

# 个人养老金融市场空间广阔

► 王倩

目前我国已经基本建立了具有中国特色的三支柱养老保险体系，但三支柱发展仍处于初期，加快发展第三支柱养老金可以减少对第一支柱和第二支柱的依赖，还可以增加参保人群的覆盖率。从经济发展角度来看，发展第三支柱养老金是推动经济长期稳健增长的重要途径，有利于将居民储蓄通过金融体系更直接地向实体经济投资转化，实现金融资源优化配置。从政策支持角度来看，我国近年来不断出台相关支持性政策，从2018年试点的个税递延产品的推出，到2022年4月21日国务院发布的第三支柱顶层制度《关于推动个人养老金发展意见》，持续推进多层次、多支柱养老保险体系的建设。

需看到，当前我国第三支柱个人养老仍处于起步阶段，未来发展空间广阔，潜在万亿级别的增量资金需要寻找合适的金融产品，市场化运作模式加剧市场竞争，保险公司应借助险资长期稳健的投资经验，抢占个人养老金金融市场的先机，积极布局，搭建覆盖全生命周期的多元化、个性化、专业化的个人养老金融产品体系。

王倩

2010级清华大学五道口金融学院硕士。现任光大永明资产管理股份有限公司固定收益投资部投资经理。主要从事保险资金投资管理，擅长宏观经济和利率走势分析研究。



## 第三支柱未来增长空间广阔

我国已基本建立具有中国特色的三支柱养老保险体系，但第三支柱发展缓慢。我国第一支柱是由政府主导的基本养老保险（社保基金），第二支柱是由机关事业单位或企业主导的职工福利保险（企业年金或职业年金），第三支柱是由个人自主投资规划的养老金。截至2021年，我国一、二、三支柱规模分别约为6.31万亿元（占比58.75%）、4.43万亿元（占比41.24%）、6亿元（占比约0.01%）。第一支柱已达到广泛覆盖水平，第二支柱参与主体有限，第三支柱尚处于起步阶段，规模及占比极低。

相比发达国家成熟市场，我国第三支柱规模尚小，但未来增长空间广阔。2018年是中国个人养老金发展史上一个值得铭记的

里程碑，这一年出台的诸多政策和试点为第三支柱的长期健康发展奠定了良好的基础。

2022年4月21日，国务院发布的《关于推动个人养老金发展意见》为促进养老保险制度可持续发展又迈出了重要一步。虽然目前我国个人养老金发展水平与美国相比差距仍大，但随着人们对个人养老需求的日益增长，加之政策的支持，我国第三支柱个人养老保险仍有广阔的增长空间。

截至2021年底，我国养老金总规模10.74万亿元，占我国GDP比重约10%，第三支柱总规模仅6亿元左右，占我国养老金比重不足0.1%，占我国GDP比重更加微乎其微；同期，美国养老金总规模约42.21万亿美元，占美国GDP比重高达184%，美国第三支柱总规模16.55万亿美元，

占美国养老金比重约 39%，占美国 GDP 比重高达 72%。

美国第三支柱以传统 IRAs（IRA，个人退休账户）和罗斯 IRAs 计划为主，两种产品近年来发展迅速。其中，传统 IRAs 规模达到 13.91 万亿美元，占美国养老金总规模约 33%，30 年前成立初期占比约 16%；而俄罗斯 IRAs 计划在设立以来的 20 年间也快速增长，规模增长近七成。

国际上，一般将养老金资产占 GDP 比重作为衡量一个国家或地区的养老体系发展水平，即养老金覆盖率。截至 2020 年末，主要 OECD（经济合作与发展组织）国家第三支柱个人养老金覆盖率均值在 25% 左右，其中，头部国家覆盖率最高达 66.3%，中位数国家覆盖率在 20%-30% 之间，尾部国家覆盖率低于 10%。

如果按照 2020 年末 OECD 国家尾部水平 5% 至 10% 进行简单预测，我国第三支柱个人养老金规模到 2035 年（GDP 总值相比 2020 年翻一番）预计可增长至 10 至 20 万亿元；如果按照主要 OECD 国家平均水平预测，我国第三支柱个人养老金规模有望达到 50 万亿元。可见，我国第三支柱个人养老保险未来发展空间十分广阔。

### 仅有四类养老金融产品

我国第三支柱养老金融产品

仍处于试点初期，个人养老金融产品种类有限。2018 年以来，证监会、银保监会等五部委陆续发文并支持个人养老金融产品的发展，主要采取“先局部试点再到扩大试点直至全国推广”的模式。截至目前，我国个人养老金融产品主要由税延型商业养老保险、专属商业养老保险、养老目标基金、养老理财产品等四种形式，具体来看：

第一，个税递延型养老保险产品主要优势是潜在的税收优惠作用，也就是投保人购买产品的收入可暂税前扣除，递延至领取保险金时缴纳。

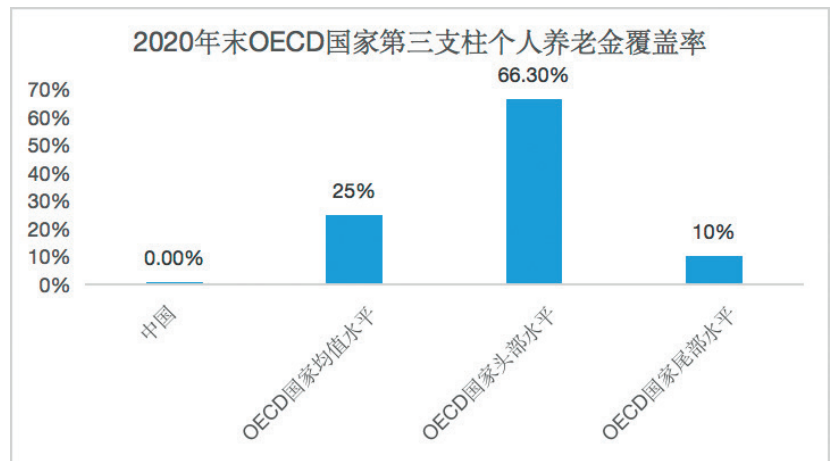
该产品于 2018 年开始推广，根据投保人的风险偏好和产品投资风险收益特点，分别设立 A、B、C 三类个税递延递延产品（收益确定型、收益保底型、收益浮动型）。截至 2021 年，产品累计保费收入达为 6.3 亿，参保人群约 5

万人，大幅低于预期。这受我国个税主体占比较低以及扣除限额水平不高等因素制约，实际个税减免优惠力度不足导致产品吸引力不强，因此，试点发展效果不及预期。

第二，专属商业养老保险产品可附加分红、健康保障、万能账户等功能以满足不同的养老需求，养老金积累和领取服务更加灵活，是一类具有普适性的个人养老保险产品。

产品收益水平由保底利率和浮动利率两项构成，保底利率部分根据稳健型账户和进取型账户而设置不同的保底利率水平。该产品 2021 年 5 月开始试点，截至 2022 年 2 月，6 家试点公司累计承保保单 7.18 万件，累计保费达 4.72 亿元。

近期该产品投保人环比增速达 20%，主要增长来自快递、网约车司机等新产业、新业态的从业人员。此外，与个税递



2020 年末 OECD 国家第三支柱个人养老金覆盖率

延产品相比，该产品虽然没有税收优惠政策，但允许雇主为雇员进行缴纳，产品投资收益和领取方面仍都比较灵活，导致专属商业养老保险规模增长较快。

第三，养老目标基金为公开募集证券投资基金，以FOF(Fund of Funds，基金中的基金)形式运作，包括目标日期和目标风险两种类型，采取封闭化管理，没有税收优惠政策。基金公司能够通过自身丰富的投资经验获取更大的投资回报，投资形式较为灵活，但投资风险较高。

其中目标日期基金是以投资者退休日期为目标，根据不同生命阶段风险承受能力进行投资配置的基金。目标风险基金是根据投资者特定的风险偏好来设定大类资产的配置比例，一般分为保守型、稳健型、成长型。

截至2022年5月13日，养老目标基金存续数量近200只，存续规模达1054亿元，今年来得益于权益市场行情，基本实现稳健增长，但市场份额仍低，全市场养老目标基金FOF规模在基金市场占比极低，仅为0.4%。其中，目标风险型FOF是当前养老目标基金的主流模式，占养老目标基金总规模约85%。

值得一提的是，我国居民对养老金投资还处于传统安全保本的认知基础，附加投资收益弹性，

因此，对养老目标基金FOF的认可度偏低，但结合海外发达市场第三支柱的主要形式为基金和保险产品，未来养老FOF发展空间仍大。以美国为例，养老目标基金产品IRA是第三支柱养老金中的主流产品。

第四，养老理财产品主要依托银行系统，拥有庞大而丰富的客户资源和先天优势，市场历史份额较大，但在资管新规落地后，银行成立专门子公司管理理财产品，经历净值化改造后其产品创新设计和投资业绩仍需要时间和市场检验。养老理财产品也没有税收优惠政策。

截至2022年4月15日，首批试点的四家理财子公司已发行16只理财产品，16.5万投资者累计认购420亿元。养老理财产品的客户大多来自银行理财产品客户群，投资者的风险偏好较低且追求绝对收益。

目前我国四类养老金融产品存量规模总计近1600亿元，占比不足我国GDP总值的0.2%，产品数量也比较有限，居民覆盖率较低。

其中，养老目标基金与养老理财产品发展相对成熟，已逐渐形成规模化运营；专属商业养老保险试点仅不到一年，目前效果尚可，有待后续进一步观察；个税递延型养老保险试点效果不佳，期待

尽快出台更有吸引力的税收优惠政策。随着客户对养老金融服务需求的增加，加之政策支持，养老金融产品存在广阔的创新空间。

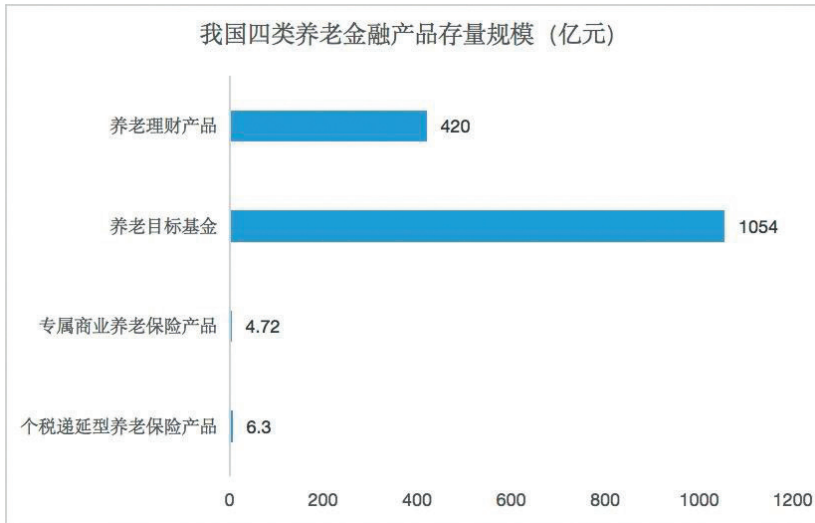
## 借鉴海外发达经济体经验

海外发达经济体第三支柱养老产品设计各具特色，我国亟需搭建基于客户全生命全周期和不同风险偏好的多元化、个性化、专业化的养老金融产品体系。

目前海外主要发达经济体已经建立了比较完善的第三支柱个人养老保险体系，其养老产品十分丰富，可以满足不同年龄段、不同职业群体、不同收入水平的人们对退休后养老生活的向往和额外的个性化投资需求。

以美国为例，第三支柱个人养老储蓄计划主要包括商业养老保险和个人退休账户两类，其中，个人退休账户包括传统IRAs和罗斯IRAs等五类个人养老储蓄计划。美国金融机构为其提供了丰富的金融产品，参与者既可以选择自主投资机制，也可以选择默认投资机制。

其中，自主选择投资机制适合具有一定金融素养和投资经验的参与者，通过自主选择金融产品组合来实现投资收益最大化。参考目前IRAs计划配置情况，可选择产品组合包括共同基金、股票基金、债券基金、混合基金、货币基金、年金、债券、ETF、银



2021年我国三支柱养老保险规模 (万亿元)

行储蓄账户、货币市场存款账户或存单等。

默认投资机制 (QDIA) 适用于无相关金融知识或教育水平有限的人, 产品设计简单易懂, 在满足参与者对基本养老投资收益的基础上, 兼顾不同人群的风险偏好。QDIA 机构管理人推出一系列金融产品供参与者挑选, 主要包括以下 4 种:

**生命周期基金。**基于参与者的年龄、退休日期或预期寿命的收入风险, 通过多元化投资, 规避巨额亏损的基础上提供不同程度的保值增值, 根据不同年龄段设置不同比例的大类资产配置限额, 随着年龄变化灵活调整大类资产配置比例。以目标日期基金为代表。

**平衡型基金。**主要确保基金整体投资风险与全体计划参与者

的目标风险水平一致, 综合考虑投资组合的多样化、流动性和当前收益相对于计划的预期现金流相关性、组合的预期收益与计划目标收益相关性, 以及相关费用和开支等因素而进行投资。一般将风险偏好分为保守、平衡、激进三大类, 通过对股债的配置比例来动态调整基金的风险水平恒定。以目标风险基金为代表。

**专业化管理账户。**基于个人年龄、目标退休日期或预期寿命, 账户投资经理通过混合权益和固定收益, 分配参与者的个人账户资金, 提供专业化的投资管理服务, 实现资金的长期保本与增值。

**税收优惠政策策略产品。**旨在保证参与者选择退出时, 避免产生额外税收, 针对税收优惠政策和相关制度进行投资规避的一种产品, 合理优化投资策略, 使

参与者提取时税费后的投资收益最大化。

综合考虑我国对个人养老市场的实际需求, 结合我国参与者存在低收入人群占比仍大、金融知识水平普遍较低、中等收入人群基数大且对退休后养老需求不断提升、结构性分层引发需求多元化的特点, 借鉴国际上个人养老发展的宝贵经验, 我们致力于搭建一套基于客户全生命全周期和不同风险偏好的多元化、个性化、专业化的创新型养老金融产品体系。

建议个人养老金融产品创新设计重点关注八点: 一是要综合考虑参与者的全生命周期进行产品设计, 满足不同年龄段对不同金融产品的需求;

二是要针对参与者的不同风险偏好设计多元化产品, 进一步细化“保守型、平衡性、激进型”三类目标风险产品;

三是要设计满足大多数低收入或金融知识匮乏人群的普惠型投资产品, 类似美国的 QDIA 默认投资产品, 主要服务弱势群体, 提升全民参与率;

四是要考虑中高等净值人群对个性化金融产品的需求, 增加个性化和定制化的金融产品选择;

五是不断丰富可投资产品种类, 灵活配置产品组合;

六是增加投资顾问、金融知

识培训等方面的配套服务功能，帮助参与者做好养老财务规划等；

七是除了考虑产品的投资属性外，还应增加产品养老健康保障性功能，创新设计服务附加价值的产品，如与医疗机构、护理机构、健康管理机构合作，提供养老社区、养老服务中介等服务性质的功能；

八是开发针对个税缴纳环节、税收优惠政策等制度方面的优化策略产品等。

## 保险公司正在抢占个人养老市场先机

目前试点初期，部分银行、保险、基金等金融机构都参与到养老金融产品的开发和投资中，未来随着试点范围扩大，在市场化运作机制下，金融机构对个人养老市场的竞争将更加激烈。保险公司作为中国养老金市场中的重要参与方，具有相对独特的政策优势，凭借其全面的牌照资质、出色的保险产品服务能力及险资长期投资管理经验，保险公司有机会成为第三支柱个人养老金的“一站式+全方位”的服务商。建议保险公司致力于创新金融产品、提高投资能力、维系多元客户关系、提升科技服务质量、加强风险管理能力等方面。

持续创新金融产品，搭建多元化个人养老金融产品体系。市

场发展初期，产品趋于同质化，且产品封闭周期较短，缺乏长期稳健且口碑的个人养老产品，保险公司应积极探索和创新商业养老产品，提供多元化、个性化、长期稳健历史业绩的金融产品，附加以养老保障为主的增值服务，提供“一站式+全方位”的养老金融产品。

全面提升投资能力，加强权益类资产投资水平。充分发挥险资管理能力，补齐投资短板。从美国个人养老发展历程来看，共同基金和券商在资产管理方面的专业优势会逐步取代银行和保险机构，作为个人养老计划 IRAs 的主要投资管理人。可见，专业化投资管理水平对吸引个人养老投资参与者至关重要。

目前我国个人养老客户风险偏好较低，追求绝对收益基础上的价值增值，而保险公司在险资管理和风险分散方面具有天然优势，未来要持续优化大类资产配置能力和优质非标产品获取能力的优势，重点提升权益类资产投资能力，满足低利率时代的投资收益目标。考虑到监管政策逐步放宽投资范围，保险机构应提前布局并加强大宗商品、衍生品、对冲基金、私募股权基金等多元资产的综合投资管理能力。

深入挖掘客户，稳固多元客户关系。充分利用各类保险产品

积累的客户群，将线下代理人渠道、银行中间销售渠道和线上大数据精准营销方式相结合，多管齐下对客户进行养老金融知识的渗透，可根据年龄、职业、收入等特征细分目标客户和潜在客户，精准挖掘和锁定个人养老保险产品的潜在客户。

提升科技服务质量，增强客户体验满足感。近年来互联网平台快速发展，客户运营服务不断向自动化和智能化方向发展，结合国内外金融机构实践来看，客户对产品和服务的科技含量要求逐步提高，为了满足客户的全方位体验，需要将人工智能等科技创新技术贯穿至服务全流程，实现服务自动化、可视化、个性化，有助于线上服务和线下渠道完美结合。

加强风险管理能力，致力于长远发展。在保险产品端，不仅要做好产品创新设计，还要加强产品精算定价的风险管理，重点关注长寿风险对产品偿付能力的影响。在产品投资端，要研判宏观经济周期和资本市场走势，加强投研、信评、风险限额和投后跟踪管理能力的建设，做好定期或不定期的风险收益预算再平衡，优化大类资产配置，争取风险调整后的投资收益最大化，在风云变幻的资本市场中赢得长远的发展。