

走出投资连结保险误区的金融产品——保险信托

中国社会科学院世界经济与政治研究所 陈北

内容提要：保险信托产品在我国资本市场的发展处于起步时期，但该产品所特有的个性化理财服务功能，使其具备先天的市场竞争力。在个人投资理财过程中如何理性看待保险信托，直接关系到该产品的命运，还牵涉其他投资连结型金融产品在我国的发展。本文从保险信托同投资连结型保险比较入手，解释了比较研究的意义和理由；依据信托法理基础和投连发展的现实，研究了两者在产品定价模型与产品设计理念两方面的差异，力求揭示这种即将面市的金融产品的真实面目，以避免此类产品重蹈投资连结型保险的覆辙。

关键词：投资连结型保险 保险信托 法理基础 价格决定

一、引言

（一）问题的起因

保险信托始于英德盛于美国，且近年来在日本、台湾等东亚地区行销不衰，是极具个性化的金融产品，它不仅在解决遗产与房地产事务中有节税功能，而且可以针对不同的投资者“量体裁衣”，提供不同的理财服务，以往靠单独使用保险或信托产品会感到棘手的、甚至是无法处理的个人理财问题，利用保险信托则可以迎刃而解。但其服务的客户范围有一定特殊性，加之我国保险业近年来首推投资连结型产品时因掌握时机失当遇到波折，基金业正处在起步阶段，相关的法律还有待健全与完善，信托业刚经历过整顿，所有这些使该产品尚未被广大投资者普遍认识。但据了解，金融机构已经把下一个炒做的题材瞄准在了保险信托产品上，少数信托公司、保险公司以及保险经济公司已经注意到保险信托产品的潜在价值，但由于缺乏对保险信托产品在定价与产品设计理念上的研究，保险信托仅仅停留在金融机构的概念设计上。同时，保险信托产品具有潜在的市场竞争力，又使其在近期面市成为可能，为避免因投资者缺乏对投资连结型保险产品的理性认识，避免以往新产品“弥不有初，鲜克有终”或是“叫好的多，叫座的少”之局面的再次出现，本文专门从保险产品与信托产品进

保险信托源于19世纪中后期的英国与德国，Arthur E. Hess, *Its Origins ---- Our Heritage, Its Future ---- Our Challenge*, History Architects, U.S. Department of Health and Human Services Social Security Administration, 1967 以及?? ? ? 《人寿保险信托所生法律问题及其运用之研究》，台湾元照公司2001年版，第71页。台湾的首例保险信托是2001年3月30日财政部对外发布核准万通银行办理保险金信托业务。关于保险信托在国际金融中的发展历史请参阅陈北：《保险信托研究》，世界经济与政治研究所工作论文，2003年。

行投资连结的角度对保险信托加以研究，力求正本清源，使人们认清保险信托，最终期望投资者能够善加利用，并按照投资者的意愿不折不扣地为自己及亲人提供理财甚至更多帮助。同时也寄期望于保险信托这一舶来品，在“南橘”北移后不仅不会变“枳”，而且还会受到市场青睐，甚至起到一定程度上改善我国资本市场环境的作用。

(二) 对保险信托与投资连结型保险的界定

保险信托又称人寿保险信托(life insurance trust),是委托人转移人寿保险金债权作为信托财产的信托方式。按照美国对信托事务的定义，保险信托是保险要保人（往往同时也是被保险人）与受托人签订信托契约，由受托人为委托人保有保险契约，信托期间内受托人可收受委托人交付的款项，代为按期交纳保险费。在被保险人身故后，由受托人进一步依照信托契约约定分配、管理与运用信托财产。其运作流程如图 1 所示。

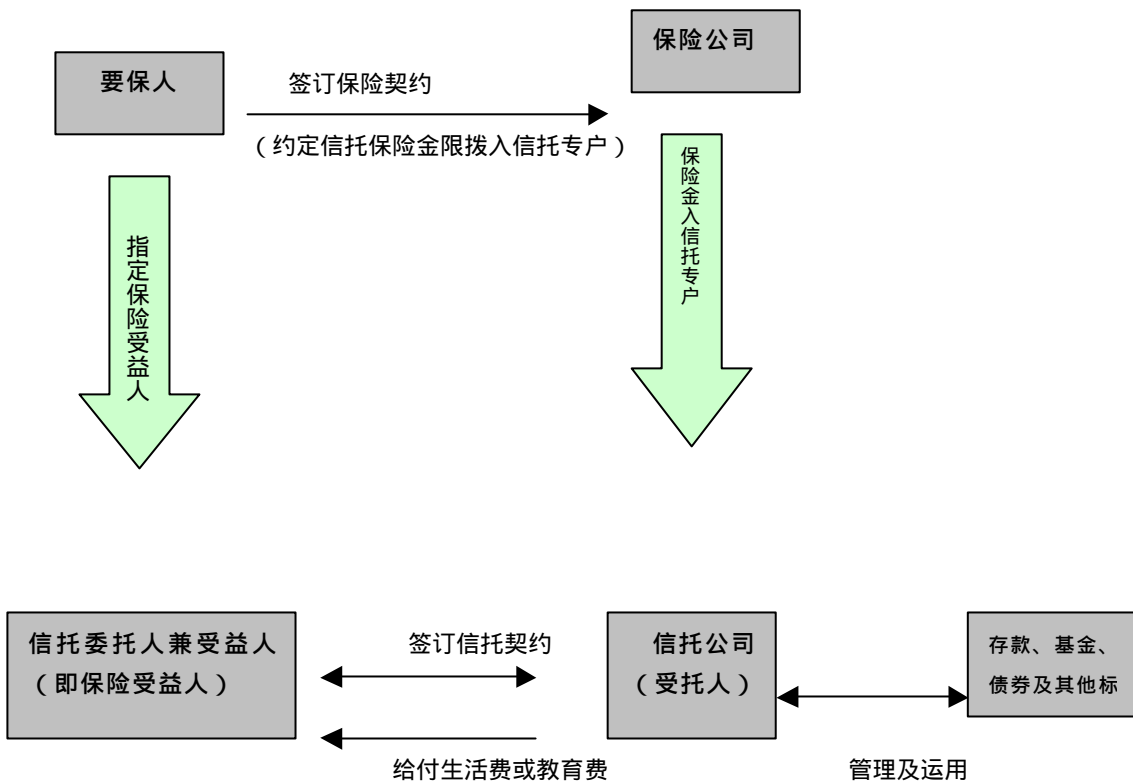


图 1 保险信托流程

投资连结保险是指包含保险保障功能并至少在一个投资账户拥有一定资产价格的人身保险产品。投资连结保险除了同传统寿险一样给予保户生命保障外，还可以让客户直接参与由保险公司管理的投资活动，将保单的价格与保险公司的投资业绩联系起来。大部分缴费用来购买由保险公司设立的投资账户单位，由投资专家负责账户内资金的调动和投资决策，将

保户的资金投入在各种投资工具上。“投资账户”中的资产价格将随着保险公司实际投资收益情况发生变动，所以客户在享受专家理财好处的同时，一般也将面临一定的投资风险。其运作流程如图 2 所示。

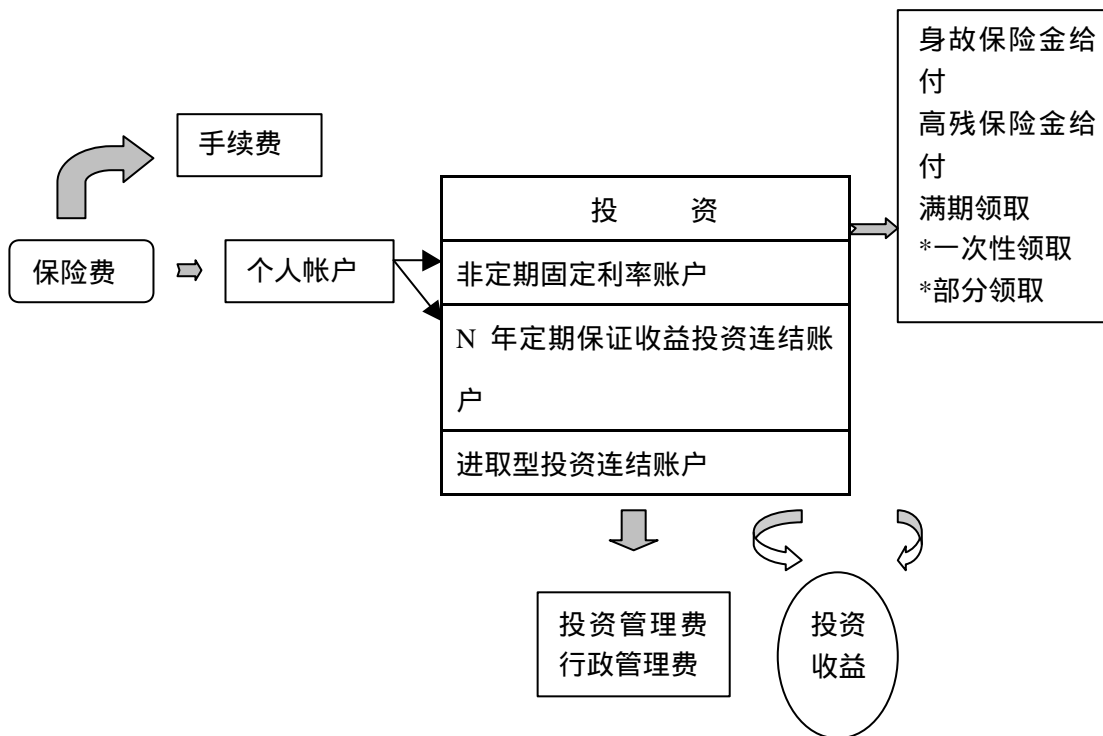


图 2 投资连结型保险运作流程

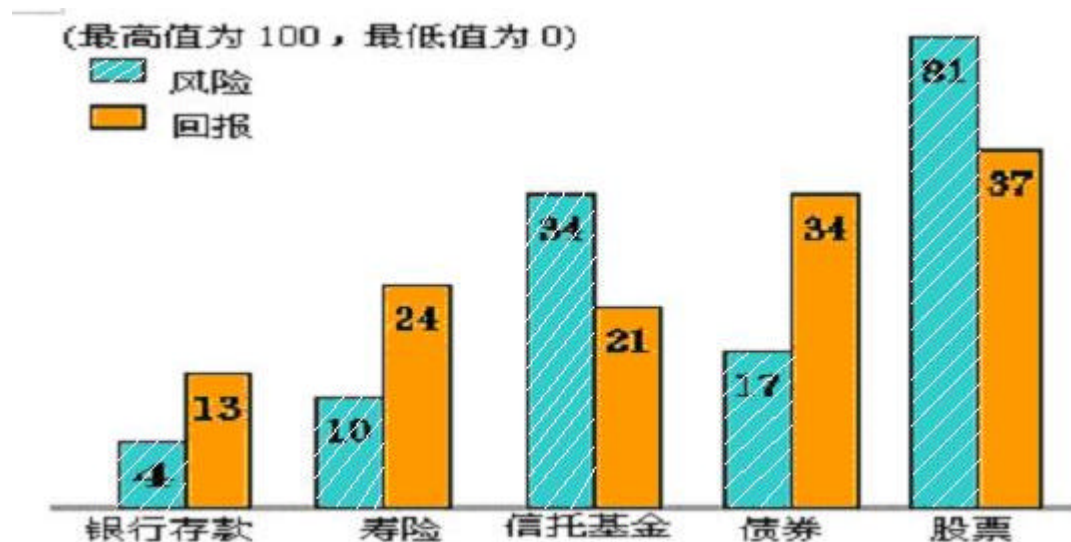
二、比较的理由

原因一，两者在法理上同源、操作上反向。由于投资连结型保险是连结信托的保险产品，保险信托是连结保险的信托产品，且市场为两类产品在先天就安排下了具有反向操作的运作格局，注意这是市场的安排而不是教科书或理论上的设计，这是任何第三方金融产品无法类比的，所以有必要对两类金融产品进行比较。

为什么说两者在法理上同源呢？因为两者在设计上都使用了信托与保险的理念。就信托理念而言，投资连结型保险之所以有投资功能是因为它通过投资基金进入股票市场，而在我国目前金融监管体制下投资基金是保险资金运用的主要途径。投资基金的法理基础是“受人之托，代人理财”，具体讲投资基金一般是依据信托法理来运作的。信托源于英国衡平法，是一种为他人利益管理财产的制度，是财产所有人(委托人)将其财产权转移或设定于有管理

能力且可以依赖的人(受托人),使其为某约定人(受益人)的利益或特定目的,管理或处分该财产。即委托人、受托人及受益人三者间所存在的一种以财产权为中心的法律关系。由于信托具备的独特法律理念与法律设计,使之成为一种可长期规划并切实保障受益人利益的、极富弹性空间、极为有效的财产管理制度。信托制度的优越性,使其在上个世纪末开始为许多大陆法系国家接受和利用,甚至以立法形式确立了自己的信托制度。投资基金在不同的国家有着不同的法律构造与法律设计,对于投资基金当事人各方之间法律关系的定位,学术界也有着不同的观点。但是从实质上来讲,投资基金作为一种“受人之托、代人理财”的财产管理制度,无论是开放式或封闭式基金、还是契约型或公司型基金,从其运作中均能体会到信托法理所特有的权与利相分离、基金财产独立性、基金管理有限责任和基金管理连续性等法律理念。因此,可以说,投资基金是依据信托法理基础来运作的;而保险信托则本身就定位在“受人之托,代人理财”上,所以是无可辩驳的信托产品。反过来看,信托法理基础又使得信托业从事投资基金中的契约型基金成为理所当然的本业,而契约设定又是保险信托成立的前提,这使得保险信托天生就打上了信托产品的标记。但同时保险信托又不是一般意义的信托产品,它针对保险资金,在受托发生以前,其资金来源于保险金;在受托发生后(由于往往是大额资金)被信托公司设立为保险基金账户,并按照委托人的意志可以继续被安排用以投资于保险。基于上述原因,可以看出投资连结型保险与保险信托在资金运作上彼此重叠,相互交织,所以,要划清两者之间的界限,应当从源头——产品设计理念出发。

原因二,正确引导投资者理性看待保险信托产品的风险与回报,避免视其为低风险高回报的金融产品或者相反。如图所示:



资料来源:投资保险网(<http://ishow.html.533.net/insur>)

图 3 我国投资者对金融产品风险与回报的反映程度

如图 3 所示, 尽管该统计为非官方资料, 但是图中以风险 / 回报为指标把银行存款、债券、寿险产品同股票、信托基金产品分开, 是符合我国目前投资者对金融产品进行投资的心理的。而投资连结型保险与保险信托两类产品正处在寿险产品与信托基金产品的交叉覆盖区间, 投资者对价格决定与产品设计理念的把握稍有不慎, 就会把保险信托产品视作高风险低回报或与之相反的金融产品。从而直接影响投资决策。在现实中, 投资连结型保险与保险信托两者都是近两年从西方引进的金融产品, 投资连结型保险是 2001 年来引进我国的, 较保险信托而言, 投资连结型保险面市在先, 且初期市场表现十分火爆, 但后期表现却非常不尽人意, 原因之一就在于保险公司在把投资连结型保险产品推向市场时没有做好普及工作, 致使投资者对金融新产品在价格决定与功能设计上缺乏全面认识。此外两类产品的开发涉及法律与监管问题, 在各种规制下各具特性, 所以人们在保险信托产品面市以前更要理性待之, 两类产品在价格决定模型上的比较也就尤显重要了。

三、投资连结型保险与保险信托两者的比较

从法理角度看, 不论是在大陆法系还是英美法系的信托法中, 保险信托都属于金钱信托的一种, 是一种投资产品。该产品所衍生的保险信托产品以信托基金为出发点, 上游连结保险产品, 下游连结储蓄、债券、股票以及包括保单在内的多种有价单据、票据与有价证券, 所以保险信托是无可辩驳的投资连结型金融产品; 然而, 我们在看待保险信托产品在我国资本市场的发展问题上, 又要避免视其为投资连结型保险产品。问题是既然它属于投资连结型产品, 为什么又要避免等同于投资连结型保险产品呢? 即为什么“保险信托要走出投资连结型保险”误区呢? 原因在于, 要避免把保险信托同投资连结型保险混为一谈。

(一) 两类产品在价格决定模型上的比较

在保险业保险资金运用问题上, 我国金融监管当局对投资连结保险的要求是通过投资基金进入资本市场。其目的在于: 1、化解保险资金利差损、缓解保险资金运用瓶颈问题; 2、丰富金融产品, 完善我国资本市场; 3、提升保险业竞争力, 为我国保险业积极应对入世做准备。如此一来, 我国投资连结型保险产品的价格决定模型可以表述如下。

投资连结型保险价格=保险账户价格+投资账户价格(即投资基金账户价格), 即:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} + C_t$$

D_t 表示 t 期的股票分红, K 表示投资者的期望收益率, 一般是无风险收益率加风险收益率, C_t 表示 t 期内投保人保险账户的价格。 V 表示投资连结型产品的内在价格。

账户 C_t 属于固定收益，在考虑投资连结型产品的价格决定时，投资账户的价格则成为关键性的因素，又因为投连是保险资金通过投资基金购买股票的方式来进行运作，所以投连产品的价格决定即上式可以简化为股票价格现金流贴现模型：

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} \tag{1}$$

式 (1) 中的股票未来的收益 D_t 无法度量，在实际应用过程中，假定公司的未来的收益保持不变，即股票的分红是固定的，则公式 (1) 可以简化为：

$$V = \frac{D}{K} = D \frac{1}{K} \tag{2}$$

同时我们来看市盈率的计算公式：

市场市盈率 = (流通股 × 上市股票价格 + 非流通股 × 净资产 × q) / 净利润

其中 q 为调整系数，而 (流通股 × 上市股票价格 + 非流通股 × 净资产 × q) = 股票的市场价格，可以简化为用 P 表示，就可以把上式表示为：

$$P_{ter} = \frac{P}{E_n} \tag{3}$$

其中 P_{ter} (Price to earning ratio) 表示股票的市盈率， P 表示股票的市场价格， E_n 表示股票的净收益。假定公司的股票分红固定且等于每股的净收益，则有 $E=D$ 在股价与股票的内在价格刚好相等时，有 $P=V$ ，连立公式 (2) 和 (3) 可得到：

$$P_{ter} = \frac{1}{K} \tag{4}$$

到这里问题一目了然，从式 (4) 我们可以清楚地看到市盈率同 K 之间的互动关系。

我们先搁置式 (4)，来看实际中投资连结型保险产品的价格制订。我国保险业，为了应对入世，保险公司在获得保险资金上绝大多数采用现金流承保 (Cash flow underwriting) 的经营理念，即为吸引新业务而以直接承保业务亏损的方式制定保险产品 (Dorfman and Adelman, 2002)。由于各保险公司对产品价格制订的依据不公开，所以无从了解到底哪种投资连结保险产品是在这种指导思想下定价的，但从 2001-2002 年间媒体对保险公司现金流的争论，从投资连结型保险连结开放式基金在赎回价格上免收任何赎回费用的广告宣传上，以及从长期以来媒体对保险公司违规操作的不断曝光中我们不难看出，保险公司是否对投资连结型保险产品进行过严格精算设计了。

再回到式 (4) 看 P_{ter} ，我国股市市盈率被高估是不争的事实。当 R_{sl} 发生剧烈变动时， K 会相应产生剧烈变动，这是导致 2002 年我国股市泡沫被挤压的主要原因，连锁反映是证券投资基金的全面亏损。

该理念是指在实际业务中，不少保险公司为了追求投资收益，在保险产品定价时定价低于预期水平，并寄希望于通过预期的投资收益来补偿直接承保带来的损失，以达到降低保险费率，扩大保险产品覆盖范围，即达到强占市场的目的。

综上所述,无论是通过模型推导还是结合实际情况,我们都可以看出,投资连结型保险产品的设计在很大程度上是从盈利考虑出发,追求的是产品的盈利性,因此相伴而来的自然是投资风险的增加。相比之下,保险信托产品则更多考虑的是产品的安全性,我们从下面的保险信托产品的价格决定模型中可以看出来:

在欧美发达国家,保险信托不仅以金融产品的形式出现,由于其涉及范围广泛,历史较长,已经被纳入社会保险体系,为便于分析,这里我们假定保险信托产品的价格决定在完全基金式社会保险体系安排下进行。同时我们定义如下:(1)假定保险费率为一常数(该费率依不同国家而有所变化,变化率普遍处于应税收入的30%以内的位置,在该产品发达的美国,核心产品一般在略高于10%的位置);(2)保险信托基金变化率与人口的变化率、死亡率、工资变化率、就业率以及通货膨胀率无关。

我们得到保险信托产品的价格决定模型为:

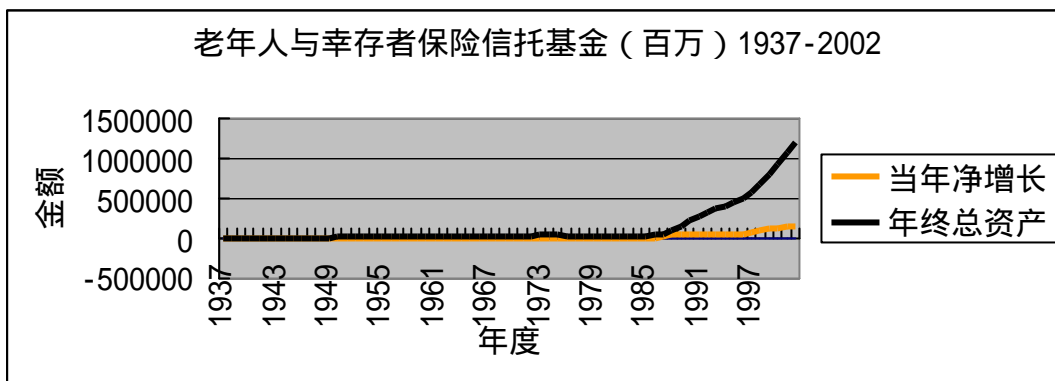
$$V_r = I_r \cdot V_0 \cdot f(R) \quad (5)$$

V_r 表示在基金方式下受益人每年领取的保险金; I_r 表示保费的费率; V_0 表示首次投保时的保费; $f(R)$ 表示保险信托基金变化率,而该变化率仅同其所投资资产的收益率有关。

从式(5)中可以看出,基金方式下受益人的收益完全依赖于缴纳的保费的高低与基金的增值。而 I_r 与 V_0 为方便分析,可以假定为一常数,式(5)中起决定因素的项就剩下了 $f(R)$,显然 $f(R)$ 受到投资组合的影响,从而起到决定保险信托产品价格的作用,而 $f(R)$ 中诸多参数变化复杂,而保险公司及相关管理机构对其人寿保险信托财产以及所投资产的分配比率不公开,我们如何分析其整体变化呢?宏观层面的历史数据与权威机构的预期分析为我们提供了答案。

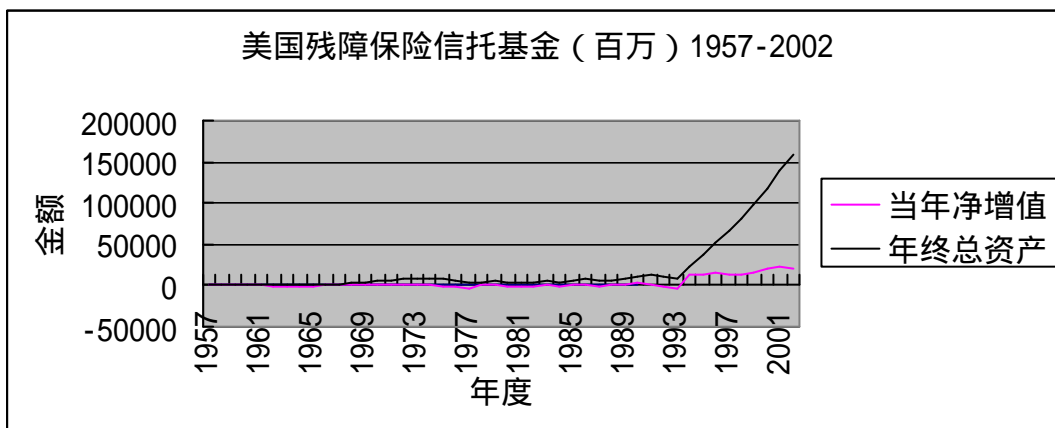
寿险信托基金属于保险信托基金,而保险信托基金的总量变化可以从历史数据中找到。如果通过考察对保险信托基金长期净资产收益与总资产的变化,能够看到净资产收益稳定且总资产稳步增值,我们就可以对保险信托基金主要投资于定存、政府债券以及大额存单等低风险优质资产的判断给予支持。从图4和图5所示美国老年人幸存者以及残障者保险信托基金有史以来的统计记录中,我们可以明了这一判断的正确性。

保险信托模式在发达国家被划分为两类:到期即付方式(Pay-as-you-go)和基金(Fund)方式,前者正逐渐被后者所淘汰。



资料来源：American Social Security Administration Trust Fund Data Updated February 5, 2003

图 4 老年人和幸存者保险信托基金 (百万美元) (1937-2002)



资料来源：American Social Security Administration Trust Fund Data Updated February, 2003

图 5 美国残障保险信托基金 (百万美元) (1957-2002)

从两个图中我们可以看到，保险信托基金长期净资产收益稳定且总资产处于增长势头。这一方面支持了从信托法出发为保护受益人长远利益而设计的保险信托的法律理念，即信托基金从保本设计出发，采取稳健投资策略；另一方面，我们还可以看到保险信托在美国发展的势头正如日中天。

(二) 两类产品在设计理念上的比较

1. 从产品属性上看：投资连结型保险的属性是保险产品，是将保户的大部分保费连结到股市（在我国是通过基金公司连结到股市的），是兼备投资功能的保险产品。而保险信托的属性是信托产品，对信托公司而言，是将赔付后的保险金应用于投资理财的信托产品，由

于其投资范围涉足银行、证券与保险领域，所以客户在一笔预算下能够享有比投资连结型保险更加完备的理财功能。

2. 从信托效果上看，我国的投资连结型保险产品本身目前没有明显的信托效果；而保险信托本身就有信托功能，只有等到到期或身故(死亡)保险金汇入受益人(子女、老人、残障人士)的信托账户之后，才会正式启动信托功能。

3. 从弹性保费的功能上看，投资连结型保险在保费的缴费规定上有弹性保费的设计；保险信托每个月都要缴付固定的保费，没有弹性缴付功能。

4. 从弹性保额的功能看，投资连结型保险是在同一张保单上依照被保险人的需求调高或调低保额，保户无须重置保单；而保险信托所搭配的保额是固定的，没有保额调整的功能。

5. 从融资功能上看，投资连结型保险具备投资与融资功能；保险信托只可以投资不可以融资，换言之，就是更强调保本功能，即牺牲流动性来换取安全性。

6. 从基金转换功能上看，两者都可以在客户的要求下转换基金，即都具备基金转换功能，但是保险信托的转换功能略强于投资连结型保险。

7. 从身故给付方面看，投资连结型保险的身故给付分保额或保单价格型、保额与保单价格型两种，投保人身故后都是由受益人领取；保险信托的身故给付包括保额与基金价格，受益人不能直接领取，而是由保险公司将理赔金汇到信托账户，与剩余的基金价值一并交由信托公司管理。

在对投资连结型保险与保险信托在价格决定和产品设计理念上进行比较后，我们可以得出如下结论，保险信托产品虽属投资连结型金融产品，但同投资连结型保险比较更倾向于产品的保值而不是增值，保险信托产品是弱盈利性与强安全性相结合的金融产品。

但是问题也同时暴露出来。人口老龄化已经成为一个全球性的问题，在美国尤其明显，基金方式(Fund)的保险信托若要保持费率不变，见式(5)，有效的方法就是寄希望于经济的高速增长使投资回报增加。保险信托在 21 世纪的美国还有相当的发展空间。这无疑给我国的保险信托基金发展提供了借鉴。我国的人口老龄化问题潜在的压力仍然是存在的，更需要我们未雨绸缪，尽快选择适合我国的方式发展保险信托产品，并建立健全相应的社会管理制度。在该产品面市以前，加深对该产品的全面认识，将不仅为居民投资理财提供便利，更有利于促进金融创新。这样可以使该产品健康发展，避免走入误区。

主要参考文献

1. 夏斌：《转轨时期的中国金融问题研究》，中国金融出版社 2001 年版。

- 2 . 潘秀菊：《人寿保险信托所生法律问题及其运用之研究》，台湾元照公司 2001 年版。
- 3 . 《20 世纪中国金融史——全文检索数据库》，中国人民银行图书馆、北京电子音像出版社 2003 年版。
- 4 . J .Denver ,Life insurance Trusts :A Way to Save Estate Taxes , Exert Control . Provided by the College for Financial Planning Inc . Jan. 2003 .
- 5 . Jeffrey A .Miron and David N .Weil ,The Genesis And Evolution of Social Security .NBER Working Paper No.5949 , March 1997 .
- 6 . Raghuram G . Rajan and Luigi Zingales , The Great Reversals : The Politics of Financial Development in the 20th Century . NBER Working Paper No.8172 , March 2001.
- 7 . Mark S . Dorfman and Saul W . Adelman , An Analysis of the Quality of Internet Life Insurance Advice .*Risk Management & Insurance Review*, Volume 5 ,Issue 2 ,September 2002 .

(本文发表于《财贸经济》2004 年第 1 期，是中国社会科学院世界经济与政治研究所重点课题的部分成果)