

# <中国人寿系列开篇说明>

笔者炒股之法，历来强调集中，特别是彼得林奇的“五股理论”。但前提是仔细分析，长期持股。

在2008年开始的《鲁泰系列》中，演示了如何以“庖丁解牛”之法，解剖小麻雀，通过年报数据，综合比较，分拆出一家公司的运营之道。历时一年有余，期间有分析、判断、预测、操作，是非对错，读者可以去自行重溯。

《鲁泰系列》一共包括四篇纺织业生意讨论，及22篇公司运营考察。合共26篇。相对来说，保险公司的数据，错综复杂，比纺织股更为庞杂。因此，因应读者要求，《人寿股份》这一系列，也分为2卷，上下各13篇，合共二十六篇，进度大约2周一篇。

一如既往，上卷分拆人寿股份年报数据，考察运营之道。下卷考察业务，为之估值，探讨投资之道。无论写至何处，均以13篇为限，取燕十三剑法13式之意，未尽部分，读者自己思考。

在此，希望读者理解，投资是一门严肃的工作。而财务分析，是一切投资的开始，投资者需有一套系统方法，不可道听途说，人云亦云，被市场各种说法所迷惑，而需独立思考，才对得起自己的血汗钱。

## 中国人寿（一）股东都是散户

中国人寿，代码601628。港股代码02628，A-H股两地上市，美国有ADR存托凭证，1股ADS相当于中国人寿40股港股。由于美国-香港之间资金完全自由流通，加上香港执行联系汇率体系，因此该存托凭证实际上与港股挂钩。

公司于2003-12-18在香港上市，获香港富豪李嘉诚、李兆基等追捧，共发行H 股744，117.50万股。发行价3.625港元。首日上市开盘飙升26%，至4.525港元。内资单一大股东人寿集团拥有1，932，353万股，属 非上市不流通股，合共总股数2，676，470.5万股。下表，是历年股本变化、

表1-1：中国人寿股本变化					单位（万）
年底	总股数	H股股数	A股总股数	人寿集团股数	备注
2003	2,676,471	744,118	1,932,353	1,932,353	H股上市

2004	2,676,471	744,118	1,932,353	1,932,353	
2005	2,826,471	744,118	1,932,353	1,932,353	
2006	2,826,471	744,118	1,932,353	1,932,353	A股上市
2007	2,826,472	744,118	2,082,353	1,932,353	
2008	2,826,472	744,118	2,082,353	1,932,353	
2009	2,826,472	744,118	2,082,353	1,932,353	
2010	2,826,472	744,118	2,082,353	1,932,353	全流通

其后，该公司于2006-12-28在上海证券交易所发行A股150，000万股。发行价RMB 18.88，2007-01-09有60000万股上市流通。首日开盘价RMB37元。而大股东及H股总股数不变。总股本达2，826，470.50万股。

短期内，股价是由市场参与者投票决定的。由于大股东中国人寿集团从未曾增持或者减持其持股，因此短期股价是由小股东投票决定。这一节，便是要观察小股东的行为来判断交易对手的思考。对于外部股东来说，公开可供观察的，是前10大股东的名录及持股数量。

可以看到，H股的李嘉诚、李兆基在上市之前，捧场认购，低价获得的配售股份，在上市1-3年内，都陆续抛出，获利套现。比如持有到最后的李兆基旗下的Richbo Investment Limited，也只是持有到2008年第四季度时，便全部卖出，是时刚好股市见底。同样，A股上市前获得低价配售的各友情利益集团和众多打新配售基金，也多数在上市之后，限售期一过，便立刻抛售套现。比如下表，现在按下软件的F10，除了国家开发投资公司外，其他已经不见了。

表1-2 2007年十大股东

2007-1-9	单位：万	%
股东名称	股数	占比
宝钢集团有限公司	5208	0.18
国家开发投资公司	5149	0.18
中船重工财务有限责任公司	4092	0.14
五矿投资发展有限责任公司	4092	0.14
中国粮油食品(集团)有限公司	4078	0.14
中国经济技术投资担保有限公司	4015	0.14

中国广东核电集团有限公司	4000	0.14
--------------	------	------

由于除大股东之外，其他股份完全流通，是在2008-01-09之后，因此在该日子前，十大流通股东并不完全具有可参照性。下表进一步更新，历季10大股东的持股数量。

表1-3：历季十大股东及剩余户均数量

日期	扣除十大流通后A股数	A股户数	A股户均	增长率	扣除前面股东后H股数	增长率	户数	户均
2006-9-30								
2007-3-31	112,502	159,350	7,060		12,493		39,568	3,157
2007-6-30	119,985	115,382	10,399	47.29%	14,257	14.12%	38,052	3,747
2007-9-30	106,350	147,614	7,205	-30.72%	12,874	-9.70%	37,055	3,474
2007-12-31	120,000	212,276	5,653	-21.54%	13,111	1.84%	36,177	3,624
2008-3-31	122,625	410,395	2,988	-47.14%	13,111	0.00%	36,519	3,590
2008-6-30	128,265	364,995	3,514	17.61%	13,994	6.73%	36,459	3,838
2008-9-30	126,889	320,113	3,964	12.80%	14,610	4.40%	36,714	3,979
2008-12-31	126,521	325,798	3,883	-2.03%	15,967	9.29%	38,287	4,170
2009-3-31	124,721	298,858	4,173	7.46%	16,052	0.53%	38,236	4,198
2009-6-30	128,371	266,900	4,810	15.25%	17,447	8.69%	37,848	4,610
2009-9-30	124,806	257,361	4,849	0.83%	16,893	-3.18%	37,206	4,540
2009-12-31	128,512	223,840	5,741	18.39%	16,872	-0.12%	36,612	4,608
2010-3-31	126,674	227,922	5,558	-3.20%	17,313	2.61%	36,599	4,730
2010-6-30	125,203	224,625	5,574	0.29%	19,159	10.66%	36,813	5,204
2010-9-30	127,815	266,223	4,801	-13.87%	18,790	-1.93%	36,760	5,112
2010-12-31	129,056	255,842	5,044	5.07%	18,820	0.16%	36,354	5,177
平均	123,643	254,843	5,326		15,735		37,204	4,235

上述这个表格，是将所有股数减去可确证的十大股东之后，再除以股东户数，目的是考察剩余散户的持股数。由于港股的结算账户，主要是香港中央证券结算公司，所以，扣除HKSCC NOMINEES LIMITED所持有及比如李兆基的私人基金后部分，可以简单的看成在私人名下。

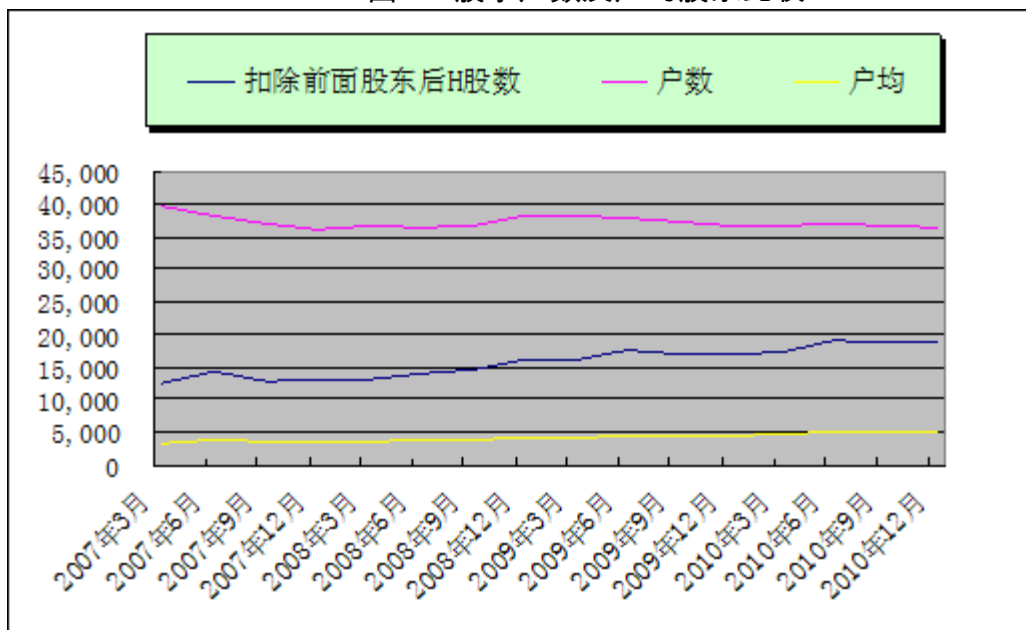
从2008年开始，港股私人名下股票分红时可以不扣税，放在港交所部分则需要交红利税。因此，一部分股东，会考虑转到个人名下。但转名则需付证券公司办理相应手续，炒卖不便。因此，这一部分转入个人名下的股东，可以看成是重视股息收入，不注重短期

炒卖，而愿意做长期持有的长线小股东。

从上述表格，可以观察到如下几点：

1. 观察H股户数及股数，扣除在中央证券结算公司后的股东户数部分，非常稳定。可以将这部分股东，看成是注重股息税的长线股东。该数据稳定，意味着实际该种人群的数量，并没有随着时间增长，也即是说，H股长线小投资者的数量，也就这么一小撮了。
2. H股中，扣除在中央证券结算公司后的股数，一路呈非常低缓的上升趋势，意味着该部分股东，除了保持长线投资之外，也随时间慢慢增持，但速度很慢，估计是拿分红增持。
3. 从股票平均数来看，截止2010年底，H股长线小股东持股数和A股散户平均持股数接近，均为5000股左右。平均起来H股长线小股东，并没有比A股散户持有更多的股票。如果H股的投资者，认为该公司非常值得话，理论上，平均起来，应该比A股股东买更多份额，但实际并没有出现该情况。因此，可以认为，H股的长线小投资者，对股票的持有，并非出于对该公司业务有深刻认知，更多可能是一种“跟从”，即是跟从某些名人博客，信奉一种长线持有所谓“好公司”的理念，而转名出来并长线持有而已。同时，重视节省交易成本和股息税。但由于对该公司股票未能有特别认知或者分析，因此只能持有在组合一定份额的股票，而非重手买入，（比如占组合50%以上。）特别是，考虑到港股的投资者，整体入场费要比A股高，每手份额也比a股大。（港股每手为1000股）。从这角度上说，很可能港股小投资者，人寿股票占组合的比重，还比A股要低。这说明保险股的业务、财报分析和估值对于H股小股东来说，同样属于非常难以理解的范围。

图1-1 股东户数及户均股票比较



4. 回头来观察A股，A股股东数量大增的时期，是2007年第4季度到2008年第一季度结束

的6个月间。小股东数量几乎接近原来3倍，平均持股数锐减到不到原来的一半。股价从RMB 65.69元，在半年间一路跌到29.36元。跌了一半不止。这一段是跌幅最大的机构派发期。单以2008年1-3月3个月看，从上年底收盘的58元到3月28日收盘29.56元，足足有多20万散户入去接货。户均持股3000股，共6亿股，该部分账面市值损失上百亿，户均损失近6-8万。

5.从2008年第2季度到2009年12月31日，是散户缴枪投降的时期。许多眼睛盯着高位75.98元的山顶，以此为“锚”作为坐标，冲进去试图抄底的，从山腰一路抄到山脚再到地板，最终进入18层地狱。再在股价略微回升之后，又快速止损卖出以避免长期“被套”。这就是股票心理学上，典型的“锚错误”，以最高点或者最低点，甚至某个点作为“锚”，通过涨幅，跌幅来衡量某一股票的贵贱，而不懂得理解公司业务、估值，所出现的结果：“抄底未遂，止损投降”，这是不认真学习各种知识，迷信技术分析的结果。

6.2009年12月底前的买入，可以看成是某些基金的行为，认为2010年或许有大蓝筹行情，从而买入建仓。但发现市场该年无行情，又快速退出。最典型是MORGAN STANLEY & CO. INTERNATIONAL PLC. 该基金于2010-06-30以2557万股出现在10大股东中（收市价25元）。到了9-30日前，又加码至2802万股（收市价21元）。到了年底（收盘价21元，盘中最高28.39元），已经在10大股东榜上不见踪影，最起码卖出1000万股以上甚至直接卖光走人。持股数月，赚个10-20%便闪人，可谓大散户。实际上，这种短炒，与标的物之公司业务等基本面，全无关系，而与市场资金、时机、心态相关。大摩国际以QFII资格入中国市场，短炒快出，真可谓淮南之枳。

7. 回头看看A股股东户数锐减的时期，股票永远不会凭空消失，股东户数减少，股价下跌时，有股东卖出，必然有人接盘。2008-3-31到2008-6-30，价格区间是（28，24）最高37。2009-3-31到2009-6-30，价格是（22,27）。2009-9-30到2009-12-31，价格区间是（28,31）总平均价大约在26-27元。以2011-3-29的价格21.2元来看，大资金的被套幅度，是15%-20%之间。最起码要升回到28元以上才解套。如果以现在20元的价格来衡量，意味着要涨20%以上才解套。

8.对比港股，四个有人接盘的时间段，是2008年4-6月。（28，28）最高35港元。2008年10-12月，（29,22），最低15元，但只有数天。2009年3-6月。（25，29）2010年3-6月（36,30），大约平均价在28-29港币间（=23-24 RMB）。可见港股的长线投资者，相对大手买入价，要比A股为低。这说明港股的投资者，更有耐心等到股价低残时才买入，以做长线投资。因为足够低的买入价，更可以扛得起股价的波动而长期持有。

结论：（1）A股的基金，只是大散户。（2）H股的长线小投资者，也是散户，但相对比A股好，总体买入价更低，愿意长期拿，也懂得节省股息税，但仅此而已。

## 人寿研究（二）之人工支出：以战养战之道

对中国人寿股份的研究，从最基础的人工支出开始。

对于保险行业来说，经纪人或者招揽保单的员工支出，体现为人工及佣金支出。其他后勤、资产管理公司，虽然并不与保费挂钩，但可以简单的看成配套人员。这一节，便是要

观察中国人寿的人工及佣金支出。

根据2010年年报4P，中国人寿采用国际会计准则，收入确认如下：

- 先定义保险合同：承担风险部分确认为保险合同
- 根据保险合同，实际收到的保费确认为预收保费，条件满足时，确认为保费收入
- 寿险合同，约定分期时，按当期应收，逐期确认计算。
- 如一次性（趸交）收费，则全部确定为当期收入
- 退保的，退保费计入当期损益。

可以看到，收入的定义，明显因会计准则的不同而变化，比较2008年以前中国人寿A股年报和港股年报，便可以看到“收入”一项的明显差异。同样，在不同保险公司中，“收入”的界定，也属于富于争议的内容。同时，按照国际会计准则，利润为包含折旧和摊销结果，因此，与《鲁泰纺织》系列笔者侧重使用《资产负债表》不同，对于人寿股份，笔者以《现金流量表》为基础，通过重新调整，来衡量收入。

这是因应于人寿股份A股的会计准则而对应的方法。调整方法是：加入应收保费，减去预收保费，得到保费的实足收入。（这被称为“毛保费”）。在佣金和薪水问题上，以当年支出现金，减去上年应付薪水及佣金，这样最终调整成为当年对应的保费和佣金、薪水费用。（这个算法的假设前提是，薪水、佣金、应收、预收保费，都不会拖欠超过1年。当然，或有小部分超过，但比例不大不影响结论。）

需要特别指出的是，应收保费，不是指“期交”的保单后续年份未交费部分，如同前面收入的定义，已经明确指出，如果是期交保费，那么，后续期限的逐年保费收入，是属于对应来年的。现今的“应收保费”，是属于保单已经签署，但却因某些其他原因而一时未收上来的保费。比如年底12月底签订的保单，保费已经从银行扣款，却尚未划入人寿股份的账户。

将佣金和薪水合并在一起，是因有时保险公司部分员工和经纪人之间的角色，比较模糊，可以将其合并起来，以考察该问题，也可以将其分拆，以独立考察：

《表2-1: 佣金和人工支出》

年度	保险合同 现金收入	应收保 费	预收保 费	手续费 佣金	职工薪水	应付职 工薪酬	应付手 续费佣 金	剩余保单 收入	剩余保 单/总收 入
2003 H	55,464	2,705	2,407	12,190	3,766	726	1,072	38,891	90.24%
2004	148,913	3,738	2,447	12,190	3,819	658	958	134,377	90.71%
2005	159,779	4,673	2,323	12,627	4,405	774	997	144,942	90.66%
2006	179,379	5,734	1,641	14,620	5,083	1,892	1,025	162,623	89.82%
2007	196,582	6,218	2,201	15,947	6,714	3,145	1,131	176,579	89.61%
2008	265,099	6,433	1,811	23,680	7,603	3,506	1,654	237,554	90.02%
2009	275,275	6,818	1,804	23,270	8,774	4,287	1,320	247,798	90.08%
2010	317,288	7,274	1,880	26,632	9,179	4,720	1,944	285,814	90.16%

从上表可以看到，人工及佣金的支出，占保费之比非常稳定。2007年及2008年，手续费及人工略高。但是，上述数据实际上有2次重述。（1）2006年 合同确认收入重述，（2）2008年数据又按照企业会计准则2号重述。如果不重述，调整回原来数据，2008扣除佣金后的保费收入比例，实际比2007年 还高，并一直保持到2009年、2010年。真正只有2007年是多付了薪水和佣金去抢单。但这反过来，也可以看成是抢到单后，放在2008年初才入账。但整体上看，波动不大。

由于保险公司每年收的保单，会有相当一部分会退保。为测试支出的佣金费用，是否涵盖日后的退保费用，可以将实足保费收入减去退保费用，再来与收入比较，如下表：可以看到，加入退保费用之后，标准差明显加大，说明人寿的经营策略上，薪水、佣金支出只是与保费收入挂钩，而不与退保支出相关。这在逻辑上是合理的，因为 收入即刻计算佣金，而退保则是日后不确定的事，不可能因为客户2年甚至5年后退保而追回当初付出的给代理人的佣金，只能在退保时由客户保单的现金价值减少 来补偿损失或者调整比例，（即对客户进行罚款）。因此，这部分不确定费用，改在产品设计的精算假设时处理。

《表2-2：涵盖退保费用保单收入与毛保单收入比较》

年度	保单收入	实足保单	退保	退保后保单	退保后保单/ 实足保单	减退保后/ 毛保单
2003	110,928	81,282				
2004	148,913	134,377	14,849	119,528	88.95%	80.27%
2005	159,779	144,942	26,562	118,380	81.67%	74.09%
2006	179,379	162,623	28,958	133,665	82.19%	74.52%
2007	196,582	176,579	43,661	132,918	75.27%	67.61%
2008	265,099	237,554	25,485	212,069	89.27%	80.00%
2009	275,275	247,798	23,320	224,478	90.59%	81.55%
2010	317,288	285,814	25,714	260,100	91.00%	81.98%
平均值					85.57%	77.14%
标准差					5.51%	4.89%

从表2-1，可以看到，在运营上，关于薪水、佣金支出与保费的收入上，人寿股份的经营非常、非常稳定。实足收到保费与佣金及薪水之和完全成比例。（标准差 只有0.3%）。按照平均值取保守看，如果根据报表，则人寿每收到1000元保费，支出大约100元作为佣金和人工费用，剩余900元。这一经营策略，过去7年，从未曾改变。由于历年应收保费和预收保费也大约稳定，如果只考虑当年对应数据，不考虑应收保费和

预收部分，直接比较当年收入和当年人工支出，将薪水拆分出来，可以得到如下表格：

《表2-3：薪水-佣金占保单收入比例》

年度	保单收入	薪水佣金 总支出	占比	手续费及佣 金	占比	职工薪水	占比
2003	110,928			24,380		3,766	
2004	148,913	15,827	10.63%	12,190	8.19%	3,819	2.56%
2005	159,779	17,187	10.76%	12,627	7.90%	4,405	2.76%
2006	179,379	20,849	11.62%	14,620	8.15%	5,083	2.83%
2007	196,582	24,020	12.22%	15,947	8.11%	6,714	3.42%
2008	265,099	32,167	12.13%	23,680	8.93%	7,603	2.87%
2009	275,275	32,491	11.80%	23,270	8.45%	8,774	3.19%
2010	317,288	36,868	11.62%	26,632	8.39%	9,179	2.89%
平均值			11.54%		8.30%		2.93%

可以看到，对应于当年保单收入，佣金和人工支出占比大约在9.8%--11.54%之间，而与保单类型结构变化关系不大。

这就产生了一个很有趣的问题：为什么会变化不大？如果简单的套用笔者在《鲁泰系列》第十二篇的方法，很容易误解成为，类似纺织业，做一件衣服，配套一个固定比例的棉花和布匹非常合理。因此，卖一张保单，对应于相应的平均人力，看起来合理，但实际是一种错误的思考。

一方面，行业的特性不同，导致生意的性质不同。如同前面一开始便引用“收入”的确认方法中所说明的，该收入数据显示的是保单金额收入，而不是保单单数数量。与一个人力所能售出更为匹配的，可能是保单单数，而不是保单总金额。理论上说，人寿股份公司有近200种保单，具体每年客户购买何种保单，千变万化。加上农村与城市收入差距甚大，因为每个经纪人所能售卖的保单金额，差距甚大，反而人均所能售出的保单合同数量，却可能是在一个稳定数据。因此，简单的认为 保单金额与经纪人支出必然挂钩，是一种误解。

表2-4：《保险行业上市公司近年来人均产能和佣金收入情况》

科目	2,007	2,008	2,009	2010H	2,010
中国人寿					
个险新单保费（亿）	296	342	293	192	400
佣金和手续费（亿）	161	242	229	140	273
营销员总数	64	72	78	74	71
每月人均新单保费（披露数据）	-	-	-	-	-



每月人均新单保费（计算结果）	3,866	3,980	3,146	4,336	4,721
每月人均佣金和手续费	2,097	2,817	2,460	3,162	3,218
中国平安					
个险新单保费（亿）	165	229	310	259	427
佣金和手续费（亿）	90	118	72	50	88
营销员总数	30	36	42	41	45
每月人均新单保费（披露数据）	5,316	5,423	6,261	10,311	7,922
每月人均新单保费（计算结果）	4,552	5,356	6,200	10,502	7,848
每月人均佣金和手续费	2,486	2,766	1,445	2,041	1,616
中国太保					
个险新单保费（亿）	71	68	76	49	91
佣金和手续费（亿）	38	47	56	36	70
营销员总数	20	22	25	25	28
每月人均新单保费（披露数据）	3,257	2,807	2,597	3,305	2,863
每月人均新单保费（计算结果）	2,965	2,567	2,479	3,261	2,702
每月人均佣金和手续费	1,561	1,795	1,848	2,406	2,086

来源：《中信建投证券部》

因此，数据对比，需要在行业特征下才能阐释，而不能胡乱套用财务指标做跨行业比较，又或者胡乱跨企业比较。这是常规《财务分析》教程中，学生最容易犯的通病：漠视行业，公司，胡乱套用公式比较。

比如上表来自一家券商的研究报告，如果简单的以数据看，可以看到，单纯比较各家公司的人均佣金支出，人寿最高。但这种比较明显漠视了各家公司卖的是不同保单，利润不同。人均佣金低，反过来可能意味着卖的都是低利润产品，甚至本身保单设计的佣金就是非常低而与利润无关。

另一方面，单从人寿股份一家公司，粗看数据，可以得出人工支出水平是逐年提高。但这不能简单的引申为人工支出受通胀影响逐年提高，并认为，通胀来了，经纪人薪金提高了，人寿股份70万员工，薪水支出压力大了，前景不妙。这是错的，因为保险公司卖保单，不同于纺织公司请女工织布，最重要的是看佣金占每张保单的比率，还得看保单是趸交还是期交。

从笔者前面估算的数据，可以看到，佣金占保单比率，是大致稳定。特别是2007年以后，薪水佣金支出占保单比例是每年逐年略微下降。理论上，如果固定卖一种保单，人寿公司不会去降经纪人的佣金，因为这会挫伤经纪人的积极性，稍微受过正规训练的经理人，都不会想着办法去克扣

