

行业研究专题系列

我国养老金融的发展分析

邹继征 高级研究员

主要观点

- ➡ 我们国家处于全球规模最大、速度最快、持续最长的老龄化过程。大力发展养老金融，是在传统养老方式面临挑战的背景下，拓展新的养老模式、满足老年人多元化养老方式的必由之路。
- ➡ 养老金融是为满足全体社会成员养老需求而开展的各种金融活动的统称，包括养老金金融、养老金融和养老产业金融。
- ➡ 目前我国养老金融发展还处于起步阶段。发达国家大都构建了相对完善的养老金体系，并与资本市场很好地结合。
- ➡ 我国养老金融的发展将重构养老金体系，夯实老年群体养老金收入；合理引导市场投资，增加老年财产性收入；扶持养老产业金融，创造良好的养老生活环境。

目 录

一、我国养老金融发展背景与内涵	3
二、我国养老金融发展现状	4
(一) 政策体系不断完善	4
(二) 养老金融产品逐步多元化	5
三、我国养老金融发展前景与需要应对的问题	13
(一) 我国养老金融的前景	13
(二) 我国养老金融发展面临的问题	15
四、养老金融发展的国际经验借鉴	20
(一) 养老金体系完善且管理科学，提供有效的收入保障	20
(二) 产品类别丰富多样，有效满足养老金融服务需求	21
(三) 融资渠道畅通，推动养老产业快速发展	22
五、我国养老金融发展的趋势	23
(一) 养老金体系将重构，夯实养老金供给基础	23
(二) 创新养老金融，增加老年财产性收入	25
(三) 扶持养老产业金融，创造良好的养老生活环境	27
(四) 养老金融将更加关注普惠性、长期性、稳定性	28
(五) 养老金融更加注重安全性	29

一、我国养老金融发展背景与内涵

在经济和社会发展的推动下，我国养老事业取得了长足发展，但快速的老龄化发展，又对我国养老金体系和老年人经济保障带来诸多挑战。应对老龄化离不开金融的媒介融通作用，通过金融工具和技术更好地增加养老供给，是在传统养老方式面临挑战的背景下，拓展新的养老模式，满足老年人多元化养老方式的必由之路，因此，大力发展养老金融日益成为社会各界关注的焦点。

传统的养老金融概念主要局限于养老金及其资产运作领域，其实涉及养老供给的其他领域如养老产业、养老服务等也都离不开金融的支持，尤其是在老年人养老需求不断增加的背景下，通过金融的支持推动相关产业和服务的发展，显得尤为重要。本文在已有研究的基础上，将养老金融的概念界定为满足全体社会成员养老需求而开展的各种金融活动的统称，包含三个方面的内容：一是养老金金融，主要是养老金制度安排和养老金资产管理；二是养老金融，指的是金融机构围绕老年人财产管理需求而进行的相关金融服务；三是养老产业金融，即金融支持养老产业投融资及其发展过程的金融活动。这三个方面都是养老金融的有机组成部分，体现的是金融活动与养老供给之间的互动功能。养老金金融和养老金融更多体现的是养老资产的管理，提供的是老年人的经济支持，既包括政策性的养老金，也包括自我主导的养老理财等相关的养老储备活动；而

养老产业金融则更多体现的是养老生活需求的供给，提供的主要是老年人的生活支持，包括养老基础设施等硬件以及养老照护服务等软件的供给。

二、我国养老金融发展现状

（一）政策体系不断完善

近几年，国家逐渐加大对养老服务业的扶持力度，养老金融作为养老服务业中的重要一环，也日渐受到关注，相关政策纷纷出台。

在2016年之前，国家在各类养老产业政策和规划中，并没有单独对养老金融进行明确定义，只是相关内容有所涉及。如2011年国务院印发的《社会养老服务体系建设规划（2011—2015）》，2013年国务院发布的《关于加快发展养老服务业的若干意见》，2015年民政部等十部委《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》等，一系列文件均鼓励和引导各类金融机构积极参与和支持养老服务业发展，加快金融产品和服务创新，但尚缺乏单独针对养老金融进行明确界定和具体规划。

直到2016年3月，人民银行等五部委联合发布的《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》，才从国家层面第一次对养老金融具体内容进行明确表述，对各个金融行业如何参与养老服务，如何建设促进居民养老的多层次金融组织体系进行了统筹设计。

（二）养老金融产品逐步多元化

在政策鼓励和支持下，金融机构加快在养老金融领域的探索和创新，银行、保险、信托、基金等机构逐渐提供更加丰富多样的金融产品，养老金融服务内容不断丰富。

1、专业化的养老金融产品不断丰富

（1）银行业

银行业具有最为广泛的客户群体，也是我国居民在养老方面信赖的金融机构，在养老金融产品上有以下类别：

a、养老储蓄产品，即以养老为目的的存款，是我国居民最普遍的养老理财方式，具有低风险、收益稳定、操作简便等特点。清华大学、同方人寿推出的《2016我国居民退休准备指数调研报告》指出，六成以上受访者将银行储蓄作为主要的退休收入来源。

b、养老理财产品。截至2015年末，商业银行养老理财产品累计销售超过千亿，发行银行有上海银行、我国建设银行、交通银行、兴业银行、光大银行以及部分城商行等。

银行养老理财产品可以分成三大类，第一类是针对单独的养老客户群体，比如为持有养老专属银行卡的老年客户或在银行办理企业年金、养老金业务的职工群体提供专属性质的理财产品；第二类，仅重点面向企业年金等养老金客户以及薪酬福利客户、公团险客户等机构类客户，满足此类客户资金管理需求；第三类，客户群体不

限定，仅是带有“养老”字样的普通银行理财产品。

c、住房反向抵押贷款，是一种以住房为抵押的商业贷款，主要客户群体是有住房产权的老年人，目的是满足老年人的融资需求，解决养老资金短缺难题。截至目前，国内仅有少数商业银行提供住房反向抵押贷款业务，譬如2011年中信银行率先在北京、上海等地开展“养老按揭贷款”，2013年兴业银行在“安愉人生”的基础上也推出了“以房养老”业务，上海银行同年也提出探索“倒按揭”的养老金融产品。

d、养老专属银行卡，主要有两个类型。第一种，根据人社部2011年发布的《关于社会保障卡加载金融功能的通知》，银行向社会保障卡持有人提供的专属卡片，除了具有信息记录、信息查询、业务办理等传统社会保障卡功能，还可以提供现金存取、转账、消费等金融功能。第二种，银行向老年客户群体提供的专属卡片，譬如我国银行的常青树借记IC卡，上海银行的美好生活卡等。以上两种卡片，银行一般都给予费用优惠，减免开卡工本费、年费、小额账户管理费等相关费用。

（2）保险业

2014年8月，国务院发布了《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》，明确了保险业在完善多层次社会保障体系中的定位，把商业保险建成社会保障体系的重要支柱，创新养老产品和服务。一直

以来，保险业持续在个人养老金融领域进行深入的挖掘和实践。

a、商业养老保险，是指商业保险机构提供的，以养老风险保障、养老资金管理为主要内容的保险产品或服务，是养老保障体系的重要组成部分。由于我国居民退休收入主要依靠政府主导的基本养老保险、缺乏税收激励等因素，居民在个人商业养老保险方面投入严重不足。。

2017年6月，《关于加快发展商业养老保险的若干意见》发布，提出鼓励发展商业养老保险的多种措施，譬如鼓励支持商业保险机构创新商业养老保险产品和服务、投资并促进养老服务产业发展、推进商业养老保险资金安全稳健运营、提升管理服务水平等。

b、住房反向抵押养老保险，为有房产但养老资金短缺的老人提供了一种新的养老融资途径，与银行提供的住房反向抵押贷款类似，同样增加了老年人的养老选择，满足了老年人居家养老和增加养老收入两大核心需求，尤其适合中低收入家庭、失独家庭、“空巢”家庭及单身高龄老人。

c、养老保障管理产品，根据保监会规定，是指养老保险公司或者养老金管理公司作为受托人，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，发行的相关金融产品。

目前具有养老保障管理业务资格机构共有6家养老险公司和建

信养老金管理公司。目前，保监会并未对外披露养老保障管理业务的详细情况，根据各家管理人官网的年度信息披露报告数据，截至2016年底，全市场养老保障管理产品的规模已超过1200亿元。

（3）信托业

信托业在养老金融方面刚刚起步，部分信托公司开展养老信托业务。信托在养老方面具有其他行业不具备的优点，比如可以保证资产隔离、实现养老特定目的、投资范围广泛等。

养老信托，可以看做信托机制在养老领域的应用，是委托人将资产委托给受托人（国内一般是信托公司），受托人对资产进行管理和处分，信托的目的是实现受益人的养老保障，或是为受益人提供养老服务，也可以是将养老资产用于养老产业的投资、开发与建设等。养老信托的概念比较宽泛，从养老的需求端看，涉及养老资产的管理与养老消费服务，可以分为养老金融信托、养老消费信托等；若是从养老产业供给端看，涵盖养老医疗服务提供、养老社区建设或养老基础设施建设等，可分为养老地产信托、养老基础设施信托等。

目前，养老信托在国内刚刚起步，市场上相关产品供给较少，仅有中信信托、外贸信托等公司的数个产品。中信信托推出的中信和信居家养老消费信托产品，门槛较低，针对居家养老客户，可提供健康数据管理、紧急救援等服务，产品期限仅为一年，缴费有1万、2万、3万等几种，分别享受对应级别服务。外贸信托则是与兴业银

行共同推出“安愉人生”养老金融信托，最低门槛高达600万元，目标客群是私人银行高端客户，受益人首先必须是老年人，通过信托制度安排实现养老保障和财富传承的目的。

（4）基金业

近年来，基金行业在服务养老方面也进行了积极探索：一方面，早在2006年，汇丰晋信发行了我国首只具有养老属性的混合型目标日期基金，随后大成基金、工银瑞信也发行了混合型和债券型目标日期基金。另一方面，2012年天弘基金推出了我国首只养老主题基金——天弘安康养老混合型基金，随着养老主题持续升温，养老主题基金发行逐渐增多，截至2016年年末，市场上共有9家基金公司发行了13只养老主题的公募基金，基金资产净值总额达到142.99亿元。

2016年3月，《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》首次提出：大力发展养老型基金产品，鼓励个人通过各类专业化金融产品投资增加财产性收入，提高自我养老保障能力。这是在国家层面首次提出养老型基金的概念，此后对于基金参与养老，基金行业及相关部门进行了深入研究，2017年5月，《养老型公开募集证券投资基金指引（试行）》征求意见，意味着真正的“养老型”基金即将诞生。“养老型”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。

养老型基金指引试行初稿，分别对养老型基金的立法依据、产品定义、产品类型、投资策略、投资比例、子基金要求、基金管理人 and 基金经理要求、运作方式和费用、销售适当性、存量产品变更等多个方面做出了详细规定。指引初稿仅是征求意见状态，未来有可能进一步完善。

当前，基金行业提供的“养老”基金，可分为生命周期基金和养老主题基金，数量和规模相对较小。按照指引的规定，未来基金名称中已经包含“养老”字样的公募基金，如果其投资运作、风险控制等不符合指引要求，则基金管理人应当履行程序修改基金名称；存量基金产品符合审核政策要求的，履行程序后可变更为养老型基金。

2、提供便利性的金融服务

（1）金融机构实体网点布局优化和改造

中老年客户普遍有着身体移动能力弱、收入来源单一、偏好低风险储蓄、缺乏金融知识等特点。以银行为代表的金融机构率先优化营业网点布局，围绕中老年人口集中的社区建设社区银行、养老支行等，提供专属养老金融服务产品和方案。部分银行结合老年客户特点，对网点或社区银行进行适老性改造，采用更加符合老人需求的柜台、座椅、便利设施方面，优化业务服务流程，打造养老专属网点。

（2）提供便利性的网上银行、移动支付服务

随着“互联网+”时代来临，老年客户对手机的接受度不断提升，对办理金融业务的渠道偏好也逐渐由线下向线上迁移，同时老年人使用移动支付的比例不断提高。

上海银行综合考虑老年客户的实际需求，在2016年8月推出专为老年客户量身定制的“美好生活版”手机银行。与普通版手机银行相比，“美好生活版”手机银行具有“资金安全转不走”、“操作便捷易上手”、“超大字体轻松用”、“专属优惠全拥有”等四大特点及优势，解决了老年客户在使用手机银行所担心的“不安全”、“不会用”、“不方便”等问题。

（3）养老综合金融服务

商业银行在养老金融的探索和创新中更进一步，将涉及个人养老的金融服务产品进行整合，形成养老综合金融服务方案，扩大养老金融的内涵和外延。银行对内整合集团资源，研发符合老年需求的银行卡、理财产品、商业保险等金融产品；对外借助养老服务公司，将养老客户增值服务内容外延，围绕生活缴费、健康管理、旅游休闲、医疗挂号等搭建综合化的养老服务平台。

一些商业银行推出针对老年客户群体的综合金融服务方案，充分考虑老年客户金融投资理财的安全性及业务办理的便利性，提供专属理财产品、专属储蓄存款、便利结算和优惠资费等内容；在增

值服务上，分为老有所保、老有所医、老有所乐、老有所养、老有所为五个板块构成，包含老年保险、健康管理、日常活动、高端异地养老等服务。比如针对老年人健康医疗需求多的特点，推出的专家预约挂号、全程导医、体检等健康服务，以及24小时法律顾问、保险服务等。

3、金融基础服务

（1）介入社会保险、企业年金等业务，建设养老金融基础设施

国内现有从事养老金融服务的金融机构，多数起源于参与社会养老保险、企业年金、全国社会保障基金等相关业务，随后逐渐拓展至养老金融等相关的领域。以商业银行为例，为社会养老保险机构提供代收代付、存款、资产归集等服务，同时为数千万离退休人员提供养老金代发服务——在代发养老金的业务基础上，银行提供养老储蓄、养老理财等产品，扩大养老金融范围。

金融机构在社会保险、企业年金等业务方面深耕多年，拥有丰富的服务经验，特别是在账户管理、资金托管、投资管理、支付结算等专业系统方面投入大量资源，已经基本建成完善的服务平台。以企业年金为例，金融机构特别是商业银行，依托受托管理、账户管理、托管等系统，保障个人的企业年金安全高效的运作，并实现保值增值，同时为个人提供多渠道账户查询、年金领取等服务。

（2）推动老年客户金融教育和权益保护

金融机构一直不遗余力推动居民的金融消费者教育和权益保护，老年客户是重点关注对象。以银行为例，银行利用网点、互联网、微信公众号等各种方式，加大理财产品等新型金融业务的宣传和知识普及。在防范老年人金融诈骗上，根据《关于防范和打击电信网络诈骗犯罪通告》，自2016年12月1日起，个人通过银行自助柜员机向非同名账户转账的，资金24小时后到账。

三、我国养老金融发展前景与需要应对的问题

（一）我国养老金融的前景

养老金融业将是国家金融业的核心之一。未来我国养老金融业将是全球较大的养老金融市场，前景广阔。

目前逐步步入老龄化的我国社会，老年人以房产等低流动性的形式持有很大一部分社会财富，独生、二胎的现状将进一步加剧财富的集中性、降低流动性。太平基金产品管理部副总监张健表示，通过房产养老、政策性租房、住房证券化等方式促进老年人向年轻人的“放贷”，老年人获取养老资金，年轻人获取必要的生产生活资料，将流动性注入实体经济，实现共赢。就传统资本市场而言，可以预见未来养老投资将出现“投资机构化、机构专业化、产品线极大丰富”的特征。

另外，机构投资者在整体研究分析能力、市场咨询的获取和解

读能力都要胜出个人投资者，实践中也被证明在国内主动管理具有超额收益。委托机构进行养老投资会是市场发展方向。机构在各自深耕领域会获得比较优势，机构投资者之间也会形成专业化分工。个人有机会通过FOF、MOM的渠道，获得更专业的投资服务。产品投资范围更广泛，投资策略将更丰富明确。机构可通过目标策略、目标风险等多种策略的养老FOF产品给不同需求的投资者差异化选择。

养老金融对发展我国的养老事业至关重要。从供需的角度来看，整个养老活动可以分为需求端和供给端两个部分，需求端主要是指通过养老保险、转移性收入和家庭资产等方式获得养老资金，而供给端则是使用获得的养老资金购买养老服务。养老金融贯穿了整个养老活动的需求端和供给端，为养老资金的获得和养老服务的提供给予了金融支持。由此可见，养老金融对于我国的养老事业来说至关重要。

根据我国老龄产业发展报告(2017)的预测，2015年到2050年，我国老年人口消费潜力将从5万亿元左右增长到106万亿元左右，占GDP比重从9.3%上升至33.6%。最后，老年人群对于养老投资的意识不断增强，对于养老投资的产品和渠道的多样化要求不断提升。养老投资市场在这方面拥有广阔的发展空间。无论从个体的家庭来讲，还是从国家或者雇主来讲，都有养老金的托管投资问题，如果养老金的托管投资有着比较强的保值增值功能，对家庭个人的理财具有

极好的示范效应和引导作用，养老金储备的规模也会越做越大。相反，如果养老金的托管很糟糕，跟股市一样暴涨暴跌，连最基本的保值都做不到，相信没有人愿意做养老投资。所以养老储蓄、养老投资与最终的养老金投资托管是一体的。不管是公共养老金，还是私人养老金，都是养老服务相关产业的最终支撑，如果养老金储备这个基石不稳，最后的养老就是空中楼阁，“巧妇难为无米之炊”。

过去我们是把养老和金融区分开的，而今天我们越来越清楚地看到，养老和金融是密切相联，没有金融支持的养老不说是寸步难行，至少是步履维艰，我们过去以为存点钱就能养老了，而发达国家是投资养老，我们吸引的外资很多都是其他国家的养老金，这相当于把全世界的一些资源来帮助自己国家养老。其实养老金和资本市场是一个互动的关系，我们的经济发展到今天，不光要生产产品，要关注技术，还要关注金融的稳定，发达国家经验告诉我们，在金融稳定中养老金起了巨大作用，美国股市有将近一半资金是专业财富机构管理养老金，由专业机构打理的长期稳定的养老金才是资本市场的压舱石。不管是从欧美市场、日本市场来看，还是我国包括香港地区的市场来看，都已经出现以养老服务为主营的上市公司，这说明养老服务相关产业是很受资本青睐的，所以过了政府补贴期，相信鉴于市场容量，我国会迎来养老金融市场的一个长足发展。

（二）我国养老金融发展面临的问题

1. 政策和体制障碍制约了养老金金融供给

在养老金制度安排方面，发达国家大多采取政府、雇主和个人责任分担的三支柱养老金体系模式。其中第一支柱为公共养老金，通常由政府主导，财政兜底，目标是提供基本的生活保障，第二支柱是雇主导的职业养老金，雇主和个人缴费积累，国家给予税收优惠，第三支柱则是自愿参加的个人养老金计划，也由国家给予税收优惠等激励。总体来看，发达国家第二支柱和第三支柱发挥着越来越重要的作用。与此相反，我国养老金体系中，由于基本养老金缴费比例过高及缺乏税收优惠激励，第二支柱企业年金制度发展缓慢。截至2016年年底，全国仅有7.63万家单位、2325万人参加了企业年金，参保人数仅为职工基本养老保险参加人数的8.36%。2016年年末，企业年金基金累积结存11075亿元，占基本养老金资产比例为28.71%，人均企业年金资产4.76万元，对于参保职工的养老保障作用相当有限。此外，第三支柱个人税延养老金尚未真正建立，财政兜底的第一支柱基本养老金承担着老年人养老金待遇的绝大部分养老责任，如果长期得不到转变，将给国家财政带来巨大压力。

除此之外，在养老金资产管理方面，养老金保值增值能力弱，缺乏系统有力的投资和保值增值办法。尽管目前全国社保基金、企业年金等通过资本市场运作积累了一些经验，但全国社保基金只是弥补人口老龄化高峰期的社会保障需要，企业年金规模极其有限，

难以形成规模性的有效投资。2015年《基本养老保险基金投资管理办法》的发布，标志着我国养老金资产管理迈上新的台阶，但由于我国基本养老保险基金中，现收现付的社会统筹部分累计结存有限，个人账户虽然是积累制，但由于历史性原因长期被社会统筹账户借用，形成空账，严重影响养老金资产积累，是养老金金融发展必须克服的巨大障碍。

2. 观念和产品限制阻碍了养老金融发展

经过数十年的经济高速增长，我国不少公民积累了可观的财富，在人口老龄化趋势加剧的背景下，金融行业对养老金融服务业务更加重视。但总体而言，我国养老金融服务业还处于起步探索阶段，没有形成新的金融业态。

一方面，养老金融产品没有实现养老金融服务需求导向。在我国，银行、保险、基金等金融机构日渐认识到老年人养老服务具有巨大的市场价值，并根据实际情况，开发了诸多的针对老年人养老的专有金融产品和服务，但这些产品和服务大都是打着养老的旗号而推出的大众化金融产品，往往缺乏长期计划来应对未来养老生活需要，偏离了老年群体的需求导向，大量潜在的养老金融客户的金融资产只能选择低利率的银行储蓄，不仅造成金融资源浪费，还可能因为通货膨胀等带来贬值风险，影响居民养老目标的实现。

另一方面，传统观念的存在很大程度上制约了养老金融的发展。

《我国居民退休准备指数调研报告2013》显示，我国居民退休收入来源渠道单一且十分传统，银行储蓄是应用最为广泛的理财工具。目前，我国储蓄总量位居全球首位，这其中的养老金融产品和服务数量还不太多。储蓄率高而养老金融产品和服务发展不足的重要原因之一是受到传统观念的影响，通过自身储蓄或者家庭养老的方式是我国人养老的重要观念，[4]在这一观念的影响下，宁愿将金融资产存入银行接受相对较低的利率，也不敢承受养老金融市场可能带来的风险。

3. 社会资本参与意愿不足滞后了养老金融发展

我国于21世纪初期前后进入人口老龄化社会，大大晚于发达国家，对养老问题的重视也相对较晚，尤其是传统家庭养老观念的背景下，养老产业相关的需求不高，导致我国养老产业金融发展相对滞后。就养老产业本身而言，一方面，大多数老年人消费能力有限，大众化的养老产业不能定价太高，只能微利经营，而且养老产业一般投资周期较长，对金融机构的吸引力不足；另一方面，我国养老产业处于发展的初期阶段，市场中存在诸多的不确定性因素，对于营利性难以确定，也限制了金融机构的参与积极性。近年来，我国对养老产业金融提供了一些政策支持，比如支持地方政府设立养老产业专项扶持基金，探索PPP支持养老产业发展等模式，但在具体落实层面来看，成效并不显著。

4. 产品供给不足，存在同质化现象

金融机构受制于老年人口和养老服务业提供服务的收益较低，而风险并没有相应降低，使得金融机构在发展养老金融和实现自身商业可持续发展之间缺少好的结合点。金融行业在养老服务方面仅仅处于尝试阶段，参与养老金融的机构非常稀少，因此养老金融产品存在如下两大问题：

第一、产品同质化现象严重。以养老理财类产品为例，每一个行业下的产品差异化不明显。银行提供的养老理财产品，类型非常集中，以保证收益型为主，和银行理财中非养老型产品对比，在期限、收益、投向等方面没有实质性区别。保险业提供的养老保障委托管理产品同样以短期理财为主，各家养老保险公司产品以货币开放性和固定收益封闭型为主。

第二，产品供给不足。人口老龄化的大背景下，老年人口存在巨大的金融需求，但目前金融机构能够提供的相应产品严重不足。比如老年人口现在偏好传统网点、社区银行的服务，但进行适老改造、提供老年专属服务的银行仍是少数。金融机构提供的养老理财产品，以中短期为主，难以满足居民养老的长期需要，同时产品数量、规模较小，和市场巨大需求并不匹配。例如信托业目前仅推出一两款养老信托产品，基金业的“养老型”基金尚在讨论之中，已经推出的“养老”主题基金数量也仅有十几只。

四、养老金融发展的国际经验借鉴

养老业的发展离不开金融媒介融通作用，发达国家进入老龄化的时间相对较早，很早就认识到发展养老金融在应对人口老龄化和发展养老事业中的重要作用。一方面，发达国家大都构建了相对完善的养老金体系，并与资本市场很好地结合，有效实现了养老金的保值增值；另一方面，发达国家的资本市场相对稳定，种类繁多的针对不同群体需求的金融产品给养老金融服务的发展开辟了道路；此外，为应对老年群体多元化的养老需求而开发的养老产业，在一定程度上也催生了一些满足老年人养老需求的新业态。

（一）养老金体系完善且管理科学，提供有效的收入保障

养老金体系完善程度的一个重要指标就是养老金的可持续性。全球最大的保险公司之一安联针对全球前50大经济体连续多年公布“养老金可持续指数”，这一指数显示了一个规律，可持续性较好的国家大都具有一个共同的特点，即多支柱体系均衡发展，养老金结构更为合理。多支柱的养老金体系的核心内容就是政府、市场和个人责任的合理分担。以美国为例，第一支柱公共养老金提供的是基本的保障，可以提供30%~40%的替代率水平，第二三支柱私人养老金可以提供40%~50%的替代率，三支柱的养老金体系为广大美国国民提供了稳定收入来源。老龄化程度最严峻的国家之一日本的养老金制度也主要由公共养老金制度、企业补充养老金制度和个人储蓄型养

养老金制度三大支柱构建而成，公共养老金提供基础的养老保障，企业补充养老金和个人储蓄型养老金则作为补充养老金弥补基础养老金的不足。其他OECD（经济合作与发展组织）国家也大都建立了政府、市场和个人责任共担的三支柱养老金体系。

除了较为完善的养老金制度体系之外，良好的养老金资产管理则是养老金体系运行的关键保障。从国际养老金资产管理经验来看，规模庞大的养老金资产是资产管理行业的重要来源之一。截至2015年年底，美国有24万亿美元的养老金资产通过市场化运营，占美国当年GDP的145%。作为资本市场重要的机构投资者，美国养老金投资于股票、风险投资（VC）、私募股权投资（PE）等权益类产品的比例高达60%，在支持实体经济发展的同时，也实现了养老金资产的保值增值。

（二）产品类别丰富多样，有效满足养老金融服务需求

通过对老年财富和资产进行投资理财，为老年群体提供金融服务，提高其财产性收入，使其过上体面的老年生活，是养老金融的重要目标。伴随经济社会的发展，老年人的金融需求也日益广泛，除了储蓄、保险等传统业务之外，还衍生了养老理财、遗嘱信托以及“以房养老”等新型业务。在人口老龄化的挑战下，发达国家大都开辟了多样化的养老金融产品和服务满足老年人多样化的养老金融服务需求。在日本，养老金融产品类别多样、覆盖广泛。一方面，

由于一般老年人的家庭收入中年金占据重要地位，日本金融部门根据老年人的需求，开展了类别齐全的与年金相关的各种金融服务，包括年金顾问咨询、年金资产管理等；另一方面，日本金融机构还开发并推广了遗嘱信托等新型养老金融服务产品。日本的养老金融服务具有较强的针对性和有效性，为满足老年人的金融服务需求提供了有效方式。在美国，经过长期不断的实践和探索，也形成了以需求为导向的多样化的养老金融服务产品，其重要代表是共同基金逐步由“产品导向”转化为“需求导向”，更好地迎合了相应群体的有效需求。发达国家养老金融产品大都以需求为导向，开发出种类多样的产品，以满足不同群体的养老金融服务需求。

（三）融资渠道畅通，推动养老产业快速发展

总体来看，发达国家的养老产业体系非常完备，涉及的内容也十分丰富，同时，直接或间接的市场化融资渠道比较畅通，可以为养老产业的发展提供可观的资金支持。具体而言，发达国家除了常规比较发达的信贷、IPO（首次公开募股）、债券融资之外，还开辟了针对养老产业发展的多样化融资手段，包括房地产投资信托基金和私募基金等。在美国，REITs（房地产投资信托基金）是其养老机构和养老社区建设过程中最主要的融资渠道，排名前十位的养老社区中的一半被REITs持有。同时，私募基金也是金融参与养老产业发展的重要手段，2009年，美国著名私募基金公司黑石集团收购一家

养老社区运营商，成为美国第十二大养老社区拥有者。丰富、完备的融资渠道为发达国家养老产业金融快速发展提供了重要保障。

五、我国养老金融发展的趋势

（一）养老金体系将重构，夯实养老金供给基础

在人口老龄化的挑战下，现有的老年收入渠道如劳动收入、代际转移支付等都难以持续得到保障，现代意义上完善的养老金制度就成为老年群体收入的关键渠道。然而我国现有的养老金体系中政府和市场责任分担不明确，导致我国养老金体系长期来看面临不可持续的风险。此外，由于养老金基金没有实现与资本市场的良好对接，导致养老金资产保值增值存在困难。因此，必须重构我国养老金体系，通过养老金有效投资，实现养老金资产保值增值，通过发展养老金金融提高老年群体的养老金收入保障。

1. 定位政府基本养老，发展多支柱养老金

第一，完善政府主导的第一支柱基本养老金，并保证其可持续性。第一支柱的核心在于促进社会再分配，目标是防范老年贫困。我国现有的第一支柱养老金是一种统账结合的模式，但由于历史债务问题没有得到妥善处理，导致社会统筹和个人账户之间原本理想的公平与效率的目标难以实现，形成了无效率的个人账户，必须加以完善。其改革思路是将社会统筹与个人账户相分离，改变原有的

混账管理的弊端，理清两个不同账户之间的功能，明确不同账户的责任主体，将分离后的社会统筹账户作为养老金体系的第一支柱，完全通过现收现付进行社会收入再分配，提供基本生活保障。同时，第一支柱基本养老金必须结合一系列配套措施以保障保基本和可持续发展功能的实现：既要加强基本养老金的征缴管理，实现缴费基数真实化足额化，又要以保基本为目标调整基本养老金替代率，为第二、三支柱养老金发展预留空间。

第二，大力发展第二支柱职业养老金，提高与职业相关的补充养老金收入。第二支柱职业养老金通常采用完全积累的方式，待遇水平依赖于缴费规模及其投资收益，旨在提高退休者的收入水平。目前我国职业养老金包含两个部分：企业年金和职业年金。企业年金是自愿性质的，符合一定条件的企业可以自愿建立企业年金制度，国家给予税收优惠，经过多年发展，受制于各种因素，我国企业年金覆盖面极其有限。2015年《机关事业单位职业年金办法》指出，机关事业单位自2014年10月1日起开始实施强制性的职业年金制度。总体来看，我国企业年金和职业年金覆盖面有限，为扩大第二支柱职业养老金的规模，并根据第二支柱的性质，应将统账分离后的个人账户通过划拨国有资产等渠道做实，可以选择并入第二支柱职业养老金账户，扩大职业养老金覆盖面。

第三，鼓励第三支柱个人税延型养老金发展，进一步拓宽养老

金收入渠道。第三支柱个人税延型养老金在我国目前还处于空白阶段，但发展第三支柱养老金已经成为多方共识。我国可以借鉴美国的IRA（个人退休账户）计划，为鼓励个人更多地为其退休进行储蓄减轻国家未来的养老负担，政府可以提供税收优惠或财政补贴，进一步提高个人养老金收入。

2. 合理引导市场投资，实现养老金保值增值

养老金体系长期可持续发展的一个重要前提是实现养老金资产的保值增值，要实现这一目标，根据发达国家经验，就是要通过养老金资产和资本市场的有效结合，合理引导市场投资，发展养老金融。然而，由于散户居多并缺乏长期机构投资者，我国的资本市场发展不稳定。实际上养老金就是长期机构投资者之一，通过完善的养老金体系中大量的养老金资产可以为资本市场注入长期资本和活力，促进资本市场繁荣，与此同时，繁荣稳定的资本市场又可以更好地保障市场上养老金资产的保值增值。因此，政府应从养老金和资本市场有效结合的视角出发，尽快制定和完善与养老金筹集、投资运行及发放各个环节相关的养老金融法律体系，探索养老金和证券、保险、基金、银行等不同金融形态的结合，促进我国资本市场发展的同时，为实体经济持续提供稳定的资金来源，同时为养老金资产保值增值提供有效保障。

（二）创新养老金融，增加老年财产性收入

财富的保值增值和有效管理是养老金融的重要内容。总体来看，目前由于我国养老金融服务产品创新不足以及国民传统观念的限制，储蓄依旧是大多数国民财富管理的主要方式，能够最大限度保证财富的安全性，却难以实现其保值增值的目标。从国际经验来看，不断创新的养老金融服务是增加老年人财产性收入的重要渠道。面对日益多元化的老年需求，我们必须积极创新养老金融服务产品，逐步转变单纯依靠储蓄管理财富的观念，推动养老金融市场发展，提高老年人的财产性收入。

1. 丰富养老金融产品，满足多元化养老需求

从养老金融服务对象来看，我国中老年服务群体众多，其养老金融市场体量巨大，这些实有或潜在的客户群毫无疑问会对金融机构产生巨大的吸引力。在现有的养老金融服务产品创新性不足、针对性不强的背景下，金融机构应积极借鉴国际经验，充分挖掘不同群体的养老金融潜在需求，不断加强养老金融理论研究和产品创新，将产品目标导向明确指向通过增加老年收入进而提高其老年生活品质上来。其核心是要提高养老金融服务产品的创新性、针对性和有效性，一方面，产品类别要丰富，除储蓄、保险等传统产品之外，应逐步开展养老理财、遗嘱信托、以房养老等新业务；另一方面，产品需要有针对性和创新性，可以通过不同年龄阶段的特性，根据其风险承受能力的不同，创建不同的养老金融产品，满足多元化的

养老金融服务需求。

2. 转变传统理财观念，强化养老金融监管

各金融机构应当积极借鉴国际先进经验，结合老年人多元化的养老服务需求，不断加强优质养老金融产品的开发，有效引导不同年龄阶段的人群改变养老观念，认识到日益深化的老龄化背景下，积极做好养老金融服务准备，不仅通过储蓄，还可以通过证券、保险、基金和信托等新的养老金融服务平台积攒养老财富，提高养老保障水平。同时，在养老金融服务业务不断拓展，特别是互联网金融快速推进的同时，需要着重强化养老金融监管。一方面，要通过金融知识宣传、金融教育等方式提高老年人金融意识和风险防范能力；另一方面，要加大金融诈骗打击力度，营造良好的养老金融发展环境。

（三）扶持养老产业金融，创造良好的养老生活环境

伴随着老年群体多元化需求的增加，旨在实现健康养老、幸福养老的各种养老产业应运而生。由于不少养老产业发展通常开发周期长、资金投入大，利润也相对较低，因此，单纯依靠企业的自有资金往往难以保障养老产业的快速发展，需要通过各方面的投融资支持。

1. 强化养老产业金融的政策支持，提高养老产业建设的吸引力

养老产业服务对象是消费能力相对较弱的老年人，大众化的养

老产业价格一般不会太高，政府也通常对部分养老产业定价进行一些限制，这表明养老产业具有一定程度的福利性特征，这就与商业机构的营利性目标产生一定的偏差。因此养老产业的发展离不开一系列政策支持，比如探索支持地方政府设立养老产业专项扶持基金或引导基金，提供专项支持，给予养老产业发展适当的税收优惠等措施，从而提高养老产业建设的吸引力。

2. 鼓励社会资本参与养老产业发展，拓展养老产业融资渠道

鼓励社会资本、多元化投资主体参与到养老产业建设中是拓展养老产业融资渠道的有力手段。一方面，可以通过完善政府与社会资本合作的PPP模式，引导社会资本参与养老社区、养老机构和照护服务等养老产业的核心领域，改变政府类机构一家独大且低效的局面；另一方面，通过政策优惠，鼓励金融机构加大对养老产业发展的支持力度，同时可以借鉴国际上金融机构发行REITs等多元化融资方式，拓宽养老产业的融资渠道。

（四）养老金融将更加关注普惠性、长期性、稳定性

养老金融本身具有普惠的特征，即可以从金融角度提升社会福利、增强社会保障，向普通居民提供更好、更便捷、更安全的低成本金融服务。一方面，在我国养老保险体制不健全和养老金待遇替代率逐年下滑的环境下，居民的养老金融需求愈加强烈，具有社会普遍性；另一方面，养老是每一个社会成员都要面对的问题，不仅

仅在年老时需要，在其年轻时就需要积极进行养老金融规划。

（五）养老金融更加注重安全性

养老金融的安全性要求体现在两个方面：

一是参与养老金融的资金，关系到居民的养老目标和养老保障，风险承受能力低，必须在保证安全的基础上追求持续稳健增值。

二是养老金融的对私客户，一般以中老年人为主，他们逐渐退出劳动力市场，在经济上主要依赖养老资产，如果不重视安全性，其老年生活可能面临极大风险。此外，我国中老年人金融投资观念相对保守，同时大多缺乏金融知识，容易被误导或进行不理性投资。因此，在监管、金融机构各个层面需要注重金融安全，防止风险事件发生。

免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，我国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归我国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。