

行业研究

国民养老靴子落地，第三支柱渐行渐近

——《关于拟设立国民养老保险股份有限公司有关情况的信息披露公告》点评

银行业：买入（维持）
非银：增持（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-5842066

wangyf@ebsecn.com

联系人：董文欣

dongwx@ebsecn.com

联系人：郑君怡

zhengjy@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

养老金系列报告四：保险+养老社区发展深度研究，养老社区发展潜力巨大，险企布局具有天然优势（20210628）

养老金系列报告三：国内养老金产品深度研究，养老金融改革加速，第三支柱养老金蓄势待发（20210410）

养老金系列报告二：海外养老金体系深度研究，见贤思齐，反观诸己（20210306）

任重道远，砥砺前行——保险行业系列报告三：国内养老金的现状及发展探讨（20201114）

要点

事件：

2021年8月18日，中国保险行业协会发布《关于拟设立国民养老保险股份有限公司有关情况的披露公告》，对拟设立的国民养老保险股份有限公司（简称“国民养老”）的有关情况进行披露。根据公告内容显示，国民养老共有17位发起人，注册资本为111.5亿元人民币，业务范围涵盖商业养老计划管理业务、受托管理委托人委托的以养老保障为目的的人民币及外币资金、养老保险及年金业务、寿险业务、意外及健康保险业务等。上述国民养老设立申请待银保监会批准后生效。

点评：

一、国民养老股东确定，银行理财子成为主要投资方。

理财子公司投资国民养老，持股比例合计达66.81%。国民养老注册资本共计111.5亿元人民币，其中工银理财、农银理财、中银理财、建信理财、交银理财、北京市基础设施投资有限公司、国新资本有限公司各出资10亿元，持股比例均为8.97%；中邮理财出资6.5亿元，持股比例为5.83%；信银理财、招银理财、兴银理财、民银金投资管理（北京）有限公司、北京熙诚资本控股有限公司各出资5亿元，持股比例均为4.48%；华夏理财和中信证券投资各出资3亿元，持股比例均为2.69%；泰康人寿和中金浦成投资有限公司各出资2亿元，持股比例均为1.79%。国民养老股权结构较为分散，以便于统筹不同资金来源，且投资方主要为银行理财子公司，持股比例达66.81%。

图1：国民养老保险股份有限公司股权结构



资料来源：中国保险行业协会，光大证券研究所

理财子公司布局养老市场具有较强意愿：

(1) 理财子公司成立之初便积极探索养老金第三支柱。养老相关产品通常具有投资期限长、追求稳健收益的特征，契合了资管新规背景下，银行理财长期资金不足、追求绝对收益、不能期限错配等客观情况，有助于发挥银行理财在非标等另类资产投资上的独特优势。部分理财子公司在开业之初公布的产品体系中就已充分考虑养老主题产品，如招银理财根据基础客群、养老金客群、金葵花及金卡客群、有投资经验客群、私人银行客群、公司客群这六大客群发布系列产品；中银理财推出了“福、禄、寿、禧”四大养老专属系列；光大理财在“七彩阳光”基础上增加阳光金颐养老主题产品、ESG社会责任主题产品等特色产品。

(2) 国民养老将推动银行短期储蓄向长期养老资产转化。理财子公司将借助国民养老布局收益率曲线长端市场。从长期趋势来看，资本市场需要长期资金，同时居民资产配置结构也将从储蓄为主变为金融资产为主，银行理财子公司参与养老市场，一方面有利于养老金的累积，另一方面有利于银行短期储蓄向长期养老资产转化，对于资本市场长期稳定发展有重要作用，同时丰富银行理财子公司的资产配置。

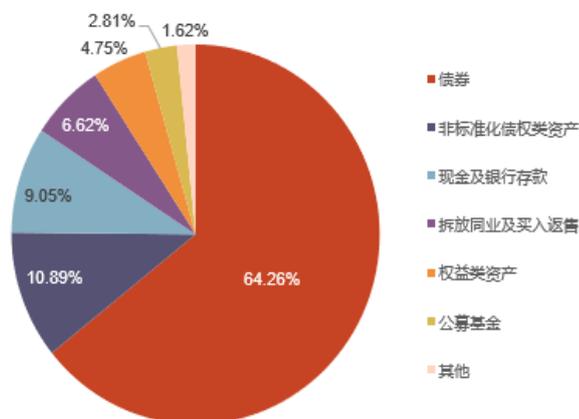
理财子公司实力雄厚，出资后仍具有较为充足的资本安全垫。理财子公司具有较高设立门槛，已开业理财子公司主要为国股行和头部城商行，根植于母行雄厚的资本实力、资管规模与庞大客群。根据《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）（征求意见稿）》（简称《净资本管理办法》），对净资本的监管约束主要有两方面，一是净资本不得低于 5 亿元人民币，且净资本/净资产不低于 40%；二是净资本/风险资本不低于 100%。我们根据《净资本管理办法》，对各家理财子公司出资后的资本安全垫进行模拟测算：

(1) **测算在强假设下进行：**假设各家银行现有理财规模完全平移到理财子公司运行；假设各家非保本理财配置情况以行业一致，按照《中国银行业理财市场报告（2020）》中非保本理财产品资产配置比例模拟。

(2) **测算过程：**以在保守和乐观情况下的加权风险系数分别为 0.41%和 0.18%，假设按均值 0.3%计算；根据各家银行的净资产预估净资本（《净资本管理办法》中对理财子公司净资本计算表的项目设定及扣减比例，主要参照了基金管理公司子公司、证券公司同类资管机构的相关监管规定，根据证券业协会披露数据，1H21 证券公司净资本/净资产为 78%，考虑到运营初期，净资本和净资产的差异相对较小，开业满两年的理财子公司按 90%比例假设，不满两年的理财子公司按 95%比例假设），并结合各家 2020 年末存续非保本理财余额，计算风险资本需求。

(3) **测算结果显示，** 大行出资国民养老后，资本充裕且安全垫较厚，均在 30 亿元以上；股份行资本安全垫均高于 5 亿元门槛值。需要指出的是，模拟测算是在强假设下进行，即假设现有理财规模全部平移到子公司，目前母行产品迁移尚未完成，因此我们的风险资本占用偏高；随着资管新规过渡期结束，资产端增配标准化资产，预计风险权重也有望下降；此外，从海外资管机构发展情况来看，理财公司具有高 ROE 特征，预计理财子公司平稳运营后具有较强的内源资本补充能力。因此，整体来看，理财子公司具有充足的资本实力作为国民养老出资人。

图 2：2020 年末非保本理财产品资产配置情况



资料来源：《中国银行业理财市场报告（2020 年）》

表 1: 依据《净资本管理办法》对加权风险系数的初步估算

资产类别	2020 年资产端配置	风险系数范围	风险系数 (乐观)	风险系数 (保守)
债券	64.26%	0%	0%	0%
非标准化债权类资产	10.89%	1.5%-3%	1.5%	3%
现金及银行存款	9.05%	0%	0%	0%
拆放同业及买入返售	6.62%	0%	0%	0%
权益类资产	4.75%	0-1.5%	0%	1.5%
公募基金	2.81%	0%	0%	0%
其他	1.62%	1%	1%	1%
加权风险系数			0.18%	0.41%

资料来源:《商业银行理财子公司净资本管理办法(试行)(征求意见稿)》,光大证券研究所测算;其他类假设主要为不符合标准化金融工具特征的衍生品、商品类及另类资产。

表 2: 依据《净资本管理办法》对资本安全垫的初步测算

机构名称	开业日期	注册资本 (亿元)	注册地	母行 2020 年末表外非保本余额 (亿元)	理财公司净资产 (亿元)	预估理财业务对应风险资本 (亿元)	拟出资额 (亿元)	测算资本安全垫 (亿元)
工银理财	2019-5	160	北京	27084.27	167.45	81.25	10	59.45
农银理财	2019-7	120	北京	21706.21	132.97	65.12	10	44.55
中银理财	2019-7	100	北京	13889.04	104.73	41.67	10	42.59
建信理财	2019-5	150	深圳	21678.86	153.95	65.04	10	63.52
交银理财	2019-6	80	上海	12119.59	87.42	36.36	10	32.32
中邮理财	2019-12	80	北京	8653.19	91.6	25.96	6.5	54.56
信银理财	2020-7	50	上海	12870.95	55.95	38.61	5	9.54
招银理财	2019-11	50	深圳	24456.44	74.74	73.37	5	19.30
兴银理财	2019-12	50	福州	14756.79	63.53	44.27	5	11.08
华夏理财	2020-9	30	北京	5885.08	30.4	17.66	3	8.22

资料来源:《商业银行理财子公司净资本管理办法(试行)(征求意见稿)》,《中国银行业理财市场半年报告(2021 年上)》,光大证券研究所测算;注:招银理财初始注册资本为 50 亿元,招行于 2021 年 3 月公告称,拟引入摩根资管作为招银理财战略投资者,摩根资管出资 26.67 亿元,持股比例 10%,增资后招银理财注册资本变为 55.56 亿元。测算过程中,已考虑摩根资管增资因素。此外,汇华理财已于 2020 年 9 月成立,因此 2020 年末净资产已纳入相关影响,但是贝莱德建信理财、施罗德交银理财及高盛工银理财由于披露信息有限,未纳入测算,结合汇华理财出资金额为 4.5 亿元的量级来看,预计对资本安全垫厚度影响较为有限。