工人薪水，特别是，这是金融业，而 不是血汗工厂。

更合理的解释是，卖出保单金额大了，也即是说，同样一个经纪人卖一张保单，以前可能保费3000，现在可能保费是4000，经纪人赚多了，公司赚得更多，皆大欢喜。下表是人寿股份每年提供的个人寿险和团体寿险，所对应收到保单时，支出给经纪人的费用假设数据。

表2-5 人寿保单佣金费用及保单金额

年度	个人寿险(元/每份保单)		保费百分比		保单金额		团体寿险 ( 元/每份保单 )		
项目	下限	上限	下限	上限	下限	上限	手续费	保费百分比	保单金额
2002	12.5		1.75%		714		12.5	1.75%	714
2003	10	17.5	1.65%	2.55 %	606	686	17.5	1.65%	1,061
2004	14.5	19.5	1.50%	1.80 %	967	1,083	4	1.30%	308
2005	15	22	1.60%	1.85 %	938	1,189	6.5	1.54%	422
2006	15	22	1.60%	1.85 %	938	1,189	6.5	1.54%	422
2007	15	22	1.60%	1.85 %	938	1,189	6.5	1.54%	422
2008	22.5	33	1.59%	1.74 %	1,415	1,897	9.7	1.54%	630
2009	26.25	38.5	1.05%	1.17 %	2,500	3,291	11.32	1.01%	1,121
2010	30.4	44.59	0.90%	1.00 %	3,378	4,459	13.11	0.86%	1,524

2008年以前数据，来自香港年报，2008年以后，来自大陆年报。可以看到：（1）个人险部分，每份经纪人真正卖出的保单的金额，从2008年以后，是逐年提高。这即是林森池所说：“人寿公司的业务，是真正的抵抗通胀”，不需要像织布厂一样，要努力去吸引顾客，才能提高衬衣的卖价，相反，随着通胀到来，金钱贬值时，顾客会主动购买更大额的人寿保单，水涨船高，公司营业额便可节节上升，这一点，是保险行业优胜于带工厂的地方。（2）佣金支出占保单收入的百分比，2008年以后，是逐年在降低。这即是前面所指出的，由于保单金额提高，经纪人赚多了，但保险公司赚得更多，因为实际付出费用，占保单金额比例小 了。从上述这个例子，说明分析公司，要具体公司，具体问题，具体分析，不能简单的套用各种财务分析比率方法便胡乱比较一气，这是大错，也是笔者所见，初学 财务分析者的通病。

下面再来探讨这一“佣金占保单比率大致稳定”的问题。理论上，保单的渠道、费率、品种的不同，对应的保单佣金及人工支出，变化会非常大，而不会维持一个相 对固定的份额。比如一些通过银保渠道卖出的趸交短期保单，佣金比例可能很低至1-2%，而20年期交的终身寿险保单，佣金可能达到20%-40%以上。甚 至有些还分多年支出，比如首年佣金提取所交保费的35%；次年提取25%；第三年15%；第四年5%。第五年至交费期满，不再提取。而同一品种，尽管同由 经纪人卖出，如果一次性趸交，可能经纪人便只获得5%的佣金。所以，如此千变万化的情况下，为何汇总起来，在数年间，却出现这一比较稳定的固定比例？

笔者认为：这不是简单的巧合。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。即是说，公司管理层通过用这个比例来调控全年的人工佣金支出与保单收入，这个比例数据，正是一种跨年度平衡的结果。举例说，某一年，银保渠道趸交佣金低，产品畅销，造成当年保费收入高，于是，管理层便支出更多人工佣金预算，用于激励经纪人去推销更多更高佣金的期交长期保单，通过该预算来平衡趸交和期交的关系。

相对应的，如果一开始期交长期保单卖得好，虽然从长远上说，内含价值及利润有益，但短期账面保单收入和利润可能很难看，因此便需要多做一些低佣金的保单来充数。这一比例，正是管理层操控各子公司运营的指标工具。（读者不妨想一个问题，如果你是公司管理层，面对分布各地的各个子公司，70万个员工，你会用什么指标数据来衡量他们的绩效？）

笔者用下面这个简单的模型，来说明这一问题：假设人寿股份的保单类型只有2种：1种是佣金3%的趸交产品，卖出金额为A，另一种是佣金20%的10年期产品，卖出金额为B。如果管理层刻意保持这2者的总佣金支出为总售出金额的10%。

于是便可以得到如下方程式：“ $A*3\% + B*20\% = (A+B)*10\%$ ”。这是小学数学，不需要学习精算师的精算技能，很容易便可以计算出 $B=0.7A$ 。

进一步的，下一年，如果管理层推出新产品来代替旧产品，将产品B的期限，从10年变成20年期交。而对应佣金支出变成40%。同时，刻意保持该总金额佣金成本10%不变的情况下，可以得到：“ $A*3\% + B*40\% = (A+B)*10\%$ ”，于是，得到 $B=0.23A$ 。

对比这两个年限，可以看到，如果当年售出了趸交的A的保单金额不变，第一年，加上期交部分，总金额是1.7A，而第二年，总金额是1.23A。这两者的保费收入差距，是38%。这样一种差额，显示了保单的变化。但由于期交仅是占小部分，同时，保单分摊到20年去的话，对于未来20年的总利润变化，累积影响并不大，但由于该种变化集中在第一年完成佣金支出，才会出现这种38%的差别。

从这个例子，可以看出市面有2种错误的分析方法，1是简单的考察保费收入的增长来看待人寿股份的经营业绩，而没有重点去分析保单收入的品种及结构。2是用一种简单粗暴的办法，将保费总收入去除员工人数，得到每个代理人的保费收入，这都是很容易造成谬误的方法。因为，在未能确知品种、期限、金额的比例之前，变化的区间非常大，用这种简单粗暴的方法，得出的结论是非常非常可疑的。

这就是尽管笔者经常跟读者说，要认真学习财务分析理论，却不主张读者在学了一套理论之后，便胡乱做各种财务指标比较的原因。投资之道，重在因地制宜之变通。财务分析，也是一样。不可见到什么麻雀，都动用屠龙刀的。

再往深一层想，由于期交的保费要等到日后才收到，但实际的人工费用支出，已经在当年的利润表上的提前支出。而在保单收入上，未来不需要支出佣金部分的保费收入，当期却没有显示出来，如果通过这种方式来保持该数据的平衡，便意味着当期利润的被压低，或者说后续总体长时间经营下，利润的被隐藏，只有随着时间，该部分利润才会慢慢释放出来，因为后续的长期保单，如同前面的例子一样，20年保单，第5年后，便不需要付出人工佣金支出了。这会造成早期保单在现今的会计准则下的亏损，在《保险学》上，这被称为“盈余损耗”。这一问题，留待后续章节继续处理。

当然，作为外部小投资者，如果人寿年报不披露更多的业务数据，是不可能进一步分析求证，更难知道人寿管理层是否真的按照这种方式来经营，笔者只是纯粹从数据推测判断而已。

如果事实果真如此，便可以看出保险公司的运营方式是：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数量。于是，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，

可以在不需要增加人工支出的情况下，便能够保持资产规模继续扩张。这就是一种滚雪球式的“以战养战”之道。而作为管理层之控制指标，就是这一稳定的人工费用支出比例。

### 人寿研究（三）之运营费用

上一节写到，在会计准则上，人寿股份每收到1000元毛保费，即时支出100-110元做佣金。这一节，讨论运营费用。

要让公司运营起来，灯油火蜡，各种开支必不可少，按照2010年年报附注52，这一系列开支，涵盖固定资产折旧、维修、员工出差、广告宣传，甚至还要交费给保监会。从该费用清单可以看到，2009年、2010年，年年都交2亿多给保监会作茶水费开销。（衙门可真赚钱！）另外还有近6亿也是交给保监会，做保障基金用，即如果乱卖保单，亏损破产，便由保监会接管，来处理核销这部分坏单。（按照条款，总资产的6%封顶，按照2010年总资产数，就算日后不再增加，846亿，还要收取很多年。）但资金来源，却是人寿的真金白银。这两笔加起来近8亿。这项支出，类似于税收，属于买路钱，几乎每间保险公司有这项必不可少的支出。但从报表分析角度看，将其作为支出，逐年从利润表中扣除，总好过将其作为类似“土地使用证”一类的“无形资产”入账，再由管理层选择性摊销来得好。当然，实际上，在会计方法不将其作为资产，乃是因为逐年均需支出，如果是在开业的一次开办费用，便有可能作为无形资产入账。这纯粹是会计上的法则引起。

人寿保单，除了通过经纪人逐张保单卖，近几年大头是通过银行卖，特别是分红型两全险，即所谓银保渠道产品。自从保险公司在90年代的长期承诺固定高息产品产生“利差损”以来，保监会便将产品定价和佣金比率管了起来，每项产品要推向市场前，均需由保监核准，这是学习美国大部分州的做法。同时又管住佣金支付的比例，不允许保险公司人员直接提高支付给银行、经纪人的佣金。保险公司要和同行竞争，让银行多卖自己的保单，便只能以广告宣传费、业务招待费等项目出账，但这又属于违规操作，常常被保监会监督检查，但经营上，各地分公司，从激励的角度，达标时，可以得到一个更高奖金，于是，当差之毫厘便可以达标时，时常有发生这种费用支出。这一笔账目，一方面以现金形式在流量表出现，另一方面以开支形式，在利润表出现。要观察是否变相加大了佣金支出，便需对比观察这两张表格的该项数据。

所以，财务会计三张表，正如林森池所强调，一定要三张一起看，才看到立体构图。会计的好处，便是“要想人不知，除非己莫为”。下表是历年该项营业费用和保单对照表。笔者不使用利润表中的支出，而直接适用现金流量表的营业费用项，是因为现金流量表的实际收入，是由一系列实际真金白银支出所构成。无论保险公司如何核定确认具体的“收入”，银行账户上的现金的收入和支出，相对更真金白银，而需由外部审计通过的。

在处理数据之前，需先研究会计制度。中人寿是2006年在底在A股上市。上市之前中的营业费用一项，执行的是所谓《中国会计准则》，包含工资和折旧。到2009年初，由于执行企业会计准则第2号，令到2008年保费数据重述的同时，现金流量表中的营业费用，也不再包含折旧和人工开支。

由于人工开支和佣金支出在上一节已经合并处理，而折旧实际上属于企业可以调节的范围。所以，有两种做法可以考察该项费用。第一种是保持2008年以后数据不变，把2008年以前的营业费用扣除工资及折旧项，直接比较其他费用和保费的关系，这种考核的好处，是能够直接反映保费和营业支出之间的关系，同时，对于未来年报数据，如果会计入账方式不再变更，便可以继续沿袭比较。

另一种是保留折旧，将折旧看成维持企业运营之必需维修费用，扣除人工支出，但需要将2008年后的费用，重新加回折旧得到下表：

《表3-1 保费与运营费用》 单位 ( 百万 )

年度	保险现金 收入	增长	营业费 用 ( 调 整前 )	职工薪 水	调整 2008年 前, 扣 除折旧 人工	增长	营业费 用/毛 保费	营业费 用-薪水 +折旧	营业费 用/毛保 费	折旧/毛 保费
2003	110,928			3,766						
2004	148,913		9948	3,819	5,340		3.59%	6,129	4.12%	0.53%
2005	159,779	7.30%	10,649	4,405	5,362	0.41%	3.36%	6,244	3.91%	0.55%
2006	179,379	12.27%	12,421	5,083	6,439	20.09%	3.59%	7,338	4.09%	0.50%
2007	196,582	9.59%	16,323	6,714	8,622	33.90%	4.39%	9,609	4.89%	0.50%
2008	265,099	34.85%	17,340	7,603	8,587	-0.41%	3.24%	9,737	3.67%	0.43%
2009	275,275	3.84%	10,295	8,774	10,295	19.89%	3.74%	11,570	4.20%	0.46%
2010	317,288	15.26%	11,321	9,179	11,321	9.97%	3.57%	12,807	4.04%	0.47%

可以看到，由于2008年以后已经采用新会计准则，因此，如果以新准则为基准，营业费用/毛保费大约平均值为3.64%，就算重新调整2008年保费收入之后，大约也维持在3.6%水平。2007年除了比较保单收入的薪水支出略高之外，同时费用支出也略高。可以认为是管理层调节利润，加大2007年费用，或者将部分收到保单收入预留到2008年。这印证了林sir在访谈中，对2007年底所努力激励得到的部分保单，预留在2008年入账的传闻。但整体上，对于一个周期考察来说，该种调节对数据核算影响不大。

同时，如果将折旧看成非支出不可的维修费，该比率也稳定在0.5%。尽管该笔开支实际从未曾支出，只是直接将房子折旧而已，更不考虑在一个长期通胀环境下，房子还可能会升值而不是折旧。但从保守估值行为上说，直接扣除该项折旧，令到数据及估值更为保守。

因此，将这部分和上一节合在一起看，人寿股份公司，在会计上，扣除人工、佣金后的每年营业费用，在过去7年，一直维持在如下水平：收入1000元，扣人工佣金110元，扣运营费用36元，扣折旧费5元，实足收入保费849元。这是真正扣除了各种运营费用之后的实足毛保费收入和支出，真金白银。在人工费用支出、佣金支出的比例政策上，非常稳定。过去几年并没有任何变化，

这也说明，数据一定要放在长周期才看得清楚，如果分析师如果在年报出来之后，单独拿该年数据去和上年、前年比较，考察费用增长幅度，以解释利润变化，是毫无意义的。因为费用支出是从一开始做好预算，反而保费收入，是基于费用预算下的调节结果。市场分析师常常由“收入”对比“支出”以解释“利润”，实际上是一种逻辑错置，或者说，墨守会计准则，而不懂得将其应用于具体行业时的变通，如果市场因此导致股价大幅波动，则更可能是错价。

需要指出的是，在该系列费用上，看不见类似其他行业的用以投入科技更新的研发费用或者资本化。常规情况下，其他行业的科技资本化，多数体现在设备、电脑、软件、研发上的资本化，对于人寿公司来说，这部分是聘请高薪人才，以对各种保单的各种可能概率进行精算，又或者更进一步，派遣大量调研人员以对各地区人口寿命及具体情况进行更加详细的了解，以使精算假设更贴近现实。

按照国外经验，当行业竞争复杂时，人寿保单便需设计得更加千变万化，比如说，在基本的保单条款上，增加大量的可选择性的附加条款，以适用市场需求，而这又需要一个更加复杂计算系统的科技投入来计算模拟各种假设，以使保单设计时的精算更接近未来的现实。

又比如，当客户投保了保单，要上网查询逐年的分红，或者更加有效的在线互动，同样需要构建一个服务平台，这些均是人寿保险行业的资本性开支。但该科目目前未曾出现在会计报表上，在运营费用上，也未见踪影，意味着实际上现在的市场，仍未达到该种需要进行精细耕耘的激烈竞争程度。

这一849元的收入，为保险公司实际上收到的可使用“实足现金保费”，（这是现金流量上的可使用保费，而不是保险学意义上的净保费Net Premium,）纯会计方式上，将其扣除保单最终赔付支出后所剩余，再加上投资收益分红后的剩余，便是人寿公司的税前纯利润。

#### 人寿研究四之准备金累积

从这一节开始，要处理人寿股份公司报表中最重要的数据之一：“准备金”。笔者已经努力将这一问题，写得尽量浅显。如果读者花了时间，还看不懂这一部分内容的话，笔者的告诫是，尽快离开保险股，这东西不是你玩的。

先从人寿公司的会计制度讨论起，现在A股年报，遵循国际会计准则，《财务报表》来去就是三张表格和一堆附注。2008年8月7日，财政部印发《企业会计准则解释第2号》，要求境内外上市公司，对同一交易事项采用相同的会计政策和会计估计进行确认、计量和报告。2009年12月22日，财政部发“关于印发《保险合同相关会计处理规定》，由此，2009年1月1日后，人寿集团执行新的会计政策，并对2008年的数据进行追溯重述。

自从之后，中国人寿的境内外报表大体一致。在分析上，意味着对相关的历史数据，做时间纵向上的比较，便必须重新调整。下面来看看按照该种制度，中国人寿的利润算法。该算法说起来和标准教科书中的基本方程式一样简单：“利润=收入-支出”。但实际上，却很多很多探讨的空间。从理论上讲，保险公司的业务，如果主要是承担社会责任，为广大受托人尽保险责任的话，那么，遵循收支相抵原则，保费收入现值便等于未来给付的现值，不会有“盈利”的概念。这不同于工业，比如纺织品一类的销售利润概念。但在实务操作上，特别是寿险公司，由于承担了偿付义务的社会责任，不容有失，万一届时资本偿付能力不足以偿付保单，那么只能关门大吉，有负投保人信托责任。“信用”是金融行业得以存在的基本信念和命根，如果违约，会将金融风险放大成为巨大的社会风险。因此，在保费计算的三个假设前提上，预定死亡率、预定利率，预定费用率上，一家审慎的人寿保险公司，均保持有一定程度的与实际结果的正向差异，或者说，会留下点盈利空间以做缓冲。

如果这差异是变成负向亏损的，便是所谓产品定价风险。即欧盟定义的C2风险，如果是预留盈余的，则这三者便是保险业务的利润来源。即是所谓“三差损益”。尽管退保也属于不可控制范围而产生差异，但因影响较小且长期来看较为稳定。

90年代保监会成立以前的保单，便出现了这种定价亏损。这明显便是行业竞争而缺乏专业知识造成，而非完全由缺乏监管引起。但在中国国情下，很快便产生了“保监会”这一监管机构，默认认为保监会有足够的能力和智商、客观立场，以超越市场竞争之外的上帝视角，来为投保人或者行业的整体利益而执行高明的监管。

从另外一种角度看，一个或许独立的保监会固然重要，更多专业人士及职业素养也同样重要。但因事而设机构，是很典型的中国做法。由于保监会不像证监会或者银监会一样，经常抛头露面，但在实际的权力上，对于整体行业及身处其中的公司而言，保监会的一系列措施，非但影响行业结构，也几乎渗入到具体每家大公司的运作，特别是中国人寿股份，作为行业内最大的企业，几乎一举一动，尽在保监会所力图监控之内。

从利润的方程式看，第一个需要界定的是“收入”。和纺织业的收入来自卖多少尺布料和多少件衬

衣，便得到多少收入不同，保险的收入定义，在不同会计制度下是不同的，遵循国际会计准则的话，中国人寿的收入分为两部分，一是保单收入，一是投资收入。

这一节开始，先探讨保单收入。根据中国人寿2010年年报，保单的收入一栏，对比利润表中的数据和现金流量表数据可知，该部分收入，大致是真金白银的来自保户当年确认收缴的现金。即是前面所说的，根据承担风险，当年收缴的部分，而且也保险学上的“毛保费”概念吻合。

而08年以前，香港准则下，情况有所不同。以前由于人寿先在香港和美国上市，按照美国通用会计准则，FAS60，第29条，根据不同的合约收入中保险成本的确定，来对承保收入及费用，决定采用何种方式的摊销，实务操作中，会确认一项递延承保费用及递延收益，然后逐年进行摊销。这即是在计算承保利润时，将收入项和费用项进行配比原则，其配比的方法，是逐年假设精算，逐年摊销均衡，以相对够均衡合理的反映保险业务的利润。但如果做公司之间的横向比较时，则必须要求各公司使用相同的递延假设和摊销标准。

对比2005-2007年的香港和大陆年度报告中，“收入”一项，便可以看出两者之不同。下表是历年香港和大陆会计制度下，纯保费收入部分的对照，由于期间两边均修改过会计准则，数据均进行重述，但大体可以看出比例维持在2倍左右。

表：4-1 香港和大陆会计制度下，保费收入比较

年度	香港保费收入	大陆保费收入	比率
2003	60,442	110,928	183.53%
2004	76,806	148,913	193.88%
2005	80,038	159,779	199.63%
2006	98,847	182,053	184.18%
2007	111,404	196,582	176.46%
2008	134,650	295,579	219.52%
2009(R-E)	159,142	275,275	
2010(R-E)	183,427	317,288	

如果仔细观察会计数据，还可以看到，2009年大陆的保费收入，实际不是比2008年减少-6.87%，而是增长了3.84%。更进一步的，用大陆数据按 该比例调整回香港原数据，（当然，这只是一个高度粗糙的模拟而已。）可以看出，保费并不是如新修订后的会计准则显示出来的增长缓慢，而是逐年按照 17.4%的比率增长。

到了国际准则第2阶段，则不采用递延，而是一次性入账，其好处是采用公允价值对资产和负债进行计量时，已经支付的保单取得费用已经包含在内，但则会引起当期利润的不真实。尽管资产和负债这种的mark to market 方式目前仍很多争议，但中国人寿的A股报表，自2007年上市以来，便一直采用这一方式，2008年的调整，只是将不承担风险部分的投资连结险收入作为存款分割出去。因此，看起来更有延续性。反而港股年报，根据香港会计准则，历经数变，先是2006变了一次，只是小变。到了2009年以后，由于人寿股份公司执行《第2号文》，很多关键数据完全大幅度重述，不止是大变，简直是巨变。因此，数据如果要进行延续比较，反而需要做大量工作，而且其中涉及精算部分，无原始保单数据，巧妇难为无米之炊，不易进行。

特别是，香港报表的“收入”政策中，属于长期分红险部分，实际上是到期才确认收入，与A股收取现金即计为收入是完全不同。因此，这一变化，对于不理解会计准则的股民，或者不用心去比较追溯中国A股年报的香港股民来说，会导致认知上的很大困惑。这或许是港股在2010年以后，股价变动飘忽的原因之一，因为投资可依赖数据的不确定性增大了，变成只能去依赖一个更加模糊的“内在价值”作为基尺。这最终便会出现香港观众：“問題係我知可以點分而家貴唔貴，同幾時抵買睇pe又唔係，睇pb又唔係，睇ev又唔係”的问题。-----因会计报表变化，令到投资估价无所适从。

举一个简单例子以说明上述问题，一张10年的分红寿险，（比如鸿丰），一次趸交。第一年交1000元，保10年。费用在美国准则或者国际准则第一阶段选择摊销，这1000元，会先提取一部分的递延费用，分摊在10年间。特别是，第10年保单结束时，会有一笔真正意义上的“收入”，于是最终所有收入才入账确认。其逻辑是，当该保单结束时，意味着参保人与保险公司之间的契约义务结束，从而，“收入”真正彻底实现，而在此之前，则由“递延承保费用”项目在资产上体现。而逐年的利润，则由费用和收入采用配比的方式摊销。因此，实际上，当精算假设采用一种固定的方式，比如说，按照随机方式的假设，由于大数定律而和现实一致的话，那么收入便也在10年间重新得到均匀分配。

当采用现在大陆国际准则这种不摊销的方式入账时，则第一年收入1000元，后9年，每年零收入。2008年以前的香港年报，便是采用前面说的香港准则，而2009年开始，按照《会计准则解释第2号》，两地年报被统一起来，均采用后一方式。这正是引起香港数据大幅度重述的原因。但多数分析师或者香港投资者，很少提及这一问题。真不知道风马牛的数据，又如何被拼凑在一起？！

下面便先按现在的准则来进行探讨。根据这一准则，来看看支出。支出除了手续费、佣金及运营费用之外，最大的几项支出，便是提取准备金、退保、赔付和保单红利。保单红利实质上和投资收益有关，留待投资部分处理。手续费及运营费用在上节已经处理了。退保、赔付实际上也是现金支出，当即确认。最为值得探讨的一项，便是准备金。

在人寿《招股书》中，清晰的说明了该内容：人寿保单可以趸交，也可以分期。在保险合同终止之前，趸交保险费的很大份额由公司提取做准备金。对于早期缴付的均衡保险费中多于早期保险成本部分，由保险公司提取作为准备金，以履行将来的保险责任。这构成保险行业负债的主要项目。所形成的负债，不同于一般意义上的债权债务引起的负债，而是由于保险事件的发生，或者将要发生引起。其计量，建立再大数法则原理上。运用特殊的精算方法和精算假设来进行。

在保险公司的报表中，准备金反映的是保险公司对信托人（即持有保单）者的负债的价值。如果保险公司低估其准备金，或者其资产不足支持其准备金，便意味着一旦按照公司所设想的精算假设条件真的实现的话，公司将无力给付。下表是中国人寿的准备金占资产和负债的比例：

表4-2：累积准备金占资产、负债比

年度	总资产	总负债	负债/资产	累积准备金	占负债比	占资产比
2003	306,827	251,926	82.11%	226,822	90.04%	73.93%
2004	407,738	349,866	85.81%	331,016	94.61%	81.18%
2005	521,804	458,432	87.86%	430,839	93.98%	82.57%
2006	725,966	610,619	84.11%	544,184	89.12%	74.96%
2007	893,033	723,262	80.99%	611,391	84.53%	68.46%



2008	987,493	812,622	82.29%	769,121	94.65%	77.89%
2009	1,226,257	1,013,481	82.65%	923,496	91.12%	75.31%
2010	1,410,579	1,200,104	85.08%	1,123,169	93.59%	79.62%
平均			84.11%		91.66%	77.14%

可以看到，负债中超过90%是准备金。而该项占资产比例接近80%。而体现在《利润表》上，提取准备金实际是一项真正“会计”意义上的“支出”成本，而非真的有这部分银子已经花去。因为该成本在《现金流量表》中，是看不到真金白银的支出。也即是说，中国人寿的会计报表方法，是将资产的一部分，画一个圈圈，说，这部分准备金负债，就是等着日后支出给客户的，剩下的才是股东的。（为简单理解，学过基础会计的读者，可以以“折旧”的概念去类比。-----仅是账面支出，而非实际支出。）理论上，出于审慎原则，该部分必须大于实际可能实现的负债以保证偿付能力，而这便意味着实际净资产和净利润的低估。

理解这个圈圈是如何划出来，是非常重要的，因为根据会计准则“利润=收入-成本”的算法，收入是真金白银，而准备金却并没有实际支出。因此，报表上利润的最终结果，实际与准备金的估算有关。也即是说，各位观众要记在脑中是：“**财报中的利润，是数学游戏而已，不是钱！**”。（但因此以为人寿股份可以自由调节利润，也是错的，这在下一节处理。）

下面来探讨这一准备金如何估算。观察A股历年年报，可以看到，《利润表》上每年提取一个准备金，而《负债表》上，便对应有一个准备金之和的数据。

表4-3：历年利润表提取准备金和负债表准备金之和

年度	逐年提取准备金	逐年准备金累积	负债表寿险准备金	长期健康险准备金	负债表累积准备金	差值
2003前	226,822	226,822	225,658	1,164	226,822	0
2004	104,565	331,387	329,101	1,915	331,016	-371
2005	99,682	431,069	428,290	2,549	430,839	-230
2006	113,220	544,289	540,567	3,617	544,184	-105
2007	67,185	611,474	607,363	4,028	611,391	-83
2008	155,911	767,385	761,349	7,772	769,121	1,736
2009	154,531	921,916	802,895	6,328	809,223	-112,693
2010	200,033	1,121,949	1,000,483	8,413	1,008,896	-113,053

其中2003年度以前的数据，是笔者自己估算回去的。观察数据，可以看到，从2008年开始拉阔。其原因便是前面所述，修订了会计准则，导致数据重述。（其实2006年也修订了一次，但对数据影响不大。）根据2009年年报附注4中负债科目，寿险责任准备金+长期健康险数据总和，重述后，差额为114,273百万。其中，寿险准备金差额为111,530百万。而健康险为2,743百万。将这2个数据加回2009年及2010年，重新得到：

表：4-4 修订后的准备金数据

年度	逐年提取 准备金	逐年准备金 累积	负债表寿险 准备金	长期健康 险准备金	负债表累积 准备金	差值
2003前	226,822	226,822	225,658	1,164	226,822	0
2004	104,565	331,387	329,101	1,915	331,016	-371
2005	99,682	431,069	428,290	2,549	430,839	-230
2006	113,220	544,289	540,567	3,617	544,184	-105
2007	67,185	611,474	607,363	4,028	611,391	-83
2008	155,911	767,385	761,349	7,772	769,121	1,736
2009	154,531	921,916	914,425	9,071	923,496	1,580
2010	200,033	1,121,949	1,112,013	11,156	1,123,169	1,220

数据很清晰的说明，中国人寿的会计报表中，资产负债表中，负债一项的“长期健康险和寿险准备金”总和，实际上来自过去年份逐年所提取的准备金之和。即是说，每一年，人寿公司统计报表时，利润表中有一项准备金的会计“支出”，便将其累积在负债表中的“准备金”一项，成为累积准备金负债。两张报表之间的数据联系，非常非常清晰。（这即是林sir所说的，立体看财报。）

由于2009年执行新会计准则，因此数据略有调整。要清楚的看清楚年份间的问题，需要将2009及2010年的数据调整回去。如果进一步观察该数据的调整，可以看到，执行第2号准则后，累积准备金负债减少的同时，保户储金和投资款增加了大约51,000百万，同时递延税收负债也增加了，说明该会计准则的调整，实际上是按照是否承担风险的保险合同分拆，将投连险部分的准备金，独立出来到当成存款项目，而同时释放了部分利润出来，但该释放，没有全部放到当年的利润中去，而是将一大部分，冲销为税收递延负债增加，这进一步说明了人寿对待“利润”计算上的审慎-----将释放出来的利润预先冲销了日后的税收。市面的分析员，很多只看到会计准则带来的利润变化，却没看到释放出来的利润，一部分已经冲销了未来的税收。

再进一步非常仔细观察的话，还可以看到执行第2号准则之后，准备金是如何释放出来。读者如果很用功的去对比长期合同准备金数据，可以看到，鸿丰、鸿鑫、鸿泰等人寿的主要分红险种的累积准备金数据，在会计准则重述之后，准备金累积并没有变动。真正变动的，只有康宁终身寿险，从2008年的原数据 118,650百万，变成71,548百万，释放了47,102百万利润出来。而整体准备金释放，则从769,121百万，变成654,848百万。释放了114,273百万，扣除康宁终身影响之后，只有67,171百万。大约就是保户储金和投资款部分（即是万能险和投连险部分）。还用以对未来的税收冲销。

因此，仔细观察，可以看到，实际上，会计准则变化，只是分拆了万能险，投连险出来，以及康宁终身寿险的准备金变化。考虑到，在2008年会计准则重述前，康宁终身寿险累积的准备金，只有15.4%，因此，该部分准备金释放，对中国人寿的长期利润影响而言，微乎其微。由于市场分析员不懂得分拆中国人寿的会计原则，因此，过度夸大了这一会计准则变化的影响。更进一步的，看到由于会计准则释放利润之后，利润还只有一点点增长，便更认为人寿的经营有问题，这其实都是无知的表现。

从保险学的角度上看，人寿公司的实际利润，不应该是会计报表上这种“收入-（含准备金的）成本”模式，而应该是将毛保费拆分为：“毛保费=净保费+附加费用”，而“利润=（净保费-赔付）

+ ( 附加费-营业费用-业务费用 ) 这一模式”，问题是，保险公司的净保费和附加费，常常是被列为不足为外人道的商业机密，以防止投保者得知推销保单的经纪人的高佣金而不愿意投保。因此，外部投资者往往也无法获得相应数据以进一步分拆出实际利润，只能依赖于会计报表的数据重拆。但将会计报表的账面数据便直接认为是利润，则同样也是一种无知。下一节，继续拓展准备金这一话题，然后再回头来看真正的利润。

鉴于从这一节开始，难度会逐渐增大，笔者会放慢写作速度，以给读者时间研习。也希望读者留言，以让笔者看到读者在理解上问题所在。

人寿研究 ( 五 ) 之准备金提取

上一节说明了，《资产负债表》中的累积准备金负债，实际是由《利润表》中，逐年提取的准备金累积而成，这一节，进一步探讨逐年准备金如何提取。

人寿公司的利润，按照刘汉民在《保险公司盈利能力管理》中的界定，来自3部分，一是承保利润 ( 或亏损 ) ，这一部分是产品的实际保险成本，和保险公司定价假设之间的差额。二是费用利润，这部分是产品实际费用与保险公司定价假设之间的差额。三是投资利润，即是投资所得减去付给客户的红利后剩下部分。

虽然从获利角度，保险产品可以分为以上三部分，但实际上，由于具体产品的不同，每种产品的三个利润比例差异会非常大。有些产品的费用利润很大，而投资利润很小。相反，有些产品则费用利润很小，完全依靠投资利润和承保利润。总体上，对于每一种具体产品而言，保险公司用一种组合的形式，获得这三者利润的总和。从这一角度上说，财务分析的基础，必须是基于产品而非基于总体，否则，所进行的比较，便是三个梨子的重量和一碗水的体积的比较。

从财务报表分析角度，笔者在以下的论述中，将承保利润和费用利润合并在一起，通用“承保利润”来处理这2部分和起来的利润。要确定人寿保单中，会计上，是否有承保利润，还是有承保亏损，亏损有多大，便必须考察支出中，退保、赔付、准备金和收入的关系。如同准备金一样，由于会计准则修订，2008年的利润表中，退保，赔付，收入均有调整：

表5-1 调整后的退保、赔付数据

2008年	收入	退保	赔付
执行前	295,579	39,131	79,235
执行后	265,099	25,485	71,581
差值	30,480	13,646	7,654

将该部分数据，重新调整回去，同时，将历年保费、退保、准备金等项目列出，计算累积

的准备金。（实际上，要得到更准确的数据，还得考虑应收保费和预付保费的增加变化，但因该数据影响很小，word文档宽度不足，笔者直接删去该两列），得到下表：

表5-2 毛保费与毛承保利润

年度	保费收入	退保	(4)累积 (收入-退保)	赔付	当年提取准备金	(7)累积 (准备金+赔付)	(7)/(4)	差额 利润	利润/ 毛收入
2003前	255,776	0	255,776		226,822	226,822			
2004	148,913	14,849	389,840	14,560	104,565	345,947	88.74%	14,939	10.03%
2005	159,779	26,562	523,057	17,248	99,682	462,877	88.49%	16,287	10.19%
2006	179,379	28,958	673,478	24,377	113,220	600,474	89.16%	12,824	7.15%
2007	196,582	43,661	826,399	69,406	67,185	737,065	89.19%	16,330	8.31%
2008	295,579	39,131	1,082,847	79,235	155,911	972,211	89.78%	21,302	10.59%
2009	275,275	23,320	1,344,802	59,329	154,531	1,186,071	88.20%	38,095	13.84%
2010	317,288	25,714	1,636,376	54,016	200,033	1,440,120	88.01%	37,525	11.83%
平均							88.97%		10.28%

第8项来自第7列除第4列，从该列数据的平均值及标准差，可以非常清晰的看到，中国人寿股份公司，从2003年以来，到2010年，一直按如下方程式执行准备金的精算：

**“累积 ( 当年保费收入-退保 ) x 88.97% = 累积(赔付+准备金)”**

其标准差只有0.43%，（如果考虑上应收保费及预付保费，该标准差更小，只有0.38%）。说明该方程式极其稳定。无论中间是否更换了董事长、管理层或者产品线变化，精算假设上，表现出来的结果，一直按照该方式执行。这在保险学上，被称为“过去法”算法：“在过去法下，准备金是依据评估假设计算过去收到的净保费的累计值与过去给付的累计值之间的差额”。

在利润计算问题上，也没有像市场一些分析师所说的，由于“账面利润”是精算假设的结果，从而可以利用保险公司所允许的精算假设变动，根据不同年份的利润情况，通过调节准备金来调整利润。反过来，（投资收益前的）毛利润只是由一个稳定的“累积提取准备金”方式，所计算出来的一项很自然的结果。而具体逐年准备金的厘定，则一直按照上面公式，由收入、退保、赔付三个因变量决定。

林森池在2008年5月2日访谈中，探讨2008年第一季度的利润变化时，提取寿险 责任准备金一项的波动时，说“市场有分析员认为，国寿盈利减少是因为 (1)股票浮亏了55亿，(2)提取保险准备金多了120%。市场分析员有认为后者 是因为保单质量差，需要提取更多准备金，是一种误解。”

他说到，“国寿方面有连贯性。回拨方面，一个客买，另一个客退保，即一个走，一个回拨，会计方面要在利润表将提取准备金加回来拆仓(赔钱和到期)，然后加上退保。用上述方法计算，2005 – 2007年国寿贯彻地保持此比率于92%。”林sir的方法，是逐年计算法。下表是按照林sir的算法得到的结果：

表5-3 保费与逐年毛利

年度	保费收入	退保	赔付	当年提取准备金	总和	比例
2003	252,336	0		223,822		
2004	148,913	14,849	14,560	104,565	133,974	89.97%
2005	159,779	26,562	17,248	99,682	143,492	89.81%
2006	179,379	28,958	24,377	113,220	166,555	92.85%
2007	196,582	43,661	69,406	67,185	180,252	91.69%
2008	295,579	39,131	79,235	155,911	264,277	92.79%
2009	275,275	23,320	59,329	154,531	237,180	86.16%
2010	317,288	25,714	54,016	200,033	279,763	88.17%
平均						90.74%

表5-3中的统计，清晰的印证了林sir截止2008年时的说法。（但到2009年 之后，数据便产生了波动。原因见下文。）只可惜香港市场中，很多香港听众其实没有认真阅读A股年报，或者读不懂，或者懒，没有认真去分拆过数据，也没有清晰理解人寿A股的准备金计算方式，因此对利润的计算有错误认知。最关键问题还是没有搞清整个方程式中，先后次序的逻辑关系。可惜林sir在电台白开几年课 了。

林Sir的逐年计算法，标准差1.64%，比笔者的累积算法，标准差0.43%要大，但大体一致，虽然略显粗略。在逻辑上，将退保从当年保费收入中减去，然后讨论其累积负债部

分，更为容易理解，因为这是假设退保出现的最大高峰是第一年，而保单素质在逐年间没有大变化。（这也是一种粗略估算，因为退保率逐年不同，也有很多变数，比如股市好，或者利率高，退保便多。）因此第一年所扣除的退保费，由退保罚金来抵消部分佣金、手续费，而准备金则由毛保费收入扣除退保之后，即包含已扣除退保的净保费和附加费率部分核定。即是林sir所说的，一个客买，一个客退，整体上精算假设一致。从而“毛保费-退保”可以看成为（扣除运营费用、人工前）实足收到保单收入。

同时，用累积数据衡量，可以衡平12月-1月之间保单的跨期变化，减少逐年波动。因此，累积法逻辑上和算法上，更加合理清晰，数据表现出来，也更准确。但从研究便利角度看，用林sir这种逐年而非累积的观点来理解生意的经营，更为便利，尽管标准差扩大到1.64%，是可以接受的。如果进一步考虑2009年后由于会计准则调整的数据，则有：

表5-4 重述比较

2008年	保费收入	退保	赔付	当年提取 准备金	总和	比例
重述前	295,579	39,131	79,235	155,911	274,277	92.79%
重述后	265,099	25,485	71,581	135,005	232,071	87.54%

可以看到，会计制度的变化令到重述后的87.54%=重述前的92.79%。如果将2009年和2010年的数据按照重述前的方式调整回去后，说明准备金的提取，按照逐年的方式同样非常稳定。甚至是比过去略略多提了准备金，但累计起来非常稳定。

表5-5 重述后数据再和2009-2010年比较

2008年	保费收入	退保	赔付	当年提取 准备金	总和	比例
重述后	265,099	25,485	71,581	135,005	232,071	87.54%
2009	275,275	23,320	59,329	154,531	237,180	86.16%
2010	317,288	25,714	54,016	200,033	279,763	88.17%

这同时也再次印证了林sir所指出的92%逐年提取法的稳定性，而2008年后，数据的波动，实际上，只是因为会计准则变化，将投连险等分拆出去，所引起的调整变化引起而已，（注意：这不是精算假设的变化，因为准备金提取的假设，是几乎独立于保险公司的实际经验之外，而只与生命表及利率假设有关）。读者只看到波动，没看到稳定的原因，是因为没有仔细去阅读上一节所阐述的会计准则引起的分拆，从而不懂将数据调整回去。这再次印证了人寿股份年报中，不断向股东说明的：“整体的精算假设，没有发生

变化”。（写到此处，笔者真觉得是在帮林sir 的学生们开补习班。真不知道这过去3年，林sir的粉丝们，有没认真温习过功课。）  
用这一系列数据，再来对照大幅度波动的保费收入和准备金变化，如下：

表5-6 逐年保费与准备金

年度	保费收入	增长	提取准备金	增长	准备金/收入
2003前	255,776		226,822		88.68%
2004	148,913		104,565		70.22%
2005	159,779	7.30%	99,682	-4.67%	62.39%
2006	179,379	12.27%	113,220	13.58%	63.12%
2007	196,582	9.59%	67,185	-40.66%	34.18%
2008	265,099	34.85%	135,005	100.95%	50.93%
2009	275,275	3.84%	154,531	14.46%	56.14%
2010	317,288	15.26%	200,033	29.45%	63.04%

上述这张表格，如果只考察年度之间变化的话，会看到逐年保费、准备金的增长波动全无规律。这张表格说明，如果没搞懂人寿公司对收入、退保、赔付、准备金累积之间的入账方式，只单纯的考察收入变化、准备金变化，或者收入-准备金关系的话，会得到收入变化与准备金变化之间全无关系的结论，又或得出错误的理解。

比如有分析员误认为，2008年以后三年，收入增长赶不上准备金增长，因此利润亏损 增大，市面更有认为，退保、赔付增大了，意味着人寿要赔更多钱，因此当年利润下降了，这都是错误的理解。因为，这两部分最终和当年提取的准备金一起，和当年收入成为一个固定关系。即是说，无论退保、赔付怎样变化，这样一种变化，由于这一累积的稳定关系，最终被准备金提取所冲销掉了。

所列举出来的种种错误，均是分析员缺乏知识，因为没有从整体上理解人寿提取准备金的入账方式以及逻辑次序所引起。

人寿研究（六）之“亏损模式”

前面有个读者敏锐的看到，杂乱无章的多年报表，经过1-5节的分拆，可以看到，人工-运营费用-准备金-退保-赔付，实际上均与保费收入有关。  
这就是Erich A Helfert 在《财务分析技术》所指出的，“财务分析的基本任务和挑战，在于构建和分享一组基本稳定且有意义的数据和关系”。在前面五节中，笔者所以花很多力气去阐述 会计准

则，分拆财务数据，便是试图将很多因为会计准则重述而引起的数据扭曲，重新纠正回来，以让一个基本稳定的关系重现。

同时，在这个过程中，由于数据和分析的展现，让很多市场广泛流传的谬误，被一一展示出来，从而，可以更进一步逼近可能的正确。（关于这种方法论的基础，有兴趣的读者，可以去读笔者之前的《历史哲学概述》系列41篇，天涯版。）

而那些希望笔者直接给出任何诸如关于企业是好还是坏，值不值，要不要买卖等非常直接的结论的读者，可能会感到失望，因为所有的分析，都必须基于数据之上进行，有多少数据，便做多少分析。而年报，正是企业提供给股东的经过审核的数据，无论是外部小股东，还是相关利益者，都应该学习从年报中进行数据分析，这是企业分析的起点和基本功。

这一节，沿着前面数据，要讨论的是“亏损模式”问题。从上一节《准备金提取》中，表5-2，可以看到，扣除退保、赔付、准备金后，差额利润大约占保费收入 7-14%之间，平均约10%。即是按照该会计方式，假设收入毛保费1000元的话，扣除赔付、退保、准备金支出后，大约只剩90-100元。

再根据《运营费用》、《人工佣金》等数节内容，从每年的会计报表逐年看，大约每收入1000元毛保费，便需付出110元左右佣金及41元的运营费用，毛差额100元只能覆盖佣金部分，累积起来大约会亏损5%。简单点说：“毛保费收入-退保-赔付-准备金-佣金”后，几乎一无所剩，更具体的数据见下表：

表6-1毛盈余与保费 单位：百万

年度	保费收入	毛承保利润	营业费用-薪水+折旧	薪水佣金支出	毛盈余	毛盈余/毛保费
2003前	255,776					
2004	148,913	14,939	6,129	15,827	-7,017	-4.71%
2005	159,779	16,287	6,244	17,187	-7,144	-4.47%
2006	179,379	12,824	7,338	20,849	-15,363	-8.56%
2007	196,582	16,330	9,609	24,020	-17,299	-8.80%
2008	265,099	21,302	9,737	32,167	-20,602	-7.77%
2009	275,275	38,095	11,570	32,491	-5,966	-2.17%
2010	317,288	37,525	12,807	36,868	-12,150	-3.83%
平均值						-5.13%
累积	1,542,315				-73,815	-4.79%

可以看到，国际会计准则框架中，利润的设定是一种“照相法”，即是以“当年收支”为基础，以逐年核算的方式，计算当年利润。而人寿保险的跨期业务特点，特别是以准备金入账的方式，加上将跨期业务的佣金费用，在第一年时全部当成支出，使得人寿股份的报表，在过去8年中，不计入投资收益的情况下，是年年亏损。名义亏损为年平均4.8%。

进一步，从利润占资产比率可以看到，由于保险生意运营上的杠杆作用，未计投资收益前的毛承



保利润，实际上是在一个每年不断增加庞大资金的池子中，对所涵盖的保单的可能赔付结果进行各种假设并进行精算的结果。最终的名义利润及由之累积的净资产，便是由这一精算结果决定。特别的，在业务扩大的初期，保单接得越多，亏损便越明显。

至于年份之间的亏损是否和业务成线性关系，则依赖于更进一步的退保及赔付实际情况。比如2006年及2007年，毛盈余（或者说毛亏损）幅度甚大，是因为退保金额增大，导致实际累积的净收入数额减少，但同时由于保单到期拆仓赔付增多，而准备金提取方式不变，因此引起累积（准备金+赔付）/累积（净收入）在比例上的略略增大，使得毛承保利润急速下降的结果。2009年及2010年，股市行情不好，退保数量稍微减少，便没发生严重账面亏损。

由于九成准备金的杠杆作用，因此，假设上的轻微变化，会引起当年利润的巨大波动。**正是提取90%以上准备金的精算假设，再扣除佣金、人工及运营费用的结果，使得会计上，毛承保利润结果为负数。实际上，是年年为负。**7年累积下来，未计税收前，年平均亏损为毛保费收入的4.8%。这便是这种遵循国际会计准则算法的结果。特别是计算承保利润时，由于费用没有摊销，加上提取过高比例准备金，令到毛盈余不足抵消当年获得保单收入的人工佣金及运营支出。

以A股会计准则年报的做法，再考虑上2.5%的分红预定费率，不考虑税收之前，人寿每接一张保单，假设为一万元，便亏损（ $4.79\% + \text{预定费率 } 2.5\% = 7.29\%$ ）。除非该部分能通过投资收益补回，否则便是严重亏损。因此，如果不假思索，单纯从A股年报的利润报表看，会认为这真是一门糟糕的生意。

但保险行业的业务，获得的利润，实际上是承担跨期风险的代价。这一风险跨期的时间，可以为短期，比如一年，也可以为非常长的时间，比如终身寿险。几乎可以说，在投保人身故或者退保，使得保单契约完结之前，保单将长期存在。而整体就平均而言，保单仍然是长期的。

特别是，一组保单的当年盈利，最终要取决于几十年的结果，期间，保单持续率、死亡率、患病率、利率变化和逐年的运营费用，都决定了一组保单在一段时期后，是否会产生真正的盈利。一日未了结，一日不可能精确计量。而国际会计准则(FASB)以公司任意一年的利润为基础的设置，特别是，不认可现有及未来保单的潜在未来利润的原则，是不适应于分析保险公司的长期经营这一业务的特性。

如果按照美国通用会计准则，实现配比原则摊销，建立一个“递延承保费用”进入资产表，同时对应建立一个“递延收益”放在负债表，将费用在逐年摊销，便不会发生这种“首年亏损”的情况。比如香港年报2006年以前的会计准则，便是参照美国通用会计准则而成，所以可以看到，2007年，港股年报的利润，会比A股高很多。

但如果使用美国通用会计准则的话，在将费用项合理摊销，可以避开这种首年亏损的问题同时，却为“收入”项带来了困惑。按照该准则，香港年报中，将长期投资型保险合同，和选择性分红特征合同保单，在保单完结才确认为“收入”。这一做法，则滞后了“收入”。

比如，参见港股2006年年报，附注2.8.1.a第III项：康宁终身属于长期传统型合同，一次性入账，数据和A股一致，而该险种的准备金和给付则进行摊销，数据和A股差距甚远。另外一个品种，长期投资型合同，在确认和计量政策上，特别声明“继续可以采用以保单管理费为收入的会计政策”，即是合同到期才确认收入。因此，当年一个售出的重要品种，国寿鸿丰，由于属于长期投资型保险合同，远未到期，在收入中无法出现，只能在附注的备注中做了一个说明，（并顺带追溯声明了2005年的实际毛保费收入。）

再进一步，在“费用”问题上，A股国际准则一次将费用入账，变成当期费用极高，因此有一个亏损。港股则将其分摊，设立一个“递延收益”和“递延承保费用”，逐年两两进行冲销，但这种冲销，同样依赖于精算假设而得到，未必完全匹配，多退少补，始终在一个篓子里，不断逐年加来减去，这看起来逻辑上更为合理，但对于外部投资者来说，甚至公司管理层来说，这又带来如何为这两者进行精算假设的问题，由于该数据完全依赖于公司精算师的计算，外部投资者又如何能

够进行考察，复核呢？

可以这么说，由于这两套准则的“收入”和“费用”定义，及方法论上差异，使得同一家公司，在同一个年度，在不同会计制度下，会产生非常非常大的“利润”差异，一个典型的例子，便是2008年4月11日，林sir访谈中，回答“2628以A股计，盈利288亿，以H股计，388亿，何解？”这一问题时所说明：这一年的利润差额竟近100亿。如果分析师或者市场散户只简单的看某一数据，比如收入、利润，而不仔细考核其成因或者背后缘由，很容易便得出错误结论。

市场上有一种很常见的谬误，便是将前面提及的承保亏损加上预定分红费率的累积，7.29%，误解成为保险公司获得资金的成本。又或者不考虑2.5%的预定费率，以4.8%作为其资金成本。特别是，由于著名的股神巴菲特，在《巴菲特致股东的信》中每年不断的谈及“浮存金成本”而使这样一种成本广为人知。但事实上，股神利用的资金，是财险资金。财险生意的准备金模式，又与寿险不同。如果不进一步深入研究中国人寿股份公司的入账方式及会计制度，便很容易的认为这7.29%是浮存金的资金成本，从而认为这是一门成本极高的生意。事实上，这是错的。

比如，有一个分析便认为：“中国人寿的承保利润是包括红利的。结果为负值，综合比例为108多。是需要支付大量红利吗？一看，红利只占保费的0.57，退保占了13，赔付占28，寿险的赔付比财险的刚性强，而退保高比例反映了：（1）、销售有造假迹象，2、续保不好，公司长期收入能力低。”上述这段，正印证了林sir所说的：“识少少，扮代表”，（翻译过来，便是“一知半解、误人子弟”）。该作者根据“当年”财务数据计算（ $7.29\% + 0.57\% = 7.86\%$ ），看到了“当年成本”，并由此进行探讨，却没有更深入的理解跨期业务生意与“当期照相”的会计之间的冲突。

笔者将人寿股份在A股年报中，设定高额准备金，并且不对手续费进行摊销的方法下，导致的首年会计亏损问题，称为“亏损模式”，这样一种首年亏损模式，由于人寿股份的高增长而在会计上持续显示为连年承保亏损，以致香港市场上有财经媒体作者，认为“人寿股份过于担负社会责任，而没有尽到为股东盈利的要求，因此长年利润低微”，这便是没有理解这一会计模式带来的问题。

孙析祥在其翻译的《人寿与健康保险》第29章，将其称为“盈余损耗”。（Surplus Strain），台湾的文法，将其称为“盈余紧缩”。刘汉民在其编著的《保险公司盈利能力管理》第8章及13章中，称为“盈余吃紧”。从中文保险学界，对这一问题文献之缺乏及译名之混乱，可见该问题实际未得到充分探讨和认识，而这实际上是由“非递延匹配原则下，所出现的首年亏损”所造成。

除了通行的Cash Basis（现金收付制）国际会计准则及美国的GAAP之外，英国劳合社（Lloyds）还存在依靠保单年度为基础的会计准则，而不是以财务年度为基础的会计体系。即Asset - Liability Accounting（资产负债会计），这一体系源自公允会计准则（Fair Value accounting）记帐法，在接到保单的那一刻，便估算全部的可能价值。但这又涉及大量不确定的精算假设估计。

根据《精算部落》中，Mr.FIA在《准备金计量原则对财务的影响》中的简述，（[http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_5d87d79a0100fbzn.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_5d87d79a0100fbzn.html)）“准备金计量原则，可以分为3类：一是非递延匹配原则（Non - Defferal Matching），二是递延匹配原则（Defferal Matching），三是资产负债原则（Asset Liability）。

在三种不同原则下，利润的出现方式是很不相同的。在非递延匹配原则下，首年会出现亏损和所谓的surplus strain，利润全部在后年显现。在递延匹配原则下，由于DAC资产的存在，利润在保单设计的财务年度中均匀显现。在资产负债原则下，利润在保险签单的首年即显现，即所谓的“首日利润（day one gain）”，在未来年度由于没有新的保单承保，因此不再有利润显现（即不作为，无利润）。资产负债原则在某种程度上与EVA比较接近。”

关于这一会计准则及首日利润的处理的问题，IASB看起来尚未有定论，也有很多争议的地方。

比如，在精算部落FIA的博客中，就提到，一个分析师抱怨道：“当投资分析师和股东们拿到财务报表时，简直什么真实的东西都看不出来，最起码最基本的一个问题：“How does the insurance company earn money？”**保险公司的财务报表，在保险会计师和精算师的共同努力下，越来越让外行人看不清楚了。**”

实际上，作为外部小投资者，如果仔细研读人寿的年报，还是可以得到很多有用的指示。这也是为什么人寿股份的年报，花了长篇篇幅来阐述其会计准则的原因。因为事实上，会计准则所得出的数据，只是在该准则下，为企业的运营“照相”。如果不用对正确的尺子，便会得出扭曲的影像。但企业还是那个企业，有问题的，只是尺子。

关于准备金的提取问题。在人寿股份2010年A股年报P104“重要会计政策和会计估计”的“P项”保险合同准备金“中，实际上说得非常清楚：“本集团在保险合同初始确认日，不确认首日利润，如有首日损失，计入当期损益”。同时，“边际因素包括风险边际和剩余边际，风险边际是指为应对预期未来现金流的不确定性，而提取的准备金。剩余边际是为了不确认首日利得而确定的边际准备金，在保险合同初始确认日确定，在整个保险期内摊销”。

这段话便非常清晰的说明了林森池所说的人寿股份会计制度的保守性：长期保单，计算出首日亏损的，即时入账。如果计算出来，有首日利润的，便加入一项所谓“剩余边际”，折现到使得首日利润不出现而在日后摊销。因此，利润实际上是被延后了。而这项“剩余边际”，便类似于经济学上的“影子价格”，人为的设置出来，目的是为了使得首日利润为零。从逻辑次序上说，该项也是一种根据具体保单和经验数据的试错结果，而非有具体实际意义上的比率。

如果市场的分析师，颠倒了逻辑，去拘泥于该项剩余边际的精算，从分析逻辑上，也是错的。同时，如果分析师，根据《2号准则》，从精算角度，误以为人寿调整风险边际，使得确认了首日利得，这也是错的，因为如同年报的会计制度说明，风险边际实际和剩余边际是独立的，后者的目的，就是来折现到首日利得不出现，而在期内摊销。

从上面分析，可以看到，由于会计准则设计本身的问题，在通行国际会计准则下，当期利润的数据已经无法显示公司的实际运营。虽然市场多数散户并未意识到这一问题，但对于保险行业的精算师来说，这问题是显而易见的。比如首创安泰精算部经理章晖在2008年04月07日接受《理财周报》记者蔡嵩婷采访时，便指出：

**“所有的保险产品，无论是趸缴型还是期缴型，都是前期亏损、后期盈利的。”**在客户交纳第一期保费后保单生效，此时保险公司为这张保单付出的主要成本均已发生，一般包括代理渠道(代理人或银行)的佣金、后台运营成本、保单管理费，以及从保费中提取的赔付准备金。**如果是期缴型产品，第一期的保费根本无法覆盖这些费用，甚至在接下来的两到三年中，这份保单仍然处于亏损状态，这种亏损都必须记入当年损益。**随着时间的推移，之后每年交纳的保费需要扣除的成本越来越少，相应保险公司记入利润的钱就增多了，单个产品的盈利状况就会改善。也就是说，**期缴新业务做得越多，亏损也就越多。**

“实际上保险公司每年都是依靠老保单的收益来填补新保单业务的亏损。一边是资产质量，一边是业务规模，这两者之间的比例正是保险公司需要平衡的。趸缴型产品虽然一次性交纳保费，且这部分保费基本可以覆盖前期成本，但是保险公司仍然会通过“提取准备金”的方式递延利润。这样最终的结果还是前期亏损，后期盈利。”因此，如果保险公司因为新契约增长较快，必然会对当年寿险业务的利润带来一定负面影响。所以，单纯的“寿险业务利润”并不能客观反映公司的经营业绩。

以上这数段话，是章先生2008年的访谈，3年前在人寿A股上市不久，便已经清晰的说明了上述问题，笔者前述几篇，通过根据人寿年报数据的进一步阐述，只是更清晰的解释，重复了业内专业人士对这一问题的意见而已。

从投资的角度说，简单的按照国际会计准则，以当年的利润概念，来理解保险股的跨期业务，

并为之估值，一定是错的。比如在2011年人寿第一季度报表出来 后，《中国经营报》便报道说：“由于首季净利润下滑22%，投资收益低于市场预期，中国人寿日前被中金公司等机构下调评级和目标价。”这说明市场上还是有一些金融分析师，根本还没搞明白过这问题。

人寿研究 ( 七 ) 之利润和生意模式

上一节，举出一个例子，说明胡乱使用“浮存金成本”概念的错误。这一节，进一步用数据和历史，来讨论一下为何该例子中，7.86%综合成本的不可能性。下图是保险业自1999年以来的投资收益率。平均只有4.71%。

1999 年至 2010 年			
年度	保险业投资收益率 ( % )	平均投资收益率	
		预定利率	
1999 年	4.66	2.50	4.71
2000 年	4.12		
2001 年	4.30		
2002 年	3.14		
2003 年	2.68		
2004 年	2.87		
2005 年	3.60		
2006 年	5.80		
2007 年	12.17		
2008 年	1.91		
2009 年	6.41		
2010 年	4.84		

再来看看人寿股份的投资收益率，虽然每年人寿股份年报也提供投资收益率数据，但为了和收入保费比较，笔者并不直接使用，而是重新调整。其原因是，人寿公司收到1万元保单，并不会完全用于投资，还有一部分其他运营费用，灯火损耗，而且保单 收入的现金流是在全年间陆续流入。比较简单的办法，是遵循前面的会计体系，将投资收益与扣除退保后，实足的累积保单总收入，而非实际的总投资资产比较。这个算法，不是为了讨论“投资收益率”，而是要看看收入1000元的话，扣除各种必要开支，（包括给股东的分红在内），所产生的投资收益，占保费收入的百分比。以聚焦于，该投资收益是否足够覆盖会计报表所显示的成本。下表是历年的投资收益及与实足保单累积之比：

表7-1 投资收益与实足保单之比

年度	投资收益	利息收入	交易性金融资产	可供出售金融资产	持有至到期	投资总收益	累积 ( 收入-退保 )	比率
2003	2,500					2,500	255,776	
2004	3,669					3,669	389,840	
2005	9,232	7,981				17,213	523,057	3.29%

2006		8,207	5,475	10,094	7,341	30,951	673,478	4.60%
2007		9,094	30,873	43,568	8,305	91,377	826,399	11.06%
2008		11,378	2,021	30,394	9,245	53,339	1,082,847	4.93%
2009		10,805	154	37,705	9,882	62,713	1,344,802	4.66%
2010		16,363	229	40,082	10,540	68,138	1,636,376	4.16%

可以看到，如果和累积实足保单收入比较，除了2007年，股市疯狂令到投资收益率大增之外，其他各年，平均只有4.5%左右，根本不足以覆盖之前计算的4.79%的综合成本，还未计及2.5%分红给客户部分的预定费率。这便是由于国际会计准则“当年核算”的照相理论引起的当年年度在会计意义上的亏损。纯粹从这个角度看，人寿这门生意就是年年亏损的生意。

当然，会计上，人寿也不是完全亏损，要考虑到的另一个因素是，投资收益有一个递延作用，即是说，投资收益并非当年立即结算给客户，而是人寿公司可以利用客户的资金做多年投资，等到需要结算时才还款。

同时，在分红的返还问题上，保险公司实际上也有选择的余地。比如说，典型的鸿泰、鸿丰、鸿盈保单，都是等到指定年份，比如第5、10或者20年结束时才支付红利。在《保险学》上，这种保单通常被称为延付红利型、累积型、分配型或者半唐提型保单，根据这种保单的基本原理，不能坚持缴费至指定期末（因死亡、退保或者失效）的保单所有者，就失去了在年付保单下原本可以得到的红利，（比如鸿泰2003版条款第六项）。失去的红利，则转给那些在整个延付红利期间都缴费的保单所有者。在美国，这种延付红利保单对于美国公众已经几乎完全失去吸引力，并被逐年年分红利的方式取代，即每年分配一次盈余。从这些保单的畅销，便可以看到，由于市场购买保单者的知识认知水平，以及进入牌照的管控，中国的保险行业竞争仍然尚未达到美国的激烈竞争程度。

但是，尽管这样一种递延作用，考虑上给予客户的分红收益之后，看起来，会计上，这门生意仍然是亏损生意。由此，很多分析师，便得出人寿这门生意的承保利润甚低，甚至需要完全依赖投资收益来覆盖的结论，并由此，进一步基于其在股市的投资成绩，来衡量人寿的估值。这完全是错的。错的原因，是完全不懂得前面笔者指出的，这样一种模式，是由于会计模式设计的盈余损耗问题所引起，而其本质原因，正是笔者在第二节《人工成本》所指出的，未来期交保单的佣金，在当期提前支出的问题。

从另一个角度，行业历史上看，也可以很简单直接的判断出，武断的认为人寿的生意是亏损的生意的错误。正如《保险与人寿健康》一书，一开篇便开宗明义的指出，“当保单持有者向保险公司交纳保费时，保险公司便有了受托人的义务”，在欧洲，保险业的传统责任，是基于承保的社会责任，向保单持有人负责。人寿公司和投保人的保险单一旦签订，便是一种社会责任和契约。日后保单到期或者列明的事项发生，就一定得按契约来

完成。这就是社会责任。传统业者，以这一项社会契约作为运营的依据，甚至互保型的保险公司，本身投保人便是股东，因此，利润精算上的假设，无论盈余还是亏损，始终都为投保人所有。

当人寿公司上市了以后，情况便发生了变化，投保人和公司股东割裂开来，投保单关注保单偿还，而公司股东则关注剩余利润。特别是在美国，新一代的行业运营者，由于受到利润压力，常常由于关注利润增长和市场份额，而忘却了保险业的信托义务和社会责任。过度追求利润而不顾及风险，忘却了保险公司的存在，本身就是为了管理风险而存在，当管理层追求高薪而不顾及风险过度扩张，令到公司经营及偿付能力出现困难，而不得不经常通过融资来解决资本金问题时，便出现了只为一己高薪的私利，却将恶果让整个社会来承担的问题。这样一种只顾“一时风流，管它日后洪水滔天”的心态，便是AIG出现问题的根源，最终搞到要政府来接管，正是一个极其典型的例子。

实际上，重新回顾中国保险业的历史，便可以看到，正是1999年以前的行业巨额利差损，才促使保监会诞生并获得很大权力对行业进行监管，由于利差损的惨痛教训，监管单位一方面管住偿付能力额度这一核心，时刻衡量保险公司是否有足够资本可以偿付保单义务。另一方面又设定预定利率的上限和最高佣金比例，比如1999年6月10日保监会下发紧急通知，规定保单的预定利率不能超过2.5%，并且在此后尽管行业内多次提议，仍迟迟不愿意放开。

更进一步的，1995年以后，监管规定大幅收缩了保险资金的投资渠道，将其限制在银行存款、国债、金融债等极其有限的投资渠道上。在产品设计、佣金费率、资金投资渠道，甚至经营手法上，用一种高度捆住手脚的管制，来约束保险公司的运营。而业者因为之前的失败记录，也被管得不敢吭声。

但这反过来则说明，监管层认为，尽管2.5%的预定利率可能令到保险公司在大规模接单，快速扩大规模上或许会有些困难，但却保证了保险公司有足够的盈利可以偿还受托义务。即是说，这种设定是绝对保证赚钱的。

从过往12年行业的投资业绩来看，平均收益率4.71%，如果刨掉2007年这一特别因素，平均下来只有4.03%，这收益率实际上很容易解释，当投资渠道受限制，而只能投资到国债和定存等安全资产时，取得略略接近于长期定存的收益是毫不为奇的。特别是在低息环境下，更是如此。

问题是，这意味着利差益实际上只有 $4.03 - 2.5 = 1.63\%$ ，就算加入2007年股市狂潮之后，也只有2.21%。完全无法覆盖上面计算的所谓保单的“浮存金成本”（4.8%），如果再考虑所扣除的税收，便意味着保险公司一直在亏损，而且保单接得越多，亏损得越大。这明显与保监经过精心设计之后的设定明显矛盾！

考虑到寿险行业在中国的特殊性及社会责任问题，几乎可以说，寿险公司是由监管层保证

的必定赚钱的生意。而账面上，承保利润的每年亏损，只是会计上引起的账面数据而已。要寿险公司（协助或者代替当局）来承担相应的社会责任，特别是现今，整体社会处于火药桶状态，而当局又采用“断箭疗法”，（关于这一名词，请参考笔者《分裂的世界》一文），涂脂抹粉，只顾维稳时，从社会责任角度，人寿股份必须有足够偿付能力来承担保单的社会责任，而这样一种偿付能力，最终必须依赖于企业的赚钱来完成。

如果进一步，考虑到人寿母公司在人寿上市前，承接了大量高息长期保单，要依赖于子公司赚钱分红以及投资来填补，这意味着人寿股份必然赚钱，问题只是赚多赚少而已。认为该公司不赚钱的，只是不懂观察社会状态结构罢了。

从一种更广阔的立场看，银行业的赚钱，依赖于放款来完成，而当社会实业界受到资金贷款压缩挤压，利润变薄时，却正是银行大赚其钱之时，这难免使银行被摆在风口浪尖的批评中，而且从长远上看，通过损害客户利益来使自己获利，并不是长久之计。相反，人寿企业报表显示不怎么赚钱，可以又不受社会压力，另一方面则通过分担客户的风险责任，满足客户需要来赚钱，正可谓“闷声发大财”。所以，一知半解的看报表，胡乱应用财务分析，而没有深入行业，深入企业去看问题，认为人寿是亏损生意的，是没有从历史的角度去理解问题。从这一点上说，投资除了要学习看报表，用财务分析技能分析数据之外，更重要是从报表理解企业。

下面进一步分拆报表，讨论人寿股份的整张利润表中，利润的完整算法。账面上，累积的投资收益，随着时间过去，会逐渐增大，并足够覆盖逐年的毛承保亏损。下表是将投资收益扣除毛承保亏损后得到的计算利润，与人寿股份公司的《财报》税前毛利润比较，

表7-2 计算盈余与利润表税前利润比较

年度	保单毛盈余	投资总收益	计算利润	报表税前毛利润	差额
2003前		2,500			
2004	-7,017	3,669	-3,348		
2005	-7,144	17,213	10,069	5,591	4,478
2006	-15,363	30,951	15,588	9,726	5,862
2007	-17,299	91,377	74,078	34,295	39,783
2008	-20,602	53,339	32,737	7,728	25,009
2009	-5,966	62,713	56,747	41,536	15,211
2010	-12,150	68,138	55,988	40,708	15,280



可以看到，2007年以后，差额非常大，对照利润表，可以看出该差额来源于以下三项：（1）2007年及2008年每年均有大量红利支付。（2）资产减值损失（3）公允价值损失。所以笔者将该三项列出，将《利润表》中的税前利润，加回这三项，得到如下表格：

表7-3 调整红利支出、资产减值、公允价值后利润

年度	报表税前毛利 润	保户红 利支出	资产减 值	公允价 值损失	2+3+4	扣除该 三项后 利润	计算利 润	差额
2003 前								
2004								
2005	5,591	-4,200			-4,200	9,791	10,069	278
2006	9,726	-16,586	-14	16,073	-527	10,253	15,588	5,335
2007	34,295	-27,473	-3,429	-6,384	-37,286	71,581	74,078	2,497
2008	7,728	-1,671	-13,727	-8,306	-23,704	31,432	32,737	1,305
2009	41,536	-14,487	-2,167	1,634	-15,020	56,556	56,747	191
2010	40,708	-13,224	-1,734	168	-14,790	55,498	55,988	490

加入这三项后，差额消失了，所以，这一步，可以便很清晰的看到A股年报的每年财务报表的《利润表》中，“利润”一项的算法来源，在调整了红利支出、资产减值、公允价值变化（后2项实际上也属于“投资”的范畴）之后，报表上的利润实际来自“投资总收益”减去前面六节所写的“承保毛利润”。而撇除投资部分后，该承保利润，又来自保单当年收入减去运营及人工费用，并提取准备金之后的剩余。

这就是林sir所说，从A股的年报，是很容易看出人寿生意的会计模式的。这一会计模式便是，当人寿公司收到保单，名义上便圈出一个圈，作为负债准备金，圈圈的方式，便是累积88.7%。而后，每年预算，支出佣金和人工、运营费用约 15%，剩余85%便用于投资，年年有投资收益入账，同时也有退保和赔付，赔付的比率数据，显示了和原先保单精算程度的差异，但由于大数定律，相对稳定。然后保单到期时，进行（延期的）红利支付，但在会计上，每年账面会先记账一笔红利支付，实际的现金被累积起来进行投资。最终累积的总资产，受股市、债市波动，会发生资产减值及公允价值损失或者冲回。这出入之间的差额，便是人寿保单的账面利润，整体上，这就是人寿公司生意的会计模式。

但是，尽管这张利润表明晰的显示了人寿生意的会计模式，却没有显示人寿股份的赚钱能力，由于遵循国际会计准则，首年承保费用没有做摊销，因此会出现Surplus strain，造



成每年实际盈利被推迟至日后实现。如何估算这一涵盖了产品定价设计过程中的死差益、费差益的具体承保利润？由于附加费率和佣金费用是属于保险公司需要保密的范围，因此一般不披露该数据，保单的具体详情也没有披露，导致外部分析师对实际利润的核算非常艰难。

陈兵在《保险公司财务管理》第五章中，用“修正收支平衡年”来衡量，即是假设在某个给定年度，所有保单全部退保或者到期了，由此释放出来的全部利润。但这同样需要逐张掌握保单的内部精算师去计算，作为外部投资者，根本不可能用这种方法来估算承保利润。

但无论如何，随着保单停售，并且最后承诺的保单到期时，盈利才会真正完全从准备金中释放出来。但是，由于现阶段人寿仍然处于高速增长期，每年收的保费和保单一年多过一年，释放出来的利润，很可能被同年高速增长的保单带来的新的“首年亏损”所掩盖。所以，预测某些保单在某一年份到期，以为会释放出很多利润出来，很可能是错的。除非因为该期资本金限制，需要停下来歇一歇，接少些保单，以获得释放利润，否则如果人寿继续保持高速增长，其所消耗掉的盈余，很可能对冲掉这部分释放出来的利润，而显示给股东报表上的账面利润，则是这种对冲消耗的结果。

同时，由于最终的利润报表，是糅合了所有保单的利得和利失数据总和，因此，如果没有更多的保单信息和仔细的分拆，是无法从里面具体得知具体的每一项详细的真正利润是多少。

在这个过程中，由于盈利被低估，加上每年分配红利的影响，造成账面上净资产累积的低估，从而有可能出现监管上的偿付能力不足。另一方面，由于利润数据被低估，在提取盈余准备金之后，会带来相对于股价非常低股息率的分红。特别是，由于利润的延后，导致在开始积累保单的年份，逐年分红回报会非常低。

这一点，与笔者投资鲁泰时的思维不同，鲁泰是一个接近成熟饱和的企业，如果生意模式没发生改变，扩张的幅度增长有限，从而可以保持高比率的现金分红，正是这种持续高比例分红，笔者可以采用“红利投资法”，将每年收到的高比例现金，追加回去股票上，增大持股量。而人寿股份，由于这种盈余损耗模式，很可能投资者需要准备更多的现金，来满足未来公司为了增长而需要不断增加的资本金。

这实际上意味着，投资者必须从非常长线的角度去考虑问题，即是必须将资金放入人寿公司，作为股本非常多年之后，才能通过账面资产净值和净利润慢慢累积而得到回报，（从税收角度，这样一种模式，实际上是将本来应该纳税的当期利润，递延到日后实现，从而降低股东税负增大了股东权益，不过税收问题不在这一节探讨。）而不能像笔者在上系列《鲁泰》中所探讨，万一股市长期低迷，仍可以靠高比率的分红回报快速获得收益。这对投资者来说，其投资组合的构成及策略设计会因之不同，简单的说，这对于那些抱着“两鸟在林，不如一鸟在手”的急功近利投资者来说，是不合适的。

从2010年年报出来后的情况看，投资者一看到人寿股份削减分红派息，便将股价砸了下来，只能说明投资者实际上并不懂得这一会计准则原理，不懂生意，也无法为之估价，只能依赖于分红派息数据，作为投资时，和其他股票比较的依据，因此一旦分红削减，便快速离场。

从另一方面看，对于保险公司来说，盈余损耗问题也会导致开拓新单能力不足。在90年代末出现高息固定回报的“利差损”问题后，保监会一成立，其监管的核心便在于偿付能力，并且将其作为一项刚性指标。当偿付能力不足时，会面临追加资本金、停止新业务、限制分支机构、限制高管人员薪酬，甚至由其他保险公司接管等措施。而偿付能力指标，则来源于认可资产和认可负债的数据。

从长远上说，当人寿股份一直处于高增长时，对于“盈余损耗”问题的处理方法，要么需要重新调整准备金比例，或者需要融资以增大实足资本，同时减少分红支出。要么加大再保险业务，将该部分保单转嫁出去，从而不需要积累如此多的准备金。有时，就干脆就换个保单名称，以将盈利释放出来。又或者需要开发新产品，或者接更多的非保险责任的投连险，以减少认可负债。

如果这数者都不变的话，那么，对于寿险公司的经营上来说，便不能一下子承接非常多的超长期保单，反而要接一些短期险种，以提早在账面上实现盈利，才能保证进一步匀速发展。所以，市面上很多分析者，过度强调“期交”保单，特别是长期保单，认为只有期交保单才赚钱，越长期越赚钱，人寿接得少，是经营不好的表现。这都是误解。股东将资金交给管理层，由于这一会计原则引起的“盈余损耗”问题，管理层择机而动，根据偿付能力和资本-负债情况，决定长短期保单、趸交-期交保单的搭配，才能保持公司匀速增长，过于强调一面，而忽视公司经营的限制，并以此认为公司经营得不好，也是错的。

按照缪建民在《保险资产管理及其变革》中的看法，上述方法都属于消极、被动的方法，主动的方法，是加强资产管理，提高投资收益率，优化资产组合结构，增加认可资产。但这又意味着逼着公司的投资组合进行更多的追求高收益的短炒并将盈利变现，从而影响组合的稳定性。这真是个两难问题，具体而言，需要进一步观察公司管理层，如何基于这样一种模式下，保持一种匀速增长的平衡。

从这一角度，更可以看出，在港股和A股上市，使得公司能够有更多财力做更多生意，这正是2004-2008年高速增长的原因之一，因为作为金融行业之一的保险业，其核心关键仍然是资本金，财大气粗，才能做大生意，而投资者要考察的，是该部分本金，是否被良好使用，以战养战，而不是因为一融资，资金充沛了，便胡乱挥霍而消耗掉，丧失长期增长的本金。

#### 人寿研究（八）从净利润到净资产

这么多读者捧场，深感鼓舞。相信其中多是人寿股东，为了让非人寿股东，不感到那么沉闷，顺便允许笔者王婆卖瓜一下：

纯粹研习财务，以更理解工业生意，可以读《鲁泰系列》<http://blog.donews.com/michaelchen/archive/2008/06>。

探讨历史、哲学、方法论部分，可读《历史哲学》(天涯版)：  
<http://www.tianya.cn/publicforum/content/books/1/40971.shtml>  
至于《展望系列》及《政论杂文》，多处被追杀。读者自便。

前面写完了A股年报中，每年“净利润”的算法，用王杰的话，就是《一场游戏一场梦》：人寿股份的“利润”纯粹上就是数字游戏：在一池资金中，划出一个圈圈，说这是负债，这是支出，然后剩下的，就是“利润”。所以，单纯的PE估值，特别是用A股的E，不适合人寿股份。相对来说，林sir以前用港股的PEG，比A股的E可靠很多，因为E中考虑了一系列费用和收益的摊销。

但尽管如此，游戏始终还有游戏规则，所以，遵循游戏规则，也可看到一些有趣的事。这一节，从“净利润”的计算，沿着游戏规则，进一步探讨“净资产”。

2006年以前，人寿股份在中国报表，执行的会计制度，是于2001年11月27日颁布的《金融企业会计制度》。2007年的年报说明，该企业自2007年年报开始，执行2006年2月15日颁布的《企业会计准则》。因此，对2006年数据进行重述。

下面先来看看2002-2006年间，净利润和净资产的关系。

表8-1 净资产增长与净利润-分红关系

年度	(1)减少数股东后净资产	(2)净资产差额	(3)净利润	(4)税后分红	(5)募集资金	(3)-上年 (4) + (5)	利润/上年 净资产
2002							
2003	54,581		964				1.77%
2004	57,500	2,919	2,919				5.35%
2005	62,951	5,451	5,456	1,338			9.49%
2006	98,994	36,043	9,601		27,810	36,073	15.25%

可以看到，在2004、2005年，净资产增长的数据，正与税后净利润吻合。这体现在会计报表上，逻辑是清晰的。即是每年账面资产净值的增加，来自上年净利润留存增加。

而2006年底净资产的高速增长，除了来自该年度净利润之外，还来自该年年底，12月

份，人寿在A股发行股份1,500百万股，募集278亿净资金，占发行后股本的5.03%。令到净资产大增。因此该年“净资产的增长=利润+募集资金- 上年利润分红”。这种算法同样在会计制度上是逻辑清楚的。（即是2006年一行中，第6列与第2列比较，两个数字完全吻合。）

该部分所募集的资金，实际上只占总资产不到4%，但人寿保险的生意，实际上和银行一样，采用杠杆运作，因此增厚了核心资本充足率，充实财力，对日后经营的拓展，大有裨益。（发行股本只占原股本的5.03%，但获得的净资金，却占扩股前净资产的25%，A股买高了？这个话题，留到以后再探讨。）

可以观察到的是，净资产回报率，从2003年的不到2%，跑到2006年的15%以上，波动非常大，这实际上并不意味着人寿公司在经营上的改善，因为一家企业的运营情况，如果真的如数字所显示的这么大波动，那么，便如驾轻舟于大海，再能干都舵手都会翻船。真正出问题的是衡量经营的度量法则（尺子）变化了。

出现这么大波动的原因，便是前面所说，净利润的当年照相法衡量，和业务上的跨期性不匹配。同时，如同下面将看到的，“净资产”这个概念对应的数据，也是非常多调整的。因此，同样不能以基于“利润”和“净资产”两组数据，所衍生出来的“净资产回报率”来衡量人寿股份的经营并为之估值。

再来看看2007年以后的情形，由于修改会计准则，因此重述了2006年数据，很明显，由于数据重述，净资产直接增加了16,353百万，而利润也随之调整。下面来看看2007年以后数据：

表8-2 净资产增长与净利润-分红关系（2006-2008）

年度	(1)减少数股东后净资产	(2)净资产差额	(3)净利润	(4)税后分红	(5) = (2) - (3) + 上年(4)	公允价值本年增加	公允价值本年减少	(8)公允价值合计	(5) - (8)
2006	115,347		14,373	3,957					
2007	169,771	54,424	27,922	11,871	30,459	64,298	-33,081	31,217	-758
2008	134,567	-35,204	10,090	6,605	-33,423	28,091	-61,543	-33,452	29

可以看到，2007年的股东权益，除了在2006年的净资产上，加入当年盈余，再扣减分红之外，还有一项资本公积金的变动，而该项变动，来源自“公允价值”变动一项。即是第5列与第8列比较，两者完全吻合。（读者请翻开：2007年A股年报附注32。）这同样是由于会计准则的变动，从《金融企业会计制度》变动为《企业会计准则》所引致。

按照新准则规定，“公允价值”一项将“对于随时准备出售的交易型金融资产计入到当期损益，而对于持有意图不明确的可供出售金融资产，（港股科目为“可供出售证券”，

Available for sale ) 计入到所有者权益”。企业只有将股权投资作为“交易性金融资产”管理时，才会形成“公允价值变动损益”。而列为“长期持有部分”的账面价值波动，则被认为是不应该列入当年短期的利润波动，而应该由长期净资产价值变化来体现。这即是林森池在[2007年12月07](#)和14日访问所说的“长棍”，或者说，准备长期持有的投资，股价波动引起面值变化，不体现在损益表，而体现在净资产波动上。

林森池说：“短期买卖投资(短棍) 放在P/L, 叫trading, 当unrealized profit gain 处理，长棍(可供出售的证券) 用fair market price, 估值后放balance sheet 当captial reserve，直接影响EV”。人寿的会计制度把可供出售资产放在储备(capital reserve)，只影响资产值(不影响盈利)和内涵价值。这一段，便将上面的表格解释得很清楚，“长棍”投资，与《利润表》割裂开来，按照当年公允价值计价，分别计算“本年增加”和“本年减少”，合起来部分，直接加入到净资产中去，而不影响利润表。

这一点是非常重要的，笔者将其具体波动，列出来放在第6和第7列，再在第8列计算其总和，和净资产的差值比较。便可以看出净资产数据变化的来源。除了来自净利润增加，便是来自这一公允价值变动，而后又放入资本公积金项目的差异。

到了2009年，由于执行第2号文，（即境内外数据统一）。于是2008年数据又再次重述。（估计保险业的金融分析师会觉得很痛苦，而人寿的小股东，同样会觉得很痛苦，数据多次重述，非常混乱）。

从2009年的年报第17页附注4，可以看到，该重述的方法，一方面是将投连险和万能险部分从寿险和长期分红保单拆出，从1,944百万，变成53,424百万。同时，寿险准备金从607,363变成515,323百万。这两者相抵，尚有40,506百万的净资产释出，于是人寿股份又将其直接在“递延所得税负债”中，增加了负债项差额9,973百万。

（如果按照25%税率，这9973百万税负，对应过来便是39,892百万的盈利，正好大略等于释放出来的“多余”准备金，这部分真正体现了人寿股份的准备金算法中，之前康宁终身寿险部分最终的递延盈利的一次性释放！读者从此处可印证前面长期保单的利润延后这一说法。而人寿股份在做会计报表时，预先将该利润的税收都扣减了，可见其保守，即是现今的账目，已经预扣了日后盈利时的税收，日后获得利润时，不再需要考虑税收，而是将真金白银的净利润释放入净资产。）

于是，再来看看2008年后A股年报的净资产算法，由于会计准则的再调整，因此，除了2008年数据重述之外，还在《利润表》中列出“其他综合收益”一项，该项目正是体现了“资本公积金”所列出的，“公允价值”的变化。

所以，上述这个表格，说明实际上，2009年执行第2号文，只是一次性影响了利润和净资产的数据重述，（即险种分拆），对于净资产和净利润之间的逻辑算法（游戏规则）而言，实际上在2006年的那一次会计准则变化，已经得到体现，即是人寿股份，A股的净资产算法，增加部分，除了和常规工业已有，由净利润变化及分红支出影响之外，还加入

了一项长期投资 ( “长棍” ) 的公允价值变化。下面来看看根据这一更新的游戏规则，出来的数据。

表8-3 净资产增长与净利润-分红关系 ( 2008-2010 )

年度	(1)减少数 股东后净 资产	( 2 ) 净 资产差额	(3)净利 润	(4)税后 分红	( 5 ) = ( 2 ) - ( 3 ) + 上 年 ( 4 )	本年增加	本年减少	( 8 ) 合 计	( 5 ) - ( 9 )
2008	173,947		19,137	6,605	-33,423	28,091	-61,543	-33,452	29
2009	211,072	37,125	32,881	19,896	10,849	29,589	-18,774	10,815	34
2010	208,710	-2,362	33,626		-16,092	13,340	-29,411	-16,071	-21

可以看到，每一年净资产的波动起伏，受净利润影响部分，还不如受该部分长期投资公允面值的变化来得明显，要考察该部分的真正影响，则必须用数年以上的总和数据来看待。( 即长棍中资产面值波动，在长期下会数据更趋平稳 )。

2006年人寿上市，募集了资金，所以净资产会有一个变化。如果从2007年开始，一直看到2010年，该部分的“长棍”的变化，( 读者可以自行将这4年的长棍变化相加。 ) 4年间，人寿股份累积减值了7,491百万的长期投资资产。再来看看这4年间，上证指数的点数变化：2007年1月1日，上证指数开盘点位为2728.19，到了2010年12月31日，上证收盘点数为 2808.08，指数点位实际上在4年间略涨。由于“长棍”的意思，就是长期投资，而债券只须持有不变直到到期，实际价值便会稳定不变。因此，为何4年间，上证指数略涨的情况下，人寿股份的长期投资部分，公允价值会减值？( 这同样体现了人寿会计的保守性，不过具体留待投资一节处理 )。

这一节的讨论，到这地方，便可以看到，如果撇开“公允价值变化”的影响，( 这样一种影响在过去数年，累积起来是略略减值 )。实际上，整体净资产的来源，便是直接来自原初的账面价值，加上发行股票之后，以及过去几年净利润留存收益的积累。

如同前面7节所讨论的，由于长期保单的盈余损耗导致的会计“亏损模式”，净利润实际上，是依赖于投资收益抵消盈余损耗后所剩余。这一亏损模式，导致当期利润比实际赚钱的，要低估很多。从而，这也意味着，在一个原初账面值，( 原始净值+增发股东资金 ) 之上，如果逐年叠加一个净利润的话，叠加的结果，同样也是低估。这意味着，每年的净利润被低估的部分，累积起来，便是净资产的低估。所以，从 此处可以推出，单纯的PB估值，特别是用A股的B，也不适合为人寿股份估值。

这样一种账面资产净值的低估，对于人寿股份的经营而言，在达到偿付能力额度之前，不会因为这种账面资产净值的低估，而需要减少承接保单。( 也即是说，对于人寿股份来

说，任何会计模式，说到底，便是在资产池中画圈圈而已。各种赖以估值的基础数据的差异，便是因为画圈的方式不同而引起。)于是，总资产继续增长，而账面资产净值，在净利润增长以前，很可能跟不上总资产增长的幅度，从而，意味着”资产/净资产“规模的扩大，即是杠杆比例的提高。

从下表的数据，便可以清晰的看到，2006年，由于A股上市，账面净资产高速增加，从而降低这一杠杆比率，此后数年，在没有从外部募集资金的情况下，随着经营规模的扩大，这一杠杆比率逐步提高，这正显示了账面净资产、净利润的低估。笔者相信，后续年份，如果不扩股募集新的资金，这一杠杆比率仍将继续扩大。

表8-4资产和净资产的杠杆比率

年度	股数 ( 百 万 )	A股净资产	每股净资产	总资产	杠杆比率	内含价值	内含价值 /净资产
2003	26,765	54,581	2.04	328,720	6.02		
2004	26,765	57,500	2.15	433,671	7.54	90,073	1.57
2005	28,265	62,951	2.23	559,219	8.88	113,954	1.81
2006	28,265	98,994	3.50	764,395	7.72	181,990	1.84
2007	28,265	169,771	6.01	894,604	5.27	252,568	1.49
2008	28,265	173,947	6.15	987,493	5.68	240,088	1.38
2009	28,265	211,072	7.47	1,226,257	5.81	285,229	1.35
2010	28,265	208,710	7.38	1,372,735	6.58	298,099	1.43

如果将港股年报的会计模式，看成另外一种画圈圈的形式，也可以看到其间的差异，作为对照，笔者将港股净资产列出，和A股做对照。可以看到，每一年，港股的净资产数据，都高于A股，其原因，是期交的手续费做了摊销，因此更能够体现逐期盈利的能力。

表8-5港股净资产和内含价值对比

年度	A股净资产	港股净资产	内含价值	内含价值/港股 净资产
2003	54,581			
2004	57,500	66,452	90,073	1.36

2005	62,951	80,378	113,954	1.42
2006	98,994	139,665	181,990	1.30
2007	169,771	205,500	252,568	1.23
2008	173,947	180,649	240,088	1.33
2009	211,072			
2010	208,710			

但是，2008年以前，港股年报中，收入一项，也受险种拆分影响，比如鸿丰一类的两全分红险，并没有作为收入处理，而是在该保单到期才处理，因此，该种画圈方式，也不能完全体现公司的运营，特别是在该类两全险在银保渠道大幅增长时。

更进一步的，笔者将年报中的“内含价值”(embedded Value) 数据也一起列出，分别与A股及港股账面净资产比较，可以明显看到，除了2007年募集资金之外，内含价值与股东权益，也大致保持一种稳定关系。近似的，作为一种估值法，“内含价值”常被看成类似于其他产业，在公司被清算时的账面净值。

林森池在2008 06 20访谈中指出的，：“P/EV是一个可靠的估值方法；EV包括保单的赚钱能力、新签保单的价值、投资回报、和发行新股。有分析员话要睇保费收入增长、续保率、新保单数目上升速度...但总言之，唔好只睇一个数据，要全面睇，睇生意模式。”。

相对来说，PEV比PB及PE可靠很多，因为这种方式涵盖的寿险公司的运营情况最多，但必须指出的是，不能单纯的依赖于这一简单的数据来为寿险公司估值。因为无论任何一种估值方式，说到底，均是在人寿公司的资产池中，采用各种不同的画圈形式，来分解出类似于“资产”、“负债”、“收入”、“股东权益”等会计学意义上的对应部分。

笔者不打算在这一节开始，岔开去讨论2008年以前港股年报与A股的差异，也不打算讨论“内含价值”这一概念及算法的问题。考虑到现今保险公司的会计准则在各个地区，比如国际会计准则、美国准则、加拿大准则的差异并存，正显示了各种准则用于保险行业时的不完全适用问题。如果将EV看成类似于寿险公司的Book Value的话，那么，还需要进一步考虑其赚钱能力，特别是，其中还涵盖了“新业务价值”及未来的投资收益折现。因此，如果不详细的进一步讨论分析人寿公司的业务，而简单的用一个简单的EV数值来给一家仍处于不断变化中的公司估值，很可能是过于简单粗暴了。

从下一节开始，继续沿着A股年报数据，讨论人寿股份，收到保费后的投资。

人寿研究 ( 九 ) 负债-资产管理



前面数节，讨论的是人寿股份的“收入”，对应于客户承保业务，该收入源自人寿公司与客户签订保单后，所带来的持续现金流，在《资产负债表》上，体现为“负债”。前数节重点在于探讨准备金入账方式，及对最终报表利润的影响。

从这一节开始，讨论的是，人寿公司收到保费，如何进行投资，以获得合理回报，这部分投资，放在《资产表》“资产”项目中。保险公司的运营，左手收客户保费，右手进行投资，“负债-资产”一起，一入一出，资产-负债匹配，便构成人寿股份的整体经营。

这一节开始，讨论的是投资业务。先讨论保险公司投资的理念和目标。

如同David Swensen在《机构投资的创新之路》所指出，“投资组合管理的根本目标，是不折不扣的执行长期资产配置目标。”笔者在7月18日的《资产配置和组合调整》及9月26日的文章中，指出：“对于斯文森所管理的大学基金来说，熨平波动是一个很重要的事情，因为大学基金每年都需要从中支出紧贴（甚至超过）通胀的资金，来支持大学的运营。个人退休基金也与此类似，因为退休者每年都需要从中支出必需开支，而这样一种开支，还可能是逐年增长的。”

因此，对于大学基金，或者个人退休基金来说，尽管从投资收益目标上说，仍应该坚持一种以股权为导向的投资组合策略，但却不能100%投资于一个种类的股票之上，而是需要高度分散投资于高度不相关的资产类别，而且不断通过动态平衡的办法，熨平波动，以应付这样一种逐年支出。否则碰上股市连续低迷时，如同斯文森在演讲中所指出，1929-1933年的大股灾，资产面值连跌9成以上，如果依靠卖出股票来维持必要开支，将大幅度降低日后的投资增长，长远而言，便无法支持耶鲁或者哈佛一日高过一日的开支。所以，熨平波动和资产增值是同样重要的要素。

“相反，对于不采用借款投资、无杠杆压力，有分红保护，在投资期限内，不需要卖出股票以支付开支的，”特别是，如果个人投资者年富力强，收入稳定，有源源不绝的现金流，又扛得住股价上下急剧波动的心理压力的话，那么，短期的波动反而可能是增加收益的机会。特别的是，如同西格尔在《长线投资》一书所指出，利用分红买入法，采用Buy and hold，越是长期低迷，最终收益越大。

这个例子，便说明不同的投资目标和约束条件下，对应的最优策略不同，不可盲目采用一种办法。所以，“任何一种投资策略，均是基于某一约束条件下之最优选择集，比如斯文森的股权导向，动态平衡策略，便是基于收益-波动平衡考量之下的选择集。投资重在变通，任何一个投资者，在制定投资策略的情况下，均需仔细考量未来的约束条件以决定其组合选择及策略。”对于投资者来说，买什么标的，跟自己的财务约束集有关，盲目的“跟，还是不跟”，很可能都是错的。

对于人寿公司来说，和客户签订保单，无论分红险，投连险等，收到客户保费，一定要进行投资。比如鸿丰分红险，承诺5年、10年到期后，除了保费原封不动返还的同时，还有

保底红利发放，如果不投资，钱从何来？而且投资还得谨慎进行，如果一出海碰上西洋毛贼，买错货，颗粒无收，便只能靠向股东要钱来填补窟窿了。

简单的说，资金如何投资，一方面关系到日后对保单持有人的偿付能力，另一方面，投资收益多少，则影响客户保单红利，以及公司利润和股东权益、核心资本金的积累，长期而言，更关系到保险公司是否有足够财力、实力，来给予客户信心的保证，以保持长期持续发展。因此，在保险公司的业务中，投资和承保业务一样，属于极其重要的部分。

