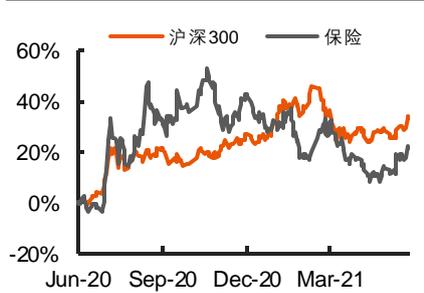


养老产业专题研究（二）

构建多元化的中国养老保障体系

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业深度报告*保险*养老产业专题研究（一）：人口老龄化+需求多元化，发展养老产业势在必行》 2021-06-02
 《行业深度报告*保险*绿色金融系列（四）：充分发挥绿色保险的市场化风险管理作用》 2021-05-11
 《行业深度报告*保险*网络互助关停浪潮来袭，商业健康险下沉市场迎机遇》 2021-04-13

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
 S1060520040001
 wangweiyi059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
 S1060520040002
 libingting419@pingan.com.cn

研究助理

郝思婧 一般从业资格编号
 S1060119070043
 haosijing374@pingan.com.cn

郝博韬 一般从业资格编号
 S1060120010015
 haobotao973@pingan.com.cn

陈相合 一般从业资格编号
 S1060121020034
 chenxianghe935@pingan.com.cn

- **发展概况：三支柱结构发展不均衡。**经过 30 年的发展，我国已形成了基本完善的养老金三支柱体系。其中，第一支柱为基本养老保险，涵盖职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险，属于强制性养老金，由个人或单位缴费，抵扣企业所得税和个税；第二支柱为企业年金和职业年金，由个人或单位缴费，抵扣企业所得税、个税递延；第三支柱包含个人储蓄型养老保险和商业养老保险，由个人缴费、个税递延。截至 2019 年末，第一支柱累计结余规模达 6.3 万亿元、占比 72%；第二支柱累计结余规模约 2.1 万亿元、占比 28%。第三支柱尚处于探索建立期，税延型商业养老保险试点仅开展 3 年，2019 年保费收入不足 2.5 亿元，与第一支柱和第二支柱远不在同一量级。总体来看，退休人员的收入结构单一，对基本养老保险的依赖程度较高。
- **第一支柱：覆盖率高，但有潜在资金缺口压力。**1) 参保人数多、覆盖率高，有望在政策引导下进一步提高覆盖率。截至 2020 年，基本养老保险参保人数近 10 亿人，覆盖率自 2017 年起超过 80%并持续提升至 86%，“十四五”规划指出基本养老保险参保率在 2025 年提高到 95%。2) 累计结余增速总体放缓，养老金储备或存缺口。剔除政府财政补贴后，我国城镇职工养老保险基金 2019 年当年存在 0.21 万亿元的缺口，且较此前缺口扩大。随着老龄化的加剧，未来缺口或将进一步扩大。
- **第二支柱：企业参与有限，发展较为缓慢。**2019 年我国建立企业年金基金的企业数量为 9.6 万家，参与职工 2548 万人，而企业共计 3858.3 万户、就业人员共计 7.75 亿人，企业参与率仅 0.25%、职工渗透率仅 3.3%；主要由于税优力度有限。
- **第三支柱：尚处于发展初期，税优力度待进一步提升。**2018 年起，我国已在上海、福建和苏州等地，开展个人税收递延型商业养老保险业务，但税优力度有限。截至 2020 年 4 月底，共有 23 家保险公司参与个人税收递延型商业养老保险试点，其中 19 家公司出单；累计实现保费收入约 3 亿元、参保人数仅约 4.76 万人。总体来看，投保人最多可获得 2%的税收优惠收益。
- **未来展望：商业养老险大有可为。**1) 顶层设计支持商业养老保险发展。2) 根据海外经验，可适当提高企业年金的缴费税前扣除比例来推进第二支柱发展；针对第三支柱，可通过加快从产品制向账户制转型、给予投保人自主选择权、适当提升高收入群体的免税限额等方式，加速商业养老保险的推广。
- **风险提示：1) 人口老龄化加速发展，基本养老金储备不足问题加剧。2) 政策落地不及预期，养老产业发展不及预期。3) 养老产业发展周期和投资周期较长，老年人口需求释放缓慢，养老产业投资回报率不及预期。**

正文目录

一、 发展概况：三支柱结构发展不均衡	4
二、 第一支柱：覆盖率高，但有潜在资金缺口压力	5
2.1 发展特征：参保人数多、覆盖率高，有望在政策引导下进一步提高覆盖率	6
2.2 累计结存：增速总体放缓，养老金储备或存缺口	7
2.3 投资管理：社保理事会代管，投资风格稳健、投资收益贡献有限	8
三、 第二支柱：企业参与有限，发展较为缓慢	9
3.1 发展特征：税优力度有限，渗透率较低、发展缓慢	10
3.2 投资管理：委托代理，投资风格较为保守	10
四、 第三支柱：尚处于发展初期，税优力度待进一步提升	12
4.1 产品形态：EET模式	12
4.2 发展现状：税优力度有限，整体规模未达预期	14
五、 未来展望：商业养老险大有可为	15
5.1 现存问题：失衡的三支柱下，尚处起步期的第三支柱仍待发展	15
5.2 政策支持：从顶层设计上提升发展商业养老保险的重要性	15
5.3 海外经验：提高缴费税前扣除比例，加快推进账户制建设	16
六、 风险提示	17

