华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

宏观深度

证券研究报告

德国养老金产品如何设计？
——养老金配置系列之四

团队成员
分析师： 陈兴(S0210526010005)
分析师： 谢钰(S0210526010003)
研究助理： 陈作(S0210125090028)
cz30873@hfzq.com.cn

相关报告
1、日本养老金产品如何设计？—养老金配置系列之三——2026.08.05
2、英国养老金产品如何设计？—养老金配置系列之二——2026.06.21
3、美国养老金产品如何设计？—养老金配置系列之一——2026.02.13

投资要点：

➢ **一、德国第三支柱养老金现状如何？**

德国居民金融资产配置正在由传统养老储蓄向资本市场投资扩展。家庭私人养老金及人寿保险持有率由 2017 年的 43%降至 2023 年的 39%，同期股票和基金持有率分别升至 18%和 24%，驱动第三支柱由保证型产品主导向重视长期投资收益演进。**首先，**核心的里斯特依托补贴与 EET 税优运行（2022 年财政支持占缴费总额的 32.9%），虽以保险为主（2025 年末占存量的 66.5%），但受制于全额本金保证，合同存量较峰值回落 11.7%，2022 年受助人数仅 980.2 万（约 1/4 停缴）。**其次，**主打税前大额抵扣、面向自雇高收入群体的吕库普保险合同逆势增长，2015—2024 年增幅达 42.6%至 281.69 万份。**再次，**德国二、三支柱主要通过“企业里斯特”等税优嵌入联动，而非美式账户滚存。**最后，**为破解收益受限困境，德国 2026 年启动改革，引入养老金证券账户并推行分层保证，推动第三支柱向保证与投资账户并行转型，全面聚焦提升长期资产配置效率与资本市场参与度。

➢ **二、德国个人养老金如何投资？**

德国个人养老金供给端由三大阵营主导，呈现显著分化：1）保险系占据 66.5%存量（974.5 万份），前三巨头垄断近四成保费，虽承担刚性保证兜底，但 2024 年新增年化保费中混合与纯基金连接型已达 92.1%，加速向权益化迁移；**2）基金资管系**以 20.4%份额（299.6 万份）充当居民直投股票与多资产基金的核心通道；**3）银行与住房储蓄系**合计仅占 13.1%，因收益匮乏存量持续萎缩至 48.6 万和 143.7 万份。为破解现行体系保证过严与非保险渠道收缩的限制，**2027 年起新改革引入分层保证证券账户与生命周期风险收敛机制，驱动竞争由牌照垄断全面转向资产配置、费率控制与数字化账户服务。**

➢ **三、金融机构提供哪些典型产品？**

德国个人养老金供给呈现高度专业化的模块化分工：首先，保险机构以保证管理与长寿兜底为核心，安联将长期股权投资、房地产以及另类资产配置比例由 2012 年的不足 10%升至 2024 年的超 25%，德国合作银行保险推出利息挂钩指数的增益模式，阿尔特莱比锡则打**“三池结构”**并提供高年金转换因子（每万欧元资本对应约 27.2—30.2 欧元终身月度年金）。**其次，**基金资管机构聚焦长期投资与动态配置，在资本保全承诺（如联合投资旗下计划承诺规模达 204.37 亿欧元）与费率约束下，依托多资产模型平衡收益与安全，并在领取阶段通过**“85 岁前基金定期提取+85 岁后转接年金险”**化解长寿风险。**最后，**银行与数字平台强化账户运营与服务职能，依托标准账户的默认组合、退休前风险收敛机制及有效成本上限，丰富分销与服务场景。**体系整体形成了“险企管保证与长寿、基金管投资、银行及平台管账户”的协作生态。**

➢ **风险提示**

信息资料存在局限性；经验失效或不适用；政策与监管或有变动

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、德国第三支柱养老金现状如何？.....3
二、德国个人养老金如何投资？.....8
三、金融机构提供哪些典型产品？.....12
四、风险提示.....18

图表目录

图表 1：德国家庭持有私人养老金、股票与基金的比例（%）.....3
图表 2：德国个人养老金主要计划.....4
图表 3：里斯特养老金的补贴及税收安排.....4
图表 4：里斯特年度资金流入.....5
图表 5：里斯特四类合同的核心特征.....5
图表 6：德国里斯特养老金市场四类合同规模（百万份）.....6
图表 7：德国里斯特养老金存量合同数与实际或资助人数（百万份，百万人）.....6
图表 8：吕库普与里斯特合同存量趋势（百万份）.....7
图表 9：德国第二和第三支柱养老金的联系.....8
图表 10：现行里斯特主要投资产品.....8
图表 11：里斯特合同供给结构.....9
图表 12：2024 年德国养老及年金保险新增业务产品结构.....9
图表 13：德国寿险最高保证利率变化（%）.....10
图表 14：里斯特非保险合同渠道存量变化（百万份）.....11
图表 15：德国税优个人养老金投资产品改革.....11
图表 16：改革实施后德国个人养老金市场主要供给机构及产品.....12
图表 17：典型机构个人养老金运营分工.....12
图表 18：安联寿险实物及风险资产占比.....13
图表 19：安联三类里斯特投资模式.....13
图表 20：德国合作银行保险指数年金模式收益示意图（欧元）.....14
图表 21：阿尔特莱比锡的保证年金每万欧元对应月度给付排名（欧元）.....15
图表 22：联合投资保险“机会—安全”组件配置结构.....15
图表 23：联合投资安全基金久期梯度（年）.....16
图表 24：基金型里斯特风险档位与最高权益比例（%）.....17
图表 25：基金型里斯特有效收益（%）.....17
图表 26：改革后标准养老金账户运营框架.....18

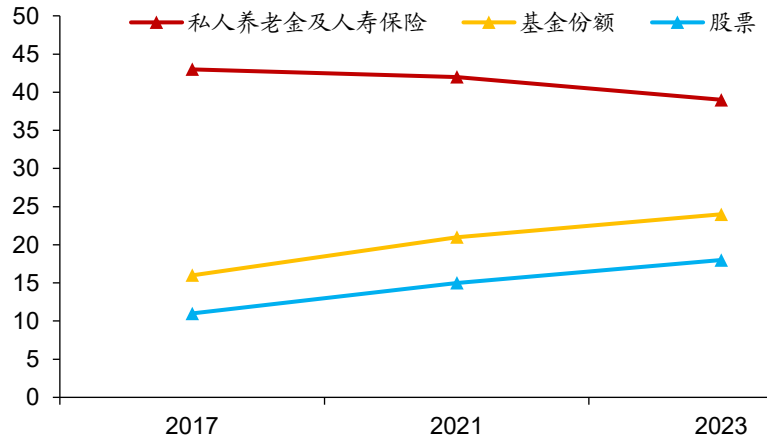
华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

德国个人养老金已形成较为成熟的制度安排、产品供给和运营体系，其以养老金计划与合同体系为核心、保险机构深度参与长期养老管理的市场模式具有鲜明特色。那么，德国个人如何储备和使用养老金？个人养老金可以投资哪些资产？金融机构如何设计养老金产品？

一、德国第三支柱养老金现状如何？

德国传统养老产品参与度趋于下降。德国养老保障体系主要由法定养老金、职业养老金和私人养老金构成。其中，法定养老金作为第一支柱，是退休收入的主要来源，职业养老金属于第二支柱，私人养老金作为第三支柱，主要用于补充前两大支柱形成的退休收入。近年来，德国居民养老储蓄行为出现明显变化，德国联邦银行家庭金融调查显示，持有私人养老金及人寿保险的家庭占比由 2017 年的 43%下降至 2023 年的 39%，同期股票和基金持有率分别由 11%和 16%提高至 18%和 24%，说明居民金融资产配置正在由传统养老储蓄逐步向资本市场投资扩展，第三支柱养老金也正在从保证型产品占主导向更加重视长期投资收益的方向演进。

图表1：德国家庭持有私人养老金、股票与基金的比例（%）



来源：德意志联邦银行《Private Haushalteundihre Finanzen(PHF)2023》，华福证券研究所

德国个人养老金以计划和合同为核心。政府通过补贴、税收抵扣和递延纳税规则设定计划框架，个人再与保险公司、基金公司、银行或住房储蓄机构签订具体合同。德国个人养老金主要包括三类：一是以普通雇员和家庭为主要对象的里斯特(Riester)养老金；二是主要服务自雇人士和高收入群体的吕库普（Rürup）养老金；三是不享受里斯特专项补贴的普通私人年金保险和基金储蓄产品，**其中，里斯特是德国政府支持型个人养老金的核心。**里斯特养老金于 2002 年开始实施，其本质是“财政支持机制”与“经认证养老合同”。直接获得支持的人群主要包括德国法定养老保险强制参保者公务员和军人等；夫妻一方具有直接资格时，另一方签订独立合同并每年至少缴纳 60 欧元，也可获得间接资格。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表2：德国个人养老金主要计划

计划	主要目标人群	政策支持	领取及流动性	主要产品载体
里斯特养老金	法定养老保险强制参保者、公务员及其符合条件的配偶	基础补贴、儿童补贴和专项费用抵扣	主要用于退休领取，提前提取通常需退还补贴	年金保险、基金储蓄、银行储蓄、住房里斯特
吕库普养老金	自雇人士、自由职业者和高收入群体	缴费在法定限额内税前扣除	原则上仅能领取终身年金，流动性较低	传统年金保险、基金连接型年金保险
普通私人养老金	具有额外养老储蓄需求的居民	通常无里斯特式专项财政补贴	合同设计相对灵活	私人年金保险、基金和ETF储蓄等

来源：德国联邦劳动与社会事务部、德国消费者中心、德国中央养老金补贴办公室，德国联邦金融监管局，华福证券研究所

里斯特税收安排采用 EET 模式。里斯特的缴费激励方面，一是财政补贴，为获得全额补贴，个人缴费与补贴之和原则上需达到上年度法定养老保险计费收入的 4%，最高按 2100 欧元计算，扣除补贴后个人每年至少缴纳 60 欧元。基础补贴为每人每年 175 欧元，儿童补贴为 185 欧元或 300 欧元，25 岁前签约者还可获得一次性 200 欧元职业起步补贴。**二是缴税优惠，**参与者可以将符合条件的缴费作为专项支出申报，税务机关会比较所得税抵扣额和政府补贴，如果所得税抵扣产生的优惠更高，参与者可以获得相应差额；合同积累期间的投资收益通常实行递延纳税；退休领取时，相关养老金收入再计入个人应税收入。

图表3：里斯特养老金的补贴及税收安排

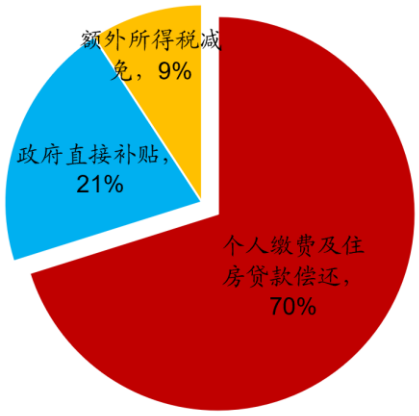


来源：德国联邦劳动与社会事务部、德国联邦财政部，德国消费者中心，华福证券研究所

财政支持是里斯特缴费激励的重要组成部分。BMF 数据显示，2022 缴费年度内，里斯特个人缴费及住房贷款偿还金额为 87.03 亿欧元，政府补贴为 25.59 亿欧元，二者形成的总缴费规模为 112.62 亿欧元；此外，参与者还获得 11.46 亿欧元额外所得税减免。补贴和税收减免合计为 37.04 亿欧元，相当于总缴费规模的 32.9%，**财政支持对于占里斯特的发展非常重要。**

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：里斯特年度资金流入



来源：BMF，华福证券研究所，数据截至 2022 年

里斯特分为四类养老合同。根据合同提供者及资金用途的不同，里斯特合同主要分为年金保险、投资基金储蓄、银行储蓄和住房里斯特四类，四类合同适用基本一致的补贴和税收框架，但在投资方式、保证责任和收益特征方面存在明显差异。**首先，**年金保险由保险公司承担保证和支付义务；**其次，**基金合同由资产管理机构配置基金资产；**再次，**银行储蓄合同以存款和利息积累为主；**最后，**住房里斯特则将购建自住房或偿还住房贷款纳入养老支持范围。

图表5：里斯特四类合同的核心特征

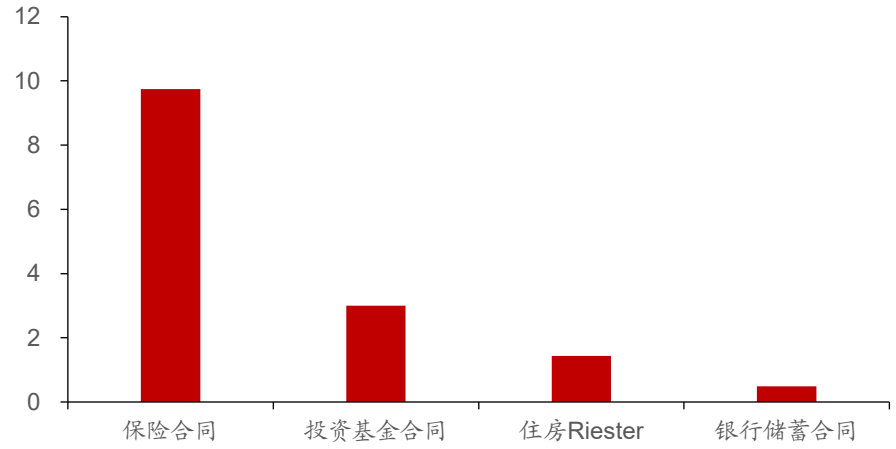
合同类型	提供机构	资金用途	核心特征
年金保险合同	保险公司	保险一般账户、基金及其他保险资产	具有保证和终身年金功能，投资决定主要由保险公司作出
投资基金合同	基金公司、资产管理机构	股票基金、债券基金和多资产基金	收益弹性相对较高，但需要满足养老合同保证要求
银行储蓄合同	商业银行、储蓄银行、合作银行	存款及其他银行资产	产品结构简单、风险较低，收益受利率水平影响较大
住房里斯特	银行、住房储蓄机构	自住房购建、改造或贷款偿还	将退休后通过补贴购买或自建房产视作养老保障

来源：德国中央养老金补贴办公室，华福证券研究所

保险合同是里斯特最主要的产品载体。截至 2025 年末，德国里斯特合同存量为 1466.4 万份，其中年金保险合同 974.5 万份，占 66.5%；投资基金合同 299.6 万份，占 20.4%；住房里斯特合同 143.7 万份，占 9.8%；银行储蓄合同 48.6 万份，占 3.3%。年金保险合同占比超过六成，说明里斯特的本金保证和终身年金功能主要通过保险合同实现，保险公司也因此成为现行市场中主要的合同提供者和保证责任承担者。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

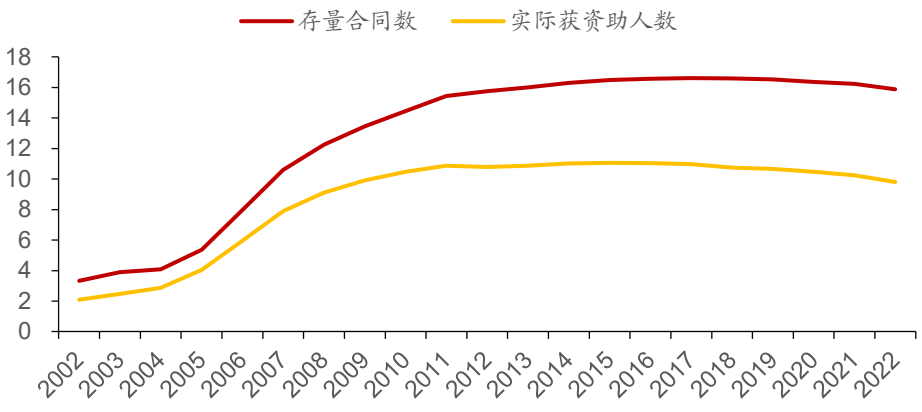
图表6：德国里斯特养老金市场四类合同规模（百万份）



来源：德国联邦劳动与社会事务部，华福证券研究所，时间截至 2025 年末

里斯特养老金的快速扩张期接近尾声。里斯特合同存量由 2002 年的 332.2 万份升至 2017 年的 1660.7 万份，随后降至 2025 年末的 1466.4 万份，较高点减少 11.7%。2022 缴费年度实际获资助人数为 980.2 万，显著低于同期 1587.3 万份合同。这一差距既与一人持有多份合同有关，也反映出部分合同处于停缴状态或未实际获得补贴，BMAS 估计，停缴合同约占全部存量合同的五分之一至四分之一。因此，合同存量只能反映历史积累规模，持续缴费和实际获资助人数更能体现制度的有效参与程度。**有效参与不足进一步反映出传统里斯特制度面临的三项约束，一是**本金保证要求限制了产品的收益空间；**二是**补贴申请和资格调整机制较为复杂；**三是**政策激励因收入及家庭结构而异。**总体而言，**保证责任、制度复杂度和激励差异共同影响了传统里斯特产品的持续吸引力，但收入变化、就业状态和家庭储蓄选择等因素也可能造成合同停缴。

图表7：德国里斯特养老金存量合同数与实际或资助人数（百万份，百万人）



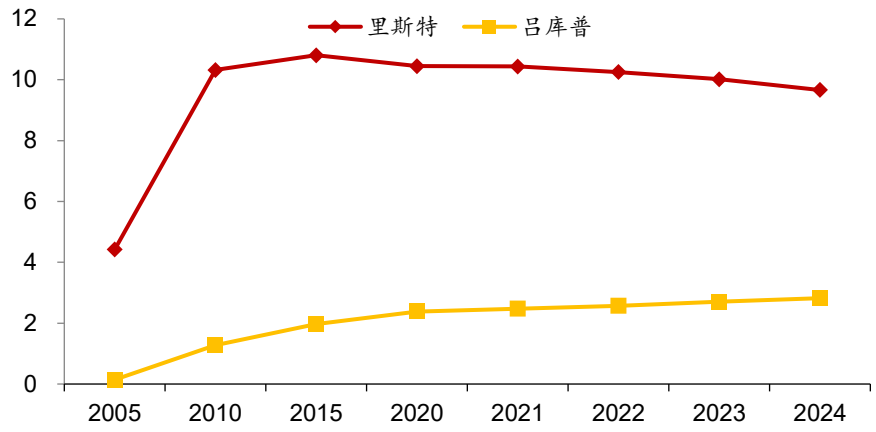
来源：德国联邦劳动与社会事务部，德国联邦财政部，华福证券研究所

吕库普以税收抵扣覆盖自雇和高收入人群。吕库普养老金主要弥补自雇人士缺乏法定养老金和职业养老金覆盖的问题，与里斯特直接给予基础补贴和儿童补贴不同，吕库普主要通过所得税前扣除提供支持，参与者在法定限额内缴纳的资金可以作为养老支出抵扣，退休领取阶段再按照基础养老金的递延征税规则纳税，整体同样具有 EET 特征。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

吕库普的流动性限制明显高于普通私人养老金。合同资金原则上不得自由转让、抵押或提前提取，退休后通常只能形成终身月度年金，因此其流动性较低。GDV 数据显示，保险型吕库普合同由 2015 年的 197.48 万份增至 2024 年的 281.69 万份，增长 42.6%；同期保险型里斯特合同由 1080.25 万份降至 966.00 万份，下降 10.6%。二者分化表明，面向自雇和高收入群体的税前抵扣型产品继续扩张，而传统保险型里斯特持续收缩。

图表8：吕库普与里斯特合同存量趋势（百万份）



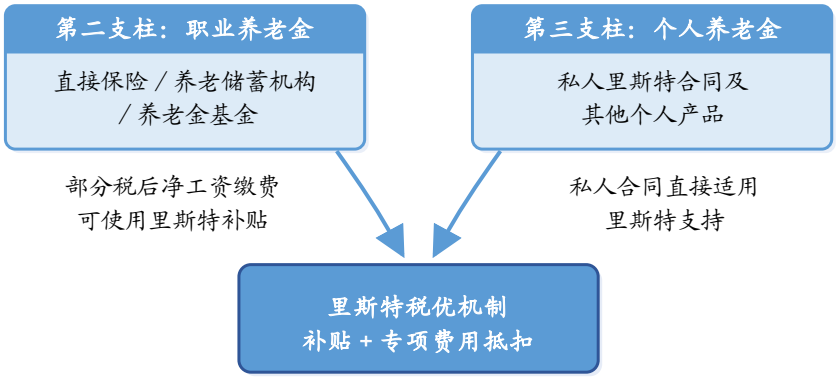
来源：GDV，华福证券研究所

二、三支柱的联系在于税优安排，而非账户滚存。德国第二支柱和个人养老金并非完全分离，但不存在美国 401(k)向 IRA 大规模滚存的典型机制。部分职业养老金缴费可以通过直接保险、养老储蓄机构或养老金基金适用里斯特补贴和专项费用抵扣，即所谓“企业里斯特”；但这种安排本质上是将里斯特税优机制嵌入职业养老金载体，而不是离职后将职业养老金资产自由转入一个统一个人账户。德国个人养老金与职业养老金的关系，主要表现为税收优惠、缴费选择和家庭养老储蓄之间的替代。

德国个人养老金改革的核心是降低保证约束并扩大资本市场投资空间。在传统制度吸引力下降背景下，德国于 2026 年推动新一轮个人养老金改革。改革保留现有合同安排，同时引入养老金证券账户等新型产品，允许居民在无保证产品、部分保证产品和全额保证产品之间进行选择。未来德国第三支柱养老金将逐步由以保险保证为核心的模式，转向保证产品与账户型投资产品并行发展的体系。德国个人养老金制度的发展重点也将由扩大补贴覆盖范围，逐步转向提升长期投资效率和资本市场参与度。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表9：德国第二和第三支柱养老金的联系



来源：德国中央养老金补贴办公室，华福证券研究所

二、德国个人养老金如何投资？

德国个人养老金的投资范围由合同类型决定，不同合同在投资权限、保障方式和费用结构方面存在明显差异。德国居民通常先选择养老合同，再由合同持有相应底层资产，因此同一种资产通过不同合同投资时，可能适用不同的保证要求、费用安排和风险管理规则。现行里斯特养老金主要包括银行储蓄计划、基金储蓄计划、年金保险合同（包括传统年金保险和基金连接型年金保险）和住房养老产品。其中，基金储蓄计划和基金连接型年金保险是居民参与股票、债券及多资产基金投资的主要渠道；传统年金保险主要依靠保险一般账户进行投资；银行储蓄计划以存款和利息积累为主；住房养老产品则将资金用于自住房购建、改造或住房贷款偿还。

图表10：现行里斯特主要投资产品

产品类型	个人投资权限	主要底层资产或资金用途	保障方式	主要成本
银行储蓄计划	低	银行存款及账户利息	退休时保全缴费和补贴	账户费、隐含利差
基金储蓄计划	中等	股票基金、债券基金及基金组合	合同层面保证退休时本金	申购费、基金管理费、托管费
基金连接型年金保险	中等	基金资产＋保险保证资产	本金保证、年金转换或合同约定保证	保险获取费、管理费及基金费用
传统年金保险	低	保险一般账户中的固收、基金及其他资产	保证利率、保证养老金及利润分享	获取费、保险管理费
住房里斯特	低	自住房购建、改造或贷款偿还	住房用途和税优资格约束	账户费、贷款及住房储蓄费用

来源：德国中央养老金补贴办公室，华福证券研究所

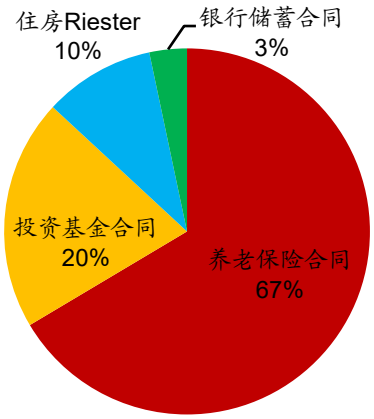
产品差异体现在合同载体、风险等级、保证水平和有效成本四个方面。首先，合同载体决定产品由保险公司、基金公司还是银行负责管理；**其次，**风险等级反映产品承担市场波动的程度；**再次，**保证水平决定领取阶段能够保全全部缴费、部分缴费还是不提供本金保证；**最后，**有效成本则反映获取费、管理费、基金费用和账户费用对

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

长期收益的综合影响。因此，判断个人养老金产品不能仅区分保险产品与基金产品，还需要同时观察产品的投资自主权、风险收益特征、保证比例以及费用对长期复利的影响。

合同结构进一步形成了不同的机构分工，其中保险机构占据主导。截至 2025 年末，保险、基金、住房里斯特和银行储蓄合同分别占 66.5%、20.4%、9.8%和 3.3%。保险公司既是最大合同提供者，也是本金保证和终身年金风险的主要承担者；基金及资管机构提供基金储蓄和底层基金；银行负责储蓄合同、账户及销售，住房储蓄机构则集中于住房融资。现行的鲁斯特具有较高的保证要求，因此保险公司在市场供给中占据主要地位。

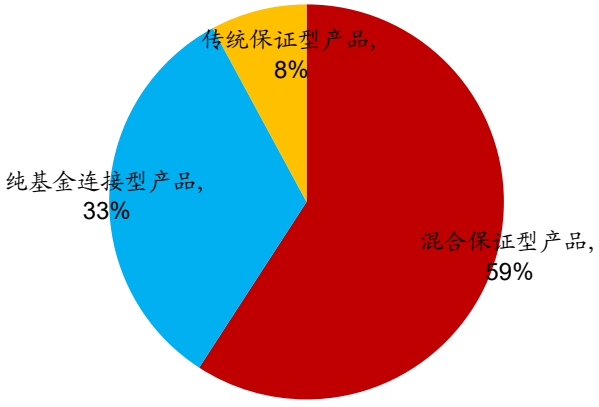
图表11：里斯特合同供给结构



来源：德国联邦劳动与社会事务部，华福证券研究所，数据截至 2025 年末

新增产品正由传统保证型向混合及基金连接型迁移。传统年金保险依靠保证利率和利润分享提供确定性，基金连接型产品则在保证资产之外配置股票、债券或多资产基金。2024 年养老及年金保险新业务年化保费中，混合保证型、纯基金连接型和传统保证型分别占 59.2%、33.0%和 7.9%，显示保险公司的新增供给已由单一固定保证转向资本市场参与和部分保证并存。

图表12：2024 年德国养老及年金保险新增业务产品结构



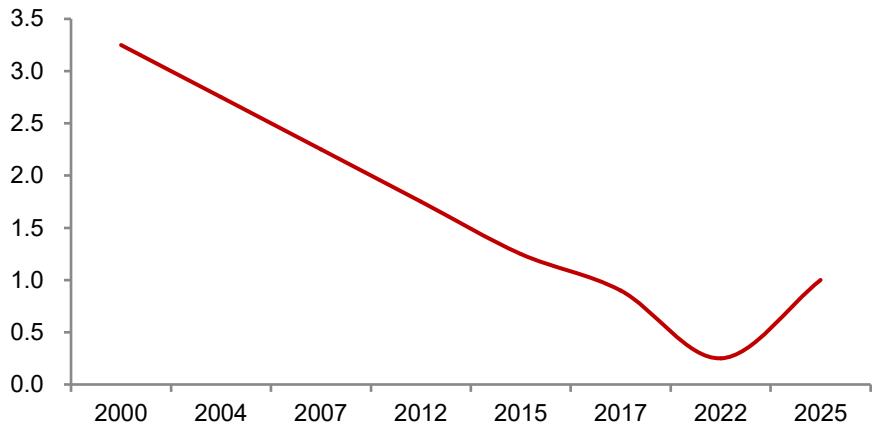
来源：德国保险业协会（GDV）《Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen 2025》，华福证券研究所

较低的保证利率与全额缴费保证限制了传统保险产品的投资空间。现行里斯特

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

要求领取阶段开始时至少保全累计缴费和补贴，因此保险公司必须配置相应的低风险资产以履行保证责任，从而限制其他资产的配置空间；同时，德国寿险最高保证利率由 2000-2003 年的 3.25%降至 2022-2024 年的 0.25%，2025 年虽回升至 1.0%，仍明显低于历史水平。虽然该利率是保险公司计算准备金时使用的利率上限，与产品实际提供的保证利率存在一定区别。但是较低的计算利率和本金保证要求仍然增加了传统保证型产品的管理压力，也推动保险公司发展混合保证型和基金连接型产品。

图表13：德国寿险最高保证利率变化（%）



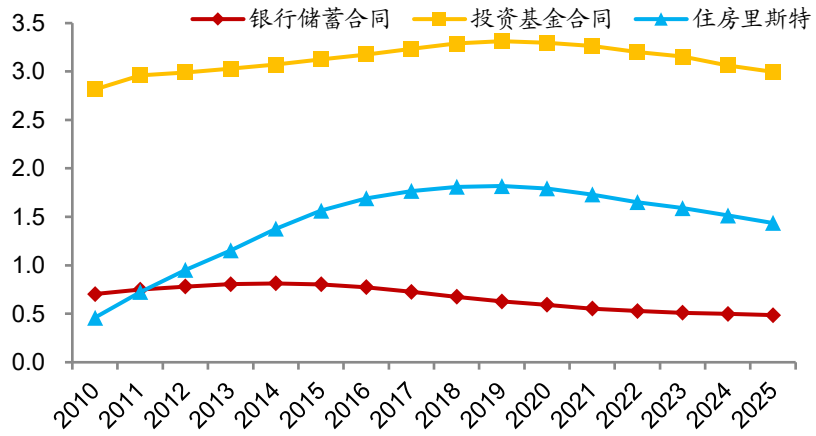
来源：德国保险业协会，华福证券研究所

保险供给内部呈现头部集中的整体格局。2024 年德国寿险、养老金及养老金基金行业保费收入为 946 亿欧元，安联人寿保险、德国合作银行保险集团（R+V）人寿保险和德国忠利人寿保险的保费收入分别约占 25.2%、7.3%和 6.9%，三家合计接近四成，指向德国寿险行业总体供给集中度，一定程度能够说明大型寿险机构在资本、渠道和年金化能力上的规模优势。

基金及资产管理机构是保险公司之外最主要的个人养老金产品供应方，而银行储蓄和住房养老产品的存量规模则持续回落。截至 2025 年末，基金型里斯特养老金合同为 299.6 万份，占全部合同的 20.4%，规模明显高于银行储蓄合同和住房养老合同，代表性的基金管理机构包括联合投资（Union Investment）和德意志资产管理公司（DWS），前者通过基金组合在股票资产与安全资产之间动态配置，后者通过不同产品设置差异化的权益资产上限。同期，银行储蓄合同由 2015 年的 80.4 万份降至 2025 年的 48.6 万份，住房养老合同由 2020 年的 179.3 万份降至 2025 年的 143.7 万份。基金型产品仍是保险合同之外最主要的资本市场投资渠道，银行和住房储蓄机构则更多承担账户管理、产品销售和住房融资职能。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表14：里斯特非保险合同渠道存量变化（百万份）



来源：BMAS，华福证券研究所

银行储蓄和住房养老产品的持续收缩反映其收益吸引力不足。银行储蓄合同回报挂钩存款利率，在低利率环境下长期积累能力有限；住房里斯特受资金用途约束，无法分享资本市场收益。非保险渠道内部**“一升两降”**的分化表明，现行合同体系难以为居民提供有吸引力的多元投资选择。

正是在里斯特制度收益空间受限、参与激励不足的背景下，德国启动了新一轮个人养老金改革。2027 年后，产品供给将由合同分类转向分层保证。个人可以在无本金保证的养老金证券账户、80%或 100%保证产品及标准账户之间选择；证券账户可投资公共发行人债券、UCITS 基金、部分 ELTIF 及特定基金型另类投资产品，标准账户则采用增长型与稳健型 UCITS 基金的默认组合，并设置退休前风险收敛机制。因此，传统合同类别仍将继续存在，但保证水平和投资方式将成为区分新产品的重要因素。

图表15：德国税优个人养老金投资产品改革

产品类别	保证比例	主要可投产品	投资决定	核心定位
自主养老金证券账户	无保证	合规债券、UCITS 基金、ETF、ELTIF 及部分基金型另类投资产品	个人或提供者配置	追求更高长期收益
标准养老金账户	无保证	一只增长型 UCITS 基金+一只稳健型 UCITS 基金	默认配置，可主动调整	低门槛、标准化投资
保证产品	80%或100%	保险资产、基金及其他合规资产	主要由提供者管理	满足不同安全偏好
住房养老产品	特殊用途约束	自住房及住房贷款偿还	住房用途决定	降低退休住房成本

来源：德国联邦财政部、德国联邦议会，华福证券研究所

随着德国养老产品体系扩展，养老金市场的竞争格局也在发生变化。保险公司继续承担保证责任和终身年金功能，基金公司和资产管理机构扩大投资类产品供给，银行、券商和数字平台则更多参与账户运营和客户服务。产品之间的竞争也逐步延伸至资产配置、费用控制和账户服务等领域。不同机构如何在保证要求、投资收益和客户需求之间进行平衡，成为养老金产品设计的重要课题。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表16：改革实施后德国个人养老金市场主要供给机构及产品

