



Research and  
Development Center

# 时不我待：我国三支柱养老体系建设

——对比美国、日本分析

非银行金融行业

2021年04月06日

证券研究报告

行业研究

专题研究报告

保险行业

投资评级 看好

上次评级 看好

王筋朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: +86 (010) 83326877

邮箱: [Wangfangzhao@cindasc.com](mailto:Wangfangzhao@cindasc.com)

朱丁宁 研究助理

邮箱: [zhudingning@cindasc.com](mailto:zhudingning@cindasc.com)

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 时不我待：我国三支柱养老体系建设

2021年04月06日

### 本期内容提要：

- **老龄化加速背景下，第三支柱商业养老体系亟需快速发展。**我国老龄化、少子化加剧，抚养比增加，我国养老面临的压力与日俱增。中国65岁以上老龄人口占比趋势不断上升，2019年占比已达12.6%，出生率已降至10.5%，已进入超少子化社会。较高的老龄化和少子化导致抚养比持续上升，已从2000年7%提升至2019年的17.8%，劳动人口养老压力与日剧增。此外，我国进入老龄化进程较快（25年，远低于美国72年），且未富先老问题严峻。2019年人均GDP刚过1万美元，对应65岁以上老龄人口12.6%。在同期老龄化水平下，美国人均GDP（2008）达到5.1万美元，日本人均GDP（1992）3.1万美元。
- **美国和日本均建立了较为完善的私人养老金体系。**三支柱为全球的主流模式，美国和日本发展较为完善。**美国：以二三支柱为主，占比超90%。**401(k)递延税优计划促进了第二支柱的发展。此外401(k)投资以公募基金为主，投资权益市场的占比将近一半，推动了DC计划占比提升。二三支柱转移制度以及税收优惠推动第三支柱IRA的快速增长，且IRA权益投资比例也近50%。**日本：公共养老金和企业养老金规模相近。**GPIF市场化投资推动了第一支柱的发展。截止2020年3月，GPIF投资股票的比例达到51.1%，在OECD国家中位列前五。第二支柱发展源于第一支柱企业负担比例相对较低（9.15%vs中国20%），同时具备税收优惠。例如，厚生年金基金缴费全额扣除，支付确定型年金（DB）每年扣除的缴费限额为5万日元。同时领取环节设置了较高的扣除项目。同样，税收优惠和扩大受益范围推动第三支柱iDeCo和NISA的发展，NISA覆盖所有年龄段所有人群，iDeCo覆盖范围也扩张至20-59岁所有人群。税收方面，iDeCo投资收益税率和领取税率均为0，NISA前五年可享受20%的资本利得税收免除。
- **中国第三支柱仍处于初级阶段，制度设计亟待改进。**中国一二支柱养老保障体系的缺陷（第一支柱保障程度较低，替代率逐年下滑，财政支柱压力逐年加大，第二支柱覆盖面小，惠及人群有限）亟需第三支柱来补足。我国第三支柱规模尚小，源于1) 税延养老险覆盖面较窄且税收优惠力度较小，2) 养老目标基金尚处于发展初期且不具备税收优惠。借鉴美国和日本的经验，中国未来可以从6个方面来推动第三支柱的发展，1) 提升税收优惠力度，设置合理税优上限，在领取阶段加大扣除额度，2) 税收范围涉及更多无雇主、低收入以及自由职业者等人群，并对不同人群（收入水平、是否被雇主养老金覆盖等）设置差异化税优政策，提升公平性，3) 加强税延养老险和政府养老金账户以及企业年金账户之间的转化，对三支柱间的缴费、税优以及基金转移等方面做好衔接。4) 丰富养老金融产品和服务，推动养老基金、专属养老保险等多样化产品发展，5) 优化养老金入市，打开养老金投资权益比例上限。6) 将产品制转为账户制，实现资金和信息的统一，便利税优的登

记。

- **投资评级：**随着老龄化的不断加剧，第三支柱将成为未来我国养老体系重点发力的方向。借鉴海外发展经验，我国亟需设立以账户制为载体、国家财政给予税收支持、资金市场化运营、账户之间可转移的个人养老金制度。面对较大的养老险发展空间，近年来险企均大力布局健康和养老产业，以求通过差异化服务来提升客户粘性，抢占市场，反哺保费的增长。我们看好养老产业发展对保费增长的长期拉动作用。推荐大健康大养老产业链布局完善的中国太保。

**风险因素：**宏观经济下行；第三支柱政策落地不及预期；养老产业建设进程不及预期

## 目录

一、老龄化加速背景下，第三支柱商业养老体系亟需快速发展	6
二、美国养老体系	7
(一) 第一支柱-公共养老金(OASDI)	8
(二) 第二支柱-雇主养老金计划(DB和DC)	8
(三) 第三支柱-个人退休金计划(IRA)	11
三、日本养老体系	13
(一) 第一支柱：公共养老金(国民年金+厚生年金)	15
(二) 第二支柱：企业补充养老金计划-以DB和DC为主	17
(三) 第三支柱：个人养老金计划-iDeCo和NISA	19
四、中国养老体系	20
(一) 中国养老保险体系存在缺陷	21
(二) 借鉴海外经验	29
五、投资建议	33
六、风险因素	33

## 表目录

表 1: 老龄化到深度老龄化用时(年)	6
表 2: DB和DC对比	9
表 3: IRA vs Roth IRA	12
表 4: 日本养老保险体系	14
表 5: iDeCo与NISA比较	19
表 6: 2019年中美三支柱对比	21
表 7: 各国企业年金征税模式比较	25
表 8: 商业养老保险相关政策	26
表 9: 获批经营税延养老保险业务的保险公司	26
表 10: 税延养老险 EET	27
表 11: 专属养老保险产品试点推出	29
表 12: 各险企养老产业布局	31
表 13: 产品制和账户制对比	32

## 图目录

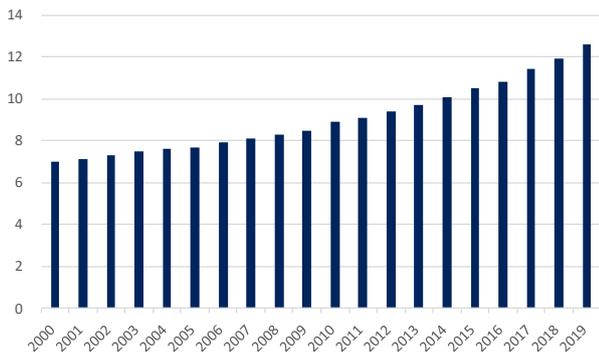
图 1: 中国 65 岁以上老龄人口占比	6
图 2: 抚养比上升	6
图 3: 出生人口(万人)和出生率	6
图 4: 企业职工基本养老保险收支结余-财政补贴(亿元)	7
图 5: 美国养老保险体系	8
图 6: 2019 年养老金各规模占比	8
图 7: DC 和 IRA 为美国私人养老体系的重要组成	8
图 8: DB 计划和 DC 计划占比	9
图 9: 401(k)计划是 DC 的主要类型	9
图 10: DC 计划共同基金持有占比	10
图 11: DC 共同基金投资资产结构	10
图 12: 美国目标日期和目标风险基金占比	11
图 13: 美国目标日期基金资产规模分投资者(十亿美元)	11
图 14: 美国三大基金公司目标日期基金权益类资产下滑曲线	11
图 15: IRA 规模(十亿美元)及增长	12
图 16: Roth IRA 占比有所提升	12
图 17: 美国传统 IRA 主要来源于转账(十亿美元)	12

图 18: IRA 计划共同基金投资占比	13
图 19: IRA 计划共同基金投资资产结构	13
图 20: 中国和日本 65 岁以上老龄人口占比	13
图 21: 出生率	13
图 22: 日本养老金体系 (截止 2019 年 3 月)	14
图 23: iDeco 规模 (十亿日元) 及增速	15
图 24: NISA 规模 (亿日元) 与增速	15
图 25: GPIF 投资资产	16
图 26: GPIF 资产规模 (亿日元)	16
图 27: 国内股票和国外股票占比	16
图 28: 2018 年 OECD 国家公共养老金储备基金规模和占 GDP 比重	16
图 29: GPIF 权益投资占比位居 OECD 国家前列	17
图 30: 养老金定率扣除	18
图 31: 养老金定率扣除	18
图 32: 退职所得扣除额	18
图 33: iDeCo 缴费扣除额度	19
图 34: iDeco 投资工具占比	20
图 35: NISA 投资工具占比	20
图 36: 中国养老保险体系	21
图 37: 养老金替代率 (统筹范围内离退休人员月人均基本养老金/城镇就业人员平均工资)	22
图 38: 基本养老保险参保人数 (万人)	22
图 39: 基本养老保险基金累计结存 (亿元) 增速放缓	22
图 40: 基本养老保险基金收入和支出 (亿元)	23
图 41: 企业职工基本养老保险财政补贴 (亿元)	23
图 42: 企业职工基本养老保险基金盈余和实际盈余 (亿元)	23
图 43: 社会保险基金区域不平衡 (亿元)	23
图 44: 投资收益率 (%)	24
图 45: 社保基金投资资产结构	24
图 46: 企业年金覆盖人数 (万人) 及占比	24
图 47: 企业年金覆盖企业 (万家) 及占比	24
图 48: 三类税延养老产品	27
图 49: 目标日期基金和目标风险基金占比 (2020)	28
图 50: 目标风险基金期限分布 (截止 2020 年)	28
图 51: 目标日期基金期限分布 (截止 2020 年)	28
图 52: 目标日期基金投资类型按规模分 (2020)	28
图 53: 目标风险基金投资类型按规模分 (2020)	28
图 54: 美国被雇主养老金计划覆盖人员的 IRA 缴费标准	30
图 55: 有工作但未被雇主养老金计划覆盖人群的 IRA 缴费标准	30

## 一、老龄化加速背景下，第三支柱商业养老体系亟需快速发展

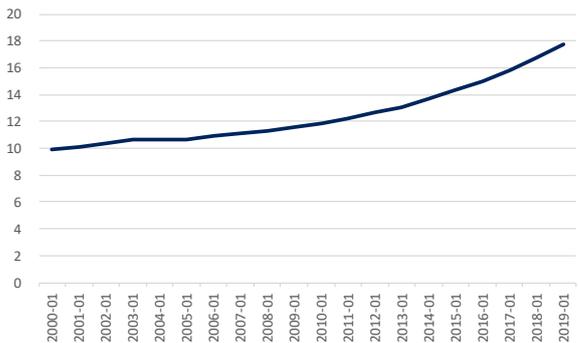
老龄化少子化加剧，抚养比增加，养老面临的压力与日俱增。根据联合国新标准规定，一个地区 65 岁以上的老人占总人口的 7%，即称为“老龄化社会”。中国 65 岁以上老龄人口占比趋势不断上升，2019 年占比已达 12.6%，显示老龄化压力逐年增大。此外，少子化问题也日益严峻。出生人数自 2016 年见顶后已连续三年下滑，2019 年出生率已降至 10.5%，已进入超少子化社会（出生率小于 11%）。较高的老龄化和少子化导致抚养比持续上升，劳动人口养老压力与日剧增。老年人口抚养比从 2000 年 7% 提升至 2019 年的 17.8%，意味着 5.61 个劳动人口赡养 1 位老人，而 2000 年则是 14.28 个劳动人口赡养 1 位老人。老龄化加剧和子女赡养负担的增加使得完善养老保障体系的需求与日俱增。

图 1：中国 65 岁以上老龄人口占比 (%)



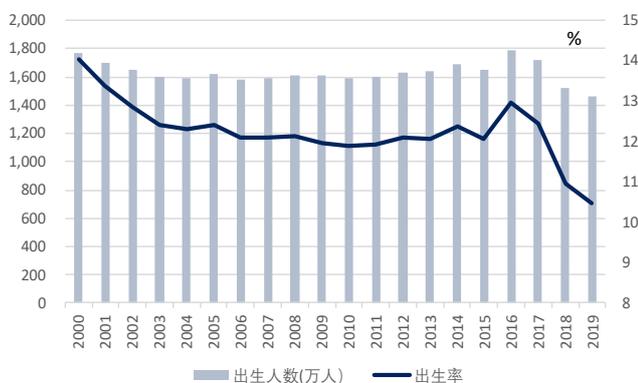
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：抚养比上升 (%)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：出生人口 (万人) 和出生率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

我国进入老龄化进程较快，且未富先老问题严峻。按联合国标准，一个地区 65 岁以上人口占比超过 14% 则进入深度老龄化社会。法国、新西兰、美国等发达国家从老龄化进入深度老龄化用时相对较长，法国用时 115 年，新西兰用时 76 年，美国用时 72 年。相比之下，日本和中国较快进入深度老龄化社会，日本耗时 24 年，中国预计耗时 25 年，短于下述国家平均用时 49 年。此外，发达国家经济发展与老龄化同步，进入老龄化社会时人均 GDP 早已越过 5000-10000 美元。而中国目前尚未实现现代化，经济尚不发达，2019 年人均 GDP 刚过 1 万美元，对应 65 岁以上老龄人口 12.6%。在同期老龄化水平下，美国人均 GDP (2008) 达到 5.1 万美元，日本人均 GDP (1992) 3.1 万美元。

表 1：老龄化到深度老龄化用时 (年)

	65 岁以上人口占比 7% (年份)	65 岁以上人口占比 14% (年份)	用时 (年)
法国	1864	1979	115
新西兰	1938	2014	76

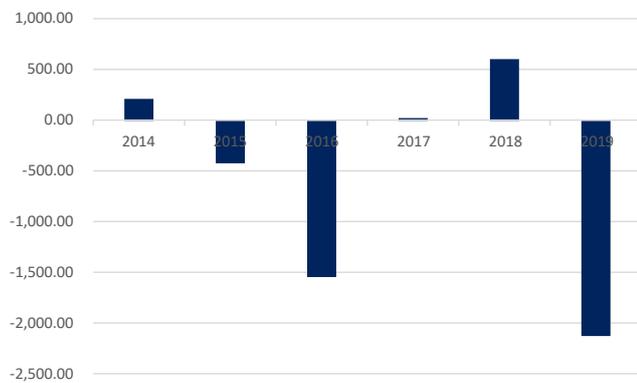
美国	1942	2014	72
澳大利亚	1948	2012	64
加拿大	1952	2010	58
西班牙	1939	1992	53
意大利	1936	1988	52
俄罗斯	1967	2017	50
波兰	1966	2012	46
英国	1929	1975	46
乌克兰	1956	2001	45
德国	1932	1972	40
中国 (HK)	1983	2013	30
中国 (PRC)	2000	2025	25
日本	1971	1995	24
新加坡	1999	2021	22
韩国	2000	2018	18

资料来源: National institute of Aging the United States、信达证券研发中心

**人口老龄化导致社保收支矛盾凸显,养老金缺口增加。**随着老龄化的加剧,计划经济时代未缴纳社保人群享受着养老金福利,养老金缺口日益扩大。2019年社保基金收支余额 3455 亿元,剔除财政补贴后实际盈余-2132.7 亿元,已多年为负。同时区域之间不平衡矛盾突出,其中黑龙江社保基金从 2016 年起累计结余转负。根据社科院《中国养老金精算报告 2019-2050》预测,城镇职工基本养老保险基金到 2035 年有耗尽可能。

我国目前养老金体系以第一支柱为主,高度依赖国家养老,而二三支柱发展和海外相比明显不足,且缺乏长线以机构主导的投资资金。去年以来,国家也不断发声鼓励发展个人自愿参与的第三支柱养老储蓄计划,缓解政府养老的压力。本篇将对照美国和日本在养老金发展上的重要举措,探究制约我国养老金发展的问题,并提出解决方案,以弥补当前老龄化日益加剧背景下的养老金缺口。

