收入所得，因此，国寿对于趸交保单、乃至银保期缴保单的管控力并不强。所以，实际上，并不能很可能去要求渠道冲减。进一步，考虑到期缴新单这10~15%又不能全部不接，就算真的能调节，其差额波动，占总体保费收入比例，实际上更低，调了也没有意义。所以，根本不可能有所谓：根据投资预测来做承保业务计划，此种图样图拿衣服的stupid思维。此种胡乱猜测的思维，除了不懂保险公司的运营，更是违背了基于数据和原理之上的审慎的分析原则，这种分析，类似无知散户一般胡乱猜测，以散户炒股的心态，胡乱从管理层的言行中，抓一鳞半爪，然后胡乱发挥，胡乱贴金，破绽百出，这在前面，笔者已经多次指出了。

如果将上述逻辑，反过来看，觉得明年需要更多保费收入，由于大部分是续期保费已经固定下来，冲首期首年保费，也只能冲出一小部分，因为其同样是长远作用，对当年影响并不明显。相反，趸交增长会更明显，但趸交依赖于银行、邮政渠道宣传，而基于渠道的关系，贩卖保单的数量，重点又依赖于分红高低的宣传，（比如杨超07年底宣布的8%分红的作用，要真金白银的投进去，才能拉动趸交收入），远非国寿可控。所以，所谓预测未来投资市场而操纵总保费收入，完全是错误臆想和胡乱猜测。

（从此处可以看见，要证明、纠正一个错误的分析，需要列示出多少数据，将何者是正确的，清清楚楚讲得何等透彻，才能纠正此种误人子弟的谬误。特别是，此种错误的分析，非常恶心的，以一种非常无礼的名义，假托在笔者名下，实是栽赃嫁祸，胡乱猜测，又希望笔者出来指正的心态，实在其心可诛！）

(D)

从实际情况看，每一年，国寿年报中，董事长和管理层，总会公布其下一年的计划，但从实际成果看，下一年总保费收入增长率，与后来的实际收入，差异甚大，说明保单市场的容量及竞争程度，并非单一大公司所能够“操纵”，而只能是去竞争，抢单，至于最终实际接下来能有多少保单，便和其他行业一样，尽人事，听天命。特别是其中经银行、邮政渠道销售的趸交部分，更是非国寿所可控。如果要拉动，需要真金白银的提高分红率和派发特别红利，才能生效。相反，期缴业务相对稳定，及有之前保单保底，因此变化更加缓慢而稳定，而且可控，但这是千秋万世的长期功业，而非一朝一夕。从2015年的年报看，国寿从该年开始，也试图着力于其上。

进一步，观察表28-2第4列。第4列显示了有效续期保费的增长。从2003年到2012年以来的数据看，该期交数据非常稳定，完全没有市面其他分析者所担心的国寿期交业务增长乏力的顾虑。而后2011~2014年，期交退步，同样来自银保期交。而靠销售大军销售部分，仍然非常稳定。但是，整体上，到2014年之前这数年间，增长率放得非常慢，说明该年经营环境实际上甚为恶劣。

总体上，期间只有2007年增长较慢。而2008年~2012年的首年期交业务，则保证了此后几年（比如说，2013~2016年）期缴总保费的收入。由于期交是一个滞后事件，前面几年经营得法，才有2011~2012年的大量续约收入，从数据上看，个人渠道依然稳定，大致上，无论外部环境如何波动，个人渠道上，期缴业务收入仍然可期，除非出现大量退保导致保单无法延续，否则期缴的总保费仍将保持缓慢线性增长。

如果从数据上看，2009年到2014年，首年期缴保持相对稳定，2010年更像一种突变。而如果将数据进一步拆分，则可以看到，个人渠道的首年期缴，从2008年以后一直非常稳定，变化的是银保期缴。

从“不再续约保费/首年期交”一列，以及有效续约保费增长率这一数据，显示了一个重要结论，即是当旧保单停止缴费时，当年所接的期交新保单，其金额不但填补了旧保单缴费满期部分或者（退保、身故）流失，还有所增加。即以新代旧，还有增加，每一年，不断的以旧代新，仍有所增长，这真正显示了国寿期交业务保费收入的真正持续能力，以及经营性现金流净剩余的来源。同时，也是国寿《上卷》所显示的，国寿保费一年多过一年的长期根本动力及来源。

林森池用大环境来估算国寿的业务大约在何时出现老化，笔者在此处指出，作为外部分析者，笔者在此处所推导出来的，“失效保费/首年期交”，这一指标，是一个比林sir所谓大环境更好的监控工具。这是笔者更进一步推进的

地方。

如果有效续期保费不是持续增长，而是持续缩水，便意味着有效保单保额的缩水，而失效保费逐步增大，则意味着保单缴费期结束。这两者之差，将清晰指出承保业务，是否尚能有源源不绝的现金流来供投资部门投资。这一指标比起林Sir的人口老化大环境观察法，胜在有一个明确指标，而非简单的讨论人口是否老化。从表28-2中，2014年的数据，以旧换新，刚好打和，所以，国寿保费停滞不前，是否会长期延续下去，仍需进一步观察。2015年，可以看到国寿的努力，这是一个新的良好开端。

（进一步，以林sir的理论，单纯以人口老化指标来看，老化如何定义？如果以刘易斯拐点，则2014~2015年，中国已经进行刘易斯拐点，但这并不等于人口老化。而且从公司分析上看，老化一词太于宏观，并不适合此种微观分析。）有许多股票分析者，因为过去几年国寿股价不涨，便开始各种嘲讽林sir，但实际均不切要害。从前面分析到此处，笔者几乎在各种细微之处，除了指正林sir的说法之外，更是推陈出新，发前人所未见，自己赞一个！！

第6列显示的是“有效续期保费/总续期保费”，比如说，2011年，总续期保费154,726，其中来自2010年的首年业务的有52,149，剩余102,577来自2010年底有效的旧保单延续。这一数据从2005年开始，到2011年，7年间，一直保持平均67%的稳定性，这一稳定性几乎保持了7年，从数据的延续性看，属于非常稳定。直到2012年才被打破。2013年进一步上升，有效续期保费占总续期比率上升。意味着总续期保费不给力，而这又源自2010~2012年的首年期交保费冲得不足。

这种稳定性意味着，在这7年之间，新业务“以新代旧”之后，所剩余部分，是汇总了有效续期保费后，总收入的1/3，由于无论所做的新保单，是3年期、5年期、还是10年期、20年期，汇总起来成为一个总的新的首年期交总额。

从规划上说，如果新做的都是短期期交，比如说3年期交，那么到了第3年末期，手上有效续期保费会减少，如果是以全年保费收入为目标，那么，便必须增大首年期交保单，从而会令到该比例上升，而不是非常稳定。

所以，2005~2011年这一比率的稳定性，显示了期间，国寿在个人承保业务上，并不完全是以总保费（涵盖趸交），或者期交总保费为目标，而是针对期缴业务，以手上的有效续期保单为基础，来规划下一年的运营期交业务。而趸交则做另一方面规划。（当然，如同前面所说，现金流净剩余，保费增长，保底的市场份额等均是另外一系列有效的强约束。）

这说明万峰在管控国寿的保费收入上，很可能采用一种多元目标，而非单一目标，以某一年保费为目标，因为如同前面指出的，保费是一连串事件的一个断面汇总，因此，要将该年目标限制在某一区间，便必须去调整前面一系列事件，这更需要一种事前规划。

但这仅仅是管理层的规划而已，对于分渠道的保费收入，比如说，70万代理人来说，如果还在从事这一行业，每个人为了自己及家庭的生计糊口，仍然会努力去抢保单，而不管国寿股份公司，总体的业务指标是什么。国寿所能引导的，是一个大致稳定基础上的微调。

理论上，续期保费，如同万峰所指出，是加速度，两阶导数的增长，而首期保费，是靠人手去卖，线性增长，不可能一直维持此种稳定比率。原因是人手所能售卖的保单数目，在达到一个熟手程度之后，是大约有一个稳定均衡值，从而，增加保单，靠增加人手的话，培训很难出现不断加速度扩张的情形。

从个人营业员销售保费收入的情形看，2003~2008年的情形，是首期业务一直在增加。这并非简单的依靠招募人手扩张来获得，而是由于国寿上市前，有相当一部分保单并没有划入股份公司，由集团公司兜底。而接该部分保单的人员，虽然属于国寿集团，但并没有并入股份公司，或者名义上，人员数目已经并入，但其收到的保单，实际并没有体现出贡献来。随着时间，慢慢该部分人员由于是熟手工，不需要很多培训，便可以快速接单，从而接保单超越了此种线性情况，达到加速度的情形。而2008~2012年，则是因为银保期交的出现，使得在不需要招募人员的情况下，使得首年期交业务继续高速增长。

这一1/3比率在2005~2011年间的稳定性，可以看成该几年，管理层负责承保业务的主管万峰，从董事会所得到，然后规划、传达给各业务子公司营销员的总体运营目标。（如果下一年退保增大，那么便需要做更多保单先填补退保之后，才能保持这一目标）。这实际构成了一种基于有效续期期交业务保费总量之上，来制订明年新期交保费计划的目标和运营。

由于续期保费全部来自上一年，比如上述这一比率，在2011年只显示了2010年的首期业务，2011年的总续期业务，为进一步保持实时监测业务运营，笔者增加了第7列。第七列=下一年期交的新业务/上一年实际有效存续业务，来进一步观察国寿的运营。

同样，由于该前述数据的稳定性，因此此一系列数据也同样大致稳定，在2005年-2010年间，大约比率为：“新首年期交业务/旧有存续业务”=56%。简单的说，其运营结果表现，是下一年所做的期交保费新单收入，大致等于手上现有“有效续期保费”的56%左右。（这一数据实际与第6列逻辑一致， $A/(A+B)=1/3 \rightarrow B=2A$ ，这是简单的数学。）

从上表数据看，基于期交业务的保费增长，国寿承保部门管理层，2010年前几年的规划，是下一年收到新期交业务，与有效保费汇总，是下一年期交新业务的三倍。随着期交业务的不断累积，如果要是继续维持这一比率，意味着新的期交业务必须随之不断增长。

但是，如同前面所指出的，累积的是两阶加速度，首年的期交业务，则是缓慢低数额的一阶速度，甚至不变速度。所

以，“新首年期交业务/旧有存续业务”，这两者逻辑上，长久不可能维持稳定比率。长期下，维持此一比例稳定，是完全不合理的。除非前者能够不断招兵买马，扩大业务员。

在2005~2010年间，能够维持此一比率。前几年，如同笔者前面指出，是因为财务报表的关系，部分熟手业务员接单，并没有完全在上市之初体现，而是在国寿集团，上市后合并过来。后几年，则是因为**银保期交**的发展。但一旦银保期交萎缩，那么，此一比例便急速变化。如同前面所分析的，2011~2014年该比率大幅度下降，说明手上“有效续期保费”继续随时间累积，但首年新单期交保费跟不上。同时，退保、短期期交缴费期满，不再缴费也增加。原因前面已经分析了。这一数据从56%退化到33%。原因，便是首年期缴的无法增大。

同一帮管理层管控70万营销员售卖保单，说明了经济环境的恶劣，连管理层都无可奈何，旧保单积累日渐增多，如何使新保单的量，同样能够继续增长，跟上，是经营上一个重要的问题。不然的话，新保单只有那么多，那么，长期下，公司总体的保费、资产，增长便会很缓慢。

如果要维持之前的稳定指标，2011年必须卖更多（首年）期交保单才能跟上。该比率下降，说明该年售卖出去的新保单，不可能再维持以往的加速度。就算袁力在任时，不断强调多做期缴，都用处不大。首年期交占有效续约保费，在2012年，进一步下跌到34%。2013年下跌到27.7%。2014年是一个好的迹象，因为这一年，首年期缴多了，原因是业务员数量增加，情况类似2009年，大量扩招业务员。2015年，更是招募了多30万人员，但是，长期成果依然有待考察。这一问题，在后面再行具体探讨。

观察2006年与2007年的续期保费，由于这一年，有许多2003~2004年售卖的鸿鑫保单到期。因此，有效续期保费只有7.64%增长。如果国寿为了弥补现金流和维持保费增长，那么，便必须在2006~2007年多做首年期交，（以及趸交保费），以维持总体保费收入的增长。从数据可以看到，2006年、2007年的首年期交保费没有增加多少，趸交收入也没有增加多少。其结果，便是个人总保费的增幅不大。

从此处可以看到，管理层并不能非常轻易操纵70万营销员，以加加减减总保费收入。所能努力操控的，是个人营销员部分，催谷他们去贩卖保单，而趸交保费则受渠道和顾客影响。经济环境一旦不佳，保单售卖便困难，这是无可奈何的事。企业非常庞大，而营业员受自身佣金利益驱动，也并非管理层所能简易操控。

（这同样也说明，并不像某蠢材所臆测，管理层能够很容易的操控70万营销员去冲（期交）保单，冲保费不是很容易得心应手、指挥自如、立竿见影的行为。同样，更不是一个能够轻易让其减速的工作，因为每个业务员都要赚钱谋生，其家庭收入完全依赖于其售卖保单的佣金，如果因为预测后续投资收益率，便号令他们少卖以减少保费收入，那么这些业务员当年全喝西北风或者过档到平安或者太保去？抱这种思维，纯白痴想法！

这个分析说明，企业不是神仙，再牛的管理层也不是神仙，经济结构和大环境的制约，能够顺水推舟，公司才能跑出。一看好一个公司，便将企业管理层夸得跟神仙一样，这是典型脑残。要是有预测市场的本事，还做狗屁保险生意，直接去澳门赌博好了！）

笔者在2012年时断言，整体上说，1/3比率实际上不是一个非常强约束。只是代表了2005~2010年几年间的相对稳定性。长远上说，此一比例也不可能维持长期稳定。因为逻辑上不可能。事实正是如此，随着数据分拆，说明个人渠道期缴实际上增长乏力，变化依赖于银保和趸交，因此该比率将陆续衰减。

一些分析员有时缺乏一种洞察力和穿透力。由于无法看透问题，或者理解问题的逻辑，于是寻求过去几年的稳定性数据。而后便进一步依赖此种稳定性进行假设、推导、发挥。当然，在短周期内，这是一种可行办法。但是，如同前面的分析所指出，很多时候，某种稳定性是有其内在原因的，一旦条件变化，稳定性便荡然无存。审慎的分析，需要进一步考察其内部原因，才能理解稳定性的根源及其变化。

从数据上看，国寿的个人渠道营业员的首年期交业务，在2008~2014几年间，非常稳定性，这一方面，实际显示了国寿管控60多万营业员的能力，也是与其他公司不同的竞争力所在及护城河。这些营业员可以自由流动，扩招也不容易。但代理人不是职员，这是保险代理人制的深层问题。但相对于银保渠道，尚属于国寿相对可以控制的范围。另一方面，则显示了国寿营销员保单销售的粘性，或者说，说明了国寿这60~70万营业员的保单售卖能力，已经接近一个平台。要大量增大首年期缴业务，并保持稳定增长，是一个任重道远的事。

也即是说，如同前面所说明的逻辑，个人渠道新首年期交保单继续保持稳定的情况，总体期交总保费依赖于时间累积。旧保单已经累积到一个阶段，新保单的拓展速度，相对于所累积的旧保单而言，比例会越来越低。如果国寿要寻求新的增长点，除了前面所说的增加业务员之外，必须探讨是否有其他渠道来协助增长，比如说，银保期交。这将在后面数节继续探讨。

Michael Chen写于2012-5-3，修订于2016/3/24

人寿研究二十九 保费增长与平衡（四）

(A)

上一节说到，如果继续维持要“期交新单/有效续保”= 一定比率，或者说，“期交新单/不再续保”要尽量大。在这个算式中，由于随着保单累积，不再续约保单金额及有效续保保费收入，会不断增大，即分母会陆续变大。因此，要达成前面目标的话，每年期交新单，也必须不断维持增加才能跟得上。但这说起来容易，做起来难。

保险公司不能无成本、无止境的，令到每年的首年期交新保单不断高速增长，正所谓“树不会长到天上去”，这一方面受市场环境和客户端影响，另一方面，保险公司也受到两方面制约，一是人力，二是拓展业务也需要成本和资本。

外部整体环境上，必须是有大量需求，比如说，香港人口有限，就算一人买一份保险，最多也是卖到600万份。无法再增长了，后续再行增长，局限于香港人口，便只能依赖保额提高，这又依赖于社会整体收入水平。所以，保费收入达到一定程度，便会封顶。作为对照的，如同林森池所指出，中国经济不断增长，各种需求旺盛，13亿人口，正是适合千里马奔跑的广阔草原。前节的数据指出，累积的有效保单、总资产、准备金，逐年不断增长，正显示了此种客户方面的广阔前景。所以，如同笔者前面指出，像友邦，保诚一类，虽然受限制，不能进来完全售卖保单，但是以香港作为一个小口子，多少可以得益于此种人口肉猪红利。

另一方面，保险公司的增长，也有其制约。正如纺织公司要织更多布匹时，需要购置机器，雇佣人手一样，寿险公司的保费增长，也有其内在制约。这一节，进一步讨论制约首年期交保费增长的因素。

简单的，按照万峰的说法，构成保险公司增长约束的最重要因素，一是财力，二是人力。保险公司“以新代旧”，使有效续期保费不断增长，意味着公司资产负债表的扩张。对于金融行业来说，业务增长，资产负债表的扩张同时，必然意味着核心资本的消耗。（银行同样是这一问题，所以时不时要补充资本金）。

另一方面，保单并不是说卖就能卖，除了受经济环境影响外，营销渠道也对保单售卖构成制约，比如说，保单是靠人去卖的，就像布是靠机器织出来一样。如果没有足够合格的营销员，保单销售就成问题。

先讨论财力。对于保险公司来说，显示核心资本约束的，有一系列指标。卓志在《寿险公司资本充足率研究》便探讨了各国不同的指标。在国寿年报中，使用的是“偿付充足率”。按照定义，“偿付充足率=实际资本/最低资本。”下表显示了国寿的偿付充足率。

表29-1 国寿偿付充足率

年度	总负债	最低资本	最低资本/负债	实际资本	偿付充足率
2003	251,926	12,906	5.1%	50,948	395%
2004	349,866	17,264	4.9%	54,456	315%
2005	458,432	21,782	4.8%	59,561	273%
2006	585,521	27,549	4.7%	96,297	350%
2007	723,262	32,054	4.4%	168,357	525%
2008	812,622	40,156	4.9%	124,540	310%
2009	1,013,481	48,459	4.8%	147,119	304%
2010	1,200,104	58,385	4.9%	123,769	212%
2011	1,390,519	66,826	4.8%	113,685	170%
2012	1,675,815	74,718	4.5%	176,024	236%
2013	1,750,356	74,485	4.3%	168,501	226%
2014	1,959,236	80,193	4.1%	236,151	294%
2015	2,122,101	85,676	4.0%	282,820	330%

大致上，最低资本与负债同步。见上表29-1第3列比率，严格的说，如果保单保持不变，设置准则不变，那么，所需求的最低资本应与保单负债比例维持一致，而不是上表此种波动。

但财务报表中的负债项，并非完全是保单负债，还包括其他借款，或者发债，该部分并不需要类似发售保单一样，遵循相应比率的核心资本，所以，在2015年年报，便有一项说明，“本公司偿付能力充足率增长的主要原因是受当期综合收益大幅上升以及发行核心二级资本证券的影响。”即是说明其中的负债，部分增加是由于发了次级债，因此负债增加，但需求的核心保证资本却没有增加。所以，从这一数据看，发债是个好事，提高了资本充足率。像2010~2012年，充足率就偏低。

同时，过去保单负债还包括了万能险部分，该部分份额大小，会令到该比率变动。但大致上，保单负债占极大比例，因此该比率大致稳定。

负债和最低资本，按监管会计原则，当资产负债表的膨胀时，最低资本随负债提高。但另一方面，“实际资本=认可资产-认可负债”，记账时，采用的是实时收付制。（按国际会计，基于现有资产及负债进行考量）。

当期缴业务增大时，随着盈余损耗，账面净资产不会完全同比例随负债膨胀而同步提高，即是说，盈余损耗伤害账面利润及净资产，从而令到资产跟随负债的步伐变慢，从而使净利润和净资产降低，（这一问题，见《上卷》的阐释），由于上述计算方式，过定期交佣金的提前支出，会使偿付充足率下降。另一方面，认可资产按市场面值波动，股市、债市低迷时，也会令认可资产账面价值下降，同样降低偿付充足率。所以，这就是自**2007**年股权融资，国寿偿付充足率达到高峰后，该比率便一直下降的原因。

过低的偿付充足率，令到监管部门和保单持有人担心，影响公众信心，也会影响公司接保单业务，也意味着公司的杠杆比率达到临界，很可能无法继续扩展业务。比如，**2013**年，信泰人寿、正德人寿、新光海航人寿、长安保险四家险企均收到保监会关于偿付能力不足的监管函。

据《保险公司偿付能力管理规定》，偿付能力在**150%**以上的为正常公司，但**2013**年四季度末，信泰人寿偿付能力充足率为**-185.96%**、新光海航人寿偿付能力充足率为**113.29%**、长安保险偿付能力充足率为**114.49%**；**2014**年**1**季度，正德人寿偿付能力充足率为**182.7%**。因此，新光海航人寿及长安保险被暂停增设分支机构，信泰人寿自**3月17**日起停止开展新业务，而正德人寿则是自**6月9**日起停止开展新业务，并暂停增设分支机构。因为如果继续发展业务，会进一步损害此一偿付充足率。到了**2013**年**7**月，还发生了非常搞笑的正德人寿叫板保监会的雷人语录事件。这完全是因为偿付充足率而起。也说明了许多保险公司，实际不是那么把保监会当回事。

如同《卷二》一开始所指出的，有许多外行的冒险家和富人，误认为保险行业是一个可以先借钱，日后再还，以旧换新，循环往复，甚至像庞氏骗局一样，可以不还的行业。但实际上，和任何金融行业一样，金融的本质是源自信用，而为了保证此一信用，又必须有必要充足的本金。偿付充足率便是来衡量此一本金是否充足的指标之一。即是说，要运转金融企业，核心资本是非常重要的。

随着业务扩大，则自有本金必须随之增大。（所以，国寿如果要成为长期的千里马，除了业务增长，得必须不断赚钱，如果赚钱慢了，甚至亏钱，那么，还要扩大业务的话，股东得补充资金，或者减少分红。）同时，如同前面所指出的，期交业务的扩张，导致佣金先行支出，会消耗其本金。股票市场的低迷，则会贬低其持有资产价格，进而导致财务报表上进一步亏损，这些问题，最终都会体现为偿付充足率不足的问题。一旦出现此一问题，便必须股东补充资金。才能继续扩展业务。因此，必须有足够的偿付充足率，才能令到公众有信心，以认为偿付是有保障的。

但偿付充足率并非越高越好，如同卓志所指出的，如果过高，尽管对于保单持有人而言，有足够保障，却意味着股东资金效率的降低，因为杠杆比率降低了。简单的说，资本充足率，显示了一种保险公司承接的保单所流入的资产规模，与实际净资本之间的一个衡量指标。该指标越大，说明杠杆比率越高。

从上表数据看，得益于**2003**年、**2007**年在香港、**A**股集资，偿付充足率非常充足，而**2007**年的牛市，使认可资产面值增大，从而进一步提高偿付充足率，达到**525%**。（这情况类似戴维斯双杀，融资，加上资产市值升高，使这一数值高速膨胀）。从上表可以看到，个人业务的两次高速增长，是在**2004**年及**2008**年，这得益于国寿分别在港股和**A**股上市，获得大量核心资本金，而随后核心资本的消耗，则显示了国寿能够利用募集来的资金，快速发展业务。

从国寿手上的准备金负债金额，便可以看到，过去十年，准备金一路在增长，意味着相对应于准备金所需求的最低资本，即算式的分母，同样一直在增大，如果分子（认可资本）不进反退，那么该比率便会加速缩水。从**2007**年到**2011**年的情形正是如此，从极其充沛的高充足率，变成接近临界的低充足率，于**2011**年见底。

另外，除了业务继续增长，影响认可资本，消耗资本金等因素，包括股市低迷，进一步损伤偿付充足率等外，股东也会要求分红。如同《中卷》所指出的，过去几年的分红，已经将所募集的股东资金金额，通过分红形式返回，因此核心资本减少。这即是国寿管理层在**2013**年股东会上的解释，偿付充足率受“资本市场下跌，上市公司向股东分红，公司业务发展消耗资本金等多因素的影响”。（所以，管理层在股东会上的解释，不是找借口，而是实情如此。已经明确指出三个消耗途径。）

到**2011**年，国寿的偿付充足率，已经降低到**170%**，接近监管底线。如果股市、债市进一步长期低迷，继续损伤上述认可最低资本。那么，国寿便必须及早扩股增资，补充资本，（比如太保）。不然，就算不补充，都无法扩展业务，因为此时准备金的继续增多，会带来最低资本要求额的增大。这即是《卷二》第十四、十五节所指出的，经济大环境的衰退，（认可资本额大幅缩水，）会严重影响保险公司运营。

增大核心资本的做法，不外印刷股票集资、借次级债，以及尽早实现利润、减少分红。当**2010**年，偿付充足率明显降低，开始制约业务时，国寿分别在**2011**年及**2012**年，发行**300**亿和**380**亿次级债，以补充附属资本，由此可以看见国寿管理层对于短期业务发展，所做的准备。

2012年发债的结果，便是有效的提高了偿付充足率，同时，由于保费增长缓慢，因此，负债上，增长来自发债，而非保单的高速增长，对资本要求不大，显得资金尚为充沛。足够应付短期需求。

采用发债而不像平安不断印刷股票向股东集资，正显示了林森池所说的集团公司“穷妈妈”情况。集团公司，背负高额负

债，又不愿意摊薄股权。不但不发行股票，还要进一步挤压公司分红，以填补以前高息保单的窟窿。虽然，如《上卷》第《十三节》所指出，2007年股市的大涨，资产管理公司，短炒得法，同时又劝说终结了一些旧有高息保单，有效减少了集团以前的高固息保单负债。但集团仍然缺钱，不能拿出更多来增资。股市低迷，又无法扩股，除非像太保一样定向增发。但如果以过低的股价，则伤害现有股东，高了又未必发得出去。

2008年以后，在股市、债市低迷，账面利润下降时，如果保持同样分红比率，相对应的分红实际金额便下降，（尽管继续维持原先比率，但由于净利润的下降，使得实际所得到的分红金额缩水，所以，林sir以前用买猪肉的金额，来解释其所收到的分红会逐年增大，便可以扛过波动的说法，在国寿实际并不成立，在A股财报制度下，分红与账面净利润挂钩，因此实际的分红所得，在过去几年，是减少而不是增加。林sir的买猪肉说法，只有在银行股才成立，银行股分红一日多过一日，但是股价一日低过一日，因为股民担心如果坏帐大规模爆发，则一锅端。）

对于保险公司来说，减少分红只是节流，关键仍需开源。所以，短期内，公司只好发行次级债以补充附属资本。以捱到股市、债市复苏，账面利润回复，净资产恢复，短期便不需集资。如果股市届时不断高涨，则又正是公司增发股票的好时机，从此处可看出，股市除了对保费收入有双刃剑作用外，对于核心股本，同样有双重作用，一是可以短炒增大收益，实现利润，提高核心资本，二是容易以高价扩股获得核心资本。同时，股市向旺，投资收益大增，保户分红随之增加，大大有利于售卖保单。此时募集到的资金，又可以支持业务扩展的消耗。因此，股市如果能持续向好，可以使得国寿可以摆脱低潮的周期，走向一个更加健康的周期。特别是慢牛，是非常重要的。

所以，从此处可以看到，不但对于保费，对于国寿的核心资本，股市同样有放大波动的作用。同时，从《卷四》可以看到，股市对于国寿的投资及利润表，也同样有放大波动的作用。因此，尽管股票、基金权益只占国寿投资资产的一小部分，但却对国寿的整个管理以及股票的估值影响深远，所以传统智慧，股市一旦向旺，国寿股价立刻飙升，是有其道理的，其杠杆作用不单体现在持有股票中，也体现在其核心资本中，这从上表便可以看出来，2014年，股市一好，核心资本便充足，不需融资。（反过来也一样，股市低迷，便各种受伤害。因此，林sir在2007年的谈话中，认为国寿的账目区分长短棍，可以挨过长周期，是不一定正确，具体见《卷四》及《卷五》讨论。）

由于股市长期波动不居，因此，对国寿的业务从承保、投资，到核心资本、利润表，均带来周期性影响。与鲁泰此种生产企业不同，后者的周期波动，源自比如政策、棉价、市场需求等所引起，长期则与行业竞争有关。因此，这体现了不同企业所要面对的行业的内在特性的不同。而导致行业内的公司，其运营周期也并不一样。

（MC:美林的投资时钟概念，认为各类企业起落次序，看起来虽然似乎有道理，但实际企业受的冲击动力不同，尽管有大环境因素影响，但具体企业需要具体分析，不能单以一个时钟框架为然。）

(B)

在核心资本方面，最糟糕的情形，便是股市连续几年低迷，由于资本金限制，为了发展业务，不得不低价融资，所谓引入战略投资者，实际上，损害了旧股东的利益。（比如太保，又或者少数银行股）。

尽管次级债是一个非常有效的补充，但其发行始终有一定限度，而且其充实资本的有效程度（有效比率）会随时间降低。因此国寿发债，5年要循环一次。如果国寿要保持长期高速增长，要么仍需印刷股票集资，要么需尽快实现当期的账面盈利。从过去几年国寿的运营上看，由于保费增长缓慢，业务没有高速增长，所以也没有进行股票融资。此种运营上的停滞，也可能与国寿管理层变动太快有关，导致没有合适的战略来发展业务。

从一张保单的收益三个来源上看，死差益依赖于概率估算与实际差异，而由于保险的“盈余损耗”特性，初期还要填补期交业务的费用损耗，期交业务会损耗盈余，也进一步降低充足率。（因此，如果在袁力上任时，高强度执行袁力的注重期交的经营方针，而股市、债市又无好转，则国寿可能便需要印刷股票集资了。）

要尽早实现盈利，只有依赖投资收益来体现利润。在国寿的投资中，如《卷一》所说明，以持有到期和可供出售金融资产为主，其中又以债券占大部分，这部分债券，很多时候会直接持有到期，（有时会少量做一些减值和置换），其盈利只来自自利息和分红收入，几乎是从一开始便已经锁定，既无法提早实现盈利，也无法大幅度提高盈利。

短期要增大账面利润，便决定了国寿资产，所持有的权益类股票部分，会采用不断高抛低吸的方式短炒，在牛市，或者股市稍微走高时高位出货。这即是笔者前面指出的“折花策略”，→花开堪折直需折，莫待无花空折枝。当然，牛市时，权益类资产，也会随着市场估值上升而使得账面价值增大，但始终不如卖出入账，实现利润来说，对增大资本充足率更为直接。

然后稍微低位又吸纳回来。即是股票、基金仓位，尽管大部分入账的科目是“可供出售资产”，但在牛市，实际的操作是交易性金融资产式的短炒。同时，新资金放更多入可靠的债券、定存部分，以获得确定性收益。情况即是2011年以后数年间，债券、定存仓位占据了更多本来属于权益的部分。

所以，国寿投资策略上的短炒，和散户的高抛低吸，以图获得更多利润，尽管其实质是受资本充足率影响，以尽快实现账面利润，（同时，从下面几节也可以看到，也受到分红险要求。）但从买卖股票的手法上看，和散户并无二致。

所以，理论上，保险公司作为长期投资者，或者大户，应该采用价值投资、长线投资，在熊市股价低迷时，入市持有死

守，但实际上，受资本、实现利润策略制约，保险公司表现出来，更可能是短线操作。这便是实然和应然的差别。

同时，此种每个季度都要交业绩（报表）的做法，令到股份公司的投资组合，相对于集团公司投资组合而言，更需要熨平波动，低位时，不敢过度投资于低估值的股票，（不敢过度大手增仓，只能保持一个小比率，以免继续下跌，损伤偿付充足率。投资去向比率上，也受保监会限制，不能越跌越买），而价值一回归，便需要做调整尽快实现利润，（以实现当期利润，保持给保单持有人分红率）。---》这被称为活跃主动型管理者。（观察国寿2014年售卖中信证券股票，便是此种短炒。）也是由于国寿此种短炒，相应其资产管理经理，便开设老鼠仓，从中获利，可谓天下乌鸦一般黑！

相反，集团公司本身已经处于账面破产的状况，其资产组合，不需要每季度熨平波动（向公众股东交业绩）的情况下，更敢冒险，低位增仓并长期持有以博取更高回报，填平先前窟窿，而估值回升时，也能持有更长时间，通过延后售出行动以实现更高利润。所以，集团资产的投资回报，会相对高一些。（所以，整体上，集团回报率高于股份公司回报。这一回报差异，不是缪建民偏心，而是由其资金来源和性质决定。）同时，2014年，保监会也出台政策，修改此部分集团保单的股票入账算法，目的很明显便是在政策上，让集团的这部分资金，可以更大部分入市持有股票，而免受会计准则制约。

可以看见，在核心资本金制约下，承保业务与投资业务，环环相扣，互相制衡，构成一系列硬约束，这才是国寿资产管理和承保业务两个轮子互动的核心。（而不是啥根据未来市场预测来操纵承保收入，这种Too Simple & very Navie的思维。）

同时，其投资运营，也不是盲目学习巴菲特者所认为的，可以借长期资金不还，然后盲目长期死拿，号称时间玫瑰投资。而是笔者多次在《投资方法论系列》中指出的，投资的最佳策略和方式，实际是受资金来源及结构限制。讨论投资策略、成果优劣，首先要讨论其资金来源及其限制。不同的人，其可能投资的资金流不同，可能是一笔过，也可能是细水长流，可能是持续稳定，也可能是忽大忽小，期间还有可能突然支出的开支，因此最优投资策略，是基于其资金结构及时间流的限制下来讨论的。

险资有其与保单配置的限制，及届时拆仓赔付的需求，单来了便要接，仓到期便要拆，分红险到期便要分红。所以是有期限限制的资金，不能像白痴T所分析一样，预测明年股市好坏，然后像个散户一样，说接或不接保单。如果这么做，也太儿戏了。

国寿股份的资金来源、性质，决定了其投资组合的策略。而其在股市、债市的总体投资回报，以及由此带来的净利润、净资产增长，则决定了公司的核心资本金能否继续增长。由于股市波动不居，牛短熊长，因此，决定了其组合基础是以保单负债匹配为核心，且以即债市为主，（股票、权益资产的配置净数额，最多与其公司净资产接近，）股市变动不居，而账面的债券，便足够支付负债保单。（这是一种保底策略，而不是说，这部分股票是真的将高收益归于股东，而给保户低收益回报。分摊收益一定是要公平的。）

进而，再通过权益类波段高抛低吸，尽快实现利润（折花策略）。如果出现平安投资富通此类胡乱出海，亏给西洋毛贼，便需要尽快向股东要钱，否则不止是亏损难以填平，连长期增长都成问题。（当然，另一角度看，像平安这种，总能不断要到钱也是一种非常令人惊讶的能力。）

严格说来，核心资本金是任何金融机构扩大资产负债表时的根本制约。特别是在经历了美债、欧债等各种金融危机之后，各种监管力量日益加强的情况下，补充足够的核心资本金，几乎是对付任何危机的终极方法之一，（比如银行股，无论多少坏账，只要一直能够要到资本金，便能存续下去），但这对于股东来说，便犹如一个无限吞噬资金的黑洞。

对于处于业务高速增长的国寿乃至保险业、银行业中的业者来说，这始终是一个迟早又将再次面对的问题，（比如招行也经常需要不断要钱。而这会对购买该公司股票者的投资组合，构成和策略构成影响。这部分笔者在《投资方法论》等文字中已经进行过探讨。）2013年，监管者推出“优先股”此种实质类似于发债，却又可以补充资本金的东西，是有利于缓解此一问题的。这类似于保监会修改集团资产持有股票，下跌时的会计准则一样。

从国寿2012~2014年的情形看起来，由于发行了2次次级债，资本得到补充，可以挨到股市回升时，而股票、基金的减仓部分，已经减值得差不多，更多新资金从2010~2012年追加于定存、债券，使得利润更加可以确切实现，因此，2013年中期以后，利润慢慢通过报表实现，并体现为核心资本。而由于股市低迷，总保费增长迟缓，因此短期对资本需求并不迫切，可以起码挨到2015~2016年后，如果股市有机会大幅狂飙，再来趁机融资。（上述论断，是笔者在2013年根据数据的推断，但是2015年的股市狂潮太急太短，因此国寿来不及融资，股市便已经跌回原形。只赚取了短炒部分，具体进一步的论述，见补充完2015年数据后的《卷四》、《卷五》、《卷六》）

(C)

上面主要集中讨论核心资本金（财力）限制，这部分本来应该放入《卷四》，不过既然涉及，便先稍微探讨一下。接下来讨论营销渠道方面的限制，这属于人力制约。

保单是需要人去售卖的，这一点类似纺织工业，织布需要购置机器一样。纯以单位人力而论，个人营销员渠道，保费的增长，依赖于如下算式：Output= F（人数，人均保费收入）= F（人数，人均保单数，每张保单平均保费收入）。简单的说，越多人数的营业员，每人出售的保单数目越大，每张保单保费收入越高，（以及期数越长），保险公司总体的保费收入

便越大。根据第一个等式，可以有下表：

表29-2 人均保费收入

年度	代理人人数(万)	增长率	代理渠道首年期交	人均金额	增长率
2000			7,772		
2001			9,826		
2002			9,383		
2003	65.5		8,945	13,656	
2004	66.8	1.98%	17,374	26,009	90.45%
2005	64.0	-4.19%	18,489	28,889	11.07%
2006	64.8	1.25%	21,484	33,154	14.76%
2007	63.8	-1.54%	24,207	37,942	14.44%
2008	71.6	12.23%	30,271	42,278	11.43%
2009	77.7	8.52%	28,207	36,302	-14.13%
2010	70.6	-9.14%	30,783	43,602	20.11%
2011	68.5	-2.97%	32,747	47,806	9.64%
2012	69.3	1.17%	31,782	45,861	-4.07%
2013	65.3	-5.77%	31,402	48,089	4.86%
2014	74.3	13.78%	34,120	45,922	-4.51%
2015	97.9	31.76%	47,479	48,497	5.61%

从上表可以看到，国寿个人渠道营业员，人数增幅甚慢，到2012年，营销员人数只比2004年多一点，2013年还大幅度减员，从2003-2013年，11年间，代理人人数回到起点，这说明直到2014年以前，国寿并非类似富士康或者纺织厂，靠人海战术来扩大规模。

从表格中可看到，采用人海战术扩大规模，过往的年份中，只有2008~2009年，但随之带来的，是2009年人均保单金额的下降。人数增加，但人均金额下降，因此总金额增幅不大。随后，国寿通过减员，进一步提高人均保费金额。2009、2012、2014年，人数增长率一旦上升，人均保单必然随之下降。只有2015年，非常特别，人数增长了31%，每个营业员的人均金额还上升了。

（从经营上看，该2年国寿大量增员，目标是促进个人渠道的期交业务增长，以和2007-2008年的趸交大幅增长相匹配。同时资本金充足，可以支持此一高速发展。只有一以贯之的从经营的角度，沿着前面章节一路分析下来，才能理解到这一点，这才是真正的“调结构”行为。）

但是，事实证明，长期下，保险的销售，并非简单的可以依赖“白板人员”，（即是无保险从业经验的销售人员，或者工作经验低于三年的新人）。因为这部分新人，典型属于没有经过培训的临时工，或者因其他行业不景气，临时转行卖保险，可能卖完初期第一笔亲戚、朋友的友情单，便没有后续。

更糟糕的是，这部分新人由于缺乏经验，有时会进一步恶化保险公司的形象，长期上看，要提高人均保单金额，不能靠不经培训新手的人海战术。当然，这不是说完全不招人，新人要招，但首先得能留住人，然后再慢慢转为有经验的营销人员，这需要时间和长期培训。比如2014年又是一次尝试，看能留下多少人。2015年更是夸张，一口气扩张了25万人，同时，每人的首年期缴保单的金额还增大了，这是在万峰离职以后发生的事，具体成效如何，要看下一年的年报。

坊间研究员有时错误的依靠保险营业员人数进行判断，比如安信研究所杨建海2011-03-23的报告《中国人寿:代理人数量出现下降》写道：“值得注意的是，公司的代理人数量较2009年下降了9%，公司代理人数量的下降究竟是主动调整还是被动减少，还须进一步研究。已公布年报的中国太平的代理人在2010年下降了约17%，我们判断代理人数量的增速放缓甚至下降应该是一个行业性的现象，人力增长作为个险保费增长的主驱动力的时代正在发生改变，我们倾向于认为人均产能的增长，将接替人力的增长而成为驱动个险保费增长的主要力量。”

实际上，自2003年上市以来，国寿从未曾有过“人力增长作为个险保费增长的主驱动力的时代”，（见上面数据），一次比较大规模的增员，发生在2008-2009年。但到了2011年，已经开始缩减。2008年以前，首年期交保费收入的增长，一直依赖于人均保单数量，以及每张保单的保费收入增长这两者的拉动来提高。所以，也从未有过所谓的时代切换。

（2015年是否一个新的平台开始，存疑。具体见下面章节分析）

从人均金额看，2008年以后，人均金额也非常稳定，没有高速增长。所以，2011~2012年，也没有出现前面杨建海所说的，依赖于人均产能的增长，接替人力增长的驱动模式，不知道此种臆测从何而来，看起来似乎一种完全的臆测。坊间的分析员，习惯了时不时臆测各类利好，也是甚为可笑。

在人均期交金额问题上，光大证券2010年9月《企业责任VS股东利益》一文中，引述了国寿管理层在年度业绩宣讲会中，关于人力资源策略的一些见解：“分析师在关注保费的同时，还应该关注保额和保单件数指标。保额代表公司承担的风险，承担的社会责任；件数也是反映销售能力的重要指标。应该结合这些指标来判断一个公司的销售能力。保费是对公司角度来看的，利润是从股东角度来看的，而保额则是从社会责任角度来看。”

保额不是需要向股东披露的数据。财报上显示的是企业的财务运营，而不是具体保单数目及保额（这部分属于社会责任范围）。但大致上，在保单品种大致稳定，以及精算假设、利润率大致稳定的情况下，保额的提高，意味着对应保单保费收入必须相应提高，才能覆盖此部分赔偿金额的上升，否则保险公司便是纯粹贴钱。

根据《卷二》第二十四章表格24-3《每份合同资产-准备金》，一方面，国寿所掌握的有效合同，一直在增加，即是说，每年新接的保单数量，以新代旧后，一直还有正剩余。虽然并非线性增长，但从移动平均角度，有效保单的件数也一直在增长，平均每年增加1290万件。

当然，这两者都涵盖了趸交部分，而并非单纯由期交所贡献，同时，期交业务的长期延续性，就如万峰的模型所指出，就算首期业务没有增长，总的有效合同数和总保费收入，仍然可能继续增长。

实际的情形，首年期交保单的数量增长的贡献实际可能很有限。即个人渠道售卖期交保单数很可能已经达到接近封顶状态。从前面的数据看，个人渠道首年期交收入一直稳定，而人员连续看下来也稳定，因此人均金额数据看，连续4年接近稳定，假设保单金额保持不变，则意味人均保单数目也没有增长。如果保单保额提高了，则同时还意味着人均保单数量的减少，这不太合理。更合理的是一直都稳定、饱和。

关于产能，公司管理层认为：“建议分析师对公司的产能提升不要期望过高，因为在销售人员发展成熟之后，人力资源是固定维护的，产能基本处于饱和状态，如果就人均首年保费产能指标来看，取得每年10-20%的持续提升是非常困难的。所以现在公司发展业务的策略主要还是通过人力的增长来拓展保费规模。”这种设想，或许是杨建海策略的来源，但看起来，理想很美好，现实比较残酷。因为事实证明，在管理层的说话前后的数年间，人力并没有增长，反而是减少。（根据管理层片言只语，胡乱推测，做各种大惊小怪的臆测解读，哗众取宠，缺乏一个正确架构和分析，是很容易出现错误的。典型的例子，是某T。）只有直到2015年才是一个大幅度的飙升。

人均件数的提升率，同样很难有大幅度提升。人均售卖保单数量，达到一个程度后会封顶。这其中的原理，和管理学上，每个管理者所能管理的员工会有一个有限人数一样，由于工作时间、社会圈子的限制，平均来说，每个保单售卖人所能售出的保单数量，迟早会达到一个饱和点。而从大数上看，会稳定于一个统计的稳定平均值，除非有外部重要的要素改变。2011年，国寿管理层，关于人均产能的解释，是符合实情的。

作为对比的是，2003~2007年，人均产能一直保持大幅度增长。人员却没有大幅度增长，其原因，是国寿上市时，将部分原来的保单分拆到集团，只有部分保单体现在上市公司。但对于整体接单人员来说，仍然接近70万人在跑单，一部分人员业务上，仍然在跟进之前未上市部分的保单，随着业务陆续转移集中到上市公司，相应早期被招募，但是业务没有体现在上市公司的业务员的工作，也慢慢体现出来，因此尽管人数看起来不变，但实际每年却是多了一些熟手业务员。减少了招募、培训时间，因此业务增长可以有高速发展。（这也是2003年以后，人寿H股的股价，得到业务实质支持，从而能高速增长的原因之一。）但明显2008年以后，这部分业务员的潜能已经开拓殆尽。所以，2015年突然多了25万人，这些人来自何处？如果是业余新招募的，很可能明年便流失了，而且无法持续为保险公司带来保单，只是流星一现。

在营销员人均售卖的保单数量有限，有效营业员又无法大规模快速增加的情况下，国寿要令到营业员渠道的期交保费收入增加，只有一条路子，即是去改变保单保额价格，以提高收入。

但是，保单面额的提高，严重依赖于社会经济环境是否接受，而这又和客户群的收入有关。相对来说，平安的客户群以大城市为主，相对收入较高，保额可以卖高些，从而单张保单的保费收入及面额也较大，而人寿的客户群，相当部分在农村地区，收入仍很低，不可能和平安一样，大量去卖数十万、100万甚至上千万的保额保单。

在保单设计（保额限制）没有新的变化情况下，要增大期交收入，却只能靠营销员努力多卖保单，但这是一个非常低速、稳步的增长，而很难一下子急冲得上的工作，而且很快会达到平台期的情形。（其原因见上面。）

综述而言，人数增长受限，人均所能售卖保单单位数量受限，而每张保单的保费设计，也受社会整体环境及竞争作用。所以，这几者实际上的增长非常缓慢。首年保费的增长，实际是依赖这几者的共同作用，即依赖于营销员的缓慢增长，（但招收之后的培训需要时间），以及提高保单面额，（但这同样是一个渐进的过程），基本可以断言，个人营销员渠道，首年期交的金额，在2008~2014年这个周期内，大致上已经见顶，特别是，考虑到过去几年投资环境不佳，能保持稳定，已经不错了。

从2008年以后的数据看，个人渠道首年期交，已经大约处于稳定平台期。如果要提高期交业务，则需要拓宽其他渠道，比如通过银保渠道售卖更多期交保单。这留待下一章再行分析。

但人寿保险有一个特点，正如前面万峰所指出，是期交保单的陆续累积，能产生复式收入。只要前期高一点，变化率高一点，累积到后期便能有明显变化。所以，增长慢不要紧，每个因素各自增长一点，长期累积下来，复式增长便有可观。

单从人力角度，不能预期国寿的期交总保费收入不断有年20~30%以上增长。这是一种错误预期。根据表26-2，总期交保费的最大增幅发生在2007年以前，从2005~2013年，期交保费的增幅平均是13%~15%/年。这是一个合理水平。但是，这是包括了银保期交在内的。

如果拆出个人渠道的期交总保费的话，（见表格32-2），可以看见，2001-2006年是极速增长期。增幅达到平均39%/年，这是一个极其夸张的增长幅度。（林sir对于人寿极度看好，也正处于这一时期末端，需要注意的是，林sir一开始是依赖港股财务报表。如同《上卷》所指出的，港股报表，在2007年A股上市以前，财务报表显示的是这部分传统业务数据，而分红险则列为投资型保单。数据量有限。传统型数据增速惊人，支持了林sir的判断，但情况在2007年以后便大大不同了，如果按照林sir以前所依赖的港股年报报表的分类，则增长主要是投资型产品。所以投资分析一定要与时俱进）。2006-2010年降到16%。2011-2013年，进一步降到平均10.5%，这才是个人渠道总保费的正常增速。因为在这期间，个人首年期交保费是一直稳定的。

严格说来，个人渠道的总保费增速总是会慢慢陆续下降的，其本质原因，在于前面所分析的，个人渠道首年保单的稳定性，而总保费则是慢慢递增累积，因此占比增速算起来必然是缓慢下降的。

可以预见，在对于总保费的未来数额的三个独立渠道：个人期交、银保期交以及趸交之间。个人期交的未来增速，很可能继续维持此一增速，甚至更低。即是意味着纯粹依赖个人渠道的话，总保费要翻倍的话，需要7~8年，甚至10年以上的时间。这实际厘定了个人渠道总保费的未来增长率。

至此，可以总结过去几节的主要内容，也可以说是国寿保费的整体收入战略：

简单的说，保险公司的运营，受如下财力-人力、运营约束：

- （1）在当年年度，横截面上看，外在结果表现为目标是保费收入一年多过一年，
- （2）内在经营运作上，目标是保持逐年有正经营性现金流。
- （3）国寿内部的运营，并非单纯以保费增长为目标，而是以期交业务增长作为重点，特别是首年期交，其销售目标以旧有保单有效续期为基础，来制订新年的期交保单。
- （4）由于期交业务的盈余损耗问题，趸交业务是期交业务很好的补充。
- （5）从业务结构上，保持趸交和期交平衡，逐渐增大每年保费中首年期交保费的量，提高“首年期交/首年保费”比率。
- （6）采用“趸交一次拉动，期交陆续跟进，然后以时间换空间，获得平衡式发展这种模式。但趸交受制于渠道，因此可能会大幅波动，并非国寿所能操控。
- （7）在此基础上，在期交保单数量足够的情况下，拉长“期交期限”（即是缴费期更长的保单）。这一系列动作，保证后续保险公司的长期内在增长。
- （8）在承保、投资问题上，核心资本金构成金融行业的制约，在母公司账面破产的情况下，决定了国寿的投资运营，是以债券为主实现匹配，在股市上采用高抛低吸的方法以实现短期盈利。如果股市低迷，为了及早实现盈利，便大量配置更高比率的定息、债券
- （9）保费增长，依赖于有效人力总数、人均保单数目、单张保单收入的三方面综合作用。
- （10）由于期交保单是靠人力去售卖，因此社会整体收入水平及通胀程度，会对保单销售有影响。
- （11）在过去几年看，个人业务员渠道的首年期交收入，已经接近稳定饱和。2015年是一个突变，是否能够持续，留待下文分析。

上述这些结论，实质上是环环相扣的。

(D)

在最后了结关于保费的这一系列冗长的探讨之前，来探讨一下趸交和期交的问题。

从渠道拓展的角度看，营业员渠道多数售卖的是期交保单，而银保、邮保渠道，售卖的多数是趸交保单。对于保单设计来说，缴费方式是趸交还是期交，会影响不同年份的保费收入。但从单一张保单看，实际上是同一张保单的分拆而已，不影响精算结果的利润率。

按照安联大众史超的比喻，“保险公司各险种的交费标准都是经过精算后，以同期银行利率为比照制定的。一次性趸交与

分期交付的差别就像**20**年整存整取的定期储蓄与零存整取一样。”当然，这种接近仅仅源自精算假设，而保险产品的成本和利润率，正如布莱克所指出的，只有在产品到期时，才能知道，在此之前，均是精算和假设而已。

所以，对于保险公司而言，对于一张保单而言，趸交和期交的利润率或多或少会有一些差异，但不会很大。由于缴费方式的差异，在精算设定相同的利润率下，由于时间跨期的作用，表现在费率和投资收益上，便差异甚大。按照史超的解释，“对趸交的理解其实可以有两种。一种是把一份保险的保费一次性付清。另一种是把一份保险按年拆分成若干份独立的保险。由于保险公司对趸交费率的设定比期交要高**6%**到**7%**，费率影响到产品的价格。所以选择趸交，客户可以得到价格上的实惠”。这正是上一节所说明的，从客户角度看，趸交收费的价格要优惠一些。但对于保险公司精算利润率而言，实际是一致的。但表现在会计报表上，由于会计的实时收付制，利润会波动非常大。这在《上卷》中已经指出说明了。

对分红险来说，这种缴费方式差别，多少也会带来最终收益上的差异。正如报道所指出的，“在未来的收益预期上，由于缴费方式的不同带来的未来收益水平是有差距。例如一个**30**岁的人分别拿**5**万元买趸交的新华红双喜新**A**两全保险和**5**年期交的新华红双喜新**C**两全保险，保费期同为**10**年，**10**年后，新**A**的保底收益是**58150**元，而新**C**的保底收益**53380**元，其余的分红都是**10**年累积年度分红加**1**笔终了分红。”这种保底收益的差异，便显示了缴费方式带来的最终对客户而言，收益率的差异。但从分析立场，无妨看成是同一张保单，有相同的利润率。尽管其保费缴交有时差异达到**28%**以上，而实际经过重新分拆后的利润率，多多少少也会有一些差异，但大致接近。

如同前面所指出的，对于保险公司运营来说，趸交和期交保费要保持平衡，万峰指出：“当前中国寿险业保费增长主要是趸缴保费推动总保费增长模式。趸缴保费占首年保费的比重达**70%**，每年的增幅基本决定着总保费的增幅。期缴保费还没有形成主导。我认为整个行业应由趸缴推动保费增长方式逐步转向期缴拉动保费增长方式。要实行这样的转变，一个理想化的寿险公司业务结构应是续期保费占总保费比重的**60%**，（首年）期缴保费（占当年保费）占**40%**。”

这仅仅是万峰心中的理想而已，不能认为国寿就是按此种策略进行中，更不能因为万峰已经处于管理层，便将该种设想误解成现实，即认为国寿已经在按照这方式操作，胡乱臆测。这是应然与实然的区别。利用表格**26-1**数据，可以得到下表：

表**29-3**首年期交、趸交比重

年度	①趸交	②期交总保费	③首年期交	④续期保费	⑤首年总保费	⑥个人总保费	续期保费/总保费	首年期交/首年总
2000	10,792	13,732	9,727	4,005	20,519	24,524	16.33%	47.40%
2001	15,584	24,384	12,624	11,760	28,208	39,968	29.42%	44.75%
2002	52,269	37,733	14,629	23,104	66,898	90,002	25.67%	21.87%
2003	69,339	44,891	11,945	32,946	81,284	114,230	28.84%	14.70%
2004	54,869	62,225	19,693	42,532	74,562	117,094	36.32%	26.41%
2005	47,146	78,542	21,572	56,970	68,718	125,688	45.33%	31.39%
2006	54,833	95,608	24,386	71,222	79,219	150,441	47.34%	30.78%
2007	57,917	105,572	27,745	77,827	85,662	163,489	47.60%	32.39%
2008	141,109	122,289	35,386	86,903	176,495	263,398	32.99%	20.05%
2009	116,586	145,129	39,707	105,422	156,293	261,715	40.28%	25.41%
2010	122,659	180,122	52,149	127,973	174,808	302,781	42.27%	29.83%
2011	99,190	202,822	48,096	154,726	147,286	302,012	51.23%	32.65%
2012	80,118	225,723	45,531	180,192	125,649	305,841	58.92%	36.24%
2013	72,658	231,002	40,271	190,731	112,929	303,660	62.81%	35.66%
2014	66,253	233,029	46,083	186,946	112,336	299,282	62.46%	41.02%
2015	74,003	251,383	61,193	190,190	135,196	325,386	58.45%	45.26%

一直到**2015**年以前，实际情况距离万峰的“理想”，还差距大着。**2005~2007**年，续期比重提高，但随着趸交急速增长，**2008**年又下降。**2008**年，首年期交占首年保费，只有**20%**。离万峰构思，还有很大差距。一直要到**2012**年，续期保费占**59%**，这是由于趸交业务的大量下降所引起，而非期交业务的增加。一旦股市好转，分红险收益提高，银保趸交保费大量增长，此比率又将变化。反而是到了**2014**年，万峰离职后，此时数据呈现出他所期望的理想状况，但这并非完全由其调结构所引起，而是趸交一路减少，以及有效续期保费增长缓慢所引起。

由于银保趸交并非万峰所能完全操控，因此，万一趸交急速增长过猛，又将再度调结构，但在允许的幅度范围内，国寿将仍然大量欢迎银保趸交保单，届时又将偏离“理想”状况。这说明现实中，保费收入比万峰设想的理想结构，更加重要。

在趸交增长的情况下，按照万峰的设想，首年期交应该大大发力，但是，如同前面所分析，人力、财力的跟上，并非容

易。更进一步的，万峰说道，“首年期缴保费是拉动下一年业务增长的一个重要因素，缴费寿险公司续期保费虽然决定了续期发展能力，但是从图示中大家可以看到缴费期限越短，寿险公司持续发展能力越低，我们把这个叫做寿险的周期性，全世界任何一家保险公司都得服从寿险的周期性，问题是谁把时间拉的长，拉的越长越长，周期性越长，周期就越长，公司持续发展能力就越有利。”

这指的是将期交的时间进一步延长，比如说，把保单缴费期从5年期交延长到10年，甚至20年。很明显，延长期交期限，是将保单从趸交变化到期交之后，更进一步推进，将当下的短期期交保单，通过保单结构的延长，变成长期期交保单，这实际是将保费收入推迟到日后。

从长远看，对于保险公司的运营来说，期交保单的满期给付时间，也常常比趸交保单长。比如同是国寿鸿丰，趸交保5年，期交10年，便可保到10年或者16年。同时，在赔付方面，（期交业务）所涉及的保单，比如两全保险一类，满期给付的时间点，同样也是越后越好。比如国寿鸿丰是5年满期，鸿盈、鸿富是6年以上满期，在其他条件一致的情况下，对于保险公司来说，后者便优于前者。

因为越加拉长的期交收入，可以保证后续保费收入逐年增加，满期期限长则可以有更多时间给投资部门做长期投资，以穿越牛熊，投资时间越长，回报率越便高并有更稳定期望，在日后拆仓时，便可以有足够回报反馈客户。因此，此种延长是有利于保险公司的运营。

但是，要进行延长，前提是本身当下已经有足够的期交数量保单。即当期已经有充沛期交业务，否则连当下都吃不饱，谈何积谷防饥。从目前国寿的情况看，在过去几年中，趸交受压，个人营业员渠道，首年期交稳定，但首年期交保单数量仍然尚未达到万峰心目中的理想目标，但要在当下尚未吃饱，期交业务尚未过剩到非常充沛的情况下，实现此种后向延长，为时尚早。所以，后面这部分更是万峰的理想而已，分析者切不可在没有数据支持的情况下，将其看成是当前国寿的策略。

当前，国寿在承保业务上的主要问题，从中长期的战略上看，仍然必须催谷营业员更努力去售卖保单，这也是袁力上任之后，强调财务上向基层倾斜的根本原因，否则长期增长便会乏力。但袁力做不不久，随即离任，杨明生是否也会严格执行此一策略路线，尚需要时间观察。看起来，2015年的策略是真正的人海战术，是否能够长期有效呢？留待下文分析。

但如同前面所述，期交业务的大量增长，又带来资本金限制、盈利消耗问题。所以，可见寿险公司运营，同样是在一系列制肘之下的腾挪。从事实上看，2010~2013年间，在营销员渠道上，首年期缴业务的保费并没有增长而充其量是保持稳定，因此，此种所谓注重期缴的策略，实际上并没有完全奏效，甚至还需努力。

至此，这数章长长的论述，完整的探讨了个人渠道的保费，详细的探讨了关于保费增长的策略，以及外部分析者如何监控分析。在《卷三》的最后数节，将进一步深入的探讨人力成本因素，从而完成整个关于保费的论述。

Michael chen写于2012-1-19，修订于2016/3/29

人寿研究三十 佣金和业务（一）

（A）

考虑到这一系列冗长的讨论，似乎对于观众的智商和耐性已经造成考验，所以，贴完《卷三》之后，休息一段时间，让观众有足够时间去消化并背诵完前面三卷，再来贴后面的章节。

这一节开始，探讨佣金问题，以进一步拓展前面所讨论的期交-趸交平衡问题。

由于传统因素，期交保单多数是由营销员售卖，趸交则由机构代理。其中的原因，《卷二》中也做了一些探讨。对于保险公司来说，对这两类不同渠道的保单的内部管理上，其费用处理方式也有所不同。从入账的科目看，对于代理渠道，支出的是手续费，对于个人营销渠道，是佣金。（尽管在两者在代理成本这一意义上没有什么实质差别，但名词的用法指向，还是有所区分，特别是对于下面财务分析，是非常清晰有利）。

潘军华指出，从法律规定看，保险佣金及手续费的含义随着《保险法》的修订，发生了较大变化。在2009年《保险法》修订之前，保险“佣金”特指保险经纪人（即个人业务员）的中介业务报酬；“手续费”特指保险代理人（即比如银行邮政）的中介业务报酬。修订之后的《保险法》在第117条、第118条将保险经纪人、代理人的中介业务报酬统称为“佣金”；同时，《保险法》赋予“手续费”特定含义，根据《保险法》第54条的规定，“手续费”是指保险责任开始前，投保人要求解除合同时应当按照合同约定向保险人支付的费用。据此，保险领域的“佣金”和“手续费”成为没有任何关联的两个词语。此处按照过往的习惯，本文简单的将“佣金”定义成支出给个人营销员，手续费为支付给银行、邮政等机构渠道费用。因为这种定义符合国寿财报的科目数据。

如同笔者在《卷一》中所说明，和以往香港会计准则不同，在大陆财务报表中，由于佣金和手续费均是在收到保单的初期，即行支出，而不采用“递延承保费用”方式做摊销。因此会计上会出现“盈余损耗”问题。同时，由于付给银行的当期手续费，和付给经纪人的佣金，也是真金白银的当期支出，这合起来，会令到当期账面利润下降。

从现金流角度说，由于经营性现金净剩余来自保费收入扣减各项实际支出之后所得到，如果佣金、手续费能尽量与保费收入成一定比例挂钩，便能减少不确定性。所以，如果总佣金（及手续费）支出占保费收入的比率，具有一定稳定性的话，那么，也意味着经营性现金流净剩余与保费比率的稳定性。

在《卷一》第二节《人工支出》中，笔者曾根据数据计算指出，“对应于当年（含团险、短期险）总保单收入，佣金和人工、经营费用总支出占比大约在**9.8%--11.54%**之间，而与保单类型结构变化关系不大。”在文章中，笔者指出，一个可能的解释是，这个固定的人工及佣金**11%**的比率，可以看成管理层的一个经营计划。

如同先前所说明的，趸交-期交业务，绝大部分的保单，是在不同渠道售卖，尽管这两者所售卖的保单，实际可能是源自同一张保单的分拆，但在运营上，却是独立的。因此，总体的合并数据，实际上是合并了各种渠道的保费综合，在所考察的年度，实际上是一种经营结果。那么，为什么会出现此种大致稳定比率，？这一节，将继续探讨《卷一》中指出的这一问题。

国寿的人工成本，由佣金、手续费、薪水等构成，其中薪水对应于受薪员工，（其中少部分受薪员工也会承接各种保单）。手续费主要用于支付中间代理渠道，比如银保、邮政渠道的费用。佣金用以支付**70**多万代理人的费用。

在总体人工支出中，薪水支出只是占一个极小部分，代理人支出和渠道佣金是大头，这与工业企业，比如富士康是明显不同的。在假设每年佣金支出的费用率系数（或结构、制度）不变情况下，如果个人渠道与银保渠道，各自的保费增长率接近的情况下，那么，总体手续费与保费收入之间的比率，便将维持一个比较稳定的范围。

即是说，上卷《第二节》所揭示出来的人工成本支出（大致）稳定比率，当国寿承保业务，维持一个相对稳定的佣金制度时，运营上，如果不同渠道保费收入各自稳定增长，便会看到一个稳定的费用比率。简单的举例说，如果总费用=佣金+手续费=10%*期交+3%*趸交。当期交与趸交保持同步增长时，总费用比率便会稳定。但这是同步增长的情形。当上述算式中，如果当期交与趸交增长比率差异甚大时，则总费用向权重较大的部分倾斜。比如说，如果期交剧增，那么，佣金支出便放大，因为佣金占的系数比手续费系数大，于是，总体费用支出占保费收入比率便会增大。也即是说，保费的增长方式，是导致最终成本支出的根本原动力，而财报上的统计佣金数据，只是保费增长的外在统计。这就是为什么在这一卷中，从现金流开始，指向保费，进行漫长的探讨之后，回到佣金、手续费的原因。

由于总费用既是一开始，一年运营的一种预算，又是一年终结之后，一种事后的统计结果，因此，国寿运营上，真正努力调控、规划的，是各渠道保费的增长，甚至具体到期交、趸交的计划增长。而总费用支出的占比，实际只是基于此种保费目标下的一种表征结果。另一方面，由于实时收付制下，保持报表正利润的要求，总体运营费用比率也会构成一定约束。但管理层可以在年度的逐月运营中，根据实际情况进行引导、微调。即是说，佣金费用支出的稳定性，实质上依赖于保费的构成和增长。而这一大约的稳定性，源自保费及佣金结构的构造。

《上卷》第二节的稳定费用比率，可以看成人工、手续费、佣金的支出模式，各种以一定方式与各自渠道的保费收入挂钩，在各渠道保费相对稳定增长的情况下，使得加总的人工占保费比率，也出现一种大致稳定的表象。从这一角度说，一个窄幅波动的总体人工支出，当佣金费率系数保持稳定时，此种稳定性，可以看成国寿承保业务运营上，保费收入稳定增长的一个外在表征。或者说，即是上一节所指出的期交-趸交业务平衡的外在表征。因此，保费是因，费用是果。这是对上卷该稳定比率的进一步解释。这两者不可颠倒因果。读者可以牢记此一结论，再在本节后面的数据分析中，得到印证。

从此处可以看出，投资分析和写小说不同，后者可能是一种构思，前者却是一种分析，是随着数据的深入拓展，不断重新阐释数据之间的逻辑的过程。必须不断的追根溯源，才能看到问题之所在。

比如费用支出既可能是一种预算，此种预算或许也会制约开支。但是，与工业不同，保险行业的费用，主要源自代理人佣金。（因此，不可能为了省佣金费用而去减少保费。）随着进一步拓展，可以看到，费用总计实质上源自保费的变化。因此，重点不在于平衡预算这种概念，而在于保费的增幅和结构。

有些读者，未读到《卷二》，《卷三》、《卷四》、《卷五》，只读了上卷，便自以为是，妄加发挥，做各种解读补充，或者批判，殊为可笑。又或者发现某一短期规律，便以为如获至宝，却无能力进一步追溯探源。于是故作神秘，闪烁其词，这都是错的。

当保持整体经营性现金流为正（及整体经营费用的硬约束，以保持账面正利润）的情况下，加上拐小弯的微调作用，期交、趸交保费各自保持一定程度的稳步增长，（见前面几节），在这几者的作用下，由于各自相对稳定的手续费率结构，使得手续费支出随保费表现出一定的稳定性，而其波动性则来源于保费组成的变化。另一方面的考量，则是整体财务上的账面利润约束。这是本节对第二节关于人工成本支出稳定性的进一步阐释。下面更进一步来探讨这一问题。

《上卷》第二节中，所使用的佣金、手续费对应的保费，包含了团险、短期险数据。同时，佣金、手续费对应于当期现金流量数据。随着《卷二》中，将团体险、短期险的分拆出去，个人业务越来越清晰，这一节，进一步深入探讨个人业务中，佣金、手续费与保费的关系。

常规来说，趸交型保费的手续费，是直接对应于当年趸交收入保费，而期交保费的佣金，是分几年支付给业务员，一旦业务员离开保险公司，保单便成为孤儿保单，需要由保险公司重新指定业务员跟进。原承接该单的业务员，不能得到后续的分期佣金。而这两者在中国会计上，同样使用实时收付制。（2008年以前，港股采用摊销递延制。）

从历史上看，大陆现代保险业，是在80年代的改革开放后重新起步，因此很多制度，初期均是从外国直接引进。采用代理人制销售保险，在中国是1992年由美国友邦保险引入。据报道，1994年底，友邦保险公司共招收保险营销员近5000人，1995年达到8000人。1996-1998年，中保人寿保险公司、新华人寿保险股份有限公司和泰康人寿保险股份有限公司等寿险公司，相继采用了个人保险代理人制度。从此之后，代理人制度成为大陆营销个人长期寿险的主要经纪制度。

据《2011年上半年保险中介市场报告》，人寿保险经保险营销员销售的人寿保险，共2413.27亿。同期，经专业代理机构、保险经纪公司、保险兼业代理机构售卖的人寿保险收入，分别为：28.30亿、11.54亿、2847.74亿，这三个渠道合共为2887.58亿。总体上，营销员渠道和机构代理渠道的保费收入，大约各占一半。

而在营销员渠道中，据《2011年1季度保险中介市场报告》，截至2011年3月31日，全国共有保险营销员3,337,522人，比去年年底增加39,736人。其中产险营销员431,202人，寿险营销员2,906,320人。（其中国寿2011年上半年，营销员66.2万人，占22.78%。）寿险营销员明显多于产险营销员。（到2016年，全圈营销员达到500万人，许多人月收入远远低于3000元。）

和代理人制度一样，给予营销员的佣金规则，也是由友邦所引入，这一规则后来演变成整个国内保险业通行的制度和标准。从实际数据看，当时所制定的营销员佣金比率远低于该公司在东南亚和港台地区的标准，这或许和当时保险行业刚起步，而当时大陆人工收入低微，无业者众，从而保险销售人员愿意接受（比东南亚）更低收入有关。

大致上，代理人所收取的佣金，采用如下方式：代理人每卖出一份保单，即可拿一定比例的佣金。寿险分期交费业务，保险公司一般在3-5年内，分期集中支付给营销人员。营销人员首期可以取得占首期保费总量5%-40%左右的佣金，以后逐年减少，一般到第5年止，在几年时间内将佣金全部提完。第一年佣金最高，最多可达到期所交保费的40%，一般为30%左右，第二年降为20%或15%左右，到了第六年开始，就不再有佣金，但有时会有约2%左右的“继续率”奖励。

从友邦公司所引进的这种佣金制度，是一种典型的历史演化。友邦的这种佣金制度，在美国，源自纽约州法律。在1998年纽约州修改法律之前，旧法规定，佣金不能超过首年总保费的55%和第2-10年保费5%之和的现值。1998年纽约州又修改新法，令到前数年佣金更高。但友邦进入中国时，是在1992年，其时纽约州新法尚未修订，因此友邦当时引入中国的佣金规则遵循旧法体系，仍然保留此种首年佣金较高，而后续续保年份佣金较低的特点。而这种限制费用的思想，又源自1906年的阿姆斯特朗调查，目的是限制保险公司收取过高的费用和其他超额附加费而制定。

此种首年高额佣金的制度特征，如布莱克所说明，该种制度安排已经延续了数十年之久，其原因是大家普遍相信，人寿保险的特点，是“在用不着的时候买”。这一特点，决定了人寿保险是被“卖”出去，而不是消费者自愿主动购买的。因此，需要支付首年高额佣金，以给推销员足够动力去推销人寿保险。（P645）整体上，中国现今保险行业的佣金制度，正是沿着美国纽约州所制定旧保险佣金规则，在1992年直接抄袭过来。

这种后来者直接抄袭，以减少试错的做法，林毅夫将其称为“后发优势”，这实际是一种抄袭，减少了试错成本。在中国即是山寨，企鹅便是以此发家。既无任何发明创造，也无任何改良，毫无值得夸耀之处。

林游泳将其美化为“后发优势”这一名词，隐含着吹捧红匪的意味，即是后发的结果更好，由此隐含的论证先前压抑，也多少有这么点正确的意味，这马屁拍的可是恰到好处。

但从逻辑上看，纯粹是无稽之谈。如果能先发，又何必拖延，更何况这种后发是以大量劳工血汗工作为代价，来成就一帮独裁者的盛世！这些奇谈怪论，和张五常认为腐败有利经济繁荣一样。在设置了各种奇怪的特别的限定下，各种奇谈怪论很可能都是可论证的。但是，仔细考察起来，这些奇谈怪论，均有其不可告人的舔屁沟目的，特别考虑到发表该些论述者的人品时，情况更是如此。港台华人经济学家，多数和屠夫通奸而无耻，几乎无一例外。

而另一方的，杨小凯的“后发劣势”更是无聊，历史上有大量反例，证明后来居上，比如台湾直接学习日本的生产经验，快速进入工业生产。山寨不需要先前投入的研发，实验成本，直接抄袭拿来，当然成本低廉，发展迅速，这和考试直接抄答案一样，当然多快好省了。因此才需要专利制度来保证前面认真答题者的成绩。

更进一步，从人类历史看，几百年，数千年的经济发展，商业贸易，大量千变万化的例子，说明演变不可预测，既非先发必赢，也非后发必赢。本来就不能以一名词简单概况，所以当日林毅夫和杨小凯的先后发优势争论，典型的体现了这些所谓经济学家们的丑陋嘴脸，两人隔空胡扯，一个拍马屁拍得脑进水，一个信十字教信到脑进水。此些是题外话。

(B)

回到保险这个话题，每一家公司的每一个险种，由于产品差异化，均会采用不同费率。比如下表是太平洋保险各类险种的佣金费率。

<http://t.bandao.cn/up/11/11/b201111101451175633159.jpg>。其复杂程度及微小差异化的变化程度，与国寿整体的产品线类似。

但正如万峰所指出的，“依据现行的保险产品定价机制，定价利率、生命表、费率三大决定保险产品特征的指标均被限

定，导致保险产品雷同，而产品定价由附加费和承保费用构成，这两项费用的上限被限定，使得保险公司无法提高代理人的佣金收入水平。”即是说，保险代理人卖出保单所得的佣金费率及其所能得到总佣金，由于保监会对于精算规则的设置，已经被限定在一个封顶的范围内。

同时，由于保险公司的竞争、互相模仿、抄袭作用以及人员的跳槽，其底也被限定在一个窄幅范围内，佣金太低，很可能售卖保险人员，即刻过档同行。因此，尽管每家保险公司对每一个具体产品差异化的采用不同的佣金方式，但此一变化只是由于精算引起的数值差异，其本质上是换汤不换药的变化，保单形式和精算原理甚为雷同。

精算上，保费佣金率被限定在一个窄幅范围，而基于同样的生命表和投资收益假设，这意味着精算承保利润率，在精算上，实际上也是被限定在一个窄幅区间。但尽管如此，会计账面上却有所不同。

下表便是一个示例，期交20年期，每年保费收入1千，累计2万。假设佣金比率第一年35%，第二年25%，第三年15%，第四年10%，第五年8%。合共5年支出930元，总共是20年保费收入的4.65%。最后一列是逐年支出该部分佣金后的剩余现金。

表30-1 保费-佣金示例

年份	保费	该年佣金比率	该年佣金	剩余
1	1,000	35%	350	650
2	1,000	25%	250	750
3	1,000	15%	150	850
4	1,000	10%	100	900
5	1,000	8%	80	920
6	1,000			1,000
7~19	1,000			
20	1,000			
合共	20,000	4.65%	930	19,070

但从首年费用看，由于收入只有1千元，便支出了350元佣金，从当年会计看，佣金支出便占当年保费支出35%。而第2年，则支出了当年保费收入的25%。到第6年之后，便不需要再支出，也可以称为无本生利。

如果按照香港以前的会计制度，这合共930元的佣金，会合起来，比如说，在保单所存续的所有年份，比如20年中，每年以“递延承保费用”项目进行摊销。（摊销后，变成每年4.65%，即如果缴交1000，则支付46.5元，而不是第一年的35%，），此种摊销的结果，使得财务报表上，在保单初期，入账的佣金，比上述这种实时收入制下的即时入账方式要低，因此，按照以前香港财务制度的会计形式，扣除开支后，初期会计盈利会相对较高。因为这是一种精算回来的报表，但不能体现当期实际支出。虽然这种报表形式看起来逻辑更加合理，但从会计原理上说，给营业员的佣金已经是真金白银的支出，报表上，只是假装其还仍然存在而已。这将造成另外的问题。会计准则设计者认为，资金支出了，不能假装还存在。不能为了单纯保险行业的特殊性，而放松，因此，继续沿用了实时收付制。从保守性上说，大陆会计报表是更加保守。

如果按照大陆会计实时收付制的方式，即时入账的话，按照35%-40%的当年保费收入支出佣金后，对于剩余资金，如果按照监管上的会计方式，提足准备金，比如说，原初保费提取88~92%，那么，第一年便发生亏损，亏损额度为1000-920-350= -270，这尚未包括其他运营费用。如果计算入其他费用，那么，亏损便更加严重。这正是港股入账方式和A股入账方式所造成的会计账面盈利不同。即是《上卷》第六节所说的初期保单“盈余损耗”问题。这在《上卷》已经说明过了。

对于保险公司来说，准备金的提取和入账方式，是一个非常重要的议题，这留待后续再进一步详细探讨。尽管会计准则在2008年以后，2号文对境内外规则进行了统一，但如同前面所说明，佣金依然没有得到递延，而是采用实时收付制。因此保单初期仍然会有亏损。这是对于新开张的保险公司而言，但是对于开办了一些年份的公司，如同前面的例子指出，6年之后，便是无本生利了，有这些前期保单累积下来，却不需要支付佣金，便可以和新接的保单对冲。因此，可以看到，保险公司的利润报表，是一个大量时间间隔上，跨度不同时期的保单，在一个时点混杂的结果。因为财务报表中的利润表，本身便是仅仅显示了一个小时间段（一年），相对于漫长的保单结构而言，仅仅是一个极短时间而已。这就是笔者先前指出，只有回到以保单为基础，才能看到，这事实是同一张保单，在不同时间下，不同阶段混杂起来的产物。

（下文引述自<http://www.starlunwen.net/jjglww/153171.html>：是关于准备金的一个说明：寿险的法定责任准备金由寿险未到期责任准备金和未决赔款准备金两部分组成，理论上的未到期责任准备金是在均衡纯保费的假设条件下，在评估时点，计算未来赔付责任的现值与未来保费收入的现值两者之间的差值。在均衡纯保费的条件下，由于寿险业务首期发生的费用较高，如果采用理论上的法定责任准备金计算方法，容易导致首期收取的保费收入用于费用支出的部分无法满足

实际的费用支出，导致保险公司出现亏损，因此有必要对理论法定责任准备金进行修正调整。其中一种修正方法是把首期的纯保费调整为首期的风险保费，其余部分全部用于满足首期的实际费用，这种方法叫做一年定期修正法，目前在实务中采用这种方法对传统寿险产品（不包含分红保险）进行法定责任准备金评估，但是这种方法也有缺陷，因为对于高费率保单，如果保费扣除风险保费的部分很可能大于实际费用的支出，虚增保险公司利润，因此还有必要继续改进。

对于分红保险，其对首年纯保费的修正采用 \max （首年风险保费，毛保费减去E），其中E表示基本死亡保险金额的一定比例，该比例不得高于**3.5%**，其实就是把首年发生的费用限制在基本死亡保险金额的一定比例内，其实质是和传统寿险产品一致的。

另外，对于传统寿险责任准备金，如果修正后的未来期间纯保费大于实际收取的毛保费，还应计提保费不足准备金。在企业会计准则2号解释出台以前，寿险财务准备金的计算方法与法定准备金的计算方法相同，过于保守，不能真实反映公司的财务状况。

企业会计准则解释第二号也对保险产品的财务准备金计算提出了新的方法，主要是未来净现金流折现法。包含未来期间的合理估计负债，合理的精算假设条件以及边际。以评估试点为基准，在相关精算假设下计算未来各个期间的净现金流并折现到评估时点。为应对未来不确定的风险，在合理估计负债的基础上必须加上一定的边际以减少假设所产生的不确定性。在刚签发保单时点，如果当时保费收入减去必要的获取成本，其值大于合理估计负债加风险边际之和，表明了保险人在未履行相关义务的条件下就已经获得了利润，这明显不对。因此有必要将此部分利润在后续区间进行摊销，因为只有保险人履行了相关义务，才能确认相关利润，这部分首日利润称为剩余边际。但如果首日发生损失，则保险人必须确认首日的损失。如果存在剩余边际，对于剩余边际的摊销，一般选定一个评估基础，确定剩余边际摊销率，在后续评估试点，根据评估基础与确定的剩余边际摊销率确定剩余边际，而且有一个要求，就是该评估基础必须是逐年递减的，以至于在最后年度首日利得可以全部摊销完成。

上述这个庞杂的论述，所涉及的具体准备金问题，留待后文再行探讨。对于其间涉及的精算问题，看起来复杂，其实质仍然是数学运算，由精算师去完成就可以。

（除非有兴趣，投资者完全无需花时间去研究精算的内容，正如买纺织股，完全不需要自己去纺织厂做操作工人，学习织布的具体流程，乃至研究至织布的染色剂具体配方。又或者买富士康股票，便乔装打扮去流水线当装配工人一样搞笑，除非另有目的比如去和厂妹约炮神马的，否则干这种事情纯粹搞笑。）

笔者指出，要从保单角度、从精算角度看问题，乃是如前面所说明，任何一个时刻，或者财报的时间段，保险公司的报表，乃是之前大量不同时期的保单在该时间点，混杂的结果。要从保单延续的角度，才能看到此种实际上是一张保单，在不同时刻自我叠加的问题。笔者指出此一问题后，看到有抄袭或者模仿者，一知半解，捕风捉影的去搜集一堆莫名其妙的保单，进行各种所谓精算，目的以探求保险公司的盈利，实在可笑。

在后续进行详细探讨之前，此处先简单重新表述一下准备金提取原理。简单的说，按照新的会计准则，如果保单设计中，预留了**10%**是给运营费用，那么，保单卖出（比如**8月1日**卖出），首日入账的准备金提取，便是**90%**。但如果到期末（**12月31日**，财务一结账，便可以知道全年实际运营成本。）一计算，该年分摊下来的实际运营费用是**11%**，那么便确认**1%**损失。而如果运营费用是**9%**，那么便提取到**91%**准备金，以避免出现“首日盈利”。（如前面指出，避免出现盈利。）而这部分所提取的准备金，再随着日后各种保单设计中的假设与实际经营情况，比如运营费用变动，比如投资收益变化等，差异部分，再加加减减，其加减部分，与其他运营差异一起，入账一起回溯为精算差异，最终变成保险公司期末的账面利润或者亏损。

（笔者看到有几个自诩读了许多保险文库的分析者，将首日盈利和首日亏损两个不同话题混在一起，完全是智商不合格。保监会的上述规则，是为了避免出现首日盈利，但不等于没有盈余损耗，这完全是两个不同话题。所以某些分析者的智商，实在捉急。）

（C）

如果按照东南亚国家的方式，长期险的首年佣金比例达到当年交保费的**100%**，（有的国家达到**120%**）。即如果签约第一年收保费一万元，保险公司要付给代理人**1万2**，再扣除其他运营支出，这张保单在第一年是纯粹亏损。首年期交的首年保单，保险公司要先自掏腰包垫付。（见《对我国个人保险代理人制度的研究》）而公司的前述所指出的正经营性现金流，便来自先期保单积累，如果积累的保单少，而新保单多，账面亏损便多。其原理便在于此。

如果按照现在中国会计准则的实时收付制度，来衡量一家东南亚国家的保险公司的话，按照其佣金制度，期交的首年业务，第一年所接的保费收入，根本不足以支付代理人佣金。更不论还要支付其他费用。

（从此处可看出，分析保险公司，一定要根据具体不同国情的实际经营情况分析，不能照搬拍脑袋。）对于东南亚此种佣金结构，保险公司是即接即亏损，保单接得越多，账面便亏损得越多。因此需要保持首年保单的延续性，以前期累积下来的盈利来填补当期的消耗。同时，一旦后续（比如隔年）客户退保，那么保险公司便真正实现了亏损，因为第一年收入还不够去支付佣金。所以，退保便需要要罚金，才能覆盖。

假设此种佣金制度，按第一年的**120%**一次过入账的办法，而后续保单又能连续缴满，保单期交**20**年，那么实际佣金率只有**6%**。但由于集中在第一年一次过支付，因此便会造成这张保单第一年的严重亏损，只有到了第二年，会计上，这种保单才开始盈利。所以，新开办的保险公司要到第二年或者以后，才能盈利。

但如果处于一个高速增长的市场，第二年又接比第一年更多的新保单，旧保单的盈利尚不够填补新保单的亏损的话，那么账面上仍然是亏损，这种情形，就是笔者在《上卷》第六节所指出的，要到一个盈亏平衡点时，期缴的旧保单所累积盈利释放出来部分，大于新保单的亏损部分，才能达到会计盈利。

但中国情况又与此不同。国寿在上市以来，无论是**A**股、港股年报，账面上均没有发生亏损，而是逐年均有盈利。（港股的盈余要比**A**股高很多，一方面因为费用得到摊销，另一方面，其他会计也不同。二号文以后解决了大部分问题。）

尽管人寿**A**股对佣金没有进行摊销，但报表上仍然是一直有盈余。其原因，一是所接保单，并非完全是长期期交保单，相当一部分是趸交保单，佣金一次支出，但保费也一次收入，因此该部分趸交保费没有期交佣金摊销问题。另外一个原因，也是没有采用东南亚此种极端变态的佣金结构。整体上，这种**3-5**年支付的佣金偿付制，原理依然与之接近，但没有如此极端。因此提前支付的佣金属于不像东南亚此类非常极端高额的做法，同时，如同前面所说明，挨过了初期之后，比如前面的例子，是**6**年之后，便有一些保单不需要再支付佣金了，这两部分可以进行一个对冲。因此预算下来的运营费用，还多少有节余。

简单的说，由于上述的“首日盈利”不确认方法，因此，所接营业员渠道的首年期缴保单，第一年账面只有打和或者亏损。这即是上卷指出的“盈余损耗”。但长期上看，如果保单接的非常长期，随着首年保费收入占累计续期保费收入的比率慢慢降低，这一部分损耗的盈利会逐渐释放出来，与当年提前支出对冲，其影响会变淡。

如果一开始接了非常长期保单，佣金在短期内支付，那么，该部分的费用在初期仍然会占当期保费收入的大部分，而大量损耗盈利。这正是盈余损耗的根本原因，只是相对不如东南亚变态，另外，由于相当部分的间接费用，是由大量的趸交保费进行分摊，趸交缩量时，（比如**2011~2012**）该部分固定费用不变，那么，分摊下来，单位成本上升，会进一步挤压当期盈余。（反过来印证前面所说，趸交保费的分摊作用。趸交一少，每张保单的成本便上升。）

有鉴于盈余损耗问题，因此，台湾有一些文献和公司，提议使用水平佣金制，即佣金平准化(**Level Commitment**)。2000年在台湾由宏泰人寿开始实施，将原来共领**6**年、首年度佣金比率约**40%**的旧制度，改为领**20**年期、首年度佣金比率约**30%**的新制度，佣金比率加起来比传统还高出**10%**。

为配合这种制度，公司规定：从业人员若全残或身故而离开工作岗位，可由家属领取续期佣金，由此保证了营销员可以得到所销售保单的全部佣金。这种做法大幅度拉长了佣金领取的时间，适当平衡了佣金收入“头重脚轻”的状况，也令到账面盈利情况大为改善。

按照布莱克的评论，此种佣金平准则，实际上只是改变了账面盈利，一种会计游戏而已，因为对营销员来说，其实质佣金支出并没有改变，没有节约任何费用，从而对于投保人和承保人的成本及支出并无实质变化，只是会计游戏以体现账面盈利罢了。但对于**A**股愚蠢的投资人，或许是有用的。

其他的改进形式，包括佣金工资制，比如日本一些保险企业，营销员与公司签订的是雇佣合同，工资由固定工资、准固定工资和成绩浮动工资构成。（《关于我国寿险佣金制度的几点思考》）国寿同样也部分推行营业员雇佣工资制。布莱克在《人寿与健康保险》中指出，(中文版，P622)，受薪人员最重要的一部分工作，就是销售团体保险，这在美国主要包括三种完全不同的产品线：养老金、团体寿险、团体健康险。

林森池在电台访谈中，大赞国寿的雇员制度，但从数据看，2007年以前，受薪雇员推销保单得到的保费收入大约只占总体保费的**15%**。而2008年以后，则降到**5%**以下。其本质原因，正是前面关于团险所分析时所指出，团险由于其定义模糊性，因此，在新会计制度下，保费被分拆，而导致数据缩水，而受薪员工所推销的，正主要是团险，从而使得在新会计准则下，受薪营销员制度所售卖出去的，在会计报表中显示出来的保费，比率更低。因此，对于代理人制转雇员制度问题，该问题并不像林sir在电台中所预期的，有突破性进展，反而是回归到代理人制度。所以，雇员制度也没有在国寿的运营中，发挥良好作用。笔者也在此一节对林sir之前探讨的内容进行重新澄清更新。（从此处可以看出，林Sir的评论，有时也是从同行或者运营者处道听途说，而后自行发挥，并非像笔者这样，如做论文般，逐条分拆。以数据说话。）

