

非银金融

个人养老金 | 需求、渠道与产品展望

《关于推动个人养老金发展的意见》出台，统一运作的个人养老金制度即将落地，我们从需求、渠道和产品三个维度展望其潜在影响：

需求视角：政策激励撬动个人参与，短期内渐进式发展

1) 第三支柱壮大或具备必然性：通过多维度养老金平滑退休后消费一定程度上是刚需，从国内实际来看，第一支柱可实现的替代率有限，第二支柱受众面临瓶颈，因此第三支柱的发展或成为必然。

2) 个人养老金发展的渐进性：税优政策实质在于通过财政激励的杠杆，撬动居民储蓄及当期消费转化为长期养老储备，政策力度是个人养老金体系发展的主要驱动。但由于我国税制差异，个税优惠操作空间有限，预计短期内快速上量存在掣肘，需待后续更多配套政策催化。

3) 参考此前税延保险试点政策，预计个人养老金账户规模年缴纳额有望达到 1500 亿元，5/10 年后累计规模可分别达 1 万亿元、3.1 万亿元。

渠道视角：借鉴美国经验，养老需求兴起催化财富管理业态变革

美国当前 78% 的 IRA 资产配置在投顾指导下进行，其财富管理行业向买方投顾转型的重要驱动正是在于上世纪 70-80 年代二、三支柱养老金发展下，居民多元化的财富管理需求释放，产生大量投顾服务需求。

而《意见》指出，个人养老金“参加人可以用缴纳的个人养老金在符合规定的金融机构或者其依法合规委托的销售渠道购买金融产品”，短期内，银行渠道占据资金账户优势，预计将是个人养老金委托的主要渠道，但长期来看，随着个人养老金规模壮大、制度日益完善，客户需求多元化或推动渠道格局演进，一方面加速行业向买方投顾转型，另一方面呈现出多元格局，投顾能力建设成为核心竞争力。

产品视角：预计银行理财占据最大份额，但人身险边际最为受益

个人养老金兼具风险保障及投资属性，资管机构禀赋确定未来份额。保险产品具备保本、附加保障以及终身给付特性，在满足风险保障需求上独树一帜；而银行理财及公募基金间则聚焦于满足资产保值增值需求的竞争，我们预计短期内银行理财在低风险产品中建立的客户认知优势将延续，而公募基金优势在于权益资产的管理能力，中长期来看，随着中国资本市场的成熟，公募有望受益于权益类资产配置比例的提升，以养老目标基金为抓手攫取更大份额。

我们预计短中期内理财、公募、保险份额分别为 60%、15%、25%，5 年后给银行理财、公募基金、人身险保费带来的边际增量分别达 1.9%、0.7%、4.8%，人身险边际受益程度更大。

投资建议：个人养老金制度顶层设计落地，长期视角下发展或具备必然性。渠道视角应更关注其对财富管理业态带来的变革，加速向买方投顾转型进程；产品视角人身险行业有望获取更高边际增益，建议关注。

风险提示：税优政策或相关配套措施不及预期；试点效果不及预期；居民账户收益率不及预期

证券研究报告

2022 年 07 月 23 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

夏昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com

周颖婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060002
zhouyingjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《非银金融-行业专题研究:2022Q2 非银行业基金持仓占比：重仓比例有所回升，但配置及估值均处于历史低位》 2022-07-22
- 2 《非银金融-行业点评:东方财富：子公司东财证券净利润同比+37.5%，Alpha 驱动业绩高增！》 2022-07-17
- 3 《非银金融-行业深度研究:B 端基金代销：红海市场，趋势向上》 2022-07-13

内容目录

1. 政策回顾：顶层设计出台，个人养老金步入快车道	5
2. 需求视角：政策激励撬动自发参与，短期内渐进式发展	6
2.1. 第三支柱壮大长期或存在必然性	6
2.1.1. 第一支柱：累计结余掩盖不可持续性，基本养老收支缺口加剧	6
2.1.2. 第二支柱：企业年金发展陷入瓶颈期	8
2.1.3. 第三支柱：补充养老供给，但规模尚小，亟待发展	9
2.2. 个人养老金发展的渐进性	9
2.3. 空间测算：预计正式运行后 5 年累计资金规模超万亿	11
3. 渠道视角：借鉴美国经验，个人养老金催化财富管理业态变革	12
3.1. 他山之石：个人养老金是美国买方投顾模式兴起的核心驱动	12
3.2. 个人养老金有望加速买方投顾转型拐点到来	14
4. 产品视角：人身险有望攫取更大边际增量	15
4.1. 当前养老金融产品供给情况	15
4.1.1. 银行：养老理财快速扩容	15
4.1.2. 保险：商业养老保险+养老保障管理产品	17
4.1.2.1. 商业养老年金保险	17
4.1.2.2. 个人税收递延型商业养老保险	19
4.1.2.3. 专属商业养老保险	19
4.1.2.4. 养老保障管理产品	20
4.1.3. 公募：养老目标基金	22
4.2. 向前看，谁更受益个人养老金发展？	26
4.3. 美国 IRA 资产为何主要投向公募，且保险年金占比低？	28
5. 附录一：我国养老金体系介绍	29
6. 附录二：国际养老金体系经验	34
6.1. 美国三支柱体系：第二支柱发展早占比高，第三支柱快速发展	34
6.2. 日本养老金体系：第三支柱规模尚小，税优制度下高速发展	38
7. 风险提示	42

图表目录

图 1：中国老龄人口占比与全球情况对比	7
图 2：2006-2017 年，城镇职工基本养老保险基金收入来源（亿元）	7
图 3：小口径下计算，城镇职工基本养老保险结余由正转负（亿元）	7
图 4：企业年金参与人数与覆盖率（单位：万人，%）	9
图 5：各阶层的税前收入下递延税额的估算（单位：元）	10
图 6：中国 2021 年税收结构	10
图 7：美国 2020 年税收结构（%）	10
图 8：不同年份个人养老金规模测算（亿元，横轴为推行后年份累计）	12

图 9: 美国居民持有共同基金的原因 (2021)	12
图 10: 传统 IRA 的养老金储蓄计划多咨询专业投资顾问后达成 (2021)	12
图 11: 美国传统 IRA 账户托管机构分布 (2021)	13
图 12: 个人投资者对于投顾服务的态度 (2020)	14
图 13: 美国 IRA 开立、委托及投资流程	15
图 14: 银行普通理财产品风险等级分布	16
图 15: 银行养老理财产品风险等级分布	16
图 16: 养老目标日期基金目标日期分布情况	24
图 17: 养老目标风险基金风险分布情况	24
图 18: 2018-2022Q1 养老目标日期基金的期末规模情况	24
图 19: 2018-2022Q1 养老目标日期基金的发行只数情况	24
图 20: 2018-2022Q1 养老目标风险基金的期末规模情况	25
图 21: 2018-2022Q1 养老目标风险基金的发行只数情况	25
图 22: 养老目标日期基金管理费率分布 (按只数)	25
图 23: 养老目标风险基金管理费率分布 (按只数)	25
图 24: 市场偏债混合型 FOF 管理费分布 (按只数)	26
图 25: 市场偏股混合型 FOF 管理费分布 (按只数)	26
图 26: 月收入 10001-15000 人群进行养老投资时的风险偏好情况	26
图 27: 银行理财产品风险等级分布	27
图 28: 债基规模远低于银行理财	27
图 29: 不同年龄阶段风险偏好变化	27
图 30: 美国 IRA 持有人风险偏好变化	27
图 31: 美国 IRA 资产投向以共同基金为主, 保险年金占比较低	28
图 32: 中国养老金体系的三大支柱	29
图 33: 2012-2020 年基本养老保险累计结余及同比增速	29
图 34: 基本养老保险参保人数及参保率	29
图 35: 2012-2020 年, 基本养老人均领取金额 (月)	30
图 36: 基本养老保险抚养比	30
图 37: 2013-2020 年, 基本养老保险基金收支增速	30
图 38: 2012-2020 年, 全国社保基金权益规模及增速 (亿元)	31
图 39: 国有资本划转相关数据	31
图 40: 2012-2020 年, 全国社保基金直接投资与委托投资资产	31
图 41: 2012-2020 年, 全国社保基金资产构成	31
图 42: 2012-2020 年, 全国社保基金收入来源 (亿元)	32
图 43: 2012-2020 年, 全国社保基金投资收益率情况	32
图 44: 2012-2020 年, 企业年金积累规模余额	32
图 45: 2012-2020 年, 企业年金参加职工人数及同比增速	32
图 46: 19/05-20/11, 职业年金累计余额趋势 (单位: 亿元)	33
图 47: 中国养老金体系三大支柱比例	33
图 48: OASDI 基金规模及增速	35
图 49: OASDI 基金收益率	35

图 50: OASDI 基金资产配置结构	35
图 51: 雇主养老金计划规模及增速	36
图 52: DC 计划占比持续提升	36
图 53: 各 DC 计划规模 (十亿美元)	36
图 54: IRA 资产规模及增速	37
图 55: 美国 IRA 账户资产投向	38
图 56: 美国 IRA 账户持有资产类型	38
图 57: 2011-2021 年 iDeCo 企业型与个人型的参与者数量 (万人)	40
图 58: 2011-2021 年加入 iDeCo 的参与者数量和同比增速	40
图 59: 2011-2021 年 iDeCo 的资产规模和增速	41
图 60: 2018-2021 年 iDeCo 的资产配置情况 (亿元)	41
图 61: 2018-2021 年 iDeCo 的资产配置情况	41
图 62: 2018-2021 年 iDeCo 的信托资产配置情况	41
图 63: 2018-2021 年 iDeCo 的信托资产配置情况	41
图 64: NISA 资产管理规模和同比增速	42
表 1: 个人养老金相关政策	5
表 2: 个人养老金制度概览	6
表 3: 2020 年养老金中央调剂情况 (亿元)	8
表 4: 个人养老金税优力度测算	11
表 5: 专项附加扣除情况	11
表 6: 各类机构提供的 IRA 托管服务差异	13
表 7: 养老理财试点机构及获批时间	15
表 8: 首批四只养老理财产品产品形态	17
表 9: 养老年金保险与普通年金保险对比	18
表 10: 光大永明光明慧选养老年金保险产品形态	18
表 11: 各公司专属养老保险产品形态	19
表 12: 养老保障管理业务相关政策文件	20
表 13: 2021 年, 各家养老保险机构的养老保障产品规模 (亿元)	21
表 14: 各家养老保险公司官网上的个人养老保障产品一览	21
表 15: 养老目标基金相关政策	22
表 16: 养老目标基金的具体规定	22
表 17: 各基金公司养老目标基金发行情况	23
表 18: 养老目标日期基金权益资产比例情况	24
表 19: 资管产品份额预计	28
表 20: 边际贡献测算	28
表 21: 美国三支柱的养老体系	34
表 22: 目前日本的三支柱养老金体系	39

1. 政策回顾：顶层设计出台，个人养老金步入快车道

第三支柱起步较晚，思路逐步清晰。中国养老第三支柱起步较晚，最初始于养老保险产品。2008 年天津市第一次提出地方性个税递延型商业养老保险试点，随后国务院逐步推出个人税收递延型商业养老保险。2019 年 6 月，人社部提出多类金融产品均可参加养老金融第三支柱。2020 年 10 月 21 日，中国银保监会主席郭树清在金融街论坛讲话中重点提出，我国发展第三支柱的养老保障体系十分迫切，金融可以也应该发挥重要作用，后续将开展业务创新试点，大力发展真正具备养老功能的专业养老产品，包括养老储蓄存款、养老理财和基金、专属养老保险、商业养老金等等。12 月 9 日，李克强总理在国务院常务会议提出要将商业养老保险纳入养老保障第三支柱加快建设，强化商业养老保险保障功能，支持开发投保简便、交费灵活、收益稳健的养老保险，积极发展年金化领取的保险产品。2021 年，专属商业养老保险试点与养老理财试点相继展开，在政策的加速支持与推动下，养老金第三支柱蓄势待发。

表 1：个人养老金相关政策

时间	通知规定/政策发言	主要内容
2008.06	《天津滨海新区补充养老保险试点实施细则》	规定投保人购买补充养老保险有税收优惠，最终由于国家税务总局的异议，施行被叫停。
2016.03	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	推出税收递延型养老保险；完善统帐结合的城镇职工基本养老保险制度，完善构建包含企业年金、职业年金和商业保险的多层次养老保险体系。
2017.07	《关于加快发展商业养老保险的若干意见》	制定了商业养老保险到 2020 年的发展目标，提出加快发展商业养老保险的支持政策及地方保障措施；加强财税和投资政策支持，落实好相关税收优惠政策，加快推动个人税收递延型商业养老保险试点。
2018.03	《养老目标证券投资基金指引》	提出养老目标基金的目的、资产配置策略、运作方式和选择标准。
2018.04	《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》	自 2018 年 5 月 1 日起，在上海市、福建省(含厦门市)和苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点。试点期限暂定一年。
2020.1	银保监会主席郭树清金融街论坛主题演讲	开展业务创新试点，大力发展真正具备养老功能的专业养老产品，包括养老储蓄存款、养老理财和基金、专属养老保险、商业养老金等等。
2020.12	银保监会国务院政策例行吹风会	银保监会副主席梁涛表示，将稳步推进创新试点，选择少数符合条件的金融机构和专营机构先行开展养老金融试点。支持相关机构发展体现长期性、安全性和领取约束性，真正具备养老功能的养老金融产品，包括养老储蓄存款、养老理财、专属养老保险、商业养老金等。
2020.12	中央经济工作会议	首提规范发展第三支柱养老保险。
2021.05	《关于开展专属商业养老保险试点的通知》	自 2021 年 6 月 1 日起在浙江省（含宁波市）和重庆市开展商业养老保险试点，试点期限暂定一年。
2022.02	《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》	大力发展企业年金、职业年金，提高企业年金覆盖率，促进和规范发展第三支柱养老保险，推动个人养老金发展。
2022.02	《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》	自 2022 年 3 月 1 日起，专属商业养老保险试点区域扩大到全国范围，在原有 6 家试点保险公司基础上，允许养老保险公司参加试点。
2022.02	《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》	要求试点理财公司持续优化养老理财产品方案，提高信息披露准确度和透明度，增加长期限产品供给。

资料来源：国务院，CCTV，东方财富网，北京大学，映象新闻，天风证券研究所

千呼万唤始出来，顶层设计终落地。今年4月，国务院办公厅向下印发《关于推动个人养老金发展的意见》，自21年12月中央全面深化改革委员会第二十三次会议审议通过方案后，个人养老金落地进一步加速。

个人账户制下参与主体丰富，税优政策有待进一步细化。个人养老金政策的核心内容：1）制度模式：明确采取个人账户制，完全由个人缴费，且不能提前支取，我们预计这将有利于对养老金产品进行统一管理；2）税收优惠：具体政策尚未明确，预计有望和个税递延政策衔接，与子女教育及房贷扣除标准一致；3）缴费水平：每人每年缴纳个人养老金的上限为12000元，将有助于提振消费者投保个人养老险的意愿；4）投资范围：账户资金可用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老险、公募基金等产品，投资者可根据偏好自主选择。

表 2：个人养老金制度概览

	主要内容
总体要求	推动发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金，与基本养老保险、企业（职业）年金相衔接，实现养老保险补充功能，协调发展其他个人商业养老金融业务，健全多层次、多支柱养老保险体系。
参加范围	在中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者，可以参加个人养老金制度。
制度模式	个人养老金实行个人账户制度，缴费完全由参加人个人承担，实行完全积累； 参加人通过个人养老金信息管理服务平台建立个人养老金账户，可在符合规定的商业银行指定或者开立、或在其他符合规定的金融产品销售机构指定。
缴费水平	每人每年上限为12000元，人社部和财政部根据经济社会发展水平和多层次、多支柱养老保险体系发展情况等因素适时调整缴费上限。
税收政策	国家制定税收优惠政策。
个人养老金投资	用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的满足不同投资者偏好的金融产品，参加人可自主选择。
个人养老金领取	参加人达到领取基本养老金年龄、完全丧失劳动能力、出国（境）定居或者具有其他符合国家规定的情形，经信息平台核验领取条件后，可以按月、分次或者一次性领取个人养老金，领取方式一经确定不得更改； 领取时，应将个人养老金由个人养老金资金账户转入本人社会保障卡银行账户； 参加人死亡后，其个人养老金资金账户中的资产可以继承。
信息平台	由人社部组织建设，与符合规定的商业银行以及相关金融行业平台对接，为参加人提供个人养老金账户管理、缴费管理、信息查询等服务，支持参加人享受税收优惠政策。
运营和监管	人社部、财政部进行宏观指导，根据职责对个人养老金的账户设置、缴费上限、待遇领取、税收优惠等制定具体政策并进行运行监管，定期向社会披露相关信息。
组织领导	选择部分城市先试行1年，再逐步推开。

资料来源：国务院，天风证券研究所

2. 需求视角：政策激励撬动自发参与，短期内渐进式发展

通过养老金平滑消费支出一定程度上是刚需，在第一、二支柱难以充分满足这一需求的前提下，第三支柱规模的壮大或具备必然性。短期来看，政府税优激励的杠杆作用是个人养老金的核心制度吸引力，但长期来看，驱动个人养老金发展的根本动力在于居民补足养老储蓄、以实现养老金足额供给的需求。

2.1. 第三支柱壮大长期或存在必然性

2.1.1. 第一支柱：累计结余掩盖不可持续性，基本养老收支缺口加剧

老龄化是发达国家普遍问题，但中国人均收入仍处于世界中等水平，“未富先老”加重代际抚养压力。1970-2020年，中国生育率从5.73一路跌至1.70，虽然随着13年单独二胎和

16 年全面二胎的放开生育率略有回升,但基本在 1.65 以下。2016 年全国妇联的调查显示,一孩家庭中只有 20.5%愿意生二孩,有 53.3%明确表示不想生二孩。据此可以预测,年轻一代生育意愿对政策激励敏感性不大,我们预计至本世纪中叶未来生育率大概率保持在 1.8 以下。根据联合国《2019 年人口展望报告》,到 2050 年,中国老龄人口数将达 3.7 亿人,占中国总人口数的 26.1%。与倒金字塔型人口结构矛盾的是尚未发达的经济。2021 年中国人均 GDP 为 1.26 万美元,距离中国香港 4.97 万美元、美国 6.93 万美元的收入水平仍有较大差距。

图 1: 中国老龄人口占比与全球情况对比

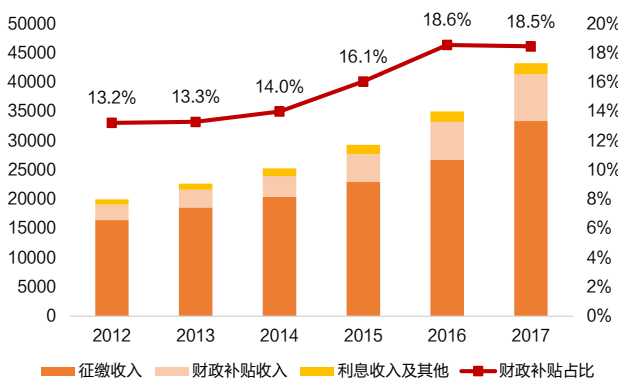
年份	全球65岁及以上人口数量(亿人)	全球65岁及以上人口数量占比	全球人口中位年龄(岁)	中国65岁及以上人口数量(亿人)	中国65岁及以上人口数量占比	中国人口中位年龄(岁)
2015	6.1	8.2%	29.6	1.3	9.3%	37.0
2030	10.0	11.7%	33.1	2.5	16.9%	43.2
2050	15.5	15.9%	36.1	3.7	26.1%	49.6

资料来源:联合国《World Population Prospects 2019》,天风证券研究所

老龄化背景下,现收现付制的第一支柱养老金面临较大压力。当前,虽然我国城镇职工基本养老保险制度基金收入大于支出,基金规模不断壮大,但是过去较快的经济增长速度、较多的财政补贴数额在一定程度上掩盖了实际财务状况。实际上,基本养老收支缺口正不断加剧,我国基本养老未来将面临较大的支付压力。截至 2017 年,相对于城镇职工基本养老保险基金收入,财政补贴占比已达到 18.5%,近年来持续上升。2018 年下半年,我国开始实施养老保险基金中央调剂金制度。根据财政部数据,2020 年养老金中央调剂,只有 7 个省份是净贡献,22 个省份(含兵团)净受益,财政负担日益加重。

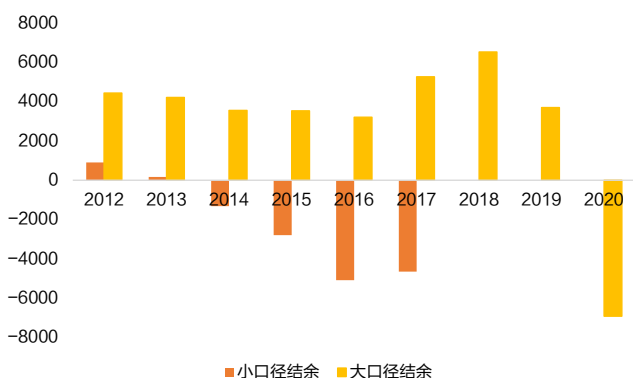
2020 年我国城镇职工基本养老保险收入较 2012 年增长了 122%,但支出激增了 330%,收入增速远不及支出增速。2012 至 2018 年期间,城镇职工基本养老保险支出各年度增速均保持 17%以上,2019 年、2020 年基金支出增速 10.3%、4.2%,但收入增速降为 3.4%、-16%。结合我国 GDP 在 2012 年至 2020 年期间增速基本呈现逐步走低的态势,GDP 增速与养老金支出增速的背离显示养老金支出的高增长难以维系。

图 2: 2006-2017 年,城镇职工基本养老保险基金收入来源(亿元)



资料来源:人力资源和社会保障部,天风证券研究所

图 3: 小口径下计算,城镇职工基本养老保险结余由正转负(亿元)



资料来源:人力资源和社会保障部,天风证券研究所 注:小口径计算是用征缴收入减去基金支出,大口径是用全部基金收入减去基金支出

表 3：2020 年养老金中央调剂情况（亿元）

省/市	养老金收入	上缴	下拨	净贡献	省/市	养老金收入	上缴	下拨	净贡献
广东省	3500.68	1085.45	439.74	645.71	宁夏	172.83	32.43	37.11	-4.68
北京市	2062.8	631.17	168.58	462.59	新疆	483.9	57.37	65.47	-8.1
福建省	548.31	253.95	85.45	168.5	青海省	137.16	18.54	26.71	-8.17
江苏省	2436.17	738.94	586.51	152.43	天津市	680.64	125.14	133.96	-8.82
浙江省	2249.81	593.28	456.79	136.49	陕西省	855.84	125.78	135.89	-10.11
上海市	2143.59	504.43	373.9	130.53	河南省	1197.67	250.33	260.83	-10.5
山东省	1667.99	510.12	439.41	70.71	湖北省	1333.76	230.88	417.75	-186.87
贵州省	412.65	110.65	110.65	0	甘肃省	343.73	62.44	85.24	-22.8
云南省	508.24	114.22	114.22	0	湖南省	934.49	161.48	187.11	-25.63
西藏	39.78	14.18	14.18	0	河北省	1118.07	167.95	197.44	-29.49
海南省	218.27	39.12	40.48	-1.36	江西省	740.31	152.61	192.33	-39.72
安徽省	915.68	184.79	189.06	-4.27	山西省	706.42	106.34	150.71	-44.37
黑龙江省	1107.19	95.36	580.92	-485.56	四川省	2025.06	342.92	393.49	-50.57
广西	618.66	112.81	124.31	-11.5	内蒙古	576.3	81.93	167.71	-85.78
重庆市	959.9	198.84	217.23	-18.39	吉林省	740.03	86.57	231.76	-145.19
辽宁省	1706.73	189.53	745.11	-555.58	新疆生产 建设兵团	250.78	18.68	29.67	-10.99

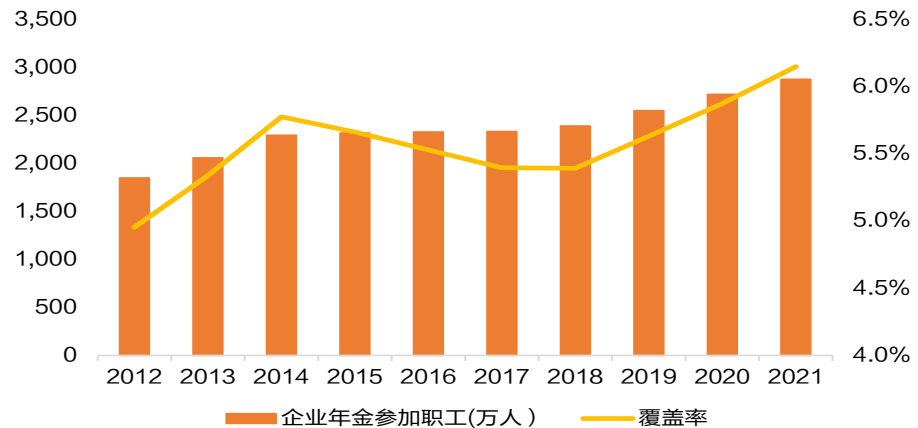
资料来源：东方财富，天风证券研究所

目前全国各省基金累计结余均为正数，即动用基金累计结余还可以保证当期的发放。但是，分省份来看，因各地历史债务、制度赡养率、经济发展水平和劳动力流动等因素存在的明显差异，我国城镇职工基本养老保险基金收支出现制度赡养率和经济实力不匹配的现象。如果扣除政府的财政补贴，出现养老金收不抵支情况的省（区、市）将多达 20 个以上。根据《中国养老金精算报告 2019-2050》的预测，第一支柱基本养老保险基金累计结余将在 2035 年消耗殆尽。因此在我国财政尚能负担的阶段，迫切需要第二、三支柱成型分摊养老成本，及早为未来的养老金支出缺口做好规划。

2.1.2. 第二支柱：企业年金发展陷入瓶颈期

企业年金覆盖范围狭窄，覆盖人口不足。2012 年末，企业年金计划覆盖的人数仅为城镇就业人员的 1.36%，经过 9 年发展，该数字提高到 2.04%，覆盖率增长缓慢。若从就业人数参考率来看，截止 2021 年底，全国有 11.75 万户企业建立了企业年金计划，参与职工人数仅为 2875 万就业人口，而城镇就业人数为 46773 万人，我国企业年金参与率仅为 6%，绝大多数企业仍没有建立企业年金。

图 4：企业年金参与人数与覆盖率（单位：万人，%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2.1.3. 第三支柱：补充养老供给，但规模尚小，亟待发展

第三支柱既包括政府统一运作的个人养老金，也包括其他商业养老金融产品，如养老理财、养老公募、商业养老保险等，其中商业养老保险又可分为商业养老年金保险、个人税收递延型商业养老保险和专属商业养老保险，但至今这三种产品尚未成熟，因此普遍认为我国第三支柱缺失。但实际上，目前人寿保险、年金保险以及部分基金已部分具备第三支柱自主长期投资的特性，是退休人员的一大收入来源，只是类型难以界定，且总体规模相比于第一、二支柱规模很小。

替代率（即退休后收入/退休前平均收入水平比例）是衡量一国养老金体系是否健全的重要指标，2020 年我国第一支柱可实现的替代率不足 50%，而国际上一般将 60%-70% 作为合适的养老金替代率水平，因此在第一支柱支付压力较大难以继续提升替代水平、第二支柱增长面临瓶颈的情况下，第三支柱的发展长期或存在必然性。

2.2. 个人养老金发展的渐进性

参考国际上第三支柱养老金建立经验，税优政策及力度是政府引导下的个人养老金体系快速发展的核心原因，但从国内情况来看，我们预计短期内快速上量仍有一定牵绊，主要原因在于税优政策的空间有限。

此前税延商业养老保险试点结果差强人意，主要原因便在于税收优惠激励不足。税延商业养老保险试点开始于 2018 年 5 月，试点地区包括上海、福建（包括厦门）以及苏州工业园区，根据银保监会披露，截止 2021 年 10 月，试点三地的个税递延型养老保险累计实现保费约 6 亿元，覆盖群体约 5 万人，市场反响与政策预期在一定反差。

具体来看，起征点拔高、个税税率低、税前扣除限额低是降低税收优惠效应的三大原因。购买税延型保险后个税的缴纳分成三个阶段：①在缴纳商业养老保险的阶段，支付的保费可在申报当月个人所得税时限额据实税前扣除，扣除限额按当月工薪、连续性劳务报酬收入的 6% 与 1000 元两者较低值确定；②养老保险账户积累阶段，个人商业养老保险账户中的累积收益，在缴费期间不课征个人所得税；③个人领取商业养老金阶段，对个人达到规定条件时领取的商业养老金收入，其中 25% 部分予以免税，其余 75% 按照 10% 税率优惠征收个人所得税。

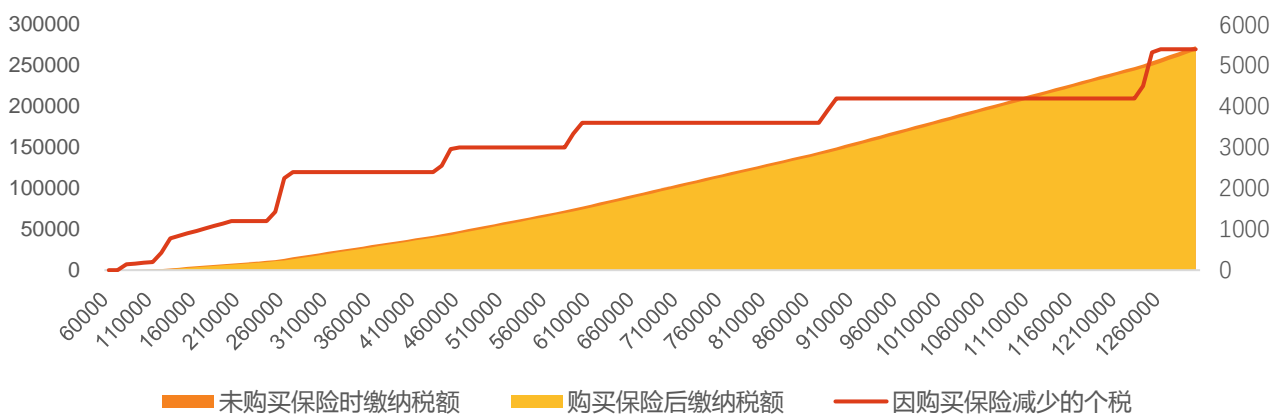
- ✓ **起征点拔高：**试点开始四个月后的 2018 年 8 月 31 日，人大常委会会议决定将个人所得税起征点从 3500 提高到 5000，月收入位于 4000-6000 的人群在扣除五险一金后刚好达到起征点，税改后不需要缴纳个人所得税（各个城市公积金率不同，假设五险一金的平均扣除率为 17.5%），个税优惠对这部分人群的刺激效应是零。
- ✓ **个税税率低：**由于保费在税前扣除，因此要考虑该人群对应个税税率来计算最终减免

的个税。除去由于起征点拔高无需纳税的低收入人群，中等收入人群的个税税率也较低，保费支出不高，因此税延型保险对他们的节税效应不大。

- ✓ **税前扣除限额低：**设定限额主要是为了防止高收入人群的避税行为，限额采用 1000 元和 6%孰低的政策，那么即使购买的保险产品保费超过 1000 元，对于税前月收入在 16667 元以上的人群来说，税前扣除金额都是 1000 元，因此具有累退效应。

从这三大原因可以看出，由于起征点和税率的因素，税延保险普惠效应大打折扣，而又因为扣除限额低，对高收入群体吸引力不强。由于了解复杂的税延制度以及商业养老保险本身即需要大量时间精力，因此政策设置在节税上并没有对消费者有很强的激励。

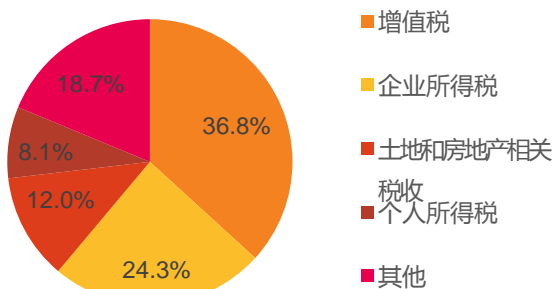
图 5：各阶层的税前收入下递延税额的估算（单位：元）



资料来源：国家税务总局，天风证券研究所（参数说明：年保费大于等于 12000 元，五险一金共扣除 17.5%，个税起征点为 5000 元）

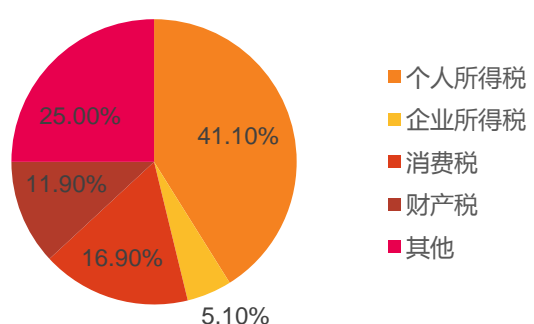
当前个人养老金顶层设计上仍延续 12000 元的限额设置，具体税优政策尚未推出，不排除多地试点时采用不同方案以验证政策效果。但整体而言，我们税制中个税占比较低、个税缴纳人群范围相对有限，使得个税优惠政策操作空间较小，预计可能成为短期内制约个人养老金快速上量的重要掣肘。我国税制结构以增值税（占比~36.8%）、企业所得税（占比~24.3%）为主，2021 年我国个税占比仅 8%，而美国个税占比分别达到 41.1%。

图 6：中国 2021 年税收结构



资料来源：财政部，天风证券研究所

图 7：美国 2020 年税收结构（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

但如前文指出，第一支柱在长期视角下难以满足群众日益增长的美好生活需求，因此政策方向上势必需要加大引导力度，通过财税杠杆撬动居民个人对养老金储备的参与。当前的个人养老金账户制及优惠政策，预计只是整体养老金制度体系持续完善的第一步，后续政策激励有望陆续出台。

2.3. 空间测算：预计正式运行后 5 年累计资金规模超万亿

短期视角下，税优政策是个人养老金规模提升的核心驱动，我们以此为基础进行测算。

首先，目前具体税优方案及力度尚未明确，我们参照此前个税递延商业养老保险试点的方案进行测算：1）若允许将个人养老金缴纳额予以税前抵扣，预计能够抵扣个税 360-5400 元/年；2）综合考虑免征额（5000 元）、“五险一金”和 7 项专项扣除等，我们预计税前抵扣方案对月收入 1 万元以上的人群才具备吸引力。

表 4：个人养老金税优力度测算

级数	全年应纳税所得额	税率（%）	12000 元抵扣额度对应应纳税额（元）
1	不超过 36000 元的	3	360
2	超过 36000 元至 144000 元的部分	10	1200
3	超过 144000 元至 300000 元的部分	20	2400
4	超过 300000 元至 420000 元的部分	25	3000
5	超过 420000 元至 660000 元的部分	30	3600
6	超过 660000 元至 960000 元的部分	35	4200
7	超过 960000 元的部分	45	5400

资料来源：人社部，天风证券研究所

表 5：专项附加扣除情况

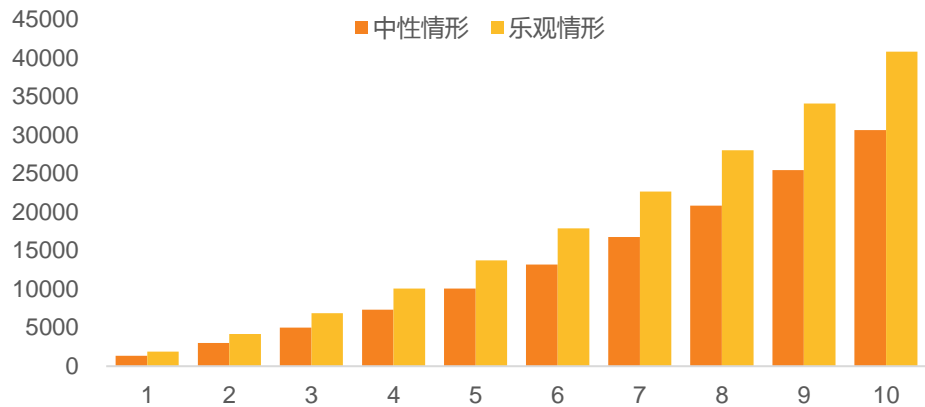
项目	扣除标准
子女教育	1000 元/月/每个子女
继续教育	学历/学位继续教育 400 元/月，不超过 48 个月 职业资格继续教育 3600 元/年
大病医疗	不超过 8 万元
住房贷款利息	1000 元/月
住房租金	800-1500 元/月
赡养老人	2000 元/月
3 岁以下婴幼儿照护	1000 元/月/每个孩子

资料来源：人社部，天风证券研究所

其次，结合国家统计局及相关数据，我们估算全国月收入超过 1 万元的人口~2500 万人，假定养老金账户平均年化收益率~4.0%，则：

- 中性情形下，假设月收入过万人群 50%均按照 1.2 万元缴纳（后续覆盖率逐年提升 1%），则预计个人养老金账户年增量~1500 亿元，5/10 年后个人养老金累计资金规模可分别达到 10054 亿元、30616 亿元；
- 乐观情形下，假设月收入过万人群 70%均按照 1.2 万元缴纳（后续覆盖率逐年提升 1%），则预计个人养老金账户年增量~2100 亿元，5/10 年后个人养老金累计资金规模可分别达到 13710 亿元、40821 亿元。

图 8：不同年份个人养老金规模测算（亿元，横轴为推行后年份累计）



资料来源：Wind，天风证券研究所

长期视角下，我们认为更应关注对现有养老金体系进行补充的必要性和必然性，在这一过程中，更多的储蓄或者当期消费形式的居民财富将纳入到养老金体系的“强制储蓄”之中，从而对整个财富管理市场带来增量。

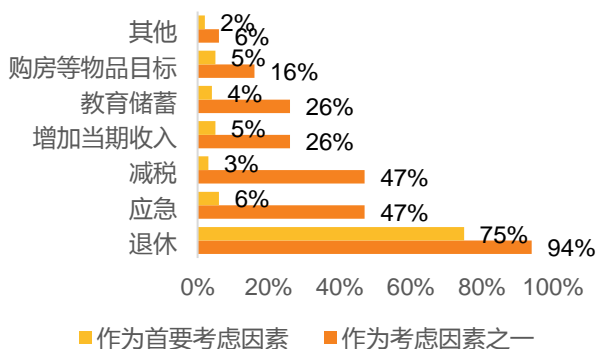
3. 渠道视角：借鉴美国经验，个人养老金催化财富管理业态变革

《意见》指出，个人养老金“参加人可以用缴纳的个人养老金在符合规定的金融机构或者其依法合规委托的销售渠道购买金融产品”，短期来看，银行具备资金账户优势，是个人养老金委托的主要渠道，但长期来看，随着个人养老金规模提升、制度日益完善，财富管理需求或推动渠道格局多元化，并加速行业向买方投顾转型。

3.1. 他山之石：个人养老金是美国买方投顾模式兴起的核心驱动

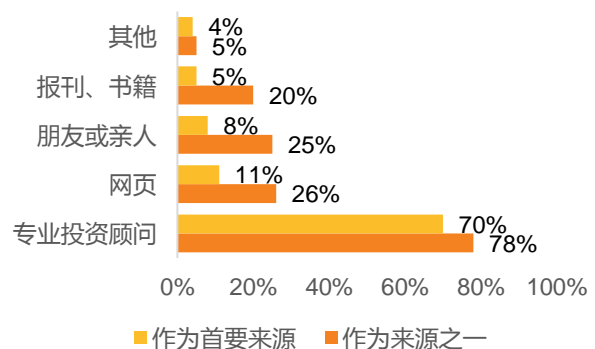
从美国买方投顾兴起的动因来看，佣金自由化倒逼供给端变革固然是重要因素，但我们认为其转变的本质因素在于需求端——个人养老金体系的发展使得客户需求更为个性化，税收优惠、养老等财富管理需求有望催生投顾服务全面兴起。根据 ICI 统计，2021 年美国 75% 的基金持有人将退休储备作为购买共同基金的首要原因，其他诸如应急、增加当期收入等目标则仅占 6%、5%，以退休储备为目标的财富管理需求推动美国买方投顾的发展。以传统 IRA 账户为例，根据 ICI2021 年的统计，70% 的持有者有明确的养老金储蓄计划，其中 78% 将咨询专业投资顾问作为来源之一。

图 9：美国居民持有共同基金的原因（2021）



资料来源：ICI，天风证券研究所

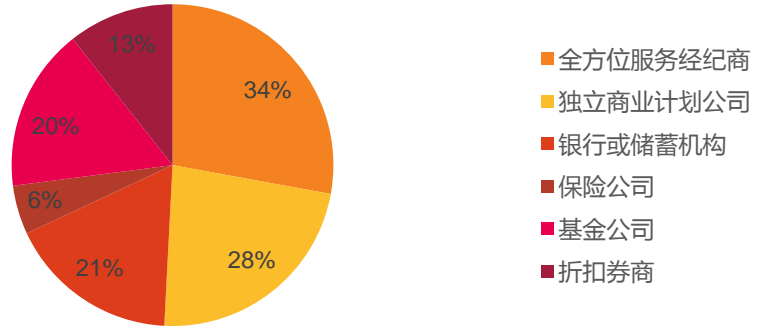
图 10：传统 IRA 的养老金储蓄计划多咨询专业投资顾问后达成（2021）



资料来源：ICI，天风证券研究所

IRA 允许在多种类型的金融机构开设并托管，如共同基金公司、商业银行、寿险公司以及证券经纪商等。根据美国国税局相关规定，管理 IRA 账户的准入机构只能是银行和 IRS 公布的非银行托管人名单。一般而言，符合要求的第三方金融机构（银行、保险公司、证券经纪公司、共同基金等）均可为客户开设、管理 IRA 计划。以传统 IRA 为例，2021 年全方位服务经纪商、独立商业计划公司、银行或储蓄机构、保险分别占据 34%、28%、21%、6% 的市场份额，基金公司和折扣券商则分别占据 20%、13% 的市场份额。

图 11：美国传统 IRA 账户托管机构分布（2021）



资料来源：ICI，天风证券研究所

美国主流的财富管理机构除提供自主投资账户外，多数针对 IRA 投资账户提供不同类型的投顾服务，并基于账户资金规模收取一定比例的顾问费用。如美国银行提供两种投顾服务，一种仅提供退休资产组合构建服务，收取 0.45% 的年费，另一种提供全程的顾问指导，收取 0.85% 的年费；富达基金则提供 go 计划及私人定制计划，其中 go 计划提供一定的顾问支持，并根据退休账户余额分级收取费用，私人定制计划则针对账户余额在 25000 美元的客户，提供由专门顾问团队一对一辅导的服务，并收取 0.50% 的年费。

表 6：各类机构提供的 IRA 托管服务差异

机构类型	银行	折扣券商	基金公司	全方位经纪服务公司
机构名称	美国银行	嘉信理财	富达基金	艾德华·琼斯
可托管账户类型	传统 IRA、罗斯 IRA、银行储蓄 IRA、SEP IRA	传统 IRA、罗斯 IRA、SEP IRA、普通 IRA	传统 IRA、罗斯 IRA	
服务类型	自主账户：无年费、无最低账户余额	自主账户：无年费、无最低账户余额，提供客服咨询	自主账户：无年费、无最低账户余额	自主账户：无年费、无最低账户余额、少量投顾建议
	投顾服务 1：0.45% 年费、最低账户余额 1000 美元，提供组合构建服务		go 计划：投顾费分级收取（账户余额 1w 美元以下为 0、1w 至 5w 为 3 美元/月、5w 为 0.35%）、投资于富达基金不收取任何费用、提供顾问支持	引导方案：分为灵活账户及基金账户，最低账户余额 25000 美元、5000 美元，投顾帮助构建投资组合，投顾费 1.35%，基金账户仅可投资共同基金及 ETF，灵活账户还可投资股票、债券、CDs 等
	投顾服务 2：0.85% 年费、最低账户余额 20000 美元		定制计划：0.50% 年费、投资于富达基金不收取任	委托方案：分为基金账户及 UMA 账户，最低账户

元，全程提供顾问指导

何费用、提供专门顾问团队一对一辅导、最低账户余额 25000 美元

余额分别为 25000 美元、500000 美元，投顾根据投资目标构建组合并动态调整。投顾费为 1.35%+0.09%/0.19% 的组合策略费，UMA 账户除投资共同基金及 ETF 外，还会投资于股票和债券；此外，UMA 账户提供税务规划服务

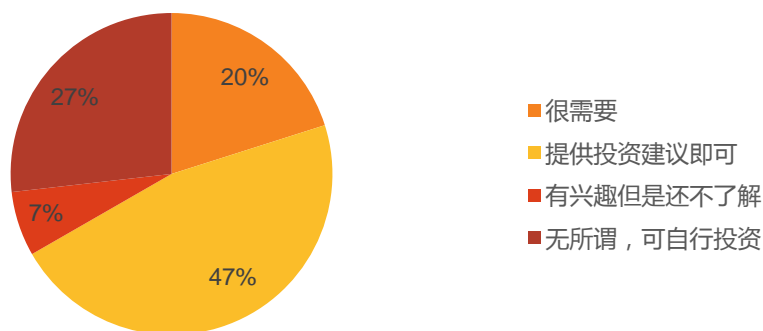
可投资资产类型	共同基金、股票、债券、ETF、银行储蓄	共同基金、股票、债券、ETF、CDs	仅富达基金	共同基金、股票、债券、ETF、年金
---------	---------------------	--------------------	-------	-------------------

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

3.2. 个人养老金有望加速买方投顾转型拐点到来

参考美国经验，个人养老金制度的逐步落地有望激发居民财富管理需求，进而推动财富管理的业态加速向买方投顾转型。基金业协会的调查显示，2020 年仅 20% 的个人投资者表示很需要投资顾问，47% 表示仅需要投顾提供投资建议，需求端对于投顾服务的接受程度仍较低。但我们认为，在第三支柱个人养老金的壮大过程中，居民对于资管产品的需求更为复杂多元，买方投顾模式有望加速迭代。

图 12：个人投资者对于投顾服务的态度（2020）



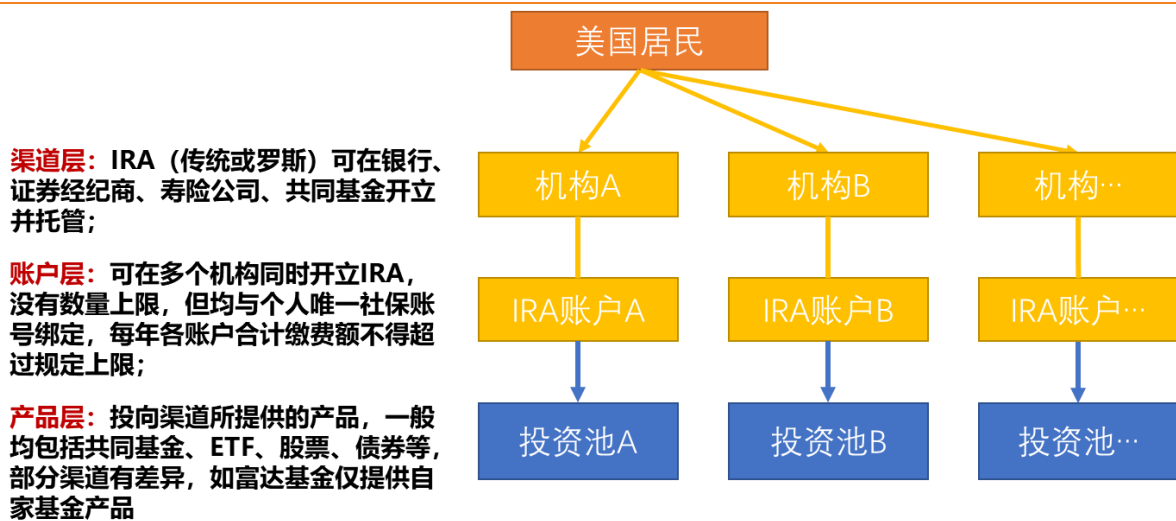
资料来源：《全国公募基金市场投资者状况调查报告（2020）》，天风证券研究所

渠道格局上，我们认为短中期内银行为主，未来或呈现多元化格局。根据《意见》规定，“参加人可以用缴纳的个人养老金在符合规定的金融机构或者其依法委托的销售渠道购买金融产品”，各类渠道的参与具备制度依据。但从账户角度来看，个人养老金的资金账户“可以在符合规定的商业银行指定或者开立，也可以通过其他符合规定的金融产品销售机构指定”，银行具备天然的账户开立优势，且产品端短中期内预计占据最大份额的银行理财也为专有产品，因此短中期内其他机构基本不具备竞争力。而长期视角下，随着制度完善、个人养老金规模增长，渠道格局或趋于多元化，预计非银行渠道类似同花顺模式（股票投资的资金账户仅能在券商开立，但可以在同花顺登录、银证转账并开展交易）。

美国的 IRA 账户开立及托管与国内有所差异，居民可以在不同类型的机构开立多个传统或罗斯 IRA 账户，并在渠道提供的产品池中投资（一般均包括共同基金、ETF、股票、债券

等，部分渠道有所差异，比如富达基金仅提供自家的基金产品）。限制在于，开立的账户均与个人唯一的社保账号绑定，每年各账户合计缴费额不得超过规定上限。

图 13：美国 IRA 开立、委托及投资流程



资料来源：IRS，嘉信理财官网，天风证券研究所

4. 产品视角：人身险有望攫取更大边际增量

4.1. 当前养老金融产品供给情况

4.1.1. 银行：养老理财快速扩容

银行养老理财市场尚处于起步阶段，2021 年起在政策的推动下开始快速扩容。养老理财产品是指由商业银行理财子设计发行，以追求养老资产长期稳健增值为目的，鼓励客户长期持有的银行理财产品。与保险、基金等行业相比，我国商业银行 2007 年起才开始探索养老理财产品，起步相对较晚。2018 年以来，养老理财产品进入了快速扩张期，多家银行理财子公司将养老理财作为公司开业首发的理财产品，也有多家商业银行发行了带有“养老”字样的理财产品。但随着资管新规对保本、刚兑业务进行打击，监管机构开始清理清理名不符实的“养老”字样理财产品。2021 年 9 月，银保监会下发《关于开展养老理财产品试点的通知》，选择“四地四机构”开展试点，我国养老理财产品正式起航。2022 年 2 月，银保监会将养老理财产品试点地扩至“十地十机构”，并将最先试点 4 家机构的单家机构养老理财产品募集资金总规模上限由 100 亿元人民币提高至 500 亿元人民币。

从养老理财产品的发展现状看，截至 2022 年一季度末，4 家试点机构共发售 16 只养老理财产品，超过 16.5 万投资者累计认购约 420 亿元，而当前我国市场上已有 30 只养老理财产品。

表 7：养老理财试点机构及获批时间

机构名称	募集资金总规模（亿元）	获批时间
工银理财	500	2021/9/15
建信理财	500	2021/9/15
招银理财	500	2021/9/15
光大理财	500	2021/9/15
贝莱德建信理财	100	2022/1/30
交银理财	100	2022/3/1

中银理财	100	2022/3/1
农银理财	100	2022/3/1
中邮理财	100	2022/3/1
兴银理财	100	2022/3/1
信银理财	100	2022/3/1

资料来源：银保监会，天风证券研究所

从未来发展趋势来看，随着养老理财产品试点地区和机构扩大，单家机构养老理财产品募集资金总规模上限调整，未来还将有更多产品有望进入大众视野。较普通理财产品，养老理财产品的基本特征在于长期、稳健、普惠，具体而言：1）期限方面，设置 5 年甚至 10 年封闭期，除重大疾病等特殊情形不得提前赎回，适配长期养老需求；2）设置收益平滑基金，通常在产品取得超额收益时提取、净值表现不佳时运用，降低产品净值波动，提升持有体验；3）认购门槛低（1 元起步）并设置认购上限（单人合计不超过 300 万元），管理费、认购费等较普通产品更低，体现普惠导向。

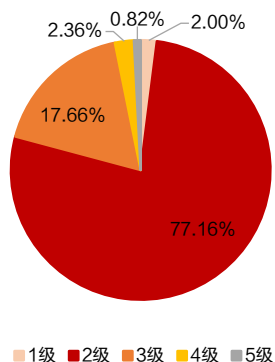
● 持有期拉长，适配长期养老需求

养老理财产品是养老金第三支柱的重要组成部分，需满足投资者的长期养老需求。在监管机构“引导形成长期稳定资金”的要求下，目前面世的养老理财产品普遍期限较长，流动性相对较差。首批养老理财封闭式产品期限为 5 年，“贝莱德建信贝安心 2032 养老理财产品 1 期”投资期限更是长达 10 年。监管机构在最新的银行理财产品试点扩容政策中明确提出要“增加长期产品供给”，可预见产品投资期限偏长将成为养老理财产品的一贯特征。

● 产品风险等级相较于普通理财更低

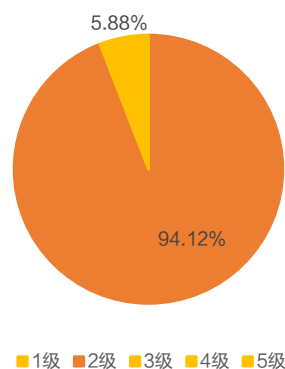
追求资金安全是养老理财投资者的首要投资目标。自养老理财试点开展以来，累计发行的 17 只养老理财产品中，风险等级为二级（中低）的产品多达 16 只，占比 94.12%，另有一只由工银理财发行的产品风险等级为三级（中）。与普通理财产品相比，养老型理财产品更集中在中低风险水平，风险等级更低，具有更高的安全性；与基金公司的养老产品线相比，银行养老理财产品更匹配其风险偏好，同时符合老年人的投资习惯。此外，从首批发现的四只养老理财产品来看，均设定了风险保障机制以降低风险。但值得注意，资管新规后，银行理财将以净值化形式管理，理财风险自担的属性很大程度上降低了养老型理财产品安全性，这也是没有一级（低）风险等级养老理财产品的原因。

图 14：银行普通理财产品风险等级分布



资料来源：中国理财网，天风证券研究所

图 15：银行养老理财产品风险等级分布



资料来源：中国理财网，天风证券研究所

● 引入收益平滑基金，降低产品净值波动

目前存续的养老理财产品均设立了收益平滑基金，对产品净值波动进行适当控制，增强持有人投资体验。以光大理财发行的颐享阳光养老理财产品橙 2026 第一期为例，其收益平滑基金按日计提，当扣除管理费等费用后的实际年化收益率高于业绩比较基准时，将超额收益部分的 50% 纳入平滑基金，根据产品业绩表现，专项用于平滑产品收益。

● 认购门槛及费率低，更具普惠性

为满足人民群众多样化养老需求，目前发行的养老理财产品都带有普惠属性，首批养老理财产品起购金额均为 1 元。这些产品在费率收取上也要普遍低于银行普通理财产品，其托管费均不高于 0.02%，也不收取销售服务费。其中，光大理财“颐享阳光养老理财产品橙”系列产品不收取认购费，工银理财“颐享安康”系列产品无固定管理费，也暂不收取提前赎回费用。

表 8：首批四只养老理财产品产品形态

理财产品名称	颐享阳光养老理财产品橙 2026 第一期	招银理财招睿颐养睿远稳健五年封闭 1 号固定收益类养老理财产品	建信理财安享固守类封闭式养老理财产品 2021 年第 1 期	工银理财·颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财产品
管理人	光大理财	招银理财	建信理财	工银理财
托管人	中国银行上海分行	中国银行深圳分行	中国工商银行深圳分行	中国建设银行北京分行
规模上限	20 亿元	30 亿	40 亿	30 亿
销售范围	青岛	深圳	深圳	武汉、成都
投资者范围	个人			
认购起点	1 元（公募）			
理财费用	1.管理费：0.1% 2.托管费：0.015% 3.提前赎回费：2%	1.固定投资管理费：0.1%； 2.托管费：0.02%； 3.提前赎回费：不满三年（0.1%）、满三年（不收取）	1.固定投资管理费：0.1%； 2.托管费：0.02%； 3.提前赎回费：按照不同持有期限设置 0.1-0.5%	1.托管费率：0.02%； 2.提前赎回费用：暂不收取
	无认购费、销售服务费	无销售服务费	无销售费	无固定管理费、销售手续费
产品类型	混合类	固定收益类	固定收益类	固定收益类
风险等级	二级	二级	二级	三级
运作模型	封闭式			
投资周期	5 年			
特别风险管理/风险保障机制	平滑基金、风险准备金、减值准备及附加风险资本计提			
平滑基金提取比例	超业绩比较基准部分提取 50%	根据不同条件收取 10% 或 30%	超出业绩比较基准下限部分按 50% 提取	根据不同条件提取 30% 或 50%
业绩比较基准（年化）	5.80%	5.8%-8%	5.8%-8%	5%-7%

资料来源：各公司官网、中国理财网，天风证券研究所

4.1.2. 保险：商业养老保险+养老保障管理产品

4.1.2.1. 商业养老年金保险

商业养老年金保险更为贴合养老需求，但规模尚小。当前，寿险公司参与主要通过商业养老年金保险参与第三支柱（个人税延商业养老保险与专属养老保险规模小）。从产品形态来看，与普通年金产品相比，商业养老年金保险主要在缴费方式、保险期间、领取年龄和领取方式上做了特殊限定，具有缴费方式灵活、领取期限较长、领取金额相对较高的特征，更为契合养老需求。

以太平共享盛世两款产品来看，相较于普通年金产品，养老年金产品具备以下特征：①缴

费方式更加灵活，长期限的缴费期间显著降低了年金险的购买门槛，中低收入人群亦可通过长期小额储蓄为养老生活做准备；②保障期间更长，养老年金产品多为终身保障，可为被保险人提供与生命等长的现金流；③领取期多与退休年龄衔接，专为保障退休生活而设计；④领取方式更为灵活，在年领的基础上增加月领选项，强制提高老年人对金钱的掌控能力，防止提前挥霍或被骗；⑤附加功能更多，保单贷款、减额交清、增减基本保险金额等功能均提高了保单的灵活性。

表 9：养老年金保险与普通年金保险对比

	太平共享盛世年金保险 E 款	太平共享盛世养老年金保险 C 款
缴费期限	趸交/三年交/五年交/十年交	趸交/五年交/十年交/十五年交/二十年交/至约定领取年龄
保险期间	10 年/15 年	终身
领取期限	无年龄限制	男性为 60 周岁、女性为 55 周岁
生存保险金	自合同生效满 5 年后，在每个保单周年日零时，若被保险人生存，按基本保险金额给付生存保险金	保证返还终身年领（或月领）和保证期限（10 年、15 年或 20 年）年领（或月领），可选，若被保险人在约定领取期限内死亡，则给付已缴保费与已领取养老金或应给付的养老年金总额与已领取养老金的总额
身故保险金	如果被保险人身故，按所交保险费扣除已领取的生存保险金和身故时合同的现金价值下较大者给付身故保险金	如果被保险人在养老年金领取日前身故，根据已支付的保险费与被保险人身故时本合同的现金价值较大者给付身故保险金
其他功能	保单贷款	保单贷款、减额交清、增减基本保险金额

资料来源：太平人寿官网，天风证券研究所

部分养老年金产品与养老服务相结合，以高附加值服务增强产品吸引力。以光大永明人寿的光明慧选为例，该产品延续了养老年金保险缴费灵活、保障终身等特征，并在此基础上，将养老资金规划与养老实体服务相衔接，规定被保险人达到一定保费标准后，可选择加入集“保险保障+养老服务”于一体的“光大安心养老计划”，提前锁定退休后的养老社区服务。但由于保费标准的存在，该产品的养老服务当前仍仅面向中高净值人群，受众范围较窄。

总体而言，当前我国养老年金保险除了在现金流规划方面有所调整外，尚未完全与普通年金保险相区分，养老保障功能相对较弱，绝大部分产品仍以全生命周期的普通年金产品形态存在。但另一方面，随着险企医养产业链布局的持续完善，附加养老保障功能的养老年金产品正逐渐丰富，其养老保障功能也愈加完善。从规模来看，我国商业养老年金保险整体规模尚小，截止 2020 年底，商业养老保险责任准备金超过 5800 亿元，占人身险责任准备金相对较小。未来，随着险企普惠型医养结合项目的持续落地，养老年金保险有望在第三支柱中承担更为重要的地位。

表 10：光大永明光明慧选养老年金保险产品形态

	光大永明光明慧选（A 款）养老年金保险
缴费期限	趸交/三年交/五年交/十年交/十五年交/二十年交/三十年交
缴费频率	年交
投保年龄	18-69 周岁
保险期间	终身
领取期限	55（限女性）/60/65/70 周岁
生存保险金	自合同首次养老年金领取日零时起的 20 个保险单年度内为养老年金保证领取期间，年领金额为合同对应保险单年度的年度基本保险金额 × 100%，月领取金额=年领取金额 × 8.5%。养老年金开始领取后，每年以 3% 稳定递增。若被保险人在保证领取期间身故，将向养老年金受益人一次性给付保证领取期间内

	尚未给付的养老年金总额。
身故保险金	如果被保险人在养老年金领取日前身故，根据已支付的保险费与被保险人身故时本合同的现金价值较大者给付身故保险金
其他功能	保单贷款、减额交清、增减基本保险金额、配套养老增值服务
养老社区入住资格	单张保单保费累计 ≥ 30 万，享受旅居养老优先入住权； 单张保单总保费 ≥ 70 万，享受长居养老保证入住权； 单张保单总保费 ≥ 100 万享受旅居+长居保证入住权。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.1.2.2. 个人税收递延型商业养老保险

税延型商业养老保险试点最早在 2007 年被提出，但因政策问题、技术问题等原因前后被叫停和推迟多次。经过长期的调研论证后，2018 年 5 月，在上海、福建（包括厦门）、苏州工业园区正式实行个人税收递延型商业养老保险试点。此次试点采用了是目前西方发达国家在实行个人税收递延型商业养老保险时最常用的 EET 模式，即对个人参加商业养老保险缴费阶段、基金积累阶段均实行免个人所得税（Exempting）；将来领取养老金时再课征个人所得税（Taxing），以提高消费者购买意愿。

税延商业养老保险试点结果差强人意，具体表现在产品销售量不足预期、消费者热情不高。截止 2021 年 10 月，试点三地的个税递延型养老保险累计实现保费约 6 亿元，覆盖群体约 5 万人，市场反响与政策预期在一定反差。（详见前文章节）

4.1.2.3. 专属商业养老保险

2021 年 5 月 15 日，银保监会发布《关于展开专属商业养老保险试点的通知》，决定于 2021 年 6 月 1 日起在浙江省（含宁波市）和重庆市开展专属商业养老保险试点，期限暂定一年，中国人寿、人保寿险、太平人寿、太保寿险、泰康人寿以及新华人寿等六家保险公司参与此次试点。2022 年 2 月，银保监会发布《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》，将试点区域扩大到全国范围，并在原有 6 家试点的寿险公司基础上（人保寿、国寿、太平人寿、太保人寿、泰康人寿、新华人寿），允许养老保险公司参加试点（当前共 10 家专业养老保险公司）。

从产品形态来看，试点专属商业养老保险大多采取变额年金形态。相较于传统养老年金保险而言，专属商业养老保险采取账户式管理方式，灵活度高，可有效满足客户的差异化养老储蓄需求：1）账户价值具有最低收益保证；2）积累期提供投资组合转换功能；3）领取期可衔接养老、照护等服务；4）领取时方可转化为年金支付。

表 11：各公司专属养老保险产品形态

试点公司	产品名称	A 款保 证利率	B 款保 证利率	缴费方 式	初始费用	其他费用	领取日	领取方式	年金转 换表锁 定方式	开始领取 后账户处 理方式	养老金
中国人寿	鑫享宝	2%	0%	趸交、 期缴、 追缴	不超过 5%	-	60-100 周 岁	终身、10 年、20 年 （月领、年 领）	领取时	注销	养老年 金、失能 保险金、 身故保 险金
人保寿险	福寿年年	稳健型 3%	进取型 0.5%	趸交、 期缴、 追缴	不超过 3%	-	60 周岁起	终身、10 年、15 年、 25 年（月	领取时	注销	养老年 金、重度 失能保

领、年领)											险金、身故保险金
太保寿险	易生福	稳健 A、B 账户为 2%	进取 A、B 账户为 0.5%	趸交、期缴、追缴	稳健 A/进取 A 不高于 2%，稳健 B/进取 B 不高于 5%	稳健 A/进取 A 保费服务费每年不超过 0.5%，从投资收益中扣	60-80 周岁	终身、10 年、15 年、25 年（月领、年领）	投保时/领取时	转换/注销	养老年金、身故保险金
太平人寿	岁岁金生	2%	0%	趸交、期缴、追缴	不超过 2%	-	60 周岁起	终身、10 年、20 年（月领、年领）	领取时	注销	养老年金、全残保险金、身故保险金
新华保险	卓越优选	稳健回报型 2.5%	积极进取型 1%	期缴、不定期缴	不超过 3%	-	60-80 周岁	终身、保证 20 年终身、10、15、20 年（月领、年领）	领取时	注销	养老年金、身故保险金
泰康人寿	臻享百岁	稳健型 2.85%	进取型 0.5%	趸交、期缴、追缴	不超过 3%	组合转换超免费限额后的一部分 3%	60 周岁起	终身、10 年、15 年、25 年、30 年（月领、年领）	领取时	注销	养老年金、身故保险金

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

专属商业养老保险发展仍处于探索阶段，保费总量较小，目前产品收益率尚可。自 2021 年 6 月 1 日试点以来，截至 2022 年 1 月底，6 家试点公司累计承保保单近 5 万件，累计保费 4 亿元，其中快递员、网约车司机等新产业、新业态从业人员投保近 1 万人。保费总量整体较小。从具体产品来看，专属商业养老保险均采用“保底+浮动”的收益模式，在 2021 年 6 家试点公司推出的专属商业养老保险产品中，稳健型账户 2021 年年化结算利率在 4%~6%之间，进取型账户结算利率在 5%~6.1%之间，实际收益均远高于最低保证利率（稳健型 2%-3%，进取型 0%-1%）。稳健增值的保险账户为客户提供一种稳健积累养老金的途径，符合“长期投资、稳健回报”的产品理念，保险公司跨周期的长期资金的投资管理能力优势将为保险公司创造更加可持续的市场增长。

4.1.2.4. 养老保障管理产品

始于 2009 年，养老保障业务至今已经发展十余年。2009 年，各家养老保险机构面临企业年金发展缓慢、业务类型单一、养老金融触点较少等问题，因此保监会顺应时势发布《关于试行养老保障委托管理业务有关事项的通知》，给予养老保险公司“养老保障委托管理业务”试点资格，致力于推动各家机构积极满足市场潜在的养老金融需求。

表 12：养老保障管理业务相关政策文件

时间	政策文件	内容	影响
2009.12	《关于试行养老保障委托	明确团体养老保障委托管理业务的定位	各家机构以团体养老保障业务为突

	管理业务有关事项的通知》	明确管理机构职责，账户独立、第三方托管	破口，拓展团体客户
2013.05	《养老保障管理业务管理暂行办法》	将“养老保障委托管理业务”更改为“养老保障管理业务”，将目标客户群体由团体扩展至个人客户，并细化了相关管理要求	各家公司的产品线进一步丰富，扩充了个人养老保障管理业务
2015.07	《养老保障业务管理办法》	对业务管理、投资管理和风险管理方面强化了监管要求	制度更为健全
2016.11	《进一步加强养老保障管理业务监管有关问题通知》	对开放式投资组合各类投资资产比例和个人委托人初始资金进行了详细规定，进一步强化了业务管理和风险管理要求	完善了养老保障管理业务监管制度

资料来源：国务院，中国农业银行，法律快车，天风证券研究所

目前市场经营主体共九家，市场集中度较高，头部效应较为明显。养老保险公司牌照不断扩容，市场经营主体持续增加，随着 2019 年人民养老正式经营团体养老保障管理产品，市场经营主体扩充至九家，包括：国寿养老、平安养老、长江养老、太平养老、泰康养老、大家养老、新华养老、人民养老和建信养老金。其中，除了新华养老和人保养老只开展团体养老保障管理业务外，其余七家主体均开展个人养老保障管理业务。

目前，市场份额排名前四的机构为国寿养老、平安养老、建信养老和长江养老，其养老保障产品规模均超过 1000 亿，头部集中化效应较为明显。

表 13：2021 年，各家养老保险机构的养老保障产品规模（亿元）

公司	个人养老保障管理产品		团体养老保障管理产品
	开放式	封闭式	
国寿养老	2001.00	70.00	84.00
平安养老	1491.77	189.87	25.1
建信养老金	1374.98	18.39	81.24
长江养老	937.43	220.21	
太平养老	498.46	-	125.78
泰康养老	未披露	32.16	170.42
新华养老	-	-	0.10
大家养老	382.27	-	32.16
人保养老	-	-	0.34

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

表 14：各家养老保险公司官网上的个人养老保障产品一览

产品名称	产品类型	预期收益率/ 近 1 年净值增长率	锁定期	风险类型
国寿福寿广源个人养老保障产品	净值型	3.64%	366 天	中低风险
平安养老富盈人生养老保障产品（富盈个人 23 号组合）	混合型	3.92%	360 天	中等风险
建信养老养颐添禧封闭式个人养老保障管理产品	混合型	3.27%	1095 天	中等风险
长江盛世天伦个人养老保障管理产品	混合型	3.99%	35 天	中低风险
太平金中金个人养老保障产品 B 款 01 号开放式	混合型	2.52%	66 天	中低风险

泰康汇选利泰个人养老保障产品	固定收益型	2.32%	29 天	中低风险
安邦养老养生 6 号个人养老保障产品	权益型	36.51%	30 天	中等风险

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

4.1.3. 公募：养老目标基金

2018 年 3 月起进入规范化运作阶段，目前整体已运行 4 年。2018 年 3 月，证监会发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》，为基金行业服务个人养老金投资指明方向，成为公募基金行业服务个人投资者养老、推进多支柱养老金体系市场化改革的里程碑事件。当年 8 月 6 日，首批养老目标基金正式落地，南方、华夏、嘉实、广发、博时等 14 家基金公司的养老目标基金获批，公募基金助力养老金第三支柱建设正式拉开帷幕。

表 15：养老目标基金相关政策

时间	政策文件	内容
2018.03	《养老目标证券投资基金指引（试行）》	《养老目标证券投资基金指引（试行）》，为基金行业服务个人养老金投资指明方向，是公募基金行业服务个人投资者养老、推进多支柱养老金体系市场化改革的里程碑事件
2018.03	《关于养老目标证券投资基金的基金经理注册登记有关事项的通知》	中国证券投资基金业协会对养老目标证券投资基金的基金经理任职条件及注册登记流程进行细化
2018.04	《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》	《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，将公募基金纳入第三支柱养老金投资范围
2018.08	首批 14 家基金公司的养老目标基金正式落地，公募迎来养老投资新时代	
2021.03	《“十四五”规划纲要》	纲要明确，要发展多层次、多支柱养老保险体系，提高企业年金覆盖率，规范发展第三支柱养老保险
2021.02	人力资源社会保障部副部长在国新办发布会上的发言	国际经验表明，多层次的养老金体系更加风险可控、更具可持续性
2022.02	监管部门对部分基金公司进行窗口指导	引导基金公司暂停三年期以下养老目标基金的上报，已经上报的产品也会暂缓审批，原因是持有期太短，违背了养老目标基金鼓励投资者长期持有，追求养老资产长期稳健增值的本意。
2022.04	《关于推动个人养老金发展的意见》	意见提出，要尊重个人投资选择权，个人养老金参与人可自主选择购买符合要求的公募基金。证监会在祝贺《意见》发布时表示，将抓紧制定出台个人养老金投资公募基金配套规则制度

资料来源：证监会、财政部、新华网、中华人民共和国人民政府、财政部、中国证券投资基金业协会、证券时报，天风证券研究所

根据《养老目标证券投资基金指引（试行）》要求，较其他产品线，养老目标基金的特点在于：1）产品设计更适配养老需求，如投资策略包括匹配生命周期的目标日期型、以及匹配风险偏好的目标风险型；2）鼓励投资人长期持有，投资人最短持有期限不低于 1 年，投资人最短持有期限不短于 1 年、3 年或 5 年的，基金投资于股票、权益基金等品种的比例原则上不超过 30%、60%、80%；3）强调长期稳健增值，控制组合波动风险，基金需要采用 FOF 形式或证监会认可的其他形式运作，监管部门对业务准入、人员任职、子基金范围均作出严格规定。

表 16：养老目标基金的具体规定

项目	具体要求
定义	追求养老资产的长期稳健增值，鼓励投资人长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险

运行形式	采用 FOF 形式或证监会认可的其他形式运作
投资策略	目标日期策略： 随着所设定目标日期的临近，逐步降低权益类资产的配置比例，增加非权益类资产的配置比例。 目标风险策略： 根据特定的风险偏好设定权益类资产的基准配置比例，或使用广泛认可的方法界定组合风险（如波动率等），有效控制基金组合风险
最短持有期限	定期开放的封闭运作期或投资人最短持有期限应当 不短于 1 年 ； 不短于 1 年、3 年或 5 年的，基金投资于权益类资产比例合计不超过 30%、60%、80%
被投子基金要求	运作期限不少于 2 年，最近 2 年平均季末基金净资产不低于 2 亿元；运作合规，风格清晰，中长期收益良好，业绩波动性较低；管理人及子基金基金经理最近 2 年没有重大违法违规行为
基金管理人要求	旗下基金风格清晰、业绩稳定， 最近三年平均公募基金管理规模（不含货基）在 200 亿元以上 或者基金业绩波动性较低、规模较大；投资、研究团队不少于 20 人，其中符合养老目标基金基金经理条件的不少于 3 人；成立以来或最近 3 年没有重大违法违规行为
基金经理要求	具备 5 年以上证券投资、研究分析等经验，其中至少 2 年为证券投资经验；或者具备 5 年以上养老金或保险资金资产配置经验； 历史投资业绩稳定、良好，无重大管理失当行为；最近 3 年没有违法违规记录
管理费	可以设置优惠的基金费率，并通过差异化费率安排，鼓励投资人长期持有
基金名称	在基金名称中包含“养老目标”字样且反映基金的投资策略；其他公募基金，不得使用“养老”字样

资料来源：证监会《养老目标证券投资基金指引（试行）》，天风证券研究所

符合条件的基金管理人已多数布局养老目标基金。从基金管理人来看，已发行的 188 只养老目标基金中共有 51 家基金管理人获批养老目标基金。从发行情况看，华夏基金的发行只数最多，达到 13 只；南方基金其次，达到 11 只；安信基金等 9 家基金管理人均发行 1 只。由于《养老目标证券投资基金指引（试行）》中规定管理人最近三年平均公募管理规模（不含货基）需达到 200 亿元以上，这意味着当前 84 家满足规模门槛的基金公司中（此外还需满足合规稳健、投研人员配置等条件），已有 60% 以上发行了养老目标基金，显示基金公司对养老金融布局的重视。

表 17：各基金公司养老目标基金发行情况

基金管理人	发行只数	管理人数量
华夏基金	13	1
南方基金	11	1
工银瑞信基金	8	1
博时基金、广发基金、汇添富基金、嘉实基金、银华基金	7	5
华安基金、泰达宏利基金	6	2
平安基金、易方达基金、中欧基金、中银基金	5	4
景顺长城基金、鹏华基金、浦银安盛基金、天弘基金、兴证全球基金、长信基金、招商基金	4	7
大成基金、东证资管、富国基金、海富通基金、华商基金、建信基金、民生加银基金、上投摩根基金、泰康资管、万家基金	3	10
创金合信基金、国泰基金、国投瑞银基金、华宝基金、交银施罗德基金、农银汇理基金、兴业基金、银河基金、长城基金、中加基金、中信保诚基金	2	11
安信基金、国海富兰克林基金、国联安基金、国寿安保基金、摩根士丹利华鑫基金、前海开源基金、上银基金、申万菱信基金、永赢基金	1	9

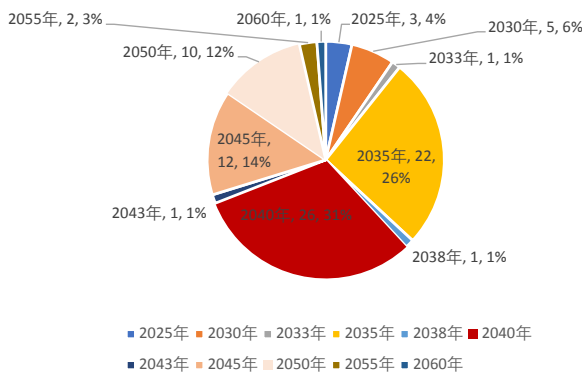
资料来源：Wind，天风证券研究所（已发行基金，数据截止 2022 年 4 月 24 日，按照拼音顺序排序）

养老目标基金的投资策略可以大致分为目标日期策略和目标风险策略两种。两者区别在于目标风险策略主要让投资者根据自己的风险偏好选择适合自己的目标风险基金投资，而目

标日期策略的资产配置主要由投资者距离退休的长短决定。

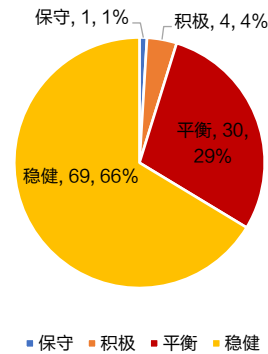
目前全市场共计发行 188 只养老目标基金，其中养老目标日期基金 84 只、养老目标风险基金 104 只。其中，养老目标日期基金 84 只，目标日期年份范围从 2025 年至 2060 年，以 2035 年和 2040 年的产品为主，分别占比 26% 和 31%，即距离退休日期 20 年左右，主要针对的是年龄在 40 岁左右的投资者客户；养老风险目标基金 104 只，分为稳健型、平衡型、积极型和保守型四类，以稳健型养老产品为主，占比 66%。

图 16：养老目标日期基金目标日期分布情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

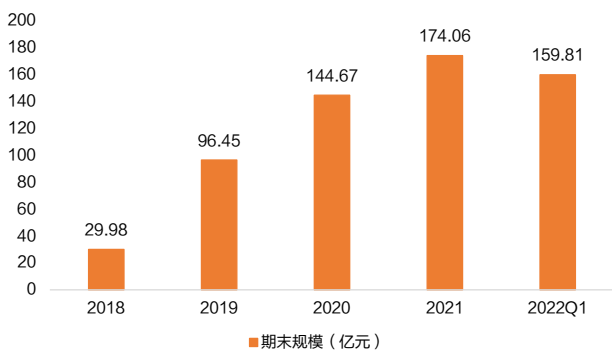
图 17：养老目标风险基金风险分布情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

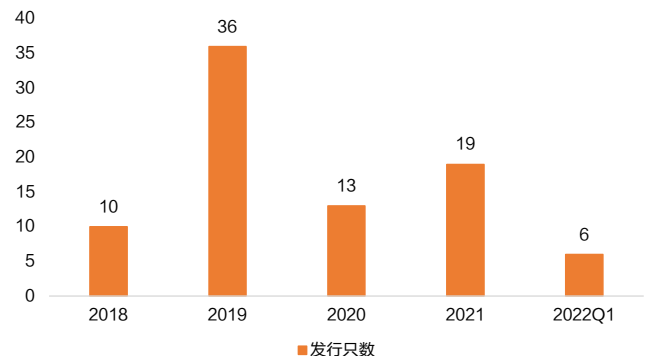
养老目标日期基金方面，目前养老目标日期基金共发行 84 只，2018、2019、2020、2021 年、2022 年一季度分别发行 10 只、36 只、13 只、19 只和 6 只，发行规模分别为 20.84 亿元、30.85 亿元、25.56 亿元、15.55 亿元和 0.83 亿元。2020 年发行的 19 只产品中有 16 只为发起式基金（即认购金额不低于 1000 万元就可成立），导致单只平均发行规模同比有所减少。规模方面，截至 2021 年基金期末净值连续三年高速增长，2021 年期末规模达到 174.06 亿，2018 年来复合增长率达到+79.73%。不过由于 2022 年权益市场的低迷表现，养老目标日期基金期末规模在 2022 年一季度出现了小幅下滑。

图 18：2018-2022Q1 养老目标日期基金的期末规模情况



资料来源：Wind，天风证券研究所（数据截止 2022 年 4 月 24 日）

图 19：2018-2022Q1 养老目标日期基金的发行只数情况



资料来源：Wind，天风证券研究所（数据截止 2022 年 4 月 24 日）

表 18：养老目标日期基金权益资产比例情况

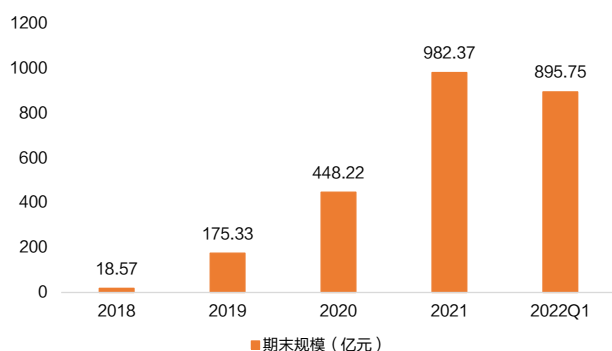
基金公司	产品类型	权益比例范围	目标日期时权益中枢比例	目标日期后下滑情况及转型安排
工银瑞信	2035、2040、2045、2050	8%-80%	24%	转型为稳健型养老目标风险基金
华夏	2035、2040、2045、2050	11%-80%	26%	继续下滑 25 年至 0，转型为普通 FOF
易方达	2033、2038、2043	5%-60%	20%	转型为普通 FOF
汇添富	2030、2040、2050	20%-80%	35%	转型稳健型养老目标风险基金
嘉实	2030、2040、2050	4%-80%	19%	转型为普通 FOF
银华	2030、2035、2040	5%-60%	20%	转型为普通 FOF

中欧	2025、2035、2050	0%-80%	14.84%	继续下滑 5 年降至 10%，并保持不变，转型为普通 FOF
鹏华	2035、2045	0%-60%	17%	转型为普通 FOF，权益资产中枢 17%
南方	2030、2035	5%-60%	20%	转型为普通 FOF，权益资产中枢 15%

资料来源：Wind，天风证券研究所

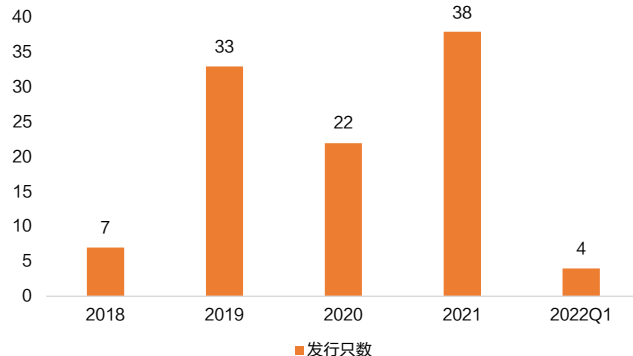
养老目标风险基金方面，目前养老目标风险基金共发行 60 只，2018、2019、2020 年、2021 年、2022 年一季度分别发行 7 只、33 只、22 只、38 只和 4 只，发行规模分别为 28.51 亿元、132.23 亿元、120.75 亿元、368.04 亿元和 20.24 亿元。从锁定期来看，1 年期、3 年期、5 年期和其他锁定期分别发行 64 只、32 只、4 只和 4 只。整体来看，此前管理人更倾向于发行锁定期较短的一年期稳健型产品。规模方面，基金期末净值连续四年高速增长，截止 2021 年底合计的期末规模达到 982.37 亿，较 2019 年同比增长+119.2%。2022 年一季度，养老目标风险基金规模同样出现了小幅下滑。

图 20：2018-2022Q1 养老目标风险基金的期末规模情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

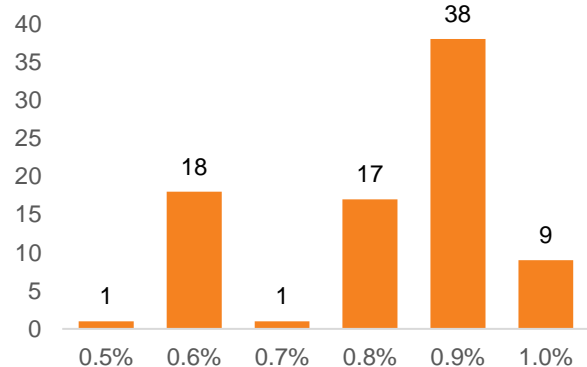
图 21：2018-2022Q1 养老目标风险基金的发行只数情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

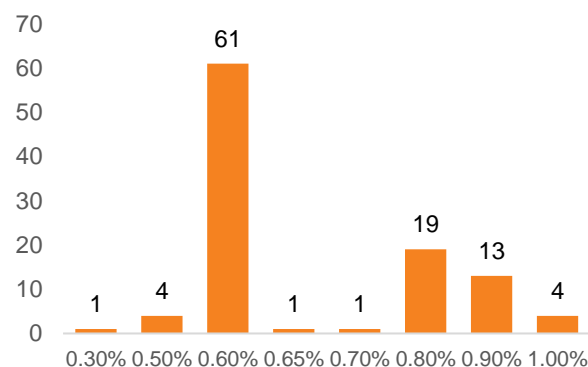
管理费率方面，养老目标 FOF 较同类型 FOF 略低，鼓励投资人长期持有。养老目标日期基金的管理费率以 0.6%（18 只）和 0.9%（38 只）为主，养老目标风险基金由于多为偏债风格，管理费率以 0.6% 为主（61 只）。截至 Q1 末，市场混合型 FOF 基金规模为 2132 亿元，养老 FOF 占比~50%。剔除养老目标基金后，偏债混合型 FOF（权益配置比例下限<25%，上限<50%，与稳健型养老 FOF 相似）管理费率也以 0.60% 为主，0.80%、1.00% 产品也较多，偏股混合型则以 1.00% 为主，总体而言，养老目标 FOF 管理费率略低于同类型 FOF。

图 22：养老目标日期基金管理费率分布（按只数）



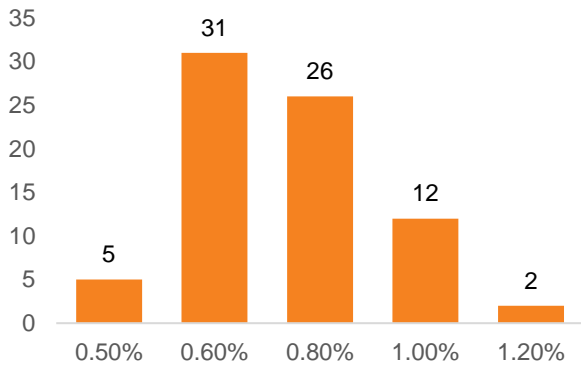
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：养老目标风险基金管理费率分布（按只数）



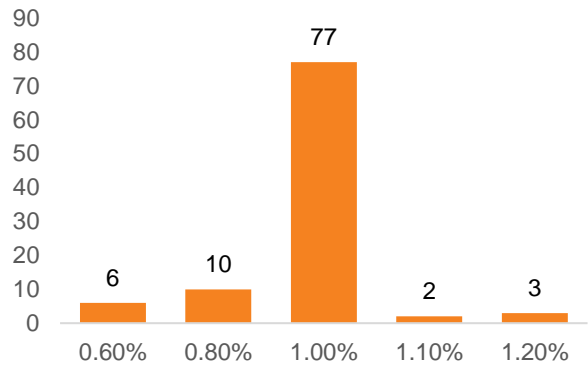
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：市场偏债混合型 FOF 管理费分布（按只数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：市场偏股混合型 FOF 管理费分布（按只数）

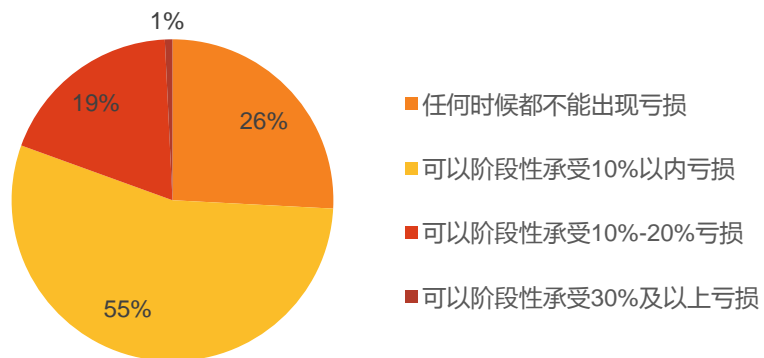


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 向前看，谁更受益个人养老金发展？

个人养老金的退休后增益取决于账户积累，客户视角更加关注长周期下的稳健回报。个人养老金兼具“养老风险保障”和“投资”的双重属性，养老风险保障是最终目标，投资属性是积累过程的应有之义。《意见》将银行理财、商业养老保险、公募基金等均纳入制度安排，能够充分发挥各类金融机构在产品创设、投资能力等方面的能动性。根据《中国养老金融调查报告》（有效样本量 1.2w），税优政策核心受益人群（月收入 10001-15000 元）的风险偏好较低，其中 26% 认为任何时候都不能出现亏损，55% 人群可以阶段性承受 10% 以内亏损。

图 26：月收入 10001-15000 人群进行养老投资时的风险偏好情况

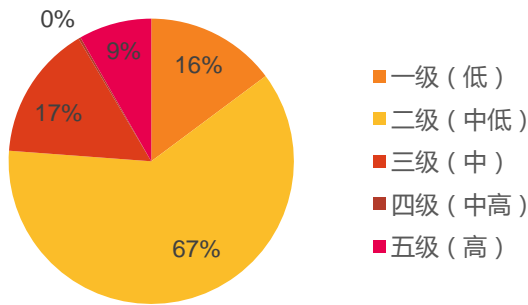


资料来源：《中国养老金融调查报告（2021）》，天风证券研究所

产品格局上，我们认为，保险产品具备保本、附加保障以及终身给付的独特属性，在个人养老金市场竞争中独树一帜，而银行理财及公募基金则面临更加直接的竞争，当前银行理财在低风险产品中建立的客户认知优势有望延续，而公募基金优势在于权益资产的管理能力，中长期来看，随着中国资本市场的成熟，公募有望受益于权益类资产配置比例的提升，以养老目标基金为抓手攫取更大份额：

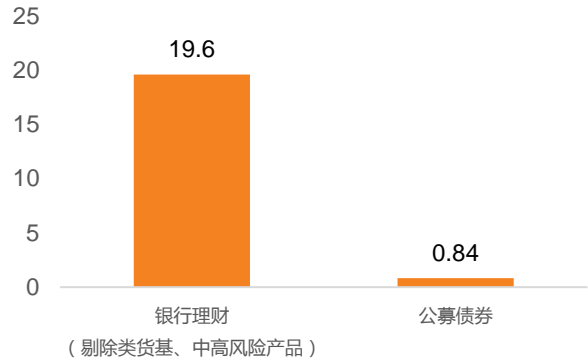
银行理财的优势在于低风险资管产品上的客户信任优势。1）能力视角：资管产品的角度上，银行理财较公募基金的优势更多在于客户既有信任，根据理财业年报，截至 2021 年，银行理财产品的风险等级以中低风险为主（占比 67%），剔除类货基（现金管理类产品）以及中高风险产品后规模为 19.6 万亿，而同期个人投资者持有的债基规模仅 0.84 亿元（其中可投资股票的二级债基占比 41%）；2）产品视角：养老理财产品均设置了平滑基金机制，当前产品表现超出业绩比较基准时，将超额部分提取 10%-50% 用于平滑业绩，进一步增强了持有人的投资体验。

图 27：银行理财产品风险等级分布



资料来源：《中国银行业理财市场年度报告（2021）》，天风证券研究所

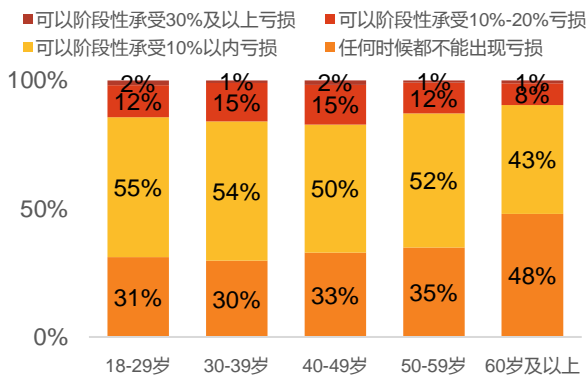
图 28：债基规模远低于银行理财



资料来源：中国理财网，Wind，天风证券研究所

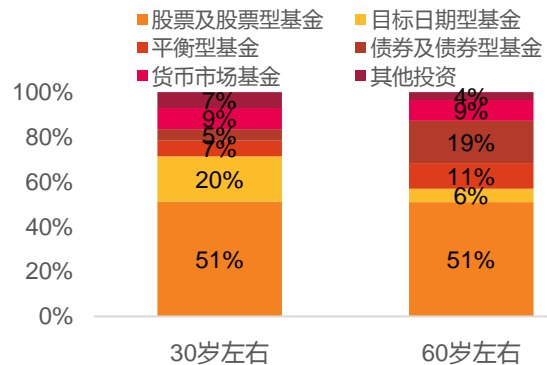
我们认为，公募基金的优势在于权益资产的配置能力，未来发力点或在于养老目标日期产品。1）能力视角：净值化背景下，由于保险产品具备保本等特殊属性，公募基金的真正竞争者在于银行理财，债基产品与银行在投资能力上差异较小但由于客户认知偏好竞争力较弱，因此对权益资产的配置能力是公募基金抢占个人养老金份额的核心所在，如目前规模最大的养老目标基金——交银安享稳健养老一年（截至3月末规模216亿元），定位于稳健型中风险，但权益类资产（股票、股基和混基）的目标配置比例达到25%；2）产品视角：在养老金长期积累的框架下，我们认为个人投资性养老需求或逐步释放，权益类资产尤其对于年轻群体吸引力更强。而养老目标日期基金更为契合投资者风险偏好变化，随目标日期接近逐渐降低基金的风险暴露水平，或成为公募基金未来的主要发力点。

图 29：不同年龄阶段风险偏好变化



资料来源：《中国养老金融调查报告（2021）》，天风证券研究所

图 30：美国 IRA 持有人风险偏好变化



资料来源：ICI，天风证券研究所

保险产品的优势在于保本属性、附加保障以及终身给付。1）资管新规后，保险产品是少有的可以保本保底的金融产品，商业养老保险多采用保本+浮动模式运营，在保值的基础上同时能够分享资本市场的收益，参考前期推出的专属商业养老保险试点产品，稳健性和进取型两类账户的保底利率分别为2%-3%、0%-1%，2021年结算利率则分别达到4.5%-6%、5%-6.1%；2）提供附加保障：专属商业养老保险能够在储蓄特性的基础上提供保险保障，除身故外，保障范围涵盖重度失能、中级、全残保障等；3）提供终身给付功能，抵御长寿风险。三大独特属性成为保险产品有别于银行理财或公募基金的核心吸引力，使其有望在个人养老金整体配置中维持可观份额。

预计短期内银行理财份额~60%，公募基金~15%，养老保险~25%；同时，考虑到持有者对权益类资产的偏好逐步释放，预计公募基金份额有望逐步上升至20%。边际贡献上，预计个人养老金正式落地5年后，给银行理财、公募基金、人身险保费带来的边际增量分别达1.9%、0.7%、8.0%，人身险边际受益程度更大。

表 19：资管产品份额预计

年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
预计规模（亿元）	1364	3023	5005	7338	10054	13186	16770	20843	25444	30616
银行理财	60%	59%	58%	57%	56%	55%	55%	55%	55%	55%
公募基金	15%	16%	17%	18%	19%	20%	20%	20%	20%	20%
养老保险	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 20：边际贡献测算

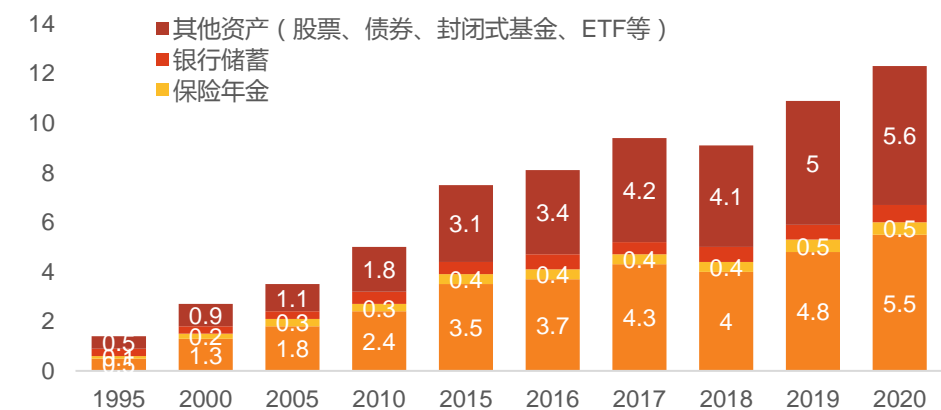
单位：万亿元	截至 2021 年末规模	5 年后增量	边际贡献
银行理财	29.00	0.56	1.9%
公募基金	25.56	0.19	0.7%
人身险总保费	3.12	0.25	8.0%

资料来源：Wind，银保监会，天风证券研究所

4.3. 美国 IRA 资产为何主要投向公募，且保险年金占比低？

美国 IRA 资产投向以公募为主，保险年金占比仅约 4%。根据美国税法规定，IRA 投资采用负面清单制，如不允许投资人寿保险或收藏品（艺术品、邮票等），投资范围多样。根据 ICI 测算，截至 2020 年末，IRA 资产中共同基金余额~45%，银行储蓄及存单~5%、保险年金~4%、其他资产（股票、债券、封闭式基金、ETF 等）~46%。

图 31：美国 IRA 资产投向以共同基金为主，保险年金占比较低



资料来源：ICI，天风证券研究所

共同基金具备组合投资、专业管理等优势，成为 IRA 资产投向股票、债券等底层资产的主要媒介，因而占比较高。但为何具备保障属性的保险年金未能取得更高份额？

相对于共同基金或者其他直接投资方式，保险年金主要优势在于税收递延、终身给付、承诺回报（固定年金提供）。但是这些优势置于 IRA 账户中则并不突出：

1) 最重要的原因在于税延优势重叠，根据美国国税局 IRS 的规定，保险年金在投资环节可以税收递延（美国资本利得税根据应税收入分级，其中年收入 4w 美元至 45w 美元征收 15%，45w 美元以上则征收 20%），而 IRA 自身在投资环节也具备税延优惠，二者并不重叠，因此美国居民通常将年金作为 401（K）或 IRA 账户外的补充，而不是直接在 IRA 账户中持有；

2) 对于承诺回报这一特征，美国固定年金提供的承诺回报约为 3-4%，相较于美国股市 9% 以上的年化收益率（1990 年至今），长期积累下差异较大，相对吸引力较小；

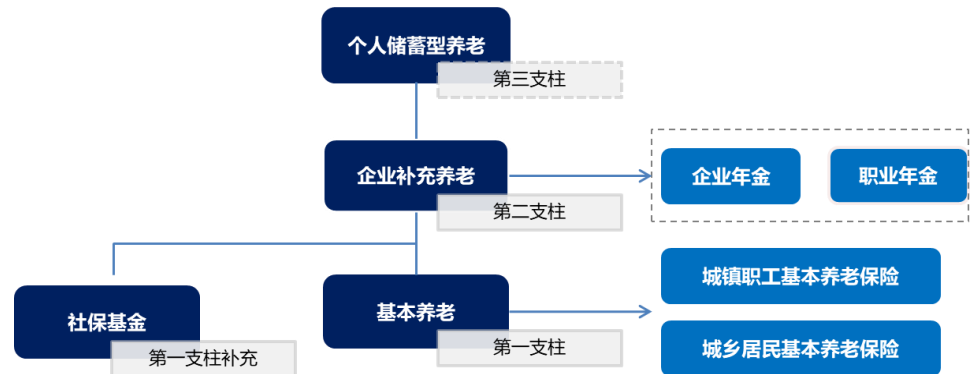
3) 至于终身给付，401(K)或 IRA 资产均可免税转化为年金，且手续便利（仅需填写表格并

申请)，从而抵御长寿风险，因此这一优势亦不复存在。

5. 附录一：我国养老金体系介绍

与海外发达国家一致，目前我国养老保险体系的构成也包括三大支柱：第一是基本养老金制度；第二是企业补充养老制度，即企业年金和职业年金；第三是个人储蓄养老金制度，包括商业养老保险以及正在试点的个税递延养老保险试点、公募养老目标基金。

图 32：中国养老金体系的三大支柱

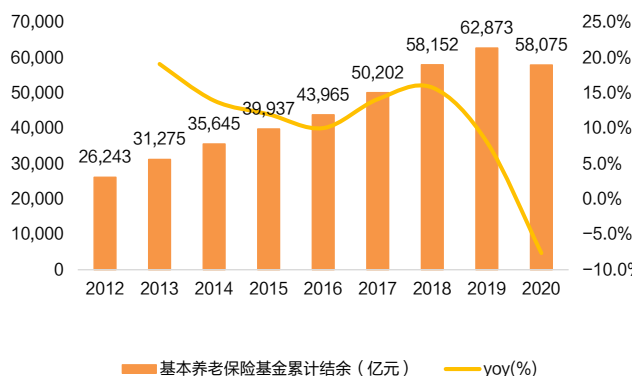


资料来源：国务院，天风证券研究所

第一支柱：分为基本养老（第一支柱）和社保基金（第一支柱补充）两部分。由用人单位与个人共同强制缴纳，一般由省级地方政府管理。第一支柱是三大支柱中发展最早、覆盖率最广的保障制度，以为社会大部分人群提供最基础的养老保障为目的而建立。

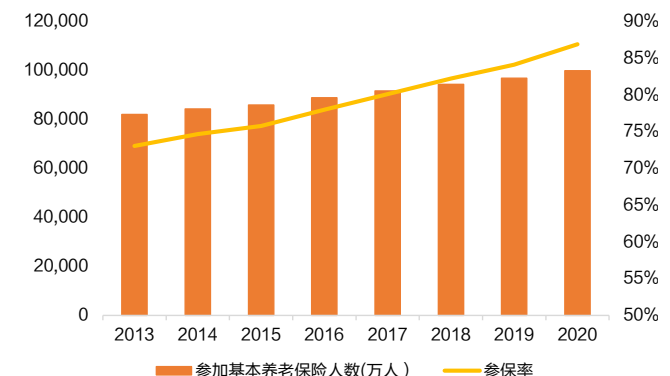
基本养老保险的规模大、覆盖广。我国的基本养老保险采用统账结合的模式，既包含现收现付制的社会统筹部分、也包含积累制的个人账户。基本养老保险包括城镇职工基本养老保险以及城乡居民养老保险。基本养老保险基金规模大且累计结余增长较快。截至 2020 年，基本养老保险基金结余将近 5.8 万亿元，过去 7 年 CAGR 达 10.4%。2020 年，我国基本养老保险参保人数接近 10.0 亿人，覆盖率达到 86.9%。其中，城镇职工基本养老保险参保人数达到 4.6 亿，城乡居民基本养老保险参保人数达到 5.4 亿，基本已经实现全覆盖。

图 33：2012-2020 年基本养老保险累计结余及同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

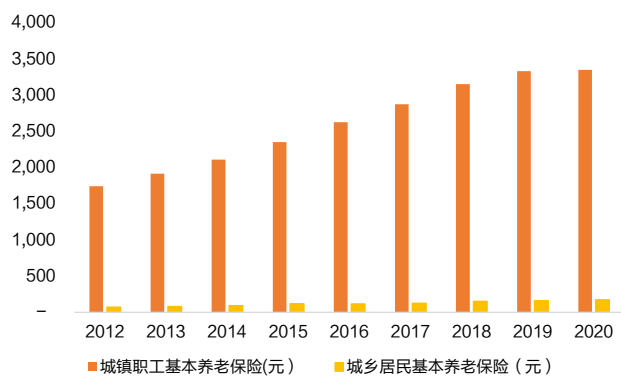
图 34：基本养老保险参保人数及参保率



资料来源：wind，人力资源与社会保障部，天风证券研究所；注：参保率计算以 16 岁及以上人口为基准

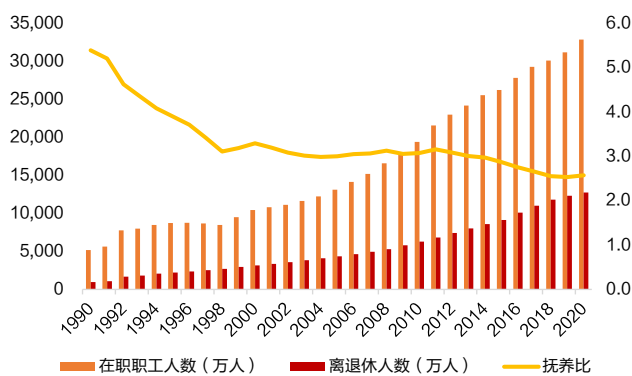
但基本养老保险的保障力度有限，人均领取金额较低且城镇职工抚养比不断下降。2020年，共有 1.28 亿人领取城镇职工基本养老保险，人均 3350 元/月；共有 1.61 亿人领取城乡居民基本养老保险，人均 174 元/月，整体待遇较低，且城镇职工基本养老保险和城乡居民待遇差距大，城乡居民的每月领取金额无法满足基本生活水平。过去三十年来，城镇职工基本养老保险抚养比不断下降。截至 2020 年，我国城镇职工基本养老保险抚养比已经降至 2.57，1990 年时，平均 5.39 个在职职工赡养 1 个离退休人员，而如今平均 2.57 个在职职工赡养 1 个退休人员，在职职工的赡养压力不断增大。

图 35：2012-2020 年，基本养老人均领取金额（月）



资料来源：人力资源和社会保障部，天风证券研究所

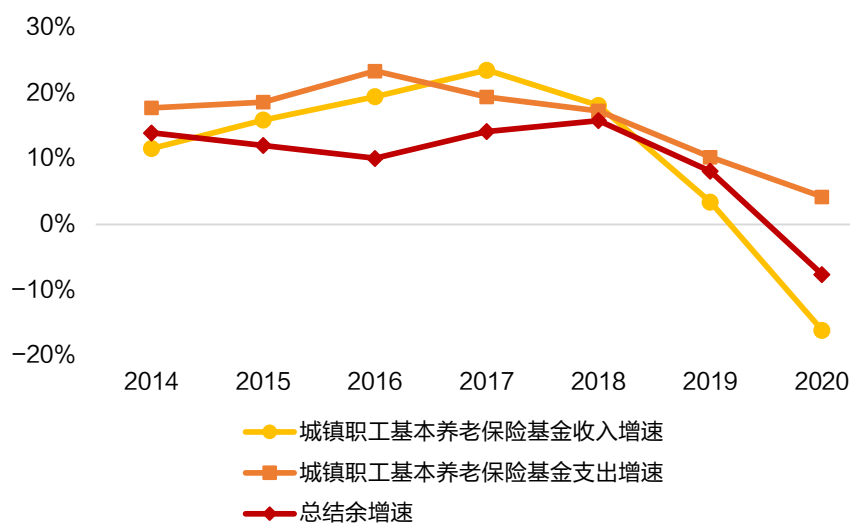
图 36：基本养老保险抚养比



资料来源：WIND，天风证券研究所

基本养老基金的结余增速降至近年来新低。截止 2020 年末，城镇职工基本养老保险参保人数 4.6 亿人；全年基金收入 4.4 万亿元，支出 5.1 万亿元；城乡居民养老保险参保人数 5.4 亿人；全年基金收入 0.5 万亿元，基金支出 0.3 万亿元。2020 年基本养老保险基金累计结余 5.8 万亿元，增速显著下滑至 -7.6%（2018 年和 2019 年分别为 15.8% 和 8.1%），为近年来的新低。

图 37：2013-2020 年，基本养老保险基金收支增速

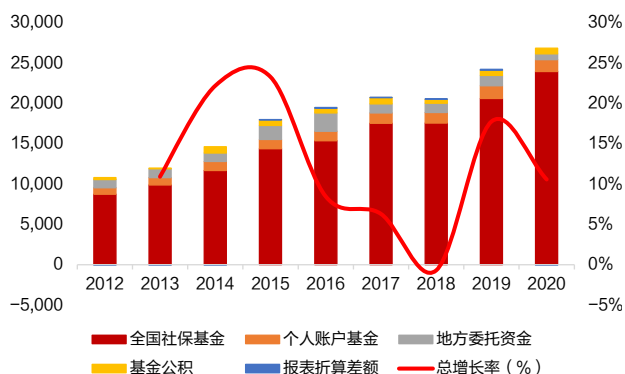


资料来源：人力资源和社会保障部，天风证券研究所

第一支柱的补充是全国社会保障基金，由中央财政拨款、国有资本划转等方式筹集。2020

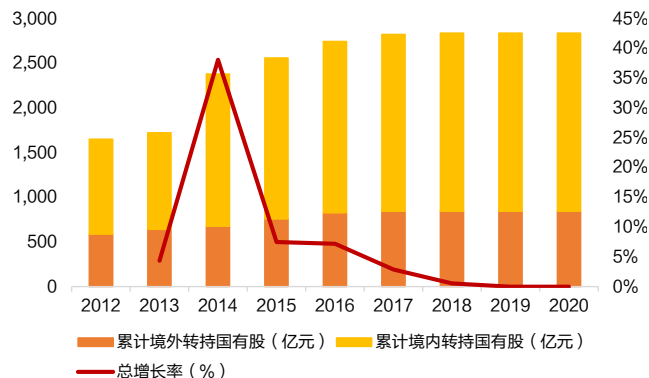
年末全国社保基金权益达到 2.68 万亿元，过去 8 年 CAGR 达到 12.1%。《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》明确规定，将中央和地方国有及国有控股大中型企业和金融机构的 10% 国有股权拨入全国社保基金，专项用于弥补企业职工基本养老保险基金缺口。2019 年以来，股权划转明显加速，截止 2020 年底中央企业和中央金融机构已划转国有资本 1.68 万亿元，预计其分红有望对于提升社保基金规模帮助明显。

图 38：2012-2020 年，全国社保基金权益规模及增速（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

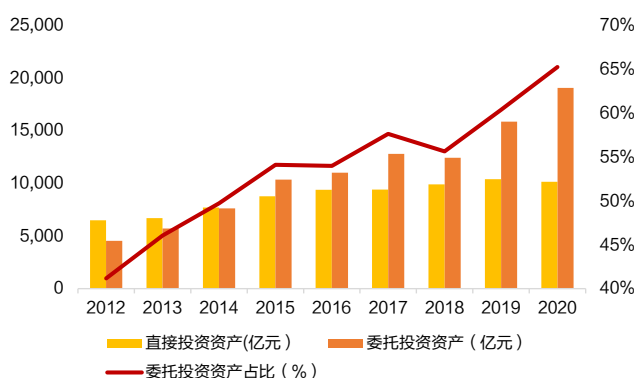
图 39：国有资本划转相关数据



资料来源：Wind，天风证券研究所

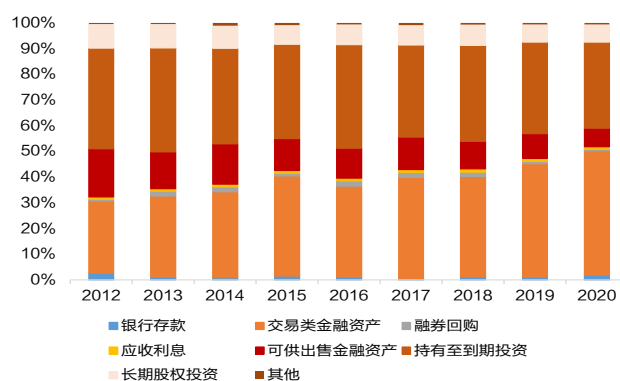
从资产结构来看，社保基金可分为直接投资资产和委托投资资产。委托投资资产占比逐年上升，2015 年，委托投资资产规模超过直接投资资产。截至 2020 年，委托投资资产占比达到 65.3%。同时，持有至到期投资与交易类金融资产是社保基金最主要的资产，2020 年，这两项资产占比合计将近 82%。

图 40：2012-2020 年，全国社保基金直接投资与委托投资资产



资料来源：WIND，天风证券研究所

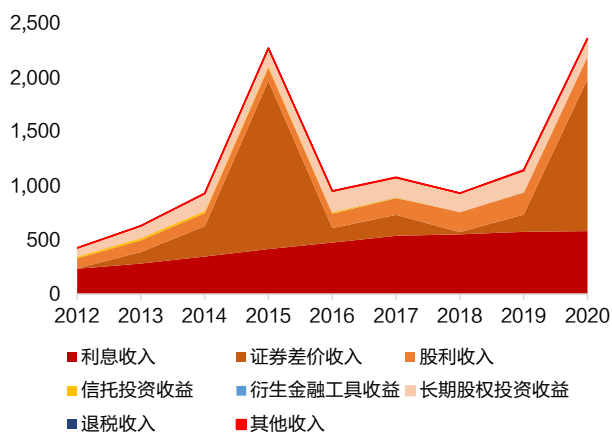
图 41：2012-2020 年，全国社保基金资产构成



资料来源：WIND，天风证券研究所

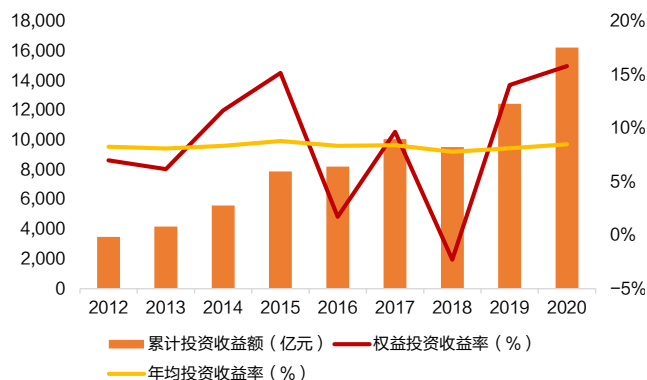
从投资收益来看，社保基金投资收益率较高，基金保值增值效果好。社保基金的投资收益表现较为稳定，2012 年至 2020 年，全国社保基金年均投资收益率基本全部超过 8%。2020 年，社保基金权益投资收益率高达 15.8%，源于当年证券差价收入达到 1406.8 亿元，同比+783.1%。

图 42：2012-2020 年，全国社保基金收入来源（亿元）



数据来源：Wind，天风证券研究所

图 43：2012-2020 年，全国社保基金投资收益率情况

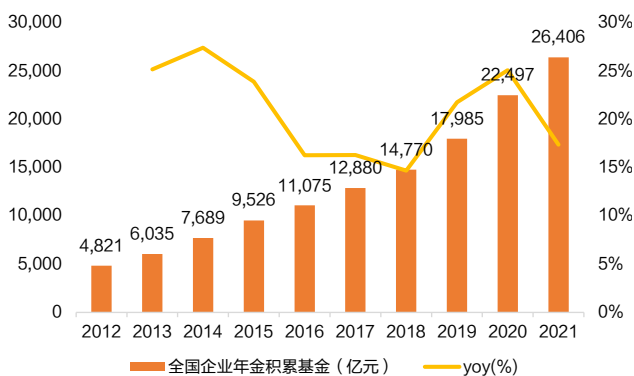


数据来源：Wind，天风证券研究所

第二支柱：企业补充养老保险，主要包括企业年金和职业年金。企业年金是企业及其职工在依法参加基本养老保险的基础上，自愿建立的补充养老保险制度，由企业年金理事会委托有资格的专业机构管理；职业年金是机关事业单位在依法参加基本养老保险的基础上，建立的强制性补充养老保险制度。我国第二支柱起步较晚，规模相对较小，其中企业年金在 2021 年实现累计结余 2.25 万亿元；而职业年金从 2014 年开始设立，截至 2020 年，职业年金结余达到 1.29 亿元左右。

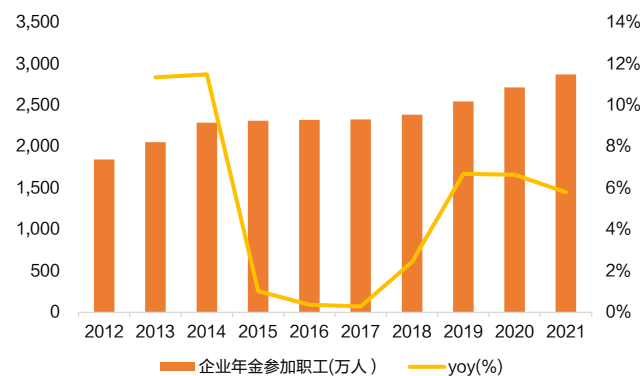
企业年金规模持续增长，势头仍然强劲。随着 2006 年全国首个企业年金计划（联想集团公司企业年金计划）正式建立，近年来发展较快。2020 年末企业年金基金规模 2.6 万亿，同比增长+17%，建立年金的企业增至 11.8 万家，同比增长+11.7%；参加职工 2875 万人，同比增长+5.8%。由于企业年金养老计划不强制要求企业参加，因此其规模仍大幅小于基本养老保险。

图 44：2012-2020 年，企业年金积累规模余额



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 45：2012-2020 年，企业年金参加职工人数及同比增速



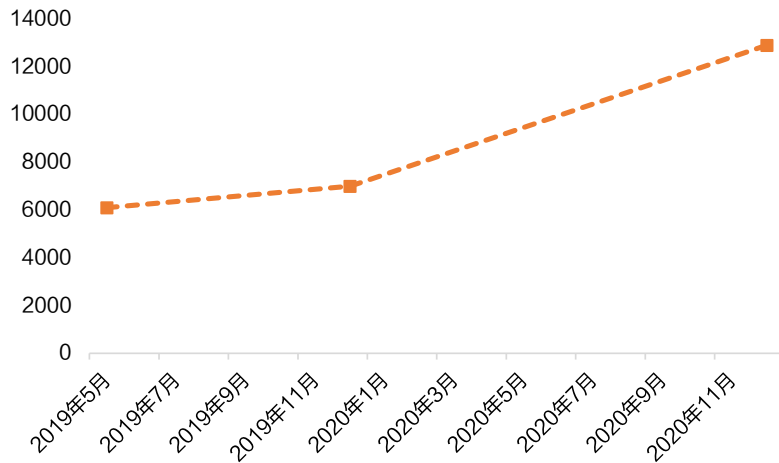
资料来源：WIND，天风证券研究所

职业年金起步较晚，目前受托人和投管人遴选趋近收官。我国的职业年金起步较晚，但不同于企业年金，职业年金制度在各机关单位强制实施，《机关事业单位职业年金办法》规定：单位缴费按照个人缴费基数 8% 计入本人职业年金个人账户；个人缴费直接计入本人职业年金个人账户。受益于强制实施的制度，职业年金规模增长较快，截至 2020 年末，职业年金累积结余已达 1.29 万亿元。

但职业年金仅仅针对机关事业单位职工，未来发展空间有限。截至 2019 年 5 月末，参与

职工共计 2970 万人，参与基本养老保险机关事业单位工作人员有 3612 万人，覆盖率已经超过 82%，未来发展空间有限。2018 年，职业年金全面启动投资运营，各地陆续进行职业年金基金受托人、托管人和投管人招标。截至 2021 年 6 月末，全国 33 个职业年金项目中，均已完成受托人招标，截至 2020 年年底，除西藏自治区外，其他 32 个统筹区已经启动职业年金基金市场化投资运营，投资规模 1.29 万亿元，全年累计投资收益额 1010.47 亿元。

图 46：19/05-20/11，职业年金累计余额趋势（单位：亿元）

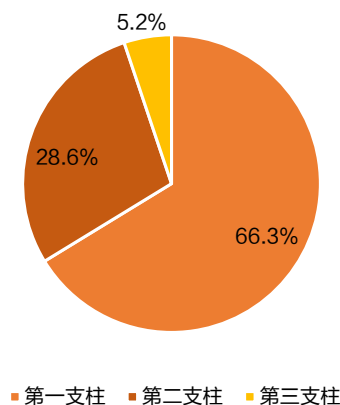


资料来源：人力资源与社会保障部、中国证券投资基金业协会、第一财经、经济参考报，天风证券研究所

第三支柱：包括商业养老保险和养老公募两部分，其中商业养老保险又包括商业养老年金保险、个人税收递延型养老保险、专属养老保险，属于个人储蓄型养老，是由职工自愿参加、自愿选择经办机构的一种补充保险形式，是我国多层次养老保险体系的一个组成部分。在制度设计上，此前我国对第三支柱一直缺乏明确的政策和规范，因此个人储蓄养老保险的发展几乎处于停滞状态。近年来专属商业养老保险试点与个人养老金制度相继落地，我国第三支柱顶层设计逐步完善，有望迎来高速发展。

根据人社部公布数据，截至 2020 年底，我国基本养老保险累计结存为 5.81 万亿元，全国社保基金权益为 2.40 万亿元，第一支柱占养老保险体系资产总规模的比重约 66%；截至 2020 年，企业年金累计结存 2.25 亿元，职业年金累计结存约 1.29 万亿元，第二支柱占养老保险体系资产总规模的比重约 29%；商业养老保险责任准备金 5800 亿元、养老目标基金 589 亿元，第三支柱占养老保险体系资产总规模的比重约 5.2%。而美国养老三大支柱 2019 年底三大支柱占比分别为 10%、58%和 32%。可以看到，目前我国养老金体系无论在体量还是覆盖面上，基本养老保险都远超企业补充养老保险和个人储蓄养老保险，三大支柱发展不均衡。

图 47：中国养老金体系三大支柱比例



数据来源：Wind，天风证券研究所

6. 附录二：国际养老金体系经验

三支柱模式目前是国际上普遍采用的养老金制度模式。20 世纪 80 年代，全球人口老龄化逐步加剧，众多主流国家实行的以现收现付制为主的养老金制度面临着财务平衡难以持续、国家财政负担不断加重等难题，居民养老保障面临较大挑战。在此背景下，1994 年 10 月，世界银行在总结了智利等国家养老金改革经验的基础上，发布了《防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策》一书，明确提出三支柱养老金改革模式的建议，其核心在于通过多个模式的不同养老金支柱来应对单一制度内老龄化带来的问题。

6.1. 美国三支柱体系：第二支柱发展早占比高，第三支柱快速发展

美国现行的养老金体系主要由三大支柱构成：第一支柱为政府强制实施的联邦社保基金，第二支柱为由企业主导的雇主养老金计划，第三支柱为个人建立并由政府提供税收优惠的个人退休账户(Individual Retirement Accounts, 简称 IRA)。对比中美三大支柱结构，美国第二、三支柱已经成熟，分摊了大部分的养老成本及政府财政补贴压力。2020 年，美国三大支柱规模分别为 2.9、20.5、12.3 万亿美元，占比分别 8.1%、57.3%、33.6%。

表 21：美国三支柱的养老体系

	第一支柱	第二支柱	第三支柱
规模（万亿美元，截至 2020 年）	2.91	20.4	12.3
占比	8.1%	57.3%	33.6%
名称	联邦社保基金(OASDI)	DC(确定缴费型)、DB(确定领取型)	个人养老账户(IRA)
计划类型	-	DC 计划包括 401(k), 403(b), 457, TSP 等； DB 计划包括联邦、州、地方政府、私营部门多级。	传统 IRA，罗斯 IRA，雇主发起式 IRA
缴纳情况	资金来源主要为工薪税，分为工资收入者和自谋职业者两个来源：雇员和雇主各缴纳工资额的 6.2%，而对于个体经营者则缴纳工资额的 12.4%。	DB 与 DC 计划不同的地方在于雇主的责任：DB 计划确定雇员领取的退休金，风险责任由雇主承担；DC 计划则确定企业每期的缴费额，风险责任由雇员承担。由于 DB 给企业带来了较大的风险和成本，并且在上世纪 80 年代的通过两项法律增加了 DB 计划下企业筹资难度和成本，因此逐渐被 DC 取代，其中 401(k)是主要计划，也是我国第二支柱的借鉴对象。	全美大部分银行和储蓄机构、相互基金、股票中介公司（证券公司）和保险公司都能提供个人退休储蓄计划。在美国只要参与者有收入来源，并且年龄不超过 70.5 岁，都可以视为该计划的合格参与者。
覆盖情况	截至 2021 年 10 月，近 7000 万人被 OASDI 所覆盖。	401(k) 计划适用于拥有 100 名或更少雇员的雇主，员工在上一个日历年从雇主那里获得的收入至少为 5000 美元。	截至 2021 年年中，37%的美国家庭在使用 IRA。
资产运作	《联邦社会保障法案》要求基金只能投资于美国政府对本金和利息都予以担保的孳息型债券，因此整体收益率相对较为稳定。	超过 50%投资于共同基金。例如，2020 年，DC 计划中的 59%被用于投资共同基金。2021 年，这一比值已达到 64%。	主要投资成本较低的共同基金。2021 年，IRA 中 44.63%的资金用于共同基金投资，其费用率从 2000 年至 2019 年下降约 43%。实际上，截止到 2019 年，IRA 投资的共同基金中有 87%的费用率低于 1%，

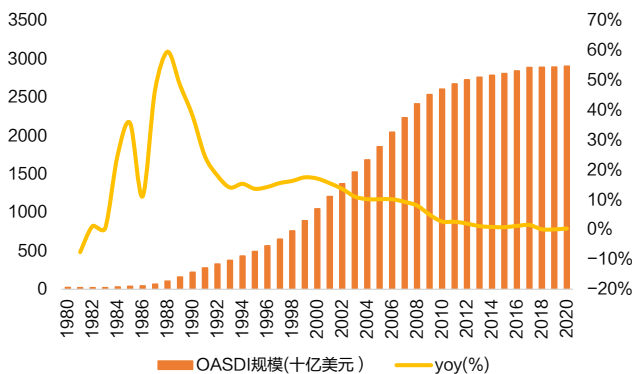
资料来源：ICI, IRS, Investopedia, 天风证券研究所

第一支柱：联邦社保基金

联邦社保基金是美国退休金的的基础保障，以老年和遗属保险（Old-Age and Survivors Insurance, OASI）、伤残保险（Disability Insurance, DI）为主，是退休人群和低收入人群的重要收入来源。1935 年，罗斯福政府颁布《社会保障法案》，并以此正式建立起了美国的养老金第一支柱联邦社保基金，重点为老年人、遗属、盲人和失业者提供养老保障，即老年、遗属与残障保险（OASDI）。OASDI 基金的资金来源主要为雇主及雇员缴纳的工资税，雇主和雇员的社会保障税率均为 6.2%，合计 12.4%，自雇者则直接按照 12.4% 的工资额进行缴纳。

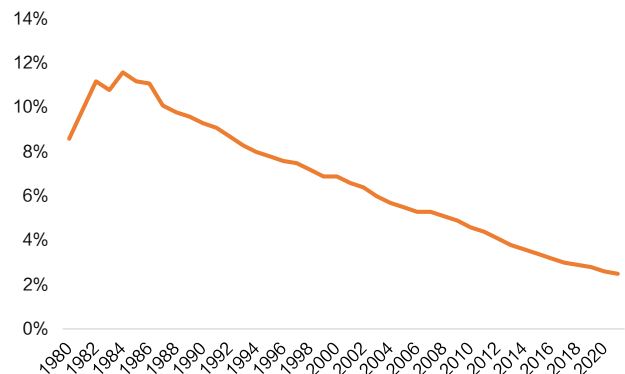
目前联邦社保基金主要通过两个独立的信托基金 OASI 基金和 DI 基金分别投资运营，截止 2020 年，OASDI 规模为 2.91 万亿美元，其中 OASI 基金规模为 2.81 万亿美元，DI 基金规模为 0.10 万亿美元。另一方面，根据《联邦社会保障法案》对基金投资的规定，联邦社保基金只能投资于美国政府对于本金和利息都予以担保的债券，因此，OASDI 基金资产配置以长期债券为主，2020 年长期债券配置比例高达 98.9%，但受利率下行影响，OASDI 基金整体收益率较低，且近年来仍在持续下滑。

图 48：OASDI 基金规模及增速



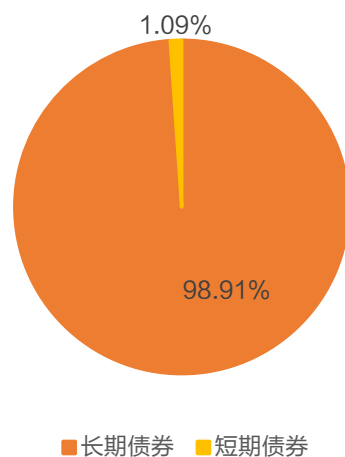
资料来源：SSA, 天风证券研究所

图 49：OASDI 基金收益率



资料来源：SSA, 天风证券研究所

图 50：OASDI 基金资产配置结构



资料来源：SSA, 天风证券研究所

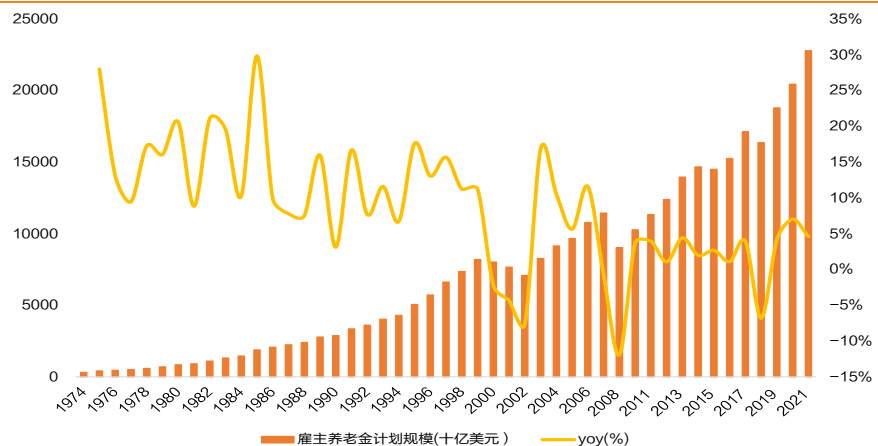
第二支柱：雇主养老金计划

雇主养老金计划是美国养老金体系中规模最大的部分。19 世纪后期，美国部分企业开始建立雇主养老金计划，二战后期美国参战后劳动力短缺，企业纷纷开始建立雇主养老金计划以吸引劳动人口，雇主养老金计划由此壮大。雇主养老金计划可分为公共部门和私人部门两大部分，前者由政府部门主导，后者由企业主导。截止 2020 年，美国养老金第二支柱总体规模为 20.48 万亿美元，占美国养老金体系的比例为 57.3%。

DC 计划占比持续提升。根据缴费与领取模式的不同，雇主养老计划又可分为 DB 计划和 DC 计划，其中 DB 计划（Defined Benefit Plan）为确定领取型，即该计划的退休金水平可根据约定的公司计划出来，在缴费之初便以确定；DC 计划（Defined Contribution Plan）为确定缴费型，即该计划不可保障退休金的领取水平，员工参加计划后可获得一个退休账户，账户资金由雇主、雇员缴纳的金额加上投资损益减去税收递延得到，雇员可自行决定账户的投资并承担投资风险，根据群体的不同，DC 计划可分为 401(K)、403(B) 等类型，其中 401(K) 计划占比最高，2021 年占比高达 70%。一方面，由于 DB 计划养老金待遇确定，一旦投资不及预期，则需由雇主承担兜底责任，另一方面，DC 计划可随员工工作变动而转移，两因素共同作用下，DC 计划需求强劲，占比持续提升，2020 年，DC 计划占比已达 48%。

税优政策是推动雇主养老计划高速发展的核心原因。一方面，美国雇主养老计划享受税延政策，即雇员所缴纳的保险金在税前列支，直至领取时再缴税，雇员可以此做大投资本金，实现税费的时间价值，也可享受在累计税制下，由于退休收入往往低于工作收入所带来的税率优惠；另一方面，根据规定雇主养老计划可免征资本增值税，进一步提高了雇员参与雇主养老计划的积极性。

图 51：雇主养老金计划规模及增速



资料来源：ICI，天风证券研究所

图 52：DC 计划占比持续提升

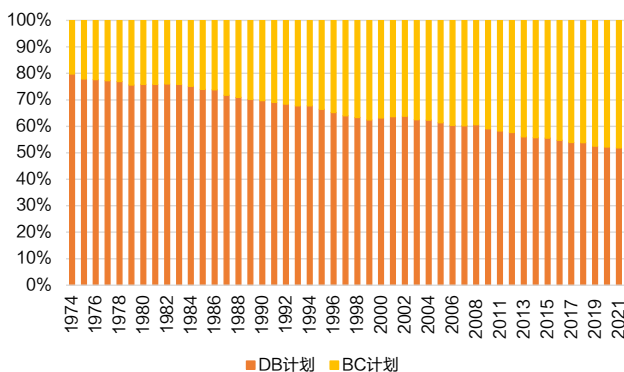
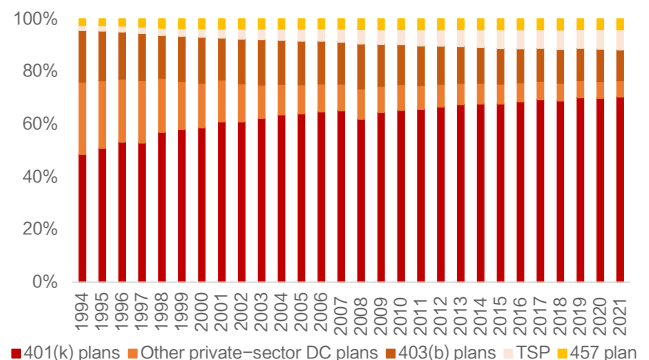


图 53：各 DC 计划规模（十亿美元）



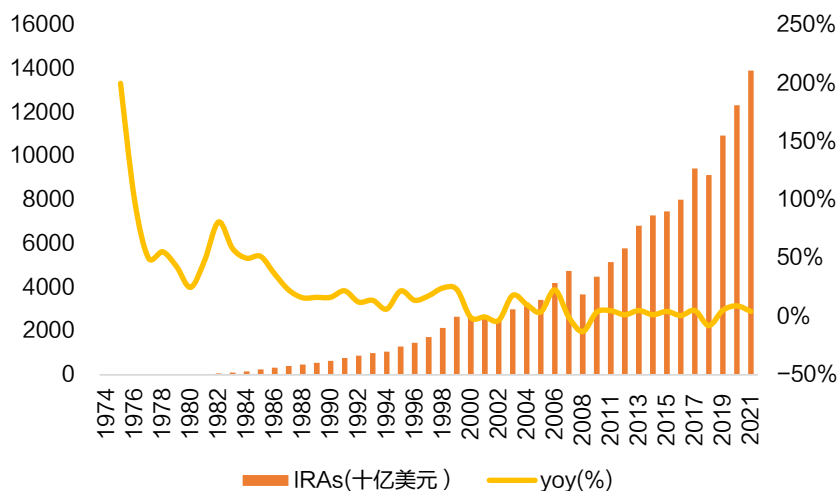
资料来源：ICI，天风证券研究所

资料来源：ICI，天风证券研究所

第三支柱：个人储蓄计划

美国第三支柱的建立源于 1974 年的《雇员退休收入保障法案》，该法案允许雇员个人定期向指定账户存入部分收入以建立个人退休金账户(IRA)。截至 2020 年，IRA 资产总额已达 12.33 万亿美元。

图 54：IRA 资产规模及增速

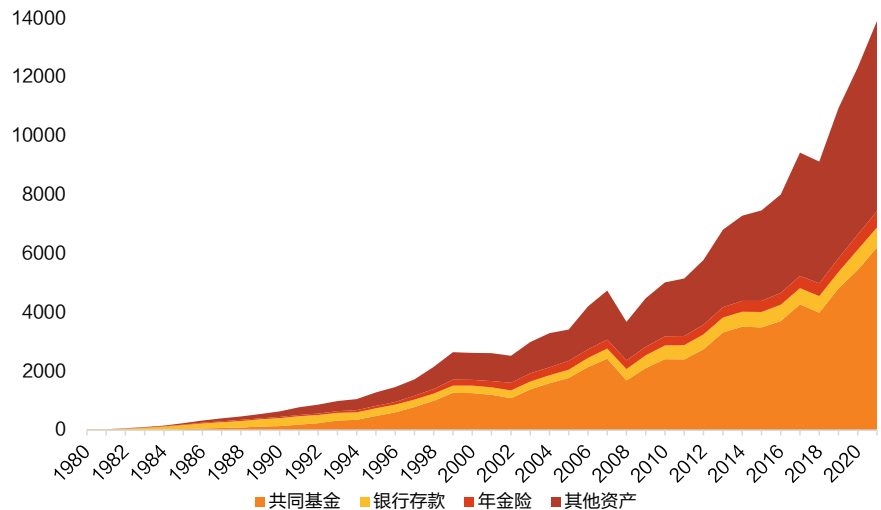


资料来源：ICI，天风证券研究所

与其他很多发达国家一样，美国也是通过税收优惠促进第三支柱的发展，这为我国 18 年的个税递延商业养老保险试点提供借鉴意义。IRA 在税收优惠和资产配置方面和 401(k) 计划很相似，大部分类型的 IRA 计划可以投资于股票、债券和共同基金等，由于种类的不同，在缴费阶段、投资阶段和给付阶段均可能免税。IRA 第一种税优方案是递延纳税，即在年度免税额度内的储蓄不需要缴纳税费，等到支取时再按照彼时的税率纳税，IRA 账户投资所产生的收益在支取时也必须缴税；第二种方案是选择存储税前或者税后收益，如果个人选择存储税前收益，那么在支取时，整个账户总额将被征收一笔个人所得税；若个人选择存储税后收益，在支取时则仅需缴纳账户增值部分的个人所得税。

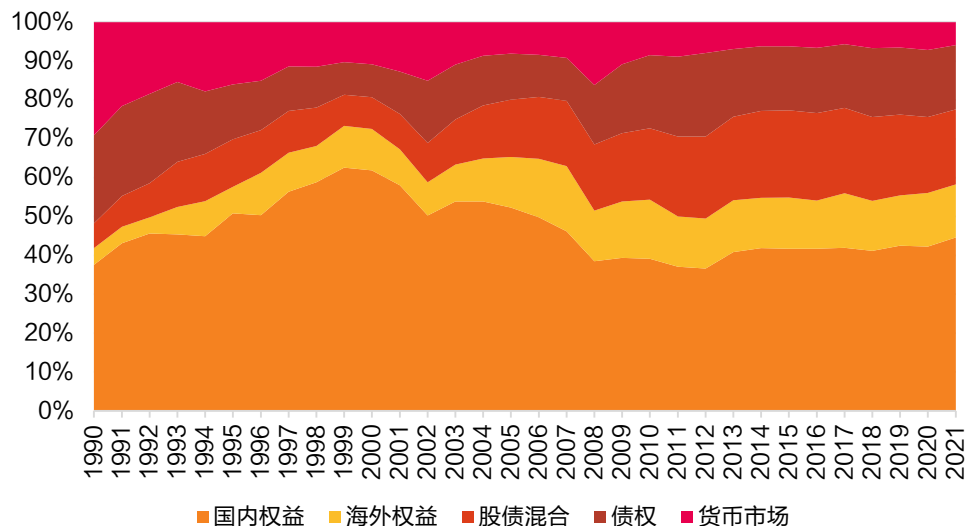
IRA 计划的主要资产管理机构由银行逐渐转为共同基金，相似地，我国未来个税递延型养老保险和养老公募也将协同发展。在 80 年代以前，银行存款是 IRA 最主要的资产管理机构，曾一度占比高达 85%。参与者大多在银行开设个人退休储蓄账户，因为 80 年代以前美国银行的存款利率基本高于 10%，个人没有将 IRA 资金交于其他资产管理机构的需求。而 80 年代以后伴随着存款利率的逐渐下行，共同基金收益与管理的优势逐渐凸显，共同基金、其他资产（通过经纪账户持有的股票、债券、ETF 等）持续提升，2020 年占比分别为 45%、46%。

图 55: 美国 IRA 账户资产投向



数据来源：ICI，天风证券研究所

图 56: 美国 IRA 账户持有资产类型



数据来源：ICI，天风证券研究所

6.2. 日本养老金体系：第三支柱规模尚小，税优制度下高速发展

日本养老起源较早，最早可追溯至明治时期的“恩给制度”，自 20 世纪 70 年代正式步入老龄化社会以来，养老制度经历了一系列的改革，已形成了国民年金、厚生年金+共济年金、非公共年金三大养老体系；但 1994-1999 年，随着房产泡沫破裂，日本经济形势严峻，养老金制度以延后退休年龄、调高缴费、降低给付水平为方向进行了改革；2002 年，由于以厚生年金为代表的旧 BD 计划设定了 5.5% 高预定利率，在经济衰退期出现了资金无法收回的现象，对基金形成冲击，因此日本政府开始引入 DC 计划，开启了从“DB 计划（待遇确定型）”向“DC 计划（缴费确定型）”转型的序幕，并设立了新的 DB 计划；2012 年，共济年金并入厚生年金，日本现行的养老金三支柱体系基本定型：第一支柱为国民年金和厚生年金，第二支柱为企业自愿加入的保险计划（包括新 DB 计划和 DC 计划），第三支柱为个人自愿加入的保险计划（包括个人 DC 计划 iDeCo）和 NISA。

表 22：目前日本的三支柱养老金体系

	养老金	性质
第一支柱	国民年金	强制性参与
	厚生年金	
第二支柱	厚生年金基金（已停止）	企业自愿参与
	合格退職金（已停止）	
	新 DB 计划	
	DC 计划	
	中小企业退職金共济制度	
第三支柱	iDeCo（个人 DC 计划）	个人自愿参与
	NISA	

资料来源：中国证券业协会公众号，天风证券研究所

第一支柱：公共养老金（国民+厚生）

①国民年金：国民年金为基础年金，由政府主导并强制 20-60 岁的国民参加，基本实现了全覆盖，其缴费水平自 2017 年起固定在 16900 日元/月。国民年金基金的 2/3 收入来自收取的保险费，另外 1/3 来自政府的财政补贴。

②厚生年金：厚生年金则与收入联动，自 2017 年起缴费率固定在收入的 18.3%，雇员超过 5 人的企业强制参加，由员工与所在单位各承担一半（9.15%），此外，雇员的无工作的配偶（家庭主妇）被强制要求加入国民年金，缴费从雇员的工资中一并扣除。2015 年以前，企业员工加入的保险称厚生年金，公务员、教师等加入的保险称共济年金，2015 年后，二者并轨。

第二支柱：企业养老金计划（DB+DC 为主）

企业养老年金正由 DB 型向 DC 型转型。2002 年以前，日本的企业年金基本都属于规定收益的年金，可分类到 DB 型计划中，厚生年金基金、合格退職金皆属此类。但由于此类养老计划预定投资收益率较高，在房产泡沫破裂后出现了基金崩盘局面，加之雇员工作变动时养老金转移存在困难，在经济动荡和失业率升高的背景下，已经不能适应环境的要求，因此，合格退職金、厚生年金基金已相继停止。2001 年，日本参照欧美企业年金制度设置了新的确定 DB 计划。同年，确定缴费型计划（DC 计划）也开始设立。目前虽然 DB 计划仍占企业养老金计划的大多数，但是许多企业已开始由 DB 型企业年金开始向 DC 型转型。

①**新确定给付型年金（DB 计划）**：2001 年，日本参照欧美企业年金制度设置了新的 DB 计划，分为基金型和依据劳动关系而成立的契约型，两种类型可相互转换，也可转换成其他类型的年金，相比过去的 DB 计划拥有较高的灵活性，当基金积累不足时可增加缴费，所追加的缴费仍可以全部计入企业的当期损失，且仍然有一定的税收优惠。

②**确定缴费型计划（DC 计划）**：2001 年，日本借鉴美国 401(k)计划，建立了企业型 DC 计划，该计划被称为日本版 401(k)。雇主缴费部分算作当期损失进行扣除，扣除额度有限额，若雇员仅参加企业型 DC 计划，每月最高限额 5.5 万日元；若雇员同时参加了企业型 DC 计划和待遇确定型 DB 计划，每月最高限额为 2.75 万日元。2011 年之前，企业型 DC 计划不允许雇员缴费；2011 年 8 月之后，允许雇员缴费，雇员缴费部分也可进行税前扣除，但需要满足的要求是雇员和雇主缴费总和每月不得超过 5.5 万日元，且雇员缴费额度不能超过雇主。

DC 计划以职工个人账户运行，明确了企业的年金负担额，且规定资金的运行风险和盈利完全由个人承担，把企业从支付养老金的较大压力下解脱了出来，另一方面，个人账户制也方便随着雇员的职业流动而转移。目前 DB 计划仍占企业养老金计划的大多数，但是近年由于制度改革的变化，许多企业已开始将 DB 计划向 DC 计划进行转换。

③**中小企业退職金共济制度**：为帮助中小企业建立退職金制度，日本 1959 年建立中小企业“工人退休津贴共济基金”，雇主每月向每个雇员的账户缴纳 5000-30000 日元，由厚生

劳动省监管下的独立法人员工退休金共济机构负责投资与管理，雇员退休后，可直接从员工退休金共济机构获取退休金。为鼓励中小企业建立退休金共济制度，日本政府还向新建立计划、主动增加缴费的雇主提供短期财政补贴。

第三支柱：NISA(日本个人免税储蓄账户)与 iDeCo(个人缴费确定型养老金)

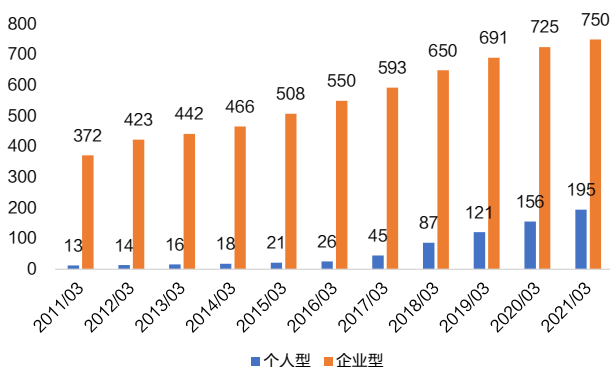
①iDeCo：具有税收优惠的退休储蓄账户，规模占比尚小，但发展速度较快。iDeCo 计划与第二支柱里的企业型 DC 计划形成相互补充，覆盖 20-59 岁的所有在职雇员、个体户、自由职业者及家庭主妇，由厚生劳动省下属的国家养老基金联合会负责监管。参与者建立退休储蓄账户，实施税延制度，即当期投入账户内的资金在税前列支，且投资收益也可享受免税政策，直至领取时依据彼时的税收政策，补缴由于税收优惠政策未当期计算的税费，参与者可享受对应税款在此期间的增值收益。

参与者加入 iDeCo 的最低限额为 5000 日元，最高限额则依据国民养老保险的划分方法分为三类：1) 对于自由职业者，缴费上限为每年 816,000 日元。如果该自由职业者同时加入了第一支柱的国家公共养老金，则两者相加的上限为每年 816,000 日元；2) 对于没有参加企业养老金计划资格的企业雇员，其个人缴费上限为每年 180,000 日元；对于有参加企业养老金计划资格的企业雇员或政府雇员，其个人缴费上限为每年 14,400 日元；对于家庭主妇，其个人缴费上限则为 276,000 日元。iDeCo 参与者也可在其找到新工作时，将 iDeCo 账户中积累的养老金转入新的企业型养老金账户中。

iDeCo 的运作系由参与者自行向国家养老基金联合会缴纳缴费金，由联合会与金融机构签订契约，设计产品，并提供给参与者做选择，最后再由金融机构进行管理。

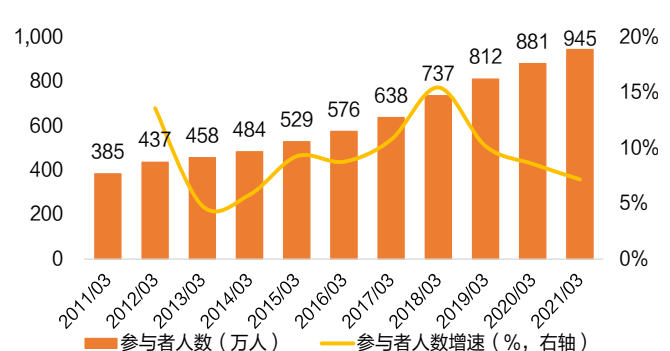
iDeCo 参与者人数与规模均保持较高速度增长。2017 年，iDeCo 制度改革，将个人型参与者的适用范围扩大至公务员与家庭主妇，基本上任何年龄低于 60 岁的日本公民都有资格参与 iDeCo，致使个人型 iDeCo 账户在 2017 年呈现倍数增长，此后几年仍保持高速增长，参与数从 2016 年 3 月的 26 万人，增长至 2021 年 3 月的 195 万人，与此同时，iDeCo 的资产管理规模保持同步增长，近五年平均增速高达 12.53%。

图 57：2011-2021 年 iDeCo 企业型与个人型的参与者数量(万人)



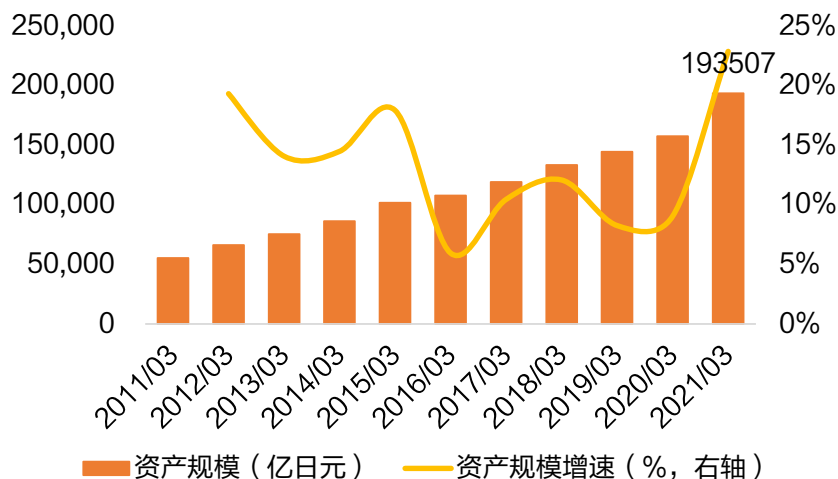
资料来源：iDeCo；天风证券研究所

图 58：2011-2021 年加入 iDeCo 的参与者数量和同比增速



资料来源：iDeCo；天风证券研究所

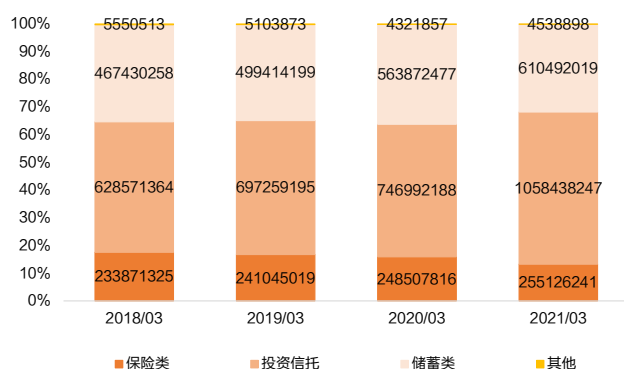
图 59：2011-2021 年 iDeCo 的资产规模和增速



资料来源：iDeCo；天风证券研究所

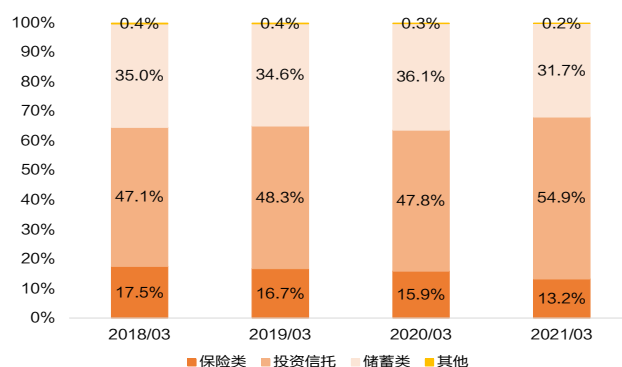
由于 iDeCo 投入资金及收益均用以保障养老生活，因此在投资方面较为保守。iDeCo 规定可投资的金融产品可分为三类：保险类（人身保险和财产保险）、投资信托类、储蓄类（担保投资和定期储蓄），总体呈现出投资信托一家独大格局，2021 年，投资信托资产规模达到 10.58 万亿日元，占总投资资产比重的 54.9%，且近年来呈现出提升趋势；其次是储蓄类，达到 6.10 万亿日元，占比 31.7%；而后是保险类，约为 2.55 万亿日元，占比位 13.2%。

图 60：2018-2021 年 iDeCo 的资产配置情况（亿元）



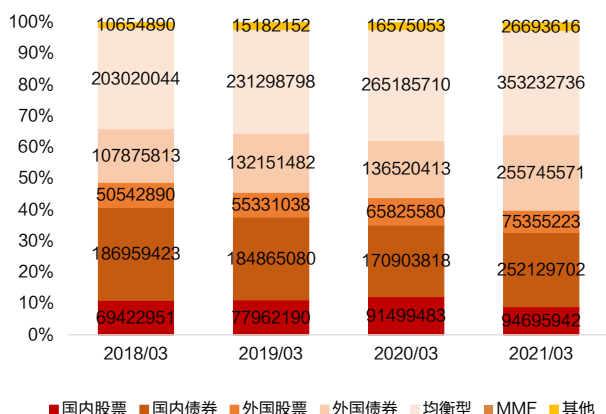
资料来源：iDeCo，天风证券研究所

图 61：2018-2021 年 iDeCo 的资产配置情况



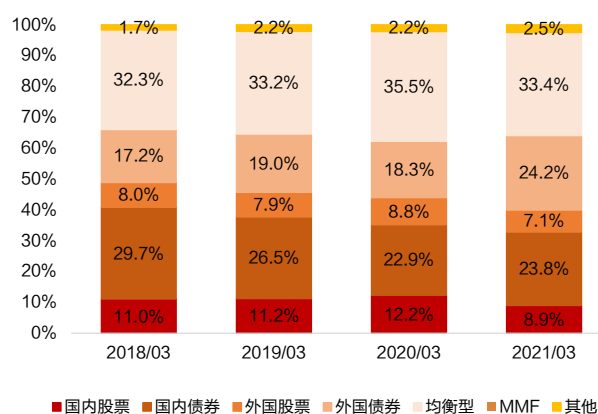
资料来源：iDeCo，天风证券研究所

图 62：2018-2021 年 iDeCo 的信托资产配置情况



资料来源：iDeCo，天风证券研究所

图 63：2018-2021 年 iDeCo 的信托资产配置情况



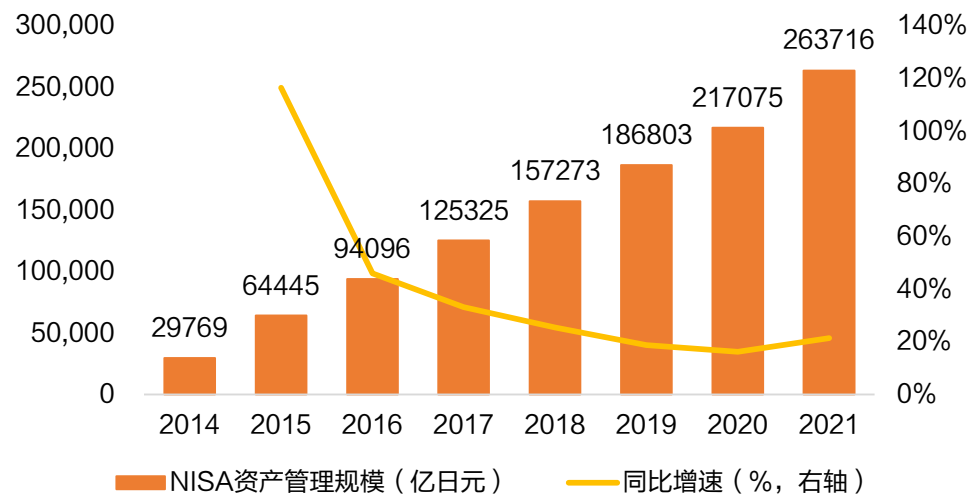
资料来源：iDeCo，天风证券研究所

②NISA: 专为投资及投资相关金融工具所设立的免税账户。根据日本金融厅 2019 年报告, 以日本 60 岁以上的人口中有 25% 可以活到 95 岁推算, 除国家基本养老金外, 每位日本国民需要自行准备 2 千万日元来满足老年生活的基本开销, 因此政府建议民众在工作时就开始着手做金融投资, 2014 年启动的 NISA 即是鼓励日本年轻人为养老生活做提早准备而开设的免税个人投资账户。NISA 制度最初每年的可投资额度为 100 万日元, 2016 年起, 为刺激股市, 每年加大到 120 万日元。NISA 账户可投资于上市公司股票、基金等, 配息、资本利得等投资收益全部免税, 具有极大的吸引力 (目前日本金融类商品的资本利得税为 20.315%)。

由于 NISA 的免税性质, 其在申请资格上有所限制, 年满 20 岁的日本居民方可向资管公司、证券公司、银行等金融机构申请, 每人以一个账户为限。现行的 NISA 制度 (2014-2023 年) 将于 2023 年结束, 资产最长可持有至 2027 年 (2019 年之前的 NISA 资产, 5 年免税到期后, 可以再延长 5 年, 即最长至 2027 年; 而 2019 年后的 NISA 资产, 5 年免税到期后不可再延长)。针对 2023 年底即将结束的 NISA, 日本政府推出了后续的 “新 NISA” (2024-2028 年), 将每年投资免税额提高至 122 万日元, 但必须定投 20 万指数基金产品, 即 20 万定投+102 万其他投资, 旨在引导投资者进行长期投资。

NISA 目前规模尚小, 但仍保持较高速增长。自 2014 年建立以来, NISA 申请账户人数高速增长, 推动 NISA 资产管理规模快速提升, 自 2016 年来, 在经历快速增长期后 NISA 资产管理规模增速逐步放缓, 但仍保持在较高水平, 2021 年末, NISA 管理规模为 26.3 万亿日元, 同比增长 21.5%。

图 64: NISA 资产管理规模和同比增速



资料来源: 日本金融厅, 天风证券研究所

NISA 和 iDeCo 在功能和运作上多有类似, 但不完全相同; 税制上也有所差别。iDeCo 创设的初衷是为了迎合劳动力市场的流动性, 以及保障数量快速增长的自由职业者的养老金受领平等权。NISA 则是旨在吸引民众投资, 并通过多样化的金融资产配置降低风险, 同时为企业提供资金, 带动市场良性循环与经济成长。此外, iDeCo 与 NISA 在税制上也有差别, NISA 为前端免税储蓄制度(TEE), 其养老金缴纳收入、投资收益、养老金提取都免税, 且缴纳限额也远高于 iDeCo; 而 iDeCo 则为递延收税制度(EET)。

7. 风险提示

1) 税优政策或相关配套措施不及预期: 个人养老金短期内的核心驱动是税优的力度有多大, 如果税优政策激励程度不够, 将大幅降低参与人数及人均缴纳余额。同时, 养老产品供给等配套措施不及预期, 也会掣肘试点进程。

- 2) **试点效果不及预期：**对于个人养老金的规模预测基于一定主观假设，试点效果如果仍如同此前个人递延商业养老保险试点，则给资管行业带来的增量较为有限。
- 3) **居民账户收益率不及预期：**本文假设平均年化收益率为 4.0%，但这实际与宏观基本面、资产配置结构等较为相关，若实际平均收益率较低，则规模积累速度将低于预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com