

三支柱落地开闸，供给侧蓄势待发

——个人养老金深度跟踪报告

核心观点

- **引言：**今年4月顶层设计思路发布，经过半年的酝酿与筹备，11月4日个人养老金制度正式落地，制度运行一月有余，目前已逐步搭建起账户端、渠道端、产品端、机构端、平台端、监管机构为一体的个人养老金制度体系。
- **顶层设计落地，细则逐步完善。**1) 政策端，对产品设计、税收优惠、平台搭建等方面的规范落地，11月25日试点地区名单的公布寓意着个人养老金正式起航；2) 居民端，参与流程明晰，每年1.2万元缴费上限，结合EET模式与3%的领取税率优惠，制度吸引力逐步增强；3) 渠道端，公布首批37家基金销售机构名录，基本以非货币代销保有量规模为参考，主流机构在列，基本能满足居民购买需求，我们预计后续销售名单仍有望继续扩容。
- **机构蓄势待发，产品百花齐放。**1) 个人养老储蓄方面，四大行参与试点特定养老储蓄，单价试点上限50万元，产品利率较长期定存优势，此外有23家银行试点其他养老储蓄，匹配各自银行客户，我们认为保本保收益的特征仍较受欢迎；2) 个人养老金理财产品方面，首批入围11家理财公司，产品端持续扩容，具有长期限、低门槛、低风险、业绩比较基准较高的特点；3) 个人养老金保险产品方面，监管对险企展业条件和产品细则做了进一步明确，首批纳入7只产品，长期储蓄外兼具保障功能，结算利率为4%-6.1%；4) 个人养老金公募基金产品方面，强调长期投资与考核评价，首批入围40家公司129只产品，新设立Y份额，享受费率优惠，推动产品竞争力提升，预计未来养老FOF等产品会尽数纳入。
- **市场空间可观，把握发展机遇。**若以当年全部退休人员养老金和在职人员收入进行测算，我国养老金替代率2020年仅有43.6%，距维持生活水平的70%和最低标准的55%仍有较大差距，在面临可持续性压力的背景下，需要以其他养老金形式作为补充，第三支柱的发展迫在眉睫。根据个税计算规则，我们认为边际税率10%以上的人群即可享受税收优惠，对应每月税前收入1万元以上，此部分人群100%参与其中，预测2023年约有990万人。假设参与人每年增长3%，人均缴费上限每3年上调10%，至2030年累计有超1万亿元的增量市场。若缴费上限进一步提升，市场空间更为可观；但也需注意若参与度不及预期，可能导致规模低于我们的测算。

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，我们认为在政策引领、税优吸引下的居民参与度有望逐步提升，对市场空间展望乐观，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)，以及寿险价值标杆、深化亚太多区域布局的友邦保险(01299，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人寿(601601，未评级)，以及开门红扎实推进，资产端弹性更大的中国人寿(601628，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，假设不成立导致的测算偏差风险。

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12月07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

武凯祥

wukaixiang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860522040001

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

需求挖掘添动力，创新破局进行时：—— 2022-11-20

保险行业2023年度投资策略

寿险资产承压但队伍企稳，财险量质齐升 2022-11-04

重申配置机遇：——上市险企3Q22季报综述

个人养老金明确EET+3%税率，参与率提升增厚市场空间：——国常会关于个人养老金相关政策解读 2022-09-28

目录

引言	4
1. 顶层设计落地，细则逐步完善	5
1.1 政策端：细则逐步完善，试点地区启动	5
1.2 居民端：参与流程明晰，税优吸引力增强	6
1.3 渠道端：首批销售机构名录出炉，未来有望继续扩容	7
2. 机构蓄势待发，产品百花齐放	9
2.1 个人养老储蓄：多样产品齐发，仍具备保本保收益特征的稳健产品	9
2.1.1 特定养老储蓄：四大行参与试点，产品利率较长期定存有优势	9
2.1.2 其他养老储蓄：试点 23 家银行，匹配各自银行客户	10
2.2 个人养老金理财产品：理财公司积极布局，以稳为先侧重长期保值	10
2.2.1 首批入围 11 家理财公司，产品端持续扩容	10
2.2.2 长期限、低门槛、低风险，业绩比较基准较高	11
2.3 个人养老金保险产品：兼具保障功能，产品优势突出	13
2.3.1 明确险企展业条件，产品要求进一步细化	13
2.3.2 首批纳入 7 只产品，后续有望逐步扩容	13
2.3.3 长期储蓄外兼具保障功能，产品保本优势凸显	14
2.4 个人养老金公募基金产品：费率优惠提升竞争力，长期稳健风格为主	15
2.4.1 政策规范产品形态，强调长期投资与考核评价	15
2.4.2 首批入围 40 家公司 129 只产品，马太效应凸显	16
2.4.3 面向个人养老金账户新设 Y 份额，费率优惠更具竞争力	19
2.4.4 预计未来养老 FOF 或尽数纳入，以长期稳健风格为主	20
3. 市场空间可观，把握发展机遇	21
3.1 规模预测：预测 2023 年参与人数近 1000 万人，至 2030 年累计增量超 1 万亿元	21
3.2 投资建议	23
4. 风险提示	23

图表目录

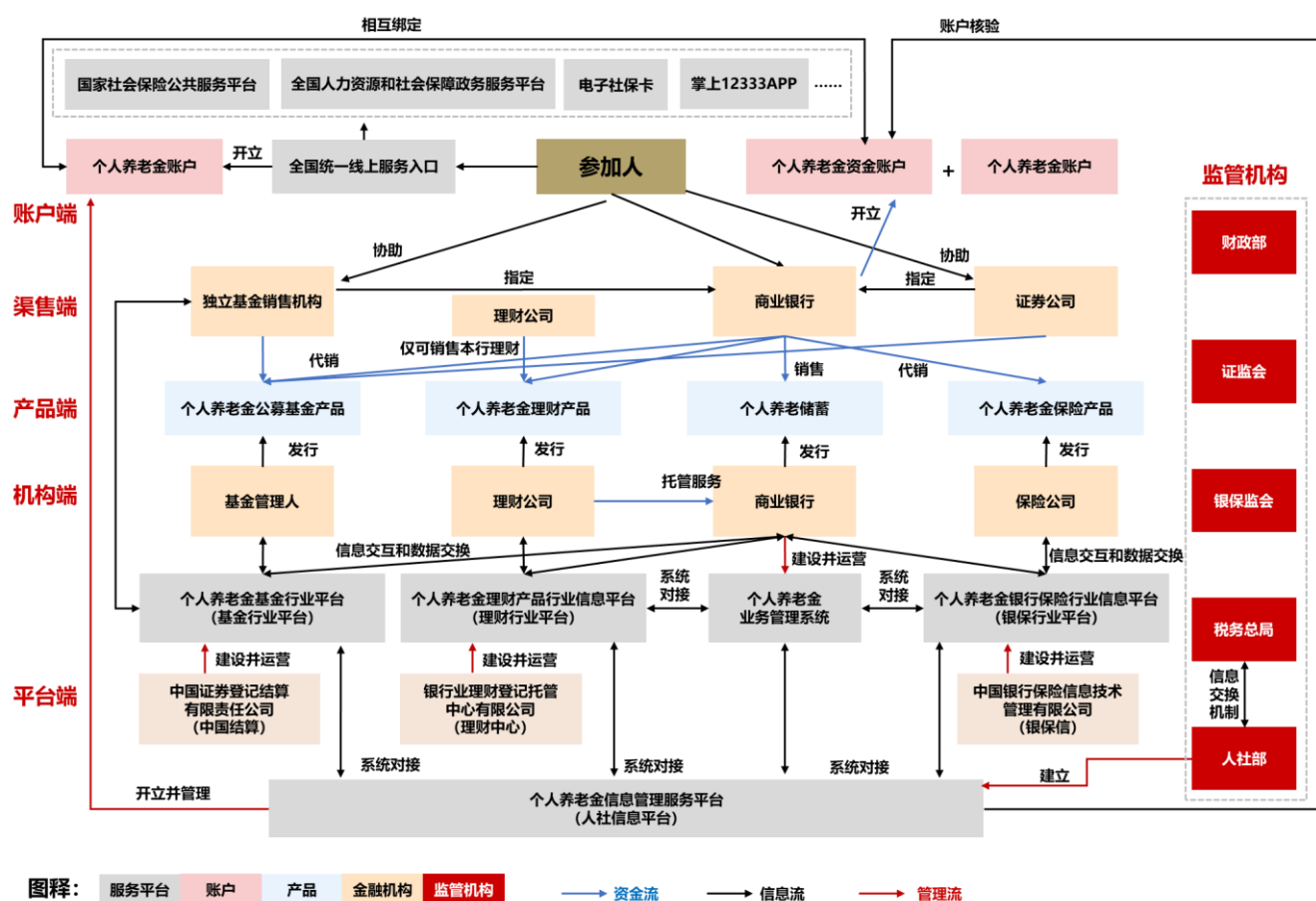
图 1：我国个人养老金制度体系逻辑图	4
图 2：养老理财产品多为长期限理财产品	12
图 3：工银、建信、光大养老理财产品数量领先	12
图 4：养老理财产品业绩比较基准多在 4.5%-8.0% 区间	12
图 5：养老理财产品以中低风险为主	12
图 6：4 只 2021 年成立的养老理财产品净值表现	13
图 7：129 只 Y 份额养老基金管理费率分布	19
图 8：129 只 Y 份额养老基金托管费率分布	19
图 9：养老目标日期 FOF 到期日集中在 2035、2040 年	20
图 10：养老目标风险 FOF 以稳健型为主	20
图 11：养老目标日期 FOF 规模分布集中（亿元）	20
图 12：稳健型目标风险 FOF 占目标风险规模近九成（亿元）	20
图 13：养老金已逐步下降至 40% 水平	21
表 1：关于养老金三支柱的相关政策及相关事件梳理	5
表 2：个人养老金先行城市（地区）名单	6
表 3：《个人养老金实施办法》中的居民参与流程	7
表 4：《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》核心梳理	7
表 5：《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》对基金销售机构的要求	8
表 6：个人养老金基金销售机构名录（截至 2022 年 11 月 18 日）	8
表 7：工行普通存款利率和养老储蓄存款利率对比	9
表 8：特定养老储蓄各年龄段与可购买产品种类	10
表 9：首批开办个人养老金业务的商业银行名单	10
表 10：首批开办个人养老理财业务的理财公司	11
表 11：《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》对保险公司及产品要求	13
表 12：首批个人养老金保险产品名单及收益表现	14
表 13：专属商业养老保险试点进展	14
表 14：国寿鑫享宝专属商业养老保险核心条款梳理	15
表 15：《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》对基金产品要求核心梳理	16
表 16：养老 FOF 规模排名前十的基金公司（截至 3Q22 末）	17
表 17：首批 129 只个人养老金基金产品统计（数据截至 3Q22 末）	18
表 18：Y 份额养老基金费率水平远低于其他类型份额	19
表 19：养老 FOF 年化收益率	21
表 20：个人所得税税率表	22
表 21：个人养老金规模预测表	22

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

引言

自今年4月推动个人养老金发展意见出台后，经过半年的酝酿与筹备，11月4日个人养老金制度正式落地，居民参与流程逐步明晰，机构业务开展规范逐步到位，11月25日试点地区名单的公布寓意着个人养老金正式起航。结合国际经验来看，第三支柱是为满足居民长期养老保障的最有效路径，其发展势在必行，目前我国已逐步搭建起账户端、渠道端、产品端、机构端、平台端、监管机构为一体的个人养老金制度体系，我们认为在政策引领、税优吸引下的居民参与度有望逐步提升，对市场空间展望乐观。

图1：我国个人养老金制度体系逻辑图



数据来源：国务院，银保监会，证监会，人社部，财政部，税务总局，东方证券研究所编制

1. 顶层设计落地，细则逐步完善

1.1 政策端：细则逐步完善，试点地区启动

顶层设计正式落地，三支柱启航蓄势待发。2018 年以来，关于养老金融产品的试点已在逐步推进，涵盖养老 FOF、税延养老险等具体业务，但试点效果不及预期，其中税优吸引力较弱、覆盖面窄等是主要原因。在一二支柱承压的发展趋势下，第三支柱的建设迫在眉睫，2021 年以来政策加速明显，2022 年 4 月顶层设计的提出与 11 月的正式落地，意味着第三支柱的启航已蓄势待发，涉及产品设计、税优政策、试点范围、平台搭建等方面的筹备有序展开。

表 1：关于养老金三支柱的相关政策及相关事件梳理

发布时间	发布单位	政策名称/相关事件
2018/3/2	证监会	《养老目标证券投资基金指引（试行）》
2018/4/12	财政部等	《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》
2021/5/15	银保监会	《关于开展专属商业养老保险试点的通知》
2021/9/10	银保监会	《关于开展养老理财产品试点的通知》
2022/2/21	银保监会	《关于扩大专属商业养老理财产品试点范围的通知》
2022/2/25	银保监会	《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》
2022/4/21	国务院办公厅	《关于推动个人养老金发展的意见》
2022/5/10	银保监会	《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》
2022/6/24	证监会	《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》
2022/7/29	银保监会、央行	《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》
2022/9/26	国务院常务会议	对个人养老金实行 EET 模式，每年限额 12000 元，领取税率降为 3%
2022/9/29	银保监会	《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》
2022/11/4	人社部、财政部、税务总局、银保监会、证监会	《个人养老金实施办法》
2022/11/4	财政部、税务总局	《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》
2022/11/4	银保监会	《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法（征求意见稿）》
2022/11/4	证监会	《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》
2022/11/18	银保监会	《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》
2022/11/22	银保监会	《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》
2022/11/25	人社部、财政部、税务总局	公布个人养老金先行城市（地区）名单

数据来源：国务院，银保监会，证监会，央行，人社部，财政部，税务总局，东方证券研究所

先行试点地区名单公布，个人养老金正式启动。人社部、财政部、税务总局于 11 月 25 日公布个人养老金先行城市（地区）名单，涵盖 1 省份 35 城市，寓意着个人养老金的试点正式启动。试点城市（地区）覆盖约 3.9 亿人口，全国占比约 27.7%；2021 年 GDP 合计约 46.2 万亿元，全国占比约 40.4%。我们认为试点区域分布较为广泛，既包括大多数省会，也涵盖经济发达的计划单列市，人均可支配收入较高，纳税人群比例也更高，对个人养老金制度的参与意愿更强，具有一定的代表性。我们认为若试点效果较为理想，对于全国将产生较为快速的推广效应。

表 2：个人养老金先行城市（地区）名单

省/自治区/直辖市	先行城市/地区	省/自治区/直辖市	先行城市/地区	省/自治区/直辖市	先行城市/地区
北京市	北京市	安徽省	合肥市	四川省	成都市
天津市	天津市	福建省	福建省	贵州省	贵阳市
河北省	石家庄市、雄安新区	江西省	南昌市	云南省	玉溪市
山西省	晋城市	山东省	青岛市、东营市	西藏自治区	拉萨市
内蒙古自治区	呼和浩特市	河南省	郑州市	陕西省	西安市
辽宁省	沈阳市、大连市	湖北省	武汉市	甘肃省	庆阳市
吉林省	长春市	湖南省	长沙市	青海省	西宁市
黑龙江省	哈尔滨市	广东省	广州市、深圳市	宁夏回族自治区	银川市
上海市	上海市	广西壮族自治区	南宁市	新疆维吾尔自治区	乌鲁木齐市
江苏省	苏州市	海南省	海口市		
浙江省	杭州市、宁波市	重庆市	重庆市		

数据来源：人社部，财政部，税务总局，东方证券研究所

1.2 居民端：参与流程明晰，税优吸引力增强

账户开立：需要开通**个人养老金账户**和**个人养老金资金账户**。两个账户具有唯一性，且相互对应。个人养老金账户用于登记和管理个人身份信息，并与基本养老保险关系关联，记录个人养老金缴费、投资、领取、抵扣和缴纳个人所得税等信息，是参加个人养老金、享受税收优惠政策的基础。个人养老金资金账户与个人养老金账户绑定，为参加人提供资金缴存、缴费额度登记、个人养老金产品投资、个人养老金支付、个人所得税税款支付、资金与相关权益信息查询等服务。

缴费与投资：每自然年**12000元上限，自主决定投资计划**。参与人可按月、分次或按年度缴费，每年上限 12000 元，人社部、财政部根据经济社会发展水平、多层次养老保险体系发展情况等要素适时调整缴费额度上限。此外，参加人自主决定个人养老金资金账户的投资计划，包括个人养老金产品的投资品种、投资金额等。

领取与税收优惠：满足条件可领取，享受 **EET+3%税收优惠**。个人养老金资金账户封闭运行，达到领取基本养老金年龄，或完全丧失劳动能力，或出国（境）定居等条件时，可按月、分次或者一次性领取个人养老金，完成个税代扣后资金划转至个人社保卡银行账户。税收优惠方面，缴费、投资环节不扣税，领取环节按 3%缴纳个人所得税，较前期 7.5%的综合税率有更大幅度优惠，我们认为在现行制度下，对于税率达到 10%的居民来说有较强的吸引力。

表 3:《个人养老金实施办法》中的居民参与流程

核心要求	具体细则
定义	个人养老金是指政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营、实现养老保险补充功能的制度。个人养老金实行个人账户制，缴费完全由参加人个人承担，自主选择购买符合规定的储蓄存款、理财产品、商业养老保险、公募基金等金融产品，实行完全积累，按照国家有关规定享受税收优惠政策。
参与方	个人养老金的参加人： 在中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者。 信息平台： 人社部组织建设的个人养老金信息管理服务平台。 金融行业平台： 金融监管部门组织建设的业务信息平台。 参与金融机构： 包括经中国银保监会确定开办个人养老金资金账户业务的商业银行，以及经金融监管部门确定的个人养老金产品发行机构和销售机构。
账户设立	开设账户： 通过全国统一线上服务入口或者商业银行渠道，在信息平台开立个人养老金账户。可以选择一家商业银行开立或者指定本人唯一的个人养老金资金账户，也可以通过其他符合规定的个人养老金产品销售机构指定。 账户管理： 个人养老金资金账户参照人民币Ⅱ类户进行管理。 账户变更： 可以在不同商业银行之间变更其个人养老金资金账户。
投资计划	参加人自主决定个人养老金资金账户的投资计划，包括个人养老金产品的投资品种、投资金额等。
缴费上限	每年缴纳个人养老金额度上限为 12000 元，可以按月、分次或者按年度缴费，缴费额度按自然年度累计，次年重新计算。人社部、财政部根据经济社会发展水平、多层次养老保险体系发展情况等因素适时调整缴费额度上限。
领取条件	个人养老金资金账户封闭运行，达到以下任一条件的，可以按月、分次或者一次性领取个人养老金。（1）达到领取基本养老金年龄；（2）完全丧失劳动能力；（3）出国（境）定居；（4）国家规定的其他情形。

数据来源：人社部，财政部，税务总局，银保监会，证监会，东方证券研究所

表 4:《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》核心梳理

核心要求	具体细则
纳税优惠政策	缴费环节： 个人向个人养老金资金账户的缴费，按照 12000 元/年的限额标准，在综合所得或经营所得中据实扣除； 投资环节： 计入个人养老金资金账户的投资收益暂不征收个人所得税； 领取环节： 个人领取的个人养老金，不并入综合所得，单独按照 3% 的税率计算缴纳个人所得税，其缴纳的税款计入“工资、薪金所得”项目。
扣税凭据	以个人养老金信息管理服务平台出具的扣除凭证为扣税凭据。取得工资薪金所得、按累计预扣法预扣预缴个人所得税劳务报酬所得的，其缴费可以选择在当年预扣预缴或次年汇算清缴时在限额标准内据实扣除。选择在当年预扣预缴的，应及时将相关凭证提供给扣缴单位。个人按规定领取个人养老金时，由开立个人养老金资金账户所在市的商业银行机构代扣代缴其应缴的个人所得税。
信息交互	人社部与税务部门应建立信息交换机制，通过个人养老金信息管理服务平台将个人养老金涉税信息交换至税务部门，并配合税务部门做好相关税收征管工作。
实施时间	自 2022 年 1 月 1 日起在个人养老金先行城市实施。

数据来源：财政部，税务总局，东方证券研究所

1.3 渠道端：首批销售机构名录出炉，未来有望继续扩容

证监会于 11 月 4 日发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》，对于基金销售机构的资质做了明确要求，此外也强调基金销售机构应做好投资者教育、账户服务、适当性管理等。

表 5:《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》对基金销售机构的要求

核心要求	具体细则
销售资质	(1) 经营状况良好, 财务指标稳健, 具备较强的公募基金销售能力; 最近 4 个季度末股票基金和混合基金保有规模不低于 200 亿元, 其中个人投资者持有规模不低于 50 亿元; (2) 公司治理健全, 内部控制完善, 具备较高的合规管理水平; 最近 3 年没有受到刑事处罚或者重大行政处罚; 最近 1 年没有因相近业务被采取重大行政监管措施; 没有因相近业务存在重大违法违规处于整改期间, 或者因相近业务涉嫌重大违法违规行为正在被监管机构调查; 不存在已经影响或者可能影响公司正常经营的重大变更事项, 或者重大诉讼、仲裁等事项; (3) 与基金行业平台完成联网测试; (4) 中国证监会规定的其他条件。基金管理人及其销售子公司可以办理该基金管理人募集的个人养老金基金的销售相关业务, 且不适用前款第 (1) 项规定。
投资者教育	基金销售机构应当向投资人充分解释说明个人养老金相关制度在投资人首次投资个人养老金基金前, 向投资人特别提示以下信息并由投资人确认: (1) 基金份额赎回等款项将转入个人养老金资金账户, 投资人未达到领取基本养老金年龄或者政策规定的其他领取条件时不可领取个人养老金; (2) 投资人应当如实提供个人信息、个人养老金资金账户信息; (3) 基金管理人、基金销售机构对个人信息的收集、保存、使用等情况; (4) 个人养老金投资基金业务具有自愿参加、自主选择、自担风险等业务属性; (5) 个人养老金每年缴费额度上限及相关税收政策; (6) 其他重要信息。
账户服务	基金销售机构应当根据投资人申请提供相关账户服务: (1) 为投资人开立个人养老金基金专用交易账户, 并绑定个人养老金资金账户作为结算账户; (2) 可以协助投资人通过商业银行等渠道在人力资源社会保障部个人养老金信息管理服务平台开立个人养老金账户; (3) 可以协助投资人在商业银行在线开立或者指定本人唯一的个人养老金资金账户; (4) 个人养老金资金账户变更后, 为投资人办理新增或者变更结算账户、转托管转出等业务; (5) 个人养老金相关制度规定的其他职责。
适当性管理	(1) 全面介绍产品不保证本金、不保证收益、追求长期收益等风险收益特征; (2) 向投资人展示产品资料概要, 清晰揭示产品的封闭期或者持有期、权益资产等高风险资产的投资比例、费用项目和费率水平等信息; (3) 强化投资者适当性管理, 个人养老金基金按照风险收益特征进行风险等级划分, 根据投资人年龄、退休日期、收入水平和风险偏好等情况向投资人推介基金, 不得向投资人主动推介超出其风险承受能力的基金, 不得承诺或者宣传产品保本保收益, 不得宣传产品预期收益率。

数据来源: 证监会, 东方证券研究所

基金业协会于 11 月 18 日发布首批个人养老金销售机构名录, 涵盖 16 家银行、14 家券商和 7 家独立基金销售机构在内的共 37 家基金销售机构。销售名单基本以非货基代销保有量规模排名为参考, 主流机构在列, 能基本满足居民购买需求, 但其中以机构代销为主的部分第三方基金销售公司未入列, 我们认为部分机构为满足销售资质有望加强资源投入, 未来代销机构名单有望继续扩容。

表 6: 个人养老金基金销售机构名录 (截至 2022 年 11 月 18 日)

类别	数量	机构名称
商业银行	16	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行、中信银行、光大银行、招商银行、浦发银行、民生银行、平安银行、兴业银行、广发银行、北京银行、宁波银行
证券公司	14	华泰证券、中信证券、广发证券、中信建投、招商证券、银河证券、国泰君安、国信证券、东方证券、兴业证券、海通证券、申万宏源、中金财富、长江证券
独立基金销售机构	7	蚂蚁基金、天天基金、腾安基金、珠海盈米基金、浙江同花顺基金、雪球基金、京东肯特瑞基金

数据来源: 基金业协会, 东方证券研究所

2. 机构蓄势待发，产品百花齐放

2.1 个人养老储蓄：多样产品齐发，仍具备保本保收益特征的稳健产品

2.1.1 特定养老储蓄：四大行参与试点，产品利率较长期定存有优势

四大行参与试点，工行率先启动。2022 年 7 月 29 日，银保监会和央行联合印发《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》，规定从 2022 年 11 月 20 日起，由工、农、中、建四家大型银行在合肥、广州、成都、西安和青岛五个城市开展特定养老储蓄试点，单家银行试点规模不超过 100 亿元，试点期限为一年，需至营业网点办理。11 月 20 日，工行宣布在五大试点城市发行特定养老储蓄产品，成为首家推出养老储蓄产品的银行。11 月 29 日，农行和建行紧随其后推出相关产品。

单家试点上限 50 万元，产品利率较长期定存有优势。特定养老储蓄产品包括整存整取、零存整取和整存零取三种类型，产品期限分为 5 年、10 年、15 年和 20 年四档，储户在单家试点银行特定养老储蓄产品存款本金上限为 50 万元。在起存金额方面，零存整取、整存整取、整存零取的起存金额分别为 5 元、50 元、1000 元。从产品收益性来看，特定养老储蓄产品利率略高于大型银行五年期定期存款的挂牌利率，我们认为从税收优惠与相对更高的收益水平来看，产品较长期定存更有优势。

表 7：工行普通存款利率和养老储蓄存款利率对比

普通储蓄存款利率（%）		特定养老储蓄利率（%）	
（一）活期	0.25	1. 整存整取（5 年期）	
（二）定期		广州	4.00
1. 整存整取		成都	4.00
三个月	1.25	西安	4.00
半年	1.45	青岛	3.50
一年	1.65	合肥	3.50
二年	2.15	2. 零存整取、整存零取、存本取息	
三年	2.6	广州	2.25
五年	2.65	成都	2.25
2. 零存整取、整存零取、存本取息		西安	2.25
一年	1.25	青岛	2.05
三年	1.45	合肥	2.05
五年	1.45		

数据来源：公司官网，东方证券研究所

表 8：特定养老储蓄各年龄段与可购买产品种类

	整存整取与零存整取				整存整取			
	5 年期	10 年期	15 年期	20 年期	5 年期	10 年期	15 年期	20 年期
35 周岁及以上				✓				
40 周岁及以上			✓	✓				
45 周岁及以上		✓	✓	✓				
50 周岁及以上	✓	✓	✓	✓				
55 周岁及以上	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

数据来源：公司官网，东方证券研究所

2.1.2 其他养老储蓄：试点 23 家银行，匹配各自银行客户

银保监会于 11 月 18 日发布的《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》规定，个人养老储蓄产品为开办个人养老金业务的商业银行所发行的储蓄存款，由参加人通过资金账户购买，且参加人仅可购买其本人资金账户开户行所发行的储蓄产品。此外，银保监会同期发布首批可开展个人养老金业务的机构，6 家大型银行、12 家股份制银行、5 家城市商业银行，共 23 家银行。虽然当前产品尚未完全上线，但展望而言，养老储蓄产品仍属于储蓄存款，保本保息，受存款保险制度保障，在“第三支柱”发展的初级阶段，凭借“刚兑”属性大概率仍然是居民养老账户中最受欢迎的投资品种之一。

表 9：首批开办个人养老金业务的商业银行名单

属性	数量	机构名称
国有大行	6	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、邮储银行、交通银行
股份制银行	12	中信银行、光大银行、华夏银行、民生银行、招商银行、兴业银行、平安银行、广发银行、浦发银行、浙商银行、渤海银行、恒丰银行
城商行	5	北京银行、上海银行、江苏银行、宁波银行、南京银行

数据来源：银保监会，东方证券研究所

2.2 个人养老金理财产品：理财公司积极布局，以稳为先侧重长期保值

2.2.1 首批入围 11 家理财公司，产品端持续扩容

11 家理财公司入围首批名单。根据银保监会定义，个人养老金理财产品应具备运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值等特征，主要包括养老理财产品以及投资风格稳定、投资策略成熟、运作合规稳健，适合个人养老金长期投资或流动性管理需要的其他理财产品。按照资管新规要求，个人养老金理财产品均采用净值化管理，从银保监会公布的首批名单来看，此前已纳入养老理财试点的 11 家理财公司可以开展个人养老金理财业务。

表 10：首批开办个人养老理财业务的理财公司

	注册资本（亿元）	管理规模（亿元，22H1）
工银理财	160	18,237
建信理财	150	20,470
农银理财	120	16,816
中银理财	100	17,288
中邮理财	80	8,518
交银理财	80	11,485
招银理财	50	28,800
兴银理财	50	19,640
光大理财	50	11,853
信银理财	50	16,482
贝莱德建信理财	10	30

数据来源：公司公告，东方证券研究所

产品持续扩容，工银理财、建信理财、光大理财布局领先。从 2021 年 12 月首批养老理财产品推出以来，各家理财公司都在加快养老理财产品的研发和报批，养老理财产品数量加速上新。根据中国理财网数据，截至 11 月 25 日，已有 52 只养老理财产品登记在册。个体来看，工银理财、建信理财、光大理财在产品发行数量方面处于领先，3 家理财公司累计发行了 32 只养老理财产品，占整个养老理财市场的 61.5%。

2.2.2 长期限、低门槛、低风险，业绩比较基准较高

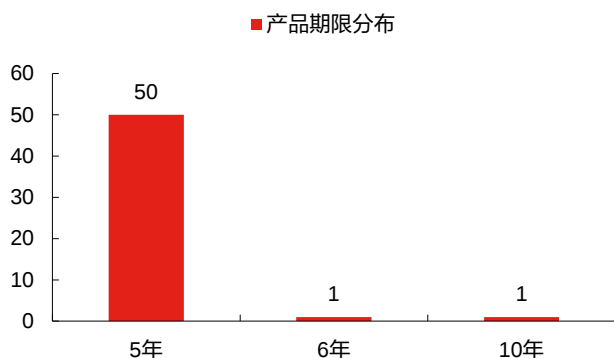
产品特点：长期限、门槛低、风险低、业绩比较基准较高。我们对 52 只养老理财产品进行梳理，目前来看，银行养老理财产品具备以下特征：

1) 多为长期限产品。52 只养老理财产品中有 50 只为封闭式净值理财产品，其中除 1 只产品期限 10 年外，其他均为 5 年封闭期；而剩余 2 只为开放式净值型产品，其中 1 只最低持有 5 年，另 1 只产品期限为 6 年；养老理财产品侧重长期保值，较长的产品期限更符合养老理财投资理念。

2) 门槛低。目前 52 只养老理财产品的个人投资者起点认购和追加认购金额均为 1 元人民币，具有普惠特征。此外，从管理费和托管费来看，养老理财较普通中长期理财产品更具优势，52 只养老理财产品中大多数产品的年化管理费率在 0.1% 以下，托管费率在 0.015%-0.020% 之间。

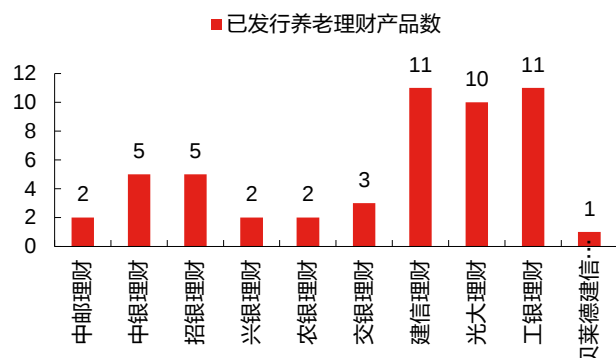
3) 风险低。养老理财产品的风险等级多为 R2（中低风险），只有 2 只养老理财产品为 R3（中风险）；另一方面，从养老理财产品的投资性质来看，绝大多数产品均为固定收益类，按照规定投资于存款、债券等债权类资产比例不得低于 80%，其余混合类产品权益投资上限普遍在 20%-40%。

图 2：养老理财产品多为长期限理财产品



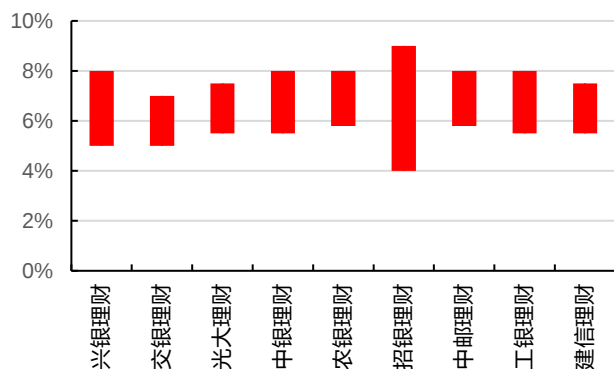
数据来源：中国理财网，Wind，东方证券研究所

图 3：工银、建信、光大养老理财产品数量领先



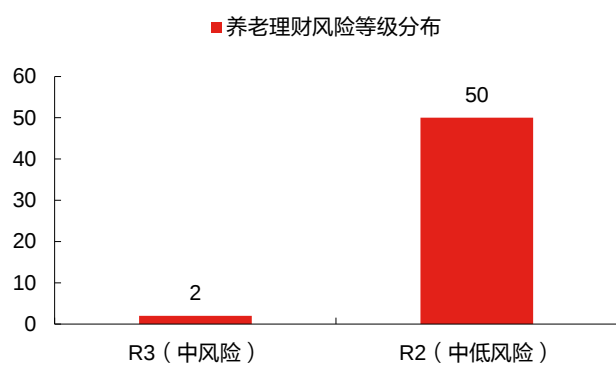
数据来源：中国理财网，Wind，东方证券研究所

图 4：养老理财产品业绩比较基准多在 4.5%-8.0% 区间



数据来源：中国理财网，Wind，东方证券研究所

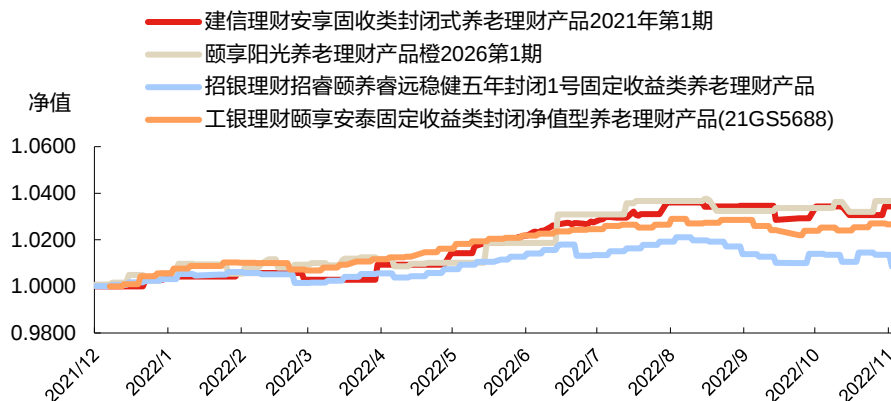
图 5：养老理财产品以中低风险为主



数据来源：中国理财网，Wind，东方证券研究所

引入平滑机制，净值表现相对稳健。值得注意的是，为了保障理财产品的稳健运行，银行养老理财产品在产品设计中普遍加入了平滑收益机制，即在产品投资收益超过业绩比较标准上限时，提取超额作为平滑基金，在养老理财产品表现不佳时进行回补，目前不同养老理财产品在平滑基金的计提/回补频率、计提条件、计提比例等方面存在个体差异。观察部分产品的实际净值运作情况来看，养老理财产品展现出了稳定增值的特征，业绩表现较为稳健，但我们发现仍有部分养老理财产品出现“破净”情况，对于投资者持有体验或带来一定挑战。

图 6：4 只 2021 年成立的养老理财产品净值表现



数据来源：中国理财网，东方证券研究所

2.3 个人养老金保险产品：兼具保障功能，产品优势突出

2.3.1 明确险企展业条件，产品要求进一步细化

银保监会于 11 月 22 日发布《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》，明确保险公司开展个人养老金业务的基本要求，主要选择资本实力较强、经营较为规范的公司参与；同时明确保险公司可向个人养老金制度参加人提供符合要求的年金保险和两全保险等，要求保险期间不得短于 5 年。我们认为对业务规则的持续完善，在入口关加强监管，有利于规范公司经营行为，推动行业健康发展。

表 11：《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》对保险公司及产品要求

类别	细则
开展个人养老金业务的保险公司需符合以下要求	（1）上年度末所有者权益不低于 50 亿元且不低于公司股本（实收资本）的 75%；（2）上年度末综合偿付能力充足率不低于 150%、核心偿付能力充足率不低于 75%；（3）上年度末责任准备金覆盖率不低于 100%；（4）最近 4 个季度风险综合评级不低于 B 类；（5）最近 3 年未受到金融监管机构重大行政处罚；（6）具备完善的信息管理系统，与银行保险行业个人养老金信息平台实现系统连接，并按相关要求信息进行信息登记和交互；（7）银保监会规定的其他条件。 注：养老主业突出、业务发展规范、内部管理机制健全的养老保险公司，可以豁免第一款关于上年度末所有者权益不低于 50 亿元的规定。
个人养老金保险产品应符合以下要求	（1）保险期间不短于 5 年；（2）保险责任限于生存保险金给付、满期保险金给付、死亡、全残、达到失能或护理状态；（3）能够提供趸交、期交或不定期交费等方式满足个人养老金制度参加人（以下简称参加人）交费要求；（4）银保监会规定的其他要求。

数据来源：银保监会，东方证券研究所

2.3.2 首批纳入 7 只产品，后续有望逐步扩容

首批纳入 7 只产品，结算利率为 4.0%-6.1%区间。银保信于 11 月 23 日公布首批个人养老金保险产品名单，涵盖 6 家保险公司的 7 款产品在列，且均为专属商业养老保险产品。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，整体收益区间为 4.0%-6.0%。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 年进取账户收益区间为 5.0%-6.1%。

表 12：首批个人养老金保险产品名单及收益表现

序号	保险公司	保险产品	结算利率		保证利率	
			A 账户	B 账户	A 账户	B 账户
1	中国人寿	国寿鑫享宝专属商业养老保险	4.0%	5.0%	2.0%	0.0%
2	人保寿险	人保寿险福寿年年专属商业养老保险	5.0%	5.3%	3.0%	0.5%
3	太平人寿	太平岁岁金生专属商业养老保险	4.5%	5.35%	2.0%	0.0%
4	太平养老	太平盛世福享金生专属商业养老保险			3.0%	0.55%
5	泰康人寿	泰康臻享百岁专属商业养老保险	6.0%	6.1%	2.85%	0.5%
6	泰康人寿	泰康臻享百岁 B 款专属商业养老保险			2.85%	0.5%
7	国民养老保险	国民共同富裕专属商业养老保险			3.0%	0.0%

注：无数据产品为产品设立不满一年或未披露数据，结算利率均为 2021 年数据。A 账户为稳健型，B 账户为进取型。

数据来源：中国银保信，公司官网，东方证券研究所

参与人数大幅提升，试点取得初步成效。虽然专属商业养老保险 2021 年 6 月启动，2022 年 3 月扩容，试点时间较短，但目前参保人群与保费规模正逐步提升，截至 2022 年 7 月末，专属商业养老保险累计投保件数近 21 万件，累计保费 23.5 亿元，其中新经济、新业态从业人员和灵活就业人员投保近 3 万件，较 2022 年 2 月和 4 月末有大幅提升，试点的放开显著利于渗透率的提升。我们预计未来有望在现阶段专属商业养老保险的基础上，逐步纳入税延养老险、长期养老年金等产品，推动产品端的逐步扩容。

表 13：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
阶段性成效	保单数	累计保费	新经济、新业态从业人员和灵活就业人员投保
2022 年 2 月末	7.18 万件	4.72 亿元	1.2 万人
2022 年 4 月末	12 万件	近 9 亿元	1.5 万人
2022 年 7 月末	21 万件	23.5 亿元	近 3 万人

数据来源：银保监会，东方证券研究所

2.3.3 长期储蓄外兼具保障功能，产品保本优势凸显

产品至 60 周岁才可领取，且现金价值较高。以国寿鑫享宝专属商业养老保险为例，养老年金开始领取时间不早于 60 周岁，与基本养老保险一致，满足产品养老保障的需求；此外，产品在第四个保单年度即等于累计保费，现金价值较高，且提供多种缴费与领取方式，产品灵活性较高。

除年金外还涵盖一定保障属性，投资账户可自主搭配。产品除了领取养老年金外，还提供失能护理保险金、身故保险金等一系列人身保障，符合保险产品的保障属性，也满足居民保障需求。

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

此外，对于投资账户，提供主要配置长期固定收益类资产、少量配置具有投资价值的权益类资产，追求长期稳健的投资收益的 A 账户，以及灵活配置长期固定收益类资产和具有投资价值的权益类资产，在有效控制风险的同时追求长期较高投资收益的 B 账户，且每个会计年度可自由转换账户，赋予更高的灵活性与自主性。

表 14：国寿鑫享宝专属商业养老保险核心条款梳理

产品名称	国寿鑫享宝专属商业养老保险
投保年龄	符合条件者
保障期限	与保险公司约定
缴费期限	趸交/期交/转入/追加（与保险公司约定）
养老年金	开始领取时间：不早于 60 周岁且不晚于 100 周岁 领取方式：1、保证返还账户价值终身月领（或年领）：在固定日，若生存，按确定的领取金额给付养老年金；若身故，给付的养老年金之和（不计利息）小于养老年金开始领取日的个人账户价值，一次性给付差额；2、固定期限十年（或十五年、二十年）月领（或年领）：在固定日，若生存，按确定的领取金额给付养老年金；若身故，Max { 固定领取期内尚未给付的养老年金之和（不计利息），养老年金开始领取日的个人账户价值与已给付养老年金之和（不计利息）的差额 }；3、若本公司在养老年金开始领取日提供其他领取方式，按当时提供领取方式确定。
失能护理保险金	1、一次性领取； 2、固定期限十年（或十五年、二十年）月领（或年领）：若被保险人在固定领取期限届满前身故，一次性给付 Max { 固定领取期内尚未给付的失能护理保险金之和（不计利息），开始领取失能护理保险金时个人账户价值与已给付失能护理保险金之和（不计利息）的差额 }。
身故保险金	被保人在开始领取养老年金或失能护理保险金前身故，按个人账户价值一次性给付身故保险金。
投资账户	投保人可选一个或两个：投资组合账户（A）的最低保证利率为年利率 2.0%，投资组合账户（B）的最低保证利率为年利率 0%。
现金价值	1、保单年度 1-5 年：累计保费*一定比例（95%、97%、99%、100%、100%对应 1-5 年）； 2、保单年度 6-10 年：累计保费与个人账户累计收益部分（=个人账户价值-累计保费）的 75%之和； 3、保单年度 ≥ 11 年：累计保费与个人账户累计收益部分的 95%之和； 4、在开始领取养老年金或失能护理保险金后，本合同的现金价值为零。

数据来源：公司官网，东方证券研究所

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，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。

2.4 个人养老金公募基金产品：费率优惠提升竞争力，长期稳健风格为主

2.4.1 政策规范产品形态，强调长期投资与考核评价

证监会于 11 月 4 日发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》，对可投资的公募产品的产品设计、产品管理、信息披露等方面做了明确要求。

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

优先纳入养老目标基金，稳健产品后续有望进一步扩容。规定明确可投资的基金产品类型包括最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元或者上一季度末规模不低于 2 亿元的养老目标基金，以及其他投资风格稳定、投资策略清晰、运作合规稳健且适合个人养老金长期投资的基金产品。

明确长周期考核机制，弱化短期波动影响。规定要求基金管理人、基金销售机构对个人养老金投资基金业务、产品业绩、人员绩效的考核周期不得短于 5 年，基金评价机构的业绩评价期限不得短于 5 年，不得使用单一指标进行排名或者评价，不得进行短期收益和规模排名。我们认为基金产品的风险与收益的波动性较其他可投资产品更大，对于长周期属性的资金来说，长周期考核更能有效弱化短期波动影响，利于管理人穿越周期实现稳健回报。

单独份额实施费率优惠，鼓励长期投资与领取。规定要求应设立单独的份额类别，并不得收取销售服务费，可豁免申购限制和申购费等销售费用，以及对管理费和托管费实施一定的费率优惠。同时，为鼓励长期投资，将分红方式设置为红利再投资；为鼓励长期领取，设置定期分红、定期支付、定额赎回等机制。我们认为以具竞争力的费率优惠可有效提升居民参与意愿，结合长期投资与领取机制，稳定了产品规模与净值的同时为参与人带来长期稳定的投资回报。

表 15:《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》对基金产品要求核心梳理

核心要求	具体细则
原则要求	坚持投资人利益优先原则，落实资产安全性、运作稳健性、投资长期性、服务便利性等基本要求，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务，确保业务规范、安全、可持续发展。
运行平台	个人养老金基金行业平台 为信息服务平台，证监会授权中国结算等机构建设并运营此平台。
考核标准	对个人养老金投资基金业务、产品业绩、人员绩效的考核周期 不得短于 5 年 ，业绩评价期限不得短于 5 年，不得使用单一指标排名或者评价，不得进行短期收益和规模排名。
独立性要求	应确保基金份额购买等款项来自个人养老金资金账户，基金份额赎回等款项转入个人养老金资金账户。个人养老金资金和资产独立于基金管理人、基金销售机构、基金托管人等机构的自有资产。
可投资产品类型	(1) 最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元或者上一季度末规模不低于 2 亿元的养老目标基金；(2) 投资风格稳定、投资策略清晰、运作合规稳健且适合个人养老金长期投资的股票基金、混合基金、债券基金、基金中基金和中国证监会规定的其他基金。基金名录由证监会确定，每季度发布。
份额与费率	应当针对个人养老金投资基金业务 设立单独的份额类别 ，在基金合同、招募说明书等文件中清晰约定并依法进行注册或者备案。单设份额类别 不得收取销售服务费，可以豁免申购限制和申购费等销售费用 （法定应当收取并计入基金资产的费用除外）， 可以对管理费和托管费实施一定的费率优惠 。
产品设计	基金管理人可以根据投资人不同生命周期阶段的养老投资需求和资金使用需求，在做好充分信息披露的前提下，对个人养老金基金产品设计做出以下安排：(1) 为鼓励投资人在个人养老金积累期长期投资，将分红方式设置为红利再投资；(2) 为鼓励投资人在个人养老金领取期长期领取，设置定期分红、定期支付、定额赎回等机制；(3) 在运作方式、持有期限、投资策略、估值方法、申赎转换等方面的其他安排。
数据交互	基金行业平台与开展个人养老金资金账户业务的商业银行进行数据交互，具体内容包括：(1) 个人养老金资金账户信息、账户状态信息等；(2) 个人养老金投资基金业务的资金划付指令、交收结果等资金信息；(3) 中国证监会认可的其他信息。
附则	个人养老金投资基金业务的投资顾问服务管理规范，由中国证监会另行制定。本规定自公布之日起施行。

数据来源：证监会，东方证券研究所

2.4.2 首批入围 40 家公司 129 只产品，马太效应凸显

首批试点 40 家基金，合计 129 只产品。证监会与 11 月 18 日发布首批个人养老金基金产品名录，包括 40 家基金管理人的 129 只养老目标基金，其中目标风险基金 79 只、目标日期基金 50 只，获批数量排名前五的机构分别为华夏基金（9 只）、汇添富基金（8 只）、南方基金（8 只）、

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

嘉实基金（7只）、易方达基金（7只）。从规模来看，已发行基金规模合计约 891 亿元，其中规模排名前五的机构分别为交银施罗德（160.04 亿元）、兴证全球基金（80.55 亿元）、汇添富基金（76.28 亿元）、南方基金（64.92 亿元）、浦银安盛基金（46.22 亿元）。

头部机构优势明显，预计马太效应逐步强化。通过对首批 129 只个人养老金基金产品的梳理，头部基金公司产品种类多样，产品体量较大，且头部市场占有率较为集中，CR6 达 50%，CR10 达 67%。同时，我们观察到单个产品规模呈现两极分化，交银安享稳健养老一年（006880.OF）单一产品的规模超过 150 亿元，而多个养老型 FOF 规模不足 1 亿元。我们认为头部机构将明显受益于个人养老产品的销售，预计行业马太效应应逐步强化。

表 16：养老 FOF 规模排名前十的基金公司（截至 3Q22 末）

排序	基金公司	目标风险基金 (亿元)	目标日期基金 (亿元)	总规模 (亿元)	CRn
1	交银施罗德基金	154.6	9.5	164.0	17.2%
2	兴证全球基金	80.6	0.0	80.6	25.7%
3	汇添富基金	62.3	14.0	76.3	33.7%
4	南方基金	53.0	11.9	64.9	40.5%
5	浦银安盛基金	46.2	0.0	46.2	45.3%
6	嘉实基金	36.7	6.9	43.5	49.9%
7	华夏基金	8.4	35.1	43.5	54.5%
8	华安基金	39.2	2.6	41.8	58.8%
9	招商基金	38.3	2.4	40.6	63.1%
10	民生加银基金	36.2	2.1	38.3	67.1%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 17：首批 129 只个人养老金基金产品统计（数据截至 3Q22 末）

	产品存量规模（亿元）			产品数量（只）	
	目标风险基金	目标日期基金	合计	目标风险基金	目标日期基金
交银施罗德基金	154.58	9.46	164.04	1	1
兴证全球基金	80.55		80.55	3	
汇添富基金	62.28	14.00	76.28	5	3
南方基金	53.02	11.91	64.92	4	4
浦银安盛基金	46.22		46.22	2	
嘉实基金	36.66	6.87	43.53	4	3
华夏基金	8.39	35.10	43.49	4	5
华安基金	39.21	2.60	41.81	4	2
招商基金	38.27	2.36	40.63	2	1
民生加银基金	36.17	2.15	38.32	2	1
广发基金	26.06	2.84	28.90	4	2
易方达基金	15.45	9.88	25.34	4	3
中欧基金	8.71	15.16	23.87	1	3
泰康基金	19.25		19.25	3	
银华基金	9.75	7.60	17.35	2	3
富国基金	14.57	2.66	17.23	2	1
建信基金	14.71	2.19	16.90	1	1
平安基金	3.42	11.43	14.85	1	3
华商基金	11.28	1.53	12.81	2	1
万家基金	11.10	0.92	12.02	3	1
工银瑞信基金	1.80	9.49	11.29	1	4
鹏华基金	3.45	5.73	9.18	2	2
长信基金	8.37		8.37	3	
天弘基金	4.49	1.60	6.09	3	1
中银基金	3.92		3.92	3	
兴业基金		3.06	3.06		1
博时基金	2.99		2.99	2	
银河基金	2.78		2.78	1	
华宝基金	2.23		2.23	1	
上投摩根基金	2.20		2.20	2	
景顺长城基金	1.84		1.84	1	
农银汇理基金		1.56	1.56		2
大成基金		1.15	1.15		1
申万菱信基金	1.15		1.15	1	
国投瑞银基金	0.99		0.99	1	
长城基金	0.83		0.83	1	
国泰基金		0.78	0.78		1
中加基金	0.73		0.73	1	
国海富兰克林基金	0.59		0.59	1	
上银基金	0.53		0.53	1	
总计	728.55	162.04	890.59	79	50

数据来源：Wind，东方证券研究所

2.4.3 面向个人养老金账户新设 Y 份额，费率优惠更具竞争力

Y 份额面向个人养老金账户，与原有 A 份额相互独立。11 月 11 日起，华夏、易方达、交银施罗德、富国等 20 余家头部基金公司发布公告，对旗下养老目标基金增设个人养老金专属 Y 份额，Y 份额是指投资者通过个人养老金资金账户申购的养老基金份额类别，只面向个人养老账户，而此类基金的原有份额全部划归为 A 类基金份额。

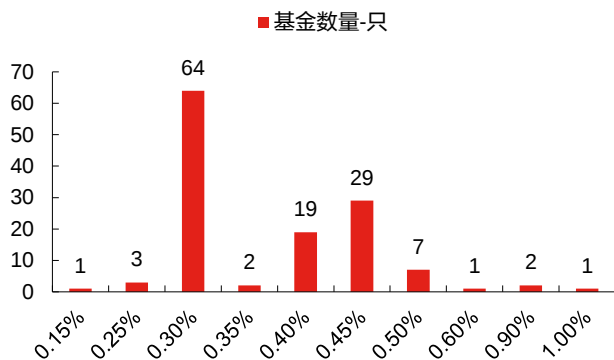
费率优惠增添竞争力，吸引长期资金参与。产品设计上遵循监管要求，不得收取销售服务费和申购费，此外在管理费和托管费上，Y 份额产品基本为 A 份额产品费率的一半。以“交银安享稳健养老一年”为例，其 A 份额管理费率 and 托管费率为 0.6% 和 0.2%，而相应的 Y 份额管理费率和托管费率为 0.3% 和 0.1%。根据 129 只产品名录，我们统计出其平均管理费率和托管费率分别为 0.3748% 和 0.0863%，与之相比的 A 份额平均管理费率和托管费率分别为 0.7440% 和 0.1681%。Y 份额较低的费率水平将有效降低投资成本，吸引长期资金参与。

表 18：Y 份额养老基金费率水平远低于其他类型份额

类别	Y 份额	A 份额
管理费	0.3748%	0.7440%
托管费	0.0863%	0.1681%
销售服务费	不得收取	0.3626%
申购费	可豁免	[0,1.500%]

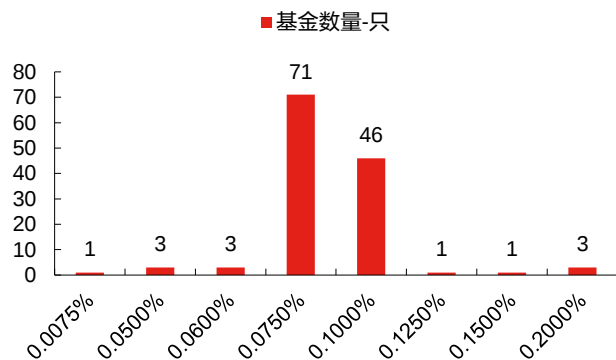
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：129 只 Y 份额养老基金管理费率分布



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：129 只 Y 份额养老基金托管费率分布



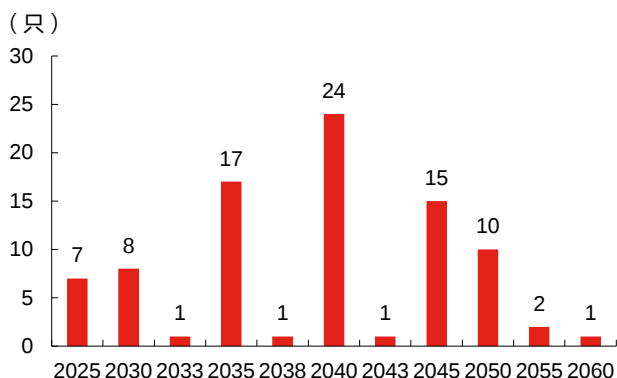
数据来源：Wind，东方证券研究所

公募基金将成为个人养老金重要构成，可投资基金范畴或将进一步扩容。目前个人养老金体系中，不同于储蓄存款、理财产品、养老保险等产品更加强调其风险保障功能，公募基金产品相对突出其投资属性。通过配置权益类资产，能够在风险可控的前提下，抵抗通胀压力，实现长期投资增值。参考海外经验，截至 2021 年底，美国 IRA 总资产的 44.6% 为共同基金，占比显著高于理财和保险产品。因此，我们认为公募基金资产配置的独特能力或将助力其成为个人养老金产品的重要组成部分。在推出 129 只先行产品后，可投资基金范畴扩容将成为主流趋势，未来个人养老金基金产品将进一步多元化，或将涵盖全部养老 FOF 及其他满足条件的基金产品。

2.4.4 预计未来养老 FOF 或尽数纳入，以长期稳健风格为主

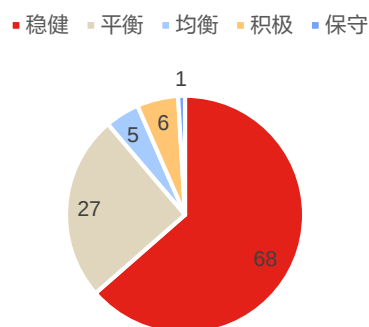
养老 FOF 是我国个人养老金制度下的重要金融产品，未来有望全部纳入。自 2018 年首批养老 FOF 获批发行以来，截止 2022 年 10 月底，公募养老 FOF 数量为 191 只。（1）分类别来看，目前养老型 FOF 中，目标日期基金 84 只，到期日集中在 2035、2040 年；目标风险基金 107 只，其中以稳健型 FOF 为主，数量占比达 63.5%。（2）从规模来看，养老 FOF 管理总规模超过 946 亿元，其中养老目标风险 FOF 规模约 768 亿元，远高于目标日期 FOF 的 178 亿元。此外，规模集中度与数量集中度较为一致，稳健型目标风险 FOF 占总目标风险 FOF 的 89%，到期日为 2035、2040 年的目标日期 FOF 占总目标日期 FOF 的 56%。

图 9：养老目标日期 FOF 到期日集中在 2035、2040 年



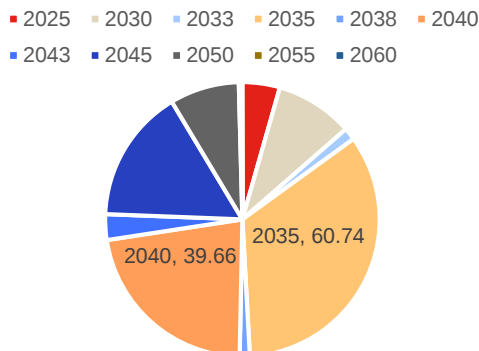
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：养老目标风险 FOF 以稳健型为主



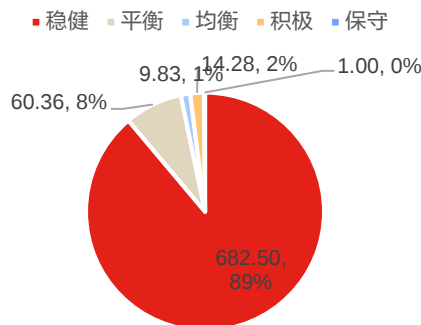
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：养老目标日期 FOF 规模分布集中 (亿元)



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：稳健型目标风险 FOF 占目标风险规模近九成 (亿元)



数据来源：Wind，东方证券研究所

养老目标日期基金短期收益率波动，中长期优于目标风险基金。通过比较近一年、近三年不同养老 FOF 年化收益率中位数，我们发现目标日期基金短期波动剧烈，中长期视角下收益率优于目标风险基金；目标风险基金中，积极型收益率波动剧烈，中长期视角下平衡型产品收益好于稳健型产品。我们认为造成不同类型养老 FOF 收益率差异的原因有二：

1) 目标风险基金权益仓位相对较低。根据证监会 2018 年发布的《养老目标证券投资基金指引》明确，目标风险基金应当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，或使用广泛认可的方法界定组合风险（如波动率等），并采取有效措施控制基金组合风险。

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目标风险基金更强调风险控制，整体固收类配置比例更高，其中稳健型相对偏固收，权益资产的比例大概在 10%-30% 区间；平衡型的权益资产配置在 50% 左右，积极型的权益敞口更大，权益资产的配置区间大概是 65%-80% 区间。

2) 大部分目标日期基金产品处于产品生命周期前期，权益仓位较高。指引明确目标日期基金应当随着所设定目标日期的临近，逐步降低权益类资产的配置比例，增加非权益类资产的配置比例。目前，大部分目标日期 FOF 成立时间较短，且其基本处于产品生命周期前期，配置的权益仓位相对较高，体现在短期净值波动显著高于目标风险型 FOF，但中长期来看收益更优。

表 19：养老 FOF 年化收益率

	一年年化收益率中位数%	三年年化收益率中位数%
目标风险基金	-5.1867	4.9282
稳健	-4.3674	4.5781
平衡	-10.9067	5.9092
积极	-16.6452	-
目标日期基金	-14.6017	7.2391

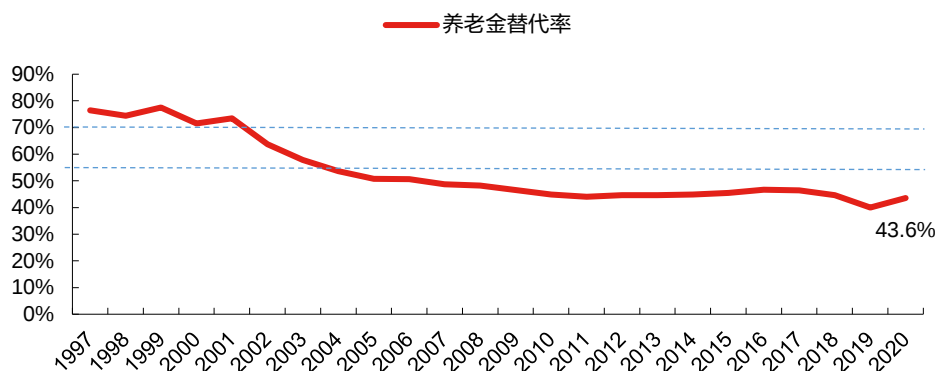
数据来源：Wind，东方证券研究所

3. 市场空间可观，把握发展机遇

3.1 规模预测：预测 2023 年参与人数近 1000 万人，至 2030 年累计增量超 1 万亿元

替代率下行至 40%，保障力度显著不足。根据人社部公布数据，以 2020 年全国规模以上企业就业人员月平均工资 6654 元为基数，企业职工月人均养老金约为 2900 元，我们以当年全部退休人员养老金和在职人员收入进行测算得养老金替代率约为 43.6%，自 2002 年起逐年下降。世界银行组织建议，要维持退休前的生活水平不下降，养老金替代率需不低于 70%；国际劳工组织 1994 年发布的《社会保障最低标准公约》指出，55% 是养老金替代率的警戒线，若低于此，保障基本生活将较为困难。若以当年全部退休人员养老金和在职人员收入进行测算得到的养老金替代率做对标，目前我国尚低于以上标准，保障力度显著不足。

图 13：养老金已逐步下降至 40% 水平



注：养老金替代率=当年全部退休人员养老金/在职人员收入。

数据来源：Wind，人社部，东方证券研究所

第二支柱存在覆盖率不足的困境，绝大多数人群缺乏完善的养老保障。在面临可持续性压力的背景下，基本养老金替代率可能会保持长期下降的趋势，需要以其他养老金形式作为补充。截至 2022 年 3 月末的第二支柱企业/职业年金覆盖人群仅 7200 万人，而我国 2021 年末 60 岁及以上人口达 2.67 亿人，相较之下，仍有绝大多数人群缺乏完善的养老保障，第三支柱的发展迫在眉睫。

边际税率 10%以上即有税收优惠，预测 2023 年参与人数近 1000 万人。根据最新个人所得税计算规则，在不考虑社保、专项附加扣除的基础上，每月收入 8000 元以上即要承担 10%的边际税率，若考虑房租、房贷、赡养老人等专项附加扣除，则月收入万元以上的居民参与个人养老金即可享受到切实的税收优惠。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，我们按每年 3%的规模增长预测，且假设 10%以上边际税率的人群 100%参与，至 2023 年约为 990 万人。

表 20：个人所得税税率表

全年总收入	对应全年应纳税所得额	对应每月收入	累进税率
0-6 万元	< 0 元	0-5000 元	0%
6-9.6 万元	不超过 3.6 万元	5000-8000 元	3%
9.6-20.4 万元	3.6-14.4 万元	8000-17000 元	10%
20.4-36 万元	14.4-30 万元	17000-30000 元	20%
36-48 万元	30-42 万元	30000-40000 元	25%
48-72 万元	42-66 万元	40000-60000 元	30%
72-102 万元	66-96 万元	60000-85000 元	35%
超过 102 万元	超过 96 万元	85000 元以上	45%

注：以 5000 元作为个人所得税起征点，为方便计算，此处不考虑社保、专项附加扣除等因素。

数据来源：税务总局，东方证券研究所

假设人均缴费上限每 3 年上调 10%，至 2030 年累计超 1 万亿元的增量市场。现阶段每人每年缴费上限为 12000 元，我们认为随着居民生活水平的提高，缴费上限有逐步抬升的趋势，但频率相对来说较低，假设 3 年上调 10%。因此，我们预测至 2030 年我国个人养老金有望实现累计超 1 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，由于刚达到 10%边际税率人群全年税收优惠幅度约为千元（考虑到领取时缴税的贴现值），可能存在吸引力不足的问题，若参与度不及预期，实际空间可能会低于我们的测算数值。

表 21：个人养老金规模预测表

	2018		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
参与人（万人）	854	YoY+3%	990	1,020	1,050	1,082	1,114	1,148	1,182	1,218
每年人均缴费（元）			12,000	12,000	12,000	13,200	13,200	13,200	14,520	14,520
每年缴费规模（亿元）			1,188	1,224	1,260	1,428	1,471	1,515	1,716	1,768
累计缴费规模（亿元）			1,188	2,412	3,672	5,100	6,571	8,086	9,802	11,570

数据来源：CHIP2018，东方证券研究所

3.2 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，我们认为在政策引领、税优吸引下的居民参与度有望逐步提升，对市场空间展望乐观，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)，以及寿险价值标杆、深化亚太多区域布局的友邦保险(01299，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)，以及开门红扎实推进，资产端弹性更大的中国人寿(601628，未评级)。

4. 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。个人养老金政策由各家监管机构陆续发布，后续对细则条款还有进一步调整优化可能性，对产品形态或市场空间或有影响。

3) 产品创新进度不及预期。由于养老保障类产品多为长缴费期产品，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) 假设不成立导致的测算偏差风险。养老金替代率测算依据退休与在职人员的薪资水平，可能存在不同时间维度下的测算偏差；此外对于参与率的预期较为乐观，可能存在参与度不及预期对测算结果的负面影响。

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

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。