

基金研究系列（17）：国内养老金融产品市场通览：群雄逐鹿，多点开花



胡隼聪

SAC 执证编号：S0080521010007
SFC CE Ref: BRF083
jicong.hu@cicc.com.cn



李纳平

SAC 执证编号：S0080122070045
naping.li@cicc.com.cn



刘均伟

SAC 执证编号：S0080520120002
SFC CE Ref: BQR365
junwei.liu@cicc.com.cn

个人养老金迈入发展新时代

历史进程：2018 年至今，国内养老金融产品体系从“雏形初具”到“多点开花”。第三支柱税收优惠政策在国内经历了十年酝酿期，直至 2018 年 5 月，个人税收递延型商业养老保险正式启动。2018 年 8 月，首批公募养老目标基金获批发行。自此，我国养老金融产品体系初具雏形。随后，2021 年 6 月的专属商业养老保险试点、2021 年 9 月的银行养老理财试点，以及即将于 2022 年 11 月开闸的特定养老储蓄试点陆续面世，养老金融产品市场呈现出多点开花的新格局。截至 2022 年 6 月末，上述第三支柱养老金融产品合计规模已突破 1500 亿元。

政策进展：第三支柱政策频频吹风，个人养老金制度有望加速落地。养老金融产品快速发展的背景下，第三支柱顶层制度设计驶入快车道，2022 年 4 月，国务院出台《关于推动个人养老金发展的意见》，正式确立个人养老金制度，同年 6 月，《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》，进一步明确个人养老金账户实施细节。随相关配套政策陆续出台，我们认为个人养老金制度有望加速落地。

国内养老金融产品全景扫描

公募基金：整体上行空间可期，目标风险基金率先突围。2018 年起，养老目标基金开始规范化运行，截至 2022 年 6 月末，合计规模 1057 亿元，其中，目标风险基金初期发展较快，在养老 FOF 中占比 82%，如今投教发展尚未成熟，策略相对复杂的目标日期基金或较难被投资者广泛接受。产品设计方面，1) 目标日期基金，按下曲线到期类型，划分为“To”型和“Through”型两类；按招募说明书中披露的曲线形态，划分为阶段式、平滑式两类，且往往以阶梯下降或逐年下降形式披露下滑曲线中枢数据。2) 目标风险基金，依据风险界定方式不同，划分为固定资产配置比例、设置特定风险目标两类；依据风险等级不同，划分为稳健（65%）、平衡（30%）、积极（5%）三类。

保险公司：税延险试点不及预期，专属养老险运行平稳。1) 税延养老保险于 2018 年 5 月启动试点，为国内第三支柱税收优惠制度的重要探索，实行账户制、EET 税收模式，分设三类收益模式，但受优惠力度不足等影响，试点以来表现不及预期，截至 2021 年末，64 只上线产品获得保费收入 6.3 亿元；2) 专属商业养老保险于 2021 年 6 月启动试点，采用保证+浮动的收益模式，分设稳健、进取型账户运作，收费方式更灵活，深入覆盖灵活就业人群，截至 2022 年 6 月末，累计保费约 22 亿元，试点范围已推广至全国。

银行系：养老理财持续扩容，特定养老储蓄即将开闸。1) 养老理财于 2021 年 9 月启动试点，获批试点机构现已扩张至 11 家，截至 2022 年 8 月末，市场存续的 39 只养老理财产品合计规模 785 亿元，产品主要投向固收类资产，采用浮动收益模式，多数产品业绩基准在 5.5%~8% 之间；2) 特定养老储蓄将于 2022 年 11 月启动试点，是一种为养老场景而设计的储蓄方案，存款期限在 5~20 年不等，产品利率将略高于大型银行五年期定存挂牌利率。

多维度看国内养老金融产品发展方向

产品设计：明确产品定位，锚定目标客群。各类养老金融产品在参与门槛、产品特征等方面各具特色，机构端可以通过把握各类产品风险收益定位、封闭期间与领取期限限制、起投金额与费率设置等要素差异，锚定主要的投资者群体。此外，从税延养老保险试点实施经验来看，税收优惠政策力度、财政支持力度仍可进一步增加，以满足更广泛投资者的期待。

机构禀赋：把握自身禀赋，机构各有所长。**银行：**当前我国居民金融资产仍然以储蓄存款为主，第三支柱规模的增量资金很可能首先源自储蓄存款的转入，而银行把握着渠道和托管优势，可以着重实现居民储蓄存款向养老理财、养老储蓄类产品的引流。**保险：**作为养老产品管理领域先行者，应充分利用长期养老保险运作与管理经验，把握稳健型、接受长期投资的养老客户群体，在此基础上加大产品创设与开发力度，提升投保与退保灵活性，进一步缔造产品优势。**公募基金：**具有长期良好的权益资产管理能力，随着个人养老金账户逐步落地，以及投教覆盖度的提升、居民收入水平的不断提高，投资者对权益资产的配置需求也会逐步增加，公募基金在养老金融产品中的优势有望逐渐凸显。

市场格局：产品创新迭出，静待市场扩容。个人养老金制度落地后，兼具安全性与稳健性的养老金融产品或将在初期



为投资者广泛配置。随着投资者教育以及投顾服务的普及度增加，投资者对于风险资产的配置偏好或可提升，对复杂的产品投资策略有更高的接受度和认可度，风格清晰、运作安全、成熟稳定的公募基金产品有望在个人养老金账户中占据较多份额。此外，政策指引下，各类机构基于自身优势不断开发创新型养老金融产品。多元、丰富、各具特色的产品类型或将满足投资者日益增长的差异化养老理财需求，也为个人养老金账户的投资提供多样化的配置工具，助力养老第三支柱相关制度的顺利推行。养老理财投顾服务、默认投资品种设置，以及其他养老金融配套服务的创新或也将成为新的发展方向。

- 金融产品 | 基金研究系列（16）：多视角看“固收+”另类品种——公募股票多空基金（2022.06.13）
- 金融产品 | 基金研究系列（15）：生命周期理论下基金的分类与优选（2022.03.23）
- 金融产品 | 基金研究系列（14）：抽丝剥茧，详解纯债基金（2022.02.28）
- 金融产品 | 基金研究系列（13）：“动静结合”看规模对收益影响（2022.02.23）
- 金融产品 | 基金研究系列（12）：可转债基金面面观（2021.10.28）



目录

个人养老金迈入发展新时代.....	5
历史进程：2018 年至今，从“雏形初具”到“多点开花”.....	5
政策进展：第三支柱政策频频吹风，账户制落地在即.....	6
国内养老金融产品全景扫描.....	7
公募基金：整体上行空间可期，目标风险基金率先突围.....	7
保险公司：税延险试点不及预期，专属养老险运行平稳.....	14
银行系：养老理财持续扩容，特定养老储蓄即将开闸.....	20
多维度看国内养老金融产品发展方向.....	24
产品设计：明确产品定位，锚定目标客群.....	24
机构禀赋：把握自身禀赋，机构各有所长.....	25
市场格局：产品创新迭出，静待市场扩容.....	26

图表

图表 1：第三支柱养老金融产品发展进程.....	5
图表 2：个人养老金账户相关政策要点.....	6
图表 3：公募基金养老金融产品相关政策进展.....	7
图表 4：养老目标基金产品定义与投资规范概览.....	8
图表 5：目标日期基金下滑曲线类型划分（按到期类型）.....	9
图表 6：目标日期基金下滑曲线类型划分（按曲线形态）.....	9
图表 7：目标风险基金分类（按产品设计）.....	10
图表 8：目标风险基金分类（按风险等级）.....	10
图表 9：养老目标基金持续扩容，其中目标风险 FOF 规模增速领先.....	11
图表 10：养老目标 FOF 整体规模增速不及普通 FOF，规模占比被持续挤压.....	11
图表 11：养老目标基金管理规模向头部机构集中.....	12
图表 12：养老目标基金的投资者结构差异较大.....	12
图表 13：养老目标风险基金 VS 养老目标日期基金.....	12
图表 14：基金投顾相关政策进展.....	13
图表 15：首批基金投顾业务试点机构的养老投顾组合布局情况.....	14
图表 16：个人税收递延型商业养老保险相关政策与发展历程.....	15
图表 17：个人税收递延型商业养老保险的税收优惠安排.....	15
图表 18：个人税收递延型商业养老保险的产品设计规范与相关要求.....	16
图表 19：个人税收递延型商业养老保险的利率与费率信息.....	17
图表 20：专属商业养老保险试点政策进展与产品要点.....	18
图表 21：首批开展专属商业养老保险试点工作的机构及其产品信息.....	19
图表 22：税延养老保险与专属商业养老保险对比.....	19
图表 23：银行养老理财产品相关政策进展与试点要求.....	20
图表 24：银行养老理财产品各月新发数量与募集规模变化.....	21
图表 25：养老理财产品机构竞争格局.....	21
图表 26：首批试点机构旗下代表性银行养老理财产品信息.....	22
图表 27：养老理财产品主要特征分布.....	22

图表 28: 特定养老储蓄试点政策要点	23
图表 29: 各类养老金融产品的条款差异对比	24
图表 30: 各类养老金融产品的特征梳理	24
图表 31: 美国养老金体系各支柱规模变化	25
图表 32: 美国传统型 IRAs 增量资金来源	25
图表 33: 多数居民储蓄金额高于投资和消费	25
图表 34: 近年来居民投资意愿比例变化较小	25
图表 35: 我国养老三支柱体系结构	26



近年来个人养老金相关政策密集发布，伴随着投资者差异化养老理财需求的不断增长，各机构也陆续开始从供给端发力，国内养老金融产品市场迈入了“多点开花”的新时代。

那么国内各机构如何参与养老市场？产品线布局如何？未来将怎样破局？我们就以上问题做出解读。

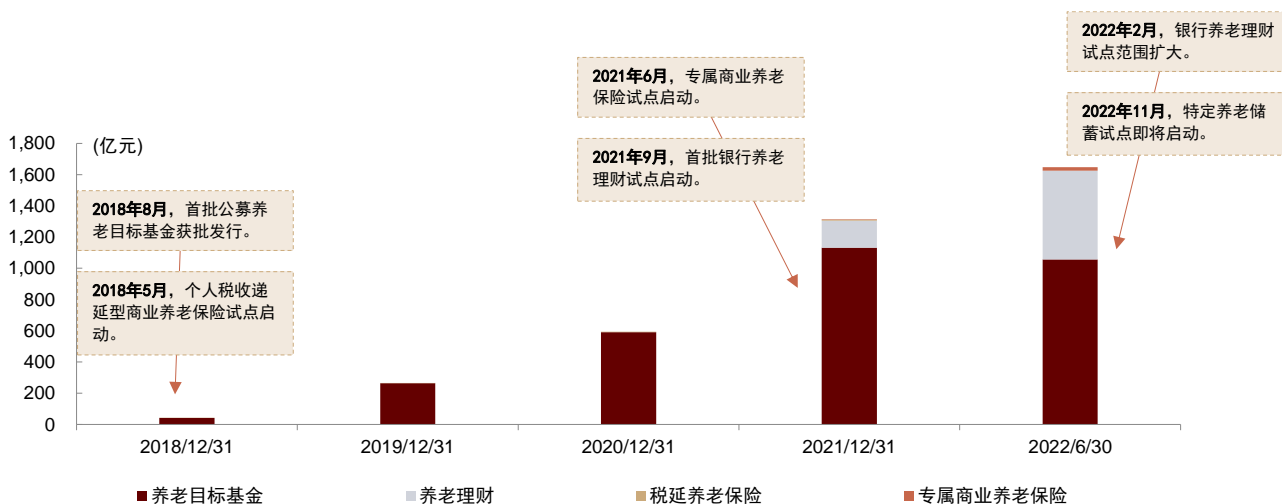
个人养老金迈入发展新时代

历史进程：2018 年至今，从“雏形初具”到“多点开花”

2018 年为国内养老第三支柱发展元年，税延养老保险试点与公募养老目标基金陆续推出。作为养老第三支柱发展的重要激励，税收优惠政策在国内酝酿已久，早在 2009 年，国发 19 号文便指出，于上海市适时开展个人税收递延型养老保险产品试点。发布于 2014 年的保险新“国十条”、2017 年的《关于加快发展商业养老保险的若干意见》纷纷再度提及税延养老保险试点。直至 2018 年 4 月，伴随着《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》发布，试点于同年 5 月正式启动，我国养老第三支柱建设迈出重要一步。2018 年 8 月，首批公募养老目标基金获批发行。自此，我国养老金融产品体系初具雏形。

养老第三支柱建设稳步推进，公募基金、保险、银行及理财子多方逐鹿养老金融市场。2019 至 2022 年间，养老金融产品相关支持政策密集出台，不论是 2021 年 6 月的专属商业养老保险试点、2021 年 9 月的银行养老理财试点，还是即将于 2022 年 11 月开闸的特定养老储蓄试点，都引导着公募基金、保险公司、银行及银行理财子公司纷纷入场布局，养老金融产品市场呈现出多点开花的新格局。若以养老目标基金、税延养老保险、专属商业养老保险、银行养老理财产品合计规模衡量当前我国养老金融产品市场容量，则截至 2022 年 6 月末，规模已突破 1500 亿元。

图表 1：第三支柱养老金融产品发展进程



资料来源：银保监会，国务院，Wind，普益标准，中金公司研究部；备注：养老目标基金、银行养老理财、专属商业养老保险数据截至 2022 年 6 月末，税延养老保险数据截至 2021 年末，银行养老理财产品按实际募集规模统计。

政策进展：第三支柱政策频频吹风，账户制落地在即

养老金融产品快速发展的背景下，第三支柱顶层制度设计驶入快车道。近年来，养老金融产品的持续创新为第三支柱建设打下了产品端基础，快速发展的养老金融市场以及良好的政策环境推动第三支柱顶层设计驶入快车道。2022 年 4 月，国务院出台《关于推动个人养老金发展的意见》，自此，个人养老金制度正式确立，明确实行账户制、缴费个人承担、享受税收优惠，但具体操作细节尚未敲定。同年 6 月，证监会发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》，进一步明确个人养老金账户实施细节，其中，对个人养老金可投资基金范围也做出了限定。

个人养老金制度有望加速落地。个人养老金是我国多层次、多支柱养老保险体系中的重要一环，《关于推动个人养老金发展的意见》指出，各地区要稳妥有序推动有关工作落地实施，将选择部分城市先试行一年，再逐步推开。2022 年 7 月，四川省人社厅已联合多部门开展个人养老金先行城市申报工作，确定成都为四川省个人养老金先行城市。随着相关配套政策陆续出台，实施细则逐步完善，各省市准备工作有序推进，我们认为个人养老金制度有望加速落地。

图表 2：个人养老金账户相关政策要点

试点政策要点		概述
基本要求	账户制度	<ul style="list-style-type: none"> ■ 实行个人账户制度，缴费完全由参加人个人承担，实行完全积累。 ■ 个人养老金账户通过信息平台建立，个人养老金资金账户可以在符合规定的商业银行、其他金融产品销售机构开立。 ■ 账户封闭运行。
	税收政策	<ul style="list-style-type: none"> ■ 制定税收优惠政策。
产品要素	养老金缴费	<ul style="list-style-type: none"> ■ 参加人缴纳个人养老金≤12000元/年。 ■ 人社部、财政部根据经济社会发展水平和养老保险体系发展情况等适时调整缴费上限。
	养老金投资	<ul style="list-style-type: none"> ■ 可以购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的满足不同投资者偏好的金融产品，参加人可自主选择。 ■ 其中基金产品须满足：1) 近4个季度末规模≥5000万元的养老目标基金；2) 适合个人养老金长期投资的股票基金、混合基金、债券基金、基金中基金等。
	养老金领取	<ul style="list-style-type: none"> ■ 领取条件核验后，可以按月、分次或一次性领取个人养老金，领取方式不得更改。 ■ 账户资产具有可继承性。
管理要求	考核要求	<ul style="list-style-type: none"> ■ 基金管理人、基金销售机构应当建立长周期考核机制，对个人养老金投资基金业务、产品业绩、人员绩效的考核周期≥5年。
	费率优惠	<ul style="list-style-type: none"> ■ 单独设立份额，不得收取销售服务费。 ■ 可以设置如下机制安排：1) 收益分配方式为红利再投资；2) 豁免申购限制；3) 豁免申购费等销售费用，对管理费和托管费实施一定的费率优惠。

资料来源：国务院，证监会，《关于推动个人养老金发展的意见》，《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》，中金公司研究部

国内养老金融产品全景扫描

2022 年 4 月，国务院发布《关于推动个人养老金发展的意见》，意味着个人养老金顶层设计正式出炉。个人养老金制度建设的稳步推进，离不开良好的养老金融环境，特别是养老金融产品的持续创新与快速发展。下文从公募基金、保险、银行及其理财子公司出发，围绕着各类机构养老金融产品的推出背景、产品线设计以及市场格局展开梳理。

公募基金：整体上行空间可期，目标风险基金率先突围

养老目标基金：整体上行空间可期，产品策略格局渐趋清晰

政策背景：2018 年起，养老目标基金开始规范化运行

2018 年 2 月，证监会在《养老目标证券投资基金指引（试行）》中，针对养老目标基金的产品定位、投资策略、运作形式、投资范围等做出明确规定，开启了养老目标基金的规范化运行之路。根据要求，养老目标基金以 FOF 形式运作，相比于 2016 年《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》中的规定，养老目标基金的子基金投资范围限制（运作年限、基金净资产方面）比普通 FOF 更加严格。

继《关于推动个人养老金发展的意见》出台后，证监会在《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》中细化了个人养老金可投资资产相关要求，其中养老目标基金产品方面，要求最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元。

图表 3：公募基金养老金融产品相关政策进展



资料来源：证监会，国务院，中金公司研究部

图表 4：养老目标基金产品定义与投资规范概览

要 点		概 述
产品规范	产品定位	<ul style="list-style-type: none"> 以追求养老资产的长期稳健增值为目的，鼓励长期持有，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。
	基金名称	<ul style="list-style-type: none"> 需包含“养老目标”字样，且反映基金的投资策略；目标风险基金需明确产品风险等级。 其他公募基金不得使用“养老”字样。
投资运作	运作形式	<ul style="list-style-type: none"> 以FOF形式运作。 定期开放，或设置投资者最短持有期限。最短持有期≥1年、3年、5年的，投资于权益类资产（股票、股票型基金、混合型基金、商品基金等）比例合计≤30%、60%、80%。
	投资策略	<ul style="list-style-type: none"> 目标日期策略：随着所设定目标日期的临近，逐步降低权益资产配置比例，增加非权益比例。 目标风险策略：根据特定风险偏好设定权益、非权益类资产基准配置比例，或界定组合风险。
	投资范围	<ul style="list-style-type: none"> 子基金运作≥2年，最近2年平均季末净资产≥2亿元（指数基金≥1年，最新季末净资产≥1亿元）。 子基金运作合规，风格清晰，中长期收益良好，业绩波动性较低。
	费率安排	<ul style="list-style-type: none"> 可以设置优惠的基金费率。 可以通过差异化费率安排，鼓励投资人长期持有。
管理人及推介要求	管理人要求	<ul style="list-style-type: none"> 鼓励成立满两年，最近三年平均非货公募基金管理规模≥200亿元（或FOF管理规模较大、波动较小），投研团队≥20人（且符合养老目标基金经理条件的≥3人）的基金管理人申请募集。
	基金经理要求	<ul style="list-style-type: none"> 优先选择≥5年证券投研或基金分析经验（其中≥2年证券投资经验），或≥5年养老金或险资配置经验，历史投资业绩稳定良好，满足合规性要求的投研人员担任基金经理。
	推介原则	<ul style="list-style-type: none"> 根据投资人年龄、退休日期和收入水平，推介适合的养老目标基金，引导开展长期养老投资。 向投资人推介的目标日期基金应与其预计的投资期限相匹配。

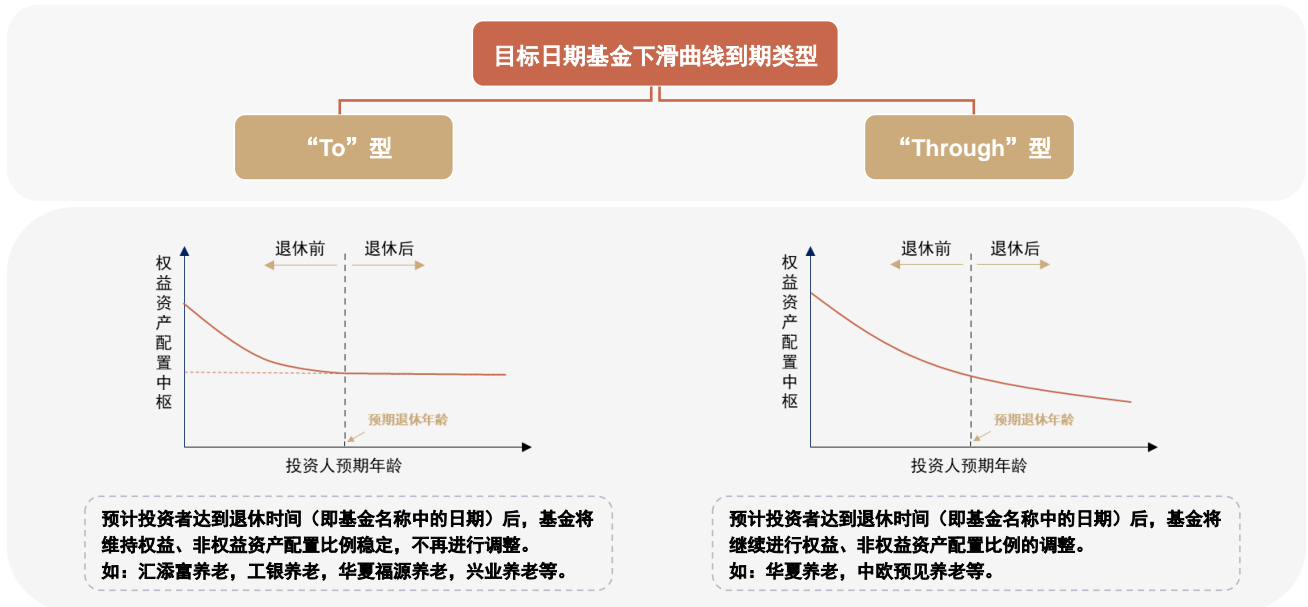
资料来源：证监会，《养老目标证券投资基金指引（试行）》，中金公司研究部

产品设计：目标日期基金依据下滑曲线类型、目标风险基金依据风险界定划分赛道

按下滑曲线到期类型划分，国内目标日期基金包括“To”型和“Through”型两类。与美国相同，国内养老目标日期基金按照预计投资者退休后的下滑曲线设计思路差异，可以划分为“To”型（到达型）和“Through”型（通过型）两类，其中，前者表示，风险资产配置比例在投资者退休后维持不变，如汇添富养老目标日期系列、工银瑞信养老目标日期系列等产品采用此模式；后者表示，即使投资者退休后，风险资产配置比例依然将随着投资者年龄增长而持续调整，如华夏养老目标日期系列、中欧预见养老目标日期系列等产品采用此模式。

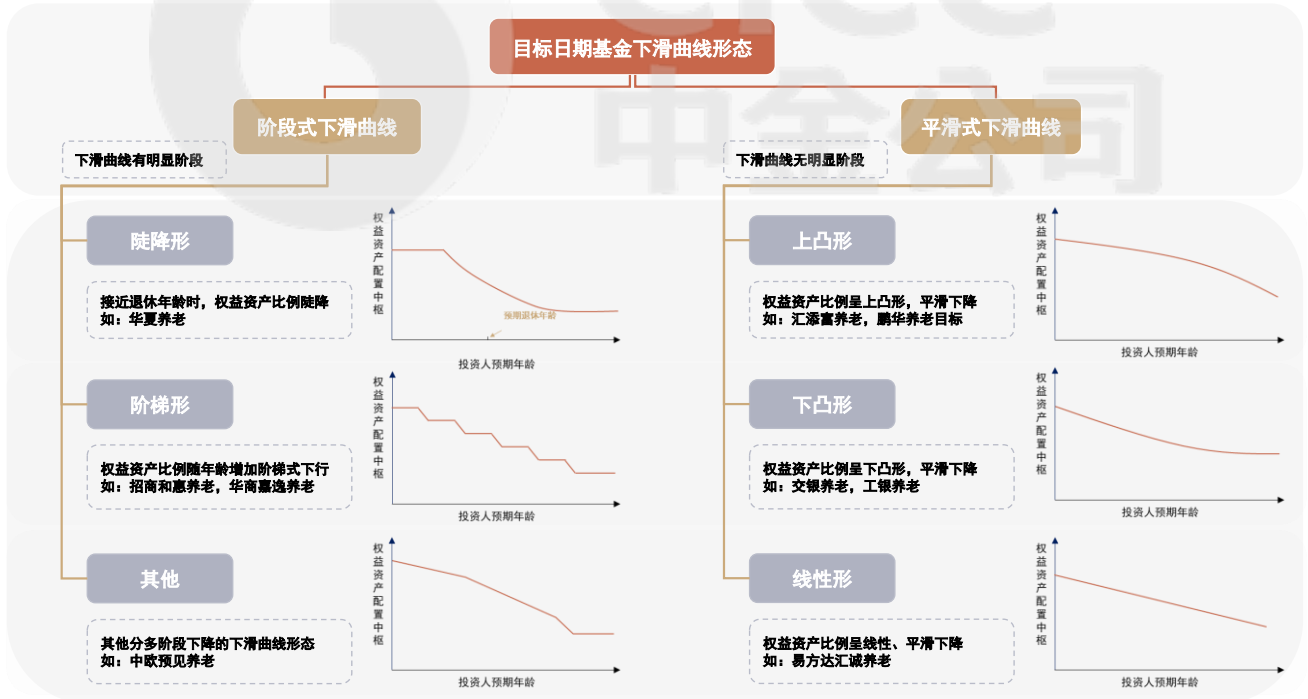
国内目标日期基金的下滑曲线形态大体可以划分为阶段式、平滑式两类，所披露的中枢数据往往为阶梯下降或逐年下降形式。国内养老目标日期基金往往在基金募集说明书中披露其所设计下滑曲线的具体形态，按照示意图中的下滑曲线形态是否体现出明显的阶段，可以划分为阶段式下滑曲线、平滑式下滑曲线两类，前者又可进一步细分为陡降型、阶梯型、其他阶段型下滑曲线，后者可以细分为上凸形、下凸形、线性形下滑曲线。而在下滑曲线的具体数据披露方面，多数基金在募集说明书中逐年披露中枢数据，或每隔数年披露一个阶段性中枢数据。

图表 5：目标日期基金下滑曲线类型划分（按到期类型）



资料来源：Wind，基金公告，中金公司研究部

图表 6：目标日期基金下滑曲线类型划分（按曲线形态）



资料来源：Wind，基金公告，中金公司研究部

依据风险界定方式不同，目标风险基金划分为固定资产投资比例、设置特定风险目标两类。证监会在《养老目标证券投资基金指引（试行）》的第四条中明确要求，采用目标风险策略运作的养老目标基金，应当至少采用以下两种方式之一控制基金组合风险：1）根据特定的风险偏

好设定权益类资产、非权益类资产的基准配置比例；2）使用波动率等广泛认可的方法界定组合风险。当前市场上养老目标风险基金所采取的产品设计方式以前者居多。

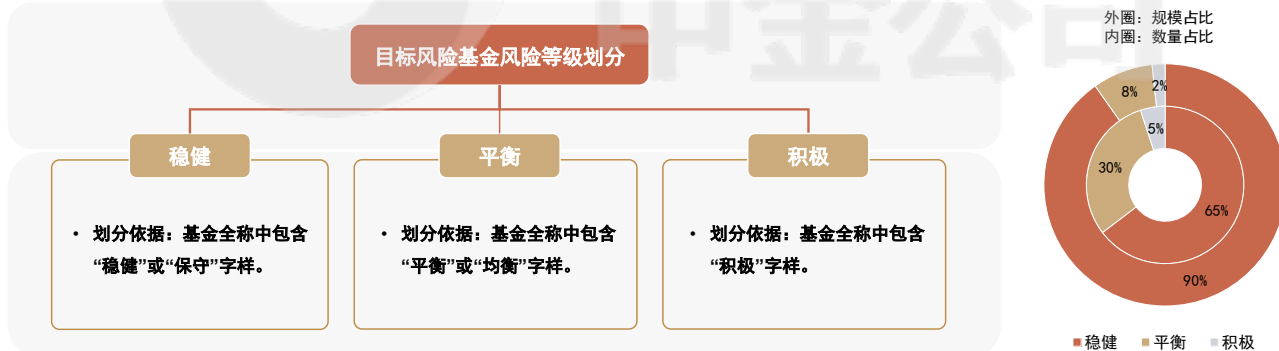
依据风险等级不同，目标风险基金可以划分为稳健、平衡、积极三类。证监会在《养老目标证券投资基金指引（试行）》中要求，“采用目标风险策略的基金，应当明确风险等级及其含义，并在招募说明书中注明”。截至 2022 年 6 月末，基金全称中含有稳健/保守字样的养老目标风险基金占比 65%，含有平衡/均衡字样的基金占比 30%，含有积极字样的基金占比 5%。

图表 7：目标风险基金分类（按产品设计）



资料来源：Wind，基金公告，中金公司研究部

图表 8：目标风险基金分类（按风险等级）



资料来源：Wind，基金公告，中金公司研究部；备注：截至 2022 年 6 月末

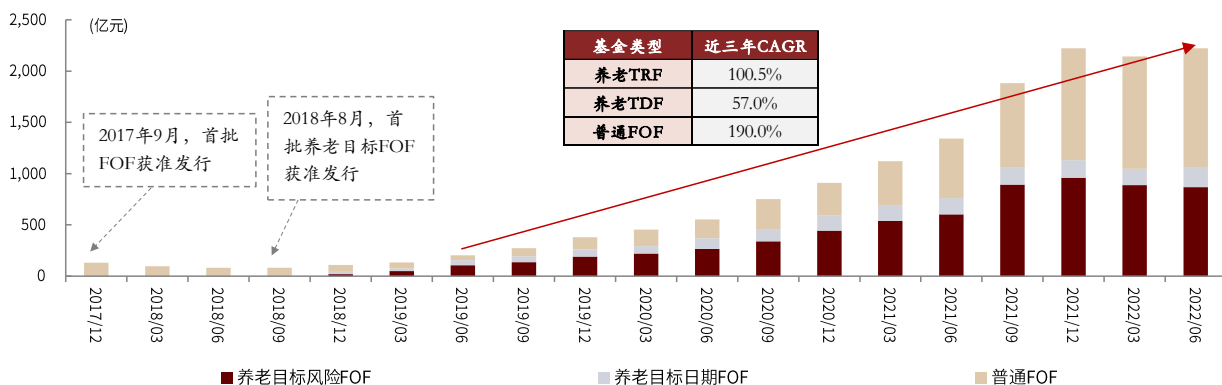
市场格局：稳守千亿元容量，上行空间可期

养老目标基金已稳守千亿元容量，其中目标风险基金增速领先。截至 2022 年 6 月末，178 只养老目标基金合计规模 1057 亿元，其中，目标风险基金初期发展较快，近三年 CAGR 100.5%，在养老 FOF 中占比 82%；在投教业务发展尚未成熟的当下，策略相对复杂的目标日期基金较难被投资者广泛接受，近三年 CAGR 57.0%，在养老 FOF 中占比 18%。

多重因素压制养老目标基金扩容增速，随第三支柱政策细则落地，上行空间有望逐步打开。养老目标基金当前全部以 FOF 形式运作，由于其拥有至少 1 年的最低持有期要求、税收政策尚未落实、投资策略接受度不高等原因，养老目标基金在 FOF 中的规模占比被持续压降，由

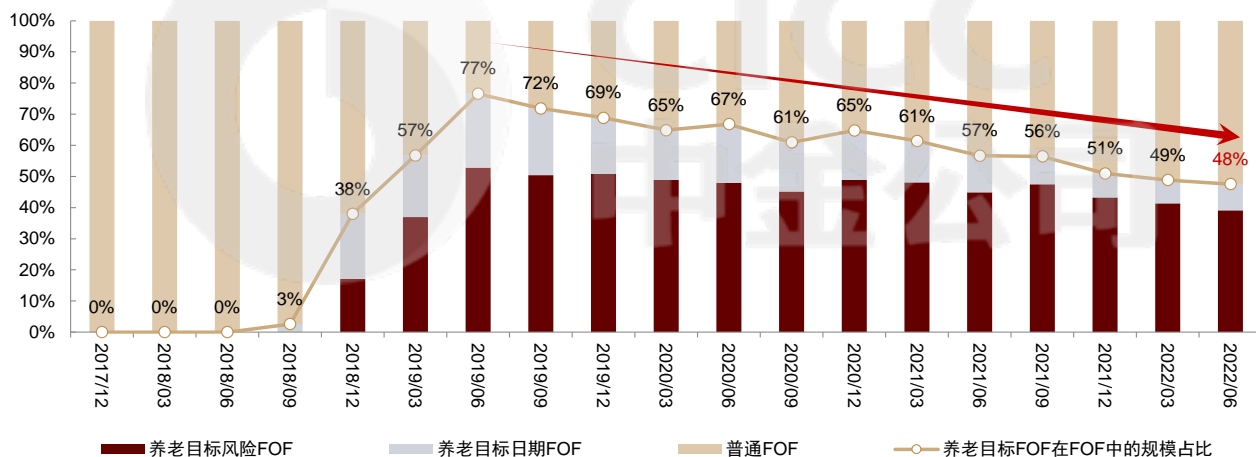
2019 年 6 月末的 77% 降至 2022 年 6 月末的 48%，接近七成产品规模不足 3 亿元。后续随个人养老金账户制落地，投资者教育的宣传与引导得以强化，我们认为养老目标基金市场容量有望实现进一步扩张。

图表 9：养老目标基金持续扩容，其中目标风险 FOF 规模增速领先



资料来源：Wind，中金公司研究部；备注：若当季新发基金未披露季报，规模以其合计发行份额替代，下同

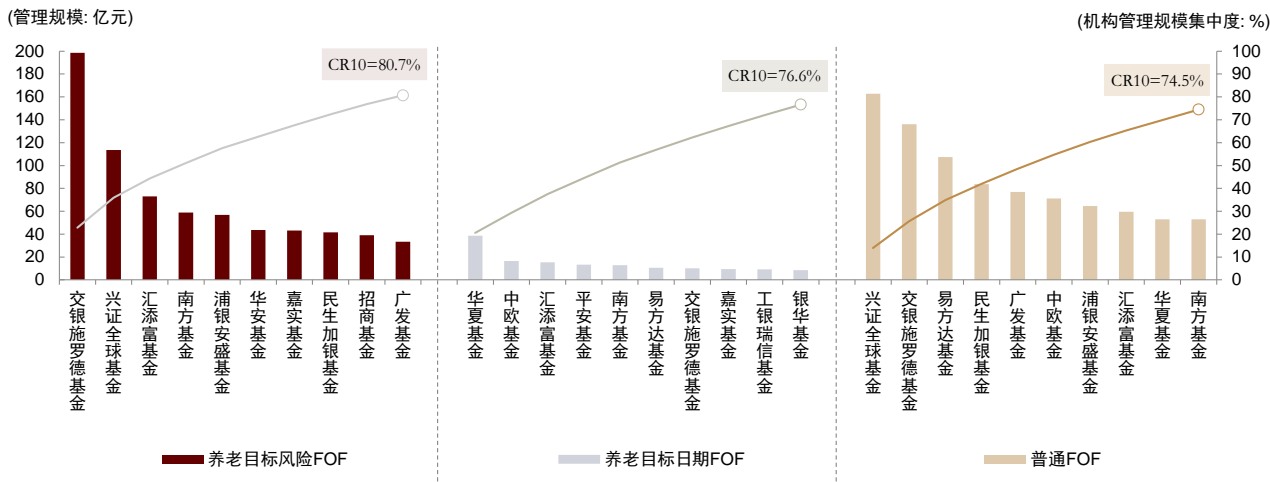
图表 10：养老目标 FOF 整体规模增速不及普通 FOF，规模占比被持续挤压



资料来源：Wind，中金公司研究部

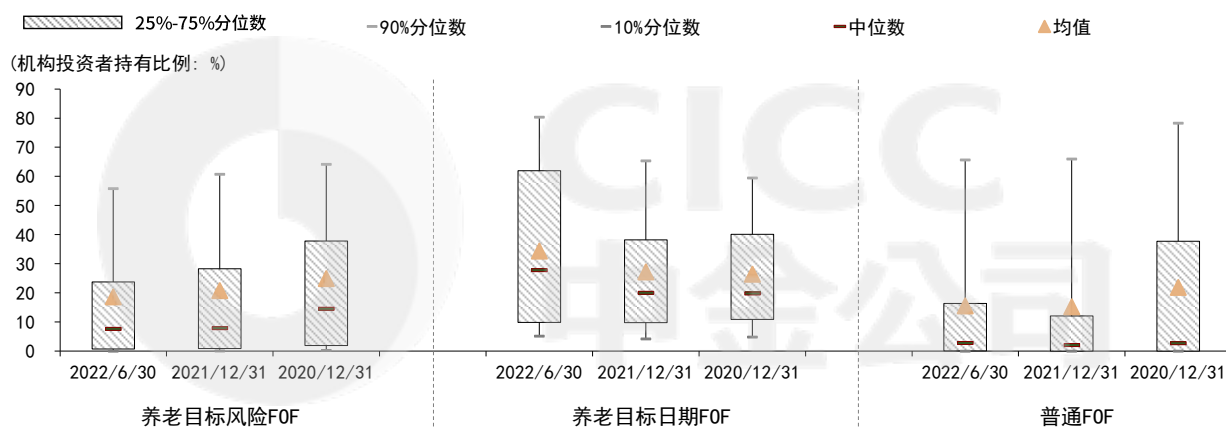
养老目标基金市场运行现状：机构集中度较高，投资者结构差异较大。养老目标基金管理规模向头部机构高度集中，其中，截至 2022 年 6 月末，养老目标风险基金 CR10 约 81%，交银施罗德基金（199 亿元）、兴证全球基金（114 亿元）管理规模领先；养老目标日期基金 CR10 约 77%，华夏基金（39 亿元）、中欧基金（16 亿元）管理规模领先。养老目标基金机构投资者持有比例整体高于普通 FOF，且内部分化相对较大。

图表 11：养老目标基金管理规模向头部机构集中



资料来源: Wind, 中金公司研究部; 备注: 截至 2022 年 6 月末

图表 12：养老目标基金的投资者结构差异较大



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 13：养老目标风险基金 VS 养老目标日期基金

对比维度		养老目标风险基金	养老目标日期基金
产品设计	投资目标	■ 倾向于使产品维持在一个 相对稳定的风险水平 之下	■ 倾向于使投资者达到 长期稳定的退休收入水平
	投资策略	■ 规定风险资产配置比例, 或对风险指标进行限定	■ 随投资者年龄增长, 逐步降低风险资产战略配置比例
面向客群	投资者选基依据	■ 依据投资者自身的 风险偏好 选择基金	■ 依据投资者 预计退休的时间 选择基金
	投资者接受度	■ 产品理念简洁易懂, 当前阶段较易被投资者接受	■ 在投教尚未成型的当下, 投资者接受该类产品存在阻力
市场表现	发展阶段	■ 初期扩容较快, 当前在养老目标基金中规模占比82%	■ 初期扩容受阻, 当前在养老目标基金中规模占比18%
	产品特征	■ Top10机构市占率81%, 机构投资者持有比例中值8%	■ Top10机构市占率77%, 机构投资者持有比例中值28%

资料来源: Wind, 证监会, 中金公司研究部; 备注: 截至 2022 年 6 月末

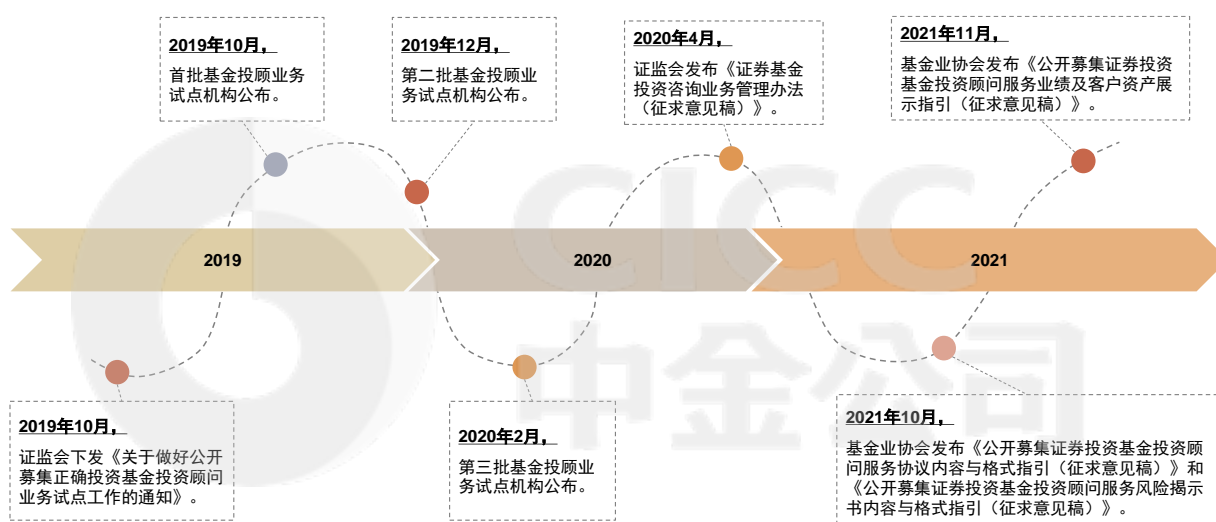
养老投顾组合：主要以 TDF 形式运作，重仓与 FOF 存在差异

政策背景：基金投顾业务相关政策密集发布

2019 年 10 月，伴随着《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》下发，基金投顾业务试点正式开启，首批五家基金公司随即获准开展试点工作。此后，试点公司数量逐步扩张，机构范围也由基金公司逐步拓展至证券公司、银行、第三方销售机构。为进一步规范基金投顾业务发展，2020 年 4 月，证监会在《证券投资基金投资咨询业务管理办法（征求意见稿）》中，明确基金投资顾问业务范围，对机构准入条件、从业人员资质、监督管理措施等做出要求。

2021 年以来，相关指引文件持续密集出台，国内基金投顾业务的政策基础与制度建设逐步完善。基金业协会也于 2021 年一季度开始公布公募基金销售机构的保有规模数据，助力国内财富管理业务生态由“卖方销售”向“买方投顾”转变。

图表 14：基金投顾相关政策进展



资料来源：证监会，基金业协会，中金公司研究部

市场格局：目标日期策略为主，具体持仓与同公司的养老目标 FOF 存在差异

2019 年 10 月 25 日，首批五家公募基金公司获批基金投顾业务首批试点机构，分别为华夏基金、南方基金、中欧基金、易方达基金和嘉实基金。截至目前，我们观察到，南方基金（司南投顾）、华夏基金（查理智投）、中欧基金（水滴智投）在旗下 APP 所显示的投顾组合中，均包含养老场景下的投顾策略。

养老投顾组合特征：以目标日期策略为主，根据投资者年龄、工资等信息定制方案。南方基金、华夏基金、中欧基金的养老投顾组合主要以目标日期形式运作（司南绝对收益组合以目标风险形式运作），设置下滑轨道，随投资者年龄增加而降低权益资产配置比例，这一点与养老目标日期 FOF 较为相似，但二者在产品线布局与投资决策上仍有差异。如南方基金旗下的养老投顾组合与养老 FOF 共享投资团队，但前者产品线更完备、目标客群覆盖 60 后至 90 后，且相同目标日期的养老投顾组合与养老目标日期 FOF 的持仓重合度并不高。投顾项目依据投资者出生年份、薪资水平等信息匹配相应的养老投顾组合，并模拟测算投资者定期应投入金额。

图表 15：首批基金投顾业务试点机构的养老投顾组合布局情况

基金公司及其 投顾品牌	基本信息		配置情况			投资相关信息		
	投资策略	组合名称	权益	固收	现金	需要填写的个人信息	投资顾问服务费 (年费率)	最低投资金 额 (元)
南方基金 (司南投顾)	绝对收益组合规定偏股类资产仓位0~20%。除此之外的其他组合，采取目标日期策略，根据目标退休时间，确定权益中枢下滑曲线，在目标策略下追求择时、风格轮动、优选基金带来的超额收益。	司南绝对收益组合	6.1%	92.9%	6.1%	性别、工作地点、出生年份、开始工作年份、当前月工资	0.40%	500
		司南悦享人生2030	32.7%	66.3%	1.0%			
		司南悦享人生2035	43.7%	55.2%	1.1%			
		司南悦享人生2040	51.9%	47.0%	1.0%			
		司南悦享人生2045	52.4%	46.6%	1.0%			
		司南悦享人生2050	52.9%	46.0%	1.1%			
华夏基金 (董理智投)	基于TDF生命周期理论，随着临近退休日期根据下滑轨道降低组合中权益资产配置，适合以养老金储备为目标的中长期投资者。	60后 智享财富组合	62.0%	33.0%	5.0%	年龄	0.50%	500
		70后 智赢人生组合	76.0%	19.0%	5.0%			
		80后 智领未来组合	85.0%	12.0%	3.0%			
		90后 智享自由组合	88.0%	9.0%	3.0%			
中欧基金 (水滴养老)	水滴养老投顾策略设计了权益资产配置的下滑曲线，随着年龄增加，风险偏好下降，投顾团队将逐年下调权益资产占比，并预留动态配置空间，动态匹配当期风险偏好和市场行情。	65后水滴养老	25.4%	72.5%	2.0%	出生年份、工作地点、参加工作时间、当前月收入，以及退休年龄和预计工资增长率	0.50%	1000
		70后水滴养老	40.8%	57.1%	2.1%			
		75后水滴养老	52.6%	45.2%	2.1%			
		80后水滴养老	70.4%	27.5%	2.2%			
		85后水滴养老	97.7%	0.0%	2.3%			
		90后水滴养老	97.7%	0.0%	2.3%			

资料来源：各基金 APP，中金公司研究部；备注：截至 2022 年 6 月末

保险公司：税延险试点不及预期，专属养老险运行平稳

税延养老保险：税优政策迎来重要尝试，试点后未能如期落地

政策背景：国内首个税优养老产品试点于 2018 年正式敲定

2018 年税延养老保险试点的启动，拉开了国内第三支柱税收优惠激励的序幕。2018 年 4 月，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》（以下简称《通知》），税优养老保险试点正式敲定，约定自 5 月 1 日起，于上海市，福建省（含厦门市）和苏州工业园区开展为期一年的试点工作。政策实施期间，试点地区纳税人可以在唯一指定资金账户（于中保信平台开设）购买符合规定的商业养老保险产品，并在缴费、收益、领取环节享受一定的税收优惠。税延养老保险试点政策作为国内第三支柱税优制度的重要探索，为养老第三支柱制度的后续建设奠定了基础，《通知》表示，试点结束后，个人商业养老账户的金融机构参与范围、产品投资范围或可有序扩大，公募基金类产品有望纳入账户可投资资产。

税延养老保险相关政策逐步完善，2018 年 4 月，《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》发布，为试点期间的税延养老保险产品开发提供统一规范，以满足参保人对养老资金的安全性、收益性和长期性管理要求。同年 5 月，银保监会印发《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》，对保险公司经营要求、产品管理、销售管理、投资管理、信息平台管理等进一步做出规范。

先后 23 家保险机构获批开展业务，税延养老保险试点效果不及预期。试点政策发布后，2018 年 5 月末，银保监会公示首批 12 家获准开展税延养老保险业务的机构¹，随后又分别于 2018 年

¹ http://www.cbirc.gov.cn/branch/qinghai/view/pages/common/ItemDetail_gdsj.html?docId=69440&docType=1

7月、9月，以及2019年1月、3月陆续发布新的获批机构名单²，累计有23家获批机构。预定的试点期结束后，税延养老保险试点并未延期，且尚未全面落地、全面推广，截至2021年末，银保监会表示，税延养老保险获保费收入6.3亿元。效果不及预期的原因可能在于：1）缴费期扣款优惠额度及领取期税收优惠力度有限；2）覆盖受惠群体不够广泛；3）缴费优惠环节操作流程相对繁琐。

图表 16：个人税收递延型商业养老保险相关政策与发展历程



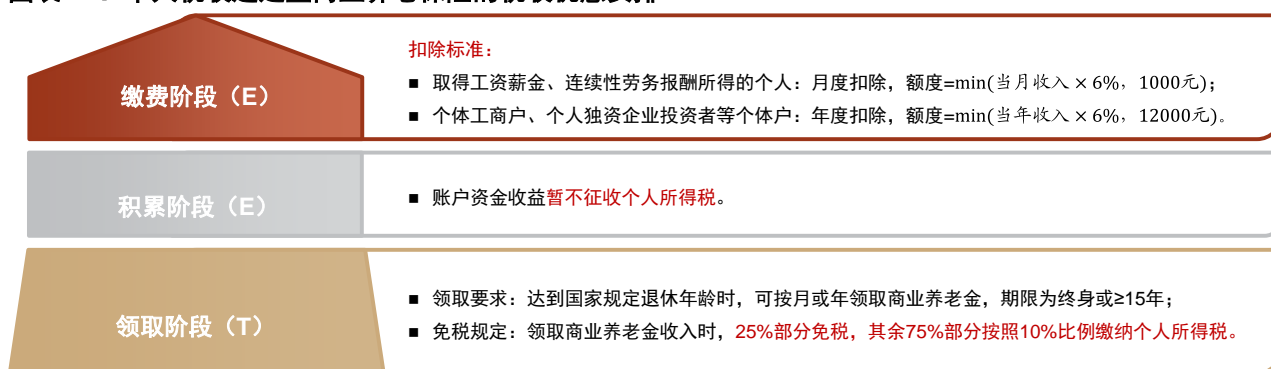
资料来源：银保监会，中金公司研究部

产品设计：按收益类型划分为 A、B、C 三类，实行 EET 税收优惠模式

税收设计：EET 模式。据《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，税延养老保险实行 EET 税收优惠模式，即缴费阶段进行一定额度的税前扣除、积累阶段免除投资收益的个人所得税、领取阶段收取一定个人所得税。

收益类型：分为收益确定、收益保底、收益浮动三类产品。税延养老保险产品可以分为收益确定型（A 类产品）、收益保底型（B 类产品）和收益浮动型（C 类产品），其中，B 类产品根据结算频率不同，又可进一步划分为月度结算的 B1 类产品和季度结算的 B2 类产品。

图表 17：个人税收递延型商业养老保险的税收优惠安排



资料来源：银保监会，中金公司研究部

² <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=358828&itemId=925&generalType=0>;
<http://www.cbirc.gov.cn/branch/qinghai/view/pages/common/ItemDetail.html?docId=606388&itemId=2053&generalType=0>;
<http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=358842&itemId=925&generalType=0>;
<http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=358846&itemId=925&generalType=0>。

图表 18：个人税收递延型商业养老保险的产品设计规范与相关要求

试点政策要点		概述
管理原则	账户开设	■ 使用中国保险信息技术管理有限责任公司建立的信息平台（即“中保信平台”），个人商业养老资金账户在中保信平台登记， 封闭运行，具有唯一性 。
	产品管理	■ 试点期间产品由保险公司开发，符合“ 收益稳健、长期锁定、终身领取、精算平衡 ”原则； ■ 按稳健型产品为主、风险型产品为辅的原则选择，采取名录方式确定。
税收征管	缴费阶段	■ 取得工资、薪金所得和连续性劳务报酬所得的个人，将中保信平台出具的税延养老扣除凭证提供给扣缴单位，扣缴单位为纳税人办理税前扣除有关事项。
	领取阶段	■ 由保险公司代扣代缴其应缴的个人所得税。
产品要素	交费相关	■ 交费方式： 月交或年交 。 ■ 交费期间：保险合同生效后至参保人达到国家规定退休年龄前。
	领取相关	■ 领取期限： 终身领取或长期领取 （领取期限为15、20年等）； ■ 领取频率：月领或年领。

产品类型			
对比维度	收益确定型（A类产品）	收益保底型（B类产品）	收益浮动型（C类产品）
收益领取	收益率设计	在积累期提供 保证利率 （多数在2.0%~2.5%之间），同时根据投资情况提供 保单分红	在积累期按照 实际投资情况 结算
	收益结算频率	月度结算 B1类：月度结算 B2类：季度结算	至少每周结算一次
费用收取	初始费	不超过2%	不超过1%
	资产管理费	不收取	不超过1%
	产品转换费	公司内部产品转换：单次比例不超过0.5%； 跨公司产品转换：前三个保单年度比例依次不超过3%、2%、1%，第四个保单年度起不收取。	

资料来源：银保监会，中金公司研究部

市场格局：20 家保险公司共推出 64 款产品，多数于 2018 年内获批

据银保监会公示信息，来自 20 家保险机构的 64 只税延养老保险产品获批条款及费率安排。自银保监会公布首批获准开展税延养老保险业务的机构名单后，2018 年 6 月，首批 12 家保险公司陆续上线产品并得到批复，其余各家机构的税延养老保险产品也多数于 2018 年内获批，获准开展业务较晚的光大永明人寿、利安人寿则分别于 2019 年 4 月、2020 年 1 月上线产品。截至目前，全市场共有 20 家保险公司推出 64 款税延养老保险产品，其中，8 家公司推出全部 4 款产品类型（A、B1、B2、C），8 家公司推出 3 款（A、B1、B2 或 A、B1、C），4 家公司推出 2 款（A、B1）。

各机构上线产品的保证利率、费率差异性相对较小。85%的 A 款产品初始费用收取 1%、年固定利率 3.5%；95%的 B1 款产品以及 92%的 B2 款产品初始费用收取 1%、年保证利率 2.5%；C 款产品的初始费用一般为 0.5%或 1%，资产管理年费率在 0.5%~1%之间。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 19：个人税收递延型商业养老保险的利率与费率信息

保险机构	保险条款和费率批复时间	获批产品数量	A款产品		B1款产品		B2款产品		C款产品	
			初始费用收取比例	年保证利率	初始费用收取比例	年保证利率	初始费用收取比例	年保证利率	初始费用收取比例	资产管理费年费率
太平洋人寿	2018/6/5	4	1.00%	3.50%	1.00%	2.50%	1.00%	2.50%	0.50%	0.5%，可能调整，但不超过1%
中国人寿	除C款产品2018/10/26外，其余产品2018/6/5	4	1.00%	3.50%	1.00%	2.50%	1.00%	2.50%	0.50%	0.50%
新华人寿	2018/6/5	3	1.00%	3.50%	1.00%	2.50%	1.00%	2.50%	-	-
太平养老	2018/6/5	2	1.50%	3.80%	1.00%	2.50%	-	-	-	-
平安养老	2018/6/5	3	1.00%	3.50%	1.00%	2.50%	-	-	0.50%	0.5%，可能调整，但不超过1%
泰康养老	2018/6/8	4	1.00%	3.50%	1.00%	2.50%	1.00%	2.50%	0.50%	0.5%，可能调整，但不超过1%
泰康人寿	2018/6/11	4	1.00%	3.50%	1.00%	2.50%	1.00%	2.50%	0.50%	0.5%，可能调整，但不超过1%
太平人寿	2018/6/11	3	1.00%	3.50%	1.00%	2.00%	-	-	1.00%	1.00%
阳光人寿	2018/6/12	3	1.00%	3.50%	1.00%	2.50%	-	-	0.50%	0.5%，可能调整，但不超过1%
中意人寿	2018/6/22	3	1.00%	3.50%	1.00%	2.50%	1.00%	2.25%	-	-
英大泰和人寿	2018/6/22	4	1.00%	3.50%	1.00%	2.50%	1.00%	2.50%	1.00%	0.5%，可能调整，但不超过1%
中信保诚人寿	2018/6/22	4	1.50%	3.80%	1.00%	2.50%	1.00%	2.50%	1.00%	1.00%
中国人民人寿	2018/7/16	3	1.00%	3.50%	1.00%	2.50%	1.00%	2.50%	-	-
民生人寿	2018/8/1	2	1.00%	3.50%	1.00%	2.50%	-	-	-	-
东吴人寿	2018/8/6	3	1.00%	3.50%	1.00%	2.50%	1.00%	2.50%	-	-
工银安盛人寿	2018/8/28	4	1.00%	3.50%	1.00%	2.50%	1.00%	2.50%	0.50%	0.5%，可能调整，但不超过1%
建信人寿	2018/10/10	3	1.50%	3.80%	1.00%	2.50%	1.00%	2.50%	-	-
交银康联人寿	2018/10/10	2	1.00%	3.50%	1.00%	2.50%	-	-	-	-
光大永明人寿	2019/4/18	4	1.00%	3.50%	1.00%	2.50%	1.00%	2.50%	0.50%	0.5%，可能调整，但不超过1%
利安人寿	2020/1/15	2	1.00%	3.50%	1.00%	2.50%	-	-	-	-

资料来源：银保监会，中金公司研究部

专属商业养老保险：试点平稳运行，将进一步推动常态化发展

政策背景：试点业务平稳开展，参与范围推广至全国

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》，表示自6月1日起，于浙江省（含宁波市）和重庆市开展为期一年的专属商业养老保险试点，并公布6家试点参与机构，所附《专属商业养老保险业务方案》从收益模式、领取设计以及产品管理等方面，为业务开展制定规范。

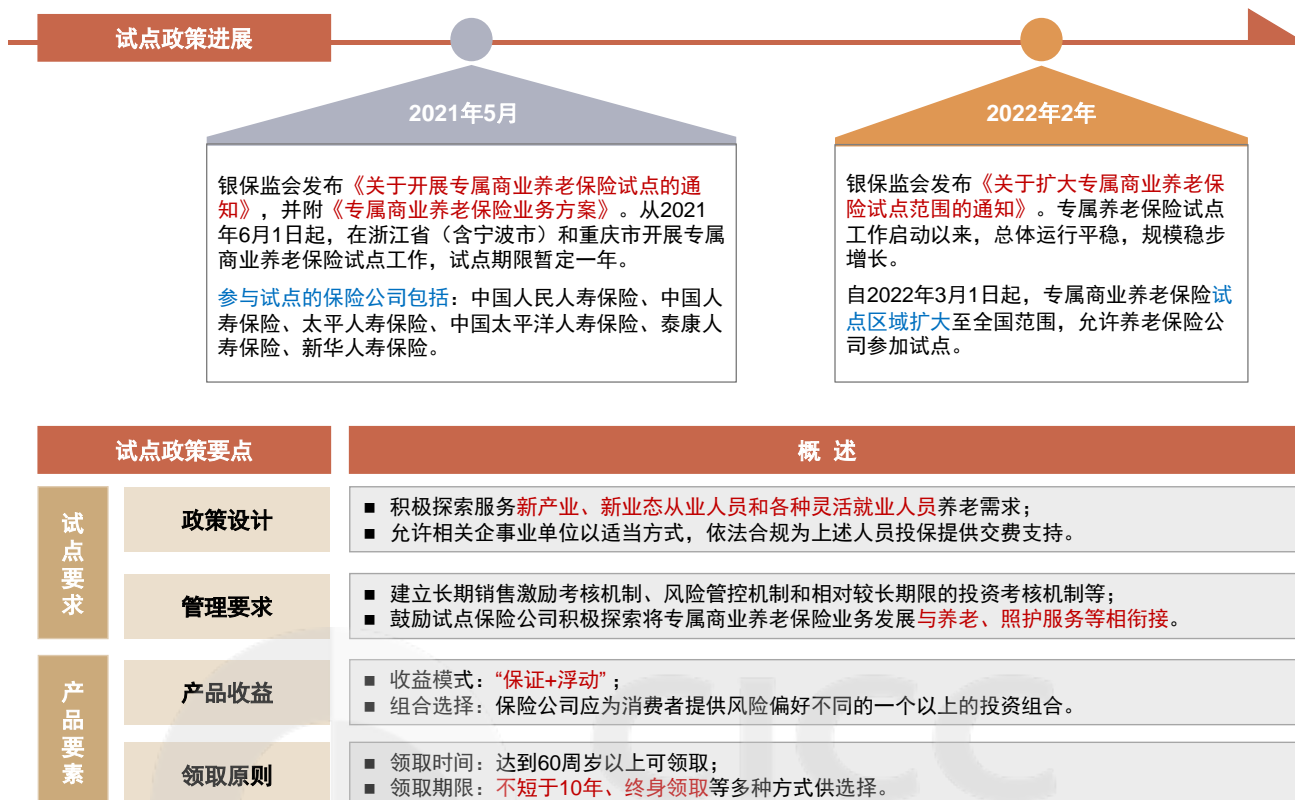
试点运行平稳，参与范围扩大。相比普通商业养老保险，专属商业养老保险对灵活就业人员更加友好，具有缴费方式更加灵活、收益模式可转换等特点。试点工作的平稳运行后续发展积累了经验，2022年2月，银保监会发布《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》，将专属商业养老保险试点的区域范围扩展至全国、参与机构范围扩展至各养老保险公司。

银保监会有关部门负责人表示，截至2022年6月末，专属养老保险产品实现保费约22亿元，并呈现出快速增长的趋势³；累计投保件数19.6万件，其中，新经济、新业态从业人员和灵活就业人员投保2.96万件⁴。

³ <http://www.scio.gov.cn/xwfbh/gbwxfbh/xwfbh/38176/Document/1729745/1729745.htm>

⁴ <http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/47673/48587/wz48589/Document/1727514/1727514.htm>

图表 20：专属商业养老保险试点政策进展与产品要点



资料来源：银保监会，中金公司研究部

产品设计：“保证+浮动”的账户制运作，提供多种投资组合

投资组合：分设稳健型、进取型组合，多账户运作，消费者自行决定不同账户配置比例。根据《专属商业养老保险业务方案》要求，保险公司在提供专属商业养老保险产品时，应为消费者提供风险偏好不同的一个以上的投资组合。首批开展试点工作的 6 家保险机构均提供了稳健型、进取型等不同投资组合类型，上述投资组合的差异主要在于保证利率设定、资产配置目标不同。此外，同一保险机构所提供的不同投资组合类型采取多账户制运作，投资者可以自行决定在各账户间的配置比例。

收益模式：“保证利率+浮动收益”模式。专属商业养老保险均采用“保证+浮动”的收益模式，即规定保证利率，并在此基础上享有一定的浮动增值收益。在首批启动试点的 6 家保险机构所提供的专属商业养老保险产品中，稳健型产品的保证利率一般在 2%~3%之间，2021 年的实际结算利率在 4%~6%之间；进取型产品的保证利率一般在 0~1%之间，2021 年的实际结算利率在 5%~6.1%之间。

图表 21：首批开展专属商业养老保险试点工作的机构及其产品信息

机构名称		人民人寿	泰康人寿	中国人寿	太平洋人寿	太平人寿	新华人寿
产品名称		人保寿险福寿年年专属商业养老保险	泰康臻享百岁专属商业养老保险	国寿鑫享宝专属商业养老保险	太保易生福专属商业养老保险	太平岁岁金生专属商业养老保险	卓越优选专属商业养老保险
条款及费率获批时间		2021/7/5	2021/7/8	2021/7/31	2021/8/18	2021/8/18	2021/9/27
缴费阶段		不超过3%	暂定1%，收取比例最高不超过3%	不超过5%	不超过5%；保单服务费每年度不超过0.5%	不超过2%	不超过3%
积累期	保证利率	●进取型：0.5% ●稳健型：3.0%	●进取型：0.50% ●稳健型：2.85%	●账户A：2% ●账户B：0%	●稳健A、稳健B：2.0% ●进取A、进取B：0.5%	●A账户：2% ●B账户：0%	●稳健回报型：2.5% ●积极进取型：1.0%
	结算利率	●进取型：5.3% ●稳健型：5.0%	●进取型：6.1% ●稳健型：6.0%	●账户A：4.0% ●账户B：5.0%	●稳健A：4.8% ●进取A：5.3% ●稳健B：5.0% ●进取B：5.5%	●A账户：4.50% ●B账户：5.35%	●稳健回报型：5.0% ●积极进取型：5.5%
领取期	起领年龄	60岁~	60~85岁	60~100岁	60~80岁	60岁~	60~80岁
	领取期限	●固定期限10/15/20/25年 ●终身领取	●固定期限10/15/20/30年 ●终身领取	●固定期限10/15/20年 ●终身领取	●固定期限10/15/20/25年 ●终身领取	●固定期限10/20年 ●终身领取	●固定期限10/15/20年 ●保证20年终身领取 ●终身领取

资料来源：公司官网，产品说明书，产品条款，中金公司研究部

产品对比：税延养老保险 VS 专属商业养老保险

专属商业养老保险保费收入规模已反超试点三年多的税延养老保险。专属商业养老保险于 2021 年 6 月开启试点，尽管试点时间不长，其保费增长速度却明显超过税延养老保险。税延养老保险的创新之处在于，可以为投资者提供一定额度的税收优惠，但整体来看，优惠力度有限，能够吸引到的投资者群体不够广泛，免税额度计算和操作过程相对复杂。相比之下，专属商业养老保险所面向的投资者群体更加广泛，收费方式更灵活，产品设计相对简化，进取型与稳健型分账户制运作更容易使投资者理解策略运行与配置过程。

图表 22：税延养老保险与专属商业养老保险对比

产品设计对比		税延养老保险	专属商业养老保险
缴费阶段	初始费用	相对较低，在2%以内	相对较高，在5%以内
	交费规则	仅有期交（月度或年度）	趸交、期交或不定期追加交费
积累期	收益模式	分为A、B、C三大类账户，分别采取固定收益、固定+浮动收益、浮动收益模式运作	仅采取固定+浮动收益模式
	投资组合	-	依据投资者风险偏好不同，设置稳健型、进取型产品
	结算频率	周度、月度或年度结算均有	仅有年度结算
领取期	领取年龄	达到国家规定的退休年龄	60周岁以上
	领取期限	固定期限或终身领取	固定期限或终身领取
	领取频率	月度或年度领取	月度或年度领取
其他	税收优惠	EET模式	-

资料来源：银保监会，中金公司研究部

银行系：养老理财持续扩容，特定养老储蓄即将开闸

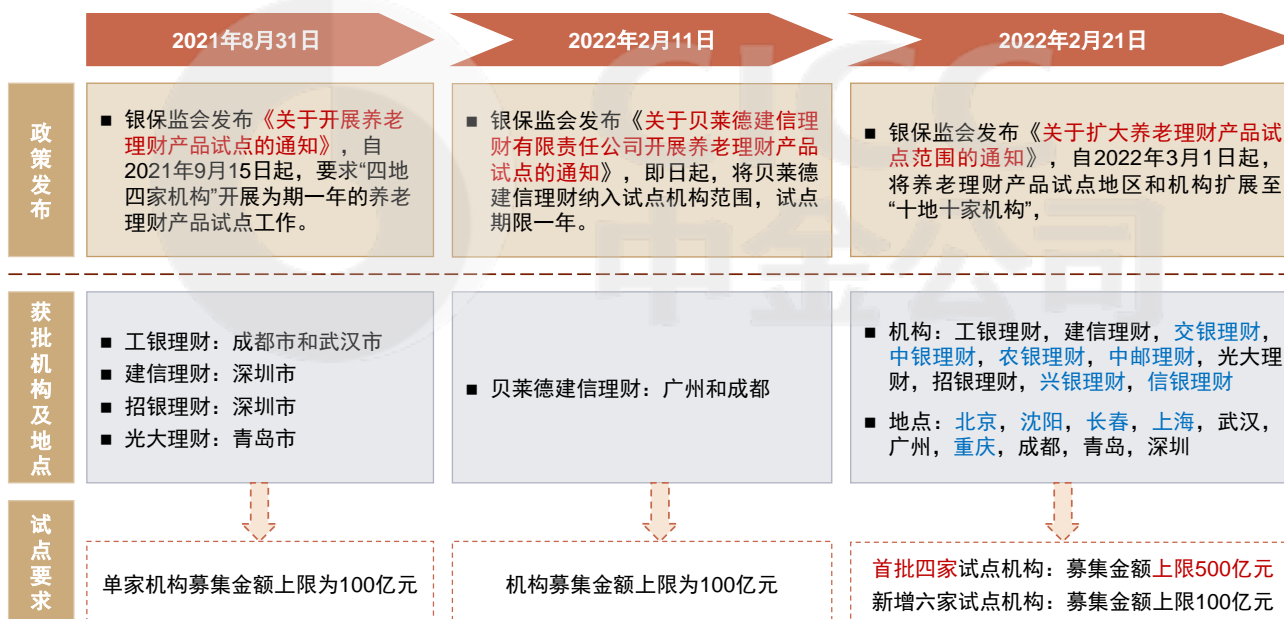
养老理财产品：规模持续扩张，投资周期以五年期为主

政策背景：试点范围由“四地四机构”拓展至“十地十机构”

四家理财子公司获批试点已满一年。2021年8月，银保监会发布《关于开展养老理财产品试点的通知》，批准工银理财于成都市和武汉市、建信理财和招银理财于深圳市、光大理财于青岛市，开展为期一年的养老理财产品试点工作，并规定单家机构募集养老理财产品的规模上限为100亿元。

试点机构与地区范围进一步拓展。2022年2月，中外合资公司贝莱德建信理财也被纳入试点机构范围。随后，在此基础上，银保监会发布《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》，又新增六家理财子公司获批试点，试点地点范围拓展至北京、上海、深圳等十个城市。截至目前，首批四家试点机构的养老理财产品募集金额上限已提升至500亿元，其余机构上限为100亿元。

图表 23：银行养老理财产品相关政策进展与试点要求

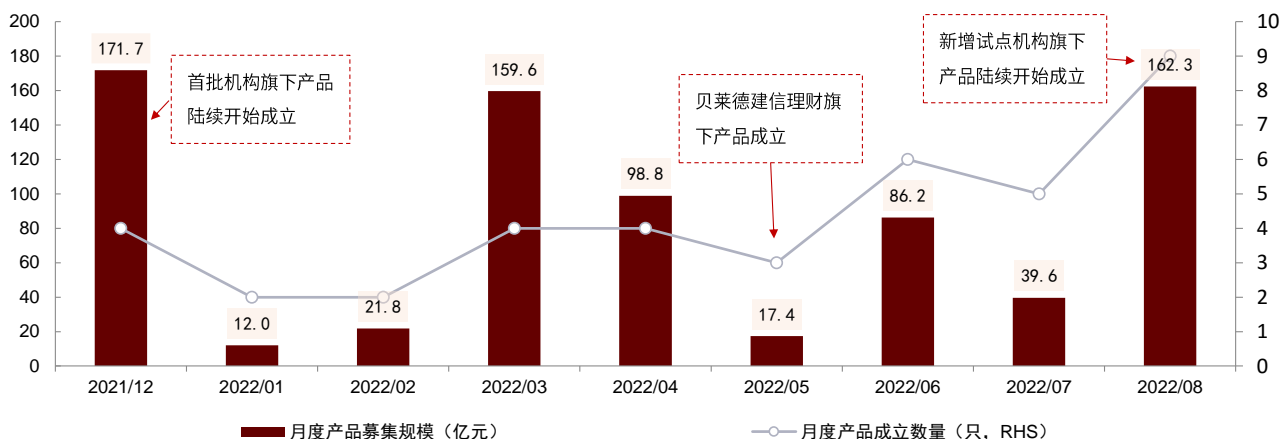


资料来源：银保监会，中金公司研究部

市场格局：迅速扩容，主要投向固收类资产

截至2022年8月末，8家养老理财试点机构共发行39只产品，规模总计785亿元。2021年9月，工银理财、建信理财、招银理财、光大理财获批启动养老理财产品试点工作，同年12月，四家机构各自发行旗下首只养老理财产品，募集规模总计172亿元。2022年2月，贝莱德建信理财获批试点后，旗下养老理财产品于同年5月正式成立。8月，新增试点中邮理财、交银理财、中银理财、光大理财旗下养老理财产品也陆续成立。截至2022年8月末，养老理财产品共计39只，来自8家试点机构，最新规模合计785亿元。

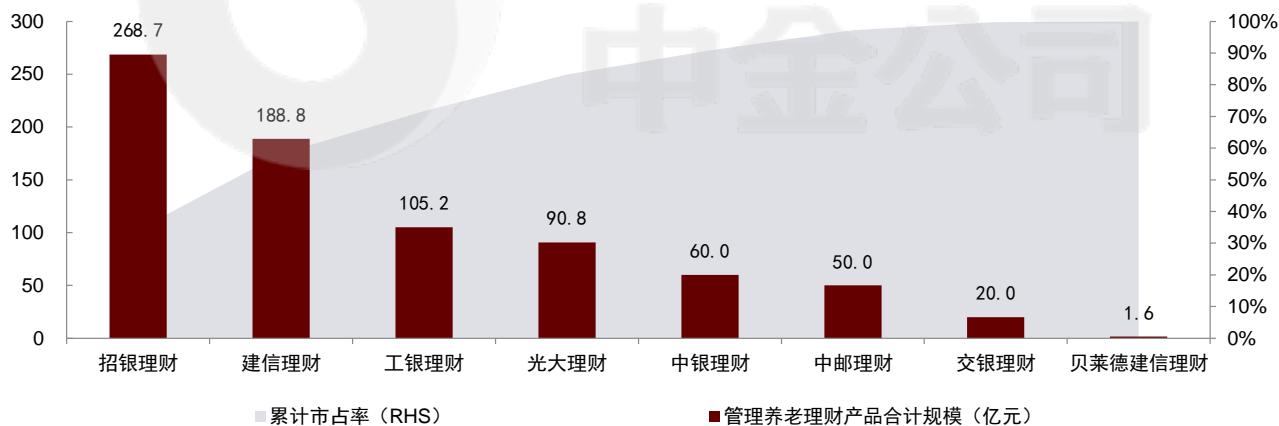
图表 24：银行养老理财产品各月新发数量与募集规模变化



资料来源：普益标准，中金公司研究部；备注：截至 2022 年 8 月末

招银理财、建信理财、工银理财旗下养老理财产品规模率先突破百亿元。截至 2022 年 8 月末，招银理财发行的 5 只养老理财产品合计规模 269 亿元，其中，招睿颐养睿远稳健五年封闭 3 号固收类养老理财产品存续规模接近百亿元。建信理财（189 亿元）、工银理财（105 亿元）管理养老理财产品规模紧随其后，均已突破百亿元。

图表 25：养老理财产品机构竞争格局



资料来源：普益标准，中金公司研究部；备注：截至 2022 年 8 月末

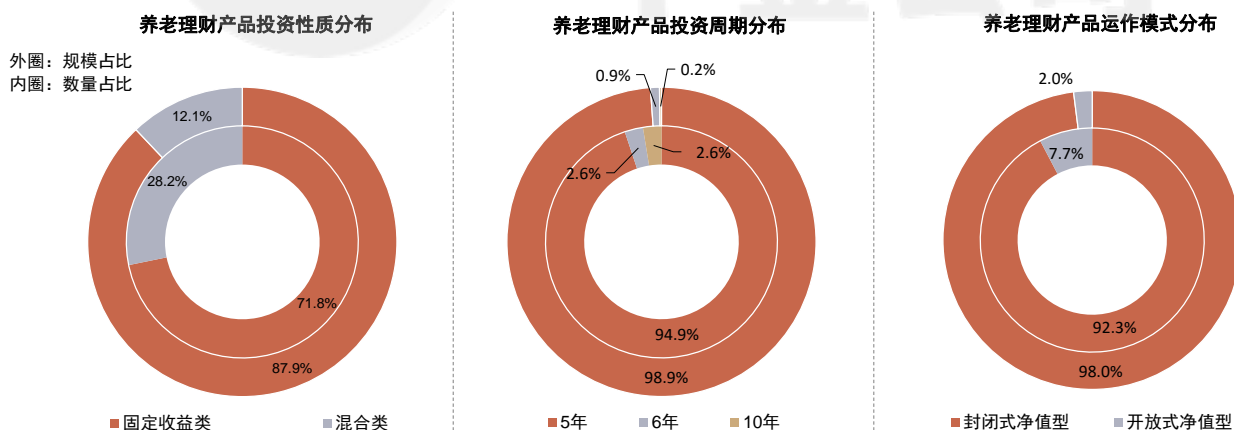
养老理财产品主要投向固收类资产，封闭期以五年为主，采用浮动收益模式，起投金额较低。分投资性质来看，截至 2022 年 8 月末，全市场 39 只养老理财产品中，72%的产品主要投向固定收益类资产（80%~100%）；分投资周期来看，95%的产品约定至少持有 5 年；分运作模式来看，92%的产品为封闭式管理；分起投金额来看，92%的产品 1 元起投，8%的产品 0.01 元起投；产品采用浮动收益模式运作，多数产品的业绩比较基准在 5.5%~8%之间。

图表 26：首批试点机构旗下代表性银行养老理财产品信息

首批试点机构名称		光大理财	建信理财	招银理财	工银理财
首只成立产品名称		颐享阳光养老理财产品橙2026第1期	建信理财安享固收类封闭式养老理财产品2021年第1期	招银理财招睿颐养睿远稳健五年封闭1号固定收益类养老理财产品	工银理财·颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财产品
基础信息	产品成立日	2021-12-15	2021-12-16	2021-12-16	2021-12-23
	产品到期日	2026-12-15	2026-12-15	2026-12-16	2026-12-24
	代销机构	中国光大银行	中国建设银行	招商银行	中国工商银行
	运作模式	封闭式净值型	封闭式净值型	封闭式净值型	封闭式净值型
	募集方式	公募	公募	公募	公募
	风险等级	二级（中低）	二级（中低）	二级（中低）	三级（中）
	收益类型	非保本浮动收益型	非保本浮动收益型	非保本浮动收益型	非保本浮动收益型
	销售区域	青岛市	深圳市	深圳市	武汉市，成都市
	个人投资起点（元）	1	1	1	1
	业绩基准	5.80%	5.80%-8.00%	5.80%-8.00%	5.00%-7.00%
资金投向	固收投资比例	0~80%	80%~100%	80%~100%	80%~100%
	权益投资比例	0~40%	0~20%	0~20%	0~20%
	商品及衍生品投资比例	-	0~20%	0~20%	0~20%
费率结构	销售费率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
	托管费率（%）	0.02	0.02	0.02	0.02
	固定管理费率（%）	0.10	0.10	0.10	0.00

资料来源：普益标准，中金公司研究部

图表 27：养老理财产品主要特征分布



资料来源：普益标准，中金公司研究部；备注：截至 2022 年 8 月末

特定养老储蓄：试点年内启动，存款利率高于五年定存

政策背景：试点开闸在即

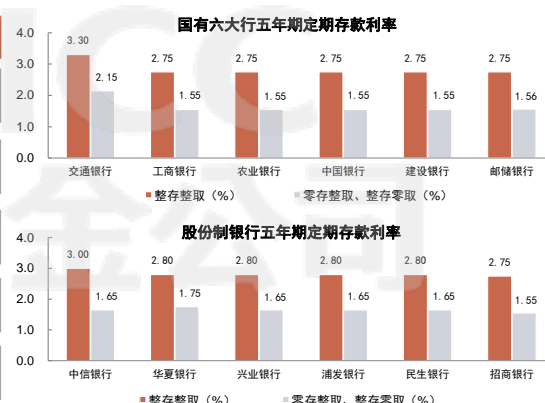
2022 年 7 月，银保监会和人民银行发布《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》，决定自 2022 年 11 月 20 日起，由工商银行、农业银行、中国银行和建设银行于合肥、广州、成都、西安和青岛市开展为期一年的特定养老储蓄试点，试点阶段，单家机构业务总规模上限 100 亿元。

产品设计：存款期限 5 至 20 年，产品利率略高于五年期定期存款利率

特定养老储蓄是一种为养老场景而设计的储蓄方案，存款期限最高达 20 年。据银保监会介绍，于今年 11 月下旬开展试点的特定养老储蓄将分为整存整取、零存整取和整存零取三种类型，期限方面分为 5 年、10 年、15 年、20 年四档。此外，银保监会表示，特定养老储蓄的产品利率将略高于大型银行五年期定期存款的挂牌利率⁵，截至目前，大型银行五年期定存利率（整存整取）在 2.75%~3.3% 之间，五年期定存利率（零存整取、整存零取）在 1.55%~2.15% 之间。

图表 28：特定养老储蓄试点政策要点

试点政策要点		概述
试点要求	试点规模	■ 单家银行试点规模≤100亿元。
	储户要求	■ 储户在单家试点银行特定养老持续产品存款本金≤50万元。
产品要素	产品类型	■ 包括整存整取、零存整取和整存零取三种类型。
	期限设置	■ 分为5年、10年、15年、20年四档。
	产品利率	■ 略高于大型银行五年期定期存款的挂牌利率。



资料来源：银保监会，人民银行，Wind，中金公司研究部；备注：截至 2022 年 9 月 6 日

⁵ <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=1064333&itemId=917&generalType=0>

多维度看国内养老金融产品发展方向

产品设计：明确产品定位，锚定目标客群

明确各类产品风险收益定位及其他要素差异，锚定主要投资者群体。各类养老金融产品在参与要求、产品特征等方面各具特色，如养老目标基金和养老理财无定期缴费和领取期间限制，只需遵从 1~5 年的封闭时间要求，适合对投资灵活性、自主配置自由度有一定要求的客户群体；再如特定养老储蓄与银行五年期定存对标，风险等级偏低，适合对投资稳健性要求较高、对长期投资有包容度的客户，养老目标基金则适合追求一定收入弹性、能够承担一定损失的客户群体等。

图表 29：各类养老金融产品的条款差异对比

对比维度	养老目标基金	税延养老保险	专属商业养老保险	养老理财	特定养老储蓄
参与要求	起投资额	多数1元、10元、100元起投	-	一般月投100元起	多数产品1元起投，少数0.01元起
	缴费方式	-	按年或按月	趸交、期交或不定期交费	-
	封闭时间	1年、3年、5年不等	缴费期间始终封闭	缴费期间始终封闭	多数至少持有5年、封闭式管理
	领取期间	-	达到国家退休年龄后，可采取固定期限/终身领取、月领/年领方式	60周岁以上，可采取固定期限/长期领取、月领/年领方式	-
产品特征	产品线	目标风险基金、目标日期基金两类，投资策略不同	收益确定型（A）、收益保底型（B1和B2）、收益浮动型（C）四款产品，收益模式和结算方式不同	分设稳健型、进取型组合，分账户运作，均为保证+浮动的收益模式	无另设细分产品类型，从资产配置来看可以分为固收型、混合型产品
	收益水平	目标日期基金：2021年收益中位数为4.9%；目标风险基金：2021年收益中位数为4.8%	A款产品固定利率多数3.5%，B款产品保证利率多数2.5%	稳健型产品保证利率2%~3%，2021年结算利率4%~6%；进取型产品保证利率0%~1%，2021年结算利率5%~6.1%	多数产品业绩比较基准在5.5%~8%之间，浮动收益模式运作
	风险等级	中风险或中高风险	中低风险	中低风险	中低风险或中风险
	费率水平	管理费多数在0.5%~1.0%之间，托管费率多数在0.1~0.2%之间	初始费用+资产管理费不超过2%	初始费用在1%~5%左右	托管费率多数0.02%，固定管理费0~0.1%，无销售费率
	产品特色	目标日期策略随着投资者年龄增加而逐渐下调风险资产配置权重	EET模式税收优惠	不定期缴费模式，惠及更广泛的投资者群体，尤其是灵活就业人员	起投资额较低，费率较低
市场运行	试点时间	2018年8月	2018年5月	2021年5月	2021年9月
	最新规模	1057亿元	6.3亿元	22亿元	785亿元

资料来源：银保监会，证监会，Wind，普益标准，各机构官网，中金公司研究部；备注：最新规模数据，养老理财截至 2022 年 8 月末，专属商业养老保险与养老目标基金截至 2022 年 6 月末，税延养老保险截至 2021 年末

图表 30：各类养老金融产品的特征梳理

产品特征梳理	养老目标基金	税延养老保险	专属商业养老保险	养老理财	特定养老储蓄
收益风险等级	☆☆☆☆	☆☆	☆☆	☆☆☆	☆
投资灵活程度	☆☆☆☆	☆	☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆
投资可接受度	☆☆	☆☆☆	☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆☆
产品其他特性	独特的下滑曲线设计，以及优秀的权益资产管理能力	实行EET式税收优惠	交费灵活性优于一般保险产品，适合灵活就业人员	起投资额最低达0.01元，费率优惠程度高	风险等级更加稳健，且产品利率高于五年期定存

资料来源：银保监会，证监会，各机构官网，中金公司研究部

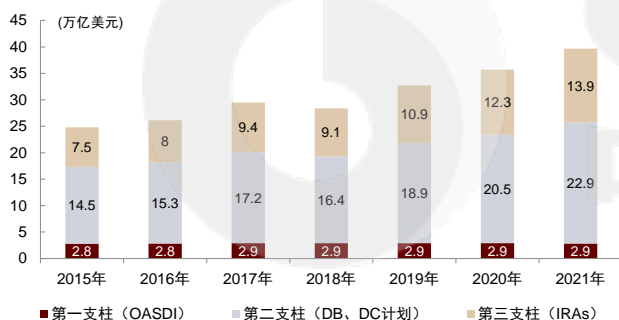
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

税收优惠设计仍有扩大空间。税延养老保险在国内试点效果不符合预期，或主要受到税收优惠政策设计问题的影响。在缴费阶段，1000 元扣除额度上限难以对中高收入投资者形成吸引，加之个税起征点提升至 5000 元使得需纳税人口减少，进一步降低投资者整体参与意愿；在领取阶段，对 10% 的领取额度收取 75% 的个人所得税又很可能超出了低收入群体本应缴纳的税收额度，使得投资者难以真正享受到税收优惠。综合来看，税收优惠政策和政府财政补贴依然是养老第三支柱发展的重要助推剂，从税延养老保险试点实施经验来看，税收优惠政策力度仍可进一步增加，以满足更广泛投资者的期待。

机构禀赋：把握自身禀赋，机构各有所长

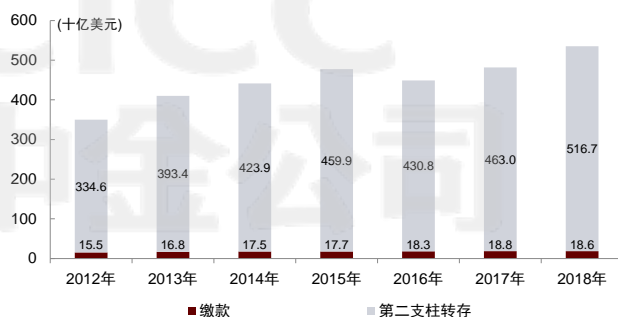
银行：把握渠道优势，实现储蓄存款向理财产品引流。ICI 与 SSA 数据显示，美国第三支柱 IRAs 账户在养老金体系中的规模占比达到 30% 以上，其中，多数的增量资金源自第二支柱（占比 50% 以上）的资金转入。结合我国国情，居民金融资产当前仍然以储蓄存款为主，第三支柱规模的增量资金很可能首先源自储蓄存款的转入，而银行把握着渠道优势，可以着重实现居民储蓄存款向养老理财、养老储蓄类产品的引流，在我国养老第三支柱发展初期相对占优。

图表 31：美国养老金体系各支柱规模变化



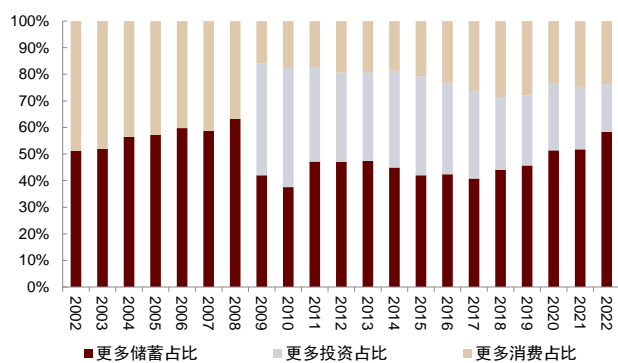
资料来源：SSA, ICI (2022 Investment Company Fact Book), 中金公司研究部

图表 32：美国传统型 IRAs 增量资金来源



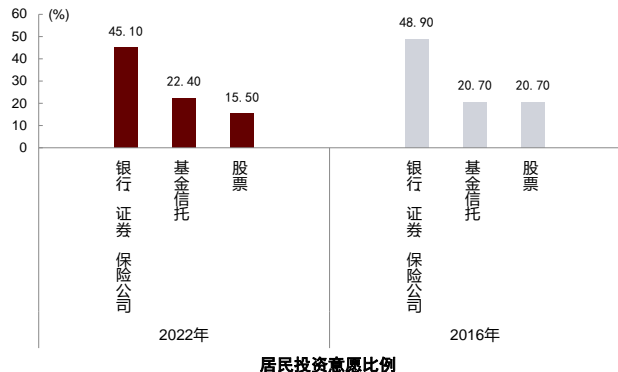
资料来源：ICI (The IRA Investor Database), 中金公司研究部

图表 33：多数居民储蓄金额高于投资和消费



资料来源：Wind, 央行城镇储户问卷调查报告, 中金公司研究部；备注：截至 2022 年 6 月末

图表 34：近年来居民投资意愿比例变化较小



资料来源：Wind, 央行城镇储户问卷调查报告, 中金公司研究部；备注：截至 2022 年 6 月末

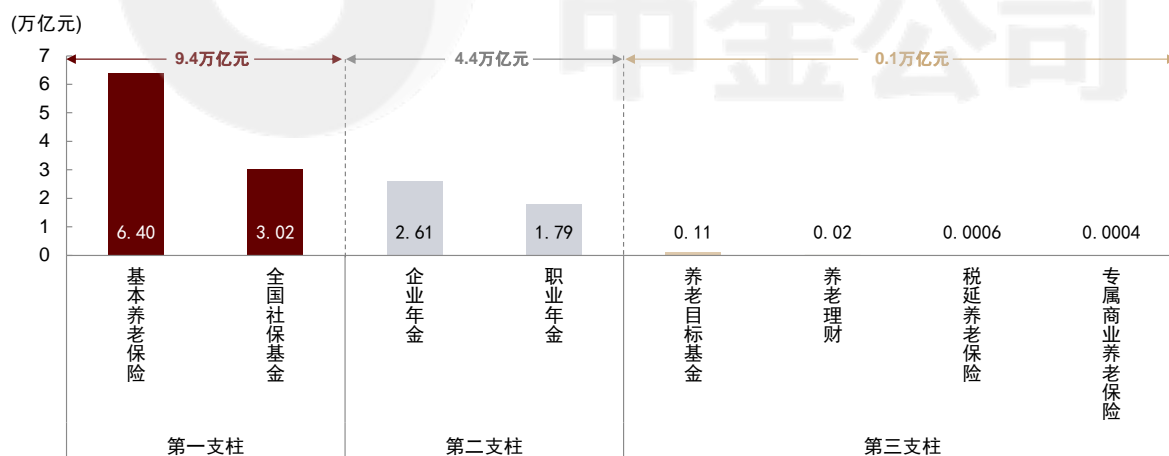
保险：作为养老产品管理领域先行者，充分利用长期养老保险运作与管理经验。保险公司介入养老市场相对较早，商业养老保险运作与管理经验丰富。在如今的养老金融场景下，或可在长期养老产品管理经验与广泛的养老客户群体的基础之上，加大产品创设与开发力度，提升投保与退保灵活性，进一步缔造产品优势，提升吸引力。

公募基金：权益资产管理优势突出，中高风险产品或成为难以替代的资产配置工具。不论是养老储蓄、银行理财还是养老保险类金融产品，底层资产多数均以固定收益类资产为主。公募基金具有长期良好的权益资产管理能力，而权益资产也是居民资产配置中的重要变量，随着个人养老金账户逐步落地，投教覆盖面提升，以及居民收入水平的不断提高，投资者对权益资产的配置需求也会逐步增加，公募基金公司在养老金融产品中的优势将会逐渐凸显。

市场格局：产品创新迭出，静待市场扩容

市场扩容可期。当前我国养老金体系结构相对失衡，第一支柱占比较高，第三支柱发展滞后，截至 2021 年末，第三支柱在养老金体系中规模占比不到 1%。在《全球视角：个人养老金的未来》⁶中，中金策略组从全球实践出发，通过年龄结构、预期寿命、收入水平、资产配置、金融发展、投资收益、公共养老金、税收优惠、转换机制等九大因素建立宏观量化模型，预测 2032 年，个人养老金绝对规模或可突破 5 万亿元；在《个人养老金 2030：第三支柱的五大猜想》⁷中，中金非银组基于参与人数、缴纳金额、投资收益等维度，预测截至 2030 年，个人养老金或将迎来 1~3 万亿元增量资金。综合来看，上述测算均显示出，我国个人养老金规模或将在 10 年内达到万亿元级别，市场扩容可期。

图表 35：我国养老三支柱体系结构



资料来源：人社部，Wind，银保监会，中金公司研究部；备注：截至 2021/12/31，养老理财仅统计实际募集规模

公募养老目标基金增长潜力较大，随投教普及，目标日期基金或超过目标风险基金市场容量。在养老金融产品发展初期，银行凭借其渠道优势较易获得更多的增量资金流入，安全性、稳健性相对更高的养老理财产品、特定养老储蓄规模扩容或较为迅速。随着投资者教育以及投顾服务的普及性增加，投资者对于风险资产的配置偏好或可提升，对相对复杂的产品投资策略也会

⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/68vf-H5pPB7Y0Gz29YWmQ>

⁷ <https://mp.weixin.qq.com/s/hxaWoGQD1KcAFJDTkrddOQ>

有更高的接受度和认可度，公募基金旗下的养老目标产品以及其他风格清晰、运作安全、成熟稳定的基金产品有望在个人养老金账户中占据较多份额。具有一站式配置功能、权益资产配置比例动态调整的目标日期基金未来增长潜力较大，规模或将反超养老目标风险基金。

产品创新迭出。良好的养老金融环境是第三支柱制度落地的重要基础，政策指引下，各类机构基于自身优势不断开发创新型养老金融产品。多元、丰富、各具特色的产品类型或将满足投资者日益增长的差异化养老理财需求，也为个人养老账户的投资提供多样化的配置工具，助力养老第三支柱相关制度的顺利推行。此外，相关养老金融服务趋于完善，养老理财投顾服务、默认投资品种设置，以及其他养老金融配套服务的创新或也将成为新的发展方向。



作者信息



胡骥聪

SAC 执证编号: S0080521010007
SFC CE Ref: BRF083
jicong.hu@cicc.com.cn



李钠平

SAC 执证编号: S0080122070045
naping.li@cicc.com.cn



刘均伟

SAC 执证编号: S0080520120002
SFC CE Ref: BQR365
junwei.liu@cicc.com.cn



王汉锋

SAC 执证编号: S0080513080002
SFC CE Ref: AND454
hanfeng.wang@cicc.com.cn



CICC
中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号
平安金融中心 72 层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号
丸の内二重橋ビル 2 1 階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560