



保险

2011.08.29

中国版 401K 将催生寿险黄金 20 年



彭玉龙



021-38676683



pengyulong@gtjas.com

编号

S0880511010025

本报告导读：中国版 401K 很可能同时对企业年金和个人商业养老保险实行税收优惠，中国版 401K 必将成为中国资本市场的中坚力量并催生寿险黄金 20 年。

摘要：

- 401K 计划是美国退休金计划的重要代表，其主要特点是：缴费环节免税，投资收益免税，领取环节缴税，也即 EET 模式。2010 年底，401K 计划资产总额约为 3.1 万亿美元，占当年 GDP 的 21%，占美国养老金总额的 17% 左右。
- 401k 计划账户中的资金交给第三方进行管理，大多数 401K 账户可有若干种投资组合方式，雇员自主选择投资组合。401K 计划的资产配置中，股票型基金占比最大，2009 年 41% 的计划资产用于投资股票型基金，9% 投资于股票，45% 是其平衡型或偏债型的基金，只有 5% 是货币基金。
- 我国已进入老龄化社会，并呈加速趋势，但是，养老金据估计缺口达 1.3 万亿并继续扩大；2010 年基本养老保险结余资金 1.54 万亿。
- 我国企业年金对应于美国的 401K 计划，但由于没有税收优惠的支持，规模很小，2010 年资金余额 2809 亿，就业人口参与率不到 1%，占 GDP 不到 1%。
- 对于税收优惠的探索，早见于个人商业养老保险领域：2009 年天津滨海试点夭折；上海税延型个人养老保险试点从国务院提出已经近三年，仍未推出。除了税制本身的问题外，与企业年金税收优惠的协调也成为焦点，401K 引起热议，企业年年金和个人商业养老保险很可能在同一个框架内解决，况且，中国除了企业年金可对应美国的 401K 外，并没有个人养老账户可以对应美国的个人退休账户（IRAs，在美国同样享受税收优惠），因此，中国版 401K 很可能同时对企业年金和个人商业养老保险实行税收优惠。
- 按照 2010 年 1.54 亿的基本养老金结存金额，若允许投资基金（股票）的比例为 10%-20%，则可提供 1540-3080 亿的增量资金。若补充养老保险达到目前的基本养老保险的规模，则可提供 2000-3000 亿的增量资金。中国版 401K 势在必行，养老金必将成为中国资本市场的中坚力量，但是，这需要一个过程甚至一个相当长的过程，短期而言，更多的是一种信号和信心作用。
- 如果没有保险公司的深度参与，没有下游年金产品链的承接，中国版 401K 是无法真正建立和完善起来的，年金保险将成为中国寿险发展最具潜力的领域（美国年金占寿险的 50% 左右），况且，中国没有类似美国 IRAs 的个人退休账户（该账户目前总资产约为 4.7 万亿美元，已经超过 401K 计划的 3.1 万亿美元），个人商业养老保险有望在一定程度实现 IRAs 功能。我们坚信人口老龄化对养老保险的需求，我们坚信中国寿险的未来 20 年是黄金 20 年。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

保险	增持
中国太保	增持
中国平安	增持
中国人寿	增持

相关报告

保险：《“加息利好” 此次有望兑现》	2011.07.06
保险：《重回 08，战略进攻！》	2011.06.07
保险：《保费增长继续徘徊，下半年有回升机会》	2011.05.16
保险：《变额年金当前需求不大》	2011.05.11
保险：《保险股与利率及股指走势背离，将修正》	2011.04.23

目 录

1. 401K 前世今生	3
1.1. 401K 是美国退休金计划的重要代表, 占 GDP 的 21%	3
1.2. 401K 起源与发展	4
1.3. 401K 运作	6
1.4. 401K 资产 50%配置于股票及股票型基金	7
1.5. 401K 面临的问题	9
2. 中国养老保险体系及困局	9
2.1. 全国社保基金	9
2.2. 基本养老保险	10
2.3. 企业年金是主要的补充养老保险	11
2.4. 基本养老金缺口大、覆盖率低、统筹层次低、收益率低	11
2.5. 企业年金与商业养老保险更滞后	12
3. 中国版 401K 对资本市场与保险业影响深远	13
3.1. 中国补充养老保险的税收政策	13
3.2. 中国版 401K 可能同时包含企业年金与个人商业养老保险	13
3.3. 401K 对商业养老保险的推动	14
3.4. 中国版 401K 必将成为中国资本市场的中坚力量并催生寿险黄金 20 年	17

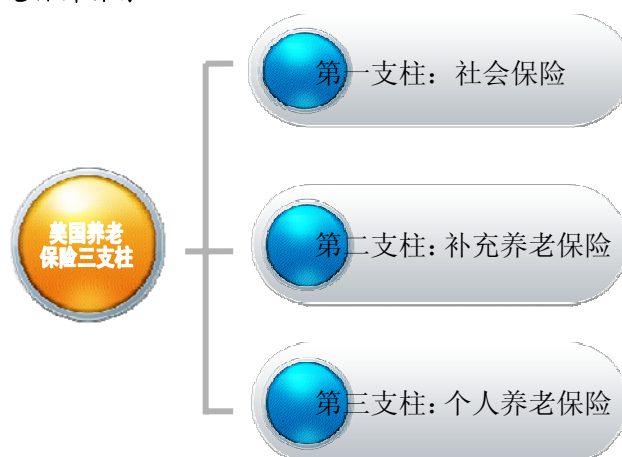
1. 401K 前世今生

1.1. 401K 是美国退休金计划的重要代表，占 GDP 的 21%

美国养老保障体系包括了三个支柱：第一支柱是政府主办的社会保险，为退休人员提供了约为 30~40% 的替代率；第二支柱是雇主发起的雇员退休金计划(Employer Sponsored Retirement Plan)，为退休人员提供了 30~40% 的替代率；第三支柱是个人养老保险及其他储蓄。401K 是第二支柱的重要组成部分，第二支柱还包括 403B 计划、457 计划、501C 计划、个人退休账户（IRAs，又称为 408 计划）、团体年金保险等。

401K 计划及其他一些类似计划的主要特点是：缴费环节免税，投资收益免税，领取环节缴税，也即 EET 模式。以 E 代表免税，T 代表征税，针对缴费、投资和领取三个环节，可以形成了 EET、ETT、TEE、TTE 等不同的养老保险模式。EET 模式的核心是通过国家让渡一定时间内的税收收入资金价值，引导企业和个人储蓄养老资金，缓解基本养老的压力。

图 1：美国养老保障体系



数据来源：国泰君安证券

表 1：部分国家企业养老计划税收模式

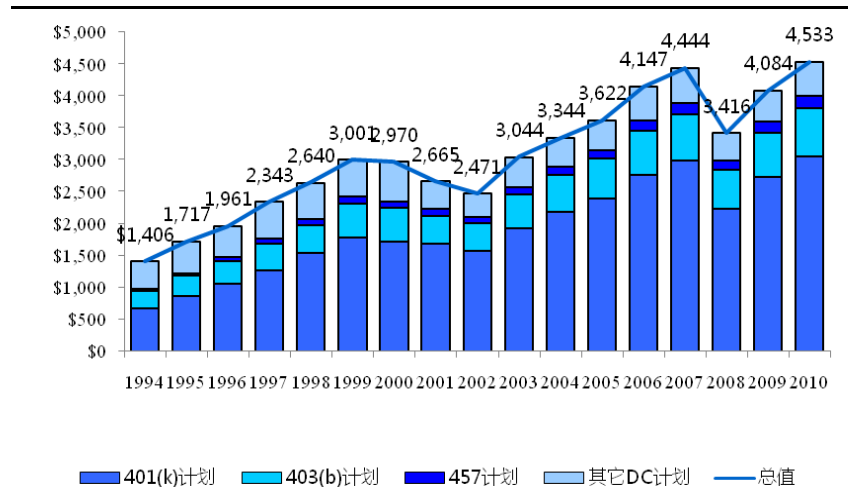
养老计划税收模式	代表性国家
EET	美国、加拿大、英国、德国、法国、荷兰
ETT	澳大利亚、意大利、瑞典
TEE (TTE)	新西兰、匈牙利、波兰

数据来源：国泰君安证券

401K 计划是确定缴费型计划（DC），即缴费是确定的，而到期领取金额取决于投资收益，DC 计划占美国养老保险市场的 26% 左右，除了 401K 外，其他 DC 计划还包括：利润分享计划、个人退休金账户（IRA）、小型企业雇员配款（Simple IRA）、简易雇员退休金（SEP）和货币购买计划，401K 占 DC 计划的三分之二强。与 DC 计划对应的是 DB 计划（收益确定型），即到期领取金额确定，DB 计划占美国养老保险市场的 13% 左右。

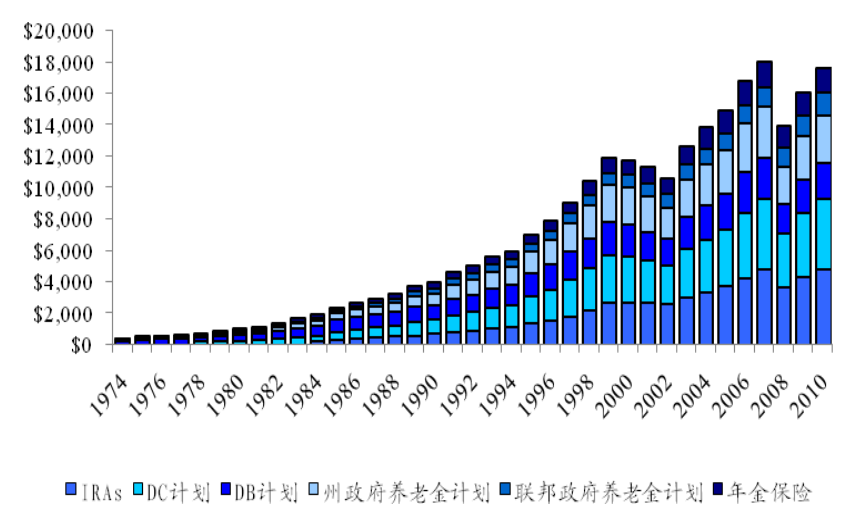
2010 年底, 401K 计划资产总额约为 3.1 万亿美元, 占当年 GDP 的 21%, 占美国养老金总额的 17% 左右, 共有 53.6 万个 401K 计划, 参与雇员超过 7400 万。

图 2: 401(k) 计划占 DC 计划的三分之二强 (单位: 10 亿)



数据来源: Employee Benefit Research Institute, 国泰君安证券

图 3: DC 计划占美国养老保险市场的 26% (单位: 10 亿)



数据来源: Employee Benefit Research Institute, 国泰君安证券

1.2. 401K 起源与发展

- 1974 年福特总统签署了《雇员退休收入保障法案》(ERISA)。该法案鼓励发展雇主出资的退休金计划, 同时制定了一整套管理标准。
- 1978 年, 美国通过《税收改革法案》, 旨在通过降低州和联邦税来鼓励美国国民增加养老保险, 于 1980 年正式实施。
- 1981 年美国国内税务局正式批准 401K 计划。
- 历时近 10 年后, 最后的规章终于在 1991 年出台。
- 20 世纪 90 年代后, 401K 计划逐渐取代了传统的社会保障体系, 成为美国诸多雇主首选的社会保障计划。
- 由于 401K 资产大部分投放在股票和基金市场上, 从 2008 年的金融危机对 401K 计划造成了严重影响, 资产缩水为 2008 年的 2.2 万亿美元

左右。

➤ 2010 年底，401(k) 计划资产总额约为 3.1 万亿美元，占美国养老金总额的 17% 左右，年增长率约 11%。

表 2: 401K 计划的内容

项目	内容
主要发起人	雇主，自我雇佣者
收入来源	雇员缴款；雇主配套缴款；投资收益
税收政策	雇员享受延迟缴税；雇主享受全部免税。
作用	由私人部门雇主发起，为雇员提供享受税收优惠的储蓄计划
种类	传统 401(k) 计划，安全港式 401(k) 计划，简单 401(k) 计划，罗斯 401(k) 计划
缴费	2011 年，50 岁以下，雇员缴费上限为 16500 美元，50 岁以上允许追加 5500 美元； 雇主和雇员缴费总和不超过税法 415 部分规定的上限。
投资	可以在各种投资方式之间进行选择。
领取	59.5 岁后才能取款，若提前领取，除特殊情况外，需缴 10% 的惩罚税；70.5 岁之后必须领取，否则将对对应取款额征税 50%；允许借款。

数据来源：国泰君安证券

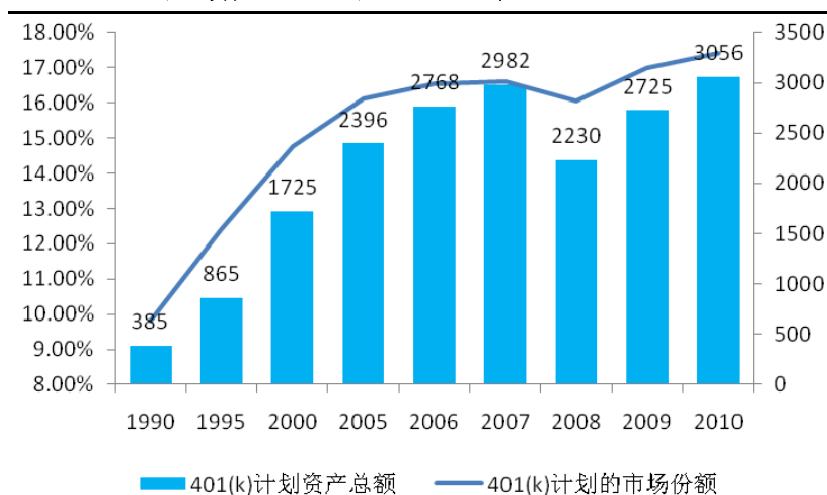
401(k) 计划在产生和发展过程中受到税收政策的影响较大，个人缴费上限和追加额上伴随通胀进行了多次调整。

表 3: 2004-2011 401K 计划缴费上限

单位：美元	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
50 岁以下缴费上限	13000	14000	15000	15500	15500	16500	16500	16500
50 岁以上追加额上限	3000	4000	5000	5000	5000	5500	5500	5500

数据来源：Internal Revenue Service，国泰君安证券

图 4: 401K 计划资产总额与市场份额（单位：10 亿）



数据来源：Investment Company Institute, Federal Reserve Board, U.S. Department of Labor，国泰君安证券

1.3. 401K 运作

401K 计划的收入来源主要有三项：①来自员工的自缴款项，大致为月薪的 1%~15%（2011 年，最高月缴费不超过 16500 美元）；②来自公司的配套资金（一般有工作年限要求），比例为个人缴款额的 25%~100%；③是投资收益。对于 401K 账户内的存款，员工可以自由选择投资组合方式，购买基金、股票、债券、或定期存款等。

401K 计划缴费灵活且清晰：员工和雇主每年都可以调整存款额度，存款可以在任何时间停止、增加或减少；账户中企业、个人缴费一目了然。

除了雇员和雇主之外，401(k)计划运营的还涉及到一些其他机构：(1)受托人，由企业成立养老金理事会或选择专业金融机构；(2)账户管理人，通常是金融机构；(3)投资管理人，通常是金融机构；(4)托管人，通常是银行；(5)其他咨询公司、会计机构等。

总体来说，与 401(k)计划运营相关的服务主要包括账户管理、投资和监管。

➤ 账户管理

账户管理是 401K 运行的基础，涉及到资料记录和保存。美国劳工部规定这些机构至少要允许计划参与者每季度更改一次投资方案，大部分的 401K 计划允许进行每日的账户交易。

➤ 参与者相关服务（重点涉及投资）

托管人必须挑选一系列不同收益风险组合的投资计划供参与者挑选，有时 401K 计划还会包括经纪账户、贷款服务以及保险年金服务等，需要计划发起人和托管人的配合。

➤ 监管

监管部门对于缴款事项有严格的法律规定，每年必须向劳工部提交审计后的年报，向税务总署提交税务报告。另外，不同地区的地方政府也对 401K 计划的监管有不同的要求。不同的投资工具也有不同的监管要求。

表 4： 401K 运作

账户管理

记录保存，包括保存计划记录，处理新参与者的数据，处理账户投资计划的选择，缴费和资产分配，定期发布账户报告。

交易处理，包括购买和卖出账户资产。

计划的建立、转换和终止

信托服务，根据美国《职工退休收入保障法》的规定将参与者的账户妥善交给受托人管理

参与者相关服务（重点涉及投资）

沟通任务，包括雇员会议、电话服务中心、网络服务中心、以及准备项目总结相关的材料。

指导和建议，包括网络计算软件和面对面投资咨询服务。

投资管理，主要提供一系列专业的投资管理

经纪账户（可选），允许计划参与者直接购买个别的证券

账户贷款服务

保险和年金服务（可选）

监管服务

计划记录服务，包括现有的和新增的

咨询服务，包括帮助计划参与者进行投资选择

会计和审计，包括准备年报材料

法律建议，包括关于计划的条款以及合法性的建议，计划的修订以及保险金的索赔咨询

计划考核，是否违反美国《国内税务法则》歧视条款

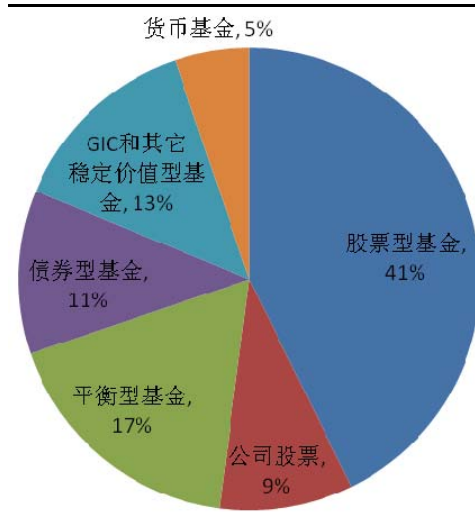
数据来源：Investment Company Institute，国泰君安证券

1.4. 401K 资产 50%配置于股票及股票型基金

401k 计划账户中的资金交给第三方进行管理，可以投资于股票、基金、年金保险、债券、专项定期存款等金融产品。大多数 401K 账户可有若干种投资组合方式，通常有 6 到 8 种，雇员自主选择投资组合。很多情况下，美国大公司的雇员更愿意购买自己公司的股票。

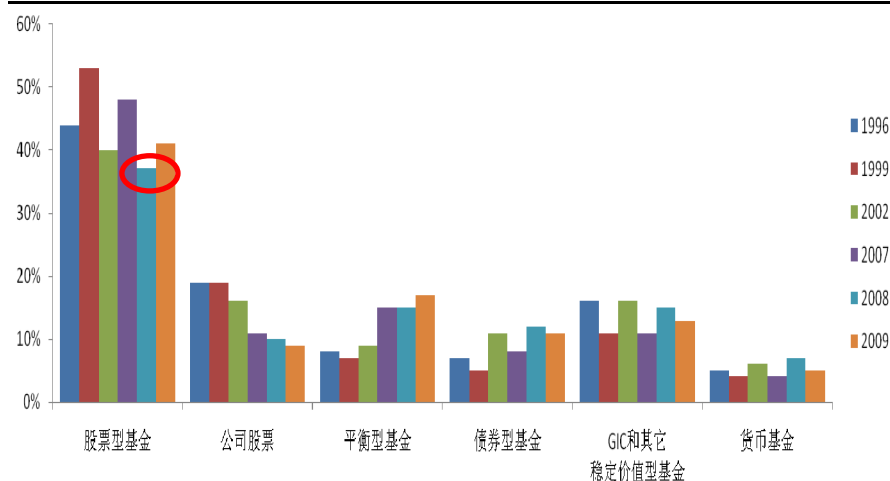
401K 计划的资产配置中，股票型基金占比最大，2009 年 41%的计划资产用于投资股票型基金，9%投资于股票，45%是其平衡型或偏债型的基金，只有 5%是货币基金。

图 5：401K 资产配置（2009）



数据来源：Insurance Information Institute，国泰君安证券

图 6：401K 资产配置（1996-2009），2008 年金融危机对资产配置有影响

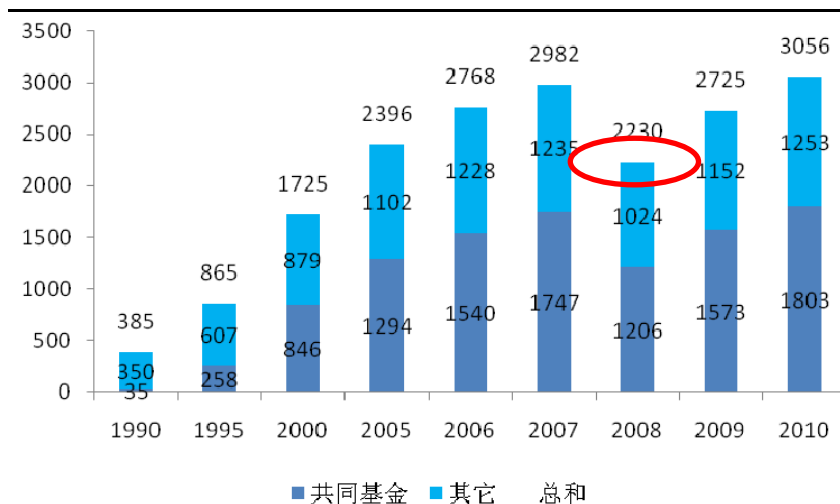


数据来源：Investment Company Institute，国泰君安证券。注：GIC 代表保证投资回报存款证。

资产配置多样化能够帮助投资账户分散系统风险，同时，投资管理人通过其丰富的操作经验能够有效地抓住市场投资机会，规避投资风险。例如 2008 年股票市场遭遇下滑，401K 计划账户中股票型基金的比例显著下降，与此同时 GIC、货币基金等风险较小的投资产品的比例上升。

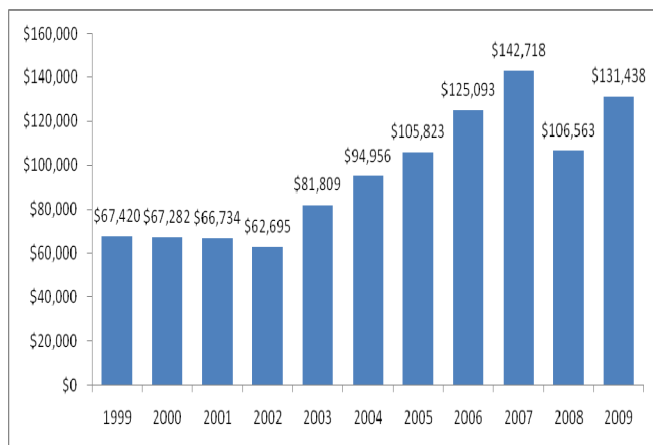
虽然单个计划的账户结余和账户投资风格、资产配置等因素有关，但不可否认的是，整个 401K 计划的投资表现受到了金融市场整体表现的影响。2003-2007 年，股票市场逐渐回升，平均账户结余也相应上升，四年的平均增长率为 17.7%。2008 年股票市场急剧下滑，S&P500 下降了 37%，同年 401K 计划账户结余下降了 27.8%。2009 年股市回升，401K 账户结余也相应回升 31.9%。从 1999 到 2009，401K 的平均账户结余从 \$67,420 增长到 \$131,438，平均年增长率为 6.9%。从账户大小分类来看，小型账户的占比最大，截止到 2009 年底，有 38.9% 的参与者的账户结余不到 1 万美元，而超过十万美元的账户数目占比只有 16.6%。

图 7：金融危机对账户资金的影响（1990-2010）



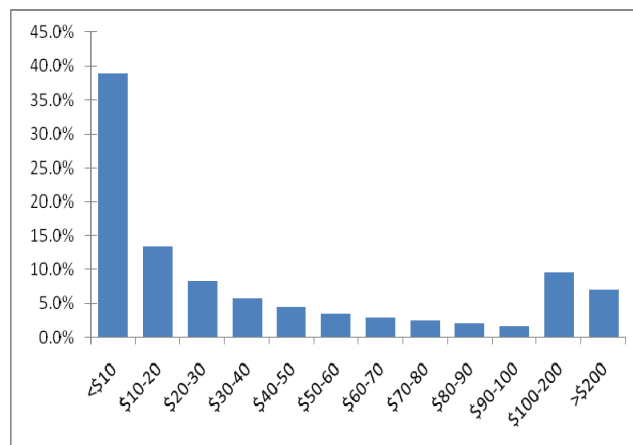
数据来源：Investment Company Institute, Federal Reserve Board, U.S. Department of Labor, 国泰君安证券

图 8：401(k) 计划账户结余（1999-2009）



数据来源：Employee Benefit Research Institute, 国泰君安证券

图 9：401K 计划账户结余大小分类 (2009)（单位：千）



数据来源：Investment Company Institute, 国泰君安证券

1.5. 401K 面临的问题

- 401K 账户受股市波动影响较大。401K 计划的投资运营风险完全由员工承担，一旦投资失败会导致难以挽回的损失。2007 年 12 月至 2008 年 10 月，OECD 国家的股票市场整体下跌近 50%，造成私人养老金投资亏损约 5 万亿美元，资产缩水 20%；在美国 4/5 以上的家庭参加了 401k 计划，损失惨重。
- 401K 发展速度开始放缓。计划的主要参与者——婴儿潮年代出生的人口成为银发一族，401k 计划能否可持续发展成为一个问题。
- 企业自身难保对 401K 是重大打击。很多公司因本身陷入困境或破产而导致计划终止。如，2001 年安然公司申请破产，导致 2 万多名员工损失多达 20 多亿美元。2009 年之，四家航空公司申请破产保护时的 401K 缺口达 259 亿美元。
- 不一定能达到养老保障的目的。很多雇员退休时选择一次性领取，难以保证养老金在剩余生命年限内得到合理分配和使用。

2. 中国养老保险体系及困局

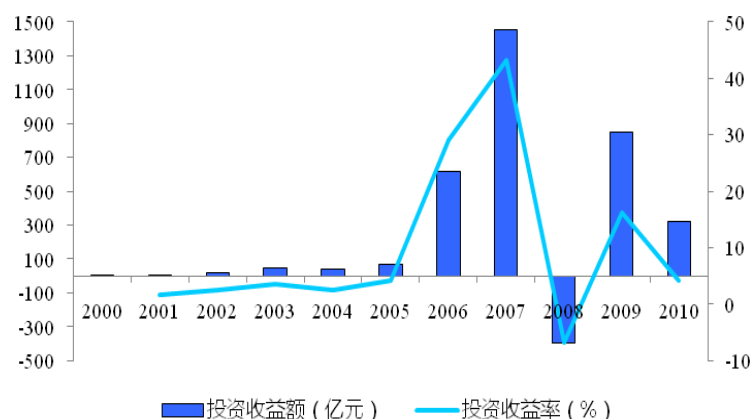
我国的养老体系分为基本养老和补充养老，补充养老包括企业年金和商业养老保险，与美国 401K 相对应的是企业年金。目前的养老保障体系由三大支柱构成：第一支柱是政府主导的基本养老保险，第二支柱是企业年金，第三支柱是商业养老保险。

2.1. 全国社保基金

截至 2010 年末，全国社保基金理事会管理的基金资产总额 8566.90 亿元，其中：社保基金会直接投资资产 4977.56 亿元，占比 58.10%；委托投资资产 3589.34 亿元，占比 41.90%。资金权益 8375.58 亿元，其中：全国社保基金权益 7809.18 亿元，个人账户基金权益 566.40 亿元。年均投资收益率 9.17%。

2010 年，基金权益投资收益额 321.22 亿元，其中，已实现收益额 426.41 亿元（已实现收益率 6.56%），交易类资产公允价值变动额-105.19 亿元。投资收益率 4.23%。基金自成立以来的累计投资收益额 2772.60 亿元，年均投资收益率 9.17%。

图 10：全国社保基金历年收益情况

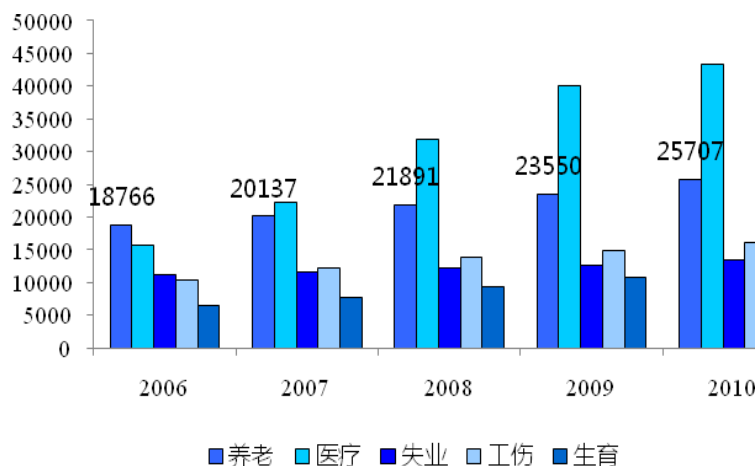


数据来源：全国社会保障基金理事会，国泰君安证券

2.2. 基本养老保险

中国人力资源与社会保障部得数据显示,2010 年末全国参加城镇基本养老保险人数为 25707 万人,比上年末增加 2157 万人。其中,参保职工 19402 万人,参保离退休人员 6305 万人,分别比上年末增加 1659 万人和 498 万人。年末参加基本养老保险的农民工人数为 3284 万人,比上年末增加 637 万人。年末参加企业基本养老保险人数为 23634 万人,比上年末增加 2607 万人。

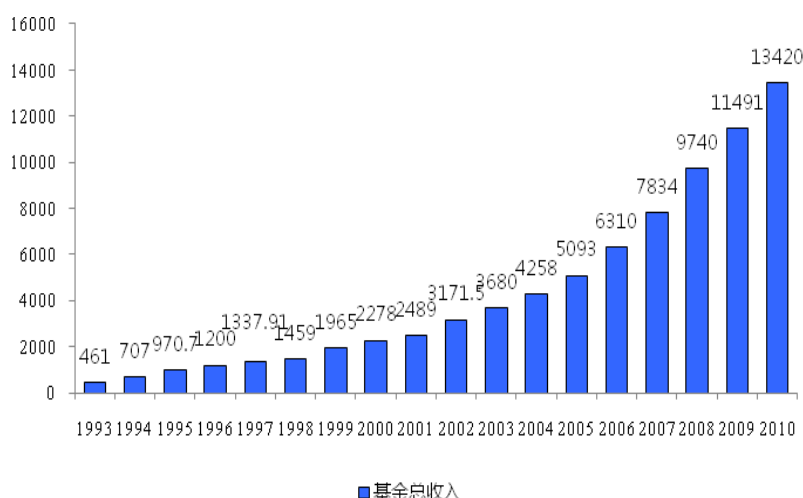
图 11: 2006-2010 社会保险参保人数 (单位: 万人)



数据来源: 人力资源与社会保障部, 国泰君安证券。

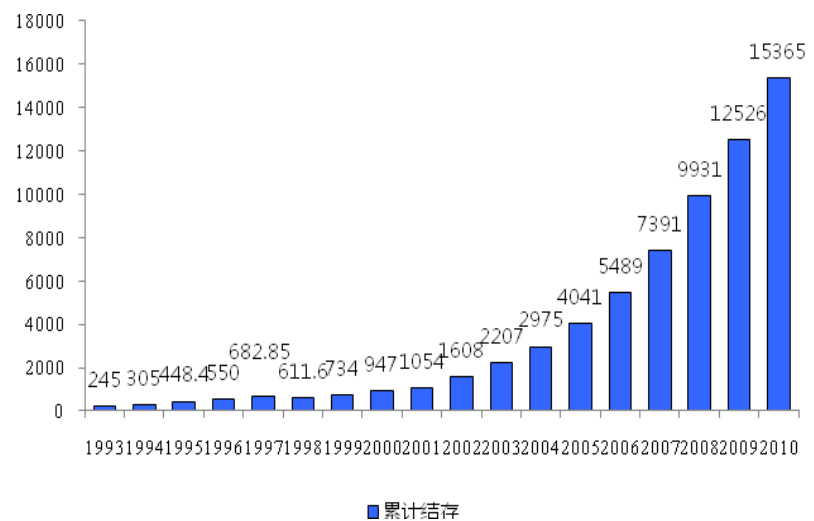
全年城镇基本养老保险基金总收入 13420 亿元,比上年增长 16.8%,其中征缴收入 11110 亿元,比上年增长 16.5%。各级财政补贴基本养老保险基金 1954 亿元。全年基金总支出 10555 亿元,比上年增长 18.7%。年末基本养老保险基金累计结存 15365 亿元。

图 12: 1993-2010 全年城镇基本养老保险基金总收入



数据来源: 人力资源与社会保障部, 国泰君安证券

图 13: 1993-2010 基本养老保险基金累计结存

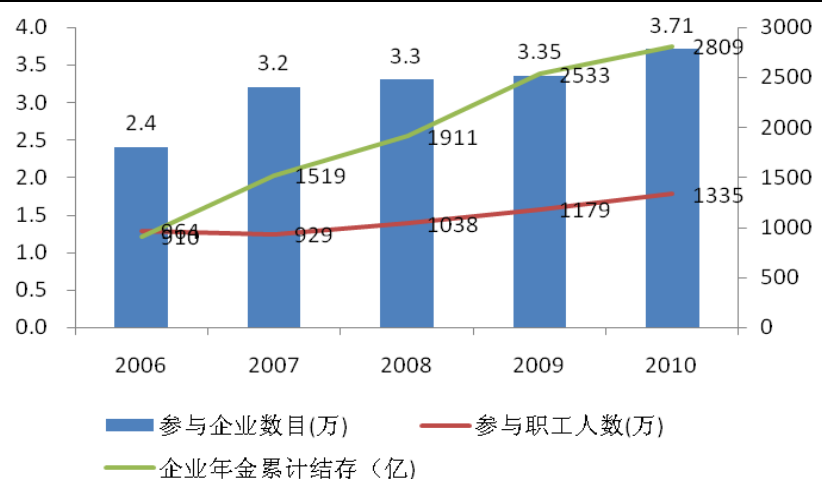


数据来源：人力资源与社会保障部，国泰君安证券

2.3. 企业年金是主要的补充养老保险

补充养老保险虽然包括企业年金和商业养老保险，但主要是指企业年金，商业养老保险还在艰难发展。自从 2001 年成立以来，企业年金也经历了 10 多年的发展，但与城镇基本养老保险相比，国内企业年金的发展还处于较不成熟阶段。2010 年末全国有 3.71 万户企业建立了企业年金，参加职工人数为 1335 万人。年末企业年金基金累计结存 2809 亿元。

图 14: 企业年金规模 (2006-2010)



数据来源：人力资源与社会保障部，国泰君安证券

2.4. 基本养老金缺口大、覆盖率低、统筹层次低、收益率低

第六次全国人口普查数据显示，我国 60 岁以上老龄人口已经占到总人口 13% 以上，65 岁以上已经占到 8.8%。按照国际划分标准，即 60 岁以上人口占总人口 10%，65 岁以上的占 7%，我国已进入了老龄化社会。老龄化加速的趋势很明显，2000 年，65 岁以上老年人口的比例为 6.8%，与全球平均水平一致，目前已经上升至 8.8%，高于 7.5% 的全球平均水

平。

21 世纪的中国将是一个不可逆转的老龄社会，可以划分为三个阶段：2001-2020 年是快速老龄化阶段，到 2020 年老龄化水平（60 岁以上老人占比）达到 17%；2021-2050 年是加速老龄化阶段，到 2050 年老龄化水平达到 30%；2051-2100 年是稳定的重度老龄化阶段，老龄化水平稳定在 31% 左右。

据中国社科院世界社保研究中心主任郑秉文估计，目前我国养老金缺口大约 1.3 万亿元，缺口变得越来越大。而据世界银行的一项测算，以中国目前的人口与养老模式推测，2001 年到 2075 年，中国养老金缺口将达 9.15 万亿元，这还未考虑通货膨胀因素。而在中国经济最为发达的地区上海，社保基金的收支缺口也是年年有，数目还不少，每年赤字规模均超过 100 亿元人民币，这一赤字还有不断放大的趋势。

目前，男性 60 岁以上，女性 55 岁以上人口的基本养老覆盖率在 30% 左右。统筹以县为主，全国是 2800 个县，统筹单位就有 2000 个，统筹层次低导致基本养老资金的运作很困难，一放就乱，一管就死，目前规定的投资方式只限于存款和国债，收益率长期在 2% 左右。

表 5：我国老龄化阶段

	老龄化阶段	老龄人口	老龄化水平
2001-2020 年	快速	2.48 亿	17.17%
2021-2050 年	加速	4.37 亿	30%
2051-2100 年	重度	3-4 亿	31%

数据来源：全国老龄办，国泰君安证券。

2.5. 企业年金与商业养老保险更滞后

企业年金的发展大幅低于当年预测。2004 年起，《企业年金试行办法》开始实施，《企业年金基金管理试行办法》、《企业年金管理指引》也陆续出台，有预测认为其资产规模将从 2004 年的 493 亿元扩大到 2010 年的至少 1 万亿元，事实却只有 2809 亿元。参加的企业仅从 2004 年的 2.24 万户增加到 2010 年的 3.71 万户，参加的职工仅从 2004 年的 703 万人增加到 2010 年的 1335 万人。

总体来看，企业年金的规模还太小。就业人口参与率不到 1%，占 GDP 不到 1%，收入替代率远不到 1%，占资本市场的份额也远小于 1%。

相对基本养老保险而言，企业年金占基本养老保险的比例只有 18%，企业年金覆盖职工仅占参加基本养老保险人数的 6% 左右。全球数据基本上是倒过来的，即基本养老保险大约只占企业年金的 18%。

而且，企业年金的分布极为不均衡。从行业分布看，建立企业年金计划的企业大多集中在电力、铁路、金融、保险、通讯、煤炭、有色金属、交通、石油天然气等高收入行业或垄断行业。从地区分布看，企业年金主要集中在上海、广东、浙江、福建、山东、北京等沿海和经济发达地区。从企业性质看，参保企业中国有企业占绝大多数，而占全国就业人

口 75% 的 230 万家中小企业绝大多数没有建立企业年金。

商业年金保险规模更小。商业养老保险的年金估计只占总保费的 1%，也即 2010 年在 100 亿左右。而变额年金试点 2011 年刚推出，各大保险公司的反应并不热情，最大的几家保险公司并未参与试点。

3. 中国版 401K 对资本市场与保险业影响深远

3.1. 中国补充养老保险的税收政策

我国有关规定中提到的补充养老保险主要是指企业年金，保监会在努力将团体商业养老保险也纳入补充养老保险的范围。

根据 2009 年《财政部 国家税务总局关于补充养老保险费 补充医疗保险费有关企业所得税政策问题的通知》以及《关于企业年金个人所得税征收管理有关问题的通知》的规定，企业支付的补充养老保险不超过工资总额 5% 的部分可在企业所得税前扣除，并重申个人所交的企业年金及其他补充养老保险需要交个人所得税。

按照我国规定，缴费阶段是要纳税的，对投资收益也没有免税的规定，虽然基本养老的领取是免税的，但对企业年金和其他商业补充养老保险在领取阶段是否需要纳税不明确。没有税收优惠制度的支持是我国补充养老保险发展缓慢的重要制约因素。

表 6: 我国补充养老保险政策

	发展水平	政策	税收政策
第一阶段 (1991—1999 年)	首次提出及初期发展	《关于企业职工养老保险制度改革的决定》(国发[1991] 33 号)和《关于深化企业职工养老保险制度改革的通知》(国发[1995] 6 号)	允许地方根据自身财力状况，给予补充养老保险不超过上年工资总额 4—15% 企业所得税税前扣除优惠
第二阶段 (2000—2006 年)	企业年金一支独大发展时期	《企业年金试行办法》、《企业年金基金管理试行办法》、《企业年金管理指引》	商业保险领域的补充养老保险业务，难以享受各地给予企业年金缴费不超过上年职工工资总额 4—8.33% 部分准予税前扣除的政策优惠。
第三阶段 (2007 年至今)	商业补充养老保险业务回归补充养老保险体系	《保险公司养老保险业务管理办法》(保监会令[2007] 第 4 号)、《关于补充养老保险费补充医疗保险费有关企业所得税政策问题的通知》、《关于企业年金个人所得税征收管理有关问题的通知》	给予补充养老保险不超过职工工资总额 5% 标准内的部分，在计算企业应纳税所得额时准予扣除，但同时规定个人支付及企业为个人支付的补充养老保险视同职工个人收入征收个人所得税

数据来源：CIRC，国泰君安证券。

3.2. 中国版 401K 可能同时包含企业年金与个人商业养老保险

2008 年，中国保监会与天津市政府发布了《天津滨海新区补充养老保险试点实施细则》，提出：企业为职工购买补充养老保险的费用支出在本企业上年度职工工资总额 8% 以内的部分，可在企业所得税前扣除。补充养老保险的个人交费部分，则为个人工资薪金收入 30% 以内的部分可

在个人所得税前扣除。后来这一规定因未获税务总局的认可而夭折。

2009 年,《国务院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》再次提出:“鼓励个人购买商业养老保险,由财政部、税务总局、保监会会同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”。

近三年过去了,上海税延型个人养老保险仍未推出,除了税制问题外,与企业年金税收优惠的协调也成为问题的焦点。401K 引起热议,企业年金和个人商业养老保险很可能在同一个框架内解决,况且,中国除了企业年金可对应美国的 401K 外,并没有个人养老账户可以对应美国的 IRAs (在美国同样享受税收优惠),因此,中国版 401K 很可能同时对企业年金和个人商业养老保险实行税收优惠。

表 7: 美国 401K 与 IRAs (个人退保账户) 比较

	401 (k)	IRAs
主要发起人	雇主, 自我雇佣者	个人
收入来源	雇员缴款; 雇主配套缴款; 投资收益	个人缴款; 投资收益
作用	由私人部门雇主发起, 为雇员提供享受税收优惠的储蓄计划	为没有被退休计划覆盖的个人提供享受税收优惠的储蓄计划; 对雇主发起的退休计划起补充作用
种类	传统 401 (k) 计划 安全港式 401 (k) 计划 简单 401 (k) 计划 罗斯 401 (k) 计划	传统 IRAs 罗斯 IRAs 简单 IRAs SEP IRAs
缴费	2011 年, 50 岁以下, 雇员缴费上限为 16500 美元, 50 岁以上允许追加 5500 美元。 雇主和雇员缴费总和不超过税法 415 部分规定的上限。	2010 年, 50 岁以下, 每年不超过 5000 美元, 50 岁以上可以追加 1000 美元。缴费量不得超过劳动收入。
税收政策	雇员享受延迟缴税; 雇主享受全部免税。	个人享受延迟缴税
领取	59.5 岁后才能取款, 若提前领取, 除特殊情况外, 需缴 10% 的惩罚税; 70.5 岁之后必须领取, 否则将对对应取款额征税 50%; 允许借款。	70.5 岁后的下一年的 4 月 1 日开始, 分配形式有: 一次性分配、定期分配、年金分配和联合生存年金分配。

数据来源: 国泰君安证券

3.3. 401K 对商业养老保险的推动

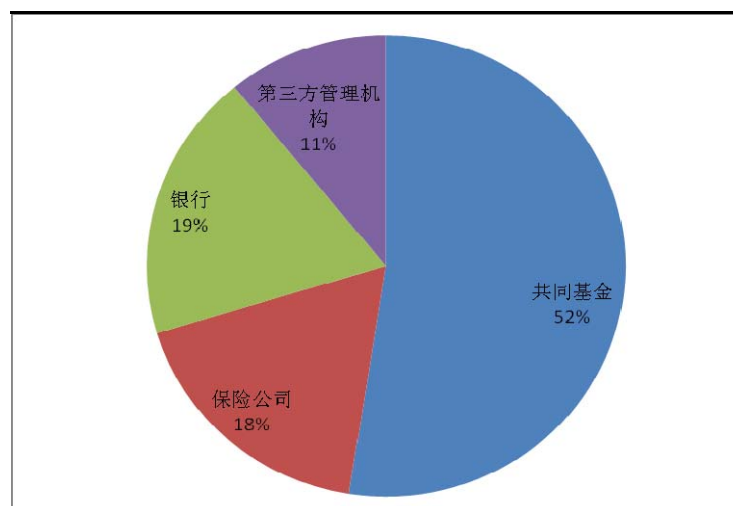
账户管理

寿险公司为养老金计划提供受托管理、投资管理和账户管理服务。虽然大部分的养老金计划都选择共同基金作为账户管理者, 但保险公司的份

额也不小。2009 年，共同基金提供的服务占比 52%，保险公司占 18%。此外，寿险公司还通过保证收入合同（GICs）等产品，为养老基金提供多样化的投资方式。

中国养老保险公司 2010 年受托管理的企业年金 1040 亿，占企业年金市场的 37% 左右。截至 2011 年 6 月份，养老保险公司的受托管理资产已达 1216 亿。

图 15：401K 账户管理情况



数据来源：德勤咨询，国泰君安证券。

表 8：2011 年 1-6 月养老保险公司企业年金管理情况（单位：万元）

	企业年金缴费	受托管理资产	投资管理资产
太平养老	284159	1641125	2052024
平安养老	497098	3347636	4929989
国寿养老	1098480	4243899	889361
长江养老	165652	2575792	1615924
泰康养老	95632	350919	0
合计	2141021	12159372	9487299

数据来源：CIRC，国泰君安证券。

对年金的推动

年金占美国整个养老金资产的 10% 左右，其中 403b 的年金比例达到 50% 左右，还有 26% 的变额年金共同基金也与寿险公司有关。403b 是针对学校等非盈利组织的退休金计划，规模约是 401K 的 25%。

由于可能进行高风险投资、或不合理地安排消费支出等多种可能，退休者在退休时一次性领取的养老金往往难以充分起到养老保障的作用，近年来，不少国家纷纷通过立法来强制实施养老金领取年金化发放方式，年金化领取方式能够有效规避退休者一次性领取养老金带来的各种弊端和社会问题，在未来的比例还将提高。

表 9: 403b 资产分布

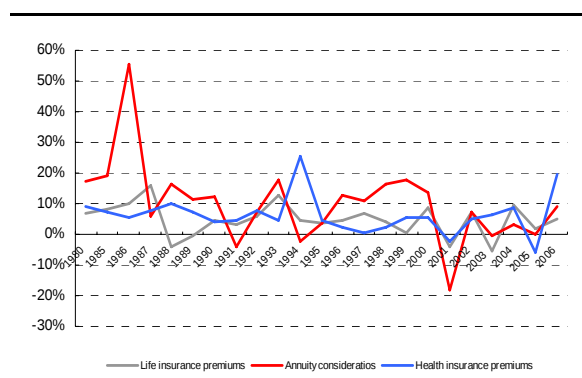
	寿险公司		VA 共同基金		Non-VA 共同基金		总资产
	资产 (百万)	份额 (%)	资产	份额	资产	份额	
1996	\$208	58%	\$103	29%	\$45	13%	\$356
1997	238	56	129	30	59	14	426
1998	205	47	158	36	75	17	437
1999	237	45	190	36	99	19	526
2000	253	49	173	33	92	18	518
2001	206	46	149	34	88	20	443
2002	236	54	120	28	79	18	434
2003	272	51	157	29	105	20	534
2004	277	48	175	31	121	21	573
2005	298	48	185	30	134	22	617
2006	324	47	210	30	156	23	689
2007	340	46	221	30	173	24	734
2008	357	58	144	23	118	19	619
2009	370	53	180	26	150	21	700
2010	393	52	197	26	168	22	758

数据来源: Investment Company Institute, Federal Reserve Board, U.S. Department of Labor, 国泰君安证券。注: VA 是指变额年金。

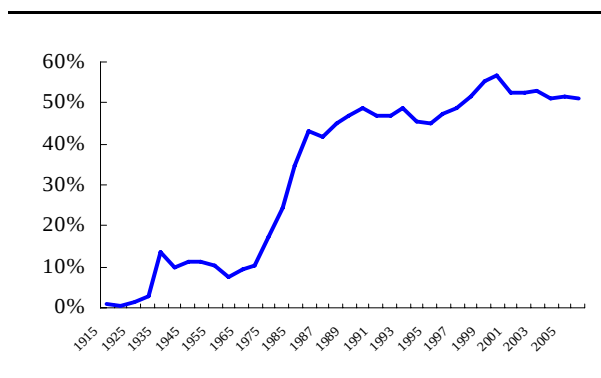
美国从传统寿险走向年金时代

无论是保费规模还是资产规模,传统寿险都不再是美国寿险公司的主要业务,年金业务开始占据主导地位。1986 年前,美国传统寿险保费收入要高于年金收入,此后,年金收入就超过了传统寿险保费,到 2006 年,年金收入占寿险业总保费收入的 51%,而传统寿险保费收入只有 25%左右。另外 25%为健康险收入。

图 16: 年金增长率较大的波动性并不影响其占比的稳步上升 图 17: 美国年金占寿险保费的份额超过了 50%



数据来源: ACLI, 国泰君安证券。

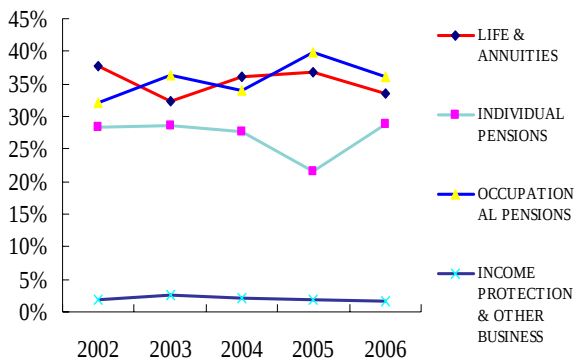


数据来源: ACLI, 国泰君安证券。

英国寿险的支柱是养老保险

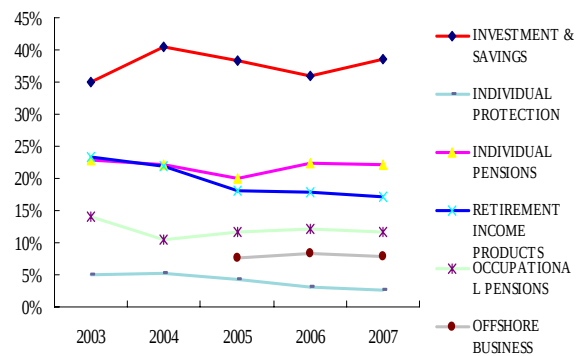
英国家庭每年花在个人养老保险上的支出为 2000 英镑,占其总体保险支出的 30%左右。个人养老保险与单位养老保险占整个寿险的 65%。

图 18: 英国寿险业务结构



数据来源: ABI, 国泰君安证券。

图 19: 英国寿险业务首年保费结构



数据来源: ABI, 国泰君安证券。

3.4. 中国版 401K 必将成为中国资本市场的中坚力量并催生寿险黄金 20 年

对资本市场的影响

近期国务院讨论通过了《中国老龄事业发展“十二五”规划》，同时明确了要进一步加强社会保险基金管理，适当拓宽基本养老保险基金投资渠道，实现保值增值。按照 2010 年 1.54 亿的基本养老金结存金额，若允许投资基金（股票）的比例为 10%-20%，则可提供 1540-3080 亿的增量资金。

企业年金和个人养老保险的规模可望迅速扩大，目前企业年金的基金（股票）投资上限为 30%，商业养老保险为 25%，若补充养老保险达到到目前的基本养老保险的规模，则可提供 2000-3000 亿的增量资金。

虽然为了解决养老问题，中国版 401K 势在必行，养老资金也将像发达国家一样成为中国资本市场的中坚力量，但是，短期而言，远水解不了近渴，更多的是一种信号和信心作用。由于基本养老保险目前的统筹层次太低，资金运用拓宽可能先在比较发达的地区试点，而企业年金和个人商业养老保险的发展也要经历一个过程，即使 401K 推出，短期内的资金增量也是有限的。

对保险公司的影响

首先，因个人养老保险同样能享受税收优惠，直接的寿险保费得到增长，中国还没有像美国一样的个人退休账户 (IRAs)，个人商业养老保险有望在一定程度实现 IRAs 功能。IRAs 目前总资产约为 4.7 万亿美元，占养老金市场份额的 26.81%，已经超过 401K 计划的 3.1 万亿美元（份额为 17.40%）。显然，我国个人商业养老保险的发展前景极其广阔。

其次，401K 也能促进年金的大力发展，年金市场是中国最具潜力的寿险市场领域，也是我国寿险深度和广度提升的关键所在。

如果没有保险公司的深度参与，没有下游年金产品链的承接，中国版 401K 是无法真正建立和完善起来的。正因为我们坚信人口老龄化对养老保险的需求，我们坚信中国寿险的未来 20 年是黄金 20 年。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		