图 4: 企业职工基本养老保险收支结余-财政补贴 (亿元)



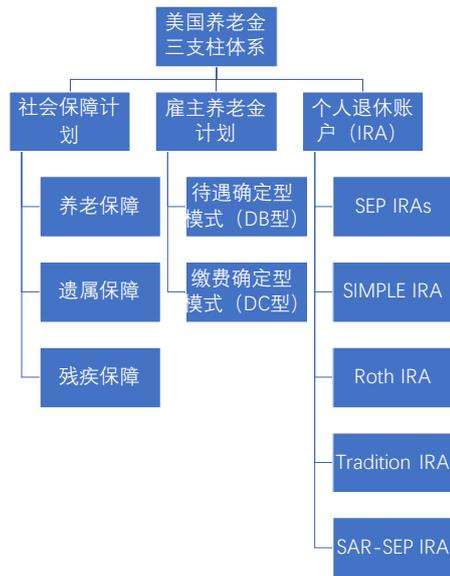
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、美国养老体系

美国养老金体系由三大支柱构成。第一支柱为强制性的联邦公共养老金体系,第二支柱为雇主养老金计划,包括确定收益型 DB 计划和确定缴费型 DC 计划,第三支柱为个人养老金账户,包括个人退休账户 IRA 和商业养老保险。第二支柱和第三支柱为最主要养老资产贡献,合计占比超过 90%。截止 2019 年,第二支柱雇主发起式养老金计划总资产达到 19.14 万亿美元,占比达 54.11%,其中 DB 计划 10 万亿美元,DC 计划 9.1 万亿美元。第三支柱个人养老金资产规模为 13.3 万亿美元,其中 IRA 规模 11 万亿元,年金资产 2.3 万亿美元。第一支柱 2.9 万亿美元,占比基本保持在 10%左右。

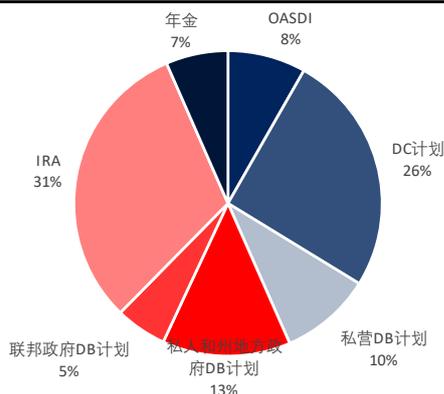
二三支柱中，DC 和 IRA 计划为美国私人养老体系的重要构成。截止 2019 年 DC 计划和 IRA 计划分别占据美国养老金资产的 26%和 31%，占比多年来稳步提升，两者合计占养老金的比例近 60%。

图 5: 美国养老保险体系



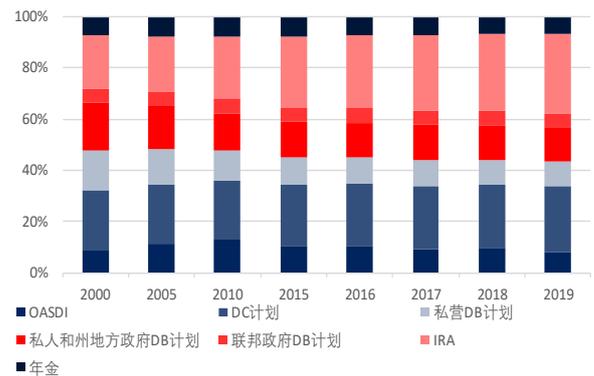
资料来源: 信达证券研发中心

图 6: 2019 年养老金各规模占比



资料来源: ICI, SSA, 信达证券研发中心

图 7: DC 和 IRA 为美国私人养老体系的重要组成



资料来源: ICI, SSA, 信达证券研发中心

### (一) 第一支柱——公共养老金(OASDI)

养老金第一支柱起源于 1935 年颁布的《社会保障法案》，为强制性联邦公共养老金，分为养老及遗嘱保障(OASI)和残障保险(DI)，也称为联邦养老保险计划(OASDI)，目前已实现广覆盖。OASDI 由美国联邦政府统筹，采用现收现付制度，资金来源主要是联邦政府统一征收的社会保障税(以雇员工资为纳税基数，征收雇员工资总数的 15.3%，雇员和雇主分别缴纳 7.65%，其中 12.4%纳入 OASDI)，而后进入美国社会保障署(SSA)设立的社会保障基金，并委托 OASDI 信托基金投资。OASDI 在基金投资上相对保守，主要购买国家发行的特殊债券。此外该类债券不允许上市流通，收益率相对稳定，收益率通常取决于美国国债利率。同时该计划下政府提供兑付担保，在遇到基金收不抵支时可提前兑付。截止 2019 年，OASDI 规模 2.9 万亿美元，占养老金规模的 8.2%。随着婴儿潮时期人口步入老龄化，较为保守的投资策略以及现收现付制度使得 OASDI 资金面临较大的给付压力。

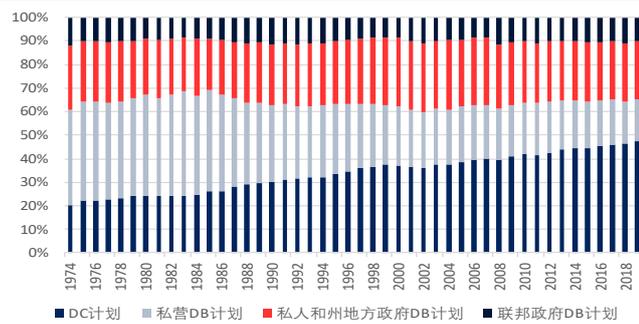
### (二) 第二支柱——雇主养老金计划(DB 和 DC)

第二支柱雇主养老金计划起源于 1974 年美国国会通过的《雇员退休收入保障法案》(ERISA)，分为待遇确定型

(DB)计划和缴费确定型(DC)计划,同时设立了养老福利担保公司(PBGC)。DB计划分为私人部门DB、州政府和联邦政府DB,以州和地方政府为主导。DC计划可分为服务于公司雇员的401(k)、服务于教育以及非盈利组织的403B,以及服务于州政府、地方政府和联邦政府的457和TSP,其中401(k)占比超过70%,为DC计划的主体。

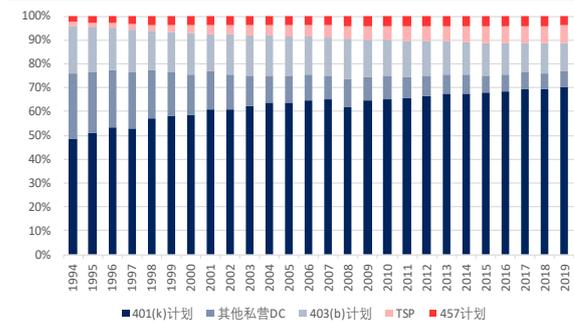
- **DB计划:**由企业承担投资以及给付责任,保证养老金计划参与者在退休后每月领取的养老金数量是确定的。20世纪70年代前采用现收现付制度,由企业筹措资金负担当期退休金。1974年后改为基金累积制,将退休金和企业资产分离,但仍然由雇主承担投资风险。若养老金出现给付困难时,则由养老福利担保公司提供最低收入保障。雇主养老金计划成立之初以DB计划为主,尽管占第二支柱比重从1974年的80%逐年下降至2019年的53%,但仍是主要贡献。
- **DC计划:**1981年401(k)计划正式落地,通过建立雇员延迟纳税储蓄计划来鼓励美国居民加大养老储蓄,越来越多雇主开始转向DC计划,即雇主为雇员建立个人账户,由雇主和雇员定期共同向账户缴费,缴费费率确定而退休待遇不确定,账户中本金和投资收益归雇员所有,雇员拥有投资选择权同时也承担账户资产投资所有风险。DC计划不受养老福利担保公司担保。目前DC计划已成为主流,且401(k)成为DC计划的主要类型,占比超过70%。DC相比DB主要优势有:1)DC计划雇主缴费部分可随工作变动而转移。2)DC计划雇员具有自主投资选择权并承担风险,降低了企业的压力,3)401(k)采取递延纳税,降低了雇员的税赋。

图 8: DB 计划和 DC 计划占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 401(k)计划是 DC 的主要类型



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 2: DB 和 DC 对比

	支付确定型 (DB)	缴费确定型 (DC)
区别	明确职工待遇水平, 但企业缴费过重并承担基金风险, 精算比较复杂	退休后职工待遇不确定, 账户和基金投资风险由职工承担
缴费主体	雇主定期缴费	雇主和雇员共同缴费, 实行个人账户管理
缴费方式	根据退休前工资水平、工作时间等参数按特定公式计算	固定费率缴费
是否可转移	不能, 若雇员工作调动, 雇主缴纳部分将被没收	可以, 可随工作变动转移账户
投资风险	雇主承担投资管理所有风险	雇员拥有投资选择权, 同时承担投资所有风险
投保与否	可向 PBGC 投保, 以获得破产时对参加者的赔偿	不可向 PBGC 投保

资料来源: 信达证券研发中心

## 1、税收优惠

第二支柱确定缴费型 DC 计划中的 401(k)计划采用 EET 模式(即缴费和投资收益免税, 支付受领征税)。雇员参

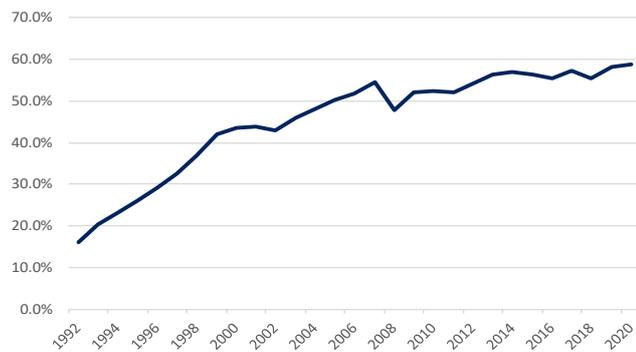
与雇主养老金计划缴费当期免税，而领取收税。考虑到退休后收入较低，累进税率下退休后缴税可享受更多税率优惠。另外，投资部分账户增值的资本利得包括分红、投资收益、利息收入等免征资本增值税（个人投资则需要征收），大大提升雇员参与雇主养老金计划吸引力。

## 2、投资运营

雇主可将养老金资产委托给受托人管理，由受托人决定资产配置，也可以由参与者自行主导资产配置，由雇主提供投资菜单（一般包括国内外股票基金、债券基金、目标日期基金等），供雇员选择，并自行承担风险。企业根据雇员所选定方式，再委派个人、集体组织或委员会作为受托人，进行代客理财运作。受托人一般为基金公司、保险公司、投资顾问公司等专业金融机构。管理方式上可提供混合式服务，即提供集养老计划投资管理、账户管理、资产托管以及投资管理等服务于身的一站式服务，也可提供分离式安排，即选择不同专业机构进行分离式管理。

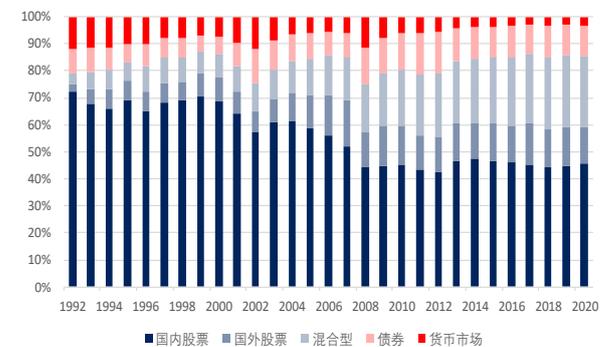
**共同基金为主要投资方向。**DC 计划将近一半的资产投入共同基金。截止 2020 年底，DC 计划持有共同基金 5.7 万亿美元，占比 58.8%。从 DC 共同基金配置来看，股票型基金配置占比最高，为 59.6%，其中国内股票占比 45.6%，国外股票占比 13.5%。尽管股票市场投资占比从 2000 年左右的高点 70-80% 减至目前的 60% 左右，但仍然是最主要配置。

图 10: DC 计划共同基金持有占比



资料来源: ICI, 信达证券研发中心

图 11: DC 共同基金投资资产结构

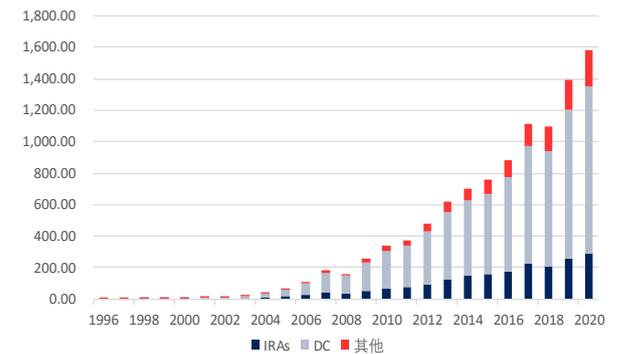


资料来源: ICI, 信达证券研发中心

**养老金投资以 FOF 为主，其中目标日期型基金快速增长。**养老金主要通过 FOF 运作，分为目标日期基金和目标风险基金。目标日期基金是根据投资者预计退休年份作为目标日期，力求在退休时提供能覆盖退休生活所需的投资收益。其资产配置与投资者生命周期和风险偏好挂钩，核心是在年轻时因抗风险能力较强，就配置更多的股票资产，而临近退休时，因抗风险能力较弱，则会降低股票的配置比例，追求更加稳妥的债券配置。目标日期基金较好地契合了投资者随年龄增长风险承受能力下降的特质。目标风险基金在成立时便设定了不同预期风险收益，以成长型、稳健型、保守型分类。尽管目标风险基金成立较早，但目标日期基金实现快速发展，已成为养老资产的主要投资方向。截止 2020 年，美国养老目标基金总规模 1.99 万亿美元，其中目标日期基金 1.59 万亿美元，占比 80%，2010-2020 年复合增速达 16.7%。其中 DC 计划和 IRA 计划是目标日期基金的重要投资者，规模分别为 1.06 万亿美元和 0.3 万亿美元，合计占比 85.4%。

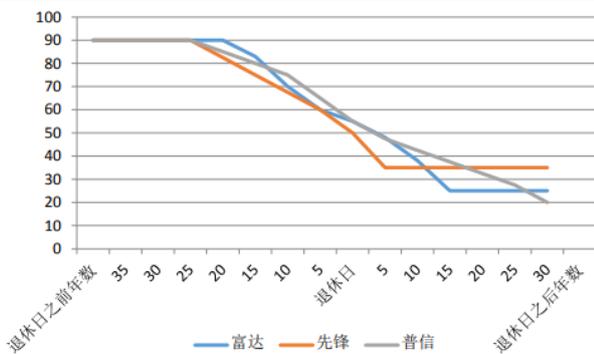
**图 12: 美国目标日期和目标风险基金占比**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 13: 美国目标日期基金资产规模分投资者 (十亿美元)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

目标日期基金权益类配置比较高, 投资回报收益较高。先锋、富达、普信目标日期基金配置权益类资产比例在距离退休日 25 年以上时配置权益类资产达 90%, 且随着目标日期的临近, 权益类资产配置比例仍然高达 50%。

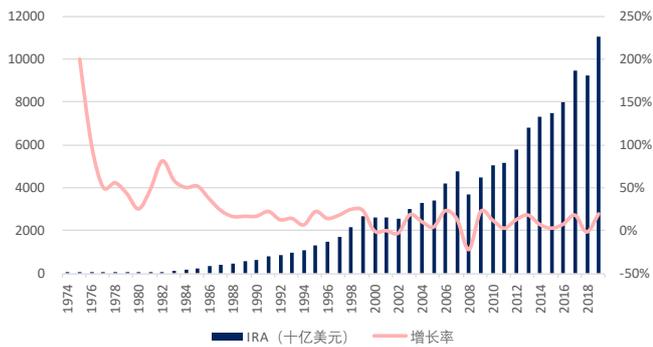
**图 14: 美国三大基金公司目标日期基金权益类资产下滑曲线 (%)**


资料来源: Morningstar, 信达证券研发中心

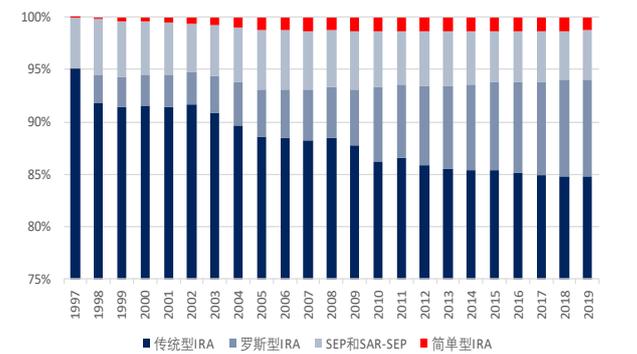
### (三) 第三支柱——个人退休金计划 (IRA)

IRA 为第三支柱重要组成部分, 于 1974 年《雇员退休收入保障法案》(ERISA 法案) 签署产生。IRA 是个人自愿参与的补充养老金计划, 是面向任何纳税者的一种个人退休储蓄计划。IRA 产生的背景是 70 年代美国经济处于滞涨状态, 通胀和失业率加剧制约人民生活水平的提升, 政府鼓励没有被第二支柱雇主养老金覆盖的人群通过建立税收递延退休账户来享受税收优惠同时实现退休资产的积累, 并且准许因工作变更和退休人员将雇主养老金转移至 IRA 账户继续实现资产的保值增值。1981 年国会通过《经济复苏税法》后, 凡是 70.5 岁以下所有纳税人均可开立 IRA 账户, 不管是否拥有第二支柱养老金计划, 但缴费额度因个人收入不同而有不同规定。IRA 具备**税收优惠、缴费灵活、资产转存、自主投资**等功能, 目前已和 DC 计划成为私人养老金体系最大的组成部分。

IRA 分为传统型 IRA、雇主发起型 IRA 和 Roth IRA。IRA 起初并无雇主参与, 是典型的第三支柱养老金产品; 传统型 IRA 由个人单独设立, 也可由企业代为设立, 但需由个人委托符合条件的第三方金融机构管理; 雇主发起型 IRA 始于 1978 年税法修订, 为独资、合伙以及自雇者创设了 SEP IRA。1996 年, 美国国会又通过《小企业工作保护法案》, 为小企业创设了 SIMPLE IRA。Roth IRAs 于 1997 年《税赋缓解法案》颁布后成立, 采用 TEE 模式, 即以税后收入缴费, 但投资收益免税, 在领取时无需缴纳收入税。其他类型 IRA 可将账户资产转移至 Roth IRAs。目前传统型 IRA 仍为主导, Roth IRA 占比近年来有所提升。截止 2019 年, 传统型 IRA 资产规模为 9.35 万亿美元, 占比 84.81%, 较 2000 年下降 6.75pct, 但仍然占据最大份额。Roth IRA 规模 1.02 万亿美元, 占比 9.25%, 较 2000 年上升 6.3pct, 近年来占比提升主要因为 1) 无年龄限制, 覆盖面更广, 2) 账户资金提取更灵活, 不受到达 70.5 岁必须提取的约束。

**图 15: IRA 规模 (十亿美元) 及增长**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 16: Roth IRA 占比有所提升**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**表 3: IRA vs Roth IRA**

	传统 IRA	Roth IRA
<b>试用对象</b>	有报税收入, 未满 70.5 岁均可参加; 配偶若无收入, 也可设立配偶 IRA	无年龄限制。2020 年为夫妻联合报税, 收入不超过 206000 美元, 单身收入不超过 139000 美元; 高收入人群不能参与
<b>税收</b>	EET, 缴费环节可税前扣除, 投资收益延迟缴税	TEE, 按税后收入缴费, 投资收益免税
<b>领取</b>	59.5 岁可以往外提取本金和利息, 70.5 岁必须开始提取; 除规定情况外, 59.5 岁以前提取, 除了要交所得税, 还要交 10% 罚款。	年龄超过 59.5 岁, 且第一次存入的款项已超过 5 年, 提取时可完全免税; 年龄小于 59.5 岁, 若第一次存款超过 5 年, 且用于第一次购房、伤残、死亡等特殊情况, 无需缴纳 10% 罚款; 70.5 岁以后仍可以不提取
<b>每年存入上限</b>	50 岁以下上限 6000 美元, 50 岁以上上限 7000 美元, 两账户共享额度	50 岁以下上限 6000 美元, 50 岁以上上限 7000 美元, 两账户共享额度

资料来源: 信达证券研发中心

**IRA 被赋予转账功能。**当雇员退休或工作变动时, IRA 能承接 401(k) 计划转移的资产, 并继续享受税收减免, 极大促进了第三支柱的发展。IRA 中最大的资金来源于第二支柱的转移, 而直接缴费的占比较小, 且主要来自于低收入人群 (IRA 允许没有被雇主养老金覆盖的人群, 当收入低于一定额度也可以向 IRA 缴费)。截止 2017 年, IRA 转存资产达 4630 亿美元, 占比达到 96%, 直接缴纳的仅 188 亿美元。“转账”这一制度赋予了 IRA 归集各类私人养老金功能, 推动 IRA 规模提升。

**图 17: 美国传统 IRA 主要来源于转账 (十亿美元)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 1、税收优惠

第三支柱 IRA 计划中传统型 IRA 与 401(k) 一样, 采取 EET 模式, 个人存入 IRA 账户的缴费全部或部分再应税收入中扣除, 投资收益延期缴税, 退休后领取缴税。而 Roth IRA 则采用 TEE 模式, 即缴纳时不能享受税前优惠, 而投资收益和本金收益领取不需缴纳个人所得税。IRA 每年存入上限为 6000 美元, 若超过 50 岁则上限为

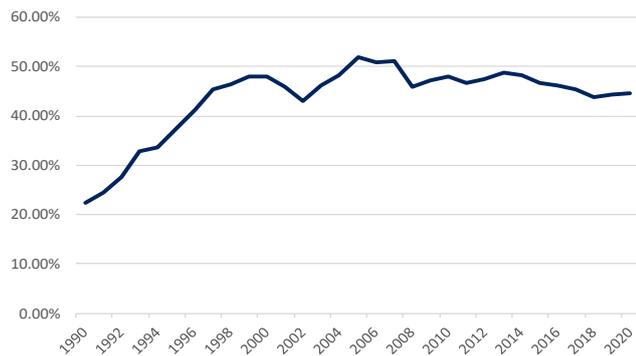
7000 美元。

## 2、投资运营

IRA 账户由个人设立并自行管理，开户银行以及公司可提供投资建议，个人可根据自身风险偏好进行投资管理并自负盈亏。

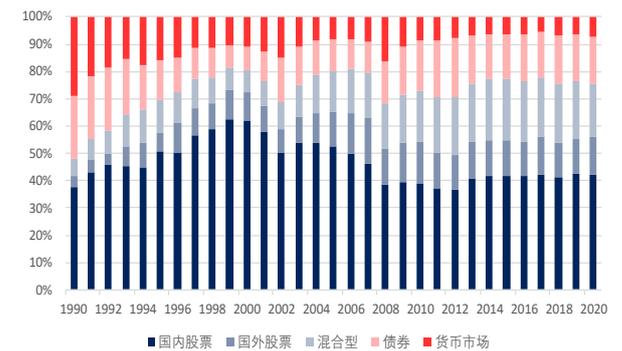
**共同基金为主要投资方向，股票型基金配置占比较高。**IRA 计划对共同基金配置占比较大，2020 年 IRA 持有共同基金 5.45 万亿美元，占比为 44.7%。从共同基金配置来看，股票市场配置占比最高，为 56.18%，占比从 2000 年左右的高点 70-80% 有所下降，其中国内股票占比 42.3%，国外股票占比 13.9%，其次是混合型基金，占比 19.5%，债券市场和货币市场基金占比分别为 24.4%。

图 18: IRA 计划共同基金投资占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: IRA 计划共同基金投资资产结构

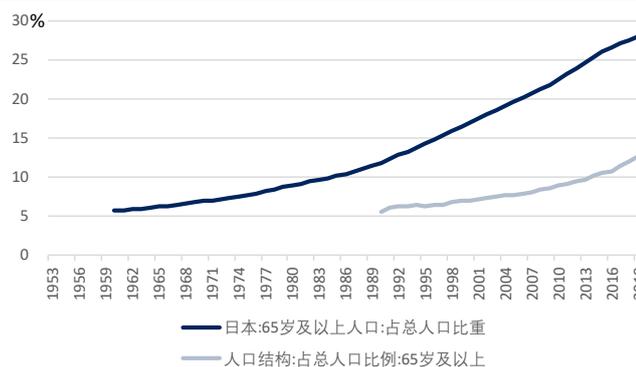


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 三、日本养老体系

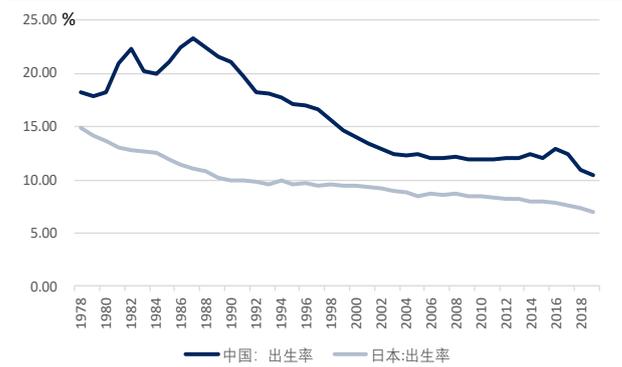
中国老龄化趋势和日本较为相似，2019 年已达到日本 20 世纪 80 年代水平，且出生率水平也已接近日本 80 年代水平。此外，考虑到中国和日本储蓄率均高于欧美国家，因此对日本养老金体系和投资的研究对我国养老金发展有较大的借鉴意义。

图 20: 中国和日本 65 岁以上老龄人口占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21: 出生率

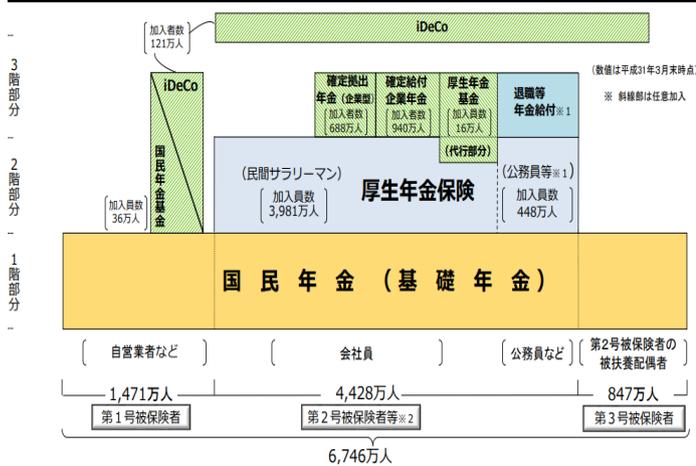


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

日本养老保险体系由三大支柱构成，即公共养老金制度、企业补充养老金制度和个人储蓄养老金制度。公共养老金用来保证最基本的养老需求，分两层：第一层是国民年金，规定居住在日本的年龄在 20 岁到 59 岁的所有人（包括外籍居民）均需加入国民年金。第二层是与收入相关联的厚生年金和共济年金，即在国民年金基础上，区分企业雇员和公务员分别实施厚生养老金和共济养老金。2015 年后厚生与共济年金并轨。第二支柱企业补充养老金以确定给付型计划（DB）和确定缴费型计划（DC）为主，包括厚生年金基金（已停止）、合格退职金（已停止）、DB 计划、DC 计划、中小企业退职金共济制度、一次性退职金。第三支柱个人养老金计划包括 2001 年设

立的个人型 DC 计划 (iDeCo) 和 2014 年设立的个人储蓄账户计划 (NISA)。

图 22: 日本养老金体系 (截止 2019 年 3 月)



资料来源: 厚生劳动省, 信达证券研发中心

日本公共养老金和私人养老金规模相近。截止 2020 年 3 月, 日本政府养老金投资基金 (GPIF) 资产规模达 179 万亿日元, 占 GDP 的 33.8%。根据 OECD 报告, 截止 2018 年, 日本私人养老金 (企业养老金+个人养老金, 除去一次性退职金) 规模 1.4 万亿美元, 约 154 万亿日元 (1 美元=110 日元), 占 GDP 的 28.35%。而第三支柱个人养老金规模较小。截止 2020 年 3 月末, 个人养老金规模为 24.17 万亿日元, 占 GDP 的比重为 4.6%, 其中 iDeCo 规模 2.17 万亿日元, 同比+14.2%。2020 年 NISA 规模为 22 万亿日元, 同比+21.1%。

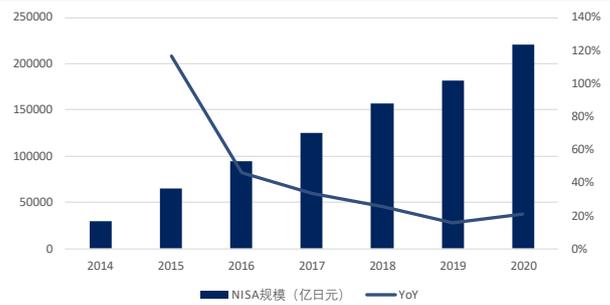
表 4: 日本养老保险体系

	保险金	性质	规模 (万亿日元)	截止日期	覆盖人数 (万人, 截止 2019.3)
第一支柱	国民年金				6746
	厚生年金	强制性	GPIF 累计规模 179	2020.3	4429 (含公务员 448 万人)
	厚生年金基金 (已停止)		5	2017	16
	合格退職金 (已停止)				
第二支柱	DB 计划	企业自愿加	69	2018.3	940
	DC 计划	入	14.4	2019.3	688
	中小企业退職金共济制度		5.1	2021.1	356 (截止 2021.1)
	一次性退职金		NA (规模较大)	NA	NA
第三支柱	iDeCo (个人 DC 计划)	个人自愿加	2.17	2020.3	121
	NISA	入	22	2020.12	

资料来源: GPIF、企业年金联合会、中小企业退職金共济机构、国民年金基金联合会、日本金融厅、信达证券研发中心

**图 23: iDeco 规模 (十亿日元) 及增速**


资料来源: 日本国民年金基金联合会, 信达证券研发中心

**图 24: NISA 规模 (亿日元) 与增速**


资料来源: 日本金融厅, 信达证券研发中心

## (一) 第一支柱: 公共养老金 (国民年金+厚生年金)

日本养老金最早可以追溯到明治维新时期恩给制度, 对符合一定条件的军人和官吏进行恩给。此后, 日本以各类职业的**互助共济制度为基础**, 设立了独立的养老金制度, 例如针对私营部门雇员的厚生年金, 针对公务员和教师的共济年金, 以及针对其他非雇员 (自营者、农民和学生) 的国民年金制度。而以职业区分建立的养老金制度容易受产业结构变化以及失业等因素的影响, 对养老金的长期稳定经营产生冲击。20 世纪 80 年代开始日本便对养老金制度进行了变革, **将各自相对独立的养老金制度统一为二层年金制度, 均由政府运营且强制公民加入**。1985 年, 日本通过《国民年金法》、《厚生年金法》、《共济年金法》, 完成了整合, 并自 1986 年 4 月开始实施, **形成以国民年金为基础的第一层体系, 覆盖三类被保险人, 即第一类非雇员 (农民和个体工商户)、第二类厚生年金和共济年金的参保者 (私营部门雇员和公务人员)、第三类参保人 (第二类参保人的抚养配偶), 和以附加于国民年金上的厚生年金 (覆盖私营部门雇员和第三类被保险人) 和共济年金 (覆盖公务人员) 为第二层体系**。

**国民年金是日本社保制度的基石, 具有强制性、全覆盖、低水平的特征**。第一类参保者缴费实行定额制, 2017 年起缴费为 16900 日元/月, 国家和个人承担一半费用, 基本覆盖所有人口。第二类参保者为厚生年金和共济年金的参保者, 实行定率制, 每月从工资收入中扣除。加入厚生年金和共济年金同时也加入了国民年金, 即雇员及其配偶是通过向厚生年金以及共济年金强制缴纳与收入挂钩的养老计划从而加入国民年金, 而不是直接缴纳国民年金。值得注意的是, 该养老金改革创立了第三方被保险人者制度, 强制将企业雇员的被抚养配偶加入国民年金, 作为第三类参保人, 其保险费从雇员收入中扣除。

**厚生年金和共济年金也可作为政府主导的雇员养老金计划, 是政府强制, 且与收入挂钩的养老计划**。厚生年金针对雇员超过 5 人的企业, 交费根据收入水平实行定率制, 自 2017 年开始缴费率为 18.3%, 其中员工和单位各负担一半。共济年金覆盖国家公务员、教师和农林渔业团体职员。2015 年厚生年年金和共济年金并轨。

### 1、税收优惠制度

日本养老金体系采用 **EET 政策**, 即缴费阶段不征税、投资阶段不征税、领取阶段征税。缴费阶段, 企业可通过损金以及必要运营开支等进行税前扣除, 个人可通过社保费、中小企业退职金等缴费以及人寿保险费等扣除; 投资阶段, 个人缴费部分的利息和投资收益均免税, 企业缴费部分特别法人税暂停征收; 领取阶段设有养老金扣除和其他所得税扣除。

**国民年金缴费在税前全额扣除**。厚生年金缴费按工资收入的 18.3% (上限 68 万日元), 由雇主和雇员各分担一半。其中雇主缴费部分和个人缴费部分均可税前扣除。

### 2、投资管理

**建立养老金市场化运营体系**。日本早期由政府主导养老金投资, 最早通过“财投计划”进行运作, 积累了大量的坏账, 同时在较为保守的投资风格引导下, 日本限制养老金在各种投资资产上的配置比例 (国内股票限制比例为 17-29%, 国内债券配置比例为 51-63%), 大规模配置公债以及公共建设等低收益品种, 再叠加经济下滑、债券

收益率下降以及资产泡沫，公共养老金投资损失惨重。此后，为解决养老金亏损问题，厚生劳动省于2001年4月成立了日本政府养老金投资基金（GPIF），以市场化模式集中管理公共养老金（国民年金和厚生年金用于发放养老金后的盈余资金），用于减轻年轻人养老保险费的负担。GPIF于2006年获得独立行政法人地位。

**GPIF 逐渐向高风险偏好转变，股市配置比例提升。**在日本政府养老投资基金（GPIF）成立以前，日本公共养老金完全寄存在原大藏省的资金运用部，主要用于对财投机构的贷款和购买政府债券，2000年占比分别为78.7%和19.7%，较少运用于资本市场投资。2001年GPIF成立以后，主要用于管理养老金第一支柱国民年金和厚生年金，目前已成为全球第二大的养老基金。截止2020年3月，GPIF资产规模179万亿日元，其中债券、股票、短期资产配置分别为48.9%、51.1%、6%。从趋势来看，GPIF早期投资较为保守，以债券为主，2001年占比71.57%。随着利率下行债券收益率下降，同时厚生省放宽对养老金投资渠道的限制，债券投资占比逐渐下降至48.9%，而股票资产配置比例上升，占比从2001年的27.58%提升至目前的51.1%，其中国内股票占比自2008年降至低点后有所回升，而国外股票占比2001年来持续上行。

图 25: GPIF 投资资产



资料来源: GPIF, 信达证券研发中心

图 26: GPIF 资产规模 (亿日元)



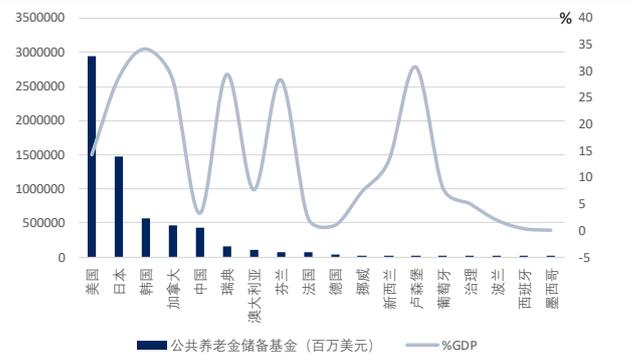
资料来源: GPIF, 信达证券研发中心

图 27: 国内股票和国外股票占比

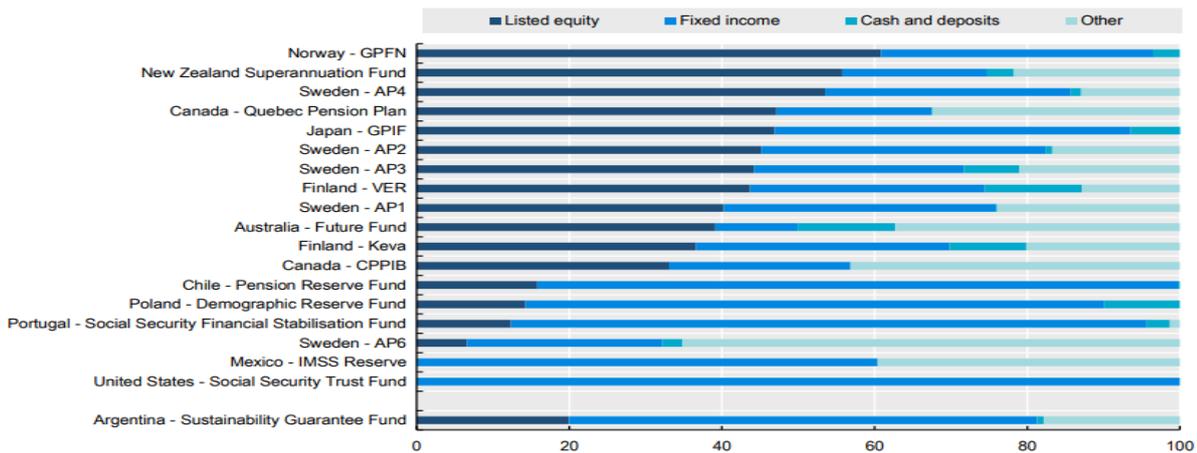


资料来源: GPIF, 信达证券研发中心

图 28: 2018 年 OECD 国家公共养老金储备基金规模和占 GDP 比重



资料来源: 《养老金概览: OECD 和 G20 国家各项指标》, 信达证券研发中心

**图 29: GPIF 权益投资占比位居 OECD 国家前列**


资料来源: OECD, 信达证券研发中心

## (二) 第二支柱: 企业补充养老金计划-以 DB 和 DC 为主

企业养老金包括一次性退职金制度、中小企业退职金共济制度、确定给付型年金 (DB)、企业确定缴费型年金基金 (DC)、厚生年金基金 (已停止)、适格退职金 (已停止)。2002 年以前, 日本企业年金基本为收益确定型 DB 计划, 包括厚生年金基金、合格退职金, 此后因老 DB 不能适应经济环境变化, 2001 年新 DB 由此设立。同年也设立了缴费确定型 DC, 开启了 DB 向 DC 过渡的时代。

- **厚生年金基金和适格退职金 (已停止):** 厚生年金基金是企业为在厚生年金基础上另外为员工设置企业年金部分, 为公私双重性质的厚生年金制度, 以提升雇员的退休金水平。厚生年金基金根据较高的投资收益率预设了较高的回报, 不论外部市场如何, 企业需要保证厚生年金 5.5% 的收益, 而 90 年后经济下行以及泡沫破裂导致厚生年金基金亏损严重, 难以给付, 此外也由于经济动荡下失业率升高, 雇员离职后养老金转移困难, 因此厚生年金基金于 2014 年 4 月起退出。适格退职金是针对中小企业的厚生年金基金制度, 由于信息公开以及权益保护方面的问题于 2013 年废止。
- **一次性退职金支付制度 (LSSB):** 采取现收现付制, 是日本企业中占比最大的养老金计划。退职金制度是企业为鼓励员工而设立的退休奖励, 类似延迟工资。该计划没有专门金融机构进行管理, 是一种账面储备, 雇员无需缴纳, 在面临公司破产时退职员工可能无法获得承诺。截止 2018 年, 仍有近 80% 的企业保留退职金制度, 平均给付为 1997 万日元。
- **中小企业退休金共济制度 (Chutai-kyo):** 对象是中小企业员工, 于 1959 年建立中小企业工人退休津贴共济金, 由厚生劳动省监管的独立法人员工退职金共济机构管理。雇主每月向员工账户缴纳 5000-30000 日元。在 2012 年废除适格退职年金制度后, 原参保单位尤其是中小企业有相当一部分转移至该制度。截止 2021 年 1 月底, 37.3 万家企业的 35.6 万员工加入, 管理资产达到 5.1 万亿日元。
- **新确定给付型年金 (DB):** 2001 年日本对企业年金进行改革, 参照欧美设置了新的待遇确定型 DB 计划。新 DB 计划相较过去的 DB 计划有较高的灵活性, 且仍有税收优惠, 同时当基金累积不足仍可增加缴费, 且可全部计入当期损失。很大部分原适格退职年金下的用户转移至该计划。
- **缴费确定型年金 (DC):** 2001 年同年, 日本借鉴美国 401 (k) 计划引入缴费确定型 (DC) 计划, 即日本版的 401 (k)。2011 年后企业型 DC 雇员允许缴费, 且可进行税前扣除, 但雇员和雇主缴费总额不超过 5.5 万日元, 且雇员缴费需小于雇主。当前确定给付型 DB 计划仍占二支柱的大部分, 但不少企业已开始向 DC 转型, 主要因为: 1) DC 计划资金运用风险均由个人承担, 减轻了企业的压力, 2) DC 计划更为灵活, 以个人名义建立账户, 员工可随工作变动而转移账户。

### 1、税收优惠-采用 EET 模式

**缴费：企业缴费部分**，待遇确定型 DB、适格退职金、厚生年金基金可全额在税前扣除（日本企业法人税率 40%），减税力度较大。缴费确定型 DC 计划扣除受个人参与企业年金影响（雇员仅参加 DC，每月上限 5.5 万日元；同时参与 DC 和 DB，每月上限 2.75 万日元）。**个人缴纳部分**，厚生年金基金税收优惠力度较大，全额扣除，适格退职年金和支付确定型 DB 计划按每年 5 万日元税前扣除，缴费确定型企业 DC 按中小企业退职金税前扣除，但有上限（需满足雇员和雇主缴费总额每月不超过 5.5 万日元，且雇主缴费额度不得超过雇主）。中小企业退职金共济制度下，个人缴费可税前扣除，缴费上限 3 万日元。

**运营：**年金资产运营收益不征税。按规定，企业缴费部分年金资产应按 1.173% 特别法人税进行征收，但自 2002 年起暂停征收。

**支付：**对年金支付和一次性领取设置了不同的纳税要求。**分期领取**的养老金适用于公共养老金扣除项目，包括养老金专项扣除和其他扣除。首先在计算养老金扣除额时，先扣除 50 万日元定额扣除，并将扣除后的收入采用定率扣除得到养老金扣除额。取养老金扣除额与养老金最低保障金额（65 岁以下按 60 万日元，65 岁以上按 110 万日元扣除）的较大者作为养老金实际扣除额。此外，与养老金有关的收入所得扣除还包括基础扣除、配偶扣除、社会保险费、中小企业退职金、人寿保险费等。在对养老金扣除和其他所得扣除得到应税所得。**一次性领取**退职金适用退职金扣除制度。采用分离课税制度，即不与其他所得合并课税，而单独使用更优税率，应税所得额为扣除额度后的 50%。

图 30：养老金定率扣除

		适格退职年金	支付确定型企业年金	厚生年金基金	缴费确定型企业年金
缴费时	企业缴费	全额作为企业的必要经费税前扣除	全额作为企业的必要经费税前扣除	全额作为企业的必要经费税前扣除	全额作为企业的必要经费税前扣除(但有上限)
	个人缴费	作为生命保险费在税前扣除(以年 5 万日元为限)	作为生命保险费在税前扣除(以年 5 万日元为限)	全额作为社会保险费在税前扣除	全额作为小规模企业共济费用税前扣除(但有上限)
运营时	运营收益	非课税	非课税	非课税	非课税
	年金资产	剔除加入者缴费部分后按特别法人税课税(但实际上特别法人税被冻结到 2016 年)	剔除加入者缴费部分后按特别法人税课税(但实际上特别法人税被冻结到 2016 年)	超过代行部分的 3.23 倍的部分按特别法人税课税(实际上特别法人税被冻结到 2016 年)	按特别法人税课税(实际上特别法人税被冻结到 2016 年)
支付时	年金	剔除加入者缴费部分后杂得课税(可作为公共年金的扣除对象)	剔除加入者缴费部分后杂得课税(可作为公共年金的扣除对象)	按杂得课税(可作为公共年金的扣除对象)	按杂得课税(可作为公共年金的扣除对象)
	一次性领取	剔除加入者缴费部分后按退职/一次所得课税	剔除加入者缴费部分后按退职/一次所得课税	按退职/一次所得课税	老龄给付金按退职所得课税;中途辞职一时金支付按一次所得课税

资料来源：《日本企业年金制度的变迁与启示》，信达证券研发中心

图 31：养老金定率扣除

养老金收入（去除定额 50 万以后） （单位：万日元）	扣除比例
360 以下	25%
360~720	15%
720 以上	5%

资料来源：《日本企业年金制度的变迁与启示》，信达证券研发中心

图 32：退职所得扣除额

工作年数	扣除额
—	80（最低扣除额度）
20 年以下	40*工作年数
20 年以上	70*（工作年数-20）+800
因身体残疾而退休	以上扣除+100

资料来源：《日本企业年金制度的变迁与启示》，信达证券研发中心

## 2、投资管理

在投资决策上可委托信托机构、生命保险机构等机构开展，也可聘请投资顾问，运营机构根据投资顾问的决策对年金资产投资。对于 DC 计划参保者也可自主决定投资方向。合约型 DB 必须委托第三方机构包括信托或生命保险公司代为运营，基金型 DB 可委托其他机构运营也可自主运营。

### (三) 第三支柱：个人养老金计划-iDeCo 和 NISA

考虑到老龄化的加剧和日本公共养老金替代率（40%）较 OECD 国家（超过 60%）差距，个人养老金将极大促进居民个人退休资金的累积，缓解公共养老金的压力。

- ▶ **个人缴费确定型养老金计划 (iDeCo)**：该计划与第二支柱企业型 DC 计划互补，由厚生劳动省下属的法人机构国家养老基金联合会负责监管。个人型 DC 对参与者有严格限制，必须正常缴纳国民年金才能参加。最初个人型 DC 计划从仅针对个体户、自由职业者以及未提供企业年金计划的中小企业雇员，2017 年扩展至能从企业领取厚生年金基金、DB 计划和企业型 DC 计划雇员、公务员以及全职家庭主妇，适合年龄阶段为 20-59 岁。
- ▶ **NISA**：具有税收优惠的个人储蓄账户，于 2014 年建立，由日本金融厅负责监管。日本金融厅 2019 年报告中显示，假设日本 60 岁以上人口有 25% 能活到 95 岁，则除了基本养老金外，仍需准备 2 千万日元以满足老年生活开销。NISA 设立便是鼓励日本年轻人对养老做准备，20 岁以上居民均可办理。2016 年推出少年个人储蓄账户 Junior NISA，NISA 覆盖范围进一步拓宽至 19 岁以下未成年人。

表 5: iDeCo 与 NISA 比较

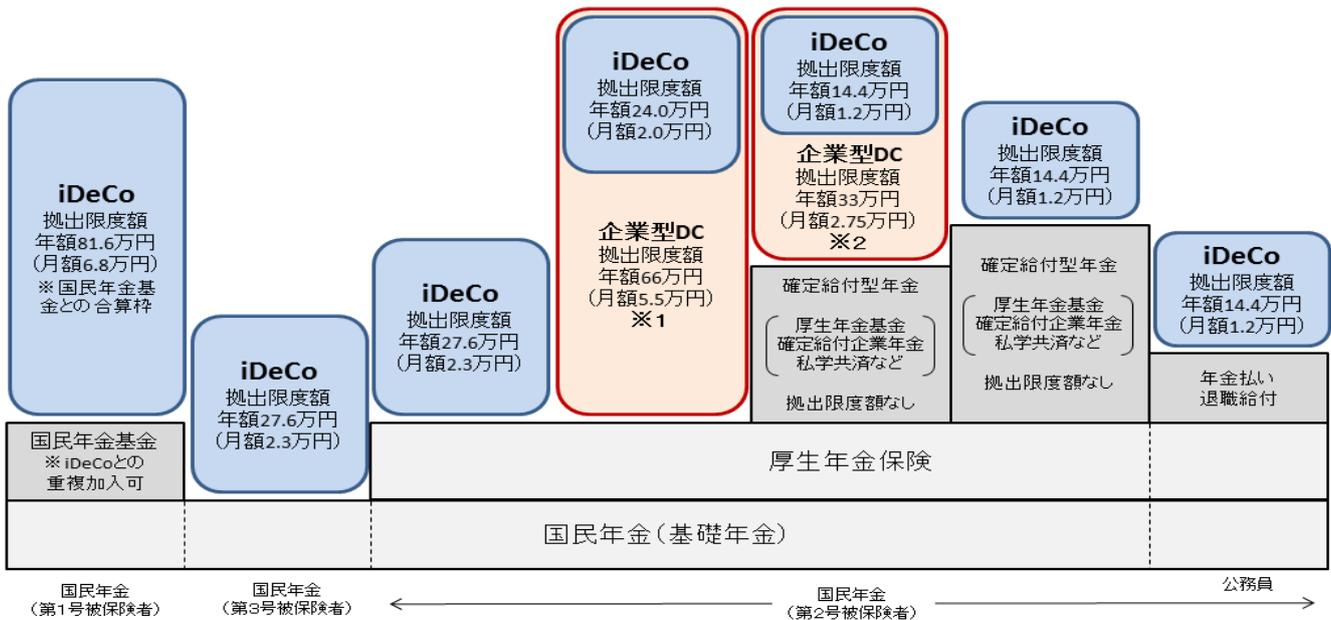
	个人型定额供款养老金计划 iDeCo	个人储蓄账户计划 NISA
<b>定位</b>	退休储蓄账户	个人免税储蓄账户
<b>税优模式</b>	EET (年金缴费、投资收益免税、给付征税)	TEE
<b>优势</b>	缴费、以及投资金融产品时产生的投资收益可部分免税；领取时可按不同领取方式进行税费减免	每年购买金融产品获得的利润可以 <b>免除 20% 税收</b>
<b>适用人群</b>	年龄在 20-59 岁	任何年龄阶段
<b>缴费额度</b>	根据不同工作而异	一般个人储蓄计划 120 万日元/年；少年 NISA 80 万日元/年；NSTA 40 万日元/年
<b>免税期限</b>	到 60 岁	5 年
<b>领取限制</b>	60 岁才可领取	无时间限制
<b>可投资产品</b>	上市公司股票、投资信托、担保投资、定期储蓄	上市公司股票、投资信托、ETF、REIT
<b>发行日</b>	1、个人型 iDeCo: 2001 年开始，2017 年公务员加入最终定 2、中小企业主支付计划: 2018 年开始	1、一般个人储蓄计划 (NISA): 2014 年开始；2、少年储蓄计划 (Junior NISA): 2016 年开始；3、小额累积投资免税计划 (NSTA): 2018 年开始
<b>监督管理</b>	国家养老基金联合会 (厚生劳动省下属法人机构)	日本金融厅 (FSA)

资料来源：信达证券研发中心

#### 1、税收优惠

从税收优惠角度，iDeCo 账户采用 EET 模式，参与者投入资金在一定限额内免税（根据参与人的分类以及已参与的养老金计划类型设立不同的缴费上限）；投资收益免税；领取账户资金时收税。日本养老金扣除额较高，基本可以覆盖退休时养老金收入，且年金领取方式比一次性领取税负更低。在领取环节，可按照年金方式或一次性方式领取，根据年金方式可扣除定额和定率两部分，后扣除其他所得，若按一次性方式领取，则不扣除其他所得，而单独课税，同时征收复兴特别收入税。NISA 账户可享受个人资本利得的高额减免，**投资金融产品获得的投资收益前五年可免除 20% 的税收**，具有较高的吸引力。

图 33: iDeCo 缴费扣除额度



※1 企業型DCのみを実施する場合は、企業型DCへの事業主掛金の上限を年額42万円(月額3.5万円)とすることを規約で定めた場合に限り、個人型DCへの加入を認める。  
 ※2 企業型DCと確定給付型年金を実施する場合は、企業型DCへの事業主掛金の上限を年額18.6万円(月額1.55万円)とすることを規約で定めた場合に限り、個人型DCへの加入を認める。

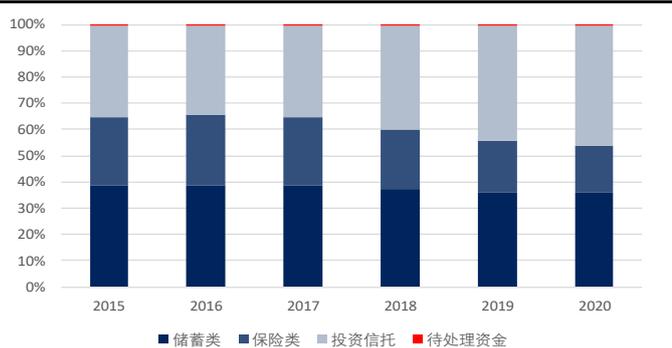
资料来源: 日本厚生劳动省, 信达证券研发中心

## 2、投资管理

iDeCo 由参与者自行向国家养老金基金联合会缴纳缴费金, 并由联合会和金融机构签订合同, 设计产品, 提供给参与者选择, 然后再由金融机构管理。

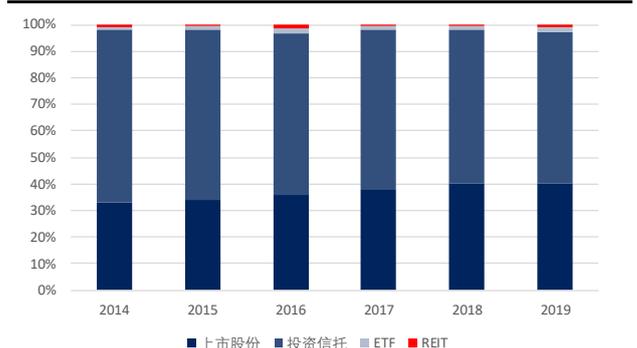
投资方面, 偏股型投资占比较高。NISA 是个人储蓄账户, 主要用于鼓励民众进行金融资产投资, 因此可投资资产范围较广, 2019 年投资信托、股票、ETF、REIT 占比分别为 57.5%、40.0%、1.6%、0.96%。其中股票投资占比自 2014 年以来逐步提升, 从 33% 提升至 40%。投资信托占比从 65% 降至 57.5%, ETF 和 REIT 占比维持 2-3%。iDeCo 资金主要用于保障退休后的养老生活, 因此在投资方面相对保守, 可投金融产品主要为三类: 保险类(生命保险和损失保险)、投资信托类和储蓄类(担保投资和定期储蓄)。截止 2020 年 3 月, 投资信托、储蓄类、保险类占比分别为 45.5%、35.9%、18%, 投资信托下股票投资占总资产的比重为 35.8%。

图 34: iDeco 投资工具占比



资料来源: 日本国民年金基金联合会, 信达证券研发中心

图 35: NISA 投资工具占比



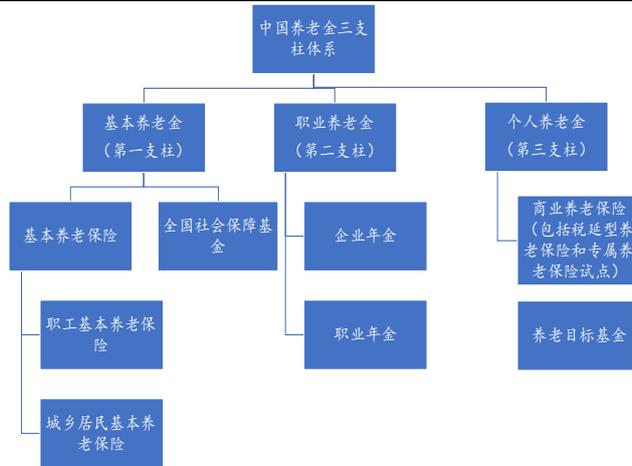
资料来源: 日本金融厅, 信达证券研发中心

## 四、中国养老体系

我国养老保险分为三大支柱, 第一支柱为基本养老保险制度, 分为城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险, 是国家根据法律规定强制推行的一种社会保险制度, 由政府主导, 采取个人缴费、计提补贴和政府补贴相结合的方式。社保基金为第一支柱的补充来源。第二支柱为企业主导的职业养老金制度, 是企业根据自身经济实力,

在国家规定的实施政策下为企业职工建立的辅助性养老保险，包括针对城镇企业职工的企业年金和针对机关事业单位的职业年金；第三支柱为个人储蓄性养老保险，为职工自愿参加的一种补充保险。

图 36: 中国养老保险体系



资料来源: 信达证券研发中心

我国以第一支柱为主，二三支柱发展较为滞后。我国长期以来依赖第一支柱基本养老保险制度。2019 年第一支柱规模 8.92 万亿元，占比超过 73.7%。第一支柱人均保费征缴额较低，且只提供基本保障，弊端日益显现。第二支柱来看，尽管 2013 年底受税收优惠政策的推动，企业年金并没有实现快速增长，2019 年第二支柱规模 2.5 万亿元，占比仅 21%。第三支柱规模 0.68 万亿元，占比 5.6%，包括商业养老保险和税延养老险。我国自 2018 年试点个税递延型养老保险政策以来，鉴于税前扣除额度较低使得对高收入人群激励有限以及覆盖范围较窄，截止 2019 年共有 23 家保险公司开展个税递延型养老险，参保人数 4.52 万人，累计保费仅 2.45 亿元，仅占养老保险资产的 0.02%，发展较为缓慢。第三支柱今年还新纳入 3 月 1 日试点的专属养老保险。而美国以第二和第三支柱为主，占总资产的比重超过 90%，对第一支柱依赖较低。

表 6:2019 年中美三支柱对比

		第一支柱	第二支柱	第三支柱 (包括商业养老保险和税延养老险)	合计
中国	规模 (万亿元)	8.92	2.50	0.68 (税延养老险 2.45 亿元)	12.09
	总资产比重	73.72%	20.66%	5.62%	100.00%
	占 GDP 比重	9.04%	2.53%	0.6893%	12.26%
美国	规模 (万亿美元)	2.90	19.14	13.33	35.37
	总资产比重	8.20%	54.11%	37.70%	100.00%
	占 GDP 比重	13.53%	89.29%	62.21%	165.02%

资料来源: 人社部、ICI、《长三角养老金高质量发展报告》、信达证券研发中心

## (一) 中国养老保险体系存在缺陷

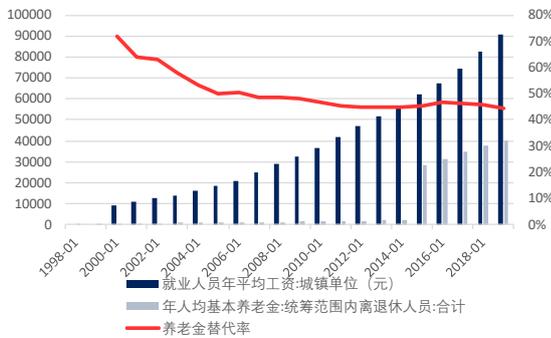
### 1、第一支柱——覆盖广，但财政压力加大，替代率下降，区域不平衡问题严峻，养老金入市较少

第一支柱特点主要为：广覆盖，但财政压力加大，替代率较低，区域不平衡问题严峻，养老金入市较少。

广覆盖，但保障程度较低，替代率逐年下滑。截止 2020 年，基本养老保险覆盖 9.99 亿人，占 2019 年适龄人口（16 岁以上人口）的 86.9%，其中城镇职工养老保险人数 4.6 亿人，城乡居民参保人数为 5.4 亿人，基本实现

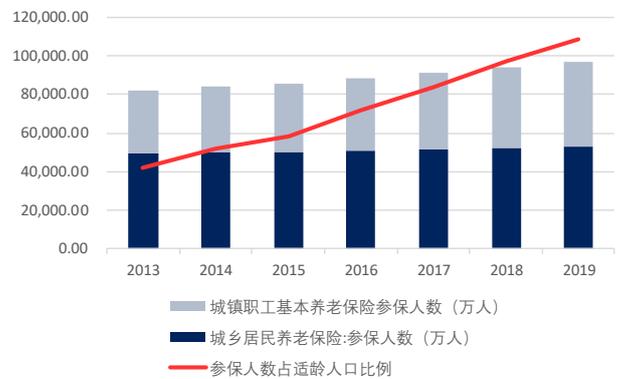
了广覆盖。从保障程度看，我国城镇职工月人均养老金领取水平 3332.5 元，仅能提供基本保障，而城乡居民月养老金领取水平仅 161.9 元，两者相差近 21 倍，城乡居民相对城镇居民保障严重不足。替代率方面，养老金替代率作为衡量劳动者退休前后生活保障水平的差异，即劳动者退休时养老金领取水平与同年在岗职工平均工资水平的比重。近年来也呈现逐渐下降趋势（基本养老保险替代率从 2000 年的 71.9% 下降至 2015 年的 44%），已低于 70% 所代表的退休前后生活水平较为一致的水平，意味着退休后生活水平将大幅下降。

**图 37：养老金替代率（统筹范围内离退休人员月人均基本养老金/城镇就业人员平均工资）**



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 38：基本养老保险参保人数（万人）**



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**统账结合制度导致个人账户亏空。**我国城镇职工基本养老保险实施统筹和个人账户相结合的制度，其中职工缴纳的部分（8%）进入个人账户，单位缴纳的部分（20%）进入统筹账户，而实际操作上为现收现付制。随着老龄化的加剧，统筹基金无法负担日益加重的养老支付，社保机构直接挪用职工个人账户中的资金，来填补统筹资金的不足，这也就造成了个人账户的常年亏空。现收现付制导致养老金支付取决于代际之间的转移，达不到累积效果，难以缓解日益增长的老龄化压力。当养老金筹资跟不上养老金需求，将会导致基金总量下降。近年来养老保险基金累计结余放缓，截止 2019 年城镇基本养老保险累计结存 6.3 万亿元，增长 8%，增速首次低于 10%。

**图 39：基本养老保险基金累计结存（亿元）增速放缓**

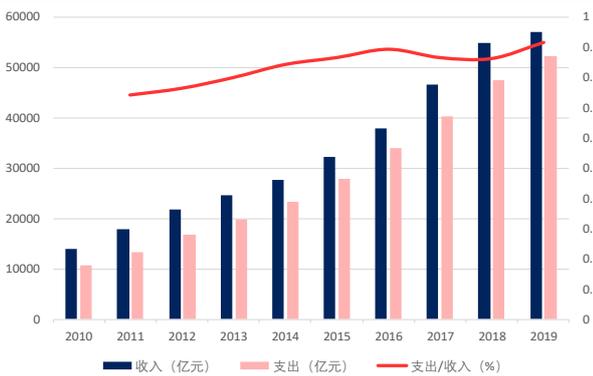


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**养老保险财政支出压力加大。**随着老龄化的加剧，现收现付制度下的基本养老保险缺口将显现。随着离退休人员的自然增长以及离退休人员养老金水平的不断提升，以及计划经济时代未缴纳社保人群却享受养老福利，近年来基本养老保险收支压力日益增大。截止 2019 年，基本养老保险基金收入 5.3 万亿元，支出 4.9 万亿元，支出/收入从 2012 年的 76.6% 提升至 91.8%。由于基本养老保险保障水平有限，社保支出严重依赖财政补贴。2019 年财政补贴 8593 亿元，占基本养老保险基金支出的 16.4%。其中企业职工基本养老保险财政补贴从 2014 年的 3269 亿元提升至 2019 年的 5588 亿元，年复合增长达 11%，城乡居民养老保险财政补贴从 2015 年的 1949 亿元到 3005 亿元，年复合增速达 9.5%。2019 年企业职工基本养老保险基金收支结余为 3455 亿元，若剔除财政补贴，企业职工基本养老保险基金实际盈余为 -2132.8 亿元，已多年为负。2019 年城乡居民基本养老保险收支结余为 1001.13 亿元，若剔除财政补贴，城乡居民基本养老保险实际盈余为 -2004 亿元，合计得到基本养老保险盈余和实际盈余分别为 4456 亿元和 -4136.8 亿元。根据社科院《中国养老金精算报告 2019-2050》预测，城镇职工基本养老保险基金到 2035 年有耗尽可能。尽管近年来基本养老保险覆盖面有所扩大，缴费人数增加，同时政府

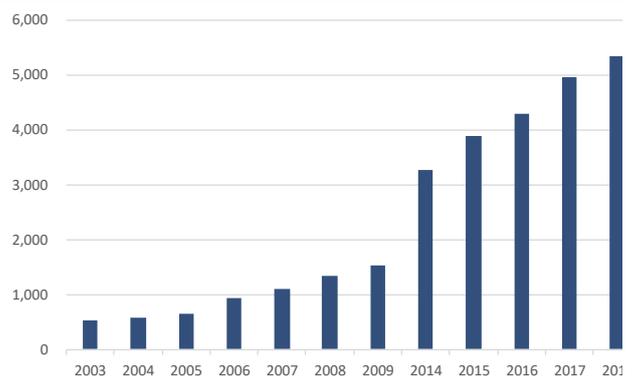
也将部分国有企业股权转让给社保基金，但仅仅依靠政府层面仍然很难解决收支负担。

**图 40: 基本养老保险基金收入和支出 (亿元)**



资料来源: 人力资源与社会保障局, 信达证券研发中心

**图 41: 企业职工基本养老保险财政补贴 (亿元)**



资料来源: 财政部, 信达证券研发中心

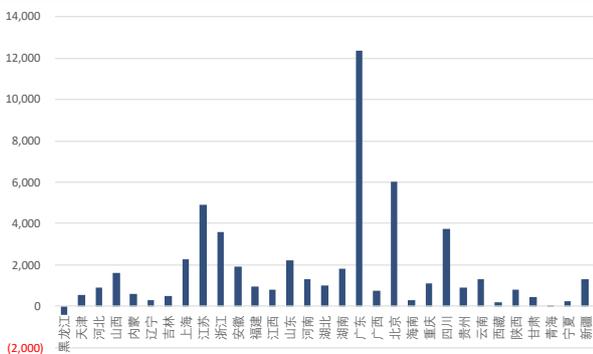
**图 42: 企业职工基本养老保险基金盈余和实际盈余 (亿元)**



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**养老金收支区域不均衡。**尽管 2019 年全国基本养老保险收大于支，收支结余为 4684 亿元，但由于我国各地区经济状况以及抚养比存在较大差异，部分地区面临养老金收不抵支的问题，已出现养老金耗尽的情况。例如黑龙江城镇基本养老保险基金累计结余自 2016 年首次出现负数以来，2019 年降幅进一步扩大至 433.65 亿元。而广东养老基金余额为 1.2 万亿元，占全国基金结余的 23%。目前主要通过加大基础养老金全国统筹方案，依靠 2018 年建立的中央调剂金制度，通过抽取各省养老保险缴费的一定资金比例建立调剂基金，同时于 2019 年提升中央调剂比例至 3.5%，以平衡地区负担。

**图 43: 社会保险基金区域不平衡 (亿元)**



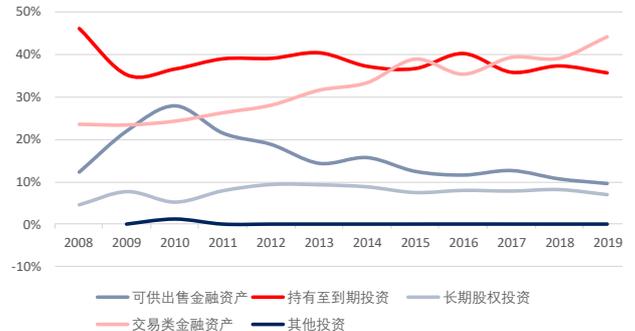
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**投资端尚未市场化运作，难以有效缓解支出压力。**从基本养老保险资金运作来看，2015 年国务院颁布《基本养老保险基金投资管理办法》，批准基本养老保险基金在预留一定支付费用后可以委托给全国社会保障基金理事会进行投资，2016 年开始养老金入市步伐有所加快。截止 2019 年底，已有 22 个省份和社保理事会签约，基本

养老保险委托社保理事会签约规模共计 10930 亿元，占基本养老保险累计结存的 17.4%，委托投资占比仍有待进一步提升。在资产配置方面，《基本养老保险投资管理办法》和《全国社会保障基金投资管理暂行办法》对权益投资上限进行了严格限制，前者规定了基本养老保险基金投资股票、股票基金等比例不得超过养老基金净值的 30%，后者规定社保基金对证券投资基金、股票投资比例不得超过成本法计算下基金资产总值的 40%。**社保基金总体投资风格较为保守，以固收类资产为主，对交易性金融资产和持有至到期投资配置占比约 80%，而权益类投资占比较低，仅 7%。**2010 年以来社保基金年均投资收益率区间位于 8-9%，投资回报相对有限，难以实现大规模增值。

**图 44: 投资收益率 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

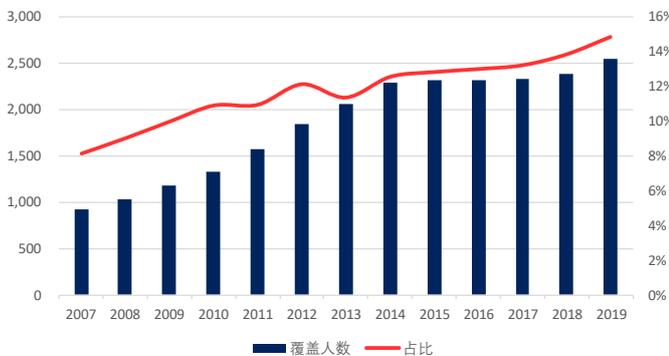
**图 45: 社保基金投资资产结构**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

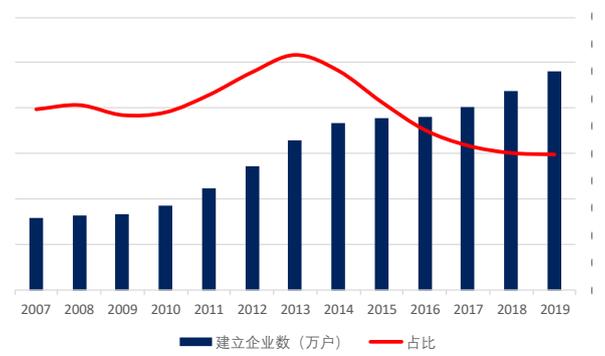
## 2、第二支柱——企业年金覆盖面小，惠及群体人数有限

第二支柱分为企业年金和职业年金。企业年金是企业自愿建立，对基本养老保险进行补充，弥补基本养老金替代率不足，提升雇员退休生活水平的一种补充养老计划。职业年金是机关事业单位为员工设立的补充养老保险制度，具有强制性。

**企业年金覆盖率较低且提升幅度有限，而职业年金覆盖率已较高。**我国建立企业年金的企业主要为大型国企央企，而中小企业参与较少，覆盖率较低。截止 2019 年，我国建立企业年金的企业共 9.6 万家，覆盖企业占比不到 0.25%，覆盖职工人数 2548 万人次，仅占当年在岗职工人数的 14.85%。2014 年后参与职工人数增长速度尤为缓慢，年复合增长仅 2.13%，表明承担企业年金的企业数量增长空间已较为有限，主要因为：1) 我国基本养老保险雇主缴费过高，企业无力建立企业年金。例如，我国城镇职工基本养老保险法定缴费率 28%，企业负担 20%，且还必须负担失业保险和医疗保险等，而日本厚生年金缴费率为 18.3%，企业和员工各一半，2) 中小企业渗透率过低因为较高的税负压制了企业年金缴费的空间。职业年金建立较晚，于 2014 年才正式推出。职业年金由于强制性，覆盖率较高。截止 2020 年 4 月，职业年金参与人数已有 2970 万人，覆盖率达到 82%，预计未来惠及人数有限。

**图 46: 企业年金覆盖人数 (万人) 及占比**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 47: 企业年金覆盖企业 (万家) 及占比**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**我国企业年金税收优惠缺陷限制了企业年金的发展。**大多数发达国家政府通过减免税收或延期收税促进企业年金的发展。国际上较为普遍的是 EET (缴费和投资收益免税，支付受领征税)，被美国、英国、加拿大、法国等

采用。我国第二支柱也采取了 EET 的税收减免政策，但税收优惠不公平以及力度不够一直是第二支柱发展缓慢的重要原因。1) 税收优惠不公平体现在缴费环节，个人缴费按工资基数（不超过上年度当地平均工资 3 倍的部分）的 4% 扣除，企业缴费按 5% 扣除。但这却带来高收入人群税收优惠更高而低收入人群优惠较小。而日本则是按定额上限扣除，较为公平，2) 力度不够主要体现在缴费环节和领取环节。缴费：仅抵扣 4%，而美国可抵扣 25%。领取：尽管日本税制上也是以 EET 为表现形式，但实质上在给付环节上实施税前扣除政策，较高的扣除额基本可以覆盖养老金收入。而我国个人所得税采用分项所得税制，不并入当年综合所得，养老金领取环节是按照工薪收入纳税，全额课税带来较高的税负。

**表 7：各国企业年金征税模式比较**

国家	征税模式	税法规定
美国	EET	1、雇主缴纳在雇员工资 15% 以内可以税前扣除，雇员缴纳的费用不能税前扣除，但 401k 计划允许雇员通过雇主直接缴纳的年金计划中不超过工资 25% 或某一上限可以税前列支，等领取退休金时再缴税 2、企业年金投资收益免税 3、提取款项时需按收益缴纳相应的资本利得税和个人所得税，未达到退休年龄支取账户基金视为一般收入所得，预交 20% 所得税，同时加收 10% 惩罚税
英国	EET	1、企业年金缴费计划允许税前扣除，但规定 DB 计划雇员税前扣除比例为 15%，DC 计划税收扣除比例随年龄变化而变化，其中年龄 35 周岁以下限额为 17.5%，年龄在 60-65 之间，扣除限额为 40% 2、企业年金投资收益免税 3、个人领取企业年金时征收个人所得税
德国	EET	1、雇主向账面养老金计划的缴费可税前扣除 2、对一次性总付的养老金免税 3、个人领取时征税，税率随年龄不同而不同
新西兰	TTE	1、雇主和雇员缴费不允许税前扣除 2、企业年金投资收益按 33% 的税率征收所得税 3、企业年金计划领取时免征个人所得税
瑞典	ETT	1、缴费允许税前扣除 2、投资收益征税 3、企业年金计划领取时征收个人所得税
澳大利亚	TTE	1、年缴费 25000 澳元以下，按 15% 税率征收，25000 澳元以上，按所得税税率征收 2、企业年金投资收益按 15% 的税率征收所得税 3、达到领取年龄免征个人所得税，提前支取需要补缴税金
中国	EET	1、雇主缴税允许扣除不超过职工工资总额 5% 以内的部分，超过部分不予扣除；雇员缴费不超过缴费工资计税基数 4% 以内的部分从应纳税所得额中扣除 2、投资收益免税 3、领取时需缴纳所得税

资料来源：信达证券研发中心

### 3、第三支柱——弥补第一、二支柱的不足

**养老保险迎来政策东风。**第三支柱是由职工自愿参加、自愿选择经办机构的一种补充养老产品。去年以来，国家多次发声推动第三支柱养老保险加快建设。12 月 19 日国常会提出促进人身险“扩面提质”，尤其是将商业养老保险纳入第三支柱加快建设。**制度建设上：**2 月 26 日，人社部副部长游钧表示将建立以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政从税收上给予支持，资金形成市场化投资运营的个人养老金制度。**产品方面：**郭树清在 2020 金融街论坛年会上提出将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。2020 年 10 月，银保监会在 2020 年 12 月，国务院例行吹风会就提出将开展专属商业养老保险试点，适当扩展保障责任，提供更加灵活的养老金积累和领取服务。今年 2 月，国家也在致力于加快专属养老保险试点，发布《关于开展专属商业养老保险试点的通知（征求意见稿）》，拟自 3 月 1 日起在北京和浙江开展，规定了“保证+浮动”的收益模式，并针对新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员的特殊保障等。

**表 8: 商业养老保险相关政策**

时间	政策	具体内容
2019/12/13		银保监会副主席黄洪在全国政协第十次重点关切问题通报会上表示，应加快发展商业养老保险，尽快形成一支新的、安全稳健的国家养老储备资金，有效弥补第一支柱替代率缺口，比较理想的第三支柱替代率水平应该是为大众提供平均 15%-20% 的养老金替代率。
2020/1/3	中国银保监会发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》	提出要 <b>加强养老保险第三支柱建设</b> ，鼓励保险机构发展 <b>满足消费者终身、长期领取需求的多样化养老保险产品</b> ，支持 <b>银行、信托等开发养老型储蓄和理财产品</b> 。
2020/1/23	中国银保监会等 13 部门联合发布《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》（银保监发【2020】4 号）	提出加快发展商业养老保险，包括多样化的商业养老年金保险、个人账户式商业养老保险，并明确“ <b>力争到 2025 年，商业保险为参保人积累不低于 6 万亿元养老保险责任准备金</b> ”的发展目标
2020/10/21		2020 年金融街论坛年会，郭树清指出要努力促进第三支柱养老保险的健康发展。郭树清指出，与许多国家相比，我国养老保障第三支柱发展较为缓慢，占比过低，对养老的支撑明显不足。 <b>随着我国人口老龄化加速到来，发展第三支柱已经十分迫切</b> 。金融业可以，也应该能发挥重要作用。
2020/10/23		在第二届外滩金融峰会上，央行上海总部副主任兼上海分行行长金鹏辉也在演讲中指出，保险市场在人均 GDP 达到 1 万美元时是加速启动期，我国恰恰处于这个阶段，现在是保险重要发展时期， <b>特别是第三支柱养老保险</b> 。
2020/12/9	《医疗保障基金使用监督管理条例（草案）》	按照统一规范要求，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。针对新产业新业态从业人员和各种灵活就业人员需要，开发合适的补充养老保险产品。 <b>鼓励保险公司提供老龄照护、养老社区等服务。鼓励保险业参与长期护理保险试点。</b>
2021/1/31	《建设高标准市场体系行动方案》	<b>提高各类养老金、保险资金等长期资金的权益投资比例</b> ，开展长周期考核
2021/2/21	《关于开展专属商业养老保险试点的通知》	拟 3 月 1 日起在北京、浙江开展专属商业养老保险试点，并规定了该险种可转换的“ <b>保证+浮动</b> ”收益模式，以及针对 <b>新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员的特殊保障</b> 等。
2021/2/26		在国新办就业和社会保障发布会上，人社部副部长游钧表示，近年来我们在多层次养老保险体系的框架下系统谋划，整体设计第三层次制度模式。未来将建立以 <b>账户制为基础、个人自愿参加、国家财政从税收上给予支持，资金形成市场化投资运营的个人养老金制度</b> 。

资料来源：银保监会、信达证券研发中心

我国于 2018 年 5 月在上海、福建、苏州三地试点个税递延型养老险。个税递延型养老险即投保人购买商业养老保险的部分可税前列支，领取时再缴纳税款，标志着我国开始运用税收优惠手段建立第三支柱。自 2018 年 5 月 31 日率先批准 12 家保险公司试运营税延养老险以来，市场参与主体逐步增加，截止 2020 年三季度末，上海、苏州、福建三个试点共有 23 家保险公司获得运营资质。上市险企中国寿、平安、太保、新华、太平均为第一批获得运营资质。

**表 9: 获批经营税延养老保险业务的保险公司**

2018.5	平安养老、太平养老、太平洋人寿、新华人寿、太平人寿、泰康养老、阳光人寿、中信保诚、中意人寿、泰康人寿、中国人寿、英大人寿
2018.7	工银安盛人寿、民生人寿、东吴人寿、人人寿
2018.9	交银康联人寿、建信人寿、恒安标准人寿
2019.1	光大永明人寿
2019.4	复星保德信人寿、利安人寿、合众人寿

资料来源：信达证券研发中心

个税递延型养老险分为 A 类收益确定型、B 类收益保底型和 C 类收益浮动型三类。A 款有保证收益率，保证利率按 3.5% 结算，适用于稳健投资型客户。B 款由保底收益和额外收益组成，类似万能险和分红险，分 B1（每月结算）和 B2（每季度结算），适用于风险中立客户。C 类设投资账户，收益根据投资绩效来决定，由投资者承担风险，适用于风险偏好客户。

根据试点情况来看，1) 投保人风险偏好较为保守，A类和B类产品欢迎度较高。截止2019年6月，A类、B1类、B2类、C类保费总收入分别为0.6亿元、0.7亿元、0.06亿元、0.18亿元，占比分别为39%、45.5%、3.9%和11.6%。2) 地区分布来看，上海销售占比最高，保费收入1.2亿元，占比78%，福建保费收入0.25亿元，占比16%，苏州保费收入0.09亿元，占比5.8%。3) 市场集中度较高。截止2019年6月末，太保市占率46.1%，接近一半，平安、泰康、国寿、太平占比分别为15.5%、12%、12%、11%、5.6%，CR5达到90%。

图 48: 三类税延养老产品

类型	A		B		C
		B1	B2		
保险责任	全残保障、身故保障、养老金给付				
收益类型	收益确定	收益保底	收益保底	收益浮动	
投资风险	收益确定、保证年利率	保证利率≤结算利率	保单分红+保证利率	收益浮动, 风险完全由投保人自行承担	
结算频率	次/月	次/月	次/季	次/周	
初始费	不超过2%			不超过1%	
资产管理费	不收取资产管理费、不设立投资账户			不超过1%	
产品转换费	若在公司内部进行产品转换, 则单次收取0.5%以下的转换费; 若跨公司进行产品转换, 购买税延养老保险的前三年分别收取不超过3%、2%、1%的转换费, 此后不再收取				
投保限制	第一, 投保人购买C类产品前, 保险公司会对其进行风险评估, 并协助该投保人选择适宜的保险产品; 第二, 当投保人年龄大于50岁时, 保险公司仅能向其出售A、B两类产品; 第三, 投保人进行保险缴费时, C类产品每次缴费额度不得超过其当次保险缴费的50%; 第四, 投保人进行产品转换时, C类产品账户价值不得超过其全部账户价值的50%				

资料来源: 《个税递延型商业养老保险: 实践困境与优化建议》, 信达证券研发中心

**税收优惠力度不大, 且覆盖人群有限。**在税收方面采用EET模式, 规定1、个人缴纳的保费按工资的6%或1000元孰低原则在应纳税所得额部分扣除, 2、领取收益按25%免税, 剩余75%按10%的税率缴纳个人所得税(7.5%的实际税率)。个税递延型养老险因购买和领取时投保人处于不同生命阶段, 边际税率差别较大, 对投保人收入有一定的优惠, **但在我国试点以来并未有明显进展。**截止2020年末, 税延养老险共有23家保险公司参与试点, 19家公司出单, 保费规模为4.26亿元, 累计参保人数4.88万人, 主要原因有1) **节税上限较低。**每月1000元的税前扣除相对较低, 全年也就12000元, 对高收入人群的激励有限, 2) **覆盖人群有限。**仍有部分人群月收入尚未达到个税起征点(2018年10月起征点上调至5000元/月, 纳税人数仅6400万人, 占总人数的4.6%), 且上亿自由职业者和低收入人群未缴纳个人所得税, 无法受益缴税环节的税收优惠政策, 3) **领取环节税率较高(7.5%)**, 这一税率对高收入人群有利, 而对低收入人群缺乏吸引力(7000元以下税率为3%), 4) **优惠设计偏离初衷, 导致贫富差距扩大。**低收入人群因不纳税, 税延养老险对其无实质效果, 而高收入人群税负较高, 若参与后将获得税前扣减福利, 与低收入人群收入差距拉大, 5) **业务流程机制复杂。**税延养老保险业务投保流程需进行税延抵扣, 因此涉及到投保人、保险公司、银保信平台、当地税务局, 以及投保人所在企业五个主体, 6) 我国以间接税制为主, 个税较低(2019年仅占6.6%), 对推广税收递延政策不具优势。

表 10: 税延养老险 EET

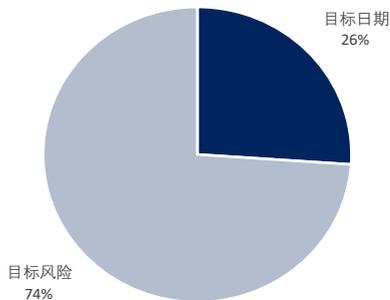
缴费环节	保费可税前扣除。扣除限额: 1、个人缴纳的保费按工资薪金或连续性劳务报酬所得的6%和1000元孰低原则在应纳税所得额部分扣除, 2、个体工商户主等个人经营者当年应税收入的6%和12000元孰低原则在应纳税所得额扣除
投资环节	计入个人商业养老金账户内的投资收益, 暂不征收个税
领取环节	领取方式: 保证返还账户价值终身领取; 固定期限领取(15年或20年); 一次性领取。 税收规定: 领取收益按25%免税, 剩余75%按10%的税率缴纳个人所得税, 即7.5%税率

资料来源: 信达证券研发中心

**除税延养老险之外, 养老目标基金也是第三支柱发展方向。**2018年2月, 证监会发布实施《养老目标证券投资基金指引(试行)》, 首次明确养老目标基金这一公募基金类别, 并规定养老目标基金以FOF形式进行运作, 采用成熟的资产配置策略, 合理控制投资组合波动风险, 力争获得长期收益。我国养老目标基金以目标风险型为主, 即根据特定的风险偏好设定权益类资产、非权益类资产的基准配置比例。投资者可根据自身风险偏好选择“稳健

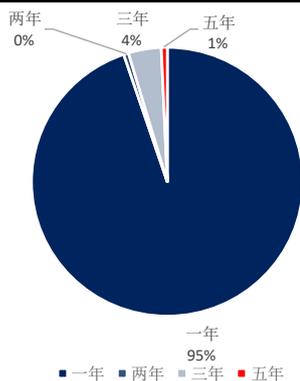
型”“平衡型”“激进型”等多种风险水平的产品。由于发展尚处于初期且不具有税收优惠，目前养老目标基金规模仍然较小。截止 2020 年，我国公募市场共有养老目标基金 111 只，规模达到 526.9 亿元。其中目标日期基金 50 只，规模 137.4 亿元，目标风险基金 61 只，规模 389.5 亿元。持有期限来看，目标日期基金持有期以 3 年为主，占比为 72%，其次是 5 年，占比 10.6%，1 年期仅占 15%。目标风险基金持有期限以 1 年期为主，规模占比 95.4%，两年期、三年期、五年期基金数分别为 1、15、2 只，占比分别为 0.6%、3.9%、0.7%。

图 49: 目标日期基金和目标风险基金占比 (2020)



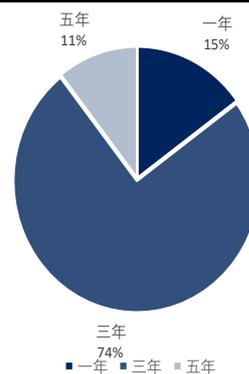
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 50: 目标风险基金期限分布 (截止 2020 年)



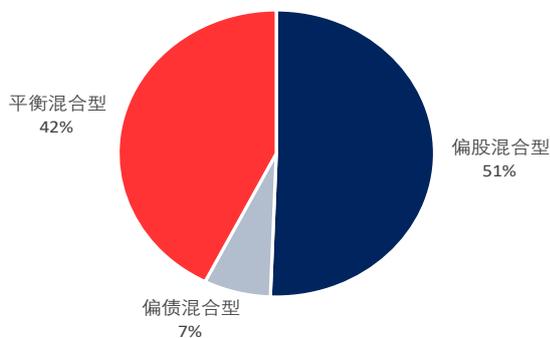
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 51: 目标日期基金期限分布 (截止 2020 年)



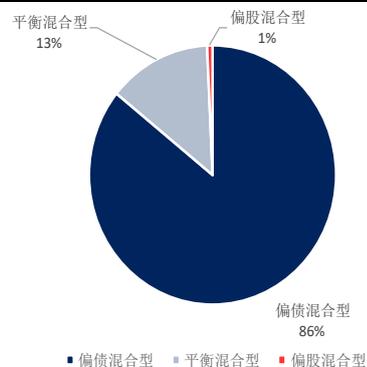
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 52: 目标日期基金投资类型按规模分 (2020)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 53: 目标风险基金投资类型按规模分 (2020)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资产配置方面，目标日期基金分为偏债混合型、偏股混合型 and 平衡型，主要以偏股和平衡混合型为主，其中偏股混合型、偏债混合型、平衡混合型基金分别为 20、2、28 只，规模占比为 51%、7%、42%。目标风险基金偏股混合型、偏债混合型、平衡混合基金分别 3、36、22 只，规模占比分别为 2%、88%、13%。

国家致力于加快专属养老保险试点，推动第三支柱加快建设。银保监会负责人 12 月 16 日在国务院政策例行吹风会上表示，养老金积累和领取服务更加灵活的专属商业养老保险试点即将推出。2021 年 2 月，《关于开展专属商业养老保险试点的通知（征求意见稿）》在业内征求意见，拟于 3 月 1 日起在北京、浙江两地开展专属商业养老保险试点，试点公司包括国寿、人保寿、太平寿、太保寿、泰康寿和新华。具体内容来看，1、专属商业养老保险以养老保障为目的。60 岁以上年龄可领取，分为积累期和领取期两阶段，积累期不短于 5 年，领取期不短于 10 年，投保年龄在 60 岁以上则积累期不受 5 年限制。2、收益累积更加灵活。采用“保证+浮动”收益模式，明确险企应为投保人提供风险偏好不同的一个以上的投资组合外，还要求险企应向投保人提供高、中、低三档收益率假设下投资组合的可转换功能，满足客户不同时期对收益的要求。此外也在养老金领取上提供多种领取方式，可根据利率、死亡率变化实施调整。3、企业可以为一些新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员提供特殊保障等，更加灵活便利。

我们认为，专属养老保险从积累期和领取期的时限以及现金价值的限制明确了长期养老保险产品的定位，同时“保证+浮动”的收益模式为各投资组合提供转换功能，同时领取方式更灵活多样，满足不同时期不同居民的风险偏好需求。此外，允许企业为个人缴费，保费进入个人账户，打通了养老第二和第三支柱，同时弥补了灵活就业人群的社会保障的不足，扩大了第三支柱的受益群体，推动第三支柱加快建设。

**表 11：专属养老保险产品试点推出**

	内容
名词解释	以养老保障为目的，领取年龄在 60 岁及以上的养老年金保险产品
试行时间	2021 年 3 月 1 日
试点地区	北京、浙江
试点公司	中国人寿、太保寿险、泰康人寿、新华人寿、泰康人寿、人保寿险
领取年龄	60 岁以上
产品期限	积累期：不得少于 5 年，投保人年龄 60 岁以上者积累期不限，领取期：不得短于 10 年
收益模式	“保证+浮动”
退保	积累期：前五个保单年度，退保现金价值不高于账户价值的 90%；第 6-10 个保单年度内，退保现金价值不得高于账户价值的 95%；第 10 个保单年度后，退保现金价值不得高于账户价值的 98%。领取期：退保现金价值为 0
信息披露	积累期保险公司应当按照高、中、低收益率假设，对各投资组合账户价值变动演示，低档为投资组合保证利率，高档上限为 6.5%；领取期：保险公司应按每一时期转换表，分别演示不同领取方式下领取

资料来源：今日保、信达证券研发中心

## （二）借鉴海外经验

**税收优惠力度不足。**税收递延优惠是美国第二和第三支柱发展的重要推动因素之一。401(k) 在企业层面和个人层面均给予缴费税收优惠，同时投资获得的增值部分也获得税收减免。对于传统型 IRA，IRA 账户全部或部分免税，可在应税收入中扣除，50 岁以上每年缴费上限为 7000 美元，同时缴费和投资收益可延期缴税。而在日本，若自由职业者投保 iDeCo，每年最大免税额度可达 81.6 万日元，投资收益和领取均为 0。对于 NISA，前五年可免除高达 20.315% 的资本利得税。

反观我国，由于每月 1000 元的税前扣除上限相对较低，每年合计不超过 12000 元，对高收入人群的激励有限，且仍有部分人群月收入尚未达到个税起征点，无法在缴税环节获得税收优惠。领取环节按实际税率 7.5% 征收，因此未来第三支柱税收优惠政策亟待完善。

**加快建立惠及范围更广、更加公平合理的第三支柱养老机制。**发达国家制定税延养老险优惠政策时，考虑尽可

能多地覆盖包括无雇主、低收入人群以及自由职业者等群体的养老保障需求，同时缩小税延养老险执行而导致的收入差距。例如，美国传统和 Roth IRA 面向所有人群，全面覆盖了包括小企业员工和非雇员等未享受政府养老保险和企业养老保险的群体，体现税优公平性。同样，日本 NISA 也在 2017 年扩大受益范围至 19 岁以下的未成年人，推出 Junior NISA，至此覆盖各年龄阶段所有人群。iDeCo 原本仅试用个体户以及无法领取企业年金的雇员，近年来扩大至公务员、第二支柱企业雇员以及被扶养配偶。此外，也根据投保人收入水平、婚姻状况、是否被雇主养老金覆盖以及通货膨胀等条件设置了差异化税收优惠政策，以平衡不同群体之间的公平性。例如，对以单身申报但未被雇主养老金覆盖的人群不设置收入要求，而对同样单身但被雇主养老金覆盖人群收入设置 6.1 万美元上限。对已婚联合申报但未被雇主养老金覆盖的人群设置 18.4 万美元的上限。另外，税收优惠限额的设置需提升个人参与的积极性同时平衡政府的税收成本，可适时对扣除限额进行动态调整。例如美国 IRA 计划中缴费扣除限额随着通胀变化而及时更新。在我国，企业年金仅在央企和国企推行，职业年金则在机关事业单位运行，绝大多数个体户以及中小企业职工养老计划较为缺失。

借鉴发达国家经验，我国第三支柱需覆盖更多自由职业者、非雇员、低收入人群以及更多未纳税人群，必要时可对其进行直接补贴。此外，我国也需要缩窄高收入人群获益额度，让更多低收入人群受益。例如高收入人群税延金额随收入上升而递减，也可根据投保人收入、物价水平、投保其他产品情况控制高收入人群的税优程度，以提升低收入人群购买的积极性。

**图 54：美国被雇主养老金计划覆盖人员的 IRA 缴费标准**

纳税申报的具体方式	修订后年收入(万美元)	IRA 缴费情况
以户主或单身身份申报	≥6.1	IRAMAX=5500 美元
	6.1-7.1	部分缴费
	≥7.1	不能缴费
以合格寡妇(寡妇)身份申报或已婚联合纳税申报	≥9.8	IRAMAX=5500 美元
	9.8-11.8	部分缴费
	≥11.8	不能缴费
已婚单独纳税申报	<1	部分缴费
	≥1	不能缴费

资料来源：《个税递延型商业养老保险\_实践困境与优化建议》，信达证券研发中心

**图 55：有工作但未被雇主养老金计划覆盖人群的 IRA 缴费标准**

纳税申报方式	修订调整后年收入(万美元)	IRA 缴费标准
户主、合格寡妇(寡妇)、单身	无收入限制	IRAMAX=5500 美元
已婚单独申报(配偶有工作但未被企业养老保险覆盖)或已婚联合申报	无收入限制	IRAMAX=5500 美元
已婚联合申报(配偶有工作且已被企业养老保险覆盖)	≤18.4	IRAMAX=5501 美元
	18.4-19.4	部分缴费
	≥19.4	不能缴费
已婚单独申报(配偶有工作且已被企业养老保险覆盖)	<1	部分缴费
	≥1	不能缴费

资料来源：《个税递延型商业养老保险\_实践困境与优化建议》，信达证券研发中心

**打通三支柱账户间的转换促进第三支柱养老金的发展。**中国养老三支柱账户相对独立，基本养老保险个人账户由各地的社保经办负责，企业年金则由雇员劳动关系所在单位的受托人负责，第三支柱个人商业养老险则由以产品方式存在于不同产品的发行方。而美国三支柱对接较为紧密。当雇员退休或工作变动时，IRA 能承接 401(k) 计划转移的资产，极大促进了第三支柱的发展。IRA 中最大的资金来源于第二支柱的转移，而直接缴费的占比较小。截止 2019 年，IRA 流入资产达 4780 亿美元，占比达到 87%，直接缴纳的仅 690 亿美元。同时其他类型 IRA 可转移至 Roth IRA。日本同样建立了账户可转移制度。日本政府 1967 年建立了企业年金联合会 (PFA)，负责厚生年金基金 (EPF) 参保人因雇佣关系中断或转移时对积累的 EPF 资产的投资问题。2001 年确定缴费型企业年金 DC 设立后，EPF 和适格年金可以转移到 DC，2002 年 DB 创立后，不仅 EPF 和适格年金可转移至 DB，DB 也可转移至 EPF 或 DC。目前除了 DC 无法转移至 DB 外，其他的企业年金均实现了自由转换。而在我国，雇员工作变动或退休后，企业年金账户可转移至设有年金的雇主，或仍留存在原雇主账户继续运作。

未来我国需提升养老保险三支柱的协作，一方面可适当降低政府养老金以及企业养老金的缴费，降低国家和企业的压力，在退出时设立一定的转移机制，鼓励人群加大对税延养老险的投保。另一方面也需加强税延养老保险账户和政府养老金账户以及企业年金账户之间的转化，对三支柱之间的缴费、税优、以及基金转移等方面做好衔接。

**增强二、三支柱养老金计划的运营管理联系，扩充第三支柱目标人群。**日本第二支柱中的缴费确定型养老金计划包括企业部分 DC 和个人部分 iDeCo，iDeCo 允许雇主对其员工个人的 iDeCo 账户缴费，保证没有被企业年金计划覆盖的中小企业雇员也可以享受更为公平的养老保障。而我国第二支柱企业年金和职业年金仅限于国有大型企业，覆盖的人群已拥有第一支柱较高的缴费待遇。而许多中小企业职工却不能享受年金待遇，不同行业职工退休面临较大差异。我国目前推出的专属养老保险试点在一定程度上弥补了保障缺口，一方面通过企业为

个人账户缴费保证未形成正式雇佣关系的灵活就业劳动者的养老保障需求，缩减不同人群之间的差距。一方面也减少企业开支，吸引灵活就业人员的加入，扩充第三支柱目标人群。

**丰富养老金融产品和服务。**美国养老基金产品发展较为成熟，形成了目标日期基金、目标风险基金等能实现资产长期保值增值的基金产品。而我国在资产管理水平以及投资产品多样性方面均于发达国家差距较大。我国养老金融产品目前涉及普通养老年金、个税递延型养老险、养老目标基金、养老理财产品、养老储蓄产品等，而涉及税收优惠的仅个税递延养老险。同时养老理财产品功能上与一般基金和理财差别不大，养老功能较弱，养老储蓄产品选择较少。

- **保险：**保险公司在第三支柱建设中具备先发优势。保险公司应加强投资管理、保险产品创新、长寿风险管理等多个方面能力建设，布局“养老产品+养老服务”，将税延养老险制度与养老产业相对接。目前多家保险公司已加大养老产业的布局。例如泰康在布局养老产业战略上最坚定、投资额最大、保单件数最多。目前已布局北京、上海、广州、成都、苏州等 15 个核心城市，基本已完成全国布局。太保自 2018 年以来养老布局加速，按照“南北呼应、东西并进、全国连锁”的思路，打造城郊型、度假型和城市型高端养老社区，并引入法国欧葆庭提供养老照护方面的先进经验，共同打造“专属保险产品+高端养老社区+优质服务”的新型业务模式。
- **基金：**2018 年 2 月，证监会发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》，首次提出养老目标证券投资基金，对养老目标基金的运作、投资策略、投资目标等均进行了详细规定。《指引》规定养老目标基金主要采用 FOF 形式或其他证监会认可的形式进行运作。2018 年 8 月，首批养老目标基金正式发行，标志着公募基金正式纳入养老第三支柱建设。基金公司可加大与保险的合作，加大对保险养老资产的托管，发挥基金公司强大的投资管理优势。考虑到养老目标基金投资过程长达二三十年，若税延政策落实到养老目标基金，到领取时才收取相关税费，则会大幅激发投资长期投资养老目标基金的积极性。

我们预计未来将出台相关政策驱动养老储蓄存款、养老理财和基金、专属养老保险等多样化产品，加快储蓄养老向投资养老的转化，推动第三支柱发展。

**表 12：各险企养老产业布局**

	泰康	太保	新华	太平	平安	国寿
产品类型	以郊区 CCRC 养老社区为主	城郊型颐养社区、城市型康养社区、度假型乐养社区	活力养生型、持续照料型、康复护理型	高端度假型+CCRC 社区	智慧养老	高端城郊度假社区
模式	自建	自建，引入法国欧葆庭提供养老运营	自建	自建+第三方合作	与世联兴业合作	自建
城市	现阶段已完成北京、上海、广州、成都、武汉、苏州、杭州、长沙、沈阳、厦门、南昌等 22 个核心城市的布局	现阶段：成都、杭州、大理，未来：厦门、上海、南京、武汉、青岛、北京，成都将于今年 4 季度运营	北京、海南，未来将继续拓展京津冀、长三角、珠三角以及中西部重点城市	自建：梧桐人家；第三方：上海、昆明、宁波、北京、大连	已布局深圳	现阶段苏州，未来将在北京、天津、海南开业
入住资格	保单总保费≥200 万或缴纳押金+乐泰财富卡	总保费≥200 万	总保费≥200 万	总保费≥200 万	新客户长险新保累计保费≥1000 万	新客户总保费≥300 万元，老客户总保费≥200 万元
对接产品	主要为年金险，个险、银保、经代渠道产品不同，但差别不大					
特点	重资产模式，先发优势，自建为主，战略最坚定，投资额最大，保单销售件数最多	重资产模式，引入欧葆庭国际先进照护体系	重资产模式，养老社区和保单销售均不理想	轻重结合，自建+第三方	轻资产模式，养老产业数字化运营	重资产模式，自建为主

资料来源：信达证券研发中心

**优化养老金入市，推动居民储蓄养老向投资养老转变。**DC计划和IRA计划将超过一半的资产投入共同基金。从共同基金配置来看，股票基金配置占比最高，超过50%。根据OECD国家养老金资产配置统计，美国股票配置占比高于30%。同样，日本养老金第一支柱GPIF市场化运作能力也较为成熟，投资股票占比高于养老金整体比例，已接近50%。第三支柱NISA自2014年以来，投资上市公司股票的占比逐年提高，目前已将近40%。反观我国，养老金投资风格较为保守，过度关注资产安全性，主要投资于服务国家战略以及民生工程为主的收益相对稳定的领域。以固收类投资为主，其中社保基金以交易性金融资产和持有至到期投资为主，权益投资占比仅不到10%；企业年金固收类占比超过80%，权益类投资占比仅7%。这主要因为权益投资比例受限使得养老保险基金入市程度较低。《基本养老保险基金投资管理》规定投资股票、股票基金、混合基金、以及股票型养老产品的比例不得超过养老金资产净值的30%，同时《社保基金投资管理》规定社保基金投资基金和股票的比例不得超过成本法下基金资产总值的40%。2015年《企业年金管理办法》规定企业年金仅限于国内投资，其中股票投资比例上限为30%。此外，作为第三支柱的我国养老目标基金成立于2018年，当前规模仍然较小，且整体股票资产配置比例仍然较低（以目标风险基金为主，占比超过74%，且偏债混合型占比为85%），现金配置比例较高，投资回报有待提升。以南方养老2035为例，截止2020年4季度，基金持仓前十大股票的占比仅5.37%，而相比之下，美国目标日期基金临近退休股票占比仍达50%。

监管发声推动养老金等中长期资金入市，打开养老金投资比例上限。2020年以来，监管多次发声加快养老金等中长期资金入市。2020年5月，易会满提出放宽中长期资金入市的范围，推动个人养老金投资公募基金尽快落地。11月郭树清指出要完善资本市场基础制度，推动保险等中长期资金进入资本市场。养老金投资范围逐步放宽，2021年初年金基金投资权益比例上限提高至40%。

借鉴美国养老金投资的经验，养老目标基金将成为养老资产有效的配置渠道，提升养老资产的收益水平。我们认为我国可以从以下方面来推动养老目标基金的发展，1) 优化养老目标基金税收机制，鼓励养老保险机构参与投资。2) 扩大企业年金以及基本养老保险投资范围，将养老目标基金纳入养老金默认合格投资名单，3) 增加权益类尤其是蓝筹股的配置。国外经验可知，权益类品种有利于实现长期、较高且稳健的投资收益。

**产品制转为账户制。**美国以账户制为主体，以养老金资金账户为个人参加第三支柱的载体，个人通过账户进行账户缴费、产品申购赎回、转换、领取、信息查询等环节，在产品制下分散的资金、产品以及信息等均可汇集到账户上，实现资金和信息的统一，有助于第二支柱和第三支柱之间的转移。同时税收优惠赋予到账户上，账户层面上个人缴费可以在国家规定额度进行税优登记。而我国的产品制体系下，国家税收优惠赋予到产品层面，产品管理人直接提供税收代扣代缴，待遇发放等。产品制主要存在多重问题。1) 个人购买各种金融产品需计算税收优惠额度在其所投资的产品上的分配比例，2) 个人领取时需向不同产品管理人提出申请，手续繁杂，3) 产品间的转换又取决于产品间的转换机制，4) 国家需向各产品管理人收集个人参保资金和产品信息，效率低且难度大。

目前，获批运营税延养老保险的保险公司经营模式已从产品制转变为账户制。账户制下，保险公司将专项个人商业养老资金账户作为参保载体，税优资金均转入该账户。保费规模得到大幅提升。2018年底税延养老保险保费规模仅0.7亿元，承保量为3.9万人，到2020年，保费收入达4.26亿元，承保人数4.88万人。

表 13：产品制和账户制对比

	产品制	账户制
定义	个人所购买的各类金融产品是其参加第三支柱养老金的载体，购买产品的支出在国家规定的额度内享受税收优惠，在领取养老待遇时个人向各产品管理人提出申请	开立专门的个人养老金账户，以此账户作为个人参加第三支柱个人养老金的载体，个人通过该账户进行缴费、购买第三支柱合格金融产品、领取养老待遇、查询参保权益信息等
特征	国家税收优惠政策赋予到产品层面，各类形态金融产品的产品管理人直接面向个人提供税收代扣缴、待遇发放等服务	个人养老金账户承载个人参加第三支柱养老金各个环节的运转，资金、产品、信息服务得以在账户层面集中

<b>个人层面区别</b>	<p><b>a)产品选择受限:</b> 个人在购买各种金融产品时,需要计算税收优惠额度在其所投资的产品上的分配比例;</p> <p><b>b)产品流动性受限:</b> 个人是否可以对产品转换取决于不同类型金融产品间是否已经建立转换机制;</p> <p><b>c)手续多流程杂:</b> 个人在领取待遇时,需要分别向不同的产品管理人提出领取申请。</p>	<p><b>a)可实现产品选择权:</b> 账户在缴费时进行税延登记,个人可以通过账户自由进行产品申赎、转换等;</p> <p><b>b)手续简便:</b> 在领取待遇时,个人仅需要在账户管理机构办理一次领取申请即可</p>
<b>监管层面区别</b>	<p><b>a)统筹管理难度大:</b> 税收的征管要依赖于各金融产品管理人;</p> <p><b>b)汇集信息时效低难度大:</b> 国家要实现对金融业务的有效监管,需要从各产品管理人收集个人参保的资金和产品投资信息,时效很低且技术难度很大。</p>	<p><b>a)信息汇集高效,管理便利:</b> 个人参加第三支柱养老金所有相关的资金、税务、产品等信息由个人养老金账户有效汇集并向人社部门报送,便于人社与金融监管部门及时高效地对业务运行整体情况进行把控和监督</p>
<b>三支柱体系的关联性</b>	第三支柱养老金产品与一二支柱关联性较小 个人养老金账户实现了资金流与信息流的统一,有助于今后第二、第三支柱的顺畅转移,有助于三大支柱的协调发展	

资料来源: 信达证券研发中心

## 五、投资建议

随着老龄化的不断加剧,第三支柱将成为未来我国养老体系重点发力的方向。借鉴海外发展经验,我国亟需设立以账户制为载体、国家财政给予税收支持、资金市场化运营、账户之间可转移的个人养老金制度。面对较大的养老险发展空间,近年来险企均大力布局健康和养老产业,以求通过差异化服务来提升客户粘性,抢占市场,反哺保费的增长。我们看好养老产业发展对保费增长的长期拉动作用。推荐大健康大养老产业链布局完善的中国太保。

## 六、风险因素

宏观经济下行; 第三支柱政策落地不及预期; 养老产业建设进程不及预期

## 研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。