

股票专题分析报告

股票投资策略报告

本报告的主要看点：

1. 对社保费率进行了国际比较，指出我国社保费率偏高的两个原因。
2. 回顾了德国和新加坡改革社保制度的历史经验。
3. 对我国降低社保费率进行了空间上的测算。
4. 提出四种可能的政策组合。

降费率的国际经验与空间测算

基本结论

- **一、社保费率的国际比较。**如果不考虑实际征收率，我国的社保费率处于偏高的位置。偏高的原因主要有 2 点：1、人口老龄化造成养老保险支出增加；2、1997 年建立个人账户时，大量已经退休或者接近退休的人没有缴纳过养老保险，但同样享受着养老福利，这部分转轨成本同样由养老金承担。
- **二、降低费率的国际经验。**德国的社会保险模式、面临的宏观环境与我国十分接近，对我国的借鉴意义很大。德国 1957 年建立起现收现付制的社会保险制度，由于石油危机、人口老龄化、两德统一等原因，使得德国社会保险入不敷出难以维持。为此，德国从 20 世纪 90 年代便开始进行了改革，主要的改革措施包括：1992 年养老保险改革、2001 年李斯特养老金计划、2003 年颁布《法定医疗保险现代化法》、2004 年颁布《法定养老保险可持续发展法》和《劳动力市场改革法》、2007 年颁布《法定养老保险退休年龄调整法》和《法定疾病保险——强化竞争法》。在以上政策的铺垫下，社会保险亏空的状态得到了明显的改善，这给费率的下调打开了空间。从 2012 年开始，德国开始逐步降低养老保险缴费率，到 2015 年，养老保险缴费率降到了 18.7%。得益于未雨绸缪的改革，德国经济在金融危机和欧债危机期间表现优异，财政赤字和公共债务始终维持在较低水平。新加坡采用的是中央公积金制度，与我国的制度并不相同。从 80 年代开始，为了控制经济过热，政府大幅提高公积金比例，将一部分消费基金转化为积累基金；1985 年，经济开始下滑，政府又大规模削减公积金比例，在降低费率的刺激下，新加坡很快走出了经济下滑。总结德国和新加坡社会保险改革的经验，可以发现降低社会保险费率确实可以促进经济恢复发展，但是社保改革并不是简单降低费率便可以，需要诸多配套措施相配合。
- **三、降低费率的空间测算。**1、养老保险。（1）我国目前的养老保险费率为 28%，其中企业 20%、个人 8%；（2）养老保险缴费率的下限大致为 16.5%，这个下限可以保证老龄人口在恩格尔系数基础上的最低生活水平；（3）企业养老费率降低至 12% 便可以完全对冲掉从严征收带来的不利影响。2、医疗保险。（1）我国目前的医疗保险费率为 12%，其中企业 10%、个人 2%；（2）医疗保险缴费率的下限大致为 7.5%，这个下限可以保证人们的基本医疗需求；（3）企业医疗费率降低至 7% 便可以完全对冲掉从严征收带来的不利影响。3、模型的不足之处主要有四点：（1）模型测算的仅为最大空间，实际操作中应该比以上比例更高些；（2）模型对企业成本的测算可能偏高，从严征缴对企业成本的影响实际上应该不足 2 万亿；（3）模型没有考虑划转国有资本充实社保基金、降低公积金缴费比例等政策；（4）模型是基于 2017 年数据进行的静态预测，没有对未来进行足够的动态分析。
- **四、可能的四种政策组合。**为了完全对冲掉对企业的不利影响，有四种可能的政策组合：（1）企业的养老保险费率由 20% 降低至 12%、医疗保险费率由 10% 降低至 7%，个人社保费率变动的可能性不大；（2）增值税率由 16% 降低至 10%，由于从严征收社保，每年可以节省超过 8000 亿元的财政补贴，这也为增值税的下调打开了空间；（3）企业所得税率从 25% 降至 10%，同时也可能对中小企业进行定向降税；（4）在实际操作中，更有可能是以上三种政策结合使用。
- **风险因素：**各国统计口径不一致带来结论错误、模型对数据的测算可能出现高估、模型测算的仅为最大空间、没有考虑划转国有资本充实社保基金和降低公积金缴费比例等政策、没有考虑社保税前抵扣

李立峰 分析师 SAC 执业编号：S1130515040001
 (8621)60230231
 lilifeng@gjzq.com.cn

姚世泽 联系人
 yaoshize@gjzq.com.cn

內容目錄

一、社保費率的國際比較.....	4
1、全球主要國家的社保費率.....	4
2、全球社保費率的分布特點.....	5
(1) 分地區來看，歐洲的社會保險費率最高.....	5
(2) 分經濟發達程度看，發達國家遠高於發展中國家.....	5
(3) 分費率區間看，大部分國家的企業費率小於 20%.....	5
3、我國的社保費率處於偏高的位置.....	6
4、我國社保費率偏高的原因.....	6
二、降低費率的國際經驗.....	7
1、社會保險制度對經濟的影響.....	7
(1) 社會保險的自動穩定器機制.....	7
(2) 社會保險的制度改革.....	7
2、德國：在調整相關機制的基礎上，降低社保費率.....	7
(1) 改革社會保險的背景.....	7
(2) 改革社會保險的過程.....	9
(3) 改革社會保險的效果.....	10
3、新加坡：主動降低費率應對經濟衰退.....	11
4、經驗總結.....	12
三、降低費率的空間測算.....	12
1、養老保險.....	12
(1) 減費空間測算.....	12
(2) 減費能否覆蓋掉從嚴徵收帶來的成本？.....	15
(3) 測算結論：最大有 11.5%的空間，其中企業費率需從 20%降至 12%.....	15
2、醫療保險.....	16
(1) 減費空間測算.....	16
(2) 減費能否覆蓋掉從嚴徵收帶來的成本？.....	17
(3) 測算結論：最大有 4.5%的空間，其中企業費率需從 10%降至 7%.....	17
3、模型的不足之處.....	18
四、可能的四種政策組合.....	19
1、企業養老保險費率降至 12%、醫療保險費率降至 7%.....	19
2、增值稅率從 16%降至 10%，社保費率保持不變.....	19
3、企業所得稅率從 25%降至 10%，社保費率保持不變.....	19
4、社保費率、增值稅率、企業所得稅率結合使用.....	20

图表目录

图表 1: 全球主要国家的社保费率.....	4
图表 2: 分地区来看, 欧洲的社会保险费率最高.....	5
图表 3: 分费率区间看, 大部分国家的企业费率小于 20%.....	5
图表 4: 我国养老保险实缴规模.....	6
图表 5: 2017 年各类社会保险实缴规模占比.....	6
图表 6: 养老保险费率与 65 岁以上人口占比存在一定相关关系.....	6
图表 7: 德国经济在石油危机和两德统一后出现下滑.....	8
图表 8: 德国人口老龄化现象严重.....	8
图表 9: 1970—2012 年德国社会保险缴费率的变化 (%).....	8
图表 10: 德国的 (社会保险缴费+税收)/GDP 显著偏高.....	8
图表 11: 德国从 2012 年开始降低养老保险费率.....	10
图表 12: 2010 年主要欧洲国家实际 GDP 增速.....	10
图表 13: 2010 年主要欧洲国家失业率.....	10
图表 14: 德国实际 GDP 增速在 2010 年创新高.....	11
图表 15: 德国失业率屡创新低.....	11
图表 16: 欧洲国家中央政府债务总额占 GDP 比重.....	11
图表 17: 欧洲国家财政盈余/赤字占 GDP 比重.....	11
图表 18: 新加坡公积金费率的两阶段.....	12
图表 19: 我国现行的社会保险费率.....	12
图表 20: 养老保险缴费率上下限.....	13
图表 21: 养老保险历年征收率.....	14
图表 22: 主要机构对我国人口老龄化的预测.....	14
图表 23: 养老保险每年的收入与支出.....	15
图表 24: 财政对养老保险的补贴.....	15
图表 25: 养老保险降低费率的 _{最大空间及影响}	15
图表 26: 医疗保险缴费率下限.....	16
图表 27: 医疗保险历年征收率.....	17
图表 28: 医疗保险每年的收入与支出.....	17
图表 29: 财政对医疗保险的补贴.....	17
图表 30: 医疗保险降低费率的 _{最大空间及影响}	18
图表 31: 政策组合一: 企业养老费率降至 12%、医疗费率降至 7%.....	19
图表 32: 政策组合二: 增值税率从 16%降至 10%, 社保费率保持不变.....	19
图表 33: 政策组合三: 企业所得税率从 25%降至 10%, 社保费率保持不变.....	19
图表 34: 企业社保费用增加额占利润总额比例变化.....	20

一、社保費率的國際比較

1、全球主要國家的社保費率

- 我們根據國際勞工組織等機構發布的公開數據，對世界主要國家和地區的基本養老、醫療和失業這三項社會保險繳費費率進行整理，結果如圖表 1 所示。

圖表 1：全球主要國家的社保費率

國家	養老		醫療		失業		三項合計	
	雇員	雇主	雇員	雇主	雇員	雇主	雇員	雇主(↓)
葡萄牙	11	23.75	11	23.75	5.22	5.22	27.22	52.72
西班牙	4.7	23.6	4.7	23.6	1.55	5.5	10.95	52.7
匈牙利	9.5	24	4	11	1.5	3	22	38
法國	6.65	8.3	0.75	12.8	2.4	4	9.9	35.1
捷克	6.5	21.5	4.4	9	0.4	1.2	11.3	31.7
中國	8	20	2	10	0.5	1	10.5	31
哥倫比亞	3.88	11.63	4	8	0	8.3	7.88	27.93
意大利	8.89	23.81	0	2.68/0.46	0	1.61	8.89	28.1/25.88
俄羅斯	0	20-26	自由選擇	3.6	0	0	0	23.6-29.6
阿根廷	11	12.71	0	7.2	0	1.11	11	21.02
德國	9.95	9.95	7	7	1.65	1.65	20.6	21
埃及	10	15	1	4	0	2	11	21
瑞典	7	10.21	0	8.86	0	承擔全部費用	7	20.92
希臘	6.67	13.33	2.15	4.3	1.33	2.67	10.15	20.3
巴西	9	20	0	和養老一併	0	0	9	20
愛爾蘭	4	10.75	4	8.5/10.57	和養老一併	和養老一併	8	19.25/21.5
奧地利	10.25	12.55	3.95/3.75	3.55/3.75	3	3	17.2/17	19.1/19.3
芬蘭	4.1	16.8	0.77	2.06	0	0	5.17	18.86
保加利亞	8.8	13.2	2.1	3.9	0.4	0.6	11.3	17.7
新加坡	20	14.5	約 3-4	約 3-4			23-24	17.5-18.5
比利時	7.5	8.86	3.55	3.8	0.87	1.46	11.92	14.12
挪威	7.8	14.1	和養老一併	和養老一併	和養老一併	和養老一併	7.8	14.1
越南	5	11	1	2	1	1	7	14
盧森堡	8	8	5.05	5.05	自由選擇	0	13.05	13.05
英國	11	12.8	0	法定疾病現金	和養老一併	和養老一併	11	12.8
日本	7.67	7.67	3.658	4.736	0.6	0.9	11.955	12.306
澳大利亞	自由選擇	9	1.5	0	0	0	1.5	9
加拿大	4.95	4.95	0	1-4.5	1.8	2.52	6.75	8.47-11.97
美國	6.2	6.2	1.45	1.45	0	6.2	7.65	8.45
印度	12	3.67	1.75	4.75	和醫療一併	和醫療一併	13.75	8.42
菲律賓	3.33	7.07	1.25	1.25			4.58	8.32
韓國	4.5	4.5	2.105	2.105	0.45	1.3	7.055	7.905
墨西哥	1.13	5.15	0	0.7	0	承擔全部費用	1.13	6.9
荷蘭	17.9	5.65	6.5	0	3.5	1.02	27.9	6.67
中國台灣	3.9	4.55	0	0.27	0.2	0.7	4.1	5.52
冰島	0	5.34	0	0	0	和養老一併	0	5.34
瑞士	4.2	4.2	自由選擇	0	1	1	5.2	5.2
泰國	3	3	1.5	1.5	0.5	0.5	5	5
智利	12.55	1.3	0	0.95-3.4	0.6	2.4	13.15	4.65-7.1

來源：蘇中興，基本養老保險費率：國際比較、現實困境與改革方向[J]，中國人民大學學報，2016，V30(1):20-27、國金證券研究所，單位：%

- 需要特别注意的是，制度设计上的不同使得各国之间的统计口径存在差异，可能使得以上的统计产生误差。例如：1、加拿大、新西兰、澳大利亚等国家的基础养老金是普惠性质，由一般税收进行融资，不需要参保者缴费；2、许多英联邦国家实行国民卫生服务体系（NHS），由一般税收为所有国民提供免费医疗服务，不需要缴纳医疗保险费用；3、我国退休职工不需要缴纳社保费用，抬高了在职职工的社会保险费率，但国外许多国家退休职工却需要缴纳社保费用等。

2、全球社保费率的分布特点

（1）分地区来看，欧洲的社会保险费率最高

- 分地区看，欧洲的社会保险费率最高，平均费率为 32.87%，其中雇主承担的费率为 21.51%。美洲的社会保险费率最低，平均费率为 16.17%，其中雇主承担的费率为 10.93%，仅为欧洲的一半左右。
- 美洲与欧洲同为经济发达地区，但社保出现了巨大差异，这与两地所实行的社保制度不同有关。欧洲实行福利型的社会保障模式，实行“从摇篮到坟墓”的全方位社会保障；美国社会保障制度并不是全民式，而是仅针对需要社会帮助的弱势群体，政府只提供基本保障；拉丁美洲主要实行的是个人账户制，保险费完全由个人缴纳，缴费比例和社保覆盖率都比较低。

图表 2：分地区来看，欧洲的社会保险费率最高

地区	国家或地区数（个）	平均社会保险费率（%）	平均雇主费率（%）
欧洲	45	32.87	21.51
亚太	48	20.26	13.06
美洲	36	16.17	10.93
非洲	46	19.02	11.13
全球	175	22.17	14.27

来源：美国社会保障署与国际社会保障协会联合出版的《Social Security Programs Throughout the World》、国金证券研究所

（2）分经济发达程度看，发达国家远高于发展中国家

- 许多发展中国家的社会保险体系还不健全，社会保险总费率在 10% 以下的基本都是发展中国家；发达国家的社保费率总体高于发展中国家，但内部差异较大，欧洲国家较高，北美和亚洲较低。

（3）分费率区间看，大部分国家的企业费率小于 20%

- 分费率区间来看，社会保险总费率在 10% 及以下的国家有 22 个，占 12.57%；社会保险总费率高于 10%、小于等于 20% 的国家有 68 个，占 38.86%；社会保险总费率高于 20%、小于等于 30% 的国家有 37 个，占 21.14%；社会保险总费率高于 30%、小于等于 40% 的国家有 36 个，占 20.57%；社会保险总费率高于 40% 的国家有 12 个，占 6.86%。

图表 3：分费率区间看，大部分国家的企业费率小于 20%

费率区间	社会保险费率		雇主费率	
	国家个数	所占比例（%）	国家个数	所占比例（%）
≤10%	22	12.57	68	38.86
(10%, 20%]	68	38.86	65	37.14
(20%, 30%]	37	21.14	30	17.14
(30%, 40%]	36	20.57	12	6.86
>40%	12	6.86	0	0

来源：美国社会保障署与国际社会保障协会联合出版的《Social Security Programs Throughout the World》、国金证券研究所

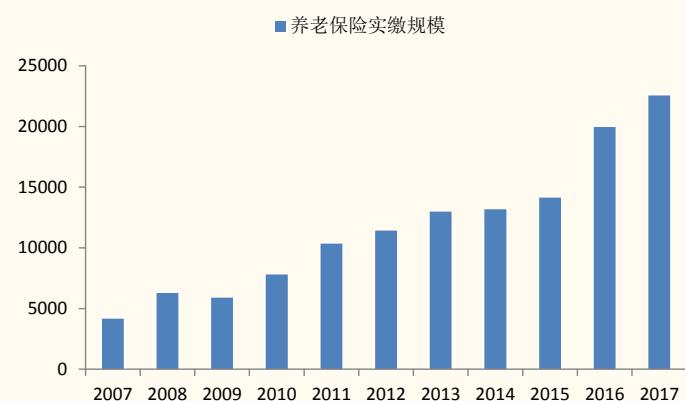
3、我国的社保费率处于偏高的位置

- 在图表 1 中，如果不考虑实际征收率，仅从费率的角度看，我国社保费率排名第 8 位；从雇主费率的角度看，我国社保费率排名第 6 位。排名我国之前的葡萄牙、西班牙、匈牙利、法国、捷克均为实行福利型社会保障制度的欧洲国家。可以发现，我国企业所面临的社保负担确实偏高，这也是造成许多企业不缴或者少缴的重要原因。

4、我国社保费率偏高的原因

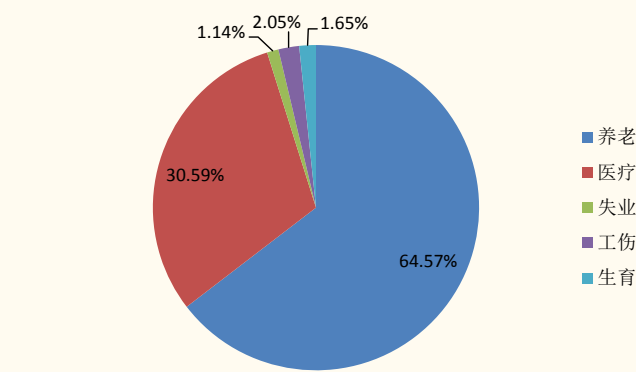
- 我国社保费率偏高的最主要原因在于养老保险。2017 年，在我国全部 5 项社保实缴规模中，养老保险的规模占比将近 65%。

图表 4：我国养老保险实缴规模



来源：根据人社部数据测算、国金证券研究所，单位：亿元

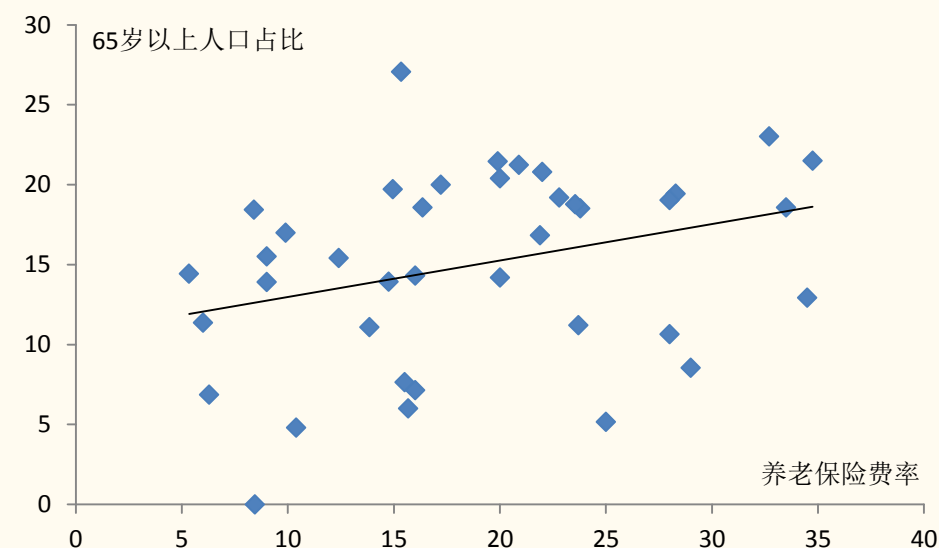
图表 5：2017 年各类社会保险实缴规模占比



来源：根据人社部数据测算、国金证券研究所

- 人口老龄化被认为是养老保险费率偏高的原因。我们对图表 1 的 39 个国家进行分析，发现 65 岁以上人口占比与养老保险费率之间确实存在一定的正相关关系。

图表 6：养老保险费率与 65 岁以上人口占比存在一定相关关系



来源：Wind、国金证券研究所，单位：%

- 除此之外，养老保险制度设计所产生的转轨成本也是重要原因。1997 年，我国进行了养老金制度的改革，在继续实行“现收现付制”的同时，建立起了个人退休账户，并实行“老人”老办法、“新人”新办法、“中人”过渡办法。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

渡法，即 1997 年之前退休的职工，不用建立个人账户，便可以获得国家的养老保险；1997 年之前参加工作之后退休的职工，国家支付部分养老金，其余部分从个人账户获得；1997 年之后参加工作的职工，养老金则全部来自于个人账户。因此，“老人”没有个人账户的积累，“中人”在进入新制度前同样没有个人账户的积累，当他们退休时也需要支付一笔退休金，这实际上就形成了一种隐性债务，这部分债务也由养老保险基金来进行支付。

- 简单讲，1997 年建立个人账户时，大量已经退休或者接近退休的人从来没有缴纳过养老保险，但同样享受着养老保险的福利。这就是制度设计所产生的转轨成本，这部分成本同样由养老基金承担。

二、降低费率的国际经验

1、社会保险制度对经济的影响

(1) 社会保险的自动稳定器机制

- 社会保险可以担当起经济的自动稳定器，可以一定程度上自动平抑经济周期的波动。作用机制主要有以下三条：**1、调节社会总需求**。当经济出现衰退时，失业人数增加，政府的失业救济和社会福利支出增加，这可以抑制可支配收入的下降，进而抑制消费需求的下降；**2、保证劳动力再生产**。当劳动者丧失经济收入或劳动能力后，社会保险可以保障劳动者及家庭的基本生活，保证劳动力再生产进程不中断；**3、完善资本市场**。社保基金的投资运作可以作为宏观调控的一种手段，熨平经济周期波动。

(2) 社会保险的制度改革

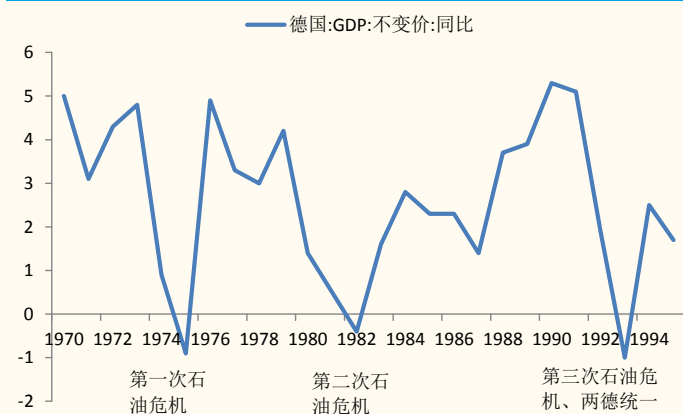
- 社会保险制度的改革也可以平抑经济波动，主要机制有两条：**1、社保模式改革**。将社会保险制度进行完全的变动，如从待遇确定型改为缴费确定型、从现收现付制改为基金积累制等；**2、社保要素改革**。在保证原有框架不变的情况下，仅改变部分要素，如退休年龄、缴费基数、缴费率、制度外资金来源等。从国外的实践来看，改革社保要素是比较普遍采用的一种做法，其中德国和新加坡是典型国家。

2、德国：在调整相关机制的基础上，降低社保费率

(1) 改革社会保险的背景

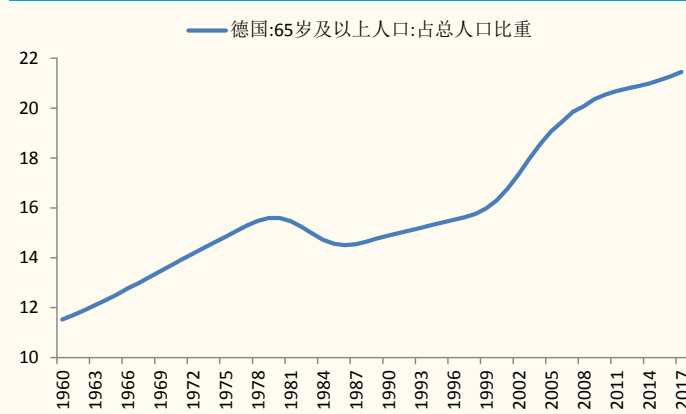
- 德国是世界上第一个引进现代社会保险制度的国家。在“铁血宰相”俾斯麦当政时期，德国先后于 1883、1884 和 1889 年颁布了《疾病保险法》、《工伤事故保险法》和《养老和伤残社会保险法》，开始实施国家统一的社会保险制度。
- 1957 年，德国的社会保险制度开始实行现收现付制。到了 80 年代末期，社会保障支出占 GDP 的比重从 20 世纪 70 年代的 10% 攀升到 80 年代的 30% 左右，社会保险已经处于入不敷出难以维持的状态。
- 造成社会保险入不敷出的主要原因有三点：**1、德国经济在石油危机后出现了严重的下滑**，社会保险的收入增速下降，同时政府还需支付大量的失业保险；**2、人口老龄化加剧了社保的负担**，日益降低的出生率和不断延长的寿命使得德国成为老龄人口程度最高的国家之一，老龄人口加剧了养老保险和医疗保险的负担；**3、两德统一增加了社保体系的支出**。80 年代东部地区由于经济转型，大批企业倒闭，失业率激增，到 1990 年两德统一之时，东部地区有 150 万人要靠救济金生活。同时，东部地区的老年人口也需要养老保险来维持生活，这使得失业保险和养老保险支出急剧膨胀，德国西部每年需向东部转移几百亿马克，占东部社保总收入的 20% 之多。

图表 7：德国经济在石油危机和两德统一后出现下滑



来源：Wind、国金证券研究所，单位：%

图表 8：德国人口老龄化现象严重



来源：Wind、国金证券研究所，单位：%

- 为了应对社会保险的入不敷出，德国政府采取了 2 点措施。首先，提高缴费率，1970 年社会保险的缴费率为 26.5%，到 1990 年，总缴费率提高到了 35.6%；其次，动用财政税收弥补社保缺口，为解决法定养老保险的收支缺口，科尔政府将增值税由 15% 提高到 16%，施罗德政府开征生态税（包括 4 芬尼/公升的燃油税、2 芬尼/千瓦时的电力税等）。

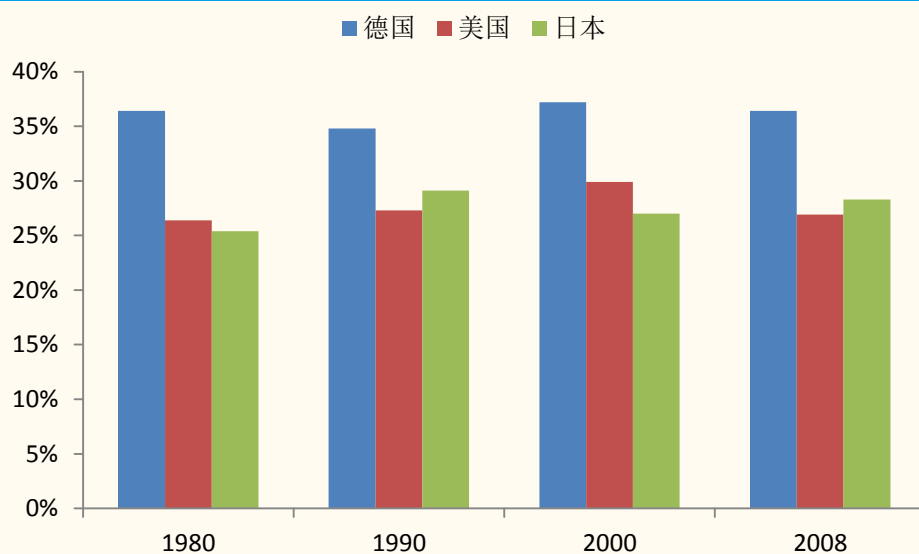
图表 9：1970—2012 年德国社会保险缴费率的变化 (%)

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012
总缴费率	26.5	30.4	32.4	35.1	35.6	39.3	41.1	41.9	39.6	40.4	40.1
养老保险	17	18	18	19.2	18.7	18.6	19.3	19.5	19.9	19.9	19.6
医疗保险	8.2	10.4	11.4	11.8	12.6	13.2	13.6	14.2	14.9	15.5	15.5
失业保险	1.3	2	3	4.1	4.3	6.5	6.5	6.5	2.8	3	3
护理保险	—	—	—	—	—	1	1.7	1.7	1.95	1.95	1.95

来源：Sozialpolitik aktuell in Deutschland、国金证券研究所

- 用（社会保险缴费+税收）/GDP 来衡量，德国 1980、1990、2000 以及 2008 年的水平分别为 36.4%、34.8%、37.2%、36.4%，远超美国和日本。其中美国同期的水平分别为 26.4%、27.3%、29.9%、26.9%，日本同期的水平分别为 25.4%、29.1%、27%、28.3%。

图表 10：德国的（社会保险缴费+税收）/GDP 显著偏高



来源：Institut der Deutschen Wirtschaft Koeln, Deutschland in Zahlen 2010, s. 139.、国金证券研究所

- 由此，德国经济陷入了一个恶性循环：“社保缺口增加→提高缴费率、动用财政税收→投资下降→经济增长降低→社保缺口更大”。

(2) 改革社会保险的过程

- 为了解决这个恶性循环，德国从 20 世纪 90 年代便开始进行了改革。

■ (1) 1992 年养老保险改革

- 改革措施主要有两点：1、引入“提前退休调整因子”，如果在正常退休年龄之前退休，每月养老金将缩减，这实际上延迟了实际退休年龄；2、将养老金的缴费基数由毛工资改为净工资。

■ (2) 2001 年李斯特养老金计划

- 改革措施包括三点：1、建立企业补充养老金和私人养老金，并对投保企业给予税收优惠和政府补贴，多层次保障退休人员的待遇水平。自此德国开始建立起多层次养老保险体系，第一层次是法定养老保险，第二层次是企业辅助养老金，第三层次是个人自愿养老金；2、设定一个养老金待遇调整的“敏感因子”，控制养老金由于通胀、工资的变化而变化的幅度；3、以法律形式规定养老保险缴费率的上限和养老金替代率的下限，养老保险缴费率在 2020 年前不得超过 20%、2030 年前不得超过 22%，养老金替代率在 2030 年前不得低于 67%、总替代率不得低于 46%。

■ (3) 2003 年医疗保险改革

- 在德国医保体系中，法定医疗保险机构占据垄断地位，覆盖人群近九成，私人医保只占一成的份额。**2003 年，德国颁布《法定医疗保险现代化法》，主要措施包括两点：**1、取消病假补贴、缩小医保覆盖范围、患者自我承担部分医疗和医药费；2、提高医疗、医保机构间的竞争力度。

■ (4) 2004 年养老保险改革

- **2004 年，德国颁布《法定养老保险可持续发展法》，改革的核心措施为：**在养老金计算公式中加入“可持续发展因子”，如果养老金领取人数/参保缴费人数增加，那么每个老年人所能领到的养老金将下降。

■ (5) 2004 年劳动力市场改革

- **2004 年，德国开始实行《劳动力市场改革法》，主要措施有以下几点：**1、缩小解雇保护的范围，降低企业解雇员工的法律与时间成本；2、提倡灵活就业、鼓励自我创业并提供财政补贴支持；3、改革失业救济，降低失业保险的救济金额并缩短领取时间，并取消与原工资水平之间的挂钩；4、政府相关部门加强职业介绍和劳动力市场培训。

■ (6) 2007 年提高退休年龄

- **2007 年，德国颁布《法定养老保险退休年龄调整法》，从 2012 年起至 2029 年逐渐将退休年龄从 65 岁延长到 67 岁，改善养老保险缴费人群和养老金领取人群的比例。**

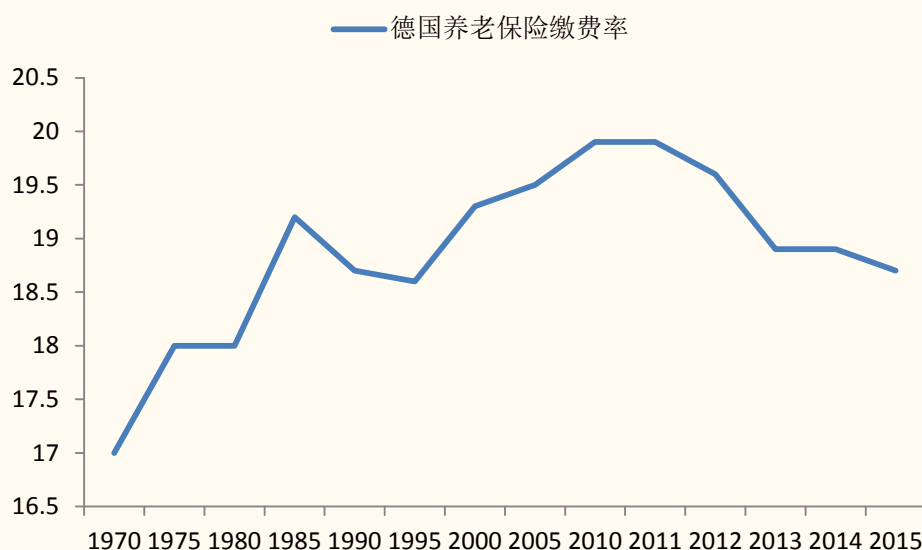
■ (7) 2007 年医疗保险改革

- 2007 年默克尔颁布并实施《法定疾病保险——强化竞争法》，主要措施有四点：1、开放法定、私人医保机构间和各自内部的竞争；2、逐步实施全民医保，规定任何公民必须参加法定或私人医保；3、打破原先把门诊和住院分割开来的弊端，允许医院提供原来只允许私人提供的门诊服务；4、改革医保筹资方式，引进统一缴费率的卫生基金。

■ (8) 2012 年开始，降低养老保险缴费率

- 得益于前期的政策铺垫，社会保险亏空的状态得到了明显的改善，这给费率的下调打开了空间。从 2012 年开始，德国开始逐步降低养老保险缴费率，到 2015 年，养老保险缴费率降到了 18.7%。

图表 11：德国从 2012 年开始降低养老保险费率

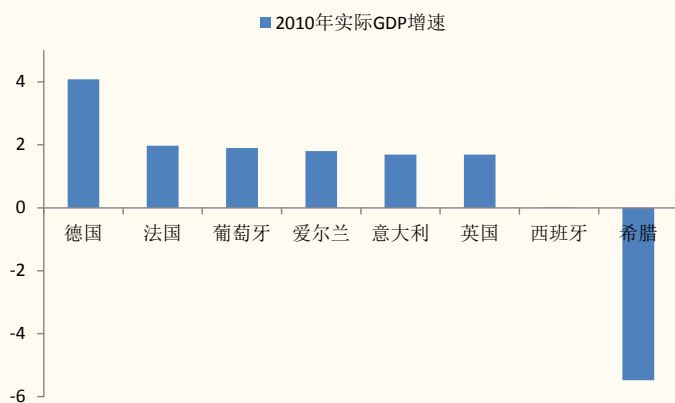


来源：2012 年之前数据来源于 Sozialpolitik aktuell in Deutschland，2012 年之后数据来源于德国联邦社会保险办公室、国金证券研究所，单位：%

(3) 改革社会保险的效果

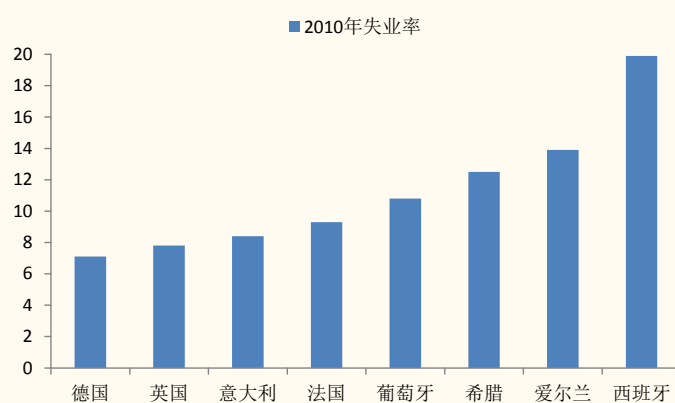
- 得益于未雨绸缪的改革，在 2008 年的金融危机及之后的欧债危机中，德国经济一枝独秀，各项宏观经济指标表现优异。2010 年德国实际 GDP 增速与失业率均排在欧洲主要国家最前面。2010 年实际 4.1% 的增长率是两德统一以来表现最好的，失业率数据更是屡创新低。

图表 12：2010 年主要欧洲国家实际 GDP 增速



来源：Wind、国金证券研究所，单位：%

图表 13：2010 年主要欧洲国家失业率



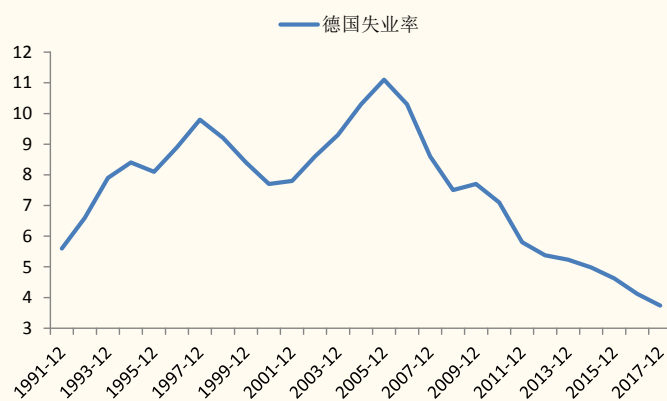
来源：Wind、国金证券研究所，单位：%

图表 14：德国实际 GDP 增速在 2010 年创新高



来源：Wind、国金证券研究所，单位：%

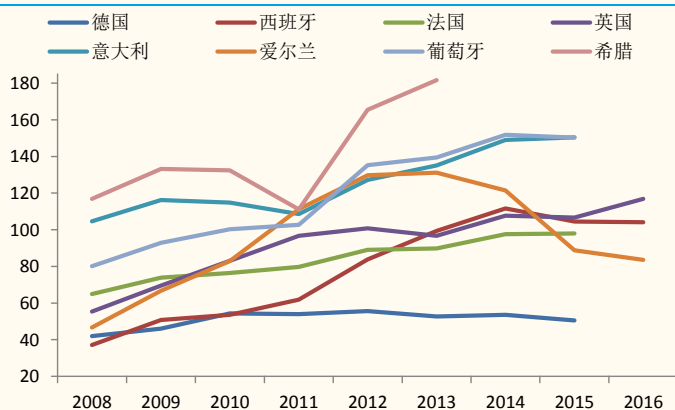
图表 15：德国失业率屡创新低



来源：Wind、国金证券研究所，单位：%

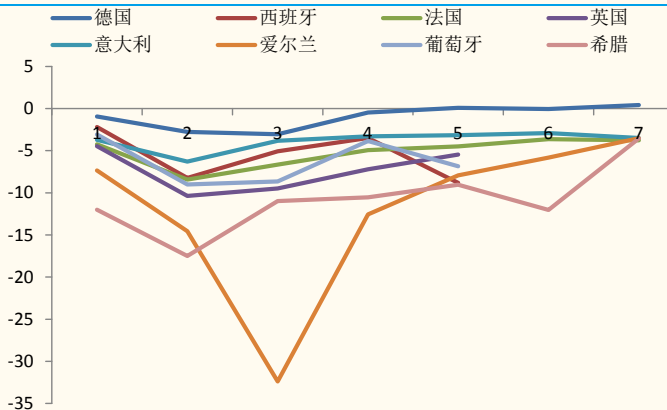
- 另外，相比较债务危机中其他国家的财政赤字和政府债务，德国的情况要好很多，财政赤字和公共债务始终维持在较低水平，不得不说这和德国在危机以前未雨绸缪的社保体制改革有很大关系。

图表 16：欧洲国家中央政府债务总额占 GDP 比重



来源：Wind、国金证券研究所，单位：%

图表 17：欧洲国家财政盈余/赤字占 GDP 比重

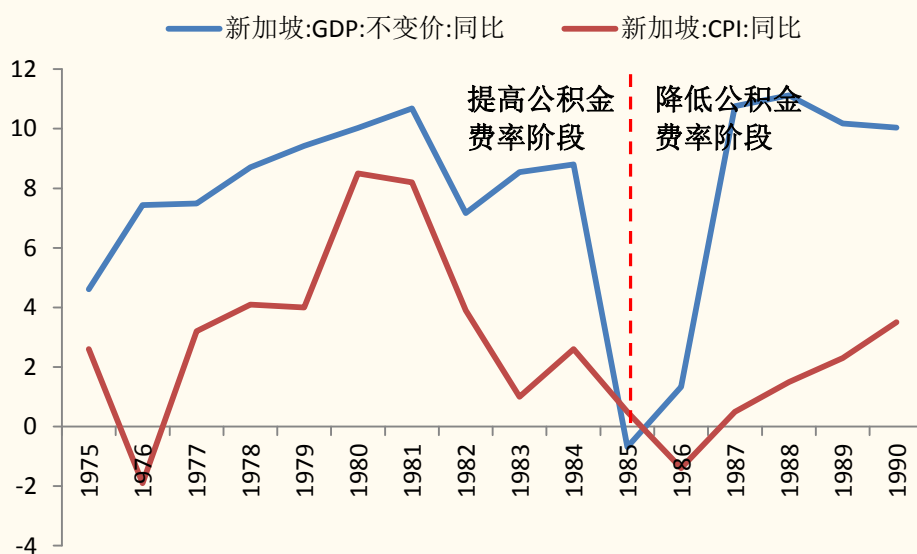


来源：Wind、国金证券研究所，单位：%

3、新加坡：主动降低费率应对经济衰退

- 德国的社会保险模式、面临的宏观环境与我国十分接近，对我国的借鉴意义更大。而新加坡采用的是中央公积金制度，与我国的制度并不相同，因此这一部分我们简要叙述。
- 新加坡于 1955 年开始实施中央公积金制度，最开始仅包含养老，后来陆续加入住房、医疗等。1955 年，个人缴纳的公积金为 5%；70 年代调整为企业缴纳 8%、个人缴纳 10%；1980 年企业缴纳 20.5%，个人 18%；1984 年企业缴纳 25%，个人缴纳 25%。公积金缴费比例增长如此之快的原因是，新加坡政府利用公积金将一部分消费基金转化为积累基金，控制经济过热的趋势。
- 1985 年，新加坡经济开始下滑，公积金的高费率无法持续。1986 年新加坡政府将企业缴费率从 25%下调到 10%，减少企业负担 50 亿元。从 1988 年开始，新加坡政府每年下调个人公积金缴费率 1 个百分点，到 1990 年降为 22%。在降低费率的刺激下，新加坡很快走出了经济下滑。

图表 18：新加坡公积金费率的两个阶段



来源：Wind、国金证券研究所，单位：%

4、经验总结

- 总结德国和新加坡社会保险改革的经验，我们可以得出以下两个结论：
- 1、在经济下行时期，降低社会保险费率，确实可以减轻企业负担，促进经济的恢复发展；
- 2、但是社保改革并不是简简单单降低费率便可以，需要配合诸多措施，如：调整给付机制、建立多层次保障体系、降低退休年龄、增加财政投入或国有资本划转、改革劳动力市场等。

三、降低费率的空间测算

- 政府既要关注减轻企业负担，又要对劳动者实施有效的保护，这便涉及到一个最低费率的问题。由于养老保险和医疗保险占比最大，所以我们主要来测算养老保险和医疗保险的减费空间有多大。

图表 19：我国现行的社会保险费率

	养老	医疗	失业	工伤	生育
企业缴费率	20.0%	10.0%	1.0%	0.5%	1.0%
职工个人缴费率	8.0%	2.0%	0.5%	0.0%	0.0%

来源：网络公开资料、国金证券研究所

1、养老保险

(1) 减费空间测算

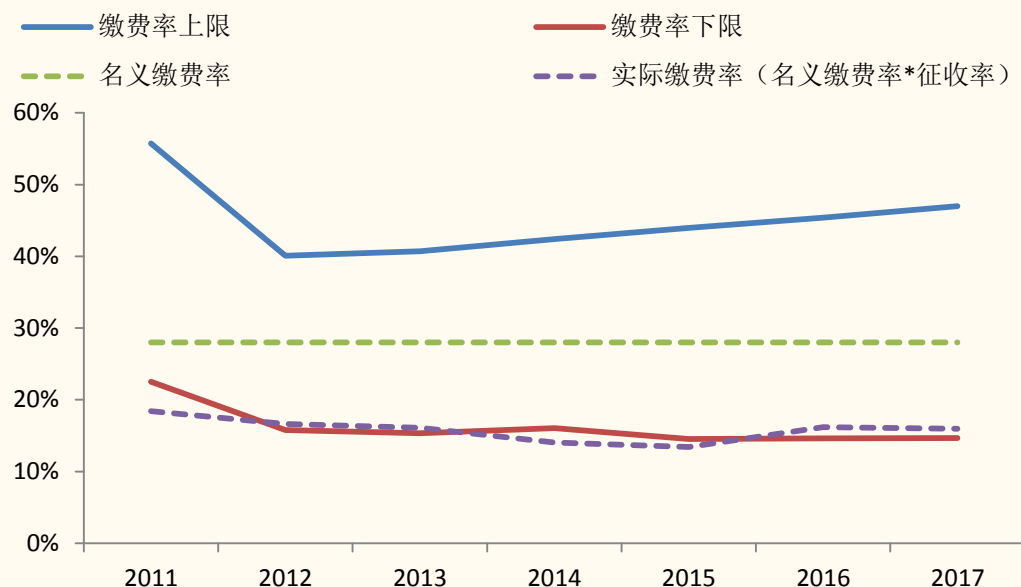
- 按照收支平衡的原则，在保障老人生活水平的基础上，养老保险缴费率的上下限可以用以下两个公式表示：

$$\begin{aligned}\text{养老保险缴费率上限} &= \frac{\text{养老保险收入}}{\text{职工总工资}} = \frac{\text{养老保险支出}}{\text{职工总工资}} \\ &= \frac{60\text{岁以上人口} * \text{职工平均工资}}{\text{职工平均工资} * \text{参保人数}} = \frac{60\text{岁以上人口}}{\text{参保人数}}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{养老保险缴费率下限} &= \frac{\text{养老保险收入}}{\text{职工总工资}} = \frac{\text{养老保险支出}}{\text{职工总工资}} \\ &= \frac{60\text{岁以上人口} * \text{职工平均工资} * \text{恩格尔系数}}{\text{职工平均工资} * \text{参保人数}} \\ &= \frac{60\text{岁以上人口} * \text{恩格尔系数}}{\text{参保人数}}\end{aligned}$$

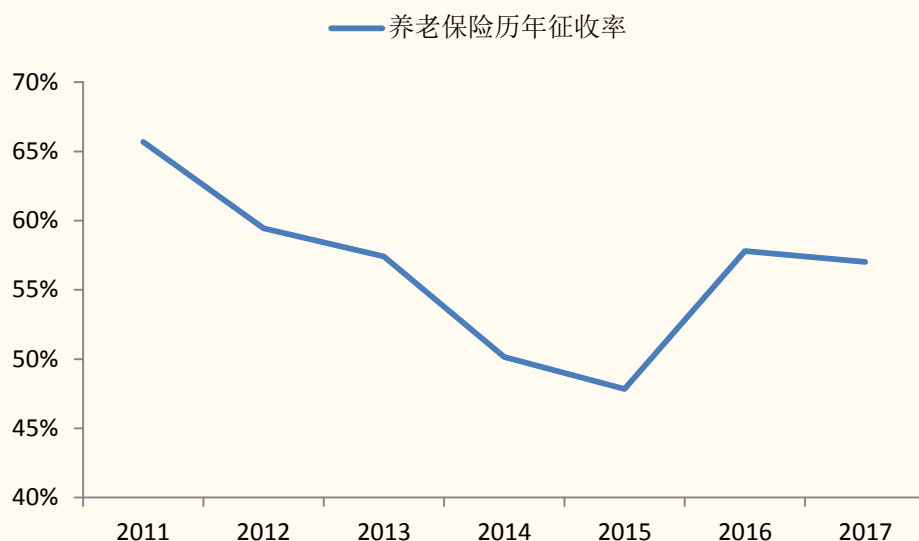
■ 通过以上两个公式，我们计算出从 2011 年至今缴费率的上下限，以及名义缴费率和实际缴费率，如下图所示。可以发现，这几年来我国的养老保险实际缴费率基本在下限附近，也就是说，目前我国对老年人的生活保障仅能满足老年人的最基本生活。

图表 20：养老保险缴费率上下限



来源：根据人社事业发展统计公报、中国劳动统计年鉴数据测算、国金证券研究所

图表 21：养老保险历年征收率



来源：根据人社事业发展统计公报、中国劳动统计年鉴数据测算、国金证券研究所

- 同时我们可以发现，尽管 60 岁以上人口/参保人数在不断上涨，但是恩格尔系数却在降低，这使得下限值基本处于一个比较稳定的状态。
- 参照众多机构对我国人口老龄化的预测，到 2050 年，我国 60 岁以上人口将达到 4.5 亿左右，假设参保人数由目前的 5.13 亿降至 4.5 亿，那么 60 岁以上人口/参保人数将上涨到 1。但是按照我国发展的三步走战略，2050 年达到中等发达国家水平，届时恩格尔系数必然会降低，按照目前发达国家的平均恩格尔系数来计算，2050 年的养老保险费率下限与目前的水平基本相当。换句话说，我国不断上涨的老龄人口对养老保险的压力，可以通过恩格尔系数的降低来对冲。

图表 22：主要机构对我国人口老龄化的预测

机构	预测
联合国经济和社会事务部	2035 年 60 岁以上人口将突破 30%，2050 年将达 36.5%，高于美国等大部分发达国家。
国务院办公厅	2020 年 60 周岁以上老年人口将达到 2.43 亿，2025 年将突破 3 亿，2050 年将达到 4.37 亿。
社科院经济研究所	总人口将在 2025-2035 年达到峰值 14.8 亿左右，65 岁以上老龄人口占比将突破 20%，60 岁以上人口 2030 年预期可以达到 23% 左右。
OECD	总人口将于 2030 年左右达到峰值 14.53 亿人，届时 65 岁以上的老龄人口将达到 2.4 亿人左右，占总人口的比例将达到 16.2%。
社会服务发展统计公报	到 2020 年，老年人口将达到 2.47 亿人，占人口总数 18%；到 2050 年，老年人口达到 4.68 亿，占人口总数 31.20%。
智研咨询	到 2020 年，老年人口达到 2.48 亿，老龄化水平达到 17.17%，其中 80 岁以上老年人口将达到 3067 万人；2025 年，60 岁以上人口将达到 3 亿，成为超老年型国家；预计到 2040 人口老龄化进程达到顶峰。
中国产业信息网	到 2050 年，60 岁以上老年人口达到 4.2 亿人，占比将近 35%。
《中国年龄结构与老龄化》	2050 年老龄人口达到最顶峰，60 岁以上人口超过 4 亿人；2075 年 60 岁以上人口的比重达到最顶峰，占比将近 40%。
《国家应对人口老龄化战略研究总报告》	1999-2022 年，老年人口数量从 1.31 亿增至 2.68 亿，人口老龄化水平从 10.3% 升至 18.5%；2022-2036 年，老年人口数量从 2.68 亿增至 4.23 亿，人口老龄化水平从 18.5% 升至 29.1%；2036-2053 年，老年人口数量从 4.23 亿增至 4.87 亿的峰值，人口老龄化水平从 29.1% 升至 34.8%；2053-2100 年，老年人口增长长期结束，由 4.87 亿减少到 3.83 亿，老龄化水平稳定在 1/3 上下。

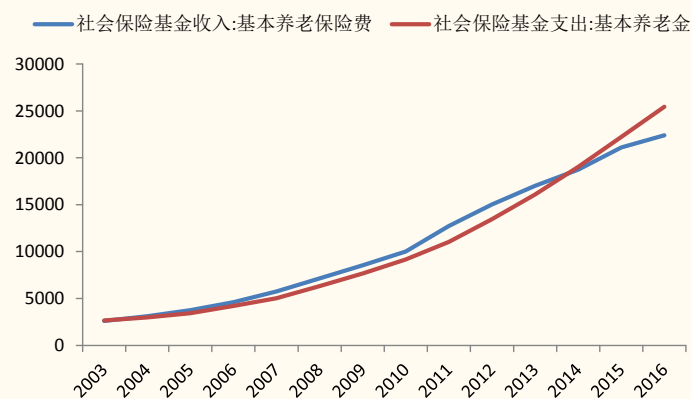
来源：网络公开资料、国金证券研究所

- 因此，在未来的几十年中，养老保险缴费率的下限基本处于一个稳定的状态，大致为 16.5% 左右。目前的缴费率为 28%（企业 20%、个人 8%），有 11.5% 的下调空间。

（2）减费能否覆盖掉从严征收带来的成本？

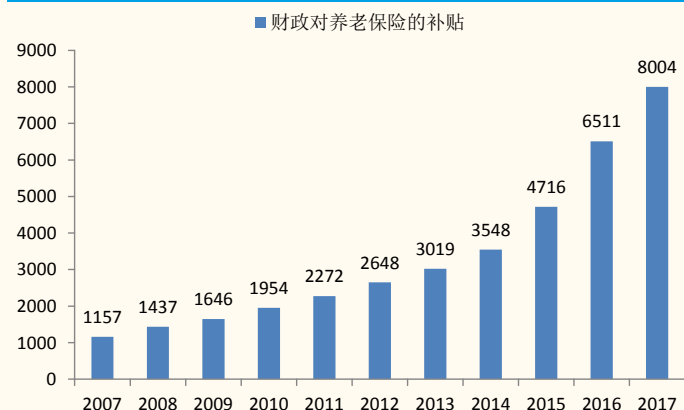
- 根据我们的测算，2017 年养老保险的征收率为 60% 左右，如果从严征收社保，征收率达到 100% 的情况下，将使企业多缴纳 1.48 万亿左右的养老保险。毫无疑问养老保险将实现自给自足，财政对养老保险的补贴也可能结束，因此可以不用考虑财政补贴对养老保险基金收入的影响。

图表 23：养老保险每年的收入与支出



来源：Wind、国金证券研究所，单位：亿元

图表 24：财政对养老保险的补贴



来源：人社事业发展统计公报、中国劳动统计年鉴、国金证券研究所，单位：亿元

- 目前的企业实缴规模为 1.96 万亿，在 60% 的征收率的情况下，企业费率为 20%。若保持该实缴规模不变，在 100% 的征收率的情况下，企业费率需要降低至 12% 才能完全抵消影响。
- 当然，从严征收也会对职工的消费带来不利影响。假定一个职工月工资为 1 万元，那么养老保险需要缴纳 800 元，若按照 60% 的征收率，那么缴纳 480 元，需要补缴的仅为 320 元。这部分影响相对企业而言较小，因此我们不再进行具体的费率测算。

（3）测算结论：最大有 11.5% 的降费空间，其中企业费率需从 20% 降至 12%

- 总结以上得出的结论：
- 1、我国目前的养老保险费率为 28%，其中企业 20%、个人 8%；
- 2、养老保险缴费率的下限大致为 16.5%，这个下限可以保证老龄人口的基本生活水平；
- 3、企业养老费率降低至 12% 便可以完全对冲掉从严征收带来的不利影响。

- 因此，我们可以得出下表：

图表 25：养老保险降低费率的重大空间及影响

企业费率	职工个人费率	总费率	影响
12.0%	4.5%	16.5%	完全对冲从严征缴对企业的不利影响
11.5%	5.0%	16.5%	对企业有利，多减负约 925 亿元
11.0%	5.5%	16.5%	对企业有利，多减负约 1850 亿元
10.5%	6.0%	16.5%	对企业有利，多减负约 2775 亿元
10.0%	6.5%	16.5%	对企业有利，多减负约 3700 亿元

企业费率	职工个人费率	总费率	影响
9.5%	7.0%	16.5%	对企业有利，多减负约 4625 亿元
9.0%	7.5%	16.5%	对企业有利，多减负约 5550 亿元
8.5%	8.0%	16.5%	对企业有利，多减负约 6475 亿元

来源：根据人社事业发展统计公报、中国劳动统计年鉴数据测算、国金证券研究所

2、医疗保险

(1) 减费空间测算

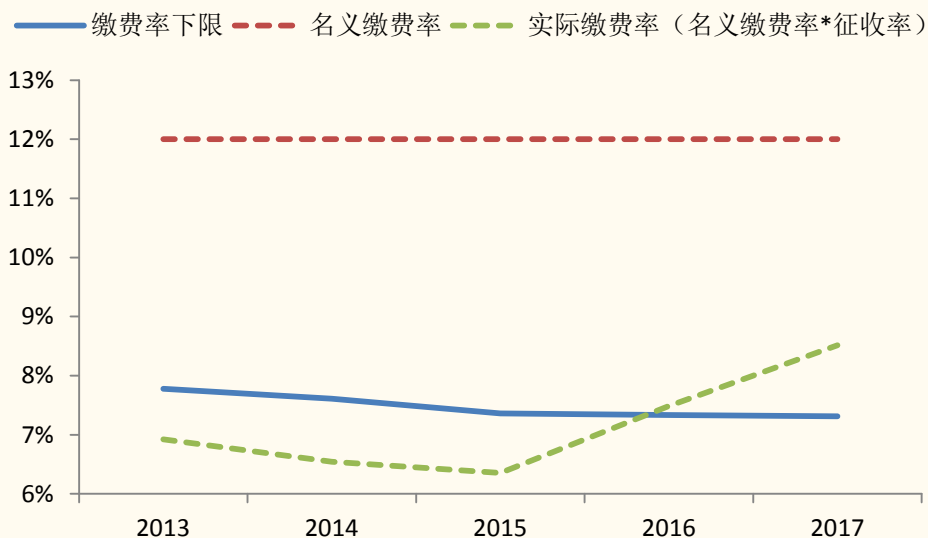
- 按照收支平衡的原则，在保障基本医疗的基础上，医疗保险的下限可以用以下公式表示：

$$\text{医疗保险缴费率下限} = \frac{\text{医疗保险收入}}{\text{职工总工资}} = \frac{\text{医疗保险支出}}{\text{职工总工资}} = \frac{\text{总费用} * \text{医保报销比例}}{\text{职工总工资}}$$

$$= \frac{(\text{次均门诊费用} * \text{门诊诊疗人次} + \text{人均住院费用} * \text{入院人数}) * \text{医保报销比例}}{\text{职工平均工资} * \text{医疗保险参保人数}}$$

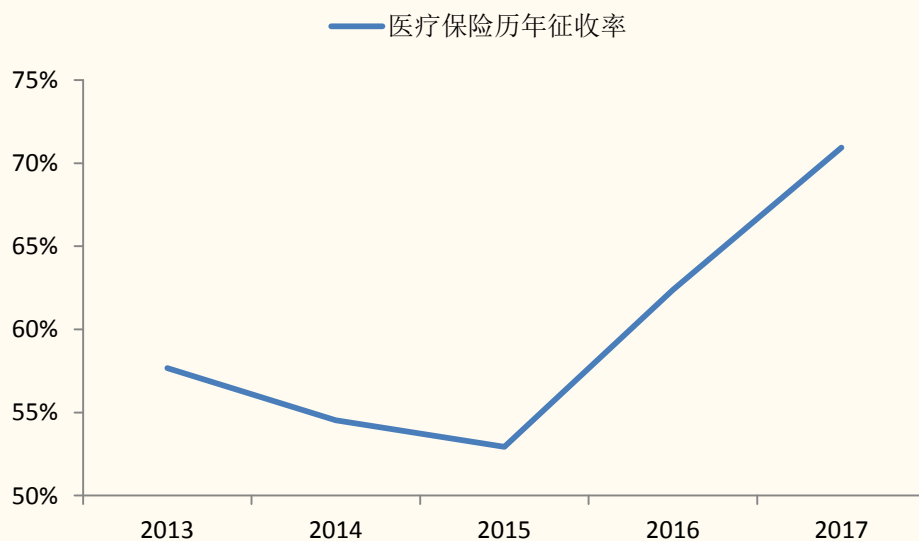
- 其中，医保报销比例按照 60% 进行计算，计算结果如下图所示。可以发现，这几年来我国的医疗保险实际缴费率同样基本在下限附近。

图表 26：医疗保险缴费率下限



来源：根据人社事业发展统计公报、中国劳动统计年鉴数据测算、国金证券研究所

图表 27：医疗保险历年征收率



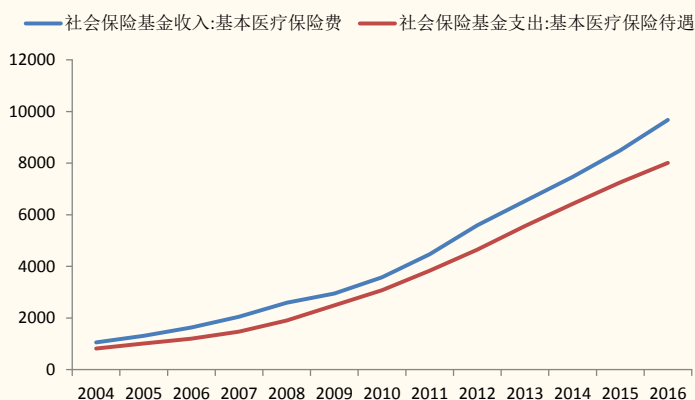
来源：根据人社事业发展统计公报、中国劳动统计年鉴数据测算、国金证券研究所

- 假定医保报销比例保持不变，其余的 6 个变量均在上涨，这使得医疗保险的缴费率下限也具有了稳定性¹，大致在 7.5%左右。目前的最高缴费率为 12%（企业 10%、个人 2%），因此医疗保险有 4.5%左右的下调空间。

（2）减费能否覆盖掉从严征收带来的成本？

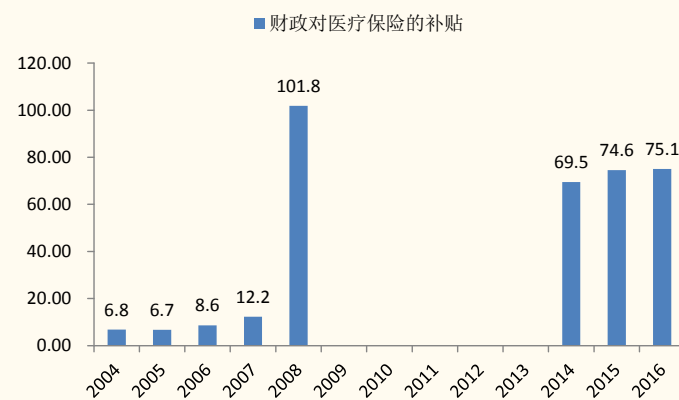
- 根据我们的测算，2017 年医疗社保的征收率为 70%左右，如果从严征收社保，征收率达到 100%的情况下，将使企业多缴纳 3800 亿左右的医疗保险。
- 目前的企业实缴规模为 9300 亿，在 70%的征收率的情况下，费率为 10%。若保持该实缴规模不变，在 100%的征收率的情况下，费率需要降低至 7%才能完全抵消影响。
- 对于职工个人而言，由于缴纳比例仅有 2%，影响非常小，因此我们不再进行具体的费率测算。

图表 28：医疗保险每年的收入与支出



来源：Wind、国金证券研究所，单位：亿元

图表 29：财政对医疗保险的补贴



来源：Wind、国金证券研究所，单位：亿元

（3）测算结论：最大有 4.5%的降费空间，其中企业费率需从 10%降至 7%

¹人口老龄化也可能对医保产生影响，因为老年人的医疗费用普遍较高，模型中没有考虑到这一点。

- 总结以上得出的结论：
- 1、我国目前的医疗保险费率为 12%，其中企业 10%、个人 2%；
- 2、医疗保险缴费率的下限大致为 7.5%，这个下限可以保证人们的基本医疗需求；
- 3、企业医疗费率降低至 7%便可以完全对冲掉从严征收带来的不利影响。

■ 因此，我们可以得出下表：

图表 30：医疗保险降低费率的最大空间及影响

企业费率	职工个人费率	总费率	影响
7.0%	0.5%	7.5%	完全对冲从严征收对企业的不利影响
6.5%	1.0%	7.5%	对企业有利，多减负约 630 亿元
6.0%	1.5%	7.5%	对企业有利，多减负约 1270 亿元
5.5%	2.0%	7.5%	对企业有利，多减负约 1900 亿元

来源：根据人社事业发展统计公报、中国劳动统计年鉴数据测算、国金证券研究所

3、模型的不足之处

- 以上模型的不足之处主要有四点：

(1) 模型测算的仅为最大空间。

- 养老保险缴费率的下限大致为 16.5%，这个下限仅能保证老龄人口在恩格尔系数基础上的最低生活水平，实际操作中应该会比这个比例更高些；医疗保险缴费率的下限大致为 7.5%，这个下限仅能保证人们的基本医疗需求，如果发生疫情，则 7.5%的医保可能完全不够使用，因此实际操作中同样应该会比这个比例更高些。

(2) 模型对企业成本的测算可能偏高。

- 根据我们的测算，社保从严征收后，将使企业多缴纳 2 万亿左右的保险，其中 1.48 万亿为养老保险、0.38 万亿为医疗保险。但是这个数字可能是高估的，首先，不同地区的社保缴纳比例不一致，但是我们统一按照最高缴纳比例来进行测算；其次，超过本市平均工资 300%以上的部分不用缴纳社保，但是我们没有剔除掉这部分。

(3) 模型没有考虑划转国有资本充实社保基金、降低公积金缴费比例等政策。

- 这两项政策均会对社保的降费产生重要影响，而且这两项政策已经开始执行。2017 年 11 月 18 日，国务院印发《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》，决定按照 10%的比例划转部分国有资本充实社保基金，以充分体现基本养老保险代际公平和国有企业发展成果全民共享；2018 年 5 月份，住建部、财政部、央行三部委发布《关于改进住房公积金缴存机制进一步降低企业成本的通知》，将降低企业住房公积金缴存比例政策延长至 2020 年 4 月 30 日，缴纳单位可在公积金缴存比例下限 5%到上限 12%之间自主确定比例，目前已经有很多企业选择 5%的下限来缴存。

(4) 模型是基于 2017 年数据进行的静态预测，并没有对未来进行足够的动态分析。

四、可能的四种政策组合

1、企业养老保险费率降至 12%、医疗保险费率降至 7%

- 如果将企业的养老保险费率由 20%降低至 12%、医疗保险费率由 10%降低至 7%，便可以完全覆盖掉从严征收所带来的 2 万亿成本，不会对企业发展带来过多的不利影响。
- 此外，个人社保费率变动的可能性不大。首先，社保从严征缴对个人消费的影响比较低；其次，如果个人社保费率也降低，社保将难以保障老年人的有质量生活以及突发的疾病疫情；最后，个人消费能力的释放主要通过降低个人所得税来实现。

图表 31：政策组合一：企业养老保险费率降至 12%、医疗保险费率降至 7%

类别	企业	职工个人
养老保险费率	20%降至 12%	8%
医疗保险费率	10%降至 7%	2%
失业保险费率	1%	0.5%
工伤保险费率	0.5%	0
生育保险费率	1%	0
总费率	32.5%降至 21.5%	10.5%
增值税率	16%	
企业所得税率	25%	

来源：根据人社事业发展统计公报、中国劳动统计年鉴数据测算、国金证券研究所

2、增值税率从 16%降至 10%，社保费率保持不变

- 如果社保费率保持不变，那么增值税率需要由 16%降低至 10%，才可以完全覆盖掉从严征收社保所带来的 2 万亿成本。实际上由于从严征收社保，每年可以节省超过 8000 亿元的财政补贴，这也为增值税的下调打开了空间。

图表 32：政策组合二：增值税率从 16%降至 10%，社保费率保持不变

类别	企业	职工个人
养老保险费率	20%	8%
医疗保险费率	10%	2%
失业保险费率	1%	0.5%
工伤保险费率	0.5%	0
生育保险费率	1%	0
总费率	32.50%	10.5%
增值税率	16%降至 10%	
企业所得税率	25%	

来源：根据人社事业发展统计公报、中国劳动统计年鉴数据测算、国金证券研究所

3、企业所得税率从 25%降至 10%，社保费率保持不变

- 如果社保费率保持不变，增值税率也保持不变，那么企业所得税率需要由 25%降至 10%，才可以完全覆盖掉从严征收社保所带来的 2 万亿成本。

图表 33：政策组合三：企业所得税率从 25%降至 10%，社保费率保持不变

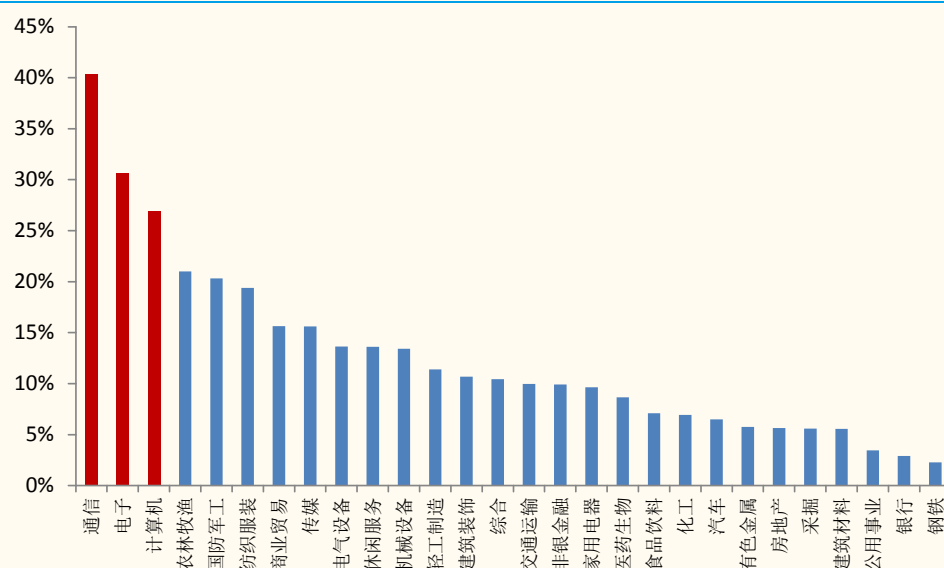
类别	企业	职工个人
养老保险费率	20%	8%
医疗保险费率	10%	2%
失业保险费率	1%	0.5%

工伤保险费率	0.5%	0
生育保险费率	1%	0
总费率	32.50%	10.5%
增值税率	16%	
企业所得税率	25%降至 10%	

来源：根据人社事业发展统计公报、中国劳动统计年鉴数据测算、国金证券研究所

- 除此之外，由于新政策主要影响中小企业，也可能对中小企业进行定向降税。如下图所示，新政策对通信、电子、计算机三个行业的影响最大，这三个行业主要都是中小型企业。
- 需要特别注意的是，社保政策规定，超过本市平均工资 300% 以上的部分不用缴纳社保，而通信、电子、计算机这三个行业的平均工资都较高，因此可能出现一定的高估情况。

图表 34：企业社保费用增加额占利润总额比例变化



来源：根据人社事业发展统计公报、中国劳动统计年鉴数据测算、国金证券研究所

4、社保费率、增值税率、企业所得税率结合使用

- 以上我们分别测算了三种政策对企业减负的影响，但在实际操作中，更有可能是三种政策结合使用。由于养老保险费率、医疗保险费率、增值税率与企业所得税率均与企业的减负呈函数关系，所以直接将函数关系累加即可，如下式所示：

$$2.98 \times \text{增值税率} + 1.09 \times \text{企业所得税率} + 1.57 \times \text{养老保险费率} + 1.07 \times \text{医疗保险费率} \leq 1$$

- 只要满足上式，便可以完全对冲掉从严征收对企业的不利影响。

风险因素：各国统计口径不一致带来结论错误、模型对数据的测算可能出现高估、模型测算的仅为最大空间、没有考虑划转国有资本充实社保基金和降低公积金缴费比例等政策、没有考虑社保税前抵扣

特別聲明：

國金證券股份有限公司經中國證券監督管理委員會批准，已具備證券投資諮詢業務資格。

本報告版權歸“國金證券股份有限公司”（以下簡稱“國金證券”）所有，未經事先書面授權，本報告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷貝，或再次分發給任何其他人，或以任何侵犯本公司版權的其他方式使用。經過書面授權的引用、刊發，需註明出處為“國金證券股份有限公司”，且不得對本報告進行任何有悖原意的刪節和修改。

本報告的產生基於國金證券及其研究人員認為可信的公開資料或實地調研資料，但國金證券及其研究人員對這些信息的準確性和完整性不作任何保證，對由於該等問題產生的一切責任，國金證券不作出任何擔保。且本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，在不作事先通知的情況下，可能會隨時調整。

本報告中的信息、意見等均僅供參考，不作為或被視為出售及購買證券或其他投資標的邀請或要約。客戶應當考慮到國金證券存在可能影響本報告客觀性的利益衝突，而不應視本報告為作出投資決策的唯一因素。證券研究報告是用於服務具備專業知識的投資者和投資顧問的專業產品，使用時必須經專業人士進行解讀。國金證券建議獲取報告人員應考慮本報告的任何意見或建議是否符合其特定狀況，以及（若有必要）諮詢獨立投資顧問。報告本身、報告中的信息或所表達意見也不構成投資、法律、會計或稅務的最終操作建議，國金證券不就報告中的內容對最終操作建議做出任何擔保，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。

在法律允許的情況下，國金證券的關聯機構可能會持有報告中涉及的公司所發行的證券並進行交易，並可能為這些公司正在提供或爭取提供多種金融服務。

本報告反映編寫分析員的不同設想、見解及分析方法，故本報告所載觀點可能與其他類似研究報告的觀點及市場實際情況不一致，且收件人亦不會因為收到本報告而成為國金證券的客戶。

根據《證券期貨投資者適當性管理辦法》，本報告僅供國金證券股份有限公司客戶中風險評級高於 C3 級（含 C3 級）的投資者使用；非國金證券 C3 級以上（含 C3 級）的投資者擅自使用國金證券研究報告進行投資，遭受任何損失，國金證券不承擔相關法律責任。

此報告僅限於中國大陸使用。

上海

電話：021-60753903

傳真：021-61038200

郵箱：researchsh@gjzq.com.cn

郵編：201204

地址：上海浦東新區芳甸路 1088 號

紫竹國際大廈 7 樓

北京

電話：010-66216979

傳真：010-66216793

郵箱：researchbj@gjzq.com.cn

郵編：100053

地址：中國北京西城區長椿街 3 號 4 層

深圳

電話：0755-83831378

傳真：0755-83830558

郵箱：researchsz@gjzq.com.cn

郵編：518000

地址：中國深圳福田區深南大道 4001 號

時代金融中心 7GH