

相关研究

《独乐乐到众乐乐的历史规律》

2021.09.14

《新高之际再论三年牛市逻辑及节奏》

2021.09.13

国民养老保险：金融助力共同富裕

投资要点：

- 《策略甜点》分析可能影响宏观经济、资本市场的信息，是我们日常思考的沉淀。研究是个创造性工作，策略分析师需要细致观察、积极思辨，此报告系列不求全面，注重启发。如果说其他策略报告类似生活中的正餐，此系列报告好比餐后甜点，是个补充，是美好生活的一部分。
- 近日中国银保监会批复筹建国民养老保险股份有限公司，由 17 家公司共同发起。我们认为这是“共同富裕”政策背景下的重要举措，我国早已步入老龄化社会，未来 5-10 年中国预计会有 8-10 万亿美元的养老金缺口，养老保障是共同富裕所必须解决的难题。当前中国养老体系主要由第一支柱（基本养老保险）承担，第二支柱（企业年金）作为补充，而第三支柱（个人养老金）发展不足。今年以来国家针对养老保险释放了积极的政策信号，而且资本市场对养老保障的支持作用更加凸显，得到国家的重视。
- 养老金入市对资本市场也具有重要意义，美国 IRAs 计划成立后开始进入资本市场投资，共同基金配置比例大幅上升，而 IRAs 投资的共同基金中股票型基金占主导，即养老金有一大部分都流入了股市。长线资金入市带动美股机构投资者占比上升，截至 21Q1 美股机构投资者持股市值占比为 54.8%。近年来中国 A 股机构投资者占比逐渐上升，但依然低于散户。本次成立国民养老保险公司有望带动更多长线资金入市，改善投资者结构，同时也让民众能够分享中国权益时代的红利，有助于促进共同富裕目标的实现。
- 共同富裕的目标不是一朝一夕就可以实现的，建立完善的个人养老金制度也不是单靠国民养老保险就可以完成的。2021/4/20 银保监会副主席肖远企在博鳌亚洲论坛上表示我国养老金第三支柱尚未建立完善，一方面是由于税收激励不到位，另一方面需要有相应的金融产品来满足第三支柱资金的投资需求，我国现在缺乏长久期的资产可供投资。因此，我们认为未来国家可以充分发挥税收的二次分配功能，通过加大税收支持力度吸引民众加入个人养老金计划，同时逐步拓展养老金的投资范围，助力居民财富保值增值。
- **风险提示：**养老保险相关政策推进不及预期。

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@htsec.com

证书:S0850511040006

联系人:王正鹤

Tel:(021)23219812

Email:wzh13978@htesc.com

国民养老保险：金融助力共同富裕

近日中国银保监会批复筹建国民养老保险股份有限公司，由17家公司共同发起，其中银行理财子公司占到10家。目前我国已经有不少家商业保险公司，为何现在又要筹建一个新的养老保险公司？其实放在当前政策背景下来看并不突兀，最近一段时间“共同富裕”已经被市场广为讨论，只不过关注点主要落在住房、医疗和教育“三座大山”上，房地产调控、医疗器械采集、教育“双减”等行业政策牵动着市场的神经。但除此之外，养老费用也是百姓日常生活的重要开支之一，养老保障是共同富裕所必须解决的难题。

我国早已步入老龄化社会，根据联合国人口署统计，2019年中国65岁及以上人口占总人口比例为12.6%，预计2030/2050年中国65岁及以上人口占比达16.9%/26.1%。人口老龄化趋势下，我国养老金可能面临收不抵支的局面。根据新华网援引保险业协会报告《中国养老金第三支柱研究报告》数据，未来5-10年中国预计会有8-10万亿的养老金缺口，而且这个缺口会随着时间的推移进一步扩大。

如果我们来看养老保险体系较为成熟的美国，可以发现美国也曾面临过养老负担过重的问题，个人养老金是有效解决方案。1970年代美国政府意识到未来人口结构的潜在变化，第一支柱的社会基本养老金在长期可能会出现赤字。同时一些中小企业的雇员或是私营企业者因成本过高而无法加入第二支柱的企业年金计划。而个人退休账户计划（IRAs）的出现有效的填补了这一空白，通过一定的税收优惠刺激，个人退休计划鼓励没有参加社会基本养老金计划及企业年金计划的个人进行退休储蓄。

当前中国养老体系主要由第一支柱（基本养老保险）承担，第二支柱（企业年金）作为补充，而第三支柱（个人养老金）发展不足。今年以来国家针对养老保险释放了积极的政策信号，2021/3/5政府工作报告提出要“推进基本养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险”，这是第三支柱养老保险首次写入政府工作报告；随后国务院《关于落实<政府工作报告>重点工作分工的意见》中明确要求人社部、财政部、银保监会牵头在9月底前出台相关政策，年内持续推进。

值得一提的是，如今资本市场对养老保障的支持作用更加凸显，得到国家的重视。例如2021/9/3央行《中国金融稳定报告（2021）》提出“有序扩大第三支柱投资的产品范围，将符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品都纳入第三支柱投资范围”。

而养老金入市对资本市场也具有重要意义，我们曾在《股权时代长线资金将改变A股生态-20190425》中分析过，美国IRAs计划成立后开始进入资本市场投资，共同基金配置比例从1980年的3%上升到2000年的48%，证券及其他资产的比例从5%上升到35%。而IRAs投资的共同基金中，股票型基金的比例也从1990年的42%上升到2000年的73%，即养老金有一大部分都流入了股市。长线资金入市带动美股机构投资者占比上升，截至21Q1美股机构投资者持股市值占比为54.8%，其中共同基金为20.3%，外资为16.0%，养老金及其余险资为11.8%。

近年来中国A股机构投资者占比逐渐上升，截至21Q1机构持股市值占比为34.2%，但依然低于散户的36.3%。机构中保险、社保、年金持股市值占比仅为5.2%，远低于美国，而且我们在《险资“资产荒”再现-20191021》中测算过2018年我国第一支柱和第二支柱入市比例仅为8%和7%。本次成立国民养老保险相当于为资本市场引入一条“鲶鱼”，有望带动更多长线资金入市，改善投资者结构。同时，养老金入市也让民众能够分享中国权益时代的红利，有助于促进共同富裕目标的实现，根据全国社会保障基金理事会《基本养老保险基金受托运营年度报告（2020年度）》，2020年基本养老保险基金权益投资收益额1136亿元，投资收益率近11%。

不过，共同富裕的目标不是一朝一夕就可以实现的，建立完善的个人养老金制度也不是单靠国民养老保险就可以完成的。2021/4/20银保监会副主席肖远企在博鳌亚洲论坛上表示我国养老金第三支柱尚未建立完善，一方面是由于税收激励不到位，另一方面需要有相应的金融产品来满足第三支柱资金的投资需求，我国现在缺乏长久期的资产可供投资。因此，我们认为未来国家可以充分发挥税收的二次分配功能，通过加大税收支持

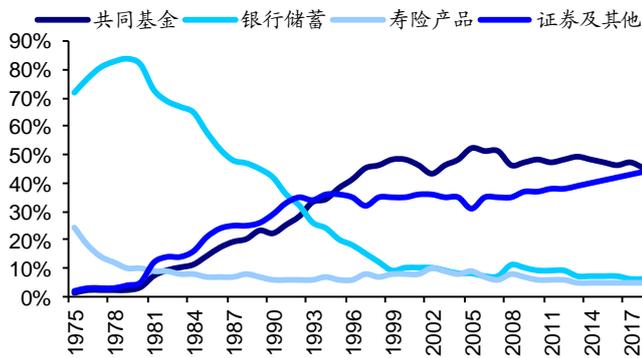
力度吸引国民加入个人养老金计划，同时逐步拓展养老金的投资范围，助力居民财富保值增值。

表 1 2019 年中美养老金结构对比

美国	指标	第一支柱		第二支柱		第三支柱	合计
	资产规模 (万亿美元)	2.30		17.00		9.50	28.80
	占全部养老资产比例 (%)	7.99		59.03		32.99	100.00
	占 GDP 比例 (%)	10.73		79.33		44.33	134.39
中国	指标	企业职工基本 养老保险	城乡居民基本 养老保险	企业年金	职业年金	递延养老金	合计
	资产规模 (万亿人民币)	5.46	0.82	1.77	0.61	0.00007	8.66
	占全部养老资产比例 (%)	63.05	9.47	20.44	7.04	0.00	100.00
	占 GDP 比例 (%)	5.51	0.83	1.79	0.62	0.00	8.74

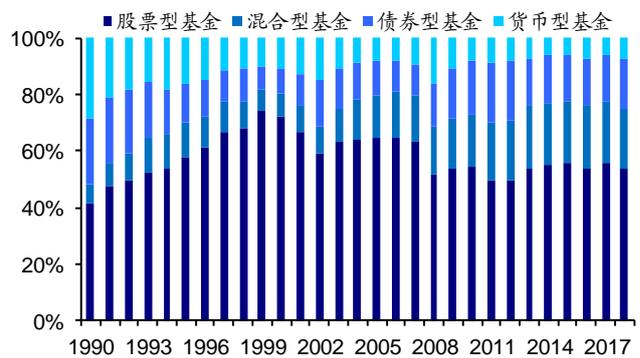
资料来源：中国金融四十人论坛公众号，ICI，Social Security，人社部统计公报，新华社，海通证券研究所整理

图1 美国 IRAs 计划资产配置情况



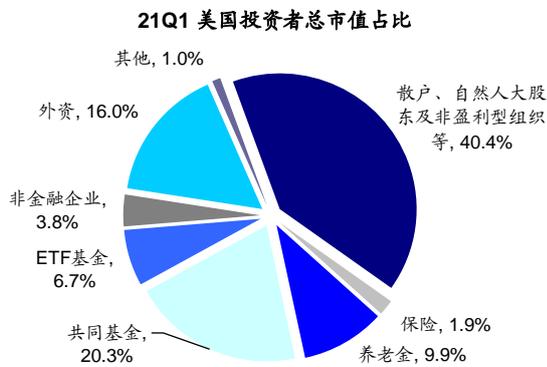
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 美国 IRAs 计划资产持有的共同基金类型分布情况



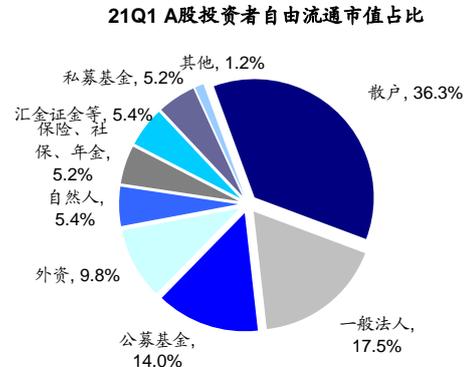
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 美股投资者结构



资料来源：美联储，海通证券研究所

图4 A股投资者结构



资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：养老保险相关政策推进不及预期。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨跌幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨跌幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨跌幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。