

养老保险体系研究（五）

中国补充养老险：个人养老金的发展现状与制度优化

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
chenxiao397@pingan.com.cn

郝博韬 投资咨询资格编号
S1060521110001
haobotao973@pingan.com.cn

石艺 投资咨询资格编号
S1060524070003
SHIYI1262@pingan.com.cn



第三支柱养老保险，通常由个人自愿参与，以增厚老年人退休后收入为目标。中国的第三支柱养老保险起步较晚，直到2022年，才在前期个税递延型商业养老保险试点的基础上，进一步试点个人养老金制度。2024年末，个人养老金制度从试点地区推向全国，标志着第三支柱养老保险的正式建立。

当前的个人养老金，可以被视为一个具有缴费上限的封闭式投资账户。居民每年可以向该账户进行最高1.2万元的缴费，用于进行符合规定的投资。等达到领取基本养老金的年龄时，可以从该账户中领取所积累的资金。缴费时，缴费金额可以在个人所得税税前扣除，领取时再按照领取金额的3%单独补税。

对居民而言，是否参加个人养老金，主要受两个因素影响：税惠力度及超额收益。一方面，由于领取时存在补税，居民在缴费时享受的税惠水平，至少需要大于补税规模，才能真正享有税惠。另一方面，由于个人养老金很难提前领取，居民会要求个人养老金产品有较高的超额收益，作为流动性补偿。只有二者同时成立，或者超额收益足以用于覆盖补税时，缴纳个人养老金才显得划算。

试点地区，居民参与个人养老金的热情并不高。截止2024年末，36个试点地区开户人数约在7000万人左右，占试点地区城镇职工基本养老保险参保在职职工的42.17%，缴费人数仅占开户人数的30%左右，居民参与热情略显低迷。

个人养老金吸引力不足，主要源于三个原因：第一，居民收入水平仍然偏低，具有参保能力的居民本身不多。根据我们的测算，2023年中国7.4亿就业人口中，约有5.2亿人无需缴纳个税。对于收入水平偏低、无需缴纳个税的人群而言，增缴个人养老金确实力不从心。第二，税惠设计缺陷，进一步降低了中低收入群体的参保意愿。当前的税惠设计之下，如果居民年收入没有达到9.6万元、适用个税税率没有超过3%，缴纳个人养老金实际面临零税惠甚至负税惠，进一步打击了中低收入群体的参与意愿。第三，现有个人养老金产品没有明显的超额收益，无法实现流动性补偿。2024年以来，绝大多数公募基金的个人养老金产品没能跑赢宽基指数；银行的个人养老金理财产品，相较于其他银行理财产品而言，也没有显著的收益率优势。整体而言，居民的观望心态比较严重。

政策建议：我们认为，个人养老金可以通过以下手段提升制度吸引力。第一，优化税惠政策设计，对适用0%和3%个税税率的居民而言，将其领取端税率降为0%，规避零或负税惠问题。第二，优化提前支取方案，参考美国IRA的经验，允许通过罚息提前领取账户资金，降低参保人员流动性担忧。第三，进一步放宽投资品类，如港股产品、黄金等另类投资产品等。在提升个人养老金产品的投资回报率、实现流动性补偿的同时，满足居民的多样化投资需求。第四，优化缴费上限限制，提升新型就业者缴费限额，充分考虑特殊群体的替代性保障需求。第五，借鉴英美经验，建立自动注册机制，打通三支柱个人账户间的壁垒，并优化开户流程，增强制度功能性。

风险提示：1) 测算数据不能保证绝对精确；2) 针对当前的分析不能完全反映长期趋势；3) 综合考虑其他支柱养老金可能影响政策建议的适用性。

正文目录

一、 第三支柱养老保险：增厚老年人收入的补充性养老保险	4
1.1 第三支柱养老保险：增厚老年人收入的补充性养老保险	4
1.2 个人养老金的发展历程：第三支柱养老保险的重要组成部分，起步较晚	5
二、 第三支柱养老保险：个人养老金的制度设计	7
2.1 个人养老金制度设计概览	7
2.2 个人养老金运行与管理：封闭运行、享有税惠的投资账户	7
2.3 个人养老金的投资决策：税惠力度与超额收益是关键	9
三、 个人养老金的现状与问题：覆盖面较小，居民参与热情不足	12
3.1 个人养老金的现状：试点以来，居民参与个人养老金的热情不高	12
3.2 宏观限制：居民收入水平偏低，参保能力受限	13
3.3 税惠力度方面：中低收入居民占比高，参加个人养老金面临负税惠	14
3.4 超额收益方面：投资收益率表现不佳，无法覆盖流动性补偿	14
四、 总结及政策建议	17
五、 风险提示	17
附录	19

图表目录

图表 1	部分 OECD 国家老年人收入来源结构（2020 年或最新）	4
图表 2	中国三支柱养老金体系及对应覆盖人口规模（人，2023）	5
图表 3	个人养老金重要政策文件一览	6
图表 4	个人养老金相关规定一览	7
图表 5	个人养老金税惠与应纳税所得额关系	8
图表 6	开办个人养老金业务的银行（截至 2025.01.05）	8
图表 7	个人养老金产品数量分布（截至 2025.01.05）	8
图表 8	本科毕业的女性，28 岁为生育高峰（2020）	10
图表 9	中国老年人预期寿命（2022）	10
图表 10	CFPS 样本税前收入还原情况（本科及以上）	10
图表 11	CFPS 样本分年龄平均收入（本科及以上）	10
图表 12	本科毕业生毕业后薪资水平	11
图表 13	本科生毕业 3 年内年均薪资增速较高（元/月）	11
图表 14	样本男性的年收入和缴费税惠情况（万元）	11
图表 15	假设后测算结果一览	11
图表 16	个人养老金开户人数	12
图表 17	开户人数和实际缴费人数比	12
图表 18	36 个试点地区城镇职工基本养老保险参保在职职工人数测算（2023，万人）	13
图表 19	适用 0% 或 3% 税率的人群占比较高	13
图表 20	老龄化加剧，就业人员数下滑	13
图表 21	中低收入群体需要自行承担全额缴费	14
图表 22	适用 0% 个税税率的居民实际为负税惠	14
图表 23	中国居民 40 岁后可支配收入呈现下滑倾向	15
图表 24	美国各类 IRA 提前领取时，免缴 10% 罚息的情况	15
图表 25	2024 年个人养老金公募基金理财产品收益率分布	16
图表 26	2024 年个人养老金银行理财产品收益率分布（不含 2024 年成立）	16
图表 27	假设的中国男性本科毕业参保人情况	19
图表 28	36 个试点地区城镇职工基本养老保险的参保在职职工人数测算方法	21
图表 29	全部人民币银行理财 2024 年投资回报率分布情况	21

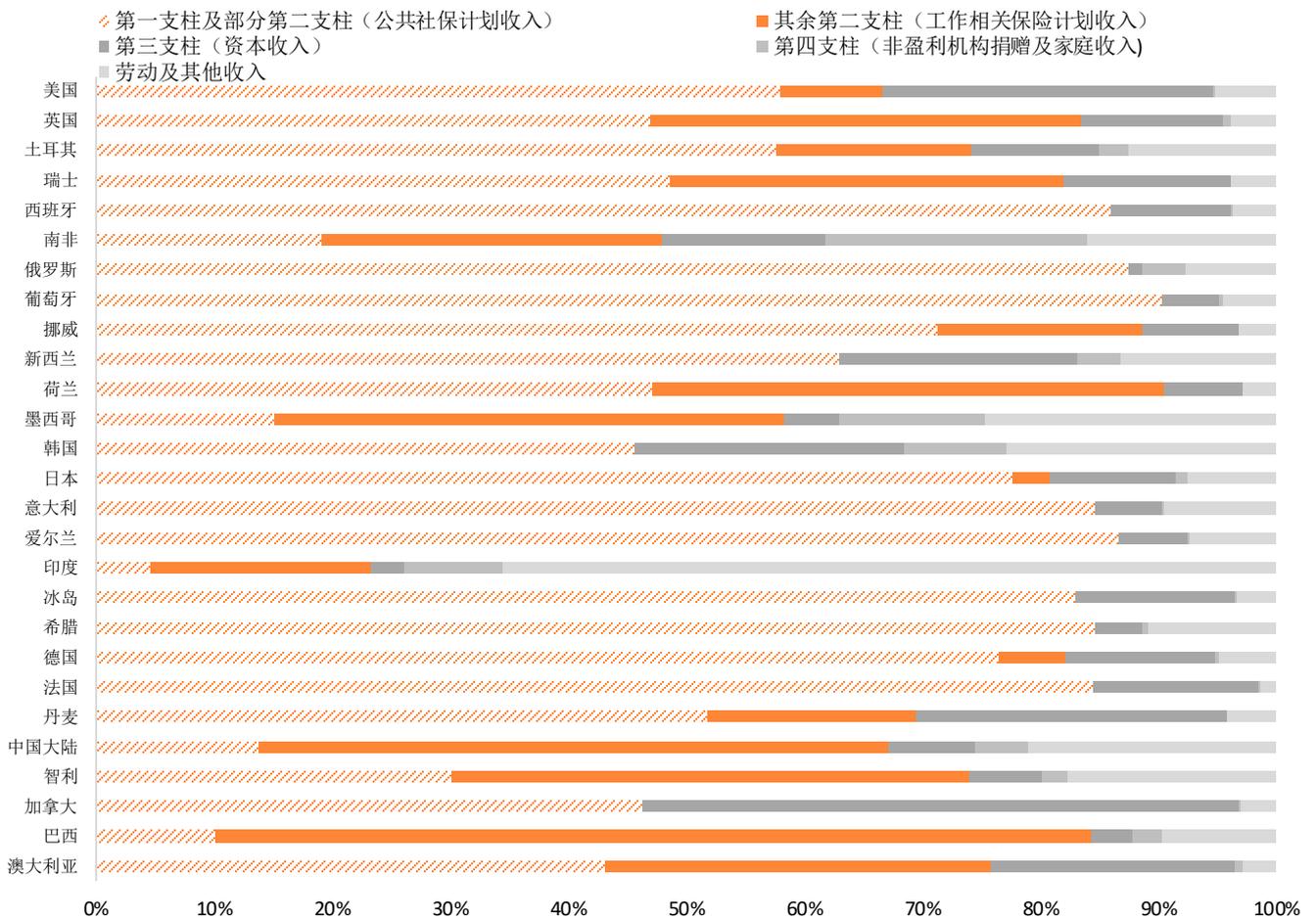
一、第三支柱养老保险：增厚老年人收入的补充性养老险

1.1 第三支柱养老保险：增厚老年人收入的补充性养老险

第三支柱养老保险，是老年人收入的重要补充。多支柱的养老保险体系，是保障老年人生活所需、防止老年贫困的主要手段，其主要包含三个支柱：第一支柱养老保险，是由国家主导的养老保险，以保障老年人基本生存需求为目标；第二支柱养老保险，是由企业主导的养老保险，以提升企业职工的退休后收入为目标；第三支柱养老保险，是个人自愿参与，以进一步增厚老年人退休后收入为目标。

第三支柱养老保险，在世界各国的发展不尽如人意。多支柱养老保险体系中，第二支柱发展历史最为悠久，在工业革命前已经星星点点地出现在部分欧洲国家。第一支柱也有相当的发展历程，在第二次世界大战后，世界各国普遍建立起国家主导的养老保险计划。二者发展历史较长，且通常由国家或企业承担相当部分的支出责任，因此发展较好。第三支柱发展历史较短，在世界各国平均只有 25 年左右的发展史¹，且基本由个人独立承担支出责任，因此发展相对缓慢。在 OECD 国家中，大多数国家的第三支柱养老保险，仅占老年人收入的一小部分。

图表1 部分 OECD 国家老年人收入来源结构 (2020 年或最新)



资料来源：OECD，平安证券研究所

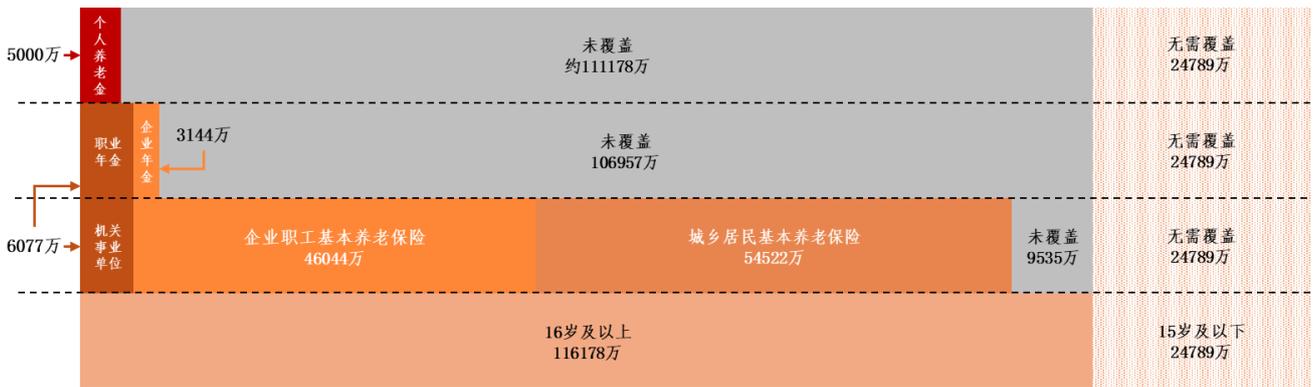
注 1：中国(2011)、丹麦(2019)、冰岛(2017)、印度(2011)、日本(2018)、俄罗斯(2017)、南非(2017)，其他国家部分收入可能也非 2020 年

注 2：OECD 对养老金的分类，与世界银行或中国的分类不完全一致，此图仅可作为参考

¹ 郑秉文.个人养老金一周评估与前瞻——基于一个理论框架的分析[J].华中科技大学学报(社会科学版),2024

中国的第三支柱养老保险，有广义和狭义之分。广义的第三支柱养老保险包括各类商业养老保险，最早可追溯到 1984 年中国人民保险公司推出的“个人养老金保险”。狭义的第三支柱养老保险，是指从 2018 年在上海市、厦门市和苏州工业园区开始试点的个人税收递延型养老保险，以及 2022 年启动实施的享受税延政策的个人养老金制度，即有着税惠政策的个人养老金。本报告主要对狭义的第三支柱养老保险，即个人养老金进行研究。个人养老金是中国第三支柱养老保险的核心组成部分，截至 2023 年末，个人养老金覆盖约 5000 万人。

图表2 中国三支柱养老金体系及对应覆盖人口规模（人，2023）



资料来源：人社部，民政部，Wind，平安证券研究所

注：1）按层级从下到上分别为总人口、第一支柱、第二支柱、第三支柱。

注：2）职业年金覆盖人数直接使用机关事业单位基本养老保险覆盖人数替代计算，包含已离、退休人群，可能导致覆盖人数有所高估。如以机关事业单位实缴住房公积金人数计算，则职业年金覆盖人数约在 4000 万人左右。

1.2 个人养老金的发展历程：第三支柱养老保险的重要组成部分，起步较晚

个人养老金的发展历程比较简短，大致可分为两个阶段。第一阶段 2018 年至 2022 年，以个税递延型商业养老保险开始试点为起点，到个人养老金制度开始试点结束。第二阶段为 2022 年至今，以个人养老金开始试点为标志。

1.2.1 第一阶段：发展缓慢的个税递延型商业养老保险

个税递延型商业养老保险试点，是中国第三支柱起步的标志。2008 年，原中国保监会提出在天津滨海新区、上海市、深圳市试点个税递延型补充养老保险，但落地缓慢。直到十年之后的 2018 年，财政部等五部门联合印发《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，提出在上海市、厦门市和苏州工业园区试点个税递延型商业养老保险，中国第三支柱养老保险才正式起步。

个税递延型商业养老保险的试点效果并不理想。所谓个税递延型商业养老保险，是指个人购买相关养老保险的支出，可以在当期个税税前进行扣除，直到领取时再补缴个税的商业养老保险。在最初的制度设计中，税延额度最高为 12000 元/年，领取期实际税率为 7.5%。然而，个税递延型商业养老保险的试点效果并不理想：截至 2021 年末，全国所有试点地区累计实现保费收入 6.29 亿元；其中，苏州工业园区参与试点的 17 家保险机构累计实现保费收入 3339.79 万元；累计投保 2497 件，件均保费 1.34 万元²，参保人大多是保险公司内部职工，一些公司的“自保件”占比高达 69%³。

个税递延型商业养老保险存在的问题，主要包括三个方面：第一，税惠力度不足。一方面，享受税延养老保险优惠的前提条件是缴纳个人所得税、取得工资薪金和连续性劳务报酬。但中国目前免缴和按照低税率(3%)缴纳个人所得税的人群占比较高，按照退休后领取金额的 7.5%进行补税的话，税惠力度十分有限。第二，手续办理繁琐。一方面，税额计算复杂。承保税延养老保险需要企业配合，经办人员每月需收集抵税凭证，制作报税表格，耗时耗力，企业容易产生抵触情绪。另一方面，税收抵扣繁琐。抵扣流程需要保险公司、客户单位、税务部门和中国银保信等多部门联动操作，且账户激活和凭证下载均有时

² 李金辉. 税延养老保险试点经验与探索[J]. 中国金融. 2022

³ 康蕊. 个人养老金的变迁：发展历程、规律反思与趋势研判[J]. 当代金融研究. 2024

限要求，超过时限就无法享受当月税收优惠，容易引发客户投诉。**第三，销售渠道单一。**当时保险公司主要通过企业团体保险方式直接销售税延养老保险，该渠道实现保费收入占比 90% 以上。究其原因，一方面是税延养老保险产品较为复杂，银行渠道代销人员专业水平普遍达不到销售资质；另一方面是税延养老保险产品件均保费较低、利润空间小，个险代理人缺乏销售积极性。销售渠道单一也是导致产品触及人群有限和参保率低的重要因素。从试点看，多数保险公司开展效果低于预期⁴。

1.2.2 第二阶段：个人养老金制度落地

在吸收了个税递延型商业养老保险试点教训的基础上，**2022 年个人养老金制度开始在 36 个城市进行试点。**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》，提出发展个人养老金。2022 年 11 月，人社部等部门发布《关于公布个人养老金先行城市（地区）的通知》，公布了 36 个先行城市（地区）名单，标志着个人养老金制度正式开始试点。

试点地区开户“热”缴费“冷”，居民观望心态比较明显。截至 2024 年 12 月，36 个试点地区中已有 7000 万人开设了个人养老金账户⁵，开户热情较高。然而，开户后真正进行缴费的人数不多。在 2023 年初（最新）的统计中，实际缴费人数仅占开户人数的 30% 左右⁶。这可能反映出，在当前制度设计之下，许多居民并不确定个人养老金能否改善自身经济情况，存在一定的观望心态。

2024 年，个人养老金制度优化并推向全国。2024 年 12 月，人力资源和社会保障部等五部门联合印发《关于全面实施个人养老金制度的通知》，明确个人养老金制度在全国范围内推行，并对前期存在的一些问题进行了优化，如扩大了投资品类、增加了提前领取条件等。

图表3 个人养老金重要政策文件一览

阶段	时间	部门	政策文件	主要内容
个税递延型商业养老保险试点阶段	2008.06	原保监会	《关于印发〈天津滨海新区补充养老保险试点实施细则〉的通知》	提出“补充养老险”包括个险和团险、建立个人账户、个人缴费税前扣除等制度设计细节
	2014.08	国务院	《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》	提出适时开展个人税收递延型商业养老保险试点
	2018.04	财政部等 5 部门	《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》	提出在上海市等三地试点个税递延型商业养老险
个人养老金试点阶段	2022.04	国务院办公厅	《关于推动个人养老金发展的意见》	明确建立个人养老金制度
	2022.11	财政部和国税局	《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》	明确个人养老金施行 EET 型税收政策，税率 3%
	2022.11	人社部等 5 部门	《个人养老金实施办法》	确定了个人养老金的制度设计，包括采用账户制、完全由个人缴费、四大类可投资品种等
	2022.11	人社部等 5 部门	《关于公布个人养老金先行城市（地区）的通知》	确定了个人养老金在 36 个地区先行试点
	2023.08	金融监管总局	《关于个人税收递延型商业养老保险试点与个人养老金衔接有关事项的通知》	明确停办个税递延型商业养老险，将存量保单与个人养老金制度相衔接
个人养老金全面铺开阶段	2024.12	人社部等 6 部门	《关于全面实施个人养老金制度的通知》	将个人养老金制度推向全国，丰富了投资品类，增加提前领取条件等

资料来源：中国政府网，各部门官网，平安证券研究所

⁴ 李金辉. 税延养老保险试点经验与探索[J]. 中国金融. 2022

⁵ [\[正点财经\]我国个人养老金开户人数突破 7000 万](#)

⁶ [个人养老金制度实施半年：参加人数超 3700 万，缴存人数还不够多 新闻频道 央视网\(cctv.com\)](#)

二、第三支柱养老保险：个人养老金的制度设计

个人养老金可以被视为优化版本的个税递延型商业养老保险，旨在帮助个人通过缴费和投资，自行积累退休后的收入。目前，个人养老金可以投资于多类投资产品，并享受缴费、投资过程不缴纳个税，领取时单独计税的税惠政策。

2.1 个人养老金制度设计概览

简单来说，个人养老金可以被视为一个具有缴费上限的封闭式投资账户。已经参加基本养老保险的居民，每年可以向该账户进行最高 1.2 万元的缴费，用于购买符合规定的理财产品、储蓄存款、商业养老保险和公募基金产品等。等达到领取基本养老金的年龄时，可以从该账户中领取所积累的资金。缴费时，缴费金额可以在个人所得税税前扣除，直到领取时按照领取金额的 3% 补缴税款。与个税递延型商业养老保险相比，个人养老金以覆盖面更广的商业银行为主要销售渠道、降低了领取时的税率、丰富了可投资的产品。

图表4 个人养老金相关规定一览

环节	具体规定
覆盖群体	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
参与渠道	参加人可通过个人养老金信息管理服务平台或商业银行开设个人养老金账户
缴费方式	可按月分期或者按年缴纳，最高 1.2 万元/年
可投资产品	储蓄存款、理财产品、商业养老保险、养老目标基金、国债、宽基指数基金、特定养老储蓄等
领取条件	达到领取基本养老金年龄、完全丧失劳动能力、出国(境)定居、患重大疾病、领取失业保险金达到一定条件或者正在领取最低生活保障金的
领取频率	一次性、分次、按月
税惠政策	按照 1.2 万元/年的限额标准，在综合所得或经营所得中据实扣除；投资收益暂不征收个人所得税；领取时养老金单独按照 3% 的税率缴纳个税

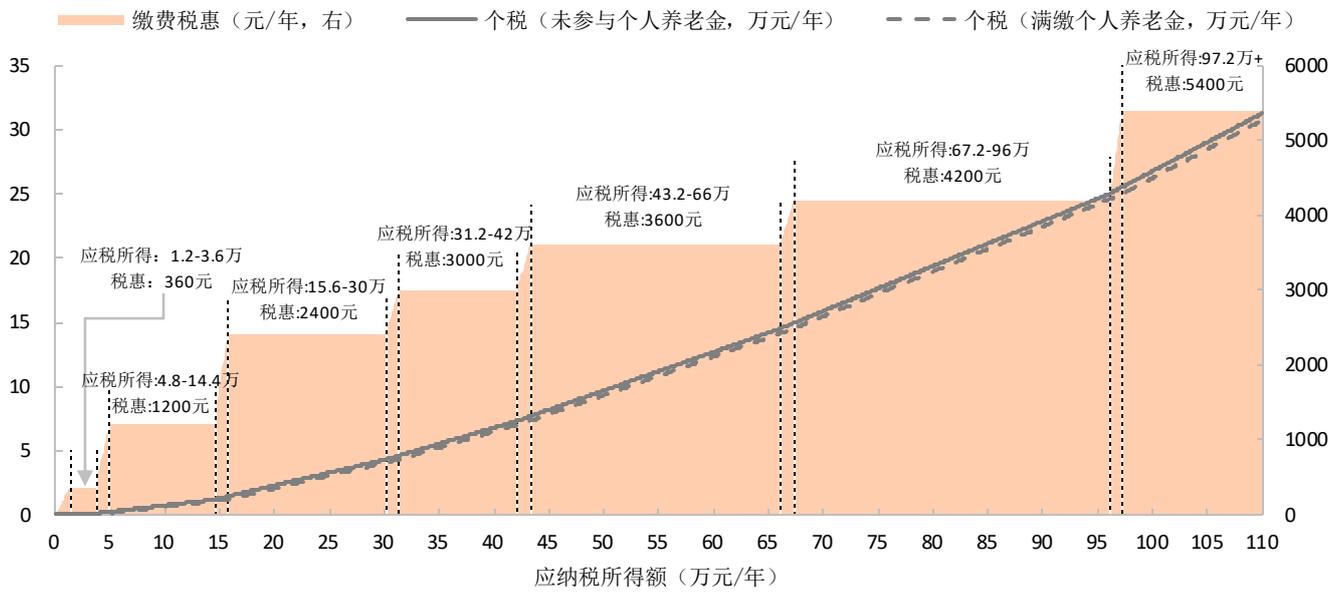
资料来源：《关于全面实施个人养老金制度的通知》，平安证券研究所

2.2 个人养老金运行与管理：封闭运行、享有税惠的投资账户

开户环节：个人养老金实行账户制，参加个人养老金需要参加人拥有两个账户，即个人养老金账户和个人养老金资金账户。满足参与资格居民，可以通过国家社会保险公共服务平台、全国人力资源和社会保障政务服务平台、电子社保卡、掌上 12333APP 等全国统一线上服务入口、商业银行等多类渠道，在信息平台开立个人养老金账户。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，是参加人参加个人养老金、享受税收优惠政策的基础。**其次**，参加人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。个人养老金资金账户作为特殊专用资金账户，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。

缴费环节：缴费上限为 1.2 万元/年，缴费额税前扣除，形成税惠。个人养老金完全由个人自愿缴纳，没有强制性，也没有统筹账户和国家补助（即不存在多缴多补助的情况），每人一年缴纳个人养老金的最大值为 12000 元，可以选择少交纳或者不交纳。缴费环节金额据实扣除，参加人可以选择在预扣预缴或者综合所得汇算清缴时，享受税收优惠政策。中国的个人所得税采用七级超额累进税率，对于不同收入水平的人而言，缴纳个人养老金后所适用的边际税率不同。因此，对不同收入的人而言，缴纳个人养老金的税惠力度也有不同，**整体而言收入越高，税惠力度越大。**

图表5 个人养老金税惠与应纳税所得额关系



资料来源：《中华人民共和国个人所得税法》，平安证券研究所测算

投资与管理环节：可投产品类型多样，投资收益暂不征收个人所得税，但并未形成实际税惠。目前，个人养老金可投资于储蓄存款、理财产品、商业养老保险、公募基金等。在投资环节的投资收益，同样暂不征收个人所得税。然而，由于目前中国居民的投资收益通常被认定为“利息、股息、红利所得”“财产租赁所得”“财产转让所得”三类，且三类都具有相当的免税方案⁷，实际征收的个税很少。因此，投资环节免征个税形成的税惠较低。

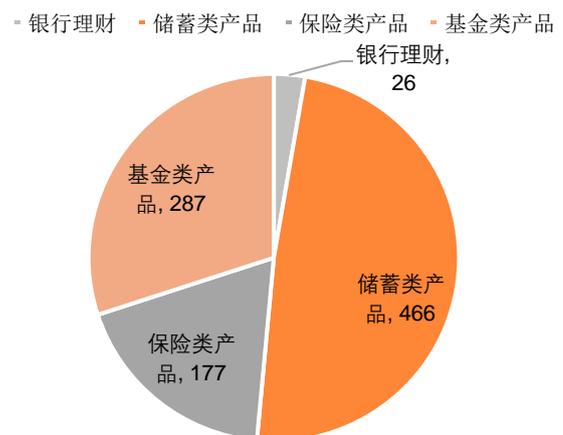
截至 2025 年 1 月 5 日，个人养老金产品共有 956 只。其中理财类产品有 26 只，储蓄类产品有 466 只，保险类产品有 177 只，基金类产品有 287 只。所有产品均主要通过商业银行销售。

图表6 开办个人养老金业务的银行（截至 2025.01.05）

序号	商业银行	序号	商业银行	序号	商业银行
1	兴业银行	9	光大银行	17	华夏银行
2	交通银行	10	广发银行	18	北京银行
3	建设银行	11	宁波银行	19	上海银行
4	招商银行	12	江苏银行	20	浙商银行
5	中国银行	13	民生银行	21	渤海银行
6	中信银行	14	浦发银行	22	南京银行
7	农业银行	15	邮储银行	23	恒丰银行
8	平安银行	16	工商银行		

资料来源：国家社会保障公共服务平台，平安证券研究所

图表7 个人养老金产品数量分布（截至 2025.01.05）



资料来源：国家社会保障公共服务平台，平安证券研究所

⁷ 三类所得所适用的个人所得税税率均为 20%。但在实际操作过程中，三类所得均有相当的个税减免方案。以股票为例，持有股票所获现金股利，属于“利息、股息、红利所得”在实际操作过程中，持股期限 1 年以上的，免征个税；持股期限在 1 个月至 1 年之间的，减半征收个税；持股期限在 1 个月以下的，才全额征收。股票交易所赚取的差价，属于“财产转让所得”。根据《财政部、国家税务总局关于个人转让股票所得继续暂免征收个人所得税的通知》目前暂免征收个人所得税。

领取环节：个人养老金资金账户封闭运行，领取时需要缴纳 3% 的个人所得税。个人养老金资金在一般情况下不可提前支取，只有满足以下五类情况时才可领取：第一，达到领取基本养老金年龄；第二，完全丧失劳动能力；第三，出国（境）定居；第四，参加人患重大疾病；第五，领取失业保险金达到一定条件或者正在领取最低生活保障金的。在领取环节，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。

2.3 个人养老金的投资决策：税惠力度与超额收益是关键

在了解个人养老金的设计后，我们可以对个人养老金与其他投资方式的成本收益情况进行比较，从而考察它是不是一项良好的投资手段。本节我们首先使用普通年金终值的方法列示出影响个人养老金投资收益的主要因素，而后构建一个假设的男性本科毕业生，对其参与个人养老金的全生命周期成本收益进行整理，将参与个人养老金的成本收益进行形象的展示。

2.3.1 基于普通年金终值的简单比较：个税税率大于 3%，且投资回报率高于同类产品时，个人养老金才值得考虑

基于前面的介绍，我们可以简单将个人养老金视为一个普通等额年金。到退休时，参加个人养老金的居民，所能领取的金额如下：

$$FV = PMT \times \frac{(1+r)^n - 1}{r} \times (1 - t) = 1.2 \times \frac{(1+r)^n - 1}{r} \times (1 - 3\%) \quad \text{式 1}$$

其中， FV 代表退休时，个人养老金账户的余额； PMT 代表每年缴费的额度，为 1.2 万元/年； r 为年化投资回报率， n 为投资的期数； t 代表领取个人养老金时，需要缴纳的个税税率，为 3%。

如果同一居民选择不缴纳个人养老金，而是采用同样的资金规模和缴款方式自行投资，则到退休时，他可以领取的资金为：

$$FV' = PMT \times (1 - t') \times \frac{(1+r')^n - 1}{r'} = 1.2 \times (1 - t') \times \frac{(1+r')^n - 1}{r'} \quad \text{式 2}$$

其中， FV' 代表退休时，自行投资所积累下的本金和投资收益之和； PMT 代表每年投资的额度，为 1.2 万元/年的税前收入； t' 为居民职业生涯的平均个人所得税税率（简称平均个税税率）； r' 为自行投资的年化投资回报率； n 为投资期数，与个人养老金相同。

在这两种投资中，居民个人实际负担的成本一致。在个人养老金中，1.2 万元的缴费为税前收入，在缴纳 1.2 万元的个人养老金后会收到 $1.2 \times t'$ 的退税，实际个人负担的成本为 $1.2 \times (1 - t')$ ；在自行投资中，1.2 万元税前收入在扣除个人所得税后进行投资，个人实际负担的成本同样为 $1.2 \times (1 - t')$ ，实际能投入投资账户的金额也为 $1.2 \times (1 - t')$ 。

在此背景下，有两个因素决定个人养老金和自行投资之间，哪个收益更高。第一， t 和 t' ，即个人养老金的领取个税税率，与居民的平均个税税率哪个更小，表现为税惠力度。第二， r 和 r' ，即个人养老金的年化投资回报率，与自行投资的年化投资回报率哪个更大，表现为超额收益。

从实际情况来看，税惠力度方面，由于 $t = 3\%$ ；当 $t' > 3\%$ ，即平均个税税率大于 3% 时，居民才能够享受税惠；当 $t' \leq 3\%$ ，即平均个税税率小于 3% 时，居民实际面临的是零税惠甚至负税惠。在现行制度下，居民年收入至少要大于 9.6 万元，适用的个税税率才会超过 3%，才可以实际享受到税惠。考虑到专项附加扣除的存在，3% 及以上税率对应的年收入可能更高。

超额收益方面，由于个人养老金很难提前支取，具有超长的封闭期，需要更高的投资收益率作为流动性补偿：当 $r = r'$ ，即个人养老金与自行投资的年化投资回报率相等时，个人养老金也不是一个好的选择。只有在 $r = r' + l$ ，即个人养老金的年化投资回报率，至少可以等于自行投资的投资回报率和流动性补偿之和时，它才是一个可以考虑的投资渠道。在实际市场中，个人养老金产品的投资回报率，至少要显著高于市面上的同类产品的投资回报率，它才会具备吸引力。

2.3.2 基于假设个体的生命周期测算

为了更直观地展现个人养老金的现状，我们进一步假设了一个中国男性本科毕业生，将年收入的变化和专项附加扣除纳入考量，进而对其参与个人养老金的成本和收益进行了粗略测算。基于第七次人口普查、联合国《世界人口展望》、2018 年中国家庭追踪调查 (CFPS) 等统计数据，我们设计了一个比较典型的中国男性本科毕业生的形象，假定该男性具备以下特征：

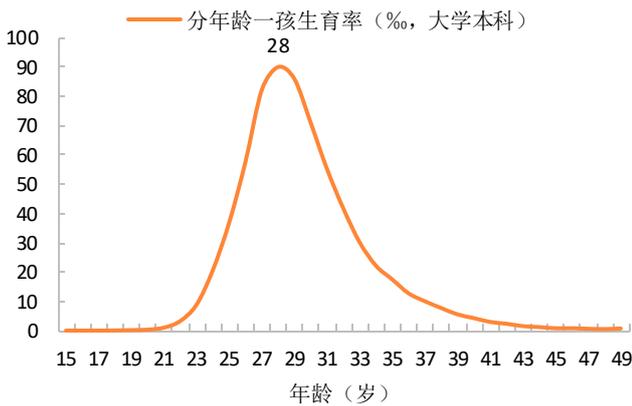
第一，基本假设方面，假设其在父母 25 岁时出生，22 岁开始工作，63 岁退休，工作后便开始全额缴纳个人养老金。

第二，生育方面，从七普数据来看，中国本科毕业的男性和女性，结婚年龄均集中在 26 岁左右。而女性生育初胎的年龄则集中在 28 岁左右，此时其男性配偶年龄大概率也在 28 岁上下。因此，假设在该男性 28 岁时，他一生中唯一的孩子出生。

第三，父母预期寿命方面，从联合国《世界人口展望 (2022)》数据来看，中国 65 岁及以上老年人的预期寿命分别为 80.6 岁和 84.3 岁。因此，假设该男性的父母分别在 81 岁和 84 岁时去世。

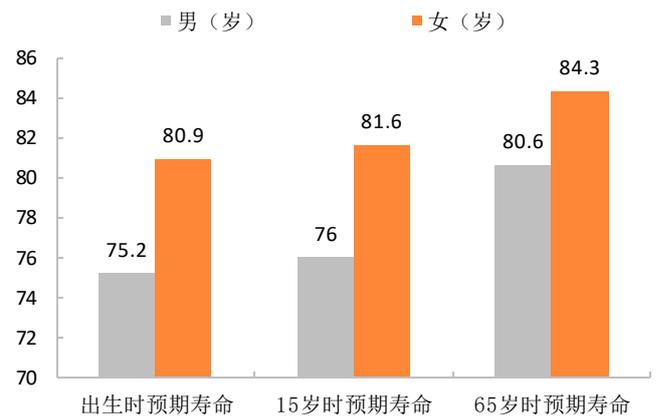
第四，工资收入方面，从《中国家庭追踪调查 (2018)》数据来看，2018 年时，中国本科毕业生人群在毕业后的 8 年内收入水平比较集中，到 30 岁后收入差距开始拉大，平均增速也开始放缓。根据麦可思《中国本科毕业生就业报告 (2024)》，2023 年中国本科毕业生平均月收入为 6050 元/月，合约 7.3 万元/年；毕业后 3 年内，月收入的年均增速在 30% 左右。我们假设该男性毕业后年龄为 22 岁，年收入为 8 万元，工作 1 年后收入增长 30%，而后增速逐渐递减 (具体可见附录 1)。

图表8 本科毕业的女性，28岁为生育高峰(2020)



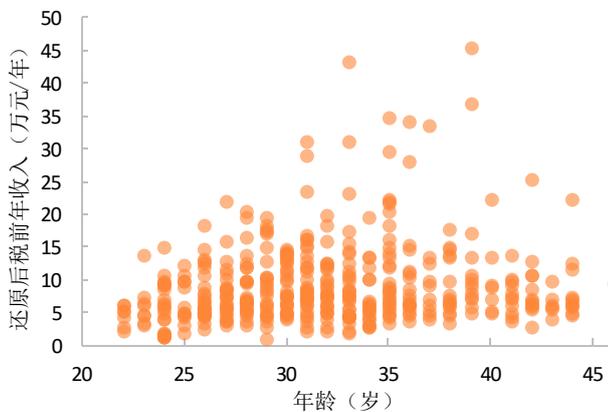
资料来源：《中国人口普查年鉴 2020》，平安证券研究所

图表9 中国老年人预期寿命(2022)



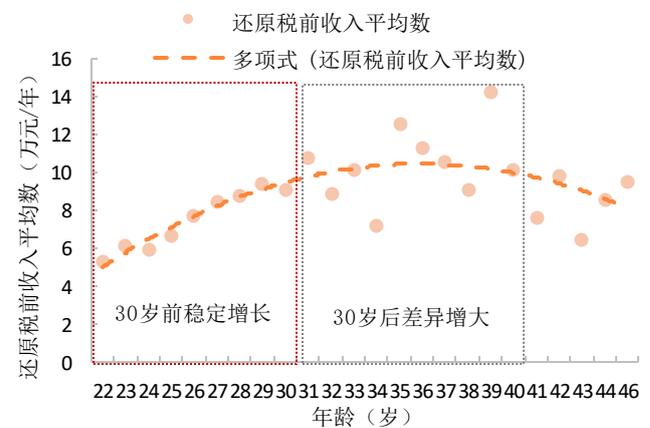
资料来源：UNDP，平安证券研究所

图表10 CFPS 样本税前收入还原情况 (本科及以上)



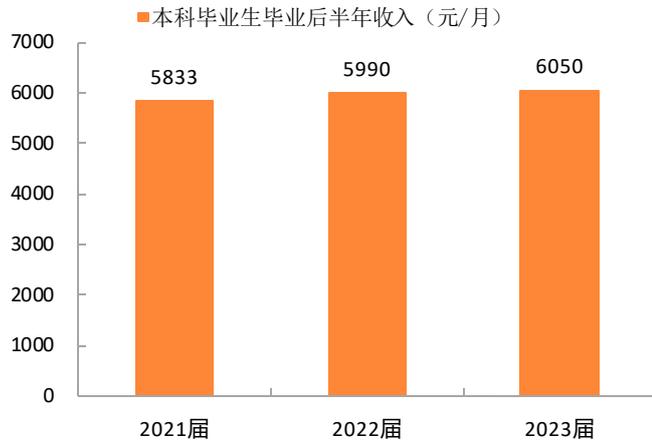
资料来源：CFPS2018，平安证券研究所

图表11 CFPS 样本分年龄平均收入 (本科及以上)



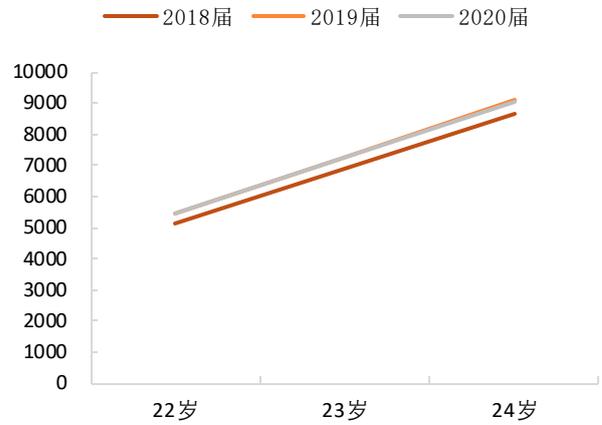
资料来源：CFPS2018，平安证券研究所

图表12 本科毕业生毕业后薪资水平



资料来源：麦可思，平安证券研究所

图表13 本科生毕业3年内年均薪资增速较高 (元/月)

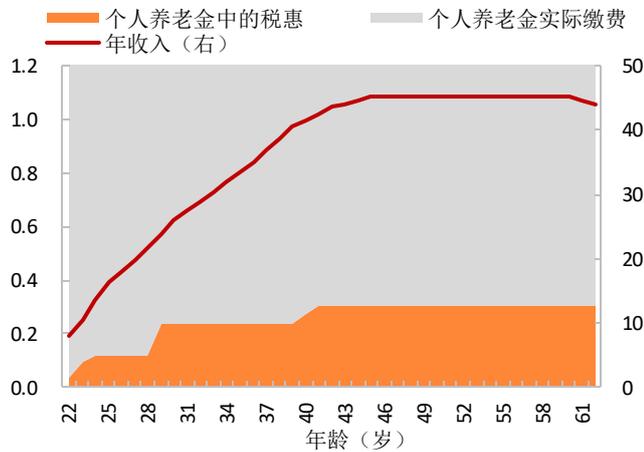


资料来源：麦可思，平安证券研究所

从我们的测算结果来看，中国男性本科毕业生，在41年的职业生涯中将赚取约1500万元的工资收入。同时，随着年收入的增长，税收优惠在养老金缴费中的占比不断提升，实际缴费的占比不断下降。在41年合计49.2万元的个人养老金缴费中，真正由个人负担的部分约为39万元，来自税惠的部分大约10.2万元。在个人养老金产品与其他投资产品的年化收益率均为5%的情况下，由于税惠的存在，个人养老金的实际收益率将提升至5.61%左右。

在此基础上，假设这个男性所要求的流动性补偿大于0.61%，那么个人养老金依旧不是一个好的投资选项；假设这个男性所要求的流动性补偿小于或等于0.61%，个人养老金才成为值得考虑的投资渠道。

图表14 样本男性的年收入和缴费税惠情况 (万元)



资料来源：平安证券研究所测算

图表15 假设后测算结果一览

项目	年化投资收益率假设			
	5%	4%	3%	2%
每年投资金额(万元)	1.2	1.2	1.2	1.2
投资期限(年)	41	41	41	41
退休时账户资金(万元)	¥161.08	¥124.58	¥97.23	¥76.63
投资收益(万元)	¥111.88	¥75.38	¥48.03	¥27.43
本金(万元)	49.20	49.20	49.20	49.20
来自缴费	38.96	38.96	38.96	38.96
来自税惠	10.24	10.24	10.24	10.24
领取税率	3%	3%	3%	3%
领取税款(万元)	¥4.83	¥3.74	¥2.92	¥2.30
最终可领资金(万元)	¥156.25	¥120.85	¥94.31	¥74.34
IRR	5.61%	4.65%	3.71%	2.77%

资料来源：平安证券研究所测算

三、个人养老金的现状与问题：覆盖面较小，居民参与热情不足

从前文分析可以看到，个人养老金是否是个良好的投资渠道，受多种因素影响。从实际运行效果来看，经历两年试点，截至2024年末，个人养老金开户数仅约7000万人⁸，实际缴费人数仍不明确，居民参与个人养老金的热情较低。这一方面受到宏观环境的限制，另一方面也反映出制度设计仍具有优化的空间。尤其体现在我们前文提及的两点问题上：税惠与超额收益。

3.1 个人养老金的现状：试点以来，居民参与个人养老金的热情不高

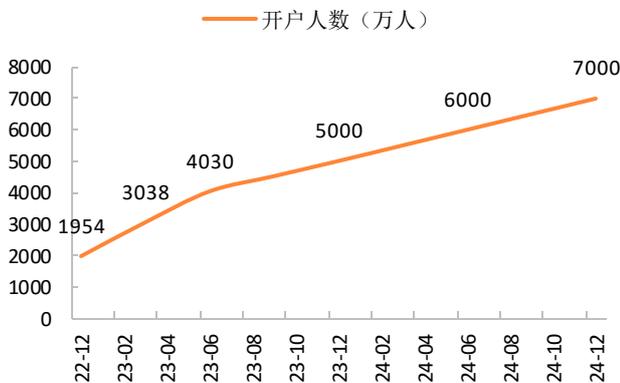
个人养老金的潜在参保人群，大至为城镇职工基本养老保险参保在职职工。从政策前提来看，个人养老金以参与基本养老保险为前置要求，合计约7.5亿人符合条件。2023年，城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险的参保缴费人员（即参保且未退休人员）分别为3.79亿人和3.73亿人⁹。

然而，城乡居民基本养老保险参保人员，难以被视为个人养老金的潜在参与人群。其原因在于，从制度设计上，非企业职工当前已经能够以灵活就业人员身份参加城镇职工基本养老保险。考虑到城镇职工和城乡居民两项基本养老保险的待遇水平差异，参加城乡居民基本养老保险的居民，如果还有余力增加储蓄，最好的做法是并非参加个人养老金，而是改为参加城镇职工基本养老保险。因此，个人养老金的潜在参与人群，应被限制在参加城镇职工基本养老保险的3.79亿在职职工之中。

2022年试点以来，个人养老金的开户人数稳步增长，约占潜在参保人群的42.17%，开户热情不算很高。根据人社部自行披露的数据及央视援引人社部数据的报道¹⁰，到2024年末，个人养老金36个试点地区开户人数约在7000万人左右，占试点地区城镇职工基本养老保险参保在职职工的42.17%。同时，开户人数增速逐步下滑，居民开户热情有所降温。

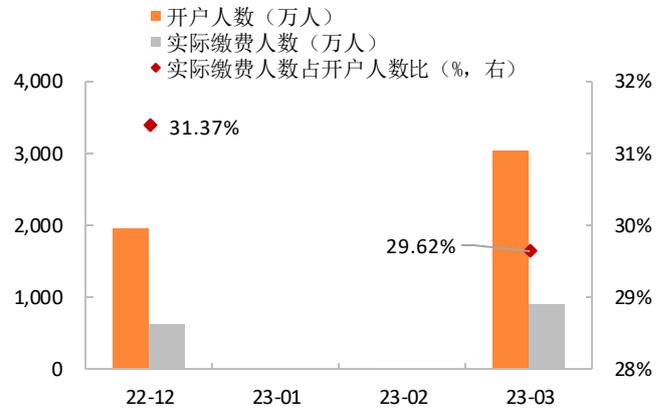
开户人数中，仅有30%左右的居民真正进行了缴费，参与意愿比较低迷。据人社部统计，2022年末，个人养老金实际缴费人数613万，占同期开户人数的31.37%；2023年一季度末，这一比例降至29.62%。此后，人社部不再公布实际缴费人数。2023年三季度，人社部提到存在个人养老金参加人申请撤回缴费的情况，实际缴费比例可能有所变化¹¹。

图表16 个人养老金开户人数



资料来源：人社部及央视网（如脚注），平安证券研究所

图表17 开户人数和实际缴费人数比



资料来源：人社部及央视网（如脚注），平安证券研究所

⁸ [正点财经]我国个人养老金开户人数突破7000万

⁹ 数据来源《中国统计年鉴(2024)》表24-26和表24-27。其中城镇职工基本养老保险参保在职职工人数有直接的统计数据，城乡居民基本养老保险的参保缴费人数，为参保人数和实际领取待遇人数之差。中国统计年鉴2024

¹⁰ 2022年末：2022年四季度新闻发布会问答实录_中华人民共和国人力资源和社会保障部

2023年一季度：个人养老金制度实施半年：参加人数超3700万，缴存人数还不够多_新闻频道_央视网(cctv.com)

2023年二季度：人力资源社会保障部举行2023年二季度新闻发布会

2023年末：我国个人养老金开立账户超5000万人_新闻频道_央视网(cctv.com)

2024年二季度：个人养老金开户人数已超6000万_部门动态_中国政府网

2024年末：暖心！个人养老金制度再推进

¹¹ 人力资源社会保障部办公厅关于个人养老金参加人申请撤回缴费问题处理意见的函

图表18 36个试点地区城镇职工基本养老保险参保在职职工人数测算（2023，万人）

地区	参保在职职工	地区	参保在职职工	地区	参保在职职工	地区	参保在职职工
北京	1567.18	上海	1146.53	郑州	649.72	贵阳	280.44
天津	576.67	苏州	424.32	武汉	465.26	玉溪	27.02
石家庄	303.39	杭州	842.34	长沙	398.95	拉萨	11.77
晋城	46.21	宁波	538.95	广州	903.34	西安	489.83
呼和浩特	78.74	合肥	398.34	深圳	1407.00	庆阳	6.85
沈阳	439.62	福建	1543.57	南宁	234.04	西宁	59.17
大连	390.25	南昌	215.14	海口	101.14	银川	124.17
长春	158.32	青岛	342.80	重庆	1003.95	乌鲁木齐	126.12
哈尔滨	206.68	东营	54.81	成都	995.26	雄安新区	-

资料来源：Wind，平安证券研究所

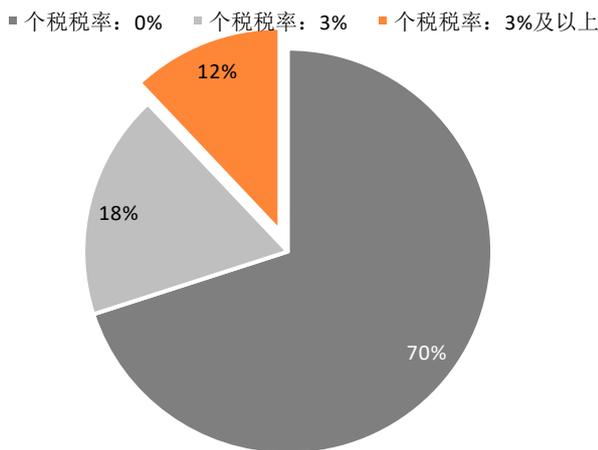
注：测算方法见附录

3.2 宏观限制：居民收入水平偏低，参保能力受限

中国仍为发展中国家，中低收入居民缺乏参保能力。个人养老金账户是封闭式投资账户，对居民的当期收入水平具有一定要求。中国作为发展中国家，居民收入水平仍然偏低，具有参保能力的居民数量本身不足。按照国税局公布的2023个税汇算清缴情况，中国取得综合所得的人员中，无需缴纳个税的人员占比超过七成，在剩余不到三成的实际缴税人员中，60%以上仅适用3%的最低档税率¹²。Wind数据显示，2023年中国就业人员数为7.40亿人。若将无需缴纳个税的人员视为参保困难的人群，则中国就业人员中，约有5.18亿人在增加储蓄、缴纳个人养老金方面捉襟见肘。

老龄化加剧，临近退休的就业人员，不太具有追加投资的动力。与此同时，由于老龄化程度不断加剧，大量就业人员临近退休，就业人员数呈现下滑状态。对于临近退休的群体而言，参加个人养老金只能赚取1年的投资收益和税惠（如果能享受得到），进一步追加投资的动力可能并不充分。

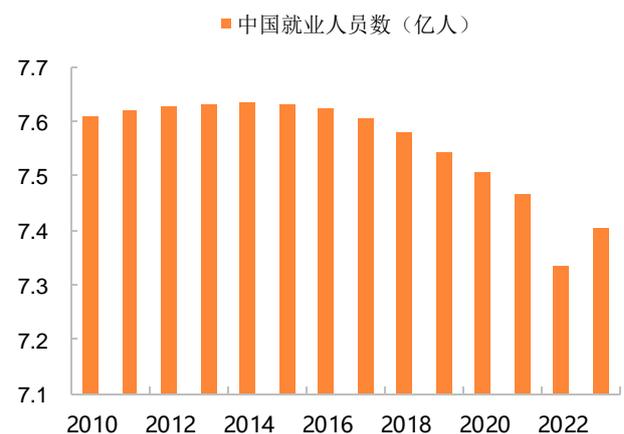
图表19 适用0%或3%税率的人群占比较高



资料来源：国家税务总局，平安证券研究所

注：图中比例为根据国税局表述取整示意，与实际比例存在差距

图表20 老龄化加剧，就业人员数下滑



资料来源：Wind，平安证券研究所

¹² [人民日报]2023个税汇算清缴数据发布 超七成人员无需缴纳个税_国家税务总局

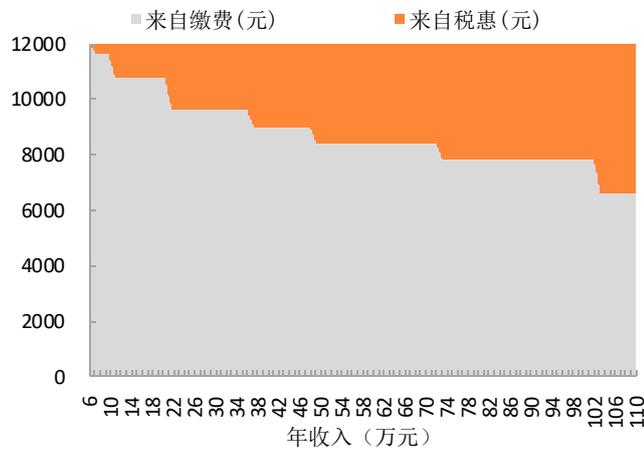
3.3 税惠力度方面：中低收入居民占比高，参加个人养老金面临负税惠

零税惠或负税惠的问题，进一步抑制了中低收入人群的参保意愿。如前所述，按照当前政策，对无需缴纳个税的低收入居民而言，参加个人养老金不仅缴费完全由个人负担、无法享受税惠带来的成本缩减；还需要在领取个人养老金时，承担领取额3%的个税。换言之，对于他们来说，参与个人养老金实际享受到的是负税惠。如果相较于其他投资产品而言，个人养老金的超额收益，不足以覆盖领取额3%的个税，它就会成为一个不具有吸引力的投资产品。

而对于适用3%个税税率的中低收入人群而言，参与个人养老金的税惠基本为零，个人养老金至少需要在投资收益率上与其他投资产品相当，才是个值得考虑的产品。

只有适用3%以上税率的中高人群，才可能因退税享受更低的投资成本。当前，中国适用3%以上税率的人口，仅占就业人员总数的12%左右，据此计算得出的实际税惠覆盖人群，不足9000万人。在相对狭小的基数下，个人养老金的参保人口自然不会很高。

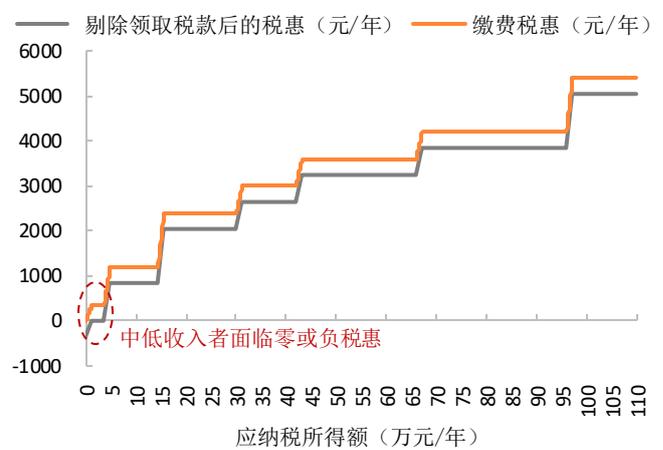
图表21 中低收入群体需要自行承担全额缴费



资料来源：平安证券研究所测算

注：假设个人养老金满缴，计算应纳税所得额时将年终奖合并计算，不考虑专项附加扣除，仅示意

图表22 适用0%个税税率的居民实际为负税惠



资料来源：平安证券研究所测算

注：假设个人养老金满缴，计算应纳税所得额时将年终奖合并计算，仅示意

3.4 超额收益方面：投资收益率表现不佳，无法覆盖流动性补偿

3.4.1 中国居民中年时便面临收入下降的风险，流动性补偿要求较发达国家而言更高

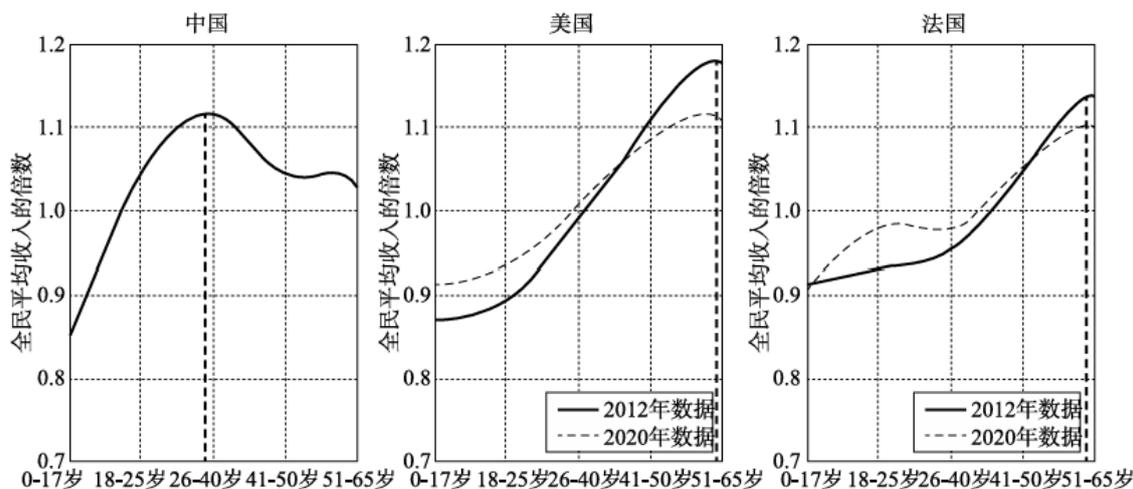
个人养老金不能提前领取，削弱了参保人中青年期间的抗风险能力，居民会天然要求流动性补偿。当前个人养老金账户采用封闭式运营，除完全丧失劳动能力、出国或出境定居、患重大疾病、领取失业保险金达到一定条件等较为罕见的情况外，不能够提前领取。“不能动用的储蓄等于没有储蓄”，对于广大居民而言，进行个人养老金投资，更类似于签署一个递延数十年的工资合同。虽然在老年时收入水平有所提升，但在整个中青年时期的自由现金流会受到削弱，个人甚至家庭的抗风险能力大打折扣。对中低收入家庭而言，这一问题更加严峻。

中国居民中年时便面临收入下降的风险，放大了长封闭期的劣势。参考 Fang 和 Qiu¹³以及杨晓亮等¹⁴的研究，中国居民的分年龄可支配收入曲线，与美国等发达国家不同。发达国家居民可支配收入随年龄增长而不断增加，但中国居民可支配收入在30-40岁之后收入就开始有下滑的倾向。因此，相对严格的个人养老金提取条件，对中国居民的抗风险能力而言不算友好。

¹³ Hanming Fang & Xincheng Qiu, "GoldenAges": A Tale of the Labor Markets in China and the United States[R]. NBER. 2024

¹⁴ 杨晓亮等. 以年龄为标签优化个人所得税制度——从黄金收入年龄说起[J]. 经济学(季刊). 2024

图表23 中国居民40岁后可支配收入呈现下滑倾向



资料来源：杨晓亮等《以年龄为标签优化个人所得税制度——从黄金收入年龄说起》，平安证券研究所

发达国家通常会允许自第三支柱养老金中提前提款，只是需要补缴个税并偿付一些罚息。以美国为例，各类IRA账户（类似于中国的个人养老金账户）允许在任意时间提前提款，只是需要补缴个税并承担10%的罚息。与此同时，各类IRA还设置了一系列例外规则，允许免缴罚息。

图表24 美国各类IRA提前领取时，免缴10%罚息的情况

例外情况	描述	例外情况	描述
年龄	年满59岁半。这早于美国的法定退休年龄。	等额分配	系列实质性等额付款的分配。
自动注册	来自具有自动注册功能计划的许可提款。	购房	合格的首次购房者，最多10000美元。
出生或收养	每个孩子最多提取5000美元。	征税	国税局对计划所有者强制征税。
死亡	参与者或IRA所有者去世。	医疗费用	用于支付未报销的医疗费用（超过调整后总收入的7.5%）。
残疾	参与者或IRA所有者完全且永久残疾。	失业期间支付医疗保险	用于在失业期间支付的健康保险保费。
灾害恢复	对因居住地联邦宣布的灾害而遭受经济损失，最多22000美元。	军队	某些合格的军事预备役人员被召集服役。
家庭暴力受害者	被配偶或伴侣实施家庭暴力，最多分配10000美元或账户余额的50%。	退回的IRA供款	在延长期限内取出缴纳的费用。
教育	用于支付合格的高等教育费用。	转存	在计划内的Roth转存或在60天内转存至其他退休计划或IRA。
紧急个人开支	每日历年最多一次，用于个人或家庭紧急费用，最高1000美元或账户余额超过1000美元的部分。	另一种失业期间支付健康保险的情况	相当于失业者为家庭健康保险支付的金额，该失业者在分配年份失业12周并领取失业补偿。

资料来源：美国国税局，平安证券研究所

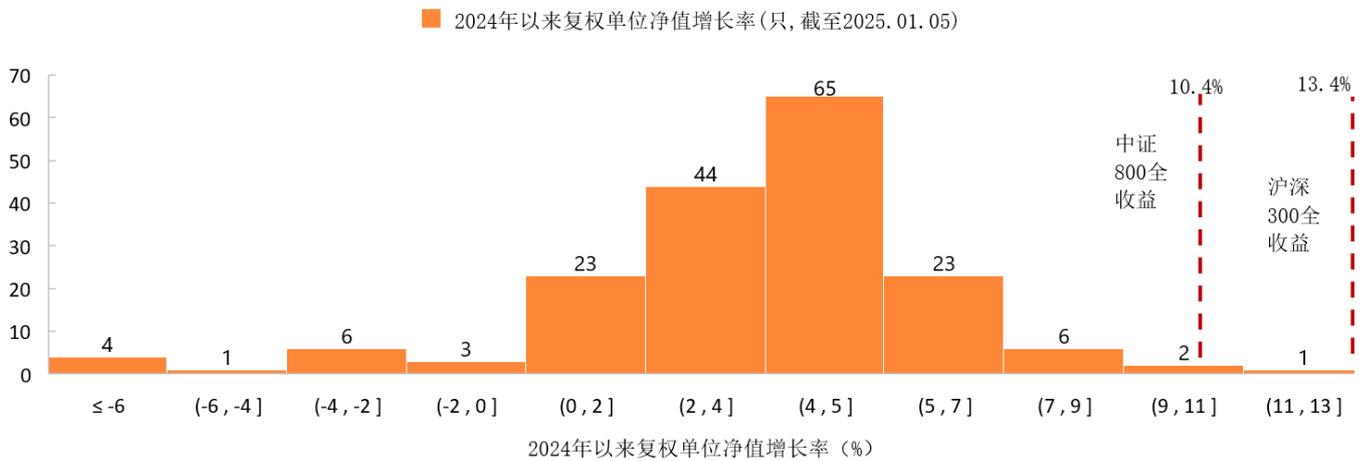
3.4.2 个人养老金产品的投资收益率不具有显著优势，吸引力不足

个人养老金产品收益率表现平平。公募基金产品方面，目前，中国共有 284 只公募基金个人养老金产品（不含 2025 年新成立）。自成立以来，仅 109 只实现正收益，175 只累计收益率为负。其中，在 2024 年以前成立的产品共 178 只，这些产品 2024 年以来的收益率集中在 0%-6% 之间，普遍跑输中证 800 全收益及沪深 300 全收益指数。

银行理财产品方面，目前，中国共有 31 只银行理财个人养老金产品（不含 2025 年新成立），多数成立于 2023 年。自成立以来，多数理财产品收益率位于 2%-5% 之间，与其他银行理财产品相比也不具有非常明显的优势（根据 Wind 统计，2024 年全市场 2.5 万只人民币理财收益率同样集中 2%-4%，可见附录 3）。

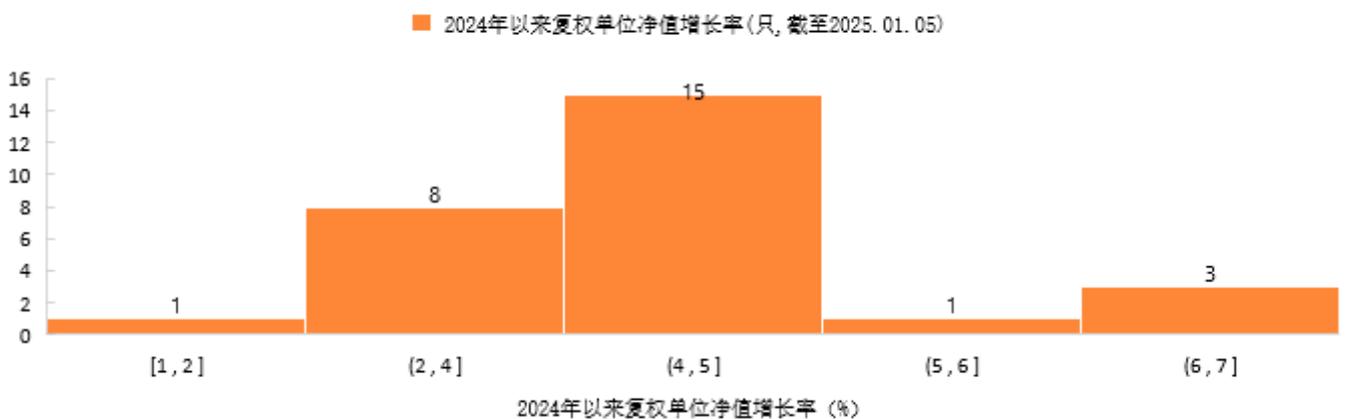
整体而言，个人养老金产品成立日期偏短，品类不是很丰富，且收益率表现也不够强劲，无法满足居民对流动性补偿的要求，吸引力整体不算很强。对希望进行养老储备的居民而言，其他投资产品或许是更值得考虑的选择。**2024 年末，个人养老金开始将宽基指数纳入投资范畴，这可能会改善产品收益率偏低、吸引力不足的问题。**

图表 25 2024 年个人养老金公募基金理财产品收益率分布



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 26 2024 年个人养老金银行理财产品收益率分布 (不含 2024 年成立)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、 总结及政策建议

个人养老金，是中国第三支柱养老保险的重要组成部分。自 2022 年试点以来，已经有 7000 万居民进行了开户，也有一部分居民真正进行了缴款、投资，显示出一定的参与热情。然而，与制度出台前的预期相比，个人养老金的发展速度不及预期。除了中国作为发展中国家，居民进一步增加养老储蓄能力有限以外，**税惠力度不足、产品不具有超额收益，是限制个人养老金扩面的主要因素。**

第一，税惠设计方面：从简单的成本收益比来看，缴费税前抵扣、投资收益不征税、领取时按领取额 3% 缴纳个税的 EET 型税惠模式，确实能令中高收入居民（适用个税税率在 10% 及以上）享受到切实的税惠。进而通过降低实际缴费规模，提升个人养老金产品的实际投资收益率，令个人养老金成为值得考虑的投资渠道。然而，对中低收入居民（适用个税税率在 3% 及以下）而言，其享受到的税惠实际为零甚至为负，个人养老金是个不具有吸引力的投资选择。

第二，超额收益方面：由于个人养老金具有超长的封闭期，且中国居民在中年时便面临收入下降的风险，居民会天然要求个人养老金产品具有超额收益，以作为流动性补偿。目前个人养老金可投资的产品不多。从公募基金和银行理财产品的角度来看，公募基金产品近一年的年化投资回报率与宽基指数而言差距较大；银行理财产品的投资回报率与市场竞品相比也并不突出。二者都无法满足居民的收益率要求，吸引力较弱。

针对目前个人养老金制度面临的问题，我们认为可以从以下几方面进行制度优化：

第一，优化税惠政策设计，将低收入群体的领取端税率降为 0%。当前中国个人养老金制度采用单一的 EET 税惠政策模式，仅对于高收入群体具有正向的税惠激励作用，对中低收入群体实际是零税惠甚至负税惠。因此，有必要对税惠政策进行优化。我们认为，可以针对无需缴纳个税和适用 3% 税率的群体，在领取端适用 0% 税率或低税率，矫正当前税惠政策的负面影响。

第二，优化提前支取方案，提升居民抗风险能力。当前中国个人养老金禁止提前支取，主要是为了防止制度套利等。但是，从开户缴费遇冷的现状来看，这一规定仍然偏于严苛。我们认为，可以参考美国 IRA 的经验，允许提前领取个人养老金账户中的资金，但提前领取需要罚息。通过罚息避免制度套利的同时，降低参保人员的流动性担忧，扩大个人养老金制度吸引力。

第三，进一步放宽投资品类，如港股产品、黄金等另类投资产品等。目前，个人账户养老金可投资于公募基金产品、指数基金、国债、储蓄、理财、保险等。其中，指数基金和国债等是新增投资品类，可能能够起到提振居民参与热情的作用。在此基础上，我们建议进一步放宽投资品类，例如将港股产品、黄金等另类投资产品等纳入投资范畴，进一步丰富投资品类，满足居民多样化的资产配置需求。此外，如果通过放宽投资品类，个人养老金产品获得了较高的超额回报率，负税惠人群可能也会开始考虑参与其中。

第四，优化缴费上限限制，提升新型就业者缴费限额。当前中国个人养老金每年 1.2 万元的缴费额度限制，主要是为了防止高收入人群将个人养老金账户用于避税，导致国家税收损失。然而，对于部分未能参与第二支柱企业职业年金，但又具有较好收入水平的新型就业者群体而言（如创业者、网红等），1.2 万元的年缴费额度略显单薄，个人养老金难以单独成为退休后收入的主要补充。因此，对于此类群体而言，可参考日本 iDeCo 计划，将新型就业者的缴费限额适当提升，充分考虑特殊群体的替代性保障需求。

第五，建立自动注册机制，优化开户流程。从英国和美国的经验来看，为居民自动建立账户，可以有效提升居民对相关政策的关注度，并提升缴费概率。为扩大制度覆盖面，可以考虑引进自动注册机制，并将个人养老金账户与个人账户养老金、企业年金个人账户等进行整合，通过打通三支柱个人账户间的壁垒，提升制度吸引力。同时，目前个人养老金需要开立个人养老金账户和个人养老金资金账户，且不能选择已有银行账户进行缴费等，开户流程略显复杂。建议允许选择已有银行账户作为资金账户，简化开户流程。

五、 风险提示

1. 本报告存在测算数据，虽然已经尽可能严谨，但不能保证绝对精确。因此，可能存在测算结果与实际情况存在差异、不能准确反映第三支柱养老保险现状的风险。例如，本报告计算收入、应纳税所得额、税率及税惠时，没有将所有专项附加扣除

考虑在内。对于适用更多专项附加扣除的群体（如继续教育等），他们的应纳税所得额、适用税率及税惠均可能发生变化。这可能限制了报告中测算数据的适用性。

2.本报告使用的数据多为截面数据而非面板数据，仅能代表进行分析时的情况，不能代表未来的长期发展趋势。如果未来宏观环境发生变化（如经济增速和居民收入水平大幅提升），或资本市场出现改变（如赚钱效应大幅提升等），则个人养老金作为投资渠道的吸引力可能大幅增加。

3.本报告所有分析，仅基于第三支柱养老保险。由于养老保险体系的三个支柱相互关联、相互影响，在将第一支柱基本养老保险和第二支柱补充性养老金纳入考虑后，可能会影响本报告分析及政策建议的适用性。

附录

附录 1 假设的中国男性本科毕业参保人情况

图表 27 假设的中国男性本科毕业参保人情况

基本情况(岁)				年收入(万元)	减除费用 (万元)	专项附加扣除(万元)			应纳税所得 额(不缴纳个 人养老金, 万元)	实际缴税(不缴 纳个人养老 金, 万元)	个人养 老金 (万 元)	应纳税所得额 (缴纳个人养 老金, 万元)	实际缴 税(缴纳 个人养 老金, 万元)	缴费时 税惠(万 元)
年龄	父亲年 龄	母亲年 龄	子女年 龄			赡养老 人	婴幼儿照 护及子女 教育	子女及老 人专项附 加扣除合 计						
22	47	47		8.0	6	0	0	0	2.0	0.060	1.2	0.800	0.024	0.036
23	48	48		10.4	6	0	0	0	4.4	0.188	1.2	3.200	0.096	0.092
24	49	49		13.5	6	0	0	0	7.5	0.500	1.2	6.320	0.380	0.120
25	50	50		16.2	6	0	0	0	10.2	0.770	1.2	9.024	0.650	0.120
26	51	51		17.8	6	0	0	0	11.8	0.933	1.2	10.646	0.813	0.120
27	52	52		19.6	6	0	0	0	13.6	1.111	1.2	12.431	0.991	0.120
28	53	53	1	21.6	6	0	1.2	1.2	14.4	1.187	1.2	13.194	1.067	0.120
29	54	54	2	23.8	6	0	1.2	1.2	16.6	1.619	1.2	15.354	1.379	0.240
30	55	55	3	26.1	6	0	1.2	1.2	18.9	2.094	1.2	17.729	1.854	0.240
31	56	56	4	27.4	6	0	1.2	1.2	20.2	2.355	1.2	19.035	2.115	0.240
32	57	57	5	28.8	6	0	1.2	1.2	21.6	2.629	1.2	20.407	2.389	0.240
33	58	58	6	30.2	6	0	1.2	1.2	23.0	2.917	1.2	21.847	2.677	0.240
34	59	59	7	31.8	6	0	1.2	1.2	24.6	3.220	1.2	23.360	2.980	0.240
35	60	60	8	33.3	6	3.6	1.2	4.8	22.5	2.818	1.2	21.348	2.578	0.240
36	61	61	9	35.0	6	3.6	1.2	4.8	24.2	3.151	1.2	23.015	2.911	0.240
37	62	62	10	36.8	6	3.6	1.2	4.8	26.0	3.501	1.2	24.766	3.261	0.240
38	63	63	11	38.6	6	3.6	1.2	4.8	27.8	3.869	1.2	26.604	3.629	0.240
39	64	64	12	40.5	6	3.6	1.2	4.8	29.7	4.255	1.2	28.535	4.015	0.240
40	65	65	13	41.5	6	3.6	1.2	4.8	30.7	4.492	1.2	29.535	4.215	0.277
41	66	66	14	42.5	6	3.6	1.2	4.8	31.7	4.742	1.2	30.535	4.442	0.300
42	67	67	15	43.5	6	3.6	1.2	4.8	32.7	4.992	1.2	31.535	4.692	0.300

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

43	68	68	16	44.0	6	3.6	1.2	4.8	33.2	5.117	1.2	32.035	4.817	0.300
44	69	69	17	44.5	6	3.6	1.2	4.8	33.7	5.242	1.2	32.535	4.942	0.300
45	70	70	18	45.0	6	3.6	1.2	4.8	34.2	5.367	1.2	33.035	5.067	0.300
46	71	71	19	45.0	6	3.6	1.2	4.8	34.2	5.367	1.2	33.035	5.067	0.300
47	72	72	20	45.0	6	3.6	1.2	4.8	34.2	5.367	1.2	33.035	5.067	0.300
48	73	73	21	45.0	6	3.6	1.2	4.8	34.2	5.367	1.2	33.035	5.067	0.300
49	74	74	22	45.0	6	3.6	0	3.6	35.4	5.667	1.2	34.235	5.367	0.300
50	75	75	23	45.0	6	3.6	0	3.6	35.4	5.667	1.2	34.235	5.367	0.300
51	76	76	24	45.0	6	3.6	0	3.6	35.4	5.667	1.2	34.235	5.367	0.300
52	77	77	25	45.0	6	3.6	0	3.6	35.4	5.667	1.2	34.235	5.367	0.300
53	78	78	26	45.0	6	3.6	0	3.6	35.4	5.667	1.2	34.235	5.367	0.300
54	79	79	27	45.0	6	3.6	0	3.6	35.4	5.667	1.2	34.235	5.367	0.300
55	80	80	28	45.0	6	3.6	0	3.6	35.4	5.667	1.2	34.235	5.367	0.300
56	81	81	29	45.0	6	3.6	0	3.6	35.4	5.667	1.2	34.235	5.367	0.300
57		82	30	45.0	6	3.6	0	3.6	35.4	5.667	1.2	34.235	5.367	0.300
58		83	31	45.0	6	3.6	0	3.6	35.4	5.667	1.2	34.235	5.367	0.300
59		84	32	45.0	6	3.6	0	3.6	35.4	5.667	1.2	34.235	5.367	0.300
60			33	45.0	6	0	0	0	39.0	6.567	1.2	37.835	6.267	0.300
61			34	44.5	6	0	0	0	38.5	6.442	1.2	37.335	6.142	0.300
62			35	44.0	6	0	0	0	38.0	6.317	1.2	36.835	6.017	0.300

资料来源：平安证券研究所测算

附录 2 36 个试点地区城镇职工基本养老保险的参保在职职工人数测算方法

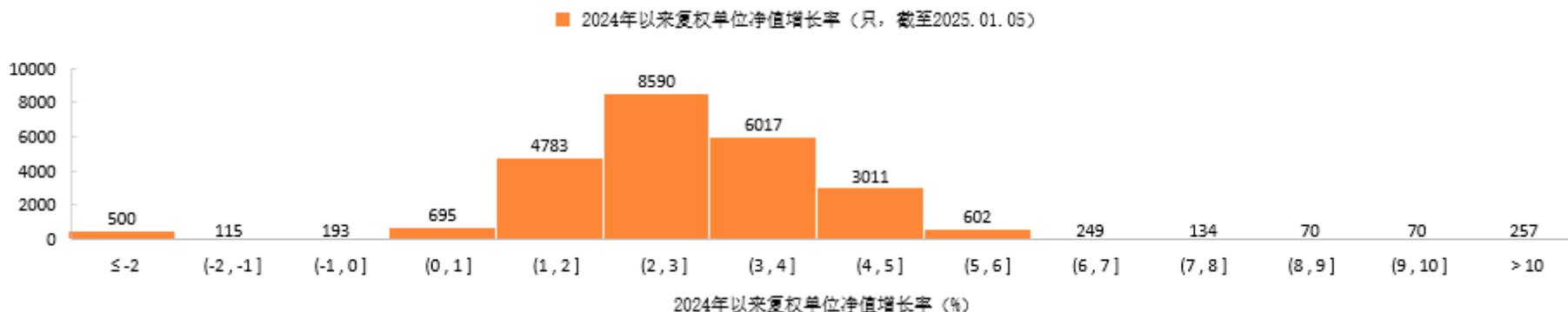
图表 28 36 个试点地区城镇职工基本养老保险的参保在职职工人数测算方法

披露情况	处理方法	对应试点地区
公布了 2023 年参保在职职工人数	直接使用	北京、天津、上海、杭州、福建、重庆
只公布了 2022 年参保在职职工人数	乘以所在省 2023 参保在职职工人数同比	石家庄、沈阳、大连、哈尔滨、宁波、合肥、南昌、青岛、郑州、广州、深圳、南宁、贵阳、银川
只公布了 2023 年参保人数	乘以所在省 2023 参保在职职工人数占比	呼和浩特、长春、苏州、武汉、长沙、海口、成都、西安
只公布了 2022 年参保人数	乘以所在省 2023 参保在职职工人数占比&同比	晋城、东营、玉溪、拉萨、庆阳、西宁、乌鲁木齐
没有相关公布	不纳入讨论	雄安新区

资料来源：平安证券研究所

附录 3 全部人民币银行理财 2024 年投资回报率分布情况

图表 29 全部人民币银行理财 2024 年投资回报率分布情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023
号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100073