2020 年 11 月 01 日

“大国财政”系列（四）

社保：被低估的财政影响

——宏观经济专题

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）
zhangrongrong@kysec.cn
证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● 社保是财政“四本账”的重要构成，占预算收支比重持续抬升、达 20%左右

社会保险基金是纳入财政预算管理的“第四本账”，在财政预算总收支中占比较高、达 20%左右。2013 年社保纳入财政预算管理，2019 年总收支分别达 8.3 和 7.5 万亿元，在财政预算“四本账”中，分别占比 24.2%和 18.3%。其中，基本养老和基本医疗是基金主体，两项合计占总收支 97%以上。收入中，保险费占比 72%、财政补贴占比 23%，是主要收入来源；支出中，约 98%用于社保待遇支出。

近年来，我国社保规模持续扩大、十年间支出规模增加了 5.8 倍，占财政预算比重也快速抬升。我国持续推进制度改革、扩大社保覆盖范围，构建了世界上最大的社保体系。2019 年，基本医疗保险覆盖 13.5 亿人，基本养老保险覆盖 9.7 亿人。社保收支规模也相应扩张，2009-2019 年，社保收入增加 4.7 倍、支出增加 5.8 倍，支出规模占预算总支出比重提高了 7.7 个百分点、年均增长率达 21.1%。

● 伴随人口老龄化和区域经济社会发展差异，社保收支平衡、地域平衡压力加大

在人口老龄化日益加深的背景下，2011 年以来，我国社保负担持续上升、收支平衡压力显著增大。伴随劳动年龄人口占比下滑，我国老年人口抚养比加速抬升，2019 年已达到 16.2%、超过中等偏上收入国家总体水平。人口结构变化映射到社保运行上，便体现为社保负担系数快速抬升、收支平衡压力加大。2019 年，社保“四险”的保险费收入均已无法覆盖支出，主要依靠财政补贴来实现收支平衡。

各地经济社会发展水平差异下，人口结构、劳动力流动、地方财力等分化，加大了社保的地域平衡压力。分省来看，广东、江苏等东部、南部省份社保运行良好，黑龙江、河北等部分北方省份收支平衡压力较大。地域间的社保运行差异，和当地经济社会发展水平密切相关；不同发展阶段的省份，劳动年龄人口流动、人口自然结构、财政的社保支出强度等，均明显不同，对社保运行的影响也显著分化。

● 为缓解社保运行压力，一般财政、国有资本等，或持续加大对社保的支持力度

政策多措并举、保障社保运行，包括加大财政补贴力度、推动社保制度改革、建立全国社会保障基金等。平衡社保收支的最主要手段是财政补贴，2019 年一般财政补贴社保达 1.91 万亿元、占一般财政总支出的 8%。近年来，政策推动社保征管体制改革、建立养老保险中央调剂制度等，缓解社保收支平衡和地域平衡压力。此外，我国还专门建立全国社会保障基金，用于未来社保支出的补充和调剂。

伴随人口老龄化加深，在广义财政收支统筹格局下，一般财政、国有资本或持续加大对社保的支持力度。老龄化趋势下，社保收支平衡压力持续加大。受减费降负政策引导，社保费率和征管力度难以大幅提升；平衡社保收支的主要手段，或仍以财政补贴为主。此外，划转国有资本充实社保，也是扩充基金储备的重要手段，未来或可进一步提高划转比例。社保对广义财政资源的占用，可能持续扩大。

风险提示：社保政策大幅调整；数据测算存在误差。

相关研究报告

《宏观经济点评-出口链和服务消费，仍是经济核心驱动》-2020.10.31

《宏观经济点评-“十四五”的“攻守之道”》-2020.10.30

《宏观经济点评-利润数据不乏亮点，消费制造加快改善》-2020.10.27

目 录

1、 社保是财政“四本账”重要构成，收支占比持续抬升 4
1.1、 社保在财政“四本账”总收支中占比较高、达到 20%左右 4
1.2、 近年来，社保扩大覆盖、规模扩张，预算占比快速抬升 6
2、 伴随老龄化和区域发展差异等，社保平衡压力显现 8
2.1、 人口老龄化日益加深的背景下，社保收支平衡压力增大 8
2.2、 各地经济社会发展水平差异，加大了社保地域平衡压力 11
3、 政策积极充实社保，或将持续加大补贴和划转力度 14
3.1、 政策通过财政补贴、“储备”资金等方式，保障社保运行 14
3.2、 伴随老龄化加深，财政预算或持续加大对社保支持力度 16
4、 研究结论 18
5、 风险提示 19

图表目录

图 1: 2019 年，社保收入（不含财政补贴）超过 6 万亿元 4
图 2: 2019 年，社保支出占“四本账”支出 18.3% 4
图 3: 社保包括基本养老、基本医疗、工伤、失业等“四险” 5
图 4: 社保“四险”中，基本养老和基本医疗是主体 5
图 5: 社保收入以保险费和财政补贴为主 5
图 6: 养老和医疗是社保支出的主体 6
图 7: 社保支出几乎均由地方承担 6
图 8: 上海市社保总缴费比例超过 37% 6
图 9: 上海市单位缴费比例在 27%以上 6
图 10: 我国企业社保费率较高 7
图 11: 近年来社保费率调降超过 7 个百分点 7
图 12: 政策推动下，我国养老和医疗保险覆盖广泛 8
图 13: 失业、工伤等保险覆盖人数稳步提升 8
图 14: 我国社保覆盖规模较大 8
图 15: 社保总收支占预算“四本账”的比重显著抬升 8
图 16: 社保总收支仍有结余 9
图 17: 社保的滚存结余持续增长 9
图 18: 基本养老和基本医疗结余规模较大 9
图 19: 剔除财政补贴，社保的收支“缺口”持续扩大 9
图 20: 2011 年以来，职工养老保险负担系数快速抬升 10
图 21: 基本养老和基本医疗是平衡压力较大的项 10
图 22: 基本养老和居民基本医疗保险费收入无法覆盖支出 10
图 23: 2011 年起，我国劳动年龄人口占比开始下滑 11
图 24: 近年来，我国老年人口抚养比加速抬升 11
图 25: 我国老年人口抚养比高于中等偏上收入国家 11
图 26: 我国老年人口抚养比高于相似发展阶段的经济体 11
图 27: 东北、华中等地区社保收支平衡压力较大 12
图 28: 我国社保运行情况地域分化较大 12

图 29: 影响社保运行情况的主要是养老和医疗保险 12
图 30: 医疗保险运营情况相对均衡、近年来有所分化 12
图 31: 养老保险收支平衡情况分化明显 13
图 32: 黑龙江、青海等省养老保险基金收支平衡压力大 13
图 33: 各省社保的负担情况，影响基金的收支平衡能力 13
图 34: 常住人口增长较快的省份，社保压力相对较轻 13
图 35: 华南人口自然增长率较高、东北诸省较低 14
图 36: 北京、上海等省市的人均社保就业财政支出较高 14
图 37: 财政补贴占到社保全口径总收入的 23% 14
图 38: 居民基本养老和医疗的财政补贴比例超过 60% 14
图 39: 多数企业会采取一定措施来调整缴费基数 15
图 40: 我国企业社保缴费基数合规比例约 30% 15
图 41: 中央调剂基金比例提高 15
图 42: 社保主要由“富余”省份调剂到“短缺”省份 15
图 43: 全国社会保障基金是社会保险基金的“储备” 16
图 44: 2019 年收入主要来自于资产公允价值变动 16
图 45: 全国社会保障基金规模持续扩张 16
图 46: 一般财政可以直接补贴社保 17
图 47: 国有资本划转后，由社保基金会等负责运营管理 17
图 48: 2020 年社保降费大幅超过往年 17
图 49: 2020 年社保就业类支出占一般财政比例大幅增长 17
图 50: 2019 年，我国企业国有资本权益约 85 万亿元 18
图 51: 国资划转带来的分红收入或在 400-500 亿元左右 18

表 1: 2013 年，我国正式将社会保险基金纳入预算管理 4
表 2: 2015 年以来，我国连续推出社保降费政策 7

1、 社保是财政“四本账”重要构成，收支占比持续抬升

1.1、 社保在财政“四本账”总收支中占比较高、达到 20%左右

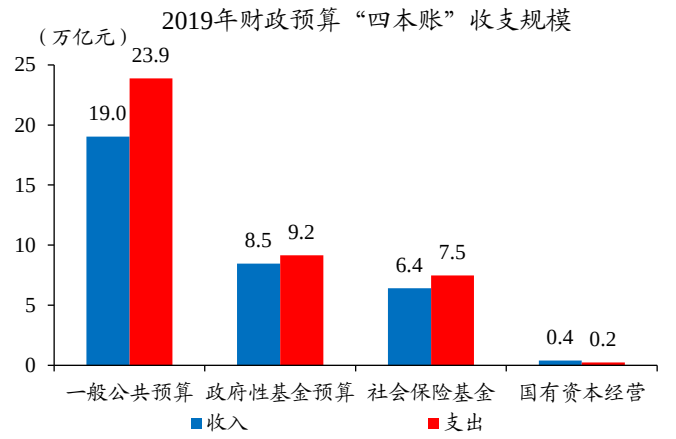
社会保险基金是纳入预算管理的“第四本账”，在财政预算总收支中占比较高、达 20%左右[1]。我国 2010 年启动试编社保预算，2013 年正式将社保纳入预算管理。社会保险基金成为政府性基金、国有资本经营预算后，纳入财政预算管理的“第四本账”。2019 年，社保总收入 8.3 万亿元（非补贴收入 6.4 万亿元）、总支出 7.5 万亿元，在“四本账”预算总收支中，分别占比 24.2%和 18.3%、比重较高。

