

保险 II 行业深度报告

个人养老金箭在弦上，险企细则谋篇蓝海市场 增持（维持）

2022 年 10 月 17 日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

研究助理 方一字

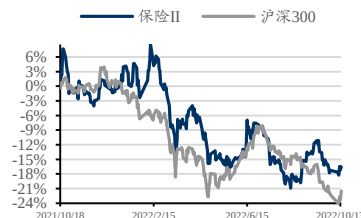
执业证书：S0600121060043

fanggy@dwzq.com.cn

投资要点

- **大风起兮云飞扬，个人养老金账户制试点临门一脚。**2022 年 9 月，银保监会发布《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》（以下简称“险企参与个人养老金细则”），以推进多层次、多支柱养老保险体系建设，促进保险公司积极参与个人养老金制度，并向业内征求意见。2018 年以来银保监会先后试点税延养老险和专属商业养老保险，成立国民养老保险公司，为保险机构融入多层次、多支柱养老保险体系建设提供指导意见。
- **险企参与个人养老金细则解读：优化门槛，丰富产品，提升积极性，优化对接平台，吸取税延养老险叫好不叫座的教训。**优化门槛：预计符合要求险企不足 30 家，上市头部险企得益于厚实的资本金规模和相对充足的偿付能力水平，有望成为首批试点机构。丰富产品：细则引入两全等多元化产品，存续产品也可纳入试点范畴，相比此前第三支柱试点的专属产品，未来个人养老金政策惠及产品范围将大大拓宽，将提升保险产品的吸引力。提升积极性：细则要求险企加强信息披露和业务宣传与衔接。我们认为，如果说保险公司此前参与税延养老险试点可以形象比喻为“第一个吃螃蟹的人”，而未来参与个人养老金试点则属于“一起抢食蛋糕”。优化对接平台：中银保信支持运营，对接人社部信息平台，降低个人参与复杂度，提升抵扣便利性。
- **养老金融星辰大海，但仍需直面来自大资管机构的同业竞争。**个人养老金资金账户资金用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的满足不同投资者偏好的金融产品。银行具有天然的开立账户优势和丰富网点资源及客户储备，竞争优势十分明显。公募基金的竞争优势在于资产主动管理能力强，投研能力领先同业，但在引导基民长期投资理念上仍有提升空间。保险公司在长期投资资金管理、长寿风险管理、医疗健康养老产业协同等领域有着一定竞争优势，但在品牌积累上仍有改善空间。从目前保险机构第三支柱试点公司账户运作情况来看，税延养老险投资账户提供 A、B、C 三种类型，年化收益率区间在 3.5%至 11%；专属商业养老保险投资账户包括 A、B 两种类型，年化收益率区间在 4.0%至 5.5%。主要账户均有保证利率，契合了个人养老险长期且具有负债属性的资金特征。
- **个人养老金缴费参与空间测算。**我们分别预测了未来个人所得税纳税人数、试点地区放开节奏、个人参与度、缴费抵扣上限后，经测算我们预计当年度新增个人养老金缴费 2023 年为 731 亿元，2025 年为 2,767 亿元，2030 年为 4,970 亿元；对应至 2025 年累计个人养老金缴费规模为 4,883 亿元，至 2030 年为 22,837 亿元，具有较大的增长空间和潜力。从产品端参与主体来看，我们预计 2025 年商业银行、公募基金和保险公司当年度新增缴费市场份额为 47%、38%和 15%。
- **投资建议：个人养老金箭在弦上，险企细则谋篇蓝海市场。**美国 IRA 账户的增长需要时间积累、政策支持、中产阶级增长和资本市场共生。我国个人养老金账户制探索仍处于初级阶段，养老金融领域是金融行业把握二次增长曲线的重要机遇。寿险静待拐点，2023 年开门红无需过度悲观，财险景气度延续建议维持超配。个股推荐顺序：中国财险、中国人寿、中国平安。
- **风险提示：**居民可支配收入增长不及预期，个人养老金账户缴费上限增长不及预期，账户实际投资收益率吸引力不强，政策推进进程低于预期

行业走势



相关研究

《优限额，降税费，个人参与积极性有望提升——国常会个人养老金个人所得税优惠政策点评》

2022-09-28

《上市险企 7 月保费数据点评：财险保费重拾两位数增长，寿险价值缺口略有收窄》

2022-08-12

内容目录

1. 大风起兮云飞扬，个人养老金账户制试点临门一脚	4
1.1. 政策红利纷至沓来	4
1.2. 当前险资参与第三支柱建设试点：税延养老险&专属商业养老保险	5
1.3. 优限额，降税费，个人参与积极性有望提升	7
2. 参与细则解读：优化门槛，丰富产品，提升积极性，优化平台，吸取税延养老险叫好不叫座的教训	9
2.1. 吸取税延养老险试点叫好不叫座教训	9
2.2. 优化门槛：预计符合要求险企不足 30 家	10
2.3. 丰富产品：引入两全等多元化产品，存续产品也能纳入范畴	11
2.4. 鼓励险企提升参与积极性	11
2.5. 优化对接平台：中银保信支持运营，对接人社部信息平台	12
3. 保险机构参与个人养老金业务分析	13
3.1. 直面来自大资管机构的同业竞争	13
3.2. 保险公司竞争优势分析	15
3.3. 保险公司投资账户对比	15
3.3.1. 试点公司税延账户运作情况	15
3.3.2. 试点公司专属商业养老保险投资账户运作情况	17
4. 主要结论及投资建议	18
4.1. 规模测算	18
4.2. 投资建议	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1:	税延养老金与专属商业养老保险产品投资账户示意	6
图 2:	税延养老金参与热度低于预期原因	7
图 3:	新（下）旧（上）个税计算差异对比如下，临界点（break-even point）计算用橙色标注 ...	8
图 4:	税延养老金参与热度低于预期原因	9
图 5:	中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用对下一步税延养老金的改革思路	9
图 6:	税延养老金在缴费抵扣查询等环节并不方便	13
图 7:	个人养老金业务星辰大海，保险机构直面来自大资管机构的同业竞争	15
图 8:	2017 年我国个人所得税纳税人口收入分布（单位：元/月）	18
图 9:	近年来我国城镇职工工资收入稳健增长（单位：元/年）	18
图 10:	收入越高，个人养老金吸引力越大（以上海为例，单位：元）	19
表 1:	政策鼓励保险机构参与第三支柱建设的红利纷至沓来	4
表 2:	全国税延养老保险试点地区累计承保情况（截止 2021 年 12 月）	5
表 3:	当前保险公司参与税延养老金与专属商业养老保险产品情况梳理	6
表 4:	险企参与个人养老金细则与此前税延养老金在参与门槛方面的对比	10
表 5:	险企参与个人养老金细则与此前税延养老金在产品方面的对比	11
表 6:	险企参与个人养老金细则中对信息披露和业务衔接的要求表述	12
表 7:	当前第三支柱各类产品特征对比一览	14
表 8:	税延养老金账户类型分类	16
表 9:	税延养老金 C 款账户试点情况（截止 9 月末）	16
表 10:	专属养老保险账户收益情况（收益率每年公布一次）	18
表 11:	个人养老金账户制探索下市场规模空间测算	20
表 12:	上市险企估值表（以 2022 年 10 月 16 日股价计）	21

1. 大风起兮云飞扬，个人养老金账户制试点临门一脚

1.1. 政策红利纷至沓来

2022 年 9 月，银保监会发布《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》（以下简称“险企参与个人养老金细则”），以推进多层次、多支柱养老保险体系建设，促进保险公司积极参与个人养老金制度，并向业内征求意见。2022 年 4 月国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》，其中明确“相关金融监管部门根据各自职责，依法依规对参与个人养老金运行金融机构的经营活动进行监管，督促相关金融机构优化产品和服务，做好产品风险提示，对产品的风险性进行监管，加强对投资者的教育”。**险企参与个人养老金细则是金融机构参与的首个细则。**

养老金大有可为，明确账户制探索为个人养老金发展奠定基础。2018 年以来银保监会先后试点税延养老险和专属商业养老保险、成立国民养老保险公司，为保险机构融入多层次、多支柱养老保险体系建设提供指导意见，在丰富商业养老金融产品、满足人民群众多样化养老需求方面发挥了积极作用。2022 年 4 月，国务院办公厅下发了《关于推动个人养老金发展的意见》，提出要推动发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金。个人养老账户资金可用于购买符合规定的银行理财等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的金融产品。

表1：政策鼓励保险机构参与第三支柱建设的红利纷至沓来

时间	牵头机构	产品简称/政策	概要
2018 年 5 月	银保监会	税延养老险	在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点。试点地区个人通过商业养老资金账户购买符合规定的商业养老保险产品的支出，允许在一定标准内税前扣除。计入个人商业养老资金账户的投资收益，暂不征收个人所得税。个人领取商业养老金时，再按规定征收个人所得税
2021 年 5 月	银保监会	《开展专属商业养老保险试点的通知》	自 2021 年 6 月 1 日起，在浙江省（含宁波市）和重庆市开展专属商业养老保险试点。试点期限暂定一年。积极探索服务新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员养老需求；消费者达到 60 周岁及以上方可领取养老金，且领取期限不短于 10 年。
2022 年 2 月	银保监会	《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》	自 2022 年 3 月 1 日起，专属商业养老保险试点区域扩大到全国范围，在原有 6 家试点保险公司基础上，允许养老保险公司参加试点
2021 年 8 月	银保监会	成立国民养老保险公司	股东包括 10 家银行理财子公司（工农中建交邮、中信招商兴业华夏）、2 家券商资管（中信中金）、2 家北京国资（金融街资本和北京国资委）、1 家银行系券商（民银资本）、1 家央企（中国国新控股）、1 家纯寿险公司（泰康人寿），注册资本达 111.5 亿元
2022 年 4 月	国务院	《关于推动个人养老金发展的意见》	推动发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金。明确缴费完全由参加人个人承担的积累制，可由个人直接购买符合条件的金融产品
2022 年 9 月	国常会	优化限额	决定对政策支持、商业化运营的个人养老金实行个人所得税优惠：对缴费者按每年 12,000 元的限额予以税前扣除，投资收益暂不征税，领取收入实际税负由 7.5%降为 3%

数据来源：银保监会、国务院办公厅、东吴证券研究所

1.2. 当前险资参与第三支柱建设试点：税延养老险&专属商业养老保险

税延养老险试点逾4年，试点区域未能扩大。2018年4月12日，财政部联合税务总局、人社部、银保监会、证监会下发《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，自2018年5月1日，在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点，试点期限暂定一年。税延养老险是一种提供个人所得税税收递延的养老年金保险产品，包含养老年金、身故、全残保障，产品的保险期间为终身或长期，提供年缴和月缴两种缴费频次。产品为保证返还账户价值终身月领（或年领）、固定期限15（或20）年月领（或年领）。当前税延养老险的试点对象包括两类：1.在试点地区取得工资薪金、连续性劳务报酬所得的个人，以及取得个体工商户生产经营所得、对企事业单位的承包承租经营所得的个体工商户业主、个人独资企业投资者、合伙企业自然人合伙人和承包承租经营者。我国税延养老险采取EET模式，其中在缴费环节纳税个人扣除限额按照当月工资薪金、连续性劳务报酬收入的6%和1,000元孰低办法确定（个体工商户等限额为不超过当年应税收入的6%和12,000元孰低）；账户资金收益暂不征税；商业养老金收入，其中25%部分予以免税，其余75%部分按照10%的比例税率计算缴纳个人所得税（也即按照7.5%进行递延征税）。截至2021年末，全国所有试点地区累计实现保费收入6.29亿元，件均保费1.35万元，其中上海地区保费占比接近八成，件数占比逾六成。

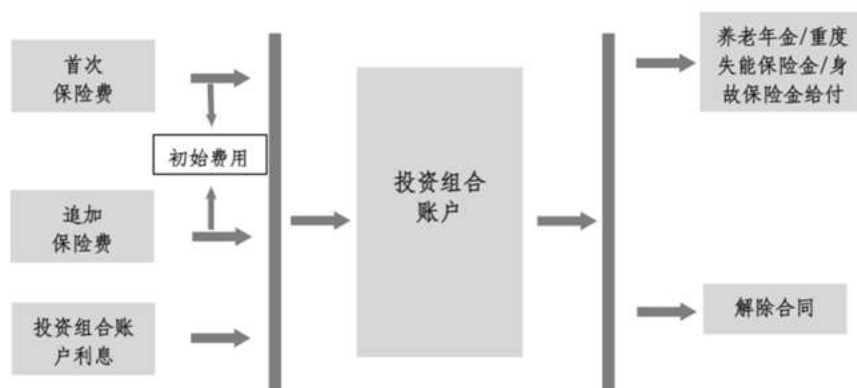
表2：全国税延养老保险试点地区累计承保情况（截止2021年12月）

试点地区	保费收入 (万元)	保费占比	保单件数(件)	件数占比	件均保费 (万元)
上海市	49,754.56	79.13%	33,232	63.75%	1.5
福建省（不含 厦门市）	6,222.28	9.90%	10,477	20.10%	0.59
苏州工业园区	3,339.79	5.31%	2,497	4.79%	1.34
厦门市	3,564.02	5.67%	5,924	11.36%	0.60
合计值	62,880.65		52,130		1.35

数据来源：财政部，《中国金融》杂志，东吴证券研究所

试点专属商业养老保险产品，自2021年6月1日起，银保监会在浙江省（含宁波市）和重庆市开展专属商业养老保险试点，自2022年3月1日起，试点区域扩大到全国范围，在原有6家试点保险公司基础上，允许养老保险公司参加试点。试点险企创新开发投保简便、交费灵活、收益稳健的专属商业养老保险产品。消费者达到60周岁及以上方可领取养老金，且领取期限不短于10年。积极探索服务新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员养老需求。允许相关企事业单位以适当方式，依法合规为上述人员投保提供交费支持。根据银保监会统计，截至2022年1月底，6家试点公司累计承保保单近5万件，累计保费4亿元，其中快递员、网约车司机等新产业、新业态从业人员投保近1万人。专属商业养老保险投保简便、交费灵活、收益稳健等特点已逐渐为消费者所理解和接受，保险公司已初步形成了符合自身特点的经营模式，特别是在服务新产业、新业态从业人员和灵活就业人员方面积累了一定经验。

图1: 税延养老险与专属商业养老保险产品投资账户示意



数据来源: 中国保险行业协会, 东吴证券研究所

表3: 当前保险公司参与税延养老险与专属商业养老保险产品情况梳理

序号	在售专属商业养老保险产品名称	在售税延养老保险产品及账户设立
1	大家养老企业年金专属团体养老年金保险(万能型)	中国人寿保险股份有限公司(A\B1\C)
2	人保寿险福寿年年专属商业养老保险	泰康养老保险股份有限公司(A\B1\B2\C)
3	泰康臻享百岁专属商业养老保险	中国太平洋人寿保险股份有限公司(A\B1\B2\C)
4	国寿鑫享宝专属商业养老保险	新华人寿保险股份有限公司(A\B1\B2)
5	太保易生福专属商业养老保险	中意人寿保险有限公司(A\B1\B2)
6	新华人寿保险股份有限公司卓越优选专属商业养老保险	工银安盛人寿保险有限公司(A\B1\C)
7	太平e养添年养老年金保险(互联网专属)	中国人民人寿保险股份有限公司(A\B1\B2)
8	太平e生养老年金保险(互联网专属)	泰康人寿保险有限责任公司(A\B1\B2\C)
9	太平岁岁金生专属商业养老保险	交银人寿保险有限公司(A\B1\B2\C)
10	招商信诺养老年金保险A款(互联网专属)	平安养老保险股份有限公司(A\B1\B2\C)
11	泰康臻享百岁B款专属商业养老保险	民生人寿保险股份有限公司(A\B1)
12	国民共同富裕专属商业养老保险	东吴人寿保险股份有限公司(A\B1\B2)
13	光大永明光明一生(e享版)养老年金保险(互联网专属)	太平人寿保险有限公司(A\B1\C)
14	光大永明光明慧选(B款)养老年金保险(互联网专属)	英大泰和人寿保险股份有限公司(A\B1\B2\C)
15	光大永明光明慧选(A款)养老年金保险(互联网专属)	阳光人寿保险股份有限公司(A\B1\C)
16	招商信诺附加养老年金保险A款(互联网专属)	光大永明人寿保险有限公司(A\B1\B2\C)
17		中信保诚人寿保险有限公司(B1\B2\C)
18		太平养老保险股份有限公司(A\B1)
19		建信人寿保险有限公司(A\B1)

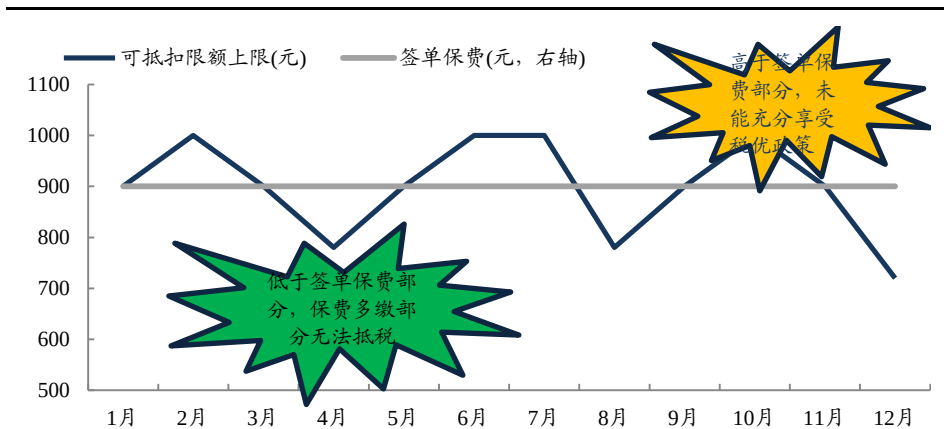
数据来源: 中国保险行业协会, 东吴证券研究所

1.3. 优限额，降税费，个人参与积极性有望提升

2022年9月末，国务院常务会议决定对政策支持、商业化运营的个人养老金实行个人所得税优惠：对缴费者按每年12,000元的限额予以税前扣除，投资收益暂不征税，领取收入实际税负由7.5%降为3%。相较当前税延养老保险（当下唯一具有税收优惠的个人养老金业务），主要有三处放松：1）取消目前税延养老保险的投保缴费税前扣除限额按月收入的6%和1000元（或年收入的6%和1.2万元）孰低限制，有助于提升参保范围和件均保费。2）投资收益暂不征税，目前税延养老保险投资收益积累阶段免税，递延至领取阶段缴税。3）降低领取阶段实际税率至3%。目前税延养老保险商业养老金收入，其中25%部分予以免税，其余75%部分按照10%的比例税率计算缴纳个人所得税（也即按照7.5%进行递延征税），本次调整至3%，我们具体展开分析如下。

1.统一年化12,000元限额。当前按月收入6%的限额规定导致需逐月确定抵税额度上限，加之购买税延养老保险的保费是在签单时确定的，月收入波动导致税延抵扣额度波动，增加额度计算难度频度，容易出现政策享受不充分或者重复纳税的情况。例如，某纳税人如在年初投保，每月缴纳保费金额确定为900元（预计月收入15,000元），而后续实际按收入核算的全年抵扣额度在800元~1000元间月度波动，则其在低于900元缴费月，多缴纳保费无法抵税，还要在领取时按照7.5%的税率缴税，而其高于900元缴费月，未能充分享受税优政策。

图2：税延养老保险参与热度低于预期原因



数据来源：东吴证券研究所分析整理

2.投资收益免税。目前税延养老保险采取 ETT 模式（也即缴费环节免税、投资收益环节延税，领取环节缴税的模式）。我们假设产品的初始费率、资产管理费用率和产品利润率合计为1.5%，按照账户年化3.5%利率累积（每月0.29%），1000元每月本金，积累期为30年，对应年金终值中累计投资收益达26万元，本次调整后对账户节税规模达19,493元。

3.领取收入实际税负由7.5%降为3%。同样以上述假设为例，对应年金终值中累计本金为36万元，本次调整后对账户节税规模达8,403元。

新规有望提升参与积极性。我们以上海为例，进行投保个人案例分析，案例假设如下：30岁男性投保，60岁退休，缴费期限为30年，“五险一金”缴费比例17.5%。税延养老保险产品的初始费率、资产管理费用率和产品利润率合计为1.5%。账户按照年化3.5%利率累积（每月0.29%），不考虑工资增长，个税差额折现率为3.5%。当前税延养老险试点政策规定参保人退休后需按照领取金额的7.5%缴税，考虑到领取时缴纳基数含全部投资收益，以及6%收入限额要求等因素，政策优惠对月税前收入10,158元及以下的纳税人群意义不大。当前从试点情况看，个税税率在20%以上的高收入人群最有动力购买税延养老产品，但这部分人群占比相对有限。本次调整后，临界值调整至为7,251元（假设按照每月1000元上限缴费），有望提升纳税人参保积极性。

图3：新（下）旧（上）个税计算差异对比如下，临界点（break-even point）计算用橙色标注

3倍平均工资		34,188						管理费率		1.5%					
平均工资		11,396								3.5%					
社保缴存比例		17.5%				12月		30年		360		0.29%			
月度税前工资	社保	原应纳税所得额	抵扣	新应纳税所得额	原个税	新个税	每个月个税缴纳差异	30年后缴费期满后累计账户价值	一次性领取交税	考虑货币时间价值节税效应					
5,000	875	4,125	300	3,825	0	0	0	185,972	13,948	-4,969					
6,000	1,050	4,950	360	4,590	0	0	0	223,167	16,738	-5,963					
7,000	1,225	5,775	420	5,355	23	11	13	260,361	19,527	-4,124					
8,000	1,400	6,600	480	6,120	48	34	14	297,556	22,317	-4,713					
9,000	1,575	7,425	540	6,885	73	57	16	334,750	25,106	-5,302					
10,000	1,750	8,250	600	7,650	115	80	36	371,945	27,896	-1,956					
break even	10,158	1,778	8,380	609	7,770	128	83	45	377,803	28,335	-3				
11,000	1,925	9,075	660	8,415	198	132	66	409,139	30,685	3,909					
12,000	2,100	9,900	720	9,180	280	208	72	446,333	33,475	4,264					
13,000	2,275	10,725	780	9,945	363	285	78	483,528	36,265	4,619					
14,000	2,450	11,550	840	10,710	445	361	84	520,722	39,054	4,975					
15,000	2,625	12,375	900	11,475	528	438	90	557,917	41,844	5,330					

3倍平均工资		34,188						管理费率		1.5%					
平均工资		11,396								3.5%					
社保缴存比例		17.5%				12月		30年		360		0.29%			
月度税前工资	社保	原应纳税所得额	抵扣（全部取上限）	新应纳税所得额	原个税	新个税	每个月个税缴纳差异	30年后缴费期满后累计账户价值	一次性领取交税	考虑货币时间价值节税效应					
5,000	875	4,125	1,000	3,125	0	0	0	619,908	18,597	-6,626					
6,000	1,050	4,950	1,000	3,950	0	0	0	619,908	18,597	-6,626					
7,000	1,225	5,775	1,000	4,775	23	0	23	619,908	18,597	-1,398					
break even	7,251	1,269	5,982	1,000	4,982	29	0	29	619,908	18,597	-1				
8,000	1,400	6,600	1,000	5,600	48	18	30	619,908	18,597	120					
9,000	1,575	7,425	1,000	6,425	73	43	30	619,908	18,597	120					
10,000	1,750	8,250	1,000	7,250	115	68	48	619,908	18,597	4,055					
11,000	1,925	9,075	1,000	8,075	198	98	100	619,908	18,597	15,861					
12,000	2,100	9,900	1,000	8,900	280	180	100	619,908	18,597	15,861					
13,000	2,275	10,725	1,000	9,725	363	263	100	619,908	18,597	15,861					
14,000	2,450	11,550	1,000	10,550	445	345	100	619,908	18,597	15,861					
15,000	2,625	12,375	1,000	11,375	528	428	100	619,908	18,597	15,861					

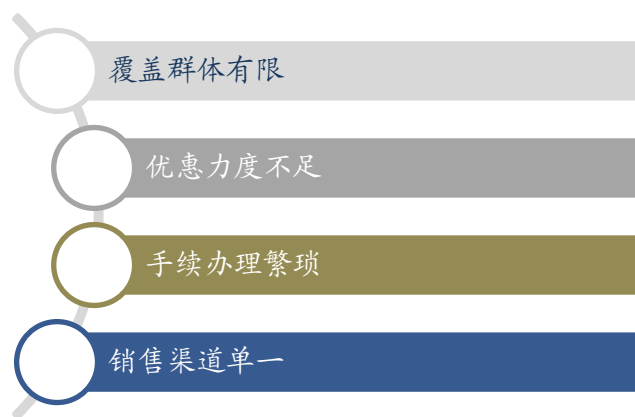
数据来源：财政部，银保监会，国常会，东吴证券研究所测算；

2. 参与细则解读：优化门槛，丰富产品，提升积极性，优化平台，吸取税延养老险叫好不叫座的教训

2.1. 吸取税延养老险试点叫好不叫座教训

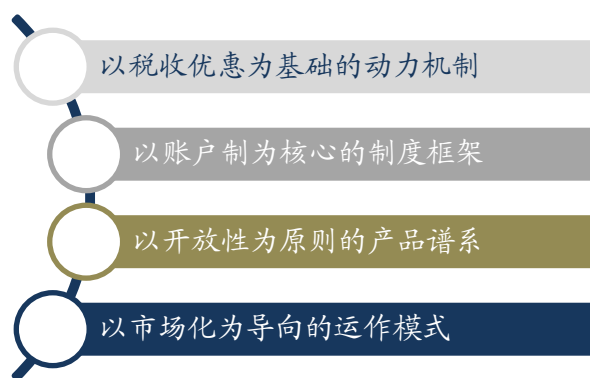
税延养老险自 2018 年 5 月试点以来，四年有余，但未能拓展试点区域，累计保费规模预计仅为 7 亿元左右，成效低于预期。我们认为税延养老险试点叫好不叫座，主要原因如下：**1.覆盖群体有限。**享受税延养老保险优惠的前提条件是缴纳个人所得税、取得工资薪金和连续性劳务报酬。但我国目前缴纳个人所得税的人群占比较低，2018 年个税政策调整后，根据财政部有关数据，纳税人口占城镇就业人员的比例从 44%降至 15%，我们预计当前纳税人口约为七千万人左右。**2.优惠力度不足。**试点政策规定参保人退休后需按照领取金额的 7.5%缴税，考虑到领取时缴纳基数含全部投资收益，以及货币时间成本等因素，政策优惠对当期个人所得税率 10%（月收入 8000~17000 元）的参保人群意义吸引力不强；对于当期个人所得税率 3%（月收入 5000~8000 元）的参保人群，甚至会出现领取期税率与当期税率倒挂，大大削弱了上述人群的参保积极性。从试点情况看，个税税率在 20%以上的高收入人群最有动力购买税延养老产品，但这部分人群占比相对有限。**3.手续办理繁琐。**一方面，税额计算复杂。承保税延养老保险需要企业配合，经办人员每月需收集抵税凭证，制作报税表格，耗时耗力，企业容易产生抵触情绪。另一方面，税收抵扣繁琐。抵扣流程需要保险公司、客户单位、税务部门和中国银保信等多部门联动操作。**4.销售渠道单一。**目前保险公司主要通过企业团体保险方式直接销售税延养老保险，该渠道实现保费收入占比 90%以上。公司总部鲜有设立部门对接服务该款产品，传统代理人队伍因销售佣金激励极低，对税延养老险产品推广积极性也十分有限。

图4：税延养老险参与热度低于预期原因



数据来源：东吴证券研究所分析整理

图5：中国养老金融50人论坛秘书长董克用对下一步税延养老险的改革思路



数据来源：中国养老金融 50 人论坛，东吴证券研究所

整体来看，税延养老险试点叫好不叫座核心原因在于两方面。一方面是产品本身具有一定门槛，需要投保人和销售人员具备一定金融保险知识和收入基础；另一方面是税延养老保险产品件均保费较低、利润空间小，传统个险代理人缺乏销售积极性。同时，试点区域一直未能全国推广也是限制这一险种快速发展的重要原因之一。

2.2. 优化门槛：预计符合要求险企不足 30 家

对比险企参与个人养老金细则和《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》中对经营个人养老金相关业务要求，我们发现险企参与个人养老金细则中明显优化了险企参与门槛。具体来看：1）对资本金要求从“注册资本金和净资产均不低于人民币 15 亿元”调整为“上季度末所有者权益不低于 50 亿元且不低于公司股本（实收资本）的 75%”；2）维持“综合偿付能力充足率不低于 150%”，将“核心偿付能力充足率”最低要求由 100%下降至 75%；3）新增“上季度末责任准备金覆盖率不低于 100%”要求。

表4：险企参与个人养老金细则与此前税延养老险在参与门槛方面的对比

比较对象	《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》	《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》
财务及精算要求	（一）上季度末所有者权益不低于 50 亿元且不低于公司股本（实收资本）的 75%； （二）上季度末的综合偿付能力充足率不低于 150%、核心偿付能力充足率不低于 75%； （三）上季度末责任准备金覆盖率不低于 100%；	（一）注册资本金和净资产均不低于人民币 15 亿元； （二）满足保险公司偿付能力管理有关规定，上一年度末和最近季度末的综合偿付能力充足率不低于 150%、核心偿付能力充足率不低于 100%，仅经营受托型业务的养老保险公司除外； （三）在中国境内（不含中国香港、中国澳门和中国台湾地区，下同）连续经营老年年金保险或养老资金管理等相关养老保险业务三年以上，具有成熟的养老保险业务经营管理经验；
经营及合规要求	（四）最近 3 年未受到金融监管部门重大行政处罚； （五）具备完善的信息管理系统，与保险行业个人养老金信息平台（以下简称保险行业平台）实现系统连接并按相关要求信息进行登记和交互；	（四）具备较强的产品精算技术能力，精算团队中具有三年以上精算工作从业经验且取得精算师正会员资格证书的专业人员原则上不低于五人； （五）具备较强的长期资金投资管理能力，投资团队中具有五年以上养老金资产管理经验的专业人员原则上不低于五人； （六）具备完善的税延养老保险信息管理系统，能够与中国保险信息技术管理有限责任公司建立的税延养老保险信息平台（以下简称“中保信平台”）对接，并获得中国保险信息技术管理有限责任公司（以下简称“中保信”）出具的验收合格证明； （七）具备完善的分支机构和服务网络，能够在中国境内履行税延养老保险的各项保险责任和 Related 服务； （八）具备较强的资产负债管理能力； （九）具备完善的公司治理结构； （十）具备完善的税延养老保险业务管理、财务管理、销售管理和信息披露管理制度； （十一）最近三年内未受到重大行政处罚；

数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：根据慧保天下估算，按照 2022 年二季度末的数据来粗略计算，只有 28 家机构满足险企参与个人养老金细则中对财务及精算要求的前两项条件

2.3. 丰富产品：引入两全等多元化产品，存续产品也能纳入范畴

根据细节，满足条件的年金保险、两全保险，以及银保监会认定的其他产品都可以成为个人养老金产品。当前税延养老险产品以养老年金保险+附加产品账户类型（A、B1、B2、C 款）为产品设计，专属商业养老保险以万能险+投资账户（A/B）为产品设计，两者均设计为年金类产品，并且需要专属产品对接。

表5：险企参与个人养老金细则与此前税延养老险在产品设计方案上的对比

比较对象	《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》	《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》
产品设计	年金保险、两全保险，以及银保监会认定的其他产品	养老年金保险+附加产品账户类型（A、B1、B2、C 款）
具体要求	（一）保险期间不短于 5 年； （二）保险责任限于生存保险金给付、满期给付、死亡、全残、达到失能或护理状态； （三）能够满足个人养老金制度参加人交费灵活性要求。 （四）银保监会规定的其他要求。	税延养老保险产品可提供养老年金给付、全残保障和身故保障三项保险责任 养老年金给付，是指参保人达到国家规定退休年龄或约定的领取年龄（不早于国家规定退休年龄）时，保险公司按照保险合同约定给付终身或长期的养老年金，并扣除对应的应纳税款。 全残保障和身故保障，是指参保人发生保险合同约定的全残或身故保险事故的，保险公司一次性给付产品账户价值并扣除对应的应纳税款，同时根据保险合同约定额外给付保险金。参保人在年满 60 周岁前且未开始领取养老年金时发生全残或身故的，保险公司一次性给付产品账户价值并扣除对应的应纳税款，同时按照产品账户价值的 5% 额外给付保险金。参保人年满 60 周岁后且未开始领取养老年金时发生全残或身故的，保险公司一次性给付产品账户价值并扣除对应的应纳税款。

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

从《征求意见稿》的表述来看，只要是符合条件的产品，无论是存续期产品还是新发产品均可以纳入个人养老金产品范畴。《征求意见稿》明确“对已有个人养老金产品的保险条款和费率使用情况的说明”，当前市场普遍的理解即使是已经存在的或新设计的产品，均能作为个人养老金产品。同时，明确“保险公司应与参加人单独签订保险合同，并在公司相关信息系统中对该合同做出明确标”，存续符合条件的产品需要重新标识即可。可以预见的是，相较于此前税延养老险、专属商业养老保险未来个人养老金制度的税延政策惠及产品范围将大大拓宽，对于个人养老金参与者而言，将提升保险产品的吸引力。

2.4. 鼓励险企提升参与积极性

《意见》要求险企加强信息披露和业务宣传与衔接。一方面，《意见》要求险企在自营网络平台为个人养老金建立业务专区以提供相关服务，并强化权益信息的披露，进一步完善业务体系。另一方面，个人养老金制度与个人税收递延型商业养老保险试点政策的衔接将有序推进，《意见》鼓励试点险企对此做好政策解读与业务宣传，以保证业务的稳定经营。

表6: 险企参与个人养老金细则中对信息披露和业务衔接的要求表述

领域	主要内容	解析
信息披露	保险公司应在自营网络平台、移动客户端等为经营个人养老金相关业务建立专区,提供业务咨询、产品购买、权益查询、信息披露、消费者教育等服务。其中,保险公司提供的权益信息包括但不限于交费情况、风险保额、现金价值等。	强化信息披露,险企须建立业务专区
业务衔接	银保监会将与相关部门平稳有序推进个人养老金制度与个人税收递延型商业养老保险试点政策衔接。试点保险公司应加强政策解读,做好相关服务,保持业务经营稳定	鼓励各公司加强业务宣传和衔接
销售管理	银保监会及其派出机构加强对保险公司经营个人养老金相关业务进行监管,对于产品管理、销售管理、投资管理、信息披露等方面发现的违法违规问题,依法依规采取风险提示、监管约谈、限期整改、通报批评、行政处罚、停止个人养老金相关业务等监管措施。对涉嫌犯罪的,移送司法机关处理。	明确监管手段:对于违法违规问题,可采取约谈、整改、通报、行政处罚、乃至停止资质等手段

数据来源:银保监会,东吴证券研究所

相比 2018 年 4 月试点的税延养老险,本次个人养老金业务保险公司有望提高重视程度。一方面,彼时传统险队伍发展景气度上行,而税延养老险主要以团险和互联网渠道销售为主,并且仅在上海、福建(含厦门市)、苏州工业园区三地试点,覆盖人群有限,保险公司主动参与积极性不强。另一方面,个人养老金账户制探索由国务院牵头下发文件,并需直面来自银行和基金公司等其他金融机构的竞争,保险公司需不断优化产品设计,积极抢占先机。如果说保险公司参与税延养老险试点可以形象比喻为“第一个吃螃蟹的人”,而未来参与个人养老金试点则属于“一起抢食蛋糕”。

2.5. 优化对接平台: 中银保信支持运营, 对接人社部信息平台

根据《征求意见稿》,个人养老金的保险行业平台,将由中国银保信支持保险公司承保、理赔、保全等运营操作,对接人社部信息平台。中银保信负责建设并运营保险行业平台,支持保险公司承保、理赔、保全等运营操作,按照规定将保险行业平台与人力资源社会保障部个人养老金信息管理服务平台、相关金融机构建立系统连接,制定保险行业平台运营管理制度,做好信息统计和数据报送。

当前税延养老险缴费登记方式较为繁琐。个人购买符合规定的商业养老保险产品、享受递延纳税优惠时,以中银保信平台出具的税延养老扣除凭证为扣税凭据。取得工资、薪金所得和连续性劳务报酬所得的个人,应及时将相关凭证提供给扣缴单位。在抵扣环节,新版个人所得税 APP 上可自行申报 6 项专项扣除,却没有税延养老险专属选项,而是需要投保人自行每月向公司人力/财务发送《个人税收递延型商业养老保险扣除凭证》,在降低便利度的同时也不利于提升宣传效应。期待个人养老金试点后,中银保信优化运营支持。

图6：税延养老险在缴费抵扣查询等环节并不方便

个人税收递延型商业养老保险扣除凭证

凭证编号: 202000100005750682209253434

税前扣除信息:

姓名	葛玉翔
身份证件类型	居民身份证
身份证件号码	
账户编号	
申报扣除月份	2022年10月
校验码	
月度保费(单位: 元)	
纳税地区	上海市

扣缴义务人信息:

扣缴单位名称	东吴证券股份有限公司上海西藏南路证券营业部
统一社会信用代码	
纳税人识别号	

有效产品信息:

税延识别码	公司名称
202000010004771782	泰康人寿保险有限责任公司

说明:

1. 本凭证加盖税延养老平台(以下简称“平台”)专用章后方为有效。

2. 本凭证仅作个税递延型商业养老保险参保人扣税凭据, 每份凭证仅可使用一次。

3. 如对凭证信息及使用规则有任何疑问, 可通过平台网站 <https://sryl.chit.com.cn> 进行查询, 或通过平台网站公示的联系方式与我们联系。



验证二维码

专项附加扣除

政策规定: 专项附加扣除的信息需纳税人每年提交一次。

子女教育

继续教育

大病医疗

住房贷款利息

住房租金

赡养老人

数据来源：个人税收递延型商业养老保险信息平台、个人所得税 APP，东吴证券研究所；注：个税申报方式为代扣代缴（按月申报），扣除凭证每月 25 日生成，个税申报方式为代扣代缴（按年申报）或自行申报的，扣除凭证每年 12 月 25 日生成。

3. 保险机构参与个人养老金业务分析

3.1. 直面来自大资管机构的同业竞争

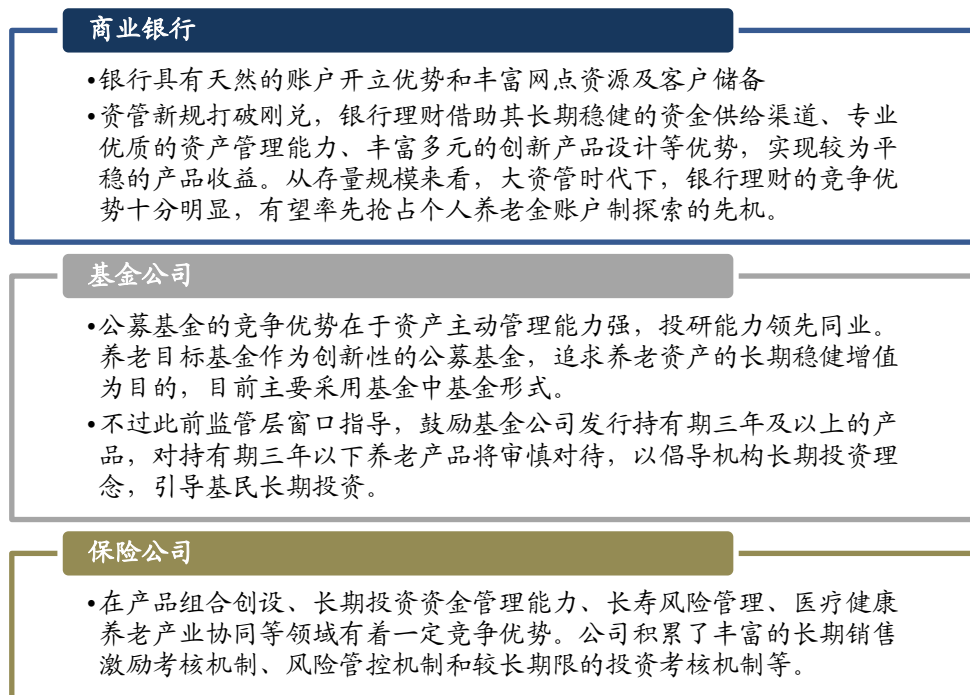
养老金融星辰大海，但仍需直面来自大资管机构的同业竞争。个人养老金资金账户资金用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的满足不同投资者偏好的金融产品，参加人可自主选择。根据《意见》，个人养老金资金账户资金用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的满足不同投资者偏好的金融产品。银行具有天然的开立账户优势和丰富网点资源及客户储备，竞争优势十分明显。公募基金的竞争优势在于资产主动管理能力强，投研能力领先同业，但在引导基民长期投资理念上仍有提升空间。保险公司在长期投资资金管理、长寿风险管理、医疗健康养老产业协同等领域有着一定竞争优势，但在品牌积累上仍有改善空间。

表7: 当前第三支柱各类产品特征对比一览

产品名称	税延养老险	专属商业养老保险	养老理财产品	特定养老储蓄	养老目标风险基金
简介	以养老保障为目的, 退休领取的个人养老年金保险产品	以养老保障为目的, 领取年龄在 60 周岁及以上的个人养老年金保险产品	养老理财具有稳健性、长期性、普惠性等特点。投资期限 5 年, 主要投资于固定收益类资产, 并引入多种方式增强对风险的抵御能力	充分发挥商业银行储蓄业务优势, 推出符合长期养老需求、充分体现养老功能的特定养老储蓄产品, 推动特定养老储蓄业务规范健康发展, 满足人民群众差异化养老金融需求	以追求养老资产的长期稳健增值为目的, 鼓励投资人长期持有, 采用成熟的资产配置策略, 合理控制投资组合波动风险
产品特征	采取 ETT 模式(也即缴费环节免税、投资收益环节延税, 领取环节缴税的模式)	积累期采取“保证+浮动”的收益模式。在积累期, 保险公司须提供定期领取(领取期限不短于 10 年)、终身领取等多种方式供消费者选择	期限为 5 年左右的长期理财产品	特定养老储蓄产品包括整存整取、零存整取和整存零取三种类型, 产品期限分为 5 年、10 年、15 年和 20 年四档	通常封闭期 1 年、3 年或 5 年
预期收益	A/B/C 三款产品(3.5% 保底/2.5% 保底+浮动/全浮动)	稳定型/进取型两款账户(0.5%/2%-3%)	业绩比较基准 5.5%~8%	产品利率略高于大型银行五年期定期存款的挂牌利率	产品类型决定(对标一定比例的债券+一定比例的权益)
产品优势	当前第三支柱产品中唯一具有税收递延优势产品	适合新业态等灵活就业人员	采用固收+策略; 无销售服务费、投资管理费、认购费等; 托管费 0.01%	产品利率略高于大型银行五年期定期存款的挂牌利率	自 18 年 9 月成立首只基金, 发展迅速
产品劣势	流动性相对较差, 产品收益率一般, 仅在部分地区试点	流动性相对较差, 没有税收优惠	没有税收优惠, 仅在部分地区试点	没有税收优惠, 仅在部分地区试点	各类费率略高于同业, 没有税收优惠
目前规模	7 亿元左右	截至 2022 年 1 月底, 6 家试点公司累计承保保单近 5 万件, 累计保费 4 亿元, 其中快递员、网约车司机等新产业、新业态从业人员投保近 1 万人。	自 2022 年 3 月 1 日起, 养老理财产品试点范围由“四地四机构”扩展为“十地十机构”。截至 2022 年 6 月底, 已经有 27 只养老理财产品顺利发售, 23.1 万名投资者累计认购超 600 亿元	由工、农、中、建四家大型银行在合肥、广州、成都、西安和青岛五个城市开展特定养老储蓄试点, 单家银行试点规模不超过 100 亿元, 试点期限为一年	截至 2022 年年 8 月, 已成立超过 180 只养老目标基金, 存续规模合计超过 1000 亿元, 持有人户数超 300 万户

数据来源: 国务院, 银保监会, 证监会, 东吴证券研究所整理

图7：个人养老金业务星辰大海，保险机构直面来自大资管机构的同业竞争



数据来源：东吴证券研究所整理

3.2. 保险公司竞争优势分析

对于保险公司而言。保险公司在产品组合创设、长期投资资金管理能力和长寿风险管理、医疗健康养老产业协同等领域有着一定竞争优势。公司积累了丰富的长期销售激励考核机制、风险管控机制和较长期限的投资考核机制等。保险机构大类资产配置及相应的全品种投资能力，更有利于客户资金熨平波动、穿越周期、获取稳定收益。保险公司拥有产品组合保障功能，商业养老保险能够满足投保人在安全稳健、长期增值、长期领取等方面的综合需求，同时在领取条件、领取方式、收益模式、安全性和流动性安排等方面进行创新，探索“产品+服务”模式。

3.3. 保险公司投资账户对比

3.3.1. 试点公司税延账户运作情况

目前税延养老保险包括 A、B、C 三种类型，合计四款产品，其中 A 款为收益确定型，提供长期稳定收益率（目前一般保证利率为 3.5%~3.8%），核心优势在于长期抵御通胀压力；B 款收益保底型分为 B1 和 B2 两种类型，分别以按月和按季结算，目前结算利率中位数约为 4.5%，短期来看收益率高于 A 款低于 C 款；C 款收益浮动型，目前均采用投连账户单独经营，各试点保险公司账户收益率因投资风格差异明显。对于 C 类产品，保险公司应当采用独立账户的管理模式。C 类产品投资账户的估值，应坚持公允价值原则，鼓励使用市值计量，并应当使参保人在产品转换时能够以反映公允价值的产品账户价值进行转换，保障参保人的合法权益。

表8: 税延养老险账户类型分类

款型	账户类型	收益情况	费用	优劣势比较
A款	收益确定型	一般保证 3.5%~3.8%	1%初始费用率	收益确定型, 长期抵御通胀压力
B1款	收益保底型	一般保底收益 2.5%	1%初始费用率	按月度结算, 短期内收益率高于 A 款低于 C 款
B2款	收益保底型	一般保底收益 2.5%	1%初始费用率	按季度结算, 短期内收益率高于 A 款低于 C 款
C款	收益浮动型	无保底收益, 随产品账户价格波动 (类似基金)	0.5%~1%初始费用率; 0.5%~1%资产管理费率	每月投保上限不得超过保费 50%, 长期收益超越 A 款和 B 款, 短期承受股债市场波动

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所; 收益率截止时间为 2021/11/1

注: 根据规定, 当出现 A 类和 B 类产品的投资账户连续三个月投资收益率低于确定收益率或保底收益率; C 类产品的投资账户滚动 90 天内净值回撤超过 15%等情况时, 保险公司应当在 5 个工作日内及时向银保监会汇报

根据中国保险行业协会网站产品查询网站页面披露信息, 当前有 19 家公司税延养老险产品在售, 其中 7 家保险公司仅推出 A 款和 B 款没有涉及 C 款, 12 家保险公司推出 A、B、C 三款产品。其中, 涉及 C 款产品, 我们对比了公开资料查询可得的产品合计 9 款, 投资组合、基准收益率和当前累计收益率情况汇总如下: 从投资组合和业绩比较基准来看, 大部分采用了沪深 300 指数收益率+中债综合全价指数收益率+7 天通知存款利率组合, 其中平安养老税延养老险 C 款产品“含股量”最高, 其业绩比较基准中沪深 300 指数收益率权重达 80%, 且公司投资账户中投资于权益类资产的比例不低于账户价值的 60%; 太平洋人寿的税延养老险 C 款产品强调以绝对收益率基准, 公司在投资指引中, 每年根据市场情况调整具体业绩基准, 2018 年 6 月以来的累计收益率超过 32%, 相当可观。泰康人寿的税延养老险 C 款产品“含债量”最高, 其业绩比较基准中债综合指数(全价)权重达 75%, 且账户投资于上市权益类资产的比例上限为 60%。投资于流动性资产、固定收益类资产、不动产类资产、其他金融资产等资产的比例下限为 40%, 追求相对稳健的长期收益, 2018 年 7 月以来的累计收益率超过 27%, 历史回撤和波动相对较小。横向比较来看, 累计收益率最高的是平安养老的税延养老险 C 款产品达 88%, 相对收益率最高的是仍是平安养老的税延养老险 C 款产品达 64.8%。

表9: 税延养老险 C 款账户试点情况 (截止 9 月末)

公司名称	投资组合	基准指数	账户起始日期	累计收益率 (截止 9 月末)
中国人寿	未披露	未披露	2020/4/2	3.50%
太平洋人寿	流动性资产的投资比例不低于 5%。固定收益类资产的投资比例为 0%至 135%。非标准化债权资产的投资比例为 0%至 75%, 其中单一项目的投资余额不得超过账户资产净值的 50%。可转债和可交换债的投资比例为 0%至 10%, 除可转债和可交换债外其它权益类资产的投资比例为 0%至 30%。账户融资回购比例不超过账户资产净值的 40%。	绝对收益率基准。在投资指引中, 每年根据市场情况调整具体业绩基准。	2018/6/7	32.48%

平安养老	投资于权益类资产的比例不低于账户价值的 60%；流动性资产的比例不低于账户价值的 5%；基础设施投资计划、不动产相关金融产品、其他金融资产的投资余额不得超过账户价值的 75%，其中单一项目的投资余额不得超过账户价值的 50%	沪深 300 指数收益率*80%+中债综合指数收益率*20%	2018/6/12	64.80%
泰康养老	本账户投资于流动性资产的比例不低于账户价值的 5%；投资于上市权益类资产的比例不高于账户价值的 60%。投资于不动产类资产的比例不高于账户价值的 30%；投资于其他金融资产的比例不高于账户价值的 25%。正回购比例不超过账户价值的 100%	沪深 300 指数收益率*40%+中债综合全价指数收益率*55%+7 天通知存款利率*5%	2018/7/2	23.76%
泰康人寿	投资于上市权益类资产的比例不高于账户价值的 60%。投资于流动性资产、固定收益类资产、不动产类资产、其他金融资产等资产的比例不低于账户价值的 40%，其中流动性资产的投资比例不低于账户价值的 5%。	沪深 300 指数 × 20%+中债综合指数（全价）× 75%+同期七天通知存款利率（税后）× 5%	2018/7/2	27.83%
阳光人寿	投资于流动性资产、固定收益类资产、不动产类资产以及其他金融资产的比例不低于账户资产的 40%，其中流动性资产的投资比例不低于账户资产的 5%。投资于上市权益类资产的比例不超过账户资产的 60%。	沪深 300 指数收益率 × 40%+中债综合全价指数收益率 × 55%+同期七天通知存款利率（税后）× 5%	-	未披露收益率
中信保诚人寿	各资产类别上下限分别为：流动性资产[0%，20%]、权益类资产[0%，40%]、固定收益资产[0%，60%]、不动产类投资[0%，75%]、其他金融产品[0%，75%]	沪深 300 指数收益率 × 15%+中债综合全价指数收益率 × 75%+同期七天通知存款利率（税后）× 10%	2018/6/25	10.95%
恒安标准人寿	各资产类别上下限分别为：流动性资产[10%，100%]、权益类资产[0%，90%]、固定收益资产[0%，90%]、不动产/基础设施投资计划[0%，90%]、其他金融产品[0%，50%]、质押式回购[0%，40%]	同期银行 3 年定期存款利率+2.5%	-	未披露收益率
光大永明人寿	本账户投资于流动性资产的比例不低于账户价值的 5%；投资于上市权益类资产的比例不高于账户价值的 60%。投资于不动产类资产的比例不高于账户价值的 30%；投资于其他金融资产的比例不高于账户价值的 25%。	沪深 300 指数收益率*40%+中债综合全价指数收益率*55%+7 天通知存款利率*5%	2019/8/12	10.00%

数据来源：各试点公司网站，东吴证券研究所

3.3.2. 试点公司专属商业养老保险投资账户运作情况

目前专属商业养老保险投资账户包括 A、B 两种类型。投资组合账户（A，稳健性账户）的最低保证利率为年利率 2.0%，该投资组合账户在全面评估证券市场的系统性风险和预测大类资产预期收益率基础上，主要配置长期固定收益类资产、少量配置具有投资价值的权益类资产，追求长期稳健的投资收益。投资组合账户（B，进取型账户）的最低保证利率为年利率 0%，对应的日利率为 0%。该投资组合账户在全面评估证券市场的系统性风险和预测大类资产预期收益率基础上，灵活配置长期固定收益类资产和具有投资价值的权益类资产，在有效控制风险的同时追求长期较高的投资收益。

表10: 专属养老保险账户收益情况(收益率每年公布一次)

产品名称	账户名称	保证利率(年化)	折算年利率(年化)
国寿鑫享宝专属商业养老保险	A 账户	2%	4.00%
	B 账户	0%	5.00%
太保易生福专属商业养老保险	A 账户	2%	4.80%
	B 账户	0.5%	5.30%
太平岁岁金生专属商业养老保险	A 账户	2%	4.50%
	B 账户	0%	5.35%
新华卓越优选专属商业养老保险	A 账户	2.5%	5.00%
	B 账户	1.0%	5.50%
人保寿险福寿年年专属商业养老保险	A 账户	3%	5.00%
	B 账户	0.5%	5.30%

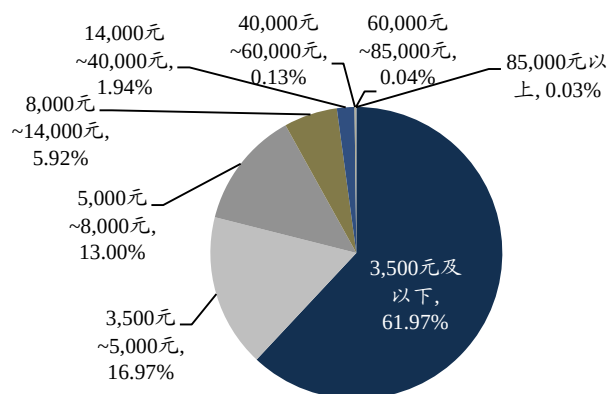
数据来源: 各试点公司网站, 东吴证券研究所

4. 主要结论及投资建议

4.1. 规模测算

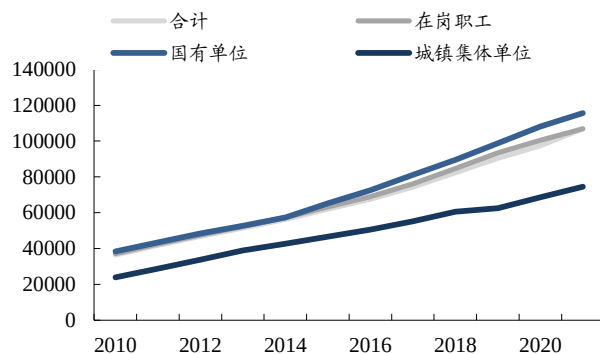
结合前文分析, 我们测算了个人养老金政策全国逐步推广后潜在规模增长空间。预测具体测算思路如下:

图8: 2017 年我国个人所得税纳税人口收入分布(单位: 元/月)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 近年来我国城镇职工工资收入稳健增长(单位: 元/年)

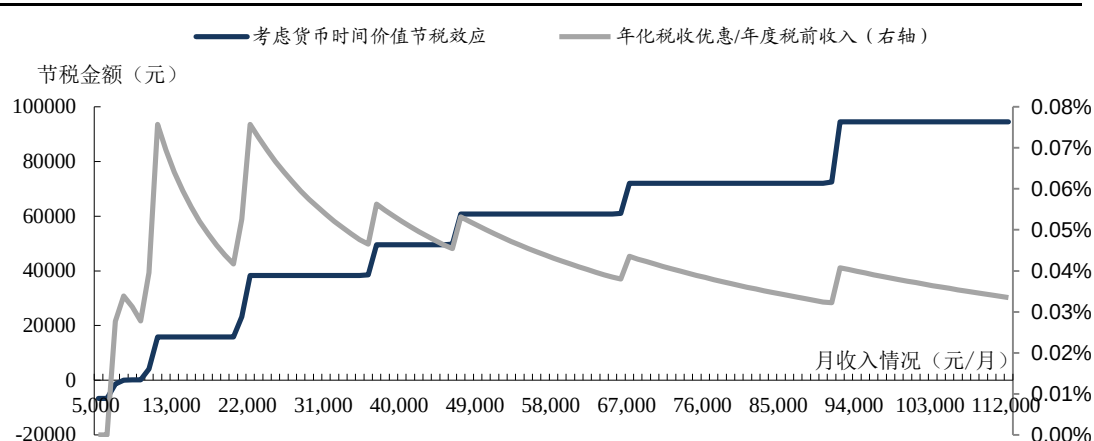


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

首先, 我们预测个人所得税纳税人数。2019 年新版个人所得税法实施, 起征点由 3,500 元/月提升至 5,000 元/月, 根据 2018 年 8 月财政部估计“修法后个人所得税的纳税人占城镇就业人员的比例将由现在的 44% 降至 15%”。近五年, 我国城镇非私营单位平均工资收入的复合增速达 9.6%, 综合考虑我国人均收入的提升以及政府减税降费的要求, 我们假设未来 17% 的城镇纳税人口比例保持不变。我们估计 2023 年个人所得税缴纳人数约为 8,192 万人。2021 年我国城镇就业人员总量达到 46773 万人, 我们假设 2022 至 2025 年全国城镇人口增速分别为 1.0%、2.0%、1.5% 和 1.5%, 2026 年至 2030 年降至

1.0%，则对应 2030 年预计纳税人数为 8,958 万人。

图10：收入越高，个人养老金吸引力越大（以上海为例，单位：元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

其次，我们预计个人养老金账户制试点地区放开节奏。我们预计 2023 年开始正式试点，首年试点地区人口占比为 30%，2024 年提升至 60%，2025 年提升至 90%，2026 年实现全国推广。

然后，我们估计个人参与度。根据前文分析，个人养老金有且仅对纳税个人才有吸引力，并且边际税率越高，吸引力越大。根据 CHFS（中国家庭金融调查与研究中心）2017 年调查数据，税前平均月工资（扣除五险一金后）在 8,000 元以上人群占纳税人口比例为 21%（2017 年个税起征点为 3500 元/月）。综合考虑新税法后减税降费、居民收入提升以及 2022 年 9 月国常会对个人养老金领取期实际税率下降的综合影响，我们假设符合条件人群的参与度将从 2023 年的 31% 逐年提升至 2030 年的 38%，对应 2025 年参与人数达 2,506 万人，对应 2030 年参与人数达 3,404 万人。

再次，我们预计抵扣上限未来保持稳定增长。考虑政策因素的影响，我们假设从 2024 年到 2030 年隔年增长 15%，也即从 2023 年每年的 12,000 元上限逐年增加至 2030 年的 18,251 元，单均个人养老金参与额度假设上限 80%。我们预计当年度新增个人养老金缴费 2023 年为 731 亿元，2025 年为 2,767 亿元，2030 年为 4,970 亿元；对应至 2025 年年度累计个人养老金缴费（假设缴费继续率为 95%）规模为 4,883 亿元，至 2030 年为 22,837 亿元，具有较大的增长空间和潜力。

最后，从产品端参与主体来看，我们预计商业银行有望通过账户优势率先抢占份额，公募基金得益于较好的历史投资业绩份额提升较快，保险机构份额相对稳定。我们预计 2025 年商业银行、公募基金和保险公司当年度新增缴费市场份额为 47%、38% 和 15%，至 2030 年为 45%、40% 和 15%。

表11: 个人养老金账户制探索下市场规模空间测算

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
城镇就业人口（万人）	48,186	48,908	49,642	50,337	50,991	51,603	52,171	52,693
城镇就业人口增速	2.0%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%
预计纳税人占比	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
全国纳税人口数量（万人）	8,192	8,314	8,439	8,557	8,669	8,773	8,869	8,958
试点地区覆盖城镇人口范围	30%	60%	90%	100%	100%	100%	100%	100%
吸引个体数量（万人）	2,457	4,989	7,595	8,557	8,669	8,773	8,869	8,958
购买意愿占比	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%
预计参与人数（万人）	762	1,596	2,506	2,909	3,034	3,158	3,282	3,404
每年缴费上限（元/年）	12,000	12,000	13,800	13,800	15,870	15,870	18,251	18,251
额度上限增速	0.0%	0.0%	15.0%	0.0%	15.0%	0.0%	15.0%	0.0%
单均个人养老金参与额度（假设为上限 80%，元/年）	9,600	9,600	11,040	11,040	12,696	12,696	14,600	14,600
当年度新增个人养老金缴费（亿元）	731	1,533	2,767	3,212	3,852	4,010	4,791	4,970
年度累计个人养老金缴费（继续率 95%，亿元）	731	2,227	4,883	7,851	11,310	14,754	18,808	22,837
商业银行份额	49%	48%	47%	46%	45%	45%	45%	45%
公募基金份额	36%	37%	38%	39%	40%	40%	40%	40%
保险机构份额	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%

数据来源：国务院、银保监会、东吴证券研究所测算

4.2. 投资建议

美国 IRA 账户的增长需要时间积累、政策支持、中产阶级增长和资本市场共荣共生。我国个人养老金账户制探索仍处于初级阶段，养老金融领域是金融行业把握二次增长曲线的重要机遇。寿险静待拐点，2023 年开门红无需过度悲观，财险景气度延续建议维持超配。

对寿险板块逐步开始转向积极，得益于：1）曙光除破水，改革始见微。头部公司持续深耕寿险改革，各公司对 2023 年开门红普遍表现积极应对。同时 2022 年以来随着以增额终身寿险为代表的储蓄型业务的托底，老代理人产能和收入均有不同程度的提升，队伍新增入口似有打开迹象，三季度以来新单降幅有所收窄，但由于价值型业务受供需两弱持续影响，价值增长仍旧延续承压；2）前期热门赛道股估值有见顶迹象，随着地产行业基本面企稳预期不断强化，以银行和寿险为代表的低估值稳增长板块有望逐步得到市场资金的关注和青睐。产险方面，疫情各地散发降低车辆出行量进而减少车险赔付率，疫后城市流量恢复的滞后性将继续压制车险出险率，下半年车险承保利润同比有望延续改善。刺激汽车消费政策渐次落地，6 月行业车险保费重拾升势，车险市场高景气延续，头部险企承保利润有望迎来量价齐升，我们预计 2022 年头部财险公司承保利润和净利润将保持两位数强劲增长，业绩相对突出。**个股推荐顺序：中国财险、中国人寿、中国平安。**

表12: 上市险企估值表 (以 2022 年 10 月 16 日股价计)

代码	EVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/EV	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	41.94	76.34	81.38	88.29	96.08	中国平安	0.55	0.52	0.48	0.44
601628.SH	中国人寿	31.25	42.56	46.04	50.12	54.34	中国人寿	0.73	0.68	0.62	0.58
601601.SH	中国太保	20.80	51.80	54.82	60.36	64.88	中国太保	0.40	0.38	0.34	0.32
601336.SH	新华保险	27.59	82.96	86.10	93.52	101.50	新华保险	0.33	0.32	0.30	0.27
代码	EPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/E	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	41.94	5.56	7.19	8.38	9.28	中国平安	7.54	5.83	5.01	4.52
601628.SH	中国人寿	31.25	1.80	1.41	1.96	2.14	中国人寿	17.35	22.20	15.91	14.57
601601.SH	中国太保	20.80	2.79	2.29	3.34	3.53	中国太保	7.46	9.07	6.23	5.89
601336.SH	新华保险	27.59	4.79	3.09	4.21	4.90	新华保险	5.76	8.93	6.56	5.63
代码	BVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
601318.SH	中国平安	41.94	44.44	47.91	52.70	58.33	中国平安	0.94	0.88	0.80	0.72
601628.SH	中国人寿	31.25	16.93	17.82	19.41	21.00	中国人寿	1.85	1.75	1.61	1.49
601601.SH	中国太保	20.80	23.57	25.01	27.62	29.98	中国太保	0.88	0.83	0.75	0.69
601336.SH	新华保险	27.59	34.77	35.67	39.20	43.10	新华保险	0.79	0.77	0.70	0.64
代码	BVPS	收盘价	2021A	2022E	2023E	2024E	P/B	2021A	2022E	2023E	2024E
2328.HK	中国财险	8.30	9.12	9.99	10.95	12.01	中国财险	0.83	0.76	0.69	0.63

数据来源: Wind, 公司财报, 东吴证券研究所; 注: 除中国财险外, 以上公司皆为 A 股上市险企, 其中 A 股上市险企股价单位统一为人民币, 港股 (H 股) 险企股价单位统一为港元, 估值数据则按照 1 港元=0.9158 元人民币汇率计算, 数据更新至 2022 年 10 月 16 日, 上述公司盈利预测均来自东吴证券研究所, 均为已覆盖标的。

5. 风险提示

1) 居民可支配收入增长不及预期, 个人养老金账户缴费上限增长不及预期。居民个人可支配收入增速将影响纳税人口数量, 平均边际税率, 个体参与积极性以及缴费上限潜在增速等, 有着牵一发而动全身的重要影响力。若居民可支配收入增长不及预期, 将使得实际个人养老金缴费空间与前文测算产生一定偏差。

2) 账户实际投资收益率吸引力不强。养老金融星辰大海, 但保险机构仍需直面来自大资管机构的同业竞争, 虽然险资在长期资产配置领域具备优势, 但在短期相对收益获取上与其他资管机构存在一定差距。若实际账户投资收益率显著低于同业, 将对前文假设的商业银行、公募基金和保险公司市场份额产生偏差。

3) 政策推进进程低于预期。美国 IRA 账户的增长需要时间的积累、政策支持、中产阶级增长和资本市场共荣共生。我国个人养老金账户制探索仍处于初级阶段, 税延养老保险试点成效一般, 个人养老金试点实际效果有待观察。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>