图表目录

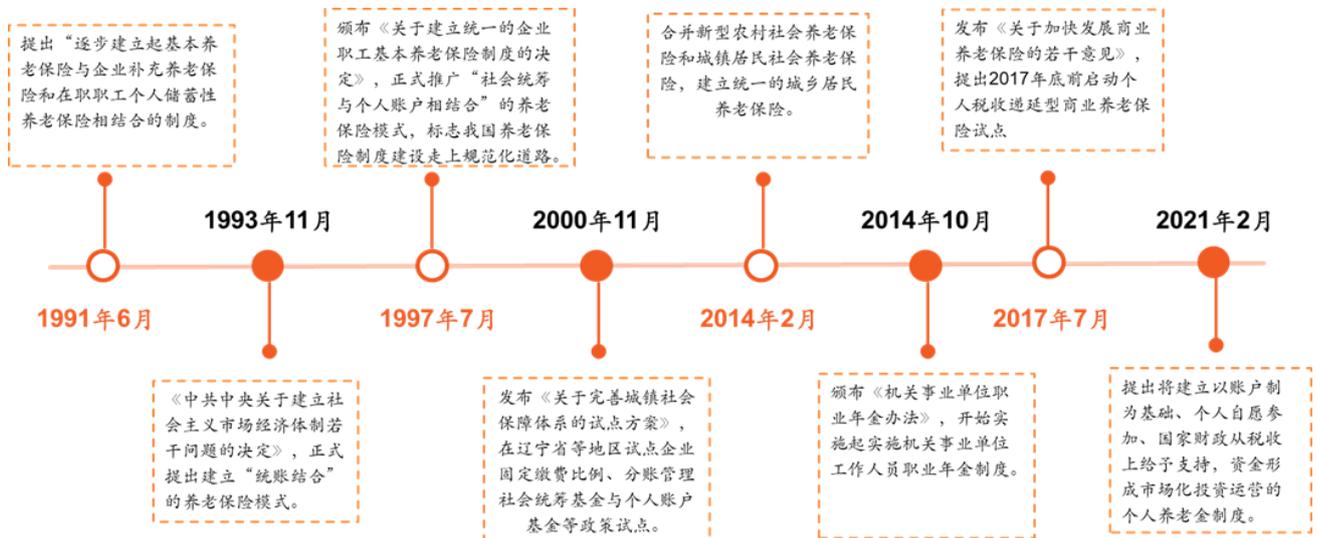
图表 1	中国养老金体系发展历程.....	4
图表 2	中国养老金三支柱概况对比	4
图表 3	中国养老金三支柱结构.....	5
图表 4	城乡居民养老保险与职工基本养老保险对比	6
图表 5	基本养老保险参保人数及覆盖率.....	6
图表 6	基本养老保险各项目参保人数占比	6
图表 7	基本养老保险结余及同比增长	7
图表 8	基本养老保险结存拆分	7
图表 9	社保基金中，职工基本养老保险收支情况	7
图表 10	基本养老保险基金投资管理规定	8
图表 11	社保基金会受托管理资产结构.....	8
图表 12	社保基金会受托管理资产的收益结构及收益率	8
图表 13	企业年金与职业年金对比	9
图表 14	建立企业年金的企业数量	10
图表 15	企业年金参保人数及渗透率.....	10
图表 16	企业年金投资管理模式.....	10
图表 17	投资管理规定	11
图表 18	保险公司企业年金管理资格.....	11
图表 19	企业年金投资收益率.....	11
图表 20	个人税收递延型商业养老保险政策梳理	12
图表 21	投资管理规定	13
图表 22	税延养老保险投保流程.....	13
图表 23	个税递延型商业养老保险保费市场份额（截至 2019 年 7 月）	14
图表 24	个税递延型商业养老保险保单市场份额（截至 2019 年 7 月）	14
图表 25	中国人保寿险 2018-2019 年个税递延型养老保险销售情况.....	14

我国养老金三支柱发展不平衡，呈现第一支柱独大、第二支柱发展缓慢、第三支柱缺位的结构特征。老年人群的收入主要来自于养老金和存款，对基本养老保险的依赖程度较高，但存在基本养老金储备不足等问题，亟需商业养老金融产品补足补全。本篇文章为《养老产业专题研究》系列报告第二篇，主要围绕中国养老金体系出发，全方位分析当前养老金体系发展现状、探讨未来发展方向。

一、发展概况：三支柱结构发展不均衡

1991年6月，国务院发布《关于企业职工养老保险制度改革的决定》，首次提出“个人缴费原则”，个人账户初步形成。经过30年的发展，我国已形成了基本完善的养老金三支柱体系。其中，第一支柱为基本养老保险，涵盖职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险，属于强制性养老金，由个人或单位缴费，抵扣企业所得税和个税；第二支柱为企业年金和职业年金，由个人或单位缴费，抵扣企业所得税、个税递延；第三支柱包含个人储蓄型养老保险和商业养老保险，由个人缴费、个税递延。

图表1 中国养老金体系发展历程



资料来源：政策文件，平安证券研究所

图表2 中国养老金三支柱概况对比

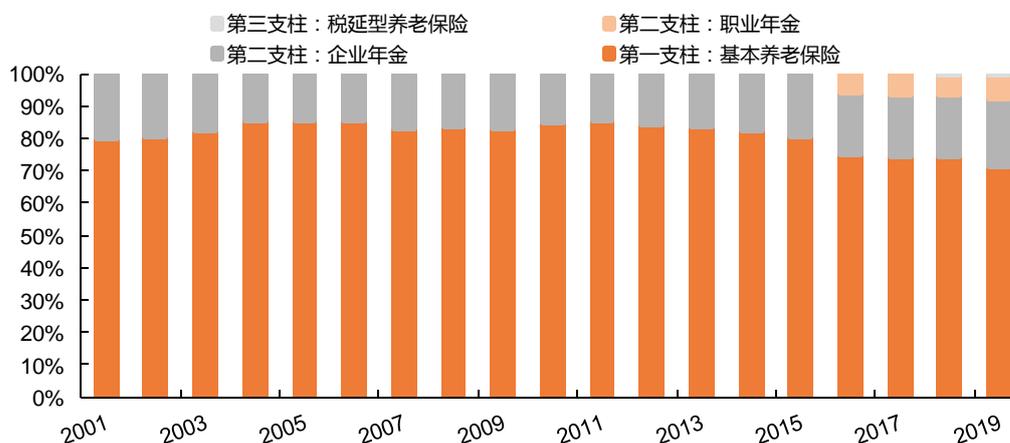
	第一支柱	第二支柱	第三支柱
开始时间	1997年	2004年	2018年
性质	强制性，提供基本保障	非强制性，企业自愿提供	非强制性，商业化运作，多支柱养老体系重要组成部分
管理机构	政府、企事业单位	企业、事业单位	保险公司
组成部分	基本养老保险：城乡居民、职工基本养老保险	年金：企业年金、职业年金	个人储蓄型养老保险和商业养老保险；如税延型商业养老保险
缴费方式	个人缴费、单位缴费/政府补贴	个人缴费、单位缴费	个人缴费
税收优惠	抵扣企业所得税和个税	企业缴费不超过工资收入4%的部分抵扣，个税递延	个税递延
2019年参保人数	96748万人	2548万人	4.7万人

2019年结存规模	62873 亿元	24085 亿元	2.45 亿元
-----------	----------	----------	---------

资料来源: Wind, 银保监会, 平安证券研究所

养老金保障体系不断完善, 但养老金三支柱发展不平衡。近年来国务院、各部门先后从养老金并轨、机制与保险制度改革等方面发布相关政策, 支持养老金融市场发展, 地方政府积极推进机关事业单位养老保险制度改革, 加强社会保险基金投资管理和监督。我国社会保障体系不断健全, 政府逐步推进多层次社会保障体系构建。除保险公司外, 商业银行亦不断探索开发各类综合养老金保障产品, 如中国建设银行积极探索养老金业务发展模式和发展战略, 率先实现公司化运营。但养老金三支柱发展不平衡, 截至 2019 年末, 第一支柱累计结余规模达 6.3 万亿元、占比 72%; 第二支柱累计结余规模约 2.1 万亿元、占比 28%。第三支柱尚处于探索建立期, 税延型商业养老保险试点仅开展 3 年, 2019 年保费收入不足 2.5 亿元, 与第一支柱和第二支柱远不在同一量级。总体来看, 退休人员的收入结构单一, 对基本养老保险的依赖程度较高。

