

七国第三支柱个人养老比较研究

——养老金深度系列 1

■ 证券研究报告

分析师 李美岑SAC 证书编号: S0160521120002
limc@ctsec.com**分析师 王亦奕**SAC 证书编号: S0160522030002
wangyy01@ctsec.com

相关报告

- 《盈利继续寻底，可选消费成本传导阻滞——21Q4 及 22Q1 全 A 业绩分析》 2022-05-01
- 《财通策略&多行业—2022 年 5 月月度金股》 2022-04-28
- 《1970s 风格启示：高 ROE 与低 PB 的 50 年轮转——70 年代市场定价》 2022-04-26

核心观点

个人养老金新规出台，制度建设再下一城。我国已初步搭建了适应“中国特色”的养老金三支柱体系，但“一支独大”特征显著，三支柱发展并不平衡。社会环境和人口结构变化对现有养老体系提出改革需求，发展第三支柱个人养老金是当下“重中之重”。2022 年 4 月 21 日，国务院发布《关于推动个人养老金发展意见》，规定了账户制将是个人养老金的核心运行模式，同时也对缴费、投资以及领取不同环节进行了改革。

现行四款个人养老产品的认购热度不尽相同，国民养老公司在产品端的发力是后续看点。养老理财在个人养老金产品中较受欢迎，原因在于大众对此类产品认知程度较高，风险收益特征较为符合大众“胃口”；养老目标基金运作平稳良好，市场认可度日益提高；专属商业养老保险在服务新产业、新业态从业人员和灵活就业人员方面优势明显；延税型商业养老保险作为最先推出的个人养老金产品，参保预期却大打折扣，原因主要为在缴款环节与领取环节税优细节设计并不理想。后续个人养老产品端的创新可能集中在集合了银行、保险以及证券背景为一体的国民养老公司，尤其是其独有的商业养老计划业务。

美国、日本、德国、加拿大、英国以及澳大利亚六国已成功建立起较为完善的养老体系且各有特色，对我国发展个人养老金具有不同程度的借鉴意义。其中，美国和加拿大的养老体系均表现为二三支柱较发达，在与资本市场进行双向良性互动的背景下，机制和产品创新是个人养老金发展的重要驱动；英国和同属于英联邦的澳大利亚则在养老体系的结构来看较为依赖第二支柱职业养老金，个人养老金的占比较低；日本和德国与我国十分类似，早年也深度依赖公共支柱。但为了满足社会环境和人口结构变化，两国在 21 世纪初都进行个人养老金改革，当下也产生了一定成效。具体分析详见正文。

千里之行，始于足下：我国第三支柱发展进行时。总体来看，市场当前对我国第三支柱的研究普遍以美国市场为目标，但实际上就我国资本市场发展、国民风险偏好等方面来看，我们与美国相差甚远，而日本和德国在老龄化、国民风险偏好、资本市场以及深度依赖第一支柱的养老体系等方面可能更适合作为借鉴对象。展望未来，如果我们以日本第三支柱的发展进程来预测未来我国个人养老金的发展，第三支柱的完善有望带来超过万亿的增量资金，为股市带来千亿级别的“新鲜血液”，有利于加强与资本市场的良性互动，体现养老金对资本市场的压舱石作用；为金融机构带来财富管理新蓝海；有效支持实体经济的发展。

风险提示：个人养老金推进不及预期；老龄化程度加剧；宏观经济下行风险。

内容目录

1. 我国养老金体系发展步入新阶段	8
1.1. 我国已初步完成养老金体系框架搭建	8
1.2. 社会环境和人口结构变化对现有养老体系提出改革需求	9
1.2.1. 当前养老体系较为依赖公共支柱	9
1.2.2. 大力发展个人养老金是当务之急	14
2. 九万里风鹏正举，个人养老新时代	14
2.1. 个人养老金新规出台，制度建设再下一城	14
2.2. 近年来，个人养老政策“春风”频吹	16
2.3. 四款个人养老金产品发行以来，认购热度不尽相同	18
2.3.1. 延税型商业养老保险试点推行遇冷	18
2.3.2. 专属商业养老保险受到新业态从业人员追捧	21
2.3.3. 养老目标基金 FOF 运作平稳良好，日益受到市场认可	23
2.3.4. 养老理财收益稳定、规模快速扩张	34
2.4. 国民养老公司在产品端的发力是后续看点	37
3. 全球养老资产高速扩张，个人养老多点开花	39
3.1. 全球养老金资产增速超越经济增速，但发展极其不平衡	39
3.2. 强制征收的第一支柱覆盖率较高，自愿参与的第二、三支柱分化较大	40
4. 美国：全球养老金市场“霸主”	44
4.1. 美国养老金规模居 OECD 国家之首，二三支柱非常发达	44
4.2. IRA 为代表的个人养老金计划推动了美国养老金体系迅速发展	45
4.2.1. 设立：门槛低，仅需满足税务要求	47
4.2.2. 缴费：不定期调整存缴上限	48
4.2.3. 投资：默认投资机制是吸引参与者的创新	52
4.2.4. 领取：提前或延期领取都需缴纳惩罚税	60
5. 日本：亚洲养老的“模范生”	63
5.1. 与中国类似，日本的第一支柱是整个养老金体系的基础	64
5.2. 日本通过政策鼓励不同年龄段、不同收入的人群参与个人养老计划	64
5.2.1. 全员均可参与个人型定额供款养老金计划（iDeCo）并享受税优政策	65
5.2.2. 入门级“小白”可以参与日本个人储蓄账户计划（NISA）	68
6. 德国：全球最早的现代社会保障体系	71
6.1. 德国养老体系在改革前也深度依赖第一支柱	71
6.2. 养老保险在德国养老金三支柱体系中扮演着不可或缺的角色	73
6.3. 税优政策、补贴力度以及产品多样化共同推动德国个人养老金发展	75
6.3.1. 吕库普养老：可以灵活定制缴款模式的个人养老金	75
6.3.2. 里斯特养老金针对不同群体推出多样化的养老选择	76
7. 加拿大：银发一族的“养老圣地”	81
7.1. “老人天堂”也曾因老龄化压力而对养老金进行改革	81
7.2. 与美国类似，加拿大养老体系中的私人养老金规模庞大	82
7.3. 个人养老金在税优政策支持、账户划转以及资金提取方面具有便利性	83

7.3.1. 个人注册退休储蓄计划(RRSP)与收入挂钩, 实行 EET 模式	83
7.3.2. 个人免税储蓄账户(TFSA)更为灵活, 以 TEE 模式为主	84
8. 英国: 欧洲养老“贵族”	86
8.1. 英国养老金改革历经“坎坷”的百年	86
8.2. 英国现行“从摇篮到坟墓”的全方位社会保障制度	87
8.3. 英国推出了不同类型的个人养老金产品来迎合不同风险偏好人群的需求	87
8.3.1. 个人养老保险是最为基础、最为广泛的存在	88
8.3.2. 存托养老金计划由于门槛较低, 更适合低收入人群	88
8.3.3. 个人投资养老金计划的投资自由程度最高	89
9. 澳洲: 移民大国, 养老“新星”	90
9.1. 澳洲养老金改革: 以英国养老制度为“基石”	90
9.2. 澳洲养老金体系被誉为三支柱“范本”	91
9.3. 自愿型超级年金为代表的第三支柱实际上是澳洲第二支柱的衍生	92
9.4. 每个参与者会拥有适用于不同生活阶段的三个账户	93
10. 路漫漫其修远兮, 我国第三支柱的求索之路在何方?	97
10.1. 他山之石, 可以为错: 海外六国个人养老金发展带来的启示	97
10.1.1. 投资顾问将在养老金服务中占据核心地位	97
10.1.2. 特色化产品与专业化服务将成为个人养老业务的核心竞争优势 ..	100
10.1.3. 管理规模效应下, 收费方式更加多样化	102
10.1.4. 转账联动机制将是推动私人养老金规模扩张的重要帮手	103
10.1.5. 针对社会需求, 开拓养老金融创新	104
10.1.6. 政府背书, 市场主导	105
10.1.7. 完善税优与补贴制度, 充分调动个人参与第三支柱的积极性	106
10.2. 千里之行, 始于足下: 我国第三支柱发展进行时	107
10.2.1. 个人账户整合是促进个人养老金发展的关键一步	107
10.2.2. 后续的税收优惠政策将对个人养老金的推广起到关键作用	107
10.2.3. 海外经验表明, 通过短期财政补贴激励投资者广泛参与	107
10.2.4. 进一步扩大个人养老金投资范围	108
10.3. 个人养老金改革“一小步”, 我国资本市场发展“一大步”	108
10.3.1. 个人养老金将为股市带来万亿级别的长线资金	109
10.3.2. 有效支持实体经济发展	110
10.3.3. 加强与资本市场的良性互动	111
10.3.4. 带来财富管理新蓝海	112

图表目录

图 1. 我国养老金三支柱模式	9
图 2. 我国养老金三支柱规模变化 (亿元)	9
图 3. 基本养老金支出对收入占比	10
图 4. 基本养老保险累计结存规模 (亿元)	10
图 5. 老龄化比例逐渐提高	11
图 6. 基本养老保险替代率逐年下降	11
图 7. 社保基金投资收益与投资收益率	12

图 8. 基本养老保险委托合同金额、到账金额、到账率	12
图 9. 企业年金全部计划：样本资产投资（亿元）	13
图 10. 企业年金投资收益以及投资收益率	13
图 11. 企业年金规模变化	13
图 12. 企业年金规模同比变化	13
图 13. 我国养老金产品规模变化（亿元）	14
图 14. 我国养老金产品数量变化（只）	14
图 15. 国内总储蓄率	16
图 16. 养老目标基金规模变化（亿元）	25
图 17. 养老目标基金数量变化（亿元）	25
图 18. 养老目标日期基金大类资产持仓占比（截至 2022Q1）	27
图 19. 养老目标风险基金大类资产持仓占比（截至 2022Q1）	27
图 20. 2035 养老目标日期基金起点与终点权益中枢比例	28
图 21. 养老目标日期基金大类资产持仓占比（截至 2020 年末）	29
图 22. 养老目标日期基金大类资产持仓占比（截至 2022Q1）	29
图 23. 养老目标风险基金大类资产持仓占比（截至 2020 年末）	30
图 24. 养老目标风险基金大类资产持仓占比（截至 2022Q1）	30
图 25. 最短持有期为三年养老目标日期基金管理人产品数量（截至 2022.4.27）	30
图 26. 最短持有期为一年养老目标日期基金管理人产品数量（截至 2022.4.27）	31
图 27. 最短持有期为五年养老目标日期基金管理人产品数量（截至 2022.4.27）	31
图 28. 最短持有期为一年养老目标风险基金管理人产品数量（截至 2022.4.27）	32
图 29. 最短持有期为三年养老目标风险基金管理人产品数量（截至 2022.4.27）	32
图 30. 最短持有期为五年养老目标风险基金管理人产品数量（截至 2022.4.27）	32
图 31. 投资者教育情况	33
图 32. 全市场基金资产净值及数量	33
图 33. 养老理财产品风格（截至 2022Q1 末，按数量分布）	36
图 34. 各家理财公司养老理财募集资金及产品数对比（截至 2022Q1 末）	37
图 35. OECD 养老金总资产排名前十五国家（截至 2020 年末）	40
图 36. OECD 国家养老金总资产占 GDP 百分比（截至 2020 年末）	40
图 37. OECD 国家第一支柱养老金覆盖率（%，截至 2020 年末）	41
图 38. OECD 国家第二支柱养老金覆盖率（%，截至 2020 年末）	41
图 39. OECD 国家第三支柱养老金覆盖率（%，截至 2020 年末）	42
图 40. OECD 国家第三支柱对 GDP 占比截至 2019 年末	43
图 41. 美国养老金体系	44
图 42. 2021 年美国养老金规模突破 40 万亿美元	45
图 43. 第三支柱受 IRA 推动迅速扩张	45
图 44. 2021 年 IRAs 计划占比达 32.97%	46
图 45. 传统 IRA 和罗斯 IRA 为主要类型	46

图 46. IRA 运作机制.....	47
图 47. 2021 年 IRA 中共同基金配置比例达 45%	53
图 48. IRA 对权益及混合型基金配置比例达 78%	53
图 49. QDIA 投资流程	54
图 50. IRA 配置的目标风险与目标日期基金规模(十亿美元)	58
图 51. 最低取款要求是 IRAs 支取的决定性因素.....	63
图 52. 年轻家庭一次性支取比例远高于年长家庭.....	63
图 53. 日本养老金三大支柱.....	64
图 54. iDeCo 运作模式.....	67
图 55. iDeCo 资产配置变化趋势	68
图 56. NISA 资产配置情况及比例	71
图 57. 德国历次养老金改革.....	72
图 58. 联邦政府资金在法定养老保险支出中占比(%)	74
图 59. 德国养老金三支柱体系.....	74
图 60. 里斯特养老计划不同形式产品数量占比以及产品总规模	79
图 61. 加拿大养老金三支柱体系.....	82
图 62. 英国养老金体系三大支柱.....	86
图 63. 英国养老体制改革进程.....	87
图 64. 英国养老体系新旧对比.....	87
图 65. 英国个人养老金计划下三种产品的对比.....	89
图 66. 澳大利亚养老金改革进程.....	91
图 67. 澳大利亚养老金体系.....	92
图 68. 缴费、投资以及收益环节税率规则.....	93
图 69. 超级年金账户类别.....	94
图 70. 预选组合(Pre-Mixed)概览.....	96
图 71. 自选组合资产收益率.....	97
图 72. 顾问机构在养老金服务中占据核心地位.....	98
图 73. 70%参与者在建立退休计划时会首选专业投顾作为咨询对象(2021) ..	99
图 74. 美国 SEC 注册投顾收费模式(按投顾数量分布)	102
图 75. 养老金持有的股票型基金手续费低于行业平均	103
图 76. 养老金持有的混合型基金手续费低于行业平均	103
图 77. 传统 IRA 中大部分资金来源于转账(亿元)	104
图 78. 住房储蓄合同与德国住房金融市场结合	105
图 79. 主流 OECD 国家养老金资产配置情况(截至 2010 年末)	108
图 80. 主流 OECD 国家养老金资产配置情况(截至 2020 年末)	108
图 81. 金融机构养老财富管理的实践探索情况	112
表 1. 按世界银行划分标准规定的养老金三大支柱	8
表 2. 个人养老金账户制与产品制对比	15
表 3. 个人养老金产品开展及扩大试点相关政策梳理	17
表 4. 《个人税收递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》对参与者的业务 要求	18
表 5. 个人税收递延型商业养老保险资金管理模式	18
表 6. 延税型商业养老保险基本要素	20

表 7. 2021 年末专属商业养老保险产品业绩表现	21
表 8. 专属商业养老保险基本要素	22
表 9. 养老目标基金投资指引	23
表 10. 养老目标基金的两种主要形式	25
表 11. 成立以来复权单位净值增长率排名前十大养老目标日期基金（截至 2022.4.27）	26
表 12. 成立以来复权单位净值增长率排名前十大养老目标风险基金（截至 2022.4.27）	26
表 13. 成立以来复权单位净值相对大盘增长率排名前十大养老目标日期基金（截至 2022.4.27）	26
表 14. 成立以来复权单位净值相对大盘增长率排名前十大养老目标风险基金（截至 2022.4.27）	27
表 15. 最先推出的四款养老理财产品与贝莱德建信首款养老理财产品比较 ...	35
表 16. 国民养老公司股东单位	38
表 17. 国民养老公司与其他养老保险公司经营范围对比	39
表 18. 多个国家建立了养老金三支柱体系	43
表 19. 五种 IRA 类型中以传统 IRA 为主	46
表 20. IRAs 开户机构以全服务经纪商和第三方财务规划公司为主	48
表 21. 传统 IRAs 计划扣除限额规则	49
表 22. 罗斯 IRAs 计划扣除限额规则	49
表 23. IRAs 计划的缴费上限历经 5 次调整	50
表 24. 传统 IRAs 计划与罗斯 IRAs 计划的对比	50
表 25. 大部分账户之间支持转账	51
表 26. 传统 IRAs 计划与罗斯 IRAs 计划的配置情况（2020 年）	52
表 27. 默认产品的设置为养老金投资提供便捷性	54
表 28. QDIA 机制下的多种产品选项	55
表 29. 美国市场主流机构相关目标日期基金的分类及资产配置	55
表 30. 典型目标风险基金的分类及资产配置	57
表 31. 截至 2019 年 Vanguard 目标风险基金资产配置情况	57
表 32. 截至 2019 年 Vanguard 目标风险基金的年化收益率	58
表 33. 截至 2020 年 9 月 10 日全球市场的目标日期基金年化到期收益率	59
表 34. 稳定价值型产品和担保型产品介绍	60
表 35. 提前领取 IRAs 计划却不受惩罚的例外情况	61
表 36. 领取 IRA 账户资金的多种方式	62
表 37. 预期寿命表	62
表 38. 日本养老金体系第三支柱发展	65
表 39. iDeCo 基本要素	66
表 40. NISA 基本要素	69
表 41. NISA 三种账户对比	70
表 42. 吕库普养老保险产品对比	76
表 43. 里斯特计划产品对比	78
表 44. 德国个人养老金比较	80
表 45. RRSP 三种账户对比	83
表 46. RRSP 与 TFSA 对比	85

表 47. 顾问机构三种类型.....	99
表 48. 富达 IRA 账户管理结构.....	100
表 49. 富达旗下美国养老特色产品.....	101
表 50. 嘉信理财投顾收费标准.....	102
表 51. 先锋领航投顾费用按资金管理规模划分.....	103
表 52. 第三支柱规模测算.....	109
表 53. 入市规模测算.....	110

1. 我国养老金体系发展步入新阶段

1.1. 我国已初步完成养老金体系框架搭建

世界银行提出的“三支柱”模式是当下全球主流的养老体系搭建框架。其中，第一支柱一般为强制性缴纳的公共养老金，主要负责实现再分配功能，以现收现付制为主，实现养老金的储蓄和保险功能。政府强制缴纳的同时，在养老待遇给付方面也提供一定财政支持。但随着老龄化的加剧，政府部门的收支压力逐年加重。第二支柱为雇员自愿参加的企业、职业年金计划，可由雇主和雇员共同缴费，以积累制为主。第三支柱为自愿性参加的个人养老金，由个人单独缴纳，以积累制为主，有利于将居民储蓄转化为投资。第一支柱公共养老金的提供者一般是政府部门，因此通常交由政府机构或者政府专门委托的专业机构进行管理运营；第二与第三支柱为私人养老金，一般由第三方金融机构管理，对第一支柱公共养老金起到补充作用，公共养老金与私人养老金皆能起到资金的再分配作用。

表 1. 按世界银行划分标准规定的养老金三大支柱

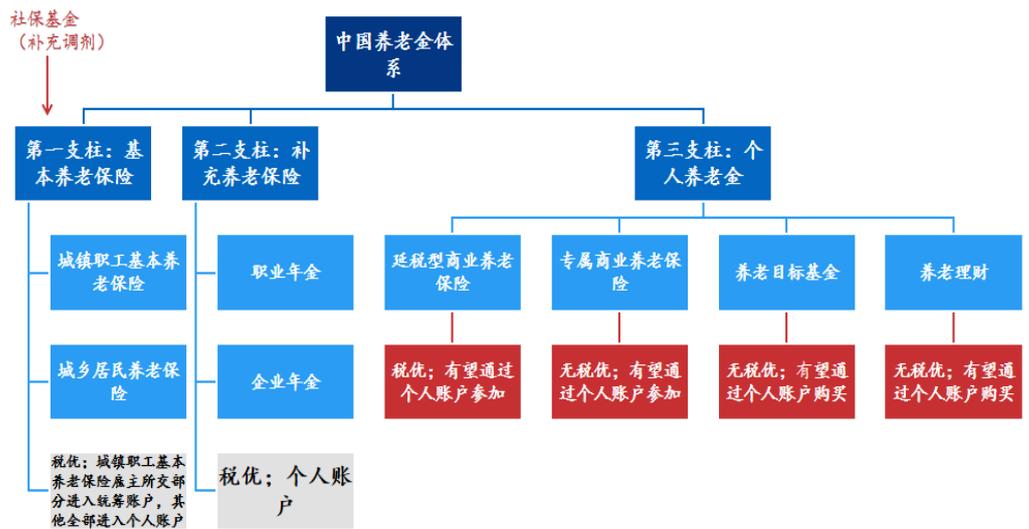
类型	详情
第一支柱	基本养老保险，以强制性缴纳为主；现收现付制；属于公共养老金，起基础保障作用；实现资金的再分配、储蓄和保险功能
第二支柱	企业年金，以自愿性缴纳为主；积累制；属于私人养老金，起补充保障作用；实现资金的再分配、储蓄和保险功能
第三支柱	个人养老金，以自愿性缴纳为主；积累制；属于私人养老金，起补充保障作用；实现资金的再分配、储蓄和保险功能

数据来源：世界银行、财通证券研究所

基于海外经验，我国也已初步搭建了适应“中国特色”的养老金三支柱体系。

其中，第一支柱为基本养老保险代表的公共养老金，囊括城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险，社会保障基金对基本养老保险的资金调剂起补充作用。第二支柱是机关事业单位或企业在基本养老保险之外专门为职工建立的附加保险；包括职业年金和企业年金。第三支柱是自愿建立个人养老金，当前主要有延税型商业养老保险、专属商业养老保险、养老目标基金，养老理财产品四种形式。

图 1. 我国养老金三支柱模式



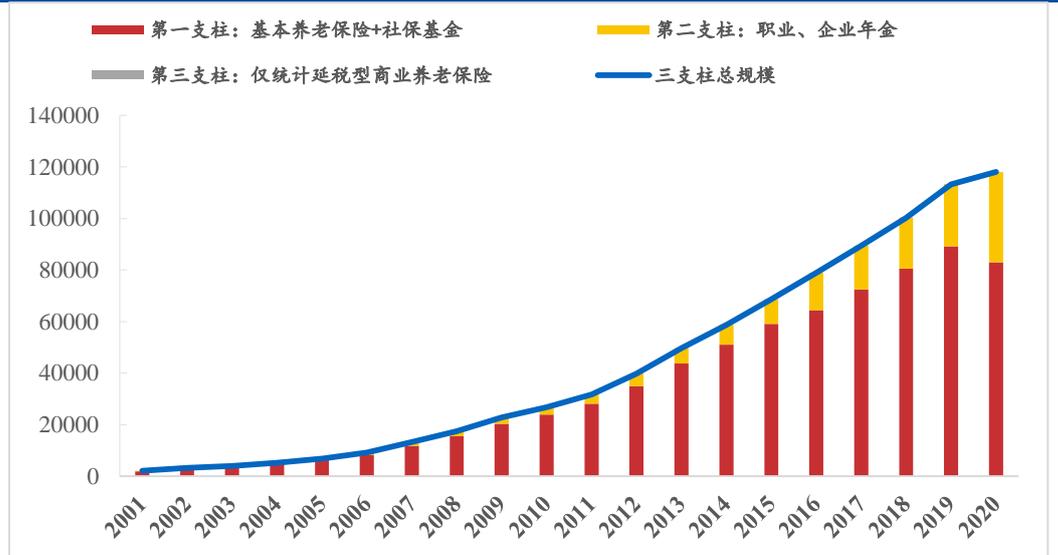
数据来源：财通证券研究所整理

1.2. 社会环境和人口结构变化对现有养老体系提出改革需求

1.2.1. 当前养老体系较为依赖公共支柱

我国养老体系“一支独大”特征显著，三支柱发展并不平衡。截至 2020 年末，我国养老金总规模为 15.8 万亿元，其中第一、二、三支柱规模分别为 8.7 万亿元、3.5 万亿元和 4 亿元（仅考虑有优惠政策的税延型商业养老保险）。第一支柱占比约 70%，政府部门提供的基本养老金承担了较多国民养老的责任；二、三支柱为代表的自愿性私人养老金整体还处于培育期。

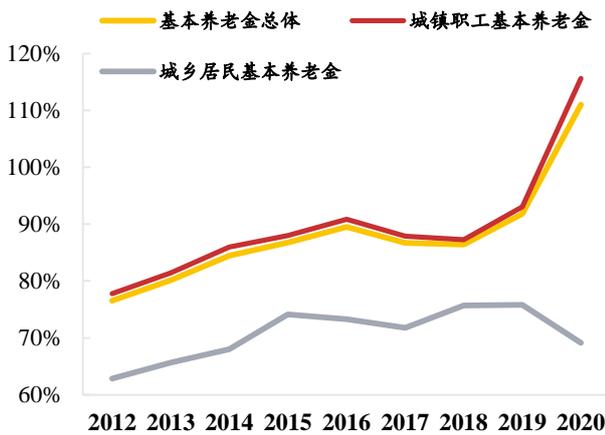
图 2. 我国养老金三支柱规模变化（亿元）



数据来源：Wind、财通证券研究所

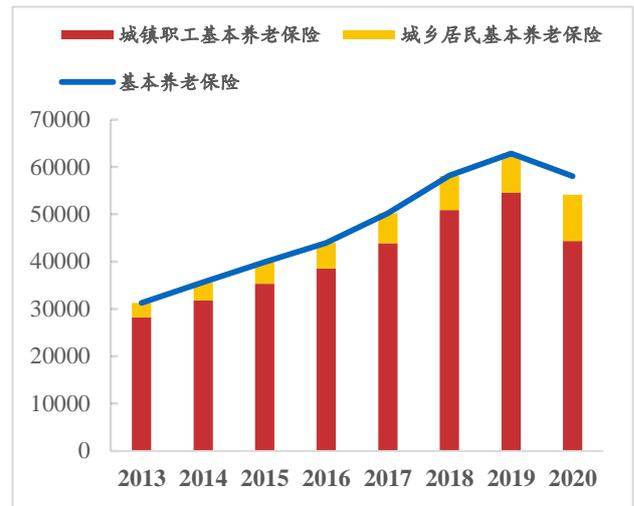
基本养老保险的收支压力逐年扩大，累计结存规模在 2020 年首次下降。基本养老金支出对收入占比从 2012 年的 76.56% 上升到 2020 年的 115.61%。2020 年，基本养老保险首次出现收不抵支的情况。2020 年，城镇职工基本养老保险出现 6925 亿元的收支缺口，尽管当年城乡居民基本养老保险年末结存有所增加，但总体来看，基本养老保险年末结存总额仍首次下降，从 2019 年的 6.3 万亿元下降至 2020 年的 5.8 万亿元，同比下降 7.9%。

图 3. 基本养老金支出对收入占比



数据来源：Wind、财通证券研究所

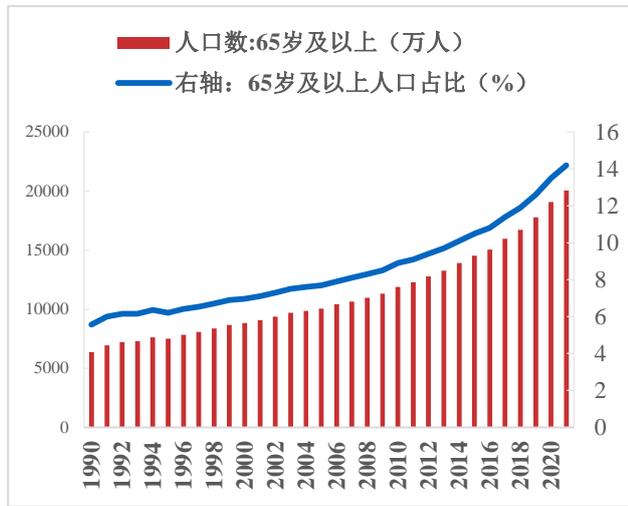
图 4. 基本养老保险累计结存规模（亿元）



数据来源：Wind、财通证券研究所

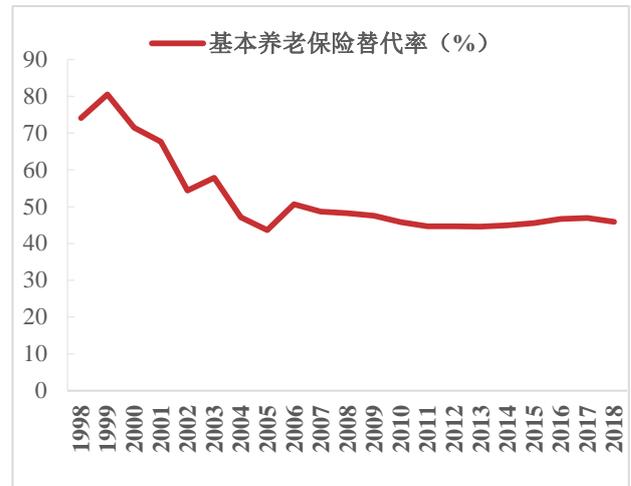
我国老龄化抬升的背景下，仅依靠基本养老保险将逐渐无法满足退休人群的生活保障。数据显示，截至 2020 年末，我国 65 岁以上人口有将近两亿人，老龄化比例 14.2%，位居全球前列。根据世界银行的建议，养老金替代率保持在 70%-80% 可以保证劳动者退休后生活水平基本维持不变，60% 的替代率只能保证基本的生活水平，55% 则已经处于警戒线附近。我国基本养老保险替代率初始预期为 60%，但近年来，基本养老金替代率逐步下降，2021 年基本养老金替代率仅为 45%，远低于 55% 的国际警戒线水平。

图 5. 老龄化比例逐渐提高



数据来源: Wind, 财通证券研究所

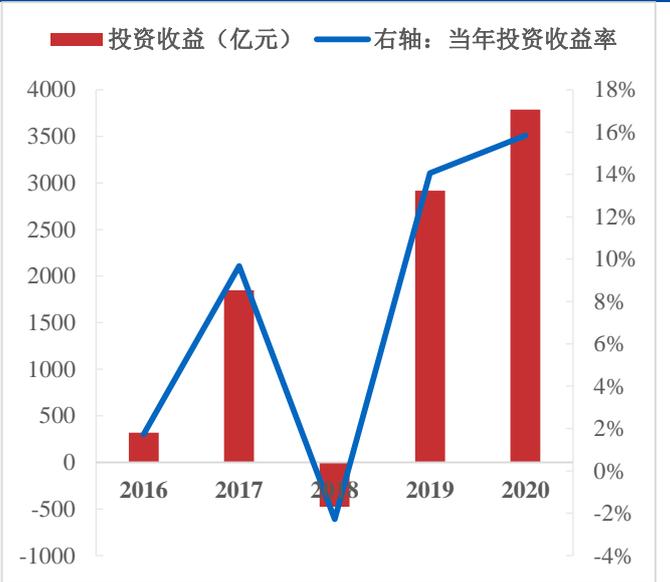
图 6. 基本养老保险替代率逐年下降



数据来源: Wind、财通证券研究所

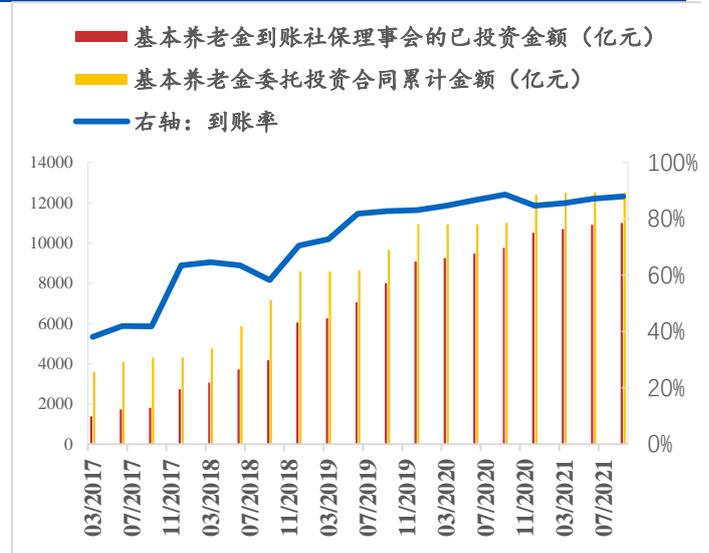
社保基金对基本养老保险起到调剂补充作用，过去几年投资表现亮眼。2020年，社保基金投资收益为 3786.6 亿元，当年投资收益率高达 15.84%。社保基金在社保理事会的成熟运作下，长期收益率已迈入全球顶尖资产管理机构之列：自成立以来的年均投资收益率 8.51%，累计投资收益额为 16250.66 亿元。在基本养老金财政和缺口扩大的背景下，社保基金近年来也在加快保值增值，借助于此前提积累的投资优势，一方面是扩大本金，如加速国有股转持划入资金及股权资产、中央财政加大拨入资金，另一方面是负责部分基础养老金的委托投资，帮助人民养老的“保命钱”稳步增长。2020年末，社保基金资产总额达 29226.61 亿元，资产总额逐年增长，财政性拨入全国社保基金资金和股份累计 9930.31 亿元，相较于 2013 年的 6000.26 亿元，同比大幅增加 65.5%。截至 2021Q3 末，全国基本养老保险委托投资合同规模 1.25 万亿元，到账金额 1.1 万亿元，到账率为 88%。

图 7. 社保基金投资收益与投资收益率



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 8. 基本养老保险委托合同金额、到账金额、到账率

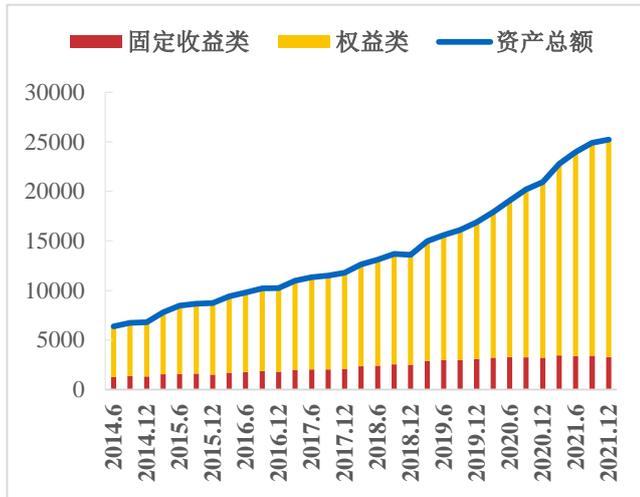


数据来源：Wind、财通证券研究所

第二支柱中的职业年金当前几乎能达到全覆盖水平，但受惠人群有限。职业年金的申请对象为机关事业单位，由于有政府预算作为保障，其缴费能力较强，几乎能做到全覆盖。但在当前覆盖率已处高位的背景下，未来职业年金的扩容空间有限；同时，职业年金也存在着短期考核的压力。由于职业年金由省级社保机构作为代理人统一委托投资，行政压力也会使投管人顾及短期回报。

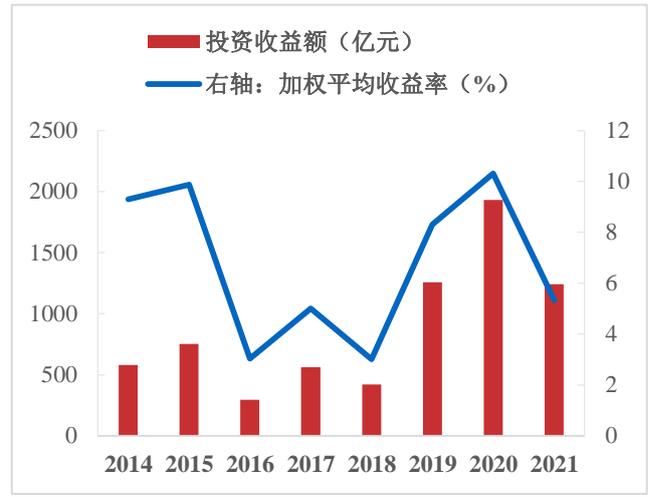
企业年金成立以来投资收益较为稳定，在控制风险最小化的同时为计划参与者提供长期稳定的养老金资产增值服务。2021 年企业年金投资收益为 1241.98 亿元，投资收益率 5.33%。企业年金将绝大部分资金配置于权益类资产，截至 2021 年 12 月末，企业年金资产总额为 25377.79 亿元，其中投资固定收益类资产 3284.47 亿元，占比为 13.5%，投资于权益类资产 21949.32 亿元，占比为 86.5%，相比于 2014 年末的 80.6%显著提高，预计随着年金投资权益资产上限比例提高，有望为资本市场带来更多长线资金。

图 9. 企业年金全部计划：样本资产投资（亿元）



数据来源：《企业年金业务摘要》、财通证券研究所

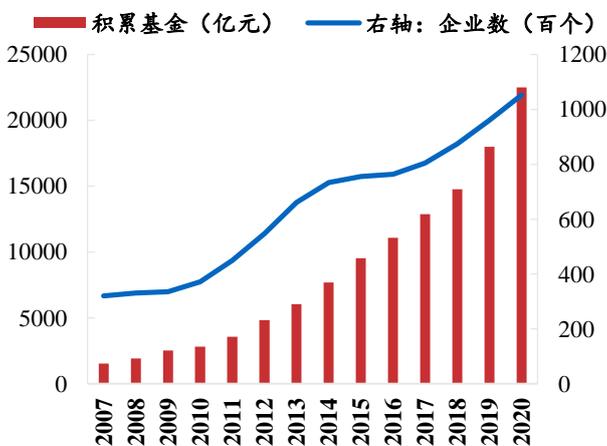
图 10. 企业年金投资收益以及投资收益率



数据来源：《企业年金业务摘要》、财通证券研究所

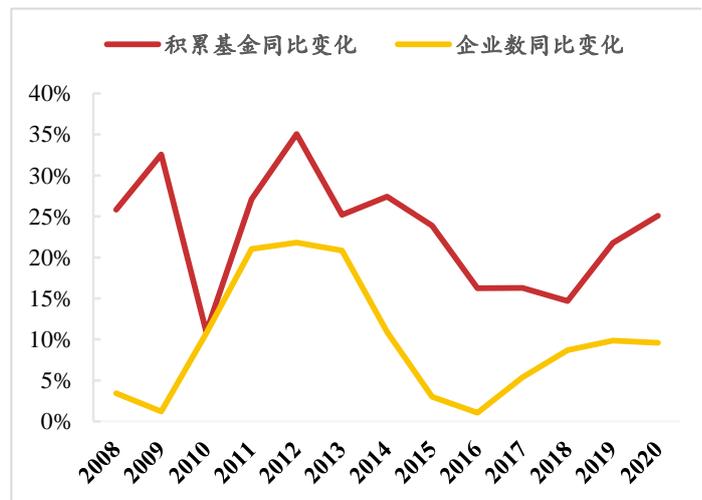
虽然企业年金能提供稳定的投资收益，但推广并不理想，因为企业承担的职工基本养老保险负担较重，同时设立企业年金本身的准入门槛也较高。企业年金设立必须满足（1）企业依法参加基本养老保险并履行缴费义务；（2）具有相应的经济负担能力；（3）已建立集体协商机制。截至 2020 年末，全国共有 10.5 万家企业建立企业年金计划，仅占全国法人单位数量的 0.42%，参保职工数为 2714 万人，仅占全国城镇社会从业人员数量的 5.9%，累计结存为 2.2 万亿元。

图 11. 企业年金规模变化



数据来源：《企业年金业务摘要》、财通证券研究所

图 12. 企业年金规模同比变化

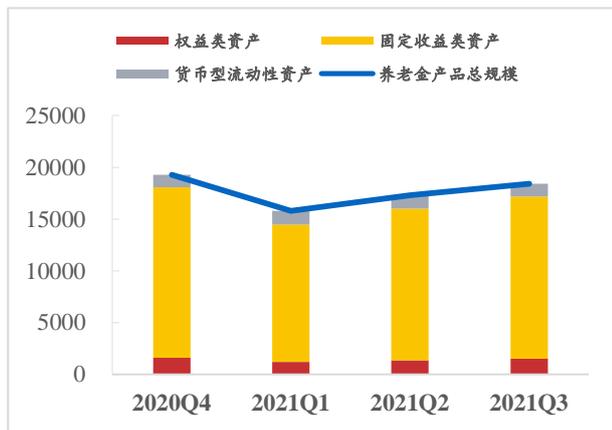


数据来源：《企业年金业务摘要》、财通证券研究所

1.2.2. 大力发展个人养老金是当务之急

总体来看，我国养老体系第一支柱财政压力大且替代率逐年下降，第二支柱覆盖范围相对有限，因此发展第三支柱个人养老金是当下“重中之重”。截至2020年末，第一支柱覆盖9.99亿人，第二支柱覆盖5800万人，第三支柱税延性养老保险试点仅覆盖4.9万人，个人养老产品仍处于初步探索阶段。2021年三季度末，我国二三支柱相关的养老金产品总规模为18417.01亿元，相较于2020Q4的19275.99亿元，下降4.46%；养老金产品总数为605只，相较于2020Q4的604只。尽管从养老金产品分布来看，涉及第二支柱职业养老金的产品是主要构成，但在第二支柱发展放缓的背景下，大力发展第三支柱个人养老金是增强我国养老金体系硬实力的关键。

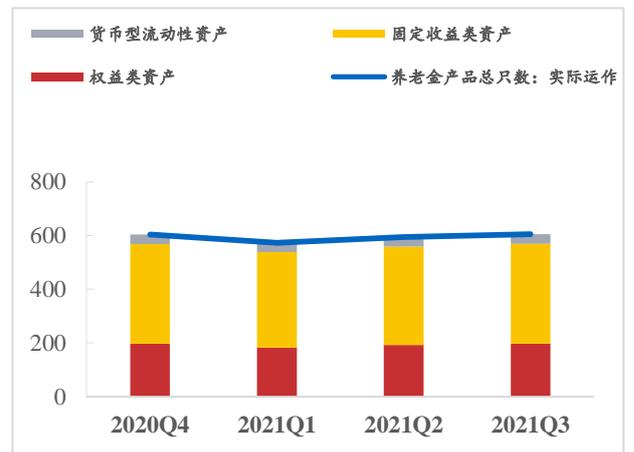
图 13. 我国养老金产品规模变化（亿元）



数据来源：Wind、财通证券研究所

注：此处养老金产品为第二、三支柱

图 14. 我国养老金产品数量变化（只）



数据来源：Wind、财通证券研究所

注：此处养老金产品为第二、三支柱

2. 九万里风鹏正举，个人养老新时代

2.1. 个人养老金新规出台，制度建设再下一城

2022年4月21日，国务院发布《关于推动个人养老金发展意见》，意见指出第三支柱个人养老金不再采用产品制，转而采取账户制运行模式，提供税收优惠政策。对于个人养老金的缴费、投资以及领取阶段也做出了更详细的规定。

- （1）缴费阶段：个人自愿参保，建立个人账户，年缴款上限为12000元，参保对象为在中国境内缴纳城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者。
- （2）投资阶段：用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等
- （3）领取阶段：可以按月、分次或者一次性领取个人养老

金，不可提前支取，个人账户权益可以继承。

相比此前试点的个人税收递延型商业养老保险个人账户，此次个人养老金账户存在几方面不同。**第一，在缴款阶段的税收抵免采取固定上限额，不再以个人收入比例作为衡量基准。第二，账户可投资范围增加，账户资金可用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等，此前，只能投资商业养老保险。第三，具体税优设计环节，此次的意见并没有做出具体说明，包括采取的税优模式以及税优比例，在缴费阶段、投资阶段以及领取阶段的税优细节仍值得商榷。**

个人养老金账户是参加个人养老金制度、享受税收优惠政策的基础。本次意见的核心是由原来的产品制转向个人账户制，参保人将通过个人账户购买个人养老产品。产品制在缴费、投资、征税环节都要面向不同的产品管理人，手续繁多，不利于第三支柱养老金的发展，建立第三支柱的个人账户制能有效实现资金信息与产品信息的统一归集。

表 2. 个人养老金账户制与产品制对比

	产品制	账户制
运作方式	每个产品在缴费、投资、征税环节都要面向不同的产品管理人，手续较为麻烦	一账户对应多个产品，大大简化了操作流程
税优机制	以产品为基础，按产品购买金额给予税收优惠，目前除了延税型商业养老保险有税优政策，其他产品暂无税收优惠	以账户为基础，按账户缴纳金额给予税收优惠，税务申报较为简便
补贴政策推行可行性	各个产品可能会涉及重复核验，补贴审核较为麻烦，不利于补贴机制的推行	以账户为基础，直接对个人是否符合补贴发放标准进行核验，而不用再在产品数据整合上浪费时间
养老金转账机制	各个产品之间由于设计风格的差异，转账可行性较低	账户之间的养老金流通较为灵活，对于今后的转账机制奠定坚实基础
监管	产品制下，个人参加第三支柱的有关数据将先传到金融机构，再由金融机构汇集到政府部门，数据传递与整合管理效率较低	按照一人一账户的标准，个人参加第三支柱的有关数据将直接汇集给人社部、税务局等政府部门，增加了监管的便捷性

数据来源：中国人民银行《金融稳定报告 2021》，财通证券研究所整理

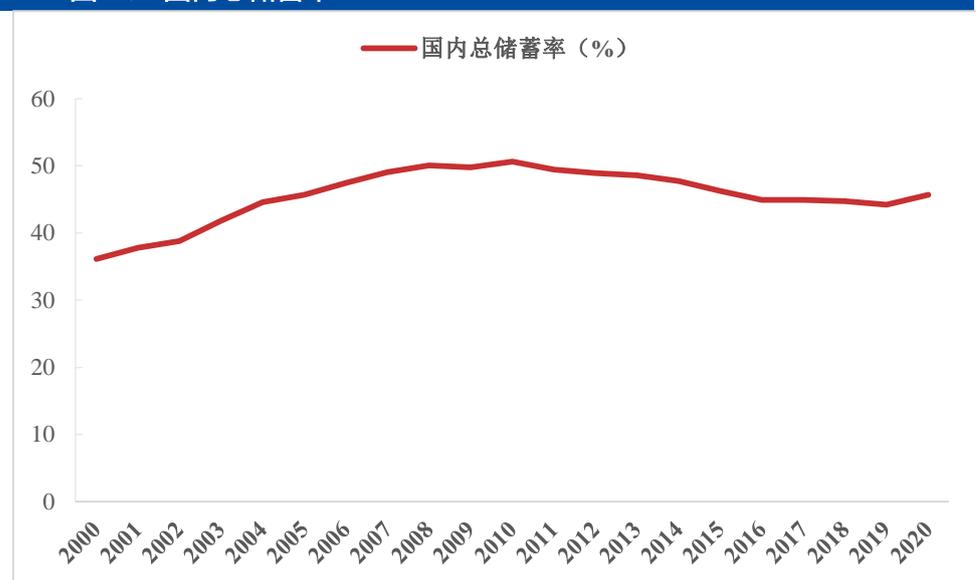
当下我国养老金体系不同支柱的个人账户有所区别。在资金来源方面，只有城镇职工基本养老保险雇主缴纳部分计入基本养老保险的统筹账户，个人养老金以及其他养老保险资金全部归入对应支柱的个人账户。基本养老保险的统筹账户起到筹集社会统筹资金的作用，主要是用于支付基础养老金，个人账户领完以后需要继续支付的个人账户养老金，国家每年调整提高的退休人员的养老

金、退休职工的死亡待遇等。基本养老保险的个人账户的作用主要是用于记录个人缴纳的养老保险费、集体补助、政府补贴，以及上述部分的利息金额的账户，其属于个人财产的一部分，终身属于个人所有而且还可以继承，但其具有强制储蓄性质，不得提前支取。相比之下，意见新推出的个人养老金账户与基本养老保险的个人账户完全不同。基本养老金个人账户在实际运作过程中，已经从原先的完全积累型预期向现收现付型转化，个人养老金账户则是完全向积累型建设的。

在归属权方面，基本养老金个人账户与个人养老金账户权益全部属于参保人个人，而职工、企业年金则不一定。职工、企业年金个人账户归属权规定一般分两种：第一种是雇主缴纳始终归雇员所有，进入个人账户就是雇主个人的；另一种是约定年限，逐步归属个人，如最长不得超过 8 年，以防止雇员跳槽。所有类型的个人账户权益都可以继承给亲属。

明确账户制积累模式，有利于短期储蓄向长期养老资产转化。可以增加养老金的资产规模及保障能力，有利于矫正养老保险三支柱体系的结构失衡，提升养老金的可持续发展能力。另外，亦有利于集聚长期养老资金，可对冲人口老龄化背景下储蓄率和投资率下降带来的潜在影响。

图 15. 国内总储蓄率



数据来源：Wind、财通证券研究所

2.2. 近年来，个人养老政策“春风”频吹

目前，个人养老金产品已经涵盖个人税收递延型商业养老保险、专属商业养老保险、养老目标基金以及养老理财。2018 年 4 月，多部门联合发布《关于开展个人延税型商业养老保险试点的通知》，延税型商业养老保险试点正式在上

海市、福建省(含厦门市)和苏州工业园区先行展开。2021年5月,银保监会发布《关于开展专属商业养老保险试点的通知》,人保寿险、中国人寿、太平人寿、太平洋人寿、泰康人寿、新华保险等6家保险公司获批参与,试点地区暂定为浙江省(宁波市)以及重庆市。2021年9月1日,银保监会发布《关于开展养老理财产品试点的通知》,工银理财在武汉、成都,建信理财和招银理财在深圳,光大理财在青岛开展养老理财产品试点。此外,养老储蓄试点即将启动,主要面向中低收入人群的商业养老计划试点正在抓紧筹备。在历次政策的支持下,个人养老金产品试点范围不断扩大,专属商业养老保险已经扩大到了全国范围,养老理财的试点地区也从原来的武汉、成都、深圳扩大至北京、沈阳、长春、上海、武汉、广州、重庆、成都、青岛、深圳十地;以**保险公司、公募基金以及银行系资管为代表的金融机构争相参与到建设第三支柱的浪潮中来。**

表 3. 个人养老金产品开展及扩大试点相关政策梳理

时间	部门	文件	主要内容
2018.4.12	人社部、财政部、税务总局、银保监会、证监会	《关于开展个人延税型商业养老保险试点的通知》	拟设立个人账户进行投资,投资范围仅限于商业养老保险,采取EET税优模式,在上海市、福建省(含厦门市)和苏州工业园区先行实施
2018.5.7	人社部、财政部、税务总局、银保监会	《个人税收递延商业养老保险产品开发指引》	对个人延税型商业养老保险产品领取时间,收益模式等进行详细规定
2021.5.1	银保监会	《关于开展专属商业养老保险试点的通知》	在浙江省(含宁波市)和重庆市开展为期一年的专属商业养老保险试点,期限暂定一年。 人保寿险、中国人寿、太平人寿、太平洋人寿、泰康人寿、新华保险获批参与。
2021.9.1	银保监会	《关于开展养老理财产品试点的通知》	工银理财在武汉、成都,建信理财和招银理财在深圳,光大理财在青岛开展养老理财产品试点
2022.2.21	银保监会	《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》	专属商业养老保险试点区域扩大到全国范围,在原有的6家试点公司基础上,允许养老保险公司参与专属商业养老保险试点
2022.2.25	银保监会	《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》	试点地区扩大至北京、沈阳、长春、上海、武汉、广州、重庆、成都、青岛、深圳十地。试点机构扩大至工银理财、建信理财、交银理财、中银理财、农银理财、中邮理财、光大理财、招银理财、兴银理财和信银理财十家理财公司;同时外资控股的贝莱德建信理财公司也加入试点,试点额度上升至2700亿元

2022.4.21	国务院	《关于推动个人养老金发展意见》	缴费阶段：个人自愿参保，建立个人账户，年缴款上限为 12000 元， 投资阶段：用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等 领取阶段：可以按月、分次或者一次性领取个人养老金，不可提前支取 养老储蓄试点即将启动，主要面向中低收入人群的商业养老计划试点正在抓紧筹备
-----------	-----	-----------------	---

数据来源：国务院、人社部、财政部、税务总局、银保监会、财通证券研究所整理

2.3. 四款个人养老金产品发行以来，认购热度不尽相同

2.3.1. 延税型商业养老保险试点推行遇冷

个人税收递延型商业养老保险的参保人为纳税群体，采取 EET 纳税模式，可以投资于三种不同类型的保险产品。《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》按照收益类型，把保险公司开发的产品分为三种：收益确定型、收益保底型、收益浮动型，分别对应 A、B、C 三类产品。A 类产品有保证收益率，收益确定；B 类产品收益由保底收益与额外收益组成，额外收益不固定，故投资者需承担部分风险；C 类产品下设投资账户，收益视投资绩效决定，风险完全由投资者承担。结合收益水平的设置来看，三款税延养老保险产品中，B 类产品收益结构类似万能险，在保底利率的基础上加一定的浮动收益，而 C 类产品的收益水平完全浮动，风险完全由保险人承担，类似投连险产品。

表 4. 《个人税收递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》对参与者的业务要求

产品类型	产品说明
A 类收益确定型	积累期提供确定收益率（年复利）的产品，按月结算
B 类收益保底型	积累期提供保底收益率，同时根据投资情况提供额外收益的产品。其中，按月结算收益，为 B1 类产品；按季度结算收益，为 B2 类产品
C 类收益浮动型	积累期按照实际投资情况进行结算的产品，至少每周结算一次

数据来源：《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》、财通证券研究所

表 5. 个人税收递延型商业养老保险资金管理模式

条款	监管对象	主要内容
----	------	------

大类资产配置

资产战略配置规划	资产战略配置规划期限至少为三年，每年至少滚动评估一次
年度资产配置计划	年度资产配置计划根据资产战略配置规划制定，应密切关注各类资产短期内的价格变化趋势，并在目标资产配置比例及浮动区间的基础上，动态调整投资组合
资产配置策略	包括债务导向型策略、目标日期策略、目标风险策略以及可持续支取策略等
资产配置模型、系统	保险公司及其投资管理人应当建立与税延养老保险业务规模、配置策略等相适应的资产配置模型、数据和信息系统
账户隔离	不同税延养老保险产品应当设立单独的投资账户。A类和B类产品：普通账户的管理模式；C类产品：独立账户的管理模式
投资范围	五大类：流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产。鼓励税延养老保险资金投向符合国家战略和产业政策要求的领域。

运作规范

投资比例	合并计算税延养老保险普通账户与其他保险产品普通账户的投资比例，并遵守保险资金运用的比例监管规定，同时单独计算的税延养老保险普通账户的投资比例应当不高于大类资产监管比例上限和集中度风险监管比例上限。在业务开展初期，税延养老保险普通账户投资运作不足6个月且投资资产规模合计不超过5亿元的，保险公司可以不单独计算税延养老保险普通账户的投资比例
委托投资	保险公司应当优先选择具有长期资金管理经验、资产配置体系完善、投资经验丰富、风险管控机制健全的投资管理人。投资管理人应当切实履行主动管理职责，不得进行转委托。

风险管理

估值管理	明确C类产品账户应采用公允价值原则，鼓励使用市值计量。
信息披露	主要包括资金投向、杠杆水平、收益分配、托管安排及主要投资风险等内容。
总体风控	强调应当建立税延养老保险资金运用的组织架构、管理制度、内控流程，建立风险管理机制，并对风险进行识别、计量、监测和评估
操作层面	主要对资产负债错配风险（主要针对A款和B款产品）、投资策略偏离风险（主要针对C款产品）、利率风险、流动性风险、下行风险等方面进行监控及管理

监督管理	保障措施	要求投资管理人按照账户管理费收入的 10%计提风险准备金，风险准备金余额达到受托投资账户资产余额的 1%时可以不再提取。
	5 日报告制度	A 类和 B 类产品的投资账户连续三个月投资收益率低于确定收益率或保底收益率或者 C 类产品的投资账户滚动 90 天内净值回撤超过 15%等重大事项发生时，保险公司应当在 5 个工作日内及时向中国银行保险监督管理委员会报告

数据来源：《个人税收递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》、财通证券研究所

税收递延型商业养老保险试点推广有所低于预期。截至 2021 年年底，试点产品保费收入达 6.3 亿元，参保人群约为 5 万人，与第一、二支柱规模相差甚远。延税型商业养老保险作为最先推出的个人养老金产品，参保预期却大打折扣，原因主要为在缴款环节与领取环节税优细节设计并不理想。在缴款环节，按连续性劳务报酬收入的 6%和 1000 元孰低以计算，相比于海外主流 OECD 国家，其在缴款环节的税优力度较小，德国个人养老金为例，吕库普计划在 2022 年的年抵扣税额上限为 24305 欧元，非常适合中高收入人群；在领取环节，25%部分予以免税，其余 75%部分按照 10%的比例税率计算缴纳个人所得税，相当于个人所得税实际税率为 7.5%。2018 年 10 月个税起征点由原来的 3500 元上调至 5000 元，12 月又推出了个税专项附加扣除政策，社会个税负担下降，进一步降低了税延型养老险对低收入人群的吸引力。此外，延税型商业养老保险还存在操作过程过于繁琐的缺陷。

表 6. 延税型商业养老保险基本要素

延税型商业养老保险	
参保群体	纳税群体
缴费对象	个人
产品期限结构设计	分为积累期与领取期，封闭式运行
税优	EET 缴费环节：有雇主人士月抵扣税额上限为工资 6%与 1000 元孰低者；自营人士年抵扣税额上限为 6%与 12000 元孰低者 投资环节免税 领取环节：25%免税，75%征收 10%个税，即实际税率 7.5%

收益模式	收益确定型产品（A类）：提供确定收益率 收益保底型产品（B类）：提供保底收益率，同时可根据投资情况提供额外收益的产品，可细分为每月结算收益的产品（B1款）和每季度结算收益的产品（B2款）； 收益浮动型产品（C类）：按照实际投资情况结算收益的产品。
产品是否可互转	同一保险公司的延税型商业养老保险产品在积累期可以互转，不同保险公司之间也可以互转
领取方式及时间	年金；60周岁及以上，可领取至身故。 还可提供不少于15年的长期领取方式，包括固定期限15年（月领或年领）、固定期限20年（月领或年领）等其他领取方式
是否可提前支取	一般不可提前支取，除非在参保人遭遇不幸或身体状况不佳需要资金支持的一些特殊情形下，可以申请理赔或退保
规模	截至2021年年底，试点产品保费收入达6.3亿元，参保人群仅约为5万人

数据来源：《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》、财通证券研究所整理

2.3.2. 专属商业养老保险受到新业态从业人员追捧

专属商业养老保险的收益水平由保底利率和浮动利率两者构成。保底部分利率在不同账户标准下有所差异，分为稳健型账户与进取型账户，保底利率分别为2%–3%，0%–1%，稳健型账户与进取型账户之间可相互转化。每年的结算利率在次年1月1日公布。截至2021年末，试点产品中结算利率最高的为泰康人寿臻享百岁进取账户，结算利率达到了6.1%，仅只有太平寿险岁岁今生稳健账户与中国人寿鑫享宝稳健账户两只产品结算利率低于5%，全部产品结算利率均高于保底利率。

表 7. 2021 年末专属商业养老保险产品业绩表现

产品名称	账户类型	保底利率 (%)	结算利率 (%)
泰康人寿臻享百岁	稳健账户	2.85	6
	进取账户	0.6	6.1
人寿保险福寿年年	稳健账户	3	5
	进取账户	0.5	5.3
太保寿险易生福	稳健账户 A	2	4.8
	稳健账户 B	2	5

太平寿险岁岁今生	进取账户 A	0.5	5.3
	进取账户 B	0.5	5.5
	稳健账户	2	4.5
新华寿险卓越优选	进取账户	无	5.35
	稳健账户	2.5	5
中国人寿鑫享宝	进取账户	1	5.5
	稳健账户	2	4
	进取账户	无	5

数据来源：各家公司官网、财通证券研究所

专属商业养老保险在服务新产业、新业态从业人员和灵活就业人员方面优势明显，允许企事业单位为雇员缴费，有效加强了第二支柱与第三支柱的联系，但当前没有税收优惠政策支持。专属商业养老保险投保简便、交费灵活、收益稳健等特点已逐渐为消费者所理解和接受，保险公司已初步形成了符合自身特点的经营模式。截至 2022 年 2 月末，人保寿险、中国人寿、太平人寿、太平洋人寿、泰康人寿以及新华保险六家试点公司在浙江省（含宁波市）和重庆市累计承保保单 7.18 万件，环比增加约 43.6%；累计保费 4.72 亿元，环比增加约 8%。其中以快递员、网约车司机为主的新产业、新业态从业人员投保超过 1.2 万人，环比增加约 20%，增长速度较快。预计随着试点扩大到全国范围，全体养老保险公司的积极参与，专属商业保险的规模将呈现几何式增长。

专属商业养老保险相比于延税型商业养老保险更受投资者青睐。专属商业养老保险虽然没有税收优惠，但其在缴费对象方面允许雇主为雇员进行缴费、在收益模式方面设计保底+浮动的结算利率模式、在领取时间点方面允许投资人提前退出。灵活的产品设计激发了投资者的参与热情。

表 8. 专属商业养老保险基本要素

专属商业养老保险	
参保群体	快递员、网约车司机等新产业、新业态灵活就业人员
缴费对象	个人，也允许企事业单位为雇员缴费
产品期限结构设计	分为积累期与领取期，封闭式运行
税优	无

收益模式	结算利率=保底+浮动。 保底部分利率分为稳健型账户与进取型账户，分别为2%-3%，0%-1%。 每年的结算利率在次年1月1日公布
产品是否可互转	稳健型账户与进取型账户可相互转化
领取方式及时间	年金；60周岁及以上，领取期限不短于10年
是否可提前支取	可提前退出，积累期的前5年退保会有本金损失。 前5年：退保现价不高于累计已交保费； 6-10年：退保现价不高于累交保费和75%账户累计收益之和； 10年后：退保现价不高于累交保费和90%账户累计收益之和。
规模	截至2022年2月末，试点公司累计承保保单7.18万件，累计保费4.72亿元，其中新产业、新业态从业人员投保超过1.2万人

数据来源：《中国银保监会办公厅关于开展专属商业养老保险试点的通知》、财通证券研究所整理

2.3.3. 养老目标基金 FOF 运作平稳良好，日益受到市场认可

养老目标基金采用 FOF 形式运作。养老目标基金是以养老资产长期稳健增值为目的，鼓励投资者长期持有，采取成熟的资产配置策略以合理控制投资组合波动风险的公募基金。截至2022年Q1末，养老目标基金共计166只（A/C合并统计），管理规模达到1048亿元。2018年3月，证监会正式发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》，除了规定养老目标基金的设立和管理门槛以外，还要求应当采用基金中基金（即FOF）形式或中国证监会认可的其他形式运作。

表 9. 养老目标基金投资指引

定义	以追求养老资产的长期稳健增值为目的，鼓励投资人长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险的公开募集证券投资基金	类型	母基金（Fund of Funds，简称FOF）或证监会认可的其他形式
投资策略	目标日期策略、目标风险策略、证监会认可的其他形式	运作形式	定期开放或设置投资人最短持有期限；定期开放的封闭运作期或最短持有期均不短于1年

<p>投资比例</p>	<p>定期开放的封闭运作期或投资人最短持有期限不短于 1/3/5 年的，基金投资于股票、股票型基金、混合型基金和商品基金（含商品期货基金和黄金 ETF）等权益资产品种的比例合计不超过 30%/60%/80%</p>	<p>子基金（含香港互认基金）条件</p>	<p>子基金运作期限不少于 2 年，最近 2 年平均季末基金净资产不低于 2 亿元；子基金为指数基金、ETF 和商品基金等品种的，运作期限不少于 1 年，最近定期报告披露的季末基金净资产不低于 1 亿元</p>
<p>基金管理人条件</p>	<p>(1) 公司成立满 2 年</p> <p>(2) 最近 3 年平均公募基金管理规模（不含货币市场基金）在 200 亿元以上</p> <p>(3) 投资、研究团队不少于 20 人，其中符合养老目标基金基金经理条件的不少于 3 人</p> <p>(4) 成立以来或最近 3 年无重大违法违规行</p>	<p>基金经理条件</p>	<p>(1) 具备 5 年以上金融行业从事证券投资、证券研究分析、证券投资基金研究评价或分析经验，其中至少 2 年为证券投资经验；或具备 5 年以上养老金或保险资金资产配置经验</p> <p>(2) 最近 3 年无违法违规记录</p>

数据来源：《养老目标证券投资基金（指引）》、财通证券研究所整理

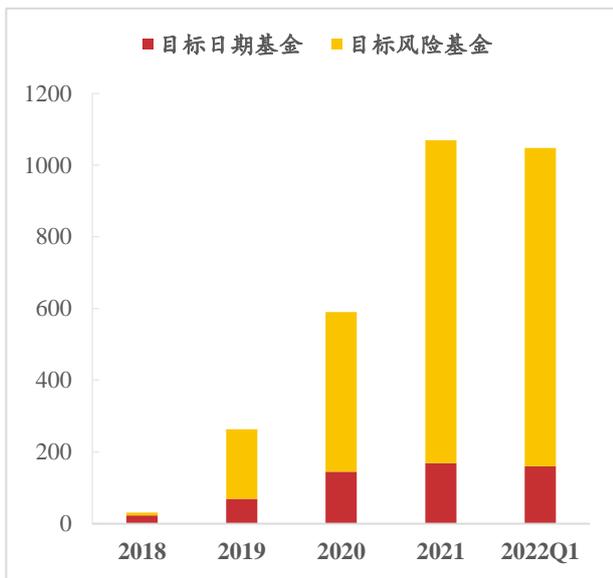
当前，我国养老目标基金主要包括目标日期基金和目标风险基金，采取封闭化管理，没有税收优惠政策。目标日期基金以投资者退休日期为目标，根据不同生命阶段风险承受能力进行投资配置的基金。它假定投资者随着年龄增长，风险承受能力逐渐下降，逐步降低权益类资产（股票、股票型基金、混合型基金等）的配置比例，增加非权益类资产的配置比例。目标风险策略基金按照特定的风险偏好来设定权益类资产、非权益类资产的配置比例的基金，常见的是按照某一特定波动率（比如 3%）来进行资产配置，并采取有效措施控制基金风险。按风险承受能力的不同，目前分为成长型、稳健型和保守型等类别。截至 2021 年 Q1 末，养老目标日期型 FOF 产品共有 74 只，合计规模为 160 亿元；目标风险型 FOF 产品 92 只，合计规模为 888 亿元，占养老目标基金总规模的 84.73%，目标风险型 FOF 是当前养老 FOF 的主流。

表 10. 养老目标基金的两种主要形式

	目标日期基金	目标风险基金
定义	根据投资者的退休“目标日期”而建立的养老投资工具	预先设定投资风格，采用长期固定的资产配置比例的养老基金
核心	下滑曲线策略	风险管理策略
资产配置策略	随着所设定目标日期的临近，逐步降低权益类资产的配置比例，增加非权益类资产的配置比例	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
风险管理	基金管理人控制风险水平	投资人控制风险水平

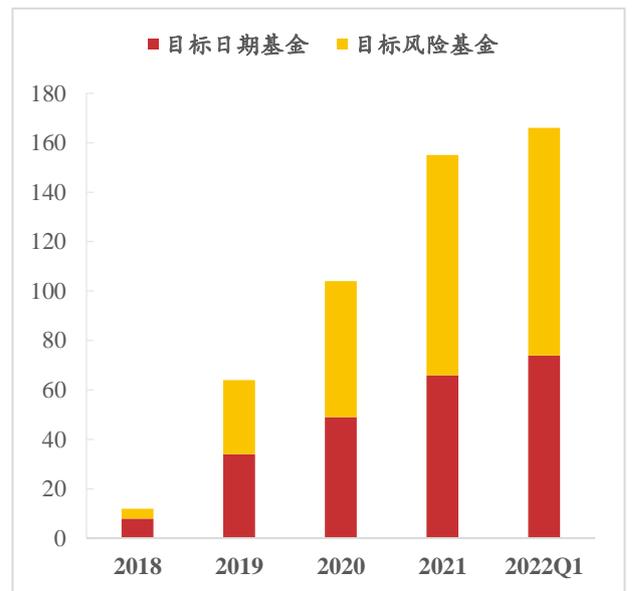
数据来源：中国证券投资基金业协会、财通证券研究所整理

图 16. 养老目标基金规模变化（亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 17. 养老目标基金数量变化（亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

从过去三年的运作成果来看，养老目标基金的回报率都在稳健增长。绝对收益视角下，2019、2020 与 2021 年，养老目标基金都获得了平均正回报，分别为 11.12%、24.16%、5.08%。截至 2022 年 4 月 27 日，收益率第一的养老目标日期基金为华夏养老 2045 三年，复权单位净值增长率为 54.16%；排名第一的养老目标风险基金为兴全安泰平衡养老(FOF)，成立以来复权单位净值增长率为 43.29%。

表 11. 成立以来复权单位净值增长率排名前十大的养老目标日期基金（截至 2022.4.27）

证券代码	证券简称	成立以来复权单位净值增长率（%）
006620.OF	华夏养老 2045 三年	54.16
006289.OF	华夏养老 2040 三年	45.05
006321.OF	中欧预见养老 2035 三年	44.20
006290.OF	南方养老 2035 三年	44.18
007188.OF	嘉实养老 2050 五年	41.29
006891.OF	华夏养老 2050 五年	35.67
006307.OF	嘉实养老 2040 五年	34.49
006295.OF	工银养老 2035 三年	32.23
007238.OF	平安养老 2035	31.36
007060.OF	汇添富养老 2050 五年	31.23

数据来源：Wind、财通证券研究所

表 12. 成立以来复权单位净值增长率排名前十大的养老目标风险基金（截至 2022.4.27）

证券代码	证券简称	成立以来复权单位净值增长率（%）
006580.OF	兴全安泰平衡养老(FOF)	43.29
006306.OF	泰达宏利泰和养老(FOF)	28.96
005218.OF	华夏聚惠稳健目标	26.38
006861.OF	招商和悦稳健养老一年	23.64
006876.OF	国投瑞银稳健养老一年	21.08
007255.OF	华宝稳健养老一年	20.25
005957.OF	华夏聚丰稳健目标	19.17
007090.OF	海富通稳健养老一年	18.86
006581.OF	建信优享稳健养老一年	18.75
006303.OF	中银安康稳健养老一年	18.72

数据来源：Wind、财通证券研究所

养老目标基金的超额收益也十分显著。截至 2022 年 4 月 27 日，69 只养老目标日期基金中有 92% 的产品跑赢了大盘；89 只养老目标风险基金中也有 94% 的产品获得了不同程度的超额收益。

表 13. 成立以来复权单位净值相对大盘增长率排名前十大的养老目标日期基金（截至 2022.4.27）

证券代码	证券简称	成立以来复权单位净值相对大盘增长（%）
006620.OF	华夏养老 2045 三年	63.91
007188.OF	嘉实养老 2050 五年	49.82
007271.OF	鹏华养老 2045 三年	41.20
006891.OF	华夏养老 2050 五年	39.43
006307.OF	嘉实养老 2040 五年	38.61
006321.OF	中欧预见养老 2035 三年	36.57
007059.OF	汇添富养老 2040 五年	35.24
006289.OF	华夏养老 2040 三年	34.79
006290.OF	南方养老 2035 三年	34.31
007060.OF	汇添富养老 2050 五年	32.15

数据来源：Wind、财通证券研究所

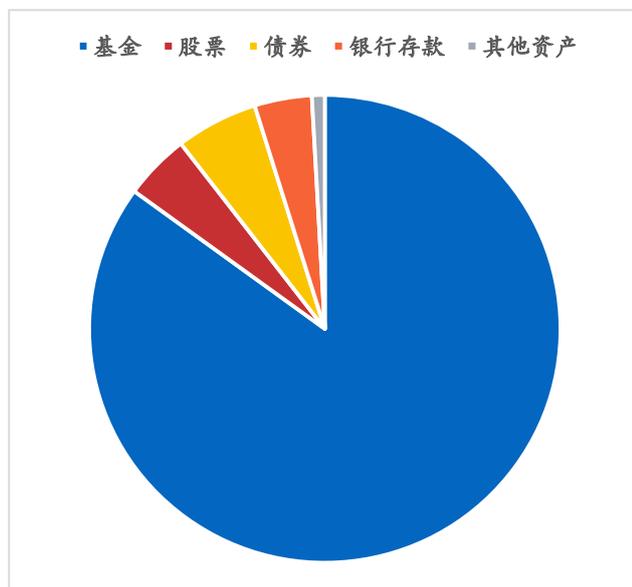
表 14. 成立以来复权单位净值相对大盘增长率排名前十大的养老目标风险基金（截至 2022.4.27）
（截至 2022.4.27）

证券代码	证券简称	成立以来复权单位净值相对大盘增长率（%）
005218.OF	华夏聚惠稳健目标	38.94
006580.OF	兴全安泰平衡养老(FOF)	29.15
006861.OF	招商和悦稳健养老一年	28.94
007255.OF	华宝稳健养老一年	27.85
006862.OF	招商和悦稳健养老一年	27.10
007232.OF	万家平衡养老三年(FOF)	26.65
007090.OF	海富通稳健养老一年	26.46
006876.OF	国投瑞银稳健养老一年	25.78
007273.OF	鹏华长乐稳健养老一年	20.61
006991.OF	民生加银康宁稳健养老一年	19.12

数据来源：Wind、财通证券研究所

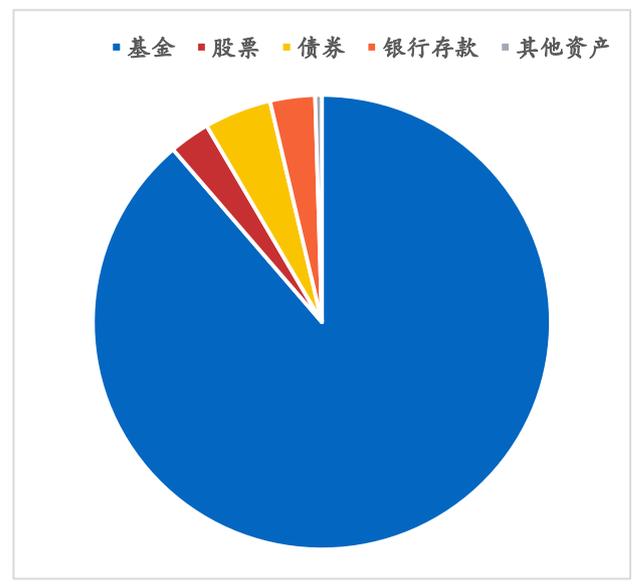
养老目标日期基金与养老目标风险基金在大类资产配置比例上有所差异。截至 2022 年 Q1 末，养老目标日期基金的基金配置比例为 85%，低于养老目标风险基金的 88.7%。在股票、债券、银行存款上的配置比例为 4.5%、5.6%与 3.9%，高于养老目标基金的 2.9%、4.7%以及 3.9%。

图 18. 养老目标日期基金大类资产持仓占比（截至 2022Q1）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 19. 养老目标风险基金大类资产持仓占比（截至 2022Q1）

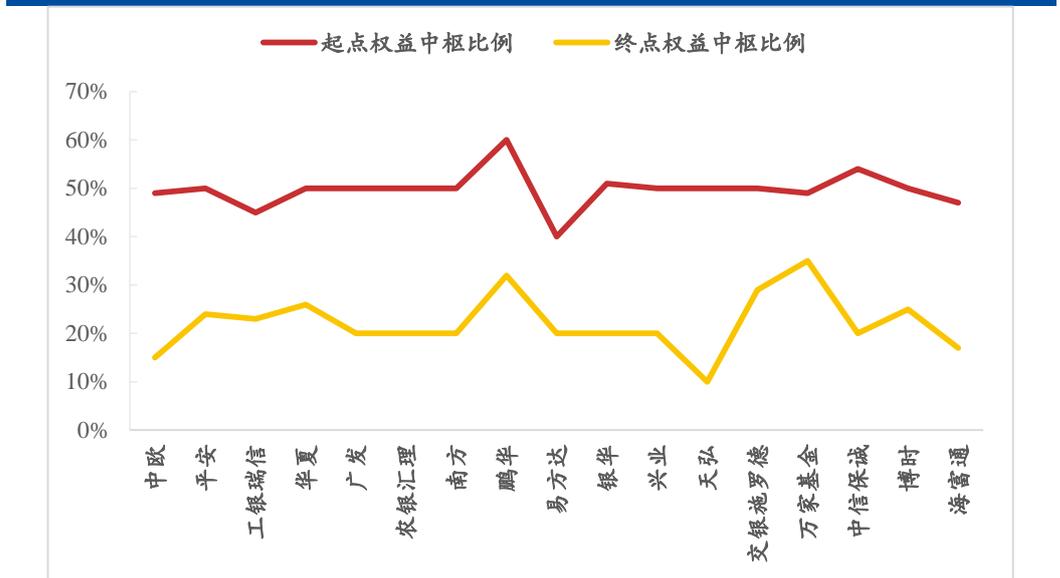


数据来源：Wind，财通证券研究所

养老目标日期基金在不同时间段的持仓占比有所不同。随着到期日的临近，由于其实行下滑曲线策略，将会根据初始与终点权益中枢比例下调股票类资产占

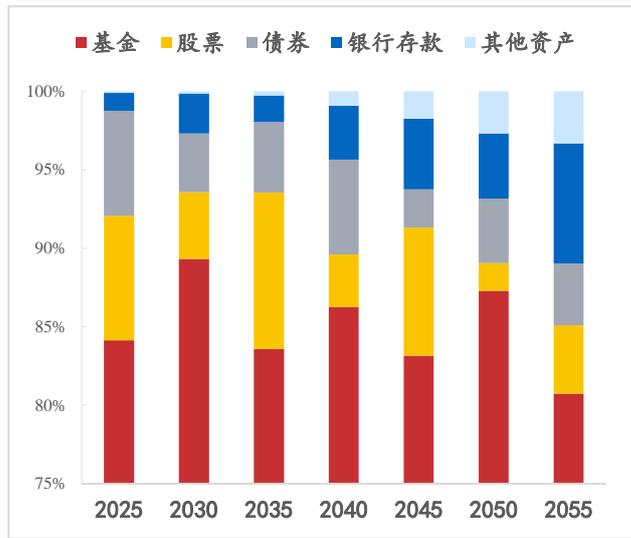
比，转而配置更多以银行存款为主的无风险资产。以 2035 养老目标基金为例，在初始权益中枢设定方面，配置最高的是鹏华基金，比例在 60%，易方达基金最低，为 40%；在终点权益中枢比例设定方面，万家基金最高，为 35%，天弘基金的最低，为 10%；初始与终点权益中枢比例差值最大的是天弘基金，为 40%，差值最小的是万家基金，为 14%。若不考虑持仓的基金风格变化，单从股票与银行存款角度来看，在 2020 年末，2035 养老目标基金配置 9.9%的股票，到今年 Q1 末，其在股票上的配置比例已经下降至 6.8%，在银行存款上的配置从 1.7%上升至 3.4%，而 2025 目标日期基金在 Q1 末的股票配置比例甚至已经几乎为零。

图 20. 2035 养老目标日期基金起点与终点权益中枢比例



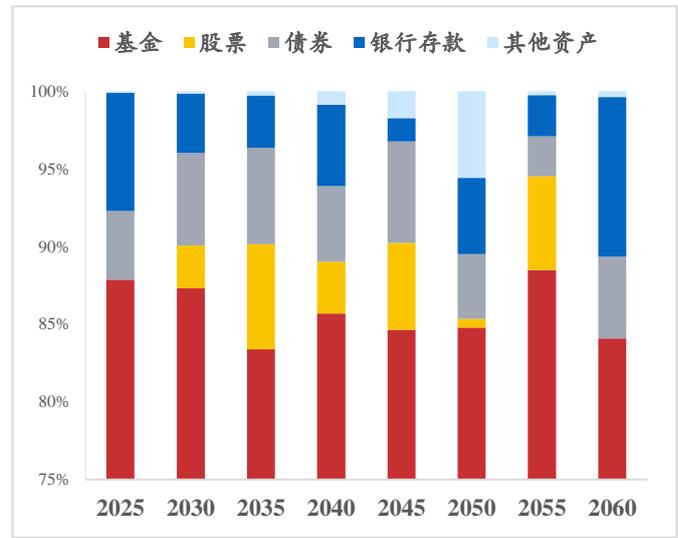
数据来源：各基金公司官网、财通证券研究所

图 21. 养老目标日期基金大类资产持仓占比（截至 2020 年末）



数据来源: Wind, 财通证券研究所

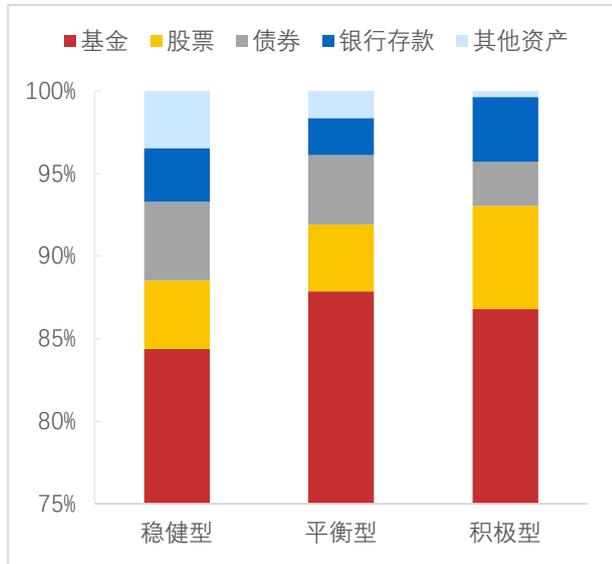
图 22. 养老目标日期基金大类资产持仓占比（截至 2022Q1）



数据来源: Wind, 财通证券研究所

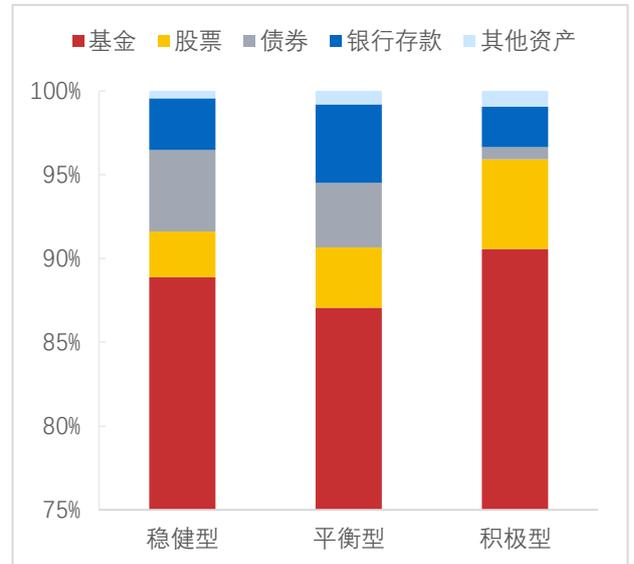
养老目标风险基金配置仍以基金为主，但不同风险类型的养老目标风险基金持仓也有差异。截至 2022Q1 末，稳健型的风险偏好程度较低，在股票上的配置比例仅为 2.7%，低于平衡型与积极型的 3.6%与 5.3%；积极型偏好主动管理模式，能容忍更大程度的波动，将 90.6%的资金投向于基金，高于稳健型和平衡型的 88.9%以及 87.1%，在固收以及银行存款上的配置比例为 3.1%，远低于稳健型和平衡型的 8%与 8.5%。此外，由于养老目标风险基金的投资策略类似于风险平价策略，即根据市场行情节奏动态调整其风险敞口，使波动率稳定在一个较低水平。因此我们可以看到，年初以来市场波动加大，目标风险基金均降低了股票的配置比例，稳健型、平衡型以及积极型分别从 2020 年末的 4.1%、4.1%、6.2%下降至 2022 年一季度的 2.7%、3.6%以及 5.3%。

图 23. 养老目标风险基金大类资产持仓占比（截至 2020 年末）



数据来源：Wind，财通证券研究所

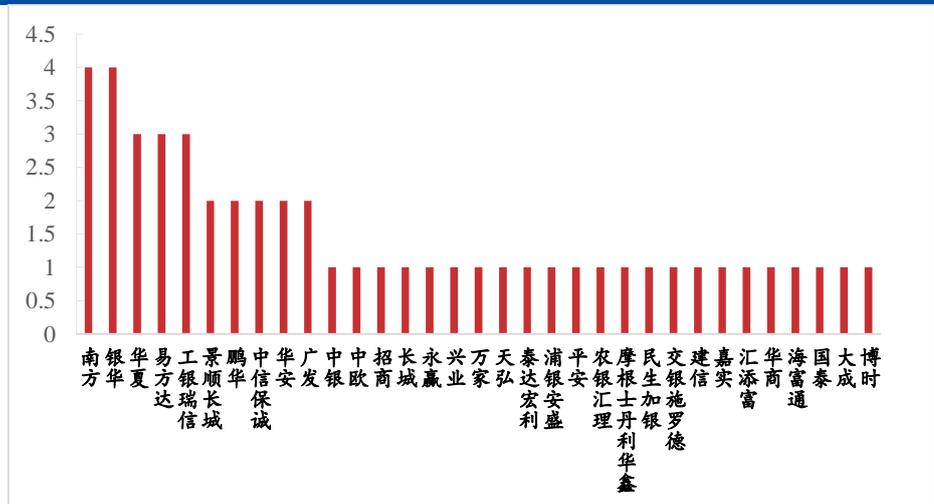
图 24. 养老目标风险基金大类资产持仓占比（截至 2022Q1）



数据来源：Wind，财通证券研究所

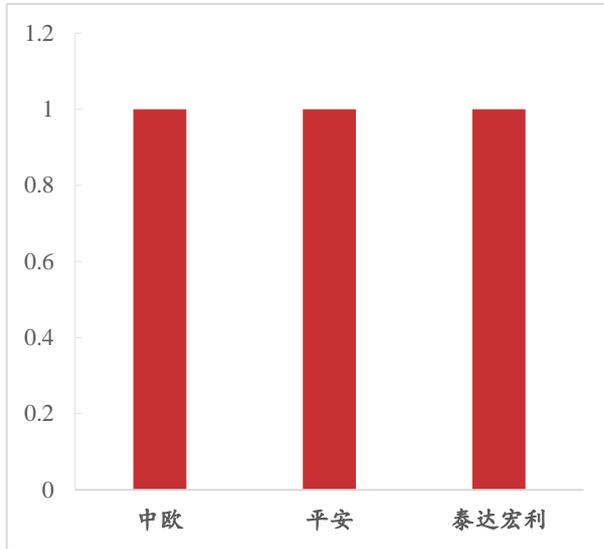
养老目标基金是近年来公募行业发展的新方向，机构参与热情高涨。以养老目标日期基金为例，产品最短持有仍 5 持有期为三年的有 50 只，数量最多，占目标日期基金总数的 67.57%，管理数在两只及以上的分别为南方与银华基金各 4 只，华夏、易方达、工银瑞信基金各 3 只，景顺长城、鹏华中信保诚、华安以及广发各两只；最短持有期为五年的有 21 只，管理数在两只及以上的分别为嘉实、工银瑞信、博时各 3 只，汇添富、华夏则各为 2 只。

图 25. 最短持有期为三年养老目标日期基金管理人产品数量（截至 2022.4.27）



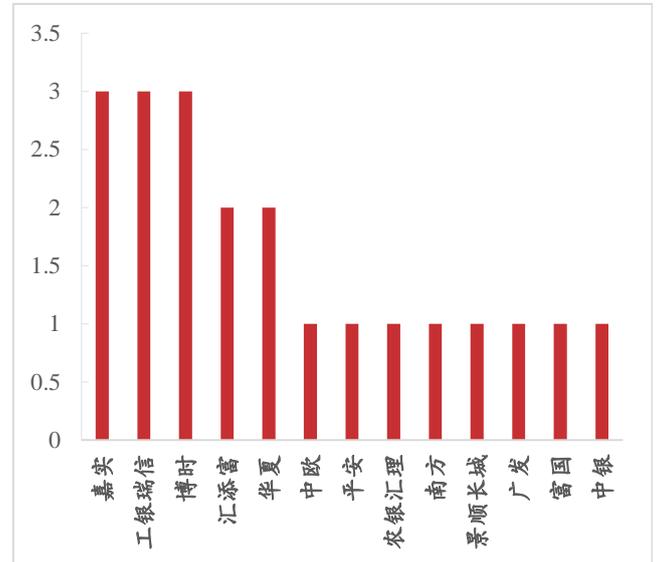
数据来源：Wind、财通证券研究所

图 26. 最短持有期为一年养老目标日期基金管理人产品数量（截至 2022.4.27）



数据来源：Wind，财通证券研究所

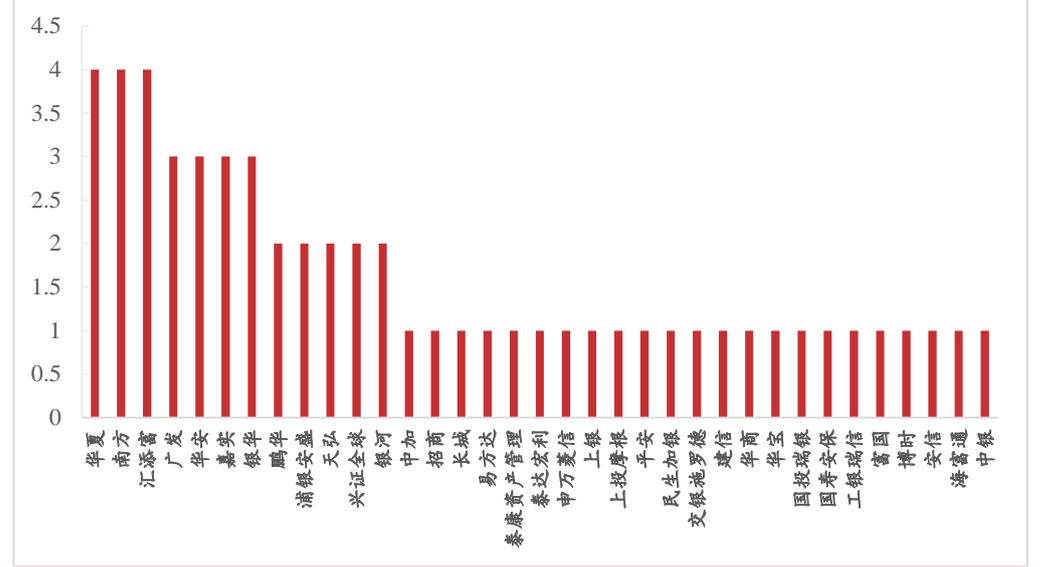
图 27. 最短持有期为五年养老目标日期基金管理人产品数量（截至 2022.4.27）



数据来源：Wind，财通证券研究所

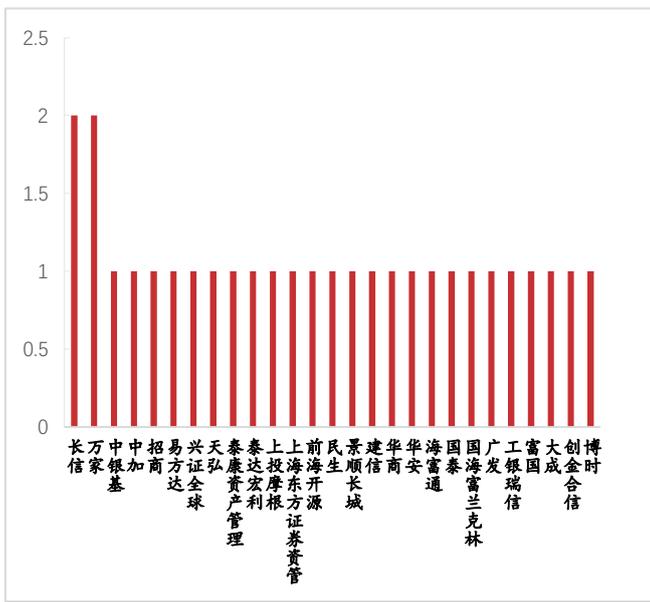
以养老目标风险基金为例，最短持有期为一年的占比最高。截至 2022 年 4 月 27 日，目标日期基金无最短持有期限限制的有 2 只，皆由华夏基金管理；最短持有期为三个月的有 1 只，由华宝基金管理；最短持有期为一年的有 58 只，数量最多，占养老目标风险基金总数的 61.05%，管理数在两只及以上的分别为华夏、南方、汇添富各 4 只，广发、华安、嘉实、银华各 3 只，鹏华、浦银安盛、天弘、兴证全球、银河各 2 只；最短持有期为两年的有 1 只，由上海东方资管管理；最短持有期为三年的有 29 只，占养老目标风险基金总数的 30.53%，管理数在两只及以上的为长信与万家基金各 2 只；最短持有期为五年的有 4 只，管理人分别为上投摩根、上海东方证券资管、兴证全球以及泰康资产。

图 28. 最短持有期为一年养老目标风险基金管理人产品数量（截至 2022.4.27）



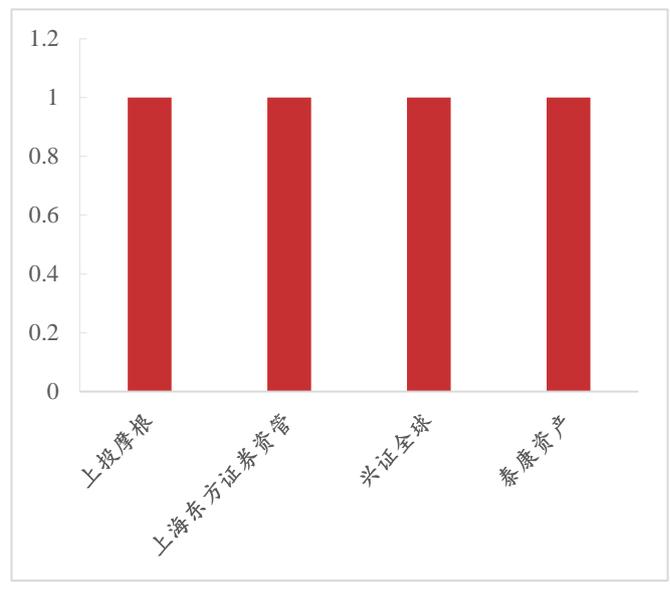
数据来源：Wind、财通证券研究所

图 29. 最短持有期为三年养老目标风险基金管理人产品数量（截至 2022.4.27）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 30. 最短持有期为五年养老目标风险基金管理人产品数量（截至 2022.4.27）



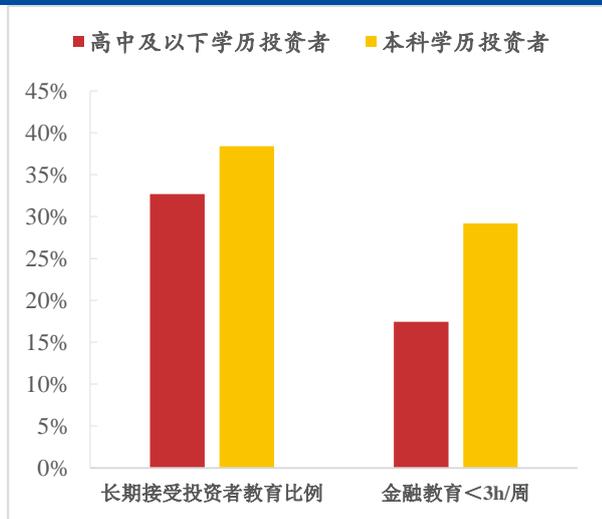
数据来源：Wind，财通证券研究所

但市场认可度低是目前养老 FOF 面临的难题之一。人们对于“养老”的传统认知在于“安全”，所以更倾向于理财和保险产品，尤其是当前投资者对于第三支柱个人养老金的了解尚处于起步阶段。投资者对养老必要性和养老投资缺乏基本认识，进一步降低市场认可度。基金管理人和销售机构等目前仍然需要

进行大量的基础投教工作，在完成这些基础投教工作之前，投资者很难自发形成购买养老目标基金的意识。据《中国投资者教育现状发展报告（2019）》，高中及以下学历投资者长期接受投资者教育的比例仅为 32.7%，每周接受金融教育的时间超过 3 小时的比例为 17.44%，而本科学历投资者对应的比例也仅为 38.41%和 28.91%。养老 FOF 在国外已经是成熟品种，但国内投资者对其仍然相对陌生，投资者对于养老 FOF 的知识储备、投资经验和风险意识相对缺乏，难以理解养老 FOF 产品。

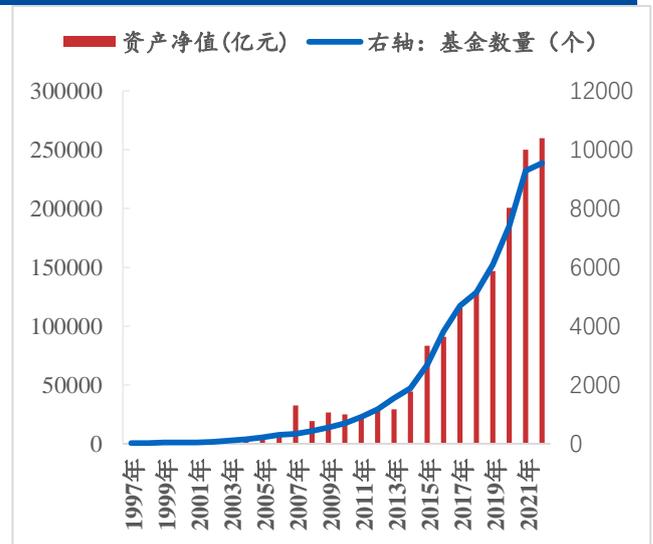
养老 FOF 以客户数为核心设立导向，导致基金募集难度较大。养老 FOF 立足于个人投资者的养老需求，鼓励投资者长期、小额和定期投资，而非在认购阶段就让投资者一次性买入大量的基金份额，这就要求销售机构在进行基金募集时，更注重基金的户数，而非募集规模。据统计，截至 2021 年末，全市场养老 FOF 资产净值总和为 1048 亿元，而全市场基金资产净值为 25.97 万亿元，养老 FOF 规模在全市场基金资产中占比极低，仅为 0.4%，养老 FOF 基金发展空间巨大。

图 31. 投资者教育情况



数据来源：《中国投资者教育现状发展报告（2019）》、财通证券研究所

图 32. 全市场基金资产净值及数量



数据来源：Wind、财通证券研究所

个人账户下的税优政策或将为养老 FOF 发展带来历史性机遇。目前养老 FOF 未有税收优惠，但因其存续期较短、设计灵活，在全球利率中枢下行背景下受到投资者的追捧。若后续在个人账户能够购买享受税优政策的养老 FOF 产品，将进一步壮大养老目标基金的规模，也将成为第三支柱个人养老金发展的重要

动力。基金和保险是海外发达市场第三支柱的主要形式，养老目标基金是最重要的养老金融工具之一。以美国为例，截至 2020 年末，IRA 中的目标日期基金产品的规模达到 2930 亿美元，为第三支柱养老金中的主流产品。

2.3.4. 养老理财收益稳定、规模快速扩张

养老理财在个人养老金产品中较受欢迎，原因在于大众对此类产品认知程度较高，风险收益特征较为符合大众“胃口”。风险收益的高性价比主要有三方面：

- **收益平滑机制，这也是养老理财的最大亮点，有效降低了产品波动率。**以最先推出的四只养老理财产品以及贝莱德建信贝安心为例，这五只养老理财产品均设置了收益平滑机制，即在一定期限内，产品投资收益超过业绩比较基准时，将超出的一部分提取出来作为收益平滑基金，在收益低于业绩基准时进行回补，以达到“削峰填谷”降低净值波动的目标。具体的做法上各家有所不同。一是计提频率上，招银和光大都是按日计提，建信按月计提，工银与贝莱德建信按年计提。二是在计提具体比例上，建信和光大都是将超过业绩基准下限部分，拿出 50%进入平滑基金；而招银、工银则是根据具体超额收益不同，设置了阶梯式计提规则；贝莱德建信超过业绩基准上限部分拿出 50%进入平滑基金。
- **产品费率极低，吸引养老客户资源，抢占先机。**四只最先推出的养老理财产品，均不计提超额业绩报酬和销售手续费，仅收取托管费和 0.1%的基本管理费，工银理财的基本管理费甚至为 0。
- **能投资非标且采取摊余成本估值，净值波动小。**四只试点产品中，非标上限可以达到 49%。一方面由于银行的非标资产挖掘能力本身就比较强，能够找到具有竞争力的资产提高产品的收益水平。另一方面，非标资产摊余成本估值以买入成本列示，按照票面利率或商定利率并考虑其买入时的溢价与折价，在其剩余期限内平均摊销，每日计提收益，相比于市值法估计，平均摊销有利于进一步降低净值波动。

表 15. 最先推出的四款养老理财产品与贝莱德建信首款养老理财产品比较

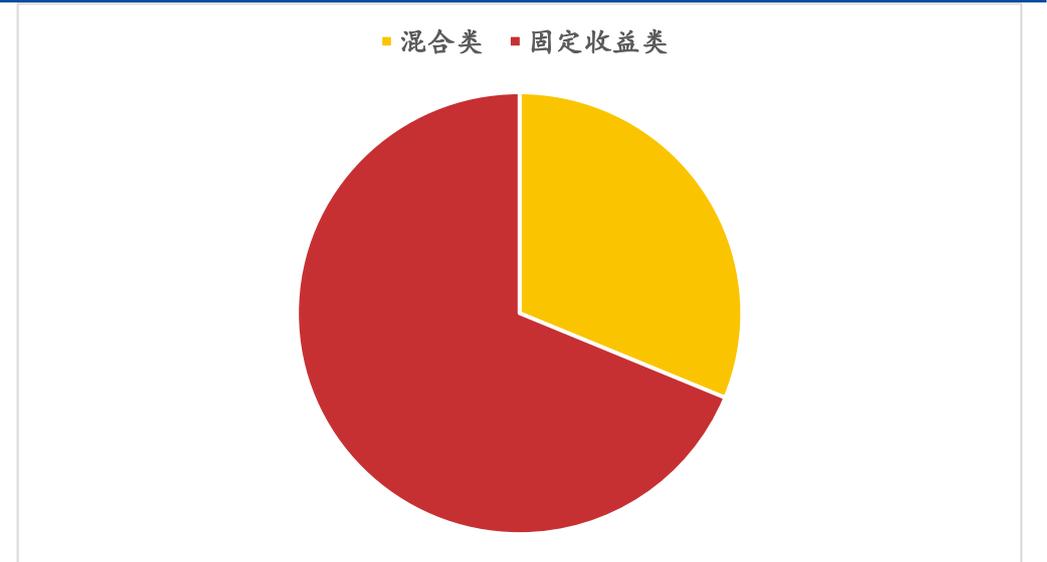
产品	国内独资理财公司				国内外合资理财公司
	工银颐享安泰	招银颐养睿远	光大颐享阳光	建信安享	贝莱德建信贝安心
业绩比较基准	下限 5%, 上限 7%	下限 5.8%, 上限 8%	下限 5%, 上限 5.8%	下限 5.8%, 上限 8%	下限 5%, 上限 10%
规模上限	30 亿	30 亿	20 亿	40 亿	10 亿
销售区域	武汉、成都	深圳	青岛	深圳	广州、成都
产品类型	固定收益类	固定收益类	混合类	固定收益类	混合类
风险等级	R3 中风险	R2 中低风险	R2 较低风险	R2 较低风险	R2 较低风险
产品期限	五年封闭				十年封闭
大类资产比例	权益资产上限 20%; 固收资产 80%-100%之间;	权益资产上限 20%; 固收资产下限 80%. 非标资产上限 49%	权益资产上限 40%; 固收资产不超过 80%. 非标不超过 49%;	权益资产上限 20%; 固收类资产 80%-100%之间	权益资产上限 80%; 固收类资产上限 80%
分红设置	成立两年后按年分红	成立半年后按季分红	成立一年后按月分红	成立一年后按月分红	成立五年后按年分红
提前赎回及费率	重大疾病等可赎回, 无赎回费	重大疾病、购房等可赎回, 3 年后无赎回费	重大疾病等可赎回, 赎回费 2%	重大疾病、购房等可赎回, 60 岁以上无赎回费	重大疾病、购房等可赎回, 重大疾病无赎回费, 购房赎回费为 0.5%
产品策略	固收+策略	固收+策略	混合策略	固收+策略	混合策略
门槛及上限	1 元起购. 本产品 100 万	1 元起购. 本产品 300 万	1 元起购. 本产品 300 万	1 元起购. 本产品 300 万	1 元起购. 本产品 300 万
费率结构	无销售费、业绩报酬、基本管理费; 托管费 0.02%	无销售费、业绩报酬; 基本管理费 0.1%; 托管费 0.02%	无销售费、业绩报酬; 基本管理费 0.1%; 托管费 0.015%	无销售费、业绩报酬; 基本管理费 0-1%; 托管费 0.02%	销售费 0.125%; 无业绩报酬; 基本管理费 0.125%; 托管费率 0.02%。
收益平滑机制	按年计提; 年化收益率超过业绩基准 65% 的部分, 按 30% 计提, 年化收益率超过业绩基准 5% 以上, 按 50% 计提	按日计提; 当日年化收益率高于 5.8% 小于 6.9%, 提取不低于 10%; 大于 6.9% 时, 提取不低于 30%	按日计提; 对年化收益率超过业绩基准下限部分, 按照 50% 计提	按月计提; 若产品成立以来累计年化收益率超出业绩比较基准下限, 则对超出部分按 50% 提取	按年计提; 累计年化收益率超过业绩基准上限部分, 按 50% 计提
风险准备金	税后管理费的 20% 计提				
计提减值准备	摊余成本法估值的资产, 根据预期信用损失方法, 按 0.5% 计提附加风险资本				
净值披露频率	每周公布	每周公布	每周公布	每半月公布	按月公布
业绩模拟	均存在业绩模拟				

数据来源: 中国理财网、财通证券研究所

个人养老理财产品对资本市场建设具有积极意义。比较来看，在投资期限方面，贝莱德建信贝安心存续期较长，为其他 4 只产品的 2 倍；在赎回方面；五只产品除非在特殊情况下，否则都不可提取赎回；在配置比例上，贝安心权益类资产占比上限可达 80%，为同为混合类的光大颐享阳光的 2 倍，因此参考海外经验，期限较长的养老理财产品将会是权益市场的重要参与者，有利于熨平市场短期波动，提高资本市场定价效率。

在产品风格方面，以工银、招银、光大、建信四家公司发行的养老理财为例，绝大多数为固定收益产品，占比超过 60%，混合类产品仅占 31.25%。按风险等级分类，养老理财绝大多数为二级产品，三级产品只有一只。在运作模式方面，养老理财产品大多采取封闭式运作为主，开放式运作较少，目前仅有光大理财发行一款半开放式以及建信理财发行一款最短持有期式。

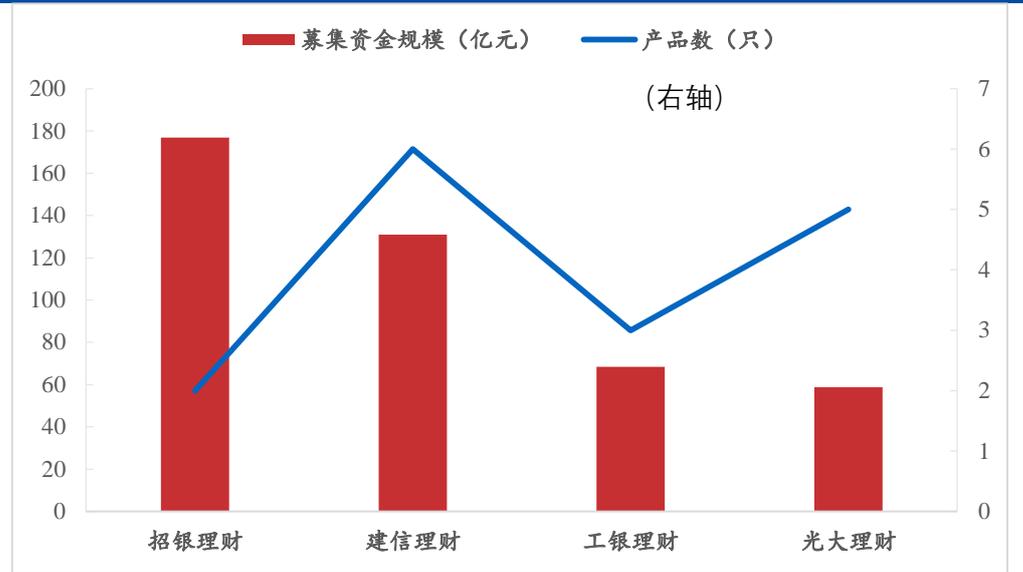
图 33. 养老理财产品风格（截至 2022Q1 末，按数量分布）



数据来源：Wind、财通证券研究所

截至 2022 年 3 月末，已经有 16 只养老理财产品顺利发售，16.5 万投资者累计认购超 420 亿元，其中 40 岁以上投资者占比超过七成，认购金额 20 万元以下投资者占比超过六成，投资者参与度较高，募集资金中有约 8 亿元流向资本市场。从发行机构角度来看，招银理财募集资金规模最高，高达 176.9 亿元，建信理财发行产品最多，为 6 只，此外，首家合资理财公司所发行的贝莱德建信贝安心也与 2022 年 4 月 25 日正式开始募集资金。养老理财产品成立以来年化收益率几乎都跑赢了通胀指数，收益率在 2%—4% 不等。

图 34. 各家理财公司养老理财募集资金及产品数对比（截至 2022Q1 末）



数据来源：Wind、财通证券研究所

基金可能成为养老理财未来的资产配置重要方向。由于养老理财产品目前客户的风险偏好较低，因此在资产配置上以固定收益类资产为主，保证收益的稳定性。目前养老理财的权益类资产配置占比不高，但未来存在提升可能。参考海外经验以及我国养老 FOF 的情况，未来 5 年封闭期的养老理财产品权益类资产配置上限可能达到 40%–50%。

2.4. 国民养老公司在产品端的发力是后续看点

不同行业的个人养老金平台对接存在困难，降低了资金的流通效率，不利于第三支柱发展。目前的个人税收递延商业养老保险试点使用保险业的“中保信”平台系统，与税务系统、商业保险机构和商业银行对接，提供账户管理、信息查询、税务稽核、外部监管等基础性服务。基金业提供第三支柱产品将使用行业内现成的“中登公司”账户平台，与商业银行、税务等信息系统进行对接。银行业提供第三支柱产品，将可能使用中国人民银行征信中心系统。

未来个人账户管理资格或成金融机构关注焦点。国民养老公司注册资本高达 111.5 亿元，股东由 10 家银行理财子公司、2 家券商、1 家保险公司、3 家政府投资平台和 1 家投资机构构成，银行系资管公司参股比例超 70%，国民养老公司能有效利用多样化股东资源和能力，通过发展协同有效对接银行业、基金业以及保险业的个人养老产品账户平台。国民养老公司具有个人账户管理的资质、经验优势，有望在个人养老金市场上抢占先机，优先获得个人账户的委托

管理授权，从而开辟业务增长新空间。国民公司通过银行理财子公司的股东优势，充分利用银行具有的客户资源、账户管理、渠道布局、品牌信誉等优势，有助于迅速推广普及第三支柱。

表 16. 国民养老公司股东单位

股东名称	出资额（亿元）	持股比例
工银理财有限责任公司	10	8.97%
农银理财有限责任公司	10	8.97%
中银理财有限责任公司	10	8.97%
建信理财有限责任公司	10	8.97%
交银理财有限责任公司	10	8.97%
中邮理财有限责任公司	6.5	5.83%
信银理财有限责任公司	5	4.484%
招银理财有限责任公司	5	4.484%
兴银理财有限责任公司	5	4.484%
民银金投资本管理（北京）有限公司	5	4.484%
华夏理财有限责任公司	3	2.69%
北京市基础设施投资有限公司	10	8.97%
北京熙诚资本控股有限公司	5	4.484%
国新资本有限公司	10	8.97%
中信证券投资有限公司	3	2.69%
泰康人寿保险有限公司	2	1.79%
中金浦成投资有限公司	2	1.79%
合计	111.5	100%

数据来源：银保监会、财通证券研究所

相比于其他保险公司，商业养老计划业务是国民养老公司的独有业务，保险兼业代理业务目前只有国民养老以及泰康养老获批。虽然商业养老计划业务并未透露更多细节，但将其与我国目前开展试点的延税型商业养老保险以及专属商业养老保险联系起来，其在第三支柱建设方面或将起巨大作用。保险兼业代理是指在从事自身业务的同时，根据保险人的委托，向保险人收取保险代理手续费，在保险人授权的范围内代办保险业务的单位，因此此项业务有可能充当对接其他保险业务平台的重要中介职能。

表 17. 国民养老公司与其他养老保险公司经营范围对比

	国民养老	平安养老	太平养老	国寿养老	长江养老	泰康养老	大家养老	新华养老	恒安标准养老
成立时间	2022. 3. 2	2004. 12.	2004. 12.	2007. 01.	2007. 05.	2007. 08.	2013. 12.	2016. 09.	2021. 01.
	2	13	20	15	18	10	31	19	18
成立资本 (亿元)	111.5	48.6	30	34	30	40	33	50	2
商业养老计划管理业务	✓					✓			
保险兼业代理	✓								
团体养老保险及年金业务	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
团体人寿及年金业务	团体人寿	✓	✓			✓		✓	
团体长期健康保险业务	✓	✓	✓			✓		✓	
个人养老保险及年金业务	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
个人长期健康保险业务	✓	✓	✓			✓			
短期健康保险业务	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
意外伤害保险业务	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
上述业务的再保险业务	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
国家法律、法规允许的保险资金运用	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓
养老保险资产管理产品		✓	✓	✓	✓				
受托管理委托人委托的以养老保险为目的人民币、外币资金	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
与健康保险有关的咨询服务业务及代理业务	与上述业务相关的咨询业务	✓							
与资产管理业务相关的咨询业务	与上述业务相关的咨询业务	✓	✓		✓	✓		✓	
经中国银保监会批准的其他业务	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

数据来源：各保险公司官网、财通证券研究所

3. 全球养老资产高速扩张，个人养老多点开花

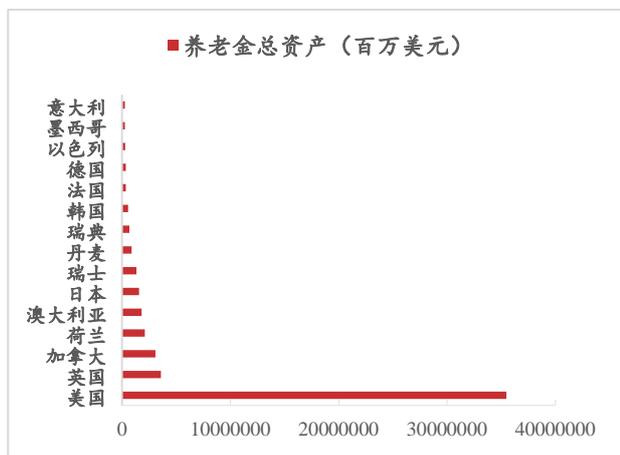
3.1. 全球养老金资产增速超越经济增速，但发展极其不平衡

在过去的十年里，养老金资产的增长速度超过了 GDP，这表明了全球范围内退休储蓄金重要性的日益增加。2010 年，OECD 国家的养老金资产占 GDP 的比例仅为 38.4%，这一数值在 2020 年已上升至 57.8%。国际上一般将养老金资产占 GDP 比重作为衡量某一个国家或地区的养老体系发展水平。在这个衡量标准下，养老金资产占 GDP 比重越高，该国所拥有的养老储备就约充足，

也意味在面对加速老龄化的问题上能更好的缓解养老金的收支压力。养老金资产占 GDP 比重最高的国家排名前三的是丹麦、荷兰和冰岛，分别为 229.4%、212.7%和 206.9%，而希腊、卢森堡和土耳其是排名最后的三个国家，占比分别为 1%、2.9%和 3.4%，可以发现的占比较高的国家相较于占比较低的国家有着更完善的养老金体系。OECD 国家中，过去 10 年养老金体系发展最快的国家是哥斯达黎加，养老金占 GDP 比重提高了 4 倍。

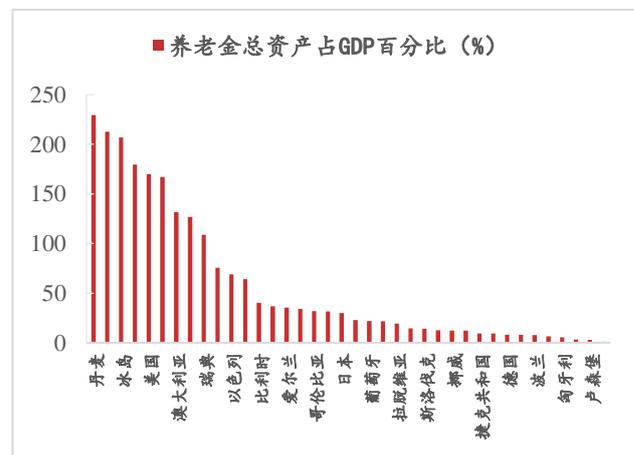
截止 2020 年底，全球养老金资产规模超过 56 万亿美元，相较 2019 年的 50.6 万亿美元增加了 11%。但从资产分布情况来看，当前全球养老金市场发展并不平衡：在 38 个 OECD 国家中，7 个国家的养老金规模在其中占据了九成以上的份额。其中，美国以 35.5 万亿美元的养老金资产规模稳居首位；作为老牌资本帝国的“英国”排名第二，养老金资产规模约 3.6 万亿美元，占 OECD 养老金总资产的 6.6%；排名第三的是加拿大，养老金资产规模 3.1 万亿美元，占 OECD 养老金总资产的 5.7%；荷兰、澳大利亚、日本和瑞士紧随其后，资产规模分别为 2.1 万亿美元、1.8 万亿美元、1.6 万亿美元以及 1.3 万亿美元，在 OECD 国家的养老金资产中占比分别为 3.9%、3.3%、2.9%和 2.5%。

图 35. OECD 养老金总资产排名前十五国家 (截至 2020 年末)



数据来源：OECD，财通证券研究所

图 36. OECD 国家养老金总资产占 GDP 百分比 (截至 2020 年末)



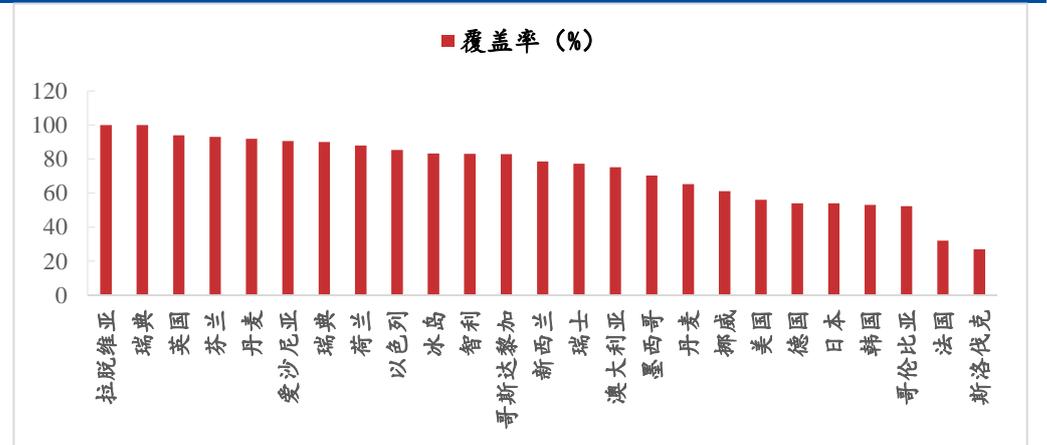
数据来源：OECD，财通证券研究所

3.2. 强制征收的第一支柱覆盖率较高，自愿参与的第二、三支柱分化较大

第一支柱一般是政府强制征收的公共养老金，因此覆盖范围相对较为广泛。OECD 国家中第一支柱养老金平均覆盖率达到 73.5%。其中，拉脱维亚和瑞典的公共养老金已完成了全民覆盖。英国、芬兰、丹麦、爱沙尼亚以及瑞典等欧洲国家在公共养老金的覆盖率上均高于 90%；斯洛伐克与法国是 OECD 中

唯二两个覆盖水平低于 50% 的国家。

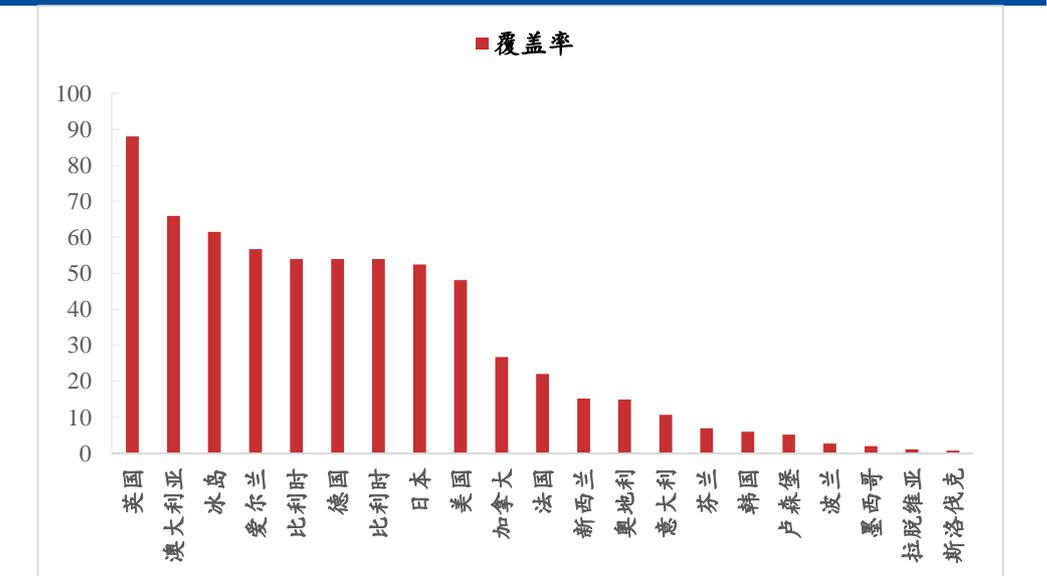
图 37. OECD 国家第一支柱养老金覆盖率（%，截至 2020 年末）



数据来源：OECD、财通证券研究所

OECD 国家的第二支柱平均覆盖率在 30% 左右，相较于第一支柱的水平显著较低。因为职业养老金对于职业类型或工资收入具有一定要求，因而限制了其覆盖广度，造成受惠人群有限的情况。受益于半强制的职业年金制度，英国是第二支柱发展最快的国家，覆盖率达 88%。而澳大利亚、冰岛、爱尔兰、比利时、德国和日本在第二支柱方面的覆盖率均超过了 50%。覆盖率最低的国家为斯洛伐克，仅为 0.73%。

图 38. OECD 国家第二支柱养老金覆盖率（%，截至 2020 年末）

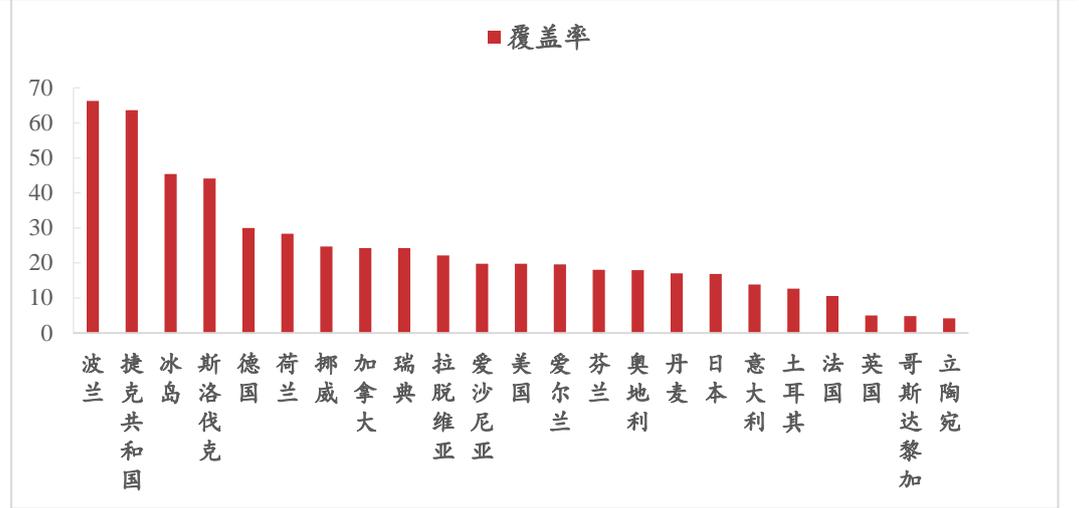


数据来源：OECD、财通证券研究所

第三支柱个人养老金方面，在 OECD 已披露数据的国家中，覆盖率均值在

25%左右。覆盖率最高的国家为波兰，其第三支柱对本国劳动人口的覆盖率高达 66.3%，其次是捷克的 63.6%；冰岛、斯洛伐克、德国的覆盖率均超过 30%，个人养老储蓄的发展处于全球领先水平。而立陶宛、哥斯达黎加以及英国在第三支柱发展方面处于 OECD 国家尾部，覆盖率均低于 10%。

图 39. OECD 国家第三支柱养老金覆盖率（%，截至 2020 年末）



数据来源：OECD、财通证券研究所

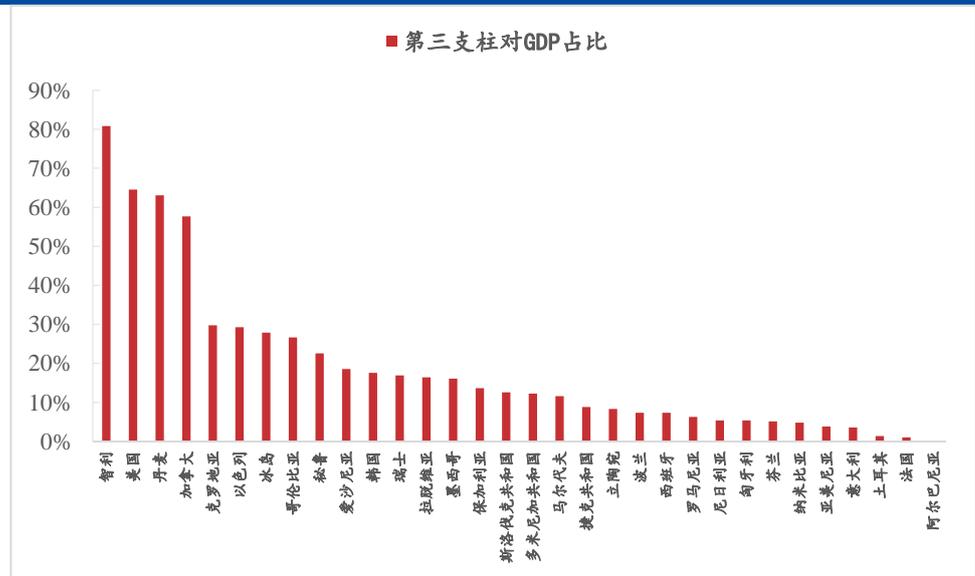
多个 OECD 国家已经建立了较为完善的三支柱体系，在第三支柱方面的设计各有特色。其中以美、日、德、加、澳、英为代表的主流市场，对于公共养老金的设计大多以基础保障为主，提供基本养老保险和社会保障福利，以满足投资者退休后的基本生存所需。私人养老金第二、三支柱设计则以补充保障为主，养老金计划十分丰富，以满足不同职业群体提高养老生活水平的附加投资需求。以第三支柱为例，美国针对个人退休账户推出了可以进行互转的传统型 IRA、罗斯型 IRA 以及其他 IRA，以供不同风险偏好的投资者自主选择；日本通过政策鼓励不同年龄段、不同收入的人群参与 IDeco 以及 NISA 计划；德国以差异化的税收与补贴政策，激励不同收入群体参与吕库普养老保险、里斯特养老金以及非税优个人建立养老保险。

表 18. 多个国家建立了养老金三支柱体系

	第一支柱	第二支柱	第三支柱
中国	基本养老保险、社会保障基金	企业年金、职业年金	税延商业养老保险、专属商业养老保险、养老目标基金 FOF、养老理财
美国	老年保障、遗嘱保障、残障保障	DB 计划、DC 计划	商业养老保险、个人退休账户
日本	国民年金、厚生年金	DC 计划、DB 计划、cash balance 基金	iDeco 计划、NISA
德国	法定养老保险、农民养老保险 公务员养老保险、特定职业养老保险	企业补充养老保险	吕库普养老保险、里斯特养老金、非税优个人建立养老保险
加拿大	加拿大退休金计划 (CPP)、魁北克退休金计划 (QPP)	注册养老金计划 (RPP)、集合注册养老金计划 (PRPP)、递延利润分享计划 (DPSP)	个人注册退休储蓄计划 (RRSP)、个人免税储蓄账户 (TFSA)
澳大利亚	基础养老金	保障型超级年金	自愿型超级年金 个人养老保险
英国	国家基本养老金、国家补充养老金	DB 计划、DC 计划	(PPP)、Stakeholder 养老金、个人自助投资养老金 (SIPPs)

数据来源：财通证券研究所整理

图 40. OECD 国家第三支柱对 GDP 占比截至 2019 年末



数据来源：OECD、财通证券研究所

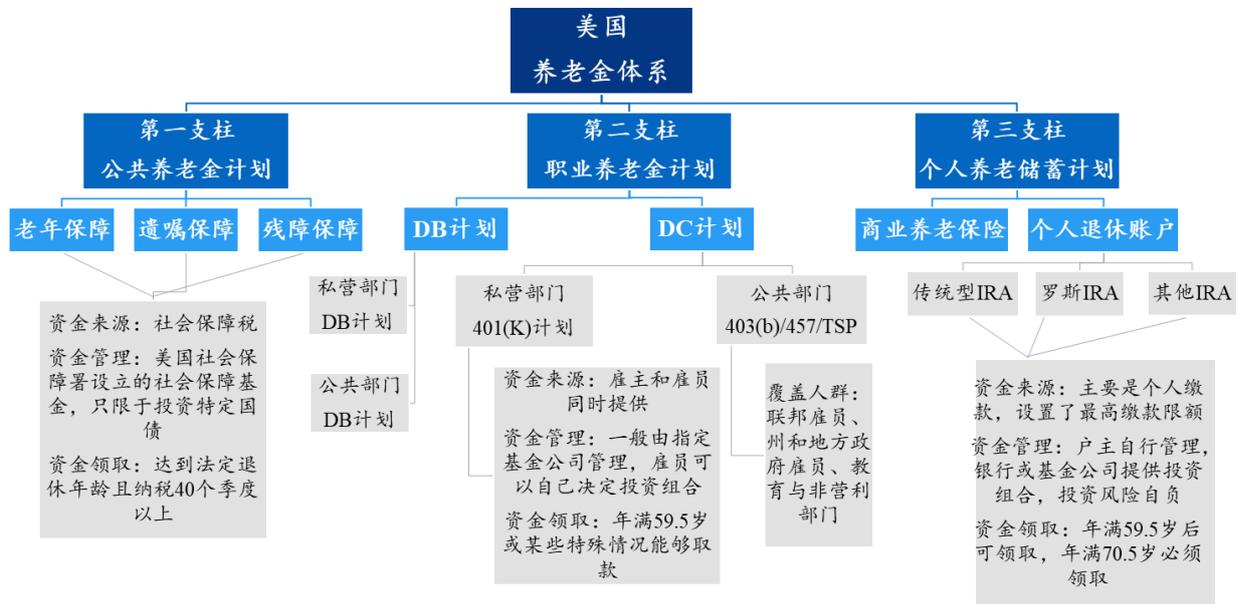
4. 美国：全球养老金市场“霸主”

4.1. 美国养老金规模居 OECD 国家之首，二三支柱非常发达

美国养老金体系是当今最庞大的养老金体系之一，其中三大支柱分别为：

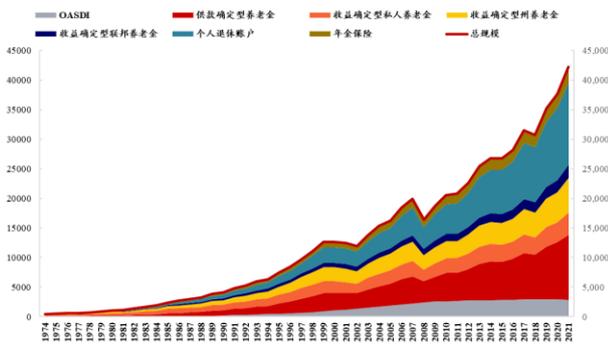
(1) 第一支柱联邦社保基金是基本组成部分，美国养老金体系对第一支柱的依赖程度较低，近年来第一支柱占比已经下降至 10% 以下，其中主要包括 OASDI 计划；(2) 第二支柱职业养老金是最主要构成，第二支柱在养老金体系中占比高达 50% 以上，主要分为收益确定型 (DB) 和供款确定型 (DC) 养老金，以 401(k) 计划为主要代表；(3) 第三支柱个人养老金重要性逐年提升，随着个人退休账户规模的迅速扩张，第三支柱规模近年来占比已经接近 40%，其中主要包括个人退休账户 (IRA) 和年金保险，以 IRA 为主要推动力。2021 年末，美国养老金体系规模已经突破 40 万亿美元，第一、二、三支柱规模分别为 2.85/22.81/16.55 万亿美元，占比分别为 6.76%/54.03%/39.21%。

图 41. 美国养老金体系



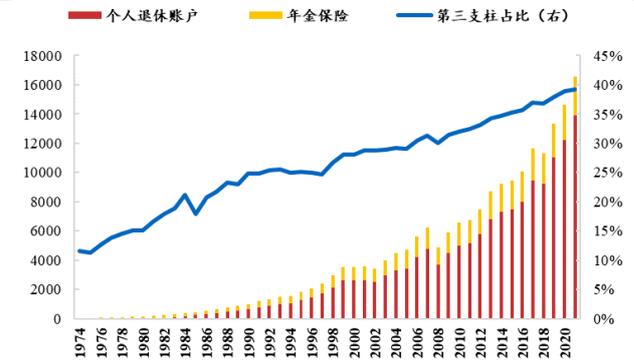
数据来源：财通证券研究所整理

图 42. 2021 年美国养老金规模突破 40 万亿美元



数据来源: ICI、财通证券研究所

图 43. 第三支柱受 IRA 推动迅速扩张



数据来源: ICI、财通证券研究所

4.2. IRA 为代表的个人养老金计划推动了美国养老金体系迅速发展

美国第三支柱的代表——IRA 设立于 1974 年。1974 年 9 月 2 日，时任美国总统的杰拉尔德·福特签署通过了《雇员退休收入保障法》(ERISA)，标志 IRA (Individual Retirement Account) 建立。与 401 (K) 类似，IRAs 计划主要监管部门也为美国国税局，主要负责对 IRAs 计划税收优惠法规进行监督与执行。同时，证监会、银行监管机构、保险监管机构等对养老金业务有间接的监管作用。ERISA 更多是规定了雇主发起的养老金计划的受托入职责条款，包括对这类养老金计划提交报表、进行财务审核的要求。IRAs 计划的参与完全由个人决定，参与主体也是个人。

IRAs 计划已衍生出多种类型，适合不同的人群。传统 IRAs 最初面向无退休计划覆盖人群，或通过保留在工作变动以及退休之后的滚存资产对雇主发起的退休计划起到补充作用。1981 年，IRAs 计划的覆盖面扩展至全员，包括那些已有养老金的人群。此后，随着雇主发起 IRAs 计划、罗斯 IRAs 计划的建立，小企业雇员进一步从 IRAs 中受惠，当前 IRAs 计划已实现对美国家庭的广泛覆盖。

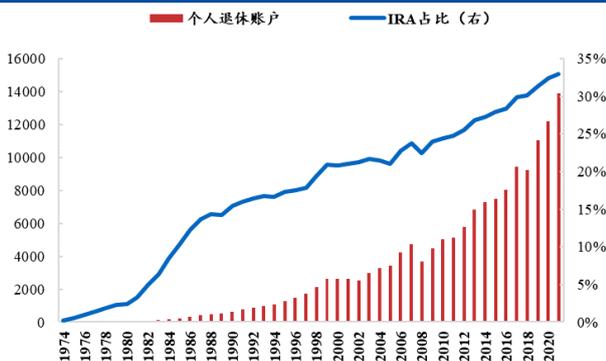
表 19. 五种 IRA 类型中以传统 IRA 为主

类型	简介	面向客群
传统 IRAs	根据 1974 年颁布的《雇员退休收入保障法》设立，是最早的 IRAs，有时也叫普通 IRAs 或常规 IRAs	建立初期是面对没有雇主养老金计划的人群，但目前已不限制有无参加雇主养老金计划，仅需提供劳务收入（工资或薪资、佣金、自雇收入和亏损、赡养费），也无收入上限要求
罗斯 IRAs	以威廉姆·罗斯名字命名的个人退休收入帐户，它是根据 1997 年《纳税人免税法》在 1998 年 1 月 1 日建立的	面向低收入人群，个人收入不超过 13.7 万美元，家庭收入不超过 20 万美元
简易雇主计划 IRAs (SIMPLE IRA)	根据 1978 年《税收法案》建立，由雇主建立的退休计划，是雇主可以为了合格雇员利益进行税收扣除缴费的 IRA 基础的计划	面向独资和合伙企业自雇个人，但对雇员人数无限制。其余客群条件与传统 IRA 相同
工资扣除型简易雇主计划 (SAR-SEP IRA)	根据 1986 年《税收改革法案》建立，由于简易雇主计划 IRAs 要求雇主完全缴费，对微型企业主来说仍然有较大压力	仅适用于雇员不超过 25 人且自愿参与率达到 50% 及以上的企业，
雇员储蓄激励匹配计划 (SIMPLE IRA)	根据 1996 年《小企业就业保护法》设立，以弥补 SAR-SEP IRA 要求过于严格，难以覆盖 26-100 人企业的缺陷	要求雇员人数不超过 100 人，覆盖对象为过去 2 年内年薪达到 5000 美元且预计在当前年度薪酬也能达到 5000 美元的雇员

数据来源：ICI、财通证券研究所

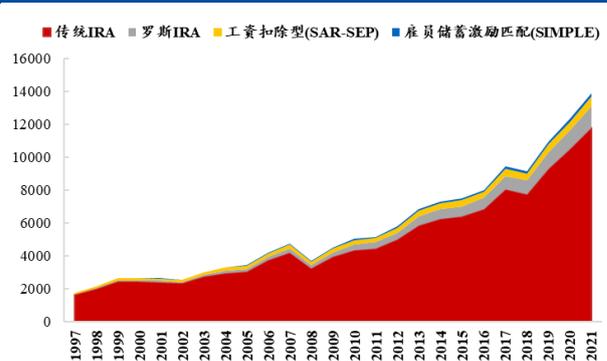
IRAs 计划快速普及，已成为美国养老金市场最大的组成。截至 2021 年末，IRAs 计划的资产规模已经达到 13.91 万亿美元，占美国养老金市场总规模的 32.97%，而在 30 年前这一比例仅为 16%。当前有 4770 万美国家庭(约 36.72%)已参与 IRAs 计划。从类型分布来看，传统 IRAs 计划与罗斯 IRAs 计划是主要类型，占比分别为 85%和 10%。面向低收入人群的罗斯 IRAs 计划在仅 20 年间发展迅速，规模从 780 亿美元上升至 1.32 万亿美元，占比也从 3%提高至 10%。

图 44. 2021 年 IRAs 计划占比达 32.97%



数据来源：ICI、财通证券研究所

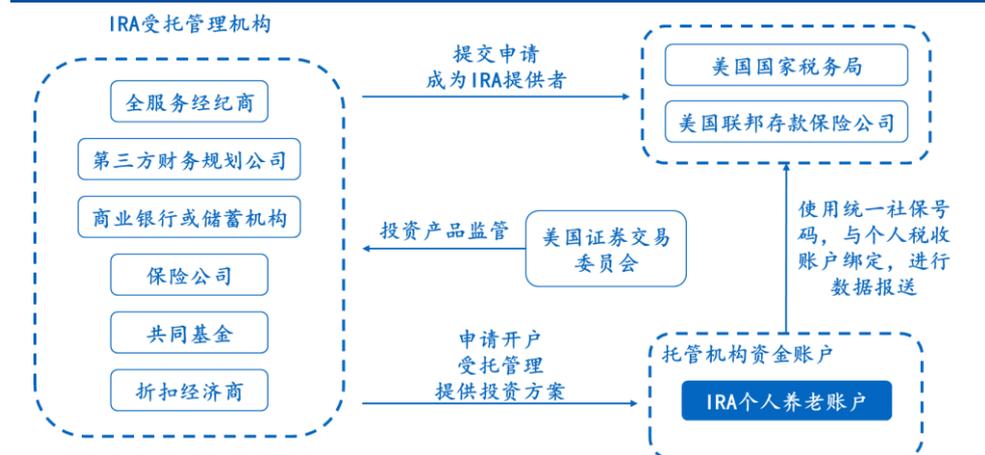
图 45. 传统 IRA 和罗斯 IRA 为主要类型



数据来源：ICI、财通证券研究所

IRAs 计划运作分为四个流程：1) 开户：投资者向机构提出开立账户申请，开户机构对账户履行受托管理职责。2) 缴费：缴费金额不能超过税优额度上限，否则会被判定缴费失败。3) 投资：投资者可选择直接投资各类金融产品，或将资金放入注册时选定的现金管理工具，不得投资寿险保单。4) 领取：在 59.5 岁前领取，会被征收领取金额 10% 的惩罚税。72 岁后，未支取最低取款金额，将缴纳最低取款金额的 50% 的税金。与美国不一样，美国实施账户制，也就是直接与社保账号 (SSN) 挂钩。在整个环节中，国税局的地位最为重要，每年需要个人进行纳税申报，负责管理的投资机构也需要每年向国税局报送客户的涉税信息。

图 46. IRA 运作机制



数据来源：财通证券研究所整理

4.2.1. 设立：门槛低，仅需满足税务要求

对于参与者来说，设立账户需要须提供劳务收入。无论个人有无参与雇主养老金计划，都能够设立 IRA 账户。没有参与雇主养老金计划的个人，只要能够提供劳务收入，便可建立 IRAs 计划。有参加雇主养老金计划的个人，也可以设立 IRAs，但其扣税额度与其调整后总收入有关。个人参与罗斯 IRAs 计划无年龄限制，但有收入限制（个人收入不超过 13.7 万美元，家庭收入不超过 20 万美元）；而在 2020 年前，个人参加传统型 IRAs 计划有不超过 70.5 岁的年龄限制，2020 年起这一年龄限制已取消。

对于金融机构来说，设立账户满足美国税法列出的条件。美国《国内收入法

典》支出，个人养老金账户是完全为个人或其受益人利益在美国设立的满足一定条件的受托管的账户，因此，受托管理机构既要保障账户资产的独立性，又要满足个人对缴款、资金投向、领取的要求，并配合税务部门申报涉税信息。而美国税法法典则对受托机构提出了更具体的要求：（1）得到国税局批准（以满足税务信息申报的相关要求）；（2）保证该账户缴款不超过年度额度；（3）缴款必须为现金形式；（4）账户资金属于参与者；（5）账户不能购买寿险保单；（6）该信托的资产不会与其他财产相混合，除非处于共同信托基金中；（7）72 岁开始必须取款。能够履行以上受托管理职责的机构，即可为个人开立 IRAs。

传统与罗斯 IRAs 计划的参与者更偏向于通过专业投顾机构来开设账户，其中全服务经纪商和第三方财务规划公司最受欢迎。根据 ICI 的调查数据，截止 2020 年上半年，在这些拥有传统 IRAs 计划的家庭中，有七到八成左右选择专业投顾来持有账户，其中开设在全服务经纪商和第三方财务规划的账户数量占比超过 50%；选择直接渠道来开设账户的家庭则对共同基金较为偏好，占比约 21%。罗斯 IRAs 计划的账户分布情况与传统型较为相似，全服经纪商与第三方财务规划公司最受欢迎，此外在最近 5 年的变化趋势上体现出更为明显的银行与保险机构的占比下降。

表 20. IRAs 开户机构以全服务经纪商和第三方财务规划公司为主

分类		传统 IRAs 分布					罗斯 IRAs 分布				
		2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
专业投资机构	全服务经纪商	32%	31%	30%	29%	29%	29%	29%	—	—	27%
	第三方财务规划公司	22%	24%	22%	25%	27%	23%	23%	—	—	27%
	商业银行或储蓄机构	27%	27%	25%	25%	24%	19%	22%	—	—	15%
	保险公司	8%	8%	7%	8%	7%	7%	5%	—	—	4%
直接渠道	共同基金	19%	20%	21%	20%	21%	21%	18%	—	—	19%
	折扣经纪商	12%	13%	13%	13%	13%	16%	14%	—	—	16%

数据来源：ICI、财通证券研究所

4.2.2. 缴费：不定期调整存缴上限

账户开立后，投资者可以通过任意银行卡、支票等多种形式进行缴费，影响到缴费环节的个人因素包括年龄、收入、婚配、是否参与雇主养老金计划等。年龄方面，在 2020 年以前，传统 IRAs 计划有“申请年年末参与者年龄不超过 70.5 岁”，但在 2020 年取消了这一年龄限制，而罗斯 IRAs 计划则始终没有

对申请者的年龄做限制。收入及婚配方面，传统 IRAs 计划在缴费环节给予投资者税前扣除优惠，已婚的减免门槛高于未婚，高收入的减免门槛高于低收入甚至不减免。而罗斯 IRAs 计划在缴费环节不能享受税前扣除，但缴费上限也会根据参与者的收入水平有所变化。

表 21. 传统 IRAs 计划扣除限额规则

状态		调整后年收入	扣除限额
未参加雇主养老金计划	单身/户主/丧偶	无限制	缴费上限 6000 美元内全额减免
	已婚且配偶未参加雇主养老金计划	无限制	缴费上限 6000 美元内全额减免
未参加雇主养老金计划	已婚、配偶参加雇主养老金计划且联合申报	≤193000 美元	缴费上限 6000 美元内全额减免
		193000-203000 美元	部分减免
	已婚、配偶参加雇主养老金计划且单独申报	≥203000 美元	无减免
		<10000 美元	部分减免
已参加雇主养老金计划	单身/户主/丧偶	≥10000 美元	无减免
		≤64000 美元	缴费上限 6000 美元内全额减免
		64000-74000 美元	部分减免
	已婚且联合申报/丧偶	≥74000 美元	无减免
		≤103000 美元	缴费上限 6000 美元内全额减免
		103000-123000 美元	部分减免
已婚且单独申报	≥123000 美元	无减免	
	<10000 美元	部分减免	
		≥10000 美元	无减免

数据来源：IRS、财通证券研究所

表 22. 罗斯 IRAs 计划扣除限额规则

状态	调整后年收入	扣除限额
已婚且联合申报/丧偶	≤193000 美元	可达缴费限额 6000 美元
	193000-203000 美元	缴费上限随收入变化并在 6000 美元以下
	≥203000 美元	不可缴费
已婚、单独申报且与配偶同住	<10000 美元	缴费上限随收入变化并在 6000 美元以下
	≥10000 美元	不可缴费
单身/户主/已婚单独申报且与配偶分居	小于 122000 美元	可达缴费限额 6000 美元
	122000-137000 美元	缴费上限随收入变化且 6000 美元以下
	≥137000 美元	不可缴费

数据来源：IRS、财通证券研究所

IRAs 计划的缴费上限会根据收入、通胀等情况不定期调整。根据《经济增长

和税收减免调整法案》，自 2001 年起根据物价水平、薪酬水平不定期调整 IRAs 计划缴费上限。近 20 年以来，IRAs 计划的缴费上限历经 5 次调整，从 2001 年的每年 2000 美元调整到 2019 年的每年 6000 美元。2020 年传统 IRAs 计划和罗斯 IRAs 计划的缴费上限保持一致，二者均为 6000 美元。收入水平是调整 IRAs 计划缴费上限的重要依据。在缴费上限上调的前一段时间，往往会出现人均可支配收入增长率连续上升的情况，四次上调中有上次出现了这一现象。而在缴费上限上调的当年，人均可支配收入的增幅都会较前一年有所下降，甚至出现负增长，缴费上限的提高或将促使多数参与者相应的提高了缴费金额，故导致可支配收入减少。

表 23. IRAs 计划的缴费上限历经 5 次调整

年份	缴费上限上调额度	当年人均可支配收入增长率同比变化幅度	此前人均可支配收入增长率变化情况
2005	上调 1000 美元	下降 1.49%	2002-2004 年连续上升，且增长率均在 3% 以上
2008	上调 1000 美元	下降 0.87%	2005-2007 年未连续上升，但三年增长率均在 3% 以上，且 2006 年增长率为 5.8%，是近 20 年以来最高增幅
2013	上调 500 美元	下降 5.2%	2009-2012 年连续上升，且 2011 年和 2012 年的增长率均在 4% 以上
2019	上调 500 美元	下降 1.64%	2016-2018 年连续上升，且 2017 年和 2018 年的增长率均在 4% 以上

数据来源：IRS、财通证券研究所

传统 IRAs 计划与罗斯 IRAs 计划均给予 50 岁以上参与者缴费追加的权利，二者的追加上限相同。最初的追加缴费上限为每年 500 美元，自 2006 年调整为 1000 美元后没有再变化。因此，在将追加缴费纳入考虑范围后，在传统 IRAs 计划和罗斯 IRAs 计划中，50 岁及以下缴费者的年缴费限额为 6000 元，50 岁以上缴费者的年缴费限额为 7000 元。此外，如果在上一年度没有缴纳足额的缴费限额，国税局允许参与者在当年年度补缴。假设参与者的缴费限额为 6000 元，但在当年度仅缴纳了 4000 元，那么该参与者可在次年 4 月 15 日报税截止前补缴 2000 元。但当参与者超过 6000 元的缴费上限时，则会触发系统设置的阈值，判定客户缴费失败。

表 24. 传统 IRAs 计划与罗斯 IRAs 计划的对比

	传统 IRAs 计划	罗斯 IRAs 计划
参与者年龄上限	无	无
参与者收入限制	无	个人收入不超过 13.7 万美元，家庭收入不超过 20 万美元
缴费上限	小于 50 岁每年 6000 美元，大于 50 岁每年 7000 美元	

放入本金是否交税	免税或税收抵免	本金按照当年的税率交税
投资标的 领取限制	除寿险保单外，自由选择，种类多样 59.5岁以后才能取款	年满59.5岁，且开户5年后才可取款
提前取款惩罚	提前取款会收取取款额10%的罚金和按照普通收入缴税	本金部分可随时取出，不用缴税也没有罚金，但不能再放回去；收益部分：收取10%的罚金，并且按照收入交税
最低取款要求	2020年1月1日前70.5岁，每年有强制的最低取款要求；在2020年1月1日后年满70.5岁，则强制领取年龄从72岁开始。没有支取最低取款金额，将缴纳最低取款金额的50%的税金。	无要求
取款时是否交税	本金+收益都要交税	本金和收益都不用交税

数据来源：IRS、财通证券研究所

除了缴费以外，不同IRA账户之间可以互相转换，而401(k)账户也能够向IRAs计划账户转移。不同IRA账户之间的转换方面，以传统IRAs计划向罗斯IRAs计划转换为例，全部或者部分资产将从传统IRA账户中被支取，于60天内，在罗斯IRA账户中重新投资，支取后及时转移（转换）到罗斯IRA账户的金额被称为转换供款。而配偶或指定受益人的IRAs计划，也能够接受转账。而401(k)账户也能够向IRA账户转账，一个劳动者在离开原企业之后，他可以将原企业为其建立的401(k)账户的资产转入新企业为其建立的401(k)账户中；如果新企业未发起企业年金计划，则可将原有的资产转入IRA账户中。美国IRAs计划特有的转账机制将养老体系各层次有机地联系起来，使养老体系的各层次的退出和进入机制更加灵活。然而，一年内只能进行一次转账，转账包括原来账户的本金和投资收益。

表 25. 大部分账户之间支持转账

	罗斯 IRA	传统 IRA	SIMPLE IRA	SEP IRA	政府 457(b)	合格计 划	403b
罗斯 IRA	是	否	否	否	否	否	否
传统 IRA	是	是	是	是	是	是	否
SIMPLE IRA	是	是	是	是	是	是	否
SEP IRA	是	是	是	是	是	是	否
政府 457(b)	是	是	是	是	是	是	是
合格计 划	是	是	是	是	是	是	是
403b	是	是	是	是	是	是	是

数据来源：IRS、财通证券研究所

转账机制是加速 IRAs 计划的普及重要动力。尽管 IRAs 计划可以等同于退休储蓄，但大多数美国家庭并不向其直接缴款。数据显示，一直以来只有 10%~15% 的美国家庭会向传统 IRAs 计划或罗斯 IRAs 计划直接缴款。其中，2020 年中有 59% 的家庭表述其 IRAs 计划中包含了雇主提供的退休计划的资金转账；同时在包含了转账的传统 IRAs 计划中，有 86% 将所有退休账户的余额全部转入了 IRAs 计划中。此外，与纯粹通过缴款参与的 IRAs 计划相比，进行转账的家庭往往拥有更高的 IRAs 计划余额：以 2020 年为例，包括转账的传统 IRAs 计划规模的中位数为 12 万美元，而纯缴款的账户余额的中位数为 3.5 万美元。

4.2.3. 投资：默认投资机制是吸引参与者的创新

缴费后，投资者可选择直接投资各类金融产品，或将资金放入注册时选定的现金管理工具。当投资者赎回或转换金融产品时，资金将回到最初选定的现金管理工具上，直至其再次选择新的投资产品或进行待遇领取操作。投资过程中，管理机构需要确保 IRA 账户资产的独立运作，且账户内资金不得购买寿险保单。

从两类主流 IRAs 计划的资产配置选择来看，股票以及相关产品最受参与者青睐。根据 ICI 的调研数据，2020 年有七成参与者在 IRAs 计划中配置了共同基金，其中配置比例最高的是股票型基金，其次是混合型基金。第二大类较为受欢迎的投资工具是股票，传统 IRAs 计划中有近一半的参与者选择，罗斯 IRAs 计划中也高达 42%。选择配置年金、银行存款以及债券等资产的占比在 20% 左右。

表 26. 传统 IRAs 计划与罗斯 IRAs 计划的配置情况（2020 年）

持仓	传统 IRAs 计划	罗斯 IRAs 计划
共同基金	73%	69%
其中：股票基金	50%	48%
债券基金	26%	19%
混合基金	37%	34%
货币基金	30%	21%
股票	48%	42%
年金	26%	18%
其中：固收类年金	17%	11%
其他年金	16%	10%
银行储蓄账户、货币市场存款账户或存单	21%	11%
债券（不包括国债）	20%	14%

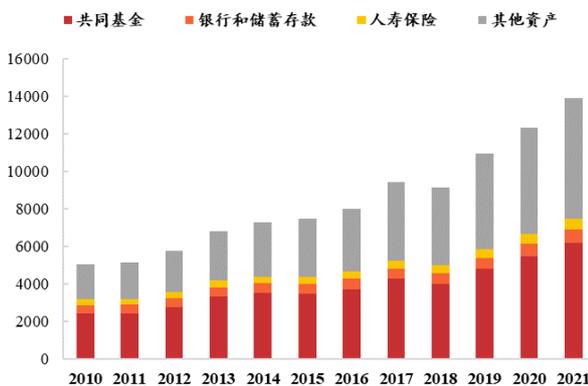
国债	11%	9%
ETF	25%	27%
其他	3%	3%
IRAs 计划投资工具数量的中位数	3	3

数据来源：ICI、财通证券研究所

注：由于一个账户可以多种资产类型，所以加总合计不为 100%。

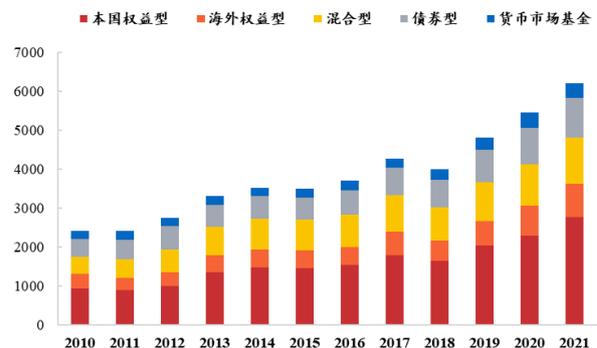
从资产配置分布情况来看，共同基金占据了 IRAs 计划的“半壁江山”。在 IRAs 计划推行初期，有七到八成参与者将 IRA 账户交由银行管理。但大多数银行给 IRA 的投资人提供的投资方式有限，通常是提供一个储蓄账户，包括存款证（简称 CD，类似定期存款）或者货币市场账户。随着美国资本市场的发展与配套政策的完善，共同基金和券商在资产管理业务上的专业化优势凸显：截至 2020 年，共同基金管理的 IRAs 计划资产占比达到 45%，银行为 6%，保险公司为 4%，而其他机构（主要以经纪商为主）占比为 47%，共同基金及券商为代表的非银机构已经成为 IRAs 管理的主力。

图 47. 2021 年 IRA 中共同基金配置比例达 45%



数据来源：ICI、财通证券研究所

图 48. IRA 对权益及混合型基金配置比例达 78%



数据来源：ICI、财通证券研究所

从产品方面来看，美国创设了默认投资机制，用以进行养老金产品投资。默认投资机制（Qualified Default Investment Alternative, QDIA）即当养老金计划参与者未对计划账户的投资做出主动选择时，默认投资机制将个人账户内的资金默认投资于某类基金，简称默认基金，以解决投资静态化和投资极端化的问题。初衷主要是满足两类人群的需要：一类人既不具备相关金融知识，也对参与管理其个人账户投资缺乏兴趣；另一类人虽然想对其个人账户进行主动管理，但苦于缺乏相关金融知识。

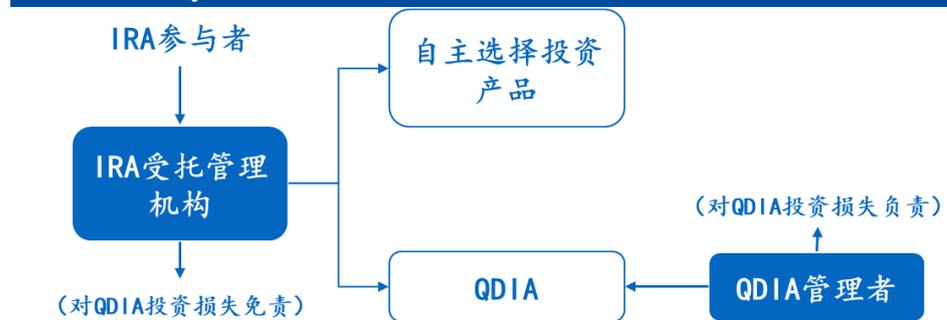
表 27. 默认产品的设置为养老金投资提供便捷性

项目	特点	详情
产品设计	简单易懂，兼顾多元偏好	1) 大部分国家的养老金体系涵盖了广泛的社会群体，并且重点服务社会弱势群体，包括受教育水平有限的人，因此默认产品设计应力求简单易懂，便于参与人理解。2) 默认产品应当在考虑整体人口养老属性的基础上，兼顾不同人群的风险偏好
投资成本	费用低廉	1) 规模效应降低固定成本。养老金的固定成本包括机构开办费用、账户维持成本、营销费用、投资者教育等成本。默认产品积累的大规模缴费和资产可以形成规模效应，降低基金的管理费用；2) 养老金计划管理主体集中，减少竞争带来的成本，从而降低基金的管理费用；3) 投资策略降低变动成本。默认基金的投资策略相对固定，投资期限长，赎回率低，赎回压力小，因此节省了大量费用
资产配置	分散化、多元化投资	默认产品很多采用基金中基金（FOF）或平衡基金等形式，策略的核心是分散投资和资产配置

数据来源：中国证券投资基金业协会、财通证券研究所整理

QDIA 的诞生简化了养老金投资的流程。以 IRA 投资为例，QDIA 的管理人可以是银行、保险、信托公司和承担受托人职责的 IRA 计划发起人。根据《雇员退休收入保障法》，管理人在开展投资前，需要提前通知投资者。例如，在投资者未做投资选择时，QDIA 管理人需要要在 QDIA 方案生效日，或进行第一笔投资发生日前 30 天通知参与人，之后可以将受托资金投向 QDIA 产品。每个计划年度赋予 IRA 投资者是否继续保持原有 QDIA 的投资选择的机会，在新的 QDIA 计划年度方案生效前至少 30 天通知 IRA 投资者。资金在投向 QDIA 之日起 90 天内，参与者或受益人可以将投资从 QDIA 转向计划中的其他投资选择，不会施加经济处罚。

图 49. QDIA 投资流程



数据来源：中国证券投资基金业协会、财通证券研究所整理

2006 年，美国劳工部将 QDIA 写入《美国养老金保护法》，最早将 QDIA 运

用于 401 (k) 计划中, 逐步向其他私人部门养老金推广, 如 IRA 计划等。
QDIA 包括了四种类型的默认投资选项: 1) 考虑参保者个人年龄或退休日期的混合投资的生命周期基金; 2) 综合考虑个人年龄和退休因素的专业管理账户; 3) 考虑雇员整体特征的平衡型基金; 4) 对 120 天内的参与者提供的资本托管产品, 旨在使制度参与者选择退出时, 避免产生额外税收 (在退出计划时, 如在 120 天内未投资于其他产品, 则被视为提前领取养老金, 会被收取 10% 的惩罚税)。由于第四种制度只是一个短暂的制度性安排, 大部分研究只探讨前三种选项。

表 28. QDIA 机制下的多种产品选项

项目	详情
生命周期基金	基于参与者的年龄、退休日期或预期寿命的收入风险, 通过多元化投资, 可以尽量减少巨额亏损的风险, 为养老金资产提供不同程度的保值增值。该法案没有规定风险资产和无风险资产之间的平衡要求, 但是规定了默认基金应当提供适当的资本保值。以目标日期基金为代表
平衡基金	该类型基金需要确保整体投资风险与全体计划参与者的目标风险水平一致。出于谨慎目的, 基金管理机构应考虑到投资组合的多样化、投资组合的流动性和当前收益相对于计划的预期现金流相关性、投资组合的预期收益与计划的投资目标相关性, 以及与投资有关的费用和开支。以目标风险基金为代表
专业管理账户	基于目标退休日期或预期寿命, 投资经理通过混合权益和固定收益, 分配参与者的个人账户资金, 提供投资管理服务, 实现一定程度的长期保本与增值

数据来源: 中国证券投资基金业协会、财通证券研究所整理

托管人可以为参与者选择多个 QDIA。计划发起人可以根据参与者的平均年龄选择一个 QDIA 或者契合不同年龄阶级的几个 QDIA, 为未做出投资选择的计划参与者选择最适合其年龄的 QDIA。一个 QDIA 往往对应一系列产品, 以 Vanguard 推出的目标日期基金为例, Vanguard 推出了对应各年龄段的系列基金产品: 25-40 岁: 权益类资产 90%, 固收类 10%; 40-60 岁: 固收类资产缓慢增加至 40%; 60-72 岁: 固收类快速增加至 70%; 72 岁以上, 资产配置维持不变。随着投资者年龄增长, 相应的投资产品也会发生变化。

表 29. 美国市场主流机构相关目标日期基金的分类及资产配置

产品名称	各年龄段资产配置	特点	投资理念
Vanguard	25-40 岁: 权益资产 90%、固收 10% 40-60 岁: 固收自类资产缓慢增加至 40%; 60-72 岁: 固收类快速增加至 70%; 72 岁以上: 资产配置维持不变	1、国际金融资产与国内金融资产间的配置 2、退休后资产组合继续调整	国内外资产占投资组合的权重与国内享有指数的市值成比例
LifePath Capital	20-35 岁: 权益类资产 85%、固收类 15%; 35-55 岁: 固收资产缓慢增加至 35%; 55-65 岁: 权益、固收占比快速下降, 100%配置于货币市场工具	到退休日期时, 将 100% 资产配置到货币市场工具上	满足某些投资者对高流动性资产的偏好

LifePath Flexi (BlackRock)	20-35 岁：权益 85%，固收 15%； 35-65 岁：鼓手资产缓慢增加至 40%	到退休日期时，40%权益资产和 60%固收配置	满足某些投资者在退休后持续投资的需求，在退休日期时风险收益属性达到最优
LifePath Retirement (BlackRock)	20-35 岁：权益 85%、固收 15%； 35-55 岁：固收缓慢增加至 40%； 55-65 岁：固收快速增加至 75%、货币市场工具快速增加至 25%	到退休日期时，75%固收和 25%货币市场工具	满足投资者在退休后使用基金汇总的全部或大部分资金来购买年金的需求认为投资者距离退休日期较远时，对风险的承受能力越强，所以把 90%的资金配置于权益
Freedom Funds (Fidelity)	20-52 岁：权益 90%、固收 10%； 52-85 岁：股票 24%、债券 46%、短期债 30%； 85 岁以上：配置比例不变	投资者早期较长时段内配置 90%的权益类资产	

数据来源：各公司官网、中国养老金融发展报告（2019）、财通证券研究所

- 以目标风险产品为代表的平衡型产品

平衡型产品会在目标资产配置的指引下，平衡型产品自动进行平衡，其配置比例随着时间的推移保持不变。例如，一只基金的投资目标可能是配置于某几类特定资产的组合。当某类资产类别价格上涨导致在组合中占比上升，就将其出售，并将收益投资于其他资产类别，以保持组合中股票和债券比例符合目标。该类型基金需要确保整体投资风险与全体计划参与者的目标风险水平一致。出于谨慎目的，基金管理机构应考虑到投资组合的多样化、投资组合的流动性和当前收益相对于计划的预期现金流相关性、投资组合的预期收益与计划的投资目标相关性，以及与投资有关的费用和开支。

目标风险产品是平衡型产品中的代表性产品，也是个人养老金中的主流产品之一。目标风险基金（Target Risk Fund），也称生活方式基金（Lifestyle Fund），截至 2019 年末，IRA 中的目标风险基金规模达到 1010 亿美元。该类基金确定一种投资风险收益比水平，往往在名称中标注“保守”、“平衡”、“激进”等用于来描述风险偏好，甚至直接在产品名称中表明股债的配比比例，并通过固定权益类资产和债权类资产在基金资产中的占比来实现基金风险水平的恒定。但是虽然股票、债券等大类资产的占比维持恒定，但细分资产类别比例则可以自由调整，可以根据母基金主动选择来获得更好的风险收益比。目标风险基金可以满足特定风险收益水平的投资。同样，目标风险基金也主要是 FOF 形式，各家基金公司选择持有子基金的时候同样会选择自己产品线下的子基金，降低费率成本。从投资收益来看，美国目标风险基金中权益占比越高，中长期平均年化收益率越高，但短期收益率波动较大。

目标风险基金有其有优缺点。目标风险产品的优点是风险控制措施明确，产品风险属性清晰且长期稳定，投资范围广泛，是风险偏好明确的个人和有特定目标的机构投资者的方便投资选择。同时该产品对 FOF 投资经理主动管理能力要求低，管理成本较低。而其缺点是以被动管理为主，每年以固定频率调仓，或在极端行情导致组合风险变化时进行调仓，资产组合切换的灵活性低，也很难在特殊行情下捕捉足够的热点以获取超额收益。

表 30. 典型目标风险基金的分类及资产配置

产品名称	各年龄段资产配置	特点	投资理念
Vanguard Life Strategy	内部管理+内部基金	收益型	80%的债券，20%的股票
		保守成长型	60%的债券，40%的股票
		稳健成长型	40%的债券，60%的股票
		成长型	20%的债券和 80%的股票
iShares 系列	内部管理+内部基金	保守型	通过投资不同类型 ETF 基金，跟踪不同风险水平的标普目标风险指数。标普目标风险指数主要通过约束预期下行风险小于最大可容忍概率时，最大化组合的 beta 值，从而得到各类资产对应的权重
		稳健型	
		成长型	
Windheaven 系列	内部管理+外部基金	保守型	根据市场环境及公司投研观点，在严格控制向下风险的基础上动态调整全球大类资产配置权重，包括海内外股票、债券、房地产、商品、固定资产等，其中部分资产配置通过投资 ETF 基金实现
		成长型	
		进取型	

数据来源：各公司官网、中国养老金融发展报告（2019）、财通证券研究所

以 Vanguard 的 Life Strategy 基金产品为例，主要有四种目标风险型，分别为收益型、保守成长型、稳健成长型和成长型四种。这四种基金的股债配比依次提升，并且 Vanguard 在资产配置比例中还标明了区分国内和国际资产的细分资产类型。这四种目标风险基金的业绩比较基准是根据不同细分市场的配比，选取有代表性的市场指数，根据配比来构建复合业绩比较基准。业绩比较基准的构建方法反映了目标风险基金的主动管理主要在细分资产内部的战术配置上，而非大类资产的战略配置上。Vanguard 默认产品每年分红，但不进行现金分红，而是将分红再投资，用以扩大投资规模。

表 31. 截至 2019 年 Vanguard 目标风险基金资产配置情况

	股指基金	国际股指基金	债券指数基金	国际债券指数基金
收益型	12%	24%	36%	48%
保守成长型	8%	16%	24%	32%
稳健成长型	56%	42%	28%	14%
成长型	24%	18%	12%	65%

数据来源：Vanguard 基金官网、财通证券研究所

表 32. 截至 2019 年 Vanguard 目标风险基金的年化收益率

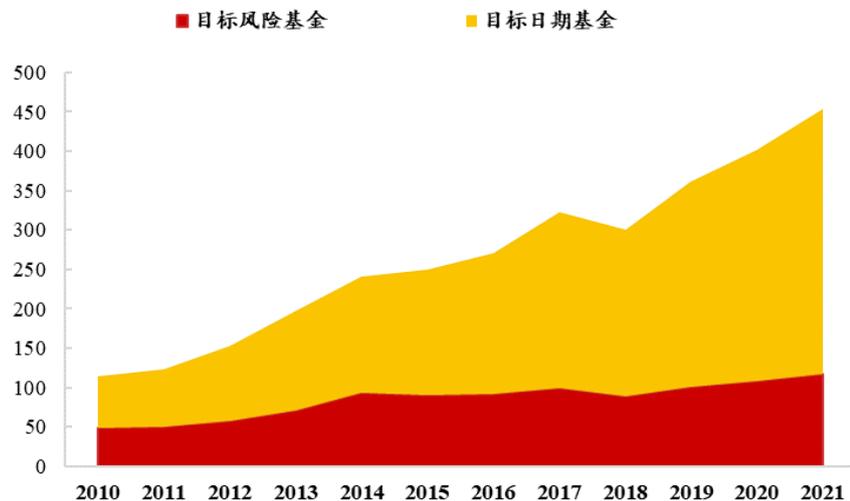
	1 年到期收益率	5 年到期收益率	10 年到期收益率
收益型	12.05%	4.45%	5.18%
保守成长型	15.68%	5.67%	6.62%
稳健成长型	19.37%	6.82%	8.08%
成长型	23.13%	7.91%	9.35%

数据来源：Vanguard 基金官网、财通证券研究所

- 以目标日期产品为代表的基于生命周期/年龄的产品：

生命周期/年龄产品遵循“下滑曲线”配置资产，并以目标日期基金为代表。目标日期基金（TargetDate Fund）首先由富国银行和巴克莱银行于 1994 年推出，是针对个人养老投资需求而设计的基金品种。目标日期基金也是 IRA 资产配置的主流产品之一，截至 2019 年，IRA 中的目标日期基金产品的规模达到 2600 亿美元。这个品种通常会在产品名称中设立一个目标日期，代表预计的退休年份。由于个人资产配置在不同年龄阶段有不同的需求特征，早期会更偏重于追求投资收益和成长性，有更强的抗风险能力，而晚期会更偏向于稳健投资，抗风险能力更低。因此，如果要为养老进行长期投资，那么资产配置应该遵循早期权益配置比例高，随着年龄推移，权益配置比例逐步下滑的“下滑曲线”来配置。据 Investopedia 披露，目标日期基金通常以季度或半年度为频率分红，但往往不进行现金分红，而是将分红用于再投资。

图 50. IRA 配置的目标风险与目标日期基金规模(十亿美元)



数据来源：ICI、财通证券研究所

从美国经验来看，目标日期基金通常以系列的形式出现。间隔一般设为 5 年，各家基金公司一般会在距离退休日期 44-48 年时推出一系列对应最新目标日期的目标日期基金。美国平均 65 岁退休，提前 44 年推出，目标客群则是 21 岁大

学本科毕业刚开始工作的年轻人；提前 48 年推出，目标客群则是 17 岁高中毕业的年轻人。代表性的目标日期基金管理者包括 Vanguard、LifePath Capital、BlackRock 和 Fidelity。

以富达基金推出的 freedom funds 为例，可以发现遵循下滑曲线进行管理的目标日期基金具有期限长，适合各个生命阶段的特点，与养老金管理相适配。该产品覆盖 20-85 岁以上投资者，20-52 岁以前，权益类资产占比达到 90%，其中固收类为 10%。随着时间的推移，投资者对风险的承受能力降低，每五年投资机构将自动重新平衡其投资目标，股票配置下降 5 个百分点，而债券配置增加 5 个百分点。逐步调整到投资者 52 岁时，股票配置比例已经被下调为 24%，而债券占比为 46%，短期债券占比为 30%。直至投资者 85 岁这一目标日期，资产配置才维持不变。目标日期基金产品不仅适合年轻参与者，也适合临近退休的人，即覆盖养老金受众的全年龄段。

从全市场统计来看，到期日越近的目标日期基金收益率越低。原因可能是由于临近退休的投资者开始从基金中提款，并且高风险资产占比较低，低风险资产占比较高导致平均收益减少。总体而言，目标日期基金的长期收益较高，这或许是来自于美国养老目标基金投资资金来源往往来自于雇主养老计划的默认投资选择，而计划账户设立赎回限制，使得投资者不会频繁买卖基金，避免追涨杀跌带来的投资回报率的下降。

表 33. 截至 2020 年 9 月 10 日全球市场的目标日期基金年化到期收益率

基金类型	YTD 平均	1 年平均年化收益率	3 年平均年化收益率	5 年平均年化收益率	10 年平均年化收益率
目标日期基金-退休	2.71%	5.06%	4.64%	4.96%	4.77%
目标日期基金-2015	3.02%	6.78%	5.75%	6.41%	6.98%
目标日期基金-2020	2.64%	6.45%	5.55%	6.26%	6.80%
目标日期基金-2025	2.62%	7.33%	6.24%	7.18%	7.87%
目标日期基金-2030	2.15%	7.71%	6.51%	7.68%	8.08%
目标日期基金-2035	1.66%	8.26%	6.95%	8.30%	8.86%
目标日期基金-2040	1%	8.12%	6.87%	8.40%	8.79%
目标日期基金-2045	0.62%	8.29%	7.06%	8.70%	9.26%
目标日期基金-2050	0.42%	8.08%	6.91%	8.63%	9.01%
目标日期基金-2055	0.39%	8.28%	7.08%	8.78%	9.47%
目标日期基金-2060+	-0.13%	7.97%	7.11%	8.91%	-

数据来源：Bloomberg、财通证券研究所

- 管理账户

除了目标风险基金和目标日期基金以外，默认基金还包括管理账户这类产品。基于目标退休日期或预期寿命，投资经理分配参与者的个人账户资金，提供投资管理服务，实现一定程度的长期保本与增值。而管理账户又可进一步细分为稳定价值型产品和担保型产品。

稳定价值型产品和担保型产品使其成员几乎不承担风险，往往承诺保本和保证合理的回报率。稳定价值型产品旨在服务于那些能力较差或不愿主动投资养老基金的人，使其成员几乎不承担风险。这类产品主要投资于低风险资产，如银行存款、债券，很少或完全不投资股票。这些产品面临的挑战是，它们所承担的风险是否过低，以及能否提供足够的退休收入。担保型产品与保稳定价值型产品类似，可以提供某种形式的担保，包括保证本金（无负回报）或者保证合理的收益率。

表 34. 稳定价值型产品和担保型产品介绍

分类	简要介绍	对产品的投资要求
稳定价值型产品	回报率合理（不论其是否有担保）及一定的流动性，受政府良好的监管，并且纳入参与者默认投资机制方案的时间不得超过 120 天	要以保本为目的，必须以保证资产的货币计量价值为目的
担保型产品	收益与“中间投资级债券”类似。同时具有流动性方便提款或转入其他投资选择。	1) 参与人或受益人在提款时不得被强制收取解约费用或者因提款行为而产生的其他费用；2) 必须由受到州、联邦政府良好监管的金融机构对此类投资基金或者投资产品的本金与收益作担保

数据来源：中国证券投资基金业协会、财通证券研究所整理

4.2.4. 领取：提前或延期领取都需缴纳惩罚税

不合规的领取均有一定的税收惩罚措施，包括提前领取和到期后不领取。合格领取条件下，传统 IRAs 计划的累计本金和投资收益均须缴纳个人所得税，而罗斯 IRAs 计划则予以免税。而由于 IRAs 计划在缴费和投资阶段已经减免了税收，因此对于征税的领取环节，对提前领取养老金或者退保的行为给予惩罚，促使投资者注重基金投资的长期性和投保的稳定性。

提前领取不仅要按照正常收入交税，取消税收抵免，更要额外缴纳相当于领取金额部分 10% 的税金，但存在部分例外情况。传统 IRAs 计划规定在 59.5 岁之前提取资金，会被施加领取金额部分 10% 的税金，例如提取 100 万元，要缴纳 10 万元（100 万元*10%）的罚金。而罗斯 IRAs 计划给出的合格领取条件对本金的提前领取不施以惩罚，但对于投资收益的领取，则要求领取者同时满足连续缴费 5 年以上和年满 59.5 岁的要求。在部分例外情况下，允许提前

领取不受惩罚，包括去世、完全永久性的残疾、提款后 60 天内将受益转入另一个 IRAs 计划等。尽管 IRAs 计划是为获取老年保障而建立的特定基金，但这笔资金对投保人来说，亦可理解为一笔具有个人产权的“准备金”，即便未达领取待遇的年龄，当发生不可抗力的原因导致经济出现重大压力时，应该给予其提前领取的例外待遇，保证投资者能利用这笔资金渡过难关，突出其中的保障内涵。此外，在 2020 年紧急公共卫生事件的冲击下，IRAs 计划允许投资者提前领取 10000 美元以内的金额，不受 10% 的税金惩罚。

表 35. 提前领取 IRAs 计划却不受惩罚的例外情况

投资者去世，账户价值被支付给了受益人
投资者将成为完全永久性的残疾
投资者使用提早提款来支付未偿医疗费用，这些费用超过调整后总收入（AGI）的 7.5%，如果未满 65 岁，则超过 10%
投资者失业了 12 周或更长时间，并且使用 IRA 提早提款来为自己，您的配偶或家属支付医疗保险
投资者提款用于为自己，配偶，家属或受益人支付合格的高等教育费用
投资者提取的 10000 美元限额会在使用后的 120 天内用于合格的首次购房。此例外包括建造或重建首次置业
投资者是国民警卫队的成员或预备役人员，被召唤现役至少 180 天
投资者将在提款后的 60 天内将收益转入另一个 IRA

数据来源：IRS、财通证券研究所

对提前领取金额的惩罚，同样也限制了 IRA 账户中养老金产品的分红，以及将 IRA 账户用以抵押的行为。分红方面，IRA 账户中产品的分红默认采取再投资形式，大多数债券基金每月支付分红，而股票基金通常三个月支付一次。然而，要使 IRA 的分红以现金形式支付，投资者需要向托管机构提出要求，将分红的形式由再投资改为现金支付。然而，从 IRA 中提取分红的行为，同样被视为从 IRA 中提取金额，在投资者 59.5 岁之前，这一行为将同样被处于 10% 的额外罚款。用 IRA 账户作抵押方面，美国国税局本身是不允许用 IRA 账户用作贷款抵押品的，一旦将 IRA 用做贷款抵押品，则国税局会将其视为从 IRA 账户中提取全部余额，不仅要取消所有的税收优惠，如果投资者的年龄低于 59.5 岁，更是要支付全部账户余额的 10% 的税金罚款。

在达到强制领取年龄后，尚未从传统 IRA 支取最低取款的投资者将被课以税金处罚。这一规定与 IRAs 计划的税制有关，传统 IRAs 计划在缴费和投资环节不缴纳税款，但在领取环节，却要求缴纳个人所得税，因此传统 IRA 要求参保者在达到强制领取年龄后，按照 IRS 给出的预期寿命表和资产规模，计算所应提取的最低金额，并至少从账户中支取最低金额，并根据支取金额缴纳个人所得税，落实国家的税收收入。由于罗斯 IRAs 计划在领取环节也不缴纳税款，因而并没有这一最低取款要求。在 2019 年通过的《退休金提高法案》中提

及，受美国人民预期寿命延长影响，将这一强制领取年龄由 70 岁提升至 72 岁，以增加养老金账户中积累的资金，以应对日益严重的老龄化危机。因此，如果投资者在 2020 年 1 月 1 日前年满 70.5 岁，则强制领取年龄仍为 70.5 岁，如果投资者在 2020 年 1 月 1 日后年满 70.5 岁，则强制领取年龄从 72 岁开始。

表 36. 领取 IRA 账户资金的多种方式

从 IRA 中取款方式	详情
一次性领取	全部账户余额一次性领取
定期领取	事先计算应该领取的最低金额，并从账户中定期领取不低于最低支取金额的部分
生命年金	投资者按月领取，或在其死后分配给受益人
联合和生存年金	通常是以月为基础支付给 IRA 持有人。在其死后，其活着的配偶继续按月收到支付。配偶通常只收到原先支付给 IRA 账户持有人的一部分，例如 50%。

数据来源：ICI、财通证券研究所

没有达到强制领取要求的投资者，将被施加最低取款金额的 50% 的税收处罚。假设参与者在 2020 年 1 月 1 日之后达到 72 岁，2019 年时在各个账户内的总金额为 50000 元，对应的预期寿命表的基数应为 25.6，那么参与者应在 2020 年 12 月 31 日之前，从 IRA 账户中提取最低 1953 元的金额（ $1953=50000/25.6$ ），这就要求投资者提前规划自身养老金产品的期限与流动性，提前预留应支取的金额。而 IRA 账户内资金的流动性与投资的产品有关，如富达基金推出的收入替代基金能够在需要时选择赎回，变现或者转换为其他金融产品，但若是年金保险，在购买后往往不能退保，或者只能在紧急情况下退出。若 2020 年 12 月 31 日前投资者未提取 1953 元的最低取款金额，则要缴纳 976.5 元的罚金。

表 37. 预期寿命表

年龄	基数	年龄	基数	年龄	基数
72	25.6	81	17.9	91	10.8
		82	17.1	92	10.2
73	24.7	83	16.3	93	9.6
74	23.8	84	15.5	94	9.1
75	22.9	85	14.8	95	8.6
76	22	86	14.1	96	8.1
77	21.2	87	13.4	97	7.6
78	20.3	88	12.7	98	7.1
79	19.5	89	12	99	6.7
80	18.7	90	11.4	100	6.3

数据来源：IRS、财通证券研究所

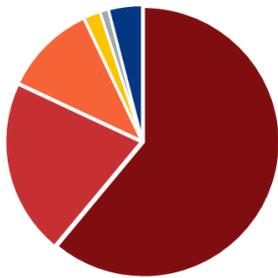
若参保者不慎遗忘提取最低金额，补救措施包括立刻提取最低支取金额，并要求国税局减免纳税申报单上的罚款。步骤包括：1) 尽快支取以往提取的最低金额；2) 在当年准备纳税时，填写“超额累进税”栏目，该栏目适用于未缴税的罚款；3) 解释未提取最低金额的原因，要求国税局减免纳税申报单上的罚款。

在领取环节，负责管理 IRAs 的机构会希望投资者的资金尽可能地停留在原有账户中，以用作投资管理，而不是直接一次性领取。以 JP Morgan 为例，在投资者即将达到强制最低支取金额的年龄前，会向投资者发送表格，主动询问投资者是否要将传统 IRAs 转换为罗斯 IRAs，并为投资者计算转换为罗斯 IRAs 后，投资者免交的个人所得税数额。当投资者将传统 IRAs 转换为罗斯 IRAs 后，便可规避从 IRAs 中强制支取最低资金的限制，进而将资金留在 IRAs 中，供资管机构进行投资。

通常促使参与者从传统 IRAs 中提款的主要目的是为了**满足最低取款额以避免罚金**。根据 ICI 每年调查数据，有六到七成左右的家庭会根据最低取款金额来计算他们的实际支取情况；约一到两成的家庭会选择一次性提取。另外，不同年龄群体取款的目的也不同：70 岁以上的家庭中，95%的取款目的是为了**满足最低取款限制**，只有 2%是因为自身需求选择一次性取款；相反在 70 岁以下的家庭中，只有 30%为了满足最低取款限制，有 34%的家庭是一次性领取。

图 51. 最低取款要求是 IRAs 支取的决定性因素

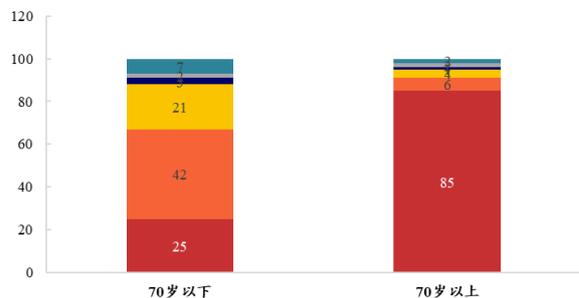
■ 最低取款要求 ■ 一次性提取 ■ 规律提取
■ 提取固定百分比 ■ 根据寿命期望提取 ■ 其他方式



数据来源：ICI、财通证券研究所
注：截至时间为 2021 年末

图 52. 年轻家庭一次性支取比例远高于年长家庭

■ 最低取款要求 ■ 一次性提取 ■ 规律提取
■ 提取固定百分比 ■ 根据寿命期望提取 ■ 其他方式



数据来源：ICI、财通证券研究所
注：截至时间为 2021 年末

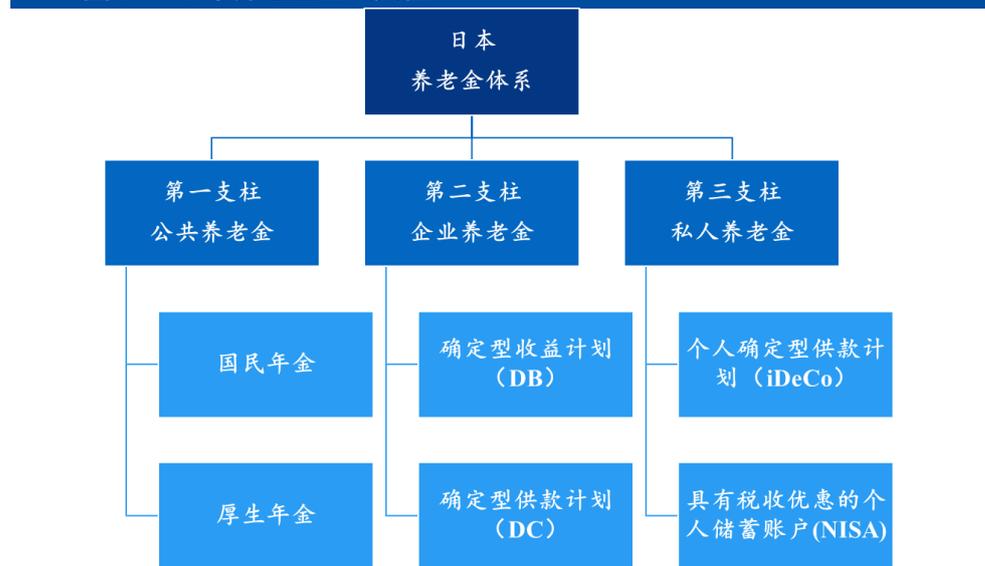
5. 日本：亚洲养老的“模范生”

日本在 1993 年老龄化率突破 13%，于 1994 年正式迈入中度老龄化国家（65 岁以上老龄人口占比超过 14%），目前老龄化率已达 28%，处于深度老龄化。作为 OECD 中老龄化程度最高的国家，日本的老龄化程度远高于第二位意大利的 23.06%。老龄人群的快速增长使得日本面临不断上升的养老压力，同时泡沫破裂后的财政窘迫也在加大日本政府应对国民老龄化的难度。自上世纪 60 年代起，日本的养老金制度进行了多次改革，当前相对完善的养老体系存在着值得中国借鉴和学习的地方。

5.1. 与中国类似，日本的第一支柱是整个养老金体系的基础

日本的养老金制度始于 1923 年的《恩给法》，起步于 1942 年的“厚生年金保险制度”，于 1984 年形成统一标准的“基础年金”制度，发展历史较长。日本养老金体系根据养老金统筹主体的差异可分为三大支柱。第一支柱是政府统筹为全体国民（包括适龄在日外国人）参保的国民年金和厚生年金，截至 2020 年底，厚生年金保险的总资产规模为 176 万亿日元，远高于国民年金的 9.9 万亿日元；第二支柱是雇主统筹为雇员缴纳的养老金，其中包括适合不同企业和不同工种的诸多保险基金，如 DC、DB 和 cash balance 类型的基金产品。第三支柱是个人统筹以 iDeco 和 NISA 为代表的补充养老保险。其中第一支柱为强制缴纳，其余两支柱为企业或个人自愿缴纳。2021 年末，第三支柱中的 NISA 规模约 23.08 万亿、iDeCo 规模约为 1.69 万亿日元。

图 53. 日本养老金三大支柱



数据来源：财通证券研究所整理

5.2. 日本通过政策鼓励不同年龄段、不同收入的人群参与个人养老计划

日本养老金体系的第三支柱由个人型定额供款养老金计划（iDeCo）和日本个人储蓄账户计划（NISA）组成，两者分别由日本厚生劳动省和金融厅发起建立并监管，iDeCo 于 2001 年建立，在 2018 年推出了中小企业业主付款制度（iDeCo+），让中小企业雇主帮助雇员缴费，缓解中小企业雇员养老金缴费压力，增加中小企业对人才的吸引力。NISA 于 2014 年建立，后续在 2016 年和 2018 年分别推出了少年储蓄计划（Junior NISA）和小额累计投资免税计划（NSTA），前者将范围扩展到了 20 岁以下的居民，后者是侧重于少量多元化长期投资的 NISA 账户。

5.2.1. 全员均可参与个人型定额供款养老金计划（iDeCo）并享受税优政策

iDeCo 是日本企业定额供款计划的重要补充，一方面能满足日本职工及其家属对养老储蓄的更高层次需求，另一方面也能帮助自雇人员、学生等其他类型人员解决养老储蓄需求，使这些人群也能够平等享受到应有的国家养老保障福利。而 NISA 则意在于通过吸引更多储蓄资金的方式促进日本金融市场的稳定和发展，应对日本泡沫经济之后低迷的经济环境对企业造成的资金压力。在 2021 年日本厚生劳动省公布的数据中，iDeCo 的参保人数为 156 万人，规模为 1.69 万亿日元。在同年 3 月 NISA 使用情况调查中，除去 20 岁以下的 Junior NISA 账户，参保人数已达 1586 万人，总规模为 23.08 万亿日元。日本养老金体系第三支柱的发展可见下表。

表 38. 日本养老金体系第三支柱发展

时间	改革进程
1991 年	成立国民年金基金，开始关注第三支柱商业养老保险。
2001 年	建立个人型定额供款养老金（iDeCo）。
2014 年	建立个人储蓄账户计划（NISA）。
2016 年	初级 NISA 账户建立，少年免税制度正式实施。
2018 年	针对日本中小企业的中小企业业主付款制度（iDeCo+）正式上线；NISA 推出 TsumitateNISA，支持长期基金和多元化投资。
2019 年	对于个人账户计划的参加者，纳税抵扣上限按参加者的类别细分为八档。

数据来源：财通证券研究所整理

个人型定额供款养老金计划（iDeCo）是账户制为核心的个人养老金运营和领取平台。iDeCo 计划是个人型的 DC 计划，与第二支柱的 DC 计划互为补充。iDeCo 计划覆盖了日本所有在职员工及家庭主妇，适用年龄为 20 岁-60 岁。

年满 20 周岁的包括在日工作或定居的外国人及本地居民都可以选择在银行等不同类型的金融机构开设账户，且账户数量不受限制。参与 iDeCo 的居民需要正常缴纳国民年金，如若账户缴费状态异常则无法继续进行养老金投资，但是之前投入的资金不受影响。iDeCo 计划基本要素可见下表。

表 39. iDeCo 基本要素

基本要素	内容
免税投资额度	缴费和投资收益免税
免税期限	开设账户后直至 60 周岁
账户数目	可在多家银行开立
缴费上限	不同类型参保人不同，随工作和已参与养老计划改变。
领取限制	达到法定退休年龄
适用人群	20 岁-60 岁居民
项目类别	iDeCo, iDeCo+ (也叫 iDeCo-plus)
监管机构	日本厚生劳动省
运营方式	日本国家养老金基金联合会为主，运营管理结构、金融事务委托机构、金融机构共同参与。

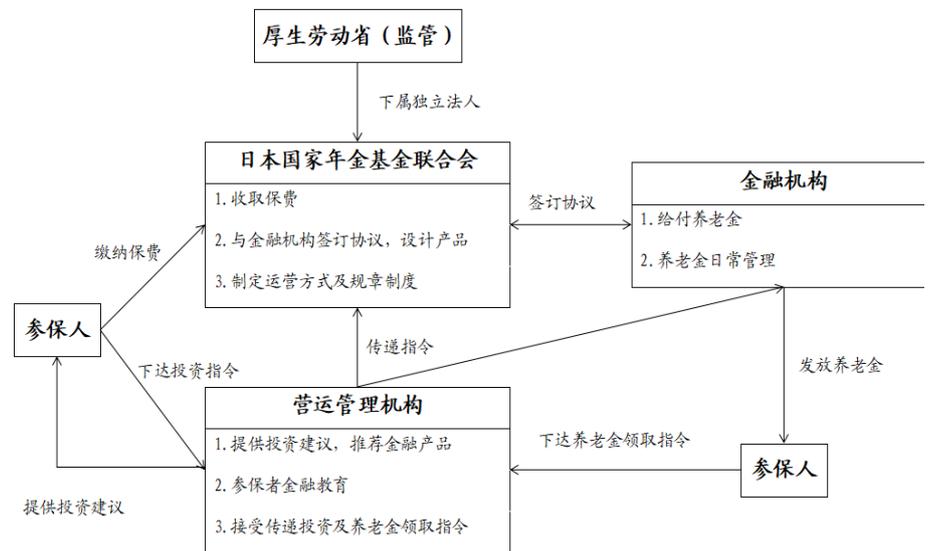
数据来源：iDeCo、财通证券研究所

iDeCo 为 EET 模式，参与者在缴费和投资环节均享受免税待遇。领取环节中，根据不同领取方式而有不同程度免税额度。在缴费环节，不同的参保人类型的最高缴费额度不同，共分为三类：**1) 自雇人员和学生**，每年最高缴费额度为 81.6 万日元，但这个额度包含了公共养老金的缴纳额度。**2) 公务员和企业员工**，这里又按企业员工参保情况分为三小类，第一类没有参加任何企业年金计划的员工，每年缴费上限为 27.6 万日元，第二类为只参加企业型 DC 的企业员工，每年缴费上限为 24 万日元，第三类为仅参加企业型 DB 或同时参加企业型 DB 和 DC 的企业员工以及公务员，他们的每年缴费上限为 14.4 万日元。**3) 家庭主妇**，每年缴费上限为 27.6 万日元。具体每月的缴费额度，参保人每年都可以选择一个定额进行定投，最低月定投额度为 5000 日元。在投资阶段，投资取得的盈利均可免税。而领取阶段与日本所有 EET 模式的养老金领取方法一样，可以分为一次性领取或者按年金方式领取，享有的免税额度也一致。**具体有以下三种方案可选**：方案一，在 70 岁之前一次性领取；方案二，以年金的方式分期领取养老金，可以选择 5 到 20 年之间任意期限的定期领取方式；方案三，部分养老金一次付清、剩余部分按照年金的方式发放，也就是前两种方案的结合版本。

iDeCo 的运作由日本厚生劳动省监管，其运营管理的核心机构是日本国家年金

基金联合会，为厚生劳动省下属的独立法人，此外，iDeCo 的运营管理还有运营管理机构 and 金融机构共同参与。具体运营流程为：国家年金基金联合会收取缴纳的保险金，和金融机构签订合约，一起设计金融产品，保证至少有三个以上的投资选项供参保人选择，还负责制定运营方式，相应的规章制度等，而金融机构则是负责日常的养老金管理和养老金的给付，运营管理机构是类似中介一样的存在，需要负责接收参保人的投资指令和养老金领取指令，传达给金融机构进行具体操作，还会为参保人提供投资建议，推荐投资产品，并进行相应的金融教育。具体的运作流程可参照下图。

图 54. iDeCo 运作模式



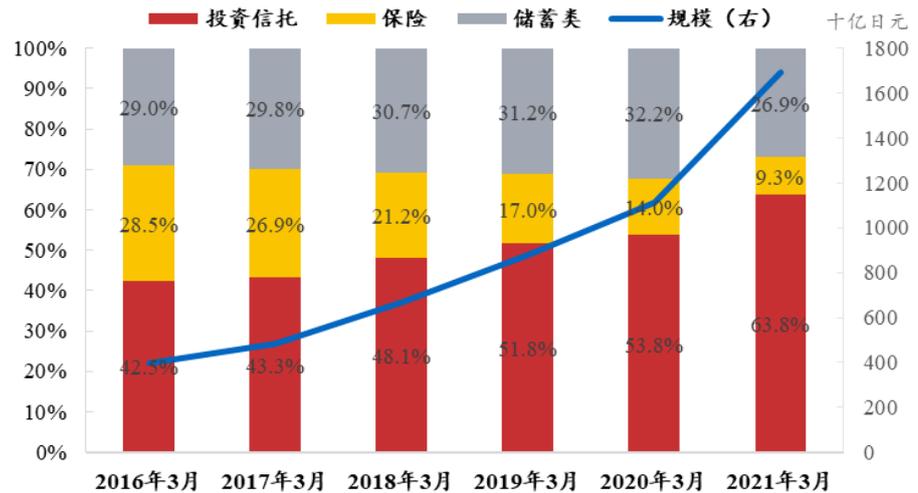
数据来源：财通证券研究所整理

在账户制的背景下，iDeCo 计划账户资金的转移及续费十分灵活。参与者只要通过运营管理机构审核且完成指定转移程序，即可在更换工作或者离职时转移个人账户，也可以通过运营管理机构从其他养老金系统中提取资产。自 2018 年 5 月起，iDeCo 引入 iDeCo+，允许某些符合要求的中小企业雇主对参加 iDeCo 的雇员提供缴费帮助，具体分摊比例可有企业与员工自行商议，意在减少中小企业员工缴费压力，也增加了中小企业岗位的吸引力。

iDeCo 倡导参与者进行长期投资，秉持多元化的稳健投资策略，整体资产配置较为均衡。在实际投资中，iDeCo 可选择的金融产品主要有三类，一是保险类，二是投资信托类，三是储蓄类。如错误!未找到引用源。所示，2016 年以

来，投资信托的占比逐年上升，保险比例有明显的下降趋势。截至 2021 年 3 月，iDeCo 加入者的资产规模总额为 1.7 万亿日元，其中储蓄类、保险类和投资信托的投资额分别为 0.46、0.16、1.08 万亿日元，对应占比为 26.9%、9.3%、63.8%。

图 55. iDeCo 资产配置变化趋势



数据来源：iDeCo、财通证券研究所

5.2.2. 入门级“小白”可以参与日本个人储蓄账户计划（NISA）

NISA 是一种具有税收优惠的个人储蓄账户。截至 2021 年一季度末，资产规模达 23 万亿日元。目前开设的账户有三种类型，分别是少年储蓄计划（Junior NISA）、一般个人储蓄计划（NISA）和小额累计投资免税计划（NSTA）。NISA 的账户仅可在金融机构开立一个，适用范围是日本的全体居民，未满 20 岁的可以开立 Junior NISA，但其托管人为二级监管人。居民通过 NISA 账户的投资可以对投资收益 20.315% 的资本利得税进行免除，免除额度视不同账户而不同。NISA 的税优模式为 TEE 模式，即在缴费环节纳税后，投资阶段与领取阶段均免税。NISA 的领取方式也不同于其他养老金计划，可以随时领取，具体视投资合同规定。

表 40. NISA 基本要素

基本要素	内容
免税投资额度	初级 NISA 每年 80 万日元；普通 NISA 每年 120 万日元；NSTA 每年 40 万日元
免税期限	初级 NISA 和普通 NISA 为 5 年；NSTA 为 20 年
账户数目	仅一个账户
缴费上限	初级 NISA 每年 80 万日元；普通 NISA 每年 120 万日元；NSTA 每年 40 万日元
领取限制	无时间限制，具体视合同协议
适用人群	任何年龄段居民
项目类别	初级 NISA、普通 NISA、NSTA
监管机构	金融厅
运营方式	开立账户所在的金融机构管理运营

数据来源：日本金融厅、财通证券研究所

普通 NISA 账户拥有较高额免税额度，同时在三类账户中相对限制较少。年满 20 周岁的日本居民均可申请开立普通 NISA 账户。每个参与者仅限持有一个账户，但每年可以变更一次开设机构。通过普通 NISA 账户购买的股票、投资信托，包括投资收益在 5 年内免税，每年账户缴费的免税额度为 120 万日元，但免税额度不能结转至下一年。不过对于大部分普通参与者来说，5 年 600 万日元的免税额度已经相当足够。此外，若 NISA 账户持有的金融产品出现亏损，参与者可以将其他账户的资产转移至 NISA 账户以此获得免税优惠，但不可抵消亏损，这样的方案局限于统一金融机构内的账户转移。

初级 NISA 账户是对 NISA 计划参保人范围的扩展，旨在鼓励青少年从小培养储蓄意识。2016 年 1 月，少年投资免税制度正式实行，初级 NISA 账户也相应诞生。20 岁以下的日本公民可以申请开立 JuniorNISA 的个人账户，托管人为其二级监护人。与普通 NISA 一样，该账户的投资股息、分红和转让收益均可免税，免税期五年，但每年的投资限额为 80 万日元。JuniorNISA 在金融机构开设后不可更换，若取消账户，参与者需要对此前的投资收益进行税款补缴。与普通 NISA 一样，每年的 80 万免税额度未使用完不可结转下一年，但参与者可操作的资金仅限于初级 NISA 账户，本人其他账户所持有的金融产品不可转入此账户。

NSTA 以长期、多元化投资，支持少量投资为特色。2018 年，NSTA 免税系统正式实施。该账户目的在于支持初学者或持有少量资金的参与者尝试个人养老储蓄。NSTA 覆盖的产品仅限公开发行的股票投资信托和上市股票投资信托，

当前设定的投资期限为 2018 年至 2037 年，因而 20 年的较长免税期是 NTA 的一个特点，但其免税额度每年仅为 40 万日元，20 年免税投资额共 800 万日元。免税额度同样不可结转，变更金融机构需要在当年 9 月前完成相关手续。NATA 与前两者最大的不同，就是费用低廉、无销售佣金且信托费用限制在一定的较低水平，为投资者减少了额外的费用支出，更适合初学者和储蓄不足的参与者。购买流程简单，可根据市场走势自行决定购买时机和购买量，倡导分散化投资以降低风险。NISA 三种账户的对比情况可见下表。

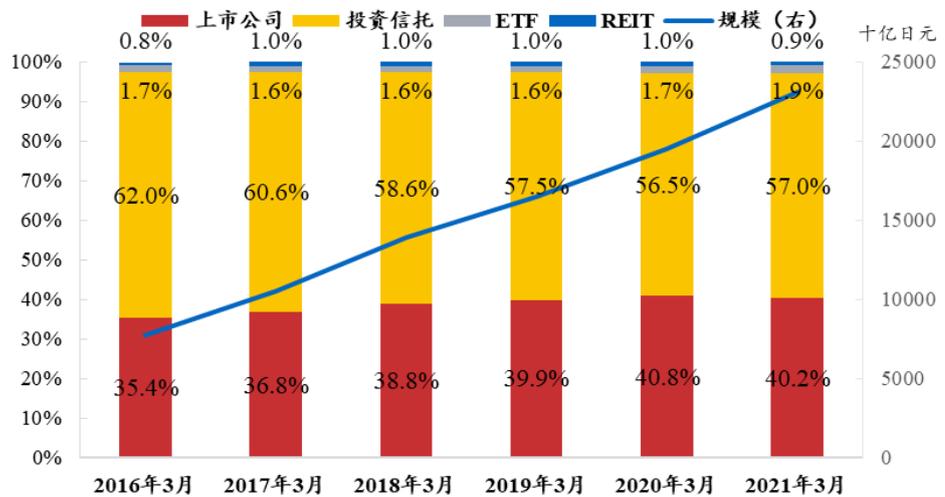
表 41. NISA 三种账户对比

	初级 NISA	普通 NISA	NSTA
适用范围	20 岁周岁以下居民	20 岁周岁及以上居民	20 岁周岁及以上居民
免税项目	股票、投资信托等投资产生的股息、分红和转让所产生的收益	股票、投资信托等投资产生的股息、分红和转让产生的收益	指定的投资信托的转让、分红和收益
账户数目	每人一个	每人一个	每人一个
免税投资额度	每年 80 万日元	每年 120 万日元	每年 40 万日元
是否可结转未用完免税额度	否	否	否
免税期	5 年	5 年	20 年
投资期	2016 年至 2023 年	2014 年至 2023 年	2018 年至 2037 年
特点	青少年适用，限制较多	高额免税额，5 年内可达 600 万免税额度	支持长期、多元化、少量投资

数据来源：日本金融厅，财通证券研究所整理

NISA 资产配置的范围较为广泛，包括上市公司股票、投资信托、交易型开放式指数基金（ETF）和房地产信托投资基金（REIT）等类别可供投资者选择。NISA 的资产管理机构一般为开立账户所在的银行或其他金融机构。截至 2021 年 3 月末，NISA 的资产规模为 23 万亿日元规模，其中投资信托是最受欢迎的品种，占比 57%，其次是上市公司股票，规模约 9.3 万亿日元，占比 40.2%，ETF 和 REIT 占比较低，分别为 1.9%和 0.9%。

图 56. NISA 资产配置情况及比例



数据来源：日本金融厅 NISA 运用状况调查、财通证券研究所

6. 德国：全球最早的现代社会保障体系

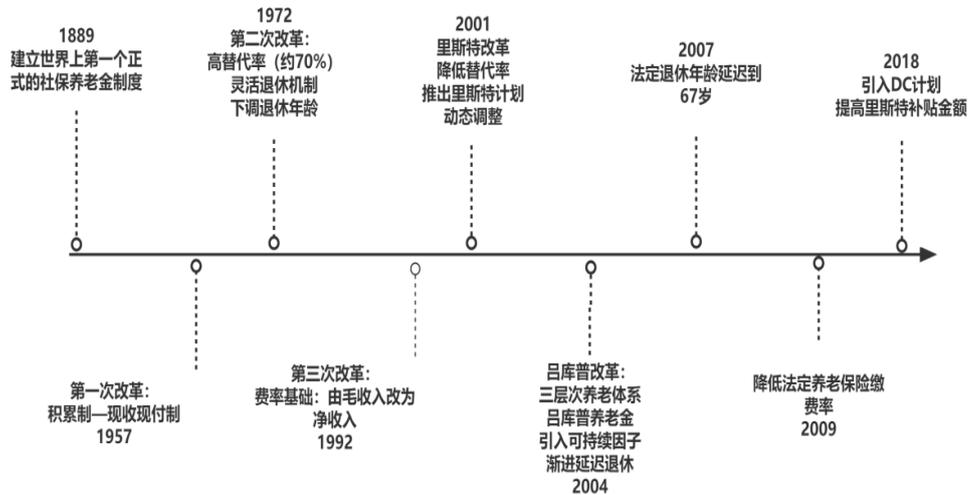
德国是世界上最早建立现代社会保障体系的国家，但初始保障力度有限。德国养老金制度经历了多次改革，早在 1889 年，“铁血首相”俾斯麦颁布了《伤残和老年保险法》，为所有工人提供基础的法定养老保险，再加上 1883 年已经出台的《工人健康保险法》和 1884 年的《事故保险法》，世界上最早的社会保障体系初现雏形：实行积累制，费用由雇员和雇主各自承担一半。当时领取养老金的条件十分苛刻：1) 年满 70 岁及以上；2) 残疾状态。1910 年男性的平均预期寿命仅 45 岁，女性为 48 岁，远低于法定领取年龄。此外，残疾保险的福利水平几乎无法与今天的法定养老金保险相提并论。众多因素下，当时的缴款率仅为 1.7%。1911 年，政府正式合并之前的三项社会保障法，重新命名为《帝国保障法》，并为寡妇和孤儿引入了遗属养老金，但当时寡妇仅在残疾的情况下能领取遗属养老金，保障条件并不完善。

6.1. 德国养老体系在改革前也深度依赖第一支柱

德国养老金在百年风雨中一路前行。两次世界大战以及愈加严重的老龄化使得德国的养老资金储备匮乏，不足以支付养老金支出，为此，联邦政府提出了多次改革计划：1957 年，养老金的积累制逐步过渡为现收现付制，法定养老保险的费用由被保险人和雇主共同缴款支付，联邦政府对其进行补贴。1957 年，联邦政府补贴在养老金保险支出中的份额占比高达 31.8%。从那时起，德国养老金开始与雇员收入挂钩，使养老体系发展与经济情况相适应。自 1957 年改革到 2003 年，养老金总额增加了约 8.5 倍，联邦共和国的法定养老金保险服务

范围扩大到农民和自营职业的工匠。1972 年，自营职业者和家庭妇女可自愿参加养老保险。此外政府将退休年龄下调至 63 岁，雇员缴款满 35 年，即可领取养老金。1992 年，政府考虑到税收和社会缴款负担加重，不再使用税前毛收入作为计算养老金调整的基础，而改为税后净收入。随后又在 2001 年与 2004 年分别推出里斯特与吕库普养老改革计划，以应对日益加重的养老金负担。

图 57. 德国历次养老金改革



数据来源：财通证券研究所整理

德国养老金制度经历了多次改革，其中最重要的两次改革是 2001 年里斯特养老金改革和 2004 年吕库普养老金改革。两次改革前，德国资本市场发展不足且民众投资风险偏好较为保守，第一支柱法定养老保险在德国的社保体系中承担过多责任，第二和第三支柱占比非常小。德国第一支柱养老收入在整个养老金体系中占比 85%，第二支柱与第三支柱仅为 5%与 10%，二三支柱加总甚至未达到第一支柱的 1/4，而同时期其他发达国家第一支柱收入与二、三支柱比例较为合理，如美国约为 50%。现收现付制在德国养老体系中占据主导地位，而资本积累制发展明显不足，三支柱模式严重畸形。随着德国老龄化加重、出生率与就业率下降，养老金体系出现巨大的收支缺口，三支柱模式陷入危机。

里斯特改革在德国养老保障制度改革历程中具有十分重要的意义。首先，这次改革有效缓解了来自费率上升以应对人口结构发生变化带来的压力。当时学者预测，2001 年与 2030 年的养老保险费率分别控制在 20%以内、22%附近，

则收入替代率[退休时的全部养老收入与退休前社会平均工资水平之间的比率，也是衡量劳动者退休前后生活水平差异的基本指标之一]将从 70%逐步下降到 67%~68%左右。其次，改革确保了养老金水平的长期稳定。对与收入变化相关的计算过程做出调整，将总收入的 4%存入新的私人补充养老金计划。第三，改革提出了私人养老金储蓄。政府通过推迟缴税、税收抵免和提供补贴等优惠扩大其影响力，补充养老金有望弥补公共养老金下降带来的支付缺口。

2004 年德国政府启动了吕库普改革计划，使人口结构的变化能够反映到养老金支付率中，减轻同代缴费人的压力，实现相对的代际公平。改革具体内容包括：1) 在养老金计算公式之内引入“可持续因子”。可持续因子主要反映整个社会养老保费供款人数与全社会养老金支取人数之间的相对变化关系以及变化趋势，也可称为整个养老保险体系的赡养比率，在长期决定了养老金发放的标准。2) 提高了法定退休年龄。相关政府部门认为，德国老龄化的加重给养老保险的支付系统造成了巨大的压力，提高法定退休年龄至少可以降低约 2/3 的支付压力，并建议 2030 年以前将德国的法定退休年龄由 65 岁逐步提高至 67 岁。

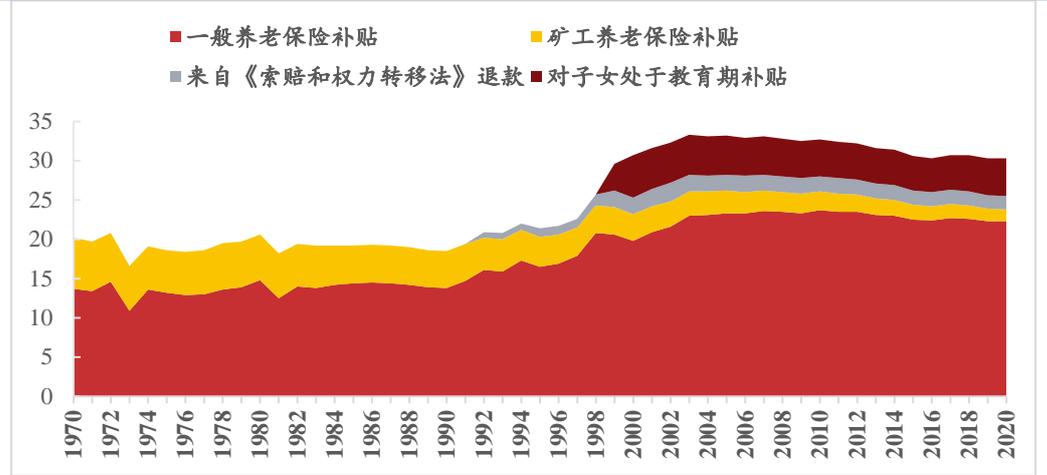
这两次改革使德国政府实现了养老保险模式的转变，引入了职业年金与个人养老金吕库普养老保险以及里斯特养老金，第三支柱得以发展，养老金的运行模式也从现收现付制转变成与基金积累制相结合。

6.2. 养老保险在德国养老金三支柱体系中扮演着不可或缺的角色

德国的养老金三支柱体系大多数以养老保险为主。养老保险在德国养老保障制度中扮演着不可或缺的角色，与大多数 OECD 国家相同，其养老金体系包括法定养老保险、补充性的企业与个人养老金，为退休后的老年人提供基本与补充生活保障。

德国联邦政府致力于促进养老保险发展，为养老体系提供全面保障。近年来，除了雇主和雇员缴费，联邦政府的资金支持在法定养老保险支出中占比非常高，已超过 30%。联邦政府还为非公共养老保险提供强有力的税优以及补贴政策，激发居民广泛参与养老保险体系的热情。2020 年，德国联邦政府养老金补贴福利为 3410 亿欧元，同比增加约 0.7%，共有 2180 万人获得。其中联邦政府所支付的法定养老保险福利总额接近 970 亿欧元。目前，联邦政府的预算支付资金约为 1000 亿欧元，以便于在经济形势以及人口结构恶化的情况下仍能为法定养老保险提供资金支持。

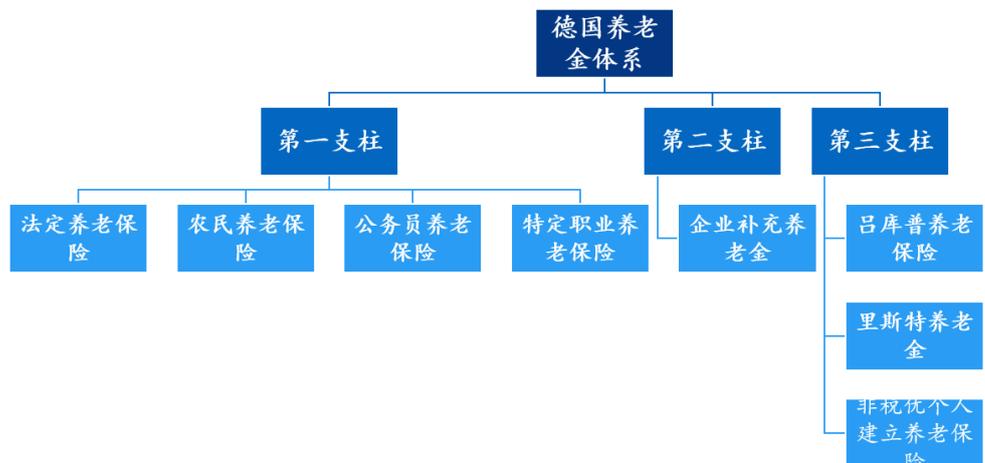
图 58. 联邦政府资金在法定养老保险支出中占比 (%)



数据来源：德国养老保险统计、财通证券研究所

分支柱来看，德国养老金第一支柱是由基础养老金提供的基本保障，可享受来自政府的补贴以及税收优惠政策，涵盖法定养老保险、农民养老保险、公务员养老保险与特定职业的养老保险；第二支柱是与资本市场结合的补充保障，由政府支持、税收减免的企业补充养老金体系承担；第三支柱是享受政府大额补贴与税优支持的补充性个人养老保险，囊括吕库普养老保险、里斯特养老金以及非税优个人建立的个人养老保险。

图 59. 德国养老金三支柱体系



数据来源：财通证券研究所整理

6.3. 税优政策、补贴力度以及产品多样化共同推动德国个人养老金发展

6.3.1. 吕库普养老：可以灵活定制缴款模式的个人养老金

德国的个人养老金吕库普养老保险是一种可以享受政府大数额、高比例退税方式的私人自愿投保的商业保险。其特点是最低缴款额一般没有限制且有税收递延政策，可替代自营人士的法定养老金，因此可为第一支柱未获得强制性保护的人群提供补充保障。吕库普养老保险通常不属于强制性养老保险类别，但在设计上与法定养老保险相似，因此无法投保法定养老保险的人士也可参加吕库普养老保险，享受类似的养老福利，采用资本积累制运作模式。

吕库普养老保险由于税收递延以及非强制性保护的特点，对于自由职业和高收入群体尤其受益。其适用人群为年满 16 周岁及以上在德国生活人士以及居住在国外的德国公民，与法定养老保险不同，吕库普养老保险在缴款阶段可以灵活约定存款期，月/季/半年/年度支付均可，可灵活额外付款，如将特殊收入用于供款。其每月最低缴款额可以灵活定制，大多数供应商甚至未设置最低缴款额。吕库普养老保险一旦开始缴款就不可提前终止，但可在缴款期间减少缴款额以降低生活压力。

吕库普养老保险在缴款阶段享受大额税收优惠。参与者在缴款时享受联邦政府提供的税延政策，可免税额= $(\text{最高税费减免} \times \alpha) - \text{法定养老保险缴款额}$ ，其中 α 每年增加 2%，2022 年为 94%，至 2025 达到最大值 100%。2022 年，单身年最高税收抵免上限为 25639 欧元，夫妻为总共 51287 欧元，需注意法定养老金缴款也应计入最高税收抵免的申报。吕库普养老保险发放模式为终身年金，在领取阶段也有税收优惠。年满 60 周岁（2012 年以后合同为 62 周岁）后按月提取，不可以一次性支取或部分支取。目前，领取时对部分养老金免税，2022 年免税比例为 82%，2005-2040 为过渡阶段，到 2040 年，不再有免税福利。

吕库普养老保险设计的产品形式多样，供不投风险偏好的投资者选择。吕鲁普养老保险产品于 2005 年 1 月 1 日正式发行，《所得税法》规定实施初期的产品需由保险公司提供，2007 年起扩大至欧盟成员国范围内的银行和投资公司（注册在欧盟或者拥有实际管理权）。除了传统的人寿保险产品，吕鲁普计划的产品形式还包括基金储蓄计划和单位连接保险等。

表 42. 吕库普养老保险产品对比

	传统人寿保险产品	吕库普基金储蓄计划	单位连接保险
缴款标准	未婚人士缴款总额在 5000—25000 欧元之间，已婚人士缴款总额最高为 45000 欧元，	/	/
投资范围	以低风险资产配置为主	被动指数基金；主动型基金，呈现高收益高风险特征，管理费用相较于被动式更高	可以投资于基金产品，以实现二次增值的目的，在部分投资基金产品后，将剩余资本配置传统人寿产品，即所谓的再保险过程，适合投资期限较长的投资者。
领取方式	最早领取年龄为 62 周岁终身年金，月度支付	产品具体设定，无需到法定退休年龄	产品具体设定，无需到法定退休年龄

数据来源：德国劳动与社会事务部（BMAS）、财通证券研究所

吕库普养老金产品也存在相应不足：**第一，其管理成本较高**，投资者资本收益通常要在覆盖掉管理成本后才开始积累；**第二，缴款一旦开始不可提前终止**，投资人一旦陷入财务困境，则有可能无法在退休时获得养老保障；**第三，领取形式缺乏灵活性**，作为基础保障，其只能用来作为退休金，而不像里斯特养老金一样还可以用来购买不动产或养老院永久居住权等。

6.3.2. 里斯特养老金针对不同群体推出多样化的养老选择

里斯特养老金计划提供税优政策与大额补贴，采取 EET 模式。里斯特养老金的覆盖群体为国家法定养老金规定的成员以及农民、公务员、法官和士兵，对于有孩子的家庭和收入较高的人群尤其受益。参保人要获得全额津贴，雇员最低缴纳额应为上一年总工资的 4%¹，可以抵税的私人投保额加上国家补贴的总额最高为单年 2100 欧元。

为推进“里斯特养老金”改革，鼓励民众积极参与，政府针对不同群体制订了多样化的激励方案，包括基础补贴、子女补贴、特别补贴。目前，联邦政府每年给予的补贴部分至少为 175 欧元，最多 2100 欧元。对于有孩子的家庭每年发放子女津贴，每个子女 185 欧元（2008 年及以后出生的孩子为 300 欧元）。此外还有只可领取一次的 200 欧元入门补贴 200 欧元，发放给所有在合同签订时还未满 25 周岁的参保人。就已婚夫妇而言，如果配偶中一方满足最低缴款额条件，另一方即使没有满足最低缴款额条件，但只要以自己的名义签订

养老金合同，并且每年至少支付 60 欧元，则两人都可享受全额津贴。

里斯特养老金对参保人有最低保障，即保障缴款本金。其发放模式为终身年金，参保人年满 60 周岁（2012 年以后合同为 62 周岁）后可按月支取，支取时需全额缴纳税款。养老金 70% 的储蓄金额以年金形式逐月发放，剩余的可一次性支取。参保人也可将储蓄额用于购买自助房，此外里斯特养老金计划也可作为遗产继承给指定亲属。

里斯特计划的供应者是多元化的，现如今约有 1871 家供应商，产品形式也较为丰富。满足认定资格的银行、保险、基金公司或德国住房互助储金信贷社都可以提供里斯特产品，如安联保险集团、联合投资资产管理公司、以及德意志银行下属的零售资产管理机构等。个人或家庭可根据自身偏好自由选择购买，里斯特产品有四种主要的形式：保险合同、银行储蓄合同、基金储蓄合同和里斯特住房储蓄合同。

表 43. 里斯特计划产品对比

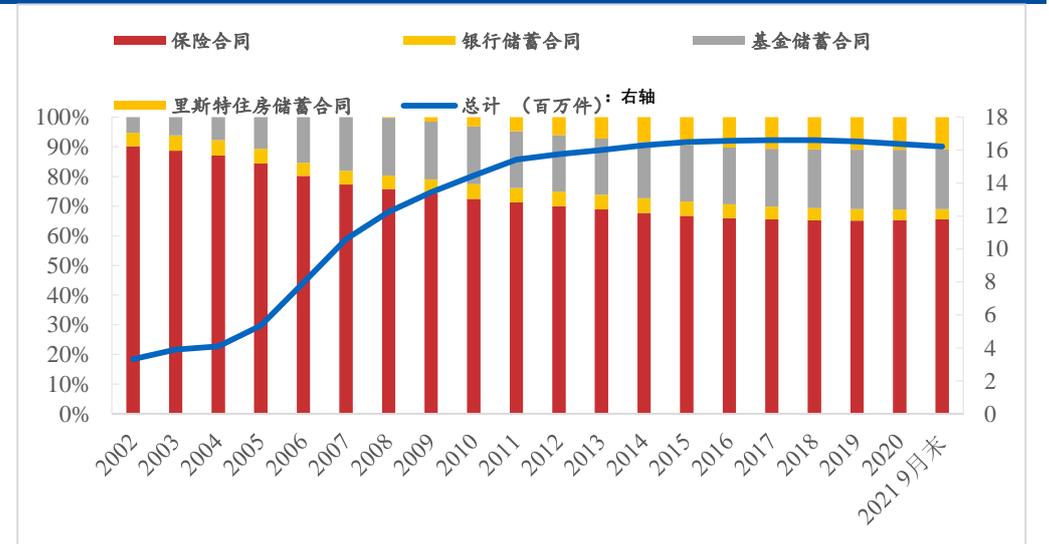
	保险合同	银行储蓄合同	基金储蓄合同	住房储蓄合同
投资范围	低风险资产	银行储蓄类产品	权益类、固定收益类、其他养老金产品	偿还房地产贷款或银行贷款，建造或购买不动产以及养老院的永久居住权产品具体设定；期间可转化为里斯特保险合同以及基金储蓄合同
领取	<p>年满 62 周岁、70% 的储蓄金额以年金形式逐月发放，剩余的可一次性支取</p>	<p>产品具体设定</p> <p>一种灵活和安全的退休条款，投资者可以按月缴费，结算利率与我国类似，包含保本承诺以及奖金收益，银行储蓄合同相较于其他计划只收取行政费用和账户管理费，没有佣金或结算成本，运作较为透明，投资者可以实时查看合同余额，可以随时提取而不亏损，并将资金用于自有住宅物业。</p>	<p>产品具体设定</p> <p>分为三种类型供不同风险偏好投资者选择：股权基金模式、生命周期模型、单基金模式、动态投资模式。（1）股权基金模式，储蓄金额完全流入投资基金，只有在期限快结束时才会转移到风险较低投资，具有高收益高风险特征。（2）生命周期模型，根据投资者的风险偏好进行分配。当投资者年轻时，可完全配置股权投资，随着年龄增长，风险偏好降低，资金转移到风险较小的资产。（3）单基金模式，无论投资者年龄如何，资金总是流入股息率低的基金，呈现低收益低风险特征。（4）动态投资模式，投资取决于市场情况，较为灵活，有时流向机会为导向的投资，有时流向低风险投资。基金储蓄合同具有较高的回报率，但资本市场表现不佳时，其回报率较低。但其费用较高，需支付行政费用、托管费用和管理费用。</p>	<p>德国为解决国民的住房问题，建立起一整套健全而完善的住房保障金融体系，为公民提供多渠道的住房融资方式，德国政府将里斯特改革经验与住房储蓄相结合，实现投资者“以老养房”的目标，现已成为中低收入家庭购房融资的主要方式。里斯特住房储蓄合同类似于我国的“房贷”，但参保人在储蓄阶段和贷款阶段都可获得国家补贴，同时享有税延优惠政策，通过储蓄能够扣除高达 2100 欧元的个税额度。需要注意的是，如果融资的房产被出售，则在五年内必须购买新的房产，否则需要偿还津贴和税收优惠。</p>
特点	<p>直接与保险公司签订养老金协议，不用自主管理</p>	<p>储蓄的利息金额取决于官方参考利率，银行每年根据市场上的储蓄利率调整四次。一些银行为客户提供最低利率保证，另一些银行在储蓄阶段结束时提供奖金利率，其金额取决于储蓄合同的期限。调整方式有两种，一种是基于市场上流通债券的平均回报率进行调整，每天由德意志银行发行，利率总是最新的；另一种是确定较长时间内的平均回报率，短期市场利率调整只会延迟影响储蓄计划利率。但同时其回报率也较低，市场上只有少量的银行储蓄合同。</p>		

数据来源：德国劳动与社会事务部（BMAS），财通证券研究所

产品分布上，保险产品仍占据里斯特计划的大半壁江山，银行储蓄合同规模增长停滞，基金储蓄合同与里斯特住房储蓄合同规模快速扩张。截至 2021 年三季度末，里斯特养老金产品数达 1621.2 万件。其中保险合同为签约最多的产品，市场份额超过 70%，近年来保险产品存量保持相对稳定。银行储蓄合同从 2002 年开始受到投资者的追捧，在 2014 年末达到顶峰约 81.4 万件，2015

年开始出现拐点，产品存量逐年下降，占比下降至 3.5%，主因是德国资本市场进入零利率时代，银行储蓄回报并不高。相反，基金储蓄合同与里斯特住房储蓄合同在零利率时代投资回报率更高，因而受到投资者青睐，基金储蓄合同从 2002 年的 17.4 万件增至 2021Q3 的 327.2 万件，至增幅约为 18 倍，占比上升至 20.18%。自里斯特住房储蓄计划推出以来，成立合同数快速增长，从 2008 年的 2.2 万件增至 2021Q3 的约 175.2 万件，增幅约为 80 倍，占比上升至 10.81%。多样化的养老产品和多个产品提供方是推动里斯特养老金改革顺利进行的重要因素，极大提高了民众的自主性与参与度。

图 60. 里斯特养老计划不同形式产品数量占比以及产品总规模



数据来源：德国劳动与社会事务部（BMAS）、财通证券研究所

第三层次中个人建立的养老保险是对第二层次的补充，原则上不能享受国家税收优惠以及补贴政策（部分人寿产品可享受收益免税政策）。个人养老保险是自愿性质，主要为了提高退休后的生活质量。按照保费支付与领取时间的不同可划分成以下三种：第一类为“定期支付保费”，投保人与保险公司约定一个付费期限及养老金领取起始点，并定期供款；第二类为“一次性支付养老金”，一次性支付保费并可自由选择养老金首次支取的时间点；第三类为“立即生效式养老金”，一次性支付保费，次月即可开始领取养老金。

表 44. 德国个人养老金比较

名称	吕库普养老保险	里斯特养老保险	非税优个人建立的养老保险
按世界银行三支柱划分	第三支柱	第三支柱	第三支柱
申请对象	年满 16 周岁及以上在德国生活人士以及居住在国外的德国公民，对于自营人士和高收入群体尤其收益	国家法定养老金保险规定的成员以及农民、公务员、法官和士兵，对于有孩子的家庭和收入较高群体尤其受益。	年满 16 周岁及以上在德国生活人士以及居住在国外的德国公民
强制性	私人自愿投保	私人自愿投保	私人自愿投保
资金来源	个人、国家税收优补贴（延迟纳税）	个人、国家税收补贴（延迟纳税）	个人（非延迟纳税）
缴款标准	可以灵活约定存款期，也可将灵活额外付款，将特殊收入用于供款，大多数供应商无最低缴款限制，缴款一旦开始不可提前终止	缴纳上一年总工资的 4% 的最低供款	缴费金额可以自由选择且随时改变
领取条件	终身年金，年满 60 周岁（2012 年以后合同为 62 周岁）后按月提取，不可以一次性支取或部分支取	终身年金，年满 60 周岁（2012 年以后合同为 62 周岁）后按月支取；允许 70% 储蓄金额以年金形式逐月发放，一次性支取 不得超过 30%；可将储蓄额用于购买自助房 缴款额未达到上一年 4%，则补贴会相应减少； 基本津贴：175 欧元； 特殊扣除：最高 2100 欧元（对于有间接合格伴侣的配偶，为 2160 欧元）； 每个孩子的子女津贴：185 英镑（2008 年级以后出生的孩子 300 欧元）； 入门补贴：200 欧元（一次）；	终身年金，一般需年满 60 周岁（2012 年以后合同为 62 周岁）后按月支取，部分产品也可定制化选择领取时间；可以作为遗产留给指定亲属
是否有补贴	有		无补贴

税优政策	缴款阶段	延税型； 可免税额=[(最高税费减免* α)-法定养老保险供款额]，单身最高税收抵免上限为 25639 欧元，夫妻为 51287 欧元；注： α 每年增加 2%，2022 年为 94%，至 2025 达到最大值 100%	延税型； 可以抵税的私人投保额加上国家补贴的总额最高为 2100 欧元	无税优
	投资阶段		投资收益均不缴纳税款	
金融产品	领取阶段	2005-2040 为过渡阶段，2022 年纳税比例为 82%，2040 达 100%	需全额缴纳税款	无税优； 人寿产品可只对收益部分征税
		传统人寿保险、单位连接保险、基金储蓄计划	保险合同、银行储蓄合同、基金储蓄合同和里斯特住房储蓄合同	保险合同、股票、债券、基金、银行储蓄计划等

数据来源：财通证券研究所整理

7. 加拿大：银发一族的“养老圣地”

加拿大作为传统移民大国，连续多年被联合国人居署评选为“世界上最适宜居住的国家”。凭借宜人的生活环境、开放包容的多元文化、优越的社会福利等优势，加拿大一直以来都备受全球移民投资者的热捧。其中，完善的养老保障体系是众多申请人选择移民加拿大的重要原因。

7.1. “老人天堂”也曾因老龄化压力而对养老金进行改革

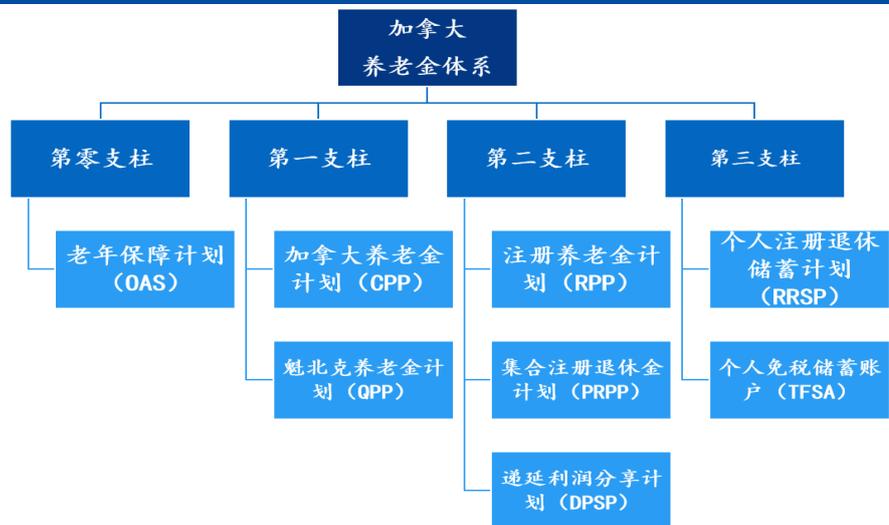
加拿大于 1927 年颁布了国内第一部养老保障立法《养老金法案》(Pension Act)，标志着加拿大养老保障制度的初步建立。但该法案条款形式与内容较为简单，覆盖群体较少。1952 年，加拿大联邦政府颁发了《老年保障法》(Old Age Security Act)和《老年援助法》(Old Age Assistance Act)，同时通过税收等优惠政策鼓励个人退休储蓄计划和雇主养老金计划发展。20 世纪 60 年代后期，联邦政府实行老年金补贴(Guaranteed Income Supplement)，加大了对老年人群的福利补贴力度，与 OAS 计划相互补充。自 1966 年起，加拿大开始大面积普及加拿大养老金计划(CPP)和魁北克养老金计划(QPP)，之后又在 1974 年提出将老年保障计划生活费(OSA 的部分计划)指数化，养老

金收入将根据消费价格指数（CPI）进行调整。1991 年，随着个人养老需求的增加，政府全面修订了个人登记退休储蓄计划(RRSP)。至此，加拿大基本形成了较为全面的养老保障体系。2016 年，加拿大联邦政府又提出了附加 CPP，对基础 CPP 进行补充，以减少财政压力。

7.2. 与美国类似，加拿大养老体系中的私人养老金规模庞大

加拿大的私人养老金非常发达，能为退休人员提供远高于 OECD 同类型国家的养老金福利。按世界银行的划分标准，将来自财政转移的非缴费型“老年保障计划”（OAS）划为第零支柱，加拿大养老金计划（CPP）和魁北克养老金计划（QPP）划为第一支柱，而注册养老金计划(RPP)、集合注册退休金计划（PRPP）、和递延利润分享计划（DPSP）被划分为第二支柱，自愿型个人注册退休储蓄计划（RRSP）与个人免税储蓄账户（TFSA）被划分为第三支柱。加拿大养老金四个支柱的替代率普遍高于 OECD 同类型国家平均水平，加拿大零支柱“老年保障计划”（OAS）可达 15%，第一支柱加拿大养老金计划（CPP）为 25%，零支柱与第一支柱合并的公共养老金计划可达 40%，超过 OECD 国家 30.5%的平均水平，第二与三支柱合并的私人养老金替代率可达到 70%，远高于 OECD 国家 22.3%的平均水平。因此如果在加拿大自愿加入第二和三支柱计划，那么退休后的总体福利水平与退休前相差无几。截至 2019 年末，加拿大各级养老保险金总规模为 4.25 万亿美元，同比增长 10.4%，过去三十年的年均复合增长率高达 7%。加拿大养老金第三支柱个人养老金规模约为 1.34 万亿美元，在总养老金资产中占比达 31.4%。

图 61. 加拿大养老金三支柱体系



数据来源：财通证券研究所整理

7.3. 个人养老金在税优政策支持、账户划转以及资金提取方面具有便利性

加拿大的第三支柱个人养老储蓄计划主要包括个人注册退休储蓄计划（RRSP）、个人免税储蓄账户（TFSA）两个部分。前者成立于 1957 年，加拿大居民可以把税前的部分收入存在 RRSP 账户里，退休后从账户领取并缴纳税收，实行的是 EET 模式；后者是在 2009 年推出的、定位为一般储蓄账户，是一种注册制、多功能且灵活的储蓄方式，能更有效地满足终身储蓄的需求。

7.3.1. 个人注册退休储蓄计划(RRSP)与收入挂钩，实行 EET 模式

RRSP 抵税额度上限与收入挂钩，同时有固定额度限制，固定额度会根据 CPI 进行调整。当年没达到缴款上限额，未使用的 RRSP 比例部分可以延续到将来使用，而个人未使用的 RRSP 比例也可以转让给配偶使用。2022 年 RRSP 的年缴款上限为 29210 美元与年收入 18% 中的较小值。作为加拿大第三支柱的重要代表，2020 年，RRSP 的总缴款人数超过 620 万人，同比增加约 4.9%，RRSP 缴款额为 501 亿美元，同比增加约 13.1%，缴款中位数为 3600 美元，2019 年同期为 3260 美元。

参与者在 RPP 上所取得的税收优惠也可用于 RRSP 计划。加拿大联邦和地方政府提倡居民在纳税/退税季节（1—4 月）通过金融机构购买 RRSP，可享受加拿大税务局所提供的 RPP 税收减免优惠。

RRSP 的投资组合可自主选择，形式较为丰富。RRSP 按账户类型不同可分为三种：基本账户（Basic RRSP）、自管账户（Self-directed RRSP）和团体账户（Group RRSP）。

表 45. RRSP 三种账户对比

	基本账户 (Basic RRSP)	自管账户 (Self-directed RRSP)	团体账户 (Group RRSP)
运作模式	信托模式	信托模式 经纪公司账户 转化	基本账户衍生
投资标的自主选择 性	较高	较高	较低

投资范围	特殊的金融工具，如共同基金、复利加拿大储蓄债券（Compound Canada Savings Bond）、担保投资凭证（GIS）等，每一项资产海外持仓比例不得超过 30%	如公募股权、抵押贷款以及基本账户所包含的投资品种，每一项资产不再有海外持仓比例 30%的限制，但每项资产的总额不得超过账户权益的 30%	经纪公司所允许交易的金融资产	投资工具相对较少
费用	每年收取相对较低的管理费	每年收取一定数量的管理费		通常包含来自雇主的补贴

数据来源：RRSPS and Other Registered Plans for Retirement、财通证券研究所整理

RRSP 资金流通效率较高，支持多种账户划转。RRSP 无论是否处于到期日，都可以与第二支柱养老金 RPP、PRPP 和 TFSA 账户互转。到期时，RRSP 规定参与者需要将账户资金转换成注册型退休收入资金(RRIF)，购买年金或一次性全部领取退休金。RRSP 到期时的账户资金取决于缴费的积累、缴费年限和退休时积累的投资收入。如果转化成 RRIF，个人每年必须提取一定的数额（有一个最低数额限制，而超出最高数额限制需要 1%的罚款），并且为这部分收入缴税。加拿大联邦政府颁发的《所得税法修正案》允许个人将存款计入 RRIF，用于未来的退休收入。

个人在 RPP 上所取得的税收优惠也可用于 RRSP 计划。加拿大联邦和地方政府提倡自雇雇员在纳税/退税季节（1—4 月）通过金融机构购买 RRSP，可享受加拿大税务局所提供的 RPP 税收减免优惠同等待遇。

RRSP 允许提前领取账户资金。在 65 岁之前提款需要缴纳预扣税，0-5000 为提出款项的 10%，5001-10000 为提出款项的 20%，超出 15000 部分则为 35%。由于提前提取的部分资金会失去增长的机会，因此提前提取通常是对雇员不利的。如果雇员的收入较低，将在明年报税时取回一部分现金。如果雇员收入和往年一样，甚至更多，那么额外的提款金额可能会使纳税税率高于最初的纳税储蓄，因此提前支取可能会导致缴款额不断上升。

7.3.2. 个人免税储蓄账户(TFSA)更为灵活，以 TEE 模式为主

个人免税储蓄账户（TFSA）采取的是 TEE 模式，该计划缴款不能抵税，但到期提取时所产生的收益即资本利得与股息利息等可以免税。TFSA 的开户标准为年满 18 周岁以上的个人，并且可以开多个账户。

与 RPP 不同, TFSA 缴款虽然也存在一个上限额, 但其不与收入相挂钩, 而是一个固定值, 会根据 CPI 进行调整。2022 年 TFSA 固定上限额为 6000 美元。不同于 RRSP, TFSA 随时随地都可以从中取款。TFSA 在取款后仍可以继续补款, 因此 TFSA 相较于 RRSP 更为灵活。

表 46. RRSP 与 TFSA 对比

	个人注册退休储蓄计划 RRSP	个人免税储蓄账户 TFSA
定位及资金用途	定位为退休储蓄账户, 资金以退休为主	一般储蓄账户, 不仅为退休养老而设计的账户; 资金可用于退休、抵押、紧急支出等
税优模式	EET	TEE
缴费限额	与收入挂钩, 同时缴费上限有固定额度限制, 2022 年为 29210 美元与年收入 18% 中的较小值	与收入无关, 缴费有额度限制, 为固定值, 但会根据 CPI 进行调整, 2022 年为 6000 美元
缴费方式	无特别规定、与普通投资一样, 个人可一次性投入全部资金购买所选投资资产, 也可分期累计购买, 还可用“成本分摊法”的方法, 定额定投购买; 可以是现金缴费, 也可以是经过评估的实物资产。	
未使用的存款期限	可累积	
提取	71 岁之后必须提取, 提前提取有相应惩罚	任何时间都可提取
是否可以补款	否, 住房计划 (HBP) 与终身教育计划 (LLP) 可借款, 但需分别在 10 年以及 15 年内还清, 其余提取不能补款,	可补款到账户直至限额
对公共养老金计划影响	提取时计入收入, 多数参与人会在提取时转入 TFSA 或 RRIF。RRSP 对 OAS 几乎没有影响, 而对 GIS 有较大的影响	不影响零支柱的提取。退休后仍可全额提取 OAS 与 GIS,

数据来源: “RRSPS and Other Registered Plans for Retirement” 和 “Tax-Free Savings Account(TFSA), Guide for Individuals”、财通证券研究所

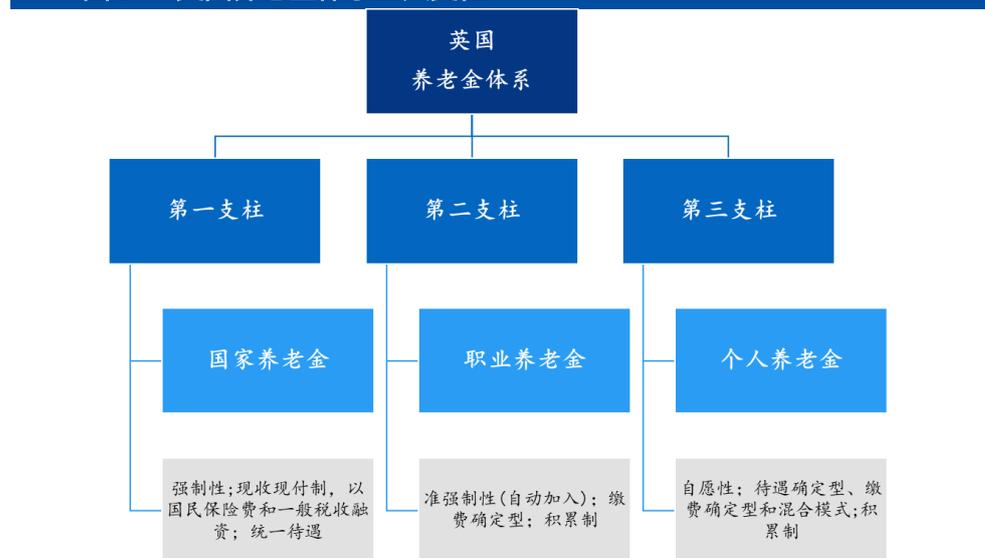
个人可以通过大部分金融与投资机构包括银行、信用合作社、信托公司、海内外共同基金公司、保险公司经纪公司建立注册型退休储蓄计划。自雇人士也可以发起成立一个自我管理的注册型退休储蓄计划。自我管理的注册型退休储蓄计划可以投资多样化的资产例如股票等。

RRSP 和 TFSA 均规定了合格投资品, 也对非合格投资品和禁止的投资品进行了说明。合格投资品包括信用货币, 担保投资凭证, 政府债券, 公司债券, 公募基金, 分红的再投资以及其他在股票市场上可以进行流通的证券, 其他为非合格投资品。禁止的投资品主要包括如下三部分: 受限是受益人的债权; 其次是受益人持有比例超过 10% 的股权、债权、合伙企业、公司及信托计划等; 三是受益人持有的与其权益不对等的股权、债权、合伙企业、公司及信托计划等。

8. 英国：欧洲养老“贵族”

根据英国国家统计局的数据，英国 65 岁及以上的人口已达到 1270 万，老龄化程度在过去的 20 年间从 15.9% 上升至 18.9%，全球排名第 12 位。并且根据其预测，英国在接下来的 25 年中，65 岁及以上人口占比将达到 1740 万，老龄化程度将攀升至 24.3%。与此同时，85 岁以上的超高龄人口数量将翻番，人口比例也将从如今的 2.5% 上升至 4.3%。欧洲大陆在早年经历了人口快速膨胀后，生活条件提高又带来了寿命的延长。各种因素叠加下，欧洲在过去一百年以来不得不面对日益严峻的老龄化问题。作为“日不落”帝国的英国也不例外。实际上，英国早在 20 世纪初就开始构建社会养老保障体系。英国养老保障体系随着经济发展和人口结构变化不断进行改革完善，逐步形成当前较为复杂的多层次、多支柱的结构。

图 62. 英国养老金体系三大支柱



数据来源：GOV.UK、财通证券研究所整理

8.1. 英国养老金改革历经“坎坷”的百年

作为世界上最早提出并构建社会福利的国家，英国在 1908 年颁布了代表救济性质的《养老金法案》。至今一百多年中，英国的社会养老保障体制经历了六个阶段的变革。其中，比较具有里程碑意义的是第三、四、五阶段的改革，将养老金纳入了国家保险制度范围之内、正式开启了个人养老金时代、推动职业

养老金的改革，并于第六阶段简化了原本复杂的养老金体系，这一转变使得英国国家养老金体系目的明确，公共养老金更注重公平、普惠，雇主职业年金和个人养老金计划则被赋予了更多提高退休生活质量的责任。

图 63. 英国养老体制改革进程



数据来源: GOV.UK、财通证券研究所整理

8.2. 英国现行“从摇篮到坟墓”的全方位社会保障制度

英国当前养老体系可划分为三大支柱，其中，第一支柱国家养老金采取现收现付制，强制要求所有工薪雇员参加，并以国民保险税的方式缴费，截至 2020 财年规模达到 383 亿英镑；第二支柱职业养老金由雇主向雇员提供，主要包括确定收益型（DB）和确定缴费型（DC），截至 2020 财年规模达到 1103.4 亿英镑；第三支柱个人养老金是由保险公司或其他金融机构设计、供个人自行选择的养老金计划，2020 年个人养老金规模为 121 亿英镑。从规模上看，职业养老金在整个养老金体系中占比接近 60%，是英国养老金体系中名副其实的“顶梁柱”。

图 64. 英国养老体系新旧对比

新计划名称	第一支柱公共	第二支柱私人	第三支柱私人
	国家养老金(State Pension)	职业养老金(Workplace pension)	个人养老金(Personal Pension)
特征	强制性; 现收现付制(PAYG), 以国民保险费和一般税收融资; 统一待遇。	准强制性(自动加入); 缴费确定(DC); 积累制	自愿性; 待遇确定(DB)、缴费确定(DC)和混合模式; 积累制
目的	再分配、保障基本退休收入	通过养老金积累, 提高退休收入	以税收优惠政策激励养老储蓄
整合的旧计划	基本国家养老金(Basic State Pension); 养老金补助(Pension Credit) 补充国家养老金(Additional State Pension) 国家第二养老金(State Second Pension(S2P), 2002-2016年属于第二支柱)。	Retirement Benefit(GRB) 1961-1975年); 国家收入关联养老金(State Earnings Related Pension Scheme) (SERPS), 1978-2002年)。	——

数据来源: GOV.UK、财通证券研究所

8.3. 英国推出了不同类型的个人养老金产品来迎合不同风险偏好人群的需求

1980 年，英国出台《社会保障法案》，规定国家养老金的待遇领取变化不再与国民平均收入相关，而是以物价为准。此后，英国政府通过了著名的《1986

《社会保障法案》，第一次制定并颁布了职业养老金制度，开启了私人养老金制度的大门。新设立的职业养老金通过税收优惠鼓励雇主建立职业年金，允许由保险公司和其他金融中介机构提供“个人养老金计划”。该法案允许雇主设立供款确定型职业年金计划，养老基金投资风险由计划成员个人承担。这个阶段是英国养老金制度从国家主导转向市场主导的标志。

英国第三支柱个人养老金包括三种计划，分别是个人养老保险（Personal Pension Plan, PPP），存托养老金计划（Stakeholder Pension）和个人投资养老金计划（Self-invested Personal Pension, SIPPs）。为了保障养老金的安全运行，英国政府规定私营养老金管理供应商需要在金融行为监管局 Financial Conduct Authority (FCA) 注册并接受审核，同时管理运行过程需要接受养老金监管局（Pensions Regulator）的监督和审查。根据 2020 年英国税务及海关总署（HRM）统计，个人养老金资产总规模到达了 1213 亿英镑，相较于上一财年上升了 4%，并且在过去的 10 年中达到了约 40% 的增长率。参与个人养老金的人数也从 2019 年的 940 万上升到了 1040 万，每人平均的缴费数量为 2700 英镑。

8.3.1. 个人养老保险是最为基础、最为广泛的存在

个人养老保险属于确定缴费型计划，所获待遇基于个人缴费数额以及基金收益表现。个人养老金一般有保险公司所提供，由专业的资金经理管理，会将养老金储蓄投资于一系列资产。作为最基础普遍的个人养老金形式，个人养老保险（Personal Pension Plan, PPP）适用于无法享受职业养老金的自雇者，或者是追求更多养老保障的个人。个人可以选择一家商业机构签署养老金储蓄协议。此种商业机构多为银行、保险公司等，会收取管理年费。主要形式为缴费确定型，缴费带有税率优惠，体现方式为按基础税率扣除的金额直接进入个人养老金账户中。在支取方面，当达到 55 岁后（从 2028 年起为 57 岁），即可以开始支取个人养老金：可以选择一次性取出一笔，提取金额的前 25% 是免税的；如果想提取更多的部分必须缴纳所得税；可以转换为固定收入，将养老金“出售”给保险公司或养老金公司，随后每年将获得固定收入；如达到 55 岁并且仍在工作，可以选择将钱留在原处。资金投入的时间越长，养老金储备就有可能增长。

8.3.2. 存托养老金计划由于门槛较低，更适合低收入人群

存托养老金计划（Stakeholder Pension）与个人养老保险运营方式较为相

似，都是将缴费交付给商业机构管理。相较于其他两种个人养老金计划有几个特点：缴费要求灵活、管理费用较低以及较为便利的默认投资机制。存托养老金的最低缴费限额、管理费用以及资金增长水平都比一般的个人养老金更低，

国家制定了一下标准来规范存托养老金的运营：

- 前十年的最高年度管理费不能超过每年基金价值的 1.5%，之后每年递增 1%
- 最低供款额为每月 20 英镑。缴费可随时停止或重新开始。
- 退出或进入该计划不会有任何罚款
- 资金进入默认的投资基金，没有自我选择的权利
- 缴费人可以选择从 55 岁开始领取福利，并且享有一次性免税领取养老金储蓄总额的 25%。缴费享受税率优惠，按照基准利率 20%，缴费时养老金提供商会将此额外部分加入账户中。支取方式与个人养老保险相同。

8.3.3. 个人投资养老金计划的投资自由程度最高

个人投资养老金计划（SIPP）是一种节税型退休储蓄帐户，可以灵活选择多种资产类别进行投资，其风险、增长水平以及管理费用相对其他两种个人养老金计划更高。在 SIPP 中，给予个人投资自由，可以自行分配管理投资的资产，相较于个人养老保险（PPP）会提供更广泛的投资选择包括股票、债券、共同基金、交易所交易基金（ETF）以及地产但不包括住宅等等，但是其所投资的类型必须符合英国海关与税收总署（HMRC）的规定。

参与者在缴费时享受 20% 的优惠税率。例如，个人向 SIPP 账户缴纳 2000 英镑，有资格享受税率优惠 400 英镑，所以一共存入账户的金额为 2400 英镑。支取方式与基本个人养老金相同。

图 65. 英国个人养老金计划下三种产品的对比

	缴费方式	投资方式	支取方式
个人养老保险	享受基础税率优惠，优惠部分直接存入个人养老金账户	可选择养老金提供商所提供的多种投资方式；投资所获收益免税	一次性支取25%部分免税；其余部分需按基础税率缴税
存托养老金	享受基础税率优惠，优惠部分直接存入个人养老金账户	根据养老金提供商所提供的默认投资方式；投资所获收益免税	一次性支取25%部分免税；其余部分需按基础税率缴税
个人投资养老金	享受基础税率优惠，优惠部分直接存入个人养老金账户	可自我选择投资方式；投资所获收益免税	一次性支取25%部分免税；其余部分需按基础税率缴税

数据来源：GOV.uk、财通证券研究所

9. 澳洲：移民大国，养老“新星”

澳大利亚的人口老龄化已逐步成为一个不可忽视的问题。根据世界银行和澳大利亚统计局的披露，澳大利亚 65 岁及以上退休人士的占比在过往 15 年间从 12.1% 上升至 14.4%，老龄化程度在 2020 年排名全球第 34 位。但值得注意的是，澳大利亚老龄化程度将在未来几年有所加快，预计 65 岁及以上的人口在 2050 年将达到 500 万，约占总人口的两成；而 85 岁以上的老年人口比例将会突破 5%。澳大利亚老龄化加速的主要原因在于政府接纳移民的意愿逐渐弱化，新移民政策阻挡了大量的海外年轻人进入澳大利亚，从而在一定程度上加速了澳大利亚本土人口老龄化进程。参与劳动力市场成年人的比例预计将从现在的 65.3% 下降至 63.7%，对澳大利亚养老体系带来沉重负担，也会对退休人口的养老计划构成影响。

9.1. 澳洲养老金改革：以英国养老制度为“基石”

澳大利亚作为英联邦国家，早年延用了英国当时的养老金制度，主要由两种养老金构成。第一种是普惠性的公共养老金，资金来源为政府当年的总税收，覆盖人群为退休年龄的澳大利亚公民，与个人的工作记录无关。目标是为低收入老年人提供生活保障，满足最基本的生存需求。第二种则是职业养老金，起源于雇主为吸引高端人才自发设立的福利政策，当时大约有 40% 的人享受到了这类计划，主要的受益人是政府雇员和白领阶层，覆盖面较窄。雇员在更换工作时可以将此前缴纳的职业养老金一次性领取完，所以多数人会在退休前支取大部分的企业养老金。这样导致了另一个问题，就是大部分提前领取、使用了职业养老金的雇员的养老负担仍需要政府来承担。

除了覆盖面窄、体制不完善以外，旧养老体系主要采用的是现收现付制度，因此无法形成新的储蓄动机和来源，进而一定程度上阻碍了澳大利亚经济的增长。同时，澳全国总工会为了维护公会会员的利益，迫切要求对养老保障制度进行改革。澳大利亚三大政党之一的工党在竞选中一直以工会为最强大的后盾，因此在工党执政之后，工会成为了养老保障制度改革过程中重要的推动力量。

澳大利亚养老保障制度改革的重点集中在提高养老保障水平和减轻政府财政压力大方面。1986 年，执政的工党与工会达成协议，随着生产率的提高以及通货膨胀，雇主应给予雇员 6% 的工资增长作为补偿，但其中的 3% 会以工资的形式分发给雇员，剩余的 3% 则视作为雇主为雇员缴纳的职业养老金费用，存入

其个人账户。1991 年澳大利亚政府立法，要求雇主为其雇员向经批准设立的职业养老金基金缴费，这就是著名的超级年金保证制度。1992 年 6 月，《超级年金保证费法案》规定了雇主应为其雇员向合格职业养老金基金缴纳费用的最低标准，从 1992 年度的 4%，逐渐增加到如今年度的 9.5%。超级年金的实施标志着澳大利亚三支柱养老金体系的建立，分别由政府、雇主和雇员共同分担了养老责任。

图 66. 澳大利亚养老金改革进程

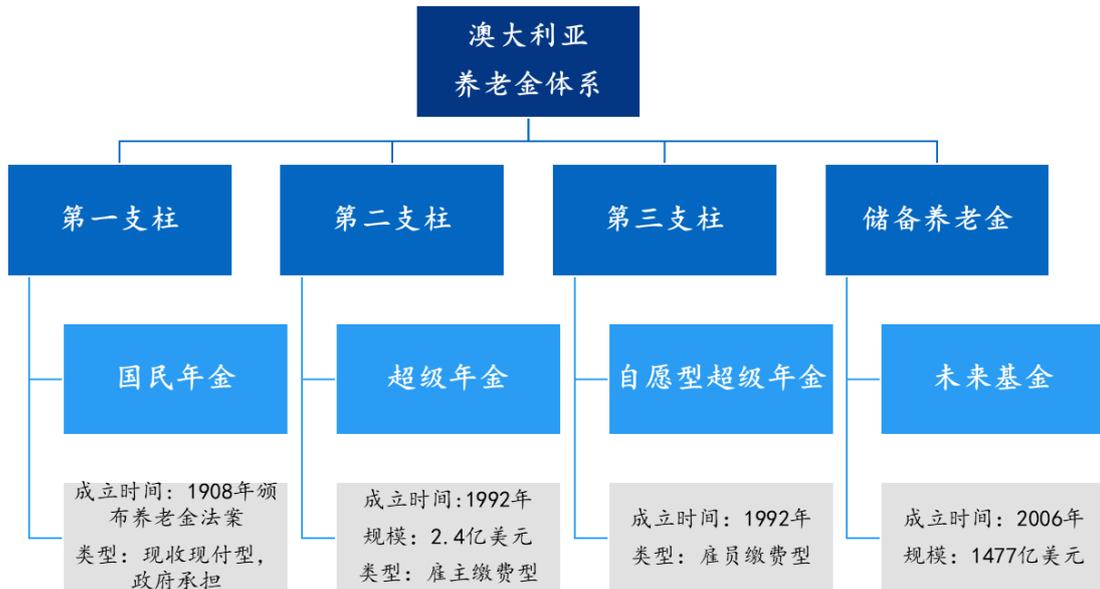


数据来源：澳大利亚健康福利署、财通证券研究所整理

9.2. 澳洲养老金体系被誉为三支柱“范本”

澳大利亚自上世纪 90 年代以来逐步形成了以超级年金为代表的三支柱式养老金体系，被认为是世界上最为成熟的养老金体系之一，也曾被世界银行誉为养老金三支柱体系的“范本”。其中，第一支柱基础养老金是覆盖澳大利亚全体国民的基本养老金（Age Pension）；第二支柱补充养老金计划以雇主强制缴费的保障型超级年金（Superannuation Guarantee）为主，也是澳洲养老体系的“顶梁柱”；第三支柱个人养老储蓄主要是自愿型超级年金（Voluntary Superannuation）。此外，澳大利亚政府还专门成立了澳大利亚未来基金（Future Fund）作为储备养老金，以应对未来可能出现的养老金支付缺口，缓解财政压力。根据 2020 年澳大利亚贸易投资委员会的数据统计，澳大利亚养老金资产规模已达到 2.4 万亿美元，过去 20 年年均复合增速约 11%，当前已为全球第五大养老金市场。通过 10 年的时间，其养老金 GDP 占比也从 2010 年的 112% 一路攀升至 2020 年的 175%，位列全球第三。

图 67. 澳大利亚养老金体系



数据来源：澳大利亚健康福利署、财通证券研究所整理

9.3. 自愿型超级年金为代表的第三支柱实际上是澳洲第二支柱的衍生

自愿型超级年金为超级年金中雇员自愿缴费的部分。雇员可选择使用税前以及税后收入进行缴费，缴纳的金额进入与第二支柱雇主缴费相同的超级年金账户中。例如在解除雇佣合同后，雇员会得到一笔现金，雇员可以直接将这笔现金转入养老金基金。雇员的缴费时间是不定期的，没有时间限制，可以任何时候进行。雇员除了能够进行个人的超级年金缴费，还可以为其配偶缴费。从 1997 年 7 月 1 日开始，配偶中的一方可以代表其低收入或无职业的另一方向合规的超级年金基金缴费。由于其缴费账户与第二支柱的职业养老金相同，基金的受监管机构以及监管机制与上述相同。

雇员可以选择缴费形式分为为税前缴纳以及税后缴纳。1) 税前缴纳形式为自愿工资牺牲 (Salary Sacrifice), 雇员可以主动向雇主提出缴纳一部分税前收入进入超级年金账户，税率为 15%，但一个人的税前缴纳总计不能超过 2.75 万澳元。2) 税后缴费主要包括配偶缴纳、雇员税后不可抵减的个人缴纳。会员必须提交税号，超级年金账户能接受税后缴纳。会员在超级年金账户中的余额不超过 160 万澳元的情况下可以进行税后缴纳。税后缴纳上限为每年 11 万澳元，或者是连续 3 年不超过 33 万澳元。在此上限之前，免除除了已经缴纳的收入税以外的额外税费。一旦超过此上限，税率将达到 46.5%。相关的投资收

益的提取按照超级年金账户的投资税率 15% 征税。会员也将享有相关收益 15% 不可返还的税收抵消。如果会员不提取额外的税后缴纳，则这些金额将保留在账户，并被征税 46.5%。

投资环节，超级年金账户中的投资收益需要纳税，最高税率为 15%，会在投资收益兑现后直接扣除。**提取环节**，年龄超过 60 岁以上，提取超级年金的税率无论提取方式皆为零。当年龄低于 60 岁且选择分批次提取后，要按收入标准缴税。当年龄低于 60 岁且选择一次性提取时，如果提取额低于 225000 澳币则免税；如果大于最低额度，则付 17% 税率。退休者领取超级年金待遇的方式分为一次性提取和分期提取，雇员所选择的领取方式会直接影响他们所支付的税收和获得的退休金总额。一次性提取虽利于老年人在短期内获得养老金支配权和提前使用权，但弊端是会出现养老金提前使用殆尽的情况，最终又只能向政府申请生活救助维持老年生活，造成生活水平下降和国民年金支付压力增大。在政府鼓励下，超级年金待遇领取方式由过去普遍采用的一次性提取，改为分期提取。分期提取的频次最低为每年一次，且必须达到最低年度提取额，但对每次提取的时间间隔和数额不作等量要求。

图 68. 缴费、投资以及收益环节税率规则

环节	金额	税率
税前缴纳	税前缴纳额小于 2.75 万澳币	15%
税后缴纳	税后缴费额每年低于 11 万澳元	0%
	税后缴费额每年高于 11 万澳元	47%
投资收益	投资收益金额（工作中）	15%
	投资收益金额（退休以及选择收入选择（CI）账户）	0%
	60 岁以上老人	0%
提取环节	60 岁以下分批次提取	按收入标准 纳税
	60 岁以下一次性提取，提取金额小于 22.5 万澳币	0%
	60 岁以下一次性提取，提取金额大于 22.5 万澳币	17%

数据来源：澳大利亚税务局、财通证券研究所

9.4. 每个参与者会拥有适用于不同生活阶段的三个账户

超级年金基金为会员设置三种账户：**一般超级年金账户（Super Account, 简称 Super）**，是会员在未达到最低领取年龄前的账户，用于缴费和投资。**退休过**

过渡账户 (Transition To Retirement, 简称 TTR)，是会员在达到最低领取年龄 (Preservation Age) 后，一边工作一边领取超级年金的账户，为向完全退休过渡。申请 TTR 账户需要达到最低领取年龄。TTR 账户其他开立条件包括：需要在 TTR 账户中至少有 2.5 万澳元，而且必须在 Super 账户上达到最低余额要求。**收入选择账户 (Choice Income, 简称 CI)**，是会员在达到最低领取年龄后，并且完全退休后的超级年金账户。在 CI 账户下，会员可以拥有免税收入，可以在任何时间一次性提取 1000 澳元以上资金，支取额可以提高（支取额没有上限，但是有下限）。从账户功能来看，这三个账户是为会员的不同生活阶段设计的。在符合领取条件之后，CI 和 TTR 账户把超级年金转换为定期收入，而不必把超级年金账户一次性全额领出，可以继续投资，并定期领取现金流。TTR 账户与 CI 账户的转换规定：在 60 岁以后更换工作或退休需要将 TTR 账户更名为 CI 账户。当达到 65 岁时，TTR 账户将自动更名为 CI 账户。账户更换并不导致账户收费、支取、投资结构改变。TTR 收入账户没有缴费上限，但是当 TTR 收入账户转换为 CI 账户后，账户上限 (Lifetime Cap) 为 160 万澳元

图 69. 超级年金账户类别

账户	会员限制	用途	支取税率	投资方式
超级年金账户 Super	未达到最低领取年龄前的账户	缴费和投资	不涉及支取，无税率	预选组合，自选组合，会员直投
退休过渡账户 TTR	达到最低领取年龄，未退休	领取超级年金，向 CI 账户过渡	60 岁及以上，0 税率；55 岁至	预选组合，自选组合
收入选择账户 CI	达到最低领取年龄，已退休	领取超级年金	0 税率	预选组合，自选组合，会员直投

数据来源：AusSuper、财通证券研究所

最低领取年龄是超级年金账户中非常重要的一个年龄概念，是指在正常情况下可以领取超级年金账户的最低年龄，不同出生年份的人有不同的最低领取年龄。达到最低领取年龄后，能领取超级年金的情况包括：（1）已经永久退休，（2）55 岁到 59 岁，仍在工作，但是将超级年金转到 TTR 账户，（3）60 岁

(即使继续工作)。未达到最低领取年龄,可以领取超级年金的情况包括:
(1) 财务困难;(2) 基于其它值得同情的理由;(3) 离开澳洲超级年金支付体系;(4) 重症晚期及终身残废;(5) 离职并且账户金额不足 200 澳元。

超级年金基金为会员提供了 3 中不同的投资选择: 第一种为预选组合 (Pre-Mixed), 共有 6 种资产组合可供选择。第二种为自选组合 (DIY Mix), 在此选择下由会员来自由配置可投资的大类资产占比, 构成自己的投资组合。第三种为直投模式 (Member Direct), 在此模式中, 会员有着最高的自由度, 可直接投资资产, 包括特定的 ETF, 指数成分股等等。

在预选组合方面, 超级年金账户提供了 6 种预先确定的组合可供会员选择。每种组合里包括多个资产类别, 各组合拥有不同的风险和预期收入水平及投资期限。预选组合的可投大类资产分为现金, 信用, 固定收益 (债券), 基础设施, 私募股权, 股票, 直接地产投资, 上市地产投资和其他资产, 不同组合的资产配置比例各不相同。

- **高增长组合 (High Growth):** 主要投资于澳洲和国际股票; 容忍短期波动, 旨在获取较高的长期收益。5 年平均收益率为 11.70%, 2021 财年收益率为 24.35%。
- **平衡组合 (Balanced):** 该组合是 AS 的默认投资组合, 如果用户加入 AS 时没有做出投资选择, 则自动投向该组合, 有超过 90% 的会员选择了此种组合。组合投资于多个资产类别, 5 年平均收益率为 10.44%, 2021 财年收益率为 20.43%
- **社会责任组合 (Social Aware):** 投资于基于严格的 ESG 标准选择的股票和固定收益, 例如环境、社会影响等。5 年平均收益率为 9.23%, 2021 财年收益率为 19.37%
- **指数多元化 (Indexed Diversified):** 使用指数策略, 主要投资于澳大利亚、海外股票有以及固定收益产品; 容忍短期波动, 获取中长期收益。5 年平均收益率为 9.98%, 2021 财年收益率为 17.89%
- **保守平衡 (Conservative Balanced):** 与平衡组合相比, 更高比例配置在固定收益和现金; 容忍一定程度的短期波动, 获取中长期收益, 在 5 年平均收益率为 8.03%, 2021 财年收益率为 14.18%
- **稳健组合 (Stable):** 对该组合而言, 稳定比增长更为重要, 集中投资于

固定收益和现金；5年平均收益率为5.97%，2021财年收益率为8.33%

图 70. 预选组合 (Pre-Mixed) 概览

组合	主要投资资产类别	短期风险 (少于5年)	中期风险 (5-20年)	长期风险 (大于20年)	5年收益率	2021财年 收益率 (%)
高增长	澳洲和国际股票	高	中	低	11.70%	24.35%
平衡	澳洲和国际股票	高	中	低	10.44%	20.43%
社会责任	澳洲和国际股票	高	中	低	9.23%	19.37%
指数多元化	澳洲和国际股票	高	中	低	9.98%	17.89%
保守平衡	澳洲、国际股票和固定收益	中	中	低	8.03%	14.18%
稳健	海外股票和基础设施	中	低	低	5.97%	8.33%

数据来源：AusSuper、财通证券研究所

在自选组合方面，会员的超级年金账户 AS 可以在可投大类资产之间进行选择，配置成组合，由超级年金 AS 对组合进行管理。下图显示了不同投资选择在不同期限下的基准收益率和实际收益率。

- 澳洲股票：投资于澳洲的上市和非上市股权，也将一小部份份额投向新西兰公司。5年平均收益率为11.45%，2021财年收益率为8.33%。最低投资期限为12年
- 国际股票：投资于全球股票交易所上市的股票，容忍短期波动，获取长期强劲回报。最低投资期限12年。5年平均收益率为15.66%，2021财年收益率为27.57%。最低投资期限为12年。
- 房地产：投资于澳洲及海外地产，包括购物中心和商业写字楼。旨在以低于股票的波动性，中长期获取强劲回报。投资目标是战胜年均CPI+3%，在中长期战胜澳大利亚和国际地产指数（Australian and International Property Indices）费前收益。最低投资期限5年。2021财年收益率为4.26%
- 多元化固定利率：投资范围是澳洲和国际债券和贷款，对固定利率和信用类资产进行主动投资，目标是本金安全并且在中短期获取高于现金的收

益。最低投资期限 3 年。5 年平均收益率为 3.06%，2021 财年收益率为 2.22%。

- 现金：投资于短期货币市场证券和短期债券，获取高于官方现金利率的稳定收益。最低投资期限 1 年。5 年平均收益率为 1.39%，2021 财年收益率为 0.15%

图 71. 自选组合资产收益率

投资选择	10年年收益 基准	10年超级 年金收益 0.1001	5年年收 益基准	5年超级 年金收益 0.1145	3年年收 益基准	3年超级 年金年收 益	1年收益 基准	1年超级 年金收 益
海外股票	12.52%	13.70%	13.03%	15.66%	12.74%	16.12%	24.94%	27.57%
房地产	7.90%	5.91%	6.74%	3.79%	3.99%	0.79%	7.14%	4.26%
多元化固 定利率	2.62%	4.89%	2.31%	3.06%	2.18%	2.79%	4.35%	2.22%
现金	1.86%	2.16%	1.10%	1.39%	0.81%	1.07%	0.05%	0.15%

数据来源：AusSuper、财通证券研究所

在直投模式方面，会员可以选择直接投资以下类别资产：

- S&P/ASX 300 指数的成分股。
- 可选的 ETF。获取以特定指数为代表的市场收益。
- 可选的上市投资公司（LICs）。投向上市交易的、有主动管理策略的基金，获取完全免税股息（fully franked dividends）以及中长期本金增长。
- 定期存单（termdeposit）。投向不同发行人发行的、不同利率和期限的定期存单。在一定期间获取固定利率回报。
- 现金。获取由现金工具提供的有竞争力的利率。对于 ETF、LICs、定期存单，AS 都有一个可选清单 8。这意味着不是所有的 ETF、LICs、定期存单都在会员可投范围内。

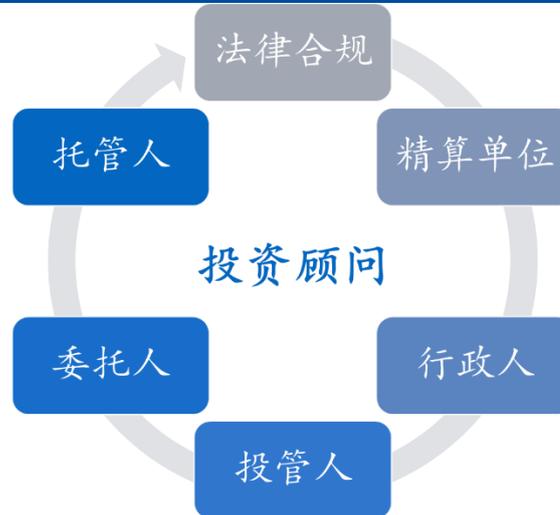
10. 路漫漫其修远兮，我国第三支柱的求索之路在何方？

10.1. 他山之石，可以为错：海外六国个人养老金发展带来的启示

10.1.1. 投资顾问将在养老金服务中占据核心地位

以美国为例，投资顾问的职能在于连接了委托人和以投资管理人为核心的服务供应商，作为独立的第三方，为委托人提供服务。1) 精算单位主要负责计算委托人的负债情况。了解客户的负债端后，投顾将帮助客户制定相应的投资方案匹配资产端，包括设立合理的收益和风险预期，以做好资产负债管理。2) 为实施投资方案，投顾将协助客户筛选优质的投管人、投资经理和投资产品。3) 在具体的管理过程中，具有客户授权的投顾可从托管方获取相应的托管资料，并负责相应的业绩报告，再平衡计算等工作。4) 投顾还可与法律顾问合作确保计划的实施符合相关法律条约。5) 投顾还会不定期向客户展开培训，进一步夯实客户的投资管理能力。

图 72. 顾问机构在养老金服务中占据核心地位



数据来源：财通证券研究所整理

美国在投顾服务上已形成非常成熟的专业化分工。据《雇员退休收入保障法》，根据职责可将顾问机构划为三种类型：计划管理者（Plan Administrator）、投资顾问（Investment Advisor）和投资经理（Investment Manager）。401（K）的管理方式分为“混合式”和“分离式”：前者一般由大型的 401（K）计划经营者可以提供集养老计划设计管理、帐户管理、资产托管以及投资管理等主要服务于一身，提供一站式的服务，总体费用水平相对较低。后者则由专业机构提供某项专业服务，但各项服务都需要单独收费，费用相对较高。IRAs 计划的业务模式包括传统的投资顾问模式和 OCIO（Outsourced CIO，外部首席投资官）模式。传统模式下，投资顾问为养老金投资者提供研究支持、业务培训、业绩跟踪及归因等各项投资咨询服务，但受托人的核心职责仍然由养老金投资机构承担，投资顾问对应的

便是投顾的传统模式；OCIO 模式下，投资顾问被赋予受托人的职责，投资经理对应的便是投顾的 OCIO 模式。

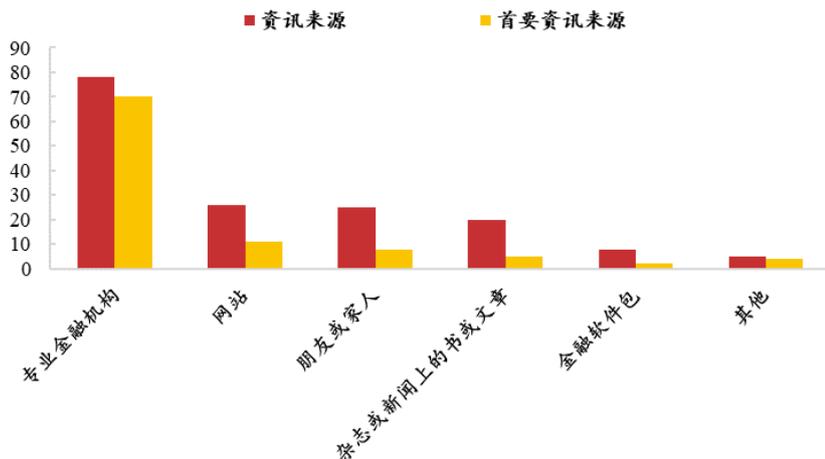
表 47. 顾问机构三种类型

类型	职责
计划管理者	负责计划的日常运营，包括文件管理、贷款、债券偿还、提款及沟通交流，为计划发起人节省时间和薪资成本对资产配置提供建议和管理计划资产，并帮助计划发起人雇佣和监督服务提供商。投资顾问的信托义务是有限的，仍然由计划发起人承担风险，对资产配置仅能提出建议，没有决策权。投资顾问可以对计划参与者提供投资者教育 3(38) 投资经理具有完全的信托义务，必须与计划发起人签署书面协议确认这一地位。只有美国证监会认证的投资顾问机构、银行或保险公司可以承担这一角色
投资顾问	
投资经理	

数据来源：ERISA、财通证券研究所

养老金参与者也深度依赖着这些专业的投顾机构。以建立退休计划为例，ICI 的调查数据显示有 76% 的美国家庭会寻求专业投资顾问的帮助，年龄较大的家庭比年轻的家庭更倾向于寻求投顾，其中有 68% 的人群将投顾作为唯一咨询对象。其次，分别有 25% 的家庭通过网站或咨询朋友、家人来制定退休资产管理计划，也有 22% 的人群通过书籍或杂志等资料来管理退休资产。总体来看，专业投顾机构是最为普及的选项。

图 73. 70% 参与者在建立退休计划时会首选专业投顾作为咨询对象 (2021)



数据来源：ICI、财通证券研究所

投顾在个人养老金推广方面起到了关键作用。以日本为例，日本个人养老覆盖面广，背后是专业化投顾机构对投资者进行相应金融教育，提升其理财意识。

iDeCo 和 NISA 组成的第三支柱几乎建立起了覆盖全明的商业养老体系，针对 20 岁以下的居民会提供 Junior NISA 账户，从小培养青少年的养老理财意识，提升其金融素养，为下一代积极参与养老金计划奠定了重要的基础，并且打破商业养老金针对中高收入群体的传统观念，也会鼓励小额长期的投资，NISA 账户是其代表性的产物，使得商业养老金能在更广泛的意义上得以普及。iDeCo 和 NISA 均有相应规定，金融机构或者营运管理机构在向投资者提供产品时，需要进行必要的介绍和披露，并且对投资者进行投资教育，在参保人投资决策时，会要求提供三种以上的投资产品供选择，这些举措都提高了全明的金融素养，有助于其主动学习理财知识，提升自我养老意识。

10.1.2. 特色化产品与专业化服务将成为个人养老业务的核心竞争优势

以美国为例，完全市场化竞争下，提供 IRA 产品的公司同样可以担任投顾。富达是美国最大的 IRA 提供商，IRA 账户规模已超过万亿美元。富达提供的是 OCIO 的投顾模式，在承担 IRA 的受托管理责任时，也担任投资顾问。富达的投顾业务包括四大类：富达数字化投资咨询、资产组合咨询服务、独立账户管理和富达财富管理。前两者受众主要是大众阶层，而后两者则定位于高净值客户。

表 48. 富达 IRA 账户管理结构

层级	内容安排
第一层	客户的注册账户，记录账户的类型
第二层	代理人平台，提供 IRA 所有者的交易、清算、投资再平衡，同时使用富达的信托计划来保证资产的安全性，并提供合适的税务报告
第三层	投资选择，帮助客户从股票、债券、基金、专户、年金等投资工具中选择投资组合，其中包含了富达和非富达的公募基金产品
第四层	统一的销售平台，包括富达的销售代表、电话专线、网站和手机 APP

数据来源：fidelity、财通证券研究所

不同机构提供的 IRA 账户具有不同的特征。IRA 账户可以在券商、银行、保险、理财顾问、共同基金公司开，各类账户的不同主要体现在管理费率 and 最低注资额度上。注资额度方面，如嘉信理财开立 IRA 账户的最低注资额度为 5000 美元，富达、先锋领航基金等开立 IRA 账户则没有注资要求。管理费率

方面，Betterment 收取账户规模的 0.25% 作为管理费，Ellevest 则每月收取 1-9 美元，富达投资、先锋领航等则不收取固定的管理费用。

在可投资产品方面，对各机构开立的 IRA 账户并无硬性限制，并不存在银行 IRA 只能投资存款、保险 IRA 只能投资保险产品等情况。**各机构提供的 IRA 可投资产品，主要取决于机构的投资能力与产品创制能力。**以银行 IRA 为例，多数银行给 IRA 的投资人提供的投资方式有限，通常是提供一个储蓄账户，包括存款证（简称 CD，类似定期存款）或者货币市场账户，在收益率上缺乏吸引力，致使 IRA 账户持有者的偏好向入市程度更高的非银机构转移。但富国银行等大型银行，也会向参与者提供共同基金、ETF 等多样化的投资产品。同样，华兴保险也提供了固定收益、ETF 等 IRA 投资产品，投资不限于保险产品。

表 49. 富达旗下美国养老特色产品

基金类别	基金名称	首发日期
目标日期基金系列	富达自由系列	1996/10/17
	富达顾问自由系列	2003/7/24
	富达自由指数系列	2009/10/2
目标风险基金系列	富达灵活自由系列	2017/6/8
	富达资产管理系列	1988/12/28
退休收入系列	富达退休管理系列	2007/8/30
	富达简易 RMD 系列	2007/8/30

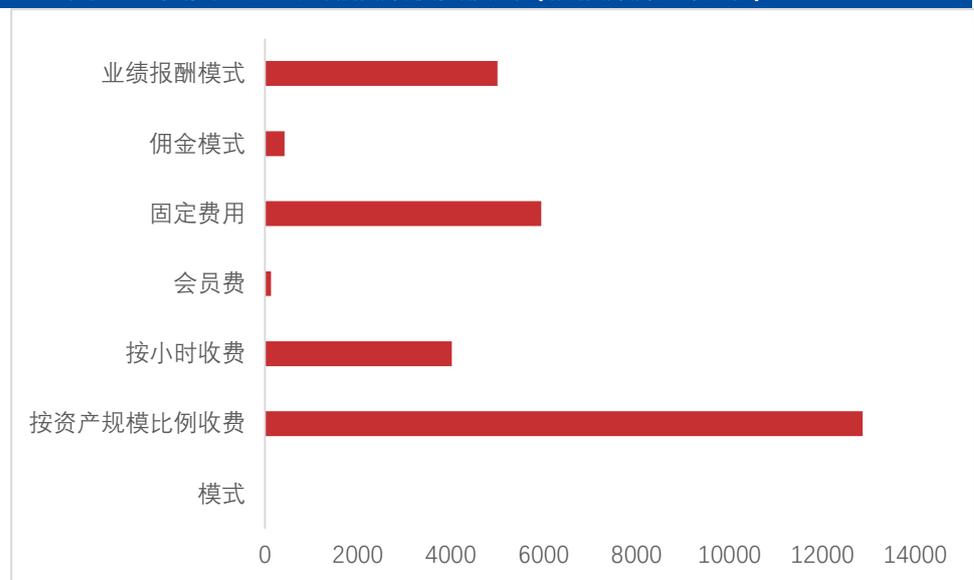
数据来源：fidelity、财通证券研究所

德国养老保险产品供给方和产品形式也是多元化的，以里斯特养老计划为例：保险合同与银行储蓄合同主要投向间接融资市场，适合风险偏好较低的人群，但同时投资回报率也不高；而基金储蓄合同则更多地投向直接融资市场，呈现高收益高风险的特征，受到风险偏好较高人群的青睐；里斯特住房储蓄合同还可用来购买不动产。不同形式的养老金产品给予了参保者更大的自主选择权，有利于让符合条件的民众选择最适合自己的养老产品。因此，我国在养老保险制度设计的过程中应充分考虑不同社会群体特征和需求，研究广泛惠及民众的金融产品的推出可行性。如在养老金缴费环节上，研究推出临近退休前一次性支付保费、缴款额个性化定制；在养老金领取环节上，研究分析退休前提前领取可行性；在产品投资形式上，研究推出投资不同大类资产的细分养老金产品，以便于投资者选择适合自己的产品，加强投资者的自主选择性。

10.1.3. 管理规模效应下，收费方式更加多样化

美国的经验表明买方投顾的模式是大势所趋。20 世纪 20 年代中后期，美股投机盛行，投资顾问能够从客户的高收益中获得分成，但又无需投资承担客户亏损，因此当时投资顾问盲目向客户推荐高风险产品。大萧条之后，监管层加强了对投资顾问的法律约束，强调投资顾问的信义义务，并且推动投顾模式从卖方销售向买方投顾模式转变。从收费方式上看，当前美国养老金的投顾业务收费模式有六种，比较常用的收费模式是按资产规模比例计提、固定费用及业绩报酬。一家投顾可以采取多种费用模式，一般来以 2-3 种为主。

图 74. 美国 SEC 注册投顾收费模式（按投顾数量分布）



数据来源：SEC、财通证券研究所

管理规模效应下，收费方式更加多样化。美国市场中，投资顾问费率确定标准更为多样化，包括资产管理规模、资产管理工具等，如先锋领航基金按资产规模划分投顾费用，资产规模越大，收取的费率越低，最低费率可达 0.05%。而嘉信理财则根据客户使用的服务，如自动化投顾、标准化投顾、专业财务顾问模式各自收取不同的费率。

表 50. 嘉信理财投顾收费标准

分类	投资管理工具	收费标准
自动化投顾	智能化投资组合 智能投顾+专业人士	无顾问费，无佣金 一次性支付投资规划服务费 300 美元，之后 每月支付 30 美元顾问费
标准化投顾	共同基金 嘉信理财投资组合 ETF Windhaven 投资管理策略 ETF	年费 0.9%起 年费 0.9%起 年费 0.95%起

专业财务顾问

权益证券
ThomasPartners 投资管理策略 ETF
嘉信私人客户
嘉信顾问网络

年费 1.35%起
年费 0.9%起
年费 0.08%起
根据顾问资质收费

数据来源：嘉信理财、财通证券研究所

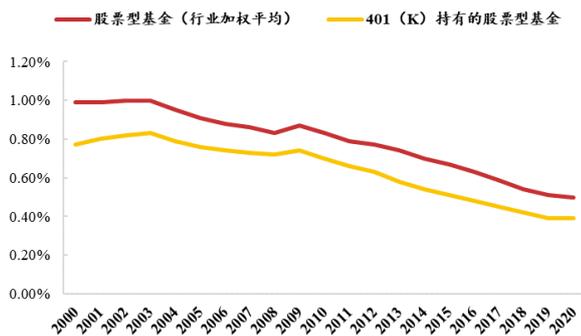
表 51. 先锋领航投顾费用按资产管理规模划分

费率	资产规模
0.30%	小于 500 万美元
0.20%	500-1000 万美元之间
0.10%	1000-2500 万美元之间
0.05%	超过 2500 万美元

数据来源：Vanguard、财通证券研究所

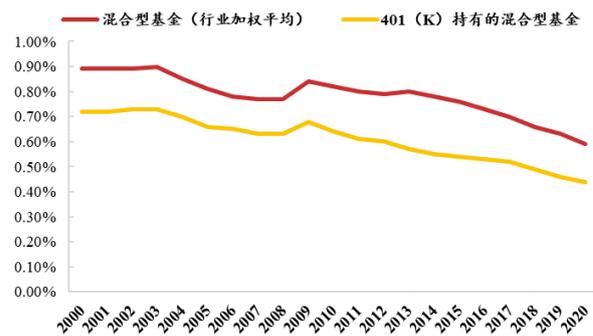
此外，规模效应也将为费率带来下行空间。2000 年以来，养老金的快速发展进一步驱动共同基金的费率在 20 年间从 1%下降至 0.4%左右，下降幅度超过一半。而对比当前中国市场，以公募基金为例，不同产品组合对应不同投顾费率，如华夏基金收取的投顾费率为 0.2%-0.5%，嘉实基金的投顾费率为 0.3%-1.0%，南方基金 0.8%-1.5%，中欧基金 0.15%-0.8%等。由于国内投顾业务方兴未艾，管理规模受限，与美国代表性投顾相比，费率总体较高。

图 75. 养老金持有的股票型基金手续费低于行业平均



数据来源：ICI、财通证券研究所

图 76. 养老金持有的混合型基金手续费低于行业平均



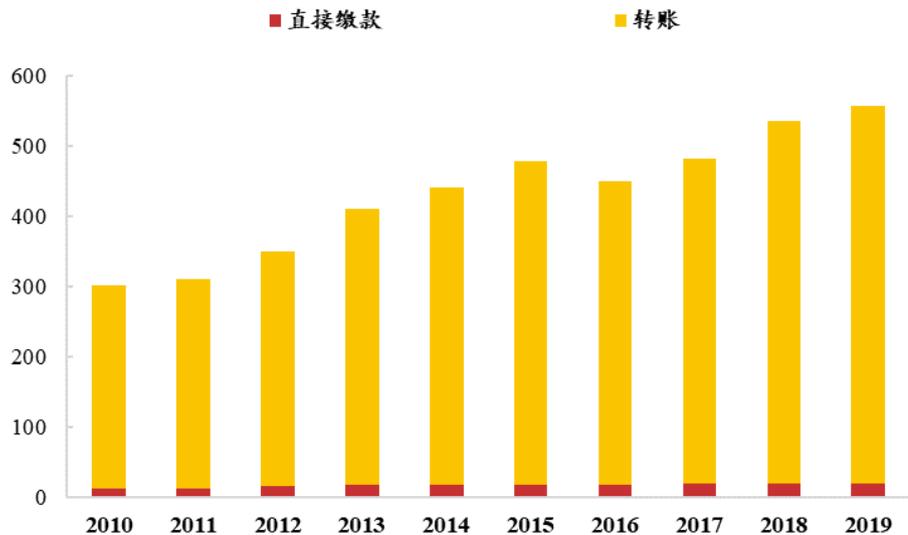
数据来源：ICI、财通证券研究所

10.1.4. 转账联动机制将是推动私人养老金规模扩张的重要帮手

以美国为例，美国特有的二三支柱之间的转账机制将养老体系各层次有机地联系起来，推动个人养老金快速扩张。401(k)账户能够向 IRA 账户转账。一个劳动者在离开原企业之后，如果新企业未发起企业年金计划，则可将原有的资产

转入 IRA 账户中。IRA 账户之间也能互相转换。如传统 IRA 转向罗斯 IRA，全部或者部分资产将从传统 IRA 账户中被支取，于 60 天内 Roth IRA 账户中重新投资。一年内只能进行一次转账，转账包括原来账户的本金和投资收益。加拿大也是养老金转账机制非常发达的国家，其在 RPP、RRSP、RRIF 上的资金皆可以进行互转，只需向税务局登记即可，很大程度上推动了私人养老金的发展。

图 77. 传统 IRA 中大部分资金来源于转账（亿元）



数据来源：ICI、财通证券研究所

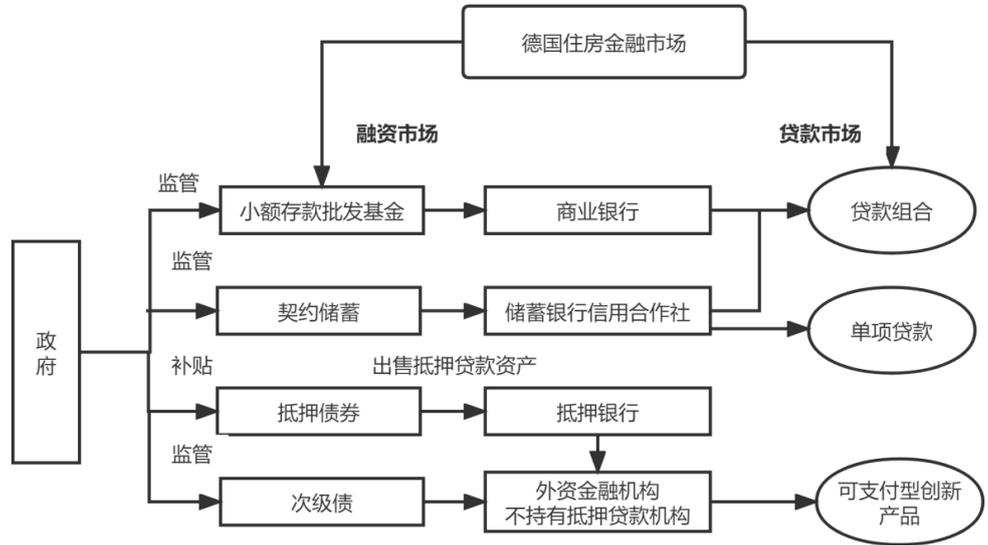
借鉴美国与加拿大二、三支柱，三支柱不同账户可相互转化的经验，打通我国养老金第二、三支柱的资金流转与兼容通道。我国第二、三支柱缴款额上限相对于美国、加拿大较低，二、三支柱互转能够允许在一个支柱缴款饱和的情况下向另一个支柱转化，有利于提高养老金的流通效率，增加我国私人养老金的累积规模。

10.1.5. 针对社会需求，开拓养老金融创新

借鉴里斯特住房储蓄合同将养老金计划与房地产金融市场相结合的经验，我国养老金保险机构可以在法律允许的框架内加强金融创新，在坚持“房住不炒”的原则下，适时地推出与房地产市场相关的养老金产品。如与住房公积金设计类似，可将养老金收入用于对房地产的融资。在我国，政府工作人员住房公积金数额较大，而自由职业或自营人士所享受的权益不高，因此面向私人的养老金房地产融资产品能更好地保障中低收入人群，实现以房养老。此外，也可以

扩大产品融资的不动产种类，如写字楼、商铺、基础设施与养老院居住权等

图 78. 住房储蓄合同与德国住房金融市场结合



数据来源：《德国里斯特养老金计划改革及对我国补充性商业养老保险发展的启示》、财通证券研究所

鼓励生命周期投资等养老金金融创新，例如开发针对已退休人群的金融产品。仅基于资产负债匹配的投资方式无法满足人口老龄化条件下高收益的要求，面对长达几十年的长期资金，英国根据受益人的退休时间推出了系列退休基金，离退休越远，高风险高收益资产配置越高，随着时间推移现金和货币市场工具等低风险高流动性资产配置比例相应增加。基于受益人实际情况设计的生命周期投资战略一定程度上克服了积累阶段的低利率风险和临近退休阶段的金融危机冲击风险。我国养老金生命周期投资尚处于初级探索阶段，但从实践看数量限制是关键障碍，因此在鼓励基金运营机构创新的同时要加快监管方式改革。

10.1.6. 政府背书，市场主导

养老金产品的投资运营管理权力要下放到市场。我国经济体制以市场为主，市场在资源配置中起决定作用，而政府起调控作用。养老金体系建设应该让更多金融机构参与进来，政府作为养老金的“负责人”和“最终担保人”，在养老金基金监督管理等方面发挥主导作用，保证民众养老资金的安全性。

以日本为例，由于私人养老金体系的商业性质，政府与金融机构之间的关系协调变得十分重要，日本通过设立法人机构投资管理模式来提升私人养老金的运

营管理水平，同时也减少政府不必要的行政干预，无论是 iDeCo 还是 NISA 的运营管理，都以法人投资机构和信用托管机构为运营主体，同时拥有一套比较完整的法律法规以及先进的金融机构信息披露制度和运营管理机制。政府的职能应当是做好制度设计和监督管理，让私人养老金能够在恰当、透明的规则下平稳运行，监管市场运作中不合规不合理的情况，但是养老金的管理绩效的提升需要依托市场的力量进行，政府应当鼓励低成本、高绩效的养老金安排，在这方面不做过多干涉，本质上就是要推进市场的充分竞争，引入市场的评价机制，让私人养老金体系优质发展。

以德国里斯特养老金改革为例，其管理模式成功之处在于妥善的划定政府和市场之间的界限，里斯特养老金从市场准入到产品设计都由政府监管调控，而且政府为其承担最终责任。最后是私人养老金体系在政府与市场之间的平衡处理。

10.1.7. 完善税优与补贴制度，充分调动个人参与第三支柱的积极性

税收方面的支持是个人养老金得以存续的重要保证，税收优惠在税收制度设计和个人养老金的发展中不可或缺。德国里斯特改革最重要的经验就是储蓄激励手段在补充性养老方式中的运用，德国联邦政府为吕库普养老保险以及里斯特养老金的参保人员都提供税优以及补贴政策，有效激发了民众参与补充养老保险的热情。结合我国国情，具体为择机适时将企业年金的税收递延政策扩展到符合条件的个人，如未参加企业年金的职工和灵活就业人员。我国个税起征点为 5000 元/月，税优政策并不能有效地针对低收入人群，因此应该扩大税收递延政策的覆盖群体，并可通过发放直接补贴、与法定养老保险合并计算税收抵免额来加强税优政策的普及性。我国纳税人口不足 1 亿人，直接补贴能够惠及广大低收入人群，同时发挥财政资金的杠杆效应，撬动更多资金参与养老资金积累，缓解政府未来财政支出的压力。

只有完善税收征缴制度，税收优惠激励才能真正起作用。完善税收征缴制度的核心是促进纳税人主动申报和加强税务机关监管。劳动者只有参与纳税，才会重视税收优惠，重新考虑提取环节的税收递延，从根本上调动个人参与第三支柱的积极性。澳大利亚税务局为了监控个人收入、应缴税额和避免逃税漏税，将税号作为公民申请各类政府津贴前必须提供的个人身份信息，这意味着公民想要享受社会福利必须完全履行纳税义务。我国也可对个人所得税的征收建立一个全国各个税务机关内部共享的个人税号查询制度。每位公民以其身份证号

码为基础建立独有的税号，将个人信息以及税收缴纳记录都登记在该账号内，将逃税漏税计入个人诚信记录、诚信黑名单，像银行征信记录一样供社会各部门共享。同时，将个人税号作为公民领取退休金的必备资料，显示有逃税漏税记录的从其退休金总额中扣除并罚税。此外，为了更大程度激励个人缴费，税收优惠应尽可能惠及大多数人。以不同税收优惠政策为不同收入和就业类型的人群提供财政补贴、税收减免和税收抵扣等不同形式的税收优惠。政府在设计时应反复论证、科学测算，以提高效率性，同时考虑参与激励和公平性。

10.2. 千里之行，始于足下：我国第三支柱发展进行时

10.2.1. 个人账户整合是促进个人养老金发展的关键一步

个人账户整合主要包括养老金不同支柱间个人账户之间的整合、与其他社保个人账户的整合。在三支柱个人账户整合方面，当前我国养老保险三支柱之间并不能互转，参保人养老金计划单一，资金流通效率较低。**转账机制将是加速个人养老金普及的重要动力。**在与其他社保个人账户整合方面，我国存在多个社保个人账户，涵盖养老金个人账户、住房公积金个人账户与医保个人账户等，将社保个人账户整合起来将提高政府资金调剂效率，建立起养老体系与其他社保体系的桥梁，也能为投资者提供更多灵活选择。

10.2.2. 后续的税收优惠政策将对个人养老金的推广起到关键作用

此次个人养老金新规只提及对投资者提供税收优惠，优惠细节则没有公布，但我们可以关注后续相关的变化：1) 随着我国养老体系的发展，个人养老金在缴款、投资以及领取阶段也存在税收优惠的机会。2) 12000 元的抵税额上限或将适当提高，当前个人缴费税前扣除标准较低，投资者实际税前扣除的额度很有限，节税效果不明显，难以满足投资者节税的需求。3) 有望建立抵扣额度与社会平均工资增长指数化挂钩的动态调整机制。与主流 OECD 国家相比，抵扣额度上限尚未与 CPI 挂钩，不能及时反映社会经济变化情况。4) 在二、三支柱能够互转的前提下，第二支柱的税优政策或将适用于第三支柱。5) 在充分考虑税优政策公平性的情况下，或将对不同职业的参与者提供不同税收优惠政策。

10.2.3. 海外经验表明，通过短期财政补贴激励投资者广泛参与

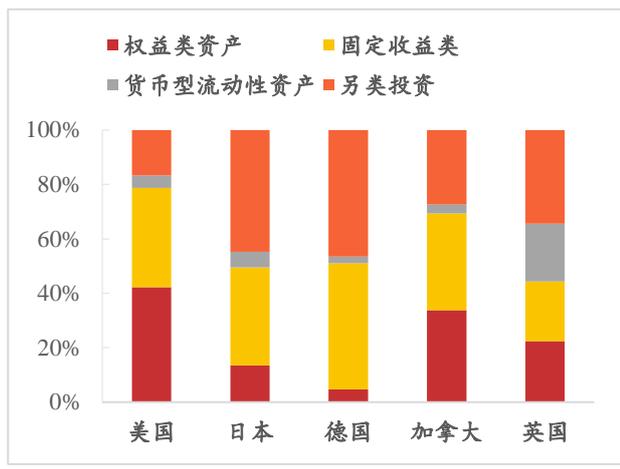
以德国里斯特养老金为例，德国联邦政府针对不同群体制订了多样化的激励方

案，包括基础补贴、子女补贴、特别补贴，极大地激发了投资者的参与热情。此次意见并未提及对第三支柱个人养老金提供财政补贴。展望未来，我国可以将直接财政补贴列入税前扣除项目，降低实际税率，使得税收优惠政策能够覆盖更多的中低收入人群。

10.2.4. 进一步扩大个人养老金投资范围

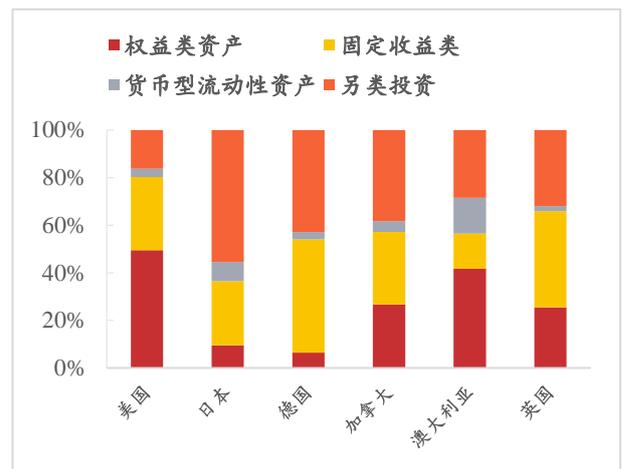
随着我国资本市场发展，金融市场稳定性、对外开放程度以及市场定价机制的有效性将进一步提高，个人养老金的投资范围或将扩充到衍生品、不动产以及私募股权等。当前意见指出账户资金可用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等，相比主流 OECD 国家，投资范围仍然相对有限。另类投资在 OECD 国家养老金资产配置中占比较高。截至 2020 年末，在 OECD 国家的养老金资产配置中，权益类资产、固定收益类资产、货币型流动性资产以及另类投资（包括对冲基金、房地产、非上市基础设施、私募股权和自然资源等其他资产）的配置占比分别为 44.8%、27.6%、5.3%以及 16.4%。以日本、德国为例，在 2020 年末另类投资的配置比例分别为 55.5%以及 42.9%，而固收类资产分别为 27%与 47.7%，权益类资产分别为 9.6%与 6.5%，主因是流动性陷阱的存在，实物资产拥有更高的超额收益。

图 79. 主流 OECD 国家养老金资产配置情况（截至 2010 年末）



数据来源：OECD，财通证券研究所

图 80. 主流 OECD 国家养老金资产配置情况（截至 2020 年末）



数据来源：OECD，财通证券研究所

10.3. 个人养老金改革“一小步”，我国资本市场发展“一大步”

10.3.1. 个人养老金将为股市带来万亿级别的长线资金

市场当前对我国第三支柱的测算普遍以美国市场为目标，但实际上就我国资本市场发展、国民风险偏好等方面来看，我们与美国相差甚远，因此在美国养老体系的数据基础上对我国第三支柱发展进行分析可能存在较大偏差。我们认为同为亚洲的日本在老龄化、国民风险偏好、资本市场以及深度依赖第一支柱的养老体系等方面可能更适合作为借鉴对象。因此我们以日本第三支柱的发展进程来预测未来我国个人养老金的规模。

日本第三支柱养老金 IDeco 于 2001 年推出，第一支柱养老金在 2002 年末的资产总额为 50214.3 亿日元，2011 年末的资产总额为 113611.2 亿日元，2002—2011 年期间的年均复合增长率约为 2.36%，假设我国第一支柱基本养老保险年均复合增长率为 2.3%。在 2002—2011 期间，IDeco 对第一支柱占比年均复合增长率约为 25%，故假设 2022 年末个人养老金对第三支柱占比年均复合增长率为 25%，且初始占比为 2%。因此预计到 2031 年，我国个人养老金对第一支柱占比为 14.9%，规模可达 16706.15 亿元。

表 52. 第三支柱规模测算

	第一支柱 增长率 (年)	第一支柱当年 增加值 (亿元)	第一支柱年 末累计规模 (亿元)	第三支 柱占比 增速	第三支 柱占比 增加值	第三支 柱占比	第三支柱 年末累计 规模(亿 元)
2020			87302.00				
2021E	2.3%	2007.95	89309.95				
2022E	2.3%	2054.13	91364.07			2.00%	1827.28
2023E	2.3%	2101.37	93465.45	25%	0.50%	2.5%	2336.64
2024E	2.3%	2149.71	95615.15	25%	0.63%	3.1%	2987.97
2025E	2.3%	2199.15	97814.30	25%	0.78%	3.9%	3820.87
2026E	2.3%	2249.73	100064.03	25%	0.98%	4.9%	4885.94
2027E	2.3%	2301.47	102365.50	25%	1.22%	6.1%	6247.89
2028E	2.3%	2354.41	104719.91	25%	1.53%	7.6%	7989.50
2029E	2.3%	2408.56	107128.47	25%	1.91%	9.5%	10216.57
2030E	2.3%	2463.95	109592.42	25%	2.38%	11.9%	13064.43
2031E	2.3%	2520.63	112113.05	25%	2.98%	14.9%	16706.15

数据来源：财通证券研究所

在养老金入市方面，我国在权益类资产上的配置比例有所限制，养老金投资的

资产配置偏保守，基本养老保险基金针对股票、股票基金、混合基金等权益类产品，整体投资比例不得高于基金净值的 30%，而社保基金与企业年金投资上限相对较高，均为 40%。参考日本 IDeco 的入市比例，假设 2022 年末，我国养老金第三支柱入市比例为 2%，在乐观情况下，前三年入市比例的年均复合增长率为 60%，第 4—6 年的年均复合增长率为 40%，第 7—9 年的年均复合增长率为 20%；在中性情况下，前三年的年均复合增长率为 55%，第 4—6 年的年均复合增长率为 35%，第 7—9 年的年均复合增长率为 15%；在悲观情况下，前三年的年均复合增长率为 50%，第 4—6 年的年均复合增长率为 30%，第 7—9 年的年均复合增长率为 10%。

表 53. 入市规模测算

	乐观情况			中性情况			悲观情况					
	入市比例增加率	入市比例增加值	累计入市比例	入市规模(亿元)	入市比例增加率	入市比例增加值	累计入市比例	入市规模(亿元)	入市比例增加率	入市比例增加值	累计入市比例	入市规模(亿元)
2022E			2.0%	37			2.0%	37			2%	37
2023E	60%	1.2%	3.2%	75	55%	1.1%	3.1%	72	50%	1.0%	3.0%	70
2024E	60%	1.9%	5.1%	153	55%	1.7%	4.8%	144	50%	1.5%	4.5%	134
2025E	60%	3.1%	8.2%	313	55%	2.6%	7.5%	285	50%	2.3%	6.8%	258
2026E	40%	3.3%	11.5%	560	35%	2.6%	10.1%	491	30%	2.0%	8.8%	429
2027E	40%	4.6%	16.1%	1003	35%	3.5%	13.6%	848	30%	2.6%	11.4%	712
2028E	40%	6.4%	22.5%	1796	35%	4.8%	18.3%	1464	30%	3.4%	14.8%	1185
2029E	20%	4.5%	26.97%	2756	15%	2.8%	21.1%	2153	10%	1.5%	16.3%	1667
2030E	20%	5.4%	32.4%	4229	15%	3.2%	24.2%	3166	10%	1.6%	17.9%	2344
2031E	20%	6.5%	38.8%	6489	15%	3.6%	27.9%	4656	10%	1.8%	19.7%	3298

数据来源：财通证券研究所

因此，在乐观情况下，到 2031 年，第三支柱养老金入市比例可达 38.84%，入市资金为 6489.24 亿元；在中性情况下，入市比例可达 27.87%，入市资金为 4656 亿元；在悲观情况下，入市比例可达 19.74%，入市资金为 3297.79 亿元，第三支柱的快速发展将为资本市场带来长期价投资金。

10.3.2. 有效支持实体经济发展

养老金通过资本市场实现保值增至，支持了实体经济发展，也间接推动了新兴产业涌现和产业创新升级。个人养老金新规的落地将推动更多长期资金涌入资本市场并投资于制造业与硬科技行业等，成为支持实体经济发展、推动资金“脱虚向实”的重要力量，

积极参与公司治理，致力于提高上市公司信息披露透明度。目前，有多家 A 股

上市公司前十大股东中出现养老金账户身影，养老金或者公募基金代理人可以结合自身专业优势，积极帮助上市公司提升公司治理水平，包括发挥信息监督作用，提升上市公司信息披露质量和降低信息不对称程度，同时也应该积极使用投票表决权、质询建议和董监高选聘等方式帮助公司完善重大决策机制，为上市公司的规范运作提供专业化的建议，实现上市公司的高质量发展，助力资本市场更好服务实体经济。

养老金是 ESG 理念的践行者。海外主权财富基金如加拿大 CPPIB 与德国 BVK 积极落实 ESG 投资理念，并定期披露 ESG 投资情况，以更好地服务社会。ESG 投资理念在投资全生命周期中的深入贯彻，助力上市公司提升 ESG 披露和实施水平。未来，在政策导向和市场需求的双轮驱动之下，以环境、社会和治理为核心的 ESG 投资在我国将会迎来广阔的发展空间。

10.3.3. 加强与资本市场的良性互动

养老金具有长期属性，在投资中坚持价值投资和长期投资，加之体量庞大，是资本市场中最重要的长期资金。第三支柱个人养老金的加速建设有利于转化居民的储蓄为投资，提高我国直接融资市场比重。截至 2020 年底，我国养老金资产总规模超过 12 万亿元人民币，但其中投资于股票等权益类资产的比例偏低。此外，截至 2020 年底，我国城乡人民币居民储蓄存款余额达到 81.65 万亿、住房市值约为 418 万亿，存款和住房等间接融资市场仍是我国货币资金主要流向渠道，同时也是最主要的养老资产储备。如果能将这些养老金储备引导进入资本市场，同时提升现有养老金资产的权益投资比例，实现储蓄转投资，那么养老金对资本市场的压舱石作用将更加显著，也更能促进资本市场的长久繁荣。

养老保障体系改革可促进机构投资者发展，增强金融市场的稳定性。中国资本市场长期以来缺乏中长期投资者、波动性大、炒作风气浓，削弱了资本市场的吸引力和服务实体经济的实力。养老金投资的长期性、专业化、多元化等属性将驱动金融市场进一步成熟化。利用养老保障制度改革的契机，大力发展专业化机构投资者，有利于优化金融市场结构。在当前金融供给侧结构性改革背景下，这对完善我国社会主义市场经济体制、发展资本市场、推动金融业更好地为实体经济服务都具有重要意义

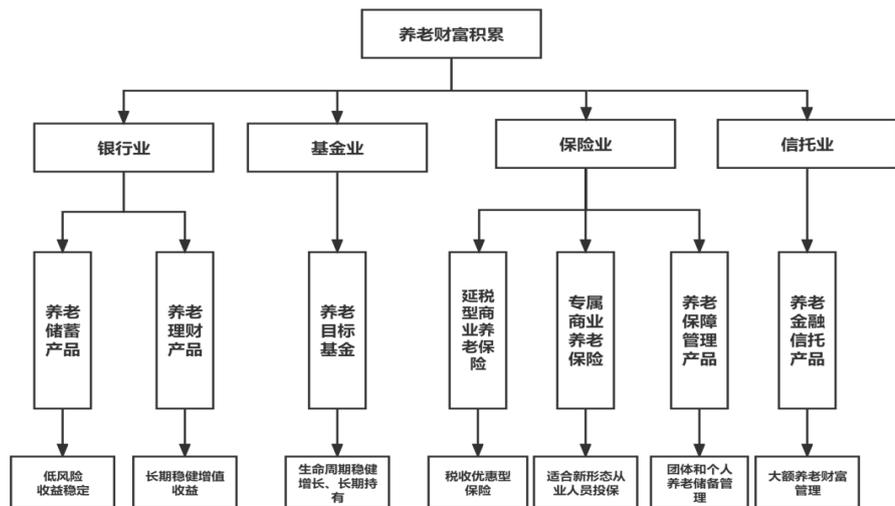
反过来，资本市场也能助力养老金体系建设。个人养老金新规的发布有助于加快构建养老金、资本市场与实体经济良性互动、协同发展的新发展格局。资本

市场将助力养老金分享实体经济发展成果，促进实现养老金长期保值增值，积极应对人口老龄化。

10.3.4. 带来财富管理新蓝海

当前我国个人养老金的快速发展将为金融机构的财富管理业务带来新的业绩增长点。随着人口老龄化趋势的显现，人们对养老财富积累型金融产品的需求稳步增长。只有多元化的投资选择才可以适应不同偏好的投资者。从境外经验来看，OECD 国家私人养老金实际配置中投资选择非常多，不仅包括现金和储蓄、票据和债券、股票、共同基金、保险，甚至还包括土地和建筑，并且在其他投资中包括了私募股权基金和对冲基金。银行业、基金业、保险业和信托业可通过提供个性化、专业化的专属产品及产品组合，满足不同年龄层次、收入水平、家庭结构、投资目标、风险偏好的客群在养老财富积累与财富管理方面的需求，丰富养老金融产品线，形成差异化的养老金融产品特色，构建基于居民全生命周期的养老金融产品线。

图 81. 金融机构养老财富管理的实践探索情况



数据来源：养老金融蓝皮书（2020）、财通证券研究所

鼓励合格市场主体参与竞争。养老金保值增值离不开一个成熟健康的财富管理市场。第三支柱账户涉及包括基金、保险、银行理财等在内符合监管要求的养老金融产品，参与主体也由单一的保险公司扩展为包括保险公司、基金公司、商业银行和信托公司在内的各类金融机构。充分引入市场参与者，形成竞争机制，提高养老产品供给方的活跃度。公募基金有望成为投资主力军。基金公司在为社保基金、企业年金实现较好投资回报的同时，也积累了丰富的养老金投资运作经验，为今后的规模庞大的个人养老金 FOF 的投资管理奠定坚实的基

基础。基金管理公司作为专业投资机构，应以投资管理为核心，以“全面有效评估、适当推介引导、动态跟踪调整”为原则，在客户分级分类管理基础上，提供一站式养老金资产管理服务。

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。