

(报告出品方/作者：财信证券，刘鋈、燕轶纯、刘飞彤)

1 引言/研究背景

近 10

年来我国居民家庭资产结构呈现了一定的多元化，房地产投资整体下降较为明显。但目前我国居民的家庭资产结构仍以实物资产

为主、金融资产为辅。实物资产中的

住房、商铺，在居民总资产中的占比仍然较高、约 66%左右；总资产占比约 20%的金融资产中，存款等银行系产品仍是主流。

近年来大类资产、资本市场、产品市场的几个变化是：房住不炒政策基调坚定，房地产政策的边际放松往往是配合、服务于宏观经济发展及政策调整。资管新规发布实施后，银行理财打破刚兑、实行净值化运行，银行存款利率走低甚至出现存款利率倒挂的情况。公募基金 2019

年开始进入发展快车道，基金总数和规模再上新台阶，新类型、新主题公募产品不断出现。保险尤其是寿险产品结构出现了一定变化，偏储蓄型的产品份额占比有所提升，保险+养老社区的产品形式/运作模式正稳步发展。信托领域的养老产品虽发展较缓慢，但也逐渐演化出养老理财信托、养老消费信托等五类产品。

近 30

年来，我国的家庭户数增加但户均人口规模下降的线性趋势较为明显，基本生活单位呈现了主干家庭—核心家庭—一代户的路径演变，老年抚养比也在逐年不断攀升，我国居民养老金替代率也还有约 20

个百分点的提升空间。结合目前的居民家庭资产结构以及社会人口结构，在养老的场景需求下，有哪些金融产品可以一定程度上满足养老金融需求，这是我们本篇深度报告想要探讨的核心问题。结合我们的历史研究框架及成果，本篇报告的重点集中于证券投资基金投资领域，报告第二部分对证券投资基金投资领域的产品分类和具体品种进行了详细的研判。银行、保险、信托等其他投资领域的养老金融产品，我们在报告中也作了简单的类型梳理和逻辑分析，仅供研究参考。报告亦呈现了美国、日本、英国等五个海外国家的养老体系构成情况，仅供研究参考。

2 目前我国居民家庭资产结构及社会人口结构的简要分析

2.1 当前资产结构中房地产仍占比较高，金融资产结构较为传统

2.1.1 居民家庭资产结构近 10 年来呈现出一定的多元化

近 10

年我国居民家庭资产配置有一定的多元化发展趋势，房地产投资整体下降趋势明显。根据中国家庭金融调查（CHFS）和 wind 数据统计，2010 年之前房地产大约占居民家庭资产配置的80%左右，2010年开始逐年下滑，2017 年降至近年来最低点（约60%），2018、2019 年该比例又稍有回升。

2.1.2 房地产仍占居民总资产的 66%左右

目前实物资产仍构成居民总资产中的主要部分，其中又以房地产为核心。根据公开查询的最新信息，即中国人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组发布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》：城镇居民家庭资产中实物资产占 79.6%、户均 253 万元；金融资产占比 20.4%、户均 64.9 万元。而实物资产中住房及商铺占比高，总资产占比分别是 59.1%、6.8%。合计计算房地产（住房+商品）占据居民总资产的比例在 66%左右。

2.1.3 银行系产品仍占据居民金融资产中的主流地位

根据《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》统计，2019 年居民家庭金融资产占比 20.4%，分结构看主要以银行理财及信托（占比 26.6%）、银行定期存款（22.4%）、现金及活期存款（16.7%）为主，互联网理财产品、债券、基金、股票等产品配置均低于 6.5%。从结构及数据看，银行系产品仍占据居民金融资产中的主流地位，整体看风险偏好较低，风格较为传统保守。

2.2 家庭/人口结构变化给养老提出新的课题和挑战

目前我国家庭/人口结构的变化主要如下：家庭户数增加但户均人口规模下降；基本生活单位演变，从主干家庭到核心家庭再到一代户；老年抚养比提升。上述变化给养老也提出了新的课题和挑战。

1) 家庭户数增加但户均人口规模下降

家庭户是指以家庭成员关系为主、居住一处共同生活的人组成的户。国家统计局第

七次全国人口普查数据显示：2020 年中国家庭户户数为 49416 万户，相较于 2010 年增加 9264 万户，2010-2020 年的家庭户数年均复合增速约 2.1%，相比 2000-2010 年的年均复合增速提升约 0.7 个百分点。2020 年中国家庭户均规模为 2.62 人，相比 2010 年减少 0.48 人、相比 2000 年减少 0.82 人。

2) 基本生活单位演变，老年抚养比提升

我国基本生活单位的演变路径是：主干家庭—核心家庭—一代户。“主干家庭”是指由父母、有孩子的已婚子女三代人所组成的家庭。“核心家庭”是指由已婚夫妇和未婚子女或收养子女两代组成的家庭。“一代户”指同一辈人居住或单身居住落户的情况。根据

最新发布的中国统计年鉴

，2020年全国“一代户”占比较十年前提升15.3个百分点至49.5%左右。

老年抚养比是指人口中非劳动年龄人口数中老年部分对劳动年龄人口数之比，用以表明每 100 名劳动年龄人口要负担多少名老年人。根据 2003-2020 年的人口普查和抽样调查数据，2005 年以来我国老年抚养比不断攀升，2020 年达 19.7%。

2.3 养老金替代率的探讨

养老金替代率，是指劳动者退休时的养老金额与退休前工资收入之间的比率，是衡量劳动者退休前后生活保障水平的指标。根据国际劳工组织信息，养老金替代率警戒线是

55%。根据世界银行

的建议，70%的养老金替代率是维持退休后生活水平不下降的基

准。目前海外发达国家的养老金替代率大致为 75%的水平（政府提供 40%左右，企业年金和商业养老保险提供 30%左右）。

根据目前业内的普遍认知，我国居民平均养老金替代率在 40%+。我们基于 2021 年全国规模以上企业就业人员年均工资（88115 元/年）和 2021

年全国企业退休人员人均月养老金（2987 元/月）的数据基础，粗估可得 2021 年企业就业人员养老金替代率约为 40.6%。根据国发 2005-38

号文、根据养老金计算公式粗略得出，我国居民养老金目标替代率约为 59.2%。

3 证券投资基金投资领域中养老场景下的产品分析选择

3.1 普通公募基金

普通公募基金在养老场景下怎么作产品选择？我们的核心思路是从中长期风险收益比的角度去考虑和选择。基于有可选产品（如 FOF）以及投资者行为分析等因素，大类资产配置暂不是我们本节讨论的问题之一。

基于中长期风险收益比的角度，普通公募基金的产品选择方向大概有三：1）固收+基金；2）纯债型基金/一级债基；3）指数基金。

3.1.1 固收+基金

本节提到的固收+基金我们作广义理解，按投资类型来区分主要包含三类：偏债混合型、混合债券型二级基金、主要配置债券资产的灵活配置型基金。

3.1.2 纯债型基金/一级债基

纯债型基金、混合债券型一级基金的筛选，重点关注波动回撤控制、绝对收益获取。

3.2 基金中基金（FOF）

3.2.1 公募 FOF 概况

2016 年 9 月中国证监会发布《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》，《指引》明确基金中基金是指将 80% 以上的基金资产投资于经中国证监会依法核准或注册的公开募集的基金份额的基金。基金中基金的英文简称是 FOF（Fund of fund）。截至目前（20220714）全市场共有超过 420 只的公募 FOF 产品（含 C 份额基金），规模合计约 2250 亿元。按照 FOF 采用何种策略为标准，公募 FOF 可以分为目标日期策略 FOF、目标风险策略 FOF 以及其他策略 FOF。目前市场中采用目标日期策略、目标风险策略的 FOF 主要是养老型产品，采用上述两种策略的 FOF 数量占比、规模占比均为 48% 左右。采用其他策略的 FOF 主要是风险平价策略、大类资产配置策略、优选配置策略等。

从基金管理人角度来看，FOF 产品规模超百亿的共有 8 家基金公司，分别是：交银施罗德基金（357.27 亿元）、兴证全球基金（275.60 亿元）、汇添富基金（140.82 亿元）、浦银安盛基金（138.78

