

保险

2022年01月24日

养老保障体系建设加速，养老保险产品或迎新增量

——“险中取胜”行业系列深度报告之二

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（联系人）

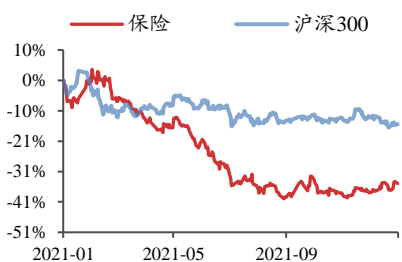
gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790120100011

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《上市保险公司12月保费收入数据点评-2021年NBV或低于预期，2022年开年业务压力延续》-2022.1.19

《上市保险公司11月保费收入数据点评-寿险保费依旧承压，转型惯性或压制险企1季度表现》-2021.12.15

《保险行业2022年度投资策略-估值见底，低预期下寻找内外部边际超预期》-2021.11.21

● 上市险企均控股养老保险公司，养老保障体系发展或带来新增量

我国第三支柱养老正处加速破冰期，养老金融市场潜力较大，伴随着我国养老第三支柱体系不断完善，以账户制为主体、税收优惠为激励的第三支柱养老体系政策有望加速出台。我们预计在中性假设下，养老保险市场规模将有望达到4.6万亿元，寿险公司及养老保险公司或迎来发展新动能。当前共计10家专业养老保险公司，上市险企均有所控股，平安养老、国寿养老、长江养老头部3家市占率接近75%，同时，监管引导养老保险公司回归其专业保障本源，第三支柱养老体系发展有望进一步带动养老保险公司年金管理业务以及养老年金保险产品业务，养老保险公司利润贡献或有所提升，推荐旗下具备优势养老保险公司的中国太保、中国平安，受益标的中国人寿。

● 老龄人群占比提升，宏观政策推动，养老保险或迎发展机遇

2020年，我国65岁及以上人口数量超1.9亿人、占比13.5%，60岁及以上人口数量超2.6亿人、占比18.7%，根据世界卫生组织的定义，我国已步入老龄化社会。老年人口的增多或为相关产业带来发展机遇，其中，养老产业所包含的养老金融、养老用品、养老服务以及养老地产或迎来发展风口。同时，政府机构多次发文提倡养老保险发展。自国务院2014年8月发布《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》后，我国养老保险逐渐进入探索期，2018年试点个人税延性商业养老保险，2021年试点专属商业养老保险，未来，以账户制为基础，各类金融机构提供养老保障产品，税收优惠激励或为第三支柱养老保障体系形态。

● 养老保险公司具备养老、保障及投资业务资质，企业年金为主要业务

养老保险公司主要业务为企业年金、职业年金、养老金产品以及养老保障产品业务，尚未发力第三支柱。截至2021年12月9日，已开业养老保险公司总资管规模超5万亿元，头部公司优势明显。截至2020年底，我国企业年金基金金额达到2.21万亿元，保险系公司企业年金市占率超50%。当前第三支柱保险产品主要由寿险公司提供，截至2021年3季度末，传统商业养老年金保险责任准备金6200亿元，远低于银保监会力争于2025年实现的6万亿元。在监管与市场双重引导下，养老保险公司或加速推进养老保险、养老保障管理和企业（职业）年金业务，加速参与建设第三支柱养老体系。

● 税收优惠推动第三支柱养老发展，或为我国险企带来新增长

税收制度层面看，海外发达市场，例如美国、德国、日本、加拿大，对于第三支柱养老保障体系均有相应税收优惠政策支持。我们认为，税收优惠政策能够从养老保障的长期属性与客户分层两方面推进第三支柱养老体系建设。公司层面看，退休业务能够为美国保险公司AIG及保德信金融贡献较高利润，而IRAs以及变额年金的税收优惠政策增强了其产品吸引力，从而推动退休业务发展。我国养老保险公司或可借第三支柱体系税优政策的东风，迎来新增长。

● **风险提示：**长端利率超预期下行；第三支柱养老政策利好弱于预期。

目 录

1、 机遇：养老保障体系加速发展，养老保险公司或迎机遇.....	6
1.1、 我国老龄人群占比提升，养老保险或迎发展机遇.....	6
1.2、 多个政策文件加速第三支柱养老保障体系建设.....	8
1.3、 我国当前养老保障体系仍以第一支柱为主.....	10
1.4、 养老保险公司可全面参与我国养老三支柱体系.....	16
2、 养老保险公司：主营企业年金，尚未发力商业养老保险.....	17
2.1、 格局：上市险企均控股养老保险公司.....	17
2.2、 国民养老保险公司获批筹建，或在第三支柱建设中承担重要职责.....	19
2.3、 业务：主营企业年金等资管业务，保险业务规模相对较小.....	20
2.4、 养老体系参与情况：第二支柱优势较大，尚未发力第三支柱.....	28
3、 第三支柱：当前主要由寿险公司参与，养老金融空间较大.....	35
3.1、 寿险公司通过传统商业养老年金保险以及试点产品参与第三支柱.....	35
3.2、 商业养老保险试点进展低于预期，产品形态多为变额年金.....	36
3.3、 税收优惠力度较小，吸引力略显不足.....	37
3.4、 专属商业养老未完全转移长寿风险，或为行业发展积累经验.....	39
4、 他山之石：税收优惠推动第三支柱养老发展.....	40
4.1、 发达国家第三支柱发展较快，第三支柱占比高于我国.....	40
4.2、 税收优惠加速海外第三支柱发展.....	42
4.3、 养老退休业务为海外保险公司贡献利润占比较高.....	44
5、 展望：中性假设下或可新增养老保险产品规模 4.6 万亿元.....	48
6、 投资建议.....	49
7、 风险提示.....	50

图表目录

图 1： 我国 65 岁及以上人口占比已超 13.5%.....	6
图 2： 我国居民平均预期寿命已超 76 岁（2015 年）.....	6
图 3： 养老产业可分为养老金融、养老用品、养老服务、养老地产四大板块.....	6
图 4： 57% 已退休的中高净值人群收入在 8000 元以下.....	7
图 5： 中高净值人群退休后年平均花费明显下降.....	7
图 6： 90% 的已退休人群主要收入来自于退休金.....	7
图 7： 未退休人群前 5 大收入来源中 3 项与工作有关.....	7
图 8： 我国社保基础养老保险支出逐年增加.....	8
图 9： 我国城镇职工 2020 年养老金替代率约为 35.7%.....	8
图 10： 我国养老保障体系主要由三支柱构成.....	10
图 11： 我国基本养老保险覆盖率已超 70%.....	11
图 12： 2020 年我国基本养老保险结余 5.8 万亿元.....	11
图 13： 2020 年末全国社会保障基金规模接近 3 万亿元.....	11
图 14： 我国企业年金资产运用金额规模已超 2 万亿元.....	12
图 15： 我国企业年金人均积累金额已超 8 万元.....	12
图 16： 我国建立企业年金的企业法人数量占比较低.....	12
图 17： 我国企业年金在城镇从业人员中渗透率不足 10%.....	12

图 18: 商业养老保险保费收入占比人身险不足 2%	13
图 19: 2021M9 末, 累计积累保险责任准备金 6200 亿元	13
图 20: 2021 年发行的多数理财产品期限短于 12 个月	14
图 21: 2021 年发行的理财产品预期年化收益率 3-5% 占比较高	14
图 22: 2020 年养老保障管理产品主要以个人养老保障管理产品为主	15
图 23: 养老保险公司可全面参与我国养老三支柱体系	17
图 24: 2020 年养老保险公司头部 3 家管理规模占比接近 75%	22
图 25: 养老保险公司保费收入规模均在 300 亿元以下	24
图 26: 2020 年养老保险公司保费收入占比人身险行业为 1.3%	24
图 27: 上市险企 2020 年人身险板块保费收入规模均超千亿元	24
图 28: 头部养老保险公司 2020 年 ROE 较高	28
图 29: 基本养老保险基金占比累计结余不断提升	28
图 30: 2021Q3 末, 全国基本养老保险基金签约规模达 1.25 万亿元	28
图 31: 基本养老保险基金委托投资占比自 2017 年的 70.4% 降至 2020 年的 62.2%	29
图 32: 2020 年基本养老保险基金资产规模超 1.39 万亿元	30
图 33: 海富通基金一级部门中含机构、养老、公募、年金、债券等业务部门	31
图 34: 长江养老一级业务部门主要以养老金业务为主	32
图 35: 平安养老业务可分为年金资管及保险两个事业群	32
图 36: 新华养老部门设置以养老投资为主	32
图 37: 企业年金单一计划规模占比超 90%	33
图 38: 单一计划中含权益类组合占比显著高于集合计划	33
图 39: 截至 2021 年 10 月底, 个人税收递延型养老年金产品累计保费收入 6 亿元	37
图 40: 截至 2021 年 10 月底, 专属商业养老年金保险累计保费收入 2 亿元	37
图 41: 美国养老体系中第二支柱占比最高, 2020 年占比 53.3%	40
图 42: 美国第三支柱 IRA 规模保持较快增长, 占养老金市场比例不断提升	41
图 43: 日本 iDeCo 资产规模不断提升, 已超 2 万亿日元	41
图 44: 日本 NISA 资产规模不断提升, 已超 22 万亿日元	41
图 45: 日本第一支柱养老管理资产规模接近 180 万亿日元	41
图 46: 我国当前养老保障体系仍以第一支柱为主	42
图 47: 2020 年 AIG 退休业务税前利润超接近 30 亿美元	45
图 48: AIG 退休业务税前利润贡献占集团比例较高	45
图 49: 保德信金融退休业务贡献税前利润约 30 亿美元	46
图 50: 保德信金融退休业务贡献税前利润占比较高	46
图 51: 保德信金融保户账户价值超 1600 亿美元, 年金账户占比 48.5%	47
图 52: 我国养老保险公司税前利润均低于 30 亿元	48
图 53: 我国养老保险公司利润占母公司比例低于 3%	48
图 54: 美国养老保障体系总规模远高于我国	49
图 55: 美国第三支柱养老体系占比明显高于我国	49
图 56: 2020 年 IRA 中保险公司年金占比 4.2%	50
表 1: 政府机构多次发文提倡养老保险发展	8
表 2: 2020 年人均一次性领取金额为 7.6 万元, 略低于人均积累金额	12
表 3: 养老理财产品具备一定吸引力且费率较优	14
表 4: 2020 年底养老保障管理产品规模超万亿	15
表 5: 3 家养老保险公司具备基本养老保险基金与企业年金基金投资管理资质	16

表 6:	所有养老保险公司均可开展养老保险及年金业务	17
表 7:	我国当前已有 10 家养老保险公司	18
表 8:	主要上市险企均控股旗下养老保险公司	18
表 9:	养老保险公司主要业务多为企业年金、职业年金及养老保障计划	18
表 10:	国民养老保险公司股东中银行理财子占据多数	19
表 11:	国民养老保险公司可开展养老保险、年金业务以及商业养老计划业务等业务	20
表 12:	多数养老保险公司均具有团体及个人养老保险及年金业务资质	21
表 13:	国民养老保险公司为唯一一家具有商业养老计划管理业务的养老保险公司	21
表 14:	国寿养老、平安养老 2020 年管理费率为 0.24%、0.19%	22
表 15:	2020 年国寿养老企业年金管理规模超 50%	22
表 16:	国寿养老 2020 年养老保障产品管理费收入贡献占比 47.2%	23
表 17:	平安养老企业年金管理规模占净值接近 50%	23
表 18:	长江养老其他委托管理资产占比超 66%	23
表 19:	2020 年国寿养老管理费收入占比营收 99.2%	24
表 20:	2020 年长江养老管理费收入占比营收 89.1%	25
表 21:	2020 年平安养老已赚保费占比营收 82.5%、管理费占比 6.4%	26
表 22:	2020 年平安养老管理费收入占其他业务收入 78.3%	26
表 23:	2020 年平安养老管理业务利润贡献占比较 2019 有所提升, 占比 27.6%	27
表 24:	2019-2020 年, 职工薪酬为国寿养老主要营业成本	27
表 25:	2020 年平安养老职工薪酬占营业支出 10.4%, 为第三大营业成本	27
表 26:	共有 6 家保险类机构入选基本养老保险基金管理资质	29
表 27:	2020 年度 3 家保险系机构企业年金管理规模占比超 10%	30
表 28:	2020 年养老保险公司企业年金管理规模市占率超 50%	31
表 29:	集合计划分类投资收益率高于单一计划, 但总体收益率低于单一计划	33
表 30:	集合计划单组合期末资产金额高于单一计划及其他计划	33
表 31:	2020 年企业年金组合收益率与单组合平均资产呈正相关	33
表 32:	养老保险公司 2020 年单一计划含权益类组合收益率均排名前 15 位, 且公司间差异较小	34
表 33:	养老保险公司与基金公司 2020 年企业年金平均收益率各有千秋	34
表 34:	截至 2021 年 9 月末, 传统商业养老年金保险产品累计保险责任准备金仅 6200 亿元	35
表 35:	截至 2021 年 10 月末, 个人税收递延型商业养老保险累计保费收入 6 亿元	36
表 36:	截至 2021 年 10 月末, 专属商业养老保险保费收入 2 亿元	36
表 37:	个人税收递延型商业养老保险经营公司多为寿险公司	36
表 38:	头部寿险公司获得专属商业养老保险试点资质	36
表 39:	养老保险公司中仅 3 家曾参与商业养老保险试点	36
表 40:	个人税收递延型养老年金保险税前抵扣额度较低	38
表 41:	个人税收递延型养老年金保险产品税收优惠力度有限	38
表 42:	银保监会为个人税收递延型养老保险产品设定收费上限, 但多数产品费率均未达到上限	38
表 43:	中国人寿个人税收递延型养老年金保险产品费率低于监管上限	39
表 44:	多数专属商业养老保险产品账户具有保证利率且年金转换表锁定方式为领取时锁定	39
表 45:	部分发达国家第三支柱养老保障体系具有税收优惠政策支持	42
表 46:	美国 IRA 账户均有税收优惠	42
表 47:	日本 NISA 三种账户均有免税期限	43
表 48:	税收优惠或可补偿居民为配置养老保障所损失的流动性, 加速第三支柱养老体系建设	43
表 49:	税收优惠政策或对中收入人群产生较高效用	44
表 50:	全球上市险企中大都会人寿、保德信金融、美国国际集团为美国、非财险公司	44

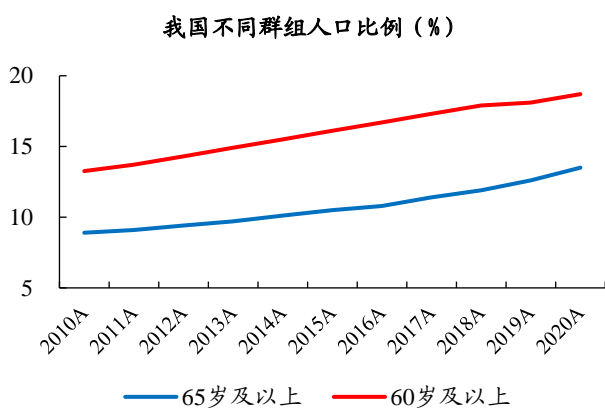
表 51: AIG 退休业务提供变额年金、指数年金、固定年金及零售共同基金等多样产品	45
表 52: 保德信金融退休业务板块中含有传统商业年金、变额年金等多类型产品	46
表 53: 个人可开立个人退休账户及个人退休年金作为 IRAs	48
表 54: 中性假设下, 养老保险产品规模或新增超 4.6 万亿元	49
表 55: 受益标的估值表	50

1、机遇：养老保障体系加速发展，养老保险公司或迎机遇

1.1、我国老龄人群占比提升，养老保险或迎发展机遇

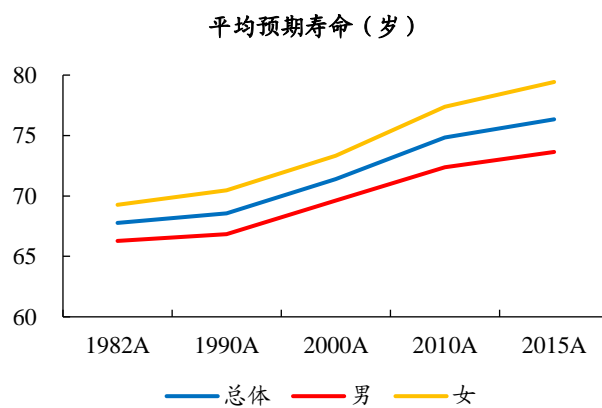
我国 65 岁以上人群占比逐渐提升，老年产业或迎来发展机遇。2020 年，我国 65 岁及以上人口数量超 1.9 亿人、占比 13.5%，60 岁及以上人口数量超 2.6 亿人、占比 18.7%，根据世界卫生组织的定义，我国已步入老龄化社会。同时，我国人口平均预期寿命已达到 76.3 岁（2015 年），较 1982 年的 67.8 岁提升近 8.6 岁。老年人口的增多或为相关产业带来发展机遇，其中，养老产业所包含的养老金融、养老用品、养老服务以及养老地产或迎来发展风口。

图1：我国 65 岁及以上人口占比已超 13.5%



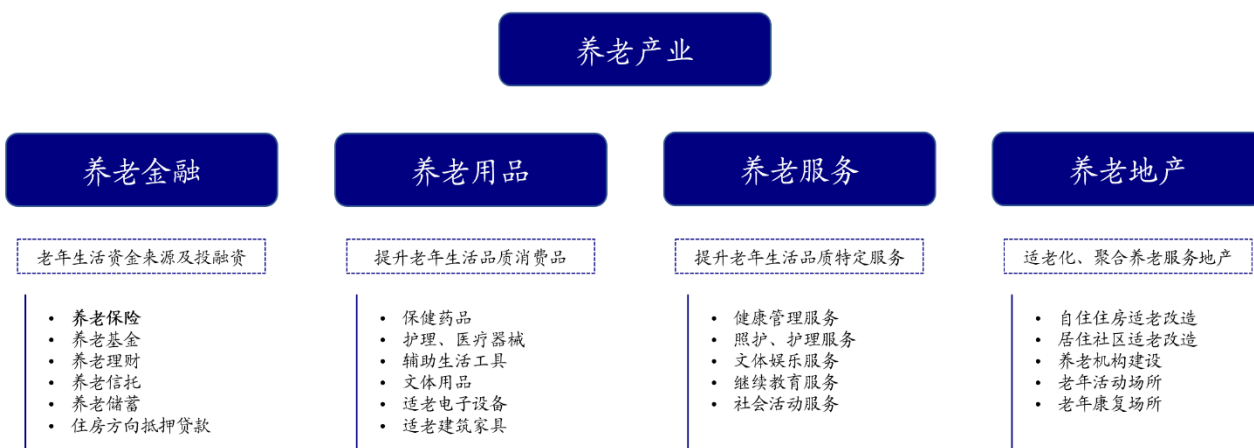
数据来源：iFinD、国家统计局、开源证券研究所

图2：我国居民平均预期寿命已超 76 岁（2015 年）



数据来源：iFinD、国家统计局、开源证券研究所

图3：养老产业可分为养老金融、养老用品、养老服务、养老地产四大板块

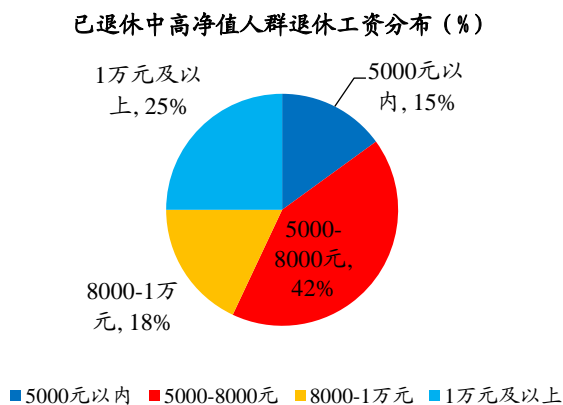


资料来源：《中国老龄产业发展报告》、开源证券研究所

养老金替代率低于维持退休前后生活水平所需，养老保险有助于提升养老金替代率。根据《2021 年中国中高净值人群医养白皮书》，我国全人群 2021 年养老金替代率约为 45%，而国际劳工组织认为若要维持退休时期生活质量与在职时期持平，养老金替代率需达到 60%，我国养老金替代率水平仍有提升空间。此外，中高净值老年人群退休后，主要收入来源为退休金的人群占比达 90%，其中 57% 收入低于 8000 元，

