



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

养老金金融系列深度（一）：触达“最后一公里”，个人养老金扬帆起航

非银金融行业



证券研究报告

行业研究

行业深度研究

保险

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

触达“最后一公里”，个人养老金扬帆起航

2023年2月7日

本期内容提要:

- **制度框架清晰明确，先行试点正式开启。**系列制度正式发布，个人养老金制度框架加速落地。从运作模式看，**个人养老金制度采取“两层账户+多种金融产品+封闭运营”的运作模式**，参加基本养老保险的劳动者可自愿参加，通过建立个人养老金账户并开设对应的资金账户进行缴费，同时明确每年12000元的缴费上限。2)以账户制为基础，发展养老保障“第三支柱”，随着个人养老金制度的不断完善，税优政策的不断优化以及相关个人养老金产品种类和配套服务的不断丰富和完善，我国居民养老理念将有望从“储蓄养老”逐渐过渡到“投资养老”。截止2022年12月，我国金融机构储蓄存款余额约120.3万亿元，未来社会财富转化为长期养老资金潜力较大。
- **银行：拥有主账户优势，牌照齐全且客户基础庞大，占据发展先发优势。**参加人只能选择一家商业银行指定一个资金账户，商业银行只能为同一参加人开立一个资金账户，账户具有唯一性。银行在业务开办、账户性质、账户运行、产品管理等方面占据先发优势。**养老储蓄产品：强调保本收益，灵活搭配养老理财。**从产品特征看，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，产品利率略高于大型银行5年期定期存款的挂牌利率。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。
- **基金：发挥长期资金优势和投顾服务能力。**公募基金主要通过养老目标基金产品参与养老金融市场。2018年2月，证监会发布了《养老目标基金证券投资基金指引（试行）》，当前市场上养老目标基金有目标日期和目标风险两类。我们认为**个人养老金基金销售机构、基金名录发布后，预计头部机构更为受益**。首批产品中：**从基金风格来看**，79只目标风险基金中，稳健养老FOF数量最多，为59只，占比73%。**从管理人来看**，129只基金来自40家基金公司，目前以头部公司为主。其中华夏基金有9只产品，是目前Y份额基金数量最多，产品线最全面的基金公司。**从到期时间来看**，50只目标日期基金中，覆盖的退休日期从2025年到2050年不等，通常以5年为间隔。
- **保险：发挥长期资金优势和保险服务能力。**个人养老金保险产品出炉，**首批7款专属商业养老保险入围。此类产品设置了进取型、稳健型两种收益模式供选择。**从首批入选的6家险企披露的专属商业养老保险首期结算利率来看，稳健型账户2021年年化结算利率均在4%-6%之间，进取型账户结算利率在5%-6.1%之间，平均来看2021年的稳健账户结算利率为4.9%，进取型账户结算利率为5.4%，略高于多数万能险结算利率。**从产品的保障内容上看**，主要包括养老年金和身故保险金。主要特点为：1)保障属性突出，保障程度高；2)收益稳定，抵御风险能力强；3)可附加养老服务。
- **空间与展望：个人养老金制度测算。**1)**收入越高人群节税效果更加明显。**由于个人养老金领取阶段的税率直接对标的是累进制个人所得税的最低档3%（月收入5000元至8000元），因此年累计应纳税所得额超过3.6万元（月收入8000元以上）的个人才更有意愿参与个人养老金的税收优惠。2)**截至2022年底，个人养老金参加人数1954万人，缴费人数613万人，总缴费金额142亿元。**缴费人数占参加人数的比例为31.37%，缴费人数的平均投资金额为2316.48元。我们预计2023年实际缴费人数有望达740万人，若按缴存金额为12000元/年的80%

测算，则 2023 年个人养老金账户缴费总额约可达 710 亿元，至 2032 年我们预计个人养老金账户累计缴费金额有望达 2.14 万亿元，有望为资本市场贡献可观的长期资金。

- **投资评级：**《个人养老金实施办法》的发布标志着个人养老金制度顶层设计正式确立，多部门均出台相关配套制度文件明确个人养老金产品相关制度设计，我们认为将有利于银行、保险、理财、基金等主要参与机构进行相关个人养老金产品的开发和运营，不断提升相关养老保险产品的吸引力，深化各方在个人养老金制度的合作和协同。随着个人养老金实施试点的推进，个人养老金产品供给的丰富和系统的完善，同时配合个人养老金税优政策，我们认为居民个人养老金参与意愿有望不断提升且有望为资本市场不断带来增量长期资金，或有利于资本市场长期健康稳定发展。从当前保险产品和渠道端来看，更加利好产品丰富、运营系统建设完善的头部险企，我们建议关注中国太保、中国平安和中国人寿。
- **风险因素：**宏观经济下行，制度试点不及预期，险企改革不及预期，居民财富增长不及预期，销售队伍质态提升缓慢，权益市场剧烈波动，长期利率下行超预期，金融监管政策收紧

目 录

投资聚焦	6
一、制度框架清晰明确，先行试点正式开启	6
1.1 个人养老金制度清晰定型，实施运作正式“开闸”	6
1.2 四大产品同等竞争，助力个人养老金财富管理	10
1.3 个人养老金产品竞争格局和发展展望	11
二、银行：拥有主账户优势，牌照齐全且客户基础庞大	12
2.1 银行从开户到理财全流程参与，具备先发优势	12
2.2 养老储蓄型产品：强调保本收益，灵活搭配养老理财	13
2.3 养老理财产品：突出长期、普惠、稳健特性	15
三、基金：发挥长期投资和投顾服务能力	17
3.1 目标日期基金 TDF 与目标养老基金 TRF	17
3.2 公募基金个人养老金产品设计与发展展望	22
四、保险：发挥长期资金优势，发挥保险服务能力	22
4.1 险企参与个人养老金细则落地，产品名单出炉	22
4.2 税优健康险适用产品范围拟扩容	26
4.3 税延养老及专属商业养老试点总结	27
4.4 充分发挥保险业参与个人养老金比较优势	28
五、空间与展望：个人养老金制度测算	28
5.1 个人养老金税优制度更利好哪些人群？	28
5.2 个人养老金账户可为资本市场贡献多少增量？	30
六、投资建议	33
七、风险因素	33

表 目 录

表 1：个人养老金配套文件同步出台	6
表 2：近年来个人养老金相关政策脉络梳理	7
表 3：个人养老金与税收递延型商业养老保险对比	8
表 4：个人养老金先行城市（地区）名单	9
表 5：六大类养老金融产品的特点对比	11
表 6：商业银行资金账户业务规定主要内容	12
表 7：首批开办个人养老金业务的机构名单	13
表 8：商业银行个人养老金业务开办情况（截至 2023 年 1 月 19 日）	13
表 9：养老储蓄产品特征	14
表 10：各年龄段客户可购买养老储蓄产品种类	14
表 11：工商银行普通储蓄存款和养老储蓄产品利率	14
表 12：个人养老金销售名录（截止 2022 年 11 月 18 日）	18
表 13：对 Y 类基金份额的管理费率和托管费率进行五折优惠	20
表 14：个人养老金入围基金对应 A 份额成立以来收益前十	20
表 15：个人养老金入围基金对应 A 份额成立以来最大回撤前十	21
表 16：保司开展个人养老金业务需满足条件	22
表 17：个人养老金保险产品范畴和形态要求	23
表 18：个人养老金保险产品形态（截至 2022 年 12 月 27 日）	23
表 19：专属商业养老保险产品结算利率和初始费用	24
表 20：商业养老金与个人养老金的区别	26
表 21：商业养老保险公司商业养老金业务试点产品特点	26
表 22：税延养老保险产品特点	27
表 23：税延养老年金将用于个人养老金衔接	27
表 24：个人所得税税率表（综合所得适用）	29
表 25：个人养老金税优更利好高收入人群	29
表 26：个人养老金账户缴费金额年度及累计规模测算	31

图 目 录

图 1：个人养老金政策进程	6
图 2：养老保障体系示意图	8
图 3：三支柱养老金体系示例	8
图 4：个人养老金投资流程示意图	9
图 5：理财金字塔模型示意图	10
图 6：全生命周期中的收入支出曲线	10

图 7: 养老对象认为目前养老金融产品存在的问题	10
图 8: 调查对象对养老金融财富储备规模的预期	10
图 9: 养老金融实际参与情况	11
图 10: 调查对象养老理财或投资的长期目标	11
图 11: 不同年龄段群体养老理财或投资风险承受能力差异	11
图 12: 调查对象希望开始领取城乡居民基本养老保险养老金的年龄	11
图 13: 特定养老储蓄产品与普通储蓄产品利息对比 (以 35 岁男性为例)	15
图 14: 特定养老储蓄产品可提前支取	15
图 15: 当前养老理财产品期限以 3 年期以上为主	16
图 16: 当前养老理财产品业绩比较基准上下限散点图	16
图 17: 当前养老理财产品运作模式以封闭式净值为主	16
图 18: 当前养老理财产品投资以固定收益类为主	16
图 19: 天弘养老目标日期 2035 三年持有期混合型发起式 FOF 平均风险敞口	17
图 20: 随着所设定目标日期的临近, 逐步降低权益类资产配置	17
图 21: 目标风险基金根据特定风险偏好设定权益资产比例	17
图 22: 首批设立 Y 份额的养老目标基金管理人及产品数	18
图 23: 首批设立 Y 份额的养老目标日期基金与目标风险基金数量	19
图 24: 首批设立 Y 份额的养老目标日期基金目标日期分布	19
图 25: 首批设立 Y 份额的养老目标日期基金以 1 年期和 3 年期为主	19
图 26: 首批设立 Y 份额的目标风险养老基金以稳健型和平衡型风格为主	19
图 27: 首批设立 Y 份额的养老目标基金基金费率分布 (%)	20
图 28: 首批设立 Y 份额的养老目标基金托管费率分布 (%)	20
图 29: 美国 IRAs 投资资产类别比例	21
图 30: 国民养老国民共同专属商业养老保险产品运作示意图	25
图 31: 养老保险产品突出保障属性和搭配养老服务	25
图 32: 不考虑投资情况下个人养老金账户节税情况示例	30
图 33: 个人养老金账户配置分类人群	30
图 34: 2023 年个人养老金账户缴费金额测算 (单位: 亿元)	32

投资聚焦

个人养老金业务制度正式落地, 本文全面梳理个人养老金业务相关政策落地后的实施情况, 与市场不同之处在于: 1) 我们全面梳理个人养老金制度完整体系, 深入分析不同种类养老金产品的基本情况、定位和特点, 并对产品未来发展及机构角色进行展望; 2) 我们结合 2022 年个人养老金实施的实际情况, 对参与主体相关指标进行合理假设, 对税优利好人群、个人养老金制度试点和未来全面实施等方面进行详细测算演示, 为投资者提供合理展望个人养老金制度空间的视角和方法。

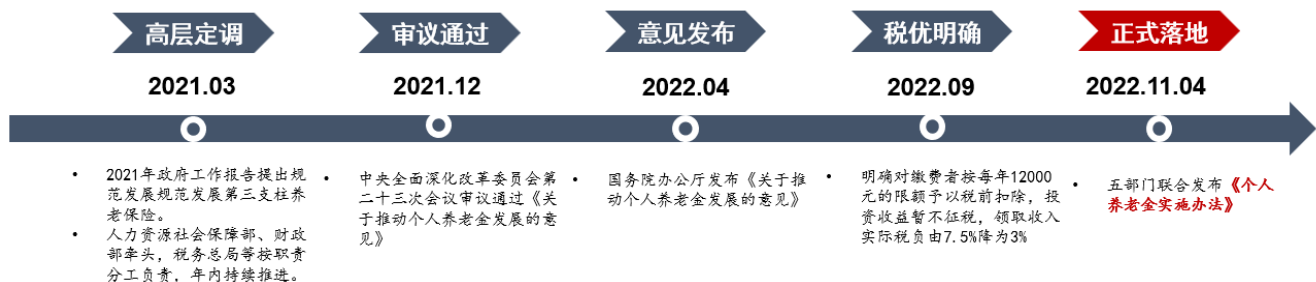
一、制度框架清晰明确, 先行试点正式开启

1.1 个人养老金制度清晰定型, 实施运作正式“开闸”

系列制度正式发布, 个人养老金制度框架加速落地

2022 年 4 月, 国务院办公厅印发《关于推动个人养老金发展的意见》(以下简称《意见》), 标志着以“账户制”为核心的个人养老金制度正式出台。从运作模式看, 个人养老金制度采取“两层账户+多种金融产品+封闭运营”的运作模式, 参加基本养老保险的劳动者可自愿参加, 通过建立个人养老金账户并开设对应的资金账户进行缴费, 同时明确每年 12000 元的缴费上限。

图 1: 个人养老金政策进程



资料来源: 信达证券研发中心整理

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》(以下简称《实施办法》), 相比《意见》, 《实施办法》在参加流程、信息报送和管理、资金账户管理、机构与产品管理、信息披露及监督管理等方面作出了更加详细的规定; 同时, 《实施办法》明确个人养老金资金账户需在商业银行开立。

表 1: 个人养老金配套文件同步出台

编号	项目	配套文件	制定主体
1	实施办法	《个人养老金实施办法》	人社部等五部门
2	税收政策	《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》	财政部、国家税务总局
3	参与机构与产品规则	《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)》	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》	
		《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》	证监会

资料来源: 人社部, 财政部, 国家税务总局, 银保监会, 证监会, 信达证券研发中心

《实施办法》正式颁布后，2022 年 11 月和 12 月《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》、《中国银保监会关于印发商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法的通知》、《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》、《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》和《中国银保监会办公厅关于开展养老保险公司商业养老金业务试点的通知》等文件陆续发布，个人养老金顶层制度框架完整确立。

表 2：近年来个人养老金相关政策脉络梳理

时间	监管文件或场合	主要内容
2021.03.05	《政府工作报告》	推进基本养老保险全国统筹， 规范发展第三支柱养老保险 。完善全国统一的社会保险公共服务平台。
2021.03.25	《国务院关于落实《政府工作报告》重点工作分工的意见》	人力资源社会保障部、财政部牵头，税务总局 等按职责分工负责，年内持续推进规范发展第三支柱养老保险。
2021.07	全国政协“积极应对人口老龄化，促进人口均衡发展”专题协商会	人社部副部长游钧在会上表示， 将尽快出台养老保险第三支柱的政策框架，目前已制定方案并上报国务院 。委员的很多建议包括二、三支柱连通问题等，在方案中都有所体现，待批准后将认真组织试点。
2021.10.21	2021 年金融街论坛年会	银保监会副主席肖远企在 2021 金融街论坛年会上表示随着社会对养老金融产品的需求进一步释放，第三支柱市场潜力很大， 规范发展第三支柱的基础和条件比较成熟 。
2021.11.18	《中共中央 国务院关于加强新时代老龄工作的意见》	强调完善多层次养老保障体系，大力发展企业（职业）年金， 促进和规范发展第三支柱养老保险 。
2021.12.17	中央全面深化改革委员会第二十三次会议审议通过《关于推动个人养老金发展的意见》	推动发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、 市场化运营的个人养老金 ，与基本养老保险、企业（职业）年金相衔接，实现养老保险补充功能。
2022.03.05	《政府工作报告》	加强社会保障和服务， 继续规范发展第三支柱养老保险 。
2022.04.21	《国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见》	明确个人养老金实行 个人账户制度 ，缴费完全由参加人个人承担，实行完全积累，参加人每年缴纳个人养老金的上限为 12000 元 。国家制定 税收优惠政策 ，鼓励符合条件的人员参加个人养老金制度。同时对个人养老金投资、领取、信息平台、运营监管等内容进行了规定
2022.09.26	国务院常务会议决定对政策支持、商业化运营的个人养老金实行个人所得税优惠	国务院常务会议决定对政策支持、商业化运营的个人养老金实行个人所得税优惠：对缴费者按每年 12000 元的限额予以税前扣除，投资收益暂不征税， 领取收入实际税负由 7.5%降为 3%
2022.09.29	《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）》	规定满足 一定条件的保险公司 都可以参与个人养老金制度建设，只要符合 一定条件的保险产品 都可以成为个人养老金产品，都可以享受税收优惠政策
2022.11.04	人力资源社会保障部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会联合发布《个人养老金实施办法》	个人养老金制度 正式出台 ，监管对个人养老金参加流程、资金账户管理、机构与产品管理、信息披露、监督管理等方面做出具体规定。
2022.11.04	财政部、税务总局发布《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》	提出自 2022 年 1 月 1 日起，对个人养老金实施递延纳税优惠政策。
2022.11.04	中国证监会发布《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》	明确产品准入门槛，同时鼓励投资人长期投资、长期领取，个人养老金将单份份额，不收取销售服务费，为投资顾问条款预留政策空间等
2022.11.04	中国银保监会就《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）》公开征求意见	明确了商业银行个人养老金业务范围等，对 个人养老金资金账户、个人养老金产品 等提出具体要求；规定了 个人养老金融理财产品 类型，以及理财公司等参与机构应满足的要求。
2022.12.01	《中国银保监会办公厅关于开展养老保险公司商业养老金业务试点的通知》	明确养老保险公司商业养老金业务试点的 10 个省市和 4 家机构，明确商业养老金业务包括养老账户管理、养老规划、资金管理和风险管理等服务

资料来源：信达证券研发中心整理

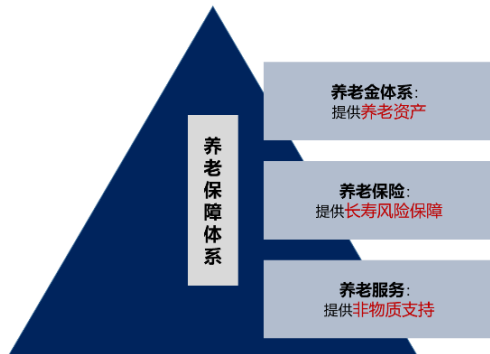
以账户制为基础，发展养老保障体系“第三支柱”

个人养老金制度是指政府政策支持、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，并实行完全积累，按照国家有关规定享受税收优惠政策。个人养老金制度又被称为“养老第

“三支柱”，与基本养老保险（第一支柱）、企业年金或职业年金（第二支柱）共同组成我国养老保障体系“三支柱”。养老第三支柱除了个人养老金之外，还包括其他储蓄性养老保险和商业养老保险业务等，多种养老金融产品共同组成了第三支柱。

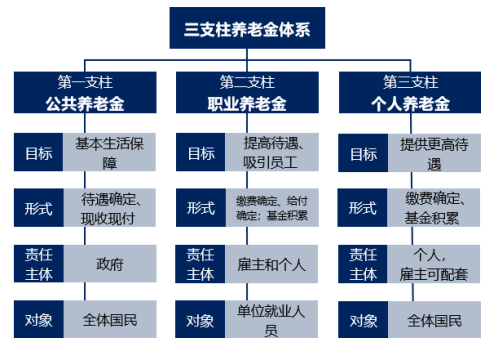
我们认为未来随着个人养老金制度的不断完善，税优政策的不断优化以及相关个人养老金产品种类和配套服务的不断丰富和完善，我国居民养老理念将有望从“储蓄养老”逐渐过渡到“投资养老”，随着居民收入和家庭财富的不断增长，第三支柱将有望迎来更大发展。截止 2022 年 12 月，我国金融机构储蓄存款余额约 120.3 万亿元，未来社会财富转化为长期养老资金潜力较大。

图 2：养老保障体系示意图



资料来源：信达证券研发中心

图 3：三支柱养老金体系示例



资料来源：信达证券研发中心

个人养老金制度以账户制为基础，明确资金账户唯一性。《办法》规定中国境内参加城镇职工基本养老保险或城乡居民基本养老保险的劳动者可以参加个人养老金，同时《办法》对个人养老金的参加流程、资金账户管理、参与机构和产品管理、信息披露、监督管理等方面内容做出具体规定，明确参加者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，因此参加人具有更大的自由选择权。

表 3：个人养老金与税收递延型商业养老保险对比

	个人税收递延型商业养老保险	个人养老金制度
账户模式	单一产品账户	独立账户
投资产品范围	个人税延养老保险产品	养老保险、养老储蓄、养老理财、养老目标基金等
投资上限	当年应税收入的 6% 和 12000 的较低者	12000 元/年（即 1000 元/月）
税收优惠	对个人达到规定条件时领取的商业养老金收入，其中 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，税款计入“其他所得”项目；即领取时按照真实税率 7.5% 计税	投资环节暂不征收个人所得税；领取环节，按照 3% 的税率计算缴纳个人所得税
养老金领取	按月或按年领取商业养老金，领取期限原则上为终身或不少于 15 年	按月、分次或者一次性领取个人养老金

资料来源：人社部，财政部，国家税务总局，银保监会，证监会，信达证券研发中心

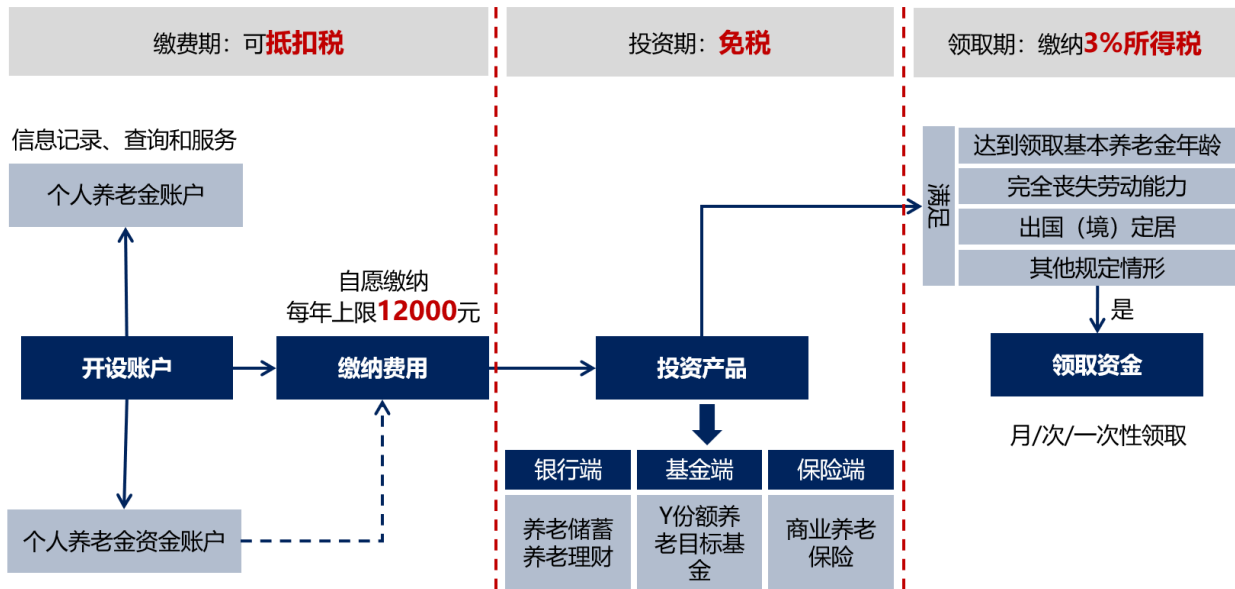
参与流程与账户管理

《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》规定，个人养老金资金账户为特殊专用账户，参照个人人民币结算账户下 II 类账户管理，并就与 II 类户区别事项进行了例外规定，达到国家规定的领取条件之前，个人养老金账户资金封闭运行。

参与个人养老金可分为六个步骤：（1）个人账户开户：通过全国线上统一服务入口或商业银行等渠道选择个人养老金账户开立服务，建立个人养老金账户。（2）资金账户开户：通过商业银行手机银行或柜面等渠道开立个人养老金资金账户。通过商业银行渠道，参加人可一次性完成个人养老金账户和个人养老金资金账户的开立。（3）账户缴费：通过现金、手机银行或个人网银等渠道，自然年度内一次性或分次向个人养老金资金账户缴费。（4）

税收优惠：选择在预扣预缴，取得工资薪金所得、按累计预扣法预扣预缴劳务报酬所得或者汇算清缴时使用个人所得税 APP 扫码等方式享受税收优惠政策。（5）购买产品：通过个人养老金账户购买符合规定的储蓄存款、理财产品、商业养老保险、公募基金等个人养老金产品（6）领取资金：通过商业银行渠道可选择按月、分次或者一次性等方式领取个人养老金，由商业银行机构代扣代缴个人所得税后转入本人社会保障卡，通过全国统一线上服务入口查询个人养老金相关账户、缴费、交易、领取等个人权益信息，同时可查询个人养老金产品及发行机构等信息。

图 4：个人养老金投资流程示意图



资料来源：人社部，财政部，国家税务总局，银保监会，证监会，信达证券研发中心

2022 年 11 月 25 日《人力资源与社会保障部办公厅、财政部办公厅、国家税务总局办公厅关于公布个人养老金先行城市（试点）的通知》明确在先行城市（地区）所在地参加职工基本养老保险或城乡居民基本养老保险的劳动者，可参加个人养老金，意味着在前期密集政策的铺垫下，个人养老金制度试点正式开启。

表 4：个人养老金先行城市（地区）名单

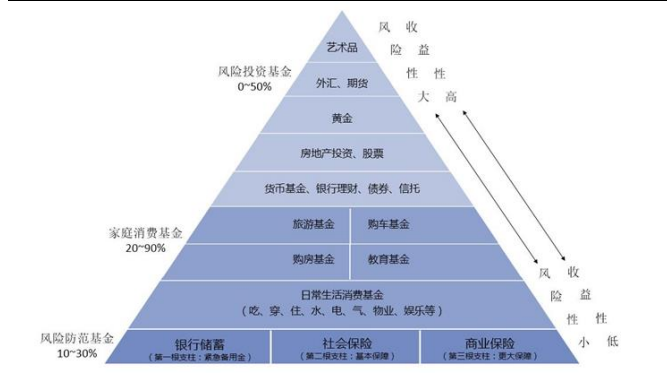
序号	省份（自治区、直辖市）	先行城市（地区）	序号	省份（自治区、直辖市）	先行城市（地区）
1	北京市	北京市	17	湖北省	武汉市
2	天津市	天津市	18	湖南省	长沙市
3	河北省	石家庄市	19	广东省	广州市
4	河北省	雄安新区	20	广东省	深圳市
5	山西省	晋城市	21	广西壮族自治区	南宁市
6	内蒙古自治区	呼和浩特市	22	海南省	海口市
7	辽宁省	沈阳市	23	重庆市	重庆市
8	辽宁省	大连市	24	四川省	成都市
9	吉林省	长春市	25	贵州省	贵阳市
10	黑龙江省	哈尔滨市	26	云南省	玉溪市
11	上海市	上海市	27	西藏自治区	拉萨市
12	江苏省	苏州市	28	陕西省	西安市
13	浙江省	杭州市	29	甘肃省	庆阳市
14	浙江省	宁波市	30	青海省	西宁市
15	安徽省	合肥市	31	宁夏回族自治区	银川市
16	福建省	福建省	32	新疆维吾尔自治区	乌鲁木齐市

资料来源：人社部办公厅，财政部办公厅，国家税务总局办公厅，信达证券研发中心

1.2 四大产品同等竞争，助力个人养老金财富管理

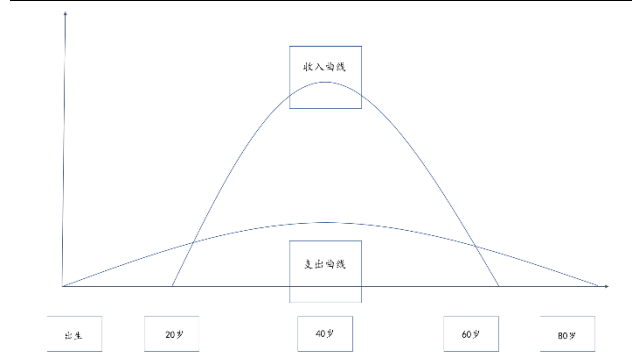
随着个人养老金制度的正式落地，养老储蓄、养老目标基金、养老保险和养老理财产品共同构成了我国个人养老金产品体系。从目前的纳入个人养老金制度的各类产品来看，我们认为四大类产品的共性在于均强调“养老属性”和“长期属性”，同时相关产品在费率上也较为优惠。1) 从整体风险层面看，我们认为整体风险等级由高至低依次为养老目标基金>养老理财>养老保险>养老储蓄，各类产品在风险等级有所区别的基础上，相应收益率亦有所差异；2) 从四大类产品的主要特点来看：养老储蓄产品突出安全性，同时可以提前赎回，但对年龄有所要求，目前试点阶段覆盖群体有限；养老理财产品突出兼具收益率和稳健性；养老保险产品突出保障功能和现金流功能；养老目标基金主要着眼收益性特征，体现收益与风险并存。

图 5：理财金字塔模型示意图



资料来源：赢家财富网，信达证券研发中心

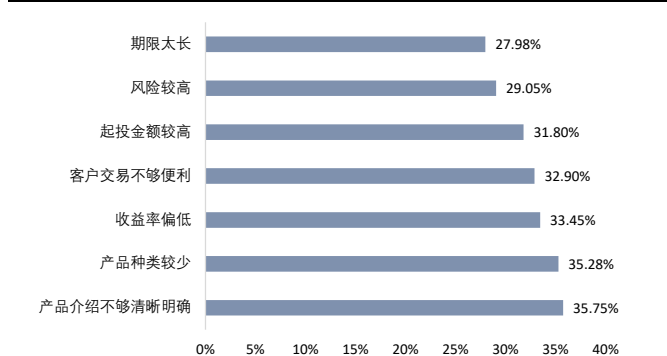
图 6：全生命周期中的收入支出曲线



资料来源：信达证券研发中心

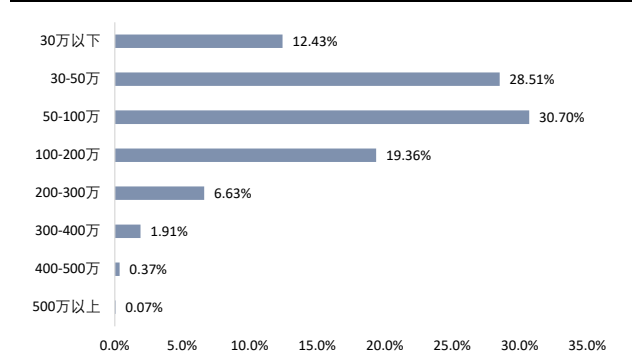
养老金融产品供给、收益率和产品销售等方面普遍存在不足。从养老金融产品供给端的痛点来看，中国养老金融 50 人论坛发布的《中国养老金融调查报告（2022）》显示，养老金融产品最突出的问题在于产品介绍不够清晰明确、产品种类较少、收益率偏低和交易不够便利等方面。

图 7：养老对象认为目前养老金融产品存在的问题



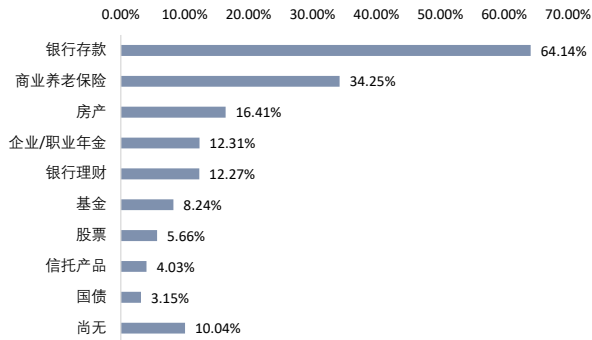
资料来源：《中国养老金融调查报告 2022》，信达证券研发中心

图 8：调查对象对养老金融财富储备规模的预期

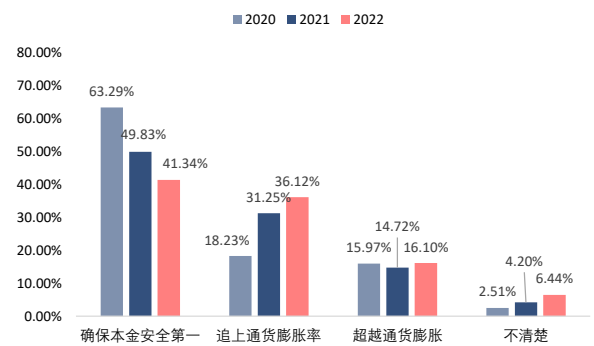


资料来源：《中国养老金融调查报告 2022》，信达证券研发中心

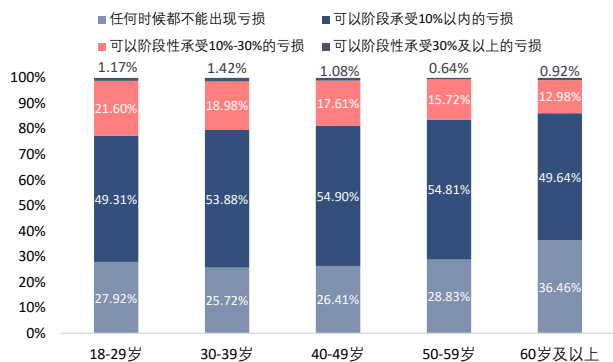
现阶段居民养老财富规划仍存诸多痛点。老龄化的加速到来需要社会个人提前做好全生命周期养老财务规划和养老财富管理，但目前居民养老财富规划和管理仍存在诸多痛点和问题。中信银行与华夏基金联合发布的《中国居民养老财富管理发展报告（2022）》显示，居民养老财富规划意识整体仍偏弱，年轻人尤为不足；居民养老财富储备规模预期整体较高，中青年人储备预期最高，并随着年龄增长逐步下降；居民养老投资期限整体较短，中高收入人群倾向拉长投资期限；虽然多数居民倾向于通过多元化养老投资方式进行养老储备，但是整体风险偏好仍倾向于保守，当前主要仍存在养老财富规划意识薄弱、缺乏专业养老财富规划顾问、养老投资短期化与长期投资目标不匹配、预期收益与实际收益不匹配等问题。

图 9：养老金实际参与情况


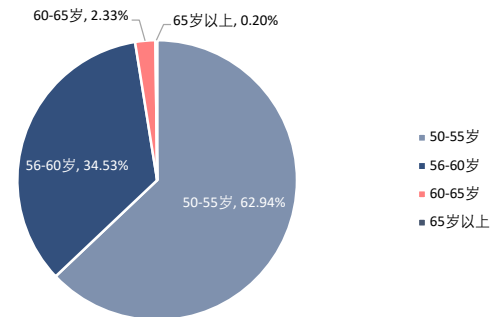
资料来源：《中国养老金融调查报告 2022》，信达证券研发中心

图 10：调查对象养老理财或投资的长期目标


资料来源：《中国养老金融调查报告 2022》，信达证券研发中心

图 11：不同年龄段群体养老理财或投资风险承受能力差异


资料来源：《中国养老金融调查报告 2022》，信达证券研发中心

图 12：调查对象希望开始领取城乡居民基本养老保险养老金的年龄


资料来源：《中国养老金融调查报告 2022》，信达证券研发中心

1.3 个人养老金产品竞争格局和发展展望

个人养老金制度作为我国积极应对老龄化的重要战略部署和顶层制度设计，目前仍处在起步阶段。当前保险、银行、基金、理财公司等金融机构都积极参与个人养老金业务，初步形成四大金融机构主体跨业竞争的格局。**短期来看，银行具有资金账户开立先发优势**，由于个人养老金账户和个人养老金资金账户均可在商业银行开设，同时银行作为全牌照代销机构，参与者可以非常便利地在资金账户开设的商业银行进行养老投资，因而商业银行在初期具有先发优势。在账户开立、产品销售等方面占据优势，同时能够触达到最广泛的客户群体。

从产品覆盖维度看，银行、基金专注养老需求匹配，保险公司则不仅可发挥养老资金储蓄功能，更可以提供更为广义的养老服务功能和养老产业投资功能。保险业最核心的优势在于通过产品和服务的集合，从而在财务属性之外为参与者提供养老周期保障。保险业将不断发挥产品在抵御长寿风险、养老健康服务、医养康养结合和养老社区建设等方面的独特优势。**我们认为未来养老金融的产品需要面向参与群体的需求特点和自身机构经营特征进行设计和开发，从而为参与者提供多元化的养老产品选择。**

表 5：六大类养老金融产品的特点对比

主要投资品种	主要特点	稳健性	安全性	收益性	长期性	流动性	终身现金流
--------	------	-----	-----	-----	-----	-----	-------

特定养老储蓄	通常提供 5 年、10 年、15 年、20 年存款，收益率略高于大型银行 5 年期定存挂牌利率。	✓	✓	✓	
养老理财产品	根据风险等级，业绩比较基准不同，预期收益中等，但无法“保本保息”，封闭期一般为 5 年		✓	✓	✓
税优保险产品	账户化运作，可灵活追加，分不同投资策略，有保底利率和实际结算利率	✓	✓	✓	
养老目标基金	FOF 基金，通常有 3-5 年的封闭期，分养老目标基金和目标风险基金，前者投资期较长，后者风险和收益可自行选择。		✓	✓	✓
养老年金产品	可持续终身，并且在退休后会按月派发养老现金流，可以长期锁息，也可以转移长寿风险	✓	✓	✓	✓
增额终身寿险	现金价值复利 3.5% 稳定增长，存期可长可短，可灵活减保和退保，能提供应急现金流，可自定义提取金额	✓	✓	✓	✓

资料来源：信达证券研发中心整理

二、银行：拥有主账户优势，牌照齐全且客户基础庞大

2.1 银行从开户到理财全流程参与，具备先发优势

根据《个人养老金实施办法》，参加人只能选择一家商业银行指定一个资金账户，商业银行只能为同一参加人开立一个资金账户，账户具有唯一性。商业银行承担了管理职能，为参加人提供资金缴存、缴费额度登记、产品投资、养老金支付、税款支付、资金与相关权益信息查询等服务。除资金账户业务外，商业银行个人养老金业务范围还包括储蓄、代销、托管和咨询业务，以及理财公司开展的理财业务。

商业银行资金账户管理的主体：1) **业务开办方面**，商业银行拥有开办个人养老金资金账户的业务，从而成为个人养老金入口端的核心中枢；2) **账户运行方面**，个人养老金资金账户封闭运行，个人养老金账户交易所涉及的资金往来，除另有规定外必须从个人养老金资金账户发起，并返回个人养老金资金账户；3) **产品管理方面**，个人养老资金账户内未进行投资的资金按照商业银行和个人约定的存款利率及计息方式计算利息。

表 6：商业银行资金账户业务规定主要内容

业务开办	唯一性	参加人选择一家符合条件的商业银行开立一个资金账户，商业银行只能为同一参加人开立一个资金账户。
账户性质	个人养老金资金账户作为特殊专用资金账户，参照个人人民币银行结算账户项下 II 类户进行管理。	
账户运行	缴费	可按月、分次或按年度缴费，每年缴纳额度上限为 12000 元。
	投资	自主决定投资计划，包括产品品种、投资金额等。
	资金领取	资金账户封闭运行。参加人满足规定条件，经审核扣税后可按月、分次或一次性领取，领完为止。
	免收费用	对资金账户免收年费、账户管理费、短信费、转账手续费
产品管理	基本特征	产品应当具备运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值等基本特征
	基本原则	以“销售适当性”为原则，根据投资者的风险偏好、风险认知能力和风险承受能力进行风险提示。
	业务管理	提供资金账户服务、产品管理、销售管理、合作机构管理、信息披露等
协同监管	人力资源社会保障部、财政部	监管个人养老金的账户设置、缴费额度、领取条件、税收优惠等日常运行
	税务部门	实施税收征管
	银保监会、证监会	监管金融机构发行、销售个人养老金产品等经营活动。
服务提供	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。	

资料来源：银保监会，信达证券研发中心

根据《关于印发商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法的通知》，截至 2022 年三季度末，一级资本净额在 1000 亿元以上、具有跨区服务能力、主要审慎监管指标符合监管规定的全国性商业银行和具有较强跨区域服务能力的城市商业银行，以及截至 2022 年三季度末，已纳入养老理财试点范围的理财公司，可以开办个人养老金业务，主要包括 6 家国有大型商业银行、12 家股份制商业银行、5 家城市商业银行，以及 11 家理财公司。

表 7：首批开办个人养老金业务的机构名单

商业银行	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、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、北京银行、上海银行、江苏银行、宁波银行、南京银行
理财公司	工银理财、农银理财、中银理财、建信理财、交银理财、中邮理财、贝莱德建信理财、光大理财、招银理财、兴银理财、信银理财

资料来源：银保监会，信达证券研发中心

表 8：商业银行个人养老金业务开办情况（截至 2023 年 1 月 19 日）

序号	商业银行	开通业务				
		资金账户业务	基金交易业务	保险交易业务	理财交易业务	储蓄产品业务
1	工商银行	✓	✓			✓
2	农业银行	✓	✓			✓
3	中国银行	✓	✓	✓		✓
4	建设银行	✓	✓			✓
5	交通银行	✓	✓			✓
6	邮储银行	✓	✓			✓
7	中信银行	✓	✓	✓		
8	光大银行	✓	✓	✓		✓
9	华夏银行	✓				
10	民生银行	✓	✓			✓
11	招商银行	✓	✓	✓		✓
12	兴业银行	✓	✓	✓		✓
13	平安银行	✓	✓			✓
14	广发银行	✓	✓	✓		✓
15	浦发银行	✓	✓	✓		
16	浙商银行	✓		✓		✓
17	渤海银行	✓				
18	恒丰银行					
19	北京银行	✓	✓			✓
20	上海银行	✓				
21	江苏银行					
22	宁波银行	✓	✓			
23	南京银行					

资料来源：人社部国家社会保险公共服务平台，信达证券研发中心

2.2 养老储蓄型产品：强调保本收益，灵活搭配养老理财

2022 年 7 月，银保监会和人民银行联合发布了《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》，通知载明，将于 2022 年 11 月启动特定养老储蓄试点。从试点范围看，《通知》要求，自 2022 年 11 月 20 日起，由工、农、中、建四大行在合肥、广州、成都、西安和青岛市开展特定养老储蓄试点，试点期限暂定一年。试点阶段，单家试点银行特定养老储蓄业务总规模不超过 100 亿元。

从产品特征看，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，产品利率略高于大型银行 5 年期定期存款的挂牌利率。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。

特定养老储蓄产品属于人民币定期存款，与普通定期存款相比，主要有四大特征：1）储蓄品种齐全，储户可以根据自身资金情况按需选择；2）存期更长，更加契合养老属性和定位，不同期限的产品与客户年龄有一定的适

配性，可以更精准满足养老需求；3）专属利率，利率定价体现普惠性特征；4）支用灵活，可以根据存款人的需求进行提前支取。

表 9：养老储蓄产品特征

产品期限	存取方式		上限
5 年	整存整取	一次性存入本金，到期时一次性支取本息	50 万元
10 年			
15 年	零存整取	每月固定存款，到期一次支取本息	
20 年	整存零取	一次性存入本金，固定期限周期分次支取本金	

资料来源：银保监会，中国人民银行，信达证券研发中心

表 10：各年龄段客户可购买养老储蓄产品种类

产品类别		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
整存零取、零存整取	5 年期				✓	✓
	10 年期			✓	✓	✓
	15 年期		✓	✓	✓	✓
	20 年期	✓	✓	✓	✓	✓
整存整取	5 年期					✓
	10 年期					✓
	15 年期					✓
	20 年期					✓

资料来源：工商银行官微，信达证券研发中心

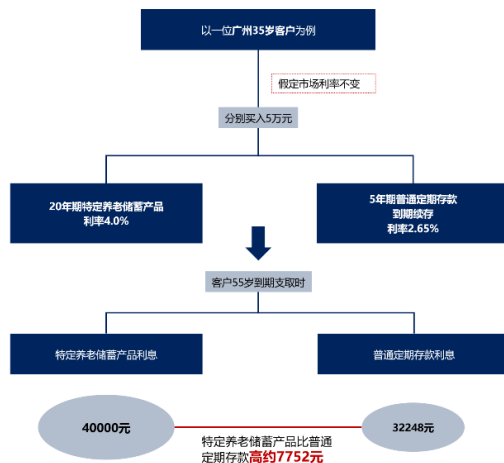
从试点来看，特定养老储蓄要求满 35 岁才能购买。一般来说，客户的年龄加上存款期限需要大于或等于 55。例如工行明确，办理客户年龄需大于 35 岁，且满足实际年龄 + 产品期限大于等于 55（其中整存零取需年满 55 周岁才可存入）；建行明确，销售对象是持有身份证件发证机关为销售地区的境内满 35 岁公民，且选择的期限品种需满足持有到期客户年龄满 55 周岁的特定要求。

表 11：工商银行普通储蓄存款和养老储蓄产品利率

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

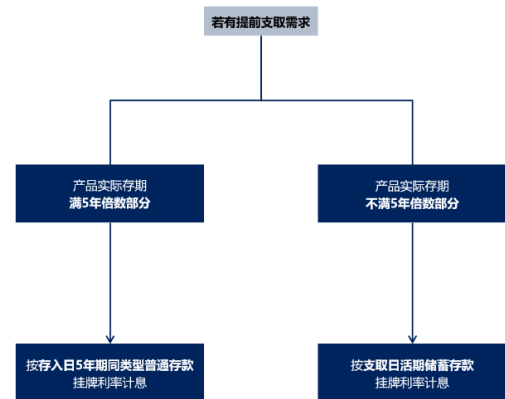
资料来源：中国工商银行官网，新京报，信达证券研发中心

图 13：特定养老储蓄产品与普通储蓄产品利息对比（以 35 岁男性为例）



资料来源：中国工商银行官微，信达证券研发中心

图 14：特定养老储蓄产品可提前支取



资料来源：中国工商银行官微，信达证券研发中心

特定养老储蓄产品正式发行，不同城市利率存在差异。目前，首批试点的工商银行、建设银行、农业银行和中国银行均已发行特定养老储蓄产品。从工商银行目前发行的产品利率来看，五个试点地区的利率略有差异。整存整取产品利率较高，广州、成都和西安均为 4.0%，青岛和合肥则为 3.5%。零存整取和整存零取利率相对较低，广州、成都、西安利率为 2.25%，青岛和合肥则为 2.05%。对比普通储蓄存款，目前各大银行的大额存款利率均不到 4%，特定养老储蓄相较长期定存利率优势。

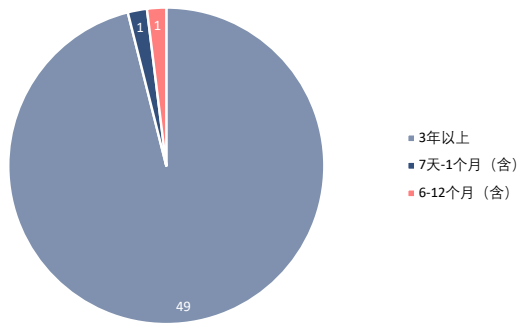
作为保本保收益的稳健型产品，预计增长空间有限。1) 财产增值上，养老储蓄产品利率略高于大型银行 5 年期定期存款的挂牌利率。此次试点中相对较长的产品期限使得银行拥有更大的信贷配置和运作空间，但由于利率下行预期下银行很难提供对应的高收益资产，未偏离 5 年期定期存款利率太多。2) 产品性质上，储蓄类产品具有保本保收益的特点。对比而言，养老理财、养老目标基金、养老保险可以更大比例配置权益类资产，配置范围较灵活。从目前的信息看，养老储蓄适合与其他养老理财产品进行搭配，从而平衡风险、期限与收益。3) 针对人群上，养老储蓄产品吸引风险偏好低的老年群体，濒临退休时再进行 10 年及以上的长期储蓄意义不大。为提升产品性价比，未来应进一步优化产品与期限结构，满足储户的多元化需求。

2.3 养老理财产品：突出长期、普惠、稳健特性

养老理财试点由“4 地 4 机构”扩大至“10 地 10 机构”，遵循“小步慢跑，总体渐进”原则。2021 年 9 月，银保监会发布《关于开展养老理财产品试点的通知》，开展养老理财产品试点。自 2021 年 9 月 15 日起，工银理财在武汉市和成都市，建信理财和招银理财在深圳市，光银理财在青岛市开展养老理财产品试点，试点期限暂定一年，试点阶段单家试点机构养老理财产品募集资金总规模限制在 100 亿人民币以内。

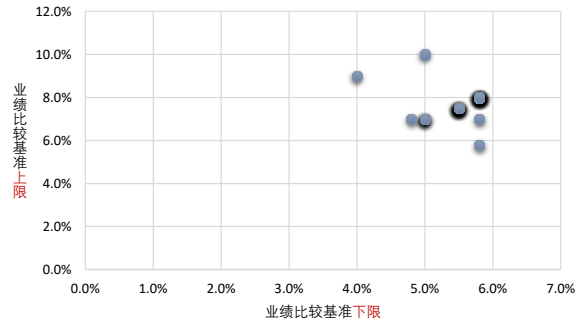
2022 年 1 月和 2 月，银保监会相继发布《关于贝莱德建信理财有限责任公司开展养老理财产品试点的通知》、《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》，将试点地区扩大至北京、沈阳、长春、上海、武汉、广州、重庆、成都、青岛、深圳十地；试点机构扩大至贝莱德建信理财、工银理财、建信理财、交银理财、中银理财、农银理财、中邮理财、光大理财、招银理财、兴银理财和信银理财。同时，首批试点机构的募集资金总规模上限提高至 500 亿元人民币。

养老理财试点顺利，整体发展较快。自试点开展以来，截至 2022 年 11 月底，养老理财产品已发行 49 只，规模合计 1000 亿元，投资者以中年人群为主，购买群体中 40 岁以下投资者占比近 1/4，养老理财产品逐渐进入常态化发行阶段。我们认为未来理财公司有望不断创新产品模式、健全风控机制和稳健投资运作，不断增强养老理财产品的业绩稳定性，不断减少和平滑净值波动，通过多样化的风险控制机制增强理财公司整体的风险抵御能力。

图 15: 当前养老理财产品期限以 3 年期以上为主


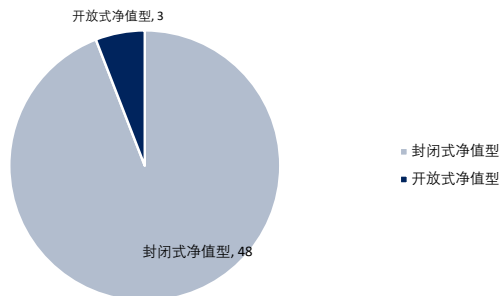
注：数据截至 2023 年 1 月 27 日

资料来源：中国理财网，信达证券研发中心

图 16: 当前养老理财产品业绩比较基准上下限散点图


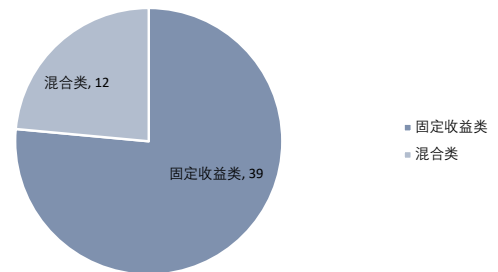
注：数据截至 2023 年 1 月 27 日

资料来源：中国理财网，信达证券研发中心

图 17: 当前养老理财产品运作模式以封闭式净值为主


注：数据截至 2023 年 1 月 27 日

资料来源：中国理财网，信达证券研发中心

图 18: 当前养老理财产品投资以固定收益类为主


注：数据截至 2023 年 1 月 27 日

资料来源：中国理财网，信达证券研发中心

养老理财产品具有长期性、普惠性、稳健性的共性特征。
长期性：养老理财产品设计普遍具有长期性。截止 2023 年 1 月 27 日，当前 51 只养老理财产品中 49 只持有期限都在 3 年以上。多数养老理财产品设置了分红机制或提前赎回条款，如罹患重大疾病、购房等可申请提前赎回。较长的期限结构设计使得养老理财能够跨越周期，在稳健安全的基础上实现更高的投资收益率。
普惠性：普惠性主要体现在费率上。整体来看，养老理财产品的管理费、销售费相比传统理财产品更低，部分养老理财产品还设置了零申购费、赎回费。
稳健性：风险等级上，目前除工银理财“颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财产品（21GS5688）”和招银理财“招智无忧（五年持有）1 号混合类养老理财产品”为 R3 等级外，其余均为中低风险。此外，试点产品均设置了平滑基金、风险准备金、减值准备及附加风险资本，从而增强风险抵御能力。

养老理财产品背靠商业银行，具有天然优势，看好其未来发展。
资金端，理财子根植于商业银行庞大的客户基础和良好的品牌声誉，同时享有成熟的传统线下服务网络，在销售渠道和投资者教育等方面具备优势。
资产端，商业银行偏稳健的投资风格与养老理财侧重长期保值的投资理念相契合。另外，养老金所需要的长期投资理念和适度灵活性要求，也有望促使银行理财不断地发挥在其在利率、固收等投研及风控方面优势。

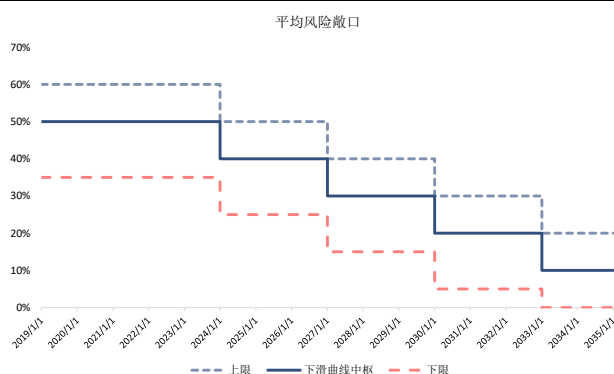
三、基金：发挥长期投资和投顾服务能力

3.1 目标日期基金 TDF 与目标养老基金 TRF

公募基金主要通过养老目标基金产品参与养老金融市场。2018 年 2 月，证监会发布了《养老目标基金证券投资基金指引（试行）》，当前市场上养老目标基金有目标日期和目标风险两类。养老目标基金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，最短持有期限一般不低于 1 年。其运作方式主要为 FOF 形式，采用成熟稳健的资产配置策略控制基金下行风险，追求长期稳健增值。投资策略主要包括目标日期策略和目标风险策略两种。

目标日期基金是以投资者退休日期为目标，根据其不同生命周期阶段的风险承受能力构建投资策略的基金。养老目标日期基金的核心在于下滑曲线的资产配置，它假定投资者随着年龄增长风险承受能力逐渐下降，因此随着所设定目标日期的临近，将逐步降低权益类资产的配置比例，包括股票、股票型基金和混合型基金，增加非权益类资产的配置比例。

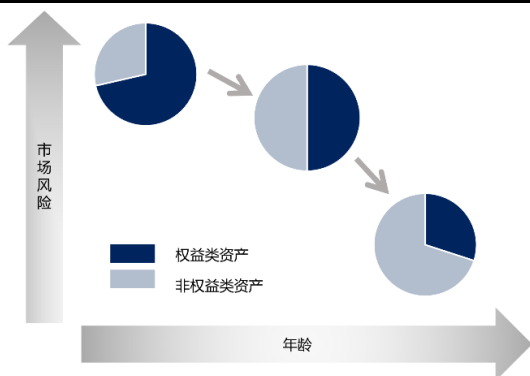
图 19：天弘养老目标日期 2035 三年持有期混合型发起式 FOF 平均风险敞口



资料来源：Wind，信达证券研发中心

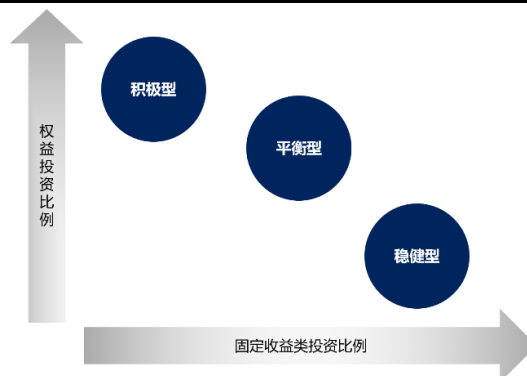
目标风险基金是根据特定的风险偏好设定权益类资产、非权益类资产的配置比例的基金，常见的是按照某一特定波动率进行资产配置，从而使基金组合风险始终控制在目标范围内。一般来说，基金公司会根据投资者风险承受度和风险等级不同，将其分为成长型、稳健型和保守型等类别，投资者可根据自身风险偏好进行自主选择，适合明确自身风险偏好且有一定的市场投资经验的投资者。

图 20：随着所设定目标日期的临近，逐步降低权益类资产配置



资料来源：信达证券研发中心

图 21：目标风险基金根据特定风险偏好设定权益资产比例



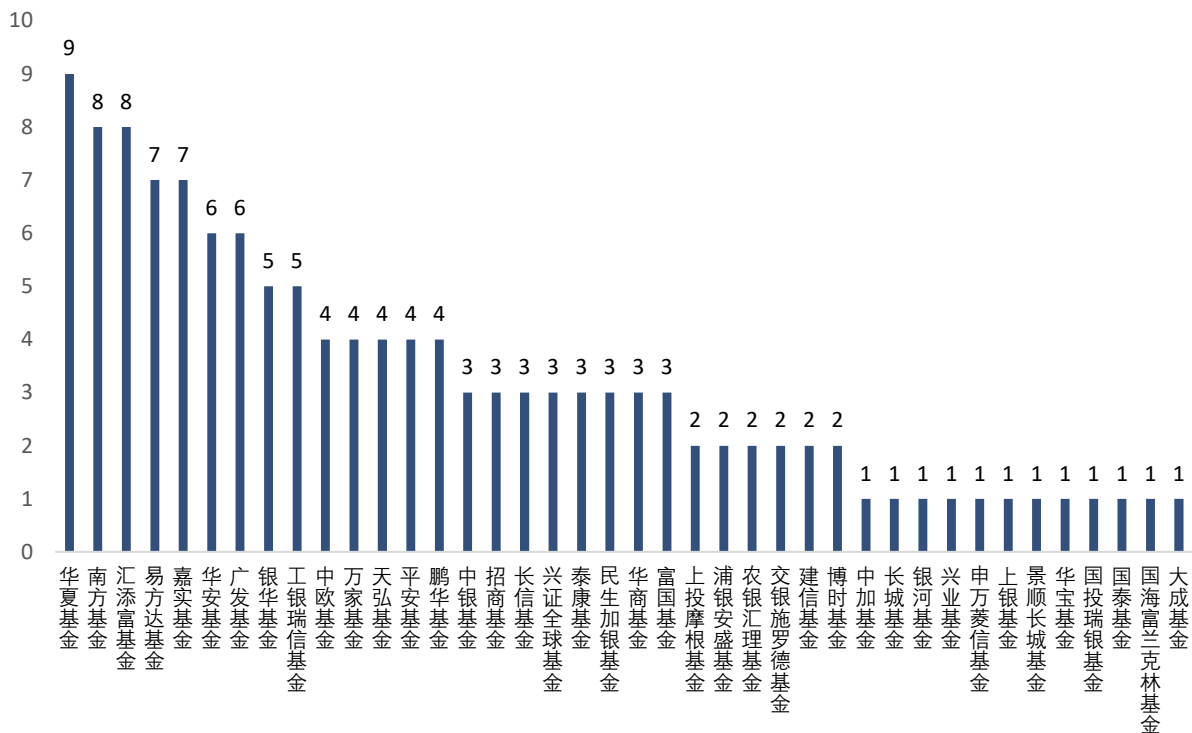
资料来源：信达证券研发中心

表 12: 个人养老金销售名录 (截止 2022 年 11 月 18 日)

序号	商业银行 (16 家)	证券公司 (14 家)	独立基金销售机构 (7 家)
1	中国工商银行股份有限公司	华泰证券股份有限公司	蚂蚁 (杭州) 基金销售有限公司
2	中国农业银行股份有限公司	中信证券股份有限公司	上海天天基金销售有限公司
3	中国银行股份有限公司	广发证券股份有限公司	腾安基金销售 (深圳) 有限公司
4	中国建设银行股份有限公司	中信建投证券股份有限公司	珠海盈米基金销售有限公司
5	交通银行股份有限公司	招商证券股份有限公司	浙江同花顺基金销售有限公司
6	中国邮政储蓄银行股份有限公司	中国银河证券股份有限公司	北京雪球基金销售有限公司
7	中信银行股份有限公司	国泰君安证券股份有限公司	京东肯特瑞基金销售有限公司
8	中国光大银行股份有限公司	国信证券股份有限公司	
9	招商银行股份有限公司	东方证券股份有限公司	
10	上海浦东发展银行股份有限公司	兴业证券股份有限公司	
11	中国民生银行股份有限公司	海通证券股份有限公司	
12	平安银行股份有限公司	申万宏源证券有限公司	
13	兴业银行股份有限公司	中国中金财富证券有限公司	
14	广发银行股份有限公司	长江证券股份有限公司	
15	北京银行股份有限公司		
16	宁波银行股份有限公司		

资料来源: 证监会, 信达证券研发中心

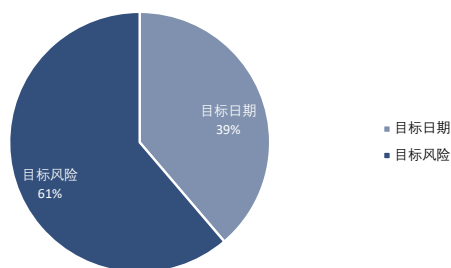
个人养老金基金销售机构、基金名录发布, 预计头部机构更为受益。2022 年 11 月 18 日, 证监会公示个人养老金基金销售名录和个人养老金基金名录, 包括华夏基金、易方达基金、富国基金、广发基金、交银施罗德基金等在内的 40 家基金公司旗下共计 129 只养老目标基金入选, 销售机构则包括工商银行、农业银行等在内的 16 家商业银行, 包括中信证券、广发证券、华泰证券等在内的 14 家券商, 以及蚂蚁基金、天天基金等 7 家独立基金销售机构。

图 22: 首批设立 Y 份额的养老目标基金管理人及产品数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心; 注: 截至 2022 年 11 月 18 日

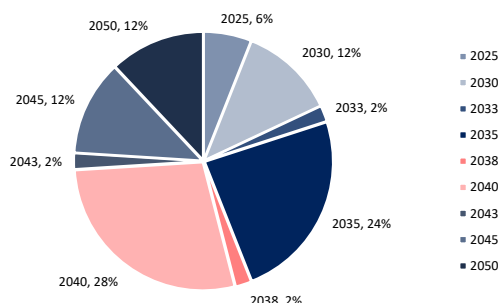
从管理人来看，129 只基金来自 40 家基金公司，以头部公募基金公司为主。其中华夏基金有 9 只产品，是首批 Y 份额基金数量最多，产品线最全面的基金公司；汇添富基金和南方基金有 8 只产品纳入个人养老金投资基金产品名录；易方达基金、嘉实基金则有 7 只产品在列。

图 23: 首批设立 Y 份额的养老目标日期基金与目标风险基金数量



资料来源: Wind, 信达证券研发中心; 注: 截止 2022 年 11 月 18 日

图 24: 首批设立 Y 份额的养老目标日期基金目标日期分布



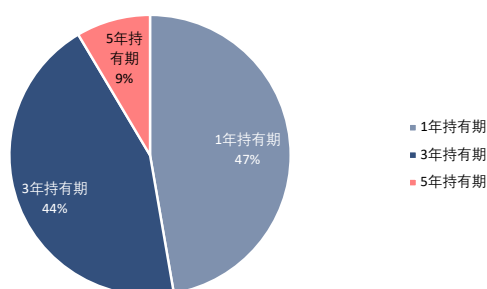
资料来源: Wind, 信达证券研发中心; 注: 截至 2022 年 11 月 18 日

首批 129 只个人养老金基金分为两大类，养老目标风险基金数量较多，共有 79 只，占比 61%；养老目标日期基金 50 只，占比 39%。从持有期限来看，持有期 1 年为 61 只，3 年为 57 只，5 年为 11 只，分别占比 47%、44% 和 9%。基金数量随着持有期的增长而减少，其中 5 年持有期的产品占比明显较少。

从基金风格来看，79 只目标风险基金中，稳健养老 FOF 数量最多，为 59 只，占比 73%；平衡养老 FOF 为 14 只，占比 18%；均衡、积极、保守养老 FOF 分别为 4 只、2 只、1 只，共占比 9%。由于“稳健养老 FOF”产品的风险和波动较小，同时锁定期较短，一般为一年锁定期，因此需求最多。

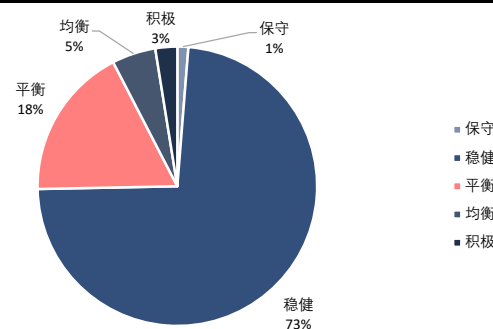
从到期时间来看，50 只目标日期基金中，覆盖的退休日期从 2025 年到 2050 年不等，通常以 5 年为间隔。其中 2035 年和 2040 年数量最多，分别为 12 只和 14 只，占比 24%和 28%。

图 25: 首批设立 Y 份额的养老目标日期基金以 1 年期和 3 年期为主



资料来源: Wind, 信达证券研发中心; 注: 截至 2022 年 11 月 18 日

图 26: 首批设立 Y 份额的目标风险养老基金以稳健型和平衡型风格为主



资料来源: Wind, 信达证券研发中心; 注: 截至 2022 年 11 月 18 日

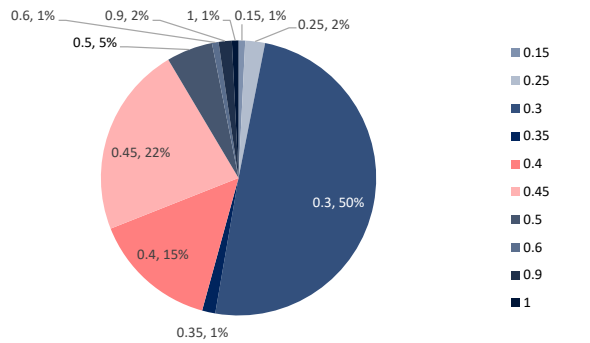
个人养老金基金的管理费率和托管费率均享受一定优惠，不高于 1%的管理费和 0.2%的托管费相比非 Y 份额的养老目标基金费率具有明显优势，有助于减轻投资者参与个人养老金的投资成本。从管理费率来看，超过 90% 的基金费率不高于 0.5%，以 0.3%和 0.45%为主，分别为 64、29 只，占比 50%和 22%；从托管费率来看，超过 95% 的基金费率不高于 0.1%，以 0.075%和 0.1%为主，分别为 71、46 只，占比 55%和 36%。

表 13: 对 Y 类基金份额的管理费率和托管费率进行五折优惠

管理费/年		托管费/年	
优惠前	优惠后	优惠前	优惠后
0.90%	0.45%	0.15%	0.075%

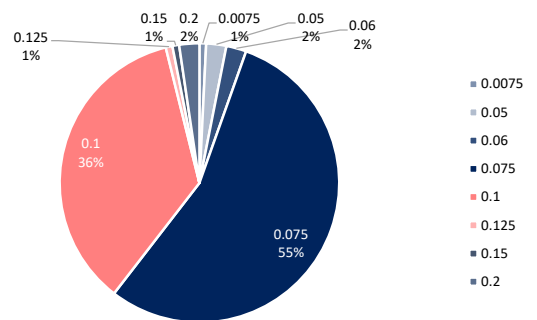
资料来源: Wind, 信达证券研发中心; 注: (以国泰民安养老 2040 三年 Y 为例)

图 27: 首批设立 Y 份额的养老目标基金基金费率分布 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28: 首批设立 Y 份额的养老目标基金托管费率分布 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 14: 个人养老金入围基金对应 A 份额成立以来收益前十

基金代码	Y 份额代码	基金名称 (全称)	基金发行日	基金规模 (亿元)	成立以来回报 (%)	成立以来年化回报 (%)	最大回撤 (%)
006321.OF	17277	中欧预见养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金 (FOF)	2018-10-10	10.6529	58.48	11.28	-16.00
006290.OF	17376	南方养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金 (FOF)	2018-11-06	8.2785	55.25	10.94	-14.72
006620.OF	17248	华夏养老目标日期 2045 三年持有期混合型基金中基金 (FOF)	2019-04-09	9.5405	54.70	12.12	-20.68
007188.OF	17249	嘉实养老目标日期 2050 五年持有期混合型基金中基金 (FOF)	2019-04-25	2.5394	51.72	11.69	-22.03
006289.OF	17247	华夏养老目标日期 2040 三年持有期混合型基金中基金 (FOF)	2018-09-13	10.4234	47.09	9.20	-18.65
007241.OF	17317	中欧预见养老目标日期 2050 五年持有期混合型基金中基金 (FOF)	2019-05-10	2.2829	46.37	10.76	-23.60
007059.OF	17361	汇添富养老目标日期 2040 五年持有期混合型基金中基金 (FOF)	2019-04-29	7.9057	45.06	10.40	-28.92
006307.OF	17296	嘉实养老目标日期 2040 五年持有期混合型基金中基金 (FOF)	2019-03-06	2.4141	44.57	9.89	-21.77
006295.OF	17251	工银瑞信养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金 (FOF)	2018-10-31	3.7091	43.11	8.80	-20.15
007060.OF	17254	汇添富养老目标日期 2050 五年持有期混合型基金中基金 (FOF)	2019-05-17	2.3134	41.53	9.82	-27.83

资料来源: Wind, 信达证券研发中心; 注: 数据截至 2023 年 1 月 28 日

表 15：个人养老金入围基金对应 A 份额成立以来最大回撤前十

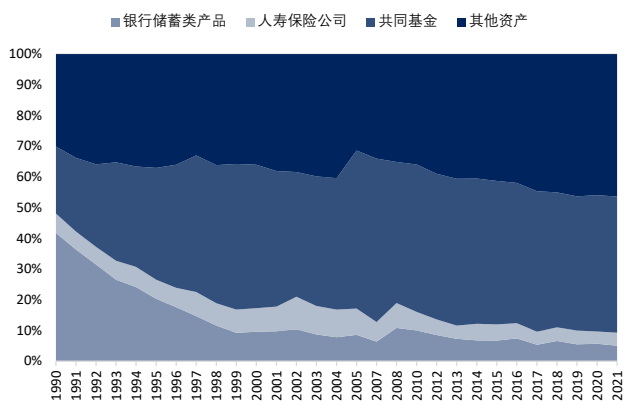
基金代码	Y 份额代码	基金名称（全称）	基金发行日	基金规模（亿元）	成立以来回报（%）	成立以来年化回报（%）	最大回撤（%）
006886.OF	17296	嘉实养老目标日期 2040 五年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)	2019-03-28	2.4141	44.57	9.89	-29.79
007059.OF	17352	工银瑞信养老目标日期 2045 三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)	2019-04-29	1.7433	16.49	5.17	-28.92
006763.OF	17402	广发养老目标日期 2040 三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)	2018-12-27	1.6391	3.96	1.45	-27.90
007060.OF	17370	银华尊和养老目标日期 2040 三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)	2019-05-17	2.4590	25.37	6.75	-27.83
006894.OF	17297	易方达汇诚养老目标日期 2033 三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)	2019-05-06	4.7187	23.69	5.82	-27.14
007297.OF	17241	万家平衡养老目标三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)	2019-06-27	2.2692	25.53	6.20	-26.56
007651.OF	17258	建信普泽养老目标日期 2040 三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)	2020-01-21	2.1714	-9.53	-6.27	-25.13
012513.OF	17364	南方富祥稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)	2021-06-29	2.5359	1.29	1.58	-24.94
006891.OF	17403	广发养老目标日期 2050 五年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)	2019-03-26	2.1861	21.58	5.32	-24.64
007780.OF	17275	华安养老目标日期 2030 三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)	2019-08-16	1.5878	12.10	3.08	-24.25

注：时间截至 2023 年 1 月 28 日

资料来源：Wind，信达证券研发中心

从回报来看，截至 2023 年 1 月 28 日，中欧预见养老 2035 三年 A、南方养老 2035 三年 A、华夏养老 2045 三年 A 和嘉实养老 2050 五年 A 成立以来的回报水平平均超过 50%，分别为 58.48%、55.25%、54.70% 和 51.72%，共有 10 只基金成立以来的业绩增长超过 40%。此外，约 32% 入选基金成立以来的回报为负，这些产品大多成立于 2021 年、2022 年，且规模相对较小。

图 29：美国 IRAs 投资资产类别比例



资料来源：ICI，信达证券研发中心

从境外个人养老金账户投资的经验看，公募基金产品具备优势。美国 IRAs 资产前期主要集中于银行，后期转向共同基金。1990 年，IRAs 投资资产中以银行储蓄类产品为主，占比约为 42%，随后的 30 年间，银行储蓄类产品比例下降，逐渐向共同基金过渡，2021 年，共同基金占 IRAs 投资资产的 44%。

公募基金未来可能成为我国养老第三支柱投资的“主力军”。（1）资产配置多元化。公募基金拥有丰富的底层资产和多元化的投资策略，可充分发挥养老金的长期资金属性和权益投资优势。（2）产品选择广泛、期限灵活。相较于银行理财产品，公募基金产品在产品期限选择上更为灵活和丰富。养老公募基金产品包括定期开放申购赎回和灵活申购赎回，其中定期开放类型期限以一年或半年为主，灵活性强，未来可以满足广大个人客户对不同产品的需求。（3）公募基金公司自身相对优势。一方面，公募基金公司参与养老金和年金业务时间最早、经验丰富，同时披露机制较为透明，兼具规范性和抗风险能力；另一方面，相对完善的客户服务体系使其能够根据客户的投资需求、风险承受能力、投资期限等因素，提供全面专业的资产配置建议。

3.2 公募基金个人养老金产品设计与发展展望

公募基金有望担当养老第三支柱投资的“主力军”。从发达市场经验来看，截至 2021 年末，美国养老第三支柱占美国总体养老金市场比例超 60%。其中投资于公募基金的比例超过一半，高达 52%。未来公募基金在国内个人养老金市场的发展空间较大。

养老目标基金产品竞争重点在于长期稳健收益。我们认为养老目标基金产品需要做好风险和长期收益的平衡，在控制波动的同时着力实现长期稳健收益。整体来看，低风险的固定收益或许并不能符合养老金投资者长期养老投资需求，未来多资产策略或将成为主流。另外，养老目标基金管理作为一个系统化的工程，未来将更加考验基金公司全方位的资产配置能力，并对养老目标基金经理提出更高要求。养老产品的投资除了需要在大类资产配置以及投资上的专业能力，还要具有稳定发掘收益的能力。我们认为未来养老目标基金开发机构将在产品设计、长期收益、专业人才和养老基金投资团队建设等方面展开更深层次竞争。

四、保险：发挥长期资金优势，发挥保险服务能力

4.1 险企参与个人养老金细则落地，产品名单出炉

明确个人养老金产品要求，两全和年金产品纳入范畴。2022 年 11 月 22 日，银保监会发布《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》（以下简称《通知》），推进多层次、多支柱养老保险体系，促进保险公司开展个人养老金业务。

表 16：保司开展个人养老金业务需满足条件

项目	要求
资本水平	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%
偿付能力	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%
准备金水平	上年度末责任准备金覆盖率不低于 100%
风险综合水平	最近 4 个季度风险综合评级不低于 B 类
合规水平	最近 3 年未受到金融监管机构重大行政处罚
系统建设	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（以下简称银保行业平台）实现系统连接，并按相关要求信息进行登记和交互
其他	银保监会规定的其他条件

资料来源：银保监会，信达证券研发中心

明确个人养老金保险产品要求，两全和年金险纳入范畴。《通知》规定保险公司可以通过年金险、两全险以及其他银保监会认定的产品开展个人养老金业务，产品需符合相关要求：1）保险期间不短于 5 年；2）保险责任限于生存金给付、满期金给付、死亡、全残、达到失能或护理状态；3）提供灵活缴别：趸交、期交或不定期交等方式。整体看，该产品定义范畴较宽，突出了产品长期性和稳定性等特质，我们预计各大险企均能快速完成

符合上述要求的产品开发，同时不断发挥险企在健康、养老和护理方面的服务优势，切实有效地参与到个人养老金产业中来。

表 17：个人养老金保险产品范畴和形态要求

项目	要求
产品	年金产品、两全产品以及银保监会规定的其他产品
保险期间	保险期间不短于 5 年
责任	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
缴别	要求能够提供趸交、期交或不定期交费等灵活方式满足参加人要求

资料来源：银保监会，信达证券研发中心

新增风险综合评级要求，短期内需更关注是否完成了系统对接。《通知》明确保险公司开展个人养老金业务需符合七大条件，相比 2022 年 9 月 30 日下发的《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)》（以下简称《征求意见稿》），其中第四条“最近 4 个季度风险综合评级不低于 B 类”为新增条款，监管对于保险公司经营个人养老金业务提出相关资质门槛，体现了监管对于经营长期资金的保险公司经营稳健的要求。

表 18：个人养老金保险产品形态（截至 2022 年 12 月 27 日）

公司	产品名称	保障责任	养老年金领取方式/类型
中国人寿	国寿鑫享宝专属商业养老保险	养老年金、身故保险金、失能护理保险金	保证返还账户价值终身月领（或年领）、固定期限十年（或十五年、二十年）月领（或年领）
人保寿险	人保寿险福寿年年专属商业养老保险	养老年金、身故保险金、重度失能保险金	养老年金领取方式为按年（或月）分期领取，养老年金领取类型为保证返还账户价值终身领取、固定期限 10（或 15、20、25）年领取。
太平人寿	太平岁岁金生专属商业养老保险	养老年金、身故保险金、全残保险金	终身领取、10 年、20 年领取
太平养老	太平盛世福享金生专属商业养老保险	养老年金、身故保险金、失能护理/疾病全残保险金	保证返还账户价值终身领取，固定期限 10 年（或 15 年、20 年、25 年）领取
泰康人寿	泰康臻享百岁专属商业养老保险	养老年金、身故保险金	保证给付账户价值终身月领（或年领）、保证给付账户价值固定期限 10 年（或 15 年、或 20 年、或 30 年）月领（或年领）
泰康养老	泰康臻享百岁 B 款专属商业养老保险	养老年金、身故保险金	保证给付账户价值终身月领（或年领）、保证给付账户价值固定期限 10 年（或 15 年、或 20 年、或 30 年）月领（或年领）
国民养老	国民共同富裕专属商业养老保险	养老年金、身故保险金	终身领取（月领/年领）、固定期限 10 年/20 年领取（月领/年领）
新华人寿	新华人寿保险股份有限公司卓越优选专属商业养老保险	养老年金、身故保险金	保证返还账户价值终身领取（月领/年领）、保证 20 年终身领取（月领/年领）、固定期限（10、15 或 20 年）领取（月领/年领）
太平人寿	太平鑫多多两全保险（互联网专属）	满期保险金、身故保险金	/
阳光人寿	阳光人寿阳光寿养老年金产品	养老年金、身故保险金	月领：8.5%*基本保额；年领：100%*基本保额；养老年金保证领取期：领取日起 20 个保单年度；
工银安盛人寿	工银安盛人寿盛享颐年养老年金产品	养老年金、身故保险金、满期金	固定期限 20 年领/终身领取（月领、年领）
工银安盛人寿	工银安盛人寿金账户年金保险产品（万能型）	身故保险金、年金、持续奖励金	/

资料来源：中国银保信官网，各公司官网，信达证券研发中心

个人养老金保险产品出炉，首批 7 款专属商业养老保险入围。2022 年 11 月 23 日，中国银行保险信息技术管理公司（以下简称“中国银保信”）官网发布首批个人养老金保险产品名单，包含 6 家保险公司共 7 款养老保险产品，其中包括 2 家专业养老保险公司产品——国民养老保险“国民富裕专属商业养老保险”和太平养老保险“太平盛世福享金生”专属商业养老保险。根据银保监会《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》，通

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 23

过保险条款和费率审批的产品均可纳入个人养老金产品名单，同时中国银保信将定期公布个人养老金产品名单。另外，新华人寿、太平人寿、阳光人寿和工银安盛人寿等相关产品也被纳入名单，截止 2022 年 12 月 27 日，从中国银保信官网公布的名单来看，目前共有 12 款个人养老金保险产品。

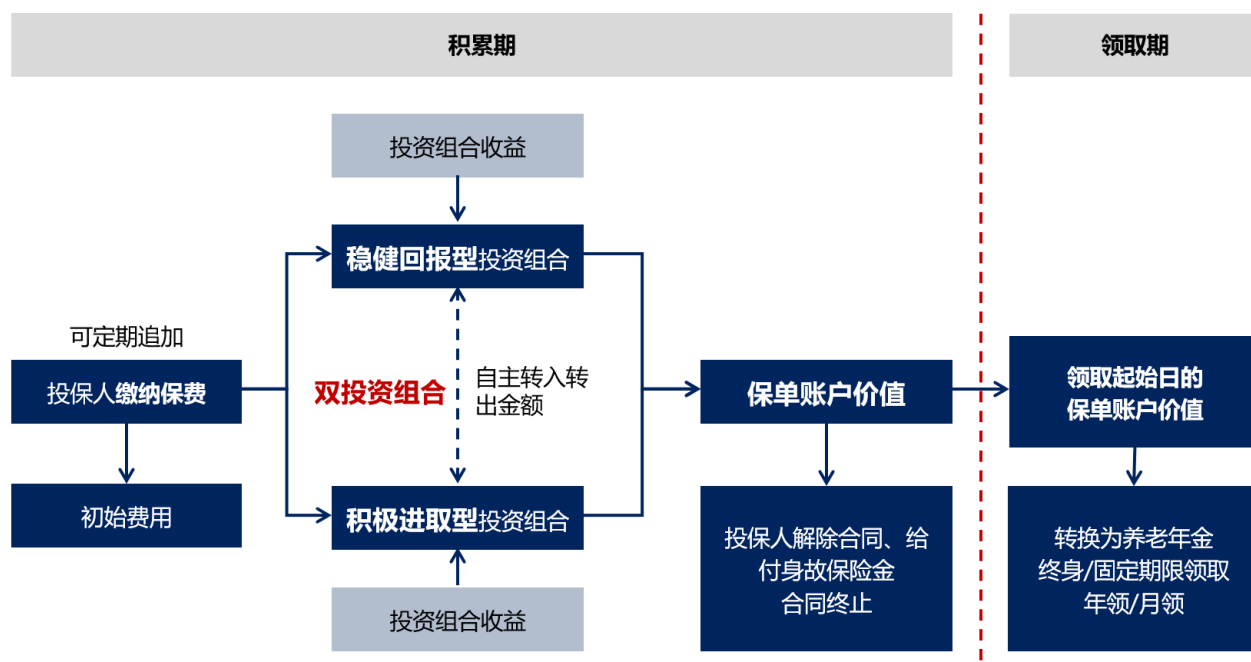
表 19：专属商业养老保险产品结算利率和初始费用

公司	产品名称	保障利率（稳健型/进取型）	收取初始费用	投资组合机制转换
中国人寿	国寿鑫享宝专属商业养老保险	2%/0	每笔不超过 5%	每个会计年度 1 次，免费转换
人保寿险	人保寿险福寿年年专属商业养老保险	3%/0.5%	每笔不超过 3%	每个保单年度 1 次，免费转换
太平人寿	太平岁岁金生专属商业养老保险	2%/0	每笔不超过 2%	每年一次，免费转换
太平养老	太平盛世福享金生专属商业养老保险	3%/0.55%	每笔不超过 5%	每年一次，免费转换
泰康人寿	泰康臻享百岁专属商业养老保险	2.85%/0.5%	每笔不超过 3%	每年一次，免费转换限额为转出投资组合在转换时投资组合价值的 50%与 200 万的较小者，转换金额超过免费转换限额的，按照超过部分的 3%收取费用
泰康养老	泰康臻享百岁 B 款专属商业养老保险	2.85%/0.5%	每笔不超过 5%	免费转换限额为转出投资组合在转换时投资组合价值的 50%与 200 万的较小者，超过限额的则按照超过部分的 3%收取费用
国民养老	国民共同富裕专属商业养老保险	3%/0	每笔不超过 3%	每个保单年度 1 次，免费转换
新华人寿	新华人寿保险股份有限公司卓越优选专属商业养老保险	2.5%/1%	每笔不超过 3%	每个保单年度 1 次，免费转换

资料来源：中国银保信官网，各公司官网，信达证券研发中心

入围的个人养老年金保险产品均为专属商业养老保险，此类产品设置了进取型、稳健型两种收益模式供选择。从首批入选的 6 家险企披露的专属商业养老保险首期结算利率来看，稳健型账户 2021 年年化结算利率均在 4%-6% 之间，进取型账户结算利率在 5%-6.1% 之间，略高于多数万能险结算利率。从专属商业养老保险前期试点情况来看，保险公司个人养老金产品的缴费方式较为灵活、参与门槛较低，尤其满足了资金有限的年轻群体和工作性质较为灵活的新市民群体的养老保障需求。

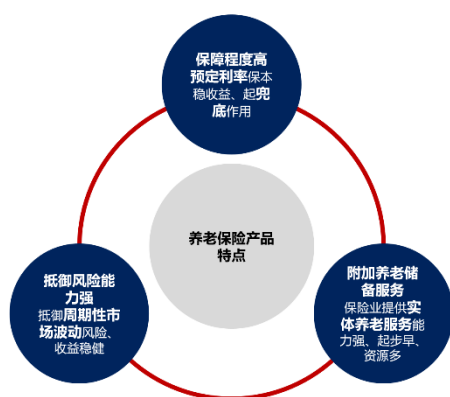
图 30：国民养老国民共同专属商业养老保险产品运作示意图



资料来源：国民养老官网，信达证券研发中心

养老保险产品相较其他产品特点。1) 保障属性突出，保障程度高：以预定利率形式进行产品设计，相对于银行理财及公募基金而言具有“保本”特点，同时预期收益较为明确，保障功能较强，我们认为在个人养老体系中可以扮演“托底”角色，尤其是针对风险厌恶型群体，低风险、稳收益的养老保险产品无疑是一个很好的选择；2) 收益稳定，抵御风险能力强；3) 可附加养老服务。未来专属养老保险运行机制有望不断完善，不断发挥专属养老保险产品在产品的设计、长寿风险分散和养老服务结合等方面的独特优势，不断提高长期养老保险资金的投资收益率。

图 31：养老保险产品突出保障属性和搭配养老服务



资料来源：信达证券研发中心

创新双账户模式，专业养老险公司商业养老金试点启航

2022 年 12 月 1 日，银保监会发布《中国银保监会办公厅关于开展养老保险公司商业养老金业务试点的通知》，决定自 2023 年 1 月 1 日起开展养老保险公司商业养老金业务试点，试点期限一年。2023 年开年以来，商业养

老金业务试点在北京、上海、江苏等 10 个省市正式启动，首批 4 家专业养老险公司（人保养老、国寿养老、太平养老和国民养老）参与此次试点。

表 20：商业养老金与个人养老金的区别

编号	区别维度	个人养老金	商业养老金
1	定位	政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营，是实现养老保险补充功能的养老保险制度	是个人自愿参与，市场化、法治化运作的养老金融业务，由养老保险公司提供包括账户管理、规划顾问、产品购买、长期领取等一站式服务
2	税收政策	不享受相关个人所得税税收优惠政策	享受国家制定的税收优惠政策
3	参加条件	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	年满 18 周岁的个人
4	产品	符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品	养老保险公司提供的多种商业养老金产品

资料来源：银保监会，信达证券研发中心

表 21：商业养老保险公司商业养老金业务试点产品特点

编号	区别维度	内容
1	账户设置	账户与产品相结合，为个人建立信息管理账户，提供不同期限、风险、流动性等特征的商业养老金产品 建立“锁定养老账户”与“持续养老账户”的双账户组合
2	产品设计	以积累养老金为主要功能
3	风险管控	强化风险管控，建立产品托管机制，加强投资监督和估值对账
4	领取方式	提供定额分期、定期分期、长期（终身）年金化领取等多种领取安排
5	配套服务	提供包括收支测算、需求分析、资产配置等养老规划服务

资料来源：银保监会，信达证券研发中心

4.2 税优健康险适用产品范围拟扩容

2022 年 11 月 11 日，银保监会就《关于扩大商业健康保险个人所得税优惠政策适用产品范围有关事项的通知（征求意见稿）》（以下简称《税优健康险征求意见稿》）在行业内征求意见，拟扩大个人所得税优惠政策适用商业健康保险的产品范围。**通知将税优健康险产品范围扩展到健康险主要险种，即扩展到医疗保险、长期护理保险和疾病保险。**同时，通知拟不再对税优健康险产品出台标准化条款，除对承保既往症人群的要求外，将产品设计交给市场主体，强化事后回溯分析，要求保险公司及时调整经营实际与精算假设的偏差，确保定价合理性。

税优健康险是我国首个享有税收优惠政策支持的个人商业健康险产品，2016 年税优健康险试点工作正式启动，并自 2017 年 7 月 1 日起推广至全国。从基本架构来看，税优健康险采用的是“医疗险+万能险”的一年期消费型健康保险的形式，扣除医疗险费用后的保费存入万能险账户，用于日后缴费或购买其他商业保险，但是不能取现。居民个人购买符合规定的商业健康险保险产品的支出后，允许在计算应纳税额时给予税前扣除，扣除限额 2400 元/年（200 元/月）。截至 2020 年 12 月底，税优健康险累计销售 51 万件，累计保费 21.75 万元，占行业健康保险保费比例低于 0.1%。

产品和投保范围所有扩充，长期护理险发展有望迎来增量。1）产品方面，《税优健康险征求意见稿》对产品设计原则做出了明确要求，要求人身险公司开发保额适度、价格适中、满足多层次保障需求的产品，并将税优健康险产品范围扩展到医疗保险、长期护理和疾病保险，并要求医疗险的保证续保期间不低于 3 年，长期护理保险和疾病保险的保险期间不低于 5 年。2）投保人群方面，被保险人群范围有所扩充，可以为投保人本人，也可以为配偶、子女和父母投保。

前期“叫好不叫座”，后续需配合税优激发投保需求。根据财政部、税务总局、原保监会联合发布的《关于将商业健康保险个人所得税试点政策推广到全国范围实施的通知》，对个人购买符合规定的健康保险产品的支出，允

许在当年（月）计算应纳税所得额予以税前扣除，扣除限额为 2400 元/年，即 200 元/月，整体来看税前扣除的额度相对较小，对消费者而言节税效应不明显。

4.3 税延养老及专属商业养老试点总结

税延养老金遇冷

2018 年 5 月 18 日银保监会发布《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》，从经营要求、产品管理、销售管理、投资管理、财务管理等方面对保险公司开展税延养老保险业务提出具体要求。

税延养老保险，是指取得工资薪金所得、连续性劳务报酬所得（特定行业除外）的个人，应按税延养老保险扣除凭证记载的当月金额扣除当月的工资薪金、连续性劳务报酬收入的 6% 和 12000 元孰低的方法确定。纳税人通过购买税延养老保险来提高个税起征点，等退休领取养老金时再补交税款。税延养老保险于 2018 年推出，目前仅在上海、福建省（含厦门市）和苏州工业园可购买。

从产品管理来看，办法要求税延养老保险产品以“收益稳健、长期锁定、终身领取、精算平衡”为设计原则，并明确对税延养老保险产品采取审批制，获得批准的产品才能上市销售。此外，税延养老保险产品分为积累期和领取期两个阶段。其中，**税延养老保险产品积累期养老资金的收益类型，分为收益确定型、收益保底型、收益浮动型。**

表 22：税延养老保险产品特点

税延养老保险产品种类	特点
收益确定型产品（A 类）	在积累期提供确定收益率（年复利）的产品
收益保底型产品（B 类）	指在积累期提供保底收益率（年复利）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）	在积累期按照实际投资情况结算收益的产品

资料来源：银保监会，信达证券研发中心

税延养老保险的试点结果并不尽如人意。截止到 2021 年 12 月，税延养老保险累计保费为 6.3 亿元，覆盖人群仅为四万余人。税延养老保险试点暴露出优惠力度有限、操作复杂等问题。税收信息平台等基础设施仍处于完善过程中，使其在推动商业养老保险发展方面的支持作用有限。政策覆盖面窄，处理流程复杂，延期纳税模式不符合公众纳税的观念和习惯，政策设计有待完善成为主要问题。

税延养老保险未来将与个人养老金衔接。关于此前已经试行的税延型商业养老险，将与个人养老金衔接，税延型养老保险后续可能并轨至个人养老金中，同时配合执行最新的个人养老金税收政策，即领取时的税负从 7.5% 降至 3%。

表 23：税延养老年金将用于个人养老金衔接

办法	要求
《个人养老金实施办法》	（第 50 条）中国银行保险监督管理委员会、人力资源社会保障部会同相关部门做好个人税收递延型商业养老保险时点与个人养老金的衔接
《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》	上海市、福建省、苏州工业园区等已实施个人税收递延型商业养老保险试点的地区，自 2022 年 1 月 1 日起统一按照本公告的税收政策执行。

资料来源：人社部，财政部，国家税务总局，银保监会，证监会，信达证券研发中心

专属商业养老保险运行机制不断完善，不断发挥资金长期优势

2021 年 6 月 1 日，专属商业养老保险试点在浙江省（含宁波市）和重庆市开展，期限暂定一年，人保寿险、中国人寿、太平人寿、太保寿险、泰康人寿以及新华人寿等 6 家保险公司参与首批试点。2022 年 3 月 1 日起，试

点范围扩大到全国范围，并在原有 6 家试点基础上，允许养老保险公司参加试点，太平养老、国民养老、平安养老、恒安标准养老等 6 家公司的专属商业养老保险产品先后上市。

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。与试点区域和参与主体双扩容前相比，5 个月内保单件数增加 13.82 万件，保费收入增加 18.78 亿元，增长速度明显加快。

2022 年结算利率表现亮眼，稳健型和进取型账户表现均优异。从 12 家试点公司发布的 2022 年专属商业养老保险结算利率来看，稳健型账户年化结算利率在 4.0%-5.15% 之间，进取型账户年化结算利率在 4.5%-5.7% 之间。专属商业养老保险产品积累期采取“保证+浮动”的收益模式，为消费者提供风险偏好不同的投资组合。试点公司的专属商业养老保险产品均采用“双账户”管理模式，同时提供稳健型和进取型的投资组合。稳健型账户最低保证利率大多为 2.5%，主要面向风险保守型客户设计；进取型账户在保障资金安全的基础上对多种资产进行平衡配置，最低保证利率大多为 0.5%。2022 年各试点公司专属商业养老保险产品年化结算利率均高于最低保证利率，太平养老、国民养老、泰康人寿、新华保险、恒安标准养老等 5 家公司的专属商业养老保险两类账户的结算利率均在 5% 以上。

我们预计未来专属养老保险运行机制将不断完善，从而不断发挥其在产品功能、分散长寿风险、与养老服务相结合等方面的独特优势，不断提升长期养老资金的投资收益率，在第三支柱保险产品中扮演重要角色。1) 发挥养老保险“长期”特性，利用复利机制促进养老财富积累；2) 推动生命年金化领取，发挥保险分散长寿风险的独特作用 3) 养老支付与服务相结合，提供综合解决方案。养老服务业投资规模大、盈利周期长，需要长期资本的投入。养老保险资金规模大、期限长，与养老服务业发展需求高度契合，未来将成为养老服务业重要的资本来源。4) 发挥长期资金优势，提升长期资金的投资收益率。商业养老保险资金具有跨越经济周期的独特优势，但受制于体制、机制与投资能力等约束，目前养老保险资金尚存在“长钱短用”的问题，长期优势没有显著发挥，未来需要适当提高风险容忍度和评价价值，着力提升养老资金投资收益率。

4.4 充分发挥保险业参与个人养老金比较优势

发挥养老保险产品长期确定性优势，助推养老财富增长。养老保险产品期限长，有助于推动短期储蓄转化为长期养老资产，优化个人金融资产的期限结构。安全稳定、持续增长的特点使其能够在长期利率下行的趋势下提供确定性保障。此外，养老保险产品的预定利率为复利，在长生命周期内可利用时间价值进行长期增值，促进养老财富积累。

突出保险化解长寿风险的独特优势，发挥年金保障终身特性。无论实际寿命高于还是低于预期寿命，终身年金产品提供的生存期年金化领取都使得被保险人在退休后能定期获得一定金额的养老金收入，直至过世，从而能够尽可能规避实际寿命超过预期寿命带来的财务风险

养老保险与健康管理服务有机结合，提供全生命周期解决方案。保险业是金融行业中为数不多能够同时提供风险保障、资产管理、养老服务、健康管理等一系列与养老产业密接结合的全生命周期服务方案提供商，我们认为未来在产品端继续发力丰富“产品货架”的基础上，险企还将在“产品+服务”的结合上进一步发力。

五、空间与展望：个人养老金制度测算

5.1 个人养老金税优制度更利好哪些人群？

收入越高人群节税效果更加明显。由于个人养老金领取阶段的税率直接对标的是累进制个人所得税的最低档 3%（月收入 5000 元至 8000 元），因此年累计应纳税所得额超过 3.6 万元（月收入 8000 元以上）的个人才更有意愿参与个人养老金的税收优惠，相反则参与者可能没有节税效果甚至会 缴纳更多个税。

表 24: 个人所得税税率表（综合所得适用）

级数	全年应纳税所得额	税率（%）	速算扣除数（元）
1	不超过 36000 元的	3	0
2	超过 36000 元至 144000 元的	10	2520
3	超过 144000 元至 300000 元的	20	16920
4	超过 300000 元至 420000 元的	25	31920
5	超过 420000 元至 660000 元的	30	52920
6	超过 660000 元至 960000 元的	35	85920
7	超过 960000 元的	45	181920

资料来源：国家税务总局，信达证券研发中心

表 25: 个人养老金税收更利好高收入人群

月均收入水平	个人所得税税率	每月最高可节税金额（元）	每年最高可节税金额（元）
不超过 5000 元的部分	0%	0	0
5000-8000 元的部分	3%	30	360
8000-17000 元的部分	10%	100	1200
17000-30000 元的部分	20%	200	2400
30000-40000 元的部分	25%	250	3000
40000-60000 元的部分	30%	300	3600
60000-85000 元的部分	35%	350	4200
超过 85000 元的部分	45%	450	5400

资料来源：财政部，国家税务总局，信达证券研发中心

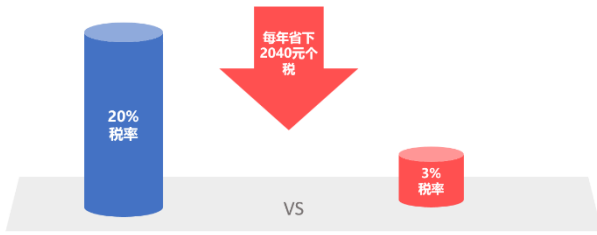
个人养老金制度税收效果举例：

以某女士，年龄 35 岁，计划退休年龄 55 岁，工资年应税收入 20 万元（综合所得）为例，不考虑投资的情况：假设王女士每月缴存 1000 元到个人养老金账户，则个人所得税税率相当于从 20% 降到支取时的 3%，则每年可省 2040 元（ $12000 \times (20\% - 3\%)$ ）的个人所得税。

假设进行长期投资，使用方案 A（全额缴纳个人养老金）和方案 B（自主理财投资），且年化收益率假设均为 5%，每年实际投资金额均为 1.2 万元，实际投资年限均为 20 年：

- 方案 A：全额缴纳个人养老金。20 年后投资收益总额（本金+收益）为 39.68 万元（ $FV(0.05, 20, -1.2) = 39.68$ 万元），支取时的个人所得税为 1.19 万元（实际税率 3%），**税后本金加收益合计为 38.49 万元**；
- 方案 B：自主理财投资。每年实际投资金额为 0.96 万元（ $1.2 \times (1 - 20\%) = 0.96$ ），工资年应税收入 20 万（综合所得）适用税率为 20%，投资 20 年后，**总收益（本金+收益）合计为 31.74 万元**（ $FV(0.05, 20, -0.96) = 31.74$ 万元，投资收益不征税）。

综上，在此情况下 A 方案比 B 方案收益多 6.75 万元。

图 32: 不考虑投资情况下个人养老金账户节税情况示例


资料来源：中信银行官方微信公众号，信达证券研发中心

图 33: 个人养老金账户配置分类人群


资料来源：中信银行官方微信公众号，信达证券研发中心

5.2 个人养老金账户可为资本市场贡献多少增量？

2022 年个人养老金缴费人群平均投资金额为 2316 元。2023 年 1 月 18 日，人力资源和社会保障部养老保险司副司长尹涛表示，2022 年 11 月 25 日，个人养老金制度在 36 个先行城市（地区）启动实施。在各部门、各先行地区、各参与金融机构的大力宣传和共同推动下，总体运行平稳有序。**截至 2022 年底，个人养老金参加人数 1954 万人，缴费人数 613 万人，总缴费金额 142 亿元。缴费人数占参加人数的比例为 31.37%，缴费人数的平均投资金额为 2316.48 元。**

《个人养老金实施办法》中明确个人养老金的参加人应当是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，同时《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》中规定，个人缴费享受税前扣除优惠时，以个人养老金信息平台出具的扣除凭证为扣税依据，因此简单总结下来，个人养老金税优覆盖人群为“**参加社保+缴税**”。

我们综合考虑 2022 年个人养老金试点的开户数、缴费数、参与人数占比和平均投资金额等指标，以及未来个人养老金制度试点逐步放开扩展至全国等情景，对未来 10 年个人养老金账户年度账户和累计规模进行测算，我们预计 2023 年实际缴费人数有望达 740 万人，若按缴存金额为 12000 元/年的 80%测算，则 2023 年个人养老金账户缴费总额约可达 710 亿元，至 2032 年我们预计个人养老金账户累计缴费金额有望达 2.14 万亿元，有望为资本市场贡献可观的长期资金。

关键假设及测算逻辑

- 1) 城镇就业人口数量：**截止 2021 年末城镇就业人口数量为 4.68 亿人，基于相对保守原则，我们以截止前一年末的数量作为当年的测算基数，同时考虑到 2016-2021 年间城镇就业人口数量平均复合增长率为 2.15%，因此我们假设 2022-2032 年间的城镇就业人口数量平均复合增长率为 2%；
- 2) 试点（实行）地区城镇就业人口比例：**综合考虑个人养老金先行试点地区人口和未来增长，我们假设 2024-2026 年该比例分别为 28%、30%和 35%，2027-2030 年该比例为 40%，2031-2032 年该比例为 50%；
- 3) 纳税人口比例（占比城镇就业人口）：**2018 年 8 月 31 日第十三届全国人民代表大会常务委员会第五次会议审议通过《关于修改〈中华人民共和国个人所得税法〉的决定》（第七次修正），个人所得税起征点确定为每月 5000 元。时任财政部副部长程丽华表示，基本减除费用标准提高到每月 5000 元这一项因素来测算，修法后个人所得税的纳税人占城镇就业人员的比例将由现在的 44%降至 15%，我们在 15%这一比例基础上，综合考虑居民个人收入的增长和政府各类减税降费等因素，我们假设 2023 年纳税人口比例（占比城镇就业人口）为 16%，同时该比例每两年增长 1 个百分点，至 2032 年我们预计纳税人口比例为 20%；

- 4) **有购买意愿占比**: 2023 年 1 月 18 日, 人社部养老保险司副司长万涛指出, 截止 2022 年底, 个人养老金参加人数 1954 万, 缴费人数 613 万, 缴费人数占比为 31.4%。我们假设 2023 年有购买意愿人数占比为 35%, 同时综合考虑国家政策支持、税优等运作模式不断完善、个人养老金宣传的深入和居民养老意识的不断提升, 我们假设每年实际有意愿购买人数逐步增长, 至 2032 年有购买意愿人数占比为 64%;
- 5) **缴费上限 (元/年)**: 考虑到试点的持续性, 我们假设未来 10 年缴费上限将维持在每年 12000 元 (1000 元/月) 的水平;
- 6) **实际平均参与额度比例 (占比缴费上限)**: 考虑到目前仍处于试点初期, 我们假设 2023 年实际平均参与额度比例为 80%, 即每年 9600 元, 未来随着试点逐渐深入, 逐年提升至 2028 年后均为顶格缴费 (每年 12000 元);
- 7) **账户年度留存率**: 考虑到实际存在缴费后中断和脱落情况, 我们统一假设留存率为 97%。

表 26: 个人养老金账户缴费金额年度及累计规模测算

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
城镇就业人口数量 (万人)	47,708	48,663	49,636	50,629	51,641	52,674	53,727	54,802	55,898	57,016
试点 (实行) 地区城镇就业人口比例	27.70%	28%	30%	35%	40%	40%	40%	40%	50%	50%
纳税人口比例 (占比城镇就业人口)	16.0%	16.0%	17.0%	17.0%	18.0%	18.0%	19.0%	19.0%	20.0%	20.0%
可参与者人口数量 (万人)	2,114	2,180	2,531	3,012	3,718	3,793	4,083	4,165	5,590	5,702
有购买意愿占比	35%	37%	40%	43%	46%	49%	53%	56%	60%	64%
实际缴费参与人数 (万人)	740	816	1,014	1,292	1,706	1,862	2,145	2,341	3,362	3,669
缴费上限 (元/年)	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000
实际平均参与额度比例 (占比缴费上限)	80%	85%	90%	90%	90%	100%	100%	100%	100%	100%
当年度新增个人养老金账户缴费金额 (亿元)	710	833	1,096	1,395	1,842	2,234	2,574	2,809	4,034	4,403
年度累计个人养老金账户缴费金额 (亿元, 假设留存率 97%)	710	1,522	2,592	3,955	5,755	7,934	10,440	13,172	17,122	21,403

资料来源: 信达证券研发中心测算

图 34：2023 年个人养老金账户缴费金额测算（单位：亿元）

有购买意愿占比 \ 实际平均参与额度	60%	70%	75%	80%	85%	90%	95%	100%
25%	381	444	476	507	539	571	603	634
26%	396	462	495	528	561	594	627	660
27%	411	480	514	548	582	617	651	685
28%	426	497	533	568	604	639	675	710
29%	441	515	552	589	625	662	699	736
30%	457	533	571	609	647	685	723	761
31%	472	551	590	629	669	708	747	787
32%	487	568	609	650	690	731	771	812
33%	502	586	628	670	712	754	795	837
34%	518	604	647	690	733	776	820	863
35%	533	622	666	710	755	799	844	888
36%	548	639	685	731	776	822	868	913
37%	563	657	704	751	798	845	892	939
38%	579	675	723	771	820	868	916	964
39%	594	693	742	792	841	891	940	990
40%	609	710	761	812	863	913	964	1,015
41%	624	728	780	832	884	936	988	1,040
42%	639	746	799	853	906	959	1,012	1,066
43%	655	764	818	873	927	982	1,036	1,091
44%	670	781	837	893	949	1,005	1,061	1,116
45%	685	799	856	913	971	1,028	1,085	1,142

资料来源：信达证券研发中心测算

六、投资建议

我国养老第三支柱发展仍处于起步阶段，个人养老金账户主体框架出台的背景下，具体的运作体系仍需要积极探索。商业银行、公募基金、保险公司、理财公司等主要业务参与者各有特点，相互存在优劣势。整体看，未来多方参与者需要更充分协同合作，各自发挥主体优势，创新产品供给，取长补短，合理分工，为更多人群提供更多易于理解、操作简便、收益稳健和运作透明的个人养老金产品，在不断的竞合关系中推动个人养老金业务发展壮大。参考海外成熟养老金融发展历程，我国个人养老市场刚刚起步，方兴未艾，未来更需要平衡好短期与长期、风险与收益、成本与效益之间的关系。

随着个人养老金实施试点的推进，个人养老金产品供给的丰富和系统的完善，同时配合个人养老金税优政策，我们认为居民个人养老金参与意愿有望不断提升且有望为资本市场不断带来增量长期资金，或有利于资本市场长期健康稳定发展。从当前保险产品和渠道端来看，更加利好产品丰富、运营系统建设完善的头部险企，我们建议关注中国太保、中国平安和中国人寿。

七、风险因素

宏观经济下行，制度试点不及预期，险企改革不及预期，居民财富增长不及预期，销售队伍质态提升缓慢，权益市场剧烈波动，长期利率下行超预期，金融监管政策收紧。

研究团队简介

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

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾任天风证券研究员，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯峰，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

评级说明

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

风险提示

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

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