

2022-12-16



深度：如何布局个人养老金落地？

分析师：徐超
证书编号：
S1190521050001

证券研究报告

“养老三支柱”中，第一支柱基本养老保险累计结余 6.4 万亿，第二支柱企业年金和职业年金规模 4.4 万亿，（2.6 万亿企业年金和 1.8 万亿职业年金），第三支柱个人养老金规模仅 1700 亿左右，且第一、二支柱已经难以承担全部养老需求。因此，2018 年后，第三支柱发展迫在眉睫，先是以养老产品试点先行展开，由于税收政策等因素，收效并不大；2022年4月，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》，此后政策密集出台，全国36个城市试点个人养老金账户，至11月18日，养老基金Y份额开售，标志着四大养老金融产品正式开启新一轮竞争。

经过对市场上四大养老金融产品横向对比，我们认为，养老目标基金的收益率上限较高，头部基金可以做到三年年化收益在8-10%之间，但同时整体波动性也较大；养老商业保险的收益在4-6%区间，相对收益稳定，但变现难度高，流动性较低；养老储蓄五年期收益率在3.5%-4%之间，对风险偏好低的投资者来说，具备吸引力；养老理财产品的实际到期收益率今年在3%左右，同样受到市场波动性影响较大。

通过对缴费人口的测算，我们认为，到**2023年**，个人养老金将为市场带来**695亿资金**，而到了**2030年**，**个人养老金存量规模将达到2.5万亿规模**，银行、基金、保险的比例为**36%：34%：13%**；财富管理行业的资产端和渠道端都将受益于个人养老金的持续发展，尤其是参考美国IRA账户，公募基金和养老保险会被长期推高，占据养老产品的大部分份额，头部企业还有可能迎来养老金投顾、养老地产、养老信托的交叉增量机会，因此，我们推荐证券行业的**广发证券、东方证券、长城证券、中金公司、东方财富、国联证券**，保险行业的**中国人寿和中国平安**。

风险提示：疫情反复、国内经济下行超预期、财富管理行业发展不及预期、个人养老金缴费规模不及预期

目录

1

我国个人养老金体系的建立

2

个人养老金新政落地

3

四大个人养老金产品对比

4

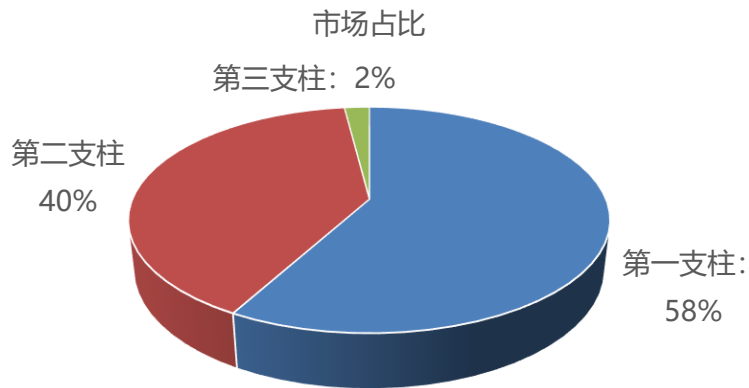
投资测算、建议与风险提示

1、从养儿防老到买房养老再到个人养老金

养老金制度的本质是应对老龄化风险，最早的“养老三支柱”是由世界银行在 1994 年发布的《防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策》报告中提出的，第一支柱是指由政府主导且具有强制性的公共养老金，主要起到收入再分配及降低老年人口贫困的作用；第二支柱是由雇主提供的职业养老金；第三支柱就是目前在普及的自愿性质的个人养老金，员工自己缴费并承担投资风险，同时政府通过税收优惠政策鼓励个人进行养老储蓄；

经过30年的发展，我国形成了第一支柱一支独大，第二、三支柱发展不均衡。截至 2021 年末，第一支柱基本养老保险累计结余 6.4 万亿，第二支柱规模 4.4 万亿（2.6 万亿企业年金和 1.8 万亿职业年金），第三支柱规模约 1700 亿（包括养老目标基金、养老理财、税延型商业保险、专属养老保险），占比分别为 58%、40%、2%。如果把社保基金（3 万亿）也纳入第一支柱，则第一支柱占比将达到 67%；

图表1：三大支柱的市场占比情况

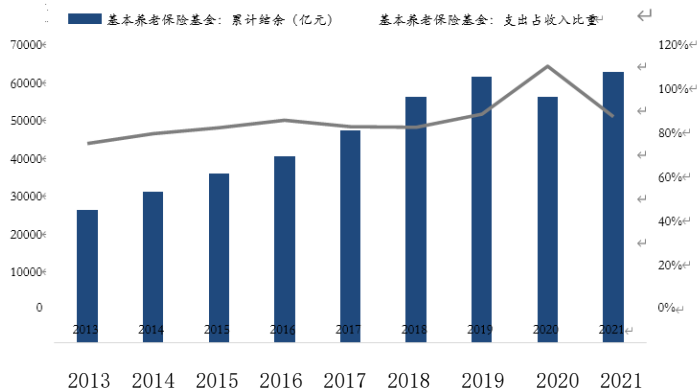


2、第一、二支柱不堪重负

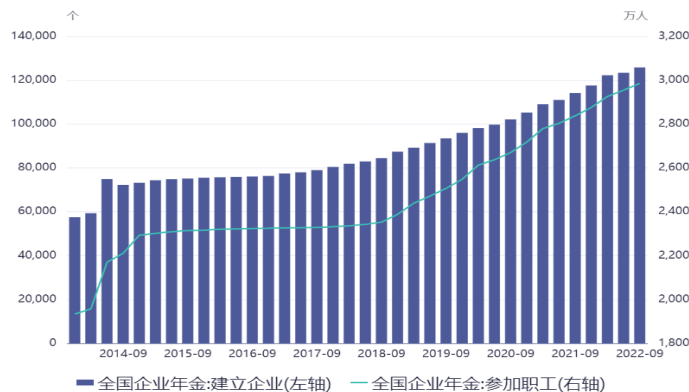
在缴费劳动力占比逐渐下降、领取待遇的老龄人口占比上升、养老金不断提高等多重因素作用下，基本养老保险的资金缺口将不断扩大。基本养老金的支出占收入比重从 2013 年的 81% 上升至 2021 年的 91%，老年人口抚养比在近十年间也快速攀升，从 2011 年的 12.2% 上升至 2021 年的 20.8%。此外，城镇职工基本养老保险抚养比（参保职工/参保离退休人员）从 2011 年的 3.16（3.16 人养 1 人）下降至 2021 年的 2.65（2.65 人养 1 人）。（资料来源：国家人力资源与社会保障部）

企业年金的问题主要是覆盖率低，2021 年末建立企业年金的企业只有 11.8 万个（工信部数据，全国企业目前 4842 万，只占 0.2%），仍有大量企业未建立企业年金。截止 2022 年 3 月末，参加企业年金和职业年金的职工数共 7200 万，主要覆盖了机关事业单位工作人员，因此对未来第二支柱养老金的补充也比较有限。

图表2：基础养老金结余曲线及支出收入比



图表3：全国企业年金和参保职工数



3、第三支柱，从产品制试点启航

国内的第三支柱起步较晚。2018年4月五部委联合发布《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，“第三支柱”的表述才首次出现在官方文件。个人养老金可以分为账户制和产品制，账户制是设立与个人绑定的养老金账户作为养老金运营管理、税优政策执行的平台，产品制是基于个人先购买养老金融产品，然后核实来享受税收优惠政策。

18年以后第三支柱以养老产品试点先展开，设置了养老储蓄、养老理财、养老目标基金、商业养老保险（税延型商业养老保险、专属商业养老保险），其中仅有税延型商业养老保险享有税收优惠政策，但税收优惠力度不高、退税手续繁琐，总体试点效果不尽如人意。根据公开数据，目前养老理财、养老目标基金、税延型商业养老保险、专属商业养老保险规模分别约为 544 亿、1141 亿、6 亿、16 亿，具备较大发展空间。

图表4：养老产品试点情况

时间	政策文件	试点范围	试点产品	试点现状
2018年3月	《养老目标证券投资基金指引（试行）》	——	养老目标基金（目标日期型、目标风险型）	2021年末规模为1141亿元
2018年4月	《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》	上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区	个人税收递延型商业养老保险	2021年10月，累计实现保费收入近6亿元，参保人数超过5万人
2021年5月、2022年2月	《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》、《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》	浙江省（含宁波市）和重庆；2022年3月扩大到全国，允许养老保险公司参加试点	专属商业养老保险	2022年5月末，专属养老保险保单件数15.7万件，保费规模15.7亿
2021年10月、2022年2月	《关于开展养老理财产品试点的通知》、《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》	武汉、成都、深圳、青岛；2022年3月1日起，试点范围扩展为“十地十机构”，原有机产品额度上限提升至500亿	养老理财产品	2022年5月末，发行22只产品，221万投资者认购金额544亿元
2022年7月	《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》	合肥、广州、成都、西安和青岛，单家银行试点规模不超过100亿元	养老储蓄	2022年11月开始试点

目录

1 我国个人养老金体系的建立

2 个人养老金新政落地

3 四大个人养老金产品对比

4 投资测算、建议与风险提示

1、顶层设计启动，产品制转向账户制，商业银行有先发优势

2022年4月21日，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》，开启了三支柱养老体系的元年。《意见》明确了个人养老金将实行个人账户制，同时规定了参加范围、缴费上限、投资范围、领取方式等，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，缴费完全由个人承担，实行完全积累。与目前的产品制相比，账户制便于未来打通各支柱之间的养老金账户，实现账户信息、账户资产及相关政策的互通，在税收优惠政策执行、产品转换的流程处理方面也会更方便。

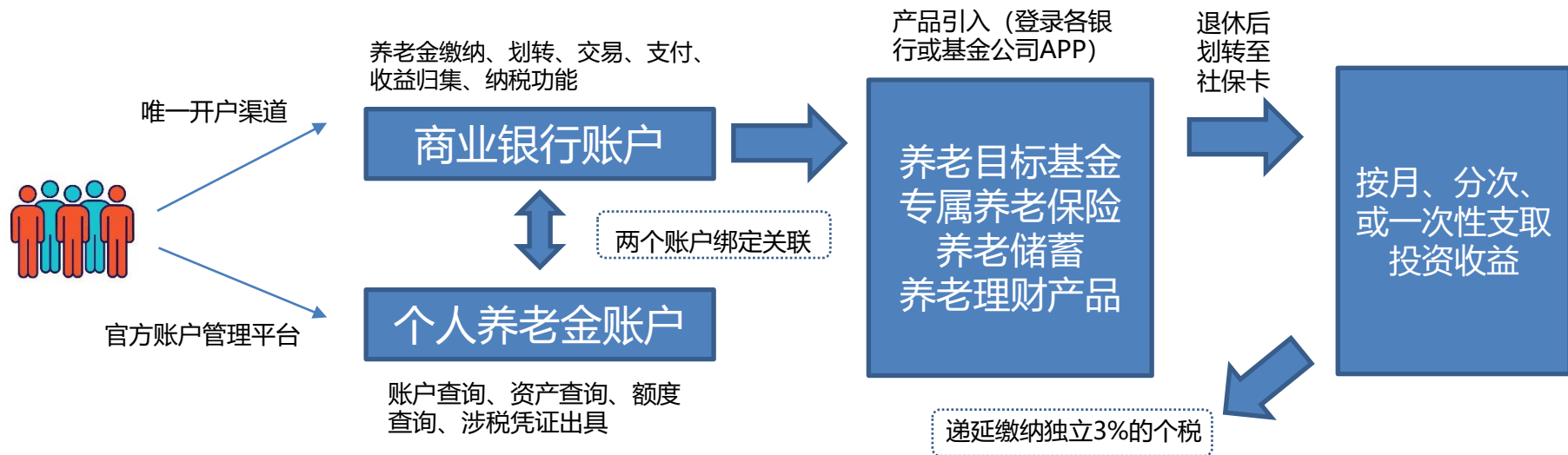
图表5：2022年4月后个人养老金相关政策密集出台

类型	时间	政策文件/会议
顶层框架 (意见)	2022 年 4 月 21 日	国务院办公厅《关于推动个人养老金发展的意见》
配套政策 (征求意见稿)	2022 年 6 月 24 日	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）》
配套政策 (试点)	2022 年 7 月 29 日	银保监会、人民银行《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》
税收优惠措施	2022 年 9 月 27 日	国务院常务会议
配套政策 (征求意见稿)	2022 年 9 月 29 日	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）》
顶层框架 (落地)	2022 年 11 月 4 日	人社部、财政部、国家税务总局银保监会、证监会联合印发《个人养老金实施办法》
税收优惠措施	2022 年 11 月 4 日	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》
配套政策 (征求意见稿)	2022 年 11 月 4 日	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）》
配套政策 (落地)	2022 年 11 月 4 日	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》

1、顶层设计启动，产品制转向账户制，商业银行有先发优势

目前试点在全国36个城市，做为资金账户唯一开立机构，商业银行将率先实现获客，并成功对后续增量资金注入、获取更多养老金业务相关资源具有重要意义。再叠加一定产品门槛，比如投资者只可购买本人资金账户开户行所发行的理财、储蓄产品（首批试点机构目前只有四大行），因此大中型银行将成为第一轮获益者。

图表6：个人养老金账户流程图



2、长期看更大的利好：权益类基金及控股头部券商

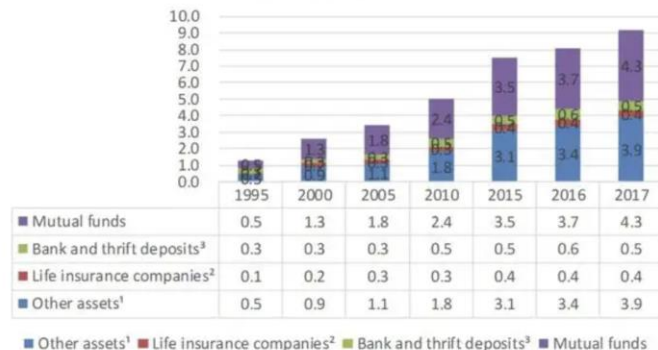
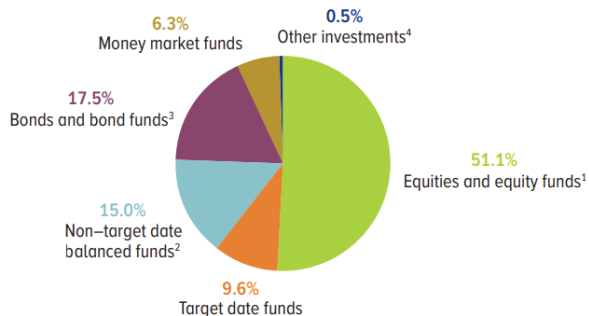
个人退休账户计划(简称IRA)是美国养老金体系的第三支柱，规模远超过我们熟知的401k计划，是美国最大养老金计划。结合美国IRA资产配置结构变迁来看，前期资金也主要集中于银行储蓄类产品，在20世纪70年代末，IRA计划刚刚建立时，IRA资产中72%投资于银行储蓄，24%投资于商业保险，投资于股票和共同基金的占比仅为3%。从1995年开始，投向共同基金的IRA资产占比就接近半壁江山，到2015年底，IRA计划7.32万亿美元资产中，仅有7%的资产为银行储蓄，商业保险产品占比仅为5%，而投资于共同基金资产达到3.49万亿，占比上升至48%，其他证券资产达到2.91万亿，占比达40%。

长期来看，个人养老金作为长久期资金，预计未来随着规模增长、投资经验成熟以及政策逐步放开，将更多流入资本市场，预计投研能力强、所提供产品适配性高的头部基金管理公司将在产品供给端“强者恒强”，控股的头部券商将得到最大受益。

图表7：2021年美国IRA账户资产配置饼图

Equity Holdings Figure Prominently in Traditional IRA Investments

Percentage of traditional IRA balances, year-end 2018



3、税延政策是新政的核心

对比2018年时推出的税延养老险试点政策，投保缴费期间投资收益暂不征税，领取时25%部分予以免税，其余75%部分按照10%税率交税，即领取时的个税税率为7.5%（EET模式）。但税延养老保险试点不及预期，银保监会数据显示，截至2021年10月底，共有23家保险公司参与税延养老保险试点，累计实现保费收入近6亿元，参保人数仅超5万人。究其原因，是数量众多的中低收入者当前税率低于税延养老金领取时的税率，如果参加，不仅不能享受到税收递延，反而增加了税收，而本次政策将个人养老金领取时的税负相当于由7.5%降低至3%，对于月收入10000元者，实际边际节税每年540元左右，递延平衡临界点下调到了月工资7251元。

图表8：2022年我国个人所得税累进税率表

级数	累计预扣预缴应纳税所得额	预扣率（%）
1	不超过36000元的	3
2	超过36000元至144000元的部分	10
3	超过144000元至300000元的部分	20
4	超过300000元至420000元的部分	25
5	超过420000元至660000元的部分	30
6	超过660000元至960000元的部分	35
7	超过960000元的部分	45

图表8：新税延政策下节税平衡点计算

3倍平均工资	34188					管理费 1.5%						
平均工资	11.396											
社保缴存比例	17.50%			12月	30年	360	3.50%	0.29%				
月度税前工资	社保	原应纳税额	抵扣(全部取上限)	新应纳税额	原个税	新个税	每月个税纳税 差异	30年后缴费期满后累计账户价值	一次性领取交税	考虑货币时间价值节税效应		
								30年后缴费期后累计账户价值				
5.000	875	4125	1000	3125	0	0	0	619908	18597	-6626		
6.000	1050	4950	1000	3950	0	0	0	619908	18597	-6626		
7.000	1225	5775	1000	4775	23	0	23	619908	18597	-1398		
7251	1269	5982	1000	4982	29	0	29	619908	18597	-1		
8000	1400	6600	1000	5600	48	18	30	619908	18597	120		
9.000	1575	7425	1000	6425	73	43	30	619908	18597	120		
10000	1750	8250	1000	7250	115	68	48	619908	18597	4055		
11.000	1925	9075	1000	8075	198	98	100	619908	18597	15861		
12.000	2100	9900	1000	8900	280	180	100	619908	18597	15861		
11000	2275	10725	1000	9.725	363	263	100	619908	18597	15861		
14000	2450	11550	1000	10550	445	345	100	619908	18597	15861		
15.000	2625	12375	1000	11.375	528	428	100	619908	18597	15861		

4、税延和缴费政策依旧还有很大空间

税收优惠政策的设计和缴费额度是影响个人养老金发展的两个关键变量，国际成熟市场的养老金税优政策常用的是 TEE（缴费征税，投资、领取免税）和 EET（缴费、投资免税，领取征税）相结合的方式。其中，EET 对于高收入群体和有良好雇主的群体有激励作用，因为缴费和投资阶段收入较高，对应税收支出高，所以缴费税前抵扣以及投资期免税可以减少税收支出，而退休领取时个人收入较低，税收支出也相对较低。

无论是试点的税延型商业养老保险，还是目前的个人养老金账户采用的都是 EET 模式，对高收入人群有一定吸引力，但是低收入、自由职业群体由于达不到个税起征点而无法享受缴费阶段的税优政策，覆盖范围较小，无法体现税优政策的公平性。此外，最高每个月 1000 元的抵税额度较低（IRA 账户每年 6500 美元上限），也无法形成对高收入群体形成激励。

相比之下，TEE 模式对低收入群体或年轻员工有更好的缴费激励效果。因为我国部分低收入者未达到个税起征点，年轻员工在职业生涯早期收入也较低，所以税后缴费实际上享受了较低税费甚至零税费，更适用于缴费阶段征税的模式。例如，美国第三支柱 IRAs 中的 Ross IRA 就采用了 TEE 模式，实行税后缴费，投资期免税，领取时满足账户持有期和个人年龄要求后可以免税。因此吸引了收入相对较低的年轻人进行缴费。截止 2018 年末，40 岁以下持有 ROTH IRA 的比例为 33%，而传统 IRA 只有 16%，Ross IRA 2021 年资产规模达到了 1.3 万亿美元，较 1998 年增长了 22 倍。

目录

1 我国个人养老金体系的建立

2 个人养老金新政落地

3 四大个人养老金产品对比

4 投资测算、建议与风险提示

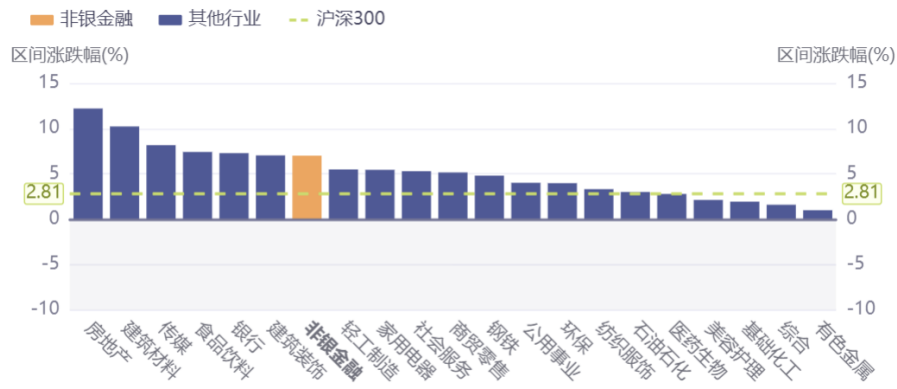
1、个人养老金带来非银市场“活水”

11月18日，中国证监会发布首批个人养老金投资基金产品，包含40家基金管理人的**129只养老目标基金**，可以对外发售个人养老金专属份额——**Y类份额**，该份额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，可以对管理费和托管费实施费率优惠；11月23日，银保监会印发《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》，明确险企开展个人养老金业务七大条件，截至2022Q3末，16家上市险企人身险、健康险、养老险子公司中共9家符合上述资本、偿付能力及风险评级要求。同日，中国银保信官网公布首批个人养老金保险产品名单，共有**6家保险公司的7款产品**入选，均为专属商业养老保险产品。

图表9：非银金融近期市场走势及成交量



图表10：非银金融近期涨跌幅



2、养老目标基金产品：费率优惠

在目前公开发售和准备发售的共129只Y份额养老基金产品中，以下是单位净值居前的TOP15只基金（由于发售日期太短，无法计算区间回报），其中费率优惠较大的，是广发安泰稳健养老一年持有FOF的Y类份额，施行管理费0.25%和托管费0.075%的优惠费率，广发稳健养老目标一年FOF的Y类份额施行管理费是0.30%和托管费0.075%，其他基金的普遍优惠费率是0.75%和0.05%。

图表11：Y份额基金净值前15名

基金代码	基金名称	基金类型	净值日期	单位净值	日回报(%)	成立年限(年)	基金经理	基金公司
017248.OF	华夏养老2045三年持有混合(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.5358		0.04	许利明	华夏基金
017277.OF	中欧预见养老2035三年持有(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.5298	0.2096	0.04	桑磊	中欧基金
017376.OF	南方养老目标日期2035(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.5075		0.02	黄俊,鲁炳良	南方基金
017249.OF	嘉实养老2050混合(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.5000	0.6847	0.04	张静,唐棠	嘉实基金
017296.OF	嘉实养老2040混合(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.4281	0.4219	0.02	张静,唐棠	嘉实基金
017251.OF	工银养老2035Y	混合型FOF	2022-11-23	1.3911	0.1296	0.04	蒋华安	工银瑞信
017273.OF	银华尊和养老2035三年持有混合(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.3393	0.1421	0.04	肖侃宁,熊侃	银华基金
017247.OF	华夏养老2040三年持有混合(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.3008		0.04	许利明	华夏基金
017253.OF	易方达汇诚养老2043混合(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.2859	-0.2250	0.04	汪玲	易方达基金
017270.OF	招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.2840	-0.1245	0.04	章鸽武	招商基金
017353.OF	工银养老2050Y	混合型FOF	2022-11-23	1.2691	0.2686	0.02	周崑	工银瑞信
017395.OF	招商和悦均衡养老三年持有期混合(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.2197	-0.2454	0.02	章鸽武	招商基金
017271.OF	华宝稳健养老(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.2195	0.7851	0.03	孙梦祯,胡颖臻	华宝基金
017370.OF	银华尊和养老2040三年持有混合发起式(FOF)Y	混合型FOF	2022-11-23	1.2181	0.1068	0.02	肖侃宁,熊侃	银华基金
017229.OF	交银养老2035三年Y	混合型FOF	2022-11-23	1.2149	0.0247	0.04	蔡铮	交银施罗德

资料来源：Wind,太平洋证券研究院整理

2、养老目标基金产品：收益与规模

在已发行的养老目标基金中，受到今年整体行情的影响，只有一只基金的年化回报为正，为**广发安泰稳健养老一年持有混合(FOF)**，但如果把周期拉长到三年，则年化回报TOP10的基金，回报在10%左右，是符合长期养老需求的，可以佐证产品的长期有效性；而在已经发行的养老目标产品中，**交银安享稳健养老一年A规模最大**，为154亿，但后面的其他养老基金规模迅速收窄，未来的规模空间还是比较大的。

图表12：养老基金收益率情况

基金代码	基金名称	今年以来(%)	近3年(%)	成立至今(%)	年化回报(%)
006620.OF	华夏养老2045三年持有混合(FOF)A	-13.62	45.23	53.38	12.47
006621.OF	华夏养老2045三年持有混合(FOF)C	-13.93	43.51	51.17	12.02
007188.OF	嘉实养老2050混合(FOF)A	-13.7	37.46	49.85	11.9
006307.OF	嘉实养老2040混合(FOF)A	-13.33	37.09	42.66	9.98
006290.OF	南方养老目标日期2035(FOF)A	-9.8	34.27	50.71	10.62
006289.OF	华夏养老2040三年持有混合(FOF)A	-11.88	33.79	45.16	9.25
006291.OF	南方养老目标日期2035(FOF)C	-10.12	32.69	48.29	10.18
006321.OF	中欧预见养老2035三年持有(FOF)A	-9.55	32.64	52.96	10.82
006245.OF	嘉实养老2030混合(FOF)A	-10.61	31.19	35.6	9.61
006322.OF	中欧预见养老2035三年持有(FOF)C	-9.87	31.08	50.47	10.38

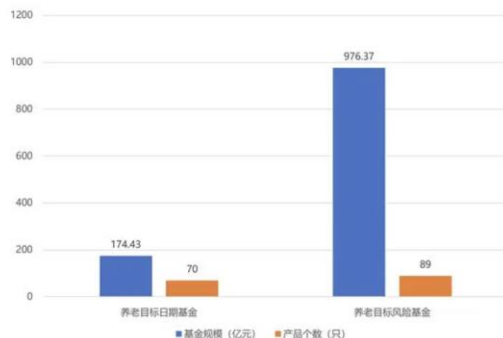
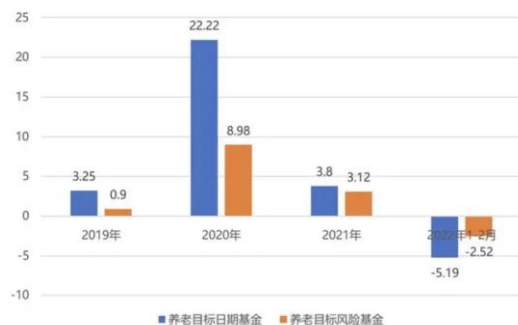
基金名称	今年以来(%)	今年以来同类排名	基金规模(亿)	基金公司
交银安享稳健养老一年A	-2.17	33/303	154.58	交银施罗德
兴证全球安悦稳健养老一年持有混合(FOF)A	-1.96	27/303	52.48	兴证全球基金
南方富誉稳健养老目标一年持有混合(FOF)A	-4.05	65/303	37.49	南方基金
汇添富添福盈和稳健养老一年持有混合(FOF)A	-4.68	83/303	36.65	汇添富基金
民生加银康宁稳健养老目标一年混合(FOF)A	-5.44	98/303	31.62	民生加银基金
嘉实民安添岁稳健养老一年持有期混合(FOF)A	-4.64	81/303	26.23	嘉实基金
招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A	-1.75	26/303	22.55	招商基金
浦银安盛颐和稳健养老一年混合(FOF)C	-1.26	20/303	20.47	浦银安盛基金
华安民享稳健养老一年混合(FOF)A	-2.55	43/303	20.17	华安基金
兴全安泰稳健养老一年持有混合(FOF)A	-2.36	37/303	18.23	兴证全球基金

2、养老目标基金产品：管理人与产品类型

在已经发行Y份额的基金管理人中，目前**华夏基金**已达标产品数量最多，达到了9只；**南方、汇添富、嘉实、易方达**构成了第二梯队，和**华夏**的差距很小；而在总管理规模上，**交银施罗德、汇添富、南方**是目前养老基金规模的前3位，随着36地个人养老金的实施，以及可以预测的，后续试点城市的放开，各大券商控股、参股的基金公司，都会以较快的速度扩张。

另一方面，**养老目标日期基金**（TDF）的收益总体好于**养老目标风险基金**（TRF），但整体市场规模小于**养老目标风险基金**；

图表13：养老目标基金与养老风险基金



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

序号	基金管理人	养老目标基金规模 (亿元)	养老目标基金数量	上周设立Y份额的基金数量	本周设立Y份额的基金数量	目前已设立Y份额基金数量
1	华夏基金	43.49	9	2	7	9
2	汇添富基金	76.28	8	2	0	2
3	南方基金	64.92	8	2	6	8
4	嘉实基金	43.53	7	2	0	2
5	易方达基金	25.34	7	2	5	7
6	华安基金	41.81	6	2	4	6
7	广发基金	28.90	6	2	2	4
8	银华基金	17.35	5	2	3	5
9	工银瑞信基金	11.29	5	2	3	5
10	中欧基金	23.87	4	2	2	4
11	平安基金	14.85	4	0	4	4
12	万家基金	12.02	4	2	2	4
13	鹏华基金	9.18	4	1	3	4
14	天弘基金	6.10	4	2	2	4
15	民生加银基金	38.32	3	1	0	1
16	招商基金	38.27	3	2	0	2
17	富国基金	17.23	3	2	1	3
18	华商基金	12.81	3	1	2	3
19	中银基金	3.92	3	2	0	2
20	交银施罗德基金	164.04	2	2	0	2
21	浦银安盛基金	46.22	2	0	2	2
22	建信基金	16.90	2	2	0	2
23	博时基金	2.99	2	1	0	1
24	银河基金	2.78	1	0	1	1
25	华宝基金	2.23	1	0	1	1
26	景顺长城基金	1.84	1	1	0	1
27	大成基金	1.15	1	1	0	1
28	国投瑞银基金	0.99	1	0	1	1
29	长城基金	0.83	1	0	1	1
30	国泰基金	0.78	1	0	1	1
31	中加基金	0.73	1	0	1	1

图表7：目前已经发行Y份额的基金管理人情况 来源：Wind

3、养老保险产品

图表14：已获批养老保险产品

产品	保险公司	保障内容	保证利率	2021年结算利率	初始费用	账户转换
国寿鑫享宝专属商业养老保险	中国人寿	养老年金：终身领或10、15、20年领； 失能护理保险金； 身故保险金	稳健型2% 进取型0%	稳健型4% 进取型5%	最高5%	每年1次， 免费转换
人保寿险福寿年年专属商业养老保险	人保寿险	养老年金：终身领或10、15、20、30年领； 重度失能保险金； 身故保险金	稳健型3% 进取型0.5%	稳健型5% 进取型5.3%	最高3%	每年1次， 免费转换
太平岁岁金生专属商业养老保险	太平人寿	养老年金：终身领或10、20年领； 身故保险金； 全残保险金	稳健型2% 进取型0%	稳健型4.5% 进取型5.35%	最高2%	每年1次， 免费转换
太平盛世福享金生专属商业养老保险	太平养老	养老年金：终身领或10、15、20、25年领； 失能护理/疾病全残保险金； 身故保险金	A账户3% B账户0.55%	—— (2022年备案产品)	最高5%	每年1次， 免费转换
泰康臻享百岁专属商业养老保险	泰康人寿	养老年金：终身领或10、15、20、30年领； 身故保险金	稳健型2.85% 进取型0.5%	稳健型6% 进取型6.1%	最高3%	每年1次， 免费转换限额为账户价值50%或200万以内，超出限额收3%
泰康臻享百岁B款专属商业养老保险	泰康人寿	养老年金：终身领或10、15、20、30年领； 身故保险金	稳健型2.85% 进取型0.5%	—— (2022年备案产品)	最高5%	每年1次， 免费转换限额为账户价值50%或200万以内，超出限额收3%
国民共同富裕专属商业养老保险	国民养老	养老年金：终身领或10、20年领； 身故保险金	稳健型3% 进取型0%	—— (2022年备案产品)	最高3%	每年1次， 免费转换

➤ 特点总结：

- 1、保障内容：基本都是养老年金+身故的模式，其中国寿、人保、太平人寿的两款产品扩展到了全残护理（失能护理）；
- 2、在收益上，专属商业养老险普遍采用账户了积累期“保证+浮动”的收益模式，其中稳健型账户会给一个保底利率（2%-3%之间），进取型账户的保底利率普遍较低，最低的为0，最高的也仅为0.55%，为太平养老的产品；
- 3、从实际结算利率来看，去年已经完成备案的产品中，稳健型产品收益率在4%-6%，进取型产品收益率在5%-6.1%，和权益市场的表现不佳有关，综合看，目前专属养老保险的普遍年化收益在4%-6%之间，低于头部的养老基金产品，高于养老储蓄和养老理财产品；目前实际收益最高的是泰康的臻享百岁；
- 4、与其他养老产品不同，养老保险还需要收取一个固定的初始费用，用于保险公司的销售和运营，最高从3%-5%收取不等；
- 5、在账户转换方面，目前每一款专属养老保险都提供每年至少一次的账户转换机会，让用户可以根据行情判断选择转换，只有泰康人寿的产品转换有50%或200W的额度限制；

➤ 特点总结：

- 6、根据目前银保监会的规定，个人养老保险的身故保险金、全残保险金有限制的上限，最高不超过保单现金价值的110%；
- 7、当然保险产品最主要的还是现金价值的提升，从目前已公布的养老保险产品合同中可以看出，基本从第4年左右现金价值开始等于保费，也就是说平均投保满5年以后，退保才能无损。而即便超过5年，退保也不能拿走全部收益，在这方面，积极意义是可以强制用户长期投资，符合养老产品的设计本质；负面来说，对比其他三种养老产品，养老保险的变现方面还是最差的，这是保险产品的性质所决定的；

图表15：养老保险产品现金价值计算

被保险人在开始领取养老金之前，本合同的现金价值如下：	
保单年度	现金价值
第1保单年度	已支付保险费总额×95%
第2保单年度	已支付保险费总额×97%
第3保单年度	已支付保险费总额×99%
第4保单年度	已支付保险费总额×100%
第5保单年度	已支付保险费总额×100%
第6至10保单年度	已支付保险费总额+75%×保单账户累计收益
第11保单年度及以后	已支付保险费总额+90%×保单账户累计收益

资料来源：各保险公司官网数据，太平洋证券研究院整理

4、养老储蓄产品

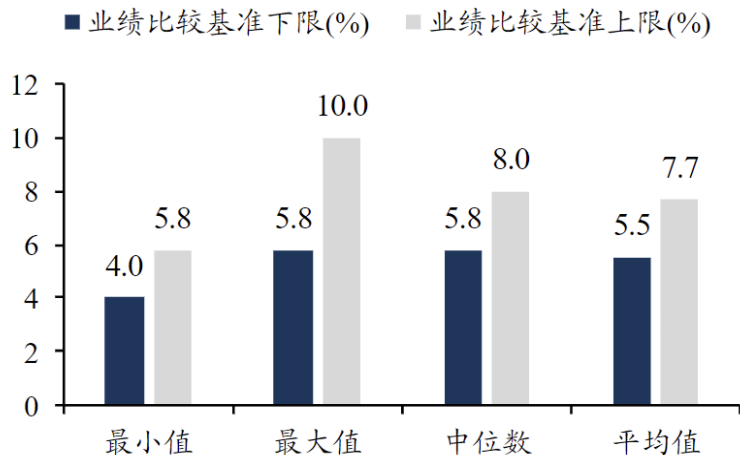
- 与前述两类产品相比，特定养老储蓄和养老理财产品结构简单，锚定的是无风险利率，加上银行和银行理财子公司作为发行机构，这类产品在四类养老产品中具有最广泛的受众基础。
- 根据今年7月发布的《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》，工、农、中、建四大行在广州、青岛、合肥、西安、成都5个城市开展特定养老储蓄试点，在实际执行上，以建设银行为例，当前5年整存整取的年利率为2.65%，而该行发行的5年期特定养老储蓄产品在广州、西安、成都地区的整存整取执行年利率为**4%**，在合肥、青岛地区整存整取产品的执行年利率为**3.5%**。另外，作为养老专属产品，这类产品对投资者存在年龄限制，如年满35周岁才能办理，年满55周岁才能办理到期支取。

图表16：养老储蓄试点情况要素

	相关要素
试点时间	自2022年11月20日起，试点期限暂定一年
试点范围	四大行：工商银行、农业银行、中国银行、建设银行 五个城市：合肥、广州、成都、西安、青岛
试点规模	试点阶段， <u>单家试点银行</u> 特定养老储蓄业务总规模限制在100亿元人民币以内 储户在 <u>单家试点银行</u> 特定养老储蓄产品存款本金上限为50万元
产品设置	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
客群结构	仅限持有试点城市居民身份证、35岁以上的客户购买；其中，①50岁以上客户可以购买所有期限产品；②45-49岁客户可购买10年、15年、20年期限产品；③40-44岁客户可以购买15年及20年以上产品；④35岁以上客户则仅可购买20年期限产品；
试点推广	银保监会和人民银行将密切跟踪特定养老储蓄试点情况，加强监督管理，确保试点安全稳健开展，切实维护消费者合法权益。同时，及时总结评估试点情况，适时研究推广试点经验，推动商业银行更好服务多层次、多支柱养老保险体系建设。

➤ 银保监会已公布了工银理财等11家机构获准开办个人养老金业务，目前虽然个人养老金专属的理财产品名单未发布，但已有的一般养老理财产品运行情况，可作为一个投资参考，截至2022年11月9日，10家理财机构共计发行养老理财产品49只(不含子份额)，初始募集规模合计高达949.01亿元。收益方面，所有养老理财产品2022年三季度的平均年化收益率为4.48%。但由于四季度以来股市震荡，截至目前，四季度养老理财产品的平均年化收益率下行到2.55%左右，全年平均3%左右；

图表17：养老理财产品收益情况



资料来源：Wind,太平洋证券研究院整理

6、养老金金融产品横向对比

图表18：养老金产品总结

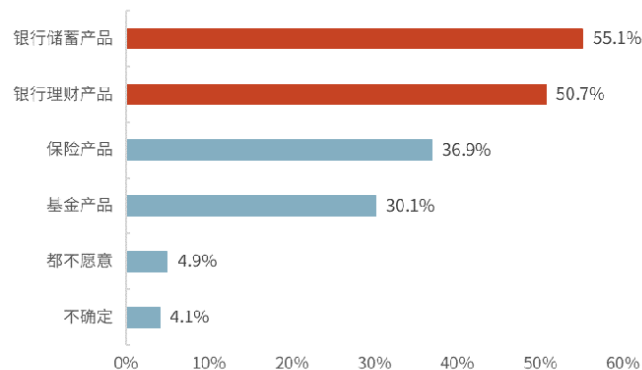
产品	养老目标基金	专属商业养老保险	特定养老储蓄	养老理财产品
简介	以追求养老资产的长期稳健增值为目的，鼓励投资人长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险	以养老保障为目的，领取年龄在60周岁及以上的个人养老年金保险产品	充分发挥商业银行储蓄业务优势，推出符合长期养老需求、充分体现养老功能的特定养老储蓄产品，推动特定养老储蓄业务规范健康发展，满足人民群众差异化养老金融需求	养老理财具有稳健性、长期性、普惠性等特点。投资期限5年，主要投资于固定收益类资产，并引入多种方式增强对风险的抵御能力
目前规模	截至2022年8月，已成立超过180只养老目标基金，存续规模合计超过1000亿元，持有人户数超300万户	截至2022年1月底，6家试点公司累计承保保单近5万件，累计保费4亿元，其中快递员、网约车司机等新产业、新业态从业人员投保近1万人	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	自2022年3月1日起，养老理财产品试点范围由“四地四机构”扩展为“十地十机构”。截至2022年11月，已经有49只养老理财产品顺利发售，23.1万名投资者累计认购超900亿元
产品特征	通常封闭期1年、3年或5年	积累期采取“保证+浮动”的收益模式。在积累期，保险公司须提供定期领取（领取期限不短于10年）、终身领取等多种方式供消费者选择	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	期限为5年左右的长期理财产品
年化收益	头部基金三年年化收益8-12%	稳定型/进取型两账户综合4%-6%	产品利率略高于银行五年期定期存款的挂牌利率，3.5%-4%之间	实际到期收益率前三季度4.48%
产品优势	收益率呈“固收+”特征，波动性较大，上限高	适合作为社会养老金补充，提供保底收益率	胜在稳定性	采用固收+策略；费率有优惠

资料来源：Wind,太平洋证券研究院整理

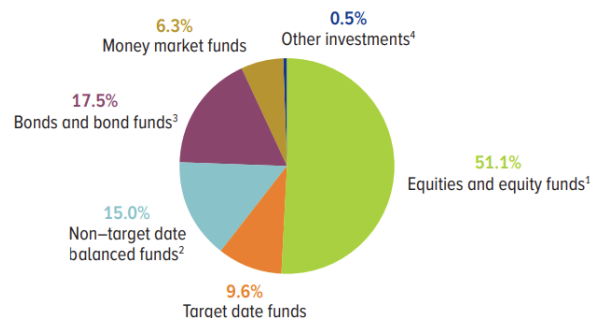
7、投资选择：短期银行，长期保险、公募基金

➤ 目前市场上主流养老金融产品，根据中国养老金融 50人论坛发布的《中国养老金融调查报告 2021-2022》，银行存款或银行理财是公众进行养老财富储备的主流方式，对于其他风险相对较高却可能获得高收益的养老金融产品（如股票、基金、信托等）配置意向相对有限。即便在通过税收优惠方式激励投资者参与养老金融市场情况下，调查对象仍然更加偏向于银行理财、银行储蓄这类风险较低、收益稳定的产品。当然，意愿往往与实际投资选择相悖离，后续预计投资策略成熟、投资风格稳健且投资收益具备竞争优势的产品将更好的抢占市场份额。因此看好未来一段时间内的有养老产品上市的保险公司以及公募基金管理经验成熟的综合型券商。

图表19：养老金融产品需求意愿统计



Equity Holdings Figure Prominently in Traditional IRA Investments
Percentage of traditional IRA balances, year-end 2018



资料来源：养老金融 50 人论坛《中国养老金融调查报告 2022》，太平洋证券研究院整理

目录

1 我国个人养老金体系的建立

2 个人养老金新政落地

3 四大个人养老金产品对比

4 投资测算、建议与风险提示

1、投资测算：养老金能带来多少增量市场？

首先，目前个人养老金制度只对缴纳个税居民有吸引力，根据2021年国家统计局数据，城镇就业人员总量达到46773万人，近五年城镇就业人员复合增速1.6%，且我国目前只有10%居民的月收入高于起征点 5000元，综合几项数据，可以算出：预计2022年城镇就业人员47521万人，2023年为48281万人；2023年缴纳个税的城镇居民，大约为4828万人；至2030年，为5396万人；

其次，假设到2026年，制度全面实施，之前缴费上限不变，试点城市不变，2026年之后，缴费上限提高一倍，试点城市扩大到全国，因为目前36个城市覆盖率大部分核心城市，所以认为全国实行后，总体量增加一倍；

同理，假设参加者的个人意愿随着制度的普及而逐渐变强，并以每年大约2%的增速增长；各金融产品占比，则参考美国IRA账户的发展历史，由银行主导逐渐向公募基金倾斜，商业银行有先发优势可率先抢占份额，公募基金因较高收益率份额提升较快，保险机构份额则始终相对稳定。最终测算结果如下：

预计到**2023年，个人养老金注入市场695亿**，而到**2030年，个人养老金存量规模将达到2.5万亿规模**，相当于复制一只社保基金；

其中，2023年，为商业银行注入348亿，公募基金139亿，保险行业139亿；而到2030年，预计给商业银行注入9136亿，公募基金8628亿，保险行业3299亿；

1、投资测算：养老金能带来多少增量市场？

图表20：未来10年个人养老金市场的增量测算

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
城镇就业人口 (万)	48,281	49,053	49,838	50,636	51,446	52,269	53,105	53,955
城镇就业人口增速	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
预计纳税人数占比	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
全国纳税人口数量 (万)	4,828	4,905	4,984	5,064	5,145	5,227	5,311	5,396
试点地区覆盖城镇人口范围	50%	50%	50%	100%	100%	100%	100%	100%
能够参与者数量 (万)	4,828	4,905	4,984	10,127	10,289	10,454	10,621	10,791
购买意愿占比	20%	22%	24%	26%	28%	30%	32%	34%
预计参与人数 (万)	966	1,079	1,196	2,633	2,881	3,136	3,399	3,669
每年缴费上限 (元/年)	12,000	12,000	12,000	24,000	24,720	25,462	26,225	27,012
额度上限增速	0.00%	0.00%	100.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
个人养老金实际平均参与额度 (假设为当年额度的60%)	7,200	7,200	7,200	14,400	14,832	15,277	15,735	16,207
当年度新增个人养老金缴费 (亿元)	695	777	861	3,792	4,273	4,791	5,348	5,946
年度累计个人养老金缴费 (假设留存率98%，亿元)	695	1458	2290	6036	10188	14776	19828	25378
商业银行份额	50%	48%	46%	44%	42%	40%	38%	36%
商业银行规模	348	700	1053	2656	4279	5910	7535	9136
公募基金份额	20%	22%	24%	26%	28%	30%	32%	34%
公募基金规模	139	321	550	1569	2853	4433	6345	8628
保险机构份额	20%	19%	18%	17%	16%	15%	14%	13%
保险机构规模	139	277	412	1026	1630	2216	2776	3299

通过以上测算，可以看出，财富管理行业的资产端和渠道端都将受益于个人养老金的持续发展，尤其是参考美国IRA账户，公募基金和养老保险会被长期推高，占据养老产品的大部份份额，头部的企业还有可能带来养老金投顾、养老地产、养老信托等交叉增量机会，因此，我们推荐一下标的：

- **证券：**建议关注几条主线，一条是旗下参控基金公司规模较大，或对母公司业绩贡献较大的：**广发证券、东方证券、长城证券**；二是个人财富管理尤其是买方投顾业务比较成熟的券商，如：**中金公司、东方财富、国联证券**；

图表21：公募基金对券商净利润贡献

券商名称	公募基金名称	参持股比例	基金净利润（亿元）	券商净利润（亿元）	公募基金对券商净利润贡献	公募基金对券商净利润贡献合计
东方证券	东方红	100%	5	6	83%	145%
	汇添富基金	35%	10	6	58%	
	长城基金	18%	1	6	3%	
长城证券	景顺长城基金	49%	8	4	98%	110%
	长城基金	47%	1	4	12%	
西南证券	银华基金	44%	4	2	88%	88%
	银华基金	26%	4	3	35%	
第一创业	创金合信基金	51%	1	3	17%	52%
	银华基金	19%	4	2	38%	
东北证券	东方基金	58%	0	2	0%	38%
	兴证全球基金	51%	9	14	33%	
兴业证券	南方基金	9%	9	14	6%	39%
	国海富兰克林基金	51%	1	2	26%	
广发证券	广发基金	55%	10	42	13%	22%
	易方达基金	23%	17	42	9%	
	博时基金	49%	9	43	10%	
招商证券	招商基金	45%	10	43	10%	29%
	富国基金	28%	11	34	9%	

保险：首批获批的养老保险产品有先发优势，**中国人寿**作为国内寿险巨头，旗下产品进入首批产品名单，且2022年业绩展现了较大韧性，负债端呈改善趋势，有望未来从养老保险规模增量中持续收益；**中国平安**的近两年一直在做全方位渠道改革，其银保渠道仍在不断壮大，有利于未来养老保险产品通过商业银行入口销售，有望在同业的竞争中处于有利的地位，该公司一直以来也比较重视金融科技赋能和康养产业链，且公司管理风格集中度比较高，这些特点都比较适合从上到下的推进个人养老金业务的执行落地，因此看好该公司作为国内保险集团龙头，在个人养老金业务推动下的长期价值。

3、盈利预测

图表22：推荐股票盈利预测

股票代码	股票名称	EPS				PE				评级	股价 2022/12/15
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
601995	中金公司	2.23	1.87	2.26	2.27	17.36	20.14	16.36	13.85	增持	38.75
000776	广发证券	1.42	1.05	1.38	1.64	11.07	14.72	15.19	9.37	增持	15.76
300059	东方财富	0.65	0.7	0.86	1.04	30.42	28.55	23.35	19.28	持有	19.69
601456	国联证券	0.31	0.34	0.44	0.55	44.52	34.3	26.49	21.42	持有	4.33
600958	东方证券	0.77	0.36	0.55	0.65	19.19	25.46	16.39	13.89	持有	9.05
002939	长城证券	0.57	0.31	0.46	0.56	22.76	27.77	18.72	15.38	持有	8.61
601319	中国人寿	0.49	0.57	0.66	0.75	10.73	8.96	7.7	6.78	增持	5.25
601318	中国平安	5.56	5.82	7.3	8.24	8.35	8.15	6.5	5.76	增持	46.43

资料来源：Wind,太平洋证券研究院整理

1、疫情反复

疫情的恢复时间尚不明确，若疫情出现反复或进一步加剧，将不利于证券、保险等金融产品的消费信心，从而使行业需求恢复情况不及预期。

2、国内经济下行超预期

受到疫情反复等影响，Q4后中国国内经济有可能下行程度超预期，经济刺激手段可能会落空，使行业整体业绩承压。

3、财富管理行业发展不达预期

受到银行、理财子公司、三方财富管理公司等同业竞争的影响，以及自身管理水平、创新水平的停滞，证券公司的财富管理业绩存在不达预期的风险。

4、个人养老金缴费规模不及预期

由于目前个人养老金缴费及税延政策还有较大的改善空间，对于普通大众尤其是低收入群体有可能吸引力不足。

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。