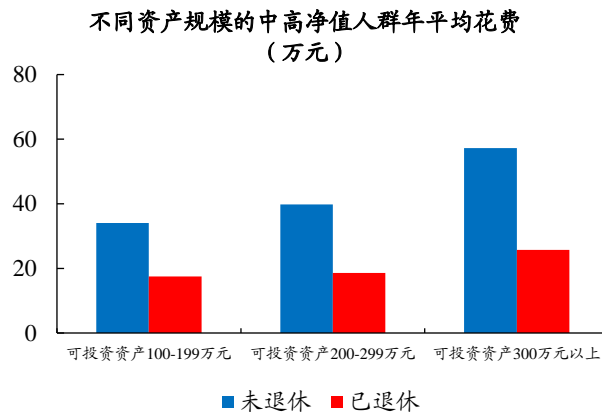
预计大众老年人群退休后收入更低，养老金替代率较低或影响其生活质量，提前进行养老资产配置，例如购买商业养老保险有助于其提升养老金替代率，提高退休后生活质量。

图4: 57%已退休的中高净值人群收入在8000元以下



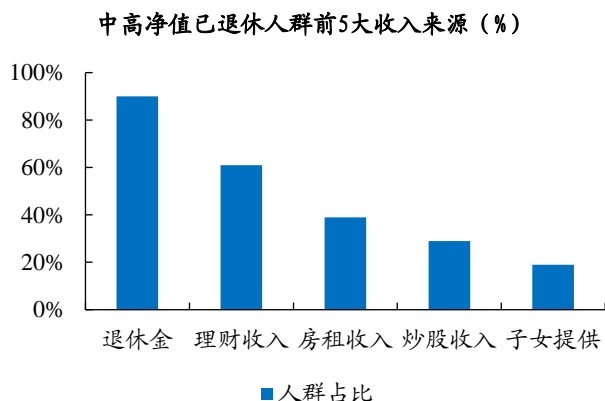
数据来源:《2021年中国中高净值人群医养白皮书》、开源证券研究所

图5: 中高净值人群退休后年平均花费明显下降



数据来源:《2021年中国中高净值人群医养白皮书》、开源证券研究所

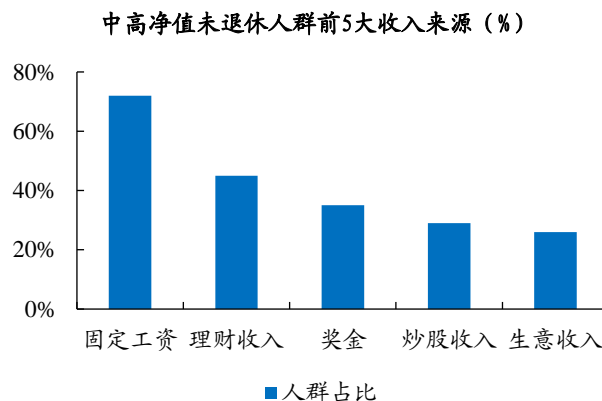
图6: 90%的已退休人群主要收入来自于退休金



数据来源:《2021年中国中高净值人群医养白皮书》、开源证券研究所

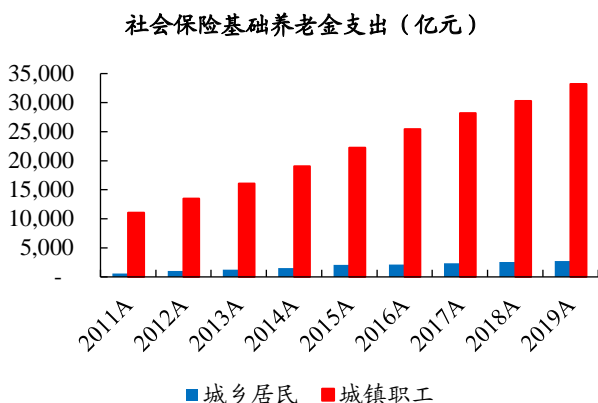
注: 理财收入不包含炒股收入。

图7: 未退休人群前5大收入来源中3项与工作有关

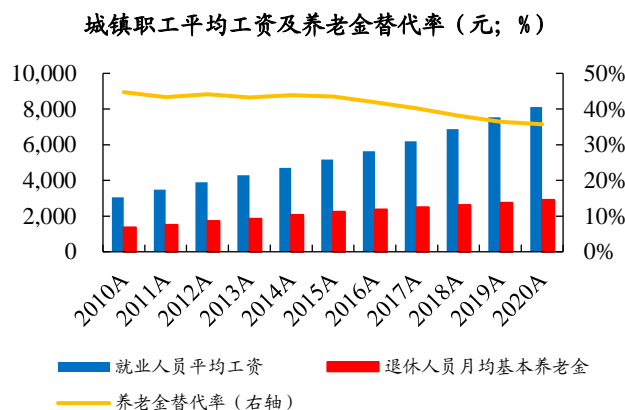


数据来源:《2021年中国中高净值人群医养白皮书》、开源证券研究所

注: 理财收入不包含炒股收入。

图8: 我国社保基础养老保险支出逐年增加


数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 我国城镇职工 2020 年养老金替代率约为 35.7%


数据来源: iFinD、人社部、开源证券研究所

1.2、多个政策文件加速第三支柱养老保障体系建设

政府机构多次发文提倡养老保险发展。自国务院 2014 年 8 月发布《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》后,我国养老保险逐渐进入探索期,2018 年试点个人税收延性商业养老保险,2021 年试点专属商业养老保险,同时 2021 年 9 月中国保险业协会发布《商业补充养老保障体系建设(第三支柱养老保险)研究报告》,提出以账户制为基础的第三支柱养老保险制度具有现实意义。未来,以账户制为基础,各类金融机构提供养老保障产品,税收优惠激励或为第三支柱养老保障体系形态,养老保险在政策以及行业发展的推动下,或进一步加速发展。

表1: 政府机构多次发文提倡养老保险发展

时间	发文机构	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
2016 年 8 月	保监会	《中国保险业发展“十三五”规划纲要》	积极争取商业养老保险税收优惠政策,推出个人所得税递延型商业养老保险,创新发展商业团体养老保险和养老保障管理业务
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、证监会	《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

时间	发文机构	文件	主要内容
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6月	银保监会	《个税递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》	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
2019年6月	财政部,国家税务总局	《关于个人取得有关收入适用个人所得税应税所得项目的公告》	更新明确税收递延型商业养老保险领取征税环节流程
2020年1月	银保监会等13部门	《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》	积极发展多样化商业养老年金保险、个人账户式商业养老保险;在安全审慎的基础上,拓宽商业养老保险资金运用范围;力争到2025年,为参保人积累不低于6万亿元养老保险责任准备金
2021年5月	银保监会	《关于开展专属商业养老保险试点的通知》	提出自2021年6月1日起,在浙江省(含宁波市)和重庆市开展专属商业养老保险试点,试点期限暂定一年
2021年9月	中国保险业协会	《商业补充养老保险体系建设(第三支柱养老保险)研究报告》	建立以账户制为基础的第三支柱养老保险制度具有现实意义,具有供款便利、实现税优方便、投资选择范围广等优势。
2021年10月	银保监会	《关于进一步丰富人身保险产品供给的指导意见》	创新发展各类投保简单、交费灵活、收益稳健的养老保险产品,积极开发具备长期养老功能的专属养老保险产品;提供收益形式更加多样的养老年金保险产品,丰富养老金长期管理方式;充分考虑新产业新业态从业人员和各种灵活就业人员的工作特点,加快开发适合的商业养老保险产品和各类意外伤害保险产品,提供多元化定制服务
2021年11月	国务院	《关于加强新时代老龄工作的意见》	完善多层次养老保障体系,促进和规范发展第三支柱养老保险;探索通过资产收益扶持制度等增加农村老年人收入
2021年12月	深改委	《关于推动个人养老金发展的意见》	要推动发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金,与基本养老保险、企业(职业)年金相衔接,实现养老保险补充功能。发展多层次、多支柱养老保险体系,是积极应对人口老龄化、实现养老保险制度可持续发展的重要举措。要完善制度设计,合理划分国家、单位和个人养老责任,为个人积累养老金提供制度保障。要严格监督管理,完善配套政策,抓紧明确实施办法、财税政策、金融产品规则等,让老百姓看得明白、搞得懂、好操作,让参与各方有章可循、制度运行可监测可检验。
2021年12月	银保监会	《关于规范和促进养老保险机构发展的通知》	养老保险机构应定位为专业化养老金融机构,进一步突出养老特点;明确主要业务方向,推动养老保险机构重点发展商业养老保

时间	发文机构	文件	主要内容
			险、养老保障管理和企业（职业）年金基金管理体现养老属性的业务，支持符合条件的养老保险公司参与专属商业养老保险试点；清理压降养老特点不明显的业务，终止或剥离与养老无关的保险资产管理业务，压降清理现有短期个人养老保障管理业务，同时支持符合条件的养老保险机构开展个人养老保障管理业务转型与产品创新。

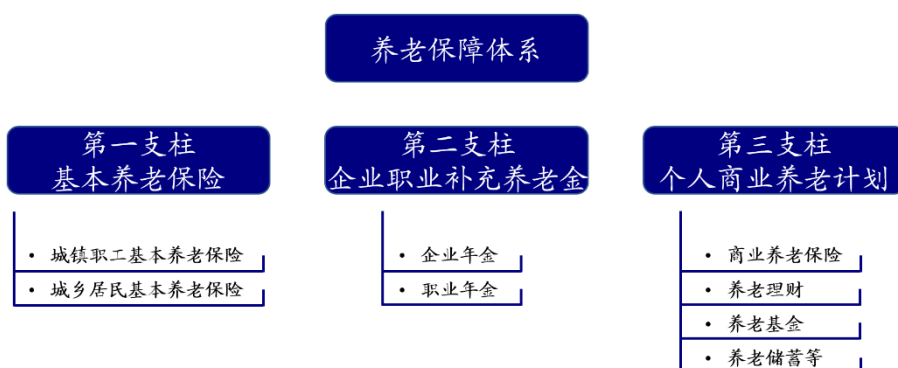
资料来源：国务院、国家税务总局、人社部、银保监会、开源证券研究所

深改委通过发展意见，第三支柱建设有望加速。2021年12月17日，习主席主持召开中央深改委第23次会议，通过《关于推动个人养老金发展的意见》，习主席在主持会议时强调“要推动发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金，与基本养老保险、企业（职业）年金相衔接，实现养老保险补充功能。”同时，会议强调，“发展多层次、多支柱养老保险体系，是积极应对人口老龄化、实现养老保险制度可持续发展的重要举措。要完善制度设计，合理划分国家、单位和个人的养老责任，为个人积累养老金提供制度保障。要严格监督管理，完善配套政策，抓紧明确实施办法、财税政策、金融产品规则等，让老百姓看得明白、搞得懂、好操作，让参与各方有章可循、制度运行可监测可检验。”第三支柱养老保障体系建设或有望加速。

1.3、我国当前养老保障体系仍以第一支柱为主

我国养老保障体系由三支柱构成：（1）第一支柱-基本养老保险；（2）第二支柱-企业职业补充养老金；（3）第三支柱-个人商业养老计划。

图10：我国养老保障体系主要由三支柱构成



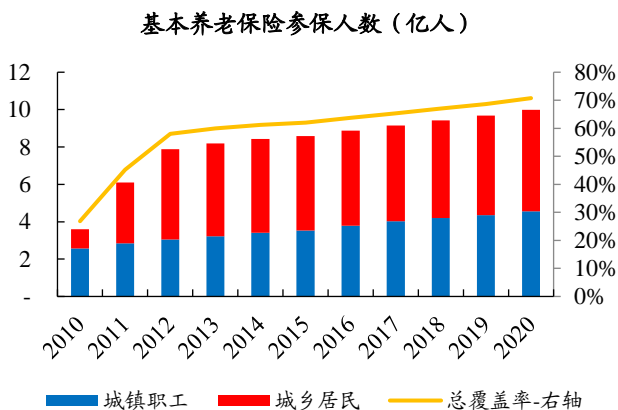
资料来源：人社部、开源证券研究所

● 第一支柱：基本养老保险

第一支柱基本养老保险累计结余 5.8 万亿元，覆盖率突破 70%。我国第一支柱养老由城镇职工基本养老保险与城乡居民基本养老保险构成，2020 年底累计结余 5.8 万亿元，较 2019 年底的 6.2 万亿元同比-7.6%，有所下降，主要受城镇职工养老保险支出大于收入拖累。基本养老保险覆盖率逐年提升，2020 年已有接近 10 亿人参保，覆

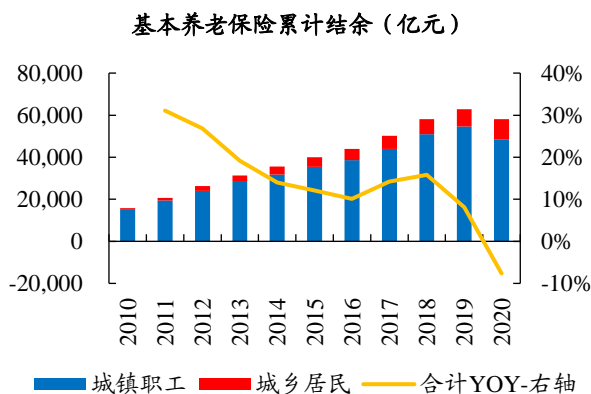
盖率达 70.7%。此外，作为基本养老保险的补充与调剂的全国社会保障基金，2020 年权益总额超 2.9 万亿元，同比+11.3%。

图11: 我国基本养老保险覆盖率已超 70%



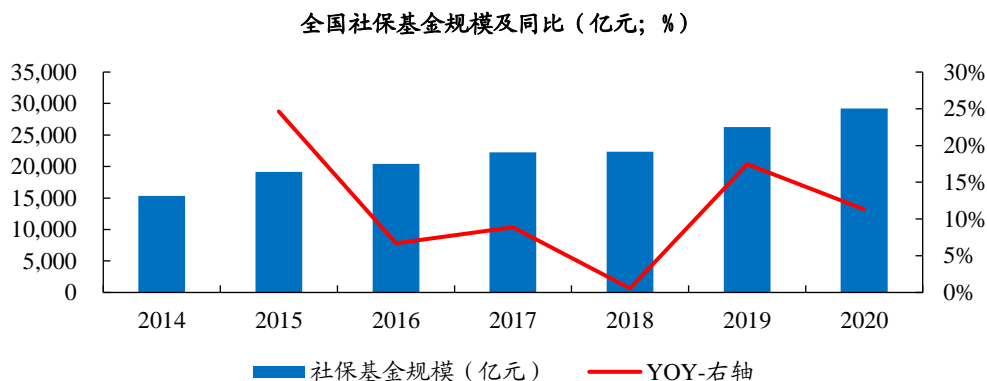
数据来源: iFinD、人社部、开源证券研究所

图12: 2020 年我国基本养老保险结余 5.8 万亿元



数据来源: iFinD、人社部、开源证券研究所

图13: 2020 年末全国社会保障基金规模接近 3 万亿元



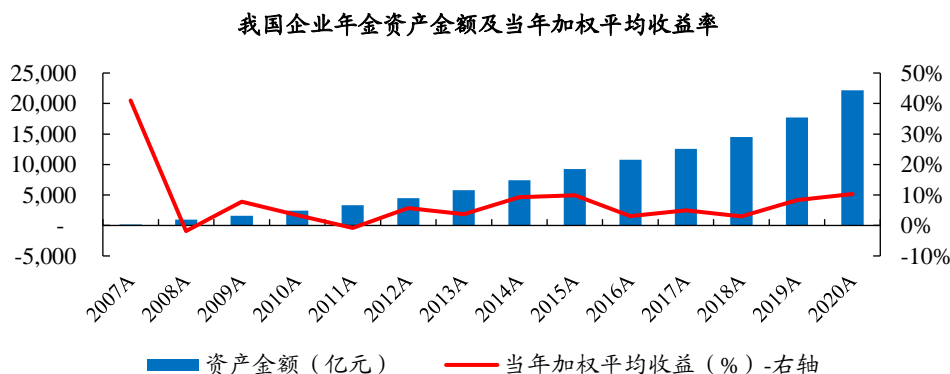
数据来源: 全国社会保障基金理事会官网、开源证券研究所

● 第二支柱: 企业职业补充养老金

我国企业年金规模超 2 万亿，参保人均积累超 8 万元，渗透率仍有较大空间。截至 2020 年底，我国企业年金基金金额达到 2.21 万亿元，自 2007 年至 2020 年平均加权收益 7.3%，参与企业 10.5 万个、职工人数 2718 万人、积累基金 2.25 万亿元、人均积累金额 8.28 万元，较 2007 年的 1.64 万元大幅提升。同时，2020 年企业年金一次性领取人数 13.26 万人，一次性领取金额 100.77 亿元，人均领取 7.6 万元，略低于人均积累金额，对于养老资金需求提升或为人均积累金额高于 2020 年人均一次性领取金额原因。企业年金渗透率方面，截至 2020 年，建立企业年金的企业数量 10.5 万家，我国全国法人单位数量 2505 万家，渗透率仅 0.42%，参保职工数 2717.5 万人，全国城镇社会从业人员 4.6 亿人，占比 5.9%，企业年金渗透率仍有较大提升空间。

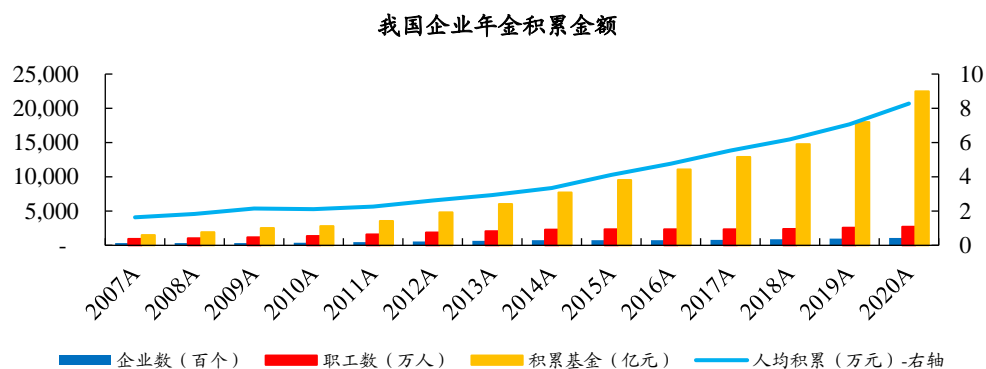
职业年金规模接近 1.3 万亿元。职业年金方面，人社部披露，截至 2020 年底，除西藏外，全国 30 个省（区、市）、新疆生产建设兵团和中央单位启动职业年金基金市场化投资运营，投资规模 1.29 万亿元，全年累计投资收益额 1010.47 亿元。

图14: 我国企业年金资产运用金额规模已超2万亿元



数据来源:《全国企业年金基金业务数据摘要-2020年度》、开源证券研究所

图15: 我国企业年金人均积累金额已超8万元



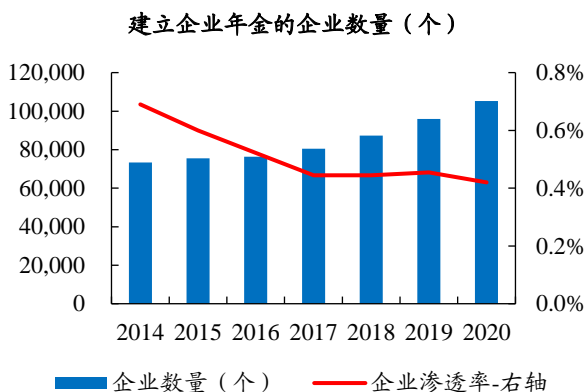
数据来源:《全国企业年金基金业务数据摘要-2020年度》、开源证券研究所

表2: 2020年人均一次性领取金额为7.6万元, 略低于人均积累金额

领取方式	领取人数(万人)	领取金额(亿元)	人均领取金额(万元)
一次性领取	13.26	100.77	7.60
分期领取	212.45	475.37	2.24

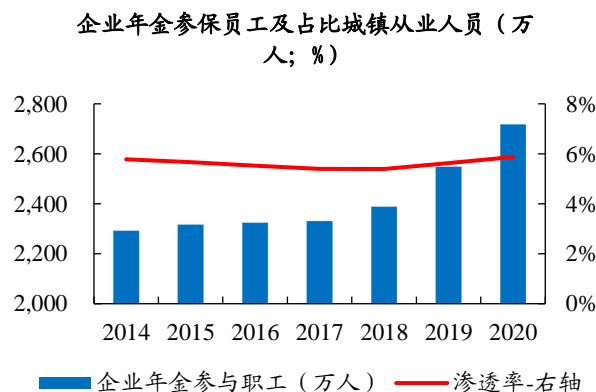
数据来源:《全国企业年金基金业务数据摘要-2020年度》、开源证券研究所

图16: 我国建立企业年金的企业法人数量占比较低



数据来源: iFinD、人社部、开源证券研究所

图17: 我国企业年金在城镇从业人员中渗透率不足10%



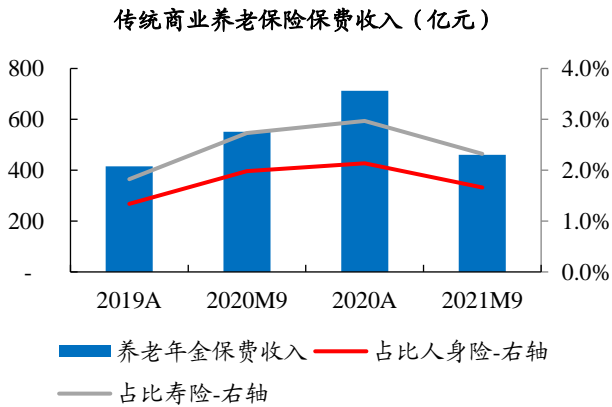
数据来源: iFinD、人社部、开源证券研究所

● 第三支柱：个人商业养老计划

第三支柱产品种类繁多，但仍处于起步阶段。我们认为，具有以下三个特征的金融产品可以纳入第三支柱个人商业养老计划的产品体系：（1）长期锁定属性；（2）资金用途为应对养老开支；（3）由个人自愿购买并承担相应费用与风险。符合以上特征的产品包括但不限于传统商业养老年金保险、变额年金保险、养老目标基金、养老储蓄、养老理财等。但截至2021年3季度末，真正具备长期锁定及专项用于养老保障特征的产品规模较小，传统商业养老年金保险责任准备金6200亿元、养老目标基金规模590亿元（2020年底）、个人税收递延型保险产品保费收入6亿元，相较第一支柱以及第二支柱，仍处于起步阶段。此外，当前市场上仍存在部分冠以“养老”名义但名不副实的产品，预计该产品将受到清理及压降。

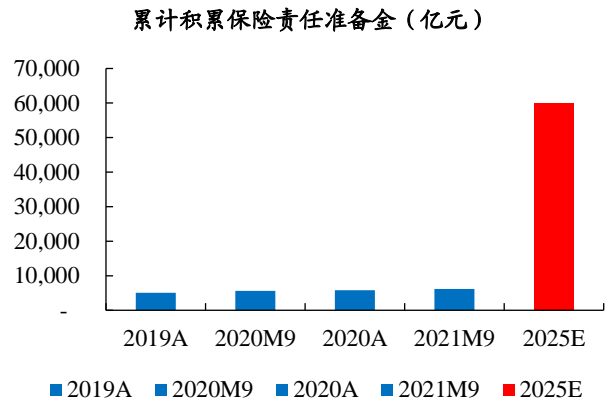
传统商业养老年金保险占比人身险收入不足2%，距离目标仍有较大空间。我们认为传统商业养老年金保险即为广义上能够为居民提供养老年金保障的年金保险产品，其符合商业养老金融产品的特征，同时在产品设计上具备明显的养老属性：（1）提供养老保障；（2）年金给付起点为特定年龄，多为60周岁；（3）提供终身或长期固定期限的给付。而具备养老保障属性的传统商业养老年金保险规模较小，2021年前3季度保费收入460亿元，占比同期人身险保费收入为1.7%，累计积累保险责任准备金6200亿元，距离2025年力争完成的6万亿元仍有较大差距。产品相对吸引力不强、无法精准匹配客户需求、居民商业养老保障意识不足以及产品销售难度大或为传统商业养老年金保险发展速度较慢原因。

图18：商业养老保险保费收入占比人身险不足2%



数据来源：银保监会、开源证券研究所

图19：2021M9末，累计积累保险责任准备金6200亿元



数据来源：银保监会、开源证券研究所

注：2025年为银保监会力争实现的目标。

年金保险自带转移长寿风险属性，但部分产品设计偏离保障本源。年金保险产品在设计初期便具有保障客户长寿风险的属性，包含上文所提到的传统商业养老年金保险，但受到我国经济发展阶段、居民资产配置意识以及其他资产表现影响，年金保险形态曾多被设计为保险期间相对较短、具备较强理财属性的产品形态，该现象在2017年保监会134号文限制快返年金后有所改善，但受到市场竞争以及业绩压力的影响，当前市场上仍存在中期年金产品，且规模较大，其给付多为投保后满五年后的首个保单生效日，无年龄限制，保险期间较短，养老保障属性较弱，具有一定储蓄理财属性，偏离长寿风险保障本源，缺乏养老属性。

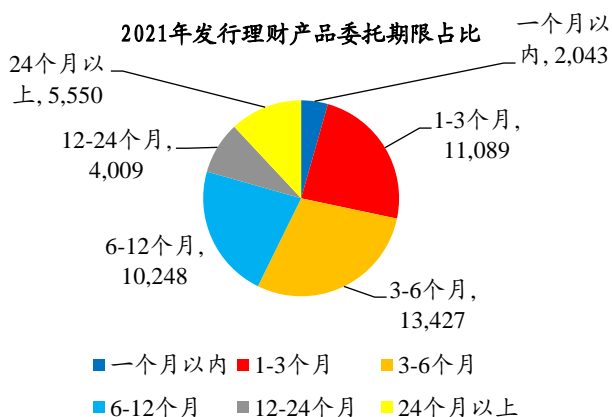
养老理财开展试点，产品销售进展较好。2021年9月10日银保监会发布《关于开展养老理财产品试点的通知》，由工银理财、建信理财、招银理财及光大理财分别在武汉、成都、深圳、青岛试点养老理财，单家机构募集资金限制在100亿元以内。2021年12月6日，首批养老理财产品上线销售，据21世纪经济报道，预计已募集资金超150亿元。产品层面看，养老理财具备长周期、低费用、较高预期收益等特点：（1）产品期限锁定为5年，提前赎回仅限于重疾或购房的大额资金需求情形；（2）管理费用相对较低，管理费及托管费共计0.12%（工银理财产品为0.02%）；（3）业绩比较基准较高，区间在5.0%-8.0%。

表3: 养老理财产品具备一定吸引力且费率较优

理财机构	招银理财	建信理财	工银理财	光大理财
产品名称	招银理财招睿颐养睿远五年封闭式1号固定收益类养老理财产品	建信理财安享固收类封闭式养老理财产品2021年第1期	工银理财颐享安康固定收益类封闭式净值型养老理财产品	颐享阳光养老理财产品橙2026第一期
销售城市	深圳	深圳	武汉、成都	青岛
认购起点	1元	1元	1元	1元
认购费	0%	0%	0%	0%
管理费	0.10%	0.10%	0%	0.10%
托管费	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
赎回费	0.1%（满三年不收取）	0.X% （X=5-向下取整持有年数）	0%	2%
产品类型	固定收益类	固定收益类	固定收益类	混合类
风险等级	R2	R2	R3	R2
运作模式	封闭式	封闭式	封闭式	封闭式
产品期限	5年	5年	5年	5年
业绩比较基准	5.8%-8%	5.8%-8%	5%-7%	5.80%

资料来源：各银行手机APP、Wind、开源证券研究所

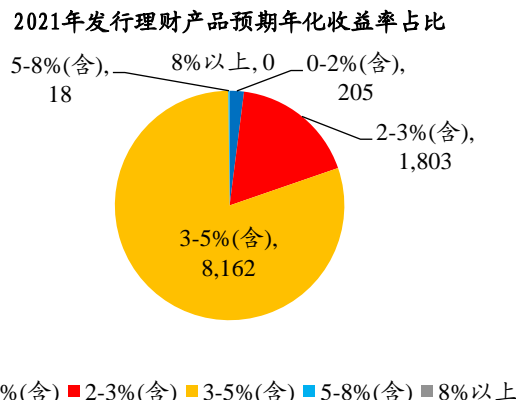
图20: 2021年发行的多数理财产品期限短于12个月



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上图未包含未公布产品信息。

图21: 2021年发行的理财产品预期年化收益率3-5%占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上图未包含未公布产品信息。

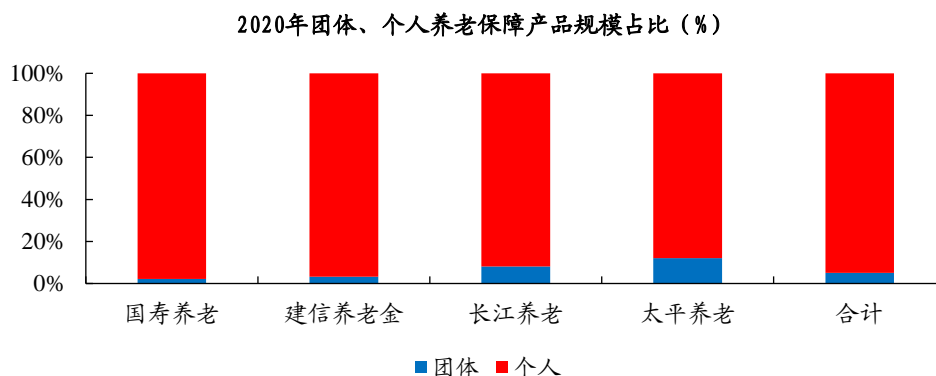
2020年养老保障管理产品超万亿，但名不副实，仍需回归养老本源。截至2020年末，平安养老、国寿养老、建信养老金、长江养老、太平养老管理个人及团体养老

保障管理产品规模 1.13 万亿元，其中主要为个人养老保障管理产品。然而，当前个人养老保障管理产品存在着“名不副实”的现象，产品期限短、领取条件宽松等产品设计导致其养老属性不强，银保监会于 2021 年 12 月发布《关于规范和促进养老保险机构发展的通知》，通知中明确提到，要压降清理养老属性弱、养老特点不明显的保险资产管理业务，压降清理现有短期个人养老保障管理业务。预计各机构将压缩短期个人养老保障管理业务，同时创新开发具有养老属性、符合养老金融特征的长期个人养老保障管理业务。

表4：2020 年底养老保障管理产品规模超万亿

养老保障管理产品规模（亿元）	2020A
平安养老	3,350
国寿养老	3,011
建信养老金	2,122
长江养老	2,036
太平养老	782
合计	11,301

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图22：2020 年养老保障管理产品主要以个人养老保障管理产品为主


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

第三支柱养老金融空间较大、需求旺盛，养老保险需发掘优势、提升产品竞争力。从养老理财产品的销售情况来看，居民对于养老金融接受度较高，配置意愿强烈，但前提是能够满足客户对于产品的预期，并且能够便捷地进行购买与相应政策优惠操作。2021 年 12 月 6 日推出的养老理财产品，符合居民对于养老概念所隐含的长期流动性较低的预期，业绩比较基准相对较高，产品吸引力较强。养老保险具有其特定的优势，例如可保证收益（账户价值及年金给付）、长期稳健投资能力强、可提供保障的精算定价能力以及可结合实体养老服务的能力，若能将养老保险所具备的优势呈现给居民，协调统筹集团资源，并打造符合居民缴费、收益、支付及服务需求的产品，将为养老保险公司及其所在保险集团提供第三支柱养老政策外的产品驱动力及业务增量。

1.4、养老保险公司可全面参与我国养老三支柱体系

养老保险公司在业务资质上可全面参与我国三支柱养老体系建设。

第一支柱：各省（自治区、直辖市）人民政府通过与全国社会保障基金理事会（简称为社保基金会）委托投资管理合同，社保基金会对受托管理的基本养老保险基金进行投资管理，2020年末，基本养老保险基金权益总额超1.2万亿元，直接投资4700亿元、占比37.77%，委托投资7744亿元、占比62.23%。具有委托投资的投资管理人资格的机构共计21家，其中养老保险公司3家、保险资管公司3家、基金公司14家、证券公司1家。

第二支柱：各机构通过开展企业年金、职业年金业务参与养老体系第二支柱建设，截至2020年末，共计22家机构具备企业年金基金投资管理资格，其中养老保险公司6家、保险资管公司2家、基金公司11家、证券公司2家、养老金公司1家。

第三支柱：属于个人商业养老计划的产品种类较多，养老保险公司具有传统商业养老年金保险、变额年金保险以及试点商业养老保险（例如部分公司具有个人税收递延型商业养老保险产品试点资质）经营资质，可参与第三支柱养老体系。

表5：3家养老保险公司具备基本养老保险基金与企业年金基金投资管理资质

序号	投资管理资质	机构类型	基本养老保险基金	企业年金基金
1	长江养老	养老保险公司	✓	✓
2	平安养老	养老保险公司	✓	✓
3	国寿养老	养老保险公司	✓	✓
4	太平养老	养老保险公司		✓
5	人保养老	养老保险公司		✓
6	新华养老	养老保险公司		✓
7	人保资管	保险资管公司	✓	
8	华泰资产	保险资管公司	✓	✓
9	泰康资产	保险资管公司	✓	✓
10	博时基金	基金公司	✓	✓
11	大成基金	基金公司	✓	
12	富国基金	基金公司	✓	✓
13	工银瑞信	基金公司	✓	✓
14	广发基金	基金公司	✓	
15	海富通基金	基金公司	✓	✓
16	华夏基金	基金公司	✓	✓
17	汇添富基金	基金公司	✓	
18	嘉实基金	基金公司	✓	✓
19	南方基金	基金公司	✓	✓
20	鹏华基金	基金公司	✓	
21	易方达基金	基金公司	✓	✓
22	银华基金	基金公司	✓	✓
23	招商基金	基金公司	✓	✓
24	国泰基金	基金公司		✓

序号	投资管理资质	机构类型	基本养老保险基金	企业年金基金
25	中信证券	证券公司	✓	✓
26	中金公司	证券公司		✓
27	建信养老金	养老金公司		✓

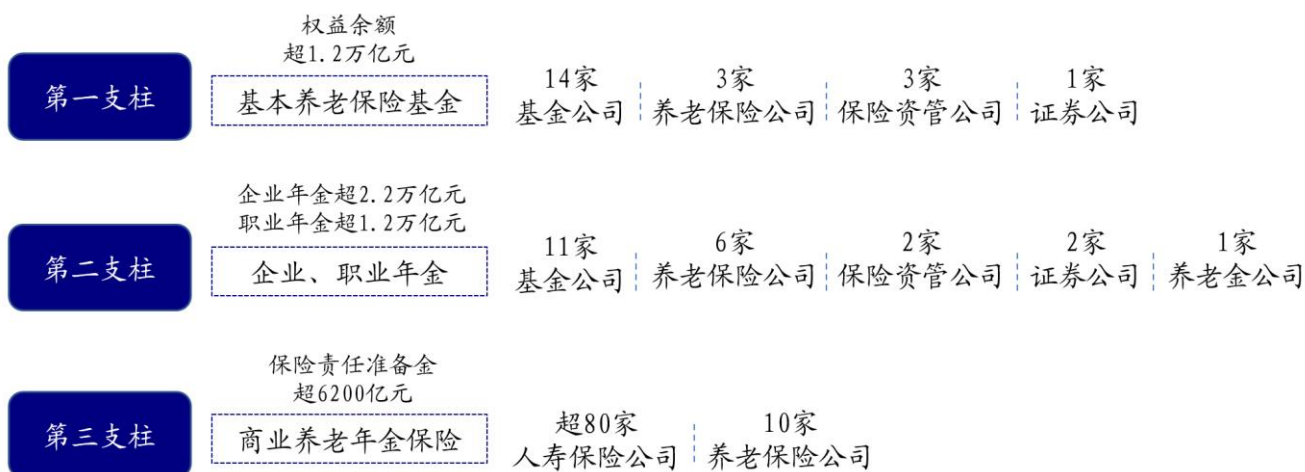
资料来源：社保基金会、人社部、开源证券研究所

表6: 所有养老保险公司均可开展养老保险及年金业务

序号	简称	养老保险及年金业务	个人税收递延型商业养老保险	专属商业养老保险	基本养老保险基金投资管理资质	企业年金基金投资管理资质
1	平安养老	✓	✓		✓	✓
2	太平养老	✓	✓			✓
3	长江养老	✓			✓	✓
4	泰康养老	✓	✓		✓(资管公司)	✓(资管公司)
5	国寿养老	✓			✓	✓
6	大家养老	✓				
7	新华养老	✓				✓
8	中国人民养老	✓			✓(资管公司)	✓
9	恒安标准养老	✓				
10	国民养老	✓				

资料来源：银保监会、泰康养老官网、开源证券研究所

图23: 养老保险公司可全面参与我国养老三支柱体系



资料来源：人社部、社保基金会、银保监会、开源证券研究所

2、养老保险公司：主营企业年金，尚未发力商业养老保险

2.1、格局：上市险企均控股养老保险公司

我国当前养老保险公司共 10 家，上市险企旗下均控股养老保险公司。我国当前专业养老保险公司共计 10 家，其中平安养老于 2004 年成立，为最早成立的养老保险公司。我国主要的大型保险集团中，如国寿、平安、太保、新华、泰康、人保均有养

老保险公司。养老保险公司主营业务多为企业年金、职业年金、养老保障及其他委托管理资产，平安养老、泰康养老、太平养老等公司同时开展团体寿险、意外险及健康险业务。

表7: 我国当前已有 10 家养老保险公司

序号	机构名称	简称	类型	成立时间
1	平安养老保险股份有限公司	平安养老	中资	2004 年
2	太平养老保险股份有限公司	太平养老	中资	2004 年
3	长江养老保险股份有限公司	长江养老	中资	2007 年
4	泰康养老保险股份有限公司	泰康养老	中资	2007 年
5	中国人寿养老保险股份有限公司	国寿养老	中资	2007 年
6	大家养老保险股份有限公司	大家养老	中资	2013 年
7	新华养老保险股份有限公司	新华养老	中资	2016 年
8	中国人民养老保险有限责任公司	中国人民养老	中资	2017 年
9	恒安标准养老保险有限责任公司	恒安标准养老	中外合资	2020 年
10	国民养老保险公司	国民养老	中资	2020 年获批筹建

资料来源：各公司官网、中国保险业协会、开源证券研究所

表8: 主要上市险企均控股旗下养老保险公司

机构名称	涉及上市保险公司	主体关系
平安养老保险股份有限公司	中国平安	中国平安直接持股 86.11%，间接持股 13.82%，表决权比例 100%
太平养老保险股份有限公司	中国太平（H）	中国太平有效持股比例 100%
长江养老保险股份有限公司	中国太保	中国太保间接持股 61.10%，表决权比例 62.16%
中国人寿养老保险股份有限公司	中国人寿	中国人寿直接持股 70.74%，间接持股 3.53%
新华养老保险股份有限公司	新华保险	新华保险持股比例 100%
中国人民养老保险有限责任公司	中国人保	中国人保直接持股 100%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表9: 养老保险公司主要业务多为企业年金、职业年金及养老保障计划

简称	成立时间	发展定位	主要产品规模
平安养老	2004 年	专业的养老资产管理机构，领先的健康管理保障服务供应商	2020 年，平安养老险短期险和长期险业务规模分别为 245.69 亿元和 120.3 亿元，市场份额均居行业前列。截至 2020 年 12 月底，公司管理的企业年金、职业年金、养老保障及其他委托管理资产共计 12955 亿元，其中，企业年金受托期末管理资产 3457 亿元，企业年金投资期末管理资产 2814 亿元；职业年金受托期末管理资产 1588 亿元，职业年金投资期末管理资产 754 亿元；养老保障及其他委托管理业务期末管理资产 4341 亿元。
太平养老	2004 年	“卓越的养老资产管理和民生保障管理综合服务供应商”	目前，太平养老养老基金管理资产超过 6500 亿元，2020 年团险总保费近 60 亿元。
长江养老	2007 年	愿景：在你身边的一流养老金融专家；使命：做一家“专业、可信赖、有情怀”的养老金融管理机构	专业经营信托型养老保险资管业务，截至 2020 年底，公司管理资产规模突破 10,000 亿元，向 1 万多家政府与机构客户、1450 万企业年金受益人、4000 万职业年金受益人提供服务，累计为客户创造超过 1,600 亿元的业绩回报。
泰康养老	2007 年	致力于为广大雇主和雇员提供企业/	截至 2019 年底，公司政府业务累计服务民众超 2 亿人次，企业

简称	成立时间	发展定位	主要产品规模
		职业年金、团体寿险、团体意外险、团体及个人健康保险、团体及个人养老保险、个人税优健康险等一揽子福利医养解决方案	年金服务资产累计突破 5400 亿元，累计服务企业员工数超 3400 万人次，累计服务企业客户超 42 万家，累计理赔金额超 263 亿元。
中国人寿养老	2007 年	公司以“基金规模领先、专业水平一流、公司治理完善、经营管理规范、服务品质优良、经济效益显著”为发展目标，致力于打造“国内一流、国际领先，品牌卓著、值得信赖”的专业养老金管理公司	提供企业年金/职业年金/基本养老保险基金管理、财富管理、资产管理等产品和服务，公司管理资产规模超 1.4 万亿元。
大家养老	2013 年	国内领先的个人、家庭及团体风险管理、健康养老、财富管理服务提供商	截至 2020 年，管理个人养老保障产品 4 个，存量资产规模 426.32 亿元；团体产品 1 个，存量资产 4500 万元
新华养老	2016 年	“以客户为中心”，为客户提供“专业、价值、安全”的综合养老金解决方案，致力于成为中国最优秀的专业养老金管理机构	截至 2020 年 12 月，管理资产总规模突破 200 亿，第三方资产管理规模突破 150 亿
中国人民养老	2017 年	愿景：人文关怀更佳、专业能力更强、对中国民生服务事业更尽心的领先养老资产管理专家；使命：诚信经营、卓越服务，让中国人的老年生活更幸福	以企业年金、职业年金业务为核心的信托型养老金资产管理机构，管理年金与养老金总规模约 625 亿元（2020 年底 440 亿元）

数据来源：各公司官网、开源证券研究所

注：数据统计时间截至 2021 年 12 月 9 日。

2.2、国民养老保险公司获批筹建，或在第三支柱建设中承担重要职责

国民养老保险公司获批筹建，商业养老保险或迎来加速发展阶段。2021 年 8 月 18 日，中国保险业协会发布《关于拟设立国民养老保险股份有限公司的有关情况的信息披露公告》，9 月 2 日银保监会批复同意筹建。国民养老保险公司发起股东共计 17 个，其中银行系 11 位（理财子公司 10 位）、持股合计 71.3%，国有资本 3 位、持股合计 22.4%，证券公司 2 位、持股合计 4.5%，保险公司 1 位、持股 1.8%。

“商业养老计划管理业务”或暗示国民养老保险公司承担重要职能。国民养老保险公司的业务范围较其他养老保险公司新增“商业养老计划管理业务”与“保险兼业代理”业务，当前市场及公司并未明确“商业养老计划管理业务”的具体业务定义及内容，但考虑到其发起人股东多数为银行理财子公司以及具备“保险兼业代理”业务资质，国民养老保险公司或为第三支柱养老工作推进中的核心一环，预计将承担重要职能。

表10：国民养老保险公司股东中银行理财子占据多数

序号	股东	持股比例	股东类型	穿透股东
1	工银理财	8.97%	理财子公司	中国工商银行
2	农银理财	8.97%	理财子公司	中国农业银行
3	中银理财	8.97%	理财子公司	中国银行

序号	股东	持股比例	股东类型	穿透股东
4	建信理财	8.97%	理财子公司	中国建设银行
5	交银理财	8.97%	理财子公司	交通银行
6	中邮理财	5.83%	理财子公司	中国邮政储蓄银行
7	信银理财	4.48%	理财子公司	中信银行
8	招银理财	4.48%	理财子公司	招商银行
9	兴银理财	4.48%	理财子公司	兴业银行
10	民银金投资本管理（北京）有限公司	4.48%	民生银行投资	民银国际（投资）香港有限公司
11	华夏理财	2.69%	理财子公司	华夏银行
12	北京市基础投资设施有限公司	8.97%	国有资本	北京市人民政府国有资产监督管理委员会
13	北京熙诚资本控股有限公司	4.48%	国有资本	北京金融街资本运营中心
14	国新资本有限公司	8.97%	国有资本	中国国新控股有限责任公司
15	中信证券投资有限公司	2.69%	证券公司	中信证券
16	泰康人寿保险有限责任公司	1.79%	保险公司	泰康保险集团
17	中金浦成投资有限公司	1.79%	证券公司	中金公司

数据来源：中国保险业协会、开源证券研究所

表11：国民养老保险公司可开展养老保险、年金业务以及商业养老计划业务等业务

序号	国民养老保险公司业务范围
1	商业养老计划管理业务
2	受托管理委托人委托的以养老保障为目的的人民币、外币资金
3	团体养老保险及年金业务
4	个人养老保险及年金业务
5	短期健康保险业务
6	意外伤害保险业务
7	团体人寿保险业务
8	团体长期健康保险业务
9	个人长期健康保险业务
10	上述保险业务的再保险业务
11	国家法律、法规允许的保险资金运用业务
12	与上述业务有关的咨询服务业务
13	保险兼业代理
14	经中国银保监会及国家相关部门批准的其他业务

资料来源：中国保险业协会、开源证券研究所

2.3、业务：主营企业年金等资管业务，保险业务规模相对较小

牌照资质全面，多数养老保险公司具备养老保障、保险保障及投资牌照。10家养老保险公司中，多数养老保险公司具备保险资金运用以及受托管理以养老保障为目的的资金业务，这意味着多数养老保险公司可以开展养老储蓄以及风险保障等业务，该业务范围与人寿保险公司较为接近，并可以管理养老保障相关投资。此外，2021年9月国民养老保险公司的获批筹建意味着我国第三支柱养老保险工作加速破冰，个人商业养老保险或步入加速发展阶段，商业养老保险公司或承担主要责任。

表12: 多数养老保险公司均具有团体及个人养老保险及年金业务资质

序号	简称	团体			个人		短期		再保险
		养老保险及年金业务	人寿保险及年金业务	长期健康保险业务	养老保险及年金业务	长期健康保险业务	短期健康保险业务	意外伤害保险业务	上述业务的再保险业务
1	平安养老	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
2	太平养老	✓	✓(不含年金)	✓	✓	✓	✓	✓	✓
3	长江养老	✓			✓		✓	✓	✓
4	泰康养老	✓	✓(不含年金)	✓	✓	✓	✓	✓	✓
5	国寿养老	✓			✓		✓	✓	✓
6	大家养老	✓			✓		✓	✓	✓
7	新华养老	✓	✓(不含年金)	✓	✓		✓	✓	✓
8	中国人民养老	✓			✓		✓	✓	✓
9	恒安标准养老	✓			✓		✓	✓	✓
10	国民养老	✓	✓(不含年金)	✓	✓	✓	✓	✓	✓

资料来源: 银保监会、开源证券研究所

注: 国民养老保险公司牌照业务范围为其筹备公告中业务范围。

表13: 国民养老保险公司为唯一一家具有商业养老计划管理业务的养老保险公司

序号	简称	资产管理			代理、咨询及其他业务				
		商业养老计划管理业务	国家法律、法规允许的保险资金运用业务	养老保险资产管理产品业务	受托管理委托人委托的以养老保障为目的的人民币、外币资金	保险兼业代理	与健康保险有关的咨询服务业务及代理业务	与资产管理业务相关的咨询业务	经中国保监会批准的其他业务
1	平安养老		✓	✓	✓		✓	✓	✓
2	太平养老		✓	✓	✓			✓	✓
3	长江养老		✓	✓	✓			✓	✓
4	泰康养老		✓			✓(见注)	✓		✓
5	国寿养老		✓	✓	✓				✓
6	大家养老		✓						✓
7	新华养老		✓		✓				✓
8	中国人民养老		✓						✓
9	恒安标准养老		✓		✓				✓
10	国民养老	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓

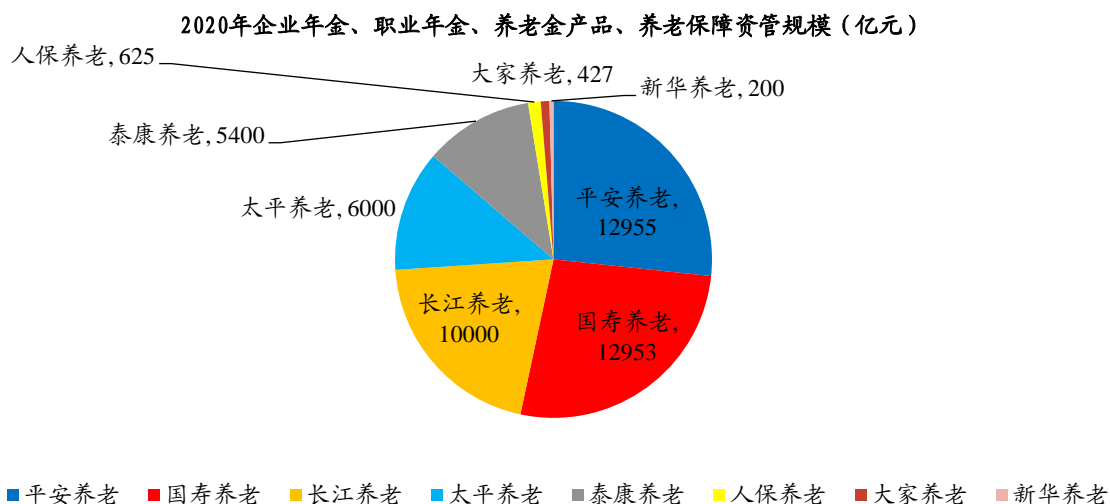
资料来源: 银保监会、泰康养老官网、开源证券研究所

注: 国民养老保险公司牌照业务范围为其筹备公告中业务范围; 泰康养老经营范围以泰康养老官网披露为准(与银保监会披露略有差异); 泰康养老保险兼业代理范围仅限泰康人寿及泰康在线的险种。

企业、职业年金为养老保险公司主要业务，头部公司优势明显。养老保险公司主要业务为企业年金、职业年金、养老金产品以及养老保障产品业务，截至 2021 年 12 月 9 日，根据各公司官网数据整理，已开业养老保险公司总资管规模超 5 万亿元，

国寿养老管理规模于 2021 年 6 月突破 1.4 万亿元，较 2020 年底增长超千亿元。截至 2020 年底，平安养老管理规模接近 1.3 万亿元，占比 26.7%，国寿养老管理规模同样接近 1.3 万亿元，占比 26.7%，长江养老管理规模突破 1 万亿元，占比 20.6%，前 3 家占比达 73.9%，头部公司优势明显。

图24: 2020年养老保险公司头部3家管理规模占比接近75%



数据来源: 各公司官网、开源证券研究所

注: 上图数据为 2020 年数据。

管理费率约为 0.2%，养老保障类产品费率相对较高。养老保险公司经营企业年金、职业年金、养老保障产品等业务主要收入来源为管理费收入，2020 年国寿养老、平安养老、长江养老管理费收入分别为 27.8 亿元、20.0、19.1 亿元，平均管理费率分别为 0.24%、0.19%、0.33%，相对较低，而国寿养老 2020 年养老保障类产品管理费率约为 0.41%，管理规模占比 23%，贡献 13.1 亿元管理费收入，占比 47.2%，企业年金、职业年金或受益于其机构业务性质，议价能力相对较强。

表14: 国寿养老、平安养老 2020 年管理费率分别为 0.24%、0.19%

养老保险公司	管理费收入(亿元)	平均管理规模(亿元)	管理费率(%)
国寿养老	27.79	11,583	0.240%
平安养老	19.97	10,669	0.187%
长江养老	19.08	5,781	0.330%

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 平均管理规模为 2019 年末与 2020 年末规模算数平均数。

表15: 2020 年国寿养老企业年金管理规模超 50%

国寿养老	2020 年管理规模(亿元)	占比(%)
企业年金受托管理规模	4672	36%
企业年金投资管理规模	2490	19%
职业年金到账规模	2551	20%
养老保障委托管理业务累计管理资产规模	3011	23%
资产管理类业务累计管理资产规模	229	2%

国寿养老	2020年管理规模(亿元)	占比(%)
总计	12953	100%

数据来源：国寿养老公司公告、开源证券研究所

表16：国寿养老 2020 年养老保障产品管理费收入贡献占比 47.2%

管理费收入	2020年管理费收入(亿元)	占比(%)
养老保障产品管理费收入	13.1	47.2%
企业年金管理费收入	8.4	30.3%
养老金产品投资管理费收入	4.4	16.0%
其他管理费收入	1.8	6.5%
合计	27.8	100.0%

数据来源：国寿养老公司公告、开源证券研究所

表17：平安养老企业年金管理规模占净值接近 50%

平安养老	2020年管理规模(亿元)	占比(%)
企业年金受托资产净值	3457	27%
企业年金投资资产净值	2814	22%
职业年金受托资产净值	1588	12%
职业年金投资资产净值	754	6%
其他委托管理资产净值	4341	34%
合计	12955	100%

数据来源：平安养老公司公告、开源证券研究所

注：其他委托管理业务主要包括个人型养老保障管理产品、团体型养老保障管理产品和外部年金投资管理人购买本集团发行的养老金产品等。

表18：长江养老其他委托管理资产占比超 66%

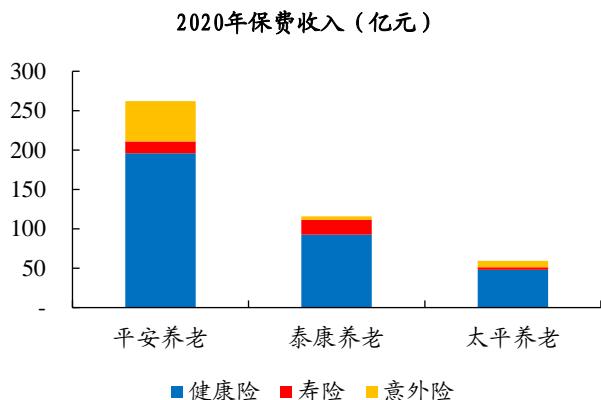
长江养老	2020年管理规模(亿元)	占比(%)
受托管理企业年金	1089.43	18%
投资管理企业年金	951.88	16%
其他委托管理资产	3887.15	66%
总计	5928.46	100%

数据来源：长江养老公司公告、开源证券研究所

注：其他委托管理资产包括团体养老保障产品、个人养老保障产品、保险资产管理产品、第三方委托资产、股权投资计划、债权投资计划。

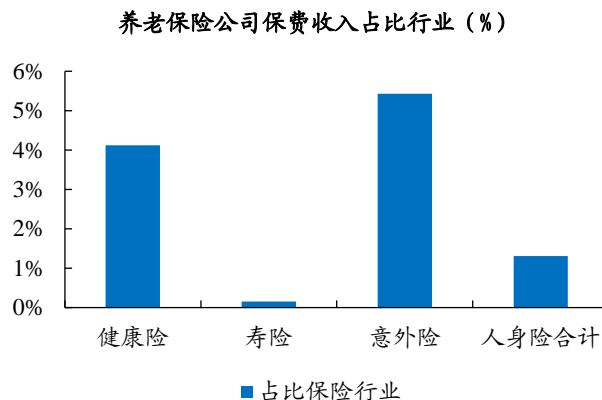
仅少数险企开展保障型保险业务，规模相对较小。当前仅平安养老、泰康养老、太平养老 3 家养老保险公司开展保险业务，2020 年原保费收入分别为 262.2 亿元、115.9 亿元、59.1 亿元，总保费约为 437.2 亿元，占比 2020 年保险行业人身险保费收入仅 1.3%。

图25: 养老保险公司保费收入规模均在 300 亿元以下



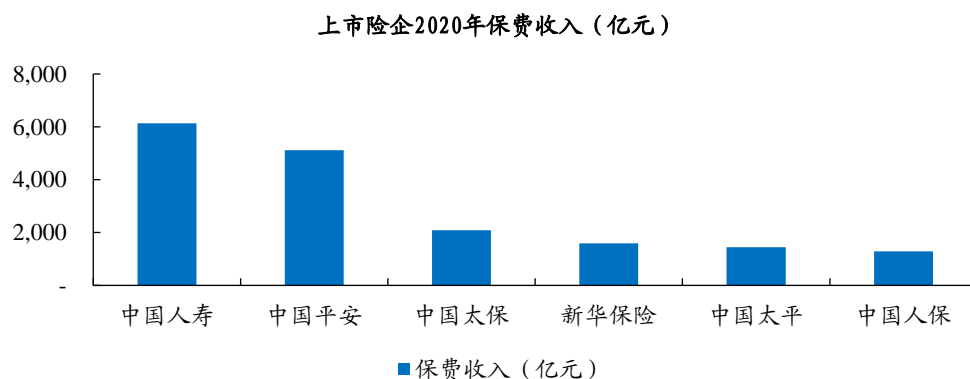
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图26: 2020 年养老保险公司保费收入占比人身险行业为 1.3%



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图27: 上市险企 2020 年人身险板块保费收入规模均超千亿元



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

管理费收入为主要营收，保险业务可做出较大贡献。按照养老保险公司开展的业务类型，我们可以将其划分为两类：（1）专注养老保险业务；（2）养老保险与保障保险共同经营。专注养老保险业务的公司以国寿养老、长江养老为代表，2020 年管理费收入占比营收分别为 99.2%、89.1%；养老保险与保障保险共同经营的公司以平安养老为代表，受到保险业务较高的已赚保费确认影响，2020 年管理费收入占比营收仅为 6.4%，已赚保费占比达 82.5%，我们进一步对管理业务与保险业务进行拆分，将可明确划分至不同业务板块的营业支出进行归属，将不可明确划分的营业支出作为共同分摊项，2020 年管理业务与保险业务贡献占比分别为 27.6%、72.4%，保险业务仍可做出较大贡献。

表19: 2020 年国寿养老管理费收入占比营收 99.2%

国寿养老利润表 (百万元)	2019A	2020A
营业收入	2,339	2,801
管理费收入	2,186	2,779
投资收益	122	131
公允价值变动损益	0.0	-0.1

国寿养老利润表(百万元)	2019A	2020A
汇兑损益	28	-115
其他收益	0.1	1.1
其他业务收入	3.5	4.9
营业支出	-1,593	-1,705
税金及附加	-14	-18
手续费及佣金支出	-565	-650
业务及管理费	-1,011	-1,037
其他业务支出	-0.4	-0.2
资产减值损失	-2.5	-0.3
营业利润	746	1,096
营业外收入	0.4	4.0
营业外支出	-1.0	-2.8
利润总额	746	1,097
所得税费用	-110	-281
净利润	636	816

数据来源：国寿养老公司公告、开源证券研究所

表20：2020年长江养老管理费收入占比营收89.1%

长江养老利润表(百万元)	2019A	2020A
营业收入	1,413	2,140
管理费收入	1,189	1,908
投资收益	192	219
其他收益	1	2
公允价值变动	14	-2
损益	0	-0
汇兑损益	17	13
其他业务收入	-0	0
资产处置收益/(损失)	-	-
营业支出	-1,008	-1,312
税金及附加	-6	-9
利息支出	-17	-13
业务及管理费	-981	-1,287
资产减值损失	-4	-2
营业利润	404	828
加：营业外收入	-	-
减：营业外支出	-0	-0
利润总额	404	828
减：所得税费用	-101	-208
净利润	303	620

数据来源：长江养老公司公告、开源证券研究所

表21: 2020年平安养老已赚保费占比营收82.5%、管理费占比6.4%

平安养老利润表(百万元)	2019A	2020A
营业收入	26,305	31,319
保险业务收入	23,613	26,218
减: 分出保费	-178	-335
提取未到期责任准备金	-402	-59
已赚保费	23,033	25,824
其他收益	7	16
投资收益	1,562	2,937
公允价值变动损失	-2	-6
其他业务收入	1,705	2,551
资产处置损失	-1	-1
营业支出	-24,916	-28,394
退保金	-12	-30
赔付支出	-15,518	-16,354
减: 摊回赔付支出	75	125
提取保险责任准备金	-1,279	-3,590
减: 摊回保险责任准备金	5	52
税金及附加	-39	-49
手续费及佣金支出	-2,897	-2,598
业务及管理费	-4,015	-4,556
减: 摊回分保费用	67	115
其他业务成本	-1,064	-1,368
资产减值损失	-237	-141
营业利润	1,389	2,925
营业外收入	9	8
营业外支出	-20	-11
利润总额	1,378	2,922
所得税费用	-32	-496
净利润	1,346	2,427

数据来源: 平安养老公司公告、开源证券研究所

表22: 2020年平安养老管理费收入占其他业务收入78.3%

平安养老其他业务收入(百万元)	2019A	2020A
企业年金管理费收入	613	986
委托业务管理费收入	507	828
咨询服务收入	321	412
资产管理业务收入	64	116
债权计划管理费收入	29	68
国际共保业务	58	43
交叉销售手续费收入	52	43
其他	61	55
合计	1,705	2,551
其中管理费收入	1,212	1,997

平安养老其他业务收入（百万元）	2019A	2020A
管理费占比其他业务收入	71.1%	78.3%

数据来源：平安养老公司公告、开源证券研究所

表23：2020年平安养老管理业务利润贡献占比较2019有所提升，占比27.6%

分部利润贡献测算	2019A 规模 (百万元)	2020A 规模 (百万元)	2019A 占比	2020A 占比
管理业务利润贡献	909	1,498	19.7%	27.6%
保险业务利润贡献	3,710	3,928	80.3%	72.4%

数据来源：平安养老公司公告、开源证券研究所

注：单位：百万元；管理业务利润贡献为管理费收入扣除对应手续费及佣金收入（费率25%）；保险业务利润贡献为已赚保费扣除赔付支出、退保金、提取保险责任准备金以及对应手续费及佣金支出（总手续费及佣金收入扣除管理业务对应部分）。

职工薪酬为主要成本，规模效应或逐渐显现。2020年国寿养老职工薪酬支出7.6亿元，占营业支出比例44.4%，为第一大营业成本；平安养老职工薪酬支出29.7亿元，占营业支出比例10.4%，为第三大营业成本，前二项分别为赔付支出及提取保险责任准备金，与负债型保险业务有关。职工薪酬与管理规模相关性较弱，随着企业年金、职业年金、养老保障产品以及新型变额年金保险产品管理规模的不断提升，养老保险公司有望展现规模效应。

表24：2019-2020年，职工薪酬为国寿养老主要营业成本

国寿养老	规模（亿元）		占比（%）	
前五大营业支出项	2019A	2020A	2019A	2020A
职工薪酬	-7.33	-7.57	46.0%	44.4%
手续费及佣金支出	-5.65	-6.50	35.5%	38.1%
物业及设备支出	-1.67	-1.81	10.5%	10.6%
行政办公支出	-0.63	-0.43	3.9%	2.5%
其他支出	-0.24	-0.34	1.5%	2.0%

数据来源：国寿养老公司公告、开源证券研究所

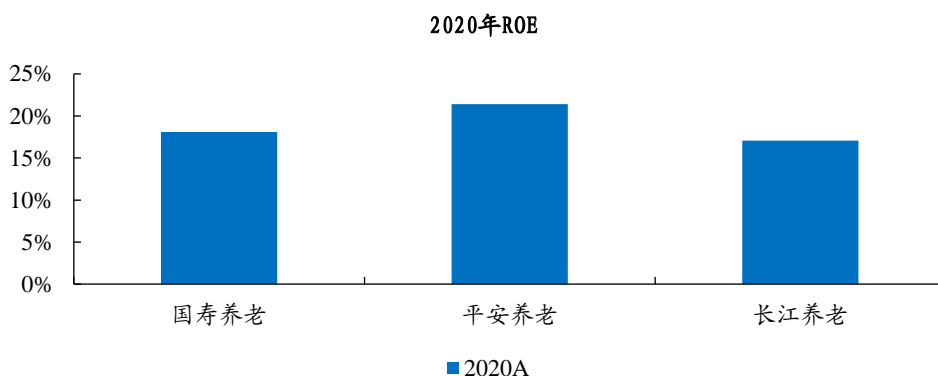
表25：2020年平安养老职工薪酬占营业支出10.4%，为第三大营业成本

平安养老	规模（亿元）		占比（%）	
前五大营业支出项	2019A	2020A	2019A	2020A
赔付支出	-155.18	-163.54	62.3%	57.6%
提取保险责任准备金	-12.79	-35.90	5.1%	12.6%
职工薪酬	-25.85	-29.65	10.4%	10.4%
手续费及佣金支出	-28.97	-25.98	11.6%	9.2%
其他业务成本	-10.64	-13.68	4.3%	4.8%

数据来源：国寿养老公司公告、开源证券研究所

轻资产模式造就较高ROE。养老保险公司主营的企业年金管理业务与规模相对较小的保险业务均为轻资产模式，造就其ROE相对较高。2020年，平安养老、国寿养老、长江养老ROE分别为21.4%、18.1%、17.1%。

图28: 头部养老保险公司 2020 年 ROE 较高



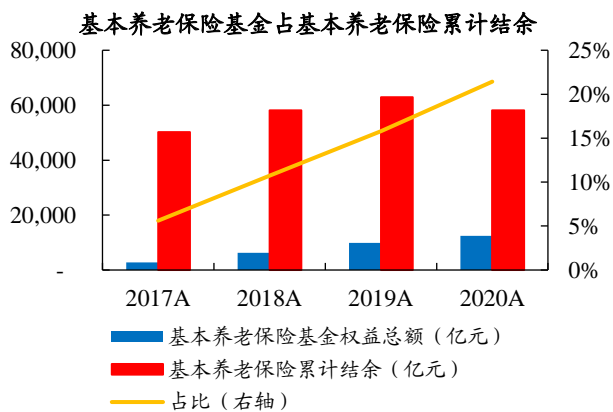
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

2.4、养老体系参与情况: 第二支柱优势较大, 尚未发力第三支柱

● 第一支柱: 3 家养老保险公司、3 家保险资管公司参与其中

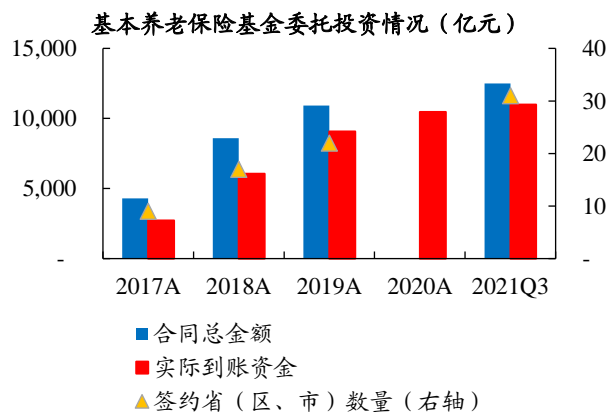
基本养老保险基金权益总额超 1.2 万亿, 占比基本养老保险累计结余超 20%。截至 2021 年 9 月末, 我国已有 31 个省(自治区、直辖市)和新疆生产建设兵团与社保基金会签署了《基本养老保险基金委托投资合同》, 签约规模 1.25 万亿元, 到账金额 1.1 万亿元。2020 年末, 基本养老保险基金权益总额 12444 亿元, 基本养老保险累计结余 58076 亿元, 占比 21.4%, 较 2019 年的 15.8% 有所提升。

图29: 基本养老保险基金占比累计结余不断提升



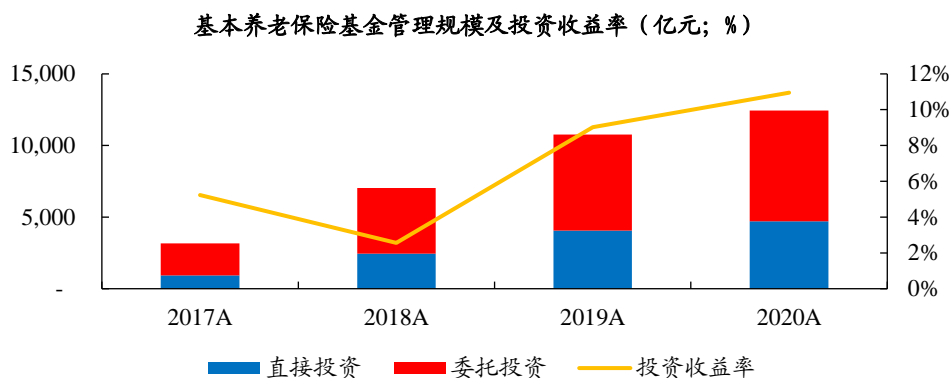
数据来源: 社保基金会、开源证券研究所

图30: 2021Q3 末, 全国基本养老保险基金签约规模达 1.25 万亿元



数据来源: 社保基金会、开源证券研究所

6 家保险类公司具备基本养老保险基金管理资质。根据我国《中华人民共和国社会保险法》、国务院印发的《基本养老保险基金投资管理办法》以及国务院、人社部、财政部的相关批准文件, 全国社会保障基金理事会(社保基金会)可受托运营基本养老保险基金。截至 2020 年末, 基本养老保险基金权益总额为 12,444.58 亿元, 其中直接投资 4700.06 亿元、占比 37.77%, 委托投资 7,744.52 亿元、占比 62.23%, 由社保基金会评审选拔投资管理机构, 共有 21 家机构(2016 年)入选, 其中 6 家保险类机构入选: 长江养老、平安养老、国寿养老、泰康资产、人保资管、华泰资产。

图31: 基本养老保险基金委托投资占比自 2017 年的 70.4% 降至 2020 年的 62.2%


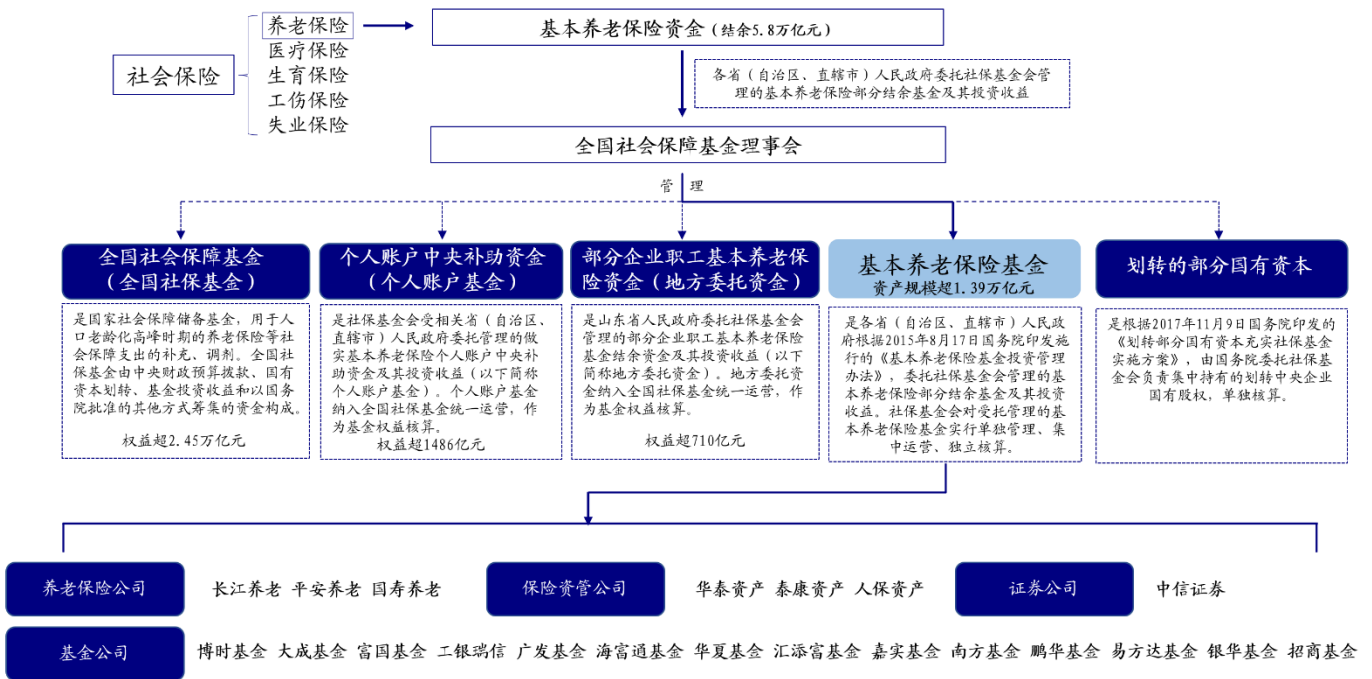
数据来源: 社保基金会、开源证券研究所

表26: 共有 6 家保险类机构入选基本养老保险基金管理资质

养老基金管理人	机构类型
长江养老	养老保险公司
平安养老	养老保险公司
国寿养老	养老保险公司
华泰资产	保险资管公司
泰康资产	保险资管公司
人保资管	保险资管公司
博时基金	基金公司
大成基金	基金公司
富国基金	基金公司
工银瑞信	基金公司
广发基金	基金公司
海富通基金	基金公司
华夏基金	基金公司
汇添富基金	基金公司
嘉实基金	基金公司
南方基金	基金公司
鹏华基金	基金公司
易方达基金	基金公司
银华基金	基金公司
招商基金	基金公司
中信证券	证券公司

资料来源: 全国社会保障基金理事会官网、开源证券研究所

图32: 2020年基本养老保险基金资产规模超1.39万亿元



资料来源: 全国社会保障基金理事会、开源证券研究所

● **第二支柱: 保险系公司在企业年金业务中占据更高份额**

保险系公司企业年金市占率超50%，金融协同及主管企业年金或为原因。2020年企业年金市场投资管理主体共计22个，管理规模约为2.17万亿元，其中基金公司11家，管理规模7780亿元，占比35.9%，养老保险公司7家（我们将泰康资产划分至养老保险公司），管理规模约1.17万亿元，占比53.9%，明显高于基金公司市占率。另有证券公司2家、保险资管公司1家、养老金公司1家，累计市占率为10.3%。保险系公司中，泰康资管、平安养老、国寿养老市占率领先，分别为16.7%、13.0%、11.5%。我们认为，由于养老保险公司可经营团体保险，且可借助保险集团展业网络，企业年金业务推进或受益于金融产业协同。此外，多数养老保险公司将年金业务提升至一级部门或事业群，相较于基金公司的公募、机构、专户及年金等较多业务板块，具有资源集中、年金业务主导的优势以推动企业年金业务发展。

表27: 2020年度3家保险系机构企业年金管理规模占比超10%

机构类型	企业年金基金管理机构	组合数(个)	组合资产金额(亿元)	组合数占比	规模占比
基金公司	工银瑞信	204	1,573	4.6%	7.3%
	华夏基金	178	1,264	4.0%	5.8%
	易方达基金	193	1,197	4.4%	5.5%
	南方基金	162	847	3.7%	3.9%
	博时基金	98	617	2.2%	2.8%
	富国基金	78	575	1.8%	2.6%
	海富通基金	84	543	1.9%	2.5%
	嘉实基金	90	528	2.0%	2.4%
	招商基金	52	377	1.2%	1.7%
	国泰基金	42	144	1.0%	0.7%

机构类型	企业年金基金管理机构	组合数(个)	组合资产金额(亿元)	组合数占比	规模占比
养老保险公司	银华基金	36	116	0.8%	0.5%
	平安养老	763	2,814	17.3%	13.0%
	国寿养老	614	2,490	13.9%	11.5%
	太平养老	419	1,293	9.5%	6.0%
	长江养老	150	952	3.4%	4.4%
	人保养老	128	491	2.9%	2.3%
	新华养老	5	8	0.1%	0.0%
保险资管公司	泰康资产	771	3,631	17.5%	16.7%
	华泰资产	35	259	0.8%	1.2%
证券公司	中信证券	155	957	3.5%	4.4%
	中金公司	89	858	2.0%	4.0%
养老金公司	建信养老金	64	153	1.5%	0.7%
-	合计	4,410	21,686	100.0%	100.0%

数据来源:《全国企业年金基金业务数据摘要-2020年度》、开源证券研究所

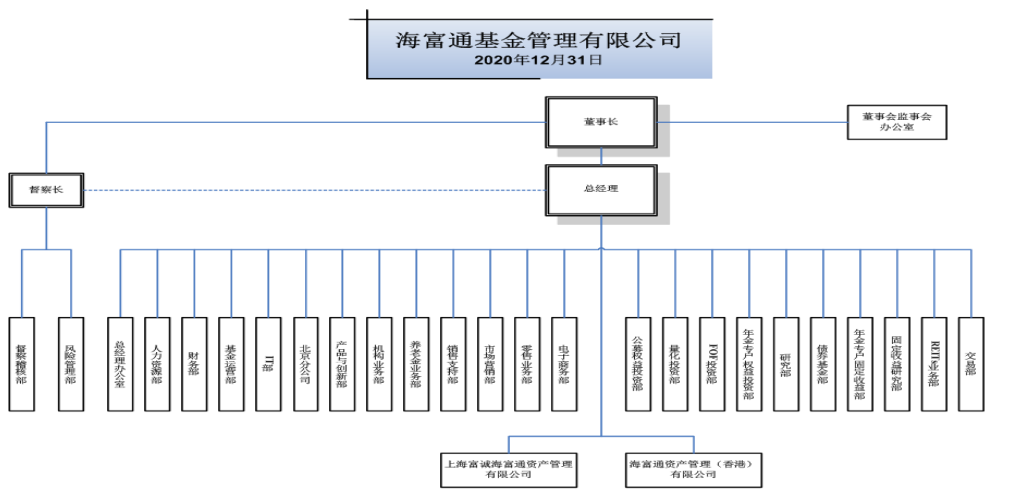
表28: 2020年养老保险公司企业年金管理规模市占率超50%

主体	组合资产金额(亿元)	公司家数	资产规模占比	公司家数占比
养老保险公司	11,678.57	7	53.9%	31.8%
基金公司	7,780.52	11	35.9%	50.0%
保险资管公司	259.16	1	1.2%	4.5%
证券公司	1,815.28	2	8.4%	9.1%
养老金公司	152.85	1	0.7%	4.5%
合计	21,686.39	22	-	-

数据来源:《全国企业年金基金业务数据摘要-2020年度》、开源证券研究所

注:泰康资管并入养老保险公司数据。

图33: 海富通基金一级部门中含机构、养老、公募、年金、债券等业务部门



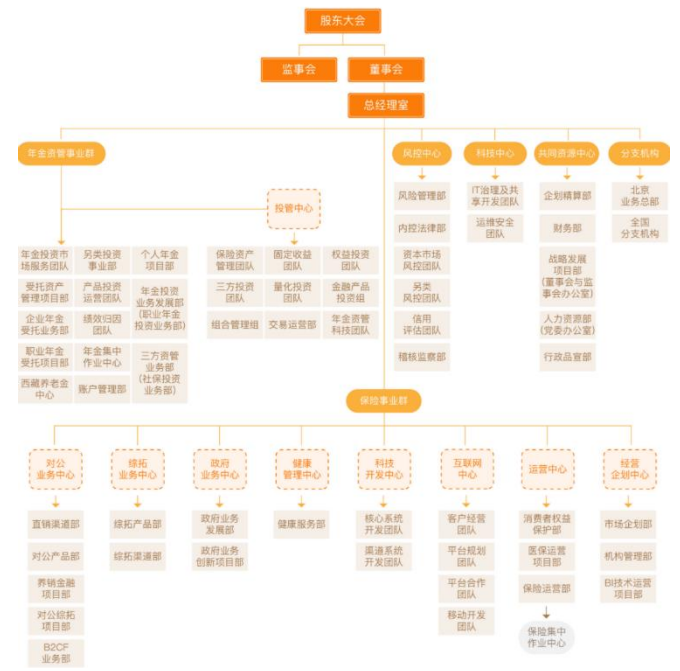
资料来源:海富通基金官网

图34: 长江养老一级业务部门主要以养老金业务为主



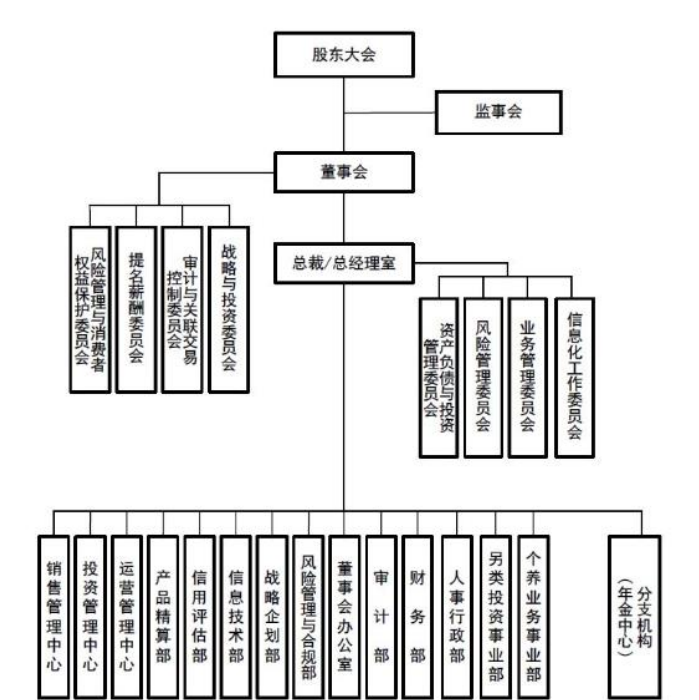
资料来源: 长江养老官网

图35: 平安养老业务可分为年金资管及保险两个事业群



资料来源: 平安养老官网

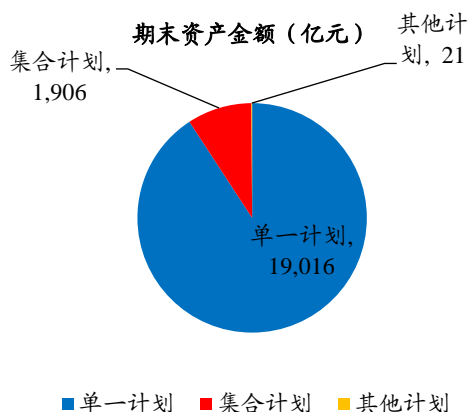
图36: 新华养老部门设置以养老投资为主



资料来源: 新华养老官网

单一计划规模占比超 90%，集合计划分类投资收益率高于单一计划，但加权平均收益率低于单一计划。2020 年单一计划期末资产金额达 1.9 万亿元，占比企业年金 90.8%，集合计划规模较小，仅为 1906 亿元，占比 9.1%。从组合类型来看，单一计划含权益类占比显著高于集合计划，2020 年含权益类占比单一计划、集合计划分别为 87.8%、52.5%。收益率方面，2020 年集合计划固定收益类及含权益类均高于单一计划，但受到组合占比影响，总体投资收益率略低于单一计划。然而我们计算发现，在企业年金投资管理中，规模或并非站在业绩的对立面，集合计划的单个组合规模与加权平均收益均高于单一计划。

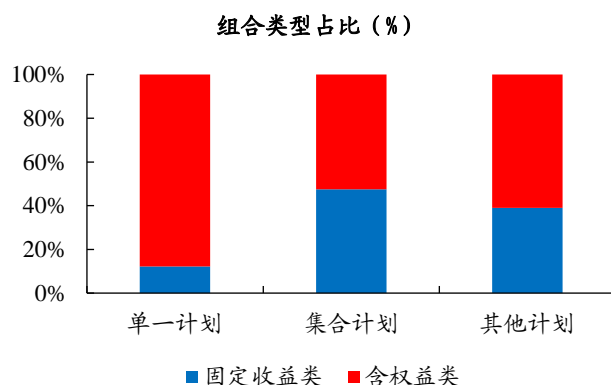
图37: 企业年金单一计划规模占比超90%



数据来源:《全国企业年金基金业务数据摘要-2020年度》、开源证券研究所

注: 其他计划为过渡计划。

图38: 单一计划中含权益类组合占比显著高于集合计划



数据来源:《全国企业年金基金业务数据摘要-2020年度》、开源证券研究所

注: 其他计划为过渡计划。

表29: 集合计划分类投资收益率高于单一计划, 但总体收益率低于单一计划

加权平均收益率 (%)	固定收益类	含权益类	合计
单一计划	5.29	11.28	10.5
集合计划	5.33	11.42	8.44
其他计划	5.17	9.74	7.87
总计	5.3	11.28	10.3

数据来源:《全国企业年金基金业务数据摘要-2020年度》、开源证券研究所

注: 其他计划为过渡计划。

表30: 集合计划单组合期末资产金额高于单一计划及其他计划

单组合平均期末资产金额 (亿元)	固定收益类	含权益类	合计
单一计划	2.27	6.19	5.11
集合计划	13.52	8.63	10.42
其他计划	0.81	1.58	1.15
总计	2.95	6.27	5.34

数据来源:《全国企业年金基金业务数据摘要-2020年度》、开源证券研究所

注: 其他计划为过渡计划。

表31: 2020年企业年金组合收益率与单组合平均资产呈正相关

组合收益率 (R)	样本组合数 (个)	样本组合数占比 (%)	样本期末资产金额 (亿元)	样本期末资产金额占比 (%)	单组合平均期末资产金额 (亿元)
$R \geq 16\%$	69	1.68	979.08	4.58	14.19
$12\% \leq R < 16\%$	629	15.32	5,780.21	27.02	9.19
$8\% \leq R < 12\%$	1,866	45.43	9,740.78	45.54	5.22
$4\% \leq R < 8\%$	1,359	33.09	4,556.49	21.3	3.35
$0 \leq R < 4\%$	175	4.26	293.61	1.37	1.68
$R < 0$	9	0.22	41.64	0.19	4.63
合计	4,107	100	21,391.81	100	5.21

数据来源:《全国企业年金基金业务数据摘要-2020年度》、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2020年养老保险公司含权益类单一计划跑赢基金公司4.8pct。养老保险公司2020年单一计划含权益类组合平均收益率11.6%，高于基金公司的6.8%，但其集合计划固定收益类组合、含权益类组合平均收益率分别为5.38%、7.45%，低于基金公司的5.47%、12.18%。公司类别层面看，养老保险公司单一计划含权益类组合收益率均在7%以上，平安养老、人保养老、长江养老、泰康资产、国寿养老均保持10%以上，公司间收益率差异低于基金公司。

表32: 养老保险公司2020年单一计划含权益类组合收益率均排名前15位，且公司间差异较小

2020年企业年金基金投资管理情况					单一计划		集合计划	
企业年金基金管理机构	机构类型	组合数(个)	组合资产金额(亿元)	单个组合资产金额(亿元)	加权平均收益率		加权平均收益率	
					固定收益类组合	含权益类组合	固定收益类组合	含权益类组合
华泰资产	保险资管公司	35	259	7.4	4.4	15.0	4.4	6.8
平安养老	养老保险公司	763	2,814	3.7	5.6	13.2	6.8	13.4
华夏基金	基金公司	178	1,264	7.1	5.7	12.7	5.6	14.6
招商基金	基金公司	52	377	7.2	6.5	12.6	4.1	12.2
易方达基金	基金公司	193	1,197	6.2	5.6	12.5		13.5
富国基金	基金公司	78	575	7.4	6.1	12.4		11.8
国泰基金	基金公司	42	144	3.4	7.3	12.0		1.7
人保养老	养老保险公司	128	491	3.8	5.2	11.9	5.8	11.5
银华基金	基金公司	36	116	3.2	5.7	11.9		21.3
长江养老	养老保险公司	150	952	6.3	5.2	11.6	4.5	1.3
泰康资产	保险资管公司	771	3,631	4.7	5.3	11.2	4.9	1.5
国寿养老	养老保险公司	614	2,490	4.1	5.1	11.2	5.0	11.9
太平养老	养老保险公司	419	1,293	3.1	4.9	9.5	5.0	9.9
中金公司	证券公司	89	858	9.6	3.9	8.4		9.6
新华养老	养老保险公司	5	8	1.5		7.3	5.9	
合计	-	4,410	21,686	4.9	5.3	11.3	5.3	11.4

数据来源:《全国企业年金基金业务数据摘要-2020年度》、开源证券研究所

注:该表按照单一计划含权益类组合加权平均收益率排序;合计数据中包含剩余6家企业年金投资管理机构。

表33: 养老保险公司与基金公司2020年企业年金平均收益率各有千秋

2020年加权平均收益率	单一计划		集合计划	
	固定收益类组合(%)	含权益类组合(%)	固定收益类组合(%)	含权益类组合(%)
养老保险公司	3.61	11.55	5.38	7.45
基金公司	5.41	6.77	5.47	12.18
保险资管公司	4.40	14.96	4.41	6.80
证券公司	4.64	4.71	4.70	9.19
养老金公司	6.21	1.23	5.42	9.97
合计	5.29	11.28	5.33	11.42

数据来源:《全国企业年金基金业务数据摘要-2020年度》、开源证券研究所

注:泰康资管并入养老保险公司数据。

未通过综合评价评审，2家机构年金投资新业务暂停。2021年10月18日，人社部发布《关于企业年金基金管理机构资格延续的通告》，延续了35家机构62个企业年金管理资格，其中12个法人受托资格、18个账户管理资格、10个托管资格以及22个投资管理资格，但平安养老及太平养老投资管理新业务遭到暂停，平安养老1年内不得开展年金基金投资管理新增业务，太平养老2年内不得开展年金基金投资管理新增业务。

● 第三支柱：尚未发力，但具备先天优势

当前第三支柱保险产品供应商主要为寿险公司，养老保险公司尚未发力。如上文所述，保险公司通过传统商业养老年金、变额年金以及其他商业养老保险产品参与养老第三支柱，但当前主要由寿险公司作为产品供应商，养老保险公司较少开展传统商业养老年金业务，而个人税收递延型养老年金试点资质仅有3家养老保险公司，且总规模较小。同时，养老保险公司当前开展的养老保障管理产品规模虽高，但多为短期产品，养老属性较低，未来可能存在压降风险，仍需转型具有长期养老属性的养老保障管理产品。

我们认为，养老保险公司作为专业化养老金融服务机构，具有先天定位、经验优势，在监管以及市场的引导下，将回归养老保障本源，加速开发、推动安全性高、保障性强、满足长期或终身领取需求的商业养老年金保险以及其他具有一定长期积累养老金功能的商业保险业务，未来或在第三支柱体系建设过程中，不断创新产品形态、经营模式，为居民带来第三支柱养老保障产品，同时带动自身发展。

3、第三支柱：当前主要由寿险公司参与，养老金融空间较大

3.1、寿险公司通过传统商业养老年金保险以及试点产品参与第三支柱

寿险公司主要通过商业养老年金保险以及两款试点养老保险产品参与第三支柱。人寿保险公司通过开展商业年金保险、个人税收递延型商业养老保险以及专属商业养老保险参与第三支柱养老体系，但整体规模占比人身险市场规模相对较小。商业年金保险中，真正具备养老属性的传统商业养老年金保险产品体量较小，截至2021年3季度末，传统商业养老年金保险产品保费收入仅460亿元，占比同期人身险保费收入1.7%、寿险保费收入2.3%，累计积累保险责任准备金6200亿元，占比保险资金运用余额仅为2.8%；截至2021年10月底，个人税收递延型商业养老保险试点累计保费收入6亿元、专属商业养老保险约2亿元，整体规模仍相对较小。

表34：截至2021年9月末，传统商业养老年金保险产品累计保险责任准备金仅6200亿元

保费收入及责任准备金（亿元）	2019A	2020M9	2020A	2021M9
养老年金保费收入	415	551	712	460
人身险保费收入	30,995	27,768	33,329	27,733
其中：寿险保费收入	22,754	20,187	23,982	19,791
养老年金占比人身险	1.3%	2.0%	2.1%	1.7%
养老年金占比寿险	1.8%	2.7%	3.0%	2.3%
累计积累保险责任准备金	5,100	5,623	5800	6,200

数据来源：银保监会、开源证券研究所

表35: 截至 2021 年 10 月末, 个人税收递延型商业养老保险累计保费收入 6 亿元

个人税收递延型产品	2019M12	2020M4	2021M10
投保人数 (万人)	4.7	4.76	5
保费收入 (亿元)	2.45	3	6

数据来源: 银保监会、开源证券研究所

注: 投保人数与保费收入数据为自 2018 年 5 月 1 日试点以来累计值。

表36: 截至 2021 年 10 月末, 专属商业养老保险保费收入 2 亿元

专属商业养老保险	2021M9 (仅含浙江)	2021M10 (浙江+重庆)
投保人数 (万人)	0.24	1.7
保费收入 (亿元)	0.51	2

数据来源: 银保监会、开源证券研究所

注: 保费收入及投保人数数据为自 2021 年 6 月 1 日试点以来累计值。

3.2、商业养老保险试点进展低于预期, 产品形态多为变额年金

商业养老保险试点经营资质多为寿险公司, 养老保险公司仅占 3 席, 未来或有所提升。目前可经营个人税收递延型商业养老保险的保险公司共计 5 批次、23 家, 其中仅有平安养老、太平养老与泰康养老 3 家养老保险公司; 而专属商业养老保险的 6 家试点公司均为头部保险集团下设的寿险公司, 其集团旗下均有养老保险公司, 但无 1 家公司入围。2021 年 12 月 24 日, 银保监会发布《关于规范和促进养老保险机构发展的通知》, 推动养老保险公司重点发展养老保险、养老保障管理和企业(职业)年金等业务, 并支持符合条件的养老保险公司参与专属商业养老保险试点, 预计未来养老保险公司或可获得专属商业养老保险试点资格。

表37: 个人税收递延型商业养老保险经营公司多为寿险公司

批次	经营个人税收递延型商业养老保险公司	试点地区
第一批	中国人寿、太保寿险、平安养老、新华保险、太平养老、太平人寿、泰康养老、泰康人寿、阳光人寿、中信保诚、中意人寿、英大人寿	
第二批	人保寿险、民生人寿、工银安盛人寿、东吴人寿	上海市、江苏省、
第三批	建信人寿、恒安标准人寿、交银安联人寿	福建省、厦门市
第四批	光大永明人寿	
第五批	利安人寿、复星保德信人寿、合众人寿	

资料来源: 银保监会、开源证券研究所

表38: 头部寿险公司获得专属商业养老保险试点资质

专属商业养老保险试点地区	专属商业养老保险试点公司
浙江省(含宁波市)、重庆市	中国人保寿险、中国人寿、太平人寿、太保人寿、泰康人寿、新华人寿

资料来源: 银保监会、开源证券研究所

表39: 养老保险公司中仅 3 家曾参与商业养老保险试点

养老保险公司	个人税收递延型商业养老试点资质	专属行业养老保险试点资质
国寿养老		
平安养老	✓	
长江养老		

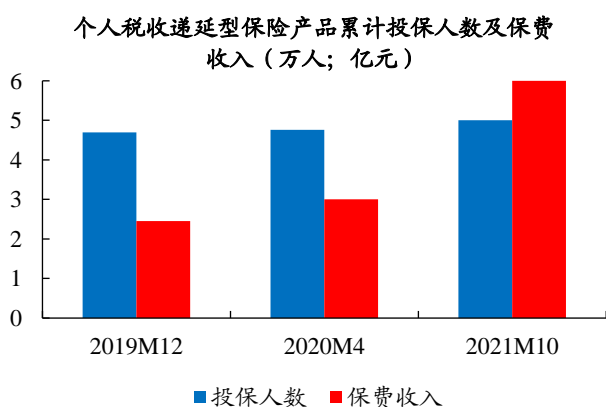
养老保险公司	个人税收递延型商业养老试点资质	专属行业养老保险试点资质
太平养老	✓	
泰康养老	✓	
人保养老		
大家养老		
新华养老		
国民养老		
恒安标准养老		

资料来源：银保监会、开源证券研究所

试点商业养老保险多为变额年金保险形态。试点商业养老年金保险部分产品形态为变额年金保险形态，相较于传统商业养老年金保险，具有（1）独立账户核算、投资连结属性；（2）账户价值具有最低保证收益；（3）领取时转化为年金支付等特点。而传统商业养老年金保险则在投保时已确定未来可获得的年金给付利益，无需领取时进行转换，且无账户价值、最低保证收益等特点。

试点商业养老年金销售规模较小，市场需求仍未激活。银保监会数据显示，截至 2021 年 10 月底，个人税收递延型商业养老保险试点累计保费收入 6 亿元、参保人数超 5 万人，低于市场预期，税收优惠力度较小、扣减手续复杂、销售激励小、政策覆盖人群范围小以及产品未得到市场认知等原因或为低于预期原因。专属商业养老保险方面，银保监会披露，自 2021 年 6 月 1 日试点以来，至 2021 年 10 月底，专属商业养老保险累计保费收入约 2 亿元，承保人数超过 1.7 万人，其中网约车司机约 5600 人，商业养老保险市场需求尚未得到激活。

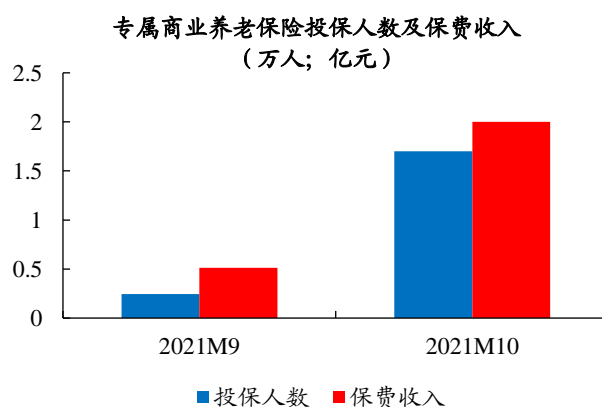
图39：截至 2021 年 10 月底，个人税收递延型养老年金产品累计保费收入 6 亿元



数据来源：银保监会、新华网、开源证券研究所

注：上图数据为 2018 年 5 月 1 日试点以来累计数据。

图40：截至 2021 年 10 月底，专属商业养老年金保险累计保费收入 2 亿元



数据来源：银保监会、开源证券研究所

注：上图数据为 2021 年 6 月 1 日试点以来累计数据；累计至 2021 年 9 月数据为浙江省保费收入，投保人数为投保件数等值数据。

3.3、税收优惠力度较小，吸引力略显不足

个人税收递延型养老保险税收优惠较小，节税力度占税后收入不足 1%。个人税收递延型养老年金保险产品其税收优惠力度较小，税前抵扣额度以月收入的 6% 与 1000

元较低者或年收入的 6% 与 12000 元中较低者为基数。根据我们测算，其单月节税幅度占税后收入比例低于 1%，吸引力有限。产品费率方面，个人税收递延型养老年金产品积累期费率监管设定上限较低，多数产品积累期费率低于监管上限。年金领取方面，在确定领取日及领取方式后，根据账户价值转化为固定给付额，风险完全转嫁至保险公司，但账户价值无法继续进行积累，且领取期不低于 15 年，造成单年或单月领取金额相对较低，对当前居民吸引力或有所降低。

表40: 个人税收递延型养老年金保险税前抵扣额度较低

环节	试点政策
个人缴费税前扣除标准	月: Min (收入*6%, 1000 元); 年: (收入*6%, 12000 元)
账户资金收益	暂不征税
个人领取商业养老金	对个人达到规定条件时领取的商业养老金收入，其中 25% 部分予以免税，其余 75% 部分按照 10% 的比例税率计算缴纳个人所得税，税款计入“其他所得”项目。

资料来源：国家税务总局、开源证券研究所

表41: 个人税收递延型养老年金保险产品税收优惠力度有限

全年应纳税所得额	对应税前全年收入	对应平均税前月收入	税率	测算税前月收入	税前抵扣额度	抵扣税额 (元/月)	领取时缴税 (元/月)	节税金额 (元/月)	无抵扣时缴税金额 (元/月)	节税占比	占税后收入比例
0 元	6 万元以下	5000 元以下	0%	5000	0	无需缴税	0	0	0	-	0.0%
3.6 万元	9.6 万元以下	8000 元以下	3%	8000	480	14.4	36	-21.6	90	-24.0%	-0.3%
3.6 万元-14.4 万元	20.4 万元以下	1.7 万元以下	10%	17000	1000	100	75	25	990	2.5%	0.2%
14.4 万元-30 万元	42 万元以下	3 万元以下	20%	30000	1000	200	75	125	3590	3.5%	0.5%
30 万元-42 万元	48 万元以下	4 万元以下	25%	40000	1000	250	75	175	6090	2.9%	0.5%
42 万元-66 万元	72 万元以下	6 万元以下	30%	60000	1000	300	75	225	12090	1.9%	0.5%
66 万元-96 万元	102 万元以下	8.5 万元以下	35%	85000	1000	350	75	275	20840	1.3%	0.4%
超过 96 万元	超过 102 万元	8.5 万元以上	45%	86000	1000	450	75	375	21290	1.8%	0.6%

数据来源：国家税务总局、银保监会、开源证券研究所

注：该表测算为概念解析，未考虑社保缴纳、专项附加扣除等其他影响应纳税所得额与税前月收入的假设。

表42: 银保监会为个人税收递延型养老保险产品设定收费上限，但多数产品费率均未达到上限

费用类别	A 款 (收益确定型)	B 款 (收益保底型)	C 款 (收益浮动型)
初始费	2%	2%	1%
资产管理费	0%	0%	1%
产品转换费 (公司内)	0.5%	0.5%	0.5%
产品转换费 (跨公司)	3%、2%、1% (前 3 个年度依次递减)、第 4 个年度起不再收费		

