



财税金融共治：推动个人养老金与资本市场协同发展

刘同洲 赵梦丹

摘要 个人养老金与资本市场协同发展是一项财税金融协同治理的系统工程，需综合考量个人养老金为资本市场引“长钱”并注入稳定性的前期目标和提升权益投资收益以缓解公共养老金财政压力的后期目标，并做前瞻、统筹的布局。基于此，聚焦个人养老金在资本市场投资端、政策端的现行问题，借鉴 IRA 在税收优惠和资本市场“双轮驱动”经验，提出进一步提升养老金投资收益、实施多样灵活的税收激励模式、促进不同支柱制度衔接及资金长期稳定、构建完备的养老金发展法律体系及协同治理机制的建议。

关键词 个人养老金 资本市场 税收优惠 财税金融协同治理

从“十四五”规划的“规范发展第三支柱养老保险”，党的二十大报告“发展多层次、多支柱养老保险体系^①”，再到中央金融工作会议将养老金融作为金融高质量发展的五大主攻方向，养老金融和银发经济已上升为国家战略，是金融高质量发展促进中国式现代化的重要路径。个人养老金作为养老金融的重要组成部分，因其参与门槛低，灵活便捷，在拓宽覆盖面上被寄予厚望。

一、个人养老金制度的目标及历程事实

个人养老金是在税收政策支持下为个人建立的养老金制度安排，其建立的目的在于提升居民财富积累基础，保障个体在生命周期中的财务可持续性，其发展需要

财税金融协同共治。

（一）税收优惠与资本市场“双轮驱动”

个人养老金发展的核心理念是财税金融协同治理，建立两者相互赋能的协同机制，避免制度设计陷入“就财税论财税，就金融论金融”的思维局限。因此，个人养老金前期发展的重点在于税收激励，通过在缴费、投资、领取阶段的制度设计中融入充足的税收优惠，创造“居民想买”的政策环境，提升实际缴存率和居民覆盖率，为我国资本市场引入长期资金并注入稳定性，即以财税的方式解决金融的问题；繁荣的资本市场需要发达的养老金，发达的养老金也离不开活跃的资本市场（郑秉文，2024）。因此，个人养老金后期发展的重点在于为参与者带来长期可持续的投资

刘同洲、赵梦丹，中国财富管理 50 人论坛青年研究员。本文为作者个人研究成果，不代表中国财富管理 50 人论坛观点。

① “第一支柱养老保险是指国家建立的与经济社会发展水平相适应、社会统筹与个人账户相结合的基本养老保险制度，第二支柱企业年金和职业年金是指国家税收政策支持、用人单位自愿建立和雇主雇员双方缴费的 DC 型信托制补充养老保险制度，第三支柱是指国家税收政策支持、自愿加入的账户制 DC 型个人养老金制”（郑秉文，2022）。



回报并最终以养老金保值增值的成果反哺养老保障第一支柱，缓解财政压力，所谓以金融的工具解决财政的问题。

（二）从政策萌芽到制度优化：人口老龄化倒逼改革加速进行

近年来，养老保险“多支柱”“第三支柱”等相关概念频繁出现在中央政策文件和会议之中，养老保障问题备受高层关注，如表1所示。

税收递延理念的首次提出源于《关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126号），但真正落地却在十年之后的个人税收递延型商业养老保险试点，由于产品制下政策碎片化、操作复杂、优惠力度小等因素，试点效果不佳。

进入2020年，养老保险第三支柱进入快速发展时期。2021年12月17日，中央全面深化改革委员会第23次会议，审议通过了《关于推动个人养老金发展的意见》（以下简称《意见》），正式将“养老保险第三支柱”命名为“个人养老金”（下同）。如同美国将养老保险第三支柱命名为“个

人退休账户”（IRA），《意见》提出的“个人养老金”概念，是对我国养老保险第三支柱的正式“命名”，进一步明确了养老保险第三支柱是以个人作为发起人、与第一支柱基本养老保险和第二支柱企（职）业年金平行的独立运行的养老金制度（郑秉文，2022）。

2022年4月23日，国务院办公厅正式发布了《关于推动个人养老金发展的意见》（国办发〔2022〕7号），对我国个人养老金建设做出顶层设计。在《意见》的统筹安排和政策指引下，2022年10月26日，人社部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会联合发布《个人养老金实施办法》（人社部发〔2022〕70号，以下简称《办法》），明晰个人养老金实施细则，实现《意见》指导理念的“落地生根”。此前，养老保险第三支柱缺乏全国统一的制度性安排，《意见》《办法》的出台提升了我国养老保障体系改革的系统性、整体性、协同性，通过跨部门数据共享、流程再造和业务协同，将多部门间的职能予以打通，促使人社、金融、财税部门的管理和服务

表1 养老保险第三支柱制度演变

时间	政策文件或会议	要点	意义
2008年12月	《关于当前金融促进经济发展的若干意见》	对养老保险投保人给予延迟纳税等税收优惠	中央层面首次提出税收递延理念
2018年4月	《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》	明确产品制下缴费、投资、领取阶段的税收优惠	理念落地、首次试点
2020年10月	2020年金融街论坛原银保监会主席郭树清讲话	养老金融改革发展既要抓现有业务规范，又要开展业务创新试点	定调养老金融发展方针
2020年12月	2021年中央经济工作会议	“规范发展第三支柱养老保险”	首次在中央经济工作会议中提出
2021年3月	《“十四五”规划纲要》	“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”	首次在国家五年规划纲要中提出，第三支柱发展成为国家战略
2022年4月	《关于推动个人养老金发展的意见》	以账户制替代产品制；享受税收优惠；跨部门数据互联互通	建立全国统一的制度性安排
2022年11月	《个人养老金实施办法》	明确参加流程、账户管理、税收优惠政策、监督管理等	财税金融协同治理



“迭代升级”, 从分部门“碎片化”管理转向跨部门“一体化”治理, 对个人养老金发展具有开创时代的重大意义。

从2008年税收递延理念首次提出到2022年制度建立, 个人养老金发展经历了理念提出、政策试点、制度优化的实践闭环, 尤其2020年以后, 养老保险第三支柱发展上升为国家战略层面, 政策优化的力度和频次显著提高, 而这一切的底层逻辑在于我国人口结构发生重大变化, 2022年、2023年连续两年人口负增长且2023年902万的出生人数为新中国成立以来历史新低。根据中国社会科学院《中国养老金精算报告2019—2050》预测, 全国城镇职工基本养老保险当期结余将于2028年首次出现赤字, 到2050年当期结余将为-11.28万亿元。未来“倒金字塔”的人口结构致使第一支柱现收现付模式面临空前压力, 人口老龄化和少子化倒逼个人养老金发展没有“容错”的时间窗口, 养老金融政策和制度必须聚焦现实问题并加速迭代更新。

二、个人养老金投资端和政策端的问题特征

当前, 个人养老金发展形成“叫好不叫卖”的局面, 民众参与积极性不足。截至2023年一季度末, 个人养老金开户人数为3 038万人, 仅占总人口的2%; 缴费人数为613万人, 缴费总额为142亿元人民币, 平均缴费金额为2 316元^①, 平均缴费金额与12 000元的缴费上限差距较大, 实际政策效果不及预期。与此同时, 资本市场受宏观经济预期、地缘政治等多

重因素影响而大幅度波动, 部分时段在较大程度上偏离当前中国经济基本面。个人养老金与资本市场协同发展仍面临诸多体制性、协同性问题, 主要体现在资本市场投资端和税收政策端两个方面。

(一) 个人养老金投资收益获取难度加大

1. 估值结构与交易结构长期错配致使权益投资波动较大

截至2023年7月25日, 151只公募基金的个人养老金账户年内平均收益为-0.08%, 权益投资收益获取不易, 其中重要原因在于估值结构与交易结构错配(聂庆平, 2021)。长期以来, 以沪深300为代表的蓝筹股、绩优股市值占全市场比重60%以上, 但其估值普遍在10倍市盈率以下, 整体估值偏低, 且交易不够活跃; 反而高估值、经营业绩弹性较高的中小市值股票交易活跃度高, 市场对“炒新”“炒小”的偏好致使该类股票股价短期波动较大, 并不适宜以安全性和稳定性为首的养老资金配置, 而适宜个人养老金投资的蓝筹股估值尚未取得资金普遍共识。叠加国内经济结构转型、利率下行和地缘政治因素, 资本市场波动近期加大, 这考验以个人养老金为代表的长期资金资产配置策略。

2. 利率持续下行导致固收投资收益与负债刚性成本平衡不易

个人养老金是老百姓的“养命钱”, 投资的安全性高于收益性, 居民普遍选择投资收益能够“保底”的保险类个人养老金产品, 机构也主要投资于固定收益资产, 投资收益受长期利率环境影响较大。截至

① 数据来源: 人力资源和社会保障部。



表 2 个人养老金当期减税金额

级数	月应纳税所得额 (元)	年应纳税所得额 (元)	税率(%)	当期最大减税金额 (12000×适用税率)
1	0~3 000	0~36 000	3	360
2	3000~12000	36 000~144 000	10	1 200
3	12000~25000	144 000~300 000	20	2 400
4	25 000~35 000	300 000~420 000	25	3 000
5	35 000~55 000	420 000~660 000	30	3 600
6	55 000~80 000	660 000~960 000	35	4 200
7	80 000 以上	960 000 以上	45	5 400

注：(1) 本表所称年（月）应纳税所得额是指居民个人取得综合所得以每一年度（月度）收入额减除费用 60 000 元 / 年（5 000 元 / 月）以及专项扣除、专项附加扣除和依法确定的其他扣除后的余额。

2024 年 3 月 26 日，十年期国债收益率已跌至 2.32%，为 2002 年 6 月以来最低，且养老金主要投资品种三十年期国债收益率下行至 2.50%，国债期限利差压缩至历史低位，且市场预期未来仍存在降息空间，叠加企业债违约风险加大和房地产等非标资产爆雷频现，长期养老金固收投资收益受限。以稳健型专属养老保险这一个人养老金产品而言，行业 2.5%~3% 的保底利率倒逼其新配置资产的投资收益必须覆盖负债成本，再考虑通胀的因素，在长期利率下行期，若不提升权益类资产配置比重而仅依靠固定收益投资将难以满足养老资金长期保值增值的需求。

（二）税收优惠政策未及市场预期

1. 税收优惠力度有限且模式单一

相较于先前的税收优惠政策^①，新出台的税收政策^②延续了 EET 模式^③，通过“递

延缴税+低税率”，加大了养老金领取环节的税收优惠力度，实际税率由先前的 7.5% 降低至 3%，取得了较好的市场预期。但就政策优化而言，缴费额度设计仍有较大的提升空间。现行税收政策规定，在个人养老金缴费环节，养老金资金账户的缴费限额标准为每年 12 000 元，缴费额度可在综合所得或经营所得中据实扣除。然而，对中、高收入群体^④而言，每年 12 000 元的个税抵扣额度吸引力偏小，政策吸引力仍有不足。如表 2 所示，年均收入 60 000 元至 96 000 元的中等收入群体，每年节税仅 360 元。即使是年均收入 96 万元以上的高收入群体，每年仅能节税 5 400 元，偏低的个税抵扣额度将对中、高收入群体吸引力有限（金双华等，2023）。

在税收优惠模式方面，EET 模式下的税收政策导致海量低收入群体无法通过参

① 《财政部 税务总局 人力资源社会保障部 中国银行保险监督管理委员会 证监会关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》（财税〔2018〕22号）。

② 《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》（财税〔2022〕34号）。

③ Exempting-Exempting-Taxing，养老金缴费环节、投资环节免征个人所得税，领取环节征收个人所得税。

④ 根据《中国宏观经济形势分析与预测报告（2020—2021）》，月收入超过10万元的高收入群体共计3 110 万人，月收入在5 000元至10万元之间的中等收入群体共计1.2亿人。



与个人养老金享受税收优惠, 养老金覆盖率较小。《中国统计年鉴 2022》数据显示, 2022 年全国人口数 14.12 亿, 其中 90% 的居民月收入在 5 000 元以下, 年收入在 6 万以下, 该部分群体因无须缴纳个人所得税。因此, 实际缴纳个人所得税的群体仅有 1 亿多人, 对于数以 10 亿计的低收入群体, 由于年收入尚未达到个税缴纳标准, 无法享受税收优惠, 个人养老金参与积极性不足。由于发达国家居民月收入和个人所得税税收负担普遍较高, 个人养老金 EET 模式和 TEE^① 模式适时满足了居民节税的需求。而我国庞大的低收入群体并无节税需求, 除了现行 EET 模式, 是否还存在吸引低收入群体参与的模式, 这是未来个人养老金税收政策优化的重点。

综上, 现行税收政策对高、中、低收入群体的优惠力度偏低, 形成了中、高收入群体因优惠力度偏低不想参与, 低收入群体想参与但没资格参与的局面, 这也是先期试点规模和覆盖率不佳的主要因素。如何提升中、高收入群体的减税获得感, 并将不缴纳个人所得税的低收入人群也纳入个人养老金制度, 拓宽制度覆盖面, 是个人养老金发展的关键。

2. 投资收益的非一致性税收政策影响个人参与积极性

我国对个人资本利得暂不征税的税收政策, 促使个人更偏好证券投资而非参与

个人养老金。现阶段, 个人养老金的本金和投资收益在领取时按 3% 的税率缴纳个人所得税^②, 由于数十年积累下的投资收益金额较大, 低税率高税基的模式将导致养老金领取时产生较大税收成本。相较而言, 个人储蓄存款利息所得免征个税^③, 个人转让股票所得免征增值税^④和个人所得税^⑤, 交易成本的差异将导致个人养老金账户外资金(银行存款和证券投资)很难主动流向个人养老金账户, 较低的交易成本促使个人优先选择储蓄或证券投资。加之参与个人养老金需牺牲资金的流动性, 个人短期证券投资“赚快钱”的偏好将高于个人养老金的长期价值投资。综上, 储蓄存款利息所得、证券投资所得、个人养老金所得的税收优惠政策不相一致, 致使个人养老金发展缺乏“先天优势”, 民众参与养老金的积极性不及预期。

3. 尚未统一的税收政策阻碍“二、三”支柱资金互转

养老保险第二支柱企业(职业)年金和第三支柱个人养老金虽然都采用 EET 模式, 但税收优惠政策尚未打通, 一定程度上限制了养老保险第二、三支柱的制度衔接。在缴费环节, 允许个人缴付的年金在不超过本人缴费工资计税基数的 4% 标准内的部分, 暂从个人当期的应纳税所得额中扣除。当个人无法参与企业(职业)年金计划时, 该项税收优惠政策无法享受,

① Taxing-Exempting-Exempting, 养老金缴费环节征收个人所得税, 养老金投资、领取环节免征个人所得税。

② 《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》(财税[2022] 34号)。

③ 《关于储蓄存款利息所得有关个人所得税政策的通知》(财税[2008] 132号)。

④ 《财政部 国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》(财税[2016] 36号) 附件3有关规定, 个人从事金融商品转让业务取得的金融商品转让收入免征增值税。

⑤ 《财政部 国家税务总局关于个人转让股票所得继续暂免征收个人所得税的通知》(财税字[1998] 61号) 有关规定, 对个人转让上市公司股票取得的所得继续暂免征收个人所得税。



也不能适用于个人养老金；在领取环节，领取的企业（职业）年金适用超额累进税率^①，而个人养老金领取时适用3%的固定比例税率^②。由于不同税收政策下的养老金不能作简单地汇聚，差异化的税率设计为“二、三支柱”账户内资金流转设置了障碍。

三、税收与资本市场“双轮驱动”促使IRA独特样态

纵观世界主要经济体，美国个人养老金因其理念、制度、成效而独具特色。1974年美国根据《职工退休收入保障法》设立了养老保险第三支柱个人储蓄计划（个人养老金），鼓励个人通过自愿储蓄的形式将资金存入个人退休储蓄账户（Individual Retirement Account, IRA），为退休后储备养老财富。美国个人养老金从1974年建立之初的4800万美元到2022年的11.9万亿美元，个人养老金占美国养老金总资产比重已达到39%^③，资产规模数倍于所有发达国家个人养老金资产总和，其发展在税收优惠和资本市场“双轮驱动”下的突出特点值得借鉴（王向楠，2023）。

（一）突出特点：税优充足且形成保值增值的财富效应

1974年美国根据《职工退休收入保障法》设立了养老保险第三支柱个人储蓄计划，鼓励个人通过自愿储蓄的形式将资金存入个人退休储蓄账户，包括传统IRA、罗斯IRA、雇主发起型IRA三类账户，具备税收优惠、缴费灵活、资产转存、自主投资等功能，其中以税收优惠充足和重视

长期权益资产投资最为显著。

1. 养老金缴费、投资、领取阶段的税收优惠充足多样

传统IRA账户开设门槛低，对参与人无收入限制和年龄限制，但设有强制提取规定及提前支取限制。传统IRA采用EET税优模式，2024年免税限额为最高7000美元一年（50岁及以上是8000美元），根据IRA参与人是否参与雇主养老金计划、是否婚配、单独申报和联合申报方式，缴费额度可分为全额抵扣、部分抵扣、不得抵扣三类。整体而言，传统IRA更适合退休后税率较低的群体。

罗斯IRA账户为防止扩大贫富差距，其缴费存在收入限制，防止高收入人群避税行为。例如，未婚参与者调整后所得小于14.6万美元时，以7000美元实现全额缴费；调整后所得在14.6万至16.1万美元之间，低于7000美元部分缴费；调整后所得高于16.1万美元，不得缴费。罗斯IRA采用TEE税优模式，领取政策宽松，资金自由度更高，较大程度地激发了个人参与积极性。这是因为美国对个人转让金融商品的长期资本利得征收资本利得税，除了年应税收入低于40400美元的单身个人可不缴纳资本利得税外，其他情况下个人获取的资本利得皆以15%、20%、25%、28%的适用税率缴税。在此背景下，罗斯IRA免征资本利得税的优惠政策，促使通过个人养老金账户投资的税收成本远低于账户外投资的税收成本，以引导长期资金流入个人养老金账户。传统IRA和罗斯

① 《关于企业年金职业年金个人所得税有关问题的通知》（财税〔2013〕103号）和《关于个人所得税法修改后有关优惠政策衔接问题的通知》（财税〔2018〕164号）。

② 《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》（财税〔2022〕34号）。

③ 根据美国投资公司协会数据整理。



IRA 账户比较见表 3。

2. 个人养老金、资本市场和经济增长形成协同发展的良性循环

由于 IRA 资产配置中以权益投资为主体，IRA 账户收益率与标普 500 指数投资收益率高度相关（王信，2020），受益于美股长牛，IRA 存量规模持续增长，IRA 规模从 1978 年的 140 亿美元增长到 2022 年的 11.9 万亿美元，占 GDP 的比重相应的从 0.59% 扩大到 46.42%，较强的养老金保值增值财富效应也带动更多增量资金的加入。另一方面，当金融市场大幅波动之时，IRA 可通过持续增持美股，平抑市场波动，

为市场注入稳定性。如图 1 所示，在美股 1978—1999 年、2002—2007 年、2009 年至今的三个“牛市”，都呈现 IRA 规模连年上升趋势，而在标普 500 指数下降的 2000—2002、2008、2022 年度，IRA 规模相较于前期都有所降低。随着 IRA 的长期资金持续注入美股，为以互联网、先进制造为代表的实体经济提供充裕的发展时间，形成了“科技—产业—资本市场”的良性循环，实体经济得到长足发展，成就了微软、谷歌、苹果、英伟达、特斯拉等一系列科技巨头（沙雁，2019），这些蓝筹股为美股长牛进一步给予支撑，更重要的是

表 3 2024 年度美国个人退休储蓄账户类型及规则

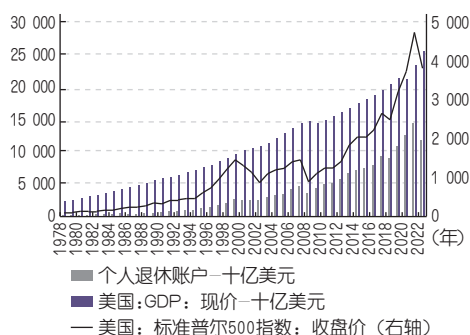
项目	传统型	罗斯型
法案依据	《雇员退休收入保障法案》	《纳税人减免法案》
征税模式	EET	TEE
缴费上限	50 岁以下 7 000 美元 / 年；50 岁以上 8 000 美元 / 年	调整后所得 ^① <146 000 美元，以 7 000 美元全额缴费；146 000 美元<调整后所得<161 000 美元，低于 7 000 美元部分缴费；调整后所得>161 000 美元，不得缴费
缴费环节的 税收优惠	调整后所得≤77 000 美元，缴费予以全部扣除	无税收优惠，当期缴费缴纳个人所得税
	77 000 美元<调整后所得<87 000 美元，缴费予以部分扣除	
	调整后所得≥87 000 美元，无论缴费多少，均不得扣除	
投资环节的 税收优惠	投资收益免税	投资收益免税
领取环节的 税收优惠	累计缴费额和投资收益皆须缴税	累计缴费额和投资收益皆免税
	缴费部分扣除的累计额须缴税，缴费不得扣除的累计额免税，投资收益缴税	
	缴费不得扣除的累计额免税，投资收益缴税	
未按规定 领取	在 59.5 岁前领取除特殊情况外须支付 10% 罚金	59.5 岁前提取收益部分须支付 10% 罚金

资料来源：根据美国国内收入局网站信息^②整理。

注：本表中传统型和罗斯型账户的参与人身份皆选用单身、户主或分居。

① 调整后所得=全部所得-免税项目-调整项目。

② <https://www.irs.gov/retirement-plans/traditional-and-roth-iras>, <https://www.irs.gov/retirement-plans/plan-sponsor/types-of-retirement-plan>, <https://www.irs.gov/retirement-plans/amount-of-roth-ira-contributions-that-you-can-make-for-2023>



数据来源：“美国退休资产个人退休账户”来自 Wind 数据库中全球宏观-美国-金融市场-退休养老基金（年），“美国 GDP 现价”来自 Wind-全球宏观-美国-国民经济核算-国内生产总值（年），“美国标准普尔 500 指数收盘价”来自 Wind-全球宏观-美国-金融市场-股票市场统计。

图 1 1978—2022 年 IRA、标普 500 指数
与美国 GDP 趋势

提升了全要素生产力，促进 GDP 增长。

（二）启示：税收和资本市场制度改革与政策优化统筹推进

①以法制化构建确定性的投资环境。从 1935 年《社会保障法》、1974 年《职工退休收入保障法》、2006 年《养老金保护法》到 2020 年《退休金法案》，美国个人养老金计划从设立、修订到发展都以“法案”的形式明确各方主体责任，界定权利义务边界，明确缴费、投资、提取各阶段的涉税事项、管理办法、监管要求，法制化避免了因特殊权力而产生的差异性待遇，保障了税收公平和制度统一，促进了包含个人养老金在内的美国三支柱养老保障制度的繁荣发展。

②权益类资产配置比例高且能够为资本市场注入稳定性。IRA 建立之初即通过《职工退休收入保障法》确立了养老金计划需建立在生产性资源的所有权而非债权之上，《养老金保护法》建立了默认投资机

制，将养老目标公募基金列为默认投资标的，公募基金成为个人养老金参与者的重要选择。截至 2022 年末，IRA 权益类资产配置比例超过 50%，尤其是投资公募基金，其中公募基金的 42.5% 和 12.5% 分别配置了美国国内股票和海外股票市场，公募基金已成为美国养老金体系的中流砥柱。养老金权益类资产配置提高还可平抑资本波动，在 2008 年金融危机发生后的数年中，IRA 以每年超过 10% 的增幅增持美股，成为资本市场稳定发展的“压舱石”。

③监管部门协同治理。个人养老金的可持续发展是一个财政金融协同治理的问题，跨部门政策协同和信息共享至关重要。以美国为例，个人养老金监管部门主要涉及财政部、美国国家税务局（IRS）、证券交易委员会（SEC）及金融监管局（FINRA），财政部进行顶层制度设计，国税局主要负责督导和政策实施，证券交易委员会和金融监管局重点关注养老金投资基金业务运行和金融产品合规。具体而言，财政部负责制定个人养老金的税收优惠政策，税务部门主要负责解释并实施《美国国内税法》及其他相关法律中适用于个人养老金的税务规定，如可进入账户的资金类别、缴费限额，账户转移及领取的纳税规定等。同时，税务部门对 IRA 是否合规予以审查，并监督个人养老金账户实施过程中资金缴纳及领取阶段的涉税流程，定期进行信息披露，确保个人及时了解养老金资金运转状况。证券交易委员会和金融监管局主要在 IRA 账户资金的投资阶段进行监管，制定并解释证券交易业务的相关法规。

④税收政策兼顾效率与公平。税收政策制定既要有利于提升个人养老金覆盖率，促使个人养老金市场做大做强，又要



兼顾公平，防止个人养老金市场成为“富人俱乐部”。在政策效率方面，美国税务部门建立了缴费上限动态调整机制，根据宏观经济调控目标和通货膨胀指数，不断调整缴费上限，从20世纪80年代初期的每年1500美元提升至如今的每年7000美元，通过提升个人所得税税前扣除金额，激励中高收入群体参与。同时，制定了灵活多样的个人养老金征税模式，通过传统IRA的EET模式与罗斯IRA的TEE模式，给予不同养老、投资、节税需求的群体，更多的自由选择权；在政策公平方面，缴费额度（税前扣除额度）设有上限，并将缴费额度与应纳税所得额相挂钩，根据不同群体应纳税所得额所在区间界定其缴费额度（税前扣除额度），以此防止高收入群体滥用个人养老金过度避税（刘同洲，2022）。

⑤养老保险“二、三支柱”的税收政策协同一致。美国养老保险第二支柱年金计划与第三支柱个人养老金具有个人账户资金互相转存的功能，这加强了账户间资金的流动和汇聚，促使养老金运行和投资效率大幅提升（董克用，2022）。即当参与第二支柱的个人因工作变动转入没有企业年金计划的单位时，个人可将资金从第二支柱转入个人养老金账户。上述制度的前提在于美国养老保险“二、三支柱”税收政策的一致性。统一的税收政策促使养老保险“二、三支柱”制度衔接成为可能，这种政策一致性表现为EET模式下第二支柱年金领取时与第三支柱个人养老金领取时，领取的养老金都作为一般性收入适用3%~37%的超额累进税率，避免了因差异化税收政策导致的资金转存不便问题。

四、促进个人养老金与资本市场协同的制度改革和政策优化

（一）进一步提升养老金投资收益

①完善中国特色股票估值体系。引导市场形成价值投资导向，重视企业中长期价值和稳定性，估值时应考量科技创新、社会责任、国家战略和政策导向等正外部性因素，对处于不同行业、不同生命周期、不同环节的企业采用多样化估值方式，针对具有盈利能力、真实分红收益的央企国企蓝筹股进行重新估值，提升养老金在股票市场投资回报。

②扩大第三支柱资金的投资范围。可考虑个人养老金参与海外投资，利用不同国家经济周期、利率周期的低相关性，促进投资组合风险分散，提升投资收益水平；适时适度允许个人养老金参与股权投资基金，优化“科技-产业-金融”链条，在进行充分风险评估的基础上，为一些核心技术和商业模式已较为成熟的科技型企业的进一步发展提供长期资金支持，并保障养老金投资在合适价位分享企业发展成果。此外，将部分个人养老金的投资方向与养老产业相关联，未来可在产品上明确养老保障服务，打造“养老金-养老服务-养老社区”的生态系统。

（二）实施多样灵活的税收激励模式

个人养老金税收政策应明确短期目标和长期目标，短期目标在于效率，通过提升覆盖率进而“做大蛋糕”；长期目标在于公平，基于党的二十大报告“加大税收、社会保障、转移支付等的调节力度，规范收入分配秩序，规范财富积累机制”的要求，进而促使“分好蛋糕”的公平有序，反映在征税对象、计税基础、税率、税收



优惠模式的具体设计上。

①缴费税前扣除标准短期适度提升，长期挂钩应纳税所得额。短期内，中高收入群体一般缴纳的个人所得税较多，当期减税或缓税的需求较大，EET模式更为适合。为提升中高收入群体参与个人养老金的积极性，建议在目前12 000元/年缴费上限的基础上，进一步适度提升个人养老金缴费税前扣除标准。而长期为防止税收优惠拉大贫富差距，宜将个人养老金的抵扣（缴费）上限与应纳税所得额相关联，随着个人应纳税所得额的递增，抵扣（缴费）上限梯次递减直至因收入过高而丧失抵扣（缴费）资格，即依据最高抵扣（缴费）限额设计为全额抵扣（缴费）、部分抵扣（缴费）、禁止抵扣（缴费）。

②将养老金领取环节的比例税率逐渐过渡为超额累进税率。个人养老金发展的前期以“效率优先”，现行3%的比例税率有利于提升民众参与积极性，但市场规模达到一定程度后应通过设置超额累进税率“兼顾公平”，具体可比照企业年金、职业年金^①的个人所得税处理方式，领取养老金并不并入综合所得，全额单独按照超额累进税率计税。

③在评估有效性前提下探讨在低收入群体试点TEE或EEE模式^②。由于低收入群体无法享受基于EET模式的税收优惠政策，EET模式对低收入群体吸引力有限。若在低收入群体适用TEE模式或EEE模式，通过领取时对投资收益予以免税，或可提升月均5 000元以下低收入群体的参

与积极性。建议在充分评估有效性的前提下探讨试点该措施。在试点制度设计过程中，可对领取环节免征个税设置一定限制条件，即每月个人领取的养老金金额不能超过费用扣除标准（当前为5 000元/月），以此维护低收入群体的利益，保障其不因领取个人养老金时缴纳3%的个税而加重税收负担，同时也鼓励养老金分期适度领取。

④保持证券投资所得和个人养老金投资所得税收政策一致性。由于资本利得对税率变化较为敏感，加之我国资本市场以个人投资者居多，脱离现有税制框架短期内再单独开征资本利得税，将改变投资者预期，造成资本市场大幅波动，这与发展个人养老金为资本市场注入稳定性并促进资本市场健康稳定发展的政策目标相背离。因此，在EET模式下，建议将对养老金领取时的投资收益的个人所得税政策与个人证券投资所得的个人所得税的政策保持一致，促使个人养老金账户内外投资收益的税收成本无差异，提升个人投资者将自有资金交由专业机构作养老金投资的意愿。

⑤丰富养老金保值增值的税收优惠政策。相较于一般金融产品按一定比例将投资收益在参与人和金融机构分成的模式，个人养老金产品切实将服务国家战略和让利助养老置于首位，将未来投资收益全部给予个人养老金参与者。因此，建议将投资收益全部归属个人，突出“养老”属性和“公益”属性的产品，参考财税〔2018〕

① 《财政部 人力资源社会保障部 国家税务总局关于企业年金 职业年金个人所得税有关问题的通知》（财税〔2013〕103号）。

② Exempting-Exempting-Exempting，养老金缴费环节、投资环节、领取环节皆免征个人所得税。



95号文中“养老基金投资管理机构运用养老基金投资过程中的金融商品转让收入, 免征增值税”的做法, 研究适当减免机构投资交易环节增值税的可行性, 以“省赋恤民”之实让利于个人养老金生态链上的各个参与者, 促进养老金融高质量发展。

(三) 促进不同支柱制度衔接及资金长期稳定

①加强养老保险“二、三支柱”的制度衔接, 为打通“二、三支柱”税收优惠政策奠定制度基础。养老保险“二、三支柱”的联动对接将促使个人账户资金自由转存, 不仅有利于提升“二、三支柱”养老金进入和退出机制的灵活度, 更使统一“二、三支柱”税收政策成为可能。即第二支柱和第三支柱养老金领取时皆适用超额累进税率, 且允许因雇佣方未建立年金计划的个人, 将第二支柱年金计划未享受的税收优惠额度^①用在第三支柱个人养老金, 保障养老保险“二、三支柱”税收政策的一致性。通过上述配套制度改革提升小微企业员工福利待遇, 强化政府对小微企业的扶持力度。

②设置养老金领取限制, 为资金长期价值投资创造制度环境, 促使投资者注重投资的长期性和投保的稳定性。建议提前领取个人养老金须取消缴费环节的个税抵免优惠并补缴个人所得税, 更须额外缴纳罚金, 但提前领取用于特殊事项的可豁免。例如, 个人养老金一次性领取后用于首套房购买、养老、失业、医疗等特定事项可豁免罚金。此外, 一次性领取养老金应给予正常税率而分期领取养老金应给予低税

率, 以此鼓励参保人分期领取行为。

(四) 构建法律体系及协同治理机制

①建立促进养老金改革发展的法律体系。目前, 我国养老保障改革方案多停留在“行政条例”的层面, 尚未上升到法律制度 and 体系层面。在实践较为充分的基础上, 可考虑个人养老金制度的人大立法, 明晰财税政策激励个人参与养老保险的基本原则, 出台类似美国《雇员退休收入保障法案》《纳税人减免法案》能统筹协调养老保障第二、三支柱发展的法律制度, 结合我国已有的《中华人民共和国社会保险法》, 构建养老金改革发展的法律体系, 制度化法制化的明晰政府监管部门、金融机构和个人在缴费、投资、提取各环节涉税事项和权利义务边界, 降低具体实施时的法律风险及民众对政策不连续、不确定的顾虑。

②进一步深化跨部门协同治理机制。以整体政府理念和架构打造政府各部门间利益共同体, 明确个人养老金发展中人社、财税、金融监管部门的权利、义务、职责, 避免个人养老金制度运行过程中的职责范围重复和监管真空, 实现个人养老金分部门“碎片化”管理转向跨部门“一体化”治理转变; 以数字政府战略重塑各政府部门内部和跨部门间信息获取、分析、交换的业务流程, 破除跨部门间的“数据壁垒”, 实现监管部门之间的个人养老金数据资源共享, 精准有效地做好系统风险防控, 切实保障个人养老金参与人权益。^[N]

学术编辑: 卢超群

① 根据财税[2013]103号文件规定, 个人根据国家有关政策规定缴付的年金个人缴费部分, 在不超过本人缴费工资计税基数的4%标准内的部分, 暂从个人当期的应纳税所得额中扣除。



参考文献

- [1] 董克用,周宁,施文凯.美国私人养老金计划税收政策借鉴及启示[J].税务研究,2023,460(05):91-98.
- [2] 金双华,霍雅倩,张晖晔.个人养老金制度受益归宿之探[J].金融市场研究,2023(11):72-81.
- [3] 刘同洲.促进个人养老金发展的税收政策研究——基于美国个人养老金(IRA)的经验与启示[J].税务研究,2022(09):127-132.
- [4] 聂庆平,李广川,董辰珂.新时代中国资本市场——创新发展、治理与开放[M].北京:中信出版集团,2021.
- [5] 沙雁.补充养老金、资本市场、实体经济:良性互动与协同发展[J].新金融评论,2019(02):115-122.
- [6] 王向楠.第三支柱养老保险的财政金融支持——账户制个人养老金的国际经验[J].金融市场研究,2023(07):14-34.
- [7] 王信,鲍哲钰.面向未来的中国养老体系改革和养老金融发展[M].北京:中国金融出版社,2020.
- [8] 郑秉文.个人养老金一周年评估与前瞻——基于一个理论框架的分析[J].华中科技大学学报(社会科学版),2024,38(01):21-38.
- [9] 郑秉文.养老金三支柱理论嬗变与第三支柱模式选择[J].华中科技大学学报(社会科学版),2022,36(02):20-37.

Promoting the Coordinated Development of Personal Pensions and the Capital Market

LIU Tongzhou ZHAO Mengdan
(China Wealth Management 50 Forum)

Abstract The coordinated development of personal pensions and the capital market is a broad-ranging project encompassing fiscal policy, tax measures and financial governance. It requires a comprehensive consideration of the early-stage goal of bringing "long-term funds" into the capital market to inject greater stability, as well as the later-stage goal of enhancing equity investment returns to alleviate the fiscal pressure from public pension funds. A forward-looking and comprehensive strategy is therefore essential. This paper focuses on the current problems of personal pensions at the investment and policy levels in the capital market, and draws on the experience of individual retirement accounts (IRA). It proposes further boosting pension investment returns. It also proposes the implementation of a variety of flexible tax incentive models, the convergence of the different pension pillars, the promotion of long-term stability of pension, the construction of a comprehensive legal system, and the cooperative governance between different administrations for developing the pension system.

At the same time, it is necessary to deepen institutional reforms, so as to facilitate the formation of a virtuous cycle between personal pensions and the capital market.

Keywords Personal Pensions, Capital Market, Tax Incentives, Coordinated Governance of Finance and Taxation

JEL Classification J18 G2 G23