但是，和一般散户理解不同的是，投资收益，并不是保险公司唯一要考虑的因素。关于保险公司的运营和责任，从1862年的文献开始，Bailey发表的论文，便明确资金投资的主要责任，是确保安全性，而不是追求高收益。Orson H.Hart 1965年再次强化这个观点，强调应该主要投资于固定收益证券。所以，传统的保险资金运用理念，均是强调配置于高度安全性的债券上。

伴随50年代各种创新的保单出现，比如1952-1954年美国的变额年金合同，以及1957年英国伦敦曼斯特的投资连接险出现，由于负债性质的变化，引起投资资产投向的变化，特别是，80年代利率自由化及高速通货膨胀以来，债券的实质回报率越来越低的情况下，更多寿险公司增大了资产配置中的股票比例。

王庆仁、高春涛在《资产配置理论》第6章中，列出了美国、欧洲、亚洲成熟市场的资产配置，以进一步说明这一问题，比如英国投连险、分红险发达，对应的，投资股权类资产的比重达到55%。而美国定期寿险非常发达，几乎占个人寿险一半。配比上，1960年以前，股票投资比例不到5%，从1994年开始，才从9%扩张到2004年的27%。但整体上，对于收益率的强调，仍然是基于安全性之下。而各个地区的监管条例也有所不同。比如英国相对宽松，而美国因各个州的不同，而更加严格，比如新泽西州便直接严格规定每种投资种类的上限。

从这一点上，可以看出，寿险对于百姓而言，实际上是一门涉及个人对未来财务规划的很私人化的业务，每个国家和地区的人文习惯和监管历史沿革，会严重影响行业的特性。典型的，亚洲市场上，美国已经停止发售的生死两全险，由于亚洲人极其强烈的储蓄意识而大行其道，这样一种负债结构的变化，势必带来配套的不同投资需求和法律监管，而这又由于可投资标的的市场容量不同而变化，比如美国有全球最发达的债券市场，市场容量接近于股票市场，所以投资组合中，债券特别发达，比重最高。

特别的，美国以政府信用为担保，发行大量的30年长债，林森池在80年代初，将身家乾坤一掷买入而发达，不担心无法偿还问题，其背后是对美国国力及政府信用的信任。但中国政府如果现在发行类似的30年无抵押不可赎回债券的话，连发行人能存活多久，都没人知道，那么所发行的债券，该用多少厘利率定价呢？

所以，比较寿险企业，不能胡乱跨国家、跨地区比较。市面常见有些分析员报告，动辄引发达国家的各类数据，来作为中国寿险未来增长的标杆，如果不加辨识而胡乱对照的话，

很可能是错的。

整体上说，除了具体的地区，客户群，保单性质、可投资市场容量等因素所组成的保单负债，构成对投资方面的制约外，寿险行业主要面临来自两个不同主要力量制约间的权衡。一是来自所有者的利润要求，二是来自监管的偿付能力要求，特别是，由于90年代利差损以来，保监会采用了类似于美国法例的严酷监管办法，直接限定各类资产的投资渠道及比率，这成为保险投资资产去向及收益率的硬约束。

如同第七节所指出的，公司制的结构，所有权和经营权分离之后，会产生委托代理问题。而单纯股东利益最大化的过度追求，特别是代理人的任期短期化的情况下，可能会损害保单持有人的利益。

因此，人寿股份的经营，面临的主要约束，是保单责任和利润追求之间的平衡。一方面，要让公司股东满意，另一方面，也要让保单持有人和监管者放心。股东则希望公司将资本用于更高收益的盈利。管理层，便是在这两者的夹缝中，力求一个平衡。

这样一种平衡要求，决定了负债为分红险和传统寿险的保险资金，不可能类似斯文森的大学基金一样，以股权为导向，而必须是以债权为导向。其原因很简单，如果以股权为导向，由于保险资产的运作，是一种杠杆作用，假设资产/净资产为8倍杠杆的话，那么，以股权为导向，比如说，超过70%是股权的话，股票市场面值下跌20%的话，寿险公司便被直接技术性破产，以A股的特性，如果这种组合，保险公司都不知道破产多少次了。

以债权为导向的结果，使得保险公司的投资组合，如同缪建民所指出，“是一只偏债型基金和一只基金中的基金的组合”。而在管理的重点上，则是“负债-资产”匹配。即是根据所承接的保单负债的性质，比如是投连险、分红险，还是终身寿险，来尽量寻求与其期限、收益率要求、流动性配套的投资。寿险公司的投资高下，便体现在这种“负债-资产”匹配上，而收益率，实际上只是在一种合理匹配之后的自然结果而已。

有朋友根据缪建民访谈中：“资产负债管理就是有什么样的资产产品卖什么样的负债产品”，引申为在3-5年内的经营策略上，根据未来债券市场走势，来决定随之而来年度卖出的保单。这种引申是错的。实际上，缪所指出的，只不过是针对90年代，从产险转业过来做寿险的业者，不懂得观察长期大周期走势，而只顾保单销售，没有顾及是否有对应的可投资资产匹配而已。而不是针对短期3-5年的经营策略上的可反馈式销售管理。

错的理由有几点：（1）保险公司售出保单，是一种社会责任，如果保单不合适，就应该修改保单精算及定价条款，而不是不销售。从投资前景，反馈到运营上的链条，不是保单销售，而是保单设计精算。（2）短期市场是完全不可预测而且多变，销售队伍有70万人，传导起来需要耗时，如果将对短期市场的预测，反过来反馈于短期的销售管理，会引起销售管理的严重紊乱。（3）负债-资产的匹配期限，在当前的投资环境下，本身就是不匹配的，负债久期会长于可选择资产。比如说，传统终身寿险，按照王庆仁2005年

的数据，久期是31年，如果找不到对应的匹配资产，按这个逻辑，传统寿险就不能销售了。（4）人寿保费的一大部分收入，是续期部分，比如2007年，续期业务和首年业务几乎相等。而2010年，续期业务占个人业务42%，也即是说，不管保险公司喜欢不喜欢，这部分业务收费，是由之前的保单持有人，按计划续期下来而已。

所以，根据对短期债券市场走势的判断，反过来决定短期内未来保单的销售导向，是一种错误的解读。在战略上，可以观察到，过去数年，保单设计上的到期期限，从鸿丰的5、10年，到鸿盈的6年、10年、15年，鸿富的6年、9年。这种到期期限在保单设计上的错落，便显示了，经营上，已经意识到到期期限的集中出现，会带来投资匹配上的困难以及收益的不稳定性，将保单到期期限错开，能够减少投资管理上的限制。这在逻辑上，正体现了“负债先于资产”的经营次序。

所以，简单而言，对于人寿股份的投资来说，目标上，就是安全性和盈利的平衡，安全优先。理念上，是负债-资产匹配，负债先于资产，投资要针对负债来做匹配。由于人寿股份的年报并没有披露其保单的详细年限，因此，在考察其投资上，只能根据其投资资金走向的稳定程度，来观察其组合是否合理。

下面先简单的看一下人寿的投资资产构成。具体的分拆，留待以后各节处理。

根据人寿股份年报说明，2010年，“投资资产”的定义：“投资资产=货币资金+交易性金融资产+买入返售金融资产+保户质押贷款+债权计划投资+定期存款+可供出售金融资产+持有至到期投资+存出资本保证金”。

下表是2003年以来，人寿股份的投资资产情况：

表9-1 投资资产

年度	定期存款	持有至到期投资	可供出售金融资产	交易性金融资产	货币资金	保户质押贷款	债权计划投资	买入返售金融资产	存出资本保证金	投资资产
2003	137,192	0	76,154	5,168	42,559	116		14,035	4,024	279,248
2004	175,499	79,603	82,388	5,514	27,169	391		285	4,041	374,890
2005	164,869	146,297	122,686	26,119	28,015	981		0	4,719	493,686
2006	175,476	176,559	238,778	37,289	50,123	2,371	0	0	5,353	685,949
2007	168,594	195,703	417,513	25,110	25,317	5,944	1,200	5,053	5,773	850,207

2008	228,272	211,929	424,634	14,099	34,085	8,676	9,250		6,153	937,098
2009	344,983	235,099	517,499	9,102	36,176	13,831	9,250		6,153	1,172,093
2010	441,585	246,227	548,121	9,693	47,839	23,977	12,566		6,153	1,336,161

2006年以前，实际遵循的是2001年的《企业会计准则》，和上述的会计方式不同，笔者对之前数据重新做了分拆。可以看到，资本保证金和注册资本挂钩，占比20%，不轻易变动。货币资金实际上代表了维持公司正常运作的流动资金，也大致稳定。

从这一数据也可以看出，实际上，人寿保险的资产、负债，均是沉淀下去的非流动资产，真正真金白银往来，以支持企业运转的，07年以前数年，大约只占7%。随着资产扩大，该部分流动资金，07年以后，大约只占4%。相对应的，随着资产规模的扩大，可投资资产占总资产比率，也略略提升。从这一角度，说明寿险公司不能太小，太小的话，各种地皮等固定资产占总资产比重就大，从而减少可投资金融资产的份额。

保户质押贷款也随时间逐步增大，而且是短期6个月的贷款，有利于减少退保冲击。但整体上看，上述数项与总体投资资产相较，占比极低，影响不大。

表9-2 投资组合各成分比重

年度	定期存款	持有至到期	可供出售资产	交易性资产
2003	49.13%	0.00%	27.27%	1.85%
2004	46.81%	21.23%	21.98%	1.47%
2005	33.40%	29.63%	24.85%	5.29%
2006	25.58%	25.74%	34.81%	5.44%
2007	19.83%	23.02%	49.11%	2.95%
2008	24.36%	22.62%	45.31%	1.50%
2009	29.43%	20.06%	44.15%	0.78%
2010	33.05%	18.43%	41.02%	0.73%
2011	34.40%	17.32%	38.08%	1.15%

所以，对于投资资产部分，重点考察如下数项：“定期存款”、“持有到到期投资”、“可供交

易金融资产”、（即林森池所说：长棍），“交易性金融资产”（即林森池所说：短棍）。如果加上做流动资金用的货币资金，整体这4项，从2007年 以后，占整个投资组合已经达到95%以上。下面逐项进行分拆。

人寿研究（十）短棍、定存、持有到到期资产

前面讨论利润表时说道，报表上的利润数据，来自2部分叠加，一是承保业务，一是投资收益。

其中，投资收益涉及的项目，（见第7节，表格7-1和7-3）：“交易性金融资产”（短棍）的炒卖，直接归入“投资收益”部分，如果该短棍持有不动，则其账面价值的波动，归入《利润表》“公允价值损失”。而可供出售金融资产（长棍）部分 波动，直接进入“其他综合收益”，影响净资产计算，但不进入利润表计算。

下面先来比较交易性资产（短棍）对税前利润的影响。

表10-1 交易性金融资产损益对税前利润影响

年度	(1)交易性金融资产损益	投资总收益	(3)公允价值损失	( 4 ) 税前毛利润	(1)+(3)后除( 4 )
2003		2,500			
2004		3,669			
2005		17,213		5,591	
2006	5,475	30,951	16,073	9,726	221.55%
2007	30,873	91,377	-6,384	34,295	71.41%
2008	2,021	53,339	-8,306	7,728	-81.33%
2009	154	62,713	1,634	41,536	4.30%
2010	229	68,138	168	40,708	0.98%

可以看到，2006—2008年，交易性金融资产损益，即短棍炒卖部分，对税前毛利润影响非常大，比如2006年，2倍多，而2007年，近一倍，2008年，公允价值损失，居然和税后利润接近。到了2009年以后，短棍对税前毛利的影响，才变得非常低微。再回头看上一节表9-2，2007年以后，交易性金融资产占整个投资组合，只有1.4%，而且比例波动甚小。

如同笔者在2010年9月26日《资产配置和投资策略》一篇中所讨论：“整体投资成绩，由组合中一系列占比最重的资产的投资成绩

( <http://blog.donews.com/michaelchen/archive/2010/09/26/1582596.aspx> )

决定。”也即是说，如果占组合权重越小，对组合投资成绩影响便越小。这个结论是非常直观的。简单点说，即是如果一只股票只占组合1%，就算该项投资翻了一倍，赚100%，其利润对整体投资组合而言，也只是1%而已。

对于人寿股份的投资组合而言，以短棍在组合中1.4%的比例，对税前利润居然有如此大影响，岂非荒谬？如果更仔细看的话，短棍实际还包括几个部分，比如按照2010年年报，附注11，短棍中，大部分是企业债，涉及股市部分，只有：基金+股票+权证=589+1631+9=2229，占整个投资组合只有0.17%。占组合这么低比重的成分，居然可以影响组合投资大起大落？

出现这种小投资撬动大数据的情况，其原因，便是笔者在前面章节，特别是第6-7篇，喋喋不休的讨论“亏损模式”时所指出：“从利润占资产比率可以看到，由于保险生意运营上的杠杆作用，未计投资收益前的毛承保利润，实际上是在一个每年不断增加庞大资金的池子中，对所涵盖的保单的可能赔付结果进行各种假设并进行精算的结果。最终的名义净利润及由之累积的净资产，便是由这一精算结果决定。特别的，在业务扩大的初期，保单接得越多，亏损便越明显。”这种庞大资金池子，在规模上，和经过匹配对冲后的剩余利润值而言，数量级上比例非常悬殊。

如果刨掉2007年股市大涨的影响，那么，从2005年-2010年，按照该种亏损模式的会计准则计算，人寿的投资收益占实足保单，只有4.6%，刚好和承保时，账面平均“浮存金成本”（-4.8%）接近，特别是，2008年，投资收益占实足保单4.93%，2009年4.70%，几乎刚好抵消。这一抵消造成的数学结果时，当分母的值变得很小时，分子的一点点变动，便会造成整体比率的大幅波动。

从绝对数额上看，交易性金融资产的面值，大约和净利润是一个级数。而名义“投资收益”和保单承保毛利润的名义数值大约打和。打和的原因是，投资组合整体是以定存、持有到期债券、长棍为主，名义收益稳定。由于年报上的净利润数值，使用亏损模式的会计方式，相较实际赚钱能力缩水，承保利润在没有摊销的情况下，由正变负，刚好与整体投资名义收益大约抵消。

因此，2006-2008年，短棍的波动，便明显影响净利润的计算。这正是出现占组合1.4%的资产，对最终利润值有严重影响的原因。也是当市场出现类似2007年的牛市时，占组合只有3%不到的短炒金融资产，便可以使投资收益和账面净利润出现大幅度增长的原因，只有到了2009-2010年，短棍交易，毫无作为，才不会影响净利润入数值。

因此，可以看到，前7节所探讨的亏损模式的会计方式，非但影响了真正承保利润的衡量，也通过这种正变负的抵消影响，使得实际净利润的数量级变得很小。从而占组合很小的交易性资产的投资收益波动，有时会严重影响最终报表上的净利润。

从这一角度，再次印证了前面所说的，以年报所显示的名义净利润对人寿股份进行估值，完全是错误的。PE估值中的E，完全是一种由于会计方式，所造成的扭曲数据的叠加结果。市场中的分析师，依赖于A股报表中的净利润数据，用PE，PEG，ROE等常规方式来估值，又或者来与其他资产估值比较，完全是错的。

同时，由于相互抵消效果，有时短棍的轻微波动，会造成名义净利润数值大幅度波动，因此，通过考察“交易性金融资产”这一短棍的市场表现，来预测其未来报表上的净利润，并以此来作为人寿股份投资组合成绩的评判，并进而衡量其公司价值，也是完全错误的。

市场上有些分析师，不断强调股市短期表现对人寿投资的影响，完全是一种无知的表现。因为该项短棍投资只占整个投资组合1.4%。根本不应该是重点考察对象。

要真正看清人寿的投资情况，要观察其最大的组合成分，重点是这三项：“定期存款”，“持有至到期投资”，“可供出售金融资产”（长棍）。

顾名思义，这三项意味着长期持有，不受短期市场影响。定期存款虽然在银行提高利率的过程中，有时会发生取出重存现象，但多数局限于刚刚存入即碰上利率变动的，才会考虑是否毁约重存。相对存上一段的时间的，基本上都维持存款不变。

“持有至到期投资”，以国债、政府债、次级债为主，国债占大头，2009、2010年年报中，均明确说明没有出售该类持有投资。2008年以前年报，以摊余成本计量，然后和公允价值比较，也可以看到除了因利率波动使面值上需要略做调整外，该项投资也是一直持有。这意味着其最终的到期和逐期收入，从一开始购买时，便已经锁定。

有面值波动的，是“可供出售金融资产”，即长棍。其面值按照Mark to Market公允价值计量，但人寿股份未必完全立时按照市场面值入账。其中债券部分，相对于“持有至到期投资”而言，人寿实际上是多了个选择权，可以不动，也可以择机而动，故归入可供出售资产。理论上，增加了选择权的结果，意味着资产管理者可以通过优化，使得这种组合更赚钱。但正如林森池在访谈中指出，有时短债变长债的结果，是需要在当期减值，但长远增值。

只有股权型部分，有时会需要做减值。按照会计制度4F的说明，评估股权型投资金融资产是否存在减值，基于但不限于：（1）下降幅度和持续时间。（2）发行机构的财务状况和近期前景。港股年报中，更为详细的说明：还有（3）本集团持有发生减值金融资产足够期限从而使其减值消失的能力和意愿。

这即是[林森池在2007年12月07日](#)访问中，所指出的，“根据年报第98页，2.6F，呢d长棍，如果市跌，不会立刻减值。会先考虑该公司是否有问题？问题会维持几耐？需要出售吗？如果真系连跌两年，或卖出了，倒闭了，便会减出来。”



对于人寿股份的这部分投资来说，实际是有一个选择权，既可以通过长期持有，来忽视短期波动，也可以择机改长拿为短炒，又或者长短期对冲替换，从而体现为资产变现。实际的情况，未必真的要去看是否连续两年面值接连下降减值，每年人寿的资产负债表，都有一个“其他综合收益”，显示的正是这部分长棍面值波动带来的入账影响。

但长期上看，如同笔者在第8节《净资产》中的计算说明，该部分减值、增值，在长期下，几乎会被完全对冲掉，或者按年份分摊下来，影响不大。当以“长周期”形式考察公司，可以看到这一长棍的每年净值波动，在长周期下，实际上，大致上被抵消了。一个极端的例子，就是如果长棍全部是债券，一直持有到到期，中间利息或高或低，有时增值有时减值，但到到期日兑现，便和初始假设一致，综合收益抵消为零。

下表是投资组合中，3个主要项目的投资收益率。利息收入，源自银行存款收益，银行存款除了定期存款外，也包括支持公司运转的流动资金。定期的利息高于活期。（这听起来像废话）。加入活期流动性资金后，拖低整体货币类的回报。

表10-2 各项投资收益率

年度	定期存款	货币资金	总银行类	利息收入	收益率	持有至到期投资	收益	收益率	可供出售金融资产	收益	收益率
2003	137,192	42,559	179,751		3.50%	0			76,154		
2004	175,499	27,169	202,668		4.56%	79,603		4.70%	82,388		3.40%
2005	164,869	28,015	192,884	7,981	4.04%	146,297		4.60%	122,686		3.70%
2006	175,476	50,123	225,599	8,207	3.92%	176,559	7,341	4.55%	238,778	10,094	5.59%
2007	168,594	25,317	193,911	9,094	4.34%	195,703	8,305	4.46%	417,513	43,568	13.28%
2008	228,272	34,085	262,357	11,378	4.99%	211,929	9,245	4.54%	424,634	30,394	7.22%
2009	344,983	36,176	381,159	10,805	3.36%	235,099	9,882	4.42%	517,499	40,082	8.51%
2010	441,585	47,839	489,424	16,363	3.76%	246,227	10,540	4.38%	548,121	37,705	7.08%

可以看到，2005年以前，有时定期存款的收益率会高于长棍部分，但明显，银行利率受央行操控，也受资金面影响，导致利率在年份间波动比较大。从2000年以后，随着保监会逐步放开管制，资金不再绝大部分放于定期，可以以更高比例买入债券，还可以买入市场上的股票，或者做股权投资。

实际上，还有一部分列入“长期股权投资”，却是大幅度持股的子公司，即是之前港股年报所说的“联营企业投资”，比如广发行，远洋地产。“联营企业投资”这个名称听起来更加清晰，而不会与投资组合混淆。该部分的数据，没有列入投资资产组合中，纯当成股东权

益。按2010年数据，该部分与投资资产比较而言，不到2%。因此，不能过度夸大日后广发行上市这事件，对人寿投资收益及对整体估值的影响。

相对来说，“持有到到期部分投资”，收益率稳定得多，大致维持在4.5%。仔细观察一下历年该部分投资，以国债为主。从2005年到2010年，市场间国债收益率大致在3%-4.5%之间波动。2008年，由于金融海啸影响，4万亿放水，所以，整体市场的长期国债票面利率为5年来低点为3%，虽然随着经济复苏慢慢爬升，但到2010年上半年加息前，大致维持在4%以下。

但从上表可以看到，人寿该部分“持有到到期”的回报率，期间维持在 4.38-4.4%之间。人寿股份能够维持该种收益率，说明其对国债市场的判断是很高明的，即是根据保单负债，当债券回报率进入目标区域时才大手买入锁定，基本买在高回报率区间。而不是一收到保单的现金，便闭着眼睛即时买入债券。

该项投资在2008年时利率低潮还能取得稳定回报，说明在2005-2007年以前，利率达到4.5%左右时，已经预先买了大量长期的“中国固定利率国债”，锁死了该部分持有到到期的资产收益率。

2007年6月-2008年6月间，CPI开始超过4.5%，达到8.5%高峰。这 正是通胀肆虐，股市狂潮，资产泡沫的时候，银行为吸收存款，推高利率。而随着2008年海啸时，央行又放水，短期内大幅度降息。海啸过后，经济开始复苏，2010年，央行开始加息，债券面值下跌。短短数年之内，一会加息，一会减息，起起伏伏之间，变化急剧。

这种情况，对于人寿股份的投资组合，最是不利。实际上，对于人寿股份的投资来说，不怕加息，也不怕减息，但最怕利率变化速度非常快。因为无论加息、减息，在保单高速增长期，现金收入源源不绝。组合新收入的保单，和原有保单负债，可以形成一个对冲，虽然未必完全匹配，但可以抵消一部分，同时，只要利率变化速度缓慢，便可以通过调整组合来抵消这一变化。但最怕利率速度变化非常快，因为这完全 属于不确定性，增加了负债-资产的不匹配程度。

可以观察到，期间，人寿的投资组合，增大了定期存款，减少（国债）债券比例。其原因，也是如前面所说，此时长期固定利率国债票面利率走低，因为债券是做长期匹配的，所以人寿增加定存，虽然期限略短一些，但锁住了收益率，减少了不确定性。下表是人寿组合中的定期存款年限。

表10-3：人寿组合中的定期存款年限

年度	一年以内	一年至五年	五年至十年	十年以上
2003	2,439	121,443	12,400	1,000

2004	7,805	146,293	17,503	3,897
2005	10,563	147,504	3,502	3,300
2006	57,930	111,901	3,421	2,224
2007	46,706	93,372	26,434	2,082
2008	64,621	155,320	6,759	1,572
2009	84,393	196,090	64,500	
2010	19,268	340,917	81,400	

可以看到，从2005年组合中减少了5-10年定期存款后，随后又有2个时间段大幅增加了5-10年存款，（1）是2007年，（2）是2009年。此时三年及5年期利率大约在3.4-3.8%之间。从2009年及2010年所报告的定存收益率看，人寿股份确实在该部分增仓将利率锁在该范围区间。（3）2008年是利率低潮期，因此不是锁住长仓，而是将资金摆放在可供出售资产，以伺机而动。参见上一节表9-2。

再回头观察上表10-2。2006年开始，可以观察到，收益上：“**长棍收益>持有到期投资>定期存款>货币资金**”。这非常合理，也符合经济学逻辑。股权（及风险性债权）投资，由于承担风险，从而获得比定存和（国债）债券高的收益。但说归如此，做起来却艰难，笔者看到现实中，更多投资人，是承担高风险，获得低收益。所以对于投资组合而言，不能简单的看经济学逻辑，更要具体的“观其言，察其行”，就像观看温影帝的表演一样。基本上，定期+活期的存款利息收入，和央行利率有关。但对于保险公司来说，该部分和保单的匹配，仍然是非常重要。下表是一个很有意思的数据，来观察人寿股份投资在定期存款上的匹配性：

表10-4 定期存款

年度	1-3个月	3月-1年	1-2年	2-3年	3-4年	4-5年	5年以上
2009	58,500	25,893	19,200	39,673	78,367	58,850	64,500
2010	733	18,535	39,400	78,367	58,850	164,300	81,400

可以观察到，2009年的存款，到了2010年，便顺延减少一年，而2010年，人寿收到的保单资金，决定分配30%在定存后，便几乎全部直接做4-5年及5年以上定存。这一动作，是非常有意思的。这意味着原先定存和保单部分的精算假设，在时隔一年之后，基本上不需要重新调整，这正显示了原先规划设计精算的功力，也显示了背后所隐藏的匹配理

念，也即是说，收益，几乎从买入的一刻，便已锁定。

同时，可以观察到，“持有至到期”部分债券，以长期（5年以上）固定利率国债为主，收益率在数年间一直维持稳定，说明一开始其投资便根据保单负债，做了匹配规划，锁住了偿付风险。

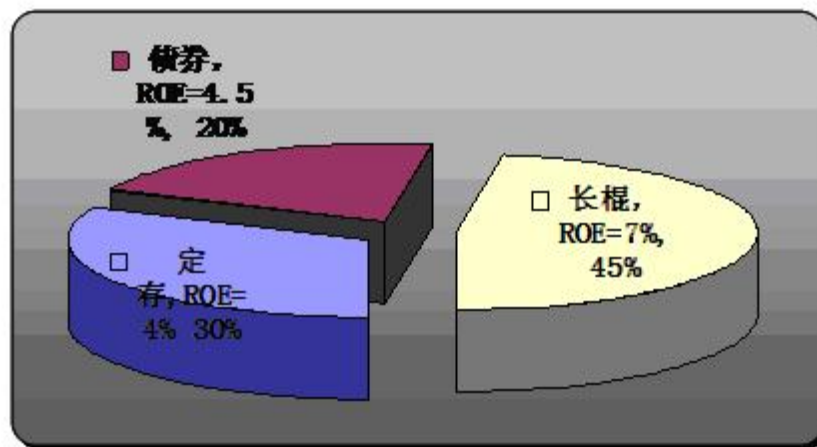
可以这么说，收益率上，无论是定存，或是持有到到期资产，几乎均是从一开始，便根据保单负债的收益目标，在买入的一刻，尽量锁住目标收益，从而完成一种资产-负债在收益率上的匹配，而期限上，则依赖于定存-持有到期-长棍这三者的平衡来进行匹配。从过往数据上看，匹配得非常成功。

下一节讨论长棍。

### 人寿研究十一投资长棍

人寿的投资组合中，获利最丰厚部分，依赖于“长棍”。观察表9-2，可以看到，2007年以后，人寿股份的投资组合，大致维系“定期存款”30%，（回报率在过去接近4%），“持有至到期投资”20%，（回报率在过去接近4.5%）。“可供出售资产”占45%，回报率（7%）。大约可得到整体投资组合的回报率是 $ROE = 5.25\%$ 。

图11-1人寿投资组合Vs 收益率



按照A股上市《招股书》中，第1-1-200的说明，从2007年1月1日起，投资资产的确认和计量，遵循《企业会计准则第22号-金融工具确认和计量》的规定，上述这三者的资产分类，是根据“持有目的”划分。

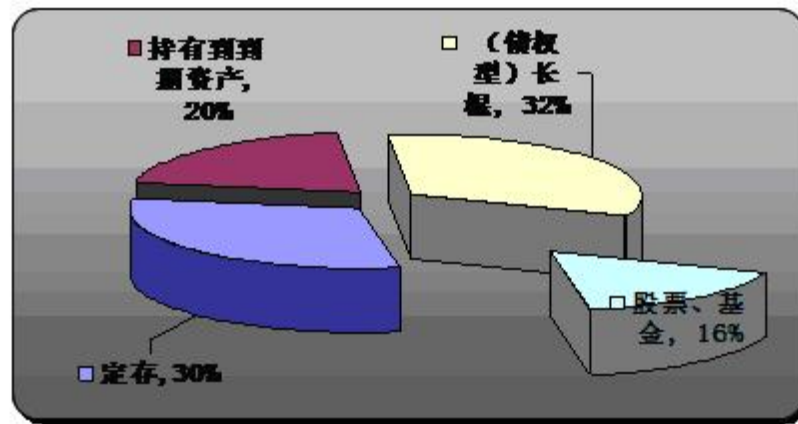
从考察便利性上，另外一种划分法，是按照种类来划分。长棍之中，由2部分构成：债权型和股权型。下表进行了分拆，可以看到，和“持有到到期投资”中，债券成分以长期固定利率的国债为主不同。长棍中，债权型部分，以政府债和企业债为主，两者占长棍的76%。

表11-1 可供出售金融资产分拆

年度	可供出售 ( 债权型 )	债权占比	可供出售 ( 股 权型 )	股权占比	债权汇总	债权占比
2003	65,598	30.75%	10,556	4.95%	65,598	30.75%
2004	63,935	18.94%	18,453	5.47%	143,538	42.53%
2005	82,553	19.03%	40,133	9.25%	228,850	52.75%
2006	176,868	29.94%	62,595	10.59%	353,427	59.82%
2007	214,382	27.42%	176,131	22.53%	410,085	52.45%
2008	353,260	40.85%	68,119	7.88%	565,189	65.35%
2009	341,025	31.07%	182,286	16.61%	576,124	52.49%
2010	354,576	28.69%	197,634	15.99%	600,803	48.61%

2007年以后，债权型长棍平均占整个投资组合32%，和前面“持有到到期投资”的债券，合起来占整个投资的52%。而股权部分，从2007年以后，约占16%。分拆如下图：

图11-2 人寿投资组合分拆



相对来说，政府债（比如城建债）及企业债（比如华能债），多数发债期限比定存更长，票面利率也更高。比如2011年大唐国际发电股份有限公司公司债券（简称：11大唐01），发行期限就是10年，票面利率 5.25%，每年付息一次，有些质地稍微差一些的，票面利率便更高，比如2011年横店集团控股有限公司公司债券（简称：11横店债），同样也是10年期，每年付息一次，票面利率是6.3%。这两者票面利率差异，显示的便是债券质地差异。

由于债券年限（10年）远长于银行定存（3-5年为主），息率又从一开始可以锁定。如果选择得当，根据保单收入负债对应进行匹配持有，便可以在平衡资产负债的期限、收益率的同时，还可以提早防御流动性风险。但主要是要对债券选择得当，特别是次级债部分。

如同前面所说，传统上说，寿险公司，最重要的社会职责，不是服务于股东，利润最大化，而是对信托人的责任，因此需要提取高额充足的寿险责任准备金。股东随之获得盈利，只不过是搭乘顺风车而已。80年代以来，源自美国金融体系的，强调股东利益最大化竞争思维，慢慢淡化了源自欧洲的这一传统思维，进一步的，管理层以股东利益最大化为导向，强调高薪激励，演变出很多不注重风险而追求短期利益的操作，最终有负信托责任，也伤害股东利益。

中国的保险行业，从文革废墟中重新开始，经历90年代的高额定息保单冲击，（即利差损问题）。保监会快速成立，紧急叫停各种高息长期保单，重新从最保守的传统保险起步，勒令保险公司将保单负债资金大量存于定存，再慢慢放开到国债、企业债、股权。

情况如同中金公司的分析师周光所说：“对中国人寿来说，从04年开始，最晚从05年开

始，压缩存款提升债券的比例，06年又大幅提升股票投资比例。从长远来看，保险资金的运用在中国的国情下和经济发展态势上在资产配置上比较合理，15%左右的股权投资，55%-60%的债券投资，15%-20%的存款。存款在很多国家是没有这一项的。在中国这是一个特殊情况，我估计还会维持很长一段时间，但会有一个逐渐下降的过程。”

将收到的保费，存入银行做存款，实际上是一件很奇怪的事。因为保险业务，承担了风险，付出了额外的开支，因此，最终付给保单持有人的分红，势必是定存部分收益减去这部分开支之后再扣除，因此，一定跑输银行存款。而对于保单持有人来说，拿保险公司的分红，去和银行定存比较，是一件直观易行的事，特别是在银保渠道上，更经常做这种比较。因此，长期来看，这一资产组合，必将继续慢慢减少定存的份额，增加股权或者其他更高回报率资产。

由于保险产品保费收入和保险责任之间，存在杠杆性质，因此，更需要强调资产配置在时间上和保单负债的匹配，如果能够在更长期中，与保单收入负债对应，锁住固定收益，便能更好平衡流动性风险。

根据《第一财经日报》2005年，陈天翔《资产负债期限不匹配》一文所引用美林Samir的数据，中国保险业的平均资产期限为4-7年，而平均负债期限为15-18年。当然，这是2005年的数据，2006年以来，很多是两全型分红寿险，期限多在5-10年间。因此，这一资产-负债期限平均差距，会缩小很多。

但无论如何，管理风险，正是保险公司的核心所在。这正是人寿股份在年报中所强调的：“流动性风险是指本集团不能够获得足够的资金来归还到期负债的风险。在正常的经营活动中，本集团寻求通过匹配投资资产和保险负债的到期日，以降低流动性风险”。任何背离了这一管理原则的公司，迟早都出问题。

下表是截止2010年年末时，（债权型）长棍和“持有到期资产”的债券，汇总起来的债权型投资的逐年流入现金流。

表11-2：债权型投资预期逐年现金流

年度	账面价值	一年內	收益率	1-3年	收益率	3-5年	收益率	五年以上	收益率
2007	443,181	17,126	3.86%	74,609	16.83%	72,487	16.36%	521,966	117.78%
2008H	500,543	34,506	6.89%	101,285	20.24%	74,024	14.79%	554,754	110.83%
2008	575,871	49,178	8.54%	108,633	18.86%	77,224	13.41%	571,228	99.19%
2009H	537,245	33,961	6.32%	98,099	18.26%	63,659	11.85%	585,658	109.01%
2009	582,285	27,803	4.77%	91,257	15.67%	85,270	14.64%	686,923	117.97%
2010H	602,267	27,841	4.62%	76,091	12.63%	99,305	16.49%	709,760	117.85%

2010	608,142	42,602	7.01%	68,533	11.27%	97,955	16.11%	733,144	120.55%
------	---------	--------	-------	--------	--------	--------	--------	---------	---------

这张表格的目的，不是要读者去观察回报率。该表格和表 9-2 的回报率不同，因为数据不匹配，比如2008年时，账面价值575,871，但一年内的现金回报是49,178，如果这样去理解，便以为一年收益率达到8.54%。这是错的。因为该资金流入不仅仅是账面价值在该年度所带来的收入，而是因为5年期债券到期增加而已。

要重点观察的是最后一项，最后一项说明，从2007年开始，无论哪一年，债权型投资的主要到期日，均是锁死在5年以后。然后逐年有稳定现金流回报。

2008年买入部分，回报最低，因为该年发生金融海啸，央行放水，利率走低，因此该年买入的债券，拖低了总体回报，但随后在2009年及2010年，已经通过购买更多长期高息债券，弥补了该问题。特别是2010年，随着央行加息，人寿将保费在长棍中部分，加码到平均期限更长的债券上，所以，更多的债权收益，是向后推移。

由于人寿A股是2007年上市，只公布到2006年年报，而且对5年以上债券，没有提供进一步详细数据，因此，更多更早的证据，可以看港股年报。虽然人寿股份喋喋不休的从法律上撇清，该两份年报由于准则不同，不能以港股年报数据来质疑A股年报。但债券投资一项，港股年报公布的准则，是分别以摊余成本和公允价值估算的数据，2008年以后，由于会计准则修改，只有公允价值，而且数据也做了调整，但大致接近，可做对照。下表正显示了其持有债券年限。

表11-3 债权型债券持有年限

年度	一年以内	一年至五年	五年至十年	十年以上	五年以上合计
2003	2.29%	17.94%	51.08%	28.70%	79.77%
2004	0.74%	33.41%	48.97%	16.88%	65.85%
2005	1.06%	21.00%	38.02%	39.93%	77.95%
2006	2.09%	22.08%	27.67%	48.16%	75.83%
2007	0.79%	16.31%	31.71%	51.19%	82.91%
2008	5.80%	17.65%	30.92%	45.62%	76.55%
2009	1.47%	13.82%	29.04%	55.67%	84.71%
2010	3.77%	10.87%	29.55%	55.80%	85.36%

可以看到，人寿股份在2006-2007年前后，在债权型证券的分布上，做了一个战略调



整。明显将大比例的资产，集中在十年及以上的债券上。除了2008年因海啸利率较低买的较少，而将资金保持在一年以内，持币观望，以应付可能更深刻的危机外，海啸一过，即刻又恢复这种战略。而且截止到2010年时候，5年及以上的债券，已经占据了85%以上。而且以2007年为分界线，如果和2007年以前比较，10年以上债权型债券的比重，明显大幅增加。

从这一点便可以看出人寿的战略部署。一方面是锁住收益，另一方面，也对应于保单负债，配置更加长期的债券。这反过来也意味着，如果资产-负债匹配合适的话，保单负债实际也是慢慢向后推移了。这从另外一个侧面，印证了人寿的保单收入，实际上是慢慢从短期保单，切换到更长期限的保单上去。将投资资产的期限，特别是在组合中，占大头的债权型资产期限，向后推延，正是显示了人寿股份，在管理负债-资产匹配期限时的功力。

至此，已经分析了人寿股份的投资项目中，三大主要部分，定存，30%。国债为主的持有债券20%，政府债和企业债为主的债权型长棍32%。三者合占整个组合82%以上。从这个组合，可以看出人寿的投资，遵循如下战略：

- 1. 人寿投资的投资期限从短到长，分别是定期存款<持有到到期资产<债权型长棍。从而形成一个3年到10年甚至以上的序列，来匹配为期3-10年不等的保单负债，消除流动性风险。
- 2. 2007年以后，定存约占30%，而且新收到的资金，根据这部分比例配置的定存，也尽量放在更长期的资产，比如5年定存上。
- 3. 持有到到期资产及长棍，以债券为主，占整个组合52%以上，其中又有50%以上配置在10年债券，总共85%以上配置在5年以上长期债券上。55%配置在10年以上债券上，将资产期限久期延长。
- 4. 收益率上，无论是定存，持有到到期资产，债权型长棍，几乎均是从一开始买入，便尽量锁住到期收益。
- 5. 人寿股份的投资组合，大致维系“定期存款”30%，（回报率在过去接近4%），“持有至到期投资”20%，（回报率在过去接近4.5%）。“可供出售资产”占45%，回报率（7%）。大约可得到整体投资组合的回报率是ROE = 5.25%.
- 6. 这个组合的稳定性及所锁定的匹配性，从2007年以后到现在，是越做越好。而且其中还经历了金融海啸，可以看出操作上的灵活性。
- 7. 下表是每年人寿股份的投资收益率假设，根据人寿 2010年年报第104页“重要会计政策和会计估计”，(P)之(1)“对于未来保险收益随对应资产组合投资收益变化的保险合同，本集团根据对应资产组合 预期产生的未来投资收益率，确定用于计算未到期责任准备金的折现率”。人寿股份的精算师，设计保单时，便是根据这一收益率假设来进行精算。

表11-4 人寿股份每年的投资收益率假设

年度	收益率假设	
----	-------	--

2003	3.65%	5.00%
2004	3.70%	5.17%
2005	4.00%	5.20%
2006	4.60%	5.40%
2007		5.50%
2008	3.63%	5.50%
2009	4.40%	5.00%
2010	4.58%	5.00%

从数据看，从2004年以后到2010年，收益率假设的平均值，大约是5.25%。可见这个投资组合分析和现实的接近性，而且过去2年，所假设的收益率，实际比现实收益率低。因此，中间是赚钱，不会出现之前的“利差损”问题。

下一节，探讨人寿股份投资组合的股票

### 人寿研究 ( 十二 ) 股权、基金投资

市场的分析人士，常花很多精力关注人寿投资的持股。如同笔者前面强调了好几次的，“整体投资成绩，由组合中一系列占比最重的资产的投资成绩决定”。人寿股份的投资组合中，其中定期存款、持有到期资产及长棍的总组合，合共占到82%以上，并且其收益及期限，已经和保单做了匹配。因此，剩余约16%的股权型长棍投资，对于组合的整体长期收益来看，影响远比市场经常以为的为小。作为投资部分的最后一项，下面探讨这部分投资。

人寿股份公司的股权投资范围，实际是受保监会监管。现在执行的投资政策，是保监会2010年7月30日颁布的《保险资金运用管理暂行办法》，其中第十六条第三项规定：“投资于股票和股票型基金的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的20%”。

2010年8月11日，保监会又出了一个《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》，其中第三条第2项：“保险公司投资证券投资基金的余额，不超过该保险公司上季末总资产的15%，且投资证券投资基金和股票的余额，合计不超过该保险公司上季末总资产的25%。”

这个《通知》除了更加细化之外，和1个多星期前的《办法》的主要区别，是20%和25%的差别，即“股票型基金”和“证券投资基金”的差别。从标的角度划分的话，“证券投资

基金”涵盖的范围，比“股票型基金”范围大，涵盖股票基金、货币市场基金、债券基金、混合基金：60%以上的基金资产投资于股票的，为股票基金；80%以上的基金资产投资于债券的，为债券基金；仅投资于货币市场工具的，为货币市场基金；投资于股票、债券和货币市场工具，并且股票投资和债券投资比例不符合股票基金、债券基金规定的为混合基金。因此，这个细则，是将20%的股权投资放到极致，而且还允许额外5%的混合基金。这意味着变相持有股票份额的提高。

相比于这一正式成文规定，此前保监会限制保险公司的股票投资，多数是采用非正式通知的形式，同时，也是一个逐步放松的过程。2005年开始，保险资金获准入市，保监会控制的实际投资比例在1%-2%之间。2005年末，保险行业资金直接入市比例为1%。2006年上半年，保监会将这一比例上调两个百分点，后来进一步提高到5%。2007年7月，根据《上海证券报》报道，保监会出了一个非正式通知，其中规定，“拥有股票投资资格的保险机构，其投资A股股票比例由占上年末总资产的5%升至10%；同时，保险资金投资证券投资基金（不包括货币市场基金）比例由15%降到10%。总体保险资金权益类投资上限为20%。”

因此，权益类投资的比例，是从1%-》3%-5%-20%的过程。而这个过程，也是人寿股份“可供出售金融资产”收益率逐步提高的过程：

表12-1 可供出售金融资产收益率

年度	可供出售金融资产	收益	收益率
2003	76,154		
2004	82,388		3.40%
2005	122,686		3.70%
2006	238,778	10,094	5.59%
2007	417,513	43,568	13.28%
2008	424,634	30,394	7.22%
2009	517,499	37,705	8.00%
2010	548,121	40,082	7.52%

可以看到，2007年以后，长棍收益率的逐步提升，正是得益于这一政策性放宽，而且期间历经金融海啸波动，收益率仍维持在7%以上。这说明，增加的权益类投资，虽然占人寿股份的组合比例低，但对于收益率提升，却很关键。其原因，是债权类收益，受市场发行容量限制，而且承担的风险低，因此收益率有玻璃顶，赚极有限。而权益类收益，却可以达到15%甚至更高比率，比如A股疯狂时，甚至达到50%，有时动辄翻倍的疯狂境

界。

下面进一步来分拆股票及基金的投资收益。如同前面所说明，股票和基金，2007年以后，只占总投资资产约16%，而且多数摆在长棍，不进行短炒。长棍中，公允价值的波动，放入净资产计算，但没有体现在利润表。因此，利润表中的投资收益一项，实际来自以下数项：债券收息、基金分红、股票分红以及少量的股票、基金卖出。

表12-2股权型基金和股票比重

年度	投资资产	可供出售金融资产	基金	基金/投资资产	股票	股票/投资资产
2003	279,248	76,154	10,556	3.78%	0	0.00%
2004	374,890	82,388	16,013	4.27%	0	0.00%
2005	493,686	122,686	17,164	3.48%	1,147	0.23%
2006	685,949	238,778	26,514	3.87%	15,728	2.29%
2007	850,207	417,513	60,624	7.13%	115,507	13.59%
2008	937,098	424,634	29,890	3.19%	38,524	4.11%
2009	1,172,093	517,499	78,250	6.68%	104,036	8.88%
2010	1,336,161	548,121	97,324	7.28%	100,310	7.51%

在2010年年报P97之4F(ii)，“金融资产会计制度”一项，是关于这一问题的清晰表述：“除减值损失及外币性金融资产形成的汇兑收益外，可供出售金融资产公允价值变动计入股东权益。待该金融资产终止确认时，原直接计算入权益的公允价值变动累计额，转入当期损益。可供出售债务工具投资在持有期按实际利率法计算的利息，以及被投资单位已宣告发放的现金股利，作为投资收益计入当期收益。”

如同前面说明，长棍中的债券部分，由于多数是放在5-10年后才到期，所以当期收益，体现的是逐年收息的收入。但股票、基金不同，其净值变化，不体现在利润表。如果是市道不好减值，则直接在净资产减去，只有在股票、基金卖出时，才从净资产减值中提取出来，一起放入投资收益。

那么，可供出售长棍中的股票和基金，是否一直持有不动？下表是对该问题的进一步考察，股票分红按=2%计算，从长棍的逐年收益，减去可供出售资产中，债权所受到利息部分，再减去基金和股票分红，便可以得到实际股票和基金的减持收益。

表12-3 减持股票-基金收益

年度	可供出售金融资产	收益	可供出售（债权型）	债权收息	基金	基金分红（模拟）	股票	股票分红2%	长棍减持收益
2003	76,154				10,556		0		0
2004	82,388				16,013		0		0
2005	122,686				17,164		1,147		0
2006	238,778	10,094	176,868	5,043	26,514		15,728		5,051
2007	417,513	43,568	214,382	8,591	60,624	1,802	115,507	2,310	30,865
2008	424,634	30,394	353,260	13,532	29,890	3,000	38,524	770	13,092
2009	517,499	40,082	341,025	13,885	78,250	2,052	104,036	2,081	22,064
2010	548,121	37,705	354,576	15,135	97,324	4,013	100,310	2,006	16,551

可以看到，长棍中的股票及基金，虽然有一部分也是封闭式基金及长期持有的股票，但也并不是完全不卖。2007-2008年，股市好，估值高了，就多卖点。2009-2010年，股市淡，就少卖点。从基金和股票的绝对面额数量，也可以看见卖的频率也很频繁，也即是说，尽管被列入在长棍，但实际上碰到2007-2008年的市场，也经常短炒换手，而不是继续长拿，这一方面可以看见其投资的灵活性，但另一方面，短炒也意味着带来收益上的不可预计性及面额的波动。

考虑到报表中，资产统计是每年的年末，而收益是一整年年度。一开始入账为长棍的，随着股市泡沫，也可以随即卖出，从而入账收益会放在短棍收益里面。因此，要真正统计出基金和股票的投资收益。要将长棍和短棍放在一起考虑。下表是计算，已经实现每年股权类的投资收益率。

表12-3 权益类投资收益率

年度	长棍基金	长棍股票	短棍	合共	短棍损益	长棍减持收益	收益合共	收益率
2003	10,556	0	5,168	15,724		0		
2004	16,013	0	5,514	21,527		0		
2005	17,164	1,147	26,119	44,430		0		
2006	26,514	15,728	37,289	79,531	5,475	5,051	10,526	13.24%
2007	60,624	115,507	25,110	201,241	30,873	30,865	61,738	30.68%
2008	29,890	38,524	14,099	82,513	2,021	13,092	15,113	18.32%

2009	78,250	104,036	9,102	191,388	154	22,064	22,218	11.61%
2010	97,324	100,310	9,693	207,327	229	16,551	16,780	8.09%

这个收益率数据真正体现人寿股份投资中，权益类已实现部分的每年收益率。年年有正值，考虑到权益类投资政策的大幅度开放，是从2006年底开始，2007年碰上股市泡沫，2008年则是金融海啸，所以持有A股，一方面，持有不动部分，账面资产大起大落，另一方面，出售所得收益，也会大幅波动。

回头看上述年报中所说明的入账方法：当股市跌，引起面值下跌（浮亏）时，直接在净资产中减值。如果股市上涨，不卖出，则同样在净资产中做公允价值变动（浮盈）冲回来，如果股市下跌后，突然急速上升，引起股票卖出，则连同之前在净资产减值部分的累积数据，一同冲回来，然后放入损益表中，作为当期利润入账。

这说明，股市低迷时，缩水的部分，在净资产中销蚀，使得账面计算成本降低。而一旦市道向好，则账面的利润，不但体现了真正买入价与实现投资收益间的差距，还包括了之前已经销蚀部分的冲回，因此会放大当期股市向好对整体投资成绩的计算影响。

要衡量整体投资收益率，便必须考虑这一波动对放入净资产的“综合收益”数据。如同《净资产》一节所计算，2007年到2010年，公允价值的综合收益刚好大约抵消。因此，上述这个已实现收益，便大约是这个周期的投资收益。

可以看到，实际上，人寿股份已实现的投资收益，是相当不错，刨除持有不动，只受市值影响部分，即使跨过2007-2008年大起大落的周期，仍然保持了10%以上实现收益。以内部收益率保守计算，大约在12%-15%之间。以这个收益率，来对应占组合16%份额的权益类资产，和可供出售的金融资产中，债权型长棍部分，合起来，长棍整体上可以获得超过7%的投资收益，比定存、国债、企业债的收益都要高得多。

从这一角度说，投资股权所需要的知识水平，不需要像债券投资所需要知识那么复杂，但却可以获得更高收益。如耶鲁大学管理基金斯文森在《机构投资的创新之路》中所指出，资产配置决策是组合管理的基础，也是投资收益的最大决定因素。相对于选择时机和选择证券而言，资产配置是一个相对容易，同时又形成系统化稳定决策的重要因素。而对于一个大型投资组合来说，在决定了资产配置比率之后，进一步分散风险的方法，是分散持股，动态平衡。

耶鲁大学基金的特点，是每年都有贴近甚至高于通胀的预算支出，用以支持学校的教育运转。如同斯文森所评述，直到2005年6月，所统计的其他教育捐赠基金，大约有超过28%的资金，投资在债券和现金上，因此拖低了投资收益率。长期上，要获得最大化收益，必须坚持以股权为导向的投资方式，再在此基础上，通过资产配置，持有不同类别资产来分散风险。

但是人寿保险公司的资产管理又不同。由于担负长期信托责任，因此，决定了投资组合的资产负债管理，是久期匹配和收益率匹配之后，才进行收益追求。如同缪建民的书中所指出，“保险公司的组合性质，就是一只偏债型基金，和一只基金中的基金。必须集中管理以减少费用。同时，由于信托责任以及对于流动性风险、利差损风险、再投资风险防范，从保守的方法上看，配置的策略是负债配置固息产品，资产净值配置权益类产品。”

表12-4净资产Vs权益类投资

年度	投资资产	可供出售（股权型）	占比	上证指数	股权/上证	净资产	净资产-股权
2003	213,346	10,556	4.95%			54,581	44,025
2004	337,490	18,453	5.47%			57,500	39,047
2005	433,852	40,133	9.25%	1,161	35	62,951	22,818
2006	590,813	62,595	10.59%	2,675	23	98,994	36,399
2007	781,810	176,131	22.53%	5,262	33	169,771	-6,360
2008H	854,261	100,124	11.72%	2,736	37	127,424	27,300
2008	864,835	68,119	7.88%	1,821	37	173,947	105,828
2009H	1,043,060	136,952	13.13%	2,959	46	151,912	14,960
2009	1,097,581	182,286	16.61%	3,277	56	211,072	28,786
2010H	1,242,862	136,576	10.99%	2,398	57	191,739	55,163
2010	1,276,485	197,634	15.48%	2,808	70	208,710	11,076

可以看到，2007年开放权益类投资限制以来，尽管人寿股份的资产和净资产继续增长，相应的权益类投资比率，也随之增长，亦步亦趋。始终保持权益类配置略低于账面净资产，并且随着净资产增值而增长这一策略。上述的数据，便真正体现了“负债配置固息产品，资产净值配置权益类产品”这一投资思维。

通过将配置权益类部分控制在资产净值之内，意味着名义上，无论股市如何波动，对于作为负债的保单责任准备金，均有足够的保底资金在保单到期时来偿还，而不需要理会股市波动的风险，可以按照原定策略配置股票持有。但这并不意味着，配置的权益类资产所赚到的钱，是完全属于股东所有，相反，这种配置只是一种保底，可以维持组合的配置在策略上，不需要受客户保单压力而被迫卖出股票。

在实际运作上，由于类似分红险必须有足够高的分红才能吸引客户继续购买或者持有，从而，必须有超越债券及定存的，来自股市的超额收益，才能高比例分红给客户以维持对客

户的吸引，2007年国寿派更多特别红利给鸿丰保单持有者，便是这一例子。所以，估值计算上，不能粗暴的认为债券、定存，就是客户的。股权，厚利的部分，便是股东的，这是错的。

进一步观察组合的股票持有策略，考虑到如果作为长棍持有，账面面值会随着股市价格浮动而起伏，因此笔者特别做了一系列“股权面值/上证指数”，以考察撇除面值波动之外，其持有权益类资产的变化。可以看到，从2006年开始，股权面值相对于上证指数，是一路增加。这意味着，除了炒卖之外，持有部分，虽然有时会换股，但整体上，持股数量总额，是一路增加，而该部分增加，正是贴着股东权益数额增加。特别是2010年，尽管上证指数低迷，但人寿股份的持股，仍然继续增加，这说明其操作策略，正是源于上面所说明的，“股权份额紧跟净资产走的策略”。

从长期来看，由于人寿保险仍处于增长期，净资产仍然会一路增加。特别是，从前面的分析可以看到，随着金融市场向纵深发展，保险公司收到的保单净负债，可以配置久期更长的债券及股票，从而在过去数年间，人寿股份的投资策略，一直是努力将投资资产的久期延长，并且增持权益类股票。

在增长期间，保费的增长，除了债券市场发展外，也需要增长更多权益类股票才能在长期下获得更大收益，从这一角度上说，股市在短期内快速上涨，很可能导致除了因为估值修复必须卖出一定量股票外，新收到保费，却可能买不到价格合适的权益类资产，相反，股市在3-5年内的低迷，反而对于人寿股份的投资来说，很可能是一种利好，这样一种利好，一方面表现在可以将不断收到的保费，在低价位增持股票外，也表现在客户退保率的降低的同时，降低客户的期望，而不需要派出类似2007年的特别红利。

人寿研究 ( 十三 ) 投连险和市场份额

这一节，讨论投连险和市场份额问题。

在人寿股份的增长期，随着保单面值的提高，以及保单数量的增长远大于退保部分，负债会不断膨胀。特别的，在会计账目上，集中体现在“准备金”一项，占负债近90%比例。从数据可以看到，这部分集中是分红险和传统寿险。

另外还有一小部分是投连险和万能险。2008年以后，由于会计准则修订，投连险部分 被从寿险中分拆出来，因此《负债表》中，多了一项“保户储金及投资款”，这一项，显示的就是人寿股份业务中，累积的投连险合同及分拆后的万能险投资部分。 由于2008年以前，A股的相关数据合并在一起，所以笔者从港股数据拆回来，模拟出相关数据：

表13-1 投连险占比

年度	总负债	寿险准备金	占比	健康险准备金	占比	保户储金	占比



2003前	251,926						
2004	349,866						
2005	458,432			2,549		44,102	9.62%
2006	610,619	492,011	80.58%	2,873	0.47%	48,612	7.96%
2007	723,262	553,939	76.59%	4,028	0.56%	53,424	7.39%
2008	812,622	643,694	79.21%	7,772	0.96%	65,050	8.00%
2009	1,013,481	802,895	79.22%	6,328	0.62%	67,274	6.64%
2010	1,200,104	1,000,483	83.37%	8,413	0.70%	70,087	5.84%

可以看到，从2007年以后，寿险准备金占总负债的比重，一路增加，5年时间，总额翻了一倍。而投连险（及分拆后的万能险）虽然总额继续增长，但比重却一路减少。这说明，在精算假设没有变化的情况下，过去数年，人寿股份是在集中做分红险和传统寿险，而没有有力推投连险。

07-10年间，A股行情有起落，但在经营上，可以看到，投连险的比重受压缩，几乎无视股市行情。这说明人寿股份的经营策略上，是集中关注分红险和传统险等“保险业”生意，而不是去催谷投连险、万能险这类类似于“基金”的保单，以增大名义上的Market Share.

事实上，这两类险种的盈利模式不同，投连险类似于基金，赚的是手续费、管理费，而分红险和传统寿险，赚的是承担风险、管理风险的利润，利润率也因之不同。虽然看起来投连险和万能险分拆后的业务，保险公司不需要再承担风险部分，无本生理，纯属锦上添花的生意。但是，其管理费本身低得可怜，下表是投连险的历年利润率：

表13-2 投连险利润率

年度	保户储金	账户管理费	投资管理费	合共	利润率
2003				0	
2004				0	
2005	44,102			0	
2006	48,612	84	120	204	0.42%
2007	53,424	123	92	215	0.40%

2008	65,050	274	77	351	0.54%
2009	67,274	567	160	727	1.08%
2010	70,087	567	253	820	1.17%

可以看到，就算2006-2007年股市大涨，投资连接险的专户手续费率，也只有 0.5%，而且该管理费还与账户净值挂钩。但另一方面，销售该保险的灯油火蜡费用，却有固定成本，而且投资管理上，还得开出独立的分离账户去管理，因此，一旦股市低迷，赚的管理费很可能都抵不过营销费用。

利润率低下的原因，是这种名为保险，实为基金的业务，各家基金公司都能做，保险公司只不过顺路搭送一个简易保险，其投资业绩又非常直观，顾客分分钟可以比较净值，看各家业绩高下。竞争剧烈，利润率自然低。要提高利润的方法，只有寄希望于资金管理者能够每年不断短炒，一年业绩胜似一年，且又能跑赢同行，便可以吸引投资者长期保留该账户，年年坐收管理费，以分摊开始的营销费用。但这又谈何容易！

但对保险公司而言，做投连险、万能险生意，有一个好处。该种保险和传统寿险、分红险不同的地方是，由于只承担很少比例的投保风险，因此需要的核心资本甚低。按照保监会规定，投资连接产品偿付能力额度是（ $1\% \times \text{准备金} + 0.3\% \times \text{风险保额}$ ），而分红险准备金，则需要4%。这对于保险公司而言，在核心资本有限的情况下，作投连险生意，便可以用更大比例的杠杆以放大资产。

各家保险公司，或者核心资本金有限，或为做大市场份额，争取名声，又或要上市，引人增资，销售起来又简单，客户投保额任意，无需经纪人为顾客度身定做，所以便都一拥而上，门槛既低，从事者众，自然利润稀薄。但究其实，名义收入虽多，实际利润率却极低。

林森池在2007年12月14日访问中对听众的问题：“根据资料，2628的市场占有率不断收缩，点睇？”便回答说：“呈交保监局的收入数据中，任何保金都当作收入。然而根据2628的会计制度，投资部分不当作收入，只当作deposit，不计入P&L。但上报保监局时连deposit都要当作收入上报，因此在统计上2628的投资部分不够其它公司多，但其实此类基金保单的利润率较低。”正是说明了上述这一问题。

下表是根据保监会数据，计算出来的人寿股份市场份额：

表13-3 按保监会数据计算人寿股份市场份额

年度	行业总保费	人寿股份	比重
2003			
2004	31,935,859	14,969,672	46.87%

2005	36,462,273	16,068,122	44.07%
2006	40,610,901	18,383,944	45.27%
2007	49,489,681	19,661,065	39.73%
2008	73,375,667	29,559,123	40.28%
2009	81,441,830	29,504,071	36.23%
2010	105,008,832	33,303,977	31.72%

可以看到，自2004年开始，人寿股份的“市场份额”一直在缩水，根本不是一天两天的事，以2009年和2010年达到最低点。但回头对照表9-1，寿险准备金却一路高速增加，特别是2009年和2010年，增长幅度达到年24%，远胜前数年，这正说明了人寿股份利用募集回来雄厚的资本金，集中于传统寿险和分红险，而没有以投连险、万能险滥竽充数。而对应于寿险准备金的急速增加，是偿付充足率的下降：

表13-4 偿付充足率

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
395%	315%	273%	253%	525%	310%	304%	212%

偿付充足率保监会另有一套算法，212%也同样只是一个表面数据，并不意味着人寿在未来数年没有资本可以继续发展。不过不在此处进一步论述。要观察的是，人寿在港股和A股上市后，核心资本金充足，因此偿付充足率极高，特别是2007年，达到525%，但这在保证了保单持有人的偿付能力的同时，却意味着股权回报率仍有大幅的提升空间。从2007-2010年，偿付充足率的下降，正对应于“寿险准备金”的大幅提升。这说明人寿能够恰如其分的将募集来的核心资金，用于承接更多需要核心资本的保单，而不是去冲投连险和万能险。人寿股份的管理层，能够不图“市场份额”虚名，而专注做本行正规保险生意，正是脚踏实地的表现。

2009年12月22日财政部发布的《保险合同相关会计处理的规定》(即所谓新会计准则)，按照该准则规定，如果保险合同含保险风险和其他风险，能够区分并单独计量，则应进行分拆。分拆后，属于其他风险部分的收入，不计入保费收入。这显示了监管当局的精神：通过会计准则和监管规则，来让保险公司专注主业，而不是不务正业，去和基金公司抢薄利生意。

这一分拆，令到投连险和万能险被从保费中分拆出去，使投连险和万能险虚增的保费原形毕露。以平安人寿为例：其2007年寿险保费收入中，分红险保费为304亿元，占比38.4%，而万能和投连保费则分别占27.1%和6.1%。2009年，万能险“智盈人生”的保费

收入占个险渠道总保费收入的51%，因此，按该新会计准则，其实足保费和市场份额，便急速下降。

所以，如果要横向比较保险公司的话，不能简单看保费增长幅度，还得看接的是什么保单，利润率有多少。市场上的分析师，常常以保费增长幅度，又或以“市场份额”对保险公司进行比较，均是不仔细观察具体业务而造成的错误。

顺便说一下，还有另外一个不仔细观察业务的例子，前面有个读者，根据康宁寿险释放出来的利润来估算整体利润，也是错的。传统寿险是人寿股份各类保单中最厚利的部分，但份额只占业务10%，不可以放大来估算整间公司业务。

从人寿股份过去数年集中于分红险和寿险的经营策略，更可以看出，在过去数年间，没有出现第七节所说的，由于“盈余损耗”问题，需要接更多的非保险责任的投连险，以减少认可负债。

这主要得益于2007年上市后，财力雄厚的核心资本金，在这一点上，体现了保险行业和银行业类似的金融中介特性，银行业经常需要增资以强壮其核心资本金，比如汇丰便常“以股代息”来扩大资本金：财力雄厚，才能做更多生意，以战养战，才能将雪球滚大。这种核心财力和资产扩张，体现在人寿股份的《负债表》上，便是“寿险责任准备金”项目的不断加速增大。

下面再用一个例子来讨论作为金融机构之一的保险行业，其核心资本的重要性。

人寿股份在2003年上市之初，便设立了“中国人寿资产管理有限公司”。该公司由股份公司和集团合资而成，业务范围包括管理自有资金及保险资金，也可以受托资金管理业务。比如早期便承托企业年金服务，后来又将该服务转给养老公司管理。设立这个资产管理子公司的好处，是人寿在上市之初，将早期“利差损”的非转移保单，剥离出股份公司之外，但继续保留在集团名下，而集团又委托给资产管理公司进行管理，往来账目清晰。

由于人寿集团是人寿股份的母公司，而人寿股份又占资产管理子公司60%股份，因此，资产管理子公司所管理的属于集团公司的非转移保单，便属于关联交易。该部分交易，从2010年年报附注64便可以看出，资产管理子公司代管该部分非转移保单，收费形式是保单数量叠加保单收入，（1）保单数量，每单8元，（2）保费收入，乘2.5%。合起来是保单管理费，另外还有一笔（3）资产管理费。这部分是负责将延续保费及资产进行投资。按0.05%费率收取。笔者将其模拟为下表：

表13-5 资产管理子公司所代管集团资产

年度	保单管理费	件数	投资资产管理费	管理集团资产
2005	1,567	127	84	168,000

2006	1,555	127	84	168,000
2007	1,426	112	104	208,000
2008	1,298	97	243	
2009	1,193	85	112	224,000
2010	1,154	82	123	246,000

这部分计算出来的集团资产，比经过会计行审核的集团名义资产为低，其原因是集团资产还包括地皮、建筑等非金融资产。从数据可以看到，2007年开始，是人寿集团的非转移高额利差损固息保单的集中赔付期。

根据2006年，人寿股份的《A股上市招股书》，截止2005年，人寿集团的总资产约236，670百万。净资产-62，950百万。（注意：是负数）。简单可算出来负债为299，620百万。资不抵债，这意味着人寿集团实际已经技术性破产。

2008年的美国金融海啸，是对金融企业可能出现的致命性风险的一次活生生教育。按照保尔森在《峭壁边缘》中，对救援贝尔斯登，AIG，而不救援雷曼的辩解，有2类事件，可以直接令一家金融巨无霸一招致命。一是流动性风险，二就是资不抵债。

前者比如银行挤提，或者交易对手突然消失，市场出现塌陷，现金流断裂导致企业倒闭，但相对来说，流动性风险好处理些，只需像保尔森那样，四处游说，找到一个交易对手，或者动用美联储这种可以无限放款的机构，借钱救急，挨过去就可以了。但对于资不抵债问题，除了直接注资，买入有毒资产注销，硬生生将其窟窿填平外，别无它途，否则如果有毒资产一日比一日贬值，越拖窟窿越大。

人寿集团这类非转移保单，便属于后者，典型的有毒负债。每年的固息保单如果没有核心资本注入填数，如果投资收益率又达不到预定利率，那么负债只会越拖越大，窟窿越来越深。对于此类问题，最简单的办法，是要么快刀斩乱麻，直接将人寿集团破产。但趟在地板不还钱，会引起信誉受损及公众的连锁退保潮，引发大规模社会问题。要么就由人寿集团的母公司，财政部直接注资买单。但是，财政部不愿意掏钱买单，所以棺材朱急急找了王宪章，将这部分保单剥离出来，剩下部分，上市了事。

人寿股份的剥离方式，相较于四大银行的坏账剥离方式来说，干净很多。四大行上市前，将一堆坏账，拨到表外的资产管理公司中去，然后再由资产管理公司定向发债给四大行，再由财政部名义担保，这种方式，纯粹换汤不换药，只是将问题资产转移到表外的这一资产管理公司去，然后不断十年又十年的展期，拖得一天是一天。

这一堆表外负债，资产管理公司根本无力偿还，始终有一日必须注销，只有靠四大行的

规模不断扩大，来使得这些陈年旧账相对缩水，才不会严重伤害四大行的账目。所以2008年海啸一过，银监会趁机实施类似于巴塞尔（三）的条例，募集更多核心资金，这也是趁机为日后注销这些坏账做准备。

相对来说，人寿股份这种剥离方式最是干净。由集团承担该部分有毒负债，与上市股东无涉，但包袱在集团手中。既然财政部妈妈不愿意买单，便只有靠剥离出来的上市子公司，赚钱分红，另一方面，便是通过资产管理子公司努力炒股，提高投资回报率，如果运气好，赚多点，便可以使窟窿没那么大，运气更好的话，还可以偿付该部分保单，。

以该部分非转移保单而言，1989-1997年间由于高速通货膨胀，（1994年的通胀，是21.7%）。行业所设定的预定利率，多数是8.8%上下。从第7节的行业投资利润率可以看到，平均投资收益率只有4.71%。但人寿资产管理公司，趁着2007年股市形势大好，急剧短炒获利，为集团填平许多旧账，所以2008年管理费中，便包含了该种奖励，同时，还可以看到，还有另外一项退保奖励，说明这个资产管理子公司，还游说旧有保单持有人，及早收钱结束保单责任。这数管齐下，加上保单到期，看起来这些有毒负债责任还处理得不错，一直都在减少中。如果以每年减少12百万件来计算，大约再有7年，（2018前后）这堆有毒负债便可以彻底解决。这也和从1997年算起，20年保单吻合。下面进一步模拟人寿集团的来自资产管理公司的投资收益和来自子公司的分红收益：

表13-6 非转移保单收支核算

年度	集团管理资产	负债支出	每股税前分红	股数	分红	投资收益	收益合共	收益-支出
2005	168,000	14,784	0.05	19,324	966	8,820	9,786	-4,998
2006	168,000	14,784	0.14	19,324	2,705	8,820	11,525	-3,259
2007	208,000	18,304	0.42	19,324	8,116	10,920	19,036	732
2008	216,000	19,008	0.23	19,324	4,444	11,340	15,784	-3,224
2009	224,000	19,712	0.7	19,324	13,526	11,760	25,286	5,574
2010	246,000	21,648	0.4	19,324	7,729	12,915	20,644	-1,004

如果投资收益率以5.25%模拟计算，加上历年分红，刚好大约和管理资产按8.8% 偿还给保单持有人的支出打和。2009年增派股息，加上2007年股市有所斩获，令到该部分非转移保单的偿付压力大减，不需要再压榨子公司强行增加利润并派息。所以2007-2010年的资产管理，趁着股市高潮，大幅提高收益率，便足够填平很多旧数，对于人寿集团这对有毒负债来说，是一个良好的转折点。

如果反过来，无法通过投资收益填这笔坏帐，保单持有人又不愿意提早结束保单责任的

话，那么便只有通过压榨子公司分红了。所以，可以看到，股份公司上市以来，不断增加分红派息，其背后，也或许有大股东压榨的原因。

对于股份公司来说，不需要再面对大股东派息的压力，被迫强行将利润实现，便可以按照自己的规划节奏来规划保单，继续接更多长期保单，减少分红比率，尽管这对于试图实现短期利益的股东不利，但经营上，却因为负债-资产匹配期限延长而更有利。

回头来看，这样一种剥离方式，最是干净。其原因，是金融行业是一种杠杆运作，其管理资产，乃是通过核心资本来放大。如果核心资本中，7成真金白银，3成是有毒负债。那么，实际资本只有 $(7-3=4)$ ，以4为核心资本，按同等比例放大杠杆，其幅度，便不如现在人寿股份这种形式，以7为核心资本放大杠杆，再将赚的钱，分红以填补 $(-3)$ 部分。

相比于其他尚未将有毒负债剥离的公司，由于伤害了核心资金的增长，从而导致一系列操作的变形，或者要不断融资，或者要追求更高的投资收益率而冒更大的风险，或者要去接更多非核心资本的投连险生意，均是因为这种核心资本参杂了有毒负债而引起的经营变形。相对来说，人寿的剥离方式，更为有利于复式增长。

#### 人寿研究（上卷）结语

上卷，十三篇，从人寿股份的会计模式开始，进而探讨负债-资产匹配，从保单负债到证券投资，成为一门完整的生意，目的在于澄清市面各种错误认知。

其他主题，涉及运营，业务，估值等，等日后有机会，在（下卷）再行表述。今年不再续写了。谢谢读者捧场。