

养老金融评论

2021年第2期（总第63期）

- 唐霁松：加快推进养老保险基金的投资运营
- 董克用：我国消费养老模式发展现状、问题与展望
- 党俊武：全面推进老龄经济产业是加快内循环的重大战略主攻方向
- 胡继晔：上海市金融创新促进养老财富储备的建议
- 阳义南：更多更快增强我国养老财富储备

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net

中国养老金融 50 人论坛简介

中国养老金融 50 人论坛(CAFF50)由董克用教授联合华夏新供给经济学研究院等多家机构共同发起，于 2015 年 12 月 9 日正式成立。论坛成员由政界、学界和业界具有深厚学术功底和重要社会影响力的人士组成，致力于成为养老金融领域的高端专业智库，旨在为政策制定提供智力支持，为行业发展搭建交流平台，向媒体大众传播专业知识。论坛的使命为：推动我国养老金融事业发展，促进我国长期资本市场完善，推进普惠养老金融建设，践行改善民生福祉的社会责任。

论坛学术顾问：

潘功胜 王忠民 胡晓义 宋晓梧

论坛秘书长：

董克用

常务副秘书长：

张 栋 王 婷

副秘书长：

孙 博 王赓宇 朱海扬 张 兴

《养老金融评论》简介

《养老金融评论》是中国养老金融 50 人论坛月度官方刊物，秉承“专业性、前瞻性、国际性”的学术理念，以“为政策制定提供智力支持，为行业发展搭建交流平台，向媒体大众传播专业知识”为宗旨，重点反映论坛成员的学术成果与观点；跟踪国际理论前沿与实践动态；探讨中国养老金融改革与发展，促进养老金融领域交流与融合。我们诚挚欢迎业界、学界的专家踊跃撰稿，为我国养老金融发展贡献智慧。

《养老金融评论》编委会

主编：

董克用 姚余栋

执行主编：

孙 博

编辑组成员：

张 栋 施文凯 林佳钰 尤 杨 于东浩 褚松泽

来稿、订阅及索要过刊等事宜，请发邮件至编辑部工作邮箱
caff50review@caff50.net 进行联系。

目 录

【本期重点关注】

唐霁松：加快推进养老保险基金的投资运营.....	4
董克用：我国消费养老模式发展现状、问题与展望.....	12
党俊武：全面推进老龄经济产业是加快内循环的重大战略主攻方向	29
胡继晔：上海市金融创新促进养老财富储备的建议.....	68
阳义南：更多更快增强我国养老财富储备.....	78

【养老金融观点集萃】

孙 博、安嘉晨：养老金产品：年金投资配置化的底层工具.....	83
杨 董：银行养老理财产品：资管新规下快速发展.....	110

【CAFF50 大事记】

2021 年 1 月 CAFF50 动态	131
----------------------------	-----

导读：随着我国人口老龄化的逐步加深，社会的养老负担会日益加重，传统的家庭代际养老模式会逐渐向个人独立的养老规划进行转变。当前正是我国应对人口老龄化、完善养老政策及社会保障制度顶层设计的重要“窗口期”。在政策层面，“十四五”规划建议中指明要推进多层次养老金体系建设；在社会层面，多渠道提升养老财富储备也大有可为。专家学者们围绕养老金金融、养老服务金融、养老产业金融等多个领域进行了深入的研究探讨，为发展养老金金融和促进养老财富储备开阔视野。

本期《养老金金融评论》重点关注如下内容：中国养老金金融 50 人论坛核心成员、中国社会保险学会副会长唐霁松分析了如何加快推进养老保险基金的投资运营；中国养老金金融 50 人论坛秘书长、清华大学教授董克用以两个典型消费养老平台的案例，分析了我国消费养老模式的发展现状、问题与未来展望；中国养老金金融 50 人论坛核心成员、中国老龄科学研究中心副主任党俊武探讨了如何通过全面推进老龄经济产业加快我国经济的内循环；中国养老金金融 50 人论坛核心成员、中国政法大学商学院资本金融系教授胡继晔提出了关于上海市金融创新促进养老财富储备的建议；中国养老金金融 50 人论坛特邀研究员、华南理工大学公共管理学院教授阳义南探讨了如何更多更快增强我国养老财富储备，以飨读者。

唐霁松：加快推进养老保险基金的投资运营



唐霁松：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国社会保险学会副会长

我国人口老龄化程度不断加深加速，2015 年 60 岁上的人口占比为 15%，而 2020 年这一比例已达 18.1%。党的十九大对国家的养老保险制度深化改革进行了宏观部署。2019 年底，国家出台的应对人口老龄化的中长期规划，对养老保险从制度、基金等诸多方面进行了安排。其中，养老基金投资运营是全社会共同关注的问题，它关系到我们每个人退休后的生活水平不至于有大的下降，关系到每个人今后能否享有比较充分的养老保障。

一、我国养老基金投资运营成效值得充分肯定

本文摘自《中国人力资源社会保障》2020 年第 10 期。

我国已逐步构建了多层次的养老保险体系，第一支柱的基本养老保险、第二支柱的企业年金和职业年金、第三支柱的个人养老储蓄计划。养老基金市场化投资运营体系从无到有，已经形成了一定规模的养老基金积累。养老基金投资涉及银行、保险、基金、证券等多个金融行业，涵盖了全国社保基金、基本养老保险基金、企业年金、职业年金、商业养老保险、寿险、公募基金、银行理财等各类资产管理业务。而市场化运作是养老基金投资管理的主要形式，呈现出的特点和意义归纳起来有三个方面：

养老金融产品多样化，养老基金资产规模不断增长，前景看好。目前，养老性质的金融产品日益增多，公募养老目标基金、个人税延型商业养老保险、银行养老理财产品、养老年金保险、个人养老保障等产品为养老财富储备的保值增值提供了多种选择。

养老基金资产规模不断扩大，截至 2019 年末，全国社保基金资产总额 2.6 万亿元（2020 年 5 月底，全国有 22 个省与社保基金理事会的投资合同为 1.09 万亿）。企业年金到 2019 年底，运作资产规模达 1.77 万亿元（2020 年 5 月底 1.86 万亿）。职业年金市场化运作稳步推进，职业年金累计结余已近万亿元（2020 年 5 月底投资额为 6647 亿），且每年将保持千亿元量级的高速增长。

养老基金储备中的权责日趋清晰，市场化运行机制逐步形成。除了社保基金作为国家战略储备基金外，无论是基本养老保险基金、企业年金、职业年金，还是第三支柱的个人养老储蓄投资，都明确了个人缴费责任和投资收益分享权利。个人账户制的进一步规范，有利于

将分散的资金、税收、产品、投资、相关服务等数据和信息集中分析与监管，有助于国家税收优惠政策落地，更有助于未来三支柱间资金的转移和协调发展。与此同时，养老基金投资具有典型的混业经营特征，包括受托人、账管人、托管人和投管人多个资格，涵括保险、银行、证券、基金多个经营主体，市场化运行中，相互推动、相互制约、共同发展的机制逐步形成，提升了投资运营效率和投资收益率。

养老基金投资范围逐步扩大，资产配置作用逐步显现。全国社保基金自 2003 年开始进入中国股票市场，2004 年开始股权投资，2006 年进入全球资本市场。企业年金在 2011 年以前，投资品种还比较单一，资本市场波动较大，给养老金资产的保值增值带来了挑战。2013 年人社部 23 号令扩大了投资范围，行业抓住非标资产高收益的机会，加大成本计价类资产配置力度，为后来几年取得稳健收益奠定了基础。随着投资范围扩大，投资收益率稳步提升，全国社保基金运作 19 年来，几何平均收益率达到 8.15%；企业年金投资运作 12 年来，几何平均收益率 7.07%，都远远超过 2.33% 的平均通胀水平。随着股权、非标资产、另类投资的加入，多层次多维度资产投资策略的构建提高了养老基金整体应对系统性风险的能力，显现了资产配置的积极作用。通过多元资产的组合构建，降低了组合资产的相关性，大幅降低波动性，提升了投资收益的稳定性和中长期回报。

二、客观认识养老基金投资运营中的不足

我国养老基金投资进行市场化运作一直是在摸索中前行，由于管理体制、政策支持、金融工具、经办经验、底层资产等方面的因素，

我国养老基金投资管理的确还存在一些不足，比较典型的问题有：

现行年金投资政策、监管水平已不适应形势发展需要。随着我国金融市场不断成熟，新的投资品种和投资工具不断丰富，现有的年金投资政策显得过于单一、过于保守、过于原则。比如，职业年金基金一下涌入近万亿规模，市场存在一定程度的“投资资产荒”，出现了“供需矛盾”。又比如，规定的投资权益类资产的比例“合计不得高于投资组合委托投资资产净值的 30%”的上限，虽然在实践中鲜有达到，但实际导向上可以更积极。再比如，部分投资子品种的投资要求和估值方式等，如私募公司债、非公开定向债务融资工具和永续债等，实践中监管政策不够清晰，该明确规避的风险没有规避。

同时，随着投资环境日益复杂，尤其是 2020 年受到新冠肺炎疫情的影响，全球资本市场的不确定性增加，而养老金投资组合中缺少对冲风险的资产和工具。第一、二支柱的投资范围政策调整机制未能与瞬息万变的资本市场相适应，三支柱的投资范围也尚未正式明确。

一些专业投资机构没有树立长期投资理念，对资产配置的重要性认识不足。过去由于缺乏必要的底层投资工具，养老基金投资管理没有完全契合养老金长期性的属性特点，未能通过多元化的组合构建和资产配置策略来分散风险、获取稳定收益。在 2011 年股债双杀导致行业出现负收益之后，养老基金投资一方面加大了对存款、信托、债权计划等成本计价类资产的配置比例，另一方面大幅降低了权益类的投资比例，一般围绕 10%上下波动，很少突破 20%。目前养老基金的资产配置仍然是非常典型的绝对收益策略，以存款和非标作为安全

垫，主动投资以债券为主，以部分股票增强收益弹性，投资收益十分有限。

相关政策比较分散，统筹性还不够，税优政策作用有限。目前仍缺乏从财政税收与构建多层次养老保险体系的角度统筹出台政策或调整政策的制度安排。比如基本养老的缴费率偏高，压制了第二、第三支柱的缴费空间；参加基本养老成为参加年金、个人养老金体系的前提条件，限制了自由职业人群进行养老储备的可能性；三支柱之间的免税额度没有共享；税优抵税政策滞后等。需要出台政策统筹确定各类养老基金的投资范围。税优额度对增加养老金储备的刺激力度也很有限。例如养老 FOF 的抵税问题、企业年金投资收益的免税政策尚不明确，三支柱的个人账户抵扣税机制也亟待建立。

部分代理人、委托人片面追求短期的稳健收益，对投资管理人的评价考核不科学。养老基金的投资运营不仅是以战胜 CPI 或银行存款利率为目标，更应该与养老金长期面对的经济增长率和支付需求合理挂钩，实现长期保值增值。在我国经济高速发展，工资水平长期快速提升的情况下，养老基金投资要实现充足的替代率，必须要求更高的、长期的、稳定的投资回报率。

与投资理念相对应的则是投资考核评价，市场参与主体应科学合理看待风险和收益，从考核方面引导长期投资。而眼下，委托人和受托人在评价投资管理人时，片面强调短期收益率比较和业绩排名，短期的业绩考核必然会导致投资行为的短期化，一些投资机构因为短期评估和排名的压力，出现了机构如同诸多散户投机的趋势。这显然不

符合养老金投资的目标和初衷。行政部门、社保经办机构代理人，也包括委托人、受托人都应回归到理性的、长期投资获得高收益的观念、理念上，并形成社会共识与良好氛围。

三、对未来资本市场的判断

养老基金投资运营的发展离不开中国资本市场的不断发展和完善。随着国家日益重视资本市场在降低金融杠杆和推动经济结构转型中的巨大作用，养老基金投资管理将迎来更大的发展机遇期。对于未来资本市场的发展趋势有几点判断。

一是直接融资比例逐步提升，资本市场在国民经济中的作用会日益凸显。直接融资比例的融资成本是最低的，特别是随着科技、文化等创新产业的发展，人和知识的作用越来越重要，传统以抵押品为基础的间接融资渠道无法满足新兴产业的融资需求。大力发展资本市场，一方面能够引导居民财富更多配置到优质上市公司股权中，另一方面有利于降低实体经济的融资成本，助力经济结构转型。

二是新经济的占比会逐步提升，以股权为主的一二级市场联动会不断增强。股权融资是一个完整的产业链，包括前期的种子投资、风险投资、私募股权、上市投资；二级市场又包括新三板、科创板、创业板、中小板和主板。多元化的融资结构能够适应不同风险偏好和投资周期的投资需求，能够适应处于不同发展阶段企业的融资需求。

三是随着金融产品的多样化，未来二级市场的波动性会逐步降低。银行地产等指标股估值处于历史的低位，对于指数的涨跌起到稳定器的作用。随着股指期货等金融工具的不断推出和投资者结构的多元化，

市场的波动率会不断下降，为长期资金进入资本市场创造一个良好的市场环境，反过来不断提升长期资金的收益率和配置比例，形成良性互动。

四、对基金投资运营的建议

对于今后一个时期养老基金投资运营的发展方向，有几点建议：

提升权益投资配置比例，进一步拓宽投资范围。具体是应尽快放开企业年金和职业年金投资范围，包括港股、股指期货、股权等。研究考虑进一步放开年金基金对股权投资的可行性，因为股权投资具有较高的投资回报率，同时所带来的超额收益相对二级市场的逆周期性，可以平滑投资组合的收益波动。养老金的投资期限长、流动性要求低，可以通过投资流动性低的非公开市场股权和成本回收周期较长的实体项目来获得超额收益。另一方面，长期资金在短期内没有大量的资金赎回压力，有能力容忍股市短期波动，以获得更多的投资机会。通过提升权益类投资的比例，多渠道参与实体经济融资，实现更高的长期收益。

丰富养老金融产品，满足不同性质养老资金的投资需求。应允许或进一步明确将同业存单、永续债、非公开定向债务融资工具、资产支持证券、资产支持票据、国债期货以及政策性、开发性银行债券等金融产品以及不动产债权投资计划纳入投资范围。通过不同类别资产的组合方式进行产品创新，结合投资者的资金需求开发不同期限、不同风险偏好、不同资产配置策略的养老金融产品，真正契合养老投资需求。另外，随着养老金产品的多样化，企业年金和职业年金应该鼓

励和逐步放开个人投资选择权，实现风险偏好分层，分离并稳定其中的长期资金，实施匹配的长期稳定的战略配置策略。

更加重视资产配置作用，在适当承担风险的同时提升养老财富长期收益率。从长期看，资产配置对养老金的收益和风险水平具有决定性作用，只有通过资产配置才能在控制风险的前提下实现投资目标。近年来，随着全球经济放缓、利率下行，全球养老金投资的资产配置策略从公开市场向包括私募股权，房地产、基础设施在内的另类资产转移，同时更加注重长期投资，以获得更高的回报。主管部门可以在定期公布企业年金和职业年金的资产规模和收益率基础上，公布资产配置情况，引导金融机构理性对待资产配置的变化，进一步发挥政府部门在宏观政策解读、资源配置、流动性管理等方面的重要作用，规范对受托人、投管人的考评方法和考评机制。专业投资机构应该在波动性和长期收益率之间取得一定的平衡，加强同委托人的沟通，与委托人统一投资目标，充分发挥资产配置在提升养老金长期投资收益方面的作用，发挥好政府部门和金融机构等各个方面的积极性，从而更好地促进养老保险基金的保值增值，惠及大众。

董克用：我国消费养老模式发展现状、问题与展望



董克用：中国养老金融 50 人论坛秘书长、清华大学教授

一、引言

2011 年，消费养老项目在我国发芽破土，开始市场探索，希望通过“消费返利，投资增值”的形式帮助个人积累养老金。因其具有“促进消费”和“保障养老”双重功能，这一模式在当时受到了中国老龄事业发展基金会的支持。2018 年，中共中央、国务院出台《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》，明确提出“推动互联网与更多传统消费相融合”“要适应平台型消费、共享经济等快速发展需要，加强制度供给”。此后，消费养老平台数量与日俱

本文摘自《中州学刊》2020 年第 12 期，原作者为董克用、肖金喜、周宁。

增。目前，消费养老在北京、内蒙古、河南、云南、浙江、江西、广东等省份的 60 多个地级市中均有不同程度的进展。《人民日报》援引专家观点，评论其“为破解养老保障难题提供了中国智慧”。2020 年，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》进一步指出，要“培育新型消费”“鼓励消费新模式新业态发展”。这为我国消费养老模式的持续探索与深化发展提供了更加强劲的动力。

伴随着人口老龄化的发展，我国基本养老保险制度的财务可持续性面临巨大的挑战，当前养老金三支柱体系的保障水平和规模也较为有限，而经济发展使得居民的消费购买能力得到显著提升。在这样的背景下，消费养老的出现顺应了时代要求，具有一定的现实意义。而学界目前对于消费养老的发展前景看法不一。持支持态度的学者认为，在我国，“购物得积分”的促销手段非常成熟，已被大众所熟知和接受，已有多地开展消费养老探索，积累了丰富的实践经验，能够减少消费养老的发展阻力。随着老龄化的加速发展，消费养老的政治意义与战略意义会更加明显，包括内蒙古、重庆、上海等地政府机关已经开始探索研究这一新型模式。持反对或谨慎态度的学者认为，消费养老还处于起步阶段，国家政策法规没有明确支持，可能会影响消费者参与的积极性。估算未来 20 多年后的收益对企业精算准确性的要求比较高，而我国民营企业的平均寿命仅为 2.9 年，企业生存性较差，缺乏信用托底，最终可能无法保障消费型养老基金的正常返还。另外还有学者通过实证研究发现，仅有 31.31% 的受访者认为消费养老具有可

行性，且愿意参加；显著影响选择消费养老的因素主要有安全性、与其他养老比较的优缺点、家庭经济条件及遗产观念等四类。

可以看出，既往研究成果大多是从我国营商环境、消费者心理和购物习惯等角度对消费养老的可行性进行评述，在宏观上具有一定的参考价值。但是，其忽略了消费养老平台在推动这一模式发展中的主导作用，很难从微观上发现消费养老真实存在的问题。本文将根据对我国两家典型消费养老平台实地调研的结果剖析我国消费养老发展现状，兼论消费养老的可行性。

二、我国消费养老模式探索现状

目前，我国消费养老模式大致可分为类企业年金及商业保险两种。本文分别以北京 A 消费养老平台和内蒙古 B 消费养老平台为例，从运营主体、运营流程及运营成效方面对其发展现状进行说明。

（一）类企业年金模式

1、运营主体

北京 A 消费养老平台是我国首批开展消费养老探索的企业。除消费者及商家外，A 平台与三家机构确立了业务关系，并参照企业年金模式设立运营方、托管方、账管方、受托方四个主体。其中，托管方为中信银行，负责建立专用账户，采取定期利率付息；受托方为中信公证处，负责对平台产生的消费记录进行公证，并在托管人处开设统一存放非实名用户基金的大类账户，保证账户资金安全有序流动；账管人为北纬融创，负责对每笔消费返利形式进行分类（返券、积分、红包等）记账，并将信息反馈至托管银行。投资管理方及监管方暂处

于空缺状态。

2、运作流程

第一，建立账户。未达到退休年龄的消费者下载 A 平台手机客户端，注册成为会员后，可拥有自己的零钱、小钱及“消费养老金”账户。消费者可从银行卡向零钱账户转账，用于平台消费；小钱账户记录的是已获得的但待进账的资金，托管方每月一次将小钱账户内资金划转至个人的“消费养老金”账户或公证处开设的大类账户；“消费养老金”账户记录的是已到账资金。消费者可以选择成为实名制会员，其与普通会员的区别在于：前者属于个人名下的二类银行账户，资金可享受银行计息及投资收益；后者的基金统一存放于大类账户内，在实名前不能参与计息及投资收益，仅留存本金（见图 1）

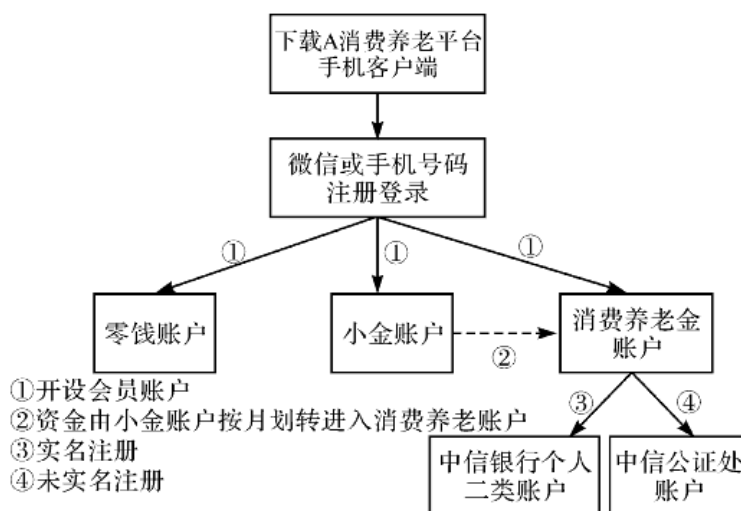


图 1 北京市 A 消费养老平台账户注册流程

注：流程图由笔者根据调研资料整理绘制。

第二，商品购买及返利。目前 A 平台主要有两种返利模式。一是积分返利。其继续为 2015 年参与 A 平台“积分换养老金”活动的会员提供兑换渠道，这需要消费者到合作商家的相关平台进行兑换。二

是现金返利。A 平台支持消费者在线上及线下的合作商家进行消费并获得现金返利。在线上，A 平台同部分电商平台（如拼多多、京东等）达成协议，即消费者通过 A 平台中的链接进入合作电商平台消费，可获得不同比例的返利金；A 平台还通过建立 AI 系统，使消费者在未签约的电商平台（如淘宝）上进行消费时也能获得返利，电商平台会根据 AI 带来的客流量多少确定支付给 AI 的佣金，再由 AI 将其作为消费型养老基金返至消费者账户。在线下，消费者可在平台上查询合作商家的地址、联系方式、营业时间等信息，线下商家的返利比例由商家自行设定，消费者只需用微信或支付宝扫描商家的平台收款码，支付成功后即可获得相应的消费型养老基金，扣除消费型养老基金后剩余部分的交易额进入商家账户。交易完成后的消费型养老基金暂存于小金账户，若发生退货退款行为，该笔基金会从小金账户中扣除，按原渠道返还商家。此外，A 平台还有广告费及支付费率差价返利两种模式。前者是指 A 平台在支付界面投放合作商家的广告，消费者完整浏览后即可获得由广告商提供的返利金；后者是指支付端公司（例如银联）会向商家收取交易额一定比例的手续费（简称“支商”费率），A 平台可以利用自身的商家、会员数量及交易量优势与支付端公司议价，以达成更低的费率（简称“支平”费率）；之后，平台再与商家协定一个费率（简称“平商”费率），“平商”费率不低于“支平”费率，同时不高于“支商”费率，差价即为“平商”费率与“支平”费率之差乘商品的价格，平台将这部分差价作为消费型养老基金返还给消费者（见图 2）。

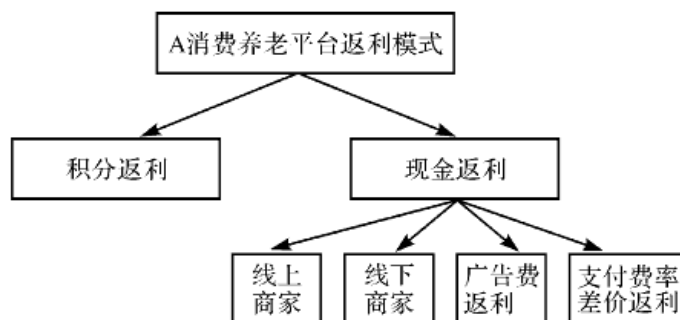


图2 北京市A消费养老平台返利模式汇总

注：示意图由笔者根据调研资料整理绘制。

第三，资金收益及待遇领取。目前A平台还在与具有企业年金投资管理人资质的机构进行洽谈，因此消费型养老基金的收益主要来自定期利率计息。在待遇领取上，A平台设计了一次性提取及分多次提取两种方案，供消费者选择；若用户选择多次提取，则账户剩余未提取资金仍可继续计息或参与投资运营。

3、运营成效

截至2019年5月，A平台共覆盖了187个城市，注册用户已有427万人，其中实名注册者为168万人，21万线下商家入驻，累计产生消费型养老基金为668万元，其中2018年9月—2019年5月新增消费型养老基金近70万元，占总额的10.5%，平均每日新增消费型养老基金达2519元。

（二）商业保险模式

1、运营主体

内蒙古B消费养老平台是我国首个由政府主导建立、国内少有的兼具类企业年金及商业保险模式的消费养老平台。这里主要介绍其商业保险模式的运作。该平台目前尚未上线，处于小范围试点阶段。具体来说，平台各主体均依照《内蒙古自治区消费养老管理办法（试

行)》的规定设立。其中,消费者是权益主体和受益人,可在平台购买商品并获得返利。企业是形成消费型养老基金的机构,负责在平台提供商品服务,并向消费者返还养老基金。内蒙古养老事业促进会、储存银行和商业保险公司是服务机构。养老事业促进会负责组织实施消费养老,选择并指导专业公司运营平台;储存银行(拟定中国建设银行)负责消费型养老基金的存储和账户管理、开设专用账户、收付通道及确定利率;当存储基金总额达到一定规模时,由平台选择受托人,后由受托人将基金委托给具有相关资质的投资管理机构运营,实现保值增值;商业保险公司(平安健康互联网股份有限公司)负责为消费者提供医疗咨询及重疾保险产品。专业技术公司主要负责平台的搭建、管理和维护。目前受托人、投资管理人及专业运营公司暂未确定(见图3)。