从纯保费收入角度，在个人期交保费收入方面，人寿股份主要还是采用代理人佣金制，而非受薪雇员制度。在这方面，国内的保险公司并没有很大差别，除了新华和太平有所不同外，其他的，比如平保、太保，实际和国寿并没有很大差别。（林Sir讲话中所探讨的鹏利、盈科保险模式，不适用于平安保险，也不适用于人寿，几乎与大陆保险公司无关，即是此方面，香港经验并不适合所探讨的公司，只能当成江湖轶事）。

按照会计实时收付制，不考虑投资收益的话，纯考虑承保利润，如果保险公司要维持首年期交保单的长期高速增长，那么，早期股东便必须不断先拿出资金来，来填补早期这些损耗的盈余，而在日后不需要承担，或只需要少量承担接单费用的延续保单中，再陆续逐步收回利润。

对于处于一个保费高速增长的地区来说，比如中国，如果资本实力不够雄厚，一方面，便账面亏损连连，而又需要上市或者集资，问股东要钱，才能支持后续的增长，否则，便很容易触及偿付率底线而不能接更多保单而扩张业务。这在上节已经探讨过了。因此，2011~2013年间，有非常多的小型寿险公司，需要不断集资，才能满足监管要求，也产生了许多冲突。从此处可以看出保险公司资本雄厚的重要性，也解释了为何保险公司，为何类似银行一般，在高速扩张期，也需要不断集资或者发次级债以补充资本。

但如果资本金不足，则可以停止扩张，等待前期保单延续的不需要支付佣金部分的对冲。停一停，喘口气，又可以再继续出发。情况比如国寿前面几年，休息了几年，以提高偿付充足率。上述的首年支出占35%以上的例子，实际已经说明了演示了《上卷》所指出的“盈余损耗”的根本来源。当然，国寿并非完全只接此种长期保单，不接趸交，否则财力也很成问题。这即是前面指出的趸交-期交平衡。

这同时也意味着，如果早期财力不够雄厚的保险公司，按现有的会计制度，便不能接很多的长期保单，这便是许多财力不足的公司，在现在的实时收付制度下，乐意通过银保渠道去接许多短期趸交保单的原因，因为保费一次入账时，手续费也同时入账，不需要在此后年份中分摊处理，虽然在提取准备金或者精算时，耗用实际资本的比率略大一点，但由于手续费支出占比低，因此不会造成严重的盈余损耗问题。

比如同样收入2000元，按3.5%计算，支出只有70元，会计账目上有盈利而非损耗。（对照长期保单，如果按每期1000，第一期便支出350元，差距5倍以上，）但如同前面所探讨的，太大比率的趸交收入，会影响后续增长的稳定性。保监会会引导市场的保险公司去专注期交，袁力来国寿上任后，也强调期交，但是问题是，其前提必须是有足够财力，以及可以有足够的忍耐力，来抵御初期对账面利润的影响。

对于国寿来说，2003~2007年间，分别在H股和A股集资，财力雄厚，因此集资之后，便可以做大量期交保单，以维持高速增长的期交业务，而随着业务不断增长，核心资本金逐渐消耗，并逼近偿付率红线。如果要想继续维持高速增长，而又无法通过募集核心资本本金时，便只能保持一个期交、趸交的平衡的同时。接一些比较短期的保单。但很明显一点是，由于2008年以后，连续几年的熊市，影响账面净利润的同时，再加上期交业务的盈余损耗，会使按照实时收付制下，账面利润雪上加霜。

Michael chen写于2012-1-16，修订于2016/4/10

人寿研究三十一 佣金和业务（二）

(A)

在保监会成立以后，由于会计制度保持原有准则，为避免恶性竞争导致佣金支出过高，产生高额盈余损耗，保监会成立不久，便出台了保险公司的佣金制度，即是保监会1999年1月15日颁发的《关于人身保险的有关业务通知》（保监发[1999]015号），这实际是由行业的监管者制订规则，来限制行业在佣金支出方面的竞争。

由于这一佣金制度的限定，各保险公司便不能直接在第一年像东南亚保险公司一样，支付大量佣金给代理人。同样卖一张保单，中国的保险个人营业员，可能在第一年收不到类似东南亚类似从业人员的收入。（但摊长几年看，中国业务人员有前期保单垫底，几年累积下来，金额也不小，这和摊销的情形类似，相当于按照不同会计准则，但最终结果是一致的。）

尽管这或许会造成代理人收入降低和保险公司接单相对困难（即由于代理人第一年保单收入不高，因此有些无法售出大量保单的，便不愿意从事这一行业），却避免了这种极其高额导致即期盈余损耗的问题。从实际的支出看，佣金是一种真金白银的支出。如果其他不变，高佣金便意味着保险公司的当期利润减少。如果要保持保险公司初期的利润幅度，那么初期其他部分的投资必须非常赚钱才行。

从竞争角度看，由于保监会的规定是一刀切，因此所有保险公司都是面临同样一个受限制的竞争条件，因此，竞争在各家保险公司间，实际并不非常激烈。（因为能用来竞争的空间被保监会的规则限制在一个极其狭窄的范围。）反而，相对来说，竞争是来自其他金融理财产品。（所以，保险业的竞争，实际是保监会的政策设置与金融系统其他行业及产品的竞争。这一点是非常重要的，也是前人所未曾提及的。其原因便是在上一卷笔者所指出的，“越庖代厨”）

保监会规定如下：

（1）趸缴保费方式的直接佣金占保费的比例不得超过4%；所以，网上有评论说有些超过6%-7%，甚至达到10%，实际上是没有分清楚期交佣金还是趸交佣金，（当期）超过4%的都是期交。如果是趸交，超过这个比率都是违规的。

（2）期缴保费方式的直接佣金总额占保费总额的比例不得超过5%。这意思是，虽然期缴的佣金是分为几期支出，但合并汇总起来，占总保费收入，不能超过5%，见前一节，笔者所使用的一个不超过5%的例子。（见前一节所演示表格4.65%的比率，读者可以对照该表格）。从此处可看出，期缴和趸交，从一整张保单的角度看，期交佣金，折算回来后，在总体佣金支出方面，其实差异并不大（不到1%的差异），只是期缴有部分保费后期收取，而趸交一次过收取保费。常见无论报章还是财务报表，谈论佣金支出比率，多数是以当年为基础，因此显得数额差异巨大。（所以，这也是笔

者所指出，要回到保单，才看明白问题的原因。也是前面所指出，必须使用合适的比较对象。）

相对来说，5%还是大于趸交的3%~4%，但期交涉及的保单年限长，如果折算回趸交形式，则同等保费金额的话，则期交保单的佣金成本高。（笔者前面指出过，和趸交一万比较的合适保单，是期缴一千。所以，同样要达到类似的佣金，经纪人如果卖趸交保单的话，要10倍以上的数额，更加艰难，所以，经纪人更倾向卖长期保单，因为相对隐性，投保人许多很难清晰的意识到十年期缴和十五年期缴的差别。）但是，这具体也要看具体的保单合同。同时，直接佣金占各保单年度保费的比例不得超过下表标准。

表31-1保监会规定的佣金表

缴费期	第一年	第二年	第三年			
死亡保险	年金和生死两全保险	死亡保险	年金和生死两全保险	死亡 保险	年金和生死两全保险	
10年以下	25%	20%	15%	10%	10%	5%
10—20年	35%	30%	20%	15%	15%	10%
20年及以上	40%	35%	25%	20%	15%	10%

（3）对由保险公司员工承揽的业务，不得支付佣金、手续费。

但保监会这一规定只是规定了上限。实际层面上，营业员所得的佣金，并非均完全按照上限而得，而是与具体所售卖保单有关。因此，有时会比保监会所规定的上限为低。比如，常规趸交产品佣金一般在3%以内，期缴的首年费用平均在10%至30%之间。（上表超过10年的部分，有达到35%）。但从下表可以看到，如果营销员推销的是趸交保单，则佣金可能只有1.5-2%。而10年年缴，第2年只有5%，而不是上限的10%

图31-1典型代理人佣金

	趸缴	5年缴	10年缴	20年缴及以上
寿险/养老金/ 长期健康险	1.5%-2%	10%（第一年） 5%（第二年） 2%（第三年） 2%（第四年） 2%（第五年）	15%-20%（第一年） 5%（第二年） 5%（第三年） 5%（第四年） 5%（第五年） 0%（第六年以后）	30%-35%（第一年） 15%（第二年） 5%（第三年） 5%（第四年） 5%（第五年） 0%（第六年以后）
万能险/ 投资连结保险	1.5%-2%	一般不指定缴费年限，故5000元以内参照寿险20年缴比例，5000元以上参照趸缴比例		
意外险/ 短期健康险		15%-20%		

blog.sina.com.cn/u/2338748461

这张表格和前面保监会的表格又是类似，但看起来稍微有点复杂，笔者用生命人寿的一款健康险产品来拆解这个问题：

图31-2生命人寿健康险佣金

生命人寿
SINO LIFE

佣金比例

交费期	首年佣金	第二年	第三年	第四年	第五年	
10年	20%	5%	5%	5%		35%
15年	30%	10%	5%	5%		50%
20/30年	38%	12%	5%	5%	5%	65%

初佣+底薪+续佣
高达85%

高额佣金
快捷晋升

新人销售20年期交的健康增额，累积保费6000元，可获得佣金2280元（初佣+晋升奖），责任津贴1200元，累积获2280+1200=3480元

blog.sina.com.cn/u/2338748461

这款产品是保额增额分红的方式，由于健康险精算上，不允许分红，因此，采用了增额保额的办法代替，类似增额分红。

尽管保单设计形式看起来差异甚多，但实际上，佣金结构与前述保监会的规定非常类似。（这也是笔者之前指出，要去观察保单的原因，从此处可以看到，实际上，无论是国寿，平保，太保还是新华，生命，保单的实质佣金结构均非常类似，其原因，便是保监会实际上已经限定了相当一部分可腾挪的空间，比如说佣金支付结构及比率）。

此一佣金表格，形式上几乎与保监会上述规定完全一致。也分为10年，15年，20~30年。假设每年保费为1000元。将该均衡水平保费乘上年数，便可以投保人累计缴交的保费，再计算经纪人实际的佣金收入及占保费百分比，如下表：

表31-2经纪人佣金表

缴费期	首年	第二年	第三年	第四年	第五年	合共	缴费	佣金	比率
10年	20%	5%	5%	5%		35%	10,000	350	3.5%
15年	30%	10%	5%	5%		50%	15,000	500	3.3%
20/30年	38%	12%	5%	5%	5%	65%	20,000	650	3.3%

上面这张表格，前半部来自上图，后半部则是拆解。如果按照每一年的独立收入1000元，那么，佣金的收入分别是35%，50%，65%。这看起来比例非常可观，但是，如果不考虑时间复利，直接将投保人各年所缴交的费用汇总起来的话，（此时前述指出的均衡保费缴交方式便很重要了，对于计算非常方便。）再来计算佣金/费率，大致上是3.3%~3.5%，（如果超过20年到30年，比率还更低），这一比例，几乎与趸交费用的比例是一模一样。

所以，从此处可以看到，和前面指出的一致，如果不考虑时间复利，实际上，期交保费和趸交保费，是同一张保单，同一套精算办法，只不过是拆分成期交保费而已。这从上面这个典型例子便可以看出。

（网上有许多各种自诩高深的讨论者，喋喋不休于认为期缴远胜趸交，利润高等说法，实际上，根本没读通书，笔者用这个例子，充分的证实，期缴和趸交，实际上几乎是同一张保单，只是缴费形式先后不同而已，而在佣金实质和利润上，并没有任何差异！此处乃是发他人所未见，自己赞一个！无敌！）

(B)

而期缴的所谓35%，50%，65%佣金，实质上，来源于其计算的基础是某一均衡年的缴费基础。（比如某首年，交1000，佣金扣掉350），以单一年度为基础计算，其比率与汇总后差异非常大。从此处可以看到，趸交和期交的区别是，实质上，期交相当于一次性接了10张、15张、20张趸交保单。即是说，比如期交15年，如果趸交金额=期交均衡年金额（趸交1万与期缴一万）的话，期缴相当于一次接了15张趸交保单，而保险公司在收到投保人的汇总金额之前，计算上，每一年，均将其中缴交的3.3%作为佣金付给了经纪人，（但实际是分期支出，比如说，分了三期或者四期支出，但是收费是十期，或者十五期，二十期，从此处便可以看出盈余损耗的存在。**因为收费期数比佣金支出期数长很多，意味着佣金提前支出了，这在逻辑上是非常明显简单的！除非像以前港股一样进行摊销**）。所以真不知道哪些喋喋说没有盈余损耗的傻逼比如草帽和潜龙，智商是不是和猪一样！再比如傻逼T，狗尾续貂，胡乱从笔者这里偷东西然后瞎发挥，却看不到最重要的概念“盈余损耗”，实际是蠢不可及！

可以看出，个人营业员是有动力去售卖期交保单的，因为尽管同样付出相同的时间，但却一次性售卖了十几张保单，只要保单一路延续，那么便相当于年年有佣金收，而且还提早几年收到佣金，不需等到保户后期缴费，非常着数。所以，渠道上，个人经纪人，是非常有动力去卖期缴保单的，从缴费上看，个人经纪人所售卖的保单，确实也是绝大部分是期缴保单。而趸交保费，则多数是经过银行邮政等渠道。（这就是上一节，笔者有时直接将个人渠道都当成期缴保费，而进行简单处理的原因，因为个人卖趸交的实在非常少！）

市面上，许多购买期交保险的投保人，许多时候，并没有意识到，虽然当期经纪人只卖了一张期交保单给他，但实际上在此后保单存续的15~20年中，每年缴费一次，每次都要都付佣金给经纪人。而且已经提前支付了，所以，扣完此一佣金，留给保险公司的，当年只有6成（现金价值便是从这6成中取出，所以，所谓现金价值，实际上是扣除了佣金之后，又再扣除各种费用剩余部分，在更前面的例子中，笔者使用这一剩余来比较友邦的保单和国内的保单）。这从上述数据，便看得非常明显直白。甚至，由于佣金已经提前支付，一旦后续年份，保户想退保，但已经支付的佣金却不能归还，因此，期交保单，一旦退保，便所剩无几，其原因在此，因为佣金是要不回来的。

前述这个例子，**再次证明了期交的费率设计，实际和趸交无甚差别，沿用同套精算假设**。（只是加入了时间复利折算）。同时，考虑到期数越长，经纪人赚得越多，所以，保险公司在20~30年部分，实质上还降低了佣金费率。而保险公司支付佣金给经纪人的办法，则是将本来要每年收一次钱，支付一次佣金的连续20次的操作，提早在第一年之后的连续几年，（比如说，3~4年），将总金额分期分批支付给了经纪人。而这一提早支付，正是造成保险公司在这张保单上，前期盈余损耗的原因。

除了上述表格的直接佣金（工资）之外，保监会、保险协会规定代理人的佣金还包括各种附加佣金（奖金、养老保险、培训机会等），比如业绩奖励，这包括制式与非制式奖励，制式奖励是指管理规定中确定计算比例的奖励，包括优质续保奖金、个人销售奖金、年终奖金等。非制式奖励是指寿险公司为激励员工，经常开展一些业务竞赛活动，对其中业绩优秀者给予的奖励。

其他福利待遇还包括：办理养老年金、健康保险、意外保险等。若代理人在合同期内被解约的，公司为其提供的各项福利保障可能终止。这均体现在保险公司的运营费用中。（有极其少量是采用公司直接赠送保单给员工的形式发放福利，不在

运营费用中体现，而是变成无保费收入保单。）因此，财务报表中的佣金数据，和运营费用的入账，可能会有一些操作空间。（比如维稳经费、招待经费的出数，便没有直接显示出来，而是进入运营费用）。

现行的制度，为了实现保单展业，代理人要自己支付车旅费、餐饮费、礼品费之类的开支，而保险公司并不会报销这些相关费用。也即是说，对于保险公司来说，附加佣金及培训等运营费用，属于可控预算范围，其他的保单佣金，则直接与保单挂钩。额外的费用，则由营销员自掏腰包。而保监则明确禁止营销员向保单持有人返回佣金，以避免恶性竞争。

由于市场竞争，在1999年以前，部分长期业务的首年佣金有时会给的很高，以吸引代理人。但此后随着保监会的各种规则收紧，比如上述所发出的《通知》出台后，各保险公司的首年佣金已经基本上在该通知所规定范围内。所以，类似林sir在访谈中，所指出香港保险公司的层压式、金字塔式层层抽佣，高佣金回佣。在大陆，由于保监会1999年这一监管规则的作用，被禁止了。也即是在大陆，不会出现林sir所探讨的盈科保险的情形，所以，此一点，以香港的实例，套在大陆公司身上，并不适用。

有时一些无知的投资者，常常套用其他国外，比如宏利等的例子，试图学习林Sir以外国经验来观察中国保险公司，却没有去仔细观察，经济环境和政策是否相同，国内外执行的是否同一套规则。实际上，由于中国的保险业务重新起步比较晚，因此是参考吸收了很多外国的经验，（比如前面笔者指出的友邦佣金制度，直接复制纽约州早期的法律）。同时，保监会规定得比较死，直接规定到产品和运营上去，因此，各家保险公司能动的空间实际并不多。（正如笔者前面指出的，盈科的例子，只能作为江湖轶事，不可套用。）

该旧版《通知》，后来被2011-07-01的《关于规范人身保险业务经营有关问题的通知》所代替。根据郭东东、廖凌《规范人身险业务经营的新旧法规比较》，“对于销售佣金，新规与保监发[1999]15号文件，关于个人寿险保单支付的直接佣金的上限限制，并没有变化。”不同之处主要体现在：

第一，要求个人长期健康险业务直接佣金参照个人寿险趸缴和期缴死亡保险佣金比率执行；从此处可以看出，健康险的精算和设计，也和寿险并轨一致。这也是后续笔者在统计健康险的准备金数据时，直接将其与寿险合并起来计算的原因。因为两者的精算是一致的。

第二，要求保险公司向代理人支付佣金应充分考虑代理人对投保人的服务品质，应通过对首期佣金水平、续期佣金水平以及支付期限的合理调节，提升代理人在保单存续期间对投保人的服务水平。”

从运营角度，这实际是作为行业规则的制定者，变相允许保险公司，在一定的弹性范围内，重新调整其佣金结构，比如说，将同样5年内支出的上述：第一年35%，第二年25%，第三年15%，第四年10%，第五年8%。（合共93%），调整为30%，20%，20%，15%，8%。（合起来同样是93%），其理由是如果有足够的存续率，那么，稳定的保险营销员，实际长期收入并不会减少，甚至可能还有一些其他额外奖金，以有利于保单存续率。

从保监会角度，如果保险公司切实执行上述的调整，会带来两个方面的变化，一是调整佣金政策，令到佣金支出政策在首年5支付中向后递延，因此对应于当年的期交保费收入，该年并不需要和以前年份一样，支付大量佣金，（并耗费盈余）。这实际上，是因应于会计上的实时收付制，以及“盈余吃紧”问题，而对应所采用的，（比港股仅仅在会计上动作的，更为切实有效），通过实际佣金支付向后递延的政策。（从此处看出，保监会也认为盈余损耗是一个问题。）

由于首年佣金支出的减少，从而有利于减少盈余损耗，有利于在会计上，减少初期盈利损耗。即通过适量调整佣金制度，以达到相对接近于分摊佣金的效果。二是由于营业员首年佣金提取的减少，相对于平均社会收入减少，会导致保险营销员流失去从事其他行业。后者对于中国处于刘易斯拐点前后，人力成本不断上升，其他行业的收入也随之上升的情况下，会伤害保险行业的营销员收入，以及维持足量的个人营业员。

对应于这一问题，在保单设计上，保险公司可以通过提高保单金额，使得同样佣金比率下，营销员获得于接近于先期的单年收入，从而变成双赢，又或者在此基础上更进一步，使营业员保持原先佣金收入不变的情况下，延长保险公司的佣金摊销。变成保险公司和业务员双赢的一种薪水结构。从长远上说，这是在现有的营业渠道和人员数量不需要大幅度增长的情况下，提高保单金额及营业额的方法。

这当然是一种美好想法。（和林sir在访谈中，所赞美的代理人雇员制度一样，看起来都很不错，）但想象并不等于现实。问题在于，保险代理人的平均收入非常低，从2005年以来到2010年，一直保持在人均1500元/月左右的水平。按照陈文辉《中国寿险业的未来发展》中所说，“近10年来，营销员数量复合增长率约为13%，而人均产能的复合增长率仅为3%左右。2010年，营销员人均收入1640元，首次低于全国城镇居民人均可支配收入1910元，加上税收、社保影响，职业吸引力大幅下降，增员难、留存难。”

这个水平，实际上和同业水平差不多，比如下述新华保险的《基本

法》http://www.donghua.org/case/case_article.asp?id=245《2007》基本法中：“以较有代表性的B版为例，只要新人每个月完成1500元的佣金，即可领到1200元的责任底薪，共计2700元。如该新人连续三个月累计完成2100元的佣金，即可以转正，享受基本保障。这些基本保障包括，意外伤害（包括身故和全残）、意外医疗、住院医疗、疾病身故保障等商业保险。”此后，新华又推出《个人业务保险营销员管理基本办法2014版》，实质上，也是变相给营销员涨佣金。但多极有限。

整体上，由于保监会限制了产品精算的算法，因此实际上已经限制了支付给营销人员的费用比率，所以保险公司目前尚无法如上述讨论所假设的，进一步调整佣金结构。因为如果减低首年佣金的话，会造成更多的业务员流失。从而期交接单更困难，在这种情况下，看起来，保监会这一弹性宽松制度的暗示，只是部署了日后的动作，以给予保险公司更多空间而已，但要说保险公司此刻便能实践起来，还是远远不可能。（千万要注意：想象并不等于现实，只有蠢材才臆测，将想象当现实。蠢才T经常从各种报章内容，捡拾到一鳞半爪，便如获至宝。却未经逻辑、证据检验。所下结论，均荒谬至极。）

现实的情形，仍然是，保持旧有的保单佣金结构不变的情况下，营业员要获取更高佣金收入，（1）要么依靠公司提高佣金比率，（2）要么依赖公司产品提价，提高保额和保单价格，在佣金比例不变的情况下，佣金总额随之水涨船高。（3）要么自力更生，卖更多保单。如果这三者都不行，如同过去几年，整体社会实际通胀高企，劳动力成本提高，作为底线标杆的富士康不断提高薪水的情况下，保险营业员得不到更多收入，便将脱离保险这一行业，转投其他行业，届时保险公司的保费增长，便很成问题。

(C)

下面来进一步深入探讨这一问题。国寿的年报中，将佣金和手续费合并在一起列示，而没有单独按照渠道来源分类。从外部分析角度，可以做一个简单分拆和模拟，（更详细的拆解，见《卷四》和《卷五》）由于银保渠道的佣金费率大致稳定，通过当期银保渠道趸交保费金额，从简单估算角度，笔者简单的假设为3%（当然，也可以假设为3.1%，3.3%，3.5%。。。）的佣金费率，可大致折算出趸交保费手续费，进而，将整体佣金及手续费减去该项趸交佣金，便可大约得到期交部分的佣金。按这个逻辑计算的数据，见下表。（由于趸交并非完全按照3%，因此该期交佣金也是一个模拟数。更精确的计算见《卷四》）

表31-3期交业务佣金支出

年度	(1) 手续费+佣金	(2) 趸交保费	(3) 趸交手续费	个人渠道首年趸交	佣金	(4) 期交佣金	(5) 代理人薪金	(6) 佣金= (4) + (5)
2004	11,202	54,869	1,646	2,526	38	9,518	1,500	11,018
2005	11,617	47,146	1,414	1,085	16	10,186	1,621	11,807
2006	13,403	54,833	1,645	1,175	18	11,740	1,689	13,429
2007	14,510	57,917	1,738	1,273	19	12,753	1,813	14,566
2008	22,128	141,109	4,233	1,828	27	17,867	1,501	19,368
2009	20,881	116,586	3,498	4,853	73	17,311	1,077	18,388
2010	24,182	122,659	3,680	5,116	77	20,425	1,061	21,486
2011	23,723	99,190	2,976	1,890	28	20,719	1,012	21,731
2012	23,568	80,118	2,404	415	6	21,158	923	22,081
2013	20,988	72,658	2,180	413	6	18,802	966	19,768
2014	22,896	66,253	1,988	335	5	20,903	997	21,900
2015	30,449	74,003	2,220	495	7	28,221	894	29,115

将该期交部分佣金与薪水部分中，支出给公司员工，但实际上，是用于承接保单的薪水部分合起来，便得到全部期交业务佣金。即表格最后一列。（从这两者比率，可以看到，转化为受薪员工的代理人，实际占不到5%，再次印证笔者所指出的，代理人转化为雇员制，实际和农村保险一样，收效甚微）。

期交部分佣金大约占全部手续费支出的86%~90%，也即是说，每年国寿用以支付保费佣金、手续费的支出中，其中以支付给个人营业员的佣金为主，占到87%以上。特别是，2011~2015年，几乎占到90%以上。所以，佣金支出的最主要影响因素，也是绝大部分因素，是期交业务。（这张表格后面本来还有几列，因为受word文件和网页页面幅宽限制影响，不列出也不分析了。）

这实际是非常合理的。个人渠道营销员的佣金支出，占手续费大头的原因，是如同《卷二》所指出的，过去几年，趸交保费收入大约占全年保费收入的45%，但其手续费率大约3%~3.5%之间（估算），（如果费率更低，或者趸交收入减少，则期交佣金占比将更高。比如2008年，趸交达到高峰，则期交佣金支出占80%，而2008~2012年的情形，趸交收入一直缩水，期交佣金比率随之逐步升高到90%。但无论如何，趸交手续费不会超过4%，这是保监会要求，同时数据见上节。）

因此在期缴-趸交保费总收入，大致各占一半的情况下，甚至前者占大部分的情况下，期交佣金支出一定是占大部分。比如85%及以上。因为这两者按照同样一年及同样收入为基础，其佣金支出比率差异太大，（比如30%：3%=9:1，所以，九成用于期缴业务佣金支出，是非常合理的），这在前面解释过了。按照财务报表，平均佣金支出超过保费收入的14%。其费用支出比例悬殊。（具体比率见《卷二》，汇总期交保费收入实际上大于趸交保费收入。）

可以简单的对比这两者：期交首期平均**25%~35%**，而趸交首期**3%**，因此，在比例接近的当期收入情况下，支出给期交的佣金部分，自然占了大头。（**80%以上**），也即是说，财报上，由于采用实时收付制/权责发生制记账，没有摊销，因此报表上的佣金手续费支出，主要是用于期交业务的佣金。每一年必然都是如此。期缴业务占比越大，趸交越萎缩，则比率越明显。所以，佣金主要是期缴佣金，因为会计制度上的盈余损耗同构。

过去十年，国寿的首年期交业务不断增加，而期交业务佣金主要集中在前**3年**支付，因此该部分费用支付巨大，但这同时也意味着，若干年后，到该张保单后期的收入，可以无本生利，即实时收付制下利润的延后。但这并不等于国寿作为一个公司，可以有朝一日可以不预先垫付佣金。特别是，可以对冲。原因是，此种无本生利，只是对于具体某张已经不需要再支出佣金的保单而言，或许如此，但对于整体公司仍然在运营而言，只要会计制度不变，期交业务一直在接，便总必须有一部分期缴保单的佣金需预先垫付。所以，期缴占佣金的费用比率大头，只要会计制度不改变，则千秋万世都是如此！

只是在首期接少些，而续期不需交费部分足够大时，该支出比率才没那么大。但只要每一年都接大量期交保单，那么，每一年便有大量佣金需要提前支付，报表上便要消耗盈利，这便是“**盈余消耗**”的来源，也即是说，从公司整体角度，每一年都在消耗盈余。（那么，那些无本生利的保单，又如何释放出利润，来与这部分消耗对冲呢？这个问题，是一个有趣的问题，留待《卷四》及《卷五》处理。）

从此处可看到，保单的期交形式加上佣金重头轻尾的惯例，对于保险公司的会计账面盈利，会有比较严重影响。

MC按：市面上，有时有一种流行的说法，即所谓**6年后**，便可以盈利，其来源在此。从前面所引述的佣金设计的例子可以看到，按照保监会设计的规则，具体一张保单，第**5年**便不需要支付佣金了。这就是**6年**，这个数字的渊源。所以，所谓第**6年**盈利，只是一个演示例子，其探讨的，不是一家公司，而是一张保单。

但是，这张保单不需要再支出佣金，不等于公司便可以盈利。反过来也一样，保单需要提前支出佣金，不等于公司不盈利。许多时候，各种分析者缺乏功力，到处道听途说，而没有足够能力辨析出各种理论、说法的依据及逻辑是什么。笔者几年前指出，回到保单，便可以看到这第**6年**盈利说的来源。某个窃听者一知半解，如获至宝，以为可用于公司盈利探讨，便进行一堆莫名其妙的运算，然后急速拿出来献宝，还号称“擦屁股”，实在无礼至极。殊为可笑。擦了几年，结果还是一手屎！哈哈！

由于期缴佣金盈余损耗的影响，因此银保趸交成为一些试图快速实现账面盈利的公司，短期可以冲量，提升整体保单总保费和公司规模。也可以预期，在银保趸交和个人期交这两种不同的保单售卖方式之间，对于不同的保险公司，由于股东账面快速盈利的要求，及资本金限制，趸交部分的竞争，反而会更为剧烈一些，这最终体现为佣金有时会在**3%**上下的轻微浮动。（即付出更多佣金以获得趸交保单，所以竞争之下，将佣金从**3%**推高到**3.1%**，**3.3%**。。。这主要出现在保险公司和渠道商之间。）即是趸交是容易快速冲量的，所以，保险公司愿意付高佣金去获得这些钱。（情况便如某野蛮人愿意快速获得万能险资金一样，因为另有用处。）

当然，保险公司支付给银行的手续费率，并不会恒定在**3%**，但也大致接近。根据陈文辉在**2005年**《银行保险深层次合作与发展论坛上的发言》，银行保险业务被银行和保险商同称为“**鸡肋**”。“**2000年至2005年**，保险公司付给银行的手续费从**2%o**增加到了**3.5%甚至4%**”，“今年一季度，银行保险的保费收入达**205.5亿元**，同比下降了**19.5%**”。（从此处可以看见，趸交手续费并非稳定，而是在**1.5%~2%到4%**中浮动，**4%**封顶。封顶的原因，是受保监会规定约束。）

与其他行业及渠道商不同，保险、基金、银行等上下游的博弈，由于受保监会、银监会、证监会管制，因此尽管从业者众，但实际的竞争状态，均处于垄断程度较低的寡头博弈，其中巨头有很大的谈判力量。因此，趸交**3%**左右的佣金费率，是保险行业和银行同业，经过多年博弈和利润切割之后，一个勉强能够维持彼此均衡的费率。（同时，也可以看到，和个人业务员的佣金，由保监会设计，然后固定在一个比率的合约形式不同，实际上，趸交是有点谈判空间的。）

一个例子，是广东以前未有银保自律公约，（所谓自律，实际是卡塔尔垄断。）各家保险公司都是自己跟银行谈，代销手续费也各不相同，但一般银行可以获得的佣金一般为**3%-3.5%**左右。所以，**3%**可以看成是一个稳定均衡费率。稍微上浮到**3.5%**，（或者下降为**2.5%**），大致上不影响上述估算。（**2013年**，佣金自律被裁定为垄断。）所以，笔者前面为了简化，直接用了**3%**进行计算。

(D)

根据前表数据，进一步分拆，下表是期交业务佣金占保费收入之比。（注意该数据是由趸交按照**3%**模拟进一步分拆而来。更精确计算见《卷四》）

表31-4佣金/保费比率

年度	(6) 期交业务佣金	(7) 首年期交总收入	(8) = (6) / (7)	(9) 续期保费	(10) 保费= (9) + (7)	(11) = (6) / (10)
2004	11, 018	19, 693	55. 95%	42, 532	62, 225	17. 71%

2005	11,807	21,572	54.73%	56,970	78,542	15.03%
2006	13,429	24,386	55.07%	71,222	95,608	14.05%
2007	14,566	27,745	52.50%	77,827	105,572	13.80%
2008	19,368	35,386	54.73%	86,903	122,289	15.84%
2009	18,388	39,707	46.31%	105,422	145,129	12.67%
2010	21,486	52,149	41.20%	127,973	180,122	11.93%
2011	21,731	48,097	45.18%	154,726	202,823	10.71%
2012	22,081	45,531	48.50%	180,192	225,723	9.78%
2013	19,768	40,271	49.09%	190,731	231,002	8.56%
2014	21,347	46,083	46.32%	186,946	233,029	9.16%
2015	29,115	61,193	47.58%	190,190	251,383	11.58%

第11列是期交业务佣金/（首年期交保费+续期保费=期交总保费），该部分的佣金，是当期支出中，用以支付期交业务部分的佣金。而期交保费收入，则是每年保险公司所获得的一系列保费，包括首年收入和续期收入。

理论上，随着时间过去，部分超过5年的续期保费收入后，不再需要支出佣金给营业员，当年佣金支出，则只对应于3~5年内的还需继续支付佣金部分的累积，因此，长期下，随着续期保费的不断增长，而首期期交业务的呈稳定状态时，该“期交业务佣金/总期交保费收入”的比率，便会逐渐衰减。第11列的数据，正体现了这一衰减。(2014~2015年个人业务员首年期缴增大，所以打破了此一规律)

这同时也解释了《卷一》中所提出的，为何长期下，当期佣金/当期总保费收入，这一比率，为何会逐渐下降，这并不是因为运营上成本节余的努力。而是因为根据上述算式，可以推知，在期交-趸交大致均衡的情况下，假设佣金支出比率稳定(3%)的情况下，总佣金支出比率与趸交成线性关系，而与期交保费收入的比率随时间而衰减。

即是说，总佣金=3%*趸交+期交佣金，由此，趸交佣金与总佣金是线性关系。而从导数关系看，去除趸交部分后，总佣金则与期交佣金同步。而后者由于上表所说明的原因，与期交总保费呈衰减关系，因此总佣金也和总保费成衰减关系。（同样，总保费=期交保费+趸交保费）

从此处可见，在假设保单增长速率恒定的情况下，对应于接同样的保费，所损耗的盈余额，会随着时间不断降低。或者说，损耗同样的盈余，后期会有更多保费收入。第11列数据正显示出，整体上，这样一种逐渐衰减的性质。这正是随着长时期的水平续期保费的不断增长，后期部分，不需支付佣金，（即第6年过后，有些保单不再需要支付佣金了，有些第4~5年便不需要支付了。）因此比率上，呈现逐渐衰减的状态，按照实时收付制，对应于整体期交保费的手续费支出比率正逐步减少。

（特别是2010~2014年首年期缴非常稳定，使得这一比率衰减幅度也非常稳定。但研究者不能因为此一比率非常稳定，便认为是千秋万世的恒定规律，而是其前提是该段时间首年期缴的稳定，一旦发生2015年的情形，便打破了以前的规律）

同时，这种衰减的速度并不快，正意味着国寿所面对的大环境，保费还处于高速增长期，期交业务仍然源源不绝，因此用于新售卖出去的期缴保单的初期支出手续费还相当多，相应减缓了衰减速度。相反，如果只有旧单，而期交新单不足的话，那么，这一衰减比率将快速呈现，因为需要提前损耗的盈利也将更少，情况变成不需要再支付大量佣金，便可以有源源不绝保费收入，因此该比率将急速降低。此时，在当期报表利润上，按实时收付制/权责收付制，在其他条件不变的情况下，便可以制造出更漂亮的利润来。反过来，2015年的情形则是，当首年期缴保费大增时，佣金损耗随之急剧增大，因此此比率突变回去。

所以，从前面这个数据可以看到，当企业受短期报表盈利压力时，便不能接很多期交，而是要接一些趸交，以减少此一损耗。在经济大环境好的情况下，如果缺乏资本金，有时也需要停一停，喘口气。简单的说，如果国寿真的有心要造成某期报表盈利好看，或者提前实现盈利，只需要少做长期期交保单，多做趸交便可以了。（但期交业务的减少，明显会减少损伤未来的长期保费收入。）

2003年，2007年的上市，募集了大量资本金，因此，可以高速冲刺期交业务。（此处可以看出资本金的重要，如同笔者在《鲁泰》系列中指出，能以高溢价集资，对于A股的企业来说，在经济高速发展的环境下，也是一种很重要的能力。特别是对于金融业而言，财力雄厚，才能急速扩张。所以，在集资方面，平保明显能力强于国寿。但随着星空逝去，明显现在是女婿企业的天下了。）

从上表数据看，该比率一直在衰减，该比率的下降，意味着需要损耗的利润减少了。但是，不会衰减到零，这即是前面所指出的，每年总会接到些首期业务，总要提前支付佣金，但同时，续期保费也将继续增大。可以预估的是，由于国寿实质上并没有大量的贩卖终身缴费保单，因此该些长期期交保单，无论是保20年或者30年，缴费期多数是十年左右。到达一个程度后，预先支出的佣金，便将和续期保费的比率，达到一个稳定的均衡数字。而不会进一步衰减到零。

从上表也可以看到，反过来，这也意味着，如果期交先行支出的佣金/期交总保费比率突然上升，或者相对衰减更慢，而首年期缴没有增大时，则说明保单期限更长了，或者如2015年一般明显是首年期缴增大了。

（如果数据是非常准确的话，那么2008年便显示了这种情况。）2008年产生了一个突变，期交佣金占保费收入比例突然增大到15%。这里面有各种可能，比如（1）当年的首期保费增幅超过续期保费增幅而引起，首年期交保费增大，导致付出的佣金比率占总体高。（2）续期保费增幅不足，也即是说，该佣金比率的长期下降，依赖的是有大量长期缴费的保单，当营业员在3-5年后，不再收取佣金时，该续交保费还能源源不绝缴交，才能冲低佣金比率。（3）又可能来源于2003年所收入的5年期交保单，或者2005年所收入的3年期交保单数量过多，由于该两年该类保单冲量，导致后来一起叠加，在2008年时不再有续期收入，两者的叠加作用，使得续期保费总量在该年增长缓慢。（4）由于上述数据演算是源自趸交佣金设定为固定比率所得，如果该比率不是3%。数据也会相应调整。

具体是哪个因素引起，依赖于进一步的数据和证据才能判断，不能拍脑袋妄下结论。同时，由于前述数据是估算的，因此，如果数据进一步更加精确的话，也可能修正此一问题。上述的原因，仅仅是分析的可能性而已，具体的修正见《卷四》及《卷五》，从方法论上看，导致一个结果的产生，有很多可能，但必须有更多的证据，才能界定导致此一结果的原因。

从此处可以看见，关于数据之间的逻辑，有许多可能，但依赖于进一步的拆解，才能看到清晰的关系。一个坚固的内核，其逻辑及数据，必须能够在此种数据的不断推演中，得到反驳、修正、阐发和印证。在《卷四》、《卷五》中，笔者将进一步对前述数据进行了精确的修正，使得数据更加流畅清晰。）

整体上，期交佣金占业务比率，抛开2008、2015年的突变之后，整体呈现衰减状态，续期保费与首年期交保费继续维持均衡增长，数据一致性非常强。从上述数据，可以看到，保费收入、佣金、运营费用，同样环环相扣，互相联动。印证了不同年份之间，保费收入的均衡稳定性，以及保单长短期配搭的重要性。

第8列=期交业务佣金/首年期交保费。这并不是一种非常精准的比较。因为当期报表上的期交业务佣金，实际上是一种叠加：比如说，有一系列不同年期的保单，第1年15%+第2年的10%+第3年的5%+第4年的5%，各种占据不同比例，而汇总得到的数据。而首年期交保费只是某一年的事情。

对于某一年来讲，其中不同保单处于缴费的不同年份之间，比如有些佣金支付处于第2年，有些处于第4年，还需要继续支付佣金部分，汇总起来构成期交业务总佣金。但大致上，如果业务结构大致稳定并且期交保费稳步增长，那么，该期交佣金总和可以看成一种移动平均值。

考虑到佣金的最大比率大致集中在前几年支出，而又呈现逐渐递减的状态。可以说，尽管整体期交业务佣金，是由叠加而成，但受首年期交保费比例影响最大。（因为佣金结构维持算法不变，而逐年之间是缓慢递减状态）。

从第8列可以看到，该期交业务佣金/首年期交保费比率，在2004-2008年之间，一直保持非常稳定，占54%。但从2009年以后，到2011年，该比率突然逐步减少。同时，国寿的期交首年保费，在2009~2013年间，是大致稳定，但比起上个周期，是提升了，也即是说，在收入同样金额的首年期交保费的情况下，佣金支出比率突然变小了，即是比率大幅度降低了。即佣金支出比率占总保费的减少。（这一比较，是以2009~2014作为一个周期，与前一周期的比较。）这一问题，在《上卷》提出过，在此进一步深入探讨。

《卷一》中，写作的的数据，统计到2010年，从表格中的数据，可以看到，2003~2010年的数据，一直是在下降的。但从当时算起，过了几年之后，到现在2016年看，从2010~2016年，数据是上升或者稳定的。但整体还是比上一周期低。所以，如果简单的只读《卷一》，然后自行更新，会发现许多情况变化。如果读者没有功力自行分析出原因，便会摸不着头脑。（所以，读书要读得通，不能画虎似猫）。

此一比率的降低，来源于两种可能，一是保单总体平均期限的缩短，二是佣金手续费率的调整。很明显一个事实就是，如果该张保单总体的期限更长的话，初期便必须支出更高比率的佣金。因此，2004~2008年，该比率的稳定性，说明了所售卖的期交保单的平均期限的稳定及手续费支出稳定，而2008~2010年，该比率的急速降低，说明了保单的短期化或者是佣金变化。这比率配合上国寿在年报中自己公布的各类保单的平均期限，便显示得更清晰。而保单的短期化，则令到分析者担心，因此，需要进一步拆解此一问题。

在做进一步推演之前，以演示如何推断之前。笔者先行指出答案：导致此一问题的原因，不在于佣金，因为支付给个人经纪人的佣金结构并没有变化，也不是期限短期化的问题。而是由于银保期交的出现所引起。即08~10年，银保期交保单急剧上升，但该类保单期限较短。才是根本原因。2011~2012年，该比率的慢慢回升的同时，是伴随着银保期交的缩水。这两者数据的相关性同样非常明显。（弹幕：如果用功去分析财务报表，数据可以非常清晰的说明问题。这是功力所在，哈哈！）

(E)

下面演示如何推演来得到上述结论：对照个人渠道的保费总收入和手续费、佣金支出，也可以看到在2008年以后的一路减少，即下表31-5的最后一列在后来几年中的降低。只是这种减少，没有上表第11列明显。即是说，表31-5显示了人工

佣金比率的一路降低，而**31-4第8列**，进一步显示了保单平均期限的变化。

表**31-5**手续费、佣金占个人总保费收入比率

年度	(1) 手续费+佣金	个人总保费	手续费/保费收入
2004	11, 202	117, 091	9. 57%
2005	11, 617	125, 686	9. 24%
2006	13, 403	150, 437	8. 91%
2007	14, 510	163, 485	8. 88%
2008	22, 128	252, 113	8. 78%
2009	20, 881	261, 715	7. 98%
2010	24, 182	302, 781	7. 99%
2011	23, 723	302, 012	7. 85%
2012	23, 568	305, 841	7. 71%
2013	20, 988	303, 660	6. 91%
2014	22, 896	299, 282	7. 65%
2015	30, 449	325, 386	9. 36%

表**31-4第11列**所表现出来的数据的问题，比表**31-5**的最后一列，更为突出，其原因，是表**31-5**实际是混杂了所有个人保费（趸交+期交），这使得问题变得缓和。而表**31-4**则只集中于期交保费和佣金，因此数据显示出来的问题更加清晰。（在这两张表中，均可以看到**2015年**是一个特别的年度。）

但是，**31-5**则与《卷一》所指出的问题更加接近。《卷一》是沿着最广泛的数据开始，标出问题，然后逐一缩小范围，将问题集中到准确的原因上来。即是说，从《卷一》开始，笔者指出的佣金支出比率的减少问题，然后，在这一卷《卷三》中，笔者论证了，该问题不是由趸交引起，而是由期交业务保费和佣金引起。因为趸交比率是相对稳定，且占比甚低。

进一步，在下面的分拆，指出是与银保期缴有关。（从此处可以看出，投资分析如做学问，以问题为导向，逐层分拆，依赖数据分拆和严格逻辑演绎，才能看见真相。而不能臆想，胡乱猜测，胡乱下断语。）笔者下面的分析，演示了从一个外部人，如何逐渐分析出问题的原因。（而不是和某**T**一样，故作神秘，胡言乱语）

出现这种佣金费率下降的原因，有一种可能，是如同一开始所指出的，国寿实际上调整了佣金支出政策，保持佣金结构整体汇总不变的情况下，调整了不同年份的比率，将首年佣金比率下调，同时，提高了保单金额，使得业务员实际收入并没有出现减少而大致持平。（这个解释看起来和前述保监会相符，但并非实际情形。这就是常见中一种分析的谬误，即是前后看起来似乎相符，但实际上，所使用的两个论证，均是似是而非。骨子里是因为没有看到本质原因）。由于佣金结构并没有变化，因此，可以判断的是保单短期化了。下面通过另一组数据，来验证这种猜测是否正确。

表**31-6**考察国寿代理人的人均收入。（该数据中的期交佣金是由趸交按照**3%**模拟反推出来，但因为两者比率悬殊，因此不影响结论。假设以**4%**推演，数据也是一致。）

表**31-6**保险营销员人均收入

年度	(4) 期交佣金（百万）	代理人人数（万）	人均	月均
2003	8, 067	65. 5	12, 316	1, 026
2004	9, 518	66. 8	14, 249	1, 187
2005	10, 186	64. 0	15, 916	1, 326
2006	11, 740	64. 8	18, 118	1, 510
2007	12, 753	63. 8	19, 990	1, 666
2008	17, 867	71. 6	24, 954	2, 080
2009	17, 351	77. 7	22, 331	1, 861
2010	20, 469	70. 6	28, 994	2, 416

2011	20,719	68.5	30,247	2,521
2012	21,158	69.3	30,531	2,544
2013	18,802	65.3	28,793	2,399
2014	20,350	74.3	27,389	2,282
2015	28,221	97.9	28,827	2,402

可以看到，**2010~2015**年，营业员人均收入没有确实减少，但也不算有很大增加，大约也就每月**2200~2600**元的水平，虽然比以前的**1500**元/月略好，但薪水仍然不高。说明靠卖保单勉强谋生可以，致富却是很难的，如果以**2010**年数据，和去富士康打工收入差不多，勉强维持一个中小城镇的平均生活水平。

但到了**2015**年，还维持着这一水平，考虑到过去**5**年的高速通胀，可以预测，如果该保险经纪人，去广东的电子厂上班，没有加班工资的话，罢工几乎是一定的。（从此一数据可以看到，在星空的继任者心中，百姓在城镇化之后的生活水平，估计也就是个卖保险的收入水平，勉强不至于吃草根。于是，只需继续发钞票，维持通货膨胀，便迟早可以直接号称已经赶上中等收入国家水平。）同时，也看到**2014~2015**年扩招了许多新人，收入都很低。（收入低，意味着新人未必愿意存续继续干这行，所以，**2015**年这**97**万人，能保留多少，还得看明年。）

表31-7代理人人均首年期交保费收入

年度	个人渠道首年期交保费收入	代理人人数（万）	人均保费收入	人均佣金	
2003	8,945	65.5	13,656	12,316	
2004	17,374	66.8	26,009	14,249	54.78%
2005	18,489	64.0	28,889	15,916	55.09%
2006	21,484	64.8	33,154	18,118	54.65%
2007	24,207	63.8	37,942	19,990	52.68%
2008	30,271	71.6	42,278	24,954	59.02%
2009	30,527	77.7	39,288	22,331	56.84%
2010	30,783	70.6	43,602	28,994	66.50%
2011	32,747	68.5	47,806	30,247	63.27%
2012	31,782	69.3	45,861	30,531	66.57%
2013	31,402	65.3	48,089	28,793	59.88%
2014	34,120	74.3	45,922	28,134	61.26%
2015	47,479	97.9	48,497	28,827	59.44%

表31-7显示的是人均保单卖出情况。上表说明，个人代理渠道，人均保费收入，**2008-2015**年间，并没有增大到一个足够大的程度，大到足以覆盖这些年佣金支出所增大的水平。（说明保单没有长期化），只有**2011**年的人均保费收入，确实是通过调整结构增大了。此后**2011~2015**年，大致维持了这一水平。

把这两者联合起来，再来看佣金结构。将个人渠道首年期交所得保费，与期交业务对比，（同样，这是一种移动平均，但可以看出其变化趋势。）可以得到表31-8

表31-8个人渠道佣金/保费

年度	（6）期交业务佣金	个人渠道首年期交	个人渠道佣金/保费
2004	11,018	17,374	63.42%
2005	11,807	18,489	63.86%
2006	13,429	21,484	62.51%
2007	14,566	24,207	60.17%
2008	19,368	30,271	63.98%

2009	18,388	28,207	65.19%
2010	21,486	30,849	69.65%
2011	21,731	32,747	66.36%
2012	22,081	31,782	69.48%
2013	19,768	31,402	62.95%
2014	21,900	34,120	64.19%
2015	29,115	47,479	61.32%

可以看到，期交业务佣金与个人渠道首年期交保费收入之比，在**2009年~2012年**，对比**2008年**以前，实际是增大，也即是说，在**2008~2012年间**，整体上，国寿实际上并没有减少每张保单中，支付给营销员的佣金，反而是比前期（**2004~2008年的5年**）略多了。**2013~2015年**降低了，但是也只是回到之前的水平。

当然，这是在假设保单期数大致稳定的情况下。如果期限增长了，那么业务员也会得到更多收入。从更进一步的数据可以看到，国寿实际上应该没有变动佣金比率，因为佣金结构由保单精算设计一开始决定。支付更多佣金，乃是由于整体当年平均期数拉长引起。（同样，可以看到**2013~2015年**，平均期数是少了，因为新人新单多了。）

上述这三张表格联动起来的数据否定了前面关于表**31-5**中，“国寿调整了佣金支出政策，将首年佣金比率下调，同时，提高了保单金额，使得业务员实际收入并没有出现减少而大致持平”的推测。即事实是，在过去几年（**2008~2013年**），期交业务上，在个人渠道部分，在那几年间，国寿增加了支付给营业员的佣金，令到营业员收入增加，以应付通胀压力，留住营业员。（而不是提高了保单面额，但降低佣金比例，以保持营业员收入不变。或者像前面所探讨的保监会放松的政策一样，可以将佣金延后）。增加的办法，是令到个人渠道的代理人，卖更长期的保单，从而收入增加，相应国寿佣金支出也增加。

由于国寿的期交业务，来自两方面收入，一是营业员，一是银保期交。在营业员渠道，佣金结构不变，但卖的保单平均期数更长，因此支付了更多佣金数量。于是，银保方面，必然是佣金支出减少。这是非常直观的推论。（因为数据从《卷一》便指出了，是衰减的。所以，从这一节，又推向银保期缴业务，这是环环相扣的）。

在银保期交方面，许多保单从趸交转型而来，保单期限比平均期限短，两者汇总，导致总体上，保单平均期数变低，而整体佣金支付比率还下降了。（因为实际的情形是：银保期交佣金更低，具体见《下节》）。

这正是《上卷》所指出的，“从**2008年**以后，在收入同样保费的情况下，总佣金支出却突然变小了”。即：“一方面期交业务的个人营销渠道业务员的佣金支付更多了，另一方面，整体保费的手续费支出更少了”。其原因，是当时所讨论的保费数据，是总保费数据，而总保费数据是涵盖了银保期交。只有逐步的进一步分拆，才能看到问题。所以，下一节是进一步探讨银保期交，以深入探讨此一问题。

（按：投资分析，如同推理小说，环环相扣，笔者《上卷》提出问题之后许多年，看不到有读者认真思考解答过。一些狗尾续貂者，望文生义，随便找一处政策、条文、讲话、文字，然后随便拼凑。通过似是而非的推断，将完全错误的事实连接起来，自以为是，殊为可笑。笔者从《卷一》提出问题开始，到《卷三》逐一分拆推演，从现金流到保费，再到佣金结构，而指向银保期缴，层层推进。如庖丁解牛，刀法出神入化。写完下一节《银保期缴》，《卷三》便至此终结。筑基成功，可以御剑飞翔于天地间

Michael chen写于2012-1-23，修订于2016/4/18

人寿研究三十二 银保期交

(A)

上一节写到：在《卷一》中提出：一方面，个人营销渠道业务员的佣金比率，支出增大，另一方面，整体保费的手续费支出，“从**2008年**以后，在收入同样保费的情况下，总佣金支出却突然变小了”。

事物并不会无故消失，**2008年**以后，来自银保渠道的期缴业务收入大增，而该部分相对于当期保费收入的佣金支付比率，在实时收付制下，远远低于通过营销员售卖的期缴业务的佣金比率，是导致前面比率下降的原因。

在前面章节中，笔者曾指出，相对于趸交保单在**2008年**的迅猛增长，个人渠道的首年期交增长很有限。下表进一步，将期缴业务中，经由个人营销员的部分，与经由银行、邮政渠道部分分拆出来。

表 32-1银保首年期缴占首年保费比率

年度	银保首年期交	银保比率	个人渠道首年期交	个人比率	期缴合共
2000	1,955	20.10%	7,772	79.90%	9,727
2001	2,798	22.16%	9,826	77.84%	12,624
2002	5,246	35.86%	9,383	64.14%	14,629
2003	3,000	25.12%	8,945	74.88%	11,945
2004	2,319	11.78%	17,374	88.22%	19,693
2005	3,083	14.29%	18,489	85.71%	21,572
2006	2,902	11.90%	21,484	88.10%	24,386
2007	3,538	12.75%	24,207	87.25%	27,745
2008	5,115	14.45%	30,271	85.55%	35,386
2009	11,521	27.40%	30,527	72.60%	42,048
2010	21,366	40.97%	30,783	59.03%	52,149
2011	15,350	31.91%	32,747	68.09%	48,097
2012	13,373	29.62%	31,782	70.38%	45,155
2013	8,483	21.27%	31,402	78.73%	39,885
2014	11,963	25.96%	34,120	74.04%	46,083
2015	13,714	22.41%	47,479	77.59%	61,193

可以看到，从数额上看，2008年以后的个人渠道期缴业务，直到2015年以前，连续6年，几乎稳定保持在310亿水平，几乎没有增长，印证了前面章节，关于个人业务员，每一个人的新单销售能力，除非继续招募业务员扩员培训，否则很可能已经见顶的判断。此后营业员渠道的期缴总保费收入，依赖于万峰所说的，通过累积效应来拉动积累收入。直到2014~2015年，万峰离职之后，国寿又重新开始大力扩招新人的策略。（实际上，这一策略也并非国寿首创，可以看到，同年间，几乎同行大保险公司如太保，都在大力招人。）

但从上节数据可以看到，每个新业务员所能售卖的新单保费、期数均低于有经验的熟手业务员，从而他们的收入也非常低。平均在2800元以下，比去富士康当工人还低。他们能够从事这一行业多久，尚是未知之数。同时，将一个新手变成熟练的营业员，更需要很长的时间，不是一朝一夕。因此，所招募的营业员，能稳定的持续带来多少新单，尚需时间观察。

另一方面，保费进一步的持续累积，依赖于将所售卖的保单的缴费期限拉长。但由于在某一收入年度，此一期限延长并不简单的体现为首年保费收入，而是通过后续多年的期交来体现，不是此刻在财务报表上简单汇总的数据。因此，如果简单的看财报，是看不到保单期限年度长短的，（财报不是万能，因为受会计准则限制。这也是笔者从《卷一》开始，就强调会计准则改变的原因。）管理层在经营报告中，也会指出统计的保单年限。但实际上该数据也是一个汇总数据，要进一步分拆的话，需要从财务报表中，非常仔细分拆，比如可以从佣金提前支出增大，但同时首年保费没有大幅度增加等这些数据佐证，才能进一步分拆出来。

当然，由于期缴保单有一定的延续期，举例说，国寿鸿丰B，缴费10年，保16年。如果是2008年开始投保，那么，到2015~2018年之间，每年的这些保单还会不断累积，增大总保费，但2018年以后，如果业务员销售能力没有增加，那么如同前节所指出，期缴总保费收入，很可能便处于一个以新代旧，刚好打和的阶段。此时，国寿的总保费收入，便类似于一个高速增长企业，走向一个稳定的零增长阶段。而减缓此一拐点的到来，便依赖于国寿对于业务员的培养，以及保单的总体期限的拉长。（所以，从此一角度看，国寿在2015年的大力培训业务员，尽管是迫不得已的应战之举，但对长期增长，仍然是非常重要的。如果国寿不应战，继续保持不动，才是大麻烦。）

从另一个角度看，国寿从上市以来的个人渠道期缴首年业务，初期之所以一直能保持在人员不增加的情况下，大幅度增长的原因，乃是如同前面所说，在于未上市以前，该部分人员已经受雇于国寿并进行业务训练，但所收的业务，在上市之初，有一部分是归属在剥离出去的国寿集团，而非在上市公司中。因此，在港股上市之后，表现出非常快速的的增长。因为此时不需要时间，再行训练新的熟手业务员。（这也是港股上市后，利润和股价持续节节上升的原因之一。）这种趋势一致持续到2008年。但可以预期，在业务员能力已经饱和的情况下，期望再出现此种高速加速度的首年期交业务增长，不再可能。特别是，过去几年，大陆的人工通货膨胀非常快，挤压了保险业务员的扩张，因为人工太低了。（事实上，这一大趋势问题，不止保险业，几乎所有涉及大量工人的产业，特别是制造业，都有这一问题。这也是笔者当初对纺织企业的担心并卖了股票的原因之一，事实证明，在笔者写了文章的后来，鲁泰干脆向东南亚迁移了。所以，可以说，2008年从四万亿以后，意味着过去的大趋势逆转了。开始走香港、台湾曾经出现的产业空心化、资本外流的道路了。）

从上表看到，在所指出的佣金占保费比率下降过程中，即从2008年开始，佣金占保费比率大幅度下降的同时，也正是银保期缴大幅度增长的过程。特别是2009~2010年，银保期缴的总保费，量级是以前几年的数倍，到2010年达到高峰，然后又逐年减少。

表32-2期缴保费：个人渠道Vs银保渠道

年度	个人渠道首年期交	个人续期保费	个人总期缴	银保首年期交	银保续期保费	银保总期缴	期缴总保费
2000	7,772	3,791	11,563	1,955	484	2,439	14,002
2001	9,826	9,994	19,820	2,798	1,766	4,564	24,384
2002	9,383	19,689	29,072	5,246	3,415	8,661	37,733
2003	8,945	23,624	32,569	3,000	9,322	12,322	44,891
2004	17,374	30,213	47,587	2,319	12,319	14,638	62,225
2005	18,489	43,631	62,120	3,083	13,339	16,422	78,542
2006	21,484	57,427	78,911	2,902	13,795	16,697	95,608
2007	24,207	65,940	90,147	3,538	11,887	15,425	105,572
2008	30,271	76,136	106,407	5,115	10,767	15,882	122,289
2009	30,527	92,042	122,569	11,521	13,380	24,901	147,470
2010	30,783	111,980	142,763	21,366	15,993	37,359	180,122
2011	32,747	122,475	155,222	15,350	32,251	47,601	202,823
2012	31,782	141,999	173,781	13,373	37,283	50,656	224,437
2013	31,402	160,302	191,704	8,483	29,387	37,870	229,574
2014	34,120	165,131	199,251	11,963	21,815	33,778	233,029
2015	47,479	171,632	219,111	13,714	18,558	32,272	251,383

银保的首年期交,到2009~2012年间，几乎占了首年期交的30%。特别2008年以后，有效的拉动了期交业务的增加。70万营业员，首年期交收300亿，而银保期交，单单2010年就收了210亿。这是非常令人吃惊的。

即是说，银保期缴，短短几年的培育，利用银行网点，就收入了接近了培养了十几年的70万大军的7成。（即是银保可以抵得上50万营业员！），这种活生生的冲击力度，比互联网金融对银行的冲击还来的更加直接真实。所以，万峰才专门开会，对银保期交进行动员、鼓励，事实上，在各家保险公司中，国寿的银保期交，也算做得不错的。

(B)

表32-3个人续期Vs银保续期

年度	总续期	个人续期	银保续期	个人总期缴保费	银保总期缴保费
2000	4,275	88.68%	11.32%	82.58%	17.42%
2001	11,760	84.98%	15.02%	81.28%	18.72%
2002	23,104	85.22%	14.78%	77.05%	22.95%
2003	32,946	71.71%	28.29%	72.55%	27.45%
2004	42,532	71.04%	28.96%	76.48%	23.52%
2005	56,970	76.59%	23.41%	79.09%	20.91%
2006	71,222	80.63%	19.37%	82.54%	17.46%
2007	77,827	84.73%	15.27%	85.39%	14.61%
2008	86,903	87.61%	12.39%	87.01%	12.99%
2009	105,422	87.31%	12.69%	83.11%	16.89%
2010	127,973	87.50%	12.50%	79.26%	20.74%
2011	154,726	79.16%	20.84%	76.53%	23.47%

2012	179, 282	79. 20%	20. 80%	77. 43%	22. 57%
2013	189, 689	84. 51%	15. 49%	83. 50%	16. 50%
2014	186, 946	88. 33%	11. 67%	85. 50%	14. 50%
2015	190, 190	90. 24%	9. 76%	87. 16%	12. 84%

从续期保费看，银保续期保费比率，占总续期保费比率，2010年后的几年间，占20%。然后一路下降。虽然数量比率上有所不如，但从2008年看，还有增大趋势。特别是，2008年以后，如同前面所说，个人营业员的期交增长乏力，而银保期交从2009年开始高速增长，这是非常有效的接力，有效的延续了期交业务的增长。这种趋势一直延续到2012年，因为期交业务有一个累积拉动作用，所以2008~2012年间，银保期交总收入是一路增大。（因为前面的保单继续续期缴费）。但到了2013年，总收入明显就是一个拐点了。因为银保首年期交实际上从2011年便开始下降了。

当然，比起个人营销员售卖的保单，银保期交保单的售卖期限，可能略逊，期限较短，而且容易退保，但这明显大大拓展了营业员渠道的限制。所以，银保渠道，数量上，对于个人营业员首年期交上的接力增长，是一个非常有效的补充。

银保渠道的期缴业务，佣金支出比率与个人渠道不同。保险公司和银行之间的佣金支付方式，和个人营业员通过固定的佣金结构形式，然后逐步多年收取期缴业务佣金不同。比如说，对于个人营业员，总10~20年期交的保费收入，共占5%的佣金，个人可能分3~5年获得，但对于银行、邮政来说，保险公司可能一次过，（或者最多分二、三年结算支付），相对于个人渠道，佣金在更短时间内支付。同时，期缴业务的佣金比率，实际不像针对营业员的固定结构，而是可谈判的，特别是其中涉及的运营费用结算，是波动弹性的。

比如根据报道：市场上，常规的做法，“以期缴产品为例，一般保险公司支付的渠道费用是这样安排：保险公司给总行的点数在8%~10%左右，给支行3%~5%左右，给网点（或路支行）大概2%~5%。也就是说，比如保险公司在银行渠道卖（首期）1万块钱保费的期缴型保险产品，要给总行800到1000元费用，给支行300到500元的费用，给路支行200到500元的费用。累计支付该银行的费用，在1300到2000元左右，渠道费用占比约13%~20%。”（在下面的探讨计算中，笔者简单的取中间值16%）（从上述数字的波动中，便可以看出这一佣金比率是可谈判的。）

这个报道，明显是按照实时收付制来看待问题，而非用整张保单的角度来看待问题。其计算比率的基础，同样是按照当年均衡保费。因此，笔者前面强调过，要看到实际的总成本，要还原到保单的角度来看待问题。才能清晰的理解问题。

比如对于一张5年期缴的2000元保单，（即总共1万），保险公司如果在第一年一笔过，付出类似于整体2%佣金，即200元，但由于首期只收入2000元，因此佣金比率是200/2000=10%。如果达到20%，即一次过支付400元佣金，实际只相当于保单延续期间总收入的4%。此时按照均衡保费的的20%，正与前面趸交的4%等价。（所以，具体要看保单是多少年期交，才能准确看到实际的佣金比率。）

对于银行来说，佣金收入的计算方式只以当期保费售出量为基础，因为其报表及生意模式，均是即期模式。按照即期来看，贩卖期缴保单，一次可以获得趸交保单的4~8倍的佣金，因此，有动力去推销期缴保单。因此，尽管保险公司给予渠道的佣金比率实际上是比个人营业员要低，但是相对于原先银保趸交的比率，却是大大高很多，因此，银行渠道有动力去推销期缴保单，甚至使用类似于欺骗、欺诈的形式，将许多百姓的存款，游说变成期缴保单。（市面有大量的报道和抱怨，即是存款变保单，引起大量纠纷）。

而对于保险公司来说，则要从整张保单角度，才能看清楚此一佣金费率。（这才是真正的分析保单的渊源！因为分析保单看到费率差异。而不是某T一般，从此处窃取一点概念，胡乱计算发挥，以试图窥测利润率，因为从笔者这里只偷到一点，便如西域少林一样，搞了火工头陀的武功，哈哈。）

要准确知道其费率的前提，是要知道这张保单有多少期。比如说，同样付出相同金额的佣金，收入1万元，期数越长，佣金费率便越低。如果按照平均16%来计算，要折算回4%的佣金率，那么，此张保单最起码是4年期交，即相当于一张4年期交的佣金，一次过支付给渠道。

从保单角度来看，由于个人营业员的佣金，多数是3~5年陆续支付，通过银保渠道卖出的保单，与个人营销员卖出的保单，并没有不同，只不过佣金更加直接的集中支付。同时，总体费率也有所不同。如果简单的按照16%来计算银保首年期缴的佣金支出，可得下表32-4。

表32-4银保佣金比率Vs个人渠道佣金比率

年度	银保首年期交	银保期缴佣金	银保期缴总保费	(1) 比率	期缴总佣金	个人期缴佣金	个人期缴总保费	(2) 比率
2000	1, 955	313	2, 439	12. 82%				
2001	2, 798	448	4, 564	9. 81%				
2002	5, 246	839	8, 661	9. 69%				
2003	3, 000	480	12, 322	3. 90%				
2004	2, 319	371	14, 638	2. 53%	11, 018	10, 647	47, 587	22. 37%

2005	3, 083	493	16, 422	3. 00%	11, 807	11, 314	62, 120	18. 21%
2006	2, 902	464	16, 697	2. 78%	13, 429	12, 965	78, 911	16. 43%
2007	3, 538	566	15, 425	3. 67%	14, 566	14, 000	90, 147	15. 53%
2008	5, 115	818	15, 882	5. 15%	19, 368	18, 550	106, 407	17. 43%
2009	11, 521	1, 843	24, 901	7. 40%	18, 428	16, 585	122, 569	13. 53%
2010	21, 366	3, 419	37, 359	9. 15%	21, 530	18, 112	142, 763	12. 69%
2011	15, 350	2, 456	47, 601	5. 16%	21, 731	19, 275	155, 222	12. 42%
2012	13, 373	2, 140	50, 656	4. 22%	22, 081	19, 942	173, 781	11. 48%
2013	8, 483	1, 357	37, 870	3. 58%	19, 768	18, 411	191, 704	9. 60%
2014	11, 963	1, 914	33, 778	5. 67%	21, 347	19, 433	199, 251	9. 75%

比照第四列的银保期缴保费比率（1）：佣金支出和第8列的比率（2），数据很清晰的说明问题。即是收入同样总期交保费的情况下，银保支出佣金，要远远低于个人渠道佣金。这是因为整体上，银保期交保单的期限没有个人保单期限长，因此按照当期均衡保费来计算，支出佣金比率会更低。但更重要的是，实际上，总支付的佣金费率也更低。

(C)

笔者简单的援引几个国寿与各银行签订的具体产品佣金来说明此一问题。见下表32-5

表32-5银保佣金费率示例

表32-5 银保佣金费率示例					
产品名称	缴费方式	缴费期间	保险期限	代理手续费	实际费率
鸿丰	趸交	—	5年	2. 50%	2. 50%
			10年	3. 00%	3. 00%
鸿丰2005年版	期交	5年	10年	7. 00%	1. 40%
		10年		12. 00%	1. 20%
鸿富	趸交	—	6年/9年	2. 75%	2. 75%
	期交	3年	6年/9年	5. 00%	1. 67%
新鸿泰	趸交	—	5年	2. 50%	2. 50%
			6年	2. 75%	2. 75%
			10年	3. 00%	3. 00%
	期交	10年	10年	12. 00%	1. 20%
国寿康欣终身重大疾病保险	趸交	---	终身	3. 20%	3. 20%
	期交	3年		8. 00%	2. 67%
		5年		15. 00%	3. 00%
		10年		18. 00%	1. 80%

笔者随手选取了几种国寿最为畅销的产品，同样有趸交和期交不同的缴费方式，比较其通过银行渠道售卖的实际佣金费率。按照均衡保费的概念，得到实际费率的做法，是很简单的将支付的佣金，再除以缴费年数，便得到实际支付给银行的费率。

很明显，趸交的费率，大约在2.5~3.2%之间，以3.0%为多。而折算回来的期交费率，大约在1.2%~2.6%之间，平均大约1.85%。明显比支付给个人营业员为低。（按照前面一节的计算，如果趸交按照3.0%~4.0%计算，期缴大约是5%，而此处银保期缴的费率，实际只有一半不到，所以成本是大大降低了！）

当然，这些都是一次过支付给银行，但却并不是全部费用，还包括和总行的协议，以及后续缴费期交的维护，即（自营部分）的佣金支付。但总体上，仍然是比支付给个人营业员的佣金费率低很多。所以，如果简单的从“承保利润”这一概念看，银保期交保单的承保利润，是要比个人营销员售卖出去的“承保利润”要高，因为实际手续费降低了，利润也远远高于趸交保单。

简单的说，银保期交，便是一种趸交（即佣金全部一次性支出）和个人营销员长期期交（高度损耗盈利，佣金分3~5年支付）间的一种中间产品（状态）。但实际支付的佣金费率更低。这是真正的节约成本。（因为趸交和期缴实际上费率是差不多的，正如笔者前面指出过，两者沿用同一套精算办法，只有银保期缴是真正低成本的！这是发前人所未见，市面的各类分析者，如啥流水白菜等，人云也云，水平不过关，几乎一眼便可以看出。）

在期缴保费高速增长的过程，期交佣金支出占总保费收入实际是在增长，说明盈余同样也在损耗。但在2011~2012年，银保期缴稍微停顿，佣金是按照当年收入保单支出，收入却是前2年累计下来，因此，佣金占总保费比率立刻大大降低。这正是前面说明的，当期缴业务稍微减弱，当期报表上佣金成本支出，立刻大幅度降低，使得利润立刻体现出来的好例子。（所以，2011~2012年，报表利润上，银保期交的佣金盈余损耗并不明显。）

相对来说，由于个人渠道期缴业务较为稳定，因此，比率也相对稳定衰减，但由于整体《上卷》及前面章节的“总佣金/总保费”支出比率，是按照总保费来计算，其中也涵盖了银保部分。

由于银保佣金占银保保费收入支出比率低，比如说，2008~2012年，平均只有7.7%，比起个人期缴比率当期平均13%为低。因此当银保期缴业务，在2009年后，急速增加时，比如说，前面所指出的，首年期交与个人渠道比达到7成时，便使得总保费收入的佣金支出比率，在实时收入制下，出现明显降低的情形。（见第4列和第8列的比较）。正是此一低比率佣金的业务急剧增长，造成了整体佣金支付占全部保费收入的比率急速下降。

这真正解释了《卷一》的内容：即为何随着总体费用增长，总体人工成本支出增加的情况下，佣金支出比率却变小了。其真正原因，便是银保期缴的存在。一方面银保期缴的总成本低，二是银保期缴的期数短。两者合并起来，使得总体的佣金支出便低。

由于银保期交的存在，使得总体保费收入上，整体佣金支出比率降低。当该部分保单的收入增大到一个明显程度时，便足以拉低整体的佣金支出比率。因此，银保期交，是一个非常良好的，有效的，在不损害当期财务报表的情况下，令到国寿可以在营业员渠道之外，卖更多长期保单的手段，同时，相比于个人营业员渠道所售卖的保单，又降低了盈余损耗。所以，有效的降低的《卷一》所计算的“佣金/保费”比率。

此种“银保趸交-银保期交-个人期交”三者结合的方式，令到业务费用、手续费，得到有效的分摊，在有效的保障未来的长期发展的情况下，不严重损害当期报表盈利，这显示了万峰在保费发展上的功力，（将趸交保单，通过银行渠道游说，变成银保期缴保单，才是真正的调结构！），这完全是依赖于承保部门的经营、思考，而与投资部门一点关系都没有。（某T的荒谬思维，前面骂了无数次，懒得再骂了）

银保期交，作为一种趸交保费，和个人营业员长期保单的过渡状态，在趸交和长期期交消耗盈利之间，提供了一种过渡状态，既维持了期交业务，又适当摊销了佣金，同时，实际佣金费率的降低，还拉升了真实利润。从业务上看，银保期缴最主要的好处，是在于个人营销员渠道的增长非常艰难缓慢的情况下，银保期缴作为一个有效补充，明显大幅度提升了期缴业务的增长。

当然，银保期缴业务的期限会相对较短，因为始终在银行售卖，不像个人营销员一样，会花费大量时间去游说购买长期保单。表现出来就是，短期期缴大增。比如：“2011年，上半年国寿在首年期缴保费结构中，5年期以下产品占比由2010年同期的34.7%大幅上升至55%。上半年国寿首年保费收入占总保险业务保费收入的比重为56.8%,”

有分析者，（比如某市场先生），错误的理解了这一信息，认为保单素质下降，又或者营销员不力，从卖长期保单，变成贩卖短期保单。实际上，这是国寿通过培训银保渠道，将银保趸交保单变成短期期缴保单的结果，这本身是一种非常好的进步，即是体现了万峰所说的拐弯，拐小弯。这才是真正的所谓“调结构”，而不是啥狗屁因应于投资市场预测而压缩或者不接趸交保单。（这种白痴思维，真是白痴散户才想的出来）

至于此种拐弯，很难要求客户一下子从趸交变成非常长期的保单。因此只能变成短期保单。表现出来，就是2008年以后，趸交减少，短期期缴增加，这即是前面所说的国寿调结构的结果。

为了减少数据繁杂，笔者简单的，将趸交全部看成来自银保，（个人渠道也接一点趸交，但数量很少。）将其与银保期交总保费汇总，再与个人渠道期交保费总收入比较如下：

表32-6银保保费Vs个人保费

年度	①趸交	银保期缴总保费	银保	个人总期缴保费
2000	10,792	2,439	13,231	11,563
2001	15,584	4,564	20,148	19,820
2002	52,269	8,661	60,930	29,072
2003	69,339	12,322	81,661	32,569
2004	54,869	14,638	69,507	47,587
2005	47,146	16,422	63,568	62,120
2006	54,833	16,697	71,530	78,911
2007	57,917	15,425	73,342	90,147

2008	141, 109	15, 882	156, 991	106, 407
2009	116, 586	24, 901	141, 487	122, 569
2010	122, 659	37, 359	160, 018	142, 763
2011	99, 190	47, 601	146, 791	155, 222
2012	80, 118	50, 656	130, 774	173, 781
2013	72, 658	37, 870	110, 528	191, 704
2014	66, 253	33, 778	100, 031	199, 251
2015	74, 003	32, 272	106, 275	219, 111

数据很清晰的说明了，在**2010**年以后，银保趸交急剧减少，但整体上，**2008~2013**年，国寿银保的收入并没有非常大幅度减少，因为有相当一部分趸交保单，已经在初期被慢慢转化成期缴保单，这是积谷防饥，以丰年的趸交转期缴，通过拉伸作用，来抵消灾年的冲击。一直到**2012**年，达到高峰。从这一数据，清晰的看到“调结构”---》即是银保趸交和银保期缴的此消彼长。

2011~2013年虽然趸交减退明显，但也损伤不大，这正得益于之前此一调结构。而同一时期，个人渠道首年保费则仍然增长缓慢。这三组数据，充分显示了前面所说的，“趸交、银保期交、期交”三者各自的业务特点。从此处可以看出，投资分析不能胡乱刻舟求剑，而是要有一个清晰的框架，对业务有清晰理解，才看清楚问题所在，而不是不懂装懂，故作神秘，又或胡乱猜测，胡乱拼凑分析。

在投资者的问答会上，马克强说：今年以来，银保合作更加稳健，关键的一点转变在于：银保趸缴产品向期缴产品转变，这是一种由量到质的提高。一方面，在银行存贷差逐渐收窄的情况下，代理销售保险更能够产生稳定、安全的中间手续收入；另一方面，银保业务能够为银行锁定忠诚的客户群。相对于趸缴业务，期缴业务**10**年至**20**年的交费方式锁定效应更加明显，对银行主业的冲击也更小。目前，保险公司正在进行由趸缴向期缴转型，以及由**3**年至**5**年的期缴向**5**年以上的期缴转型。中国人寿的银保渠道,从近两三年开始,已经发展得很好。特别银保渠道期缴业务大幅增长开创了整个行业的先河，这一点也正好弥补了现在个人代理人队伍出现增长放缓的趋势。”

这段讲话，非常清晰、清楚明白的印证说明了笔者前面的分析。说明公司的管理层，在每年的业绩问答会上，是很诚实的交代了业务的经营状况。不过许多的投资者，只着眼于利润、内涵价值等简单财务数据，无足够功力及分析，也缺乏智商，以及基本的常识、理解力，以认真的看穿公司的经营。

按照报道，银保业务大发展是在**08**至**09**年，同业公司的期交业务发展打破了银保渠道不能做期交的旧思想。并且，保险公司和银行之间形成的战略合作也加快了银保渠道销售由趸交到期交的方向性转变。（所谓同业公司，实际上，是指新华保险，新华的银保期交发展得非常之好。特别是后来，新华又从国寿挖了万峰过去，万峰擅长带领几十万个人营销员，因此，这一挖角，很可能为新华带来非常好的互补作用。）

银保后来的新发展是，**“90号文”** 规定,银行一个网点只能选择代理三家保险产品,使银行对保险公司选择慎重了。从这两个月来看,许多银行都愿意选择实力雄厚、经营稳健的大公司,以此说来,中国人寿就有了优势。”而另一方面,现在不允许保险公司的人员进驻银行的网点直接销售保险。如果由银行员工销售,现在就有衔接的问题,银行的人员对保险并不完全了解,所以,是不是能把保险的知识、承保要求以及保单讲清楚,对银行员工和客户来讲都是挑战。”

上面这一段引用的话，同样说明了银保期缴业务的问题所在：即是银保的坏处是，因为由银行代卖，没人跟进，很可能讲解不足，一旦经济环境衰退，很可能导致日后退保大增。

人寿研究三十二 银保期交之（D）

由于保险公司的财务报表。退保方面，没有分拆出来是个人渠道的退保，还是银保渠道的退保，笔者采用前述章节的方式，用有效续期的保费，来衡量个人渠道和银保渠道的保费延续程度。（从此处可以看见之前章节笔者所发明的，使用此种有效续期保费方法的有效性。）见下表：

表32-7个人渠道有效续约Vs银保有效续约

年度	个人不再续约 保费	不再续约/当年 首期	个人有效 续期保费	增长率	银保不再续约 保费	不再续约 /当年首期	银保有效 续约 保费	增长率
2000								
2001	1, 569	15. 97%	2, 222		673	24. 05%		

2002	131	1.40%	9,863	343.88%	1,149	21.90%	617	
2003	5,448	60.91%	14,241	44.39%	-661	-22.03%	4,076	560.62%
2004	2,356	13.56%	21,268	49.34%	3	0.13%	9,319	128.63%
2005	3,956	21.40%	26,257	23.46%	1,299	42.13%	11,020	18.25%
2006	4,693	21.84%	38,938	48.30%	2,627	90.52%	10,712	-2.79%
2007	12,971	53.58%	44,456	14.17%	4,810	135.95%	8,985	-16.12%
2008	14,011	46.29%	51,929	16.81%	4,658	91.07%	7,229	-19.54%
2009	14,365	47.06%	61,771	18.95%	2,502	21.72%	8,265	14.33%
2010	10,589	34.40%	81,453	31.86%	8,908	41.69%	4,472	-45.89%
2011	20,288	61.95%	91,692	12.57%	5,108	33.28%	10,885	143.40%
2012	13,223	41.61%	109,252	19.15%	10,318	77.16%	21,933	101.50%
2013	13,479	42.92%	128,520	17.64%	21,269	250.72%	16,014	-26.99%
2014	26,573	77.88%	133,729	4.05%	16,055	134.21%	13,332	-16.75%
2015	27,619	58.17%	137,512	2.83%	15,220	110.98%	6,595	-50.53%

可以看到，个人渠道的有效续期保费，一直保持在正增长。同时，不再续约保费，大约占当年个人渠道首年保费的一半。也即是说，每年新的首期保单，覆盖失效旧保单后，仍然有剩余。因此可以保持保费继续增长。

而银保渠道，则在**2008**年以后，增长迅猛，这说明了售卖新单的能力非常强劲。到**2013**年达到高峰。但问题出在有效续期保费上，从**2005**年到**2011**年，整体银保期缴，每年为下一年带来的有效续期保费，在**2007~2010**年间是逐步减少的。说明尽管每年卖的新单不断增加，但这些新单的延续率，其实很低。特别是**2012~2013**年，不再续约的保费，急剧增多。因此，**2013**年，银保的有效续约保费，开始下降。

笔者**2013**年指出，**2014**年，仍将继续下降。（事实正是如此）。从数据上看，直到**2015**年，银保期缴的有效续约保费已经降到非常少的幅度。（从上述数据，也可以看出，笔者在前面章节指出，用有效续约保单，来监控国寿的增长性，是一个有效的方法。）

这是一个非常清晰的对比，说明保险的期缴保单，确实需要靠人去卖，靠银行、邮政去卖期缴保单，看起来是一个很不错的点子，但退保率高，延续率低。特别是，考虑到过去几年，银保渠道卖的同样是分红险，在股市低迷，整体投资回报率不高的情况下。几年过去，很明显看到，银保期缴不能保持相应的延续率，以及同样迅猛的销售能力，结果大量的退保，反而带来伤害。

从数据看到的是，**2011~2013**年的银保首年期交，是处于减少状态，而同期的个人营业员渠道首年期交，只是略略减少。即说明相对于个人营业员的详细时间讲解，银保期交首年业务，当柜面时间受限，确实会略逊色。但同时也可以看到，**2011~2012**年的银保有效续约数据，是大大增加了，比如对比**2012**年和**2010**年，便可以看到，不再续约保费数据接近，（上表黄色部分。）但有效续约保费，**2012**年比**2010**年多得多，说明在**2011~2012**年，万峰确实发力在银保期交的续约上。这有效的维持了保费的延续、增长。

从此处的数据分析，可以看到，针对问题做研究时，不能人云亦云，或者胡乱判断。有些事情尽管是直观可见，但数据的分析论断，更能清晰看出问题。也可以看出，笔者在前几节所发展出来的“有效续期保费”的方法，是良好的监察公司运营的好方法。而银保期缴的起伏，正印证了《卷一》笔者指出的佣金费率支出与保费的关系。

从数据可以看到，国寿在银保期交续期上，重拾攻势的策略。此一策略，明显有效的纾解了国寿营业员的增员困难，有效的延续总保费增长。同时，由于银保期交的发展，趸交的减少和期交业务的拉长，均得到很好的均衡。这充分显示了万峰经营上的能力。

只是到**2013**年以后，随着万峰的离职，看起来国寿似乎放弃了银保期缴上的投入，改而大量推广个人经纪人。尽管看起来**2015**年似乎有大量增长，但笔者认为，这在运营上，是进退失据。因为银保期缴，实际上，是真正能带来利润的低成本营销。本质上，尽管保单精算形式不变，但需要支付给渠道的费用是低了。（同时，考虑到财报上的数据，只是统计数据，还包含了大量的维稳成本被冲销在里面。所以，银保期缴是真正能带来利润的低成本生意，因为其佣金是可以谈的！不像通过个人代理人，无论是趸交期缴，佣金费率实际是被锁定的。）

在几大上市的保险公司中，新华保险的银保期缴业务是发展得最好的，在很少的个人营业员情况下，严重的依赖于银保渠道来销售期缴保单。

下表作为一个对比，简单的用下表来对照一下新华和国寿。

表32-7银保：新华Vs国寿

年度	新华银保首年期交	国寿银保首年期交	(3) 比率	新华银保趸交	国寿银保趸交	比率	新华银保续期	国寿银保续期	比率
		5, 652							
2008	6, 104	5, 115	83. 80%	23, 792	139, 281	585. 41%	1, 419	10, 767	758. 77%
2009	11, 044	11, 521	104. 32%	25, 666	114, 440	445. 88%	7, 253	13, 380	184. 48%
2010	12, 214	21, 366	174. 93%	32, 105	120, 476	375. 26%	17, 372	15, 993	92. 06%
2011	7, 562	15, 350	202. 99%	23, 423	97, 299	415. 40%	25, 707	32, 251	125. 46%
2012	5, 074	13, 373	263. 56%	16, 495	78, 151	473. 79%	30, 594	37, 283	121. 86%
2013	2, 896	8, 483	292. 92%	19, 773	69, 695	352. 48%	30, 726	29, 387	95. 64%
2014	2, 766	11, 963	432. 50%	28, 460	65, 918	231. 62%	22, 208	21, 815	98. 23%
2015	3, 904	13, 714	351. 28%	31, 024	73, 508	236. 94%	14, 545	18, 558	127. 59%

从第三列可以看到，国寿在银保首年期缴方面的增长是非常厉害的。整体收入在**2010年**已经超过新华。同时，可以看到，新华的网点没有国寿多，始终两家公司规模不同。从每一个网点配备的人数来看，国寿大约每个银保专管员跟**2**个网点，新华跟**1.67**个网点。所以，新华投入银保的人力是多的，（但银保本身就是新华的主战场。所以，国寿还勉强算做得不错。）

表32-9银保：新华Vs国寿

新华		国寿
合作渠道（万个银行点）	2. 5	9. 7
专管员（万人）	1. 5	4. 4
每网点人数	60. 00%	45. 36%
每人跟网点	1. 67	2. 20

总保费收入上，新华以银保期缴及续期为主，可以预期，在股市低迷，经济衰退的情况下，保单持续率会比国寿更糟糕，退保更多，如果其他条件相同情况下，受经济情况影响更大，估值比国寿低是正常合理的。但是，如同前面《保单质押》一节所分析，保单质押是一个很好的对付此一问题的方法，过去几年，新华银保也下足功夫在这上面，因此，退保的情况，也有所改善。（所以，《卷二》、《卷三》尽管庞杂，但每一个话题均是环环相扣，层层推进。如复式变调主题，将《卷一》所探讨的主题，以及提出的问题，层层推进演绎。）

《卷三》详述至此，笔者系统的评述了国寿在保费上的整体经营策略。从佣金结构上，指出了盈余损耗的源头。是来源于佣金支出分短期三~五年支付给个人营业员，而收取的保费，是十~十五年此种结构造成。（与啥准备金提取一点都没有关系！所以啥狗屁潜龙和白菜，讲啥修改了准备金规则后，没有盈余损耗，智商确实跟猪一样！）其中所利用的数据，均是来自财报的数据。

同时，也解答了《卷一》中，在所统计年份，实际成本下降的原因，是来自银保期缴。指出银保期缴，是一个有效降低成本，在增员困难的情况下，有效增大保费收入的好方法。但是，由于国寿过去几年管理层变动频繁，运营策略并不稳定，管理层每个新人各有倾斜，加上投资外部环境并非非常理想，因此保费收入及运营策略上，看出过去几年，进退失据，保费增长停滞不前，**2015年**，试图通过扩张人员提升保费，但整体上，保单结构受到保监会限定，从而从业人员，如果是新手的话，收入有限。该种策略能否持续，尚是未知之数。但整体上，运营的导向，是保费越多越好，无论如何，要想尽办法去抢保费，趸交-银保期缴-个人期缴，三管发力，才是承保部门的正确运营之道，而与投资部门无关。

同时，关于保费问题，笔者利用财报数据，进行分析，发展了一系列的分析方法，和监控指标，清晰的分析了国寿的运营，并同时和其他保险公司进行比较。所谓无一字不无来历，也不断呼应、解答、演绎《卷一》所提出的各种问题。澄清了市面的各种幼稚分析者的谬误。修正，推进**2007年林sir**的访谈，将所涉及的承保运营部分的主题发挥之前所未有的程度。《卷三》至此终。灭尽雪球上各类傻逼。

考虑到这一主题非常庞杂，后续几卷暂时不贴了，等读者好好研习完，给各种弱智分子有时间去偷窥、瞻仰、背诵到自己无比惭愧乃至洗心革面、无地自容的程度再说。