亿元)、民生加银基金(134.75亿元)、南方基金(128.69亿元)、广发基金(109.53亿元)、易方达基金(108.76亿元)。上述8家基金公司的FOF产品的规模占比合计超过60%。FOF单只产品规模CR5分别是:交银安享稳健养老一年(006880)、兴证全球优选平衡三个月持有(012654)、兴证全球安悦稳健养老一年持有(012509)、交银招享一年持有A(011605)和浦银安盛嘉和稳健一年持有A(009372),规模合计450亿元、规模占比超20%。其中,交银安享稳健养老一年(006880)是目标风险策略养老FOF,规模215.94亿,规模占比9.7%。基于本报告的养老场景研究背景,我们接下来将重点放在目标日期策略和目标风险策略产品的梳理上。

3.2.2 目标日期策略养老 FOF

1、目标日期策略养老 FOF 特征

一般来说,采用目标日期策略的养老型 FOF 具有以下几个特征:1)目标年份对应的是相应的退休年份;2)时间区间对应的是基金投资者的最短持有时间;3)目标年份之后,养老型 FOF 会转型为一般的混合型 FOF;4)在 FOF 成立后、目标年份到来前,FOF 产品的业绩比较基准水平一般会阶梯式下降,产品的风险收益曲线也逐渐下降。以成立于 2018 年 12 月的银华养老 2035 三年(006305)为例,产品是为在 2035 年前后退休的投资者提供一站式的资产管理服务,2035 年之后该 FOF 将转型成混合型 FOF 产品,三年是指基金投资者的最短持有时间是 3 年。

2、不同目标日期的养老 FOF 分布

目标日期策略的养老 FOF,2025-2060 年均有产品分布、目标日期跨度较大,其中目标日期为 2035 年、2040 年的产品规模较高,最远目标日期为 2060 年品种。

3、目标日期策略养老 FOF 规模 CR5 基金管理人情况简介

目前市场上目标日期策略的养老 FOF 规模最大的基金管理人是华夏基金(31.56 亿元),中欧、汇添富、南方、平安基金的目标日期策略养老 FOF 规模均在 12-15 亿的区间。

1) 华夏基金的目标日期策略养老 FOF 简要分析

华夏基金旗下共有 7 只目标日期策略养老 FOF，目标日期涵盖了现有产品的主流年份（2035 年、2040 年、2045 年、2050 年）并在远期产品（2055 年）领域进行了布局。7 只产品规模合计 31.56 亿元，规模占比较高的是 2040 年和 2045 年品种，规模占比分别是 33.4%和 45.8%。管理 7 只产品的是许利明、李晓易两位基金经理。许利明目前独立管理 2040、2045、2055 品种，管理规模占比 80.3%。李晓易目前独立管理 2035、2050 品种，管理规模占比 19.7%。

从业绩比较基准来看：1) 华夏旗下的目标日期策略养老 FOF 的风险收益曲线下降幅度较缓；2) 下滑曲线值基本以 5 年为一个档位；3) 同样的目标日期产品相比，华夏的产品业绩比较基准更有竞争力。

2) 中欧基金的目标日期策略养老 FOF 简要分析

中欧基金旗下共有 5 只目标日期策略养老 FOF，目标日期按照长、中、短期各选择了一个年份品种，分别是 2050 年、2035 年和 2025 年。5 只产品规模合计 14.46 亿元，规模占比较高的是 2035 年品种，规模占比约 88%。管理 5 只产品的是桑磊、邓达两位基金经理。桑磊目前独立管理 2035、2050 品种，管理规模占比约 96%。邓达目前独立管理 2025 品种，管理规模占比约 4%。

从业绩比较基准来看：1) 目前中欧的目标日期养老 FOF 的业绩比较基准均是基于沪深 300 和中债指数，设定沪深 300 占比 X （即下滑曲线值）、中债指数占比 $(1-X)$ ，即业绩比较基准是 X 沪深 300 + $(1-X)$ 中债指数。从募书看，中欧旗下的目标日期策略养老 FOF 的业绩比较基准变动频率较高：2035、2025 这样的中短期品种自成立时开始下滑曲线值 X 逐年递减；2050 这样的长期品种自成立时起 6 年内（2018-2023）下滑曲线值 X 设定为 80%的定值，但 2024 年开始下滑曲线值 X 也是逐年递减的。

2) 募书中，中欧的目标日期养老 FOF 在明确不同年份的下滑曲线值 X 时，同时也明确了该年份 FOF

的权益类资产投资比例区间。该权益类资产投资比例区间和下滑曲线值 X 同向变动，但该权益类资产投资比例区间跨度相对较大，这给产品的战术资产配置预留了较大空间。以 2035 年品种为例，2025 年时该品种的下滑曲线值 X 是 32.70%，对应的权益类资产投资比例区间是[22.70%,42.70%]，2030

时该品种的下滑曲线值 X 是

21.35%，对应的权益类资产投资比例区间是[11.35%,31.35%]。3) 中欧产品明确了目标日期到期后、基金转型后的下滑曲线值 (X)。中欧的目标日期养老FOF到期后将转型为混合型FOF，但募书中均明确了到期后产品的下滑曲线值 (X)，相关权益类资产投资比例区间也同步明确。

3) 汇添富基金的目标日期策略养老 FOF 简要分析

汇添富基金旗下共有 3 只目标日期策略养老 FOF，目标日期按照长、中、短期各选择了一个年份品种，分别是 2050 年、2040 年和 2030 年。3 只产品规模合计 13.05 亿元，规模占比较高的是 2040 年品种，规模占比约 61%。

管理 3 只产品的是蔡健林、李彪两位基金经理。蔡健林目前独立管理 2030 品种，管理规模占比约 33%。蔡健林、李彪共同管理 2040、2050 品种。

从业绩比较基准来看：1) 目前汇添富的目标日期养老 FOF

的业绩比较基准均是基于中证 800 和中债指数，设定中证 800 占比 X (即下滑曲线值)、中债指数占比 $(1-X)$ ，即业绩比较基准是 X 中证

800+ $(1-X)$ 中债指数。从募书看，汇添富旗下的目标日期养老 FOF

的业绩比较基准维持 3 年变动 1 次的频率。2) 募书中，汇添富的目标日期养老 FOF 在明确每三年变化一次的下滑曲线值 X 时，同时也明确了该时间区间 FOF 的权益类资产投资比例区间。

4) 南方基金的目标日期策略养老 FOF 简要分析

南方基金旗下共有 6 只目标日期策略养老 FOF，目标日期涵盖了现有产品的主流年份 (2030 年、2035 年、2040 年、2045 年、2050 年)。6 只产品规模合计

12.40 亿元，规模占比较高的是 2035 年品种，规模占比约 75%。管理 6 只产品的是黄俊、鲁炳良两位基金经理。鲁炳良目前独立管理 2030、2040、2050 年品种，管理规模占比约 20%。黄俊、鲁炳良共同管理 2035 年品种。

从业绩比较基准来看：目前南方的目标日期养老 FOF 中，2035

年品种的业绩比较基准基于沪深 300 和上证国债，设定沪深 300 占比 X (即下滑曲线值)、上证国债占比 $(1-X)$ ，即业绩比较基准是 X 沪深

300+ $(1-X)$ 上证国债。其他目标日期品种的业绩比较基准基于沪深

300、上证国债和中证港股通指数，设定沪深 300 和中证港股通的合计占比 X (即下滑曲线值)、上证国债占比 $(1-X)$ ，即业绩比较基准是 X (90%沪深

300+10%中证港股通) + $(1-X)$ 上证国债。

5) 平安基金的目标日期策略养老 FOF 简要分析

平安基金旗下共有 4 只目标日期策略养老 FOF，产品以中短期目标日期为主（2025 年、2035 年、2045 年）。4 只产品规模合计 12.27 亿元，规模占比较高的是 2035 年品种，规模占比约 78%。管理 4 只产品的是张文君、高莺两位基金经理。所有品种均为共同管理。从业绩比较基准来看：1) 2025 年品种的业绩比较基准基于沪深 300、中债指数和银行活期存款利率。2) 2035 和 2045 年品种的业绩比较基准均基于中证平安退休宝指数和银行活期存款利率

。平安退休宝指数设定不同的目标退休日期及相应的风险承受水平，在股票型、混合型、债券型、货币市场型基金以及股票、债券等资产配置比例上进行动态调整而形成的指数。

3.2.3 目标风险策略养老 FOF 规模 CR5 情况

目前市场上目标风险策略的养老 FOF 规模超 50 亿元的基金管理人共有 5 家，分别是交银施罗德（215.94 亿元）、兴证全球（114.04 亿元）、汇添富（71.56 亿元）、浦银安盛（68.73 亿元）和南方（59.21 亿元）。

目标风险策略是指基金主要采用目标风险策略来进行投资品种的大类资产配置，一般来说基金会

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。基于目标风险策略应用过程中，基金根据既定的风险预算对投资组合进行目标约束，并根据该风险预算目标来调整组合中各类资产的配置比例，维持投资组合相对稳定的市场风险暴露。

1、交银施罗德的目标风险策略养老 FOF 简析

交银安享稳健养老一年（006880）现有规模超 215 亿元，是目前全市场规模最大的 FOF 产品（全市场规模占比 9.7%），也是交银施罗德旗下唯一一只目标风险策略养老型 FOF（交银施罗德 FOF 规模占比 60%）。该产品是偏债混合型 FOF，业绩比较基准是 20%*沪深 300+80%*中债全价指数，基金份额的最短持有期限是 1 年，基金经理蔡铮。

2、兴证全球的目标风险策略养老 FOF 简析

兴证全球旗下现有 4 只目标风险策略养老 FOF 产品，基金份额最短持有期限分别是 1 年、3 年、5 年，4 只产品有 2 只偏债混合型 FOF、1 只平衡混合型 FOF、1 只偏股混合型

FOF。其中，基金份额最短持有期限 1 年的产品均为偏债混合型 FOF，规模占比约 75.8%。4 只产品的基金经理均为林国怀。

3、汇添富的目标风险策略养老 FOF 简析

汇添富旗下现有5只目标风险策略养老FOF产品，基金份额最短持有期限均为 1 年，5 只产品均为偏债混合型 FOF，产品业绩比较基准均为 25%*中证 800+75%*中债综合指 数，基金经理为蔡健林、李彪。

4、浦银安盛的目标风险策略养老 FOF 简析

浦银安盛旗下现有 3 只目标风险策略养老 FOF 产品，基金份额最短持有期限均为 1 年，3 只产品均为偏债混合型 FOF，产品业绩比较基准均为 20%*中证股票型基金指数 +80%*中证债券型基金指数，基金经理为陈曙亮、许文峰、缪夏美。

5、南方的目标风险策略养老 FOF 简析

南方旗下现有 5 只目标风险策略养老 FOF 产品，基金份额最短持有期限均为 1 年，5 只产品均为偏债混合型 FOF，产品业绩比较基准差异不大，基金经理为李文良、黄俊、鲁炳良。

3.3 管理人中管理人 (MOM)

3.3.1 MOM产品目前概况

目前全市场共有 5 只 MOM 产品正在运作中。从业绩看：1) 绝对收益角度：所有 MOM

产品成立至今均未取得净值正增长；但由于初始策略中已明确权益资产占比较低，创金合信产品在近 1 年多的震荡市中业绩表现相对突出。2) 相对收益角度：5 只 MOM 产品的投资类型 II

分别是偏债混合型 (华夏)、偏股混合型 (建信、招商、创金合信)、

灵活配置型 (鹏华) 基金；以 5 只 MOM 产品的最晚成立时间 20210923

为标准，考察 20210923 至今的产品与可比行业的业绩波动回撤数据，发现 MOM 的同期产品业绩及波 动回撤控制水平整体优于行业。具体分析如下：

①偏股混合型的 3 只 MOM

产品的业绩、年化波动率和最大回撤的同期表现（中值、算数平均、加权平均）均优于偏股混合型基金整体。②灵活配置型的 1 只 MOM 产品业绩不及行业整体，但年化波动率明显有比较优势，回撤控制与行业基本持平；应结合成立时间、建仓期因素综合看到该 MOM 产业业绩。③偏债混合型的 1 只 MOM 产品业绩及波动回撤控制均不及偏债混合型基金整体，但该产品成立至今仅 9 个月，考虑到成立时间以及建仓期等因素，我们认为目前的数据尚不足以说明策略的失效。

3.3.2 养老场景下 MOM的产品优势

1、充分分散资产风险，侧袋机制保护持有人利益

现行 MOM

产品“多元管理、多元资产、多元风格”特征+投资顾问管理单独的资产单元的设计，能够充分分散系统性风险、风格失效风险、策略失效风险、单一管理人风险等。风控层面体现为 MOM 整体风控+资产单元独立风控的多层次体系。MOM 产品均在募书和基金合同中明确公告了“侧袋机制”的设置情况。侧袋机制源于 2020 年 8 月 1

日开始施行的《公开募集证券投资基金侧袋机制指引（试行）》，该指引明确了：①在《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》6 类流动性风险管

理工具的基础上，新增侧袋机制作为公募基金流动性风险管理工具。②2020 年 8 月 1 日

之后新设立的开放式基金

应当引入侧袋机制作为备用工具。侧袋机制的涵义是：在满足法定条件下，将风险资产（如违约债券、流动性长期缺失或无法合理估值的资产等）从基金组合资产（主袋账户）中分离至一个专门账户（侧袋账户）进行处置清算，确保主袋账户的基金资产正常运作。该机制在成熟资本市场应用广泛，旨在有效隔离并化解风险，确保持有人的公平利益。

2、资金承载潜力可能更大

MOM

的产品结构是多个资产单元/策略，通过擅长不同资产类型投研的投资顾问进行管理运作。投资顾问在 MOM

基金确定的仓位和策略下进行本资产单元的独立投资，专注自身擅长的资产领域，利于整合优势领域的投研资源、提高投资运作效率。较一般的公募基金以及 FOF 而言，MOM 一定程度上有更大的资金承载潜力。

一般公募基金的费率结构包括管理费、托管费、申购赎回费、销售服务费等。FOF 基金的费率结构中，还有可能涉及到投资标的基金的二次收费。MOM 产品目前的费率结构与上述产品没有太大差异，且明确了投资顾问费用从 MOM 管理费中列支；目前 MOM 产品的管理费率（1.5%为主）与一般的主动型公募基金基本持平，投顾费用从管理费中列支一定程度上减轻了持有人的费率负担。

3、MOM的资产投资比例限制较少

一般公募基金按照投资类型进行分类，拟购买资产的类型相对来说是较为单一的，且有基金净值比例的限制。FOF 基金亦是，FOF 基金投资于公募基金的比例一般来说不低于基金资产的 80%。相比之下，MOM 产品对拟投资资产的类型和比例限制要少一些，根据管理人差异化的顶层投资理念和投资顾问的操作策略，MOM 的投资灵活度相对更大。

3.3.3 现阶段看 MOM可以作为养老产品选择之一，但性价比短期看可能并不高

作出上述判断我们主要基于以下理由：1、目前 5 只 MOM 已经有 3 只产品变更了基金经理，对于 MOM 产品的基金经理而言，需要有更扎实有效的大类资产配置研究框架和实践去整合不同投顾、资产单元的投资。基金经理变更考验基金管理人内部团队的投资思维一致性、投资策略延续性等。2、MOM 产品的投资顾问费用从 MOM 管理费中列支，影响投顾费的因素有三：一是 MOM 产品规模大小（直接关系到管理费规模），二是管理费中投顾费列支比例（实践看该比例差异较大），三是 MOM 管理费率水平（短期看不会提高管理费水平）。基金规模以及投顾费收取情况，与投资顾问/投资经理的提供的服务内容、频率、水平有一定关系。3、MOM 产品成立时间最短的不足 9 个月，成立时间最长的也仅有 1 年半左右的时间，多资产单元投资管理这样的产品形式，业绩及波动回撤控制可进一步观察（绝对收益和相对收益两个角度）。同时我们也观察到自 2019 年末 26 号文发布后至今，仅有 5 只 MOM 产品成立，从 wind 公布的公募基金行政审批栏目中也没有发现新的 MOM 产品申报。

3.4 基础设施 REITs

3.4.1 我国公募基础设施 REITs 相关政策梳理

2020 年 4

月中国证监会发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》(证监发[2020]40 号) , 该《通知》明确了: 1) REITs 是国际通行的配置资产, 能提升直接融资比例; 2) 能降低债务风险, 是稳投资政策工具; 3) 利于完善储蓄-投资转化机制, 推动基础设施投融资市场化; 4) 引导、强调专业机构参与, 聚焦重点区域、重点行业、优质项目。

3.4.2 目前市场上 REITs 产品简介

在 2020 年 4

月《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》发布前, 我国仅有 1 只公募 REITs 产品, 即鹏华前海 REIT (184801) 。鹏华前海 REIT 于 2015 年成立并上市交易, 封闭期 10 年, 封闭期届满后转型为 LOF 基金;

底层资产是深圳万科前海公馆的收益权, 但投资该基础设施的基金资产仅 50% 左右; 产品的基金份额 0.3 亿份, 上市以来日均成交量 1.58 万份、日均换手率 0.33%; 产品成立以来 (截至 20220713) 年化收益率 5.74%、年化波动率 2.47%、最大回撤-4.13%; 产品成立以来除 2017 年没有分红, 其他年份均有分红、年分红比例均值是 6.05% 左右。

3.4.3 当前政策/制度框架下基础设施 REITs 的产品优势

1、分红的高确定性

制度规定基础设施公募 REITs 收益分配比例不低于基金年度可供分配利率金额的 90%, 分红的高确定性是基础设施公募 REITs 的优势之一。对于运营情况良好、二级市场交易活跃的部分品种, 投资者还能获得“产品净值增长+分红”的双重收益。

2、底层资产-基础设施本身的稳健特性

我国 REITs 的产品框架, 经制度确认为“公募+基础设施 ABS”的基本形式。在现有制度框架下我国的 REITs 底层资产均为基础设施, 相比商业地产等其他类型资产, 基础设施这一类资产的公用事业公益属性明显, 收益相对稳定, 安全性、稳定性更强。从海外成熟市场经验来看, 基础设施 REITs

的流动性也较好，利于完善储蓄转化投资机制。我国的基础设施 REITs 大致分为特许经营权和产权类两类产品。特许经营权类 REITs 的底层资产主要有二，一是公用事业（水务、垃圾处理、电力等）、二是高速公路，虽然公用事业本身政策调整是风险之一，但一般而言该类资产受外部因素影响相对较小。产权类 REITs 的底层资产多为产业/物流园区，该类资产受经济形势、疫情等外部因素影响相对大一些，但由于目前产品的底层资产园区都是在专业机构参与下筛选出的重点区域优质项目，稳定性仍然较强。

3、投资者结构的稳定

在“公募+基础设施 ABS”的产品形式基础上，我国 REITs 制度在投资者方面还明确

了两点：发起人（原始权益人）须持有一定比例的基金份额，且限售期较长（36 个月、24

个月）；原始权益人以外的战略投资者持有的基金份额亦有一定的限售期（12 个月）。从制度和实践看，公募基础设施 REITs

在投资者结构方面的特征如下：①是机构投资者

为主的产品。现有制度框架下公募基础设施 REITs

的公众投资者份额占比普遍较低。②

对原始权益人、战略投资者在持有份额比例和限售期两方面的限制较严。

4、REITs 产品的未来趋势及养老场景下的产品选择

我们认为公募 REITs

产品的未来趋势可能有：1）底层项目资产的范围扩展，可能不局限于基础设施；

底层项目资产的不同，决定了产品稳定性、分红的差异。2）现有产品

的扩募，提升公众投资者份额比例。3）公募 REITs

产品达到一定数量后，可能会出现专门投资公募 REITs 的 ETF/指数产品。

3.5 基金投顾

3.5.1 目前我国养老场景的基金投顾策略/方案多采用 TDF 模式

在国际通行实践中，养老目标基金分为两种，即目标风险基金（TRF，Target Risk Fund）和目标日期基金/生命周期基金（TDF，Target Date Fund）。

①TDF：采用目标日期策略，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。②TRF：采用目标风险策略，根据特定的

风险偏好来设定权益类资产、非权益类资产的配置比例，

常按照某一特定波动率进行资产配置，并采取有效措施控制风险。

我们观察到目前绝大部分养老场景下基金投顾组合策略采用 TDF，如南方基金的司南悦享人生系列、华夏基金的养老智投系列、中欧基金的水滴养老系列、汇添富的添富养老系列等。相对于传统的养老基金产品、养老 FOF 基金等，养老场景下的基金投顾策略/方案的特点在于：1) 投顾服务的体现（代为决策申赎等）；2) 无持有期/锁定期的限制，申赎更为灵活；3) 个性化方案的可操作化，信息披露频率可能更高，调仓情况了解地更为详细等。

3.5.2 银行暂停基金投顾业务，第三方集合特色明显，未来重点在基金公司和券商

2022 年 6

月末，多家银行发布了关于智能投顾的调整公告、暂停智能基金投顾等相关产品的申购业务等。如工商银行发布的《关于终止 AI 投协议的通告》明确了 2022 年 6 月 30 日起终止 AI 投协议并停止申购、调仓服务。

第三方平台，腾安基金（通过腾讯理财通）在 2021 年展业初期有 4

个理财场景及教育、养老 2

个专题的基金投顾策略/方案可选，目前其基金投顾策略/方案全部由具有业务试点资格的基金公司/券商提供（富国、兴证全球、华夏、中欧、交银、汇添富、中金）

。盈米基金（通过且慢平台）的基金投顾策略/方案维持原有的差异化特色。阿里

系的蚂蚁财富平台（帮你投）主要还是基于先锋领航独家量化模型 VCMM

的数个基金投顾策略/方案；阿里系的支付宝（投顾管家）上整合了近 30

家试点机构的基金投顾策略/方案，覆盖面较广。

4 养老场景下银行投资领域的产品简介

4.1 养老理财

4.1.1 目前银行理财产品概况

根据《中国银行业理财市场年度报告（2021

年）》（来源：银行业理财登记托管中心）：1) 2021

年末我国银行理财市场规模达 29 万亿，同比增长 12.14%。2) 保本理财产品规模

从资管新规发布时的 4 万亿压降至 0；同业理财规模降至 541

亿元、较资管新规发布前下降幅度超 97%。3) 净值型产品存续余额约 27

万亿，全市场规模占比约 93%。4) 目前已经批准 29

家银行理财公司的筹建，其中 24 家获批开业；“洁净起步”的理财公司产品

存续规模约占全市场的 60%。参考中国理财网的数据，并从“存续-理财子-公募-

净值型产品-固收类-R1 至 R3”的数据口径看，目前银行理财子发行的风险评级

R1-R3 的固收类存续理财产品中：1) 期限 1 年以上的数量占比 54.2%，期限

6-12 个月的数量占比 21.3%，期限 3-6 个月的数量占比 8.1%，期限 1-3

个月的数量占比 4.5%。2) 期限 1-3 年的产品，业绩比较基准区间大致是 3%-8%；期限 3 年以上的产品业绩比较基准区间大致是 4%-8%。

4.1.2 养老理财产品相关政策

2021 年 9

月，银保监会发布《关于开展养老理财产品试点的通知》，允许四家机构（工银理财、建信理财、招银理财、光大理财）于四地（武汉、成都、深圳、青岛）开展首批试点。2021 年 12 月，四家试点机构首批养老理财产品成功发售。2022 年 2 月，银保监会明确贝莱德建信（首家合资试点机构）参与养老理财产品试点，试点城市为广州和成都。2022 年 2

月，银保监会发布《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》，明确自 3 月 1 日起养老理财产品试点范围由“四地四机构”扩展为“十地十机构”。“十地”：北京、沈阳、长春、上海、武汉、广州、重庆、成都、青岛、深圳。“十机构”：工银理财、建信理财、交银理财、农银理财、中邮理财、光大理财、招银理财、兴银理财、信银理财。

4.1.3 养老理财产品的特征归纳总结

1、普惠性+长久期：产品认购起点低（1

元起），不收取认购费和销售服务费，管理费 0-0.1%/年、托管费 0.015-0.020%/年；目前发行运作的养老理财产品多为 5 年封闭式运作的产品，产品期限相对较长。

2、低风险+业绩基准相对较高：养老理财评级多为

R2/R3，系中低风险等级；产品业绩比较基准多在 5%-8%的区间内，在理财类产品业绩比较基准中处于较高水平。

3、收益平滑机制+摊余成本法估值：养老理财产品设置了特殊的收益平滑基金机制（公募基金无），该机制利于降低产品波动且平衡收益；养老理财产品一般会优先采用摊余成本法进行估值。

4、可投非标，收益增厚的概率提升：银行（理财子）在优质非标的挖掘方面有一定优势，养老理财产品可以投资非标、配置比例在

0-49%区间内，一定程度有利于增厚养老理财产品的收益。

5、有提前赎回机制，产品有一定的灵活性：目前养老理财产品的持有期是 5

年起，但如有重大疾病、购房等情形可提前赎回；各家机构关于养老理财的提前赎回费率规定不一，在产品门槛低、管理费率低的背景下，优质非标挖掘能力、产品

业绩（比较基准）以及提前赎回机制的友好程度，都是产品竞争的优势。

6、分红机制较明确：养老理财产品的现金分红机制较为明确，不同机构的分红频率不一，分红机制主要从两个方向来看，一是产品成立后多久进行首次分红，二是首次分红后的分红频率是怎样（按月/按季/按年）。

4.1.4 目前养老理财产品运作情况

根据中国理财网公开信息，截至2022年7

月13日全市场有27只存续养老理财产品。目前尚有 1

只在售，即工银理财的“颐享安泰固收类封闭净值型养老理财产品”，该产品的销售区域：重庆市、湖北省、深圳市、北京市、吉林省、上海市、四川省、广东省、辽宁省、青岛市。 27

只产品中：1）业绩比较基准方面：大多数养老理财产品的业绩比较基准区间在5.8%-8.0%之间。贝莱德建信发行的“贝安心 2032 养老理财 1 期”业绩比较基准上限是 10%、下限是

5%，这是目前已发行的养老理财产品中业绩比较基准区间跨度最大且同时是基准上限最高的产品。2）投资类型方面：大多数养老理财产品属于固定收益类，如工

银、建信、招银；小部分属于混合类，如光大、建信贝莱德。3）运作模式方面：目前养老理财产品的最低持有期限基本都在 5

年以上，且大多数均为封闭式运作的产品、即产品存续期内不设开放日、不接受新的申购。目前仅有建信理财发行的“安享固收按月定开（最低持有 5

年）”和光大理财发行的“颐享阳光养老理财产品橙 2028”是开放式净值型产品，这样的设计一定程度上利于合理安排资金和久期，流动性方面有一定的优势，但其业绩比较基准可能低于其他产品。

4.2 养老储蓄

4.2.1 养老储蓄相关政策

2022 年 3

月，银保监会、中国人民银行的《关于加强新市民金融服务工作的通知》里就提到了养老储蓄相关内容：“支持商业银行研究养老储蓄产品，探索开展养老储蓄业务试点”。2022 年 3 月以来，北京、深圳、重庆、山东等地在“新市民金融服务”相关政策里也明确了养老储蓄的试点工作。2022 年 5 月 10

日，银保监会发布《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》，《通知》中提到：支持鼓励依法合规发展商业养老储蓄等；符合规定的银行理财、储蓄存款可纳入个人养老金投资范围，享受税收优惠。5

月中旬，银保监会相关部门表示正在会同人民银行研究推出养老储蓄试点，重点包

括：1) 特定养老储蓄拟由工、农、中、建四大行在部分城市试点，单家银行试点规模均为 100 亿、试点期限均为 1 年。2) 试点产品的产品期限拟分为 5 年、10 年、15 年和 20 年四种，存取方式拟分为整存整取、零存整取、整存零取三种。

4.2.2 养老储蓄试点的背景探讨

1、我国人口老龄化趋势明显，社会养老保险+企业/职业年金+个人养老金的养老三大支柱发展极其不均衡，稳健型养老理财需求空间巨大。

2、吸收存款目前贡献了银行负债的 60%左右。相较于证券、基金等金融机构的客户，银行客户风险偏好明显更低；且从银行存款的客户年龄结构看，风险偏好保守的投资者基数也更大。当前储蓄类产品的最长期限是 5 年，更长期限的储蓄型产品能较好地承接养老需求以及涵盖生命周期的养老产品设计理念。

3、养老储蓄产品的风险评级低于养老理财产品，参考养老理财产品试点内容，养老储蓄产品应该也是具有普惠性、低门槛等特征。相对于大额存单、通知存款、协议存款、储蓄国债等其他储蓄类产品/类储蓄产品而言，养老储蓄产品的受众更广、产品门槛更低。

4、特定养老储蓄产品的试点银行是网点数量、客户基础优势明显的工银中建四大行，试点具有较强的可操作性。且养老储蓄产品的期限都较长（5-20 年），对银行来说一定程度可优化负债结构、降低存贷错配等。

4.2.3 养老储蓄产品需关注的问题

从产品设计方面来说，中长期尤其是 10 年以上（含）的养老储蓄产品利率应该需要具备一定的市场竞争力；但又考虑到养老储蓄产品不同于养老理财产品，养老储蓄产品的风险评级更低、也不大可能通过挂钩非标项目来大幅增厚收益，养老储蓄产品尤其是中长期的产品利率可能也难有超预期的表现。

我们认为养老储蓄产品需要关注的问题可能有：

1、利率/定价

目前市面上一般的储蓄/存款类产品最长期限是 5 年，10 年以上产品定价尚无参考。原则上养老储蓄产品的定价可能会略高于同期限普通存款产品；从久期等方面因素考虑，养老储蓄产品的发行频率可能也不会很低。目前已知的公开信息并未明确不同期限的特定养老储蓄产品如何定价。下列产品定价可作一定参考：

1) 定期存款定价：目前定期存款共有 6 个期限品种，分别是 3 个月、6 个月、1 年、2 年、3 年、5 年，期限较长的是 3 年期和 5 年期品种。定期存款利率按照存取方式（整存整取；零存整取、整存零取、存本取息；定活两便）有一定差异。以四大行为例：1) 整存整取：3 年期和 5 年期利率多为 2.75%；2) 零存整取、整存零取、存本取息：3 年期和 5 年期利率多为 1.55%。

2) 大额存单定价：根据《大额存单管理暂行办法》第 6 条，目前我国大额存单共有 9 个期限品种，分别是 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月、1 年、18 个月、2 年、3 年、5 年，期限较长的也是 3 年期和 5 年期品种。按照计息方式分为固定利率大额存单和浮动利率大额存单，固定利率是按照票面年化收益率计息，浮动利率则是以 Shibor 为浮动利率基准计息。较长期限的大额存单实践中可能还存在购买额度问题，当前中长期的 大额存单以 3 年期的居多。大额存单的门槛相对较高，5 年期大额存单的参考利率是 4% 左右。

需要注意的是，定期存款和大额存单的利率是市场化定价，一定程度上也会受到政策影响。如 2022 年 4

月市场利率定价自律机制鼓励中小银行下调存款利率浮动上限；后公布的央行 2022 年 1 季度中国货币政策执行报告中也提到，国有大行和部分股份制银行下调了 1

年期以上的定期存款和大额存单的利率。除政策影响之外，受外围环境及部分行业事件影响，银行尤其是中小银行本身就有降低负债成本的内在需求，在某些时候也出现了存款利率倒挂的情况。

3) 储蓄国债定价：目前我国储蓄国债分为凭证式和电子式，产品期限主要是 3 年期和 5 年期。凭证式和电子式储蓄国债在认购方式和兑付方式、购买情况记录、付款方式、投资者范围等方面有一定区别。2021 年 1 月中国人民银行、财政部印发《储蓄国债（凭证式）管理办法》，从《办法》发布后的储蓄国债发行情况看，同期限的凭证式和电子式储蓄国债的利率是统一的固定利率。根据财政部发行计划和发行实际情况，2022 年储蓄国债 3 年期产品利率是 3.35%，5 年期产品利率是 3.52%。

2、收益与流动性平衡

特定养老储蓄产品的期限有 10 年、15 年、20 年这样的长期限品种，参考目前我国

定期存款、大额存单尤其是中长期限的产品，市场化的利率定价不可避免受到 LPR、FTP 变动以及政策等其他方面影响，利差损失有时是实践中无法回避的问题。不同于银行养老理财产品，储蓄类产品的底层资产配置方面可能更加保守；另一方面，单纯就长久期、绝对收益投资方面，保险机构的优势是相对明显的。在流动性和风险差异不大的基础上，同期限产品的收益是重要考量因素。养老储蓄产品可能还是多以滚动购买的形式，合理安排产品到期的时间，以满足资金的持续性需要。

5 养老场景下保险投资领域的产品简介

5.1 养老保险三大支柱及个人养老金

目前我国养老保险三大支柱分别是基本养老保险、企业年金、个人商业养老保险。2022 年 4 月下旬《关于推动个人养老金发展的意见》（国办发[2022]7

号）发布，我们更偏向于认为：1）个人养老金制度目前尚是一个偏顶层设计的框架性制度，更多操作细节

未来仍待明确；2）个人养老金是独立于养老保险三大支柱之外的养老补充。

个人养老金内涵：1）实行个人账户制度，缴费完全由参加人个人承担。2）个人养老金账户是参加个人养老金制度、享受税收优惠政策的基础；参加人每年缴纳个人养老金的上限是 12000

元。3）参加人应当指定或开立一个本人唯一的个人养老金资金账户，用于个人养老金缴费、归集收益、支付和缴纳个人所得税。4）个人养老金账户实行封闭运作，除另有规定外不得提前支取。5）个人养老金资金账户资金用于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。6）领取情形：达到领取基本养老金年龄、完全丧失劳动能力、出国（境）定居等；领取方式：按月、分次或

者一次性领取，领取时个人养老金从个人养老金资金账户转入社保卡。

5.2 个人商业养老保险

5.2.1 商业养老保险的内涵及当前商业养老保险的情况

本文基于养老场景需求，对目前的商业养老保险作广义理解，按照领取形式和对应需求分为三类：

1、确定性金额支出/明确的养老需求：养老年金保险、专属商业养老保险
养老年金保险、专属商业养老保险可以说是商业养老保险的主流产品形式。

①养老年金保险：【政策】《人身保险公司保险条款和保险费率管理办法（2015

年修订)》(保监会令[2015]3

号)。**【要点】**养老年金保险是指以养老保障为目的的年金保险。养老年金保险应当符合下列条件：保险合同约定给付被保险人生存保险金的年龄不得小于国家规定退休年龄；相邻两次给付的时间间隔不得超过一年。

②**专属商业养老保险**：**【政策】**《中国银保监会办公厅关于开展专属商业养老保险试点的通知》(银保监办发[2021]57

号)、《中国银保监会办公厅关于开展专属商业养老保险试点的通知》(银保监办发[2021]57

号)、《中国银保监会办公厅关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》(银保监办发[2022]13

号)。**【要点】**A.专属商业养老保险是指以养老保障为目的，领取年龄在60

周岁及以上的个人养老年金保险产品。B.专属养老保险2021年6

月起在浙江省(含宁波市)和重庆市试点，6家试点保司；2022年3

月起试点区域扩大到全国，在原有6

家试点公司基础上，允许养老保险公司参加专属商业养老保险试点。C.

产品设计分为积累期和领取期两个阶段，领取期不得短于10

年。积累期采取“保证+浮动”的收益模式，保司应为消费者提供风险偏好不同的

一个以上的投资组合。D.保险责任包括身故责任、年金领取责任，鼓励保险公司以

适当方式提供重疾、护理、意外等其他保险责任。E.明确了退保规则：积累期，前

5个保单年度内退保，退保现金价值不得高于累计已交保费；第6-10

个保单年度内退保，退保现金价值不得高于累计已交保费和

75%账户累计收益部分之和；第10

个保单年度后退保，退保现金价值不得高于累计已交保费和

90%账户累计收益部分之和。

③**国民养老保险**2022年3月经批准开业，现有养老年金保险、专属商业养老保险2

款产品：2022年3

月经过中国银保监会批准，国民养老保险股份有限公司正式开业。公司股东单位包

括工、农、中、建、交、邮储等六家国有大型银行理财子公司，中信、招商、兴业

、民生、华夏等五家股份制银行理财子及相关下属公司，中信证券、中金公司、泰

康人寿等大型证券保险机构及下属公司，以及国新资本有限公司、北京市基础设施

投资有限公司、北京熙诚资本控股有限公司等。国民养老保险致力于提供普惠性、

长期性、专属性一揽子养老解决方案。目前公司官网显示有两类产品，分别是国民

共同富裕专属商业养老保险和国民美好生活养老年金保险。

④**个人税收递延型商业养老保险**：**【政策】**《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)、《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)、《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》(银保监发[2018]20号)。
【要点】A.通过个人商业养老资金账户(封闭运行,与居民身份证件绑定,具有唯一性)购买符合规定的商业养老保险产品支出允许在一定标准内税前扣除,计入个人商业养老资金账户的投资收益暂不征收个人所得税,个人领取商业养老金时再征收个人所得税。B.个人商业养老保险产品按稳健型产品为主、风险型产品为辅的原则选择,满足安全性、收益性和长期性要求。C.保险期间是终身或长期,包括积累期和领取期两个阶段;交费可月交、年交;交费期间是保险合同生效后至参保人达到国家规定退休年龄前;提供养老年金给付、全残保障和身故保障三项保险责任。D.按照税延养老保险产品积累期养老资金的收益类型,分为收益确定型、收益保底型、收益浮动型三类。

2、金额的或有支出/养老+储蓄需求:增额终身寿险

增额终身寿险:根据中国银保监会2016年“关于终身寿险产品的消费提示”,终身寿险是指保险期限为终身,以被保险人死亡为给付保险金条件的人寿保险。终身寿险最大优点是被保险人可以得到终身保障。终身寿险又分为定额和增额两种形式,定额即保额固定,增额是指按照预定保单利率增长。对于增额终身寿险的投保人而言,缴费期满是否取出(即部分退保)是或有事件;于保司而言,模型利润或与实际情况有差距,而这也是产品调整、停售、监管关注的关键点之一。增额终身寿险的优势之一在于带有一定储蓄内涵+流动性相对较好。储蓄内涵通过预定保单利率实现,流动性一般是通过部分减保的形式让投保人可以灵活支配保单的现金价值。各保司竞争可能主要还是集中于现金价值、预定保单利率、减保规则、缴费期等方面。

5.3 “保险+养老社区”的产品形式/运作模式

5.3.1 运作模式的基本逻辑和相关要素

1、基本逻辑

“保险+养老社区”运作模式的基本逻辑:客户购买特定保司的特定保险,达到一定保额后获得对应养老社区的入住权(长居/旅居等);客户入住时还需缴纳基本月费、照护费、押金等其他费用;购买的特定保险达到合同约定的条件后,可为客户提供稳定的现金流收入、相对灵活的现金流选择等。

该模式下的养老社区/医养社区通常采用CCRC

照护理念,各项要求高于一般养老地产,达到盈亏平衡点的时间也要晚于一般养老地产。与保险相结合的运作模式,很大程度可以获得稳定的客户资源,但客户的年龄分段差异较大,该模式下的养老社区短期看还难以充分发挥规模成本优势。由于

门槛整体较高，该模式下的养老社区建设运营节奏 相对缓慢。

2、相关要素

照护理念：一般采用 CCRC 理念。Continuing Care Retirement Community，持续照料 退休社区，提供自理、介护、介助一体化的居住设施和服务；老年人在健康状况和自理 能力变化时，一番可以在熟悉的环境中继续居住，并获得与身体状况相对应的照料服务。特定保险：“保险+养老社区”的运作模式中，特定保险一般采用“养老年金保险+（增额）终身寿险”的组合。养老年金保险多为分红型，旨在保证稳定的现金流；终身寿险多为万能型，旨在保障灵活性的同时亦有增值预期（增额型）。

保额门槛：长居的保额门槛较高，市场主流产品中长居保额门槛多为 150-200 万；旅居保额门槛相对较低，多为 30 万左右。

入住权：按照保额以及养老社区的实际情况，入住权从居住时间的维度可分为长居权、旅居权等，从保障程度的角度可分为保证入住权、优先入住权、体验入住权等。入住费用：包含基本月费、押金（入住费/安置费/保证金）、照护费、餐费等。最核心的基础月费，月费最主要的构成是房屋/房型使用费，还可能包含居家照护费、餐费等（有的放入月费，有的单列）。养老社区的投入运营：从实践看，“保险+养老社区”该产品形式和运作模式下的养老社区，有保司自营、委托经营或与第三方合作几种形式，分为对应的重资产运作、轻 资产运作等运营模式。

5.3.2 市面上部分“保险+养老社区”产品简介

1、泰康人寿-泰康之家养老社区

中高端连锁医养社区，保额门槛（主流 200/300/500 万）和入住费用都属于较高水平。坚持高端养老定位，坚持医养结合，一般是一个社区匹配一家康复医院。目前北京、武汉、长沙、上海、苏州、杭州、南昌、厦门、成都、广州、沈阳等 12 个泰康之家医养社 区已开业。

2、复星保德信人寿-星堡养老

携手复星集团旗下复星星堡养老打造的中高端医养社区，有长居（200 万）和旅居（30 万）两种形式可选。星堡养老牌照齐全，拥有医疗养老资质证书、养老机构许可证、医 疗机构许可证、医保定点资质、长期护理保险定点资质等；星堡养老团队有一定的海外 养老品牌（Briikdale Living、Blue Harbor 等）培育管理经验。目前在上海（中环一期、二期、浦江）、北京（香山）共有 4 个养老社区项目运营。

3、光大永明人寿-养老社区

定位为“老百姓住得起的养老社区”，保额门槛相对较低，也分为长居（70/100万）和旅居（30万）两种形式。目前光大养老社区是13省40城布局计划。

4、君康人寿-康养社区

有康养社区、康养酒店、康护中心、养生度假村四条产品线。康养社区的保额门槛也较高（200万）。目前康养社区项目有上海闵行浦锦和北京顺义新城两个。

5、太平人寿-乐享家养老社区

与第三方“当代绿色健康养老产业集团”合作的养老社区。保额门槛约150万。目前在大连、北京、上海、宁波、昆明有6个乐享家养老社区。

6、中国人寿（国寿嘉园）、大家人寿

中国人寿“国寿嘉园”养老品牌结构是“CCRC养老社区+社区嵌入式护理站”。CCRC养老社区项目主要在天津、苏州、三亚，保额门槛相对较高；社区养老站项目主要集中于深圳的福田区、盐田区、罗湖区。嵌入式的社区养老站项目多与政府合作，是普惠型的。

6 养老场景下信托投资领域的产品简介

整体来看，养老信托目前在国内发展较为缓慢，相关产品数量少、规模小，产品种类和范围的界定相对模糊，没有形成较为成熟的产品体系和产品模板。目前，养老信托虽有相关的业务产品，但大多为金融理财产品（资金信托+购买养老健康产品）的模式，未体现养老信托服务的专业性，且整体投资门槛较高、普惠性较低、受众范围小。与养老保险、养老理财不同，养老信托具有较强的契约性、独立性、长期性以及目的性，这使得养老信托产品带有明显的定制化特征，可以进行更多功能延伸及产品创新，由此可见未来我国养老信托具有较大的发展空间。

目前，我国的养老信托主要分五类：养老金信托、养老理财信托、养老消费信托、养老产业信托、养老慈善信托。

6.1 养老金信托

养老金信托，指信托公司参与制度化养老金的金融服务，重点是企业年金、职业年金积累、保值增值、分配管理的信托业务，以及为制度化养老金提供合格的信托投资资产等。信托公司目前主要参与企业年金、职业年金第二支柱，但总体来看参与

程度不深、竞争力较弱。根据 2021 年人社部公布的数据显示，全市场共 13 家“企业年金受托管理人”，其中以保险公司为主，全市场仅 2 家信托公司（华宝信托、中信信托）获得企业年金受托人资质且管理金额占比较小，另华宝信托的企业年金受托资格 2021 年 10 月起不再延续。18 家“账户管理人”以银行为主，仅 1 家信托公司获得账户管理人资质。22 家“投资管理人”以保险公司和公募基金为主，尚未有信托公司获得资质。

6.2 养老理财信托

养老理财信托，指信托公司接受社会成员委托，对其交付的个人现金资产，商业养老保险、房产、股权等非现金资产进行专业化管理，实现养老财富积累的信托业务。近几年来，信托公司大力推进“基金中的信托”（TOF）产品，发挥“专户”功能，配置公募基金、养老保险、银行理财等多样化资产，实现多种类、多策略的财富组合，为老年人实现稳健投资。但是总体来看，养老理财信托产品尚未形成稳定、良好、差异化的发展模式。

目前市面上个人配置型养老信托产品较为多见。该产品是指个人委托人为退休后获得养老生活保障，将资金一次或多次交付信托公司，信托公司作为受托人对该资金进行投资管理，实现财产保值增值，满足受益人的养老资金需求。目前国内的个人配置型养老信托主要借鉴家族信托的设计框架，面向相对高龄的高净值客户，兼具个人养老和家族财富传承双重功能。

6.3 养老消费信托

养老消费信托，指信托公司从消费者的养老需求和权益出发，将信托资金用于购买产业方提供的产品或服务的消费权益，让投资者在购买信托产品的同时获得养老消费权益的信托业务。2014 年 12 月，我国首支养老消费信托产品“中信养老消费信托”落地。2015 年开始，各大信托机构开始探索养老消费信托产品，但根据中国信托业协会调研显示，养老消费信托目前发展有所停滞，且目前市场上的养老消费信托大多并未真正实现养老功能。养老消费信托主要为委托人提供康养服务采购、优先入住权等单一养老服务。近年来，信托公司积极探索，在此基础上推出综合养老服务信托，提供包括养老社区入住、高端医疗、子女教育、殡葬、财富传承、分配等一系列服务。例如万向信托，将养老消费信托与监护制度创新结合，推出了“信托+监护+遗嘱”复合新模式。

6.4 养老产业信托

养老产业信托，指信托公司募集资金或利用证券化等方式，为养老产业（养老地产、养老健康产业、养老服务产业等）发展提供投融资、资产管理等金融服务的信托业务。

随着我国人口老龄化程度不断加深，养老地产也迎来了发展机遇。近年来，我国发布了一系列扶持政策，在土地供应、资金补助、税费减免等方面给予支持，鼓励社会资本参与养老产业发展。然而，养老产业回款周期较长、收益率较低的特点与信托资金的匹配度较低，仅依靠运营收益难以为继，这在很大程度上制约了养老产业信托的发展。

目前，我国养老产业信托仍处于发展初期，主要参与布局养老地产，部分产品在设计方面与养老消费信托存在交叉，略含与养老服务相关的权益，并主要通过投贷联动、产业基金、股权投资等创新模式，参与到养老产业的投融资环节中去。一般可分为社会福利型与市场盈利型两类。社会福利型养老机构主要由政府主导开发，此类机构可享受国家补贴，市场盈利型机构具备民营化、市场化的特点，可全方位满足不同层次老年人群的需求。

6.5 养老慈善信托

养老慈善信托，指信托公司在公益慈善事业中发挥独特的作用，服务于贫困孤寡老人养老、助老等公益福利事业的信托业务。2016

年颁布的《慈善法》第三条明确列示了“扶老”属于公益慈善活动。根据民政部公布数据显示，2021年全国慈善信托备案累计达773单，规模达39.35亿元。养老慈善信托项目数量稳步增长，但总体规模仍偏小。从信托目的来看，其中不乏信托资金用

于资助、定向捐赠养老机构或是用于阿兹海默等老年病防治工作等养老场景。根据慈善中国官网数据显示，目前信托名称中含“老”，且信托目的包含老年人的养老慈善信托项目共15只，整体规模较小。2022年新增备案2

只，分别是康养兰溪助老慈善信托、北仑区慈善总会山海协作助老慈善信托。

7 国外养老体系参考

世界银行在1994年提出了著名的“三支柱”养老金分类模式，按照资金来源，设立目的等维度将养老金体系分为三类，是较为经典的分类模式。三支柱分别为“公共养老金计划”、“企业养老保险计划”和“个人储蓄养老金计划”。基于不同的国情，三支柱养老金在各个国家的实施有一定的差异。

7.1 美国：第一支柱覆盖最广，第二、三支柱规模最大

美国养老体系三大支柱分别为社会保障计划、雇主养老金计划以及个人储蓄养老金计划。美国养老金规模位列经合组织国家首位，2021年美国养老金规模突破40万亿美元，远超其他国家。其中，第一支柱是美国养老体系的基础，覆盖了几几乎所有的劳动人口，而第二三支柱占据主导地位，二者之间可以进行转移，规模占比超过90%。美国人口老龄化速度低于许多经合组织国家，同时较高的死亡率也使得其社会保障养老金的支付压力相对较小，2020年1月至2021年8月期间记录的死亡人数比预期多了约20%。2021年根据OECD统计，对于一个获得社会平均工资的全职员工而言，美国强制性养老金计划的净替代率为51%，低于OECD国家62%的平均水平。

1) 第一支柱：诞生于经济大萧条的背景下，主要针对65岁以上的老人，经过多年的发展逐步扩大至工人家属及遗属等，2017年已经覆盖了超过96%的劳动人口。该项计划由政府主导，具有强制性，旨在为所有的覆盖对象提供最基本的生活保障。社会保障信托基金(OASDI)负责第一支柱的投资运行，规模不大，投资风格保守。截至2020年末，OASDI总资产规模为2.91万亿美元，在美国三支柱总养老金资产中占比约7.7%，其98%的资金都用于配置特殊国债中的长期债券。

2) 第二支柱：雇主养老金由企业发起，与雇员共同承担，不具有强制性。根据缴费模式可以分为确定缴费型的DC计划和确定给付型的DB计划。由于DB计划雇主支付压力越来越大，1981年401(k)计划正式诞生，从此第二支柱开始迅速发展，DC计划则逐渐成为了第二支柱中规模最大的部分。最著名的401(k)计划是DC计划中运用最广泛的形式，截至2020年，其在DC计划中占比约为70%。该计划在缓解雇主缴费压力的同时，为雇员提供了延迟纳税的机会：参与者存入对应个人账户的资金不需要交税，仅在领取时才需要申报个人所得税。

3) 第三支柱：IRA是对之前两大支柱的补充，由个人自愿参加，可以享受一定的税收优惠。IRA主要包括传统IRA(Traditional IRA)，罗斯IRA(Roth IRA)和雇主发起型IRA(Employer-sponsored IRA)。其中传统型IRA和罗斯IRA是主要形式，二者覆盖率均超20%，而其区别主要在于享受的税收优惠政策不同。此外，因工作变更和退休人员可以将雇主养老金部分转移至IRA账户，这也是传统IRA的主要资金来源。

7.2 日本：第一支柱为核心，依靠储备金运作

“老龄化”与“少子化”使得日本的养老金面临极大的支付压力，经过多年的发展，日本形成了以公共养老金、企业养老金和个人储蓄养老金为三大支柱的养老体系，在日本养老保障制度也被称为“年金制度”。当前，日本养老保障体系面临着不小的压力。其预期寿命在经合组织(OECD)国家中是最高的，与此同时，对于一个获得社会平均工资的全职员工而言，日本强制性养老金计划的净替代率为39%，远低于OECD国家62%的平均水平。然而，日本的自愿养老金覆盖范围很大，这可能会增加未来的养老金，缓解一定的支付压力。

1) 日本第一支柱是双层制度，包括国民年金与厚生年金。国民年金涵盖了包括外籍居民在内的全部工作年龄人口，具有强制性。而厚生年金则作为对国民年金的附加选项，参保人员可以是公务员、企业员工等。截至2020年，第一支柱资产规模约233.86万亿日元。国民年金和厚生年金均由日本政府养老金投资基金(Government Pension Investment Fund, GPIF)进行管理。

2) 日本第二支柱企业养老金主要包括一次性退職金制度(LSSB)、中小企业退職金共济制度(Chutaikyo)、确定给付型年金(DB)和企业确定缴费型年金(DC)，由企业自愿加入。总的来看，目前DB计划整体规模较大，覆盖率较高，但近年来许多企业已开始逐渐由DB计划转向DC计划。从资金投向来看，DB计划以固收类产品为主，DC计划以存款为主。

3) 日本第三支柱个人储蓄养老金制度由个人全资自愿缴纳，主要包括个人型DC计划(iDeCo)和个人储蓄账户计划(NISA)，其中NISA则是为了鼓励日本年轻人为养老做准备，没有任何年龄限制。截至2021年3月，iDeCo资产规模为2.97万亿日元，投资产品主要为“存款和储蓄”“保险”“投资信托、货币信托”，分别占比31.2%、13.1%和55.3%。截止到2021年底，NISA资产规模为26.37万亿日元；2020年，其主要投资于投资信托，占比约为56%；投向股权、ETF、REIT的资金占比分别约为38.64%、4.16%、0.97%。

7.3 英国：强制性第二支柱为主，财政负担较小

英国是世界上最早建立现代化社会保障制度的国家之一，其养老金体系同样由三大支柱组成，第一支柱为基本养老金，第二支柱为职业养老金，第三支柱为个人养老

金，其中第二支柱资产规模较大。

英国的人口老龄化速度很快，但近年来，老年预期寿命增速已经减半，COVID-19造成的额外死亡率使 2020

年出生时的预期寿命缩短了一年，人口结构变化较慢，养老金支付压力相对稳定。

与此同时，私人养老金的迅速发展也为政府减轻了不小的压力，对

于一个获得社会平均工资的全职员工而言，英国强制性养老金计划的净替代率为 54%，但如果仅依靠基本养老金只会产生 28%的净替代率。

1) 英国第一支柱基本养老金采取强制缴纳的形式，所有雇员都必须参加。2016年 4 月以后基本养老金逐渐开始向单层结构的新基本养老金过渡，在此期间国民可享受新旧体系中待遇更高的形式。

2) 英国第二支柱职业养老金由雇主与雇员共同承担，实施“自动纳入”机制，具有强制属性。该计划可分 DB计划与 DC 计划，而 2012 年以后的新员工只能参加 DC 计划，其也逐渐占据主导地位。2020

年英国第二支柱养老金资产中，DB型养老基金投资约占职业养老基金投资的 81%，DC 型养老基金投资约占职业养老基金投资的 19%。

3) 英国第三支柱个人养老金计划主要采取

DC计划，目前规模较小，具有多种形式，主要通过保险公司等金融机构组织设计并提供的金融产品推行。参与个人可以自由选择投资方案和投资产品，具体包括：普通型个人养老金计划、自主投资型个人养老金计划和存托型个人养老金计划。

7.4 挪威：政府主导的养老体系，第一支柱为核心

2011

年挪威政府进行改革，实行“弹性退休制度”，以缓解基本养老金的支付压力。与此同时，挪威也建立起了由政府养老基金、职业养老金和个人养老金三部分构成的养老金体系。其中，第一支柱是最核心的部分，覆盖了超过

80%的挪威人口，全球著名的

挪威政府全球养老金 (GPF) 是政府养老基金的重要组成部分。根据 OECD 统计，当前挪威公共养老金支出占 GDP 比重为 6.9%，略低于 OECD 平均水平 7.7%。然而 45-54 岁群体是挪威人口数量最大的群体，同时挪威预期寿命要高于经合组织的平均预期寿命，预计十年后挪威面临的养老压力将进一步增强。此外，挪威主权财富基金两年来首现季度亏损，2022 年第一季度亏损 740 亿美元。

1) 挪威第一支柱政府养老金是其基础性社会保障制度的重要组成之一，强制要求在挪威工作以及生活一年以上的人群加入该计划。第一支柱不仅提供基础养老金，而且还提供与收入挂钩的补充养老金：政府养老金全球基金（GPFG）与政府养老金挪威基金（GPFN）。

2) 挪威第二支柱的职业养老金涵盖公营和私营两个部门，均实行强制缴纳，但缴纳主体上存在差异。在公营部门，单位和职工都需要缴纳养老金，而私营部门仅由雇主按照员工工资的一定水平进行缴纳。公营部门的职业保险养老计划由政府财政担保，几乎没有风险；私营部门的职业保险养老计划则完全自负盈亏。

3) 挪威第三支柱是个人养老金，根据挪威工作福利局公告显示，这一部分采取自愿形式，可以是自我结余或者是将自己的存款放在基金中进行投资，是三大支柱中最不重要的存在。其主要以商业保险的形式存在，占比约为75%，其中前五大保险公司几乎垄断市场（94%）。

7.5 丹麦：养老金替代率高，私人养老金发达

丹麦是世界上第二个建立法定养老金制度的国家，也是世界养老金制度的起源国家之一。从早期的非缴费养老金制度发展至今，丹麦已经形成相对成熟的“三支柱”养老保障体系：第一支柱是基本养老金；第二支柱是职业养老金；第三支柱是个人储蓄养老金。丹麦较低替代率的公共养老金为私人养老金的发展提供了机会，在丹麦老年人养老金收入构成中，私人养老金所占的比重高达83%。

1) 丹麦第一支柱基本养老金可分为国家养老金、劳动力市场补充养老金。其中，国家养老金由财政全力支持，覆盖所有的丹麦居民，不需要缴费。而劳动力市场补充养老金（ATP）是对国家养老金的补充，属于DC型计划，由雇主和雇员共同缴纳，根据工作时长而非收入确定缴费额度，待遇低。

2) 丹麦第二支柱职业养老金具有半强制性，一旦加入就无法退出，因此覆盖率也较高，约为85%，仅部分私人部门雇员未参加。其计划缴费率由集体协商决定，通常职业养老金缴费率在10%到18%之间，随收入的高低变化。

3) 丹麦第三支柱通常由保险公司提供，主要包括资本养老金、利率养老金和租金养老金。三者 in 享受的税收优惠方面存在差异，资本养老金领取待遇时不需要纳税，而利率养老金及租金养老金是在缴费时享受免税待遇，领取时缴税。丹麦此外，

还有失业保险计划 (UIBs)、自愿提前退休计划 (VERP) 等个人储蓄养老金，为不同时期个人提供保障。

(本文仅供参考，不代表我们的任何投资建议。如需使用相关信息，请参阅报告原文。)

精选报告来源：【未来智库】。[未来智库 - 官方网站](#)