



中国养老金 发展的战略 趋势探讨

毕马威中国
2016年6月



目录

01	前言	1
02	中国养老金市场现状	2
03	中国养老金行业的未来发展路径	6
04	中国养老金体系改革的展望	10
05	结语	15

前言

中国已经成为全球老年人口最多的国家，也是老龄化发展速度最快的国家之一。最新统计数据显示，截止2015年年末，中国60周岁及以上人口数为2.2亿，占总人口比重为16.1%；65周岁及以上人口数为1.4亿，占比10.5%¹。联合国数据显示，到2050年左右，中国将有近5亿人口超过60岁，这个数字将超过美国人口总数²。

老龄人口快速上涨，以及人口结构和老年人服务需求的变化，给传统养老方式带来了极大压力，以家庭为单位的“内生”养老方式难以为继，亟需发展社会养老产业以满足日益增长的多层次养老服务的需求，包括养老消费、护理、家政服务、休闲养生和金融理财等。

健全的养老支付体系是老年人享受到完善的养老服务的基础。目前在中国，超过一半的养老支出由个人或家庭承担，而在发达国家，养老年金、基本养老保险与商业养老保险负担了大部分养老费

用。因此在未来，中国养老支付体系的保障性和持久性仍需加强。

目前，政府已经意识到当前面临的养老服务与资金压力，并着手提出发展社会养老产业的纲领性计划。“十三五规划”将完善社会保障体系、应对人口老龄化作为一个重要议题，而鼓励金融业和民间资本支持养老产业发展的政策也已陆续出台。

巨大的市场需求与鼓励政策的出台将促进养老产业的快速发展，预计到2020年，养老产业增加值将占到国内生产总值的10%。产业的发展离不开养老保障体系的建设，本报告重点关注中国多支柱养老保障体系的现状和面临的挑战，并对如何应对这些挑战提出了一些初步的建议。希望这份报告能够帮助众多有意愿投资养老行业的企业了解市场、选择最佳投资策略，也希望它能为有关政府部门完善养老社会保障体系提供一些有益的思考。

1. 2015年国民经济和社会发展统计公报，国家统计局，2016年2月29日，http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201602/t20160229_1323991.html，第六次全国人口普查主要数据发布，国家统计局，2011年4月28日，http://www.stats.gov.cn/zjtj/zdtjgz/zgrk-pc/dlcrkpc/dcrkpcyw/201104/t20110428_69407.htm
2. 老龄化加速：中国成世界老年人口最多国家，第一财经日报，2015年7月22日，<http://tech.china.com/news/11146418/20150722/20059374.html>

01

中国养老金 市场现状

经过长期的发展和建设,中国的三支柱养老保障体系正在变得清晰——第一支柱包括基本养老保险及其储备基金(全国社保基金);第二支柱作为补充养老金,包括企业年金和职业年金;第三支柱则是商业养老保险³。这一框架由国家、企业和个人共同支撑。

然而,这三个支柱的发展并不同步。强制参与的第一支柱起步最早,从规模上看,也一直保持领先,而第二和第三支柱相比之下,都受到法律法规不明确、税收优惠不足等各种原因的制约。从覆盖率和规模上看,三个支柱的发展存在着明显的失衡现象,

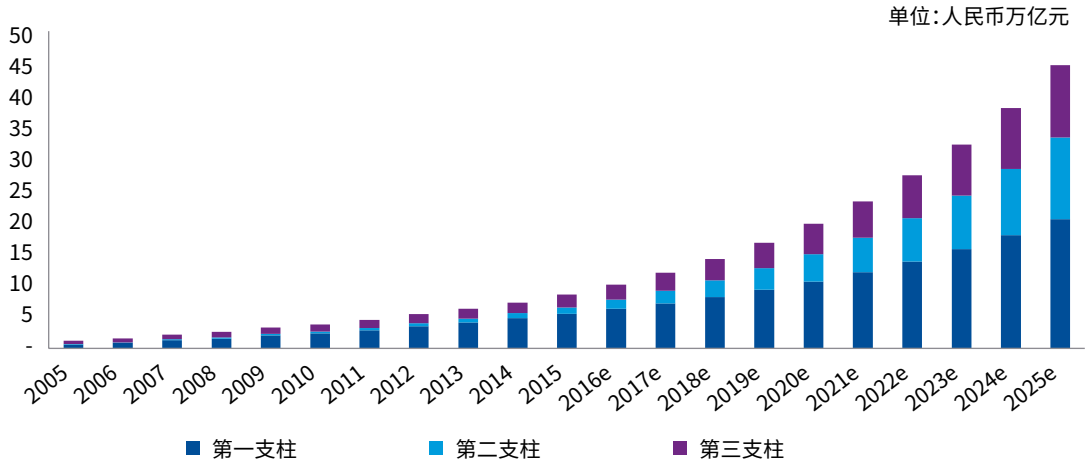
也造成了当下中国养老保障体系严重依赖第一支柱,而第二、三支柱缺位的现状。

从资产规模来看,整个养老保障体系已经累积了超过人民币8万亿元的资金,过去十年的年化平均增速超过20%,但三个支柱之间的规模差异也相当大。

第一支柱:截止2015年底,基本养老金结余和全国社保基金⁴总规模接近人民币5.5万亿元,在过去十年中平均增速达到了22%。其中,基本养老金结余接近人民币4万亿元,占整个养老金规模的比例接近50%。

3. 基本养老保险:用人单位和劳动者必须依法缴纳养老保险费,在劳动者达到国家规定的退休年龄或因其他原因而退出工作岗位后,社会保险经办机构依法向其支付养老金等待遇。
企业年金:企业在国家政策的指导下,根据自身经济实力和经营状况自愿建立的,为本企业职工提供一定程度退休收入保障的补充性养老金制度。
职业年金:机关事业单位及其工作人员在参加机关事业单位基本养老保险的基础上,建立的补充养老保险制度。
商业养老保险:以人的生命或身体为保险对象,在被保险人年老退休或保期届满时,由保险公司按合同规定支付养老金。
4. 为避免重复计算,全国社保基金的规模中剔除了受托管理的广东和山东省的基本养老金和做实个人账户资金

图一：养老金规模与增长



数据来源：人社部、全国社保基金理事会、保监会、国家统计局、毕马威分析

注：

1. 为避免重复计算，全国社保基金的规模中剔除了受托管理的广东和山东省的基础养老金和做实个人账户资金
2. 第一支柱包括基本养老保险和全国社保基金
3. 第二支柱包括企业年金和职业年金

第二支柱：企业年金的总规模在过去十年的年化增速达到了30%，是三个支柱中最高的。但是由于基数低的原因，其规模仍然是三支柱中最小的。截止2015年底，仍未超过人民币1万亿元。另外，职业年金在2015年刚刚启动，规模非常有限。

第三支柱：根据估算⁵，截止2015年底，商业养老保险的累积规模在人民币2万亿元左右，过去十年平均增速在15%左右，在三支柱中增长最慢。

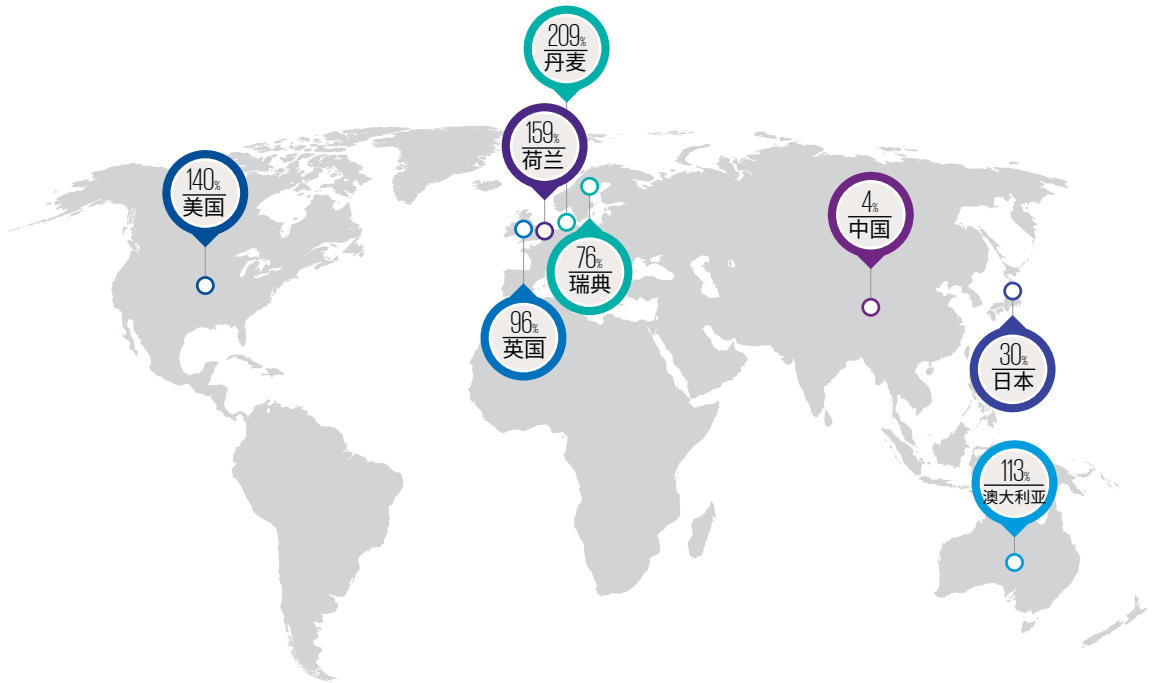
尽管经历了长足的发展，但是从总量上看，中国养老金体系的规模与世界水平相比仍然偏低。三个支柱的总额只占GDP的13%左右，尤其是其中的第二、三支柱只占GDP的4%，远不及发达国家的水平⁶。养老储备不足的问题更因为中国人口的老龄化而变得更为严峻，建设新型、更全面、更高效的养老金体系的任务非常紧迫。

自2013年以来，我们已经看到支持养老金发展的政策法规相

5. 规模估算根据《中国养老金发展报告2015》

6. 此处指三支柱的资产总额，不包括用于养老的储蓄性资金或投资于房产的资金。

图二：私人养老金占GDP规模比例



数据来源:OECD,国家统计局,毕马威分析

继出台,社会各界也在积极探索建设中国养老金体系的新模式。我们预计,随着养老金改革的深化,未来十年中国养老金总规模的年化平均增速将超过15%,到2025年总规模有望达到人民币45万亿元⁷,占GDP的45%左右。

而在具体的三支柱之间,成立较晚、基数较低的第二与第三支柱有望实现远高于第一支柱的增速,而第二和第三支柱更为市场化的发展模式也将有助于它们以更高效的方式运作,这将为包

括专业养老金公司、传统金融服务类企业和地产、医疗、保健等各行业公司在内的参与方带来巨大的机会。

渗透率的提升将带动行业发展

影响养老金规模最大的一个因素是养老金计划的渗透率,即养老金计划覆盖的人数占总人口比例。目前中国养老金三个支柱各自的渗透率相差巨大。

7. 此处指三支柱的资产总额,不包括用于养老的金融性资产和投资于房产的资金。

第一支柱:基本养老保险覆盖了8.58亿人口,占符合参保条件人口的76%,是世界上覆盖人数最大的养老金计划。根据人社部的预测,到2020年,基本养老保险将覆盖接近10亿人。

第二支柱:由于只适用于企业员工,又是自愿参与,再加上已经很高的劳动力成本,使得企业年金经过十年发展也只覆盖了城镇就业人数的5.7%,远不能发挥作为第二支柱在整个养老体系中的作用。即使现在企业和个人都能享受税收优惠政策,激励效果也并不明显。

第三支柱:个人商业养老保险的渗透率则更低。根据保监会透露,中国人均商业养老保险保单不到0.5张,而发达国家平均水平在1.5张。和发达国家相比,同样作为养老体系支柱之一的商业养老保险在中国尚未赋予个人任何税收优惠政策,这也是导致该支柱在整个体系中长期缺位的重要原因之一。

三个支柱的渗透率相差之大,不但导致了其规模差异,也造成了整个养老体系严重依赖基本养老金的现状。对于从事养老业务的金融服务类企业来讲,如何快

速提高补充养老金的渗透率是当前业务的重中之重。要实现这一战略目标,一方面需要更具有导向性的政策激励,另一方面也需要养老金管理人提升产品和服务的吸引力,比如投资回报和产品设计等。最后,渠道的深化将使得更多的人群可以更方便地获得满足自身需要的养老金融服务和产品。



02

中国养老金行业的未来发展路径

图三：基本养老金投资管理逐步放开

1999

结余资金可投资国债或转存银行定期存款

2006

企业职工基本养老保险个人账户中央财政补助资金交由全国社保基金理事会委托投资运营

2014

广东省委委托全国社保基金理事会投资运营基本养老金结余人民币1,000亿元

2015

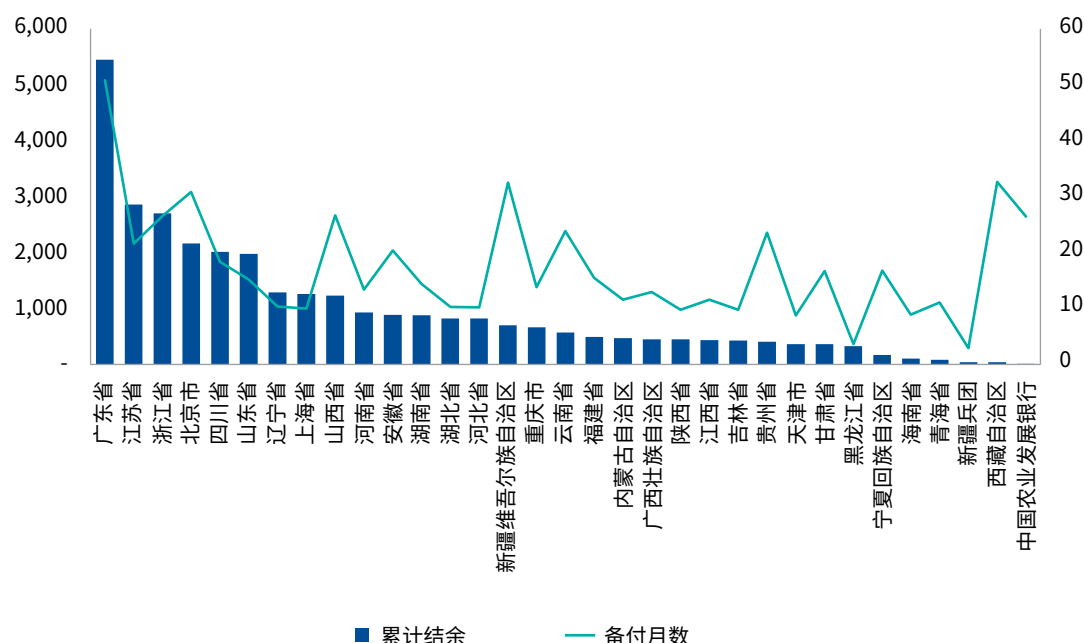
山东省委委托全国社保基金理事会投资运营基本养老金结余人民币500亿元

2015

国务院印发《基本养老保险基金投资管理办法》，允许基本养老金委托第三方投资管理，投资范围包括银行存款、债券、股票、基金和企业股权等

图四:地方养老金结余及备付月数

单位:人民币亿元



数据来源:人社部,毕马威分析

市场化的管理方式将加速行业发展

另一个影响中国养老体系发展的关键因素是养老金资产的投资运作方式和回报率。目前,三个支柱的管理方式各不相同。

第一支柱:基本养老金目前仍由各地方社保局管理,并且受规定限制,80%以上的基金结余是银行存款,债券投资占比不到1%。

即使广东和山东已经试点委托全国社保基金投资管理部分结余,但也只占总规模的7%。由于大部分资产没有得到充分的投资管理,2009年至2014年间基本养老金平均收益率仅为2.43%,甚至低于同时期平均2.53%的通货膨胀率。

相比之下,全国社保基金市场化程度则较高,50%左右的资产通过招标的方式被委托给境内

外专业投资管理人,加上其投资范围更多样化,使得该基金从成立到2015年底实现了接近9%的平均年化收益率,累计投资收益高达人民币7,000多亿元。投资收益对基金规模增长的平均贡献率达到40%左右。

长期制约支柱一资金提高投资回报率的最大因素就是监管框架不明晰。不过,这一局面可能将在《基本养老保险基金投资管理办

法》落实后被改变。但基本养老金的投资管理要实现真正的市场化运作, 还需要克服诸多障碍。比如养老金结余沉淀在各地地方社保局, 委托第三方投资管理需要将资金归集起来, 这需要大量的统筹工作和技术准备。又比如, 不同省份之间, 基础养老金的结余情况和备付月数差距甚大, 有些省市的基础养老金体系已经出现当期收支不平衡, 这也将增加资金归集和投资的难度。

第二支柱: 在三个支柱中, 支柱二的市场化管理程度最高——由符合资格的各类金融机构提供受托、账户管理、托管和投资管理服务。商业化运作的模式使得企业年金在过去9年面对不利的资本市场形势⁸, 实现了8%左右的年化收益率。新设立的职业年金计划也将实行市场化投资管理, 这将有效地帮助支柱二的资产实现保值和增值。

但是我们也应当看到, 支柱二的运作管理方式也不是没有改进余地的。一方面, 因为上文提到的原因, 中小企业设立新的企业年金计划的决心有限, 而大型企业客户的年金市场又趋于饱和, 现有的企业年金牌照持有人缺乏开展新业务需要的手段和资源。

另一方面, 企业年金牌照的稀缺也限制了这一市场的发展速度。如何通过顶层设计重新激发支柱二市场的增长, 使之贡献于中国整个养老体系的发展, 是摆在全行业面前的挑战。

第三支柱: 相比第一和第二支柱, 商业养老保险的市场化程度或许是最高的。无论是中资还是合资, 寿险公司和养老险公司都可以直接发行商业养老保险产品, 其产品设计、渠道部署等都已经实现了充分竞争。但是商业养老保险的资金和其他保险资金的管理方式一样, 长期以来一直由保险公司自身或者保险资产管理公司管理, 投资回报率偏低, 可供选择的投资策略也偏少。自2012年开始, 保监会允许第三方受托管理商业养老保险资产。此后资金回报率低的问题有所改善, 但是目前大多数资金仍然采用传统的方法管理。这一制度缺陷使其收益率低于全国社保基金或企业年金, 产品的吸引力因此也未能完全体现出来。

业务开发

除了整个养老金体系的运作模式和养老资金管理人的准入可以通过市场化的改革释放更多的红利

8. 企业年金从2006年下半年开展市场化投资运作, 2007年开始有完整的、跨年度的统计数据, 故历年情况从2007年起始



之外,养老金产品的设计也有广阔的发展空间。目前市场上的主流养老金产品大致可以分成两类:

第一类是个人直接购买的商业养老保险。从产品设计上看,市场上现有的500余种养老保险产品大同小异,保险公司尚未对该特殊产品在设计上投入足够的资源。商业养老保险市场的竞争,也沦为渠道的竞争。除了购买的便利性和经济性之外,个人消费者很难从购买商业养老保险中获得真正所需要的价值。

第二类是机构可以投资的养老金产品,比如企业年金产品、信托产品和基金专户产品等。与个人产品类似,目前这些产品在设计上也缺少能够匹配养老金特殊需求的风险收益特征。因此,有时会

出现资产负债错配的问题。另一方面,由于为养老金提供投资产品也设有门槛,导致了在产品供应上的竞争不足,从而使产品供应商在产品创新方面缺乏动力。

无论是商业保险公司、社保基金的外部资产管理人还是专业的养老金公司,都应该结合目前中国养老保障体系的特征,对养老产品的目标客户群和需求做更详细地分析,开发出能够发挥第三支柱保障作用的养老保险产品。

比如说,过去企业年金计划的主要参与者都是国有企业、盈利能力好的民营企业和大型跨国公司,产品的设计因此也倾向于规模大、员工年龄结构稳定的企业。而未来企业年金的增长在很大程度上将依靠中小企业的参与。这部分企业雇佣着全国90%以上

的就业人员,员工年龄结构、养老需求和整个企业的运作模式都和大型国企、外企有着很大差别。如何开发出能够为这些企业创造价值的养老金服务和产品是未来制胜的关键。

而针对个人客户的养老金服务和产品就起点更低了。每个人都有不同的养老需求和规划,而保险公司目前的销售模式和所使用的渠道决定了商业养老保险产品的设计还无法对客户进行细分。但是随着对渠道的争夺日益激烈,独立的养老金管理人和养老保险公司也越发难以拨出额外的资源来开发新的客户和渠道。不过,随着科技公司、房地产公司和区域性银行进入养老市场,这一问题或许可以获得一些创新的解决方式。

03

中国养老金体系改革的展望

在面对人口快速老龄化、养老金缺口的威胁和经济整体放缓的压力下，政府对养老金改革的决心前所未有。各项养老金相关政策的出台频率比以往任何时候都更密集，一些讨论已久的问题终于有了解决方案，比如养老金并轨、职业年金的设立、企业年金的个人税优政策以及基础养老金投资管理办法等，然而养老改革和养老金的发展还需要更多的政策支持。

市场化改革

放开养老金的管理模式限制固然迈出了强化中国养老保障的关键一步，但是整个体系的市场化程度对运作效率同样影响重大。

现在主要的养老金业务参与者是保险、银行和资产管理行业最大或者设立最早的机构。这一安排当初的用意是确保养老金体系的市场化改革能够有一个坚实的平

台基础，应该说这一政策也取得了当初所设想的效果。但是，随着越来越多优秀的金融公司的涌现，养老牌照日益显得稀缺。合格的管理机构数量太有限，这甚至已经导致整个养老金市场缺乏活力。不仅如此，一些新兴的管理人也可能为中国的养老金体系建设带来新的价值，比如医疗公司、地产公司、科技公司等。只有在更为充分的竞争下，才能激发出更强的创新活力。

提高养老金管理人的专业化程度

当然，扩大养老体系的参与度也需要权衡新进入者的资质与能力。在这方面，我们认为应该鼓励设立更多的专业养老金管理机构。除了养老保险公司和新成立的建信养老金管理公司之外，目前大多数养老管理人都是兼业管理机构。对于这些机构，由于养老金业务并非主营业务（有时甚至

图五:合格养老金管理人

保险公司 <ul style="list-style-type: none"> □ 中国人保资产 □ 华泰资产 □ 新华人寿保险 □ 泰康资产 	基金公司 <ul style="list-style-type: none"> □ 华夏基金 □ 南方基金 □ 博时基金 □ 嘉实基金 □ 国泰基金 □ 富国基金 □ 工银瑞信基金 □ 招商基金 □ 易方达基金 □ 海富通基金 □ 银华基金 □ 鹏华基金 □ 长盛基金 □ 大成基金 □ 广发基金 □ 汇添富基金 □ 银华基金 	信托公司 <ul style="list-style-type: none"> □ 中信信托 □ 华宝信托
银行 <ul style="list-style-type: none"> □ 上海浦东发展银行 □ 中信银行 □ 中国光大银行 □ 中国农业银行 □ 中国工商银行 □ 中国建设银行 □ 中国民生银行 □ 中国银行 □ 交通银行 □ 招商银行 		证券公司 <ul style="list-style-type: none"> □ 中信证券 □ 中金公司
		专业养老金管理公司 <ul style="list-style-type: none"> □ 中国人寿养老保险 □ 太平养老保险 □ 平安养老保险 □ 泰康养老保险 □ 长江养老保险 □ 建信养老金管理公司

数据来源:人社部、全国社保基金理事会

注:养老金管理人包括企业年金管理人和全国社保基金管理人

是亏损业务),往往难以获得公司内部最好的资源,这有可能影响养老金的管理效率。

而专业养老金管理机构则相反,其专注性不但可以使其有足够的资源来开展业务,更能够从深度和广度上开发和延伸养老金业务,将对养老金的投资管理、产品的多样化和风险控制等带来附加值。当然,设立独立的专业养老管理机构也将需要针对养老业务的监管体系变得更明确和高效。

税收激励政策

就目前养老体系发展情况来看,提高第二、三支柱渗透率最有效的办法可能就是优化税收政策。

从2014年起,参加企业年金计划的员工终于可以享受个人所得税递延优惠。然而从2014年和2015年企业年金的增长来看,税收政策起到的作用并不大,这在一定程度上和税收幅度有关,员工最高可缴纳比例(工资的1/12)和税收递延比例(计税基数的4%)并不相符,这意味着员工的部分缴费仍不能享受税收政策。

对于企业来说,税收政策同样非常有限。政府可以考虑给予中小企业更多的优惠政策。只有中小企业的大规模参与,才能够有效地提高企业年金的渗透率。

但政府是否会进一步提高税收幅度存在着诸多不确定性。首先,企业年金不具有普惠性,提供过多的优惠政策将有可能拉大社会贫富差距;其次,这也将直接影响政府当期税收。企业年金税收政策的改革需要多方监管层的协调。

商业养老保险具有普惠性,任何纳税人都可以购买商业养老保险,但商业养老保险的个人税收政策尚未落地。参考健康险的税收幅度,我们并不期望商业养老保险的税收幅度会特别具有吸引力,但该制度一旦落地,至少可以引起更多的舆论关注,从而唤起个人对商业养老保险的重视。



结语

在过去的十年时间里,中国养老金融行业取得了快速发展,而更为激动人心的是,相比已经取得的成就,这个行业蕴藏的机会更大。但是快速的变革在给各类金融企业带来巨大机遇的同时,也给它们提出了一系列的挑战。要在应对行业变革的同时充分抓住发展机遇,包括银行、保险和资产管理公司在内的各类养老金管理人需要对自身的价值定位、业务战略、运营模式做出全面的革新。谁会是中国养老金市场新的赢家?让我们拭目以待。

联系我们

李淑贤 Edwina Li

金融业主管合伙人

+86(21)2212 3806
edwina.li@kpmg.com

李乐文 Walkman Lee

保险业主管合伙人

+86(10)8508 7043
walkman.lee@kpmg.com

张豪 Tracy Zhang

北方区金融业务税务主管合伙人

+86(10)8508 7509
tracy.h.zhang@kpmg.com

李健伍 Anthony Lee

金融服务业务拓展总监

+852 2826 7191
anthony.lee@kpmg.com

王立鹏 Arthur Wang

银行业主管合伙人

+86(10)8508 7104
arthur.wang@kpmg.com

王国蓓 Abby Wang

证券基金业主管合伙人

+86(21)2212 2428
abby.wang@kpmg.com

叶成森 Cheng-sen Yeh

养老金行业审计合伙人

+86(21)2212 2608
chengsen.yeh@kpmg.com

张浩川 Howhow Zhang

金融战略咨询总监

+852 2140 2209
howhow.zhang@kpmg.com



中国内地

北京

中国北京东长安街1号
东方广场毕马威大楼8层
邮政编码：100738
电话：+86 (10) 8508 5000
传真：+86 (10) 8518 5111

重庆

中国重庆邹容路68号
大都会商厦15楼1507单元
邮政编码：400010
电话：+86 (23) 6383 6318
传真：+86 (23) 6383 6313

广州

中国广州市天河路208号
粤海天河城大厦38楼
邮政编码：510620
电话：+86 (20) 3813 8000
传真：+86 (20) 3813 7000

青岛

中国青岛东海西路15号
英德隆大厦4层
邮政编码：266071
电话：+86 (532) 8907 1688
传真：+86 (532) 8907 1689

深圳

中国深圳深南东路5001号
华润大厦9楼
邮政编码：518001
电话：+86 (755) 2547 1000
传真：+86 (755) 8266 8930

北京中关村

中国北京丹棱街3号
中国电子大厦B座6层603室
邮政编码：100080
电话：+86 (10) 5875 2555
传真：+86 (10) 5875 2558

佛山

中国佛山灯湖东路1号
友邦金融中心一座8层
邮政编码：528200
电话：+86 (757) 8163 0163
传真：+86 (757) 8163 0168

杭州

中国杭州杭大路9号
聚龙大厦西楼8楼
邮政编码：310007
电话：+86 (571) 2803 8000
传真：+86 (571) 2803 8111

上海

中国上海南京西路1266号
恒隆广场50楼
邮政编码：200040
电话：+86 (21) 2212 2888
传真：+86 (21) 6288 1889

天津

中国天津大沽北路2号
天津环球金融中心
津塔写字楼40层06单元
邮政编码：300020
电话：+86 (22) 2329 6238
传真：+86 (22) 2329 6233

成都

中国成都红星路3段1号
国际金融中心1号办公楼17楼
邮政编码：610021
电话：+86 (28) 8673 3888
传真：+86 (28) 8673 3838

福州

中国福州五四路137号
信和广场12楼1203A单元
邮政编码：350003
电话：+86 (591) 8833 1000
传真：+86 (591) 8833 1188

南京

中国南京珠江路1号
珠江1号大厦46楼
邮政编码：210008
电话：+86 (25) 8691 2888
传真：+86 (25) 8691 2828

沈阳

中国沈阳北站路61号
财富中心A座19层
邮政编码：110013
电话：+86 (24) 3128 3888
传真：+86 (24) 3128 3899

厦门

中国厦门鹭江道8号
国际银行大厦12楼
邮政编码：361001
电话：+86 (592) 2150 888
传真：+86 (592) 2150 999

香港特别行政区和澳门特别行政区

香港

香港中环遮打道10号
太子大厦8楼
香港铜锣湾轩尼诗道500号
希慎广场23楼
电话：+852 2522 6022
传真：+852 2845 2588

澳门

澳门苏亚利斯博士大马路
中国银行大厦24楼BC室
电话：+853 2878 1092
传真：+853 2878 1096

kpmg.com/cn

本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的数据，但本所不能保证这些数据在阁下收取本刊物时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据本刊物所载资料行事。

© 2016毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，是与瑞士实体— 毕马威国际合作组织(“毕马威国际”)相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。中国印刷。

毕马威的名称和标识均属于毕马威国际的商标或注册商标。

二零一六年六月印刷