

分析师:

王德伦 S0190516030001
李美岑 S0190518080002
王亦奕 S0190518020004
张兆 S0190518070001
张勋 S0190520070004
吴峰 S0190510120002
杨震宇 S0190520120002

研究助理:

张日升 李家俊 张媛

联系方式:

王亦奕
021-68982351
wangyiyi@xyzq.com.cn

相关报告

风格保守的日本养老金是如何将半数资产放入股市——海外资金深度研究五（兴证策略王德伦团队 20200805）

海外主流机构如何应对负利率——海外资金深度研究系列四（兴证策略王德伦团队 20200610）

解密阿布扎比投资局管理投资之道——海外资金深度研究（兴业策略团队 20191125）

挪威主权财富基金的投资二十年——海外资金深度研究二（兴证策略王德伦团队 20190731）

为何对海外投资机构进行深度研究——海外资金深度研究前言（兴业策略团队 20190625）

解密加拿大养老金管理投资之道——海外资金深度研究（兴业策略团队 20190619）

养老金第三支柱的国际比较研究 ——海外资金深度研究六

2021年1月20日

投资要点

★ 三支柱是当前全球养老金体系主要模式，功能以及定位相互补充

世界银行在1994年首次提出养老金三支柱概念：1）第一支柱养老金主要是公共养老金，致力于促进社会财富再分配，保障社会公平，但收支压力逐渐增大；2）第二支柱养老金主要是职业养老金，对员工有激励作用，但覆盖群体受到收入与从事行业的限制；3）第三支柱养老金主要是个人养老金，具备庞大的扩容潜力，在当前养老金体系的发展完善中扮演着日渐重要的角色。

★ 老龄化和财政负担的压力下，发展养老金第三支柱势在必行

参考海外成熟的三支柱养老体系案例，我们发现美国、加拿大、日本在多个方面具备优势：1）绝对/相对规模大、覆盖面广；2）形式更为多元；3）激励发展的措施更为全面；4）入市积极，保值增值效率高。相比之下，我国养老金体系当前表现出明显的“一支独大”特征，即第一支柱下的基本养老保险占主导地位，第二支柱的企业年金和职业年金和第三支柱的个人养老计划规模较小。

★ 三方面发展第三支柱将成为2021年的聚焦重点

根据监管层的表态，我们认为未来的发展方向将被拆解为“规范+发展+第三支柱养老保险”：1）第三支柱养老保险：2020年中央经济工作会议将第三支柱养老金的发展细化到“养老保险”方向。2）规范：包括实施规范的账户制和推出符合规范的养老金融产品；3）发展：助推第三支柱养老保险的因素包括税收递延优惠的激励+与第一、第二支柱对接后注入的大量资金+多元化投资渠道与金融产品的开发+中长期资金入市环境的优化。

★ 第三支柱的完善有望为A股带来千亿级别“新长钱”，A股长牛正在路上

养老金第三支柱在经济循环的四大环节生产-分配-流通-消费都发挥重要作用。根据我们测算，随着第三支柱养老金的范围扩大，10年将形成万亿的资金体量，与当前企业年金规模不相上下，一定程度上能够满足个人养老需求，同时也起到扩大内需的作用。对于资本市场而言，第三支柱的逐步完善，也将为A股市场带来千亿级别的“新长钱”。机构化进程加速，A股长牛正在路上。

风险提示：本文基于历史数据进行客观分析，不构成任何投资建议

目 录

前言	- 5 -
三支柱是当前全球养老金体系主要模式	- 5 -
老龄化逐步加剧，世界银行于 1994 年首提养老金体系三支柱	- 5 -
第一支柱公共养老金计划：提供社会保障，但收支压力逐步增大	- 7 -
第二支柱职业养老金计划：虽对员工有激励作用，但覆盖群体受限大	- 9 -
第三支柱个人养老金计划：扩容潜力大，重要性日趋提升	- 11 -
中国现状：政策将助推第三支柱养老计划规范发展	- 11 -
养老金第一支柱：收支压力带来日益趋重的财政负担	- 13 -
养老金第二支柱：企业年金覆盖面小，职业年金惠及群体人数有限	- 15 -
养老金第三支柱：规范发展第三支柱养老保险成为重要导向	- 17 -
海外第三支柱：形式更多元、激励政策更全面、入市程度更高	- 28 -
海外养老金第三支柱概况：多国已实现大规模拓展与广泛覆盖	- 28 -
海外养老金第三支柱发展典型案例：美国、加拿大和日本	- 30 -
总结：海外养老金第三支柱形式更多元、激励政策更全面和入市程度更高	- 36 -
	-
养老金第三支柱将成为畅通“双循环”的新长钱	- 37 -
分配环节：完善养老金体系，有望为养老金体系带来累计超万亿元的资金增量	- 38 -
消费环节：对“储蓄养老”的依赖度降低，推动扩大内需	- 42 -
流通环节：为 A 股市场带来“新长钱”	- 43 -
生产环节：推动资本要素和人才要素向新经济流动，并使财政更集中地为强化战略科技力量服务	- 46 -
风险提示：本文基于历史数据进行客观分析，不构成任何投资建议	- 48 -

图表目录

图表 1: 全球 65 岁以上人口占比	- 6 -
图表 2: 全球生育率	- 6 -
图表 3: 多个实行收付实现制的发达国家的公共养老金体制均面临收支压力	- 6 -
图表 4: 世界银行认为养老金应具有再分配、储蓄和保险三大功能	- 7 -
图表 5: 多个国家建立了养老金三支柱体系	- 7 -
图表 6: 公共养老金计划的理想功能	- 7 -
图表 7: 日本老龄化压力日趋严重	- 8 -
图表 8: 日本已结束高速增长期	- 8 -
图表 9: 在经济放缓以及老龄化程度日益加深的背景下, 日本各项公共养老金对应的抚养比快速下降	- 8 -
图表 10: CPPIB 大类资产配置	- 9 -
图表 11: GPIF 大类资产配置	- 9 -
图表 12: CPPIB 收益率	- 9 -
图表 13: GPIF 收益率	- 9 -
图表 14: 荷兰五大基金中职业养老金计划占四个 (单位: 亿欧元)	- 10 -
图表 15: 荷兰五大基金占市场份额 (单位: %)	- 10 -
图表 16: 加拿大养老金第二支柱主要服务于中高收入人群	- 10 -
图表 17: 美国养老金规模及构成 (单位: 十亿美元)	- 11 -
图表 18: 中国当前已建立起三支柱养老金体系	- 12 -
图表 19: 中国三支柱养老金规模构成 (单位: 亿元)	- 13 -
图表 20: 基本养老保险累计结存规模	- 13 -
图表 21: 基本养老保险参保情况	- 13 -
图表 22: 基本养老保险支出对收入占比	- 14 -
图表 23: 财政对城镇职工基本养老金的补贴	- 14 -
图表 24: 社会保障基金累计权益总额 (单位: 亿元)	- 15 -
图表 25: 社会保障基金累计权益总额构成	- 15 -
图表 26: 基本养老保险委托合同金额与到账金额	- 15 -
图表 27: 基本养老金委托社保理事会取得的投资收益与投资收益率	- 15 -
图表 28: 中国企业年金与职业年金对比	- 16 -
图表 29: 2019 年企业年金资产金额分布	- 17 -
图表 30: 企业年金缴费职工人数对城镇就业人口占比低	- 17 -
图表 31: 中国职业年金政策及发展状况梳理	- 17 -
图表 32: 《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》发布及之前养老金第三支柱相关政策梳理	- 18 -
图表 33: 税延养老保险试点规定	- 18 -
图表 34: 2020 年对养老金第三支柱的政策暖风频吹	- 20 -
图表 35: 发展养老金第三支柱的改革路径	- 21 -
图表 36: 个人税延型商业养老保险试点配套制度	- 22 -
图表 37: 利率下行大趋势 (单位: %)	- 22 -
图表 38: 个人养老金体系账户制与产品制对比	- 23 -
图表 39: 个人税收递延型商业养老保险产品类型与说明	- 24 -
图表 40: 《养老目标证券投资基金 (指引)》主要内容	- 24 -
图表 41: 个人税延养老险税收优惠政策	- 25 -
图表 42: 1996-2015 年美国传统 IRA 缴费及转账规模	- 26 -
图表 43: 个人税延型商业养老保险在售信息 (截至 2019.6.30)	- 27 -
图表 44: 2020 年以来监管层接连发声推动养老金等中长期基金入市	- 28 -
图表 45: 多个国家第三支柱养老金发展概况	- 29 -

图表 46: IRAs 投资简况.....	- 31 -
图表 47: 美国 IRAs 规模 (单位: 十亿美元)	- 32 -
图表 48: 美国 IRAs 组成结构.....	- 32 -
图表 49: 1996-2015 年美国传统 IRA 缴费及转账占比	- 32 -
图表 50: 1975-2019 年美国 IRAs 资产配置结构.....	- 33 -
图表 51: RRSP 和 TFSA 的比较.....	- 34 -
图表 52: RRSP 资产配置方式 (截至 2015 年)	- 35 -
图表 53: TFSA 资产配置方式 (截至 2015 年)	- 35 -
图表 54: NISA 和 iDeCo 对比.....	- 35 -
图表 55: NISA 资产配置.....	- 36 -
图表 56: “十四五”要求构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局	- 38 -
图表 57: 中国 65 岁以上人口比例	- 39 -
图表 58: 中国人口出生率	- 39 -
图表 59: 第三支柱养老计划的月度规模增量测算 (以山西省为例)	- 40 -
图表 60: 第三支柱养老金年规模增量测算	- 41 -
图表 61: 第三支柱养老金规模累计值测算	- 42 -
图表 62: 中国国民总储蓄率	- 42 -
图表 63: 中国消费者更渴望消费升级	- 43 -
图表 64: 可支配收入增速超过经济增速	- 43 -
图表 65: 美国不同类型投资者持有股权比例 (截至 2019 年)	- 43 -
图表 66: 美股市场 70 年代在散户主导下暴涨暴跌.....	- 44 -
图表 67: 80 年代长线资金入市, 美股走出长牛.....	- 44 -
图表 68: 养老金通过共同基金进入股市的规模占比约四到五成左右.....	- 45 -
图表 69: 第三支柱养老金入市规模测算	- 46 -
图表 70: 中国居民资产配置方式	- 47 -
图表 71: 直接融资占比	- 47 -
图表 72: 2020 年中央经济工作会议重点任务	- 48 -

前言

兴证策略团队早在 2017 年起即对外资进行了持续、深入的研究，撰写的“外资流入系列报告”基本上将外资流入的历史背景、规模进度、行为特征、边际影响、估值特征以及长期的生态变革等方面均进行了深度剖析，准确地把脉了近年外资作为最大边际资金的特点，以及由此驱动的“核心资产”牛市行情。

随着我国资本市场国际化进程的持续推进，借鉴学习海外机构成熟的投资理念能够引导我国投资者进一步树立科学的投资理念。因此，我们在“海外资金研究系列”中选取具有高度评价和声誉，自主决策的海外机构投资者（包括养老金、主权财富基金、大学基金会等）逐个进行系统的分析，以飨读者。我们在前四篇中介绍了加拿大养老金（CPPIB）、挪威主权基金（GPF）以及阿布扎比投资局（ADIA）以及日本政府养老金（GPIF）四家全球知名主流机构的投资策略。同时在 2020 年全球新一轮货币宽松之际，我们发布了系列的第五篇讨论了市场最关心的议题之一：海外主流机构如何应对负利率。本篇作为系列之六，研究当前养老金重要发展方向——第三支柱。

三支柱是当前全球养老金体系主要模式

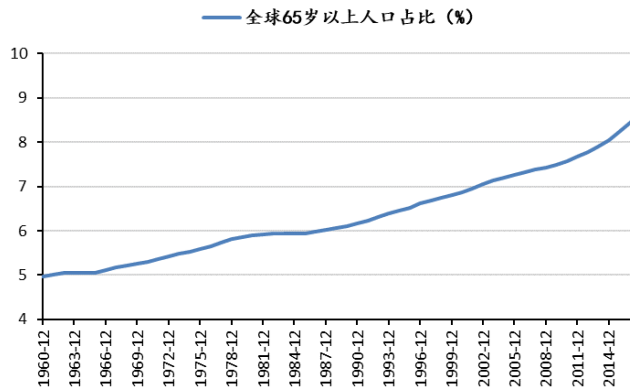
1994 年，世界银行发布《防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策》，首次提出养老金三支柱概念：第一支柱公共养老金计划（如日本公共养老金 GPIF）、第二支柱职业养老保险计划（如加拿大 PRPPs）和第三支柱个人储蓄计划（如美国 IRAs），为构建世界各国多层次多支柱的养老金体系提供指导。其中，第一支柱养老金致力于促进社会财富再分配，保障社会公平，但收支压力逐渐增大；第二支柱养老金对员工有激励作用，但覆盖群体受到收入与从事行业的限制；而从美国的成功案例来看，第三支柱养老金具备庞大的扩容潜力，在当前养老金体系的发展完善中扮演着日渐重要的角色。

老龄化逐步加剧，世界银行于 1994 年首提养老金体系三支柱

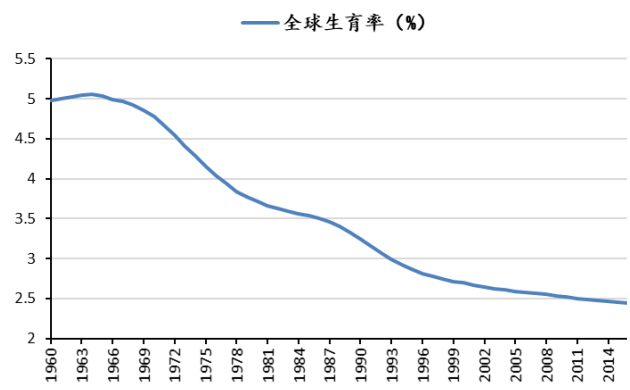
20 世纪 90 年代，老龄化趋势逐步加剧。自 1960 年至 1994 年，全球 65 岁以上人口占比由 4.97% 上升到 6.46%，逐步逼近 7%¹，而全球生育率从 4.98% 下降至 2.92%。与此同时，人口预期寿命已由 1960 年的 52.58 岁上升到 1994 年的 66.09 岁，进一步加剧全球的老龄化压力。

¹ 根据 1956 年联合国《人口老龄化及其社会经济后果》确定的划分标准，当一个国家或地区 65 岁及以上老年人口数量占总人口比例超过 7% 时，则意味着这个国家或地区进入老龄化。

图表 1: 全球 65 岁以上人口占比



图表 2: 全球生育率



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

家庭养老体制的瓦解与单一的公共养老金计划越来越难以应对日益严重的老龄化趋势。与子女共同生活的老人减少和子女分担的赡养费比例的下降, 都表明家庭养老体制的瓦解, 进一步加重了全球的养老压力。以日本为例, 1970-1985 年间, 65 岁以上的日本老人与其子女共同生活的比例已由 77% 下降到 65%。而当时占主导的公共养老金体制, 也面临着收支压力。世界银行在 1993 年的统计结果表明, 在现收现付的公共养老金体制下, 加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国等老牌发达国家的公共养老金收支差额分别占 GDP 的 250%/216%/160%/233%/200%/186%, 难以应对日益严重的老龄化趋势。

图表 3: 多个实行收付实现制的发达国家的公共养老金体制均面临收支压力

	现收现付体制年金差额 对 GDP 占比	需要增加的税收对 GDP 占比	所需退休年龄的增长 (岁)
加拿大	250%	6.30%	16
法国	216%	5.50%	8
德国	160%	6.20%	11
意大利	233%	11.90%	10
日本	200%	6.80%	9
英国	186%	4.80%	12

数据来源: 《防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策》, 兴业证券经济与金融研究院整理

世界银行于 1994 年提出养老金三支柱体系, 以实现养老金体制的再分配、储蓄和保险三大功能。世界银行认为, 一个国家的老年保障计划应具有储蓄、再分配和保险功能, 而单一的养老金支柱无法实现这三大功能。因此, 各国应建立由多层次的养老金筹资和管理体制, 由多重老年保障支柱来分担养老责任。1994 年, 世界银行发布报告《防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策》, 明确提出养老金三支柱体系: 第一支柱为强制性税收融资的公共支柱, 主要负责实现再分配功能; 第二支柱为强制性积累的私人支柱(职业年金计划或个人储蓄), 主要负责实现储蓄功能, 而第三支柱为自愿支柱, 对第一支柱与第二支柱起到补充作用。

图表 4: 世界银行认为养老金应具有再分配、储蓄和保险三大功能

功能	详情
再分配	将一个人一生收入的一部分转移到另一个人，因为如果低收入者要为其年老时准备足够储蓄的话，年轻时他们将生活在贫困线以下
储蓄	使收入在人的一生中平均化。年轻时收入比较高，推迟某些消费可使老年收入减少时能多消费一点
保险	为以下风险提供保障：经济衰退或错误的投资侵蚀储蓄、通货膨胀侵蚀实际价值、人们的生活水准超出其储蓄水平，以及公共计划失败等等

数据来源：《防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策》，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5: 多个国家建立了养老金三支柱体系

	第一支柱	第二支柱	第三支柱
中国	基本养老保险、社会保障基金	企业年金、职业年金	税延商业养老保险
美国	老年保障、遗嘱保障、残障保障	DB 计划、DC 计划	商业养老保险、个人退休账户
荷兰	Algemene Ouderdoms Wet (AOW) 储蓄基金	行业养老基金和企业养老基金	保险公司
澳大利亚	基本养老金	保障型超级年金	自愿型超级年金
加拿大	老年保障金、保证收入补贴、加拿大退休金计划、魁北克退休金计划	注册养老金计划、集合注册养老金计划、团体注册养老储蓄计划	注册养老金储蓄计划、免税储蓄账户
日本	国民年金、厚生年金	DC 计划、DB 计划、中小企业退职金共济制度、一次性退职金	iDeco 计划、NISA
英国	国家基本养老金、国家补充养老金	DB 计划、DC 计划	Stakeholder 养老金、个人养老储蓄计划、个人自助投资养老金 (SIPPs)

数据来源：《防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策》，兴业证券经济与金融研究院整理

第一支柱公共养老金计划：提供社会保障，但收支压力逐步增大

养老金第一支柱为公共养老金，通常由政府强制实施，旨在为老年人提供社会保障，实现社会财富的再分配。第一支柱一般是以现收现付为基础的公共养老金计划，向劳动人口征收工资税，并向老年人支付退休津贴。收入高的人缴纳的费用高，所得的退休津贴也随之上升，但部分缴费要转移给低收入的人，目标是通过社会财富的再分配，有限度地缓解老年贫困，并为低收入的老年人提供风险保障。

图表 6: 公共养老金计划的理想功能

序号	公共养老金的理想作用
1	向穷人提供再分配
2	可以增加不能再从事工作的老年人的收入
3	可以通过预先确定受益额以保护老年人免遭风险
4	可以保护老年人免遭通货膨胀的影响
5	可以弥补工人缺乏远见的缺陷

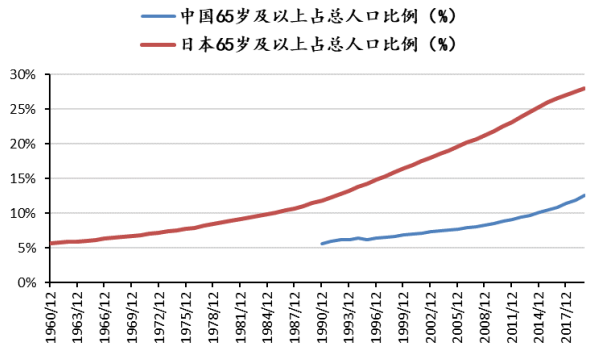
数据来源：《防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策》，兴业证券经济与金融研究院整理

然而，在老龄化日趋严重与经济增速放缓的双重影响下，公共养老金的收支压力也逐步增大。早期领取公共养老金的老年群体，从经济高速增长中获益。而随着

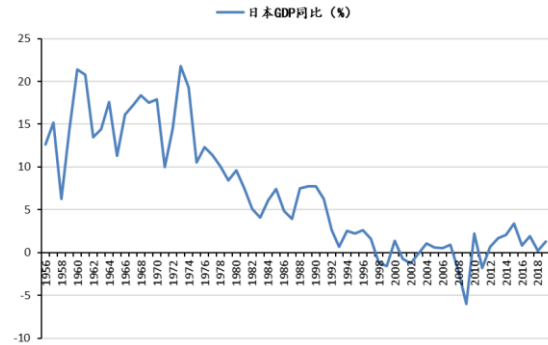
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经济增速的放缓，以及老龄化的日趋严重，公共养老金的收支压力也逐步增大，从而给后代带来负的转移支付。以日本公共养老金为例，随着日本 20 世纪 60-70 年代的高速增长期结束以及逐渐步入老龄化社会，日本各大公共养老金（国民年金、厚生年金、共济年金等）的领取者人数迅速增长，如国民年金的领取人数由 1975 年的 273 万提升到 2015 年的 3096 万，而对应的抚养比²则由 1975 年的 9.5 下降到 2015 年的 2.1，增大了应对老龄化压力的难度。

图表 7: 日本老龄化压力日趋严重



图表 8: 日本已结束高速增长期



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9: 在经济放缓以及老龄化程度日益加深的背景下，日本各项公共养老金对应的抚养比快速下降

财政年度	厚生年金	共济年金					国民年金
		国有企业	农林渔协会	中央政府	地方政府	私立学校	
1965	93.4	5.8	116.7	22.2	28.6	70	—
1975	22.3	3.8	11.3	5.8	8.1	45	9.5
1985	8.2	1.4	5.4	3	4	17.5	3.7
1995	5	1	3.9	2	2.6	8	4.1
2005	2.9	—	—	1.7	1.9	5	2.9
2015	2.4	—	—	1.5	1.4	4	2.1

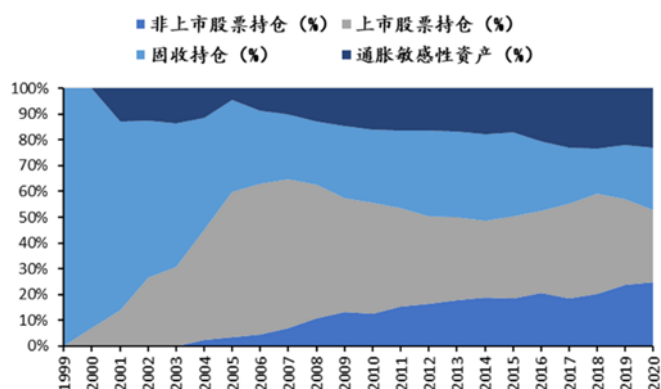
数据来源:《日本公共养老金制度的主要变化: 背景及背后的理念》, 兴业证券经济与金融研究院整理

为缓解公共养老金的收支压力，国家政府或将公共养老金投入资本市场，但对公共养老金的投资往往要面对政府施加的压力，阻碍保值增值。通过将公共养老金投入资本市场以寻求保值增值，进而缓解公共养老金收支压力的做法日益普遍，而加拿大的 CPPIB 便是其中的成功范例。加拿大政府建立了完全市场化运作的 CPPIB，用以管理公共养老金计划 CPP，截至 2020 财年，CPPIB 的 10 年年化名义收益率达到 9.9%，从资本市场获得了可观的投资收益。然而，将公共养老金投入资本市场，也很有可能面对来自政府的压力，如日本的 GPIF。日本厚生劳动省仍然影响着 GPIF 的人事任免、经营目标、投资配置计划等，并倾向于将退休官员提名为 GPIF 的理事长，制约了 GPIF 的进一步市场化。而 GPIF 保值增值的潜力也受到行政化力量的限制，以权益资产的配比如例，2019 财年，CPPIB 的权益资

² 抚养比: 当期被保险人人数/养老金领取人数

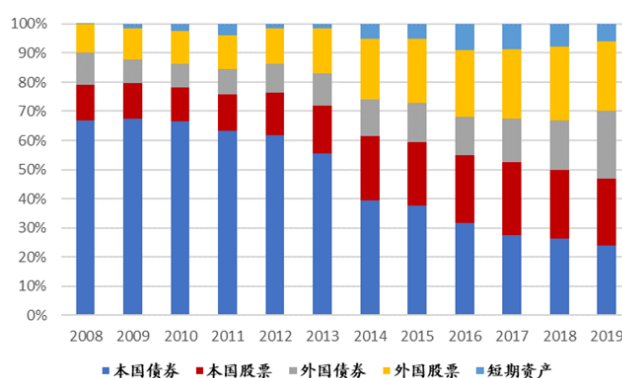
产占比已高达 56.9%，2002-2019 财年的收益率均值高达 8.46%；而 GPIF 仅为 46.77%，2002-2019 财年的收益率仅为 2.82%，入市进程有待加速。

图表 10: CPPIB 大类资产配置

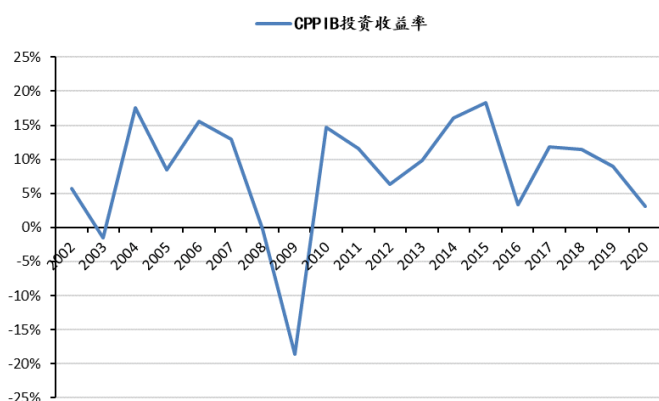


数据来源：CPPIB 年报，GPIF 年报，兴业证券经济与金融研究院整理

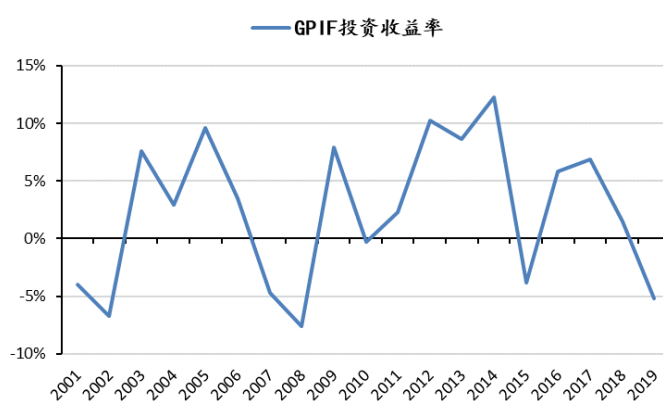
图表 11: GPIF 大类资产配置



图表 12: CPPIB 收益率



图表 13: GPIF 收益率

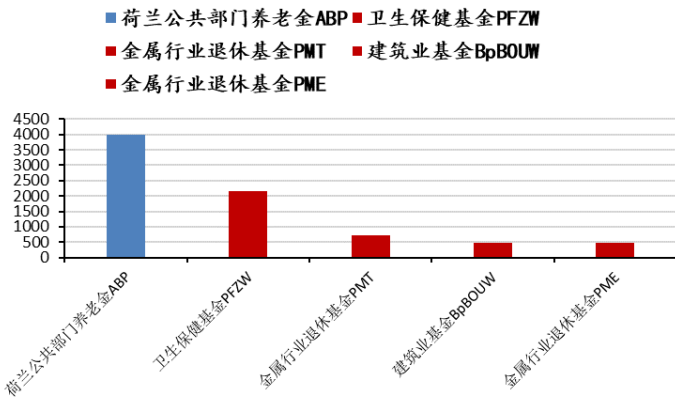


数据来源：CPPIB 年报，GPIF 年报，兴业证券经济与金融研究院整理

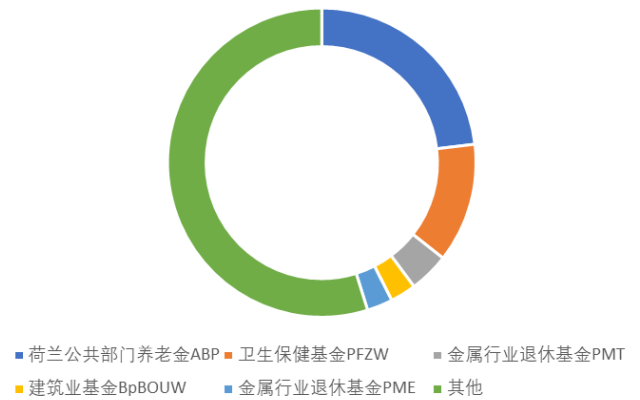
第二支柱职业养老金计划：虽对员工有激励作用，但覆盖群体受限大

养老金第二支柱是由雇主发起的职业养老金计划，对员工起到激励作用。世界第一个职业年金计划，由美国于 1776 年设立，用以向伤残军人提供生活费用。而 19 世纪后半叶至 20 世纪初，为了鼓励熟练工人长期为企业效力，职业年金计划作为企业的一项人事管理策略，开始在欧美工业国盛行。职业养老金计划的优点在于：它能够自主发起强制性的储蓄计划，在提高职工效力积极性的同时，使职工的收入实现保值增值。世界著名的职业养老金计划包括美国的 TSP 计划、加拿大的 PRPPs 计划和荷兰的 PFZW、PMT、BpBOUW、PME 基金等。

图表 14: 荷兰五大基金中职业养老金计划占四个(单位:亿欧元)



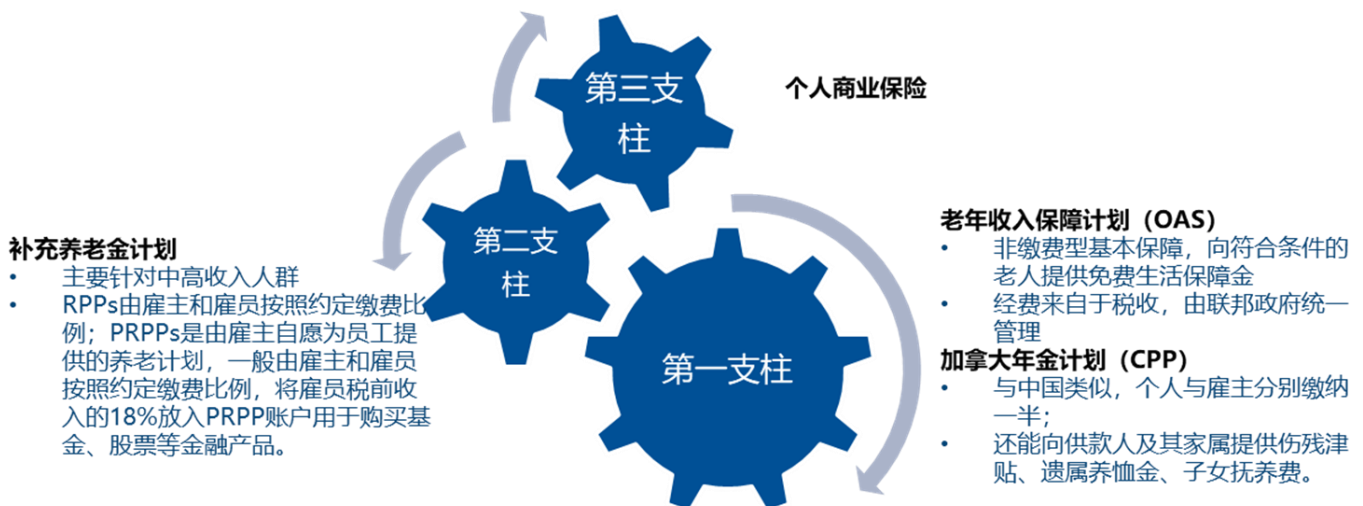
图表 15: 荷兰五大基金占市场份额 (单位: %)



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

职业养老金计划往往为中高收入群体与特定职业群体服务,限制了第二支柱养老金的覆盖面。收入门槛方面,以加拿大的 PRPPs 年金为例,PRPPs 通常由雇主和雇员按照约定的缴费比例,将雇员税前收入的 18%放入 PRPPs 账户,这一高缴费率便为 PRPPs 账户设定了收入门槛,使其服务于能够承受高缴费率的中高收入群体。职业门槛方面,美国的 TSP 服务于退休军人,荷兰的 PFZW、PMT、BpBOUW、PME 基金则分别为卫生保健行业、金属行业、建筑行业 and 金属行业的职工服务,进而在行业上限制了第二支柱养老金的覆盖范围。

图表 16: 加拿大养老金第二支柱主要服务于中高收入人群



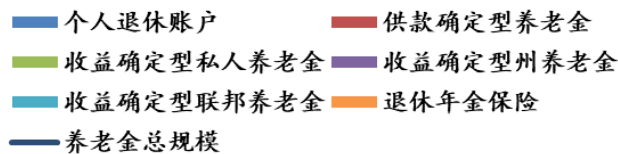
数据来源: CPPIB 年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

第三支柱个人养老金计划：扩容潜力大，重要性日趋提升

第三支柱养老金指的是个人养老金计划，由个人自愿缴费。第三支柱养老金是基于个人意愿建立的个人养老储蓄计划。个人养老金计划完全依赖家庭或个人缴费进行储蓄，主要形式包括退休目的储蓄与投资、商业养老保险计划、以房养老，以及家庭和代际基础上的非正规保障形式等。对于没有获得职业养老金计划保障或需要补充其退休收入的个人，第三支柱养老金将在保障其老年生活上发挥重要作用。

从美国养老金第三支柱的成长历史来看，个人养老金的扩容潜力巨大。美国个人退休账户的建立是第三支柱养老金发展史的成功案例。它不仅包括在税收优惠激励下建立的个人退休计划，还包括从第二支柱转移过来的资产，其资产管理接近于401(k)计划的投资结构，为美国国民养老金待遇的提升提供了重要保障。按ICI披露口径来看，截至2019年，美国养老金第三支柱的规模已达到11万亿美元，对美国养老金体系的总规模占比达到34.1%，为美国养老金体系的最大组成部分。从OECD发布的养老金第二、第三支柱的金额占比情况来看，在OECD披露的32个国家中，有20个国家（包括波兰、韩国、西班牙等）的第三支柱养老金占比已超过50%，同样体现了第三支柱养老金的扩容潜力。

图表 17：美国养老金规模及构成（单位：十亿美元）



数据来源：ICI，兴业证券经济与金融研究院整理

备注 1：美国养老金三支柱包括：1）第一支柱——退休年金保险；2）第二支柱：供款确定型养老金、收益确定型私人养老金、收益确定型州养老金、收益确定型联邦养老金；3）第三支柱——个人退休账户

备注 2：供款确定型养老金包括供款确定型私人养老金（401k）、403b、457b、以及联邦雇员计划和节俭储蓄计划 TSP

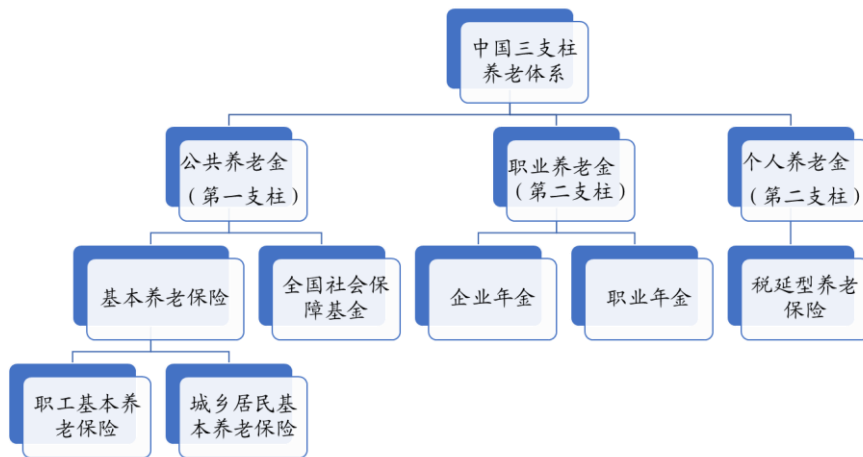
中国现状：政策将助推第三支柱养老计划规范发展

当前我国已建立起三支柱养老金体系。养老金第一支柱包括基本养老保险和社会

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

保障基金，基本养老保险又涵盖职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险。第二支柱是企业或机关事业单位在基本养老保险之外专门为职工建立的附加保险；包括企业年金和职业年金。第三支柱是政府给予税收优惠、以个人名义自愿参与的养老金，个人名义自愿参与的养老金。第三支柱的范围本应包括保险、基金、信托、理财等多种形式，但由于目前仅有保险纳入税优范围，因此第三支柱目前仅包括税延型养老保险。

图表 18: 中国当前已建立起三支柱养老金体系



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 19: 中国三支柱养老金规模构成 (单位: 亿元)

	第一支柱		第二支柱		第三支柱	三支柱总规模
	基本养老保险规模	社保规模	企业年金规模	职业年金规模	税延型养老保险规模	
2001	1054	805	259	-	-	2118
2002	1608	1242	380	-	-	3230
2003	2207	1325	460	-	-	3992
2004	2975	1711	493	-	-	5179
2005	4041	2118	680	-	-	6839
2006	5489	2828	910	-	-	9227
2007	7391	4397	1519	-	-	13307
2008	9931	5624	1911	-	-	17466
2009	12526	7766	2533	-	-	22825
2010	15365	8567	2809	-	-	26741
2011	19497	8688	3570	-	-	31755
2012	23941	11060	4821	-	-	39822
2013	31275	12416	6035	-	-	49726
2014	35645	15356	7689	-	-	58690
2015	39937	19138	9526	-	-	68601
2016	43965	20423	11075	3400	-	78863
2017	50202	22231	12880	4131	-	89444.39
2018	58151	22354	14770	4900	0.716	100175.7
2019	62873	26286	17985	6100	2.45	113246.4

数据来源: 人社部, 全国社保理事会, 兴业证券经济与金融研究院整理

备注: 表中职业年金最新规模为 2019 年 5 月披露的 6100 亿元

当前中国的养老金体系中, 以基本养老保险和社会保障基金为代表的养老金第一支柱占主导地位, 而以企业年金和职业年金为代表的第二支柱起到一定的补充作用。然而, 养老金第一支柱带来的财政压力也与日俱增, 企业年金和职业年金则有着覆盖面窄、惠及人群有限的不足之处。因此, 近年来, 第三支柱养老金逐渐成为政策聚焦的重点。2020 年的中央经济工作会议提及“规范发展第三支柱养老保险”。2021 年是“十四五”的开局之年, 第三支柱养老金的规范发展不仅将成为 2021 年我国养老体系建设的工作重点, 更有可能在“十四五”期间受到长期政策扶持。

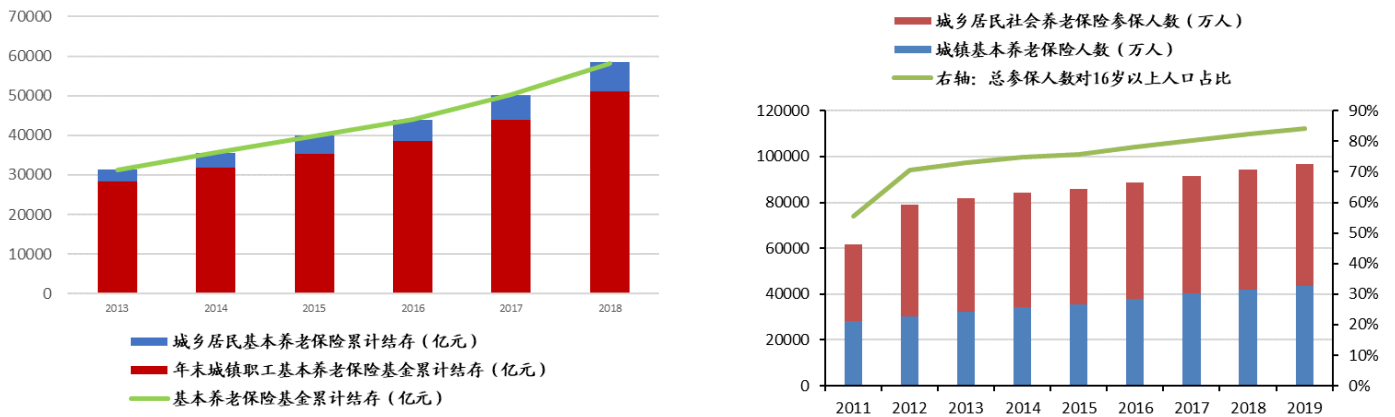
养老金第一支柱: 收支压力带来日益趋重的财政负担

基本养老保险是我国养老金第一支柱的主体部分, 具有规模大、覆盖面广的特点, 而社会保障基金起补充作用。我国养老金第一支柱包括基本养老保险和社会保障基金, 截至 2019 年底, 我国基本养老保险规模达到 6.29 万亿元, 而社会保障基金规模达到 2.63 万亿元, 基本养老保险占主体, 而社会保障基金则起到补充作用。2011-2019 年间, 基本养老保险参保人数对 16 岁以上人口占比规模从 55.49% 上升到 84.11%, 覆盖面广。

图表 20: 基本养老保险累计结存规模

图表 21: 基本养老保险参保情况

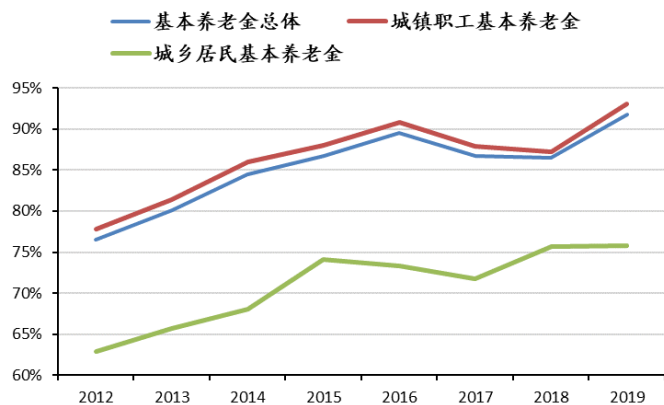
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



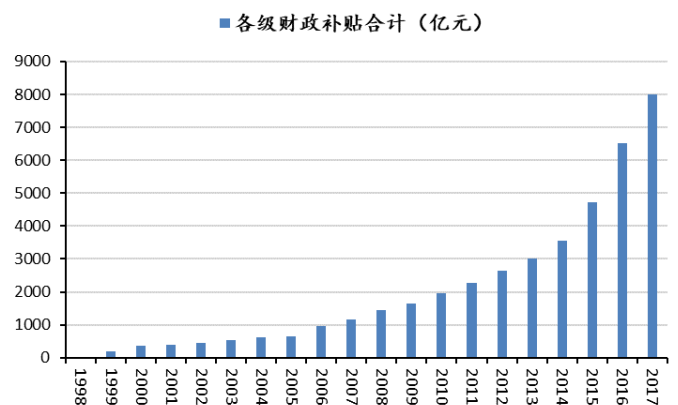
数据来源：人社部，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

基本养老保险的收支压力逐年扩大，而社会保障基金将财政性净投入作为重要的扩容口径，第一支柱养老金加重财政负担。基本养老保险方面，从基本养老保险的支出对收入来看，2012-2019年间，基本养老金支出对收入占比从76.56%上升到91.79%。近年来，政府不断加大对基本养老保险的补贴力度，各级财政补贴已经从1998年的24亿元上升到2017年的8004亿元。2018年后，政府又建立了养老保险中央调剂基金确保养老金按时足额发放。社会保障基金方面，财政性净投入是社会保障基金的重要扩容口径，2013-2019年，社会保障基金获得的累计财政性净投入权益总额从9931亿元扩大到22081亿元。综合来看，基本养老保险和社会保障基金对财政补贴的依赖度较大。因此，随着收支压力扩大，第一支柱养老金给财政带来的负担也是日渐加重。

图表 22: 基本养老保险支出对收入占比

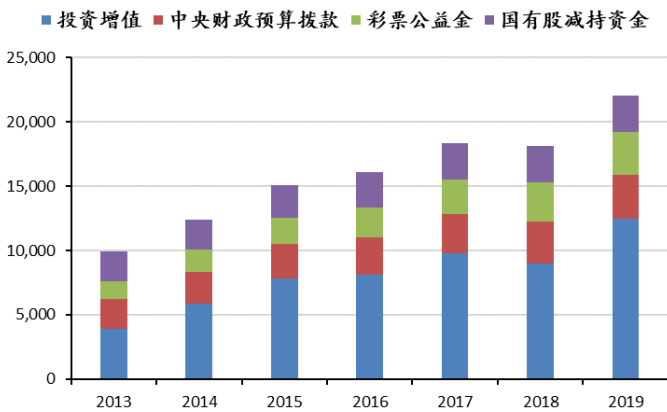


图表 23: 财政对城镇职工基本养老金的补贴

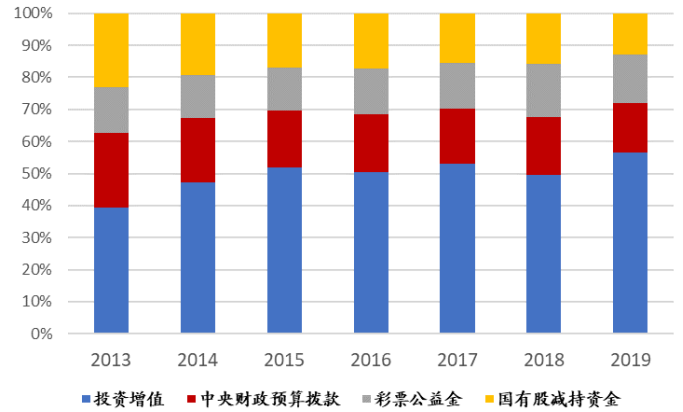


数据来源：人社部，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 24: 社会保障基金累计权益总额 (单位: 亿元)



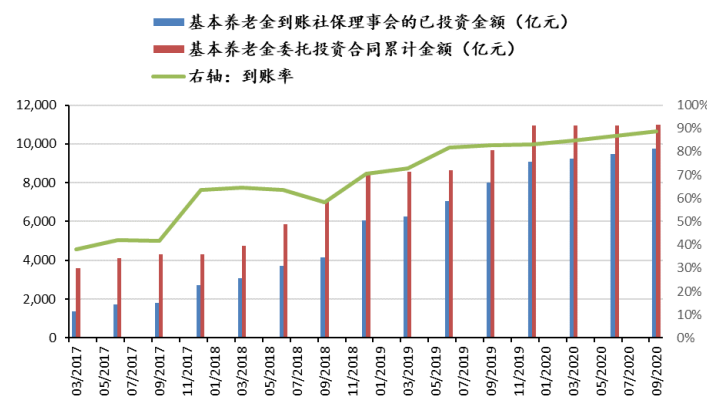
图表 25: 社会保障基金累计权益总额构成



数据来源: 人社部, 兴业证券经济与金融研究院整理

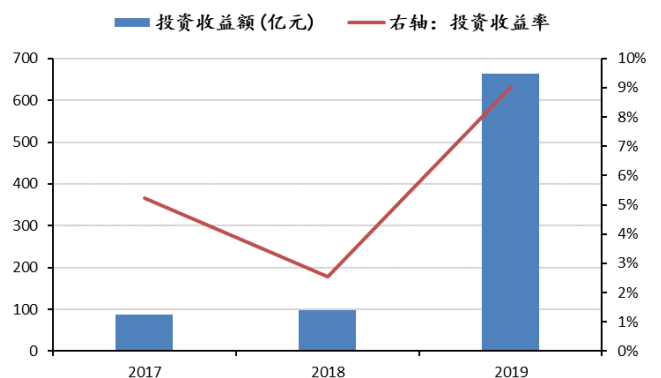
社会保障基金累计投资收益已超过万亿元, 但占大头的基本养老保险入市程度低, 通过投资增值以缓解收支压力的贡献程度仍待加强。社会保障基金方面, 从权益总额的口径来看, 截至 2019 年, 累计投资增值已达到 12464.06 亿元, 一定程度上缓解了财政压力。但占主体的基本养老保险方面, 截至 2020 年三季度, 基本养老保险委托社保理事会投资的金额共到账 9757 亿元, 对基本养老保险总规模占比不足 15%, 入市程度低。而 2019 年基本养老保险委托社保理事会投资所获得的投资收益仅为 663.86 亿元。因此, 受基本养老保险的低投资回报影响, 总体来看, 当前我国第一养老金支柱通过投资增值以减轻财政负担的能力仍有限。

图表 26: 基本养老保险委托合同金额与到账金额



数据来源: 人社部, 全国社保理事会, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 27: 基本养老金委托社保理事会取得的投资收益与投资收益率



养老金第二支柱: 企业年金覆盖面小, 职业年金惠及群体人数有限

企业年金、职业年金构成我国养老金第二支柱, 企业年金适用于企业职工, 从 2000

年开始试点，2014年1月颁布《企业年金试行办法》后全面推行。企业自愿建制，员工自愿参保；职业年金适用于机关与国家事业单位职工，在2014年10月后强制实施，并于2019年2月份正式开始市场化投资运营。

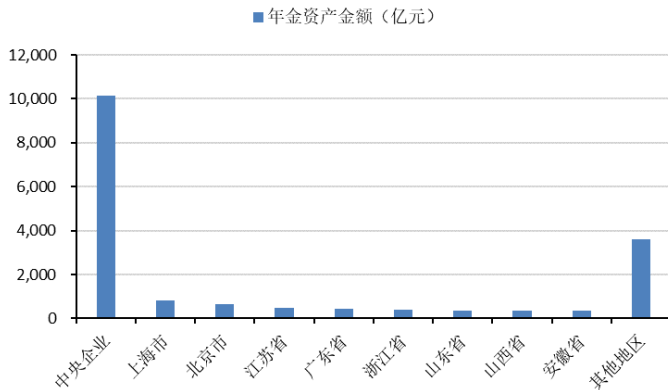
图表 28：中国企业年金与职业年金对比

	企业年金	职业年金
覆盖对象	参与企业年金计划的企业职工	参加机关事业单位基本养老保险的机关与国家事业单位职工
强制性	否	是
缴费方式	企业和职工个人共同缴费，年合计缴费不超过本企业职工工资总额的12%，其中企业缴费不超过职工工资总额的8%	单位和职工个人共同缴费，单位缴纳工资总额的8%，职工缴纳本人工资的4%
领取条件	达到法定退休年龄或完全丧失劳动能力、出国（境）定居	达到法定退休条件并依法办理退休手续、出国（境）定居
领取方式	二选一：1)从个人账户按月、分次或一次性领取企业年金；2)将本人企业年金个人账户资金全部或部分购买商业养老保险产品，依据合同领取待遇并享受相应继承权	二选一：1)按照本人退休时对应的计发月数按月领取，发完为止，个人账户余额享有继承权；2)一次性购买商业养老保险产品，依据合同领取待遇并享受相应继承权
养老保险转移	变动工作单位，若新单位已建立企业年金，原企业年金个人账户权益随同转入新单位企业年金；若新单位未建立企业年金，或职工升学、参军、失业，元企业年金个人账户可暂时由原管理机构继续管理，也可由法人受托机构发起的集合计划设置的保留账户暂时管理	1)在同级财政全额供款的单位之间流动，可转移本人单位缴费部分的累计记账额，继续由转入单位采取记账方式管理；2)由机关事业单位流动到企业、在非同级财政全额供款的单位之间流动，或者由财政全额供款单位流动到非财政全额供款单位的，应当由转出单位相应的同级财政保障拨付资金记实后转移接续；3)由非财政全额供款单位流动到财政全额供款单位后，原实账积累的个人账户资金按规定转移接续，同时其到新就业单位后的职业年金单位缴费部分可采取记账方式管理

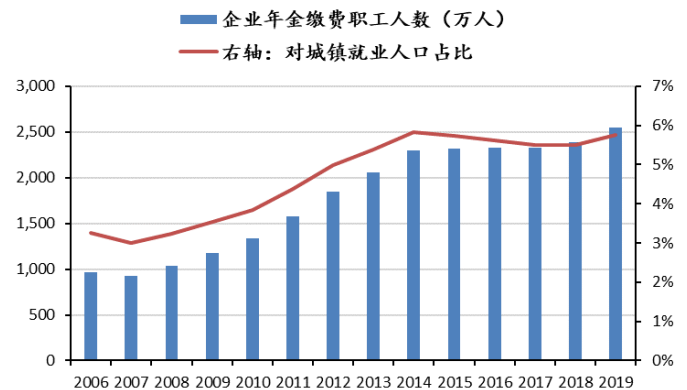
数据来源：《企业年金试行办法》，《职业年金基金管理暂行办法》，兴业证券经济与金融研究院整理

建立企业年金制度的企业主要集中于央企，限制了企业年金规模与惠及群体的进一步扩大。从企业年金的资产分布情况看，截至2019年，57.57%的年金资产集中于央企。然而，从中国企业法人的总体分布来看，截至2018年，中国私营企业数量占企业法人总数的84.1%。可以看出，企业年金制度对私营企业的覆盖面远远小于国企央企。然而，据民银智库发布的《中国民营企业发展报告》称，民营企业提供了80%的城镇就业岗位，吸纳了70%以上的农村转移劳动力。因此，企业年金制度在私营企业中的小范围推行，已限制了企业年金的规模与惠及群体的扩大。截至2019年，企业年金规模达到17985亿元，仅为同期基本养老保险总规模的28.61%。而全国共有9.6万家企业建立了企业年金制度，参与企业年金的职工数量为2548万人，仅占城镇就业人口的5.76%。

图表 29: 2019 年企业年金资产金额分布



图表 30: 企业年金缴费职工人数对城镇就业人口占比低



数据来源: 中国证券投资基金业协会, 人社部, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

在政策强制推行下, 职业年金覆盖率迅速提高, 但适用对象仅限于机关与国家事业单位职工, 提升空间小。自 2014 年 10 月强制推行以来, 截至 2019 年 5 月 31 日, 职业年金累计结余近 6,100 亿元, 2970 万名机关事业单位工作人员加入职业年金, 占参保基本养老保险的机关事业单位工作人员的 82%。由于职业年金仅仅适用于机关与国家事业单位职工, 在当前覆盖率已处高位的背景下, 未来职业年金的扩容空间有限。

图表 31: 中国职业年金政策及发展状况梳理

时间	文件/事件	重点内容
2008.2	《事业单位工作人员养老保险制度改革试点方案》	在山西、上海、浙江、广东、重庆 5 省市先期开展试点。要求参与改革的事业单位建立职业年金制度, 地方省市探索缴费办法、分配水平等具体制度设计
2015.4	国务院办公厅印发《机关事业单位职业年金办法》	从 2014 年 10 月 1 日起实施机关事业单位工作人员职业年金制度。要求机关事业单位全面建立职业年金制度, 并明确规定职业年金制度的资金来源、缴费比例、领取方式、基金管理等主体制度
2016.1	《职业年金基金管理暂行办法》	明确规定职业年金基金的管理职责、基金投资、收益分配及费用、计划管理及信息披露、监督检查等
2019.2	职业年金市场化投资运营正式开始	中央国家机关及所属事业单位(壹号)职业年金计划第一笔缴费, 划入壹号计划受托财产账户
2019.4	职业年金开始投资运营	2019 年 4 月底山东省率先启动职业年金投资运营。截至 5 月底, 分 4 批资金共投资 425 亿元, 涉及 265 万人
2019.5	职业年金累计结余、投资运作动态	截至 2019 年 5 月底, 职业年金累计结余近 6,100 亿元, 3,612 万名机关事业单位工作人员参加基本养老保险, 其中 2,970 万人加入职业年金, 覆盖率 82%, 其中实际缴费人数占比 96.5%。截至同期, 中央国家机关事业单位、31 个省(区、市)以及新疆生产建设兵团在内的全国 33 个职业年金项目中, 已有 15 个职业年金项目启动投资运作

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

养老金第三支柱: 规范发展第三支柱养老保险成为重要导向

我国养老金第三支柱建设起步晚。早在 1991 年, 我国就提出“逐步建立起基本养

老保险与企业补充养老保险和职工个人储蓄性养老保险相结合的制度”。这是我国第一次提出养老金第三支柱。在十三五规划期间,《“十三五”规划纲要》、《人力资源和社会保障事业发展“十三五”规划纲要》等重要文件又多次提及“推出个人税收递延型养老保险”。2018年4月,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》,宣布自2018年5月1日起,在上海市、福建省(含厦门市)和苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点,试点期暂定一年。这一举措标志着养老金第三支柱建设正式进入政策实践阶段。

图表 32:《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》发布及之前养老金第三支柱相关政策梳理

时间	详情
1991年	早在1991年,我国就提出“逐步建立起基本养老保险与企业补充养老保险和职工个人储蓄性养老保险相结合的制度”。这是我国第一次提出养老金第三支柱。
2007年	天津滨海新区拟进行个人税延型补充养老保险的试点,其具体内容是职工30%工资收入比例可以税前列支购买商业养老保险,但由于种种原因试点未能开启
2009年	上海提出“适时开展个人税收递延型养老保险产品试点”
2015年	国家“十三五”规划纲要提出“推出税收递延型养老保险”
2016年7月	《人力资源和社会保障事业发展“十三五”规划纲要》提出“推出个人税收递延型养老保险”,
2017年6月29日	国务院办公厅正式印发《关于加快发展商业养老保险的若干意见》
2018年4月	2018年4月,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》(以下简称《通知》),标志着酝酿十年之久的第三支柱个人税延型商业养老保险正式进入政策实践阶段

数据来源:《从概念框架到政策探索:我国第三支柱个人养老金发展路径》,兴业证券经济与金融研究院整理

税延型养老保险试点遇冷。试点采取EET税优模式,缴费环节按一定标准税前支列保费,投资环节免征个税,领取环节按实际税率7.5%征收个税。尽管有税收优惠激励,但受节税力度偏低、只适用于工资收入达到个税起征点的中高收入者和抵扣操作繁琐等因素影响,税延型养老保险试点遇冷。截至2020年4月份,税收递延型商业养老保险试点累计实现保费收入3亿元,参保人数4.76万人,与养老金第一支柱和第二支柱的规模相差甚远。

图表 33: 税延养老保险试点规定

缴费 环节	<p>(1) 税收规定: 保费可税前扣除。个人若在两个及以上试点地区获得收入,只能选一处税优</p> <p>(2) 扣除限额: ①当月工资薪金、连续性劳务报酬所得的6%与1,000元孰低者; 或②个体工商户业主等个人经营者当年应税收入的6%与12,000元孰低者</p> <p>(3) 扣除流程: 购险时在中保信平台注册登记, 并办理报税</p>
投资 环节	<p>税收规定: 计入个人商业养老保险账户内的投资收益, 暂不征收个税</p>
领取 环节	<p>(1) 领取条件: ①到投保时约定的开始领取日且达到法定退休年龄; 或②个人身故、发生保险合同约定的全残或罹患重疾</p> <p>(2) 领取方式: ①保证返还账户价值终身领取(月领/年领); 或②固定期限15年或20年领取(月领/年领); 或③一次性领取(须满足领取条件②)</p> <p>(3) 领取缴税: 25%免税, 75%按10%税率交个税; 也即实际税率7.5%</p>

数据来源:《个人税收递延型商业养老保险: 试点成效与未来展望》,兴业证券经济与金融研究院整理

2020年以来政策暖风频吹，中央经济工作会议更是一举定调“规范发展第三支柱养老保险”，第三支柱养老金的发展迈上新征程。在2020年金融街论坛上，央行党委书记、银保监会主席郭树清表示“大力发展第三支柱养老保障”，证监会主席易会满明确表示“推动优化第三支柱养老金等中长期资金入市的政策环境”。而在2020年中央经济工作会议上，更是一举定调“规范发展第三支柱养老保险”，为2021年以至“十四五”期间第三支柱养老金的发展指明方向。

图表 34: 2020 年对养老金第三支柱的政策暖风频吹

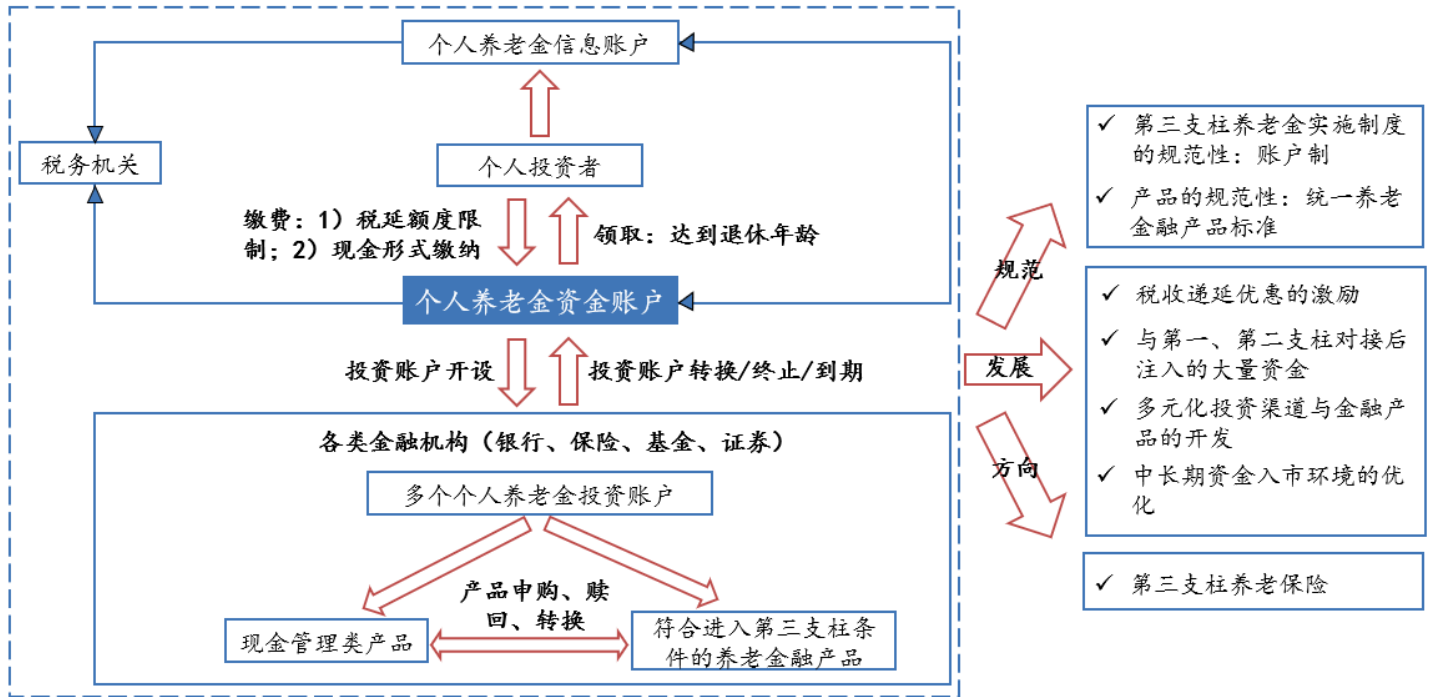
时间	活动	详情
2020. 5. 15	全国投资者保护宣传日	证监会主席易会满: 推动放宽各类中长期资金入市比例和范围, 尽快推动实现个人养老金投资公募基金政策落地
2020. 5. 25	两会期间	全国政协委员、证监会原副主席姜洋: 打通第二、第三支柱 , 促进补充养老保障体系发展; 建立市场化的养老金投资运营体系; 支持养老目标基金发展
2020. 10. 21	2020 年金融街论坛	央行党委书记、银保监会主席郭树清: 要发挥金融优势, 大力发展第三支柱养老保障 , 有效缓解我国养老保险支出压力。总的方针是‘两条腿’走路, 一方面要正本清源, 统一养老金融产品标准, 清理名不符实产品 ; 另一方面开展业务创新, 大力发展真正具备养老功能的专业养老产品 , 包括养老储蓄存款、养老理财和基金、专属养老保险、商业养老金。
2020. 10. 21		证监会主席易会满建议: 要加强投资端制度建设, 并明确表示 推动优化第三支柱养老金等中长期资金入市的政策环境
2020. 11. 6	银保监会国务院政策例行吹风会	银保监会副主席梁涛: 国际经验表明, 第三支柱作为个人补充养老保险的制度是利用金融手段增加养老保障供给的有效形式
2020. 12. 16	国务院政策例行吹风会	银保监会副主席黄洪: 下一步, 银保监会主要从以下几个方面来加快推进商业养老保险的发展 : 一是加快发展专业化经营市场主体; 二是扩大商业养老保险领域对外开放; 三是加大养老保险产品创新; 四是强化养老保险基础建设; 五是加强人才队伍建设, 提升专业能力
2020. 12. 16-18	中央经济工作会议	定调“规范发展第三支柱养老保险”
2020. 12. 19	中国社会科学院社会保障论坛暨《中国养老金发展报告 2020》发布式	中国社科院世界经济与政治研究所副所长张斌: 发展养老基金 , 要培养专业化的养老机构, 丰富金融产品, 比如发展更多种类的 REITs 产品
		清华大学五道口金融学院研究员朱俊生: 建立三支柱之间对接机制 。要让三大支柱之间、包括税收政策的使用打通, 让第二支柱可以灵活向第三支柱转换。优化财政和税收激励政策, 完善账户制经营模式, 完善个人养老金运行监管体系等
		银保监会首席风险官兼新闻发言人肖远企: 个人养老金既要按市场化、商业化原则运作, 但又是一项准公共产品。对 那些打着养老噱头, 不具备养老功能的金融产品要进行彻底纠正 , 防止劣币驱逐良币的现象。必须 要有创新的思维 and 创新的举措, 也要积累风险准备金, 设立平滑基金
中国社会科学院科研局局长马援: 报告通过国际比较发现, 在对第一支柱公共养老金依赖度较高的传统欧洲大陆国家, 养老基金规模较低, 资本市场发展也受到抑制, 而在私人养老金体系较为发达的国家, 养老基金与资本市场呈现出更强的良性互动关系。		
中国社科院世界社保研究中心主任郑秉文: 要建立养老金的第二支柱、第三支柱。养老金对资本市场而言, 是创造社会财富的长期资本, 可以改变资本市场结构, 提高机构投资者比例。 第一是坚持真正的账户制, 第二是每个人都有一个账户 。同时需要引起注意的是, 建立第三支柱的前提不是必须加入第二支柱, 第三支柱和其他支柱之间应该是平行的关系, 多一个选择给老百姓, 多一份退休金		
2020. 12. 22	证监会党委和党委(扩大)会	证监会主席易会满: 推动加强多层次、多支柱养老保险体系与资本市场的衔接

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

综合 2020 年中央经济工作会议定调以及“一行三会”发声, 可将第三支柱养老金未来的发展方向拆解为“规范+发展+第三支柱养老保险”。1) 2020 年中央经济工作会议将第三支柱养老金的发展细化到“养老保险”方向。当前仍然只有保险被纳入税优范围, 中央经济工作会议的定调, 与先前推行税延型个人养老保险试点的政策一脉相承。进一步巩固了商业养老保险的先发优势。2) 中央经济工作会议着重强调“规范”, 包括第三支柱养老金实施制度的规范性(账户制)和产品的规

范性（统一养老金融产品标准，清理名不符实的产品）；3）中央经济工作会议的定调最终还是要落实到“发展”上，税收递延优惠的激励+与第一、第二支柱对接后注入的大量资金+多元化投资渠道与金融产品的开发+中长期资金入市环境的优化，都会推动第三支柱养老金的发展。

图表 35：发展养老金第三支柱的改革路径



数据来源：《养老保险公司参与第三支柱路径分析》，兴业证券经济与金融研究院整理

● 改革方向之一——养老保险：将第三支柱养老金的发展细化到“养老保险”方向

在第三支柱建设中，当前仅保险纳入税优范围，并出台配套制度，商业养老保险先发优势显著。自 2018 年 4 月启动税延个人养老保险试点后，有且仅有保险产品被纳入税收优惠范围。同时，在试点启动后，《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》、《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》、《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点有关征管问题的公告》等一系列配套政策文件下发，明确了试点地区、时间、产品、信息平台以及税优政策等基本要素，进一步巩固了养老保险的先发优势。

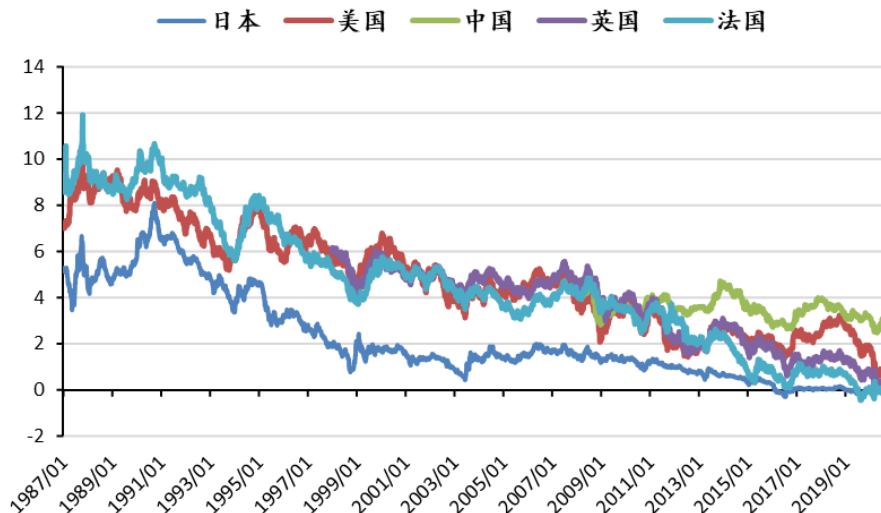
图表 36: 个人税延型商业养老保险试点配套制度

试点政策文件		规定内容
1	《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》	明确了试点地区、时间、产品、信息平台以及税优政策等
2	《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》	明确了产品设计原则、产品要素、产品管理等规范要求
3	《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点有关征管问题的公告》	明确了试点产品缴费税前扣除环节和领取征税环节流程
4	《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》	明确了产品经营管理的规范要求
5	《个人税收递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》	明确了养老保险资金运用在投资范围和比例、投资能力、投资管理、风险管理方面的规范要求

数据来源:《从概念框架到政策探索:我国第三支柱个人养老金发展路径》,兴业证券经济与金融研究院整理

商业养老保险的长久期、保底收益属性在去刚兑、利率下行大背景下具备优势,进而使得养老保险成为政策发展重点。养老年金等长期储蓄保险产品,保障期间一般高于 15 年,具备长久期属性。商业养老保险定价时的预定利率可理解为客户的保底收益率,在整个产品存续期保持不变,在利率下行背景下,得以锁定预定利率水平的产品已具备吸引力,进而使得养老保险成为政策发展重点。

图表 37: 利率下行大趋势(单位: %)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 改革方向之二——规范: 规范养老金第三支柱的实施制度与金融产品

✓ 规范养老金第三支柱的实施制度: 从产品制转向账户制

养老金第三支柱的实施制度分为产品制和账户制,当前我国养老金第三支柱实施产品制,未来将转向账户制,规范养老金第三支柱的实施制度。产品制下,国家税收优惠政策指向具体的产品类型,各类形态的金融产品的管理人直接面向个人提供税收代扣缴、待遇发放等服务。个人购买金融产品,需要考虑税收优惠额度的分配比例、产品间的转换机制、领取待遇的流程等。而国家对养老金第三支柱

的税收征管与业务管理需要依赖各产品管理人，时效低且统筹管理难度大。账户制下，以个人养老金账户为主体参加第三支柱养老金各个环节的运转，产品制下分散的资金、产品、信息服务得以在账户层面集中。个人在账户制下，得以自由进行产品申赎、转换、办理领取待遇。而个人养老金账户登记的税延情况、有效汇集的相关资金、税务、产品等信息都便于国家税收政策的落地监管与把控业务运行整体情况。因此，从长远来看，产品制不利于第三支柱养老金的发展。而账户制则实现了资金流和信息流的统一，有助于业务的长远健康发展。

图表 38: 个人养老金体系账户制与产品制对比

	产品制	账户制
定义	个人购买第三支柱合格金融产品作为参与载体，购买支出在国家规定额度内享受税收优惠。领取养老待遇需由个人向各产品管理人提出申请	开立专门的个人商业养老资金账户作为个人参加载体，通过该账户缴费、购买第三支柱合格金融产品、领取养老待遇、查询参保权益信息等
特点	税收优惠只赋予到产品层面，购买相应产品才可税优，购买多个产品时需规划税优额度在各产品购买支出间的分配	税收优惠赋予到账户层面，个人缴费在国家规定额度内享受税优，账户层面对税优额度内缴费和超出部分缴费进行区分
个体便利性	便利程度低 1) 产品选择受限: 购买各类合格金融产品时需规划税优额度的分配比例 2) 产品流动性: 能否转换产品取决于不同类型金融产品间是否已建立转换机制 3) 手续繁琐: 个人通过各产品管理人渠道查询个人信息; 领取待遇需向不同产品管理人申请, 手续繁多、流程复杂	便利程度高 1) 产品选择自由: 税优赋予在账户层面, 账户缴费时进行税延登记, 个人通过账户自由进行产品申赎、转换 2) 手续简便: 个人养老金账户汇集了资金信息、产品权益信息; 领取待遇仅需在账户管理机构办理一次领取申请即可
监管便利性	1) 监管方式: 国家建立宏观管理平台, 汇总整合各产品管理人上报的个人参保信息, 对整体运行情况进行监管 2) 信息汇聚成本高: 从各产品管理人处收集汇总个人参保的资金、产品投资等信息, 时效低且技术难度大 3) 管理难度大: 税收征管依赖各金融产品管理人, 统筹管理难度大	1) 监管方式: 个人账户定期向国家人社部门报送信息, 为国家第三支柱整体运行情况监管提供数据支撑 2) 信息汇聚成本低: 个人参加第三支柱养老金相关资金、税务、产品等信息由个人养老金账户有效汇集并报送人社部, 信息汇聚及时高效 3) 管理难度低: 个人养老金账户对税延情况进行登记, 为国家税收优惠政策的落地监管提供便利
对三支柱体系的影响	第三支柱养老金的产品与第一、二支柱割裂, 关联不大	个人养老金账户实现了资金流与现金流的统一, 有助于第二、三支柱间的转移、打通

数据来源:《个人养老金账户制的实施路径》, 兴业证券经济与金融研究院整理

✓ 规范养老金第三支柱的产品形式

相继出台的制度法规也为第三支柱养老金融产品如保险、基金指明了规范化发展的方向。保险业方面, 银保监会印发的《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》、《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》等文件, 对公司和产品准入、产品设计管理、产品销售管理、资金运用管理等各个环节进行了规范;基金业方面, 2018年证监会发布《养老目标证券投资基金指引(试行)》, 从产品类型、投资策略、投资比例及运作方式、基金管理人、基金经历要求、适当性安排等方面对养老目标基金进行了详细安排, 为第三支柱养老金下的产品建设夯实合规基础。

图 表 39：个人税收递延型商业养老保险产品类型与说明

产品类型	产品说明
A 类收益确定型	积累期提供确定收益率（年复利）的产品，每月结算一次收益
B 类收益保底型	积累期提供保底收益率，同时根据投资情况提供额外收益的产品。其中，按月结算收益，为 B1 类产品；按季度结算收益，为 B2 类产品
C 类收益浮动型	积累期按照实际投资情况进行结算的产品，至少每周结算一次

数据来源：《个人税收递延型商业养老保险：试点成效与未来展望》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 表 40：《养老目标证券投资基金（指引）》主要内容

项目	主要内容	项目	主要内容
定义	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的公开募集证券投资基金	类型	母基金（Fund of Funds，简称 FOF）或证监会认可的其他形式
投资策略	目标日期策略、目标风险策略、证监会认可的其他形式	运作形式	定期开放或设置投资人最短持有期限；定期开放的封闭运作期或最短持有期均不短于 1 年
投资比例	定期开放的封闭运作期或投资人最短持有期限不短于 1/3/5 年的，基金投资于股票、股票型基金、混合型基金和商品基金（含商品期货基金和黄金 ETF）等权益资产品种的比例合计不超过 30%/60%/80%	子基金（含香港互认基金）条件	子基金运作期限不少于 2 年，最近 2 年平均季末基金净资产不低于 2 亿元；子基金为指数基金、ETF 和商品基金等品种的，运作期限不少于 1 年，最近定期报告披露的季末基金净资产不低于 1 亿元
基金管理人条件	(1) 公司成立满 2 年 (2) 最近 3 年平均公募基金管理规模（不含货币市场基金）在 200 亿元以上 (3) 投资、研究团队不少于 20 人，其中符合养老目标基金基金经理条件的不少于 3 人 (4) 成立以来或最近 3 年无重大违法违规行为	基金经理条件	(1) 具备 5 年以上金融行业从事证券投资、证券研究分析、证券投资基金研究评价或分析经验，其中至少 2 年为证券投资经验；或具备 5 年以上养老金或保险资金资产配置经验 (2) 最近 3 年无违法违规记录

数据来源：《养老目标证券投资基金（指引）》，兴业证券经济与金融研究院整理

- 改革方向之三——发展：通过税收优惠+三支柱对接+多元化金融产品开发+中长期资金入市环境优化等多举措，助推第三支柱养老金发展

✓ 发挥税收优惠政策的激励作用

2018 年起推行的税延养老保险试点，采用 EET 税收优惠模式³，但具体细节方面仍有改进的空间，未来将成为改革重点方向。个人税延养老保险采用 EET 税收优惠模式，即仅在领取环节征税，在缴费环节和投资环节均免税，设置了税前扣除上限，并对领取方式和提前领取等进行了约束。总体上的政策设计较为完整，但具体细

³ EET 税收优惠模式：通过对个人养老金的缴费/投资/领取环节进行征税调节，进而确定税收优惠模式。字母 E 代表的是该环节完全免税，即不存在任何税收；字母 T 代表的是该环节需要征税，可能在征税过程中有部分减免（如税前扣除或税收抵扣等），但这并不改变需要征税的事实。税收优惠环节存在八种模式，即 EET、TTE、TET、TEE、ETT、ETE、EEE、TTT。如我国采取 EET 税收优惠模式，说明我国的养老金第三支柱在缴费和投资环节完全免税，而在领取环节征税。同样采取 EET 税收优惠模式的还有美国的传统 IRAs、法国的 PERP、日本的 iDeCo 等。

节上有改进空间。在缴费方面，目前中国有大量人口的月收入未达到个人所得税起征点，无法享受缴费环节的税收优惠；在税前扣除标准方面，每月 1000 元的税前扣除上限相对较低，对中高收入人群的激励作用相对有限。未来税收优惠政策仍然是推动第三支柱养老金发展的核心动力，因而税收优惠政策的改革必不可少。

图表 41: 个人税延养老保险税收优惠政策

项目	内容	
试点地区	上海市、福建省（含厦门市）、苏州工业园区	
针对人群	试点地区内的纳税个人、个体工商户业主、个人独资企业投资者、合伙企业自然人合伙人以及承包承租经营者	
缴费限制	16 周岁以上，退休年龄以下	
税收优惠环节	缴费环节与投资环节	
税前扣除上限	取得工资薪金、连续性劳务报酬所得的个人	月收入不超过 16667 元时，上限为当月工资收入的 6%
		月收入在 16667 元及以上时，上限为每月 1000 元
	个体工商户业主、个人独资企业投资者、合伙企业自然人合伙人以及承包承租经营者	年收入不超过 200000 元时，上限为当年应税收入的 6%
		年收入在 200000 元及以上时，上限为每年 12000 元
是否允许超额缴费	允许，超过上限部分的缴费不予税前扣除	
领取年龄	达到国家规定的退休年龄	
领取方式	终身领取或固定期限领取（15 年或 20 年）	
领取环节缴税	领取的养老金收入中 25% 的部分予以免税，其余 75% 的部分按照 10% 的税率缴纳个人所得税，即十几岁女为 7.5%	
是否允许一次性领取或提前领取	参保人在领取期间身故	一次性给付剩余养老金
	参保人已满 60 岁，在领取前身故或全残	一次性支付产品账户价值并按 7.5% 的税率征收个人所得税
	参保人未满 60 岁，在领取前身故或全残	一次性支付产品账户价值并按 7.5% 的税率征收个人所得税，再额外给付 5% 的保证金

数据来源：《海外个人养老金的配套税收优惠制度安排》，兴业证券经济与金融研究院整理

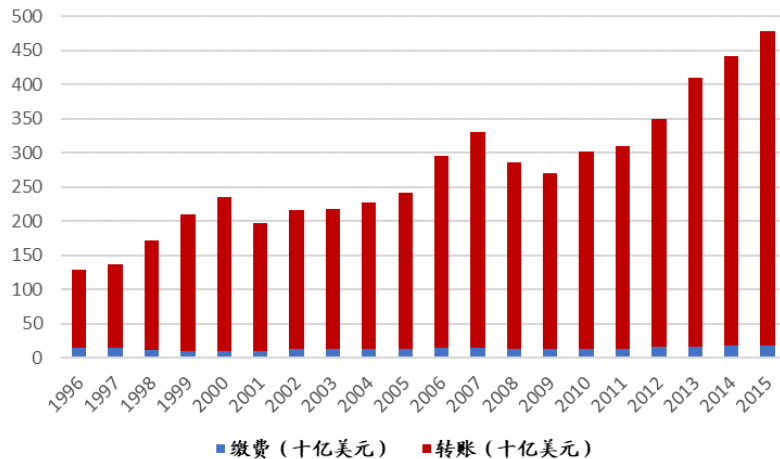
✓ 探索三支柱对接模式

当前中国的养老金三支柱账户处于独立状态，阻碍资金实现保值增值。基本养老保险个人账户由各地的社保经办机构负责；企业年金由职工劳动关系所在单位选择的受托人负责建立；职业年金则由各地人社部门作为代理人；第三支柱个人养老金主要以产品的形式呈现，分布于不同产品发行公司，三支柱下账户均处于独立状态。由于养老金的领取期较长，第一、第二支柱下领取的养老金很有可能会暂时闲置在账户中，又受到相应的投资限制，阻碍资金实现保值增值。

借鉴美国经验，未来的改革方向中或将出现对三支柱对接模式的探索。美国的个人退休账户（IRA）被赋予了“转账”功能，能够随时接收各类雇主养老金计划的“转账”资产。雇员在转换工作或退休时，可将 401（k）等雇主退休金计划中的资金转存到 IRA 账户中，且不会改变其税收优惠地位。截至 2015 年（最新可披

露数据), 传统 IRA 转账流入资产达到 4599 亿美元, 而个人缴费的资产仅为 177 亿美元。由美国经验可知, 打通三支柱的对接模式, 有助于第三支柱养老金的规模壮大。

图表 42: 1996-2015 年美国传统 IRA 缴费及转账规模



数据来源: ICI, 兴业证券经济与金融研究院整理

✓ 多元化金融产品开发

近年来险企、基金、银行理财子公司等各类机构发力养老金融, 未来养老金融产品将进一步多元化。保险业方面, 自开展税延型养老保险产品试点以来, 截至 2020 年 4 月, 共有 23 家保险公司符合试点条件, 如中国人寿、太保寿险、平安养老等, 并提供了 66 款产品; 基金业方面, 截至 2020 年一季度末, 市场上获得正式批文的养老目标基金共计 94 只; 银行业方面, 截至 2020 年 5 月底, 银行理财子公司在售或存续的养老主题理财产品共 9 款, 如阳光金养老 1 号、邮银财富养老·鸿锦三年定开 1 号等。未来开发多元化的养老金融产品或将成为重要的改革方向。

图表 43: 个人税延型商业养老保险在售信息 (截至 2019.6.30)

批次	保险机构	内资上市险企旗下	A 类	B1 类	B2 类	C 类	
第一批 (12 家)	中国人寿	✓	✓	✓	✓	✓	
	太保寿险	✓	✓	✓	✓	✓	
	平安养老	✓	✓	✓		✓	
	新华保险	✓	✓	✓	✓		
	太平养老	✓	✓	✓			
	太平人寿	✓	✓	✓		✓	
	泰康养老			✓	✓	✓	✓
	泰康人寿			✓	✓	✓	✓
	阳光人寿			✓	✓		✓
	中信保诚			✓	✓	✓	✓
	中意人寿			✓	✓	✓	
	英大人寿			✓	✓	✓	✓
第二批 (4 家)	人保寿险	✓	✓	✓	✓		
	民生人寿		✓	✓			
	工银安盛人寿		✓	✓	✓	✓	
	东吴人寿		✓	✓	✓		
第三批 (3 家)	建信人寿		✓	✓	✓		
	恒安标准人寿		✓	✓	✓	✓	
	交银康联人寿		✓	✓			
第四批 (1 家)	光大永明		✓	✓	✓	✓	
第五批 (3 家)	利安人寿						
	复星保德信人寿 合众人寿						

数据来源:《个人税收递延型商业养老保险: 试点成效与未来展望》, 兴业证券经济与金融研究院整理

✓ 优化养老金第三支柱等中长期资金的入市环境

2020 年以来, 监管层接连发声, 提出要推动养老金等中长期资金入市。5 月 15 日, 证监会主席易会满表示: 推动放宽各类中长期资金入市的比例和范围, 尽快推动实现个人养老金投资公募基金政策落地; 8 月 16 日, 中国银保监会主席郭树清指出, 加快养老保险第二和第三支柱建设, 推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平; 11 月 19 日, 郭树清又指出: 不断完善资本市场基础制度, 引导理财、信托、保险等为资本市场增加长期稳定资金。监管层的接连发声, 推动第三支柱养老金为代表的中长期资金入市将成为未来资本市场改革的重点方向。

图表 44: 2020 年以来监管层接连发声推动养老金等中长期基金入市

时间	详情
2月15日	证监会副主席阎庆民在国务院联防联控机制新闻发布会上表示, 积极拓展中长期资金来源
5月15日	证监会主席易会满在全国投资者保护宣传日活动上表示, 继续加大与有关方面的沟通协调力度, 推动放宽各类中长期基金入市的比例和范围, 尽快推动实现个人养老金投资公募基金政策落地
6月1日	郭树清主持召开党委会议时强调, 引导理财、信托、保险等为资本市场提供长期稳定资金支持
6月18日	郭树清在 2020 年陆家嘴论坛上表示, 银保监会拟推出六项举措支持资本市场发展, 其中就有加大权益类资管产品发行力度, 支持理财子公司提高权益类产品比重, 信托公司发行证券投资信托产品, 保险机构发行组合类产品; 支持保险公司通过直接投资等渠道, 增加资本市场投资等
8月16日	郭树清在《求是》刊文指出, 不断完善资本市场基础制度, 引导理财、信托、保险等为资本市场增加长期稳定资金。 加快养老保险第二和第三支柱建设, 推动养老金在资本市场上的占比达到世界平均水平
8月22日	在 2020 青岛中国财富论坛上, 银保监会副主席祝树民提出, 通过各类金融优惠政策, 引导公众自愿增加养老储备, 鼓励财富管理机构积极参与我国养老金融建设, 增强养老保险体系可持续性, 形成较为稳定的终身养老收入预期, 进一步激发社会消费潜力, 推动养老金在资本市场上的占比达到世界平均水平
11月19日	中国银保监会主席郭树清文章指出: 不断完善资本市场基础制度, 引导理财、信托、保险等为资本市场增加长期稳定资金。 加快养老保险第二和第三支柱建设, 推动养老金在资本市场上的占比达到世界平均水平

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

海外第三支柱: 形式更多元、激励政策更全面、入市程度更高

与我国养老金第三支柱相比, 美国、加拿大、日本等多个国家不仅在规模与覆盖率上领先, 而且具备形式更为多元、激励发展政策更全面和入市程度更高的优势, 值得借鉴。

海外养老金第三支柱概况: 多国已实现大规模拓展与广泛覆盖

自 2018 年 4 月发起试点以来, 截至 2020 年 4 月, 我国税延型养老保险已有 4.76 万人参保, 保费 3 亿元, 然而, 与多国的养老金第三支柱⁴相比, 我国在规模、覆盖率、覆盖劳动人口上仍存在着较大差距。

⁴ 以下均以 OECD 数据为披露与计算的根据

图表 45: 多个国家第三支柱养老金发展概况

国家	私人养老金规模 (亿美元)	对该国私人养 老金规模占比 (%)	第三支柱规模 (亿美元)	GDP (亿美元)	第三支柱对 GDP 占比	对该国 劳动人 口的覆 盖率 ⁵ (%)	覆盖劳动人 口(万人)
美国	322168.25	42.93	138315.03	214332.26	64.53%	20.00	3400.99
加拿大	27701.76	36.17	10018.93	17364.26	57.70%	24.84	504.43
韩国	4637.72	62.47	2897.26	16467.39	17.59%	-	-
智利	2281.58	100.00	2281.58	2823.18	80.82%	-	-
丹麦	7692.66	28.69	2207.10	3501.04	63.04%	18.29	54.95
墨西哥	2351.85	86.74	2040.10	12688.71	16.08%	-	-
瑞士	11155.10	10.68	1191.55	7030.82	16.95%	-	-
以色列	2519.99	45.91	1156.85	3946.52	29.31%	-	-
西班牙	1817.74	56.01	1018.05	13934.91	7.31%	-	-
哥伦比亚	863.89	100.00	863.89	3236.16	26.69%	-	-
意大利	2179.66	33.15	722.47	20035.76	3.61%	12.84	328.18
秘鲁	511.56	100.00	511.56	2268.48	22.55%	-	-
波兰	475.37	91.98	437.22	5958.58	7.34%	66.41	1181.18
法国	2870.29	10.23	293.67	27155.18	1.08%	7.34	223.97
尼日利亚	315.51	76.85	242.47	4481.20	5.41%	-	-
捷克共和国	221.40	100.00	221.40	2506.81	8.83%	-	-
克罗地亚	182.40	99.08	180.71	607.53	29.75%	12.20	23.66
罗马尼亚	156.99	100.00	156.99	2500.77	6.28%	3.94	41.24
芬兰	1602.92	8.59	137.65	2692.96	5.11%	18.00	48.09
斯洛伐克共和国	132.34	100.00	132.34	1050.80	12.59%	-	-
多米尼加共和国	116.41	93.57	108.92	889.41	12.25%	-	-
土耳其	223.46	46.99	104.99	7614.25	1.38%	12.69	383.26
保加利亚	93.50	99.89	93.40	685.59	13.62%	14.32	47.09
匈牙利	87.48	100.00	87.48	1634.69	5.35%	18.41	78.43
冰岛	431.06	15.63	67.35	241.88	27.85%	45.44	9.59
爱沙尼亚	58.37	100.00	58.37	314.71	18.55%	11.10	7.62
拉脱维亚	56.79	98.63	56.01	341.03	16.42%	21.02	24.39
立陶宛	45.35	100.00	45.35	546.27	8.30%	3.96	6.46
马尔代夫	6.54	100.00	6.54	56.42	11.59%	-	-
纳米比亚	106.33	5.54	5.89	123.67	4.77%	4.50	5.25
亚美尼亚	5.26	100.00	5.26	136.73	3.84%	-	-
阿尔巴尼亚	0.26	33.34	0.09	152.79	0.06%	0.59	0.94

数据来源: OECD, 兴业证券经济与金融研究院整理

从规模来看,美国养老金第三支柱的规模远高于其它国家,而智利、美国、丹麦、加拿大等国第三支柱规模对 GDP 占比也遥遥居前。按照 OECD 口径计算来看,

⁵ OECD 使用的劳动人口口径为该国的 15-64 岁人口数量,由于养老金第三支柱往往针对的是该国的中高收入人口,因此以 OECD 口径计算时,基数偏大,而计算出的覆盖率指标往往偏小

在绝对规模上，美国养老金第三支柱的规模在 2019 年达到 13.83 万亿美元，远高于 OECD 披露的绝对规模第二名的国家（加拿大，1 万亿美元）；在相对规模上，智利养老金第三支柱规模对 GDP 占比高达 80.82%，而美国（64.53%）、丹麦（63.04%）、加拿大（57.70%）等国的这一指标紧随其后。

从覆盖率来看，波兰第三支柱覆盖率高于 60%，而冰岛紧随其后；从覆盖人口上来看，美国遥遥领先。覆盖率方面，在 OECD 已披露数据中，波兰第三支柱对本国劳动人口的覆盖率达到 66.41%，其次是冰岛（45.44%），而加拿大、拉脱维亚、美国等的覆盖率也超过 20%。覆盖人口方面，美国的第三支柱覆盖人口超过 3400 万，为已披露国家中最高，其次是波兰（1181.18 万人）、加拿大（504.43 万人）、土耳其（383.26 万人）和意大利（328.18 万人）。

综上所述，在 OECD 已披露数据中，北美洲的美国、加拿大，南美洲的智利，欧洲的波兰、冰岛、丹麦、意大利等国第三支柱养老金已实现大规模扩展和广泛覆盖，在绝对/相对规模、覆盖率和覆盖人口方面遥遥领先于中国。

海外养老金第三支柱发展典型案例：美国、加拿大和日本

● 美国第三支柱养老金：IRAs 为代表的个人储蓄与投资计划

美国第三支柱养老金制度指的是个人储蓄与投资计划，具有起步早与规模大的特点。美国个人储蓄与投资计划从 20 世纪 70 年代开始建设，起步较早，在提供退休保障和补充个人退休收入方面发挥了重要作用。无论按照 ICI 统计口径还是 OECD 统计口径，美国第三支柱养老金的规模均已超过 11 万亿美元，是美国养老金体系中的最重要支柱。第三支柱养老金分为税优工具与非税优工具，税优工具主要指的是个人退休账户 IRAs，而非税优工具包括银行账户和证券等，美国居民选择将其作为非税优个人储蓄和投资的方式。

图表 46: IRAs 投资简况

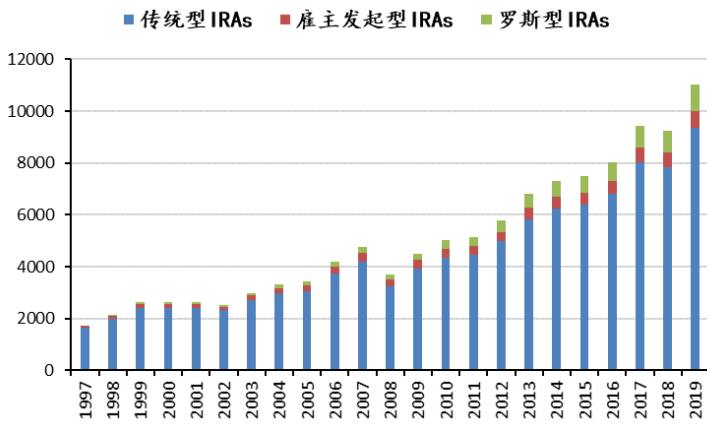
IRAs	
税收抵扣部分	税前工资（参与其他养老金计划不能抵扣）
投资增值部分	征收税金（按当时个人所得税率）
领取本金	征收税金（按当时个人所得税率）
雇员缴纳上限	不得高于两者中较小的： 1. \$5500（50 岁以上为 \$6500） 2. 雇员工资的 100%
雇主匹配缴费	N/A
总计缴纳	N/A
投资方式	投资选择更丰富，雇员可自由选择投资方式：基金、股票、债券、期货等
领取方式	1. 一次性领取 2. 以年金的形式领取 （如若在年金领取完前死亡，受益人可以新的计算方式领取一定数额年金，或将在第五年能够一次性领取余额）

数据来源：《美国养老金资产管理经验借鉴与启示》，兴业证券经济与金融研究院整理

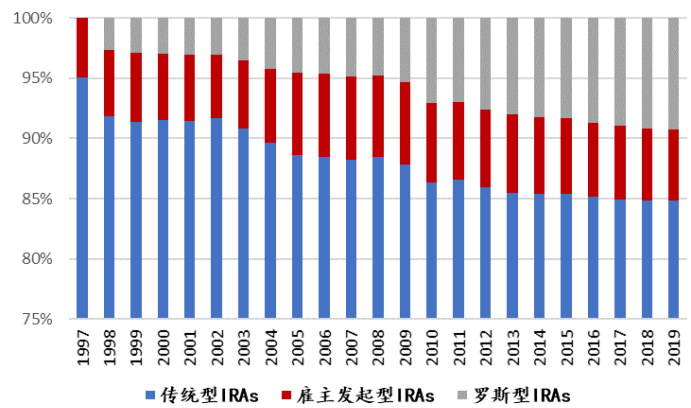
IRAs 概念于 1974 年出现。IRAs 是美国养老金第三支柱的主要组成部分，当讨论美国养老金第三支柱时，通常指的是 IRAs。1974 年，美国国会颁布《雇员退休收入保障法案》，首次提出了 IRAs 概念，通过建立个人储蓄计划，鼓励没有被雇主养老金计划覆盖的雇员通过私人金融机构建立税收递延的退休储蓄账户，并准许退休人员和变换工作的雇员把其以前积累的雇主养老金计划资产转存至该账户，以便于继续积累退休储蓄资产。

IRAs 又可以分为传统型、雇主发起型和罗斯型 IRAs。传统型 IRAs 可由个人单独设立，也可由企业代为设立，但必须由个人委托符合条件的第三方金融机构管理账户；雇主发起型 IRAs 由 1978 年通过的《税收法案》和 1996 年通过的《小企业工作保护法案》推动确立，对于雇主发起型 IRAs，雇主必须为员工进行匹配缴费且缴费立即属于雇员所有，不附带任何条件和时间表；罗斯型 IRAs 则在 1997 年《税赋缓解法案》颁布后建立，以税后收入缴费，但投资收益在取现时免税。纳税人收入必须低于一定的限额才能建立罗斯型 IRAs。其他类型 IRAs 持有人在满足一定的条件下，可将其账户的部分或全部资产转移至罗斯型 IRAs。截至 2019 年，传统型 IRAs 仍然是 IRAs 的最重要构成部分，对 IRAs 总规模占比高达 85%，而罗斯型 IRAs 为 9%，雇主发起型 IRAs 则为 6%。

图表 47: 美国 IRAs 规模 (单位: 十亿美元)



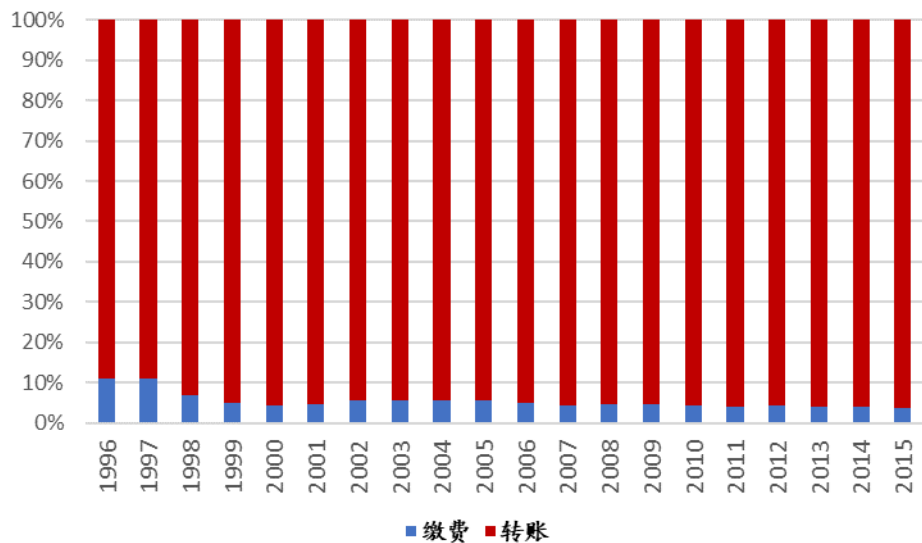
图表 48: 美国 IRAs 组成结构



数据来源: ICI, 兴业证券经济与金融研究院整理

从美国激励 IRAs 发展的政策来看, 政策类型主要分为税收优惠与转移机制两种。税收优惠方面, 以传统 IRAs 为例, 个人可以依据收入情况, 决定存入 IRAs 账户的缴费全部或部分在当前应税收入中予以扣除, 缴费金额和投资收益可延期缴税。而与传统型 IRAs 相比, 罗斯型 IRAs 更加灵活。一方面是可以提前支取已缴金额, 并无需缴纳惩罚性的税金(但 59 岁半之前提取账户中的投资收益时, 则大多时候需要缴纳 10%税金), 另一方面则是没有 70 岁半的年龄上限, 人们在退休后依旧可以继续向账户中缴费, 享受税优待遇。转移机制方面, IRAs 具有良好的转移机制, 户主在转换工作或退休时, 可将 401(K)计划的资金转存到 IRA 账户, 避免不必要的损失。以传统 IRAs 为例, 截至 2015 年(最新可披露数据), 传统 IRAs 转账流入资产占比已高达 96.29%, 说明了转移机制对于 IRA 发展的极大促进作用。

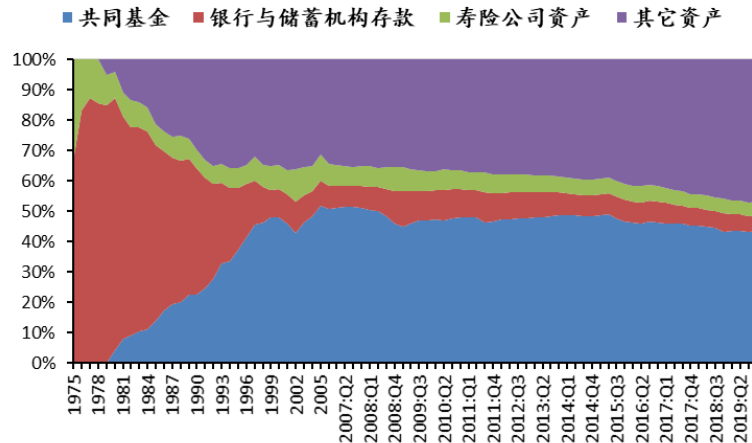
图表 49: 1996-2015 年美国传统 IRA 缴费及转账占比



数据来源: ICI, 兴业证券经济与金融研究院整理

从入市程度来看, IRAs 将近半数资产投资于共同基金, 入市程度高。据 ICI 披露, IRAs 对共同基金的资产配比达到 44%, 入市程度高, 而对银行与储蓄机构存款/寿险资产/其它资产的配比则分别为 5%/4%/47%。对共同基金的资产配比从 1975 年的 1% 到 2019 年的 44%, 说明了 IRAs 多年来对共同基金发展、美股机构化的推动作用。

图表 50: 1975-2019 年美国 IRAs 资产配置结构



数据来源: ICI, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 加拿大第三支柱养老金: 注册养老金储蓄计划 RRSP 和免税储蓄账户 TFSA

加拿大的养老金第三支柱分为注册养老金储蓄计划 RRSP 和免税储蓄账户 TFSA。RRSP 于 1957 年立法成立, 是专门为养老退休储蓄设计的。加拿大居民可以把税前的部分收入存在 RRSP 账户里, 只有到退休后从账户领取阶段才开始征税。TFSA 始于 2009 年, 定位为一般储蓄账户, 是一种灵活的、注册的、多功能的储蓄方式, 更容易达到终生储蓄的需求。

从家庭覆盖率与发展规模来看, 加拿大第三支柱发展取得了一定成效。家庭覆盖率方面, 根据加拿大统计局 2016 年人口普查, 2015 年加拿大 1400 万户家庭中有 65.2% 至少参加三种注册储蓄账户(第二支柱的 RPP, 第三支柱的 RRSP 和 TFSA), 参与率较高。发展规模方面, 据《中国养老金融发展报告》披露, 截至 2016 年末, RRSP 的资产规模达到 1.15 万亿加元, 而 TFSA 的总市值则在 2015 年达到 1935.87 亿加元。

图表 51: RRSP 和 TFSA 的比较

	注册养老金储蓄计划 (RRSP)	免税储蓄账户 (TFSA)
推出时间	1957 年	2009 年
覆盖群体	71 岁以下	18 岁及以上
定位及资金用途	定位为退休储蓄账户，资金用途以退休为主	一般储蓄账户，不仅为退休养老而设计的账户；资金可用于退休、抵押、紧急支出等
税优模式	EET	TEE
缴费方式及额度	与收入挂钩，缴费上限有额度限制，为上年收入的 18%；2010-2017 年额度分别为 22000、22450、22970、23820、24270、24930、25370、26010 加元	与收入无关，缴费有额度限制，为固定值；2009-2012 年额度均为 5000 加元，2013-2014 年均均为 5500 加元，2015 年为 10000 加元，2016-2017 年又回到 5500 加元
缴费方式	无特别规定，与普通投资一样，个人可一次性投入全部资金购买所选投资产品，也可分期累计购买，还可用“成本分摊法”的方法，定额定投购买；可以是现金缴费，也可以是经过评估的实物资产	
未使用的缴存限额	可累积	
提取	71 岁之后关闭账户，必须提取	任何时间都可以提取；没有限额
是否可以补款	否。住房计划 HBP 和终身教育计划 LLP 可借款，但需分别在 15 年和 10 年内还清，其余提取不能补款	是。可补款到账户中直至累计缴费上限
超额缴费的处理	任何超过扣除限额 2000 加元的部分按每月 1% 征税（扣除可累计部分）	
与其他养老制度安排的影响	提取时计入收入，提取时间较短，缴税较多，多数参与人会在提取时转入 TFSA 或 RRIF ⁶ 。RRSP 对老年保障金 (OAS) ⁷ 几乎没有影响或影响不大，对保证收入补贴 (GIS) ⁸ 有较大的影响	不影响保障养老金的领取。从 TFSA 取款不会影响从政府那领取收入。退休后，仍然从政府那里领取老年保障金 (OAS) 和保证收入补贴 (GIS)，无论从 TFSA 里取出多少钱

数据来源：《加拿大养老金资产管理经验借鉴与启示》，兴业证券经济与金融研究院整理

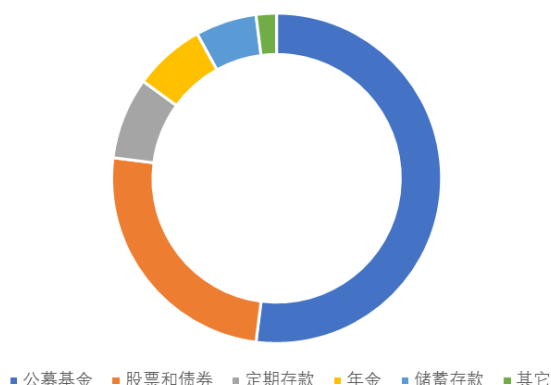
RRSP 和 TFSA 可配置多种投资品，其中公募基金是最主要的配置方式，入市程度高。加拿大监管机构对 RRSP 和 TFSA 均规定了合格投资品和非合格投资品。合格投资品包括货币、担保投资凭证、政府债券公司债券、共同基金、公司分红以及其他在股票市场上可以交易的证券，其他为非合格投资品，对境内外资产的投资限制于 2005 年取消。截至 2015 年，RRSP 配置的公募基金占比高达 52%，而股票和债券占比约为 25%，定期存款、年金和储蓄存款占比分别为 8%/7%/6%，其余占比约为 2%。而在 TFSA 中，公募基金的投资占比也达到 35%，股票和债券占比为 29%，定期存款与一般储蓄存款占比均为 18%。RRSP 和 TFSA 的最主要投资品均为公募基金，说明了第三支柱养老金是机构化进程的重要驱动力。

⁶ 注册退休收入基金，目的是用于支付退休收入，通常通过转移 RRSP 账户的资金来给 RRIF 提供资金。当加拿大人年满 71 岁，可将 RRSP 账户上的资金转入到 RRIF。

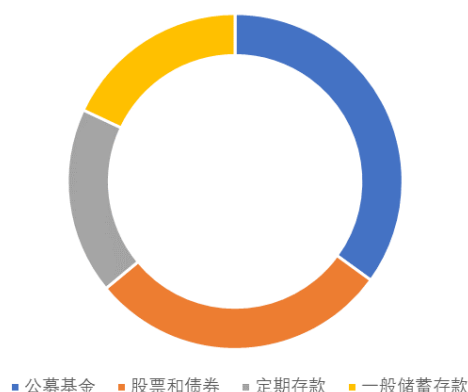
⁷ 加拿大养老金第一支柱的组成部分之一，资金来源于加拿大税收，申请人并不要求在加拿大有任何工作经验或税赋贡献，任何现居于加拿大，拥有加拿大国籍或永久居留权，并且于岁以后居住于加拿大满 10 年的 65 岁以上人士皆可申请。

⁸ 加拿大养老金第一支柱的组成部分之一，其资金来源也为联邦政府预算，用以向居民提供生活费、工资、失业保险福利以及劳工赔偿金或福利等等

图表 52: RRSP 资产配置方式 (截至 2015 年)



图表 53: TFSA 资产配置方式 (截至 2015 年)



数据来源:《加拿大养老金资产管理经验借鉴与启示》, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 日本第三支柱养老金: NISA 和 iDeco

日本第三支柱养老金主要由两大部分组成,分别是 NISA(日本个人储蓄账户)与 iDeCo (个人缴费确定型养老金)。NISA 方面,日本所有 20 岁以上居民均可办理 NISA。凡是在 NISA 中的投资所得均能在 5 年内免其所得税与资本利得税,每年缴纳的上限为 100 万日元。2014 年 NISA 推出后,仅推出两年时间就达到 988 万户,金额达到 4.86 万亿日元。2016 年,日本进一步推出 Junior NISA (少年个人储蓄账户,使 NISA 的覆盖范围扩大至 19 岁以下未成年人,以鼓励提早开始储蓄。iDeco 方面,个人缴费确定型养老金最初的覆盖范围是在职雇员,尤其是公司未提供任何企业养老金计划的中小企业雇员,以及个体经营者、自由职业者,2017 年扩大到了公共部门人员以及家庭主妇。

图表 54: NISA 和 iDeCo 对比

	iDeCo	NISA
发行日	2001 年	2014 年
税率	0 且投资收益免税	0 ⁹
投资产品	上市公司股票、投资信托、GICS 和定期储蓄	上市公司股票与股票型投资信托
每年缴纳上限	随着工作性质而异	每年 120 万日元
每年提领上限	直到退休前	无限制
账户与账户之间的转换	允许	不允许
免税期	直到 60 岁	五年
适用对象	所有工作者与配偶	年满 20 岁的日本居民

数据来源:《日本养老金资产管理经验借鉴与启示》, 兴业证券经济与金融研究院整理

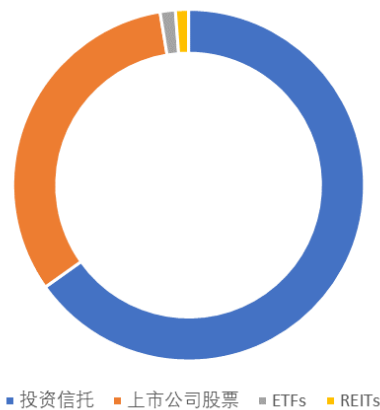
⁹ 五年免税期结束后,开始缴纳 20%的资本利得税

发展规模和覆盖人数上，NISA 和 iDeco 虽然同为近年来才设置的第三支柱养老金的，但发展迅速。NISA 方面，截至 2016 年，NISA 总申请账户数达到 1061.32 万户，而总资产达到 6.335 万亿日元，同比增长 30.4%；iDeco 方面，iDeco 制度于 2017 年出现重大改革，参与者的适用范围扩大至公务员与家庭主妇，基本上任何年龄低于 60 岁的日本公民都将有资格参与 iDeco，这使 iDeco 账户在 2017 年呈现倍数的增长。iDeco 的参与数从 2016 年 12 月的 30 万人增长至 2017 年 8 月的 62 万人左右。截至 2017 年 3 月，iDeco 账户的资产更是达到 1.4 万亿日元，同比增长了 1600 亿日元。

从激励发展的政策上来看，日本当前对 NISA 和 iDeco 都采取税收优惠与扩大受益范围的激励政策。税收优惠方面，日本对 NISA 和 iDeco 的领取税率都为 0，且 iDeco 的投资收益税率为 0，在日本资本利得税超过 20% 的背景下，NISA 的投资收益免税账户吸引力凸显。扩大受益范围方面，日本推出 Junior NISA，使 NISA 受益范围扩大到未成年人，并通过改革 iDeco，将参与者的适用范围扩大至公务员与家庭主妇，进而拓展了养老金第三支柱的覆盖人群。

从资产配置情况来看，iDeco 和 NISA 的可投资品种均为偏股型。iDeco 的投资品种包括上市公司股票、投资信托、GICS 和定期储蓄，而 NISA 的可投资品种包括上市公司股票与股票型投资信托。以 NISA 的资产配置为例，截至 2015 年，NISA 对投资信托/上市公司股票/ETFs/REITs 的投资占比分别为 65.1%/32.2%/1.4%/1.2%，投资信托的资产配置占绝对主导。

图表 55: NISA 资产配置



数据来源：《日本养老金资产管理经验借鉴与启示》，兴业证券经济与金融研究院整理

总结：海外养老金第三支柱形式更多元、激励政策更全面和入市程度更高

对比我国当前现状，美国、加拿大和日本等在养老体系方面发展较完善的主流国

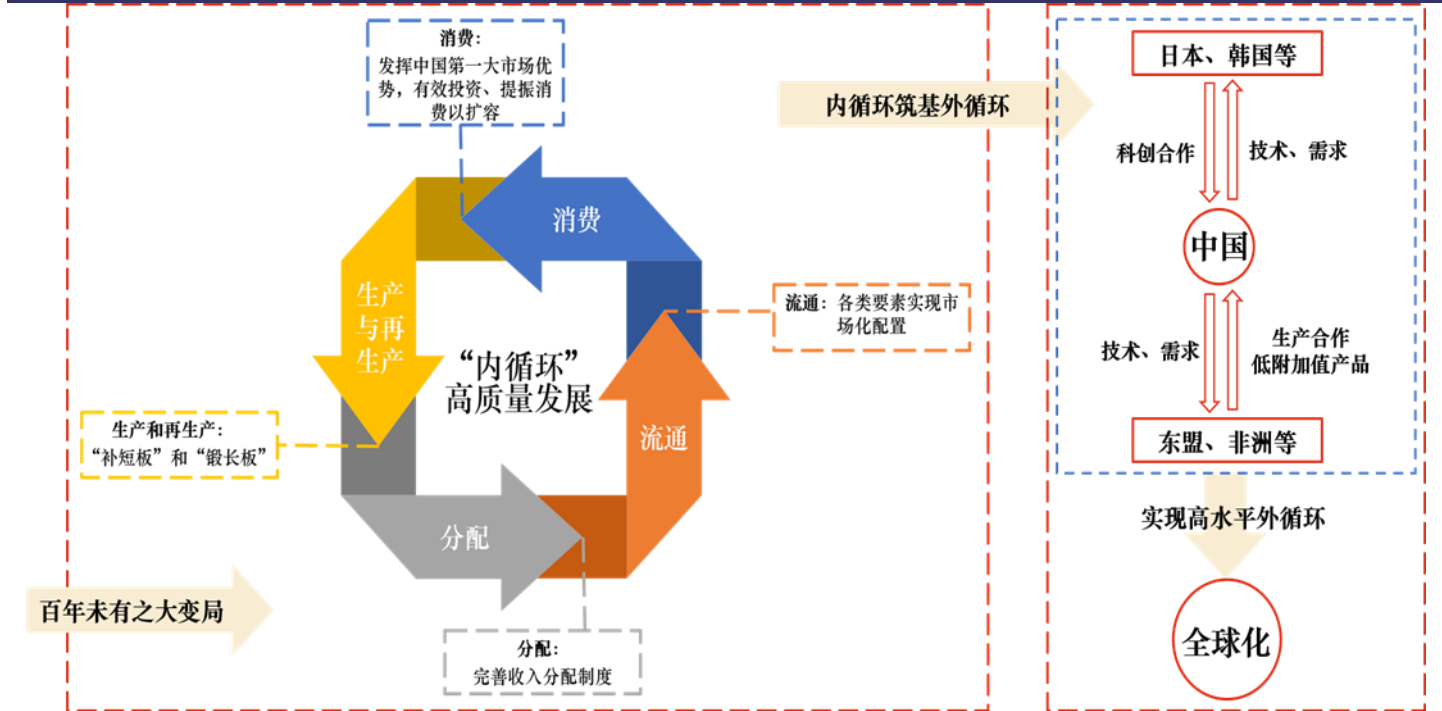
家在第三支柱方面的发展，不仅规模与覆盖率上领先，且形式更为多元化、激励发展政策更全面、通过资本市场来保值增值的效果更强，值得我国借鉴。

- ✓ **形式更加多元，且不断推陈出新：**目前我国养老金第三支柱仅限于税延型养老保险，而海外养老金第三支柱如美国 IRA，除了传统 IRAs 外，还推出了雇主发起型 IRAs、罗斯型 IRAs 等，受惠人群与规模不断扩大。
- ✓ **激励发展的政策更为全面：**目前对我国养老金第三支柱发展的激励政策主要是税收优惠，且税率为 7.5%，节税力度有限。而海外养老金第三支柱不仅拥有节税力度更大的激励政策（日本 iDeCo 的免税政策），而且还包括养老金第三支柱与其他支柱的对接（美国 IRAs 账户承接大量来自 401（k）账户的资金）、扩大受益范围等（个人储蓄账户 NISA 不仅仅满足于覆盖 20 岁以上居民，更是推出了 Junior NISA，惠及 19 岁及以下未成年人）。
- ✓ **入市程度更高，对本国股市机构化的推动作用更为明显：**当前我国第三支柱仅限于税延型养老保险，要受到养老保险投资范围的限制（投资股权产品占比不超过 30%）。而美国、加拿大、日本等国的养老金第三支柱将公募基金/信托/共同基金等都作为最主要的配置资产，配置占比均超过 30%，入市程度更高，对本国股市机构化进程的推动力度更大。

养老金第三支柱将成为畅通“双循环”的新长钱

2020 年中央经济工作会议上提及“规范发展第三支柱养老保险”，从而为发展养老金第三支柱定调，2021 年或将成为养老金第三支柱发展的关键之年。而 2021 年作为“十四五”发展的开局之年，也让人开始审视发展养老金第三支柱在整个十四五期间的意义。由于十四五要求构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，而由下文分析可知，随着养老金第三支柱的构建，将在经济循环的四大环节生产-分配-流通-消费都发挥重要作用，进而成为畅通双循环的“新长钱”。

图表 56：“十四五”要求构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局



数据来源：新华网，兴业证券经济与金融研究院整理

按照经济学理论，经济循环可分为四大环节——生产、分配、流通和消费，而在双循环新发展格局下，养老金第三支柱的发展，能够在各个环节都发挥重要作用。

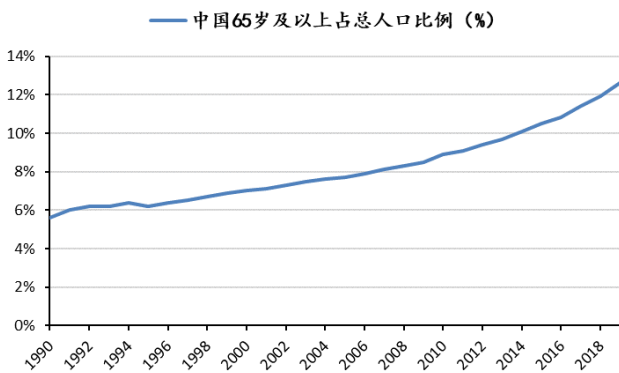
- ✓ **分配环节**，养老金第三支柱的发展，能够起到完善我国养老金体系的作用，同时根据我们的测算未来有望为养老金体系带来累计超万元的资金增量，满足个人养老需求，惠及民生，协调发展；
- ✓ **消费环节**，当个人养老有保障后，个人对于储蓄的依赖度有所下降，或将起到扩大内需的作用；
- ✓ **流通环节**，养老金有保值增值的需求，将成为流入资本市场的中长期资金，有望为 A 股带来千亿级别的新增量资金。
- ✓ **生产环节**，推动资本要素和人才要素向新经济流动，落实以创新驱动、高质量供给引领需求的战略方针。

分配环节：完善养老金体系，有望为养老金体系带来累计超万亿元的资金增量

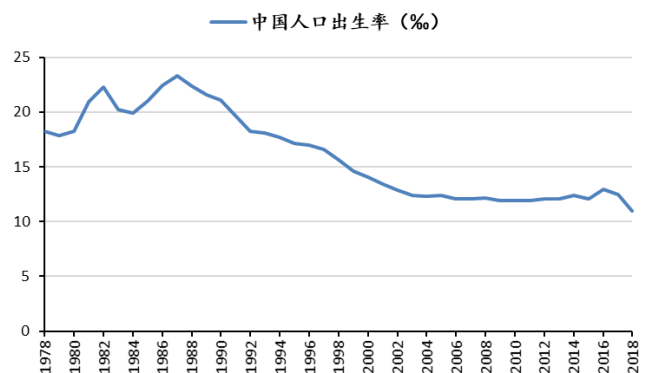
我国老龄化趋势日益严重，养老金缺口扩大，而第三支柱养老金的建设，有利于

完善养老金体系，进而惠及民生，完善分配环节。截至 2019 年，中国 65 岁及以上人口占比目前也在逐年增加，2019 年已达到 12.6%，同比上升 0.7 个百分点，而中国人口出生率在 1987 年达到峰值 23.33%，此后也开始下滑，2018 年已降至 10.94%。随着老龄化趋势日益严重，养老金缺口不容忽视。据《中国养老金融发展报告》测算，2050 年我国养老金缺口将占到当年 GDP 的 75%。而据上文分析可知，我国养老金第一支柱目前对财政的负担逐步加大，而第二支柱则具有惠及人群少、覆盖面小和提升空间有限的缺陷。而第三支柱的个人税延养老金制度，无须企业参与和发起，政府直接对个人进行税收激励，潜在覆盖人群十分广泛，更加有助于完善我国养老金体系，在惠及民生的同时，完善双循环中的分配环节。

图表 57: 中国 65 岁以上人口比例



图表 58: 中国人口出生率



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

下文对第三支柱养老金给养老金体系带来的增量规模进行测算，测算的核心假设包括：1) 以参加城镇职工基本养老保险的职工作为第三支柱的潜在参与群体；2) 以 salary calculator 平台发布的《2020 年全国各大城市薪资水平报告》中各省会城市就业人群工资水平分布作为各省就业人群工资水平分布的替代。3) 2019 年，个税免征额被上调为 5000 元，在此背景下，又将住房、子女教育、赡养老人等多项可抵税的支出考虑在内，参考《中国养老金融发展报告 2018》，假定月收入在 8000 元以上者能够实际享受养老个税递延优惠，因此在测算时，我们假设月收入在 8000 元以上的人群均参与商业保险来获得规模上限。根据各省市城镇职工基本养老保险参加人数与 salary calculator 平台统计的全国各大城市薪资分布，分省测算各地去的第三支柱个人养老金规模，最后加总得第三支柱养老金给我国养老金体系带来的总体增量规模。

根据上述假设与思路，下文以山西省为例，对当地第三支柱个人养老金的规模做测算，步骤如下：

1. 划定统计范围。山西省 2019 年参加基本养老保险的职工人数为 597.91 万人；
2. 确定不同收入区间的职工人数规模。各月收入区间的人口占比资料来自 salary calculator 平台统计的《2020 年太原市薪资水平报告》，由于太原市是山西省

的省会，根据上文假定，我们将太原市的各月收入区间的人口占比作为山西省各月收入区间的人口占比，以参保职工总人数乘以各月收入范围的人口占比，可得各月收入范围的职工人数。

3. **确定参与第三支柱商业养老保险的群体规模。**我们假设月收入在 8000 元以上的人群均参与第三支柱下的商业保险。
4. **根据山西省当前的收入和人数规模估算当地潜在的商业养老产品规模。**根据《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》规定：取各档收入中位数的 6% 和 1000 元孰低者为该档的递延限额。各档收入的递延限额乘以职工人数可得各档收入的总额，汇总即得当地的月度新增规模，测算可得山西省的月新增规模约 6.19 亿元，年新增规模为 $6.19 \times 12 = 74.28$ 亿元。由于参与的太原调研者总体收入水平与山西省职工总体收入水平有所偏差，应根据两类群体的收入水平偏差，对计算结果进行调整。调整公式为年度新增规模 = 原计算结果 / (1 + 偏差幅度)，可计算得山西省年度新增规模约 102.64 亿元。
5. **用同样的方法对全国各个省级行政单位（西藏与新疆建设兵团的数据缺失）的第三支柱个人养老金潜在规模上限做测算，最终得出全国第三支柱年养老金的潜在规模。**
6. **如果我们按照基本养老保险参与率的增速来测算第三支柱养老金参与率的增速，10 年内第三支柱养老金累计规模将增长至 2 万亿元。**2011-2019 年间，基本养老保险参与率（参与人数/16 岁以上劳动人口）每年平均增长 3.58%。考虑到第三支柱养老保险初期参与率上升较快，我们假设第三支柱养老保险每年的参与率增长 5%，略高于基本养老保险的参与率增长，测算得 5 年内第三支柱养老金累计规模将增长至 5637.1 亿元，而 10 年内第三支柱养老金累计规模将增长至 20669.3 亿元。

图表 59：第三支柱养老计划的月度规模增量测算（以山西省为例）

月收入范围	中值 6% (元)	递延限额 (元)	人口占比 (%)	职工总数 (万)	职工人数 (万)	第三支柱养老金月规模增量上限 (亿元)
2000 元以下	60	60	6.00%	597.91	35.87	0.00
2000-3000 元	150	150	21.80%	597.91	130.34	0.00
3000-4500 元	225	225	24.70%	597.91	147.68	0.00
4500-6000 元	315	315	21.10%	597.91	126.16	0.00
6000-8000 元	420	420	12.00%	597.91	71.75	0.00
8000-10000 元	540	540	6.40%	597.91	38.27	2.07
1 万-1.5 万元	750	750	4.40%	597.91	26.31	1.97
2 万元-3 万元	1500	1000	2.60%	597.91	15.55	1.55
3 万元以上	—	1000	1.00%	597.91	5.98	0.60
合计	—	—	100%	597.91	597.91	6.19

数据来源：Wind, salary calculator, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 60: 第三支柱养老金年规模增量测算

	职工参保人数 (万人)	第三支柱养老金 月规模增量上限 (亿元)	第三支柱养老金 年规模增量上限 (亿元)
北京	1,445.63	91.64	1099.70
天津	469.26	8.81	105.71
河北	1,187.85	8.10	97.25
山西	597.91	8.55	102.64
内蒙古	464.67	11.87	142.38
辽宁	1,210.25	15.08	180.90
吉林	506.20	6.95	83.46
黑龙江	765.10	9.37	112.40
上海	1,077.64	60.11	721.31
江苏	2,499.33	51.87	622.40
浙江	2,174.86	65.77	789.19
安徽	860.29	12.93	155.18
福建	938.21	8.02	96.24
江西	748.50	7.12	85.41
山东	2,156.83	31.72	380.64
河南	1,628.23	7.28	87.42
湖北	1,100.45	14.03	168.40
湖南	1,071.85	13.97	167.69
广东	3,962.24	90.20	1082.38
广西	601.16	4.59	55.04
海南	208.29	2.22	26.69
重庆	721.10	11.96	143.56
四川	1,784.60	31.32	375.79
贵州	521.72	9.25	111.02
云南	468.41	8.09	97.12
陕西	816.65	11.86	142.30
甘肃	309.82	5.20	62.39
青海	106.08	2.57	30.83
宁夏	160.59	2.70	32.42
新疆	525.21	13.19	158.24
合计	31,088.92	626.34	7,516.10

数据来源: Wind, salary calculator, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 61: 第三支柱养老金规模累计值测算

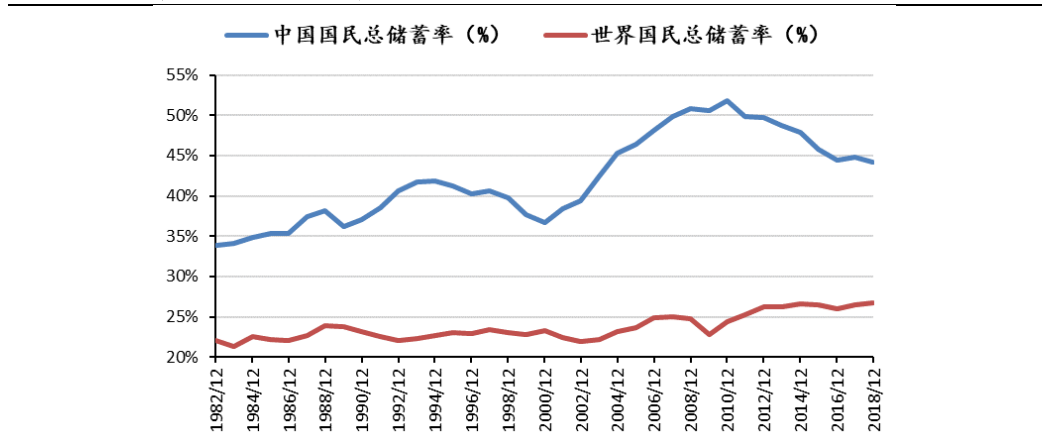
年限	参与率	年规模增量 (亿元)	第三支柱养老金规模累计值 (亿元)
1	5%	375.8	375.8
2	10%	751.6	1127.4
3	15%	1127.4	2254.8
4	20%	1503.2	3758.1
5	25%	1879.0	5637.1
6	30%	2254.8	7891.9
7	35%	2630.6	10522.5
8	40%	3006.4	13529.0
9	45%	3382.2	16911.2
10	50%	3758.1	20669.3

数据来源: Wind, salary calculator, 兴业证券经济与金融研究院整理

消费环节: 对“储蓄养老”的依赖度降低, 推动扩大内需

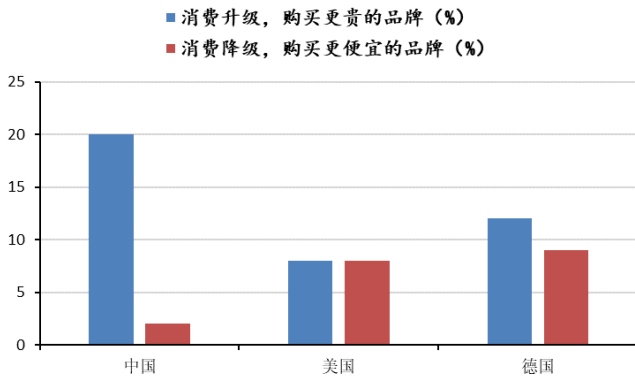
长期以来, 由于养老金体系不完善, 国民依赖“储蓄养老”, 而随着第三支柱养老金的建设, 国民的巨额储蓄或将释放, 有助于扩大内需, 在双循环的消费环节发力。截至 2018 年, 中国国民储蓄率更是高达 44.18%, 远高于世界国民总储蓄率 26.71%。随着第三支柱养老金的建设, 国民将逐步降低对“储蓄养老”的依赖。结合更为强劲的消费升级需求, 居民巨额储蓄或将释放, 用以扩大内需, 进而畅通“双循环”中的消费环节。

图表 62: 中国国民总储蓄率

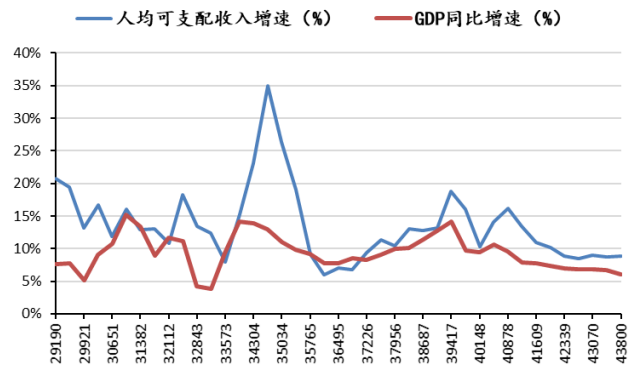


数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 63: 中国消费者更渴望消费升级



图表 64: 可支配收入增速超过经济增速



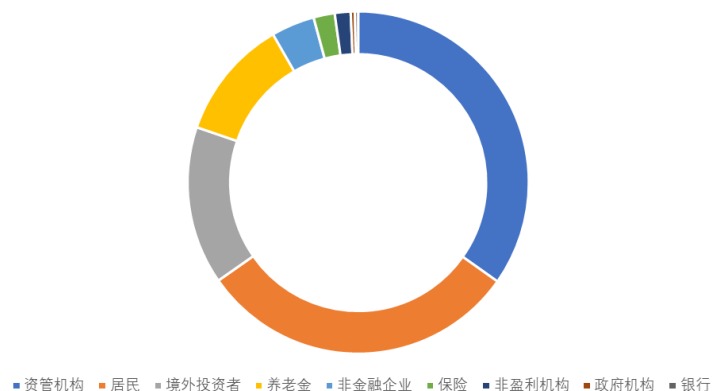
数据来源: Wind, 麦肯锡 2017 中国消费者报告, 兴业证券经济与金融研究院整理

流通环节: 为 A 股市场带来“新长钱”

第三支柱养老金的壮大与入市, 将成为资本要素市场化流通的重要环节, 推动 A 股机构化的同时, 也将推动资本市场向长期投资与价值投资转型, 夯实 A 股长牛行情基石。

从海外经验来看, 以养老金为代表的机构化进程是大势所趋, 因此第三支柱养老金的入市将推动 A 股的机构化进程。海外市场发展过程中, 机构化程度的提高是市场走向成熟的一大特征, 而以养老金为代表的长线资金在这背后的作用不可忽视。我们以美国股市为例, 机构投资者的占比出现了 2 次较为明显增长的期间。第一次是私人养老金计划占比在 1950 年至 1985 年间的提升, 在 25 年间占比从 0 提升至 21%, 平均每年提升 0.84 个百分点。第二次是 1990 年至 2007 年间共同基金占比的迅速提升, 在 17 年间占比从 7% 提升至 26%, 平均每年提升 1.12 个百分点。由海外经验可知, 第三支柱养老金的入市将推动 A 股的机构化进程。

图表 65: 美国不同类型投资者持有股权比例 (截至 2019 年)



数据来源: 美联储, 兴业证券经济与金融研究院整理

权益时代新格局下，第三支柱养老金入市，夯实 A 股长牛行情基石。税收优惠将第三支柱个人养老金缴费长期锁定在养老账户中，直至退休方能领取。因此，第三支柱养老金是典型的长期资金。而以养老金为代表的长期资金是股市中坚定理性投资、维护市场秩序的重要机构投资者，无疑是长牛行情“基石”。从美股的历史经验可知，在 20 世纪 70 年代，美股市场在散户主导下暴涨暴跌，而在 80 年代，随着 401k 制度下机构资金等长线资金入市，80 年代美国股市一改 70 年代的暴涨暴跌，走出了一轮十年之久的牛市。由海外经验可知，第三支柱养老金代表的“长钱”力量，将进一步夯实 A 股的长牛行情基石。

图表 66: 美股市场 70 年代在散户主导下暴涨暴跌

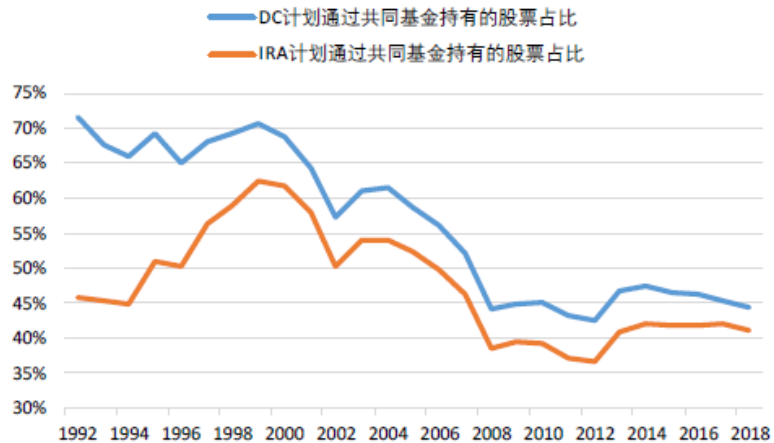
图表 67: 80 年代长线资金入市，美股走出长牛



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

对标美国 IRAs 的入市进程，可测算我国养老金第三支柱未来五至十年进入股市的规模以及节奏。美国 IRAs 主要通过持有共同基金的形式进入股市，2019 年时对共同基金的配比近半，说明未来权益资产也将成为我国养老金第三支柱配置的主要资产。养老金发展初期对于股票市场的配置以直接持有为主，对共同基金的持有微乎其微。20 世纪 90 年代前后，债券收益率持续下行，养老金开始降低固收类资产的配比，转而提高对股票和共同基金的配置。以 IRAs 为例，可见养老金对共同基金的配比逐渐提升，养老金计划的兴起同时推动了共同基金的发展。IRAs 的共同基金资产配比从 1975 年的 1% 上升到 2005 年的 52%，此后在 40-55% 区间浮动，长期保持近半比例。

图表 68: 养老金通过共同基金进入股市的规模占比约四到五成左右



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

以美国 IRAs 对共同基金的配比作为 IRAs 入市比例的代理变量, 并以此推算我国第三支柱养老金的入市进程。美国 IRAs 1975 年对共同基金配比为 1%, 而在 5/10/15/20/25/30 年后, 对共同基金的配比分分别为 3%/14%/22%/37%/48%/52%, 可以看出 IRAs 建立初期, 对共同基金的配比上升缓慢, 而在进入 1990 年后, 在债券收益率下行背景下, 对共同基金的配比迅速上升, 1991-1995 年的配比由 25% 上升为 37%, 增加了 12%, 每年上升 2.4%, 1996-2000 年由 41% 上升为 48%, 增加了 7%, 上升速度有所放缓, 但每年仍上升 1.4%。

考虑到当前利率的下行大趋势, 我国养老金第三支柱的入市进程便可参考 1990 年后的美国 IRAs。考虑到 IRAs 在 1990 年后通过共同基金进入股市的占比每年增加 1 个百分点¹⁰, 我们做出中性假设: 5 年内我国养老金第三支柱进入股市的规模占比可达到 5%, 而 10 年内进入股市的规模占比可达到 10%。据上文对养老金第三支柱规模的测算, 假设每年参与率增加 5%, 则 5 年内养老金第三支柱参与率达到 25%, 即养老金第三支柱的累计规模达到 5637.1 亿元, 进入股市的规模占比达到 5%, 入市规模约为 $5637.1 \times 5\% = 281.85$ 亿元; 10 年内养老金参与率达到 50%, 即养老金第三支柱的累计规模达到 20669.3 亿元, 进入股市的规模占比达到 10%, 入市规模约为 $20669.3 \times 10\% = 2066.93$ 亿元。

¹⁰ 由于在 1992 至 2018 年间, IRA 通过共同基金持有的股票比例在 37% 至 62% 之间波动, 我们取中值约为 50%, 即 IRA 通过共同基金持有的股票资产占比为 50%。

图表 69：第三支柱养老金入市规模测算

年限	参与率	年规模增量 (亿元)	第三支柱养老金规模累计值 (亿元)	乐观假设		中性假设		悲观假设	
				入市比例	入市规模 (亿元)	入市比例	入市规模 (亿元)	入市比例	入市规模 (亿元)
1	5%	375.8	375.8	1.5%	5.64	1%	3.76	0.5%	1.88
2	10%	751.6	1127.4	3.0%	33.82	2%	22.55	1.0%	11.27
3	15%	1127.4	2254.8	4.5%	101.47	3%	67.64	1.5%	33.82
4	20%	1503.2	3758.1	6.0%	225.48	4%	150.32	2.0%	75.16
5	25%	1879.0	5637.1	7.5%	422.78	5%	281.85	2.5%	140.93
6	30%	2254.8	7891.9	9.0%	710.27	6%	473.51	3.0%	236.76
7	35%	2630.6	10522.5	10.5%	1104.87	7%	736.58	3.5%	368.29
8	40%	3006.4	13529.0	12.0%	1623.48	8%	1082.32	4.0%	541.16
9	45%	3382.2	16911.2	13.5%	2283.02	9%	1522.01	4.5%	761.01
10	50%	3758.1	20669.3	15.0%	3100.39	10%	2066.93	5.0%	1033.46

数据来源：Wind, salary calculator, 兴业证券经济与金融研究院整理

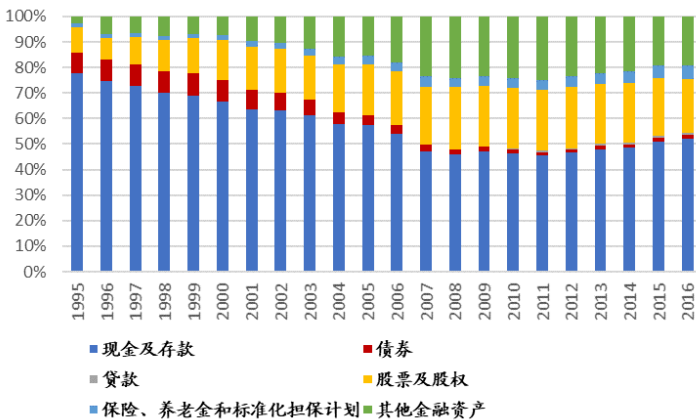
生产环节：推动资本要素和人才要素向新经济流动，并使财政更集中地为强化战略科技力量服务

在生产环节，通过建设养老金第三支柱，能够推动资本要素与人才要素向新经济流动，并让财政更集中地为强化战略科技力量服务，进而落实以创新驱动、高质量供给引领需求的战略方针。而生产环节也将赋予经济转型发展的结构性动力，进而又反哺整个养老金体系。

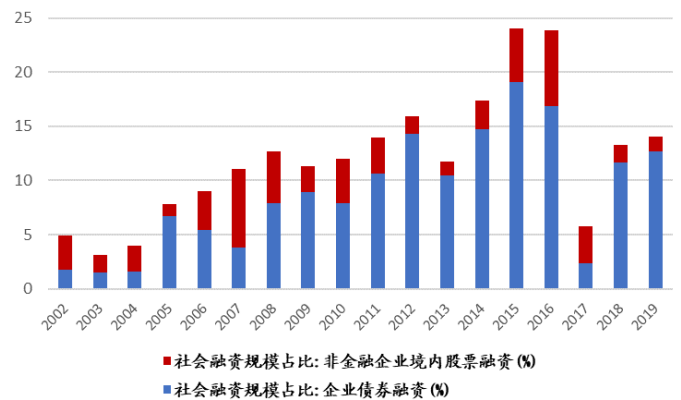
● 推动直接融资发展，推动形成与新兴产业配套的融资结构

建设养老金第三支柱，能推动我国金融结构由间接融资向直接融资转型，形成与**新经济相配套的融资结构**。由于养老金体系不完善，居民资产重点配置银行存款和银行理财。截至 2016 年，中国居民财富中有 51.99% 用以配置现金及存款，这无助于我国“降低间接融资，增加直接融资”的金融结构调整，据增量法计算，2019 年我国直接融资占比为 14.1%，直接融资发展并不充分。由于新兴产业的融资风险偏好需求更高，银行的低风险偏好资金、信贷资金、间接融资模式不利于大面积直接支持新兴产业。在扩大养老金第三支柱的影响力后，我国金融结构得以进一步向直接融资转型，形成与新兴产业发展相配套的融资结构。

图表 70: 中国居民资产配置方式



图表 71: 直接融资占比



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 增强灵活就业人群的社会保障, 推动人才要素向新兴产业流动

随着新经济产业发展, 对灵活就业劳动力的需求增大, 增强灵活就业人群的养老保障有利于推动人才要素向新兴产业流动, 进而推动生产环节的创新优化升级。随着新经济的发展, 一大批劳动者在餐饮配送、家政服务、电商直播、短视频等领域实现了灵活就业。据阿里巴巴《数字经济 2.0》报告中预测, 未来中国至少有 4 亿劳动力将通过网络自我雇佣与自由就业。在缓解城镇就业压力, 解决劳动者生计的同时, 对该类人群的养老保障提出了新的挑战。而直接对个人进行税收激励、潜在覆盖人群广泛的第三支柱养老金能够应对这一挑战, 并推动人才要素向新兴产业流动。

● 减轻财政负担的同时, 推动财政集中为强化战略科技力量服务

第三支柱养老金能够减轻公共养老金带来的财政负担, 在举国体制搞科研背景下, 还能够推动财政集中为强化战略科技服务。在 2021 年的中央经济工作会议上, “强化国家战略科技力量”和“增强产业链供应链自主可控能力”分列重点任务的第一、二位。相应的, 中央经济会议也为财政支出的重点定调, 要求“在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为”, 表述的修改、重点任务排序的确定和财政支出重点的定调, 都体现了科技创新仍然是经济工作最大重点。而第三支柱养老金在减轻公共养老金带来的财政负担的同时, 还能够推动财政集中为强化战略科技服务。

图表 72：2020 年中央经济工作会议重点任务

排序	2020 年中央经济工作会议重点任务
1	强化国家战略科技力量
2	增强产业链供应链自主可控能力
3	坚持扩大内需这个战略基点
4	全面推进改革开放
5	解决好种子和耕地问题
6	强化反垄断和防止资本无序扩张
7	解决好大城市住房突出问题
8	做好碳达峰、碳中和工作

数据来源：新华网，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示： 本文基于历史数据进行客观分析，不构成任何投资建议

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyjq.com.cn	邮箱：research@xyjq.com.cn	邮箱：research@xyjq.com.cn