2022.09.07

个人养老金：海外经验与中国发展

报告作者

方奕(分析师)
021-38031658
fangyi020833@gtjas.com
证书编号 S0880520120005

张逸飞(研究助理)
021-38038662
zhangyifei026726@gtjas.com
证书编号 S0880122070056

相关报告

估值回落，风格平衡 2022.09.06
动力煤价大幅上涨，外贸海运增速承压 2022.09.01
金股组合：阶段均衡，回调布局成长 2022.09.01
总量回落，行业间结构再平衡 2022.08.31
估值分化收敛 2022.08.29

本报告导读：

《关于推动个人养老金发展意见》的出台标志着我国个人养老金发展迈入新阶段，本文梳理了美、日养老金发展及入市历程，以期为我国个人养老金发展提供有益参考。

摘要：

- **美国养老“三支柱”体系发展成熟，权益市场参与度高。**美国最早建立起由联邦社保基金、雇主发起式养老计划以及个人养老金构成的“三支柱”养老保险体系，当前第二、三支柱规模较大且运作成熟。资产投向中权益类共同基金占比较高，其中风险分散、费率较低的指数型基金和养老目标基金是重要配置方向。美国养老目标基金以FOF形式运作，其权益类子基金以大盘风格为主，成长价值风格相对均衡，行业配置上青睐信息技术、医疗保健、金融等美国本土优势产业。
- **日本养老体系以第一支柱为主，近年来个人养老金发展迅速。**日本养老金体系中公共养老金规模占比超60%，近年来以iDeCo、NISA为代表的个人养老金发展迅速，较好地缓解了公共养老金压力。日本养老金入市初期以债券投资为主，此后在安培经济学的推广以及市场利率下行背景下逐步加大权益配置。投资上多采取被动管理策略，对工业、信息技术、可选消费等市值权重较大的行业配置占比较高。
- **美、日养老金入市提升市场稳定性，配置青睐本国优势产业。**1）养老金引导中长期资金入市，有效提升了市场稳定性，美、日养老金快速入市期往往伴随着市场夏普比率的系统性抬升；2）养老金青睐业绩相对稳定，风险评价较低的大市值行业龙头，美、日养老金入市期大盘风格往往具有更好的表现；3）养老金风险偏好较低，倾向于获得长期持续稳定的绝对收益，而本地优势产业往往具备较高的盈利水平，长期来看能够带来更高的市场回报，因此更受养老金资金的青睐。
- **政策红利推动个人养老金破冰，但制度建设仍任重而道远。**我国人口老龄化严重，养老三支柱筹集总量较低且发展不均，加快第三支柱建设承载着弥补养老金缺口和助力资本市场发展的双重使命。《关于推动个人养老金发展意见》明确个人养老金由产品制向账户制转型，并扩大税优产品覆盖范围，政策红利下市场对个人养老金增量空间与入市潜力寄予厚望。但我们认为相较于美、日等发达市场，我国个人养老金税优额度较低、二三支柱存在转移壁垒，且居民养老储蓄意识不足，这或将在一定程度上限制我国个人养老金发展速度。我们预计2027年、2032年我国个人养老金规模将达到4956亿、31320亿，预计分别可为股票市场带来578亿、6264亿的增量资金。若后续制度创新与建设加速，个人养老金将获得更大的增长空间与发展潜力。
- **个人养老金主要通过养老目标基金参与资本市场，增配权益、被动投资是未来发展趋势。**1）当前我国养老目标基金规模较小，配置以债券型子基金为主。参考海外发达市场经验，未来增配权益资产趋势较为确定，中长期资金入市有望降低市场波动；2）不同于美、日的被动投资策略，当前我国养老目标基金以主动管理为主，原因在于我国指数类投资产品尚不丰富，难以完全满足养老金风险管理需求。随着我国ETF市场的发展，具备成本优势的被动策略占比预计会逐步提升；3）与美、日发达市场类似，我国养老目标基金青睐本土优势产业的大市值龙头白马，82%偏股型子基金前十大重仓股平均市值在1000亿以上，行业上新能源、电子、医药、食品饮料配置占比较高。
- **风险提示：我国个人养老金参与率不及预期；政策落地不及预期。**

目录

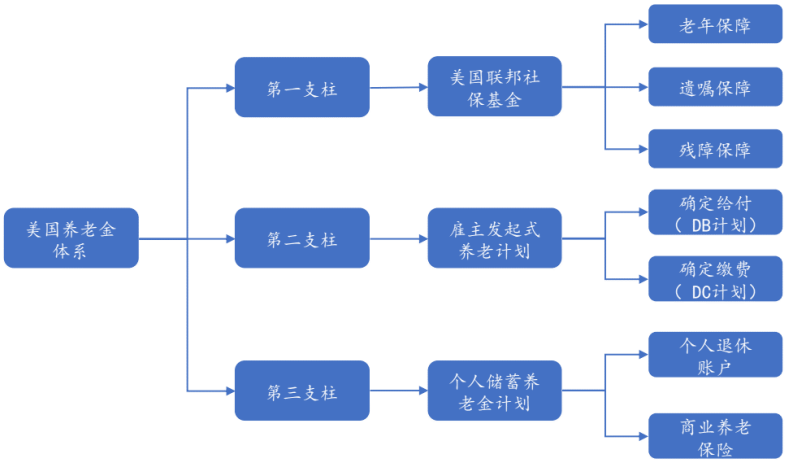
1. 美国养老金发展及入市经验启示 3
1.1. 美国养老金三支柱体系 3
1.2. 美国养老金入市历程及投资特点：权益市场参与度高，配置青睐本国优势产业 6
1.3. 美国养老金入市对权益市场的影响 9
2. 日本养老金发展及入市经验启示 10
2.1. 日本养老金三支柱体系 10
2.2. 日本养老金入市历程及投资特点：投资风格相对保守，被动策略占比较高 12
2.3. 日本养老金入市对权益市场的影响 15
3. 中国个人养老金发展及入市展望 17
3.1. 为何要发展个人养老金？ 17
3.2. 政策红利推动个人养老金破冰，但制度建设仍任重而道远 18
3.3. 个人养老金规模及入市资金测算 20
3.4. 我国个人养老金入市发展现状及未来展望 22

1. 美国养老金发展及入市经验启示

1.1. 美国养老金三支柱体系

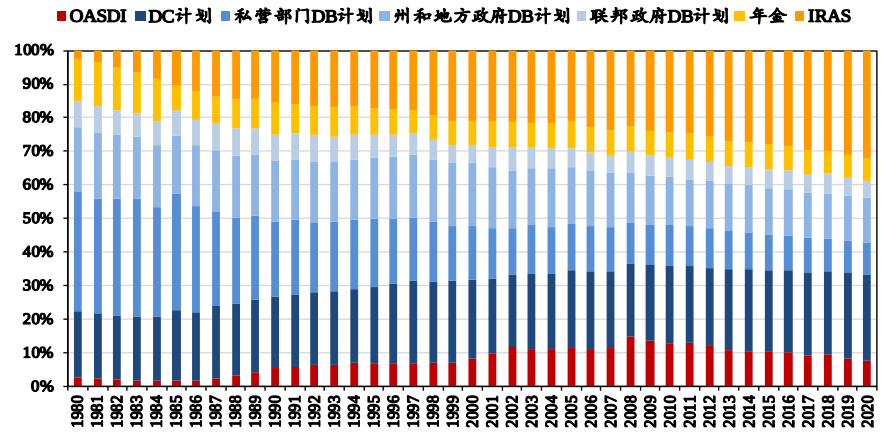
美国是世界上最早实施养老保险制度的国家之一，其养老保险体系的发展最早可追溯至 1935 年《社会保障法案》的颁布，此后经过不断的创新和完善，逐渐搭建起了以美国联邦社保基金、雇主发起式养老计划以及个人储蓄养老金计划的“三支柱”养老保险体系，该体系也成为了目前全球最主流的养老金体系结构。截止 2021 年，美国养老保险总资产已达到了 39.28 万亿美元，占美国居民持有金融资产总额近 30%。

图 1：美国养老金三支柱结构示意图



数据来源：ICI，国泰君安证券研究

图 2：美国养老金三支柱资产结构变迁

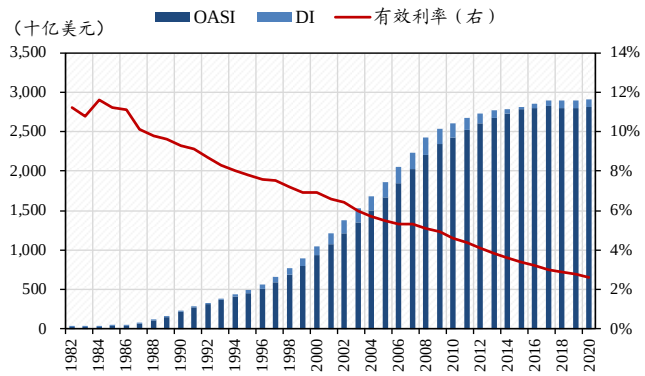


数据来源：SSA，ICI，国泰君安证券研究

- **第一支柱（联邦社保基金）：增速边际放缓，收益率逐年下滑。其最初由美国国会 1935 年通过的《社会保障法案》所提出，资金来源于居民工作期间所缴纳的社会保障税，并交由老年人与遗嘱保险信托基金（OASI）以及残障保险信托基金（DI）管理，目的是为了保障老年人、已故人员家属以及残障者人员的收入福利。根据《联邦社会保障法案》规定，社保基金仅允许投资于财政部特殊发行且可以随时以面值赎回的美国国库券，收益非常稳定。在市场整体利率下**

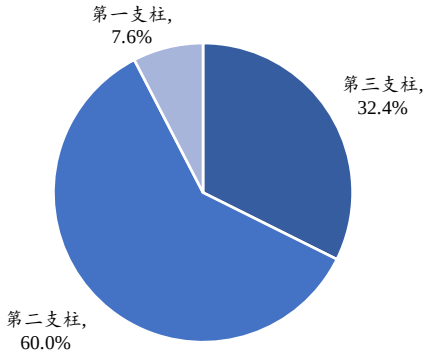
行的大环境下，其投资收益率也由 1982 年 11.2%的最高点逐年下滑至 2020 年的 2.6%。2008 年金融危机以来，随着老龄化的加剧与经济景气度下行，美国联邦社保基金规模增长呈现边际下滑态势，同时个人养老金的快速发展也使得美国联邦社保基金在三大支柱中的占比不断下降，截止 2020 年底，美国联邦社保基金规模约 2.9 万亿，在三大支柱中占比仅 7.6%。

图 3：美国社保基金增速边际放缓且收益率逐年下滑



数据来源：SSA，国泰君安证券研究

图 4：2020 年美国养老金第一支柱占比仅 7.6%



数据来源：SSA，ICI，国泰君安证券研究

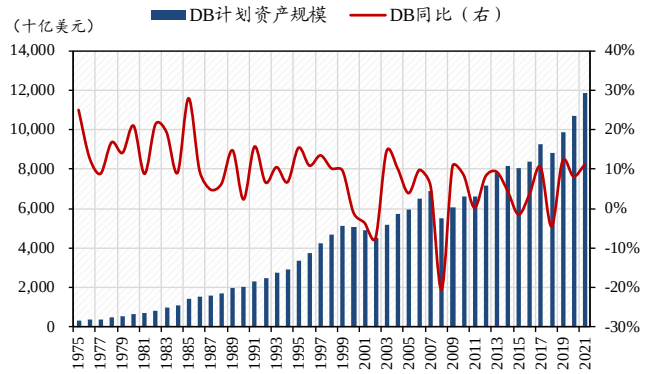
- **第二支柱（雇主发起式养老计划）：美国养老金最大的资金来源，以 401K 为代表的缴费确定性（DC）计划占比不断提升。雇主发起式养老计划是美国养老金最大的资金来源，截止 2020 年，第二支柱共计约 22.9 万亿美元，占比约 60.0%。美国早期雇主发起式养老基金计划主要采取传统的收益确定型（DB）模式，雇员退休后养老金待遇确定，金额根据雇员的工作年限和最后工资计算得出，而雇主将进行投资决策并承担相应的风险。但随着 70 年代美国经济陷入滞胀泥潭，DB 计划收益的大幅下降给企业带来了沉重的负担。1978 年，美国推出了以 401K 为代表的缴费确定型（DC）养老基金计划，相较于传统的确定收益型计划（DB），DC 计划通常采取雇员自主投资决策并承担风险的模式，这大大减轻了雇主的支付负担，同时美国政府出台了一系列针对 401K 计划的税收优惠政策，受到了雇主与雇员的欢迎。20 世纪 70 年代以来，以 401K 为代表的 DC 计划规模呈现快速增长的趋势，这极大程度的促进了美国养老金入市规模的扩张以及后续共同基金的快速发展。**

表 1：DB 计划与 DC 计划主要特征对比

	DB 计划-收益确定型	DC 计划-缴费确定型
核心内容	养老金待遇确定，金额根据雇员的工作年限和最后工资计算得出	雇员工作期间缴费金额确定，养老金待遇不确定，金额取决于缴费与投资收益的总和
风险承担	雇主进行投资决策并承担风险	雇员进行投资决策并承担风险
税收优惠	雇主缴费额处于某一期间内才免税	雇主缴费额不纳税； 雇员可自主选择将缴费与投资收益阶段税收延迟至给付阶段支付或利用税后收入缴费，投资收益与给付阶段免税两种模式；
代表种类	个人部门 DB 计划、联邦政府 DB 计划	401K、403B、457 计划、TSP

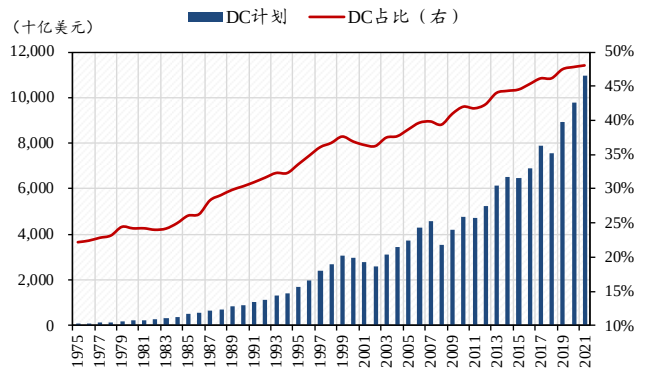
数据来源：国泰君安证券研究

图 5：20 世纪 70 年代至 80 年代末，美国 IRAs 规模快速扩张



数据来源：美联储，国泰君安证券研究

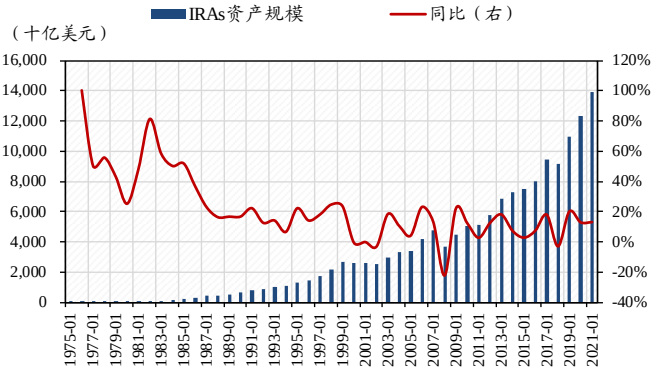
图 6：美国 DC 计划资产在第二支柱中的规模占比不断提升



数据来源：美联储，国泰君安证券研究

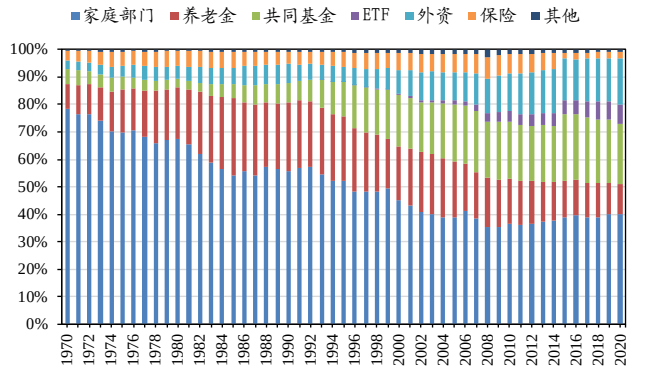
- **第三大支柱（个人储蓄养老保险）：个人退休账户（IRAs）的推出进一步推动了养老金入市。1974年，为激励低收入以及未被就业计划覆盖人群进行自主退休储蓄，并为工作变更或离职雇员提供第二支柱资金转账渠道，美国颁布的《雇员退休收入保障法》创立了个人退休账户模式（IRAs），这是一种以个人为单位、自愿参与的养老储蓄计划，截止 2021 年总资产规模约 13.9 万亿美元，已成为美国养老金体系第三大支柱的核心。与 401K 计划相似，IRAs 为个人提供了可观的税收优惠以激励储蓄，同时鼓励养老基金进行多样化的投资，对市场上普遍金融工具的投资几乎都不加限制（包括共同基金、银行储蓄、人寿保险、直接持有证券等）。随着 IRAs 规模的快速扩张，养老金参与资本市场的程度也进一步加深，1970 至 80 年代末，美国养老金持股市值占比由 10%上升至 25%，成为这一阶段市场机构化的主要力量。**

图 7：20 世纪 70 年代至 80 年代末，美国 IRAs 规模快速扩张



数据来源：ICI，国泰君安证券研究

图 8：20 世纪 70 年代至 80 年代末，美国养老金持股市值占比由 10%上升至 25%

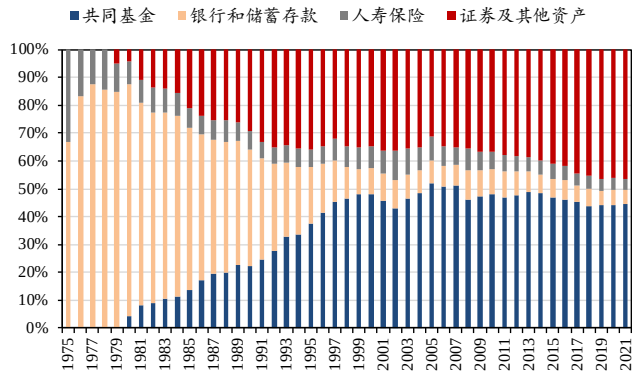


数据来源：美联储，国泰君安证券研究

1.2. 美国养老金入市历程及投资特点：权益市场参与度高，配置青睐本国优势产业

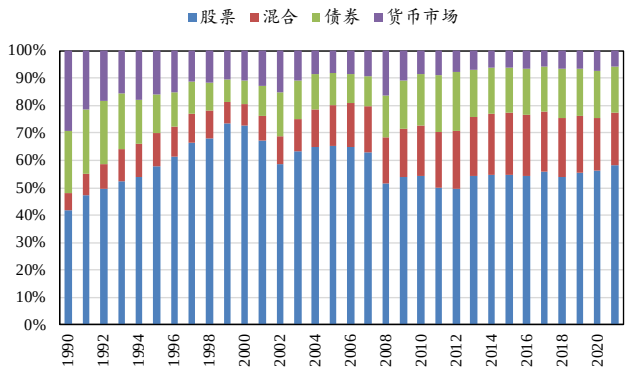
美国养老金投资以权益市场为主，主要配置共同基金或直接持有证券资产。早期美国养老金投资分布以银行和储蓄存款为主，1980 年 IRA 持有银行和储蓄存款占其总资产 80%以上，但此后美国商业银行储蓄利率趋势下行，仅投资于银行储蓄存款难以满足养老金保值增值的需要，投资于共同基金以及直接持有证券资产的比例大幅上升。截止 2021 年，IRA 持有共同基金、直接持有证券资产的金额分别为 6.2 万亿美元、6.5 万亿美元，两者合计占比超 90%，共同基金中股票类占比达 58.3%。401K 计划持有共同基金 5.0 万亿美元，其中股票类基金占比 59.7%。

图 9： IRA 持有资产由银行储蓄向权益市场转移



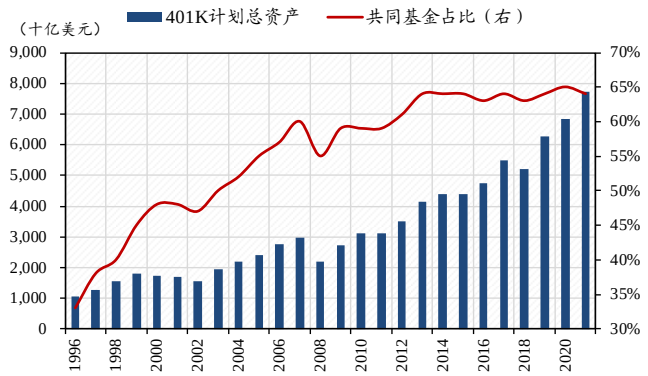
数据来源：ICI，国泰君安证券研究

图 10： IRA 持有股票型共同基金占比较高



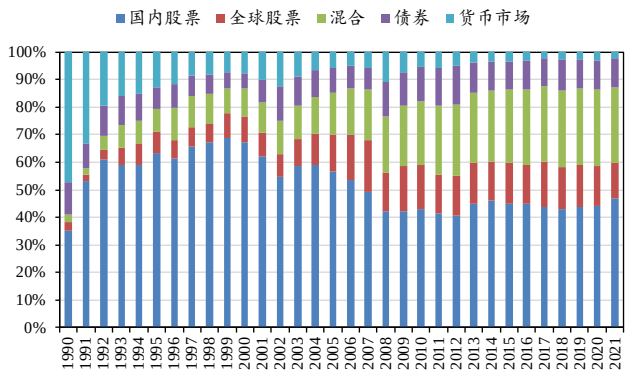
数据来源：ICI，国泰君安证券研究

图 11： 401K 持有共同基金占比不断提升



数据来源：ICI，国泰君安证券研究

图 12： 401K 计划持有股票型共同基金占比较高

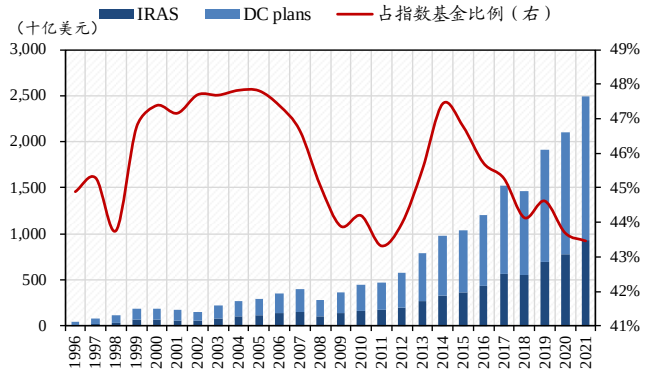


数据来源：ICI，国泰君安证券研究

指数型基金和养老目标基金是美国养老金的重要配置方向。对于养老金而言，投资指数型基金具备几大明显优势：1）安全性是养老金投资的第一原则，指数型基金追踪特定标的指数，投资范围广泛，能够很大程度的分散风险；2）被动投资受人为因素影响较小，有利于提升投资收益的稳定性；3）养老金资金体量大，指数基金管理成本相对较低，不用经常调仓换股，因此相较于主动管理型基金而言，具备明显的低费率优势。因此，指数型基金成为了美国养老金的重要配置方向。截止 2021 年，

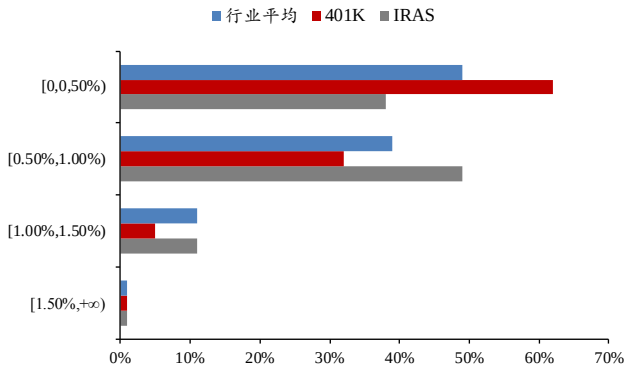
IRAs 和 DC 计划持有指数型基金共计 2.5 万亿美元，占全市场指数基金规模比重约 44%。除此之外，近年来养老目标基金发展迅速，其多通过 FOF 形式运作，构建基金组合进一步分散风险。截止 2021 年，IRAs、DC 计划分别持有养老目标基金 0.45 万亿美元、1.27 万亿美元，占全市场养老目标基金规模约 77%。

图 13：指数型基金是美国养老金的重要配置方向



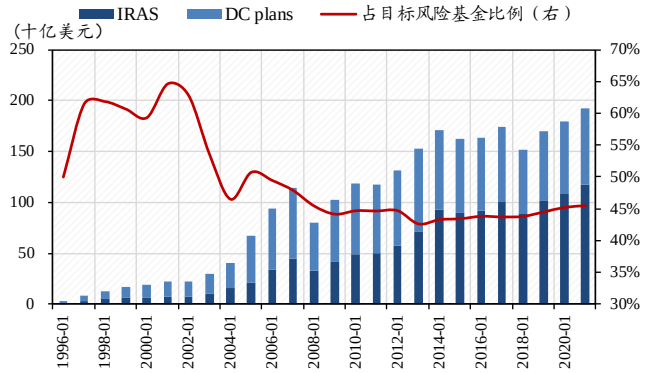
数据来源：ICI，国泰君安证券研究

图 14：401K 与 IRAs 均偏好费率更低的共同基金



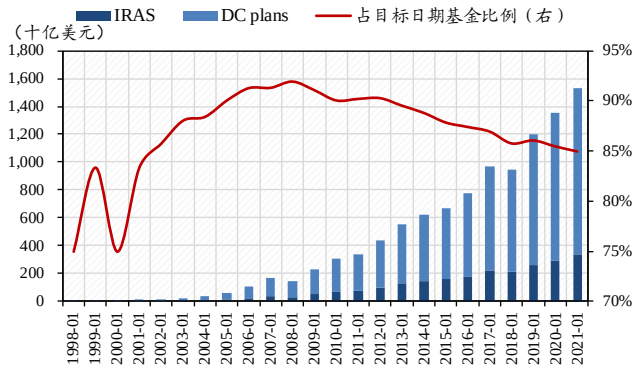
数据来源：ICI，国泰君安证券研究

图 15：养老金是目标风险基金的主要资金来源



数据来源：ICI，国泰君安证券研究

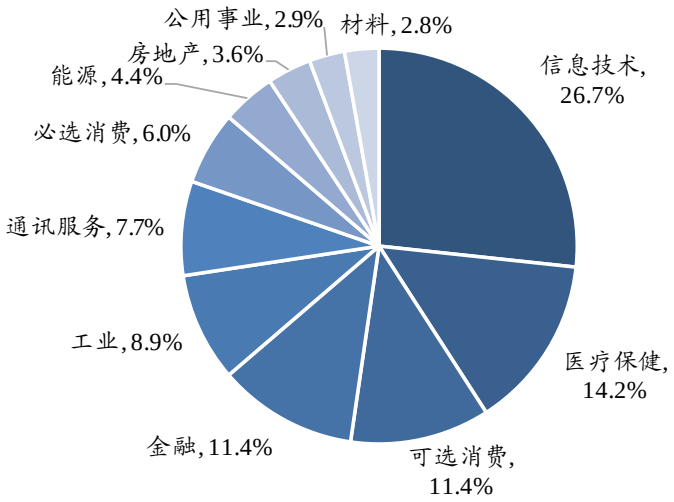
图 16：养老金是目标日期基金的主要资金来源



数据来源：ICI，国泰君安证券研究

养老目标基金持仓青睐本国优势产业，信息技术、医疗保健占比较高。养老金作为市场长期资金，倾向于获得持续稳定的绝对收益，而本地优势产业往往具备较高的盈利水平，长期来看能够带来更高的市场回报，因此往往得到养老金资金的青睐。具体来看：1）Vanguard：先锋基金养老目标基金采取完全被动管理的方式，跟踪的国内权益类指数基金是先锋美国股票指数基金，该基金完全以标普全市场指数为基准，重仓信息技术、医疗保健以及可选消费；2）Fidelity：富达养老目标基金权益子基金以大盘股配置为主，成长价值风格相对均衡，行业配置上信息技术、医疗保健与金融行业占比较高；3）普信：普信养老目标基金配置以大盘为主，但中盘的配置较 Vanguard 和 Fidelity 更高，成长价值风格较为均衡，信息技术、医疗保健和金融仍是占比前三的行业。

图 17: 先锋美国股票基金跟踪标普全市场指数，重仓信息技术、医疗保



数据来源：Vanguard，国泰君安证券研究

表 2：富达养老目标基金重仓信息技术、医疗保健以及金融

富达养老目标基金持有子基金	基金分类	重仓前三大行业			重仓前三大行业占比		
		第一名	第二名	第三名	第一名	第二名	第三名
富达成长基金	大盘成长	信息技术	可选消费	医疗保健	35.6%	18.9%	13.9%
富达大盘基金	大盘均衡	信息技术	金融	医疗保健	17.6%	15.8%	14.6%
富达大盘价值	大盘价值	金融	医疗保健	信息技术	19.4%	16.0%	9.2%
富达内在价值	中盘价值	医疗保健	金融	可选消费	21.4%	16.5%	14.7%
富达价值发现	大盘价值	金融	医疗保健	公用事业	20.4%	20.1%	11.2%
富达机会精选	大盘成长	信息技术	金融	医疗保健	22.8%	15.6%	14.2%
富达蓝筹成长	大盘成长	信息技术	可选消费	通讯服务	37.1%	26.3%	9.7%

数据来源：Fidelity，国泰君安证券研究。注：上述持仓数据截止至 2022.06

表 3：普信养老目标基金重仓信息技术、医疗保健以及金融

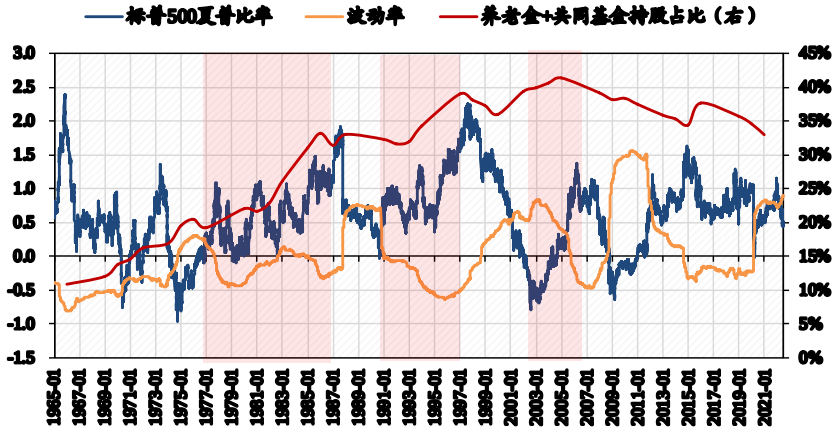
普信养老目标基金持有子基金	基金分类	重仓前三大行业			重仓前三大行业占比		
		第一名	第二名	第三名	第一名	第二名	第三名
普信价值	大盘价值	医疗保健	金融	工业	23.6%	15.5%	11.7%
普信成长	大盘成长	信息技术	可选消费	通讯服务	45.0%	25.3%	11.9%
普信权益指数 500	大盘价值	信息技术	医疗保健	可选消费	27.7%	14.3%	11.4%
普信中盘价值	中盘价值	金融	医疗保健	工业	18.5%	14.0%	10.4%
普信中盘成长	中盘成长	医疗保健	信息技术	工业	25.6%	21.7%	17.3%
普信美国权益研究	大盘均衡	信息技术	医疗保健	可选消费	28.0%	14.7%	12.2%

数据来源：普信，国泰君安证券研究。注：上述持仓数据截止至 2022.07

1.3. 美国养老金入市对权益市场的影响

美国养老金加速入市期往往伴随着市场夏普比率的抬升。养老金引导更多中长期资金入市，提升市场机构投资者占比，对于提高市场稳定性，促进权益市场高质量发展具有积极作用。美国养老金加速入市期，标普500指数夏普比率往往能够得到系统性的抬升。

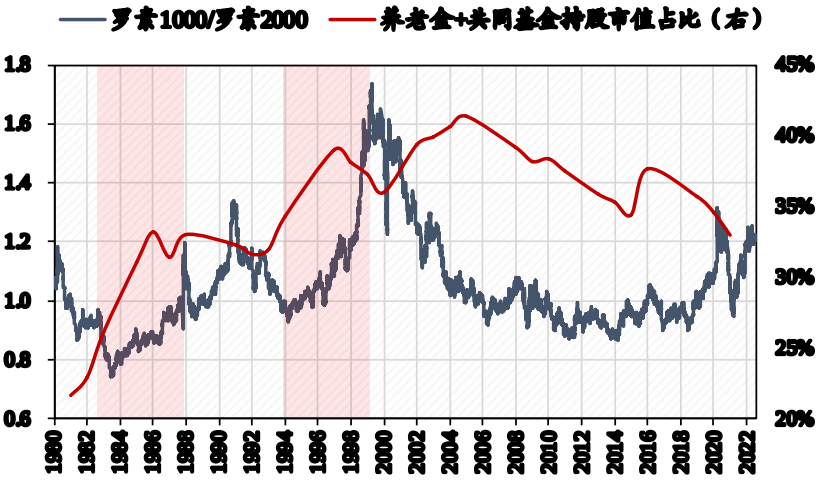
图 18：美国养老金加速入市期往往伴随着市场夏普比率的抬升



数据来源：美联储，Bloomberg，国泰君安证券研究

大小风格方面，美国养老金入市利好市场大盘风格的表现。养老金投资风格稳健，对安全性要求较高，倾向于持有业绩相对稳定，风险评价较低的大市值行业龙头。我们以罗素1000表征美国市场大盘风格，以罗素2000表征美国市场的小盘风格，可以发现在养老金快速入市阶段，美国大盘风格显著优于小盘风格。

图 19：美国养老金入市利好市场大盘风格的表现



数据来源：美联储，Bloomberg，国泰君安证券研究

成长价值风格方面，养老金入市初期往往利好价值风格表现。养老金资金风险偏好较低，在入市初期投资风格往往相对稳健，短期有利于市场价值风格的表现，可以发现在养老金持股比例快速提升的阶段，MSCI美国价值指数均大幅跑赢MSCI美国成长指数。但随着养老金通过共同基

金参与权益市场比例的抬升，被动投资的发展与不同风险产品选择的增加使得养老金成长价值风格配置趋于均衡，对于市场风格的影响也边际趋弱。可以发现金融危机之后，全球智能手机与移动互联网产业浪潮爆发，叠加“低利率+低通胀”市场环境利好长久期资产，美股成长风格持续大幅跑赢价值风格。

图 20：美国养老金入市初期利好市场价值风格的表现



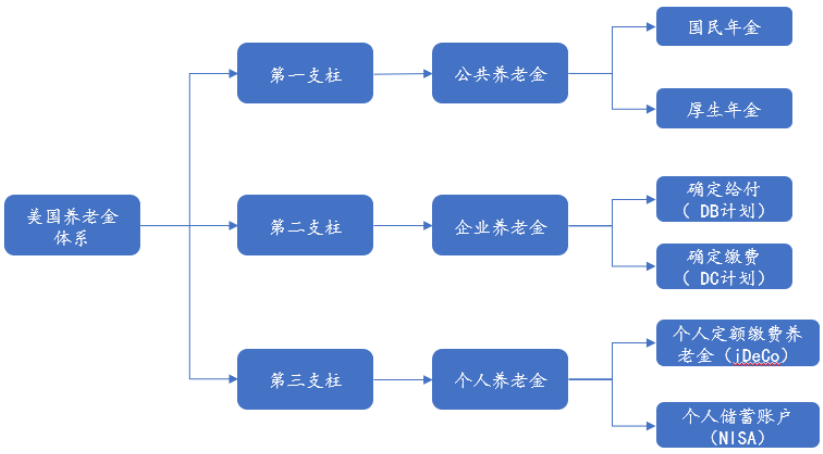
数据来源：美联储，Bloomberg，国泰君安证券研究

2. 日本养老金发展及入市经验启示

2.1. 日本养老金三支柱体系

日本是全球人口老龄化最为严重的国家之一，为了应对老龄化趋势，日本先后颁布《劳动者年金保险法》、《厚生年金保险法》和《国民年金法》等，逐步建立了以公共养老金、企业养老金以及个人养老金为主的三支柱养老体系。

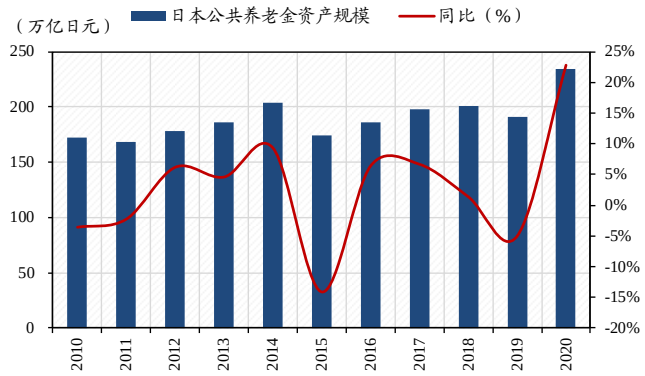
图 21：日本养老金三支柱结构示意图



数据来源：日本厚生劳动省，国泰君安证券研究

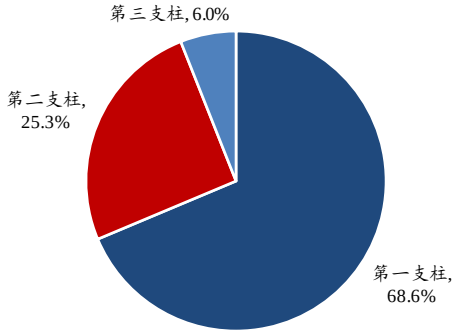
- **第一支柱（公共养老金）：由国民年金和厚生年金构成，是日本养老金体系的基础。日本养老金第一支柱主要由国民年金和厚生年金构成，国民年金具有强制性，除 20 岁以下被抚养人之外的全体日本国民与在日本有住所的外国人均需参保。厚生年金主要覆盖企业雇员、公务员、教师等，覆盖范围也相对较广。公共养老金是日本养老金体系的基础。截止 2020 年，日本公共养老金规模达 233.9 万亿日元（约 2.26 万亿美元），占比日本整体养老金规模 60%以上。**

图 22：2020 年日本公共养老金规模约 2.26 万亿美元



数据来源：GPIF，国泰君安证券研究

图 23：公共养老金占日本养老金整体规模 60%以上

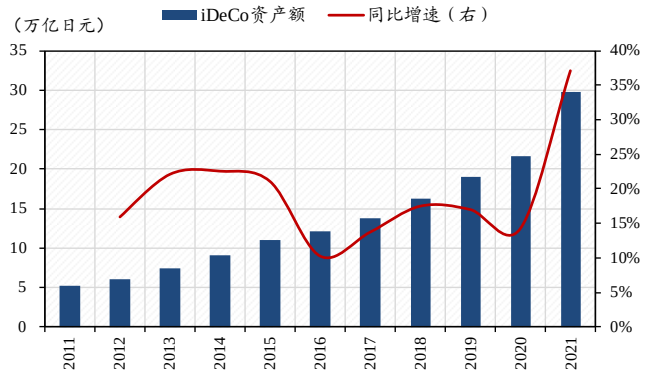


数据来源：日本厚生劳动省，GPIF，国泰君安证券研究

- **第二支柱（企业/雇主养老金）：以企业责任为主体的补充养老金制度。与美国第二支柱相类似，日本企业/雇主养老计划也包括收益确定型（DB 计划）和缴费确定型（DC 计划）两种模式，当前日本第二支柱仍以 DB 型计划为主，但 DC 型计划占比逐年提升。资金投向上 DB 计划以固定收益类产品为主，DC 计划以存款、保险产品为主。**

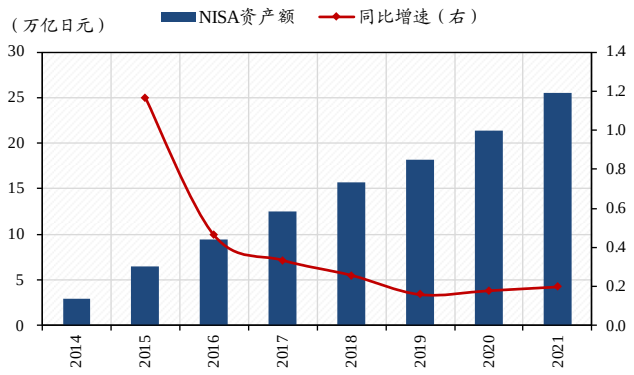
- **第三支柱（个人养老金）：主要包括个人定额缴费养老金（iDeCo）和个人储蓄账户（NISA），近年来发展十分迅速。iDeCo 与美国 401K 计划的投资运作方式类似，但与 401K 企业选择管理机构不同，iDeCo 投资选择权完全归属于投资者个人，可在特定金融机构选择存款、保险、基金等金融产品，并享受税收优惠。NISA 是为了鼓励储蓄所设立的免资本利得税个人储蓄账户，除股票、基金产品外，NISA 还允许投资者购买房地产信托投资基金（REIT）。当前日本个人养老金规模虽与公共养老金还有较大的差距，但近年来发展十分迅速。iDeCo 总资产由 2011 年的 5.3 万亿日元上升至 2021 年的 29.7 万亿日元，年复合增速 19%；NISA 总资产由 2014 年的 3.0 万亿日元上升至 2021 年的 25.6 万亿日元，年复合增速 36%。与美国 401K、IRAs 计划相类似，日本 iDeco、NISA 投资者也更倾向于配置权益类资产。截止 2021 年，iDeco 投资信托资产规模达 16.33 万亿日元，占比 55.3%，NISA 投资上市股票、信托总规模达 20.12 万亿日元，占比达 95.1%。**

图 24：2011-2021 日本 iDeCo 资产额年复合增长 19%



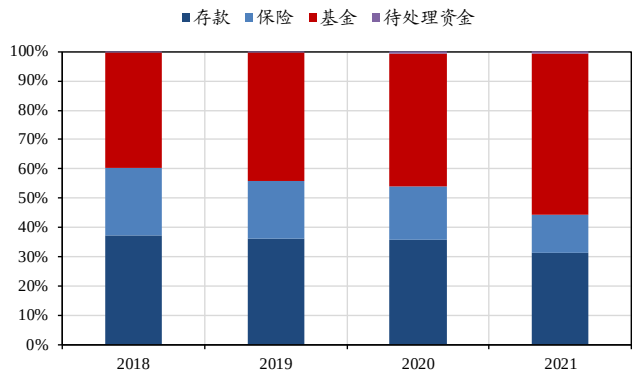
数据来源：iDeCo，国泰君安证券研究

图 25：2014-2021 日本 NISA 资产额年复合增长 36%



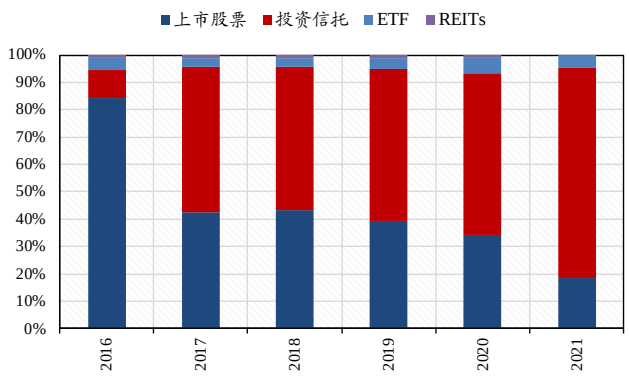
数据来源：FSA，国泰君安证券研究

图 26：iDeCo 资金投向以基金产品为主



数据来源：iDeCo，国泰君安证券研究

图 27：NISA 资金投向以股票与基金产品为主

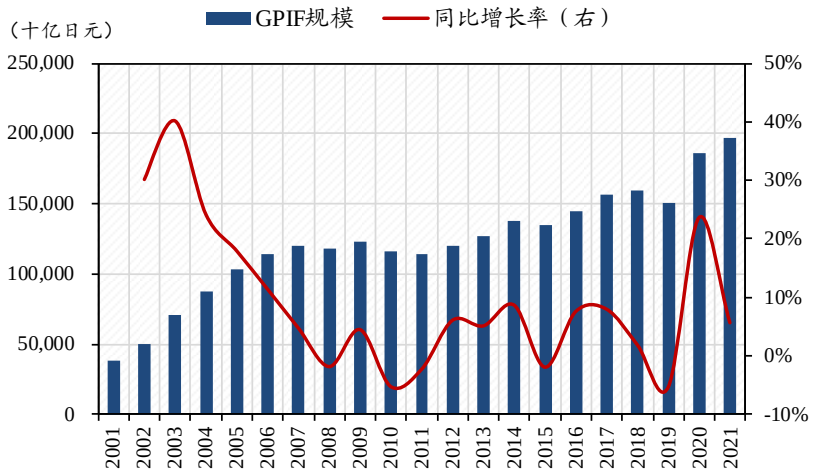


数据来源：FSA，国泰君安证券研究

2.2. 日本养老金入市历程及投资特点：投资风格相对保守，被动策略占比较高

早期日本公共养老金归属于政策性金融体系，GPIF成立后市场化程度逐步提升。2001年 GPIF成立之前，日本并没有构建独立的公共养老金投资机构，而是将公共养老金存放在大藏省负责管理的信托基金局。信托基金局将养老金连同邮政储蓄存款等捆绑，建立财政投资与贷款项目（FILP）统一进行投资，其中 80%的资金用于借给政府性金融机构，剩余的 20%被用于购买政府债券，对资本市场的参与度十分有限。更为重要的是，政府性金融机构多将贷款投向基础设施建设等收益率较低、投资回收期较长的项目，给养老金带来了严重的坏账损失。因此，2001 年 4 月，政府年金投资基金（GPIF）成立，专门负责日本公共养老金基金的投资和运营，同时也标志着日本公共养老金管理市场化的开启。截止 2021 年，GPIF 总资产达 196.6 万亿日元（约 1.62 万亿美元），是仅次于美国联邦社保基金的全球第二大公共养老基金。

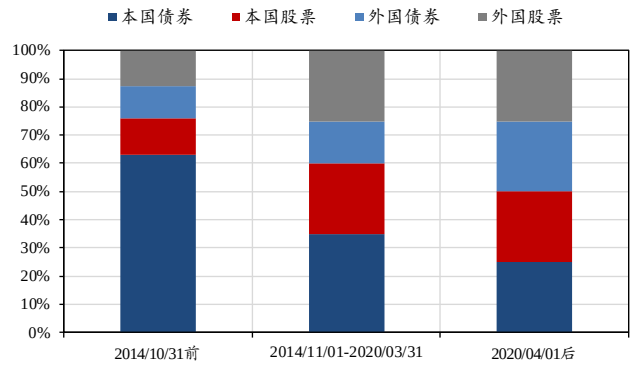
图 28: 2021 年 GPIF 总资产规模达 196.6 万亿日元(约 1.62 万亿美元)



数据来源：GPIF，国泰君安证券研究

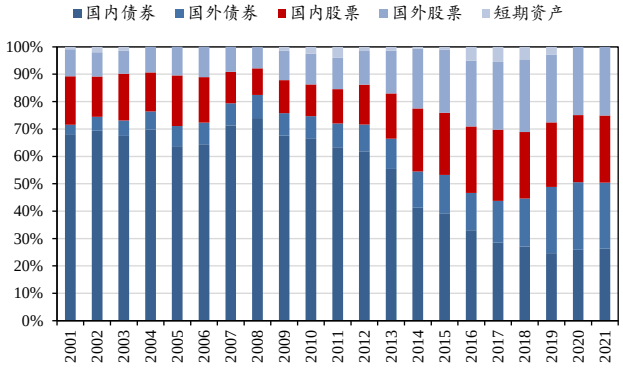
GPIF投资风格相对保守，初期配置以政府债券为主，后续逐渐增配权益资产。日本养老金投资风险偏好相对较低，更注重长期稳定的资产保值增值。2006 年厚生劳动省为 GPIF 设定的真实收益率（名义收益率-名义工资增长率）目标仅为 1.1%，对于国内和国外股票资产的目标配置比例限制在 12%。因此早期 GPIF 投资以债券资产为主，追求稳定的利息股息收益，对权益市场的参与度有限。2013 年起日本大力推行"安培经济学"，极度宽松的货币政策推动利率下行，这给依赖于利息收入的 GPIF 带来了较大的负面影响。因此 2014 年 10 月，厚生劳动省调整 GPIF 战略配置方针，批准将国内、国外股票配置比例从 12%提高至 25%，将日本债券配置比例从 60%下调至 35%，并将真实收益率目标调升至 1.7%。此后 GPIF 逐步增配权益资产，截止 2021 财年，GPIF 股票资产的配置比例达 49.6%，资本利得收入也逐步成为 GPIF 收益的核心影响因素。

图 29: GPIF 资产组合配置限制比例调整



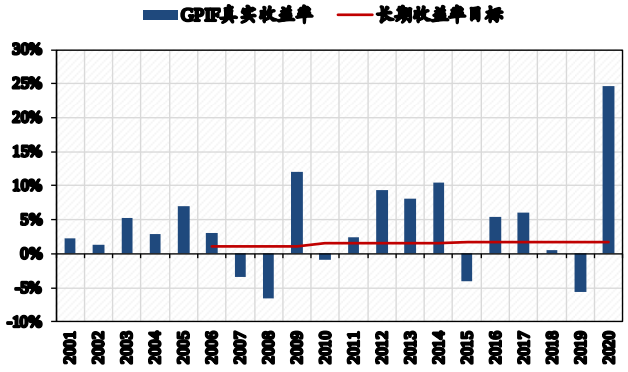
数据来源：GPIF 年报，国泰君安证券研究

图 30: GPIF 投资以债券为主，逐渐增配股票资产



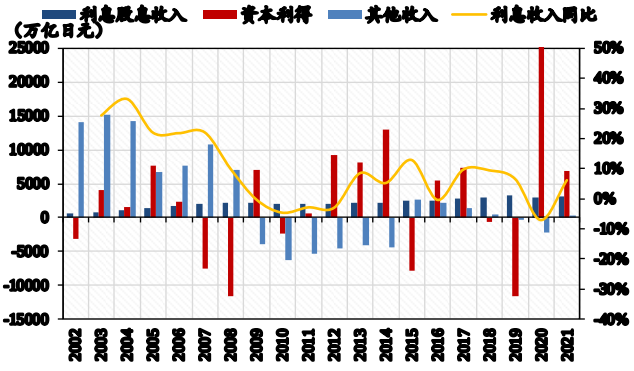
数据来源：GPIF 年报，国泰君安证券研究

图 31：GPIF 真实收益率与长期收益率目标



数据来源：GPIF 年报，国泰君安证券研究

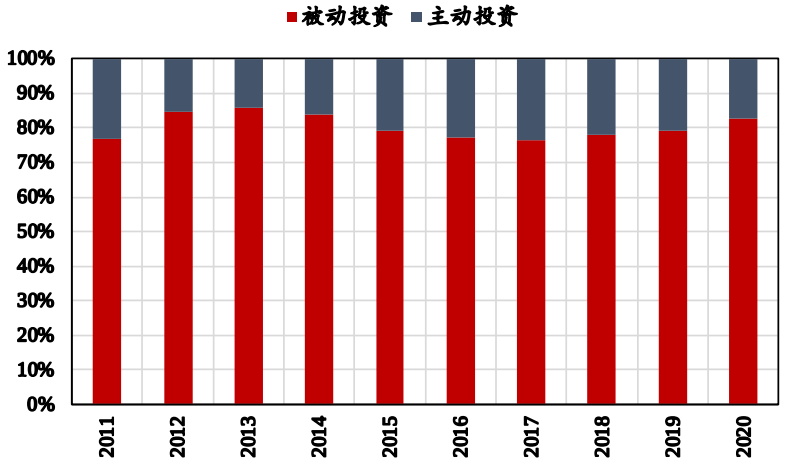
图 32: 资本利得对于 GPIF 投资收益率影响逐步放大



数据来源：GPIF 年报，国泰君安证券研究

GPIF 主要采用模仿市场指数的被动投资策略。虽然 GPIF 权益市场参与度逐步提升，但由于风险偏好依旧较低，以获取市场长期平均收益率为目标。因此 GPIF 主要采取被动投资策略，跟踪 TOPIX、JPX、MSCI 等指数。这不仅很大程度上降低了管理成本，同时也很好地分散了投资风险。

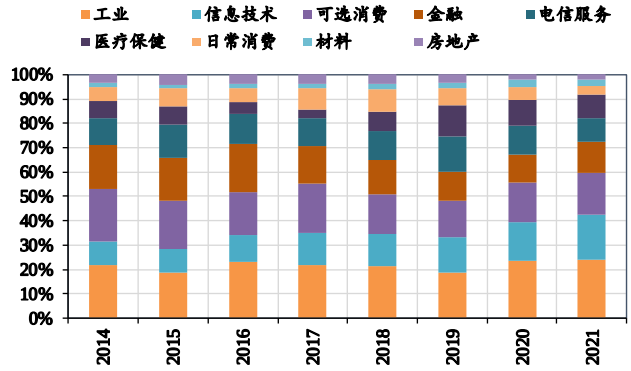
图 33：GPIF 被动投资占比超 80%



数据来源：GPIF，国泰君安证券研究

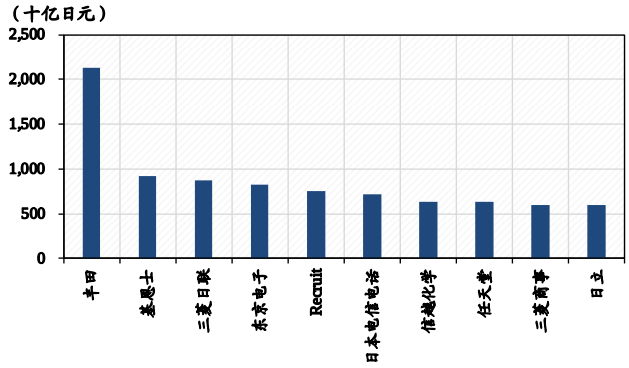
GPIF 重仓工业、信息技术与可选消费，持股青睐于行业龙头。从 GPIF 重仓股（Top50）行业特征来看，工业（23.9%）、信息技术（18.7%）、可选消费（17.2%）持仓占比较高，其中工业与可选消费持仓占比相对稳定，信息技术持仓逐年攀升。除此之外，2014-2021 年 GPIF 大幅增持医疗保健（由 6.8%上升至 9.5%），同时大幅减配金融（由 18.4%下降到 12.4%）。由于 GPIF 大多采取跟踪指数的被动投资策略，因此持仓行业变化的背后，是日本信息技术、医疗保健快速发展的体现，可以发现 2013-2021 年，日本股票市场信息技术、医疗保健市值权重大幅提升。

图 34：GPIF 重仓工业、信息技术与可选消费



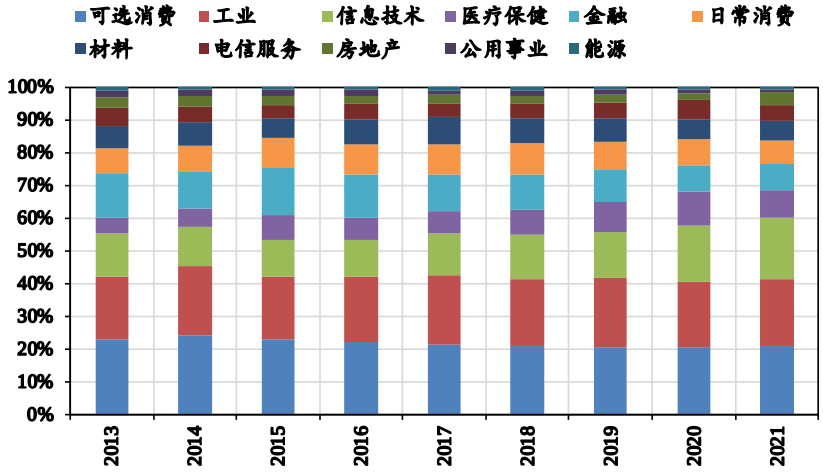
数据来源：GPIF 年报，国泰君安证券研究

图 35：2021 年 GPIF 国内前十大重仓股



数据来源：GPIF 年报，国泰君安证券研究

图 36：2013 年至今日本股票市场信息技术、医疗保健权重大幅提升

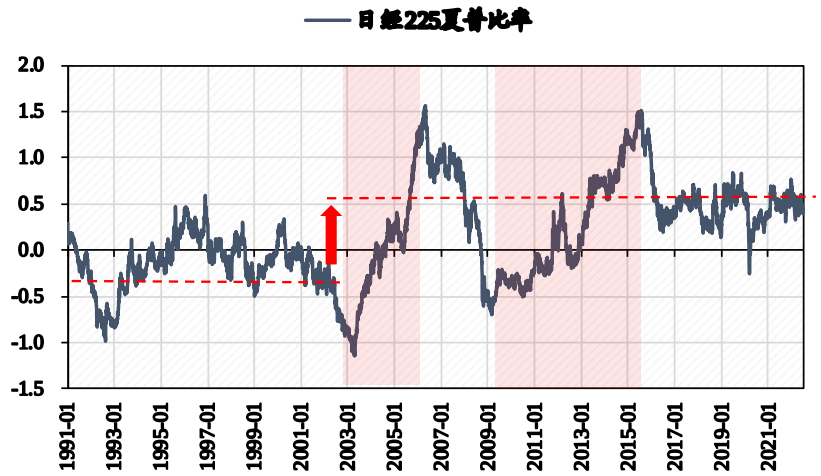


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.3. 日本养老金入市对权益市场的影响

养老金入市带来稳定的“长线”资金，推动市场整体夏普比率系统性抬升。日本养老金投资期限较长，且多采取跟踪指数的被动投资方式，“长线”资金入场有效地提升了市场稳定性，对促进资本市场良性发展发挥了积极作用。可以发现在日本养老金入市后，日经 225 夏普比率得到了系统性的抬升。

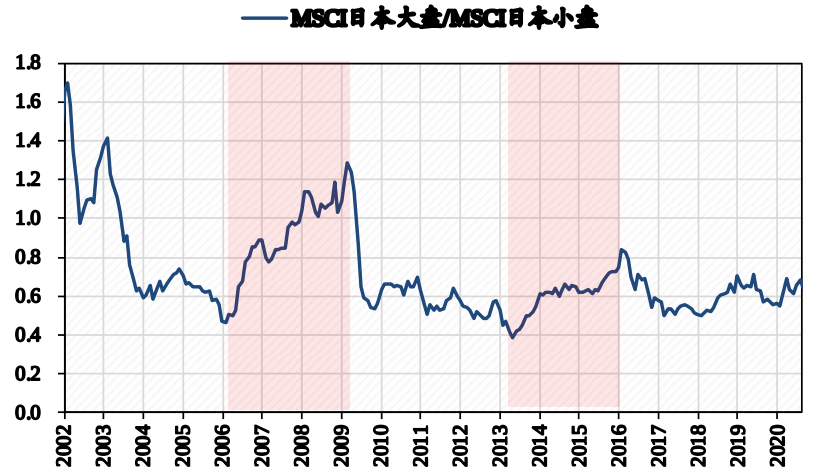
图 37：日本养老金入市带来了市场夏普比率的系统性抬升



数据来源： Bloomberg，国泰君安证券研究

大小风格来看，日本养老金入市利好大盘风格的表现。日本公共养老金投资稳健，持股青睐于业绩确定性较强的行业龙头，因此日本养老金入市往往利好市场大盘风格的表现。在 GPIF 资金入市初期，以及 2014 年增大权益资金权益市场配置比例阶段。MSCI 日本大盘指数均显著跑赢 MSCI 日本小盘指数。

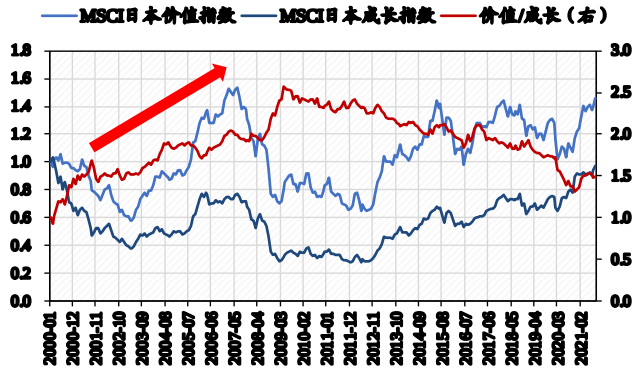
图 38：日本养老金快速入市期，往往利好大盘风格的表现



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

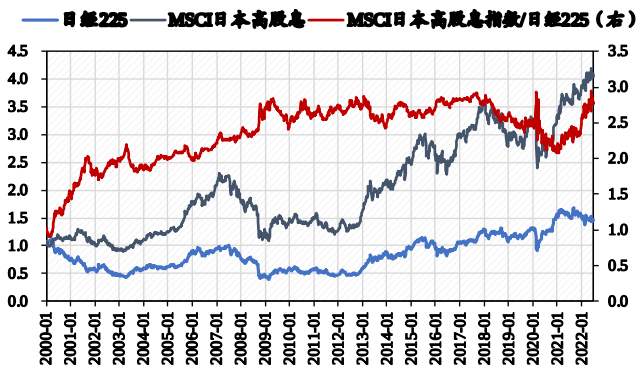
日本养老金入市初期，市场价值风格明显占优。日本养老金投资风险偏好较低，且入市前期更为注重股息收益，因此 2008 年之前日本市场价值风格明显占优，MSCI 日本价值指数长期跑赢 MSCI 日本成长指数，MSCI 日本高股息指数相较于市场整体也获得了明显的超额收益。2010 年后，第三支柱成为日本养老金入市的主力，其多通过公募基金的方式参与权益市场，成长价值配置相对均衡。GPIF 虽在 2014 年调升股票配置比例上限，但大多以指数投资为主，对于市场风格的影响逐步趋弱。

图 39：2010 年之前日本股市价值风格明显占优



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 40：2010 年之前日本股市高股息风格明显占优



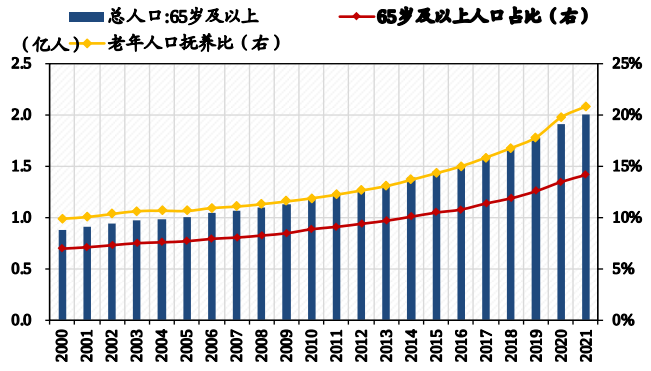
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

3. 中国个人养老金发展及入市展望

3.1. 为何要发展个人养老金？

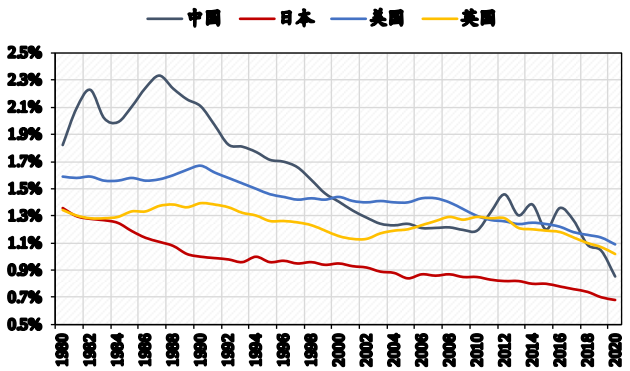
我国人口老龄化问题日益严重，出生率加速下滑，老年人口抚养比不断提高。截止 2021 年，我国 65 岁以上人口达 2 亿人，占比 14.2%，已突破 14%的国际通用衡量标准，步入深度老龄化社会。与此同时，近年来我国人口出生率持续下滑，2021 年我国出生率仅为 7.5‰，已低于英、美等发达国家。老龄化加剧叠加生育率下滑，致使我国老年人口抚养比快速攀升，2021 年我国老年人口抚养比达 20.8%，较 2010 年大幅上升 8.9%，即每 100 名劳动年龄人口需负担 20.8 位 65 岁以上老人，全社会较大的赡养压力给我国养老保险体系带来了较大的负担。

图 41：2021 年我国 65 岁以上人口占比达 14.2%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 42：我国出生率已低于部分发达国家

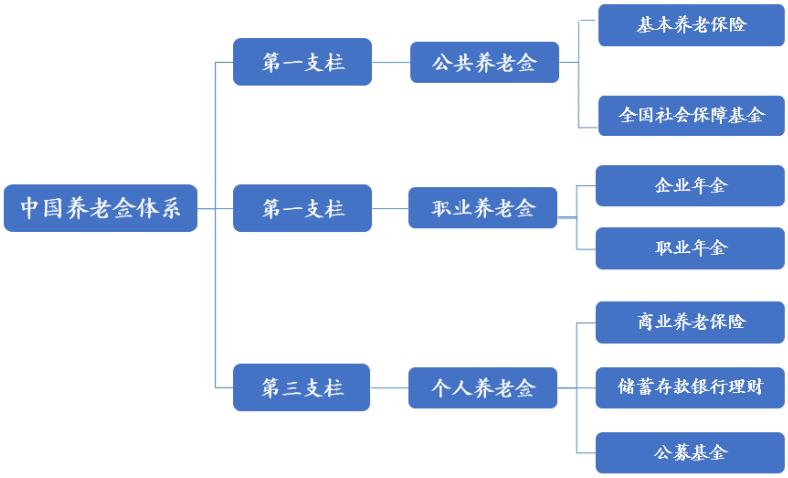


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

我国养老保险三支柱体系发展不均衡，第一支柱一支独大，但却面临较大的资金缺口。我国养老金第一支柱由基本养老保险和全国社会保障基金构成，我国第一支柱的发展已相对成熟，基本实现了制度上的全覆盖和应保尽保。截止 2020 年末，我国基本养老保险已覆盖近 10 亿人，第一支柱整体规模近 8.27 万亿元，占比达 69.3%。而二、三支柱发展十分有限，占比仅 29.7%、1.1%，过度依赖第一支柱的养老金结构给基本养老保险基金带来了巨大的给付压力，2019 年以来出现基金净收入下滑

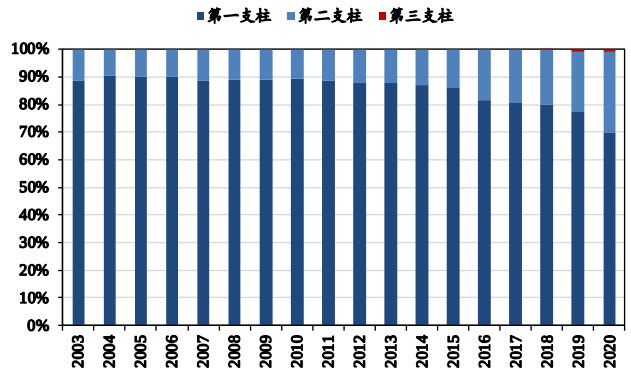
乃至为负的情况。根据《中国养老金精算报告 2019-2050》测算，减轻企业缴费费率至 16%的情况下，全国城镇企业职工基本养老保险基金累计结余将于 2027 年达到顶点 7.0 万亿元，到 2035 年耗尽。因此，过度依赖第一支柱的发展模式越来越难以满足日益增长的养老保障需求。2022 年 4 月 20 日，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》，我国个人养老金发展迈入新阶段。

图 43：我国养老金“三大支柱”结构示意图



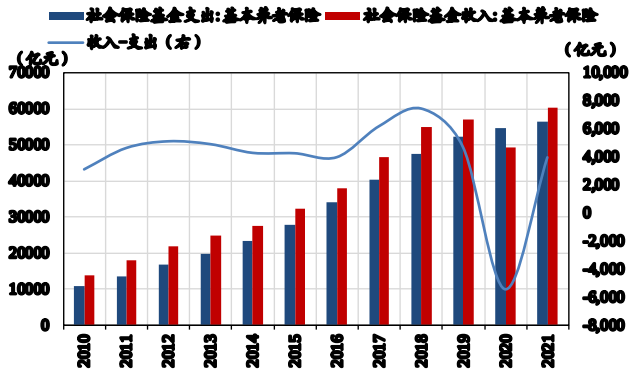
数据来源：国泰君安证券研究

图 44：我国养老金第一支柱占比近 70%



数据来源：人社部、银保监会，全国社保基金理事会，中国证券投资基金业协会，Wind，国泰君安证券研究

图 45：当前我国基本养老保险面临较大的运转压力



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.2. 政策红利推动个人养老金破冰，但制度建设仍任重而道远

税收优惠是美、日个人养老金快速发展的核心推动，当前我国税优额度仍有较大提升空间。当前个人税延型商业养老保险是我国唯一具有税收优惠的养老产品，《关于推动个人养老金发展意见》（下文简称《意见》）明确，未来个人养老金投向银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品，税优覆盖范围预计将明显扩大。但《意见》仅小幅放宽了税优缴费限制，取消了当月月收入 6%的扣除限额，并未提升年缴费上限额度，也未明确个人养老金账户在投资和领取环节的具体税优政

策。参照个人税延型商业养老保险的 EET 模式（缴费，投资阶段免税），以 2021 年全国城镇单位就业人员平均工资 10.68 万元测算，个人养老金带来的年税收优惠仅为 360 元，占人均工资比仅 0.3%，较美国 IRAs、日本 iDeCo 的 2.5%、1.0%仍有较大差距，这极大程度地降低了以中高收入人群参与积极性，未来个人养老金税优额度仍有较大提升空间。

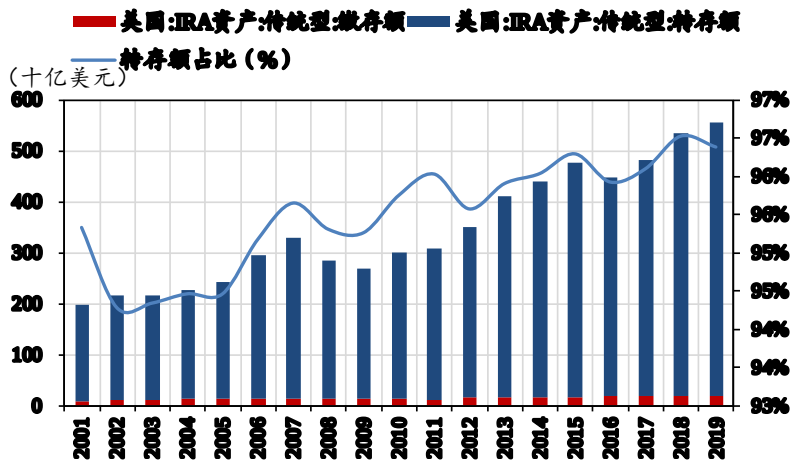
表 4：美国、日本、中国个人养老金账户税收优惠额度测算

国家	税优上限	人均工资	年缴费上限/人均工资	税收优惠额度	税收优惠额度/人均工资
美国 IRAs（美元）	6000	53383	11.2%	1320	2.5%
日本 iDeco（日元）	276000	4330000	6.4%	41400	1.0%
中国个人养老金（元）	12000	106837	11.2%	360	0.3%

数据来源：IRAs、iDeco、Wind，国泰君安证券研究

个人养老金形式由产品制向账户制转变，但尚未打通二、三支柱转移壁垒。美、日个人养老金均采用账户制形式，且允许二、三支柱间相互打通，当雇员离开雇主时，可以将第二支柱内的养老金转入第三支柱的个人养老金账户，继续进行投资并享受税收优惠。美国传统 IRAs 账户中 90%以上的资金来源于第二支柱转存，这极大程度地促进了个人养老金规模的快速发展。当前我国第三支柱仍采用产品制形式，客户在各大金融机构分别建立账户购买产品，不同产品之间无法转换，这给税优政策的实施和监管带来了很大难度。《意见》明确个人养老金由产品制向账户制转换，缴费完全由参加者个人承担，实行完全积累，这打破了产品制下保险、银行和基金产品各自为政的局面，大大降低了监管难度。当前我国第二支柱发展较为缓慢，且存在机关事业单位与企业之间养老保险关系相互转移接续困难的问题，若后续二、三支柱能够打通，在促进人力资源的合理流动和有效配置的同时，也能够大大提升个人养老金的覆盖范围。

图 46：美国传统 IRAs 账户 90%以上的资金来源于第二支柱转存

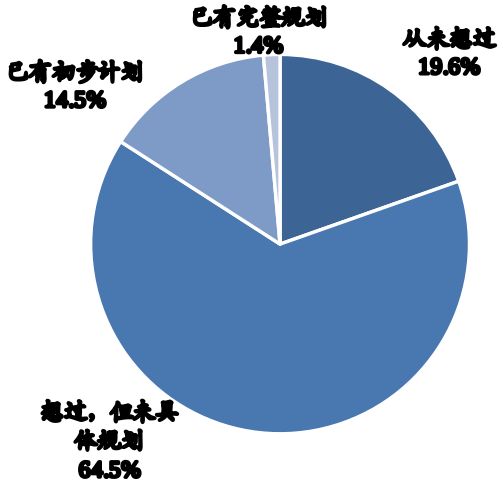


数据来源：ICI，国泰君安证券研究

我国个人养老储备意识较低，居民养老理念培养仍需更多的制度建设与创新。《国人养老准备报告（2020）》显示，在我国未退休人群中，有初步养老规划的占比仅 15.9%，国民养老意识的不足或将对我国个人养老金的发展造成制约。美国 2006 年推出《养老金保护法案》，建立自动加

入与合格默认投资选择机制，允许雇主自动从雇员的工资中扣除部分用于缴纳养老金，且当参与人或受益人未及时做出投资决定时，养老计划的受托人可以代其选择投资替代方案，这克服了投资者养老意识不足与专业投资能力缺乏等困难，大大提升了养老金参与率。日本的个人储蓄账户 NISA 提供高额税收减免，同时为不同年龄段居民设置不同的投资产品，大大促进了居民养老储蓄观念的形成。因此，在居民养老意识薄弱的当下，未来我国个人养老金发展仍需更多的制度建设与创新。

图 47: 我国有初步养老规划的人群占比仅 15.9%，居民养老意识普遍较



数据来源：《国人养老准备报告（2020）》，国泰君安证券研究

3.3. 个人养老金规模及入市资金测算

个人养老金账户在投资和领取环节的具体税优政策尚未明确，因此我们基于此前个人税延养老保险的 EET 模式进行测算。测算思路：养老金入市规模=个人养老金参与人数*人均缴费金额*个人养老金参与权益市场比例。

1）个人养老金参与人数=基本养老保险参与人数*潜在参与人群比例*参与率*试点人口占比

基本养老保险参与人数：《试点》明确个人养老金参与范围为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，截止 2022 年 6 月，我国基本养老保险参保人数为 10.4 亿人，考虑到基本养老保险参与度已经较高，我们预计未来参保人数每年增长 2%；

潜在参与人群比例：当前我国个人所得税基本减除费用为 5000 元/月，超过这一标准的居民才能享受税收优惠，但考虑到当前个人所得税中专项附加扣除项目包括子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息、住房租金、赡养老人、3 岁以下婴幼儿照护等七类，预计月人均扣除额在 4,000 元左右。也就是说，只有月收入水平在 10,000 元以上的居民才能够享受个人养老金每月 1000 元的税收优惠政策。据中国收入分配研究院统计，2018 年我国人均可支配收入在 10000 元以上的占比为 0.61%，我们以当年人均可支配收入 2352 元/月为均值，假设我国居民收入呈对数正态分布，将预测人均可支配收入带入函数倒算出预期人均可支配收

入在 10000 元以上的人数占比。其中人均可支配收入使用同比增速预测，同比增速参考 IMF 对我国未来 GDP 的增速预测;

参与率：考虑到当前我国居民养老意识薄弱，且税收优惠对部分高收入群体吸引力有限，后续缴费上限提升后吸引力有望逐渐提高，因此我们预计 2022 年参与率为 20%、并匀速提升至 2032 年的 80%;

试点人口占比:《意见》明确个人养老金制度选择部分城市先试行 1 年，再逐步推开。参照此前养老保险和养老理财产品的试点节奏，我们预计 2022、2023、2024 年试点人口占比分别为 15%、30%、60%，并于 2025 年在全国范围内铺开;

综上，我们预计 2027 年个人养老金参与人数将达 2785 万人，2032 年将达到 9478 万人。

2)人均缴费金额=人均缴费上限*缴费比例。美国 IRAs 将其税优账户缴费金额上限由 2001 年的 3000 美元调升至 2019 年的 6000 美元，我们以此作为参考，假设个人养老金缴费金额上限每年保持 4%的增长，预计到 2032 年个人养老金单人年度缴费上限将达到近 18000 元。考虑到并不是所有参与者都能够足额缴纳，因此预计缴费比例为 50%;

3)个人养老金参与权益市场的比例。经过近 20 年的发展，2020 年日本 iDeco 持有权益资产(国内股票+国外股票)占比达 30.6%。参考日本 iDeco 账户的资产配置演绎路径，我们预计 2026 年个人养老金参与权益市场的比例达 10%，2032 年个人养老金参与权益市场的比例达 20%;

综上，我们预计 2027 年、2032 年我国个人养老金规模将达到 4956 亿元、31320 亿元，预计将为股票市场带来 578 亿、6264 亿元的增量资金。

表 5：2022-2032 个人养老金缴费规模及入市规模测算

指标名称	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
参与基本养老保险人数（亿人）	10.4	10.6	10.8	11.0	11.3	11.5	11.7	11.9	12.2	12.4	12.7
人均可支配收入10000以上人口占比	1.9%	2.3%	2.8%	3.4%	4.1%	4.9%	5.6%	6.4%	7.3%	8.3%	9.3%
个人养老金潜在参与人口（万人）	1993	2451	3054	3764	4604	5571	6529	7623	8864	10268	11847
参与率	20%	26%	32%	38%	44%	50%	56%	62%	68%	74%	80%
试点人口占比	15%	30%	60%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
个人养老金参与人数（万人）	60	191	586	1431	2026	2785	3656	4726	6028	7598	9478
缴费上限（元）	12000	12480	12979	13498	14038	14600	15184	15791	16423	17080	17763
缴费上限增速	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
缴费比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
个人养老金增量资金规模（亿元）	36	119	381	965	1422	2033	2776	3732	4950	6489	8418
累计个人养老金缴费金额（亿元）	36	155	536	1501	2923	4956	7732	11464	16414	22902	31320
个人养老金参与权益市场比例	3%	5%	7%	8%	10%	12%	13%	15%	17%	18%	20%
个人养老金入市规模（亿元）	1	7	35	124	292	578	1031	1720	2736	4199	6264

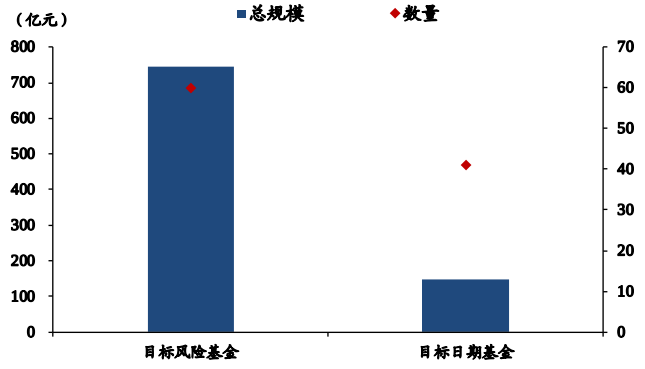
数据来源：IMF，国家统计局，iDeco，Wind，国泰君安证券测算

3.4. 我国个人养老金入市发展现状及未来展望

当前我国养老目标基金规模较小，未来有望成为个人养老金入市的主要渠道。《意见》明确个人养老金资金账户资金用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、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，其中养老目标基金是个人养老金参与权益市场的主要渠道。6 月 24 日，证监会发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》，明确在个人养老金制度试行阶段，拟优先纳入最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元的养老目标基金。我们以此标准进行筛选，截止 2022Q2 符合条件的养老目标基金共 101 只，其中目标风险基金 60 只、目标日期基金 49 只，总规模约 892.24 亿元，与美国等海外发达市场仍有较大差距。

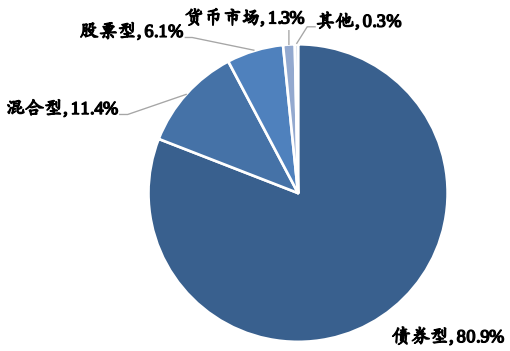
我国养老目标基金多采取主动管理方式，配置以债券型基金为主。与美、日等海外市场青睐被动投资策略不同，我国养老目标基金多采用主动管理方式，原因在于我国权益市场波动较大，且指数类投资产品尚不丰富，难以满足养老金风险对冲的需求。未来随着我国 ETF 产品的发展和完善，具备“低费率”优势的被动管理占比预计会逐步提升。从前十大重仓基金来看，我国养老目标基金配置以债券型为主，2022Q2 占比超 80%，其次是混合型基金，占比约 11%，对于股票型基金的配置比例较少，仅为 6%。参考海外先进市场经验，未来养老金增配权益资产将是确定性的趋势。短期来看我国个人养老金规模较小，资金流入预计难以对市场造成明显影响，但中长期持续稳定的长期资金入市有望降低市场波动，推动整体市场夏普比率的系统性抬升。

图 48: 符合投资条件的养老目标基金规模约 892 亿元



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

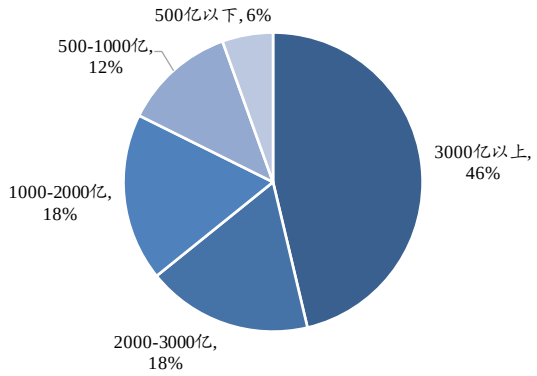
图 49: 养老目标基金子基金以债券型为主



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

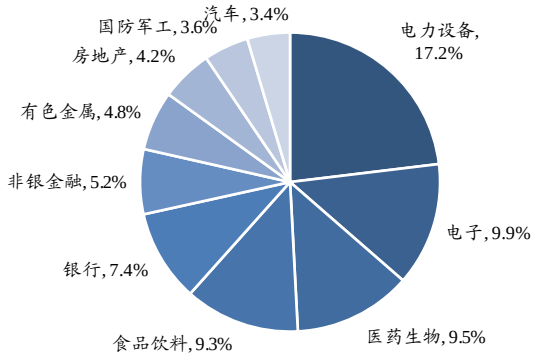
养老目标基金配置聚焦我国优势产业，持股青睐大盘龙头白马。进一步穿透养老目标偏股型子基金持仓可以发现，我国养老目标基金偏股型子基金青睐持有大盘行业龙头，前十大重仓股平均市值在 1000 亿以上的占比达 82%。行业方面，与海外发达养老目标基金配置类似，我国养老目标基金也更为青睐以新能源、食品饮料为代表的我国优势产业，养老目标偏股型子基金前五大重仓行业分布为电力设备（17.2%）、电子（9.9%）、医药生物（9.5%）、食品饮料（9.3%）以及银行（7.4%），五者合计占比达 53.3%。

图 50：养老目标基金前十大重仓股平均市值分布



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 51：养老目标基金持有偏股型基金重仓行业占比



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为"国泰君安证券研究"，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称"该机构"）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闸路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		