

深化资本市场改革 推动个人养老金体系发展

● 海通证券股份有限公司



视觉中国图片

账户制发展初期 个人养老金体系存在的问题

2022年4月21日，国务院办公厅印发《关于推动个人养老金发展的意见》，将银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等产品纳入了个人养老金制度。参加人在每年缴纳个人养老金12000元的上限下享受税收优惠政策。

当前养老金第三支柱账户制处于初级发展阶段，一些短期问题和可能存在的长期发展障碍值得关注。

第一，个人养老金制度对接产品较少，难以满足个人养老金投资需求。

国家社会保险公共服务平台显示，截至2023年8月25日，个人养老金产品包括：理财产品18只、基金产品149只、储蓄存款465只、保险产品48只。大量商业养老金产品未能纳入个人养老金账户产品清单，个人养老产品纵深与市场需求不成正比。

养老理财方面，截至2023年上半年，纳入个人养老金制度的理财产品仅18只，理财公司仅4家，累计销售规模约7.79亿元，在整个养老理财市场的规模占比不足1%。

养老目标基金方面，Wind数据显示，2019年和2021年养老目标基金新发行规模增速分别达到315%和144%。截至2023年上半年，纳入个人养老金制度的养老目标基金为149只，约占市场上养老目标基金数量的35.6%，仅比部分养老基金可以享受12000元上限下的税收优惠政策。

商业养老保险方面，截至2023年上半年，共有23家保险公司参与试点，累计实现保费收入6亿元左右，参保人数超5万人。尽管个税递延型商业养老保险与个人养老金产品在税收优惠政策上规定相似，但尚未有并入个人养老金账户，且税收优惠并不能与个人养老金税收优惠同时享受，这类产品与个人养老金账户存在衔接不畅的问题。

第二，个人养老金产品以保本储蓄类产品为主，个人养老金等长期资金有待与资本市场形成良性互动。

从典型的第三支柱养老金产品收益表现来看，资本市场未能给个人养老金金融产品带来长期稳健的收益水平。以当前的个人养老基金为例，截至2023年8月28日，对接个人养老金账户的个人养老目标基金成立以来回报率中位数为-2.31%、均值为-2.90%。2022年专属商业养老保险稳健型账户结算收益率为4.3%至5.15%，进取型账户结算收益率为4.5%至5.7%，收益水平显著高于养老目标基金。

个人养老金产品体系不够丰富、同质化程度高。截至2023年8月25日，680款个人养老金产品中，银行存款和保险产品数量约占75%，权益类投资比例较高的养老基金产品占比约22%；18只养老理财产品中，15只为固定收益类产品，仅有3只混合型产品。同时，产品投资期限多为中短期，3个月到5年期的产品占比较高。实际上，个人养老金负债管理周期长，产品期限设计应以中长期为主，从而保证养老资金长期保值增值的投资需要。

第三，金融中介机构参与养老金融服务不足，不利于个人养老金产品的实际渗透发展。

人社部数据显示，一季度末，个人养老金实际缴费人数仅占参加人数的31.37%，人均缴存金额仅2022元，离12000元的上限有较大空间。

一方面，金融机构有限的养老金融产品局限了个人养老金账户下产品选择空间。另一方面，当前金融机构对于个人养老金业务的竞争意识尚处于争取更多开户数量的阶段，对于已开立账户在养老金的资产配置和实际操作情况缺乏进一步跟踪服

在养老金第三支柱账户制发展初期，个人养老金账户对接金融产品较少，且以保本储蓄类产品为主，加上中介机构参与养老金融服务不足，民众的养老金投资需求无法被充分满足。借鉴美国和日本第三支柱养老金发展经验，现阶段优化账户体系供需两端制度设计，鼓励金融机构产品创新，多方协同加强养老金金融教育是当务之急。而探索投顾业务在养老金融的应用、完善服务链，深化资本市场改革、完善养老产品市场化投资环境，则是推动个人养老金体系发展的长久之计。

“三支柱”模式是目前世界各国养老金体系采取的主流模式。在第一支柱养老压力增大、第二支柱覆盖人群比例相对较低的背景下，发展养老金第三支柱有助于纾解第一支柱压力、提高养老保障体系的可持续性。本文将从养老金制度、分析国内个人养老金制度在运行初期面临的短期障碍和长期问题，并借鉴美国和日本利用金融市场发展养老金第三支柱的经验，为完善国内养老金融体系、推动个人养老金体系发展提出针对性建议。

务的意识。

借鉴海外第三支柱养老金发展经验

美国是全球养老资产规模最为庞大的国家，日本是面临老龄化问题最早的国家。本部分试图从养老金产品、服务及养老金与其他机构储蓄存款的比重高达72%；九十年代后，基准利率水平开始下降，股票市场主要指数一路上涨，助推IRA对于共同基金和直接持有证券的比重持续提升。到次贷危机前，共同基金资产占比已经接近52%，次贷危机后尽管有所下降，2021年底依然维持在44%左右。

美国养老金第三支柱发展较为成熟。到2021年底，美国个人退休账户资产规模占总退休资产的比重超过35.35%，相当于二十世纪九十年代初的两倍以上。二十世纪九十年代前，美国储蓄利率水平处于历史高位，因而美国个人退休账户(IRA)在建立之初资金主要配置在银行储蓄以及各类保险产品上。以1981年为例，IRA账户380亿美元总资产中，持有银行及其他机构储蓄存款的比重高达72%；九十年代后，基准利率水平开始下降，股票市场主要指数一路上涨，助推IRA对于共同基金和直接持有证券的比重持续提升。到次贷危机前，共同基金资产占比已经接近52%，次贷危机后尽管有所下降，2021年底依然维持在44%左右。

在IRA配置的共同基金当中，股票型基金一直占据着主导地位。在科技股泡沫破灭前的1999年，IRA持有的国内外股票型占所有共同基金的比重达74%，近年来则一直维持在六成左右。

除了股票型基金外，目标日期基金(Target date funds)则是另一类值得关注的投资。上个世纪九十年代以来，养老基金是目标日期基金最主要的资金来源。根据ICI(美国投资公司协会)的统计数据，2021年IRA向目标日期基金投资3360亿美元，占整个目标日期基金市场的19%。在过去的十年中，IRA投资目标日期基金的份额大致

增长了一倍。

考虑到复杂的税收抵免体系和丰富的投资组合选择，大多数IRA投资者在实践中都会寻求专业服务机构的帮助。ICI数据显示，四分之一的IRA投资者通过专业投资机构管理IRA账户，其中全能经纪商和独立财务规划公司分别以34%、28%位居前列。在直接渠道方面，共同基金公司和折扣经纪商分别有20%和13%的用户选择。

此外，专业投资机构能帮助客户完成资产组合的动态配置以及拟定合理的退休支取计划和社会福利保障计划等。73%的IRA投资者在构建退休策略时会参考这些机构的意见，尤其是55岁以上的群体，超过八成都会寻求专业财务顾问的帮助。

日本是面临人口老龄化较早的国家，也构建了“三支柱”养老金体系。

日本个人型定额供款养老金计划(iDeCo)投资产品大致也可分为保本产品和投资信托两类。典型的保本产品包括定期存款和保险产品；日本投资信托的主要类型有国内债券型、国外债券型、国内股票型、国外股票型等。根据过去10年产品的数据分析结果来看，投资股票的投资信托类产品在一年内净值波动至少为20%，十年的资产回报率达150%至200%。

iDeCo官网数据显示，截至2022年3月末，储蓄类、保险产品、投资信托三类资产的比重分别约27.8%、10.6%、61.6%，与2018年3月底的37.3%、22.8%、39.5%相比，投资信托类资产比重上升约22个百分点，提升显著。从投资信托类资产的内部结构看，投资股票型产品的比例最高、外国股票型和国内股票型分别达32.6%和22.8%。

NISA(小额投资非课税制度)的可投资产品范围包括上市公司股票、交易型开放式指数基金(ETF)、投资信托以及房地产信托投资基金(REIT)等。截至2020年末，上市股票、投资信托的配置比例分别为39.95%、57.34%，交易型开放式指数基金(ETF)以及房地产信托投资基金(REIT)的配置基本维持在2%-3%左右。可见与iDeCo计划相比，NISA参与者的风险偏好更高，更偏向于风险收益型产品。

个人养老金账户涉及长达几十年的缴付，因此账户管理的便利性和综合使用体验对于民众在账户内持续进行养老金积累的积极性至关重要。

目前，日本国内约有160家金融机构作为经营管理机构办理iDeCo。根据iDeCo官网公开资料，账户管理费用、产品阵容、服务附加值是个人选择金融机构的主要衡量因素。账户管理费用涉及因工作变动等导致的账户变动的费用。产品阵容方面，投资者关注金融机构是否有适合自身需求的产品类别和数量、低信托费用的产品。服务附加值方面，流程是否便利操作、服务时间及后续是否有例如策略会性质的实质性服务等，也是投资者选择机构的重要因素。2022年，iDeCo通过比较日本76家金融机构在以上三个方面的优缺点，公布了年度推荐金融机构，排名前五的为SBI证券、松井证券、Manex证券、乐天证券、野村证券。

美国和日本养老金融在产品、服务和市场建设方面给我们以下启示：其一，扩大养老金融产品供给，丰富养老金融产品体系。养老金融产品偏好低风险资产，但是具有成长性的投资才能抵御通胀且提高对个人参与养老金账户的积极性。其二，个人养老金发展还与资本市场是否能提供一个良好的长期投资环境密切相关，这就要求国内市场继续加强市场化改革，切实提升上市公司质量，确保养老资产与资本市场长期稳健发展有一个正向的良性循环。其三，银行、证券经纪商、独立财务规划公司以及基金公司等金融机构提供的专业辅助，能够帮助投资者优化自己的退休资产配置。

第三支柱养老金融发展建议

账户制实施初期，个人养老金体系对金融机构和金融产品的纳入要求较高，现阶段鼓励更多金融机构和金融产品参与养老金融市场、满足个人养老金投资需求是当务之急。建议优化养老金融制度设计，鼓励金融机构产品创新，协同多方力量加强养老金融教育。长期来看，探索投顾业务在养老金融的应用、完善服务链，深化资本市场改革、完善养老产品市场化投资环境，是推动养老金第三支柱发展的长久之计。

第一，供需两端协同发力，优化养老金融制度设计。

自上而下从个人养老金制度下资金与产品的供需两端发力，优化养老金融制度设计。针对养老资金长期性、安全性的特征，建议在产品引入条件上适当拉长对产品、机构投资业绩的考核周期，以市场化竞争推动个人养老金产品体系的发展。建议适当放松对第三支柱养老金的投资范围限制，推动被动型的指数基金、稳健型的主动基金产品纳入个人养老金产品体系，提高权益类产品的投资比例。长期看，建议借鉴国际经验，在保证参与者自主选择权的前提下，设立默认的资产配置选择，提高个人养老金投资效率，实现风险与收益的相对平衡。

第二，鼓励养老金融产品创新，丰富养老金融产品供给。

建议监管部门进一步鼓励各类金融机构加强养老产品的研发与创新，针对适用人群进行产品设计。

保险机构作为当前第三支柱养老产品的“生力”，应进一步发展各类有政策支持的商业性的养老保险产品，满足养老资金安全性、长期性的投资需求。商业银行的养老理财子公司应研发针对我国居民跨生命周期的养老理财产品，通过使用投资风险测试的方式，为不同风险偏好的居民设计专属的养老理财计划；同时，开发具有较高权益类资产配置比例、可持续进行长期投资、具有较高收益的产品，吸引那些追求较高收益且愿意承担一定风险的居民参与投资。对于各类资产管理机构，应形成以不同风险梯度收益水平为指标的完整养老金融产品线。

第三，多方共同加强养老金融教育，提升养老投资意识。

首先，建议有关部门出台有关个人养老金引导的政策文件，设计出具有中国特色的金融教育与宣传制度。实践中，需要建设居民了解相关信息的平台，全方位从养老金政策、缴费标准、操作流程、相关金融知识等，向整个社会普及正确的养老投资理念。其次，行业协会要主动与政府对接，通过宣传引导让广大居民了解金融机构和养老金产品的基础知识。金融机构特别是其下属的营业部是距离民众最近的“一公里”，要充分利用营业部开展投资者教育。

第四，探索投顾业务在养老金融的应用，完善服务链条。

建议监管部门明确个人养老金投资顾问业务的内涵、准入标准、展业范围和展业规范，引导金融机构加强个人养老金投资顾问业务方面的培育，创新投顾业务的绩效机制，侧重对客户资金期限、投资持续性、产品复购率等指标的考核。

第五，深化资本市场改革，完善养老产品投资环境。

建议进一步深化资本市场改革，完善养老金融投资环境。加强发行监管，规范上市公司治理；加大上市公司分红力度，为股东创造合理回报；加强上市公司信息披露监管力度，提高对内幕消息的监控与处罚力度；完善证券市场退市制度，加速市场新陈代谢，提高市场对境内外长期资金的吸引力等。(撰文：荀玉根 李明亮 朱蕾 周洪荣 李姝醒 纪尧)

报告显示

2022年证券行业 履行社会责任成果斐然

● 本报记者 胡雨

11月9日，中国证券业协会发布《2022年度证券公司履行社会责任情况报告》，对2022年证券行业积极履行社会责任进行了全方位、立体式的展现。协会表示，将引导证券公司强化功能发挥，聚焦全面推进乡村振兴、服务实体经济等重点领域，积极履行社会责任，为实现中国式现代化作出应有贡献。

凝心聚力全面推进乡村振兴

结对帮扶357个脱贫县和83个国家乡村振兴重点帮扶县，服务企业直接融资674亿元……2022年证券公司在金融帮扶、产业帮扶、教育帮扶、公益帮扶等各项领域发挥作用，持续履行社会责任。

《报告》显示，2022年，证券公司服务脱贫县企业公开发行股票并上市项目9个，推荐脱贫县企业在全国中小企业股份转让系统挂牌项目5个，同时承销发行绿色债券(含绿色资产证券化产品)1716亿元，地方政府债券中标金额227亿元；自证券行业“促进乡村振兴公益行动”发起一年多来，参与的证券公司达到69家，承诺投入资金达3.6亿元；为进一步形成合力，证券公司通过开展县域经济调研、志愿者支教服务、探索普惠金融新路径、参与扶危济困公益活动等举措，深度参与协会“项目展示、培训交流、志愿者服务、课题研究”等四个平台建设，构筑四位一体服务体系，打造公益文化、培育责任意识，形成了独具特色的公益帮扶模式。

在协会的积极带领下，各证券公司发挥资源禀赋，因地制宜为乡村振兴添砖加瓦，并将推动结对帮扶工作从“扶贫”向“扶智”、从“输血”向“造血”、从“被动”向“主动”的转变作为创新突破的方向。

发挥优势服务实体经济高质量发展

2022年证券行业充分发挥资本市场在促进资本形成、发现价格、资源配置、风险管理等方面的重要功能，服务实体经济和投资者取得新成效。

《报告》显示，2022年度证券公司服务实体经济实现直接融资5.92万亿元，其中服务357家科技创新企业登陆科创板、创业板、北交所，实现融资4481.57亿元；通过公司债、资产支持证券等债权工具实现融资4.55万亿元并引导金融资源流向经济社会发展的关键领域，切实助力民营企业纾困。

服务区域协调发展方面，2022年证券公司聚焦国家长三角一体化发展战略，不断提升区域金融服务能级，更好助力长三角一体化高质量发展；在粤港澳大湾区，证券公司因地制宜实现对重点地区、重点客群的全方位覆盖与深耕，并通过加强业务布局，为粤、港、澳三地居民和机构提供多元化综合金融服务；在支持京津冀协同发展和雄安新区建设方面，证券公司进一步加强区域网点布局，不断丰富和完善金融产品供给，着力提供更高标准的投融资综合服务。

证券行业是知识密集型行业，持续推进人才队伍的高质量发展，加强人才密度与能力厚度是行业实现高质量发展的重要保障。2022年，各证券公司持续发力建设高素质人才队伍，推动行业人才高质量发展。

打造绿色证券金融服务体系

绿色金融作为绿色发展的催化剂和加速器，对于促进实体经济绿色低碳转型、切实把绿水青山转化为金山银山具有积极意义。2022年证券公司凭借牌照资源和专业优势，已开启了积极响应ESG理念、全面提升自身ESG水平、以绿色金融服务经济发展的新发展阶段。

根据《自身》，2022年各证券公司纷纷将ESG纳入证券公司自我管理，积极开展ESG研究为经济、金融绿色发展贡献研究智慧；2022年度作为绿色公司债券主承销商或绿色资产证券化产品管理人的证券公司共55家，承销(或管理)152只债券(或产品)，金额合计1716.58亿元；在创新绿色金融产品方面，2022年证券公司完成多笔首单创新型绿色债券新品种，促进实体经济高质量、可持续发展。

积极构建“大投保”格局，保护中小投资者合法权益是2022年度证券公司履行社会责任的一大重要组成部分。各证券公司在强化投保体系建设、多措并举构筑保护屏障、丰富投教活动提升投教成效等方面持续发力，证券行业投资者服务与保护水平再上新台阶。近年来，5G、人工智能等前沿技术对于证券行业产生了深远影响，在发力投教方面，证券公司也不断加快科技创新应用，为投资者提供多样化的投教产品工具，同时促进行业经营模式、业务流程、产品设计、服务质量的持续优化和深度融合，助力投保工作提质增效。

中证商品指数公司指数行情							
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	结算价	涨跌	涨跌幅(%)
中证商品期货价格指数	1767.63	1780.90	1766.06	1778.09	1773.62	19.29	0.15
中证商品期货价格指数	1376.61	1386.95	1375.39	1384.76	1381.28	15.06	0.15
中国国债期货收益指数10年期	121.799	121.847	121.739	121.745	121.781	-0.042	-0.03
中国国债期货收益指数5年期	112.289	112.311	112.234	112.234	112.272	-0.028	-0.02
中国国债期货收益指数2年期	105.389	105.395	105.333	105.337	105.360	-0.050	-0.05
中证中金商品指数	—	—	—	3320.35	—	-23.53	-0.70

注1:中证商品期货价格指数系列、中国国债期货收益指数系列涨跌幅=(收盘价-昨结算)÷昨结算*100%
注2:中证中金商品指数涨跌幅=(收盘价-昨收盘)÷昨收盘*100%

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)							
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价	
易盛农期指数	1276.38	1283.02	1272.27	1276.15	-0.29	1277.05	
易盛农基指数	1499.49	1507.29	1495.01	1498.97	-0.59	1500.03	