图表3 中国养老金三支柱结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 第一支柱: 覆盖率高, 但有潜在资金缺口压力

我国第一支柱养老金体系基本健全, 由政府主导, 其功能为保障参保人员老年基本生活, 包括城乡居民养老保险与职工基本养老保险两部分。1) 从保障对象上看, 职工基本养老保险面向与用人单位形成劳动关系的职工、个体工商户等; 城乡居民养老保险覆盖面相对较广, 面向年满 16 周岁、不存在雇佣关系等职工基本养老保险未覆盖的人群, 旨在为非机关事业单位员工提供最低生活保障。2) 从缴费方式上看, 职工基本养老保险采取企业和个人按月共同缴纳方式, 个人缴纳部分由用人单位代扣; 城乡居民养老保险缴费方式相对灵活, 采取个人缴存、政府补贴、集体补助的方式, 按年缴费。3) 从保障水平上看, 根据人社部《2019 年人力资源和社会保障事业发展统计公报》, 2019 年月均职工基本养老金约 3333 元、月均城乡居民养老保险基础养老金约 162 元, 具体领取金额因缴费水平而异。

图表4 城乡居民养老保险与职工基本养老保险对比

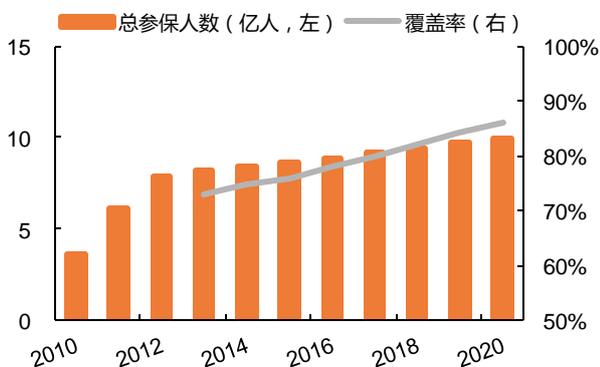
	城乡居民养老保险	职工基本养老保险
保障对象	年满 16 周岁（不含在校学生）、非机关事业单位工作人员及不属于职工基本养老保险制度覆盖范围的居民	与用人单位形成劳动关系的职工、个体工商户、其他灵活就业人员
缴费方式	参保人本人按年缴费，按档次缴费，政府给予补贴	用人单位每月代缴个人缴纳部分
基金账户	由个人缴存、集体补助、政府补贴构成，计入个人账户并计息	用人单位缴纳部分划入社会统筹账户，个人缴纳部分划入个人账户
缴费标准	以村(社区)为单位组织实施，以家庭为单位参保，参保人按年一次性缴纳保险费，年缴费标准为 100 元-2000 元，由参保人自主选择缴费档次，多交多补	企业年缴费总额=职工工资总额的 16%，职工年缴费总额=职工工资总额的 8%
养老金项目	基础养老金+个人账户养老金	基础养老金+个人账户养老金+过渡性养老金+调节金
分项目计算	基础养老金：中央确定最低标准，各地根据当地经济发展水平补充 个人账户养老金：个人缴存+政府补贴+集体补助+利息收入	1) 基础养老金=上年度社会平均工资×(1+本人平均缴费工资指数)÷2×缴费年限×1% 2) 个人账户养老金=个人账户累计储存额÷退休时对应年龄计发月数 3) 过渡性养老金=上年度社会平均工资×1992 年前平均缴费工资指数×1992 年前缴费年限×1.2%（以上海市为例）
领取条件	年满 60 周岁，累计缴费满 15 年	达到法定退休年龄并已办理退休手续，累计缴费满 15 年
衔接	城乡居民基本养老保险转入职工养老保险：个人账户储存额合并计算，缴费年限不合并计算； 职工养老保险转入城乡居民基本养老保险：个人账户储存额及缴费年限均合并计算。	

资料来源：人社部，中国政府网，太平洋保险官网，平安证券研究所

2.1 发展特征：参保人数多、覆盖率高，有望在政策引导下进一步提高覆盖率

截至 2020 年，基本养老保险参保人数近 10 亿人，覆盖率自 2017 年起超过 80%并持续提升至 86%；其中，城乡居民基本养老保险参保人数 5.42 亿人、职工基本养老保险参保人数 4.56 亿人。根据我国“十四五”规划纲要，“十四五”期间，我国将进一步健全多层次社会保障体系，基本养老保险参保率在 2025 年提高到 95%，实现基本养老保险全国统筹，推进失业和工伤保险省级统筹，实现社会保险法定人群全覆盖，做到“应保尽保”。

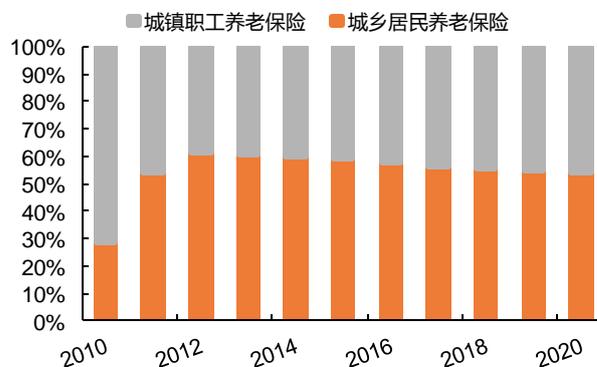
图表5 基本养老保险参保人数及覆盖率



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：覆盖率=总参保人数/16 周岁以上人口数

图表6 基本养老保险各项目参保人数占比

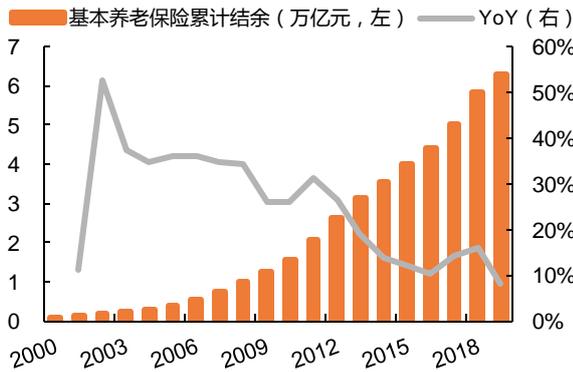


资料来源：Wind，平安证券研究所

2.2 累计结存：增速总体放缓，养老金储备或存缺口

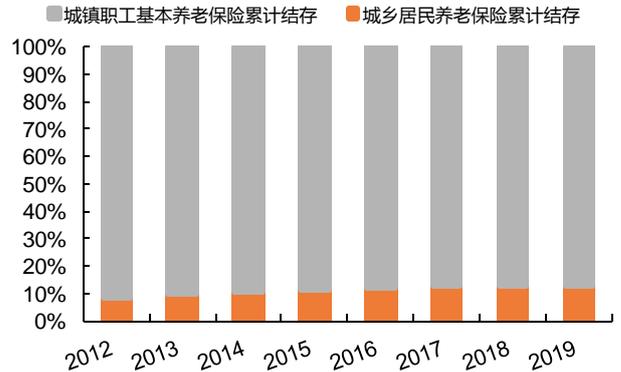
2019年基本养老保险累计结存达6.29万亿元（YoY+8%），但随着覆盖率的持续提升和企业职工基本养老保险单位缴费比例的阶段性降低，基本养老保险累计结存近年来呈现增速放缓的趋势。总体来看，城镇职工与城乡居民基本养老保险参与人数大致相当，但城镇职工基本养老金结存占比明显更高（2019年占比高达87%），主要由于职工基本养老保险缴费水平更高。

图表7 基本养老保险结余及同比增长



资料来源：Wind，平安证券研究所

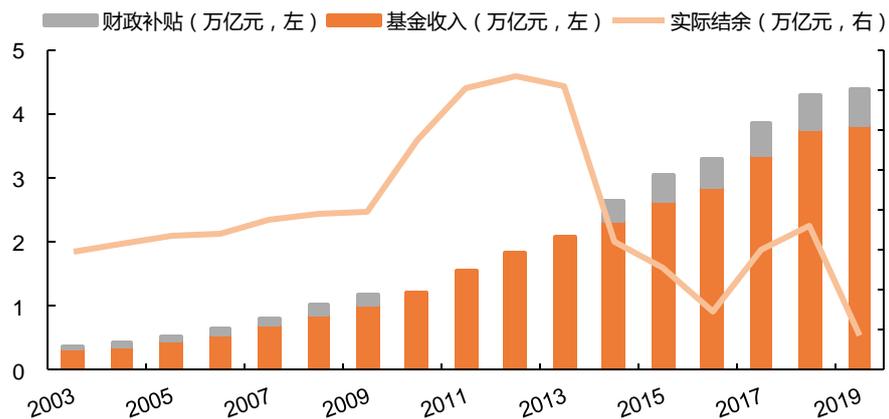
图表8 基本养老保险结存拆分



资料来源：Wind，平安证券研究所

养老金储备或存缺口。以城镇职工基本养老保险为例，2019年我国城镇职工基本养老保险基金总收入3.82万亿元、总支出3.47万亿元、当年收支结余0.35亿元。但值得关注的是，基金收入中15%左右为财政补贴，考虑到财政补贴的“兜底”性质，剔除政府财政补贴后，我国城镇职工养老保险基金2019年当年存在0.21万亿元的缺口，且较此前缺口扩大。随着老龄化的加剧，未来缺口或将进一步扩大。

图表9 社保基金中，职工基本养老保险收支情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

2.3 投资管理：社保理事会代管，投资风格稳健、投资收益贡献有限

2016年12月以来，基本养老金委托社保基金理事会投资管理，市场化运营程度提高。截至2019年，社保基金会已先后与22个省（区、市）签署委托投资合同，均为委托期5年的承诺保底模式，受托管理资产总额达1.08万亿元。目前，基本养老保险基金仅限于境内投资，投资范围包括流动性资产、国家重大工程和重大项目建设、国有重点企业股权投资。

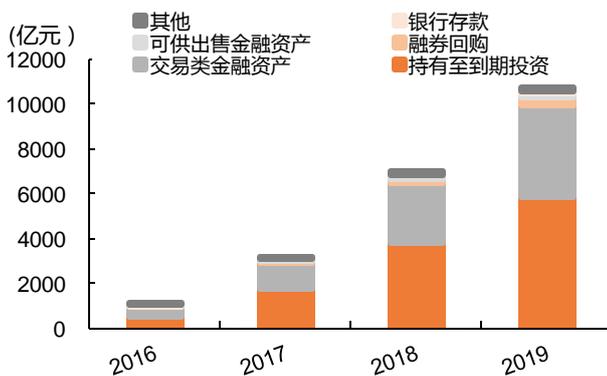
由社保基金会管理的基本养老保险主要投资于权益类及固收类资产。自2016年底进行市场化运作后，基本养老金投资收益率较受托运营前取得长足进步。2019年持有至到期投资和交易性金融资产分别占总资产的54%和38%。最大收入来源为利息收入，2019年315.7亿元，占比45%；证券差价收入和股利收入占比22%，权益投资收益率9.03%，与委托前相比有显著提升。

图表10 基本养老保险基金投资管理规定

资产类型	比例规定
流动性产品： 活期存款、一年期以内（含一年）的定期存款，中央银行票据，剩余期限在一年期以内（含一年）的国债，债券回购，货币型养老金产品，货币市场基金	≥基金净值的5%
固定收益类产品： 一年期以上的银行定期存款、协议存款、同业存单，剩余期限在一年期以上的国债，政策性、开发性银行债券，金融债，企业（公司）债，地方政府债券，可转换债（含分离交易可转换债），短期融资券，中期票据，资产支持证券，固定收益型养老金产品，混合型养老金产品，债券基金	≤基金净值的135%，其中债券正回购资金余额≤基金净值的40%
权益类产品： 股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品	≤基金净值的30%
国家重大项目和重点企业股权	≤基金净值的20%

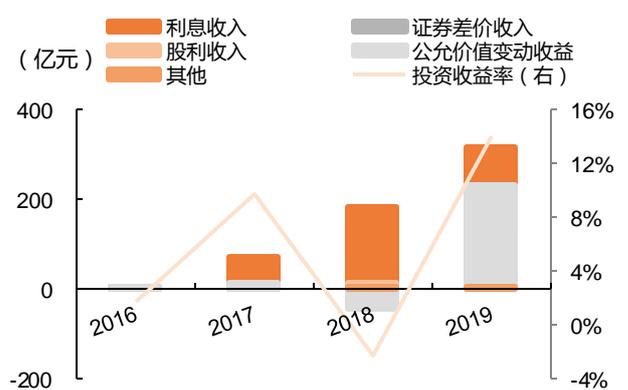
资料来源：《基本养老保险基金投资管理办法》，平安证券研究所

图表11 社保基金会受托管理资产结构



资料来源：全国社保基金理事会，平安证券研究所

图表12 社保基金会受托管理资产的收益结构及收益率



资料来源：全国社保基金理事会，平安证券研究所

三、 第二支柱：企业参与有限，发展较为缓慢

我国养老金第二支柱已基本建立。企业年金为企业或机关事业单位在基本养老保险的基础上，额外为职工建立的养老保险，其中，企业年金 2004 年成立、职业年金 2014 年成立。企业年金与职业年金在账户设置、税收优惠、投资管理规定等方面制度相同，但在保障对象、强制性、缴费比例等方面有所差异。具体来看：1) 从保障对象上看，企业年金保障对象为一般企业职工，职业年金针对机关事业单位员工；2) 从强制性上看，企业年金为员工自愿缴纳，职业年金则由事业单位决定是否设立，若设立员工强制缴纳；3) 从缴费比例上看，企业年金缴费比例由企业自主设定，国家规定企业缴费比例及企业和员工总缴费比例，职业年金则明确规定单位缴费为职工工资总额的 8%、职工缴费比例为 4%。

图表 13 企业年金与职业年金对比

		企业年金	职业年金
保障对象		企业职工	机关事业单位员工
是否强制性		自愿缴纳	由机关事业单位选择建立，一旦建立强制缴纳
年金计划数量		一个员工只能建立或参加一个企业年金计划	员工可建立一个或多个职业年金计划
账户类型		均为个人账户	
领取方式		可一次性领取也可分期领取	按月领取
缴费标准		企业年缴费总额≤职工工资总额的 8%，企业和职工合计缴费总额≤职工工资总额的 12%	单位年缴费总额=职工工资总额的 8%，职工年缴费总额=职工工资总额的 4%
税收优惠	企业	企业缴费在员工工资总额 5% 以内的部分免交企业所得税	
	个人	1) 缴费环节：企业为员工缴纳部分、个人缴纳不超过工资计税基数的 4% 部分免交个人所得税； 2) 基金投资环节：投资收益免交个人所得税； 3) 领取环节：领取的年金按“工资、薪金所得”项目适用的税率，征收个人所得税	

资料来源：人社部，平安证券研究所

企业年金计划采用企业和个人共同缴费方式，缴费金额享有税收优惠。我国企业年金基金在制度上采取缴费确定制（DC 模式），即每位员工有一个独立账户，由单位和员工共同缴费。共同缴费的缴费比例由企业自行确定。缴费频率包括月缴、季度缴、半年缴、年缴四类。企业缴费每年不超过本企业职工工资总额的 8%。企业和职工个人缴费合计不超过本企业职工工资总额的 12%。国家对于实施企业年金的企业有相应的税优政策，企业缴费在职工工资总额 5% 以内的部分可直接从成本中列支，免交企业所得税；同时个人也可以享受个人所得税递延缴纳政策。

个人账户余额归职工所有，企业账户余额由企业与企业与职工协商选择悬崖式归属或阶梯式归属。悬崖式归属也即职工工作一定年限后，企业缴费及其投资收益归属于职工个人，而在到达一定年限前，完全不归属于职工；阶梯式归属则规定随着职工工作年限的增加逐步按比例归属于职工，并明确在职工达到法定退休年龄、完全丧失劳动能力或者死亡、由于企业原因解除劳动合同等情形下，企业年金个人账户中企业缴费及其投资收益归属于职工个人。从实践情况来看，大部分企业使用阶梯式归属方式。职工变动工作单位时，新就业单位已经建立企业年金的，原企业年金个人账户权益随同转入新就业单位企业年金；职工新就业单位没有建立企业年金的，原企业年金个人账户可暂时由原管理机构管理，也可由受托机构发起的集合计划设置的保留账户暂时管理。职工在达到国家规定的退休年龄或者完全丧失劳动能力时，可从个人账户中按月、分次或一次性领取企业年金，也可将个人

账户资金全部或者部分购买商业养老保险产品，依据保险合同领取待遇并享受相应的继承权。出境定居或身故人员的企业年金个人账户资金可按需一次性支付。

3.1 发展特征：税优力度有限，渗透率较低、发展缓慢

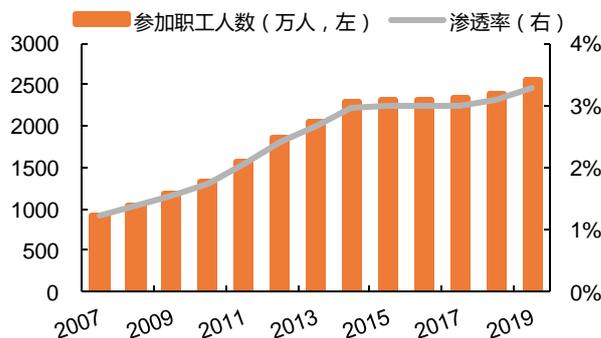
2019年我国建立企业年金基金的企业数量为9.6万家，参与职工2548万人，而企业共计3858.3万户、就业人员共计7.75亿人，企业参与率仅0.25%、职工渗透率仅3.3%。尽管已发展数十年，但企业年金发展仍较为缓慢、渗透率偏低。我们认为，主要由于我国整体养老保障意识不高、企业年金退休提取金额的税收优惠力度不足。

图表14 建立企业年金的企业数量



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表15 企业年金参保人数及渗透率

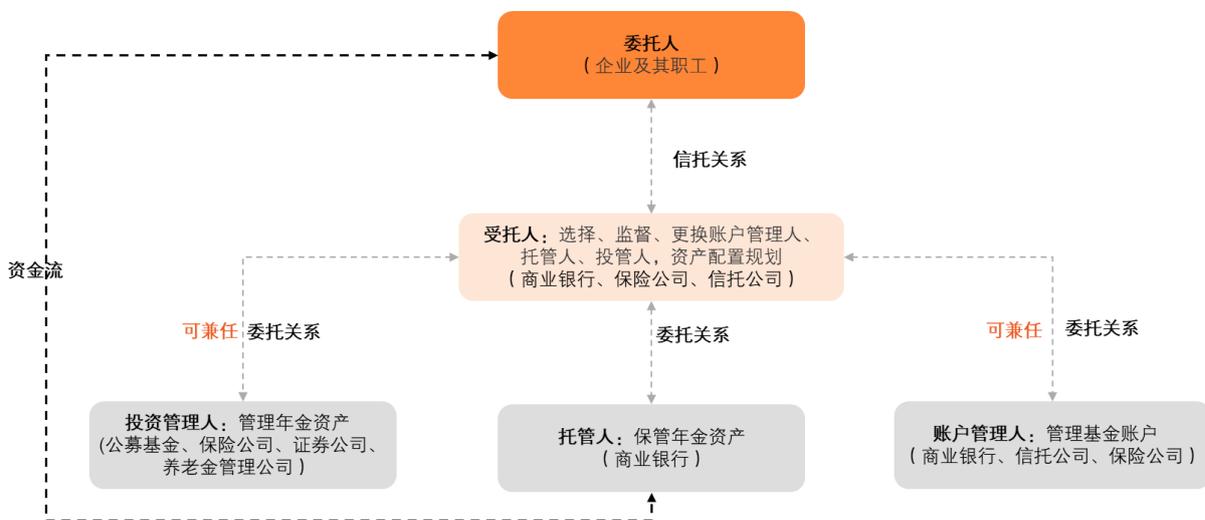


资料来源：Wind, 平安证券研究所

3.2 投资管理：委托代理，投资风格较为保守

企业年金由企业 and 职工建立年金计划，与受托人签订受托管理合同，受托人再分别与账户管理人、托管人、投资管理人签订合同，由账户管理人管理基金账户、托管人保管基金财产、投资管理人对基金投资运营。一个企业年金计划仅有一个受托人、一个账户管理人和一个托管人，受托人若具备账户管理或者投资管理业务资格可兼任账户管理人或投资管理人。

图表16 企业年金投资管理模式



资料来源：平安证券研究所

企业年金基金的投资管理人以公募基金公司和保险公司为主，目前分别有 11 家公募基金公司和 8 家保险公司获得投资管理资格。1) 从经营资质上看，基金公司只有投资管理资格，资产配置比例受限于受托计划本身。而部分保险公司同时具备受托、账户管理、投资管理资格，除类似基金公司作为投资管理人评测市场走势、主动调整资产配置外，还可同时作为受托人制定企业年金基金总体资产配置计划，作为账户管理人建立年金企业账户和个人账户，存在较高的自主性。2) 从投资风格上看，公募基金公司投资风格更为激进，具有丰富的权益类、固收类资产配置经验，决策机制和流程可确保克服短期的市场波动，坚持既定投资方针、资产配置与投资理念，以获得长期回报。保险公司因长期进行险资配置，重视风险对冲和管理，投资风格较为保守。

投资风格相对保守，收益率有限偏低，对职工吸引力有限。一方面，企业年金实际运作中为企业集中委托投资，员工没有账户投资选择权，整体风险偏好趋于保守；另一方面，企业年金基金存在较多短期考核，部分年金计划设定半年度、季度考核，一定程度上限制资产配置空间，导致权益资产投资比例长期偏低。2019 年，企业年金养老金投资收益率 8.30%，其中股票型产品投资收益率 8.89%、固定收益型 5.67%。

图表17 投资管理规定

资产类型	比例规定
流动性产品： 活期存款、中央银行票据、剩余期限在一年期以内的国债、政策性及开发性银行债券、债券回购、货币市场基金、货币型养老金产品等流动性产品等	≥基金净值的 5%
固定收益类产品： 一年期以上的定期存款、标准化债权类资产、信托产品、债权投资计划、债券基金、固定收益型养老金产品、混合型养老金产品等固定收益类资产	≤基金净值的 95%
权益类产品： 股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品等权益类资产	≤基金净值的 40%，其中投资港股通产品比例≤20%，投资单只股票专项型养老金产品比例≤10%
另类投资： 信托产品、债权投资计划，以及信托产品型、债权投资计划型养老金产品	≤基金净值的 30%

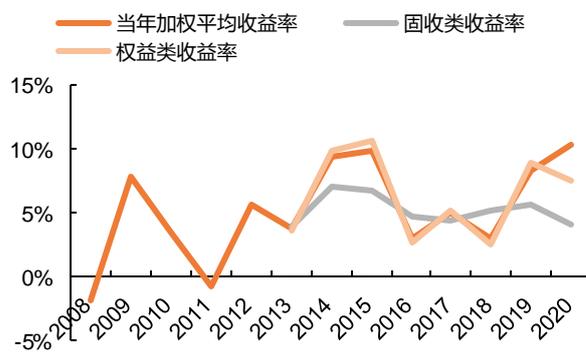
资料来源：《企业年金基金管理办法》，平安证券研究所

图表18 保险公司企业年金管理资格

保险公司	受托资格	账户管理资格	投资管理资格
平安养老	√	√	√
太平养老	√	√	√
长江养老	√	√	√
国寿养老	√	√	√
泰康养老	√	√	
泰康资管			√
人保养老	√	√	√
新华养老		√	√
华泰资产			√

资料来源：人社部，平安证券研究所

图表19 企业年金投资收益率



资料来源：Wind，平安证券研究所

四、第三支柱：尚处于发展初期，税优力度待进一步提升

2018年起，我国已在上海、福建和苏州等地，开展个人税收递延型商业养老保险业务，但税优力度有限。根据银保监会，未来或将开展专属商业养老保险试点，适当扩展保障责任、创新养老金积累和领取服务（如与其他养老金融产品有效对接养老资金等）、发展提供具备长期直至终身领取功能的养老年金保险等。根据人社部，未来或建立以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政从税收上给予支持，投资运营市场化的个人养老金制度。第三支柱将形成第一、二支柱的有利补充，同时也将补足高收入阶层和新兴业态从业人员的个人养老渠道。

图表20 个人税收递延型商业养老保险政策梳理

时间	机构	文件	主要内容
2014年8月	国务院	《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》	研究加快完善现代保险服务业发展的税收政策，适时开展个人税收递延型商业养老保险试点
2017年3月	国务院	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	落实相关税收优惠政策，推进个人税收递延型商业养老保险试点
2017年6月	国务院	《关于加快发展商业养老保险的若干意见》	拟启动个人税收递延型商业养老保险试点，对商业保险机构一年期以上人身险保费收入免征增值税
2018年4月	财政部、国家税务总局、人社部、银保监会、证监会	《开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》	提出在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点
2018年4月	国家税务总局	《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点有关征管问题的公告》	明确试点产品缴费税前扣除环节和领取征税环节流程
2018年4月	财政部、国家税务总局、人社部、银保监会	《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》	明确税延养老保险产品开发设计遵循的原则，提供三类、四款个人税收递延型商业养老保险产品
2018年5月	银保监会	《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》	明确产品经营管理的规范要求
2018年7月	银保监会	《个人税收递延型商业养老保险资金管理暂行办法》	明确养老保险资金在投资范围和比例投资能力、投资管理、风险管理等方面的规范要求

资料来源：国务院，国家税务总局，人社部，银保监会，平安证券研究所

4.1 产品形态：EET 模式

我国个人税延型养老保险采取 EET 模式。《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》规范了个人税延型养老保险的产品形态，要求参与试点的保险公司以“收益稳健、长期锁定、终身领取、精算平衡”为原则，开发设计税延养老保险产品，满足参保人对养老资金安全性、收益性和长期性的管理要求，个人购买税延养老保险的支出在当月收入的 6%和 1000 元的限额内进行税前扣除，待领取时再征收个人所得税，即 EET 模式。产品积累期养老资金的收益类型分为收益确定型、收益保底型和收益浮动型。

操作层面上看，税延型养老险产品的投保手续较普通商业养老保险更为繁琐，降低产品的可理解性及投保人的投保体验。投保人除了从保险公司购买保单之外，还需要在银行开立专门账户、注册并登录银保信平台下载“税延养老扣除凭证”、向本单位人力部门提交“税延养老扣除凭证”等。保险公司、银保信平台、税务局之间需要进行信息共享，投保人单位人力部门则负责代扣代缴个税。有专家建议，应建立统一的个人账户信息管理平台，与商业银行、保险公司、信托公司和基金公司等

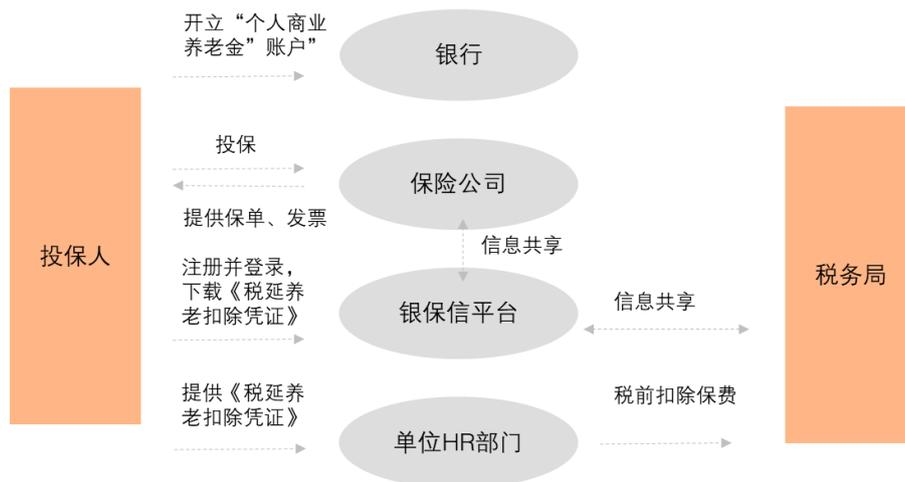
各类投资管理机构对接，实现有效的资金管理、投资管理和相应的服务。这个平台要能与财政、税务等政府部门实现数据交换，实现税优账户核验、运营监管和税务稽查等。

图表21 投资管理规定

个人税收递延型商业养老保险		
试点地区	上海市、福建省、苏州工业园区	
投保年龄	16 周岁以上、未达到国家规定退休年龄	
保险期间	终身或长期，包括积累期和领取期两个阶段	
缴费方式	月交或年交	
收益类型	收益确定型 (A类)	在积累期提供确定收益率，每月结算一次收益
	收益保底型 (B1类)	在积累期提供保底收益率，同时根据投资情况提供额外收益，每月结算一次收益
	收益保底型 (B2类)	在积累期提供保底收益率，同时可根据投资情况提供额外收益，每季度结算一次收益
	收益浮动型 (C类)	在积累期按照实际投资情况进行结算，至少每周结算一次
税延政策	积累期	保费在当月应纳税所得额时扣除，扣除限额为当月工资收入的 6% 和 1000 元孰低
	领取期	对 25% 的养老金收入免税，其余 75% 按 10% 税率计算缴纳个人所得税，实际税负为 7.5%
领取方式	达到法定退休年龄时，可按月或按年领取商业养老金，领取期限原则为终身或不少于 15 年	
保障责任	养老金给付、全残保障、身故保障	

资料来源：《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》，平安证券研究所

图表22 税延养老保险投保流程



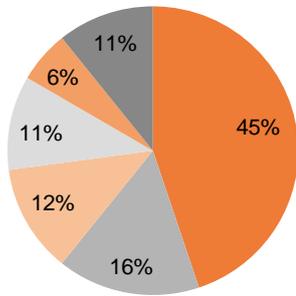
资料来源：《我国税延养老保险试点效果评析及政策优化建议》，平安证券研究所

4.2 发展现状：税优力度有限，整体规模未达预期

整体规模未达预期、市场集中化程度高。经过 3 年试点，从保费规模及参与保险公司数量而言，税延型养老保险的发展情况和政策制定的预期均存在较大差距。截至 2020 年 4 月底，共有 23 家保险公司参与税延型商业养老保险试点，其中 19 家公司出单；累计实现保费收入约 3 亿元、参保人数仅约 4.76 万人。同时，市场集中程度较高，试点地区个税递延型养老保险保单保费收入排名前 5 的保险公司合计市场份额 90.2%，充分说明个税递延型养老保险在保险公司中的推广度不高，中小险企参与度较小、积极性不高。以中国人保寿险在该类产品的销售情况为例，销售数据并不理想，2018 年总保费收入仅为 41.75 万元，新单件数仅为 184 件。

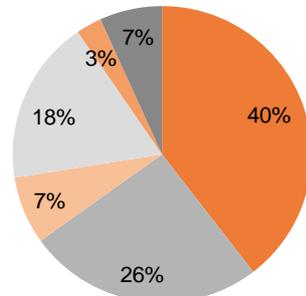
图表 23 税延型商业养老保险保费市场份额（截至 2019 年 7 月）

■太平洋人寿 ■平安养老 ■泰康养老 ■中国人寿 ■太平养老 ■其他



图表 24 税延型商业养老保险保单市场份额（截至 2019 年 7 月）

■太平洋人寿 ■平安养老 ■泰康养老 ■中国人寿 ■太平养老 ■其他



资料来源：《我国税延养老保险试点效果评析及政策优化建议》，平安证券研究所

资料来源：《我国税延养老保险试点效果评析及政策优化建议》，平安证券研究所

图表 25 中国人保寿险 2018-2019 年税延型养老保险销售情况

年份	二级机构	总保费收入（万元）	件均保费（元）	新单件数
2018	上海市分公司	10.11	2465.92	41
	江苏省分公司	0.34	1128.6	3
	福建省分公司	27.76	2313.13	120
	厦门市分公司	3.54	1772.1	20
	合计	41.75	2269.02	184
2019	上海市分公司	23.7		
	福建省分公司	5.41		
	合计	29.11		

资料来源：《个税递延型养老保险试点效果评析、问题反思与政策优化》，平安证券研究所

税延养老保险的规模有限主要由于税优力度有限。2020 年我国人均可支配收入仅 32189 元，按照当前规则，每年税延上限 12000 元。个人养老金主要来自于个人储蓄，同时政府给予一定程度的政策优惠。目前，与发达国家相比，我国的税收优惠力度存在一定差距。尤其对于有余力购买税延型商业养老保险的人群来说，税优力度有限。根据我们的测算，当税前收入大于等于 1.01 万元时，税延优惠力度将逐渐体现。而当税前月薪大于 8.9 万时，税收净影响额达到最高限额 10.7 万元。总体来

看，投保人最多可获得 2% 的税收优惠收益（计算方式：税收优惠额度/未交税延养老保险的税后工资）。总体来看，税优力度有限，吸引力有限。具体来看：

1) 在缴费端，随着个税起征点提高和专项扣除政策实施，可享受税优政策的人群大幅减少，低收入群体会因收入不到起征点而无法享受税优政策；

2) 在扣税端，领取时 7.5% 的实际税率减少了税优政策惠及人群，优惠政策向高收入者倾斜，可能导致不仅未产生节税效应，反而发生税负更重的情况，缴纳保费时每月最多税前扣除 1000 元，较低的税前扣除额无法对高收入群体形成有效激励，降低了投保人预期。

五、 未来展望：商业养老险大有可为

5.1 现存问题：失衡的三支柱下，尚处起步期的第三支柱仍待发展

我国养老金体系面临三支柱发展不平衡的问题，具体来看：

1) 第一支柱潜在资金缺口压力较大。尽管第一支柱基本养老保险覆盖率已达 86%，但不可忽视的是我国个人账户“空账”的规模急剧增加，2015 年个人账户养老金空账规模已达 4.7 万亿元，若再考虑个人账户普遍“空账”运行的情况，基本养老保险基金的收支缺口更大。我国基本养老保险目前为“统账结合”模式。在“统账结合”模式下，个人账户为基金积累制，社会统筹系统为现收现付制。但由于社保改革前参保人员没有个人账户积累、老龄化加深以及有限的投资收益率，仅依靠退休人员结存难以维持养老金的发放规模，需要使用其他个人账户结存填补空缺，出现“入不敷出”的“空账”现象。从债务关系来看，空头账户的养老金实际是老一代对年轻一代的透支。

2) 第二支柱覆盖率低，企业积极性不高。企业年金和职业年金是我国养老保障体系的第二支柱，被视为第一支柱基本养老保险的重要补充，但我国企业年金总体发展缓慢，覆盖率仅为 3% 左右。主要由于：①居民养老意识有待提高。我国居民储蓄率较高，投资以银行定期存款为主，对企业年金计划的认知和理解不足。②基本养老保险形成挤出。企业的基本养老保险缴纳比例较高（16%），对企业年金市场形成挤出效应。③税收优惠政策激励效应不足。在实际税务抵扣时，企业缴费部分可扣除的额度上限仅为职工工资总额的 5%，个人缴费部分可扣除额度上限仅为本人缴费工资计税基数的 4%。我国企业年金计划实际上可执行的税收优惠综合效应阈值仅为缴费总额的 9%，企业实施年金计划的积极性有限。

3) 政策利好第三支柱发展，但整体处于发展初级阶段、规模较小。第三支柱可作为第一、二支柱的有力补充。相较于第一、二支柱，第三支柱为高收入人群的个人养老提供渠道，也为给新业态从业人员、多种方式从业人员提供商业养老保障。目前我国个人养老保险的主要形式为个人税延养老保险，上海、福建及苏州工业园区于 2018 年 5 月率先开展个人税收递延型商业养老保险试点。截至 2020 年 4 月，共有 23 家保险公司参与试点，19 家公司出单，累计参保人数 4.76 万人，保费收入约 3 亿元，总体规模较小。广义上来看，商业养老年金保险也是第三支柱的重要组成部分；截至 20Q3，商业养老年金保险保费收入仅 551 亿元，在人身保险原保费收入仅占 2.1%，远不及海外发达保险市场——如美国具有养老保险功能的人身保险保费收入占比约 50%，而养老年金保险保费收入占比超过 35%。总体来看，当前实施的商业养老年金险在税延政策和覆盖力上相对有限（最高仅约 2%），尚处于政策引导第三支柱发展的探索阶段。

5.2 政策支持：从顶层设计上提升发展商业养老保险的重要性

商业养老保险即年金险，是以被保险人生存为给付保险金条件，并按约定的时间间隔分期给付生存保险金的人身保险。其中养老年金是以养老保障为目的的年金保险，被保险人领取生存金年龄不得小于国家规定的退休年龄，且相邻两次给付时间间隔不得超过一年。

“十四五”规划纲要明确要求发展多层次、多支柱养老保险体系，从而积极应对人口老龄化、促进养老保险制度可持续发展。总体来看，第一支柱基本养老保险制度已基本健全，职工养老保险和城乡居民养老保险两个平台目前已覆盖近 10 亿人；第二支柱企业年金、职业年金制度初步建立，并在逐步完善，目前已经覆盖 5800 多万人；但作为第三支柱重要组成的个人养老金制度还没有出台，在整个养老保险体系中仍是短板。

根据人社部 2021 年 2 月在新闻发布会上的表述，关于第三支柱养老金体系，我国将建立以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政税收支持，资金形成市场化投资运营的个人养老金制度。从三大制度的作用来看，第一支柱主要用于确保国民基本养老收入、防止老年贫困，是底线保障；第二支柱主要面向拥有稳定职业和收入的人群，目标是增加员工养老收入；第三支柱是市场化的自主的养老选择，目的在于加强自我保障能力，通过长期投资增加养老储蓄。

5.3 海外经验：提高缴费税前扣除比例，加快推进账户制建设

➤ 5.3.1 适当提高企业年金的缴费税前扣除比例

以美国 401(K)计划为例，作为美国企业年金 DC 计划的主要组成部分，20Q3 资产规模已达 6.53 万亿美元。雇主向企业年金计划的缴费在雇员工资的 15% 以内的部分允许对这笔缴费免征企业所得税；雇员限额部分以内的缴费部分实行递延缴税，超过限额部分征收个人所得税，2019 年对雇主和雇员的总投资额限额为 5.6 万美元。而根据我国企业年金规定，企业缴费税前最大扣除比例不超过职工工资总额 5%；同时，第一支柱企业缴费比例较高，因此参与企业年金的意愿有限。

我们认为，根据我国国情，可适当提高缴费税前扣除比例。具体来看，可以将企业年金计划的理想养老金替代率所需缴费率作为参考指标。我国基本养老保险目标替代率为 60% 左右，若设置 70%-80% 为总体替代率，则企业年金的目标替代率需达 20% 左右。据劳动与社会保障社会保险研究所的研究结果显示，假定职工工资增长率为 4%，养老基金的预期投资回报率为 8%，职工的退休年龄为 60 岁，总缴费比例达到 8%，企业年金计划的养老金替代率才能达到 20%。

➤ 5.3.2 建立账户制，给予投保人自主选择权

IRAs 是美国养老金第三支柱的主要组成部分，截至 20Q3，IRAs 账户资产总额为 11 万亿美元，占养老金总规模的 34%，是全美退休资产占比最大的部分。1) 账户设置方面，IRAs 实行账户制，账户由户主自行管理，开户银行和基金公司等金融机构提供不同组合的投资建议，户主可根据自己的具体情况和投资偏好进行投资管理，给予户主较大的自主权利。2) 免税政策方面，传统型 IRAs 实行递延缴税，Roth IRAs 缴费金额不在应纳税所得额中扣除，而是将税后收入计入账户，对账户内的投资收益、利息收益免税，两种方式对于最高免税额无限制，仅对年缴费金额存在单身 6000 美元、结婚共同申报 12000 美元限制。而我国第三支柱目前仍为产品制。

我们认为，我国第三支柱可逐渐从产品制向账户制转型，给予投保人更高的投资自主权，同时也可以保证税收优惠指向个人，准确记录账户的缴费规模、投资收益等信息，且所有符合条件的产品都进入账户，避免产品制下的享受多项税收优惠和重复征税问题。

此外，我国税延商业养老险的每月最多税前扣除仅为 1000 元，明显低于美国，可针对高收入群体适当提高免税限额，给予更高的税收优惠，激励更多投保人转向个人商业养老保险。

(我们也将《养老产业专题研究(三)》中，进一步深入分析海外养老体系的发展情况，敬请关注)

六、风险提示

- 1、人口老龄化加速发展，基本养老金储备不足问题加剧。
- 2、政策落地不及预期，养老产业发展不及预期。
- 3、养老产业发展周期和投资周期较长，老年人口需求释放缓慢，养老产业投资回报率不及预期。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033