

2022年05月19日

保险

行业专题报告

个人养老金账户与增额寿险，比较与选择？

投资要点

◆ **国务院出台个人养老金发展意见：** 4月21日，《国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见》出台，主要内容包括：1) 个人自愿缴费参加，账户实行完全积累；2) 缴费上限：每人每年12000元；3) 缴纳的养老金可用于购买银行理财、储蓄存款、商业养老险、公募基金等成熟规范、侧重长期保值的金融产品；4) 享受税收优惠政策；5) 领取：不可提前领取，到达基本养老金领取年龄、丧偶、出国等情形，可按月、分批、一次性领取，领取方式一经确定不可修改，参加人死亡后账户资产可继承。当前我国65岁（含）以上人口占比呈快速提升趋势，个人养老金发展意见的推出，意在引导居民为养老做好充分储蓄，应对人口老龄化形势日趋严重下的养老资金不足问题。我们认为个人养老金账户“以储蓄备养老”的思想与普通年金“生存即给付”的理念略有不同，而与当前市场热销的增额寿产品较为相似。

◆ **增额寿产品：**增额寿即保额逐年递增的终身寿险。相对于保额终身不变的传统定额寿险，增额寿身故保险金随被保险人年龄递增而递增，因此在人均寿命不断提升的背景下受到了保险消费者的广泛青睐。增额寿产品具有可投保金额大、收益完全确定且长期受益相对可观、保单较为灵活等特点。当前市场上大多数增额寿产品长期IRR都在3%以上，且伴随被保险人年龄增长IRR亦逐步提升，部分中小险企的产品IRR无限接近3.5%。伴随监管趋严、大型上市险企增加增额寿投放，我们预期未来上市险企的增额寿市场份额将逐步提升。

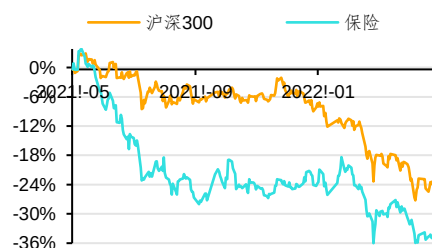
◆ **个人养老金账户与增额寿比较：**根据目前政策和产品形态，从缴费限制、账户增值、账户支取、税收政策四方面，我们对个人养老金账户和增额寿进行了比较。综合比较之下，增额寿产品缴费限制条件更宽松、账户增值更确定且较为可观、账户支取更灵活。当然，个人养老金的具体发展还需看后续出台的政策细则。我们就一定假设条件对个人养老金账户IRR进行了定量分析，发现：1) 账户IRR处1.38%-7.48%不等；2) 账户投资收益率越高、所得税率越高，则IRR越高。关于个人养老金与增额寿的比较，我们认为：1) 对于个人所得税率在30%及以上的人群，个人养老金账户的IRR基本可超越增额寿的IRR，因此对于高收入人群，个人养老金账户的回报表现好于增额寿；2) 个人养老金账户有每年1.2万元的缴费上限，相比之下增额寿年缴保费上限多在百万以上且收益完全确定，因此当对养老水平要求高、养老支出较大时，可以在缴纳个人养老金达到上限后继续购买增额寿做补充。

◆ **风险提示：**本文仅从产品角度对个人养老金账户和增额寿产品进行比较，所列示产品仅供举例，不构成对任何产品的购买建议。如有需要，请详询专业销售人员。

投资评级

领先大市-A 维持

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.34	-12.34	-12.34
绝对收益	-35.16	-35.16	-35.16

分析师

崔晓雁

 SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098

报告联系人

王德坤

wangdekun@huajinsec.cn

相关报告

保险：4月保费寿险、产险双弱，疫情短期影响较大 2022-05-17

保险：关注板块左侧布局机会 2022-05-08

保险：《个人养老金发展意见》点评 2022-04-22

保险：3月保费：寿险增长低迷，产险回暖延续 2022-04-20

保险：改革仍在进行时，不动产风险敞口较小 2022-04-18

内容目录

一、个人养老金发展意见简介.....	3
二、增额寿简介.....	4
三、个人养老金账户 vs 增额寿.....	7
风险提示.....	8

图表目录

图 1：中美日韩印 65 岁（含）以上人口比例.....	3
图 2：2020 年底我国养老三支柱的结构（单位：万亿元）.....	3
图 3：增额寿与定额寿的身故保险金比较（投保人、被保人、缴费方式均相同）.....	4
图 4：某增额寿的有效保额、现金价值、累计保费*对应比例变化趋势（万元，30 岁男性，10 万/3 年交）.....	5
图 5：中证货币基金指数年度涨幅与 10 年期国债收益率年度平均值.....	7
表 1：某热销增额寿的保障条款.....	5
表 2：上市险企主打增额寿产品及部分未上市险企热销增额寿产品.....	6
表 3：个人养老金账户 VS 增额寿.....	7
表 4：税率 3%-45%、假设投资收益率 2.0%时的个人养老金账户 IRR（单位：元）.....	8
表 5：税率 3%-45%、假设投资收益率 1.0%-4.0%各种情形下的个人养老金账户 IRR.....	8

一、个人养老金发展意见简介

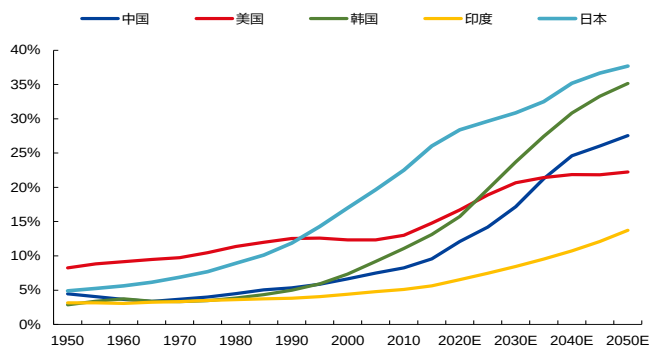
4月21日,《国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见》出台,主要内容包括:

- **参加范围:** 在中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者,可参加个人养老金制度。据人社部数据,2020年底我国基本养老保险覆盖10.0亿人。
- **制度模式:** 实行个人账户制度,缴费完全由个人承担,实行完全累计。个人养老金账户可以由符合规定的商业银行指定或者开立,也可由其他符合规定的金融产品销售机构指定。账户实行封闭运行,权益归参加人所有,除另有规定外不得提前支取。
- **缴费水平:** 每人每年的个人养老金缴费上限12,000元。人社部、财政部可根据具体情况调整缴费上限。
- **税收政策:** 享受国家制定的税收优惠政策。当前尚未出台具体税优政策,但参照之前推出的税优型健康险等,一般为将养老金缴纳额在个人所得税汇算清缴时予以税前扣除。
- **个人养老金投资:** 参加人自主选择,可投资符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等产品。
- **个人养老金领取:** 不可提前领取,到达基本养老金领取年龄、丧劳、出国等情形,可按月、分批、一次性领取,领取方式一经确定不可修改,参加人死亡后账户资产可继承。

对于个人养老金参加人而言,个人养老金账户相当于一个专为养老准备的储蓄账户,账户的缴费、投资资产选择均由参加人自行承担。

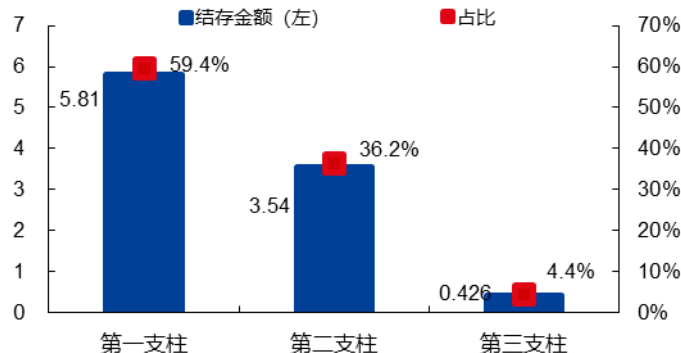
我国当前养老三支柱体系:第一支柱为基本养老保险,2020年底覆盖人数10.0亿人,基金累计结存5.81万亿元;第二支柱为企业年金及职业年金,2020年底二者合计覆盖人数约5700万人,基金累计结存3.54万亿元;第三支柱为个人养老金,由于我国暂无完善的个人养老账户体系,目前主要由税延型商业养老保险、养老理财、养老基金等商业养老金融产品构成,整体规模有限。当前我国养老形势严峻,保险业协会2020年底发布的《中国养老金第三支柱研究报告》中预测:“未来5-10年间,我国预计会有8-10万亿元的养老金缺口。”个人养老金发展意见的推出,意在引导居民为养老做好充分储蓄,应对人口老龄化形势日趋严重下的养老资金不足问题。

图1:中美日韩印65岁(含)以上人口比例



资料来源: Population pyramid, 华金证券研究所

图2: 2020年底我国养老三支柱的结构¹(单位: 万亿元)



资料来源: 人社部, 华金证券研究所

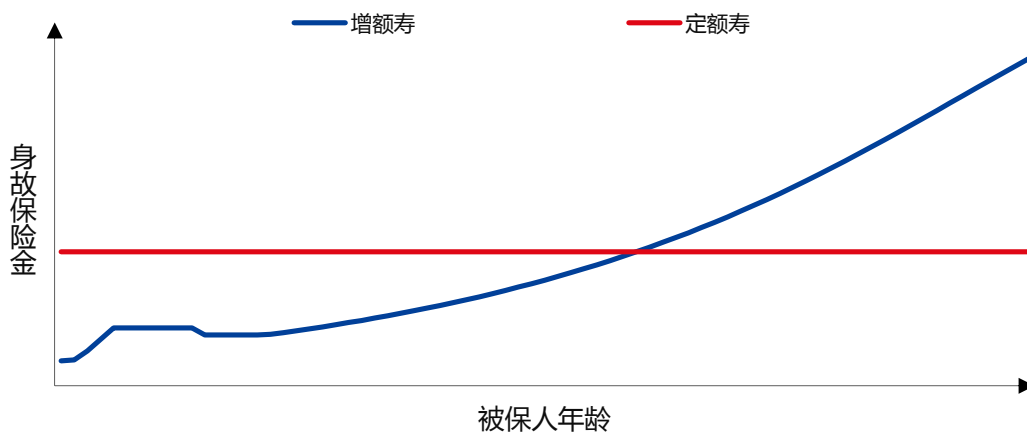
¹ 第三支柱目前无统一统计口径, 此处使用税延型养老保险累计保费收入。

个人养老金的推出有助于完善我国养老第三支柱，但其对保险市场以及资本市场的影响还需观察。从保险购买者的角度，我们认为短期内个人养老金账户难以冲击现有商业保险：与普通年金相比，普通年金产品特性为“生存即给付”，可以较好的解决购买者面临的长寿风险，而个人养老金账户在解决养老问题时主要依赖账户缴费和投资收益的积累，二者略有不同。个人养老金账户“以储蓄备养老”的思想，与当前保险产品中的增额寿产品较为相似。以下我们将简要介绍增额寿产品的特点，并将其与个人养老金进行比较。

二、增额终身寿险简介

增额寿即保额逐年递增的终身寿险。相对于保额终身不变的传统定额寿险，增额寿身故保险金随被保险人年龄递增而递增，因此在人均寿命不断提升的背景下受到了保险消费者的广泛青睐。需要说明的是，增额寿的身故保险金并非从一开始便领先定额寿。据我们测算，假设被保人为30岁男性，相同缴费方式下增额寿的身故保险金约在70岁前后超越定额寿。

图 3：增额寿与定额寿的身故保险金比较（投保人、被保险人、缴费方式均相同）



资料来源：华金证券研究所

我们以市场上热销的一款增额寿举例，详细分析增额寿的保障内容。需重点关注的要素包括：

- **有效保额：**并非出险时实际赔付的身故保险金。对于增额寿而言，有效保额更多是一个精算概念，有效保额按固定比例逐年递增。当前市场上大多数增额寿递增比例为3.5%，但亦有部分产品为3.6%、3.8%、4.0%不等。2022年2月，银保监会编制人身险负面清单，其中提到部分增额寿产品的保额递增比例超过定价利率，存在误导隐患。
- **身故保险金：**与出险时被保人的年龄、是否缴费期满有关。一般需要在保单现金价值、累计已交保费*对应比例²、有效保额中取大。据我们测算，如被保人为30岁男性，增额寿的现金价值会在保单第15个年度前后超越有效保额和累计保费*对应比例，并在此后一直领先，此时身故保险金实际上等于保单的现金价值。
- **附加保障：**部分产品有航空意外、交通意外、重大自然灾害身故额外赔付等保障条款。

² 大多产品的比例：18-40周岁：160%；41-60周岁：140%；61周岁及以上：120%。

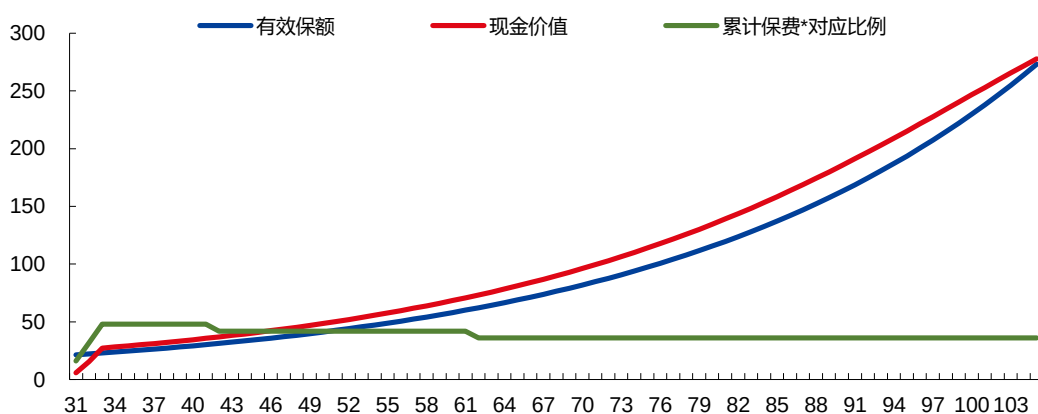
- **保单权益：**增加、减少保额使增额寿更灵活，但有额度限制，且只有部分产品有这类权益。此外，针对增额寿加保、减保的监管也逐步趋严。如果投保人较为认可增额寿产品但一时资金不够充裕的，可使用加保权益在之后年度增加购买；如投保人当前急需流动资金时，可使用减保权益从增额寿中取出现金流。此外，增额寿一般均可进行保单贷款。
- **购买限额：**不同产品、被保险人年龄不同时，购买限额有不同。限额较高是增额寿的一大特点。一般当被保险人年龄处 18-60 周岁区间时，年交保费限额都在百万以上。

表 1：某热销增额寿的保障条款

保障内容		
投保年龄	出生满 28 天-80 周岁	
保险期间	终身	
缴费年限	趸交、3 年、5 年、10 年、15 年、20 年	
保单年度第 N 年有效保额	期初有效保额* $(1+3.5\%)^{(N-1)}$	
身故保险金	被保险人<18 周岁	二者取大，即 MAX（身故时保单现金价值，累计已交保费）
	被保险人>18 周岁，且缴费期满日（不含）前	二者取大，即 MAX（身故时保单现金价值，累计保费*对应比例）
	被保险人>18 周岁，且缴费期满日（含）后	三者取大，即 MAX（身故时有效保额，保单现金价值，累计保费*对应比例）
保单权益	增加保额：保单生效满两年后的缴费期间内，每年可增加一次且增加额不超最初保单保额的 20%。	
	减少保额：保单生效满两年后，每年可减少一次且减少额不超最初保单保额的 20%，减少部分视为退保。	

资料来源：华金证券研究所

图 4：某增额寿的有效保额、现金价值、累计保费*对应比例变化趋势（万元，30 岁男性，10 万/3 年交）



资料来源：华金证券研究所

我们比较了上市险企与部分未上市险企热销的增额寿产品：被保人为 30 岁男性，年交保费 10 万，交费期 3 年³。可以发现：1）同一年龄段，上市险企的现金价值/IRR 略低于未上市险企，但差距并不大，且伴随被保险人年龄增长差距逐渐缩小；2）伴随年龄增长各产品 IRR 逐步提升。

³ 太平的岁悦添福最短期交交费期限为 5 年，因此表格中其交费期限为 5 年。

表 2：上市险企主打增额寿产品及部分未上市险企热销增额寿产品

中国平安-盛世金越			中国人寿-臻享传家		中国太保-长相伴（庆典版）		中国太平-岁悦添福	
年龄	期交保费/现金价值	IRR	期交保费/现金价值	IRR	期交保费/现金价值	IRR	期交保费/现金价值	IRR
31	-100,000	-	-100,000	-	-100,000	-	-100,000	-
32	-100,000	-	-100,000	-	-100,000	-	-100,000	-
33	-100,000	-	-100,000	-	-100,000	-	-100,000	-
...	...	...	...	...	...	...	...	...
70	1,022,004	3.28%	959,813	3.11%	1,039,230	3.32%	1,587,010	3.17%
80	1,441,516	3.32%	1,353,706	3.19%	1,465,820	3.36%	2,238,450	3.24%
90	2,032,966	3.35%	1,909,086	3.24%	2,067,210	3.38%	3,156,870	3.28%
100	2,866,221	3.37%	2,691,357	3.28%	2,914,310	3.40%	4,450,510	3.32%

光大永明-光明至尊			长城人寿-山海关		中英人寿-传世鑫享		信美相互-传家有道	
年龄	期交保费/现金价值	IRR	期交保费/现金价值	IRR	期交保费/现金价值	IRR	期交保费/现金价值	IRR
31	-100,000	-	-100,000	-	-100,000	-	-100,000	-
32	-100,000	-	-100,000	-	-100,000	-	-100,000	-
33	-100,000	-	-100,000	-	-100,000	-	-100,000	-
...	...	...	...	...	...	...	...	...
70	1,062,973	3.38%	1,072,760	3.41%	1,043,451	3.33%	1,099,150	3.48%
80	1,499,166	3.41%	1,513,180	3.43%	1,508,579	3.42%	1,550,350	3.48%
90	2,114,174	3.42%	2,134,180	3.44%	2,076,397	3.39%	2,186,510	3.35%
100	2,980,551	3.43%	3,009,360	3.45%	2,695,088	3.28%	3,082,850	3.37%

资料来源：华金证券研究所

总结增额寿的特点包括：

- **可投保金额大。**对于中青年等保险消费主力人群，年交保费限额大多在百万以上。
- **长期收益相对可观。**如表 2 所示，增额寿产品的长期 IRR 保持在 3% 以上，远高于银行活期存款利率，甚至高于大部分银行的定活存款利率，收益率具备较强吸引力。
- **收益完全确定。**增额寿无浮动收益，保单现金价值均在合同中载明，完全确定。在利率下行的背景下，这一特点较为难得。
- **保单较为灵活。**增额寿的加保、减保、保单贷款等功能，可以让投保人灵活规划现金流。

因为上述特点，增额寿市场销售状况较好，部分中小险企依靠此类产品保费规模迅速增长。2021 年 10 月，银保监会下发《关于进一步规范保险机构互联网人身险业务有关事项的通知》，较多中小险企因为偿付能力充足率、风险综合评级等监管指标限制，放弃了销售 10 年期及以上的增额寿或下架了部分预定利率较高的增额寿。此外，平安、国寿、太保等上市大型险企也显著加大了增额寿产品的投放，我们预期未来上市险企的增额寿市场份额将逐步提升。

三、个人养老金账户 vs 增额寿

我们根据目前政策和产品形态，从缴费限制、账户增值、账户支取、税收政策四个方面对个人养老金账户和增额寿进行了比较。综合比较之下，增额寿产品缴费限制条件更宽松、账户增值更确定且较为可观、账户支取更灵活。当然，个人养老金的具体发展状况还需看后续出台的政策。

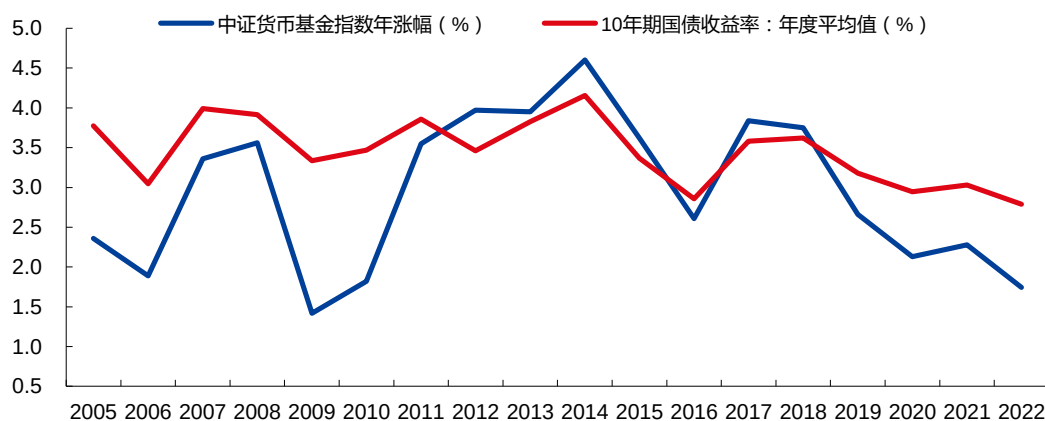
表 3：个人养老金账户 VS 增额寿

项目	个人养老金账户	增额寿
缴费限制	1.2 万元/人/年	年交保费限额在百万以上，限额较高
账户增值	缴费+账户投资收益。具体投资收益与账户投资的底层资产有关	现金价值写进合同，完全确定。长期来看 IRR 稳居 3% 以上，部分产品无限接近 3.5%
账户支取	不可提前支取，仅可在特定情形下可支取	可以增加保额，也可以减保取现，但有额度限制。还可进行保单贷款
税收政策	享受税收优惠政策，目前暂未出台实际政策。 一般为：将养老金缴纳额在个人所得税汇算清缴时予以税前扣除	身故保险金无需缴税

资料来源：华金证券研究所

关于二者的收益率，我们进行了较为详细的比较。个人养老金发展意见中指出，个人养老金应投资于符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的金融产品。考虑到个人养老金投资风格以安全稳健为主，我们选取了中证货币基金指数收益率来模拟个人养老金账户的投资表现，以便将其与增额寿进行定量比较。伴随长端利率下行，中证货币基金指数收益率也呈现下行趋势。截至 2022 年 5 月 20 日，中证货币基金指数 2022 年的年化收益率为 1.75%。

图 5：中证货币基金指数年度涨幅与 10 年期国债收益率年度平均值



资料来源：Wind，华金证券研究所。注：2022 年数据为截至到 5 月 20 日的年化值

我们假设：

- 30 岁参加个人养老金，缴费从 31 岁至 60 岁；
- 每年顶额缴纳 1.2 万元；
- 账户每年投资收益率 2.0%；

则：如果参加人个人所得对应税率为 3%，则缴纳个人养老金 1.2 万元可节税 360 元，相当于缴费期间每年净现金流=-12000+360=-11640 元，而 60 岁时账户终值等于年缴 12000 元、投资收益率 2.0%、缴费期 30 期的终值 486,817 元，计算得出 IRR 为 2.34%。同理，税率为 10%、20%、25%、30%、35%、45% 时，IRR 如表 4 所示。

表 4：税率 3%-45%、假设投资收益率 2.0% 时的个人养老金账户 IRR（单位：元）

	3%	10%	20%	25%	30%	35%	45%
缴费期每年净现金流	-11,640	-10,800	-9,600	-9,000	-8,400	-7,800	-6,600
60 岁时账户终值	486,817	486,817	486,817	486,817	486,817	486,817	486,817
IRR	2.34%	2.80%	3.51%	3.89%	4.30%	4.73%	5.68%

资料来源：华金证券研究所

考虑到个人养老金账户可投资资产相关规定尚未颁布，我们就投资收益率假设放宽为 1.0%-4.0% 不等，则个人养老金账户的 IRR 如表 5 所示。可以发现：1) IRR 处 1.38%-7.48% 不等；2) 投资收益率越高、所得税率越高，则 IRR 越高。

增额寿长期 IRR 3.5% 左右，在个人养老金账户 IRR 数据中处中等水平。我们认为：1) 对于个人所得税率在 30% 及以上的人群，个人养老金账户的 IRR 基本可超越增额寿的 IRR，因此对于高收入人群，个人养老金的回报表现好于增额寿；2) 个人养老金账户有每年 1.2 万元的缴费上限，相比之下增额寿年缴保费上限多在百万以上、且收益完全确定，因此当对养老水平要求高、养老支出较大时，可以在缴纳个人养老金达到上限后继续购买增额寿做补充。

表 5：税率 3%-45%、假设投资收益率 1.0%-4.0% 各种情形下的个人养老金账户 IRR

投资收益率 \ 税率	3%	10%	20%	25%	30%	35%	45%
1.0%	1.38%	1.85%	2.58%	2.97%	3.39%	3.83%	4.80%
1.5%	1.86%	2.33%	3.04%	3.43%	3.84%	4.28%	5.24%
2.0%	2.34%	2.80%	3.51%	3.89%	4.30%	4.73%	5.68%
2.5%	2.83%	3.28%	3.98%	4.36%	4.76%	5.18%	6.13%
3.0%	3.31%	3.76%	4.45%	4.82%	5.22%	5.64%	6.57%
3.5%	3.80%	4.24%	4.92%	5.29%	5.68%	6.10%	7.02%
4.0%	4.28%	4.72%	5.39%	5.76%	6.15%	6.56%	7.48%

资料来源：华金证券研究所

风险提示

本文仅从产品角度对个人养老金账户和增额寿产品进行比较，所列示产品仅供举例，不构成对任何产品的购买建议。如有需要，请详询专业销售人员，按需购买。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn