

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：邱亦霖 中国银行研究院
梁斯 中国银行研究院
电话：010 - 6659 4369

签发人：陈卫东
审稿：周景彤 李佩珈
联系人：王静 刘佩忠
电话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

我国养老理财发展的最新实践、 问题与建议*

面对人口结构变化与老龄化进程加速，健全发展养老金融第三支柱已经成为十四五时期重要内容。伴随个人养老金制度正式落地，养老理财将成为第三支柱个人养老金融的重要组成部分，是实现普惠型养老金融的重要发展方向。目前我国养老理财处在试点阶段，发行规模持续上升。但也存在养老理财试点范围与额度相对有限，理财产品的设计差异化不突出，投资者主动参与积极性不高、投资者教育亟待加强等方面的问题。未来，在进一步推动养老理财发展的过程中，在监管与制度建设方面，要加强监管，加大对养老理财的政策支持力度，鼓励并规范其健康发展。在市场建设方面，商业银行可充分发挥自身优势，全面推进个人养老金资金账户落地，发掘业务空间。理财公司可进一步丰富养老理财产品体系，健全产品风险管理体系。最后，要注重增强居民主动养老意识，加强投资者教育。

我国养老理财发展的最新实践、问题与建议

面对人口结构变化与老龄化进程加速，健全发展养老金融第三支柱已经成为十四五时期重要内容。伴随个人养老金制度正式落地，养老理财将成为第三支柱个人养老金融的重要组成部分，是实现普惠型养老金融的重要发展方向。目前我国养老理财处在试点阶段，发行规模持续上升。但也存在养老理财试点范围与额度相对有限，理财产品的设计差异化不突出，投资者主动参与积极性不高、投资者教育亟待加强等方面的问题。未来，在进一步推动养老理财发展的过程中，在监管与制度建设方面，要加强监管，加大对养老理财的政策支持力度，鼓励并规范其健康发展。在市场建设方面，商业银行可充分发挥自身优势，全面推进个人养老金资金账户落地，发掘业务空间。理财公司可进一步丰富养老理财产品体系，健全产品风险管理体系。最后，要注重增强居民主动养老意识，加强投资者教育。

一、发展养老理财具有重要意义

第一，人口老龄化进程不断加速背景下资金缺口在不断加大。养老金融的本质是通过资金的跨期配置，以提升老年阶段的收入，从而达到稳定收入结构、平滑消费水平的目的。但值得注意的是，养老金融资源的供给和需求难以实现自发跨期平衡。从经济发展规律看，经济发展与人口结构密切相关，经济快速发展时期往往伴随着劳动人口占比的提高，人口抚养比较低，人力资本红利在助推经济增长同时，养老金融资源供大于求，社会养老问题并不突出。然而，伴随人口结构变化，人口抚养比逐渐上升。在人力资本红利衰减的过程中，老龄化会成为拖累经济增长的重要因素，养老金融资源往往会出现供不应求，并随着老龄人口比重提高问题进一步加剧，养老金融资金紧缺问题将持续凸显。

第二，养老保障体系结构失衡，需要发展市场化、可持续个人养老金体系。从现实情况看，目前我国养老保障体系中第二、三支柱的支撑作用有限，养老金融体系的结构失衡问题突出。截至 2021 年末，我国第一支柱基本养老保险规模为 6.4 万亿元，占养老金总规模比重为 56%，同比下降 14 个百分点；第二支柱企业年金规模 4.4

万亿元，占比38%，同比上升8个百分点；第三支柱商业养老保险规模为0.7万亿元，占比6%，同比上升5.9个百分点。总体来看，我国主要依靠第一支柱承担养老责任的现状没有发生明显变化，第二、三支柱的支撑作用有限，存在明显的结构失衡，这会对财政带来持续性的巨大负担。因此，伴随着更大规模、寿命更长的老龄人口数量的增多，国家层面的养老缺口不断增加，个人养老筹资与投资需求在持续上升。伴随居民财富的不断积累，进一步提升对养老金融资产的配置需求，养老理财等个人养老金产品的市场发展的前景十分广阔。

第三，养老理财是第三支柱养老金融体系的重要组成。在功能定位上，个人养老金融或者第三支柱是以个人作为发起人、与第一、二支柱平行且独立运行的养老金制度，既能发挥对第一、第二支柱养老保障体系的补充作用，同时也能够发挥一定的替代作用。在运行机制上，个人养老金融更多通过投资保险、基金、银行理财和信托等养老金产品实行市场化运作，能够满足个人长期养老投资需求，起到平滑消费、调整收入结构，实现养老金长期保值增值，从而缓解退休后经济压力，提高未来老年收入水平和生活质量，最终实现个人、家庭金融资产的跨周期优化配置。以个人养老金制度为基础的第三支柱养老金融体系是实现普惠养老的关键路径，在个人养老金制度下，养老理财已经成为第三支柱的重要组成部分，是实现普惠型养老的重要拓展方向。伴随养老理财的发展，理财公司能够借助账户管理优势、资产配置优势等加速实现个人养老账户的普及，满足居民的养老金融需求，推进普惠型养老金融发展。

二、养老理财业务的实践探索及最新发展

（一）第三支柱养老金融体系逐步壮大中养老理财迎来发展机遇

十八大以来，随着我国社会保障体系顶层设计建设的加速推进，多层次、多支柱养老保险体系在加快形成。在政策推动下，我国第三支柱养老金融市场稳健发展，个人养老金产品市场不断丰富。商业银行发展养老理财，是继商业养老保险、公募基金后对养老金融第三支柱的重要探索。从第三支柱的探索发展历程看，第三支柱个人养老金市场发展大致分为两个阶段。

第一阶段，2018 年至 2020 年，各类个人养老金产品试点不断落地，第三支柱养老金融体系在产品层面日益健全。

一是税延养老保险试点开启，保险业率先布局养老金融第三支柱。2018 年 4 月，财政部、税务总局、人力资源社会保障部、中国银保监会、证监会等五部委联合发布《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，税延养老保险试点落地。作为享有税收优惠政策的第三支柱养老金融产品，税延养老保险的落地具有重要意义，是保险业多层次养老保障体系第三支柱建设的重大突破。尽管由于税收优惠力度以及试点区域窄等原因，导致试点效果不及预期，2021 年底，税延养老保险累计保费收入仅 6 亿元左右，参保人数不足 5 万人，但税延养老保险试点也为养老金融产品发展提供了探索经验。

二是养老目标基金开启，公募基金助力开拓养老金融投资市场。2018 年，证监会发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》。养老目标基金的正式落地，将有利于养老公募基金长期发展，引导居民形成长期的养老投资意识，公募基金也开启了在养老金投资方面的新时代。在《指引》发布后，养老目标基金迎来快速发展，且均以公募 FOF（基金中的基金）¹形式存在。截至 2022 年 3 月底，我国养老目标基金共 165 只，规模总计达 1047.34 亿元。整体看，基金产品的从弹性收益到稳定预期方面还面临很大的挑战，投资者的风险识别与风险承受能力也会对该项业务的发展带来影响。

第二阶段，制度建设与产品创新全面推进。2021 年后，加快健全养老保险第三支柱、进一步拓展第三支柱的发展成为十四五期间的重点发展方向。为了更好推动第三支柱养老金融体系以及养老金融业务的多层次发展，在前期产品试点的基础上，养老第三支柱相关的制度与产品创新也在不断加速。

一方面，第三支柱个人养老金制度正式出台，个人养老金发展的顶层制度设计快速完善。2022 年 4 月，国务院发布《关于推动个人养老金发展的意见》，个人养老金

¹ FOF 是一种专门投资于其他证券投资基金的基金。FOF 并不直接投资股票或者债券，其投资范围仅限于其他基金，通过持有其他证券投资基金二间接持有股票、债券等证券资产，它是结合基金产品创新和销售渠道的基金新品种。

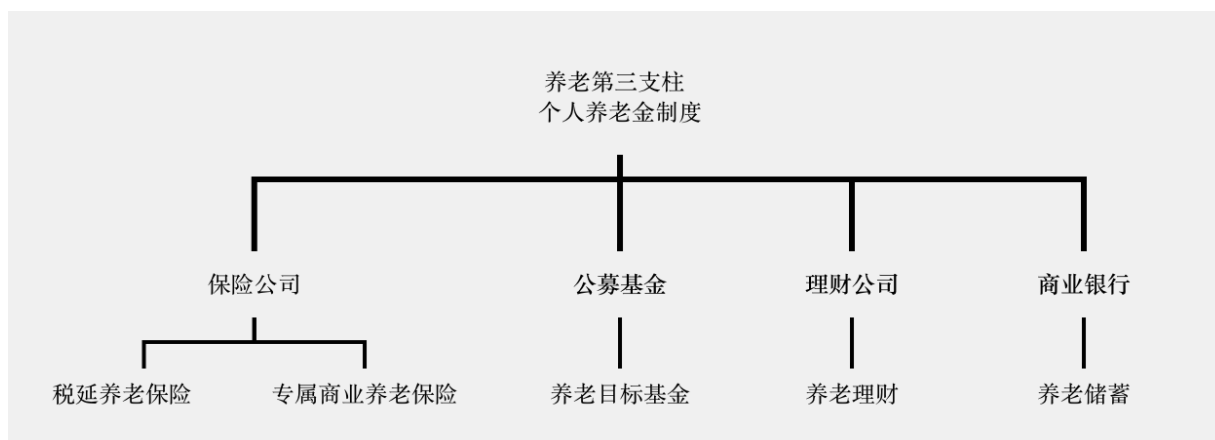
制度的正式发布标志着账户制个人养老金政策正式落地，个人养老金发展的顶层制度驶入快车道，2022年成为个人养老金发展元年。

个人养老金制度作为全国性统一的第三支柱制度安排，极大完善了多层次养老保险体系的制度性短板，将有助于解决养老金结构失衡的问题。

一是双账户制度架构将有效增加制度覆盖面，提高第三支柱个人养老覆盖率。在个人养老金制度下，实行个人账户制，参与者同时开立两个账户，一个是个人养老金信息账户，一个是在商业银行开立的个人养老金资金账户。通过双账户制度架构，参与者能够充分及时关注账户中养老金运作信息以及存续状况，并在个人养老金账户快速高效实现对银行理财、储蓄存款、商业养老保险和公募基金等金融产品的购买，直接享受国家税收优惠政策。

二是充分体现个人养老责任，保证实现补充养老功能。个人养老金资金账户封闭运行，参加人工作时缴费，达到领取基本养老金年龄等条件时才能领取，确保实现补充养老功能。在个人养老金制度下，账户制个人养老金账户确立后，与已经运行商业养老金产品，共同形成第三支柱养老金融的“账户+产品”多层次运行体系，普惠型第三支柱个人养老金全面形成。

图 1：个人养老金制度的基本框架



资料来源：作者整理，中国银行研究院

另一方面，养老金融产品逐渐丰富，第三支柱养老金融产品供给能力与创新力度全面提升。

一是专属商业养老保险试点落地，保险行业养老金融产品再创新。2021年5月，银保监会发布《关于开展专属商业养老保险试点的通知》。专属商业养老保险试点的推出，助力“第三支柱”养老保险进一步打开市场空间。专属商业养老保险与第三支柱新政策衔接、获得税收递延等优惠政策的支持，有助于提升专属产品的吸引力。与税延养老保险相比，专属商业养老保险灵活度更大，在全国试点基础上又新增了养老保险机构，试点扩容后整体规模快速上升。截至2022年6月，试点机构累计承保商业养老保险保单19.6万件，累计保费达22.1亿元。

二是养老理财试点开启，个人养老金制度下养老理财业务迎来历史发展机遇。

2021年9月，中国银保监会发布《关于开展养老理财产品试点的通知》，目的是促进第三支柱养老金融产品的丰富发展，满足人民群众多样化的养老需求。2021年9月，工银理财(武汉、成都)、建信理财(深圳)、招银理财(深圳)、光大理财(青岛)开展“四地四机构”养老产品试点，这标志着商业银行理财子公司在参与养老第三支柱方面迈出了重要一步。2022年2月，银保监会下发《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》，确定在前期“四地四机构试点”基础上，将试点范围扩展至“十地十机构”，养老理财业务进入加速发展阶段。而对于已经开展试点的四家理财公司，单家机构老年理财产品最高募集金额由100亿元提高到500亿元，这意味着老年理财产品最高募集金额由400亿元提高到2700亿元。

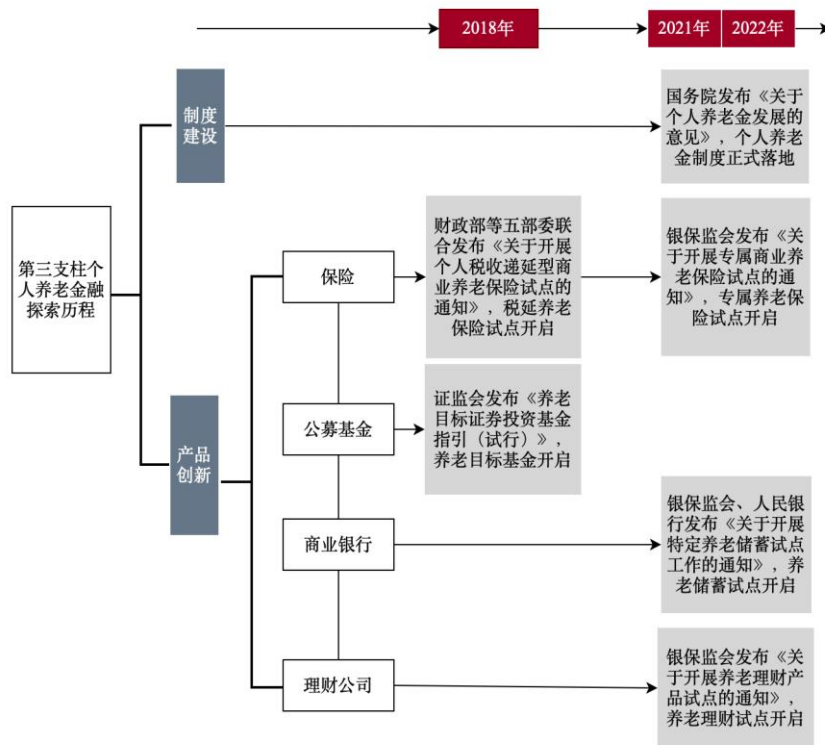
目前，试点养老理财的机构主要是商业银行的理财子公司。2022年11月，银保监会印发《关于印发商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法的通知》，明确了商业银行和理财子公司从事个人养老金业务的具体要求。

养老理财作为第三支柱养老金融体系的重要组成，具有突出优势。一是能够充分发挥理财业务成熟稳定的资产配置优势，打造符合长期需求和生命周期特征的老年理财产品，促进老年理财业务规范发展，积极拓宽居民财产性收入渠道，建立适应老年理财的治理结构、管理模式、投研能力和考核体系。二是在个人养老金制度落地后，

个人养老金账户与商业银行个人养老资金账户实现了账户联通，理财子公司可以通过母行的渠道优势来加速推动集团养老金融业务发展，这也为商业银行发展养老理财带来了更加广阔的前景。商业银行正加速全面对接养老资金的理财需求，从结构上推进普惠养老金融发展。

目前来看，第三支柱养老金融体系，经过制度与产品层面的创新发展，养老保险、养老目标基金、养老理财以及养老储蓄四条商业养老金融产品赛道正全面发力，相互促进。通过个人养老金业务，商业银行正在加速推进个人养老金账户的普及，实现个人养老金制度下，个人养老金账户直接与养老理财、养老目标基金以及养老保险等商业养老金融产品挂钩，推动个人养老金的积累的同时，也派生巨大的商业养老金融产品的巨大需求，养老理财业务等迎来历史发展机遇。

图 2：第三支柱养老金融体系发展



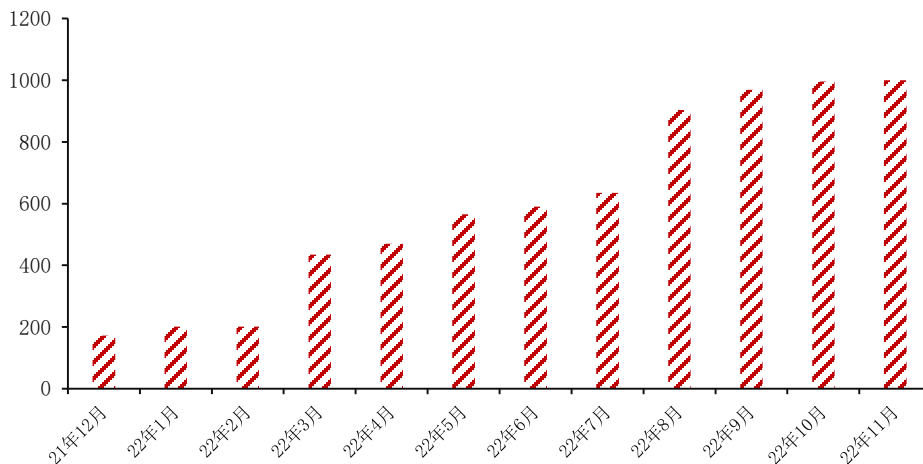
资料来源：作者整理，中国银行研究院

（二）养老理财业务的发展现状

随着养老理财产品试点范围扩大及个人养老金制度的推进，商业银行逐渐成为养老第三支柱的主力军。自 2021 年 12 月 6 日开展试点以来，十家试点理财公司共发行了 50 只养老理财产品，募集资金规模超过 1000 亿元。整体运行呈现如下特点：

第一，养老理财发行总体呈上升趋势。伴随着试点理财公司范围扩大，养老理财产品发行总量持续上升。截至 2022 年 12 月 6 日，养老理财发行规模超过 1000 亿元，存续期内理财产品共 50 只，同比分别增长了 3.81 倍、10 倍（图 3）。

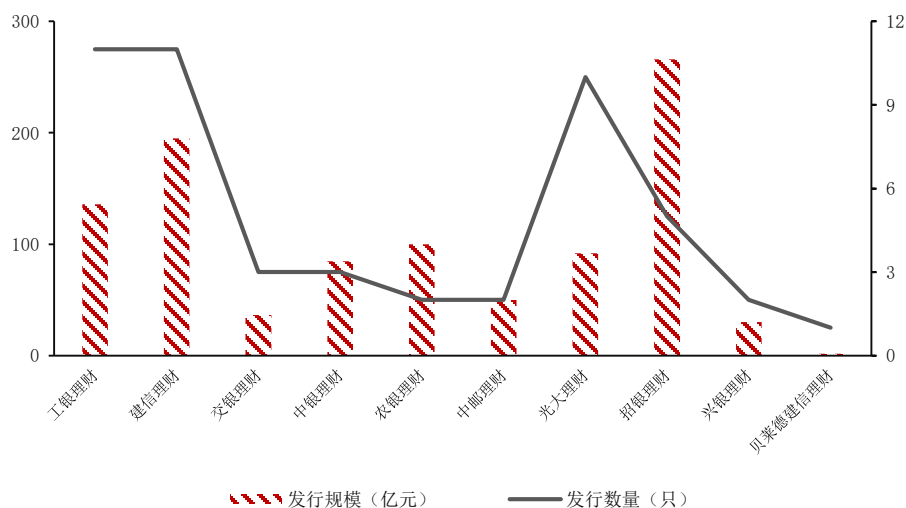
图 3：养老理财存量规模（亿元）



资料来源：普益标准，中国银行研究院

第二，从发行主体结构看，首批养老理财试点机构的规模、数量居前。首批试点的四家理财公司单家机构产品募集资金总规模上限由 100 亿元人民币提高至 500 亿元人民币，而新增的试点理财公司则为 100 亿元人民币。受益于募集资金总规模上限的调整，首批四家试点机构（工银理财、建信理财、招银理财、光大理财）共发行了 37 只养老理财产品，募集资金超过 680 亿元。其中招银理财募集资金规模超 260 亿元，占比超过 25%。第二批试点机构中五家试点机构（交银理财、中银理财、农银理财、中邮理财、兴银理财）共发行 13 只产品，募集资金约 320 亿元（图 4）。

图 4：十家养老理财试点机构发行统计（亿元）



资料来源：普益标准，中国银行研究院

第三，从产品特征看，养老理财产品具有明显的普惠性特征。一是产品资产配置追求稳健性收益。养老理财投向大多聚焦固定收益产品，固收类资产的配置比例集中在 80-100%。二是突出长期性。养老理财产品大多为 5 年期封闭式运作模式。三是从业绩基准看，大部分商业银行养老理财业绩比较基准为年化 5%-8%，高于专属养老商业保险的平均结算利率（稳健型 4.86%-4.9%），但低于公募基金养老目标基金总体过往三年的年化收益率（7.66%）。四是普惠性。产品投资起点仅 1 元，极大降低了投资者门槛，也提升了投资者体验。同时，养老理财的费率也明显低于其他类别的理财产品，在设计理念上也在最大程度的让利投资者。五是引入风险保障机制，流动性更强。养老理财引入了“收益平滑基金、风险准备金、减值准备”等多重风险保障机制，普遍设立了分红、提前赎回机制等，相较一般理财产品更具流动性优势。同时，收益平滑基金能有效应对净值波动，将养老理财产品收益超过业绩比较基准的超额收益按照比例进行转项管理，用于平滑养老理财的收益水平。

三、当前我国养老理财发展中存在的问题

第一，养老理财试点范围与额度有继续调整空间。目前养老理财发展平稳，已经取得了一定的成效，但养老理财试点仅“十机构十城市”，试点机构与试点城市范围

还有进一步拓展空间。一是试点区域层面，不少准一线城市尚未纳入养老理财试点。二是机构层面，成立期较早的城商行理财公司还未纳入到试点机构中，同时，目前也未有外资控股的理财公司参与。养老理财的试点范围有序拓展也将有利于投资者养老金融需求满足和养老理财市场发展。三是产品试点额度层面，考虑到部分机构募集资金规模已经达到监管规定的募集上限，产品试点额度面临一定约束，存在继续调整的需求。

第二，养老理财产品设计方面存在一些不足。一是养老理财产品间差异化不明显。试点阶段发行的养老理财产品具有一定的同质性，产品投资策略、期限等较为相似，投资者的选择空间相对有限。相对同质化的产品无法满足投资者不同的分红、收益等多样化需求。二是养老理财产品的“养老”功能偏弱。绝大部分养老理财产品不超过5年，产品的长期限属性较弱，养老保障作用不强，难以满足投资者长期投资与收益的需求。

第三，主动积极养老意识、投资者教育亟待加强。一是由于我国居民的主动养老意识仍然不足，依然停留在被动养老层面，大部分居民仍主要依靠家庭积蓄，或者单位提供的退休金进行养老，缺乏主动的养老规划。由于养老金融知识储备相对不足，投资者对于养老理财的认知度和接受度有待进一步提高。二是在理财产品打破刚兑以及净值化管理等背景下，自负盈亏、自担风险已成为重要的行业规则，但不少投资者自身的风险承受意识和能力仍然欠缺，相应的投资理念、投资能力都需要进一步转化和提升。

四、推动养老理财业务发展的建议

（一）加强监管，加大对养老理财的政策支持力度，鼓励并规范其健康发展

第一，加强养老金融产品信息披露，规范市场秩序。引导相关金融机构加强对个人养老金融产品信息披露，按照规定进行信息披露和风险提示，持续规范和促进养老理财业务发展。

第二，为养老理财提供更多优惠性措施。进一步优化养老理财产品的税收政策，结合居民收入情况、缴费机制等多角度设立激励政策，有效拓展养老理财的参与群体。同时，尽快建立第三支柱个人养老金账户制度与第二支柱账户对接机制，打通不同支柱之间的资金流动通道，实行综合税收优惠政策，并进行投资管理、账户记录等方面的衔接。

第三，有序推进试点扩容，提升养老理财供给能力。根据目前“十城市十机构”的试点运行情况，在总结经验并充分调研基础上，有序拓展养老理财试点区域与试点机构，将部分准一线城市以及具备渠道与客户资源的城商行理财公司等纳入试点范围，满足具备条件投资者的养老理财需求。同时，适当提升养老理财试点机构的募集资金上限，保证养老理财产品的供给能力。

（二）商业银行可全面推进个人养老金资金账户落地，发掘业务空间

第一，积极利用自身优势扩大养老金制度的覆盖面。商业银行应利用账户管理以及渠道布局等方面的优势，加速普及个人养老金账户。积极进行相关系统开发，加速对接个人养老信息管理服务平台以及个人养老金统一账户平台。

第二，推进个人养老金资金账户与养老金融产品对接，充分发掘业务空间。商业银行应尽快推进个人养老金账户与银行理财、养老储蓄、商业养老保险以及公募基金等产品的对接，实现一站式的账户管理与配置服务。积极发掘养老理财等产品代销业务与托管业务发展空间。

第三，打造差异化竞争优势，更好维护和挖掘客户资源。综合自身市场规模、机构覆盖面、理财营销能力以及财富管理能力等因素，在个人养老金业务发展中，做好存量客户的维护工作，并继续营销支付能力较强且对老年生活预期较高的新增客户。

（三）理财公司可丰富养老理财产品体系，健全产品风险管理体系，并加强投资者教育

第一，强化适当性管理，根据投资者需求灵活设计养老理财产品。细化产品种类与目标定位，根据投资者的年龄、财富状况、风险偏好以及收益需求等进行产品设计，满足投资者多样化需求，提升产品体系的吸引力，增强产品的养老保障功能。

第二，提升投研核心能力，强化净值管理。做好投研能力的积累与传承，降低投资者组合净值波动。同时，可在监管允许条件下，灵活调整产品配置。借鉴海外养老基金管理经验，逐步开放海外资产投资，提高海外资产占比，降低资产波动相关性。

第三，增加对重要领域跨周期、长周期的投资。例如可积极为新兴产业、高技术产业以及医养产业、基础设施建设等符合国家发展战略的领域提供长期资金支持。

第四，增强居民主动养老意识，加强投资者教育。加强养老金融支持的宣传，提高居民对养老第三支柱的认知和接受度，鼓励居民积极合理规划养老资金，形成主动养老的意识，逐步建立起通过购买长期金融产品进行养老资金储备的习惯，自觉主动参与个人养老金投资。同时，适当加强投资者教育，合理评估自身的风险偏好以及收益需求，理性看待资产价值的波动。