二、商业养老险市场空间广阔,竞争加剧下差异化产品及投资能力是核心

广阔的商业养老保险市场空间将支撑国民养老迅速发展。根据银保监会副主席黄洪在国务院政策例行吹风会上披露,截至 2020 年三季度末,我国养老年金保险原保费收入为 551 亿元,在人身险原保费收入中占比仅 2.1%,而对比国外,美国、英国、加拿大等国家具有养老保险功能的人身保险保费收入占全部人身险保费收入的 50%,其中养老年金保险占比超过 35%。我们根据国际经验测算,假设我国养老险市场份额能达到 35%,则 2030 年养老险保费收入提升空间可达 1.5 万亿元;若养老险市场份额能达 50%,则 2030 年养老险保费收入提升空间可达 2.5 万亿元,可见国民养老未来发展空间广阔。

随着市场供给不断增加,差异化产品及投资能力将成为国民养老提升市场份额的关键。在老龄化进程不断加快的背景下,以及此次国民养老设立的牵头作用下,我们预计未来将有更多的市场主体参与养老保险市场,供给将不断增加,市场竞争面临加剧,而国民养老能否推出差异化产品吸引消费者,将成为其提升市场份额的关键,同时也是其他险企提升自身竞争力的关键。而目前市场上养老产品同质化现象普遍,我们认为提高养老年金保险收益率或为未来改进方向,例如推出高收益率的投资连结型养老年金,或针对高风险承受能力者推出更低收益保证的分红养老年金,并将红利用于再投资以获取更高收益率。因此,公司对长期资产的投资能力也尤为重要。

表 3: 养老金保费收入缺口测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
人身险保费 (亿元)	33329	35839	38537	41439	44560	47915	51523	55403	59574	64060	68884	
假设养老金保费占比	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	
养老金保费 (亿元)	1000	1434	1927	2486	3119	3833	4637	5540	6553	7687	8955	
养老金保费增速	-	43.37%	34.41%	29.04%	25.45%	22.89%	20.97%	19.48%	18.28%	17.31%	16.49%	
情景 1: 假设养老金保费占比 35%	养老金保费 (亿元)	11665	12544	13488	14504	15596	16770	18033	19391	20851	22421	24109
	养老金保费缺口 (亿元)	10665	11110	11561	12017	12477	12937	13396	13851	14298	14734	15154
情景 2: 假设养老金保费占比 50%	养老金保费 (亿元)	16665	17919	19269	20720	22280	23957	25761	27701	29787	32030	34442
	养老金保费缺口 (亿元)	15665	16486	17342	18233	19161	20124	21124	22161	23234	24343	25487

资料来源: 银保监会, 国务院, 光大证券研究所测算, 假设人身险保费增速保持 2020 年 7.53% 的水平

三、国民养老是第三支柱建设重要参与方, 相关财税支持政策已在路上

我们认为此次设立国民养老保险公司是我国尝试第三支柱试点的一项重大举措。我国目前第三支柱规模尚小, 截至 2019 年个税递延养老保险保费收入仅 2.45 亿元。而根据银保监会主席郭树清在 2020 年 10 月金融街论坛中提到, 当前中国居民金融总资产已达到 160 万亿元, 其中 90 多万亿元为银行存款, 可转换为养老财富资源的金融资产规模可观。根据我们测算, 若我国居民金融资产配置于养老金资产的比例未来可达到 30%, 假设二三支柱比例发展到美国 2:1 的水平, 则第三支柱将有 16 万亿的增长空间。因此我们预计国民养老未来将推出多种养老金产品, 在提升养老金第三支柱市场规模的同时, 提高自身利润空间。

表 4: 我国养老金第三支柱增长空间 (单位万亿元)

	2019 年规模	假设占比	二三支柱规模空间 (测算值)	规模 (测算值)	差距
第二支柱	2.4085	66.67%	160*30%=48	32.00	29.59
第三支柱	0.0002	33.33%		16.00	16.00

资料来源: 全国社保基金理事会, 银保监会, 光大证券研究所测算, 职业年金截至 2019 年 5 月末, 社保规模为社保基金负债余额与全国社保基金权益 (不考虑个人账户和地方委托等) 之和

国民养老的设立将有助于激活我国养老金第三支柱市场, 但仍需财税政策支持。目前养老金产品仍旧匮乏, 税优政策支持力度不足导致产品吸引力较低, 因此, 国民养老的设立能否产生鲶鱼效应激活市场对养老产品的供给与需求仍需后续财税政策支持。2021 年 2 月 26 日, 人社部副部长游钧在就业和社会保障情况新闻发布会上提到, 我国养老金体系将结合国际经验与国内试点经验, 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, 资金形成市场化投资运营的个人养老金制度, 并且该政策正在加速推动过程中。因此, 我们预计未来随着养老金第三支柱政策的不断完善, 尤其是账户制的建立以及税收优惠力度的加大将激发出养老保险市场的活力, 利好保险公司以及基金公司未来市场份额的扩大与利润空间的提升。

风险提示: 保费收入不及预期; 疫情大范围内反复; 长端利率超预期下行。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE