

证券研究报告 / 宏观专题报告

中国人口黄昏与养老黎明

报告摘要:

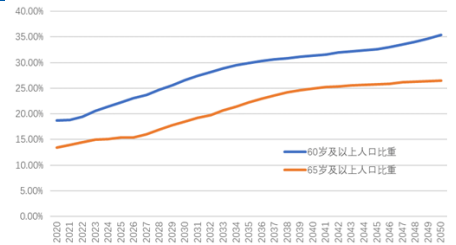
人口老龄化是当前我国面临的重大压力，随之而来的就是数量庞大的老年人口的养老问题。本文将阐述我国老龄化问题的现状和前景，我国的养老模式、养老金体系，并结合日本、美国的经验对未来养老产业的前景做出展望。

持续走低的出生率和稳步提升的人口寿命，二者共同作用，导致我国人口结构越老越趋向于老龄化。人口走势的预测模型显示，未来人口老龄化程度将越来越明显。60岁与65岁的人口所占比重将持续上升。至2030年，65岁以上人口将达到2.65亿人，占比将达到18.51%；2050年65岁以上人口将达到3.48亿人，占比将达到26.49%。中国社会未来将面临巨大的养老压力。养老产业的完善和革新迫在眉睫。

目前世界上主要的养老模式分为三种，即居家养老、社区养老、和机构养老。在我国，这三种养老模式分布占比约为96%、1%和3%。居家养老为我国主流养老方式，约96%的老年人选择居家养老。但由于独生子女政策的施行和人口老龄化的影响，完全依靠家庭养老的模式难以适应未来的趋势。目前选择进入养老机构的，多为是高龄、空巢独居的老人，平均年龄在80岁以上。而养老机构两极分化现象较为严重，亟待变革。社区养老按照多地发布的“9073”养老规划，市场空间广阔。对于养老金的来源，中国养老金体系按资金来源分成三大保险支柱，分别为基本养老保险、年金制度和商业养老保险，基本养老保险为最主要、覆盖人数最广的保险方式，但存在缺口并逐渐扩大；企业帮助养老和个人负担养老还有待发展。

日本养老模式是以培养养老医护人员为核心、重视老人福利的“保健——医疗——福利”为一体的综合体系。应对老龄化的方式为强制入保险、提升退休年龄、提高公共养老金统筹水平、推进养老保障制度的一体化改革等政策；美国以第二、第三支柱的养老金核心，发展多元养老模式。

近年来中国的政策对于养老问题的关注点，逐渐从完善养老服务，转向支持养老产业及相关市场的发展。我们认为对于养老产业未来会以家政服务养老看护行业、完善养老机构、扶持养老服务人才培训机构等为重点。养老金方面，为了缩小缺口，未来可能会提高退休年龄、政策支持二三支柱、推动养老金入市以获得更多资金来源。总体而言，养老产业前景光明，但初期财政支持也很必要。



相关报告

《2019年中央经济工作会议点评》
(20181222)

《近期中央及地方民企融资支持政策综述》
(20181227)

《2019年国内宏观经济研判及资产配置建议》
(20181129)

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 中国人口老龄化趋势明显，养老压力将直线上升	5
1.1. 低出生率高寿命，中国老龄化速度高于平均水平	5
1.2. 未来人口倒 U 型走势，人口老龄化程度继续加深	7
1.2.1. 人口预测的方法	8
1.2.2. 相关参数设定	8
1.2.3. 预测结果	12
2. 养老模式发展不平衡	14
2.1. 居家养老	14
2.1.1. 经济保障	14
2.1.2. 生活照料负担	18
2.2. 机构养老	20
2.3. 社区养老	23
3. 养老金沟壑难填	24
3.1. 社会养老：基本养老保险	25
3.1.1. 管理混乱导致个人账户空账问题	26
3.1.2. 养老金收不抵支状况加剧	27
3.2. 企业帮助养老	28
3.2.1. 企业年金	28
3.2.2. 职业年金	29
3.3. 个人负担养老	29
3.3.1. 商业养老保险	30
3.3.2. 个人储蓄	30
3.3.3. 子女赡养	30
4. 他山之石：日美养老产业的经验	31
4.1. 日本：养老金统筹与养老保障制度的结合	31
4.1.1. 日本养老模式的借鉴意义	31
4.1.2. 日本的养老金管理及医护制度	32
4.1.3. 促进老人再就业政策	36
4.2. 美国：以二三支柱为核心的多元养老模式	37
4.2.1. 美国养老保险制度的三支柱模式	37
4.2.2. 美国养老模式	41
5. 中国养老产业的前景展望	42
5.1. 养老产业有待继续市场化，人才培养市场广阔	42
5.2. 养老金管理及缺口的弥补	45

图 1: 中国 60 岁及以上人口比重超过 10% 的标准	5
图 2: 中国 65 岁及以上人口比重超过 7% 的标准	5
图 3: 收入越高的国家老龄化程度越深	6
图 4: 中国老龄化速度高于其收入水平	6
图 5: 人口出生率和自然增长率持续下滑	7
图 6: 中国平均预期寿命逐年提升	7
图 7: 中国平均预期寿命高于所在收入层水平	7
图 8: 中国总和生育率下行后趋于稳定	9
图 9: 日本生育率和女性就业占比高度负相关	9
图 10: 美国生育率和女性就业占比高度负相关	9
图 11: 子女教育支出很高	10
图 12: 亚洲国家生育率更低	11
图 13: 新生儿男女比例缩小	11
图 14: 人口在 2027 年达到峰值, 随后下降	12
图 15: 2020 年人口结构预测	13
图 16: 2030 年人口结构预测	13
图 17: 2040 年人口结构预测	13
图 18: 2050 年人口结构预测	13
图 19: 老龄人口比重将持续攀升	13
图 20: 居家养老占绝大多数	14
图 21: 老年人主要生活来源占比	15
图 22: 历年老年人主要生活来源占比	15
图 23: 女性老年人更依赖家庭供养	16
图 24: 农村老年人更依赖家庭供养	17
图 25: 老人年龄越高, 对家庭的负担越重	17
图 26: 老年人抚养比直线攀升	18
图 27: 养老看护营收逐年上升	19
图 28: 中国养老机构分类	21
图 29: 老年人平均床位数量较低	22
图 30: 养老机构职工仍不足	22
图 31: 养老金参保人数对比	25
图 32: 第一支柱占绝对多数	26
图 33: 基本养老保险结余余额增速呈下行趋势	26
图 34: 征缴收入的增幅下降	27
图 35: 基本养老保险支出增速超过征缴收入增速	28
图 36: 企业年金参保人数增长缓慢	29
图 37: 企业年金基金累计结存增幅呈下降趋势	29
图 38: 日本为世界上人口老龄化程度最高的国家	31
图 39: 日本社会保障支出结构	34
图 40: 美国老龄化程度较深	37
图 41: 401K 计划规模不断扩大	39
图 42: 个人储蓄养老金计划规模不断扩大	40

表 1: 各年龄育龄妇女的规格化生育率.....	11
表 2: 老年人主要养老资金来源.....	15
表 3: 居家养老服务营业范围和评估系统的差异.....	20
表 4: 养老设施的资金来源及机构获得的政府补贴情况.....	21
表 5: 机构养老: 与英美的比较.....	23
表 6: 养老金三大支柱占比及替代率.....	25
表 7: 养老方面的相关政策.....	42

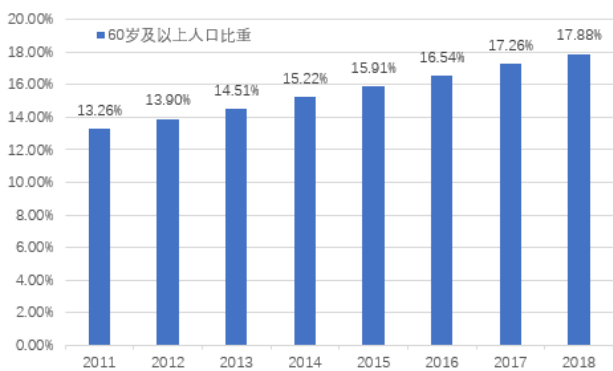
1. 中国人口老龄化趋势明显，养老压力将直线上升

人口老龄化是当前我国面临的重大压力，随之而来的就是数量庞大的老年人口的养老问题。养老模式的改善和养老金的储备，都是政策制定者需要关注的重点。本文将阐述我国老龄化问题的现状和前景，我国的养老模式、养老金体系，并结合日本、美国的经验对未来养老产业的前景做出展望。

1.1. 低出生率高寿命，中国老龄化速度高于平均水平

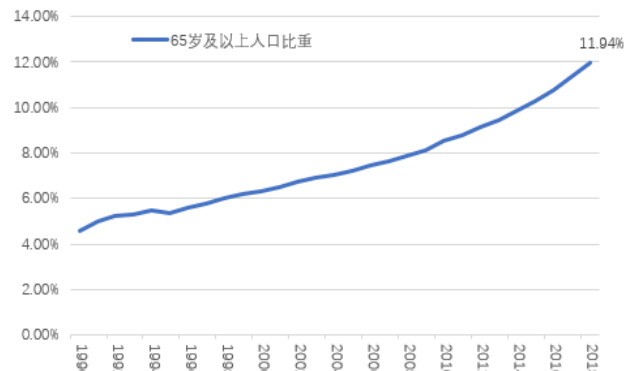
中国养老问题日趋严重的根源在于人口老龄化倾向。2018年，中国60岁以上人口所占比重已经达到17.88%，65岁以上人口比重达到11.94%。根据1956年联合国《人口老龄化及其社会经济后果》确定的划分标准，当一个国家或地区65岁及以上老年人口数量占总人口比例超过7%时，则意味着这个国家或地区进入老龄化。1982年维也纳老龄问题世界大会，确定60岁及以上老年人口占总人口比例超过10%，意味着这个国家或地区进入严重老龄化。中国65岁以上人口占比在2004年就达到了7%，并且逐年上升；抽样调查结果显示60岁及以上人口则更早就达到了10%以上。两个标准来看，中国都已经进入较为严重的老龄化社会。

图 1: 中国 60 岁及以上人口比重超过 10% 的标准



数据来源：东北证券，Wind

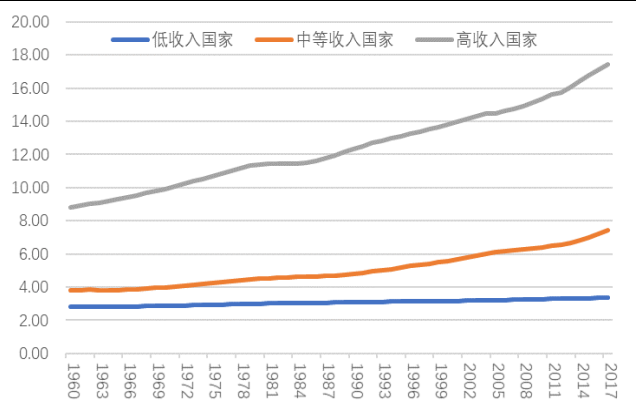
图 2: 中国 65 岁及以上人口比重超过 7% 的标准



数据来源：东北证券，Wind

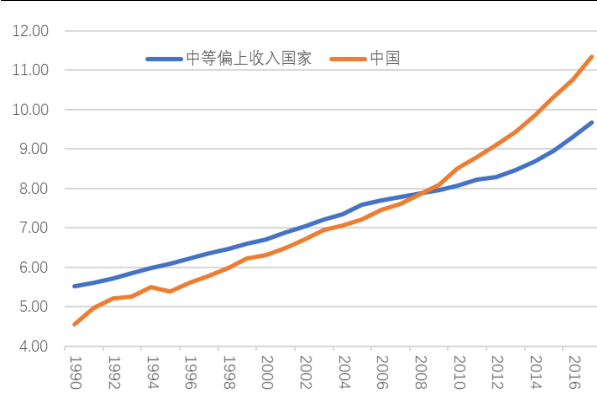
国际横向比较来看，全球人口整体上都呈现出老龄化趋势，表现为65岁以上人口占总人口比重逐渐攀升，且具有“发达程度越高、人口老龄化越严重”的特征。根据世界银行统计数据，2017年，高收入国家65岁以上人口所占比重已经达到17.43%，中等收入国家为7.43%，低收入国家为3.37%。按照世界银行的标准，中国目前属于中等偏上收入国家，与中等收入偏上国家的平均水平相比，也可以看出中国老龄化速度明显更快，目前老龄化程度也更深。

图 3: 收入越高的国家老龄化程度越深



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 中国老龄化速度高于其收入水平



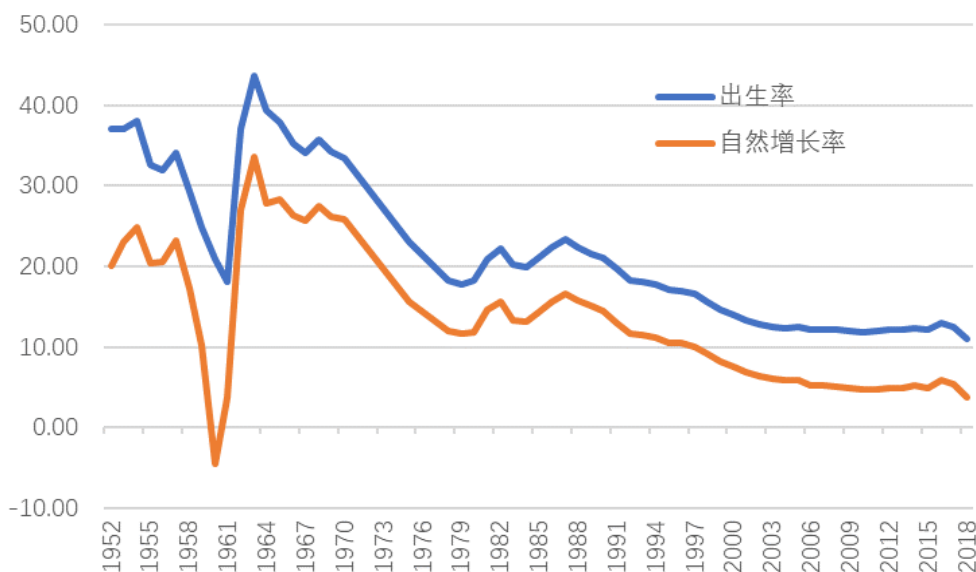
数据来源: 东北证券, Wind

从人口变化来看, 中国人口出生率和自然增长率一直处于下滑趋势。中国人口在建国之后经历了初期的高速增长。在 1960 年左右的“三年困难时期”中, 人口增长率有了大幅度的下降甚至负增长。随后的经济条件改善使人口增长率在 1963 年左右达到了巅峰。1982 年, 计划生育被定位基本国策并写入宪法, 人口增速得到了抑制。在 1988 年左右, 60 年代高增长时代出生的人群进入生育期, 推动人口增长率达到一个小的巅峰。之后人口一直处于较低增长水平。

多年的计划生育政策, 使我国人口年龄结构逐渐产生老龄化的趋势, 出现了劳动力不足、年轻人负担过重等问题。2016 年 1 月 1 日, 中国开始实行全面两孩政策。根据一致预测, 对于广大生育意愿受到压抑的民众, 两孩政策的放开将会使他们的生育需求在 2017 年及 2018 年得到集中释放。

人口调查的数据显示, 出生率在 2016 年有了一定幅度的上升, 从 12.07% 升至 12.95%, 二胎政策产生了一定效果。但是在 2017 年, 人口出生率并未如预期一样继续上升, 而是回落到了 12.43%。这反映出中国居民生育意愿降低, 放开二胎并没有起到显著效果。而在 2018 年人口出生率已经降至 10.94%, 为历史最低点。人口自然增长率降至 3.81%, 是除去“三年困难时期”外的最低点。在二胎政策最有可能起到效果的两年来, 出生率不增反降, 那么未来人口增速则更难提振。同发达国家的历程一样, 中国人口出生率进入了低增长时代。

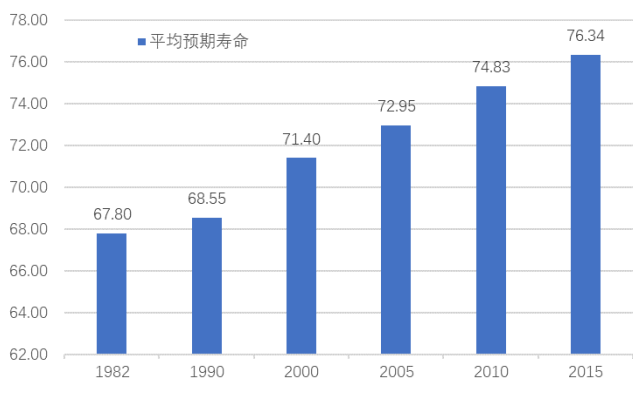
图 5: 人口出生率和自然增长率持续下滑



数据来源: 东北证券, Wind

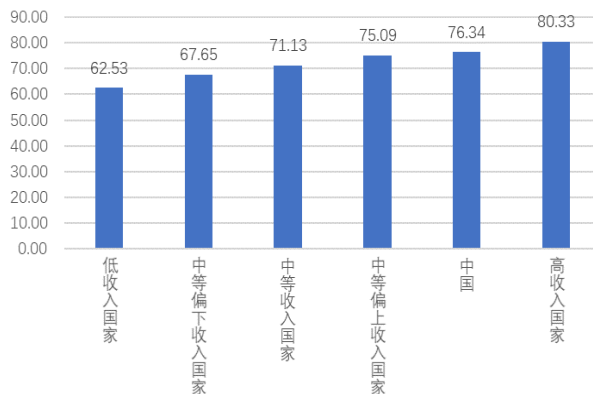
与此同时, 中国人口平均寿命也在逐年提升。根据国家统计局数据, 中国人口平均预期寿命逐年提高, 2015 年达到 76.34, 高于中等偏上收入国家的平均水平, 这也使得中国老年人口的比重相对更高。

图 6: 中国平均预期寿命逐年提升



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 中国平均预期寿命高于所在收入层水平



数据来源: 东北证券, Wind

持续走低的出生率和稳步提升的人口寿命, 二者共同作用, 导致我国人口结构越来越趋向于老龄化。抽样调查结果显示, 在 15 岁及以上人口的结构分布中, 呈现“中间大, 两头小”的形状, 而不是最优的“金字塔形”。中国 2016 年人口结构分布, 和日本 1980 年的人口结构极其类似。而日本在 90 年代出现了经济衰退、深度老龄化等社会问题, 其重要原因就是人口结构问题。因此, 我国也应及早制定相关政策、发展养老产业, 应对人口老龄化问题, 以免重蹈其覆辙。

1.2. 未来人口倒 U 型走势, 人口老龄化程度继续加深

展望中国未来养老产业的前景, 首先要预测出人口结构的未来变化趋势。下面我们

将对中国未来人口走势做出预测。

1.2.1. 人口预测的方法

我们采用国际上主流的“分要素预测法”建立人口预测模型。其基本方法为：

1. 每年的新生儿数量，为前一年各年龄的育龄妇女（15~49岁）数量乘以相应的生育率。即：

$$t_0 \text{年} 0 \text{岁婴儿数量} = \sum_{i=15}^{49} t_{-1} \text{年年龄为} i \text{的妇女数量} \times \text{总和生育率} \times \text{规格化生育率}$$

2. 新生婴儿中男婴和女婴的数量，则利用新生儿数量和假设的性别比计算得到。
3. X 岁及以上的每个年龄人口，为前一年 $X-1$ 岁人口数目乘以其存活率。即：

$$t_0 \text{年} X_0 \text{岁人口数量} = t_{-1} \text{年} X_{-1} \text{岁人口数量} \times (1 - X_{-1} \text{岁人口死亡率})$$

通过此方法，我们就能预测出未来每一年处于每个年龄的男女人口数量。

1.2.2. 相关参数设定

根据上述方法，我们需要设定的参数为：1. 各年龄的人口基数。2. 每个年龄的育龄妇女的生育率及婴儿性别比。3. 各年龄人口的死亡率。

下面我们分别处理每一参数。

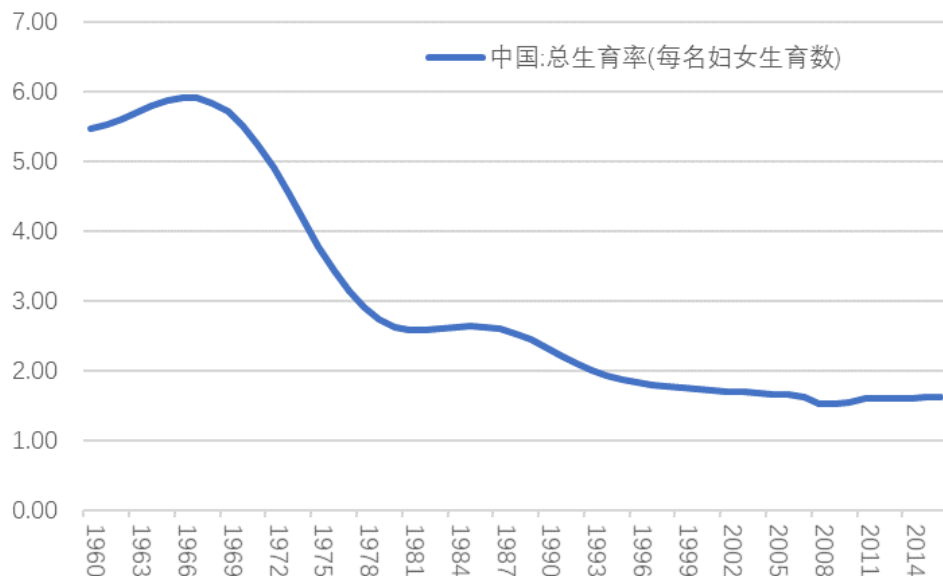
1.2.2.1. 人口基数

对于各年龄组的人口数目，我们采用**2010年人口普查的数据**。目前人口普查每10年一次，其余年份均为抽样调查。上一次人口普查为2010年，虽然之后每年都有分年龄组抽查的数据，但由于抽查样本较小，误差较大，我们认为可以作为测试组验证预测的准确性，但不能作为预测的基础。同时，2010年人口普查数据包含每个年龄的人口数量，而之后年份的抽查结果只有以每5岁为一个年龄段的分段人口数据，无法用其做出处于每个年龄的人口预测。因此，我们选择2010年的人口普查数据来作为预测基数，而不是最新的人口抽查数据。

1.2.2.2. 育龄妇女总和生育率及婴儿性别比

育龄妇女是处于生育年龄的妇女。人口统计中一般以15—49岁为妇女生育年龄。超出此年龄段的女性生育孩子的数量极少，可以忽略不计。故在预测某一年新生儿数目时，只需考虑当年育龄女性所生育的孩子数量。**总和生育率（TFR）也称总生育率**，是指某国家或地区的妇女在育龄期间，每个妇女平均的生育子女数。根据世界银行的数据，可以看到中国育龄妇女的总生育率在上世纪60年代末之后有明显下降，2000年之后逐渐稳定，2016年处在1.62的水平。2017年和2018年中国人口出生率都很低，可以推测女性生育率也处在更低的水平。

图 8: 中国总和生育率下行后趋于稳定



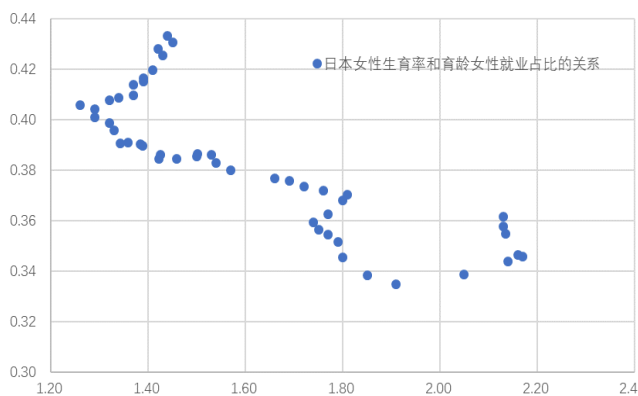
数据来源: 东北证券, 世界银行

国际上通常认为 2.1 的总和生育率是保证人口增长的底线, 显然中国目前的总和生育率偏低。我们认为, 中国育龄女性总生育率不断降低, 主要有以下两个原因:

第一, 女性社会地位在不断提高, 女性就业人数占总就业人数的比例也在逐渐上升。这使得女性更倾向于少生育, 因为生育会让女性付出更多的机会成本。随着女性社会地位的提高, 女性就业人数占就业总人数的比例越来越高。而女性就业率越高, 生育意愿就越低。所以可以推测, 就业女性所占比例与育龄女性生育率呈反向关系。

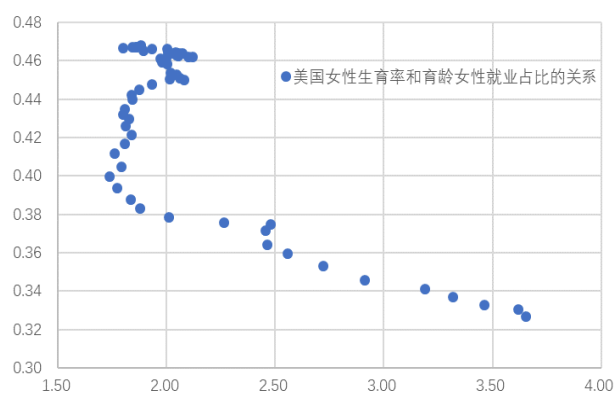
由于中国女性生育率受到计划生育政策的干扰较大, 且可获得的数据量较少, 难以用中国的数据验证这一结论, 但观察日本和美国的女性生育率与育龄女性就业占比, 可以明显看出反向关系。回归分析显示, 用日本女性总和生育率对育龄女性就业占比做回归, 其拟合优度达到 71%, 为很强的相关性。同样对美国的数据做回归, 得到拟合优度为 55.2%, 亦为很强的相关关系。

图 9: 日本生育率和女性就业占比高度负相关



数据来源: 世界银行, 东北证券测算

图 10: 美国生育率和女性就业占比高度负相关



数据来源: 世界银行, 东北证券测算

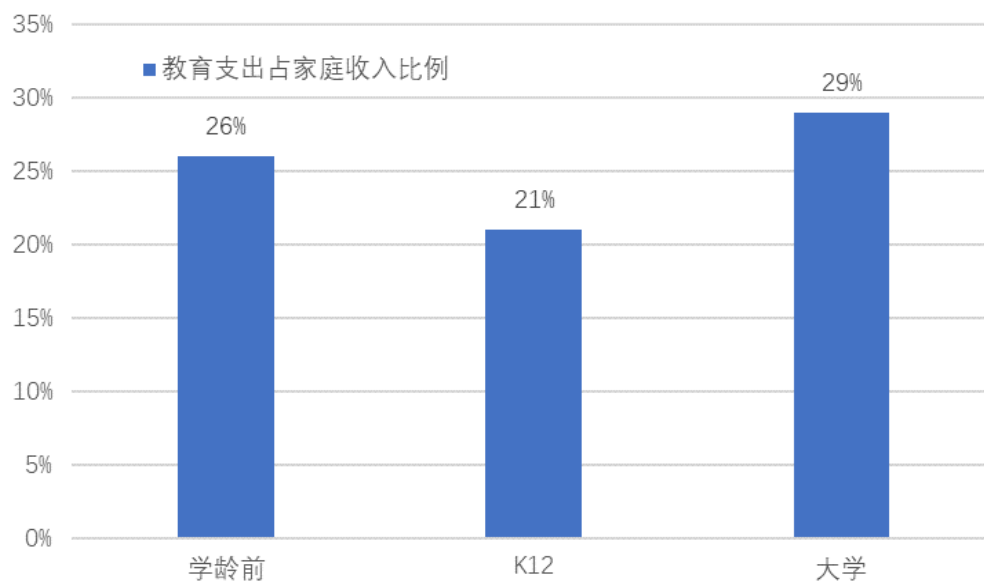
对于女性就业人数占总就业人数的比例的变化情况，从多个发达国家的经验来看，就业女性人数占比一直呈上升趋势，到达 45% 左右时逐渐趋于稳定。目前中国城镇就业女性人数占比约为 36%，还有较大提升空间。近些年来，中国女性受教育程度大幅上升，女性就业意愿逐渐增强，未来女性就业人数占比预计仍会不断上升，这会对女性生育率产生明显拖累。

第二，人们越来越重视教育、培养，为单个孩子花费的成本更高。这也使得人们更倾向于少生育，因为多生孩子会极大地增大抚养成本、加重家庭负担。

新浪数据中心在《2017 年中国家庭教育消费白皮书》的调查报告显示，目前对于子女的教育支出通常占家庭年收入的 20% 以上。养育孩子的成本比过去有了大幅度的上升。这很大程度上影响了居民的生育意愿。尤其是对于当前一线城市的年轻人来说，房贷的压力和生活成本的提升已经极大地压制了其消费能力，所以即使在 2016 年一月放开全面两孩之后，生育二孩的人数并没有明显增加，2017 年人口出生率不增反降，2018 年下降更为明显。

以此推测，即使国家放开生育政策，女性生育率也难有显著的提高，甚至会因为家庭观念、生活方式的改变而缓慢下降。

图 11: 子女教育支出很高



数据来源：东北证券，新浪数据中心

与其它国家相较，可以看出，英美生育率稍高，而日、韩等亚洲国家相对较低。考虑到日韩与中国的文化背景和发展路径更相近，更有参考价值，故可以推测，虽然二胎政策已经放开，但中国总和生育率难有提升，大概率会继续下降。在没有鼓励生育的政策刺激的情况下，中性预计短期内（2050 年之前）中国育龄妇女的总生育率会维持在 1.6 的水平。

我们使用 2010 年人口普查的数据，计算出处于各年龄的育龄妇女的规格化生育率。

规格化生育率是处于各年龄的育龄妇女的生育率的比例分布。比如妇女的总和生育率为 1.6，意味着平均每名妇女会生育 1.6 个孩子；假如处于某个年龄的规格化生育率为 0.1，则意味着这个年龄的妇女平均会生育 0.16 个孩子（ 1.6×0.1 ）。

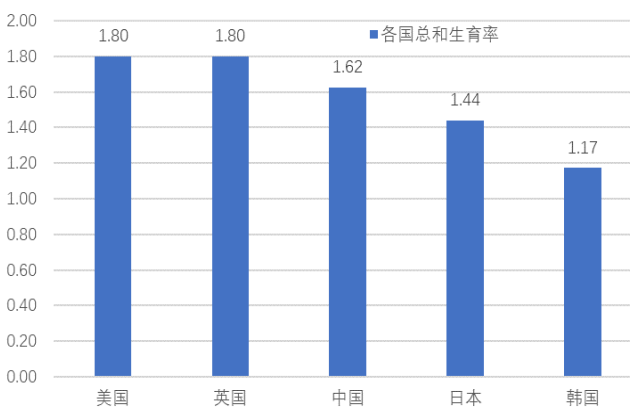
表 1: 各年龄育龄妇女的规格化生育率

年龄	规格化生育率	年龄	规格化生育率	年龄	规格化生育率	年龄	规格化生育率	年龄	规格化生育率
15	0.002028	22	0.063584	29	0.060378	36	0.020487	43	0.006253
16	0.003317	23	0.066059	30	0.053479	37	0.017126	44	0.005689
17	0.005426	24	0.068630	31	0.047369	38	0.014268	45	0.005175
18	0.008877	25	0.0713	32	0.041957	39	0.011887	46	0.004708
19	0.014523	26	0.074075	33	0.035073	40	0.009903	47	0.004283
20	0.023758	27	0.076958	34	0.029319	41	0.008251	48	0.003897
21	0.038867	28	0.068165	35	0.024509	42	0.006874	49	0.003545

数据来源：东北证券，2010 年人口普查估算

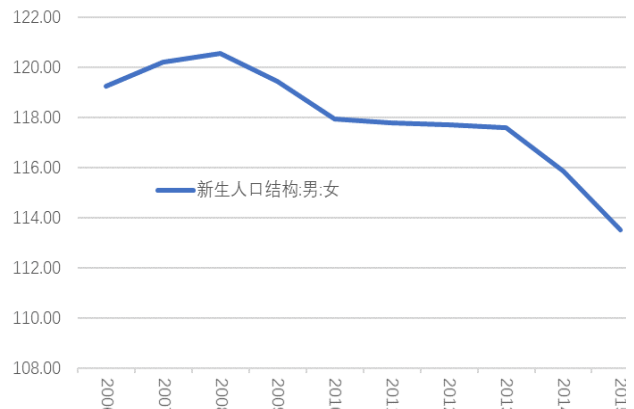
婴儿性别比用于测算新生儿中男婴和女婴的比例。近年来随着二胎政策的放开，新生儿中男女性别比逐渐降低，2015 年已经降至 113.51:100。国际上男女新生儿的正常比例为 104:100~107:100。我们假设中国新生儿的性别比也会逐渐向 105:100 左右靠拢。

图 12: 亚洲国家生育率更低



数据来源：东北证券，Wind

图 13: 新生儿男女比例缩小



数据来源：东北证券，Wind

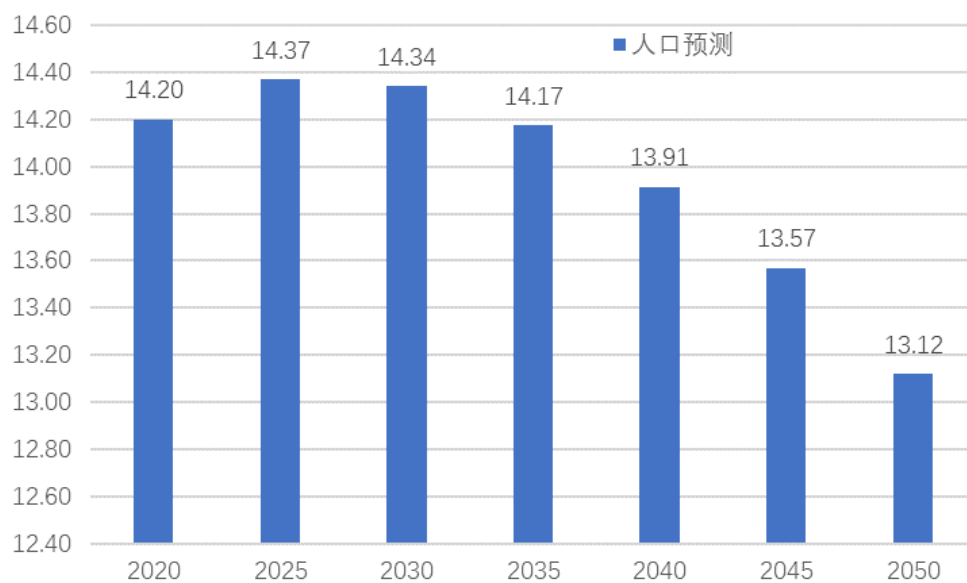
1.2.2.3. 各年龄人口死亡率

在人口学上，通常先预测出人口平均预期寿命在未来的变化，然后根据模型生命表估算在每个平均预期寿命下，各年龄人口的死亡率，进而得到每个年龄的人口在当年的存活率。但由于模型生命表的可得性限制，我们采用《中国人身保险业经验生命表（2010-2013）》中的各年龄人口死亡率来做预测。这个数据虽然是静态的，但和中国目前的实际情况契合较好，而且目前中国人口平均预期寿命已经达到 76.34 岁，在我们预测的期限内（2050 年之前）向上提升的空间不大，所以使用此静态生命表产生的误差很小。

1.2.3. 预测结果

通过以上各参数的假定，我们做出了 2050 年之前的人口结构模型。模型显示，中国人口将在 2027 年达到峰值 14.38 亿，随后逐渐减少，2030 年降至 14.34 亿，2050 年降至 13.12 亿。根据国务院 2017 年 01 月 25 日发布的《国务院关于印发国家人口发展规划（2016—2030 年）的通知》，中国人口将在 2030 年达到峰值 14.5 亿，与我们的测算结果有一定偏差。我们认为该规划此前的测算略微高估了二胎政策的影响。事实证明，2017 年和 2018 年人口出生率不增反降，女性生育率并未如市场及政策制定者预期一样反弹，所以我们所测算的，人口峰值到达时间早于官方预计时间、且峰值相对较低的结果是合理的。

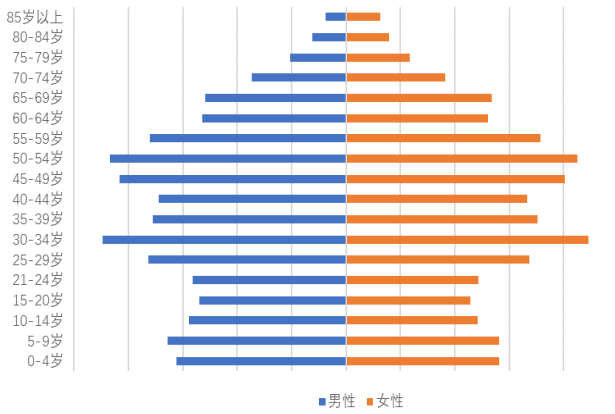
图 14: 人口在 2027 年达到峰值，随后下降



数据来源：东北证券测算

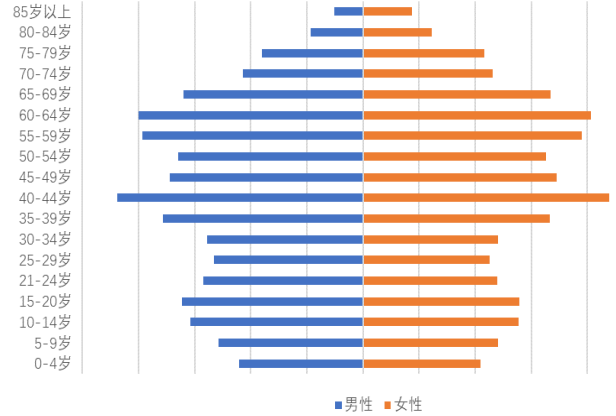
结构上看，人口老龄化程度将越来越明显。60 岁与 65 岁的人口所占比重将持续上升。至 2030 年，65 岁以上人口将达到 2.65 亿人，占比将达到 18.51%；2050 年 65 岁以上人口将达到 3.48 亿人，占比将达到 26.49%。中国社会未来将面临巨大的养老压力，会有很多经济和社会问题随之而来，所以养老产业的完善和革新迫在眉睫。

图 15: 2020 年人口结构预测



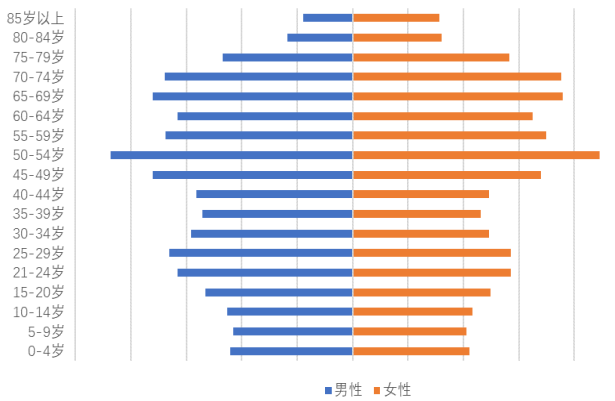
数据来源: 东北证券测算

图 16: 2030 年人口结构预测



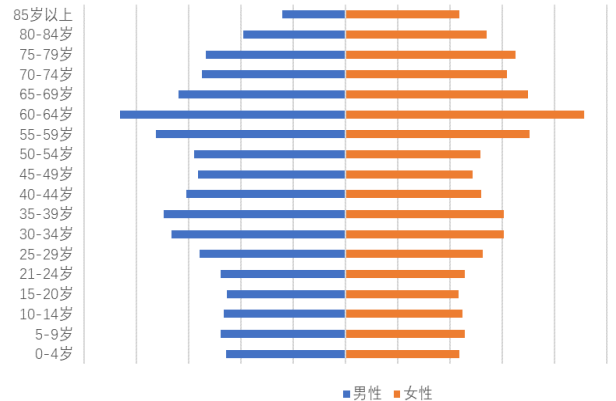
数据来源: 东北证券测算

图 17: 2040 年人口结构预测



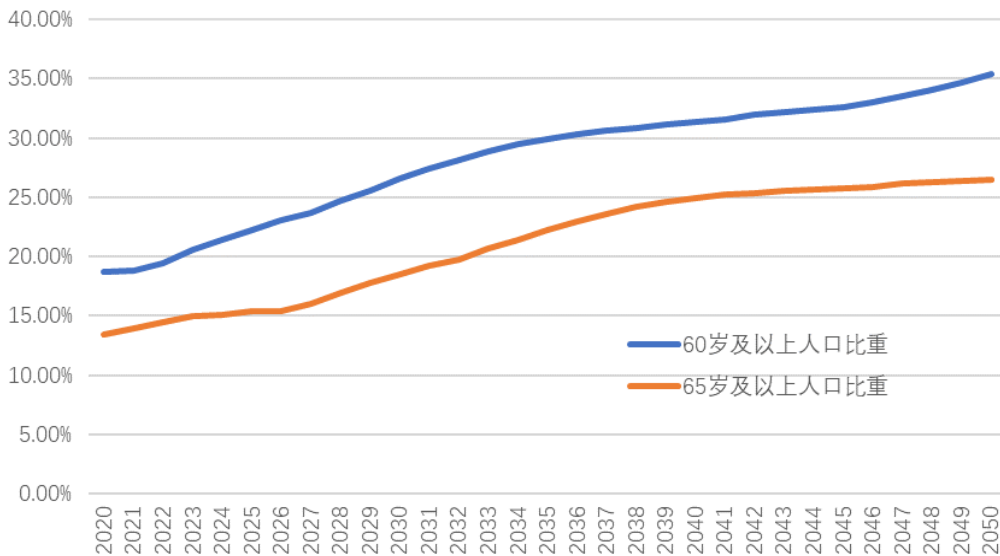
数据来源: 东北证券测算

图 18: 2050 年人口结构预测



数据来源: 东北证券测算

图 19: 老龄人口比重将持续攀升



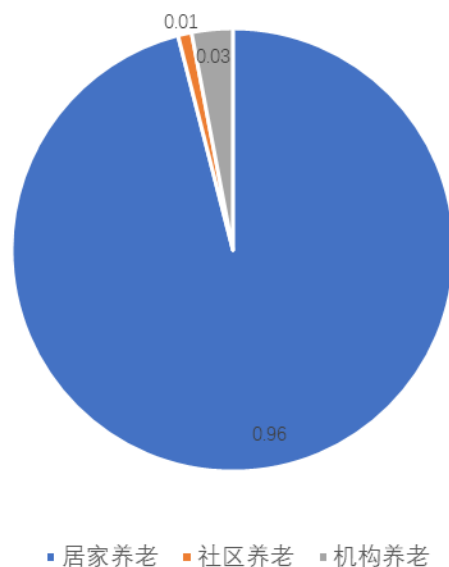
数据来源: 东北证券测算

2. 养老模式发展不平衡

上文的预测中我们看到，虽然目前中国老龄化问题已经较为严重，但还远不是终点。未来中国老龄化趋势会更快、更明显。随着老龄化问题的逐渐加深，老龄产业的规模也将越来越大。据中国老龄科学研究中心测算，中国老龄产业产值将在 2050 年突破 100 万亿元，占届时 GDP 的三分之一以上。养老产业最核心的问题有两个：一是养老模式的发展，二是养老资金的来源。本节中我们首先对中国目前的养老模式进行分析。

目前世界上主要的养老模式分为三种，即居家养老、社区养老、和机构养老。中国产业信息网调研数据显示，目前我国，这三种养老模式分布占比约为 96%、1% 和 3%。居家养老模式占比过高，发展不够平衡。下面我们将简述各种养老模式的问题及发展趋势。

图 20: 居家养老占绝大多数



数据来源：东北证券，公开资料

2.1. 居家养老

传统居家养老是由儿女照料同住的老人，负担几乎全部的长期照料、精神慰藉、临终关怀等养老事项。受传统文化影响，居家养老为我国主流养老方式，约 96% 的老年人选择居家养老。我们将家庭养老负担主要概括为经济保障、日常照料和精神慰藉。

2.1.1. 经济保障

2.1.1.1. 老年人主要养老资金来源的现状

按照人口普查数据的描述，老年人收入可被分为：劳动自养收入（劳动收入）、社会供养（离退休养老金）、家庭供养（家庭其他成员供养）和低保供养（最低生活保障金），失业保险金、财产性收入和其他来源占比非常小，可以忽略不计。

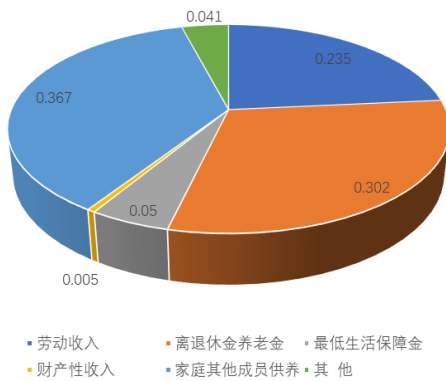
表 2: 老年人主要养老资金来源

收入来源	描述
劳动收入	城市老年人再就业及城乡老人在退休后的生产活动。
财产收入	老年人的财产积累，例如：银行存款、房租等。
社会供养	基本保险养老金。
家庭供养	由家庭成员，主要为子女，给予老人的经济支持。

数据来源：东北证券整理

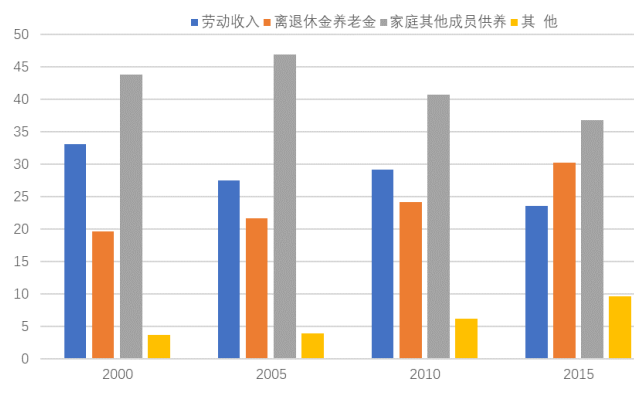
从全国范围来看，截至 2015 年，家庭供养、社会供养、劳动自养是最主要的养老方式，其中家庭供养仍是最重要的养老经济来源，有 36.7% 的老年人依赖家庭成员提供的经济支持。但从近十五年的趋势来看，家庭供养占比发展呈倒 U 型，2005 年升至顶点后下降，2015 年依靠家庭供养的老年人比例较 2005 年的 46.9% 下降了 10.2%。而从 2000 年到 2010 年，依靠劳动自养的老年人占比呈下降趋势，依靠退休金养老金的占比则呈上升趋势。2015 年其他收入占比的上升是由于 2007 年国务院颁布的《关于在全国建立农村最低生活保障制度的通知》，全面推行农村最低生活保障制度，使最低生活保障金的覆盖人口在 2007-2014 年间有了明显提升，依靠最低生活保障金的老龄人口在 2015 年上升至 5%。

图 21: 老年人主要生活来源占比



数据来源：东北证券测算

图 22: 历年老年人主要生活来源占比



数据来源：东北证券测算

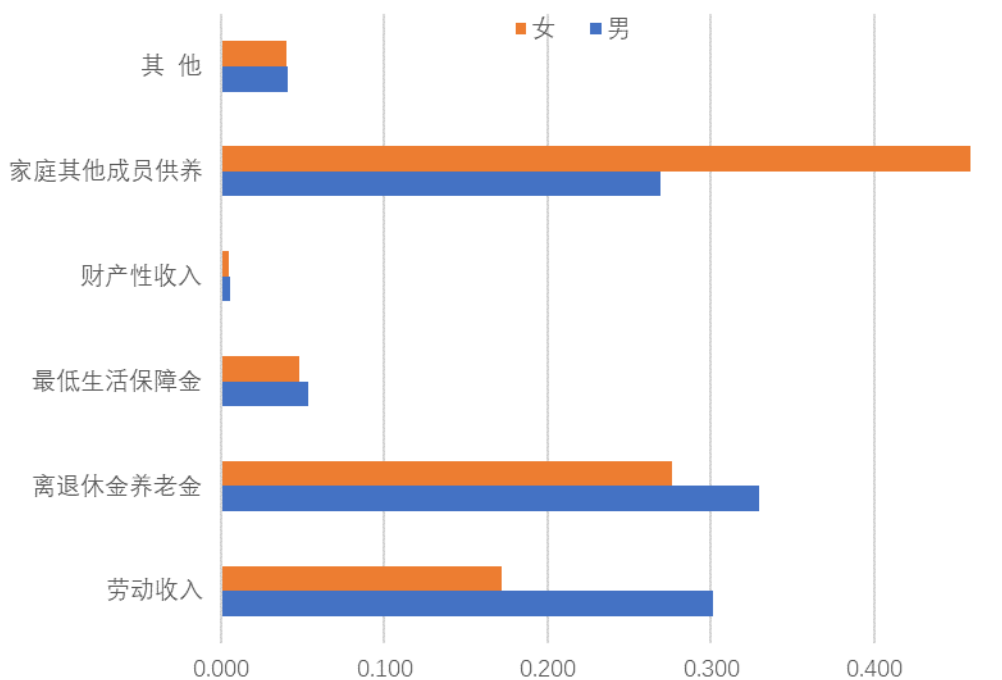
2.1.1.2. 不同特征的老年人养老的经济负担不均匀

中国具有不同人口特征的老年人主要经济来源差异极大，带给家庭的养老负担有很大不同。几个典型的差异有：女性老年人比起男性老年人高度依赖家庭供养，可能给家庭带来更大经济负担；城市子女赡养压力较轻，而镇、乡村子女赡养压力远高于城市；另外随着老人年龄的增加，养老金和劳动自养的支撑作用都在减弱，家庭供养随之承压。

1. 女性老年人给家庭带来更大经济负担。根据 2015 年全国 1% 人口抽样调查数据可以发现，男、女老年人主要生活来源有较大差异。差异主要发生在家庭供养、

政府供养（养老金）和劳动收入上。男性老年人对这三大主要收入来源的方式依赖程度大致相同，在 30%左右，三种方式中对家庭供养的依赖程度最低。而女性老年人则恰恰相反，对家庭供养的依赖程度显著超过其他方式，有接近一半的女性老年人主要依靠家庭成员的供养。虽然女性老年人家庭供养的来源可能是配偶而非子女，但考虑到女性平均预期寿命明显高于男性，女性老年人配偶过世后，子女仍需承担其家庭供养的负担。女性老年人高度依赖家庭供养意味着女性老年人可能给家庭带来更大经济负担。

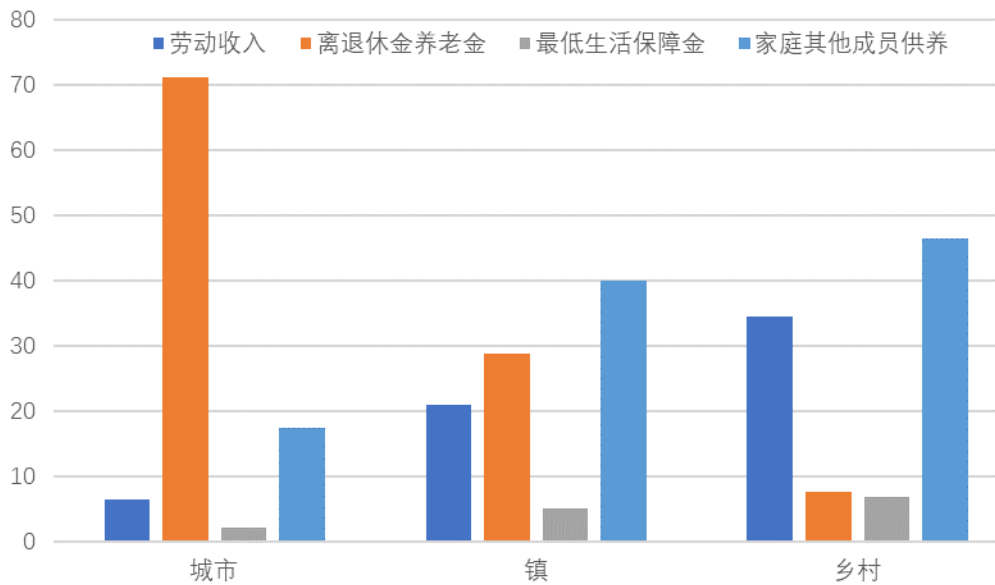
图 23: 女性老年人更依赖家庭供养



数据来源：东北证券测算

- 农村老年人给家庭带来更大经济负担。**由于生活观念、就业程度等的不同，城、镇、乡村的老年人主要经济来源表现出极大的差异。在城市，超过 70%的老年人主要依靠政府提供的退休金养老金生活，镇上的老年人这一比例急速下降到 28.7%，而乡村老年人仅有 7.5%依靠养老金生活。由于政府养老金对城市老年人经济支持完备，城市子女赡养压力较轻，有老年人的家庭中仅 17.3%的子女承担较大的赡养压力。相对而言，政府养老金对镇、乡村老年人支撑力度不足，镇、乡老年人主要经济来源为家庭供养的比例达到 40%和 46.4%。虽然从全国来看，政府提供的基本养老保险和家庭供养对老年人的重要程度的差距在逐渐缩小，二者作为主要收入来源的占比在 2015 年已经小于 7%，但是养老保险对老年人支持力度的抬升主要是来自于城市，镇、乡这方面的情况还没有得到很好的改善。

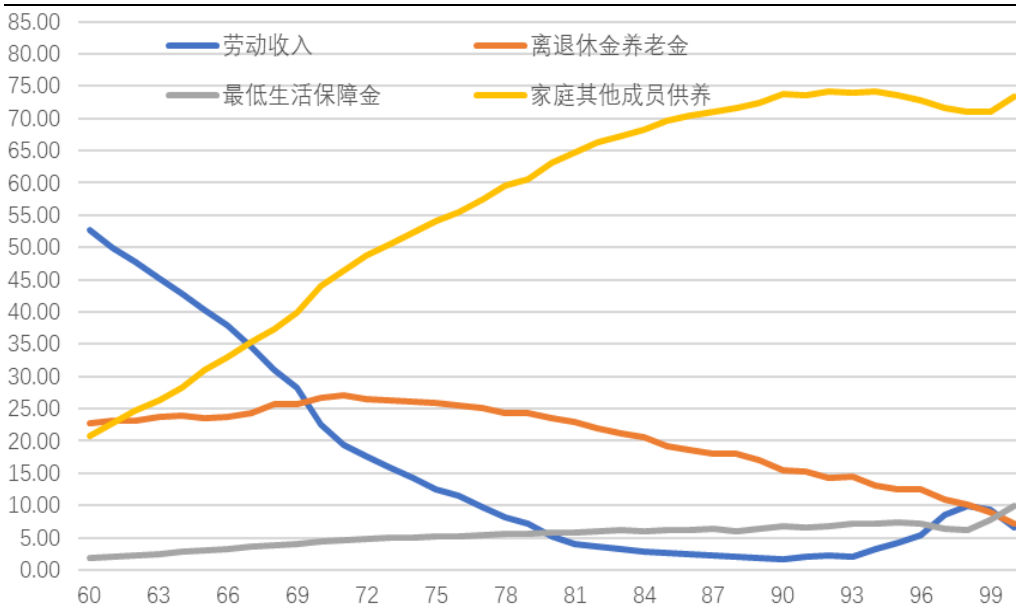
图 24: 农村老年人更依赖家庭供养



数据来源: 东北证券测算

3. **老人年龄越高，对家庭的负担越重。**随着老人年龄的增加，养老金和劳动自养的支撑作用都在减弱，家庭供养占老人主要收入来源的比例大幅上升。随着年龄的增长，老年人逐渐失去劳动能力，因此依靠劳动自养生活的老年人比例快速下降，高龄老人劳动自养能力趋近于无。而政府提供的养老金支撑力度随年龄增长而降低，我们认为一是近年来养老金覆盖人数增加，因此新进入 60 岁老年人有养老金的比例较过去的老年人增加；二是高龄老人医疗开支的压力加大，养老金提供的养老收入不够，家庭供养提供的收入被迫提升，养老金收入的重要程度因而下降。

图 25: 老人年龄越高，对家庭的负担越重

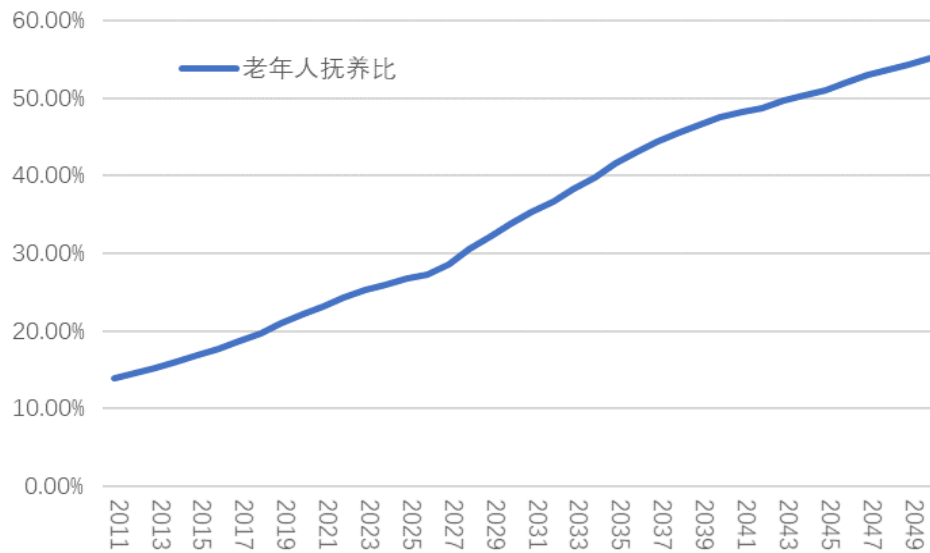


数据来源: 东北证券测算

2.1.1.3. 子女赡养老人的经济负担未来会更重

目前中国老龄化程度持续加重，老年抚养比逐年上升，养老压力日益加重，作为主要养老资金来源的家庭首当其冲。此外，家庭抚养还会受到家庭结构小型化、高龄老人数量增加、新进入的 60 岁老年人特征变化带来的影响。

图 26: 老年人抚养比直线攀升



数据来源：东北证券测算

家庭结构小型化趋势导致赡养压力上升。由于城镇化和独生子女政策的影响，我国家庭结构正在往小型化发展，国家统计局数据显示平均每个家庭户的人口由 2000 年的 3.44 降至 2015 年的 3.1，这意味着每个家庭负担老人的养老经济负担的劳动力更少，家庭赡养压力上升。

高龄、失能老年人比例上升推升家庭供养压力。在上个小节我们讨论了老年人年龄增长和家庭供养压力的关系，随着老人年龄的增加，养老金和劳动自养的支撑作用减弱，对家庭供养的依赖程度加大。而未来老龄程度深化，老龄人口占比上升，现有的低龄老人（60-74）转变为高龄老人（75 岁以上），拥有高龄老人的家庭数量上升，家庭供养压力加大。

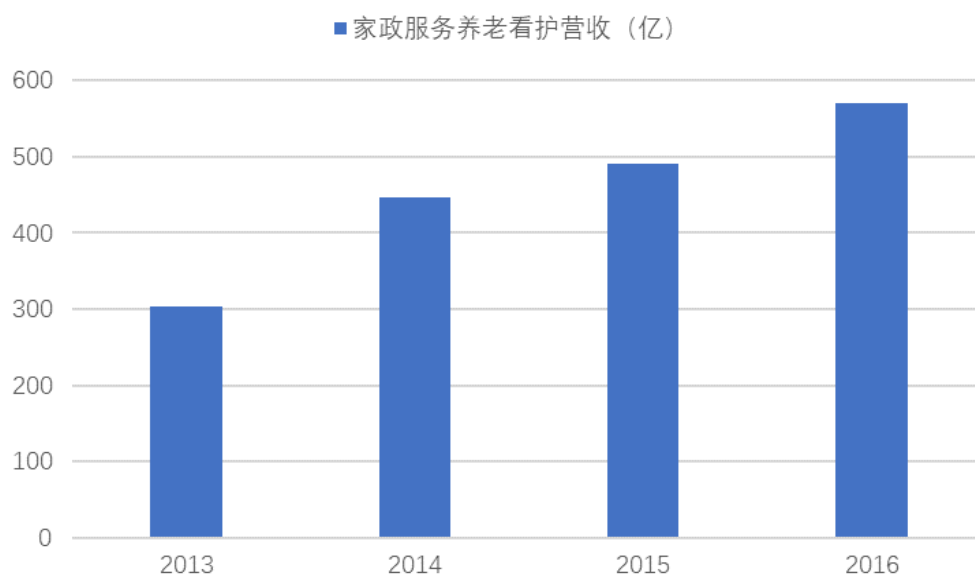
但新进入的 60 岁老年人对家庭供养依赖可能减轻。由于新进入 60 岁的老年人拥有社保的比例、拥有的积蓄等比现在 60 岁的老年人会有所改善，依靠退休金和劳动收入的比例可能有所提升，新进入的 60 岁老年人对家庭供养的依赖程度将会更低，有助于减轻整体家庭供养方面的压力。

2.1.2. 生活照料负担

除了经济上的供养，维持老年人的生活还需要日常生活照料和精神慰藉。然而受独生子女政策的施行和人口老龄化的影响，我国 4-2-1 结构家庭日益增多。随着二胎开放，4-2-2 结构的家庭也越来越多见。在这种情况下，赡养老人和抚养孩子对子

女的时间精力需求极大，且子女平时要上班，没有足够的精力照料家人。按照目前的趋势，子女将无法承担起老人全部的生活照护，未来更多子女将选择将部分专业性较强、劳动强度较大的养老服务，如给上门巡诊、特殊营养配餐、健康定期评估、纾解情绪问题等委托给家政服务。受养老服务需求高涨的驱动，近几年家政服务中养老看护快速发展，营收逐年上升。商务部《2017年中国家政服务行业发展报告》中的测算，2016年养老看护在家政服务业中占比达16.3%，营收为570亿元，增幅较上一年增长16.1%。居家养老服务将迎来快速增长时期，据中国老龄研究中心2013年测算，2010年居家养老服务行业市场规模为1300亿元，到2020年将达到5000亿元。

图 27: 养老看护营收逐年上升



数据来源：东北证券，Wind

居家养老服务和社区养老服务的区别在于前者提供的服务地点为老人家中，而后者则在社区机构中。主要居家养老服务分日常生活照料帮助和医疗看护，前者包括洗澡、喂食、情感陪伴、家政保洁等，后者提供居家护理和康复等服务。但是由于服务的高专业性和劳动强度，导致人力成本过高，相关服务定价较高，普通家庭难以负担。以福州金太阳养老服务中心为例，目前其居家养老服务的定价为基础费用120元/月，陪伴费用20元/小时，有自主能力老人的居家护理费用为2000元/月，失能老人居家护理费用为4000元/月，而2017年全年福州市居民人均可支配收入为32561元，平均每月收入仅2713.42元，多数老人无法负担得起高昂的服务费用。

通过比较中国大陆和英美居家养老服务的差别，可以看出中国养老服务行业需在以下三个方面所有改善：一是服务评价系统不够完善，市场鱼龙混杂，标准混乱，这会打击老人购买居家养老服务的热情；二是该市场主要由政府主导，中国应继续加大引入民营资本的力度；三是中国居家养老费用主要由老人自己承担，政府补贴少，导致对大部分老人而言费用较为昂贵。最近政府推行了不少针对这三大问题的政策，如2019年2月对养老相关机构免征增值税；2018年10月发布的《养老机构等级划分与评定》。

表 3: 居家养老服务营业范围和评估系统的差异

	美国	英国	中国
服务评价系统	评价系统完备，各州之间有所不同	当地政府依据卫生部的指导制定自己的标准	无统一评价标准
日常护理	有	有	有
紧急答复	有	有	有
病历管理	有	有	有，私营供应商很少
饭食递送	有	有	有
居家护理	有	有	有
特殊照看	有	有	有，私营供应商很少
资金来源	商业保险；低收入老人依赖医疗补助计划	当地政府补助	大部分费用自费，少部分由政府补贴
政府-私人参与比例	主要为盈利性私企	主要为非盈利私企	主要为非营利性国企
非正式护理援助	无	政府提供补助	试点改革中

数据来源：东北证券整理，世界银行报告

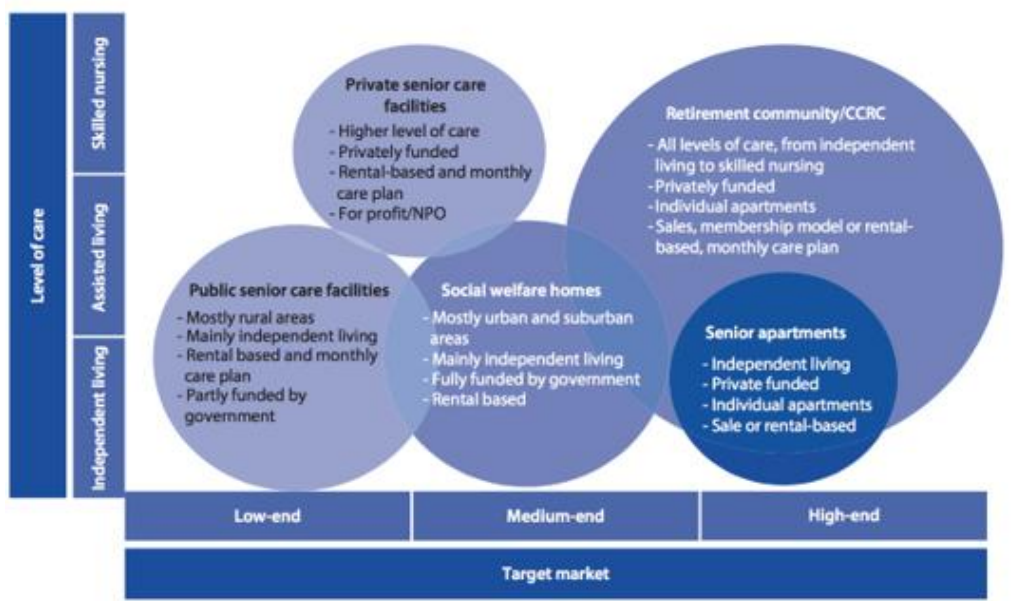
2.2. 机构养老

机构养老是指老年人集中居住在特别的养老机构中，由养老机构提供专业的医疗及养老服务。目前选择进入养老机构的，多为是高龄、空巢独居的老人，平均年龄在80岁以上。

目前中国机构养老尚未得到良好发展。中国的养老机构可以分成5类：

1. 公共敬老院：通常在乡村地区，有农村集体经济组织筹资的、福利救济型的养老机构。
2. 私人养老院：多以民办为主，提供较高级别的护理。
3. 社会福利院：通常在城镇或郊区，由政府出资，收养城镇丧失劳动能力、无依无靠、无生活来源的孤老、孤儿、弃婴和残疾儿童。
4. 老年护理院：专供老年人居住的单元楼。提供多种服务。
5. 老年公寓：专供老年人居住的单元楼。老人独自居住，可买可租。

图 28: 中国养老机构分类



数据来源：东北证券，CIAIA Analysis

从养老机构数量上看，养老产业规模不断扩大，受政府政策推动，社会资本参与度明显提升。民政部统计数据 displays，截至 2017 年 9 月，我国养老机构总数超过 14.46 万家，相比于 2012 年底的 4.43 万家增长达 226%。2018 年《走进养老服务业发展新时代》内容显示截至 2016 年底，全国各类养老服务机构和设施 14.0 万个，比上年增长 20.7%。到 2015 年末，全国社会力量办养老机构占养老机构总数的比例从 14 年的 28% 上升至 41.5%。预计到 2020 年，社会力量办养老机构占养老机构总数比例将超过 50%，政府建设运营养老机构的负担将大大减轻。从养老机构的资金来源看，目前民间投资也已经成为养老机构资金来源的主要部分。

表 4: 养老设施的资金来源及机构获得的政府补贴情况

资金来源	政府养老机构 (%)	民营养老机构 (%)	所有机构 (%)
政府	42.2	2.4	19.5
社会资金	56.9	96.2	79.3
其他来源	0.8	1.5	1.2
政府床位补贴	50.8	84.8	70

数据来源：东北证券整理，世界银行 2018 年中国养老报告

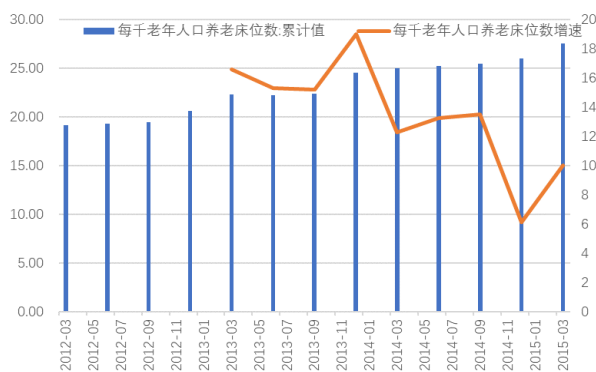
注：“政府床位补贴”一项指的是获得政府床位补贴的机构数量占总数的比例

但是，由于没有能力和政府机构在价格方面竞争，民营养老机构在中国的发展受到限制。《中国老龄产业发展报告（2014）》显示，截至 2013 年底，营利性民营养老机构中 40% 企业亏损、仅 9% 的实现了盈利，而这 9% 盈利的养老机构中，净利率大于 5% 的仅占 22%，养老机构盈利能力普遍较弱。进一步放开管制、完善市场化机制是未来政策需要关注的重点。

而且目前我国养老机构存在结构性矛盾。一方面，一些养老机构“一床难求”，且人手不足。按照各地颁布的“9073”养老办法，3% 的老人是需要机构床位的。民政部数据显示截至 2015 年第一季度，全国机构养老千位老人床位 27.2 张床位，远低于

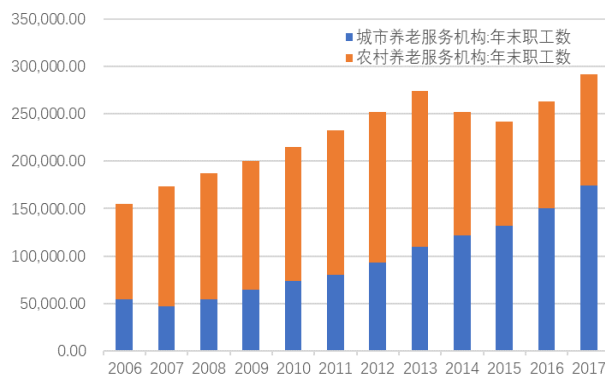
于每百人 5 张床位的国际标准。若按国际标准计算，截止 2018 年 2.49 亿的老齡人口所需床位为 1245 万张 (2.49 亿*0.05)，而相对的是第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查的相关数据显示截至 2015 年底我国养老机构仅有 358.1 万张床位。养老服务人员方面也出现了人手不足的现象，按多数地方政府规定的护理员与老年人比例不低于 1:5 来估算，2017 年我国至少需要 144.6 万机构养老服务人员 (2.41 亿*3%/5)，然而民政局数据显示 2017 年，全国所有养老机构从业人员仅约 29.2 万，而符合从业资格的人更少，2015 年有从业资格的从业人员占比仅为 9.1% (2/22)。

图 29: 老年人平均床位数量较低



数据来源: 东北证券, Wind

图 30: 养老机构职工仍不足



数据来源: 东北证券, Wind

但另一方面，一些机构养老空床率仍然颇高。城市养老机构床位利用率 2015 年仅为 51.2%，约有一半床位空置。而农村养老机构床位利用率也呈下降趋势，由 2011 年的 79.5% 降至 2015 年的 65%。虽然我国国民受文化影响，对进入养老机构养老意愿较低，但床位利用率下降的趋势也一定程度上反映了养老机构提供的服务没能满足人们的养老需求。

养老机构的这个矛盾，根本原因在于养老机构两极分化现象较为严重。目前养老机构按费用和服务水平可分为高端商业机构养老和保障性机构养老。保障性机构养老主要面对无收入、无经济来源、无人赡养的三无人群，而高端商业养老机构费用昂贵，大部分人无法负担。因此，针对主流老年人的养老机构还不多，未来有很大发展空间。

目前面向高龄、失能老年人的护理机构也很欠缺。第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查的相关数据显示，截至 2015 年底全国失能、半失能老年人 4063 万人，养老机构仅收住了 63.7 万的失能半失能老人，占总床位的 17.8% (63.7/358.1)，说明护理型床位依然不足，所占的比例很少。考虑到 5-10 年后，当前的较为健康的低龄老人将成为需额外看护的高龄老人，未来几年护理型养老机构的需求将会爆发式增长。目前相关扶持大力推行医养结合，使更多的养老院能够提供医疗服务，满足护理型养老需求。十三五提出到 2020 年，二级以上综合医院设老年病科比例要达到 35%，体现了国家对养老医疗方面的重视。截至 2017 年 7 月底，全国 78.6% 的养老院不同形式提供了医疗服务，养老院护理型床位占比由 2015 年低于 30% 提升到了 46.4%。

近几年政策导向是提升养老机构的质量和规模。由于传统家居养老的可行性逐渐下

降，人们对外部提供的养老服务的需求将会日益增加。针对以上数据暴露出的养老机构服务质量及供不应求的问题，政策强调简化和放宽准入。**民政部发布取消了部分养老机构提交竣工验收合格证明等 4 项证明要求，养老护理员国家职业资格和养老机构设立许可，吸引民间投资，进一步加快养老机构的建设。**此外，为提升服务质量，民政部等 6 个部门发起了养老院服务质量建设专项行动，2017 年成功处理隐患近 19.7 万处，依法取缔、关停、撤并养老院 2122 家。另外考虑到未来高龄、失能、半失能老人数量将急速上涨，护理型床位需求激增，十三五提出刚性指标要求 2020 年护理型养老床位占比不低于 30%。

总之，与发达国家相比，中国养老机构存在着明显的不足：**护理床位占比远低于发达国家；政府补助不足，自费比例较高；定制化看护少；能提供整套养老服务的机构极少；多数机构只能提供基础性养老服务，基本不提供特殊看护。这些都是未来发展的重要方向。**

表 5: 机构养老：与英美的比较

	美国	英国	中国
介绍	机构养老高度发达。服务范围取决于个人护理需求，从独立老年人最低生活援助，到日常生活协助，再到失能老人的看护	机构养老高度发达。服务范围取决于个人护理需求，从独立老年人最低生活援助，到日常生活协助，再到失能老人的看护	机构养老发展不充分。养老床位与老年人的比例为 1.59%，远低于发达国家（7%）和发展中国家（3%）
支付方式	老年人可以享受医疗保险和医疗补助保险。医疗保险是针对所有老年人的，但不包括长期护理，而医疗保险是经过资格审查的，只向穷人开放。然而，私人保险可以帮助老年人支付中高端护理服务的费用	大多数老年人对长期护理和医疗保健的需求由公共部门通过国家卫生服务（NHS）和地方政府预算解决。	由于养老金不足以支付长期护理费用，大多数老年人依靠自费和养老金结合的支付模式。此外政府还为福利受益人提供支持，不过福利受益人的覆盖范围非常有限
服务和分级护理	日常生活协助包括：洗澡、穿衣、剃须、排泄和失禁护理、24 小时监控、及必要时的接送和陪伴。专业护理服务：药物管理，康复治疗，专业护理，临时看护，临终关怀	日常生活协助包括：洗澡、穿衣、剃须、排泄和失禁护理、24 小时监控、及必要时的接送和陪伴。专业护理服务：药物管理，康复治疗，专业护理，临时看护，临终关怀	中国的机构护理通常包括住宿和日常生活协助。专业护理服务有限。很少有机构接受失忆的老年人，很少有机构能够提供全方位的护理或康复服务。
基础护理/专业护理	提供全方位的护理服务	提供全方位的护理服务	大多数养老院只能提供基础服务（如家庭服务、陪伴和其他非医疗服务），而很少有机构能提供专业护理服务
特殊看护	相对常见	相对常见	基本不接纳有记忆问题的老人
社交娱乐活动	普遍提供	普遍提供	仍在发展中

数据来源：东北证券整理

2.3. 社区养老

社区养老指的是老年人居住在自己家中，但由社会提供商业化的养老服务，相当于以居家养老为主，社区机构养老为辅。平时居住在自己熟悉的环境里，有需要时可到所在社区的相应设施中享受服务，如吃饭、娱乐、健康管理、失能老人日间照料等。社区养老服务主要有两类：物理社区中心和社区服务信息网。前者主要是在社区机构为老人提供基础健康诊断、康复训练、陪护等服务，大多数服务是免费，部分低于市场价格。后者主要由社区通过老年人热线提供。

据多地发布的“9073”养老规划，社区养老的比例将从现在的 1% 上升到 7%。再加上快速增加的老年人口，这为社区养老带来了大量的市场空间。目前社区养老发展势头良好，民政部数据显示，2014 年社区养老服务机构的数量近 1.9 万家，较 2011 年 44 家的增幅极大，职工人数也从 574 人上升到 6.97 万。而根据发达国家的历史经验，养老居住模式将会由医院养老向机构养老发展，再向居家和社区养老转变。因为大量建设养老机构也会给财政造成不小的负担，这种方式也普遍不受老龄人的青睐，老人更愿意维持原有生活方式，居住在自己熟悉的环境中。从政府 9073 的规划中也可以看出，机构养老占比不变，居家养老占比下降 6%，腾出的空间将全部给予社区养老。

目前发展社区养老市场的问题主要有以下几点：

1. 非营利组织效率较低，服务的质量效果有待提升。
2. 主要由政府资助，缺少市场驱动：由于政府很少为老年人购买非政府组织的服务，老年人没有得到最佳的服务。
3. 缺少质量标准和人员培训。
4. 社区养老在设计上缺少为老年人着想的部分：应提供老年人交互区域、食堂、将康诊断仪器、图书馆等。

针对以上问题，政府应该采取的对策有：

1. 应提倡以营利为目的的企业的参与，提高市场竞争。
2. 完善监管和评估体系。

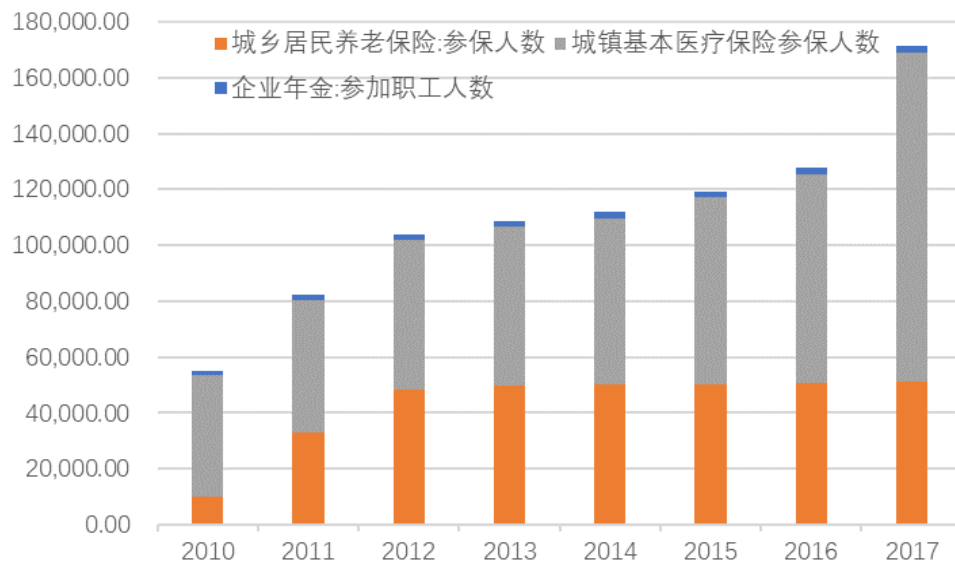
3. 养老金沟壑难填

与养老模式相对应的问题，就是养老金的来源。从上文中的人口预测可以看出，中国未来老年人口将越来越多，这将给国家财政及经济发展造成巨大的压力。如何解决养老金问题，是当前政策的重中之重。

中国目前人均 GDP 仍未超过 1 万美元。因此，中国老人储蓄不多，单靠储蓄养老资金压力很大。目前中国养老方式主要依靠养老保险和儿女赡养，其中，中国养老体系按资金来源分成三大保险支柱，分别为基本养老保险、年金制度和商业养老保险，基本养老保险为最主要、覆盖人数最广的保险方式。目前养老金对居民养老支撑力度不够。我们考察养老金的替代率，其含义为劳动者退休时的养老金领取水平与退休前工资收入水平之间的比率，用于衡量劳动者退休前后生活保障水平差

异。2015 年中国养老金总替代率为 44.08%，同期美国退休人员养老金总替代率为 67.8%。反映出中国养老金对老年人生活水平的支撑力度仍然较低。

图 31: 养老金参保人数对比



数据来源: 东北证券, Wind

表 6: 养老金三大支柱占比及替代率

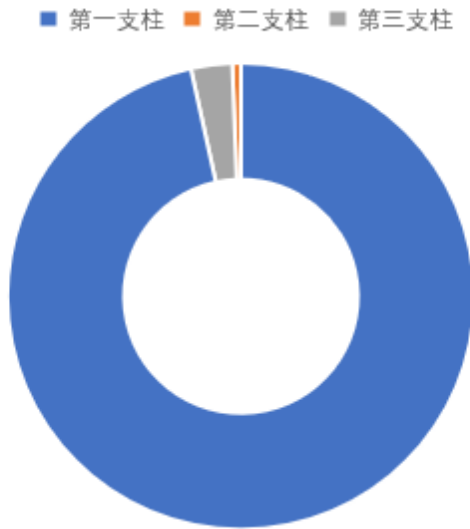
	第一支柱	第二支柱	第三支柱	合计
平均养老金收入 (元/月)	2200	13.6	65	2278.6
占养老金总收入比重	96.55%	0.60%	2.85%	
替代率	42.56%	0.26%	1.26%	44.08%

数据来源: 东北证券, 国务院发展研究中心金融研究所估算

3.1. 社会养老: 基本养老保险

基本养老保险是养老保险体系第一支柱, 由政府管理征缴费用并在居民退休后发放养老收入。根据国务院发展研究中心金融研究所提供的数据显示, 2015 年基本养老保险资产占到养老金体系总资产的 69.3%, 发放的养老金收入占退休人员养老金总收入的 96.55%, 是当前养老金体系规模最大、影响最大的部分。据人社部数据统计, 截至 2018 年底, 我国基本养老保险参保人数达到 9.42 亿人, 占总人口的 67.51% (9.42/13.9538)。然而目前基本养老金保险制度主要面对的三大问题: 空账、收不抵支状况加剧和低效率, 导致了其可持续能力低, 对退休人员养老资金的支撑力度下降, 且给政府财政带来了极大压力。

图 32: 第一支柱占绝对多数

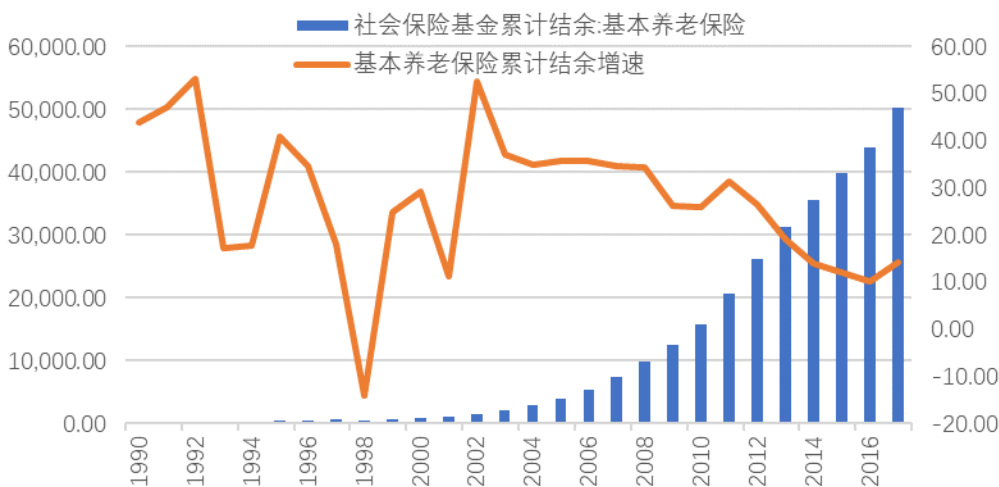


数据来源: 东北证券, Wind

3.1.1. 管理混乱导致个人账户空账问题

由于对养老金财务的管理上采用混账管理的办法, 允许社会统筹基金和个人账户基金相互调剂使用, 由于没有坐实个人账户和监管不力, 大量个人账户基金被调用, 用当代投保人的钱保证当期养老金的发放, 造成了个人账户的空账问题。《中国养老金发展报告 2016》中提出, 2015 年城镇职工基本养老保险个人账户累计记账额达到 47144 亿元, 而当年城镇职工养老保险基金累计结余额只有 35345 亿元, 即使将全部累计结余填补到个人账户中, 也仍存在 11799 亿空账。且近几年基本养老保险基金结余额呈下行趋势, 未来基本养老保险制度资产和负债之间缺口可能将越来越大。推升了基本养老保险的可持续压力, 使人们对未来养老金能否按时发放产生担忧。

图 33: 基本养老保险基金结余额增速呈下行趋势



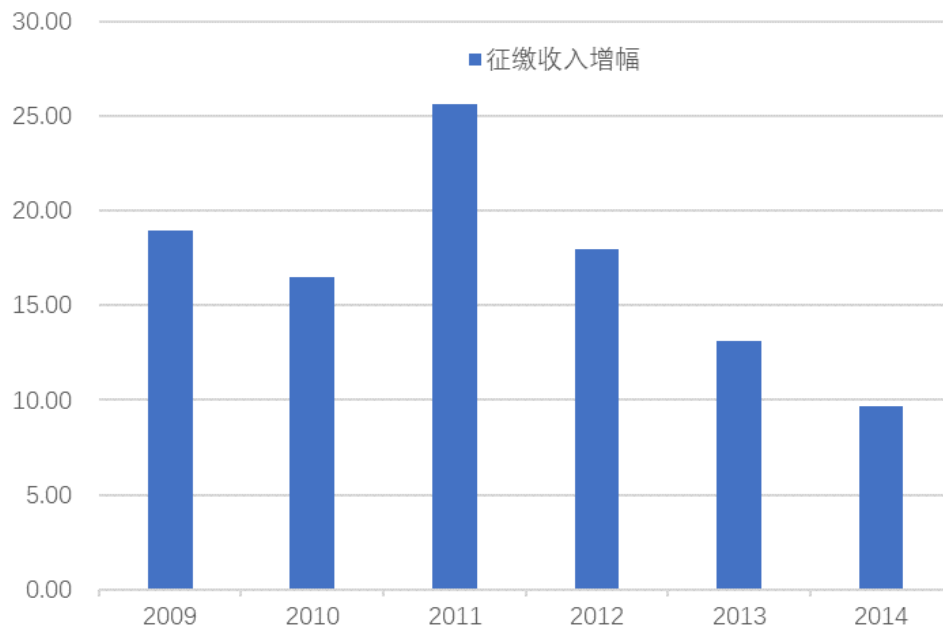
数据来源: 东北证券, Wind

3.1.2. 养老金收不抵支状况加剧

目前基本养老制度收不抵支的问题较为严重，据全国老龄工作委员会数据显示，**养老保险收支平衡很大程度上依赖于财政补贴**，每年财政对社保基金的补助额度都在增加，2014 年全国财政对基本养老保险基金的财政补贴为 3548 亿，占全部基金收入的 12.85%；2015 年全国财政对基本养老保险基金的财政补贴为 4716 亿，占除去补贴的基金收入的 14.65%。

而养老金收入中的征缴收入的增幅正在呈快速下降趋势。《中国社会保险发展年度报告(2014)》显示，**由于经济下行、部分参保人员缺乏缴费能力以及基本养老保险制度的激励性不够**，近年来企业部门缴费人数占参保职工人数的比例不断下降，从 2006 年的 89.98% 下降至 2015 年的 80.3%，未来养老金收入端可能更不乐观，这进一步恶化了基本养老保险的财务可持续性。

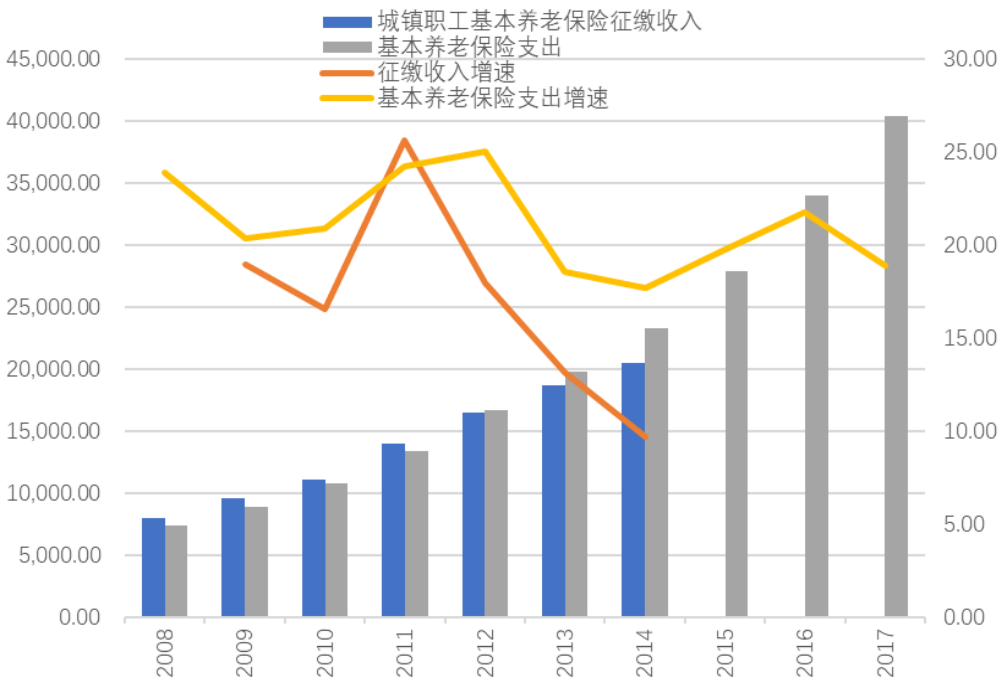
图 34: 征缴收入的增幅下降



数据来源：东北证券，Wind

同时，随着老龄化程度的加剧，我国城镇职工基本养老保险的制度赡养率逐渐提高，2015 年提升至 34.84%，即**领取养老金的人数升至缴纳养老保险费的人数的 34.84%**，这意味着养老金支出增速未来可能持续超过收入，养老负担不断增加，政府财政补贴压力将会加大。且制度赡养率的区域差异极大，由于养老保险尚未实现全国统筹，制度赡养率高的地区已难以负担起高额的养老金支出。

图 35: 基本养老保险支出增速超过征缴收入增速



数据来源: 东北证券, Wind

此外,基本养老保险替代率低,对老年人生活支撑不足。2015年中国基本养老保险替代率为42.56%,即退休人员可领取的养老金额为退休前工资的42.56%,显著低于国际劳工组织《社会保障最低标准公约》规定的养老金的最低替代率为55%。而根据国务院发展研究中心金融研究所提供的数据显示,2015年基本养老保险发放的养老金收入占到了退休人员养老金总收入的96.55%,这意味着退休人员的生活水平和养老资金压力主要由基本养老保险的情况决定,42.56%的替代率则说明养老金对退休人员养老资金的支撑力度仍待提高。

3.2. 企业帮助养老

年金制度是养老金体系的第二大支柱,分为企业年金和职业年金,职业年金指机关单位在基本养老保险的基础上为其员工建立的补充养老保险制度;企业年金则是企业自愿为其员工建立的补充养老保险制度。相较国外而言,第二支柱对养老金支持力度极弱,2015年为退休人员平均提供的收入为13.6元/月,仅占退休人员的平均养老金收入的0.60%,和第一支柱提供的养老金收入的占比96.55%形成鲜明对比。

3.2.1. 企业年金

企业年金,即企业补充养老保险,是对国家基本养老保险进行重要补充的一种养老保险形式。由于中国企业养老成本已经较重,基本养老保险中企业缴费率约为20%,另外也没有西方国家相应的年金税收优惠,因此企业年金在中国发展缓慢,若无政策优待,未来发展预期也不高,总体来讲对养老金体系的帮助不大。

在大多数发达国家,企业年金为养老的支柱,规模较政府养老保险更大,对退休人员的养老资金支撑力度更强。然而在中国这只是少数人的福利。目前有能力建立起

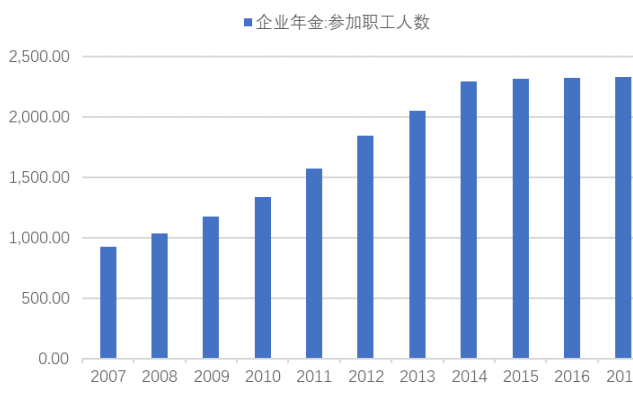
“养老年金”的企业仍只是极少数，据人社部统计，截止 2017 年，仅有 8.04 万家企业建立了企业年金，近两年增幅不大，维持在 6% 以下，截止 2018 年三季度末，参保人数仅有 2352.26 万人，基金规模仅为 14223.17 亿，其帮助对缓解中国庞大的养老金需求压力来说只是杯水车薪。

目前企业年金基金运营状况不容乐观，近 5 年累计结存增速整体呈下降趋势。甚至未来可能进一步恶化，数据显示企业年金开支在逐年增长，然而收入却稳步不前，甚至有负增长的可能。人社部数据显示近两年职工参保企业年金的热情相对冷淡，参保人数增幅极缓，导致 2018 年企业年金缴费收入相对 2017 年负增长。

未来企业年金发展很可能遇阻，原因主要有：有能力负担企业年金的央企、地方性大型国企、经营较好的民企等基本都已经建立了年金计划，预计未来企业年金新增企业涨幅不大；未来经济处于下行通道，企业利润下降，削减开支意愿强，公司负担年金计划意愿下降。

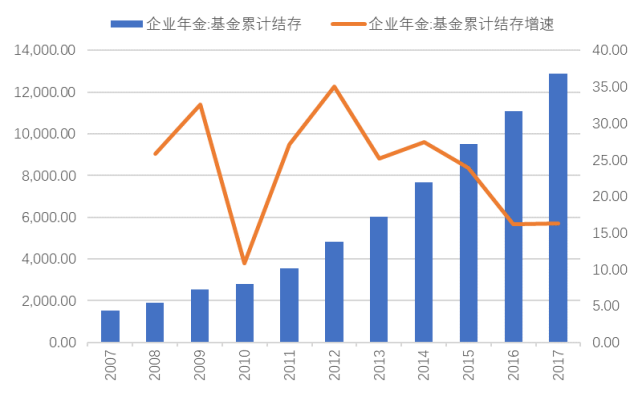
虽然近期多地国资委发布文件提高了缴费比例上限，但考虑到企业利润压力较大，及员工参与热情低，该措施对企业年金的提振效果有限。不过今年 2 月 22 日社科院新发布的《社会保障绿皮书》刺激职业年金加速落地，可能会反过来刺激更多企业启动企业年金，推动企业年金发展。

图 36: 企业年金参保人数增长缓慢



数据来源：东北证券，Wind

图 37: 企业年金基金累计结存增幅呈下降趋势



数据来源：东北证券，Wind

3.2.2. 职业年金

今年 2 月 22 日新发布的《社会保障绿皮书：中国社会保障发展报告（2019）No.10》（以下简称绿皮书）指出，目前全国所有机关事业单位人员近 4000 万人，单位及个人合计缴费率为 12%，预计全国职业年金的缴费可达年均 1500 亿元左右，考虑投资收益因素，五年后职业年金市场规模有望达万亿元。虽然当前职业年金发展看好，但由于其规模较小，仅约 7000 亿元，短期内对缓解养老金压力帮助不大。

3.3. 个人负担养老

个人养老方面，中国目前主要资金来源有商业养老保险、个人储蓄和子女赡养。其中，子女赡养为主要养老金额来源，个人储蓄对养老的贡献紧随其后，目前商业养

老保险规模和影响较小，应为未来推广方向。

3.3.1. 商业养老保险

商业养老保险是建立在双方平等互利、自愿签约的基础上，投保人可根据自身面临的风险自愿进行选择的保险。商业养老保险是养老金体系的第三支柱，但在养老金体系中占比较低，据国务院发展研究中心金融研究所提供的数据显示，2015年其为退休人员平均提供的收入为65元/月，占退休人员的平均养老金收入的2.85%，替代率为1.26%。上海证券报报道称，我国2017年商业养老保险为居民提供的必要开支占比仍不到10%，美国这一数据达到35%。

我国商业养老保险发展水平较为滞后。以商业养老保险为例，2014年我国商业养老保险的密度（人均保费）为206.3元/人，同期美国个人退休金账户（IRA）的保险密度为1258.7美元/人。截止2015年商业养老保险基金资产约为8154亿元，占GDP的1.2%，同期美国IRA积累的资产为7.32万亿美元，占GDP的42.1%。2014年我国年金保险有效保单6943.3万件，占当年15-64岁人口的比例为6.91%。同其他国家对比，我国基本养老保险缴费比例较高，没有税收优惠等原因，导致商业养老保险发展落后，没有在养老金体系中表现出良好的支撑作用。

根据其他国家经验，商业养老保险应是我国未来大力发展方向，原因是商业养老保险相较前两类保险更为灵活，强调养老保障中的个人责任，因而不存在财政压力与可持续发展问题。且私营养老金通过自主定价，能帮助形成更有效的经济刺激机制，调动参保人的热情。

3.3.2. 个人储蓄

由于当前养老保障不够健全，2015年退休人员养老金的总替代率为44.08%，可领取的养老金并不保障退休生活水平。因此为预防风险，大量居民倾向提高储蓄，2015年中国城乡居民储蓄余额增加至52.65万亿元，人均储蓄增加至3.83万元。国家统计局数据显示2017年我国国民储蓄率为46%，远高于发达经济体22.76%和世界26.51%的平均水平。然而对大部分人来说，依靠个人储蓄来养老的想法是很难实现的，人均3.83万元的储蓄仅相当于每月约155元的养老费用。所以大多数人还是依靠子女赡养。

3.3.3. 子女赡养

受传统文化影响，子女一般会承担起赡养父母的责任。但具体子女赡养占养老收入的比重为多少很难估测。2018年《个人所得税专项附加扣除暂行办法》中提到，为父母养老花销抵扣金额为2000元/月。我们以此作为参考，子女为退休老人提供的养老收入为2000元/月，与基本养老保险为退休人员提供的的养老收入金额相当，同样是老人的主要养老资金来源。

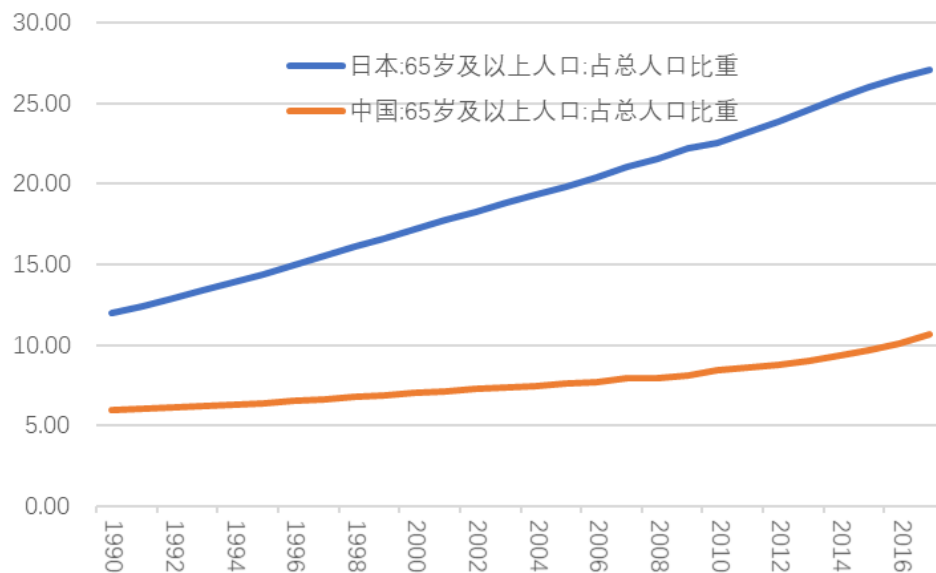
总而言之，中国目前养老产业体系尚不健全。养老模式仍以居家养老为主，机构养老有待完善。养老金来源依赖基本养老保险和子女赡养，且基本养老保险缺口较大，未来将面临更大压力。

4. 他山之石：日美养老产业的经验

4.1. 日本：养老金统筹与养老保障制度的结合

作为深度老龄化的代表性国家，日本在 1970 年就已经步入人口老龄化社会，2013 年 65 岁及以上老年人口比重已经达到 24.99%，成为超老龄社会，目前已经成为世界上人口老龄化程度最高的国家。所以日本的养老产业也是较为发达的。日本养老事业的两大目标是“让所有老年人尽可能有尊严地自立生活”和“老龄化问题由全社会共同面对”。下面我们从日本的养老模式和养老金管理等方面来阐述日本对我国养老产业的借鉴意义。

图 38: 日本为世界上人口老龄化程度最高的国家



数据来源：东北证券，Wind

4.1.1. 日本养老模式的借鉴意义

4.1.1.1. 居家养老及居宅看护

居家养老方面，1989 年 12 月厚生、大藏、自治三省协同一致公布了《老人保健福利推进 10 年战略计划》。这项计划以居家养老、居宅看护为发展方向，其主要内容为：

1. 以市町村为主体，推选居宅福利对策。居宅福利就是为那些居家养老的老人或者不愿意到老人福利设施去的老人提供同样的保健福利服务。其具体方案包括：培养足够的家庭护理员；建设大量的福利保健中心，并为老人提供健康诊查、日常看护及接送等服务；普及托老所。
2. 强化扩充收养福利设施。包括扩大养护福利院收容量、增加老人保健设施、增加带有看护功能的老人集体住宅等方案。

3. 设置 700 亿日元的长寿福利社会基金，主要用于居宅福利、居宅医疗的援助；高龄者的精神文化生活、保健的援助；致力于社会福利活动志愿者的援助；老人福利问题的有关研究；对照看老人的家属进行援助等。
4. 无瘫痪老人作战计划。强调以预防为主的方针，建立各种教育、看护体系，将瘫痪老人的发生率控制在最小限度内。
5. 设计充实的晚年生活方案。举办老人大学，开展文化教育生活，培养高龄者社会活动指导者，提供调查、研究信息等。
6. 长寿科学研究 10 年计划。建立国立长寿科学研究中心、长寿科学研究援助财团，以及制定老年病预防治疗看护研究的开发计划。
7. 高龄者国立、民间综合福利设施的强化。国家逐年加大对高龄者看护体制设置的预算，各地方结合本地的特点，相继制定了地方老人福利保健计划。

可以看出，日本居家养老和居宅看护的体系，是以培养养老医护人员为核心、重视老人福利的“保健——医疗——福利”为一体的综合体系。

4.1.1.2. 社区养老

经过多年的发展，现在日本政府逐渐开始推崇小规模多功能的新型社区养老服务模式，社区提供多样化的养老服务功能。目前日本的社区养老组织形式主要有四种：政府主导型（以政府人员为主，服务人员和民政人员组成）、政府资助民间组织型（如社会福利协会等）、民间志愿者协会型（主要由大学生、家庭主妇和健康老人组成）和企业组织型（企业式养老服务）。仅靠政府无法满足养老服务需求，不同社会主体参与到社区养老服务体系中，使其各自发挥作用，减轻政府负担，提高效率，提升服务质量。

在日本，成功的社区养老服务中心具备综合功能：

1. 教育功能，鼓励老年人增进交流沟通，参加文化娱乐活动，保证老年人生活质量。
2. 医疗功能，以高水平医疗设施、专业性医疗人员、健全的跟踪制度，确保老年人日常安全。
3. 居住功能，优美的环境、齐全的设施、充足的活动空间等，满足老年人日常生活。

日本养老模式的经验给我们最重要的启示，一是激发各类服务主体进入养老服务市场。通过民间企业托管等方式购买市场服务，以提高效率和降低费用。同时鼓励民间资本进入养老产业，调动全民的积极性。二是建设一支高水平的养老服务员工队伍。提高从事养老服务的员工待遇，并定期实施培训。

4.1.2. 日本的养老金管理及医护制度

上一节中我们探讨了日本的养老模式。好的模式需要足够的资金支撑。本节中我们将分析日本养老金的组成结构及统筹方式。

4.1.2.1. 国民养老金制度

1959年4月日本国会批准通过了《国民年金法》，1961年开始全面实施，从此日本进入“全民皆年金”的时代。并且，日本的养老金具有三层结构。

一、国民年金，其保费是定额制。日本法律规定所有20岁以上60岁以下的国民（第1号被保险人）不分职业都有义务参加国民年金。参保者目前每月要向国民年金保险上缴1万5040日元（当前汇率约合人民币876元）保费，目前平均每个月可领取5.5万日元的年金。现在日本共有约6800万人加入了国民年金。国民年金又被称为基础年金。

二、厚生年金和共济年金制度，其保费是定率制。在日本受雇于企业等的正式员工有义务参加厚生年金。年金的保费由员工和企业折半出资。而公务员等则参加共济年金，保费也是个人和国家折半。自营业者以及企业员工、公务员等的没有工作的配偶等，既没有参加厚生、共济年金的义务，也不享受该年金制度的保障，但可以享受基础年金。以上两重年金制度在法律上规定了国民的参加义务，秉承的是正在工作的年轻人抚养前代老人，因此被统称公共年金。为了进一步增加人们年老后的收入，让人们可以安心养老。

三、企业年金。企业年金有很多不同种类，一种为厚生年金基金制度。该项制度是大企业或者一些企业联合组建基金，企业方和员工向基金缴费，为了基金的规模效应，法律允许将本应上交厚生年金保险的部分转投到某厚生年金基金中加以投资运用。当然该厚生年金基金必须向厚生年金缴纳利息等。

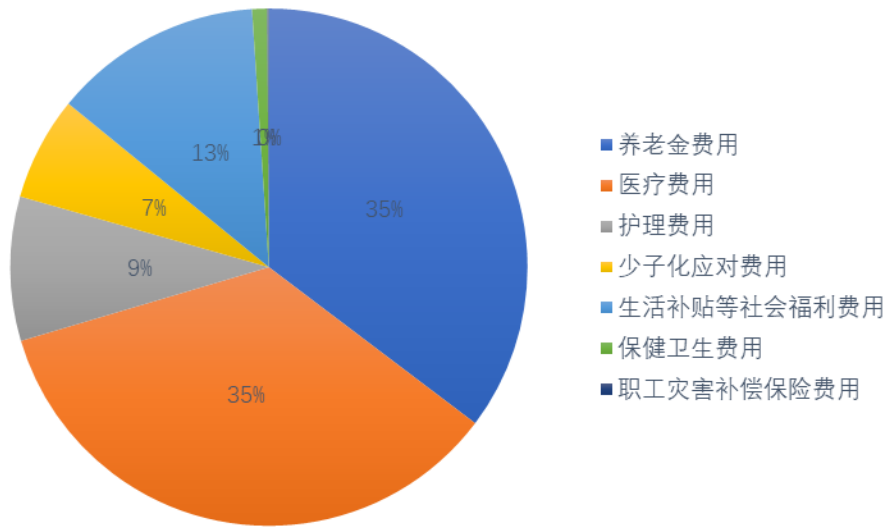
日本养老金制度有三个重要之处：一是“**储蓄的社会性强制**”。人上了年纪以后难以继续正常工作。但是在年轻、身强力壮时往往顾及不到年老后的生活。因此，强制让劳动者储备，以保障晚年生活。二是“**收入的再分配**”。如果没有养老金制度，年老而无收入的退休老人、残疾人、失去家庭支柱的家庭等将很难维持生计。通过养老金制度，将收入再分配，通过转移年轻一代或健康工作者的收入，创造一个低风险、安心的社会。三是“**代际间的互助**”。在依靠家庭赡养困难的近代社会，需要社会全体人员共同扶持老年人和残疾人。这种从金钱方面负担的就是养老金制度，将个人抚养向全社会铺展开来。

但日本的养老保险制度也存在缺陷。日本的基本养老金的第1号被保险者的负担制是明确规定缴纳和支付对应关系的逆向的定额负担制度。定额负担制度对于那些低收入者实行了保险金的减免措施，但保险金额减少的同时，支付金额也会相应地减少，所以难以达到通过公共养老金制度减轻贫困的目的。另外，领取基本养老金中的老龄支付金所需的保险金缴纳时间长达25年，与其他国家相比领取养老金所需的资格年数长（在英国，男性为11年，女性为9.75年；美国为10年；德国为5年）。结果，没有满足保险金缴纳条件的人在老年时期很有可能无法领取养老金。

与中国的境况类似，日本在老龄化进程中也遭遇了养老金不足的问题。为保证国民年金的收支平衡，日本中央财政一直对国民年金给予大量补贴。2009年以前，补贴额为当年国民年金给付额的1/3，2009年起提高至1/2。2014财年，日本包括养老在内的社会保障支出占中央财政的比重达到了31.8%。其中主要是养老金费用和医

疗费用。

图 39: 日本社会保障支出结构



数据来源：东北证券，日本财务省

为了应对财政压力，日本对养老制度进行了几项改革：

一是对养老保险的管理及运营方式进行改革。改变了之前保守的主要以信贷的形式运作基金的方式，改为组建年金经营基金会，扩大民间和精英人才对基金管理和经营的参与，引进竞争机制，有计划，有步骤的将养老保险基金引向资本市场。提高养老基金的收益率。

二是推迟养老金的支付年限。将养老金的领取时间逐渐推迟到 65 岁，每 3 年提高 1 岁，男性从 2013 年开始到 2025 年结束，女性从 2018 年开始到 2030 年结束。这一改革将有效的减少养老金支付的数量。

三是扩大保险基金的来源。日本首先将加入养老保险的年限由以前的 25 岁降低到 20 岁，延长了养老保险金交纳时间；其次，扩大养老保险金的交纳基数，即工资收入和奖金收入同时纳入保险金交纳基数；再次，对在职老年养老金也做了修改，规定在职养老金的对象包括 65—69 岁的公司职工，这些人也要交纳保险金；与此同时，加大基础养老金的财政负担率，从原来的 1/3 提高到 1/2。

四是推行老年看护保险制度。2000 年 4 月日本政府为了有效地解决老年人的生活和医疗问题实施了老人护理制度。这是由于社会老龄化而出现的一项新的社会保障制度，具有强制性的特点，其保险对象为 40 岁以上的公民。其内容包括对投保人进行医疗保健、心理护理，日常护理与帮助，健康推进，疾病预防，医疗看护，环境保健等。老年看护制度的实施有效的解决了老年人的生活和医疗问题，是社会养老保险的重要组成部分。

综合来看日本的养老金制度，可以说是以“强制”为核心的增加养老金收入的方法。包括强制性的国民年金、厚生年金和共济年金，以及扩大投保对象等方法。

4.1.2.2. 医疗保险制度

与养老金相配合的是医疗保险制度。目前，日本医疗保险体系主要由雇员健康保险、国民健康保险、特殊行业健康保险组成。为缓解人口老龄化的挑战，日本还建立了“老年保健制度”，主要覆盖 70 岁以上的老人以及 65 岁以上残疾或卧床老年人，费用除政府负担一部分以外，剩余部分由各项医疗保险制度分担。此外，因为 2008 年度开始实施后期高龄者医疗制度，75 岁以上的人，从之前加入的医疗保险制度中脱离出来，加入后期高龄者医疗制度。

医疗保险的财源由患者负担部分、保险金、公费三部分组成。患者负担部分原则上承担所花费医疗费用的三成，义务教育入学前儿童是两成，70 岁以上的人承担一成。但是，如果 70 岁以上的老年人收入与在职人员同等收入的话负担两成。

4.1.2.3. 护理保险制度

护理保险制度是为了解决老人医疗制度、老人福利制度中的问题而产生的。20 世纪 60 年代日本经济高速增长期以后，居家的家庭护理进入困境，老年人护理老年人的“老老护理”现象开始普遍，家庭女性护理负担加重，基于这种情况开始构思护理保险制度。

护理保险制度将居住在日本的 40 岁以上人口全部纳入保险对象，其中，65 岁以上人口为第一类被保险人，40 至 64 岁人口为第二类被保险人。在保险缴费上，前者原则上采取从养老金扣除的形式，如没有养老金需要直接缴费；后者以与医疗保险捆绑缴费的形式征收。在资金来源上，政府税收支付和保险金各占 50%。其中，政府税收支付方面，中央政府负担 25%，都道府县负担 12.5%，市町村负担 12.5%；保险金部分，第一类被保险人负担 22%，第二类被保险人负担 28%(该比例为 2015 年至 2017 年数字，每三年会依据人口比例调整)。因为日本护理保险制度在缴费上采取“税收+保险金”的形式，可以保证资金的稳定。

近年来日本老年人口急剧增加，护理保险体系压力逐年增大，日本政府花在护理保险上的总费用也逐年增加，从 2001 年的 3.6 万亿日元，增加至目前的 9.8 万亿日元。

日本国立社会保障与人口问题研究所预测，到 2025 年日本总人口将降至 1.2254 亿，而 65 岁以上老人将增加至 3677 万，占到总人口的 30%。面对严峻的人口形势和可预见的养老、医疗、护理等社会保障费用的大幅增加，日本学术界和媒体已经开始提出所谓的“2025 年问题”，对 2025 年所有“团块世代”(战后第一次婴儿潮时出生的人)都步入 75 岁以上后日本将面临的社会危机敲响警钟。对护理保险制度而言，在 2025 年前的 10 年将是最多需要接受护理服务的 75 岁以上人口急剧增加的年份，而 65 岁以上人口中患老年痴呆症的人数将达到约 700 万(占 65 岁以上人口总数的约 20%)，与此相对，交纳护理保险费的 40 岁以上人口将在 2021 年达到顶峰后逐年减少。护理保险支出越来越多，交保费的人却越来越少，护理保险体系会面临崩溃的危险。

针对护理保险体系面临的严峻形势，日本最早在 2005 年修订的《护理保险法》中

提出“地域综合照护体系”概念，把社会养老向居家养老方向调整。该理念提出以老人住宅为中心，构筑在 30 分钟内可达的日常生活区域内，老人可接受综合医疗、护理、预防、生活支援等服务的体系，实现有护理、医疗、预防等专门服务和附带服务功能的住宅以及生活支援福利服务相辅相成，支撑老年人居家生活。2011 年日本修改《护理保险法》把“地域综合照护体系”这一政策理念制度化。之后，日本分别在 2012 年和 2014 年两次修改《护理保险法》，推动从强化护理保险服务、强化与医疗合作、推进护理预防、确保生活支援服务和完善居住环境等方面入手，完善地域综合照护体系，构建新的居家养老模式。

4.1.3. 促进老人再就业政策

老年人再就业，是减轻社会负担、同时增强老人自我认同感的有效方法。为了促进再就业，确保老年人的雇佣问题，日本政府分别出台了“高龄者雇佣安定法”和“高龄者职业安定对策基本方针”。“高龄者雇佣安定法”目的是导入继续雇佣制度后，确保老年人安稳的雇佣条件，采取综合措施，确保退休者和其他高年龄退休者的就业机会。其基本理念是，确保老年人能有各种各样的再就业机会，使他们的再就业生活更加充实。并且在第四条中规定，禁止退休年龄不满 60 岁，并且鼓励雇主继续雇佣达到退休年龄的老年人。“高龄者职业安定对策基本方针”是计划将来能够普及继续雇佣那些已满 65 岁但有意愿、有能力继续就业的老年人的制度，并且认为将来只要健康状况允许、有意愿、有能力工作的老年人无论年龄大小只要继续工作对这个社会而言就是非常必要的。以这项法律和“高年龄者等职业安定对策基本方针”为基础，日本政府对老年人的雇佣政策主要有以下三点：

- (1) 推进对未满 65 岁者的继续雇佣。公共职业安定所的指导和老年人雇佣安定中心，促成了落实继续雇佣补助金等事业的扶助。
- (2) 确保各种形式的雇佣、就业机会。为了促进再就业，2000 年起公共职业安定所制定了再就业援助计划，对雇主实施支援和指导以及就业支援的普及、合作请求，并研讨有效的再就业支援方法。在高龄者职业经验中心，发挥老年人的知识和技能，促进雇主为其提供就业机会。为了提供短期的、临时的就业机会，促进老年银发人才中心事业。
- (3) 以在职者为对象，支持预先安排老年雇佣的就业活动。公共职业安定所的高龄期雇佣就业支援中心，对年老后的职业设计进行指导，为了高龄期的职业生活准备设立带薪休假制，发给雇主高龄期就业准备奖金。

2004 年，为了促进增加养老金支付起始年龄之前的雇用机会，“高年龄者雇用安定法”再次被修订。即，从 2006 年 4 月开始延长退休年龄、导入继续雇用制度、废除退休年龄设定，规定事业主有义务采取其中的措施（确保高年龄者雇用措施）之一。尤其是关于延长退休年龄、继续雇用制度的年龄，国家希望与养老金支付起始年龄一同在 2013 年之前阶段性延长到 65 岁。

总之，政府政策的支柱，是给雇主补助金，奖励继续雇佣未满 65 岁的高龄者。银色人才中心把范围扩大到福利和家务援助服务等同一人物从事的简单、短时间的工作上。高龄者进入福利劳动市场，也是意在确保福利服务的人才。

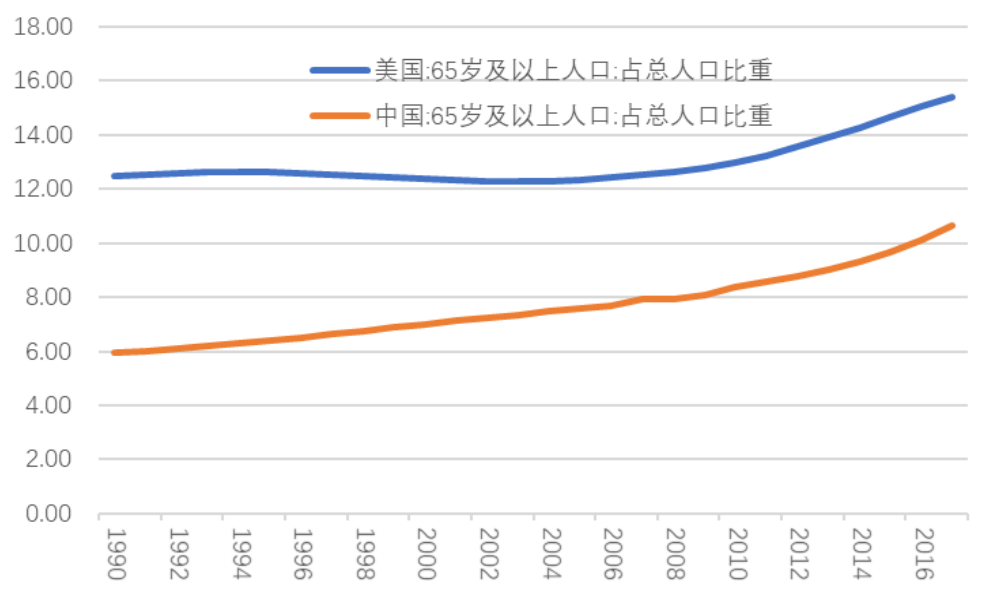
日本社会养老保障制度的成功经验主要包括四点：一是延迟退休年龄，缩短国民养

老金领取年限，减轻财政负担压力；二是增加政府财政投入，减轻国民养老负担压力；三是提高公共养老金统筹水平，实现养老保障制度的收入再分配功能，保持制度运行的稳健性和公平性；四是推进养老保障制度的一体化改革，逐步消除制度内的不公平现象。日本社会养老保障制度建设取得了显著成效，但是制度改革仍在不断的深入，以期不断提高制度运行的稳健性、公平性，既要发挥社会养老保障制度的收入再分配功能，又要提高对老年人生活的保障水平，应对急速发展的人口老龄化带来的压力和挑战。

4.2. 美国：以二三支柱为核心的多元养老模式

除日本外，美国也同样存在人口老龄化的问题。1946年，美国人口结构中65岁以上老人占比首次超过7%，步入老龄化社会阶段；2012年，美国人口结构中65岁以上老人占比首次超过14%，步入高龄社会阶段。

图 40: 美国老龄化程度较深



数据来源：东北证券，Wind

4.2.1. 美国养老保险制度的三支柱模式

美国是世界上建立养老保险制度较早的国家之一。1935年美国颁布了《社会保障法案》，建立起养老、遗属及残障保险制度（简称OASDI），作为该国主要的养老保障制度。随着财政困难、婴儿潮一代的老龄化等问题的出现，单纯依靠政府的养老保障模式出现危机。为此，美国开始推行多支柱养老保险模式，先后五次颁发了养老相关的法案。

现行养老保险体系主要由三大支柱构成：联邦政府强制社会养老金计划、雇主养老金计划和个人储蓄养老金计划，这三个支柱基本上覆盖了美国绝大多数家庭。2016年底，美国养老保险资产规模已达25.3万亿美元，占美国全部家庭金融资产的34%。

4.2.1.1. 联邦政府强制社会养老金计划

联邦政府强制社会养老金计划是由政府主导的基本养老保险制度，是美政府为退休人员提供的一种保障型社会福利。具体内容如下：

社会保障税是联邦政府强制社会养老金计划最核心的内容。2015年社会保障税税率为雇员工资额的12.4%，由雇员和雇主各缴纳50%。即，雇员和雇主各缴纳该雇员工资额的6.2%；对于个体经营者，则缴纳其工资额的12.4%。

联邦政府强制社会养老金计划规定，**雇员必须纳税40个季度(相当于10年缴费年限)，退休后才能按月领取联邦退休金。**同时，退休金计发与实际退休年龄挂钩。**联邦政府强制社会养老金计划对不同时间出生的人规定了不同的法定退休年龄**，例如，1943年、1957年出生者的法定退休年龄分别为66岁和66岁6个月，1960年及以后出生者的法定退休年龄均为67岁。到法定退休年龄才退休者，可享受全额退休金。联邦政府强制社会养老金计划不实行强制退休，**在法定退休年龄之前退休者，退休金减额发放**，每提前一个月养老金减发0.56%，最早可以提前至62岁退休；**鼓励在法定退休年龄之后退休，每延后一个月退休金增加0.25%**，如70岁退休，则可拿全额退休金的130%，年满70岁以后才退休者，退休金不再继续增加，仍是全额退休金的130%。退休人员被鼓励继续从事力所能及的工作。退休后从事有收入工作的，如年总收入低于一定标准，仍可领取全部退休金；收入超过一定标准时，按超过部分金额的50%减发退休金；70岁以上仍工作者，不管收入多少，均不减发退休金。

退休人员领取联邦退休金时免税，但年总收入超过一定金额者需纳税。2015年，年收入超过2.5万美元的单身退休人员、以及超过3.2万美元的退休夫妇在领取联邦退休金时需纳税。目前，这部分人约占美国退休人口的40%。联邦退休金的受益人除了退休人员本人，还包括其符合特定条件的配偶(含离异)、未成年孩子(含领养)等。

此外，对于因联邦养老金及其它收入太少、不足以维持生计的65岁以上老人，美社会保障署根据联邦“附加保障收入计划”(Supplemental Security Income Program)按月发放生活补助金，为低收入老年人的生计托底。生活补助金来源于联邦政府的财政收入，而不是社会保障基金。2015年，享受附加保障收入计划的每位低收入退休人员、每对低收入退休夫妇每月领取的生活补助标准分别为733美元和1100美元。

4.2.1.2 雇主养老金计划

雇主养老金计划，主要包括DB(Defined Benefit Plan, 确定给付型)和DC(Defined Contribution Plan, 确定缴费型)两种模式，目前美国养老保险中DC占比较大，其中最具代表性的401(k)计划就是我国企业年金的原型。

1978年，美《国内税收法》新增的第401条K项条款规定，**政府机构、企业及非营利组织等不同类型雇主，为雇员建立积累制养老金账户可以享受税收优惠。**根据这一条款，越来越多美国企业选择了雇主和雇员共同出资、合建退休福利的方式。因此，美国企业年金计划又称作401K计划。

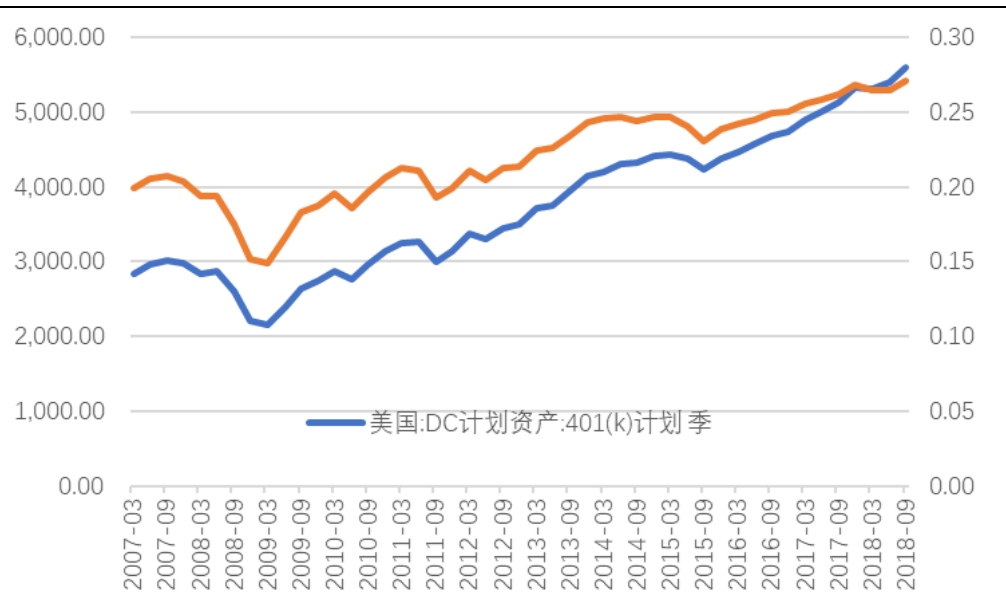
提供 401K 计划的雇主，一般会指定一个基金公司管理雇员的 401K 账户，这个基金通常有各种不同类型的投资组合供员工选择。雇员自主决定投资决策，并承担投资风险。雇员退休后从账户领取的养老金取决于缴费多少和投资收益状况。美国推行“401K”计划后，其资金迅速与股市形成良好互动，美大公司的职工将自己养老基金中约 1/3 的资金投资本公司股票。

401K 计划养老金领取条件是：账户持有人年满 59.5 岁；死亡或永久丧失工作能力；发生大于年收入 7.5% 的医疗费用；55 岁以后离职、下岗、被解雇或提前退休。户主如在 59.5 岁之前提前取款，将被征收惩罚性税款；但允许提前借款，再还回账户。户主退休时，可以选择一次性领取、分期领取和转为存款等方式使用 401K 账户资金。雇员在年满 70.5 岁时，必须开始从个人账户中取款，否则将对对应取款额征税 50%，这一规定目的在于刺激退休者的当期消费，避免社会落入消费不足的陷阱。

401K 计划被称作“政府给中产阶级最大的礼物”，参与 401K 计划的退休人员及其受益人可得到实实在在的减税优惠。税收优惠具体体现为“延迟纳税”(Tax Defer)。法律规定，雇员在 401K 账户的缴费和投资收益均免税，直到退休后从账户领取养老金时才对账户总额(包括利息红利附加增值)上缴个人所得税。由于退休人员的收入较退休前普遍下降，纳税基数随之减小，再加入投资收益免税，其实际缴纳的个人所得税将大幅下降。

目前，401K 计划已成为美诸多雇主首选的企业补充养老保障制度。根据美投资公司协会数据显示，截至 2018 年第三季度，401K 计划账户资产余额达到 5.6 万亿美元，相当于美当年 GDP 的 27% 左右。

图 41: 401K 计划规模不断扩大



数据来源：东北证券，Wind

4.2.1.3. 个人储蓄养老金计划

个人储蓄养老金计划即个人储蓄保险，是一种联邦政府提供税收优惠、个人自愿参

与的个人补充养老金计划。个人储蓄养老金计划始建于上世纪 70 年代，其核心是建立个人退休账户 (Individual Retirement Accounts, 简称 IRA)，因此个人储蓄养老金计划被称作 IRA 计划。

IRA 账户由参与者自己设立，所有 16 岁以上 70.5 岁以下、年薪不超过一定数额者均可以到有资格开设 IRA 账户，而且不论其是否参加了其他养老金计划。IRA 有最高缴费限额。年薪超过一定数额者不能参加 IRA 计划。

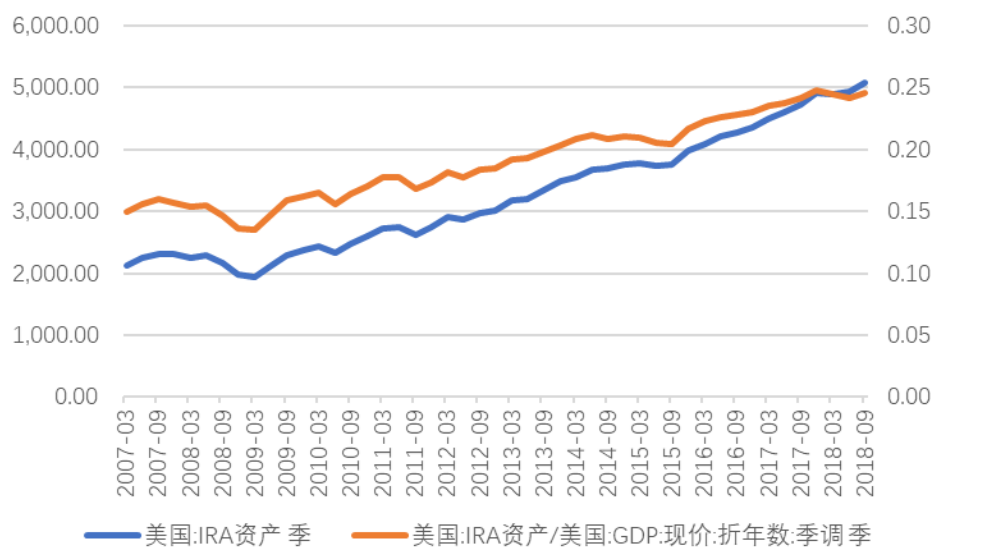
IRA 账户由户主自行管理，开户银行和基金公司等金融机构提供不同组合的 IRA 基金投资建议，户主根据自己的具体情况和投资偏好进行投资管理，风险自负。IRA 账户具有良好的转移机制，户主在转换工作或退休时，可将 401K 计划的资金转存到 IRA 账户，避免不必要的损失。户主退休后从账户领取的养老金取决于缴费多少和投资收益状况。

IRA 户主在年满 59.5 岁后方可领取 IRA 退休金，提前支取将被处以支取金额 10% 的罚金。政府此举在于鼓励户主到退休后才开始使用 IRA 资金。法规同时规定户主年满 70.5 岁必须开始支取账户金额。

IRA 计划作为美养老体系的重要组成部分，也是美政府经常使用的宏观调控手段。IRA 账户免税额度的提高使全美 IRA 基金中增加巨额投资，这笔巨资通过有效的投资体系投向美各行业的投资中，从而促进美经济发展，也使普通美国人经济增长的好处。

根据美投资公司协会数据显示，截至 2018 年第三季度 IRA 账户资产余额达到 5.07 万亿美元，相当于美当年 GDP 的 25% 左右。

图 42: 个人储蓄养老金计划规模不断扩大



数据来源: 东北证券, Wind

可以看出，美国是以第二支柱和第三支柱为核心养老金体系。在第一支柱中，社会保障税率仅为 12.4%，相比中国的 27% 左右相去甚远。美国第二和第三支柱能够

真正发挥作用，很大程度上是因为税收优惠。第二支柱里，国民在 401K 账户的缴费和投资收益均免税，直到退休后领取养老金时才缴纳个税；第三支柱里的 IRA 计划的迅猛发展也是得益于“递延纳税”的策略。

4.2.2. 美国养老模式

4.2.2.1. 多元的居家养老模式

美国有发达的民间社会组织，探索出了丰富多元的居家养老模式。如会员制模式，最早由波士顿一群老年居民在 20 世纪 90 年代探索出来，是以**会员形式要求老年居民每年缴纳一定的会员费**，可以享受到包括交通、购物、家政、房屋维修、花园维护等一系列由志愿者提供的基本服务，以及一些专业机构提供的家庭保健护理和医疗服务。又如合作居住模式，有些类似于中国的四合院模式，在享有私人住宅的基础上，让居民共享公共设备。有公共厨房、餐饮区、休息区、洗衣房、图书馆、工艺坊、健身房、花园等，便于老年人邻里互动。PACE 医疗护理模式则源于联邦政府的扶老政策。PACE 的中文是综合性老人健康护理计划，自 1997 年正式纳入美国联邦政府平衡预算法案。PACE 服务区对于 55 岁以上体弱、患病和行动不便的老人提供所必需的医疗护理救助服务，包括病理医疗、物理理疗、处方药物、喘息照护、营养咨询、社会公益服务等等，这些服务和所产生的费用都由美国联邦医疗保险与医疗补助网络覆盖的服务商提供。

4.2.2.2. 社区集中养老模式

除居家养老外，很多美国老年人喜欢与同龄群体互动建立独立于子女的生活圈。因此，专门面向老年人而建的限制年龄的社区养老模式在美国很受欢迎。根据老年人健康程度，养老社区分为活跃及独立生活社区、协助生活社区、特殊护理社区及持续护理社区。活跃及独立生活社区为低龄老人提供，出售给老人独立房子或联排别墅，社区内设有老人文娱、体育、综合活动设施，社区提供餐饮、文娱活动、定期体检等基本服务。协助生活社区为有生活协助需求但无重大疾病的老人提供简单的生活辅助及护理服务，如洗澡、穿衣、进食、服药和护理照料等，这类社区需要州政府的许可执照才能运营。特殊护理社区面向有慢性疾病、处于术后恢复期或失能失智老人提供专业的医疗护理服务。持续护理社区，也称 CCRC 社区，面向刚退休的老年群体、不愿变更居所，当前自理能力强但考虑未来健康度下降的老人问题。CCRC 社区一般设有生活自理单元、生活协助单元和特殊护理单元，根据老人不同年龄、不同健康状态的需求提供不同的服务，涵盖了老人从生活全自理到需要生活协助再到需要特殊护理的晚年全阶段。目前，全美共有约 1900 处 CCRC 社区，但 82% 为非营利性组织所有，很多是从传统养老院转型而来的。

4.2.2.3. 专业机构养老模式

除社区养老外，一些高龄老人往往倾向于入住专业养老机构，包括老年公寓、养老院、护理院等。养老公寓以公租、廉租为主，多分布在大城市人口密集区如纽约曼哈顿、布鲁克林区，面向低收入老年群体，公寓里提供餐饮、图书阅览、健身及各项文娱活动等场所和服务。专业养老院、疗养院和护理院则面向因慢性病、重大手术和失能失智等而生活不能自理的老人，为其提供 24 小时护理照料，院内设有专

业护理设施，配备医生和护理人员，为老人提供生活照顾、医疗诊治、康复治疗和健康监管等服务。护理院受联邦和州政府规定监管，必须在人员配备、医疗水平等各方面达到一定标准才可以拥有营业执照。护理院资金支付来源有私人资金、医疗补助、长期照料保险。在美国，人们认为护理院是仅次于核电站的规定最多的行业。

5. 中国养老产业的前景展望

5.1. 养老产业有待继续市场化，人才培养市场广阔

回归到中国的养老产业。从近年来的政策路线可以看出，政策对于养老问题的关注点，逐渐从完善养老服务，转向支持养老产业及相关市场的发展。比如，近期政策越来越强调引进社会资本、养老与医疗结合、深化养老商业保险改革等，都是在支持养老产业和相关市场的发展，而不仅仅是完善社会服务。

表 7: 养老方面的相关政策

时间	文件	主要内容
2011.12	《社会养老服务体系规划建设规划(2011—2015)》	到 2015 年，基本形成制度完善、组织健全、规模适度、运营良好、服务优良、监管到位、可持续发展的社会养老服务体系。
2013.08	《国务院关于加强发展养老服务事业的若干意见》	到 2020 年要全面建成功能完善、规模适度、覆盖城乡的养老服务体系。
2014.06	《关于加快推进养老服务业人才培养的意见》	大力发展养老服务相关专业，开展岗位培训，不断扩大人才培养规模。
2015.01	《关于规范养老机构服务收费管理促进养老服务业健康发展的指导意见》	建立市场形成价格为主的养老机构服务收费管理机制。
2015.02	《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》	鼓励民间资本参与养老产业，推进医养融合发展、完善投融资、税费优惠政策。
2015.11	《关于推进医疗卫生与养老服务相结合指导意见的通知》	加快推进养老服务与医疗卫生服务结合。
2016.03	《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》	加大对养老领域的信贷支持力度。
2016.04	《关于做好医养结合服务机构设立许可工作的通知》	提出支持医疗机构设立养老机构。
2016.06	《民政事业发展第十三个五年规划》	全面建成以居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养相结合的多层次养老服务体系。
2016.07	《关于中央财政支持开展居家和社区养老服务改革试点工作的通知》	支持居家和社区养老服务的发展，落实准入、金融、财税、土地等优惠政策，提高养老服务供给能力。
2016.07	《医疗机构设置规划指导原则》	推进医疗卫生和养老服务相结合，提高医院为老年患者服务的能力，有条件的二级以上综合医院开设老年病科。

2016.10	《关于推进老年宜居环境建设的指导意见》	支持适老住宅建设。推进基层医疗卫生机构和医务人员与社区、居家养老结合。
2016.12	《关于全面放开养老服务市场提升养老服务质量的若干意见》	降低准入门槛，引导社会资本进入养老服务业，推动公办养老机构改革，提升居家社区和农村养老服务水平。
2017.02	《关于印发智慧健康养老产业发展行动计划(2017—2020年)的通知》	促进养老资源优化配置和使用效率提升，满足多层次、多样化的健康养老服务需求。
2017.03	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	到2020年，基本建立安全稳健、产品多样、专业、诚信规范的商业养老保险体系。
2017.07	《国务院办公厅关于加快发展商业养老保险的若干意见》	构建长期照护保障制度，要大力发展老年人长期护理保险等适老性强的商业保险。
2017.08	《养老服务标准体系建设指南》	建立联动推进工作机制，加强养老服务标准化、信息化建设。
2017.08	《关于运用政府和社会资本合作模式支持养老服务业发展的实施意见》	引导和鼓励社会资本通过PPP模式，立足保障型基本养老服务和改善型中端养老服务。
2017.11	《关于养老机构内部设置医疗机构取消行政审批实行备案管理的通知》	加快推进医疗领域“放管服”改革，进一步促进医养结合发展。
2018.07	《关于扩大老年人住房反向抵押养老保险开展范围的通知》	进一步深化商业养老保险供给侧结构性改革，积极发展老年人住房反向抵押养老保险。
2018.10	《养老机构等级划分与评定》	填补了养老机构等级划分与评定国家标准的空白，并对养老机构的空间配置进行规定。
2019.02	《营业税改征增值税试点过渡政策的规定》	对已备案的为老年人提供集中居住和照料服务的各类养老机构，免征增值税。

数据来源：东北证券整理

在人口老龄化日益加重、老龄人口越来越多的背景下，对于养老产业的扶持必定会日益增加。总结前文中各发达国家的养老模式，我们可以看出，较为完善的养老制度，都是以居家养老为主，社区养老为辅，给予老人生活的便利及精神的慰藉。同时对于需要特殊护理及特殊需求的老人，由设施完备、人员专业的养老机构补位。中国养老产业的发展，推行居家养老与社区养老相结合的方式，同时完善机构养老对特殊人群及孤寡老人的服务。我们认为从国家的宏观层面，未来政策的导向为以下几点：

1. 从长期的角度来看待养老产业的建立。要加强各方的合作从而建立起一个完善的体系。要将医疗体系和服务机构相关联起来，让养老机构提供初步的医疗服务服务以外，还要建立机构与医院的联系，让社会的医疗体系作为养老产业的后盾。根据日本的经验，随着老龄化的加深，医疗、护理等方面的保险压力也会越来越大。需要提早促进医养结合，完善老年人医疗与护理保险制度。同时要联络教育产业，从而能给从业人员提供教育和培训的支持。让老人不仅仅在需要时接受医疗服务，而且在平时在服务人员的帮助下，合理搭配饮食以及适

当安排身体锻炼来预防某些疾病的发生，根据每个老人情况的不同制定不同的方案，如糖尿病患者减少摄入糖分，高血压患者要定期检查血压并控制饮食。**另外，还要增强药商与养老院的合作。**可制定规定来统一采购一些老年人适合的保健品或者医疗、康复用品，从而方便老人与家庭。**同时，还可以考虑提高养老院与保险公司的合作。**为老人提供合适的相关保险，来减少老人健康问题对家庭带来的未知的风险。

2. **扩大民营资本进入养老产业，完善市场。**鼓励自由市场竞争。要奖励优秀的公司同时淘汰服务质量低下的公司，**竞争不能一味追求低价，政府要给养老服务提出最低的限制要求**（例如在美国，公司必须满足某些特定的要求才能获得政府的补贴）。
3. **扶持民办养老服务人才培养、教育事业。**上文中我们提到，目前养老产业专业人员供不应求，民政局数据显示 2017 年从业人员数量只占需求量的 20%。随着养老产业规模逐渐扩大，专业人员的需求会更加强烈。建议号召国内有资格的专业技术学校开设养老服务培训相关的专业。
4. **监管方面。**制定标准化规则，完善相关的法律法规，保证养老机构提供合规的服务，促进行业健康发展。
5. **加强养老服务形式的改革。**在美国，老人会受到家庭和社区服务的同时照顾，这包括：（一）家庭医疗、家庭护理、家庭救助。（二）日托所、短途医院、日托所、夜托所、社区医院。（三）电话或者视频的远程协助。这些多种形式的服务可以满足不同程度的需求，大大提高服务人员的使用效率，可以覆盖更广泛的服务对象，这是老龄人口众多的中国所值得借鉴的。

从社会及企业层面，我们认为以下方向在未来将有较大空间：

1. **家政服务及相应的养老看护行业。**总结上文的论述可知，中国未来老年人口将直线上升，而普遍的独生子女很难有精力亲自照料老人。所以未来对于家政服务及养老看护的需求也会大幅上升。比如在发达国家非常常见的“日间照料养老院”，就属于居家养老的新模式。日本人常戏称，日间照料养老院比便利店都多。
2. **更符合需求现状的养老机构。**上文提到，中国养老机构存在着结构性矛盾，低端养老院设置不完善，高端养老院价格太贵。在未来老年人口更加庞大的环境里，对符合中等收入老人的标准的养老机构将会备受追捧。同时，养老机构需要发展针对特殊人群，如残障老人，以及特殊需求人群，如孤寡老人的养老服务。
3. **养老产业专业人员的培训机构。**专业人员严重匮乏，是当前中国养老产业最大的问题。随着机构养老及社区养老的逐步完善及养老标准的提升，未来对于养老产业专业人员的需求将极大。因此对养老专业人员的培训机构也将有广阔市场。

5.2. 养老金管理及缺口的弥补

政策关注的另一个方向是养老金问题。目前养老金的问题是，替代率较低，缺口较大，并且缺口呈继续扩大之势。养老金是养老产业发展的基础，只有老人拥有足够的资金来源，多样的养老模式才能实现。对此，我们认为未来会有两项相关改革：

1. **逐步提高退休年龄。**中国现行的退休年龄是，男性 60 周岁，女干部 55 周岁，女工人 50 周岁。这个标准远低于老龄化程度和我国相近的国家。美国通常认为 65 岁是退休年龄，日本则将领取退休金的年龄提升至 70 岁。其它大多数国家的平均退休年龄也高于中国。提高退休年龄，能在减少养老金支出的同时增加收入，可以有效缓解养老金压力。
2. **大力促进商业保险和企业年金发展。**中国的养老金以第一支柱、即基本养老保险为主，造成政府财政压力较大。第二、第三支柱规模过小。而发达国家的养老金通常依赖于第二、第三支柱。中国未来可以出台减税等优惠政策，来吸引企业和个人加入第二、第三支柱中。
3. **加强养老金的运营管理，推动更大规模的养老金入市，以实现养老金的保值增值。**美国 401K 补充养老计划占整个养老金规模的 50% 左右，2017 年规模达 8.5 万亿美元，而投资于股票市场的比重超过 50%。而中国的养老金入市规模则很小，人社部基金监督局局长唐霁松近期表示，中国养老金委托投资规模只占到了基金积累额的 15%。目前，我国也在加快养老金入市进度，截至 2018 年 9 月底，全国有 15 个省（区、市）政府与社保基金理事会签署了委托投资合同，总金额 7150 亿元。未来可以加快未签约省份委托投资签署，完善养老金投资考核方式等。

总体而言，随着人口老龄化程度的加深、国家重视程度的不断提升，养老产业前景光明，但初期财政支持也很必要。

分析师简介:

沈新风, 宏观分析师, 上海财经大学经济学博士。先后服务于期货、股票私募投资公司, 建立了完善的海内外宏观研究体系, 拥有投研一体的市场思维。2016年4月加入东北证券。

尤春野, 研究助理。北京大学理学学士, 经济学双学士; 约翰霍普金斯大学金融学硕士。

曹哲亮, 武汉大学经济学及理学学士, 北京大学金融硕士。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qjian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn