2021 年 11 月 1 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

总量研究

第三支柱养老提速迫在眉睫：来自人口的视角

——《人口峭壁》第五篇

要点

事件：2020 年的中央经济工作会议和“十四五”规划中均提及要“规范发展第三支柱养老保险”，2021 年 8 月国民养老保险公司拟建立。

核心观点：美德经验告诉我们，老龄化率是养老金体系改革的重要变量，我国养老金改革窗口期非常短暂，改革宜早不宜迟。美国在低老龄化率时启动养老金改革，养老金与科技发展、资本市场发展形成共振，三者互为支撑，相互受益；而德国则在高老龄化率时推进改革，公众投资观念保守，养老产品回报率较低，进一步降低了居民参加的积极性。“十四五”期间，中国老龄化率进入加速上行期，公共养老体系压力逐渐增大，养老金体系改革窗口期非常短暂，改革宜早不宜迟。

构建第三支柱养老体系，也是理顺中长期收入分配机制的重要选择。发展“个人账户制”为基础的多支柱养老金体系，落实个人养老责任，有利于解决区域公共养老金积累差异较大、不同工种养老金替代率差异较大、养老金代际支付矛盾等问题，进一步理顺中长期收入分配机制，是实现共同富裕的重要环节。美版“共同富裕”计划已经再度开始闯关，大国博弈，只争朝夕。

德国多支柱改革失败：老龄化率较高、投资观念保守、资本市场发展不足。2001 年德国政府推动多支柱养老体系改革，鼓励措施包括直接现金补贴、生育补贴和税收递延优惠。但改革后，德国社会依然明显依赖第一支柱养老体系。原因在于，德国是因老龄化快速上升而被迫推动改革，高老龄化率导致社会整体投资观念保守，养老产品回报率较低，进一步降低了居民参加的积极性。

美国则受益于低老龄化率、资本市场发展红利，成功转型多支柱养老金体系。1974 年美国在低老龄化社会，开启多支柱养老体系改革。经过了近半个世纪的改革，到 2020 年，美国 64%的家庭都参与了第二或第三养老金计划，成功降低了公共养老体系的负担。美国养老金与科技发展、资本市场发展形成共振，三者互为支撑，相互受益，美国家庭也通过养老金计划分享了资本市场的红利。

中国式第三支柱建立，税优、补贴、模式亟待突围。从试点经验来看，由于我国直接税率较低，个税缴纳人数少，仅靠税收递延吸引力不足，税优、补贴等亟待进一步突围。参考美德经验，我们建议，改革中要充分发挥各类养老产品的吸引力，满足不同群体的养老需求。其次，个人养老账号绑定财富、税收等信息，可以成为生育补贴等转移支付的有效载体。第三，尽早打通“三支柱”养老账号，激活沉淀的养老资产。

多支柱养老体系改革有望与资本市场改革形成合力。

美国养老金与资本市场互为支柱，共同成长。从 2000 年至 2020 年，美国共同基金中来自于 DC 计划（第二支柱）和 IRA 计划（第三支柱）的资金比例，从 37%上升至 47%，养老资金与共同基金互利共赢，共同发展。美国养老金也投资于私募股权市场，养老金投资不仅成为了居民分享当期社会产出的工具，也提高了全社会的潜在产出水平。

第三支柱个人账户将为资本市场带来“长钱”。截至 2019 年，中国居民持有存款及通货约为 118.45 万亿元，假设 30%家庭资产用于养老，有一半留存于第三支柱个人账户中，并配置 30%的资金在股权市场，则可为股市带来 5.33 万亿元新增长线资金。参考社保基金收益率，每年可为居民实现养老金增值 5300 亿元。

风险提示：政策推出节奏慢于预期，新出生人口规模快速下滑。

作者

分析师：高瑞东
执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebscn.com

分析师：赵格格
执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebscn.com

相关研报

能耗双控影响持续，价格或进入磨顶阶段——2021 年 10 月 PMI 数据点评兼光大宏观周报（2021-10-31）

出口强劲下，中游设备制造盈利反弹——2021 年 9 月工业企业盈利数据点评（2021-10-29）

财政收支同步走弱，政策发力延后至四季度——光大宏观周报（2021-10-24）

两年复合增速见底，制造业和消费启动反弹——9 月经济数据点评（2021-10-19）

社融增速或将企稳，国债收益率 3.0%震荡——9 月金融数据点评（2021-10-14）

“疫情防控红利”延续，推动出口持续超预期——9 月贸易数据点评（2021-10-13）

美方最新 549 项关税排除清单：缘由、内容、意图——《大国博弈》系列第十一篇（2021-10-11）

预计三季度 GDP5.1%，两年复合底部确认——2021 年 9 月经济数据预测（2021-10-10）

中美关系峰回路转，美方诉求在哪里——光大宏观周报（2021-09-26）

拜登财政刺激闯关，美债收益率突破 1.4%——美联储观察系列三（2021-09-24）

美联储为 Taper 亮绿灯——2021 年 9 月美联储议息会议点评（2021-09-23）

财政支出提速，基建投资有望持续加码——光大宏观周报（2021-09-21）

目 录

一、老龄化率提速，第三支柱构建迫在眉睫 4
二、德国多支柱改革失败：老龄化率较高、投资观念保守、资本市场发展不足 5
2.1、德国于 2001 年启动李斯特多支柱养老改革 6
2.2、德国改革失败原因：老龄化率、投资观念、投资限制 7
三、美国多支柱改革成功：老龄化率低、资本市场发展红利、潜在经济增速较高 9
3.1、美国较早启动养老金改革，成功转型多支柱体系 9
3.2、成功原因：低老龄化率、公众投资风险偏好高、资本市场红利 10
四、中国第三支柱养老保险亟待突围 11
4.1、中国式第三支柱建立，税优、补贴、模式待突围 11
4.2、满足多元化需求、尽早打通三支柱、将生育补贴等注入个人养老账号 12
五、多支柱养老体系有望为股市带来“长钱” 14
5.1、美国养老金与资本市场互为支柱，共同成长 14
5.2、多支柱养老体系发展将为资本市场带来“长钱” 15
六、风险提示 16
七、参考文献 17

图目录

图 1：未来三个五年规划期间，中国老龄化率加速上行 4
图 2：目前我国的“三支柱”养老保障体系 4
图 3： 落实个人养老责任，有利于进一步理顺中长期收入分配的问题 5
图 4：主要经济体强制性公共、强制性私人和自愿性私人养老金计划的养老金总替代率 （截至 2019 年） 6
图 5：20 世纪初德国老龄化加速，推动养老制度重大改革 7
图 6：德国养老金占家庭总金融资产的比例长期低于英美 7
图 7：德国 65 岁以上人群的收入依然以第一支柱为主 8
图 8：德国人更追捧保险类的李斯特养老金合约 8
图 9：德国养老金回报率约 3.1%，显著低于爱尔兰（18.5%）、芬兰（10.5%）、美国（10.1%）等国 8
图 10：美国进行多层次养老体制改革时，老龄化率尚处低位 9
图 11：美国逐步建立了多支柱养老保障体系 9
图 12：基本社保体系之外，美国大多数家庭参与了 IRA 或企业年金计划（截至 2020 年） 10
图 13：个人养老保险计划（IRAs）的总资产规模增长最快 10
图 14：全美的养老金基金约有 10%投向私募股权（PE） 11
图 15：私募股权和股票为美国养老金带来了较高的投资回报率 11
图 16：2020 年，中国老龄化率接近发达国家（美、德、日）上世纪 90 年代水平 13
图 17：2018 年末，美国不同年龄人群 401(k)账户余额的平均资产分配 13
图 18：401(k)计划 66%资金投资于共同基金（截至 2020 年） 14
图 19：IRAs 计划 45%资金投资于共同基金（截至 2020 年） 14
图 20：为 68 岁目标退休年龄设计的目标日期基金配置比例 15
图 21：越来越多的美国家庭选择目标日期共同基金 15
图 22：社保基金会管理的基金资产规模及收益率 16

表目录

表 1：从企业年金看，德国民众更偏向固定收益型产品（DB），美国居民更偏向浮动收益（DC） 10
表 2：国际第三支柱养老税收优惠有两种形式，EET 更为普遍 12
表 4：多个顶层会议和文件，指明要加速推动第三支柱养老保险建立，养老保险将是改革的首要突破口 13
表 5：第三支柱个人账户的建立有望为股市带来 5.3 万亿元的长线资金 15

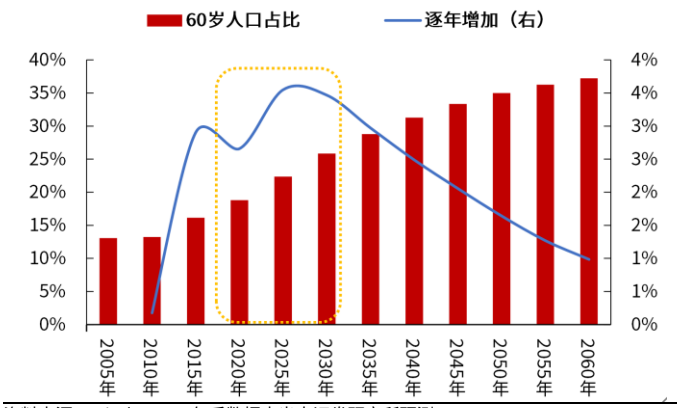
一、老龄化率提速，第三支柱构建迫在眉睫

“十四五”期间老龄化率加速上升，公共养老金即将出现收支缺口。我们在人口峭壁系列第一篇报告《出生率下滑无法逆转，90 后将直面人口峭壁》中提到，“十四五”期间，中国的 50 后 60 后“建国一代”开始集中迈入 60 岁阶段，未来三个五年规划期间，中国老龄化率将进入加速上升期。老龄化率提速，将直接加重公共养老体系的负担。按照 2019 年社科院发布的《中国养老金精算报告 2019-2050》，在保留现在财政补贴机制情况下，2028 年养老金当期收支出现缺口，累计结余到 2027 年将到达顶点，到 2035 年累计结余耗尽。

在老龄化加速的背景下，发展多支柱养老体系已经非常迫切，政策部署持续加快。在 2020 年 10 月的金融街论坛上，中国人民银行党委书记、中国银保监会主席郭树清提到，“随着我国人口老龄化加速到来，发展第三支柱已经十分迫切”。此后，“第三支柱养老保险”又出现在 2020 年的中央经济工作会议和 2021 年“十四五”规划报告中。2021 年 6 月 1 日起，银保监会在浙江省（含宁波市）和重庆市开展专属商业养老保险试点。2021 年 8 月 18 日，中国保险行业协会宣布拟设立国民养老保险股份有限公司，相关政策部署在不断加快。

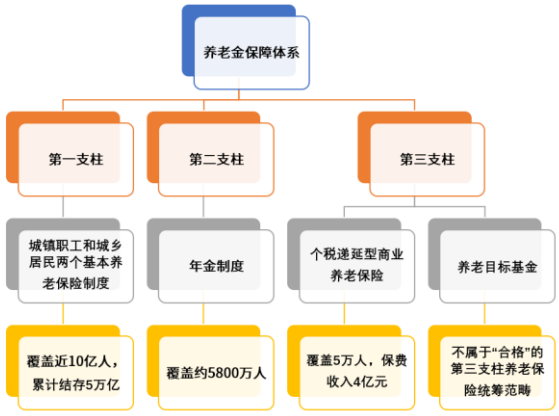
我国第一支柱养老金压力逐渐增大，“多支柱”养老金体系亟待构建。目前，“多支柱”养老保障模式已经成为各国养老金体系改革的主流选择，我国也基本建立了这一养老保障体系。其中，我国第一支柱基本养老保险制度，由政府主导，“十三五”期间基本覆盖了中国的 10 亿人口；第二支柱即企业年金和职业年金，基本覆盖了 5800 万人；第三支柱，包括个人储蓄型养老保险和商业养老保险，是个人利用金融手段增加养老保障供给的有效形式，但长期处于起步阶段，发展缓慢，占比过低。因此，加速建立“第三支柱”养老保险制度，是未来有效补充和完善养老保险体制的主要方向。

图 1：未来三个五年规划期间，中国老龄化率加速上行



资料来源：Wind，2020 年后数据由光大证券研究所预测
备注：蓝色线为老龄化率（60 岁以上人口占全部人口的比例）逐年增加的绝对值

图 2：目前我国的“三支柱”养老保障体系



资料来源：证券日报，金融时报，人民日报，光大证券研究所
备注:企业年金及职业年金数据截至 2021 年 6 月,个税递延型商业养老保险数据截至 2020 年末

完善养老保障体系也是共同富裕的重要议题，是理顺中长期收入分配的重要措施。中央财经委员会第十次会议提出，要“完善养老和医疗保障体系”。在共同富裕的总纲领下，将不断完善以按劳分配为主体的分配机制，激活劳动生产要素，实现更高水平的经济发展。发展“个人账户制”为基础的多支柱养老金体系，降低公共养老体系的负担，落实个人养老责任，则是改善中长期收入分配结构的重要措施。

“第一支柱”公共养老体系，首先在经济发展程度不同的省份之间，养老金余额差异较大；其次，存在部分工种之间养老金替代率差异较大的问题；第三，“现收现付制”的公共养老体系，无法解决代际支付的矛盾，在上一代/下一代人中存在分配不均的问题。整体来看，公共养老体系更多的应该体现对于最低养老的兜底作用，如果过多依赖公共养老体系，则会存在养老资源的分配不均衡的问题。

“第二支柱”公司养老体系，是由职业群体缴费形成，覆盖群体受到收入与行业限制，生产回报率较高的行业，更有意愿和能力设立年金体系，这也不符合共同富裕下，收入分配更注重公平的原则。

“第三支柱”个人养老体系，则是以“个人养老账号”为载体，一方面更适应于灵活就业占比更高的现代社会，另一方面落实了个人的养老责任，构建更为公平的养老资源分配体系，是改善中长期收入分配结构的重要措施。

多支柱改革是国际社会的共同改革方向，只有通过多支柱改革降低第一支柱的压力，才能更好发挥其对民生养老的兜底作用。按照欧美主要发达经济体发展经验，由于各国的老龄化率逐步提升，公共养老金的代际支付矛盾无法得到根本解决，因此欧美改革的方向，是将第一支柱倾斜向低收入人群，保证第一支柱养老金社会作为最低养老保障的作用，以减缓公共养老金系统的压力。而第二、第三支柱，则作为居民增强自我养老保障的载体，通过长期投资提高退休储蓄，享受更高质量的退休生活。

图 3： 落实个人养老责任，有利于进一步理顺中长期收入分配的问题

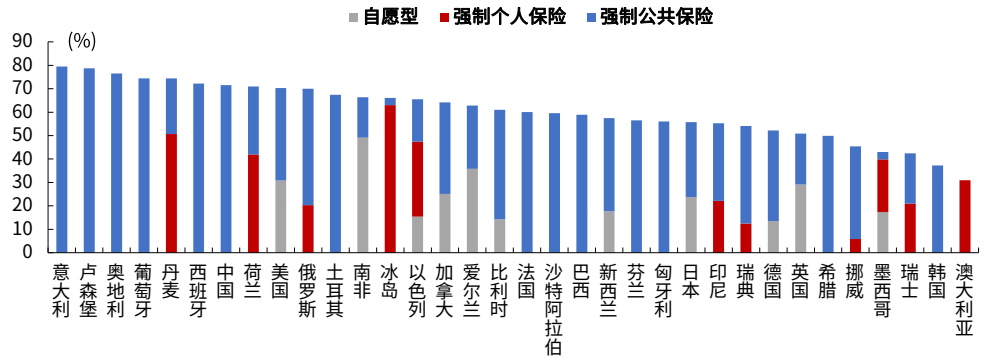


资料来源：光大证券研究所绘制

二、德国多支柱改革失败：老龄化率较高、投资观念保守、资本市场发展不足

目前，多支柱养老金已经成为国际主流做法。实际上，发达国家也普遍经历了多支柱养老体系的改革，但是改革效果不同。截至 2019 年，根据 OECD 提供的养老金替代率（养老金对退休前工资的替代情况）来观察，可以发现，德国、意大利、西班牙、法国依然以第一支柱公共养老保险体系作为主要支撑。以美国、英国为代表的国家，个人养老保险账户较为普及，第一支柱的替代率不高，公共养老保险体系的负担较轻。本文中我们重点讨论德国与美国的改革路径和改革失败/成功的原因。

图 4：主要经济体强制性公共、强制性私人和自愿性私人养老金计划的养老金总替代率[1]（截至 2019 年）



资料来源：OECD，光大证券研究所

2.1、德国于 2001 年启动李斯特多支柱养老改革

20 世纪末，随着老龄化率提升，德国公共养老金的负担愈发沉重。德国在 19 世纪 80 年代建立了政府主导的公共养老保险体系。但是，随着德国总生育率（每名妇女一生的平均生育数）和新出生人数量在 20 世纪 70 年代快速下降，21 世纪初，德国老龄化率快速提升，“现收现付制”的公共养老金系统的负担持续加大。90 年代，德国政府进行了几次小规模的改革[2]，但只在一定程度上降低了公共养老金短期的给付负担，并没有根本解决老龄化带来的养老金长期缺口问题。

2001 年德国政府推动“李斯特养老金改革”，大力发展第二及第三支柱保险。老龄化冲击下，德国公共养老金缺口快速扩大，加速了德国政府对养老保障体系的改革。2001 年，德国推动了“李斯特改革”，在原有养老保险体系中引入私人储蓄性养老金计划（李斯特养老金计划）。改革的具体措施包括：

第一，允许银行、基金和保险公司发行李斯特养老储蓄产品，鼓励和支持第三支柱发展。补贴包括：

（1）直接现金补贴。参与者将税前工资的 4%存入其李斯特储蓄账户，可得到政府每年 154 欧元的基础补助。**（2）生育补贴。**生育津贴直接注入到储蓄账号中。**（3）税收延期缴纳。**存入李斯特养老金账户的收入可抵减个人当期应纳税所得额，数额从第一时期的每年 525 欧元，到最后每年 2100 欧元的免税额度。在其退休领取养老金时，每月得到的李斯特养老金需要全额缴纳税收。

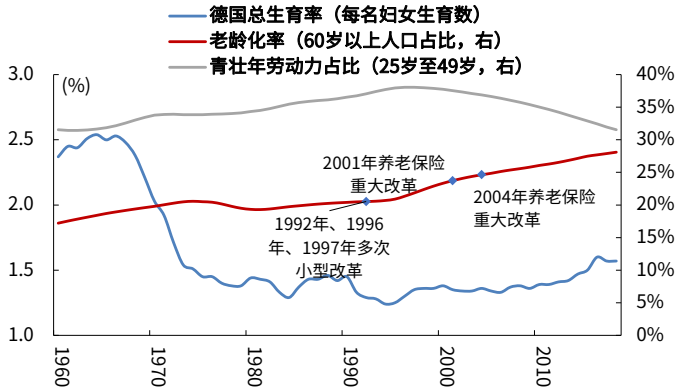
第二，将企业补充养老保险，也纳入了政府补助范围，鼓励第二支柱养老金发展。2001 年的李斯特改革规定，企业年金同样可以得到政府提供的补贴，也提供了多种形式的税收减免政策。

[1] 强制性公共、强制性私人和自愿性私人养老金计划分别为 mandatory public, mandatory private and voluntary private pension。替代率指对于工资收入的替代。

[2] 德国政府在 20 世纪 90 年代，曾尝试将与总工资挂钩的养老金支付机制改成与净工资撞钩、提高退休年龄、停止无职业能力养老金及无工作能力养老金支付、将缴费年限在 45 年以上人群的养老金支付标准从净工资的 70%下调至 64%等等。

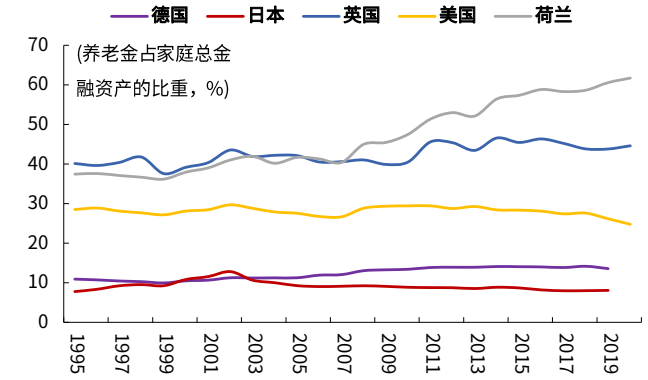
第三，2005 年，德国政府又针对个体劳动者提供了“吕鲁普养老金计划”，进一步完善了劳动者的基础养老保障。吕鲁普养老金计划针对于不参加法定养老保险，也不属于职业养老金保障范围的自雇型劳动者，起到了基础保障的作用。吕鲁普养老金计划无法获得财政补贴，但是可以享受税收减免。

图 5：20 世纪初德国老龄化加速，推动养老制度重大改革



资料来源：Wind，OECD，联合国，光大证券研究所　　（日期截至 2018 年）

图 6：德国养老金占家庭总金融资产的比例长期低于英美



资料来源：WIND，光大证券研究所　　（日期截至 2020 年）

2.2、德国改革失败原因：老龄化率、投资观念、投资限制

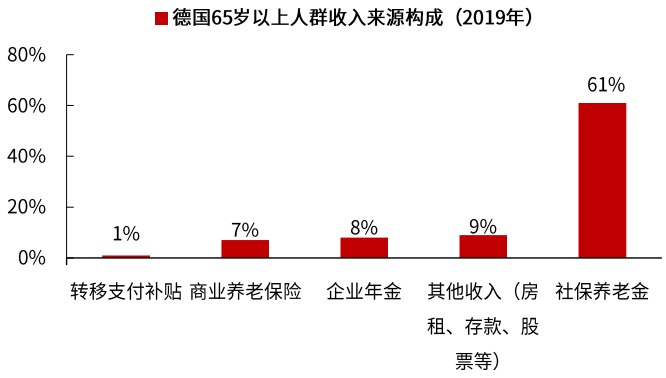
德国多支柱养老金体系改革效果如何？改革成效不佳。目前，德国依然依赖第一支柱公共养老金，第二和第三支柱覆盖少，替代率低。截至 2019 年，德国公共养老保险的净替代率（养老金对于退休前净收入的替代情况）约为 38.7%，而个人自愿养老保险净替代率仅为 13.5%。第二和第三支柱的替代率，也低于了大部分的 OECD 国家。

由于多支柱养老体系发展较为缓慢，导致德国的公共养老金体系负担也日渐加重。据第一财经报道，德国联邦经济和能源部咨询委员会表示，从 2025 年起，德国养老金体系的融资问题将急剧增加，建议应继续推迟德国的退休年龄。我们认为，德国养老金体系没有成功转型的原因在于：

第一，德国改革时期老龄化快速提升，全社会风险偏好较低，限制了养老体制的转换。德国是在老龄化快速上升时（2001 年老龄化率 20%，而且处于快速上升期），被迫推进了养老金改革。高老龄化率降低了全社会的风险偏好，在养老产品的选择中，尤其体现在三个方面。首先，德国国民更偏好国家公共保障，对于参与李斯特合约的积极性整体不高；其次，在年金类产品中，更偏好 DB[3]类型产品（确定收益），而非选择 DC 合约（确定缴费，浮动收益）。第三，在选择个人养老保险品类时，更倾向于选择保险公司推出的产品，而不选择基金、银行等推出的产品。

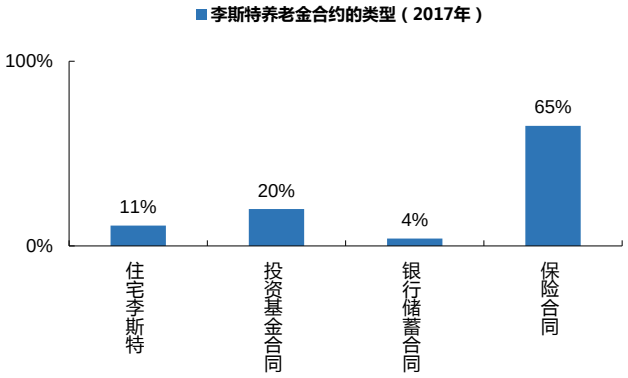
[3] Defined Benefit，待遇确定型年金计划。在该计划下，员工缴纳不确定额度的养老金，并且在退休后支取确定的定额养老金，员工无需承担投资风险。Defined Contribution，缴费确定型年金计划。在该计划下，员工缴纳一定额度的养老金，退休后支取的养老金以累计缴费额与投资收益之和确定，员工需要承担投资风险。

图 7：德国 65 岁以上人群的收入依然以第一支柱为主



资料来源：德国联邦统计局，光大证券研究所

图 8：德国人更追捧保险类的李斯特养老金合约

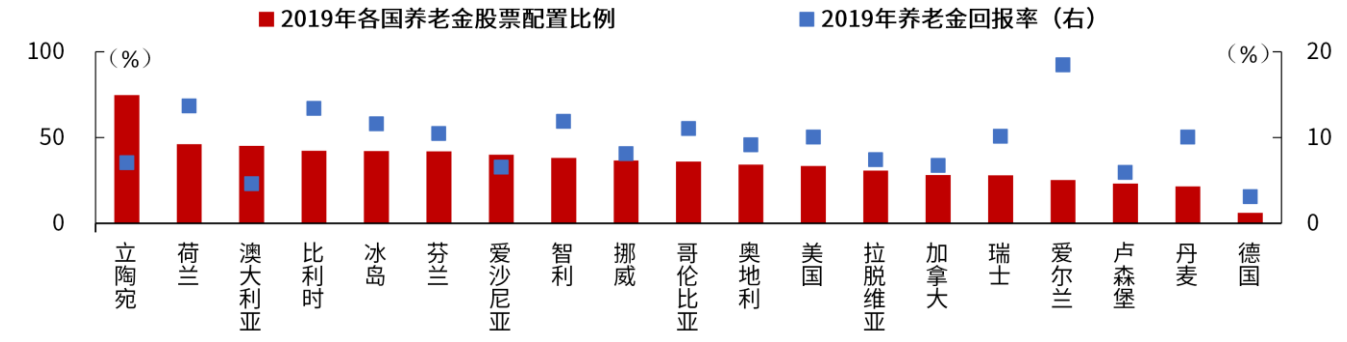


资料来源：BMAS，光大证券研究所　　备注：数据统计截至 2017 年 12 月 14 日

第二，德国养老金的资产配置更为保守，养老保险基金投资于股票的比例受限，养老金回报率较低，进一步降低个人养老保险计划对居民的吸引力。首先，德国的公共养老金采用现收现付的融资模式，剩余资金存量有限，基本不存在用于投资的资金。其他类型的养老金，根据德国《投资公司法》规定，养老保险基金投资于股票的比例为 20%~25%，投资于房地产的比例为 15%~25%。实际上，据 OECD 统计，2019 年德国养老基金资产配置中股票仅占比 6.1%，远低于绝大多数 OECD 成员；德国养老金主要投向了债券和票据，约占比 47.3%。

较低的股票投资比例，也使得德国养老金回报率较低。据 OECD 统计，2019 年，德国养老金回报率约 3.1%，显著低于爱尔兰（18.5%）、芬兰（10.5%）、美国（10.1%）等国。

图 9：德国养老金回报率约 3.1%，显著低于爱尔兰（18.5%）、芬兰（10.5%）、美国（10.1%）等国



资料来源：朱俊生,邹琼（2021），OECD，光大证券研究所

三、美国多支柱改革成功：老龄化率低、资本市场发展红利、潜在经济增速较高

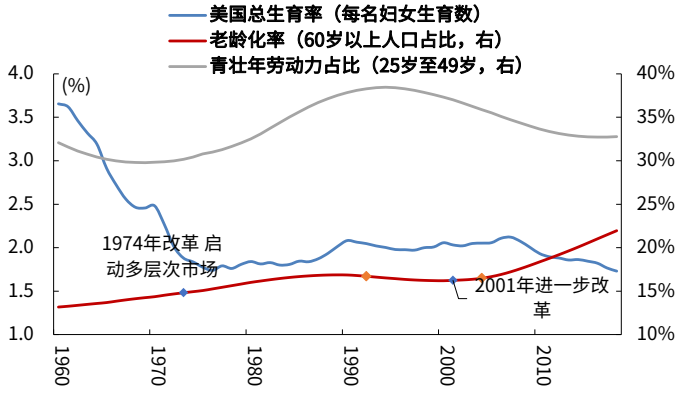
3.1、美国较早启动养老金改革，成功转型多支柱体系

上世纪 30 年代，美国开始建立第一支柱社会养老保险计划。1935 年，罗斯福政府通过《社会保障法案》，开始逐步建立了第一支柱社会养老体系（后来逐渐演变为社会养老保险制度，也称为 OASDI）。此后，社会养老保险计划作为强制执行的养老保险计划，成为了美国社会养老体系的基石，覆盖了超过 96%的就业人口，也是美国家庭养老的最低保障。该计划的收入来源，来自于美国全体劳动者缴纳的社会保障税，及社会保障资金投资收益（只能选择投资国债或定向发行的特别债券），发挥了社会保障的再分配功能。

1974 年，美国逐步完善第二支柱企业年金计划。1974 年，美国通过了《雇员退休收入保障法案》（ERISA），并且成立了全国性质的养老福利担保公司，极大地推动了年金养老体系的进步。美国企业年金包含两大类，DB 计划和 DC 计划，DB 计划没有独立账户，而 DC 计划下，每个人都有独立账户。

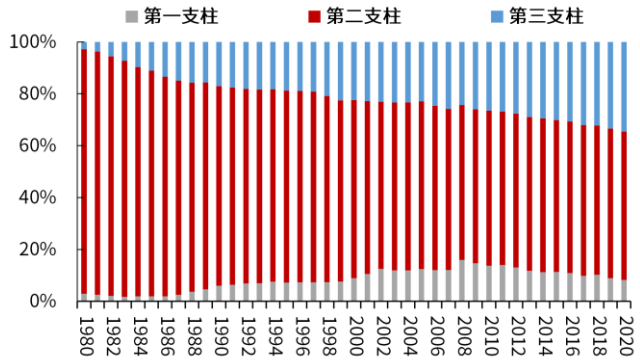
在 1974 年改革之前，企业年金几乎都是 DB 计划。1974 年之后，针对企业养老账户，美国政府不断推出税收优惠和制度改革。2001 年，布什政府通过《经济增长与减税协调法案》，对 DC 计划中的 401(k)计划（也即针对于私人企业的养老金计划，403b 即为针对非营利性组织，457 即针对州和地方政府，TSP 针对联邦政府）作进一步改革，放松了种种限制。这也使得，进入 21 世纪后，DC 计划中的 401(k)计划逐步成为了美国家庭养老年金的主流选择。

图 10：美国进行多层次养老体制改革时，老龄化率尚处低位



资料来源：Wind，OECD，联合国，光大证券研究所　　（日期截至 2018 年）

图 11：美国逐步建立了多支柱养老保障体系



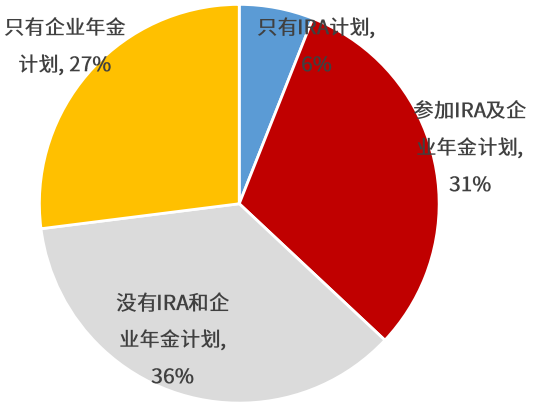
资料来源：ICI，SSA，光大证券研究所　　备注：百分比为三大类资产的相对规模

1974 年改革，也开启了美国第三支柱个人养老保险（IRA[4]）的发展。21 世纪以来，个人养老保险规模增速远超年金计划。一方面，随着时代的发展，美国就业形势愈发灵活，流动人口增多，这使得个人养老保险也日益更受欢迎。另一方面，美国企业年金账户和个人养老账户是打通的，居民退休后可以将企业年金余额转至个人养老账户中。从 2000 年到 2020 年，IRA 账户资产总额从 2.6 万亿美元增长至 12.2 万亿美元（增长 369%），而 DC 类型年金从 3 万亿美元增长至 9.6 万亿美元（增长 220%），DB 类型年金（包括企业及政府）从 8 万亿美元增长至 20.1 万亿美元（增长 151%），个人养老保险计划的总资产规模增长最快。

[4] Individual Retirement Account，主要分为罗斯型 IRA（Roth IRA）和传统型 IRA。罗斯型 IRA 主要适用于高收入人群。

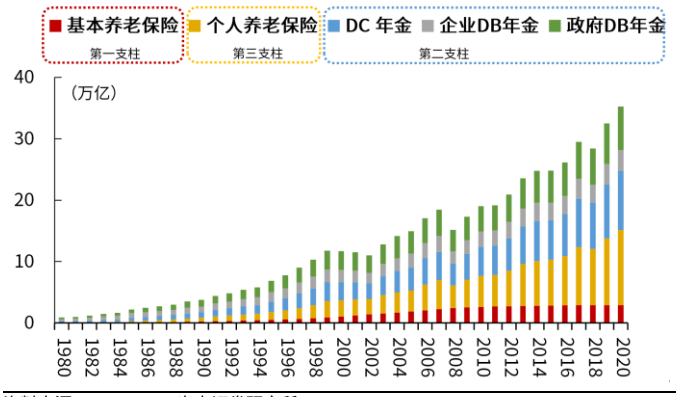
美国多支柱养老金体系改革效果如何？美国的改革相当成功，绝大多数家庭都参与了第二或者第三养老金计划。截至 2019 年，美国公共养老保险和个人自愿养老保险净替代率则分别为 39.4%和 30.9%，超过了绝大多数的 OECD 国家。截至 2020 年末，64%的家庭都参与了第二或者第三养老金计划，而且 31%的家庭是同时参加。美国第二和第三养老金也成了资本市场的“长线资金”，与资本市场互为支柱、共同成长。

图 12：基本社保体系之外，美国大多数家庭参与了 IRA 或企业年金计划（截至 2020 年）



资料来源：ICI，光大证券研究所

图 13：个人养老保险计划（IRAs）的总资产规模增长最快



资料来源：ICI，SSA，光大证券研究所

3.2、成功原因：低老龄化率、公众投资风险偏好高、资本市场红利

与德国不同，美国在进行养老金改革时，老龄化尚处于低位。美国在进行第二和第三支柱改革时，老龄化约为 15%。而且，由于美国持续保持相对较高的婴儿出生规模，叠加移民潮涌现，美国的老龄化率也在 1960 年至 2000 年期间保持了相对较低的水平。社会人口结构年轻，养老负担较低，年轻人风险偏好较高，叠加美国资本市场进入蓬勃发展期，资本市场和第二、第三支柱产品共同成长，互为支撑，给美国养老金体制改革和转型提供了充分的窗口期。

表 1：从企业年金的选择来看，德国民众更偏向固定收益型产品（DB），美国居民更偏向浮动收益（DC）

	德国	香港	日本	美国	英国
DB 计划比例	65%	24%	99%	44%	61%
DC 计划比例	35%	76%	1%	56%	39%

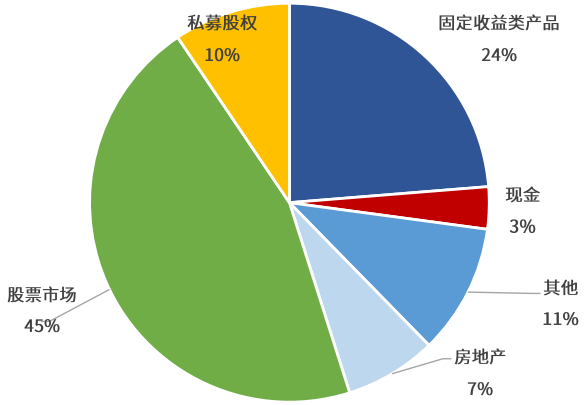
资料来源： 2009 Global Pension Assets Study，光大证券研究所（备注：全球养老金资产研究报告一直更新至 2020 年，但关于 DB/DC ratio 数据后来未更新，因此在此采用 2009 年数据）

其次，美国养老金入市与科技发展、资本市场发展形成共振，三者互为支撑，相互受益。个人养老保险和企业年金计划为共同基金提供了稳定流入资金，机构投资者开始在美国资本市场占据主体地位，话语权得到提升，减少了市场交易中的非理性因素，降低了市场的波动。而长时期的牛市也吸引了更多退休资产的进入，养老基金资产规模在这一过程中也获得快速发展。

实际上，美国养老基金不仅进入了股票市场，同时成为了私募股权行业（PE）的最主要资金来源，这也体现了美国养老基金较高的风险偏好。根据 2021 年美国养老金报告，全美的养老金基金约有 10%投向私募股权行业，而且其中 55%

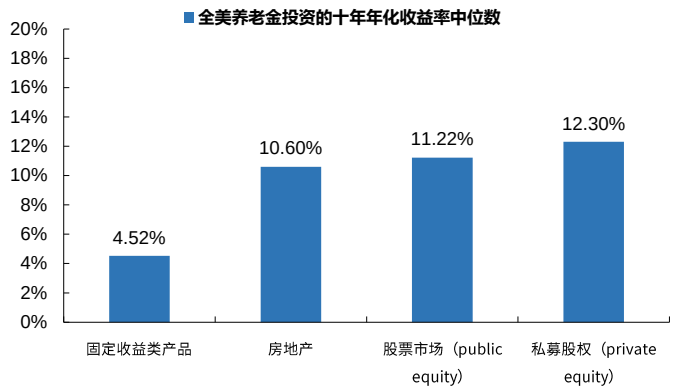
是投向了 50 人以下的小公司。养老金投资不仅成为了居民分享当期社会产出的工具，也帮助提高了全社会的潜在产出水平。

图 14：全美的养老金基金约有 10%投向私募股权（PE）



资料来源：《2021 Pension Report》，光大证券研究所

图 15：私募股权和股票为美国养老金带来了较高的投资回报率



资料来源：《2021 Pension Report》，光大证券研究所

四、中国第三支柱养老保险亟待突围

参考美德的改革经验，养老金改革、养老金回报率、资本市场发展多个因素是紧密相关的，共同的重要隐含变量就是人口。高老龄化率降低了经济潜在增速，从而降低了资本市场回报率和养老产品对公众的吸引力，不利于养老金体系切换；养老金改革效果不佳，居民财富无法转换为长期资金入市，同样不利于资本市场的发展，资本市场也无法反哺经济增长。

中国养老金改革窗口期非常短暂，宜早不宜迟。“十四五”期间，我国将进入了老龄化快速提升的阶段，中国社会对多支柱养老金体系发展的需求十分迫切。中国资本市场也处于改革的关键时候，个人养老保障体系可以作为居民金融资产搬家的重要载体，成为资本市场的“长线资金”，与养老金体系共同发展、互为支柱。

4.1、中国式第三支柱建立，税优、补贴、模式待突围

2018 年，我国在上海等地试点了个人税收递延型商业养老保险。2018 年 5 月 1 日，上海市、福建省和苏州工业园区试点实施个人税收递延型商业养老保险，期限暂定一年。购买税延养老保险产品的投保人，可以在税前列支保费，等退休后领取保险金时再缴纳个人所得税，也即为 EET 税收优惠模式，扣除限额按照不超过应税收入的 6%和 1000 元/月孰低的办法确定。

表 2：国际第三支柱养老税收优惠有两种形式，EET 更为普遍

国际养老金税收优惠	免税顺序	美国	英国	中国
延迟纳税（EET）	在缴费阶段、投资阶段免税，领取阶段征税（国际主流模式）	IRA “传统账户”采取 EET 模式	在 EET 模式下，50 岁以下缴费最高比例是个人收入的 17.5%	三地试点，允许享受不高于 1000 元/月的税收递延；领取养老金时，25%部分予以免税，其余 75%部分按照 10%的比例税率缴纳个税
缴费征税（TEE）	TEE 模式则是在缴费阶段征税，投资阶段、领取阶段免税	IRA “罗斯账户”采取 TEE 模式	在 TEE 模式下，享受税收优惠的缴费上限为每年 15240 英镑	

资料来源：张晓慧（2020），光大证券研究所

试点成果反映，目前政策吸引力不足。银保监会相关负责人介绍说，试点总体规模不大，市场普遍反映政策吸引力不足。据《中国金融稳定报告（2021 年）》，试点经验中有三点值得关注：

第一，税收递延优惠覆盖的人群规模有限。收入未达到个税起征点的群体，事实上也无法享受税收优惠。2018 年 8 月 31 日，财政部副部长程丽华提到，修法后个人所得税的纳税人占城镇就业人员约 15%。2020 年我国城镇就业人员共计 4.63 亿人，则对应缴纳个税人数约 6940 万人。这也意味着个人养老保险的个税递延优惠，最多能够覆盖 6940 万就业人数。剩余 85%的就业人数，及非城镇就业人员，难以享受税收递延优惠。

第二，我国直接税占比较低，个税优惠的激励效果有限。我国以增值税等间接税为主，个人所得税占税收总额的比重较低，实施税收优惠带来的吸引力有限。

按照平均工资计算，参与税延养老保险每年可以享受 36 元个税减免。2020 年，全国规上单位就业人员平均工资 7.98 万元（月工资 6650 元），考虑 5000 元每月的个税免征额，对应每年缴纳个税 594 元（月均 50 元）。对于年收入在 7.98 万元左右的居民而言，参加税延养老保险，可以享受最多应税收入 6%的扣除限额，也即为 1188 元每年，对应 36 元个税每年（=（7.98 万元收入-6 万元免税额）*6%*3%），激励程度较弱。

第三，手续相对烦琐，削弱了居民投保的积极性。税收优惠型保险在具体操作时涉及投保人工作单位、社保部门、税务部门、保险机构等多个主体。据第一财经报道，在试点工作中，“监管部门好意设计了很多规则，但这些规则远离了市场，没有回应普通消费者的需求，流程太复杂。”

4.2、满足多元化需求、尽早打通三支柱、将生育补贴等注入个人养老账号

建立多支柱养老保险，相关政策需要实现更大的突破。综合试点的效果，为了实现我国多支柱养老体系的快速发展，还需要在个税递延的优惠规模、账号的便携性和可操作性、长效激励机制等方面实现更大的突破。从央行发布的报告《2021 金融稳定报告》，我们可以看到目前探索思路，是建立以账户制为基础的个人养老金制度，采用多种激励政策，养老保险则将是改革的首要突破口。

2021 年 9 月 3 日，央行发布了《2021 金融稳定报告》，以专题形式论述如何规范发展第三支柱养老保险。报告提出：

第一，要推动建立以账户制为基础的个人养老金制度，账户封闭运行，用于缴费、归集投资收益、缴纳个人所得税等，参与人可自主选择投资的金融产品。

第二，研究探索多种形式的激励政策，有序扩大第三支柱投资的产品范围，将符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品都纳入第三支柱投资范围，引导养老金长期积累。

第三，稳步推进商业养老金融改革发展，开展业务创新试点，发展真正具备养老功能的专业养老产品。

表 3：多个顶层会议和文件，指明要加速推动第三支柱养老保险建立，养老保险将是改革的首要突破口

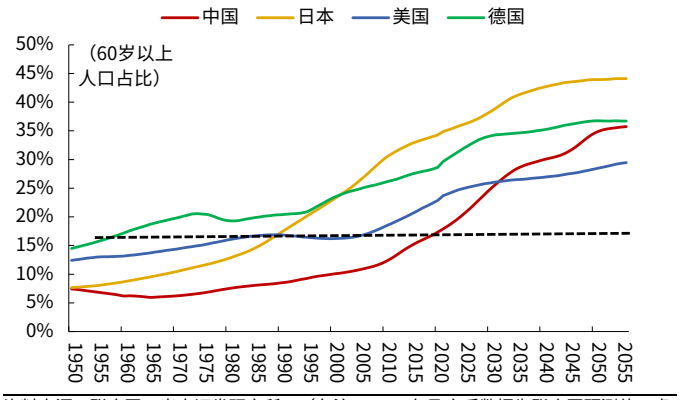
时间	文件/事件	内容
2021-08-18	《关于拟设立国民养老保险股份有限公司有关情况的信息披露公告》	国民养老有 17 位发起人，注册资金高达 111.5 亿。国民养老的设立尚待银保监会批准。
2021-08-05	《经济参考报》报道	目前企业职工基本养老保险已经实现省级统筹，为全国统筹奠定了基础。 人社部计划于年内建成企业职工基本养老保险全国统筹信息系统。
2021-06-30	《人力资源和社会保障事业发展“十四五”规划》	发展多层次、多支柱养老保险体系，大力发展企业年金、职业年金，提高企业年金覆盖率，规范发展养老保险第三支柱，推动个人养老金发展。
2021-05-16	《关于开展专属商业养老保险试点的通知》《专属商业养老保险业务方案》	自 2021 年 6 月 1 日起，由 6 家人身险公司在浙江省(含宁波市)和重庆市开展专属商业养老保险试点，试点期限暂定一年。
2021-03-13	“十四五”规划	发展多层次、多支柱养老保险体系，规范发展第三支柱养老保险
2021-03-05	政府工作报告	提及“规范发展第三支柱养老保险”。
2020-12-16	2020 年中央经济工作会议	提及“规范发展第三支柱养老保险” 。

资料来源：经济参考报，新华社，中国政府网，光大证券研究所

参考美德的改革经验，我们建议：

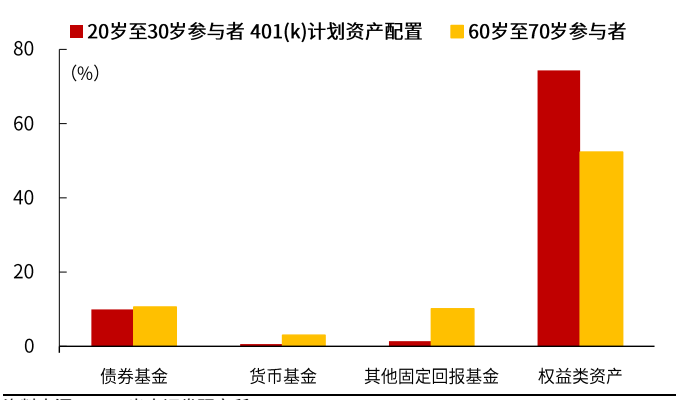
第一，改革中，要充分发挥各类产品对于各类人群的吸引力，满足各类人群需求。不同人群对于养老金投资种类的有不同偏好。以美国居民为例，2018 年末，20 岁至 30 岁人群将 401(k)计划中配置 74%的权益资产，而 60 岁至 70 岁人群仅配置 52%。考虑到我国即将到达老龄化中期阶段，有各种类型的养老需求，要充分发挥不同的金融产品对于不同人群的吸引力，不同类型的金融产品可以互相补充，进一步提高居民参与第二和第三支柱的兴趣。

图 16：2020 年，中国老龄化率接近发达国家（美、德、日）上世纪 90 年代水平



资料来源：联合国，光大证券研究所 （备注：2020 年及之后数据为联合国预测值，虚线为中国在 2020 年达到的老龄化率）

图 17：2018 年末，美国不同年龄人群 401(k)账户余额的平均资产分配



资料来源：ICI，光大证券研究所

第二，将生育补贴等转移支付，注入到个人养老账号中。德国在李斯特改革中，将生育补贴直接注入到了个人养老账户中，鼓励居民开设个人养老账号。中央财

经委员会第十次会议提出，“加大税收、社保、转移支付等调节力度并提高精准性”。个人养老账号绑定个人收入、财富、税收等信息，可以成为转移支付的有效载体。考虑到养老金提取有时滞，可以考虑允许部分转移支付提前提取。

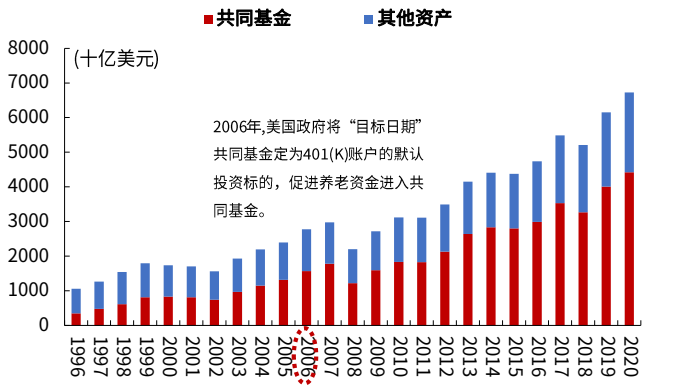
第三，尽早打通“三支柱”养老账号。美国第三支柱个人账号，很大一部分是来自于第二支柱企业年金账号的资金转化，打通“三支柱”账号，也有利于一、二、三支柱占比处在平衡状态。公共养老金承载了全社会养老保障的兜底作用，投资风险偏好不能过高。但是，如果允许风险偏好较高的年轻人将部分累积的养老资金转移至第二、三账户中进行投资，实现市场化投资管理，会进一步激活沉淀的养老资产。对于单位未建立企业年金的，则建议可以允许个人叠加享受企业年金的税收政策优惠，以提升参与率等。

五、多支柱养老体系有望为股市带来“长钱”

5.1、美国养老金与资本市场互为支柱，共同成长

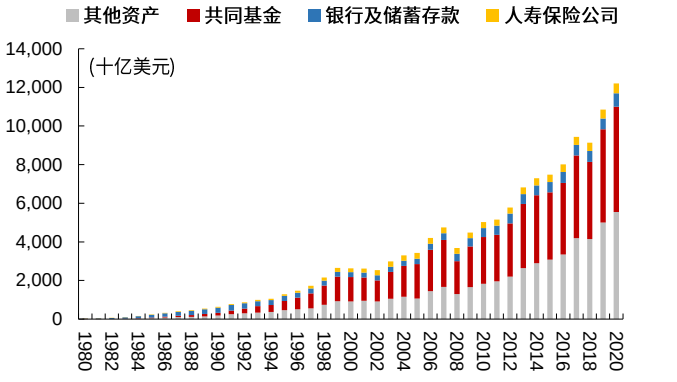
美国的个人养老保险和企业年金，主要通过共同基金，进入资本市场。截至 2020 年底，IRAs 和 401(k)计划投资主要投资于共同基金分别为 45%及 66%。从共同基金的资金来源来看，DC 计划和 IRA 计划也成为共同基金市场的主要资金来源。从 2000 年至 2020 年，共同基金（包括权益型、混合型、债券型共同基金和货币市场基金）中来自于 DC 计划和 IRA 计划的资金比例，从 37%上升至 47%，养老资金与共同基金达到互利共赢，共同发展。

图 18：401(k)计划 66%资金投资于共同基金（截至 2020 年）



资料来源：ICI，光大证券研究所

图 19：IRAs 计划 45%资金投资于共同基金（截至 2020 年）

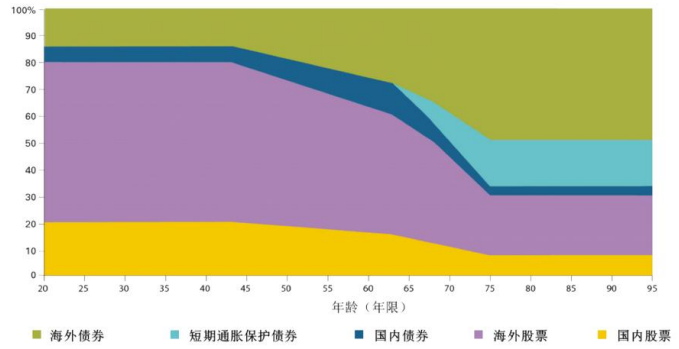


资料来源：ICI，光大证券研究所

美国居民通过养老金计划，持有 77%的共同基金。美国共同基金(Mutual Fund)是指以公开方式募集资金的证券投资基金，可以理解为美国版的“公募基金”。截至 2020 年底，美国共同基金净资产规模约为 23.9 万亿美元，包括股票型（53%）、债券型（22%）、货币市场基金（18%）、组合型（7%）。美国居民通过养老金计划，持有了 18.5 万亿美元的非货币共同基金（占比 77%），而美国机构投资者仅持有了 1.1 万亿美元的非货币共同基金。4.3 万亿美元的货币市场型共同基金，美国居民持有 63%，美国机构投资者持有 37%。

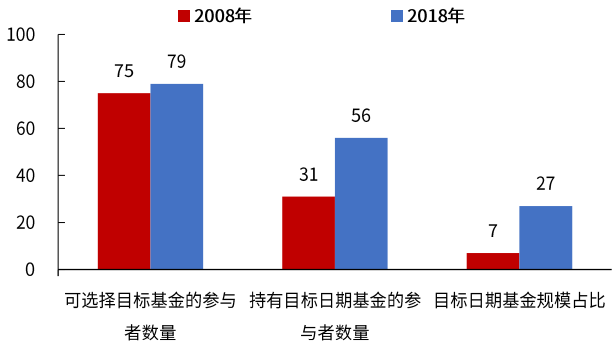
“目标日期共同基金”占比逐步增大，也大幅推动了美国养老金的发展。目标日期共同基金（Target Date Fund），会在产品中设置一个“目标日期”（代表预计退休年份），随着所设定目标日期的临近，会逐步降低权益类资产的配置比例，增加非权益类资产的配置比例，以降低投资回报率的波动。2006 年美国《养老金保护法案》中规定， 401(k)退休计划会“默认选择”与个人年龄相对应的生命周期基金，此举也极大的推动了目标日期共同基金的发展。2008 年，日期目标共同基金规模占到全部共同基金规模的比重仅为 7%，2018 年这一比例上升至 27%。投资了目标日期共同基金的家庭比例，也从 2008 年的 31%上升至 2018 年的 56%。

图 20：为 68 岁目标退休年龄设计的目标日期基金配置比例



资料来源：vanguard

图 21：越来越多的美国家庭选择目标日期共同基金



资料来源：ICI，光大证券研究所　　单位：%

5.2、多支柱养老体系发展将为资本市场带来“长钱”

长期来看，第三支柱个人账户的建立有望为股市带来 5.3 万亿元的新增长线资金。据社科院测算，截至 2019 年，中国居民金融资产约为 325 亿元，其中存款及通货约为 118.45 万亿元，债券、基金和股票投资共计 170 万亿元，保险准备金 13 万亿元。参考由央行副行长陈雨露担任总顾问、姚余栋、董克用为组长的《“老龄化陷阱”及其应对》的课题报告，按照家庭资产负债表的结构，30%的家庭资产将用于养老，则 118.45 万亿元的存款及通货中共计有 35 万亿元的资金将用于养老。35 万亿元资金假如有一半留存于第三支柱个人账户中，并将 30%的资金配置在股权融资市场上，则可带来 5.33 万亿元的新进入的长线资金。

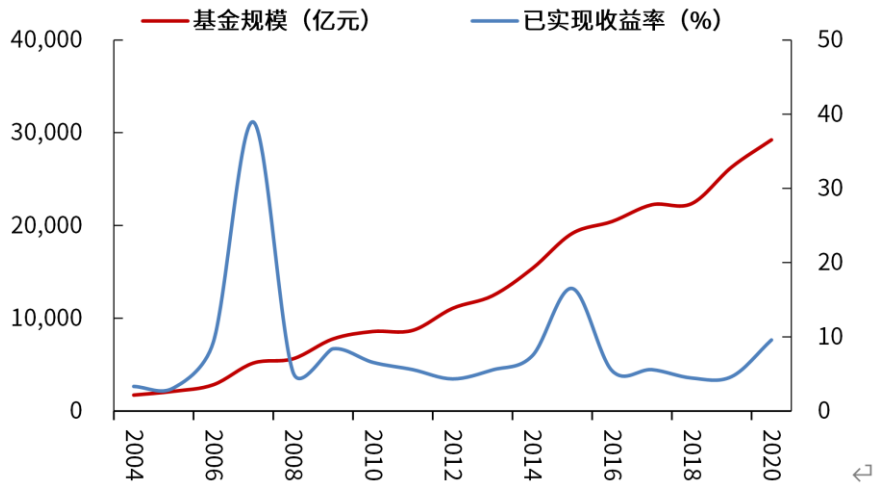
表 4：第三支柱个人账户的建立有望为股市带来 5.3 万亿元的长线资金

股市新进入的长线资金		养老金留存于个人账户的比例					
		20%	30%	40%	50%	60%	70%
投入股权融资市场的比例	20%	1.4	2.1	2.8	3.5	4.2	5.0
	30%	2.1	3.2	4.2	5.3	6.4	7.4
	40%	2.8	4.2	5.7	7.1	8.5	9.9

资料来源：中国人民银行，光大证券研究所测算

参考社保基金年均收益率，每年可为居民实现养老金增值 5300 亿元。据社保 2020 年年报，社保基金自成立以来实现年均投资收益率 8.51%。假如第三支柱个人养老账户的长线资金入市后，资本市场投资风格更为成熟规范，可以实现年均投资收益率 10%，那么 5.3 万亿元的长线资金年均可以实现 5300 亿元的投资收益。

图 22：社保基金会管理的基金资产规模及收益率



资料来源：全国社会保障基金年度报告，光大证券研究所

六、风险提示

政策推出节奏慢于预期，新出生人口规模快速下滑。

七、参考文献

[1]朱俊生,邹琼.德国：养老基金投资与资本市场的互动[J].保险理论与实践,2021(07):105-125.

[2]杨伟国,袁可.二战后德国养老保险制度改革及启示[J].北京航空航天大学学报(社会科学版),2020,33(06):40-46.

[3]张晓慧.加快促进养老金第三支柱发展[J].中国金融,2020(Z1):121-124.

[4]孙洁.个税递延型养老保险试点[J].中国金融,2019(13):58-60.

[5]张立龙.新世纪德国养老保障改革——李斯特养老金计划[J].经济研究参考,2014(57):76-80.

[6]于秀伟.从“三支柱模式”到“三层次模式”——解析德国养老保险体制改革[J].德国研究,2012,27(02):70-79+126.

[7] 郑秉文.第三支柱商业养老保险顶层设计:税收的作用及其深远意义[J].中国人民大学学报,2016,30(01):2-11.

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE