

个人养老金账户制落地，多维保障体系再添砖加瓦

——养老三支柱体系深度解读

核心观点

- **为何要大力发展第三支柱？**我国目前沿用世界银行于1994年提出的“公共养老金计划+职业养老保险计划+个人储蓄计划”概念，养老保险体系分为三大支柱，分别为基本养老保险（第一支柱）、企业年金（第二支柱）和个人商业养老保险（第三支柱）。其中第一支柱覆盖面广，达10.3亿人，但替代率较低，仅为40%左右，发展增速动力不足；第二支柱规模稳健增长，但覆盖面有限，目前参与人数仅7200万人，无法形成真正有效的养老保障，需持续唤醒企业职工的参与意识。
- **多方合力构建第三支柱养老体系。**在上述一二支柱的基础上，保险、银行与公募基金也在积极参与第三支柱体系构建。商业保险公司通过定期寿险、长期储蓄险等类养老险种提升客户保障渗透率，也在监管政策引导下积极推出税延型养老险，但目前由于税收优惠力度较小，试点效果不及预期；不过去年推出的专属商业养老保险取得初步成效，目前试点已扩至全国；此外，国民养老保险公司的成立将银行与保险的关系进一步拉近，未来将聚焦创新型养老金融服务。银行自去年推出养老理财以来正加速扩容，业绩比较基准较为可观。养老目标基金已实现千亿规模，长期资金的穿越周期优势突出。
- **个人养老金制度：传承中创新，第三支柱新起点。**我们归纳了个人养老金制度的六大特征：1) 顶层设计再拔高度，战略落地更具全局观；2) 个人缴费自主决策，账户制落到实处；3) 年缴费上限12000元，但具一定上调弹性；4) 国家制定税收优惠政策，为后续关注重点；5) 投资范围大幅放开，提升产品吸引力；6) 到龄时领取，引导长期储蓄。此外，借鉴美国经验，我们认为未来扩容提质有四条发展路径：1) 税收优惠是关键，提升参与个人养老金的积极性；2) 账户制为核心，加速推动账户转存机制落地；3) 开放性为原则，扩大市场参与主体促进良性竞争；4) 市场化为导向，以风险收益竞争力提升参与度。
- **万亿市场空间，多元主体百花齐放。**假设2022年相关配套政策落地，从2023年个人养老金制度开始正式实施，按照人均每年缴费12000元上限，按享受边际税收优惠居民的参与基数测算，至2030年我国个人养老金有望累计实现约一万亿元的增量市场。多元化的市场格局中，商业银行客户资源丰富，同时具有账户优势；保险产品优势突出，需以保障独特性和投资回报提升巩固竞争力；基金投资体系成熟，以创新产品与优异回报为发力重点。

投资建议与投资标的

- 个人养老金市场为国家在顶层设计上持续推进的超长期广阔市场，在人口老龄化加剧、一二支柱保障力度欠缺的背景下，是保险公司的主要发力点，维持行业看好评级。
- 推荐坚定寿险改革，将综合金融与医疗健康协同深化的中国平安(601318，买入)；建议关注康养产业初显成效，“长航合伙人”打造优质代理人队伍的中国太保(601601，未评级)；以及寿险价值标杆、深化亚太多区域布局的友邦保险(01299，未评级)。

风险提示

居民收入不稳定性提升，政策推进力度不及预期，产品创新进度不及预期，资本市场大幅波动，假设不成立风险。

行业评级 看好 (维持)

国家/地区 中国
行业 保险行业
报告发布日期 2022年05月01日



证券分析师

陶圣禹 021-63325888*1818
taoshengyu@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860521070002
香港证监会牌照: BQK280

唐子佩 021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514060001
香港证监会牌照: BPU409

相关报告

寿险转型深化，重申财险量质齐升逻辑主线：——上市险企2021年报综述 2022-04-06

偿二代二期落地花开，三支柱监管保驾护航：——偿二代二期工程深度解读 2022-01-18

网络互助退出舞台，利好具有品牌效应与渠道资源优势的传统险企：——相互宝关停事件点评 2021-12-29

目录

1. 为何要大力发展第三支柱？	4
1.1 第一支柱：覆盖面广，但替代率低且可持续性压力加剧	4
1.2 第二支柱：规模稳健增长但覆盖面有限，需持续唤醒参与意识	6
2. 多方合力构建第三支柱养老体系	7
2.1 保险系：多险种推出，打造全方位创新型养老金融服务	7
2.1.1 税延型养老险：税优额度低，试点效果不及预期	7
2.1.2 专属商业养老保险：试点扩至全国，取得初步成效	8
2.1.3 国民养老保险公司：股东资本雄厚，聚焦创新型养老金融服务	9
2.2 银行系：养老理财产品加速扩容，业绩比较基准可观	10
2.3 基金系：养老目标基金发展迅速，穿越周期优势突出	11
2.4 个人养老金制度：传承中创新，第三支柱新起点	13
2.4.1 六大特征归纳个人养老金制度的传承与创新	13
2.4.2 借鉴美国经验，探究扩容提质的发展路径	14
3. 个人养老金制度的规模测算与市场格局解析	16
3.1 规模测算：至 2030 年有望累计实现约一万亿元增量市场	16
3.2 市场格局解析：银行账户优势突出，保险与基金空间广阔	16
4. 投资建议	17
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：基本养老保险覆盖人数不断增加	4
图 2：基本养老保险基金累计结余增长放缓	4
图 3：1990 年以来基本养老保险基金收入与支出同比增速	5
图 4：基本养老保险征缴收入在基金总收入占比下滑	5
图 5：财政对基本养老保险基金的补助逐步抬升	5
图 6：我国基本养老金替代率逐年下降	6
图 7：OECD 男性第一支柱养老金替代率	6
图 8：企业年金参与度与规模变化	6
图 9：养老目标基金历史成立情况	11
图 10：养老目标基金个数对比	12
图 11：养老目标基金规模对比（亿元）	12
图 12：不同年份成立产品规模加权收益率	13
图 13：发展第三支柱可遵循的四条思路	14
图 14：美国养老计划中投资共同基金比例	16
表 1：个人税收递延型商业养老保险公司批次及名单	7
表 2：专属商业养老保险试点进展	8
表 3：专属商业养老保险利率水平	9
表 4：国民养老保险公司股权结构关系	9
表 5：养老理财业务试点进展	10
表 6：养老理财产品收益率水平梳理	11
表 7：养老 FOF 不同类型代表产品对比	12
表 8：401(K)与 IRA 计划的税收优惠政策	15

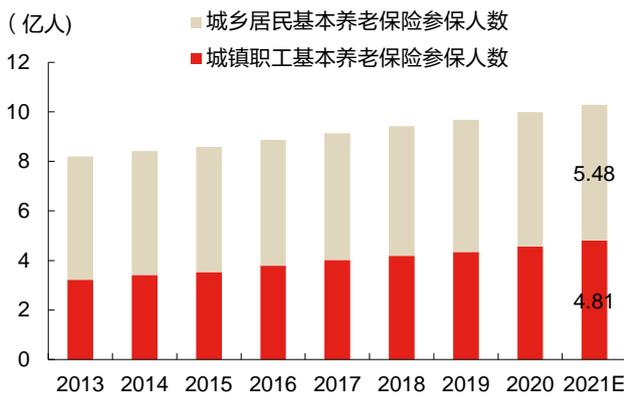
1. 为何要大力发展第三支柱？

我国目前沿用世界银行于 1994 年提出的“公共养老金计划+职业养老保险计划+个人储蓄计划”概念，养老保险体系分为三大支柱，分别为基本养老保险（第一支柱）、企业年金（第二支柱）和个人商业养老保险（第三支柱）。其中第一支柱覆盖面广，达 10.3 亿人，但替代率较低，仅为 40%左右，发展增速动力不足；第二支柱规模稳健增长，但覆盖面有限，目前参与人数仅 7200 万人，无法形成真正有效的养老保障，需持续唤醒企业职工的参与意识。

1.1 第一支柱：覆盖面广，但替代率低且可持续性压力加剧

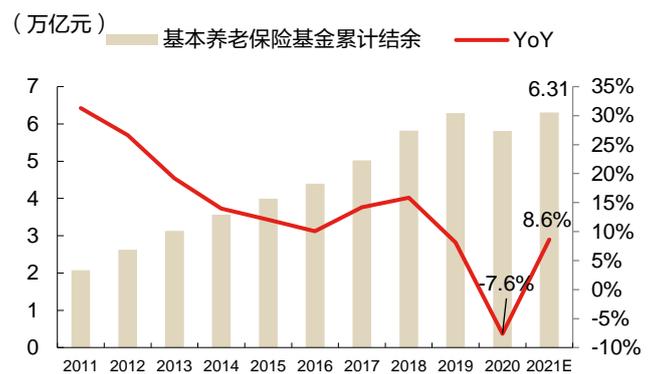
第一支柱覆盖人数不断增加，但规模增速放缓。第一支柱基本养老保险为国家强制实施，为保障广大离退休人员基本生活需要的养老保险制度，据人社部快报数据披露，2021 年末基本养老保险覆盖人数 10.3 亿人，其中城镇职工基本养老保险参保人数 4.81 亿人，城乡居民基本养老保险参保人数 5.48 亿人，整体来看第一支柱规模和覆盖面渗透率较高。从规模来看，截至 2020 年末全国基本养老保险基金累计结余 5.8 万亿元，2011-2020 十年间规模年均复合增速达 13.9%，但近几年增速边际放缓，2020 年累计结余呈现 7.6% 的负增长，规模增长压力显现。根据人社部快报数据粗略测算 2021 年末累计结余达 6.3 万亿元，增速有所回升但仍仅为个位数增长。

图 1：基本养老保险覆盖人数不断增加



数据来源：人力资源和社会保障部，东方证券研究所

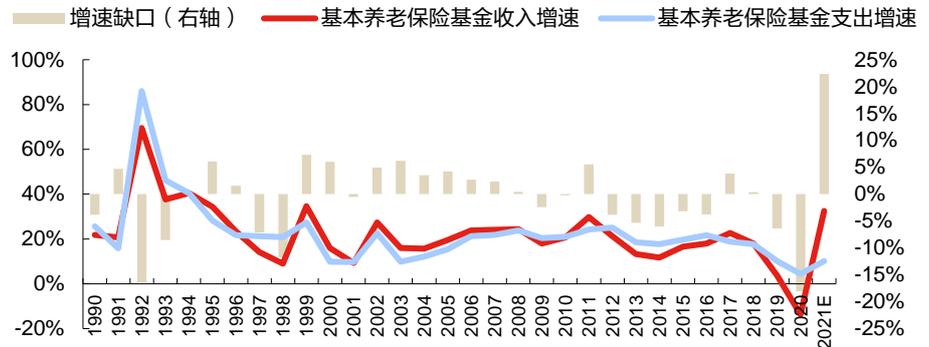
图 2：基本养老保险基金累计结余增长放缓



数据来源：人力资源和社会保障部，东方证券研究所

养老金规模增速放缓的背后是资金缺口的不断扩大，顶层设计加大中央调剂力度。尽管基本养老金规模保持一定增长，但近年来的收入增速较为乏力，与支出增速相抵消后的增速缺口十分突出，2019 和 2020 年更是面临 5% 以上的增速差距。2021 年收入增速反超支出增速，主要系财政补助与中央划拨的增加。而从结余月数来看，《中国养老金发展报告 2017》的数据显示，2012 年基本养老基金的平均结余月数是 19.7 个月，到 2016 年底已经降为 17.2 个月，而据财政部副部长余蔚平在国新办新闻发布会上公布，2021 年末可支付月数在 14 个月以上，近几年仍呈现较大的下滑趋势。在此压力下，我国于 2018 年建立基金中央调剂制度，以期缓释养老金的省际收支矛盾。2021 年企业职工基本养老保险基金中央调剂比例提高到 4.5%，调剂的总规模达到了 9300 余亿元，今年起开始实施全国统筹。

图 3：1990 年以来基本养老保险基金收入与支出同比增速



数据来源：人力资源和社会保障部，东方证券研究所

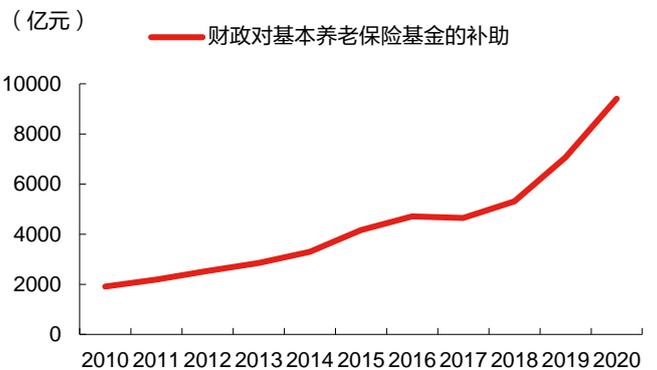
征缴收入占比逐渐降低，财政补助逐年增加。自 2012 年起，城镇职工基本养老保险基金中征缴收入占比持续下滑，至 2020 年已下降至 68%。与之相对的是财政补助持续增加，从 2010 年的 1910 亿元增加至 2020 年的 9406 亿元，十年间增加近 4 倍。据财政部副部长余蔚平在国新办新闻发布会上公布，2021 年财政补助资金超过 6000 亿元，此外还划转国有资本充实社保基金，中央层面共划转 93 家中央企业和中央金融机构国有资本总额 1.68 万亿元。

图 4：基本养老保险征缴收入在基金总收入占比下滑



数据来源：财政部，东方证券研究所

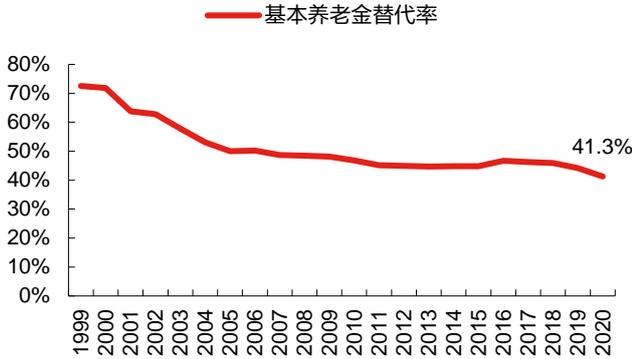
图 5：财政对基本养老保险基金的补助逐步抬升



数据来源：财政部，东方证券研究所

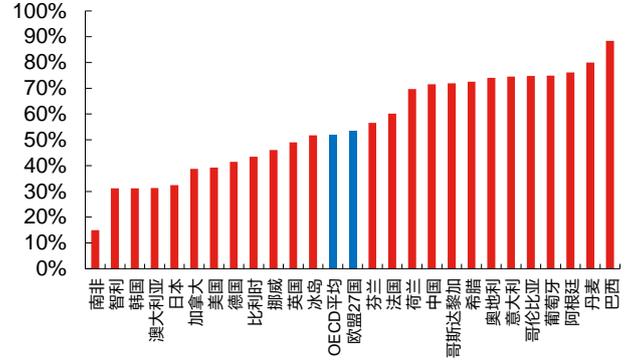
第一支柱养老金替代率逐年下行，多维保障需求提升。根据国家统计局公布的社会平均工资与人社部公布的离退休人员人均基本养老金测算基本养老金替代率，我们发现我国的养老金替代率从 2000 年的 70%+ 降到了 2020 年的 41.3%，在居民平均工资普遍提升的基础上养老金的增速并未实现同步。OECD 公布了不同国家男性第一支柱养老金替代率水平平均为 51.8%，低收入群体的替代率（64.5%）显著高于高收入群体（44.4%）。根据国际劳工组织发布的《社会保障最低标准公约》，55% 是养老金替代率的警戒线，低于此水平的退休后生活质量将显著下降，若达到 70% 则基本可维持退休前生活水平。因此，在第一支柱养老金替代率处于下行趋势的背景下，提升第二与第三支柱养老金水平的重要性日渐显著。

图 6：我国基本养老金替代率逐年下降



数据来源：人力资源和社会保障部，东方证券研究所

图 7：OECD 男性第一支柱养老金替代率

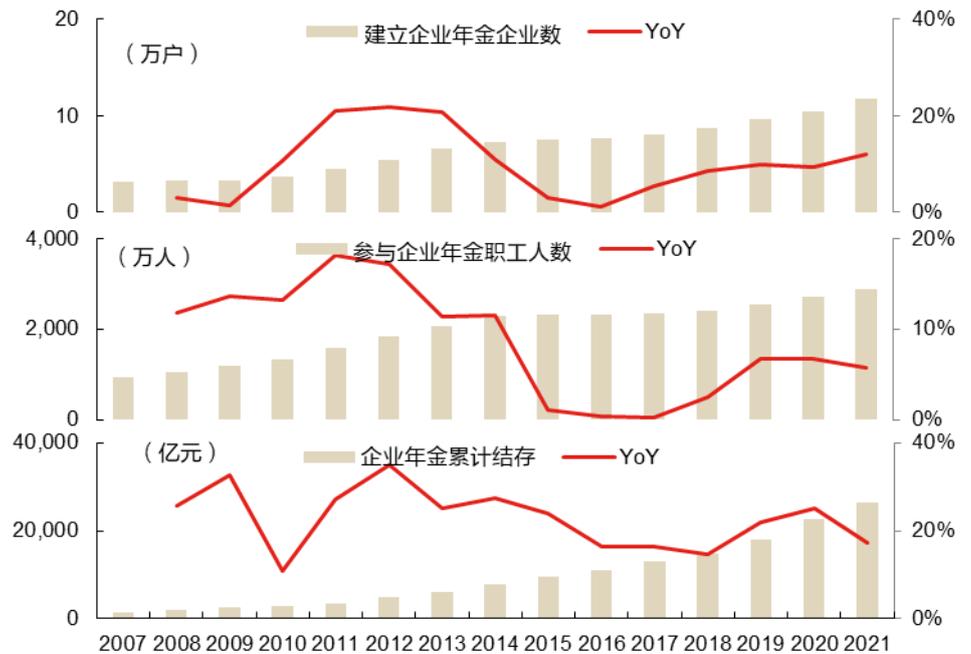


数据来源：OECD，东方证券研究所

1.2 第二支柱：规模稳健增长但覆盖面有限，需持续唤醒参与意识

规模增速有所抬升，但覆盖面有限。据人社部数据，截至 2021 年末全国企业年金积累基金 2.64 万亿元，同比增长 17.38%，增速自 2018 年起有所抬升。但从参与度上来看还处于相对较低水平，2021 年末共有 11.75 万家企业建立企业年金计划，参加总人数达 2875 万人，人数仅同比增长 5.8%。据 2022 年 4 月 25 日国务院政策吹风会披露，截至今年 3 月底，参加企业年金和职业年金的职工合计有 7200 万人，积累基金 4.5 万亿元，补充养老的作用逐步显现，未来需持续唤醒企事业单位职工的参与意识，推动第二支柱建设。

图 8：企业年金参与与规模变化



数据来源：人力资源和社会保障部，东方证券研究所

2. 多方合力构建第三支柱养老体系

在上述一二支柱的基础上，保险、银行与公募基金也在积极参与第三支柱体系构建。商业保险公司通过定期寿险、长期储蓄险等类养老险种提升客户保障渗透率，也在监管政策引导下积极推出税延型养老险，但目前由于税收优惠力度较小，试点效果不及预期；不过去年推出的专属商业养老保险取得初步成效，目前试点已扩至全国；此外，国民养老保险公司的成立将银行与保险的关系进一步拉近，未来将聚焦创新型养老金融服务。银行自去年推出养老理财以来正加速扩容，业绩比较基准较为可观。养老目标基金已实现千亿规模，长期资金的穿越周期优势突出。近期，国务院办公厅在顶层设计中推出个人养老金账户制度，我们认为是在传承中谋创新，是第三支柱的新起点。

2.1 保险系：多险种推出，打造全方位创新型养老金融服务

保险公司聚焦保障的特性使得其产品设计上贯彻养老、重疾、医疗的多功能全方位保障覆盖，因此对于第三支柱的试点并不是近几年才开始推动，例如普通商业养老保险一直是传统保险公司主要销售的养老保障产品，截至 3Q21 积累责任准备金超过 6200 亿元；养老保障管理产品截至 2020 年末累计规模达 1.2 万亿元，但 2021 年末银保监会发文要求持续压降现有个人养老保障管理产品，此类业务进入存量清理与产品转型阶段。因此，此部分我们主要对市场较为关注的近几年推出的第三支柱试点业务进行分析。

2.1.1 税延型养老险：税优额度低，试点效果不及预期

2018 年启动试点，共五批次 23 家保险公司获准发行产品。银保监会等五部门于 2018 年 4 月联合发布《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，要求自 2018 年 5 月 1 日起，在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点，后续相继发布产品开发指引、业务管理暂行办法、保险资金运用管理暂行办法等配套政策法规，规范税延型养老险运作。自推动实行以来，共有五批次 23 家保险公司获准发行产品。

表 1：个人税收递延型商业养老保险公司批次及名单

批次	公告时间	合计家数	获批保险公司
第一批	2018/5/28	12	中国人寿、太平洋人寿、平安养老、新华人寿、太平养老、太平人寿、泰康养老、泰康人寿、阳光人寿、中信保诚、中意人寿、英大人寿
第二批	2018/7/3	4	人保寿险、民生人寿、工银安盛人寿、东吴人寿
第三批	2018/9/3	3	建信人寿、恒安标准人寿、交银康联人寿
第四批	2019/1/4	1	光大永明人寿
第五批	2019/3/26	3	利安人寿、复星保德信人寿、合众人寿

数据来源：银保监会，东方证券研究所

缴费限额上限 1000 元/月，领取期综合税率约为 7.5%。个人购买税延型养老险，整体为 EET 模式，即在缴费环节的税前扣除限额为个人工资薪金、连续性劳务报酬或个体工商户生产经营所得的 6% 和 1000 元/月的孰低值，在投资环节账户产生的投资收益不征收个人所得税，在领取环节 25% 部分予以免税，其余 75% 按照 10% 的税率计缴个人所得税，因此综合税率约为 7.5%。

税优额度低，试点效果不及预期。税延型养老金至 2020 年末累计实现保费仅为 4.3 亿元，累计参保人数仅为 4.9 万人，试点推进缓慢、覆盖面窄、公众参与积极性不高，总体实施效果不佳，低于市场预期。主要原因有三：1) 适用人群少，政策向高收入者倾斜。按调整起征点与专项附加扣除后的工资测算，10% 税率的月均工资约为 18000 元左右，仅较高收入群体能实际获得优惠，政策优惠覆盖面窄；2) 税收优惠额度低，吸引力有限。每月最多仅可获得 1000 元抵税优惠额度，且年终绩效部分无法充分享受政策优惠，税收优惠带来的吸引力边际减弱；3) 操作流程复杂，投保意愿较低。大多数参保者采用单位代扣代缴的个税申报方式，客户投保后的抵扣操作不够简便，增加较大工作量，导致投保意愿较低。

2.1.2 专属商业养老保险：试点扩至全国，取得初步成效

2021 年中启动，已扩大至全国展业。银保监会于 2021 年 5 月启动专属商业养老保险，首批由人保寿险、中国人寿、太平人寿、太保寿险、泰康人寿、新华人寿六家保险公司，在浙江（含宁波）与重庆两地开启试点，人保寿险于 7 月 12 日发布首款产品；此后于 2022 年 2 月宣布扩大试点范围，自 3 月起将试点区域扩大至全国，养老保险公司纳入试点公司名单。

表 2：专属商业养老保险试点进展

	首批试点	扩大范围
发文时间	2021/5/8	2022/2/15
启动时间	2021/6/1	2022/3/1
试点公司	人保寿险、中国人寿、太平人寿、太保寿险、泰康人寿、新华人寿	新增： 国寿养老、平安养老、长江养老、太平养老、大家养老、泰康养老、新华养老、人保养老、恒安标准养老、国民养老

数据来源：银保监会，东方证券研究所

累计保费近 5 亿元，最高结算利率 6.1%。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。收益表现上来看，稳健账户保底利率更高，虽然与现阶段银行定期存款（5 年期利率为 3.15%）相比稍缺乏吸引力，但其结算利率能实现 4% 以上的回报。横向比较来看，稳健账户与进取账户结算利率差额约在 10bp-100bps 之间，2021 年最高结算利率达到 6.1%。虽然试点仅半年时间，但目前参保人群与保费规模正逐步提升，试点取得初步成效。

表 3：专属商业养老保险利率水平

产品名称	账户类型	保底利率	结算利率（2021 年）
泰康人寿臻享百岁	稳健账户	2.85%	6.00%
	进取账户	0.50%	6.10%
人保寿险福寿年年	稳健账户	3.00%	5.00%
	进取账户	0.50%	5.30%
太保寿险易生福	稳健账户 A	2.00%	4.80%
	稳健账户 B	2.00%	5.00%
	进取账户 A	0.50%	5.30%
	进取账户 B	0.50%	5.50%
太平寿险岁岁今生	稳健账户	2.00%	4.50%
	进取账户	0.00%	5.35%
新华人寿卓越优选	稳健账户	2.50%	5.00%
	进取账户	1.00%	5.50%
中国人寿鑫享宝	稳健账户	2.00%	4.00%
	进取账户	0.00%	5.00%

数据来源：Wind，公司官网，东方证券研究所

2.1.3 国民养老保险公司：股东资本雄厚，聚焦创新型养老金融服务

2022 年 3 月正式开业，将聚焦创新型养老金融服务。保险业协会于 2021 年 8 月披露拟设立国民养老保险公司的相关信息，共有 17 位发起人，由 11 家银行系公司（其中 10 家理财子）、2 家券商系公司、1 家保险和 3 家政府投资平台组成，注册资本合计为 111.5 亿元。公司于 2022 年 3 月 22 日获正式批复开业，未来将重点发展养老保险、专属商业养老保险以及商业养老计划等创新型的养老金融服务。

表 4：国民养老保险公司股权结构关系

类别	家数	具体机构（投资额与持股比例）
银行系	11	工银理财（10 亿元、8.97%）、农银理财（10 亿元、8.97%）、中银理财（10 亿元、8.97%）、建信理财（10 亿元、8.97%）、交银理财（10 亿元、8.97%）、中邮理财（6.5 亿元、5.83%）、信银理财（5 亿元、4.48%）、招银理财（5 亿元、4.48%）、兴银理财（5 亿元、4.48%）、民银金投（5 亿元、4.48%）、华夏理财（3 亿元、2.69%）
券商系	2	中信证券（3 亿元、2.69%）、中金浦成（2 亿元、1.79%）
保险	1	泰康人寿（2 亿元、1.79%）
政府投资平台	3	北京基础设施投资（10 亿元、8.97%）、北京熙诚资本（5 亿元、4.48%）、国新资本（10 亿元、8.97%）
合计	17	111.5 亿元

数据来源：银保监会，东方证券研究所

股东资本雄厚，多元渠道助力展业。公司注册初期资本已达 100 亿元+，而现有的养老险公司平均注册资本 35 亿元，最高为 50 亿元，已凸显公司的战略地位与发展期望。此外，理财子投资占比达 67%，未来有望一方面依靠银行的渠道资源，打通基金公司、保险公司与普通客户的链

条，另一方面也能凭借银行的资金优势，对接储蓄产品与理财产品，实现广度与深度上持续强化的业务经营布局。

2.2 银行系：养老理财产品加速扩容，业绩比较基准可观

养老理财试点扩围，目前已形成了“10”地区、“10+1”机构的新格局。银保监会于 2021 年 9 月启动养老理财产品试点，首批由工银理财、建信理财、光大理财、招银理财四家试点公司，在成都、武汉、深圳和青岛四个城市开启试点。2022 年 2 月 25 日，银保监会宣布扩大试点范围，将“四地四机构”扩展为“十地十机构”。其中，试点地区扩大至“成都、武汉、深圳、青岛、北京、沈阳、长春、上海、重庆、广州”十地，试点机构扩大至“工银理财、建信理财、光大理财、招银理财、交银理财、中银理财、农银理财、中邮理财、兴银理财、信银理财”十家理财公司。此外，中外合资理财公司贝莱德建信理财已于 2022 年 2 月 11 日获养老理财试点资格，目前一共有 11 家理财子公司正参与养老理财产品试点。

表 5：养老理财业务试点进展

	首批试点	扩大范围
发文时间	2021/9/10	2022/2/25
启动时间	2021/9/15	2022/3/1
试点城市	成都、武汉、深圳、青岛	新增： 北京、沈阳、长春、上海、重庆、广州
试点机构	工银理财、建信理财、光大理财、招银理财	新增： 交银理财、中银理财、农银理财、中邮理财、兴银理财、信银理财

数据来源：银保监会，东方证券研究所

养老理财产品加速扩容，机构竞争增量市场。养老理财产品试点范围由“四地四机构”扩大至“十地十机构”之后，新发产品的销售也在稳步推进，各家理财公司新发产品陆续亮相。根据 Wind 统计，目前已有 17 只产品顺利发售。此外，养老试点理财产品的发行规模也在快速上量，结合银保监会副主席梁涛在今年博鳌论坛的公开表述，截至 2022 年 2 月已推广至 10 个地方，募集资金 420 亿元，并且已有 8 亿元投向资本市场。

一季度“股债双杀”的市场环境下，养老理财收益率有所下降。我们对目前市场上所有的养老理财试点产品进行统计，可以观察到养老理财试点产品的预期收益率普遍设定较高，基本处在 5%-8% 的区间，显著高于整个市场理财产品的平均水平。而从实际的净值表现来看，受到 2022 年初以来债市和股市波动等影响，养老理财试点产品的实际收益率水平在整个理财市场回撤的背景下并不理想，成立以来收益率均在 1% 以下，对应年化收益率在 2%-4% 的水平，较业绩比较标准存在较大差距，值得注意的是，其中部分产品成立以来净值甚至跌破 1 以下。展望未来，养老理财产品期限较长，未来预计管理人或将提高资产配置的风险偏好，比如通过加大非标产品的配置力度等，追逐更高的收益，以期向业绩比较基准靠拢。

表 6：养老理财产品收益率水平梳理

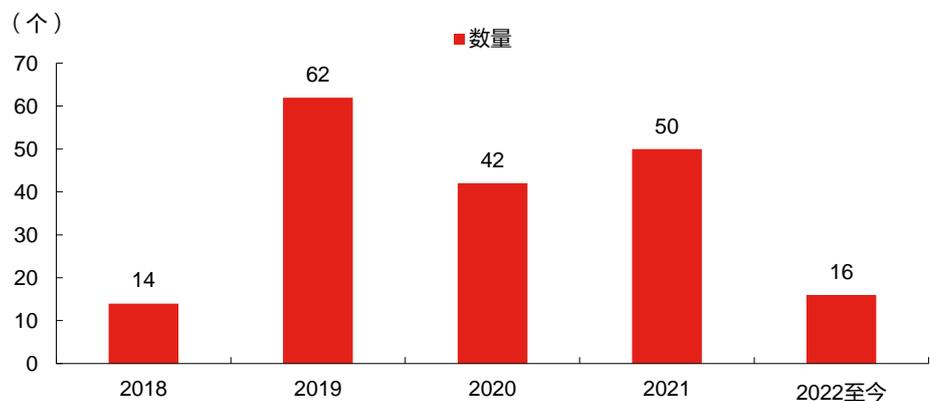
产品名称	收益率	成立日期	业绩比较基准
2022 年贝莱德建信贝安心 2032 养老 1 期(封闭式)理财产品	-	2022/5/10	5%-10%
2022 年建信安享固收类封闭式养老第 6 期理财产品	-	2022/4/12	5.8%-8%
颐享阳光养老橙 2027 第 3 期理财产品	0.10%	2022/4/12	5.8%-8%
工银理财颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财产品 (22GS5699)	0.13%	2022/4/8	5.8%-8%
建信理财安享固收类封闭式养老 2022 年第 7 期理财产品	0.07%	2022/4/7	5.8%-8%
工银理财颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财产品 (22GS5188)	0.46%	2022/3/23	5.8%-7%
招银理财招睿颐养睿远稳健五年封闭 3 号固定收益类养老理财产品	0.17%	2022/3/22	5.8%-8%
颐享阳光养老橙 2027 第 2 期理财产品	0.83%	2022/3/22	5.8%-8%
建信理财安享固收类封闭式养老 2022 年第 2 期理财产品	0.37%	2022/3/15	5.8%-8%
2022 年颐享阳光养老橙 2028 理财产品	0.83%	2022/2/9	5.8%-8%
2022 年建信理财安享固收类封闭式第 1 期	-0.22%	2022/1/14	5.8%-8%
2021 年颐享阳光养老橙 2027 第 1 期	1.17%	2022/1/6	5.8%
工银理财颐享安泰固定收益类封闭净值型养老	1.15%	2021/12/23	5%-7%
2021 年招银理财招睿颐养睿远稳健五年 1 号固收类	0.39%	2021/12/16	5.8%-8%
2021 年建信理财安享固收类封闭式第 1 期	0.93%	2021/12/16	5.8%-8%
2021 年颐享阳光养老橙 2026 第 1 期	0.37%	2021/12/15	5.8%

注：收益率为 YTD 或成立以来，统计时间节点为 2022 年 4 月 27 日。

数据来源：Wind，东方证券研究所

2.3 基金系：养老目标基金发展迅速，穿越周期优势突出

养老目标基金从 2018 年成立至今发展迅速。截至 2022 年 3 月底，养老 FOF 总规模已经达到 1008 亿元，基金数截至 4 月 27 日达到 184 个，平均规模 5.48 亿元，管理规模 1 亿元以上的基金达到 105 个。从 2018 年至今不断有新基金发行，仅 2019 年就成立了 62 只养老 FOF，之后每年也都有 40 以上的成立数目。2022 年至今已有 16 家养老 FOF 成立，预计今年成立总数目也能有望超过 40 只。

图 9：养老目标基金历史成立情况


注：数据截至 2022 年 3 月 31 日。

数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

风格上以目标风险策略为主。养老目标日期基金和养老目标风险基金的主要区别在于，前者拟定一个退休日期，根据退休日期的临近降低风险资产配置；后者拟定激进、均衡和稳健等目标风险并据此配置资产。目标风险基金名称中含有“稳健”“平衡”“积极”等命名体现风险特征，目标日期基金均以日期来命名，以 5 年和 10 年时间间隔为主。整体来看，多数养老 FOF 采用养老目标风险的产品策略，在规模上占到 89%，个数上占到 55%。平均规模上养老目标风险养老 FOF 也比采用目标日期策略的更胜一筹。两种策略风格管理规模前五的基金中，养老目标风险风格的基金规模显著高于养老目标日期风格。

表 7：养老 FOF 不同类型代表产品对比

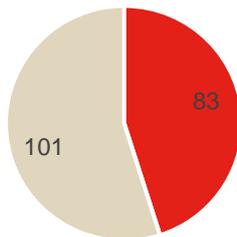
	代码	名称	最新规模（亿元）
目标风险	006880.OF	交银安享稳健养老一年	215.94
	012509.OF	兴证全球安悦稳健养老一年持有	62.71
	012190.OF	汇添富添福盈和稳健养老目标一年持有	44.24
	013529.OF	南方富誉稳健养老一年	39.88
	006991.OF	民生加银康宁稳健养老一年	39.26
目标日期	006620.OF	华夏养老 2045 三年 A	13.41
	006321.OF	中欧预见养老 2035 三年 A	11.30
	006289.OF	华夏养老 2040 三年	10.55
	008697.OF	交银养老 2035 三年	9.54
	006290.OF	南方养老 2035 三年 A	8.58

注：规模数据截至 2022 年 3 月 31 日。

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：养老目标基金个数对比

■ 目标日期 ■ 目标风险

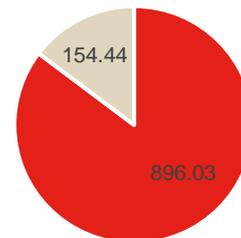


注：规模数据截至 2022 年 3 月 31 日。

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：养老目标基金规模对比（亿元）

■ 目标风险 ■ 目标日期

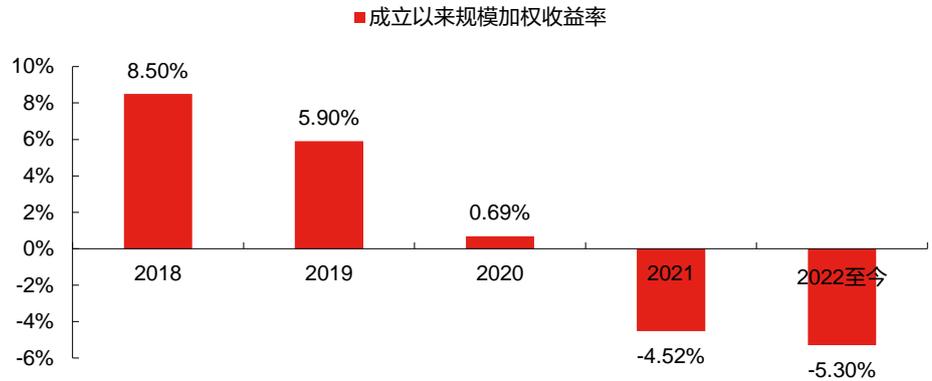


注：规模数据截至 2022 年 3 月 31 日。

数据来源：Wind，东方证券研究所

养老基金长期配置特点有望使其获得穿越周期的稳定收益。从养老 FOF 封闭期来看，三年和五年封闭期养老 FOF 占比较大，观察 2018 年设立的养老 FOF 可以发现，其设立以来规模加权收益率达到 8.5%；而 2021 年和 2022 年至今设立的养老 FOF 收益率约为 -5%，受近期市场波动影响较为明显，可以看出长期 FOF 的穿越周期的稳定性优势逐步凸显，也符合保险资金长期配置的产品属性。

图 12：不同年份成立产品规模加权收益率



注：收益率数据截至 2022 年 4 月 27 日。

数据来源：Wind，东方证券研究所

2.4 个人养老金制度：传承中创新，第三支柱新起点

国务院办公厅于 2022 年 4 月 21 日发布《关于推动个人养老金发展的意见》，从制度模式、缴费水平、税收政策、养老金投资、养老金领取等方面进行了规范，我们认为个人养老金制度的创新将快速推动第三支柱体系的建设完善，以覆盖一二支柱保障力度不足的缺口，推动居民日益增长的养老需求满足的可持续性。

2.4.1 六大特征归纳个人养老金制度的传承与创新

1) 顶层设计再拔高度，战略落地更具全局观。意见由国务院办公厅发文，相较于之前税延型养老金、专属商业养老保险等具体业务由银保监会推出，此次政策的高度与全局观更上一层。我们认为这也符合此次意见中对于养老金投资范围的统筹监管，对后续部际合作的效率与战略落地的节奏保持乐观。

2) 个人缴费自主决策，账户制落到实处。意见明确个人养老金缴费完全由参加人个人承担，实行完全积累，这与现阶段一二支柱的企业同步缴费区别开来，较大程度上减轻了企业的经营压力。此外，个人养老金实行个人账户制度，虽然税延型养老金也实行账户制管理，但投保人参保后基本不具有投资决策自主权，此次个人养老金账户具有唯一性，可用于个人养老金缴费、归集收益、支付和缴纳个人所得税，在资产配置上也可自主选择，使得账户制真正地落到实处。

3) 年缴费上限 12000 元，但具一定上调弹性。意见明确每年缴纳个人养老金上限为 12000 元，当年度内既可以一次性缴也可以分次缴，当前上限前提下带来的全年税收优惠最高为 5400 元。虽然与税延型养老金缴费上限没有差异，但人社部、财政部可根据经济社会发展水平与养老保险体系发展情况动态调整上限，政策上更具弹性，我们认为后续随着需求的日益高涨、经济在修复中回归增长新常态、保障体系的逐步完善，缴费上限的提升值得期待。

4) 国家制定税收优惠政策，为后续关注重点。意见没有明确具体的税收优惠，但我们认为若想提升居民参与度，切实推动第三支柱体系建设完善，综合税率大概率不会高于税延型养老金的 7.5% 水平，具体政策还需进一步观察，此方面也是市场后续的重要关注点。

5) 投资范围大幅放开，提升产品吸引力。早前税延养老金账户由保险公司管理，投资上进行统一决策，而此次个人养老金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、公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的满足不同投资者偏好的金融产品，自主决策权更高，进一步提升产品吸引力。

6) 到龄时领取，引导长期储蓄。账户实行封闭式管理，参加人达到领取基本养老金年龄、完全丧失劳动能力、出国（境）定居等条件时可以领取，采用按月、分次或一次性领取形式且一经确定不得更改。此规定与基本养老金一脉相承，保障居民养老需求的同时也引导其长期储蓄，利于实现长期资金的风险与收益均衡。

2.4.2 借鉴美国经验，探究扩容提质的发展路径

图 13：发展第三支柱可遵循的四条思路



数据来源：东方证券研究所

税收优惠是关键，提升参与个人养老金的积极性。税收优惠是美国第二、三支柱发展的重要推动力之一，其中 401(K)计划在雇主层面和雇员层面均给予缴费和投资收益的税收优惠；传统型 IRA 允许所有未满 70.5 岁的居民参加，缴费环节支出可税前扣除，投资收益延迟纳税；罗斯型 IRA 无年龄限制，缴费环节纳税，投资和领取环节免税。因此，借鉴美国 401(K)计划和 IRA 计划的经验，我们认为现阶段税延型养老险 7.5%的综合税率不具有吸引力，未来个人养老金账户制度要进一步优化税收政策，同时尽可能多地覆盖低收入人群、自由职业者等人群的养老保障要求，以个人养老金储备的积极性。

表 8：401(K)与 IRA 计划的税收优惠政策

	401(K)	传统型 IRA	罗斯型 IRA
模式	EET 模式	EET 模式	TEE 模式
缴费上限	18500 美元（50 岁以上：6000 美元）	6000 美元（50 岁以上：7000 美元）	6000 美元（50 岁以上：7000 美元）
缴费税收规定	存入 401K 计划的金额会被从当年的收入中减掉暂不征税	缴费支出可税前扣除	不能享受税收优惠
投资环节	投资部分账户增值的资本利得包括分红、投资收益、利息收入等免征资本增值税（个人投资则需要征收）	投资收益延迟纳税	投资收益免税
领取环节	领取方式：一次性领取；以年金形式领取（如若在年金领取前死亡，受益人将一次性领取所有余额并缴纳个人所得税） 税收规定：按当时个人所得税率征收税金，在 59.5 岁之前取出会有 10% 的罚金	征收税金（按当时个人所得 1）>59.5 岁：若距离第一次税率），在 59.5 岁之前取出会有 10% 的罚金	存入款项超过 5 年，可完全免税；2）<59.5 岁：若距离第一次存入款项超过 5 年，且用于第一次购房、伤残、死亡等特殊情况的，无需缴纳 10% 的罚金

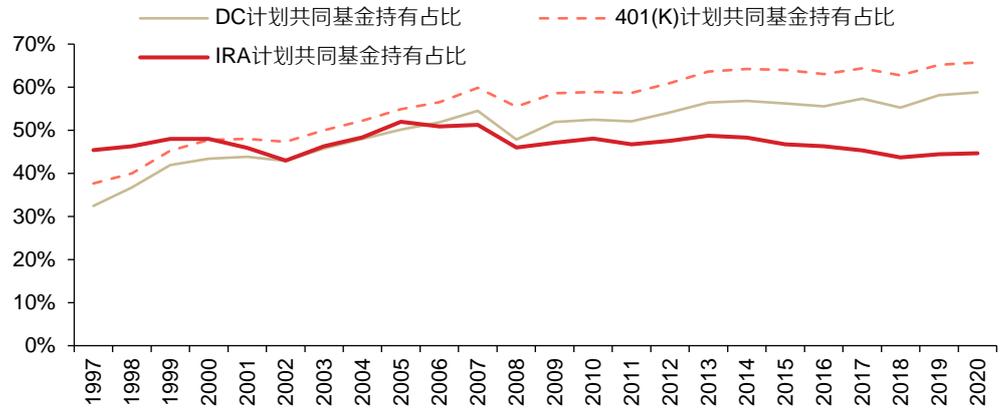
数据来源：ICI，东方证券研究所

账户制为核心，加速推动账户转存机制落地。美国第三支柱的经营模式以账户制为主体，个人可以通过账户自由地进行产品申赎、转换等。在领取环节，个人仅需在账户管理机构办理一次领取申请即可；二、三支柱的资金可以相互转移。具体来看，IRA 具备“可接收”功能，个人在更换工作或退休时，可将第二支柱企业雇主养老金计划中积累的资金转存到 IRA 账户中；税收优惠被赋予到账户上，可直接在国家规定的额度内进行登记。据 ICI 披露，美国传统 IRA 账户中 96% 资金来自于企业年金等的划转，而非直接缴费，此外 85% 的 IRA 参与者仅进行过资金转存，而未进行过直接缴费。而目前我国第三支柱个人养老账户间尚未打通，更无需讨论整个三支柱体系。未来若能建立个人养老金账户和一二支柱之间的转移机制，打通三支柱账户间的转换，采用统一的个人账户实现整体统筹，届时第三支柱的适用性和参与率将更进一步。

开放性为原则，扩大市场参与主体促进良性竞争。美国采取开放式的运营模式，银行、证券、基金、保险等金融机构均可参与其中，养老金融产品和服务较为丰富，目前有目标日期基金、目标风险基金等能够实现长期保值增值的产品。我国近几年对创新型养老金融产品的尝试不断推出，但包括养老目标基金、养老理财等的多元产品均在试点初期，我们认为后续应引入更为多元化的市场参与主体，设计出适合不同人、不同特点、不同阶段的产品，并保证广泛性和公平性，加快向投资养老转化，推动第三支柱发展。

市场化为导向，以风险收益竞争力提升参与度。养老保障产品大多久期较长，长期资金的配置能够穿越牛熊，实现更为可观的风险收益。美国 401(K)计划和 IRA 计划将较大部分资产投入共同基金，股票基金配置占比约 50%，权益类资产占比较高。而中国的养老金投资以固收类投资为主，权益投资占比仅约 20%，无法实现长期可观的投资收益。我们认为第三支柱改革应以市场化为导向，发挥市场机构的主力军作用，为参与者提供产品创设、投资顾问和账户管理等服务，加快养老金入市，放宽养老金投资范围，实现长期收益与风险的均衡。

图 14：美国养老计划中投资共同基金比例



数据来源：ICI, Wind, 东方证券研究所

3. 个人养老金制度的规模测算与市场格局解析

3.1 规模测算：至 2030 年有望累计实现约一万亿元增量市场

根据前述分析，我国个人所得税纳税人群约为 7000 万人，但若按照 EET 的综合税率 7.5% 测算，仅在月均收入达到 18000 元以上时，参与个人养老金计划才具有边际税收优惠。此外，根据税延型养老金经验来看，投资范围的局限性与自主性也影响居民的参与意愿。因此，我们认为个人养老金的账户制度作为全新的顶层设计有望迎来享受边际税收优惠居民的参与热情。据中国家庭收入调查计划 CHIP2018 年调研数据，月均可支配收入一万元以上的家庭占比约为 0.61%，测算得约为 854 万人，按每年 3% 的规模增长，至 2022 年约为 961 万人。假设 2022 年相关配套政策落地，从 2023 年个人养老金制度开始正式实施，按照人均每年缴费 12000 元上限测算，至 2030 年我国个人养老金有望实现约一万亿元的增量市场。若缴费上限进一步提升，市场空间将更为可观。同时需注意，若参与度不及预期，实际空间可能会低于我们的测算数值。

3.2 市场格局解析：银行账户优势突出，保险与基金空间广阔

商业银行客户资源丰富，同时具有账户优势。 商业银行作为居民储蓄的最主要载体，拥有广泛的线下网点，深度触达客户的全方位需求，体系内形成完善的客户画像，拥有其他类型金融企业不具有的客户优势。同时，银行产品销售牌照多元，与保险、信托代销合作广泛，也能与理财子产生协同，更容易提升客户体验。此外，个人养老金账户需在银行开设，进一步提升其账户优势。

保险产品优势突出，需以保障独特性和投资回报提升巩固竞争力。 保险产品在大资管新规下的保本优势有目共睹，同时产品还具备一定的保障属性，在产品设计上具有其他金融企业难以逾越的护城河，未来可以通过险种的全方位覆盖，或养老+健康相结合的服务升级，进一步夯实自身保障的独特性。此外，保险资金长期配置的属性也要求其均衡风险与收益，资产配置上以固收类为主，结算利率稳定但不具有较强吸引力，我们认为未来可根据市场变化动态调整权益配置比例，进一步提升投资回报，以此巩固竞争力。

基金投资体系成熟，以创新产品与优异回报为发力重点。 基金公司具备完善的投研体系与市场化运作机制，主动管理能力突出，近几年通过养老 FOF 的产品创新参与第三支柱建设。近期证

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

监会也发文明确要加快推进公募基金行业高质量发展，我们认为其穿越牛熊的投资优势有望维持，品牌影响力将在优异的投资回报中进一步提升。

4. 投资建议

个人养老金市场为国家在顶层设计上持续推进的超长期广阔市场，在人口老龄化加剧、一二支柱保障力度欠缺的背景下，是保险公司的主要发力点，维持行业看好评级。推荐坚定寿险改革，将综合金融与医疗健康协同深化的中国平安(601318，买入)；建议关注康养产业初显成效，“长航合伙人”打造优质代理人队伍的中国太保(601601，未评级)；以及寿险价值标杆、深化亚太多区域布局的友邦保险(01299，未评级)。

5. 风险提示

- 1) **居民收入不稳定性提升。**疫情影响下的居民收入波动较大，导致对大额非紧急的资金支出较为谨慎，养老需求后移。
- 2) **政策推进力度不及预期。**个人养老金政策目前仅为国务院办公厅发布，后续各部委还将出台相应政策去推动业务落地，此外缴费上限调整的政策具有不确定性，对市场空间或有影响。
- 3) **产品创新进度不及预期。**由于养老保障类产品多为 20 年以上缴费期产品，配套政策落地后的产品创设需谨慎，可能存在产品面市进度不及预期。
- 4) **资本市场大幅波动。**长期风险收益的均衡需要产品提供方具有较强的投资能力，资本市场的大幅波动或对产品收益产生直接影响，进而影响客户投保意愿与持续性。
- 5) **假设不成立风险。**市场测算依据各种假设得出，存在假设不及预期对测算结果造成影响的风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn