Equitable™

人寿保险作为一种资产类别

互惠保险版本

恒信与 Wayne Miller（BMATH、ASA）共同探索

12 年前，Wayne Miller（BMATH、ASA）在业界杂志的一篇文章中提出了将人寿保险视为一种资产类别后，这一理念才在加拿大成为主流。几十年来，Wayne 一直被公认为保险行业的思想领袖，也是该行业及其顾问的支持者。

自那篇开创性的文章发表以来，许多不同类型的顾问都采纳了他的观点，以维护客户的利益。过去十年有什么变化吗？互惠公司与股份公司有区别吗？恒信一直与 Wayne 合作，并在这篇对他原文的后续文章中给出了答案。

目录

引言 3

永久人寿保险的类型 4

资产类别 6

案例研究 8

为什么分红寿险是一种独特的资产类别

- 理由 #1：多元化 8
- 理由 #2：稳定性 10
- 理由 #3：流动性 12
- 理由 #4：税务优惠 14
- 理由 #5：资本红利账户 15

保险公司的类型为什么重要 17

恒信分红账户回报 17

局限性与注意事项 18

总结 19

引言

曾经有一段时间，“人寿保险”和“资产类别”似乎是两个完全不同的话题。毕竟，人寿保险最初是为了在不幸早逝时提供经济保障而设立的。而资产类别则主要吸引那些已经超越基本财务保障，并专注于增长和保护其投资组合的人。

在过去的十多年里，兼具这两个目标的人逐渐意识到，永久寿险可以作为一种有吸引力的、用途广泛的工具。结果，分红终身寿险尤其赢得其作为独特资产类别的地位，成为帮助人们实现多重目标的工具，尤其是那些了解其强大功能的高净值加拿大人。

人们有了两种思维转变，他们逐渐意识到：1）产品不必仅用于其预定目的；2）曾经视为开支的项目现在也被视为投资。

人们意识到，通过更全面的方法重新构想个别产品，可以应对挑战并抓住机遇。有一定年纪的人可能还记得，小苏打过去只用于烘焙蛋糕，然而几十年来，已被用于多种其他用途！

对于大多数人来说，虽然不必面对过早死亡带来的后果，但我们仍然知道死亡是不可避免的。

为死亡后资产的有效增长和分配制定计划，既明智又有益。您可能会问自己一些问题，例如：

- 我的财富中有多少会留给家人或有意义的事业？
- 我该如何把遗产分配给孩子和其他受益人？
- 死后如何为巨额且不断增加的税务负担提供资金？我该如何投资以尽量减少税务负担？
- 会计师会建议我怎么做？律师会建议我怎么做？
- 事实上，所有向我提供建议的人会否意见一致？

这就是永久人寿保险发挥作用的地方。它可以解决所有这些难题，因为生命不是永久的。永久人寿保险一直是一种解决方案，对一些人来说可能不需要，但当他们了解其力量，他们就会想要。这些人知道一些其他人可能不知道的事情。

本文将揭示其“秘密”。本文将总结各种类型的永久寿险、常见的资产类别类型、哪种保险类型可视为资产类别、保险公司类型的重要性，以及您需要注意的限制。

永久人寿保险的类型

非分红终身人寿保险是最基本的永久寿险类型。如果保单持有人终身支付[1]固定保费，则在去世后会获得一笔保证金额的保险金；如果保单持有人想取消保单，通常会获得保证的现金价值。

鉴于其简单易懂，这可能是最便宜的永久寿险形式。但正如人们所说，魔鬼就在细节中，由于保险公司承担了此类保险的所有风险，他们收取的保费需要反映这种风险，同时又要有满意的利润水平。

为应对这一风险，公司对未来的索赔、被保人一生中所牵涉的费用以及公司在同一时期将获得的投资回报做出保守的假设。如果最终无需支付这种保守估计，保险公司可以赚取更多利润。

万能寿险也通常不会分红，但会为保单持有人提供更大的灵活性，保单持有人从最初的身故保险金开始，到选择保费的金额和时间。所存入的保费将计入账户价值，每月将从中扣除保证的保险成本和其他费用。

该成本可能是固定的，也可能是逐年增加的，以反映死亡概率随年龄增长而增加的事实。如果支付的保费高于保险成本支出，保单持有人可以从多种投资方案中选择，以增加账户价值。如果在一段时间内停止支付保费，只要账户价值保持在零以上，保险将继续有效。

分红终身寿险（又称PAR）早在加拿大建国之前就已经在加拿大推出。与非分红终身寿险一样，只要终身支付保证的固定保费，被保人在身故后获得保证的身故保险金；如果保单持有人想取消保单，则可以获得保证的现金价值。

这里的重要区别是，分红保单是分红型的，这是说保单持有人每年有权获得宣布的分红。其他保险产品设定保费时所采取的保守原则也适用于此，任何剩余的资金都被视为利润。

对于恒信保险这样的互惠保险公司而言，这种利润被作为资本持有，以支持保单持有人的义务，或作为分红返还给保单持有人。对于上市股份公司而言，其中的一部分也会返还给股东[2]。

如前所述，利润来自设定保费时使用的保守假设。其中最重要的三个假设是：投资回报、死亡率和费用。如果寿险公司假设投资回报率低、死亡率高以及开支大，那么它收取的保费将会高于在更乐观假设下所收取的保费。

例如，长期投资回报率可能设定为 2.5%，而死亡索赔经验可能基于 40 年前的死亡索赔，当时人们的预期寿命比现在短 10 年[3]。由此产生的保费通常很高，但保险公司同样期望未来不需要采取保守的定价。这通常会带来年度投资收益、死亡率收益以及费用节省，这些收益随后会返还给保单持有人。最终，你付出多少，就会得到多少！

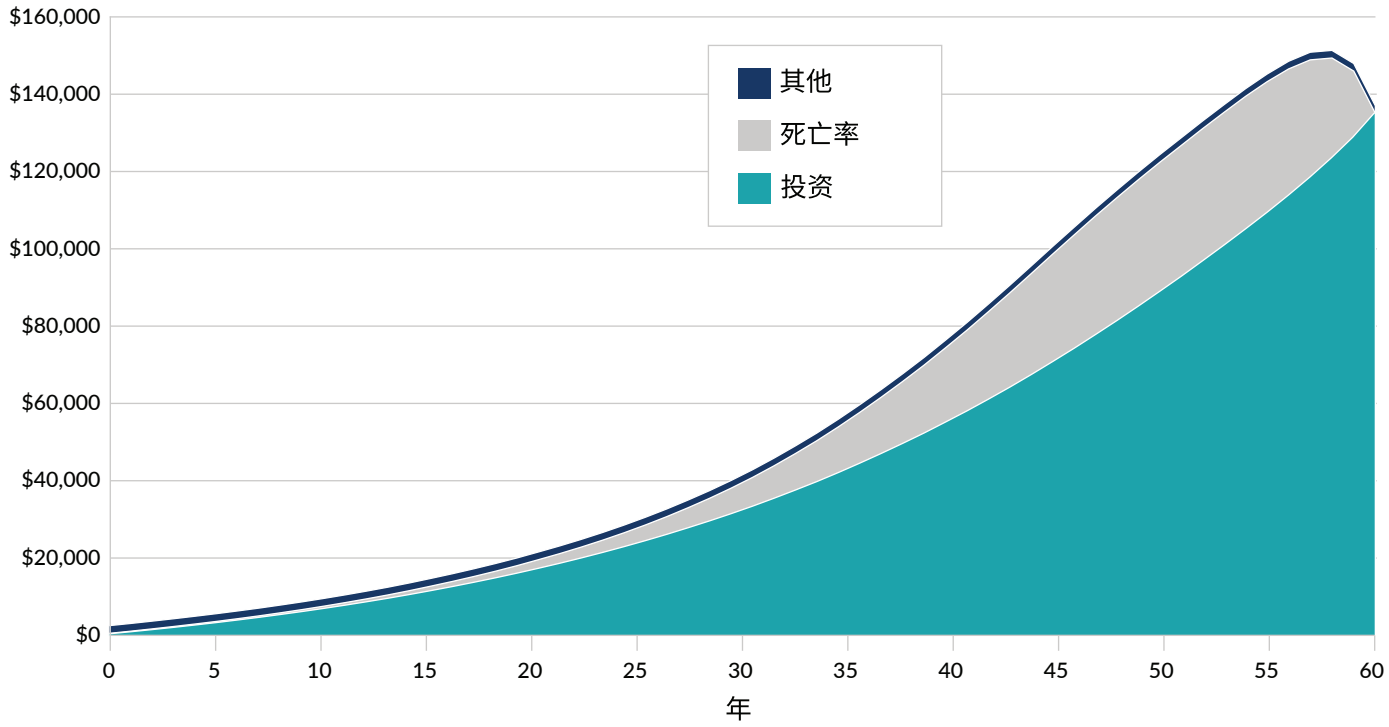
虽然分红保单的分红主要来自这 3 个来源，但往往投资回报占主导地位。下图显示的例子是保单签发时 40 岁个人按来源划分的分红样本。

该图在其他年龄层看来会稍有不同，但总体主题是一致的。

[1]或者在有限的时间内，例如 20 年。
[2]根据加拿大《保险公司法》，约 3% 返还给股东。
[3]资料来源：Statista，2024 年。

投资收益占主导地位

分红总额（按收益来源分列）*



*基于一名 40 岁非吸烟男性投保 $100 万 Equimax Wealth Accumulator® 计算

资产类别

读者肯定能说出大多数传统资产类别。主要资产类别包括：

- 现金及现金等价物
- 固定收益（例如债券和房屋贷款）
- 房地产
- 股权（例如股票）
- 另类投资

另类投资可能包括大宗商品、货币，信不信由你，还有人寿保险[4]。

Capgemini 每年都会发布一份名为《世界财富报告》的研究[5]。他们追踪的一个组成部分是高净值人士（HNWIs[6]）的平均资产组合。过去的 10 年来，投资结构变化不大，令人惊讶的是，2023 年，49% 的投资均投向现金、现金等价物和固定收益等安全资产类别。

正如《世界财富报告》图表标题所示，“高净值人士将资产配置转向财富保值”。富人希望首先保住财富，其次才是财富增值。

每种资产类别都有其自身的风险状况和预期回报，并且在某种程度上独立于其他资产类别波动。投资者在构建投资组合时，了解这些因素并综合考虑非常重要。

现代投资组合理论（MPT）由 Harry Markowitz 于1952 年创立，最初是通过反复试验和相当多的直觉得出的。其前提是，一个谨慎的投资组合是风险和回报平衡的投资组合。它量化了每种资产类别的风险／回报平衡，表明投资组合多元化的好处，并允许这些优势在投资组合构建过程中得以整合和体现。

根据现代投资组合理论，投资组合的预期收益是各组成资产预期收益的加权平均值。投资组合风险不仅取决于每种资产类别的风险，还取决于资产回报同步变动的可能性，即相关性。

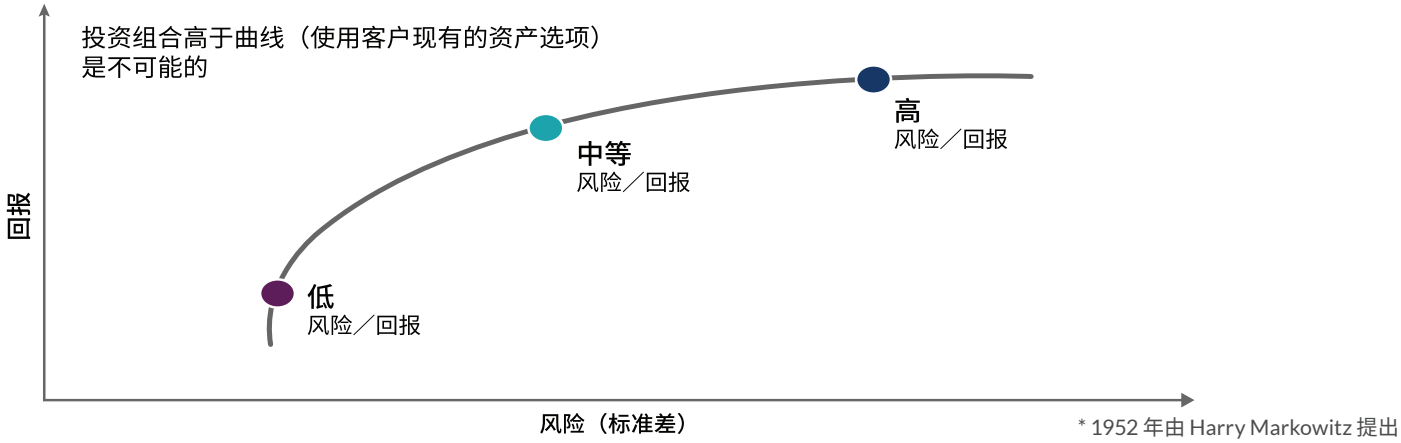
如果回报不完全相关，则会有优势。在投资组合中，我们可以利用这种相关性优势，在任何给定的风险水平下优化预期投资组合回报，或者以同样的方式将投资组合风险降至最低以获得所需的预期回报。当我们根据这些投资组合的风险和回报绘制图形时，我们得到的曲线称为有效前沿线 (EF)。

我们现在要回答的问题是：在投资组合中加入永久寿险作为资产时，现代投资组合理论是否显示出任何优势？具体来说，将一些应全额纳税的固定收益资产配置到永久人寿保险中，能否提高投资组合的效率？要回答“是”，该资产需要位于下方“有效前沿曲线”上的直线之上。如果符合这一条件，那么该资产的风险（或波动性）相对于回报来说就必须较低。

[4] 事实上，如果寿险保单由加拿大人控制的私人公司所有，那么该保单的现金价值将会记录在公司资产负债表中的资产下。
[5] 资料来源：Capgemini 研究院《2023 年世界财富报告》系列。
[6] 高净值人士，指拥有超过100 万美元可投资资产的人士。

风险与回报

有效前沿*



* 1952 年由 Harry Markowitz 提出

非分红终身寿险不被视为资产类别，因为其中不包含可变的投资成分，尽管其现金价值（如果有）被视为资产。万能寿险较接近资产类别，但不是独特的资产类别，因为其投资选项与保单外的投资具有相同的风险／回报。

然而，分红寿险是独特的——有 5 个理由说明将其视为资产类别是有道理的：

理由	优点	说明
1	多元化	保险公司的分红账户投资于所有其他资产类别，比仅投资于安全资产可获得更高的预期回报。
2	稳定性	在所有资产类别中，保险公司的分红比例利率（DSIR）波动性最低。
3	流动性	使用保单作为贷款抵押品时，通常至少可使用其现金价值的 90%。
4	税务优惠	现金价值免税增长，身故保险金免税支付给受益人。
5	资本红利账户（CDA）	对于加拿大居民拥有的私营公司，寿险保单的收益[7]将计入公司的资本红利账户，并可以作为资本红利分配。如果股东居住在加拿大，这些资本红利无需在加拿大纳税。

我们将通过案例研究来阐述这 5 个理由。

[7] 减去保单的调整后成本基础。

案例研究

为了说明分红寿险的好处，我们将以一个健康、不吸烟、50岁的男性客户为例。女性的保费较低，吸烟者的保费较高，因此不吸烟的男性是一个很好的平均案例。由于我们将保险视为一种投资，因此假设他是一位高净值人士。

在本案例研究中，客户希望每年存入 $100,000，连续15年。资金可以来自年度收入，或来自重新分配其投资组合中的安全资产。

在此分析中，资金来源并不重要，但如果他觉得目前对安全资产的投资过多，那么资金来源就很重要了。最后，购买的是恒信 Equimax Wealth Accumulator® 保险。

与万能寿险一样，分红保单有基本保费，也有额外存款选项。额外存款选项提高分红保单作为资产类别的价值，因此我们假设他正在利用这一优势。

理由 #1：多元化

分红账户是保险公司分红寿险业务线中单独的资产池。分红寿险的保费都存入该账户，所有索赔、费用、税款和保单持有人的分红也都从该账户中支付。许多加拿大分红账户的资产规模高达数十亿元，且已存在超过 100 年。

典型的分红账户资产配置，是由多种长期资产类型组成。由于这些账户的负债具有长期性，因此投资管理方式也与之类似。

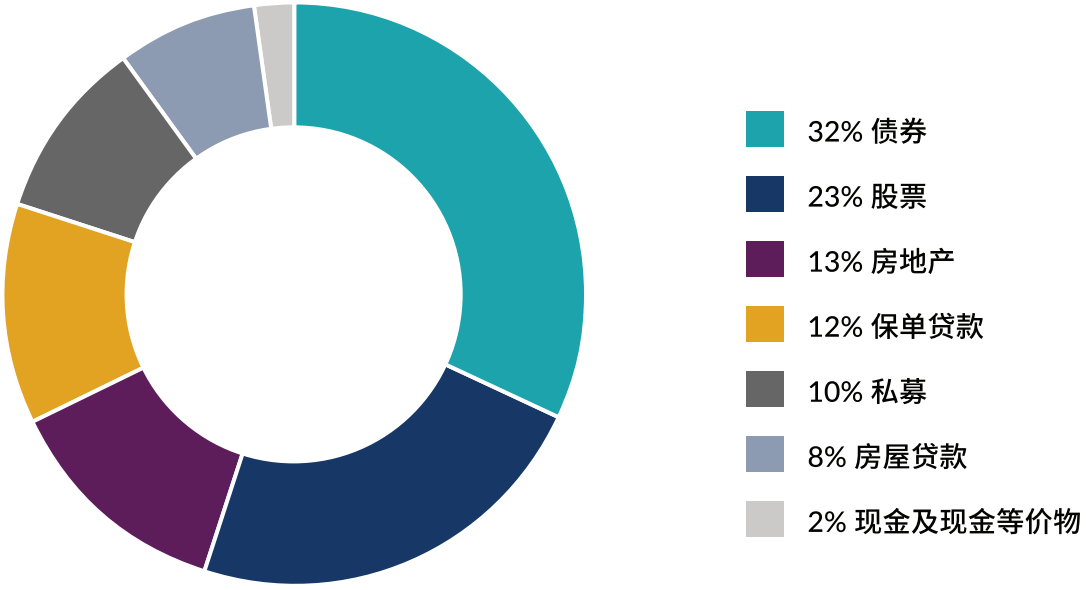
此外，由于目标是尽量减少波动，因此账户倾向于将大部分资金投资于固定收益资产。

由于分红账户寻求比固定资产较高的回报，部分资金也投资于股票和房地产。总之，加拿大的分红账户是多元化的，且各有特点。

下面的饼状图显示恒信分红账户的资产配置结构。

多元化

恒信人寿分红寿险账户（截至 2024 年 12 月 31 日）



所有分红投资组合的资产类别大致相似，其中包含大量私人资产类别，可提供多元化收益，并提高回报，使其高于仅通过公开市场所能获得的回报（商业房屋贷款和私募债务的收益率高于公开交易的债务；房地产和私募股权可提供多元化，并提高长期风险调整后的回报，使其高于上市股票和优先股）。

每个资产类别在分红账户中的比例可能有所不同。这取决于可利用的投资机会、整体市场环境以及公司的投资准则。但是，资产组合比重的波动都会减至最低，以确保整体投资组合的成份长期保持稳定。

分红账户本身就是现代投资组合理论的产物——在投资目标限制下，尽力寻求风险和回报的最佳平衡。投资于分红保单将为保单持有人带来投资组合多元化和管理完善的好处。

如果您想知道保险公司对资产管理了解多少，那么加拿大最大的资产管理公司就是保险公司，这定会让您印象深刻[8]。管理这些资产的投资专业人士经验丰富，且不按所管理资产的金额来支付报酬，例如互惠基金公司。

分红账户的管理费可能各有不同，投资于房地产和私人固定收益等较复杂资产类型的保险公司可能会有较高的费用。总体而言，这些费用往往在 25 个基点或以下。

[8] 资料来源：Nienke Hinton 撰写的《按资产管理规模排名的加拿大 5 大资产管理公司》：https://www.benefitsandpensionsmonitor.com/news/industry-news/canadas-top-5-asset-managers-by-aum/381719

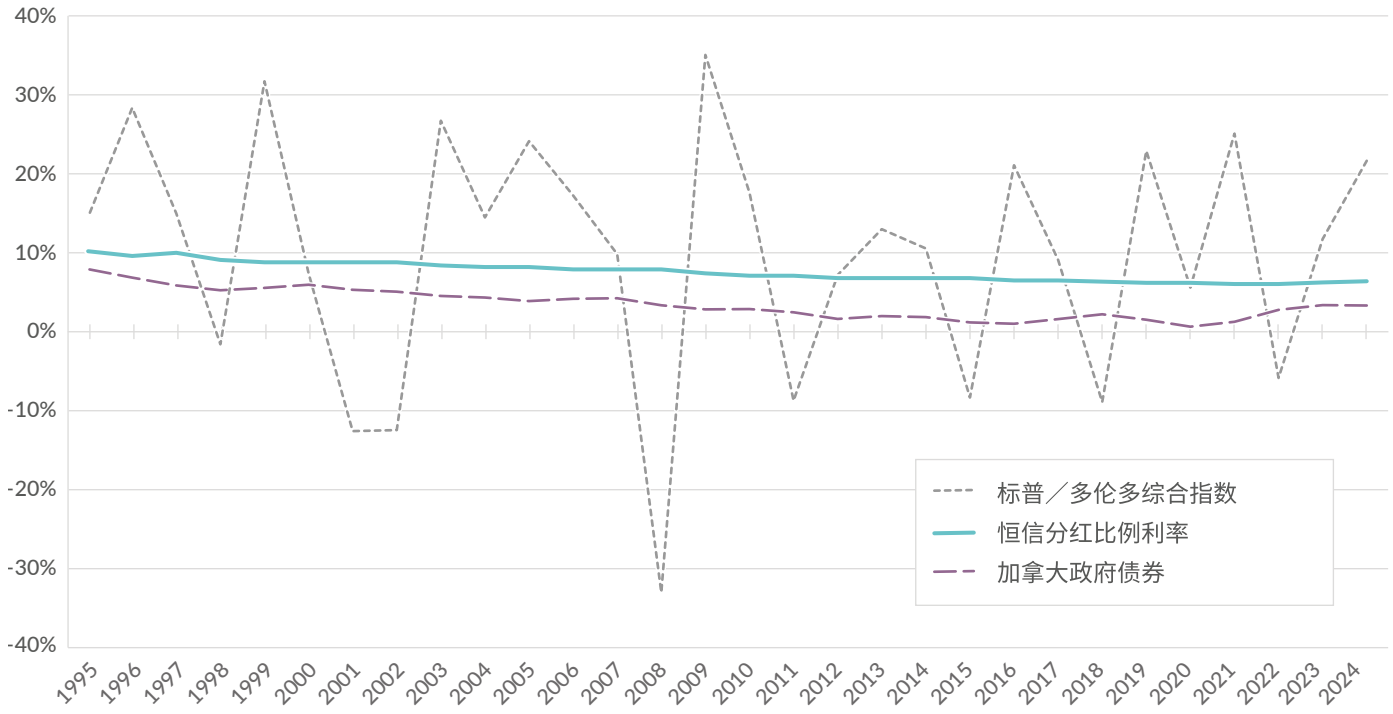
理由 #2：稳定性

分红账户的表现相对稳定。下图显示了过去 30 年恒信分红账户与其他投资的平均年化回报率：

期间	恒信分红账户回报	恒信分红比例利率 [9]	标普／多伦多总回报指数	加拿大政府 5 至 10 年期债券	5 年期 GIC
过去 5 年	6.49%	6.19%	11.08%	2.28%	2.52%
过去10年	6.17%	6.33%	8.65%	1.89%	2.06%
过去 20 年	6.77%	6.86%	8.12%	2.41%	2.19%
过去 30 年	7.28%	7.59%	8.77%	3.49%	2.98%
30 年来的标准差	1.74%	1.25%	15.63%	1.89%	1.50%

一张图片胜过千言万语，下图更清楚地说明了理由2：

分红比例与经济指标



在这张图表中可能会令人惊讶的是分红比例利率的平均回报与回报标准差衡量的波动性之间的关系。

分红比例利率的平均回报率与股票相当，但波动性低于加拿大政府长期债券。这种风险和回报的组合位于有效前沿线（EF） 曲线之上方。

[9] 2024 年，恒信的分红比例利率为 6.40%。

这种风险和回报之间的非典型关系需要解释。保险公司在设定红利利率时，如果采用“随市场调整”的方法，就能在一段时间内逐步传递盈亏，从而实现“平滑化”的回报。

采用这种市场调整法可能会产生以下结果：与预期长期回报不同的股票收益和损失，可能会每年摊销 15% 至 20%；未实现的债券收益和损失，通常可能不会被确认；已实现的债券收益和损失，可能会在剩余到期期限内摊销。

总之，由于这些规则，回报不仅具有吸引力，而且稳定。

理由 #3：流动性

有钱固然好，但若能在需要时动用这笔钱就更好了。

鉴于客户是高净值人士，他不太可能依赖非注册的投资组合来支付退休后的生活费用。然而，出于两个理由，他对流动性很感兴趣：一是在财富发生变动时作为万不得已的手段；二是在有意投资其他资产或业务进行杠杆操作时作为可利用的资产。在流动性方面，分红保单有 3 个选择：

1. 他可以退保（取消）保单，领取退保现金价值。然而，在某些时候，尤其是在首 10 年后，会产生相关的收益。这种收益应作为收入纳税，因此需要将税后的退保现金价值与固定收益投资组合进行比较。然而，实际上这种保单很少退保。
2. 保险公司根据现金价值提供保单贷款，但可能产生税务后果。
3. 获取现金价值最常见的解决方案是将其用作第三方贷款的抵押品。

比较客户在固定收益投资组合和分红保单之间的投资，需要对回报做出假设。

首先，我们将固定收益投资组合作为起点。我们假设加拿大政府长期债券收益率永远保持在 2024 年的平均水平。

此外，我们假设公司债券的收益率增长与其历史平均水平一致，且高净值客户愿意承担公司债券带来的适度风险。我们采用 50% 的最高边际税率。因此，他的投资组合税后回报率将达到 2.2%。

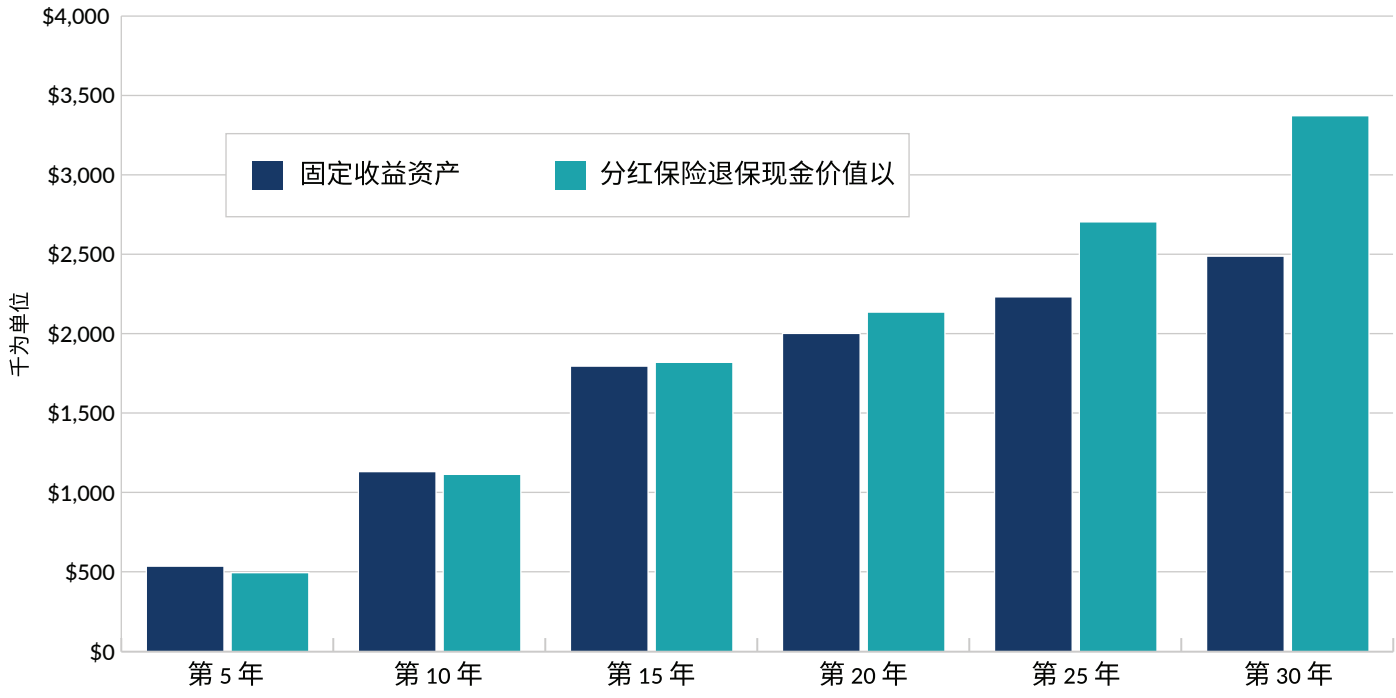
$100,000 的最高年度保费可支持 $1,326,964的保险金额。保费按合同规定支付 20 年。由于案例中仅要求 15 次存款／保费，因此假设第 16 至 20 年的保费由保单持有人的年度分红支付。所有其他分红将用于再投资，以购买额外的保险。为了对当前利率环境进行保守比较，我们采用 5.40% 的分红比例利率，这是当前减1的分红比例利率。

贷款人接受固定收益投资价值的 90% 和分红保险退保现金价值的 90% 作为抵押。因为固定收益投资组合的价值会在利率上升时下跌，所以谨慎的做法是借款不要超过 90%。否则，如果投资组合的市值低于贷款价值，贷款人将要求追加保证金，或要求偿还部分贷款，或要求客户提供额外的抵押品。

因此，较为保守的做法是将投资贷款的上限设定为 75%。为便于说明，下图显示分红保单现金价值和固定收益投资组合的抵押价值在100% 时的对比情况。这种对流动性的修订定义表明人寿保险保单具有适度优势。

流动性

以资产作为抵押品*



*假设两者 100% 的价值均可用于抵押

理由 #4：税务优惠

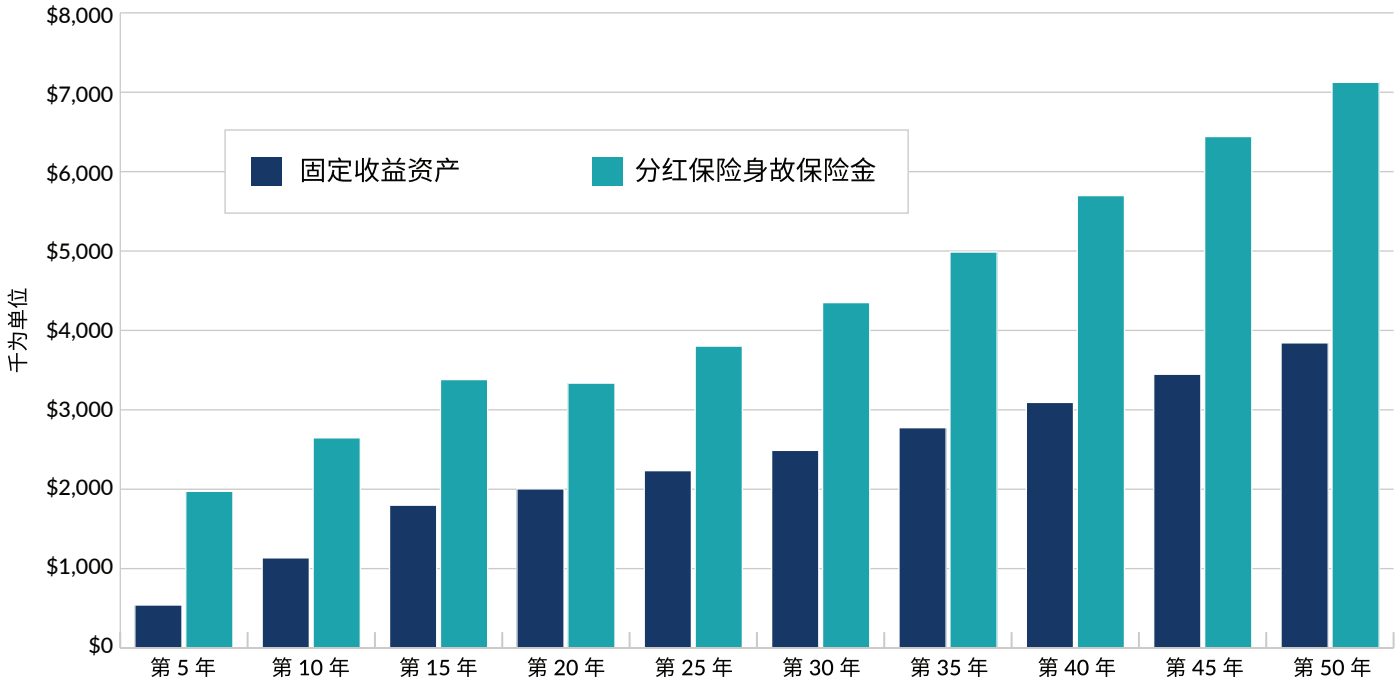
1789年，本杰明富兰克林曾说过一句名言：“除了死亡和税收，没有什么是确定的。”虽然死亡不可避免，但死亡的时间却无法确定，而最高边际税率每年都会有所波动。

我们回到客户案例研究，比较这些因素之间的相互作用。安全的固定收益投资组合很容易绘制。根据前面的假设，投资将以 2.2% 的税后增长率增长。

死亡日期是人寿保险单的难点。如果将相关保单在不同死亡年份的免税身故保险金绘制成图表，可以将其与固定收益投资进行比较。

税务优惠

税后身故保险金*



* 85 岁时的税后“内部回报率” (IRR) 为 4.32%，100 岁时为 3.66%

深蓝色条状图显示该年年底固定收益投资组合的税后价值。蓝绿色条状图显示相同年数保单中身故保险金的税后价值。分红保单属于保险，身故保险金免税，因此保险收益较高并不奇怪。我们假设一个 50 岁的健康男性，他的预期寿命是85岁。但如果他能活到100岁或以上，保险的收益仍然高于固定收益投资。

如果我们看一下税后内部回报率，固定收益为 2.2%，而分红保险在早期收益最高，但到 85 岁（高净值客户的一般预期寿命）逐渐下降到 4.32%，到 100 岁时为 3.66%。既然目标是长寿，那么拥有永久寿险直到去世都不会有任何负面影响，尤其是与其他安全投资相比。

如果高净值客户认为其他投资可能更有利，那么他需要保证自己将超过正常预期寿命，并找到另一种税后收益率超过4%的投资。

理由 #5：资本红利账户

许多高净值人士通过拥有一家或多家公司获得财富。当公司在内部持有分红保险时，就能获得人寿保险作为资产类别的另一项重大好处。

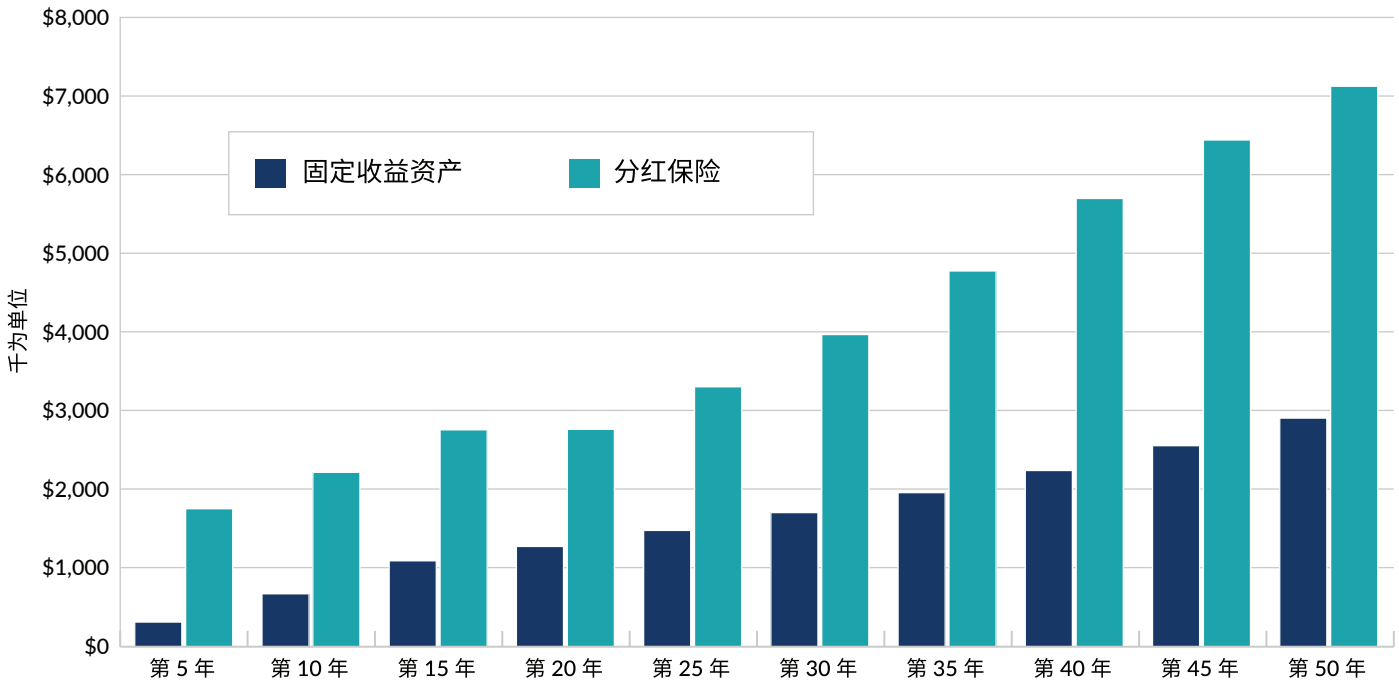
资本红利账户（CDA）是加拿大综合税制的一部分。该税制的目的是确保无论是个人直接赚取收入，或是公司赚取收入后再分派给个人，政府都会对收入征收相同的税款。如果一家私营公司是寿险保单的受益人，它可以将收益（扣除保单调整后的成本基础）计入公司的资本红利账户。

然后，公司可以将资本红利账户余额作为免税资本红利分配给加拿大居民股东。由于寿险的身故保险金是个人免税所得，因此资本红利账户是股东享受免税待遇的工具。

为了说明这个理由的优点，我们假设该高净值人士拥有一家公司。他希望看到在公司内持有固定收益资产与使用这些资金购买分红保险（PAR 保单）之间，股东可获得净额的对比。比较结果如下图所示：

公司拥有的人寿保险的好处

股东所得净额*



*公司税率为 50%，个人股息边际税率为 45%

在“公司拥有”的对比中，保险优势比在理由4 中的“个人拥有”的方案更大。在“公司拥有”的情况下，固定收益资产和分红保险的资金均来自公司的税后收入，而公司收入税率低于个人收入税率。

因此，两种情况下都有较高金额可用。分红保单的优势在于，在被保人身故后，超过保单调整后的成本基础的身故保险金将计入公司的资本红利账户。

该账户余额可以通过保单的身故保险金，作为资本红利免税分配给加拿大居民股东。对于固定收益资产，使用税后营业收入投资的金额，在死亡时或公司分配给股东时须纳税，因为此金额与资本红利账户余额无关。如图所示，与固定收益投资相比，寿险的资本红利账户优势使公司拥有的分红保险在任何时期都能为股东带来更大的净收益。

由于上述前 4 个理由，分红保险确实是一种独特且令人印象深刻的资产类别。分红保险为股东带来的净收益具有相当大的优势。与其他固定收益投资相比，分红保险在公司内部持有而非个人所有，对股东遗产的影响更大。

保险公司的类型为什么重要

到目前为止，本文尚未涉及保险公司类型的选择。不同公司的分红投资组合略有不同，但都不足以影响分析结果。事实上，大多数出售分红保险的公司都是大型、信誉良好的上市公司。但作为上市公司，它们必须为股东创造利润。而分红保险对股东来说并不十分有利可图。

还有一类保险公司不会偏袒股东。互惠保险公司由分红保单持有人拥有。分红投资组合是他们的旗舰基金，他们的最佳想法和机会都分配给该基金。这与其他公司形成鲜明对比，在其他公司中，公司股东可能更倾向于从最佳机会中获利。

结果是，在互惠公司环境中，历史悠久的分红基金表现可能更出色。恒信的分红基金回报如下。互惠公司不必担心投资决策对公司季度收益的短期影响，因此可以专注于长期惠及保单持有人的利益。

最后，如前所述，互惠公司分红保单的 100% 利润将用于分红基金和公司资本，以惠及作为公司所有者的保单持有人。

恒信分红账户回报

平均年化回报	
5 年	6.49%
10 年	6.17%
20 年	6.77%
30 年	7.28%
30 年来的标准差	1.74%

局限性与注意事项

在将分红人寿保险作为整体投资组合的一部分进行投资之前，必须了解其中的局限性与注意事项。这些保险合同必须由保险公司的核保团队核保。核保团队的存在，是为了确保投保人支付的金额与被保人的健康状况相符，并且投保需要与投保人的财务状况相符。

在本案例研究中的客户是健康的，但如果他健康状况不佳，则他可能会被评级并需要支付更高的保费，从而影响本分析的结果。此外，保险公司还可能拒绝为其提供保险。我们也仅根据他愿意投资的保费金额来选择保险金额。如果保险公司认为保险金额没有必要，那么他只能投资与保险公司确定的最高保险金额相对应的金额。

这些是永久寿险合同，不适合那些打算在去世前取消保险的人。现金价值当然有助于作为贷款的抵押品，但直接取消并支付相应的税款将使它成为一项较差的投资选择。

分红并无保证，可能比预期表现更好或更差，因此应考虑分红比例利率 -1% 和 -2% 的另外说明。

根据所选的永久人寿保险产品和实施策略时的年龄，结果可能会有所不同。就后者而言，年轻时结果通常更为有利，而 60 岁以上时可能不太有利。

总结

分红终身寿险已经赢得其作为独特资产类别的地位。许多高净值人士每年投入数百万元的保费，购买大额分红保单。可以肯定的是，这些人（其中许多拥有私人公司）拥有强大的顾问团队，他们都一致认为这是一项稳健的策略。

安全型投资者可以获得以下好处：

- ✓ 由于部分分红账户投资于股票和房地产，因此收益率高于典型的固定收益投资组合。
- ✓ 由于采用平滑处理，且分红比例利率每年而非每日设定，因此年度回报率变化不大。
- ✓ 根据具体安排，贷款人最多可提供保单现金价值 100% 的贷款。
- ✓ 现金价值免税增长，身故保险金也免税支付给受益人。
- ✓ 公司的资本红利账户让公司获得人寿保险的收益，并将其免税（扣除任何剩余的调整后的成本基础）分配给加拿大居民股东。

请记住，这种方法并不适合所有客户。本文的分析不仅适用于那些能够利用永久寿险提供好处的高净值投资者，也适用于那些已经使用这种策略并希望获得更高收益的投资者！

关于恒信

恒信深信团结协作的力量。这指导我们如何相互合作、如何帮助客户和合作伙伴，以及如何为我们生活和工作所在的社区提供支持。

携手同心，我们通过与加拿大合作伙伴一起，提供个人保险、团体保险以及储蓄和退休解决方案，帮助我们的客户保护现在，准备将来。

我们相信，我们共同努力，为所有人打造有恒信保障的生活，世界会更加美好。

Equitable™ | Together. Protecting Today. Preparing Tomorrow.™

® 或 ™ 为加拿大恒信保险公司的注册商标

2194 (2025/07/21)