

养老金融评论

2021年第3期（总第64期）

- 董克用：加快完善养老金体系，积极应对人口老龄化
- 郑秉文：如何跻身养老金大国
- 胡继晔：构建养老金生态体系，发挥第三支柱“四位一体”功能
- 董登新：渐进式延迟退休：可考虑科学调整法定退休年龄
- 阳义南：我国退休制度改革争议及政策出路

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】

- 董克用：加快完善养老金体系 积极应对人口老龄化..... 4
- 郑秉文：如何跻身养老金大国..... 11
- 胡继晔：构建养老金生态体系，发挥第三支柱“四位一体”功能.. 17
- 董登新：渐进式延迟退休：可考虑科学调整法定退休年龄..... 27
- 阳义南：我国退休制度改革争议及政策出路..... 34

【养老金融观点集萃】

- 曹 伟、陈 健：养老保障管理产品：立足养老本源，实现健康发展
..... 55
- 胡俊英：养老目标基金：运作稳健开局良好，市场接受度逐步提升
..... 73

【CAFF50 大事记】

- 2021年2月 CAFF50 动态..... 101

导读：日益严峻的人口老龄化形势对我国养老金体系产生持久而深远的影响。为积极应对人口老龄化，需要深化养老金体系改革，一方面要完善多支柱养老金体系，对养老金体系进行结构调整，充分发挥好各支柱的保障作用；另一方面，参量改革也必不可少，延迟退休正是应对老龄化的关键举措之一。实施渐进延迟退休年龄是世界各国应对人口老龄化的普遍做法，也是基于我国经济社会发展全局作出的重大决策。这有益于提高制度可持续性，更好地保障人民群众的基本生活。专家学者们围绕推进养老金体系改革、实施渐进的延迟退休政策的主题，已积累了深厚的研究思考，为政策改革建言献策。

本期《养老金融评论》重点关注如下内容：中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授关于完善我国养老金体系的思考；中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国社会科学院世界社保研究中心主任郑秉文教授关于如何跻身养老金大国的思考；中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国政法大学胡继晔教授对养老金第三支柱现状、功能及如何构建养老金第三支柱生态系统的分析；中国养老金融 50 人论坛核心成员、武汉科技大学董登新教授关于渐进式延迟退休的路径设计；中国养老金融 50 人论坛特邀研究员、华南理工大学阳义南教授对我国退休制度改革争议及政策出路的分析，以飨读者。

董克用：加快完善养老金体系 积极应对人口老龄化



董克用：中国养老金融50人论坛秘书长

党的十九届五中全会通过的《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》指出，要“实施积极应对人口老龄化国家战略”。要“制定人口长期发展战略，积极开发老龄人力资源，发展银发经济”，“发展多层次、多支柱养老保险体系”。这一系列重要论述为我国积极应对人口老龄化指明了方向，也是完善国家治理体系，提高治理能力的重要举措。

一、加速的人口老龄化

我国人口老龄化正在提速。中国发展基金会发布的《中国发展报

告 2020》显示，我国自 2000 年迈入老龄化社会之后，人口老龄化的程度持续加深。据测算，我国 65 岁及以上的老年人在 2020 年时约有 1.8 亿，约占总人口的 13%；2025 年“十四五”规划完成时，将超过 2.1 亿，约占总人口比例的 15%；2035 年时，达到 3.1 亿，约占总人口比例的 22.3%，2050 年时，接近 3.8 亿，约占总人口比例的 27.9%。另据联合国有关人口预测，中国 65 岁及以上人口将在 2060 年左右达到占比 30% 的峰值，并且，这一峰值将持续到本世纪末，形成人口老龄化的“高原”。这一人口现象将深刻影响我国经济社会发展历程。

二、人口老龄化的影响

人口老龄化首先是社会进步的表现。我国人口预期寿命的提高是人口老龄化的最重要因素。改革开放以来，我国经济社会的各方面都取得了举世瞩目的成就，我国人口的平均预期寿命从 1981 年改革开放之初的 67.8 岁提高到了 2019 年的 77.3 岁，这清楚地表明，通过改革开放，我国人口的生活环境质量和健康医疗水平都得到了很大的提升与改善，我国养老保障与服务体系也得到了长足的发展。

当然，人口老龄化也将产生一些对经济和社会发展不利的影响。一是老年人口的增加将对医疗服务提出更高的要求。由于自然规律，老年人口的疾病多，病情重、康复时间长，需要投入更多的医疗资源。另外，据测算，2020 年我国的失能和半失能老年人将达到 4600 万，随着老龄化的加剧，这一数量还将持续上升。失能、失智老人需要得到特别关照，家庭和社会负担都很沉重。二是人口老龄化标志着老年抚养比的上升。随着现阶段我国人口出生率的逐步降低与老年人口预

期寿命的延长，导致了老年抚养比的持续上涨，不仅加重了年轻人的抚养负担，也影响了现收现付型养老金的收支平衡，不利于制度的可持续发展。

三、应对人口老龄化的重要举措：养老金体系建设

应对人口老龄化挑战需要从多方面入手。可持续的养老金体系、高质量的养老服务供给体系、开放的生育政策、充足的老年人口就业市场、完善的医疗保障制度均可有效应对人口老龄化，但构建多支柱的养老金体系是其中最重要的举措之一。

为了保证我国老年人“老有所养”，维持老年人一定的生活水平与生活质量，我国已经初步构建了一个多支柱的养老金制度。其中，第一支柱为政府主导的公共养老金，包括城镇职工基本养老保险制度（以下简称“城职保”）与城乡居民基本养老保险制度（以下简称“城居保”）；第二支柱为单位主导的职业养老金，包括企业年金和职业年金；第三支柱为个人主导的个人养老金，目前我国正在进行该制度的试点。目前，我国第一支柱已经覆盖了 9.4 亿人，基本实现了制度全覆盖，其中，城职保基金累计结余超 5 万亿元，城居保累计结余超 7 千亿元，并且城居保与城职保的待遇水平均得到显著提升，2018 年城职保人均养老金达到每月 3153 元，中央财政支付的城居保养老金从建立初期每月 55 元，2018 年已经提高到 88 元。第二支柱的企业年金稳步发展，参与企业户数从 2006 年的 2.4 万户上升到 2019 年的 9.6 万个，参加职工人数也从 2006 年的 964 万人上升到 2019 年的 2547 万人，基金累计结余从 2006 年的 708 亿元增加到 2019 年的 17985 亿

元。截至 2019 年 5 月末，我国职业年金累积结余规模约 6100 亿元，参与职工共计 2970 万人，在参与基本养老的 3612 万机关事业单位工作人员中占比超过 82%；参与职工中，缴费人数达 2867 万，缴费率超过 96%。多支柱养老金体系的初步建立，使养老金制度的覆盖面不断扩大，养老金待遇水平逐渐提高，基金累计持续增加，为我国积极应对人口老龄化打下了制度基础。

诚然，我国养老金体系仍然存在不少问题。以城职保为例，首先，养老金体系结构不均衡，第一支柱比重过大。由于第一支柱缴费率过高、第二支柱税优政策不到位等原因，导致企业参与第二支柱的积极性不高，使得我国企业年金进展缓慢，近年来新增企业和员工数量近乎停滞；第三支柱个人养老金制度的试点阶段仍未结束，由于多种原因，原计划在 2019 年 5 月 1 日全面推开的计划并未按期落实。从整体来看，目前我国养老金体系中的第一支柱“一家独大”，二、三支柱难以有效分担第一支柱的基金支出压力。其次，养老金财务不可持续是未来面临的重要挑战。从理论上讲，我国第一支柱基本养老保险制度是一种现收现付与完全积累相结合的制度，但是，从实际运作来看，由于没有有效处理好转轨成本，完全积累的个人账户被挪用形成了空账，造成我国基本养老保险实质上仍是现收现付模式。而随着人口老龄化的不断加深，养老金制度赡养率也将不断提高，意味着领取养老金的人数将不断增加，而制度内缴纳养老费的年轻人在不断减少。如果保持现有养老金制度不变，未来我国养老金体系将面临着巨大的财政负担和不可持续的风险。

建设多支柱养老金体系，需要对现有的养老金体系进行结构性改革和参量改革。主要应包括以下几个方面。

第一，整合第一支柱养老金制度，明确国家责任。鉴于我国社会统筹和个人账户混合管理中出现的一系列问题，建议将第一支柱的城镇职工基本养老保险制度中社会统筹和个人账户制度性分离，重新整合第一支柱养老金制度。其中，社会统筹部分按照现收现付原则实现全国统筹，企业和个人共同缴费，重新整合为第一支柱公共养老金。通过提高统筹层次和做实缴费基数，适当降低基本养老保险缴费率，为第二支柱留下发展空间。分离后现有的个人账户资金，可通过某种形式用于建立第二支柱或者纳入到第三支柱个人账户中。

第二，优化第二支柱职业养老金，强化单位责任。要进一步优化第二支柱职业养老金的发展环境，提高第二支柱的参与率。同时，适时探索自动加入机制，扩大职业养老金的覆盖面。要加强中小企业集合年金制度建设，提高中小企业参与率。要拓展职业养老金投资渠道，提高投资效率。

第三，加快第三支柱个人养老金制度建设，落实个人责任。我国正处于经济社会结构转型期，灵活就业群体规模不断扩大，这部分群体难以被企业主导的第二支柱覆盖，发展第三支柱可以有效对这部分群体形成补充保障。应建立具有公共服务性质的第三支柱个人养老金账户平台，通过平台为个人提供信息查询、缴费等方面的服务，为金融机构提供信息汇总、产品展示等方面的服务，为政府提供监管信息等。应加大财税优惠的支持力度。享受财税优惠是未来第三支柱与目

前市场提供的个人购买的养老金融产品的本质区别，也是第三支柱发展的重要推动力。要鼓励市场推出安全、高效和便捷的个人养老金产品。

第四，延迟全额领取养老金年龄，抑制提前退休。延迟退休年龄能够有效提高基本养老保险制度的可持续性。尽管目前我国延迟领取退休金的年龄还面临着诸多争议，但在降低单位养老保险缴费率的背景下，延迟退休是我国应对人口老龄化的必要路径。并且，应进一步明确退休年龄与养老金领取年龄的界定与关系，避免提前退休等现象对养老金支出造成冲击。

第五，提供遵缴率。确保缴费基数真实足额，提高养老金征缴收入。基本养老保险缴费基数长期不实，严重影响了我国基本养老保险基金的收支平衡。应优化基本养老保险征缴管理体制，尽快实现由税务部门统一征收社保费。应当利用这一有利时机，夯实单位和个人基本养老保险的应缴费基数，在此基础上，适当降低缴费率。做实缴费基数，同步降低缴费率，既可以保障员工的切身利益，也可以真正减轻企业的缴费负担与压力。

第六，提高基本养老保险统筹层次。实现基本养老保险的全国统筹可缓解部分地区养老保险基金不可持续问题。要通过统一缴费政策、待遇政策、基金筹集、基金预算、信息系统和经办管理，提升中央政府在基本养老保险领域的权责。

第七，完善养老金投资体制。完善投资体制，明确投资范围、投资比例以及投资决策、管理与执行机制，并加强资金的审计和监督，

为养老金投资营造一个良好的环境。同时，加强养老金投资的风险控制。一个完善的养老金投资体制，不仅可以促进基本养老保险基金保值增值，也是发展二、三支柱的养老金的重要前提。

郑秉文：如何跻身养老金大国



郑秉文：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国社会科学院世界社会保障研究中心主任

刚刚结束的中央经济工作会议明确提出“要规范发展第三支柱养老保险”。中国银保监会主席郭树清日前撰文指出，“加快养老保险第二和第三支柱建设，推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平。”从夯实社会财富储备和发展多层次资本市场的角度看，第二、三支柱养老保险在资本市场占比水平是衡量应对人口老龄化社会财富储备的一个重要指标，同时也是衡量资本市场发展水平的一个重要指标。

本文摘自《中国银行保险报》2020-12-21。

那么，第二、三支柱养老保险在资本市场占比的世界平均水平是个什么情况？笔者将能搜集到相关数据资料的近百个国家的 2018 年第二、三支柱养老保险基金和资本市场市值进行了考察，剔除一些数据不完整、主要信息项目缺失的国家以后，对其中的 68 个国家可比口径数据进行了梳理和比较，得出的结果是，这 68 个国家第二、三支柱养老保险基金在资本市场占比的平均水平是 21.5%。那么，这 68 个国家的占比水平能否代表世界平均水平？笔者的答案基本是肯定的。

一是从第二、三支柱养老保险基金规模来看，这 68 个国家第二、三支柱养老保险基金的总量为 43.8 万亿元，据笔者的推算大约占全球所有国家第二、三支柱养老基金的 90% 以上；二是从这 68 个国家的 GDP 规模来看，他们的 GDP 是 61 万亿美元，占 2018 年全球 GDP 的 70.6%；三是从覆盖范围来看，这 68 个国家基本覆盖了所有发达国家和高收入国家，覆盖了所有 OECD 成员国，也覆盖了相当一部分上中等收入国家。

从这三个具有代表性的指标来看，这 68 个国家的数据具有相当的代表性，在没有发现相关国际组织和国际机构发布的权威数据和结果的条件下，21.5% 基本可被视为“世界平均水平”。

一、离养老金大国还存在距离

通过考察，笔者发现，在养老基金规模、GDP 总量、资本市场发展水平等若干变量之间，他们存在一些共同的基本特征：

一是第二、三支柱养老保险发达的国家，养老基金一般都很发达，

无论是占 GDP 的比重，还是占资本市场的比重，都比较高；二是资本市场比较完善和成熟的国家，一般其第二、三支柱养老金都比较发达，资产规模是第一支柱的好几倍，甚至是十几倍；三是资本市场的成熟程度与第二、三支柱养老基金占资本市场的比重呈正相关，占比高的国家，资本市场一般都较为稳定，牛长熊短；四是第一支柱替代率比较高的国家，第二、三支柱都不太发达，例如希腊的第一支柱替代率超过 90%，但第二、三支柱是近十几年才建立起来，累计余额规模很小，而英、美、加拿大、荷兰、瑞士等第一支柱替代率较低的国家，第二、三支柱都十分发达，这说明他们之间的替代效应还是比较明显的；五是在养老基金资产配置中股票占比较高的国家，一般其养老保险基金占资本市场比例也较高，当然也有例外；六是养老基金占资本市场比重相差很大，最高的国家超过 60%，最低的不到 1%。

相较之下，中国相关数据则存在明显差距。按可比口径，剔除没有税优政策支持、不能锁定退休日的养老目标基金，并忽略保费收入很少的税延型商业养老保险，2019 年的第二支柱企业年金和职业年金基金大约为 3.2 万亿元。如按 25% 的实际持仓比例推测，8000 亿元仅占沪深两市市值的 1.4%，如按 15% 的实际持仓比例来推算，则仅占股市市值的 0.8% 左右。很显然，中国第二、三养老基金占资本市场的比重与 21.5% 的“世界平均水平”相比，还存在差距。

之所以我国养老金在资本市场占比太少，其根本原因在于我国第二、三支柱养老保险基金规模太小，仅占 GDP 的 3.2%，而 68 个国家第二、三支柱养老基金占 GDP 比重的“世界平均水平”是 34.5%，

我国的占 GDP 比仅相当于世界平均水平的一个零头。当然，我国的“全国社保基金”也是实行市场化投资的，第一支柱城镇职工基本养老保险基金也有 1 万亿元已进入投资体系。近年来，城乡居民基本养老保险当期收入余额也逐渐进入投资体系，加上这三支养老保险基金，2019 年我国各类养老保险基金在资本市场占比将大约提高一个百分点，例如按 25% 的实际持仓比例推算的话，大约占股市市值的 2.4%。尽管这样，这个比例还是很小。

二、关键在于正确的顶层设计

我国第二、三支柱养老保险基金占 GDP 和资本市场的比重之小，与我国 GDP 总量排名世界第二的地位很不相符，因此，虽然我国是 GDP 大国，但远不能说是养老金大国和资本市场强国。加快发展多层次、多支柱养老保险体系是非常及时的，也是非常重要的，很具前瞻性。不遗余力地发展第二、三支柱养老保险，既是打造养老金大国的需要，也是建设资本市场强国的需要，更是双循环新发展格局的需要。

大力发展第二、三支柱养老保险无疑与外部财税政策和经济发展环境有很大关系，但在发达国家第二、三支柱养老金制度已有相当的成熟经验的条件下，就目前遇到的瓶颈来看，正确和科学的顶层设计非常关键，在其一揽子改革策略中至少应包括但不限于如下五个重要选项：

1. 正确对待三个支柱之间的关系。居民在投资或购买第三支柱养老保险时，不要设置前提条件，不必要求只有参加第一支柱基本养老保险

保险才能建立第三支柱。我们的基本养老保险毕竟不是百分之百覆盖了全民，即使发达国家也做不到，一般来说，它的参保覆盖率小于医疗保险。如果要求居民和职工在建立第二、三支柱时必须以参加第一支柱基本养老保险为前提，笔者认为这是不应该的，第三支柱本来就是补充性质的，建立多层次养老保险制度的目的就是增加了个人养老储备，防止养老演变成社会问题。三个支柱养老金的关系不是前提设置的关系，而是并列选择的关系，不是只有参加了第一支柱才有资格建立第二支柱或第三支柱。有些群体由于种种原因没有参加第一支柱，但如果他认为参加第三支柱方便的话就应允许他参加。这样的制度安排是国际惯例，也适合中国的国情。

2. 第二支柱养老金改革尚未完结，应继续深化。近年来，第二支柱企业年金深化改革似乎成为“被遗忘的角落”。发达国家的一个重要经验告诉我们，第二支柱是基础，只有第二支柱发展起来，参与率提高了，第三支柱才有了基础，第三支柱的参与率一般都低于第二支柱。中国的第二支柱在5年前就出现停滞，职工参与率由两位数增速降至个位数，2015-2018年分别降至1.00%、0.39%、0.26%和0.47%，2019年虽然回升至8.75%，但两位数增速已成为历史。2017年，在出台《企业年金办法》时，笔者主张引入“自动加入”机制，但由于种种原因而未列入。笔者当时曾说，相对于未来，今天的经济增长和引入自动加入机制永远是最优的，未来改革的机会窗口会越来越小，3年来的情况证明了这一点。引入自动加入是目前最急迫的，同时还要配套一些政策，如放开选择权、缩小直至取消企业缴费的归属期、

扩大投资范围、引入生命周期基金、提高税优比例等。

3.应建立第二、三支柱的资金通道。第三支柱养老金近来成为一个热词，很多部门发布研究报告，很多部委的领导发声，第三支柱越来越受到重视，社会的共识越来越明朗。但我们也应该知道，第三支柱在相当程度上是一个蓄水池，例如美国的第三支柱IRA有11万亿美元资产，其中90%以上来自于第二支柱的转移。所以，第二支柱和第三支柱如果不打通，第三支柱的发展是没有根基的，更不会超过第二支柱，这就是笔者强调第二支柱是基础的原因所在，把两个支柱打通是双赢。

4.一定要坚持账户制，税优主体是账户持有人，一定不是产品。这是提高第三支柱可及性、便利性的关键，是普及第三支柱的条件。再具体说，税优的载体是个人账户，竞争的主体是账户持有人，在养老金产品市场上他们能够“用脚投票”，这是第三支柱建立账户制养老金的宗旨。

5.资产的提取一定要有灵活性，如果完全没有灵活性，就会降低它的激励性，尤其在制度启动初期。在制度设计和政策制定时要留出一定的回旋余地去“启动”市场，目的是增强其激励性，要先让居民感到方便。在制度目标不能一步到位的地方应为未来改革留下一定空间。

胡继晔：构建养老金生态体系，发挥第三支柱“四位一体”功能



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

2020 年 10 月 21 日，中国银保监会主席郭树清在 2020 年金融街论坛上的主题演讲中指出“第三支柱长期处于起步阶段。与许多国家相比，第三支柱发展较为缓慢，占比过低，对养老的支撑明显不足”。第三支柱应当具备怎样的功能，以怎样的路径实现功能，目前当作独立的问题研究很少。本文从结构功能主义的视角，运用帕森斯结构功能主义（AGIL）模型对第三支柱功能进行深入、全面和系统的剖析，认为第三支柱应当具备实现养老资金跨期配置、引导个人养老责任、

本文摘自《财富管理》2021 年第 2 期，原作者为胡继晔、王慧。

保护劳动者的流动权益以及推动养老观念转变的功能。以构建养老金第三支柱生态系统为路径达成功能，以期为第三支柱顶层设计提供理论支撑，并对其社会实践提供一定建议。

一、现状：我国第三支柱功能发挥不足

“第三支柱”概念源于世界银行在 1994 年提出的养老金体系改革的三支柱模式，系指个人主导的自愿建立的完全积累型个人养老金计划。根据我国本土实际，本文认为从制度角度分析，第三支柱制度系以养老为目的，以个人为主导并以个人账户为载体，在享受税收优惠政策支持的基础上完全积累型养老金制度。

根据 2019 年墨尔本美世全球养老金指数显示，我国在全球 37 个主要国家养老金体系中完整性指标得分排名第 33 位，仅排在泰国、阿根廷、墨西哥、菲律宾之前。完整性指标用于衡量养老金体系中第二、三层次的完整性以及法治水平，印证了我国多层次养老保险体系发展不均衡现实。整个养老保险体系目标是保证退休后的替代率水平维持在合理区间，基本养老保险应承担保基本、广覆盖的作用，现在却几乎承担了全部责任。无论企业年金、职业年金均以单位为主导，单位缴费占比高，个人缴费占比低，且覆盖人群十分有限。

从供给方来看，一是商业养老保险积累不足。华颖、郑功成教授（2020）粗略估计，商业养老保险的规模约为 6000 亿元左右。根据银保监会公布数据，2019 年 1 至 9 月养老年金保险 415 亿元，假设每季度均匀增长，2019 年全年年金保险积累总量 553 亿元。与此同时，2019 年全年基本养老保险基金总收入 5.7 万亿元，后者规模是前

者的 103 倍。二是以财富管理实现补充养老功能逐步显现。根据 2015 年至 2019 年人身险公司的经营数据来看，保户投资款在原保费收入占比最低为 23%，最高达 55%。由此可见，以商业养老保险来实现补充养老功能在实践中已经不仅限于储蓄养老，而是更加多元化的财富管理功能。

从需求方来看，我国居民养老观念不但带有浓重封建烙印，而且深受计划经济时代影响。从封建社会演进过程来看，“孝道”是我国传统文化中基于代际赡养、实质意义的现收现付制。国有企业在计划经济时代一定程度上改变了封建社会“养儿防老”传统观念，但将更多养老责任归于政府。1997 年开始建立城镇职工基本养老保险制度且覆盖面逐步扩大后，单位、个人缴费的理念得以推广。由于第二层次企业年金覆盖面有限，企业年金未在制度中明确赋予个人投资选择权；职业年金单位缴费直接由财政拨款，导致依托单位到个人责任的理念转变本应由养老保险第二层次来承担，但实质上由机关事业单位和企业年金计划的企业代替职工进行了投资选择。

二、解构：第三支柱“四位一体”功能

根据结构功能主义 AGIL 模型，将养老金第三支柱功能作为社会系统研究对象，可以分析其对应的经济功能、政治功能、社会功能以及文化功能。

第一，第三支柱的经济功能即实现养老资金跨期配置，指的是第三支柱如何获取资金，并且保证个人投资者在生命周期内实现养老资金的跨期配置。金融的配置资源功能与第三支柱个人自愿实现跨期配

置、社会资源代际配置，具有逻辑上的内在一致性。养老金资金能够实现跨期配置，其逻辑起点在于生命周期假说。由 1985 年诺贝尔经济学奖得主弗兰科·莫迪利安尼（Franco Modigliani）等人创立的生命周期消费假说（Life Cycle Hypothesis）主张，一个理性消费者用于消费的资源仅依赖于他的毕生劳动收入加上继承的遗产（如有），而与他当期收入无关。为追求生命周期中消费效用最大化，人们的消费行为会使个人的收入和储蓄在自己一生中呈“驼峰形状”分布状态。在生命周期理论的框架下，理性人为实现生命周期内效用最大化，在工作、退休阶段分别做出合理的财富规划。

第三支柱实现养老资金跨期配置功能在境外养老金市场得到了验证。生命周期模型不断深化并在金融市场中被应用、改进，催生了美国私人养老金市场如生命周期基金、目标日期基金等各类产品发展，随后英国、澳大利亚、中国香港等国家和地区在推动私营领域养老金改革时均引入了生命周期基金的制度设计。从个人投资者来看，能够根据投资者年龄、风险承受程度等因素对账户资产进行动态配置，实现了养老资产合理分散风险、自动再平衡等核心诉求。2016 年 5 月习近平总书记指出：“要适应时代要求创新思路，推动老龄工作向主动应对转变，向统筹协调转变，向加强人们全生命周期养老准备转变”。这表明我国在应对老龄化的问题上，已经由聚焦老龄人口向全人口全生命周期转变。第三支柱能够在制度层面，保障居民突破个人的短期局限，通过金融机构来完成个人财富在不同生命周期阶段的合理分配。我国第三支柱经济功能的发挥需要借鉴生命周期模型思路，开发定位

明确、简介且一站式的产品设计思路，创造更多适合我国国情的养老理财工具。个人可根据自身收入、家庭财富积累、风险偏好等因素，合理规划个人收入和消费，实现个人人力资本在不同生命阶段的合理配置。2016年3月中国人民银行等五部委发布了《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），鼓励各类金融机构积极开发能够提供长期稳定收益、满足生命周期需求的差异化养老金融产品。

第二，第三支柱的政治功能即引导个人养老责任的承担，指的是在三支柱体系建设过程中，强调以个人为主导，通过自愿缴费、自主决定缴费额度、自由选择符合第三支柱的产品，拥有个人投资选择权和产品转换权。第三支柱账户内的养老金资产完全积累、运作透明、归属清晰，完全的私有产权属性充分体现个人的养老责任。

从全球范围来看，第三支柱的政治功能体现为个人对于养老责任的分担。一项社会福利或政策的产生、发展与变迁，大多是在国家干预和自由市场之间进行权衡，养老金制度作为社会福利的重要组成部分，同样也会涉及到政府与市场职责的划分。由于受到自由主义或国家干预主义等不同价值取向影响，各国对于养老金制度中政府、单位和个人等主体的责任划分有不同的认识与定位，并因此分别通过正式制度安排形成了不同的养老金制度责任分担模式。一是在政治、社会、法律等因素的综合作用下，不同国家形成了不同的模式，均体现了政府、雇主和个人的养老金责任分担。近年来，经济合作与发展组织（OECD）国家纷纷推进养老金制度改革，取得显著效果，形成了多

支柱养老金制度。二是仅有少数 OECD 国家还未建立起第三支柱。以澳大利亚、智利、丹麦为代表的国家除了建立起自愿型第三支柱外，还建立起强制性或者准强制性第三支柱。从我国来看，无论是已明确纳入第三支柱的个人税收递延养老保险产品，还是试点期暂未纳入第三支柱的养老目标证券投资基金，均强调了个人的养老责任。

第三，第三支柱的社会功能即保护劳动者的流动权益，指的是第三支柱如何满足劳动者的流动权益，一方面纳入灵活就业人员群体，满足其享受税收优惠、自我主导的养老保障需求；另一方面是劳动者能够在职业转换时，顺利实现养老资金账户的转移续接。第三支柱社会功能主要体现在：一是对非正规就业部门人群的覆盖；二是保障劳动者在职业转换时养老资金顺利接续。

就对非正规就业部门人群的覆盖而言，无论是第一层次基本养老保险还是第二层次企业年金、职业年金，依托单位的缴费特征决定了这类制度很难覆盖所有人群，特别是难以覆盖那些家庭主妇、自雇人员、特殊职业群体和灵活就业人员。很多国家也非常重视对非正规部门人员、中小企业雇员的覆盖。美国个人养老金计划中的简化员工养老金个人退休账户（SEP IRA）和雇员储蓄激励对等缴费退休计划（SIMPLE IRA）两类新计划是为了鼓励中小企业以及自雇人士建立个人养老金计划，其中 SIMPLE IRA 规定只适用于雇员不足 100 人的小企业。为了更好地保障劳动者权益，英国、美国都打通了第二、三层补充养老保险间的资金账户通道，使个人可以依据自身情况跨支柱选择资金投资对象，这也是全球第三支柱的一种发展趋势。

当前我国正处于经济结构转型期，第三支柱的社会功能更加凸显其重要性。灵活就业规模群体不断增大，而这部分群体难以被第二层次补充养老保险所覆盖，多层次养老保险体系中的第三支柱可以有效地对这部分群体形成补充保障。由于第二层次职业年金、企业年金的设立需要依托单位，很容易出现账户资产无法随工作转换而迁移的问题，在很大程度上会影响参与职工的权益，将第三支柱可以作为补充养老金的归集账户，有利于劳动力的自由流动，从而满足经济社会发展需要。

第四，第三支柱的文化功能即推动个人养老观念的转变，指的是通过投资者教育扭转长期以来普遍存在将养老金的投资安全等同于“保底”“保收益”的观念，唤醒个人养老金投资意识，逐步实现由储蓄养老向投资养老的转变，树立长期稳健增值的养老金投资理念。

只有多元化的投资选择才可以适应不同偏好的投资者。从境外经验来看，OECD 国家私人养老金实际配置中投资选择非常多，不仅包括现金和储蓄、票据和债券、股票、共同基金、保险，甚至还包括土地和建筑，并且在其他投资重包括了私募股权基金和对冲基金，只有多元化的投资选择才可以适应不同偏好的投资者。美国三支柱制度模式充分体现了自由主义对个人财产权利的重视，这一价值取向决定了养老金制度中个人责任的最大化。在 20 世纪 80 年代，美国 IRA 账户大部分投资者选择是低风险商业银行和储蓄类产品，随着美国资本市场的发展和 IRA 投资者的成熟，投资类产品占比逐渐升高。截至 2019 年底，在美国 11 万亿美元 IRA 资产规模中共同基金占比达到

44%。2001年德国推出李斯特养老金计划，通过直接补贴、税收递延等优惠政策来增强第二、第三支柱养老金资产的积累。在之后的养老金改革中不断扩大产品范围，使资产配置更加多元化。加拿大第三支柱注册养老金储蓄账户（RRSP）和免税储蓄账户（TFSA）组成，在两类账户中公募基金比例较高，均超过1/3，存款中定期存款比重逐年下降。

为使第三支柱更好地发挥其文化功能，应当基于个人账户的第三支柱养老金需要从传统的“储蓄养老”向“投资养老”过渡，通过基于个人账户的税收优惠来鼓励个人进行财富管理，包括购买基金、保险、银行理财等多种养老金产品来实现个人养老资产的保值增值。2018年2月27日，全国老龄办等15部门联合发布了《关于开展人口老龄化国情教育的通知》，从强化全体国民认知的角度倡导全社会树立积极老龄化，积极做好全生命周期养老准备，将为国民养老金融意识的培养提供有效保障。个人自主选择权是第三支柱的最主要特征，个人投资者遵循自身风险偏好做出金融产品的投资选择。随着第三支柱制度建设和完善，各类养老金融产品进入第三支柱账户，将逐步改变我国居民以储蓄为主的养老财富管理模式。

三、路径：构建养老金第三支柱生态系统

充分调动市场主体参与的积极性，能够不断壮大养老保障体系的物质基础，进而可以更好地满足人民福利诉求增长的个性化需要。坚持市场化导向，银行、基金公司、保险公司、养老金管理公司等金融机构分工合作，共建第三支柱生态体系。

一是开发适合第三支柱的多元化金融产品。引导中高收入阶层通过市场获得更高、更全面的养老保障，因此第三支柱覆盖的范围自然包括商业养老保险，但不仅限于此，还应覆盖其他适合投资的金融产品。这不仅有利于促进资本市场健康发展，减少资本市场短期波动，为资本市场提供长期稳定资金，也有利于推动金融创新，满足养老金投资长期性和个人养老财富管理的多样化。

二是鼓励合格市场主体参与竞争。养老金保值增值离不开一个成熟健康的资产管理市场。第三支柱账户涉及包括基金、保险、银行理财等在内符合监管要求的养老金融产品，参与主体也由单一的保险公司扩展为包括保险公司、基金公司、商业银行和信托公司在内的各类金融机构。充分引入市场参与者，鼓励银行、保险、基金、证券等不同业态良性竞争，能够激发市场活力，有利于养老金保值增值。

三是建立统一监管的监管模式。我国当前金融监管体制是典型的分业经营、分业监管体制，以第三支柱为主体的私人养老金一旦进入快速发展时期，必将会对我国金融体系产生深远影响。因此，在设计和探索我国养老金监管体系过程中，不但要考虑我国现实的金融监管体系，还应考虑其将来可能的变化。在《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》监管导向下，不同金融行业监管部门要协同制定第三支柱业务管理业务的监管规定，使各类金融机构在统一规则、标准下，发挥各自优势、充分竞争。

四是系统性推进投资者教育工程。投资者教育是一项长期工程，在短期内难以扭转国内个人投资者民众风险厌恶的整体倾向。监管机

构、自律组织和养老金机构需要多元共治,通过创新投资者教育形式,丰富投资者教育内容以及拓宽投资者教育渠道,逐步引导民众将养老储蓄转变为养老增值的观念,将短期的投资理念转换成长期的养老储备理念。

董登新：渐进式延迟退休：可考虑科学调整法定退休年龄



董登新：中国养老金融 50 人论坛核心成员、武汉科技大学教授

《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》提出了“实施渐进式延迟法定退休年龄”的规划目标。五年前，“十三五”规划建议明确提出：“出台渐进式延迟退休年龄政策”，从五年前“出台政策”到今天“实施政策”，这是一个从决策到实施的过程。

随着人口平均寿命的不断延长，人口老龄化已成为一个全球性话题，它涉及到养老负担的“代际均衡”，与此紧密相关的另一个问题

本文摘自《21 世纪经济报道》2020-12-01。

是：如何科学地调整法定退休年龄？退休早晚，这不仅关系到养老金收支平衡，而且也关系到养老负担的代际均衡。

一、中外各国法定退休年龄现状

1935年，美国《社会保障法》颁布，它首次将美国男女法定退休年龄界定为65周岁。1983年，美国修订《社会保障法》，首次决定将男女法定退休年龄从65岁提高至67岁，并且分两步走：第一步从2003年至2009年，将男女法定退休年龄从65岁延长至66周岁；第二步再从2021年至2027年，将男女法定退休年龄从66岁延长至67岁。

1951年，《中华人民共和国劳动保险条例》颁布，它首次将中国男女职工法定退休年龄界定为：女性特种工45岁，男性特种工55岁，女工人50岁，女干部55岁，男性60岁。这一退休年龄标准一直使用至今。

随着世界各国人均寿命不断延长，老年抚养比正在快速提高。老年抚养比负担不断加重，正是世界各国不断延长法定退休年龄的主要原因。按OECD标准测算，2020年OECD国家的平均老年抚养比估计为31%，1980年这一指标为20%，2060年估计为58%。事实上，延长退休年龄已成为世界大趋势，其共同特征主要有三个：第一，男女退休年龄正在走向统一；第二，男女退休年龄正在向65岁以上延长；第三，有奖惩机制的弹性退休制度开始变得更流行。

根据2019年OECD养老金统计报告显示，在36个OECD国家中，男女正常退休年龄平均值为64岁。目前在OECD国家中，已有

不少国家立法将男女法定退休年龄延长至 67 岁及以上。

日本是世界上最早践行“终身雇用制”理念的国家。正是因为世界各国不断地延长法定退休年龄，才使得“终身雇用制”的构想可能变成社会现实。此外，美国、法国等发达国家也颁布了禁止雇主强制要求雇员退休的法律规定，以此保障“终身雇用制”的推行。

二、有奖惩机制的弹性退休制度

法定退休年龄是专属于基本养老保险的一个法律概念。一般地，参保人办理正常退休手续、领取全额退休金，必须同时满足两个基本条件：一是达到法定正常退休年龄；二是达到缴费年限正常要求。这既是领取全额退休金的最低门槛标准，也是一种“多缴多得、长缴多得”的激励机制。

在美国，养老保险参保人要想正常退休、领取全额退休金，必须同时满足两个基本条件：第一，参保人必须达到现行法定退休年龄 66 周岁；第二，参保人缴费年限至少达到 35 年。否则，无法获得全额退休金。

不过，美国实行弹性退休制度，允许提前退休或推迟退休，并同时设定了提前退休的“惩罚标准”，以及推迟退休的“奖励标准”。

美国基本养老保险参保人提前退休，也设有两个门槛条件：第一，参保人必须年满 62 周岁；第二，参保人缴纳社保税至少已获得 40 个积分（理论上相当于缴费满 10 年）。如果年满 62 岁立即退休，其退休金将在 66 岁正常退休金的基础上扣减 30%。

不过，按照美国基本养老保险退休金计算公式，如果参保人缴费

只有 10 年就提前退休，那么，将个人指数化年收入十年加总，先除以 35 年，再除以 12 个月，如此计算出来的终身“指数化月平均收入”就会被严重摊薄，最终退休金给付就会少得可怜。

在制度设计上，美国鼓励自愿推迟退休。也就是说，当参保人达到法定正常退休年龄时，不办理退休手续、不领取退休金，而是要继续工作，则雇主不得强制要求雇员退休，而且推迟退休还有奖励。

三、国内两类延退方案的预期效果分析

目前，国内延退方案主要有两类主张：一类是多数派，他们主张应该同步延长男女法定退休年龄，最终再逐渐统一男女退休年龄。另一类，则是少数派，他们主张应该优先统一男女退休年龄至 60 岁，然后，再逐步提高男女退休年龄。我便是后一类观点的主要倡导者。

很显然，前一种主张，在现实中操作难度大，阻力更大。作为多数派，比较典型的延迟退休方案是 2015 年年底《人口与劳动绿皮书》中的相关建议，从 2018 年开始实施延迟退休，女性退休年龄每 3 年延迟 1 岁，男性退休年龄每 6 年延迟 1 岁，直至 2045 年同时达到 65 岁。

在这一方案中，至少存在两大难题很难解决：第一，目前女性退休年龄档次太多，差距太大，比方，女性特种工 45 岁退休，女农民 60 岁退休，二者相差 15 岁。很显然，如果我们同步延迟男女退休年龄，这意味着仍将继续维持这一制度的“不公平性”。第二，如果同步延长男女退休年龄，那么，当男性退休年龄从 60 岁延长至 61 岁时，女农民是否也应从 60 岁同步延长至 61 岁？很显然，这对女农民是不

公平的；或者女农民退休年龄暂时维持不动，等待城镇女工人先将退休年龄从 55 岁延长至 60 岁后，女农民再和女工人一起继续延长退休年龄，如果这样做，又不符合同步延长男女退休年龄的政策安排。

由此可见，优先同步延长男女退休年龄、最终再过渡到统一男女退休年龄的政策主张，不仅操作复杂、难度大，而且政策阻力会更大。

与此相反，考虑优先统一男女退休年龄的政策主张，操作简单，老百姓易于理解，易于接受，改革阻力小。不仅如此，它还会产生更为重要的社会效应及政策效果。

首先，如果优先将男女退休年龄统一至 60 周岁，既能尽快消除对不同职业女性退休年龄的制度歧视，又能消除男女退休年龄的性别歧视。这是制度统一与制度公平的客观要求。

其次，如果优先将男女退休年龄统一至 60 周岁，至少可以节约数千万的女性劳动力，这既可对冲人口老龄化带来的劳动力供给总量的减少，又能客观上延长社保缴费时间，有利于社保负担的代际均衡，减轻后代社保缴费压力。

最后，如果优先将男女退休年龄统一至 60 岁，至少可以为我国社区服务及养老服务输送 5000 万左右的家政工人及专业护理，同时有利于缓解我国养老服务人才需求的巨大缺口。

四、应优先统一男女退休年龄

大家知道，我国现行基本养老保险制度区分为两种类型：一是职工基本养老保险制度；二是城乡居民基本养老保险制度。前者覆盖企业、机关、事业单位职工及城镇灵活就业人员；后者覆盖对象是年满

16 周岁、不在读（或非全日制学校）、未参加职工基本养老保险的城乡居民。两个制度相互补充，共同实行了我国基本养老保险制度“全覆盖”。

目前我国城镇男女退休年龄差距明显过大，女性特种工 45 岁，女工人 50 岁，男性 60 岁，城镇女工人退休普遍太早，而我国女性的平均寿命却比男性长 4.4 岁，因此，中国退休年龄改革，当务之急，应该是首先将男女退休年龄统一至 60 岁，然后再进一步延长。这既有利于制度的统一与公平，也是最符合中国国情的改革路径。

事实上，我国统一男女退休年龄，已具备了较好的制度基础。首先，我国已将城乡居民基本养老保险参保人的法定退休年龄（领取养老保险年龄）统一至男女 60 周岁，这一步改革非常顺利。2009 年我国建立新型农村养老保险制度，正式将男女农民法定退休年龄统一至 60 岁；2011 年我国建立城镇居民基本养老保险制度，正式将城镇居民男女退休年龄统一至 60 岁。

截至 2019 年底，我国城乡居民基本养老保险参保人数 53266 万人，其中，实际领取待遇人数 16032 万人。也就是说，目前我国 5.33 亿城乡居民（不论男女）的法定退休年龄均已统一为 60 岁，这是我国基本养老保险最大的参保人群。

其次，现在可将机关、事业单位全体女职工及企业女干部的法定退休年龄统一至 60 岁，主要涉及机关、事业单位全体女职工，大约 3000 万人，以及企业女干部。

事实上，早在 2015 年 2 月 16 日，中共中央组织部、人社部联合

发布《关于机关事业单位县处级女干部和具有高级职称的女性专业技术人员退休年龄问题的通知》，通知规定：自 2015 年 3 月 1 日起，党政机关、人民团体中的正、副县处级及相应职务层次的女干部，事业单位中担任党务、行政管理工作的相当于正、副处级的女干部和具有高级职称的女性专业技术人员，年满 60 周岁退休。不过，她们也可以在年满 55 岁时自愿退休。

为此，建议我国应该优先将男女退休年龄统一至 60 岁，并同步设置有奖惩机制的弹性退休制度，它是改革阻力最小且最具有可操作性的退休制度改革方案。

阳义南：我国退休制度改革争议及政策出路



阳义南：中国养老金融 50 人论坛特邀研究员，华南理工大学教授

随着经济社会的快速发展和人口预期寿命的延长，我国老年人口规模不断扩大、老龄化形势日益严峻。据统计，近 10 年来，我国的老年人口比重以每年 0.3%、0.4%、0.6% 的加速度增长。截至 2018 年底，60 岁以上人口已有 2.5 亿人，65 岁以上人口有 1.67 亿人，分别占总人口的 17.9% 和 11.9%。到 21 世纪中叶，老年人口预计达到 4.37 亿人，占总人口 1/3 以上。这无疑给我国的劳动就业、养老金收支、医疗保障、公共财政等领域带来沉重压力。

然而，我国是世界上实际退休年龄最低的国家之一。2015 年城

本文摘自《中国社会科学内部文稿》2020 年第 2 期。

镇男职工平均退休年龄为 58.71 岁，女职工为 52.87 岁，远低于 OECD 国家的男性 65.4 岁、女性 63.7 岁，也低于其他金砖国家。2018 年，巴西男性平均退休年龄为 66.6 岁、女性为 63.3 岁；印度男性为 69.8 岁，女性为 62.3 岁；俄罗斯男性为 63.2 岁、女性为 60.2 岁；南非男性为 63.1 岁、女性为 61.7 岁。早在 2008 年，我国就开始考虑延迟职工退休年龄。2012 年 6 月，人民网开展“人社部拟适时建议弹性延迟领养老金年龄，咋看？”的调查，共有 227.6 万网民参与，其中反对比例高达 96.7%。2016 年 3 月，中国青年报社会调查中心联合搜狐民调对 169063 人的调查显示，91.1% 的受访者不愿延迟退休。其原因可能在于，推迟退休将延长养老保险费缴纳时间，缩短养老金领取时间，从而减少个人领取的养老金总量。与此同时，延迟退休有可能挤占年轻人就业机会。因此，有必要就我国开展延迟退休的可能性及其实现路径进行探讨。

一、退休年龄百年趋势

退休是伴随现代工业社会发展而不可避免的现象。农业社会中的老年人不是退休人员。尽管早在 1900 年，就有 1/3 的 65 岁及以上男性老人由于健康问题“退休”了，但由于没有稳定的养老金收入，积累的养老财富也很少，往往无法过上理想的“退休”生活。“大部分老年人都是工作能干多久就干多久，退休仅仅是因为他们不得不这样做（被解雇或健康状况恶化）……只有很小一部分人退休是为了更好地享受生活”。

工业化、科技革命促使国民产出大幅增长，创造了充足的国民

财富,在提高人们生活水平的同时,刺激了人们对更多闲暇的需求。科技革命、技术进步也迫使不能适应新技术、新生产方式的老年职工尽早离开工作岗位,以便为年轻人腾出就业空间,提高生产效率。在这些因素影响下,1889年德国建立了世界上第一个公共养老金计划“老年与残障保险制度”(old-ageandinvalidityinsurance)。此后,各国纷纷仿效,建立支持老年人退休的养老金制度,为退休的老年职工提供稳定的收入来源,使真正意义上的“退休”成为可能。从1889年至今,退休制度已存在并运行了130余年。

(一) 西方工业国家退休制度改革历程

西方工业国家最初实行强制退休制度,并与养老金领取资格捆绑。职工领取养老金的前提一般是退出工作岗位,即选择退休。由于工业经济偏好教育水平高、拥有最新知识和技能年轻劳动力,使得老年职工在竞争中处于劣势。寻找新工作的困难与长期失业的“沮丧效应”,迫使老年职工离开劳动力市场。早期,西方工业国家通过优厚的养老金给付办法鼓励职工提前退休,以便为年轻劳动力腾出工作岗位,缓解就业压力。例如,1935年美国《社会保障法》规定65岁为法定退休年龄,也是领取养老金的最低年龄。但到1956年,妇女职工提前到62—64岁领取养老金;1961年,男性职工提前到62岁。早期的养老金制度尚未成熟,领取养老金的退休职工少、缴纳社会保障税的职工多,使得社会保障基金积累过快过多,故而放宽了养老金的领取条件,如降低领取年龄、提高养老金待遇、增加项目种类,等等。

由于现代工业技术进步加快、劳动强度加大、健康损耗加速，加上养老金计划的诱导性激励，20 世纪初以来西方工业国家男女职工的实际退休年龄一直在下降。20 世纪初，仅有 1/3 的人可以退休；到 1965 年 65 岁以上男性退休比重超过了一半；到 1990 年，只有 16% 的男性仍在工作或还在积极地寻找工作。在 36 个 OECD 国家中，男性职工的 5 年移动平均实际退休年龄从 1965—1970 年的 68.8 岁下降到 1999—2004 年的 63.1 岁，下降了 5.7 岁；女性职工从 1965—1970 年的 66.5 岁下降到 1996—2001 年的 61 岁，下降了 5.5 岁。这种下降趋势一直延续到 20 世纪末 21 世纪初（见图 1）。

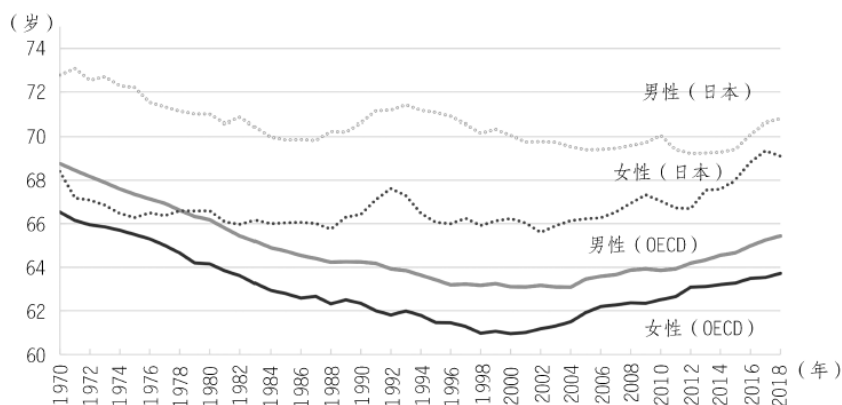


图 1 OECD 国家 1970—2018 年实际平均退休年龄

资料来源：OECD 数据库。（<http://www.oecd.org/els/emp/average-effective-age-of-retirement.htm>）

20 世纪 90 年代，迫于人口出生率下降、老龄化带来的劳动力供给和养老金支付压力，西方工业国家逐渐废除了强制退休制度（美国 1986 年禁止任何年龄的强制退休），改而实行弹性退休制度，给职工一段时期的退休时间窗口 (retirement windows) 供其选择。同时按精算平衡原则，削减提前退休者的养老金给付，增加推迟退休者的养老金给付，等等。弹性退休制度还以额外养老金给付的奖励办法，鼓励职工延迟退休，并废除限制老年职工就业的歧视性政策。表 1

梳理了 28 个国家（地区）的退休年龄政策，包括法定退休年龄、延迟退休年龄、提前和延迟退休条件等内容。

表 1 28 个国家（地区）的退休年龄改革政策

国家（地区）	法定退休年龄	提前退休规定	延迟退休规定
比利时	男 65 岁，女 64 岁	允许提前退休，但有年龄和缴费年限限制	允许延迟退休（公务员不允许提前退休）
保加利亚	男 63 岁，女 59 岁（从 2007 年开始每年延迟 6 个月，至 2009 年 60 岁）	允许提前退休，有年龄和缴费年限限制	无相关规定
捷克	2016 年，男性退休年龄延迟至 63 岁；2019 年，女性退休年龄延迟至 59—63 岁（视抚养孩子的数量而定）	允许提前退休，有缴费年限限制，提前不多于 3 年	允许延迟退休
丹麦	65 岁	公共养老金计划不允许提前退休；部分特殊的公共养老金计划允许 60—65 岁老人减少工作时间；补充养老金计划同样不允许提前退休	允许延迟退休，公共养老金计划最多可延长 10 年（120 个月）退休，补充养老金计划最迟可延迟至 70 岁退休
德国	2012—2029 年从 65 岁延迟至 67 岁	允许提前退休，有年龄和缴费年限限制；残疾人和女性可以放宽限制	允许无限延迟退休
爱沙尼亚	63 岁（男），59.5 岁（女）；2016 年，女性退休年龄将延迟至 63 岁	允许提前退休，有缴费年限限制，最多提前 3 年	允许无限延迟退休
希腊	65 岁（男），60 岁（女）；女性退休年龄正逐步延迟至与男性相同	允许提前退休，有年龄和缴费年限限制	允许延迟退休，最迟延迟至 67 岁
西班牙	65 岁	允许提前退休，有年龄限制，缴费年限长、失业或特殊职业者可以放宽限制	允许无限延迟退休
法国	60 岁	允许提前退休，有年龄和缴费年限限制	允许延迟退休
意大利	57 岁	允许提前退休，有年龄和缴费年限限制	无相关规定
爱尔兰	65 岁	不允许提前退休	允许延迟退休，最迟 66 岁退休
塞浦路斯	65 岁（男），63 岁（女）	允许提前退休，有年龄、缴费年限和金额限制。矿业工作者可放宽限制	允许延迟退休，最迟 68 岁退休
拉脱维亚	62 岁	允许提前退休，有缴费年限限制，最多提前 2 年	允许无限延迟退休

续表 1

国家（地区）	法定退休年龄	提前退休规定	延迟退休规定
立陶宛	62.5 岁（男），60 岁（女）	允许提前退休，有缴费年限限制；失业者可以放宽限制；最多提前 5 年	允许延迟退休，最多延迟 5 年
卢森堡	65 岁（需满足一定养老金缴费年限要求，公务员除外）	允许提前退休，有年龄和缴费年限限制	允许延迟退休
匈牙利	62 岁	允许提前退休，有年龄和缴费年限限制；最多提前 2 年（男）或 4 年（女）；特殊行业工作者可以放宽限制	允许无限延迟退休（公务员、法官等职业除外）
荷兰	65 岁	允许提前退休，但养老金福利将被削减	允许延迟退休
奥地利	65 岁（男），60 岁（女）；2033 年，女性退休年龄将延迟至 65 岁	基本上不允许提前退休，特殊行业工作者可以放宽限制	允许无限延迟退休
波兰	65 岁（男），60 岁（女）	允许提前退休，有年龄和缴费年限限制	允许延迟退休
葡萄牙	65 岁；特殊行业工作者年龄早于 65 岁	允许提前退休，有年龄和缴费年限限制	允许无限延迟退休
芬兰	68 岁（国家养老金）；63—68 岁（雇主养老金）	允许提前退休	允许延迟退休
罗马尼亚	62—65 岁（男），57—60 岁（女）	允许提前退休，有年龄和缴费年限限制（2014 年后限制进一步加强），最多提前 5 年	允许延迟退休
斯洛文尼亚	63 岁（男），61 岁（女）	允许提前退休，有年龄和缴费年限限制	允许延迟退休
斯洛伐克	62 岁	允许提前退休，有缴费年限限制	允许无限延迟退休
瑞典	61 岁以上	不允许提前退休	允许无限延迟退休
英国	65 岁（男），60 岁（女）；2020 年，女性退休年龄逐步延迟至 65 岁	不允许提前退休	允许无限延迟退休
美国	65 岁，逐步延迟至 67 岁	允许提前退休，最多提前 3 年	允许延迟退休，最多延迟至 70 岁
日本	60 岁；2025 年，逐步延迟至 65 岁	允许提前退休	允许延迟退休

资料来源：U.S. Social Security Administration, “Benefits Planner: Retirement,” (<https://www.ssa.gov/planners/retire/agereduction.html>); N. Takayama, “Closing the Gap between the Retirement Age and the Normal Pensionable Age in Japan,” CIS Discussion Paper, no. 583, Center for Intergenerational Studies, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, 2013.

表 1 显示，首先大多数国家都延迟了法定退休年龄，特别是女性退休年龄。其中有 7 个国家制定了明确的延迟退休时间表，但有 6 个国家只延迟女性退休年龄。其次，大多数国家允许和鼓励延迟退休。有 24 个国家允许延迟退休，其中 9 个国家允许无限期延迟退休；18 个国家对延迟退休者直接奖励，少数国家则采取减免延迟退休期间养老金缴费的方式。最后，大多数国家制定了严格的提前退休条件，甚至取消提前退休。有 20 个国家设置了严格的提前退休条件，有 5 个国家不允许提前退休；7 个国家对提前退休的惩罚力度要小于延迟退休的奖励力度；9 个国家对提前退休不实施任何惩罚；有 3 个国家对提前退休的惩罚重于对延迟退休的奖励。

自 20 世纪 90 年代各国普遍实行退休制度改革后，男女职工的实际退休年龄总体出现回升，但政策影响存在时滞效应。相比而言，女性退休年龄的反应更为敏感，1998—2000 年开始出现回升，到 2018 年回升到 63.7 岁。男性退休年龄的反应相对滞后，1995—2004 年基本稳定，到 2005 年才整体开始回升，2018 年回升到 65.4 岁。尽管如此，这一年龄与 20 世纪 70 年代男性职工 68.8 岁、女性职工 66.5 岁相比还有较大差距。由此，只能认定职工的实际退休年龄出现了反弹，但无法确定是否为长期持续上升的反转趋势（见图 2）。

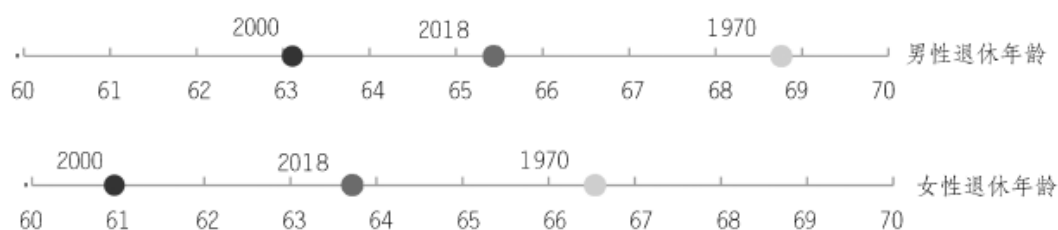


图 2 OECD 国家实际平均退休年龄（三个时间节点）

资料来源：OECD Database on Average Effective Retirement Age.

（二）关于退休制度的基本要点

根据上述国家的政策实践，可得出退休制度的基本要点。

一是退休决策具有异质性、时变性。退休是每个劳动者都要面对的问题，或达到法定年龄正常退休，或提前退休、延迟退休。大部分职工退休后主要依靠养老金维持生活，因此退休制度往往与养老金制度捆绑。退休决策不再完全由个人决定，而是受制于工业社会基于生理年龄的退休养老金制度，以及教育制度、职业结构、持续经济增长对劳动力需求结构的影响。由于养老金待遇、健康状况、教育年限、家庭构成、工作性质、个人偏好等因素各有不同，每个职工基于个人终生效用最大化而得出的最优退休年龄也会有很大差别。虽然大多数工业国家都规定了法定退休年龄，但在劳动者退休之前，无法知道其真实偏好及最终抉择。很多时候，职工也不能确定自身的退休倾向。可见，退休决策具有异质性和时变性，并非一成不变。

二是法定退休年龄可以不同于养老金领取年龄，也不等于实际退休年龄。“退休”存在多种定义：终止工作或不再寻找工作、终止全职工作、工作时间少于一定数量、领取养老金或社会保障、职工自己认为已经退休，等等。其中，最常使用的概念是“停止全职工作”。而在退休制度实务中，有三个年龄特别重要：法定退休年龄(normal retirement age)、养老金领取年龄(pensionable age)和实际退休年龄(real retirement age)。

各国政府通常规定一个法定退休年龄。目前大多数工业国家为

65岁。在弹性退休制度下，法定退休年龄是一个职工可以领取全额养老金的年龄。但法定退休年龄并不必然等于领取养老金年龄。职工可以在法定退休年龄之前（削减养老金作为惩罚），或之后（进行养老金奖励）领取养老金。从前文所述的改革实践来看，工业发达国家较少降低法定退休年龄，而是降低养老金领取年龄。在强制退休制度下，法定退休年龄与养老金领取年龄被紧密联系在一起，延迟法定退休年龄就会同时推迟职工的养老金领取年龄。尽管如此，在强制退休国家，依然有一些可以提前或延迟退休的“特殊通道”。例如，我国的“病退”“内退”“特殊工种”等提前退休方式。

不管是弹性退休还是强制退休，职工在考虑退休年龄时，都会把本国的法定退休年龄作为主要参照，但也会考虑其他因素。历史上，一国政府也通常根据人口结构、就业形势等因素，主动调整养老金政策，激励职工尽早或延迟退休。在这些因素综合作用下，法定退休年龄与实际退休年龄往往不一致，只是选择在法定年龄退休的职工相对更多。例如，36个OECD国家2000—2018年的5年移动平均实际退休年龄，并不必然等于大多数国家的法定退休年龄。

三是推迟法定退休年龄的最终目的在于延迟实际退休年龄，但实际效果可能并不理想。20世纪90年代中期，OECD国家鼓励职工推迟退休，并取消或惩罚提前退休。从实施效果来看，男性职工的实际平均退休年龄开始回升，5年移动平均值从1999—2004年的63.1岁提升到2013—2018年的65.4岁，20年间回升了2.3岁；女职工从1996—2001年的61岁回升到2013—2018年的63.7岁，20

年间回升了 2.7 岁。可见，延迟法定退休年龄并不是目的，只是手段和工具，真正落地的是职工的实际退休年龄。而推迟法定退休年龄的实际效果较为渐进、缓慢，并非立竿见影、百治百效。因此，延迟职工实际退休年龄必须多管齐下、综合统筹，单靠养老金制度的经济激励是远远不够的。

四是延迟职工实际退休年龄的主要抓手，在于提高老年职工的就业意愿和能力。推迟法定退休年龄，只是延迟实际退休年龄的间接办法之一。关键在于如何更直接、有效地提升老年职工的就业意愿和能力，赋予其一定的就业灵活度，延长老年职工的实际就业时间，进而提高职工的实际退休年龄。即使部分职工选择一边领取养老金一边继续就业，但通过扩大就业规模、提高人力资本总量、增加国民产出等途径，促进经济社会发展，就能从宏观层面改善养老金支付压力。这一问题的核心在于如何鼓励、支持老年职工就业，涉及劳动技能培训、就业支持条件、奖励性政策、劳动权益保障等方面。

二、我国退休制度改革及其争议

（一）我国退休制度改革进程

1951 年的《中华人民共和国劳动保险条例》明确规定，男性职工的退休年龄为 60 岁，女性职工的退休年龄为 50 岁。1955 年国务院颁布的《国家机关工作人员退休处理暂行办法》，把女性干部的退休年龄提高到 55 岁。1958 年出台的《国务院关于工人、职工退休处理的暂行规定》，将男性职工退休年龄设定为 60 岁，企业和机关

女性职员的退休年龄统一为 55 岁，女性工人为 50 岁。1978 年国务院颁布的《关于安置老弱病残干部的暂行办法》和《关于工人退休、退职的暂行办法》确认了 1958 年的做法。男性职工 60 岁、女性干部 55 岁、女性工人 50 岁的退休年龄规定，除局部有所修改，整体沿用至今。

与法定退休年龄不同，我国实际退休年龄的波动较大。为缓解年轻劳动力的就业压力，1978 年颁布的《关于工人退休、退职的暂行办法》显示出鼓励提前退休的倾向。该规定把最低工作年限降低到 10 年，提高了替代率，退休职工可以有一个“子女顶替”。这使得退休人数从 1978 年到 1985 年增加了 4 倍。20 世纪 90 年代的国有企业脱困改革，采取过“买断工龄”等办法，使一些职工提前离开工作岗位。我国当前的劳动力市场依然存在“病退”“内退”“特殊工种”等提前退休的通道。而部分机关事业单位的干部、专家在达到一定级别或职称之后，也可以申请延迟退休。此外，很多退休职工仍通过多种途径（如“返聘”、非正规就业）继续工作，并未真正退出劳动力市场。这些事实意味着，我国的法定退休年龄与实际退休年龄之间同样存在很大差异。

进入 21 世纪，我国老龄化日趋严峻、退休职工规模增长较快。2013 年，党的十八届三中全会提出，“研究制定渐进式延迟退休年龄政策”。这是党中央重要文件第一次明确提及延迟退休年龄。2014 年 3 月，原人力资源和社会保障部部长尹蔚民表示，我国将在 2020 年前推出渐进式的延长退休年龄方案（根据参保人出生年份相应推

迟退休年龄，最终实现男女职工 65 岁退休)。2017 年 7 月，《人力资源和社会保障事业发展“十三五”规划纲要》明确提出，在“十三五”期间制定出台渐进式延迟退休年龄方案。但由于遭到社会各界的强烈反对，延迟退休动议暂时处于搁置研究阶段。

(二) 我国退休制度改革的主要争议

总体上看，关于我国退休制度改革的争议主要分为四类：批评强制退休制度，主张延迟退休，反对延迟退休，主张弹性退休。

不少学者对目前的强制统一退休提出质疑，认为缺乏内在合理性，导致有就业意愿和能力老年群体的人力资源被闲置，在经济发展进程中损失大量熟练劳动力，退休制度运行效率低下，形成事实上的社会利益与分配不公。

大部分学者认为，由于人口预期寿命提高、人口老龄化带来的养老保险基金支出压力，应该延长我国的法定退休年龄。延迟退休将在一定程度上缓解医保基金压力，使 2025 年预计的基金赤字降低 1/3 左右。延迟退休还有助于优化劳动力资源配置、扩大就业规模、提升社会储蓄率、带来人口红利等，对经济增长产生积极影响。

但也有学者提出，我国人口预期寿命提高并不表明老年人口预期寿命的大幅提高，加之我国人口的健康预期寿命较低，因而提高退休年龄的依据不够充分。考虑到就业压力等问题，也不宜采取延迟退休年龄的办法缓解养老压力。

由于退休决策存在异质性、时变性，简单地延长退休年龄缺少合理性，因此，采用弹性退休制度是更优选择。即允许职工根据自

身因素自主选择退休年龄，以满足不同人群对劳动就业与退休养老的需要。我国已有一些省市开始尝试弹性退休制度。例如，上海从2010年10月1日起开始实施“人才”柔性退休政策，允许男性职工延迟退休不超过65周岁，女性职工不超过60周岁。

（三）澄清我国退休制度改革的基本问题

1. 我国职工的实际退休年龄呈下降趋势

尽管我国法定退休年龄未曾变化，但职工的实际退休年龄呈下降趋势。据2006年原劳动保障部在全国29个省（市、区）的企业退休人员调查数据，被调查的1756万退休人员中有997万人属于提前退休，占56.8%。提前退休人员的平均退休年龄为50.3岁，其中男性53.3岁，女性47.4岁。而据2015年第四次城乡老年人生活状况调查，220726位60岁以上老人中，男性的实际平均退休年龄为58.71岁，女性平均退休年龄为52.87岁。可以推知，2019年我国男女职工的实际退休年龄可能更低。我国职工的实际平均退休年龄远低于OECD国家、低于欧盟国家，也低于金砖国家。

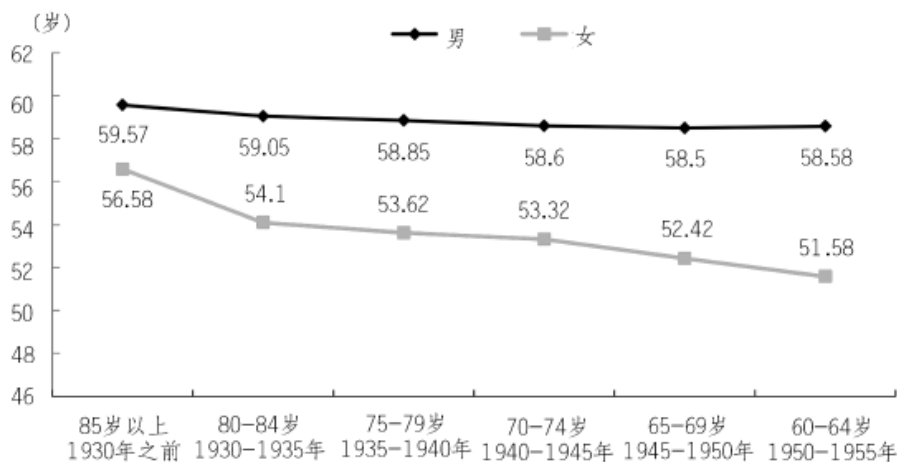


图3 2015年我国不同年代职工的实际平均退休年龄

数据来源：全国老龄工作委员会办公室编：《第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查总数据集》。

如果老人 85 岁以上为出生于 1930 年前，以此类推，60—65 岁为出生于 1950—1955 年。据统计，85 岁以上、80—84 岁、75—79 岁、70—74 岁、65—69 岁、60—65 岁的平均退休年龄分别为 58.26 岁、56.82 岁、56.44 岁、56.2 岁、55.67 岁、55.17 岁。图 3 显示，我国男女职工的实际平均退休年龄都处于下降趋势。其中，男性职工的平均退休年龄从 59.57 岁下降到 58.58 岁，下降较为平缓；女职工退休年龄下降趋势更为明显，从 56.58 岁降至 51.58 岁，这也使得男女职工实际平均退休年龄的差距越来越大。

退休不仅影响职工个人的经济收入、健康状况和家庭福祉，也会对一国的劳动就业、养老金收支、医疗投入、公共财政等产生巨大影响，甚至影响经济增长和社会发展。如果大量职工选择提前退休、低龄退休，就有可能使我国损失更多的熟练劳动力，加剧劳动力供给的紧张局面；还有可能大幅增加养老金支出，加重所在企业和在职职工的缴费负担。与此同时，企业也会尽可能减少劳动力投入，或用资本替代劳动，甚至转移到非正规部门以躲避缴费。由此可能进一步导致财政收入的减少，社会劳动生产率的降低，最终影响国民经济总产出。

2.并非所有职工反对延迟退休

目前，反对延迟退休的调查主要来自网络，其结果未必客观体现民意。公众在延迟退休问题中的多数认知，往往缺乏准确判断，夹杂着很多“非理性质疑”的政策情绪。他们往往不是真正反对延迟退休政策，而是在反对与之相关的“养老金出现缺口、入不敷出”

“延迟退休导致就业挤出效应”“个人养老金财富受损”等问题。

当变换调查方式时，统计结果往往出现较大差异。一项对 53 人的现场、网络和电话调查结果显示，在 19 名小于 40 岁的被调查者中，16 人明确反对“延迟退休”，他们也普遍期盼“父母不要晚退休”；但在 40 岁以上的 34 人中，8 人反对“延迟退休”、17 人认为“无所谓，早退晚退都可以”、9 人希望“能晚退休”（其中有 8 人担任“一定职务”）。这说明职工的退休意愿会因年龄、职务等变化而改变。搜狐网收集到的 300 份问卷调查结果显示，有 64.44% 的被访者反对延迟退休，而有 24.65% 的同意延迟退休。2013 年人民网联合专业第三方调研机构——清研咨询、优数咨询所做的一项问卷调查显示，受访的 1062 人中反对延迟退休的占 68.6%，无所谓的占 4.4%，而支持的占 27%。我们使用潜类别模型对中国劳动力动态调查 (CLDS) 2014 年数据的 6112 个被访者进行识别归类。被解释变量“退休”为分类型潜变量，并使用两个显变量指标（取值 1—3 的退休类型、取值 1—5 的退休意愿）对其进行测量。模型估计之后，非延迟退休者（含提前、正常）占 62.04%，而延迟退休者占 37.95%。这说明网络调查的结果存在较大偏差。相比网络调查，现场调查、电话调查、问卷调查等方式，尤其是大样本随机抽样调查得到的被访者反对延迟退休的比例要少得多。

3. 延迟退休不一定减少养老金财富

有研究表明，对大多数人而言，延迟退休可增加总财富，延迟退休年龄越大，总财富增加越多；对收入较低者而言，延迟退休带

来的总财富增加较少。延迟 1 年退休只会导致 7%的男性和 4%的女性总财富下降。我们构建了职工个人养老金财富的期望现值精算模型。基于参数假定的数值模拟结果表明：职工个人的基本养老金财富是关于其退休年龄的倒 U 型曲线。推迟退休既可能减少但也可能增加养老金财富，主要取决于职工性别和参保年龄。推迟退休会减少 32 岁之前参保男性职工的养老金财富，但可以增加 32 岁之后参保男性职工的养老金财富，以及所有女性职工的养老金财富。由此可知，所谓“退休越晚，养老金财富越少”的判断并不准确。推迟不同性别职工的法定退休年龄需要分类具体探讨。

三、我国退休制度改革的政策出路

导致我国职工实际退休年龄持续降低的根本原因，在于精算条件下基本养老保险制度计发公式的不公平性，不仅很难激励职工按法定年龄退休，在条件允许下更趋向于提前退休。尽管基本养老金的计发公式经历了多次改革（最近一次是在 2005 年），但并未消除这种扭曲性激励。其具体包括：养老金计发没有与职工实际退休年龄挂钩；对提前退休的削减不够，对延迟退休的增长不足；个人账户用完后由统筹基金继续支付等。近年来，我国的养老金待遇调整比例偏高（至今已“十五连涨”），出现提前退休者养老金待遇高于延迟退休者的“倒挂”现象。研究显示，男性职工提前退休的养老金平均多出 5.2%，女性职工提前退休平均多出 8.1%。这种内在的诱导性激励意味着，职工尽早或提前退休更为有利。养老金财富每增加 1%，职工停止工作时间平均提早约 1.2 个月。从国家层面来看，

不仅现有的基本养老金制度难以扭转职工实际退休年龄的下降趋势，还要为此支付更多的养老金，导致养老金支付压力日渐凸显。

因此，“一刀切”强制退休制度或“分刀切”的渐进式延迟退休制度，都缺乏合理性。由于现有的基本养老保险制度存在诱导尽早退休的收益激励，强制延长法定退休年龄将遭到广大职工的强烈反对。而强制生理健康状况较差、社会参与能力不高的人群延迟退休，使其无法及时获得养老金、照护等基本公共资源，就有可能错失机能恢复或改善的机会，造成生理状况的进一步恶化。因此，我国延迟退休改革不能简单依靠行政命令强制推动。推动退休制度改革、实现职工延迟退休，应主要发挥养老保险制度的经济激励作用，具体可分为三步。

第一步，消除基本养老保险制度对提前退休的诱导性激励，否则很难推进延迟退休政策。待遇计发公式应实现职工实际退休年龄的精算平衡，避免提前退休者获得更多的养老金，同时确保延迟退休者避免不必要的养老金损失，使养老金制度对职工退休行为的影响保持“中性”。这样，职工才会根据其他因素而不是获得养老金的多少，考虑自身退休年龄。

第二步，精算平衡的计发公式具体可设计为：将最早参保年龄对应的最优养老金财富（养老金收入减去养老保险缴费的期望净现值）年龄，设定为等于法定退休年龄。例如，18岁参保、符合连续工龄对应的最优养老金财富年龄为60岁，19岁参保对应61岁，20岁参保对应62岁，以此类推。不同年代职工的年龄间隔可参考

其健康预期寿命。由此激励不同参保年龄职工为获取尽可能多的养老金财富而自愿推迟退休。这样既符合职工的切身利益，也有助于实现延迟退休的目标。这里将养老金制度作为诱导职工延迟退休的经济手段，而不是强制手段。

第三步，在最低退休年龄基础上实行弹性退休制度，允许职工根据个人特点和意愿自主选择退休年龄。但要把法定退休年龄 60 岁作为弹性退休年龄窗口的最低年龄，并将各个年龄参保的最优养老金财富年龄设置为晚于 60 岁。在此基础上，职工可以选择提前退休（但不能早于 60 岁），或延迟退休。由于实现了精算平衡，提前退休者不能“多赚”养老金或拿不到最优养老金财富，而延迟退休者既能“赚取”更多养老金，又能满足继续工作的就业意愿。

四、抓住老年人力资源开发黄金期

延长法定退休年龄只是延长实际退休年龄的办法之一，其关键在于提升老年职工的就业意愿和能力。因此，推动退休制度改革应聚焦如何提高老年职工的就业意愿和能力，提高总体就业率，切实抓住老年人力资源开发的黄金期。

（一）发达国家支持老年职工就业的政策实践

欧盟各国从 20 世纪 90 年代末开始倡导“积极老龄化”，并于 2002 年提出了具体的政策框架，主要包括两个方面。第一，构建一个灵活而有保障的劳动力市场，尤其是通过养老保险制度改革、灵活就业安排以及扩大培训机会等措施，确保中老年职工不会过早地退出劳动力市场。第二，通过再就业和继续就业，开发老年人力资

源，使老年人口通过再社会化转变自身角色，从赋闲的离退休人员转变为有所作为的劳动者。具体可采取延迟法定退休年龄、奖励养老金、鼓励和支持就业等多种组合政策。表 2 汇总了 15 个欧盟成员国 2000—2010 年 55—64 岁老年人口的就业率数据。可以看出，55—64 岁老年人口的平均就业率从 37.8% 上升至 48.4%，且呈加速上升趋势。

表 2 15 个欧盟成员国 55—64 岁老年人口就业率 (2000—2010 年) (单位:%)

年份 国家	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
奥地利	28.8	28.9	29.1	30.3	28.8	31.8	35.5	38.6	41.0	41.1	42.4
比利时	26.3	25.1	26.6	28.1	30.0	31.8	32.0	34.4	34.5	35.3	37.3
丹麦	55.7	58.0	57.9	60.2	60.3	59.5	60.7	58.6	57.3	57.5	57.6
芬兰	41.6	45.7	47.8	49.6	45.7	52.7	54.5	55.0	56.5	55.5	56.2
法国	29.9	31.9	34.7	37.0	37.8	38.5	38.1	38.2	38.2	38.8	39.7
德国	37.6	37.9	38.9	39.9	41.8	45.4	48.4	51.5	53.8	56.2	57.7
希腊	39.0	38.2	39.2	41.3	39.4	41.6	42.3	42.4	42.8	42.2	42.3
爱尔兰	45.3	46.8	48.0	49.0	49.5	51.6	53.1	53.8	53.7	51.0	50.0
意大利	27.7	28.0	28.9	30.3	30.5	31.4	32.5	33.8	34.4	35.7	36.6
卢森堡	26.7	25.6	28.1	30.3	30.4	31.7	33.2	32.0	34.1	38.2	39.6
荷兰	38.2	39.6	42.3	44.3	45.2	46.1	47.7	50.9	53.0	55.1	53.7
葡萄牙	50.7	50.2	51.4	51.6	50.3	50.5	50.1	50.9	50.8	49.7	49.2
西班牙	37.0	39.2	39.6	40.7	41.3	43.1	44.1	44.6	45.6	44.1	43.6
瑞典	64.9	66.7	68.0	68.6	69.1	69.4	69.6	70.0	70.1	70.0	70.5
英国	50.7	52.2	53.4	55.4	56.2	56.8	57.3	57.4	58.0	57.5	57.1
平均	37.8	38.8	40.2	41.7	42.6	44.2	45.3	46.5	47.4	47.9	48.4

资料来源: Kate A. Hamblin, *Active Ageing in the European Union: Policy Convergence and Divergence*, London: Palgrave Macmillan, 2013.

(二) 我国正处于老年人力资源开发黄金时间

目前，我国职工退休后以返聘、临时工等形式参与就业的比例不低。据 2015 年全国 1% 人口抽样数据，60 岁以上老年在业人口达 5957 万人，在业率为 26.8%，其中 60—64 岁老年人口在业率为 42.8%。据中国老年社会追踪调查(CLASS)2014 年数据，老年人口从事有收入工作或劳动的占 19%。据中国老年人口健康状况调查(CLHLS)2014 年数据，老年人口退休后继续从事有报酬工作的比例

为 13.88%。另据第四次中国城乡老年人生活状况调查数据，2015 年 60 岁以上老人从事有收入工作（非农）的占 10.2%，而从事农林牧副渔等经济活动的占 24.4%，合计超过 30%。相比年轻劳动力、农村劳动力，老年职工大多属于经验丰富的熟练劳动力，在劳动力市场具有一定的比较优势。

随着老龄化程度日趋严峻，我国“人口红利”的优势正在快速退减。开发利用老年人力资源，可以为我国经济增长创造更多的动力源泉。当前我国老年人口的年龄结构比较年轻，低龄老人占大多数。据统计，2018 年末我国 60 岁以上人口 24949 万人，65 岁以上人口 16658 万人，可知 60—65 岁低龄老年人口为 8291 万人。加上在 60 岁之前的低龄退休职工，我国可供开发的老年人力资源初步估计超过 1 亿人。因此，未来 10 年将是我国利用和开发低龄老年人口红利的最好机会。我国应践行“健康老龄化”和“积极老龄化”理念，做好“健康、参与、保障”三方面工作，积极鼓励和支持老年人“老有所学”和“老有所为”，确保老年职工“能就业、想就业、就得了业”。2019 年 11 月，中共中央国务院印发的《国家积极应对人口老龄化中长期规划》明确指出，积极应对人口老龄化，要按照经济高质量发展的要求，坚持以供给侧结构性改革为主线，构建管长远的制度框架，制定见实效的重大政策，坚持积极应对、共建共享、量力适度、创新开放的基本原则，走出一条中国特色应对人口老龄化的道路。该规划将改善人口老龄化背景下的劳动力有效供给作为具体工作任务，要求构建老有所学的终身学习体系，实现更高

质量和更加充分就业。目前来看，我国还需加强以下方面建设：建立老年人人力资源库，制定老年人人力资源开发计划和管理办法，为老年职工提供继续教育和职业技能培训，发展面向老年群体的就业中介，并完善相关劳动立法，明确保护老年职工的劳动关系和合法权益，等等。

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，由曹伟、陈健合著的《养老保障管理产品：立足养老本源，实现健康发展》、由胡俊英编著的《养老目标基金：运作稳健开局良好，市场接受度逐步提升》两篇文章。欢迎大家向本栏目投稿。

曹 伟、陈 健：养老保障管理产品：立足养老本源，实现健康发展



曹伟：建信养老金管理有限责任公司总裁

本文摘自《中国养老金融发展报告（2020）》第 140-153 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

一、2019年养老保障管理产品市场概况

（一）市场主体情况

2019年3月恒安标准养老保险有限责任公司获批筹建，从事养老保险相关业务的市场主体从原来八家养老保险公司加建信养老金公司的“8+1”格局将变为“9+1”。恒安标准养老由恒安标准人寿独资设立，开业后将是国内第一家外资养老保险公司。恒安标准养老的筹建，意味着国外大型养老金管理公司开始正式进入国内市场，未来国内养老金管理领域的市场竞争也将更加激烈。

2019年人民养老正式开始经营团体养老保障管理产品，至此目前开业的八家养老保险公司和建信养老金公司已经全部开展养老保障管理业务。九家主体中，除新华养老和人民养老只开展团体养老保障管理业务外，其余七家还开展了个人养老保障管理业务。

（二）产品规模情况

根据对市场主要主体数据的不完全统计，2019年养老保障管理产品市场规模已突破1.1万亿元，具体如下见表1。

表1 2019年养老保障管理产品市场规模

单位：亿元

公司	个人养老保障管理产品		团体养老保障管理产品
	开放式	封闭式	
国寿养老	3175.62	88.84	52
平安养老	2559.4	189.87	25.1
建信养老金	1871.90	57.76	46.36
长江养老	1681.23	—	170.42
太平养老	705.06	35.15	85.43
泰康养老	285.77	—	15.25
合计	10278.98	371.62	394.56

注：1、大家养老、新华养老没有披露产品规模数据；

2、数据主要来源于各公司官网披露，个别为同业交流数据。

从 2019 年产品规模数据来看，呈现“两高两低”的特点。养老保障管理产品中，个人养老保障管理产品面对庞大的个人客户群体，在整体产品规模中占有绝大比例，根据以上统计数据，2019 年个人养老保障管理产品的规模占比超过 95%，远远高于团体养老保障管理产品。而个人养老保障管理产品中，开放式产品因其灵活的购买方式和不同的开放期限，可以满足多种层次的养老投资需求，成为了个人养老保障管理产品的主流，2019 年开放式产品在个人养老保障管理产品中的规模占比又在 95% 以上，远远高于封闭式产品。

（三）市场格局情况

目前，开展养老保障管理业务的市场主体一共九家，各家公司发展也各具特点，例如以企业年金业务起步的长江养老将类年金的团体养老保障管理产品作为突破口优先发展。而作为首家养老金管理公司，银行系的建信养老金由于具备庞大的个人客户基础和个人金融产品发行经验，个人养老保障管理产品的发展速度很快。

总体市场格局方面，国寿养老、平安养老、建信养老金、长江养老、太平养老和泰康养老这六家公司形成了一定业务规模，其他公司规模相对较小，市场集中度较高，头部效应比较明显。根据 2019 年的数据，从总体规模来看，国寿养老位居市场第一，规模超过 3000 亿元；平安养老其次，规模在 2000 亿元以上；建信养老金和长江养老分列三、四位，规模超过千亿，其中建信养老金的规模接近 2000 亿元。

个人养老保障管理产品中，国寿养老、平安养老、建信养老金

和长江养老四家公司的规模在千亿元以上，集中度超过 90%，与后面几家公司拉开的差距较大。相较个人养老保障管理产品，团体养老保障管理产品方面，只有以企业年金业务起步的长江养老，规模超过百亿；其他各家主体规模都低于 100 亿，也没有形成明显差距。

（四）产品类型情况

按照运作方式和存续期限的不同，养老保障管理产品可以分为不同的类型，目前市场上现有的产品，估值方式还存在差异。就开放式个人养老保障管理产品而言，2018 年以前产品都是以摊余成本法进行估值，存续期限大部分是中短期，1 年及以上的长期产品相对较少。

近两年，监管部门对个人养老保障管理产品的发展提出了相关指导意见，产品类型出现了一些变化。一是净值型产品逐步增多，2018 年 8 月第一只净值型产品在第三方网络平台开始销售，此后增新产品多以净值型为主，据不完全统计，2019 年第三方网络平台新增销售的开放式个人养老保障管理产品共 19 支，其中净值型产品就有 13 支。二是中长期产品逐步增多，2019 年第三方网络平台销售的个人养老保障管理产品约为 47 支，期限在 360 天及以上的产品已经达到了 17 支。

（五）销售渠道情况

针对销售对象不同，养老保障管理产品的主要销售渠道也存在差异。团体养老保障管理产品主要面向政府机关、企事业单位及其他社会组织等团体进行销售，一般采取直销方式，通过公司自有渠

道进行销售。个人养老保障管理产品面向广大的个人公众进行销售，主要采取与具有相应资质的金融机构和第三方网络平台等合作，通过代理渠道进行销售。

从近几年的市场销售情况来看，第三方网络平台因其流量优势已经成为个人养老保障管理产品最主要的销售渠道，目前经营个人养老保障管理业务的主体无一例外都与第三方网络平台进行了合作，产品规模的大部分也来自于这一渠道。第三方网络平台上，市场头部效应明显，蚂蚁财富、理财通、京东金融等带有大量流量的头部平台集中了绝大部分业务，其中蚂蚁财富的销售规模最大。

二、养老保障管理产品发展的机遇

在我国人口老龄化程度不断加深的背景下，国家养老保障体系改革不断深化，居民养老保障意识不断提高，养老保障管理产品的发展迎来了新的机遇。

（一）养老保险第三支柱改革进程加快

我国养老保险制度从上世纪 90 年代开始进行改革，经过多年发展已经取得了显著成效，但目前的发展还存在结构性不均衡问题。第一支柱的基本养老保险占比过高，第二支柱的企业补充养老保险存在短板，第三支柱的个人养老金还处于萌芽状态。从其他国家的经验来看，养老保险体系只有多个支柱协调发展，才能相对稳健，具有可持续发展能力。

正是基于此，加快推进养老保险第三支柱的呼声越来越高，政府有关部门也在加快研究制定相关改革措施。2019 年 1 月 12 日，

中国社会保险学会重点课题《建立中国特色第三支柱个人养老金制度》发布了课题成果，第一次将养老保险第三支柱命名为“中国个人养老金”。2019年6月11日，人社部官网发布消息，为贯彻落实全面建成多层次社会保障体系的要求，完善多层次养老保险体系，人力资源社会保障部和财政部牵头，正在会同相关部门研究制定养老保险第三支柱政策文件。未来拟考虑采取账户制，并建立统一的信息管理服务平台，符合规定的银行理财、商业养老保险、基金等金融产品都能成为养老保险第三支柱的产品，通过市场长期投资运营，实现个人养老金的保值增值。这为第三支柱未来的发展明确了方向。

养老保险第三支柱改革的加快推进，为养老保障管理产品的发展提供了机遇。养老保障管理产品的出现，目的就是要为政府机关、企事业单位及其他社会组织等团体和个人提供养老保障以及与养老保障相关的资金管理服务。产品本身就具有养老的属性，如果将来能够顺利成为第三支柱的产品，面对巨大的养老储蓄和养老理财需求，产品未来的发展空间巨大。

（二）居民养老储备意识提高

近些年，随着政府部门和金融机构在养老方面的投资者教育力度不断加大，我国居民的养老储蓄意识也在不断提升。2019年9月19日，富达国际和蚂蚁财富联合发布了《2019年中国养老前景调查报告》，这次调查共有50050名受访者参加，18-34岁的人群占了受访总人数的73%。所有受访者中，有50%的受访者表示已经开始了

自己的退休规划和养老储蓄，对比 2018 年，这个比例只有 46%。具体来看，18-34 岁的人群中有 48% 的人数已经开始了养老规划和储蓄，这说明 80 后、90 后的年轻一代群体已经逐步意识到养老规划和养老储蓄的重要性。对于养老保障管理产品而言，这是一个积极的信号，说明消费者的养老储蓄意识在增强。如何发挥产品本身自有的优势吸引投资者，帮助广大居民做好养老储蓄和养老理财，也是养老保障管理产品发展的一个重要机遇。

（三）养老保障管理产品定位逐步清晰

养老保障管理业务从 2009 年开始出现，当年原保监会下发《关于试行养老保障委托管理业务有关事项的通知》（保监发〔2009〕129 号），决定由养老保险公司试行养老保障委托管理业务，但是只能针对团体客户。同时要求养老保险公司开展养老保障委托管理业务的，应当开发养老保障委托管理产品。

在业务试行的基础上，2013 年原保监会发布了《养老保障管理业务管理暂行办法》（保监发〔2013〕43 号，以下简称《暂行办法》），除团体客户外将个人客户也纳入委托人范围，明确可以为单一客户办理养老保障管理业务，也可以为多个客户办理集合养老保障管理业务。《暂行办法》还首次提出“养老保障管理产品”的概念。

2015 年原保监会出台《养老保障管理业务管理办法》（保监发〔2015〕73 号），将养老保障业务做了进一步的划分，可以为单一团体委托人办理单一型养老保障管理业务；为多个团体委托人办理集合型养老保障管理业务；为个人委托人办理集合型养老保障管理

业务。相应的，将养老保障管理产品分为团体和个人两大类。在投资方面，明确养老保障管理产品可以设置开放式和封闭式投资组合。

《养老保障管理业务管理办法》在产品销售管理、投资管理、风险控制等方面的规定，很多都类似于公募资管产品的有关规定。

2019年以来，为适应客观形势变化，监管部门开始对《养老保障管理业务管理办法》进行修订，从多种渠道了解的情况来看，养老保障管理产品的定位将更加清晰，更加突出资产管理产品的属性。此外，监管部门在产品备案、机构资质、投资管理、运营管理、信息披露等方面都提出了更加严格的要求，行业发展将更加规范，这也为养老保障管理产品的发展带来了机遇。

三、养老保障管理产品发展的挑战

（一）监管环境的变化对市场发展提出更高要求

2018年中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》），对资产管理业务做出了统一规范和要求，提出了更高的要求 and 更严的标准。监管部门按照《指导意见》要求逐步规范和强化对养老保障管理产品的管理，未来各家主体在产品的销售管理、投资管理、信息披露、客户服务等方面都面临新的挑战。

2019年12月25日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局下发了《关于进一步规范金融营销宣传行为的通知》，对金融产品和金融服务的营销

活动进行了规范，提出一系列要求。结合《全国法院民商事审判工作会议纪要》关于金融消费者权益保护纠纷案件的审理精神，监管部门对消费者权益保护的要求愈加严格，对金融产品销售的规范性、适当性等方面要求不断提高。如何适应新的政策变化，充分履行适当性义务，对各家主体来讲也是一个挑战。

（二）市场环境的变化带来了更加激烈的竞争

虽然目前经营养老保障管理产品的主体只有 9 家，但并不意味着市场竞争仅存在于这 9 家主体之间，作为具有资产管理性质的产品，养老保障管理产品面对的是整个大资管行业的竞争，相比银行、证券、基金、信托等其他主体，养老保险公司和养老金公司成立时间较晚，能力、经验、技术等积累还比较薄弱，面对的发展压力更大。2019 年 6 月中国第一家理财子公司——建信理财有限责任公司在深圳正式开业，资管行业主体进一步扩容。银行理财子公司的产品与个人养老保障管理产品有不同程度的重合，甚至有些产品也定位于养老保障，直接与养老保障管理产品形成竞争。

除了与其他金融产品的竞争外，养老保障管理行业还面临国外养老金管理机构的竞争。2019 年 3 月恒安标准养老保险有限责任公司获批筹建，其外方股东英国标准安本集团是全球大型投资公司之一，主要业务涵盖投资管理、养老金及长期储蓄等领域，旗下管理全球资产达 6100 亿英镑。标准安本集团于 2017 年由标准人寿和安本资产合并成立，标准人寿作为英国老牌保险公司，长期引领着英国养老金市场的发展，100 多年前就在英国推出了养老金计划，在

养老金管理方面具有丰富的经验。还有其他国外大型的养老金公司也以不同形式进入国内，虽然目前还没有开展业务，但是一旦获得业务资格，可以预计市场竞争将更加激烈。

（三）消费者的投资理财观念没有完全改变

近些年，随着社会经济发展，城乡居民收入增加，人们的投资理财意识也在不断增强，除银行储蓄外，基金、保险、信托、贵金属等逐渐进入了普通居民的投资视野。但是受传统观念影响，消费者在理财意识增强的同时，投资观念还相对比较传统，保证本金、固定收益的观念还停留在很多居民的意识中，投资更偏重中短期限，投资决策更看重收益率而忽视了自身风险承受能力，这些与养老保障管理产品的性质和发展方向存在差异。作为为团体和个人委托人提供养老保障以及与养老保障相关资金管理服务的产品，养老保障管理产品的属性还不同于一般的投资理财产品，主要是满足人们未来的养老需求，更应该进行长期投资。而且作为受托管理性质的资产管理产品，按照《指导意见》要求，不得承诺保本保收益，购买养老保障管理产品本金是否亏损，收益能否保证，需要消费者根据产品风险等级和自身风险承受能力做出选择。

但是目前的现状是，相对公募基金等产品，社会公众对养老保障管理产品的了解还不够充分，对产品性质、特点的认知还不够全面，很多消费者将其视同为一般的理财产品。还有就是产品的净值型运作，每天的产品净值因为市场变化几乎都会出现变化，甚至出现回撤情况，一旦出现净值出现负增长，消费者往往很难接受，这

对养老保障管理产品的进一步推广，特别是中长期产品的发展造成一定影响。如何通过有效的方式加强投资者教育，逐步改变广大消费者的投资理财观念，加深对养老保障管理产品的了解也是各家主体需要面临的挑战。

（四）市场主体的自主销售能力还比较薄弱

虽然在 2019 年养老保障管理产品的市场规模已突破 1.1 万亿，但整体来看，各家主体的自主销售能力还相对比较薄弱，对代理渠道特别是第三方网络平台的依赖性较强，销售渠道较为单一。

对于互联网渠道而言，蚂蚁财富、理财通、京东金融等头部互联网平台具有客户群体广、消费场景多、客户流量大等优势，通过与这些平台合作，经营养老保障管理业务的各家主体可以快速切入市场，有助于扩大市场影响、树立品牌形象、形成产品规模。从实践来看，目前在第三方网络平台上销售的某些养老保障管理产品，确实形成了品牌影响，拥有了一大批相对稳定的客户群体。但是与第三方网络平台的合作过程中也存在着一些问题，例如客户信息基本掌握在平台手中，各家主体很难充分的对客户进行画像，这对于了解客户需求和偏好，进行产品创新带来了一定困难。再比如，监管部门对销售过程中反洗钱等合规要求越来越高，但是由于各家主体不掌握客户全部信息，很难一次性完成可疑人员筛选，还需要和第三方网络平台多次反复才能完成。因此对各家主体而言，如何在巩固与第三方网络平台合作的基础上提升自主销售能力，形成多元化销售渠道，对于养老保障管理产品进一步的发展是一个重要课题。

四、养老保障管理产品发展的方向

（一）参与养老生态，发挥多维功能

养老需求不同于一般需求，具有持续周期长、需求内容广等特点。从生命周期角度看，养老既包括退休之前的养老积累，也包括退休之后的养老消费，而养老消费则涵盖衣、食、住、行、医、乐等方方面面，全方位满足人们的养老需求，涉及到金融、地产、服务、用品、医护、教育、文旅、咨询等行业，形成了丰富的养老生态。作为服务养老保障的养老保障管理产品，可以通过创新产品设计，丰富产品内涵，发挥金融的纽带作用，参与到养老金融生态圈建设中，打造不同于其他资管产品的特点。

从整个养老金融生态圈来看，涉及 C、B、G 三端。在 C 端，涉及个人养老规划、财务投资以及养老服务获得。在 B 端，既包括养老金投资管理机构，也包括养老服务链条上下游各类企业。在 G 端，养老作为一项民生事业，需要与政府形成互动。针对当前养老生态发展中存在的有效需求不足、供给质量不高、资源整合不够等痛点问题，养老保障管理产品可以通过“产品+权益”的模式，在 B、C 两端同时发力，将客户金融需求与养老服务联动起来，整合资金流和信息流，优化资源要素配置，打通老年人资产、投资、消费、生活链条，打造优质高效的综合化养老产品服务。

具体而言，在 C 端可以开发“养老权益型”产品，客户购买产品并签约授权后，获取金融产品收益的同时还可以享受该产品各类附加的养老服务权益，通过为客户提供健康养生、医疗照护、旅游

度假、文化娱乐、日常消费等方面个性化、综合化的优质养老服务，提升产品体验，激发客户需求，更好的融入客户在养老消费阶段的各种场景，增强养老保障管理产品的客户粘性。在 B 端，通过“养老权益型”产品的权益库建设，深入挖掘 B 端优质资源，有效对接 C 端需求，改善 B 端客户业务运营。同时通过产品发行募集资金，满足 B 端多元化融资需求，降低运营成本和资金成本，支持优质的养老服务企业做大做强。

在政策层面，这种创新的产品设计方式还需要监管部门的大力支持，允许部分具有相应资源和管理能力的主体先行先试，积累相关的经验。从主体来讲，在设计附加养老服务权益的养老保障管理产品时，需要对附加的养老服务权益进行严格审核和把关，在产品本身与附加的权益之间做好风险隔离。

（二）立足养老保障，体现养老属性

伴随着人口结构变化，养老方式也在发生着改变，从家庭养老逐步过渡到社会养老，在退休之前积累充分的养老资金才能保证个人退休之后的生活。从我国养老保险体系改革的目标来看，资金来源多渠道、保障方式多层次是未来的总体方向，在基本养老保险之外，国家鼓励发展企业补充养老保险和个人储蓄性养老保险。特别是随着养老保险第三支柱改革进程加快，在退休之前进行有效的个人养老积累是大势所趋。

对于养老保障管理产品而言，本身就服务于养老保障需求，在多层次养老保险体系建设中更应该发挥主力军作用，因此养老保障

管理产品未来的发展，最根本的就是要立足养老保障，从养老规划出发，满足广大人民群众养老积累需求，体现自身的养老属性。

一是长期性，养老积累是一个长期的过程，从劳动者步入劳动收入阶段就应该开始，往往要持续几十年的时间，这也是养老理财不同于一般投资理财的最大特点。因此，养老保障管理产品的发展必须立足养老积累的长期性，大力发展中长期产品。从目前了解的情况看，监管部门关于产品期限设计的政策导向也是如此。二是稳健性，劳动者进行养老积累的目的是满足退休之后的养老需求，形象的讲就是“保命钱”，相比收益性而言，更关注资金的安全性和投资的稳定性，因此养老保障管理产品未来的发展需要更加稳健，尽可能减少投资收益的波动。这方面，监管部门可以通过政策引导，根据养老资金的特点，在投资范围、投资期限、投资比例等方面进行相对差异化的管理，更好的满足广大人民群众对美好退休生活的追求。例如在投资范围和投资渠道上，借鉴国外大型养老金管理机构的投资经验，支持养老保险公司和养老金公司探索拓展海外投资渠道，在全球范围内进行大类资产配置。支持养老保障管理产品进行长期股权投资，适度提升不动产类资产、其他金融资产的投资比例等。

从政策层面来看，为促进养老保障管理产品更好的服务养老需求，根据产品本身的属性和特点，在养老保险第三支柱个人账户的设计上，建议监管部门能够对养老保障管理产品予以优先考虑，纳入第三支柱的税优产品范围，更好的发挥养老保障管理产品的作用。

（三）加强主动管理，提升投资收益

作为服务养老保障目的的养老保障管理产品，直接满足广大居民的养老理财需求，是进行养老积累的重要形式，投资收益的高低直接影响了产品的吸引力。随着大资管时代的到来，行业壁垒逐渐打破，2018年《指导意见》发布后，资管行业规范也逐步统一，打造自身投资能力，加强主动管理，提高产品投资收益，是各类金融机构和金融产品未来的发展趋势。

随着养老保障管理产品的发展，市场需求呈现多元化态势。在加强主动管理方面，养老保险公司和养老金公司首先应加强自身投资队伍建设，不断提高投研水平，应立足养老保障需求，积极研发多投资策略的养老保障管理产品，建立多元化的产品布局，以丰富的“产品线”形成差异化，针对不同类型的投资者，采取适宜的策略，匹配不同性质和不同比例的底层资产。其次，养老保险公司和养老金公司要充分借助外部力量，加强与银行、基金、信托、券商、各类资管公司之间的交流合作，在产品方面研究和推出FOF、MOM等投资管理模式，借助外部优秀的投资和研究能力，不断提高自身产品投资收益。

在加强主动管理之外，养老保障管理产品在投资方面还应该结合生命周期的特点，充分考虑不同年龄阶段的风险承受能力，采取不同的投资策略。这方面，上世纪90年代出现的养老目标日期基金提供了很好的思路和借鉴。1996年10月富达投资推出了旗下第一款目标日期产品—富达自由系列基金，以5年为一个时间跨度对应

投资者的目标退休日期。目标日期基金在投资策略上，充分考虑了不同年龄阶段的风险承受能力，引入下滑轨道，在投资者到达 45 岁前，该滑道都保持权益资产 90% 的配置比例，随后权益资产逐步下滑，直至投资人到达 84 岁时达到最保守的配置比例，此时权益资产的比重为 24%。除了权益资产的下滑轨道外，目标日期基金还考虑细分资产类别在投资者生命周期中的配置权重。对于养老保障管理产品而言，今后的产品设计和投资策略可以借鉴这些成功的经验，既有助于消费者进行长期养老积累，又能有效平衡不同年龄阶段的风险承受能力。

（四）强化销售规范，保障客户权益

近年来，监管部门对金融消费者权益保护力度不断加大，《指导意见》中明确规定：金融机构发行和销售资产管理产品，应当坚持“了解产品”和“了解客户”的经营理念，加强投资者适当性管理，向投资者销售与其风险识别能力和风险承担能力相适应的资产管理产品。禁止欺诈或者误导投资者购买与其风险承担能力不匹配的资产管理产品。2019 年 12 月 25 日，一行两会一局下发的《关于进一步规范金融营销宣传行为的通知》，对金融产品和金融服务的营销活动进行了进一步的规范。

在法律审判层面，《全国法院民商事审判工作会议纪要》规定：卖方机构必须履行了解客户、了解产品、将适当的产品（或者服务）销售（或者提供）给适合的金融消费者等义务。金融产品发行人、销售者未尽适当性义务，导致金融消费者在购买金融产品过程中遭

受损失的，金融消费者既可以请求金融产品的发行人承担赔偿责任，也可以请求金融产品的销售者承担赔偿责任，还可以根据《民法总则》第 167 条的规定，请求金融产品的发行人、销售者共同承担连带赔偿责任。

因此，养老保障管理产品未来的发展，在销售方面需要更加规范，要做好产品本身的风险评级和客户风险承受能力的评级，要充分揭示产品可能存在的风险等，切实履行好“卖者尽责”的要求，充分保障消费者权益，只有这样，养老保障管理产品才能持续健康发展。

（五）借助金融科技，提供精准服务

当前，科技发展日新月异，大数据、区块链、云计算、人工智能等新技术的发展正改变着人们的生产生活方式。科技与金融融合形成的金融科技的发展，为传统金融行业创新产品和服务，降低运营成本，提升服务效率等带来了新的机遇。

面对金融科技的蓬勃发展，养老保障管理产品应该积极拥抱这种趋势，以更加开放的心态迎接这种变化。具体而言，养老保障管理产品可以在多个方面借助金融科技的力量，一是充分利用互联网特别是移动互联使用便捷、易于和场景结合等特点，广泛覆盖长尾客户，扩大客户覆盖面。二是借助大数据、云计算等技术，在合规前提下多维度、多方位收集和分析客户信息，形成对客户的全面画像和立体认知，“千人千面”，为客户提供精准服务，同时还可以在深入了解客户的基础上进行产品创新。三是利用 5G 网络的优势和智

能语音等技术，探索视频客服、视频营销等新型交互服务方式；借助智能家居技术，通过智能音箱为客户提供更佳便捷的服务。四是利用人工智能和机器学习等技术，打造智能投顾系统，根据个人投资者的风险承受水平、收益目标以及风格偏好等要求，运用一系列智能算法及投资组合优化等理论模型，为客户提供投资参考，并根据市场动态对资产配置再平衡提供建议。

老有所养，是每个人的基本需求，也是全社会的民生期盼。养老保障管理产品无论在产品设计、投资管理、运营服务等方面都需要不断创新，才能更好地服务多层次养老保障体系建设。

胡俊英：养老目标基金：运作稳健开局良好，市场接受度逐步提升



胡俊英：中国养老金融 50 人论坛联席研究员、泰达宏利基金管理有限公司组合基金部高级研究员

一、养老目标基金概述

（一）背景介绍

我国人口老龄化形势日益严峻，距深度老龄化仅一步之遥。我国于 2000 年正式跨入老龄化社会，截至 2019 年底，中国 60 岁及以上老年人口约 2.54 亿，占总人口的 18.1%，其中 65 岁及以上老年人口约 1.76 亿，同比新增 945 万人，占总人口的 12.6%，目前距深度

本文摘自《中国养老金融发展报告（2020）》第 154-181 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

老龄化也仅差 1.4 个百分点。低生育水平和人口寿命的延长均会进一步加剧我国的老龄化程度，根据联合国《世界人口展望（2017）》人口预测数据显示，到 2050 年 65 岁及以上人口比重达约 30%，届时每 3.3 个中国人中将有 1 个 65 岁以上的老人。然而，在老龄化问题日益严重的同时，国民的养老储备与中国的养老金体系却难以支撑养老负担。一方面，养老金储备严重不足，养老金替代率低。2018 年末中国养老金资产约为 9.54 万亿，占 GDP 比重仅为 11%，同时城镇职工基本养老金替代率 2010 年以来一直维持在 45% 左右的低位，而美国、加拿大、澳大利亚、荷兰、英国等国家的养老金资产占 GDP 的比例均超过 100%。另一方面，养老金体系结构不合理。美国、加拿大等国二、三支柱占比 80% 以上，而我国基本养老金第一支柱一支独秀，第二支柱覆盖面极小，第三支柱尚处于试点期，养老金体系结构严重失衡。从全球养老金体系来看，任何单一支柱都不足以应对老龄化危机，世界银行倡导的养老金三支柱的模式成为各国养老金体系改革的趋势，因此建立政府、单位、个人三方共担的三支柱养老金体系是实现养老金可持续性发展的关键。早在 1991 年，我国已经提出多层次养老金体系的概念，而 2018 年 4 月 2 日五部委联合印发的《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，标志着第三支柱试点正式启动，这是第三支柱个人养老金制度的重要尝试，意义重大。

养老目标基金是一类特殊的公募基金，为服务养老而生，一直是境外个人养老金投资管理中的主要产品，在个人养老金投资中发

挥着极为重要的作用。我国过去十多年的养老金市场化运作实践表明，中国的公募基金行业在全国社保基金和企业年金基金的保值增值中发挥了重要作用和卓越贡献，能够为我国第三支柱体系建设贡献重要力量。2018年3月2日发布的《养老目标证券投资基金指引（试行）》（简称《指引》），为基金行业服务个人养老金投资指明了方向，是公募基金行业服务个人投资者养老、推进多支柱养老金体系市场化改革的里程碑事件。《指引》的发布标志着我国养老公募基金产品进入规范化的运作阶段，意味着个人养老投资者将拥有更丰富的养老投资工具。目前养老目标基金运作已超过一年，整体运作良好，助力个人投资者实现长期稳健收益的养老目标。

（二）养老目标基金整体发展情况

从《指引》发布以来，共有94只养老目标基金获批，其中养老目标日期基金48只，其目标日期年份范围从2025年到2050年，以2035年、2040年的产品为主，占比28%。养老目标风险基金48只，分为稳健型、平衡型以及积极型三类，以稳健型养老产品为主，占比63%（见图1、图2）。截止2020年4月末，依然有23只养老目标基金处于审核期，其中13只目标日期基金，10只目标风险基金。目前已有47家基金管理人布局养老目标基金，由于《指引》中对管理人有最近三年平均公募管理规模（不含货币）在200亿元以上的规定，目前有57家基金管理人满足规模门槛，也就是说82%的满足条件的公司均都已着手养老目标基金的布局，基金业对其的重视程度，可见一斑。

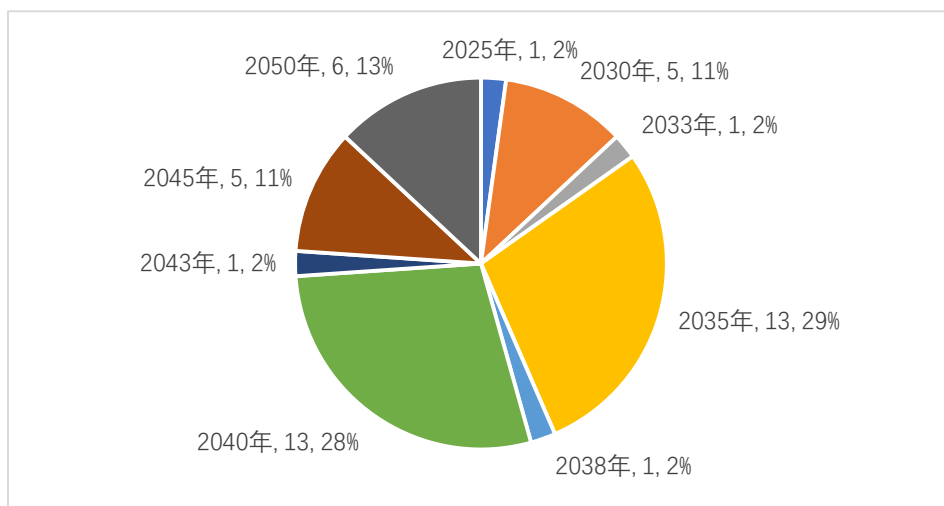


图1 养老目标日期基金目标日期分布情况

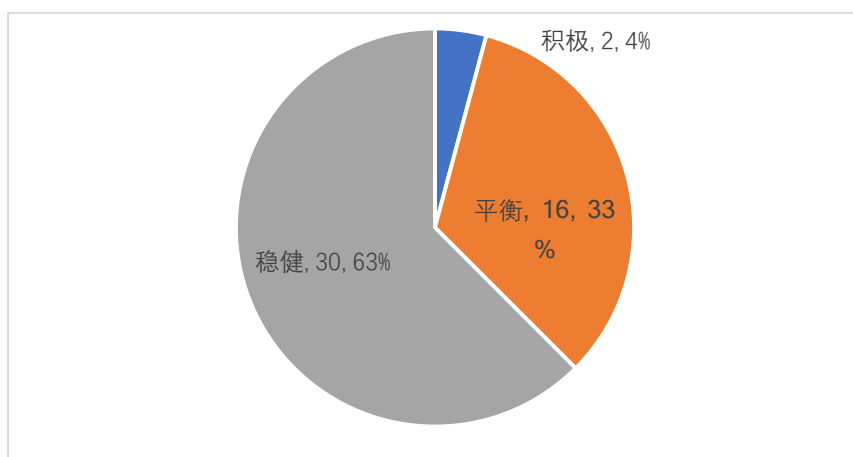


图2 养老目标风险基金风险分布情况

养老目标基金正被投资者逐渐认可，规模、持有人户数亦大幅提高。从已发行的基金来看，截止2020年4月末，养老目标基金共发行74只基金，认购规模228.31亿元；从管理规模来看，2018年末、2019年末规模分别为41.07亿元、263.58亿元，年度规模增幅高达5.4倍，2020年4月末估算管理规模为321.77亿元，较2018年末增幅6.8倍；从户数来看，认购户数达1070017户，2018年、2019年期末持有人户数分别为767814户、1415998户，年度户数增幅为84%，规模和持有人数量均大幅增长。

符合条件的基金管理人多数已布局养老目标基金。从基金管理人来看，已获批的 94 只基金中共有 43 家基金管理人获批养老目标基金（见表 1）。从发行情况看，华夏基金、广发基金、南方基金等 28 家基金管理人获批 2 只以上，安信基金等 15 家公司均获批 1 只。从托管人来看，共涉及到 11 家银行，其中建设银行托管 21 只，工商银行托管 16 只，农业银行、中国银行和招商银行分别托管 14 只、12 只和 10 只，交通银行、邮储银行、浦发银行分别托管 7 只、6 只和 5 只，民生银行、平安银行和中信银行均托管 1 只（见图 3）。

表 1 基金管理人养老目标基金布局情况

单位：只，家

每家获批只数	管理人明细	管理人数量
5	广发、华夏、南方	3
4	工银瑞信、易方达、银华	3
3	汇添富、嘉实、鹏华、上海东方证券、上投摩根、泰达宏利、万家、中欧	8
2	博时、大成、国联安、国泰、海富通、华安、交银施罗德、景顺长城、农银汇理、天弘、长城、招商、中加、中银	14
1	安信、富国、国海富兰克林、国寿安保、国投瑞银、华宝、建信、民生加银、平安、浦银安盛、前海开源、兴全、兴业、长盛、长信	15
	合计	43

注：按音序排序

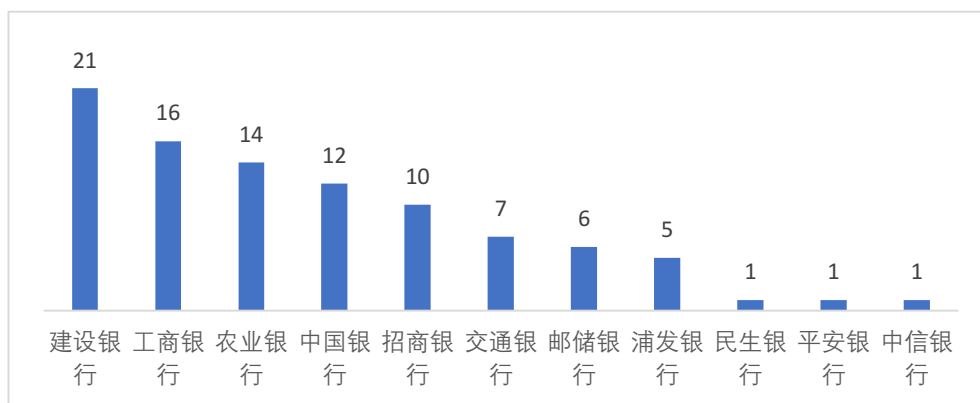


图 3 基金托管人托管养老目标基金的数量情况

资料来源：天相投顾，泰达宏利基金整理

二、养老目标风险基金

（一）发展现状

养老目标风险自诞生以来高速发展，截至 2020 年 4 月末，养老目标风险基金共设立 36 只，3 只正在发行，36 只基金发行规模为 161.58 亿元，认购户数合计 478042 户，19 年期末户数为 593308 户，规模约为 233.40 亿元。2019 年养老目标风险基金发行后的第一个完整年度，全年新发 26 只，合计发行规模 135.70 亿元，年末规模合计 194.76 亿元，无论是单只平均发行规模还是单只期末规模同比均有大幅增加，但认购户数略有减少（见表 2）。

表 2 养老目标风险基金发展情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年以来	合计	2019 年 增速 (%)
期末规模 (亿元)	18.53	194.76	233.40	233.40	951
只数 (只)	4	30	36	36	550
期末单只平均规模 (亿元)	4.63	6.49	6.48	6.48	62
认购户数 (户)	253289	217564	7171	478024	-14
单只平均认购户数 (户)	63322	8368	1195	13278	-87
发行规模 (亿元)	18.52	135.70	7.37	161.58	633
单只平均发行规模 (亿元)	4.63	5.22	1.23	4.49	13

资料来源：wind，2020 年以来截止 2020 年 4 月末，2020 年以来规模数据由 2020 年第一季度末披露规模与 4 月新发基金认购规模数据之和估算得到，泰达宏利基金整理

从目标风险基金的类型来看，36 只已成立的产品中以一年期稳健型目标风险基金为主，达到 21 只，占比为 58%，其发行规模和 2019 年末规模分别为 139.05 亿元、167.60 亿元，占比均为 86%，发行户数为 304785 户，占比为 64%（见表 3）。此外，行业首只持有期 5 年的产品即上投摩根积极成长养老五年已于 2020 年 4 月底成立。整体来看，在个人养老金第三支柱税收递延政策尚未出台的背景下，

管理人更倾向于发行锁定期较短的一年期稳健型产品。

表 3 养老目标风险基金不同锁定期产品发展情况

时间	一年期目标风险			
	只数(只)	户数(户)	发行规模(亿元)	期末规模(亿元)
2018年	2	153255	14.03	7.48
2019年	17	148286	118.83	160.12
2020年以来	2	3244	6.19	-
合计	21	304785	139.05	167.60
时间	三年期目标风险			
	只数(只)	只数(只)	只数(只)	期末规模(亿元)
2018年	2	2	2	7.48
2019年	9	9	9	160.12
2020年以来	3	3	3	-
合计	14	14	14	167.60

资料来源: wind, 2020年以来截止2020年4月末, 泰达宏利基金整理

基金管理人方面, 27家基金管理人发行了36只养老目标风险基金, 其中上投摩根基金等7家发行2只以上产品, 国联安基金等其余20家均发行1只。从2019年末保有规模来看, 民生加银基金以45.95亿元的保有量排名第一, 交银施罗德基金和华安基金分别以24.26亿元、17.19亿元的保有量分列二、三位, 易方达基金和兴证全球基金保有量也超过10亿元。从认购户数来看, 富国基金旗下富国稳健养老一年认购户数最多, 达94895户, 兴证全球基金、万家基金、广发基金和泰达宏利基金均有养老目标风险基金户数超过4万户(见表4)。

表 4 养老目标风险基金不同管理人产品发展情况

基金公司	产品类型	只数(只)	户数(户)	发行规模(亿元)	2018年规模(亿元)	2019年规模(亿元)
上投摩根	一、三、五年	3	3856	6.23	-	2.14
博时	一年、三年	2	6578	8.96	-	9.32
富国	一年、三年	2	96532	9.05	8.83	3.70

续表

基金公司	产品类型	只数 (只)	户数 (户)	发行规模 (亿元)	2018年 规模 (亿元)	2019年 规模 (亿元)
广发	一年、三年	2	62007	8.81	5.20	7.49
国联安	一年	1	1835	3.47	-	3.63
国投瑞银	一年	1	6875	6.10	-	6.43
海富通	三年	2	20147	1.38	-	1.00
华安	一年	1	22250	17.19	-	17.19
华宝	一年	1	311	0.13	-	0.27
华夏	一年	1	811	0.27	-	0.27
建信	一年	1	19521	8.11	-	8.82
交银施罗德	一年	1	34102	20.43	-	24.26
景顺长城	三年	1	1001	0.74	-	0.75
民生加银	一年	1	9010	11.68	-	45.95
南方	一年	1	6638	4.56	-	5.07
鹏华	一年	1	845	0.10	-	0.10
浦银安盛	一年	1	5102	9.66	-	9.66
前海开源	三年	1	1023	0.58	-	0.58
泰达宏利	三年	1	40703	2.30	2.30	2.84
万家	三年、三年	2	59458	2.30	2.20	3.11
兴证全球	三年	1	59780	6.29	-	10.20
易方达	一年	1	6139	15.88	-	15.88
银华	一年	1	49	0.11	-	0.11
长信	三年	1	669	2.08	-	2.39
招商	一年、三年	2	6821	8.31	-	8.98
中加	一年	1	999	2.13	-	-
中银	三年	2	4962	4.74	-	4.61
总计	-	36	475581	157.40	18.53	194.76

注：万家旗下两只均为三年期养老目标风险基金，其中万家稳健养老目标三年的风险是用波动率来衡量，控制投资组合最近一年内最大回撤在7.5%以内和控制投资组合下跌波动率在9.5%以内，名称中是以“稳健”命名；而万家平衡养老目标三年是用权益资产的比例来衡量风险

资料来源：Wind，泰达宏利基金整理

（二）产品设计部分

1. 风险分布情况

目标风险策略基金衡量风险的方式一般有两种，一种是以限制权益类、固定收益类资产的投资比例确定基金的风险收益特征，一

种是以波动率的方式来控制基金组合风险。目前已成立的养老目标风险基金多数通过限定权益类资产的投资比例来衡量，39只已成立和正在发行的基金中均在招募说明书中明确了股票、债券等大类资产的投资范围及配置比例。已成立产品中有3只除限定权益类资产、非权益类资产的配置比例外，还以波动率等风险指标来衡量，如万家稳健养老三年基金定义风险的方法是控制投资组合最近一年内最大回撤在7.5%以内和控制投资组合下跌波动率在9.5%以内，招商基金和民生加银基金旗下一年期产品控制目标波动率均为5%。以权益类资产比例来限定风险的产品中持有期锁定1年的产品权益资产比例范围在5%-30%，以10-25%为主；持有期锁定3年的产品权益资产比例范围在25%-60%，以40%-55%为主，景顺长城基金旗下三年期产品权益资产比例范围为25%-40%，基准配置中枢为35%，另外一只富国基金旗下三年期产品权益资产比例范围为45%-60%，风险敞口略高，基准配置中枢为55%。行业首只持有期5年的上投摩根积极成长养老五年权益资产比例范围为65%-80%，基准配置中枢为75%。整体来看，权益资产比例限定较为严格，保证了基金风格的稳定性（见表5）。

表5 养老目标风险基金风险分布情况

单位：只

风险分布	基金公司	数量
10%-25%	华夏	1
10%-25%，中枢为15%	泰达宏利	1
10%-25%，中枢为20%	博时、海富通、华安、华宝、建信、南方、上投摩根、天弘、中银	9
5%-30%，波动率5%	招商	1
10%-30%	浦银安盛	1

续表		
风险分布	基金公司	数量
10%-30%，波动率 5%	民生加银	1
15%-30%，中枢为 25%	富国、广发、国联安、交银施罗德、鹏华、易方达、银华、中加、国投瑞银	9
25%-40%，中枢为 35%	景顺长城	1
35%-60%	前海开源、招商	2
35%-60%，最大回撤 7.5%以内，下行波动率 9.5%以内	万家	1
40%-55%，中枢为 50%	博时、广发、国海富兰克林、海富通、上投摩根、泰达宏利、万家、兴证全球、长信、中银	12
45%-60%，中枢为 55%	富国	1
65%-80%，中枢为 75%	上投摩根	1
总计	-	39

资料来源：Wind，泰达宏利基金整

2.费率情况

《指引》中规定养老目标基金可以设置优惠的基金费率，并通过差异化费率安排，鼓励投资人长期持有。从养老目标风险基金的费率来看，管理费率上，39只基金管理费率平均为0.86%，而同类型的平衡混合和偏债混合费率合计平均为1.10%和0.85%，整体费率较低，让利于投资者，长期持有的复利回报更丰厚。托管费率上，养老目标风险基金比其他类型基金在托管费率上略低一些。另外，总费用随风险等级的提高略有增长，锁定期一年的产品平均管理费率较锁定期三年的产品低0.13%，主要是因为风险等级高的目标风险基金持有更多的权益类子基金，费用更高（见图4）。

（三）投资运作情况

1.资产配置情况

目标风险基金均在招募说明书中明确了股票、债券等大类资产的投资范围及配置比例，投资范围上除可以投资公募基金外（包括

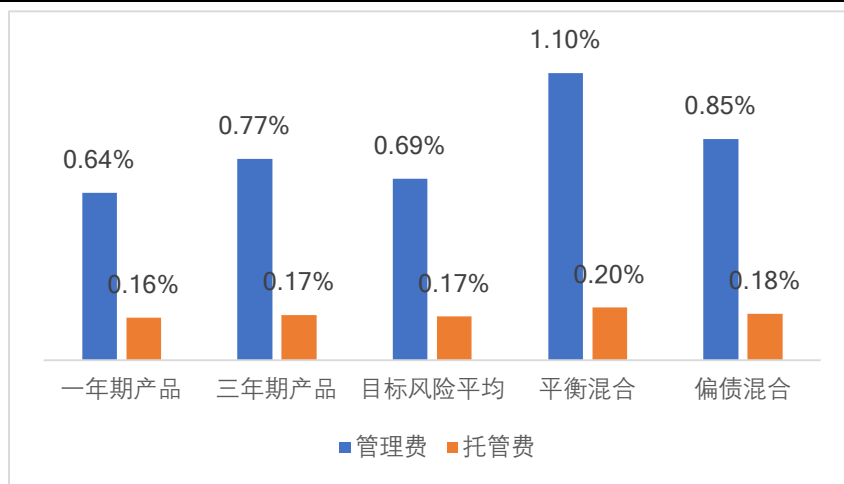


图4 养老目标基金费率情况

资料来源：Wind，泰达宏利基金整理

QDII、商品基金、香港互认基金、但FOF除外)，还可以投资股票、债券、存款、货币市场工具等，投资范围较广，可以较大程度的在各类资产中实现配置。从披露2019年年报的24只基金来看，基金持有比例平均约83%，最高约94%，平均持有基金数量24只，持有内部子基金的比例为30%。主动偏股型基金中主题、行业基金数量较多，如港股、消费、医药、黄金、能源、量化对冲等，另外有三只基金分别持有一只北上互认基金。债券资产持有比例约5%，最高约17%；银行存款及其他资产占比约8%，最高约37%。直接投资股票持有比例约4%，最高约15%，涉及229只个股、27个一级行业，持有市值超过5000万的行业有医药生物、电子、银行、房地产、食品饮料和化工。从国内的实践看，虽然大类资产配置的权重略有差别，但通过资产配置的方式匹配风险和收益已是国内养老目标基金的主流（见表6和表7）。

2. 投资收益情况

从投资收益上来看，截止4月末，兴全平衡养老三年和招商稳

表 6 养老目标风险基金 2019 年末各类资产配置比例明细

单位：%

名称	成立日期	股票	债券	基金	银行存款	其他资产
博时平衡养老三年	2019-08-28	10.05	-	66.55	12.38	11.03
博时稳健养老一年	2019-03-20	8.62	13.53	75.80	0.61	1.45
富国稳健养老一年	2018-12-13	0.00	5.59	74.73	12.06	7.62
广发均衡养老三年	2019-09-24	-	4.89	88.06	1.57	5.48
广发稳健养老一年	2018-12-25	-	3.06	60.24	16.90	19.80
国联安稳健养老一年	2019-04-26	-	17.37	80.18	0.22	2.23
国投瑞银稳健养老一年	2019-03-25	-	3.92	94.14	1.87	0.07
海富通稳健养老一年	2019-04-25	-	4.99	84.69	5.28	5.04
华宝稳健养老一年	2019-04-25	-	13.15	84.40	1.92	0.54
建信稳健养老一年	2019-01-31	-	4.53	92.04	3.27	0.15
交银稳健养老一年	2019-05-30	3.46	4.09	79.39	4.11	8.95
景顺长城稳健养老三年	2019-09-26	-	-	85.77	6.92	7.31
民生加银稳健养老一年	2019-04-26	9.60	2.37	87.52	0.04	0.46
南方稳健养老一年	2019-05-10	6.83	3.94	80.65	1.56	7.02
鹏华稳健养老一年	2019-04-22	1.75	-	87.22	8.23	2.81
上投摩根均衡养老三年	2019-09-02	-	5.78	87.59	0.85	5.78
泰达宏利平衡养老三年	2018-10-25	-	3.52	89.13	7.18	0.17
万家平衡养老三年	2019-04-22	-	4.87	92.29	1.55	1.28
万家稳健养老三年	2018-12-13	-	4.87	92.62	2.02	0.48
兴全平衡养老三年	2019-01-25	9.88	7.31	80.64	1.81	0.35
银华稳健养老一年	2019-08-14	0.43	4.74	94.26	0.47	0.09
长信平衡养老三年	2019-09-26	13.56	4.80	70.46	8.00	3.18
招商稳健养老一年	2019-04-26	13.93	9.26	75.19	1.37	0.26
中银安康稳健养老一年	2019-05-08	15.17	0.12	80.62	3.85	0.23

注：有部分基金成为未满半年，属于建仓期，基金持有比例尚未到 80%

资料来源：wind，按产品名称音序排序，泰达宏利基金整理

表 7 养老目标风险基金 2019 年末各类资产配置比例

单位：%

类型	股票	债券	基金	持有基金数量	银行存款	其他资产
最大值	15.17	17.37	94.26	48	16.90	19.80
最小值	0.00	0.00	60.24	10	0.04	0.07
中位数	0.00	4.77	84.55	19	1.97	1.84
平均值	3.89	5.28	82.67	24	4.34	3.82

资料来源：Wind，泰达宏利基金整理

健养老一年成立以来收益率分别为 24.62%和 11.54%，表现较好，广发基金、民生加银基金、富国基金、泰达宏利基金和中银基金旗下的 7 只基金成立以来收益率也在 9%以上，2018 年成立的 4 只基金 2019 年收益率也均在 6%以上。从风险来看，养老目标风险基金 2019 年波动率低于 10%，平均维持在 3%左右，同期混合型基金波动率平均为 14%；2019 年最大回撤平均不足 2%，最高不超过 7%，同期混合型基金最大回撤平均在 20%，最高 49%。整体来看，养老目标风险基金运作稳健，一定程度上体现了公募基金投研团队的资产配置能力和风险控制能力。当然，养老基金是资产配置产品，存续时间较长，作为长期投资产品，投资者不应过于关注短期业绩及其波动，应该树立长期投资理念，用时间换空间获取长期稳健收益，更好地实现养老金有效积累（见表 8）。

表 8 养老目标风险基金收益和风险情况

单位：%

基金名称	基金成立日	成立以来 收益率	2019 年 收益率	2019 年 波动率	2019 年 最大回撤
泰达宏利平衡养老三年	2018-10-25	9.21	10.27	5.50	4.02
广发稳健养老一年	2018-12-25	9.50	8.16	3.39	2.00
万家稳健养老三年	2018-12-13	8.19	6.62	1.86	0.75
富国稳健养老一年	2018-12-13	9.25	6.28	1.24	0.42
兴全平衡养老三年	2019-01-25	24.62	-	9.88	6.70
建信稳健养老一年	2019-01-31	8.76	-	3.12	2.15
博时稳健养老一年	2019-03-20	7.35	-	2.87	2.41
国投瑞银稳健养老一年	2019-03-25	8.88	-	2.79	1.16
鹏华稳健养老一年	2019-04-22	5.90	-	1.49	0.67
万家平衡养老三年	2019-04-22	8.46	-	4.78	1.97
华宝稳健养老一年	2019-04-25	5.75	-	2.03	1.53
海富通稳健养老一年	2019-04-25	7.71	-	4.84	1.95
招商稳健养老一年	2019-04-26	11.54	-	2.03	0.85
民生加银稳健养老一年	2019-04-26	9.50	-	3.05	0.99
国联安稳健养老一年	2019-04-26	5.91	-	1.69	0.65

续表

基金名称	基金成立日	成立以来 收益率	2019年 收益率	2019年 波动率	2019年 最大回撤
中银安康稳健养老一年	2019-05-08	9.00	-	4.74	0.67
南方稳健养老一年	2019-05-10	4.15	-	2.45	0.79
交银稳健养老一年	2019-05-30	6.84	-	1.02	0.19
银华稳健养老一年	2019-08-14	5.91	-	2.56	0.61
博时平衡养老三年	2019-08-28	2.48	-	1.46	0.43
上投摩根均衡养老三年	2019-09-02	5.55	-	6.65	1.91
广发均衡养老三年	2019-09-24	2.66	-	2.44	0.82
景顺长城稳健养老三年	2019-09-26	2.61	-	2.76	0.43
长信平衡养老三年	2019-09-26	5.86	-	2.10	0.95
易方达稳健养老一年	2019-11-05	2.71	-	0.34	0.02
前海开源平衡养老三年	2019-11-13	0.61	-	2.94	0.24
浦银安盛稳健养老一年	2019-11-26	2.69	-	0.68	-
华夏稳健养老一年	2019-11-26	3.89	-	2.47	-
华安稳健养老一年	2019-11-26	2.41	-	0.95	0.05
招商均衡养老三年	2019-12-03	3.41	-	3.40	0.08

资料来源：Wind，按 2019 年收益率降序排序，成立以来收益率截止 2020 年 4 月末，泰达宏利基金整理

三、养老目标日期基金

（一）发展现状

截至 2020 年 4 月末，养老目标日期基金共设立 38 只基金，1 只正在发行。发行规模为 66.73 亿元，认购户数 591993 户，截至 19 年期末户数 829861 户，规模增长至 88.37 亿元。2019 年养老目标日期基金发行数量大幅增加，全年新发 26 只，发行规模为 30.21 亿元，由于个人养老金制度税收递延政策尚未如期推出，2019 年发行的 26 只产品中有 20 只为发起式基金，发起式基金认购金额 1000 万（含）以上即可成立，使得单只平均发行规模、单只期末规模同比均有减少。同时也在一定程度上说明基金管理人对于养老目标基金的重视程度非常高，愿意和投资者共同进退，实现风险共担（见表 9）。

表 9 养老目标日期基金发展情况

项目	2018年	2019年	2020年 以来	合计	2019年增速 (%)
期末规模(亿元)	22.54	68.81	88.37	88.37	205
只数(只)	8	34	38	38	225
期末单只平均规模(亿元)	2.82	2.02	2.32	2.32	-6
认购户数(户)	420488	149350	22155	591993	-64
单只平均认购户数(户)	52561	5744	5539	15579	-89
发行规模(亿元)	20.84	30.21	15.68	66.73	45
单只平均发行规模(亿元)	2.61	1.16	3.92	1.76	-55

资料来源: wind, 2020年1月以来截至2020年4月末, 2020年1月以来规模数据由2020年第一季度规模披露数据与4月成立基金的认购规模之和估算得到, 期末规模为累计规模, 泰达宏利基金整理

从目标日期基金的管理人来看, 21家管理人发行了38只养老目标日期基金, 其中工银瑞信基金、华夏基金等9家管理人发行了2只以上产品, 广发等其余12家目前均发行1只。从已成立基金来看, 养老目标日期基金逐步开始进行系列化布局, 时间间隔以5年为主, 目标日期集中在2035年和2040年, 这两个年份占比达到50%, 即距离退休日期20年左右, 主要针对的是投资者年龄在40岁左右的群体(见图5)。

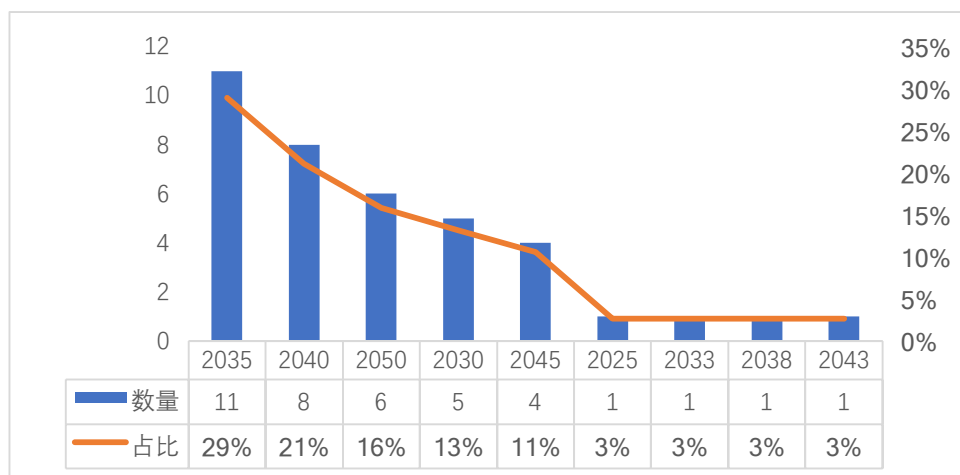


图 5 养老目标日期基金目标日期分布

资料来源: wind, 泰达宏利基金整理

从 2019 年末保有规模来看，华夏基金以 13.31 亿元的保有量排名第一，汇添富基金、南方基金和中欧基金保有量也都在 6 亿元以上。从发行规模来看，中欧基金、华夏基金和汇添富基金认购规模较大，三家基金管理人发行规模均超过 7 亿元。从户数来看，鹏华基金旗下鹏华养老 2035 三年认购户数最多，达 111908 户，使得公司整体认购户数达到 112767 户，华夏基金、汇添富基金、银华基金、南方基金和中欧基金均有养老目标风险基金户数超过 5 万户（见表 10）。

表 10 养老目标日期基金不同管理人发展情况

单位：亿元

基金公司	产品类型	只数	户数	发行规模	2018 年规模	2019 年规模
大成	2040	1	4342	2.22	-	2.52
工银瑞信	2035、2040、2045、2050	4	28780	3.71	2.32	4.24
广发	2050	1	129	0.11	-	0.14
国泰	2040	1	873	2.05	-	2.18
华安	2030	1	16713	2.43	-	2.71
华夏	2035、2040、2045、2050	4	84702	9.26	3.27	13.31
汇添富	2030、2040、2050	3	79172	7.37	2.52	8.68
嘉实	2030、2040、2050	3	10245	2.37	-	2.79
交银施罗德	2035	1	9107	6.33	-	-
景顺长城	2045	1	467	0.37	-	0.37
南方	2030、2035	2	53364	4.85	4.01	6.92
农银汇理	2035	1	8273	1.52	-	1.59
鹏华	2035、2045	2	112767	2.70	2.60	3.58
平安	2035	1	25429	3.31	-	3.73
泰达宏利	2040	1	463	0.13	-	-
天弘	2035	1	846	1.05	-	1.10
兴业	2035	1	8	0.10	-	2.63
易方达	2033、2038、2043	3	44003	2.48	2.28	3.08
银华	2030、2035、2040	3	60465	2.34	2.11	2.75
中欧	2025、2035、2050	3	51845	12.03	3.43	6.48
总计	-	38	993591	66.73	22.54	68.81

资料来源：Wind，按管理人音序排序，规模单位为亿元，泰达宏利基金整理

（二）产品设计部分

1. 下滑曲线情况

通过对产品数量在 2 只以上的 9 家基金公司旗下养老目标日期基金下滑曲线等要素进行整理，除中欧基金和鹏华基金外，其余 7 家基金公司产品权益类资产比例下限均超过 4%，而目标日期基金在到期日时的权益比例中枢设计均高于 10%，其中汇添富基金、华夏基金和工银瑞信基金三家公司到期日的权益中枢比例超过 20%（不含）（见表 11）。整体来看，目标日期基金在目标日期到期时也保持了一定比例的权益资产，重视权益投资的资产增值作用，以平衡长寿风险和通胀风险。到期后，目标日期基金一般均转型为普通 FOF 产品或者一年期的养老目标风险基金。

表 11 系列养老目标日期基金权益资产比例情况

基金公司	产品类型	权益比例范围	目标日期时的权益中枢比例	目标日期后下滑情况及转型安排
工银瑞信	2035、2040、2045、2050	8%-80%	24%	转型稳健型养老目标风险
华夏	2035、2040、2045、2050	11%-80%	26%	继续下滑 25 年至 0，转型为普通 FOF
易方达	2033、2038、2043	5%-60%	20%	转型为普通 FOF
汇添富	2030、2040、2050	20%-80%	35%	转型稳健型养老目标风险
嘉实	2030、2040、2050	4%-80%	19%	转型为普通 FOF
银华	2030、2035、2040	5%-60%	20%	转型为普通 FOF
中欧	2025、2035、2050	0%-80%	14.84%	继续下滑 5 年降至 10% 并保持不变，转型为普通 FOF
鹏华	2035、2045	0%-60%	17%	转型为普通 FOF，权益资产中枢为 17%
南方	2030、2035	5%-60%	20%	转型为普通 FOF，权益资产中枢为 15%

资料来源：Wind，按管理人音序排序，泰达宏利基金整理

2.费率情况

从费率来看，38只养老目标日期基金管理费率和托管费率合计平均为1%，而同类型的平衡混合、偏股混合费率平均为1.3%和1.69%，整体费率较低。另外，总费用随着距离目标日期的长短有所不同，设定的目标日期越早，下滑曲线设定时间越短，整体费率相对较低，目标日期在2035年之前的基金较目标日期在2035年以后的基金在管理费率上低0.07个百分点。到期后，目标日期基金将转型为普通FOF基金，由于权益类资产投资比例下降较多，届时管理费和托管费都会下降，且降幅较大（见图6）。

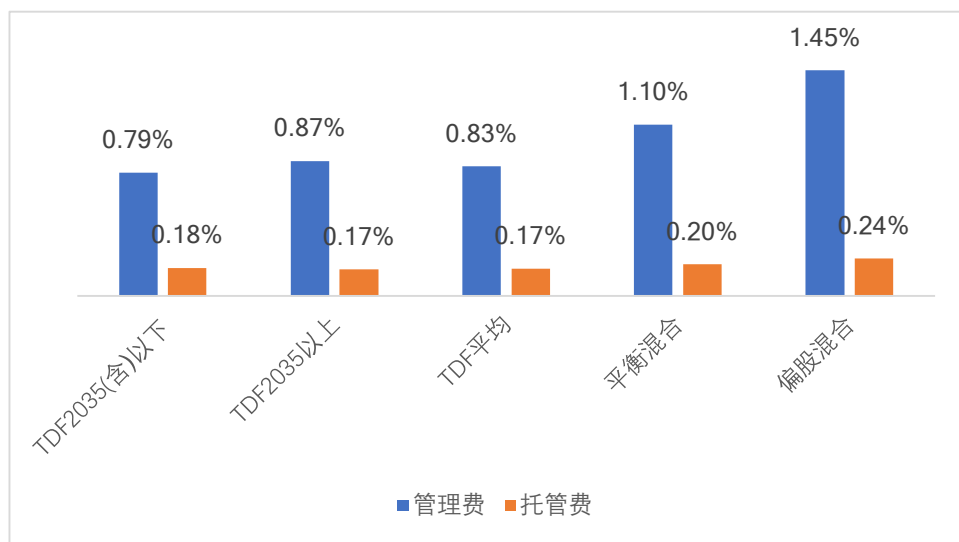


图6 养老目标日期基金费率情况

资料来源：Wind，泰达宏利基金整理

（三）投资运作情况

1.资产配置情况

目标日期基金均在招募说明书中设定了各时间段的资产配置目标权重及其调整范围，在预先设定的下滑曲线基础上，基于对宏观经济与资本市场环境的审慎分析，结合定量和定性研究，在限定范

围内适度主动调整，以求达到风险收益的最佳平衡。从披露 2019 年年报的 32 只目标日期基金来看，基金持有比例平均约 87%，最高近 95%，持有基金的数量平均 22 只，其中持有内部子基金的比例平均为 29%。主动偏股型基金中主题基金、行业基金数量较多，如港股、消费、医药、信息技术、传媒、黄金、新能源等，另外有 1 只基金持有一只北上互认基金。债券资产持有比例约 5%，最高约 8%；银行存款及其他资产占比约 6%，最高约 18%。直接投资股票持有比例约 3%，最高约 15%，其中直接投资股票涉及到 299 只个股、27 个一级行业，持有市值超过 3000 万的行业分别为银行、非银金融、食品饮料和医药生物（见表 12 和表 13）。

表 12 养老目标日期基金 2019 年末各类资产配置比例明细

单位：%

名称	成立日期	股票	债券	基金	银行存款	其他
大成养老 2040 三年	2019-06-27	1.04	8.01	83.16	7.57	0.22
工银养老 2035 三年	2018-10-31	-	4.75	90.96	4.00	0.29
工银养老 2040 三年	2019-09-17	-	4.66	87.83	7.27	0.23
工银养老 2050 五年	2019-03-28	-	4.99	89.18	0.65	5.18
广发养老 2050 五年	2019-04-26	-	3.61	91.69	2.20	2.50
国泰养老 2040 三年	2019-07-16	-	4.80	91.11	1.32	2.77
华安养老 2030 三年	2019-04-26	-	4.79	94.08	0.27	0.87
华夏养老 2035 三年	2019-04-24	-	3.42	87.70	4.85	4.03
华夏养老 2040 三年	2018-09-13	8.34	4.60	78.27	7.11	1.68
华夏养老 2045 三年	2019-04-09	13.11	4.10	80.78	1.66	0.35
华夏养老 2050 五年	2019-03-26	-	3.72	84.91	9.73	1.63
汇添富养老 2030 三年	2018-12-27	-	4.66	86.53	3.05	5.76
汇添富养老 2040 五年	2019-04-29	-	4.82	88.25	3.87	3.06
汇添富养老 2050 五年	2019-05-17	-	4.48	92.09	2.79	0.64
嘉实养老 2030 三年	2019-08-05	-	4.96	91.64	3.21	0.19
嘉实养老 2040 五年	2019-03-06	-	5.00	88.72	2.57	3.71
嘉实养老 2050 五年	2019-04-25	-	5.01	88.05	3.72	3.22
南方养老 2035 三年	2018-11-06	15.37	-	79.12	1.00	4.51
农银养老 2035 三年	2019-08-28	13.89	5.28	73.49	4.12	3.22
鹏华养老 2035 三年	2018-12-05	4.18	3.32	89.85	2.17	0.49

续表

名称	成立日期	股票	债券	基金	银行存款	其他
鹏华养老 2045 三年	2019-04-22	9.02	3.86	81.84	5.17	0.12
平安养老 2035 三年	2019-06-19	-	5.37	91.06	3.30	0.27
天弘养老 2035 三年	2019-09-19	-	4.83	94.51	0.48	0.19
兴业养老 2035 三年	2019-05-06	-	3.80	94.52	1.61	0.07
易方达养老 2033 三年	2019-04-30	-	4.34	83.88	9.25	2.52
易方达养老 2038 三年	2019-04-30	-	-	81.54	12.08	6.38
易方达养老 三年	2018-12-26	-	4.56	93.96	1.28	0.20
银华养老 2035 三年	2018-12-13	3.02	5.31	89.51	1.98	0.17
银华养老 2040 三年	2019-08-16	2.40	5.09	91.79	0.47	0.25
银华养老 2030 三年	2019-08-16	0.89	4.80	84.77	8.65	0.89
中欧养老 2035 三年	2018-10-10	13.61	5.69	79.49	0.60	0.61
中欧养老 2050 五年	2019-05-10	7.01	737	82.30	0.82	2.49

资料来源：Wind，按基金名称音序排序，泰达宏利基金整理

表 13 养老目标日期基金 2019 年末各类资产配置比例

单位：%

类型	股票	债券	基金	持有基金数量	银行存款	其他资产
最大值	15.37	8.01	94.52	49	12.08	6.38
最小值	0.00	0.00	73.49	12	0.27	0.07
中位数	0.00	4.77	88.15	20	2.92	0.88
平均值	2.87	4.50	87.08	22	3.71	1.83

资料来源：Wind，泰达宏利基金整理

2. 投资收益情况

从投资收益上来看，截止 4 月 30 日，所有养老目标日期基金都取得正收益，其中中欧养老 2035 三年成立以来收益率为 25.25%，表现较好，华夏养老 2050 五年、嘉实养老 2050 五年、华夏养老 2040 三年成立以来也取得较好收益，收益率均在 18% 以上，另有 16 只基金收益率也都在 10% 以上，2018 年成立的 8 只养老目标日期基金 2019 年年度收益率均在 10% 以上。从风险来看，除 4 只锁定期五年期的产品（权益仓位较高）2019 年波动率超过 10%，其余基金均低于 10%，34 只基金波动率简单平均为 6%，2019 年最大回撤均低于

10%，简单平均不足 3%，整体投资运作良好，体现了养老 FOF 产品追求较高收益风险比，实现稳健增值的优势（见表 14）。

表 14 养老目标日期基金收益和风险情况

基金名称	基金成立日	成立以来 收益率	单位：%		
			2019 年 收益率	2019 年 波动率	2019 年 最大回撤
中欧养老 2035 三年	2018/10/10	25.25	18.54	8.24	-6.55
南方养老 2035 三年	2018/11/6	17.06	15.69	7.31	-5.12
华夏养老 2040 三年	2018/9/13	18.31	12.62	6.70	-4.25
银华养老 2035 三年	2018/12/13	15.80	12.09	5.99	-3.53
工银养老 2035 三年	2018/10/31	15.12	11.46	6.41	-3.72
鹏华养老 2035 三年	2018/12/5	15.31	11.45	4.81	-1.97
汇添富养老 2030 三年	2018/12/27	11.53	10.73	8.78	-7.10
易方达养老三年	2018/12/26	12.69	10.63	3.48	-1.30
嘉实养老 2040 五年	2019/3/6	13.40	-	12.34	-9.52
华夏养老 2050 五年	2019/3/26	18.77	-	11.31	-4.73
嘉实养老 2050 五年	2019/4/25	18.52	-	11.22	-3.78
汇添富养老 2050 五年	2019/5/17	12.74	-	10.13	-3.55
华夏养老 2045 三年	2019/4/9	17.42	-	8.79	-3.57
嘉实养老 2030 三年	2019/8/5	11.36	-	8.43	-3.21
大成养老 2040 三年	2019/6/27	14.44	-	8.30	-2.59
汇添富养老 2040 五年	2019/4/29	13.45	-	7.35	-3.13
工银养老 2040 三年	2019/9/17	7.95	-	6.85	-2.63
广发养老 2050 五年	2019/4/26	2.98	-	6.79	-3.05
工银养老 2050 五年	2019/3/28	11.74	-	6.57	-3.44
中欧养老 2050 五年	2019/5/10	16.31	-	6.30	-2.40
平安养老 2035 三年	2019/6/19	12.62	-	5.38	-1.65
天弘养老 2035 三年	2019/9/19	0.52	-	5.04	-2.02
华安养老 2030 三年	2019/4/26	5.35	-	4.67	-2.30
农银养老 2035 三年	2019/8/28	5.88	-	4.61	-1.56
银华养老 2040 三年	2019/8/16	7.86	-	4.43	-1.36
国泰养老 2040 三年	2019/7/16	7.01	-	4.25	-1.27
易方达养老 2038 三年	2019/4/30	7.08	-	3.97	-1.68
鹏华养老 2045 三年	2019/4/22	16.28	-	3.54	-1.72
银华养老 2030 三年	2019/8/16	5.52	-	3.02	-0.77
兴业养老 2035	2019/5/6	4.29	-	2.97	-1.23
景顺长城养老 2045 五年	2019/11/26	2.05	-	1.92	-0.01
易方达养老 2033 三年	2019/4/30	5.22	-	1.44	-0.44
南方养老 2030 三年	2019/12/3	1.64	-	1.34	0.00
华夏养老 2035 三年	2019/4/24	5.11	-	1.19	-0.46

资料来源：Wind，按 2019 年收益率排序，泰达宏利基金整理

四、养老目标基金发展的主要特点

（一）养老目标基金逐步呈现系列化特征

目前，公募基金在养老目标基金上已大体呈系列化布局，已有9家机构获批了9个目标风险基金系列和11家获批了11个目标日期基金系列，共54只产品。目标风险基金名称中含有“稳健”、“平衡”、“积极”等命名体现风险特征，目标日期基金均以日期来命名，以5年和10年时间间隔为主。养老目标基金系列化发展，表面上看是一组产品采用同样的名称，实质上是同一组产品采用相同的风险管理方案，为投资者提供一致的养老投资解决方案。“系列化”的核心是产品风险管理方案的一致性，基金管理人从产品设计、投资目标、业绩比较基准、投资团队、子基金选择等多方面保障风险管理方案一致性的落实，最终使得同一系列的产品在长期投资运营中保持风险收益特征的一致性和稳定性。我国养老目标基金尚处于发展初期，同一系列的产品在产品设计、投资运作等方面正处于逐步完善中。

（二）养老目标基金运作稳健，波动控制良好

自2018年8月以来，已有94只养老目标基金获批，投资业绩来看，权益投资比例在60%上限且锁定期三年的产品2019年年度收益率都在10%以上，除个别权益投资比例在80%上限且锁定期五年的产品年化波动率略高于10%，其余产品年化波动率均低于10%，同期混合型基金波动率平均为14%，最大回撤均低于10%，大多在3%以内，同期混合型基金最大回撤平均在20%，最高49%。整体来看，养老目标基金较好满足了各年龄段和各种风险偏好投资者的养

老投资需求，资产管理规模稳步增长，运作稳健。因此养老目标基金的市场认可度正逐渐提高，12只和52只分别于2018年、2019年设立的养老目标基金，期末持有人户数由2018年末的767814户提至2019年末的1415998户，2018年末和2019年末规模分别为41.07亿元和263.58亿元，规模增幅高达5.5倍。

（三）资产配置呈现多元化特征

养老金作为长期性资金，其长期投资能力主要体现在资产配置上，资产配置包括合理划分资产类别、确定各类资产长期投资比例以及确定各类资产的投资基准，是实现长期投资目标和控制风险的重要手段。养老目标基金在产品设计阶段已制定了战略资产配置，基金管理人要结合市场、资产变动情况适时动态调整。从配置来看，养老目标基金有配置基金、股票、债券、流动性工具、REITs（通过基金）等资产，资产标的分属地有美国、香港、国内等领域，基金品种方面有主动投资和被动指数、主题基金和普通基金、境内基金和QDII产品等多品种。整体来看，养老目标基金资产配置呈现多资产、多区域、全品种多元化特征。

（四）养老目标基金子基金以外部为主

披露2019年年报的56只基金中有22只基金直接参与股票投资，平均持仓为8.05%，51只基金直接投资债券，平均持有比例为5.31%，银行存款及其他的持有比例平均为6.67%，56只基金持有基金的比例为85.19%。从养老目标FOF基金重仓持有子基金的内外部情况来看，30只基金内部子基金持有市值比例在30%以下，13只基金内部

子基金持有市值比例在 30-50%，12 只基金内部子基金持有市值比例在 50-80%，1 只基金内部子基金持有市值比例在 80%以上，平均持有内部子基金的比例为 30%，持有外部子基金的比例约 70%（见表 15）。相对来说，管理规模较大的公司由于内部产品线完善，内部基金持有比例较高，内部基金中债券基金持有比例高于偏股基金。总体来看，养老目标基金的子基金构成体现了全市场优选的特点，以外部基金为主。

表 15 养老目标基金内部子基金持有占比

内部持有占比 0-30%	内部持有占比 30-50%	内部持有占比 50-80%	内部持有 占比 80% 以上
华安养老 2030 三年、银华稳健养老一年、兴全平衡养老三年、银华养老 2030 三年、长信平衡养老三年、银华养老 2035 三年、民生加银稳健养老一年、华夏养老 2040 三年、华夏养老 2045 三年、广发稳健养老一年、华宝稳健养老一年、博时平衡养老三年、兴业养老 2035、国联安稳健养老一年、国泰养老 2040 三年、华夏养老 2035 三年、华夏养老 2050 五年、广发均衡养老三年、广发养老 2050 五年、国投瑞银稳健养老一年、大成养老 2040 三年、平安养老 2035 三年、农银养老 2035 三年、嘉实养老 2050 五年、嘉实养老 2040 五年、泰达宏利平衡养老三年、嘉实养老 2030 三年、万家稳健养老三年、海富通稳健养老一年、天弘养老 2035 三年	中银稳健养老一年、汇添富养老 2050 五年、招商稳健养老一年、建信稳健养老一年、汇添富养老 2030 三年、汇添富养老 2040 五年、工银养老 2050 五年、易方达养老三年、南方养老 2035 三年、南方稳健养老一年、景顺长城稳健养老三年、银华养老 2040 三年、交银稳健养老一年	富国稳健养老一年、中欧养老 2050 五年、工银养老 2035 三年、鹏华养老 2035 三年、鹏华养老 2045 三年、中欧养老 2035 三年、工银养老 2040 三年、上投摩根均衡养老三年、易方达养老 2038 三年、万家平衡养老三年、易方达养老 2033 三年、博时稳健养老一年	鹏华稳健养老一年

五、养老目标基金发展建议

（一）尽快将养老目标基金纳入第三支柱政策范围，并将其作为默认投资选项

2018年4月2日五部委印发的《通知》中规定自2018年5月1日起，在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点，试点期限暂定一年。同时《通知》中提到根据试点情况，结合养老保险第三支柱制度建设的有关情况，有序扩大参与的金融机构和产品范围，将公募基金等产品纳入个人商业养老账户投资范围。公募基金是境外养老金的主要投资标的，养老目标基金更是投资主流，现在试点已超过1年的期限，应给予个人更多的投资产品选择范围，鼓励保险、基金、银行等各类金融机构广泛参与。建议应该认真总结试点经验，调整和完善相关政策，尽快在全国范围内推出第三支柱个人养老金。

目标风险策略和目标日期策略基金是美国、英国、香港等多个国家和地区养老金投资的默认投资选择。默认投资选择是为了帮助投资者克服选择困难、惰性及非理性决策而推出的制度安排。美国目标日期基金和目标风险基金在被纳入合格默认投资选择（QDIA）后发展非常迅速，一定程度上说明养老目标基金虽然是以养老为目标设计的产品，但也需要和政策制定形成合力，才能最大限度发挥产品的效力，建议借鉴境外经验，推出默认投资选择的制度安排，将养老目标基金纳入默认投资选择。实施路径上，可以探索让投资顾问机构发挥受托人职能，等第三支柱在全国建立且实施一段时间

后，结合第三支柱参与人实际情况针对性地设计出符合参与人行为特征的默认投资选择安排，进而帮助养老金投资者进行更合理的养老金积累。

（二）不断完善资产配置能力，提升养老目标基金竞争力

养老金作为长期性资金，其长期投资能力主要体现在资产配置上，资产配置是养老金实现长期投资目标和控制风险的重要手段，发挥着控制风险和稳定收益的重要作用。养老目标基金本身就具有资产配置功能，能够克服投资者由于资产错误配置及缺乏动态调整等因素导致投资行为不稳定或者长期收益较低的问题。因此，提高养老目标基金的投资管理水平，需要建立一套科学的、系统的、符合中国资本市场具体情况的资产配置体系，控制基金投资风险的同时，提高长期收益水平。可关注以下几个方面，第一，产品设计阶段采用成熟的资产配置方案。养老目标基金的核心在于资产配置，如目标日期基金的资产配置关键体现在下滑曲线的设计，投资目标、风险政策、资产投资范围等核心要素的确定等也均在产品设计阶段，基金管理人需重视资产配置在产品设计阶段的作用；第二，不断优化资产配置方法和模型，注重资产配置方法和模型的可操作性和与国内市场的匹配性及有效性，自上而下增强资产配置流程的执行力；第三，提高资产配置投研能力，一是资产类别的研究和甄别，明确可以投资的资产类别，外延上增加大类资产类别及境外资产，对大类资产进行细分研究和管理，控制波动风险；二是在既定约束条件下选出适合的资产，并明确各类资产的最优投资比例；三是注重动

态调整，根据市场变化动态调整各类资产的投资比例，明确调整各类资产投资比例的原则和方法。总之，资产配置是影响养老金投资的关键因素，基金管理人要持续不断提高资产配置能力，为投资者取得长期稳定的投资回报。

（三）产品设计仍需精打细磨，更好服务养老需求

国内养老目标基金刚刚开始发展，随着养老目标基金的逐步扩容，结合实践运作经验，产品设计方面的细节仍需进一步优化，比如，①产品业绩比较基准进一步细化。目前业绩比较基准多数为股票市场指数和债券市场指数的复合指数，而对养老金目标基金来说，资产配置是关键因素，且在其实投资过程中，投资范围涉及美股和港股等境外资产、黄金、REITs 等，业绩比较基准细化后，产品风格会更为明确。②完善退休后领取阶段养老目标基金相关设计。经过前期的积累，养老金金额较大，而领取方式是否合理、便利对养老金的合理安排、退休生活的质量、养老目标基金是否仍作为投资持有品种等均有较大影响，若养老目标基金在目标日期后在产品方面有所体现，会对投资者带来很多便利，目前有个别基金在这方面有一些良好尝试。③同系列基金主要要素需一致。目前基金管理人养老目标基金产品布局方面已经呈现系列化发展，产品设计阶段需保持同系列产品风险管理方案的一致，如投资目标、业绩比较基准、下滑曲线的资产配置方式等方面需保持一致。

（四）持续开展投资者教育，提高养老目标基金认可度

养老目标基金的推出，主要是为了解决养老投资需求投资者的

选择困难，是个人养老投资一站式解决方案。作为一种新的公募基金品种，推出时间较短，投资者对产品本身认知虽有提升，但认知程度仍有待进一步提高。因此，投资者教育显得尤为重要和任重道远。投资者教育可涉及养老金相关制度、养老金投资理念、养老目标基金产品特点等内容，具体可以关注以下几个方面：第一，养老金制度方面的简要内容，如养老金体系现状及存在的问题；第二，投资理念方面，一是树立长期投资理念，不要过度关注市场的短期波动，二是打破保守的投资观念，适度地放宽风险承受度；第三，提早进行养老规划；第四，养老目标基金的基础知识、产品特点，以及如何结合自身生命周期特征和风险偏好选择合适的养老目标基金。投资者教育应自上而下和自下而上相结合，由政府机构、行业组织、基金管理人、销售机构、投顾机构等多方主体共同参与，各有侧重互为补充，帮助投资者转变理念，做好养老储备。

2021 年 2 月 CAFF50 动态

1. 2月6日,《养老金融教育》结题会通过腾讯会议在线上举行,全国社保基金理事会原副理事长王忠民先生、全国老龄工作委员会副主任吴玉韶先生、中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云先生、中国证券投资基金业协会原副会长钟蓉萨女士、中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授出席了活动。

2. 2月8日,《养老金融会客厅》首期节目通过腾讯会议在线上举行,主题为“美国过时散户投资者作用的崛起”,活动由中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授主持,普信(T.RowePrice)集团公司副总裁、大中华区董事总经理林弈博士担任主讲嘉宾,武汉大学金融证券研究所所长董登新教授进行了点评。



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