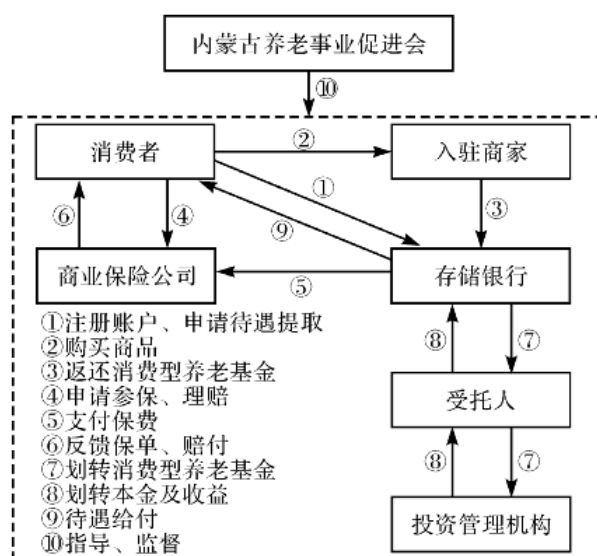


图3 内蒙古B消费养老平台运营主体及流程构成

注：流程图由笔者根据调研资料整理绘制。

2、运作流程

第一，建立账户。消费者首先在B平台实名注册，银行收到注

册信息并审核通过后，为其建立消费型养老基金账户并开通收付通道，账户性质为银行二类账户，且一人只能同时开设一个账户。消费者还需在平台上绑定一张银行卡，用于日常支付。

第二，商品购买及返利。消费者可在平台查询线上及线下合作商家，通过绑定的银行卡购买商品或服务。交易完成后，款项先进入商家账户，后由银行分账，按照商家设定的比例（最低为 3%）返利至个人账户。银行记录来款信息，开始计息，并将信息实时反馈给消费者。

第三，参加商业重疾险。目前，商业重疾险的参保方式尚在讨论，备选方案之一是消费者可自愿将已积累的消费型养老金基金作为保费参保和续保，当期保费缴纳后若基金仍有结余，则结余部分可继续计息，并参与投资运营。自愿参加商业重疾险后，赔付条件及赔付水平均依照商业保险合同执行，不受消费型养老基金待遇领取条件的限制。

3、运营成效

内蒙古 B 消费养老平台至今仍处于试点论证阶段，计划首先在赤峰市落地，现已完成手机客户端建设，并与赤峰市共 1000 余家企业签订了合作协议，登记在册的会员达 30 多万人，目前暂未开始积累消费型养老基金。

三、从案例看消费养老的可行性分析

从运营成效来看，两家平台均吸引了大量会员注册及商家入驻，其中 A 平台作为消费养老模式的先行者，更是积累了较大规模的养

老基金，在一定程度上反映出消费养老在我国具有广泛的受众群体和较大的市场需求，消费养老模式在商业运作和社会效益上取得了较好成效。此外，各利益主体、技术及资金等生产要素的需求均能得到满足，也是消费养老模式在我国具有可行性的重要原因。

（一）主体层面：消费养老符合各主体利益需求

对于平台来说，通过拓展商户入驻平台，商户的消费者会被吸引成为平台会员，会员规模的扩大又会带动更优质的商户进入平台，形成良性循环，为平台带来丰厚的广告收益、消费分润及交易结算佣金利润。对于商户来说，消费型养老基金可以成为商户差异化宣传和经营的手段并体现自身的社会效益，商户只需从盈利中拿出很少一部分作为消费型养老基金，消费者在完成消费且获得基金后会带动新客来消费，从而帮助商户吸引新客流并增加老客户的黏性。对于消费者来说，消费养老未改变大多数消费者的支付习惯，未增加消费者在同一商户购买同一商品的支出，与其他促销活动没有任何冲突，实现消费者“零附加成本”积累养老金的目的。

（二）技术层面：电子支付及大数据运算技术比

较成熟有效的数据管理是开展消费养老的基础。消费养老平台将消费者在不同时间、不同地点、不同商家的各种返利所得汇集到消费者个人账户进行保值增值，待其达到退休年龄后提取，这涉及众多的商家、电商平台及消费者，覆盖数万种不同的商品及服务，需要相应的技术支持。近年来我国电子支付及大数据的快速发展使这一问题迎刃而解。截至 2019 年 9 月，我国电子支付行业用户超过 7 亿人，去

现金化率仅次于美国及欧盟。领先世界的电子支付水平为我国消费养老的用户推广及平台建设提供了扎实的技术保障。此外，大数据特别是云计算技术在我国方兴未艾。2018 年我国云计算市场规模达到 907.1 亿元，约为全球的 1/6，市场渗透率达到 16%。中国云计算服务技术的快速发展为消费养老实时记录和统计交易信息、消费者个人信息、资金流动信息，管理庞大的数据量带来极大便利。

（三）资金层面：消费型养老基金预期积累规模巨大，能较好实现保值增值

2015—2019 年，我国居民人均消费支出由 15712 元增至 21559 元，剔除物价因素后，平均增长率约为 6%。这里假设：2019 年消费养老覆盖的消费者人数占我国当年总人口的 1%，之后覆盖率平均每年以 0.5% 的速度增长；考虑到一般商家的赢利能力，平均返利比例以 B 消费养老平台为例设为 3%；商家的利润空间恒定不变，即返利比例不变。基于相关人口预测结果，在人均消费支出增长率分别取 2015—2019 年间的最低值（5.4%）、平均值（6.0%）及最高值（6.9%）的情况下，本文对 2020—2050 年我国消费型养老基金积累规模进行简单预测（见表 1）。可以看到，仅 2050 年一年，我国消费养老基金预期积累额保守估计将约在 6000 亿—10000 亿元之间。规模巨大的消费型养老基金一方面将能缓解我国养老金体系面临的老龄化压力，另一方面可以为养老金投资管理行业带来“红利”，在资本市场中发挥“压舱石”的重要作用。

表1 2020—2050年我国消费型养老基金预期积累额

单位:亿元

年份	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050
最低值	114.3	505.8	1066.1	1895.9	3088.3	4751.9	5968.5
平均值	145.1	523.3	1134.8	2076.1	3479.3	5507.6	8387.7
最高值	146.3	550.5	1245.4	2376.9	4155.3	6861.7	10901.1

注:返利比例=3%。数据根据人均消费支出增长率的最低值(5.4%)、平均值(6.0%)、最高值(6.9%)计算得出。

此外,基金的保值增值是消费养老需要重点考虑的问题。鉴于消费型养老基金目前尚未参与投资管理,本文参考2012—2019年我国企业年金及10年期国债的收益率变动情况,并与同时期的CPI指数进行对比(见图4)。可见,过去8年间我国CPI指数总体介于1%—3%,变动幅度较为平稳;企业年金收益率受资本市场影响波动较大,但与10年期国债均总体实现了3%以上的收益率,高于同期CPI。基于此,在正常的经济形势下,如果选择稳健型或是风险型养老金融产品,都能在一定程度上化解通货膨胀风险,较好地实现消费型养老基金的保值增值。

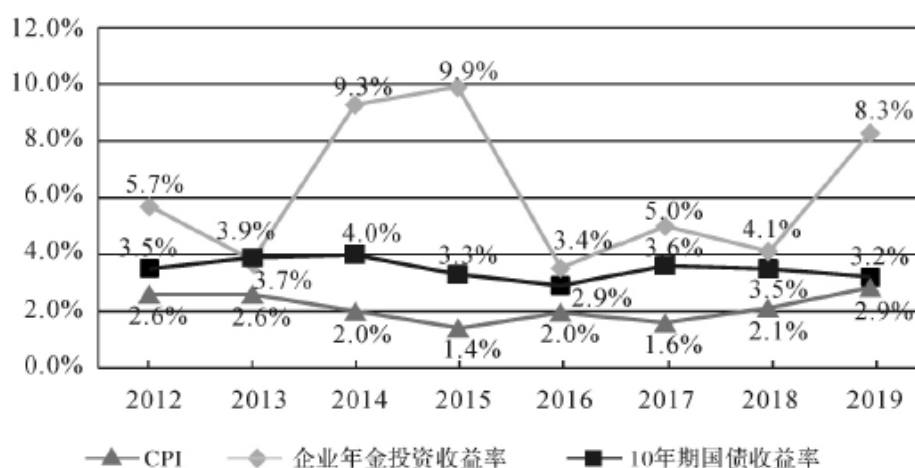


图4 2012—2019年我国企业年金、10年期国债收益率与CPI变动情况

注:数据来源于2012—2019年度《全国企业年金基金业务数据摘要》、2012—2019年《中国人民银行年报》、2012—2019年《国民经济和社会发展统计公报》。

四、我国消费养老发展存在的问题及成因

（一）我国消费养老发展存在的问题

从实践情况看，我国消费养老在探索中取得了一定的成绩，模式本身也具有理论可行性和创新性，但近年来总体发展速度明显趋缓，社会影响力欠佳。究其原因，除国民对消费养老持观望态度、平台资源有限等因素外，平台实操及相关政策设计也存在不足之处，主要体现在消费返利和投资管理两个阶段。

1、消费返利阶段：纳税规范性不足

目前，部分消费型养老基金来自付款额或净利润的一定比例，消费养老本质上属于商家为吸引顾客而采取的一种现金赠与行为，因此有必要对商家的纳税予以规范。根据国家税务总局《关于印发〈增值税若干具体问题的规定〉的通知》（国税发〔1993〕154号）及《财政部关于印发〈企业会计准则——应用指南〉的通知》（财会〔2006〕18号）内附件《会计科目和主要账务处理》的规定，对于按付款额一定比例产生的返利金，企业应将其计入财务费用，在缴纳企业所得税前扣除；涉及增值税部分则以增值税发票注明的实际货款金额纳税。因此，以付款额为标准进行返利具有一定的可行性。但是，在净利润分配方面，《会计科目和主要账务处理》指出，利润分配应分别以提取法定盈余公积、提取任意盈余公积、应付现金股利或利润、转作股本的股利、盈余公积补亏和未分配利润等进行明细核算。消费型养老基金暂不属于此列，因此实践中以净利润为标准予以返利并不符合会计核算规范。除上述现金返利形式外，还有少部分平台（如北京市A

消费养老平台)采用积分兑换养老金的形式,即消费者在平台入驻商家或与平台积分互认商家购买商品或服务获得积分,凭积分按一定换算比例在平台兑换养老金。在这种情况下,商家需要按全额确认销售收入缴纳增值税。但在实际操作中部分商家将积分所能兑换的现金价值作为递延收益,从当期收入中扣除,不缴纳增值税,与我国《增值税暂行条例》中对增值税纳税义务发生时间的规定不相符。

2、投资管理阶段:保值增值及监管有效性不够

针对已积累的消费型养老基金,目前消费养老平台大多采取一年期或活期存款利率计息的方式保值增值(见表2)。由表2可知,2016—2019年,活期存款和一年期存款基准利率连续4年没有调整,每年均分别为0.35%和1.5%,同期CPI的年均值为2.15%,消费者账户中的养老基金实际上处于亏损状态。同时,对比图4可知,1.5%的利率也低于同期企业年金及10年期国债的收益率,消费型养老基金增值存在困难。低利率的计息难以对消费者产生足够的吸引力,未来无法实现有效的养老保障。

表2 2016—2019年活期存款、一年期定期存款基准利率及CPI变动情况 单位:%

年份	2016	2017	2018	2019	年均值
人民币活期存款基准利率	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
人民币一年期存款基准利率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
CPI	2.0	1.6	2.1	2.9	2.15

注:数据来源于2016—2019年《中国人民银行年报》,2016—2019年《国民经济和社会发展统计公报》。

在监管方面,第三方独立监管机构处于缺失状态。目前,部分消费型养老基金暂存于平台或受托人开设的银行账户内,一些平台与银

行达成协议，规定消费型养老基金进入账户后，平台便无权处置，仅消费者满足领取条件时才能提取。这使基金缺乏有效的监管。而让银行担任账户资金监管方并不合适，因为银行有其职能范围且又担任平台合作托管方一职。在监管机构缺失情况下，资金挪用等违法行为的发生很难避免，从而侵害消费者的切身利益。

（二）消费养老问题的成因

1、理论层面：平台的年金委托代理人及投保人资质存疑

第一，平台不能直接参照企业年金模式代理消费者选择受托人和投资管理方案。这是因为消费养老模式在筹资机制、雇佣关系、方案集体协商三方面与企业年金存在明显区别。首先，消费型养老基金来自商家让利，是商家出资而非平台出资；其次，消费者与商家是一般的购销关系，与平台是被服务与服务关系，彼此独立；最后，消费者（基金所有人）和商家（出资人）具有分散性和规模性，采用协商方式制定消费型养老基金投资方案极其困难，成本巨大。

第二，平台和消费者均不合作为投保人。一方面，若以平台作为投保人，在商业保险模式下，其将消费养老基金用于为消费者购买和续缴商业健康保险的行为不符合我国《保险法》中关于人身保险“投保人对被保险人应当具有保险利益”之规定，有可能诱发道德风险。另一方面，若以消费者作为投保人，其自愿参保后账户内基金不足以续缴保费时，将面临被退保或自费续保的抉择。如果退保，退还的保费必定少于累计缴费额，消费者遭受一定的经济损失；如果自费续保，消费者将丧失通过消费型养老基金缴费续保的福利。只有消费者当期

获得的返利金额不少于需续缴的保费额时，其才能免费享有保险。这一必要条件实际上为消费者划定了一条隐形的“最低消费金额线”，与消费养老模式“自愿参与、自愿消费”的初衷相背离。

2、实践层面：政策存在断点且运营主体权责混杂

目前我国尚未有消费养老平台开展消费型养老基金的市场化投资。其主要原因在于类企业年金模式下消费型养老基金的投资资质只能由政府认定，消费养老模式较为新颖，资质认定及投资管理办法等具体政策目前处于空白状态。这使得消费型养老基金无法像企业年金那样实现从受托到投资管理的跳跃，其保值增值只能暂时寄希望于银行存款利率。

与投资管理方缺失相对应的是平台各主体间权责混乱，缺乏系统性管理。部分平台既承担了运营职能，又通过与消费者签订协议等方式拟作为委托代理人进行消费型养老基金的托付；部分银行除托管资金外，还拟承担对投资管理人行为的监督职能；部分受托人额外承担了开设基金储存账户及待遇发放职能。项目主体“身兼数职”的做法一方面会影响运营效率及其主要职能的发挥，另一方面本质上完全脱离了类企业年金的运作模式，使平台运作的规范性大打折扣。

五、未来展望与思考

在人口老龄化加剧、养老金三支柱体系发展不平衡不充分的情况下，消费养老以其“灵活、低门槛、零成本”等特点，在扩大我国个人养老金覆盖率、提高国民养老金待遇水平及拓宽养老金制度资金来源渠道等方面具有独特的优势，发挥着不可替代的作用。但是，消费养

老目前处于探索初期，市场在推广和运营中发挥着主导力量，其在现阶段暴露出来的运作不规范、投资增值难等问题需要政府、市场和社会共同努力，通过建立多元、有效的现代化治理体系加以解决。

第一，政府部分要加快对消费养老模式的科学评估，基于跨部门合作，实现对运作流程的有效监管。人社部、国家市场监督管理总局等主管部门应建立科学有效的指标体系，对消费养老这一商业模式进行全方位的评价与定性，在安全性和规范性充分的前提下，尽快制定系统完善的指导意见，设置平台及商家准入门槛，续接投资管理难等消费养老目前面临的发展断点；构建由税务、市场监督管理、银保监等职能机构组成的综合监管体系，对消费养老运营、纳税及投资管理各环节、各参与主体进行合规性、合法性监督，建立消费养老平台“白名单”，公示违法违规平台及商家信息，推动消费养老正向、持续、创新发展。

第二，消费养老平台要明确界定各运营主体的职能范围，协助规范商户营销行为。一方面，平台作为消费养老模式顺利运行的重要载体，要在人社部的指导下建立规范化的管理结构，明晰消费型养老基金在委托、受托、账管、托管、投资管理等环节各主体间的权责，合理分工，各司其职，不越界不破规；另一方面，平台作为入驻商户的签约方，应自觉接受市场监管部门的指导，持续关注并约束商户行为。平台在签约前要对商户经营资质进行调查，并记录商品或服务价格；建立对入驻商户返利比例设置、价格变动幅度及频率等信息的监管机制，及时处理价格或返利比例设置及变动不合理问题并报市场监管部

门，最大限度保障消费者的合法权益。

第三，消费者须防范和规避以“消费养老”为旗号的商业骗局，根据个体实际需求参与消费养老。从“上海家帝豪案”落槌到国内第九大电商“易网购”爆雷，“返利”与“传销”仿佛如影随形，让人谈之色变。对此，社会公众既要加强自身的养老金融教育，警惕和识别借“消费养老”之名行传销诈骗之实的违法活动，避免遭受损失；也要客观科学地看待消费养老模式，形成对消费养老的正确认知，不因噎废食，根据自身的消费理念、习惯与偏好，自愿、理性和有选择地参与，积攒个人养老金。任何模式的发展都不是一蹴而就的，“风物长宜放眼量”。随着政策环境的完善、市场经济的发展以及公众包容度的提高，我们期待消费养老在未来发展过程中发挥更大的经济效益与社会价值。

党俊武：全面推进老龄经济产业是加快内循环的重大战略主攻方向



党俊武：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国老龄科学研究中心
副主任

21 世纪头二十年，世界经济在经历了 2008 年“金融海啸”的深刻重创和 2019 年开始的新冠疫情大流行的全面震荡下，发展遇到的复杂局面前所未有，给 21 世纪上半叶后 30 年甚至后 80 年人类经济的长远发展蒙上了难以抹去的阴影，从当前困境突围复苏并走向新的繁荣所需要的时间可能超过现有预期。2020 年，中国在成功应对“金融海啸”和新冠疫情全球大流行的背景下经济快速重启，实现全面小康

本文摘自《老龄科学研究》2020 年第 9 期。

预定目标指日可待，为 21 世纪上半叶后“两个十五年”基本实现现代化和实现中华民族伟大复兴奠定了坚实的基础。面对世界经济的复杂局面和国内经济的诸多深层次矛盾，起好头，开好局，做好“十四五”规划，确保未来“两个十五年”目标的实现，党中央适时作出了“加快形成以国内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”的重大经济战略部署。这是未来 30 年中国经济发展的新方向，对国内经济和世界经济将产生长远而深刻的影响。本文主要探究老龄经济产业这一新的战略主攻方向，以期对“十四五规划”和“两个十五年”的中长远经济发展提出建议。

一、人类社会形态面临根本转变

自有文字记载以来，人类社会发展的成就既有物质层面的，也有精神层面的；既有制度层面的，也有文化层面的。但是，所有这些成就都比不上人类自身发展取得的成就，都不能与人类寿命普遍延长这一成就相比肩，也难以和标志人类文明进步的人类社会主体结构的老龄化相伯仲，更不能与人类迈入更高位阶的老龄社会同日而语。简言之，即便物质文明高度发达，人类寿命没有普遍延长，一切发展的意义都值得商榷。人是发展的根本目的和终极意义，绝不仅仅是发展的工具。

21 世纪注定是人类社会发展历史上取得最伟大成就的时代。世纪之交的 2000 年，全球 60 岁及以上老年人口超过 10%，从统计学意义上说，这标志着人类整体上迈入老龄社会。目前，发达国家均已迈入老龄社会，日本等少数国家正在向超老龄社会迈进。据预测，21

世纪末，绝大多数国家将迈入老龄社会，届时非洲大陆的人口平均预期寿命将超过 78 岁。一句话，经历漫长的年轻社会，人类长期在短寿社会条件下生存发展的历史将在 21 世纪宣告终结，22 世纪以及未来，老龄社会的客观趋势不可逆转，人类亘古梦想的长寿社会将全面实现。这是全部人类史上最辉煌的伟大壮举，是未来人类发展的新希望，但也埋下了当前和今后世界经济面临诸多新问题的种子。

二、人类经济形态面临深刻转型

人类正处在从年轻社会转向老龄社会、从短寿社会转向长寿社会的十字路口，也正处在从年轻社会的经济转向老龄社会的经济、从短寿经济转向长寿经济的十字路口。目前，发达国家早已完成从物质经济匮乏向经济富裕的转变，而中国已经完成从物质经济匮乏到全面小康社会的转变，其他发展中国家预计在 21 世纪后半叶基本完成这一转变，全球迈向老龄社会的历史脚步正在加快。从 20 世纪中叶到 21 世纪末，人类经济形态从适应年轻社会的经济转向适应老龄社会的经济的脉络十分确定，趋势不可逆转。

经济发展不是简单经济规律的循环重复，而是一个从低级阶段到高级阶段的复杂性演化过程。在短缺经济条件下，决定经济形态的因素组合主要是生产能力、科技水平、人口规模和文化模式等，其中，生产能力和科技水平是主导性因素，人口规模背后的需求是刚性的，但关键在于能否有等量的生产供给能力，科学技术因素十分关键。在相对过剩经济条件下，决定经济形态的因素虽然没有变化，但这些因素的组合却不同于短缺经济。其中，科学技术因素虽然同样重要，但

更重要的是相对过剩经济条件下需求的刚性不足，这是当前发达国家和中国面临诸多经济问题的重要原因，也可能是其他发展中国家未来将要面临的经济困境。

三、适应老龄社会的经济战略主动调整滞后是当前世界经济诸多问题的重要根源

站位人类发展而不是站位少数富人或资本家来看，经济发展绝非富人发财致富的游戏，而是满足大多数人物质、精神需求的生产消费行为。如果经济只是少数人或少数资本家发财致富的游戏，那么，这种发展模式带来的贫富悬殊必然导致有效需求不足，进而会不可避免地发生周期性经济危机。这也是西方资本主义经济矛盾的重要症结。更为重要的是，在短缺经济条件下，决定经济发展的主导因素是生产能力，但在相对过剩经济条件下，需求才是决定经济发展的主导因素。自 1973 年“石油危机”和“福利国家的危机”以来，西方发达国家的经济发展矛盾重重，问题堆积如山，总体来看经济增长乏力。之所以如此，其原因是多方面的。其中的主要原因并不是科学技术水平和生产能力的问题，而是西方经济已经迈过短缺经济阶段进入相对经济过剩阶段。在此背景下，以人口年龄结构老龄化为标志的老龄社会的到来及其带来的需求结构问题才是经济增长乏力更为深刻的原因。一方面，发达国家较高的生产能力对应着有效经济需求刚性的不断下降，后发国家的经济产业崛起也降低了对发达国家的经济刚性需求；另一方面，更为重要的是，现有适应年轻社会的经济发展理念和发展方式难以适应老龄社会新的经济要求。在年轻社会条件下用的是主流经济学那一

套，到了老龄社会还是那一套。一句话，针对年轻社会转向老龄社会带来的经济需求结构的重大转变，发达国家没有也很难从经济战略层面主动作出调整。这是西方发达国家经济面临诸多问题的重要根源。换言之，迄今为止，老龄社会虽然还没有拖垮发达国家的经济，但至今尚没有任何一个发达国家已经走出一条从经济上成功应对老龄社会的有效路径。和目前白热化的科技战、贸易战、货币战、信息战、智能战等高频话题相比，如何建构适应老龄社会需要的经济发展体系才是未来更具长远意义的重大经济战略问题。

1850年，法国第一个迈入老龄社会。从这之后的170年历史来看，老龄社会的模式主要有两种：第一种是同步型老龄社会，即迈入老龄社会与完成现代化同步进行，发达国家属于这种类型；第二种是超前型老龄社会，即迈入老龄社会超前于现代化进程，中国属于这种类型。历史地看，同步型老龄社会由于经济发展水平高、发展模式相对成熟定型，老龄社会的新生问题暴露不显著，长期运行往往积重难返，问题更为严峻，也更难以应对。相反，超前型老龄社会的新生矛盾表面上突出，但由于经济发展水平不高，特别是经济发展模式还未完全定型，根据新的重大需求结构转变作出主动战略调整相对较为容易。中国的老龄社会属于超前型，我们转变经济发展观念和模式的空间相对更大。一句话，西方发达国家的经济发展方式已经不能适应老龄社会的发展需要，而以人民经济为核心的中国特色社会主义经济由于没有西方发达国家僵化的主流经济学观念的禁锢，应对老龄社会的余地更大。

四、发展老龄经济产业是解决当前和未来世界经济诸多长远问题的战略制高点

年轻社会建构起来的经济是应对老龄社会的重要根基，但这个根基仍然是年轻社会的经济，而并非适应老龄社会的经济本身。历史表明，年轻社会建构起来的经济无法适应老龄社会的需要，也无法支撑老龄社会的健康持续运行。如前所述，这也是当前和今后世界经济面临诸多问题的重要源头。要建构适应老龄社会的经济，虽然必须以年轻社会的经济为根基，但更需要在此根基之上，针对老龄社会特有的经济需求结构及其变化趋势，建设更高形态的老龄经济及其产业。从理论上来说，老龄经济产业分为三个层次。第一个层次是适应老龄社会并高于年轻社会的新的经济产业体系，可称之为“大老龄经济产业”。第二个层次是着眼于满足向老而生的个体全生命周期需求的产品服务体系，可称之为“中老龄经济产业体系”。年轻社会的经济虽然也包含这个层面，但年轻社会的经济重点讲产值、利润，不讲生命需求，更缺乏全生命周期不同阶段的准备性、积累性和连续性。第三个层次则是面向老年期的产品服务体系，这是年轻社会经济中的短板，可称之为“小老龄经济产业”。

从年轻社会的经济转向适应老龄社会的经济，建构更高形态的新的经济产业体系是一个历史过程，需要长期探索。从小老龄经济产业来看，它实际上就是老年经济产业或银发经济产业，其中包含目前非常热门但视野狭窄、存在产业部门化思维的养老服务业、健康养老产业或者康养产业，以及医养结合产业、老年旅游产业、老年文化产业、

智慧养老产业等一切涉老产业。严格意义上说，小老龄经济产业是当前可以落地着手操作的经济产业领域，且是年轻社会经济体系的短板。但是，这个经济产业概念有一些潜含的问题。一是从单个人来看，这个概念存在割断生命连续性的倾向，特别是割断人在经济上的阶段连续性，即割断老年期经济和前老年期经济的连续性。更为重要的是，老年期的经济状况基本上取决于前老年期的创造和积累。在寿命短的条件下，这种观念不会有大的问题；但在老龄社会，大众的寿命普遍大幅延长，此时强调老年期之前的创造和积累就显得尤为重要，这也是我们认为老龄经济是一个新概念的核心内涵之一。简言之，老龄经济从某种意义上说主要是一种准备经济。二是从规模和范围来看，老年经济、银发经济等概念存在缩小客群对象规模、收窄经营范围等缺陷。三是从经济背后的社会关系来看，表面上的经济行为实际上是背后复杂社会关系的体现。在传统文化深厚的中国，仅仅谈“老年经济”和“银发经济”，无异于撇开复杂社会关系，就经济产业谈经济产业（这也是年轻社会的经济思维），不仅容易制造家庭社会矛盾，也会使经济产业无法顺理而为。由此来看，中老龄经济产业是一个比较契合当前阶段的操作性概念，其实质性内容主要是两块：一块是老年期之前为老年期所做的准备经济及相关产业，另一块是老年期之后的经济产业。实际上，这也是微观和中观意义上老龄经济的核心内涵。

但是，小老龄经济产业和中老龄经济产业仅仅是满足个体人的老年期和全生命周期的直接经济产业需要，还不是适应老龄社会的老龄经济产业体系的全部。在个体人的老年期和全生命周期的经济产业需

求背后，还有整个老龄社会的结构性经济产业需求，其核心是供给侧内部各产业间的间接相互经济产业需求，以及根据直接经济产业需求的结构性变化而作出的响应过程。实际上，经济无非是直接需求（终端消费需求）和间接需求（中间需求或产业需求）的总和。但是，如何组织经济产业发展，长远看主要是盯准直接需求，即间接经济要紧紧盯住直接经济。从先行迈入老龄社会的发达国家的情况来看，如何适应老龄社会发展老龄经济产业，他们的难题不是利用科学技术和雄厚资本发展小老龄经济产业或者中老龄经济产业，而是现有的经济产业体系的组织方式难以适应人口高度老龄化潜含的结构性直接需求。一方面，直接需求的结构正在和已经发生深刻巨变；另一方面，更为重要的是，按照已有的间接经济产业需求的组织方式难以适应这一变化。但是，最为深刻的难题是，经济产业不是单独运行的“独角兽”，而是深深扎根于人口结构和社会结构之中。换言之，经济产业发展是社会发展的基础和支撑，但社会发展却是经济产业发展的源动力。面对日益深化的人口老龄化所带来的直接需求结构的改变，如果不从根本上同时调整社会发展战略和经济发展战略，单单调整间接经济产业结构实际上无济于事。否则，面对人口老龄化标志的老龄社会的新的社会结构，不调整经济和社会发展战略，发达国家的经济产业将是死路一条。要么其经济产业被人口老龄化拖垮；要么另起炉灶，重塑适应老龄社会的新的经济和社会发展战略。这是破解当前和今后诸多世界经济问题的战略制高点。一句话，长远来看，发达国家走出经济困境的路子不在经济之内，而在经济之外，在社会发展战略上，如何适

应老龄社会建构新的社会发展战略，进而重塑新的经济产业发展战略，这是发达国家给我们的长远启示。

五、“中国模式”的时代条件已经深刻改变

2020年，中国实现全面小康社会的宏伟目标大局已定，这取决于自1949年以来特别是自1978年以来的“中国奇迹”和中国模式。对于中国来说，面对百年未有之大变局，发展经济的重要前提是重新考量“中国模式”新的时代条件，在“十四五”期间，为加快形成双循环相互促进的新发展格局奠定重要基础。

1、考量人口结构即经济主体结构的重大变化

在过去40多年的经济发展中，前22年（1978—1999年）中国人口年龄结构尚未步入老年型，后21年（2000—2020年）属于老年型但压力尚未完全显现。2020年之后到2050年前，中国模式的主体即“50后”将迈入70岁高龄阶段，最大出生人口队列的“60后”“70后”相继退出经济产业行列。2040年以后，“80后”退休时将迎来高龄化浪潮，“50后”将迈入90岁高龄，“60后”将迈入80岁高龄。同时，劳动年龄人口在总量减少的同时还将面临大龄化挑战。这些变化说明，过去40多年中国模式创造奇迹的人口条件已无法延续，必须重新考量新的经济主体结构蕴含的新的潜能和组织方式。

2、考量经济主体结构蕴含的经济产业需求结构的长远变迁

从经济主要是满足人民需求的人本经济或者人民经济来说，40多年中国模式的经济发展主要是解决人民的“吃住行用”问题。现在，随着全面小康社会目标的实现特别是随着扶贫攻坚战伟大胜利，人

民“吃得饱、住有房、行有车、用方便”的基本诉求已经得到解决，未来的需求及其结构将主要是在“吃得好、住得宜、行方便、用有品”的基础上，进一步追求“教育优良、看病便宜、老无后忧、追求文化、居游自由”以及生命意义和价值等更高层次的需求满足。更重要的是，随着人民生命从短寿到普遍长寿预期的实现以及人口老龄化标志的老龄社会的到来，每一个人安排全生命的经济需求即做好准备经济和老年期经济的需求以及政府、市场和社会考量人们长寿生活的发展战略安排的要求日益凸现。这是过去 40 多年中国模式运行过程中所没有的新的客观巨变，需要在经济发展战略上作出新的更高层次的安排。

3、考量各社会主体即政府、市场和社会三者之间在发展经济上的互动关系的深刻演变

和四十多年前相比，站在迈向“两个十五年”的新起点，中国服务型政府建设今非昔比，市场主体更加成熟，社会组织发展迅速，中等收入家庭和群体茁壮成长，如何在新形势下处理好政府、市场和社会的关系以共同发展经济，有利因素远远超过不利因素，但难度比 40 多年前更大，情况也远比 40 多年前更复杂，需要从经济治理乃至国家治理的高度作出科学谋划。

4、考量国际经济供需结构及其演化态势的复杂变动

始于 2019 年的新冠疫情全球大流行将进一步加剧世界经济下行走势，全球供需结构正在发生深刻变化。在未来新一轮经济复苏并走向繁荣的过程中，从全球产业演化态势来看，全球供需结构变动的根本趋势十分明确。这就是规模经济体国家将从高度互动依赖的产业

“地球村”状态，走向相互依存但更注重产业体系特别是代表未来发展方向的核心产业的自我独立发展，甚至非核心产业从发达国家转向发展中国家的空间也会缩小，中国从全球产业链低端向中端进一步向顶端迈进所面临的阻力更大。这种情况是过去四十多年中国模式运行过程中所没有遇到的新的复杂变化，需要从国际经济战略高度作出新的长远部署。一句话，如果说前四十多年的中国模式是 1.0 版的话，那么，未来“两个十五年”则需要新的更高版本的中国模式，即在延续成功有效的经济发展模式的同时，还要创新发展更适合未来“两个十五年”的新的经济发展模式。

六、全面开发老龄经济产业是建构新中国模式的“破冰船”和“压舱石”

如何在前四十多年成功的中国模式的基础上，建构新的更高版本的中国模式，首要的问题是清醒分析当前经济发展面临的一系列矛盾和问题。总起来看，主要是内循环严重受阻。

1、经济需求动力深受后半段人生后顾之忧效应的深刻绑定

从全生命周期看，中国经济目前面临一个深刻且不断发酵的后顾之忧效应的深刻绑定。我们知道，不算儿童，穷人中老年人居多，但社会财富的真正拥有者是中老年人。他们之所以不消费，主要是基于收入不高、保障制度还不完善、“熊孩子”效应、“攒着比花了好”的观念以及寿命不断延长的预期等错综复杂的经济社会文化人口因素所造成的未来不确定性心理预期。简言之，人生后端风险绑架了前端，后面不搞定则前面不好办，后端的不确定性收窄甚至堵住了前端的消

费空间，全社会特别是中老年人的长寿风险焦虑，成为人们不花钱不消费的深层原因。

2、经济需求动力深受扭曲消费的虹吸效应的深刻绑定

在收入还相对不高的情况下，住房、汽车、教育、医疗等超值消费存在巨大的虹吸效应，不仅挤掉了其他领域的消费空间，而且挤掉了人生后半段的提前安排，准备经济滞后于老龄社会条件下人人普遍长寿的客观需求。简言之，当前抵押了未来，未来资源被虹吸到当前。不仅经济新动能难以起步，更不利于其长远持续发展。值得注意的是，在这种虹吸效应中，本来收入不高的老年人子女付出的成本过高。虽然遗产留给子女这种传统文化无可厚非，但过高价格的住房、教育等消费造成了子女“绑架”中老年人收入的经济效应；再加上幼儿看护制度和相应服务市场的不完善：这些不仅影响了中老年人的消费安排，也拉高了年轻人生育抚育子女的综合成本。这种抑制生育的经济运行状态，不仅束缚了现有年轻劳动力的生产潜力，其所造成的不愿生育的社会预期，也必然会阻碍未来新生劳动力的后续需求。一句话，从全球范围来看，目前的经济发展方式是抑制生育的经济，这是年轻社会的经济发展方式，需要发展有利于生育和缓解人口老龄化压力、建设理想老龄社会的新的老龄经济及其产业。

3、经济供给动力深受发达国家高端科技封锁的深刻绑定

现在能难得住中国的唯有高端科学技术，这是发达国家和发展中国家之间在发展阶段上造成差异的博弈。先行者从技术上限制、封锁后来者，这是发展的通例，与社会制度无关。解除科学技术绑定的唯

一办法就是独立自强，走科学技术自主创新之路。但高端科学技术需要海量基础科学理论和应用技术研究的支撑，而且需要长时段的积累。

4、经济供给动力深受资源整合效能不高的深刻绑定

社会主义市场经济绝非社会主义标签加上欧美发达国家的资本主义市场经济，其最重要的标志之一，就是动员和使用资源的目的和方式。当前，中国经济要升级到更高位阶的中国模式，就是要按照社会主义的人民经济目的而不是利润最大化目的，来有效整合利用土地、国有资产，为经济发展服务。在破除机械的“国有资产不能流失”观念的基础上使土地、国有资产使用效率从根本上得到提高。坚决防止土地和资产在“国有”名下睡大觉而经济发展又受到资源制约的倾向。未来“两个十五年”期间将是社会主义市场经济建设的关键时期，关系社会主义经济的成败，能否成功有效整合利用土地、国有资源是一个考验。

5、经济供给需求对接机制深受年轻社会物本经济观念和体制机制的深刻绑定

发展经济并不是无人本目的的 5G、新能源、新材料、智能化，而是紧紧围绕人民需求生发的直接经济来组织生产和消费，从根本上引领带动间接经济、产业经济的持续发展。科学技术、土地、资源以及资本等要素的配置是间接经济的关键，也是从供给侧决定直接经济发展阶段的根本。因此，发展经济的核心在于供给与需求的全面对接、直接经济和间接经济的连续循环。但是，面向未来“两个十五年”的经济不是已有中国模式的再版和延续，而是建立适应更高位阶的老

龄社会的新经济和新中国模式的再造。新中国模式可以包括方方面面，但最重要的指向之一，就是经济供给必须适应老龄社会转型的新的需求结构及其不可逆转的新方向。既要满足人民个体越来越健康长寿的客观需要，更要支撑社会主体结构老龄化的发展态势，并建构起适应老龄社会和长寿时代的新的经济产业体系。经济发展只能适应老龄社会而不是相反。但是，未来“两个十五年”，发展经济面临的最大障碍主要是年轻社会形成的物本经济的观念及其体制机制。物本经济的根本是物质为上、资本为上、产值为上、利润最大化为上、成本最小化为上，这是老龄社会所不容的。产值上去了，利润最大化了，成本最小化了，但 GDP 表格之外的健康受损、疾病丛生、失能群发以及各种社会心理矛盾激化、人民生活质量和生命意义体验下降等问题如何解决？因此，面对不可逆转的老龄社会和长寿时代，发展经济的根本之一就是发展老龄经济产业，就是扬弃物本主义，发展人本经济和人民经济，就是从初级产品生产（第一产业）、制造业和服务业等方方面面都要从人民健康长寿的需要出发，在供给与需求、成本与利润、利己与利他等观念上打造中国模式的新的经济理念；同时，在整个经济产业体系的各个环节破除物本主义，建构人本经济、人民经济和生命经济的新体制机制，包括打造有利于生育和缓解人口过度老龄化的新经济，打造健康长寿经济，打造以人为本的服务经济等。值得注意的是，未来新的高科技无非是为人服务的，但这里的人不是别人，而是走向身处老龄社会的每一个新长寿人。一句话，解除年轻社会物本主义的观念及体制机制绑定，是确保未来“两个十五年”经济发展最难

但也是最重要的任务之一。

总之，从长远来说，未来经济就是适应老龄社会的老龄经济，是高于物本经济的人本经济，也是高于资本主义经济的社会主义人民经济，是确保人民富裕而不是少数人发财致富的经济，也是人人生活质量和生命意义体验提升的经济。当前，在从年轻社会的经济转向老龄经济的过程中，经济转型转轨面临整体循环深受多重深刻绑定的影响，总体上循环乏力。其主要原因是现代化滞后于人口老龄化，社会发展滞后于经济发展，间接经济产业供给滞后于直接经济产业需求，以及城市化滞后于工业化，国有经济产业效率不高，民营经济面临不少难题，等等。面向未来，从内循环的本质来说，发展经济主要就是解决两件事：一是“鼓腰包”，即大幅提高人民收入，确保中等收入家庭快速成长；二是“放心花”，即解除诸多深刻绑定，让老百姓放心花钱，推动经济产业体系在适应老龄社会新需求结构的过程中畅通循环，良性运作，再造新中国模式，为实现中华民族伟大复兴奠定雄厚经济基础。简言之，全面开发老龄经济产业，既是推动当前经济快速循环的“破冰船”，更是未来经济长期良性循环的“压舱石”。

七、发展老龄经济产业的潜力和前景

老龄经济产业不是在现有经济产业体系上增加一个新的板块，比如称之为“老年经济产业”或是“养老经济产业”、“银发经济产业”；也不是现有有关经济产业增加一个老年人特殊需求的视角，比如在生产产品时对老年人的特殊需求有所考量。如果持有这种观点，便是地地道道的年轻社会的经济思维框架，不仅落后于时代，也落后于世界经

济产业特别是发达国家经济产业正在发生的深刻变革。有人认为，婴幼儿看护产业是新的服务业增长点，但实际上，这是基于传统年轻社会旧经济产业观的认识。婴幼儿看护产业不仅关系个体全生命的中端和后端的生活生命质量，还是老龄社会条件下全生命经济产业链条的前端。婴幼儿看护产业从结构上说旨在打造生育友好经济，可以从根本上缓解老龄社会和超老龄社会的危机，这是典型的老龄经济产业（婴幼儿看护产业当然不是老年产业）。从根本上来说，老龄社会不是年轻社会的再版，而是人类社会更高形态的进阶，更是一场持久的革命，它引发的经济产业革命是基础性、结构性、系统性和全局性的。很多人看不到这一点的根子在于，我们的经济思维框架还被深刻拖弋在已经破产的西方主流经济学的逻辑框架中。我们不能用年轻社会的理念来做老龄社会的事情，也不能用年轻社会的经济产业观念来做老龄经济产业的事情。老龄经济产业不是抽象概念，也不是传统经济产业的延续，而是要把经济产业发展的理念、方式、结构以及产业结构、产业体系和产业运行机制深刻、精准地镶嵌在老龄社会需求的理念、方向、结构和方式中，这也是中国和人类经济产业发展的新方向。

经济产业说到底主要是人的经济产业，经济循环说到底是通过物质资料和信息循环、城乡区域循环、国际国内循环所实现的人的能量循环。中国是超大人口规模经济体，观察未来中国老龄经济产业的潜力不能光看技术、资源等，更要从经济主体角度判断其发展潜力。伴随全面小康社会目标的实现，未来中国的经济潜力毋庸置疑，也无须任何数据佐证。从长寿时代每一个人的人生都是向老而生的长寿生活

看，在 21 世纪末以前，中国将是世界上老龄经济产业潜力最大的国家。过去，我们曾经从老年人的消费潜力和中年人的老年期金融准备两个指标推算过中国老龄经济产业的发展潜力，大约在 2050 年占到届时 GDP 总量的三分之一。现在看来，这个口径是小了。仅仅考虑中年人口抗衰老产品和健康养生服务需求就是巨大的市场，还有消费能力不断提升的农村人口的潜力也十分巨大。显然，这些都还没有考量进来。一句话，无论从存量还是循环流量来看，中国未来“两个十五年”期间老龄经济产业发展潜力都是惊人的，前景可期！

我们常常说，青年是祖国的未来，但在老龄社会条件下，中老年人才是祖国的后盾。因为财富很多时候并不在年轻人手里，而是在作为他们父母的中老年人的手里。我们要理性看待中老年人不愿意花钱的现象。实际上，没有真正不愿意花钱的中老年人，缺乏确定性预期才是导致人们不愿花钱的真正原因。因此，未来“两个十五年”经济循环的关键就在于，以习近平中国特色社会主义思想为指导，着眼全体人民，着眼全生命，着力构建涵盖从出生准备、生育抚育、学习教育、家庭婚姻、住房保障、就业培训、老年期准备，到老年期生活、看病、照护、临终关怀、身后事务处理等主要生命事件的经济社会安全网，为人们敢于花钱、敢于消费创造条件，这是保障老龄社会条件下经济长期良性循环的根本之道。

发展老龄经济产业的主体是所有人，涵盖政府、市场和社会三大部门的所有人和各类组织。值得强调的是，发展老龄经济产业必须提早动手，越晚越被动。目前，老龄经济产业才刚刚起步，所谓老年经

济产业、银发经济产业，以及所谓医养结合型居家和机构服务、老年综合体、旅居式康养小镇，或者健康养老，康养、适老化改造，互联网+养老的智慧养老，等等，仅仅只是老龄经济产业的冰山一角，而且还存在经济产业部门化的硬伤，在经济产业实践中运行十分困难。其原因是多方面的，但大体上是前述五个方面的深刻绑定效应的体现。对此需要真正从整个经济循环的角度，重新审视并作出新的战略安排。

八、老龄经济产业发展的优先领域

老龄经济产业是未来老龄社会的基本支撑，如何建构适应老龄社会的经济产业体系，是中国和人类经济产业发展的重大战略方向性课题，也需要一个努力、积累和创新的历史过程。从老龄化先行的发达国家和中国的实践来看，从个体人的全生命周期和中老年期来说，未来老龄经济产业的优先领域包括以下几个方面。

1、老龄文化产业

和物本主义经济产业观强调物质生活消费不同，作为更高位阶的人本主义经济产业观的老龄经济产业更加强调引领人、塑造人和服务人等人文价值，确认人作为人的价值，不把人当作仅仅需要吃饭、看病、照护的被动对象，而是通过经济产业塑造新一代长寿人，既要为他们提供服务，更要发挥他们作为人的价值和意义。这是老龄文化产业核心理念，关系老龄经济产业的灵魂。具体来说，老龄文化产业就是为老龄社会条件下人的全生命周期向老而生的生活生命提供精神引领的产品和服务的产业总和，既有老龄文化的产品也有老龄文化的服务，其中内涵的文化精神是全生命价值和符合老龄社会、长寿时

代的要求，并贯穿于其他产业板块。当前，老龄文化产业发展既要通盘考量从文化上建构适应老龄社会的产品和服务体系，更要抓住重点围绕个体人中老年期的文化、教育、休闲、旅游等方面需求打造相关产品和服务体系。老龄文化产业是老龄经济产业的顶层，没有文化引领，没有对人作为人的最高价值的终极关怀，老龄经济产业就是一个满足人的身体需要、无法体现新经济精神的产品和服务的大杂烩。这是目前老龄经济产业发展面临的一个关系产业发展层次和产业持续久远的问题，也是目前老龄经济产业运行困难的一个深层次原因。可以说，以往谈论的老龄经济产业基本上是没有顶层的产业，有了顶层，老龄经济产业就不是产品和服务的无灵魂的交易，而是一种新经济，也就是成就和建构人的价值的新经济产业。当然，其中关键的产业要素是包括中国文化在内的人类文化。需要说明的是，老龄文化产品和服务的消费对象绝不仅仅是老年人，同时，老龄文化产品和服务既有独立存在的形态和业态（如中年养生文化产品、老年教育等），也有以其他产品和服务为载体的混合形态和业态。仅就中老年人来说，随着规模庞大的新一代中老年人的群体收入和消费需求层次的提高，未来中国老龄文化产业的潜力巨大，而且对于目前运行困难的老龄经济产业的大多数行业具有引领带动作用，需要大力发展。

2、老龄健康产业

面对长寿时代，向老而生的个体人健康的全生命连续性至关重要。同时，老龄社会条件下，全体人民的整体健康问题和结构性健康问题更为突出。可以说，今天所谓“健康产业”“大健康产业”等概念，本质

上都属于“老龄健康产业”的范畴，都是从产品和服务上应对长寿时代和老龄社会的产物。现在和今后，已经没有什么超越于慢病时代、长寿时代和老龄社会之上和之外的一般意义上的健康产业，一旦涉及健康产业就是老龄社会条件下的健康产业。换言之，长寿时代和老龄社会的背景决定了不存在老龄健康产业以外的健康产业，除非我们头脑里仍然是年轻社会的健康理念。老龄健康产业主要是为个体人全生命周期生活提供健康支持的产业体系。以 56 个民族健康理念及其医药护为主，以西医医药护为辅，体现全球老龄经济产业体系中的中国特色、中国智慧和中国特色道路的新中医，旨在从根本上改变目前不适应老龄社会要求，西医为主、中医为辅的年轻社会的医疗卫生体系，构建适应老龄社会和长寿时代要求的新型医疗卫生体系——这也是实现低成本应对老龄社会的基础性产业战略。这既是国内产业战略，关系内循环；又是国际产业战略，关联外循环。如果没有这一产业基础，我们不仅会浪费祖先留给我们的产业资源；更为重要的是，如果坚持西医为主的医药护理理念和道路，未来等待我们的老龄社会将是医疗卫生及其资源紧缺的灾难。老龄健康产业是中国老龄经济产业的基本前提，也是长寿时代所要求的超越于传统中医和西医之上的新产业。适应老龄社会的老龄健康产业是一个庞大的产业体系，未来的发展潜力无限，但和年轻社会的健康产业不同，老龄健康产业的未来发展方向是提高健康产出，而绝不是提高医疗药品产出在 GDP 中的比重。一句话，老龄健康产业就是通过产业化、市场化落地来实现全生命周期健康观念和健康行为，而不是病越看越多，重中之重是体育、养生、抗衰老、

预防疾病和失能，以及慢病治疗和康复的产品服务体系。简言之，老龄健康产业的终极目标是增加健康产出，减少健康产品和服务产出，推动全社会把更多的资源用于健康大厦基础上，以满足人的更高层次的需要，实现老龄社会条件下人的全面发展。老龄健康产业是老龄经济产业的底层、基础和前提，需要摒弃年轻社会的旧健康观念，在发展上更注重经济质量前提下的产值和效益，走出健康产业越发展疾病失能越多的怪圈。

3、老龄宜居产业

年轻社会的社会硬件体系由于没有老龄社会的考量而带来诸多不宜居的问题，适老化改造产业只是一个集中表现。老龄宜居产业是适应老龄社会而建设改造社会硬件体系的产业，包括对道路、小区、公共场所等，以及其核心老龄房地产，即人们日常起居生活的硬件体系的建设和改造的行业以及房地产交易行业。老龄宜居产业是适应老龄社会、基于年龄友好型建设理念的相关行业的总称，其中包括满足老年人特殊需要的建设和改造行业，但重点是年龄友好型理念下要面向各年龄群体通用建设和改造的需要。因此，老年宜居的概念是经不起推敲的，老年人合适了，其他人怎么办？所以，从老龄社会产生各种硬件体系建设改造需要出发，兼顾通用需要，照顾中老年人需要，这才是一个长远的产业观念。从客观上讲，未来老龄宜居产业的发展潜力超过目前的产业想象。只要抛开批地盖房子、卖房子的粗放产业观，我们就会看到未来宜居产业特别是房地产业的蓝海领域。因此，如何发展老龄宜居产业，主要不是发展什么的问题，而是怎么发展的

问题。

4、老龄制造产业

老龄制造产业也可称之为“老龄用品产业”，这是一个大制造业的概念，产品服务对象是所有人，其中的重点是中老年人。由于年轻社会的制造业主要强调产值、利润和成本，而不管质量和效益，老龄制造业更强调产出对消费者全生命周期的连续意义。比如，农业粗制品及其加工将会发生一场革命，不仅有利于环境保护，还要承载恢复自然环境的功能，对于提升千秋万代的生存生活质量意义重大，也可称之为“新农业”。制造业的直接经济产品品类众多，牵动所有细分行业，更牵动间接经济产品，如精密仪器制造、自动化系列产品等方方面面。老龄制造业主要包括第一产业相应产品的生产、加工产业，第二产业相应产品以及相应的电子、智能产业。老龄社会的到来将会引发制造业革命，如果坚守工业革命以来的传统观念，不仅制造业发展不起来，老龄社会也将没有坚强的产品体系支撑。老龄制造业的发展前景广阔，需要我们从老龄社会的需要出发，从长寿时代的需要出发，重点从中老年人的需求出发，细分需求导向，摸清需求偏好，制定需求清单，逐步发展壮大，建构适应老龄社会的强大产品支撑体系。需要强调的是，在产品设计、工艺以及营销等方面，的确需要对人的年龄进行界分，但更需要在此基础上考虑人的全生命需要。这是老龄制造业不同于年轻社会制造业的重要标志。

5、老龄服务产业

严格意义上说，老龄服务业是老龄社会条件下服务业的总称，既

包括生产性服务行业，也包括生活性服务行业。实际上，无论何种服务行业，发展的本质是事随人走。生产性服务是随着间接经济走的，而间接经济又是随着直接经济走的。因此，服务业发展的逻辑是紧随间接经济和生活性服务经济的发展方向。实际上，目前，全球服务业正在面临深刻转型，总的发展方向就是紧盯老龄社会演化过程中的新的需求结构和需求导向。当前，生产性老龄服务业刚刚起步，未来发展空间巨大，而生活性服务远远超过目前的养老服务（仅仅涉及老年人的生活性服务），未来发展覆盖人的全生命生活服务的细分行业将十分全面和发达。当然，从理论上说，对于所谓医养结合服务、健康养老等这些含糊概念要重新界定。如果重点在健康和医疗就属于老龄健康产业，如果重点在“养”，就是典型的生活性服务。在实践中，这两个方面常常混在一起，但如果不是仅仅盯在老年人身上，这个问题就好解决了。一句话，老龄服务业我们现在才刚刚起步，要做的事情还很多。

6、老龄金融产业

从某种意义上说，老龄社会的本质就是金融社会。从全生命来看，如何创造财富并实现全生命各阶段连续性资源配置以及家庭和代际资源配置，这是长寿时代人的生存发展的重大课题，也是老龄经济产业的重中之重。老龄金融产业除了面向老年期人群提供相应金融服务（如老年金融规划、老年理财服务等）以外，主要是面向年轻人群提供老年期金融准备的相应服务，同时，还包括面向老龄文化、老龄健康、老龄宜居、老龄制造和老龄服务各产业提供产业金融服务。可以

预言，未来老龄金融产业的体量将会巨大到无法估算，也是当前金融体系转型发展新的战略方向。但是，老龄金融产业作为时间经济有一个致命的难题，这就是不容错过发展机遇。例如，如果错过40-59岁期间的宝贵机会，迈过60岁之后，作为金融客户将面临较高代价，作为金融企业将错过发展机遇，作为国家金融体系，将累积重大金融危机问题。发展老龄金融产业意义重大，关系每一个人的长寿生活生命质量，关系国家金融体系安全稳定，需要提早动手。

总体来说，老龄经济产业并不等同于老年经济产业或者银发经济产业，它的层次、范围以及相应产品和服务体系都远远超出老年人群需求的边界，需要从事老龄经济产业的全行业人士走出老年人圈，从老龄社会和长寿时代条件下人类的全生命周期安排来把握未来新生的庞大产业体系。

需要说明的是，对于老龄经济产业的框架也可以从不同角度进行研究，例如从产品和服务角度进行分类，从产业链条或产业形态角度进行分类，等等。这些都是有必要的，需要多角度逼近老龄经济产业运行的实际状况。这也是今后研究老龄经济产业的重要方向。例如，按照信息化程度可以把老龄经济产业分为传统经济产业和智能老龄经济产业，按照技术、资本和劳动力密集程度以及实体经济和虚拟经济，对老龄产业做进一步的细分，等等。此外，目前市场实践中的消费养老、金融养老、旅居养老、地产养老、抱团养老以及康养产业、金融养老、艺术养生养老（禅修）、农业观光养老，等等，这些只不过是老龄经济产业基本要素组合出来的具体业态。我们既要研究把握

老龄经济产业的具体要素和基本框架，更要探索老龄产业发展的具体业态，从中摸索商业规律和经济规律，走出一条中国特色老龄经济产业的发展道路。

九、树立老龄经济产业新思维

从全球范围来看，特别是从已经步入老龄社会的国家的实践来看，从某种意义上说，大多数老龄问题都是转型性问题，即老龄社会的新需要和年轻社会的老底子之间的不适应问题。这一点在经济领域的表现尤为突出。我们一方面正在经历伴随老龄社会转型背景下人类经济关系、经济发展观念、经济发展方式等的重大转变，但另一方面，我们拥有的绝大多数是以往经济发展的老底子。老底子与新要求之间的拉锯战现在才刚刚开始，今后还要维持相当长的时间。其原因在于，需求是新的，问题是新的，但我们的头脑却是旧的。在这种情况下，可以预见，未来人类经济发展中最大的难题就是经济发展观念的根本转变。回顾人类历史，所有社会历史转变要落地，最终都需要通过观念转变这一环节。观念转变了，一切问题都将迎刃而解。从某种意义上说，人类历史巨变无数，但最彻底的转变不是有形的物理世界的转变，而是无形的观念形态的转变。从古到今，人类的经济发展样态虽然加速更迭，但深层次的转变从根本上说还是经济观念的创新。年轻社会的经济观念向老龄社会要求的经济观念的转变，从普遍短寿时代的经济观念向普遍长寿时代要求的经济观念的转变是根本性的，关系人类经济活动的目的、意义和价值以及人类经济的命运。这就需要扬弃以往所有经济观念，扬弃以往经济发展的老底子，树立老龄经济产

业新思维，为全面推进老龄经济产业、建设适应老龄社会的新的更高位阶的经济产业体系做好思想理论准备。

具体来说，就是要实现六个转变。

一是经济站位实现从少数人谋取高额利润向绝大多数人的经济福利转变。主要是转变“经济就是发财致富的游戏”的错误观念，站位绝大多数人，从经济发展的各个环节、过程和结果上考量经济的人民性，而不是以增强经济动力为幌子，为少数人发财致富摇旗呐喊。唯此，方能走出一条摆脱贫富悬殊导致经济发展危机四伏的新路子。二是经济思维框架实现从适应年轻社会向适应老龄社会的转变。主要是从不同于年轻社会的新的老龄社会的经济主体结构、新的人类经济关系及其需求角度考量一切经济问题。三是经济发展核心理念实现从物本经济到人本经济的转变。主要是考量经济发展的合理经济效益、健康效益和社会效益，避免经济产值大幅增长但表外负外部性猛增的恶性循环。四是经济发展定位实现从满足人的即时需要到满足每一个人向老而生的全生命周期统筹安排需要的转变。主要是经济产业产品和服务要有全生命周期考量，而不是仅仅考虑当下需要。五是经济运作实现从部门经济到综合经济、从行业分业经济到分业混业联合作战、从实体经济和金融经济分开运作到金融经济紧盯实体经济、从直接经济和间接经济分开运作到间接经济紧盯直接经济的新经济发展运行机制的转变。主要是打破政府权力配置经济管理职能的部门界限，在注重经济管理的部门职能基础上，更加注重发挥部门联合作战模式的作用。在分业发展的基础上更加注重混业发展新模式的作用。在老龄

金融体量急剧增长情况下坚守金融经济紧盯实体经济的基本原则，避免金融经济偏离实体经济、金融经济系统内部自转的问题。同时，防止间接经济背离直接经济，大力发展直接经济引领型间接经济。六是经济治理实现向超经济治理的系统性治理的转变。当前，世界经济的突出问题是经济发展与社会发展两张皮，经济发展制造问题，社会发展解决问题，这是一个恶性循环，是年轻社会的经济走向适应老龄社会的新经济必须解决的突出问题。这就需要走出经济发展的狭隘圈子，从超经济治理或者国家治理的高度重新考量经济发展的方向和路径、方式和方法。

老龄经济产业是社会主义经济产业，是人民经济产业、人本经济产业、生命经济产业和意义经济产业，是具有高成长性的更高位阶的经济产业，必须融入地区和区域经济战略，融入国家双循环战略，融入全球经济发展战略全面推进。全面推进老龄经济产业意义重大，关系人类迈入老龄社会和长寿时代的根本支撑，关系老龄社会和长寿时代条件下中国经济的长远持续繁荣，也是人类迈入新阶段不能回避的新的战略选择，是未来加强内循环、促进外循环的新的经济战略主攻方向，有利于中国应对老龄社会的挑战，走出一条适合中国国情的发展道路，为人类从经济产业方面成功应对老龄社会提供中国方案和中国智慧。

十、实施全面推进老龄经济产业发展的立体战略

全面推进老龄经济产业关系全局，关系长远，关系方方面面，关系每一个人，是当前实现经济解绑，打造未来加强内循环、促进外循

环的新的经济引擎，需要实施国家、区域、企业、社会组织、家庭和个人六层一体化立体战略。

1、实施国家战略

一是把全面推进老龄经济产业作为重大主攻方向融入内循环战略。根据《国家积极应对人口老龄化中长期发展规划》，“十四五”期间要研究出台实施《国家全面推进老龄经济产业中长期发展纲要》。

二是加快生育、教育、住房、就业、养老、医疗保障制度深度融合性配套改革，在试点基础上，2023年全面推行长期护理保险制度，织就覆盖全民从出生前准备到身后事宜处理的社会保障体系和相应服务体系，引导全生命生活预期稳定，从根本上解除人们的后顾之忧，从制度上解除影响消费循环的深刻绑定，为强化持续内循环做大做强做活国内经济提供制度保障。

三是根据人口老龄化队列，重点研究“70后”“80后”“90后”人群老年期准备经济特别是金融准备经济的潜力，研究出台老龄金融政策，鼓励老龄金融产品和服务创新，做大老龄金融体量，解决内循环持续运行需要的融资问题。重点研究“40后”“50后”“60后”“70后”先后迈入老年期带来的趋势性产业细分需求，在整合现有政策的基础上，针对老龄经济产业产品和服务的供给需求，研究出台体系化产业政策，解决内循环持续运行的投资和产业收益问题。一融一投，两端互动运作，为整体经济内循环注入强大输入输出流量。

四是根据当前影响老龄经济产业起步困难的土地、金融、国有资产有效利用以及部门不协调、资源不共享、国有企业和民营企业混合运作存在障碍等堵点难点问题，分领域制定出台相应政策举措，为老龄经

济产业长期运行营造良好政策环境。五是坚持改革开放，结合“一带一路”倡议，研究老龄经济产业的双循环机遇，扩大国际经济技术交流合作，鼓励老龄经济产业企业走出去。

2、实施区域战略

一是要把全面推进老龄经济产业作为重大战略主攻方向纳入区域发展战略，各地要在“十四五”期间作出战略安排。二是各地要研究地方发展老龄经济产业的优势和地情，研究探索建立独具特色的老龄文化产业、老龄健康产业、老龄宜居产业、老龄制造业、老龄服务业、老龄金融业基地和中心的配套政策措施，为构建老龄经济产业带和发展枢纽带奠定基础。三是突破行政区域限制，依托现有产业条件，研究区域老龄经济产业互认共享系列化政策措施，打造跨省级行政区老龄经济产业产品和服务交流中心，促进老龄经济产业跨区域循环，为全国循环奠定坚实基础。四是出台城乡老龄经济产业资源流动措施，鼓励城镇老龄经济产业资源下乡，促进老龄经济产业在城乡间的循环。

3、实施企业战略

企业是发展老龄经济产业的主体，老龄经济产业也是未来企业经营战略的重大主攻方向。一是各类企业要研究老龄经济产业各业务板块的成长路线，研究实施各自参与老龄经济产业发展的中长期企业战略，明确长期经营战略定位，从硬件和软件两方面建设上做好步骤性安排。二是国有企业要发挥发展老龄经济产业的资源、体制优势，体现人民经济的社会主义性质，根据现有条件，挖掘市场潜力，为迎接老龄经济产业黄金井喷期做好战略准备。三是民营企业要发挥其在发

展老龄经济产业方面的灵活、高效等优势，加强民营企业间的行业联合、民营企业和国有企业的混合运作，加强品牌建设，扩大规模，提高质量，走集团化、连锁化发展道路。

4、实施社会组织战略

社会组织是发展老龄经济产业的重要主体。一是老龄经济产业行业组织要制定行业发展规划，加强行业内研究、行业间交流合作，确保发挥培育企业、行业监管等作用。二是要研究出台社会组织，以社会企业身份参与发展老龄经济产业的政策措施，在社会组织不断壮大的同时，鼓励已有社会组织和新建社会组织发挥积极参与老龄经济产业的研究、咨询和宣传工作。三是发挥中老年人的积极作用，建立相应社会组织，充分发挥其组织中老年人参与老龄经济产业发展的能动性。

5、实施家庭战略

在全面小康社会建设目标实现和人民寿命不断延长的情况下，家庭代与代之间按照全生命事件安排家庭经济，这是发展老龄经济产业的源头。一是研究制定适应老龄社会要求、符合人人长寿生活实际需要的家庭建设政策，引导家庭成员从健康、金融、技能和资源等方面提高做好全生命准备的意识。二是家庭要有家庭成员长寿生活安排战略、家庭预算安排和家庭资产安排，确保家庭成员年轻时理性消费、年老时有钱可用，这是实现内循环战略长期可持续的根本。三是要普遍提高金融意识，学习老龄社会和长寿生活的金融基本知识。四是家庭要主动参与了解老龄经济产业相关企业和社会组织，相关企业也要

主动宣传家庭，确保家庭成员的老龄经济问题依靠家庭能得到解决，解决不了的知道去找谁。五是家庭在收入增长的同时，要提高消费意识，破除年轻社会的陈旧养老观念，提高购买老龄经济产业服务和产品的长远效应的认识和成本认识。

6、实施个人全生命战略

每一个人都是应对老龄社会和迎接长寿时代挑战的主体，也是发展老龄经济产业的终生主体。一是人人都要树立老龄经济产业新思维，把参与老龄经济产业作为终生的必修课。二是长寿时代条件下人人都要面临长寿的长辈和更加长寿的晚辈，都要为自己的长辈和晚辈的长寿生活从经济上做好准备和安排。三是人人都要为自己的终生长寿生活做好经济安排，重点从40岁起为自己做好准备，既可以提供保障，也可以给儿女和社会减轻负担。从现在起算，“60后”“70后”“80后”是重点，他们仍然处在窗口期，不可错过。

十一、实施全面推进老龄经济产业发展的系统工程

未来已来，按照平均预期寿命77岁起算，2097年以前的老年人已经全部降生。2020年之后，随着“60后”相继退出劳动者行列，中国人口老龄化将迈上高速通道。在以上背景下，全面推进老龄经济产业不仅是未来加强内循环的重大战略主攻方向，更是迎接未来庞大老年人口流量和人口走向高龄化趋势这一人类重大成就的机遇。因此，全面推进老龄经济产业不仅有利于未来老龄社会条件下中国经济的长远发展，也是长寿时代我们每一个人过上长寿美好生活的预期稳定的国之重是。为此，需要按照“党委领导、政府负责、社会参与、全

民行动”的方针，提早准备，久久为功，打造关系全民终生利益的系统工程。

1、实施老龄社会国情教育和老龄经济产业市场教育工程

社会共识是共同行动的前提。一是在全社会广泛持续开展老龄社会国情通识教育，让每一个人了解老龄社会的到来是人类进步的重要标志，充满机遇但也充满挑战，人人需要增强应对老龄社会的主体意识、责任意识和担当意识。二是在全社会广泛持续开展老龄经济产业通识教育，让全体国民提高应对老龄社会的经济产业意识，增强关于参与老龄经济产业发展对实现经济双循环以及个人、家庭和社会的重要性、紧迫性、有利性的自觉认识。三是分年龄开展不同重点的老龄经济产业市场宣传教育，培育各类细分市场。针对青少年开展全生命教育，帮助他们树立全生命经济准备意识。针对中壮年人开展健康、抗衰老、老年期金融准备的相关产品和服务的宣传工作。针对老年人群开展老龄经济产业的产品和服务市场宣传工作。四是广泛开展老龄经济产业企业品牌和相关产品、服务的推广工作，培育相关企业成长壮大，为建成庞大老龄经济产业产品和服务体系做好配合传播宣传工作。五是建立曝光机制，打击不良企业，配合完善老龄经济产业市场运行监督机制，提高相关产品和服务的质量。争取在“十四五”期间培育一大批老龄经济产业企业，相关产品和服务品牌大量涌现。

2、实施老龄文化产业工程

一是实施退前教育计划。退前教育是一个大市场，要建立机制，加大投入，委托相关教育机构针对退前人群做好老年期生活准备教育。

二是实施老年教育计划。多办一所老年大学就可以少办一所老年护理院，要加大投入，采取公建民营、民建民营、民办公助等形式，举办老年大学和学校，现有公办老年大学要搞活机制，面向社会全面开放，在企业离退休人员社会化过程中，整合资源，建设一批老年教育机构，力争在“十四五”期间老年大学机构和在校学员在现有基础上实现双翻番。三是实施城市中老年人上山下乡旅居计划，结合健康养生需求，动员城市中老年人参与理想目的地旅游旅居，既可以降低生活成本，又可以提高生活质量，还可以促进城乡资源循环，为乡村振兴注入巨大活力。五是实施新银龄行动，加大投入，鼓励、支持和组织城市退休的教育、医疗、文化、艺术等领域工作者下乡支援乡村建设。六是实施中老年人文化产品生产计划。搞活投入机制，充分发挥市场作用，结合传统文化和现代社会时尚，生产销售适合老年人需要的文化用品，建设老龄用品市场。

3、实施老龄健康工程

一是把全生命健康教育纳入全民健康教育，全面提升全社会的终生健康责任意识，让全民认识到提升老年期生活质量的前提在于年轻时的健康行为和健康准备，尽最大可能从源头上降低全生命疾病发病率和老年期失能发生率。二是实施中老年健康教育计划，整合政府、市场资源，结合银行、保险、信托、基金、证券等老龄金融产品开发，面向中老年人重点开展慢病预防、慢病急性发作预防、失能特别是精神失能（如老年认知障碍）预防教育。三是实施中医慢病防治工程，加大投入，完善中医防治老年病医疗保障报销制度，鼓励扶持公办和

民办中医医院开展慢病干预工作。“十四五”期间，结合新冠疫情防控，通过政府财政支持，建设一批公办和民办中医医院开展慢病干预工作的国家、省/自治区/直辖市、地、县/市、镇示范单位。四是实施保健品振兴计划。规范市场，加强监督，树立品牌，建设保健品国家推广平台，引导合规企业规范经营保健品开发销售工作，加大高端国产保健品产品研发力度，确保国产保健品始终占据市场绝对优势。五是实施中医药振兴工程，加大投入，建设国家中医博物馆，开展中医药国家级和省级产业园，完善中医药种植、加工体系，加大中医处方产品化、中医康复护理产品化、耗材产品开发的力度，鼓励结合健康养生、旅游旅居的市场需求，开展中医药养生养老基地体系建设，加大力度开拓中医药防治慢病国际市场。六是限制过度西医治疗，深化改革医疗卫生服务和保障制度，适度加大西医药、医疗器械、康复护理器具和高值耗材的研发、设计、生产、销售工作力度。

4、实施老龄宜居产业工程

现有社会硬件体系难以适应老龄社会特别是高龄社会的要求，需要逐步进行适应性改造和建设，并开展房地产租赁、交换等交易，这是未来不动产领域的一个蓝海。一是在全社会广泛开展老龄宜居产业市场教育，让人们广泛认识环境和住行设施宜居对于全生命高质量生活的重要性。二是实施家庭宜居建设计划。推动适应老龄社会的再城市化，抓住老旧小区改造和居民房屋二次改造机遇，按照年龄友好型设计理念和标准以及环境保护标准，建设或改造家庭居住设施和生活辅助设施设备，重点考虑适老化改造的一系列要求。三是实施老年人

入住机构的适老化设计建设和改造计划。新建或改建老年人入住机构要严格执行老年人建筑设计标准，对已有老年人入住机构的居住条件、设施设备进行适老化检查和改造。四是实施公共场所年龄友好型改造建设计划，在按照通用设计改造的同时，充分考虑老年人的需要。五是实施农村适老化改造计划，加大投入，提高农村老年人日常生活便利性。

5、实施老龄制造工程

老龄制造产业是老龄经济产业中的实体经济和实体产业，关系长远。一是在全社会广泛开展老龄制造业市场教育，让人们充分了解老龄用品对于健康长寿生活的重要性，为做强做大老龄制造产业和老龄用品市场做好舆论准备。二是实施新农业计划，突出初级农业产品的经济、健康和社会效益，确保全人群生活初级品的质量和品质，加大投入，扶持建设一大批新农业加工企业。三是实施中老年人生活用品生产计划，按照生命阶段的健康需求，抓住新新一代老年人的高品质生活需要，鼓励企业围绕中老年人生活方方面面的需要生产销售相关产品。四是实施老年人体育健身和日常生活辅具生产计划，在现有企业的基础上，扶持一批龙头企业。五是实施老龄智造计划。加大投入，扶持一批老龄智造企业，鼓励老龄智能化系列用品的研发、设计、生产和销售，消除老年数字鸿沟。

6、实施老龄服务工程

一是实施婴幼儿看护计划，解除年轻夫妇负担，缓解老年人对婴幼儿的看护压力，让老年人“走得开”。二是实施居家老龄服务计划。

在重点破除土地和场所瓶颈的基础上充分发挥市场作用，建设星罗棋布的居家老龄服务网络，大力开展人户老龄服务，“十四五”期间树立一大批居家老龄服品牌企业。三是实施社区小型养老服务机构建设计划。按照普惠性老龄服务要求，落实社区老龄服务建设土地要求，充分发挥市场作用，结合长期护理保险制度建设，结合老年人住房出售和租赁业务以及资产证券化技术，在城乡社区建设一批网络化小型老龄服务机构，开展中西医结合式长期护理服务。四是实施老龄服务综合体建设计划。改革创新，搞活机制，充分利用“CCRC”等先进经验和中医健康养生优良传统，改造和建设一批中国特色的“CCRC”机构。五是实施老龄服务监督平台建设，建立、完善相关政策和法律法规体系，对所有老龄服务机构开展服务质量监督。

7、实施老龄金融工程

老龄社会乃至超老龄社会风险防控的关键在于老龄金融产业的强大支撑。一是针对青少年开展老龄金融通识教育，让他们从小树立全生命金融意识。二是实施“40·59计划”，面向40-59岁金融人口开发银行、保险、基金、信托、证券类老年期金融产品，结合健康养生、旅居旅游、老年教育以及“CCRC”、养老地产等市场动能开展跨业运作，创新服务模式，做大做强老龄金融体量。三是实施“60+金融计划”，面向60岁及以上老年金融人口，盯准保值增值核心目标，结合老年宜居产业、老年综合服务场景建设，开展老龄金融产品和服务创新，为老年人提供多元化、多层次的金融服务。四是实施金融支持老龄经济产业计划，国家和地方设立老龄经济产业引导基金。扩大政策性金

融支持老龄经济产业，除老龄服务产业外，更加注重投资老龄健康产业和老龄制造产业。商业性金融支持老龄经济产业要探索新领域、新模式，支持老龄科技产品、智能化产品创新。五是探索政策性金融和商业金融、老龄金融和老龄宜居产业混业运作模式，针对全社会海量硬件建设适老化改造探索新的运作模式，通过金融模式培育老龄宜居产业市场。六是创新金融模式，针对大量闲置国有资产开展老龄经济产业多领域使用方式创新，发挥国有企业和民营企业混合运作模式的作用，在盘活闲置国有资产存量基础上发挥保值增值并提供多项目多功能的老龄经济产业作用，为消费群体提供产品和服务，推动国有资产在老龄社会条件下促进经济循环发挥更大作用。七是实施老龄金融进社区计划，鼓励老龄金融机构扩大服务范围，采取多种金融产品联合服务，整合老龄金融和老龄文化、老龄健康、老龄宜居、老龄服务的混业运作模式，为居住在社区的老年人及其家庭提供混合服务。

8、实施老龄经济产业基础建设工程

一是实施老龄经济产业新基建计划。在新基建过程中，长远考量老龄社会带来的可持续经济产业海量需求，确保新基建能建设、高利用、长效能和可持续。重点建设老龄健康、老龄服务、老龄文化和老龄金融等方面的基础数据库，服务市场和科技研发机构以及政府监管部门。二是实施老龄经济产业会展经济计划。转型、改造、建设一批老龄经济产业产品和服务批发贸易、展览中心，充分利用互联网、智能手机和融媒体开展有组织的线上线下会展老龄经济。三是实施加强老龄经济产业行业管理计划。建设从中央到地方的老龄经济产业行业

组织,加强其凝聚企业能力建设,研究行业发展问题,开展行业联合。

十二、打造老龄社会条件下经济长期繁荣的核心发展优势

中国作为世界上人口最多的国家即将面临的普遍长寿,既是人类进步事业取得辉煌成就的突出体现,也是未来人类实现普遍健康长寿的重大机遇,更是未来中国发展经济的长远国情。当前,抓住中央关于双循环战略的重大契机,盯准老龄经济产业这一未来内循环战略的重大主攻方向,实现老龄经济产业大发展,再造更高版本的中国模式和“中国奇迹”,对于老龄社会条件下实现人人拥有健康长寿生活预期和中华民族伟大复兴中国梦意义重大,也关系着保持长寿时代中国经济发展的长远核心竞争优势。为此,还需要做好相应基础性战略性安排。一是加快老龄经济产业人才培养力度。发展老龄经济产业的最大难题不是资金、土地等生产要素缺乏,而是人才要素缺乏。要针对人口老龄化发展进程和紧盯老龄经济产业阶段性需求变化,制定涵盖老龄文化、老龄健康、老龄宜居、老龄制造、老龄服务、老龄金融和老龄经济产业综合管理等多方面需要的人才培养中长期规划,确保强大需求到来时有强大队伍去满足。二是加大对老龄经济产业基础理论和应用科学技术的研究力度。老龄经济产业涉及自然科学、社会科学和人文学科以及工程学等方方面面,需要强大的基础科研成果和应用科技成果支撑。鼓励现有相关研究机构转型研究老龄经济产业,建立国家级和地方老龄经济产业研究机构,在加强老龄科学研究的过程中,把老龄经济学和老龄产业经济学作为重点学科,并加强相关研究工作。三是加大对老龄经济产业整体治理能力的建设力度。老龄经济产业是

跨部门、跨行业的新的巨大蓝海。20 多年老龄经济产业发展的经验表明，需要超越于部门和行业的协调机构全面研究，统筹安排，逐步实施。为此，需要强化全国老龄工作委员会的职能，做实做强全国老龄工作委员会办公室，为党中央发展老龄经济产业、促进经济双循环决策提供服务。

胡继晔：上海市金融创新促进养老财富储备的建议



胡继晔：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国政法大学教授

《上海市金融创新推动养老产业发展研究》课题组提交的本次要报聚焦于上海的养老财富储备问题，以期为健全更加公平更可持续的社会保障制度提供物质基础。

一、我国养老财富储备不足导致社会保障可持续性问题的严峻

2019 年 11 月，中共中央、国务院发布《国家积极应对人口老龄化中长期规划》（以下简称《规划》），提出战略总目标包括：积极应对人口老龄化的制度基础持续巩固，财富储备日益充沛，健全更加公

本文摘自《上海市金融创新推动养老产业发展研究》课题报告。

平更可持续的社会保障制度。目前我国养老财富储备体系基本情况如下：

一是全国社会保障基金作为国家养老财富战略储备基金需进一步扩大规模。全国社保基金理事会 2019 年报公布，社保基金权益投资收益额 2,917.18 亿元，投资收益率 14.06%。自成立以来的年均投资收益率 8.14%，累计投资收益额 12,464.06 亿元。但仍然存在没有制度化的资金来源、可划转的国有股权增量有限、投资限定过严等问题。

二是社会保障的第一支柱基本养老保险财富储备可持续性较差。截至 2019 年底，已有 22 个省份签署基本养老保险基金委托投资合同，委托总金额 10930 亿元，实际到账资金 9081 亿元，当年投资收益率为 9.6%。自 2016 年底受托运营以来，基本养老保险基金累计投资收益额为 894 亿元，年均收益率 5.76%。与此同时，2018 年全国社会保险基金收支结余 11622 亿元，剔除财政补贴后的实际盈余为 -6033 亿元，连续 6 年为负。由于是省级统筹，少数结余主要来源于劳动力流入地如珠三角、长三角，大多数亏欠省份靠财政补贴，全国基本养老财富储备几无可持续性。由于基本养老保险承担了我国社会保障制度的主要养老功能，现在和未来都面临不可持续的巨大压力。

三是第二支柱补充养老保险财富储备覆盖面太低。2019 年全国企业年金建立投资组合数 4327 个，平均收益率达 8.3%，2007 年以来累计收益率 143.08%，年化平均收益率为 7.07%。根据人社部 2019 年报，企业年金积累 1.798 万亿，参加职工 2548 万人，占城镇职工

基本养老保险参保人数 43488 万人的 5.86%，且多是央企、大型企业；职业年金仅限于机关事业单位职工且积累有限，二者合计约覆盖 6000 万人，绝大多数中小企业职工、农民工均未纳入。覆盖面太低难以发挥补充养老财富储备的功效，不足以解决社保可持续性问题的。

四是第三支柱个人养老财富储备相关政策 2018 年刚刚落地，2019 年以前成立的 8 支养老目标日期基金当年收益率在 10.63%-18.54%之间，初步显示良好业绩。

可以看出，作为我国社会保障物质基础的国家养老战略储备、基本养老储备、补充养老储备、个人养老储备四大体系均存在不同程度储备不足的问题，严重影响我国社会保障制度的可持续性。

全国情况如此，上海的养老财富储备问题更具代表性。作为我国老龄化程度最高的城市之一，也是我国最早进入人口老龄化社会的特大城市，2018 年底，上海户籍人口中 60 岁以上老年人口 503.28 万人，占比已达 34.4%，同比上涨 1.2%。上海已步入深度老龄化社会，且老龄化速度远超其他省市，在世界范围也处于较高程度，“高龄纯老”和“独居现象”尤其突出，随着上海人口老龄化的不断加深，与其相对应的养老金标准逐年增长、财政补贴养老金的逐年增加、养老金保值增值等养老财富储备不足的情况亟待依靠上海国际金融中心区位优势，积极利用金融创新促进有关问题的解决。

二、上海金融创新促进养老财富储备发展的基础

根据英国智库 Z/Yen 集团与中国（深圳）综合开发研究院发布的全球金融中心指数，上海在全球金融中心排名中仅次于纽约、伦敦、

香港、新加坡之后位列第五，金融发展水平位居全球前列。上海集聚了各种金融要素、金融资源，同时具备系统、完善的金融体系，为金融促进养老财富储备发展奠定了良好的基础。

（一）政策先行，试点创新

上海是 2018 年财政部、国家税务总局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）明确的三个试点地区之一，从中央层面也认可了上海金融创新促进养老财富储备的先行先试地位。上海市企业年金发展起步较早，上海企业参与企业年金人数已达 130 万人，尽管占企业参保人员比重 20% 以下，但已经归集了总量超过 600 亿元资金。上海职业年金按照国家要求发展，并采取全部做实账户的办法管理，目前已归集资金近 400 亿元。上海市金融要素市场齐全，股市、债市及其他交易市场健全，2019 年又经中国证监会批准设立科创板并试点注册制。上海的金融市场不仅是上海养老保险资金的运作之地，还吸纳了全国社保理事会管理的战略储备资金，更是企业年金和职业年金投资运营的主要阵地之一。

（二）金融体系基本确立，市场种类完整

上海金融市场体系已基本确立，成为了国际上金融市场种类最为完整的城市之一，集聚了货币、股票、债券、保险、黄金、外汇、期货等各类金融要素市场，2018 年上海金融市场成交总额 1645.8 万亿元，同比增长 15.2%，全国直接融资总额中的 85% 以上来自上交所等金融机构，上海已成为中外金融机构的重要集聚地，共有持牌机构 1600 多家，其中外资机构占 30% 左右，体现了上海国际金融中心兼

容并包、百花齐放的姿态。随着上海金融改革步伐不断加快，已成为我国金融对外开放最前沿的阵地，金融改革创新不断深入，发展环境持续优化，是我国金融改革的先行区，也成为我国金融发展环境最优省的地区之一。

（三）养老产品市场发展较为成熟

上海养老金融产品市场已形成保险系、银行系、基金系和信托系格局。上海各金融服务商在养老保障产品研发方面表现活跃。在税延养老保险产品方面，全国获批从事业务的保险公司 12 家，上海占 5 家。在国家 2018 年 5 月 1 日正式推出后，5 个月内上海税延养老保险业务累计承保保单 22852 件，实现保费收入超 3400 万元，占全国的 74.1%。在养老目标基金方面，2018 年成立的 12 只基金中，由上海基金公司发行的基金占三分之一，基金规模达 41.35%，规模大于全国其他省区。税延养老保险产品和养老目标产品种类多样，多种收益结算方式满足了老年人不同的养老需求。

近年来，住房反向抵押养老保险、个人税收递延型商业养老保险等创新型试点业务，在上海相继率先落地，老年人综合意外保障项目、老年人救助保险服务、养老机构综合责任保险、街镇高龄老人医疗护理计划配套责任保险等与老年风险相关的保险业务正在有序开展。同时，养老服务支付管理方面上海也是一路领先。养老金支付管理方面，职工达到法定退休年龄，且累计缴纳养老保险满 15 年，可按月领取。由上海市社保事业基金结算管理中心负责基金征集和支付管理。2016 年建立了老年综合津贴制度，年满 65 岁上海

籍老年人可申请，按季预拨，通过具有金融功能的借记卡“上海市敬老卡”发放。企业年金支付管理方面，企业年金采用信托型管理模式，委托资金由第三方托管并独立于委托人，企业可一次性或分期向金融服务提供商领取。

三、上海市养老财富储备发展需要解决的核心问题

养老财富储备发展的核心涉及养老金资金如何管理，亦即三支柱养老金如何进行正确投资。

第一支柱养老金投资的规则即《基本养老保险基金投资管理办法》建立不久，经验不足，委托人权力与责任不清，投资管理机构法律约束过于依赖严格数量控制规则，投管机构的谨慎人规则、资本要求、风险治理、保险制度等薄弱。

第二支柱年金基金投资规则即《企业年金基金管理办法》，在委托人、受托人、投资管理人规则方面，均存在不同程度的问题，特别是企业年金理事会对投资管理人的短期化要求、保本要求不符合资本市场发展的规律，建立类似英美金融发达国家的“审慎人”规则尚需时日。

服务于第三支柱个人养老金的保险产品、银保结合产品异军突起、发展较快，但良莠不齐。本课题组认为的核心问题如下：

一是如何完善所有三个支柱养老金投资的审慎人责任。我国养老基金投资的宽泛投资范围与投资比例限制相结合的方式，借鉴了欧盟投资组合数量限制的集合型投资模式。但现行立法主要以受托机构及投资管理机构的行政责任，替代其审慎投资人义务及责任，

导致这两类投资机构的非审慎投资行为无法被归责。

二是如何逐步建立保险公司及养老金第三支柱投资规则。我国养老基金投资的宽泛投资范围与投资比例限制相结合的方式，借鉴了欧盟投资组合数量限制的集合型投资模式。但现行立法主要以受托机构及投资管理机构的行政责任，替代其审慎投资人义务及责任，导致这两类投资机构的非审慎投资行为无法被归责。

三是各类金融机构如何参与养老金管理与服务。为完善证券业、基金业服务养老资产管理机制，须完善养老金投资和养老资管产品投资。实现养老金第一支柱的保值增值，促进第二、第三支柱的壮大，并规范各金融业态下的养老资管。这同时也是金融市场化、国际化和多元化趋势下，金融机构传统业务和发展模式面临挑战之后，增加资本市场中长期资金供给，促进金融市场发展和金融结构优化的重要手段。

四、上海市完善养老财富储备的建议

（一）积极发挥政府对养老财富储备的宏观调控

政府在金融推动实体经济发展方面，尤其是涉及养老实体经济方面，根据中国人民银行等五部委《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》（银发〔2016〕65号），在把握原则性规则的基础上，因地制宜，制定更为精细的、符合上海经济发展的地方性政策。丰富与养老服务产业相关的金融业务，完善相关配套机构与设施，提高相关金融服务质量。

（二）将上海建设成为养老财富储备的重要基地

积极扩大养老保险资金总量，按照世界银行推荐建立的三支柱养老金的思路，先行先试加快推进。在第三支柱推进过程中同步推进企业年金发展，创新第二、三支柱养老金政策。

1、整合第一支柱养老金，体现政府责任。一是将城镇职工和机关事业单位养老保险制度中的社会统筹和个人账户在制度上分离，恢复其现收现付特点。同时，财政要通过划转国有资本充实养老金的方式补贴转制成本。

2、推动第二支柱，完善和规范化养老金资产管理。政府鼓励出台配套税优等政策，提高企业年金覆盖率；提高年金基金投资水平，扩大对权益类产品的投资，获取更高收益；借助养老金账户管理，推动开放个人投资选择权，解决投资者在资管产品选择上困难的问题；健全与直接融资发展相适应的服务体系，运用多种方式为直接融资提供配套支持。有效发挥理财、保险、信托等产品的直接融资功能，培育价值投资和长期投资理念，改善资本市场投资者结构，也为养老财富储备产品在设计方面更好地迎合不同个体投资者的需求提供借鉴。

3、可基于全生命周期理论，加大金融养老产品的研发试点，创新推出各类养老金融产品促进第二、第三支柱养老金保值增值，进而扩大养老财富储备。同时，开展金融综合监管试点，将最新金融养老产品进行试行，金融服务业均纳入监管，借鉴沙盒监管的模式，对创新的产品和服务进行大胆试点，实现金融监管的全覆盖，同时对涉及的金融服务、监管信息实现共享。

（三）提升金融服务实体经济质效，促进经济转型

今年以来的新冠疫情对世界经济产生了严重影响，对我国经济社会发展也带来前所未有的冲击，目前疫情防控趋于常态化，为做好新形势下经济工作，要精准利用金融政策支持扩内需、保增长，维护经济社会稳定。通过金融创新来增加养老财富储备，是从根本上奠定养老社会保障制度可持续的基础。通过引入长期投资资金和进行专业化的投资，养老金能促进金融市场健康可持续发展。养老金较发达的国家往往也拥有较为发达、成熟的资本市场。养老金和资本市场可以形成良性互动，协同发展。养老金通过资本市场实现保值增值，也是资本市场重要机构投资者，其中可以投资于股票、风险投资(Venture Capital, 缩写 VC)、私募股权投资(Private Equity, 缩写 PE)等股权类产品，既支持了实体经济发展，也推动了新兴产业涌现和产业创新升级。

在金融服务养老产业等实体经济时，可通过构建金融服务平台连接政府、企业、金融服务提供者，实现金融和养老产业融合的供给侧改革、推动需求侧响应，使供给、需求双侧实现完全融合。金融机构在服务平台的框架下，通过创新开展养老产业的信贷政策、承贷主体。如对建设周期长、现金流稳定的养老服务项目，适当延长贷款期限，采取循环贷款、年审制、分期分段式等多种还款方式，解决既有养老模式中养老产业周期长、收益低、回本时限长等缺点。

养老财富储备具有长期性、可持续性，其金融时间价值与养老完美契合，具有良好的创富效应。《规划》提出的养老财富储备离不开

以金融为创新的工具，利用金融服务实体经济来增加社会产出，创造更多财富，弥补养老金的缺口，进而增强养老金的可持续性，是解决养老问题的强有效手段。可以预见，在保证宏观经济发展的稳定的前提下，把握好资本市场的抗压力能力方向，通过改善经济结构，就可有效降低资本市场的系统性风险，有效消除民众对养老金投资资本市场的风险疑虑，培养“投资养老”的有关理念，从而增加个支柱养老储备财富。

阳义南：更多更快增强我国养老财富储备



阳义南：中国养老金融 50 人论坛特邀研究员，华南理工大学公共管理学院教授

中国人口老龄化是在如火如荼的以经济建设为中心的大背景下同步出现的，且呈加速度增长趋势。这使得给国家、企业、居民家庭积累养老财富的时间很短。相比发达国家，中国养老财富储备的典型特征就是“先老未富”“先老未备”。从“老有所养”到“老有颐养”是实现人民“美好生活”的重要目标之一。2019 年底《国家积极应对人口老龄化中长期规划》从五个方面部署了应对人口老龄化的工作任务，首先就提出要“稳步增加养老财富积累”。养老财富储备是我

本文摘自《中国人力资源社会保障》2020 年第 10 期。

国化解人口老龄化、高龄化、失能化等挑战的蓄水池，其重要性不言而喻。

一、养老财富储备总量不足且基础比较薄弱

2020 年是我国养老财富储备“元年”。目前我国“老有所养”的物质基础并不充分，养老财富储备总量不容乐观。据《中国养老金融发展报告 2019》披露中国养老资产仅占 GDP 的 7%，而美国占比已逾 135%，差距十分明显。另据《2019 年度人力资源和社会保障统计公报》显示，基本养老保险基金累计结存 62873 亿元，第二支柱的企业年金累计结存 17985 亿元，职业年金建立 4 年来结余规模为 6100 亿。2019 年底全国社会保障基金 2.6 万亿元。加总可知，我国近 14 亿人口拥有的公共养老财富储备约为 11 万亿，人均养老储备金额不足 1 万元。富达国际与蚂蚁财富等机构在中国的调查结论显示，年轻一代（35 岁以下）希望过上舒适的养老生活，至少需要 163 万元储蓄资金，而在北上广深四个一线城市平均退休目标储蓄约为 400 万元。由此可见，不管是已退休老人，还是年轻一代，养老财富储备的缺口都很大。

目前除了基本养老保险基金、社会保障战略储备基金之外，我国还未建立其他制度化、成规模、稳定的养老财富储备机制来源。由于第一支柱缴费负担过重，加之经济增速放缓，大多数企业很难自愿建立企业年金等第二支柱。企业单位提留备用的公益金中专门用于养老福利的储备水平也非常低。而居民由于教育年限延长、更晚就业和生育，而退休年龄并未延长，也使得留给自己为养老储备

的资产和时间都更为紧迫，相当一部分人群因可支配收入有限而没能积累养老财富。总体上，我国应对老龄化的养老财富储备不仅总量低，财源基础也较为薄弱。

二、养老财富储备结构亟待优化

我国“三支柱”养老金体系结构发展非常不均衡。基本养老保险一枝独大，占到整个养老资产的70%以上。第二支柱发展极为迟缓、第三支柱则刚刚起步，二支柱和三支柱合计贡献不到30%。91.9%的职工没有企业年金，导致第二支柱养老财富储备明显不足。除此以外，一些企业还为员工购买团体养老保险作为养老储备，但由于政策规制、产品特色不突出等原因，团体年金险保费收入规模不升反降，从2001年的153亿元降至2018年的20亿元。第三支柱个税递延型商业养老保险2018年才开始试点，截至2020年4月底累计实现保费收入仅3.0亿元，能发挥的作用还微乎其微。

养老金融产品结构单一、同质化问题比较突出，制约着养老财富储备的渠道。银行、保险、信托、基金等金融机构都已积极投入养老服务产品供给，2019年底针对老年人的产品约有2400余个，覆盖老年人仅有5900多万人。不足在于，金融机构还未完全与养老实现跨界融合，发行的养老服务金融产品以中短期产品居多，与养老财富储备的长期性不相符合，养老功能名不副实。养老金融产品的设计也不足以满足国民的收入来源、风险偏好、投资目标等多样化需求，很多居民购买意愿不强。曾被寄予较高期望的老人住房反向抵押贷款、住房反向抵押养老保险等途径，目前仅有幸福人寿和

中国人寿两家保险公司开展了相关业务。截至 2019 年 8 月末，住房反向抵押保险有效保单 126 件，共有 126 户家庭 186 位老人参保，业务开展并不理想。

中国家庭财富的绝大部分都以房产的形式存在，专门用于养老的财富积累较少。老年人的资产大都以银行存款或银行理财的方式持有。《中国养老金融调查报告 2020》调查发现该比例高达 72.07%，其他养老投资方式还包括年金和商业养老保险（34.43%）、基金（22.38%）、股票（22.07%）、国债（18.35%）、信托（6.98%）等流动性较高的资产，以及房产（16.61%）等固定资产。这种投资结构更多考虑养老财富储备的安全性，保值增值功能偏弱，较难实现收益目标。

养老财富储备还存在明显的收入、性别、城乡等群体异质性。《中国养老金融调查 2020》显示，因没有额外的收入来源不进行养老财富储备的比例是 43.33%，月收入在 3000 元以下人群未进行养老财富储备比例高达 39.9%，而 15001 元以上的仅为 2.49%。据 2015 年中国城乡老年人生活状况第四次调查数据，城镇老年人未进行养老储蓄的占 58.3%，有养老钱的占比 41.7%，农村则分别为 84.5%、15.5%；其中城镇平均储蓄水平为 70000 元，农村为 20340 元，城镇老年人平均储蓄水平是农村的 3.5 倍左右。该数据还显示男性为 57968 元，女性为 49264 元，男性养老财富储备也明显高于女性。

三、增加总量、优化结构，多举措增大我国养老财富储备

未来三十年，我国既要保持经济持续适度增长，又要确保老人

分享经济社会发展成果。我国急需完善收入分配体系，优化政府、企业、居民之间的分配格局，稳步增加养老财富储备。我们建议从以下几个方面发力：

第一，依靠技术进步、提高生产效率、制度改革等宏观经济手段，保持经济持续稳定增长，优化经济发展结构，提高经济发展质量效益，不断“做大蛋糕”，使我国社会财富极大丰富，才是治本之策。

第二，做好顶层设计，平衡有序发展三支柱养老金体系。建立养老保险精算报告制度，实现养老保险基金的精算平衡，完善养老保险基金风险预警机制。继续划拨国有资产充实社会保障基金，不断为养老保险注入战略储备资金。推进养老保险全国统筹以及养老保险制度转移接续，实现不同区域之间和不同制度之间的无缝对接，增加制度积极应对人口老龄化的韧性和内生平衡能力。

第三，银行、保险、基金等金融机构积极进行供给侧改革，实现与养老跨界融合，优化产品结构，丰富产品线和产业链，开发能匹配居民养老储备安全性、收益性、流动性的养老保险、养老理财、养老基金、养老资管专户、养老信托等多类型产品，并积极促成与养、护、医等服务体系的顺畅对接。

第四，家庭和个人需及早树立养老财富储备的意识，促进家庭理财观转型升级，将养老储备与养老投资贯穿于整个生命期。

导读：养老金融观点集萃栏目是中国养老金融 50 人论坛成员或研究员就养老金融领域的相关问题发表的文章摘录，旨在分享观点、探究问题、启发思维、推动创新、促进交流。本期我们选编了由中国养老金融 50 人论坛编著的《中国养老金融发展报告 2020》中，由孙博、安嘉晨合著的《养老金产品：年金投资配置化的底层工具》、由杨董编著的《银行养老理财产品：资管新规下快速发展》两篇文章。欢迎大家向本栏目投稿。

孙 博、安嘉晨：养老金产品：年金投资配置化的底层工具



孙博：中国养老金融 50 人论坛副秘书长、特邀成员，华夏基金养老金管理部总监

本文摘自《中国养老金融发展报告（2020）》第 95-120 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

一、2019 年度发展情况与特点

（一）受益于市场支撑与职业年金运作，产品规模迅速攀升

截至 2019 年末，全市场共运作养老金产品 456 只，同比增长 40.7%；运作总规模迅速增长至 9054.5 亿元，同比增长 89.8%。2019 年养老金产品规模大幅提升原因在于，2019 年职业年金陆续投入运作，相当一部分基金通过养老金产品进行建仓期配置。同时，养老金产品占年金组合的比重（产品化率）不断上升，从 2018 年末的 32.9% 提升到 2019 年末的 50.4%，同比增长近 20%。

表 1 全市场历年年金产品化率情况

单位：亿元，%

年份	养老金产品规模	企业年金运作规模	年金产品化率
2013 年	149	5783.60	2.6%
2014 年	513.91	7402.86	6.9%
2015 年	1195.90	9260.30	12.9%
2016 年	2214.39	10756.22	20.6%
2017 年	3502.44	12537.57	27.9%
2018 年	4771.28	14502.21	32.9%
2019 年	9054.48	17985.33	50.4%

从产品类型看，受 2019 年市场上涨行情及职业年金基金相继投入市场化运营的影响，2019 年各类养老金产品规模均有较大增幅，其中固定收益型养老金产品的增幅最大，权益型养老金产品的增幅次之，混合型和货币型养老金产品的增幅相对较低。各类型养老金产品规模情况如下表所示。从不同类型产品的规模结构来看，各个类别产品在 2019 年占比与 2018 年相比，变化较小。其中股票型和固定收益型产品占比微涨，混合型和货币型产品占比微降。

表 2 各类养老金产品规模情况

单位：亿元，%

产品类型	2018 年		2019 年		规模增幅
	规模	占比	2019 年	占比	
股票型	307.54	6.45%	597.43	6.60%	94.26%
混合型	807.08	16.92%	1494.83	16.51%	85.21%
固定收益型	3084.33	64.64%	6001.61	66.28%	94.58%
货币型	572.32	12.00%	960.62	10.61%	67.85%
合计	4771.27	100%	9054.49	100%	89.80%

（二）良好的二级市场环境推动养老金产品业绩创近年新高

截至 2019 年 12 月 31 日，全市场已投资运作的养老金产品整体投资收益率为 7.99%，收益率创近四年新高。2016-2018 年养老金产品整体收益率分别为 3.49%、5.44%和 3.25%。

从产品类型看，除货币型养老金产品外，受益于 2019 年股债双牛的行市，股票型、混合型和固定收益型产品业绩均达到近四年最高水平，其中含权益资产的股票型和混合型产品业绩更是较往年有显著提升（见表 3）。

表 3 2016-2019 年各类型养老金产品收益情况

单位：%

产品类型	2016	2017	2018	2019
股票型	-8.19%	18.42%	-11.74%	28.99%
混合型	2.65%	5.39%	2.52%	9.85%
固定收益型	4.83%	4.22%	5.62%	6.03%
货币型	3.28%	4.05%	4.86%	3.68%

因混合型养老金产品与企业年金标准组合持仓结构相似，本报告着重对比分析了混合型养老金产品与企业年金单一计划含权组合市场平均收益情况。由于混合型养老金产品中有一定比例的权益资产，权益市场表现影响了混合型养老金产品的业绩。分年度看，在 2016

年和 2018 年 A 股市场波动较大的市场环境下，混合型养老金产品的业绩表现差强人意。2017 年和 2019 年股市呈现结构性行情，各投管人较好地把握了市场机会，混合型养老金产品获得了高于企业年金单一计划含权组合市场平均收益的投资业绩（见表 4）。

表 4 混合型养老金产品与企业年金单一计划含权组合市场平均收益比较

单位：%

年度	混合型养老金产品	企业年金单一计划含权组合市场平均
2016	2.65%	2.72%
2017	5.39%	5.21%
2018	2.52%	2.60%
2019	9.85%	8.92%

（三）政策因素推动产品运作数量大幅增长

截至 2019 年末全市场共运作产品 456 只，比 2018 年的 324 只增长 40.74%；2019 年当年新运作产品 132 只，比 2018 年新运作 56 只增长 235.71%。两项数据均创近年新高，主要原因在于 2019 年监管部门出台的《人力资源社会保障部办公厅关于加强养老金产品管理有关问题的通知》（人社厅发〔2019〕85 号，以下简称 85 号文），其目的之一是旨在改变此前养老金产品运作率长期维持在 50% 上下的现状。85 号文第一次提出了产品募集期的概念，要求产品自初次备案起 12 个月内募集完毕。因此，2019 年各家投管人纷纷将存量备案产品集中运作。

分产品类型来看，2019 年固定收益型产品增量最大，达到 52 只；混合型和股票型次之，分别为 36 只和 35 只，与年金资产投资结构大体类似（见表 5）。

表 5 各类养老金产品的数量情况

单位：只，%

产品类型	2018 年	2019 年	增量	增幅
股票型	106	141	35	33.02%
混合型	62	98	36	58.06%
固定收益型	133	185	52	39.10%
货币型	23	32	9	39.13%
合计	324	456	132	40.74%

分资产类别来看，2019 年权益类产品增幅最大，增幅超过 94%；固定收益类资产增幅次之，增幅达 92%。权益类资产增幅与股市的表现有一定相关性，养老金产品规模实际增加更多的应为固定收益类资产。养老金产品各资产类型的规模情况如表 6 所示。

表 6 不同资产类别养老金产品的规模情况

单位：亿元，%

资产类型	2018 年	2019 年	增幅
权益类	307.54	597.43	94.26%
固定收益类	3891.41	7496.43	92.64%
流动性	572.32	960.62	67.85%
合计	4771.28	9054.48	89.77%

（四）保险系投管人在养老金产品市场居于主导地位

无论是从规模和数量等角度看，保险系投管人都在养老金产品发展中居于主导地位，其次是基金系投管人。

从总规模来看，保险系投资管理人的养老金产品规模为 5596.72 亿元，全市场占比 62.25%；基金类投资管理人次之，养老金产品规模为 2592.25 亿元，全市场占比 28.79%。两类投管人是养老金产品市场的主要参与者，合计占全市场比例的 91.04%。券商类和银行类投资管理人的占比仅为 10%。从平均规模来看，全行业各家平均规模为 409.33 亿元，保险系投管人平均每家为 699.59 亿元，是唯一超越平

均规模的行业。券商、基金和银行系投管人均低于行业平均。

从数量来看,全市场各家机构养老金产品的平均数量为 20.73 只。保险系投管人养老金产品平均数量达到 27.38 只,券商系投管人次之为 21.5 只,都超过了市场平均数量。基金系投管人产品平均数量为 17 只,银行系投管人仅为 7 只,均低于行业平均水平(见表 7)。

表 7 不同类型投管人发行养老金产品情况

单位:亿元,%,只

投管人类型	投管人数量 (家)	产品规模 (亿元)	规模占比 (%)	平均规模 (亿元)	产品数量 (只)	平均数量 (只)
保险	8	5596.72	62.15%	699.59	219	27.38
基金	11	2592.25	28.79%	235.66	187	17
券商	2	694.38	7.71%	347.19	43	21.5
银行	1	122.02	1.35%	122.02	7	7
总计	22	9005.36	100%	409.33	456	20.73

从各行业产品类型来看,保险系投资管理人以固定收益型产品为主,包括固定收益普通型产品、非标型产品和存款型产品,三类产品规模为 3740.28 亿元,占保险系投管人发行养老金产品总规模的 66.83%。股票型产品发行规模最少,仅为 191.43 亿元,占比 3.42%。

基金系投资管理人以固定收益普通型产品和混合型产品为主,其中固定收益普通型产品规模 1205.81 亿元,占基金系投管人发行养老金产品总规模的 46.52%。混合型产品规模 578.77 亿元,占比 22.33%。固收存款型产品发行规模最小,仅为 17.52 亿元,占比不超过 1%。

券商系投资管理人的产品发行结构与基金系投管人相似,以固定收益普通型和混合型产品为主,其中固定收益普通型产品规模 360.72 亿元,占基金系投管人发行养老金产品总规模的 52%。混合型产品规模 101.79 亿元,占比 14.66%。固收存款型产品发行规模最小,仅为

6.05 亿元，占比不超过 1%。

此外，从产品类别来看，保险系投管人在固收型、混合型和货币型三类产品中规模占比均最高，分别为 66.63%、51.03%和 57.49%；基金系投管人在股票型产品中规模占比最高，达到 45.74%，略高于保险系投管人的 40.84%（见表 8）。

表 8 不同类型投资管理人发行养老金产品情况

单位：亿元

投管人	固收-普通型	固收-非标型	固收-存款型	固收-债券型	混合型	股票型	货币型	合计
保险系	1,469.21	1,413.78	857.29	225.68	762.52	191.43	552.26	5,472.17
基金系	1205.81	198.68	17.52	52.74	578.77	214.4	320.82	2,588.74
券商系	360.72	51.21	6.05	48.32	101.79	51.95	73.19	693.23
银行系	34.83	10.63	--	--	51.24	10.96	14.34	122.00
合计	3,070.57	1,674.30	880.86	326.74	1494.32	468.74	960.61	8,876.14

注：股票型仅指普通股票型产品，未包含股权型、优先股型和股票专项型产品。

（五）受托直投规模持续提升，国寿一家独大

截至 2019 年末，全市场计划直投养老金产品资产规模为 358.92 亿元，过去四年的年均增长率达到 62%，规模持续上升。2019 年受托直投规模占市场企业年金总规模的 2.03%，高于 2018 年的 1.84%；占市场养老金产品总规模的 3.96%，较 2018 年的 5.71%下降近 2%。二者在 2019 年以前都呈现上升趋势，2019 年受托直投占养老金产品比例出现下降的原因在于，2019 年相当一部分职业年金组合通过投管人自家的养老金产品建仓，导致全市场养老金产品总规模大幅度提升，分母扩大（见表 9）。

具体来看，2016-2019 年以来，8 家具有受托直投资格的受托人中，国寿养老始终处于绝对领先地位，特别是在 2019 年，其计划直

投规模 229.62 亿元，占比超过 60%，一家独大，具有行业代表性（见图 1 和表 10）。

表 9 历年养老金产品受托直投情况

单位：亿元,%

	2016	2017	2018	2019
受托直投规模	83.18	146.26	272	358.92
年金总规模	10756.22	12537.57	14502.21	17689.96
产品总规模	2214.39	3502.44	4771.28	9054.48
占年金总规模比	0.77%	1.17%	1.88%	2.03%
占产品总规模比	3.76%	4.18%	5.70%	3.96%

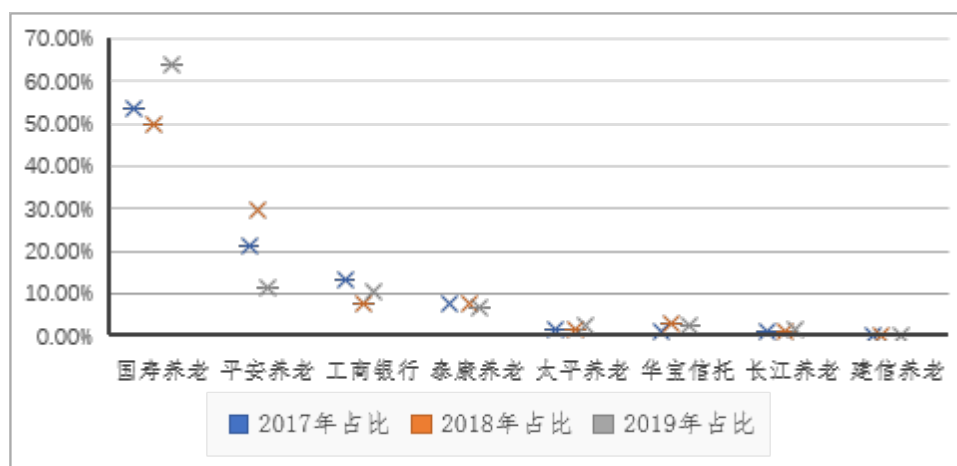


图 1 2017-2019 年各受托机构直投产品规模市场份额情况

表 10 全市场受托直投业务开展情况

单位：亿元,%

序号	企业年金基金受托管理机构	计划直投养老金产品资产净值	占比
1	中国人寿养老保险股份有限公司	229.62	63.98%
2	平安养老保险股份有限公司	41.10	11.45%
3	中国工商银行股份有限公司	37.52	10.45%
4	泰康养老保险股份有限公司	24.98	6.96%
5	太平养老保险股份有限公司	9.54	2.66%
6	华宝信托有限责任公司	8.68	2.42%
7	长江养老保险股份有限公司	6.35	1.77%
8	建信养老金管理有限责任公司	1.13	0.32%
合计		358.92	100%

（六）定制产品规模继续上升，非标和股票型产品仍是主流

截至2019年末，全市场定制产品共89只，较2018年增加28只，增幅达到46%。2019年定制产品规模约333.45亿元，占养老金产品总规模的3.68%。定制产品规模持续上升，但占比较2018年以来有所下降。2019末，全市场参与养老金产品定制的机构共18家，保险公司与基金公司为定制产品的主要参与者，规模占比达到90%（见表11）。

表11 全市场历年定制产品规模及占比

单位：只，亿元，%

	2016	2017	2018	2019
产品定制数量	19	47	61	89
产品定制规模	55.23	208.57	252.25	333.45
年金总规模	10756.22	12537.57	14502.21	17689.96
产品总规模	2214.39	3502.44	4771.28	9054.48
占年金总规模比	0.51%	1.66%	1.74%	1.88%
占产品总规模比	2.49%	5.95%	5.29%	3.68%

从定制产品的类型看，目前，客户定制产品的主要目的是计划层面的资产配置，比如为计划增加稳定类资产，或通过含权产品提高组合业绩弹性。所以全市场定制产品以固定收益型和含权类产品为主。其中股票型产品在定制产品中规模占比最高，达到24.52%，其次是非标型产品，规模占比达到24.03%（见表12）。

表12 不同类型的定制产品情况

单位：亿元，%

产品类型	类型细分	产品规模	规模占比	产品数量
固收型	普通型	42.70	12.81%	11
	存款型	62.83	18.84%	10
	非标型	80.12	24.03%	27
股票型		81.75	24.52%	29
混合型		38.78	11.63%	11
货币型		27.26	8.18%	1
总计		333.45	100.00%	89

二、养老金产品投资风格评价

（一）养老金产品权益投资风格评价

1、权益投资风格评价框架

本文主要是以回归思路，建立股票型和混合型产品的权益投资风格分析框架。为了分析随时间推移，风格暴露的变化情况，共测试了两个时段的产品风格暴露：2018年三季度至2019年三季度；2018年四季度至2019年四季度。产品经过筛选，仅保留在人社部全国企业年金业务数据摘要2018年三季度及2019年三季度中披露了期末资产净值，且在被测时段中净值数据完整的产品。具体的研究过程如下：

第一步，选择对标指数。风格分析主要考察养老金产品在不同风格指数上的暴露情况。因此需要选择指数以对应产品的行业及指数风格：一是中信风格指数（金融、周期、消费、成长、稳定）+中债综合财富指数；二是宽基指数（沪深300、中证500、中证1000）+中债综合财富指数。

第二步，建立回归模型。各风格指数收益率作为自变量，产品收益率作为因变量，进行限制性回归，得到的回归系数即为产品在相应风格上的暴露。考虑到养老金产品可以进行不超过40%的债券正回购，限制条件设置为回归系数均大于0，且总和大于100%，小于140%。

第三步，处理回归系数。由于产品在权益部分中的行业风格和指数风格是主要研究对象，因此将剔除产品中有固定收益特征的部分，即中债财富指数的回归系数，然后对剩余系数进行归一化处理。

第四步，净值加权。对每一只产品，使用步骤三得到归一化后的

系数乘以产品的期初、期末平均资产净值，得到该段时间中的风格暴露净值。

第五步，同类产品汇总。对同类产品按类别加总风格暴露净值，得到该类产品整体的风格暴露情况。

最后是对风格分析方法的有效性验证。在风格分析方法中，限制性回归的系数可以作为风格指数组合仓位的模拟。由于养老金产品都应该符合其所属类型的投资比例规定，通过考察回归得到的仓位系数与相应规定是否吻合，即可验证风格分析方法的可靠性。经过对 2018 年四季度至 2019 年四季度这一区间进行测试表明，对 85% 以上的股票型产品，98% 以上的混合型产品，通过回归模拟出的股债比例都与人社部对相应类型产品的规定相吻合，表明分析方法的具有可行性。

2、养老金产品权益投资风格评价

由于定量的评价投资风格需要使用一段时间的净值数据序列进行拟合，因此得到的风格评价结果为该一段时间内的平均风格特征。为了保证统计上的显著性，我们使用了近一年的样本数据来进行分析（样本量：股票型 78 只，混合型 54 只）。

（1）截至 2019 年第三季度的权益行业和指数风格分解结果

在行业风格方面，股票型养老金产品市值加权后的风格主要分布在消费板块，占了总体的 51% 左右，混合型产品在消费板块的布局则为 39% 左右；股票型产品和混合型产品在稳定类板块上的布局相差较大，混合型为 39%，而股票型则仅为 3%；在金融板块和成长板块，混合型的配置比例相比于股票型产品而言要低很多，也就是说在高贝

塔板块的布局，混合型产品要较大程度低于股票型产品。

在指数风格方面，股票型养老金产品在中证 500 上的配置接近 15%，较大幅度高于混合型的 8%；更小市值的指数风格方面（如中证 1000），股票型和混合型都配置较少，均为 7%左右。

（2）权益投资的行业和指数风格变动趋势

在剔除了指数自身涨跌对产品比例变动的的影响后，将时间窗口向后滚动一季度，由此来描绘从三季度到四季度的配置风格变动趋势。

从行业趋势变动来看，2019 年三季度到四季度，股票型产品仍然在消费板块配置比例最大，但将消费、金融上的配置减小了 1.33% 和 0.98%，并分别在成长和周期上分别多分配了 1.13% 和 1.29%。而 2019 年四季度行业的周期和成长板块收益优势明显，体现出了股票型养老金产品的投资风格对市场变化趋势的准确判断（见图 2）。

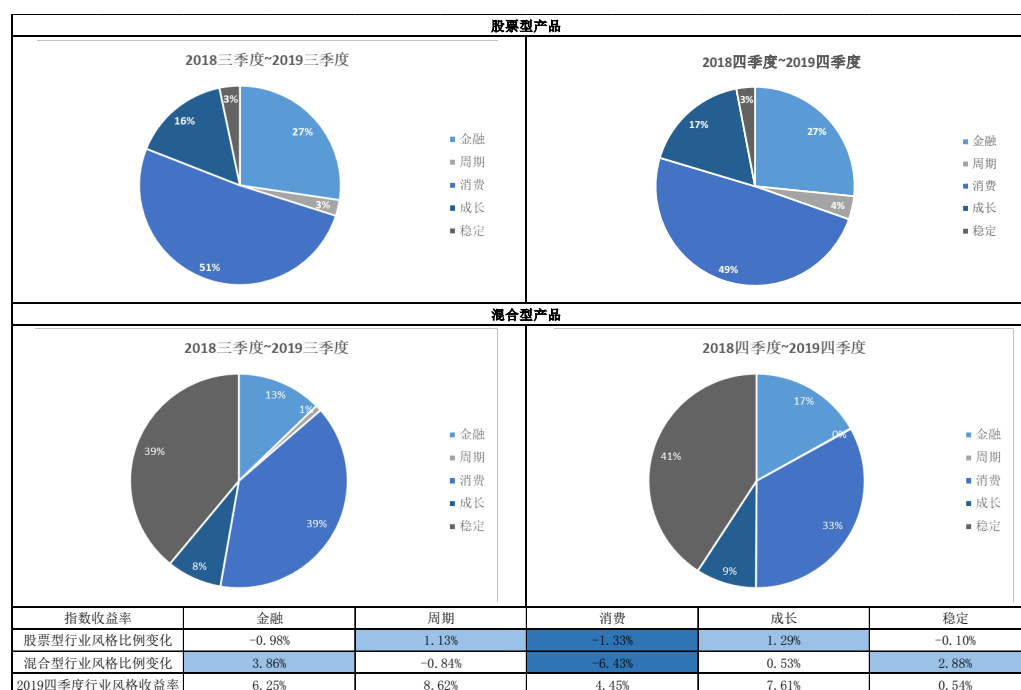


图 2 股票型产品、混合型产品行业配置情况

2019年三季度到2019年四季度，混合型产品主要在消费和周期风格上的暴露减少6.43%，而在金融、稳定、成长风格分别增加3.86%，2.88%和0.53%。相对于股票型产品，混合型产品牺牲了更大一部分消费上的配置，转移到了其他风格上。

如果从2020年一季度的行业走势来评价，股票型产品偏向成长和周期的主动配置调整比较显著的优于混合型产品向金融和稳定的配置调整。2020年一季度成长和周期涨幅分别为1%和-7.65%，而金融和稳定板块的涨幅分别为-14.81%和-11.62%。

从指数风格变化来看，在此期间股票型产品减少了2.27%在大盘股上的配置，将其配置到了小盘股上；混合型产品在沪深300、中证500和中证1000之间的配置比例仅有微小变化，说明其指数风格相对更为稳定（见图3）。如果从2020年一季度的指数风格走势来评价，股票型由沪深300向中证1000的主动配置调整取得了比较明显的效果。期间沪深300的涨幅为-10.2%，而中证1000的涨幅为-2.51%。

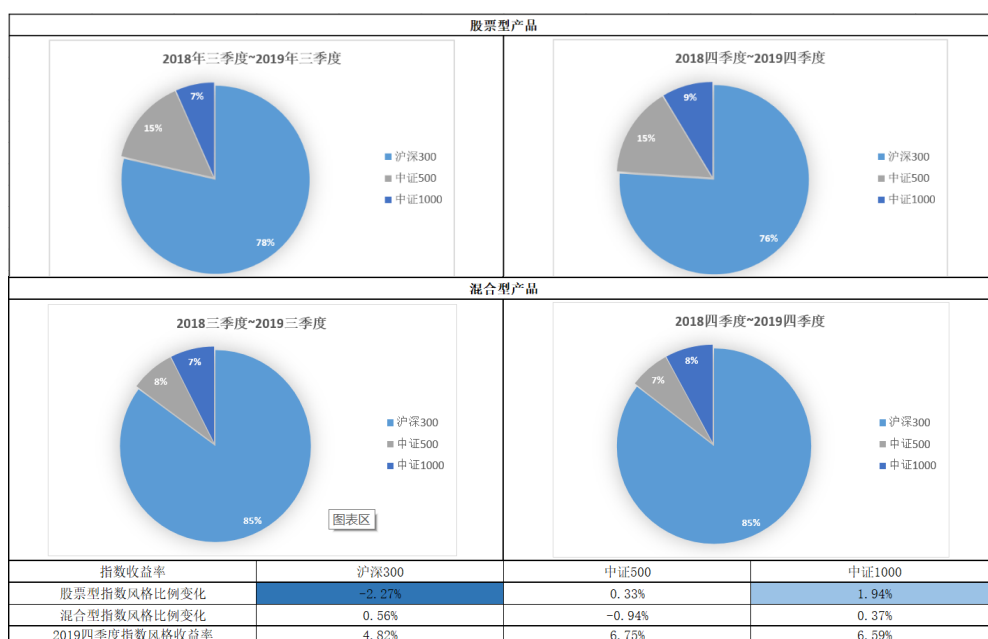


图3 股票型产品、混合型产品指数风格配置变化

（二）养老金产品固收类投资风格评价

1、养老金产品的固收投资风格评价框架

从资产类型上，固收型养老金产品的持仓可以划分为三大类：一是公允价值计量类固收资产：包括利率债、信用债、可转债和公募债券基金。二是成本计价类固收资产：包括私募债、存款、理财、信托、债权投资计划、特定资产管理计划。三是权益类资产：包括股票、公募股票型基金。固收型养老金产品的持仓分类、报表科目和进行持仓建模的变量映射，如表 13 所示：

表 13 固收型养老金产品的持仓分类、报表科目和持仓模型分类

管理人持仓资产分类（一级）	管理人持仓资产分类（二级）	报表对应科目	持仓模型分类
公允价值计量类固收资产	利率债	央票	利率债（公允）
		国债	
		金融债（政策性）	
	信用债	企业(公司)债	信用债（公允）
		短融	
		中期票据	
可转债	可转债	可转债	
公募债券基金	公募债券基金	/	
成本计价类固收资产	私募债	企业(公司)债	成本计价类资产
	存款	存款	
	理财产品	理财产品	
	信托计划	信托计划	
	债权投资计划	债权投资计划	
	特定资产管理计划（优先级）	特定资产管理计划	
权益类资产	股票	股票	权益
	公募股票基金	公募股票基金	

在随后的建模分析过程中，输出最终利率债、信用债、可转债、成本计价类资产、权益 5 类资产持仓比例的测算。测算上述 5 类资产持仓情况，需要为其选择适合的代理变量，主要有以下几点考量：

- 不同债券类指数对结果的影响很大，因此暂不选择指数，而主要依靠分别提取信用债和利率债因子对波动率的贡献程度来进行估算。

- 成本计价类资产的指数缺失，因为该类资产内容较多，无法找到最理想的代理变量。因此通过使用特定类型的养老金产品来构造一个成本计价类因子，即为存款型、理财型、信托型、基础设施债权计划型、特定资产管理计划型的养老金产品净值收益率的平均值。
- 可转债和权益资产都有适合的代理指数——中证转债和中信风格指数（消费、周期、成长、金融、稳定）

2、养老金产品固收资产结构

从两种养老金产品在不同资产上的暴露程度来看：按照算术平均值来看，两种产品均在成本计价类产品上配置最多（固收普通型：65%，混合型：42.4%）。而配置最少的资产则有区别，固收普通型在转债上配置得最少（3.5%），混合型在利率债上配置得最少（6.4%）。在规模加权口径小，利率债和成本计价产品上有一定提升，信用债、权益、转债上有下降。说明随着产品规模的扩大，养老金产品更倾向于配置成本计价类资产（见图4和图5）。

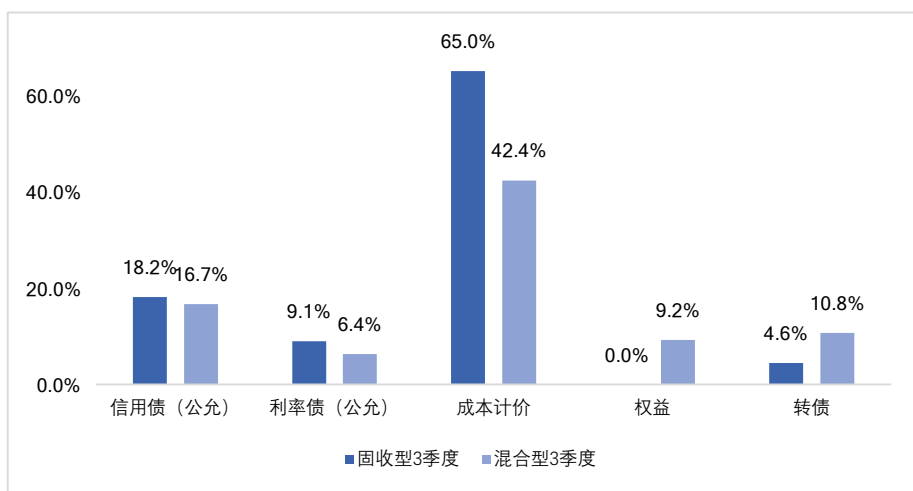


图4 2018年三季度~2019年三季度养老金产品配置比例（算术平均）

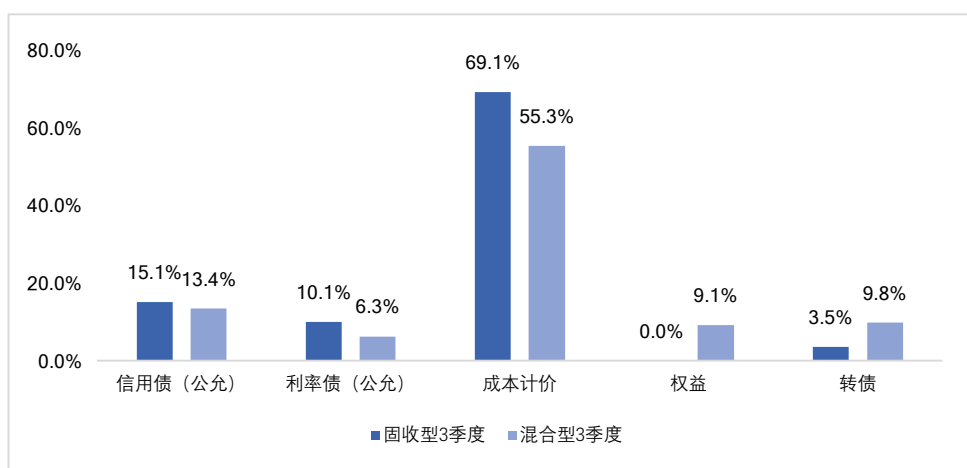


图5 2018年三季度~2019年三季度养老金产品配置比例（规模加权）

总体来看，两种产品在不同资产上的配置充分反映了其产品类型的特点，且结果与两种产品的投资范围相吻合——固收普通型产品在信用债、利率债、成本计价类产品上的配置均高于混合型产品，而混合型产品则在具有股性的转债产品上配置高于固定收益型产品。

3、养老金产品固收投资风格变化

从规模加权的結果来看，信用债的比例下降更加明显，下降了3%。其原因可能是大部分规模较大的产品都在信用债上的配置有所下降。（10只规模最大的产品中有7只都下调了在信用债上的配置）

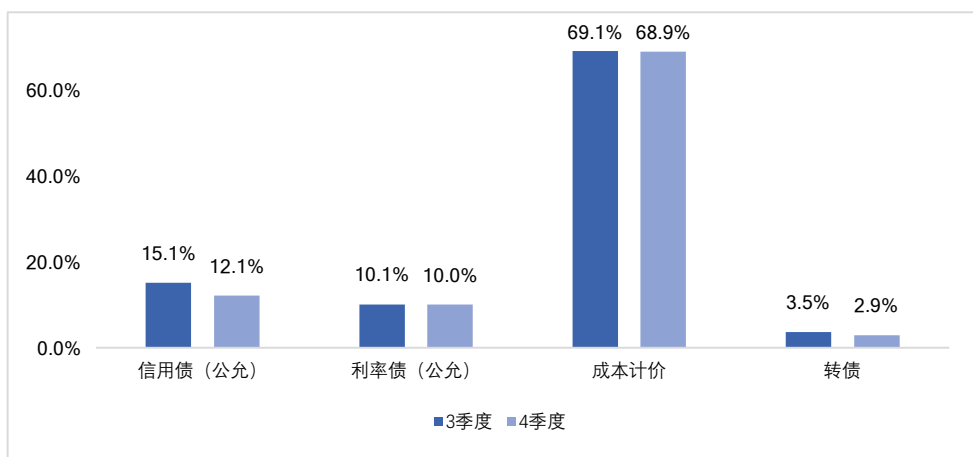
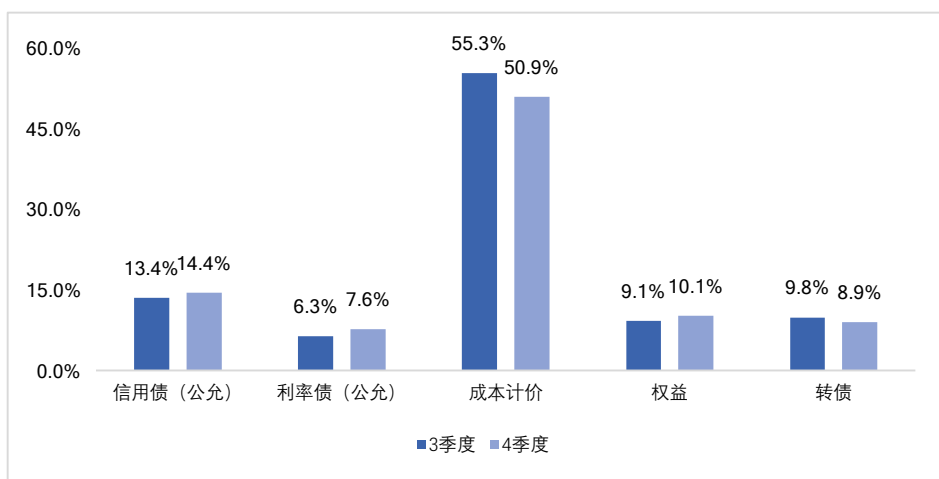


图6 固收普通型产品持仓比例变化（规模加权）

混合型产品方面，从 2019 年三季度到四季度，成本计价类出现了明显的比例下调，下降了约 4.5%。这可能是由于大部分规模较大的产品在成本计价类资产上的配置都有所下降。此外，利率债、信用债和权益资产均上调了 1% 左右，转债也下调了 0.9 个百分点(见图 7)。

图 7 混合型产品持仓比例变化（规模加权）



总体来说，两种产品在各类资产上的配置比例与其本身的投资特征及范围一致。在 2019 年四季度，固收普通型产品尤其是规模较大的产品，较为看空信用债，而混合型产品则相反看多。两种产品均看好利率债，看空转债和成本计价类资产。

结合 2019 年四季度和 2020 年一季度的各类资产实际走势来看，混合型和固收普通型都在 2019 年四季度减配了一部分转债，而加配了利率债资产。这一点对其 2020 年一季度的业绩表现有正向作用，转债在 2020 年一季度走平，而利率债则明显走高。而混合型产品的权益仓位在 2019 年四季度没有进行明显的主动操作，在 2020 年一季度权益大幅回撤的背景下受到比较明显的负面影响。

三、养老金产品发展面临的挑战

（一）产品以内部归集为主，外部配置不足

目前，各投资管理机构普遍将养老金产品作为内部年金组合归集的工具，一是解决中小账户的管理难题，实现规模效应；二是作为建仓期工具，提升管理效率，降低管理成本。但是外部投管人配置产品的积极性始终不足，主要原因有两方面，一是年金组合配置养老金产品收费上，年金组合申购养老金产品后，组合层面不收费，产品层面收费。配置外部养老金产品意味着管理费流失，因此投管人缺乏外部配置动力。二是外部投管人申购本公司产品，会受到因市场波动、客户偏好等因素影响，可能频繁申赎，对产品运作和业绩产生较大影响，因此，各产品发行机构对相当一部分产品设置了外部申购门槛。

（二）产品同质化明显，多样性和创新性不足

养老金产品自 2013 年推出以来已经走过七个年头，产品数量增加较快，但是总体来说创新性与多样性不足。以股票型产品为例，一是表现在产品的策略并没有向细分发展，全市场产品缺乏明确风格和策略的产品。二是产品类别来看，同期大型公募基金机构已经初步完成了重点行业基金布局，量化产品、指数增强产品也层出不穷，近两年还推出了 FOF 和养老目标基金等创新产品。而股票型养老金产品目前仍以传统的灵活配置风格为主。此外，受限于政策因素，公募基金和保险资金都能投资的港股、ABS 等较为成熟的资产类别，年金目前尚不能投资，也限制了产品的多样性。

产品趋同以及多样性不足，使得委托人在细分资产类别和特定策

略上缺乏选择空间，不利于发挥养老金产品的配置功能。产生上述问题的原因有两方面，一是年金的风险收益特征决定了其追求稳健收益，对于产品创新的要求不高；二是大部分投管人对养老金产品还定位于内部归集，尚没有达到配置工具的地步。因此一般根据投资经理需求发行产品，以便于其归集其管理的组合，并没有追求产品的策略和风格布局。

（三）受托直投发展缓慢，但仍具发展潜力

截至2019年末，受托直投配置的养老金产品规模为358.92亿元，较2018年增加86.92亿元，增幅为31.81%；组合层配置养老金产品的规模为8695.56亿元，较2018年增加4196.59亿元，增幅为93.28%。计划层配置产品的规模虽有增加，但远远不及组合层配置产品的规模增幅。从市场占比来看，受托直投规模占比不到产品总规模的4%，严重滞后于养老金产品市场的整体发展。

表14 近三年计划层面和组合层面配置养老金产品情况表

单位：亿元，%

年份	计划层配置产品		组合层配置产品	
	规模	占比	规模	占比
2017	146.26	4.18%	3356.19	95.82%
2018	272.31	5.71%	4498.97	94.30%
2019	358.92	3.96%	8695.56	96.04%

造成受托直投业务发展缓慢的主要原因包括：一是企业年金长期以来的运作模式实质是以投管人组合管理为主，受托人更多是计划管理、投资监督等职能，缺乏发挥资产配置作用发挥的条件，其能力也有待进一步提高。二是没有法规明确规定受托直投组合如何收取费用，各受托机构开展受托直投工作基本是免费的。而受托机构开展受托直

投业务，需要在人力配置、系统建设、投资研究等多方面投入大量资源，“入不敷出”的情况导致受托机构对开展受托直投业务缺乏积极性。三是养老金产品市场存在信息披露不规范、信息获取渠道有限等问题，在一定程度上会影响受托人对产品的选择和配置。

但是从长远来看，有两方面原因可能推动受托直投持续发展。一是从年金运作模式看，受托人具有资产配置的职能。如果受托人能力不断提升，则在战略资产配置基础上，进一步对类属资产风险收益特征进行细分，并选择最擅长各类资产的投资管理人进行组合管理将成为必然趋势。但目前以组合为基础单元的运作模式则难以实现，原因在于组合层面要求权益比例不超过 30%，而受托直投则是实现战略与战术资产配置的便利方式。二是从职业年金的运作模式来看，受托人真正处于中枢地位，对计划内的资金具有分配权力。同时多计划竞争模式下，还面临各个计划收益率的比拼。在这种情况下，如果受托人具有配置能力或者外部业绩压力的时候，可以通过受托直投将资金分配给计划外优秀投管人，助力计划业绩的提升。

（四）利与弊：产品定制的一体两面

从养老金产品的定位来看，监管部门推出养老金产品的主要目的是减少年金组合日益增长带来的多账户管理问题，因此《关于企业年金养老金产品有关问题的通知》（人社部发〔2013〕24号，简称“24号文”）明确将养老金产品定位于“提高企业年金基金投资运营效率”。所以投管人多用养老金产品进行内部中小账户归集。85号文则进一步指出“投资管理人应通过扩大已运作养老金产品的管理规模，不断

提高投资效率”。从这个意义上讲，只有一个持有人的定制产品在一定程度上不利于扩大产品规模，提高投资效率的作用也比较有限。

但是从受托人或者委托人资产配置的角度来讲，产品定制却具有特殊的意义。一是对于理事会受托而言，由于政策不允许其进行受托直投，而通过专门和特定产品定制则有助于理事会落实其资产配置意图。二是如果受托人希望增加在特定风格或者策略上的权益资产配置，但是由于年金基金投资比例限制到组合层，即组合权益资产比例不得超过 30% 的原因难以精确实现上述配置目标。而通过针对性定制一个股票型养老金产品则十分便捷。事实上，目前的养老金产品定制相当一部分就是具有一定配置能力的受托机构为了更加精准达到配置目标而采取的行为。

从定制产品的结果来看，也体现了上述特点。比如基金公司在权益投资方面具有优势，因此其主要定制产品类型 of 股票型和混合型产品，数量占比为 68.42%；规模占比为 56%（见表 15）。

表 15 基金系投管人定制产品情况

单位：亿元，%，只

投管人类型	产品分类	产品细分	产品规模	占比	产品数量
基金系	股票型	股票型	42.17	37%	18
	货币型	货币型	27.26	24%	1
	混合型	混合型	21.34	19%	8
	固定收益-普通型	固定收益-普通型	17.14	15%	4
	固定收益-非标型	信托产品型	5.26	5%	6
基础设施债权投资计划型		1.01	1%	1	
总计			114.18	100%	38

相比基金公司，保险公司在同业存款和非标方面都具有先天性优势，因此这两类产品占比最大，数量占比达到 60%，规模占比为 65%

(见表 16)。

表 16 保险系投管人定制产品情况

单位：亿元，%，只

	产品分类	产品细分	产品规模	占比	产品数量
保险系	固定收益-存款型	固定收益-存款型	62.73	34%	9
	固定收益-非标型	信托产品型	47.11	25%	8
		基础设施债权投资计划型	5.58	3%	6
		保险产品型	5.37	3%	1
	固定收益-普通型	固定收益-普通型	25.56	14%	7
	股票型	股票专项型	23.01	12%	1
		优先股型	11.00	6%	2
		股票型	4.52	2%	5
	混合型	混合型	0.002	0%	1
总计			184.88	100%	40

(五) 委托人与投管人对产品定位存在一定差异

从投管人角度看，现阶段养老金产品定位主要是内部归集。主要原因如下：一是随着职业年金计划相继投入市场化运营，企业年金、职业年金组合数量迅速增加，各投管人可通过配置养老金产品对组合进行归集管理，以解决多账户管理的难题，提高管理效率；二是仅有少部分投管人着手建立产品风格比较清晰，策略比较完善的产品线布局，以期发挥养老金产品作为年金组合配置工具的功能。

从委托人和受托人角度来看，养老金产品则主要是提升业绩的工具，即通过筛选和配置市场上业绩表现良好且适合委托人风险偏好的养老金产品，可直接提高年金计划收益。也仅有少数法人受托机构和个别理事会将养老金产品定位为配置工具加以使用。上述定位的差异在一定程度上限制了养老金产品在全市场范围内的流通，更多成为投管人内部管理工具。

四、从年金投资模式演进看养老金产品发展趋势

（一）年金投资三种模式：分兵作战、合伙作战、集团化作战

回顾年金投资模式的演进历程，大致可以划分为三个阶段，对应的是年金投资管理的三种模式。

阶段一：“分兵作战”模式

在年金投资管理的早期阶段，权益投资经理与固收投资经理大多采取分仓方式，独立管理组合中的相应资产。这种模式在年金行业发展早期占据主流，但是存在根本性缺陷，即权益和固收投资经理分兵作战，分别考核，双方缺乏协同配合，导致组合整体投资业绩无人负责。

阶段二：“合伙作战”模式

为了解决组合整体业绩无人负责的问题，部分机构开始实行“主账户投资经理制”，即由权益或固收投资经理中的一方担任主投资经理，对组合整体业绩负责；双方既有明确分工，又有联动配合。这一阶段的投资模式可称之为“合伙作战”模式。但近年来“合伙作战”模式也遇到了一些问题：一是随着年金投资范围不断扩大，单个投资经理的能力边界与多元化策略和投资标的之间的冲突日益显现；二是单个投资经理的投资风格无法匹配多变的市场风格和板块轮动；三是主账户投资经理需要同时考虑择时和择券，加之随着管理组合数量增加，难以做到精细化管理。

阶段三：“集团化作战”模式

为了解决“合伙作战”模式中出现的問題，行业中部分头部机构进

行了新的探索：将过往权益和固收投资经理平行管理的模式，进化成“多投资经理分层管理”的模式，我们称之为“集团化作战”模式。

具体来说，分层管理中的上层是**组合层**，由组合配置经理负责投资管理。配置经理在投委会决定的大类资产配置方案的基础上，根据市场风格等因素对组合进行类属资产配置，主要通过若干个配置特定策略的养老金产品来实现，以获取组合 β 收益为主。分层管理中的下层是**产品层**，由产品投资经理进行投资管理，主要目标是获取超越基准的 α 收益。在上下分层的管理模式下，投管人必须根据投资需要、市场行情和投资经理的风格进行养老金产品的产品线布局，并将其作为组合配置的底层资产配置工具，供组合配置经理选择。

上下分层管理的“集团化作战”模式对于年金投资管理来说具有多方面优势：一是通过投资经理的分工协作，能够降低单个投资经理的管理半径及管理难度，提高组合投资效率。二是通过分层管理方式，落实了组合业绩负责制，即配置投资经理对组合业绩负责，产品投资经理对产品业绩负责，各司其职，权责明晰。三是将过往简单的股债标准配置，进化成以产品为载体的多元化配置，能更好的捕捉市场机会，也能够提升组合的精细化管理水平。

可见，以**分层化、产品化、精细化、多元化**为特征的“集团化作战”模式，代表了年金投资管理的发展趋势。这其中的根本前提是，必须将养老金产品作为组合配置的底层工具，按照多策略、多风格的方向进行全面布局。

（二）养老金产品发展历程：自由生长、后端归集、配置工具

纵观养老金产品的发展历程，也可以划分为三个阶段。

阶段一：自由生长阶段（2013-2016）

这一时期的特点是各机构主要根据自身的资源禀赋发行产品，比如在此期间，保险机构发行非标型产品占比最大（见表 17），而基金公司发行股票型产品占比最大。总体而言，这一阶段是养老金产品发展初期，大部分机构没有明确的产品线布局思路。尽管各机构的产品数量存在差异，但是发展进程上也没有太大区别。

表 17 2013-2016 年保险机构和基金公司发行的数量占比前三的养老金产品情况

单位：只

	保险机构			基金公司		
	非标产品型	股票型	固定收益型	股票型	混合型	固定收益型
2013 年	5	2	1	1	0	1
2014 年	17	4	5	4	7	3
2015 年	14	7	4	6	3	3
2016 年	15	12	15	10	8	2
合计	51	25	25	21	18	9
占比	34%	16%	16%	34%	29%	15%

注：数据截至 2016 年末，来源于 Wind；分期产品按单独产品计算。

阶段二：后端归集阶段（2016-2018）

2016 年末，企业年金市场规模破万亿，运作组合超过 3000 个，市场头部机构面临的多账户管理问题日益突出。伴随着行业对养老金产品认识的不断加深，各机构开始用养老金产品对中小账户进行归集管理，以解决多账户管理的难题，由此养老金产品进入后端归集阶段。在后端归集阶段，早期各机构主要以混合产品为单一载体进行归集，以实现规模效应，提高投资效率。后期部分机构开始通过固收、权益、非标等多种类型的养老金产品进行分类归集，利用养老金产品实现组

合配置化的思想也初见端倪。

阶段三：配置工具阶段（2018年以来）

近两年来，随着资产配置理念的逐步深入以及职业年金陆续投入运作，部分头部机构为了实现资产配置的精细化以及集团化作战的投资模式，开始对养老金产品布局进行进一步升级完善。包括明确将养老金产品定位于年金投资的底层工具，并建立风格明确的产品线和丰富的产品策略，以落实组合层面的类属资产配置。这些发展思路引领着养老金产品进入第三阶段--配置工具阶段。

（三）年金投资与养老金产品发展趋势及建议

第一，年金投资模式演进方向是组合投资产品化。对组合进行分层管理，并通过养老金产品实现精细化资产配置。

第二，年金组合实现产品化配置的核心是“资产配置能力+产品覆盖能力”。资产配置能力包括两方面：一是大类资产配置能力，是基于宏观判断、估值比较、政策研究等方面，来预测各大类资产的中长期风险收益特征，从而确定大类资产配置比例中枢，以及战术再平衡。二是类属资产配置能力，是利用定量+定性相结合的方法，在对市场机会和风格把握的基础上，对组合层面进行特定策略的产品配置，并进行动态优化管理。

产品覆盖能力也包括两方面：一是产品开发的广度与深度。从产品开发布局上来看，既需要考量产品线对于风格、行业、品种及策略等多个维度的覆盖程度，又要追求产品的研究深度，提升创新产品的开发能力，建立匹配年金精细化配置需要的完善的产品线。二是具体

产品的投资能力。指的是对于各类风格和策略的不同产品，都要有具备相应投资能力的投资经理来匹配，以获取尽可能多的 α 收益。同时也确保产品策略的执行落到实处，不发生漂移和偏离。

第三，养老金产品发展趋势是配置工具化，核心定位是作为年金投资的底层配置工具。要求各投管人要提升资产配置能力，既包括投资决策层面对于大类资产配置比例判断的胜率，也包括在类属资产配置层面对特定养老金产品投资价值 and 机会的挖掘能力。

第四，工具化的产品发展思路要求按照多策略多风格的方向进行全面布局，在投资上要求组合层面配备专门的配置经理负责产品选择。

杨董：银行养老理财产品：资管新规下快速发展



杨董：供职于招银理财有限责任公司

一、2019年养老理财产品发行回顾

（一）2019年养老理财产品整体发行情况

2019年是资管新规和理财新规下发后理财产品净值化运作和管理的第一年。伴随理财子公司的成立，越来越多的商业银行和银行理财子公司参与了养老类理财产品的发行。商业银行及子公司的养老理财产品（以下简称养老理财产品）在2019年出现了较快速的增长。

2013-2018年间，全市场冠名“养老”的理财产品总共发行81支，

本文摘自《中国养老金融发展报告（2020）》第121-139页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

而 2019 一年，养老理财产品发行的数量就达到 442 支，是前面 6 年加总的 5 倍。目前发行银行养老理财产品的主体机构有 14 家，包括 7 家理财子公司和 7 家商业银行，创设 21 条养老理财产品线，详见表 1。

表 1 商业银行/理财子公司养老理财产品线

发行机构	产品系列	风险级别	产品类别	开放/封闭	净值型
杭州银行	幸福 99 颐养天年固定收益类	R2	混合类	封闭	是
温州银行	金鹿理财-普惠颐养	R2	混合类	开放	是
招银理财	招睿颐养两年定开	R2	混合类	封闭	是
	招睿颐养五年封闭	R3	混合类	开放	是
宁波银行	2019 惠添利 XX 期（养老分红净值型）	R2	混合类	封闭	是
邮储理财	邮银财富-瑞享养老	R2	混合类	开放	是
	邮银财富养老-鸿锦三年定开 X 号	R2	混合类	开放	是
中国银行	中银平稳理财计划-智荟系列	R2	混合类	封闭	是
	中银策略-稳富（定期开放）	R2	债券类	开放	是
交通银行	沃德养老净值型	R3	债券类	封闭	是
	交银理财稳享养老定开 A 款 XX 号	R2	混合类	开放	是
上海银行	上海银行“慧财”货币及债券系列（养老无忧）	R1	债券类	封闭	否
浦发银行	浦发银行天年优享养老精选	R3	混合类	开放	是
	浦发银行启臻逐月系列	R3	混合类	封闭	是
贵阳银行	爽银财富-混合型养老理财	R3	混合类	开放	是
工商银行	工商银行“如意人生 X”（养老金客户专属 XX 天稳利）	R2	混合类	开放	否
	工商银行“颐合”尊享固定收益按月定开	R3	混合类	开放	是
光大银行	光大银行颐享阳光 A/B 系列	R2	混合类	开放	是
	阳光金养老 1 号	R3	混合类	封闭	是
建信理财	建信理财“睿吉”稳健养老（3 年期）	R3	混合类	封闭	是
华夏银行	龙盈养老固定收益类 G 款 XX 号 XX 年定开（目标 2026）	R2	混合类	开放	是

从产品类型来看已有的 21 条养老产品线全部为固定收益类产品，平均产品期限 2.58 年。其中 85.7% 的产品线为混合类固收产品，14.3% 的产品线为纯债券类固收产品（见图 1）；从风险级别来看，38% 的产品线风险评级为 R3；4.76% 的产品线风险评级为 R1，其余 57.24% 的

产品线风险评级为 R2(见图 2)。42.85%的产品线为封闭式养老产品，封闭式产品的平均期限为 900.33 天；57.15%的产品线为开放式产品，开放式产品的平均封闭期（平均投资运作周期/平均定开周期）为 975.15 天（见图 3）。另外，在这 21 条产品线中，工商银行“如意人生 X”（养老金客户专属 XX 天稳利）和上海银行“慧财”货币及债券系列（养老无忧）两个系列的产品为非净值型理财产品，根据资管新规的要求，非净值型产品在过渡期结束后将全部被压退或改造成合规的净值型理财产品。

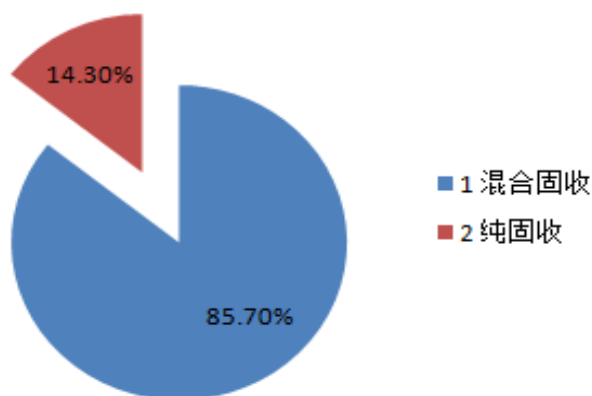


图 1 养老理财产品类型分布

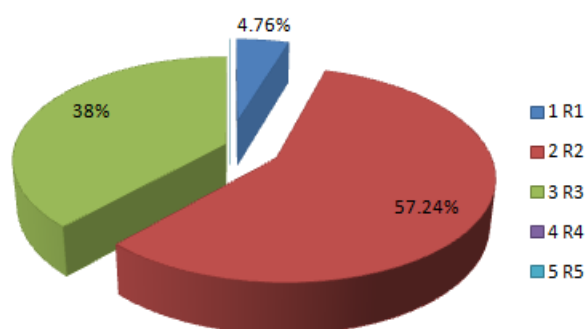


图 2 养老理财产品风险评级占比分布

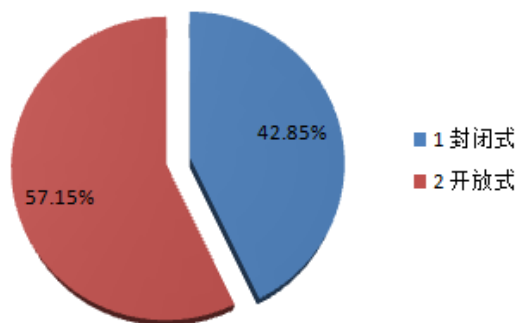


图3 养老理财产品开放/封闭分布

（二）2019年养老理财产品的主要特征

1、产品规划和定位日益清晰，养老理财与普通理财逐渐区别

相比2019年前，商业银行或其理财子公司在产品线规划和布局方面纷纷有意识地创设了“养老”系列，并使之成有别于普通理财产品的，单独的产品系列。例如，2019年3月，中国银行在原有“中银平稳—智荟系列”和“中银策略—稳富系列”固定收益类理财产品的基础上开辟出“福”、“禄”、“寿”三个系列作为养老理财产品的专属系列，专门用来满足客户的养老需求，并使这一系列的产品的常态化发行，通过专属的产品系列逐渐构建养老的客户群体，并依靠稳健持续的收益回报为这一系列的产品积累市场口碑和影响力。再例如浦发银行，2019年5月向私人银行客户推出首款养老理财——启臻逐月系列之养老精选1号理财计划；2019年8月推出首款目标风险策略养老理财——天年优享养老精选1号理财计划；2020年2月推出首款目标日期策略养老理财——天年优享养老目标2030理财计划1号。目前，浦发银行已基本建成“两位一体”的养老产品线——面向已老人群的养老功能型产品线（启臻逐月养老系列）和面向未老人群的养老目标

型产品线（天年优享养老系列）。

2、通过产品结构的特殊安排，体现养老理财的差异化特征

鉴于养老理财产品普遍期限较长，为同时兼顾客户对资金流动性的需求理财产品管理人不约而同地在产品结构方面给予了养老类理财产品有别于普通理财产品的“还本”、“分红”等的流动性安排。

例如，光大银行理财子公司的首支开业产品“光大金养老1号”是一款5年封闭的理财产品，考虑到产品期限较长，在产品结构设计方面为客户提供了一定的流动性便利的安排，即在成立满两年后每年会分配初始投资份额的25%。无独有偶，浦发银行面向私人推出的“启臻逐月”养老系列也伴有成立一年后，每半年偿还初始投资份额25%的“还本”的结构设计。而邮银理财的“邮银财富养老-鸿锦三年定开系列”、招银理财“招睿”颐养系列理财计划等养老理财产品则是通过在产品结构中安排的每月或每季度固定频率的“分红”条款，提供客户流动性的便利。

3、投资策略渐成，权益等高波动性资产在产品配置中的占比提升

2019年来银行系养老理财产品正逐步在形成具备自身特性的养老产品投资策略。

近期多家商业银行和银行理财子推出的养老产品都采用了“固收+”的投资策略，例如，招银理财的“招睿”系列颐养两年定开增强型固定收益类理财计划，中邮理财的“邮银财富养老·鸿锦三年定开1号”理财计划，光大理财的“阳光金养老1号”理财计划均为“固收+”类

产品，即以固定收益类资产为核心，适当配置权益类及衍生类资产，通过对宏观经济周期和金融市场运行规律来调整各类资产的配置比例。在投资管理上，通过投资非标准化债权资产所得收益平滑产品净值波动，待有足够的安全垫积累后，通过配置少量权益类资产增强客户收益。

再如，工银理财采用策略叠加的方式在产品配置中增加权益类资产。其于 2019 年推出的“颐合”私银尊享固收类按月定开理财产品，是面向其私人银行客户推出，以目标风险为投资策略的养老理财产品。根据风险平价原理构建组合模型，配置并动态调整固收、权益两类资产比例，以实现产品风险与收益相对平衡。

4、产品费率收取较之前出现较大变化

相比 2019 年前，养老理财产品的费率结构出现了较大的变化。

（1）固定费率大幅下调

2019 年前，商业银行发行的养老理财产品和普通理财产品在产品费率结构和费率收取方面没有区别，但 2019 年来，管理人大幅度地调减了养老理财产品的固定部分费率，包括固定投资管理费、销售服务费、托管费等项目。例如，中银理财的“中银策略一稳富系列”，招银理财的“招睿-颐养”系列的养老产品都是不收取固定投资管理费的等。而从整体来看，养老理财产品，包括申购，赎回，固定管理费，销售服务费，托管费等在内的产固定收费项目合计用大约在 0.20%-0.50%之间，远低于普通理财产品的 0.40%-1.0%。

（2）增加浮动管理费和短期赎回费的费用项目

2019 年以来，银行养老理财产品的管理人在大幅调降固定管理费的同时，新增加了浮动管理费的收费项目。例如，中银平稳理财计划-智荟系列（养老专属）产品的固定管理费率为零，产品管理人与投资人约定对于超过业绩比较基准部分的收益作为管理人的浮动投资管理费。再例如，招银理财招睿颐养两年定开 1 号增强型固定收益类理财计划（含权益），与投资人约定，在产品年化收益率超过业绩比较基准中枢时，计提超出部分的 20% 为浮动投资管理费。

如果说，固定管理费体现了管理人让利客户、充分体现养老理财产品普惠的特性的意图，那么增加与业绩比较基准关联的浮动管理费，则说明商业银行或其理财子公司内部日趋强调自我管理能力的考核导向。即，业绩未达约定业绩基准时，管理人将无法获得管理费的收入。

5、养老理财产品的市场认可程度提升，产品募集情况较好

2019 年前，绝大多数银行养老类理财产品以追求绝对收益为投资目标，因而，投资风格趋保守，风险偏好程度较低，对所投资产的质量要求较高。所以，即便产品风险评级相同，养老理财产品收益水平较普通理财产品的收益也要较低。并且由于养老类产品的期限长（尤其是封闭式的养老产品），客户资金的流动性较差，所以养老类理财产品在受青睐的程度远不如普通理财产品，产品募集情况不尽人意。

但 2019 年来，各家商业银行或银行理财子公司发行的养老理财产品都获得了比较高的募集率。尤其在理财产品收益率整体呈下行趋势的情况下，理财子公司发行的养老理财产品频频出现爆款，例如光

大理财的“阳光金养老1号”理财计划、招银理财“招睿-颐养”理财计划都是封闭式5年期的理财产品，且两款产品所提供的业绩比较基准属市场中性水平，但产品上架后便一抢而空。可见商业银行和理财子公司，在前期的产品培训宣导和投资者教育方面的工作较之前更为充分，同时也应该看到经过专业资产管理机构的引导，客户市场确实潜在存在的养老投资需求。

二、2019-2020 银行和理财子密集布局养老产品的动因

（一）资管新规是推动银行理财布局养老产品的政策动力

一方面，资管新规提出“资产管理产品直接或者间接投资于非标准化债权类资产的，非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日”的监管要求实际上是为了杜绝资金池运作模式下产品滚动发行，期限错配。加之银行的刚性兑付的信仰，使得资产风险未能向客户发生实际转移，不断在银行体内积累。从宏观审慎监管的角度看存在极大风险隐患。而为了使理财业务发展符合资管新规的要求，商业银行在进行理财业务合规改造的过程中需要大量的长周期产品来承接和化解长周期的存量资产。但另一方面，习惯短期理财产品的理财客户普遍对长周期产品的接受意愿较低，甚至有客户宁可将资金暂放现金类产品一年，也不愿意去购买期限超过一年的理财产品。在这样的情况下，以养老概念介入，利用养老产品天然长期的特征属性向客户进行产品推广，成为商业银行理财业务合规改的突破口。

（二）保险基金业在养老领域的发力给银行理财带来竞争压力

基金和保险在养老产品开发和布局上都先行于商业银行。且自税收递延型养老保险产品试点以来，资管同业在养老产品市场的圈地扩张势头凶猛。

除去保险公司天然具有保障功能的养老保险产品优势和客户基础使得银行无法与其在既定领域形成竞争不论，自 2018 年首批养老目标基金落地来，该产品增速较快，据 Wind 数据统计，截至 2020 年 6 月末，已有 90 只养老目标基金（包括养老目标风险基金和养老目标日期基金）成立，总规模逾 300 亿。在基金业绩方面，90 只养老基金全部取得正收益。其中，华夏养老 2045 三年、嘉实养老 2050 五年、中欧预见养老 2035 三年、汇添富养老 2040 五年、华夏养老 2050 五年分别取得了自成立来的年化 35.34%、33.4%、33.15%和 32.71%、32.29%的业绩回报。年化收益超过 8%的基金有 60 支占比 66.67%。良好的业绩表现充分为该类基金的后续发展起到了很好的宣传、示范和带动作用。

在此背景下，如果银行仍然无所作为，那么有保障性养老需求的客户会去购买养老保险产品，有投资性养老需求的客户会去购买养老目标基金，而将流失掉的客户再争取回来几乎是不可能的，最终将失去养老产品市场。

（三）理财子公司的自身定位促使其布局养老市场

随着银行理财子公司陆续开业，招银理财、中邮理财、光大理财等多家理财子公司都将养老理财产品作为子公司的首只开业产品，除了前文提到的养老理财产品有助于理财业务的合规改造外，从理财子

公司自身业务发展和经营角度出发，布局养老产品市场有必然性。

养老理财产品期限较长，稳定并长期的负债资金属性便于投资经理对组合进行成本管理，同时组合流动性管理的压力也较小。这对于刚刚脱胎于商业银行，资产配置实力相对强而交易实力尚偏弱的理财子公司来说，是投资管理和风险控制成本都相对低的一种产品。因此，理财子公司发展该类产品的自身意愿比较高。

在商业银行体系内银行理财的发展捆绑了多项任务和指标，例如，理财要协助渠道部门顺利完成存款指标、中间业务收入指标、新客户拓展任务指标；要协助渠道部门解决客户融资需求、避险需求、流动性需求等。理财业务主要还是以服务好母行对公、对私、同业的各项业务为工作目标。只有当其作为独立法人并成为子公司之后，才是一个真正代客理财并收取投资服务费用的经营机构，而此时，它将和其他经营机构一样，需要有赖以生存的客户，以及能满足客户多元化投资需求的产品和服务。而养老概念与银行理财追求低风险、低波动、绝对收益理念的契合度较高向现有理财客户推广的成本较低，在最短的时间内形成业务规模并产生经营利润的可能性较高，因此，从为了自身经营和发展角度出发，理财子公司需要尽快布局养老产品的市场。

就自身产品特点来说，理财产品一贯以绝对收益为投资目标，不追求业绩排名，注重长期稳健增长的投资回报的特性和养老类金融产品的天然属性契合度较高。此外，相比其他资管机构，这是理财子公司可以兼顾养老产品安全性、收益性和多样性和流动性要求，扬长避短，作为优势所在，布局养老理财产品市场也是理财子公司的必然选

择。

（四）实践中不断积累，银行理财具备养老产品的发行和管理实力

经过十几年的发展和积累，银行理财在投资管理、风险控制、产品销售、投资者教育等方面已形成自身独特风格和范式，在市场中形成较好信誉和口碑。截至 2019 年 6 月末，银行理财共发行非保本理财产品 4.7 万只，存量规模 22.18 万亿。商业银行和理财子公司已形成涵盖现金管理、固定收益、多资产、股票、另类及其它等五个大类的产品类别，各类产品下又细分为不同策略的若干产品线，满足客户的多样化的投资需求。

资管新规后，伴随理财产品净值化转型，商业银行和理财子公司业已清晰地形成将纯固收、“固收+”类产品为主，多资产、股票类产品为辅的业务发展思路。且持续的投资者教育过程中，出现了客户对净值型产品的接受度不断提升的良性发展态势。凭借其在优质资源获取、信用风险和流动性风险管理的优势，商业银行和理财子公司的产品发行和管理实力不断得到提升，具备拓展养老产品市场的能力。

三、银行养老理财产品的不足与挑战

（一）政策方面，相关制度缺失导致养老理财在定位、方向和路径上不够清晰

早在 2018 年 2 月，保监会印发《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》明确地将税延型养老保险产品分为收益确定型、收益保底型、收益浮动型三类，同年 7 月银保监会继又印发了《个人税收

递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》，进一步明确税延养老保险资金以长期保值增值为核心目标，更加强调配置的策略与风险管理，保证资金长期稳健地运行。同年3月，证监会出台《养老目标证券投资基金指引（试行）》将养老公募基金产品分为目标风险产品及目标日期产品，并清晰地指出采用目标日期策略的基金，随着所设定目标日期的临近，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；采用目标风险策略的基金，根据特定的风险偏好设定权益类资产、非权益类资产的基准配置比例，或使用广泛认可的方法界定组合风险（如波动率等），同时采取有效措施控制基金组合风险。

相比同业监管机构，银监会在银行养老产品迟迟未有政策出台，而现有《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》和《商业银行理财业务监督管理办法》都未能给予养老理财产品充分考虑，不宜作为养老理财产品的制度依据。这使目前银行和理财子公司在养老理财产品的定位和发展上显得盲目而没有方向。各家机构根据自己对于养老产品的理解进行产品布局、资产配置和投资者教育，所行标准的散乱不但弱化产品的特性而且必定会增加日后的监管成本。此外，政策的不明朗使得一些银行系机构在大力推动养老理财产品的问题上显得迟疑而有所保留，不利于业务发展。

（二）外部环境方面，经济形势，监管趋严叠加疫情影响为养老理财产品推广带来困难

一方面，2019年来全球经济增速进一步放缓，信用风险不断上升以及流动性充裕的局面使得资产价格持续下跌，10年期国债到期

收益率从 2018 年初的 3.90%, 跌至 2020 年 4 月末的 2.50% (见图 4)。经济与市场环境的变化, 使高收益的资产越来越少, 而信用风险不断地上升迫使银行和理财子公司在资产的选择方面更趋保守, 银行理财资产匮乏的情况非常严重。

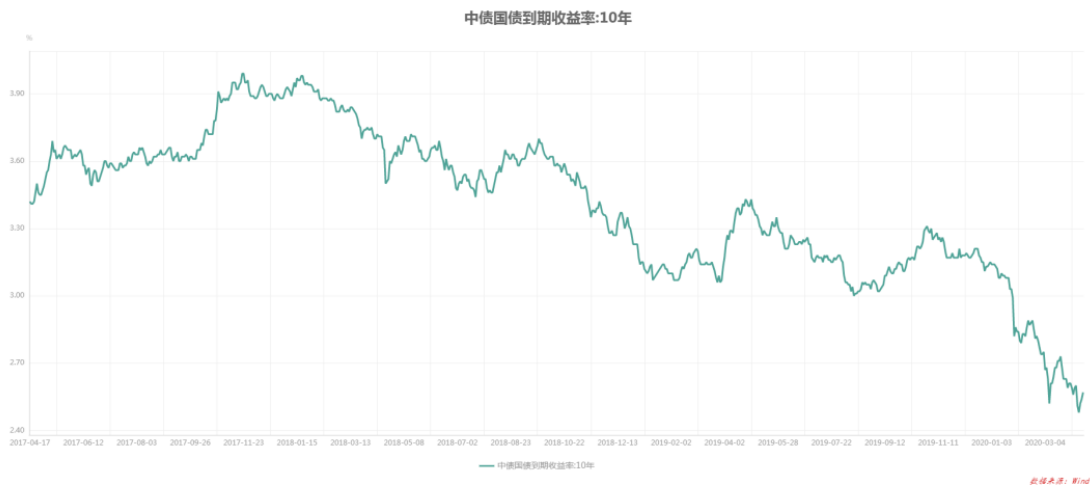


图 4 10 年期国债到期收益率 (2017.04-2020.03)

资料来源: Wind 数据

另一方面, 资管新规对理财产品监管力度加强, 比如公募理财产品对应投资组合杠杆比例的限制; 摊余成本法估值下投资组合久期等的限制; 公募理财产品不得投资权益类资产的限制等, 限制了理财产品获取较高收益的空间。叠加 2020 年初新冠肺炎的影响, 理财产品的平均收益率由 2019 年初的 4.38% 下降到 2020 年 4 月的 3.87% (见图 5)。与此同时, 全国居民消费价格指数涨幅不断上升, CPI 指数由 2019 年 1 月上涨 1.5%, 上涨到 2020 年 1 月上涨 5.4%。两者的趋同乃至倒挂, 对收益率相对不高的养老理财产品的发行带来了一定挑战。

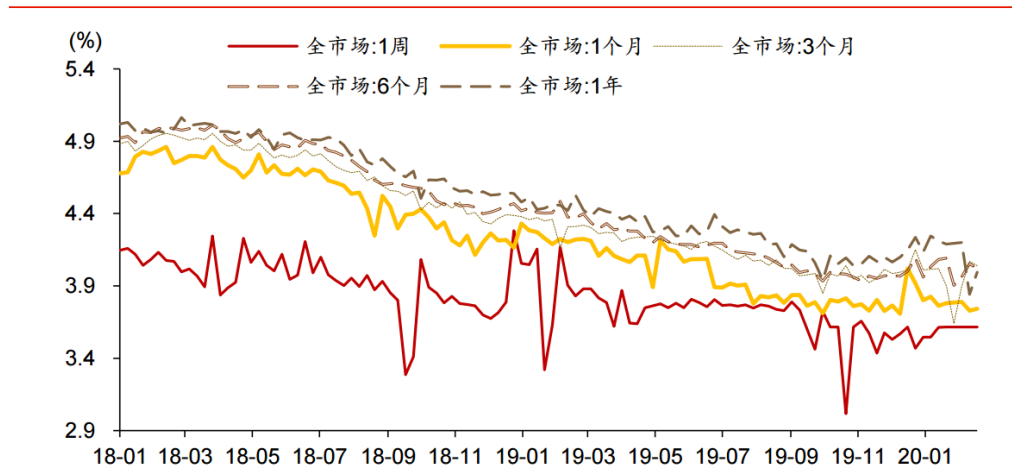


图5 银行理财产品收益率

资料来源：华泰证券《资管新规下的养老理财-理财月度跟踪》

(三) 自身来看，银行养老理财的自身实力仍有待进一步提升

1、产品类型单一，策略丰富度不足，缺乏系统性的养老产品规划

银行系养老理财产品普遍存在产品类型单一，策略丰富度不足以及缺乏系统地养老规划服务的问题。第一，从板块建设来看，各家养老理财产品的发行机构都只建成一条，至多两条养老产品线，产品的丰富度严重不足，甚至尚不能被称之为“板块”；对于养老需求的管理较粗放，养老需求的细分领域的发掘不足。例如在区别对待“已老”和“未老”客户的养老需求；区别地对待不同经济实力的客户需求等等，尚未形成养老理财的产品矩阵。第二，从已有的产品系列看，几乎全部的银行系养老理财产品都是固定收益类产品，管理人在权益、商品、指数、等资产领域方面所做的策略开发和研究严重不足。第三，所有发行养老理财的机构目前都只是以产品作为服务的输出内容，离境外资管机构（如 JP 摩根、先锋等）兼采购商与供应商一身，能提供客

户一站式综合化的养老规划、退休计划等的服务还有较大的差距。

2、投资和风控能力需要进一步提升

受限于母行人力资源的限制,以及对刚兑信仰的执着,长期以来,银行理财(包括养老理财产品)在投资管理中将更多的精力投入在资产配置(主要是固定收益类资产)和资金的流动性管理;对于风险管理方面更多关注的是固定收益类资产的信用类风险的管理。

但伴随理财业务转型,现行的投资和风控能力远不能满足业务发展需求。为此,商业银行和理财子公司需要不断提升对于除固定收益类资产外的权益、衍生、另类等资产的投资和研究能力和投资策略开发能力,提升二级市场(包括债券二级市场)的市场判断和分析能力,提升对于市场风险的管理能力。此外,还需要健全养老产品的管理体系,包括产品业绩归因、策略回检、调整等。

3、系统建设不完善,产品的创设、投资和销售受到影响。

完整的资管 IT 系统是一整套包括交易管系统、投资组合管理系统、风险管理系统、产品管理系统、渠道销售系统、估值核算系统、绩效分析、账务清算系统等系统组群。

但从实际情况来看,理财业务在以上的每项系统功能都存在功能缺失和断点,对于需要自建系统的理财子公司来说尤其如此。例如,银行理财的交易系统不支持权益资产和衍生资产的交易,银行理财涉及权益类资产和衍生类资产投资的必须通过信托、基金或者其他资产管理机构来进行,成本增加的同时也增加了操作风险;风险管理系统不支持权益、衍生类资产的限额、集中度和仓位监控;投资管理系统

尚不能实现资产负债管理、损益分析、现金流管理、仓位投资决策分析等功能；而最与客户体验直接相关的销售营销系统连“定投”、“分红”、“因客定开”、“浮动管理费收取”等最直观体现养老产品特点的功能都不具备。由于系统功能不完善，所创设的养老理财产品的养老特征被大大弱化。

四、养老理财产品发展趋势展望

（一）“纯固收”、“固收+”仍是养老理财的主流策略

伴随理财业务转型的深化，布局养老产品市场已成为业内共识。未来发行养老理财产品的商业银行和理财子公司将越来越多，养老理财产品的规模和数量将进一步的增加。但在未来较长的一段时间内，养老理财产品会以绝对收益为投资目标，纯固定收益类以及“固收+”类作为主流产品策略来开拓养老理财产品市场。

（1）产品管理人在长期的投资管理实践中对于该类产品的投资管理和风险控制更稔熟，管理难度较小。

（2）在商业银行，尤其是理财子公司成立初期系统、制度等条件还不具备拓展更复杂策略的养老产品的情况下，该类产品的管理成本较低。

（3）当前监管环境下，银行理财“固收”和“固收+”类产品所投部分资产适用摊余成本法估值，在一定程度上有利于产品净值增长持续稳定，便于实现绝对收益的目标。

（4）该类产品的风险较低（普遍在 R3 以下），客户认知情况和接受情况都比较好。并且，根据监管对理财产品销售管理的要求，风

险评级在 R3（含）以下的产品可以通过网上银行、手机银行等电子渠道销售，无需客户临柜购买，因此产品销售相对便捷，是业务初期进行规模扩张的一个较好的选择。

（二）投策略更加丰富、权益、衍生等资产的占比进一步上升

1、风险平价、目标风险、量化对冲等策略将更多地出现在养老理财产品的投资策略中

商业银行尤其是新成立的理财子公司在不断进行市场化人才引进，系统开发等的基础上开始已经着手风险评价、目标风险、量化对冲、全天候等策略的研发和尝试。但由于监管部门对于养老理财产品的边界尚未有明确的态度表示，因此部分该等策略所研发的产品按照养老产品特点进行销售管理，但暂未冠名“养老产品”。

例如，浦发银行尝试发行首款目标日期养老产品——天年优享目标 2030，以养老金稳定增值为目标，在两年定开固收+产品基础上，尝试采用了目标日期投资策略，设定目标日期为 2030 年，随着目标日期权益类资产配置比例自 20%逐步下降，固定收益类资产配置比例自 80%逐步上升（见表 2 和图 6）。

表 2 天优享目标 2030 产品资产投资比例和范围表

时间段	权益类资产投资比例范围	固定收益类资产投资比例范围
产品成立日-2022 年 2 月	0-20%	80-100%
2022 年 2 月-2024 年 2 月	0-16%	84-100%
2024 年 2 月-2026 年 2 月	0-12%	88-100%
2026 年 2 月-2028 年 2 月	0-8%	92-100%
2028 年 2 月-产品到期日	0-4%	96-100%

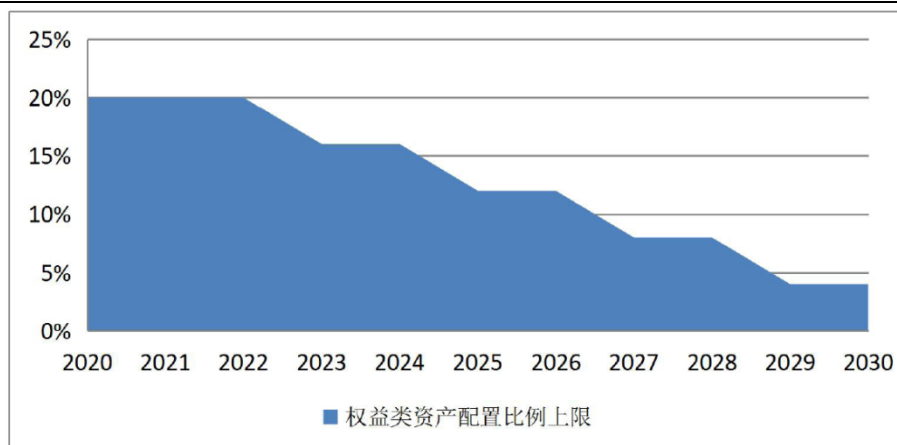


图6 天优享目标 2030 产品权益类资产下滑曲线图

再如前文提及工银理财未做“养老”冠名的“颐合”私银尊享固收类按月定开理财产品，以目标风险为投资策略构建组合模型，配置并动态调整固收和权益两类资产的投资比例。

2、MOM、FOF 的管理模式被应用到养老理财产品中

MOM 和 FOF 形式的管理模式对于银行理财由来已久。银行和理财子公司采用该类管理模式的主要原因在于，第一，银行在公、私募基金的销售业务中形成对基金管理人风格和优秀管理人的数据积累便于其更准确地筛选出符合组合需求的基金；第二，以 MOM 和 FOF 的形式构建的投资组合可以覆盖到目前商业银行目前不熟悉或无暇顾及的市场领域。事实上，不少银行已经发出了这样的理财产品，并将其作为未来养老理财产品的策略储备。例如，工商银行 2019 年推出的“全鑫权益”智合-全天候多资产 FOF 系列开放式净值型理财产品系列，采用风险平价模型对固定收益、权益、海外以及商品等资产进行优化配置，并通过对全市场公募基金的大数据分析结合尽调选择公募基金进行投资。

3、权益、衍生等资产的占比将进一步上升

养老理财产品投资权益和衍生类资产的比例会进一步提升主要基于以下几点原因。

(1) 从短期来看，当前经济和市场环境使银行理财在未来 1-2 年内都会面临可投资的固收类资产严重不足的问题。银行在寻找可替代资产的过程中，必然增加权益或其它市场的资产的配置。

(2) 如前文提及的风险平价、目标日期、多资产、FOF、MOM 等策略在养老理财产品中的的广泛应用必然带动权益、衍生类资产的占比得到提升。

(3) 长期来看，伴随银行理财在投研、系统以及人才等方面的实力不断得到补充和提高后，其向权益和衍生等高波动性资产领域的拓展的实力也必然会不断提升，因此，权益、衍生等资产在投资中的占比提升也是未来发展的必然趋势。

(三) 养老产品差异化的特征日益显现

1、与基金、保险等资管同业的差异特征

从产品可投资资产范围，覆盖和服务的客户群体以及业务适用的监管环境等方面来看，银行及其理财子公司与基金、保险等同业机构具有天然的业务边界。后续在人社部、银保监会对养老理财产品有更明朗的意见并辅以相关政策法规之后，银行养老理财产品与养老目标基金、养老保险产品的差异化程度会逐步体现。基于精算理论下的养老保险产品以凸出其保障功能为主；养老目标基金则发挥其在资本市场的优势，以长期投资为理念，凸出产品收益回报优势；而银行理财将

立足自身的资源，深耕“纯固收”和“固收+”的领域，兼顾产品的收益性与安全性，成为养老产品市场的有效补充。

2、银行系养老理财产品之间的差异特征

除了与资管同业，各家管理人发行的养老理财产品的差异也将日益明显。第一，监管部门倾向对银行养老理财的管理人设置准入门槛，采用名单制管理。部分商业银行或其理财子公司不具备养老理财产品的发行资格；第二，商业银行发行的养老理财产品适用《商业银行理财业务监督管理办法》而理财子公司发行养老理财产品适用《商业银行理财子公司管理办法》，两个办法在产品可投资范围、投资限制、产品销售等方面的限制不同。因此，对于未成立理财子公司的商业银行，其发行的养老理财产品与理财子公司发行的养老理财产品在产品投资策略、收益回报、产品形态等方面必然有所不同；第三，伴随理财子公司不断引入的战略合作伙伴（例如中银理财与东方汇理成立共同出资在上海成立理财公司；招银理财与 JP 摩根签署的战略合作协议）其与合作伙伴在不同领域的合作，资源的互惠、互享将成为未来银行养老产品不同国际化特色的差异化的体现。

（四）金融科技将在养老理财产品中得到更广泛应用

金融科技将更广泛地被运用到未来养老产品的研发中去，伴随科技的赋能养老理财产品的在产品在创设、投资、和场景服务方面必然出现质跃迁。

1、客户画像

银行拥有大量的客户信息。但由于缺乏对客户信息的发掘和深入

分析,这部分资源没有得到充分的利用。事实上根据客户年龄、职业、风险偏好、工资收入、账户信息、基金代销、理财产品购买、贷款融资、财务状况等信息,结合客户在社交媒体、电商等网站的交易数据可以进行客户画像(例如光大银行就已建立了客户社交网络信息数据库,通过打通银行内部数据和外部社会化的数据获得更为完整的客户拼图)通过客户画像对客户进行精细化的分层,区分在不同年段、不同职业领域、不同收入水平情况下的客户对养老的不同诉求,有针对性地进行养老产品的创设。

2、智能投顾

在精准的客户画像的基础上,采用智能投顾的平台为普通的客户或者有困难接受面对面服务的客户匹配养老产品的建议或者更有针对性地向客户进行退休计划或者养老资产配置以及养老综合性服务的方案规划。

例如我国已经有的两大类智能投顾模式,即招商银行的摩羯智投和凤凰金融的魔镜智投。魔镜智投是在专业投顾和大数据基础之上研发的资产配置组合。其持仓基金、调仓规则公开,客户在购买任何一款组合产品之前都了解其背后的交易策略。而摩羯智投的用户并不知道系统调仓的逻辑,所有的基金推荐都是用户一开始填写的问卷。相对来说摩羯智投适合服务于对金融投资领域了解程度较少的客户进行养老产品组合的推荐或者退休计划的规划;而魔镜智投则更适合服务那些已经在金融投资领域有丰富投资经验的客户进行退休规划。

2021年1月CAFF50动态

1. 1月5日，中国养老金融50人论坛正式入驻抖音。

2. 1月21日，由中国劳动和社会保障科学研究院举办的《中英养老保险二三支柱税优政策比较研究》项目启动会在北京召开。中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授作为中国繁荣基金项目养老金领域中国专家团队负责人出席会议并发言。

3. 1月27日，中国养老金融50人论坛秘书处月度工作例会在线上召开，会议由董克用教授主持，会议讨论了三方面内容：《养老金融教育研究》课题线上结题会人员邀请及会议议程，国康养老金融研究院承接课题成果发布及揭牌仪式工作进展，节后大型活动时间安排等相关事宜。论坛常务副秘书长张栋、王婷，副秘书长孙博、王赓宇、朱海扬、张兴，秘书处尤杨、段宇乾、赵文迪、陈瑶参加了本次例会。

4. 1月29日，《金融支持康养产业》课题成果发布会暨贵州国康养老金融研究院揭牌仪式在北京举行。中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授，中国养老金融50人论坛学术顾问、全国社会保障基金理事会原副理事长王忠民先生，中国养老金融50人论坛核心成员、中国老龄科学研究中心副主任党俊武先生，贵州省地方金融监督管理局党组书记、局长麻绍敏先生，中国养老金融50人论坛核心成员、中国政法大学商学院资本金融系教授、博士生导师胡继晔教授，中国养老金融50人论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司党委书记、董事长苏罡先生，中国养老金融50人论坛核心成员、建信养老金管

理有限责任公司创建人首任总裁冯丽英女士，中国养老金融 50 人论坛副秘书长、天弘基金管理有限公司总经理助理朱海扬先生出席活动并发言，中国养老金融 50 人论坛副秘书长、贵州国康养老金融研究院副理事长王赓宇先生担任本次会议的主持人。



秘书处联系人：张栋 Email: zhangdong@caff50.net

报：华夏新供给经济学研究院理事长、研究院院长；中国养老金融50人论坛学术顾问。

送：中国新供给经济学50人论坛成员、特邀成员；中国养老金融50人论坛核心成员、特邀成员、特邀研究员、联席研究员、青年研究员，存档。

中国养老金融50人论坛

www.caff50.net