

行业研究

见贤思齐，反观诸己

——养老金系列报告二：海外养老金体系深度研究

投资观点

人口老龄化加速，养老压力激增。近年来，全球出生率下降明显，平均预期寿命持续上升，全球 65 岁及以上人口占总人口比例已由 1960 年的 5% 上升至 2019 年的 9%，随之而来的赡养压力也逐渐增加。全球平均老年抚养比已经由 1950 年的 13.9% 上升至 28%，预计 2050 年将高达 53.4%，全球养老难题亟待解决。

三支柱模式是全球养老金主流模式。为了应对人口老龄化危机，三支柱模式应运而生，世界银行在 1994 年首次提出退休保障的三大支柱模式，第一支柱公共养老金计划由政府主导并管理，旨在建成强制实施、覆盖全民的养老体系；第二支柱职业养老金计划是由雇主发起设立、私人进行托管的完全积累制计划；第三支柱个人储蓄计划由个人自愿进行储蓄或保险，政府给予一定税收优惠。目前各国主要采取三支柱模式，每一支柱具体的投资运作模式各有不同。

从第一支柱的海外经验来看，各国均采用强制性收缴、集中化运营的方式进行管理，投资方向各有差异。美国的第一支柱联邦社保基金投资资产高度单一化，只投资美国的国债，从长远角度来看投资收益率受国债利率单一风险因素影响较大，基金的可持续性也会受到相应影响。新加坡中央公积金投资资产主要为政府发行特别国债，公积金整体收益率较低，在保障、激励和储蓄积累方面发挥了积极作用。日本采用了高度市场化的养老基金运作模式，且权益资产投资占比超过了 40%，从而提高长期收益率以应对人口老龄化冲击。

从第二支柱的海外经验来看，计划成分由雇员自行选择，不同风险偏好得以满足。美国 EET 型的递延税收优惠促使 401(k) 计划蓬勃发展，同时借助市场进行管理，起到了政府、雇主及雇员三方共赢的积极作用。香港强制性公积金计划提供不同性质的基金供参与成员选择，满足了成员的不同风险偏好，收益率波动相对较大。澳大利亚超级年金主要由法律强制雇主进行缴费，投资范围比较广泛，多元化的投资助力了超级年金良好的收益表现。

从第三支柱的海外经验来看，税收优惠推动各国第三支柱快速发展。美国个人退休储蓄账户中 EET 模式的传统 IRA 占据主导，TEE 模式的罗斯型 IRA 近期发展较快，其运营采取开放式方式，银行、证券、基金、保险等金融机构均参与其中。日本的第三支柱养老金计划分为 iDeCo 和 NISA 两种，二者叠加覆盖了日本全体公民，公民个人可以自主选择养老金投资产品并享受税收优惠，其资产运营管理取得了较好的成绩。

借鉴海外经验，我国在第一支柱方面，应积极推进养老金全国统筹调度体系，以加强资金管理和使用，提高投资收益；第二支柱方面，需要加快个人账户的建设落实，给予雇员不同的风险偏好选择，增强养老金的吸引力和竞争力；加快实现养老金向 DC 型计划转型，建立健全税收优惠政策，完善和丰富个人账户类型，以推动我国第三支柱养老金实现高速高质量增长。**建议关注具有先发优势、多线布局养老产业、客户资源较为丰富且内含价值相对稳健的大型保险公司中国平安、中国太保。**

风险提示：监管政策变动、利率下行趋势加大、养老产业布局不及预期。

非银行金融
增持（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebscn.com

联系人：郑君怡

010-57378023

zhengji@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

穿越周期，静待花开——保险行业 2021 年投资策略（2021-02-02）

任重道远，砥砺前行——保险行业系列报告三：国内养老金的现状及发展探讨（2020-11-14）

见微知著，水滴石穿——保险行业系列报告二：相互保险与网络互助（2020-09-21）

资本逐鹿，风口已至——保险行业系列报告一：保险科技（2020-08-23）

厚积薄发，拐点将至——保险行业 2020 年下半年投资策略（2020-06-15）

投资聚焦

研究背景

在死亡率维持相对稳定的情况下，出生率不断下滑导致全球人口平均年龄上升，全球 65 岁及以上人口占总人口比例已由 1960 年的 5% 上升至 2019 年的 9%，随之而来的赡养压力也逐渐增加，全球平均老年抚养比已经由 1950 年的 13.9% 上升至 28%，全球养老难题亟待解决。目前我国已经进入深度老龄化社会，而养老金体系发展仍不成熟，其完善迫在眉睫，亟待借鉴海外国家三支柱投资运营的模式与特点并吸取其经验，进一步满足我国居民与日俱增的养老需求。

我们的创新之处

我们以发展历程、各支柱发展现状及投资管理体系为视角，全面、系统地研究全球养老金体系三大支柱并总结其经验与特点。

(1) 我们从宏观角度俯瞰目前全球养老金体系的发展状况，并研究全球三大支柱内容与变化。

(2) 我们分析全球三大支柱现状问题，并且找出推动其发展的国家政策内涵，以此对我国养老体系的补充完善提供借鉴经验。

(3) 我们全面展示全球三大支柱的投资管理体系，从资产配置与投资收益方面分析养老金实现保值增值的具体路径。

投资观点

对标海外养老金体系的成熟经验，我国养老金整体规模势单力薄、三大支柱发展不平衡，亟待借鉴海外国家三支柱投资运营的模式与特点。在政策不断鼓励养老保险第二和第三支柱建设及推动养老基金在资本市场上扩大占比的背景下，我国第二支柱及第三支柱存在极大发展潜力。根据海外经验来看，保险公司在养老金投资运营方面占据重要地位，肩负专业化运作养老金第二支柱、进一步补充发展养老金第三支柱的重任。面对养老产业的巨额潜在规模，未来保险行业将获得更多发展机会及长期利润增长空间。**建议关注具有先发优势、多线布局养老产业、客户资源较为丰富且内含价值相对稳健的大型保险公司中国平安、中国太保。**

目 录

1、全球概览：养老金体系以三支柱为主	6
1.1、人口老龄化加速，养老压力激增	6
1.2、三支柱模式是全球养老金主流模式	6
1.3、全球养老金规模稳步增长	8
2、第一支柱：公共养老金计划	10
2.1、美国：只投资国债的联邦社保基金	11
2.2、新加坡：多元化投资的中央公积金计划	13
2.3、日本：权益类投资不断提升的国民年金	15
3、第二支柱：职业养老金计划	18
3.1、美国：雇主养老金计划	19
3.2、中国香港：强制性公积金计划	21
3.3、澳大利亚超级年金	25
4、第三支柱：自愿性个人储蓄计划	28
4.1、美国个人退休储蓄账户：	28
4.2、日本 iDeCo&NISA	30
5、投资建议	33
6、风险提示	34

图目录

图 1: 全球出生率下降明显.....	6
图 2: 全球平均预期寿命持续上升.....	6
图 3: 全球 65 岁以上人口占比 (%)	6
图 4: 全球抚养比变化及预测.....	6
图 5: 养老金三支柱模式	7
图 6: OECD 国家养老金规模及增长率变化.....	8
图 7: 2018 年全球养老金资产规模情况.....	8
图 8: 2018 年全球养老金资产规模 Top7	8
图 9: 2018 年全球养老金规模占 GDP 比重情况.....	9
图 10: 2018 年全球养老金资产占 GDP 比重排行.....	9
图 11: 全球养老金资产配置情况	9
图 12: 2018 年全球养老金资产配置情况.....	11
图 13: OASDI 运作流程	12
图 14: OASDI 规模及增长率.....	12
图 15: 2019 年 OASDI 资产配置情况	12
图 16: OASDI 收益率情况.....	12
图 17: 美国老龄人口占比与生育率呈剪刀差	13
图 18: OASDI 预计将会在 2034 年耗尽.....	13
图 19: 公积金局的组织治理结构	13
图 20: 新加坡公积金计划资产总额及增长率	14
图 21: 中央公积金计划各账户资产情况	15
图 22: 中央公积金参与人次.....	15
图 23: GPIF 资产总额及增长率.....	15
图 24: GPIF 投资管理模式 (以基础设施投资为例)	16
图 25: 2006-2019 年 GPIF 委托手续费情况	16
图 26: GPIF 资产配置情况.....	16
图 27: GPIF 投资战略以被动投资主导.....	17
图 28: GPIF 投资收益率受权益资产影响显著.....	17
图 29: DC 计划占比逐渐提升.....	18
图 30: 主要国家 DB 及 DC 计划占比	18
图 31: 美国养老金第二支柱规模及增长率.....	19
图 32: DC 计划占比逐年提升.....	19
图 33: DC 计划构成及增长率.....	20
图 34: 401(k)计划运作模式	21
图 35: 401(k)计划投资共同基金比重	21
图 36: 401(k) 计划共同基金中资产配置情况.....	21
图 37: 强积金资产规模.....	22
图 38: 2019 年强积金计划覆盖情况	22
图 39: 强积金计划运营情况.....	23

图 40: 2019 年强积金主要投资于亚洲市场	24
图 41: 强积金配置以股票为主	24
图 42: 强积金收益率波动较大	24
图 43: 超级年金规模及增长率	25
图 44: 超级年金投资收益表现良好	26
图 45: 超级年金各类型发展趋势	27
图 46: 2019 年超级年金各类型管理资产	27
图 47: IRA 计划资产规模	28
图 48: 各类型 IRA 计划占比	29
图 49: 美国家庭持有 IRA 情况	29
图 50: IRA 资产配置变化趋势	30
图 51: 投向共同基金的 IRA 资产配置	30
图 52: iDeCo 资产规模及增长率	31
图 53: iDeCo 运营模式	31
图 54: iDeCo 资产配置	31
图 55: 2020 年 iDeCo 投资信托配置	31
图 56: NISA 资产规模及增长率	32
图 57: NISA 资产配置情况	33

表目录

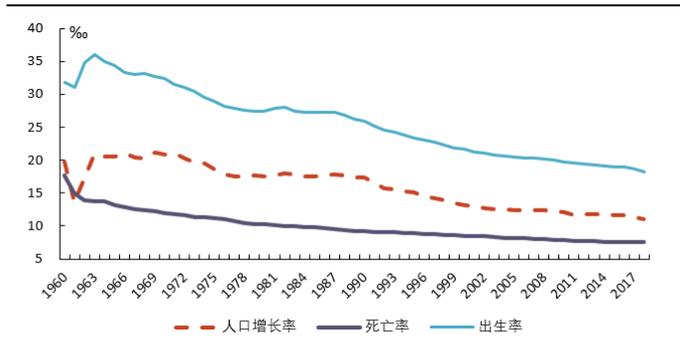
表 1: 世界银行养老金五支柱模式	7
表 2: 全球养老金三支柱具体情况	7
表 3: 2018 年主要国家公共养老金资产总额	10
表 4: 部分国家公共养老金收益率	11
表 5: 新加坡中央公积金制度的投资账户分类情况	14
表 6: GPIF 资产配置目标 (2020 年 Q3)	16
表 7: 美国 DC 计划类型 (截至 2020 年 Q3)	20
表 8: 强积金计划类型	23
表 9: 强积金基金成分	23
表 10: 强积金各基金种类收益率情况 (截至 2020 年 Q1)	24
表 11: 超级年金强制缴费费率变化	25
表 12: 2019 年超级年金基金各类型运营状况	26
表 13: 超级年金基金资产配置状况	27
表 14: IRA 计划类型	29
表 15: NISA 类型	32

1、全球概览：养老金体系以三支柱为主

1.1、人口老龄化加速，养老压力激增

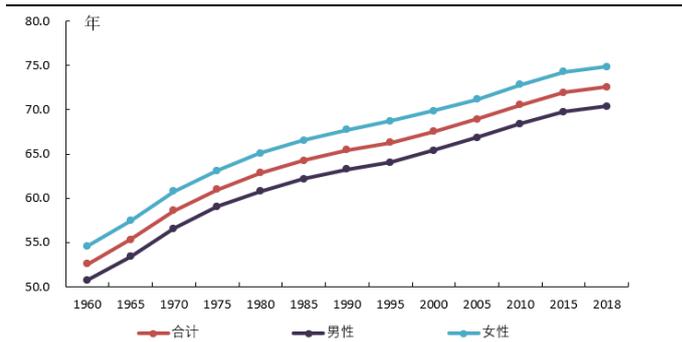
全球出生率下降明显，平均预期寿命持续上升。近年来，全球出生率持续下降，从1960年31.75‰下降至2018年18.17‰（1年内平均每千人中出生18.17人），死亡率维持相对稳定，人口增长率不断下滑；全球人口平均寿命逐渐延长，全球平均预期寿命从1960年52.58岁延长至2018年72.56岁，世界人口结构不断向老龄化发展。

图 1：全球出生率下降明显



资料来源：wind，光大证券研究所整理

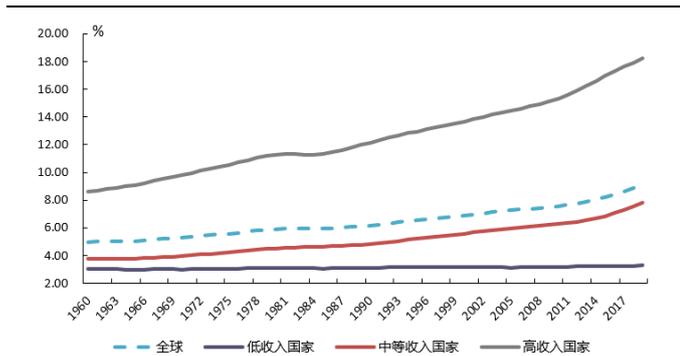
图 2：全球平均预期寿命持续上升



资料来源：wind，光大证券研究所整理

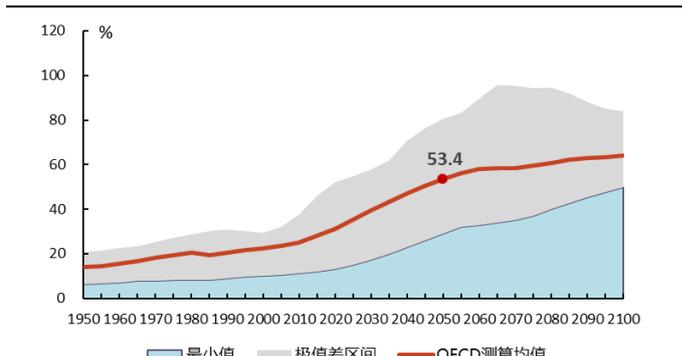
全球赡养压力逐渐增加。全球65岁及以上人口占总人口比例从1960年的5%上升至2019年的9%，其中高收入国家比例提升尤为明显，随之而来的赡养压力也逐渐增加。根据OECD的数据，全球平均老年抚养比已经由1950年的13.9%上升至28%，预计这一比率在2050年将高达53.4%，全球面临着严峻的养老压力。

图 3：全球 65 岁以上人口占比 (%)



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 4：全球抚养比变化及预测



资料来源：OECD，光大证券研究所整理

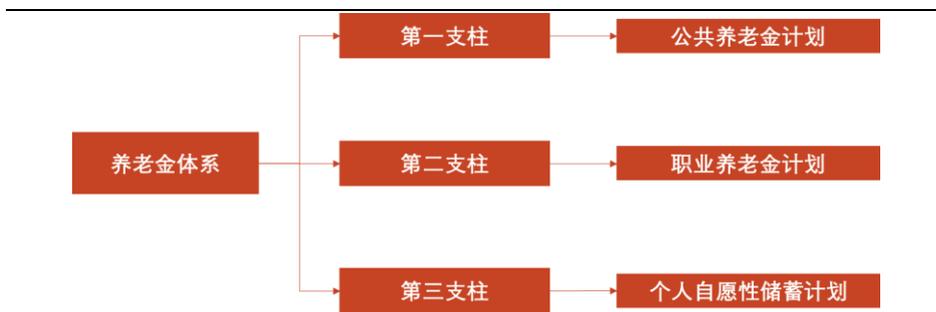
1.2、三支柱模式是全球养老金主流模式

应对人口老龄化危机，三支柱模式应运而生。在全球老龄化趋势加剧，部分国家养老体系难以为继的情况下，世界银行在1994年出版的《防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策》一书中，首次提出退休保障的三大支柱模式：

- (1) “第一支柱”为公共养老金计划，即由政府主导并管理，旨在建成强制实施、覆盖全民的养老体系。
- (2) “第二支柱”为职业养老金计划，是由雇主发起设立，并由私人进行托管的完全积累制计划。
- (3) “第三支柱”为个人储蓄

计划，由个人自愿进行储蓄或保险，并由政府给予一定的税收优惠。2005年，世界银行在其出版的《21世纪的老年收入保障——养老金制度改革国际比较》一书中，将原有的三支柱模式扩展到了五支柱模式。

图 5：养老金三支柱模式



资料来源：世界银行，光大证券研究所整理

表 1：世界银行养老金五支柱模式

支柱	具体内容	
零支柱	非缴费养老金	由政府资助及管理，提供最低水平的保障
第一支柱	与收入挂钩的缴费养老金	与本人的收入水平不同程度地挂钩，由政府管理的强制性供款制度
第二支柱	强制性个人储蓄账户	主要由私营机构管理，建立形式各有不同
第三支柱	自愿性个人储蓄账户	性质上灵活，个人可自主决定是否参加以及缴费多少；可采取多种形式（如完全个人缴费型、雇主资助型、缴费确定型或待遇确定型）
第四支柱	非正规的保障形式	家庭成员之间或代际之间对老年人在经济或非经济方面的援助，包括医疗和住房方面等

资料来源：世界银行，光大证券研究所整理

三支柱模式为全球养老金主流模式。虽然世界银行对三支柱模式进行了扩展，但是各国的现实情况与实施进展各有差异。目前各国多层次的养老保障体系主要采取三支柱模式，每一支柱具体的投资运作模式各有不同。

表 2：全球养老金三支柱具体情况

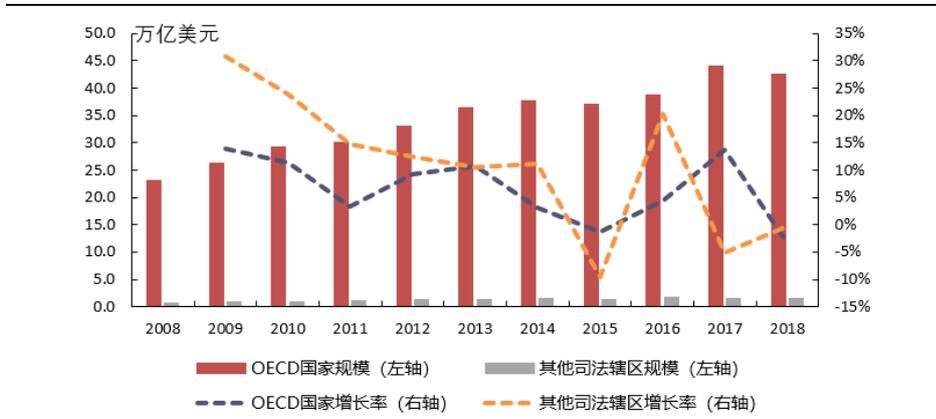
国家	第一支柱	第二支柱	第三支柱
发达国家或地区	美国	联邦公共养老金	个人退休储蓄账户
	加拿大	老年保障金以及政府强制性养老金计划	雇主注册养老储蓄计划
	澳大利亚	基本养老金	超级年金
	英国	国家基本养老金及国家补充养老金	职业养老金
	法国	公共养老基金	企业年金
	德国	法定养老保险	企业补充养老保险
	日本	国民年金	厚生年金和共济年金
	荷兰	国家养老金	职业养老金
	中国香港	公共养老金	强积金计划及职业退休计划
发展中国家或地区	中国内地	基本养老保险	商业养老保险
	智利	强制个人养老金缴费计划	个人账户养老金
	南非	国家养老保险计划	缴费型养老金

资料来源：世界银行，光大证券研究所整理

1.3、全球养老金规模稳步增长

整体来看，全球养老金资产规模呈稳步增长趋势。OECD 数据显示，2008-2018 年间全球养老金规模由 23.6 万亿美元增长至 44.1 万亿美元，其中 OECD 国家养老金规模从 2008 年 23 万亿美元增长至 2018 年 42.5 万亿美元。

图 6：OECD 国家养老金规模及增长率变化

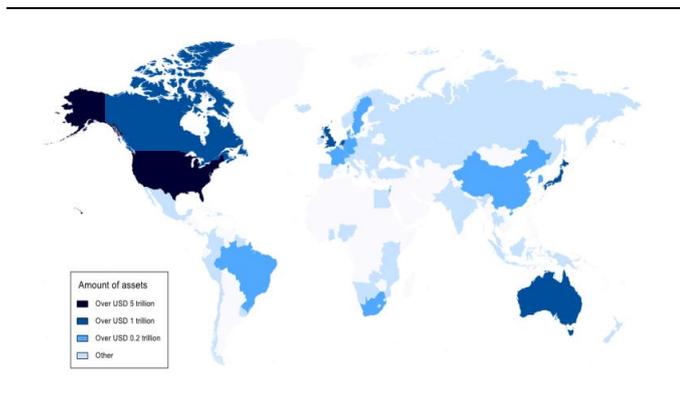


资料来源：OECD，光大证券研究所整理

从养老金资产分布来看，美国占据绝对地位。2018 年全球养老金资产规模 Top7 依次为美国、英国、加拿大、澳大利亚、荷兰、日本、瑞士，其养老金规模分别为 27.5/2.8/2.5/1.9/1.5/1.4/1.0 万亿美元，分别占 OECD 国家养老金规模的 64.80%/6.61%/5.94%/4.52%/3.61%/3.29%/2.35%。整体来看，Top7 国家的养老金资产占 OECD 国家养老金规模 91%，美国的养老金资产规模占比 60%以上，远超全球其他国家。

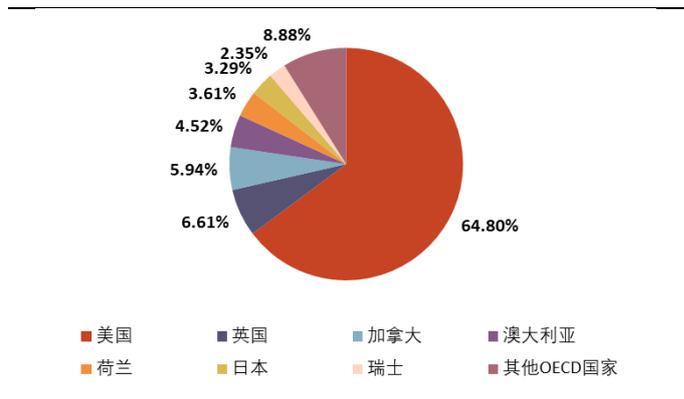
与之相比，中国内地养老金规模有待提升。Top7 国家除美国、日本总人口数量为亿级，其他五国均为千万级。中国作为世界人口第一大国，人口总数为十亿级，2019 年老龄人口比重 12.6%。而我国内地整体养老金规模 2018 年为 9.5 万亿元，2019 年为 10.8 万亿元。由此可见，我国内地养老金规模无论是在总量上还是人均水平上，均远远不及 Top7 国家。

图 7：2018 年全球养老金资产规模情况



资料来源：OECD，光大证券研究所整理

图 8：2018 年全球养老金资产规模 Top7

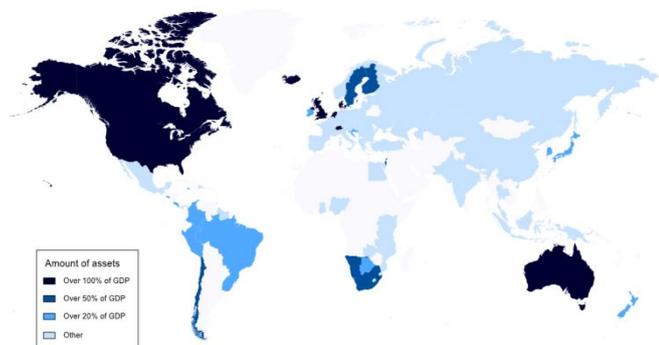


资料来源：OECD，光大证券研究所整理

从养老金规模占 GDP 比重来看，2018 年丹麦养老金规模占 GDP 的比重最高，为 198.6%；荷兰次之，养老金规模占 GDP 比重达到 173.3%；美国排在第

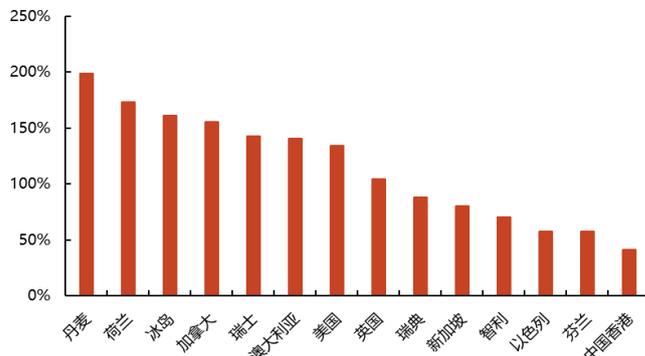
7 位，占比 134.4%。而同期我国内地养老金规模占 GDP 比重仅为 10.4%，存在明显差距。

图 9：2018 年全球养老金规模占 GDP 比重情况



资料来源：OECD，光大证券研究所整理

图 10：2018 年全球养老金资产占 GDP 比重排行

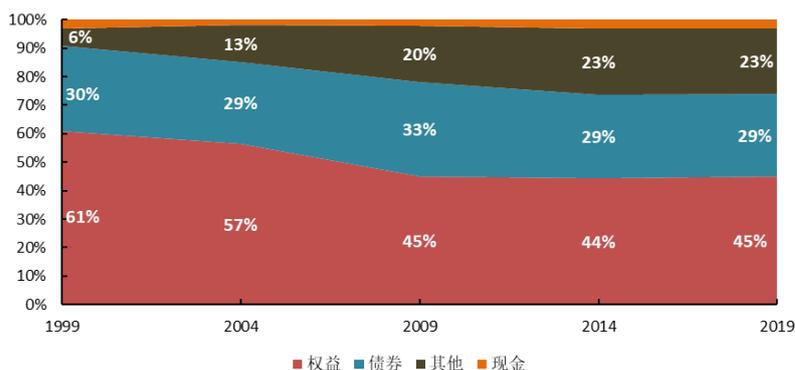


资料来源：OECD，光大证券研究所整理

从资产配置来看，权益类资产配置比例有所下降。过去 20 年间，全球 Top7 国家的养老金资产配置中，权益类资产配置比例从 61% 下降至 45%，固定收益类及现金类资产配置占比基本保持不变，房地产等其他替代资产由 6% 上升至 23%，体现了养老金资产配置对于多元化以及保值增值的需求。

相比而言，我国养老金资产配置中固收类资产占绝对比重，权益类及其他资产占比较少，资产配置较为单一。虽然目前得益于我国较高的债券利率和国外超低的债券收益率甚至负利率，我国的养老金投资收益率相较于其他国家表现良好。但由于资产配置多元化程度较低，未来的不确定性很难保证目前的优势地位，还需提前谋划资产配置调整方向，及时捕捉发展机会，提高养老金资产的应变能力和收益能力。

图 11：全球养老金资产配置情况



资料来源：Willis Towers Watson，光大证券研究所整理

整体而言，为了应对人口老龄化加速带来的养老压力激增，各国纷纷建立了多层次的养老保障体系，养老金资产规模不断提升。目前我国已经进入深度老龄化社会，而养老金体系发展仍不成熟，其完善迫在眉睫，亟待借鉴海外国家三支柱投资运营的模式与特点，进一步满足我国居民与日俱增的养老需求。

2、第一支柱：公共养老金计划

养老金第一支柱通常具有政府强制缴费的特点，旨在给予离退休人员覆盖全面、最低标准的养老保障，主要由本国劳动力缴税进入公共养老金，再分配支付给离退休人员。

截至 2018 年，共有 17 个 OECD 国家建立了公共养老金储备基金（public pension reserve funds, PPRF），以帮助国家进行养老金的支付。从公共养老金的资产规模来看，OECD 国家 PPRF 总规模为 6.04 万亿美元，占 GDP 比重为 14%，其中美国与日本的公共养老金资产规模最大，分别为 2.94/1.48 万亿美元。而中国内地整体的公共养老金规模占 GDP 比重仅为 3%，与 OECD 国家均值存在较大差距，我国内地公共养老金体系仍有很大发展空间。

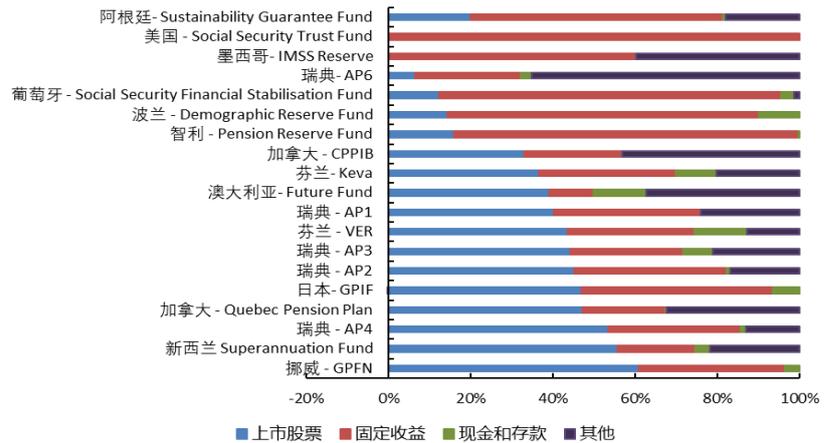
表 3：2018 年主要国家公共养老金资产总额

	公共养老金	
	占 GDP 比重 (%)	资产总额 (百万美元)
澳大利亚	7.7	103 771
加拿大	28.4	472 278
智利	5.1	14 138
芬兰	28.4	75 551
法国	2.5	67 899
德国	1.0	40 096
日本	28.8	1 478 578
韩国	34.2	573 155
瑞典	29.4	157 359
美国	14.3	2 939 300
OECD 国家合计	简单平均: 14.2 加权平均: 14.3	6 035 674
中国内地	3.3	437 900

资料来源：OECD，光大证券研究所整理

从资产配置来看，权益类与固收类资产占绝对比重。根据 OECD 公布的数据，绝大部分公共养老金都配置于权益类与固收类资产，少部分配置于现金和存款以保持流动性。具体而言，挪威、新西兰、瑞典公共养老金偏好权益类资产；美国、墨西哥偏好固收类资产。**中国以固收类资产为主。**我国内地基本养老金投资受限于“投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品合计不得高于养老基金资产净值的 30%”的规定；作为养老金第一支柱的重要补充，社保基金同样有“银行存款和国债投资的比例不得低于 50%”和“证券投资基金、股票投资的比例不得高于 40%”等限制，因此两者目前投资范围都以固收类为主。

图 12：2018 年全球养老金资产配置情况



资料来源：OECD，光大证券研究所整理

从收益率来看，大部分国家的公共养老金投资回报均为正，部分短期为负的国家在长期内也都实现了正收益，充分体现了公共养老金稳健发展的宗旨。

表 4：部分国家公共养老金收益率

国家	公共养老金储备基金	名义收益率 (%)				实际收益率 (%)			
		2018	5 年平均	10 年平均	15 年平均	2018	5 年平均	10 年平均	15 年平均
澳大利亚	Future Fund	5.8	8.6	9.4	..	3.9	6.7	7.1	..
加拿大	CPPIB	8.9	11.2	10.1	8.2	7.2	9.4	8.3	6.4
加拿大	PSP Investments	7.1	..	..	..	5.4	..	..	..
加拿大	Quebec Pension Plan	4.2	9.1	..	..	2.2	7.3	..	..
智利	Pension Reserve Fund	9.1	7.7	3.2	..	6.3	4.2	0.6	..
芬兰	VER	-3.4	4.4	..	..	-4.5	3.8	..	..
日本	GPIF	1.5	4.4	5.0	3.6	1.2	3.5	4.6	3.3
卢森堡	FDC	-2.3	4.2	4.5	..	-4.1	3.2	2.8	..
新西兰	New Zealand Superannuation Fund	12.4	13.1	14.4	11.0	10.8	11.9	12.7	8.8
瑞典	AP1	-0.7	7.2	8.6	..	-2.7	6.1	7.5	..
瑞典	AP2	-1.3	6.9	8.9	..	-3.3	5.8	7.7	..
瑞典	AP3	0.6	7.8	8.5	..	-1.4	6.7	7.4	..
瑞典	AP4	-0.2	8.2	9.9	..	-2.2	7.0	8.7	..
瑞典	AP6	9.6	9.4	7.8	..	7.4	8.3	6.7	..

资料来源：OECD，光大证券研究所整理

2.1、 美国：只投资国债的联邦社保基金

美国养老金第一支柱为联邦社保基金。1935 年，在罗斯福总统“新政”的推动下，美国建立了养老金制度第一支柱，资金来自雇员及其雇主缴纳的工资税。针对雇主和雇员的社会保障税率各为 6.2%，合计 12.4%，工资基数上限 12.84 万美元。缴纳到社会保障信托基金中的资金，由美国政府和联邦储备委员会一起管理，并支付给约 6900 万人。

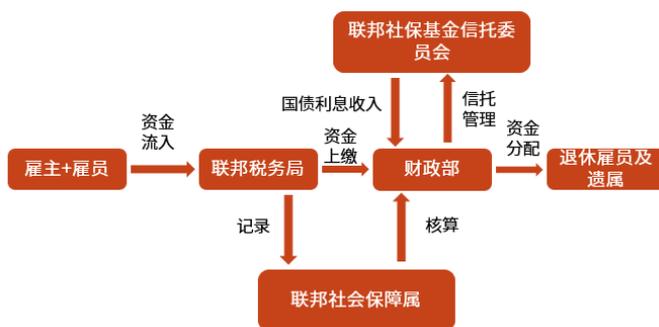
联邦社保基金从成立就确立了养老保险全国统一的基调，覆盖范围逐步扩大，建立起包含任何职业、统一覆盖城乡的社会基本养老保险制度，解决了城市人口自由流动带来的养老金接续问题。联邦政府征收的社会保障税由 IRS 统一收

缴后直接上交至美国社会保障署设立的社会保障基金进行信托式管理，统筹层次较高。

联邦社保基金具体包括三个计划：老年和遗属保险（Old-Age and Survivors Insurance, OASI）、伤残保险（Disability Insurance, DI）和补充性保障收入（Supplemental Security Income, SSI）。在考察该支柱的可持续性时发现，很多人将 OASI 和 DI 结合起来，以获得合并的“OASDI”——老年、遗属和伤残信托基金储备金。

目前联邦社保基金资金的运作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。截至 2019 年联邦社保基金总额为 2.9 万亿美元，其中 OASI 规模为 2.8 万亿美元，占比 96.79%，DI 规模为 931 亿美元，占比 3.21%。

图 13：OASDI 运作流程



资料来源：Social Security Administration，光大证券研究所整理

图 14：OASDI 规模及增长率



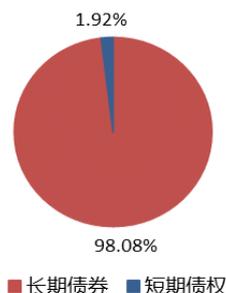
资料来源：Social Security Administration，光大证券研究所整理

只投资国债的稳健投资模式。为了保障资金的绝对安全，根据《联邦社会保障法案》，养老信托基金结余只能选择本金和利息都有保障的国债或定向发行的特别债券进行投资。2019 年 OASDI 投资的债券年利率在 1.375%-5.125% 不等，期限最长至 2034 年 8 月。

资产配置方面，OASDI 以长期债券为主导。2019 年 OASDI 投资短期债券 556.3 亿美元，占比仅为 1.92%；投资长期债券共 28417.7 亿美元，占比达 98.08%，长期债券成为 OASDI 的绝对投资主体。

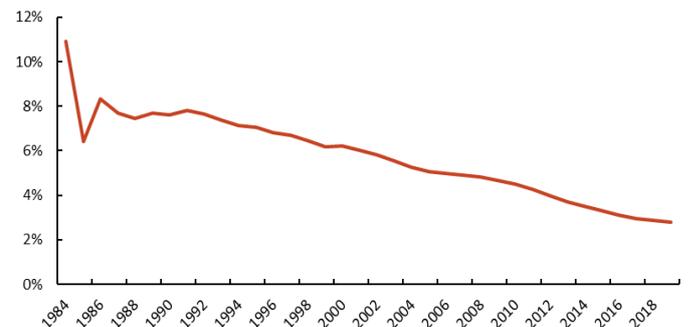
收益率与国债收益率挂钩。由于只能投资于国债，OASDI 的收益率基本取决于美国国债收益率，整体而言较为稳定，波动性不大，自 80 年代以来收益率整体呈现不断下降的趋势。近十年来收益率在 2.5%-4% 区间内浮动。

图 15：2019 年 OASDI 资产配置情况



资料来源：Social Security Administration，光大证券研究所整理

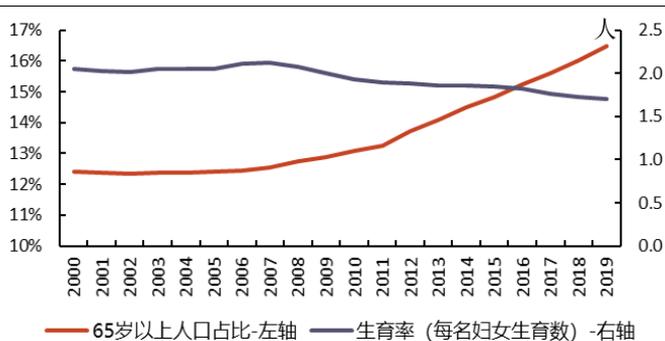
图 16：OASDI 收益率情况



资料来源：Social Security Administration，光大证券研究所整理

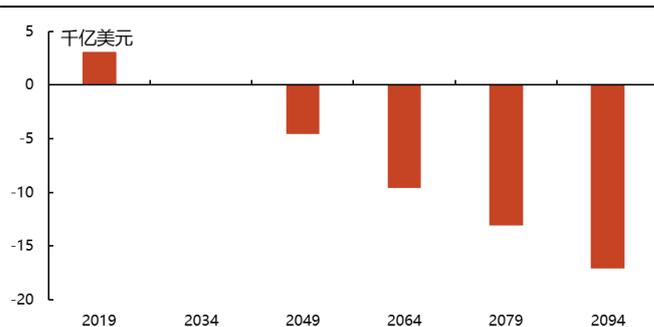
信托基金的不可持续性。早在 1940 年，信托基金理事会在 OASDI 年度报告中就指出了由于老龄化以及投资收益率下降等因素，**现收现付制的筹资制度具有不可持续性。**每年报告都会对联邦社保基金的运作状况进行客观预测，90 年代后对预测的结果越来越悲观。2019 年年报显示，OASDI 预计将会在 2034 年完全耗尽，其中 DI 将会在 2023 年就耗尽，但即使耗尽之后依靠税收收入依然可以在很长时间内保证 70% 以上的待遇给付水平。

图 17：美国老龄人口占比与生育率呈剪刀差



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 18：OASDI 预计将会在 2034 年耗尽

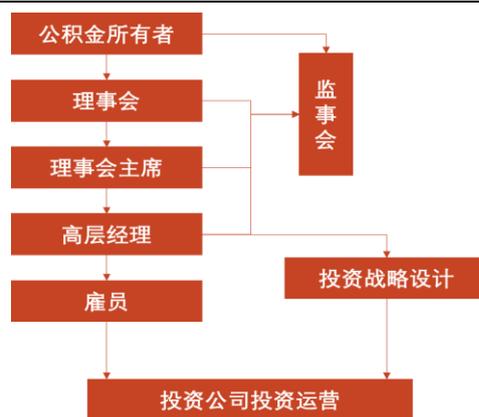


资料来源：联邦老年和遗属保险及联邦伤残保险信托基金受托人委员会《2019 年年底报告》，光大证券研究所整理

2.2、新加坡：多元化投资的中央公积金计划

1955 年推出的 CPF（中央公积金）计划面向新加坡公民和永久居民，本质上是一项强制的退休储蓄计划。新加坡中央公积金局是公积金制度的管理机构，作为行政机构仅负责公积金的行政管理，具体运营由新加坡政府投资公司投资运营。

图 19：公积金局的组织治理结构



资料来源：新加坡公积金局，光大证券研究所整理

中央公积金计划主要分为四大账户：(1) 普通账户 (Ordinary Account)；(2) 特别账户 (Special Account)；(3) 医疗储蓄账户 (Medisave Account)；(4) 退休账户 (Retirement Account)。缴费者有专门的个人账户，参与者及其雇主必须按月缴纳工资的一定比例，员工缴存 20%，雇主缴存 17%，缴纳比例随年龄升高而降低，缴存的资金可以用于退休、住房、医疗、教育等方面。

表 5：新加坡中央公积金制度的投资账户分类情况

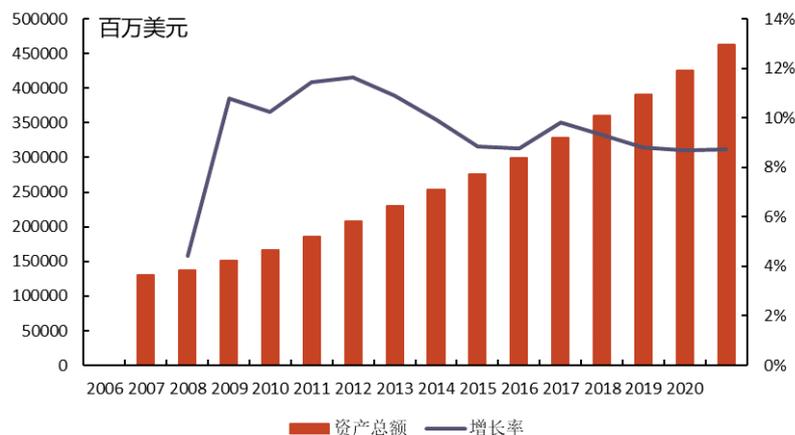
账户类型	用途	资金投向	收益率
普通账户	积累的公积金可用于购置房屋、子女教育支出。	定期存款、新加坡政府债券、法定委员会债券、新加坡政府担保的债券、单位信托、基金管理账户、年金、养老保险、投资连接的保险产品、新加坡交易所上市的基金。	年利率不低于 2.5%
特别账户	用于为公积金参与者积累退休金，还可以投资于退休关联的金融产品，旨在提供养老保障。	会员特别账户中的储蓄资金投资在普通账户可运用的投资工具基础上有更为严格的标准。其主要用于投资以下金融产品：新加坡政府债券、法定委员会债券、新加坡政府担保的债券，以及经评级后风险位于后 3 位的单位信托、定期存款、年金、养老保险以及经选择的投资连接保险产品和经选择的交易所上市基金。	年利率不低于 4%
医疗储蓄账户	为公积金参与者及其直系亲属支付住院、门诊医疗服务、缴纳疾病保险费等。	/	年利率不低于 4%
退休账户	资金来源于普通账户和专门账户，年满 62 岁时开始支付养老金。	/	年利率不低于 4%

资料来源：新加坡公积金局年度报告，光大证券研究所整理

截至 2020 年，新加坡公积金账户总额为 4621 亿美元，较 2019 年增长 8.71%，其中普通账户余额为 1554.67 亿美元，特别账户余额为 1173.75 亿美元，医疗账户余额为 1101.26 亿美元，退休账户为 791.64 亿美元。2020 年参与人数为 410 万人次，其中活跃参与者 204 万人。

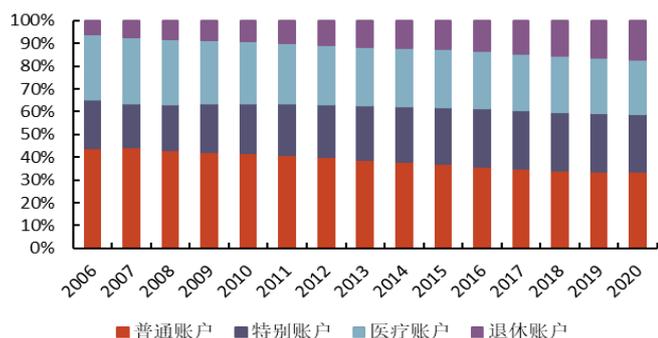
从账户来看，普通账户资产总额逐年下滑，退休账户资产总额有所增加。自 2006 年以来，普通账户资产占比从 44% 降至 33%，退休账户资产占比从 6% 上升至 17%，可见人们对于积累退休储蓄的关注。

图 20：新加坡公积金计划资产总额及增长率



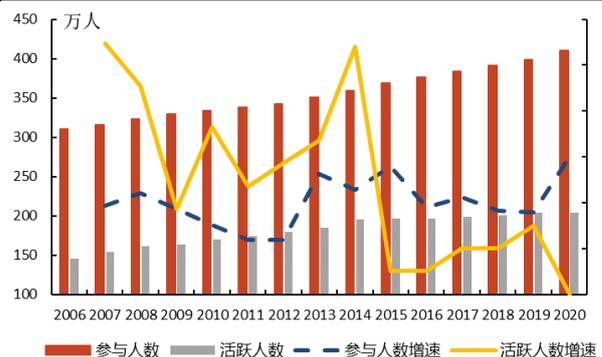
资料来源：新加坡公积金局，光大证券研究所整理

图 21：中央公积金计划各账户资产情况



资料来源：新加坡公积金局，光大证券研究所整理

图 22：中央公积金参与人次



资料来源：新加坡公积金局，光大证券研究所整理

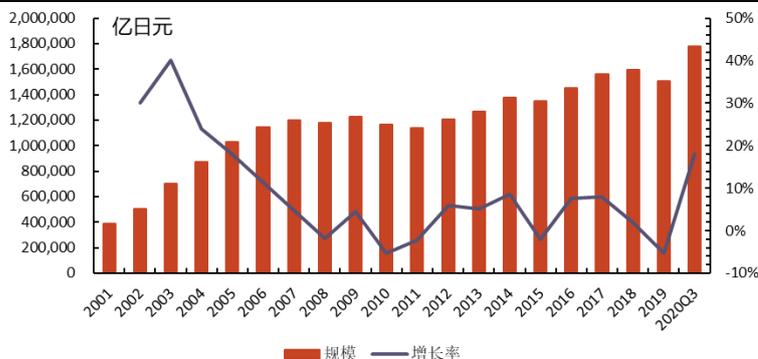
多元化的投资方向。从投资对象上来看，中央公积金投资主要由新加坡政府投资管理公司和下属货币管理局进行。对国债、银行存款的投资由新加坡货币管理局进行管理；对国内住房、基础设施以及海外高回报资产的投资由新加坡政府投资管理公司负责；其他的资产管理公司负责提供一定的保险产品作为中央公积金投资的补充。中央公积金投资时以实际资产储备作为担保，保障资金安全同时提升信誉，实现保值增值。

2.3、日本：权益类投资不断提升的国民年金

覆盖全国人口、配套措施齐全、法律保障完善的养老保障体系。日本公共养老保险由政府主导运营，带有强制参与色彩。1985年，日本对《国民年金法》进行了修改，实行国民养老金的一元化管理，要求各类雇员及其配偶都必须加入国民年金，真正实现了统筹全体国民、统一费率、统一给付的社会养老保险。

日本政府成立 GPIF（Government Pension Investment Fund）管理运营日本的公共养老金。公共养老金主要包含第一支柱的国民年金、以及第二支柱相关的厚生年金和共济年金。GPIF 确立了日本养老金统一管理的模式，在确保资金使用安全的同时促进资金流入国内资本市场。截至 2020 年 Q3，GPIF 资产规模达到 177.7 万亿日元，较 2019 年末增长 17.97%。（2019 年受海内外股市波动影响，GPIF 投资亏损致使其资产同比下降 5.39%）

图 23：GPIF 资产总额及增长率

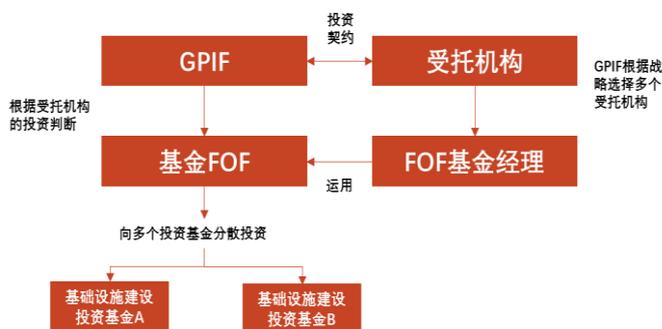


资料来源：GPIF，光大证券研究所整理

委托专业机构，以业绩为基础评估管理费用。GPIF 主要实行管理者报名制度并招募海内外合格的专业受托机构，制定了以投资业绩为基础的费用报酬标准。总体评估标准主要有以下几个方面：（1）投资策略；（2）投资程序；（3）

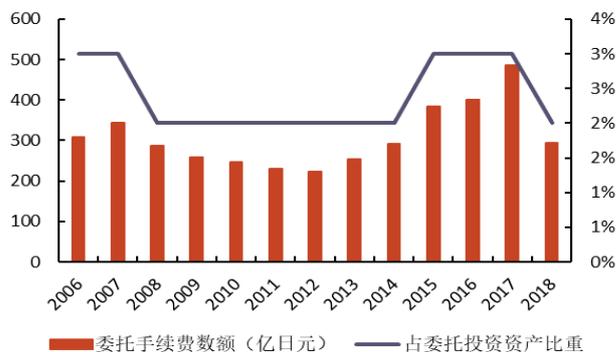
组织结构/人力资源；(4) 合规状况；(5) 行政处理系统；(6) 为行使表决权的努力（仅限股票投资）。

图 24: GPIF 投资管理模式 (以基础设施投资为例)



资料来源: GPIF, 光大证券研究所整理

图 25: 2006-2018 年 GPIF 委托手续费情况



资料来源: GPIF, 光大证券研究所整理

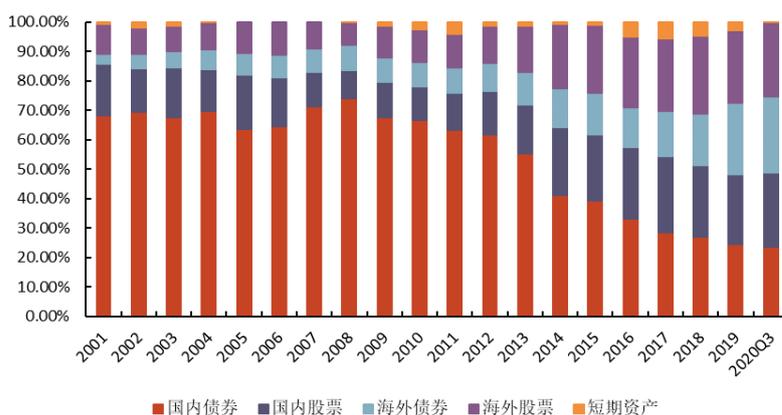
资产配置方面, GPIF 海外资产、权益类投资规模不断上升。GPIF 的首要目标是以最小的风险和长远角度确保养老金领取者的利益, 因此最初 GPIF 国内债券占比超过 60%, 偏向保守。近年来, 由于日本低利率环境造成的债券收益率下降, GPIF 不断调整资产配置目标, 目前的最新目标为: 本国债券目标配置 24%、本国股票 25%、海外债券 26%、海外股票 25%, 各资产的配置比例可在一定范围内上下浮动。2020 年 Q3, GPIF 海外投资比重为 51.07%, 权益类投资比重 50.64%, 海外资产及权益类投资规模不断上升的原因一是为了通过海外市场投资分散风险, 二是在国内低利率背景下寻求更高收益。

表 6: GPIF 资产配置目标 (2020 年 Q3)

	国内债券	国内股票	国外债券	国外股票
目标资产配置	24%	25%	26%	25%
变动范围	+7%	+8%	+6%	+7%

资料来源: GPIF, 光大证券研究所整理

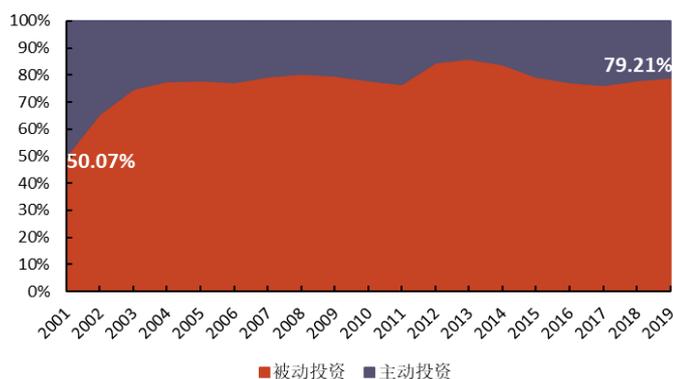
图 26: GPIF 资产配置情况



资料来源: GPIF, 光大证券研究所整理

被动投资主导的投资战略。 GPIF 主要采取被动投资战略以确保资金长期安全性和减少养老金交易对市场的影响, 至 2019 年 GPIF 共有 79.21% 的资产采取被动投资战略。按资产配置细分来看, 国内股票和国外股票被动投资比例高达 90.93% 与 90.17%。

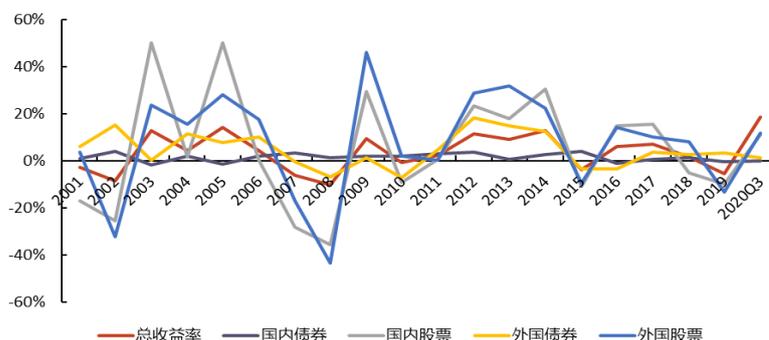
图 27: GPIF 投资战略以被动投资主导



资料来源: GPIF, 光大证券研究所整理

投资收益率受权益类资产影响显著。历年来 GPIF 投资收益走势与权益类资产收益走势基本相同,收益相对稳健的固定收益债券对 GPIF 投资收益影响不大。2019 年 GPIF 收益率为-5.20%,主要源于国内、国外股票的投资亏损加之日本国债-0.36%的低收益;2020 年 Q3, GPIF 年化收益率为 18.49%,得益于国内外股票市场的上涨。自 2001 年以来, GPIF 累计年化收益率为 3.37%。

图 28: GPIF 投资收益率受权益资产影响显著



资料来源: GPIF, 光大证券研究所整理

从第一支柱的海外经验来看,各国均采用强制性收缴、集中化运营的方式进行管理,投资方向各有差异。美国的第一支柱 OASDI 投资资产高度单一化,只投资美国的国债,短期来看必将受到国债收益率下行和持续低利率的影响;从长远角度来看,投资收益率势受国债利率单一风险因素影响较大,基金的可持续性也会受到相应影响。新加坡中央公积金投资资产主要为政府发行特别国债,公积金整体收益率较低,在保障、激励和储蓄积累方面发挥了积极作用。日本采用了高度市场化的养老基金运作模式,且权益资产投资占比超过了 40%,长期来看更有利于充分利用资本市场,提高长期收益率以应对人口老龄化冲击。

我国基本养老保险基金的投资运行仍受到较为严格的规则限制,未来面对资本市场的不断完善发展以及去杠杆进程的深入推进,养老金的应用也应适时有效地扩大投资范围,充分利用各种金融工具,挖掘海内外资本市场的优质资源,利用多元化提高基金收益和稳定性。在第一支柱养老金统筹方面,美国和日本均实现了全国层面的统筹管理,从而能够通过准确的盈余预测优化资金的资产配置。我国目前还未完全实现对基本养老金的中央统筹,截至 2020 年 Q3,已有 26 个省份和新疆生产建设兵团实现养老保险基金省级统筹统支,未来还应积极推进养

老金全国统筹调度体系，以加强资金管理和使用，提高投资收益。

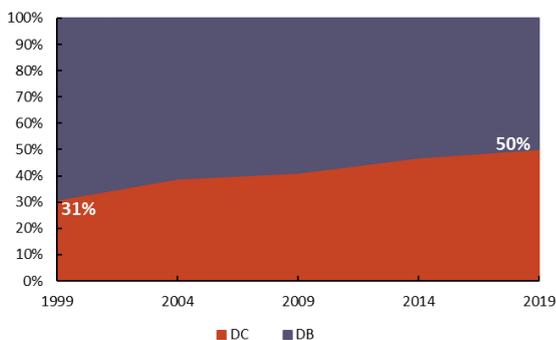
3、第二支柱：职业养老金计划

第二支柱是在第一支柱基本养老保险的基础上，由雇主（含工会、行业协会）及雇员根据自身实力和自愿情况发起设立的养老保险制度，旨在对公共养老金进行补充，满足企业雇员退休后的养老需求。对雇主而言可以增强企业竞争力，吸收更多优秀人才；对雇员而言则可以进一步保障自身养老需求。

职业养老金计划有两种模式。根据资金的运作与给付方式的不同，职业养老金基本可以分为确定给付型计划（Defined-benefit plan, DB）和确定缴费型计划（Defined-contribution plan, DC）两类。其主要区别为：（1）DB 计划下雇主保证雇员退休后领取的养老金数目按照实现约定发放，因此雇员可以获得稳定收益；DC 计划参与者每月上缴确定金额，退休后领取的金额视投资收益而定，风险和不确定性相对较大。（2）DB 计划由雇主为雇员设立统一账户，一旦雇员离职后转换账户流程较为繁琐；DC 计划建立个人缴费账户，工作的变动不影响日后养老金提取。

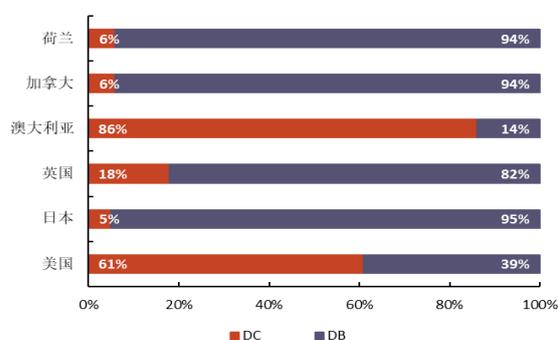
DC 计划占比逐渐提升。过去全球的职业养老金计划基本都以 DB 计划为主，近些年来，随着全球老龄化趋势的加快，部分国家的企业出现职业养老金结余难以为继的现象，因此减少企业负担的 DC 计划占比逐渐提升，已经取代了 DB 计划过去的绝对主导地位，美国等大多数国家都将 DC 计划作为企业年金的发展方向。1999 年-2019 年，全球 DC 计划资产规模占比由 31% 增长至 50%，增幅为 19%，在这十年间，DC 资产以每年 8.4% 的速度快速增长，DB 资产以每年 4.8% 的速度缓慢增长。主要国家中美国和澳大利亚 DC 计划占比较高，分别为 61%/86%。

图 29：DC 计划占比逐渐提升



资料来源：Willis Towers Watson，光大证券研究所整理

图 30：主要国家 DB 及 DC 计划占比



资料来源：Willis Towers Watson，光大证券研究所整理

补充养老金通常由国家政策给予税收优惠。为了鼓励支持第二、三支柱补充养老金的发展，各国通常采取一定的税收优惠政策以促进养老财富的积累。具体而言，税收优惠政策的形式可以分为 EEE、EET、ETE、TEE、ETT、TTE、TET、TTT 八种。其中以实施 EET（养老金缴费及投资运营时免税，领取养老金时再缴费）的税收递延型政策最为普遍。

3.1、美国：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，为稳定员工,美国部分企业开始建立雇主养老金计划,二战后随经济发展而愈加壮大,主要包括私营部门和政府雇主发起的养老金计划。截至 2020 年 Q3,美国养老金第二支柱总体规模 19.39 万亿美元,占总体养老金资产的比重为 58.61%,是美国养老金体系中最规模最大的一部分。

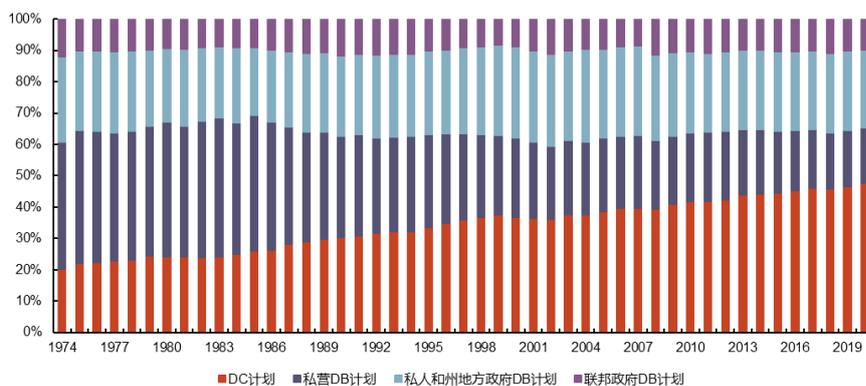
图 31：美国养老金第二支柱规模及增长率



资料来源：ICI，光大证券研究所整理，光大证券研究所整理

DC 计划逐渐占据主流。雇主养老金计划分为确定收益型 (DB) 和确定缴费型 (DC)。DB 模式曾是主要模式,但随着 DB 计划成本逐年上涨,企业负担加重,推行税收优惠的 DC 计划逐步取代了 DB 计划,成为目前美国养老金第二支柱最重要的组成部分。2020 年 Q3,美国 DC 计划资产规模达 9.25 万亿美元,占雇主养老金计划的比例由 1987 年的 28.3%增至 2020 年的 47.7%。

图 32：DC 计划占比逐年提升



资料来源：wind，光大证券研究所整理

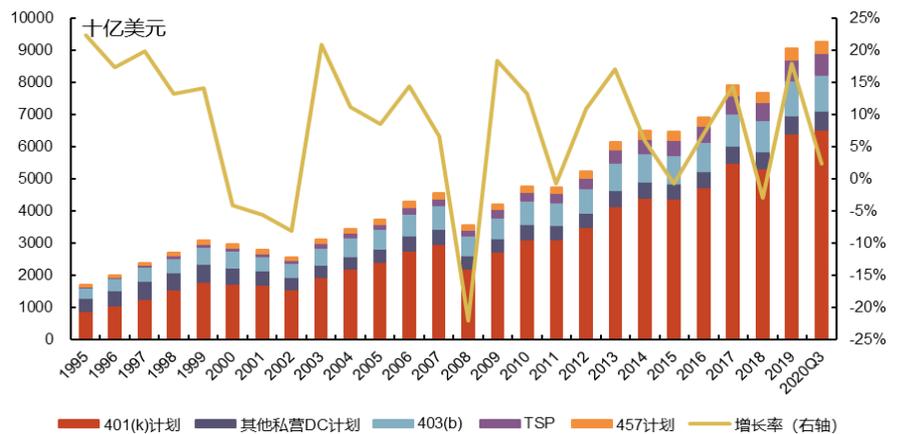
401(k)计划是 DC 计划的主要形式。DC 计划主要包括 401(k)计划、403(b)计划、457 计划、联邦政府储蓄计划(TSP)以及其他私营部门 DC 计划。其中 401(k)计划由 1978 年《美国国内税收法案》第 401 项 k 条款规定推出,主要针对私营企业雇员,在企业主导下由雇主和雇员共同进行缴纳,雇员退休后可以一次性领取、将其转入个人退休账户或者其他退休计划以及分期领取等方式领取。2020 年 Q3,401(k)计划规模为 6.53 万亿美元,在 DC 计划中占比高达 70.6%。

表 7: 美国 DC 计划类型 (截至 2020 年 Q3)

计划种类	针对群体	目前规模 (十亿美元)
401(k)计划	私营企业雇员	6530
403(b)计划	教育机构和部分非营利性组织职工	1115
457 计划	州和地方政府雇员、一些免税组织雇员	360
TSP	联邦政府雇员	675

资料来源: ICI, 光大证券研究所整理

图 33: DC 计划构成及增长率



资料来源: ICI, 光大证券研究所整理

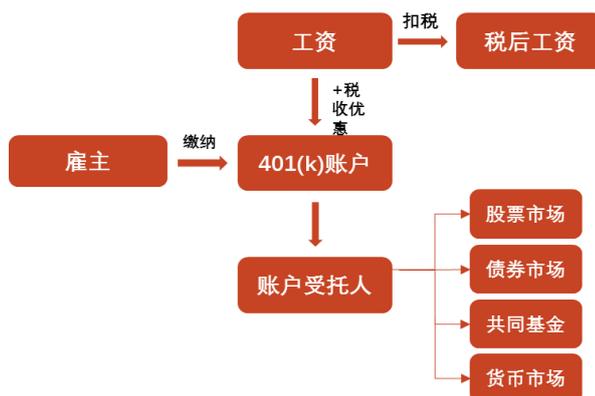
401(k)计划具备以下特征:

1) **从投资运营来看**, 在对雇员进行充分前期调查、设立 401(k) 计划后, 雇主需要选择专业的账户受托人进行资金管理, 受托人可根据雇员的风险偏好将不同特点的投资品组合成不同的投资方式, 由雇员自主选择投资方案, 同时受托人需要沟通协调投资管理人等相关机构, 并定期向监管当局披露相关信息。

2) **主要投资于共同基金, 权益类资产比重大**。由于共同基金具有多元化灵活配置、资产管理专业化的优势, 2020 年 Q3 共有 4.02 万亿美元的 401(k) 资金配置于共同基金, 占比 62%, 其中配置于国内股票的股票型基金为 2.3 万亿美元, 占比 44%, 配置于美国国外股票的股票型基金为 0.7 万亿美元, 占比 14%, 股票型基金整体规模为 3.0 万亿美元, 占比 58%, 加之混合型基金中也有权益类资产的配置, 因此整体而言, 权益类资产成为 401(k) 计划的主要投资方向。

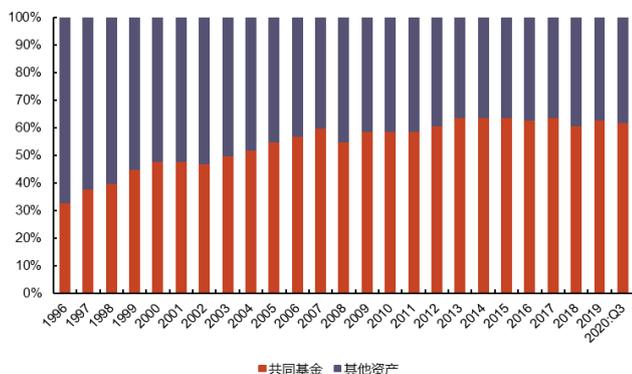
3) **税收支持**。401(k) 计划的主要优势在于递延纳税 (EET), 个人账户中雇主和雇员的缴费和实现的投资收益当年无须缴纳个人所得税, 待雇员退休后领取养老金时再缴纳税费。401(k) 计划的税收优惠政策降低了雇员的税负, 推动了美国企业年金计划的发展。

图 34：401(k)计划运作模式



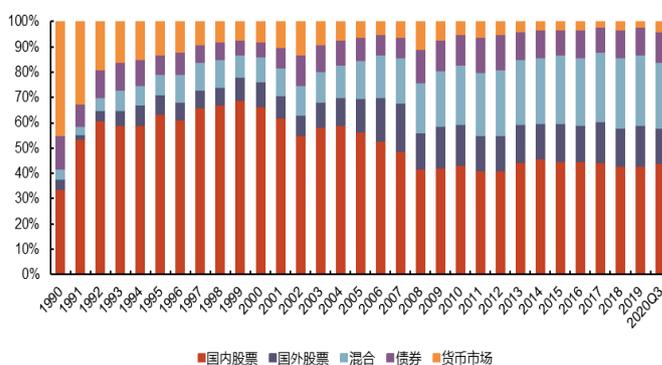
资料来源：ICI，光大证券研究所整理

图 35：401(k)计划投资共同基金比重



资料来源：ICI，光大证券研究所整理

图 36：401(k) 计划共同基金中资产配置情况



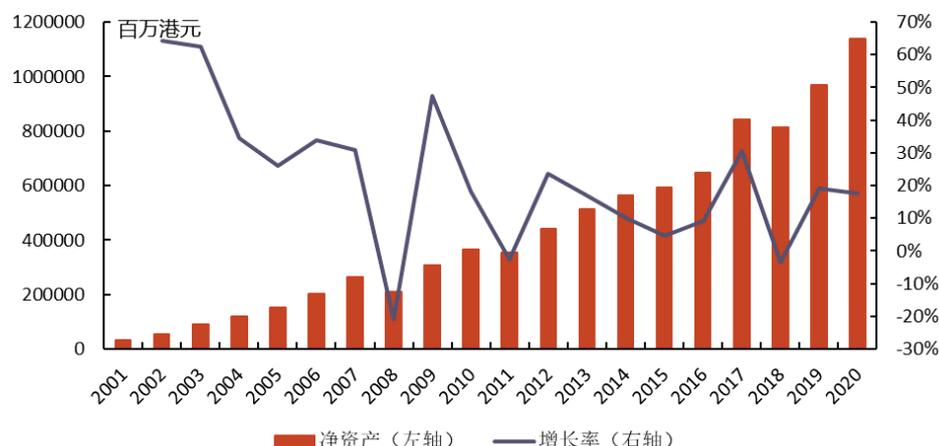
资料来源：ICI，光大证券研究所整理

401(k)计划实现“三方共赢”。对政府而言，401(k)计划一方面促使企业雇员增加养老储蓄，减轻了政府未来养老负担，与美国国民原有的边际储蓄倾向相比，401(k)计划可以提高至少 89%的国民储蓄率；另一方面，大规模的养老资金进入证券市场投资，有利于助推资本市场发展。对企业而言，401(k)计划同样减轻了其养老压力，雇员离职或退休后企业可以不必承担其后续养老支出。对雇员而言，401(k)计划降低了税收支出，更好地保障了雇员退休后的生活。

3.2、 中国香港：强制性公积金计划

以雇佣为基础的退休保障制度。作为香港的第二支柱养老计划，强制性退休保障计划于 2000 年起由政府出台政策强制执行，强积金为完全积累制，即雇主和雇员共同缴费，采用个人账户制进行资金积累，投资收益全部归雇员所有。如果雇员转换工作，其累积的强积金权益可以一并转移至新雇主的计划下。2020 年强积金资产规模为 1.14 万亿港元，同比增长 17.59%。

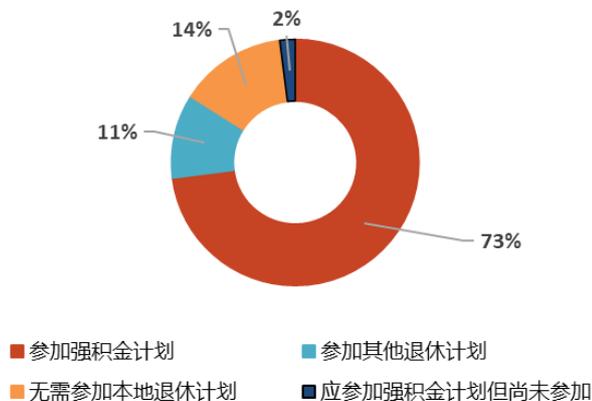
图 37: 强积金资产规模



资料来源: MPFA, 光大证券研究所整理

强积金计划覆盖率高。除获豁免人士外, 18-65 岁的一般雇员、临时雇员以及自雇人士均须参加强积金计划。在实施强积金制度前, 香港只有约三分之一的工作人口享有退休保障。自强积金制度推行后, 84% 的总就业人口参加强积金计划等退休计划保障, 仅有 2 % 的就业人口为应参加强积金计划但尚未参加的人士。目前强积金的雇主覆盖率为 100%, 雇员覆盖率为 99%, 自雇人士覆盖率为 73%。

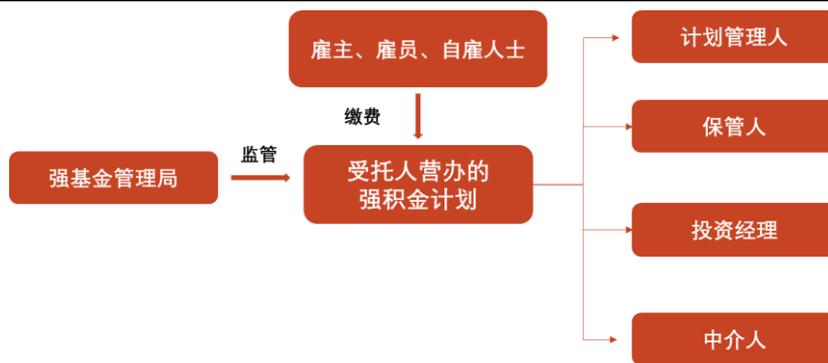
图 38: 2019 年强积金计划覆盖情况



资料来源: MPFA, 光大证券研究所整理

由私营机构管理的退休保障制度。强积金受托人是获积金局核准成为核准受托人的公司或自然人, 为强积金计划的主要营办商, 而参与强积金制度的计划管理人、保管人、投资经理及强积金中介人则担当不同角色。

图 39：强积金计划运营情况



资料来源：强积金管理局，光大证券研究所整理

多种强积金计划，成员自主选择基金成分。在强积金制度下，每个受托人需要向计划成员提供一个或以上的强积金计划。强积金计划分为集成信托计划、雇主办计划以及行业计划共三类，其中集成信托计划是最常见的强积金计划。为了最大程度的匹配强积金计划成员的风险需求，强积金每个计划均提供不同性质的基金供参与成员选择，由增长稳定的低风险基金至增长潜力较大的高风险基金不等。

表 8：强积金计划类型

计划类型	参与者	特色	数目
集成信托计划	参与计划雇主的雇员、自雇人士、把累积权益从其他计划转移过来的人士	透过集合不同雇主及其雇员和自雇人士的供款，发挥规模经济效益，使计划管理更具效能。	25
雇主办计划	只限受雇于同一雇主或其有关连公司的雇员	受参与条件所限，雇主必须拥有庞大的雇员数目，计划运作方具成本效益	2
行业计划	饮食业和建造业的雇员及临时雇员（即由雇主按日雇用或雇用期少于 60 日的雇员）	临时雇员如在该两个行业内转职，只要其前雇主及新雇主都是参加同一个行业计划，他们在转职时无须转换计划。	1

资料来源：MPFA，光大证券研究所整理

表 9：强积金基金成分

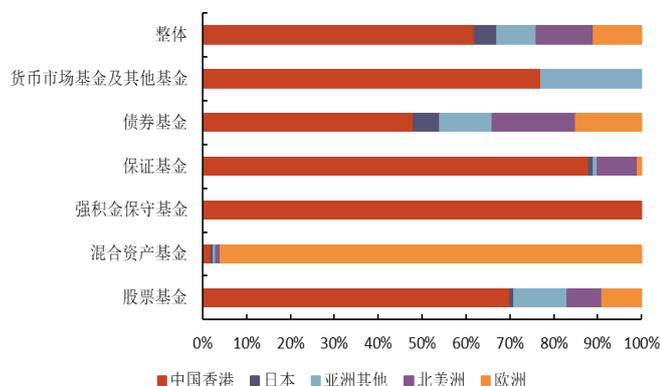
基金种类	基金数目（个）	特点
股票基金	145	投资于在核准股票交易所交易的股票，回报为股票的资本增值，风险较高
混合资产基金	180	主要投资于债券和股票，风险水平由股票与债券的组合比例决定
保证基金	19	为计划成员提供本金保证或最低回报保证，保证人就提供的保证收取保证费或储备费，风险较低
债券基金	36	投资于由政府、公营机构、银行、商业机构等发行的债券或债务工具，回报为债券的利息收入或买卖债券所赚取的利润
货币市场基金（强积金保守基金）	28	只限投资于到期日较短（一般不超过 90 天）的投资工具，风险较低。
货币市场基金（不包含强积金保守基金）	9	

资料来源：MPFA，光大证券研究所整理

主要投资于亚洲市场及股票市场。2019 年强积金整体投资于香港本土的比例为 62%，投资于其他亚洲市场的比例为 14%。从资产配置上来看，从 2009

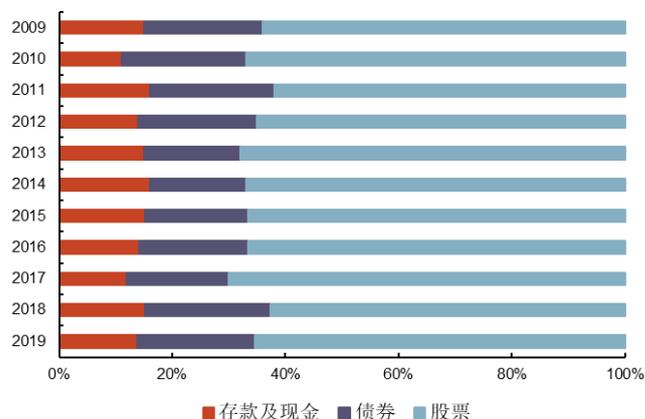
年至 2019 年，强积金投资于股票的比例都在 60%以上，资产配置中股票占主导地位。

图 40：2019 年强积金主要投资于亚洲市场



资料来源：MPFA，光大证券研究所整理

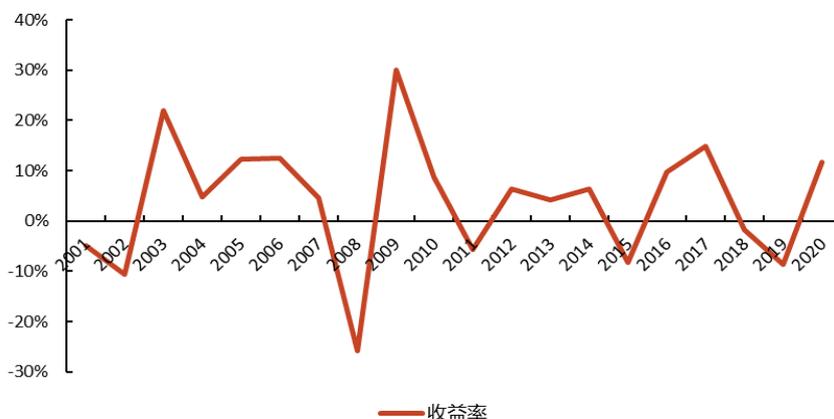
图 41：强积金配置以股票为主



资料来源：MPFA，光大证券研究所整理

从收益率来看，强积金收益率波动较大。强积金收益率受外部经济环境影响较大，如 2008 年金融危机时强积金收益率为-25.90%，近年来由于全球经济乏力，强积金投资收益率有所下降，2019 年收益率为-8.60%，2020 年收益率回升至 11.7%。整体而言，强积金自成立以来年化收益率为 4.8%，同期 CPI 为 2.5%，在一定程度上抵御了通货膨胀，确保了养老金基金的保值增值。

图 42：强积金收益率波动较大



资料来源：MPFA，光大证券研究所整理

表 10：强积金各基金种类收益率情况（截至 2020 年 Q1）

基金种类	过去一年	过去五年	成立以来
股票基金	-13.9%	0.6%	3.9%
混合资产基金	-8.4%	0.8%	3.5%
货币市场基金（强积金保守基金）	1.3%	0.4%	0.7%
保证基金	0.1%	0.4%	1.1%

债券基金	3.1%	1.3%	2.6%
货币市场基金（不包含强积金保守基金）	0.0%	0.3%	0.6%
同期 CPI	2.3%	2.1%	1.8%

资料来源：MPFA，光大证券研究所整理

3.3、澳大利亚超级年金

超级年金是澳大利亚养老金第二支柱，其主要运营模式基于 1992 年颁布的《超级年金担保法》以及 1993 年颁布的《超级年金监管法》，本质是以雇主为缴费主体的补充养老保险计划，主要采用信托模式进行市场化运作。年金理事会或法人受托机构根据委托人的委托管理基金，再根据其投资运营需要选择相应的托管人、账户管理人、投资管理人和其他服务机构。

雇主缴费费率不断上调。超级年金主要由法律强制雇主进行缴费，成立时缴费费率为员工收入的 3%。为了增加超级年金的积累储备，近年来澳大利亚政府持续上调超级年金的最低缴费费率，自 2021 年起超级年金支付费用将逐年提升 0.5%，到 2025 年费率将提高至 12%。

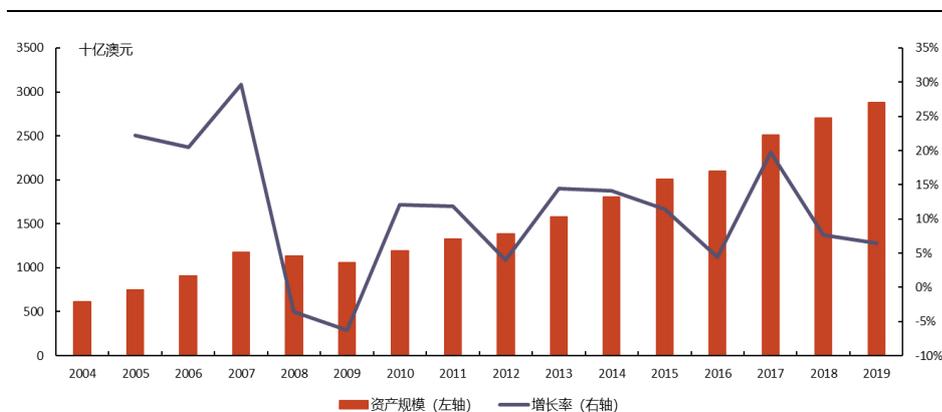
表 11：超级年金强制缴费费率变化

年份	1992	1996	1998	2000	2002	2013
缴费费率 (%)	3	6	7	8	9	9.25
年份	2014	2021	2022	2023	2024	2025
缴费费率 (%)	9.5	10	10.5	11	11.5	12

资料来源：Australian Taxation Office，光大证券研究所整理

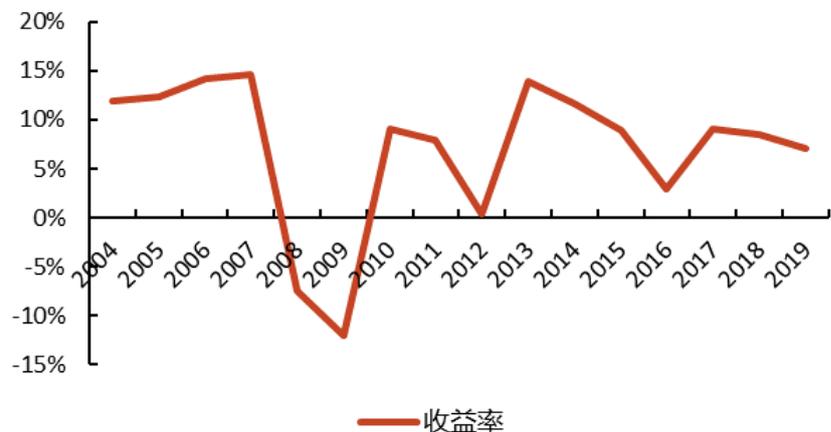
资产规模稳步上升，投资收益表现良好。截至 2019 年，澳大利亚超级年金规模为 2.9 万亿澳元，GDP 占比为 144.3%。整体而言，自 2008 年金融危机后，澳大利亚超级年金的基金规模呈现持续稳定增长态势。从投资收益来看，2019 年超级年金投资收益率为 7.1%，近 5 年年化收益率为 7.3%，近 10 年投资收益率为 7.9%。除去受到金融危机冲击的 2008、2009 年，超级年金均实现正向收益，相较其他国家收益表现不佳的养老金基金而言，超级年金展现了较为优异的长期投资收益。

图 43：超级年金规模及增长率



资料来源：Australian Taxation Office，光大证券研究所整理

图 44：超级年金投资收益表现良好



资料来源：Australian Taxation Office，光大证券研究所整理

超级年金基金主要分为五种类型。 (1) 公司基金 (Corporate Fund)：由一个公司或同一组内的公司建立的企业年金。(2) 行业基金 (Industry Fund)：由一个行业或相关行业的企业建立的企业年金。(3) 公共部门基金 (Public Sector Fund)：由政府部门设立的针对其雇员的养老金。(4) 零售型基金 (Retail Fund)：由金融机构提供的职业或个人养老基金。(5) 小型年金基金：包含不足 5 人基金、个人基金和自营型超级年金 (SMSF)。

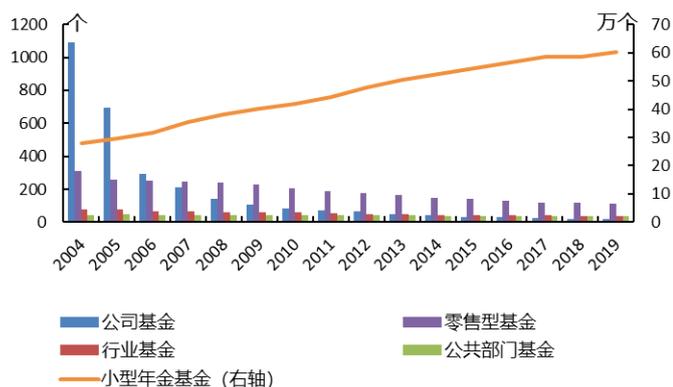
从基金数目来看，公司基金个数下滑，小型年金基金的基金个数持续走高。 由于公司基金运营成本相对较高，加之企业间合并行为，近年来公司基金个数下滑明显；自营型基金拥有更高的自主权、管理费用也相对低廉，小型年金基金的基金个数持续走高。从管理规模来看，除公司基金管理规模相对较低外，其他类型超级年金基金管理的资产份额相差不大。

表 12：2019 年超级年金基金各类型运营状况

基金类型	基金个数 (个)	管理资产 (十亿澳元)	管理账户数 (个)
公司基金	19	58.1	286
行业基金	37	718.6	11,348
公共部门基金	37	668.5	3,601
零售型基金	112	625.9	11,125
小型年金基金	601433	749.7	1,128
其他	26	206.3	0

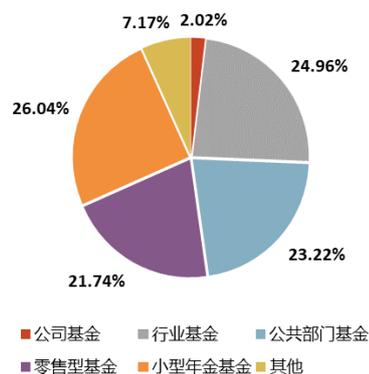
资料来源：Australian Taxation Office，光大证券研究所整理

图 45：超级年金各类型发展趋势



资料来源：Australian Taxation Office，光大证券研究所整理

图 46：2019 年超级年金各类型管理资产



资料来源：Australian Taxation Office，光大证券研究所整理

超级年金投资范围广泛，兼顾收益与风险。从 2019 年超级年金的资产配置来看，其投资策略主要特点为：（1）**权益类资产占比较高**。2019 年超级年金资产配置中，权益类资产占比为 54.8%，投资策略相对积极。（2）**资产配置多元化**。除了传统养老金的权益类及固收类配置外，超级年金还额外配置了地产、基础设施建设投资资产以及衍生品等，差异化的投资满足了保值增值的需要，货币对冲与海外资产的配置进一步分散了投资风险。（3）**满足流动性需要**。历年来超级年金基金都会保有 10% 左右的现金配置，在实现长期资产配置的同时保持了基金的流动性。

表 13：超级年金基金资产配置状况

投资资产	资产规模（百万澳元）	占比
现金	69,704	11.0%
固定收益类投资	134,252	21.1%
澳大利亚固收类资产	78,864	12.4%
海外固收类资产	55,387	8.7%
货币对冲	33,184	5.2%
权益类投资	348,804	54.8%
澳大利亚上市股权	173,526	27.3%
海外上市股权	163,225	25.7%
货币对冲	33,288	5.2%
非上市股权	11,984	1.9%
地产投资	42,471	6.7%
上市地产	32,735	5.1%
非上市地产	9,728	1.5%
基础建设投资	13,791	2.2%
上市基建	10,432	1.6%
澳大利亚非上市基建	1,764	0.3%
海外非上市基建	1,595	0.3%
货币对冲	898	0.1%
期货及商品投资	932	0.1%
其他	26,120	4.1%
对冲基金	14,231	2.2%

总计	636,074	100.0%
----	---------	--------

资料来源：Australian Taxation Office，光大证券研究所整理

从第二支柱的海外经验来看，计划成分由雇员自行选择，不同风险偏好得以满足。美国 EET 型的递延税收优惠促使 401(k) 计划蓬勃发展，同时借助市场进行管理，起到了政府、雇主及雇员三方共赢的积极作用。香港强制性公积金计划提供不同性质的基金供参与成员选择，满足了成员的不同风险偏好，收益率波动相对较大。澳大利亚超级年金主要由法律强制雇主进行缴费，投资范围比较广泛，多元化的投资助力了超级年金良好的收益表现。

我国企业年金和职业年金管理与投资模式和基本养老保险基金差别不大，是由机关事业单位或者企业雇主来选择受托人管理资产，雇员的自主选择权没有得到充分发挥。为了有效推动我国养老金第二支柱的补充作用，做大做强其规模，需要加快个人账户的建设落实，给予雇员不同的风险偏好选择，增强养老金的吸引力和竞争力，满足不同的收益需求。

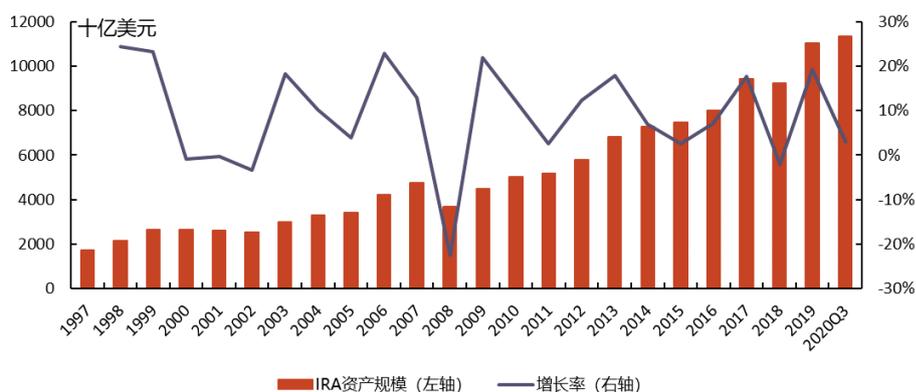
4、第三支柱：自愿性个人储蓄计划

随着人口老龄化的加深，仅凭借公共养老金和职业养老金的养老金积累已经无法应对居民以及政府与日俱增的养老压力带来的新挑战，世界各国逐渐把大力发展养老金第三支柱提上日程。第三支柱个人自愿储蓄计划主要基于个人意愿，采用完全积累制，旨在为个人的老年生活提供更高层次的养老保障。

4.1、美国个人退休储蓄账户

个人退休储蓄账户(Individual Retirement Account, IRA)，是美国于 1974 年根据《职工退休收入保障法》设立的第三支柱个人储蓄计划，该计划与 DC 计划同样享受税收递延的优惠，其目的在于鼓励个人通过自愿储蓄的形式为退休后储备养老财富，是一种补充养老计划。截至 2020 年 Q3，IRA 资产总额已达 11.34 万亿美元，占美国 GDP 比重的 54.19%。

图 47：IRA 计划资产规模



资料来源：ICI，光大证券研究所整理

从具体类型来看，传统型占主导，罗斯型 IRA 近年发展较快。IRA 计划主要包含传统型(traditional IRAs)、罗斯型(Roth IRAs)以及雇主发起型(Employer-sponsored)三种，其中雇主发起型进一步分为 SEP 型、SAR-SEP

型、简单型共三个计划类型。从规模上看,2020年Q3传统型IRA占比为82.8%,在IRA计划中规模占比最高。

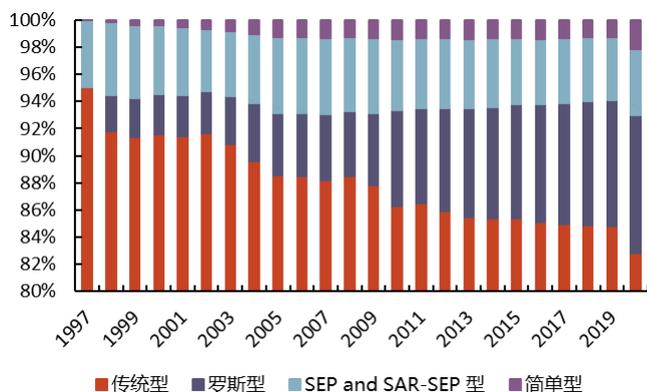
与传统IRA计划相比,罗斯型IRA更加灵活。一是由于传统型IRA为EET模式,只在领取时缴纳税款;罗斯型IRA为TEE模式,在缴纳养老金时就已经进行纳税,在预判未来税率高于现在时更为适用;二是罗斯型IRA账户没有年龄限制,退休后依然可以使用账户进行投资并享受税收优惠。2019年共有28.1%的家庭选择传统IRA计划,19.4%的家庭选择罗斯型IRA计划,6.1%的家庭选择雇主发起型IRA计划。

表 14: IRA 计划类型

计划类型	出台年份	政策	具体内容	目前规模 (截至 2020 年 Q3)
传统型	1974 年	《雇员退休收入保障法案》	可由个人单独设立,也可由企业代为设立,但必须由个人委托符合条件的第三方金融机构管理账户	9.39 万亿美元
罗斯型	1974 年	《税赋缓解法案》	个人缴费,在金融机构建立个人退休账户,TEE 的税收优惠模式	1.16 万亿美元
雇主发起型	SEP 型	1978 年	《税收法案》	0.55 万亿美元
	SAR-SEP 型	1986 年	《税收改革法案》	
	简单型	1996 年	《小企业工作保护法案》	
			允许雇员自己缴费,其中雇主缴费的上限或是雇员薪酬的 3%,或是人人均等的 2%;而雇员缴费上限则是 1.25 万美金 (50 岁以上为 1.55 万美金) 适用于 100 人以下的公司,且无其他养老计划,雇主每年必须缴费	0.25 万亿美元

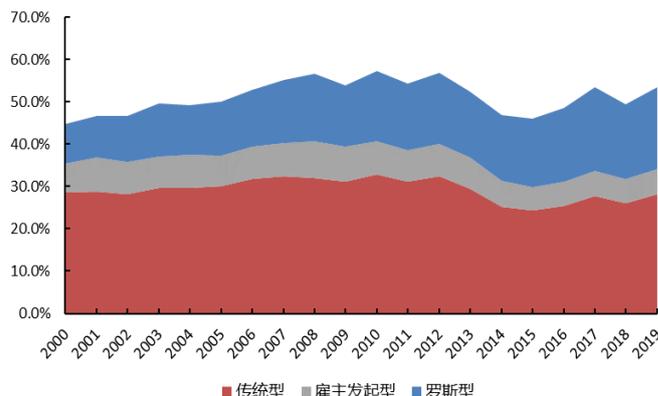
资料来源:ICI,光大证券研究所整理

图 48: 各类型 IRA 计划占比



资料来源:ICI,光大证券研究所整理

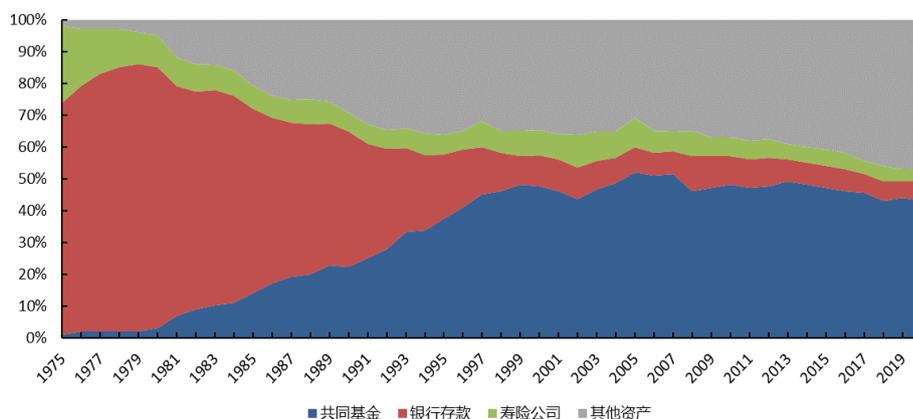
图 49: 美国家庭持有 IRA 情况



资料来源:ICI,光大证券研究所整理

主要投资于共同基金。从IRA的资产配置来看,共同基金是最重要的部分,在IRA整体配置中占比由1975年的1%上涨至2020年Q3的43%,主要起到稳定资本市场的作用;商业银行存款占比下降明显,寿险公司的保险产品占比相对稳定,近年来维持在5%左右。

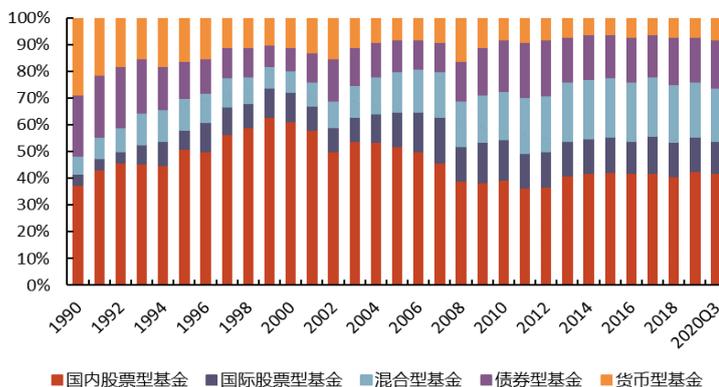
图 50: IRA 资产配置变化趋势



资料来源: ICI, 光大证券研究所整理

在投向共同基金的 IRA 资产中，股票型基金占比最大。截至 2020 年 Q3，投向共同基金的 IRA 资产中，美国国内和国际股票型基金为 2.67 万亿美元，占比合计为 54%。混合型基金占比有所上升，由 1990 年的 7% 上涨至 2020 年 Q3 的 20%，投资规模为 0.97 万亿美元。

图 51: 投向共同基金的 IRA 资产配置



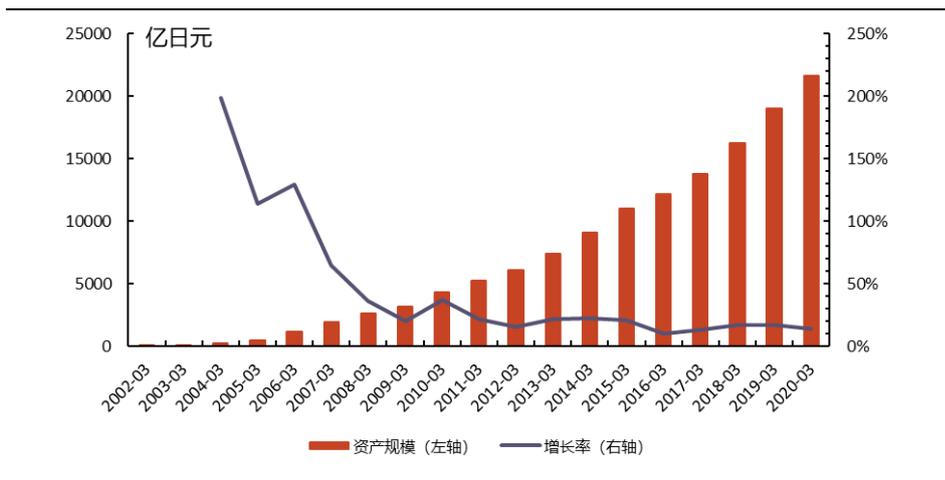
资料来源: ICI, 光大证券研究所整理

4.2、日本 iDeCo&NISA

日本的第三支柱主要由个人型缴费确定养老金计划 (Individual-Type Defined Contribution, iDeCo) 和日本个人储蓄账户计划 (Nippon Individual Savings Account, NISA) 构成。

个人型缴费确定养老金计划 iDeCo。 iDeCo 由 2001 年生效的《缴费确定养老金法》管辖，自 2017 年起，所有年龄在 20-59 岁的日本公民都可以参加该计划。由于 iDeCo 的实施主体是日本国民年金基金联合会，因此 iDeCo 的计划参与人必须缴纳第一支柱国民年金后才能参与该计划。参与人最低缴费限额为 5000 日元，缴费金额由参与人自行决定，并且在参与人年满 60 岁前账户资金不能支取。截至 2020 年 3 月，iDeCo 资产规模为 2.2 万亿日元，同比增长 14.1%。

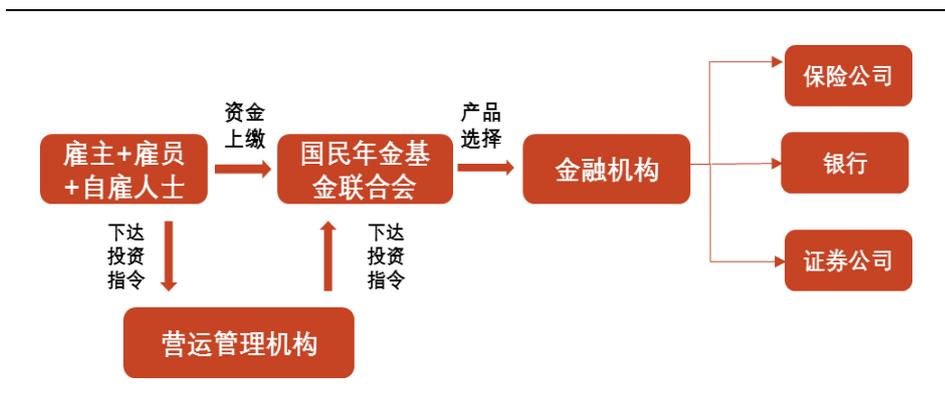
图 52: iDeCo 资产规模及增长率



资料来源: 日本国民年金基金联合会, 光大证券研究所整理

从运营模式来看, iDeCo 由日本厚生劳动省进行监管, 其下属的国民年金基金联合会、运营管理机关以及产品提供机关负责制定给付方法、管理资产、向金融机构选择投资产品等日常业务。iDeCo 的运作系由参与者自行向国家养老金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。

图 53: iDeCo 运营模式



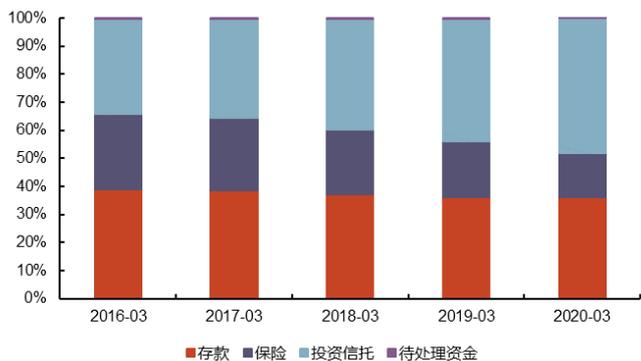
资料来源: 日本国民年金基金联合会, 光大证券研究所整理

从税收优惠来看, iDeCo 享受递延税收优惠。iDeCo 在采用 EET 模式, 养老金缴费与投资收益部分均免除税款, 提取养老金时再进行缴纳, 领取时还可以享受大额税收减免。相较于日本 20.315%的资本利得税而言, iDeCo 可以为计划参与者节约一笔相当可观的税收优惠。

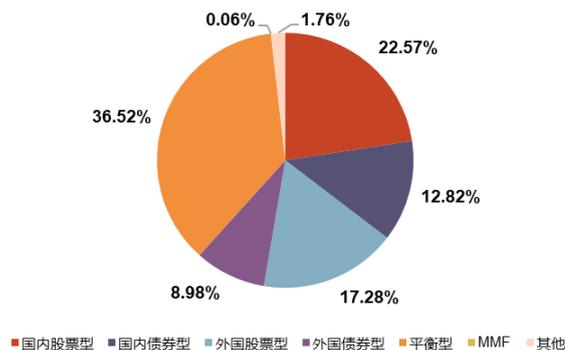
从资产配置来看, iDeCo 的资金主要投向储蓄类存款、保险(包含生命保险和损失保险)以及投资信托类资产。从 2020 年的数据来看, 投资信托类资产配置最高, 占比达到 48.1%, 存款类和保险类的资产占比分别为 36.1%/15.6%。在投向投资信托类的资产中, 权益类占比最高, 合计占总资产比重 39.9%, 固收类合计占比为 21.8%。

图 54: iDeCo 资产配置

图 55: 2020 年 iDeCo 投资信托配置



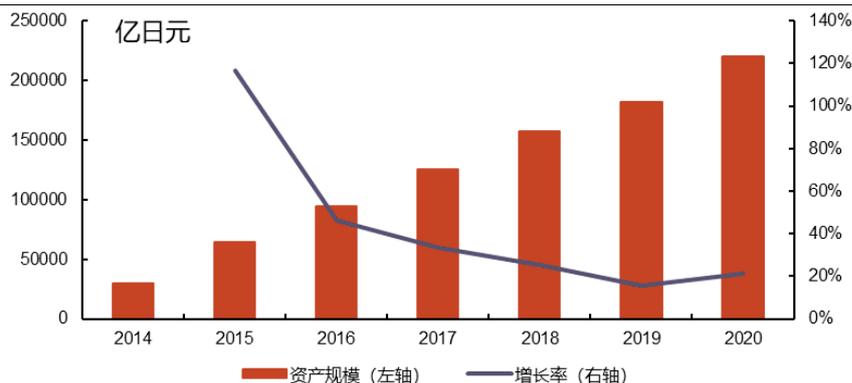
资料来源：日本国民年金基金联合会，光大证券研究所整理



资料来源：日本国民年金基金联合会，光大证券研究所整理

为个人储蓄投资于资本市场而设立的免税账户 NISA。日本个人储蓄账户计划 NISA 是由日本金融厅推行的个人储蓄账户，旨在鼓励居民将闲置资金进行多元化投资，从而促进资本市场发展，因此 NISA 本质上是个人储蓄投资于资本市场而设立的免税账户，投资收益同样享受免除 20.315% 资本利得税的优惠。截至 2020 年，NISA 的资产规模为 22.02 万亿日元，同比增长 21.11%。

图 56: NISA 资产规模及增长率



资料来源：日本金融厅，光大证券研究所整理

NISA 主要分为一般 NISA、少年 NISA 以及小额累积 NISA 三种类型。相较一般 NISA，少年 NISA 主要针对不满 20 岁的青少年，小额累积 NISA 免税时间长，投资的产品相对有限。NISA 的三种类型基本覆盖了日本不同年龄、风险偏好、免税需求的公民，截至 2020 年 Q3，NISA 共有 1568 万个账户。

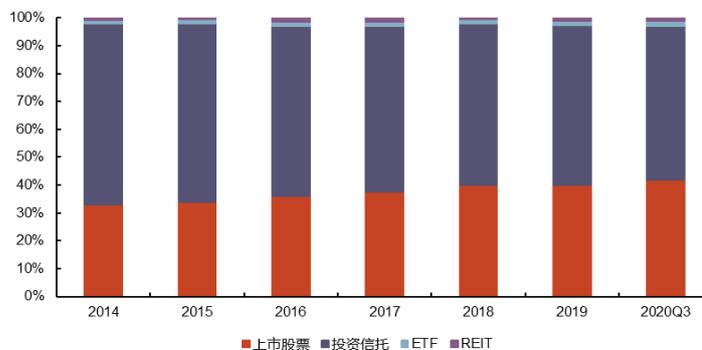
表 15: NISA 类型

类型	少年 NISA	一般 NISA	小额累积 NISA
适用年龄	0-19 岁	20 岁以上	20 岁以上
每年投资上限 (万日元)	80	120	40
免税期限	5 年	5 年	20 年
可投资期限	10 年	10 年	-
账户数 (万个)	45	1221	302
资产规模 (亿日元)	2550	213337	6878

资料来源：日本金融厅，光大证券研究所整理

从资产配置来看，NISA 主要投资于上市股票以及投资信托。截至 2020 年 Q3，上市股票/投资信托的配置比例分别为 41.9%/55.3%，交易型开放式指数基金(ETF)以及房地产信托投资基金（REIT）的配置相对较少，整体而言基本维持在 2%-3%左右，体现了 NISA 参与者更偏向于风险收益型。

图 57：NISA 资产配置情况



资料来源：日本金融厅，光大证券研究所整理

从第三支柱的海外经验来看，税收优惠推动各国第三支柱快速发展。美国个人退休储蓄账户中 EET 模式的传统 IRA 占据主导，TEE 模式的罗斯型 IRA 近期发展较快，其运营采取开放式方式，银行、证券、基金、保险等金融机构均参与其中。日本的第三支柱养老金计划分为 iDeCo 和 NISA 两种，二者叠加覆盖了日本全体公民，公民个人可以自主选择养老金投资产品并享受税收优惠，其资产运营管理取得了较好的成绩。

借鉴海外经验，为推动我国第三支柱养老金实现高速高质量增长，需要加快实现养老金从现收现付制的 DB 型计划向基金积累制的 DC 型计划转型，建立健全税收优惠政策，完善和丰富个人账户类型，据以设定不同的优惠利率及额度，推动构建第二支柱账户与第三支柱个人账户的联动机制。既要促进产品创新、丰富养老产品的多样性，又要规范产品准入和监管，增强第三支柱养老金防范个人养老风险的能力，切实发挥其健全我国养老保障体系的关键效用。

5、投资建议

我国老龄化程度不断加深，对标海外养老金体系的成熟经验，我国养老金整体规模势单力薄、三大支柱发展不平衡，亟待借鉴海外国家三支柱投资运营的模式与特点。在政策不断鼓励养老保险第二和第三支柱建设及推动养老基金在资本市场上扩大占比的背景下，我国第二支柱及第三支柱存在极大发展潜力。根据海外经验来看，保险公司在养老金投资运营方面占据重要地位，肩负专业化运作养老金第二支柱、进一步补充发展养老金第三支柱的重任。面对养老产业的巨额潜在规模，未来保险行业将获得更多发展机会及长期利润增长空间。建议关注具有先发优势、多线布局养老产业、客户资源较为丰富且内含价值相对稳健的大型保险公司中国平安、中国太保。

6、风险提示

(1) **监管部门政策变动。**监管部门对保险行业的从严监管或其他政策变动将影响行业竞争及长期发展格局,政策红利不及预期将影响整体行业的改革转型节奏。

(2) **疫情大范围内反复。**疫情短期内出现区域性反复,控制不力或将导致大面积反复,影响代理人展业活动,对 NBV 增长不利。

(3) **利率下行超预期。**在货币政策宽松的预期下,市场利率下行加剧,影响保险资金投资端新增资产净投资收益,从而对税前利润及 ROE 产生不利影响。

(4) **养老产业布局不及预期。**养老产业的相关布局可能会带来公司发展方向、盈利模式的变化,存在经营风险。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，也不将与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------