表1：2013 年，我国正式将社会保险基金纳入预算管理

时间	文件	内容
2008 年 3 月	《关于 2007 年中央和地方预算执行情况与 2008 年中央和地方预算草案的报告》	研究建立规范的社会保险基金预算制度。
2010 年 1 月	《国务院关于试行社会保险基金预算的意见》	社会保险基金预算按险种分别编制，包括企业职工基本养老保险基金、失业保险基金、城镇职工基本医疗保险基金、工伤保险基金、生育保险基金等内容。
2010 年 3 月	《关于 2009 年中央和地方预算执行情况与 2010 年中央和地方预算草案的报告》	研究建立完整的政府预算体系，进一步健全政府性基金预算管理制度和国有资本经营预算制度，启动试编社会保险基金预算。
2011 年 7 月	《中华人民共和国社会保险法》	社会保险基金通过预算实现收支平衡。社会保险基金按照统筹层次设立预算。社会保险基金预算按照社会保险项目分别编制。
2013 年 3 月	《关于 2012 年中央和地方预算执行情况与 2013 年中央和地方预算草案的报告》	按照全国人大的要求，我们会同人力资源社会保障部、卫生部首次正式编制了 2013 年全国社会保险基金预算，包括社会保险法已明确的各项基金。
2013 年 5 月	《2013 年全国社会保险基金预算情况》	2013 年全国社会保险基金预算按险种分别编制，包括基本养老保险基金、基本医疗保险基金、失业保险基金、工伤保险基金、生育保险基金等社会保险基金。

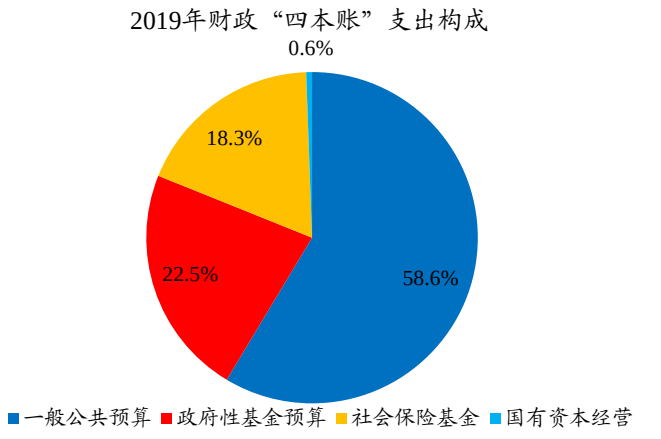
资料来源：中国政府网、财政部、开源证券研究所

图1：2019 年，社保收入（不含财政补贴）超过 6 万亿元



数据来源：财政部、开源证券研究所

图2：2019 年，社保支出占“四本账”支出 18.3%

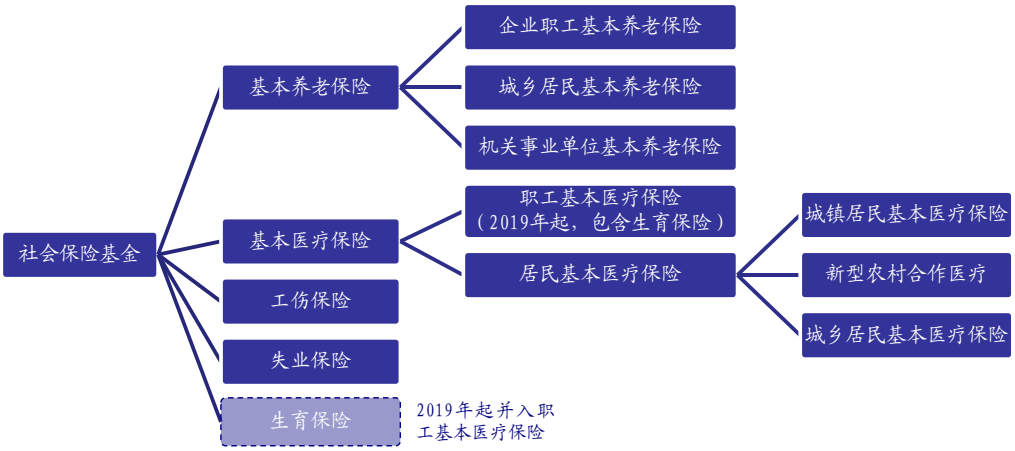


数据来源：财政部、开源证券研究所

[1] 在日常语境中，“社会保险基金”和“全国社会保障基金”简称相似、常被混淆。实际上它们在资金来源、运营管理和用途上都存在区别。本文中的“社保”，均统一指代“社会保险基金”。

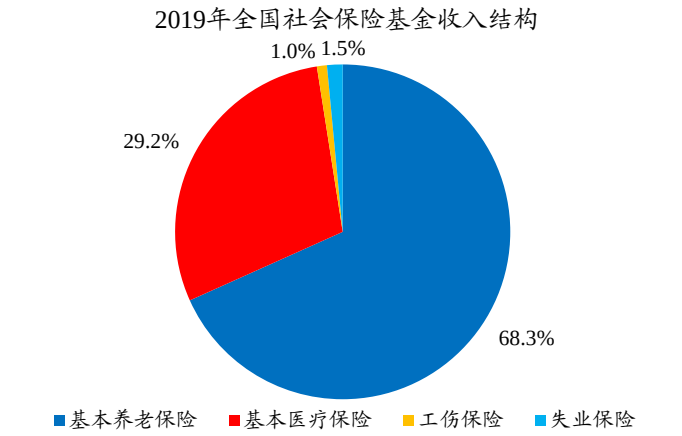
社保以基本养老保险和基本医疗保险为主体，收入主要来自于保险费和财政补贴。社保包括基本养老、基本医疗、工伤、失业等“四险”（从 2019 年起，生育保险并入职工基本医疗保险），其中，基本养老和基本医疗占主体，2019 年这两项收入分别占社保总收入的 68.3%和 29.2%。从收入来源看，社保主要收入来源是保险费收入（2019 年占比约 72%），其次是财政补贴（2019 年占比约 23%）。

图3：社保包括基本养老、基本医疗、工伤、失业等“四险”



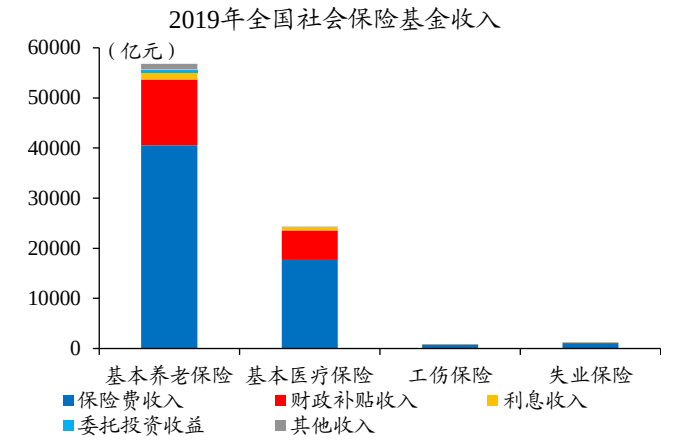
资料来源：财政部、人社部、开源证券研究所

图4：社保“四险”中，基本养老和基本医疗是主体



数据来源：财政部、开源证券研究所

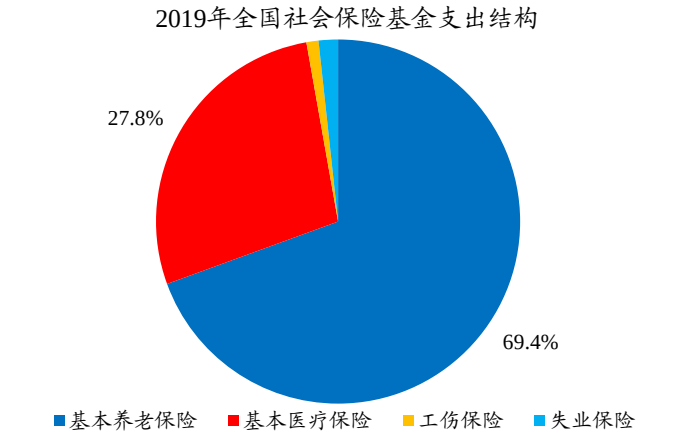
图5：社保收入以保险费和财政补贴为主



数据来源：财政部、开源证券研究所

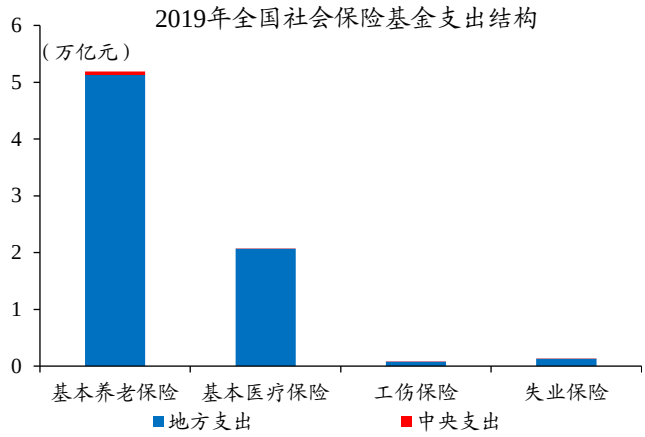
社保支出主要用于养老、医疗等社保待遇支出，其中地方财政承担了 99%以上的支出规模。在预算体系中，社保预算单独编报，不允许挤占或挪用，不能用于平衡一般公共财政预算（但一般财政可以补助社保）。支出主要用于养老、医疗等社保待遇支出，2019 年社保待遇支出 7.3 万亿元、占总支出的 97.6%，以基本养老和医疗为主。社保主要由地方征收、管理和支出，地方财政承担了 99%以上的社保支出。

图6：养老和医疗是社保支出的主体



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：社保支出几乎均由地方承担

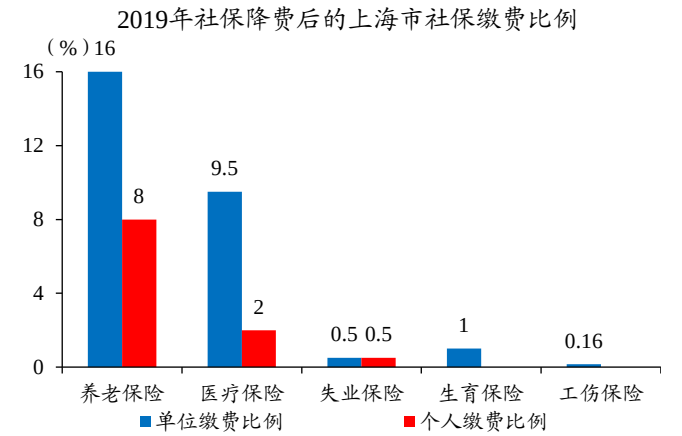


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 近年来，社保扩大覆盖、规模扩张，预算占比快速抬升

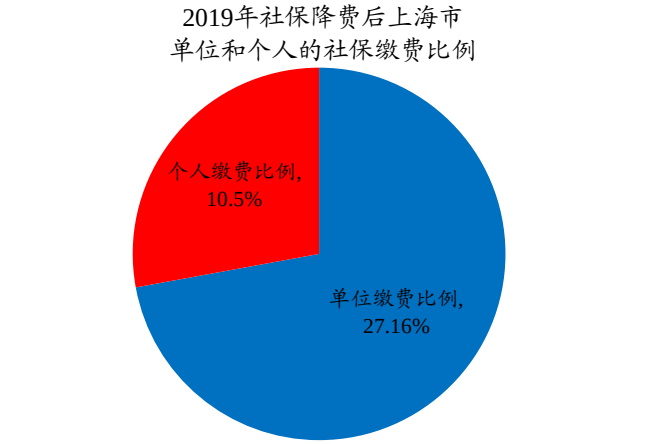
社保征收以工资性收入为基础、提取比例通常在 30%以上，主要由用人单位承担缴费负担。社保费以职工工资的一定比例收取、缴费比例各地有所不同。社保 4 险合计的提取比例可达 30%以上，由单位和个人共同承担；通常单位承担了主要的申报缴费负担，占比大约 70%左右。以上海为例，在 2019 年社保降费政策后，上海的社保总缴费比例仍在 37%以上，其中企业承担至少 27%，占总缴费比例的 73%左右。

图8：上海市社保总缴费比例超过 37%



数据来源：上海市人社局、开源证券研究所

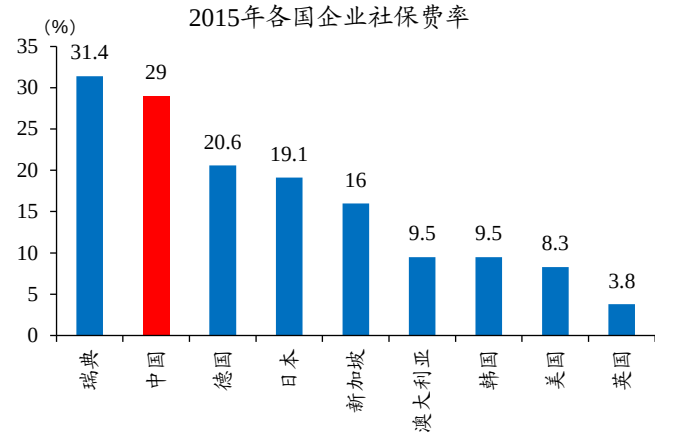
图9：上海市单位缴费比例在 27%以上



数据来源：上海市人社局、开源证券研究所

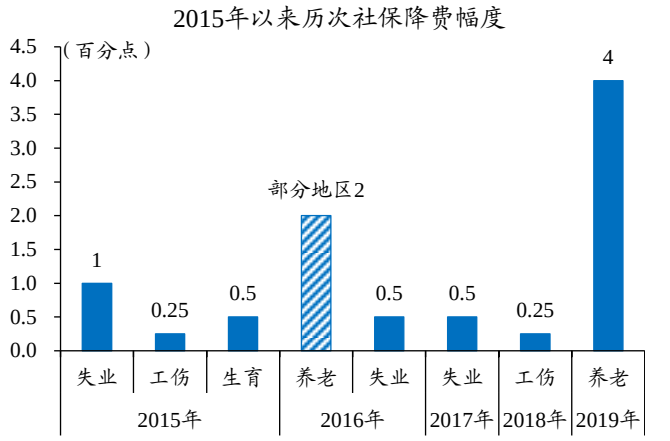
近年来，为缓解企业社保缴费负担，我国先后 5 次降低社保费率，累计调降超过 7 个百分点。我国社保费率大幅高于世界其他主要经济体，尤其是企业负担较重。为缓解企业社保缴费负担，从 2015 年起，我国先后 5 次下调社保费率，失业、工伤、生育、基本养老保险的费率均做调整，累计调降超过 7 个百分点。2015-2019 年，各项社保减费举措减轻企业负担约 7400 亿元。2020 年，为应对疫情冲击而出台的阶段性社保减免政策，减负规模达 1.5 万亿元。

图10：我国企业社保费率较高



数据来源：《国际比较视角下中国企业社会保险负担研究》、开源证券研究所

图11：近年来社保费率调降超过7个百分点



数据来源：中国政府网、开源证券研究所

表2：2015年以来，我国连续推出社保降费政策

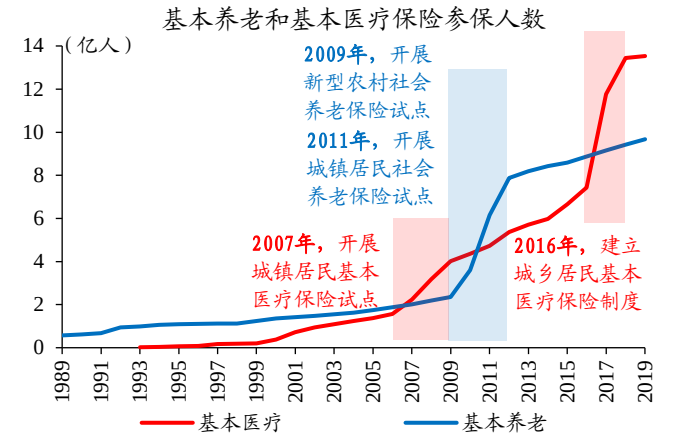
日期	会议/文件	主要内容
2015年2月	《关于调整失业保险费率有关问题的通知》	从2015年3月1日起，失业保险费率暂由现行条例规定的3%降至2%。
2015年6月	国务院常务会议	在已降低失业保险费率的基础上，从10月1日起，将工伤保险平均费率由1%降至0.75%，并根据行业风险程度细化基准费率档次，根据工伤发生率对单位（企业）适当上浮或下浮费率；将生育保险费率从不超过1%降到不超过0.5%；工伤保险和生育保险基金超过合理结存量的地区应调低费率。
2016年4月	《关于阶段性降低社会保险费率的通知》	从2016年5月1日起，企业职工基本养老保险单位缴费比例超过20%的省，将单位缴费比例降至20%；单位缴费比例为20%且2015年底企业职工基本养老保险基金累计结余可支付月数高于9个月的省，可以阶段性将单位缴费比例降低至19%。失业保险总费率在2015年已降低1个百分点基础上可以阶段性降至1%—1.5%，其中个人费率不超过0.5%。降低费率的期限暂按两年执行。
2017年2月	《关于阶段性降低失业保险费率有关问题的通知》	从2017年1月1日起，失业保险总费率为1.5%的省，可以将总费率降至1%，降低费率的期限执行至2018年4月30日。
2018年4月	国务院常务会议	将阶段性降低企业职工基本养老保险单位缴费比例、失业保险及工伤保险费率政策期限延长至2019年4月30日。符合条件的地区可从今年5月1日起再下调工伤保险费率20%或50%。
2019年4月	《降低社会保险费率综合方案》	下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降至16%。延长阶段性降低工伤保险费率、失业保险费率的期限至2020年4月30日。调整就业人员平均工资计算口径，核定调低社保缴费基数。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

过去10年间，我国社保规模持续扩大，收入增加4.7倍、支出增加5.8倍，占财政预算比重也快速抬升。社保制度建立以来，我国持续推进制度改革、扩大社保覆盖范围，构建了世界上规模最大的社会保障体系。2019年，基本医疗保险覆盖13.5亿人，基本养老保险覆盖9.7亿人。失业、工伤、生育等其他保险参保人数也稳步增长。社保收支规模也相应扩张，2009-2019年，社保收入增加4.7倍、支出增加5.8

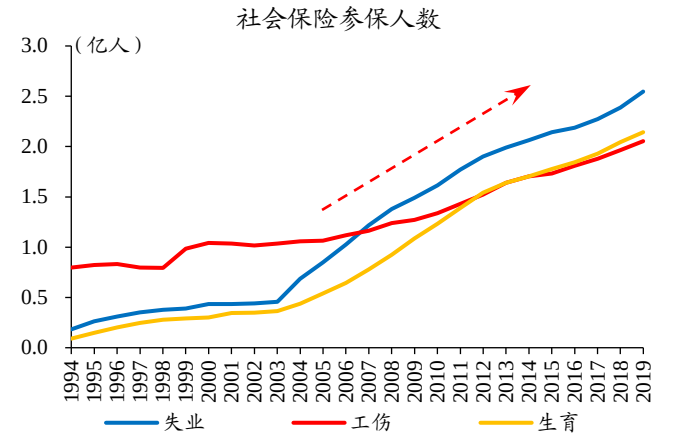
倍，支出规模占预算总支出比重提高了 7.7 个百分点、年均增长率达 21.1%。

图12：政策推动下，我国养老和医疗保险覆盖广泛[2]



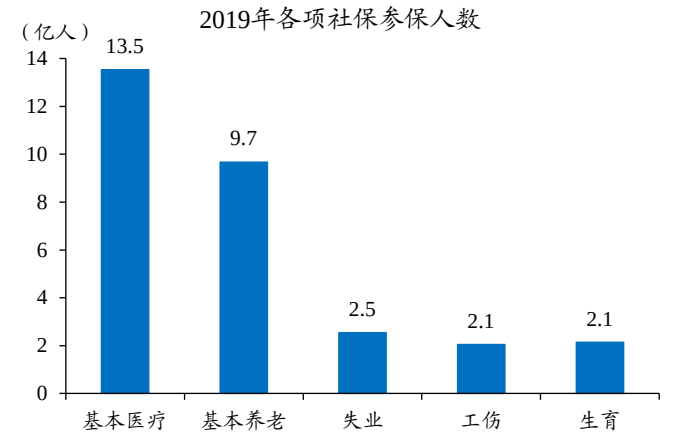
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：失业、工伤等保险覆盖人数稳步提升



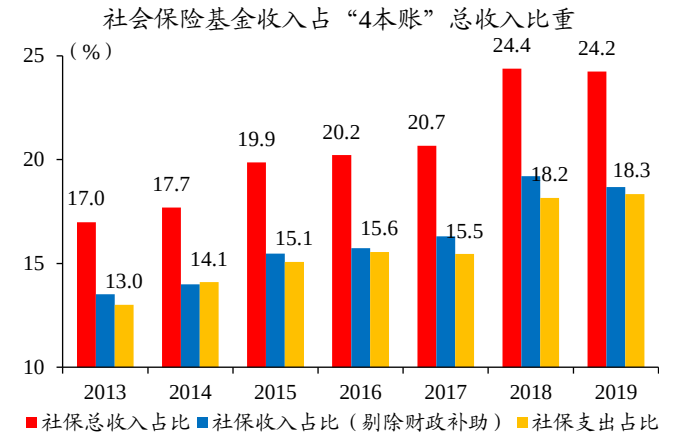
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：我国社保覆盖规模较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：社保总收支占预算“四本账”的比重显著抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

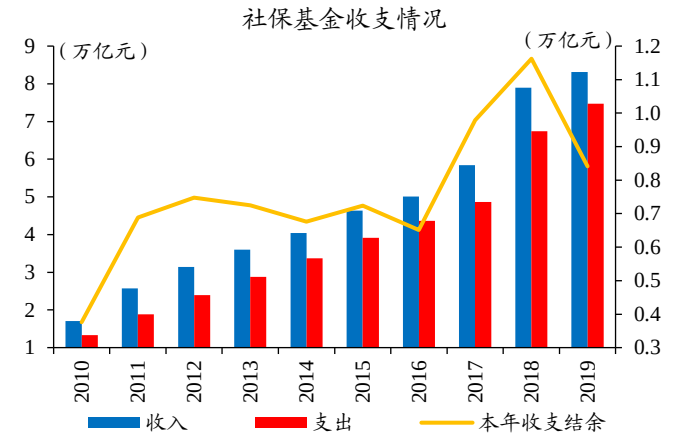
2、 伴随老龄化和区域发展差异等，社保平衡压力显现

2.1、 人口老龄化日益加深的背景下，社保收支平衡压力增大

伴随社保支出的快速扩张，财政补贴已经成为填补收支“缺口”的重要资金来源。近年来，我国社保累计结余持续增长，2019 年末已达 9.65 万亿元、可支付 15.5 个月的社保支出。支出快速扩张背景下，社保收支平衡的实现，主要依赖于大规模的一般财政补贴。如果剔除财政补贴收入，2013 年以来，社保收支“缺口”快速扩大，2019 年已达到近 1.1 万亿元。

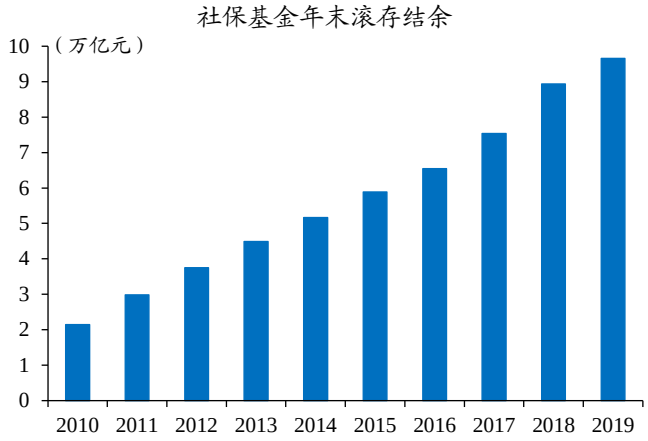
[2] 2014 年，新型农村社会养老保险、城镇居民社会养老保险合并为城乡居民基本养老保险。

图16：社保总收支仍有结余



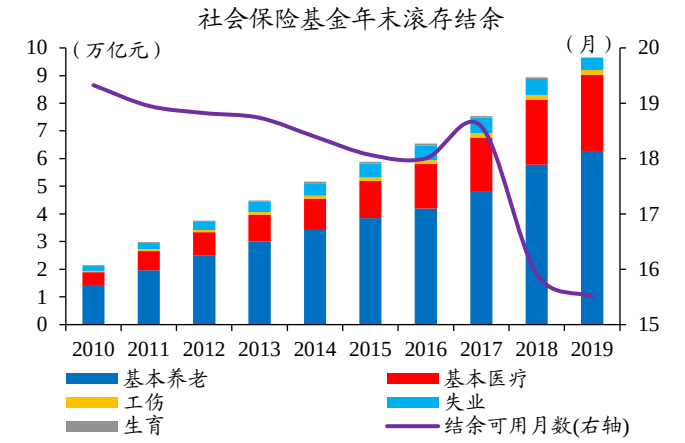
数据来源：财政部、开源证券研究所

图17：社保的滚存结余持续增长



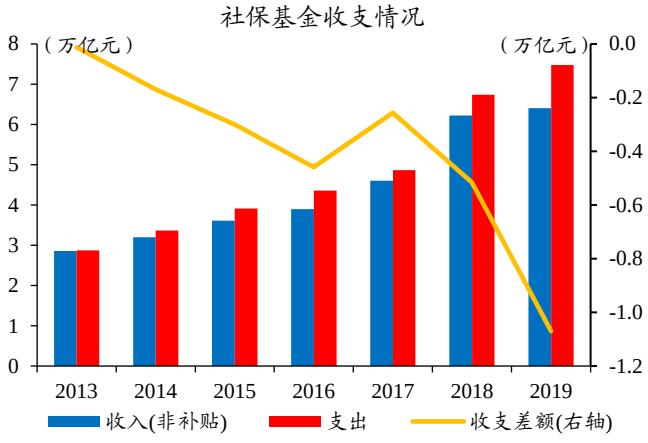
数据来源：财政部、开源证券研究所

图18：基本养老和基本医疗结余规模较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：剔除财政补贴，社保的收支“缺口”持续扩大

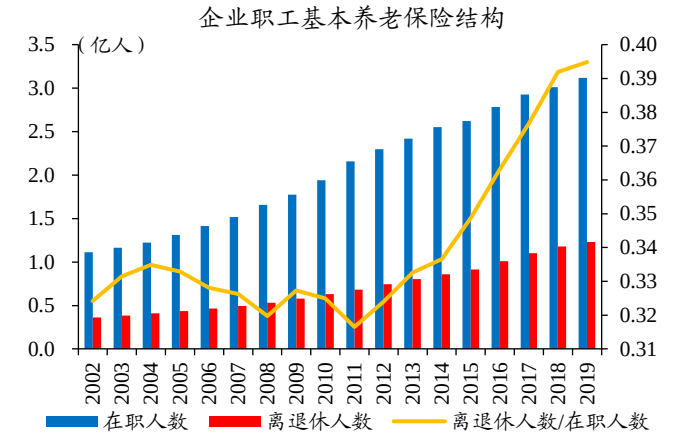


数据来源：Wind、开源证券研究所

从分项来看，在负担系数[3]快速上升的背景下，多数保险费收入无法覆盖支出，尤以养老和医疗保险的平衡压力较为明显。社保负担系数体现的是每个缴纳社保的职工，需要供养多少个离退休员工。近年来，我国社保负担系数快速抬升，比如职工基本养老保险负担系数，从 2011 年的 0.32 上升到 2019 年的 0.39，平均每个职工的养老负担增长了 24.7%。这一背景下，多数社保项目的保险费收入无法覆盖支出，尤其在基本养老（包括职工、居民、单位三本账）和居民基本医疗表现最为突出。

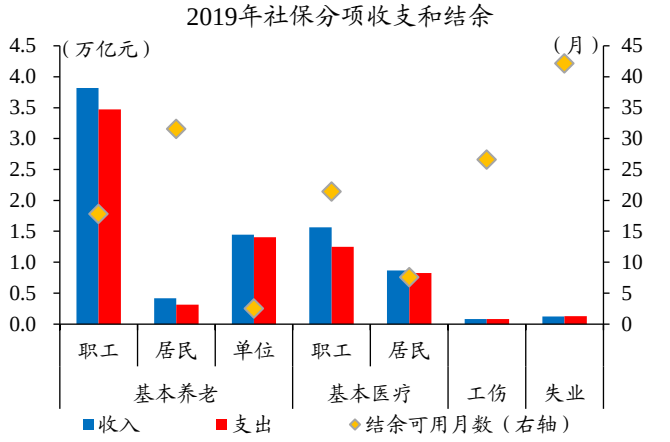
[3] 负担系数，指的社保领取人数和缴费人数之比。例如领养老金的有 3 人、缴费的有 10 人，负担系数就是 0.3，表示每个缴费的人需要负担 0.3 个人的社保支出。负担系数越高，表明社保支出负担越重。

图20：2011 年以来，职工养老保险负担系数快速抬升



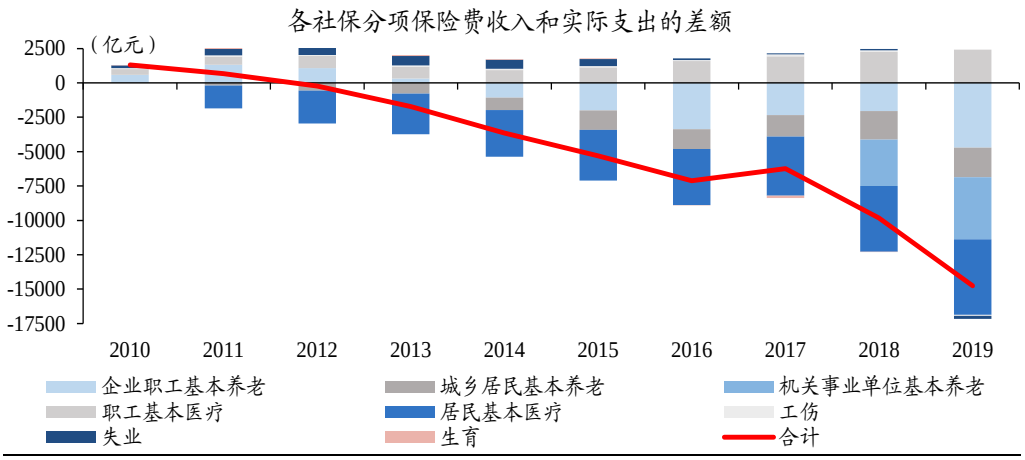
数据来源：财政部、开源证券研究所

图21：基本养老和基本医疗是平衡压力较大的项



数据来源：财政部、开源证券研究所

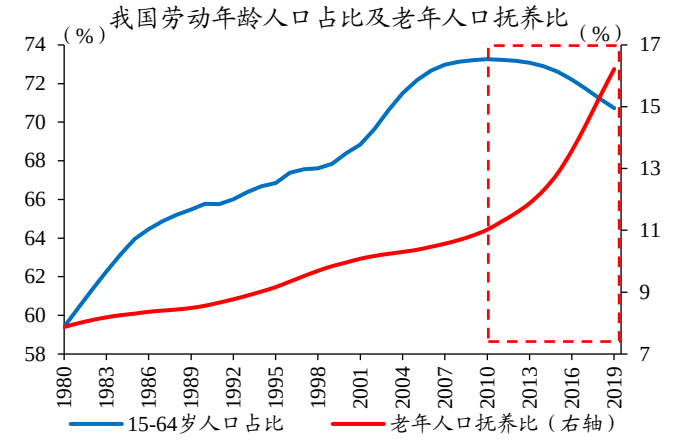
图22：基本养老和居民基本医疗保险费收入无法覆盖支出



数据来源：Wind、开源证券研究所

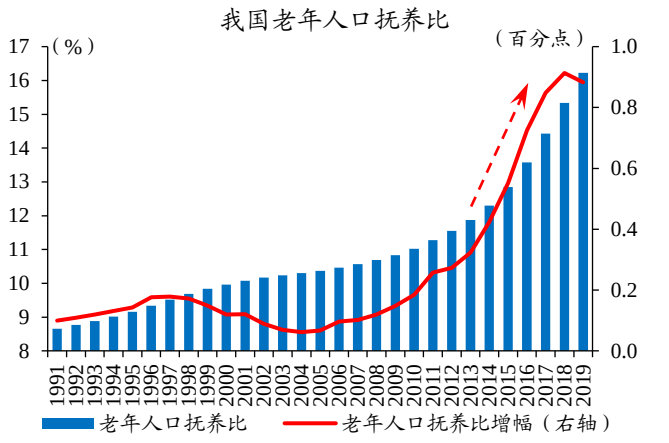
社保收支平衡压力的快速增大，和我国老龄化加快、劳动年龄人口占比回落密切相关。社保负担系数快速抬升、收支平衡压力加大等，是我国人口结构变化的映射。2011 年以来，伴随劳动年龄人口占比下滑，我国老年人口抚养比加速抬升。2019 年，已达到 16.2%、高于中等偏上收入国家，也高于相似发展阶段的大多数国家。老龄化加快，带来了养老和医疗负担的相应上行。

图23：2011 年起，我国劳动年龄人口占比开始下滑



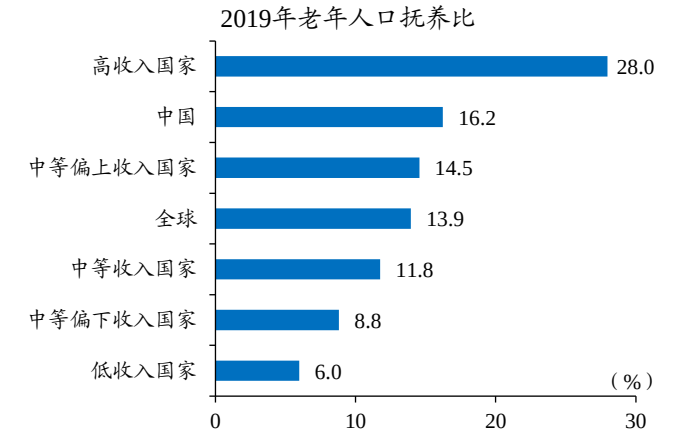
数据来源：世界银行、开源证券研究所

图24：近年来，我国老年人口抚养比加速抬升



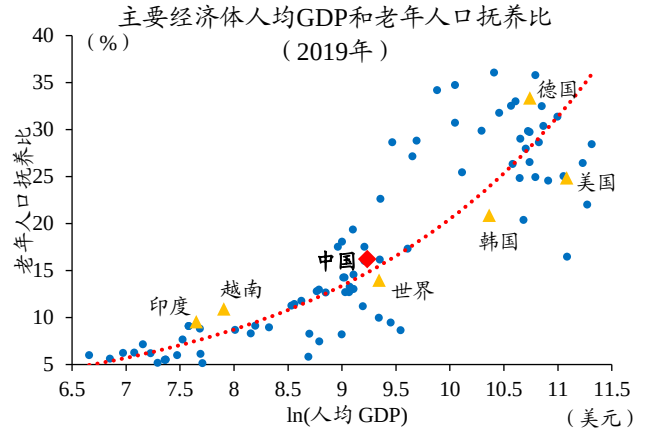
数据来源：世界银行、开源证券研究所

图25：我国老年人口抚养比高于中等偏上收入国家



数据来源：世界银行、开源证券研究所

图26：我国老年人口抚养比高于相似发展阶段的经济体



数据来源：世界银行、开源证券研究所

2.2、 各地经济社会发展水平差异，加大了社保地域平衡压力

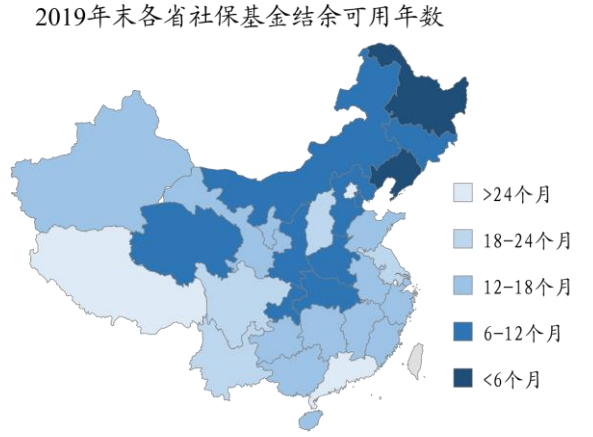
各省的社保运行情况差异明显，广东、江苏等东部、南部省份大多运行良好，黑龙江、河北等北方省份社保平衡压力较大。我国的社保运行情况呈现较为明显的南北差异，东北、华北、西北和华中部分省份，社保压力较大。比如黑龙江、辽宁 2019 年末的社保结余已不足 6 个月，河北、陕西等省可用结余也低于 1 年。而南部和东部诸省社保运行普遍较好，其中广东省 2019 年末社保结余可使用 34.3 个月，江苏、福建等省的社保结余也较为可观。

图27：东北、华中等地区社保收支平衡压力较大



数据来源：人社部、统计局、开源证券研究所

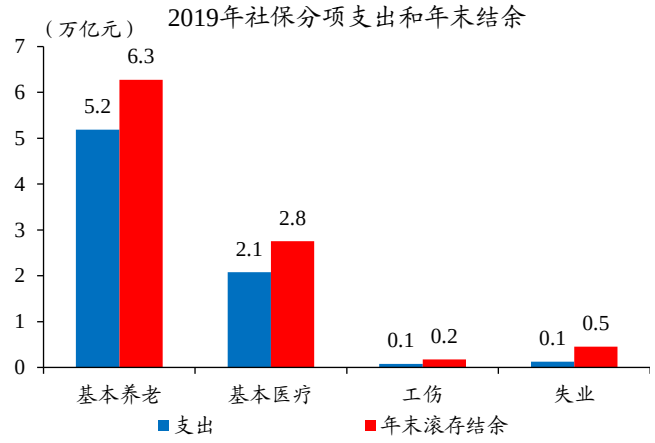
图28：我国社保运行情况地域分化较大



资料来源：人社部、统计局、开源证券研究所

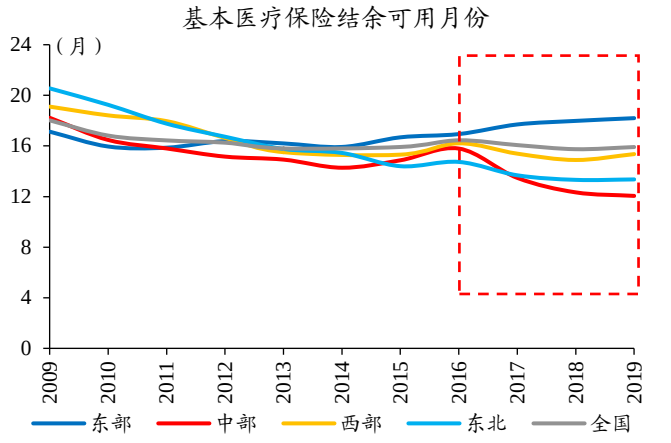
分类型来看，养老保险基金的地域分化最为突出，东北地区养老保险基金几乎告罄，中、西部地区的收支平衡压力也有所加大。社保“四险”中，基本养老和基本医疗保险的结余和支出规模最大，是影响各省社保运行情况的主要分项。其中，基本医疗保险运行情况近年来有所分化，但总体来看仍相对均衡；影响社保地域分化的主要是基本养老保险。东北地区的养老保险结余已接近告罄，仅可支撑 0.7 个月的支出。中、西部地区在 2011 年之后，社保平衡压力也明显加大，结余可用月数均从 17 个月以上回落至 1 年左右。

图29：影响社保运行情况的主要是养老和医疗保险



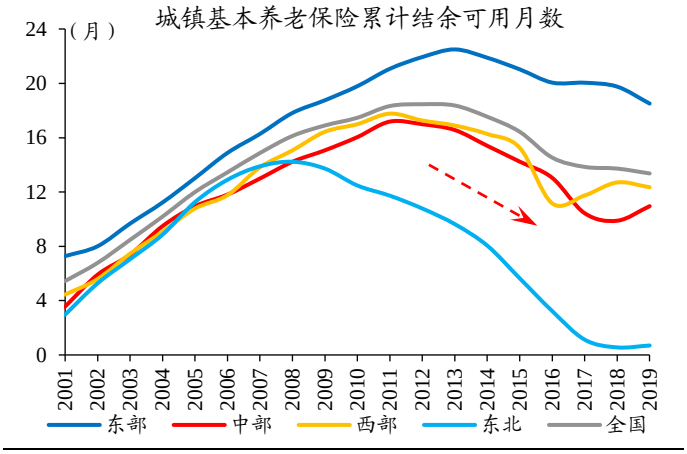
数据来源：人社部、开源证券研究所

图30：医疗保险运营情况相对均衡、近年来有所分化



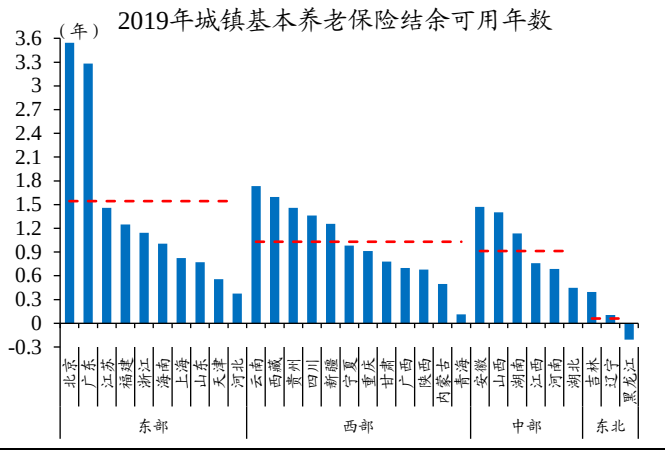
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：养老保险收支平衡情况分化明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

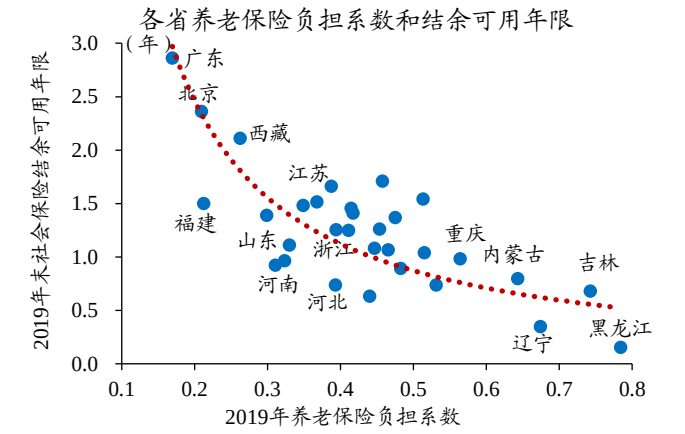
图32：黑龙江、青海等省养老保险基金收支平衡压力大



数据来源：Wind、开源证券研究所

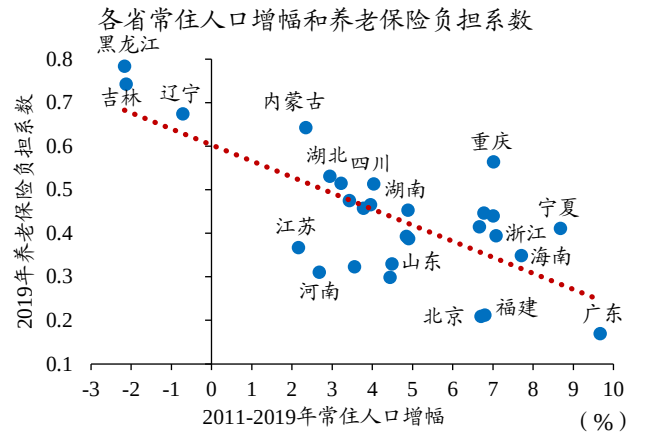
地域间的社保运行差异，和当地经济社会发展水平密切相关；不同发展阶段的省份，劳动年龄人口流动、人口自然结构、社保参与度、财政的社保支出等，均明显不同。沿海经济发达省份，如广东、福建等省，吸引大量劳动年龄人口流入、降低养老负担；西藏、贵州等省，出生率高、老年人口抚养比低，且城镇化率和社保参与度相对较低，社保收支平衡压力也较小；上海、北京等财力雄厚的省份，则可以通过高强度的财政支持，保障社保的平稳运行。相对地，黑龙江、辽宁等省，社保参与度较高、人口出生率低、常住人口净流出，社保收支平衡压力加速凸显。

图33：各省社保的负担情况，影响基金的收支平衡能力



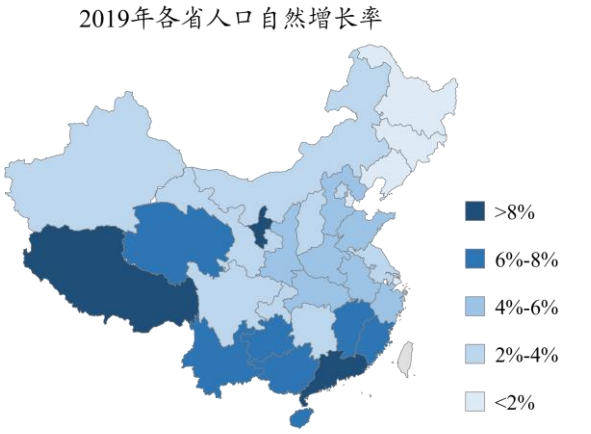
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：常住人口增长较快的省份，社保压力相对较轻



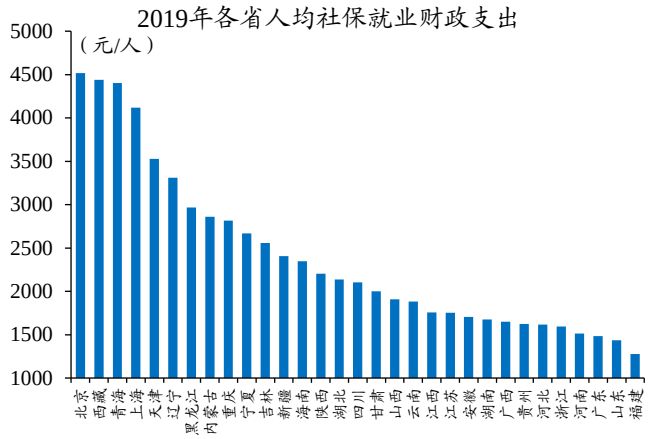
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：华南人口自然增长率较高、东北诸省较低



资料来源：国家统计局、开源证券研究所

图36：北京、上海等省市的人均社保就业财政支出较高



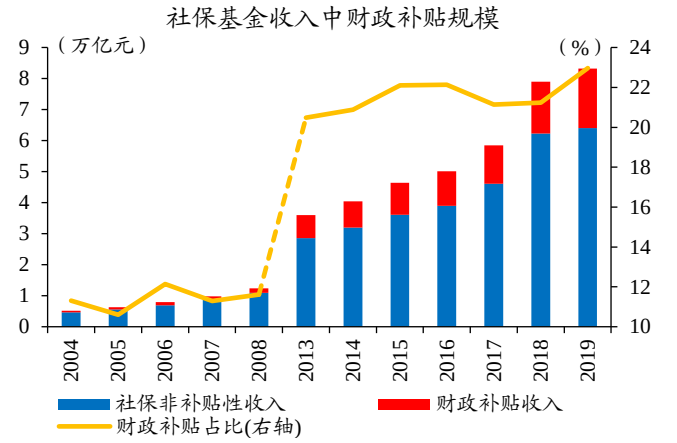
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 政策积极充实社保，或将持续加大补贴和划转力度

3.1、 政策通过财政补贴、“储备”资金等方式，保障社保运行

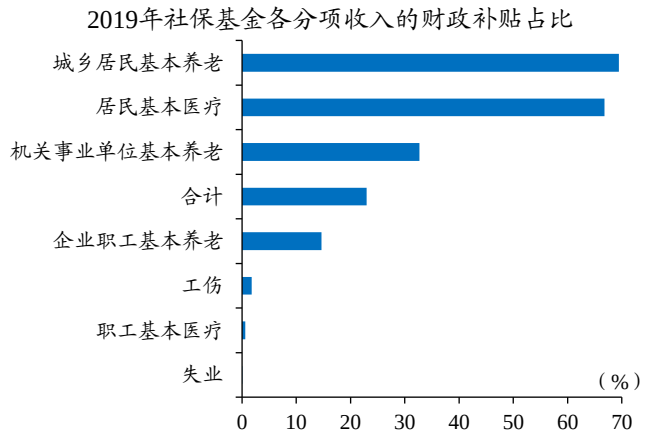
政策平衡社保收支的最主要手段是加大财政补贴力度，2019 年一般财政补贴社保达 1.91 万亿元、占一般财政总支出的 8%。社保的收入来源除了保险费，还有财政补贴、利息、投资收益等，其中财政补贴是填补社保费缺口的主要手段。近年来，伴随社保收支平衡压力加大，财政补贴规模持续扩张，2019 年一般财政补贴社保规模达 1.91 万亿元、占一般财政总支出的 8%，贡献了社保总收入的 23%。其中居民基本养老、居民基本医疗，对财政补贴的依赖度接近 70%。

图37：财政补贴占到社保全口径总收入的 23%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：居民基本养老和医疗的财政补贴比例超过 60%

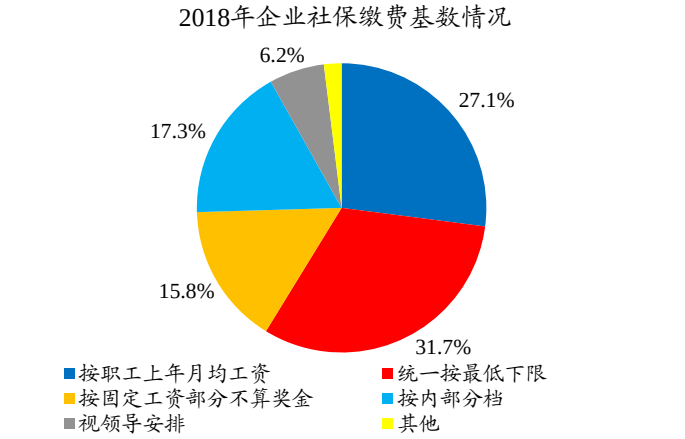


数据来源：财政部、开源证券研究所

政策还推动社保征管体制改革、建立养老保险中央调剂制度等，缓解社保收支平衡和地域平衡压力。为缓解社保收支平衡压力，2018 年 7 月，《国税地税征管体制改革方案》提出，将社保费交由税务部门统一征收。这有利于加强社保征管、提高社保费征收率，增强社保的可持续性。但实际合规缴费的企业占比仅 30%左右，税务

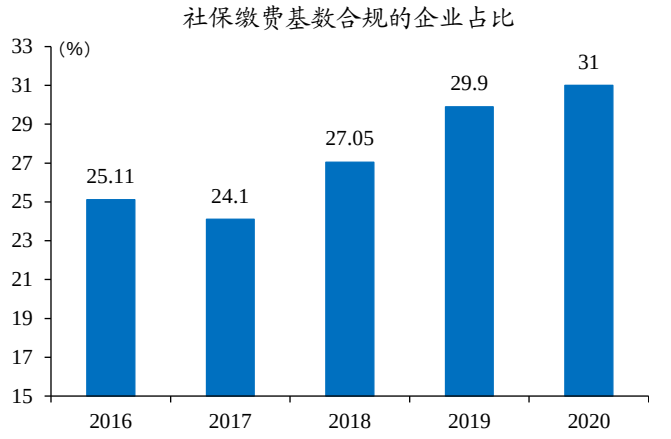
部门加强征管或显著加重企业负担。为平衡地方社保负担，2018 年 7 月，我国还建立养老保险基金中央调剂制度，将社保“富余”省份上解的资金，拨付给社保“短缺”的省份。2020 年，调剂比例提高到 4%，预算调剂规模近 7400 亿元。

图39：多数企业会采取一定措施来调整缴费基数



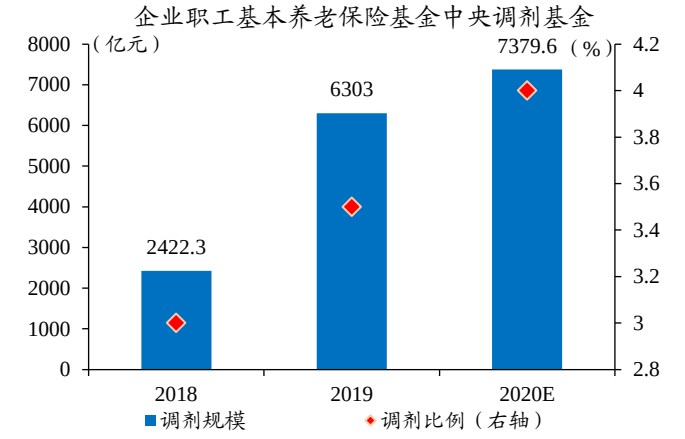
数据来源：《中国企业社保白皮书 2018》、开源证券研究所

图40：我国企业社保缴费基数合规比例约 30%



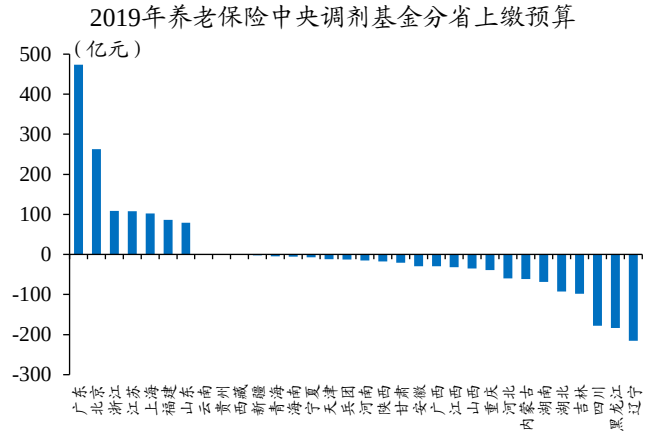
数据来源：历年《中国企业社保白皮书》、开源证券研究所

图41：中央调剂基金比例提高



数据来源：财政部、开源证券研究所

图42：社保主要由“富余”省份调剂到“短缺”省份

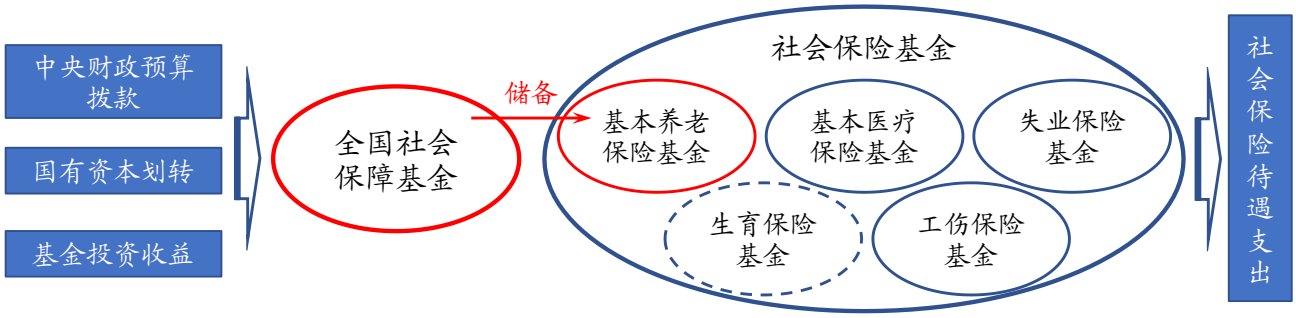


数据来源：财政部、开源证券研究所

我国还专门建立全国社会保障基金，作为社会保险的储备基金，用于未来人口老龄化高峰时期社保支出的补充和调剂。2000 年，我国设立全国社会保障基金，由全国社会保障基金理事会负责管理运营。不同于社会保险基金，全国社会保障基金是一个“储备基金”，资金来自于中央财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益等，主要进行投资运营，未来用于人口老龄化高峰时期对社会保险支出进行补充和调剂。自成立以来，年均投资收益率 8.14%，累计投资收益额 12464 亿元。2019 年，总权益规模达 24226 亿元[4]，相当于全国社会保险基金 5-6 个月的支出规模。

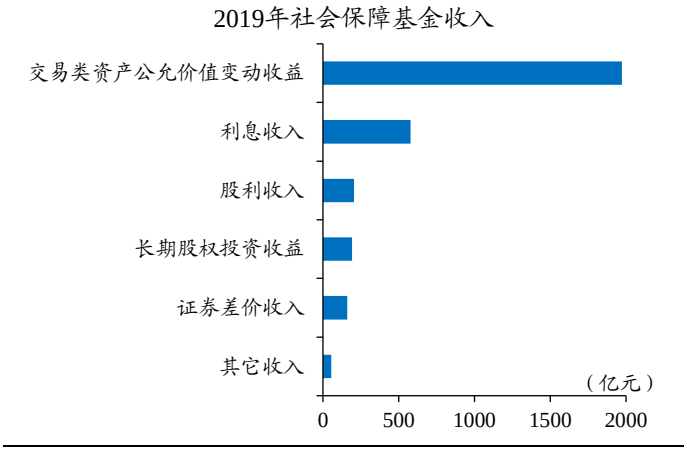
[4] 除了全国社会保障基金，个人账户基金、地方委托资金等，也计入总权益的核算。

图43：全国社会保障基金是社会保险基金的“储备”



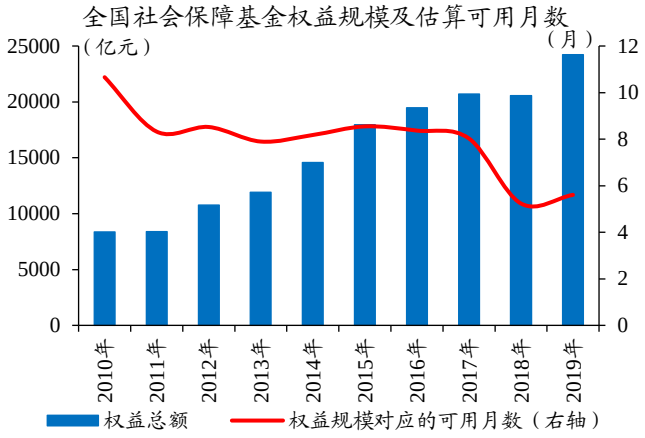
资料来源：全国社保基金理事会、开源证券研究所

图44：2019 年收入主要来自于资产公允价值变动



数据来源：全国社保基金理事会、开源证券研究所

图45：全国社会保障基金规模持续扩张

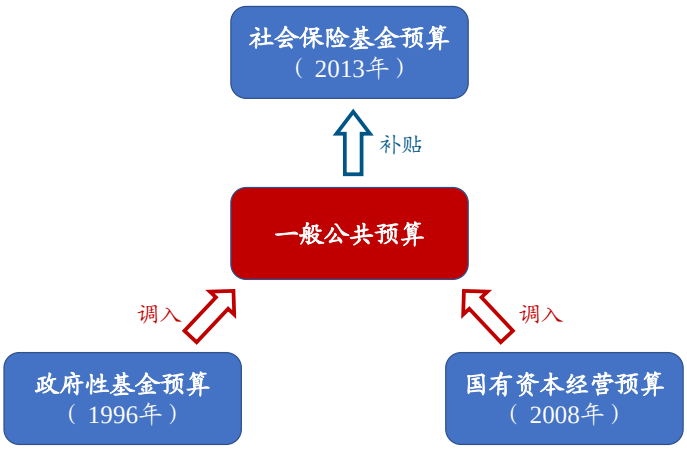


数据来源：全国社保基金理事会、开源证券研究所

3.2、 伴随老龄化加深，财政预算或持续加大对社保支持力度

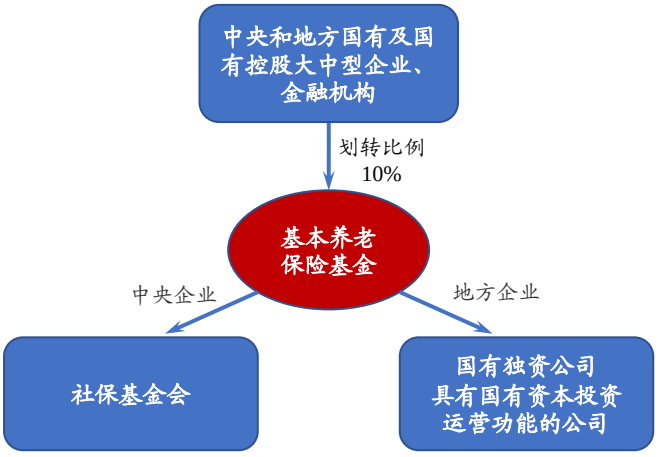
老龄化趋势下，财政统筹支持社保，或“两条腿走路”：一般财政补贴平衡收支，国有资本划转充实储备。伴随人口老龄化加深，社保收支平衡压力将持续加大。财政预算“四本账”中，能够直接用于平衡社保收支的，主要是一般公共财政预算。2013 年以来，财政补贴已经成为社保收入的重要来源。此外，从 2017 年起，我国推进划转国企股权充实社保基金，划转比例 10%。这部分股权属于基本养老保险基金组成部分，交由社保基金会、地方国有独资公司等承接主体管理，并不直接进入社保收支，而是作为社保的“储备”。

图46：一般财政可以直接补贴社保[5]



资料来源：中国政府网、财政部、开源证券研究所

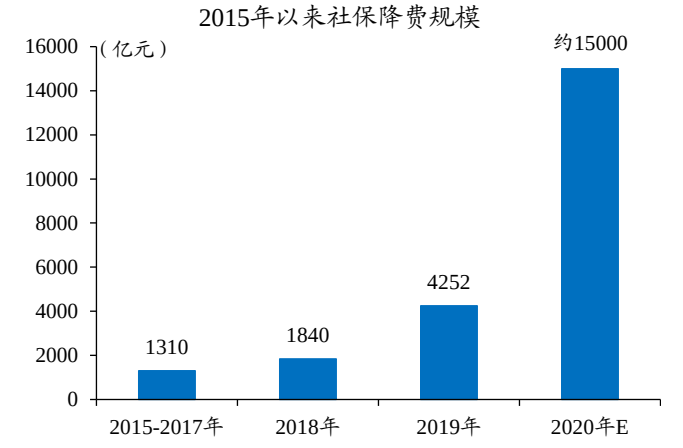
图47：国有资本划转后，由社保基金会等负责运营管理



资料来源：中国政府网、开源证券研究所

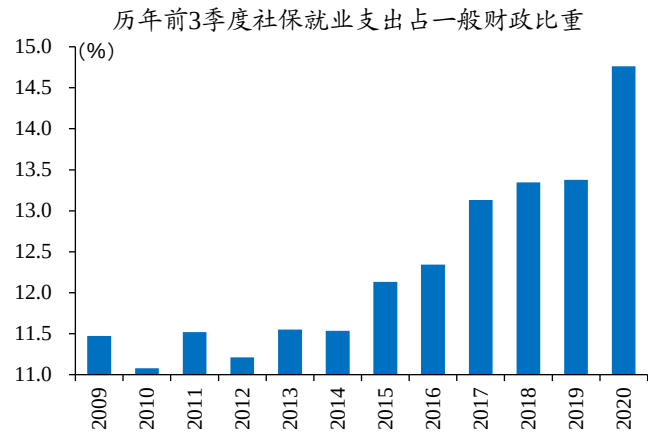
在减轻企业社保负担的政策引导下，未来平衡社保收支的主要手段，或仍以财政补贴为主；2020 年相关财政支出大幅扩张，对此形成印证。受减费降负政策引导，社保费率和征管力度难以大幅提升；平衡社保收支的主要手段，或仍以财政补贴为主。2020 年，为应对新冠疫情冲击，社保降费约 1.5 万亿元、大幅高于往年；与此同时，一般财政社保就业相关支出扩张明显，占同期支出比重接近 15%，较 2019 年提高 1.4 个百分点，也印证了财政大规模补贴社保缺口的举措。

图48：2020 年社保降费大幅超过往年



数据来源：财政部、开源证券研究所

图49：2020 年社保就业类支出占一般财政比例大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

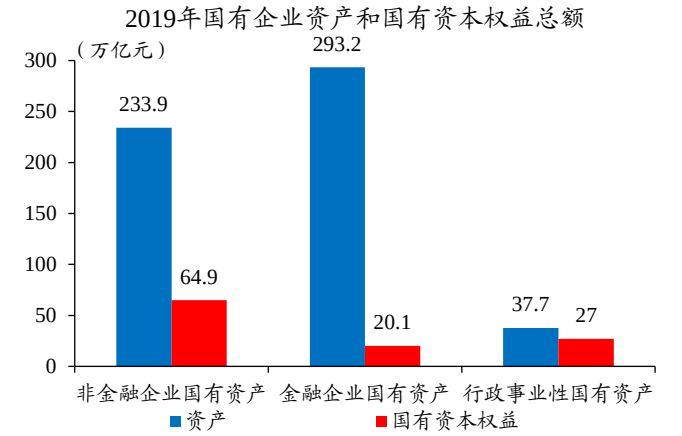
国有资本划转对社保的支持，每年或可带来分红收入 400-500 亿元，未来仍有进一步提高划转比例的空间。社保基金持有国有资本的主要收益来自于分红[6]，2017 年设定的国有资本划转比例是 10%，由于存在划转范围等约束，实际划转股权占国有资本权益的比重低于 10%。例如中央国有资本划转股权总规模约为 1.1 万亿元，仅

[5] 各项预算下标注的年份，是相关预算首次正式纳入财政预算管理的时间。

[6] 根据现有政策规定，社保基金持有国资股权的收益，主要来自于分红而非国有资本减持变现。根据 2017 年《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》，“对划入的国有股权，社保基金会及各省（区、市）国有独资公司等承接主体的收益主要来源于股权分红”。财政部接受采访时也明确表示“划转建立的是补充社保基金的长效机制”、“在《方案》实施的过程中，不会也不允许出现大量变现国有资本的情况”。

占 2019 年中央国有资本权益总额的 3.5%。按此推算，全国国有资本划转社保总规模约为 3 万亿元，对应 2019 年分红收入或在 400-500 亿元左右。这一体量相对于社保总规模较小，未来结合基本养老保险制度改革及可持续发展要求，或可进一步提高划转比例。

图50：2019 年，我国企业国有资本权益约 85 万亿元



数据来源：全国人大网、开源证券研究所

图51：国资划转带来的分红收入或在 400-500 亿元左右[7]

2019年国资划转的影响（单位：亿元）	非金融企业国有资产	金融企业国有资产	合计
资产	**233.9万**	**293.2万**	**527.1万**
国有资本权益	**64.9万**	**20.1万**	**85万**
划转规模占总规模比重	—	—	3.5%
划转国有资本权益	—	—	2.9万
划转资产对应的归母净利润	660	1027	1687
分红比例（估计上限）	25%	30%	—
划转资产对应的分红	165	308	473

数据来源：全国人大网、开源证券研究所

4、 研究结论

通过对社保运行情况的考察，我们的主要研究结论如下：

（1）近年来，我国社保规模持续扩大：2009-2019 年，社保收入增加 4.7 倍、支出增加 5.8 倍，分别达到 8.3 万亿元和 7.5 万亿元，支出规模占财政预算“四本账”总支出的 18.3%、提高 7.7 个百分点；年均增长率达 21.1%，大幅高于财政总支出增速。

（2）伴随支出规模快速增长，2013 年以来社保收支“缺口”持续扩大。若剔除财政补贴，2019 年“缺口”已达 1.1 万亿元。从分项来看，在负担系数快速上升的背景下，多数保险费收入无法覆盖支出，尤以基本养老和基本医疗的平衡压力较为明显。

（3）社保收支平衡压力加大、负担系数快速抬升等，是我国人口结构变化的映射。2011 年以来，伴随劳动年龄人口占比下滑，我国老年人口抚养比加速抬升；2019 年，已达到 16.2%、高于中等偏上收入国家，也高于相似发展阶段的大多数国家。

（4）各省的社保运行情况差异明显，广东、江苏等东部、南部省份大多运行良好，黑龙江、河北等北方省份社保平衡压力较大。其中，养老保险基金的地域分化最为突出，东北地区养老保险基金几乎告罄，中、西部地区的收支平衡压力也有增大。

（5）地域间的社保运行差异，和当地经济社会发展水平密切相关；不同发展阶段的省份，劳动年龄人口流动、人口自然结构、社保参与度、财政社保支出等，均明显不同。部分省份社保参与度较高、出生率低、常住人口净流出，收支平衡压力凸显。

（6）政策平衡社保收支的最主要手段，是加大一般财政补贴力度。2019 年财政补贴社保规模达 1.91 万亿元，占一般财政总支出的 8%、贡献了社保总收入的 23%。其中，居民基本养老、居民基本医疗等保险分项，对财政补贴的依赖度接近 70%。

[7] 表中加粗数值为《国务院关于 2019 年度国有资产管理情况的综合报告》公布的数据，其他标红数据为推算值。

（7）伴随老龄化加深，财政预算或持续加大对社保的统筹支持力度，呈现“两条腿走路”格局：一般财政补贴社会保险基金、平衡运行收支，国有资本划转全国社会保障基金、充实社保储备。向后展望，社保对广义财政资源的占用，可能持续扩大。

5、 风险提示

社保政策大幅调整；数据测算存在误差。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn