



投资评级：推荐（维持）

报告日期：2017 年 10 月 24 日

分析师

赵浩然 0755-83511405

Email: zhaohaoran@cgws.com

执业证书编号: S1070515110002

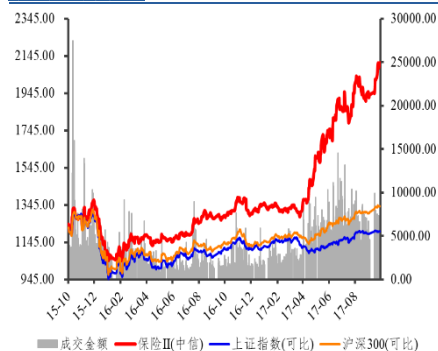
联系人（研究助理）：

刘文强 021-31829700

Email: liuwq@cgws.com

从业证书编号: S1070117080048

股价走势图



数据来源：wind

相关报告

<<业务结构决定业绩时代大幕开启，证金

增持提振信心>>> 2017-09-07

<<资本市场国际化进程不断深入>>

2017-06-13

《2017 年保险行业中期策略报告：雄关漫

道真如铁，而今迈步从头越》2017-06-28

商业养老保险试点新政将落地，助力保险业长期向好发展

——保险行业专题报告

核心观点

■ 要点 1：政策红利释放助力保险大发展大势所趋

人口老龄化速度加快、老年人群体扩大增强了多样化的养老服务需求，现存三大养老金支柱规模尚无法支撑起庞大的养老市场是目前社会关注和急需解决的主要问题。国家适时推出政策支持商业养老保险政策（试点），逐步形成基本养老保险为基础、企业年金和职业年金为补充、与个人储蓄性养老保险和商业养老保险相衔接的多层次保障体系，在保证公平的基础上提升效率（基本养老主公平，商业养老主效率），满足不同群体的养老保障需求，提高退休后的生活保障水平。从国际经验看，同海外其他国家或地区有类似做法，在促进商业养老保险方面发挥着重要催化剂作用。

■ 要点 2：商业养老保险发展空间巨大

根据简单测算，目前我国个人所得税纳税人口约 2800 万，假设会有 60% 的人购买个税递延型养老保险，根据上海市“十二五”规划中提出个税递延型养老保险方案，个人养老保险账户和企业年金均可享受税前列支优惠，其中企业年金税前列支额为 300 元，个人养老保险税前列支额为 700 元，如果采用 700 元的税收优惠假设，同时考虑个人购买其他类型保险产品不受影响，则每年新增养老险保费约 1410 亿元，占 2016 年寿险行业保费的 6.5%，而在比较乐观的情景下（≥70%），则能带来 1650 亿保费增量，即使在较悲观的情景下（≤50%），仍然能带来 1180 亿左右的保费收入。而这只是静态测算，如果再考虑人均收入增长、个税改革带来税基增加和居民养老消费态度转变等重要的影响因素，个税递延将有望为行业带来超过 2000 亿元的保费增量。综合国际市场经验来看，个人税收递延养老险中长期影响则会更加显著，将成为保险行业重要的利润增长来源。

■ 要点 3：商业养老保险新政或将助力提升保险作为市场基石的地位

我们认为商业养老保险税收政策大概率提升保险行业实力，或将有望对中国资本市场进行重构，提升保险行业的资本市场稳定器作用。从短期看，个税递延商业养老保险的落地每年可为行业贡献约 1400 亿元保费，占寿险行业保费比例 6.5%，长期的保费贡献更为可观，鉴于养老保险资金的长期特性，商业养老险保费叠加个人储蓄养老账户资金投资将会有效提升机构投资者规模和质量，机构投资者和保险资金的强强联合效应将为改善我国股市投资者结构、重塑投资风格和稳定资本市场起到重要作用。从海外经验来看，长期而言，养老金入市和海外资金入市为投资者结构变化的重要驱动因素。海外经验表明，长期来看，股票市场由个人投资者主导转

变为机构投资者主导以后，市场特征主要表现在市场整体估值、波动性及换手率均进入下降通道，其中波动性大体呈现“倒U型”。风格方面，机构投资者主导以后，除美国之外，各国大盘股也表现优异。

■ **要点 4：试点新政有望年底落地，料将为行业发展带来戴维斯双击**

保险板块前期由于涨幅过多，近期有所回调，在行业转型背景下，长期向好格局不变。市场的主要分歧点在于 134 号文对险企经营的影响。目前部分险企尤其是上市险企已经实现了部分产品替代，寿险行业推出的主要年金保险产品，大致可以分为“年金+万能险”双主险型、5 年后返还年金型、增额终身寿险型、纯养老年金保险型、增额终身寿险和养老年金结合型五大形态。尽管首次生存金领取时间延后，但新形态的年金保险对客户而言，在长期将更为有利。虽然从短期看，134 号文的对保费增速的波动性影响或将存在不确定因素。但从中国人寿初步披露的三季度业绩快报看，因投资收益增加而致净利润大幅增长 95%，我们认为保险板块三季度有望超预期。此外，商业养老保险新政（试点）所带来的行业戴维斯双击是大概率事件，有望实现价值增速与估值双提升，继续看好保险板块的投资机遇，建议投资积极关注与布局。

■ **风险提示：**利率波动风险；宏观经济下行风险；134 文可能导致保费增速短期波动的风险。

目录

1. 我国商业养老保险的前世今生	6
1.1 商业养老需求大幅增加	6
1.2 “三大支柱”养老体系呈倒三角形	7
1.3 商业养老保险发展史	9
1.3.1 政府站台+商业养老保险崛起	9
1.3.2 个税递延型商业养老保险——十年磨一剑	9
1.3.3 住房反向抵押养老保险——“以房养老”新型养老保险	11
1.3.4 其他险种	12
1.4 进一步提升我国保险的密度和深度	12
2. 海外商业养老保险经验——他山之石	13
2.1 美国——第二支柱蓬勃发展	13
2.2 日本——世界上最“老”的国家养老保险何去何从	16
2.3 台湾——多轨养老体系 VS 丰富的养老金融产品	17
2.4 香港——养老计划独具一格，灵活监管蓬勃发展	18
2.5 其他国家和地区	19
3. 商业养老保险产业市场空间巨大	21
3.1 政策东风吹动商业养老保险起舞	21
3.2 个税递延养老险有望撬动数千亿保费市场	22
3.3 商业养老保险未来发展趋势	23
3.3.1 养老产业市场目前发展相对滞后	23
3.3.2 商业养老保险未来的发展趋势——养老生态	25
4. 商业养老金税收新政将进一步夯实保险资金稳定金融市场的基石作用	28
4.1 大金融行业——保险正奋力直追	28
4.2 养老基金助力机构投资者量升质提	29
4.2.1 我国股票市场投资者特点——散户化	29
4.2.2 股市的健康领导者——机构投资者	30
4.2.3 中美机构投资者发展情况对比——机构参与度低	31
4.2.4 养老金投资提升机构投资者质量——稳定市场的基石	32
5. 投资建议	34
5.1 国内保险公司共享养老保险市场饕餮盛宴	34
5.1.1 中国平安以科技引领养老保险市场	34
5.1.2 新华保险打造以“保险保障+健康管理”核心竞争力	36
5.1.3 中国太保以集团内部协同，外部以“医养融合”打造高端养老品牌	36
5.1.4 中国人寿积极打造“国寿嘉园”品牌	36
5.2 个税递延型商业养老保险助力提升险企内涵价值	36
6. 风险提示	37

图表目录

图 1: 2011-2016 年中国 65 岁及以上人口及其占比	6
图 2: 2011—2016 年美国 65 岁及以上人口及其占比	6
图 3: 中国老年抚养比 (%)	6
图 4: 2012-2016 年中国基本养老保险人数及其占比	7
图 5: 2012-2016 年中国基本养老保险收入与支出	7
图 6: 2012-2016 年城镇职工参保人数与城镇参保离退休人数	8
图 7: 2012-2017H1 基本养老保险累计结余	8
图 8: 2012-2017H1 基本养老基金收支差额 (亿元)	8
图 9: 2007-2017H1 企业年金基本情况表	8
图 10: 2007-2017H1 企业年金基金投资收益率	8
图 11: 2017H1 养老保险三大支柱比例	9
图 12: 2017H1 三大支柱资产积累结构和养老金收入结构	9
图 13: 2000—2016 年保险深度与保险密度	13
图 14: 美国退休保障体系	13
图 15: 美国养老保险体系	13
图 16: 2017 年第一季度美国养老资产规模占比	14
图 17: 美国养老保险体系三大支柱	14
图 18: 2017 年企业年金 DC 计划占比	15
图 19: 2006-2016 年美国养老金市场资产规模	15
图 20: 2016 年各机构持有 IRA 资产	16
图 21: 2007-2016 年美国 IRA 总资产规模	16
图 22: 日本养老保险体系	16
图 23: 日本养老保险发展历程	16
图 24: 台湾养老金融产品	18
图 25: 香港强积金受托管理示意图	19
图 26: 最近 5 年基本养老保险的收支对比	21
图 27: 商业养老保险作用有待扩大	21
图 28: 个税递延型商业养老保险示例	21
图 29: 老年人口的消费潜力释放将给养老产业带来巨大机会 单位: 万亿	24
图 30: 十二五养老规划结构	24
图 31: 目前养老规划结构	24
图 32: 四种代表性养老形态	25
图 33: “养老+”产业链的基本分层	25
图 34: 慢性病患率随年龄增长大幅上升	26
图 35: 老年人消费行为特点	27
图 36: 各金融行业资产规模及增速 单位: 万亿	28
图 37: 各类金融机构资产管理规模 单位: 万亿	28
图 38: 保险公司持股在机构投资者比重逐渐增加	29
图 39: 2010 年以来我国股市个人投资者比重提升明显	29
图 40: 我国机构投资者持股比例持续下降	32
图 41: 美国机构投资者持股比例较高且保持平稳	32
图 42: 我国保险资金投资股权类资产比重 单位: 亿元	33

图 43: 美国保险资金投资股权资产比重	单位: 亿美元	33
图 44: 保险资管产品累计规模	单位: 亿元	34
图 45: 最近几年资管产品注册规模及增速	单位: 亿元	34
图 46: 中国平安构建医疗生态圈助力提升养老保险		35
图 47: 中国平安外部业务场景提升客户养老体验		35
图 48: 上市保险公司历年 PEV 及预测值		37
表 1: 个税递延型商业养老保险政策一览表		10
表 2: 住房反向抵押养老保险政策一览表		11
表 3: 美国养老保险税收优惠政策		15
表 4: 日本老龄化指标		16
表 5: 日本养老保险税收优惠政策		17
表 6: 台湾养老保险体系		17
表 7: 台湾养老保险税收优惠政策		18
表 8: 主要发达国家养老保险体系		20
表 9: 主要国家养老保险税收优惠政策		20
表 10: 我国的平均工资和个税起征点		23
表 11: 个税递延优惠效果测算		23
表 12: 个税递延商业险保费增量测算		23
表 13: 老年人医护需求		26
表 14: 我国股市个人投资者持股市值大部分集中在 10 万以下		30
表 15: 2015 年美国股票市场投资者结构		31
表 16: 2017H1 保险机构企业年金等受托管理业务情况表	单位: 万元	33

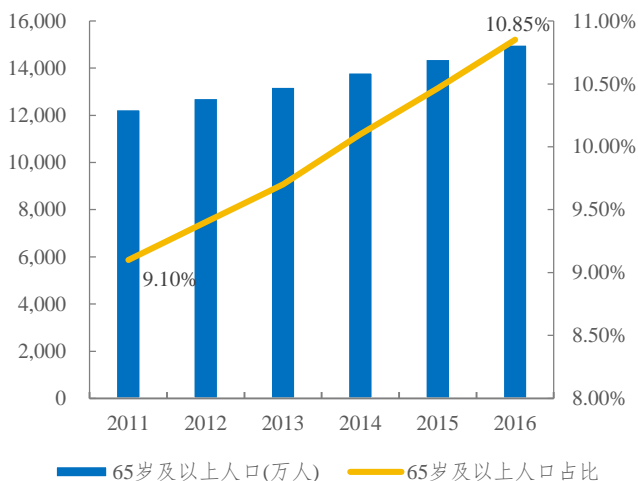
1. 我国商业养老保险的前世今生

1.1 商业养老需求大幅增加

■ 人口结构变化催生养老需求

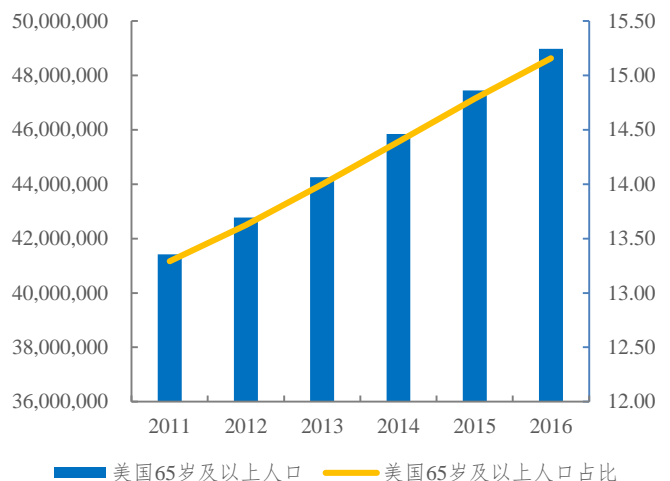
近年来，我国老年人口快速增加，老龄化趋势愈发明显。根据国家统计局发布的 2016 年国民经济和社会发展统计公报显示，截至到 2016 年年末我国总人口达到 138271 万人，其中 60 周岁以上人口达到 23086 万人，占到总人口的 16.7%，65 周岁以上达到 15003 万人，占比为 10.8%。预计到 2030 年我国将达到人口老龄化的高峰期。老龄化问题将成为中国目前面临的最严峻挑战之一。人口老龄化的加快催生了对养老保险的市场需求。

图 1: 2011-2016 年中国 65 岁及以上人口及其占比



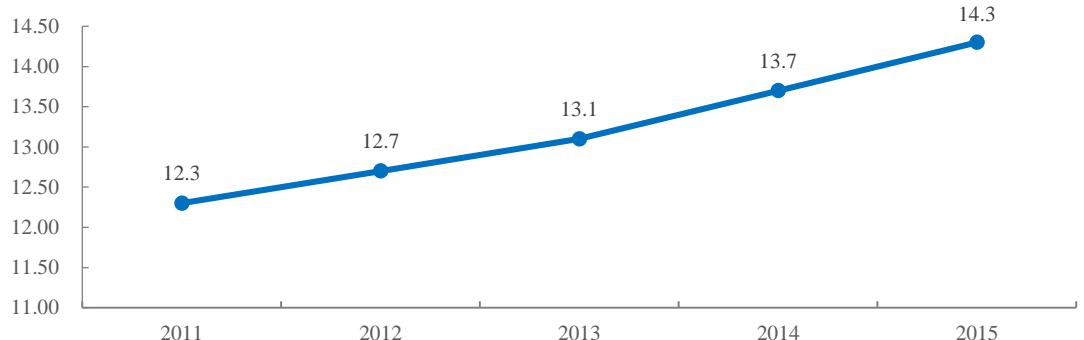
资料来源：统计局，长城证券研究所

图 2: 2011—2016 年美国 65 岁及以上人口及其占比



资料来源：世界银行，长城证券研究所

图 3: 中国老年抚养比 (%)



资料来源：统计局，长城证券研究所

■ 生活水平提升拉动养老需求

改革开放以来，我国居民的整体生活水平有显著的提升，已经达到基本小康水平，正在逐步实现全面小康社会目标。一方面，这使得居民的需求层次和种类增加并开始注重生活质量和养老需求。另一方面，居民收入增加，消费能力和投资能力得到提升，有余力对整个生命周期的财富进行统一的分配。商业养老保险作为一种兼具投资和保险的产品，市场需求不断增加。

■ 养老观念转变增加需求

在居民生活水平不断提升的同时，随着社会的进步，居民的养老理念也不断进步。独生子女政策加重了年轻一代的生活压力，“养儿防老”的养老理念受到一定的影响，这也间接促使居民逐渐转变养老理念，由原来的“养儿防老”逐渐转变为储蓄养老保险，这在一定程度上促进了我国养老保险市场的发展。

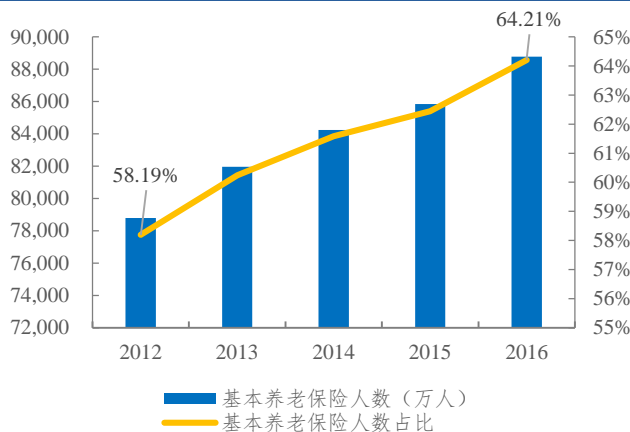
1.2 “三大支柱”养老体系呈倒三角形

我国的养老保险体系主要包括三大支柱：国家基本养老保险、企业年金和商业养老保险。国家基本养老保险是按国家法律法规政策规定，强制实施的为保障广大离退休人员基本生活需要的一种养老保险制度。企业年金，即企业补充养老保险，是指企业及其职工在依法参加基本养老保险的基础上，依据国家政策和本企业经济状况建立的、旨在提高职工退休后生活水平、对国家基本养老保险进行重要补充的一种养老保险形式。商业养老保险是建立在双方平等互利、自愿签约的基础上，投保人可根据自身面临的风险自愿进行选择的保险。企业年金与商业养老保险是国家基本养老保险的重要补充。

■ 第一支柱基本养老保险“收不抵支”

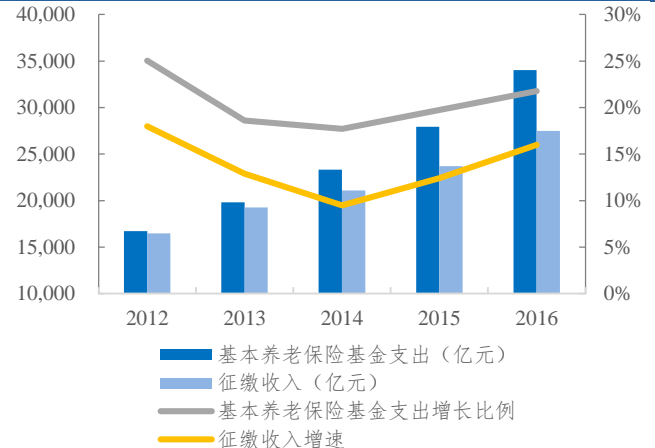
1991 年我国开始正式推行基本养老保险制度，为保障离退休人员的基本生活、维护社会稳定，起到了非常重要的作用。截止到 2016 年年末，我国基本养老保险参保人数达到 8.87 亿人，占总人口的 64.21%。

图 4：2012-2016 年中国基本养老保险人数及其占比



资料来源：人社部，长城证券研究所

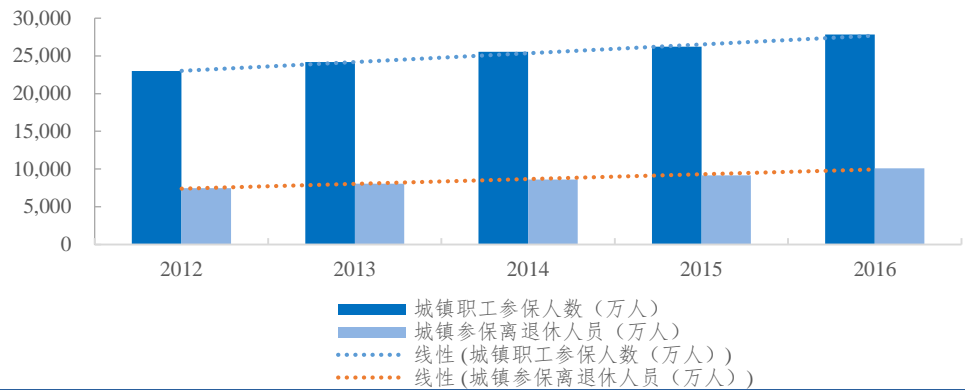
图 5：2012-2016 年中国基本养老保险收入与支出



资料来源：人社部，长城证券研究所

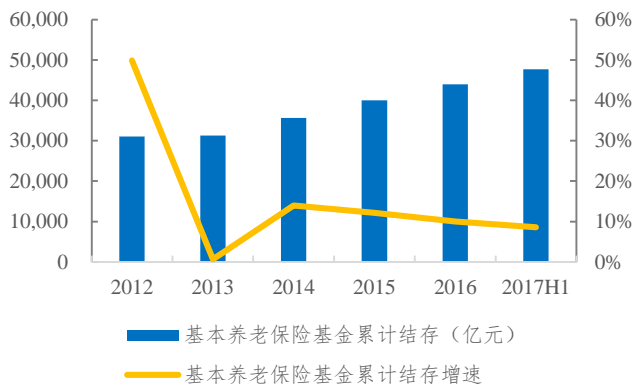
基本养老保险覆盖面扩大的同时也面临诸多问题，最为主要的是存在资金缺口。2012 年以来，基本养老保险基金收入增长比例始终低于基金支出增长比例，养老基金积累结存增速放缓，基金收支差额不断缩小。2016 年基本养老保险征缴收入为 27500 亿元，比上年增长 16%，全年基本养老保险基金支出 34004 亿元，比去年增长 21.8%，当年征缴收入小于基金支出，存在 6504 亿元资金缺口。此外，基金收入增长比例明显低于基金支出增长比例，尽管基金累计结余总数在增长，但是其增速不断下降。据中国人民银行的预测，15 年后我国养老资金缺口将达到 4.1 万亿。在这样的趋势下，基本养老保险“收不抵支”状态将持续，给财政带来巨大压力。

图 6：2012-2016 年城镇职工参保人数与城镇参保离退休人数



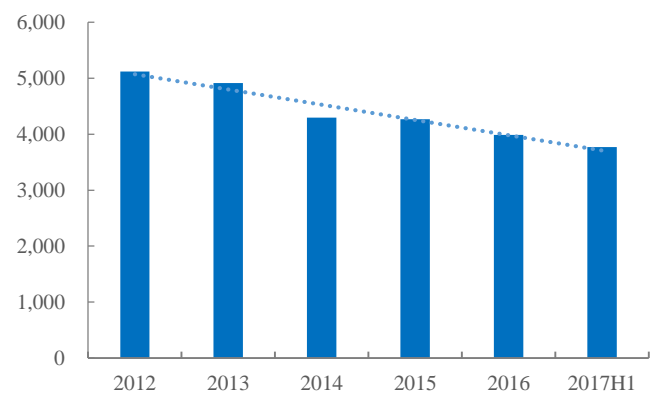
资料来源：人社部，长城证券研究所

图 7：2012-2017H1 基本养老保险累计结余



资料来源：人社部，长城证券研究所

图 8：2012-2017H1 基本养老保险基金收支差额（亿元）

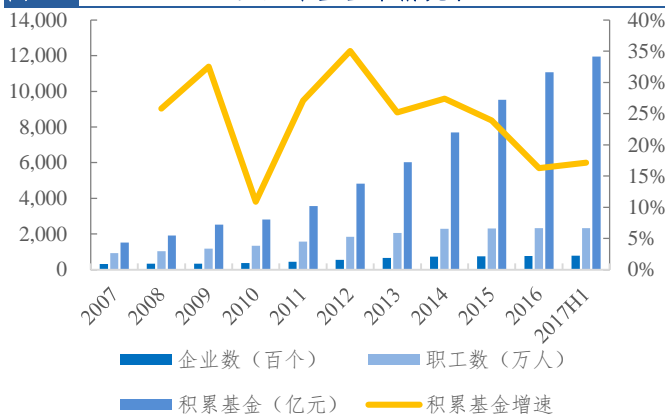


资料来源：人社部，长城证券研究所

■ 第二支柱企业年金发展缓慢

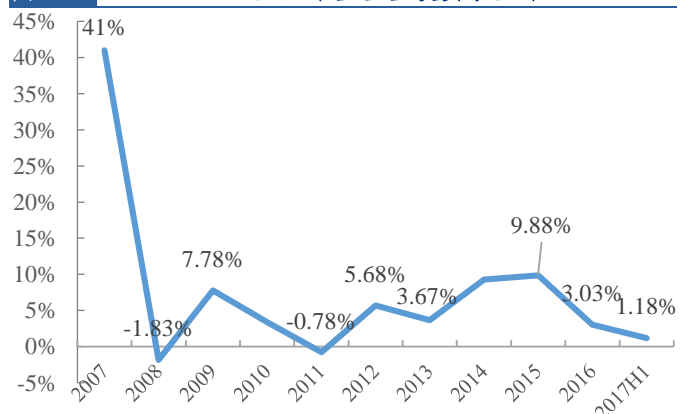
企业年金制度在我国已经实行了 13 年，综合来看，企业年金整体发展较为缓慢，其保障水平整体较低，目前仍处于艰难爬坡期，未能充分发挥对基本养老的补充作用。2011 年以来企业年金积累基金增速持续下降，2017 年上半年企业年金基金投资收益率创 5 年来新低。2017 年上半年全国有 7.8 万户企业建立了企业年金，比去年同期增长 2.74%，参加职工人数为 2325 万人，比去年同期增长 0.23%，企业年金累计结存 11943 亿元，仅占养老保险体系资产总规模的比重约 18.7%。

图 9：2007-2017H1 企业年金基本情况表



资料来源：人社部，长城证券研究所

图 10：2007-2017H1 企业年金基金投资收益率



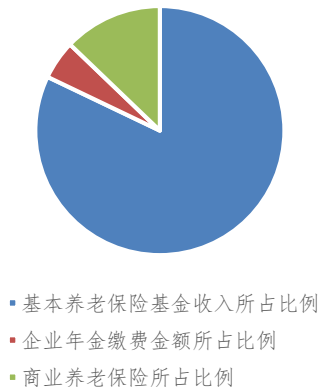
资料来源：人社部，长城证券研究所

企业年金在行业与地区之间分布严重不平衡，从行业上讲，缴纳企业年金的行业大多是能源、电力等盈利性较好、垄断性较强等行业；从区域上看，缴纳企业年金的企业大多数位于东部地区。此外，中小企业基本被排除在外，这主要是由于中小企业生命周期较短，经济实力较弱，获利能力有限等因素。由此可见，第二支柱的企业基金对退休人员的养老保障作用十分有限。

■ 第三支柱商业养老保险潜力无限

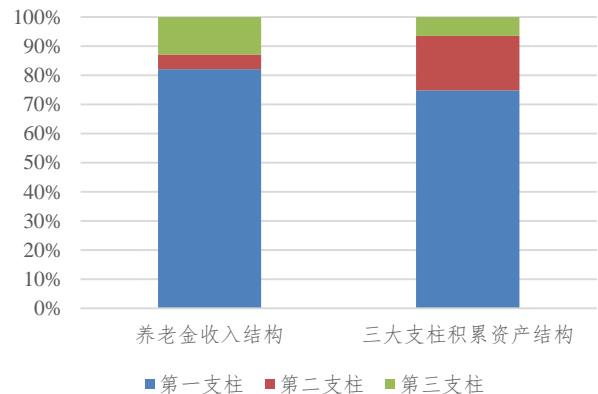
商业养老保险与基本养老保险不同，是建立在双方平等互利、自愿签约的基础上，投保人可根据自身面临的风险自愿进行选择。商业养老保险与企业年金一起作为基本养老保险的补充，形成我国三大支柱养老保险体系。但是，当下我国商业养老保险发展滞后，在三大支柱积累资产结构与养老金收入结构中，第三支柱所占比例分别为 6.43% 与 12.83%，与第一支柱所占比例相差悬殊。根据 2015 年数据显示，目前我国养老金替代率仅为 44.08%，其中，三大支柱的养老金的替代率分别为 42.56%、0.26% 和 1.26%。在第一支柱“收不抵支”和第二支柱发展缓慢的情况下，推动商业养老保险的发展势在必行。

图 11: 2017H1 养老保险三大支柱比例



资料来源：人社部，长城证券研究所

图 12: 2017H1 三大支柱资产积累结构和养老金收入结构



资料来源：人社部，长城证券研究所

1.3 商业养老保险发展史

1.3.1 政府站台+商业养老保险崛起

当下，我国“三大支柱”养老保险体系呈现倒三角形，第一支柱基本养老保险占据绝对优势，但是“收不抵支”越发明显，第二支柱企业年金多年来发展缓慢，难以对基本养老保险起到补充作用。为了缓解目前现状，应对人口老龄化的趋势以及日益增加的养老需求，政府出台多项政策，逐渐重视和扶持商业养老保险的发展，政府不断探索，推出个税递延型养老保险、住房反向抵押养老保险、老年人意外伤害险及长期护理险等新型养老保险品种，力求推动商业养老保险发展，完善我国养老保险体系。

1.3.2 个税递延型商业养老保险——十年磨一剑

所谓个税递延型商业养老保险指的是投保人在购买商业养老保险时税前列支保费，而将纳税义务递延到投资收益或实际领取养老金的环节，实质上是一种利用税收延迟效应刺激商业养老保险发展的制度设计模式。

国外研究表明，税收优惠政策可以促进商业保险的发展，由于投保人在购买保险和领取保险金时处于不同的生命阶段，边际税率之间存在较大差距，产生税收激励。这一模式在西方发达国家的商业养老保险体系中占据着越来越重要的地位和作用并被广泛应用。为了以税收优惠效应推动商业养老保险发展，给商业养老保险市场注入新的活力，我国政府一直推进个税递延型商业养老保险。其主要理论基础是储蓄的生命周期理论和税收的经济效应理论。

■ 生命周期消费理论

生命周期消费理论由美国经济学家弗朗科·莫迪利安尼提出。生命周期消费理论认为，人们第一阶段参加工作，第二阶段纯消费而无收入，用第一阶段的储蓄来弥补第二阶段的消费。这样，个人可支配收入和财富的边际消费倾向便取决于该消费者的年龄。它表明当收入相对于一生平均收入高(低)时，储蓄是高(低)的；它同时指出总储蓄取决于经济增长率及人口的年龄分布变量。这一理论成为了以储蓄方式提供个人养老金的理论依据。

■ 税收的经济效应理论

税收的经济效应指的是课税对消费者和生产者在经济行为方面产生的效应，可分为税收的收入效应和税收的替代效应。税收的收入效应指的是由于政府的课税行为导致纳税人的实际收入减少，从而降低其消费水平，减少对商品和服务的购买量。税收的替代效应指的是当政府对不同的产品和服务征收不同的税收时，相关商品之间的相对价格发生改变，进而会影响纳税人对商品和服务的消费数量。

因而，实行个税递延型商业养老保险通过税收的经济效应，能够激励人们增加对商业养老保险的购买量，拉动保险市场，增加保费收入，有效推动第三支柱商业养老保险的发展。

表 1：个税递延型商业养老保险政策一览表

时间	政策内容
2008 年 3 月 25 日	多家养老保险，寿险公司紧急召开研讨会，探讨层面已经从前期的基础调研深入到技术、政策突破问题。
2008 年 8 月 1 日	《天津滨海新区补充养老保险试点实施细则》，规定企业为职工购买补充养老保险的费用支出在企业上年度职工工资总额 8% 以内的部分，可以在企业所得税前扣除；个人购买补充养老保险的费用支出在个人工资薪金收入 30% 以内的部分，可在个人所得税前扣除。
2008 年 12 月 31 日	国务院办公厅发布《关于当前金融促进经济发展若干意见》，第 16 条明确提出“积极发展个人，团体养老等保险业务，鼓励和支持有条件企业通过商业保险建立多层次养老保障计划，研究对养老保险投保人给予延迟纳税等税收优惠。”
2009 年 4 月 14 日	国务院发布《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》，进一步明确“鼓励个人购买商业养老保险，由财政部、税务总局、保监会与上海市研究具体方案，适时开展个人税收递延型养老保险产品试点”。
2009 年 12 月 11 日	国税总局发布《关于企业年金个人所得税征收管理有关问题的通知》，提及我国尚不具备将企业年金递延至个人退休领取环节征税的基本条件。
2010 年 6 月 23 日	“2010 陆家嘴论坛”保监会办公厅副巡视员施工表示，个人递延型产品目前已经形成初步的方案。
2011 年 5 月 21 日	“2010 陆家嘴论坛”国税总局政策法规司巡视员从明表示国税总局正在拟定上海进行个税递延型养老保险试点的方案。
2013 年 12 月 6 日	财政部、人力资源社会保障部和国家税务总局联合发布了《关于企业年金职业年金个

	人所得税有关问题的通知》，出台了企业年金和职业年金个人所得税递延纳税政策。
2014 年 8 月 13 日	国务院发布了《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》，指出将完善健康保险有关税收政策；适时开展个人税收递延型商业养老保险试点。
2015 年 3 月 5 日	国务院总理李克强在《政府工作报告》中提出，要推出个人税收递延型商业养老保险。此后，财政部部长楼继伟和保监会主席项俊波相继表示，今年年底之前，争取使得该项政策落地。
2015 年 10 月 30 日	保监会下发《关于加快发展现代山野养老保险的若干意见（征求意见稿）》，推进个人税收递延型商业养老保险试点工作，加快在全国推广个人税收递延型商业养老保险。
2017 年 3 月 8 日	财政部办公厅主任、新闻发言人欧文汉表示，对个人税收递延型商业养老保险试点涉及的相关政策和技术问题，目前基本形成政策建议。
2017 年 6 月 21 日	国务院常务会议原则通过《关于加快发展商业养老保险的若干意见》，确定加快发展商业养老保险的措施，其中首次明确了加大财税等政策扶持，加快个人税收递延型商业养老保险试点。
2017 年 6 月 23 日	保监会副主席黄洪对《关于加快发展商业养老保险的若干意见》，进行解读中称，税延养老保险试点在财政部的牵头下，保监会和税务总局等相关部门正在积极地调研论证。相关课题研究工作意见完成，方案正在制定之中。方案制定完成，上报国务院批准以后，能够尽快实施。

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

1.3.3 住房反向抵押养老保险——“以房养老”新型养老保险

住房反向抵押养老保险就是指已经拥有房屋产权的老年人将房屋产权抵押给银行、保险公司等金融机构，相应的金融机构对借款人的年龄、预计寿命、房屋的现值、未来的增值、折损情况及借款人去世时房产的价值进行综合评估后，按其房屋的评估价值减去预期折损和预支利息，并按人的平均寿命计算，将其房屋的价值化整为零，分摊到预期寿命年限中去，按月或年支付现金给借款人，一直延续到借款人去世。它使得投保人终生可以提前支用该房屋的销售款。

表 2：住房反向抵押养老保险政策一览表

时间	政策内容
2013 年	《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》(国发[2013]35 号)明确要求，开展反向抵押保险试点。
2014 年 6 月	保监会发布《中国保监会关于开展老年人住房反向抵押养老保险试点的指导意见》(保监发[2014]53 号)，正式启动反向抵押保险试点，试点期间自 2014 年 7 月 1 日起至 2016 年 6 月 30 日止。
2015 年 3 月	首款反向抵押保险产品获批上市销售。
2016 年 7 月	保监会发布了《中国保监会关于延长老年人住房反向抵押养老保险试点期间并扩大试点范围的通知》(保监发[2016]55 号)，将老年人住房反向抵押养老保险(以下简称反向抵押保险)试点期间延长至 2018 年 6 月 30 日，并将试点范围扩大至各直辖市、省会城市(自治区首府)、计划单列市，以及江苏省、浙江省、山东省、广东省的部分地级市。

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

“以房养老”是一种突破传统养老理念的创新型养老方式，也是一个小众业务。反向抵押保险是将反向抵押与终身养老年金保险相结合的创新型养老保险业务，是保险业参与

“以房养老”的一种探索。试点的目的，是发挥保险特长，填补市场空白，为拥有房产且能自主支配房产的特定老年群体增加一种养老选择。

反向抵押保险试点总体运行平稳，反向抵押保险成为首个形成一定规模的“以房养老”金融产品，保险业逐步探索出一条帮助老年人利用房产融资养老的新路，为老年人提出了一个新的养老解决方案，使房产这一老年人主要的存量资产在不转移使用权的前提下能够转化为养老资金，满足了老年人希望居家养老、增加养老收入、长期终身领取养老金的三大核心需求。从试点情况看，此项业务每单平均能够提供每月9000多元的养老金，有效提高了老年人的可支配收入，显著提升了参保老人的养老水平，获得了参保老人的高度评价。

1.3.4 其他险种

为推进商业养老保险市场的发展，创新和丰富商业养老保险种类，业内各界也对商业养老保险产品进行了一些有益探索。

■ 老年人意外伤害险

北京市针对300余万在京生活或工作的老年人首推意外伤害险项目，参保的老年人在乘坐市内交通工具、进入公共服务场所等发生意外伤害时，将获得最高20万元的赔付。该保险不限户籍，非京籍老人可自主参保。从老年群体在日常出行和活动期间比一般人受伤害的可能性更高，所以老年人会有很多恢复健康的诉求。该保险一经推出即被寄予厚望。

■ 长期护理险

长期护理险主要是为被保险人在丧失日常生活能力、年老患病或身故时，侧重于提供护理保障和经济补偿的保险产品。2016年7月，人社部发布了《关于开展长期护理保险制度试点的指导意见》，在全国范围启动了长期护理保险制度的试点。首批包括上海、广州、青岛等15个试点城市，计划用1到2年的时间探索创立为长期失能人员提供基本生活照料、医疗护理和社会保险制度，力争在2020年之前，基本形成适应我国社会情况的长期护理保险制度政策框架。

2016年，全国老龄办、民政部、财政部曾发布过一项中国城乡老年人生活状况抽样调查结果，调查结果显示，中国失能、半失能老年人约4063万人，占老年人口18.3%。由此可见，在我国人口老龄化严重的背景下，大力推进长期护理险是非常有必要的。

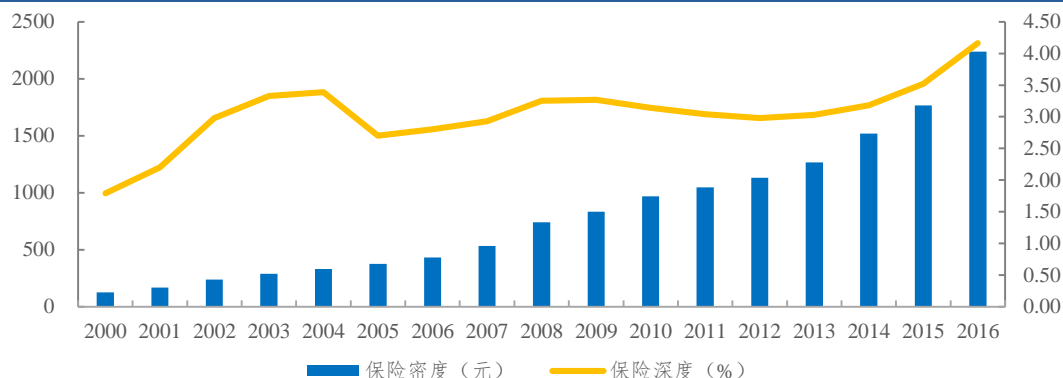
1.4 进一步提升我国保险的密度和深度

我国保险业总体处于初级发展阶段，国内保险相比国际平均水平存在翻番空间。2003年我国保费密度为301.19元/人每年，约合36.39美元，2016年为2258.00元/人每年，约合339.94美元，年均增速高达18.75%。但仍低于2015年亚洲及全球均值水平，更低于国际发达地区，如低于北美、西欧、日本和亚洲新兴工业化经济体。在保险深度方面，从2003年的2.84%上升至2016年为4.16%，年均增速为2.98%，但仍低于2015年全球、亚洲均值水平，与北美、西欧及日本和亚洲新兴工业化经济体差距更大，存在提升空间较大。

同时，《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（2014）及《保险业发展十三五规划》（2015）都明确提出到2020年保费密度与深度目标为3500元及5%左右。以目标值测算，在未来四年内的年均复合增速需达到11.58%。

日前，国务院办公厅正式印发《关于加快发展商业养老保险的若干意见》，从政策层面推进商业养老保险和保险业的发展，这势必会加速提升我国的保费深度和保费密度的增速，加快实现 2020 年目标。按照每年税收优惠政策激励养老保险增加保费收入 1410 亿元，GDP 每年以 6.7% 增速增长，人口总量维持不变推算，大致到 2018 年我国便可以实现保费深度 5% 的目标，最迟 2019 年有望实现保费密度 3500 元的目标。

图 13：2000——2016 年保险深度与保险密度



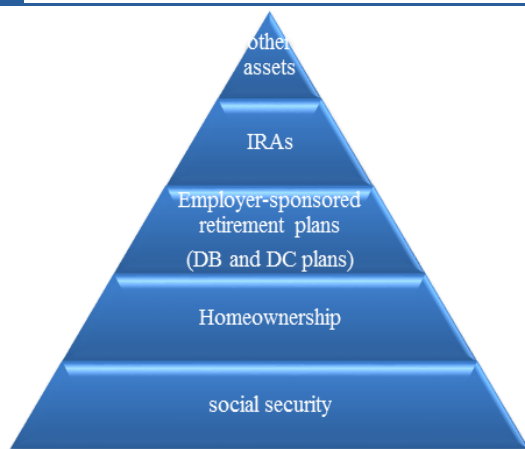
资料来源：中国保险年鉴，长城证券研究所

2. 海外商业养老保险经验——他山之石

2.1 美国——第二支柱蓬勃发展

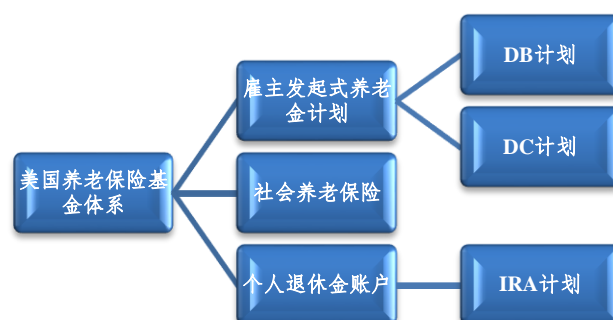
美国是当今世界养老保险体系较为完善的国家，其退休保障体系的金字塔包括 5 个部分，主要分为：社会基础保障（social security）、自有住房（homeownership）、雇主发起式养老金计划（employer-sponsored retirement plans, include DB and DC plans）、个人退休金账户（IRAs）及其他资产（other assets），其中美国养老保险体系的三大支柱为是社会基础保障、雇主发起式养老金计划和个人退休金账户。

图 14：美国退休保障体系



资料来源：ICI, 长城证券研究所

图 15：美国养老保险体系

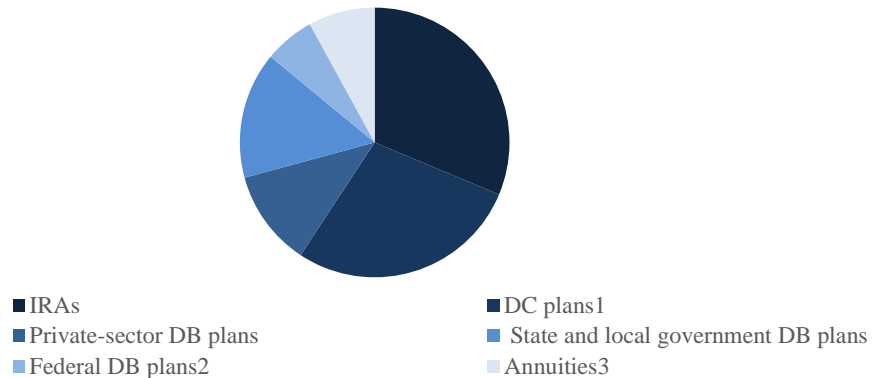


资料来源：网上资料整理，长城证券研究所

目前，根据美国投资公司协会(Investment Company Institute, ICI)数据，截至 2017 年一季度末，美国养老金资产规模达到 26.09 万亿美元，较 2016 年末增长 3.2%；其中，IRA 计

划资产规模为 8.17 万亿美元，DC 计划为 7.29 万亿美元，DB 计划为 8.54 万亿美元，年金保险准备金为 2.1 万亿美元；美国养老金资产约占到居民金融资产的 34%。

图 16：2017 年第一季度美国养老资产规模占比



资料来源：ICI, 长城证券研究所

图 17：美国养老保险体系三大支柱

社会养老保险	企业年金计划 (401k计划)	个人退休金账户
<ul style="list-style-type: none"> 联邦退休金制度是由政府主导的基本养老保险制度，是美政府为退休人员提供的一种保障型社会福利。社会保障税是美仅次于个人所得税的第二大税种，由联邦政府按照一定工资比率在全国范围内统一征收，强制要求企业在每月发工资时按照雇员的社会保障号码（SSN）代扣代缴。 	<ul style="list-style-type: none"> 企业年金计划是由企业主导、雇主和雇员共同缴费、享受税收优惠的企业补充养老保险制度，是美国雇主为雇员提供的一种最普遍的退休福利计划。1978年，美《国内税法》新增的第401条K项条款规定，政府机构、企业及非营利组织等不同类型雇主，为雇员建立积累制养老金账户可以享受税收优惠。 	<ul style="list-style-type: none"> 个人退休金计划即个人储蓄保险，是一种联邦政府提供税收优惠、个人自愿参与的个人补充养老金计划。个人退休金计划始建于上世纪70年代，其核心是建立个人退休账户（Individual Retirement Accounts，简称IRA），因此个人退休金计划被称作IRA计划。IRA账户由户主自行管理，开户银行和基金公司等金融机构提供不同组合的IRA基金投资建议，户主根据自己的具体情况进行投资管理，风险自负。

资料来源：ICI, 长城证券研究所

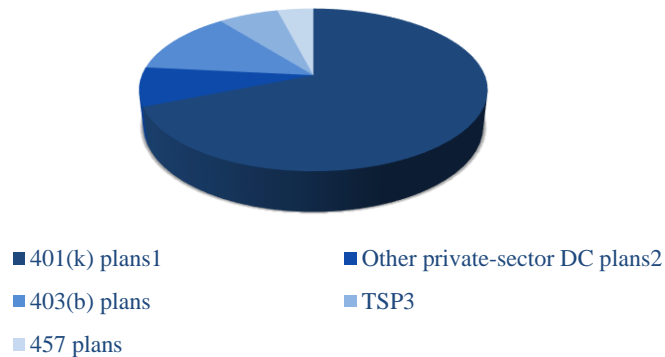
■ 第二支柱蓬勃发展

美国养老体系三大支柱之间均衡发展，各司其职，互相配合，形成了相对成熟的三大支柱体系，与我国养老保险体系相比，其第二、三支柱发展较好，在养老保险体系中占有重要作用，为第一支柱做了较好的补充。尤其是第二支柱企业年金计划，美国的企业年金计划按照缴费和支付方式不同，可以分为 DC 计划和 DB 计划。

DB 计划即企业年金缴费金额不确定，计划发起人或管理人像计划参与者做出承诺，保证其在退休后可以按照事先确定的金额领取养老金。DC 计划即企业年金计划的缴费比例或金额是确定的，计划参与者退休后的养老金总额是缴费与投资收益之和，投资风险由计划参与者承担。在 DC 计划中，发展最好占比最大的是著名的 401k 计划。2017 年第一季

度 DC 计划全部资产规模为 7.03 万亿元，其中 401k 计划资产规模为 4.82 万亿元，占比为 68.56%，具有绝对优势。

图 18：2017 年企业年金 DC 计划占比



资料来源：ICI, 长城证券研究所

■ 税收政策扶持发展养老保险

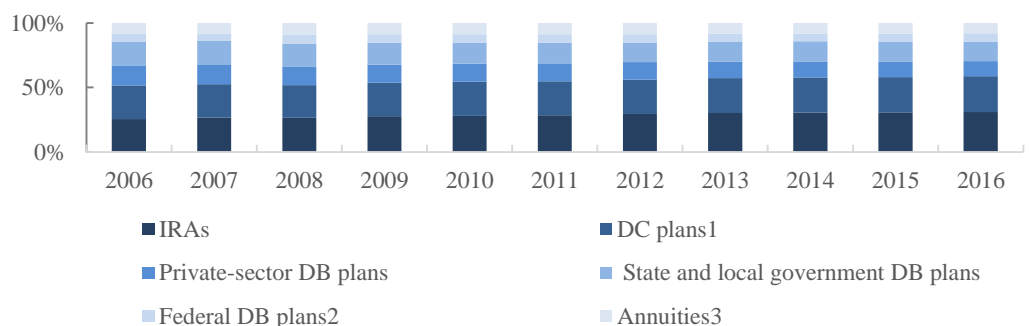
美国针对养老保险的税收优惠政策非常多，比较突出的是 IRA 计划。美国 IRA 可以分为 Traditional IRA 和 Roth IRA。传统型 IRA 即存入退休金时减免个人所得税，但是在领取养老金时缴纳税收。而 Roth 型 IRA 则是存入退休金时缴纳税收，在提取养老金时免税。美国的税收激励政策拉动了商业养老保险发展的同时，也促进了资管市场的发展。美国 IRA 计划的资金不仅受托于寿险公司，也受托于其他资产管理机构。

表 3：美国养老保险税收优惠政策

三大支柱	政策内容
第一支柱	退休人员领取联邦退休金时免税，但年总收入超过一定金额者需纳税。2015 年，年收入超过 2.5 万美元的单身退休人员、以及超过 3.2 万美元的退休夫妇在领取联邦退休金时需纳税。
第二支柱	雇员在 401K 账户的缴费和投资收益均免税，直到退休后从账户领取养老金时才对账户总额（包括利息红利附加增值）上缴个人所得税。
第三支柱	IRA 账户具有免税等多种税收优惠。①延迟纳税：在年度免税额度内不缴纳个人所得税，退休后支取时再纳税。②免征账户内的存款利息、股息和投资收益所得税：参与者可以选择存储税前或税后收入，如果存的是税前收入，在领取的时候要账户总额上缴个人所得税；如果存的是税后收入，在领取时要对多年来的附加增值款上缴个人所得税。

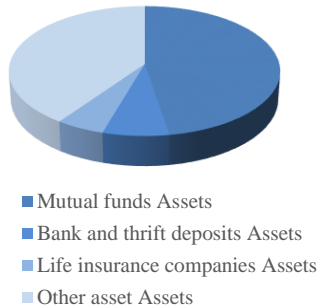
资料来源：美国社会保障署，长城证券研究所

图 19：2006-2016 年美国养老金市场资产规模



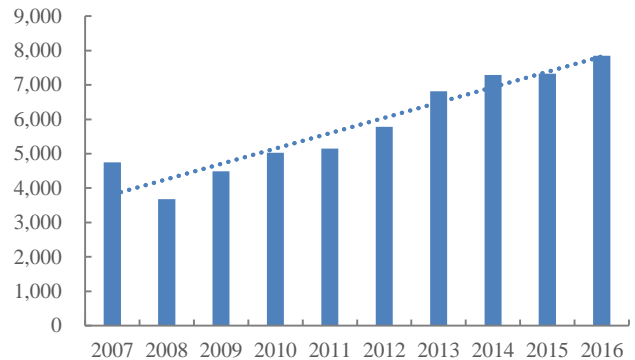
资料来源: ICI, 长城证券研究所

图 20: 2016 年各机构持有 IRA 资产



资料来源: ICI, 长城证券研究所

图 21: 2007-2016 年美国 IRA 总资产规模



资料来源: ICI, 长城证券研究所

2.2 日本——世界上最“老”的国家养老保险何去何从

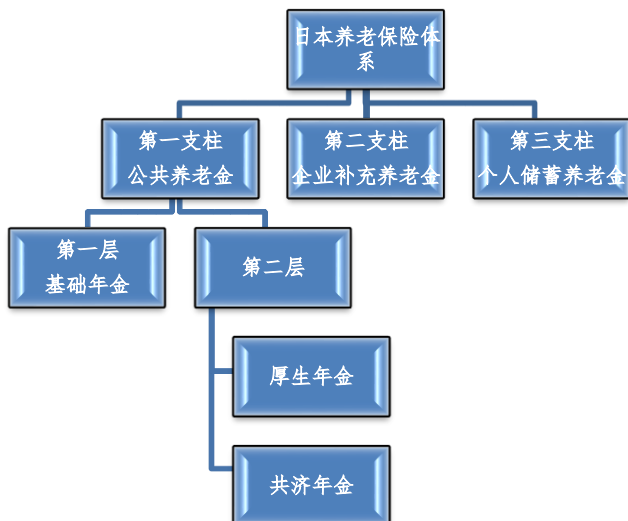
日本是东亚发达国家之一，其历史文化和制度设计受到西方文化和东方儒家文化的双重影响，与我国的传统文化和国情具有相似之处，对我国有很大的借鉴作用。截至到 2015 年年末，日本超过 65 岁以上人口达到 26.4%，是老龄化最为严重的国家之一。

表 4: 日本老龄化指标

	单位	日本	OECD
Average worker earnings(AW)	JPY (million)	4.88	4.79
	USD	40765	40007
Public pension spending	% of GDP	10.2	7.9
Life expectancy	At birth	83.5	80.0
	At age 65	21.9	19.3
Population over age 65	% of population	26.4	16.2

资料来源: OECD, 长城证券研究所

图 22: 日本养老保险体系



资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所

图 23: 日本养老保险发展历程



资料来源: ICI, 长城证券研究所

■ “双层”公共养老保险制度

日本养老保险和世界上大多数国家一样，是三大支柱模式：第一支柱是国民养老金，日本法律规定凡处于法定年龄段的国民均须加入国民养老金，此外在参加国民养老金的基础上，企业雇员和公务员等依据身份不同分别加入厚生养老金和共济养老金，这是日本独具特色的双层养老保险制度；第二支柱是企业的补充养老保险制度，由雇员年金费中转出 3.5% 的资金组成，雇员与雇主各承担一半。第三支柱是个人储蓄养老金制度，由个人全资支付。

■ 税收优惠拉动保险市场

表 5：日本养老保险税收优惠政策

类别	政策内容
对个人	采用 EET 模式即在养老金缴费和资金积累阶段免税、领取阶段征税的方式，也叫做个税递延型养老保险制度，企业年金计划缴费可以税前扣除，投资收益免税，对雇主缴费形式的基金按资产额征收 1.127% 的特别税。
对企业	寿险公司除被允许提留普通责任准备金外，还可以把盈余金大部分形成保户分红准备金，转入未付支出变成负债，使大量数额的红利不计入利润，从而使法人税成为零值或负值。

资料来源：公开资料，长城证券研究所

■ 多种保险助力养老产业

日本为应对老龄化问题，运用多种养老保险产品助力养老产业的发展。日本的住房反向抵押贷款根据实施主体不同分为三种模式：政府主导下自治、厚生劳动省与国土交通省在政府主导下实施以及私营机构主导三种模式。这三种模式目的和效果互为补充，呈现出日本“倒按揭”的多层次、多样化的特点。

与美国商业保险产品性质的长期护理保险不同，日本的长期护理保险制度是政府社会保障体系的一部分采用强制保险的方式。日本的长期护理保险以政府为主导，强制参保对象为日本 40 岁以上的公民根据年龄因素按差别费率缴纳保费。日本的长期护理保险费由政府负担 50%，参保人自付的保费与收入挂钩，以平衡被保险人的生活水平和参保水平。

2.3 台湾——多轨养老体系 VS 丰富的养老金融产品

台湾地区的“养老保障体系”主要有三大支柱。第一支柱是台湾当局举办的保险或津贴，如“劳保老年给付”、“老农及敬老津贴”、“国民年金”等；第二支柱是雇主为劳工举办的企业退休金；第三支柱是商业养老保险等。

表 6：台湾养老保险体系

类别	主要内容
第一支柱	主要包括军人社会保险、公教人员社会保险、劳工社会保险、老农津贴及农民健康保险
第二支柱	军职人员退抚基金、公教人员退抚基金、公营事业推抚制度、政务人员离职储金、私立学校教职员退抚制度、劳工退休金、聘雇人员离职储金
第三支柱	个人储蓄、商业保险

资料来源：网上资料整理，长城证券研究所

■ 多轨老保险制度

台湾养老保险制度从大体上看是属于三大支柱体系，但是其具有多轨制的特点，其主要针对不同职业采用不同的措施，退休待遇差别较大，部分职业与群体享有法定公共年金与法定职业金的双重保障，但是农民、“国保”被保险人则只有法定公共年金，没有法定职业退休金，形成差别待遇。

■ 多样化养老金融产品

台湾的养老保险金融市场是其养老保障体系的补充，针对不同的人群需求提供了丰富多样的养老金融产品，主要包括信托金融产品和保险金融产品。其中，信托金融产品又可以分为退休养老信托和遗嘱养老信托。退休养老信托是通过二次委托和直接投资的方式联系、整合相关的养老产业资源，为老人提供养老护理、医疗康复等产业链服务。遗嘱信托是遗嘱人生前所设立的、在其死亡后才发生效力的信托，为立遗嘱人配置及管理身后财产。

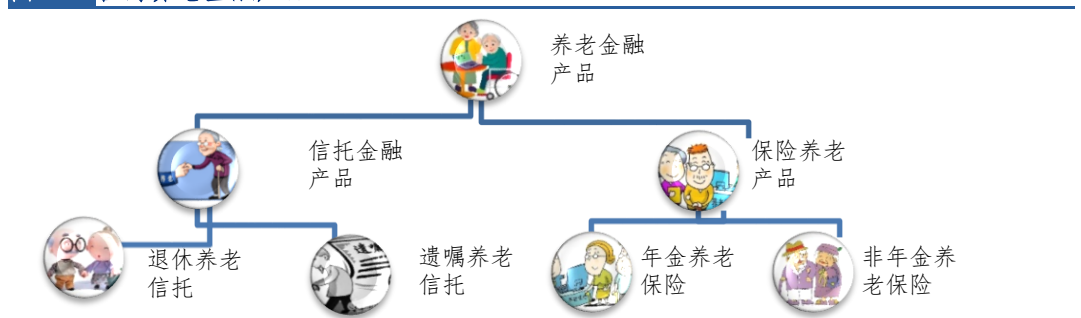
表 7：台湾养老保险税收优惠政策

政策内容
按每个家庭成员数量累计优惠额度。对纳税人、配偶及供养的直系亲属的人身保险（包括人寿保险、健康保险、意外伤害保险和养老保险）、劳工保险、国民年金保险及军、公、教保险的支出，允许每人每年在个人所得税前扣除新台币 24000 元，但全民健康保险支出没有金额限制。
领取商业养老金时享有免纳所得税的优惠，但保费基金的投资收益需要纳税，税收优惠模式为 ETE。企业年金计划采用 EET 的税收递延模式。在缴费阶段，企业、个人在缴纳时不按家庭成员数量累积，但有一定的免税比例；在投资阶段，基金运营、管理等均由“劳工保险局”负责，由财政兜底，投资收益不需纳税；在领取阶段，按照一定方式折算收入，且计算收入时仍可享受台湾地区“《所得税法》”中“免税额及扣除额”的相关规定。

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

保险养老产品在台湾金融市场上也占据重要地位，主要分为年金保险和非年金保险。年金保险是寿险公司定期给付年金至被保险人身故为止。非年金保险侧重于为老年人提供养老保障服务。

图 24：台湾养老金融产品



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

2.4 香港——养老计划独具一格，灵活监管蓬勃发展

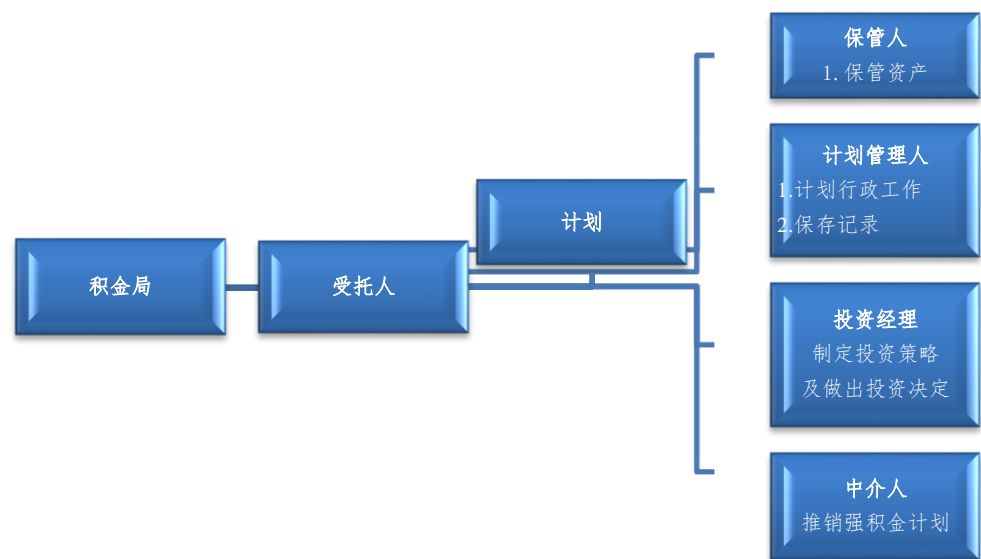
香港的养老体系主要分为八大体系，主要包括生果金、MPF、商业保险、基金、存款、房产、股票和其他类投资。最为主要的是前三部分，其中生果金是指对于所有香港年龄超过 65 岁的老年人，在有一定资产审核的情况下，每一个老人每个月政府会发 2565 港币；MPF 指的是强积金即强制性公积金的简称。

■ MPF 计划别具一格

香港强积金计划是香港政府在 2000 年 12 月 1 日正式实行的一项政策，实质上是一种基本保险 DC 计划，也被称为是香港的社会保险，采用完全基金积累的个人账户制——雇主和雇员共同缴费，投资收益全部归雇员所有。如果雇员换工作，可将其本人的强积金累积权益也一并全额转移带走，注入新雇主的计划户头中。一般情况下，雇员个人账户中积累的养老金必须在雇员达到 65 岁法定退休年龄时，才可以一次性领取。

为鼓励强积金计划的推行，香港政府制定了税收优惠政策。强制性和自愿性缴费均可以在税前列支，但雇主缴费的上限为雇员总薪酬的 15%，雇员及自营劳动者的年缴费在 1.2 万港元以内的部分可免征个人所得税。基金的投资收益不纳税，雇员在领取强积金时基本上不用纳税。

图 25：香港强积金受托管理示意图



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

■ 较为灵活的监管制度

香港的保险公司与大陆的公司相比在监管制度上具有优势，主要表现在：一是香港保险投资相对于大陆更加全球化，资产更为灵活；大陆保险公司保费收入投资主要集中在国内基础设施建设中，对于境外投资比较低。二是保监会对于储蓄类产品具有硬性规定，其分红率不能超过 3.5%，而香港投保计划书可达到 6% 以上，对于分红率没有硬性规定。因此，香港保险公司的投资更为灵活。

2.5 其他国家和地区

■ 多采用多层次的养老体系

目前，世界上大多数国家采用多层次的养老体系，如三大支柱养老体系等。多层次的养老体系的优势在于更加全面地为居民养老提供保障，缓解老龄化压力，做到“老有所养、老有所依”。现将发达国家的主要养老保险体系分为五种模式如下：

表 8：主要发达国家养老保险体系

模式	主要内容	代表国家
北欧模式	政府一般出台强制性的养老保障计划	挪威、丹麦、冰岛、荷兰、芬兰和瑞典
欧洲大陆模式	国家养老保险制度既注重高税收高福利，也注重市场的作用，但仍以国家主导的养老保险为主	澳大利亚、法国、德国、比利时和卢森堡
盎格鲁—撒克逊模式	强调市场作用，其养老保险制度也多依赖市场	英国和爱尔兰
地中海模式	这种模式下的国家养老保险制度体现为多元化和多层次化，国家注重对老年人的公共支出	意大利、葡萄牙、西班牙和希腊
美国模式	美国养老保险制度模式下，“三支柱”体系发展较为均衡，退休收入呈现多元化状态，总体保障程度较高	美国

资料来源：《商业养老保险税法制度国际比较与借鉴》，长城证券研究所

■ 税收优惠政策发挥效用

此外，各国为了推动商业养老保险纷纷推出相应的税收优惠政策，从而在商业养老保险购买、养老资金投资以及养老金领取各个阶段内给予税收优惠激励。鼓励个人动用自己的储蓄购买商业养老保险，以减轻公共养老保险的负担。OECD 国家中，包括澳大利亚、智利、丹麦、荷兰在内的大约 13 个国家有法定的个人养老金保险计划，补充养老保险保障程度相对较高。主要国家养老保险的税收优惠政策如下：

表 9：主要国家养老保险税收优惠政策

代表国家	政策内容
英国	雇主养老保险计划中个人缴费及个人购买储蓄型养老保险的保费支出，允许从个人所得税中税前扣除。领取养老金时，符合标准的商业养老保险保单可以享受税收优惠，由保险公司代扣代收。针对保险金增值部分征收 20% 的税，本金部分则一律免税。
德国	雇主向账面养老金计划的缴费可以税前扣除。私人养老保险计划中，如果投保人投保的养老保险包含 60 岁以后按月给付的终身年金，个人缴费的 76% 可以税前扣除，抵扣限额为 15200 欧元。所有达到法定领取年龄的投保人在领取养老金时，对其中的 34% 免征个人所得税。
澳大利亚	缴费阶段按照养老金计划不同分别有不免税和抵扣额 15% 的规定，投资阶段抵扣额均为 7.5%，领取阶段均可抵扣 16.5%。雇主缴费允许税前扣除，但有扣除限额。对执行退休金计划的保险公司按 15% 征税，对非执行退休金计划的保险公司按 47% 征税。
新西兰	缴费阶段一般全额征税，投资阶段可抵扣额分别为 53% 和 15%，领取阶段则只针对投资阶段抵扣 15% 的养老金对应部分全额征税，其余全部免税。
奥地利	雇主缴费可以在税前全额扣除。雇员缴费也允许税前扣除，扣除限额为雇员工资的 25%，并且对年收入在 70 万先令以下的雇员，缴费可以税前扣除的最高限额为 1 万先令。

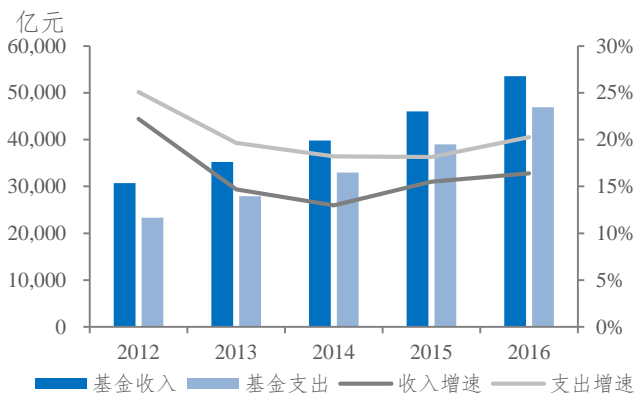
资料来源：《商业养老保险税法制度国际比较与借鉴》，长城证券研究所

3. 商业养老保险产业市场空间巨大

3.1 政策东风吹动商业养老保险起舞

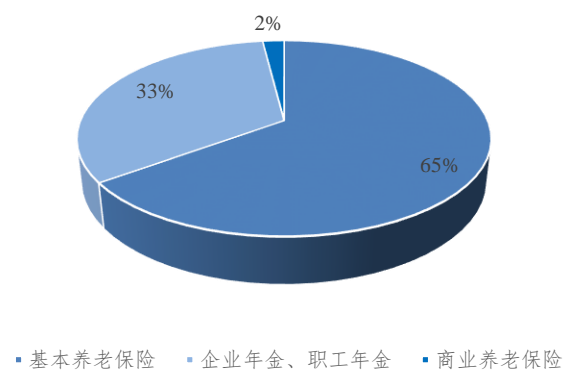
人口老龄化速度加快、老年人群体扩大增强了多样化的养老服务需求，现存三大养老金支柱规模尚无法支撑起庞大的养老市场是目前社会关注和急需解决的主要问题。国家适时推出政策支持商业养老保险，逐步形成基本养老保险为基础、企业年金和职业年金为补充、与个人储蓄性养老保险和商业养老保险相衔接的多层次保障体系，在保证公平的基础上提升效率（基本养老主公平，商业养老主效率），满足不同群体的养老保障需求，提高退休后的生活保障水平。

图 26：最近 5 年基本养老保险的收支对比



资料来源：人社部，长城证券研究所

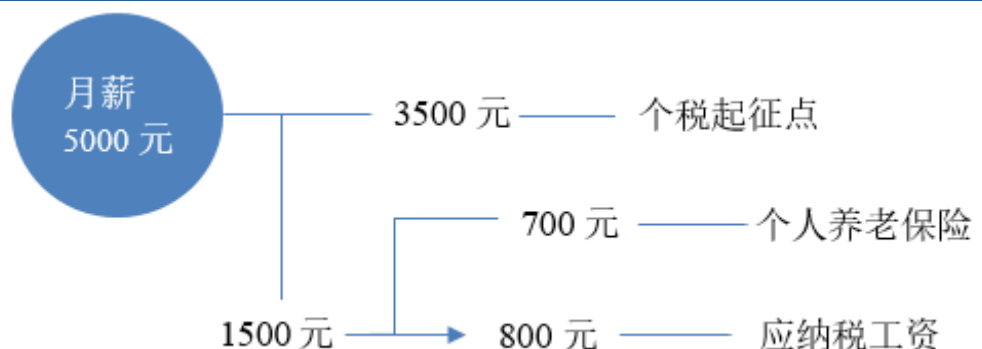
图 27：商业养老保险作用有待扩大



资料来源：wind，长城证券研究所

个税递延型养老保险允许投保人在税前列支保费，领取养老金时再缴纳税款。一方面，这是一种生命周期消费方式，由于投保人在购买保险和领取保险金的时候处于不同的生命阶段，其边际税率带来的效用会有非常大的区别，对于投保人有一定的税收优惠。另一方面，延迟纳税类似于给予投保人一定额度的无偿资金购买养老保障服务，从而能拉动个人购买养老险的需求，也是拉动内需的一个催化剂。

图 28：个税递延型商业养老险示例



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

2017 年 6 月 21 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议时明确提出加快商业养老保险发展的措施，加快个人税收递延型商业养老保险试点。7 月 4 日，国务院办公厅印发《关于加快发展商业养老保险的若干意见》，全面部署商业养老保险的发展工作，《意见》中明确指出要创新商业养老保险产品和服务，促进养老服务业健康发展，这是第一次从

国务院层面对商业养老保险做出了具体的政策安排。《意见》从四个方面进行部署推动商业养老保险发展：

■ 创新商业养老保险产品和服务。支持商业保险机构开发多样化商业养老保险产品，满足个人和家庭在风险保障、财富管理等方面的需求。支持商业保险机构参与个人税收递延型商业养老保险试点。允许商业养老保险机构依法合规发展具备长期养老功能、符合生命周期管理特点的个人养老保障管理业务。支持符合条件的商业保险机构利用资产管理优势，依法依规有序参与基本养老保险基金和全国社会保障基金投资运营。

■ 促进养老服务业健康发展。发挥商业养老保险资金长期性、稳定性优势，以投资新建、参股、并购、租赁、托管等方式，积极兴办养老社区以及养老健康服务设施和机构，为相关机构研发生产老年用品提供支持，增加养老服务供给。逐步建立老年人长期照护、康养结合、医养结合等综合养老保障计划，健全养老、康复、护理、医疗等服务保障体系。

■ 推进商业养老保险资金安全稳健运营。发挥商业养老保险资金长期投资优势，推进商业养老保险资金稳步有序参与国家重大战略实施、重大项目和民生工程建设。发挥商业保险机构作为资本市场长期机构投资者的积极作用，为资本市场平稳健康发展提供长期稳定资金支持，同时审慎开展商业养老保险资金境外投资。

■ 完善支持政策。落实好国家支持现代保险服务业和养老服务业发展的税收优惠政策，对商业保险机构一年期以上人身保险保费收入免征增值税。2017 年年底启动个人税收递延型商业养老保险试点。研究制定商业保险机构参与全国社会保障基金投资运营的相关政策。

鉴于我国独特的社会情况，个税递延养老险政策的落地还需保监会、财政部和国家税务总局等部委共同协作，我们认为个税递延养老险的具体运作方式可能为：个人购买商业养老保险的费用支出在个人工资薪金收入一定金额以内的部分，可在个人所得税前扣除，个人自愿建立个人养老账户，对在规定额度内进入该账户的收入，以及在账户中投资运营的收益暂不征税，其应缴个人所得税可延期至将来领取养老金时再征收。

3.2 个税递延养老险有望撬动数千亿保费市场

目前，在我国养老金三大支柱中，基本养老保险基金和企业年金、职业年金均已实现市场化投资运作，我们认为，随着个人税收递延型商业养老保险试点的落地，养老金第三支柱也将开启市场化之旅。一方面，目前我国基本养老保险金面临收不抵支且缺口逐年扩大的趋势，第二支柱的企业年金和职业年金也仅有部分劳动者可得，发展缓慢，无法为基本养老保险金的缺口提供有效的补充，现实存在巨大养老缺口为商业养老保险提供了市场空间。另一方面，相比于发达国家，目前我国商业养老保险在养老金体系中占比较低，如美国商业养老保险为居民提供的必要开支占比达 35% 以上，我国目前这一占比还不到 10%，远远低于发达国家的平均水平。在从国务院到各部委超预期的政策支持下，商业养老保险市场有望迎来井喷式发展，将对保险业特别是寿险行业形成重大利好。

根据简单测算，目前我国个人所得税纳税人口约 2800 万，假设会有 60% 的人购买个税递延型养老保险，根据上海市“十二五”规划中提出个税递延型养老保险方案，个人养老保险账户和企业年金均可享受税前列支优惠，其中企业年金税前列支额为 300 元，个人养老保险税前列支额为 700 元，如果采用 700 元的税收优惠假设，同时考虑个人购买其他类型保险产品不受影响，则每年新增养老险保费约 1410 亿元，占 2016 年寿险行业保

费的 6.5%，而在比较乐观的情景下（ $\geq 70\%$ ），则能来 1650 亿保费增量，即使在较悲观的情景下（ $\leq 50\%$ ），仍然能带来 1180 亿左右的保费收入。而这只是静态测算，如果再考虑人均收入增长、个税改革带来税基增加和居民养老消费态度转变等重要的影响因素，个税递延将有望为行业带来超过 2000 亿元的保费增量。综合国际市场经验来看，个人税收递延养老险中长期影响则会更加显著，将成为保险行业重要的利润增长来源。

表 10：我国的平均工资和个税起征点

时间	平均工资	个税起征点
2002	12,373	800
2004	15,920	800
2006	20,856	1,600
2008	28,898	2,000
2011	41,799	3,500

资料来源：国家税务总局，长城证券研究所

表 11：个税递延优惠效果测算

每月工资	个税起征点	五险一金扣除额	税前工资抵扣额	每年递延个税
5,000	3,500	875	1,000	225
10,000	3,500	1,750	1,000	1,500
20,000	3,500	3,296	1,000	3,000

资料来源：国家税务总局，长城证券研究所

表 12：个税递延商业险保费增量测算

纳税基数（万人）	年税收优惠额	税收敏感人数比例	保费增量（万元）
2,800	8,400	60%（中性）	14,112,000
2,800	8,400	70%（乐观）	16,464,000
2,800	8,400	50%（悲观）	11,760,000

资料来源：国家税务总局，长城证券研究所

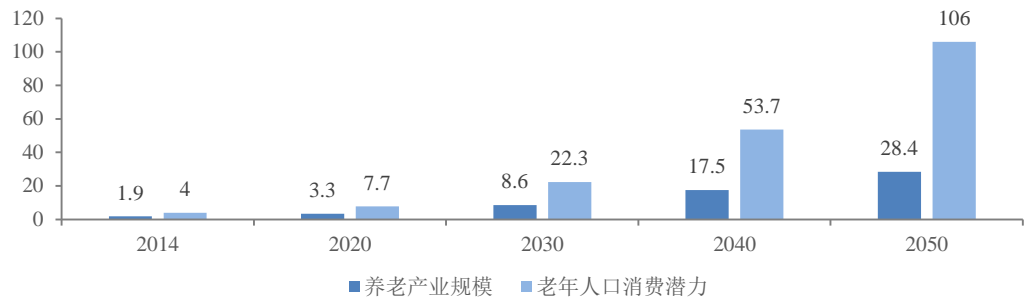
3.3 商业养老保险未来发展趋势

3.3.1 养老产业市场目前发展相对滞后

“十三五”规划建议为我国的养老机制作出顶层设计：积极开展应对人口老龄化行动，建设以居家为基础、社区为依托、机构为补充的多层次养老服务体系，推动医疗卫生和养老服务相结合，探索建立长期护理保险制度。全面放开养老服务市场，通过购买服务、股权合作等方式，支持各类市场主体增加养老服务和产品供给。

■ 一方面，老龄化和养老消费观念更新带来养老产业需求增长，根据全国老龄办数据显示，2010 年我国老年人口消费规模达 1 万亿元，预计到 2040 年将达 17.5 万亿元。2014 年到 2050 年间，中国老年人口的消费潜力将从 4 万亿元增长到 106 万亿元，年均复合增长达 10%，占 GDP 的比例将从 8% 增至 33%。2025 年到 2040 年，我国约有 5000 万老年人需要通过专门的养老机构来养老，按照目前每人每年 5 万元的养老费用计算，整个市场产值有 2 万多亿元。

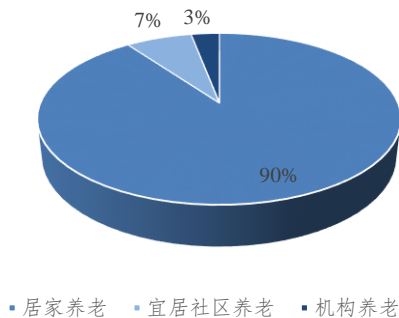
图 29: 老年人口的消费潜力释放将给养老产业带来巨大机会 单位: 万亿



资料来源: 全国老龄工作委员会, 长城证券研究所

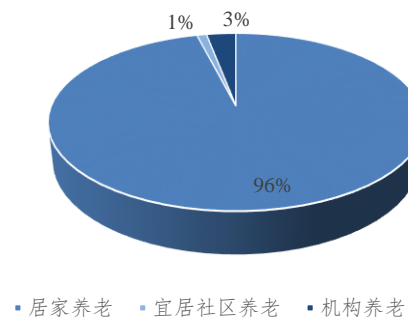
■ 而另一方面, 养老服务形式单一, 养老服务体系 and 老龄产业发展严重滞后的现状也十分突出, 中国的养老产业只能算刚刚起步, 还有很多难题需要解决。比如, 虽然“十二五”规划中明确提出“9073”养老模式, 即 90% 的老人依靠居家养老、7% 的老人依靠社区养老、3% 的老人依靠机构养老, 但居家养老模式依旧原始, 居家养老健康管理的信息化和互联互通等问题仍未有效解决。十九大报告提出了加强社会保障体系建设, 完善城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险制度, 尽快实现养老保险全国统筹。

图 30: 十二五养老规划结构



资料来源: 十二五规划, 长城证券研究所

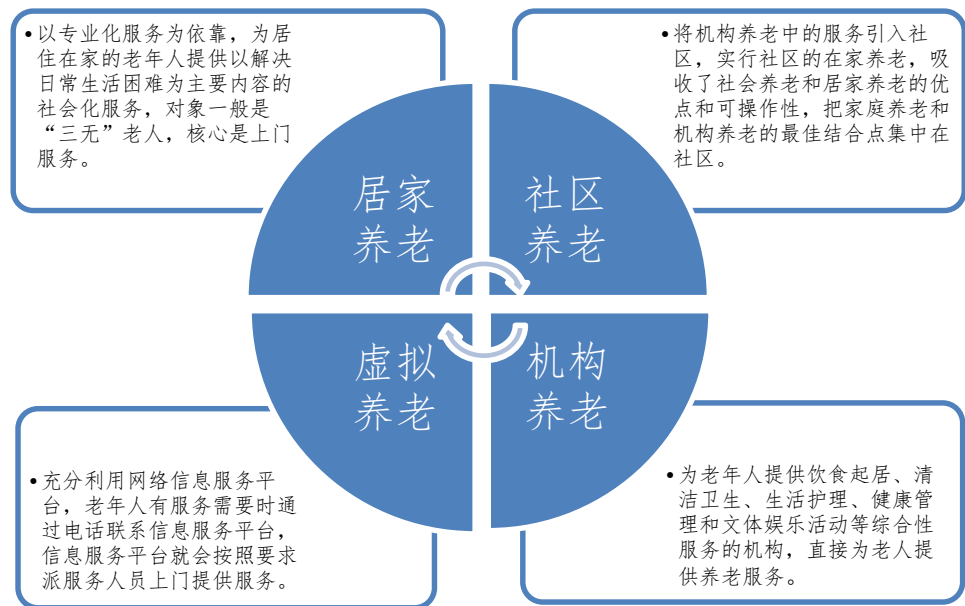
图 31: 目前养老规划结构



资料来源: 人社部, 长城证券研究所

■ 再以养老地产为例, 国内养老地产行业无论开发模式还是盈利方式等, 都尚存诸多疑问和待解难题。其特殊的消费群体要求开发商要去做大量的适老化设计以及建设众多相关配套设施, 故养老地产的前期投入比普通住宅高, 投入巨大却收益缓慢。许多养老地产实际还是住宅地产, 或者在住宅建设基础上, 加上简易的无障碍设施和医疗机构的配套, 就成了“养老地产”, 使得“养老地产”沦为炒作概念, 以便为竞拍拿地、房屋售卖增加看点。事实上, 养老地产不应该完全是地产, 其涉及方面广, 是一套完整的产业链, 包括医疗护理、康复、健康管理、文体活动、餐饮服务, 以及日常起居呵护。据幸福人寿披露, 2017H1 开启“以房养老”的南京、苏州、大连试点工作后, 截至 10 月, “幸福房来宝”老年人住房反向抵押养老保险产品已经在北京、上海、广州、武汉、南京、苏州、大连共计 7 地开展了试点工作。

图 32：四种代表性养老形态



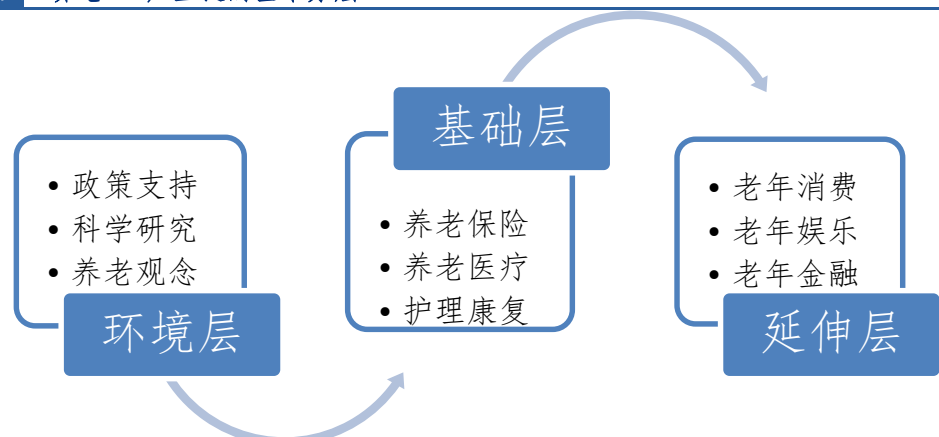
资料来源：网站资料整理，长城证券研究所

3.3.2 商业养老保险未来的发展趋势——养老生态

保险公司作为专业的风险管理机构，具有定价能力强、资金实力雄厚、客户数据质量高、上下游医疗养老资源整合能力等先天优势，保险公司应该逐步打通养老、健康、护理等与主业相关产业的链条，建立大保险生态圈，以便更好地实现回归“保险姓保”的行业本质。近年来，一个包括老年护理、老年医疗、老年消费和老年金融等在内的养老生态圈正在形成，我国正步入“养老+”时代。在打通养老的出路过程中，越来越多的企业主动投身养老产业进行积极布局、越来越多的行业被附着在“养老+”产业链条之上，养老产业的利润空间正在慢慢清晰化。

所谓的“养老+”，指的是养老服务产业链的延展，是以老人服务为中心形成的养老生态圈。它可分为：基础层，指满足老年人最基本需要的、直接的养老服务，包括护理康复、养老保险、老年医疗等养老基础服务；延伸层，指满足老年人基本需求之上的更高需求，包括老年消费(各类以老年人为对象的消费品)、老年娱乐、老年精神慰藉、养老金融等；环境层，指支持养老生态圈良性发展所需的外部环境，如必要的政策支持、老年科学研究、与时俱进的养老观念等。

图 33：“养老+”产业链的基本分层

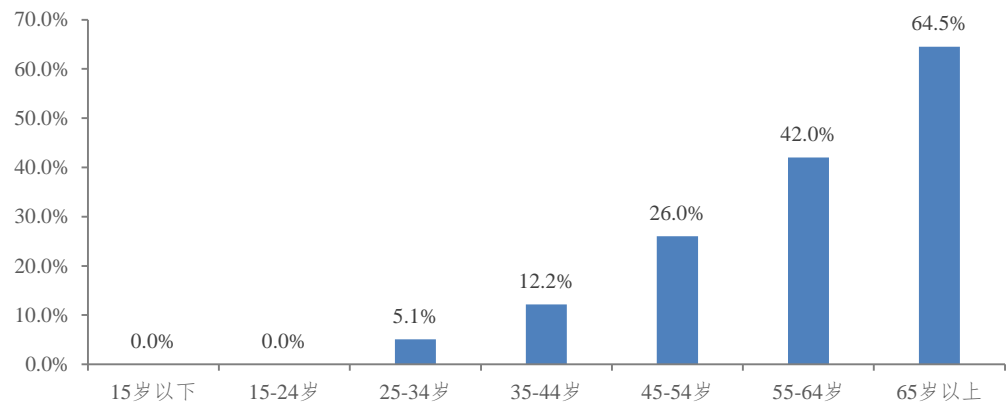


资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

■ **养老+金融**：虽然需求与解决途径因人而异，但不可忽视的是，“养老+金融”将成为整个养老产业发展的助力器，创新的综合性养老金融解决方案将成为破解养老难题的重要突破口。简而言之，让金融服务养老、用金融改变养老。目前，业内在“养老+金融”方面已开展不少尝试，包括“以房养老”和商业养老保险等，如住房反向抵押等以提升老年人生活水平的金融服务，及对养老产业提供支持的金融服务。其中，在社保体系不断完善的前提下，作为重要市场化手段的商业养老保险也随着渐进式延迟退休、发展职业年金、企业年金、促进商业养老保险发展等一系列利好政策的出台，而迎来较大突破，国务院办公厅发布的《意见》明确指出在年底实现个税递延养老险试点的落地。另外，养老金和企业年金入市投资也为养老资产提供了保值增值的手段。

■ **养老+医护**：随着年龄增长、身体机能的衰退，老龄人群天然具有巨大的医疗保健服务需求。老龄人口患慢性病的患病率要远高于其他年龄层次，根据卫生部 2008 年的调查，各年龄层人群的慢性病患病率呈现出随年龄增长而指数增长的趋势，老龄人群的综合慢性病患病率甚至高达 64.5%。其中老龄人群患病率较高的慢性疾病包括高血压、心脑血管疾病、糖尿病等，而根据中国老龄产业报告，老龄人口高血压的患病率达到 19.72%，因而老龄人群拥有更高的慢性病监测管理的需求。而另一方面，根据卫生统计年鉴，2013 年老龄人群的年人均住院次数达到 1.99 次，超过总体平均的两倍，对医疗保健服务的需求很大。

图 34：慢性病患病率随年龄增长大幅上升



资料来源：卫生统计年鉴，长城证券研究所

据社科院调查显示，完全失能老年人的平均年龄在 79 岁，而截至 2014 年，我国失能、半失能老年人口已达到近 4000 万。而另一方面，预计到 2050 年，80 岁及以上的高龄老年人口将达到 9448 万，占老年人口的 21.78%，65 岁以上的独居人口将达到 4600 万。这些老人将带来大量日常护理、慢性病管理、照顾陪伴、健康教育等方面的服务需求，并且受到收入及储蓄的制约，需求主要集中于中等服务定价的小型地域连锁养老企业。

表 13：老年人医护需求

	自助老人	介助老人	介护老人
划分标准	一般为在 65 到 80 岁之间，日常生活行为完全自理，不依赖他人护理的老人	一般为 80 岁以上，日常生活行为依赖扶手，拐杖，轮椅和升降等设施帮助的老人	身体状况较差，日常生活行为依赖他人护理的老人
客户需求	对于养老服务没有刚性需	需要日常生活辅助和陪伴服	要求专业便携的医疗服务及

	自助老人	介助老人	介护老人
	求，相对陪护而言，较注重精神追求	务，在居家养老条件不具备的情况之下，对养老服务具有刚性需求	长期陪伴护理服务，对养老具有刚性需求
行业现状	市场上已经出现一些针对自理老人的养老产品，大部分针对中高端客户，这也是未来市场发展的方向	目前设施较好的养老院大部分为政府创办，民营养老院在规模，设施和服务质量上都有很大的发展空间	医院仅能向极少部分老人提供介护服务，而且目前市场上的很多护理院专业能力和护理水平欠佳，亟待改进

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

一般说来，医养融合有两种模式。第一种是医疗卫生机构与养老建立双方合作制，合作医院等医疗机构为养老机构入住的老年人提供定期体检、健康管理、急救急诊和中医养生等服务，这种模式的难点是合作双方难以明确相互的责任；第二种是养老机构自己对老年人开展医疗服务，养老机构根据实际的需求和自身能力开办老年病医院、护理医院、康复医院和临终关怀机构等，其难点在于养老机构医保资质的获取。

■ **养老+消费：**人口老龄化作为正在发生且将持续下去的社会问题，已越来越受到社会重视，老龄化社会固然带来更高的抚养成本，但在当前，老年人作为越来越大的消费群体，为我国消费市场注入了一股“银动力”。随着居民收入水平的增长与多年的财富积累，老年人口实际上具有较强的消费潜力，尽管老年人消费观念相对保守，但银发群体也更加注重健康、出行娱乐方面的消费，“养儿防老”的观念正在逐渐淡化，“快乐晚年”正逐渐成为老年群体的新追求。中国消费者协会早年的调查显示，食品、日用品、医疗是老年消费群体的三大主要消费需求，近七成老年人日常消费支出集中在食品上，同时餐饮旅游、营养保健、娱乐健身等正成为老年消费群体的新增需求点。此外，除了老年人口自身消费之外，子女针对老年人的消费还具有更重视保健功能、重视品牌、价格敏感性较低的特点，因而具有增强体质、增强免疫、延缓衰老等功能针对老年人的保健品需求将快速提升。

图 35：老年人消费行为特点



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

4. 商业养老金税收新政将进一步夯实保险资金稳定金融市场的基石作用

4.1 大金融行业——保险正奋力直追

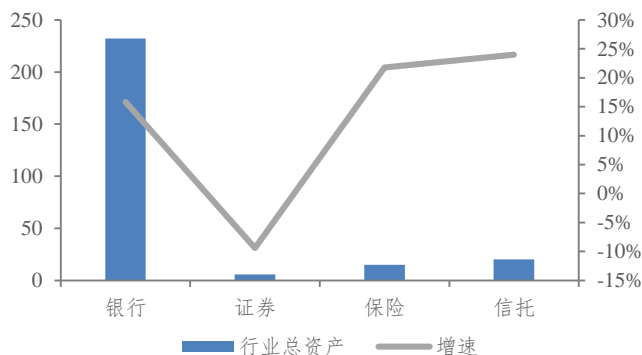
随着我国经济的快速发展，金融市场格局也在发生着深刻的变化，保险业在大金融行业的地位正在与日俱增。

■ **资产规模：**截止 2016 年底，各细分金融领域资产规模排名为：银行>信托>保险>证券>期货>基金。其中银行业资产规模 232 万亿元，同比增长 15.8%，信托业资产规模 20.22 万亿元，同比增长 24.01%，证券行业资产规模 5.8 万亿元，同比下降 9.38%，而保险业资产规模 15.1 万亿元，同比增长 21.77%，增速仅次于信托行业排名第二。

■ **资管规模：**从资产管理规模来看，截至 2017 年年中，各类型金融机构管理规模为，信托资产规模 23.14 万亿，银行理财 28.40 万亿，保险资金运用余额 14.50 万亿，证券公司资产管理业务规模 18.10 万亿元，公募基金约 10.07 万亿，基金管理公司及其子公司专户业务规模 14.94 万亿元，期货公司资产管理业务规模约 2366 亿元，私募基金管理机构资产管理规模 9.46 万亿元，合计大约 118.85 万亿元。其中，银行业位居资产管理规模之首，占比 24%，其次为信托和券商资管，分别占比 19%和 15%，而保险资管规模位居第五，占比 12%。

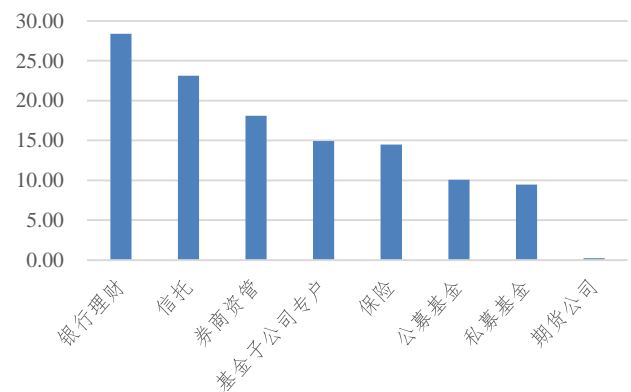
可以看出，无论是从总资产还是资产管理规模来看，银行仍然是金融业霸主，信托行业以其独特的实体大投行地位位居第二，保险行业由于最近几年的快速发展，资产规模迅速扩大，已经成为金融市场拼图中举足轻重的一环。

图 36：各金融行业资产规模及增速 单位：万亿



资料来源：wind，银监会，信托业协会，长城证券研究所

图 37：各类金融机构资产管理规模 单位：万亿

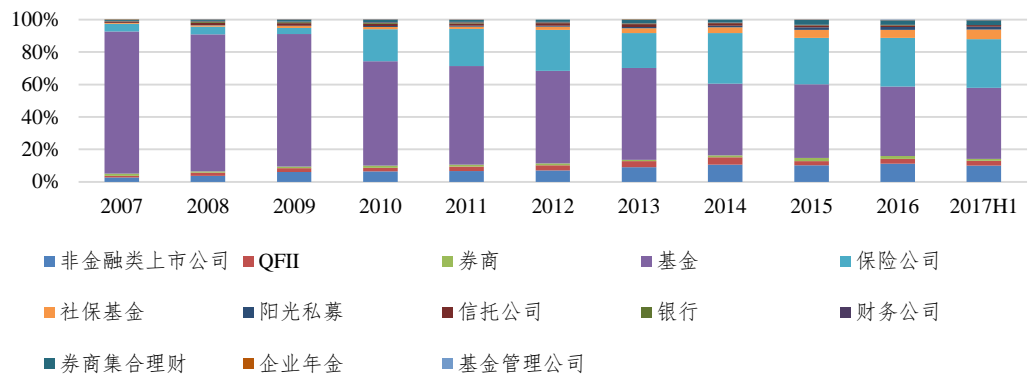


资料来源：保险资产管理业协会，长城证券研究所

■ **未来趋势：**从 A 股投资者而言，2014 年起基金和保险成为市场主导力量，目前机构投资者已形成公募、保险和私募等多元化结构。未来的 A 股投资者结构将会呈现出以下特点：1) 公募未来对市场影响将保持平稳；2) 以私募资管为代表的绝对收益者将引领市场偏好，基金专户有望成为未来边际主力。3) 保险和社保持仓目前维持高位，保险放开沪港通渠道，长期而言对 A 股存在挤出效应，地方养老金入市时机尚未成熟。4) 信托 2015 年市场影响昙花一现，2015 年伞型信托清除后，股票投资规模及占比回归常态，监管收紧，未来信托资金增量入市空间有限。5) RQFII 政策放松，深港通正式开通，沪

港通额度放开，A 股纳入 MSCI 等将带来 1.5 万亿增量资金，海外资金有望成为最大边际增量。

图 38：保险公司持股在机构投资者比重逐渐增加



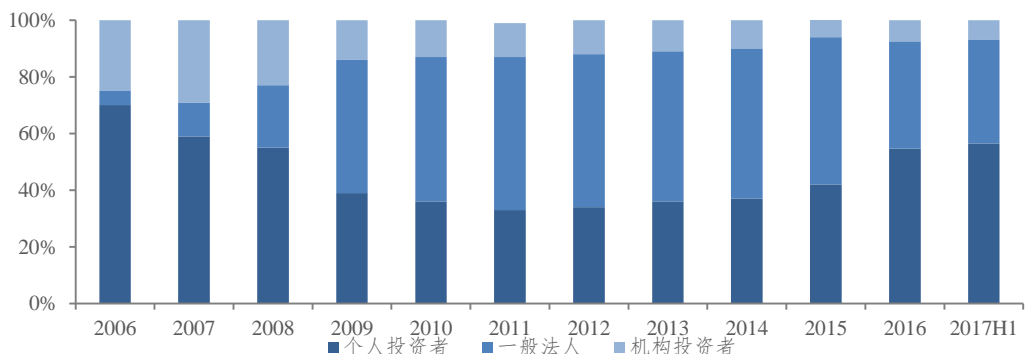
资料来源：wind，长城证券研究所

4.2 养老基金助力机构投资者量升质提

4.2.1 我国股票市场投资者特点——散户化

近年来我国投资者的持股结构已发生一些重要变化，家庭财富增加导致人们理财意识增强显著提升了股市的散户化程度。从账户数量上来看，我国仍然以个人投资者为主，截至 2017 年 8 月，我国股票市场中，投资者账户数量共有 12,949.89 万，其中个人投资者账户数量为 12,914.95 万，占比 99.73%，机构投资者账户数量为 34.95 万，占比为 0.27%。从持股市值比重来看，近年来专业机构投资者和一般法人持股占比均有下降，个人投资者的持股市值占比显著提升到超过 50%。中国股票市场个人投资者、一般法人、专业机构投资者持股的流通市值占比例分别为 56.43%、36.74%、6.82%，相较 2010 年，机构投资者和一般法人占比已分别下降 6 个百分点和 14 个百分点，个人投资者占比上升了 20 个百分点。

图 39：2010 年以来我国股市个人投资者比重提升明显



资料来源：wind，长城证券研究所

从投资者持有上市 A 股流通市值来看，个人投资者主要以小散户为主，机构投资者持股规模结构较多元化，各个层次较平均。截至 2016 年，个人投资者本期末上市 A 股流通市值在 10 万以下的有 3,564.5613 万户，占个人投资者总数的 72.29%，为绝对多数；100 万

以上的仅有 135.6774 万户，占比 2.75%。相对地，机构投资者所持上市 A 股流通市值分布较为均匀，无占绝对优势类别。

表 14：我国股市个人投资者持股市值大部分集中在 10 万以下

A 股流通市值	个人投资者		机构投资者	
	投资者数（万户）	比重（%）	投资者数（万户）	比重（%）
1 万以下	1,201.7997	24.37	0.4536	6.30
1-10 万	2,362.7616	47.92	0.8288	11.51
10-50 万	1,051.3794	21.32	1.0978	15.25
50-100 万	179.1721	3.63	0.6055	8.41
100-500 万	119.5312	2.42	1.3360	18.56
500-1000 万	9.7822	0.20	0.5257	7.30
1000 万-1 亿	5.8960	0.12	1.35	18.75
1 亿以上	0.4680	0.01	1.00	13.90

资料来源：wind，长城证券研究所

4.2.2 股市的健康领导者——机构投资者

机构投资者是用自有资金或者从分散的公众手中筹集的资金专门进行有价证券投资活动的法人机构，机构投资者与个人投资者相比，具有以下几个特点：

■ **投资管理专业化：**机构投资者一般具有较为雄厚的资金实力，在投资决策运作、信息搜集分析、上市公司研究、投资理财方式等方面都配备有专门部门，由证券投资专家进行管理。1997 年以来，国内的主要证券经营机构，都先后成立了自己的证券研究所。个人投资者由于资金有限而高度分散，同时绝大部分都是小户投资者，缺乏足够时间去搜集信息、分析行情、判断走势，也缺少足够的资料数据去分析上市公司经营情况。因此，从理论上讲，机构投资者的投资行为相对理性化，投资规模相对较大，投资周期相对较长，从而有利于证券市场的健康稳定发展。

■ **投资结构组合化：**证券市场是一个风险较高的市场，机构投资者入市资金越多，承受的风险就越大。为了尽可能降低风险，机构投资者在投资过程中会进行合理投资组合。机构投资者庞大的资金、专业化的管理和多方位的市场研究，也为建立有效的投资组合提供了可能。个人投资者由于自身的条件所限，难以进行投资组合，相对来说，承担的风险也较高。

■ **投资行为规范化：**机构投资者是一个具有独立法人地位的经济实体，投资行为受到多方面的监管，相对来说，也就较为规范。一方面，为了保证证券交易的“公开、公平、公正”原则，维护社会稳定，保障资金安全，国家和政府制定了一系列的法律、法规来规范和监督机构投资者的投资行为。另一方面，投资机构本身通过自律管理，从各个方面规范自己的投资行为，保护客户的利益，维护自己在社会上的信誉。

从中国股市来看，机构投资者进入市场以后，上海证券市场和深圳证券市场的波动性都发生了结构性降低，机构投资者发挥了稳定市场的功能。在机构投资者发展的过程中，每次的政策推进都对市场起到了明显的稳定作用。在几个重要政策中，保险资金通过机构投资者间接入市对上海证券市场的稳定作用最为明显；封闭式基金的成立对深圳证券市场的稳定作用最为明显。具体地，在深圳证券市场上，机构投资者的进入最高降低了近

13 个百分点的波动性;在上海证券市场上,机构投资者的进入最高降低了 6 个百分点的市场波动,因此积极培育中国股市的机构投资者能够有效的稳定市场。

4.2.3 中美机构投资者发展情况对比——机构参与度低

■ 从专业机构投资者的范围来看,国内外差距不大。以美联储对全美金融账户的统计来看,美国专业机构投资者主要有共同基金、养老金、保险公司、证券公司等专业投资机构。以上交所统计年鉴的统计来看,国内机构投资者主要是指基金、保险公司、证券公司、社保基金、银行、信托公司等。应该说,与海外成熟市场相比,我国机构投资者类别已较为丰富。

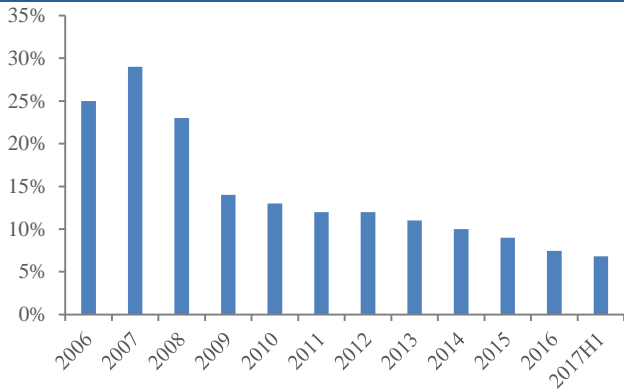
表 15: 2015 年美国股票市场投资者结构

投资者类别	所持规模 (亿美元)	比重
个人及非盈利性组织	13310.911	37.30%
政府机构	213.798	0.60%
联邦政府	33.407	0.09%
地方政府 (不包括员工退休基金)	180.391	0.51%
海外投资者	5706.925	15.99%
美国特许登记机构	100.843	0.28%
外国银行在美办事处	0.003	0.00%
保险公司	2086.635	5.85%
财产保险公司	313.609	0.88%
人寿保险公司	1773.026	4.97%
养老基金	4918.209	13.78%
私人养老金	2362.795	6.62%
地方债政府雇员退休金	2335.627	6.54%
联邦政府退休金	219.787	0.62%
共同基金	7327.045	20.53%
封闭式基金	99.597	0.28%
交易所交易基金	1756.435	4.92%
证券公司	166.809	0.47%

资料来源: 美联储, 长城证券研究所

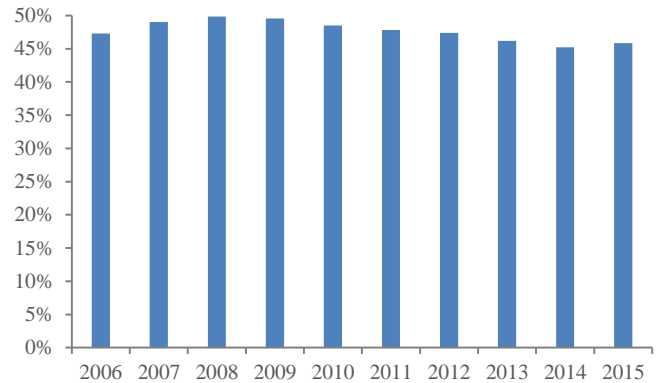
■ 然而,我国专业机构投资者与美国专业机构投资者在各自股票市场的持股占比却相差不少。2017 年年中,我国专业机构投资者在 A 股市场上持股占比仅为 6.82%,而美国专业机构投资者 2015 年在美国股票市场上持股占比高达 45.83%,以共同基金、养老基金、保险公司为代表的专业机构投资者是美国股票市场的主导力量,三类主要机构投资者所占比重分别为 20.5%、13.8%、5.8%。反观国内,基金公司、保险公司、证券公司是相对主要的机构投资者,持股占比仅分别为 2.99%、2.04%、0.08%。同时,2006-2017 年上半年,中国机构投资者所占比重是不断下降的,而美国机构投资者不论从总体还是各个部分来说,都保持相对稳定的状态。这充分说明我国机构投资者在股票市场上与美国同类机构还有较大差距,总体还有较大成长空间。

图 40: 我国机构投资者持股比例持续下降



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 41: 美国机构投资者持股比较高且保持平稳



资料来源: wind, 长城证券研究所

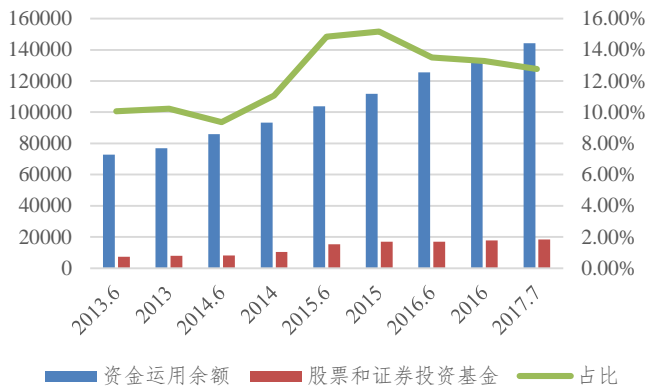
4.2.4 养老金投资提升机构投资者质量——稳定市场的基石

投资者决定了 A 股具有两个显著的特点: 散户市和政策市。“散户市”, 投资者似一盘散沙, 牛市一哄而上, 熊市一哄而散, 股市暴涨暴跌, 牛市短而快, 熊市慢而长, 不利于市场生态的建设。又由于这种“散户市”格局, 为了保护市场上数量庞大的散户, 很容易将“强监管”变成“强管制”, 最终变成“政策市”: 纵容个人投资者对政府及监管层的依赖心态, 凡遇市场波动就会呼唤政府“救市”, 乃至改变 IPO 发行节奏, 使得政策风险频发成为 A 股特有的景象之一。

要解决中国 A 股散户市和政策市问题, A 股的去散户化是一个急需解决的问题, 也是大势所趋。借鉴国际经验, 保险资金尤其是养老保险资金在此过程中能够扮演重要的角色。

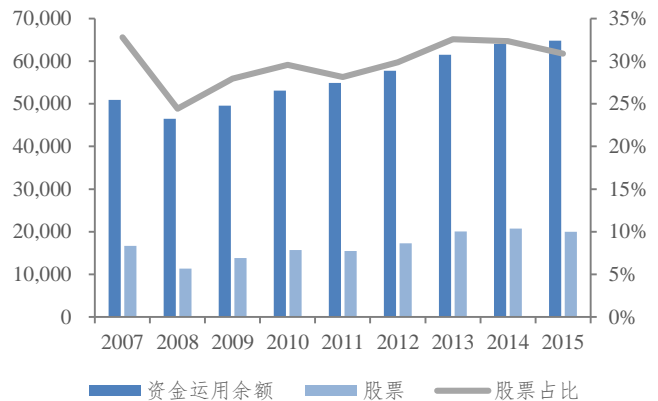
■ **保险资金与培育股市长期价值性投资要求高度匹配:** 一个稳健的资本市场要以长期投资为基石, 保险资金是资本市场上最重要的长期资金来源之一。保险资金来源于投保人保费, 保险资金投资, 要最大限度地保护被保险人的利益。根据目前我国保险行业利润来源结构, 保险资金投资收益仍然占据着主要地位, 当保险承保出现亏损、以及寿险处于长期负债周期的情况下, 险资依靠投资盈利、保值增值而产生的良性循环, 是保险业最基本的规律。保险资金投资期限长、策略稳健, 在股权投资上也主要追求投资标的的长期价值成长和回报, 为稳定资本市场起到了重要作用。例如, 保险资金投资于一些估值较低、分红较高的蓝筹股, 以及一些具有较好成长性的新兴行业, 也是支持经济转型升级的有益实践。以日本保险公司为例, 其股权投资也以长期投资为准则, 追求稳定的收益和回报, 日本生命公司持股的期限有些达到了 80 年以上。保险机构作为机构投资者进入资本市场, 有利于优化投资主体结构、增强市场活力。英、美等国家的保险资金在机构投资者总体资金中的比重也较高, 例如美国为 30%, 英国为 46%, 日本达到了 72%。

图 42: 我国保险资金投资股权类资产比重 单位: 亿元



资料来源: 保监会, 长城证券研究所

图 43: 美国保险资金投资股权资产比重 单位: 亿美元



资料来源: ACLI, 长城证券研究所

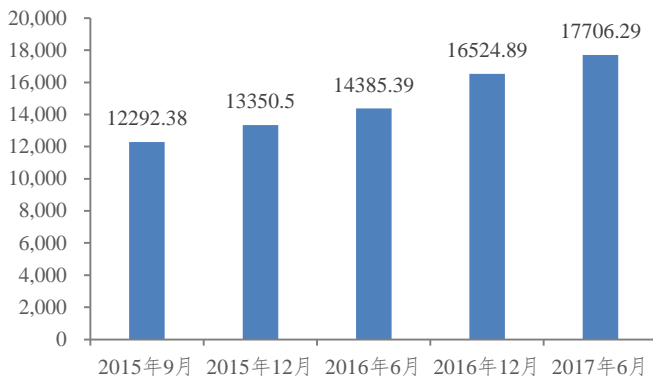
■ **基本养老金和企业年金已成为股市重要的投资力量:** 2011 年 2 月 12 日人力资源社会保障部、银监会、证监会、保监会印发《企业年金基金管理办法》，规定投资股票等权益类产品以及股票基金、混合基金、投资连结保险产品（股票投资比例高于或者等于 30%）的比例，不得高于投资组合企业年金基金财产净值的 30%。2015 年 8 月 17 日，国务院印发了《基本养老保险基金投资管理办法》，管理办法规定，投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品的比例，合计不得高于养老基金资产净值的 30%。2017 年 6 月 23 日，国务院新闻办举行国务院政策例行吹风会，中国保监会副主席黄洪对《关于加快发展商业养老保险的若干意见》进行了解读称，在确保风险可控的前提下，发挥商业养老保险机构长期投资者作用，为资本市场平稳健康发展提供资金支持；有序推进商业养老保险资金参与全球市场，合理配置境外资产。

表 16: 2017H1 保险机构企业年金等受托管理业务情况表 单位: 万元

公司简称	企业年金受托管理业务缴费	企业年金投资管理业务缴费	企业年金受托管理资产	企业年金投资管理资产	养老保障及其他委托管理资产
国寿养老	2868287	1644409	23781027	13367530	4451731
太平养老	521202	832828	5718250	7058297	1752758
平安养老	1597406	2156247	18075073	16757494	11226222
泰康养老	281460	0	2788268	0	81508
长江养老	343546	798400	6108851	6226953	11107498
安邦养老	-	-	-	-	27553
人保资产	-	153208	-	1601456	167340
泰康资产	-	1852808	-	16580503	11888098
华泰资产	-	91268	-	1155214	275094
合计	5611901	7529167	56471468	62747446	40977802

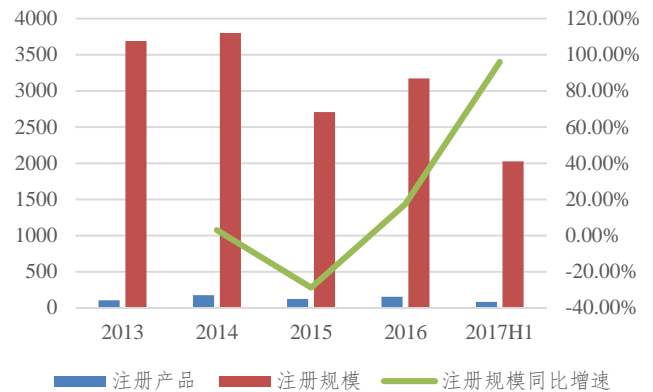
资料来源: 保监会, 长城证券研究所

图 44: 保险资管产品累计规模 单位: 亿元



资料来源: wind, 保险资产管理业协会, 长城证券研究所

图 45: 最近几年资管产品注册规模及增速 单位: 亿元



资料来源: 保险资产管理业协会, 长城证券研究所

■ **个税递延商业险落地提升商业养老金市场力量:** 从短期看, 个税递延商业养老保险的落地每年可为行业贡献约 1400 亿元保费, 占寿险行业保费比例 6.5%, 长期的保费贡献更为可观, 鉴于养老保险资金的长期特性, 商业养老金保费叠加个人储蓄养老账户资金投资将会有效提升机构投资者规模和质量, 机构投资者和保险资金的强强联合效应将为改善我国股市投资者结构、重塑投资风格和稳定资本市场起到重要作用。

从海外经验来看, 长期而言, 养老金入市和海外资金入市为投资者结构变化的重要驱动因素。海外经验表明, 长期来看, 股票市场由个人投资者主导转变为机构投资者主导以后, 市场特征主要表现在市场整体估值、波动性及换手率均进入下降通道, 其中波动性大体呈现“倒 U 型”。风格方面, 机构投资者主导以后, 除美国之外, 各国大盘股也表现优异。

不过, 我国在保险资金投资方面仍然存在着较多的限制, 例如, 依据监管规定, 险资投资证券投资基金和股票, 比例不超过 30%。而大部分建立第三支柱个人养老账户的国家, 对其账户资金投向不做过多限制。比如 2015 年美国第三支柱的个人退休账户中, 共同基金占比达到 48%, 股票和债券比例达到 41%, 银行储蓄占 7%, 商业保险产品占比为 5%, 体现了产品多元化趋势。其逻辑是, 个人养老账户所有权归个人所有, 应该在国家合理监管下, 由参加者根据自身风险偏好自主选择投资标的。与之相反, 如果仅仅以商业养老保险为第三支柱唯一对象, 则限制了个人的选择权, 不利于其实现效用最大化。

5. 投资建议

5.1 国内保险公司共享养老保险市场饕餮盛宴

目前国内专业养老险公司已逐步扩容。人保养老于 10 月 9 日经中国保监会正式批准开业, 10 月 12 日在雄安新区完成工商注册, 成为首家在雄安新区注册成立的总部型金融机构, 机构增加到 8 家。

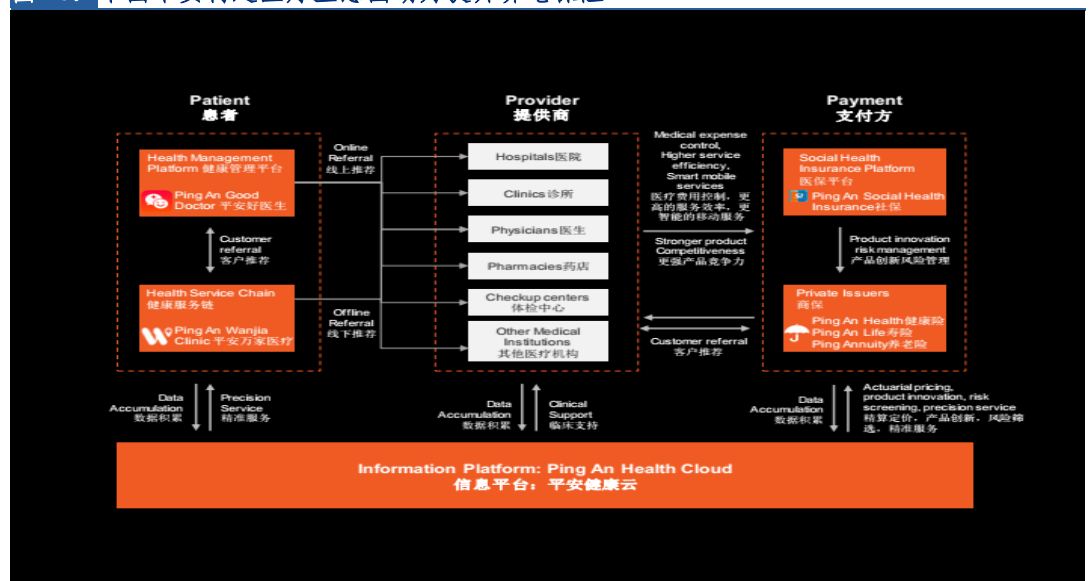
5.1.1 中国平安以科技引领养老保险市场

在医疗健康生态圈中, 平安已构建完善的“患者—提供商—支付方”的综合模式, 是助力提升养老保险的举措。通过线上“平安好医生”健康管理平台加线下“平安万家医疗”健康服务链, 全面链接医院、诊所、医生、药店、体检中心及其他医疗机构, 为患者提

供全面的医疗健康服务；建立行业领先的智慧医保管理服务平台，帮助政府降低医保支出、提升服务及风控水平。此外，平安积极开发养生社区，开启租售并举的模式。早在2012年9月，平安集团进军养生养老产业的首个项目于在浙江桐乡市正式启动，宣布在浙江桐乡建造总建筑面积约150万平方米的首个“养生养老综合服务社区”，该项目总投资170亿元，是平安集团进军养生养老产业的重要布局，由高桥和乌镇两个地块组成。集团与上海瑞金医院、韩国三星生命、耀华国际学校三方合作。同年12月，公司发起成立有限合伙制平安养老产业股权投资基金。

此外，中国平安每年投入几十亿元开发金融科技，加大在金融科技在养老领域的应用，提供重要应用场景，形成有效闭环。

图 46：中国平安构建医疗生态圈助力提升养老保险



资料来源：中国平安科技展示，长城证券研究所

图 47：中国平安外部业务场景提升客户养老体验



资料来源：中国平安科技展示，长城证券研究所

5.1.2 新华保险打造以“保险保障+健康管理”核心竞争力

新华保险曾制定了“一体两翼”的发展战略，即以寿险为主体，以养老产业和健康产业为两翼。2015年，董事长万峰也曾表示，今后将以保障型产品，即养老、医疗、健康、寿险、意外险五大类业务为主。新华采取了内外整合合作的策略，新华养老和新华保险旗下的寿险、医疗等业务产生联动，成为养老板块的重要布局。外部合作硕果累累，2016年，新华健康通过增资成功引入爱康国宾等战略合作伙伴，为客户提供健康管理服务的健康体检机构超百家，覆盖全国大部分城市。同时，新华保险也引领保险公司试水了同医院合作，2016年3月，由新华青岛健康管理中心与青岛大学心血管病医院共同打造的医联体——崂山门诊部正式成立，充分发挥两机构的优势。

5.1.3 中国太保以集团内部协同，外部以“医养融合”打造高端养老品牌

中国太保内部形成了太保寿险、长江养老保险、太保安联健康险三位一体的健康养老保险格局，外部积极打造“医养融合”高端养老品牌。长江养老积极推进“太平洋-长江养老业务合作中心”建设，持续深化集团内的协同合作，专注养老金管理主业，全面参与养老保障三支柱体系建设，夯实业务发展基础。太保寿险于2017年5月与长江养老签署增资扩股协议，认购长江养老增发的49151.27万股股份。本次增资完成后，太保寿险将持有长江养老62.16%的股份，尚需保监会批准。太保安联健康险致力于打造健康险专业经营能力，依托太保集团现有销售网络开展合作销售，在帮助营销员获客的同时实现了快速发展。同时，太保加大与地产公司合作以发展养老地产步伐。2014年太平洋之家粤园养老生活体验馆日前正式揭幕，珠三角地区第一家“世界级标准医养活力社区”服务体系首次亮相。距同年4月份上海申园开馆仅短短3个月，太平洋养老社区已“南下”珠三角，率先实现了全国核心区域战略布局，其创新提出的“医养融合”养老商业模式正沿着战略路线图快速推进。

5.1.4 中国人寿积极打造“国寿嘉园”品牌

2016年5月，中国人寿在苏州阳澄湖半岛举办主题为“积淀·绽放”品牌发布会，正式发布中国人寿旗下健康养老品牌“国寿嘉园”及标识。未来中国人寿旗下的养老养生项目将统一在该品牌下，开启专属品牌建设的新篇章，彰显深耕养老产业的决心，为客户提供高品质的健康养老服务。同时，中国人寿与华为公司的智慧养老联合创新实验室的签约仪式，为国寿嘉园提供智慧养老体系的研究保障。

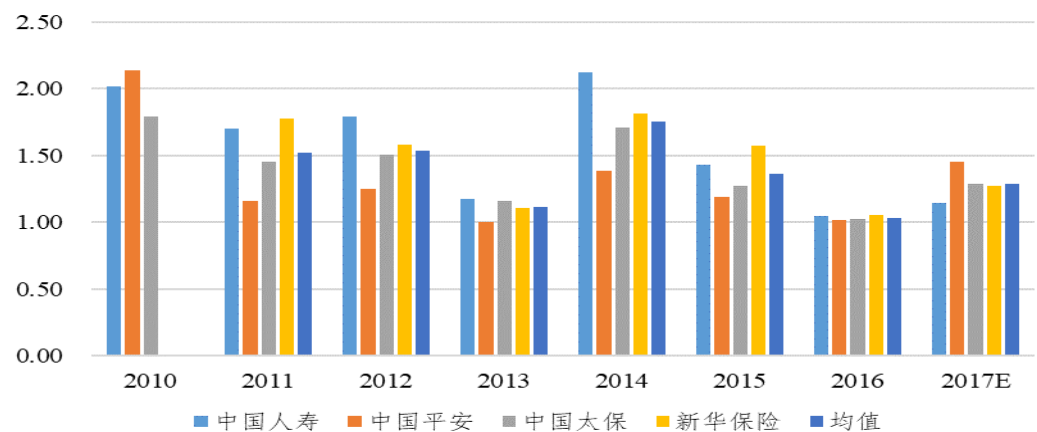
5.2 个税递延型商业养老保险助力提升险企内涵价值

保险板块前期由于涨幅过多，近期有所回调，在行业转型背景下，长期向好格局不变。市场的主要分歧点在于134号文对险企经营的影响。目前部分险企尤其是上市险企已经实现了部分产品替代，寿险行业推出的主要年金保险产品，大致可以分为“年金+万能险”双主险型、5年后返还年金型、增额终身寿险型、纯养老年金保险型、增额终身寿险和养老年金结合型五大形态。尽管首次生存金领取时间延后，但新形态的年金保险对客户而言，在长期将更为有利。同时，我们一直秉承了一个观点，产品替换升级是保费增速延续的重要因素，但更为重要的是的代理人质量与数量，在个险大行其道的行业格局下，是提升内含价值的重要变量。本周保险板块的重磅事件为20号晚间中国人寿发布三季度业绩预增公告，三季度公司投资收益向好，归母净利同比增长约95%，主因投资收益增加而大超预期，我们预计保险板块三季报有望超预期。从9月披露的上市险企数据表现不

俗，前 9 月的中国人寿、新华保险、中国平安、中国太保、天安财险、国华人寿的同比增速分别为 19.59%、-3.83%、31.29%、22.40%、5.07%、82.06%；9 月环比数据看，分别为 40.77%、104.89%、10.03%、-6.86%、20.13%、15.18%。同时，本周保监会发布了《保险公司偿付能力管理规定（征求意见稿）》（预计年底前正式发布），强监管环境不变，大公司获相对优势。叠加四季度有望推出商业养老递延型保险试点，助力提升保险公司的内含价值，尤其是上市险企，看好保险板块的转型逻辑不变。目前对应行业 18 年的 PEV 为 1.08 倍附近，处于相对低位，处于价值继续增长与估值提升的戴维斯双击，建议积极关注布局。

具体优先推荐：基本面优良的中国平安、积极推进养老保险的中国太保、推进商业养老保险与加快战略转型的新华保险、加大打造养老品牌与三季度业绩预增超预期的中国人寿。

图 48：上市保险公司历年 PEV 及预测值



资料来源：wind，长城证券研究所

6. 风险提示

利率波动风险；宏观经济下行风险；134 文可能导致保费增速短期波动的风险

研究员介绍及承诺

赵浩然：南开大学理学学士，天津大学理学硕士，曾在医药化工行业工作四年，2011-2015 年在中航证券金融研究所工作，2015 年 9 月加入长城证券，任医药行业研究员。

刘文强：南开大学经济学博士，2015 年 6 月-2017 年 3 月供职于东北证券战略规划部，2017 年 4 月加入长城证券，任非银金融行业研究助理。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

吴楠：0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

佟骥：0755-83661411, 13631699270, tongji@cgws.com

北京联系人

赵东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子：010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>