



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

保险业运行

阎建军
刘欣琦

2022年6月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

个人养老金制度改革推动第三支柱建设

摘要

《国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见》于2022年4月初发布，这是我国养老金三支柱体系建设的里程碑。个人养老金制度改革的深远影响体现为两方面：一是优化养老金结构。我国第一支柱承担养老责任过重过大，且难以通过增加缴费率解决基本养老保险缺口状况；第三支柱个人养老金的发展恰逢其时，缴费额和给付额挂钩，具有激励相容的特点，有利于提高养老金制度参与率。二是优化金融结构。从国际经验看，个人养老金成为资本市场发展的强大助力。

个人养老金改革释放了三大红利。第一，确立了 EET 税收优惠制度框架，鼓励个人积累养老金；第二，实现“N 对 1”的养老金产品和账户体系，可以承担三个支柱养老账户的资金转移功能，实现了个人养老金可携带；第三，个人养老金资金账户资金用于购买符合规定的多样化金融产品，在市场充分竞争条件下，产品的收益/风险形态将满足客户需求，另外，商业养老保险资金配置权益类资产比例将适当放松。

大金融行业共享发展机会。短期来看，为资管行业带来每年千亿元的增量资金。长期来看，账户缴费上限的提高以及第二、第三支柱之间的资金转移，将打开个人养老金的持续增长空间。分行业看，银行业、证券业（基金业）和保险业将发挥各自优势，共同做大养老金市场。

本报告负责人：阎建军

本报告执笔人：

● 刘欣琦

国泰君安证券股份有限公司非银金融首席分析师

● 阎建军

国家金融与发展实验室
保险与发展研究中心主任

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

中国宏观金融

中国金融监管

中国财政运行

地方区域财政

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

目 录

一、个人养老金制度改革的深远影响	1
(一) 优化养老金结构	1
(二) 优化金融结构	3
二、释放改革红利推动第三支柱快速发展	4
(一) 税优政策框架成型	4
(二) 账户制为个人养老金积累提供便利	5
(三) 多样化金融产品满足市场化投资运营需求	6
三、大金融行业共享发展机会	7

《国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见》于 2022 年 4 月初发布，这是我国养老金三支柱体系建设的里程碑，将促进养老金结构优化，也将促进金融结构优化。

一、个人养老金制度改革的深远影响

(一) 优化养老金结构

养老金结构严重失衡，第一支柱承担养老责任过重过大。截至 2021 年末，我国基本养老保险的参保人数已覆盖超过 10 亿人；在第二支柱中，企业年金和职业年金覆盖超过 5875 万人；第三支柱个人养老金覆盖人数不足 6 万人。截至 2020 年末，第一支柱养老金资产占比达 69.3%，第三支柱养老金资产占比仅为 1.1%。

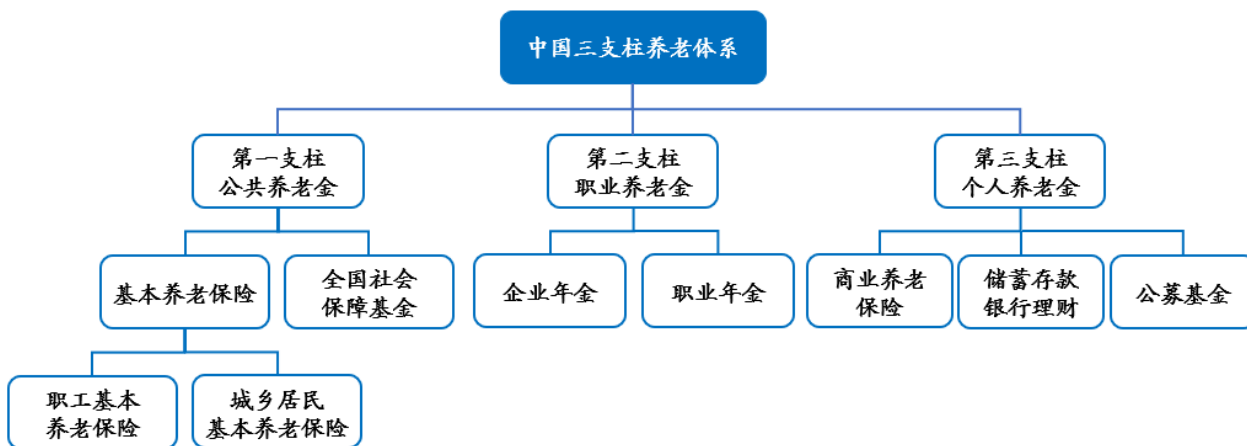


图 1 中国当前的三支柱养老金体系

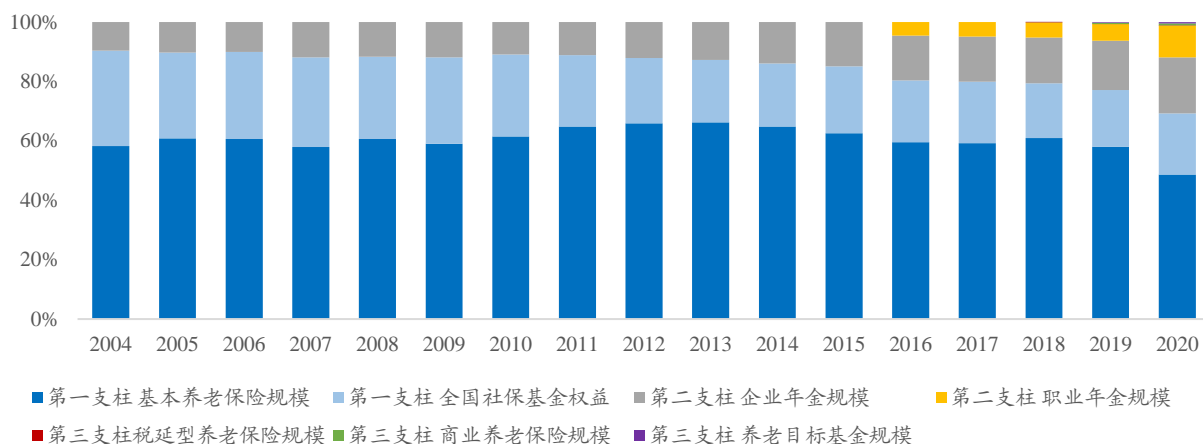


图 2 中国养老三支柱养老金资产占比

数据来源：人力资源和社会保障部，全国社保基金理事会，中国银行保险监督管理委员会，中国证券投资基金业协会，《中国养老金发展报告 2021》

等。

第一支柱基本养老保险面临困局。我国已经进入深度老龄化，2021年我国65岁以上老年人口占比达到14.2%，超过了国际通用的深度老龄化临界水平。在人口老龄化情况下，本应该提高基本养老保险缴费率。但是，在近几年经济下行压力加大以及总的减税降费方针下，2019年以来反而降低了基本养老保险缴费率，企业等用人单位养老保险缴费率由20%减为16%，出现了基本养老保险基金净收入下滑乃至为负的情况，部分省份基本养老保险面临给付压力，加重了中央财政转移支付负担。

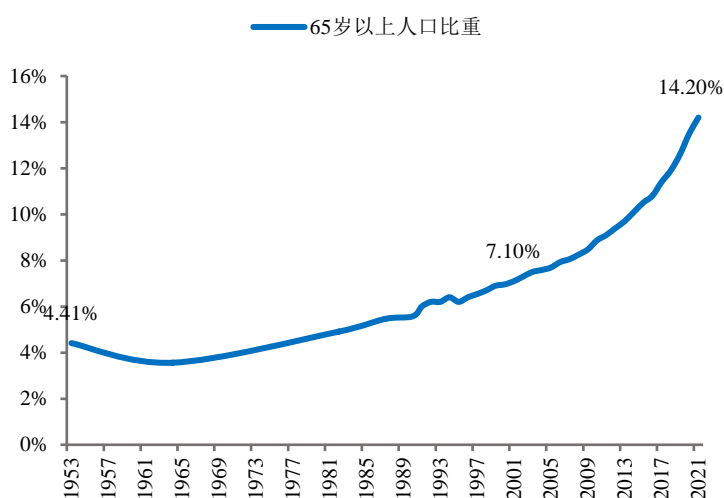


图3 中国老龄化率

数据来源：wind

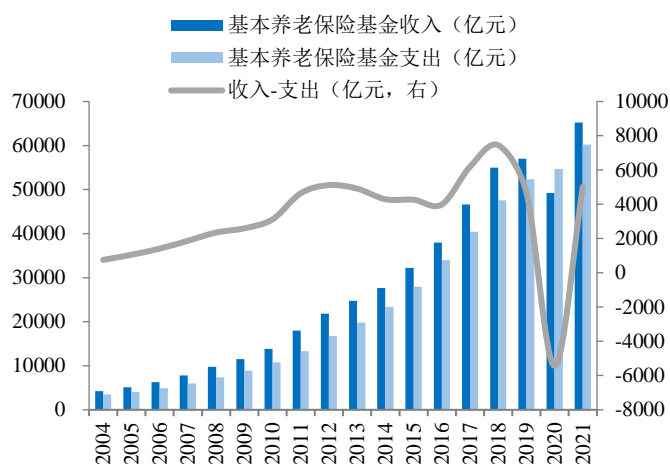


图4 中国基本养老保险收支状况

数据来源：wind，据人力资源部和社保部

探究基本养老保险问题的根源，基本养老保险采用现收现付制，缴费和领取额不挂钩，具有较强的再分配属性，企业和员工视之为准税收性质，对于劳动生产率具有一定程度的抑制作用。在劳动人口增长率呈现下降趋势情况下，养老保险制度的可持续性取决于能否促进劳动生产率的提高，即使面临当前和以后相当长时期存在的基本养老保险缺口状况，政策层面也不能选择增加缴费。

第三支柱个人养老金的发展恰逢其时。根据递延工资理论，个人养老金账户缴费额和给付额挂钩，直接体现为劳动报酬，具有激励相容的特点，有助于促进劳动生产率提高，有利于提高养老金制度参与率。

（二）优化金融结构

改革开放扩大了人口红利释放的通道，计划生育加速了人口红利释放的速度，由于未能及时建立第二、第三支柱的养老金“大坝”，人口红利转变为庞大的货币规模和银行资产规模。

2021年末，我国广义货币（M2）规模达到238.29万亿元，金融机构总资产达381.98万亿元，其中，银行业总资产（境内）达到344.76万亿元，保险业总资产为24.89万亿元，银行业资产在金融机构总资产中的占比达到90.26%。以商业银行为代表的间接融资方式仍然是我国金融结构的突出特点。

间接融资方式占据主导地位，给金融发展和经济发展带来不利影响：一是长期资金短缺，证券化率低。从2011-2021年期间的平均值来看，我国证券化率仅为56.94%。在此期间，美国和英国作为直接融资为主模式的代表，证券化率平均值都在125%以上。二是社会融资成本居高不下，尤其是中小企业和科创企业融资困难，不利于创新驱动型经济发展。

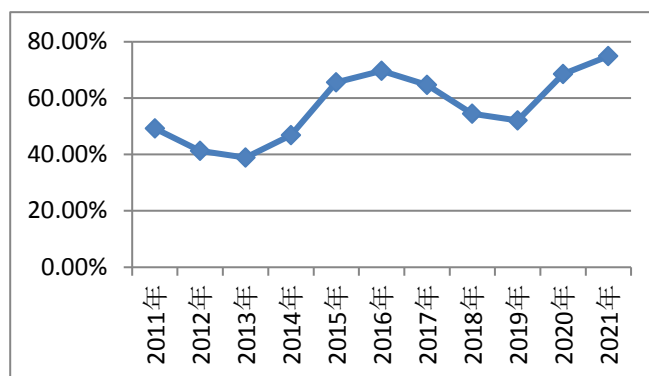


图5 沪深股市总市值/GDP

注：沪深股市总市值取上期末与本期末平均数
数据来源：Wind

个人养老金成为资本市场发展的强大助力。从美国经验看，截至 2021 年末，个人养老金账户资金（含养老年金）投资于股票超过 6.2 万亿美元，是资本市场的重要资金来源；其中，由共同基金管理的个人养老金账户当中股票型基金占比接近 60%。

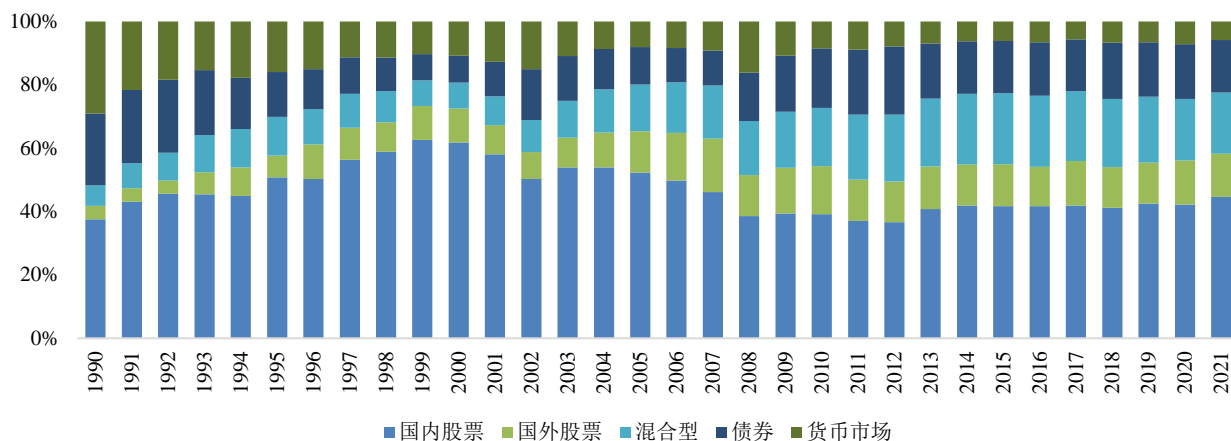


图 6 美国共同基金 IRA 账户资产结构

数据来源：Wind

二、释放改革红利推动第三支柱快速发展

《国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见》释放了三大改革红利，一是实行 EET 税收优惠制度；二是建立个人养老金账户；三是市场化投资运营。

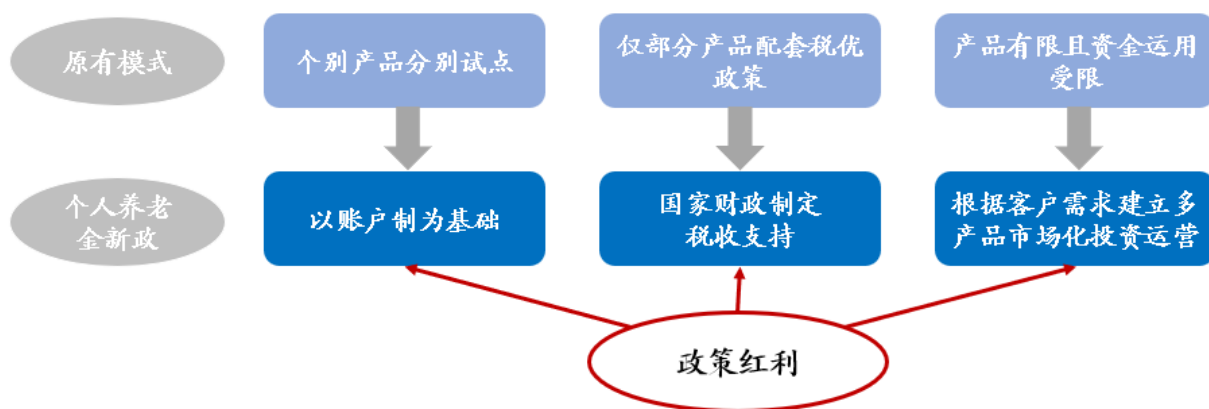


图 7 个人养老金改革红利

(一) 税优政策框架成型

为了鼓励雇主发起和个人参与，发达国家对个人养老金账户往往采取以税

收递延为特征的 EET 税制，也就是个人养老金在缴费和投资环节免税，而在领取环节征税。根据改革精神，参加人每年缴纳个人养老金的上限为 12000 元，人力资源和社会保障部、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。随着具体的税收优惠条款进一步明确，EET 税制将成为我国个人养老金发展的重要推动力。

表 1 个人养老金税优额度与人均 GDP 的关系

国家/地区	税优上限	人均 GDP (2021 年)	额度占人均 GDP 比重
美国	6,000 美元	69,221 美元	8.7%
日本	144,000-816,000 日元	4,320,965 日元	3.3%-18.9%
中国	苏州试点	177,500 元	6.8%
	福建试点	116,939 元	10.3%
	上海试点	173,593 元	6.9%

数据来源：美国社会保障署，日本 IDeCo，Wind。

(二) 账户制为个人养老金积累提供便利

在原有产品制的模式下，保险、银行和基金产品各自为政，客户在各大金融机构分别建立账户购买产品，导致不同产品之间无法转换。对于监管而言，各类产品独立运用，监管机构各不相同，监管运行成本相当高。

表 2 改革政策出台之前我国第三支柱养老金产品形态

金融机构	产品类型	推出时间	支持政策	产品规模
保险	商业养老保险	2007.11	《保险公司养老保险业务管理办法》	620 亿元
	个人税收递延型商业养老保险	2018.4	《开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》	6 亿元
	专属商业养老保险	2021.5	《中国银保监会办公厅关于开展专属商业养老保险试点的通知》	4 亿元
银行	商业银行养老理财产品	2021.9	《关于开展养老理财产品试点的通知》	420 亿元
基金	养老目标基金	2018.2	《养老目标证券投资基金指引（试行）》	1322 亿元

数据来源：中国银行保险监督管理委员会，中国保险行业协会，清华五道口全球金融论坛。

在改革政策出台之后，个人养老金实行个人账户制度，分别建立个人养老金账户和个人养老金资金账户。第一，个人养老金信息管理服务平台是登记机构，与符合规定的商业银行以及相关金融行业平台对接，归集相关信息，与财政、税务等部门共享相关信息，为参加人提供个人养老金账户管理、缴费管理、信息查询等服务，支持参加人享受税收优惠政策，为个人养老金运行提供信息

核验和综合监管支撑，为相关金融监管部门、参与个人养老金运行的金融机构提供相关信息服务。以个人养老金信息管理服务平台为基础，可以实现“N对1”的养老金产品和账户体系，可以承担三个支柱养老账户的资金转移功能。实现了个人养老金可携带，实现个人养老金账户与劳动力市场平滑对接，减少养老金制度对于劳动力自由流动带来的摩擦阻力。第二，参加人应当在商业银行指定或开立一个本人唯一的个人养老金资金账户，用于个人养老金缴费、归集收益、支付和缴纳个人所得税。参加人变更个人养老金资金账户开户银行时，应当经信息平台核验后，将原个人养老金资金账户内的资金转移至新的个人养老金资金账户并注销原资金账户。

表 3 账户制与产品制对比

	产品制	账户制
定义	产品制是指个人所购买的各类金融产品是其参加第三支柱养老金的载体，购买产品的支出在国家规定的额度内享受税收优惠，在领取养老待遇时个人向各产品管理人提出申请。	账户制是指开立专门的个人养老金账户，以此账户作为个人参加第三支柱个人养老金的载体，个人通过该账户进行缴费、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	<ul style="list-style-type: none"> ● 客户产品转换难度大，需计算税优在各产品间的分配比例，能否转换产品取决于产品间是否建立转换机制 ● 监管运行成本高，由各产品管理人代扣缴税收、待遇发放，监管统筹难度大 ● 三支柱互通效果差，第三支柱产品独立于第一、二支柱，资金无法互通 	<ul style="list-style-type: none"> ● 客户自由配置产品，税优政策赋予到账户层面，通过个人账户进行产品的申赎和转换 ● 监管管理难度降低，资金、税务、产品等信息均体现在个人账户中，管理便捷 ● 有利于三支柱资金转化，可统筹个人三支柱养老账户，有利于资金互通

（三）多样化金融产品满足市场化投资运营需求

在改革政策出台之前，原有的养老金产品难以满足客户需求。商业养老保险在投资运营上受到较严格限制，根据保险公司偿付能力和公司治理等指标状况，权益类资产投资比例最高占比为上季末总资产的 45%；养老目标基金，在税优政策不到位的情况下，缺乏对客户的吸引力。

在个人养老金制度改革政策出台之后，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，以及公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的满足不同投资者偏好的金融产品，参加人可自主选择。在市场充分竞争下，产品的收益/风险形态将多样化，另外，商业养老保险资金配置权益类资产比例将适当放松。

表 4 改革政策出台之后，个人养老金产品的风险收益特性

产品类别	持有期限	风险程度	收益水平	投资性质
储蓄存款	无	低	低	无
银行理财	封闭期五年	中低	中	固定收益类为主，部分采用混合类
商业养老保险	持有至退休或终身	低	中低	固定收益类为主，权益投资有上限
公募基金	一年及以上	中高	中高	偏债混合型

三、大金融行业共享发展机会

在税收政策、个人账户制以及市场化投资运营等政策推动之下，个人养老金兴起将为银行业、证券业、基金业、保险业带来发展机会。

短期来看，预计带来千亿元受托资产增量。预计只有月收入水平在 10,000 元以上的居民才能够享受个人养老金每月 1,000 元的税收优惠政策。假设全国月收入 10,000 元以上人口规模 2,000 万人（约占总人口 1.42%），其中愿意参与个人养老金的人口占比分别为 40%、50%和 60%，那么将带来每年 960~1,440 亿元资管行业的增量资金。

表 5 个人养老金为资管行业带来的增量资金

愿意参与个人养老金的人口	2021 年人口基数 (亿人)	月收入 1 万以上人口比例	月收入 1 万以上人口 (亿人)	年支出金额 (元)	对资管行业的增量规模 (亿元)
40%	14.1	1.42%	0.2	12000	960
50%	14.1	1.42%	0.2	12000	1,200
60%	14.1	1.42%	0.2	12000	1,440

数据来源：Wind

长期来看，EET 税制和个人账户制的引入将打开个人养老金的持续增长空间。以美国为例，从 1974 年到 2022 年，个人养老金账户每年缴费上限从一千美元增加到六千美元，增长了 5 倍。个人账户制为第二、第三支柱之间的资金转移提供了通道，近年来，美国 IRA 账户资产规模增长主要来自于 401k 账户和 403b 等的资金转移。

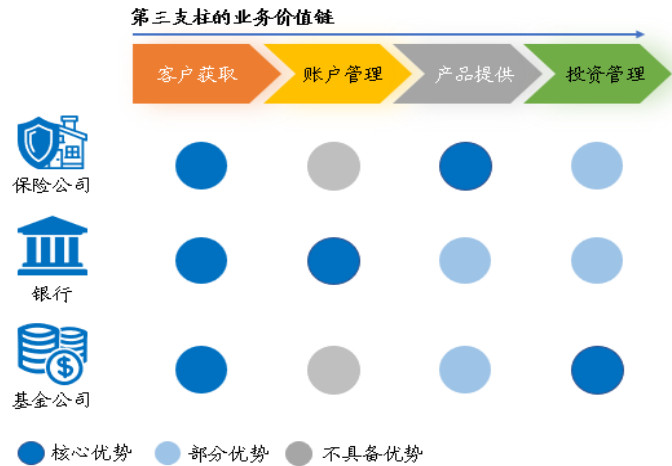


图 8 银行业、证券业（基金业）和保险业在养老金市场的比较优势

分行业看，在个人养老金制度改革政策出台之后，银行业、证券业（基金业）和保险业将发挥各自优势，共同做大养老金市场。银行业的竞争力主要体现于账户体系的受托管理能力，因为个人养老金资金账户的开立只能在银行；证券业（基金业）的竞争力主要在于投资管理能力；保险业的竞争力主要在于提供年金化领取方案，分散长寿风险。由于养老金市场是混业经营，这也对养老金产品监管带来了挑战。

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。