

养老产业现状研究专题（四）

个人养老金制度试点运行平稳，拟全面实施

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业动态跟踪报告-非银行金融-健全人身险产品定价机制，助力防范利差损风险-强于大市 20240804

【平安证券】行业深度报告-非银行金融-养老产业现状研究专题（一）：养老金融业蓬勃发展-强于大市 20240813

【平安证券】行业深度报告-非银行金融-养老产业现状研究专题（二）：养老服务迈向多元，养老用品日趋丰富-强于大市 20240911

【平安证券】行业深度报告-非银行金融-养老产业现状研究专题（三）：养老照护服务重在实现“居家社区机构相协调”-强于大市 20241010

证券分析师

王维逸	投资咨询资格编号 S1060520040001 BQC673 WANGWEIYI059@pingan.com.cn
李冰婷	投资咨询资格编号 S1060520040002 LIBINGTING419@pingan.com.cn
韦霁雯	投资咨询资格编号 S1060524070004 WEIJIWEN854@pingan.com.cn

平安观点：

- **发展现状：产品扩容，参加人数增长。**个人养老金制度试行两年以来，以银行个人养老金账户为基础，商业银行、银行理财子公司、保险公司、基金公司、证券公司等多机构在产品供给、渠道拓展等积极参与。目前我国个人养老金制度试点呈现出个人养老金账户“开户热投资冷、缴费意愿不高”的现象——开立个人养老金账户人数、实际缴费人数和总缴费金额增长，但实际缴费人数比例有限、户均缴费水平远低于政策规定的每人每年1.2万元的上限。根据人社部披露，截至2024年10月20日，个人养老金产品目录共包括809款产品，储蓄、基金、保险、理财产品数量占比分别为57.5%、24.6%、14.7%、3.2%；预计实际购买个人养老金产品总规模超过582亿元，储蓄、基金、保险、理财产品规模占比分别约68.7%、12.0%、11.2%、8.1%。
- **四类机构各有千秋，满足多元化养老需求。**商业银行、基金公司、理财公司和保险公司是四大个人养老金产品的主要管理人。从渠道实力来看，银行、理财子和险企具备自营能力，基金主要依靠代销。银行是个人养老金的开户机构，网点广、代销产品多，有最直接的客户触达和转化场景；保险公司代理人在以往业务的获客、养客、蓄客等过程中与客户建立长期信任，并能够提供康养等附加服务，在个人养老金保险产品获客上具备独特优势；理财公司作为商业银行子公司，天然享有银行的渠道支持；基金公司产品销售主要依赖于银行、券商和第三方机构等，自身零售业务渠道实力较弱。
- **个人养老金发展的机遇与挑战。**我国个人养老金发展主要面临覆盖人群有限，税优限额不高的问题。借鉴美国IRA发展经验，未来可以通过逐步提高税优限额、丰富税优模式、打通二三支柱、优化提取条件的方式来推动个人养老金增长。中国养老金融50人论坛发布的2023年调查研究报告显示，调查对象对养老财富储备有一定投入比例和规模计划，养老金融的参与意愿较强；但养老财富储备当前与预期规模存在较大差距，未来养老金融资产总额仍有较大增长空间。而试点地区调查对象的个人养老金缴费比例高但缴费额度低，非试点地区调查对象的个人养老金参与意愿强烈。未来随着试点地区开立账户人员缴费额度的提升和个人养老金制度的全面实施，我国个人养老金资产规模增长空间仍较大。
- **风险提示：**1) 人口老龄化加速，居民养老财富积累缓慢。2) 居民养老资产储备不足、养老消费支出有限，影响养老服务需求和养老用品购买需求释放和产业发展速度。3) 政策落地不及预期、养老实体产业发展缓慢，养老产业投资回报率不及预期。4) 个人养老金税收优惠政策对不同收入居民的吸引力差异较大，居民参与意愿不强，全面实施的效果可能不及试点。

正文目录

一、 发展现状：产品扩容，参加人数增长	4
1.1 参加人数稳步增长，实际缴费水平有待提升	5
1.2 产品清单持续扩容，四类产品各具特色	7
二、 四类机构各有千秋，满足多元化养老需求	13
三、 个人养老金发展的机遇与挑战	16
3.1 发展中的难点与挑战：覆盖人群有限，税优限额不高	16
3.2 解决方法借鉴：提高税优限额，丰富税优模式，打通二三支柱，优化提取条件	17
3.3 发展展望：个人养老金资产规模增长空间较大	18
四、 风险提示	20

图表目录

图表 1	个人养老金制度有关政策汇总	4
图表 2	开立个人养老金账户人数	5
图表 3	36 个先行地的个人养老金账户渗透率	5
图表 4	指标变动情况（2023 年末较 2022 年末）	6
图表 5	个人养老金实际缴费情况	6
图表 6	个人养老金试点代表性地区开户渗透率对比	6
图表 7	个人养老金账户体系	7
图表 8	个人养老金储蓄产品数量结构	8
图表 9	个人养老金储蓄产品数量结构-剔除浙商银行	8
图表 10	个人养老金基金产品数量和份额按持有期分布	9
图表 11	个人养老金基金产品平均费率	9
图表 12	个人养老金保险产品类型结构	10
图表 13	个人养老金保险产品发行机构的构成	10
图表 14	个人养老金理财产品梳理	11
图表 15	个人养老金基金销售机构情况	13
图表 16	个人养老金基金销售机构的构成	13
图表 17	多元化的养老需求与供给	14
图表 18	商业银行个人养老金业务开办情况	15
图表 19	第二支柱企业年金渗透率情况	17
图表 20	美国 IRA 年度缴费上限	18
图表 21	调查对象养老财富储备（占收入比重）意愿	19
图表 22	调查对象养老财富储备规模	19
图表 23	调查对象养老财富储备类型	19

一、发展现状：产品扩容，参加人数增长

个人养老金制度试行两年以来，以银行个人养老金账户为基础，商业银行、银行理财子公司、保险公司、基金公司、证券公司等多机构在产品供给、渠道拓展等积极参与。2022年4月，国务院发布《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；同年11月，人社部等多部门集中发布个人养老金配套政策细则，并发布《关于公布个人养老金先行城市(地区)的通知》，个人养老金在36个城市或地区先行启动实施。具体来看：个人养老金实行个人账户制度，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可以参加，参加人每年缴纳个人养老金额度上限为12000元，可以按月、分次或者按年度自主缴费，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、公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的金融产品。

图表1 个人养老金制度有关政策汇总

时间	相关文件及讲话	主要内容
2021/2/26	国新办新闻发布会	明确第三层次制度模式：建立以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政从税收上给予支持，资金形成市场化投资运营的个人养老金制度。
2022/4/21	国务院办公厅《关于推动个人养老金发展的意见》	对参保人群、制度模式、缴费水平、税收政策、个人养老金投资和领取等方面给出明确指引。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可以参加个人养老金制度，参加人每年的缴费上限是12000元。
2022/6/24	证监会《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》	1) 明确基金管理人、基金销售机构开展个人养老金投资基金业务的总体原则和基本要求；2) 明确个人养老金可以投资的基金产品标准要求，并对基金管理人的投资管理和风险管理职责做出规定；3) 明确基金销售机构的展业条件要求，并对基金销售机构信息提示、账户服务、宣传推介、适当性管理、投资者教育等职责做出规定。
2022/9/26	国务院常务会议	确定对政策支持、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，领取收入的实际税负由7.5%降为3%。
2022/9/29	原银保监会《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》	明确保险公司1) 提供的商业养老保险包括年金、两全保险等，保险期间不短于5年，保险责任限于生存保险金给付、满期给付、死亡、全残、达到失能或护理状态，交费灵活。2) 经营个人养老金业务需符合所有者权益、综合偿付能力充足率和责任准备金覆盖率等六个条件。
2022/10/26	人社部等五部门《个人养老金实施办法》	明确个人养老金的参与流程、信息报送和管理、资金账户管理、机构与产品管理、信息披露和监督管理等具体内容。
2022/11/3	财政部《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》	对个人养老金实施递延纳税优惠政策。在缴费环节，个人向个人养老金资金账户的缴费，按照12000元/年的限额标准，在综合所得或经营所得中据实扣除；在投资环节，计入个人养老金资金账户的投资收益暂不征收个人所得税；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。
2022/11/4	证监会《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》	明确基金管理人、基金托管人、基金销售机构、基金评价机构等机构开展个人养老金投资基金业务的基本要求、产品管理、销售管理、基金行业平台信息管理和监督管理等细则。
2022/11/17	原银保监会《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》	规范商业银行的个人养老金业务范围、账户管理、产品管理，并对理财公司发展个人养老金业务的基本要求、产品类型、费率优惠和信息披露等方面提出要求
2022/11/21	原银保监会《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》	明确保险公司开展个人养老金业务的基本要求和个人养老金保险产品的基本要求，基本与意见稿一致。
2022/11/25	人社部等三部门《关于公布个人养老金先行城市（地区）的通知》	明确个人养老金制度开始在36个先行城市（地区）实施，符合条件的群众可自愿参加个人养老金、参加人需要开立个人养老金账户和个人养老金资金账户，根据个人意愿购买相关金融产品。

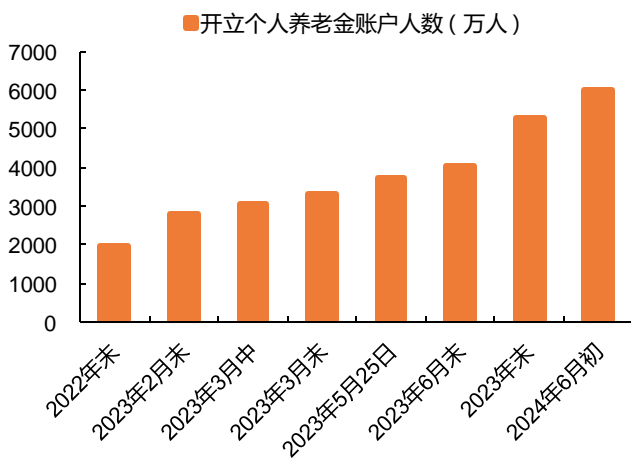
2023/9/1	人社部《关于个人养老金参加人申请撤回缴费问题处理意见的函》	个人养老金参加人由于操作失误等原因缴费的,可以在该笔缴费计入资金账户之日起(不含)5日内,通过开户银行线下网点提出撤回申请。参加人一个自然年度内可以申请撤回一次个人养老金单笔缴费。
2023/9/5	国家金融监督管理总局《关于个人税收递延型商业养老保险试点与个人养老金衔接有关事项的通知》	明确税延养老保险试点与个人养老金衔接过程中的工作要求、业务调整、产品管理、保单转移等。
2024/1/24	人社部 2023 年四季度新闻发布会	下一步将推进个人养老金制度全面实施。
2024/3/5	第十四届全国人大第二次会议李强总理《政府工作报告》	提出 2024 年在全国实施个人养老金制度,积极发展第三支柱养老保险。

资料来源:中国政府网、人社部、国家金融监管总局等,平安证券研究所

1.1 参加人数稳步增长,实际缴费水平有待提升

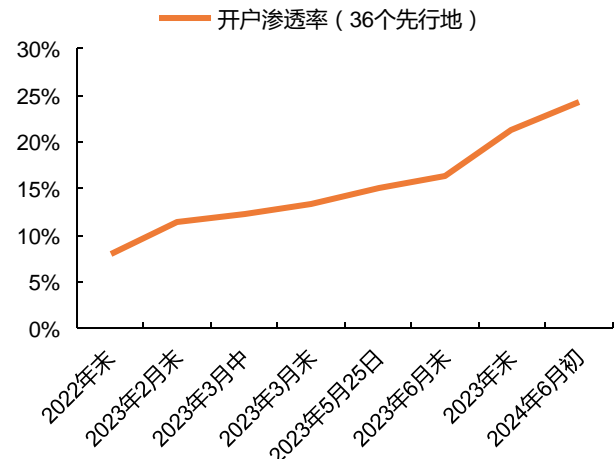
目前我国个人养老金制度试点呈现出开立个人养老金账户人数稳步增长,但增速放缓、在参保人群的渗透率不高的特征。根据人社部披露,截至 2022 年末,开立个人养老金账户的人数(简称“开户数”)为 1954 万人,全国基本养老保险参保人数约 10.5 亿人、36 个先行地基本养老保险参保人数约 2.5 亿人,全国和 36 个先行地的开户渗透率¹分别 1.9%、7.9%。截至 2024 年 6 月初,开立个人养老金账户的人数已超过 6000 万人,在 36 个先行地的开户渗透率超过 24.2%。

图表2 开立个人养老金账户人数



资料来源: Wind, 人社部、央视网、澎湃新闻,平安证券研究所

图表3 36 个先行地的个人养老金账户渗透率



资料来源: Wind, 人社部、央视网、澎湃新闻,平安证券研究所

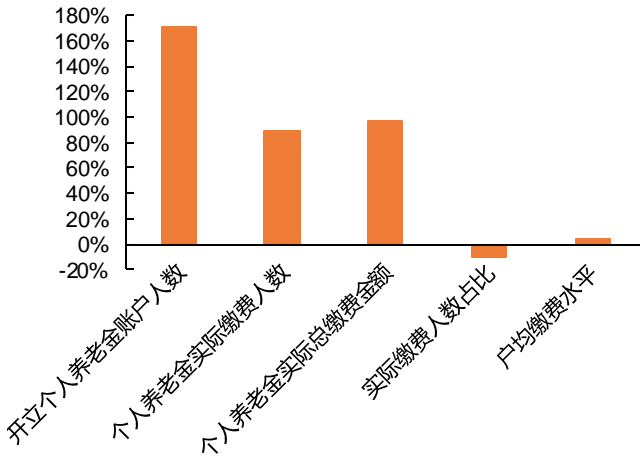
注: 由于 36 个先行地的季度基本养老保险参保人数可获得性较差,且近年来我国基本养老保险参保人数已处于较高水平,季度和年度间参保人数变化不大,开户渗透率计算均以 2022 年末 36 个先行地的合计基本养老保险参保人数为基础。

个人养老金账户存在“开户热投资冷、缴费意愿不高”等现象。根据澎湃新闻报道,截至 2023 年末,开设个人养老金账户人数超过 5280 万人 (YoY+170.2%),参与人数已达 2022 年全国纳税人数的 76.8%。但目前缴费人数仅占开户人数的 22% (YoY-9.4pct)、约 1162 万人 (YoY+89.5%),投资人数仅占缴费人数的 62%,预计总缴费金额中,实际投资的资金比例较低。根据 21 世纪经济报道,截至 2023 年末,个人养老金缴费金额约 280 亿元 (YoY+97.2%),由此可得,户均缴费水平约 2410 元 (YoY+4.1%),仍远低于个人养老金账户 1.2 万元/年的缴费上限。

¹ 指开立个人养老金账户的人数分别在全国和 36 个先行地基本养老保险参保人数中所占比例。

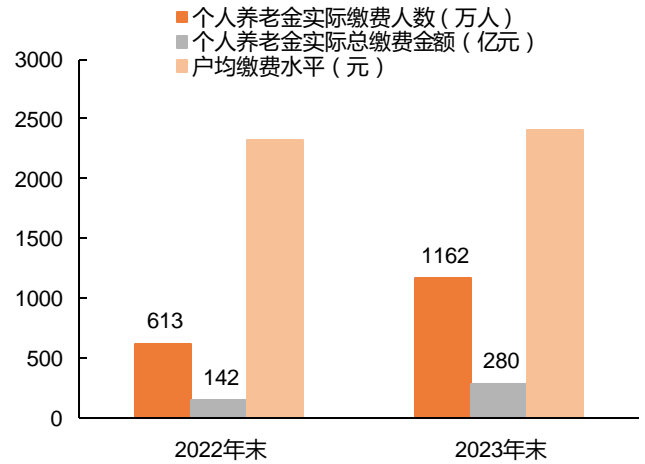
根据《中国养老金发展报告 2023》，在个人养老金参加人中，2023 年为获得开户行提供的“权益奖励”（奖券）而开立个人账户的人数比例较高；开户以后立即申请销户并打算再转到其他银行开户以获取二次“权益奖励”的人数比例较高。因此，尽管 2023 年个人养老金账户实际缴费人数和总缴费金额增长，但实际缴费人数比例有限、户均缴费水平远低于政策规定的每人每年 1.2 万元的上限，有待进一步发展。

图 4 指标变动情况 (2023 年末较 2022 年末)



资料来源: Wind, 人社部、央视网、澎湃新闻, 平安证券研究所

图 5 个人养老金实际缴费情况

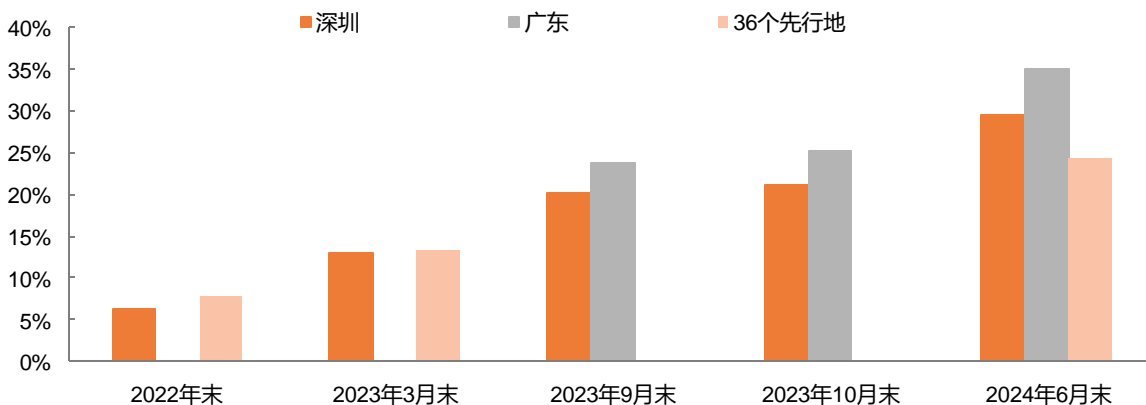


资料来源: Wind, 人社部、央视网、澎湃新闻, 平安证券研究所

注: 2023 年末的实际缴费人数基于澎湃新闻报道的缴费人数在开户人数占比计算。图中数据已为最新数据, 目前暂无更多数据披露。

广东个人养老金试点地区开设账户人数多, 开户渗透率、总缴费金额和户均缴费水平的增速均高于全国平均。根据南方日报, 截至 2024 年 3 月, 广东试点地区 (省直、广州和深圳) 开立个人养老金账户 823.1 万户, 居全国首位; 截至 2024 年 6 月, 共开立账户 844.3 万户 (YoY+86.42%)、开户渗透率 35.1%, 累计缴存额同比+140.07%, 人均缴存额同比+15.17%。

图 6 个人养老金试点代表性地区开户渗透率对比



资料来源: Wind, 人社部、央视网、澎湃新闻、南方日报、广东省人民政府官网, 平安证券研究所

注: 由于各地基本养老保险参保人数的季度数据可获得性较差, 且近年来我国基本养老保险参保人数已处于较高水平、季度和年度间参保人数变化不大, 开户渗透率计算以 2022 年末基本养老保险参保人数为基础。

个人养老金制度拟推进全面实施。2024年1月24日，人力资源社会保障部举行2023年四季度新闻发布会，会上提到“个人养老金制度是政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的补充养老保险制度，年缴费上限为12000元，属于第三支柱保险中由国家制度安排的部分。在36个城市及地区先行实施的个人养老金制度，目前运行平稳，先行工作取得积极成效，下一步将推进个人养老金制度全面实施”。2024年3月5日，李强总理在第十四届全国人大第二次会议《政府工作报告》中关于2024年经济社会发展总体要求和政策取向的部分提出“在全国实施个人养老金制度，积极发展第三支柱养老保险”。

1.2 产品清单持续扩容，四类产品各具特色

根据个人养老金配套政策细则，参与个人养老金业务的金融机构包括商业银行、银行理财公司、商业保险公司、公募基金公司、证券公司和独立基金销售机构等。

图表7 个人养老金账户体系



资料来源：人社部、AMAC、中国银保信平台，平安证券研究所

注：数据统计截至2024年10月20日。

从个人养老金各类参与机构的主要业务来看，

- 1) 商业银行：全流程参与个人养老金业务，业务范围广。包括①资金账户业务（账户开立或指定、注销、变更和个人养老金缴费、领取、划转等），②个人养老储蓄业务（参加人仅可购买其本人资金账户开户行所发行的储蓄存款和特定养老储蓄存款产品），③个人养老金产品代销业务（包括个人养老金理财产品、保险产品、公募基金产品），④个人养老金咨询业务。
- 2) 银行理财公司：发行个人养老金理财产品，销售本机构发行的个人养老金理财产品。
- 3) 商业保险公司：发行个人养老金保险产品，销售本机构发行的个人养老金保险产品。

4) 公募基金公司：发行个人养老金基金产品，非名录内的基金管理人及其销售子公司可以销售该管理人募集产品。

5) 证券公司&独立基金销售机构：在个人养老金基金销售机构名录的金融机构可以代销个人养老金基金产品。

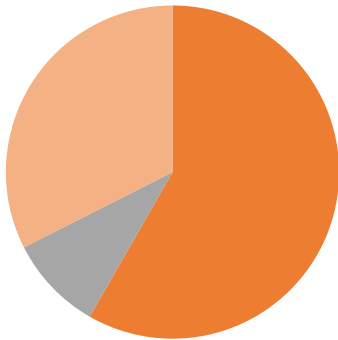
个人养老金产品数量较多、产品规模不大，均以储蓄类产品为主。根据后文计算结果，根据人社部披露，截至 2024 年 10 月 20 日，个人养老金产品目录共包括 809 款产品，储蓄、基金、保险、理财产品分别 465 款、199 款、119 款、26 款，数量占比分别为 57.5%、24.6%、14.7%、3.2%。根据人社部与中国银保信平台数据，截至 2024 年 10 月 20 日，个人养老金产品目录共包括 872 款产品，储蓄、基金、保险、理财产品分别 465 款、199 款、182 款、26 款，数量占比分别为 53.3%、22.8%、20.9%、3.0%。根据后文计算结果，预计实际购买个人养老金产品总规模超过 582 亿元，储蓄产品规模超过 400 亿元、基金产品规模约 70 亿元、保险产品规模超过 65 亿元、理财产品规模超 47 亿元，分别占比约 68.7%、12.0%、11.2%、8.1%。

1.2.1 储蓄产品：类型多样、提供安全稳健的收益，适合低风险偏好的投资者

截至 2024 年 10 月 20 日，人社部披露的个人养老金储蓄产品名录共有 22 家商业银行提供 465 款产品。从不同类别银行的产品数量及其占比来看，6 家国有大行 151 款、占比 32.5%，11 家股份行 271 款、占比 58.3%，5 家城商行 43 款、占比 9.2%。11 家股份行中，浙商银行产品高达 211 款、数量占比高达 45.4%，主要由于不同地区的分行应用不同期限的产品均在产品目录当中；浙商银行个人养老金储蓄产品主要分为 6 类——惠存三个月期、半年期、一年期、二年期、三年期、五年期。剔除浙商银行后，个人养老金储蓄产品共计 254 款，6 家国有大行、10 家股份行、5 家城商行分别占比 59.4%、23.6%、16.9%。

图表8 个人养老金储蓄产品数量结构

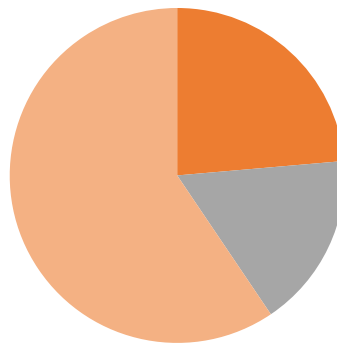
■ 11家股份行 ■ 5家城商行 ■ 6家国有大行



资料来源：人社部，平安证券研究所

图表9 个人养老金储蓄产品数量结构-剔除浙商银行

■ 10家股份行（已剔除浙商银行） ■ 5家城商行 ■ 6家国有大行



资料来源：人社部，平安证券研究所

注：数据统计截至 2024 年 10 月 20 日。

个人养老金储蓄产品包括商业银行所发行的储蓄存款和特定养老储蓄，主要为低风险偏好的投资者提供安全稳健的投资收益，更适合低风险偏好的投资者。由于暂无个人养老金储蓄产品规模公开数据，按照两类产品规模加总计算，预计个人养老金储蓄产品规模超过 400 亿元。

根据人社部，截至 2024 年 10 月 20 日，名录内的特定养老储蓄存款产品共 44 款，其中，工行、农行、建行各 12 款，中行 8 款。根据《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》，特定养老储蓄由工、农、中、建四家银行在 5 个城市开展试点，期限分为 5 年、10 年、15 年、20 年四档，包括整存整取、零存整取和整存零取三种类型，利率略高于大型银行 5 年期存款利

率；单家银行试点规模不超过 100 亿元。根据 2024 年 1 月国新办新闻发布会上金融监管总局的答复，自 2022 年 11 月启动试点至 2024 年 1 月末，存款人数约 20 万人，余额接近 400 亿元。

此外，22 家银行共计发行 421 款个人养老金储蓄存款产品，产品类型包括定活两便、通知存款、零存整取、整存整取等，产品期限从 7 天到 5 年期不等。按照产品设计，一般来说，个人养老金储蓄产品个人养老金储蓄存款产品的年化利率也略高于普通整存整取的年化利率。目前暂无个人养老金储蓄存款产品规模的相关信息，谨慎起见，假设个人养老金储蓄存款产品规模为 0。

1.2.2 基金产品：适合通过长期投资平滑风险以获取穿越周期的长期稳健收益的投资者

根据 AMAC，截至 2024 年 10 月 20 日，人社部披露的个人养老金基金产品名录共计 54 家公募基金公司提供 199 款产品；其中，持有期为一年、二年、三年、五年的基金产品分别 80 款、1 款、87 款、31 款，持有期为一年和三年的基金产品合计占比 83.9%，是个人养老金基金的主力产品。根据 Wind 基金份额与净值数据计算，截至 2024 年 10 月 20 日，个人养老金基金产品规模约 69.8 亿元。

在四类产品中，个人养老金基金产品直接参与权益市场投资，投资风险偏大、收益弹性也较大，预计目标客群主要是偏好通过长期投资平滑风险以获取穿越周期的长期稳健收益的中青年个人客户和中高收入客户。根据规定，在未达到国家规定的领取条件前，个人养老金资金账户封闭运行，凸显长期投资、稳定配置的属性。公募基金公司具有较强的资产配置能力和权益投资能力，是资本市场最成熟的专业机构投资者；同时，参与社保基金、基本养老金和年金业务较早，在养老金投资管理上具备专业投研优势、业务经验丰富，有能力进行精细化、多元化资产配置，助力个人养老金保值增值。

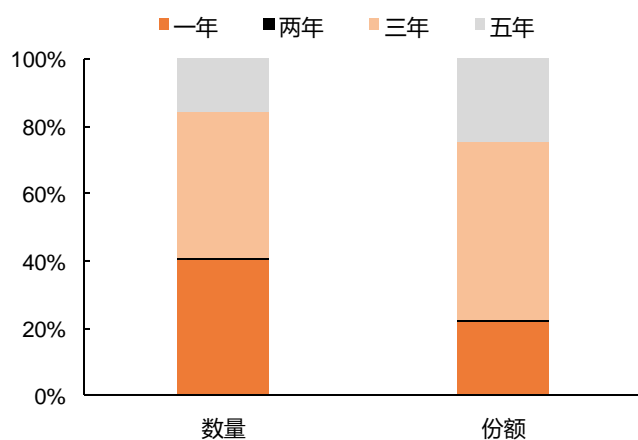
1) 从风险等级来看：以中风险产品为主。199 只产品中仅 6 只产品为中高风险，其余 193 只产品均为中风险。

2) 从基金类型来看：均为养老目标基金。

3) 从持有期来看：产品数量上，以 1 年和 3 年持有期产品为主；产品份额上，以 3 年持有期产品为主，1 年和 5 年持有期产品平分秋色。截至 2024 年 10 月 20 日，199 只产品的基金份额类约 62.93 亿份，其中 1 年和 3 年持有期产品分别 80 只、87 只，份额占比分别 21.97%、53.16%；2 年和 5 年持有期产品分别仅 1 只、31 只，5 年持有期产品份额占比约 24.72%。

4) 从产品费率来看：费率水平在个人养老金四类产品中偏高。根据 Wind 数据计算，199 只产品平均最高申购费率约 1.03%、管理费率约 0.36%、托管费率约 0.08%、最高赎回费率平均 0.37%；其中 150 只产品无赎回费率。

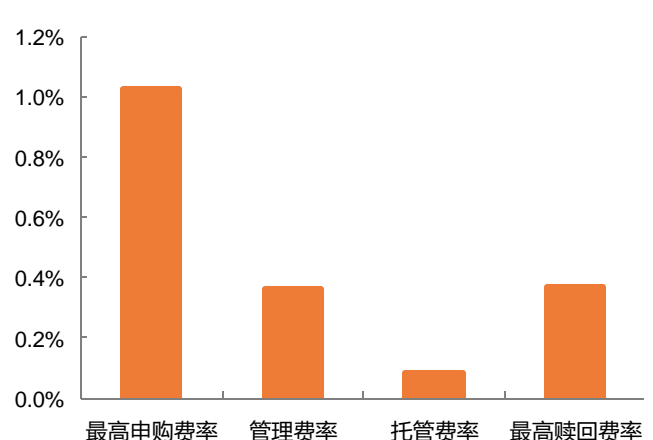
图表 10 个人养老金基金产品数量和份额按持有期分布



资料来源：人社部，平安证券研究所

注：数据统计截至 2024 年 10 月 20 日。

图表 11 个人养老金基金产品平均费率

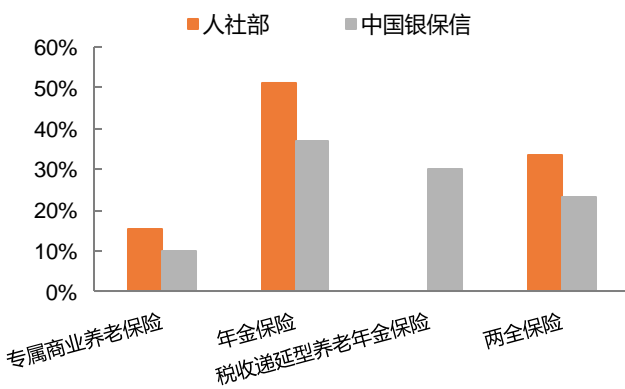


资料来源：人社部，平安证券研究所

1.2.3 保险产品：扩容明显、数量显著增长，兼具保障与储蓄功能、保本与弹性收益，对中低风险偏好投资者的吸引力更大

名录内的个人养老金保险产品包括**专属商业养老保险、年金保险、税收递延型养老年金保险和两全保险**四类。根据原银保监会，2022年11月23日发布的首批个人养老金保险产品名单仅包含6家保险公司的7款专属商业养老保险产品。2023年9月，国家金融监督管理总局发布《关于个人个税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》，明确将税延养老保险试点业务与个人养老金制度衔接，支持将税延养老保险保单变更为个人养老金税延养老保险保单，原则上应于2023年底前完成各项工作。截至2024年10月20日，人社部披露的个人养老金保险产品名录共有119款产品，其中**专属商业养老保险18款、年金保险61款、两全保险40款**；包括国寿、人保、太保、新华、太平、泰康在内的“老七家”产品数量占比52.9%；中国银保信平台披露的个人养老金保险产品名录共有182款产品，其中**专属商业养老保险18款、年金保险67款、税收递延型养老年金保险55款、两全保险42款**；包括国寿、人保、太保、平安、新华、太平、泰康在内的“老七家”产品数量占比53.8%。

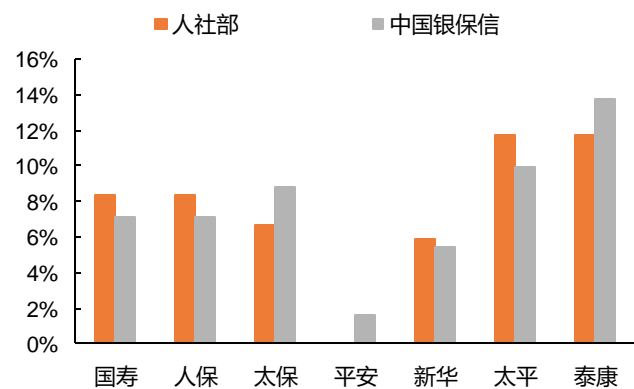
图表12 个人养老金保险产品类型结构



资料来源：人社部、中国银保信，平安证券研究所

注：数据统计截至2024年10月20日。

图表13 个人养老金保险产品发行机构的构成



资料来源：人社部、中国银保信，平安证券研究所

由于暂无个人养老金保险产品规模公开数据，按照四类产品规模加总计算，预计个人养老金保险产品规模超过**65.1亿元**。

1) 专属商业养老保险：投保简便、灵活交费、收益稳健，是锁定到60岁后年金化领取的普惠型养老保险。2021年6月开始试点，2023年10月转为常态化经营。根据中国银行保险报，专属商业养老保险产品均采用“双账户”管理模式，提供稳健型、进取型两种不同的投资组合。稳健型账户专为风险保守型客户设计，最低保证利率大多为2.5%；进取型账户在保证资金安全基础上，对多种资产进行平衡配置，最低保证利率大多为0.5%。从2023年专属商业养老保险业绩表现来看，15款产品稳健型账户结算利率在2.1%-4.15%，平均结算利率3.58%；进取型账户结算利率在3%-4.25%，平均结算利率3.81%。根据规定，专属商业养老保险领取需达法定退休年龄或年满60周岁、定期或终身领取，领取期限不短于10年，侧重于长期保障。投保人可选择月缴、年缴、趸缴，个人经济紧张期间可暂停缴纳。根据国家金融监督管理总局，截至2023年9月末，专属商业养老保险累计保费81.6亿元、投保件数63.7万件，件均保费约12810元；根据2024年1月国新办新闻发布会上金融监管总局的答复，截至2023年末，保单件数约74万件，累积养老准备金规模超过106亿元，假设件均保费与2023年9月末一致，预计2023年末累计保费约94.8亿元。截至2024年10月20日，根据中国保险行业协会人身保险产品信息库，专属商业养老保险产品共计29款，谨慎起见当前保费按照2023年末累计保费约94.8亿元计算，平均每款产品累计保费3.27亿元；根据中国银保信平台，个人养老金保险产品名录中有**专属商业养老保险18款**，预计累计保费**58.8亿元**。

2) 两全保险、年金保险：产品开发完善，更灵活。两全保险包含身故和生存两种给付责任，按照固定期限、固定金额缴费，但一般在身故或保险合同期满一次性给付；在其他条件一定的情况下，费率高于仅包含身故给付责任的定期寿险和终身寿险产品。年金保险以被保险人生存为条件，按照固定期限、固定金额缴费，按约定频率给付保险金（一般是按年给付）直至被保险人死亡或保险合同期满。从产品形态来看，既可以设计为分红型产品，也可以设计为传统寿险+万能险的组合；这类产

品的基本保额相对传统险较低、投资属性更强，整体给付金额更具弹性。目前暂无个人养老金两全保险和年金保险产品规模的相关信息。

3) 个人税收递延型商业养老保险试点：税优力度有限，整体规模未达预期，2023年9月起与个人养老金衔接。2018年5月，上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区率先实施个人税收递延型商业养老保险试点。由于覆盖群体有限、税优力度不足、手续办理繁琐、销售渠道单一等问题，试点多年的个人税延型商业养老保险的保费规模明显不及预期。2023年9月，国家金融监督管理总局发布《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》，要求有序推进个人税收递延型商业养老保险试点与个人养老金衔接。根据《中国金融》，截至2021年12月，共有23家保险公司参与个人税延型养老保险试点、主要通过企业团体保险方式直接销售，累计保费近6.3亿元。

个人养老金保险产品兼具保障与储蓄功能，与银行储蓄和理财产品相比，产品设计更灵活、收益兼具保本与弹性、同时具备风险保障功能，具备差异化优势，对中低风险偏好投资者的吸引力更大。保险公司是参与第三支柱建设的先驱，从商业养老保险开发到个人税收递延型养老年金保险试点，在产品的设计、风险保障、资产管理和附加服务等方面具备先发优势。对于中低风险偏好的投资者而言，保险公司在投资能力方面与银行及其理财子公司的差异不大。但在资管新规下，银行理财产品净值化管理、无法实现保本保收，而保险产品遵循定价利率，普通寿险产品有保底收益率、专属商业养老保险也有保证利率。同时，保险产品除了获取生存保险金给付、满期给付等收益外，也可以获取银行理财所无法提供的身故、全残、失能等风险保障，且领取方式更加多样化。此外，保险公司的健康管理和养老产业等布局不断完善，保险产品提供风险保障、长期领取、稳健收益的同时，能够将寿险产品与健康管理、养老社区和养老服务等附加服务相连接，具备差异化优势。

1.2.4 理财产品：收益率高于储蓄、风险抵御能力强于基金，更适合中低风险偏好的投资者

根据中国理财网，2023年2月10日发布的首批个人养老金理财产品名单仅包括3家理财公司（工银、农银和中邮理财）的7只个人养老金理财产品；2023年9月20日发布的第三批名单纳入贝莱德建信理财的个人养老金理财产品（首只由合理理财公司发行的个人养老金理财产品）。**2024年7月10日发布第五批名单，共有6家理财公司发行26只个人养老金理财产品，19家商业银行代销23只个人养老金理财产品，投资者累计购买金额超47亿元。**

1) 风险等级：产品风险普遍不高。其中，中低风险产品15只、中等风险产品11只。

2) 投资类型：以“固收+”产品为主（18只）。

3) 运作模式：均为开放式净值型产品。养老理财产品试点2021年9月开启，引入风险准备金、平滑基金机制、减值准备等来提升风险抵御能力，但平滑基金机制只能用封闭式净值型产品，否则会出现不公平对待投资者的情况。但封闭式产品无法满足投资者的及时买卖需求。

4) 业绩比较基准：平均约3.93%-4.77%。

5) 产品费率：费率水平整体较低。平均管理费率约0.119%，平均托管费率约0.018%。

图表14 个人养老金理财产品梳理

序号	产品名称	子份额	业绩比较基准		投资类型	存续规模-亿元 20240630	风险等级
			下限	上限			
1	工银理财·核心优选最短持有365天固收增强开放式理财产品(23GS5393)	暂不涉及	3.70%	4.20%	固收+型	3.34	中低风险(R2)
2	工银理财·鑫添益最短持有540天固收增强开放式理财产品	暂不涉及	4.10%	4.60%	固收+型	4.05	中低风险(R2)
3	工银理财·鑫尊利最短持有1080天固定收益类开放式理财产品(23GS3399)	暂不涉及	5.25%	5.75%	固收+型	3.06	中等风险(R3)
4	工银理财·鑫悦最短持有720天固收增强开放式理财产品	暂不涉及	4.40%	4.90%	固收+型	1.14	中低风险(R2)

5	工银理财·“鑫得利”固定收益类理财产品(2018年第32期)	B 份额	3.00%	3.00%	纯债固收型	0.33	中低风险(R2)
6	工银理财·“鑫得利”量化策略联动固定收益类理财产品(2018年第4期)	B 份额	3.20%	3.50%	固收+型	0.01	中等风险(R3)
7	工银理财·智益最短持有1500天固收增强开放式理财产品	暂不涉及	4.85%	5.85%	固定收益型	0.15	中等风险(R3)
8	工银理财·智悦最短持有1800天固定收益类开放式理财产品	暂不涉及	5.15%	6.15%	固定收益型	0.59	中等风险(R3)
9	建信理财睿鑫固收类最低持有1年产品	L 份额	5%*沪深300收益率+95%*中债-企业债AAA全价(1-3年)指数收益率		固收+型	1.82	中等风险(R3)
10	建信理财“安鑫”(最低持有360天)按日开放固定收益类净值型人民币理财产品	L 份额	2.95%	3.95%	纯债固收型	2.06	中低风险(R2)
11	农银理财“农银同心·灵动”360天科技创新人民币理财产品	L 份额	4.05%	4.05%	偏债混合型	44.44	中等风险(R3)
12	农银理财“农银顺心·灵动”365天固定收益类人民币理财产品	L 份额	3.70%	4.20%	固收+型	3.35	中低风险(R2)
13	农银理财“农银顺心·灵动”1080天固定收益类人民币理财产品	L 份额	5.25%	5.75%	固收+型	1.87	中低风险(R2)
14	农银理财“农银顺心·灵动”720天混合类人民币理财产品	L 份额	4.50%	5.00%	偏债混合型	1.02	中等风险(R3)
15	农银理财农银顺心·灵动540天固定收益类人民币理财产品	L 份额	3.20%	3.70%	固收+型	0.00	中低风险(R2)
16	中银理财“福”(1年)最短持有期固收增强理财产品	L 份额	3.70%	4.70%	固收+型	3.72	中低风险(R2)
17	中银理财“福”(18个月)最短持有期固收增强理财产品	L 份额	3.80%	4.80%	固收+型	4.92	中低风险(R2)
18	中银理财“福”(2年)最短持有期固收增强理财产品	L 份额	3.90%	4.90%	固收+型	1.55	中低风险(R2)
19	中银理财“福”(3年)最短持有期固收增强理财产品	L 份额	4.10%	5.10%	固收+型	8.27	中低风险(R2)
20	中银理财“禄”(5年)最短持有期混合类理财产品	L 份额	4.25%	6.25%	灵活配置混合型	0.79	中等风险(R3)
21	中银理财“福”(5年)最短持有期固收增强理财产品	L 份额	3.40%	5.40%	固收+型	0.04	中低风险(R2)
22	邮银财富添颐·鸿锦最短持有365天1号	L 份额	3.65%	4.65%	固收+型	3.38	中低风险(R2)
23	邮银财富添颐·鸿锦最短持有1095天1号	L 份额	3.85%	4.75%	固收+型	0.54	中低风险(R2)
24	邮银财富添颐·鸿锦最短持有1825天1号	L 份额	4.05%	4.95%	固收+型	0.43	中等风险(R3)
25	中邮理财添颐·鸿元最短持有365天1号人民币理财产品	L 份额	2.30%	4.30%	灵活配置混合型	0.00	中等风险(R3)
26	贝莱德建信理财贝嘉目标风险稳健型固定收益类理财产品(最低持有365天)	L 份额	5%*沪深300指数收益率+95%*中债-优选投资级信用债全价指数收益率		固收+型	0.24	中等风险(R3)

资料来源:中国理财网, Wind, 平安证券研究所

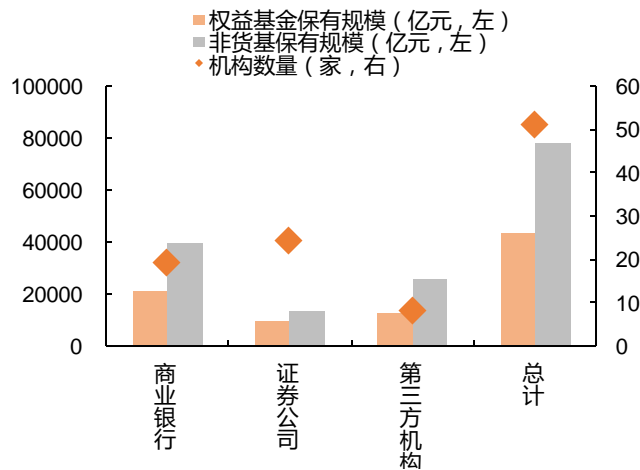
注: 1) 数据统计截至2024年10月20日。

- 2) Wind显示, 农银理财“农银同心·灵动”360天科技创新人民币理财产品A和L份额, 且产品全部份额的规模一致, 预计并未单独披露L份额的规模, 且与其他产品规模和中国理财网披露的个人养老金理财产品累计购买金额的差距较大, 因此该产品最新存续规模不具备参考价值。
- 3) 暂不涉及份额类型的产品以份额A统计基本信息, 存续规模按照产品全部份额计算。
- 4) 中银理财“福”(5年)最短持有期固收增强理财产品2024-07-11成立、中邮理财添颐·鸿元最短持有365天1号人民币理财产品2024-07-17成立, 存续规模按照wind披露数据统计。

1.2.5 个人养老金基金销售机构名录：数量上以银行和券商居多，保有规模上以银行和第三方机构为主

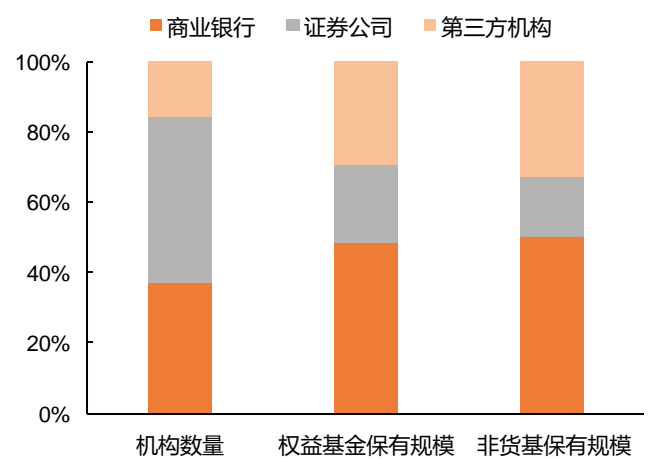
根据 AMAC, 截至 2024 年 10 月 20 日, 共有 51 家机构被纳入个人养老金基金销售机构名录中, 其中商业银行 (简称“银行”) 19 家、证券公司 (简称“券商”) 24 家、独立基金销售机构 (简称“第三方机构”) 8 家。根据 2024 年上半年末基金销售机构公募基金销售保有规模, 排名前一百的基金销售机构中, 入围的个人养老金基金销售机构共计 48 家、累计权益基金和非货基保有规模分别 43154 亿元、78255 亿元。从不同类型的个人养老金基金销售机构来看, 在机构数量占比上, 券商>银行>第三方机构; 在保有规模占比上, 银行>第三方机构>券商。

图表 15 个人养老金基金销售机构情况



资料来源: AMAC, 平安证券研究所

图表 16 个人养老金基金销售机构的构成



资料来源: AMAC, 平安证券研究所

注: 机构数量截至 2024 年 10 月 20 日, 统计日期截至 2024 年 6 月末, 基金保有规模截至 2024 年上半年度末; 申万宏观西部证券不在 AMAC 披露的公募基金销售保有规模排名前一百的基金销售机构中; 中信证券 (山东)、中信证券华南预计与中信证券合并披露, 因此占比数据的计算剔除这三家机构。

二、 四类机构各有千秋，满足多元化养老需求

老年需求涉及养老资金积累、各类医疗卫生和照护服务、日常起居辅助、文娱体育活动和老年产品消费等方方面面, 基于此, 养老产业分为养老金融业、养老房地产业、养老服务业和养老用品业 4 大板块。其中养老服务业、养老房地产业和养老用品业主要为老年人群提供各种实体养老及相关产品和服务, 属于实体产业; 而养老金融业主要为养老或老年人提供各种金融产品和服务, 为老年人提供养老资产积累、为实体养老产业提供金融服务支持, 是撬动养老产业发展的重要一环。养老金融业由养老金金融、养老服务金融和养老产业金融三部分组成, 分别面向养老资金、老年人需求和养老产业。养老金金融, 也即为储备养老资产进行的一系列金融活动, 包括养老金制度安排和养老金资产管理, 是养老金金融的基础与核心; 目标是通过制度安排积累养老资产, 并通过市场化投资运营实现保值增值。个人养老金制度是养老金金融的重要组成部分。

商业银行、基金公司、理财公司和保险公司是四大类个人养老金产品的主要管理人，其中，保险公司一方面提供符合规定的保险产品，另一方面提供年金返还、养老社区、健康管理等服务，直接参与养老金管理和养老金消费两端，“保险+养老社区+健康管理”的模式覆盖养老金管理和消费两端，或将是养老产业链中商业模式和盈利模式最顺畅的一环。

图表17 多元化的养老需求与供给



资料来源：麦肯锡，平安证券研究所

渠道实力：银行、理财子和险企具备自营能力，基金主要依靠代销。根据监管规定，银行可以销售四类个人养老金产品；其他三类参与者仅可以销售本公司产品；符合规定的基金销售机构可以代销个人养老金基金产品。总体来看，银行是个人养老金的开户机构，网点广、代销产品多，有最直接的客户触达和转化场景；保险公司代理人在以往业务的获客、养客、蓄客等过程中与客户建立长期信任，并能够提供康养等附加服务，在个人养老金保险产品获客上具备独特优势；理财公司作为商业银行子公司，天然享有银行的渠道支持；基金公司产品销售主要依赖于银行、券商和第三方机构等，自身零售业务渠道实力较弱。

➢ 商业银行网点广、产品多，易于触达并转化客户；理财公司享有银行母公司的渠道资源支持

从渠道建设来看，银行线下网点数量众多、覆盖范围广阔，易于实现客户触达；国有大行的渠道铺设和用户数量尤其占优。商业银行是四类产品管理人中唯一获准从事个人养老金的资金账户业务（包括账户开立或指定、注销、变更和个人养老金缴费、领取、划转等）的机构。因此，作为开户机构，商业银行拥有最直接的个人养老金客户触达场景；同时，商业银行拥有个人养老金业务“全牌照”优势，可以代销所有个人养老金产品。因此，在获客、缴费和产品购买等个人养老金业务上占据先发优势。根据人社部，截至2024年10月20日，共有23家商业银行可以开办养老金业务，具体包括国有大行6家、全国性股份行12家、城商行5家，以大中型银行为主；共有工银、农银、中邮、中银、建信和贝莱德建信6家理财公司开展个人养老金业务，除贝莱德建信外，均由各大银行全资持股，天然享有母公司的渠道资源支持。

个人养老金储蓄产品的购买有一定门槛，具备先发渠道优势的大型银行将率先受益。根据《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》，一方面，参加人仅可购买其本人资金账户开户行所发行的储蓄产品，各商业银行对于资金账户的争夺较为激烈，网点数量和零售业务发展能力是个人养老金业务发展的重要影响因素。另一方面，特定养老储蓄可纳入个人养老

金产品范围。根据《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》，自 2022 年 11 月 20 日起，由工、农、中、建四家国有大型商业银行在合肥、广州、成都、西安和青岛五个城市开展特定养老储蓄试点。

图表 18 商业银行个人养老金业务开办情况

序号	银行名称	资金账户业务	基金交易业务	保险交易业务	理财交易业务	储蓄交易业务
1	招商银行	√	164	7	11	√
2	兴业银行	√	164	9	4	√
3	中国银行	√	156	6	5	√
4	中信银行	√	149	5	1	√
5	交通银行	√	137	7	9	√
6	平安银行	√	145		4	√
7	农业银行	√	134	10	4	√
8	光大银行	√	119	4	3	√
9	宁波银行	√	109	1	6	√
10	建设银行	√	107	5	4	√
11	广发银行	√	99	4	4	√
12	江苏银行	√	97	2	7	√
13	民生银行	√	93	4	5	√
14	邮储银行	√	75	2	4	√
15	浦发银行	√	71	6	1	√
16	工商银行	√	47	6	8	√
17	华夏银行	√	48	1		√
18	北京银行	√	37	5	6	√
19	上海银行	√	36	4	6	√
20	浙商银行	√			4	√
21	渤海银行	√		1		√
22	南京银行	√				√
23	恒丰银行					

资料来源：人社部，平安证券研究所

注：数据截至 2024 年 10 月 20 日，按照商业银行销售公募基金、商业养老保险、银行理财产品数量总数排序；表格中基金交易业务、保险交易业务、理财交易业务的单位应为“个”或“只”。

► 保险公司与客户建立长期信任，具备康养等附加服务优势

寿险公司代理人渠道本身具备独特优势、且较难被其他渠道复制。与普通财富管理业务不同，养老财富储备是一项长期工作，需要客户对产品和服务机构建立长期的信任和认同。寿险产品保险标的是人的“生老病死残”风险，保险期间较长，头部险企的代理人队伍与存量客户关系紧密、客户信任度较高，且存量客户的保险保障意识更强，具备养老财富储备的基本认知。同时，受益于个险队伍的培训和科技赋能，代理人与潜在客户的联系较其他渠道更为高频。

➤ 基金公司零售渠道能力弱，对销售机构依赖度较高

长期以来，基金公司主要聚焦于机构客户基金销售，个人客户基金销售依赖于代销渠道，因此在个人养老金业务上也并不具备自身渠道优势、需要依赖于代销。但个人养老金基金产品费率优惠力度较大，普遍免除申购费率，管理费率和托管费率仅为普通产品的5折，对代销渠道的销售激励较为有限。从不同代销渠道来看：

1) 独立基金销售机构(第三方机构)：以产品超市为主要商业模式，普遍缺乏投研能力；但牢牢把握线上流量入口、客户规模大，易于覆盖大众客户和长尾客户，线上渠道优势已充分形成护城河。

2) 证券公司(券商)：渠道能力有限，但客户风险偏好高、权益类产品服务能力强。券商个人客户主要来自于股票交易客户的转化，引流入口有限，线下渠道弱于银行、线上渠道弱于第三方。但客户风险偏好本身偏高、有一定权益类资产的投资经验，对高收益的需求较强、对公募基金产品的接受度较高。同时，券商对基金公司和基金经理的管理风格、投资能力等专业认知更深入，对权益类基金的推介更独到、精准，助力提升客户资产配置效率。同时，券商投顾服务可以线上线下同步进行，通过全生命周期的“顾”服务，促成客户购买个人养老金基金产品、增强客户粘性。

3) 商业银行：网点众多、渠道下沉、客群广阔，品牌信任度高；同时私行业务高净值客户集中。尽管银行产品品类齐全，但大众客户风险偏好低、银行总体以稳健配置型产品为主，因此更擅长固收类产品的服务，权益类产品服务能力偏弱。

三、个人养老金发展的机遇与挑战

3.1 发展中的难点与挑战：覆盖人群有限，税优限额不高

我国个人养老金发展的难点并不在于销售渠道不足，主要在于参与人群相对有限。根据上文分析，我国个人金融产品销售渠道畅通，从线下渠道来看，商业银行网点广、保险公司代理人数量多、证券公司营业部客户优质；从线上渠道来看，银行、险企和券商APP用户众多，独立第三方基金销售机构牢牢把握流量入口。

1) 扣除已领取养老金的人群，实际共 75179 万人符合个人养老金参保条件。根据《个人养老金实施办法》，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可以参与个人养老金。根据《2023 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，截至 2023 年末，我国参加基本养老保险人数 106643 万人，其中城镇职工基本养老保险数 52121 万人、参保离退休人员 14196 万人，城乡居民基本养老保险 54522 万人、实际领取待遇数 17268 万人。

2) 税优政策基于个人所得税，覆盖人群有限；税优上限 12000 元/年，额度不高。根据《个人养老金实施办法》，参加人每年缴纳个人养老金的上限为 12000 元，人社部、财政部根据经济社会发展水平和多层次、多支柱养老保险体系发展情况等因素适时调整缴费上限。根据《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》，个人养老金按照“EET 模式”实施递延纳税优惠政策——也即在缴费环节，个人向个人养老金资金账户的缴费，按照 12000 元/年的限额标准，在综合所得或经营所得中据实扣除；在投资环节，计入个人养老金资金账户的投资收益暂不征收个人所得税；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，其缴纳的税款计入“工资、薪金所得”项目。

由于个人养老金税优政策基于个人所得税，纳税人群是符合参保条件人群最易开户并缴费购买个人养老金产品的群体。根据人民日报，国家税务总局最新发布的 2023 年度个税汇算清缴数据显示，我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，实际缴税人员不到三成。2018 年我国实施综合与分类相结合的个人所得税新税制，2023 年全国约 6700 万人享受到了政策红利，也即 **2023 年我国个税缴纳人数约 6700 万人，在当前实际符合个人养老金参保条件的人数中占比约 8.9%。**

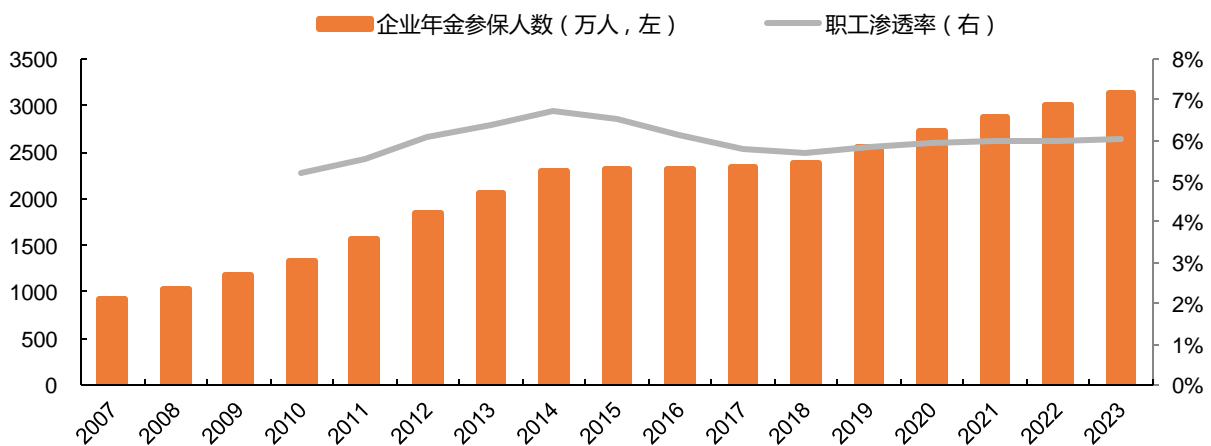
在当前税优政策下，符合条件的中低收入人群对养老金需求强烈，但实际无法享受税优政策、吸引力有限。对于符合条件的中高收入人群而言，税优限额 12000 元/年，但我国并无资本利得税，个人养老金在“EET”模式下，领取时需补交 3% 个税，若投资收益积累较多会增加额外税负。我国当前个税起征点为年收入 6 万元，年收入 6-9.6 万元的人群原本就适用于 3% 的个税税率（无论是否参与个人养老金）；年收入 6 万元以下的人群原本免征个人所得税。**无需缴纳个税人群如参与个人养老金并缴费后，在退休提取时反而需要额外缴纳 3% 的个税。**根据人民日报，1) 60% 以上的实际缴税人员仅适用 3% 的最

低档税率，预计参与个人养老金仅对 2680 万纳税人有较大吸引力。2) 纳税人人均享受两项专项附加扣除，个人综合所得年收入不超过 10 万元的纳税人基本无需缴纳个税，预计个人养老金税优政策实际产生激励作用的纳税人群不及 2680 万。

3) 领取条件较严格。根据《个人养老金实施办法》，个人养老金资金账户封闭运行，参加人达到以下任一条件的，可以按月、分次或者一次性领取个人养老金：达到领取基本养老金年龄；完全丧失劳动能力；出国（境）定居；国家规定的其他情形。

尽管面临难点与挑战，但与企业年金相比，个人养老金发展已较快。企业年金 2004 年成立，主要面向企业职工，是企业及其职工在依法参加基本养老保险的基础上，自愿建立的补充养老保险制度。职业年金 2014 年成立，主要面向事业单位职工，是事业单位及其职工在依法参加基本养老保险的基础上，建立的补充养老保险制度。根据《2023 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，截至 2023 年末，全国有 14.17 万户企业建立企业年金，参加职工 3144 万人，企业年金的企业和职工渗透率分别 0.38%、6.03%；企业年金投资运营规模 3.19 万亿元。尽管已发展数十年，但我国企业年金发展仍较为缓慢、渗透率偏低。我们认为，主要由于我国企业年金的税优力度有限，企业发展意愿不强。而截至 2024 年 6 月初，开立个人养老金账户的人数已超过 6000 万人，在 36 个先行地的开户渗透率超过 24.2%，远高于企业年金（6.03%）。

图表 19 第二支柱企业年金渗透率情况



资料来源：Wind，人社部，平安证券研究所

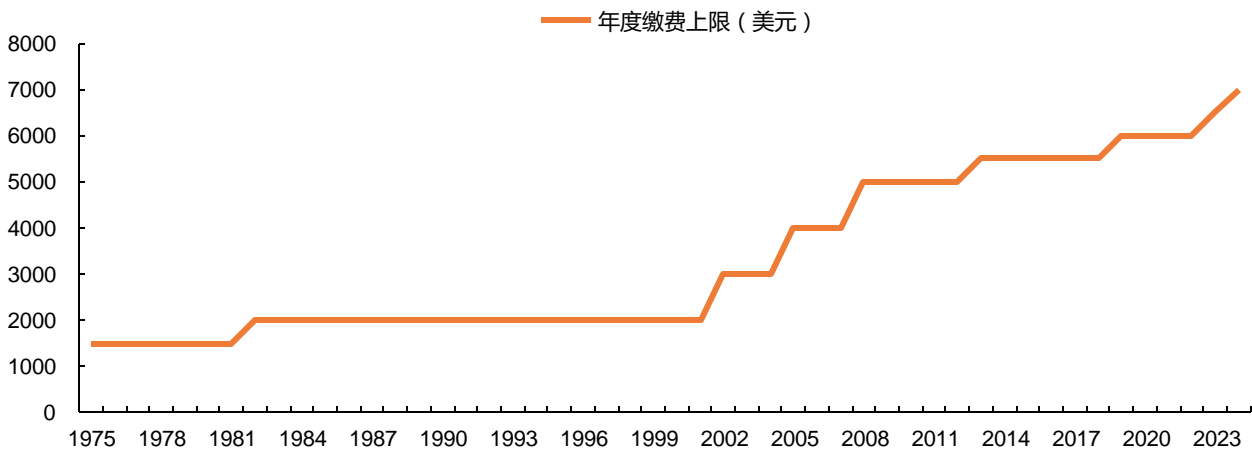
注：企业年金职工渗透率=参加企业年金的职工人数÷参加城镇职工养老保险的人数

3.2 解决方法借鉴：提高税优限额，丰富税优模式，打通二三支柱，优化提取条件

1) 未来可以缓步提升个人养老金税优限额。根据 IRS，美国 IRA 年度缴费上限在发展初期基本保持不变，1975-2001 年维持在 2000 美元及以下，2002 年起加快缴费上限提升节奏、2024 年上限提至 7000 美元，但总体进程并不快。同时，提高税优限额可能导致高收入人群享受的税优力度更大，也面临公平性的问题。

2) 丰富税优模式，EET 和 TEE 模式并举，保证不同群体享受税优政策的可及性和公平性。根据我们此前发布的报告《养老产业专题研究（五）：以邻为鉴，第三支柱个人商业养老险大有可为》，参考美国，IRA 包括传统型、罗斯 Roth 型和雇主发起型三种。其中，传统型和雇主发起型 IRA 采用 EET 模式，但中低收入人群的当期个税负担本身较轻、EET 模式吸引力不大。美国 1997 年建立罗斯型 IRA，采用 TEE 模式——也即在个人养老金缴费阶段征税，在资金运用阶段、领取阶段免税，中低收入者个税税率较低，在领取阶段的税收优惠吸引力可能更大。如我国也采用 EET 和 TEE 并举的税优模式，则现阶段无需纳税的人群实际属于 EEE 模式——也即在个人养老金缴费阶段、资金运用阶段、领取阶段均实现免税，有利于激发中低收入人群参与个人养老金的意愿。

图表20 美国 IRA 年度缴费上限



资料来源：IRS，平安证券研究所

3) 调整第二支柱和第三支柱的领取税制，实现二三支柱互联互通，打破资金转换壁垒。根据ICI，截至2023年末，美国第三支柱主要计划IRA账户资产余额共计13.6万亿美元，传统型IRA资产11.4万亿美元、占比83.8%，传统型IRA账户资金的62%来源于雇主养老金计划，也即雇主养老金计划在美国IRA资产余额中占比高达52.0%。与传统型IRA相同，美国第二支柱主要计划401(k)也采用EET模式，在更换工作时，401(k)账户可以将账户资金余额转移至新企业、IRAs账户或提取全部账户余额，更加灵活。尽管我国第二支柱企业/职业年金和第三支柱个人养老金都采用EET的税优模式，但在领取环节存在税制差异、无法实现资金转换。根据国家税务总局，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，其缴纳的税款计入“工资薪金所得”项目。个人领取的企业/职业年金也不计入综合所得，也属于“工资薪金所得”，但由扣缴义务人扣缴税款，全额单独计算应纳税款、适用综合所得税率表计算纳税，领取阶段的实际税率可能高于个人养老金。我国未来可以进一步优化领取阶段的税制，打通第二支柱和第三支柱、打破资金转换壁垒，扩充个人养老金账户资金来源。

4) 优化提取条件。我国个人养老金领取条件相对单一（仅包括达到领取基本养老金年龄、完全丧失劳动能力、出国/境定居三类主要情况），并无提前支取机制。美国IRA对提前支取设置了一定条件，更为灵活。其中，传统型和罗斯型IRA均从59.5岁以上开始领取，提前支取传统型IRA要求补缴个税、并被额外征收10%的税收惩罚；罗斯IRA本金可随时支取，但投资收益领取则要求参保者年龄达59.5岁且持有账户至少5年。此外，美国IRA也设置了“困难提取”条款，在账户所有者动用全部社会资源仍无法支付医药费、高等教育学杂费、首次置业等增加重大财务危机情况下，可以在59.5岁之前提取IRA资金，且只需补缴个税、免征10%税收惩罚。**参照美国，我国也可以设置医药费等“困难提取”条款，提高个人养老金资金运用的应急能力和灵活性，增强居民参与个人养老金的意愿。**

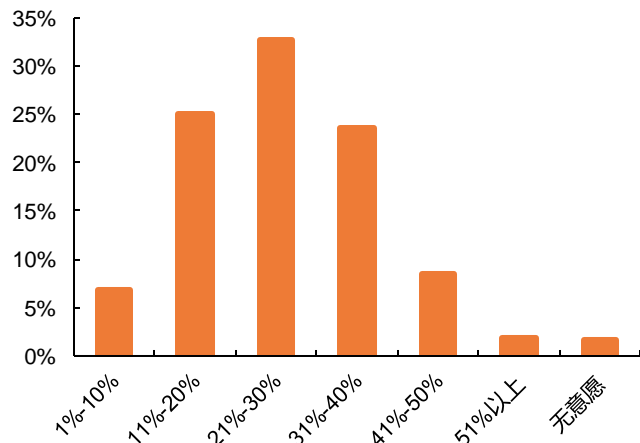
3.3 发展展望：个人养老金资产规模增长空间较大

中国养老金融50人论坛发布的2023年调查研究报告显示：

1) 调查对象对养老财富储备有一定投入比例和规模计划，养老金融的参与意愿较强；但养老财富储备当前与预期规模存在较大差距，未来养老金资产总额仍有较大增长空间。调查对象养老财富储备金额占收入比例意愿的均值为25.30%，对于整个养老期间的养老资产储备预期的均值为1248952元，而当前储备的均值为456052元，目前平均储备量远不及预期。另一方面，仅有19.39%的调查对象已储备的养老资产已经满足预期，大多数调查对象已储备的养老资产尚未达到预期，未来我国养老金融市场存在巨大的发展空间。

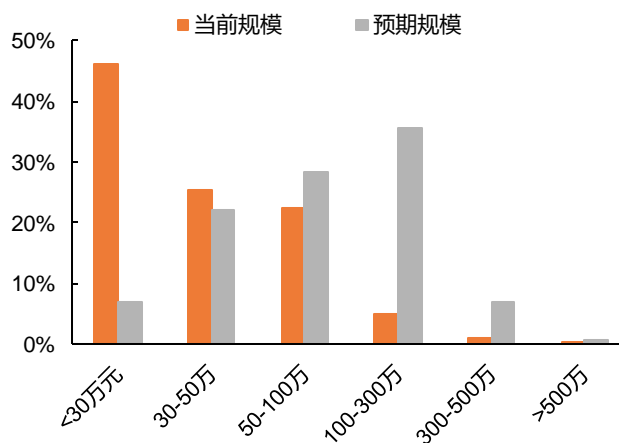
从养老财富储备类型来看，调查对象偏好于投资中低风险的金融产品，目前最主要的投资产品是银行存款（占比 71.20%），其次是商业养老保险（占比 32.65%）、银行理财（占比 25.23%）；未来储备的产品类型仍以银行存款、现金储备等传统产品为主——银行存款（占比 68.12%）、现金储备（占比 37.96%）、商业保险（占比 30.76%）、银行理财（占比 21.14%）、房产（占比 19.91%）。

图表21 调查对象养老财富储备（占收入比重）意愿



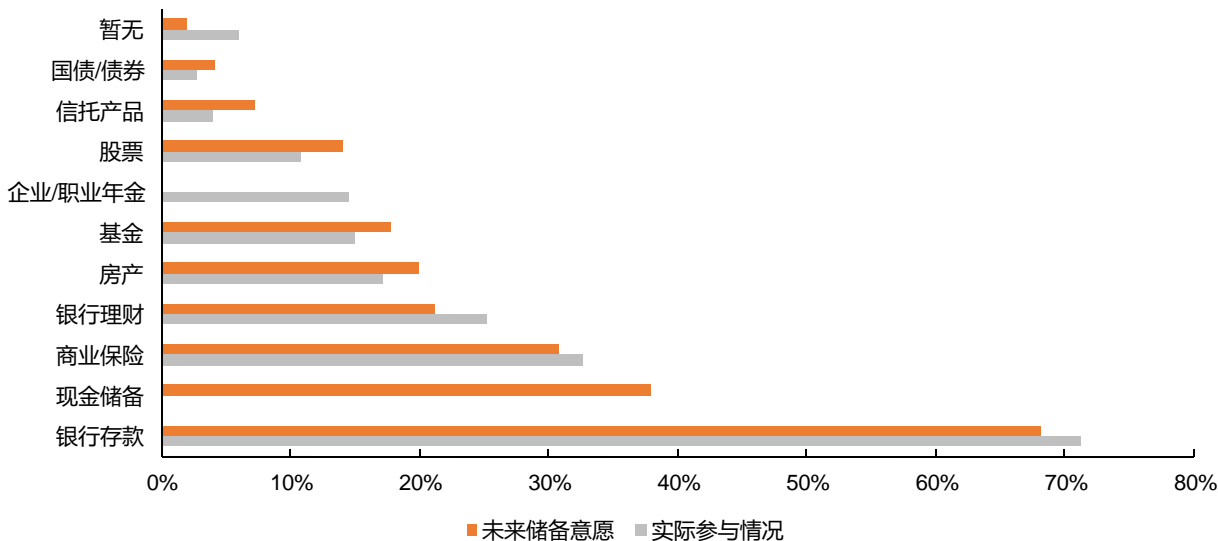
资料来源：中国养老金融 50人论坛，平安证券研究所

图表22 调查对象养老财富储备规模



资料来源：中国养老金融 50人论坛，平安证券研究所

图表23 调查对象养老财富储备类型



资料来源：中国养老金融 50人论坛，平安证券研究所

注：多选题，相加不等于100%。

2) 试点地区调查对象的个人养老金缴费比例高但缴费额度低，非试点地区调查对象的个人养老金参与意愿强烈。未来随着试点地区开立账户人员缴费额度的提升和个人养老金制度的全面实施，我国个人养老金资产规模增长空间仍较大。从试点地区的调查对象开立个人养老金账户情况来看，31.24%的调查对象开立了账户。但受制于缴费压力、税优力度不足和收入不

足等因素，仅 14.21% 的调查对象满额或接近满额缴费，小额缴费的人群占比相对较多。从调查对象的个人养老金未来参与意愿来看，调查显示，63.7% 的非试点地区调查对象明确表示愿意参与基于税收优惠的个人养老金，仅有 20.68% 表示明确不愿参与。此外，调查对象认为制度设计仍有优化空间，放宽资金取出的条件在调查对象关于完善个人养老金制度的期待中位居首位，其次还包括增加其他优惠、增加产品投资种类、提高投资收益、加强顾问服务等。

四、风险提示

1) 人口老龄化加速发展，居民养老财富积累缓慢。一方面，随着人口结构的变化，基本养老保险基金结余消耗加速、企业年金发展有限，而个人养老金税收政策对不同收入居民的吸引力差异较大，若居民参与意愿不强、个人养老金政策落地效果不及预期，可能会导致居民养老金积累缓慢。另一方面，我国居民金融资产配置风险偏好较低，对银行存款和理财产品更为信任；人身险预定利率下调，储蓄险吸引力边际下降；权益、债券等资产价格波动加剧，影响养老目标基金购买意愿，导致养老服务金融发展规模有限，影响居民总体养老财富积累。

2) 居民养老资产储备不足、养老消费支出有限，影响养老服务需求和养老用品购买需求释放和产业发展速度。尽管养老日常生活用品购买需求刚性，但老年健康促进产品、服装服饰、辅助产品、适老化家居产品和养老照护产品的购买需要一定的经济基础。因此，居民养老消费支出的持续增长、养老服务业和养老用品业的发展也极大程度上依赖于居民养老资产储备，也即受到居民养老财富积累的影响。

3) 政策落地不及预期、养老实体产业发展缓慢，养老产业投资回报率不及预期。政策支持养老产业发展，养老房地产业发展周期较长、养老服务业处于发展初期，同时我国老年人偏好居家养老，若老年人口需求释放缓慢、养老实体产业发展缓慢，可能存在养老产业投资回报率不及预期。

4) 个人养老金税收政策对不同收入居民的吸引力差异较大，居民参与意愿不强，全面实施的效果可能不及试点。根据正文分析，目前年收入 10 万元以下的基本养老保险参保人无法实际享受个人养老金缴费带来的税收优惠，个人养老金制度实际对中高收入人群更具吸引力。但中高收入人群的金融资产配置相对多元、而个人养老金税收优惠额度不高，在权衡收益率、稳定性、领取条件等多方因素后，中高收入人群实际参与个人养老金的意愿可能不及预期。目前我国个人养老金先行启动实施的 36 个城市或地区，经济相对更发达、人口密度较大、人均收入水平相对更高，个人养老金制度全国推广后的效果可能不及先行地表现。

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，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现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 2024 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

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

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