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

数据来源：银保监会、开源证券研究所

表43：中国人寿个人税收递延型养老年金保险产品费率低于监管上限

中国人寿产品费率情况	A款	B1款	B2款	C款
初始费	1.0%	1.0%	1.0%	0.5%
资产管理费	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%
产品转换费（公司内）	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
产品转换费（跨公司）	3%、2%、1%（前3个年度依次递减）、第4个年度起不再收费			

数据来源：银保监会、开源证券研究所

注：产品为中国人寿的国寿个人税收递延型养老年金保险A款、B1款、B2款、C款（均为2018版）。

3.4、专属商业养老未完全转移长寿风险，或为行业发展积累经验

专属商业养老保险设计针对长寿风险，或为行业探索长期养老年金产品积累经验。从各试点公司上市产品看，主要保障风险为长寿风险，身故、全残、重疾等保障程度较低，由于积累期较长且各账户均有保证利率，保险公司或承担一定利差损风险，同时，我们统计的6个产品中，仅太平洋人寿的易生福设计为客户可在投保时或领取时进行年金转换表的锁定，完全转移了客户的长寿风险，而其他产品年金转换表锁定方式均为领取时锁定，利差损风险相对降低。

从消费者角度观察，若年金转换表锁定方式为领取时锁定，保险产品仍未能够完全转移长寿风险，仅转移了其积累期与领取期的投资风险，而年金转换表受利率下行等情况影响所导致的相对负面变动风险并未实现转移，导致其风险保障优势相对于企业年金、职业年金、养老理财等完全由消费者承担投资风险的养老保障产品并未得到充分发挥。

表44：多数专属商业养老保险产品账户具有保证利率且年金转换表锁定方式为领取时锁定

试点公司	产品名称	A款 保证利率	B款 保证利率	初始费用	其他费用	养老年金开 始领取日	养老年金责 任领取方式	年金转换表 锁定方式	开始领取后账户 处理方式
人保寿险	福寿年年	稳健型 3%	进取型 0.5%	不超过3%	-	最早为60周 岁生日	终身、10、 15、20、25 年（月领、 年领）	领取时	注销
中国人寿	鑫享宝	2%	0%	不超过5%	-	60-100周岁	终身、10、 15、20年（月 领、年领）	领取时	注销
太平人寿	岁岁金生	2%	0%	不超过2%	-	60周岁（含） 后	终身、10、 20年（月领、 年领）	领取时	注销
太保人寿	易生福	稳健A、B 账户为 2%	进取A、B 账户为 0.5%	稳健A、进取 A不高于 2%，稳健B、 进取B不高 于5%	保单服务 费：稳健A、 进取A每年 不超过 0.5%，在投 资收益中扣	60-80周岁	终身、10、 15、20、25 年（月领、 年领）	投保时/领取 时	转换（注销）

试点公司	产品名称	A款 保证利率	B款 保证利率	初始费用	其他费用	养老金开 始领取日	养老年金责 任领取方式	年金转换表 锁定方式	开始领取后账户 处理方式
					除，结算利 率为扣费后				
泰康人寿	臻享百岁	稳健型 2.85%	进取型 0.5%	不超过 3%	组合转换超 免费限额后 的部分 3%	不早于 60 周 岁	终身、10、 15、20、30 年（月领、 年领）	领取时	注销
新华人寿	卓越优选	稳健回报 型 2.5%	积极进取 型 1%	不超过 3%	-	60-80 周岁	终身、保证 20 年终身、 10、15、20 年（月领、 年领）	领取时	注销

资料来源：各公司官网、中国保险业协会、银保监会、开源证券研究所

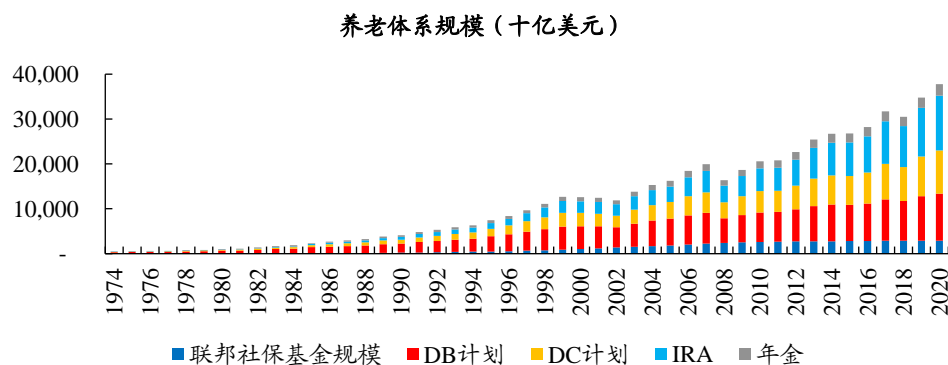
注：初始费用为各产品条款中设定上限，具体费用将在保险合同中有所体现，存在初始费用为 0% 的可能情形。

4、他山之石：税收优惠推动第三支柱养老发展

4.1、发达国家第三支柱发展较快，第三支柱占比高于我国

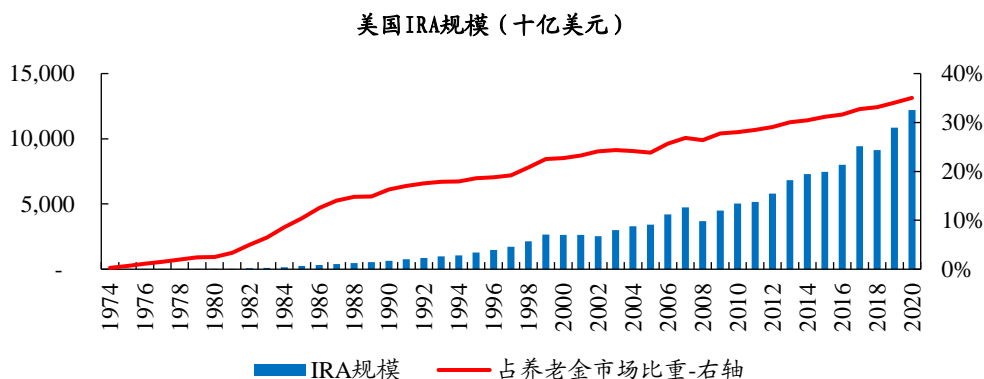
海外第三支柱发展较快，第三支柱占比高于我国。2020 年美国第三支柱 IRA 规模已达 12.2 万亿美元，占比养老金市场比重达 35.0%；同年，日本第三支柱中 iDeCo 规模与 NISA 规模分别超过 2.1 万亿日元与 22.7 万亿日元，且保持较高增速，iDeCo 近 10 年复合增速达+17.1%，NISA 近 7 年复合增速达+40.3%。我国养老保障体系仍以第一、第二支柱为主，2020 年占比分别为 72.1%、27.9%，总规模超 8.05 万亿元。

图41：美国养老体系中第二支柱占比最高，2020 年占比 53.3%



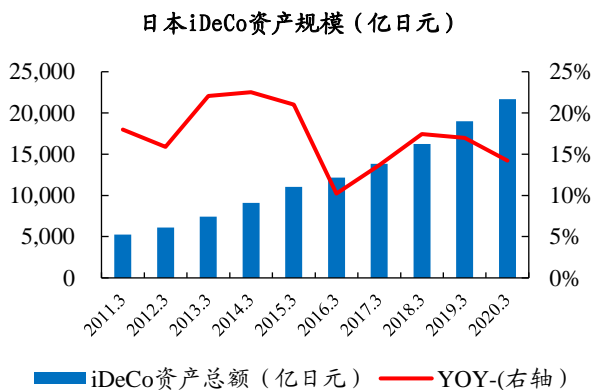
数据来源：ICI、开源证券研究所

图42: 美国第三支柱 IRA 规模保持较快增长, 占养老金市场比例不断提升



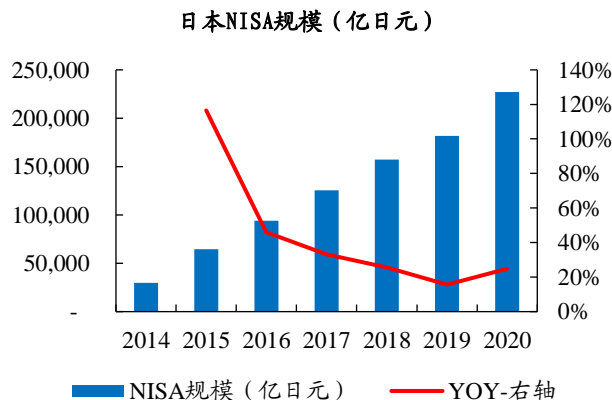
数据来源: ICI、开源证券研究所

图43: 日本 iDeCo 资产规模不断提升, 已超 2 万亿日元



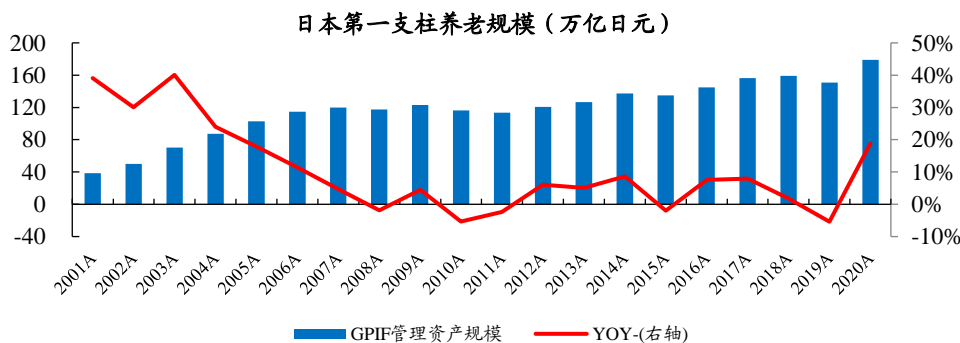
数据来源: iDeCo、开源证券研究所

图44: 日本 NISA 资产规模不断提升, 已超 22 万亿日元

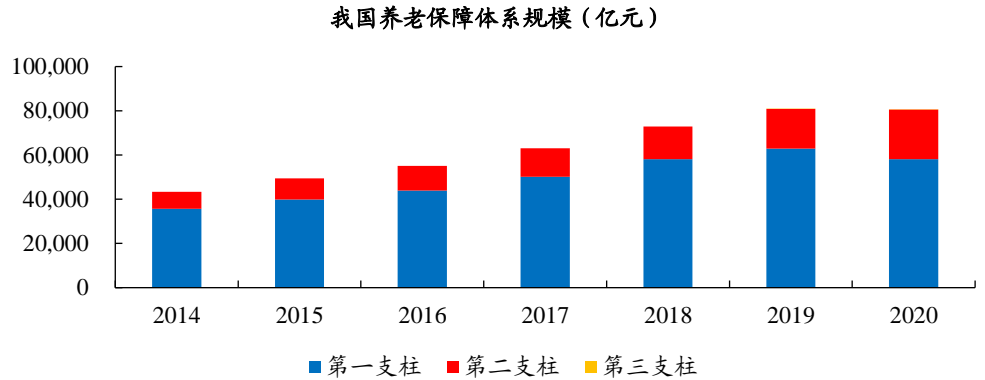


数据来源: FSA、开源证券研究所

图45: 日本第一支柱养老管理资产规模接近 180 万亿日元



数据来源: 厚生劳动省、开源证券研究所

图46: 我国当前养老保障体系仍以第一支柱为主


数据来源: 人社部、开源证券研究所

4.2、税收优惠加速海外第三支柱发展

海外市场通过税收优惠带动第三支柱养老保障体系发展。海外发达市场,例如美国、德国、日本、加拿大,对于第三支柱养老保障体系均有相应税收优惠政策支持。美国 IRAs 账户下,传统 IRA 采用 EET 模式,对于未来预期收入低于当期收入的客户具有一定吸引力,而罗斯 IRA 采用 TEE 模式,税后收入计入账户,投资收益与领取时无需再次缴税。德国里斯特计划在 EET 税收递延优惠外,仍有政府提供的直接财政补贴。日本 iDeCo 采用 EET 模式,而 NISA 对于账户中前 5 年 (Junior NISA 5; 一般 NISA 5; 小额 NISA 20) 的投资收益免税,日本当前的资本利得税为 20%,具有一定的吸引力。

表45: 部分发达国家第三支柱养老保障体系具有税收优惠政策支持

国家	税收优惠政策
美国	传统 IRA: EET 模式; 罗斯 IRA: TEE 模式
德国	EET 模式, 同时提供财政基础补贴
日本	iDeCo: EET 模式; NISA: 前 5 年投资收益免税
加拿大	RRSP: EET 模式

资料来源: ICI、德国 BaFin、iDeCo、FSA、加拿大税务局、开源证券研究所

表46: 美国 IRA 账户均有税收优惠

类型	起始时间	特点	税收优惠
传统 IRA	1974 年	个人缴费, 在金融机构建立个人退休账户, 开设年龄不超过 70.5 岁, 达到规定年龄后必须开始领取资金, 提前领取将补扣税款, 由个人委托符合条件的第三方金融机构管理	EET 模式, 缴纳和投资过程中免税, 领取时纳税
罗斯 IRA	1997 年	个人缴费, 在金融机构建立个人退休账户, 无开设年龄限制	TEE 模式, 缴费金额为税后金额, 领取时无需纳税
雇主发起式 IRA-SEP IRA	1978 年	成立与运营简单、成本低、缴费灵活、雇主为所有雇员等额缴费	可以通过免税递延薪资缴纳, 期间收益不纳税, 领取时纳税
雇主发起式 IRA-SAR-SEP	1986 年	参与者选择性工薪延期缴费, 雇主为雇员缴费	可以通过免税递延薪资缴纳, 期间收益不纳税, 领取时纳税

类型	起始时间	特点	税收优惠
雇主发起式 IRA-SIMPLE IRA	1996年	适用于100人以下的公司，且无其他养老计划，雇主每年必须缴费	缴纳额全部或部分税前扣除， 期间投资收益不纳税，领取时 纳税

资料来源：ICI、开源证券研究所

表47：日本NISA三种账户均有免税期限

	Junior NISA	一般 NISA	小额 NISA
年龄	0-19	20岁及以上	20岁及以上
个人投资上限（万日元）	80	120	40
免税期限（年）	5	5	20
投资期限（年）	10	10	无限制
2020年投资总额（亿日元）	-	30603	4639
资产规模	2550	209460	7614
账户数量（万）	45	1221	302

资料来源：FSA、开源证券研究所

- 从养老保障的长期属性与客户分层两方面来看，税收优惠政策或为推动第三支柱养老保障体系提供较大助益。

（1）养老保障的长期属性：税收优惠补偿流动性损失或加速第三支柱养老体系建设。养老保障的长期属性来自于其长期锁定、冻结的流动性，若居民未选择配置远期养老保障，其可运用当期资产进行消费或投资，而居民一旦配置远期养老保障，除自身认可外，外部对当期消费或投资效用的损失补偿即其流动性的补偿或将起到较大作用，第一支柱与第二支柱均通过企业缴费、税收优惠、财政补贴等方式补偿其冻结的流动性。我们认为，若想加速推动第三支柱养老保障体系建设，对居民流动性的补偿或可采取税收优惠、持续奖金、附加服务等方式。

表48：税收优惠或可补偿居民为配置养老保障所损失的流动性，加速第三支柱养老体系建设

养老保障体系	流动性补偿方式
第一支柱 城镇职工基本养老保险、 城乡居民基本养老保险	企业缴费、财政补贴、税收优惠
第二支柱 企业年金、职业年金	企业缴费部分随时间归属个人、税收优惠
第三支柱 个人商业养老保障计划	或可采取税收优惠、保证收益（保险产品）、附加服务（抵消当期消费）、持续奖金、财政补贴、新型产品设计（分阶段保证收益）等方式进行流动性补偿

资料来源：人社部、开源证券研究所

（2）客户分层：税收优惠或为中收入人群提供较高效用。我们将客户分为3层：低收入人群、中收入人群与高收入人群，并从其收入特点、养老金绝对收入水平及养老金替代率三方面进行分析，从而判定税收优惠对不同人群产生的效用。我们认为，由于高收入人群退休后收入较少依赖养老金以及低收入人群未达到个人所得税起征点、当期收入需应对生活基本开支难以进行投资及储蓄，税收优惠政策对以上两种人群效用较低，而对于中收入人群将产生较高效用。此外，我们认为对于低收入人群，养老保障体系建设与应对当前生活开支并不冲突，如何提升其当期收入水平才是问题关键。

表49: 税收优惠政策或对中收入人群产生较高效用

客户分层	低收入人群	中收入人群	高收入人群
收入特点	收入水平较低, 或尚未达到个人所得税起征点, 税后收入在当期消费后较少留存以供投资或储蓄	主要收入来源为工资或劳务报酬, 税前收入达到个人所得税起征点, 具有一定金融、实体投资及储蓄	主要收入来源为股东分红、利息、金融资产或其他非劳动性收入, 并具有较高金融、实物资产及储蓄
养老金收入绝对水平	重要性较高, 中收入人群收入主要来自于工资等劳务性报酬, 且拥有较少金融、实物资产, 退休后将面临主要收入来源显著降低	重要性较高, 中收入人群收入主要来自于工资等劳务性报酬, 退休后将面临主要收入来源显著降低	重要性较低, 高收入人群具有较充足金融资产及非劳动性收入
养老金替代率	重要性较高, 需保证其在劳务性收入下降后仍能维持或较少降低生活品质	重要性较高, 需保证其在劳务性收入下降后仍能维持或较少降低生活品质	重要性较低, 养老金收入并非其退休后主要收入来源
税收优惠政策效用	效用较低, 当期收入尚未达到纳税水平, 无法享受税收优惠, 且生活消费较为急迫, 无动力购买养老金	效用较高, 税收优惠将降低其税负水平并提升养老金收入	效用较低, 养老金收入并非其退休后主要收入来源, 购买养老金动力较弱

资料来源: 开源证券研究所

综上, 我们认为 (1) 采取合理水平的税收优惠; (2) 提供令人满意的、丰富的产品选择; (3) 适当的财政补贴激励以及产品长期持有奖励; 或可加速第三支柱养老保障体系建设。

4.3、养老退休业务为海外保险公司贡献利润占比较高

业务规模、利润贡献远低于海外保险公司, 我国上市险企旗下养老保险公司发展空间充足。我们选取美国国际集团与保德信金融集团作为参照 (大都会 2020 年年报无退休业务拆分), 美国国际集团 2020 年退休业务贡献税前利润达到 29.5 亿美元, 占比集团 98.3% (“其他经营活动”贡献-19.6 亿美元), 人身险及退休业务保费收入接近 75.0 亿美元, 占比 23.8%; 而保德信金融集团 2020 年退休业务贡献税前利润超 29.0 亿美元, 占比集团 56.5%, 保费收入贡献 89.3 亿美元, 占比 24.0%。我国国内上市险企旗下养老保险公司 2020 年税前利润占比上市险企比例均较低, 长江养老 2.8%、国寿养老 2.0%、平安养老 1.6%、新华养老 0.8%, 仍有较充足发展空间。

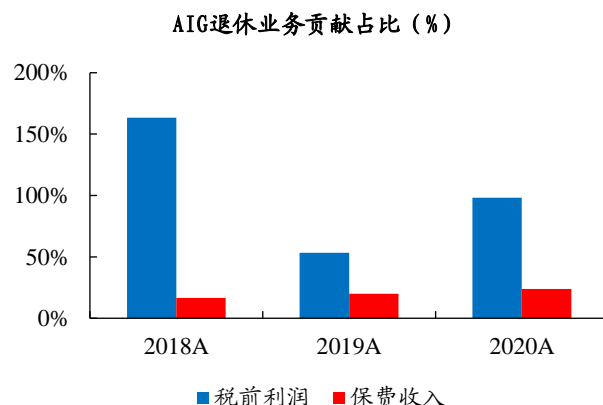
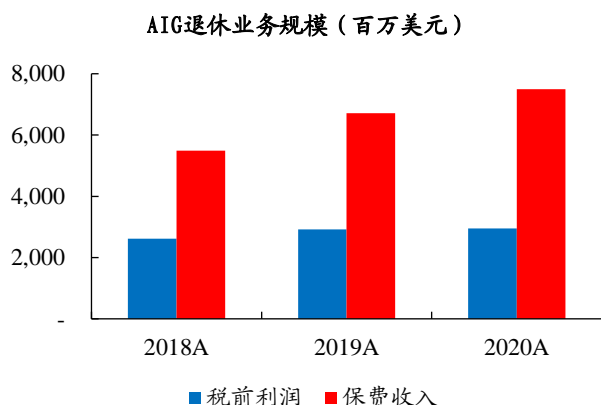
表50: 全球上市险企中大都会人寿、保德信金融、美国国际集团为美国、非财险公司

序号	全球上市保险公司	国家或地区	证券代码	上市地点	Wind 行业-四级行业
1	联合健康	美国	UNH.N	纽约证券交易所	管理型保健护理
2	中国平安	中国	601318.SH	上海	多元化保险
3	安盛集团	法国	CS.PA	巴黎证券交易所	多元化保险
4	安联保险	德国	ALV.DF	法兰克福证券交易所	多元化保险
5	中国人寿	中国	601628.SH	上海	人寿与健康保险
6	中国人保	中国	601319.SH	上海	多元化保险
7	忠利保险	意大利	0K78.L	伦敦证券交易所	多元化保险
8	伯克希尔哈撒韦	美国	BRK_A.N	纽约证券交易所	财产与意外伤害保险
9	慕尼黑再保险集团	德国	MUV2.DF	法兰克福证券交易所	再保险
10	中国太保	中国	601601.SH	上海	多元化保险
11	苏黎世保险集团	瑞士	ZURN.SIX	SIX Swiss Exchange	多元化保险
12	东京海上日动火灾保险	日本	8766.T	东京证券交易所	财产与意外伤害保险

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

序号	全球上市保险公司	国家或地区	证券代码	上市地点	Wind 行业-四级行业
13	瑞士再保险公司	瑞士	SREN.SIX	SIX Swiss Exchange	再保险
14	英国保诚	英国	PUK.N	纽约证券交易所	人寿与健康保险
15	大都会人寿	美国	MET.N	纽约证券交易所	人寿与健康保险
16	好事达保险	美国	ALL.N	纽约证券交易所	财产与意外伤害保险
17	英杰华保险	英国	AV.L	伦敦证券交易所	多元化保险
18	友邦保险	中国香港	1299.HK	香港联交所	人寿与健康保险
19	丘博保险	美国	CB.N	纽约证券交易所	财产与意外伤害保险
20	保德信金融集团	美国	PRU.N	纽约证券交易所	人寿与健康保险
21	宏利金融	加拿大	MFC.N	纽约证券交易所	人寿与健康保险
22	中国太平	中国	0966.HK	香港联交所	人寿与健康保险
23	旅行者集团	美国	TRV.N	纽约证券交易所	财产与意外伤害保险
24	美国国际集团	美国	AIG.N	纽约证券交易所	多元化保险
25	新华保险	中国	601336.SH	上海	人寿与健康保险
26	永明金融集团	加拿大	SLF.N	纽约证券交易所	人寿与健康保险
27	家庭人寿保险	美国	AFL.N	纽约证券交易所	人寿与健康保险
28	荷兰全球保险	荷兰	AEG.N	纽约证券交易所	人寿与健康保险
29	法通集团	英国	LGEN.L	伦敦证券交易所	人寿与健康保险
30	瑞士人寿保险公司	瑞士	SLHN.SIX	SIX Swiss Exchange	人寿与健康保险
31	信安金融集团	美国	PFG.O	纳斯达克	人寿与健康保险
32	众安在线	中国	6060.HK	香港联交所	财产与意外伤害保险

资料来源: Wind、开源证券研究所

图47: 2020年AIG退休业务税前利润超接近30亿美元
图48: AIG退休业务税前利润贡献占集团比例较高

 数据来源: AIG公司公告、开源证券研究所
 注: 保费收入为 人身险及退休业务保费收入。

 数据来源: AIG公司公告、开源证券研究所
 注: 保费收入为 人身险及退休业务保费收入。

表51: AIG退休业务提供变额年金、指数年金、固定年金及零售共同基金等多样产品

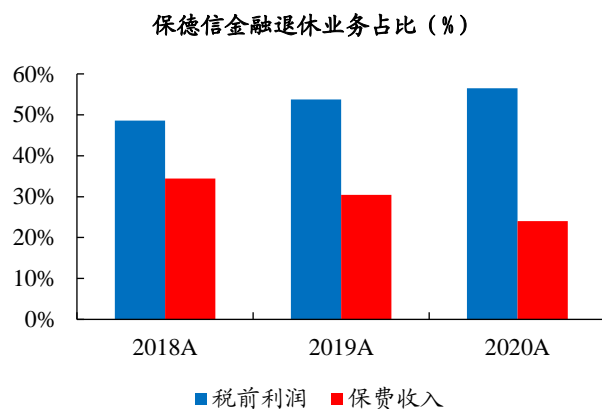
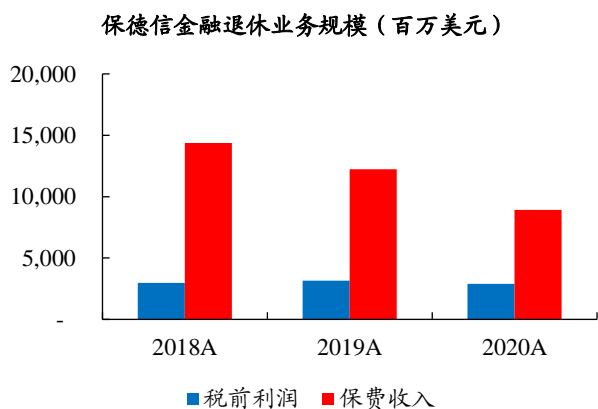
业务板块	展业地区/条线	主要产品	产品详情
财险	北美板块、 国际板块	责任险	常规责任、环境险、商业机动车责任险、工人补偿险, 同时也可为企业用户定制
		金融产品线	收并购、信托责任、电子风险、绑架、错误及遗漏保险
		财产险	经济、工业财产险, 覆盖人为或自然灾害等引起的责任

业务板块	展业地区/条线	主要产品	产品详情
个人及退休业务	全球特殊险种	全球特殊险种	航空险、整治先、交易信用等
		个人条线	车险、房屋险、艺术品收藏险
		意外及健康险	个人及雇员可采购的意外险、补充医疗险，以及航旅险
	个人退休业务	变额年金	产品提供不同增长潜力、身故责任以及收入保障的组合；主要通过银行、电子化经纪平台、区域性独立经纪人销售
		指数年金	提供基于不同指数及增长潜力以及保证收益的产品；主要通过银行、经纪商、独立营销组织以及独立代理人销售
		固定年金	包括趸交固定年金、即期年金以及延期年金，特定的延期年金提供多种收入保障；主要通过银行（与银行定制产品）销售，并提供高效率、灵活的管理平台
	团体退休业务	零售共同基金	提供共同基金以及相关管理服务；主要通过经纪人销售
		团体退休	提供团体共同基金、团体年金、个人年金、投资产品以及财务规划及建议等服务
	人身险	人身险	美国区域提供定期寿险、万能寿险，主要通过独立营销商、独立代理人、财务顾问以及直销销售；国际业务，在英国及爱尔兰销售人身及健康险保险
	机构市场	机构市场	固定价值产品、结构给付年金及年金基金风险转移年金、公司所有人身险、GIC；主要通过特殊营销、咨询公司、结构年金经纪销售
其他业务			

资料来源：美国国际集团公司公告、开源证券研究所

图49：保德信金融退休业务贡献税前利润约 30 亿美元

图50：保德信金融退休业务贡献税前利润占比较高



数据来源：保德信金融公司公告、开源证券研究所

数据来源：保德信金融公司公告、开源证券研究所

表52：保德信金融退休业务板块中含有传统商业年金、变额年金等多类型产品

业务板块	PGIM	美国团体解决方案		美国个人解决方案		Assurance	国际业务
		退休	团体保险	个人年金	个人人寿	IQ	
主营业务	PGIM 固定收益； Jennison Associates: 高质量基本公共股票和固定收益资产管理服务； QMA: 系统的量化股权和定制化全球多元资产策略； PGIM Private Capital: 私	全面服务：协助设计、交付和管理固定供款、固定福利和非合格退休计划以及零售个人退休账户 (IRA)，行政服务、精算咨询服务、受托管理服务等； 提供稳定价值产品，会	团体人寿保险； 团体伤残保险	可变年金 (HDI、PDI、PPI、LPP、ROP 等)； 固定年金	定期人寿保险； 万能人寿保险	分銷业务：第三方人寿产品、健康险产品、医疗保险、财产和意外伤害保险	人寿保险； 退休产品； 年金产品； 意外和健康产品

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

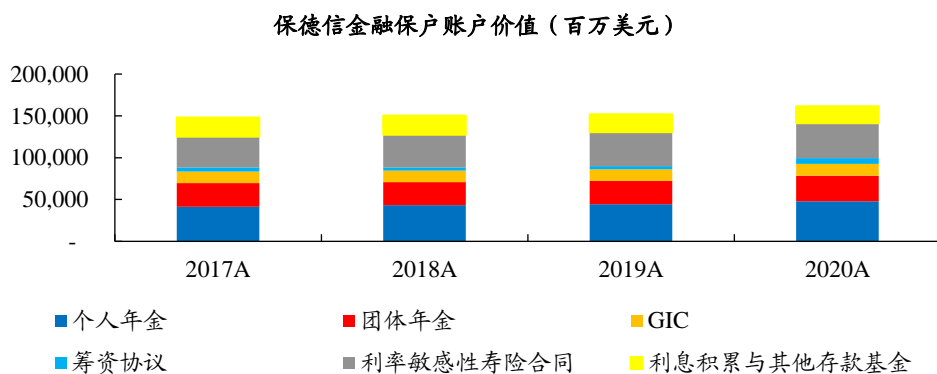
人企业融资方案和产
品;
PGIM 房地产金融: 提
供商业抵押贷款和资产
管理服务;
PGIM 房地产: 房地产股
权投资服务;
PGIM 投资;
PGIM 全球伙伴业务:
与台湾、印度、中国等
国合独立或资经营资产
管理业务。

在特定时间段内按特
定利率给付; 提供高质
量其他投资产品;
机构产品: 具备稳定价
值的年金产品, 结构性
结算产品, 担保投资合
同, 仅限投资产品, 自
愿收入产品等

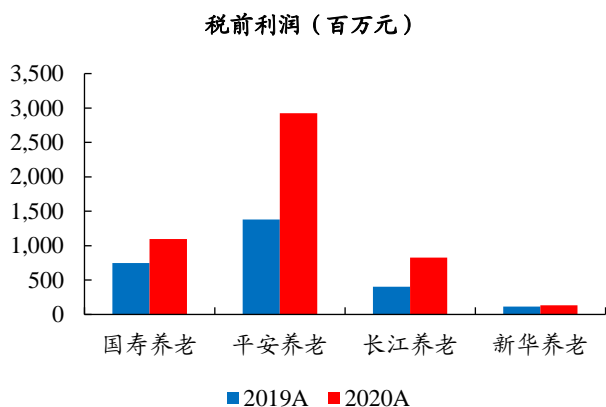
收入来源	资产管理费、基于绩效的激励费、交易费用	与保险和再保险合同以及支付年金相关的保费; 与各类行政服务和投资产品相关的保费和费用术语; 投资收益	保费和保单费用; 投资收入	资产管理费和服务费; 投资收入; 年金独立账户运营情况	保费和基于保单产生的其他收入; 投资收入	佣金收入; 案例推荐收入	保费和基于保单产生的其资料来源: 开源证券研究所他收入; 投资收入
------	---------------------	--	---------------	-----------------------------	----------------------	--------------	-----------------------------------

资料来源: 保德信金融公司公告、开源证券研究所

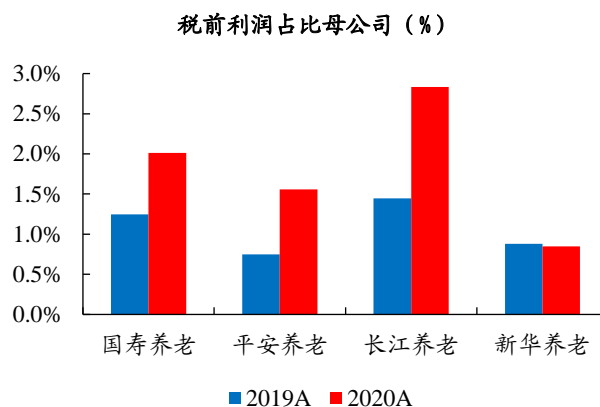
图51: 保德信金融保户账户价值超 1600 亿美元, 年金账户占比 48.5%



数据来源: 保德信金融公司公告、开源证券研究所

图52: 我国养老保险公司税前利润均低于 30 亿元


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图53: 我国养老保险公司利润占母公司比例低于 3%


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

IRAs 税收优惠政策或加速美国保险公司养老退休板块业务发展。 IRAs 为个人退休安排 (Individual Retirement Arrangements), 目前包含个人退休账户 (Individual Retirement Account) 与个人退休年金 (Individual Retirement Annuity) 两部分, 个人可开立多个 IRA, 合并计算税优额度。投资限制方面, IRA 资金不可投资于寿险与收藏品, 由 IRA 受托人提供产品供投资人选择, 同时, 由联邦与州政府对 IRA 受托人 (即产品供应商) 进行监管与调查, 但非银行类机构开展 IRA 业务需经过美国国税局 IRS 批准, AIG 通过变额年金人寿保险公司 (Variable Annuity Life Insurance Company) 提供产品, 保德信金融也在其官网上提供变额年金产品, 并以税收优惠作为卖点营销。

表53: 个人可开立个人退休账户及个人退休年金作为 IRAs

IRAs	开立条件
个人退休账户	受托人必须为银行、联邦担保的信贷机构、存贷款机构或 IRS 批准机构
	受托人不接受超出扣除标准的金额; 滚转存与雇主为 SEP 缴费除外
	缴费须用现金; 滚转存除外
	开户人需对账户金额有不可撤销的权利
	账户资金不可用于购买寿险
个人退休年金	账户资产不能与其他财产组合; 信托、投资基金除外
	72 岁周岁年的 4 月 1 日务必开始领取
	开户人权益务必是不可撤销的
	年金合同不得将合同权益转移给其他人
	保费需可变; 仅针对 1978 年 11 月 6 日后合同
	缴费不得超过税前扣除金额; 退还保费须用来缴纳未来保费或购买保单权益
	72 岁周岁年的 4 月 1 日务必开始领取

资料来源: IRS、开源证券研究所

5、展望: 中性假设下或可新增养老保险产品规模 4.6 万亿元

中性假设下第三支柱或带动养老保险产品规模超 4.6 万亿元。 根据中国人民银行数据, 我国居民存款已超过 100 万亿元, 我们通过假设居民存款向第三支柱养老体系转化率、第三支柱养老保险产品占比、变额年金等新型产品占比的三种情形, 从而

测算得出，较低、中性、乐观假设下养老保险产品规模或新增 1.5、4.6、9.2 万亿元，占当前保险业资产运用余额分别达到 6.8%、20.3%、40.5%。

表54：中性假设下，养老保险产品规模或新增超 4.6 万亿元

第三支柱养老保险利润空间测算	较低假设	中性假设	乐观假设
居民存款（万亿元）	102.5	102.5	102.5
第三支柱转化率	15%	30%	45%
第三支柱规模（万亿元）	15.4	30.8	46.1
养老保险产品占比	10%	15%	20%
养老保险产品规模（万亿元）	1.5	4.6	9.2
保险业资产运用余额	22.8	22.8	22.8
增量养老保险产品规模占资产运用余额	6.8%	20.3%	40.5%

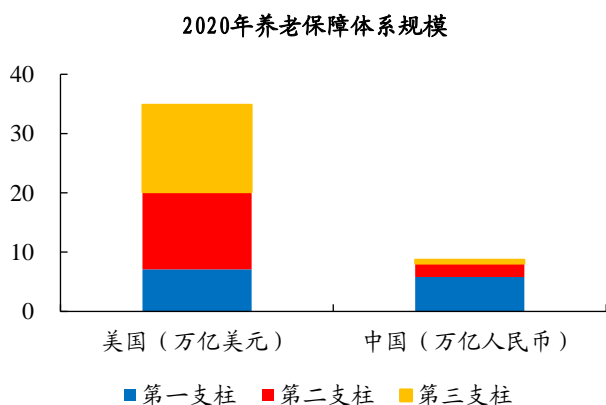
数据来源：中国人民银行、银保监会、开源证券研究所

注：居民存款为 2021 年底数据；保险业资产运用余额为 2021 年 11 月末数据。

6、投资建议

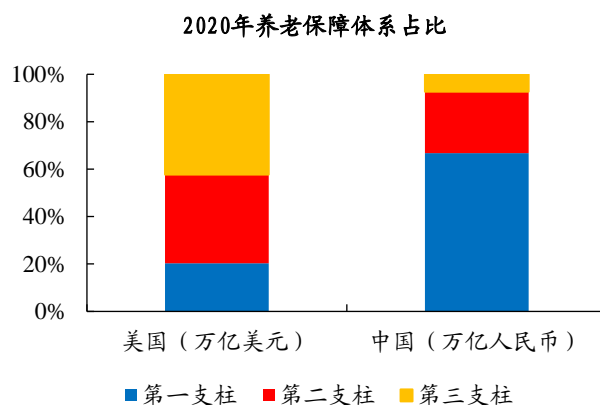
养老金市场空间较大，养老保险或可占据一定份额。2020 年，美国养老金规模达接近 34.9 万亿美元，中国接近 8.7 万亿元人民币，规模相差较大，且美国第三支柱占比为 42.3%，而我国第三支柱占比仅为 7.4%，且我国第三支柱养老正处发展初期，养老金市场潜力较大。考虑到美国 IRA 中保险公司年金规模逐渐提升，但占比自 2002 年的 10.5% 降至 2020 年的 4.2%，我国养老保险公司及人身保险公司的年金业务或养老年金保险产品将在第三支柱养老体系中占据一定份额，乐观假设下养老保险产品规模或新增 9.2 万亿元。

图54：美国养老保障体系总规模远高于我国

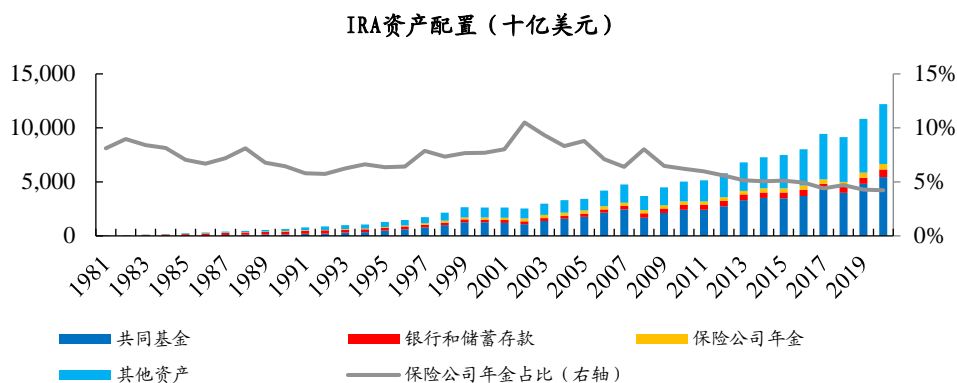


数据来源：Wind、人社部、新京报、开源证券研究所

图55：美国第三支柱养老体系占比明显高于我国



数据来源：Wind、人社部、新京报、开源证券研究所

图56: 2020年IRA中保险公司年金占比4.2%


数据来源: ICI、开源证券研究所

上市险企均控股养老保险公司，养老保障体系发展或带来新增量。上市险企均控股养老保险公司，政策支持下，养老保险公司有望参与商业养老保险试点并受益于第三支柱养老体系发展，或进一步推动年金管理业务以及养老年金保险产品业务，从而为上市险企贡献增量。推荐旗下具备优势养老保险公司的中国太保、中国平安，受益标的中国人寿。

表55: 受益标的估值表

当前股价及评级表			EVPS			PEV			BVPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2022/1/24	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2020A	2021E	
601318.SH	中国平安	53.13	72.65	81.27	91.21	0.73	0.65	0.58	41.72	45.67	1.27	1.16	买入
601601.SH	中国太保	27.85	47.74	52.41	57.35	0.58	0.53	0.49	22.37	24.00	1.24	1.16	买入
601628.SH	中国人寿	29.19	37.93	43.05	49.08	0.77	0.68	0.59	15.92	17.57	1.83	1.66	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 中国人寿数据来自 Wind 一致预期。

7、风险提示

长端利率超预期下行; 第三支柱养老政策利好弱于预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn