

商业养老险：政策红利释放 开启新时代

非银行金融行业

推荐 维持评级

核心观点：

- 由于多年来商业养老保险在我国养老保障体系中定位不准确，缺乏有效的政策和法律支持，且人们对商业养老保险的认同较低，第三支柱基本处于缺位的状态。据测算，中国商业养老险深度常年维持在 0.4% 左右，收入占比常年维持在 6% 左右，在养老体系中参与度较低，亟需发展。
- 个人退休账户（IRA）已成为美国养老体系的最重要部分。IRA 是由联邦政府通过税收优惠支持的，个人可自愿参与的补充养老金计划。设计之初，联邦政府希望 IRA 计划能够为未被退休计划覆盖的人群提供保障，同时对雇主发起的年金计划起到补充。IRA 计划具有税收递延、自主灵活、收益稳健、制度透明等特性，且只对参与者年龄有要求，对企业年金制度起到了强有力的补充。截至 2017 年末，IRA 计划资产规模达 9.2 万亿美元，远超过企业年金 7.7 万亿美元的规模，成为美国最大养老金计划。
- 我国商业养老险市场发展将依托于政策引导和险企的主动布局。我国保险业处于初级发展阶段，保险深度和密度相对较低，居民自发参与程度和意识不足。复杂的外部环境一方面需要税收优惠的激励，以提升产品竞争力，刺激需求增长；另一方面需要险企加大产品的开发和销售力度，提供个性化的保障，以提升居民购买商业养老险的主动性。
- 我国险企的养老险业务范围涵盖传统商业养老产品、企业年金的受托及管理业务、养老保障委托管理及养老社区建设等多个领域。传统商业养老险产品保费集中度较高，优质服务驱动商业养老险产品销售；上市险企积极参与第二支柱受托及管理业务；顺应消费升级趋势布局养老产业链，打造养老社区，定位高端客户。
- 历经十年，税延养老险产品正式落地，为投保人和保险行业带来可观的政策红利。对于投保人，月度最高税收优惠 450 元，30 年到期最高税收优惠 162000 元，对中高收入人群吸引力高于低收入者，随着收入提升，税收优惠力度提高。对于保险行业，为行业带来千亿级别的保费增量，缓解年金险销售难题，助推价值增长。
- 上市险企总保费继续改善，四大上市险企 1-7 月累计实现保费收入 11289.58 亿元，较去年同期增长 12.40%。考虑到去年前高后低的销售情况，下半年销售压力缓解，保单销售回暖趋势或将延续。同时，险企调整产品销售策略，保障类产品发力，有助价值增长。近期长债收益率上行，推动险企投资收益边际改善。当前四大上市险企 2018 年 P/EV 均值 0.86 倍左右，估值不贵，性价比较高，建议关注板块长期配置价值。个股方面，推荐顺序为：中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿。

分析师

武平平

☎：010-66568224

✉：wupingping@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516020001

特此鸣谢

张一纬

☎：010-66568668

✉：zhangyiwei-yj@chinastock.com.cn

杨策

☎：010-66568643

✉：yangce-yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

养老金供需矛盾突出,商业养老保险发展空间广阔。在我国,第一支柱在经过多年发展基本实现广覆盖保证基本的初始目标,但独木难支,负担重、可持续性压力大、替代率低。第二支柱发展缓慢,相对滞后。由于多年来商业养老保险在我国养老保障体系中定位不准确,缺乏强有力支持,基本处于缺位的状态。据测算,中国商业养老险深度常年维持在 0.4%左右,收入占比常年维持在 6%左右,在养老体系中参与度较低,亟需发展。

保险业政策红利不断释放,个税递延养老险扬帆起航。作为商业养老险的重要险种,个税递延养老险在经历了 10 年的探讨之后,终于进入了实操阶段。2018 年 4 月,《开展个人所得税递延型商业养老保险试点的通知》发布,试点范围包括上海市、福建省(含厦门市)和苏州工业园区,2018 年 5 月 1 日正式实施。随后监管层相继发布了一系列配套政策。从产品设计种类、原则、险企经营税延养老保险业务的门槛、保险资金运用等多个领域完善税延养老险相关配套政策,助推试点顺利开展。截至 2018 年 7 月 3 日,共计两批十六家险企拿到个税递延商业养老保险牌照,2018 年 6 月 7 日,太保在上海签发首单个税递延养老保险。

险企多元化布局养老险业务,税延优惠或将带来千亿保费空间。我国险企的养老险业务范围涵盖传统商业养老产品、企业年金的受托及管理业务、养老保障委托管理及养老社区建设等多个领域。依据我们测算,税延养老产品或将带来千亿保费空间。在悲观、中性、乐观假设下,待试点在全国范围铺开后,新增保费规模达 648 亿元/1080 亿元/1800 亿元,占 2017 年寿险保费收入比重 2.49%/4.15%/6.91%,保费增量可观。

我们与市场不同的观点:

我国商业养老险市场发展将依托于政策优惠和险企的主动布局。我国保险业处于初级发展阶段,保险深度和密度相对较低,居民自发参与程度和意识不足。复杂的外部环境一方面需要税收优惠的激励,以提升产品竞争力,刺激需求增长;另一方面需要险企加大产品的开发和销售力度,提供个性化的保障,以提升居民购买商业养老险的主动性。

行业估值与投资建议:

上市险企总保费继续改善,四大上市险企 1-7 月累计实现保费收入 11289.58 亿元,较去年同期增长 12.40%。考虑到去年前高后低的销售情况,下半年销售压力缓解,保单销售回暖趋势或将延续。同时,险企调整产品销售策略,保障类产品发力,有助价值增长。近期长债收益率上行,推动险企投资收益边际改善。当前四大上市险企 2018 年 P/EV 均值 0.86 倍左右,估值不贵,性价比较高,建议关注板块长期配置价值。个股方面,推荐顺序为:中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿。

行业表现的催化剂:

政策红利持续释放;税延产品销售可观。

主要风险因素:

监管收紧,保单销售不及预期。

目 录

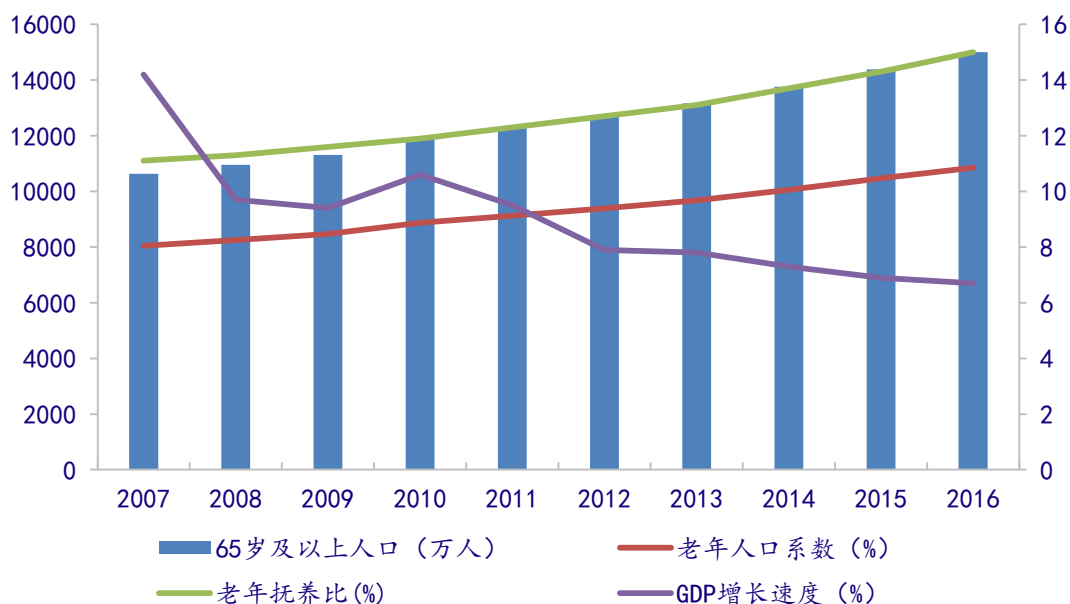
一、养老金供需矛盾突出，亟待商业养老保险发展提速.....	3
(一)人口老龄化趋势加强，呈现“未富先老”特征.....	3
(二)养老之忧，第一、二支柱沉疴宿疾.....	5
1、第一支柱负担重、可持续性压力大、替代率低.....	5
2、第二支柱发展缓慢，相对滞后.....	9
(三)养老险供需矛盾突出，亟需商业养老险提速发展.....	10
二、国外养老险体系研究及借鉴.....	11
(一)欧美国家养老制度模式变革.....	11
(二)国外商业养老险典型案例剖析.....	11
1、美国：投资型个人养老计划.....	11
2、德国：混合型个人养老计划.....	13
3、瑞士：储蓄型商业养老险.....	14
(三)国外个人养老险的经验借鉴.....	15
三、政策红利逐步释放，个税递延养老险扬帆起航.....	16
(一)保险业地位提升至国家战略层面.....	16
(二)商业养老险：万事俱备，东风已至.....	18
1、商业养老险改革目标和方式确立，助推商业养老险发展.....	18
2、商业养老保险资金运用强调安全稳健，为第三支柱发展保驾护航.....	18
(三)个税递延养老保险：十年磨一剑，一朝试锋芒.....	19
四、险企多元化布局养老险业务，税延优惠或将带来千亿保费空间.....	20
(一)上市险企多元化布局养老险业务.....	20
1、传统商业养老险产品保费集中度较高，优质服务驱动商业养老险产品销售.....	21
2、上市险企积极参与第二支柱受托及管理业务.....	23
3、顺应消费升级趋势布局养老产业链，打造养老社区，定位高端客户.....	24
(二)税延优惠收益测算：投保人+保险行业.....	27
1、投保人：到期最高税收优惠达162000元，激发消费活力.....	27
2、保险行业：税延优惠有望为行业带来千亿增量保费空间.....	29
3、四大险企有望抢先受益政策试点，集中度有望提升.....	31
4、上市险企积极布局个税递延养老险.....	34
五、投资建议及估值.....	35
六、风险提示.....	36

一、养老金供需矛盾突出，亟待商业养老保险发展提速

(一) 人口老龄化趋势加强，呈现“未富先老”特征

随着生活经济水平、医疗科技水平提高带来的人口预期寿命延长以及生育意愿降低导致的生育水平下降，我国人口老龄化呈现加速状态。根据国家第五次人口普查数据显示，2000年中国65岁人口比例达到7%左右，2016年达到11%，预期2050年人口老年系数¹将达到29.9%，人口老龄化趋势将会不断加强，老龄化事业任重道远。2007—2016年人口抚养比不断攀升，到2016年老年人口抚养比达到15%，这表明每100名劳动人口要负担15名老年人，养老负担持续加重。

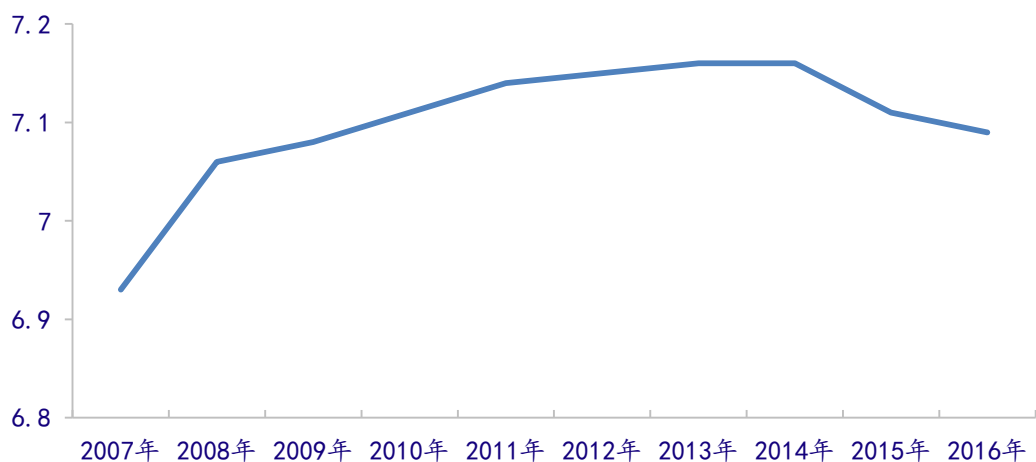
图 1: 2007—2016 年老年人口系数和老年人口抚养比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

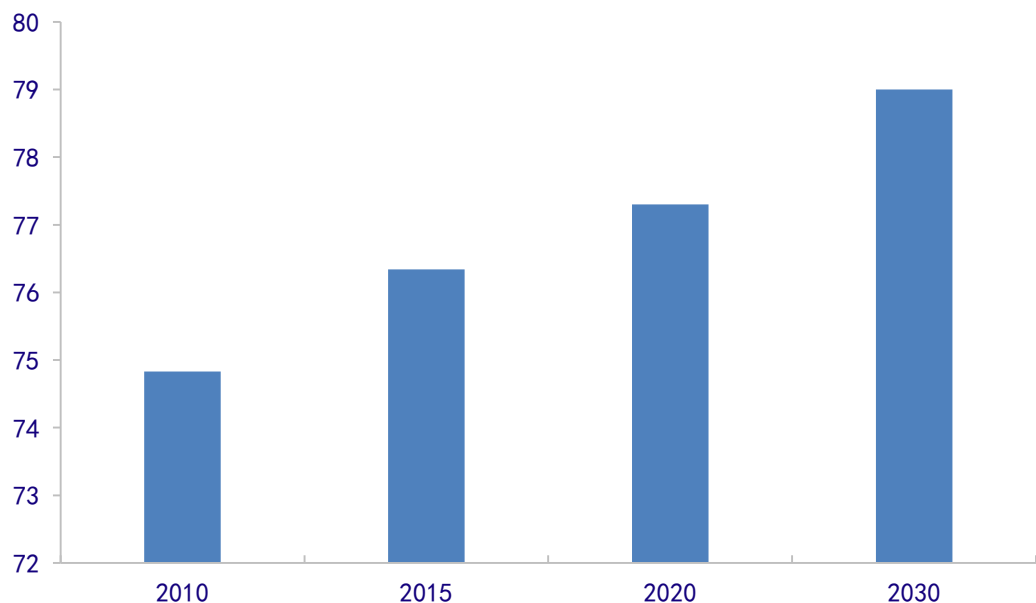
¹ 人口老龄化系数：65岁以上人口在总人口中的占比

图 2: 2007-2016 人口死亡率变化 (%)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

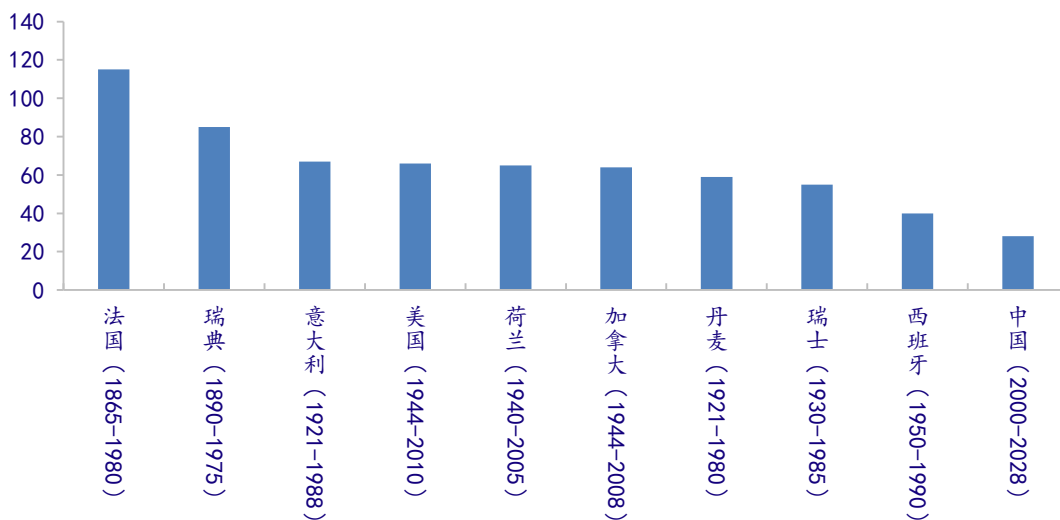
图 3: 人均预期寿命



资料来源: 国家统计局《健康中国 2030 规划纲要》, 中国银河证券研究院

我国人口老龄化呈现出独特的特点:“未富先老”。大部分西方发达国家老龄化是在完成工业化,人均 GDP 达到 5000-10000 美元下步入老龄化社会,呈现出“边富边老”、“先富后老”特征。而我国作为较早进入老龄化社会的发展中国家,在 2000 年步入老龄化社会时,人均 GDP 仅为 1000 美元左右。人口老龄化呈现出“未富先老”特征。与发达国家相比,我国进入老龄化社会速度快,我国老龄化水平从 7%提升到 14%仅用了 28 年,而法国用了 115 年,瑞典用了 85 年,意大利用了 67 年,美国用了 66 年。

图 4：中国与发达国家进入老龄化社会（老年人口系数：7%-14%）时间对比



资料来源：邬沧萍、杜鹏《中国人口老龄化：变化与挑战》，中国银河证券研究院

（二）养老之忧，第一、二支柱沉疴宿疾

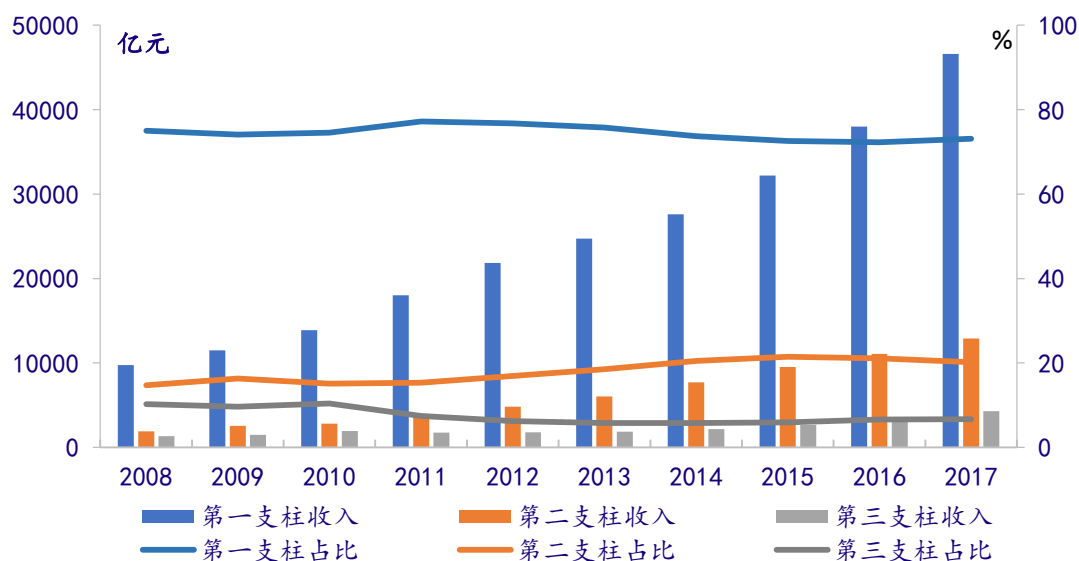
1951 年政务院颁布的《中华人民共和国劳动保险条例》规定建立社会保险费用全国统筹制度，职工个人不缴纳任何保险费，标志着我国养老保障制度的建立。经过了 40 多年的改革和探索，1991 年，国务院发布《关于企业职工养老保险制度改革决定》，表明要逐步建立起基本养老保险与企业补充养老保险和职工个人储蓄性养老保险相结合的制度，改变养老保险完全由国家、企业负担的办法，养老保险费用实行国家、企业、个人三方负担。我国现已基本建立以基本养老保险、企业年金和个人储蓄性养老保险为主的三大支柱性养老保障体系。

1、第一支柱负担重、可持续性压力大、替代率低

在我国，第一支柱在经过多年发展基本实现广覆盖保证基本的初始目标，但独木难支，从实践看，还存在许多亟待解决的问题。

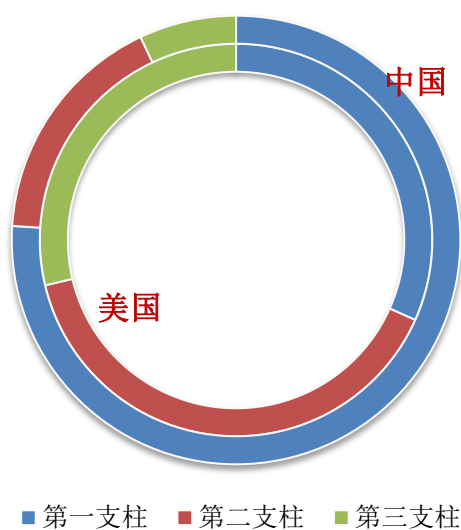
第一支柱负担重、其他两大支柱参与率低。自 2008 年伊始至 2017 年，我国第一支柱在三大支柱中的收入比重远高于其他老龄化阶段相近的国家，始终保持在 65% 水平上，第二支柱占比保持在 18% 左右，第三支柱占比仅在 7% 左右，三大支柱存在明显的失衡倾向。而近年来，美国养老保险体系则呈现出典型的以第二支柱为主、第一支柱和第三支柱共同发展态势，有利于减轻政府养老负担，促进多元养老保险体系有效发展。

图 5: 2008-2017 年三大支柱收入及占比



资料来源：人力资源和社会保障事业发展统计公报、企业年金报告、中国劳动年鉴、中国银河证券研究院

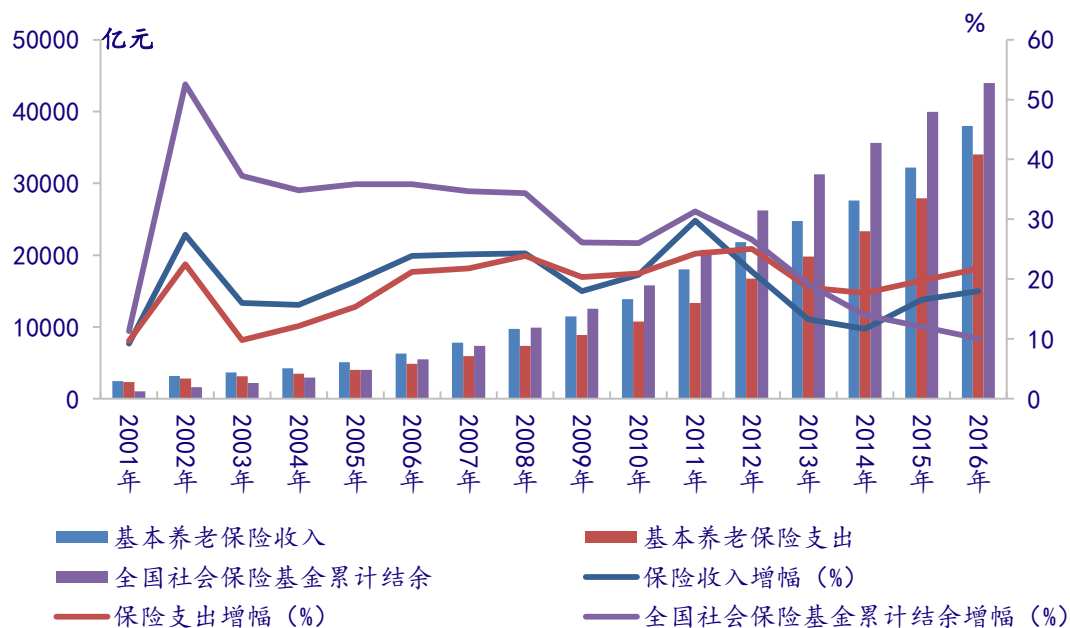
图 6: 中美三大支柱对比



资料来源：中国社会科学院世界社保研究中心，《中国养老金发展报告 2016》，中国银河证券研究院

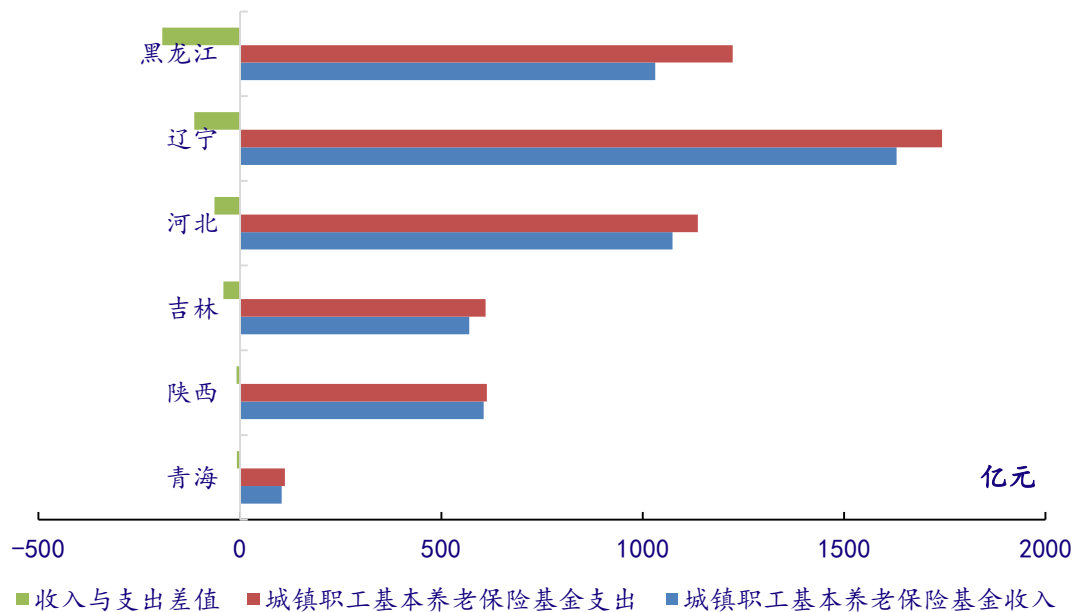
第一支柱可持续发展压力大。2012 年开始，基本养老保险支出增速开始大于收入增速。根据《中国养老金发展报告 2015 年》，城镇职工基本养老保险基金面临不可持续的局面，预计 2037 年会首次出现年度收支负值，2048 年将出现养老保险基金结余枯竭。2015 年五大城市城镇职工收入差额为负数，出现明显的“入不敷出”，其中黑龙江收入支出差值达到-192.5 亿元。2016 年九大省份可支付月数已经少于 10 个月。

图 7: 基本养老保险收支以及累计结余



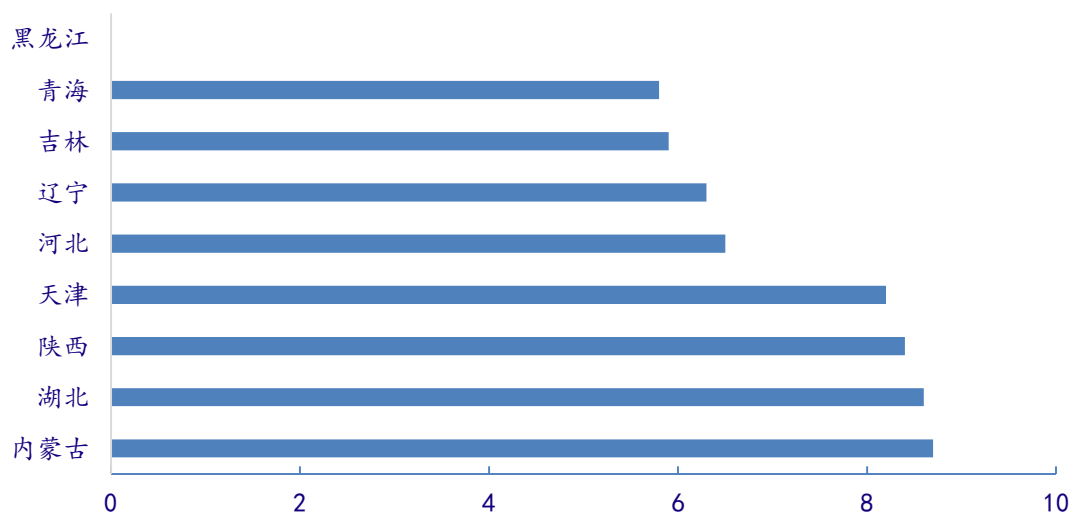
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 8: 2015 年六大省份城镇职工收支差额



资料来源: 国家人力资源与社会保障局《2016 年统计年鉴》, 中国银河证券研究院

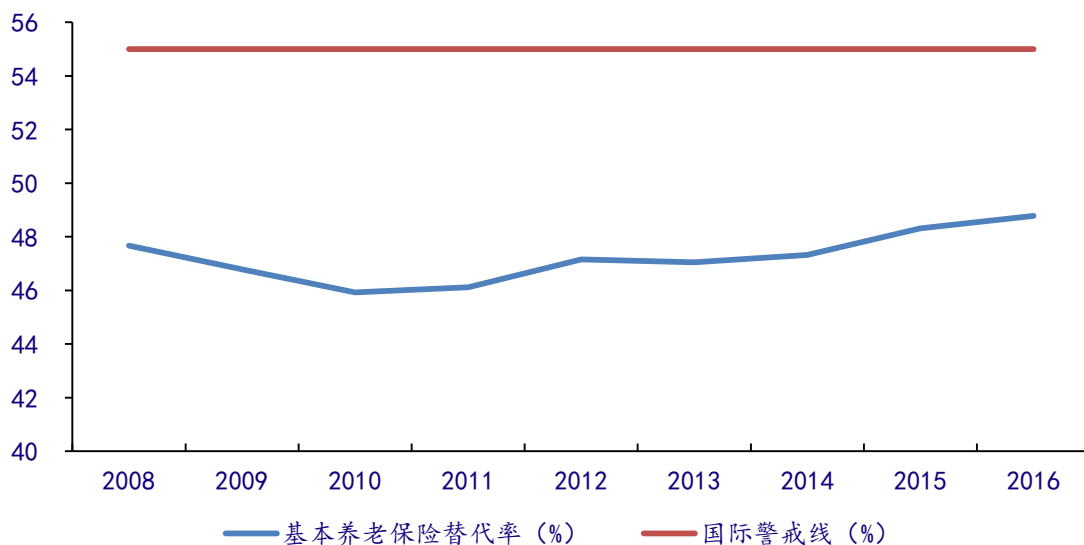
图 9: 2016 年九大省份可支付月数



资料来源: 国家人力资源与社会保障局, 中国银河证券研究院

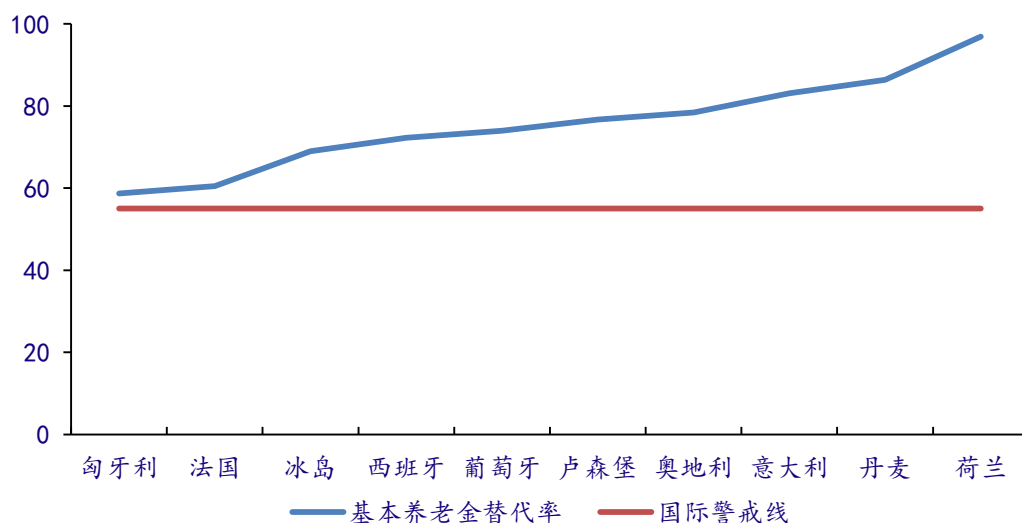
基本养老金替代率低于国际警戒线, 与发达国家差距大。基本养老金替代率指的是年度新退休人员平均养老金与同一年度在职职工的平均工资收入, 是衡量劳动者退休前后生活保障水平差异的指标之一。我国第一支柱基本养老金替代率从 2008 年到 2016 年始终维持在 47% 水平左右, 低于国际警戒线水平, 且与 OECD 等发达国家基本养老金替代率水平差距悬殊。2016 年, 荷兰基本养老金替代率为 96.9%, 西班牙为 72.3%, 法国为 60.5%, 欧盟平均水平达到 58.3%。我国基本养老金替代率低, 说明我国基本养老保险无法保障退休人员生活水平得到全面满足, 需要第二支柱以及第三支柱的完善来保障退休人员生活水平。

图 10: 2008-2016 年中国基本养老金替代率 (%)



资料来源: 《中国社会保险发展年度报告 2015 年》, 中国银河证券研究院

图 11: 2016 年 OECD 国家基本养老金替代率 (%)



资料来源: OECD 统计数据库, 中国银河证券研究院

2、第二支柱发展缓慢, 相对滞后

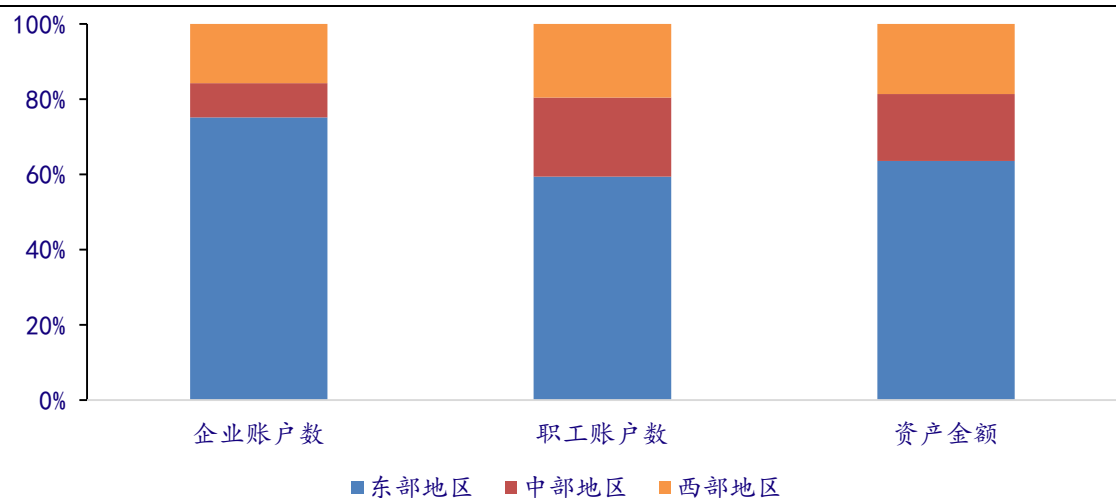
我国 1991 年首次提出鼓励企业建立补充养老保险, 以作为基本养老保险的补充。国务院在 2000 年底颁布的《关于完善城镇社会保障体系的试点方案》中将其更名为企业年金。企业年金现已发展成为我国养老保障体系的第二支柱。

与参加养老保险人数相比, 我国企业年金的覆盖范围依然偏低。2016 年, 参加养老保险人数为 88777 万人, 参加企业年金人数为 2325 万人, 参加企业年金人数占基本养老保险人数仅为 2.62%, 且自 2007 年以来呈现出波动下降趋势。根据《中国养老金发展报告 2015 年》, "世界上有 1/3 以上建立了养老保险制度的国家的企业年金制度覆盖了约 1/3 的劳动人口, 丹麦、法国、瑞士等国的企业年金覆盖率几乎达到 100%"²。

我国企业年金发展不均衡。从地区上看, 东部地区企业年金发展完善, 且在企业年金企业账户数量、职工账户数、资产金额上占据 50% 以上的比例; 中部地区发展次之; 西部地区发展缓慢。从行业上看, 企业年金覆盖的行业分布不均, 建立企业年金制度的企业大多为能源、电力、铁路、交通、烟草、银行、证券、保险等行业, 且大约 3/4 为国有企业, 民企占比很小。

² 资料来源: 中国社会科学院社会保障实验室.《中国养老金发展报告 2015 年》。

图 12：2017 年东、中、西部地区企业年金分布情况



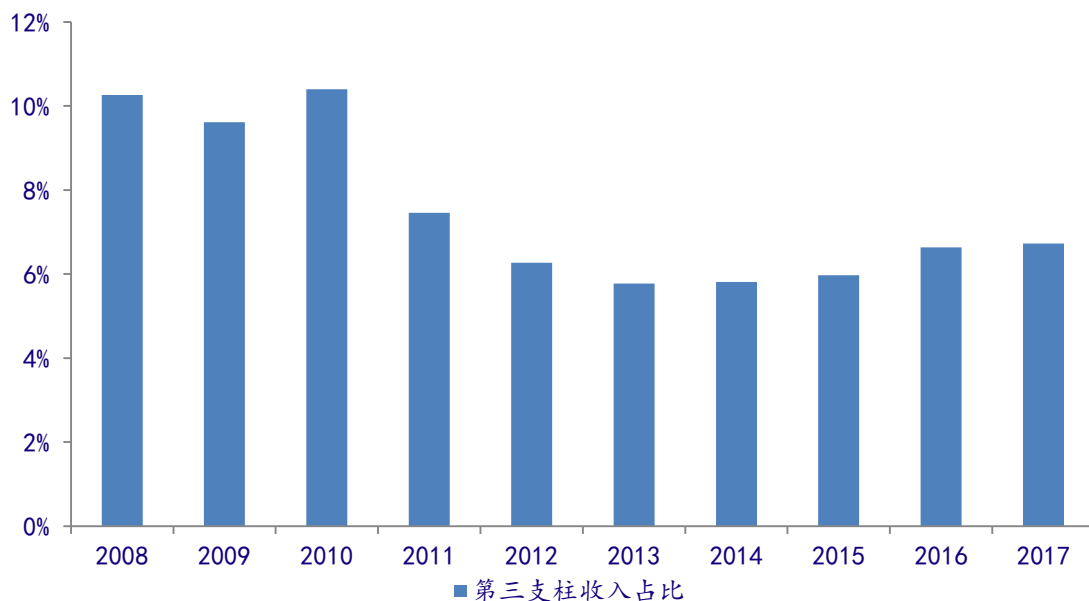
资料来源：中华人民共和国人力资源和社会保障部《2017 年全国企业年金基金业务数据》，中国银河证券研究院

(三) 养老险供需矛盾突出，亟需商业养老险提速发展

1997 年，国务院颁布《关于建立统一的企业职工基本养老保险制度的决定》首次提出要发挥商业养老保险的补充作用，要“把改革企业职工养老保险制度与建立多层次的社会保障体系紧密联系在一起，要在国家政策指导下大力发展企业补充养老保险，同时发挥商业保险的补充作用”。2014 年，新《国十条》强调“把商业保险建成社会保障体系的重要支柱。”

由于多年来商业养老保险在我国养老保障体系中定位不准确，缺乏有效的政策和法律支持，且人们对商业养老保险的认同较低，第三支柱基本处于缺位的状态。据测算，中国商业养老险深度常年维持在 0.4% 左右，收入占比常年维持在 6% 左右，在养老体系中参与度较低，亟需发展。

图 13: 第三支柱在养老体系中的收入占比



资料来源: 银保监会, 中国银河证券研究院

二、国外养老险体系研究及借鉴

(一) 欧美国家养老制度模式变革

单一支柱养老体系难以应对人口老龄化及经济放缓带来的收支压力。自 20 世纪七八十年代开始, 在人口老龄化程度加深、经济增长速度趋缓的影响下, 世界范围内的现收现付制公共养老金普遍面临财务难以持续的困境, 而彼时现收现付制公共养老金又几乎是所有国家老年收入保障体系的支柱甚至是唯一制度。为防止老龄危机的发生, 世界银行在总结英国、智利等国改革经验的基础上, 于 1994 年提出了“三支柱”的养老金改革模式。

多层次混合制养老体系以“三支柱”为普遍形式。混合型养老体系通常以国家政府主导的公共养老金体系为主体, 以企业和员工共同建立投资的企业年金计划为补充, 以居民自愿参加的私人养老金计划为提升。“三支柱”模式一经提出, 引起了各国的尝试和不断完善。但由于各国政府延续的保障意识、政策沿革、社会文化传统以及经济发展情况存在差异, 私人养老险在各国养老保障体系中的地位存在差异, 养老保障对市场化产品的依赖程度不一。在市场化发展程度较高、经济较发达的美国、加拿大等国家, 养老体系以自主自愿理念设计, 私人财富的参与度较高; 而在丹麦、瑞典等传统福利国家, 养老体系资金来源仍以国家财政和雇主支出为主体; 对于其他欧洲老龄化国家, 三支柱发展较为均衡。

(二) 国外商业养老险典型案例分析

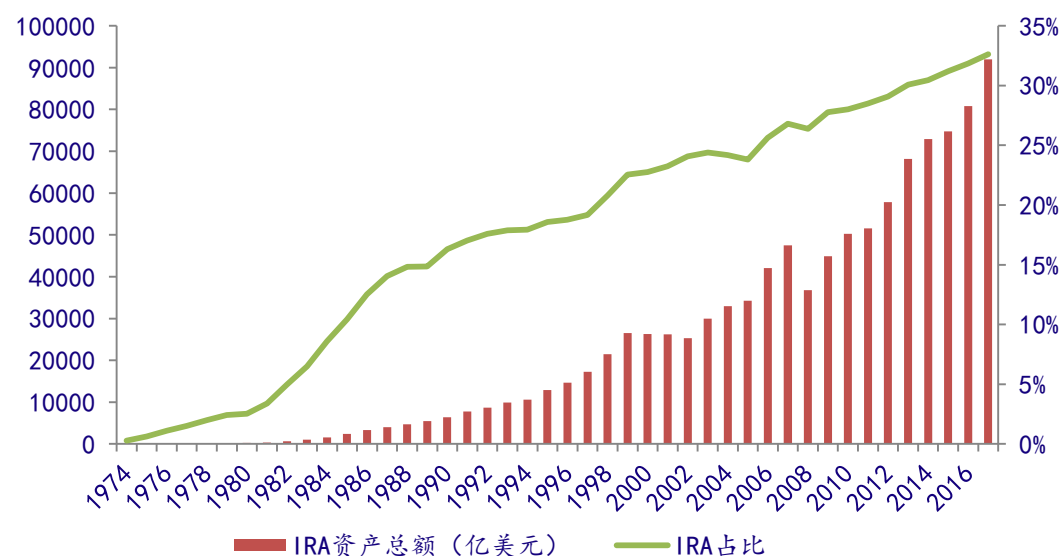
1、美国: 投资型个人养老计划

美国政府在养老险体系中参与度较低, 雇员享受的养老保障几乎完全由自身和其雇主承担。从 1935 年颁布《社会保障法》完善至今, 目前已建立以联邦退休金制度、企业年金计划

(401K) 和个人退休金计划为三支柱的养老保险体系。其中，联邦退休金为法定强制的养老保险计划，凡不满 65 岁的职工都需缴纳，且纳税满 10 年才能享受保障。联邦退休金完全由雇主和雇员承担，以渐进式社会保障税的形式征收，即年薪在 5.5 万美金以下的部分税率为 7.65%，其中 6.2% 为养老、遗属和伤残保险，1.45% 为退休后的医疗保险；5.5 万至 13 万美金税率为 1.45%，仅用于补充医疗保险。雇主缴纳税率与其雇员相同，雇主缴纳部分的 73% 为养老金储蓄，19% 为医疗保险，8% 为伤残保险。雇员可在 65 周岁后领取，每提前一个月退休，减罚养老金 0.56%。³ 作为第二支柱的企业年金计划由企业自愿建立，政府仅提供企业收入税收减免。

个人退休账户 (IRA) 已成为美国养老体系的最重要部分。IRA 是由联邦政府通过税收优惠支持的，个人可自愿参与的补充养老金计划。设计之初，联邦政府希望 IRA 计划能够为未被退休计划覆盖的人群提供保障，同时对雇主发起的年金计划起到补充。因此 IRA 计划具有税收递延、自主灵活、收益稳健、制度透明等特性，且只对参与者年龄（不超过 70 岁）有要求，对企业年金制度起到了强有力的补充。截至 2017 年末，IRA 计划资产规模达 9.2 万亿美元，远超过企业年金 7.7 万亿美元的规模，成为美国最大养老金计划。⁴

图 14: IRA 账户资产总额及占比⁵



资料来源: ICI, 中国银河证券研究院

完善灵活的税收优惠政策是 IRA 规模飞速扩张的首要原因。IRA 的建立基于 1974 年颁布的《职工退休收入保障条例 (ERISA)》，目前共推广了 6 种 IRA 账户类型，均享受税收递延或减免优惠，其中传统 IRA 和罗斯 IRA 占主导地位。传统 IRA 属典型的纳税递延养老计划，个人每年可用不超过 5000 美金或最高 15% 的税前收入存入账户进行投资，支取养老金时再以较低的税率纳税，税收优惠力度随收入水平升高而显著提升。1997 年美国政府通过了罗斯 IRA 的建设提案，允许企业年金计划 (401k) 中的余额无限限制地转入罗斯 IRA 账户，使得高

³ 苏莉萍.《美国的养老保险制度》

⁴ 美国投资公司协会(ICI),《2018 美国基金业年鉴》

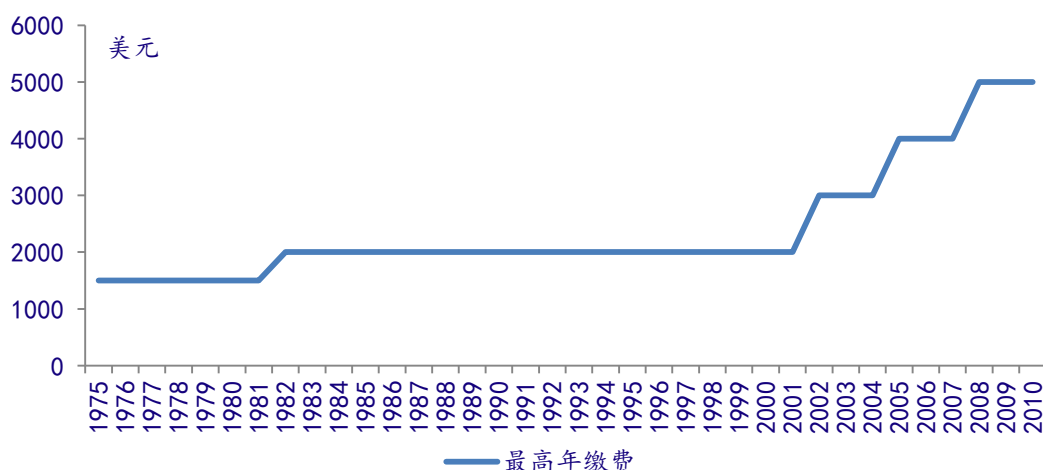
⁵ IRA 占比: 指 IRA 账户资产规模在美国养老金资产总规模中的占比

收入人群得以无限制地享受收益免税优惠，目前已成为有力的财富转移工具。

IRA 的另一大优势是投资方式自主灵活。一方面，IRA 账户资金可根据账户所有者不同阶段的需求进行迁移；另一方面，IRA 账户投资范围十分广泛，账户所有者可以利用该账户投资多种标的。根据《美国境内收入法规（IRC）》，IRA 账户所有者通常可以投资股票、债券、公募基金、期货、期权、贵金属及其它衍生品，以及房地产信托投资基金（REITs），且具体投资计划由专业的账户托管人批准管理。根据 IRS 的数据，2014 年 IRA 的投资资产中，股票占 55.7%，债券占 14.9%，10.7% 为基金投资，10.5% 为现金储蓄，衍生品投资占 8.1%。

随着老龄化程度加剧，美国养老体系对第三支柱依赖性持续增加。由于美国政府在养老险体系中参与度极低，雇员享受的养老保障几乎完全由自身和其雇主承担，养老金水平几乎完全依赖工作阶段收入；另一方面，IRA 账户所有者能够在一定范围内根据偏好和需求进行主动投资，收益空间比企业年金丰厚，投资配置较社保基金更为灵活。近年来，IRA 账户投资需求持续扩张，年账户缴纳限额已经由 2001 年的 2000 美金提升至 5000 美金。

图 15: IRA 年投资限额变化



资料来源：IRS，中国银河证券研究院

2、德国：混合型个人养老计划

德国于 1989 年通过法案建立了社会福利保障体系，目前已完成较为均衡的三支柱型养老制度的建设：以公共退休金计划为主体，以企业计划和个人投保为补充。作为第一支柱的公共退休保险系统属于公民保障体系，保障项目包括养老、伤残、灾害和鳏寡等，是养老金的主要来源。按德国法律规定，所有企业员工在到达法定退休年龄前都需缴纳公共养老金，2017 年缴费基数是税前收入的 18.7%，由企业和员工各承担一半。由于公共养老系统实行收付实现制，即用目前在职人员缴纳的保险金支付退休人员的养老金，随着德国人口老龄化程度加剧，退休金支出压力逐渐增大。目前，德国的法定退休年龄已由 65 岁增加到 67 岁，最高给付金额也由总缴额的 70% 下降到 67%。第二支柱为企业年金制度。在设计之初就被定位成国家养老计划的补充，因此由国家通过提供税收减免或补贴的方式鼓励企业建立年金制度。该制度属自愿参与，目前已覆盖超过 60% 企业员工⁶。

⁶ 资料来源：Trading Economics，德国就业率数据库 2008-2018

第三支柱是由第三方保险机构管理的个人养老险，其中里斯特（Riester）和吕禄普（Rürup）计划由政府督导并提供补贴或纳税减免，对民众吸引力较大，参保率相对较高。其中，里斯特计划属于储蓄型保险计划，政府按缴费占收入比例对参保职工进行补贴，但投资范围相对较小，灵活性较差；吕禄普计划针对无法参加企业年金或公共养老金的自由职业者设计，属于投资型保险计划，参保人可以自行制定投资方向、缴费金额、缴费周期，投资金额享受税收递延。这两类主流个人商业养老险由政府督导，其针对性的优惠政策能够有效吸引目标人群。截至2017年末，这两类计划的参保总人数已超过1500万人，占比超过德国工作人口的33.5%。

表 1：德国主流私人养老险计划比较

	里斯特养老保险计划	吕禄普养老保险计划
管理机制	第三方机构运营，由中央政府全方位监管	
投资标的	德国联邦金融监管局对保险资金可投资的金融产品有严格限定条件和审批流程	参保人可与运营机构协商投资方案
针对人群	年轻或收入较低的职工	自由职业者
鼓励政策	<p>符合补贴条件的参保人员享受最高每年 154 欧元（约 1151.92 元）的补贴；</p> <p>对于抚养孩子的家庭或个人，2008 年出生的孩子每年最高补贴 185 欧元，2008 年后出生的每个孩子每年补贴 300 欧元；</p> <p>2008 年后，对在 26 周岁前参加计划的参保人一次性补贴 200 欧元账户可作购房贷款申请抵押；</p>	<p>所得税递延：2012 年投资保险计划的资金所得税可以减免 74%，此后每年免纳税比例增加 2%，到 2025 年后免纳税比例增至 100%。</p>
缴费基数	由个人收入和意愿决定，可以在季度末取消，但只有缴纳至少 4% 年收入的参保人可以享受全额补贴	完全由个人决定，但年最高投资金额为 2 万欧元，可随时缴费
给付制度	60 周岁时可申请一次性给付 30%，其余按月领取，终身保障	67 岁后按年领取

资料来源：OECD 统计数据库，中国银河证券研究院

3、瑞士：储蓄型商业养老险

瑞士养老体系起源于 1947 年的全民公投，采用现收现付的模式筹集资金，其中第一支柱和第二支柱专注养老保障，替代率可以达到退休前收入的 60%（2000-6000 瑞士法郎），而对

于低收入者（月收入不足 5000 瑞士法郎），这一比例可以达到 80%，体现了瑞士养老体系“通过互助共济去缩小代际、贫富、性别、家庭、地区和城乡等差异导致的不平等以增强社会团结”的理念。前两大支柱凭借其强制性、收入差异化的特点，实现的保障程度足以涵盖瑞士退休人员最基本的养老需求，实现“老有所养”。

而作为商业养老险或者私人养老险的第三支柱，则是作为前两大支柱的有效补充，目的在于提升瑞士退休人员生活质量，确保其过上优越的生活。该计划主要通过税收优惠激励个人参与储蓄型养老险。从类型上看，第三支柱包含受约束保险(gebundene Vorsorge,3a)和自由保险(freie Vorsorge,3b)两种。前者只对从业者开放，可享受税收优惠，2017 年保额上限为每年 6768 瑞士法郎；后者面向所有人，享受较少税收优惠，保额上限为 33840 瑞士法郎。达到退休年龄后，3a 计划的退休金需一次性领取，无法按年或按月支取。

随着瑞士老龄化程度的提升，社会抚养比率上升，预测 2050 年 65 岁以上退休人员占工作人群比例将提升至 49%⁷，前两大支柱要维持现有的保障水平面临较大压力。为应对养老系统压力增长的问题，瑞士 2017 年 9 月 24 日就“养老保险改革法 2020”举行公投：拟将养老、遗属和伤残保险金额（第一支柱）增加 70 瑞郎/月，在职人员为此将额外缴纳工资的 0.3%；最低企业职工退休金（第二支柱）的转换率拟从 6.8% 下调至 6%；女性退休年龄从 64 岁上调至 65 岁。但是提案未能通过。未来养老金前两大支柱持续受限的情况下，第三支柱的重要性预计提升。

表 2：瑞士私人养老险制度

	约束保险(3a)	自由保险(3b)
政策支持	个税递延	普通商业养老险，仅一个州提供纳税优惠
减税额度上限	6768 瑞士法郎/年	33840 瑞士法郎/年
投资类型	储蓄型 (由社保基金管理)	储蓄型为主
领取方式	退休后一次性支取	按合同领取
给付额度	固定金额或以投资基金形式给付	按合同约定给付账户剩余

资料来源: pillar3.ch, 中国银河证券研究院

(三) 国外个人养老险的经验借鉴

整体而言，国家主导的社会养老体系和企业年金保障的低替代率为商业养老险发展壮大提供了土壤，但第三支柱发展空间受到国家政策沿革、经济发展水平和社会文化意识等多方面因素的限制。

首先，第三支柱需求广阔，但对第一支柱的补充能力受国家经济政策和发展水平的制约。

⁷ 中国社会科学院欧洲研究所.《瑞士的“三支柱”养老保险制度》

随着全球经济增速放缓，第一支柱普遍承压，第三支柱的重要地位逐步显现。但受国家经济政策风格的限制，在养老保障高度市场化的美国，私人养老险规模及占比均稳步提升。美国的资本市场较发达，私人投资理念成熟，投资型退休账户得以快速发展。而在政府主导高福利供给国家，私人养老计划仅被用作退休后生活质量的提升，参与度增长较缓。

税收优惠激励效果明显，但社会文化和个人意识在私人养老险的发展中也起到重要的作用。在个人主义盛行的美国，社会保障原本主要由个人和企业自主缴纳承担，国家并不运用财政收入支持，因此个税递延政策能够带来直接的经济利益，对个人购买行为的激励效果就十分明显；而对于欧洲传统福利国家，由于前两大支柱保障水平较高，居民自主购买商业养老的动力相对不足，第三支柱多用于满足个性化的保障需要。

因此，我国商业养老险市场发展将依托于政策优惠和险企的主动布局。我国保险业处于初级发展阶段，保险深度和密度相对较低，居民自发参与程度和意识不足。复杂的外部环境一方面需要税收优惠的激励，以提升产品竞争力，刺激需求增长；另一方面需要险企加大产品的开发和销售力度，提供个性化的保障，以提升居民购买商业养老险的主动性。

表 3: 美国、德国和瑞士养老体系对比

具体表现	美国	德国	瑞士
主要的资金来源	雇员和雇主自愿缴纳	政府和雇主强制+自愿缴纳	政府主导的强制缴纳
政策激励	个税递延	个税递延+补贴	个税递延
投资约束	对投资标的限制较少	政府督导，严格管控投资标的	由社会基金或第三方机构管理投资标的
个人养老保险类型	主动投资型	投资型+储蓄型	储蓄型
私人养老金的作用	退休后收入的主要来源	对企业年金计划进行补充，并覆盖自由职业者	提高退休后生活水平，享受附加医疗服务

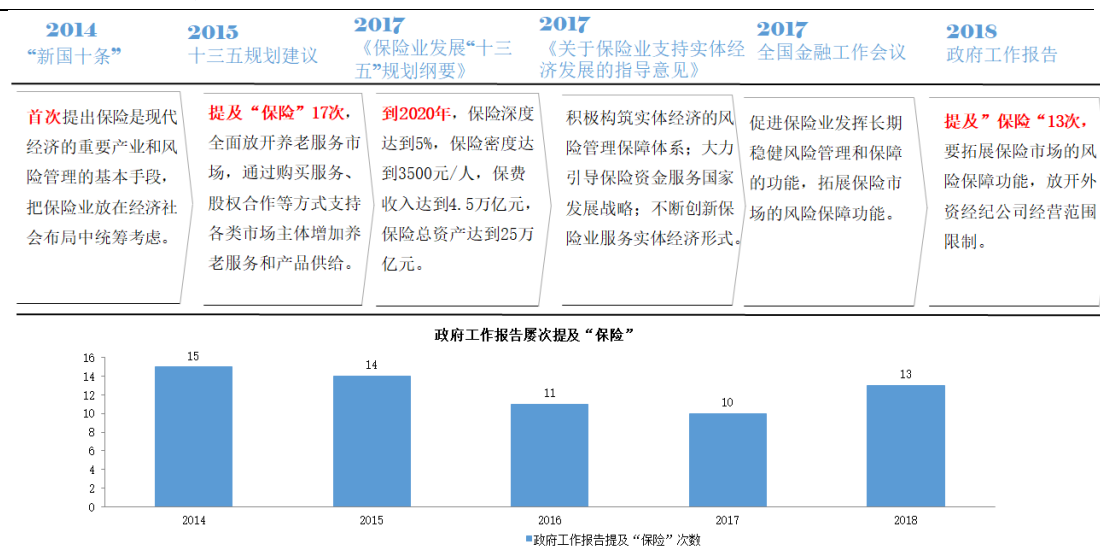
资料来源：ICI，ISR，pillar3.ch，中国银河证券研究院

三、政策红利逐步释放，个税递延养老险扬帆起航

(一) 保险业地位提升至国家战略层面

保险业政策红利不断释放。“新国十条”的颁布从顶层设计的视角对保险业进行了全新的定位，保险业提升至国家战略层面。此后，政府工作报告中多次提及保险，多项政策也在着力强调保险业在提供风险保障和服务实体经济中的职能，保险业的重要性逐步提升。

图 16: 保险业政策支持

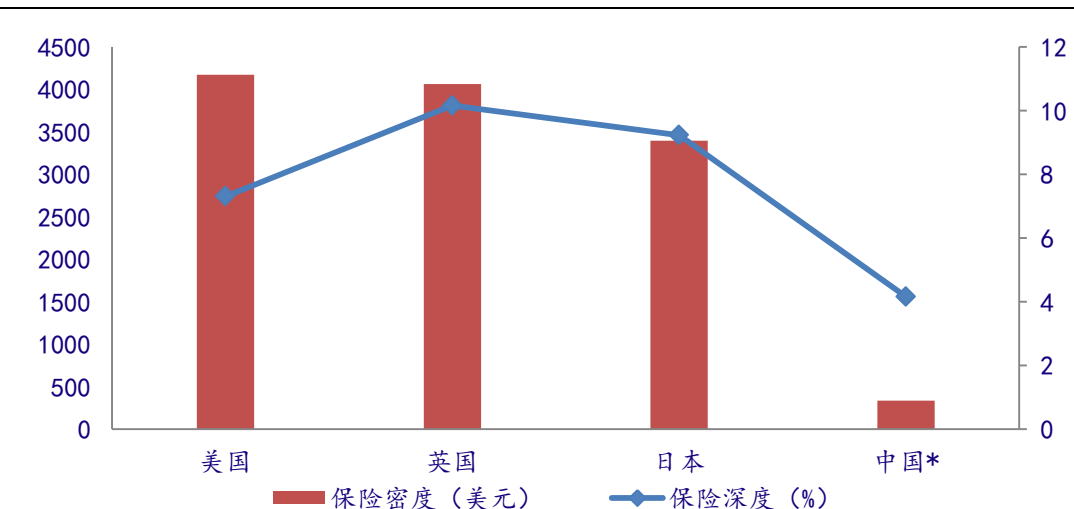


资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

保险业发展空间大。2017年全国原保费36581亿元，保险密度2646元/人（约407美元），保险深度4.42%。十三五规划明确到2020年，保费收入达到4.5万亿元，保险总资产达到25万亿元，保险密度达到3500元/人，保险深度达到5%。即在2018-2020年要实现年保费收入7%的复合增速，保费增长空间仍较大。

与发达国家相比，我国保险业发展空间十分广阔。2016年全球保险深度为6.28%，美国、日本、英国和法国的保险深度分别为7.31%、9.51%、10.16%、9.23%，而同期我国的保险深度仅为4.16%，相距甚远。2016年全球保险密度为638美元，欧美等发达国家保险密度已高达3300-4200美元，而我国保险密度仅为337.1美元。⁸

图 17: 2016 年中国、美国、日本及英国保险深度及密度



资料来源：瑞再研究院 (Swiss Re Institute)，《Sigma2016 年度世界保险业年鉴》，中国银河证券研究院

⁸ 瑞再研究院 (Swiss Re Institute)，《Sigma2016 年度世界保险业年鉴》

(二) 商业养老险：万事俱备，东风已至

截至目前，商业养老险发展规划已基本确立，随着配套政策悉数落地，商业养老险有望迎来快速发展期。具体来看：

1、商业养老险改革目标和方式确立，助推商业养老险发展

2017 年 6 月国务院发布《国务院办公厅关于加快发展商业养老保险的若干意见》，明确商业养老险改革目标：到 2020 年，基本建立运营安全稳健、产品形态多样、服务领域较广、专业能力较强、持续适度盈利、经营诚信规范的商业养老保险体系。此外，《若干意见》要求从创新商业养老保险产品、促进养老服务发展、推进资金稳健运营和提升服务管理水平等方面推进商业养老保险发展，同时计划在 2017 年底前启动个人税收递延型商业养老保险试点。

图 18：四个方面推进商业养老保险发展

创新商业养老保险服务	<ul style="list-style-type: none"> • 积极发展商业养老年金保险 • 积极参与个人税收递延型养老保险试点
促进养老服务业健康发展	<ul style="list-style-type: none"> • 积极兴办养老社区等，增加养老服务供给 • 建立完善老年人综合养老保障计划
推进商业养老保险资金安全稳健运营	<ul style="list-style-type: none"> • 为资本市场平稳健康发展提供长期稳定资金支持 • 长期审慎开展商业养老保险资金境外投资
提升服务管理水平	<ul style="list-style-type: none"> • 健全商业养老保险管理运行制度体系 • 规范商业养老保险市场秩序

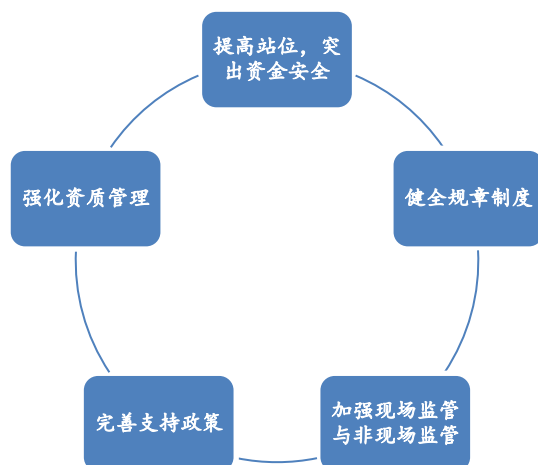
资料来源：中国政府网，中央人民政府网，中国银河证券研究院

该项政策的发布旨在完善我国养老体系第三支柱，扩大养老产品供给，提高社会养老保障水平。1) 对国家而言，“三支柱”养老保险体系正式形成，商业养老险作为“第三支柱”，为“第一支柱”基本养老险提供补充，为“第二支柱”企业年金、职业年金补短板，提高全社会养老保障水平。2) 对险企而言，享受政策红利。支持险企进行产品创新，扩大商业养老险产品供给，险企将获得新业务增长点。保险资金运用方式多元化，配置结构将得到优化。3) 个税递延养老险时间规划基本成型，进入实操阶段指日可待。

2、商业养老保险资金运用强调安全稳健，为第三支柱发展保驾护航

2017 年 7 月，中国保监会召开新闻发布会。保监会人身险部主任袁序成就商业养老保险相关问题答记者问，表示：商业养老保险资金相对于普通保险资金期限更长、资金安全性要求更高、要求更加稳定的投资回报。保监会将从五个方面对商业养老保险的资金运用进行监管，为商业养老险资金投资领域指明方向，为第三支柱养老险的发展保驾护航。

图 19: 商业养老保险资金运用监管规划



资料来源: 银保监会, 中国银河证券研究院

(三) 个税递延养老保险:十年磨一剑,一朝试锋芒

作为商业养老险的重要险种,个税递延养老险在经历了 10 年的探讨之后,终于进入了实操阶段。2018 年 4 月,财政部、税务总局、人社部、银保监会、证监会联合发布《开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》,试点范围包括上海市、福建省(含厦门市)和苏州工业园区,2018 年 5 月 1 日正式实施。随后监管层相继发布了《个税递延商业养老保险产品开发指引》、《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》和《个人税收递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》。从产品设计种类、原则、险企经营税延养老保险业务的门槛、保险资金运用等多个领域完善税延养老险相关配套政策,助推试点顺利开展。

图 20: 个税递延养老险政策演变



资料来源: 国务院, 中华人民共和国中央人民政府网, 银保监会, 中国银河证券研究院

个税递延产品吸引力强, 增量可期。个税递延型商业养老险产品减税力度较大, 参保灵活性更强, 且收益稳健, 终身保障, 能够为险企养老险业务带来持续增量需求, 促进养老险

保费规模增长。待政策试点结束，在全国范围实施，有望为保险市场带来千亿级别保费增量，利好险企养老险业务收入持续增长。

税延养老险配套政策要求重视保障，产品设计灵活多样，鼓励良性竞争。1) 注重保障。个人身故、发生保险合同约定的全残或罹患重大疾病的，可以一次性领取商业养老金。个人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。2) 明确三类四款产品。税延养老保险产品可提供养老年金给付、全残保障和身故保障三项保险责任，同时按照收益类型分为收益确定型、收益保底型、收益浮动型三类、四款产品。3) 鼓励险企开展良性竞争，通过多元化、保障功能完备的产品以及优异的投资管理能力为客户开展服务。上市险企各项经营指标行业领先且在商业养老险业务和投资管理层面经验丰富，竞争优势明显，有望抢先受益政策红利。

试点进展顺利，险企纷纷布局。截至 2018 年 7 月 3 日，共计两批十六家险企拿到个税递延商业养老保险牌照，2018 年 6 月 7 日，太保在上海签发首单个税递延养老保险。商业养老保险市场将迎来重大发展机遇，"三支柱"养老保障体系建设将进入新阶段。

图 21：险企获批个税递延牌照情况



资料来源：银保监会，中国银河证券研究院

四、险企多元化布局养老险业务，税延优惠或将带来千亿保费空间

(一) 上市险企多元化布局养老险业务

我国险企的养老险业务范围涵盖传统商业养老产品、企业年金的受托及管理业务、养老保障委托管理及养老社区建设等多个领域。截至 2018 年 3 月末，我国专业的养老险公司包括平安养老、泰康养老、太平养老、安邦养老、国寿养老、长江养老、新华养老和人保养老

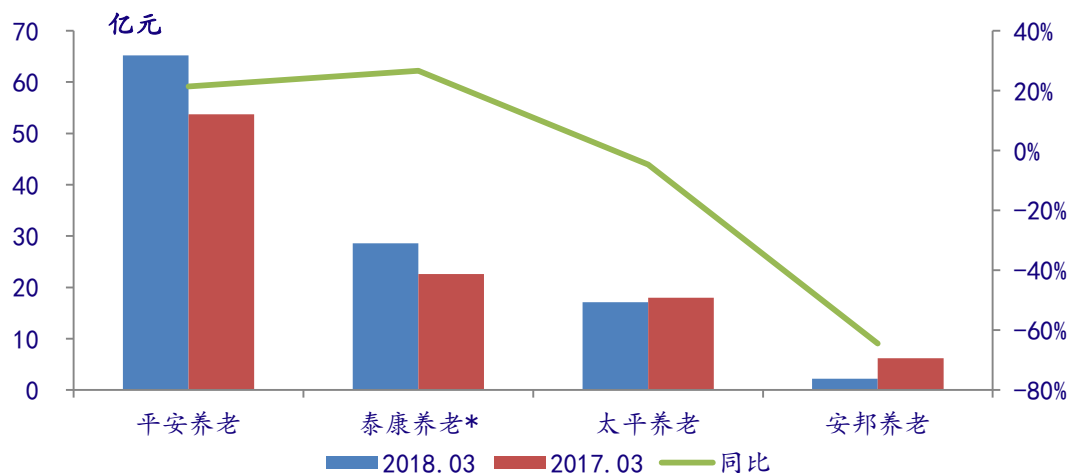
等。

在养老险业务领域，上市险企旗下养老险公司和泰康养老等领先险企多数已实现了一定的规模效应，与中小险企拉开差距，同时基于自身优势开展差异化竞争。其中，平安养老是国内首家专业养老险公司，提供以企业年金为主体的养老资产管理业务和以医疗健康、意外保障、退休养老为主体的团体保险业务，各项业务指标行业领先，综合竞争实力稳居行业龙头。国寿养老、长江养老重点经营企业年金管理、养老保障和其他委托管理业务开展，专注养老金的资产管理。

1、传统商业养老险产品保费集中度较高，优质服务驱动商业养老险产品销售

传统商业养老险产品层面，平安养老，泰康养老和太平养老原保费收入占据市场主导地位，其中平安养老和泰康养老保费持续增长。2018 年一季度，平安养老、泰康养老和太平养老实现原保费收入 65.17 亿元、28.61 亿元和 17.13 亿元，同比分别增长 21.36%、26.68%和 -4.68%。在行业原保费收入增速显著下滑的环境中，商业养老险保费维持了良好的增长态势，后续有望受益税延养老险政策提振，实现持续增长。

图 22：2018 年一季度养老险公司商业养老险原保费收入情况



资料来源：中国银保监会，中国银河证券研究院

备注：泰康养老业务规模包含泰康资产数据

险企业业务协同是应对客户多元化需求开展交叉销售、提升服务质量和实现差异化竞争的有效方式。险企的协同可以是主业协同，也可以跨界协同。前者依赖保险主业，综合运用产、寿、健康和养老等多类产品的保障功能，为客户提供全面的财务和风险管理规划；后者发挥险企长期资金的优势，从客户保险资金消费层面支持相关产业发展，获取更高的投资收益或多元化收入。我们这里分析的业务协同主要指保险主业的协同。

养老险与健康险和意外险的需求是相伴相生的。在商业养老层面，老年客户的需求不仅在于退休之后的稳定现金流，更在于防范疾病、意外等严重影响老年生活品质的重大风险。因此，险企可以通过保障型产品的开发和不同板块之间的业务联动，一站式满足客户多元化的需求，带动多类产品同步销售，获取交叉销售收入。

从业务协同效果来看，得益于综合金融战略，中国平安的养老险交叉销售情况表现靓丽。

中国平安坚持深耕个人客户价值，期望实现“一个客户，多种产品，一站式服务”，在各产品线之间交叉渗透程度不断提高。截至2017年底，集团个人客户中有4723万同时持有多家子公司的合同，在整体客户中占比28.5%，占比较年初提升4.5个百分点。集团客户人均持有合同数2.32个，较年初提升5.0%。优质的客户和多元化的需求有望为中国平安的商业养老险保费收入带来可观的增量空间。截至2017年末，中国平安通过代理人渠道同步销售的团体养老险新业务达到67.28亿元，同比增长22.57%，渠道贡献占比为45.7%。

保险科技助力商业养老险产品发展，强化客户价值。互联网、移动终端、大数据、云计算、人工智能等保险科技已受到上市险企重视并被广泛采用，对于精准定位客户需求、改善客户体验、强化风险管理、提升效率和促进产品销售具有重要意义。

保险科技可运用于养老险产品的销售和售后服务，与科技公司合作是最主要的方式。其中，平安养老险依托于集团旗下平安科技的人工智能和生物识别等技术为客户快速理赔和智能养老金领取提供服务，例如平安“好福利”app平台的55%案件实现了自动理赔，3日到账率96.86%，同时提供足不出户的刷脸领取养老金服务；而中国太保则是选择与蚂蚁金服合作推广税延养老险产品，充分发挥双方在科技、产品、服务等方面的优势，为用户提供定制化产品和专业化服务，提升客户体验，助力税延养老产品销售。当前中国太保凭借保险科技已经提供了税延计算器、多渠道投保以及基于网络和移动终端的税延养老专属服务项目等多类服务。

图 23：中国平安好福利 APP



资料来源：中国平安官网，中国银河证券研究院

图 24：中国太保税延养老计算器及相关技术运用

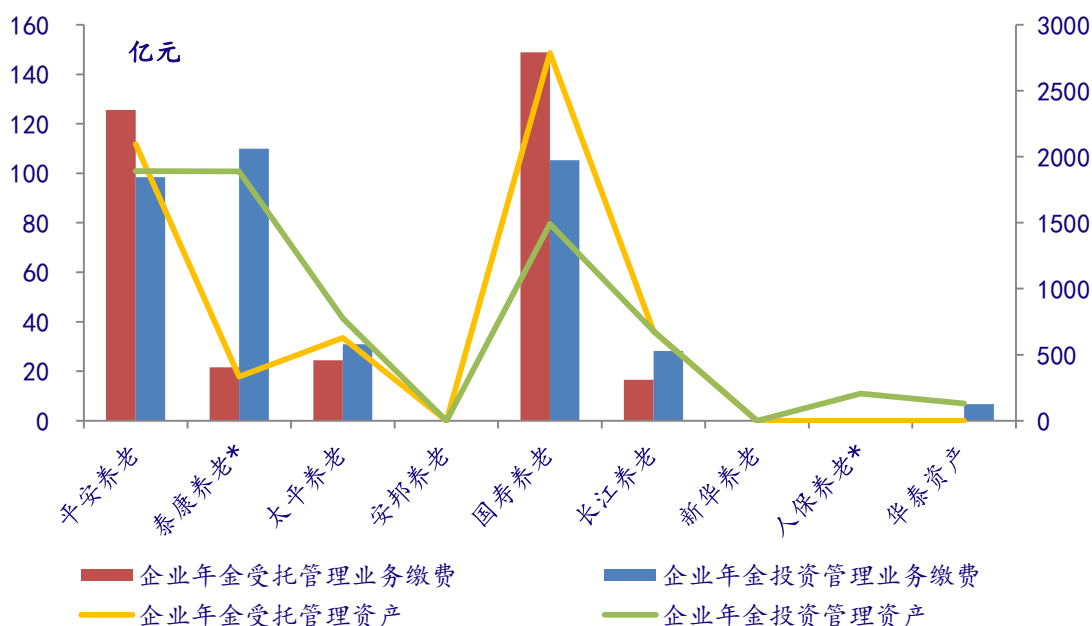


资料来源：中国太保投资者关系微信号，中国银河证券研究院

2、上市险企积极参与第二支柱受托及管理业务

企业年金层面，险企积极参与第二支柱受托及管理业务。国寿养老、平安养老和泰康养老业务规模居前，2018 年一季度的企业年金受托管理业务和投资管理业务累计缴费分别为 254.11 亿元、223.95 亿元和 131.56 亿元，企业年金受托管理资产和投资管理资产累计规模分别为 4277.20 亿元、3986.38 亿元和 2224.09 亿元。

图 25：2018 年一季度养老险公司企业年金缴费及投资管理规模

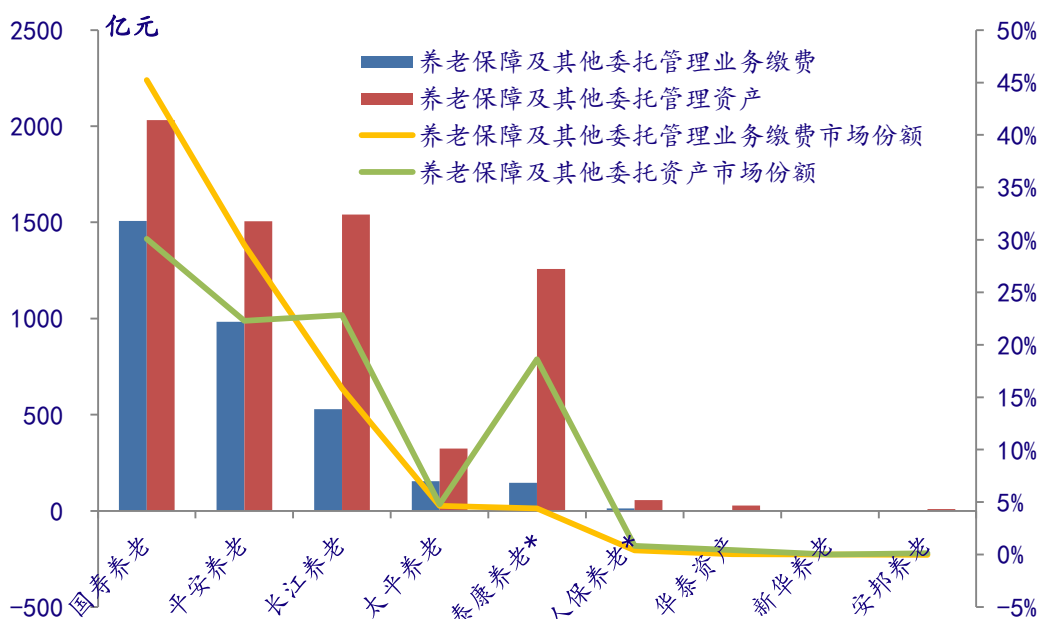


资料来源：中国银保监会，中国银河证券研究院

备注：泰康养老业务规模包含泰康资产数据

养老保障受托管理层面，市场集中度较高，国寿养老、长江养老、平安养老和泰康养老等优势险企累计市场份额达9成以上。截至2018年一季度末，国寿养老、长江养老和平安养老养老保障及其他委托管理业务缴费分别为1507.12亿元、528.38亿元和983.81亿元，市场份额分别为45.22%、15.85%和29.52%；国寿养老、长江养老、平安养老和泰康养老养老保障及其他委托管理资产分别为2032.18亿元、1540.62亿元、1505亿元和1257亿元，市场份额分别为30.11%、22.82%、22.30%和18.62%。

图 26：2018 年一季度养老险公司养老保障缴费及委托管理情况



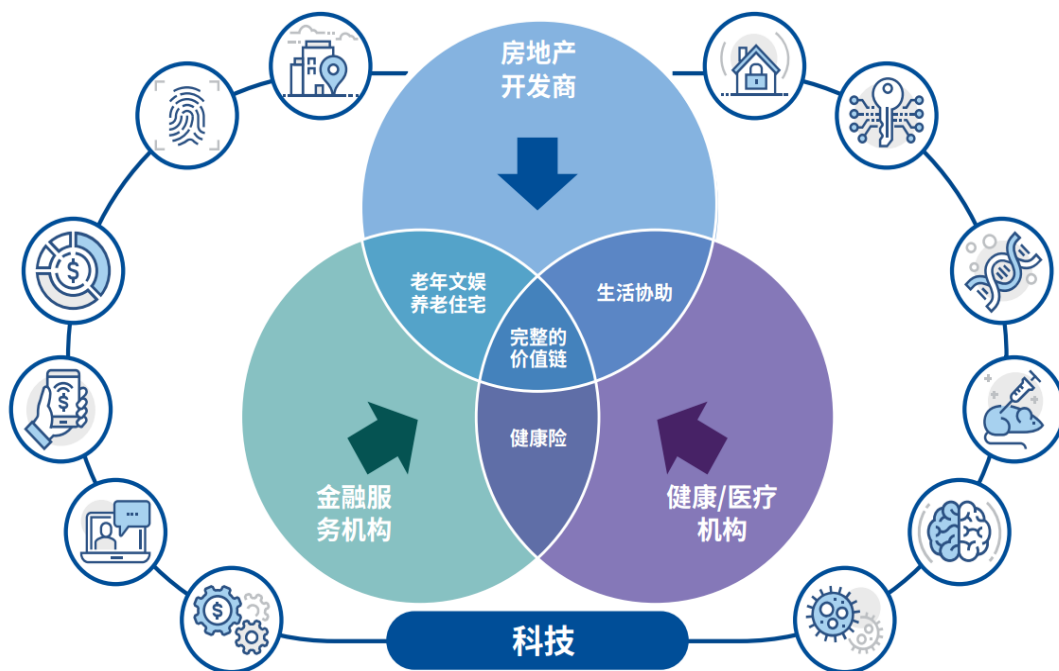
资料来源：中国银保监会，中国银河证券研究院

备注：泰康养老业务规模包含泰康资产数据，人保养老业务规模包含人保资产

3、顺应消费升级趋势布局养老产业链，打造养老社区，定位高端客户

养老产业链布局是险企业务由上游养老金聚集（基本生存）向中下游养老金消费（品质生活）延伸的过程。依据毕马威发布的报告《中国养老金展望：变革、多元化和价值链融合》，养老产业链需要金融机构、房地产商和健康/医疗机构协同合作以满足老年客户在养老住宅、文娱、健康险、生活协助等多领域的需求。险企布局养老产业链的价值在于为客户提供包含养老保障在内的一站式综合服务，提升客户老年生活质量，适应消费升级环境中的客户需求结构变迁。保险科技的发展加速了客户信息的获取和共享，使险企跨界经营养老服务、服务客户个性化的养老消费需求成为可能。

图 27：养老产业链



资料来源：KPMG《中国养老金展望：变革、多元化和价值链融合》，中国银河证券研究院

当前险企积极参与养老产业主要是定位于中高端客户的养老地产。一方面，养老地产资金需求大、回报周期长，适合险企发挥长期低成本资金优势，改善资产负债期限错配的问题；另一方面，投资养老地产，免受资本市场波动的冲击，能够满足险企稳健投资的需要。除此之外，中高端客户消费能力强，有望为险企带来可观的收入增量。

截至 2018 年，上市险企和一些在养老险领域领先的非上市险企均已打造了中高端的养老社区，通过挂钩保单、保证金、服务费以及租赁等多种形式获取收入。养老社区本身业务开展多以医养结合为主，少数拓展至旅游养生。其中，养老投资领先、服务体系覆盖养老全产业链的高端养老社区的先行者为泰康之家。


表 4：领先险企养老社区

	养老社区	定位	盈利模式	特点
中国人寿	国寿嘉园	高端客户	挂钩保单	健康管理+养老养生
中国平安	桐乡平安	高端客户	租赁+出售	全龄化、全配套、一站式养生养老综合服务社区
中国太保	收购和租用城市中心城区现有物业并改建成养老设施为主，辅以大型养老社区投资和服务	中高端客户	类保证金	轻资产为主，重资产为辅
新华保险	新华家园	高端客户	保证金+服务费	介助介护型：护理型、自理型、旅居型
中国太平	梧桐人家	高端客户	保证金+月租	CCRC运作模式+5H理念
泰康人寿	泰康之家	高端客户	挂钩保单	医养融合，四位一体

资料来源：新华家园官网，前瞻产业研究院，中国保险学会，中国银河证券研究院

依据官网介绍，泰康之家成立于 2009 年，其经营秉承集团“活力养老、高端医疗、卓越理财、终极关怀”四位一体的商业模式，坚持“市场化、专业化、规范化、国际化”理念，泰康之家已经在养老、医疗、高品质墓园和高端商业不动产领域形成了国内前列的产业投资及资产运营能力，致力于打造中国医养产业卓越品牌。

表 5：泰康之家养老服务体系

 四位一体的产品 服务		简介
活力养老	➤ 都市医养社区	泰康之家参照美国经验打造国际标准的养老社区，提供独立生活、协助生活、专业护理、记忆照护等不同程度的生活照顾及护理服务。社区种类包含都市医养社区、联盟养老社区和会员制候鸟式的度假养老服务。目前泰康已完成北京、上海、广州、三亚、苏州、成都、武汉、杭州、南昌、厦门、沈阳、长沙 12 个核心城市医养社区布局，总地上建筑面积超 180 万平方米，可提供约 2 万户养老单元，成为全国高品质连锁养老集团之一。
	➤ 度假特色社区	
	➤ 联盟养老社区	
高端医疗	➤ 国际综合医院	泰康充分发挥保险资金优势，稳步建设国际水平、中国领先的现代医疗体系。公司引进国际先进管理体系、运营模式和医疗技术，汇聚海内外知名专家，打造以促进人口健康为核心目标，以医教研一体化医学中心为龙头，以省会城市医院、专科连锁及家庭医生为支撑，保险与医疗相结合的创新型整合医疗健康服务网络。当前的医疗布局包括对标美国德克萨斯州医学城的健康城医疗产业示范区、聚焦区域核心城市的综合医院以及与养老社区相结合的康复医疗服务，同时积极投资参股各类医疗机构，包括淮海医疗集团，入股和美医疗、百汇医疗等，不断推进战略重点区域医疗网络构建。
	➤ 康复医疗连锁	
	➤ 高端名医诊所	
	➤ 全程健康管理	

卓越理财

- 会员计划: 购买乐泰全面覆盖客户社区养老、现金理财和医疗保障等多方位的养老需求。财富卡并一次性缴纳入门费作为押金(可退)后, 每月缴纳月费即可入住社区
- 保险计划: 泰康乐享新生活养老年金保险(分红型)和泰康悦享中华 A 款高端医疗保险(消费型)

终极关怀

- 全球首创“旅游+纪念园”的商业模式 泰康在传承中华民族千年生命文化的基础上, 以“重置国人生死观”为己任, 为人们提供终极关怀的服务与产品, 全球首创“旅游+纪念园”的商业模式,
- 打造终极关怀服务平台“爱佑汇”, 提供《生前契约》和生命礼仪服务。 目前拥有北京九公山长城纪念林、广东罗浮净土人文纪念园、湖北仙鹤湖湿地园、杭州径山竹茶园等项目。同时, 打造终极关怀服务平台“爱佑汇”, 提供《生前契约》和生命礼仪服务。

资料来源: 泰康之家官网, 中国银河证券研究院

(二) 税延优惠收益测算: 投保人+保险行业

历经十年, 税延养老险产品正式落地。政策红利释放, 为投保人带来多少税收优惠? 为保险行业带来多少增量保费空间? 对险企价值有何影响? 为了对这些问题进行量化测度, 我们设定模型进行分析。

1、投保人: 到期最高税收优惠达 162000 元, 激发消费活力

我们假定投保人 30 岁开始缴纳保费, 60 岁退休, 缴费期限 30 年; 账户收益率按照 4.8% 收益率测算; 到期一次性领取, 按照 7.5% (75%*10%) 缴税。

测算结果如下表所示:

(1) 月度最高税收优惠 450 元, 30 年到期最高税收优惠 162000 元。当税前月薪达到 80000 元以上, 税率为 45% 时, 月税收优惠额达到最大 450 元, 30 年到期最高税收优惠 162000 元。

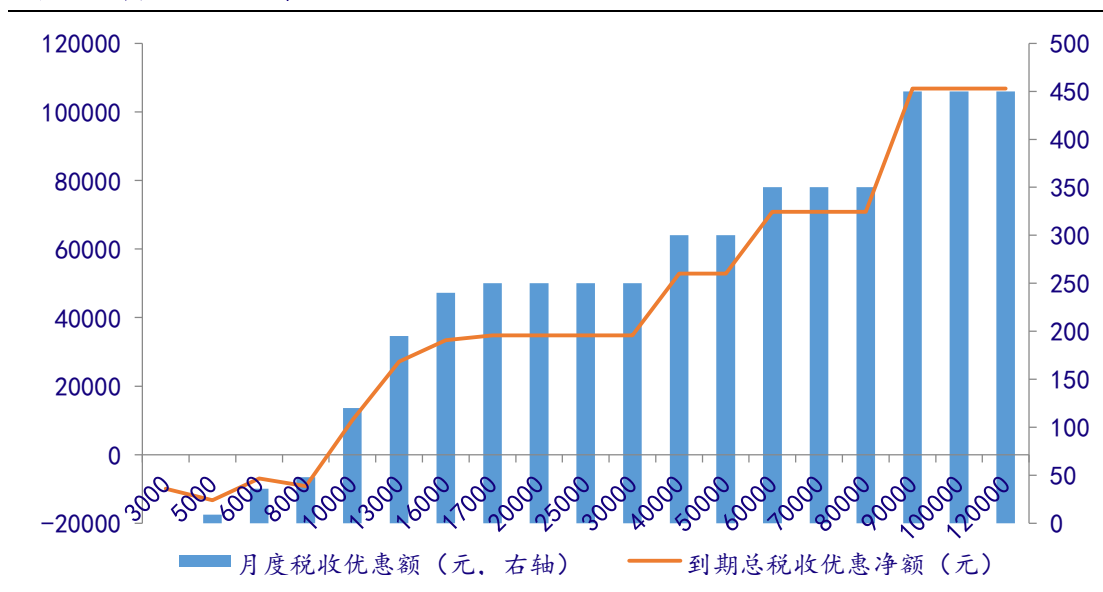
(2) 对中高收入人群吸引力高于低收入者, 随着收入提升, 税收优惠力度提高。当税前工资 8000 元时, 30 年税收优惠额 17280 元, 领取时一次交税 26489 元, 总税收优惠净额为负值-9209 元。当税前工资高于 8000 元时, 由于税率提高, 总税收优惠净额转负为正, 且随着税前工资的增长而增加; 当税前工资高于 83500 时, 税率达到最高级 45%, 总税收优惠净额达到最大值 106814 元, 不再增加。

表 6: 税延优惠额度测算

适用税率	税前月薪	月缴保费	月税收优惠额	30 年税收优惠额	到期账户累计价值	领取时缴税	总税收优惠净额
0%	3000	180	0	0	132446	9933	-9933
3%	5000	300	9	3240	220744	16556	-13316
10%	6000	360	36	12960	264893	19867	-6907
10%	8000	480	48	17280	353190	26489	-9209
20%	10000	600	120	43200	441488	33112	10088
25%	13000	780	195	70200	573934	43045	27155
25%	16000	960	240	86400	706381	52979	33421
25%	17000	1000	250	90000	735813	55186	34814
25%	20000	1000	250	90000	735813	55186	34814
25%	25000	1000	250	90000	735813	55186	34814
25%	30000	1000	250	90000	735813	55186	34814
30%	40000	1000	300	108000	735813	55186	52814
30%	50000	1000	300	108000	735813	55186	52814
35%	60000	1000	350	126000	735813	55186	70814
35%	70000	1000	350	126000	735813	55186	70814
35%	80000	1000	350	126000	735813	55186	70814
45%	90000	1000	450	162000	735813	55186	106814
45%	100000	1000	450	162000	735813	55186	106814
45%	120000	1000	450	162000	735813	55186	106814

资料来源: 中国银河证券研究院

图 28: 到期总税收优惠净额



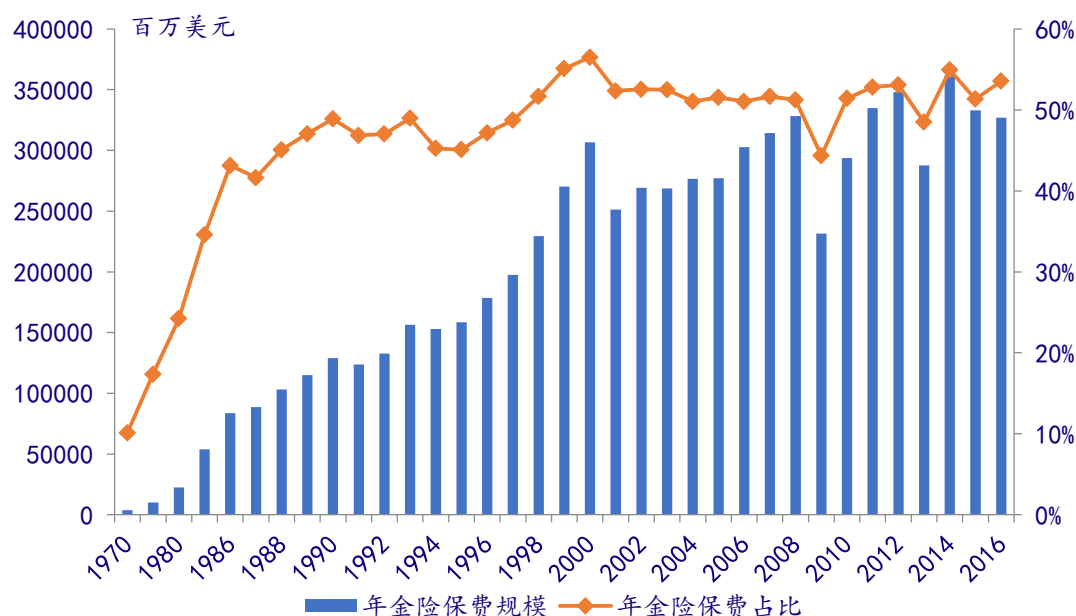
资料来源: 中国银河证券研究院

2、保险行业：税延优惠有望为行业带来千亿增量保费空间

相较前期的税优健康险政策，税优养老险优惠力度提升，对消费者吸引力提升，有助缓解年金险销售难题，提升保费收入，助推价值增长。

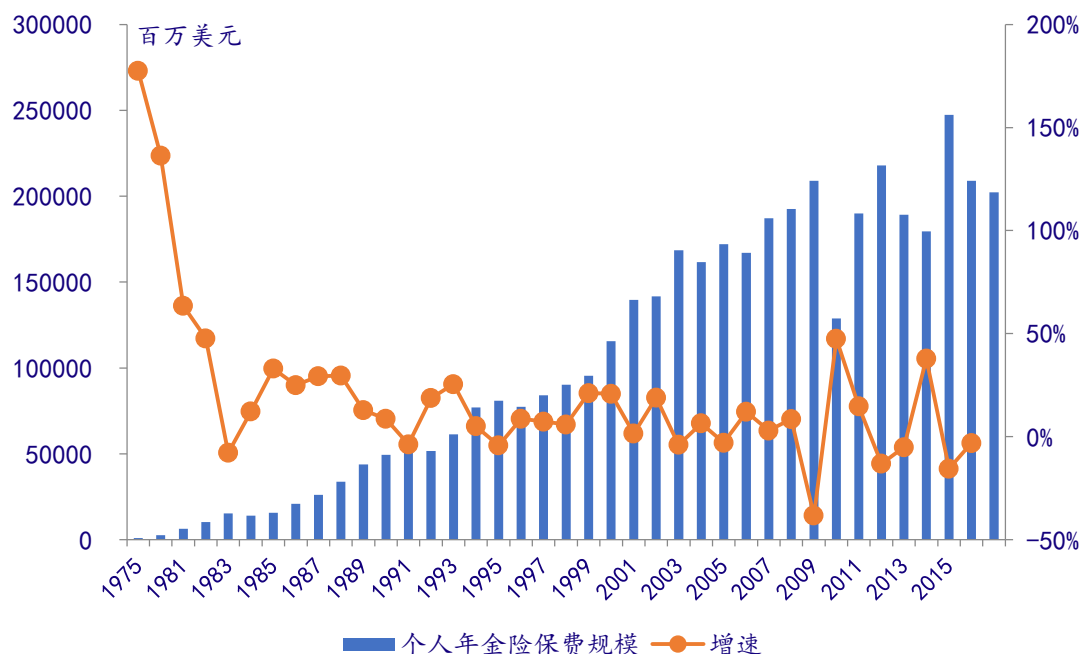
从国际上来看，税优政策的发布，对年金险销售具有较大激励作用。美国自 1974 年颁布 IRA 后，年金险保费规模激增，从 1970 年的 37.21 亿美元增长至 2016 年的 3267.95 亿美元，占比从 10.12% 增长至 53.56%。其中，个人年金险规模从 1970 年的 9.60 亿美元增长至 2016 年的 2023.12 亿美元，年均复合增长率 12.34%；团体年金险规模从 1977 年的 104.22 亿美元增长至 2016 年的 1244.84 亿美元，年均复合增长率 6.57%。

图 29：美国年金险规模及占比



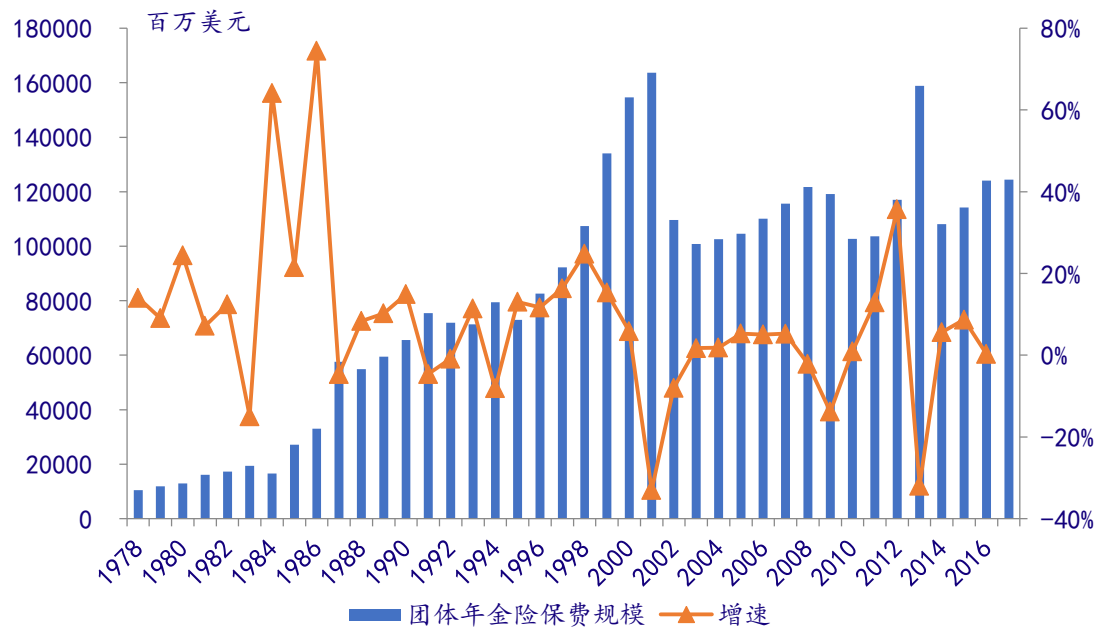
资料来源：ACLI，中国银河证券研究院

图 30: 美国个人年金险规模



资料来源: ACLI, 中国银河证券研究院

图 31: 美国团体年金险规模



资料来源: ACLI, 中国银河证券研究院

为了测算个税递延商业养老险政策能对保险行业带来多少增量保费，我们假设参数，在悲观、中性、乐观假设下，进行模型测度，如表 7 所示。

从表中可以看出，在悲观、中性、乐观假设下，待试点在全国范围铺开，新增保费规

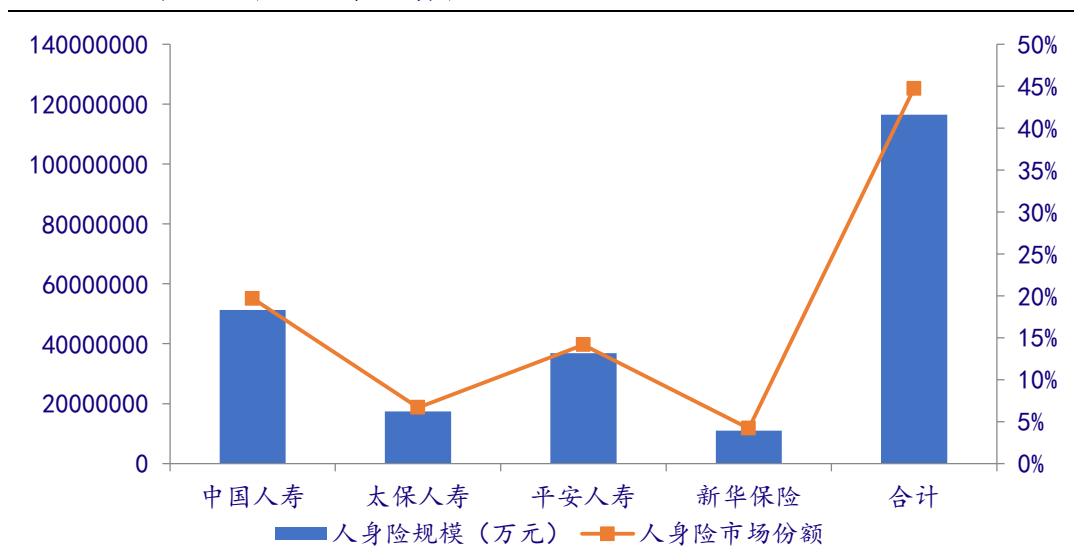
模达 648 亿元/1080 亿元/1800 亿元，占 2017 年寿险保费收入比重 2.49%/4.15%/6.91%；上市险企新业务价值增量合计达 58 亿元/111 亿元/201 亿元，占 2017 年四大险企新业务价值总量的比重为 3%/7%/12%。

表 7：行业保费增速测算

	悲观	中性	乐观
个税递延年保费额度(元)	7200	9000	12000
纳税人口（万人）	3000	3000	3000
参与率	30%	40%	50%
新增保费规模（亿元）	648	1080	1800
2017 年寿险公司原保险保费收入（亿元）	26039.55	26039.55	26039.55
新增保费占比	2.49%	4.15%	6.91%
四大上市险企寿险市场份额	45%	45%	45%
四大险企新业务价值增量（亿元）	58	111	201
2017 年四大险企新业务价值总量（亿元）	1663	1663	1663
新业务价值增量占比	3%	7%	12%

资料来源：中国银河证券研究院

图 32：2017 年四大上市险企人身险保费市场份额

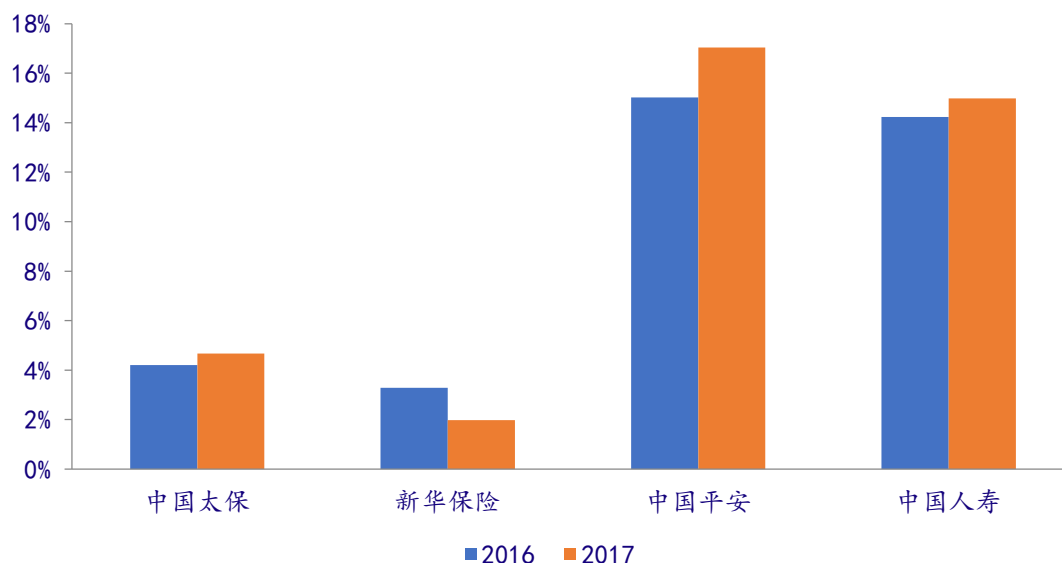


资料来源：中国银河证券研究院

3、大险企有望抢先受益政策试点，集中度有望提升

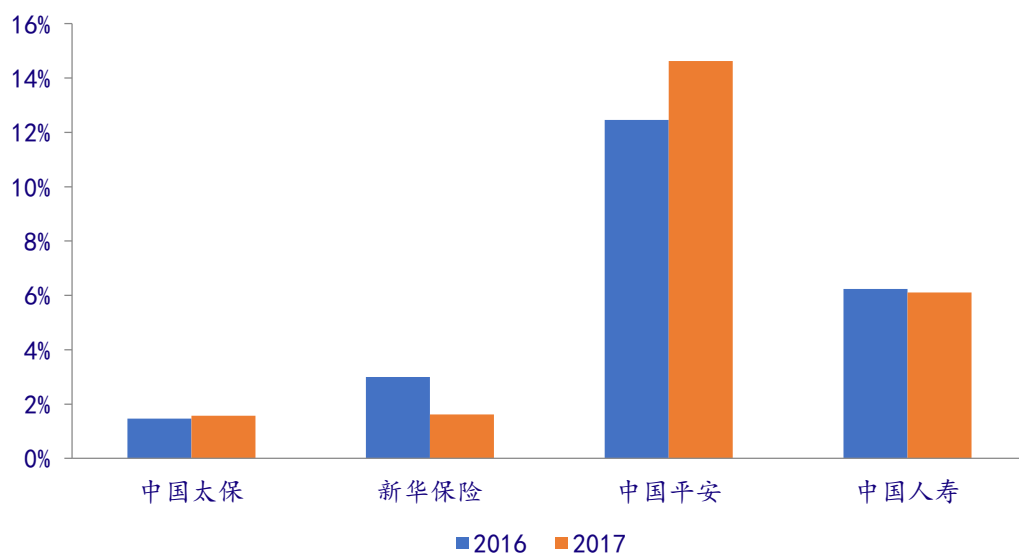
2017 年四大上市险企在上海、福建、苏州三个试点地区市场份额合计达 41.08%，或将利用自身现有优势，抢占先机，集中度有望持续提升。

图 33: 试点地区四大上市险企人身险市场份额



资料来源: 中国银河证券研究院

图 34: 上海市四大上市险企人身险市场份额



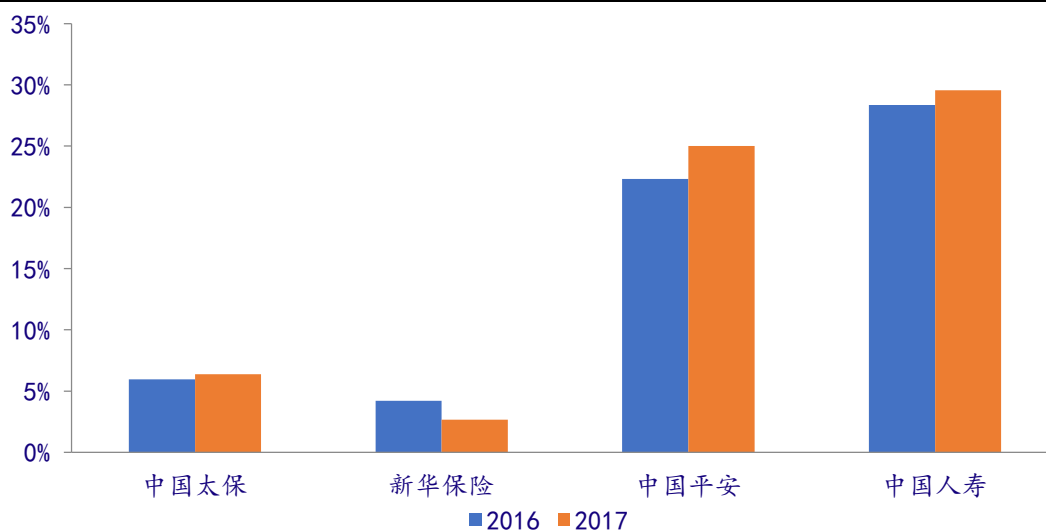
资料来源: 中国银保监会上海监管局, 中国银河证券研究院

图 35: 苏州市四大上市险企人身险市场份额



资料来源: 中国银保监会江苏监管局苏州分局, 中国银河证券研究院

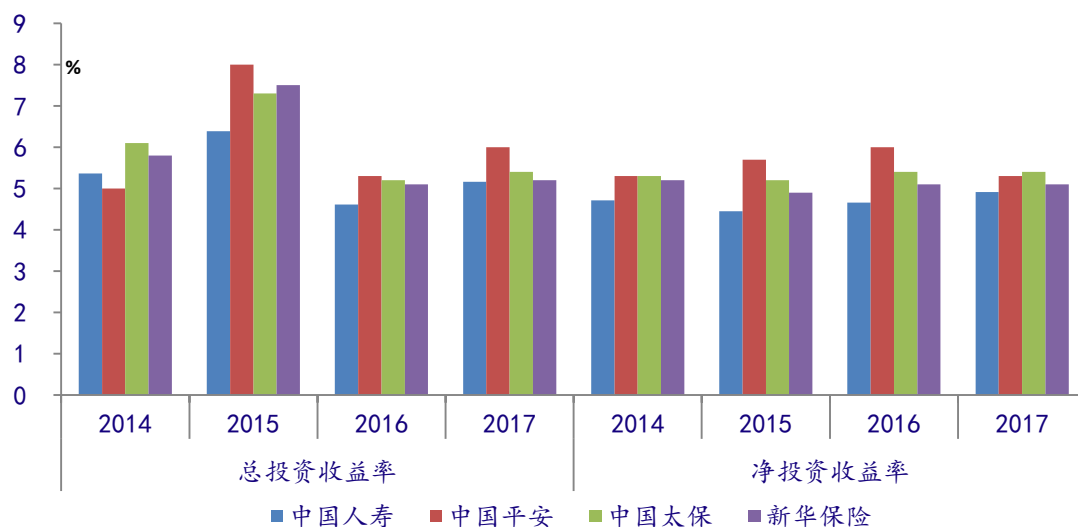
图 36: 福建省四大上市险企人身险市场份额



资料来源: 中国银保监会福建监管局, 中国银河证券研究院

相比于中小险企, 上市险企坚持长期投资和价值投资, 能够确保养老产品投资稳健增长。2017 年, 四大上市险企的平均总投资收益率为 5.44%, 平均净投资收益率为 5.18%。合理的资金运用和优异的投资管理能力能够确保个人商业养老金账户的安全, 实现资产稳健增长。

图 37：2017 年四大上市险企投资收益率情况





资料来源：Wind，中国银河证券研究院


4、上市险企积极布局个税递延养老险


税延养老险细则出台后，中国太保、中国人寿和中国平安先后推出相关产品，其中中国太保签发了首单个税递延型商业养老保险保单，标志着试点的正式落地。与监管规则相一致，中国太保的个税递延养老险产品具有收益稳健、终身领取、长期锁定和精算平衡四大特点，同时在收益风险水平、产品切换和养老金领取方式上具备一定灵活性，以满足不同客户需求。在保障层面，中国太保的税延产品除了提供监管规定的一次性给予外，还支付产品账户价值的 5% 作为额外保险金，进一步提升产品的保障功能。


表 8：中国太保个人税收递延型养老金保险（2018 版）

监管审批，符合政策要求	产品全面，适应不同风险偏好客户	灵活配置，满足不同需求
<p>体现“收益稳健、长期锁定、终身领取、精算平衡”原则</p> <p>收益稳健： 确保养老金安全稳健增值，有效防范投资风险</p> <p>终身领取： 提供保证退还账户价值的终身领取及 15 年、20 年、25 年长期领取等方式</p> <p>长期锁定： 区别于短期投资的用途，确保资金用于长期养老目的</p> <p>精算平衡： 科学合理确定不同领取方式下养老年金的领取金额</p>	 <p>A款 收益确定型 年保证利率 3.5% 按月结算 稳健型</p> <p>B1款 收益保底型 年保证利率 2.5%，实际结算利率将不低于保证利率 按月结算 平衡型</p> <p>B2款 收益保底型 年保证利率 2.5%，视投资情况再加分红 按季度结算 平衡型</p> <p>C款 收益浮动型 随对应资产价值变动而变动 按日结算 进取型</p>	<p>A款、B1款、B2款、C款</p> <p>➢ 可选择购买一款或几款</p> <p>➢ 四款不同产品之间可相互转换</p> 
提供额外保障	养老年金领取“我做主”	

60周岁前身故或身体全残（且尚未领取养老金），可获得一次性给付及额外保险金




 **额外保险金：**
产品账户价值的5%（无需缴税）

 **一次性给付：**
产品账户价值扣除对应应纳税款

* 60周岁后身故或身体全残（且尚未领取养老金），将一次性给付当时的产品账户价值，并扣除对应应纳税款

到达退休年龄后，客户可自由选择：

- 确定何时开始领取
- 终身领取或15年、20年、25年长期领取
- 领取方式可选月领、年领
- 退休后如不领取，养老账户价值可继续积累
- 开始领取养老金前可申请变更养老金领取方式

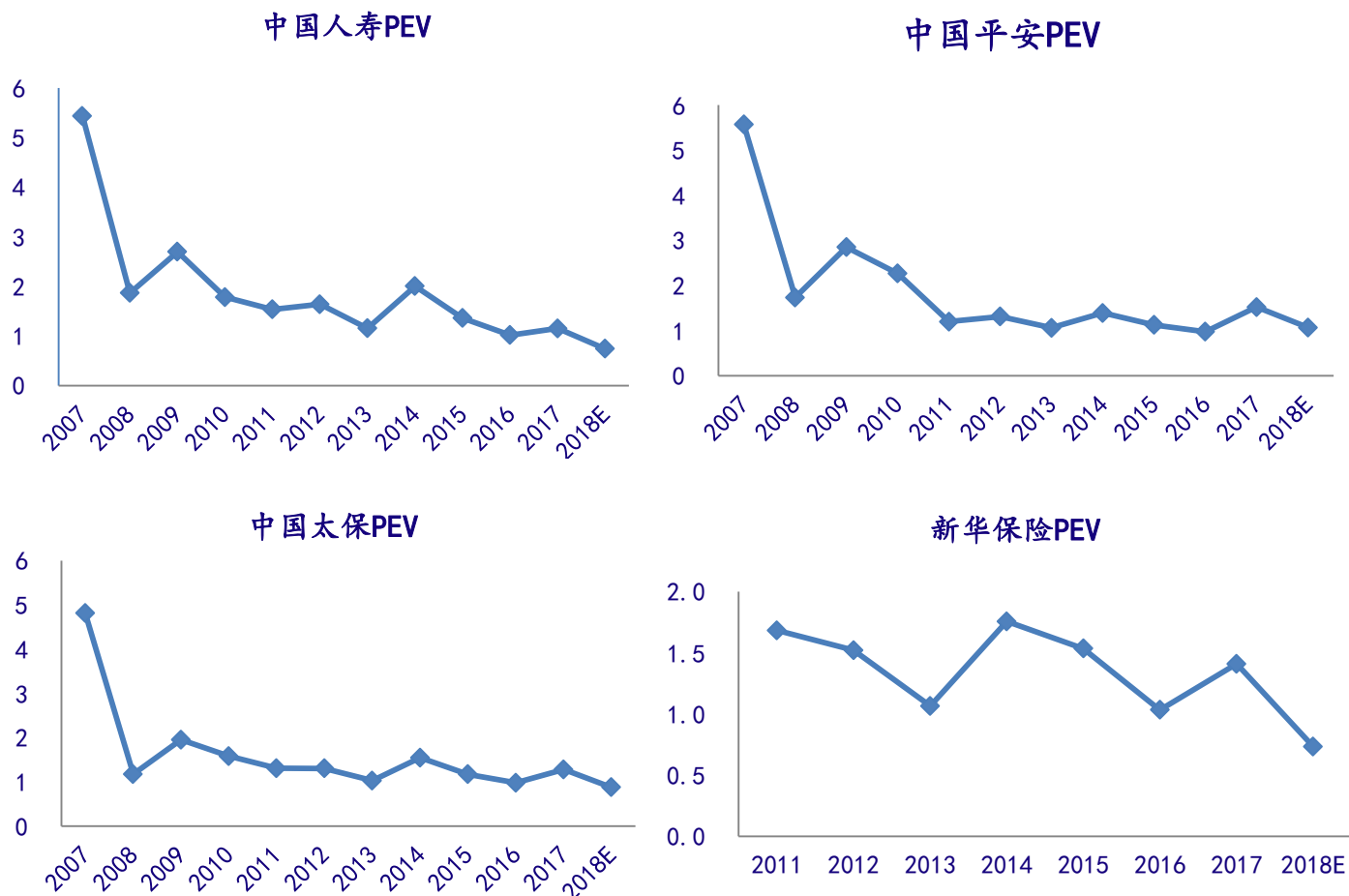


资料来源：中国太保投资者关系微信号，中国银河证券研究院

五、投资建议及估值

上市险企总保费继续改善，四大上市险企 1-7 月累计实现保费收入 11289.58 亿元，较去年同期增长 12.40%。考虑到去年前高后低的销售情况，下半年销售压力缓解，保单销售回暖趋势或将延续。同时，险企调整产品销售策略，保障类产品发力，有助价值增长。近期长债收益率上行，推动险企投资收益边际改善。当前四大上市险企 2018 年 P/EV 均值 0.86 倍左右，估值不贵，性价比较高，建议关注板块长期配置价值。个股方面，推荐顺序为：中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿。

图 38：四大上市险企估值情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

六、风险提示

监管收紧，保单销售不及预期。

插图目录

图 1: 2007—2016 年老年人口系数和老年人口抚养比	3
图 2: 2007-2016 人口死亡率变化 (%)	4
图 3: 人均预期寿命	4
图 4: 中国与发达国家进入老龄化社会 (老年人口系数: 7%-14%) 时间对比	5
图 5: 2008-2017 年三大支柱收入及占比	6
图 6: 中美三大支柱对比	6
图 7: 基本养老保险收支以及累计结余	7
图 8: 2015 年六大省份城镇职工收支差额	7
图 9: 2016 年九大省份可支付月数	8
图 10: 2008-2016 年中国基本养老金替代率 (%)	8
图 11: 2016 年 OECD 国家基本养老金替代率 (%)	9
图 12: 2017 年东、中、西部地区企业年金分布情况	10
图 13: 第三支柱在养老体系中的收入占比	11
图 14: IRA 账户资产总额及占比	11
图 15: IRA 年投资限额变化	13
图 16: 保险业政策支持	17
图 17: 2016 年中国、美国、日本及英国保险深度及密度	17
图 18: 四个方面推进商业养老保险发展	18
图 19: 商业养老保险资金运用监管规划	18
图 20: 个税递延养老险政策演变	19
图 21: 险企获批个税递延牌照情况	20
图 22: 2018 年一季度养老险公司商业养老险原保费收入情况	21
图 23: 中国平安好福利 APP	22
图 24: 中国太保税延养老计算器及相关技术运用	23
图 25: 2018 年一季度养老险公司企业年金缴费及投资管理规模	23
图 26: 2018 年一季度养老险公司养老保障缴费及委托管理情况	24
图 27: 养老产业链	25
图 28: 到期总税收优惠净额	28
图 29: 美国年金险规模及占比	29
图 30: 美国个人年金险规模	29
图 31: 美国团体年金险规模	30
图 32: 2017 年四大上市险企人身险保费市场份额	31
图 33: 试点地区四大上市险企人身险市场份额	32
图 34: 上海市四大上市险企人身险市场份额	32
图 35: 苏州市四大上市险企人身险市场份额	33
图 36: 福建省四大上市险企人身险市场份额	33
图 37: 2017 年四大上市险企投资收益率情况	34
图 38: 四大上市险企估值情况	36

表 格 目 录

表 1: 德国主流私人养老险计划比较.....	14
表 2: 瑞士私人养老险制度.....	15
表 3: 美国、德国和瑞士养老体系对比.....	16
表 4: 领先险企养老社区.....	26
表 5: 泰康之家养老服务体系.....	26
表 6: 税延优惠额度测算.....	28
表 7: 行业保费增速测算.....	31
表 8: 中国太保个人税收递延型养老金保险（2018 版）.....	34

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

武平平，非银行金融行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚 薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王 婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn