

当社保缺口遇上国企改革

分析师：李迅雷

执业证书编号：S0740517010007

电话：021-20315119

邮箱：lixl@r.qlzq.com.cn

分析师：梁中华

执业证书编号：S0740518090002

Email: liangzh@r.qlzq.com.cn

研究助理：吴嘉璐

Email: wujl@r.qlzq.com.cn

相关报告

1 陆金所计划退出 P2P 业务点评-“网贷”转向“消费贷”

2 2019Q2 食品饮料行业基金持仓分析：抱团龙头，持仓新高

3 水井坊-公司点评：业绩符合预期，中长期看点仍足

投资要点

- 7月10日国常会指出，“要求切实做好降低社保费率工作，决定全面推开划转部分国有资本充实社保基金”。社保缺口有多大？国资划转可以有多大效果？国企改革也进入攻坚阶段，两者如何实现共赢？未来国资划转社保的可能推进方向如何？
- **1、社保缺口有多大？**根据我们的预测，从2022年以后的20年里，我国劳动年龄人口平均每年将减少800万以上，老年人口平均每年增加接近1200万，社保收支压力越来越大。如果不考虑财政补贴，我国社保基金实际上已经入不敷出，2018年的缺口在6000亿以上。近年来社保基金财政补贴的金额占全国公共财政收入的比重也在不断上升，已经超过9%，寻找其他的“开源”渠道更加紧迫。
- **2、国资划转缓解三大难题。**通过国资划转补充社保是一种不错的解决思路，但即使考虑到即将进行的第三批划转，也仅有6000亿左右的规模。而事实上，国资划转社保可谓是一举三得。一是可以缓解社保资金压力，如果按照2017年国有资产10%的规模测算，补充社保的幅度可达8.7万亿。二是可以提高国企效率，根据我们测算，进行混改的国企在混改实施完成之后，相比未混改的业绩表现有明显提升。三是可以为民营经济创造更加公平的营商环境，也为民营经济留出更多的发展空间。
- **3、未来推进方向可能如何？**未来若能赋予社保部门对划拨的国有股权拥有更大的处置权，或许可以让国资划转政策发挥更大的作用。从行业选择来看，当前国资在部分竞争性领域占比还偏高，可以考虑进一步压缩占比。从企业选择来看，其他经济体国企改革的经验均表明，经营绩效较好的国企应为首选。从地区分布来看，东北三省、青海等社保缺口较大的地区可先试先行。
- **风险提示：老龄化，经济下行，政策变动。**

内容目录

1、社保缺口有多大？	3 -
2、国资划转缓解三大难题	4 -
3、未来推进方向可能如何？	7 -

图表目录

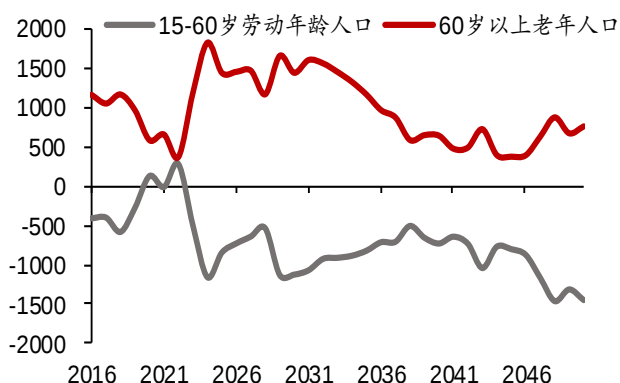
图表 1: 我国劳动和老年人口增长预测 (万)	3 -
图表 2: 我国老龄化进程预测.....	3 -
图表 3: 社保收支缺口不断扩大.....	3 -
图表 4: 社保收入对财政补贴依赖越来越大.....	3 -
图表 5: 我国基本养老保险基金累计盈余测算 (万亿元)	4 -
图表 6: 社会保险基金财政补贴占财政收入比重 (%)	4 -
图表 7: 《方案》中制定的划转步骤	5 -
图表 8: 国资划转社保进度	5 -
图表 9: 2017 年国有资产总体情况 (万亿元)	5 -
图表 10: 2000 年以来国有和民营上市企业 ROA (%)	6 -
图表 11: 混改国企 ROA 相对行业平均的变化 (万元/人)	6 -
图表 12: 银行贷款投向国企和非国企的比重 (%)	6 -
图表 13: 非金融企业债券融资存量 (亿元)	6 -
图表 14: 2015 年工业行业国企和非国企亏损占比 (%)	7 -
图表 15: 2015-2017 年规模以上工企数量变化 (%)	7 -
图表 16: 上市企业中国企和民企年度分红增速 (%)	7 -
图表 17: 2015 年国有企业股权价值各行业分布 (%)	8 -
图表 18: 2015 年国有企业雇员数量各行业分布 (%)	8 -
图表 19: 2018 年我国上市国企与民企在各行业的资产总值分布.....	8 -
图表 20: 从国际经验看公有企业股权改革的顺序	8 -
图表 21: 2018 年各行业中上市国企业绩表现 (%)	9 -
图表 22: 2017 年各省养老保险累计结余可维持月数.....	9 -
图表 23: OECD 国有企业雇员占比 (%，前 15)	10 -
图表 24: 在岗职工与就业人员中国有企业的占比 (%)	10 -

- 7月10日国常会指出，“要求切实做好降低社保费率工作，决定全面推开划转部分国有资本充实社保基金”。当前社保困境有多大，国资划转可以有有多大效果？国企改革也进入重要阶段，两者如何实现共赢？未来国资划转社保的可能推进方向是什么样的？

1、社保缺口有多大？

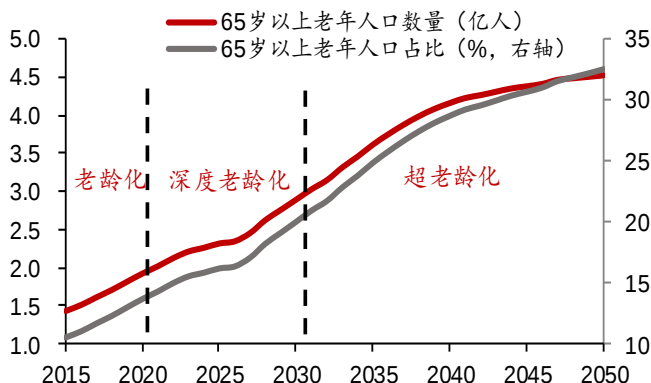
- 劳动年龄人口减少、老龄化加剧，导致我国社保收支压力会越来越大。如果统一按照60岁退休进行大致估算，过去5年我国15-60岁劳动年龄人口平均每年减少420万，而60岁以上的老年人口平均每年增加1000万以上。根据我们的预测，从2022年以后的20年里，我国劳动年龄人口平均每年将减少800万以上，老年人口平均每年增加接近1200万。也就是说交社保费的人口在大量减少，而用社保的人口大量增加。

图表 1：我国劳动和老年人口增长预测（万）



来源：WIND，中泰证券研究所

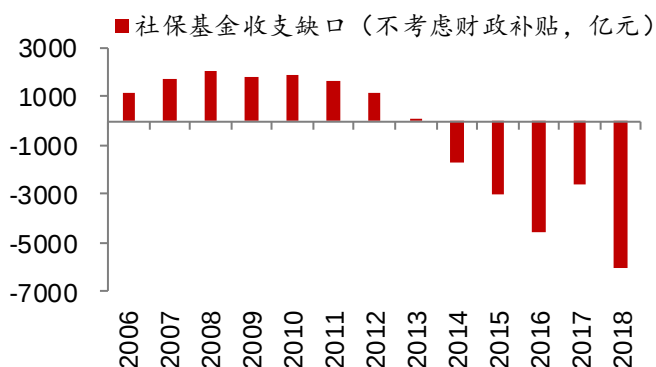
图表 2：我国老龄化进程预测



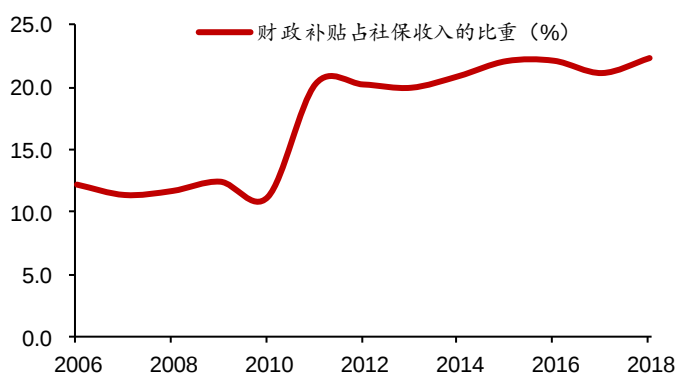
来源：国家统计局，中泰证券研究所

- 如果不考虑财政补贴，我国每年的社保基金实际上已经入不敷出。近几年我国财政补贴社保基金都高达万亿以上，例如2018年社保基金收入7.9万亿，其中有近1.8万亿来自财政补贴，占比高达22%。而在2010年之前，这一占比只有12%左右。如果不考虑财政补贴，从2014年以后，我国社保基金收支就开始持续出现缺口，例如2018年的缺口在6000亿以上。

图表 3：社保收支缺口不断扩大



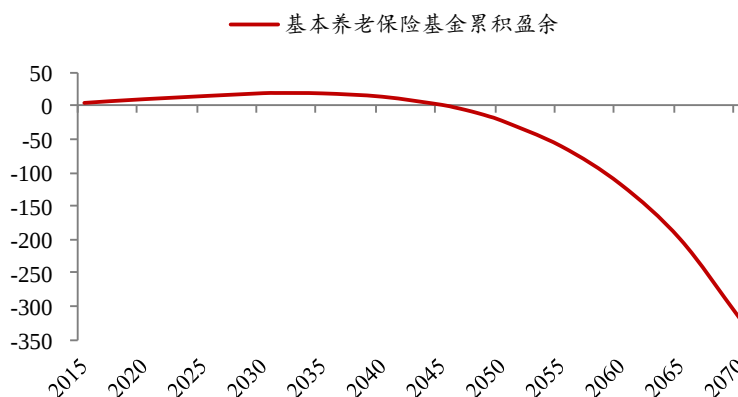
图表 4：社保收入对财政补贴依赖越来越大



来源：CEIC，中泰证券研究所

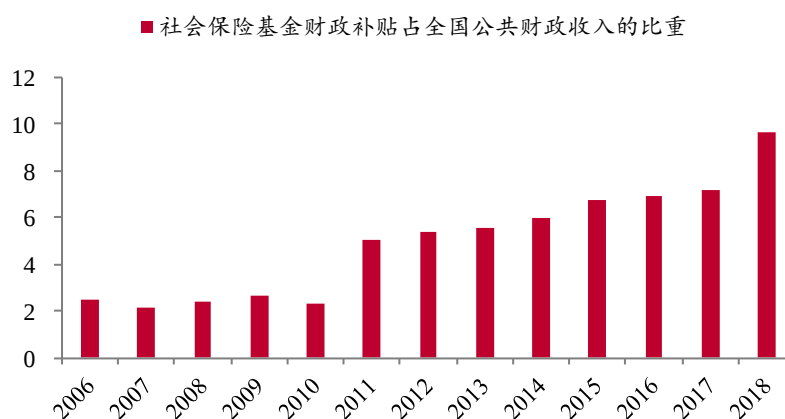
来源：CEIC，中泰证券研究所

- 随着老龄化的加剧，社保缺口的问题会更加严重。以压力最大的基本养老保险为例，根据于洪、曾益（2015）的测算，即使考虑到财政补贴，我国基本养老保险基金也将会在 2031 年出现当期收不抵支，而到 2046 年累计盈余也将开始出现缺口。而社科院今年 4 月发布的《中国养老金精算报告 2019-2050》中测算的结果更加严峻，报告预计 2028 年职工养老金将会出现当期赤字，到 2035 年累计结余也会转负。

图表 5：我国基本养老保险基金累计盈余测算（万亿元）


来源：于洪、曾益（2015），中泰证券研究所

- 寻找额外的“开源”渠道较为紧迫。从财政负荷来看，近年来社保基金财政补贴的金额占全国公共财政收入的比重不断上升，2018 年该比重已经超过 9%。长此以往，财政负担会越来越重。因此，寻找其他的“开源”渠道相对紧迫。

图表 6：社会保险基金财政补贴占财政收入比重（%）


来源：CEIC，中泰证券研究所

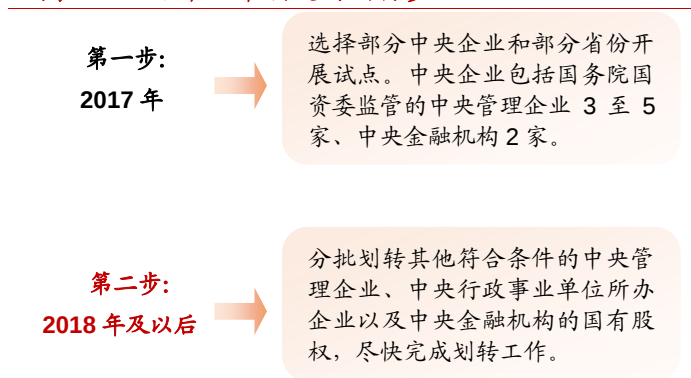
2、国资划转缓解三大难题

- 面对社保可能面临的巨大缺口，通过国资划转补充社保是一种不错的思

路。相关工作已有推进，2017 年 11 月正式颁布《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》（以下简称《方案》）。2018 年 3 月，国资委选择了中国联通、中国有色、中农发三家企业开展了首批股权划转试点。11 月又选择了中国华能等 15 家企业开展第二批划转工作。根据划转时点的财务数据，这两批 18 家企业一共划转 750 亿国有资本。根据 2018 年的财务快报，划转部分增值到 817 亿。

- 今年国有股权的划转工作将会加快推进，第三批划转规模已明显扩大。7 月 10 日国常会提出，今年将全面推开国有大中型企业和金融机构 10% 国有股权的划转工作。7 月 16 日国新办发布会上提及，国资委最近已研究提出了第三批 35 家国资划转社保企业的名单，按照划转集团公司 10% 的股权测算，第三批将划转国有资本 5217.13 亿元，和前两批相比，划转范围大幅铺开。

图表 7：《方案》中制定的划转步骤



来源：国务院，中泰证券研究所

图表 8：国资划转社保进度

批次/时间	划转企业情况
第一批： 2018 年 3 月	中国联通、中国有色、中农发三家企业
第二批： 2018 年 11 月	中国华能等 15 家企业
第三批： 2019 年 7 月 16 日	国新办发布会：国资委最近研究提出了第三批 35 家国资划转社保企业的名单

来源：国资委，中泰证券研究所

- 国资划转社保可谓是一举三得，于社保而言，国资补充社保可以帮助缓解资金压力。按照 2017 年国有资产的规模，全部划转 10% 的话，补充社保的幅度可以达 8.7 万亿。这个规模相当于 2018 年财政补贴的 5 倍还多，如果按照于洪、曾益（2015）测算的养老金累计盈余走势，在没有任何改革措施的情况下，那么 8.7 万亿的补充规模差不多可以弥补未来将近 30 年的养老金缺口，这也为以后的社保改革争取了足够的时间窗口。

图表 9：2017 年国有资产总体情况（万亿元）

分类	资产总额	负债总额	国有资本及权益（净资产）	境外资产
企业（不含金融企业）	183.5	118.5	50.3	16.7
金融企业	241	217.3	16.2	18.1
行政事业性单位	30	9.5	20.5	—
加总	454.5	345.3	87	34.8

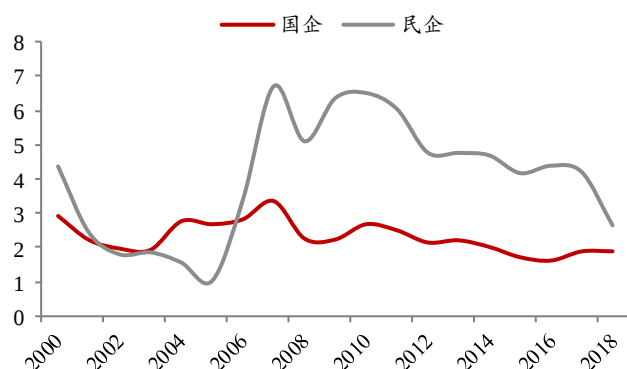
来源：国资委，中泰证券研究所

- 于国企而言，国资划转社保甚至减持也可以助推国企改革，提高国企效率。我们统计了 2000 年以来国有和民营上市企业总资产回报率走势，国企的资产回报率大部分时候都低于民企。此外，根据我们测算，进行

混改的国企在混改实施完成之后，相比未混改国企的业绩表现有明显提升。

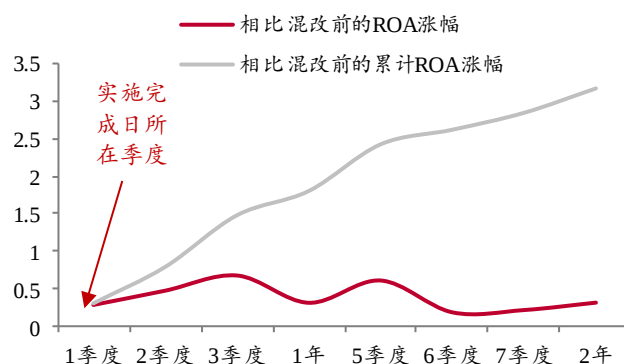
- 而从国资委公布的 2016 年末全国国有资产总量的数据来看，工业、地产和建筑业仍然集中了大量国有资产，通过国资划转、甚至适当引导国有资本从传统领域中退出，不仅有助于提升国企运营效率，也有利于优化国有企业的产业布局。

图表 10: 2000 年以来国有和民营上市企业 ROA (%)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

图表 11: 混改国企 ROA 相对行业平均的变化 (万元/人)

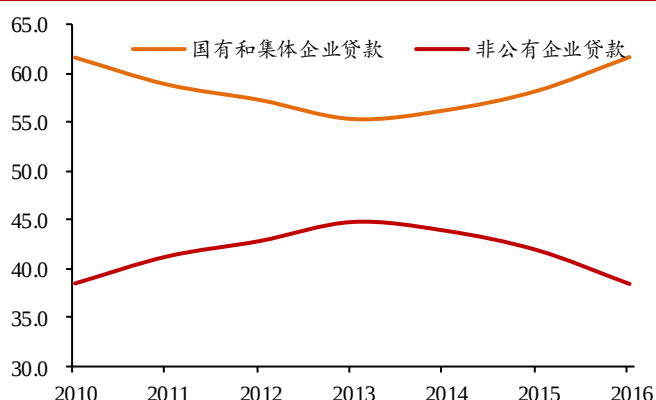


来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 研究样本为 2015/12/31 前进行过混改的样本, 采用事件研究法, 比对国企混改样本在混改前后 ROA 的变化。

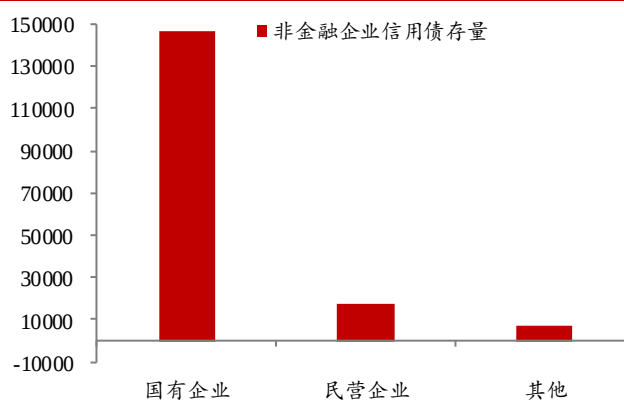
- 于民企而言，国有资本从竞争性领域的逐渐退出，可以为民营经济创造更加公平的营商环境。国有企业在获取资源方面具有优势，比如国企获取的银行贷款和信用债融资，都远远多于民企。通过划转社保让部分国有资本逐渐退出竞争性领域，可以为民营经济提供更加公平的营商环境。

图表 12: 银行贷款投向国企和非国企的比重 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

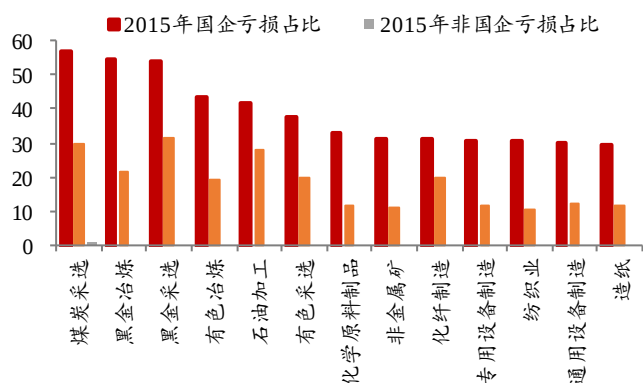
图表 13: 非金融企业债券融资存量 (亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

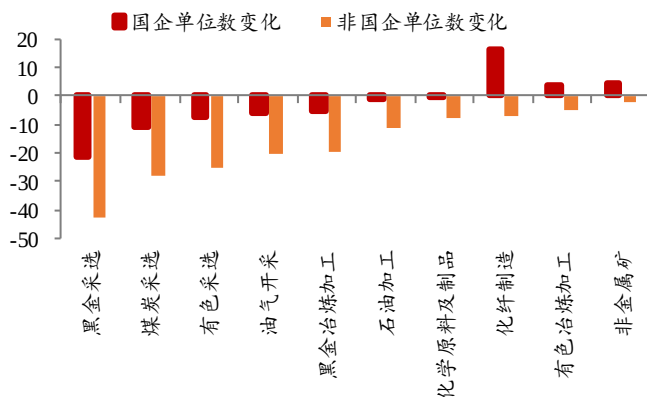
- 在过去几年去产能、环保政策的执行中，存在明显的“一刀切”现象。尽管民营企业经营绩效要优于国企，但从去产能和环保政策执行的结果来看，2015-2017 年民营企业数量的减少幅度要远高于国有企业。如果国有资本逐渐减少占比，可以为民营经济留出更多的发展空间。

图表 14: 2015 年工业行业国企和非国企亏损占比(%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 15: 2015-2017 年规模以上工业企业数量变化 (%)

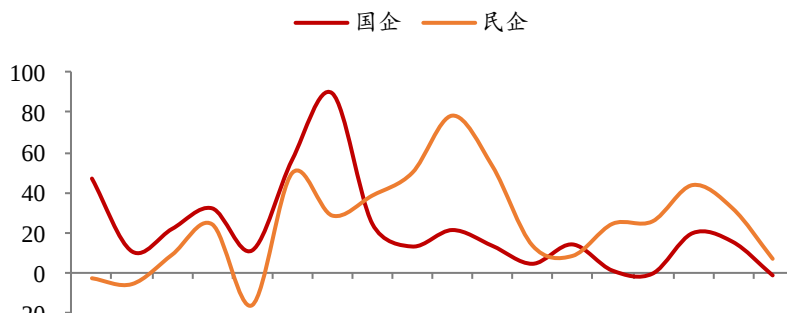


来源: WIND, 中泰证券研究所

3、未来推进方向可能如何？

- 尽管国资划转社保有助于缓解社保缺口、国企改革、民企困境三大难题，但在现有政策框架下，当前国资划转社保的作用并不明显。一方面是划转范围仍然较小，另一方面是目前国资划转社保之后，只取分红和资本运作收益，并不能处置国有资本，因此前面测算的 8.7 万亿其实是有高估的。
- 未来若能赋予社保部门对划拨的国有股权拥有更大的处置权，或许可以发挥更大的作用。如通过减持或并购来获得资本运营收益，而不仅仅依赖非常有限的国企分红。

图表 16: 上市企业中国企和民企年度分红增速 (%)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11226