机构类型	主要供给产品	改革重点
保险公司	传统年金、基金连接型年金、保证产品	保证能力与资本市场收益如何平衡
基金及资管机构	基金储蓄、UCITS 基金、ETF 及多资产基金	基金菜单和风险调整方式
银行及住房储蓄银行	银行储蓄产品、账户服务、产品销售；住房储蓄及贷款型里斯特	账户管理、销售渠道及住房融资功能
直接银行及数字平台	养老金证券账户、标准账户	低成本、线上化和投资自主权

来源：德国联邦议院，德国联邦财政部，德国保险业协会，德意志联邦银行，德国联邦劳动与社会事务部，私人住房储蓄银行协会，fondspolicen-analyse，华福证券研究所

三、金融机构提供哪些典型产品？

德国个人养老金供给由保险、基金及资管、银行与平台分工构成，机构运营也相应采取模块化协作。首先，保险公司主要提供保证型产品，并承担本金保证和终身年金支付责任；**其次，**基金及资管机构主要负责基金投资和资产配置；**最后，**银行及数字平台主要提供账户管理、产品销售和客户服务。在实际运营中，单一机构不必独立完成全部环节，各类机构可以通过内部分工或跨机构合作，共同完成养老金从缴费积累到退休领取的长期管理。随着个人养老金产品由全额保证逐步转向分层保证和账户投资并行，机构竞争也将由单一产品供给扩展至资产配置、风险管理、费用控制和数字服务等综合能力。

图表17：典型机构个人养老金运营分工

环节	保险公司模式	基金及资管机构模式	银行及平台模式
产品设计	确定保证比例、年金条款和投资选择	确定基金菜单、权益上限和动态配置规则	确定账户功能、默认组合和交易范围
保证责任	保险公司资产负债表承担	基金产品提供者承担本金承诺	无保证账户通常由个人承担市场风险
资产管理	保险资管或集团投资机构	内部基金经理及多资产团队	自有资管、外部基金或ETF
风险管理	ALM、现金流匹配、偿付能力模型	机会—安全账户切换、基金久期管理	适当性管理、分散投资和自动再平衡
账户运营	保险合同管理系统	专门服务银行或基金账户平台	银行、券商或数字平台
销售服务	保险代理、顾问和线上渠道	银行渠道、基金顾问和直销	网点、线上银行和智能投顾
领取阶段	终身年金	基金提取计划＋后续年金保险	定期提取、期限年金或转接保险

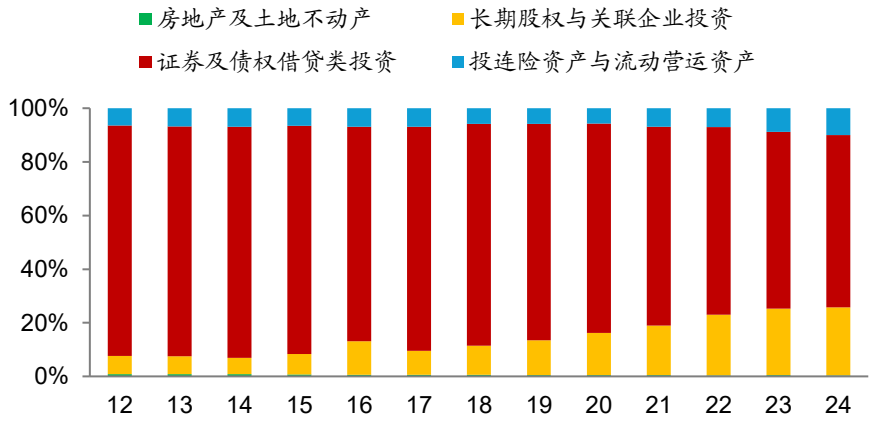
来源：Allianz，Union Investment、德国联邦议会，华福证券研究所

保险公司在养老金体系中的核心优势来自长期保证责任管理能力。养老金合同

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

通常覆盖数十年的积累周期，同时承担本金保障和退休后持续给付责任。对于保险机构而言，产品设计始终围绕保证约束下的长期收益展开。以安联人寿保险（Allianz Lebensversicherungs-AG）为例，其通过资产负债管理统筹负债期限与资产配置，系统性推进了底层资产的结构转型：在长期低利率环境下，传统固收及证券类资产占比逐年稳步压降，而长期股权、房地产及另类资产配置比例则由 2012 年的不到 10%一路上升至 2024 年的超过 25%。近年来，另类及实物资产占客户资金的比例长期增长，风险及实物资产配置保持较高水平。对于保险机构而言，这类资产既能够提供高于传统固收资产的长期回报，又与养老金负债具有较好的期限匹配特征，因此逐渐成为保证责任约束下提升收益能力的重要工具。

图表18：安联寿险实物及风险资产占比



来源：Allianz，华福证券研究所

在这一基础上，安联进一步形成了稳健型、平衡型和自主投资型三类产品模式。稳健增值型（Perspektive）主要依托保险一般账户提供稳定收益；**动态平衡型（Komfort Dynamik）**在一般账户之外增加机会资产配置，提高资本市场参与度；**自主投资型（Invest Flex）**则允许客户在基金和 ETF 范围内自主选择投资方向，同时由保险账户承担相应保证责任。三类产品虽然风险水平不同，但都建立在保险账户提供的保证基础之上，其差异主要体现在资本市场参与程度和客户决策空间。

图表19：安联三类里斯特投资模式

产品模式	投资决定权	主要资产结构	风险控制方式	产品定位
稳健增值型	机构	全部进入保险一般账户	收益锁定、保证资本和年金	稳健型
动态平衡型	机构	一般账户＋机会型特别资产	动态调整、保证提高、退休前 3 年到期管理	平衡型
自主投资型	个人参与	基金/ETF＋一般账户	基金选择、保证账户和可选到期管理	自主投资型

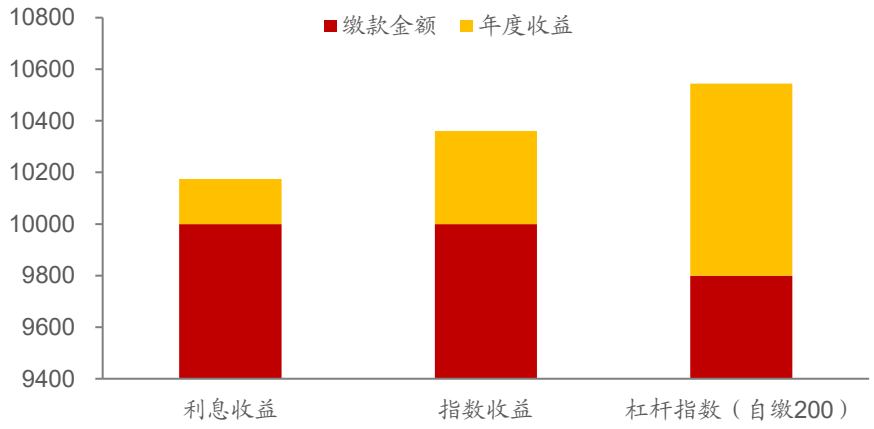
来源：Allianz，华福证券研究所

保险机构对于收益增强的探索并不局限于资产配置。德国第二大寿险机构、合作金融体系核心险企，**德国合作银行保险集团**（R+V）则展示了另一种提高收益弹性的

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

思路。其指数型年金产品以保险一般账户提供保证基础，并将账户产生的利息用于参与权益市场收益。客户通常可以在固定利息模式（Festzins）、指数参与模式（Index beteiligung）和杠杆增强模式（Turbo）之间进行选择。固定利息模式对应确定性收益；指数参与模式利用利息收益参与指数上涨表现，同时保留本金保障；杠杆增强模式则允许客户投入额外资金提高指数参与程度，以换取更高的潜在收益。这种设计将保证资产与收益增强机制结合，在控制本金风险的同时扩大资本市场参与空间。

图表20：德国合作银行保险指数年金模式收益示意图（欧元）



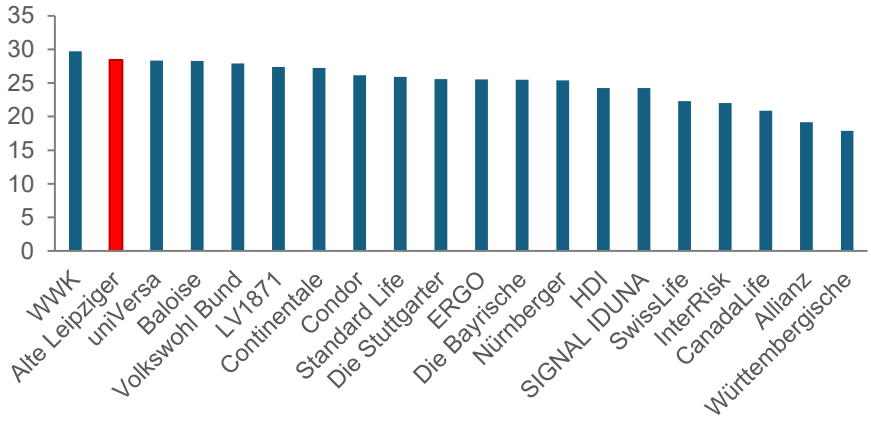
来源：R+V，华福证券研究所，时间截至 2024 年 1 月

阿尔特莱比锡保险集团（ALTE LEIPZIGER）推出的 AL fonds 系列体现了保险产品向投资自主化方向的发展。产品采用保障资产池、安全垫基金池和自主基金池相结合的三池结构。保障资产池提供保证收益并承担基础风险缓冲功能；安全垫基金池负责控制资产波动；自主基金池则向客户开放约 180 只基金的投资选择。通过设置保证资产、缓冲资产和自主投资资产，AL fonds 在维持养老金保障功能的同时，为投资者提供了接近独立基金账户的投资自主权。与此同时，阿尔特莱比锡的保证年金转换因子处于行业较高水平，每 1 万欧元养老金资本对应约 27.2 至 30.2 欧元的终身月度年金给付。对于养老金产品而言，较高的年金转换因子意味着相同积累资本能够获得更高的退休给付水平，在投资自主权之外进一步增强了产品的养老属性。

综合看安联、德国合作银行和阿尔特莱比锡的实践，保证责任始终是保险产品设计的起点。不同机构采取的工具和路径有所差异，但产品演变方向较为一致，即在保证责任允许范围内提高资本市场参与度，并增强养老金资产的长期增值能力。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表21：阿尔特莱比锡的保证年金每万欧元对应月度给付排名（欧元）



来源：Fondspolicen-Analyse，华福证券研究所，时间截至 2025 年 1 月

与保险公司相比，基金公司的核心任务转向长期投资管理。养老金资产进入基金体系后，关注重点逐渐从保证责任转向风险预算和资产配置。联合投资（Union Investment）采用机会组件与安全组件相结合的管理框架，机会组件承担长期资本增值功能，安全组件用于管理保证责任和现金流需求，两类资产之间根据市场情况和合同状态进行动态调整。

图表22：联合投资保险“机会—安全”组件配置结构

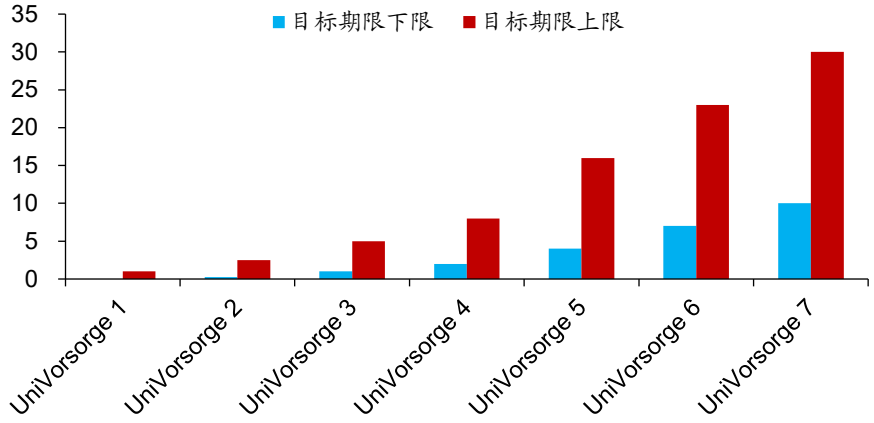
模块	代表基金	主要资产	运营功能
机会组件	UniGlobal Vorsorge、UniGlobal II	全球股票	提高长期资本增值能力
短久期安全组件	UniVorsorge 1-2	短期债券、货币市场和存款	管理近期现金流和短期保证
中久期安全组件	UniVorsorge 3-5	中期全球债券	平衡收益和保证稳定性
长久期安全组件	UniVorsorge 6-7	长期全球债券	匹配较长期退休负债
领取期保险模块	外部或合作年金保险	终身年金合同	85 岁后承担长寿风险

来源：Union Investment 产品资料，华福证券研究所

为了提高养老金资产长期管理的稳定性，联合投资进一步将安全资产按照久期进行分层管理，不同期限基金分别匹配不同阶段的保证责任和现金流需求。这种安排使养老金产品能够根据剩余期限和风险缓冲能力动态调整风险资产比例。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

图表23：联合投资安全基金久期梯度（年）



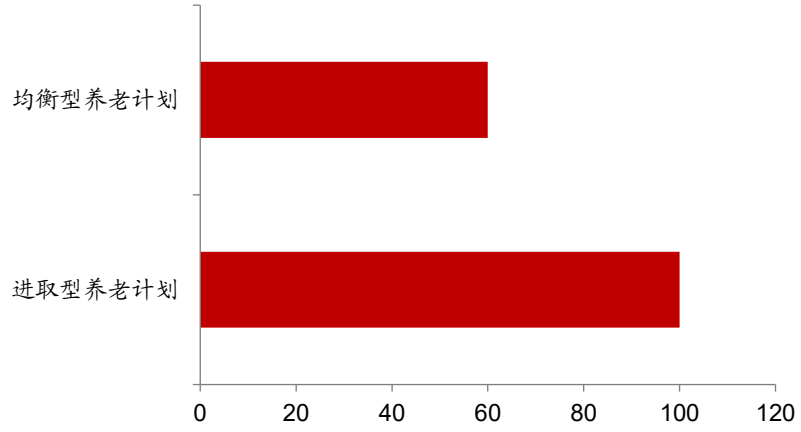
来源：Union Investment，华福证券研究所

基金型里斯特养老金的资本保全承诺会形成持续至退休阶段的长期管理责任。联合投资年报显示，专业养老计划（UniProfiRente）和专业养老精选计划（UniProfiRente Select）的资本保全承诺由 2022 年末的 180.67 亿欧元增至 2025 年末的 204.37 亿欧元。基金公司需要根据承诺规模、合同期限、账户价值和市场变化持续调整资产配置，因此最高权益配置比例并不等于实际权益持仓比例。当账户资产接近保证底线或合同临近领取阶段时，产品需要提高安全组件配置比例；当账户价值和剩余期限提供较大风险缓冲时，才具备增加机会组件的空间。资本保全承诺由此成为基金型养老金产品设计和资产配置的重要约束。

德意志资产管理公司（DWS）通过设置不同权益资产上限划分产品风险档位，并运用金融数学模型辅助资产配置。以进取型养老计划（TopRente Dynamik）和均衡型养老计划（TopRente Balance）为例，前者最高可配置 100%权益资产，后者权益资产上限为 60%。两类产品均需在领取阶段开始时保全累计缴费和政府补贴，因此权益资产上限仅代表产品允许承担的最高风险水平，并不等同于实际持仓比例。机构仍需根据账户价值、合同剩余期限、市场波动以及保证资本要求，在风险资产与安全资产之间动态调整配置。通过风险分档与动态配置相结合，DWS 既降低了客户选择难度，也能够根据不同风险偏好实施差异化管理。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

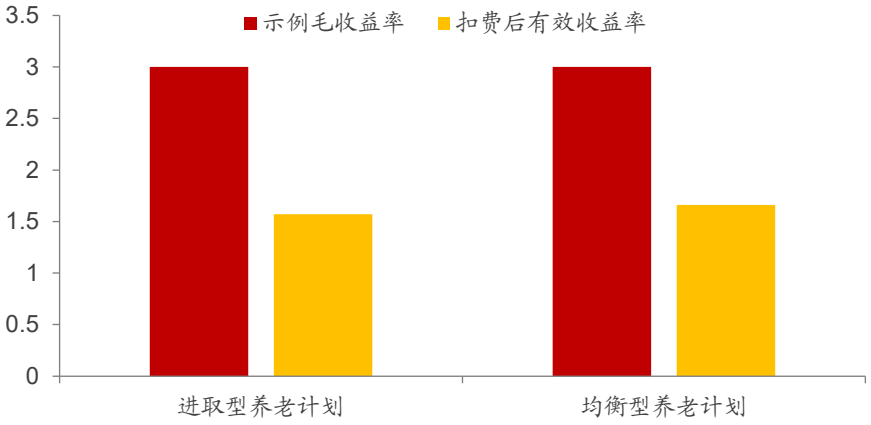
图表24：基金型里斯特风险档位与最高权益比例（%）



来源：DWS，华福证券研究所，数据截至 2026 年 1 月

费用是基金型养老金产品设计中不可忽视的另一项重要约束约束。德意志资产管理公司法定产品信息表中的 20 年期标准示例显示，在假设年化收益率为 3%的情况下，Dynamik 产品和 Balance 产品扣除费用后的示例有效收益率分别约为 1.57%和 1.66%，对应费用拖累分别约为 1.43 个和 1.34 个百分点。该测算基于标准客户、固定缴费期限和示例收益率，虽然无法代表产品实际回报能力，但仍然能够反映其获取费用、基金管理费和账户费用对长期积累结果的影响。对于投资期限较长的养老金产品而言，费用水平不仅影响客户最终收益，也会影响产品竞争力和持续缴费意愿。

图表25：基金型里斯特有效收益（%）



来源：DWS TopRente Dynamik 和 Balance 法定产品信息表，华福证券研究所，数据截至 2026 年 1 月

基金型里斯特养老金在领取阶段通常由基金公司与保险公司分工管理。以联合投资和德意志资产管理公司为例，客户 85 岁前按月领取养老金，账户剩余资产继续由基金公司投资管理；进入领取阶段时，部分资金用于购买后续年金保险，客户年满 85 岁后由保险公司继续支付终身年金。该模式将退休初期的资产管理与高龄阶段的长寿风险保障相衔接，基金公司负责资金管理和阶段性领取，保险公司承担终身给付责任。

改革后的标准养老金账户将强化银行和数字平台在账户运营、默认配置与线上服务方面的作用。标准账户采用增长型基金与稳健型基金相结合的产品结构，由提供

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

机构预设两类基金之间的配置比例，并在临近退休时逐步提高稳健型基金占比；客户既可以沿用默认方案，也可以根据自身风险偏好调整配置。产品需要支持线上签约，并对有效成本设置上限，基金公司、银行、直接银行、券商和数字平台均可能参与产品供给。基金型养老金在领取阶段还可以采取基金提取计划与后续年金保险相结合的方式，由基金公司负责退休初期的资产管理和定期支付，再由保险公司承担高龄阶段的终身年金责任。**总体来看，德国个人养老金正在形成由保险公司承担保证和长寿风险、基金公司负责长期投资、银行及平台负责账户和客户服务的专业化分工体系。**

图表26：改革后标准养老金账户运营框架

运营环节	标准设计
产品结构	增长基金+安全基金
默认配置	提供者预设两类基金之间的资金比例
动态管理	临近退休逐步提高安全组件比例
客户权限	可沿用默认方案，也可调整配置
签约方式	必须支持线上签约，可不经过投资顾问
成本约束	有效成本上限 1.0%
主要潜在提供者	基金公司、银行、直接银行、券商和数字平台

来源：德国联邦财政部，华福证券研究所

四、风险提示

信息资料存在局限性。本报告所依据的信息可能存在不准确、不全面、不及时的风险。本报告旨在提供概览性介绍，无法穷尽所有细节和例外情况。

经验失效或不适用。德国经验根植于其独特国情，与中国市场存在系统性差异。

政策与监管或有变动。本文对制度和规则的介绍基于现有公开资料，无法预知未来或有变动。

华福证券
下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn