

主题策略

划拨国资充实社保或能 2017 年落地

民生问题是历来“两会”的热点，社保制度也是历次政府工作报告中必提的关键词。对比去年和今年的政府工作报告，一些细节的变化透露出重大的信息。

过去两年社保制度有什么变化？

回顾过去两年中国社保制度发生的重大变化：1) 行政管理上，企业和机关事业单位养老金制度并轨；2) 投资运营上，全国社保基金投资范围扩大，基本养老金投资运营启航；3) 费率征收上，连续多次调降社保缴存费率，为企业降费减压；4) 国资划拨上，山东开启先河，将省属企业 30% 的国有资本划转省社保基金，之后辽宁也启动了国资划转社保的实践尝试。截至 2016 年底，全国社保基金、基本养老保险基金和企业年金总规模预计达到 7 万亿，占 GDP 的比例达到 9.5%。

划拨国资充实社保或能 2017 年落地

从今年政府工作报告传递的信号看，国资划拨社保的框架性文件可能已经制定完成，怎么拨，拨多少，如何管这些长期悬而未决的问题可能将在今年见分晓。对比去年和今年的政府工作报告，均提及了划拨国资充实社保，2016 年报告提出“制定划转部分国有资本充实社保基金办法”，而 2017 年报告提出“稳步推动养老保险制度改革，划转部分国有资本充实社保基金”。少了“制定……办法”四个字，或许透露出办法已有，只待实施。另外，国资委主任肖亚庆在新闻发布会上回应“划拨国有资本补充社保基金进程”这一问题时，提出下一步国资委“将按照中央文件的总体要求，如期、按时、足额划转所要求的比例和数额”。由此可见，划拨国有资本充实社保这一由来已久的提法或能在 2017 年落地。

相比其他社保制度改革，划拨国资充实社保的影响显然更大。我们在 2015 年 12 月 8 日发布的《国有资本划转社保一石三鸟》的报告中曾细数国资划拨的可行性、必要性以及重大意义。

- ▶ **首先，划拨国资充实社保有助于推动国有企业深层次的改革，调整股权结构，参与公司治理，激发国有企业的活力；**
- ▶ **其次，有助于调降社保费率，降低企业压力。**静态测算每划拨 6 个百分点的国资充实社保，仅考虑分红，可支持基本养老保险费率下调 1 个百分点。2015 年以来，我国社保缴费比例连续下调，涉及养老、失业、工伤、生育以及住房公积金，三年合计降低了约 4.5 个百分点，共降低企业成本约 1,300 亿。调整之后，我国企业缴存的“五险一金”费率中位数降至 40% 以下（之前超过 44%）。然而从国际对比来看，这样的费率依然偏高，降费减负还可以更多；
- ▶ **第三，有助于培养健康发展的资本市场。**社保基金成为资本市场最大、最专业、最稳定的长期投资者，有助于建立追求长期稳定回报的投资风格，提高市场制度制定和实施的效率。
- ▶ 另外，划拨国资充实社保，使得社保基金更加充足，不仅可以作为费率、支付、退休年龄、投资等其他社保制度改革的坚实后盾，也能为全民养老提供更有力的保障，有助于解决我国储蓄率过高、消费不足的问题。

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

分析员

王慧, CFA

SAC 执证编号: S0080514120001
hui.wang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 市场策略 | 社保制度研究之六：降费减负，还可以更多 (2016.04.05)
- 聚焦中国 | 国有资本划转社保一石三鸟 (2015.12.8)
- 市场策略 | 社保制度研究之五：养老之困 (2015.10.26)
- 市场策略 | 社保制度研究之四：中国养老金投资运营起航 (2015.7.29)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



目录

从政府工作报告读社保改革	3
过去两年社保制度有什么变化?	3
降费减负还可以更多	5
划拨国资充实社保或能 2017 年落地	6

图表

图表 1: 过去两年社保制度改革重大事件	3
图表 2: 截至 2016 年底, 全国社保基金、基本养老保险基金和企业年金总规模预计达到 7 万亿, 占 GDP 的比例达到 9.5%	4
图表 3: 基本养老保险基金规模	4
图表 4: 全国社保基金规模	4
图表 5: 全国社保基金收益率	4
图表 6: 企业年金规模	5
图表 7: 企业年金投资收益率	5
图表 8: 中国“五险一金”缴费比例历次调整汇总	6
图表 9: 世界主要国家第一支柱养老金缴费比例	6
图表 10: 截至 2015 年底, 非金融类国有企业总资产 141 万亿, 净资产 48 万亿	7



从政府工作报告读社保改革

过去两年社保制度有什么变化？

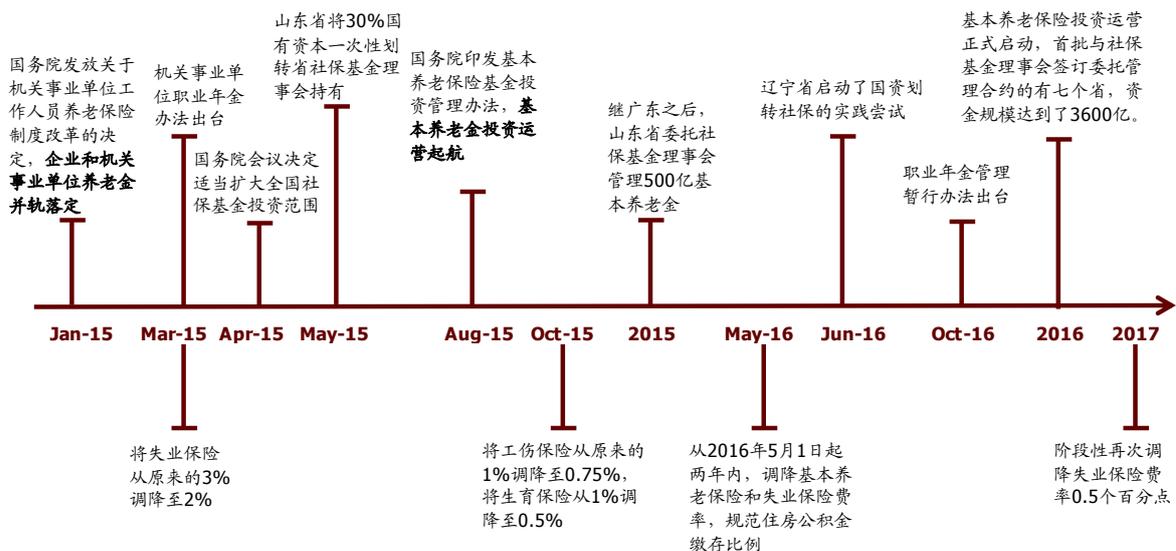
回顾过去两年社保制度改革进程，在多个方面有所突破，改革取得了长足的进展。在过去的这两年间（图表1）：

- ▶ 行政管理上，企业和机关事业单位养老金制度并轨，职业年金管理办法出台；
- ▶ 投资运营上，全国社保基金投资范围扩大，基本养老金投资运营起航，继广东、山东后第一批地方养老金开始委托全国社保基金理事会投资；
- ▶ 费率征收上，连续多次调降社保缴存费率，为企业降费减压；
- ▶ 国资划拨上，山东开启先河，将省属企业30%的国有资本划转省社保基金，之后辽宁也启动了国资划转社保的实践尝试。

在过去的两年间，我国社保养老基金的规模也在逐渐扩大，截至2015年底合计占GDP的9.3%，预计2016年这一比例将进一步升至9.5%（图表2）。分别从全国社保基金、基本养老保险基金和企业年金三部分来看：

- ▶ 全国社保基金：截至2015年底，全国社会保障基金权益1.44万亿元，预计2016年底达到1.6万亿，占GDP的比例达到2.1%。基金自成立以来年均权益投资收益率为8.82%，2015年权益投资收益率达到了15.19%。
- ▶ 基本养老保险基金：截至2015年底，基本养老保险基金累计结存3.99万亿元，预计2016年升至4.4万亿，占GDP的比例达到5.9%。过去只能赚取银行利息，投资回报率较低，2016年底市场化的投资运营正式启航，委托全国社保基金理事会投资运营。从广东、山东实际的委托投资运营的效果来看，年均投资收益率能够达到7%以上。
- ▶ 企业年金：截至2015年底，企业年金规模0.95万亿，预计2016年升至1.13万亿，占GDP的比例达到1.5%。2015年企业年金加权平均收益率达9.9%。

图表1：过去两年社保制度改革重大事件

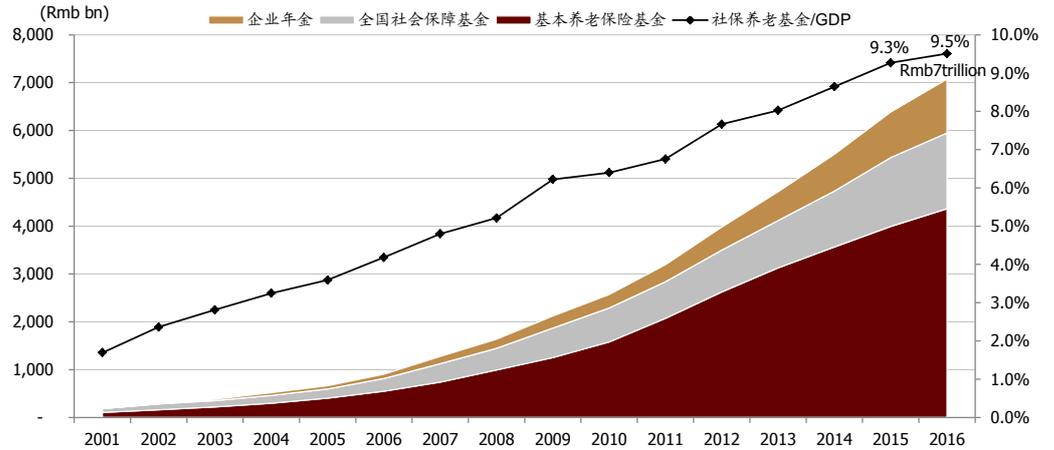


资料来源：人力资源和社会保障部，全国社保基金理事会，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

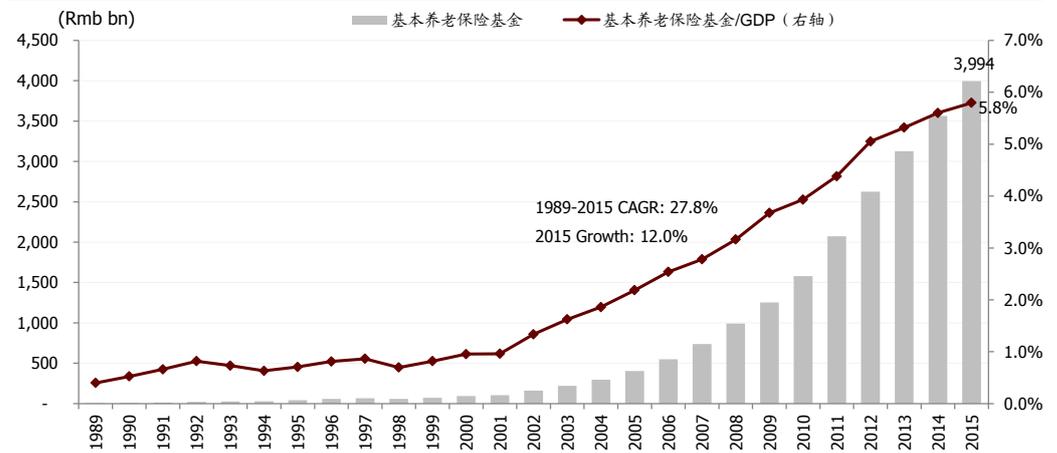


图表2：截至2016年底，全国社保基金、基本养老保险基金和企业年金总规模预计达到7万亿，占GDP的比例达到9.5%



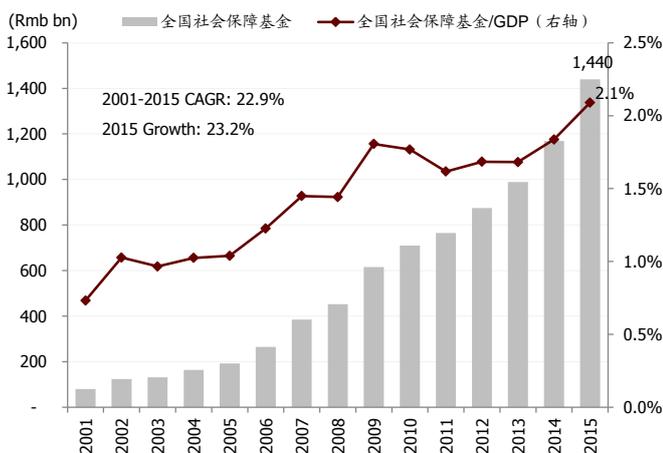
资料来源：中国统计局，万得资讯，中金公司研究部

图表3：基本养老保险基金规模



资料来源：中国统计局，万得资讯，中金公司研究部

图表4：全国社保基金规模



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表5：全国社保基金收益率

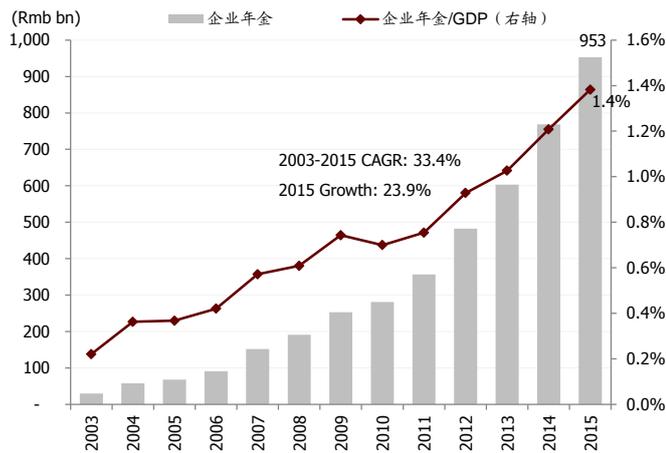


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 6：企业年金规模



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 7：企业年金投资收益率



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

降费减负还可以更多

我们曾在 2015 年 10 月 26 日发布的报告《社保制度研究之五：养老之困》中对比分析了中国的社保缴费比例，从国际比较看，中国的社保缴费比例排名居前。强制性的社保缴存要求某种程度上也可以看成是一种税负，企业的税负压力过大增加了企业的负担，不利于企业的经营和投资，降低缴费比例已是当务之急。从 2015 年以来，我国社保缴费比例连续下调，涉及养老、失业、工伤、生育以及住房公积金，三年合计降低了约 4.5 个百分点，2015 和 2016 年共降低企业成本大约 1300 亿¹（图表 8）：

- ▶ **2015 年我国社保费率下调了两次，共下调了 1.75 个百分点。**一次是 2015 年 3 月 1 日起，将失业保险从原来的 3% 调降至 2%（单位和个人缴费具体比例由各地确定），二是 2015 年 10 月 1 日起，将工伤保险从原来的 1% 调降至 0.75%，将生育保险从 1% 调降至 0.5%。
- ▶ **2016 年国务院决定再为企业降费减负，约相当于费率整体降低 2~2.5 个百分点。**会议提出从 2016 年 5 月 1 日起两年内，一是对企业职工基本养老保险单位缴费比例超过 20% 的省份，将缴费比例降至 20%。单位缴费比例为 20% 且 2015 年底基金累计结余可支付月数超过 9 个月的省份，可以阶段性降低至 19%。二是将失业保险总费率由现行的 2% 阶段性降至 1~1.5%，其中个人费率不超过 0.5%。三是规范住房公积金缴存比例，对高于 12% 的一律予以规范调整，同时由各省（区、市）结合实际，阶段性适当降低住房公积金缴存比例。
- ▶ **2017 年人力资源社会保障部与财政部联合发文，再调降社保费率 0.5 个百分点，预计能为企业降低成本大约 200 亿元。**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。

调整之后，我国企业缴存的“五险一金”费率中位数降至 40% 以下（之前超过 44%），降费减负还有期待。调整后的费率在国际比较上依然较高，最主要的原因还是养老和医疗这两块的缴费比例过高。以基本养老保险为例，阶段性调整后，企业缴费比例降至 19%，个人还是 8%，合计为 27%，而我们研究过的美国基本养老金的缴费比例为 12.4%，福利国家瑞典为 18.9%，老龄化很严重的日本为 15.4%，都低于中国。2017 年政府工作报告中提出要“继续适当降低‘五险一金’有关缴费比例”，预计这一费率向下调整的趋势还有望继续。

¹ 就业和社会保障新闻发布会，2017 年 3 月 1 日，<http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/35861/36325/index.htm>

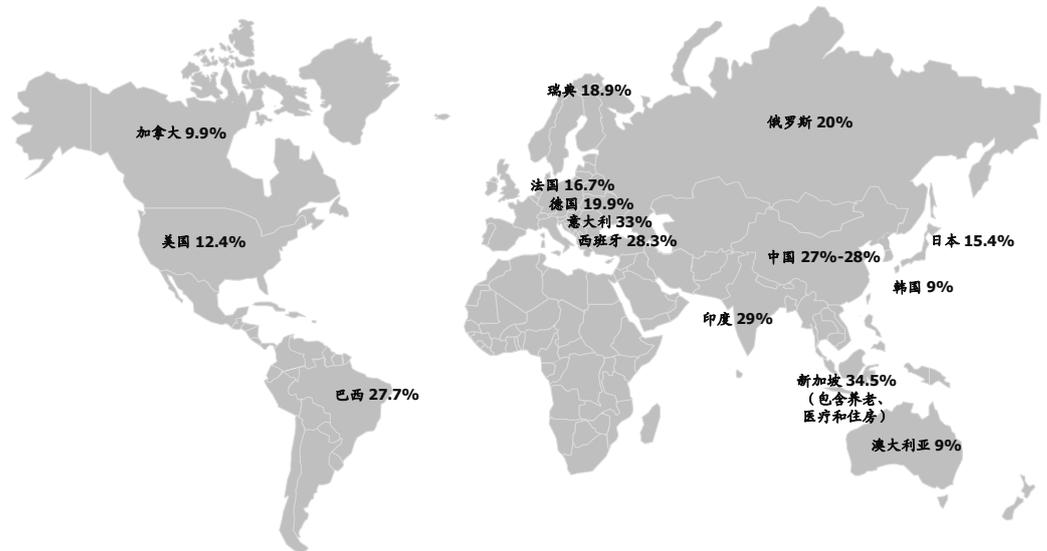


图表8：中国“五险一金”缴费比例历次调整汇总

项目	2015年调整前		2015年调整后		2016年调整后		2017年调整后	
	企业	个人	调整日期	企业	个人	调整日期	企业	个人
职工基本养老保险	20%	8%		20%	8%	2016年5月1日起2年内，原缴费比例超过20%的省份	20%	8%
						2016年5月1日起2年内，原缴费比例为20%且累计结余可支付月数超过9个月	19%	8%
职工基本医疗保险	6% - 10%	2%		6% - 10%	2%		6% - 10%	2%
失业保险	2%	1%	2015年3月1日起	1.5%	0.5%	2016年5月1日起2年内	0.5% - 1%	0.5%
工伤保险	1%		2015年10月1日起	0.75%			0.75%	
生育保险	< 1%		2015年10月1日起	0.5%			0.5%	
五险合计	30%-34%	11%		28.75%-32.25%	10.5%		26.75%-32.25%	10.5%
公积金	12%	12%		12%	12%		12%	12%
五险一金合计	42%-46%	23%		40.75%-44.25%	22.5%		38.75%-44.25%	22.5%

资料来源：人力资源和社会保障部，中金公司研究部

图表9：世界主要国家第一支柱养老金缴费比例



资料来源：World Bank, ILO, 中金公司研究部

划拨国资充实社保或能 2017 年落地

划拨国有资本充实社保基金这一提法由来已久，从今年“两会”传递的信息来看，或能**2017 年落地**。从今年政府工作报告传递的信号看，国资划拨社保的框架性文件可能已经制定完成，怎么拨，拨多少，如何管这些长期悬而未决的问题可能将在今年见分晓。

- ▶ 对比去年和今年的政府工作报告，均提及了国资划拨社保，然而两年的提法却不一样：2016 年政府工作报告提出“提高低保、优抚、企业退休人员基本养老金等标准，推行机关事业单位养老保险制度改革并完善工资制度。制定划转部分国有资本充实社保基金办法”；而 2017 年的政府工作报告提出“稳步推动养老保险制度改革，划转部分国有资本充实社保基金”。少了“制定……办法”四个字，或许透露出办法已有，只待实施。
- ▶ 另外，从国资委主任肖亚庆对“划拨国有资本补充社保基金进程”这一问题的回应²来看，一是肯定了国有企业、中央企业在社保基金长期稳定的发展中的责任和义务，

² http://news.ifeng.com/a/20170309/50765336_0.shtml

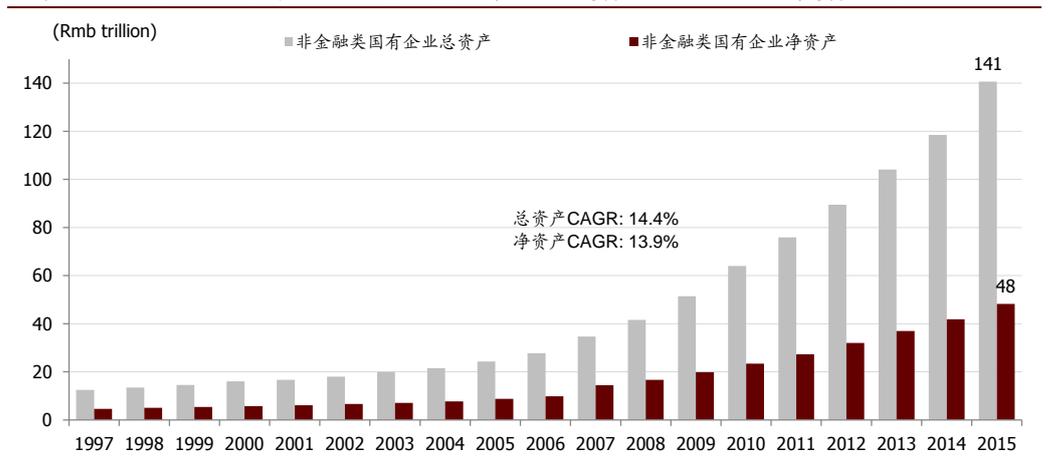


二是明确了“根据国务院的部署，有关部门一直在推动划转工作”。并提出下一步国资委“将按照中央文件的总体要求，如期、按时、足额划转所要求的比例和数额。”如此可见，划拨国资充实社保的框架性文件可能已经制定完成。

相比其他社保制度改革，划拨国资充实社保的影响显然更大。我们在2015年12月8日发布的《国有资本划拨社保一石三鸟》的报告中曾细数国资划拨的可行性、必要性以及重大意义。

- ▶ **首先，划拨国资充实社保有助于推动国有企业深层次的改革，调整股权结构，参与公司治理，激发国有企业的活力；**
- ▶ **其次，有助于调降社保费率，降低企业压力。**静态测算每划拨6个百分点的国资充实社保，仅考虑分红，可支持基本养老保险费率下调1个百分点³。如前文所述，2015年以来，我国社保缴费比例连续下调，三年合计降低了约4.5个百分点，调整之后，我国企业缴存的“五险一金”的费率中位数降至40%以下（之前超过44%）。然而从国际对比来看，这样的费率依然偏高，降费减负还可以更多；
- ▶ **第三，有助于培养健康发展的资本市场。**社保基金成为资本市场最大、最专业、最稳定的长期投资者，有助于建立追求长期稳定回报的投资风格，提高市场制度制定和实施的效率。
- ▶ 另外，划拨国资充实社保，使得社保基金更加充足，不仅可以作为费率、支付、退休年龄、投资等其他社保制度改革的坚实后盾，也能为全民养老提供更有力的保障，有助于解决我国储蓄率过高、消费不足的问题。

图表 10：截至 2015 年底，非金融类国有企业总资产 141 万亿，净资产 48 万亿



资料来源：中国统计局，万得资讯，中金公司研究部

³ 假设 3% 的分红收益率。详情请参见《社保制度研究之五：养老之困》，2015 年 10 月 26 日。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

