

保险业：税优政策！你懂的

增持维持

投资要点：

- ☞ 寿险行业发展需要政策支持
- ☞ 结构性减税财政政策势在必行
- ☞ 不同投保模式险企受益程度有异

报告摘要：

- **寿险行业发展需要政策支持。**随着“发展空白”红利的消失、人力成本的提升导致寿险代理人增员难、市场利率高企导致保单缺乏吸引力等因素，如果没有新的政策，保费增速下一个台阶几成定局。收入结构上看，中国是典型的哑铃型结构。低收入人群没有支付能力，中产人群占比较低并且基础保障已开发殆尽，富有人群购买动力不足。对保险业来讲，通过养老险税收优惠刺激需求是为数不多的具有持续效果的政策。
- **正外部性是保险税优的原因，国际通行的税优政策显著促进保险发展。**我国社会保障体系中基本养老保险占比过高，运营风险较高且增加了国家财政压力，对商业养老保险的政策支持有利于弥补养老保险体系的缺口。国外均对不同保险产品进行不同程度的税收优惠，鼓励了对保险产品的购买，促进了保险消费市场的繁荣，为保险业的发展提供了巨大的推动力。
- **结构性减税财政政策势在必行。**近年来税收增速大大高于经济增长，减税呼声日盛。三季度以来，财政政策频频发力，体现着改善民生、促进经济增长的目标。增值税改革启动和增值税税率调整预示着中国结构性减税改革业已拉开序幕。
- 上海目前已经具备了实行养老保险税收优惠的税收征管能力和财政实力，个税递延型养老保险试点在财政收入和技术上已无障碍，之前国务院文件也明文提及，保险税收优惠试点待机而动。
- 如果采用个险个做的方式，以规模保费占比计，在上海新华、平安、国寿、太保受益能力近似，全国看依寿险份额看国寿、平安受益较多。如果采用个险团做的方式，上海地区太保受益能力较强，全国看依目前养老保险规模国寿与平安受益能力更强。

重点公司	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	13EPS	评级	变动
中国人寿	1.16	1.20	1.05	1.57	1.82	增持	维持
中国平安	1.89	2.26	2.73	3.96	4.33	增持	维持
中国太保	0.95	1.00	1.23	1.62	2.07	增持	维持

非银行金融行业研究组

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

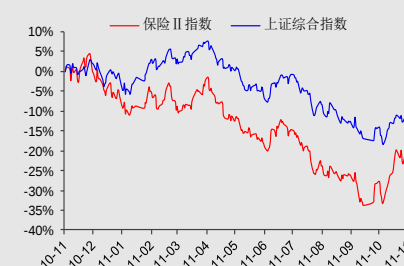
Email: huanglijun@hysec.com

邢波 (S1180511080004)

电话：010-88085963

Email: xingbo@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	3
总市值 (亿元)	6582
流通市值 (亿元)	6566
重点公司 (家)	3
重点公司占行业市值比重	100%

相关研究

新华人寿定价报告：关注寿险，关注成长	11.26
保险行业 11 月报：折现率反弹高度下降	11.18
保险行业四季度策略：攻守兼备	10.10
中国平安：计划外变化加深跌幅，不改趋势	9.26
保险公司偿付能力充足率评估	9.2
保险月报：寿险承保惯性下探	8.30

目录

一、寿险发展遇瓶颈	4
（一）高增长后增速下台阶	4
（二）渠道突围短期仍存在困难	5
（三）财富结构和政策环境差异下国内保险深度已不低	6
二、保险行业政策支持必要性及国际经验比较	7
（一）保险业具备政策支持的必要性	7
（二）保险行业税收政策国际比较	7
三、财税收入增长与减税政策	10
四、上海试点动力与公司受益分析	12
（一）上海具备税优的经济基础和征管能力	12
（二）上市公司受益分析	13

插图

图 1: 近十年寿险保费保持快速增长.....	4
图 2: 结算利率与银行存款背离程度加大.....	4
图 3: 银保渠道在欧洲各国占比情况.....	5
图 4: 2010 年世界寿险增长情况.....	6
图 5: 财政收入占 GDP 比重持续提高.....	11
图 6: 财政收入增速高于 GDP 名义增速.....	11
图 7: 各社会主体收入增速对比.....	11
图 8: 上海寿险市场份额前五位公司（2010 年，百万，%）.....	13
图 9: 受托资产市场份额（2010，%）.....	14
图 10: 投资管理资产市场份额（2010，%）.....	14

表格

表 1: 银行保险销售在选定市场中的份额（%）.....	5
表 2: 部分国家寿险企业商品劳务税比较.....	8
表 3: 部分国家保费支付税前扣除税收政策比较.....	9
表 4: 部分省市财政收入占 GDP 比重（%）.....	12

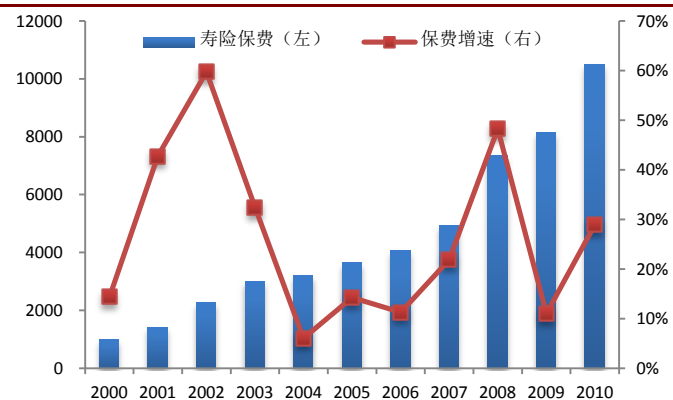
一、寿险发展遇瓶颈

(一) 高增长后增速下台阶

近十年来,我国寿险业保持了高速发展的势头,寿险保费复合增速为 25% (如图 1 所示),保险资产快速积累,截止 9 月份保险资产达 5.7 万亿。我们认为这种增长是普及式的,迅猛甚至野蛮的填补中国保险业发展的空白。随着这种“发展空白”红利的消失,以及人力成本的提升导致寿险代理人增员难的问题的出现,中长期来看中国寿险业面临增长方式的转型。

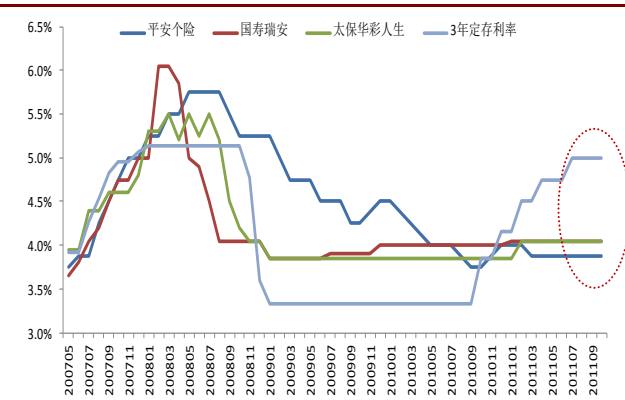
短期看,利率周期是影响保险营销的重要因素。此次加息周期中作为保险公司资金成本的中长期基准利率快速提高,导致保险产品相对缺乏吸引力,这对储蓄成分远大于保障成分的寿险产品来讲负面影响巨大。万能险结算利率是最直观的保险公司资金成本,如图 2 所示,保险公司给予投保人的回报(结算利率)远低于银行存款,这正说明保险公司面临进退维谷的困境:一般来说保险公司需要将保单回报保持在银行存款之上,才能保持保单吸引力,但流动性紧缩环境下投资回报已低于中长期基准利率,这导致保险公司储蓄型保单的展业难度增、退保率上升风险增加。由于体制和市场环境原因,保险收益率对投资型客户吸引力不强,投资型保险的发展疲态已现。我们认为体制和市场环境短期内很难有较大改变。

图 1: 近十年寿险保费保持快速增长



资料来源: CIRC, 宏源证券

图 2: 结算利率与银行存款背离程度加大



资料来源: 公司网站, 宏源证券

政策监管方面,2010 年末银监会 90 号文的出台则导致银保渠道展业难度增加。90 号文规定保险公司销售人员不得驻点销售且银行网点不得与超过三家的保险公司签订银保合作协议。保险产品相对较为复杂,由银行客户经理销售难度较大,这导致保险公司银保业务规模受到严重打击,前 3 季度行业银保新单保费同比增长约在-20%上下。

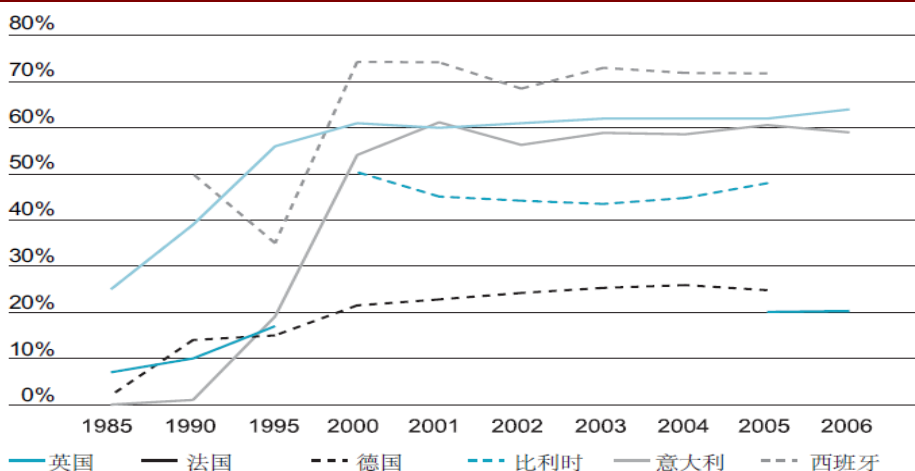
在上述不利因素叠加影响下,2011 年保险公司承保业务质量、规模均低于预期。据保监会数据,2011 年前三季度,行业规模保费同比增长 10.9%,增速较去年同期下降 22 个百分点,更有参考意义的规模保费仅增长 5.96%。国寿、平安、太保等前 7 大保险公司中仅太保和平安实现同比正增长。从承保质量来看,中国人寿一年期新业务价值增速预计在 8%左右,中国平安和中国太保略高,预计分别为 12%和 18%。我们认为未来看,,即使货币政策放松,也难以完全缓解目前的寿险增长困境,如无政策支持,寿险行业潜在

增速将下降一个台阶。

（二）渠道突围短期仍存在困难

从国外经验来看,随着经济增长,人力成本提升、寿险营销渠道多样化是必然的趋势,而银行等中介将成为保险销售的主要渠道。如图3所示,20世纪90年代,银行保险业务占保费总额的比重快速提高。意大利、法国银保保费占比均在60%上下,西班牙银保占比甚至超过70%。

图3: 银保渠道在欧洲各国占比情况



资料来源: sigma, 宏源证券

与国外情况不同,中国银行业承担着货币政策执行、消化宏观系统风险等重任,政策红利短期内不可能改变,这就决定了银行仍会保持以利差为主的盈利模式,中间业务收入无足轻重。所以,“渠道为王”的情况下,银行相对保险公司议价能力过强,保险公司银行保险业务利润微薄。90号文规定,银行网点不得代售超过3家保险产品,而且保险公司营销人员不得驻点销售,严重打击了银保业务的发展,尤其是中小型寿险公司的银行保险业务。2011年上半年,行业银邮渠道保费收入2848亿,占比50.74%,较2010年下降9个百分点。保险公司对银行营销的弱势短期内难以改变,所以我们难以期望银行保险承担起寿险营销新增长点的重任。

表1: 银行保险销售在选定市场中的份额(%)

	银行保险公司	代理	经纪人	其他(包括直接销售)
美国	2	不详	不详	不详
加拿大	1	60	34	5
美洲	巴西	55	不详	30
墨西哥	10	-----	90	-----
智利	13	-----	87	-----
英国	20.3	~ 10.0	~ 65.0	~ 5.0
法国	64	7	12	17
欧洲	德国	24.8	27.1	39.4
意大利	59	19.9	9.4	11.7
西班牙	71.8	15.4	5.4	7.4
比利时	48	3.2	26.5	22.3

葡萄牙	88.3	6.9	1.3	3.5
波兰	14.4	39.7	4.3	41.6
土耳其	23	30.1	0.8	46.2
日本	不详	不详	不详	不详
韩国	8.5	-----	91.5	-----
亚洲 中华人民共和国	16.3	-----	83.7	-----
台湾	33	11.7	6.6	48.7
马来西亚	45.3	49.4	2.4	2.9
澳大利亚	43		57	

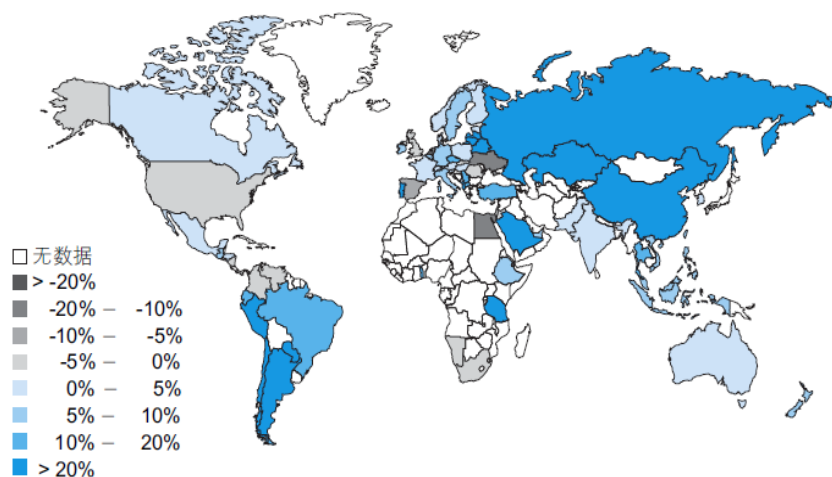
资料来源: sigma, 宏源证券

注释: 除了法国和意大利, 以上大部分数据是 2005 年的。日本、韩国和台湾的最新数据是 2004 年的, 而智利非人寿行业是 2003 年的。

(三) 财富结构和政策环境差异下国内保险深度已不低

据 sigma 数据, 2010 年全球寿险保费增长 3.2%, 达到 25200 亿美元, 工业化国家的增长与 10 年平均水平相一致。新兴市场的寿险业增长接近危机前水平, 不过地区和国家间差异很大。亚洲新兴市场继续强劲增长(+18%)。在中国这个最大的新兴市场, 保费增长率达到 26%。2010 年我国保险深度(保费/GDP)为 3.8%, 世界排名第 39, 保险密度(保费收入/人口)为 158 美元, 世界排名第 61 位, 领先人均 GDP 全球排名(第 74 位)。由于保险发展的直接动力来自经济发展水平(我们以人均 GDP 衡量), 也就是说, 我国保险业的发展已逐步追赶上经济发展的步伐。

图 4: 2010 年世界寿险增长情况



资料来源: sigma, 宏源证券

从财富结构来看, 我国财富结构两极分化严重。中国 1978 年的基尼系数为 0.2 以下, 而目前则约为 0.5。占总人口 20% 的最贫困人口占收入或消费的份额只有 4.7%, 而占总人口 20% 的最富裕人口占收入或消费的份额高达 50%。在短短二十多年的时间里, 中国已经成为贫富差距扩大现象严重、收入差距超过国际警戒线的国家。对寿险市场来讲, 低收入人群没有支付能力, 中产人群占比较低并且基础保障已开发殆尽, 富有人群购买动力不足。对保险业来讲, 通过养老险税收优惠刺激需求是为数不多的具有持续效果的政策。

二、保险行业政策支持必要性及国际经验比较

（一）保险业具备政策支持的必要性

保险机制是一种在事前对风险进行转移和管理，并在事后对损失做出补偿的安排。在这种安排之下，对个体而言，投保人能够在事前获得对未来财务水平的稳定预期，因为一旦损失发生保险人必须及时做出补偿。这种安排在全社会范围的应用，便会产生巨大的社会公益性，使得保险业的经营具有很强的正外部性。站在政府的角度，保险业能够分担政府的社会管理职能。积极引入保险机制参与社会管理，对于推进公共服务创新，完善社会化的经济补偿机制，提高政府的公共服务效能，都具有重要的促进作用。在自然灾害的应对和灾后补偿、多层次社会保障体系的建立和完善、解决“三农”问题等方面，保险业通过市场化的运作方式和先进的风险管理技术，在客观上起到了分担政府职能的作用。

政策扶持是保险业发展的直接动力，而其核心则在于税收政策。从行业发展的经验数据来看，由于准备金计提规则及规模经济等多方面因素的影响，财产保险公司通常需要至少3到5年、人身保险公司通常需要至少5到7年才能实现盈利。保险业的这种经营特性，在客观上造成了对社会资本进入这一行业的负面激励，进而会阻碍保险行业的资本形成。在这种情况下，如果能充分发挥税收制度对产业的调节作用，对新设立的保险企业给予适当的税收优惠，可以缩短保险企业的盈利周期，从而吸引更多的资本进入保险业，最终有利于保险业的做大做强。

1994年，世界银行提出养老保险三支柱理论，即完善的养老保险体系应该有国家主办的基本养老保险、企业建立的补充养老保险、个人购买的商业补充养老保险。目前我国的养老保险体系也是有这三部分构成，但受经济社会多方面制约，我国养老保障体系存在一些不足。首先，基本养老保险覆盖面狭窄，基本养老保险替代率过高。过高的替代率将导致养老保险支出膨胀和个人账户缺失。其次，企业年金市场仍不成熟，只有少数大型国企和民营企业有经济实力为员工建立企业年金。所以，我们面临着基本养老保险单支柱过大的局面，而对企业年金实施税优将在很大程度上导致公平丧失。所以，我国具备大力发展个人商业养老保险并在政策上给予其税收优惠的必要性。

国外延税型保险产品已经十分普及，美国401K计划就是其中成功的代表。美国的401K计划来源于美国国内税法的第401条K款的规定，是由企业雇主和雇员共同出资建立的退休金计划。该账户实行个人账户累计制，并且雇主也为雇员缴纳一定的费用用于该账户。在缴费和投资阶段免税，在领取阶段缴纳个人所得税。401K是美国最重要的补充养老保险，经济危机前的2007年底，美国养老金市场总资产达15万亿，其中401K的市场份额就达到8.4万亿，全美超过80%的家庭参加了401K计划。

不管是08年天津个人年金试点政策，还是09年初上海“两个中心建设纲要”中税优型养老保险被重点提及，但由于国家财税方面和实施方面的难度，其并未推出。基于我们上文的分析，增加居民收入、让利于民是未来政策实施的重要方向，而且，完善社会保障体系、减轻居民养老的后顾之忧，有利于提升居民消费动力，促进国民经济转型。所以，对保险的税收优惠并未走远，反而在越来越近。

（二）保险行业税收政策国际比较

从国际经验来看,国外对保险行业的课税种类主要是保险业商品劳务税和保险所得税。寿险企业的商品劳务税实质上是政府通过保险企业向寿险客户征收的一种消费税,有的国家如英国,是一种增值税,它由保险企业加计在每份保单的保费之中,直接影响到保费的高低,从而影响保险客户的购买动机和消费行为。一般情况下,寿险企业的商品劳务税的计税基数为寿险企业调整后的总保费收入,分保分入的保费可从税基中扣除,投资收益也可不计入税基内,而企业费用、索赔给付以及准备金不得从中扣除。

部分国家寿险企业的商品劳务税征收情况如表 2。

表 2: 部分国家寿险企业商品劳务税比较

国家	商品劳务税
美国	除了年金以外,对其余险种征收的保费税税率为:本州企业为 1%—3%,非本州企业为 1.75%—4%。联邦政府对寿险企业在境外取得的保费收入征收特种销售税,在美国境外展业获得的保费收入按 4% 的税率征收,对在美国境外的再保险业务保费收入按照 1% 的税率征收。
澳大利亚	定期、长期保险按第一年保费收入的 5% 征收,其余险种按总保费收入的 0.05%—0.1% 征收。
奥地利	养老保险税率为 2.5%,健康险税率为 1%,一次性支付保费与保险金的短期寿险税率为 11%,其余寿险险种税率为 4%。
比利时	团体寿险险种税率为 4.4%—8.86%,其余免征保费税。
加拿大	除了年金以及再保险业务不征收保费税以外,人寿保险、伤残和疾病保险的保费收入也不需纳税,但要对其投资收益所得纳税,其余寿险险种按 2%—4% 的税率征收,对分保到境外的保费收入征收税率为 10% 的联邦特别销售税。
意大利	所有险种税率均为 2.5%。
葡萄牙	所有险种税率均为 0.33%。
瑞士	养老保险与返还性人寿险按 2.5% 的税率征税,其余险种的税率为 5%。
爱尔兰	对总保险金额征收税率为 0.01% 的印花税。
希腊	保险期限少于 10 年的寿险保单保费征收税率为 10% 的保费税,其余险种免税。
日本	寿险企业需要缴纳的营业税主要是法人住民税和事业税。法人住民税由地方政府征收,按不同资本金额纳税,如同非寿险企业。寿险企业的事业税以寿险企业各营业年度应税保费收入为课税基础,税率为 1.5%。各寿险险种应缴税金各有不同,如个人保险应缴税金为保费收入的 24%,储金保险为保费收入的 7%,团体保险为保费收入的 16%,团体年金保险为保费收入的 5%。
泰国	寿险业务的营业税税基为毛进款,税率为 2.5%。
墨西哥	团体保险免税,其余征收税率为 3% 的保费税。
韩国	税率为 0.5%
中国台湾地区	从保费收入中扣除的再保分出保费、人寿保险提存的责任准备金、年金保险提存的责任准备金免税,但人寿保险、年金保险退保收益及退保收回的责任准备金,不包括在内。一般寿险险种的税率为 2%,保险业的再保费收入的营业税率为 1%。

资料来源:根据 Prince Waterhouse Coopers, *International Comparison of Insurance Taxation* (2005); Skipper, Harold Jr: *The Taxation of Life Insurance Policies in OECD Countries: Implications for Tax Policy and Planning* [J], *Insurance and Private Pension for Emerging Economies*, OECD.2001.; 朱铭来: *保险税收制度经济学分析* [M], 经济科学出版社, 2008 年出版; 台湾地区公布的《加值型及非加值型营业税法》等资料整理。

目前,有 14 个 OECD 成员国对保险业不征商品劳务税,这些国家包括:德国、新西兰、英国、法国、墨西哥、土耳其、挪威、西班牙、丹麦、芬兰、荷兰、瑞典、卢森堡和

波兰等国。

综上所述，大多数国家对寿险企业承保年金保险在税收上给予优惠，不计入商品劳务税征收范围，即使有的国家对其征收商品劳务税，也会对合乎法律规定的退休年金计划给予免征或课以较低的税率。

在所得课税方面，对于寿险企业，政府对其某些净收入征税，征税方式与对一般企业的征税方法大体相同，但通常有税收倾斜。在保险产品需求方方面，一般意义上的保险产品的交易流程包括三个环节：缴费、投资、给付。所以，与保险需求方相关的寿险产品的所得税必须考虑三个方面的问题：一是投保人保费支付的税前扣除问题；二是保险金给付前积累于保险人手中而归属于被保险人或受益人的收益课税问题；三是保险金给付时的收益课税问题。

目前，世界各国对于保费支付是否征收所得税或是否给予所得税优惠的做法不尽相同。现阶段，只有极少数的国家采用无条件的全额扣除，如乌拉圭。其他国家均以部分扣除方法提供税收减免，如表 3 所示。

表 3：部分国家保费支付税前扣除税收政策比较

国家	税收减免政策
美国	无税收减免，购买个人伤残保险、人寿保险以及个人年金保险所支付的保险费被视为个人支出，因而不能列入所得税扣减项目。如果购买年金的目的是为了符合税收优待条件的退休计划进行融资，那么保费可以列支。对于医疗费用保险和满足特定条件的长期护理保险，只要保费与家庭医疗费用的总和不超过纳税人调整后总收入的 7.5%，就可享受税收减免。长期护理保险的保费要受到进一步的限制，该限额会根据通货膨胀因素进行调整，并且随着被保险人实际年龄的增加而增长。自由职业者购买健康保险，25%的保费支出可以免税，该比例随着之后不断颁布的法规而不断提高到 30%，直到 40%，2000 和 2001 年的免税比例为 50%，2002 年为 60%，2003——2005 年的免税比例为 80%，2006 年的免税比例为 90%，2007 年之后实现 100%的免税。
英国	纳税人或其妻子连续 10 年缴纳人寿保险费的可以给予宽免，保险费总额按基本税率的 50%计征。另外，除旅游保险外，其他保险保费部分按 5%的税率缴纳所得税，旅行保险保费按 17.5%的税率缴纳所得税，伤残和运输保险免税。
德国	2005 年 1 月 1 日前购买的，满足一定要求的两全保险、年金可列支一定金额，但投资连结保险产品不可列支。2005 年 1 月 1 日后购买的两全保险不能列支。只有满足规定的年金产品可列支，最高限额为 20000 欧元，2005 年可列支的上限金额为最高限额的 60%，以后每年增加 2%，至 2025 年上限达到最高限额。
法国	对符合要求的险种有很小的列支优惠。
阿根廷	法律规定了每年减免的上限。
澳大利亚	除了关键雇员保单以外，其他险种没有减免。
奥地利	以实际保费或预计保费的较低者计算，较低者的 25%作税前列支，但列支金额每年上限为 2920 欧元，无收入或低收入配偶另额外列支 2920 欧元，超过 3 个以上孩子的家庭额外列支 1460 欧元；对自愿性健康险、寿险和意外险的购买，年收入超过 36000 欧元的部分不可列支，年收入大于 50900 欧元的全部不可列支。
比利时	满足特别规定的可列支，如保险企业为国内企业。
加拿大	除了经注册的退休储蓄计划和保单抵押的情况，其他险种没有减免。
智利	没有减免，特定情况下实施 35%的所得税税率。
丹麦	特定情况下购买丹麦寿险企业的保费可全部列支，购买丹麦年金企业的保费可减免一

	定额度，购买其他企业包括外国寿险企业的产品的保费不能列支。
印度	寿险保费在限额内扣减 15% 的所得。年收入大于 500000 印度卢比的不享受扣减优惠。关键雇员保单享受扣减优惠。
韩国	最多可列支 1000000 韩元
新加坡	购买本地或由本地子企业售出的保险产品时，可列支 5000 新币或总资本的 7% 的较低者。法律规定的公积金和超过 5000 新币的其他年金不予列支。若公积金不超过 5000 新币，则可列支 5000 新币。
日本	应税收入中人寿保险费支出的扣减数额，按照一般人身保险费、个人年金保费和两者混合性业务以及各自的缴费规模分为不同的扣除标准，如个人年金保费在 30000 日元以下的，准予全额从应税收入中扣除。购买对个人发行的寿险保单所支付的保费，可以从纳税额中扣除的最高额为 50000 日元。可享受的减税额的保单包括提供死亡收益，或生存收益，或两者兼有的保单。寿险与年金险保费支出总计税前扣除额可达 10 万日元。
中国台湾地区	纳税义务人本人、配偶及直系亲属的人身保险保费支出，每人每年以新台币 24000 元为限可以从个人综合所得中扣除。

资料来源：根据 Price Waterhouse Coopers, *International Comparison of Insurance Taxation* (2005); Skipper, Harold Jr. *The Taxation of Life Insurance Policies in OECD Countries: Implications for Tax Policy and Planning* [J], *Insurance and Private Pension for Emerging Economies*, OECD, 2001; 肯尼思·布莱克, 哈罗德斯基博: *人寿与健康保险* [M], 孙祁祥等译, 经济科学出版社, 2003 年出版; 朱铭来: *保险税收制度经济学分析* [M], 经济科学出版社, 2008 年出版等资料整理。

以上国家或地区对投保人交纳保费的优惠政策，在一定程度上鼓励了对保险产品的购买，促进了保险消费市场的繁荣，为保险业的发展提供了巨大的推动力。

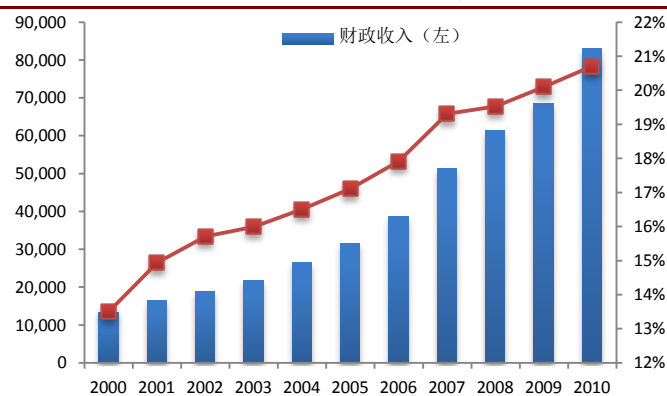
各国在制定死亡保险金所得税规则时，一般都综合考虑各种因素，如伦理、社会、政治和经济等因素。在各国实际的税务处理上，一般都对死亡保险金免征个人所得税。阿根廷、澳大利亚、乌拉圭、意大利对死亡保险金的给付免征个人所得税，也不征收遗产税；美国、智利、新加坡、加拿大等国对满足一定条件的死亡保险金的给付免征个人所得税；德国、法国、英国、日本等国对满足一定条件规定的死亡保险金免征个人所得税，但将死亡保险金列入遗产税或继承税的课征范围；丹麦、比利时等国要求在保费缴纳时享受税收优惠的死亡保险，在给付时要征收个人所得税。

综上所述，对于寿险产品，各国普遍对于个人购买人寿保险在保费支出扣除、生存金给付税收处理以及死亡保险金给付税收处理方面都给予税收优惠。在保费支出扣除方面，大部分国家对于保费支出都提供部分扣除的税收减免方式；在生存给付金方面，大多数国家只对特定形式的保险给付金在支付环节征税，即采取延迟纳税的形式，其余的生存给付金免征个人所得税；在死亡保险金给付方面，大多数国家都对死亡保险金的给付免征个人所得税。

三、财税收入增长与减税政策

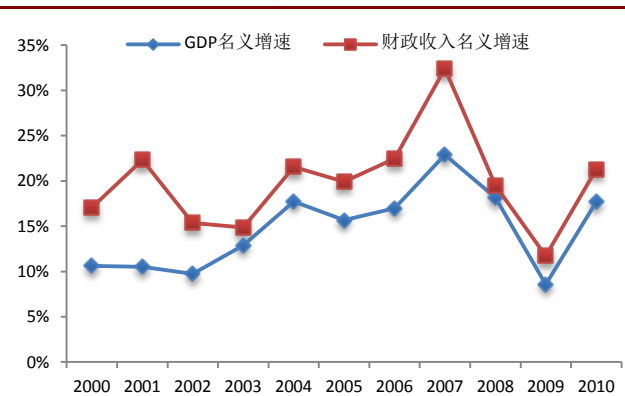
截止 2011 年 10 月，我国累计财政收入已达 90852 亿，同比增长 28%，已基本完成财政预算收入。近年来看，我国财政收入保持了快速增长，占 GDP 的比重持续提高。如图 5 和图 6 所示，近十年来不含债务发行的财政收入年均增速为 20%，2010 年财政收入占 GDP 的比重已达 20.71%。财政收入的快速增长为财税改革奠定基础。

图 5: 财政收入占 GDP 比重持续提高



资料来源: CEIC, 宏源证券

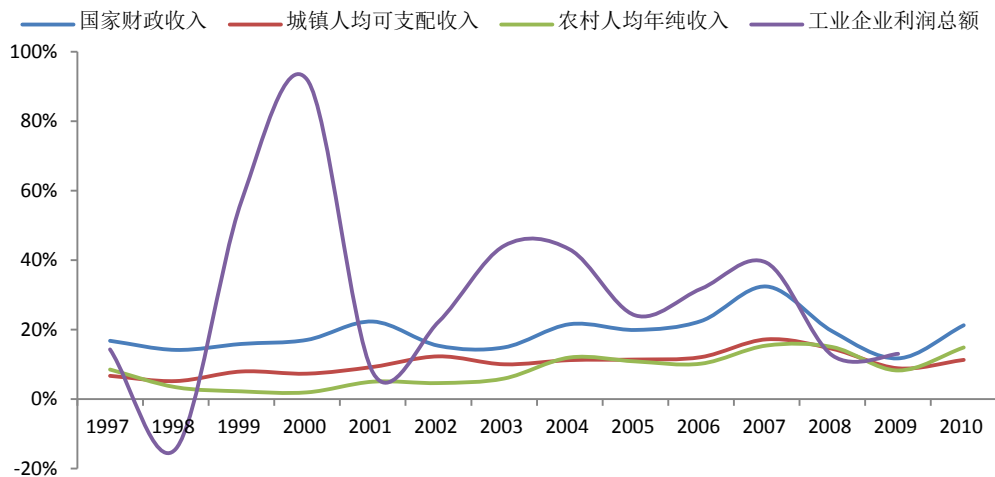
图 6: 财政收入增速高于 GDP 名义增速



资料来源: CEIC, 宏源证券

从社会各部门来看, 财政收入增速远高于企业和个人收入, 加上其他显性和隐性的费用, 国内企业和居民已不堪重负。这同时也导致了内需不足, 结构性的减税呼声日盛。在我国, 由于分配制度尚不完善, 劳动者报酬在初次分配中占比偏低。消费对 GDP 的贡献不断降低, 其原因在于社会盈余中政府和企业占比过高, 居民收入增速低于社会财富的增长, 如图 7 所示。从绝对数来看, 从 1995 年到 2010 年, 国家财政收入和工业企业利润总额分别增长了 13 倍和 21 倍, 而城镇居民人均可支配收入和农村家庭人均净收入则分别增长了 4.5 倍和 3.7 倍, 社会三大部门中企业和政府收入占比过高挤出了居民收入, 导致消费增长乏力。

图 7: 各社会主体收入增速对比



资料来源: wind, 宏源证券

居民收入增速偏低导致居民消费不足, 随着中国人口红利拐点的来临, 依赖低成本的出口和政府主导的高投资发展模式难以为继, 消费必须成为经济增长的最重要的引擎。财税制度将成为转变经济增长模式、培育经济增长点的重要手段。

国务院总理温家宝在 10 月 26 日主持召开国务院常务会议, 决定开展深化增值税制度改革试点。会议指出, 为进一步解决货物和劳务税制中的重复征税问题, 完善税收制度, 支持现代服务业发展, 会议决定, 从 2012 年 1 月 1 日起, 在部分地区和行业开展深化增值税制度改革试点, 逐步将目前征收营业税的行业改为征收增值税。主要内容包括: (一) 先在上海市交通运输业和部分现代服务业等开展试点, 条件成熟时可选择部分行业在全国

范围进行试点。(二)在现行增值税 17% 标准税率和 13% 低税率基础上,新增 11% 和 6% 两档低税率。(三)试点期间原归属试点地区的营业税收入,改征增值税后收入仍归属试点地区。试点行业原营业税优惠政策可以延续,并根据增值税特点调整。纳入改革试点的纳税人缴纳的增值税可按规定抵扣。最明显体现在四地的票据直贴利率由节前的 13% 大幅下降到 7.8%。

营业税改革其实透漏两个信号:第一,从紧的政策已经见底,财政政策将会更加积极。第二,继续促进产业结构升级,促进服务行业发展。三季度以来,财政政策频频发力,从资源税改革和地方债试点,到支持信贷的系列税收优惠措施和促进软件产业与战略性新兴产业发展,再到居民消费财政支持和服务业税收优惠,都体现着改善民生、促进经济增长的目标。经济增速下滑的压力将使积极财政政策在短期内持续,增值税改革启动和增值税税率调整预示着中国结构性减税改革业已拉开序幕。

四、上海试点动力与公司受益分析

(一) 上海具备税优的经济基础和征管能力

2009 年 4 月 29 日,国务院出台《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》,明确提到“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”。

上海具备雄厚的经济实力和财政收入实力,为保险行业税收优惠奠定基础。2010 年,上海人均 GDP 达 76074 元,高居全国榜首,人均 GDP 已达中等发达国家水平。从财政收入来看,2010 年上海财政收入达 2873 亿,占全国财政收入的比重为 3.4%,位居全国前列,财政收入占 GDP 的比重为 26.94%,多年来一直保持全国第一。

表 4: 部分省市财政收入占 GDP 比重 (%)

地区	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
上海	24.51	26.22	26.06	26.94
北京	19.2	20.79	22.62	22.69
云南	20.03	21.05	21.51	21.96
山西	19.96	18.25	19.48	18.36
海南	11.41	13.38	13.92	17.75
贵州	17.24	17.51	17.39	17.26
新疆	13.39	14.55	15.06	16.54
辽宁	13.79	14.73	14.66	16.36
天津	16.13	17.31	16.68	16.31
甘肃	11.6	12.79	13.21	16.05
浙江	13.65	14.31	14.48	15.46
陕西	13.85	14.58	14.33	15.32
江苏	12.75	14.05	14.36	14.94

资料来源: 国研网, 宏源证券

根据我们了解的信息,上海目前已经具备了实行养老保险税收优惠的税收征管能力,

个税递延型养老保险试点在财政收入和技术上已无障碍，保险税收优惠只是等待监管层批准。目前沿海发达地区如江浙、山东、珠三角与上海经济发展水平趋近，未来税优可扩展性较强。

（二）上市公司受益分析

如果按照上海将成为税优养老保险试点地区的讨论，首先，我们应该明确的是实施税优的是个人养老保险而非企业年金，因为企业年金更大程度的考量企业的资金实力，缺乏广泛的覆盖面。另外，由于企业年金是个人账户积累，并且市场竞争激烈，导致企业年金利润率不高。所以，选择个人补充养老保险而非企业年金可以保证其较高的利润率。

从养老保险空间看，如果采取 EET 模式，即当期缴费税前扣除，领取时在按当时收入缴纳个人所得税，例如，对于月收入 7500 元的居民，其边际税率为 10%，速算扣除数为 105，其应缴纳个人所得税为

$$(7500 - 3500) * 10\% - 105 = 295$$

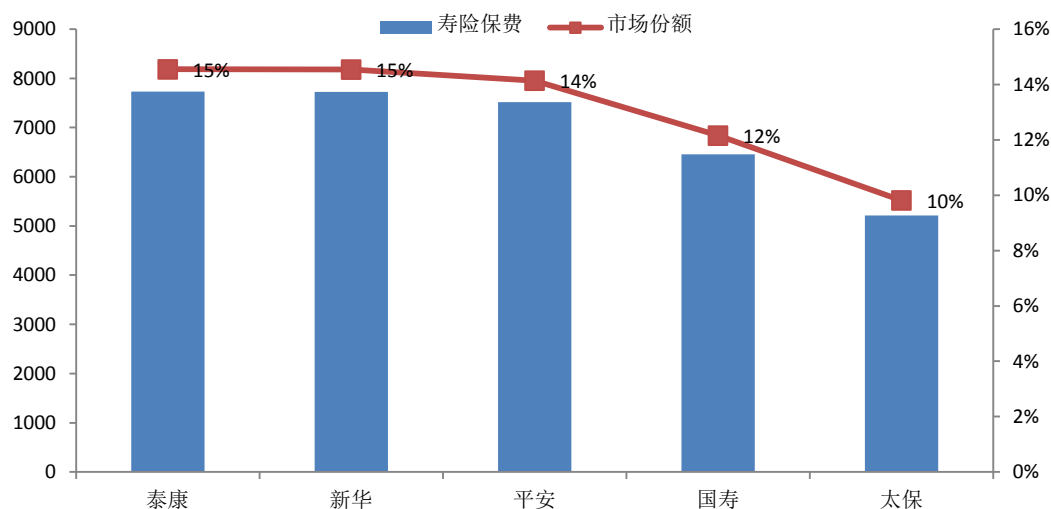
如果按照讨论的 500 元月度缴费来算，其个人所得税为：

$$(7500 - 500 - 3500) * 10\% - 105 = 245$$

其边际收益即为边际税率，达到 10%。因此延税的保险产品对个人具有很强的吸引力。

考虑其缴费方式问题，如果采取个人缴费（其难点在于我国并未建立完善的个人账户系统，但我们只假设采取这种方式），各公司比较的是其个人渠道的代理人数和人均产能。中国人寿、中国平安、中国太保和新华人寿则因其规模优势，领先行业。如图 8 所示，2010 年上海寿险市场份额前五位保险公司分别为泰康、新华、平安、国寿和太保。需要说明的是，由于寿险保费缴费期限的不同，规模保费不能完全代表真正的市场份额。从全国范围看，如果税优试点扩大，个人缴费方式受益最大的将是中国人寿和中国平安。

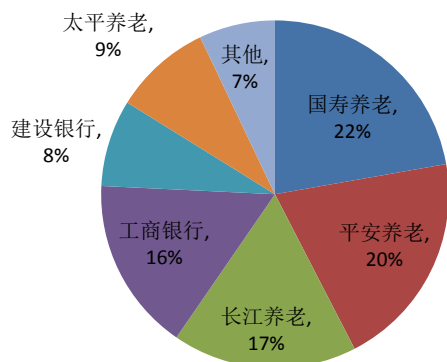
图 8：上海寿险市场份额前五位公司（2010 年，百万，%）



资料来源：wind，宏源证券

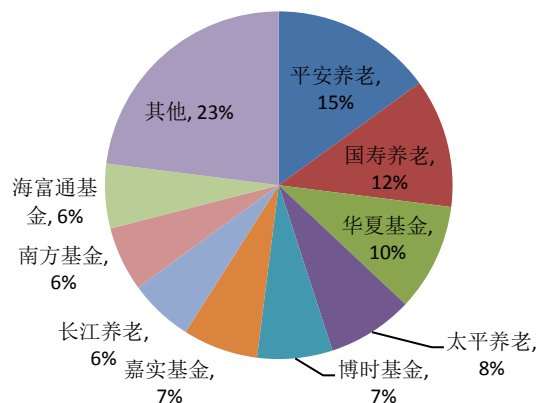
如果采取企业缴费，即个险团做的方式，那么各公司则要争夺机构客户，太保控股的长江养老保险在上海地区具有一定优势，加上其上海国资背景，受益程度最大。

图 9：受托资产市场份额（2010，%）



资料来源：劳动与社会保障部，宏源证券

图 10：投资管理资产市场份额（2010，%）



资料来源：劳动与社会保障部，宏源证券

在全国范围内，目前企业年金市场份额来看，企业年金受托资产方面，国寿养老、平安养老、长江养老的市场份额分别为 22%、20%、17%，合计达 59%，远高于银行、基金等其他市场竞争主体。投资管理市场份额方面，由于投资管理费用相对托管费、账户管理费等费用较高，所以市场竞争即为激烈。平安养老、国寿养老和长江养老市场份额分别为 15%、12%、6%，平安和国寿分居市场前两位。三家公司在机构客户争夺方面依然占有优势。

分析师简介:

分析师姓名: 黄立军, 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。2009 年今日投资非银行金融行业第一名。

主要研究覆盖公司: 中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。