

声音

VOICE OF AMAC

(2024 年第 8 期，总第 191 期)

中国证券投资基金业协会

2024 年 9 月 19 日

个人账户制下养老金融产品特性 与资产配置功能

——专题征文之七

【编者按】随着社会经济的快速发展和科技的进步，人类的平均寿命不断延长，人口老龄化现象日益凸显，我国养老体系面临着巨大的压力。2022 年，我国个人养老金制度正式落地，“三支柱”养老体系基本完善。

为了观察现行养老体系对劳动者退休生活的保障质量，本文以上海为例展开不同养老场景下的情景分析。分析表明在普通场景下，“第一支柱”养老金替代率，在养老阶段一大约为 46.94%，阶段二大约为 30%；叠加“第二支柱”后的养老金替代率，阶段一升至 52.08%，阶段二为 35.14%。在“第三支柱”的情景分析中，仅个人养老资金账户一项，在劳动者积极参与的前提下，替代率水平最高可达到 110.15%。测算表明在当前养老制度安排下，劳动者若能够长期、积极地参与个人储蓄养老计划或将显著提升退休后的生活质量。

纵观个人账户下可供选择养老金融产品，从低风险到较高风险均有所覆盖，基本能满足劳动者资产配置需求。鉴于个人账户投资周期较长的特质，在劳动者风险接受范围内，只要参与时间够早，一般来说更积极的投资或能带来更好的退休待遇。对个人财务状况较为健康，收入较为稳定的劳动者而言，风险跨度更大的公募养老 FOF 是不错的选择。

随着工业文明逐步取代农耕文明，普罗大众多子多福的生育观逐渐势微，而高强度的社会竞争与育儿成本的高企使少子化趋势逐渐横扫全球。叠加现代科学医疗水平提升的共振，各国人口结构纷纷步入老龄化阶段，原有的社会养老体系如不与时俱进，或将无法满足人民对更美好生活追求的目标。包括我国在内的诸多国家或地区均纷纷展开养老模式的探索与创新，迫切需要一种能够兼顾经济发展效率与社会公平的、具有长期可持续性的现代化养老体系。

一、我国人口结构变化及其带来的挑战

（一）我国人口老龄化程度逐年加深

根据世界卫生组织（WHO）定义：一个国家六十五岁以上的人口占总人口的 7% 以上即称为老龄化社会（aging society）；达 14% 即称深度老龄化社会（aged society）；达 20% 则称超老龄化社会（hyper-aged society）。截至 2023 年，我国人口总量约为 14.1 亿人，其中 65 岁以上人口约为 2.17 亿人，占比达 15.4%。由此可见，我国已进入深度老龄化社会。特别是 2000 年之后，我国老年人口比重增速明显加快，人口老龄化程度持续加深。

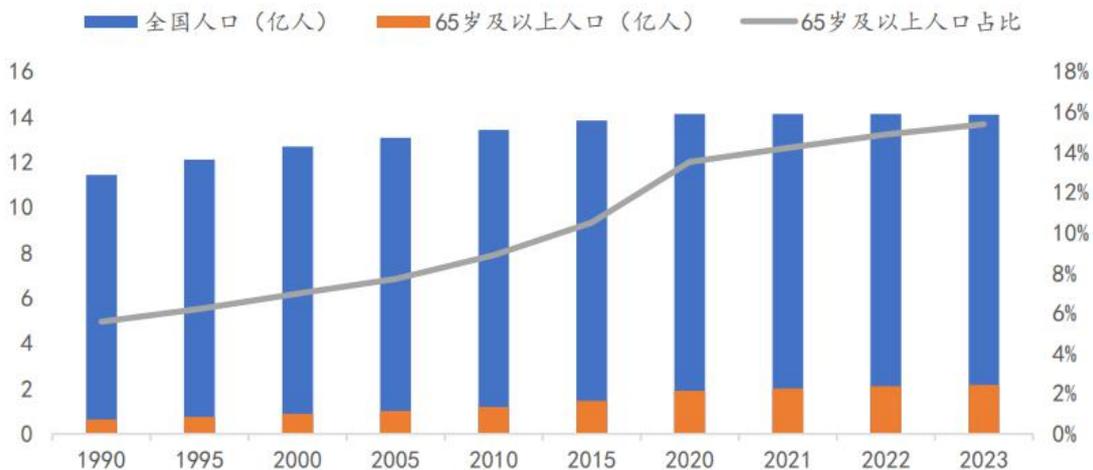


图1 我国人口老龄化情况

数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心

(二) 我国养老负担加重

老年抚养比明显上行，2023年老年抚养比达22.5%，意味着平均不到5名年轻人就要抚养一位老人。同时，我国生育意愿不强导致出生率下降，少儿抚养比也随之下滑，未来随着15-64岁劳动年龄人口数量的下行，社会养老负担将进一步加重。

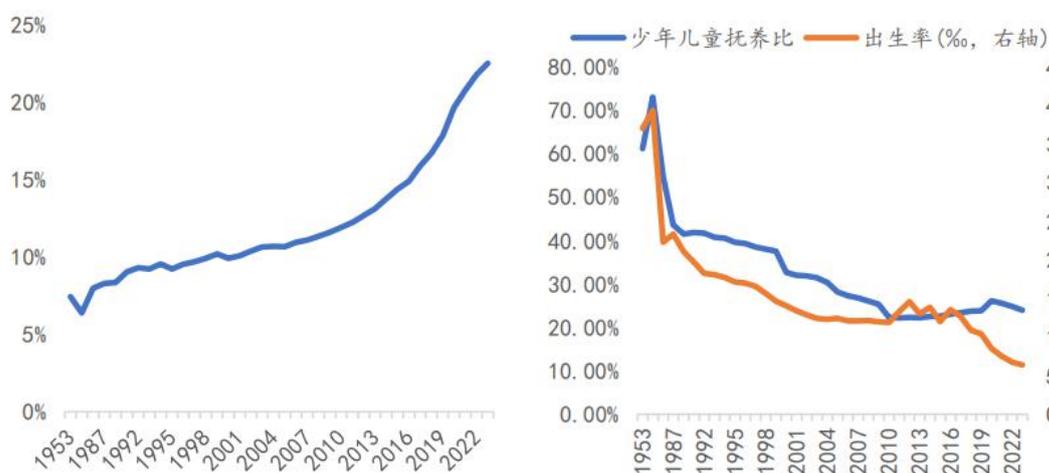


图2 我国老年人口抚养比逐年上行

图3 我国少年儿童抚养比和出生率

数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心

注：老年人口抚养比为65岁及65岁以上的老年人口数/15-64岁的劳动年龄人口数；少年儿童抚养比为0-14岁少年儿童人口数/15-64岁劳动年龄人口数。

(三) 我国老龄化的进程较快

过去几十年，我国老年人口比重持续上升，我国于2000

年进入老龄化社会，并于 2021 年进入深度老龄化社会，历时 21 年。从日本的经验看，从老龄化到深度老龄化，用了 25 年（1969-1994 年）。从深度老龄化到超老龄化，日本用了 10 年（1994-2004 年）。未来 5-15 年，随着 1962-1975 年生育率高峰时期的出生人口进入老龄化，我国人口老龄化程度将进一步加深。

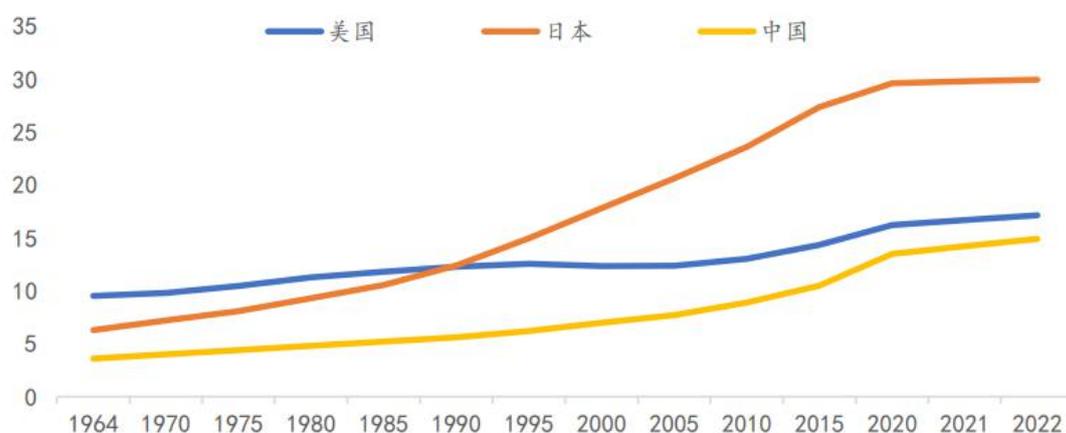


图 4 各国 65 岁及以上人口占总人口比重 (%)

数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心

(四) 平均预期寿命延长

经济的发展以及医疗水平的提高使得我国平均预期寿命延长，由 1981 年的 67.77 岁上升到 2020 年的 77.93 岁，也是导致人口老龄化的因素之一。

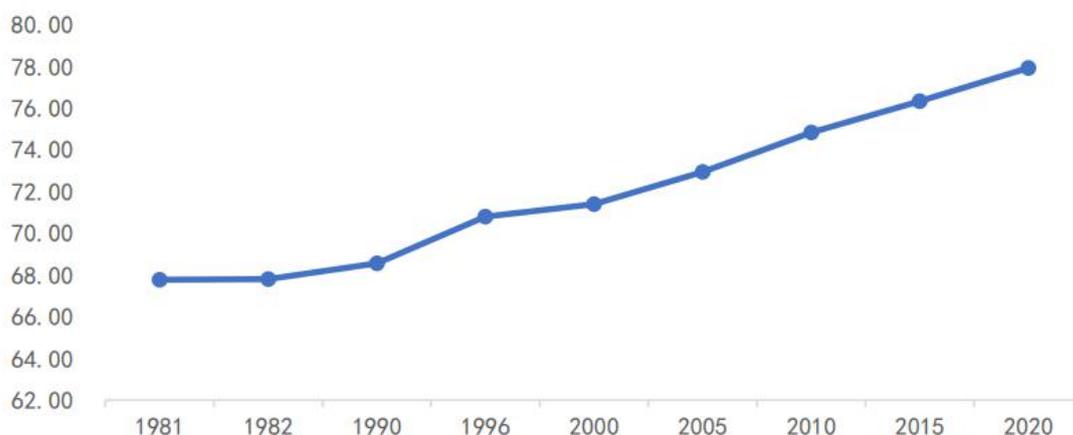


图 5 我国平均预期寿命变化

数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心

二、我国养老金三支柱体系建设

伴随着老年人口的增加，养老金支出逐年上升，养老体系面临着巨大的压力，我国政府也采取了一系列措施来应对。首先，政府鼓励实施延迟退休政策，以缓解养老金缺口问题。其次，政府还推动“三支柱”养老体系建设，以保障退休人员维持基本生活水平。

世界银行早在 1994 年就发布了《防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策》报告，第一次提出了养老金三支柱的概念。第一支柱是由政府主导的公共养老计划，第二支柱是由雇主主导的职业养老保险计划，第三支柱则是由个人主导的个人储蓄计划¹。从美国、日本等国家的经验来看，多支柱养老体系已成为各国养老金体系建设的主流。

国务院 1991 年 6 月颁布的《国务院关于企业职工养老保险制度改革的决定》明确提出：“逐步建立起基本养老保险与企业补充养老保险和职工个人储蓄性养老保险相结合的制度，改变养老保险完全由国家、企业包下来的办法，实行国家、企业、个人三方共同负担，职工个人也要缴纳一定的费用”。我国初步形成“三支柱”养老体系。

（一）基本养老保险

我国的第一支柱为基本养老保险，其覆盖度足够广，但从现有情况看，其替代率明显不足，而且面临越来越大的收支压力。

目前我国基本养老保险覆盖率较高，据人社部统计，截至 2023 年年末全国参加基本养老保险人数达 10.66 亿人，城

¹ 来源：芮萌，一文读懂中国养老金体系现状。https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_23190237

镇职工基本养老保险覆盖人数 5.21 亿人，城乡居民基本养老保险覆盖人数 5.45 亿人。

随着我国老年人口的增加，养老金支出逐年上升。根据社科院发布的《中国养老金精算报告 2019-2050》，第一支柱养老金结余到 2027 年达到峰值，到 2035 年耗尽累计结余，未来我国基本养老保险基金可能面临较大缺口。

（二）企业年金和职业年金

企业年金和职业年金是第二支柱最主要的组成部分，从现有的状况来看，替代率相对第一支柱有所改善，但其覆盖度严重不足，无法惠及全部在职人员。

根据人社部数据，截至 2023 年底，全国共有 14.2 万多家企业建立了年金计划，覆盖职工 3144 万人，积累基金达 31874 亿元。同期，全国参加城镇职工基本养老保险人数为 52121 万人。如此来看，参加年金养老保险的员工人数仅为参加基本养老保险的 6%。

不同于企业年金，职业年金是指机关事业单位及其工作人员在参加基本养老保险的基础上，建立的补充养老保险制度，主要针对公务员和事业单位工作人员而设立，参保具有强制性。据人社部统计，截至 2023 年末全国职业年金基金规模达到 2.56 万亿元。



图6 企业年金基金近年来的发展

数据来源：人社部，上海证券基金评价研究中心

（三）个人储蓄型养老金制度和其他个人商业养老金融业务

为了更好地发展第三支柱，更好地满足居民养老储蓄的需求，在政策推动下，我国对第三支柱建设进行了积极探索。2022年4月21日，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》（下称《意见》），提出“推动发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金”。2022年11月4日，人力资源社会保障部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会联合发布《个人养老金实施办法》。2022年11月25日，人力资源社会保障部办公厅、财政部办公厅、国家税务总局办公厅发布《关于公布个人养老金先行城市（地区）的通知》，个人养老金制度正式启动实施。

三、现行养老制度对个人养老的保障力度分析——以上海地区为例

为了观察现行保障体系下，各个层次各个支柱对于人民群众养老目标的支持能力，我们做了一系列数据测算。由于

我国幅员辽阔，各个地区经济发展水平、生活养老成本不一，为了方便起见，本文仅以上海为例进行不同养老场景下的测算。需要指出的是，上海在全国属于经济活动较为活跃的地区之一。非上海地区的场景与本文测算场景的主要区别在社会平均工资（下称“社平工资”）这个参数上，尤其在下文会讨论的第三支柱上，全国各地区采用的制度是一致的，所以本文的测算案例虽然存在局限性，仍然具有一定的参考价值。

（一）第一支柱（基本养老保险）情景分析

我国养老第一支柱包含两个部分，即基础养老金和个人账户养老金。要享受这部分养老金的条件是：（1）达到法定退休年龄；（2）此时累计缴费满 15 年。我们接下来的分析会把养老场景分成最佳场景、普通场景和最差场景。最差场景下缴费年限设为 15 年，因为再低就无法参与最基础的养老保障计划了。而最佳场景的缴费年限我们设为 45 年，即假设 20 岁参与工作的人员将在 65 岁退休，25 岁参与工作的人员将在 70 岁退休。关于这个退休年龄的依据来自上海市人力资源和社会保障局发布的《关于本市企业基本养老金计发办法的通知》，其中附件 2 的个人账户养老金计发月数表的最高年龄为 70 岁。我们希望这组测算面对广大的年轻人群，到他们临近退休时，那时的退休年龄大概率比今天的设定要更大一些。所以在可见的范围内会把假设极值拉的更开一些，以使本文具有更长远的视角。而普通场景下，当前男性退休年龄普遍在 60 周岁，而女性在 50 周岁，我们为了兼顾两者的情况，假设退休年龄为 55 周岁，而相应的缴费年

限在 30 年。

表 1 个人账户养老金计发月数表

退休年龄	计发月数	退休年龄	计发月数
40	233	56	164
41	230	57	158
42	226	58	152
43	223	59	145
44	220	60	139
45	216	61	132
46	212	62	125
47	208	63	117
48	204	64	109
49	199	65	101
50	195	66	93
51	190	67	84
52	185	68	75
53	180	69	65
54	175	70	56
55	170		

数据来源：上海市人力资源和社会保障局

基于基础养老金的相关规定，基础养老金与职工长期的平均工资水平相对于当时社会平均工资水平的倍率有关，具体算法为基础养老金=（办理申领基本养老金手续时上年度全市城镇单位就业人员月平均工资+本人指数化月平均缴费工资） $\div 2 \times$ 缴费年限（含视同缴费年限） $\times 1\%$ 。个人账户养老金方面也是基于职工工资予以缴纳积累，目前采用的是个人缴存 8%的水平计入个人账户进行累积。对于缴费上下限一般有进一步要求，即上限为当地社平工资的 300%，下限为 60%。基于此我们对场景假设中最佳场景设为按照三倍社平工资缴存，最差场景为 60%，普通场景则为 100%，即等同社平工资水平。

在养老金发放方面，基础养老金没有期限设定，即参保人员终生享用。但个人账户养老金有计发月数，即按照个人养老金计发月数表，不同年龄退休都会在接下来的若干个月内将个人账户余额按月发放，发放完毕即止，所以是有一个

发放时限的。基于这个时限，我们把养老金发放分为两个阶段，阶段一为基础养老金+个人账户养老金，阶段二为个人账户养老金发放完毕后，此时参保人员则终生领取基础养老金。这里还涉及一个预期寿命的要素，参照《2022年上海市老年人口和老龄事业检测统计信息》，上海市2022年人口预期寿命为83.18岁，其中男性80.84岁，女性85.66岁。由于我们测算目标面向的不是当下的老人，而是当下的年轻人，即40-50年后的老人，未来的人民生活质量及相应的预期寿命大概率会高于2022年的水平。所以本次测算采用预期寿命为90岁，高于当前值7年。

最后关于个人账户养老金的存量增值部分，每年的情况有所不同，但只要这个值能够长期跑赢以CPI增速为代表的通货膨胀率，就能够至少确保累积的金额在发放期能够达到积累期一样的购买力水平。据上海人社局发布数据，2022年城镇职工基本养老保险个人账户记账利率为6.12%，是显著高于近10年我国CPI年化增速的。我们无法确定未来很长的一段时间，该收益水平会往什么方向变化，所以这里我们假设个人账户资产收益率在未来的缴费期间能够基本保持与社会通货膨胀水平相当。

基于上述假设，我们测算了两种替代率指标。一种是相对于当地平均生活水平；另一种是相对于退休人员自身在职时生活水平。

表 2 第一支柱情景分析

构成	项目	最佳场景	普通场景	最差场景
第一支柱 社会基础 养老	退休年龄 (岁)	70	55	40
	本人平均缴费指数	300%	100%	60%
	缴费年限	45	30	15
	计发月数 (社保)	56	170	233
	基础养老金替代率 (%)	90	30	12
	个人账户养老金替代率 (%)	231.43	16.94	3.71
	阶段一	70~75 岁	55~70 岁	40~60 岁
	第一支柱替代率 (%)——相对本市	321.43	46.94	15.71
	第一支柱替代率 (%)——相对自身	107.14	46.94	26.18
	第一支柱养老金测算 (元/月)	39,159.64	5,718.84	1,913.72
	阶段二	76~90 岁	71~90 岁	61~90 岁
	第一支柱替代率 (%)——相对本市	90.00	30.00	12.00
	第一支柱替代率 (%)——相对自身	30.00	30.00	20.00
	第一支柱养老金测算 (元/月)	10,964.70	3,654.90	1,461.96

数据来源：上海证券投资基金评价研究中心

据我们的测算，普通场景下，55 岁退休人员参照个人账户养老金计发月数表，个人账户养老金大约在 70 岁发放完毕。所以这个组别 55-70 岁为阶段一，第一支柱替代率为 46.94%，按照上海市 2022 年社平工资折算，能领取的养老金大约为 5,718.84 元/月。70 周岁至我们设定的预期寿命 90 岁为阶段二，这个阶段替代率为 30%，大约相当于 3,654.9 元/月。普通场景下，仅凭第一支柱来维系退休职工在职时的生活水平显然是不够的，尤其在年龄上升后医疗养护费用会上升，而到阶段二由于个人账户养老金派发完毕，所能领取的养老金反而在下降。最佳场景下，职工在职时获取较高劳动报酬且长期参与劳动至 70 岁，但在退休后也仅有在阶段一（70-75 岁）可以达到不降低生活水准的水平。到阶段二（76-90 岁），个人账户养老金派发完毕后，相对自身的替代率锐减到 30%。在某种情况下，压线缴足 15 年社保且在较

为年轻时即退出劳动力市场，被我们的本次情景分析定义为最差场景。这个场景下，阶段一长达 20 年（40-60 岁），相对自身替代率仅为 26.18%，相对当地社会平均水平则更低（15.71%）。阶段二（61-90 岁）长达 30 年，所能支取的养老金相当于 2022 年的 1,461.96 元/月。这个水平甚至低于了 2023 年上海市最低生活保障标准 1,510 元/月。当然这种情况达成条件较为苛刻，仅在极端情景下才会发生。测算显示在当前第一支柱养老制度安排下，未能积极参与社会劳动的群体，在退休时参与社会养老资源的分配中将处于较为不利的场景。可见第一支柱在保障职工养老权益中所体现的，鼓励积极参与社会劳动，更多地为社会发展创造价值的设计理念。

（二）第二支柱（年金制度）情景分析

企业年金、职业年金作为第二支柱是我国打造多层次多支柱养老保障体系中的重要一环。与前文所述的第一支柱相比，其最大的区别在于企业年金是企业自主建立的。即只有职工所在企业建立企业年金且员工也愿意参加其中，它才能对该职工发挥养老第二支柱的作用，所以其覆盖面注定是有限的。

在缴费水平上，根据《企业年金办法》相关规定，企业缴存比例不超过职工工资总额的 8%，个人缴存比例不超过 4%。在这个范围内，企业与职工可自行决定缴存比例。通常绩效较好的企业更有可能长时间地以接近上限的比例为员工缴纳年金，并不是每个设立了年金计划的企业都能在任何时候都以较高比例缴存。我们在这部分场景分析中，将最佳

场景设定为企业与个人都以上限缴存，普通场景则两者缴存均为上限的一半，即企业按照 4% 比例缴存，个人按照 2% 比例缴存，合计缴存比例 6%。最差场景则假设职工所在企业未设立年金计划，自然也不存在对第一支柱的补充作用。

在缴存基数上，相关规定要求年金个人账户的最高额与平均额不得超过 5 倍。由于各个企业平均薪酬水平以及岗位薪酬结构各不相同，我们还是沿用第一支柱测算中的相关假设。即企业平均薪酬处于社会平均水平，而最佳场景下缴费上限设定为社平工资 3 倍，普通场景下的缴费基数等于社平工资。

在退休领取环节，由于这部分资金不像第一支柱的个人账户养老金存在支取月数规定，职工可以跟企业协商包括一次性支取在内的多种给付方式。我们统一假设劳动者按照退休年龄至预期寿命（90 岁）连续按月支取。

在账户余额增值上，据《全国企业年金基金业务数据摘要》（2023 年度）中披露的历年年金加权平均收益率测算，我国年金计划近 10 年年化加权平均收益率为 5.28%，是显著高于同期以 CPI 增速为代表的通货膨胀水平的。当然由于其中部分年金计划偏权益，部分偏固收。我们在本次测算中依然假设在未来，我国年金计划平均收益水平与通货膨胀水平相当，即年金账户上的资产在职工退休时至少具备与缴存期间相等的购买力水平。当然目前看来大概率企业年金不仅有保值功能还是具有增值效果的，只是这个效果难以精确测算，本文在这个环节做了简化处理。

表3 我国企业年金管理规模与收益水平

年度	年金规模（亿元）	加权平均收益率（%）	CPI 增速（%）
2014年	7,402.90	9.30	2.00
2015年	9,260.30	9.88	1.40
2016年	10,756.22	3.03	2.00
2017年	12,537.57	5.00	1.60
2018年	14,502.21	3.01	2.10
2019年	17,689.96	8.30	2.90
2020年	22,149.57	10.31	2.50
2021年	26,077.44	5.33	0.90
2022年	28,323.18	-1.83	2.00
2023年	31,480.14	1.21	0.20
10年年化		5.28	1.76

数据来源：《全国企业年金基金业务数据摘要》

基于以上关于企业年金的情景假设，我们做了第二支柱情景分析。在这一部分我们会结合第一支柱中的场景，呈现一个前两个支柱累计的场景。

表4 第二支柱情景分析

构成	项目	最佳场景	普通场景	最差场景	
第二支柱企业年金职业年金	退休年龄（岁）	70	55	40	
	本人平均缴费指数	300%	100%	60%	
	缴费年限	45	30	15	
	计发月数（自选）	240	420	600	
	缴费比例（%）	12	6	0	
	企业年金替代率（%）	81.00	5.14	0.00	
	阶段一		70~75岁	55~70岁	40~60岁
	第一+第二支柱替代率（%）——相对本市	402.43	52.08	15.71	
	第一+第二支柱替代率（%）——相对自身	134.14	52.08	26.18	
	第一+第二支柱养老金测算（元/月）	49,027.87	6,345.40	1,913.72	
	阶段二		76~90岁	71~90岁	61~90岁
	第一+第二支柱替代率（%）——相对本市	171.00	35.14	12.00	
	第一+第二支柱替代率（%）——相对自身	57.00	35.14	20.00	
	第一+第二支柱养老金测算（元/月）	20,832.93	4,281.45	1,461.96	

数据来源：上海证券基金评价研究中心

在第二支柱情景分析中，最佳场景下缴费基数高、缴费年限长，职工薪酬待遇好。在阶段一由于第一支柱已经可以达到100%的替代率，加入年金部分上升至134.14%，属于锦

上添花。在阶段二则实实在在的将原先 30%的替代率提升到 57%，还是很有价值的。普通场景下，由于缴存比例仅为最大值的一半，缴存年限也并没有特别长，无论在阶段一与阶段二贡献都相对有限。普通场景下的职工养老，仅就第一支柱与第二支柱而言，还是更依赖第一支柱发挥作用。最差场景下，由于职工所在企业并未设立年金计划，或者员工不愿意加入企业所设立的年金计划，第二支柱处于缺位状态，其养老待遇完全依赖第一支柱的给付水平。据我们测算可见，第二支柱在对第一支柱的补充上，能够实实在在发挥作用，但保障主体依然是第一支柱。两者共同的特点是，缴费时间长、社会贡献大的群体能够更大比例分享经济建设的成果。

（三）第三支柱（个人储蓄养老金）情景分析

个人储蓄养老和商业养老保险是当下三支柱体系下开展时间最晚的一员。随着 2022 年《意见》一文落地，一系列配套文件和实施办法相继出台，我国养老第三支柱正式起航。

作为三支柱养老体系的一员，其参与条件为劳动者必须参加基本养老保险，不参与劳动力市场者是不能参加的。但与前两个支柱有一个重大的区别，缴存水平与劳动者的劳动报酬水平没有直接关系。只要该劳动者的可支配收入能够支撑，任何薪酬水平下的劳动者都能够自由选择是否以缴费上限的水平参与该计划，不需要锚定个人薪酬，也不需要关心雇主是否建立年金计划。

当前该个人养老金账户的缴费上限为每年 12,000 元，相当于每月 1,000 元的缴费水平。职工可以在这个金额范围内

自由选择缴费金额，缴费时间也只按年度统计，可以每月缴付，也可以每年一次性缴付。我们在场景设计时依然以全额上限缴付为最佳场景，普通场景为最佳场景的一半，即每年缴付 6,000 元。对于新生事物，大众接纳有个过程，也有可能有人选择不加入该计划，即不缴存。这种情况我们归入最差场景。

在支取环节，个人养老资金账户与企业年金一样，可以自行决定按月、分次还是一次性领取。所以这里采用第二支柱中一样的计发方式，即按月领取至预期寿命（90 岁）。

与年金不同的是，该账户下的投资标的是投资者自主选择的，目前可配置的标的有银行理财、储蓄存款、商业养老保险和公募基金。前三者收益特征偏固收，公募基金中的养老 FOF 产品的收益特征覆盖较广。有较为激进的积极养老目标风险产品、较为保守的稳健型养老目标风险产品、配置均衡的平衡类养老目标风险产品以及根据劳动者年龄变化动态调整资产配置的目标日期类产品。这个账户给了劳动者自由选择产品的权利，当然所伴随的投资风险也由自身承担。在账户增值水平这个参数上，我们以中国股基指数²收益情况代表权益类基金投资绩效，以中国债基指数收益情况来代表固收类基金投资绩效。而公募 FOF 通常不会 100%投资于某一特定大类资产类别。我们将风险偏好较高的劳动者所可能涉足的产品归为最佳场景，这个场景下权益配置 80%+固收配置 20%，一般场景下固收权益各配置 50%。截至 2023 年末，据近 10 年股票基金与债券基金表现来看，最佳场景下

² 中国股基指数（CN6070）与中国债基指数（CN6072）系上海证券有限责任公司与深圳信息有限公司、中国基金报共同编制发布的中国开放式主动管理基金系列指数。

十年年化名义收益率为 8.43%，扣除同期通货膨胀率得到实际收益率为 6.67%。普通场景下预期实际收益率为 5.63%。最差场景下职工未缴纳个人养老金，相关假设不再赘述。我们在此处假设未来很长一段时间的市场收益水平与过去 10 年类似。

表 5 近 10 年不同资产名义收益率 (%)

年度	积极目标 风险	目标日期	稳健目标 风险	CPI 增速	中国股基 指数	中国债基 指数
2014 年	20.32	19.36	18.72	2.00	20.96	17.76
2015 年	37.48	28.14	21.92	1.40	43.71	12.58
2016 年	-12.87	-7.79	-4.40	2.00	-16.25	0.68
2017 年	10.96	7.66	5.46	1.60	13.16	2.16
2018 年	-19.97	-10.34	-3.92	2.10	-26.39	5.71
2019 年	40.77	27.33	18.36	2.90	49.74	4.91
2020 年	54.35	35.26	22.53	2.50	67.08	3.44
2021 年	9.85	7.81	6.45	0.90	11.21	4.41
2022 年	-16.15	-9.63	-5.28	2.00	-20.50	1.24
2023 年	-9.53	-4.75	-1.57	0.20	-12.72	3.21
10 年年化	8.43	7.39	6.69	1.76	9.13	5.64

数据来源：上海证券基金评价研究中心

注：

- 1、积极目标风险=中国股基指数*80%+中国债基指数*20%。
- 2、目标日期=中国股基指数*50%+中国债基指数*50%。
- 3、稳健目标风险=中国股基指数*30%+中国债基指数*70%。

在期末实际购买力的测算中，我们以不同场景下年缴费水平为定期现金流入（Cash In Flow），预期实际收益率为收益率水平（Return），缴费年限为现金流期限（Term）计算了剥离通货膨胀率后的期末资产累计终值（Real FV）。在此基础上的增值部分扣减 3% 个税后计算取得最终职工到手的期末实际购买力。个人养老金替代率（%）则为这个计算取得的期末实际购买力按照计发月数摊到每个月后相对社平工资的比例。

表 6 第三支柱情景分析

构成	项目	最佳场景	普通场景	最差场景	
第三 支柱 个人 储蓄 养老	退休年龄(岁)	70	55	40	
	个人养老金缴存水平	12,000.00	6,000.00	0.00	
	缴费年限	45	30	15	
	计发月数(自选)	240	420	600	
	资产风险偏好	积极目标风险	目标日期	稳健目标风险	
	预期名义收益率(%)	8.43	7.39	6.69	
	预期实际收益率(%)	6.67	5.63	4.93	
	期末实际购买力(元)	3,220,618.22	455,400.03	0.00	
	个人养老金替代率(%)	110.15	8.90	0.00	
	阶段一		70~75岁	55~70岁	40~60岁
	第一+第二+第三支柱替代率(%)——相对本市		512.58	60.98	15.71
	第一+第二+第三支柱替代率(%)——相对自身		170.86	60.98	26.18
	第一+第二+第三支柱退休金测算(元/月)		62,447.12	7,429.68	1,913.72
	阶段二		76~90岁	71~90岁	61~90岁
	第一+第二+第三支柱替代率(%)——相对本市		281.15	44.04	12.00
	第一+第二+第三支柱替代率(%)——相对自身		93.72	44.04	20.00
第一+第二+第三支柱退休金测算(元/月)		34,252.17	5,365.74	1,461.96	

数据来源：上海证券投资基金评价研究中心

在第三支柱的情景分析中，我们看到最佳场景下仅个人储蓄养老账户一项对于社平工资的替代率达到 110.15%。即我们先不考虑个人生活水平差异，作为一个普通人生活所需，该账户最佳场景下可以完全覆盖甚至超越在职人员的平均报酬水平。当然对于在职情况下本来就获取高薪的人群来说，仅第三支柱这一项也能达到 36.7% 的覆盖水平，叠加前两个支柱后，总替代率在阶段一（70-75 岁）能够达到 170.86%，而阶段二（76-90 岁）也能达到 93.72%，几乎达成全生命周期的收入水平没有降低。普通场景下，职工仅以缴费上限的一半参与该计划且缴费年限较短，测算显示该账户的替代率为 8.9%，叠加前两个支柱后总替代率在阶段一（55-70 岁）为 60.98%，阶段二（71-90 岁）为 44.04%，即不到在职时薪酬的一半。

在第三支柱的各个场景中可见，缴费时间越久，风险偏好越高，缴费水平越高的账户所能获取的养老待遇一般会比

较保守的方案高得多。与前两个支柱不同，这些参数选择均与职工在职时的薪酬水平、所在地域经济发展水平、所在企业经营绩效没有直接关系，完全由劳动者自行抉择。除了鼓励劳动者长期参与劳动以外，该个人储蓄养老账户更注重劳动者的长期储蓄与投资习惯。除了人力资本外，鼓励个人以金融资本的形式更积极地参与到资本市场中，从而分享社会发展所创造的财富。所以相对前两个支柱而言，第三支柱对普通工薪阶层更为友好，也是在养老场景中，最可能追赶甚至反超高收入人群养老待遇的机会之一，参与越早机会越大。而在投资品种上的选择，风险偏好越高，机会越大。

四、个人账户制下不同养老金融产品特征与配置功能

现行制度安排中，个人储蓄养老金账户可以购买的个人养老金产品，是指符合金融监管基金要求，运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的金融产品，包括个人养老储蓄、个人养老理财、个人养老保险、个人养老金公募基金四类产品。

（一）养老储蓄产品

开办个人养老金业务的商业银行所发行的储蓄存款（包括特定养老储蓄，不包括其他特定目的储蓄）可纳入个人养老金产品范围，由参加人通过资金账户购买。参加人仅可购买其本人资金账户开户行所发行的储蓄产品。

养老储蓄产品特征如下：

（1）低风险，低收益。主要投资于银行存款、国债等低风险资产。

（2）个人养老储蓄产品包括整存整取、零存整取和整

存零取三种类型。

(3) 不收取手续费或管理费。

(4) 普通产品投资期限分为 3 个月、半年、一年、二年、三年和五年。特定养老储蓄产品投资期限分为 5 年、10 年、15 年和 20 年四档。

(5) 进入个人账户的普通产品与市场上的产品利率一致。特定养老储蓄产品利率略高于大型银行五年期定期存款的挂牌利率。

(二) 养老理财

根据《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》，首批开办个人养老金业务的理财公司共 11 家。

养老理财产品特征如下：

(1) 中等风险，中等收益。

(2) 费率主要包括固定管理费、托管费和销售服务费，部分产品还收取投资管理费和运营服务费。所有个人养老金理财产品均不收取认购费、申购费、赎回费。

(3) 产品最低持有期在 3 个月-5 年之间。3 只农银理财的产品的理财期限为 10 年，2 只中邮理财的产品的理财期限为 20 年，其他产品无投资期限。

(4) 业绩比较基准：产品业绩比较基准一般为具体数值。下限在 3%-5.25%之间，上限在 3%-6.25%之间。

(三) 养老保险

保险公司开展个人养老金业务，可提供年金保险、两全保险、专属商业养老保险以及银保监会认定的其他产品。

养老保险产品特征如下：

(1) 风险和收益适中。商业养老保险产品设计在积累期采取“保证+浮动”的收益模式，提供稳健型和进取型两个投资组合，稳健型组合主要投资于长期固定收益类资产，同时辅之以权益类资产和流动性资产，追求长期稳健的投资收益。进取型组合根据证券市场表现，在评估大类资产预期收益的基础上，灵活配置长期固定收益类资产和具有投资价值的权益类资产，在投资过程中，可以容忍较大波动和回撤。

(2) 投资期限：根据《银保监会关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》要求，保险期间不短于5年。

(3) 保险责任限于生存保险金给付、满期保险金给付、死亡、全残、达到失能或护理状态。

(四) 个人养老金公募基金

个人养老金公募基金特征如下：

(1) 风险收益跨度较广，既有高风险、高收益的产品，也有较低风险、较低收益的产品。预期风险和预期收益高于债券型基金和货币市场基金，低于股票型基金。

(2) 个人养老金在费率设计上坚持了普惠性和人民性，整体的费率相对来说比较低。监管规定针对个人养老金投资基金单独设立Y类份额，年管理费和托管费低于A类基金费率，不收取销售服务费，可以豁免申购限制和申购费等销售费用（法定应当收取并计入基金资产的费用除外）。

(3) 最短持有期一般为1年、3年和5年。

(五) 产品配置功能

整体来看，四类养老金融产品各有特色，劳动者可以根据自身的风险偏好水平与收益预期进行选择。个人养老储蓄

产品适合风险偏好较低、追求稳定收益的劳动者；个人养老金理财产品适合有一定风险承受能力的劳动者；个人养老金保险产品适合追求保障与收益并重的劳动者；个人养老金公募基金产品中的各个子类产品为劳动者多种风险偏好场景均提供了对应的选择。

表 7 四类养老金产品对比

	养老 FOF	养老保险	养老理财	养老储蓄产品
风险收益	风险收益跨度较广，高中低风险产品均覆盖。	风险和收益适中	中等风险、中等收益	低风险、低收益
适合人群	稳健型、平衡型、积极型	稳健型、平衡型	稳健型	保守型
投资标的	基金、股票、债券等	固定收益类资产、权益类资产、流动性资产等	以固定收益类资产为主	流动性资产、固定收益类资产等
费率	管理费：0.15%-0.5% 托管费：0.0075%-0.3%	无	0.02%-0.415%	无
最短持有期	1 年、3 年和 5 年	不短于 5 年	3 个月-5 年	3 个月至 20 年不等
在账户中发挥的作用	长期投资增值	风险保障功能	风险保障功能	风险保障功能

数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心

一般在产品配置上，更建议年轻劳动者尽早参与到个人储蓄养老计划中，此时投资周期更长，可承担的投资风险越高，可以多配置一些激进投资风格的产品。随着年龄增长，越接近退休年龄，劳动者投资期限越短，风险承受能力越低，此时逐步将配置中心向低波动产品倾斜。虽然牺牲了一定资金增值效益，但也尽可能降低市场波动对最终账户购买力的冲击。

除此以外，劳动者在养老账户中的金融产品选择也应该与自身非养老账户下金融资产与人力资产特征相结合。在职时，如果劳动者的收入性质相对稳定，那即便临近退休，养老金账户的风险承受能力依然较高，可适当调高激进类产品

的配置比例，以争取更高的投资回报。此外，若劳动者养老账户以外的金融资产无法在退休时提供较高的财务支撑，甚至依然存在一些负债，养老账户中的产品应尽可能维持在较低的风险水平，因为此时劳动者的风险承受能力较低，退休金对养老生活的保障至关重要。

五、结语

大到全世界小到每个家庭或个人，养老问题均与之休戚相关。国家也罢、个人也罢不能等到深度老龄化时代到来后才做准备。我国已在养老制度上做了相应的安排，而基于现有制度的测算表明，普通劳动者在尽可能多地参与社会劳动基础上，积极参与个人储蓄与长期投资，有很大可能优化与改善退休后所享受的养老待遇。

在目前可配置的各类金融资产中，劳动者可以根据自身的偏好，自由选择风险水平由低到高的金融产品。由于个人储蓄养老账户投资周期较长的特性，劳动者启动时间越早，承受风险能力越强，高风险产品一般更有可能带来较好的投资绩效。个人财务状况越健康，薪酬收入越稳定，通常也是风险承受能力更高的体现。此时，风险跨度更大的公募养老FOF是劳动者不错的选择。

参考文献

- [1] 国家统计局，人口老龄化及其衡量标准是什么，2023
- [2] 任泽平，中国老龄化研究报告，2023
- [3] 徐晓娜，我国养老金体系发展现状、困境与政策建议，中央财经大学绿色金融国际研究院，2020
- [4] 人民日报，完善养老保险体系 提高养老保障水平——访中国社会保障学会副会长、浙江大学国家制度研究院副院长金维刚，2023
- [5] 社科院《中国养老金精算报告 2019~2050》

- [6] 中信证券，个人养老金产品的现状梳理与趋势展望，2022
- [7] 兴业证券，养老金第三支柱的国际比较研究——海外资金深度研究六，2021
- [8] 马美芹，《个人养老金：公募基金是好帮手》，2023

【本文由上海证券基金评价研究中心赵威、吕旭文、崔圣爱供稿，中国证券投资基金业协会审校】