

CAFF50

中国养老金融50人论坛
China Ageing Finance Forum

内部资料

妥善保管

养老金融评论

2020 年第 6 期（总第 55 期）

- 董克用：中国人口老龄化与养老体系建设
- 张健明：健全我国多支柱养老金制度
- 姜飞鹏：我国养老金三支柱体系建设的历程、问题与建议
- 闫化海：职业年金之谜成因探析

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 胡晓义 王忠民 杨子强

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 邹林娟 周 宁

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：中国人口老龄化与养老体系建设.....	4
张健明：健全我国多支柱养老金制度.....	22
娄飞鹏：我国养老金三支柱体系建设的历程、问题与建议.....	39
闫化海：职业年金之谜成因探析.....	54

【养老金融观点集萃】

刘 建、王建钦、胡俊英：养老目标基金：个人养老金投资良好工具	61
宣 华：养老保障管理产品：十年演进后的转型与突破.....	91

【CAFF50 大事记】

2020 年 5 月 CAFF50 动态	116
----------------------------	-----

导读：近年来，随着老年人口数量不断增加，我国逐渐进入了人口老龄化的加速期，养老金体系也面临着巨大挑战。在人口老龄化背景下，仅仅依靠单一的养老金制度难以满足人们对老年美好生活的需求。目前，我国已经初步建立了三支柱的养老金制度框架，包括第一支柱基本养老保险、第二支柱职业养老金和第三支柱个人养老金。但我国的养老金体系也存在诸多问题，如基本养老保险一支独大、第二支柱发展滞后、第三支柱刚刚起步等。为了完善我国养老金体系、实现人人老有所养的理想，专家学者们从多个角度对养老金三支柱模式进行了深入的研究分析。

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、清华大学董克用教授对中国人口老龄化与养老金体系建设的研究；中国养老金融 50 人论坛特邀成员、上海工程技术大学张健明教授借鉴波兰养老金改革，提出我国发展多支柱养老金的经验与启示；中国养老金融 50 人论坛特邀研究员、中国邮储银行高级经济师娄飞鹏探讨我国养老金三支柱体系建设的问题与对策；中国养老金融 50 人论坛特邀研究员、建信养老金管理有限公司战略研究部副总经理闫化海分析我国职业年金投管人的选择问题，以飨读者。

董克用：中国人口老龄化与养老体系建设



董克用：中国养老金融50人论坛秘书长、清华大学教授

人口老龄化是当今世界人口发展的重要趋势，正广泛而深刻地影响着人们的生活。作为世界上最大的发展中国家，中国在经济发展水平相对较低的阶段迎来了人口老龄化，这对中国当前以及今后很长一段时期里经济社会发展将产生深远影响。在此背景下，如何构建健康、可持续的养老体系以满足老年人多元化的养老需求至关重要。基于此，本文在分析中国人口老龄化发展现状与特征的基础上，探讨我国养老体系面临的问题与挑战，并借鉴国际经验提出促进我国养老体系健康、可持续发展的对策建议。

本文摘自《经济社会体制比较》2020年1期，原作者是董克用、王振振、张栋。

一、中国人口老龄化的演变与展望

人口老龄化是指一个国家或地区总人口中因年轻人口数量减少、年长人口数量增加而导致的老年人口比例相应增长的动态过程。通常包含两个方面的含义：一是指老年人口在总人口所占比例不断上升的过程；二是指社会人口结构呈现老年状态，进入老龄化社会。根据联合国标准，当一个国家或地区 60 岁以上的人口占总人口比重达到 10%，或 65 岁以上人口占总人口比重达到 7%，意味着这一国家或者地区已进入老龄化社会。

（一）中国人口老龄化的发展历程：由年轻型迅速转变为老年型

建国以来，中国人口年龄结构发生了巨大变化。从 1953-2010 年我国进行的六次人口普查反映的按 5 岁组划分的人口性别年龄结构来看（图 1），1953 年第一次人口普查我国人口年龄结构呈现出标准的金字塔形状，人口年龄结构比较年轻。随着生育率的急速上升和死亡率的下降，人口年龄结构进一步年轻化，到 1964 年已经成为年轻型人口结构。20 世纪 60 年代中期以后，生育率急剧下降，1969-1979 年的 11 年间，人口出生率从 34.11‰ 下降到 17.82‰，出生人口迅速下降，使得我国人口年龄结构转变逐步加快，人口年龄金字塔底部收缩，中部和顶部逐渐膨胀，这就是人口年龄结构老化的重要表现。2000 年第五次人口普查时，中国 65 岁及以上人口达到了 8821 万人，占总人口的比重为 6.96%，标志着中国正式步入老龄化国家。截止 2018 年末，65 周岁及以上人口 16658 万人，占总人口的 11.9%，相关预测显示到 2020 年后我国将逐步进入重度老龄化社会。可以看出，中国的

人口年龄结构变化经历了从相对年轻的人口结构，迅速发展为老年型人口结构的过程。

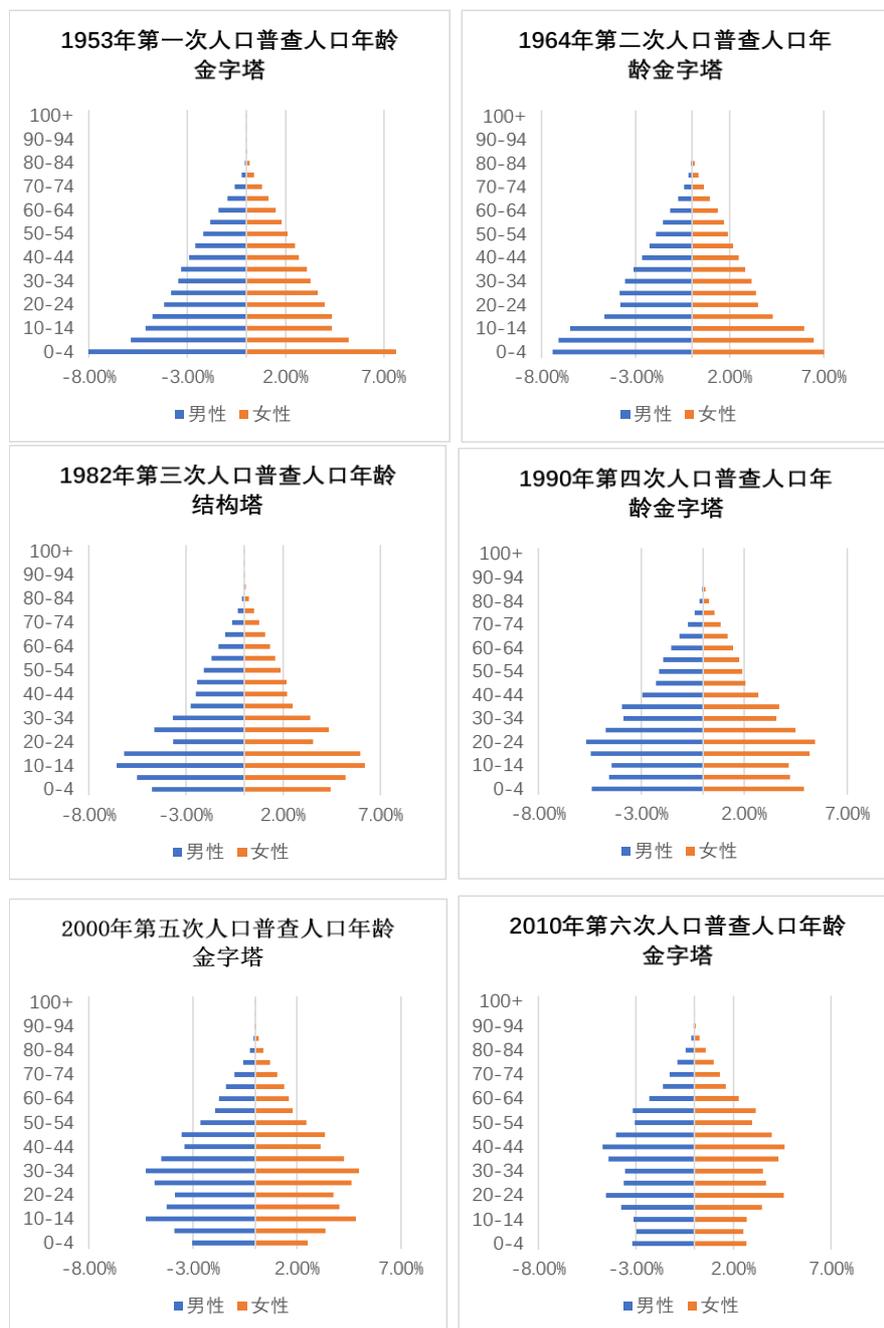


图1 历次人口普查人口年龄金字塔变化

(二) 中国人口老龄化未来的趋势：“高原”而非“高峰”

“高峰”和“高原”是学界对我国人口老龄化发展趋势两种不同的观点。人口老龄化“高峰”和“高原”是具有显著差异的，高峰期

是在达到峰值后开始下降，而高原期则是在相当长一段时期内保持高位而不下降，这一概念必须明确，因为，它决定着应对人口老龄化的发展战略需要关注周期的长短。本研究根据联合国经济和社会事务部人口司的预测数据分析可知（图2），中国总人口将在2030年前后达到最高峰，随后总人口数量将开始逐步下降；老年人口数量在2060年前后达到最高峰，之后老年人口数量将开始下降，但是，这并不意味着人口老龄化程度下降。其中，在2030-2060年间，由于总人口数量下降、老年人口的增加，导致我国人口老龄化速度在未来二三十年间明显加快。据预测，到2040年前后，我国65岁以上老年人口占总人口的比重将超过20%，到2050年这一比重将继续加大，达到26%，之后老年人口数量占比依然会在相当长一个时期内保持相对的高位（30%左右），一直持续到本世纪末。总体来看，我国未来人口老龄化发展趋势呈现出的是人口老龄化的高原，而非通常语境下的高峰。

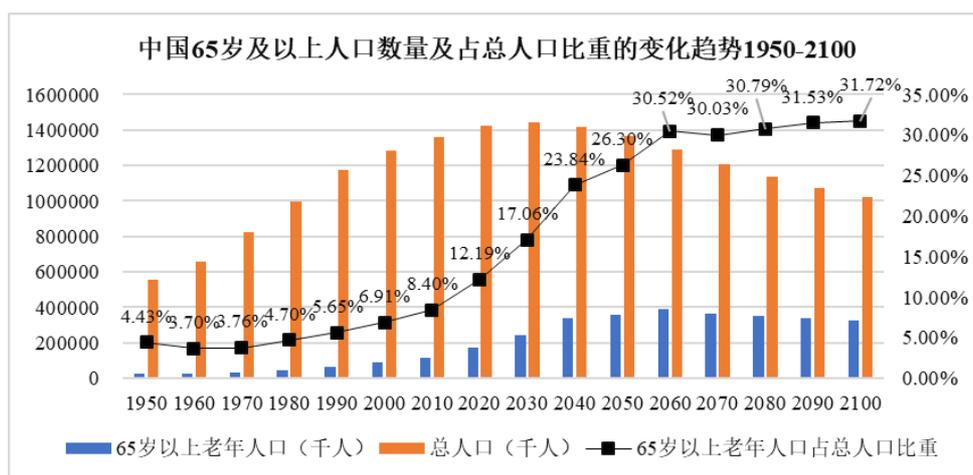


图2 中国65岁及以上人口数量及占总人口比重的变化趋势1950-2100

（三）中国人口老龄化的特点：速度快且即将超过高收入国家
作为中等收入国家，中国人口老龄问题在发展速度、老龄化程度

方面将超过高收入国家。根据联合国《世界人口展望 2017》数据显示（图 3），可以发现：第一，从人口老龄化发展速度来看，我国 65 岁及以上老年人口比重从 2000 年的 7% 达到 2050 年的 26% 预计只需要 50 年，而多数高收入国家 65 岁及以上老年人口占比超过 7% 发生在 1930-1950 年间，到 2050 年的 26% 大约要用 100-120 年的时间，那些中低收入国家将可能会用更久的时间，意味着我国人口老龄化的发展速度已远远超过高等收入国家。第二，从人口老龄化程度来看，在未来的 30 年之内，我国老龄化程度将远高于中、低收入国家的平均老龄化水平，对于高等收入国家老龄化程度将成追赶趋势，直到 2050 年前后我国老龄化水平将与高收入国家基本一致。2050 年之后，中国人口老龄化水平将显著高于高收入国家老龄化程度。

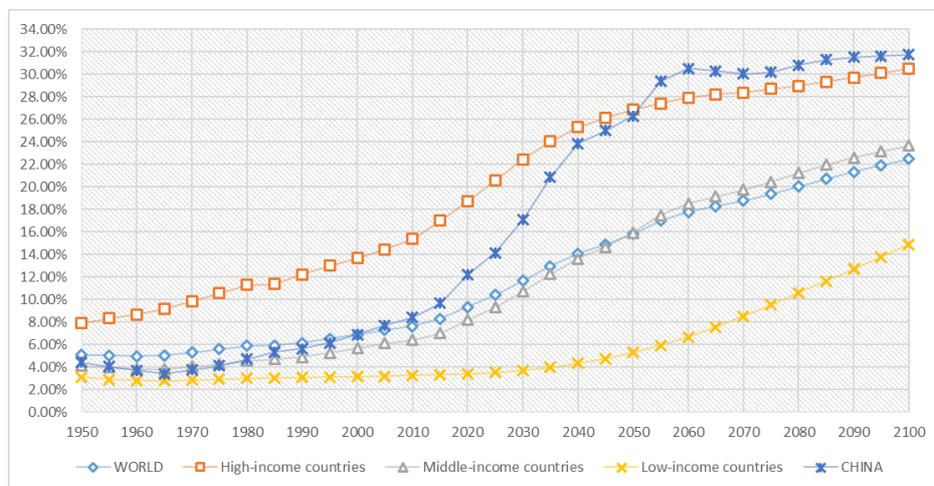


图 3 中国 65 岁及以上人口数量及占总人口比重的变化趋势 1950-2100

二、人口老龄化背景下的中国养老体系发展现状与问题

广义的养老体系是指在一个特定的社会中支持老年人口生活的有机系统，目的就是保护老年人口的权益，满足老年人的多元化需求。要满足老年人的需求，养老体系至少应具有养老的经济保障、服务保

障两方面功能。

（一）人口老龄化背景下养老经济保障体系发展现状与问题

养老经济保障体系可以划分为制度性保障和非制度性保障，其中，制度性保障主要包括通过国家政策实施的老年津贴和养老金制度；非制度性保障主要包括继续就业的劳动收入、财产性收入以及家庭内部的转移支付等。鉴于文章篇幅限制，本文将重点关注我国制度性经济保障中的养老金体系部分。

1. 我国养老金体系发展现状与特征

经过数十年的发展，我国初步建立起覆盖范围广泛、多方主体参与的规模庞大、制度复杂的三支柱养老金体系。之前，在官方文件中多使用“多层次”的概念，直到财税〔2018〕22号文件第一次提及“第三支柱”的概念，同时，本研究在借鉴国际经验的基础上将使用“三支柱”概念。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和城乡居民基本养老保险制度；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，目前我国已经进行个人税收递延型商业养老保险试点，未来将进一步拓展到基金、银行理财等多种形式。三支柱具体特点如表1。

表1 中国养老金体系构成框架及各自特征

层次	类别	制度形式	参与对象	参与方式	缴费方式	待遇计发
第一支柱 (公共养老金)	城镇企业职工基本养老保险	社会统筹+个人账户	城镇企业职工	强制	单位缴费+个人缴费	基础养老金+个人账户养老金
	机关事业单位基本养老保险	社会统筹+个人账户	机关事业单位工作人员	强制	单位缴费+个人缴费	基础养老金+个人账户养老金

	城乡居民基本养老保险	社会统筹+个人账户	城乡居民	政策鼓励	个人缴费+集体补助+政府补贴	基础养老金+个人账户养老金
第二支柱 (职业养老金)	企业年金	个人账户	城镇企业职工	自主	单位缴费+个人缴费	个人账户养老金
	职业年金	个人账户	机关事业单位职工	自动 ^①	单位缴费+个人缴费	个人账户养老金
第三支柱 (个人养老金)	个人税收递延型商业养老保险	个人账户	经济活动人口	自愿	个人缴费+税收优惠	个人账户养老金

资料来源：作者自制

总体来看，我国初步建立三支柱养老金体系框架，从制度上覆盖了就业者和非就业者群体，进一步明确了国家、社会（集体）和个人三方责任共担的理念，并且在制度设计上通过个人缴费建立个人账户，使个人第一次直接承担起一部分养老的职责，打破了在经济计划体制下养老金全部由国家和企业承担的传统观念。

2. 人口老龄化背景下养老金体系面临的问题与挑战

(1) 养老金体系结构不均衡是现阶段的核心问题

从制度建设来说，我国已初步建立起了三支柱养老金制度框架，然而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雇主能力不足或积极性不高，使得我国第二支柱企业年金进展缓慢，近年来新增企业和员工数量近乎停滞，而新建立的职业年金制度仅能覆盖机关事业单位群体；第三支柱个人养老金制度刚刚试点一年，参与人数也极其有限，且原计划在2019年5月1日全面推开的第三支柱个人养老金计划由于多种原因并未按期落实，进一步为第三支柱个

^①注释：自动加入，是国际上一种新的养老金加入模式，即不同于强制加入，也不同于自愿加入，我国职业年金的模式与此模式类似。国务院《关于机关事业单位工作人员养老保险制度改革的决定》明确提出，“机关事业单位在参加基本养老保险的基础上，应当为其工作人员建立职业年金”，由此可知，“应当”并非“强制”，也不同于企业年金的“自主建立”，因此，本文借鉴了国际上自动加入的概念以区别于企业年金模式。

人养老金制度扩面增加了困难。整体来看，目前我国养老金体系仍主要依赖于第一支柱公共养老金制度。此外，通过对中国和三支柱养老金规模与结构进行对比发现：2017年美国第二、三支柱养老金资产约占同期GDP的121.79%，而我国第二、三支柱养老金资产约占同期GDP的1.64%，明显呈现出第一支柱“一支独大”、第二、三支柱养老金积累有限的结构性失衡问题，具体如表2所示。

表2 中、美两国三支柱养老金体系规模与结构比较（2018年底）

美国	名称	第一支柱	第二支柱	第三支柱	合计
	规模(万亿美元)	2.82	16.15	8.81	27.78
	占养老金资产比重	10.15%	58.14%	31.71%	100.00%
	占GDP比重	13.76%	78.80%	42.99%	135.55%
中国	名称	基本养老金	企业年金	税延养老金	合计
	规模(万亿元)	5.09	1.48	0.00007	6.57007
	占养老金资产比重	77.47%	22.53%	0.00%	100.00%
	占GDP比重	5.65%	1.64%	0.00%	7.30%

三、人口老龄化背景下国际养老体系的经验借鉴

（一）国际养老金体系应对人口老龄化的经验借鉴

1. 多支柱是国际养老金体系应对人口老龄化的改革趋势

在全球人口老龄化加速以及经济增速放缓的背景下，当政府承担过多的公共养老金职责时，财政负担加重、政府运作低效等一系列问题日益突出，因此，各国开始对发展私人养老金（包括：第二支柱职业养老金和第三支柱个人养老金）产生浓厚兴趣，不少国家对养老金进行了改革，如英国率先对公共养老金制度进行改革，之后不少国家纷纷效仿。其中，在改革过程中，智利是对传统的现收现付制进行了根本性变革，建立了以个人账户为基础的完全积累制模式。但是，智利政府在实践中也遇到不少问题，如参保率较低、成本负担重、监管

风险高、保值增值难以及收入分配差距扩大等问题，近年来使得智利不得不重建政府主导的第一支柱公共养老金制度。可以看出，过度依赖政府主导的公共养老金或过度依赖市场主导的私人养老金都不是养老金体系可持续发展的长久之道，必须寻求新的出路。新的改革思路是走出单一的养老金体系模式，探索多元化、多支柱的养老金体系。许多国际组织经过研究纷纷提出建立多支柱养老金体系改革方案(表4)。这些国际组织改革方案的核心，就是通过不同模式的养老金制度实现风险分散，通过政府、单位和个人责任分担实现责任共担，这一模式逐渐为欧美、日本等发达国家认可并得以实践，并建立了国家、雇主和个人责任共担的多支柱养老金体系。

表4 多支柱养老金体系改革方案

	名称	形式	性质	目标	形式	责任主体
世界银行三支柱养老金体系模式	第一支柱	公共养老金	强制性	最基本的生活保障	待遇确定型 现收现付制	政府
	第二支柱	职业养老金	强制性	提高保障待遇	完全积累	单位和个人
	第三支柱	个人养老金	自愿性	提供更高水平待遇	缴费确定型 完全积累	个人
国际劳工组织的四层次养老金体系模式	第一层次	公共养老金 (家计调查)	强制性	最低生活保障	现收现付	国家
	第二层次	公共养老金	强制性	再分配、 收入替代	现收现付	国家
	第三层次	职业养老金	强制性	储蓄	完全积累	单位
	第四层次	个人养老金	自愿性	储蓄	完全积累	个人
国际货币基金组织三级养老金体系模式	第一级	公共养老金	强制性	最低养老保障	财政支付	政府
	第二级	政府/企业年金	强制性/ 自愿性	平滑收入	现收现付/ 完全积累	政府/企业
	第三级	私人养老金	自愿性	储蓄	完全积累	个人

资料来源：作者整理

多支柱的养老金体系是否有效？可通过国际上两个著名养老金评价指数得以体现。一是国际知名咨询公司美世推出的全球养老金指数，对全球前 27 大经济体的养老金体系进行了排名，在 2016 年的排名中，中国排第 23 位。二是德国安联公司“养老金可持续指数”，对全球前 54 大经济体进行排名，在 2016 年排名中，中国排名第 53 位，倒数第二。这两个排名中，排名靠前国家的共同特点是均有非常发达的第二支柱职业养老金和第三支柱个人养老金，相反，那些私人养老金制度薄弱的国家排名都相对靠后。综上，全球养老金改革的经验教训表明：任何单一的养老金体系都难以应对人口老龄化带来的挑战，多支柱养老金体系才是国际改革的趋势。虽然各国对不同支柱的名称不完全一致，但大体上可以分成三个支柱，即政府主导的现收现付的第一支柱公共养老金；政府支持、单位主导的第二支柱职业养老金；以及国家税收优惠，劳动者个人主导的第三支柱个人养老金。其中，第二和第三支柱多为积累型养老金，对资本市场建设和国民分享经济发展成果至关重要。

2. 参量改革是保证公共养老金制度财务平衡的重要措施

在构建多支柱养老金体的同时，也有不少国家尤其是发达国家对公共养老金也进行了一系列的参量改革。参量改革，是指不谋求改变养老金体系的基本结构和筹资模式，继续维持原有制度，力图通过对制度中的参数的调整以促进社会和经济目标的实现，这样的改革可以是单一参数的调整，也可以是多个参数的调整；可以是一次性的调整，也可以是渐进式调整。参量式改革主要涉及到养老金的待遇水平、退

休年龄、缴费基数、缴费率、缴费年限等参数的调整。在实践中，延长退休年龄一方面可以增加缴费年限，另一方面可以缩短个人领取养老金的时间，一定程度上缓解人口老龄化对养老金的压力。参量改革还可以通过适度降低公共养老金替代率、提高缴费基数、提高缴费年限，来缓解公共养老金的支付压力。事实证明，各国在参量改革方面也取得了显著成效。

（二）国际上养老服务体系应对人口老龄化的经验借鉴

1. 多元化养老是国际上养老服务体系应对人口老龄化的有力举措

当人口预期寿命不断延长，生育率相对较低的时候，家庭结构不可避免地会发生变化，更多的老年人仅拥有较少的子女来进行抚养或扶助，特别是一些有着强烈家庭养老传统的国家，子女对老年人的赡养压力会越来越大。原有居住方式面临挑战，新的多元化居住方式需求增多。在这样的大背景下，发达国家积极进行社会养老方式的创新，提供多种养老方式选择和社会化的养老服务，以满足老年人的需求。例如，英国政府推行的养老模式是从传统的“住院式”养老模式转为社区养老模式，同时也积极鼓励非政府养老机构的发展；日本主要通过实施护理保险制度，推进了老年护理服务的社会化，同时，采用多元化的养老模式与不同类型的经营方式的养老机构相结合；美国的养老模式主要有三种：多元的居家养老模式、社区集中养老模式以及专业机构养老模式，其中，专门面向老年人而建的限制年龄的社区养老

模式在美国的养老模式中很受欢迎。可以看出，养老方式多元化、服务多元化已成为是国际上养老服务体系应对人口老龄化的有力举措。

2. 大力发展养老产业是满足多样化养老需求的重要手段

在人口老龄化带来一系列挑战的同时，也带来了诸如养老产业发展等重大机遇。伴随着老年人口需求的多样化及其消费能力的提升，一系列老年产业，比如养老服务、老年保健产品、老年生活用品、养老金融等有着巨大的发展空间，国际上许多国家十分重视养老产业发展。例如，美国、德国、日本等发达国家，通过市场机制来发展多元养老产业，建设专业化的健康养老护理队伍、开拓智能养老产业、以金融和商业保险助推养老产业，吸引人才和社会资源加入到产业的管理和运营当中，运用先进的模式将市场资源进行整合以解决养老服务资源供给不足、质量差等诸多问题，使老年人得到优质的养老服务，满足多样化的养老需求。大力发展养老产业，在满足老年人多样化的需求和提高老年生活质量的同时，还可以有效促进经济结构的调整。

四、人口老龄化高原背景下中国养老体系的建设路径

（一）人口老龄化高原背景下我国养老金体系建设路径

1. 养老金体系的结构改革思路

第一，整合第一支柱养老金制度，明确国家责任。第一支柱公共养老金制度，国际上通常采取的是现收现付的筹资方式。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，建议将城镇职工基本养老保险制度中社会统筹和个人账户相分离，重新整合第一支柱养老金制度。其中，社会统筹部分实现全国统筹，企业和个人共同缴费，

但是个人缴费只是缴费记录，用于计发待遇使用，不再是积累性个人账户。对于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。第二支柱养老金是与职业相关联的制度安排，在我国当前制度设计中表现为：自动加入的职业年金制度和自主性的企业年金制度。但是，企业年金进展缓慢，职业年金仅覆盖了全体机关事业单位人群。应该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。重点关注以下几个改革方向：一是逐步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，为发展第二支柱留下空间。二是适时探索自动加入机制，扩大职业养老金覆盖面。三是加强中小企业集合年金制度建设，提高中小企业参与率。四是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，发挥个人责任。我国正处于经济结构转型期，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。在当前大背景下，要完善第三支柱个人养老金制度应关注以下几个核心政策问题：一是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。二是应加大财税优惠的支持力度。享受财税激励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首要推动力。三是鼓励金融机构大力开发第三支柱个人养老金产品，个人养老金产品应注重安全性、高效性和便捷性。四是应加强第三支柱的监管。第三支柱是涉及多部门职责的一揽子制度设计，各监管部门之间的相互合作、良好互动和顺畅沟通将是第三支柱健康快速发展的重要基础。

2. 养老金体系参量改革的措施

第一，延迟全额领取养老金年龄，抑制提前退休。延迟退休年龄能够提高我国养老保险基金收入，增加养老金积累；同时，还可缩短个人领取养老金的时间，缓解养老金支付压力。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。在延迟退休年龄同时，也要进一步抑制我国提前退休的现象，对可提前退休的工种作出明确、统一的规定，把提前退休时间严格控制在法定退休年龄的一定期限内，从而减少提前退休对我国养老保险基金支出冲击。

第二，适当提高养老金缴费年限，增强制度的可持续性。法定缴费年限过低，难以避免参保人在达到法定最低缴费年限后停止缴费。缴费年限过低不利于养老资产的积累，未来可能存在难以满足多样化养老需求风险。建议在借鉴国际经验的基础上，适时提高基本养老保险的最低缴费年限至20年或25年，并随着人均预期寿命的提高进行动态调整。

第三，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，在很大程度上影响我国基本养老金收入。建

议优化基本养老保险征缴管理体制。同时，考虑到中央已经决定由税务部门统一征收社保费，应当利用这一有利时机，参照纳税基数，确定单位和个人基本养老保险的应缴费基数，来保证基本养老保险缴费基数的真实化足额化。

第四，提高基本养老金统筹层次，完善养老金投资体制。提高基本养老金统筹层次，可缓解部分地区财务不可持续问题。建议各地区统一基本养老保险制度、缴费政策、待遇政策、基金使用、基金预算和经办管理，推进养老保险基金统收统支工作，并建立地方各级政府养老保险基金缺口责任分担机制。同时，加强养老金投资的风险控制，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。养老金投资体制的完善，不仅可以促进基本养老保险基金保值增值，也是发展二、三支柱的养老金体系的重要前提。

（二）人口老龄化高原背景下我国养老服务体系建设路径

1. 养老服务体系基础建设完善思路

第一，以家庭养老为基础，强化家庭养老功能。家庭作为社会的基本单元，任何在家庭以外建立起来的正规的社会保护制度都不能取代家庭的功能和责任，政府只是在不同程度上、用不同的方式分担责任。基于家庭服务的不可替代性，应从以下几方面提供支持来促进家庭成员的为老服务：第一，改善居住条件，鼓励老年家庭成员就近居住或共同生活。第二，完善家庭能力建设与可持续发展的支持政策，落实家庭成员赡养和抚养老人的法律责任和义务。第三，高度重视孝

亲敬老传统美德，着力强化尊老敬老的家庭美德建设。希望通过外在条件、法律法规以及文化氛围三方面的共同努力下，来充分发挥家庭养老的基础作用。

第二，以社区养老为依托，改善社区养老服务。在当前大背景下，要完善社区养老服务应该继续关注以下几个问题：一是强化基层社区的养老服务功能，把养老服务纳入城乡社区的基本工作内容，提高社区养老服务的能力。二是以经济困难老人、空巢、独居老人为重点，以上门服务和日托照顾为主要形式，大力推进重点人群的居家养老服务。三是完善居家养老服务配套设施，鼓励和支持社会资本和民间投资，扩大社区养老服务网点覆盖面和服务质量，特别是农村地区。

第三，加大扶持力度，发挥机构养老的补充作用。在借鉴国际经验和现实多样化养老需求的基础上，有必要加大扶持力度，充分发挥机构养老的补充作用。面对当前“民办”养老机构艰难的生存局面，应大力推广“民办公助”制度，可以考虑从以下几方面：首先，降低民办养老机构的准入门槛，简政放权，简化手续和程序。其次，加大资金扶持力度，同时也应该突破土地供应瓶颈，使得“非营利性”养老机构在在土地取得方式、价格等方面给予与政府事业单位相同的待遇。最后，政府可以承担养老机构部分易于控制的运营风险，可以有效提振社会资本投资信心。

2. 养老服务体系发展和完善的保障措施

第一，鼓励社会力量积极参与，形成多元化养老服务体系。为了鼓励社会力量积极参与养老服务体系建设，要完善社会力量参与相关

政策法规。一方面，要科学制定政策法规，完善相关法律制度，为社会力量参与养老服务体系建设和提供良好环境和法律依据。另一方面，确保政策法规的落实，建立监督机制，严格执行、简化申请程序，提高政策落地效率，并加大各地市级的政府管理监督，鼓励民众、社会舆论参与监督，确保每一项政策法规都实施到位。在此基础上建立多元化的筹资渠道，积极挖掘个人、企业、基金会等其他市场的筹资潜力，从企业中寻求资金捐助，激励社会资金捐款，适当增加社会组织自主经营收入，提高资金利用率。此外，社会力量在参与养老服务时注重服务内容与形式的创新。

第二，积极发展养老产业，满足多样化养老需求。目前，我国养老产业尚处于起步阶段，存在运行机制不清、监督管理不严、供需失衡等诸多问题，这就需要我国政府在政策制定时，一是要做到科学规划，统筹兼顾，构建真正能为养老体系发展、完善保驾护航的政策法规，进而营造良好的市场环境。二是强化养老服务技术产品研发应用，为养老服务提供科技支撑。三是促进医、养、护相结合，为养老服务提供医疗服务支撑。医疗服务、生活照料服务和疾病护理服务是养老服务的核心内容，实现医、养、护一体化发展应该成为未来养老服务体系的发展目标。四是培育养老服务人才，提升专业服务水平。数量充足、业务精湛的养老服务人员，才可能让老年人愿意甚至乐于接受各种形式的为老服务。

第三，加强规范管理，健全社会养老服务监管体系。首先，科学评判养老服务需求。养老服务的供给要依据不同地域、城乡结构，以

及老年人身体状况、心理健康程度提供服务，只有对不同地区、老年人个体的养老服务需求进行科学评判，才可能防止出现养老服务供需脱节，结构性矛盾突出现象的发生。其次，完善社会养老机构运行的法制体系。对于机构要加强事前、事中、事后监管，做到精细化管理。对于老年人要优化综合评价机制，防止本应进入社区、民办营利型养老机构养老的老人进入公办养老机构进行养老。最后，加强老年人生活水平、满意程度、日常信息调查、侵权申诉等的日常监管，将日常考评成绩作为全年考评指标纳入年终考核，这样可以有利于调动民办养老机构供给养老服务的主动性，激发公办民营、民办养老机构的发展活力。

五、结语

中国人口老龄化具有长期性特征，这就决定了任何经济社会政策在应对人口老龄化挑战时必须具有更加长远的战略眼光。面对我国养老金体系“一支独大”制度体系和第一支柱财务不可持续的挑战，本文提出以结构性改革为主，重构三支柱养老金体系；以参量改革为辅，实现基本养老保险制度财务可持续性的改革思路，以促进我国养老金体系健康可持续发展。面对养老服务体系发展不平衡、不充分问题以及未来养老服务高质量供给的挑战，提出完善以居家养老为基础、社区服务为依托、机构养老为补充的社会养老服务体系，大力发展养老产业来提升老年人生活质量。此外，养老体系改革的路径抉择不仅仅受到养老体系自身因素的影响，还受到政治、经济和文化等诸多因素的影响。

张健明：健全我国多支柱养老金制度



张健明：中国养老金融 50 人论坛特邀成员、上海工程技术大学教授

2011 年波兰启动新一轮养老金结构性改革，组建了“二支柱”养老金模式。此次改革背离了世界银行提倡的“三支柱”养老金模式，改革后波兰养老金发展的系列指标表明，此次养老金改革一定程度上是失败的。反观我国多支柱养老金的发展，同样面临着诸多内在矛盾，基于波兰新一轮养老金结构性改革的教训，深刻反思我国多支柱养老金制度建设中的内在矛盾，对于健全我国多支柱养老金制度具有重要的借鉴意义和实践价值。

本文摘自《宏观经济管理》2019 年 12 期，原文题目为《健全我国多支柱养老金制度——从波兰新一轮养老金改革谈起》，原文作者是高鹏飞、张健明。

人口老龄化是 21 世纪最重要的人口和社会现象之一，对经济社会发展产生越来越重要的影响。早在 1999 年我国就已进入了老龄化社会（65 岁及以上人口占总人口的 6.96%），截至 2018 年末，我国 65 岁及以上人口 1.67 亿人，占总人口的 11.9%，人口老龄化速度不断加快。目前，我国老龄化程度已接近美国、日本等诸多发达国家，然而我国人均生活水平与发达国家仍然存在一定差距。“一支独大”的基础养老金不仅使养老金支付承受较大压力，而且在一定程度上阻滞了多支柱养老金制度的发展。2019 年 4 月 4 日，国务院办公厅作出“降低基本养老保险费缴费率”的决定。在此背景下，厘清多支柱养老金制度发展的内在困境，探寻多支柱养老金制度的发展去向，成为当下亟须解决的重大课题。

关于养老金制度结构性改革，世界银行 1994 年就提出并推广“三支柱”的养老金模式。目前，世界范围内约有 30 个国家以不同的方式实行了这一模式，中欧是实践“三支柱”养老金模式的典型地区。2000 年前后，中欧诸国（匈牙利、波兰、斯洛伐克等）纷纷建立了适合各国国情的“三支柱”养老金制度。但在 2008 年国际全球金融危机的冲击下，这些国家陆续启动了“新一轮”的多支柱养老金制度改革，不仅对现行的养老金制度进行调整缴费基数、提高缴费率等方面的参数改革，而且对其制度框架进行了结构性改革。

研究发现，这些国家养老金制度的改革似乎逐渐背离世界银行提倡的“三支柱”的养老金模式。这里选择中欧的波兰作为具体研究对象，原因有三：第一，中波两国的人口老龄化国情相同。根据欧盟统计局

数据显示，2018年波兰65岁及以上人口522.04万人，占总人口的13.7%，老龄化程度与我国大致相当；第二，中波两国多支柱养老金制度改革趋势相同，我国和波兰均受到了世行提倡的“三支柱”养老金模式改革浪潮的影响；第三，波兰新一轮养老金制度改革，废止了第二支柱养老金，背离世界银行提倡的“三支柱”的养老金模式，此改革方案在全球范围养老金改革方面具有典型性。追踪研究波兰新一轮养老金制度结构性改革的基本动机和深层原因，对深刻反思我国多支柱养老金制度建设，分析其存在的内在困境及困境背后的社会原因，具有重要的借鉴意义和反思价值。

一、波兰新一轮养老金改革的动因

在1999年建立的多支柱养老金制度框架下，波兰的第一支柱为名义账户养老金(NDC)，第二支柱和第三支柱均为个人养老金(FDC)。区别在于，第二支柱个人养老金的投资组合受到国家限制，第三支柱个人养老金的投资不受国家限制。

2011年波兰开始了新一轮多支柱养老金制度的结构性改革。首先，降低了第二支柱个人养老金计划的缴费率（从7.3%降至2.3%）；其次，为了降低波兰政府负债占GDP的比重和维持社会稳定，2014年波兰政府又宣布暂停对第二支柱个人养老金计划的缴费，转而将第二支柱养老基金的50%用于购买政府债券，同时，取消了新进劳动者（2014年1月1日后进入劳动力市场）参加第二支柱养老金计划的强制规定，开放了参保人员自由退出第二支柱个人养老金计划的通道；最后，2016年波兰副总理莫拉维茨基对外宣称，第二支柱个人养老金

不可行，计划将第二支柱基金池的 75%划归第三支柱的个人养老金，25%划归第一支柱名义账户养老金。从表 1 可以看出，波兰旨在逐渐取消第二支柱的个人养老金，建立两支柱的养老金制度，虽然波兰养老金制度仍是“NDC+FDC”的混合养老金制度，却逐渐悖于世界银行提倡的“三支柱”养老金模式。究其根源，有如下几点基本动因。

表 1 波兰新一轮养老金改革前后养老金变化情况

		2011 年改革前	2011-2016 年改革期间	2016 年改革后
第一支柱	养老金类别	NDC	NDC+50%FDC ₂	NDC+25%(50%FDC ₂)
	参保要求	强制参加，不得退出	强制参加，不得退出	强制参加，不得退出
第二支柱	养老金类别	FDC ₂	50%FDC ₂	逐渐缩减至彻底取消
	参保要求	30 岁及以下强制参加 30-50 岁自由参加 50 岁及以上不能参加	自愿参加，准许退出	
第三支柱	养老金类别	FDC ₃	FDC ₃	FDC ₃ +75%(50%FDC ₂)
	参保要求	50 岁及以下自愿参加	50 岁及以下自动参加	50 岁及以下自动参加

注：由于波兰 2011 年改革前第二支柱和第三支柱均采用个人账户制（FDC），故表 1 中 FDC₂ 表示波兰第二支柱的个人养老金（下文同），FDC₃ 表示波兰第三支柱的个人养老金（下文同）。

资料来源：波兰社会保险局官网；Casey B H(2014)^[8]；Naczyk M & Domonkos S(2016)^[9]。

（一）金融危机是客观动因

1999 年波兰政府规定 NDC 和部分的 FDC₂ 不可以进入金融市场，只可以购买政府债券和银行储蓄，但提出了“每年收益率要与工资收入总额增长率大致持平”的严格要求，FDC₃ 可以进入金融市场中投资运营，以获得相应的资本回报。2003 年，FDC₃ 名义收益率已达 10.90%，可以说 1999 年波兰在较短时间内顺利实现了养老金制度的成功转型。

但 2008 年国际金融危机重创了波兰的国民宏观经济体系，国家出现严重的经济衰退，失业率上升。为了维持政局和社会稳定，波兰

政府被迫增加社会保障支出，导致了波兰政府负债占 GDP 的比重逐年攀升（2013 年达到峰值 55.7%），已经接近《Treaty of Maastricht》要求“成员国政府债务占 GDP 比重不得超过 60%”的规定，超过了波兰宪法规定的“政府负债占 GDP 比重低于 55%”的要求。同时，金融危机还造成了波兰第二支柱个人养老基金严重缩水，2008-2012 年，实际平均盈利率为-2.58%。在此背景下，波兰被迫启动新一轮养老金制度结构性改革，逐渐废止基金体量庞大的 FDC₂，划拨了 50%的 FDC₂加入 NDC，用于购买国家债券，在一定程度上拯救了国家财政危机。

（二）预期差距是直接动因

“三支柱”养老金发展与波兰宏观经济增长的相互作用效果低于理想预期。一方面，Carone G 等(2017)认为中欧国家进行“三支柱”养老金制度改革的重要原因是：这些国家相信个人养老基金的投资能够促进国家宏观经济快速增长，国家宏观经济快速增长又可以壮大个人养老基金。虽然 1999-2008 年，波兰的 GDP 与个人养老基金总额（FDC₂+FDC₃）均呈增长态势，但 2008 年国际金融危机后，波兰个人养老基金总额增长速度明显加快，且 GDP 与个人养老基金总额的差距不断扩大（见图 1），未能实现波兰 1999 年“三支柱”养老金制度促进国家宏观经济的理想预期。另一方面，委托代理风险稀释了可观的资本回报。中欧国家进行养老金制度结构性改革的初期，由于政府对市场监管存在缺位现象，养老金投资机构之间产生恶性竞争，搅乱了养老金市场的正常运转，产生了较高的管理费用，而 Fultz（2012）

发现，1999-2005 年波兰 FDC₂ 的实际回报率难以抵消通货膨胀率，FDC₂ 存在缩水现象。

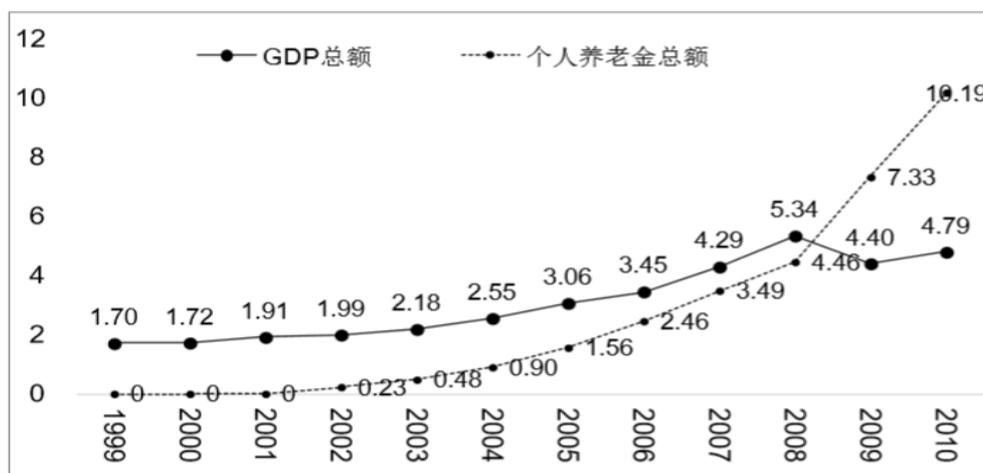


图 1 1999-2010 波兰 GDP 总额和个人养老金总额增长情况

注：本图单纯了解 GDP 总额增长趋势与个人养老金总额增长趋势的关系，但 GDP 总额与个人养老金总额存在两个数量级的差距，为了更清晰描述两者增长趋势关系，GDP 总额以千亿元计，个人养老金总额以 10 亿计。

资料来源：波兰中央统计局官网；波兰社会保险研究所《波兰社会保障 2017》P41^[25]。

（三）制度缺陷是根本动因庞大的转制成本造成波兰

新一轮养老金制度结构性改革。1999 年波兰进行较为彻底养老金结构性改革，建立了世界银行推崇的以二支柱为核心的多支柱养老金制度，直接造成了波兰养老金改革的转制成本转嫁给第二支柱的个人养老金。1998 年波兰养老金的历史欠账已经超过 GDP 的 200%，而 James.E (1998) 已经证明现收现付制待遇确定制占比越大，隐性债务数额越大。在此情形下进行养老金制度改革，必然使得巨大的隐性债务显化，形成了庞大的转制成本。同时，改革之初，波兰政府未对转制成本精确测量，低估了转制成本的巨大体量。1999-2009 年波兰养老金支出总额每年以 GDP 的 0.5% 的增速不断增加，2010 年养老金缺口已占 GDP 的比重达 1.89%。由于没有足额的财政资金弥补巨大的养老金缺口，只能设立 FDC 制度，以期利用金融市场高额投资

回报率冲击巨大的转制成本。庞大的转制成本导致了巨大的支付压力，波兰政府被迫启动新一轮养老金制度结构性改革。

综上所述，波兰新一轮养老金改革一定程度上是失败的。养老金有“工具属性”“价值属性”两种属性，工具属性是养老金具有促进国家宏观财政发展的功能；价值属性是养老金具有提高老人晚年生活质量、保障老人晚年有尊严生活的价值。一方面，波兰强化了 FDC₂ 的工具属性，即存在过分的为宏观财政服务倾向，将 FDC₂ 看做拯救国家宏观经济的重要工具，其价值属性在一定程度上被忽视。表 1 已经表明，在 2011-2016 年改革期间，波兰直接划拨 50% 的 FDC₂ 给 NDC，用于购买国家债券，降低政府债务占 GDP 的比重，这无形之中削减了老人晚年福利，FDC₂ 的价值属性遭到弱化。另一方面，FDC₂ 经过十余年的发展而被波兰政府予以废止，不仅不利于政局和社会稳定，新的隐性债务（用于购买国家债券的 50%FDC₂）日后也势必成为影响经济社会发展的一枚“隐性炸弹”。

二、我国多支柱养老金的内在矛盾

目前，我国多支柱养老金制度在发展过程中面临诸多困境。而波兰新一轮养老金改革产生的教训，对我国多支柱养老金制度的建设和运行可资借鉴。

（一）发展理念的内在矛盾

随着经济社会的快速发展，老人对晚年高质量生活的需求日益增多。在基本养老保险费缴费率下调的背景下，多支柱养老金制度的发展理念亟待调整。

我国多支柱养老金制度的发展，一定程度上同样存在养老金工具属性的强化和价值属性的弱化，或者说过度为国家宏观财政服务的倾向，忽视了多支柱养老金“提高老人晚年的生活质量，让老人晚年有尊严生活”的基本功能和价值。2016年全国第二支柱企业年金累积额达1.1万亿元，第三支柱个人养老金累积额达2.5万亿元。庞大的养老基金体量，加之国家的相关政策和监管制度存在漏洞，很多财务失衡的地方往往觊觎多支柱养老基金，以致挪用填补地方财政赤字的情况屡禁不止。

在安全性第一的原则下，我国规定多支柱养老金入市最高限额为基金总额的30%，70%的养老基金普遍用于购买国家债券和银行储蓄。而在31个OECD国家中，各类养老基金配置于银行存款上平均低于养老基金总额的5%，相比较而言，我国多支柱养老金投资过于审慎，导致多支柱养老金的投资收益难以提高。在为国家宏观财政服务的过度工具属性倾向和过于审慎的养老基金投资理念下，劳动者的老年风险大大增加，既不利于多支柱养老金制度发展的可持续性，更不利于社会稳定。

（二）第二支柱企业年金制度的内在矛盾

第一，在制度设计层面，制度定位偏差与政策引导不足。一方面，由于我国老龄人口增速日益加快和基本养老金待遇不断提高，第一支柱养老保险金要支付基本养老保险已经力不从心。由此，2004年我国建立了第二支柱企业年金制度，旨在为企业职工提供“补充养老保险”，缓解政府财政压力，缩小社会贫富差距。因此，就政府而言，企业年

金制度是一种“促安全、缩差距”的补充性质的养老保险制度。在这种“促安全、缩差距”的制度定位下，国家规定大部分第二支柱养老基金只能购买国家债券和银行存款，导致其收益率远低于全国社保基金投资收益率（社保基金自成立以来的年均投资收益率为 8.44%）。另一方面，由于缺乏合理的政策引导，无论是第二支柱养老基金的资产规模，还是覆盖范围，均低于 OECD 国家的平均水平，导致缩小社会贫富差距这一理性预期难以实现。结合波兰新一轮养老金改革的基本动因，如果对我国第二支柱养老金的制度定位存在偏差，会造成第二支柱企业年金资源的浪费，同时，缺乏合理的政策引导，企业年金制度也难以健康发展。

第二，在投资运营层面，委托代理风险与年金担保机制不健全。2015 年 5 月出台的《企业年金基金管理办法》（以下简称《办法》）规定，我国企业年金受托模式分为理事会受托和法人受托两种。前者是企业内部设立年金理事会担任受托人的管理模式，后者是由取得相应资格的金融机构担任受托人的管理模式。理事会受托模式下，虽然《办法》规定，企业年金理事会与企业相互独立，但由于企业年金理事会设立在企业内部，且成员由企业管理人员和职工代表共同组成，企业间接控制企业年金理事会，极有可能将企业年金作为企业融通资金的重要来源，从而导致基金托管人的监督职能流于形式，使职工的利益面临极高的风险敞口，进而产生委托代理风险；法人受托模式下，目前，具有相关资格的企业年金的投资管理机构共有 20 多家（包括保险资产管理公司、基金公司等），由于这些金融机构身兼多项业务开

展基金投资管理工作的专门化与专业性有限，使得其委托代理关系变得更加复杂。在此情况下，投资管理机构为了争取更多的市场份额，提升企业竞争力，可能虚报、瞒报企业年金的实际回报额，甚至挪用企业年金支持自身的发展。我国与波兰同样面临养老基金委托代理风险的桎梏，若不妥善化解，极有可能陷入类似波兰新一轮改革的困境之中。

第三，年金担保机制不健全，是我国企业年金难以健康发展另一桎梏。目前，大多数 OECD 国家均建立了一套较为健全的年金担保机制，其担保顺序主要包括“盈余准备金→风险准备金→自有资金→清算备付金→担保基金”，而我国在《办法》中，只对“风险准备金作为企业年金的担保方式”作了明确规定，其他担保方式并未提及。在年金担保机制缺失的情况下，若企业年金投资亏损，仅 20% 的风险准备金弥补损失，难以保障老人的资金安全。

（三）第三支柱个人养老金制度的内在矛盾

第一，建制“初心”何在。目前，我国第三支柱个人养老金制度仍在建制初期，对其建制“初心”尚未得到广泛关注。必须厘清建立第三支柱个人养老金的“初心”：是侧重安全属性，还是侧重收益属性？如果这一问题不明确，第三支柱个人养老金制度的发展必然是混乱的。而回答这一问题之前，需要明晰第一支柱和第二支柱的“初心”。我国第一支柱基本养老保险制度目前已经实现制度的“全覆盖”，它是国家设定的强制性养老保险制度，其侧重点就是保障劳动者晚年的基本生活安全，但人口老龄化不断加剧，转制成本问题的悬而未决，使得基

本养老保险制度的“保基本”性难以为继；第二支柱企业年金制度由于覆盖面过低，加之投资规模过于审慎，使得企业年金的制度特性饱受诟病和质疑。因此，回答第三支柱个人养老金的建制“初心”，为老年人积累一笔长期可观的养老资产储备，以缓解基本养老金缴费率、替代率的降低和弥补养老金缺口等问题，是当下探讨第三支柱个人养老金制度发展何去何从的首要问题。

虽然波兰新一轮养老金改革是以“第二支柱”为切入点，但从中也能窥出一些教训给我国第三支柱个人养老金建设提供启迪。正是因为巨大转制成本和第二支柱养老基金的投资组合不完善等一系列问题，导致波兰被迫废止第二支柱个人养老金制度。我国正面临着基本养老金缴费率降低、转制成本难以化解和企业年金制度设计等多重困境，亟须发展第三支柱个人养老金，充分挖掘个人养老金的市场投资属性，以满足老人晚年的生活需求。

第二，税收优惠政策乏力。第三支柱个税递延型商业养老保险的制度适应性低于预期。目前，我国试点地区均采用的是 EET 模式的个税递延型商业养老保险制度，即缴费阶段免征个税，退休阶段再补缴个税。2018 年 4 月，财政部等五部委联合发布的《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》中，对征税比例作了明确规定：“对个人达到规定条件时领取的商业养老金收入，其中 25% 部分予以免税，其余 75% 部分按照 10% 的比例税率计算缴纳个人所得税”。相当于退休阶段，劳动者需要补缴个税的税率为 7.5%，而按照最新的个税政策，月收入 8000 元以内的劳动者，需要缴纳的个税税率仅为

3%，显然我国大部分劳动者不会购买个税递延型商业养老保险。参考我国目前劳动者的社会平均工资水平，大多数劳动者月收入在 8000 元以内。因此，对于大部分劳动者而言，第三支柱个税递延型商业养老保险的领取阶段的税优政策呈现明显的负激励效应。

三、我国多支柱养老金制度内在矛盾的破解路径

为了在实践探索中较少碰壁，尽快建设“更高层次、更深程度、更高质量”的多支柱养老金，在深刻反思波兰新一轮养老金改革教训的基础上，对破解我国多支柱养老金制度存在的内在矛盾提出以下的思考。

（一）纠偏发展理念，复归价值属性，重视投资属性

发展多层次养老金制度的价值属性，就是提高老人晚年的生活质量，让老人晚年有尊严的生活。目前，我国多支柱养老金制度的“四梁八柱”基本建成，下一步亟须思考如何对多支柱养老金“添砖加瓦”，使老人安心、社会安定。然而，在思考如何“添砖加瓦”的过程中，可能偏离了发展多支柱养老金的正确轨迹，或者说强化了工具属性，虚化了我国多支柱养老金制度的价值属性。

一方面，实现多支柱养老金制度价值属性的复归，需要对多支柱养老金制度的发展理念进行方向性导引。利用庞大的多支柱养老基金投资国家建设项目能够促进国家宏观经济的快速发展。这一工具属性无可厚非，但不能顾此失彼，强化多支柱养老基金的工具属性，虚化价值属性。归根到底，多支柱养老金是老人晚年生活最主要的物质保障，是实现晚年有尊严生活最基本的物质前提。如果过于注重多支柱

养老金为国家宏观经济发展服务的工具属性，在日益开放的市场经济大环境下，挪用挤占养老基金以弥补巨大的财政漏洞和监管缺失的现象将会时有发生，最终可能陷入诸如波兰进行新一轮养老金改革的被动局面。基于此，需要强化多支柱养老金的价值属性，在尊重其价值属性的大前提下，多支柱养老金通过合理的投资运营促进国家宏观经济的健康发展，使二者形成合理张力，以多支柱养老金促进宏观经济健康发展，宏观经济的健康发展反哺多支柱养老金的快速增长。

另一方面，强化多支柱养老金的价值属性，并不是说不重视多支柱养老金的投资运营，一味“保基本、促安全”。相反，需要注重多支柱养老金的投资运营。只有通过可观的投资收益，才能跑赢通胀和大盘，有效实现多支柱养老金的保值增值，保障老人晚年的物质生活。随着我国人口老龄化不断加剧、转制成本过于巨大和国家财政负担过于沉重等诸多问题的凸显，基础养老金的“保基本”已经难以得到保障。因此，必须完善多支柱养老金制度，强化收益属性，然而多支柱养老金的投资运营又有别于普通基金，它需要更高的安全属性。

（二）降低制度“门槛”，优化投资组合，健全担保机制

第一，需要降低第二支柱制度的高“门槛”，以扩大企业年金的覆盖面，让其摘去“富人俱乐部”的帽子，使其成为广大劳动者一项基本的养老保障制度。我国现行的《办法》是2015年颁布的，自2004年至今，虽然经历了至少三次修订，但制度的高“门槛”仍然存在：一是企业和劳动者按时足额缴纳基础养老保险金；二是企业与工会之间存在完备的集体协商机制；三是企业具备一定的盈利能力。对于基数巨

大、盈利能力偏弱和存续周期短的中小企业而言，同时满足上述三大“门槛”已然成为这些企业建立企业年金制度的掣肘。而降低制度“门槛”，可以参考波兰对第三支柱改革的做法：由广大劳动者“50岁及以下自愿参加”变为“50岁及以下自动参加”。虽然只有一字之差，性质却发生了根本性的变化，即由“自愿性”政策转变为了“温和的强制性”政策。如果我国引入“自动加入”机制，对于很多发展环境较好的中小企业而言，制度的高“门槛”就不复存在，企业年金的覆盖面自然增大，国有企事业单位、大型企业与小企业的劳动者晚年的收入差距自然能够缩小；对于发展环境不佳的中小企业而言，引入“自动加入”机制后，国家可以继续出台相应的税优政策加以抵减，鼓励这些企业建立年金制度，以减轻这些企业的负担。如此，中小企业的员工晚年收入有了保障，还可以降低人才“高流失率”、促进企业良性循环。

第二，需要优化企业年金的投资组合。建立健全审慎性监管制度，是优化企业年金投资组合的前提条件。施行审慎性的监管制度并不是要求企业年金投资的审慎性，相反需要企业年金的投资组合更加多元，以化解企业年金投资过程中的委托代理风险。审慎性监管制度的对象是企业年金的投管人，重点关注的指标是企业年金投资的分散性和基金权益投资组合。审慎性监管制度可以倒逼企业年金投管人重视投资的多元化，增加共同基金投资和境外直接投资的比例，使得企业年金获得长效稳定的投资回报，同时，可以促进养老金市场与金融市场深度融合，继而实现资产配置和证券选择的最优化。逐渐提高企业年金入市最高限额、放开限境外投资，是优化企业年金投资组合的必然结

果。目前，我国企业年金入市最高限额为 30%，仅限境内投资。与全国社保基金入市最高限额为 40%，准许其境外投资相比，我国企业年金的投资组合过于审慎，导致企业年金的投资收益只能“囿于保值、难以升值”，极有可能导致我国第二支柱企业年金制度重蹈波兰新一轮养老金改革的覆辙。因此，优化企业年金投资组合的必然结果就是逐渐提高企业年金入市最高限额、放开限境外投资。

第三，健全年金担保机制，为企业年金投资运营“戴上安全锁”。由于种种条件限制，目前我国建立健全一整套年金担保机制可能存在困难，但在吸取波兰新一轮养老金改革教训的同时，也可以借鉴其较为完善的个人养老金担保机制。目前，波兰建立的最低名义收益率担保机制，在 FDC₃ 的投资运营方面取得了显著成效。如果我国建立类似于波兰的养老基金担保机制（如图 2），在现有风险准备金的担保基础上，设立名义最低收益率担保机制：当名义收益率 > 平均名义收益率时，企业年金管理机构正常运营；当最低平均名义收益率 < 名义收益率 < 平均名义收益率时，国家对企业年金管理机构进行清算，强制要求其拿出自有资金补足年金投资缺口；当名义收益率 < 最低平均名义收益率时，运用风险准备金弥补缺口，超过风险准备金偿付的部分由国家财政资金予以弥补。这样，不但可节省国家的建制成本，更为企业年金投资运营戴上一层“安全锁”。

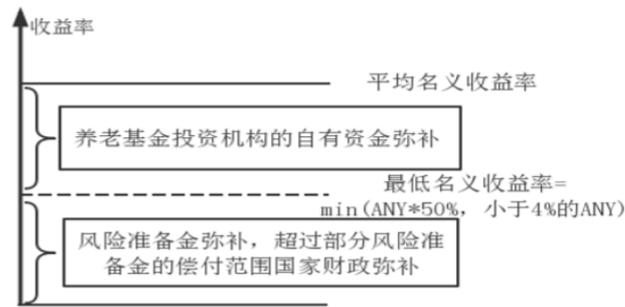


图2 波兰最低名义收益率担保机制

数据来源：孙洁，张运智. 企业年金投资风险补偿机制研究——兼论借鉴他国（地区）制度的适应性[J]. 保险研究, 2013(06):111-119。

（三）明晰建制“初心”，创新税优政策，增强制度适应性

化解第三支柱个人养老金制度的内在矛盾，首先要回答清楚第三支柱的建制“初心”是“注重安全、兼顾投资”，还是“注重投资、兼顾安全”。一些学者持有“注重安全、兼顾投资”的观点。然而，在目前严峻的养老形势下，以“注重安全、兼顾投资”为第三支柱个人养老金制度的发展“初心”，极有可能走入我国目前第二支柱发展的困境，难以提高劳动者晚年的收入。“注重投资、兼顾安全”才是第三支柱个人养老金制度今后发展的趋势。

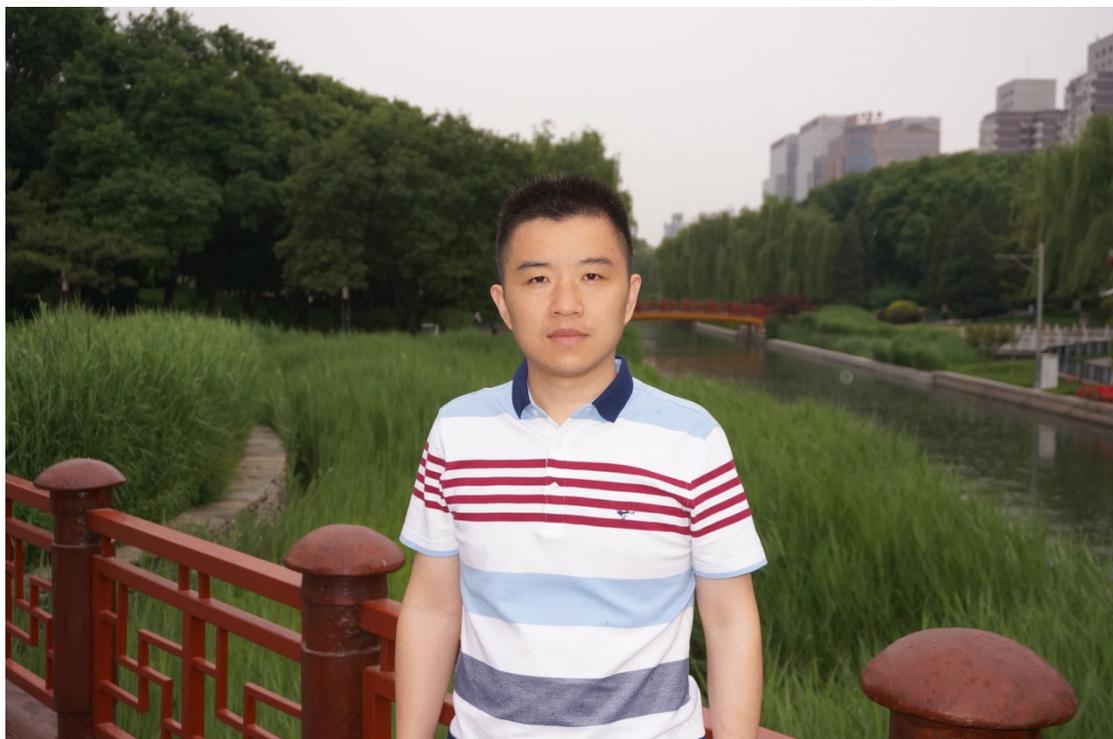
相关的国际研究中，Nepp 等（2014）比较了波兰和俄罗斯 2004-2009 年个人养老金的投资组合风险和资金收益，虽然俄罗斯个人养老金投资组合风险的标准差明显低于波兰，但这种较低的个人养老金的投资组合风险是建立在牺牲个人养老金资本回报基础上的，其后 Nepp 和 Kryuchkova（2015）又模拟了俄罗斯采用类似波兰一系列的股票和证券的个人养老金投资组合，发现同等情况下，俄罗斯的个人养老金投资回报率可以达到 10.9%。

目前，我国第三支柱个人养老金的投资理念与俄罗斯个人养老金的投资理念大同小异，更加倾向于“注重安全、兼顾投资”。在这一投

资理念下，虽然能够保障第三支柱个人养老金投资的安全属性，但资金投资收益低迷，难以保障劳动者晚年的物质生活；Ling Z（2018）又证明了在不确定市场中，通过合理的投资组合可以规避大量的养老基金投资风险，并利用 30 个 OECD 国家的私人养老金投资数据加以验证，即使在金融危机阶段，私人养老金的平均实际回报率（剔除通胀后）也能达到 3.31%。可见，就第三支柱个人养老金而言，“高投资回报”与“低投资风险”在一定程度上可以共存，坚定“注重投资、兼顾安全”的发展理念，充分发挥第三支柱个人养老金的投资属性，为我国第三支柱个人养老金的发展指明了方向。

要创新个税递延型商业养老保险的税优政策，增强第三支柱的制度适应性。在目前的税优政策下，广大劳动者呈现明显的负激励效应，不利于第三支柱建立与发展。因此，必须对现有的个税递延型商业养老保险的税优政策加以改革创新。首先，结合新一轮个税改革，为了促进第三支柱个人养老金的快速发展，可以将劳动者参加第三支柱作为个税起征点的专项予以扣除，以直接的形式鼓励劳动者购买第三支柱个人商业养老保险。其次，积极探索 EEE 模式下的个税豁免型商业养老保险制度，在第三支柱发展的萌芽期对个税递延型的商业养老保险进行较为彻底的结构性改革，转 EET 模式为 EEpT 或 EEE 模式，即由个税递延型变为个税部分豁免型或者个税完全豁免型。虽然短期看降低纳税基数，但从长远看，劳动者为自己的“养老”储蓄和投资，不仅能充分发挥税优政策的杠杆作用，更能降低社会养老成本，增强第三支柱的制度适应性。

娄飞鹏：我国养老金三支柱体系建设的历程、 问题与建议



娄飞鹏：中国养老金融 50 人论坛特邀研究员、中国邮储银行高级经济师

养老金三支柱体系的实质是政府、单位和个人三方共同承担养老责任，全球多个国家积极探索并建立了养老金三支柱体系。就我国的情况看，建立发展养老金三支柱体系是发展养老金融、积极应对人口老龄化的客观需要。目前，我国基本建立了养老金三支柱体系，并取得了明显成效，但我国养老金的积累过于依赖第一支柱，第二、第三支柱发展相对较慢。后续要进一步明确养老金三支柱体系的改革方向，

不断推进养老金三支柱体系的发展，既要改革完善第一支柱基本养老金的筹集和管理，又要扩大第二支柱职业养老金的覆盖面，还要大力发展第三支柱个人储蓄养老计划。

一、引言

1994年，世界银行在总结部分发达国家改革经验的基础上，提出建立多支柱养老保险，具体包括在国内通用的税收支付为第一支柱基础养老金，基于雇佣关系基金积累为第二支柱职业养老金，以及个人储蓄为主的第三支柱私人养老金，也就是养老金三支柱体系。在养老金三支柱体系中，第一支柱基础养老金由政府承担，其目标是保障老年人的基本生活；第二支柱由用人单位和个人承担并成为养老金的主要资金来源；第三支柱由个人承担并致力于提高个人的养老待遇。在养老金三支柱体系中，第一支柱采用现收现付制，第二、第三支柱采用完全积累制。

养老金三支柱体系提出后，各国在养老金三支柱体系建设方面进行了大量探索。尽管各个国家所面临的具体情况有差异，在养老金的具体筹集和投资管理等方面存在一定的差异，政府财政承担的责任和用人单位、个人承担的责任比例有差异，养老金待遇有差异，养老金三支柱体系的具体叫法也有差异，但总体而言都是围绕养老金三支柱体系进行改革发展。目前，全球主要国家大多建立了养老金三支柱体系（见表1）。各国在养老金三支柱体系建设发展过程中，基本都遵循了缴费为前提条件，这相当于把贫困人口或无支付能力的群体排除在外，因而世界银行在2005年也提出政府负担贫困人口的养老金，家

庭成员之间为老年人提供非正式的支持。

表1：部分国家养老金三支柱体系构成

国家	第一支柱基础养老金	第二支柱职业养老金	第三支柱个人养老金
美国	联邦公共养老金	401(k)、403(b)计划	个人退休金账户
日本	公共年金体系	企业年金	个人年金
德国	基本养老保险	企业补充养老保险	个人自愿养老保险
英国	国家养老金	职业养老金	个人养老金
加拿大	公共养老金	退休养老金	个人储蓄养老金
澳大利亚	基本养老金	保障型超级年金	自愿型超级年金
智利	公共养老金	个人账户养老金	个人补充养老金

资料来源：根据相关公开资料整理。

1991年6月26日，《国务院关于企业职工养老保险制度改革的决定》（国发[1991]33号）提出：“逐步建立起基本养老保险与企业补充养老保险和职工个人储蓄性养老保险相结合的制度。”此后，我国在发展养老金融的过程中，虽然没有明确提出养老金三支柱体系的说法，但实际上也在积极探索建立养老金三支柱体系。我国的养老金三支柱体系主要包括第一支柱基本养老金，第二支柱职业养老金即适用于企业的企业年金和适用于事业单位的职业年金，以及第三支柱个人储蓄养老计划三个部分。目前来看，我国养老金三支柱体系建设取得了明显的成效，也存在一定的问题，后续仍然需要进一步发展完善。

二、我国养老金三支柱体系建立的历程

（一）基本养老保险制度的建立与发展

我国的基本养老保险制度从20世纪50年代就开始探索建立，最初主要集中在城镇职工的退休养老，直至改革开放后才逐步探索建立城镇居民和农村居民的社会养老保险。经过近70年的探索，我国已基本形成了城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险两类相

互有所区别的基本养老保险制度（见表2）。

表2：基本养老保险制度的比较

项目	城镇职工基本养老保险	城乡居民基本养老保险
保险性质	国家强制缴费	自愿参加
保险对象	城镇职工、领取退休金的人员	城镇非从业人员、农村人员
费用来源	个人和企业缴费	个人缴费、集体补助、政府补贴
缴费期限	缴费满15年，缴费至退休	缴费15年，距离领取养老金年龄不满15年的，可一次性补缴
缴费周期	按月缴费，个人工资是缴费基数，受社会平均工资60%—300%的限制	按年缴费，金额不固定
养老金计算	按照缴费年限、缴费基数和社会平均工资计算	按照缴费总额、缴费年限和政府补贴计算
领取年龄	男满60岁，女干部满55岁，女职工满50岁	男女均年满60岁

资料来源：根据公开报道资料整理。

城镇职工基本养老保险制度探索建立的时间较早，大体可分为三个阶段：第一阶段是20世纪50年代至改革开放初，主要探索城镇职工退休养老，提出工人实行退休制度并明确退休标准。第二阶段是20世纪90年代，对基本养老保险与补充养老保险、统一基本养老保险进行探索，明确提出基本养老保险费用由企业、个人共同负担，社会统筹与个人账户相结合，明确基本养老保险的缴费比例和缴费年限。第三阶段是2000年以来，主要围绕完善企业职工基本养老保险，尤其是基本养老保险的全国统筹进行改革探索。这一阶段的具体内容包括：扩大基本养老保险覆盖范围、做实个人账户、加快提高统筹层次；明确跨省流动人员的基本养老关系转移；探索建立养老保险基金中央调剂制度，推动实现基本养老保险全国统筹。与此同时，机关事业单位工作人员的基本养老保险体制也进行改革，实行社会统筹与个人账户相结合，解决城镇职工和机关事业单位工作人员在基本养老保险方面的“双轨制”矛盾。

城乡居民基本养老保险是在城镇居民社会养老保险（简称“城居保”）和新型农村社会养老保险（简称“新农保”）的基础上建立的。在城镇职工基本养老保险制度建立并取得明显成效的同时，城乡居民

基本养老保险制度也在快速建立发展。相比之下，农村居民基本养老保险探索建立的时间更早，中间也经历不断的改革，“城居保”试点建立的时间较晚。总体来看，农村居民基本养老保险的改革探索经历以下几个阶段：第一阶段是20世纪80年代初期开始，少数富裕的农村地区开始探索实行农民退休养老制度。第二阶段是20世纪90年代农村养老保险的试点与制度搭建。第三阶段是2000年前后农村社会养老保险的清理整顿，此后农村基本养老保险制度建设有了几年的停滞。第四阶段是2009—2014年“新农保”试点。与此同时，2011年开始对城镇居民养老保险制度即“城居保”进行探索。2014年开始将“新农保”和“城居保”两项制度合并实施。

另外，我国在2000年8月成立全国社保基金，是用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的保障储备基金。

（二）企业年金和职业年金的建立与发展

企业年金和职业年金是养老金三支柱的第二支柱，其源于国内在20世纪90年代开始探索的补充养老保险制度。国发[1991]33号提出建立企业补充养老保险后，1995年3月17日，《国务院关于深化企业职工养老保险制度改革的通知》（国发[1995]6号）提出，鼓励建立企业补充养老保险，对补充养老保险的性质进一步明确，经办方式规定也更加清晰。

企业年金制度从2000年开始有了实质性进展，并不断完善。2000年12月25日，《国务院关于印发完善城镇社会保障体系试点方案的通知》（国发[2000]42号）提出，有条件的企业可以为职工建立企业

年金，首次提出企业年金的说法，并明确了运营管理方式、费用来源和缴费比例。2004 年劳动和社会保障部下发《企业年金试行办法》，2017 年人力资源和社会保障部、财政部联合下发《企业年金办法》，逐步建立了相对完善的企业年金管理制度。

职业年金的建立经历了试点和全面开展两个阶段。2008 年，国务院决定在 5 个省市先行开展事业单位养老保险制度改革试点，与事业单位分类改革配套推进，为全面实施职业年金制度积累经验。在试点的基础上，2015 年 3 月 27 日，《国务院办公厅关于印发机关事业单位职业年金办法的通知》(国办发[2015]18 号)，明确规定了职业年金的费用来源和缴费标准、职业年金基金的组成项目、账户管理、领取条件、经办管理、投资运营管理等，职业年金制度正式建立。

在企业年金、职业年金建立的同时，政府也从税收等方面及时出台相关配套政策，在缴费阶段暂缓征收个人所得税，以降低参与人员的税收负担，鼓励更多的单位和个人参与。

(三) 个人储蓄养老计划的试点建立

个人储蓄养老计划也是养老金的一个重要来源，是养老金三支柱中的第三支柱。其既适用于不能参加企业年金、职业年金的人员，也适用于收入水平较高，积极主动进行个人养老储蓄计划以期获得更好养老保障的群体。我国虽然在国发[1991]33 号就提出建立个人储蓄性养老保险，但受各种因素影响，这项工作进展较为迟缓。2018 年 4 月 2 日，财政部、国家税务总局、人力资源和社会保障部、银保监会、证监会发布《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),明确实施个人税收递延型商业养老保险试点,才标志着我国个人储蓄养老计划实施取得重大突破。为推动个人储蓄养老计划发展,在试点时也明确暂缓征收个人所得税。

三、我国养老金三支柱体系建设的成效

我国养老金三支柱体系建设实施取得了较为明显的成效。由于个人储蓄养老计划在2018年刚刚试点,缺少相关数据和资料,职业年金也缺少相关的数据,此处重点结合基本养老保险和企业年金的相关数据,分析养老金三支柱体系实施的成效,也简单分析全国社保基金的投资管理成效。

(一) 基本养老保险的实施成效

经过多年的探索实践,我国基本养老保险制度建设取得了明显的成效。总体来看,基本建立了符合经济社会发展需要的基本养老保险制度,也遵循了基本养老保险广覆盖和保基本的理念,在应对人口老龄化、推动经济体制转型方面发挥了积极作用。城镇职工基本养老保险从早期的退休金到养老保险,缴费来源从政府出资到个人和企业共同承担,统一养老保险制度建立,基本养老金全国统筹的改革探索等,不仅提高了养老保障水平,也提高了养老保障的便利水平。城乡居民基本养老保险从农村的早期试点,中间出问题治理整顿,“新农保”“城居保”的先后分别试点,再到统一为城乡居民基本养老保险,也取得明显成效。

除了基本养老保险制度更加规范完善外,基本养老保险制度实施成效还表现在,基本养老保险参与人数不断增加,人均保障水平不断

提高，基本养老保险的资金积累也更多。如 1990—2017 年，参加城镇职工基本养老保险的人数从 6166 万人增加至 40293.3 万人；1999—2015 年，统筹范围内离退休人员基本养老金从 503 元/月增加至 2318 元/月；2011—2017 年，城乡居民基本养老保险基金的收支结余、年末滚存结余分别从 652.02 亿元、1350.68 亿元增加至 943.99 亿元、6341.91 亿元，企业职工基本养老保险基金的年末滚存结余从 18341.18 亿元增加至 41574.33 亿元。

（二）全国社保基金的运作成效

一方面，社保基金资产总规模不断扩大，资产配置结构也不断优化。2001—2017 年，全国社保基金资产总额从 805.10 亿元提高至 22231.24 亿元。在资产总量快速扩大的同时，资产配置结构也不断变化。银行存款占比逐步降低，从 2001 年的 64.59% 快速下降至 2017 年的 0.59%。2004—2017 年，长期股权投资从 116.35 亿元增加至 1728.48 亿元。2008—2017 年，交易类金融资产从 1333.62 亿元增加至 8736.44 亿元，可供出售金融资产从 691.58 亿元增加至 2815.18 亿元，持有至到期投资从 2601.95 亿元增加至 7956.18 亿元。这些交易投资类资产都有了较大规模的提高，并且在全国社保基金中的占比较高。

另一方面，社保基金投资收益率保持较高水平，远超过通货膨胀率。2001—2017 年，社保基金累计投资收益 10073.99 亿元，平均的投资收益率为 8.44%，远超过同期平均的通货膨胀率 2.29%。17 年中，只有 4 年的社保基金投资收益率低于当年的通货膨胀率。分年份来看，社保基金当年投资收益率只有 2008 年为 -6.79%，主要是受到全

球金融危机影响，而 2006 年、2007 年、2009 年、2014 年、2015 年的投资收益率都超过 10%，2007 年甚至高达 43.19%。

（三）企业年金的建立实施成效

在政府出台一系列政策文件，对建立企业年金和职业年金进行鼓励规范的情况下，企业年金和职业年金的建立都取得了明显成效。由于职业年金数据不可得，此处重点围绕企业年金的数据介绍其成效。2007—2018 年，建立企业年金的企业数从 3.2 万家提高至 8.74 万家，参加职工人数从 929 万人提高至 2388.17 万人，企业年金基金累计结余从 1519 亿元提高至 14770.38 亿元，建立企业年金的企业数、参加职工人数、企业年金基金累计结余都有较快增长，但也要看到 2015 年以来增长速度较之前有所下降。

四、我国养老金三支柱体系建设中的问题

虽然我国养老金三支柱体系建设取得明显成效，但还无法有效满足人口老龄化水平快速提高、老年人追求美好生活的现实需要，仍然存在不少问题，制约了养老金三支柱体系的发展完善，影响养老金融发展，也为进一步发展养老金融带来困难。

首先，养老金三支柱体系不均衡，筹集的养老资产总量还比较低。一方面，相对于我国老年人的需求而言，养老金三支柱体系筹集的养老金总体规模较低。2017 年末，我国基本养老金结余 4.79 万亿元，企业年金结余 1.29 万亿元，职业年金和个人储蓄养老计划资产规模数据不可查，但估计规模也不大，养老金积累规模与 GDP 的比例较低。2018 年末，美国的养老资产总计为 27.06 万亿美元，是当年 GDP 的

1.32 倍。就未来趋势而言，据测算我国每年收取的基本养老保险费与支出的缺口，也就是衡量养老金的现实缺口与 GDP 的比例在 2020 年为 0.2%，2050 年将达到 5.5%。另一方面，我国养老金三支柱体系中对第一支柱基本养老金的依赖度较高，第二、第三支柱养老金发挥的作用较小。在美国的养老资产中，第二支柱雇主养老金计划和第三支柱个人养老储蓄计划在养老总资产中的占比超过 60%。经济合作与发展组织(OECD)国家养老金三支柱中第二支柱、第三支柱养老金与 GDP 比例的算术平均数为 55.3%。基本养老金积累规模较小，并且第二、第三支柱发挥作用较小，不仅导致在养老方面对政府依赖较重，也直接影响基本养老金对养老保障作用的发挥。

其次，基本养老金的管理存在较多的问题需要解决。第一，基本养老金的个人账户“空账运行”问题突出。基本养老金的基本构想是社会统筹账户采用现收现付制，在职人员缴纳养老金支付给退休人员以实现代际转移，同时优化社会的收入再分配。个人账户采用积累制，以激励职工个人缴费并监督单位缴费。实际执行中，领取养老金的资金来源源于社会统筹账户，受基本养老金改革转轨等因素影响，实际领取养老金的老年人之前并未向社会统筹账户缴费，再加上老年人数量快速增加、养老保障水平提高等因素影响，社会统筹账户资金不足。在这种情况下，实际运行中出现支用个人账户的养老金来补充社会统筹账户资金，导致采用完全积累制的个人账户“空账运行”。第二，基本养老保险的制度规定缴费率过高但实际缴费较低。OECD 国家公共养老金的平均缴费水平为工资的 20%，我国基本养老保险的缴费率

为工资的28%。制度规定较高缴费水平的目的是筹措更多的养老基金，但实际运行中，由于人社部门负责社保缴费管理的情况较多，其对企业等单位的监管审查能力不足，导致部分企业为减轻缴费负担，采用只为部分员工缴费等方式予以规避。第三，基本养老保险的全国统筹推进迟缓。基本养老金的缴费基数与社会平均工资挂钩，设定为当地社会平均工资的60%—300%，企业有较强的动机按最低标准缴基本养老金。更进一步，这一做法虽然考虑了不同企业的盈利水平差异，但领取养老金阶段仍然与社会平均工资挂钩，也激励企业在缴费阶段往往按照就低不就高的原则缴费，导致基本养老金缴费不足。因各地经济发展水平差异，与地区社会平均工资挂钩的基本养老金缴费和领取方式，也不利于基本养老金的全国统筹，更对人才跨区域流动带来不便。

再次，企业年金和职业年金制度实施中存在问题。从国外的情况看，在养老金三支柱中，充当第二支柱的职业养老金往往是退休人员的主要收入来源，具体待遇水平依赖于缴费规模和投资收益。我国企业年金的建立也存在较多的问题，集中且突出表现为：第一，建立企业年金的企业数量、参加职工人数较低，覆盖面太小，主要集中在能源、金融等垄断型、资源型或者盈利较好的行业，年金积累中国企业占比达75%；第二，基金结余规模相对较小，和其他养老金可持续水平较高国家的差距较大；第三，企业年金基金规模、新增企业数、新增个人数增速下降，且缺少合适的激励政策；第四，企业年金基金、职业年金基金的投资管理还不够成熟，投资范围相对较窄的问题依然

存在，需要逐步扩大投资范围，保障基金积累的收益。

最后，个人储蓄养老计划发展滞后，真正用于养老的储蓄资金较少。“未备先老”意味着我国应对人口老龄化的准备不足。无论是政府还是个人，对养老的准备都严重不足。政府方面的一个突出表现是基本养老金统筹账户资金难以满足老年人的需求并由此引发个人基本养老金账户“空账运行”，对单位和个人储备养老资产的鼓励支持政策出台相对较晚，从政策方面造成个人储蓄养老计划发展滞后。个人方面的表现是对养老缺少规划，养老资产储备较少。根据中国养老金融 50 人论坛、中国家庭金融调查与研究中心 2017 年的调查数据，只有 26.8% 的居民认为在 30 岁之前就要开始做好养老储备，在 40 岁之前就要开始购买养老保险或开展其他投资等进行养老储备的居民占比也只有 61.8%，国内尚有 81.9% 的 60 岁以上老年人储备的养老资产没有达到自己的预期。这也需要政府积极引导，出台相关支持政策推动个人储蓄养老计划发展。

五、完善我国养老金三支柱体系的思路建议

面对“未富先老”的现实，以及人口老龄化水平会长期快速提高、老年人占比长期保持较高水平的未来趋势，为有效应对人口老龄化，需要充分认识到建立发展养老金三支柱体系是我国发展养老金融的客观需要。养老金三支柱体系的实质是政府、单位、个人三方共同承担养老责任，政府需要在养老金融发展中发挥积极作用，单位和个人积极参与养老规划需要政府提供相应的政策支持。然而，我国“未富先老”“未备先老”都决定了政府单独承担养老责任的做法不可取，

需要把构建养老金三支柱体系作为长期的战略选择，按照投资养老的理念积极储备养老金，合理扩大养老金投资范围以更好地达到保值增值的目的，实现积极应对人口老龄化的目标。

首先，明确养老金三支柱体系的改革方向，不断推进养老金三支柱体系的发展完善。从全球养老金融发展经验和我国经济社会发展的现实情况看，养老金三支柱体系都是未来发展的必然方向，需要按照制度可持续、人口广覆盖、资金较充裕的原则，推进养老金三支柱体系建设。在养老金三支柱体系建设方面，需要明确第一支柱的重点是保基本，第二支柱和第三支柱是重要补充，鼓励单位和个人积极为养老进行规划并积累资产。目前来看，我国要结合自身情况，减轻政府在养老中的兜底责任，强化单位和个人责任。具体操作中需要着力解决对第一支柱依赖过高，第二、第三支柱发展迟缓的问题，强化第二、第三支柱发展，通过充分调动单位和个人的积极性，充实第二、第三支柱养老金。

其次，改革完善基本养老金的筹集和管理。(1) 根据我国经济发展所处的阶段和财政的实际支付能力，调整优化基本养老保险的替代率，缩小基本养老金的现实缺口。(2) 加强基本养老保险基金的缴费管理，保障缴费真实足额。一是理顺管理体制，加快推进税务部门统一征收社会保险费的制度规定，保障基本养老保险金足额筹集。二是城乡居民基本养老保险不具有强制性，要引导并稳定参保人员的预期，适度加大财政补贴力度，调动城乡居民参保的积极性。三是通过基本养老保险缴费的真实足额，增加基本养老保险社会统筹账户的资金，

也可以考虑划拨国有资产来充实个人账户等方式，减轻对个人账户的挪用并降低个人账户“空账运行”的压力。(3) 不断提高基本养老金的统筹层次，在推进基本养老金省级统筹的同时，采取措施推进基本养老金的全国统筹。(4) 在条件成熟时，将基本养老金统筹账户作为第一支柱，个人账户划归第二或第三支柱。

再次，加快第二支柱企业年金和职业年金发展，扩大企业年金的覆盖面。职业年金的建立具有强制性，不存在单位考虑是否建立的问题，所要做的重点工作是处理好已退休人员、在职人员和新入职人员的费用领取和缴费问题，既要保障退休人员的养老水平，又要充分考虑在职和新入职人员的缴费资金安排。企业年金需要做的工作相对较多，具体包括：一是研究税收优惠引导，或者提高缴费标准的方式，增加企业年金的积累；二是扩大企业年金建立企业的覆盖面，让不同行业、不同规模、不同所有制类型的企业都积极建立企业年金，尤其是民营企业和小微企业要研究适合其企业年金建立的政策激励。无论是企业年金还是职业年金，都需要认真研究扩大基金的投资范围，实现基金的保值增值。

最后，强化政策支持，大力发展第三支柱个人储蓄养老计划。这方面需要政府重点做好如下政策支持工作：第一，继续做好个人税收递延型商业养老保险的试点，在总结试点经验、完善制度方案的基础上，及时扩大试点范围直至全国覆盖。第二，对个人税收递延型商业养老保险给予足够的税收优惠激励，这也是国外通行的做法。个人在参与个人税收递延型商业养老保险阶段不征收个人所得税，在领取阶

段征收个人所得税，以鼓励更多的人员参与个人税收递延型商业养老保险计划。第三，做好对个人税收递延型商业养老保险资金的投资，推动投资渠道多元化，以有效实现资金的保值增值。第四，对于目标日期基金，产品设计可以借鉴国际经验，也要结合我国实际情况优化设计。在政策上将其纳入可以享受税收优惠的合格投资品种鼓励发展，与此同时也要强化监管。

闫化海：职业年金之谜成因探析



闫化海：中国养老金融50人论坛特邀研究员、建信养老金管理有限公司战略研究部副总经理

职业年金之谜是指在职业年金投管人选择过程中，受到多方面复杂因素的影响，且各养老金管理机构的利益诉求不一，使得职业年金投管人的选择问题错综复杂，就像一个难以解开的谜团，故称之为“职业年金之谜”。由于职业年金基金与企业年金基金在治理结构和受托人职责方面的差异，使得职业年金基金对投管人的选择完全不同于企业年金基金，其难度和复杂度远胜于后者。

截至2019年12月底，已有30个省市完成了职业年金受托人的

招标工作，投管人的选择工作正在有序开展。投管人的选择问题，对整个职业年金基金安全和保值增值具有重要意义。

职业年金之谜的形成，既有浅层次的原因，也有深层次的原因。浅层次的原因主要包括法律法规中明确的部分，如治理结构、受托人职责和考核制度等，深层次的原因主要是指市场内在规律和机制等方面原因。

一、浅层次原因

1、治理结构方面

职业年金治理结构的设计是基于企业年金十余年安全运行基础上的，但职业年金基金在年金缴费、管理机构、政府责任、信息保密等方面不同于企业年金基金的特点，使得职业年金的治理结构不同于企业年金的治理结构。主要的变化有：一是增加了代理人管理角色；二是取消了账户管理人，代理人行使账户管理人的职能；三是设立多个受托人计划。在企业年金计划中只有一个受托人计划，职业年金计划下通常有 8~11 个受托人计划；四是治理结构增加了一层，企业年金计划下只有投资组合层，职业年金计划下同时有受托人计划层和投资组合层。

在企业年金治理结构下，只有一个受托人，形成一个单一伞形结构，如图 1 所示。此治理结构下，委托人有可能越过受托人直接选择和管理投管人，现实中存在受托人被空心化和边缘化的情形。

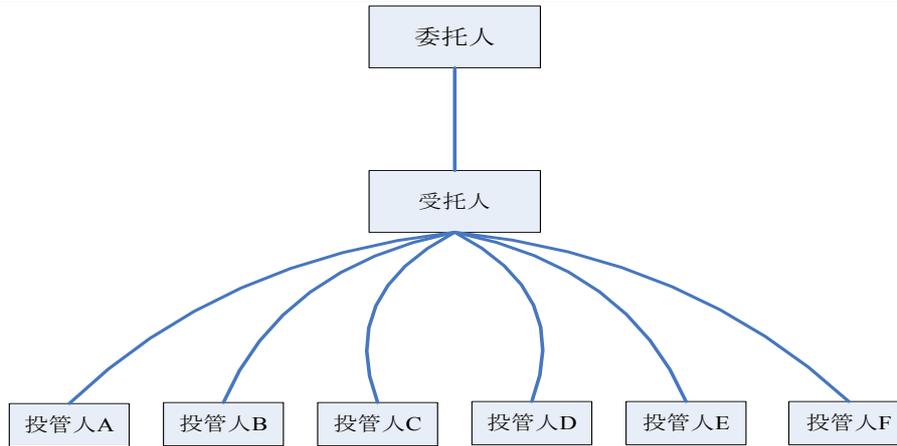


图1 企业年金基金的单一伞形结构示意图

而在职业年金计划中，由于具有多个受托人计划，每个受托人计划下又有多个投资组合，形成了双层伞形嵌套结构，如图2所示。在此治理结构下，代理人面临多个受托人计划下的多个投管组合，在此情形下代理人不可能直接选择和管理投管人，发生受托人被空心化和边缘化的可能性非常小。通常情况下，代理人对职业年金基金的管理是通过受托人进行的，在明确了投管人选择的规则后，由受托人独立选择其受托人计划下的投管人，代理人不会介入投管人的选择。

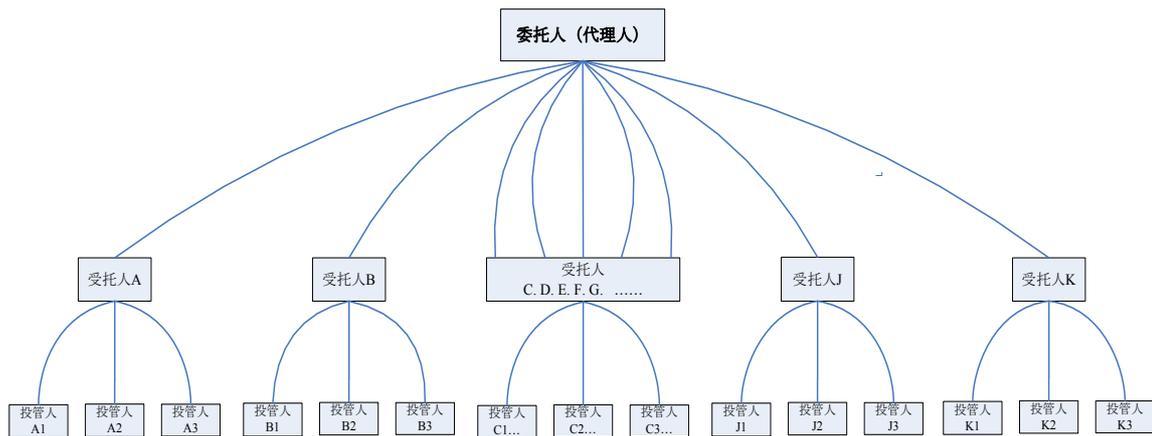


图2 职业年金基金的双层伞形嵌套结构示意图

2、受托人职责和考核机制方面

职业年金和企业年金在治理结构上的差异，也直接影响了受托人

职责方面的不同。2016年颁布实施的《职业年金基金管理暂行办法》（92号文）第十五条明确了受托人的主要职责，包括选择、监督、更换投管人、账管人和托管人、战略资产配置、受托直投、投资监督、信息披露等。

关于受托人的职责方面，职业年金92号文（2016）与企业年金11号令（2011）的不同在于增加了两点重要内容，即职业年金受托人对其受托人计划层的风险控制和投资业绩负责。具体来说，职业年金受托人职责上的重大变化体现在代理人对受托人的考核管理上，前者对后者最重要的考核为后者在风险管控和投资业绩方面的管理思路和管理业绩，并占有非常大的比重。这在企业年金对受托人的考核中是较少出现的

二、深层次原因

从职业年金法律法规中，直接明确指出了上述浅层次原因。职业年金治理结构和职责的变化所带来的深层次因素也在影响着职业年金投管人的选择问题，下面从四个方面的“错位”来分析产生职业年金之谜的深层次原因。

1、战略资产配置能力与职责的错位。

2016年92号文中，第十五条第三款明确规定制定职业年金基金战略资产配置策略是受托人的重要职责；第二十条规定投资管理人应当履行下列职责：（一）对职业年金基金财产进行投资，（五）定期向受托人提交职业年金计划投资组合管理报告。由此可见，职业年金基金战略资产配置的职责在受托人，战术资产配置的职责在投管人。

尽管受托人有战略资产配置的职责，但其战略资产配置能力不足。根据市场上普遍的观点，战略资产配置能力强的是职业年金基金的投管人，而非受托人。目前市场上有 22 家投管人，其中兼有受托人资格的投管人仅有 6 家，其余 11 家基金公司、2 家券商公司和 3 家保险公司投管人没有受托人资格。在 22 家职业年金投管人中，市场公认基金公司和保险资管公司的战略资产配置能力强。

在目前阶段，受托人的战略资产配置能力不足，主要有三个方面的原因：（1）、受托人没有在全市场上公开、公平地选择和配置养老金产品；（2）受托人的战略资产配置能力弱于投管人；（3）、在投资组合层面执行严格的数量限制监管，限制了受托直投在计划层面资产配置作用发挥。

国外的研究表明，90%左右的投资收益是由战略资产配置决定的，战略资产配置的职责与能力的错位，可能会使受托人在其受托人计划层资产配置能力不足，影响该受托人计划的投资业绩，进而影响职业年金计划的整体业绩。

2、投资业绩承担主体的错位。

在目前职业年金治理结构下，投管人负责投资组合的投资工作，并对投资组合业绩负责；受托人负责受托人计划的风险控制，并对本受托人计划层的业绩承担责任。受托人计划层的业绩是由各投管人业绩构成的，从受托人计划的角度来看，受托人更多是被动接受投管人的组合业绩。

人社部（2013）24 号文规定，法人受托机构可以将受托管理的企

业年金基金资产，分配给一个或者多个养老金产品。受托直投，即受托人在计划层面投资养老金产品，是法定的投资行为，不同于投资管理人在组合层面投资养老金产品。2016年92号文第十五条第四款明确规定了受托直投是职业年金受托人的职责。

受托直投是受托人在受托人计划层面的主动投资行为，也是受托人的主动资产配置行为，可视为受托人的主动资产配置。受托直投可以作为受托人完成业绩考核的有效抓手，通过受托直投可以实现主动资产配置、优化本受托人计划层业绩，降低其业绩波动，进而达到受益人利益最大化的最终目标。

3、投资选择权的错位。

职业年金是从国家机关事业单位养老制度转变过来的，之前国家财政承担国家机关人员的养老金发放，资金来源于财政拨款。建立职业年金过程中，一个重要的原则是保证职业年金建立前后养老金领取待遇标准不降低，采取DB（待遇确定型计划）的设计思路，职业年金制度基础是DC（缴费确定型计划）制度，即单位和员工共同缴费，不足个人领取的部分将由国家财政补足，以虚账形式存在。

职业年金的投资选择是由工作单位进行统一选择的，个人没有投资选择权。工作单位负责职业年金投资选择，并承担投资业绩的压力和波动；个人无投资选择权，不用承担业绩波动带来的压力。

尽管职业年金制度是DC的，但在实际操作中同时也以某种DB的形式存在的。在这种制度安排下，投资选择权由单位负责，不会放开个人投资选择权的。这是因为一旦放开个人投资选择权，个人投资出

现亏损时，损失部分还是由单位承担并补齐，故目前职业年金是不大可能放开个人投资选择权的。

4、对养老金产品认知的错位。

养老金产品是人社部批复成立的面向企业年金、职业年金和基本养老保险基金定向销售的类公募产品。截至 2019 年 9 月底，养老金产品的规模为 7855.03 亿元，占企业年金实际运作规模的比例为 46.90%，说明国内的养老金投资已经进入到产品化时代。但在养老金产品销售方面，普遍存在着自产自销、对外销售不足的现状。据不完全统计，市场上绝大多数的养老金产品是自产自销的，仅有非常少的产品对外销售。造成养老金产品对外惜售的原因包括频繁的申赎造成的投管人流动性管理难度增加、养老金产品信息披露不足等。

由于多方面的原因，市场上不少机构认为养老金产品是为内部配置使用的，并没有向外销售的意愿。在养老金的两种投资模式中，专户投资模式是“一对一”，产品投资模式是“一对多”。养老金产品就是一对多的，可以有效提升养老金投资的投资效率和管理效率，在这点上市场机构是有共识的，这也是养老金产品发展迅速壮大的主要原因。但是在养老金产品对内和对外销售问题上，大家的理解存在差异。部分投管人认为养老金产品就是为了提升投管人自身内部的投资效率和管理效率，仅限于内部配置，即“自产自销”；但从委托人和受托人的角度出发，养老金投资需要在不同投管人、不同投资经理、不同大类资产之间进行分散风险和合理配置，FOF 和 MOM 应是主要的投资模式。

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2019》中，由刘建、王建钦、胡俊英合著的《养老目标基金：个人养老金投资良好工具》，由宣华独著的《养老保障管理产品：十年演进后的转型与突破》两篇文章。欢迎大家向本栏目投稿。

刘 建、王建钦、胡俊英：养老目标基金：个人养老金投资良好工具



刘 建：中国养老金融 50 人论坛核心成员、泰达宏利基金首席顾问

本文摘自《2019 中国养老金融发展报告》第 150-178 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

一、养老目标基金概述

（一）推出背景及意义

我国人口老龄化形势日益严峻，国家统计局数据显示，截至 2018 年年底，中国 60 岁及以上老年人口已超过 2.49 亿，占总人口的 17.9%，其中 65 岁及以上老年人口 1.67 亿，同比增长 5.2%，占总人口的 11.9%。同时，与世界上发达国家相比，中国人口老龄化存在以下几点特殊性：一是老年人口数量大；二是老龄化速度快；三是城乡和地区发展不平衡；四是“未富先老”问题严重，在老龄化比例不断提升的同时，中国人均 GDP 仍大幅低于发达国家。然而，在老龄化问题日益严重时，国民的养老储备与中国的养老金体系却逐渐难以支撑养老中国梦。一方面，养老金储备严重不足。2018 年末中国养老金资产约为 9.54 万亿，占 GDP 比重仅为 11%，而美国、加拿大、澳大利亚、荷兰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、加拿大等成熟国家二、三支柱占比 80%以上，反观我国基本养老金一支独大，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。经验表明，任何单一支柱都不足以应对老龄化危机，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的关键。2018 年 4 月 2 日五部委已联合印发《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》（以下简称“《通知》”），第三支柱试点正式启动，按规划一年试点期结束后公募基金也将纳入投资范围。中国养老金体系建设、资本市场和资管行业将迎来重要时刻。

公募基金作为运作最规范的投资理财产品，一直是境外个人养老金投资管理中的主要产品，在个人养老金第三支柱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）》（以下简称“《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开始进行规范化的运作阶段，意味着个人养老投资者将拥有更丰富的养老投资工具。当前推出养老目标基金对公募基金行业服务个人投资者养老投资，推进养老金三支柱体系建设，促进公募基金行业健康长远发展，具有非常重要的积极意义和必要性。

（二）产品定义及指引要点

养老目标基金是指以追求养老资产的长期稳健增值为目的，鼓励投资者长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险的公开募集证券投资基金。《指引》规范了养老目标基金的设计和运作，从产品的定义、投资类型、投资策略、投资比例、运作方式、子基金标准、适当性安排等方面进行了明确规范，同时对基金公司以及基金经理的任职要求也达到了前所未有的高度，从制度上让养老目标基金追求收益稳健、风险可控。

表1 《养老目标证券投资基金指引（试行）》要点

项目	主要内容
类型	基金中基金形式（FOF）或中国证监会认可的其他形式运作
投资策略	目标日期策略、目标风险策略以及中国证监会认可的其他策略
运作形式	定期开放的运作方式或设置投资人最短持有期限，最短持有期限应当不短于1年
投资比例	定期开放的封闭运作期或投资人最短持有期限不短于1年、3年或5年的，基金投资于股票、股票型基金、混合型基金和商品基金（含商品期货基金和黄金ETF）等品种的比例合计原则上不超过30%、60%、80%
子基金（含香港互认基金）条件	子基金运作期限应当不少于2年，最近2年平均季末基金净资产应当不低于2亿元；子基金为指数基金、ETF和商品基金等品种的，运作期限应当不少于1年，最近定期报告披露的季末基金净资产应当不低于1亿元
基金管理人条件	1、公司成立满2年；2、最近三年平均公募管理规模（不含货币）在200亿元以上；3、公司具有较强的投资、研究能力，投资、研究团队不少于20人，其中符合养老目标基金基金经理条件的不少于3人；4、成立以来或最近3年没有重大违法违规行为
基金经理条件	1、具备5年以上金融行业从事证券投资、证券研究分析、证券投资基金研究评价或分析经验，其中至少2年为证券投资经验；或者具备5年以上养老金或保险资金资产配置经验；2、最近3年没有违法违规记录

资料来源：《养老目标证券投资基金指引（试行）》，泰达宏利基金整理

（三）核心特点

《指引》的推出，意味着公募基金肩负起养老金第三支柱的护航重任，用专业的团队和丰富的经验切实地为老百姓的养老金服务，《指引》中长期性、强调资产配置和权益资产、适当性等核心原则贯穿始终。养老目标基金投资主要具有以下几个核心特点：

首先是长期性。养老金从开始缴费到退休后领取，是一笔时间跨度大的长期资金，客观上要求管理人长期投资、投资者长期持有、基金经理长期考核，“三个长期”互为保障，是影响养老金投资业绩的重要影响因素。投资者长期持有是长期投资的前提，管理人长期投资、基金经理长期考核确保业绩稳健才能鼓励长期持有，投资者才能获取稳健收益，享受时间的复利。从基金经理的任职要求，定期开放或锁定投资者持有期限的运作方式，设置优惠的基金费率，并通过差异化费率安排等，凸显了监管部门培育长期投资的良苦用心，培育养老金长期资金长期投资的良好生态。

其次，资产配置是关键。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，是长期收益目标和风险政策的具体化。大量学术和机构研究表明，从长远看，约90%的投资收益都是来自于成功的资产配置，只有大约10%是由证券选择和择时交易所确定的。因此，资产配置能力尤为关键，是养老金实现长期投资目标和控制风险的重要手段，是养老金实现长期投资目标和控制风险的重要手段。

第三，投资不宜过于保守。过于保守的投资可能造成退休金积累不足，不能抵御长寿风险，要防止积累不足致使不能有效保障养老的尴尬发生。养老金投资期限长，对流动性要求不高，具有风险承受能力较高的特征，所以可以利用资金的长期性投资配置于更多的权益类资产，平滑周期性波动风险，而获取更高的长期收益。我们也看到投

资运作成功的养老金、慈善基金等很重视高风险权益资产的配置，美国私人养老金投资的 8.2 万亿美元的公募基金中有 81% 投向偏股型基金。从我国的情况来看，历经多轮牛熊转换，2001 年-2017 年偏股型公募基金平均年化收益率 16.5%，这一业绩也能佐证这一结论。

第四，注重适当性安排。应充分考虑投资者的年龄、预期寿命、风险承受能力等特征及养老基金的领取安排，包括生命周期等产品特点，引导投资者做出更合理的养老金资产配置。

（四）发展现状

从《指引》发布以来，至今共有 59 只养老目标基金分四次获批，其中养老目标日期基金 33 只，养老目标风险基金 26 只。从管理人来看，共有 37 家基金管理人获批养老目标基金，其中华夏基金和易方达基金各获批 4 只，汇添富基金、广发基金、嘉实基金和鹏华基金获批 3 只，泰达宏利基金、工银瑞信基金、南方基金、中欧基金、景顺长城基金、万家基金、银华基金均获批 2 只，博时基金、富国基金等 23 家公司均获批 1 只。从托管人来看，共涉及到 10 家银行，其中建行托管 13 只，农行托管 11 只，工行和中行均托管 9 只，招行托管 7 只，交通银行托管 4 只，浦发银行和邮储银行均托管 2 只，民生银行和平安银行均托管 1 只。

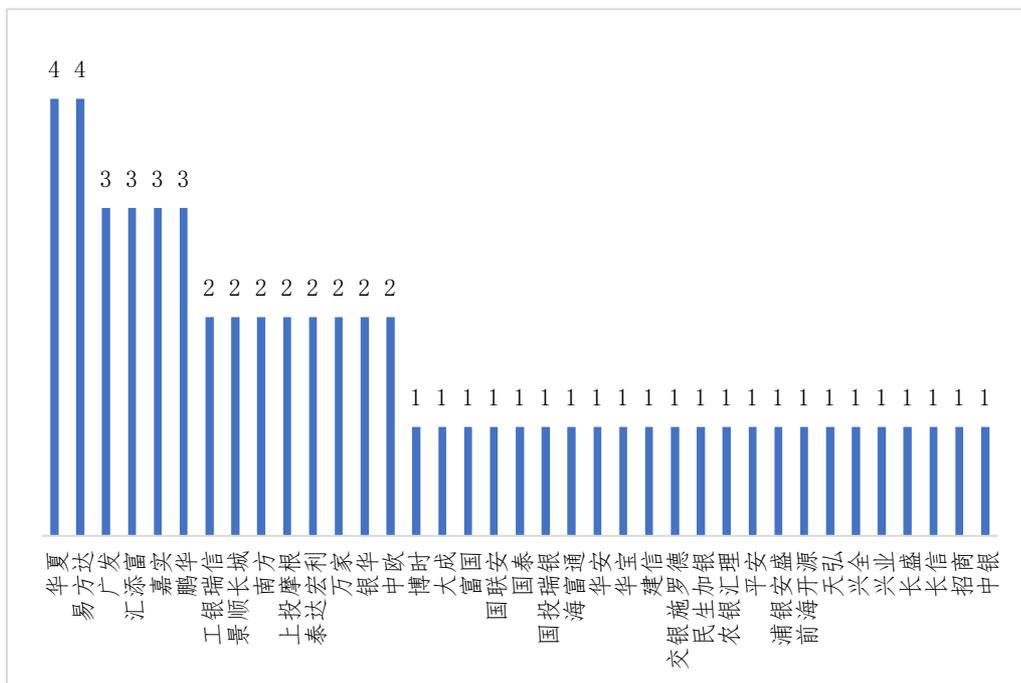


图 1 基金管理人发行和储备养老目标基金的数量情况

资料来源：天相投顾，泰达宏利基金整理

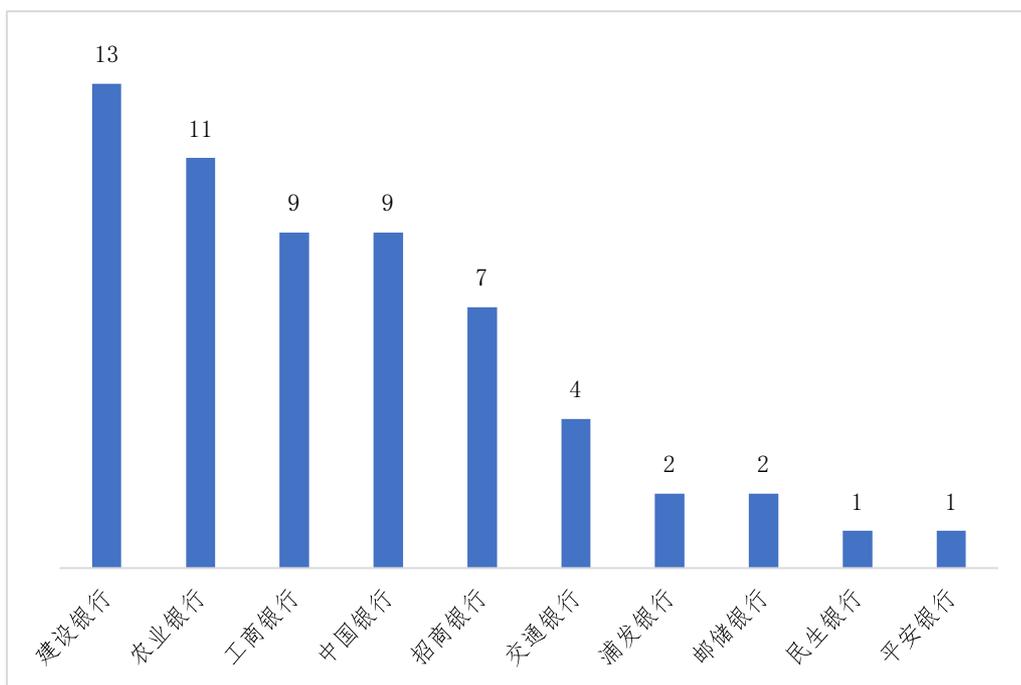


图 2 基金托管人托管养老目标基金的数量情况

资料来源：天相投顾，泰达宏利基金整理

另外，截止 2019 年 6 月 30 日，依然有 69 只养老目标基金处于审核期，其中 28 只为目标日期基金，41 只为目标风险基金。已获批

和处于审核期暂未获批的 128 基金分属 43 家基金公司，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 家基金公司满足规模门槛，也就是说 75% 的满足条件的公司均都已着手养老产品布局，基金行业整体高度重视。

从已设立的基金来看，截止 2019 年 6 月 30 日，养老目标基金共设立 43 只基金，认购规模 143.16 亿元，认购户数 976611 户，2019 年 2 季度末规模为 156.35 亿元，养老目标基金整体起步稳健，运作良好。

二、养老目标风险基金

（一）产品定义及发展现状

目标风险基金（Target Risk Fund, TRF），也称生活方式基金（Lifestyle Fund），于 20 世纪 90 年代中期在美国兴起。顾名思义，目标风险基金旨在将基金的风险水平维持在某一恒定水平，主要通过改变权益和债券等资产在基金资产中的配置比例实现。根据风险等级不同，目标风险基金可分为进取型、稳健型和保守型等，风险依次递减。目标风险策略的风险收益特征清晰，能够帮助投资者直观的选择符合自身风险承受能力的基金产品，为相应风险偏好的投资者提供一站式的资产配置方案。

截止 2019 年 6 月 30 日，养老目标风险基金共设立 18 只基金，2 只正在发行，18 只基金共募集 100.62 亿元，认购户数合计 427131 户，户均规模为 2.36 万元。从户数来看，富国基金旗下富国稳健养老一年认购户数达到 94895 户，兴全基金、万家基金、广发基金和泰

达宏利基金旗下均有养老目标风险基金户数超过4万户。从运作方式上来看，20只产品中有6只是持有期锁定3年的产品，13只是持有期锁定1年的产品，1只是1年期定开产品。20只产品的命名来看，20只目标风险基金的命名均体现特定的风险特征，持有期锁定或定开1年的产品均含“稳健”，持有期锁定3年的产品均含“均衡或平衡”。

表2 养老目标风险基金发行情况

基金名称	管理人	托管人	基金成立日	发行份额 (亿份)	认购户数
博时稳健养老一年	博时	工商银行	2019/3/20	7.72	5421
富国稳健养老一年	富国	建设银行	2018/12/13	8.83	94895
广发稳健养老目标一年	广发	工商银行	2018/12/25	5.20	58360
国联安稳健养老一年	国联安	建设银行	2019/4/26	3.47	1835
国投瑞银稳健养老一年	国投瑞银	农业银行	2019/3/25	6.10	6875
海富通稳健养老一年	海富通	中国银行	2019/4/25	0.91	18922
华宝稳健养老一年	华宝	交通银行	2019/4/25	0.13	311
建信稳健养老一年	建信	农业银行	2019/1/31	8.11	19521
交银稳健养老一年	交银施罗德	农业银行	2019/5/30	20.43	34102
民生加银稳健养老一年	民生加银	建设银行	2019/4/26	11.68	9010
南方稳健养老一年	南方	农业银行	2019/5/10	4.56	6638
鹏华稳健养老一年	鹏华	工商银行	2019/4/22	0.10	845
上投摩根均衡养老三年	上投摩根	建设银行	-	-	-
泰达宏利平衡养老三年	泰达宏利	农业银行	2018/10/25	2.30	40703
万家稳健养老三年	万家	建设银行	2018/12/13	2.19	59331
万家平衡养老三年	万家	农业银行	2019/4/22	0.10	127
兴全平衡养老三年	兴全	招商银行	2019/1/25	6.29	59780
长信平衡养老三年	长信	民生银行	-	-	-
招商稳健养老一年	招商	中国银行	2019/4/26	8.13	6360
中银稳健养老定开一年	中银	招商银行	2019/5/8	4.38	4095

资料来源：wind，按产品名字音序排序，泰达宏利基金整理

（二）养老目标风险基金产品设计

1. 资产配置情况

目标风险策略基金的核心是制定目标风险和控制风险，主要是通

过限制权益类、固定收益类资产的投资比例，进而确定基金的风险收益特征，或使用广泛认可的方法界定组合风险（如波动率等），并采取有效措施控制基金组合风险。20只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。6只持有期锁定3年的产品中泰达宏利基金、万家基金、上投摩根基金、长信基金和兴全基金权益比例范围是40%-55%，权益类资产投资比例中枢为50%，万家基金旗下的稳健养老三年基金权益比例范围是35%-60%，除限定权益类资产、非权益类资产的基准配置比例外，万家稳健养老三年基金在招募说明书中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。14只持有期锁定1年的产品中有2只招商基金和民生加银基金的一年期产品是控制目标波动率均为5%，6只基金的权益比例范围是10%-25%，权益类资产投资比例中枢为20%，6只基金的权益比例范围是15%-30%，权益类资产投资比例中枢为25%，风险敞口高一些。较窄的权益仓位限制一定程度上保证了基金风格的稳定性。

2. 投资范围

从投资范围上来看，20只目标风险基金在招募说明书中规定除可以投资公募基金外（包括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，因此可以最大程度的实现大类资产配置的作用，提高风险收益比。万家基金旗下的稳健养老三年基金所投资的权益资产仅为混合型基金和商品基金，不得投资于股票和股票型基金，其余投资范围与其他

19 只一致。

表 3 养老目标风险基金权益配置情况

基金名称	权益比例	权益投资范围
博时稳健养老一年	10%-25%，中枢为 20%	股票、股票型基金、混合型基金和商品基金(含商品期货基金和黄金 ETF)
富国稳健养老一年	15%-30%，中枢为 25%	
广发稳健养老目标一年	15%-30%，中枢为 25%	
国联安稳健养老一年	15%-30%，中枢为 25%	
国投瑞银稳健养老一年	15%-30%，中枢为 25%	
海富通稳健养老一年	10%-25%，中枢为 20%	
华宝稳健养老一年	10%-25%，中枢为 20%	
建信稳健养老一年	10%-25%，中枢为 20%	
交银稳健养老一年	15%-30%，中枢为 25%	
民生加银稳健养老一年	10%-30%	
南方稳健养老一年	10%-25%，中枢为 20%	
鹏华稳健养老一年	15%-30%，中枢为 25%	
上投摩根均衡养老三年	40%-55%，中枢为 50%	
泰达宏利平衡养老三年	40%-55%，中枢为 50%	
万家平衡养老三年	40%-55%，中枢为 50%	
万家稳健养老三年	35%-60%	权益资产仅为混合型基金和商品基金，不得投资于股票和股票型基金
兴全平衡养老三年	40%-55%，中枢为 50%	股票、股票型基金、混合型基金和商品基金(含商品期货基金和黄金 ETF)
长信平衡养老三年	40%-55%，中枢为 50%	
招商稳健养老一年	5%-30%	
中银稳健养老定开一年	10%-25%，中枢为 20%	

资料来源：wind，按产品名称音序排序，泰达宏利基金整理

3. 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，20 只基金管理费率和托管费率合计平均为 0.85%，而同类型的平衡混合和偏债混合费率合计平均为 1.15%，整体费率较低，让利于投资者，长期持有更有利于降低投资成本。另外，总费用随风险等级的提高略有增长，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。

表4 养老目标风险基金费率情况 (%)

基金数量	管理费率	托管费率	合计
2	1.00	0.20	1.20
2	0.90	0.20	1.10
1	0.80	0.20	1.00
1	0.80	0.15	0.95
3	0.60	0.20	0.80
9	0.60	0.15	0.75
2	0.50	0.15	0.65
平均值	0.68	0.17	0.85

资料来源：wind，泰达宏利基金整理

(三) 投资收益情况

从投资收益上来看，截止6月30日，兴全平衡养老三年和泰达宏利平衡养老三年成立以来收益率分别为10.27%和4.51%，表现较好，广发基金、富国基金、万家基金、民生加银基金、建信基金、南方基金和海富通基金旗下的8只基金收益率在1%-3%之间。从基金风险来看，除兴全平衡养老三年年化波动率超过10%，今年以来最大回撤超过5%，其余产品年化波动率均低于7%，今年以来最大回撤均不足5%，整体运作稳健，一定程度上体现了公募基金行业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，存续时间长，不应过于关注短期业绩及其波动，应该用时间换空间获取长期稳健收益。

表5 养老目标风险基金收益和风险情况

基金简称	基金成立日	成立以来收益率	今年以来收益率	年化波动	今年以来最大回撤
兴全平衡养老三年	2019/1/25	10.27%	-	13.07%	-6.70%
泰达宏利平衡养老三年	2018/10/25	4.51%	5.61%	6.00%	-4.02%
广发稳健养老目标一年	2018/12/25	2.85%	2.79%	2.93%	-2.00%
富国稳健养老一年	2018/12/13	2.69%	2.67%	0.87%	-0.31%
万家稳健养老三年	2018/12/13	2.01%	1.88%	1.44%	-0.75%
民生加银稳健养老一年	2019/4/26	1.70%	-	2.03%	-0.24%
建信稳健养老一年	2019/1/31	1.28%	-	3.56%	-2.15%

南方稳健养老一年 A	2019/5/10	1.27%	-	3.61%	-0.31%
海富通稳健养老一年	2019/4/25	1.26%	-	6.23%	-1.95%
南方稳健养老一年 C	2019/5/10	1.22%	-	3.62%	-0.33%
万家平衡养老三年	2019/4/22	0.99%	-	1.58%	-0.26%
国联安稳健养老一年	2019/4/26	0.92%	-	0.76%	-0.04%
招商稳健养老一年 A	2019/4/26	0.82%	-	1.47%	-0.27%
招商稳健养老一年 C	2019/4/26	0.73%	-	1.45%	-0.29%
华宝稳健养老一年	2019/4/25	0.55%	-	0.69%	-0.08%
中银安康稳健养老一年	2019/5/8	0.53%	-	0.89%	0.00%
交银稳健养老一年	2019/5/30	0.41%	-	0.75%	-0.10%
鹏华稳健养老一年	2019/4/22	0.27%	-	0.13%	-0.01%
国投瑞银稳健养老一年	2019/3/25	-0.30%	-	1.70%	-1.04%
博时稳健养老一年 A	2019/3/20	-0.77%	-	3.67%	-2.41%
博时稳健养老一年 C	2019/3/20	-0.91%	-	3.67%	-2.50%
上投摩根均衡养老三年	-	-	-	-	-
长信平衡养老三年 A	-	-	-	-	-
长信平衡养老三年 C	-	-	-	-	-

资料来源：wind，时间截止 2019 年 6 月 30 日，按成立以来收益率降序排序，泰达宏利基金整理

三、养老目标日期基金

（一）产品定义及发展现状

目标日期基金（Target Date Fund, TDF）是根据不同投资者的退休年龄为时间节点，随着退休日期的逐渐临近动态调整组合的资产配置，组合中权益类资产占比逐步下降，固定收益类资产占比逐步增加，相应的基金风险等级也随之降低，有效契合投资者随着年龄增大风险承受能力和风险偏好逐步下降的趋势。目标日期策略在严格控制投资组合风险的前提下确定大类资产配置比例，以期达到风险收益的优化平衡，实现基金资产的长期增值。随着投资者生命周期的延续和目标日期的临近，基金的投资风格相应的从“进取”，转变为“稳健”，再转变为“保守”，权益类资产比例逐步下降，而非权益类资产比例逐步上升。

目标日期基金均以日期来命名，是一个基金系列，其中各个基金

多以5年为间隔，比如2030、2035、2040等，指的分别是针对2030年、2035年、2040年退休的投资者设立的基金，针对的目标人群的年龄非常明确。目标日期基金是养老金投资的一站式解决方案，投资者只需要根据自己的预期退休年龄选择适合自己的目标日期基金。

截止2019年6月30日，养老目标日期基金共设立25只基金，3只正在发行，25只基金共募集42.53亿元，认购户数合计549480户，户均规模为0.77万元。从户数来看，鹏华基金旗下鹏华养老2035三年认购户数达到111908户，汇添富基金、银华基金、南方基金、易方达基金和中欧基金旗下均有养老目标日期基金户数超过4万户，户数较多。从运作方式上来看，28只产品中有8只是持有期锁定5年的产品，其中7只为发起式产品；有20只是持有期锁定3年的产品，其中7只是发起式产品。从28只产品的命名来看，均以日期来命名，时间间隔为5年，目前产品以距离退休日期12-31年推出的目标日期基金，即针对的主要是投资者年龄在30多岁到40多岁的群体。

表6 养老目标日期基金发行情况

基金名称	管理人	托管人	基金成立日	发行份额 (亿份)	户数
大成养老2040三年	大成	农业银行	2019/6/27	2.22	4342
工银养老2035三年	工银瑞信	交通银行	2018/10/31	2.20	11701
工银养老2050五年发起式	工银瑞信	邮储银行	2019/3/28	0.75	14497
广发养老2050五年发起式	广发	工商银行	2019/4/26	0.11	129
国泰养老2040三年	国泰	中国银行	-	-	-
华安养老2030三年发起式	华安	建设银行	2019/4/26	2.43	16713
华夏养老2035三年发起式	华夏	招商银行	2019/4/24	2.76	3078
华夏养老2040三年	华夏	建设银行	2018/9/13	2.12	37585
华夏养老2045三年	华夏	农业银行	2019/4/9	4.21	32588
华夏养老2050五年发起式	华夏	招商银行	2019/3/26	0.17	11451
汇添富养老2030三年	汇添富	建设银行	2018/12/27	2.52	61993
汇添富养老2040五年	汇添富	农业银行	2019/4/29	4.72	16945
汇添富养老2050五年发起式	汇添富	工商银行	2019/5/17	0.14	234

嘉实养老 2030 三年	嘉实	农业银行	-	-	-
嘉实养老 2040 五年发起式	嘉实	中国银行	2019/3/6	0.26	2656
嘉实养老 2050 五年发起式	嘉实	中国银行	2019/4/25	0.10	45
南方养老 2035 三年	南方	工商银行	2018/11/6	3.80	52465
农银养老 2035 三年发起式	农银汇理	浦发银行	-	-	-
鹏华养老 2035 三年	鹏华	建设银行	2018/12/5	2.60	111908
鹏华养老 2045 三年发起式	鹏华	中国银行	2019/4/22	0.10	859
平安养老 2035 三年	平安	招商银行	2019/6/19	3.31	25429
兴业养老 2035 三年发起式	兴业	平安银行	2019/5/6	0.10	8
易方达养老 2033 三年发起式	易方达	工商银行	2019/4/30	0.10	1
易方达养老 2038 三年发起式	易方达	邮储银行	2019/4/30	0.10	1
易方达养老 2033 三年	易方达	建设银行	2018/12/26	2.28	44001
银华养老 2035 三年	银华	建设银行	2018/12/13	2.10	60390
中欧养老 2035 三年	中欧	招商银行	2018/10/10	3.22	40445
中欧养老 2050 五年发起式	中欧	工商银行	2019/5/10	0.10	16

资料来源：wind，按产品名称音序排序，泰达宏利基金整理

（二）养老目标日期基金产品设计

1. 下滑曲线

目标日期的一个非常重要的产品要素就是下滑曲线的设计。随着目标日期（退休日）的临近，投资者风险厌恶程度逐渐增大，风险承受能力逐渐减小，所以权益类资产的配置比例呈现下降的趋势，这种权益类资产比例随着时间的变动路径称为下滑曲线（Glide Path）。根据目前披露的养老目标日期基金招募说明书，国内的下滑曲线主要有 2 种形态 4 种类型，即曲线型和阶梯型，由于《指引》中对投资比例、运作方式有限定，国内下滑曲线下滑速度整体比较平缓，具体展示如下。

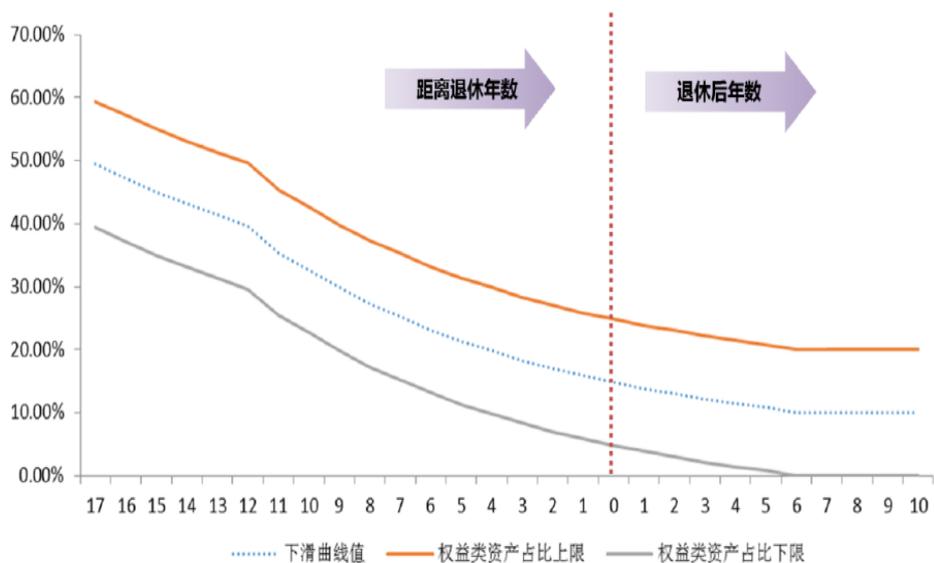


图3 中欧养老目标日期2035三年下滑曲线

资料来源：中欧养老目标日期2035三年基金招募说明书

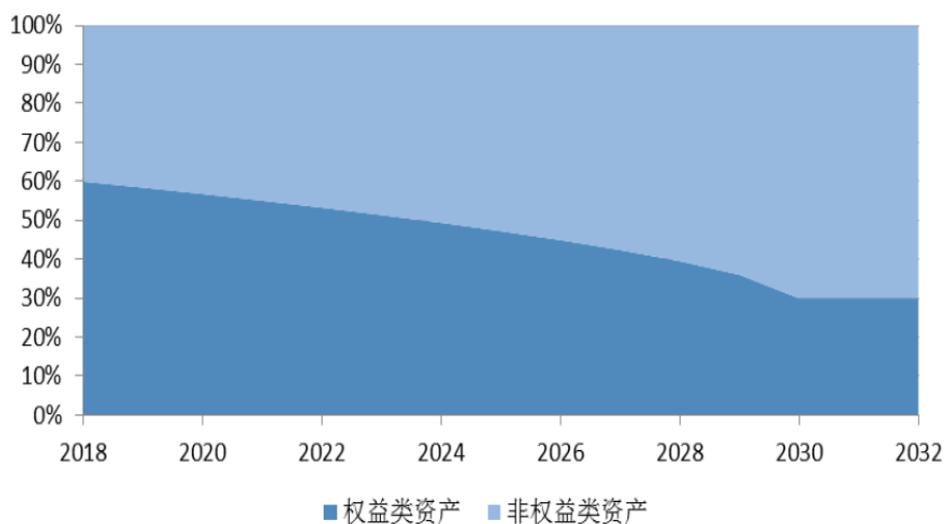


图4 汇添富养老目标日期2030三年下滑曲线

资料来源：汇添富养老目标日期2030三年基金招募说明书

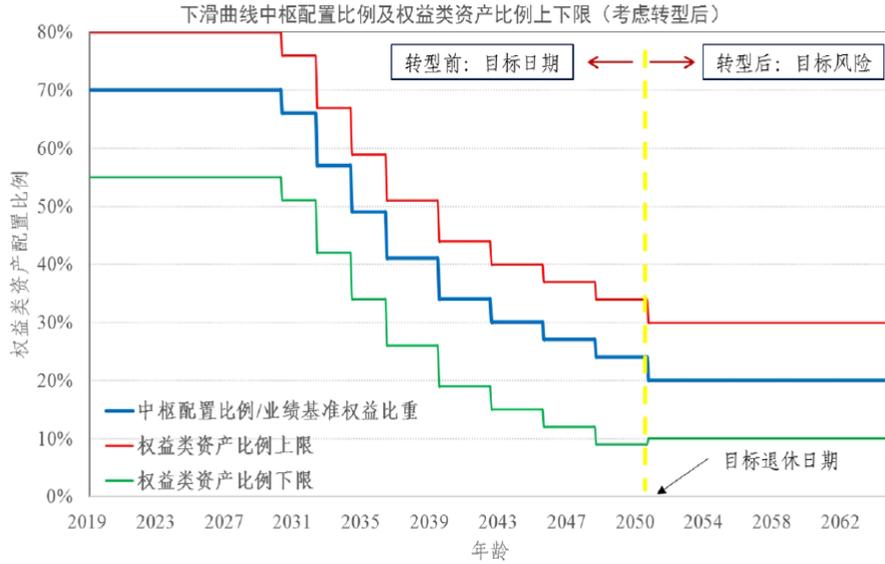


图5 工银瑞信养老目标日期2050五年下滑曲线

资料来源：工银瑞信养老目标日期2050五年基金招募说明书

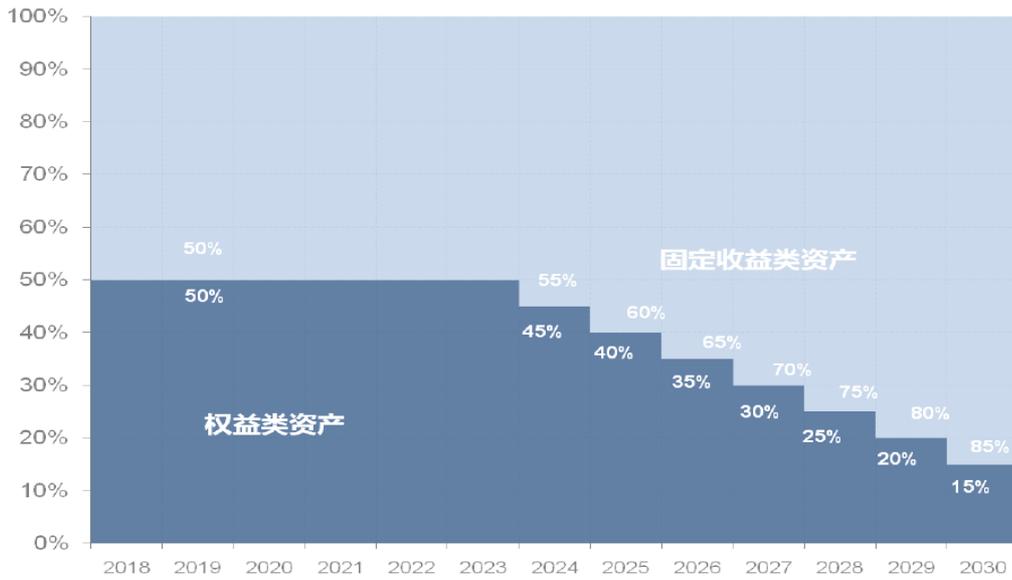


图6 华安养老目标日期2030三年下滑曲线

资料来源：华安养老目标日期2030三年基金招募说明书

28只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。28只产品中华夏

基金、汇添富基金、鹏华基金和大成基金四家公司旗下的 8 只产品权益类资产比例下限超过 10%，其余 20 只产品权益类资产比例均低于 10%。而目标日期基金在到期日时的权益比例略有差异，28 只产品中有 21 只产品目标日期到期日时的权益中枢比例超过 20%，其中汇添富基金、鹏华基金和大成基金三家公司到期日的权益中枢比例超过 30%（含）。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，重视权益投资对资产增值的作用，以平衡长寿风险和通胀风险。

表 7 下滑曲线权益投资情况

基金名称	下滑曲线权益比例范围	目标日期时的权益中枢比例
大成养老 2040 三年	15%-60%	30%
工银养老 2035 三年	8%-55%	23%
工银养老 2050 五年发起式	9%-80%	24%
广发养老 2050 五年发起式	5%-80%	20%
国泰养老 2040 三年	5%-60%	20%
华安养老 2030 三年发起式	5%-60%	15%
华夏养老 2035 三年发起式	11%-60%	26%
华夏养老 2040 三年	11%-60%	26%
华夏养老 2045 三年	11%-60%	26%
华夏养老 2050 五年发起式	4%-80%	19%
汇添富养老 2030 三年	20%-60%	35%
汇添富养老 2040 五年	20%-80%	35%
汇添富养老 2050 五年发起式	20%-80%	35%
嘉实养老 2030 三年	4%-60%	19.22%
嘉实养老 2040 五年发起式	4%-80%	19%
嘉实养老 2050 五年发起式	4%-80%	19%
南方养老 2035 三年	5%-60%	20%
农银养老 2035 三年发起式	5%-60%	20%
鹏华养老 2035 三年	17%-60%	32%
鹏华养老 2045 三年发起式	6%-60%	21%
平安养老 2035 三年	8.7%-60%	23.70%
兴业养老 2035 三年发起式	5%-60%	20%
易方达养老 2033 三年发起式	5%-50%	20%
易方达养老 2038 三年发起式	5%-55%	20%
易方达养老 2043 三年	5%-60%	20%
银华养老 2035 三年	5%-60%	20%

中欧养老 2035 三年	4.84%-59.41%	14.84%
中欧养老 2050 五年发起式	0%-80%	14.84%

资料来源：各基金招募说明书，泰达宏利基金整理

2. 目标日期基金到期后安排

目标日期基金随着时间的推移，目标日期到期后将面临转型和清盘的问题。目前 28 只基金无需经基金份额持有人大会决议，到期后均直接转为 FOF 基金，其中 24 只转型为混合型 FOF，4 只转型为债券型 FOF 基金。另外，汇添富基金旗下 3 只目标日期基金到期后由之前的锁定期 5 年和 3 年的产品转型为锁定期 1 年的养老目标风险基金，华夏基金旗下的 4 只目标日期基金，目标日期到期后继续下滑 25 年，25 年后下滑路径中枢的权益资产比例降为 0，然后自动进入清算程序，基金合同自动终止。

表 8 目标日期基金到期后转型安排

基金名称	到期后转型安排
大成养老 2040 三年	大成丰和混合型基金中基金 (FOF)
工银养老 2035 三年	工银瑞信安享稳健目标风险混合型基金中基金 (FOF)
工银养老 2050 五年发起式	工银瑞信安利稳健目标风险混合型基金中基金 (FOF)
广发养老 2050 五年发起式	广发锦瑞混合型基金中基金 (FOF)
国泰养老 2040 三年	国泰民安混合型基金中基金 (FOF)
华安养老 2030 三年发起式	华安颐享债券型基金中基金 (FOF)
华夏养老 2035 三年发起式	华夏兴旺混合型基金中基金 (FOF)
华夏养老 2040 三年	华夏兴泽混合型基金中基金 (FOF)
华夏养老 2045 三年	华夏兴源混合型基金中基金 (FOF)
华夏养老 2050 五年发起式	华夏兴盛混合型基金中基金 (FOF)
汇添富养老 2030 三年	汇添富颐康稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金 (FOF)
汇添富养老 2040 五年	汇添富颐泰稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金 (FOF)
汇添富养老 2050 五年发起式	汇添富颐乐稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金 (FOF)
嘉实养老 2030 三年	嘉实福安混合型基金中基金 (FOF)
嘉实养老 2040 五年发起式	嘉实福康混合型基金中基金 (FOF)
嘉实养老 2050 五年发起式	嘉实福永混合型基金中基金 (FOF)
南方养老 2035 三年	南方安智混合型基金中基金 (FOF)
农银养老 2035 三年发起式	农银汇理永馨混合型基金中基金 (FOF)
鹏华养老 2035 三年	鹏华鼎弘混合型基金中基金 (FOF)
鹏华养老 2045 三年发起式	鹏华辉弘混合型基金中基金 (FOF)

平安养老 2035 三年	平安兴和混合型基金中基金 (FOF)
兴业养老 2035 三年发起式	兴业兴睿混合型基金中基金 (FOF)
易方达养老 2033 三年发起式	易方达安泰债券型基金中基金 (FOF)
易方达养老 2038 三年发起式	易方达安和债券型基金中基金 (FOF)
易方达养老 2043 三年	易方达安康债券型基金中基金 (FOF)
银华养老 2035 三年	银华尊和混合型基金中基金 (FOF)
中欧养老 2035 三年	中欧预见混合型基金中基金 (FOF)
中欧养老 2050 五年发起式	中欧预见 2050 混合型基金中基金 (FOF)

资料来源：各基金招募说明书，泰达宏利基金整理

2. 费率情况

从养老目标日期基金的费率来看，28 只基金管理费率和托管费率合计平均为 0.99%，而同类型的平衡混合费率平均为 1.52%，整体费率较低，让利于投资者，鼓励其长期持有。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。而目标日期基金到期后基金转型为普通 FOF 基金，由于权益类资产投资比例下降较多，所以相应的管理费、托管费都会下降，且降幅较大。

表 9 养老目标风险基金费率情况（单位：%）

基金数量	管理费率	托管费率	合计
1	1.00	0.20	1.20
1	1.00	0.15	1.15
9	0.90	0.20	1.10
7	0.90	0.15	1.05
1	0.80	0.20	1.00
3	0.80	0.15	0.95
1	0.80	0.12	0.92
1	0.60	0.20	0.80
4	0.60	0.15	0.75
平均值	0.82	0.17	0.99

资料来源：wind，泰达宏利基金整理

（三）投资收益情况

从投资收益上来看，截止 6 月 30 日，33 只 (A/C 份额分开统计)

有业绩的养老目标日期基金 31 只设立以来实现正收益，其中中欧预见养老 2035 三年 A/C 和南方养老 2035 三年 A/C 成立以来收益率分别为 8.40%、8.09%和 4.66%、4.39%，表现较好，另有 13 只养老目标日期基金收益率在 1%-4%之间。从风险来看，29 只（A/C 份额分开统计）基金年化波动率均低于 10%，今年以来最大回撤均低于 10%，整体运作稳健。

表 10 养老目标日期基金收益和风险情况

基金简称	基金成立日	成立以来 收益率	今年以来 收益率	年化波 动率	今年以来最 大回撤
中欧养老 2035 三年 A	2018-10-10	8.40%	7.49%	9.91%	-6.55%
中欧养老 2035 三年 C	2018-10-10	8.09%	7.27%	9.90%	-6.61%
南方养老 2035 三年 A	2018-11-06	4.66%	4.08%	7.58%	-5.12%
南方养老 2035 三年 C	2018-11-06	4.39%	3.87%	7.58%	-5.18%
鹏华养老 2035 三年	2018-12-05	3.90%	3.88%	3.01%	-0.99%
易方达养老 2043 三年	2018-12-26	3.41%	3.32%	2.66%	-1.30%
银华养老 2035 三年	2018-12-13	3.41%	3.26%	5.18%	-3.53%
工银养老 2035 三年	2018-10-31	3.06%	2.54%	5.39%	-3.72%
汇添富养老 2040 五年	2019-04-29	3.04%	-	5.12%	-1.15%
华夏养老 2050 五年	2019-03-26	2.85%	-	11.33%	-4.73%
汇添富养老 2050 五年	2019-05-17	2.63%	-	9.11%	-0.45%
华夏养老 2040 三年	2018-09-13	2.57%	2.18%	5.58%	-4.25%
嘉实养老 2050 五年	2019-04-25	2.08%	-	12.06%	-3.22%
中欧养老 2050 五年 C	2019-05-10	2.01%	-	5.60%	-1.41%
汇添富养老 2030 三年	2018-12-27	1.61%	1.59%	9.95%	-7.10%
中欧养老 2050 五年 A	2019-05-10	1.48%	-	5.14%	-1.42%
工银养老 2050 五年	2019-03-28	1.07%	-	2.89%	-1.02%
易方达养老 2038 三年	2019-04-30	0.93%	-	1.44%	-0.39%
广发养老 2050 五年	2019-04-26	0.70%	-	3.18%	-0.57%
华安养老 2030 三年	2019-04-26	0.53%	-	0.97%	-0.18%
易方达养老 2033 三年	2019-04-30	0.45%	-	0.36%	-0.05%
华夏养老 2035 三年 A	2019-04-24	0.40%	-	0.26%	-0.05%
华夏养老 2045 三年 A	2019-04-09	0.33%	-	1.93%	-0.56%
华夏养老 2035 三年 C	2019-04-24	0.33%	-	0.26%	-0.06%
鹏华养老 2045 三年	2019-04-22	0.31%	-	0.84%	-0.11%
华夏养老 2045 三年 C	2019-04-09	0.24%	-	1.93%	-0.56%
平安养老 2035 三年 A	2019-06-19	0.09%	-	0.44%	-0.02%
平安养老 2035 三年 C	2019-06-19	0.08%	-	0.39%	-0.02%
兴业养老 2035 三年 A	2019-05-06	0.02%	-	0.14%	-0.02%

大成养老 2040 三年 A	2019-06-27	0.01%	-	-	-
大成养老 2040 三年 C	2019-06-27	0.01%	-	-	-
兴业养老 2035 三年 C	2019-05-06	-0.03%	-	0.14%	-0.04%
嘉实养老 2040 五年	2019-03-06	-2.56%	-	14.62%	-9.52%
嘉实养老 2030 三年	-	-	-	-	-
国泰养老 2040 三年	-	-	-	-	-
农银养老 2035 三年	-	-	-	-	-

资料来源：wind，按产品名称音序排序，泰达宏利基金整理

四、养老目标基金发展的机遇和挑战

（一）发展机遇

1. 第三支柱试点已启动，发展空间广阔

我国老龄化形势严峻，养老金资产积累不足，且结构发展不均衡，补充养老金中第二支柱覆盖范围小，在此背景下，政府已经高度重视养老问题并连续出台相关政策，一方面，2015年以来，相关政府部门陆续对职业年金、基本养老金实行市场投资运营，注重养老金资产的积累，另一方面，相关政府部门对养老金体系进行结构性调整，意识到需大力发展补充养老金，增强个人养老保障能力的同时减轻政府负担，2018年4月2日五部委已联合印发的《通知》表明中国第三支柱个人养老金已由理论研究走向政策实践，且第三支柱是最灵活和最有效率的部分，是提升居民养老保障水平的有力手段，是壮大养老金规模的重要一环，发展空间巨大。

《通知》指出，一年期试点结束后，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，养老目标基金是证监会为满足个人养老金投资需求推出的养老基金产品，证监会积极推动养老目标基金纳入第三支柱投资产品范围，打造个人养老金

投资的一站式解决方案。

2. 养老投资产品需求大

中国是目前世界上唯一一个老年人口过两亿的国家。根据全国老龄办预计到 2050 年，中国老年人口将达到 4.8 亿，3 个人中将有 1 个老人，约占届时亚洲老年人口的五分之二。同时，中国私人财富市场保持高速增长。中国建设银行携手波士顿咨询公司（BCG）发布《中国私人银行 2019：守正创新 匠心致远》，报告认为，2018 年国内居民可投资金融资产总额达到 147 万亿元人民币。报告预计未来五年，克服了短期经济周期波动之后，2023 年个人可投资金融资产有望达到 243 万亿元人民币，2019-2023 年复合增长率约 11%。随着老龄人口的增多及个人财富的积累，对养老投资产品的需求也日益增加，为养老目标基金的发展提供了广阔的市场空间。宏利资产管理于 2010 年对超过 3 万投资人进行“投资者情绪调查”中显示，有 20.5% 的被调查对象将理财的将满足养老需求定为首要及第二投资目标。

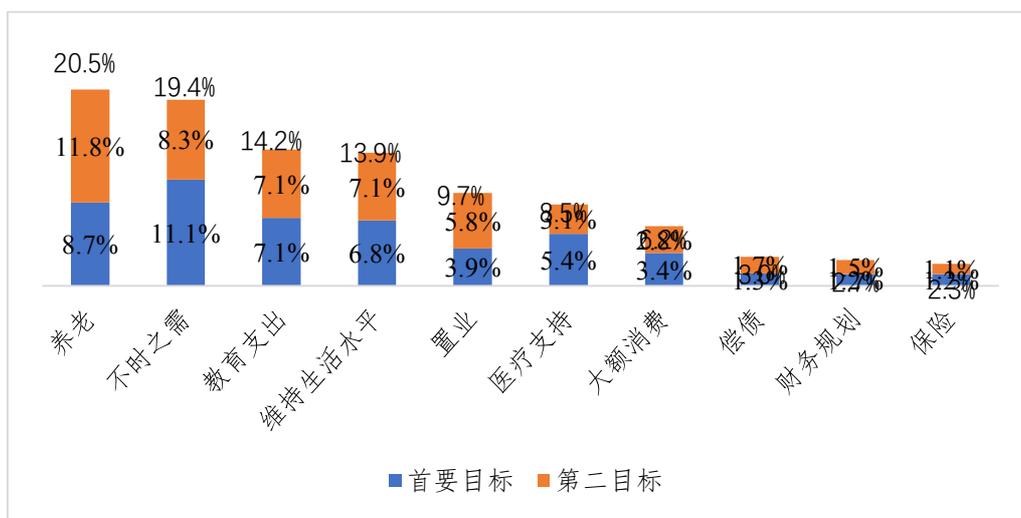


图 7 亚洲投资人的理财目标(首要及第二目标排序加总)

资料来源：宏利资产管理

3. 目标日期和目标风险策略基金是境外多个国家个人养老金投资的默认投资选择

2006年美国劳工部出台的《养老金保护法案》中推出了养老金合格默认投资选择 QDIA(Qualified Default Investment Alternative, QDIA), QDIA 有四类默认基金, 其中目标日期基金、目标风险基金两类公募基金以及运用这两种策略的其他产品是主要选择, 选择这些产品而没有选择保险等其他理财产品的原因是: 长期表现比较稳健、有合理的收益前景以及能够抵御通货膨胀。智利也提供了 5 只目标风险基金供个人养老金投资者选择。中国台湾第三支柱私校储金自选投资平台中也提供了 3 只目标风险基金和 1 只目标日期基金, 英国国家职业储蓄信托 (NEST) 也提供了“1+5”的产品系列供投资者选择, 其中“1”是指默认基金, 由 49 只目标日期的系列基金构成, 覆盖 22 岁到 62 岁的投资者, 另外还有其他 5 只备选基金。

(二) 面临的挑战

1. 个人投资者投资养老的意识普遍缺乏

我国目前投资养老的意识还很弱, 养儿防老、储蓄养老的传统理念根深蒂固, 从养儿防老、政府养老转为投资养老, 从储蓄养老、买房养老转为投资养老等理念树立极为急迫。同时, 很多个人认为养老金投资应该安全至上, 不敢承受短期波动, 将长期资金配置到风险很低的资产, 导致收益很低, 不足以为养老提供足够的资金储备。此外, 须让投资者意识到养老需要长期投资, 只有长期坚持养老投资, 才能充分享受到复利的好处, 为未来的退休生活做储备, 当然新理念深入

人心需要时日。

2. 国内资本市场波动较大

中国股票市场近 20 年来取得了令人瞩目的成就，但仍属于新兴市场，与成熟市场相比，中国股市呈现出了波动频繁、熊长牛短等鲜明特征。这样的市场环境不仅对投资者的心里及投资行为产生影响，对以资产配置为主的两类养老基金也会造成较大的不利影响。如对于目标风险产品而言，由于波动大，需要根据设定的风险目标频繁调整资产配置比例，一是影响再平衡的频率；二是可能会影响再平衡的系列方针。太过频繁的调整（或不太频繁）对资产进行再平衡，资产配置的预期收益可能会不及预期。对于目标日期类产品，前期权益类资产配置比例较高，如果市场波动很大，会导致高仓位权益资产初期表现不及预期甚至亏损，影响后续整体收益，导致投资者参与意愿大幅下降。

3. 发展初期销售有一定难度

首先，养老目标基金是国内新推出的创新性产品，投资者初期可能会观望一段时间，包括业绩是否稳健的考量、投资策略的有效性、养老目标基金与养老关系的理解等，部分投资者有一定认知后才会介入；其次，国内第三支柱刚刚起步，相关政策尚在陆续出台中，许多投资者也处于政策观望中；此外，养老目标基金有封闭期或锁定期的规定，在投顾业务没有建立之前，且国内销售机构仍是卖方代销模式，销售机构更倾向于销售开放式产品或者佣金高的产品，养老目标基金发展初期销售有一定难度。

五、养老目标基金发展建议

（一）尽快在全国建立第三支柱，并将公募基金纳入投资范围

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》中要求，银保监会、证监会做好相关准备工作，完善养老账户管理制度，制定银行、公募基金类产品指引等相关规定，指导相关金融机构产品开发。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。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，目前中登已和一些基金公司、银行和券商以及互联网平台做了系统测试，公募基金行业做好了账户封闭运营的基础设施平台。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，并将公募基金纳入投资范围。

（二）持续开展投资者教育

投资者教育任重而道远，一方面我国目前投资养老的意识还很弱，另一方面很多个人把养老金投资的安全性简单理解为绝对保本，认为应该将绝大多数资金配置到短期且收益稳定的产品中，导致长期回报很低，无法抵御通胀风险和长寿风险。因此，提高社会公众养老金融素养，唤醒民众的养老金规划和投资管理意识至关重要。养老金融教育可以关注以下几个方面，第一，投资理念由短期转换成长期，不要

过度关注市场的短期波动；第二，打破保守的投资观念，把养老储蓄的概念转为养老增值的概念，投资者应该适度地放宽风险承受度，做一些积极的投资；第三，提早规划养老准备，结合自身的生命周期特征和风险偏好选择适合自己的养老产品。投资养老的理念转变需要时间，这也需要包括政府部门、基金公司、销售机构等凝聚共识、同心协力、持之以恒的共同做好投资者教育，认真研究境外经验，结合本国国情，形成多层次多主体参与的养老投资者教育体系。

（三）不断提高资产配置能力

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，可以平滑短期波动风险，用时间换空间来获取长期稳健收益。对于公募基金行业而言，有别于传统股债基金的投资思路，FOF组合更加强调大类资产配置的能力，由于在公募FOF领域并无积累，在大类资产配置理念和策略上普遍薄弱，资产配置部门大多新设，实践时间较短，能力也有待市场进一步检验。大类资产配置理论方法发源于国外成熟市场，其理论假设、市场环境与国内市场存在较大的差异。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，不断提高资产配置的核心理念与意识，资产配置方法和模型上注重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；第二，资产配置核心有三个，一是明确可以投资的资产类别，资产类别研究上，外延上增加大类资产类别及境外资产，同时对大类资产进行细分研究

和管理，分散风险；二是既定约束条件下明确各类资产的最优投资比例；三是根据市场变化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；第三，在操作上，根据投资目标先确定能够接受的最大风险水平即建立基金的战略资产配置，然后评估各类资产的风险收益特征，参照战略资产配置控制各类资产投资比例，管理波动风险，接着根据市场变化进行动态资产配置调整。

（四）政策上逐步引入默认投资选项的安排

目标风险策略和目标日期策略基金是多个国家和地区养老金投资的默认投资选项。默认投资选项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，是引导投资者将养老资金投资于适合的、长期的退休储蓄产品，进而解决养老资金积累的问题。美国的目标日期基金和目标风险基金在被纳入合格默认投资选项(QDIA)后发展非常迅速，这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。当然美国等有默认投资选项机制的国家也并不是在政策实施的初期就引入，而是结合制度的运作实践，通过观察和总结投资者的参与人的实际投资行为，进而设计出有针对性的具体措施，每个国家由于经济社会环境不一致，投资者投资理念不一样等，可能在产品选择表现出的特征也不尽相同，所以也可以借鉴境外成熟国家经验，让制度执行一段时间，期间通过研究参与人的投资行为数据来总结，再结合实际情况针对性地设计出符合我国投资者行为特征的默认投资选项，进而发挥产品的最大效力，帮助养老金投资者更合理的进行

养老金积累。实施路径上，对于第二支柱而言，第二支柱放开个人选择权，雇主或受托人作为执行主体；对于第三支柱个人投资，可以探索通过建立投资顾问制度，让投资顾问机构发挥受托人义务，作为默认投资安排的执行主体。

（五）推动投资顾问业务的发展

一方面，我国个人投资者的投资理念尚不成熟，养老金强调要结合个人的生命周期特征进行长期投资，包括资产配置的安排、投资产品的选择、投资调整的依据和背后考虑的因素等，非专业的投资者很难对上述问题有清晰的认知，加上养老目标基金刚刚发展，投资者对产品本身认知度不高；另一方面，国内银行等销售渠道的盈利模式是收取佣金和销售手续费的模式，很容易引导客户频繁买卖，再加上很多销售机构有按照短期业绩销售基金的习惯，投资者很容易追涨杀跌，不利于养老金的积累，这就需要专业的养老金顾问进行专业指导。

境外成熟国家投顾团队对个人养老金投资等情况方面发挥了较大作用，IRA 投资者是美国投顾业务的重要服务对象。根据 ICI 的市场调查统计，制定退休资产的投资策略时，约有 68% 的个人或家庭会通过专业的金融机构获取投资咨询建议，据此估算，截至 2017 年底，享有投顾服务的 IRA 资产规模约有 6.3 万亿美元，占总规模的比例近 70%。根据加拿大投资基金协会 (Investment Funds Institute of Canada, 简称 IFIC) 2011 Report on the Value of Advice 显示，没有理财顾问帮助的人和有理财顾问帮助的个人，在长期养老金储蓄累计的资产上有非常大的不同，例如对于 18-25 岁的投资者而言，有

投资顾问的群体,进行退休储蓄的比例为 45%,而无投资顾问的群体,进行退休储蓄的比例仅为 23%。投顾业务的发展,会在一定程度帮忙投资者更加合理地规划个人养老投资。

宣 华：养老保障管理产品：十年演进后的转型与突破



宣 华：博士、高级经济师、中国养老金融 50 人论坛特邀研究员、中国人寿集团金融研究院研究员

一、养老保障管理业务的历史沿革

养老保障管理业务发端于 2009 年，彼时各家养老保险机构都面临着企业年金业务发展缓慢、“吃不饱”，业务类型单一，养老金融触点不多等问题，且对于纯经营表外业务的几家机构显得更为突出。有鉴于此，原保监会人身保险监管部审时度势，扩充养老保险公司业务范围，养老保障管理业务应运而生。由团体业务试水，过渡到个人业务，业务逐步走上规范发展的快车道，从此养老金融的一块崭新版图

本文摘自《2019 中国养老金融发展报告》第 179-199 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

徐徐展开。时至今日，已近十年时间，过去的十年恰恰浓缩了行业探索前行的诸多尝试，站在当前时间节点，回溯过去，展望未来，更显得意义重大。在这十年中，以一系列标志性政策推出为节点(见表1)，养老保障管理业务从起步，到发展规范，进而逐步成熟，业务管理更加科学，机构运营能力不断增强，市场对养老保障管理业务的认知程度也大幅提升。从2009年至今，总体可概括为四个发展阶段：

(一) 试点阶段：契合市场需求，试水团体业务

2009年12月10日，原保监会下发了《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，以下简称129号文)，这是养老保险行业具有划时代意义的政策。129号文开宗明义“为促进保险业积极参与构建多层次养老保障体系，推动养老保险专业化发展，决定由养老保险公司试行养老保障委托管理业务”，给予养老保险公司一块新的业务牌照，推动各家机构积极满足市场潜在的养老金融需求。

129号文对养老保障委托管理业务进行了定义，是指“养老保险公司作为受托人，接受政府部门、企事业单位等团体客户的委托，为其提供有关养老保障方案设计、账户管理、投资管理、待遇支付等服务。”从市场需求来看，企业年金业务拓展过程中，各家机构都嗅出新商机，如市场上一些机构虽然不满足企业年金的建立条件，但又确有养老福利方面需求和资金实力；另一些机构存在特殊人才激励、薪酬递延等方面的管理需求，这些客户主要集中在各地城商行、农商行、科技型企业、混改转型企业等特殊行业。这类企业在员工的养老保障

服务及员工激励等方面有较大的需求。养老保险公司经过多年市场摸索，在方案测算、运营服务、投资运作等方面均积累了丰富的经验，能够较好契合这些潜在的金融需求，也能有效拓展公司的经营边界。这一阶段，各家机构以团体养老保障管理业务为突破口，结合公司自身资源特点拓展了一批团体客户。与企业年金类似，都是独立账户管理、第三方托管，通过在管理和运作中逐步摸索，养老保险公司满足了客户特定的服务需求，也进一步强化了养老资产管理的专业能力。

（二）起步阶段：丰富产品线，覆盖团体及个人

经过试点阶段的摸索尝试，各家机构对团体业务的建账、运营、投资、服务已经有了全流程的管理积累。原保监会于2013年5月发布了《养老保障管理业务管理暂行办法》（保监发〔2013〕43号，以下简称43号文），正式将“养老保障委托管理业务”正名为“养老保障管理业务”，将目标客户群体由团体扩展至个人客户，并细化了相关管理要求。

从机构客户到个人客户，对机构的管理能力要求大幅提升，对产品的管理细节、经营要求也更为具体。43号文，明确指出养老保障资产管理过程中要“专户管理、账户隔离、单独核算”，在业务风险管理、信息披露、客户风险揭示、风险承受能力管控等方面都进行了逐项细化。企业年金基金投资管理过程中，各家机构一直遵循人社部的相关管理规定，而养老保障管理业务一直有待明确，此次政策强调了“养老保障管理基金投资范围比照保险资金投资范围的有关规定执行”，保证了养老保障管理业务投资管理有规可依，为业务持续健康

发展奠定了制度基础。在这一阶段，市场密集报备了一批新的个人和团体养老保障管理产品，据不完全统计超过 40 款，生效组合数 200 余只，发展提速显著；个人业务的兴起也给市场上各家养老保险公司在信息系统、投资能力、销售渠道、客户服务等方面带来了挑战。

（三）规范阶段：制度不断健全，业务水平提升

2015 年 7 月，原保监会出台《养老保障业务管理办法》（保监发〔2015〕73 号，以下简称 73 号文），《暂行办法》正式升级为《管理办法》。2016 年 5 月和 11 月，原保监会又分别发布了《关于强化〈养老保障管理业务管理办法〉执行有关问题的通知》（保监寿险〔2016〕99 号）和《关于进一步加强养老保障管理业务监管有关问题的通知》（保监寿险〔2016〕230 号）等两项文件。73 号文及后续一系列文件是在系统总结养老保障管理行业前期发展中各类经验的基础上出台的，对业务发展中的一些模糊地带、常见问题进行了梳理和明确，特别是业务管理、投资管理和风险管理方面强化了监管要求。

在业务管理上，对经营管理机构提出了明确要求，并将养老金管理公司扩编入机构范畴。为强化该业务的养老保障属性，鼓励发展长期业务，将“短期”业务界定为产品期限在三年以内（含三年）的业务，要求养老保险公司合理控制短期个人养老保障管理业务规模，年度新增业务规模应与公司的资本实力相匹配；明确了个人封闭式、开放式产品申购门槛。新增了“投资管理”一章内容，要求投资账户的资产配置范围、分类和定义遵照保监会资金运用相关监管规定；明确了养老保险公司可以自行投资管理，也可委托给符合条件的投资管理

人进行投资管理；要求封闭式投资组合要满足产品和资产配置独立性要求以及期限结构匹配性要求；增加封闭式投资组合投资另类金融产品的信息披露要求；增加对开放式投资组合的流动性管理要求。在风险管理上，对个人业务计提风险准备金；要求养老保险公司对业务建立风控体系，纳入公司的全面风险管理体系中，覆盖到业务可能面临的市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、战略风险、声誉风险等各类风险，强化产品投资风险提示。上述政策出台后，养老保障管理业务发展的制度基础得以夯实，业务发展中较易发生的风险点也都进行了事前的约束和防范，在落实政策过程中各家机构的管理水平上升到新的台阶。

（四）成熟阶段：适应资管新规，发展前景可期

2018年4月27日，一行两会一局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号，以下简称资管新规），深刻影响资产管理行业格局和未来发展，传递了在打破刚兑、净值化、规范资金池、严控影子银行、功能监管和穿透监管的整体方向和思路。资管新规的出台对资管业务、资管产品给予了明确的界定，对于原三会监管体系下资管机构及产品进行统一监管，也给养老保障管理业务带来了一定的外部冲击。资管新规颁布后，养老保障管理业务面临着调整、适应和再出发，监管层也多次围绕业务发展召开研讨会，凝聚行业力量，谋求长远发展。

总体来看，资管新规的冲击是全局性的，不局限于某一行业、某一监管序列，而是对所有金融机构都有约束的管理框架，需要客观公

正评价资管新规带来的影响。从整个金融行业来看，养老保障管理产品相比银行理财等资管产品，体量相对要小很多，如果在过渡期内各类资管产品的监管口径趋于统一，对养老保险全行业可以说是回归大资管，与其他机构在大的财富管理领域同台竞技，对长远发展并非利空。与其他资管产品相比，养老保障管理产品在大资管新的监管框架和话语体系下，更应该突出以养老保障为目的的金融服务属性，形成自身特色，倒逼机构管理水平的提升，推动业务逐步走向成熟。

表1 养老保障管理业务的发展阶段及政策沿革

发展阶段	时间	标志性政策	重要事项	市场影响
试点阶段	2009年12月-2013年5月	《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）	<ol style="list-style-type: none"> 1. 明确养老保障委托管理（团体）业务定位； 2. 明确管理机构基本职责； 3. 账户独立，第三方托管。 	养老保障委托管理业务市场成功试水，满足了市场上团体客户潜在需求，特别是不具备建立年金条件的企业。
起步阶段	2013年5月-2015年7月	《养老保障管理业务管理暂行办法》（保监发〔2013〕43号）	<ol style="list-style-type: none"> 1. 业务正名为养老保障管理业务； 2. 扩充了个人养老保障管理业务； 3. 细化了相应管理职责，强化了风险管理及信息披露要求； 4. 明确养老保障管理产品投资范围比照保险资金投资范围的有关规定执行。 	养老保障管理业务从团体业务拓展至个人业务，暂行办法为业务发展奠定了基础框架及制度依据，业务在各细分市场及类型上开始逐步探索尝试。

规范阶段	2015年7月-2018年3月	《养老保障业务管理办法》(保监发〔2015〕73号)、《关于强化<养老保障管理业务管理办法>执行有关问题的通知》(保监寿险〔2016〕99号)、《关于进一步加强养老保障管理业务监管有关问题的通知》(保监寿险〔2016〕230号)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 对经营管理机构进一步提出要求; 2. 明确养老保障管理产品申购门槛、细化产品投资类型; 3. 建立短期产品资本约束机制; 4. 新增投资管理章节,对养老保障管理业务投资及非标资产提出要求。 	行业按照新的管理细则规范运营管理,养老保障管理业务进入稳健发展快车道。
成熟阶段	2018年3月至今	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发〔2018〕106号)、《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	<ol style="list-style-type: none"> 1. 对表外资管业务进行私募、公募划分,并提出合格投资者要求,打破刚兑; 2. 针对非标资产管理明确禁止期限错配等要求; 3. 重新划定产品类型,规定嵌套层数,进一步强化估值方式和信息披露的管理。 	资管新规的出台对资管业务、资管产品给予了明确的界定,对于原三会监管体系下资管机构及产品进行统一监管,新规对银行理财等各类资管业务产生深远影响,在过渡期内养老保障管理产品发展方向也在不断探索中。

二、2018年养老保障管理产品发展概况

2018年,虽然面对严监管的大趋势以及资管新规的外部冲击,养老保障管理产品依然保持了良好的增长势头。业务一方面稳健快速发展,另一方面养老保险公司和养老金公司在自身渠道建设、互联网平台合作、新型产品开发等方面均有新的进展。

(一) 产品发展情况

当前,市场上各家机构多为经营企业年金起家,养老保障管理产品从发起之初就保留了鲜明的企业年金特色,比如产品层面下设组合,

组合作为开立产品账户的基本单位。此外，银保监会作为业务的监管主体，养老保障管理业务的投资范围等又带有保险资金特性。

1. 产品发展整体情况

随着养老保险公司牌照的不断扩容，以及建信养老金公司的设立展业，市场上的经营主体不断增加。截至 2018 年底，行业中实际开展养老保障管理业务并具有一定存量规模的机构包括 6 家养老保险公司以及 1 家养老金管理公司。全行业 2018 年底业务管理规模达到 6483.33 亿元，相较 2017 年增长约 42%。市场份额排在前四位的机构分别为：国寿养老、建信养老、平安养老、长江养老，上述机构的市场份额都超过了 10%，四家合计规模超过全行业总规模的 90%。养老保障管理业务市场的头部机构市场份额集中度较高（见表 2）。另一方面，包括太平养老、泰康养老、安邦养老等公司在内，大部分机构同比上年业务都有较快的发展。此外，从银保监会公布的养老保险机构历年养老保障及其他委托管理资产规模数据可以看出，养老保障管理业务资产占比逐年上升，截至 2018 年已超过 68%，已经成为养老保险公司非常重要的业务增长极。

表 2 养老保障管理产品市场规模（截至 2018 年底）

单位：亿元

公司	养老保障业务规模	市场份额
国寿养老	2173.43	33.52%
平安养老	1139.75	17.58%
长江养老	720.08	11.11%
太平养老	459.42	7.09%
泰康养老	75.28	1.16%
安邦养老	72.94	1.13%
建信养老	1842.43	28.42%
合计	6483.33	100.00%

注：各家机构数据来源于官网披露信息，泰康养老披露报告中个人养老保障管理产品规模信息未获得，采用同业交流数据；新华养老2018年已获得团体养老保障管理产品发行资格，但当年无资金到账，未在此表中列示。上述数据供参考。

2. 个人养老保障管理产品

个人养老保障管理产品面向个人投资者发售，封闭式产品起购门槛为1万元，开放式产品起购门槛1千元，可以通过产品发行人官网直销或具有资质的银行、互联网平台等代销机构销售，能够较好满足公众普惠金融的投资需求。2018年个人养老保障管理产品规模占行业总规模接近95%，远超团体养老保障管理业务规模。市场份额排在前列的机构为国寿养老、建信养老、平安养老，合计规模占比达到82%，市场集中度较高（见表3）。其中，开放式个人养老保障管理产品可以持续在渠道上发售，因其购买的便捷性，从同业交流数据来看，开放式产品近年来规模逐年攀升，2018年占比个人业务总规模超过了90%，发展势头强劲。

表3 个人养老保障管理产品市场规模（截至2018年底） 单位：亿元

公司	个人养老保障管理业务规模	市场份额
国寿养老	2128.25	34.70%
平安养老	1117.50	18.22%
长江养老	560.14	9.13%
太平养老	403.04	6.57%
泰康养老	65.54	1.07%
安邦养老	72.35	1.18%
建信养老	1786.61	29.13%
合计	6133.43	100.00%

注：各家机构数据来源于官网披露信息，泰康养老披露报告中个人养老保障管理产品规模信息未获得，采用同业交流数据。上述数据供参考。

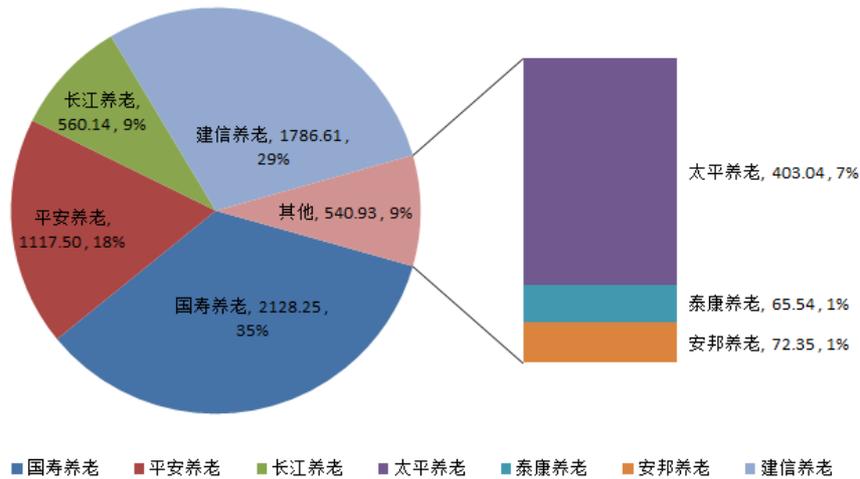


图2 个人养老保障管理产品市场规模及占比（截至2018年底） 单位：亿元

3. 团体养老保障管理产品

团体养老保障管理产品面向机构客户，提供养老方案、账户管理、投资管理等服务内容，业务类型包括满足职工安置、人才激励、员工持股、薪酬递延、福利计划等。2018年，市场上长江养老、太平养老、建信养老、国寿养老四家的团体业务规模位居领先地位，合计占比超过90%。客观的说，团体养老保障管理产品发展之初，定位就是寻找细分市场，满足机构个性化的养老金融服务需求。企业年金的规范发展，特别是2018年《企业年金办法》36号文的修订和落地实施，许多企业做福利激励时，选择团体养老保障管理产品的意愿并不突出，一些业务实质上仅仅是类似资管计划。从近两年发展来看，在个人业务持续高歌猛进的同时，团体养老保障管理业务市场总规模与去年底相比有17%左右的收缩，一方面是客户难求，市场拓展难度增加；另一方面与各家机构产品的特色不明显和个性化程度有限亦有不小关系。长江养老在团体业务上持续占据市场首位，与其深挖客户需求，积极尝试员工持股计划等一系列创新产品密切相关。（见表4）

表 4 团体养老保障管理产品市场规模（截至 2018 年底） 单位：亿元

公司	团体养老保障管理业务规模	市场份额
国寿养老	45.18	12.91%
平安养老	22.25	6.36%
长江养老	159.94	45.71%
太平养老	56.38	16.11%
泰康养老	9.74	2.78%
安邦养老	0.59	0.17%
建信养老	55.8	15.95%
合计	349.90	100.00%

注：各家机构数据来自官网披露信息，新华养老 2018 年已获得团体养老保障管理产品发行资格，但当年无资金到账，未在此表中列示。上述数据供参考。

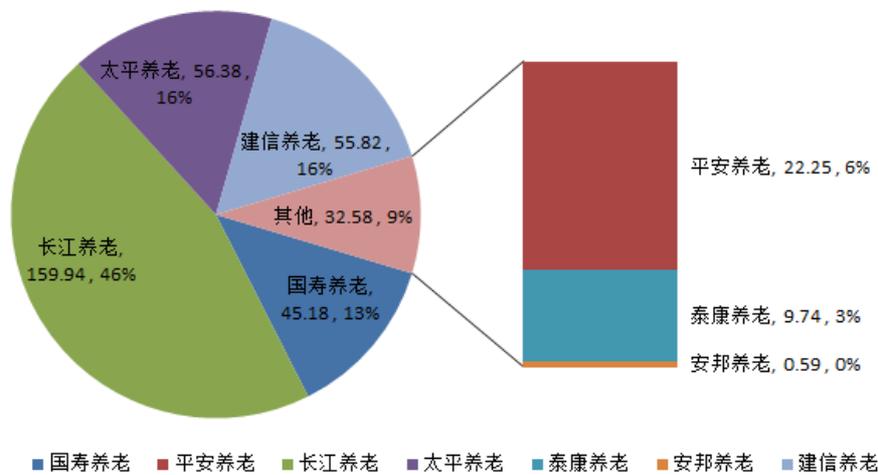


图 2 团体养老保障管理产品市场规模及占比（截至 2018 年底） 单位：亿元

（二）产品发展特点

养老保障管理业务经过十年的发展，特别是互联网金融平台兴起后，产品管理模式和销售方式都有一定的转型。目前市场上产品结构、期限分布、各家机构发展路径都呈现出一定的发展特点。

1. 个人产品期限丰富，管理水平快速提升

个人养老保障管理产品申购起点较低，申购方式灵活，特别是开放式产品每日可以申购，以固定收益资产为主的投向，对于满足个人养老金融需求，提高产品市场认可度大有裨益。从同业交流情况来看，个人养老保障管理产品触达的客户已计亿人次，特别是近两年通过互

互联网金融平台代销产品，依靠互联网平台海量的客户基础以及高频的触达能力，快速的推动个人产品发展。目前，大部分机构在长、中、短各期限都形成了初步的产品布局，较好的满足了个人客户的投资需要。从近两年市场情况看，中短期产品因为期限的灵活性，客户接受度更高，市场存量也较大。资管新规出台后各类公募型资管产品投资范围趋于统一，同类型产品投资收益也有归拢趋势。以市场上面市较早的一款 T+30 定开产品为例，其投资范围以固定收益资产为主，随着主力配置的存款、存单等成本类资产收益一路走低，产品近七日年化收益已经从 2018 年初 5.1% 左右，随行就市来到了 2019 年中的 3.3% 左右（同期余额宝收益亦从 4.1% 一路下行至 2.2% 左右）。2018 年初监管长期化导向明确后，行业头部管理机构已经开始尝试将存量客户的产品期限偏好向长期迁移，客户对一年期以上产品接受度逐步提升，长期产品推广和管理也取得一定进展。且资管新规要求严格禁止非标期限错配，带有一年期以上锁定期的产品非标资产上仍有配置的可能性，一定程度上有利于增厚收益。运营管理上，开放式个人养老保障管理产品要求 T+0 估值清算，每日实现客户账户余额及收益查询，每个交易日都有资金交收和投资操作，对机构的信息系统、账户管理、投资能力都提出了较高的要求。高频的操作、海量的客户数据结算，给注册登记系统、投资交易能力的处理效率带来极大挑战，各家机构都积极优化系统功能，为产品的平稳运行提供有力保障。

2. 团体产品个性化发展，市场潜力尚待开发

相比较个人产品来说，团体养老保障管理产品因为面对机构客户，其发展很大程度上取决于各家机构自身的资源禀赋。与企业年金相比，团体养老保障管理业务客群范围更广，服务更加灵活，能够适配机构客户薪酬递延、员工持股、定制方案等个性化需求。团体产品市场规模的收缩，一方面因为团体业务推广依靠点对点服务，无法像个人业务那样通过互联网平台迅速打开局面，市场认知程度需要长期培育；另一方面，团体业务客群差异化程度大且受宏观政策影响。团体产品在投资管理上因为受委托人投资个性化诉求影响，投资收益一般与大类资产投资范围设定息息相关。近两年，企业经营压力持续增大，社会广泛呼吁降低社保缴费。社保费率下调相当于降低了用工成本，给企业的长期发展提供了坚实保障。目前，各省正在抓紧制定降低社保费率的具体措施，这将带来中小企业盈利的改善，给以养老为目标的金融管理腾挪资源，一定程度上利好团体业务发展。

（三）销售渠道情况

1. 自身渠道销售情况

从同业交流来看，团体养老保障管理业务各家主要依靠直拓力量，或借力集团核心业务资源。个人养老保障管理业务虽然也有自身官网或APP、集团内渠道等出单途径，但近两年互联网平台因其流量优势，代销势头不容小觑。究其原因，自身渠道虽然销售成本可控，管理更有效，但要在短时间内积攒大量客户流量，并保持客户粘性，依然存在一定难度。

2. 主流互金平台情况

目前，个人养老保障管理产品登陆的主流互联网金融平台包括：蚂蚁金服（支付宝）、腾讯理财通、京东金融等。通过对上述三家平台已上线产品的分析，大致可以了解个人产品在互金代销渠道的基本情况。如表 5 所示，各家管理人均有产品选择上述互金平台开展合作。平安养老、国寿养老、建信养老与三家平台均有合作，其中平安养老对接互金平台的次数最多。为了提高管理效率、扩充资金来源，实际业务开展过程中，存在单只产品对接多个渠道的情况。三家平台中以腾讯理财通代销的产品数量最多，达到了 22 只。

表 5 互金平台个人产品管理人概况

互金平台	国寿养老	平安养老	长江养老	太平养老	泰康养老	安邦养老	建信养老
蚂蚁金服	4	4	4	1	2	1	1
腾讯理财通	4	6	1	7	3	0	1
京东金融	1	8	0	0	0	1	1

数据来源：各互联网金融平台，截至 2019 年 6 月。

从开放式个人养老保障管理产品在互金平台的期限来看，因为期限较为灵活发展初期 30 天以内、30 天（含）到 180 天两个区段的产品需求度最高。蚂蚁金服、腾讯理财通平台的期限分布较为均匀。值得注意的是，自监管提出长期化发展导向后，各平台都积极引入了 360 天（含）以上的长期产品，目前各主流互金平台上长期产品布局明显加快（见表 6）。

表 6 互金平台个人产品期限概况

互金平台	30 天以内	30 天（含）到 180 天	180 天（含）到 360 天	360 天（含）以上
蚂蚁金服	3	7	2	5
腾讯理财通	6	8	3	5
京东金融	2	6	1	2

数据来源：各互联网金融平台，截至 2019 年 6 月。

资管新规后，摊余成本法的使用场景被明确限定。净值化发展成为公募型开放式产品的发力方向。目前，虽然摊余成本法产品依然是三大平台的主力军，但是一些新型净值化开放式产品已经悄然登陆。泰康养老、国寿养老、平安养老都较早地进行了探索（见表7）。市场上，泰康养老较早地在腾讯理财通平台推出了汇选悦泰净值型个人养老保障管理产品，因为发行时点得当、投资管理到位，上市以来取得了较好的市场表现。

表7 互金平台个人产品估值方法概况

互金平台	市值法	摊余成本法
蚂蚁金服	6	11
腾讯理财通	9	13
京东金融	2	9

数据来源：各互联网金融平台，截至2019年6月。

三、市场形势及发展导向

2018年作为资管新规元年，表外资管产品都受到一定程度的影响。具体表现在资管新规政策本身以及大资管行业变革带来的外部冲击。

（一）资管新规的主要影响点

资管新规的影响主要集中在产品规则上，从展现方式、估值方法、投资要求都进行了更统一的约束，最终实现将不同风险的资管产品提供给对应的适格投资者。金融机构应当加强投资者教育，通过前端的充分风险提示及信息披露，不断提高投资者的金融知识水平和风险意识，向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的理念，打破刚性兑付。对养老保障管理产品，主要影响点包括以下几方面：一是产品规则方面，封闭式产品不得公布预期收益率，封闭期限不得低于90天，封

闭式个人养老保障管理产品可能进一步从严至 180 天。二是估值方式方面，满足条件封闭式产品可以采取摊余成本法估值，产品终止时兑付偏离度不得达到或超过 5%。开放式产品应当采取公允价值计量，每日展示产品净值。三是投资账户方面，封闭式产品和开放式产品均不得开展滚动发行、集合运作、分离定价资产池业务。四是投资范围方面，面向普通大众公募产品可以投资标准化债权、股票、商品及金融衍生品，不得投资未上市股权，非标债权投资各行业尚未统一。面向合格投资者的私募产品可以投资各类债权、股票、未上市股权和收益权等其他资产。五是期限错配方面，封闭式产品期限不得晚于最后一笔非标债权终止日，不得变更底层非标债权。开放式产品最后一笔非标债权终止日不得晚于产品最近一次开放日。上述这些方面也是养老保障管理产品在后续发展中需要着力解决的问题，资管新规的影响是全方位的，只有在过渡期内尽早着手，不断升级，才能持续优化产品内核，在大资管竞争中常改常新，保持产品活力。

（二）大资管行业的外部冲击

伴随资管新规落地，作为行业规模最大的资管产品，银行理财受到业界的广泛关注。《商业银行理财业务监督管理办法》（银保监会 2018 年第 6 号令）和《商业银行理财子公司管理办法》（银保监会 2018 年第 7 号令）相继发布，理财新规进一步明确了理财产品的非标资产投资、起售门槛金额、代销渠道等方面内容。非标资产投资方面，维持了原有理财产品投资非标资产的比例，即占全部理财产品余额不高于 35%；起售门槛方面，金额较原先大幅下降，商业银行理财产品起

售门槛由现行的 5 万降至 1 万，理财子公司理财产品更是不设起售门槛；在理财产品代销渠道方面，现行理财产品只能在银行业金融机构代销，并实行首次购买柜台录音录像，而理财子公司理财产品拓宽了代销渠道，将监管部门认可的非银行业金融机构纳入范畴，并且可通过电子渠道进行客户首次购买产品的风险能力评估，意味着银行理财进军互联网代销渠道的最后障碍也已清除。银行理财产品在投资范围上也较养老保障管理产品宽泛，既可以投资交易所 ABS，又可以投资银行间、银登中心 ABS、ABN，保险资金目前仅可以投资交易所 ABS。非标资产获得上较养老保障管理产品更加灵活丰富，产品收益率更具优势。如果理财产品登陆互金平台，目前存量较大的互联网代销个人开放式产品将不可避免的受到冲击。另一方面，随着大资管行业日趋统一的导向，对标类资产的资源获得、交易融资等能力要求更高。个人养老保障管理产品标类资产中存款、存单居多，对投资机构的市场询价能力有很高要求。杠杆套息策略是固定收益投资普遍采用的投资策略，可获得较为稳定的利差收益，进而增厚产品投资收益率。随着养老保障管理产品规模增大，对公司交易融资能力亦有较大考验。

四、养老保障管理产品的市场机遇及展望

2019 年 4 月 16 日，国务院办公厅印发《关于推进养老服务发展的意见》（以下简称《意见》）。《意见》指出党中央、国务院高度重视养老服务，要打通“堵点”，消除“痛点”，破除发展障碍，健全市场机制，确保到 2022 年在保障人人享有基本养老服务的基础上，有效满足老年人多样化、多层次养老服务需求，提出了六个方面共 28 条

具体政策措施。《意见》第十五条专门强调，发展养老普惠金融，鼓励商业养老保险机构发展满足长期养老需求的养老保障管理业务，并责成银保监会、证监会、人民银行等监管机构按职责分工负责。应该说，养老保障管理业务发展的又一个战略窗口期即将到来。

（一）未来的机遇

当前，我国正加速进入老龄化社会，根据2010年第六次全国人口普查显示，我国60岁及以上人口占13.26%，比2000年第五次人口普查上升了2.93个百分点，其中65岁及以上人口占8.87%，比2000年上升了1.91个百分点。人口老龄化数量大、程度高、速度快，形势异常严峻。“人口老龄化问题”已成为全社会共同关注的焦点。随着现代化和工业化程度的提高，农业人口逐渐脱离第一产业涌入城市，这是世界各国城镇化的发展趋势。与欧美、日本等发达国家“先富后老”不同，中国是“未富先老”，城镇化与老龄化并存，支撑老年人需求的经济和物质基础还十分薄弱。人口老龄化的同时伴随着家庭小型化、空巢化等社会现象，“养儿防老”等传统模式难以为继，养老金管理、老年社区等社会化养老模式将是大趋势，以养老资产管理、养老服务金融、养老产业金融为主的养老金融市场发展潜力巨大。

1. 投资者教育的不断深化

目前，国寿养老等行业内大型综合性养老保险公司一直聚焦于养老金融管理，专心专营，深耕养老事业。无论是第一支柱基本养老金管理，还是第二支柱企业年金、职业年金管理，亦或是以自愿为特点的第三支柱养老保障管理业务，都已经成为养老保险公司持续发展

的业务着力点。对于养老保障管理业务，从发端开始即定位以养老为目的，行业在经营管理上也一直将其归为第三支柱条线。从国外的经验来看，解决当前第三支柱发展缓慢的重要抓手是投资者教育。美国花了十多年的时间，通过投资者教育才慢慢提高了第三支柱社会认知度。我国也应该尽早着手，形成一套政府、金融机构、研究机构、社会组织等多方参与的投资者教育体系，提高公众的养老金融素养和全生命周期财富管理意识，培育良好可持续的市场环境。投资者教育的核心内容包括行业教育、产品教育、风险教育，完成这样一项工程不仅仅是养老保障一个行业的事。养老金融投资者教育中除了基本的金融知识和常识外，还要特别重视培育大家养老储备不足的风险意识、养老投资波动与长周期的风险意识，引导大众理性规划养老，科学投资管理。只有大家都认可了第三支柱养老，这块业务的配套政策才能尽快跟上，市场才能蓬勃发展起来。目前，养老保障管理产品中绝大部分投资集中在固定收益品种上，加强投资者教育，提升专业认知，能够促进投资者风险偏好的适度抬升，丰富股票等权益类资产投资比例，让投资者充分分享社会进步带来的红利。改革开放40年，取得了丰硕的成绩，居民的财富和养老意识都有了巨大提升。在大力推动投资者教育，以及科学合理契合国民需求的养老保障管理产品等养老金融产品蓬勃发展的助力下，第三支柱发展的道路一定能走得更快、更稳。

2. 移动互联网技术的普及与升级

2009 年以来，以大数据、云计算、人工智能等技术为代表的 Fintech 正在飞速发展，它改变了金融市场传统的商业模式。Fintech 企业与金融机构的合作大大推动了金融创新，同时降低了金融活动的成本，提高了金融服务效率，为实现普惠金融注入了新动力。过去，养老保障管理业务利用线下宣传很难大规模的推广，现在利用互联网+产品的模式，个人养老保障产品迅速的在全国范围内传播，扩大影响力。无论是身处何处，只要有手机、有支付宝、微信就可以购买到个人产品，而且操作便捷，流程简单，大大拉近了产品和客户之间的距离服务了普罗大众，助力了普惠金融。

此外，随着各家机构开始在主流互金平台布局长周期个人养老保障管理产品，市场在培养用户养老资产中长期投资的习惯，引导投资者做好生命周期财富的管理。互联网平台通过大数据应用，已经越来越精准的掌握风险分层、千人千面、定向推送等技术，大大提高了产品的转化率。长周期的投资管理不仅有利于客户获取长期稳健的投资回报，同时也有利于资本市场的稳定。待养老保障管理产品权益类投资规模进一步扩大后，也能够一定程度上发挥金融市场“稳定器”的作用。

3. 第三支柱税延产品政策的逐步放开

与第二支柱相比，第三支柱的发展的脚步迟缓，目前个人商业养老保险规模和覆盖人群非常有限。2018 年 4 月 2 日，财政部、税务总局协同人社部、银保监会、证监会联合发布《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)(以下简称通知)，

明确自 2018 年 5 月 1 日起，在上海、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（以下简称税延保险）试点，试点期限暂定一年。在业界看来，个人税延型商业养老保险正式进入启动阶段，将逐步推动养老保险三支柱均衡发展。

第一批税延产品选择寿险产品，有其合理性。养老金需要提供长期保障，跨度有几十年，跨越数轮市场牛熊，因此产品的精算平衡至关重要，我国市场上如人寿保险的长期金融产品屈指可数。而保险业最大的优势就是精算能力，能够较为科学的化解长寿风险。养老金融管的都是长期资金，保险产品能够满足一部分投资者的诉求。但也存在产品类型比较单一，同质化现象明显等问题。第三支柱养老保障有别于第一、二支柱，属于自愿型养老储备，在较长的管理周期中，多样化的投资选择是基本要求。从西方发达国家经验来看，无论是从客户的需求，还是金融体系的发展来说，都应该有更加多元化的金融产品。个人养老保障管理产品投资管理上秉承保险资管机构长期稳健的资产配置特点，同时作为公募表外资管产品，又兼具基金的便携性及估值管理透明性，将与其他资管产品一起充实第三支柱养老金融的产品线。养老目前已不仅事关老年人，大众从年轻时代就要培育养老意识。50 岁和 30 岁的投资习惯、风险偏好肯定存在差异，因此只有丰富的产品体系，才能满足多样化的投资需求。相信在政策试点到期后，监管层将有序推进地区扩面、产品扩容，进一步激发民众的养老金融需求。

（二）思考及展望

1. 产品的长期化、净值化、多元化探索

随着业务不断走向成熟，产品朝向长期化、净值化、多元化等方面发展是大势所趋。资管新规后，净值型产品将是资产管理产品未来发展的方向，近期，已有多家机构试水了几款净值型个人养老保障管理产品。净值型产品相对目前存量的摊余成本法估值产品，在投资范围上差异不大，但在产品收益展示上有较大差异。这就要求投资端在资产配置时，要充分考虑净值回撤带来的负债端流动性风险。在没有机构资金作为底仓的情况下，负债端完全是个人投资者的净值型产品投资管理难度较大。下一阶段，需要在产品设计、锁定期限制、策略制定、资产储备和渠道布控等方面做好投资准备工作。具体包括以下几方面：

一是加快研发净值型产品。新规明确要求打破刚兑，未来浮动收益型产品将成为市场主力，研发重点将是净值型产品。应充分发挥机构投资管理优势，以固定收益类资产为主要投资标的，并适时引入含权益类产品。二是逐步拉长产品锁定期。根据期限匹配原则，以非标资产为部分标的的产品期限将拉长，体现产品养老属性，培养投资者长期资产管理的习惯，为纳入第三支柱个人税延产品做出充分准备。三是不断丰富产品类型。迈出净值化这一步后，就可以加快权益类投资探索步伐，加快开发以二级市场交易品种为主要投向的固定收益型产品、权益型产品、混合型产品、打新产品及 FOF 型产品等，向客户提供更为丰富的投资选择。

2. Fintech 助力养老金融发展

在养老金融现代化发展的进程中，我们应该充分利用云计算、移动互联网和大数据技术等 Fintech 手段，完善养老金融的信息系统、创新商业模式、优化业务流程、提升产品设计能力，持续迭代改进从线下到线上的养老金融平台，构建更加透明、高效和多元的养老金融生态链。以大数据分析为基础，推动养老金资产管理创新。要激活企业年金、职业年金以及第三支柱税延型产品等养老金市场的活力。

面对新形势和技术浪潮，投资者的第一问题即为：该如何根据自身需求确立合适的投资策略、选择合适的养老金融产品？养老产品不同于一般产品，有其自身特点。首先，产品管理是长期的。如果今天买，明天就卖，那不是养老产品。第二，突出安全性。养老产品不同于一般产品，在风险控制上要远高于其它产品，对于管理机构的信任度要求也更高。在此前提下，考虑到互联网金融和 Fintech 快速发展的大趋势，在一位客户漫长的养老资金投资管理过程中，作为养老保障管理行业参与者，要努力提供定制化的“一站式”养老金融产品及服务。大数据和人工智能技术，可以帮助我们更全面的认知和刻画个人客户的需求，加快养老金融产品创新，由单一的投资产品向一揽子解决方案发展。根据客户的年龄、收入、风险偏好及风险承受能力等特征，为其提供包含家庭资产配置、养老储备规划、退休资金理财等全生命周期的综合金融服务方案，推动养老金资产管理朝着定制化的方向发展。

3. 个人税延型养老保障管理产品的发展路径

第三支柱税延业务需要国家提供制度设计和配套政策安排，将其真正纳入国家养老保障体系建设，特别是在税收激励上要保证到位。个人养老保障管理产品肩负着参与市场竞争、丰富税延产品品类的重要责任。第三支柱的激励依靠个人税优，因此是以“个人”为核心的补充养老制度，第三支柱监管模式建议也要围绕个人，充分保护个人合法权益，严格控制可能出现的各类风险，通过充分市场竞争鼓励更多主体积极参与第三支柱建设。

如第三支柱个人税延账户信息统一归集，在底层信息账户设计上，应鼓励各类专业机构参与，营造统一化、标准化、开放化的创新包容氛围。在税延型产品投资范围方面，考虑其长周期属性，建议适时扩大非标债权资产等投资范围。因为监管历史原因，银行理财产品、养老保障管理产品、公募基金分属原银监会、原保监会、证监会监管，各条线下投资范围存在一定差异，资管新规仅就统一监管提供了方向，但实际上各类产品的监管细则仍然存在特异性。有鉴于此，应尊重不同行业资管产品的投资特点和优势，不搞投资政策一刀切，将一些合适的产品逐步纳入第三支柱税延体系。以养老为目的的金融产品大体分两类，一类是能够提供部分保险功能，由保险公司来管理，属表内业务。另一类属于表外的资产管理产品，养老保险公司的税延型个人养老保障管理产品、公募基金的养老目标基金等产品，都具有各领域特色及差异化优势。随着产品品类的充实，投资者养老金融的选择将更加丰富，更多的金融机构也能加入第三支柱的建设行列，进一步强化投资者教育和养老认知。

最后，养老保障管理业务的发展深化，特别是从团体业务，向个人业务的迁移过程中，个人养老保障管理产品累计触达的客户已达上亿人次，对机构固有的管理模式产生较大挑战。原先以机构业务见长的养老保险机构，都面临着信息系统、客户服务、投资管理、风险控制、应急机制等方方面面的基础建设升级，在人员配备、资金投向、资源投入等方面都迫切需要进行顶层设计，根据未来个人业务发展实际对公司架构和流程进行梳理重构。在这条升级之路上，养老保障管理业务快速发展与机构能力的持续提升是相伴始终的。

2020年5月CAFF50动态

1. 5月16日，由中国养老金融50人论坛主办的“负利率的四个真问题以及对养老金投资的影响”专题报告会通过腾讯会议平台顺利召开。华夏新供给经济学研究院理事长、华软集团董事长王广宇先生作为主讲嘉宾结合其新书《负利率》发表了专题演讲。会议由中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授主持，论坛首席经济学家、大成基金副总经理兼首席经济学家姚余栋先生点评。论坛核心成员、特邀成员、研究员以及其他来自高校、市场机构的60余人在线参加了会议。

2. 5月25日，由中国保险资产管理业协会主办、博远基金管理有限公司协办的“2020年第2期IAMAC投资沙龙（总第24期）——当前环境下的机构投资者资产配置和投资应对策略”在线举办。中国养老金融50人论坛核心成员、中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云参加沙龙并发言。

3. 5月27日，中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授，论坛核心成员、原财政部财政科学研究所所长贾康研究员受邀参加人民网《金台圆桌》栏目，聚焦“养老金融”话题进行了研讨。

4. 5月28日，中国养老金融50人论坛核心成员、全国政协委员、中国社科院世界社保研究中心主任郑秉文做客中国青年网联合今日头条举办的线上“2020代表委员面对面”微访谈活动，分享关于两会提案以及对失业保险、养老服务等话题的观点。



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