



VOICE OF AMAC

(2024 年第 9 期，总第 192 期)

中国证券投资基金业协会

2024 年 9 月 19 日

个人养老金账户制下公募基金特性与资产配置功能的思考

——专题征文之八

【编者按】2022 年 11 月 25 日，我国养老体系第三支柱正式开闸落地，个人养老金资金账户可投资于符合规定的理财、储蓄、保险、公募基金这四类金融产品。账户制下公募基金呈现出持有期限较长、权益中枢中等偏高、以目标日期策略为主三大特点，反映出个人养老金基金投资具备长期投资基础，侧重长期增值功能且具备明确的养老场景化投资需求。公募基金与个人养老金投资的特点高度契合，能够在个人养老金资产配置中发挥重要作用。一方面，公募基金能够满足个人养老金投资对长期收益的要求，充分发挥公募基金在权益投资上的禀赋。另一方面，公募基金还能通过提供多元化的资产配置解决方案、风险收益特征纯粹的工具化产品等来满足个人养老金对于资产配置的需求。但是，当前公募基金在服务个人养老金投资中仍然存在一些问题，例如投资

者专业性不足导致资产配置有效性较低、当前账户已纳入的基金产品无法满足投资者多元化的养老需求。为了解决上述问题，更好地发挥未来公募基金在个人养老金资产配置功能中的作用，本文有三点建议：首先，引入默认投资机制，解决投资者惰性问题；其次，推动更多公募基金纳入账户，满足多元化的养老投资需求；最后，推动养老投顾发展，改善投资者专业性、纪律性、投资体验问题。

一、个人养老金账户中公募基金发展现状

2022年11月25日，人力资源社会保障部宣布个人养老金制度启动实施，标志着我国养老体系第三支柱正式开闸落地，以“账户制”为核心的个人养老金制度在我国正式实施。根据人社部数据，截至2023年6月底，我国个人养老金参与人数达到4,030万人，相较2022年底参加人数增长2,076万人。截至2023年4月底，缴费人数1,000万人左右，缴费金额约200亿元左右，平均缴费金额2,000元左右。

按照制度规定，个人养老金资金账户资金可用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品。就公募基金来说，其特点在于通过更积极地参与权益投资进而更有效地积累长期收益，充分发挥个人养老金业务补充养老功能。当前纳入个人养老金账户仅有符合相关规定的养老目标基金中基金（以下简称养老FOF），且养老FOF需要设立专门的养老Y份额才能参与个人养老金业务。接下来我们先简单梳理养老Y份额的发展概况，然后通过对比“账户内”养老Y份额与“账户外”养老FOF的差异，

分析账户制下养老 Y 份额的特征。

（一）养老 Y 份额发展概况

截至 2024 年 6 月 30 日，全市场共有 193 只养老 Y 份额，规模合计 66.86 亿元，相较 2022 年底规模增长 46.81 亿元，涨幅达 233%。养老 FOF 方面，截至 2024 年 6 月 30 日，全市场共有 270 只养老 FOF，规模合计 636.32 亿元，相较 2022 年底规模下降 234.28 亿元，与同期养老 FOF 相比，养老 Y 份额规模增长迅速。

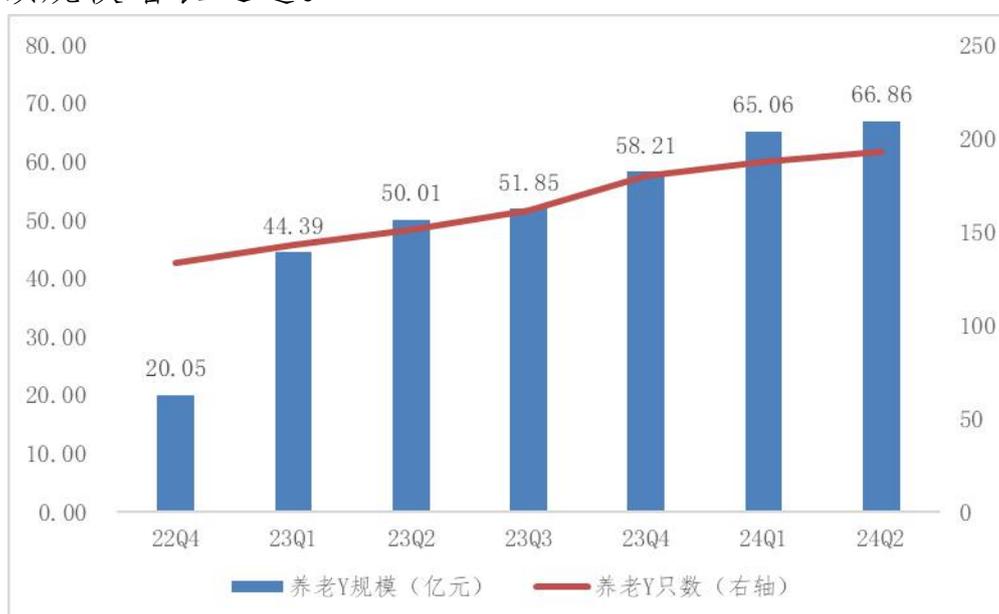


图 1 养老 Y 份额-规模和只数变化

数据来源：Wind，中欧基金整理。

从产品管理人来看，目前全市场共有 53 家管理人设立了养老 Y 份额，截至 2024 年 6 月 30 日，养老 Y 份额规模靠前的十家管理人如下图所示。整体来看，行业呈现出头部管理人集中的竞争格局，前十大管理人的养老 Y 份额规模达 56.08 亿元，集中度达 84%。从户数来看，同样呈现头部集中的情况，截至 2023 年 12 月 31 日养老 Y 份额户数前十大管理人合计户数达 79.11 万，集中度达 82%。

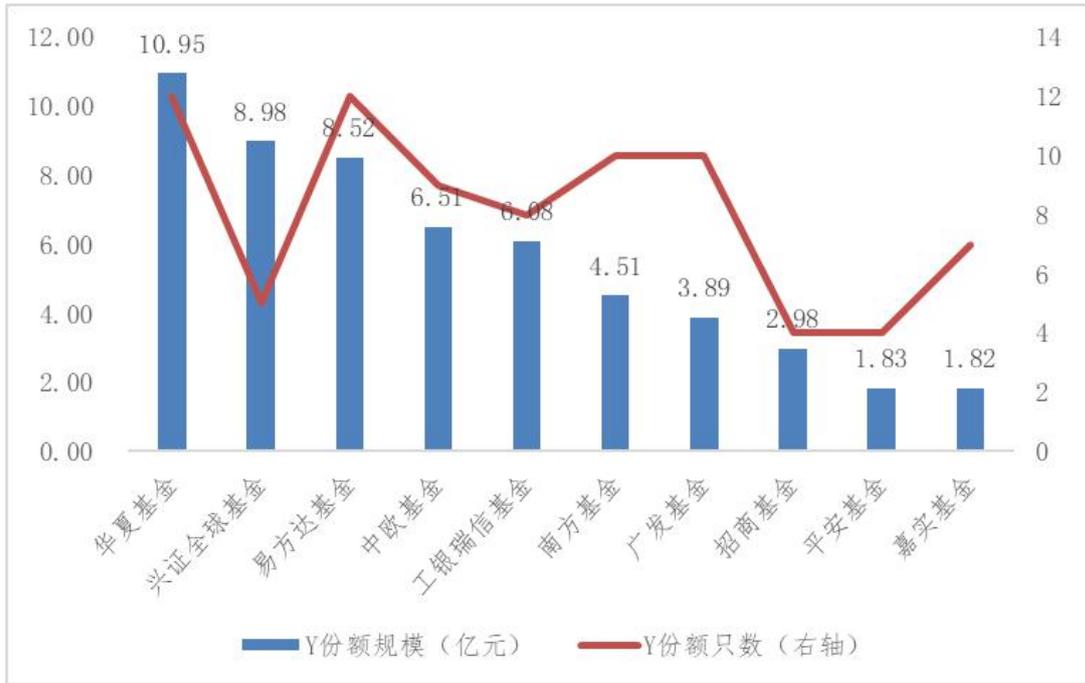


图2 养老Y份额规模前十大管理人（截至2024Q2）

数据来源：Wind，中欧基金整理。

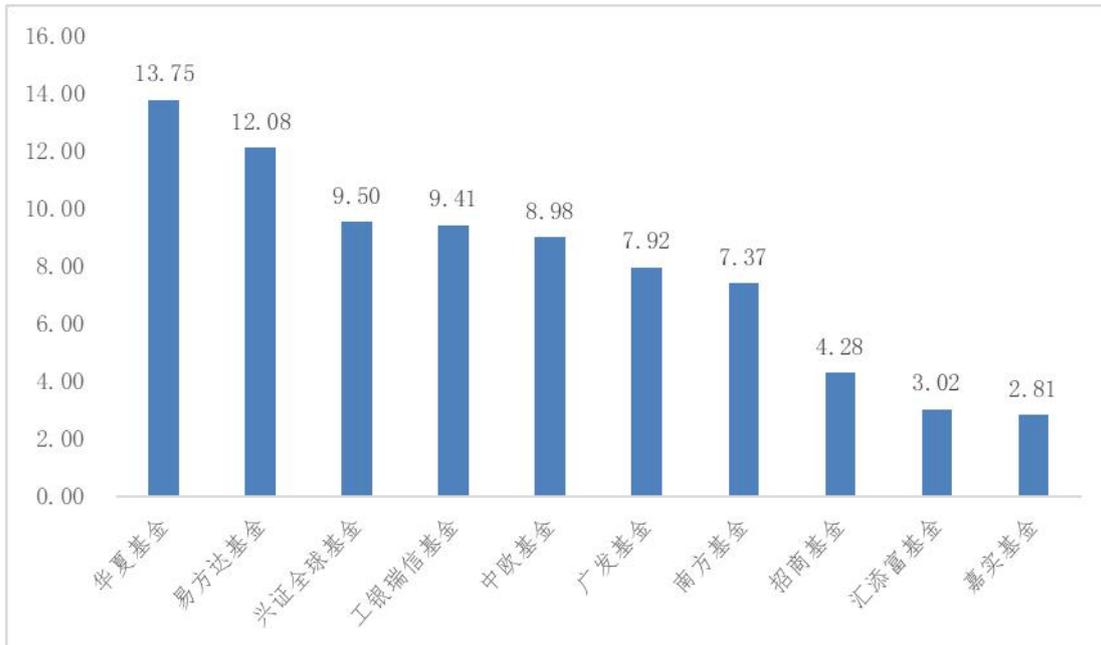


图3 养老Y份额户数前十大管理人（单位：万）

数据来源：Wind，中欧基金整理，截至2023年12月31日。

（二）账户内养老 Y 份额的特征

1. 资金更倾向于买入持有期限较长的产品，具备一定的长期投资基础

从持有期限来看，截至 2024 年 6 月 30 日，三年和五年持有期养老 Y 份额规模分别为 36.42 亿元、15.49 亿元，规模占比分别为 54%、23%，即三年及以上持有期的养老 Y 份额规模占比接近 80%。而对比“账户外”的普通养老 FOF，截至 2024 年 6 月 30 日，养老 FOF 规模合计 636.32 亿元，一年持有期的养老 FOF 规模达 317.13 亿元（占比 50%），五年持有期的养老 FOF 规模仅为 80.07 亿元（占比 13%），账户外的养老 FOF 仍以短持有期限的产品为主。

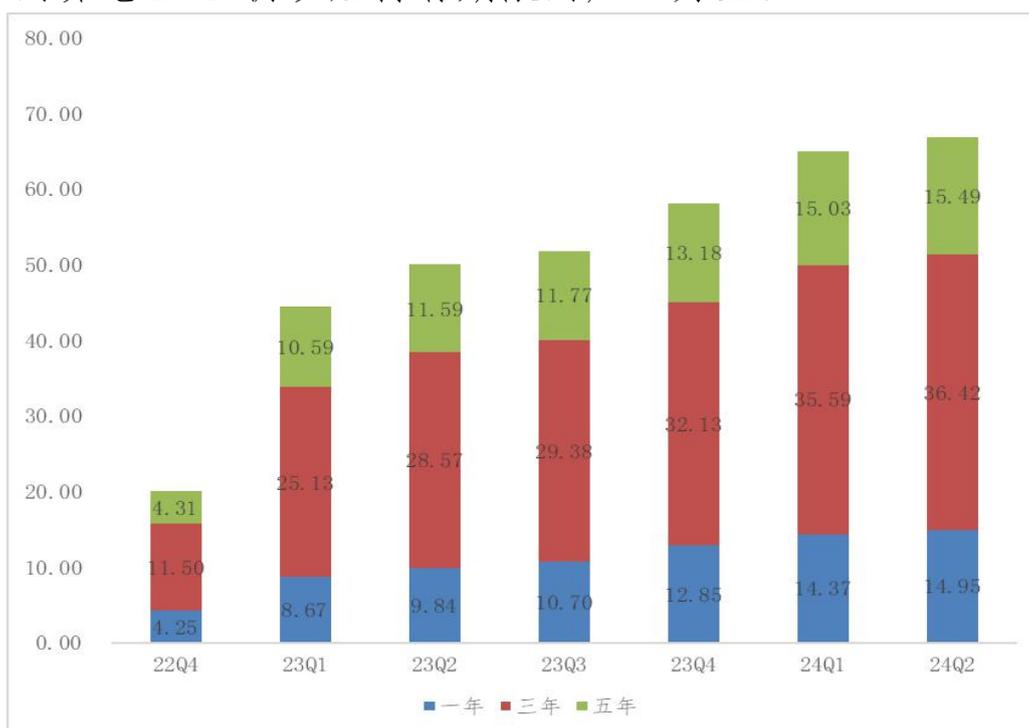


图 4 养老 Y 份额按持有期规模分布情况（单位：亿元）

数据来源：Wind，中欧基金整理。

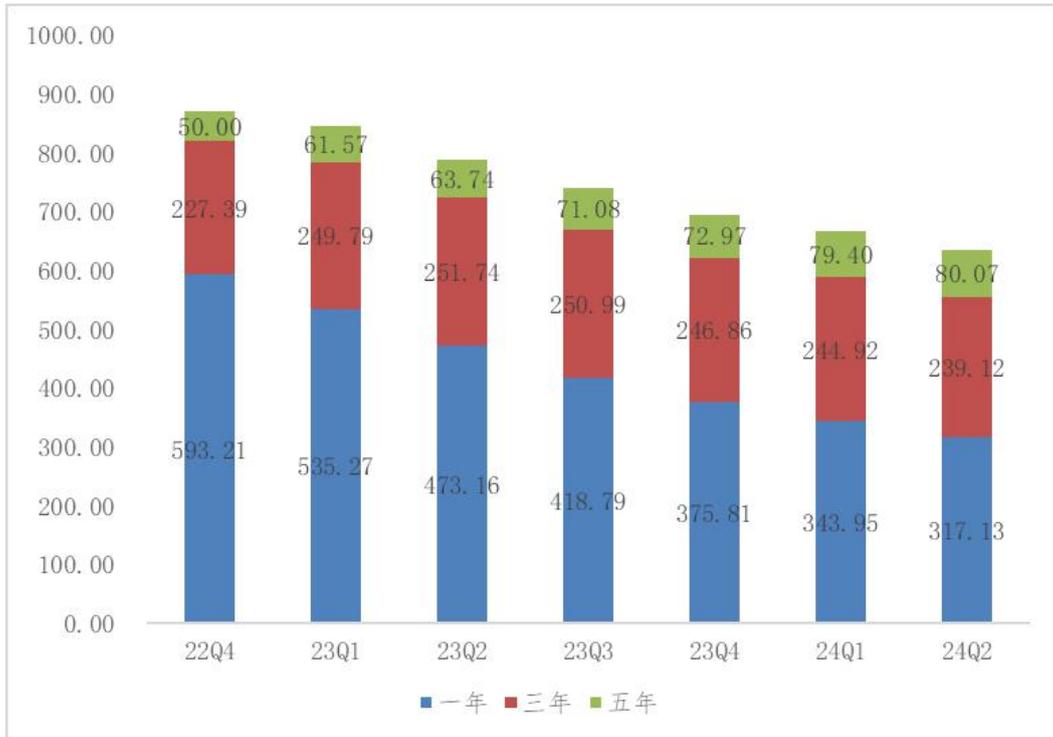


图5 养老FOF按持有期规模分布情况（单位：亿元）

数据来源：Wind，中欧基金整理。

账户制下养老Y份额的持有期限更长有两方面原因：一方面，个人养老金资金账户实行封闭运行，客观上拉长了投资期限；另一方面，长期性本身就是个人养老金投资的重要特征。长期性会放大养老金投资的复利效应并提高其对波动的容忍度。复利效应的放大体现为短期收益率微小差异在养老金投资中可能会对最终结果产生重大影响，甚至会决定养老金积累的规模是否足以支付投资者的养老开支；另外，在养老金投资过程中，市场的中短期波动并不一定会给投资者造成真正的亏损，市场的长期走势对养老金更为关键。因此，长期性决定了养老金投资具备通过适度提高波动以换取更高收益的条件。

2.更看重长期增值功能，倾向于布局权益中枢中等或偏高的产品

养老 Y 份额以权益中枢¹中等偏高的产品为主。截至 2024 年 6 月 30 日，养老 Y 份额中，权益中枢 50%-70%的产品规模最大，达 28.75 亿元（占比 43%），50%及以上权益中枢的产品规模占比达 63%。而“账户外”的养老 FOF 则以低权益中枢的产品为主，权益中枢 10%-30%的产品规模占比达 51%，50%权益中枢以上的产品规模占比仅为 39%，远远低于养老 Y 份额 50%以上权益中枢产品规模占比。

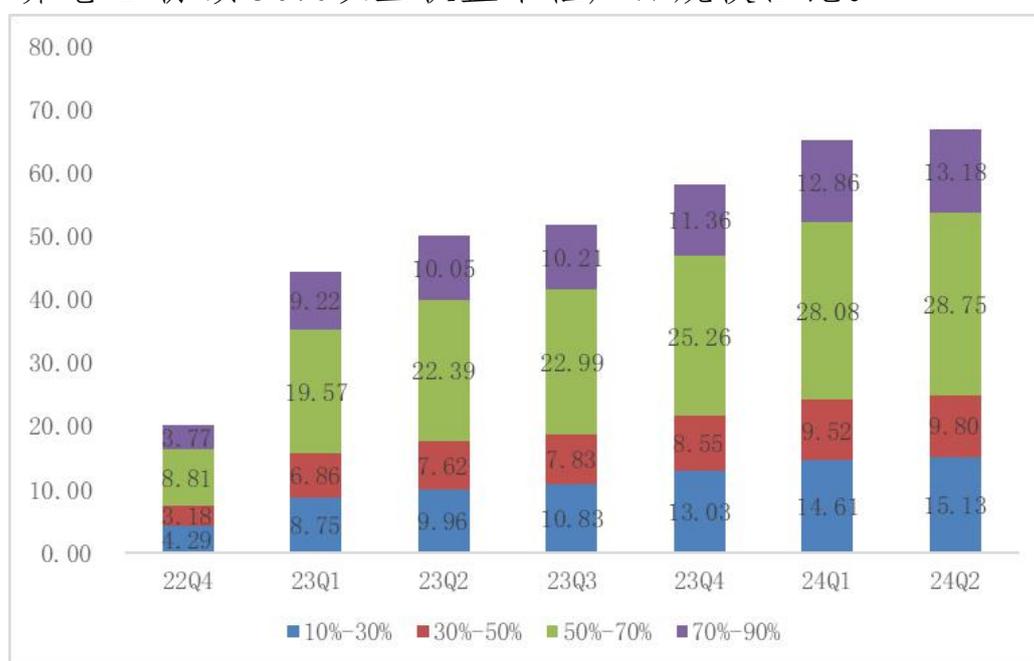


图 6 养老 Y 份额按权益中枢规模分布（单位：亿元）

数据来源：Wind，中欧基金整理。

¹ 权益中枢为产品业绩比较基准中权益类指数的占比，四舍五入。

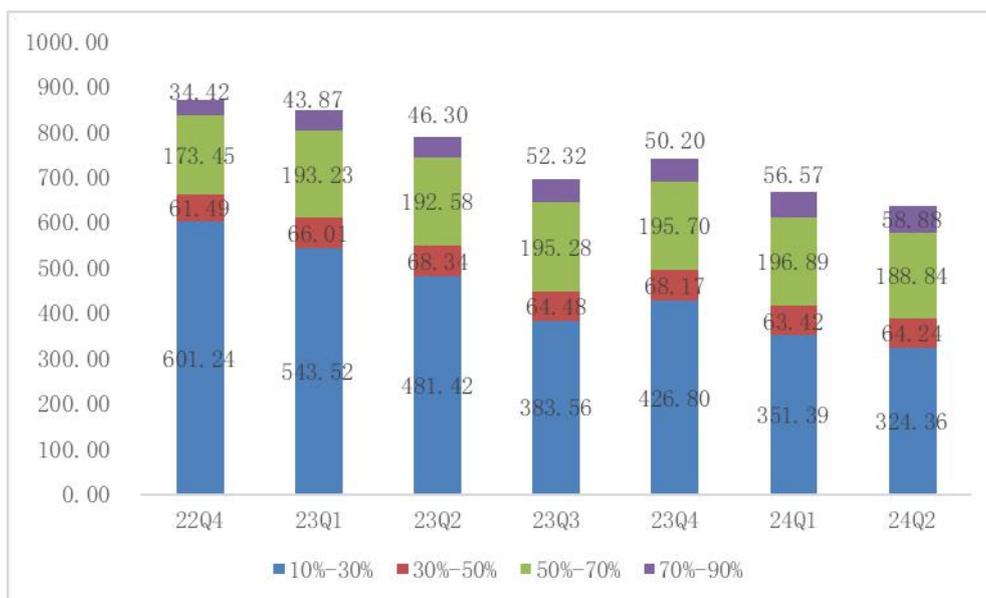


图 7 养老 FOF 按权益中枢规模分布（单位：亿元）

数据来源：Wind，中欧基金整理。

养老 Y 份额权益中枢中等偏高，其主要原因是个人养老金投资属于补充养老范畴，其主要目的并非解决投资者的温饱问题，而是希望投资者能以此进一步提高退休后的生活水平，进而实现“美好生活”的目标，因此个人养老金投资应当满足一定的收益率水平。从目前个人养老金可投资的金融产品来看，存款为保本保息产品，保险侧重保障功能，理财的权益类资产中枢较低更侧重稳健增值，因此公募基金承担了养老资产长期增值的功能。在人口平均寿命不断增长的前提下，如果个人养老金在投资过程中过于注重安全性，则容易导致投资收益积累不足的问题，出现“人还在，钱没了”的局面，遭遇长寿风险。

3.以目标日期策略为主，养老投资有明确清晰的场景化需求

养老 FOF 按照投资策略可以分为目标日期策略（TDF）和目标风险策略（TRF）两类。TDF 提供一站式的资产配置服务，投资者只要按照退休日期购买，便可实现有效的养老

资产配置,适合对基金投资不了解或者无暇顾及的人群。TRF 定位于清晰、明确的风险等级,适合对投资、基金、风险有一定认知的投资者自行配置。

养老 Y 份额以 TDF 产品为主,而养老 FOF 则以 TRF 产品为主。截至 2024 年 6 月 30 日,养老 Y 份额中 TDF 产品规模为 40.36 亿元(占比 60%),而养老 FOF 中 TRF 产品规模为 427.12 亿元(占比 67%)。出现这一差异的原因,可能是在个人养老金账户特定场景下,大部分客户的投资需求与养老直接相关,TDF 作为一款根据客户退休日期选择的养老基金产品,其产品的养老定位相较于 TRF 更直观和清晰,与个人养老金账户内资金的投资需求匹配度更高,因此更受欢迎。

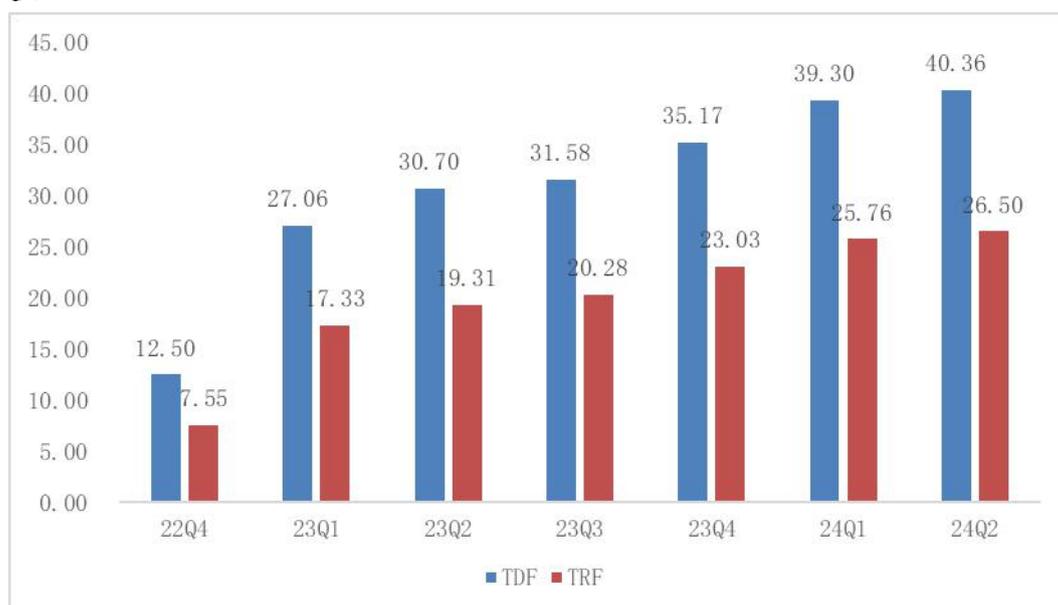


图 8 养老 Y 份额-TDF&TRF 规模分布(单位:亿元)

数据来源:Wind,中欧基金整理。



图9 养老FOF-TDF&TRF规模分布（单位：亿元）

数据来源：Wind，中欧基金整理。

二、公募基金在个人养老金资产配置中的作用

（一）个人养老金特点：长期性、收益要求、小额定期连续

首先，长期性。个人养老金投资能从投资者职业生涯起步开始计算，一直到投资者退休，甚至延伸到退休后，远远超过其他非养老资金的投资期限。因此，长期性会放大养老金投资的复利效应并提高养老金对波动的容忍程度，因此具备通过适度提高波动以换取更高收益的基础。

其次，收益要求。个人养老金投资不同于一二支柱，其属于补充养老，主要目的并非解决投资者的温饱问题，而是实现退休以后更高质量生活的目标，因此个人养老金投资势必需要满足一定的收益率水平。另外，个人养老金的收益要求会随着投资者的年龄增长而发生变化，即年轻时对风险的承受能力和对收益的要求会更高，而临近退休风险偏好会逐渐降低，投资偏向于保守。

最后，定期、小额、连续供款。个人养老金的缴费往往来自投资者定期的工资收入，具备定期定时付款、少量供款、分批投资的属性，这也意味着对养老投资来说，投资时点的选择并不重要，市场高点或者低点长期来看对于投资者来说只是一笔相对较小的资金，对养老投资的最终结果不会产生实质性影响，而资产的长期收益率才是决定个人养老金投资结果的关键。

(二) 公募基金投资属性与个人养老金投资特点高度契合

公募基金与个人养老金投资的特点高度契合，意味着公募基金能够在个人养老金资产配置中发挥重要作用。

首先，公募基金能够满足个人养老金投资对长期收益的要求。与其他资管产品相比，公募基金在权益投资方面的禀赋最为显著，而权益投资能力又是决定养老金长期收益水平的关键。从大类资产的长期表现来看，固收类资产的回报主要受久期、评级和杠杆三要素影响。对养老金投资来说，其投资期限能达到 40 年以上。因此很难找到与其期限匹配甚至超越其期限的固收类资产，通过拉长期限放大固收投资收益的手段将失效。如果希望提高固收投资的回报率，使之与养老金收益要求相匹配，只能选择加大杠杆或降低所投资产的信用评级，但无疑将增加养老金投资的债务风险，英国养老金危机的案例便反映出固收类资产作为养老金长期投资品种时所蕴含的风险。而权益投资则不同，它天然满足养老金投资的收益要求并兼备长期投资的属性。虽然投资期间可能会出现一定波动，但从长期回报来看，权益投资相对固收

投资可以取得显著超额回报。且通过长期复利效应的放大，权益投资在收益率上的优势将被进一步放大。此外，权益投资一来自身并无期限限制之说，二来其能从企业的成长中获益，只要企业能不断成长发展，权益投资就可以持续获得回报。这一特征无疑与养老资金投资的长期性有很高的契合度。

其次，公募基金能够满足个人养老金对于资产配置的要求。对个人养老金来说，其投资过程中还需要持续的资产配置能力。个人由于所处的生命周期阶段不同，收入状况不同，对于资产配置的比例要求也是差异化的，因而需要持续调整资产配置解决方案。对公募基金来说，一方面其本身就提供了多元的资产配置解决方案，例如高权益资产配比的积极 TRF，稳健型二级债基、稳健 TRF，还有一站式动态调整资产配比的 TDF 等；另一方面公募基金还提供了很多风险收益特征非常纯粹的工具化产品，像指数基金、货币基金等，供专业投资者自行完成资产配置。

此外，个人养老金通过专业的公募基金间接投向资本市场，能够更有效地分散风险和挖掘收益。对个人来说，直接投向资本市场并不是养老金投资的最佳方式。一方面，个人养老金虽然总量巨大，但若分摊到个体，其每期的供款往往数量较少，即使足够直接购买股票等资产，也无法做到分散投资，将被迫承担大量的非系统性风险。另一方面，直接投资需要更加扎实的基本面研究能力和投资纪律执行力，而个人投资者在专业度和执行力方面和机构投资者相比都存在巨大的缺陷。因此，直投各类资产的效果往往较差，适合个人养老金投资的权益工具需要同时满足小额、分散、专业等

条件，也就意味着通过公募基金间接投资资本市场将更适合作为个人养老金投资权益资产的品种。

三、公募基金在服务个人养老金投资中存在的问题

当前个人养老金账户及账户下公募基金的发展仍然存在一些问题，导致公募基金无法充分发挥其在个人养老金资产配置中的积极作用。

（一）投资者专业性不足导致资产配置有效性较低

个人养老金制度虽然开户人数达到 4,030 万人左右，但缴费人数仅 1,000 万左右，和开户人数相比实际缴费人数很少，同时缴费人数中实际进行投资的人数更少，大量的资金被闲置在账户中。造成上述现象很重要的原因就是投资者专业性不足，具体体现为两个方面：一是投资者不知道如何选择，“不会投”；二是投资者难以长期坚持，“懒得投”。公募基金和存款、理财这类产品相比，对投资者的专业性要求更高，并且更需要坚持长期投资。因此，即便公募基金在个人养老金资产配置中具备一定优势，但是很多投资者可能很难做到有效投资进而去分享公募基金长期投资的回报。

（二）当前账户中纳入的基金无法满足投资者多元化的需求

个人养老金账户制下的养老 Y 份额呈现出长期投资的特征，并能通过投资权益市场承受一定波动达到补充养老的需求，但是养老 FOF 在策略和实际投资中仍然存在一定的局限性，并无法完全满足客户的养老投资需求。

1. 养老 FOF 的策略和配置较为固定和单一

养老 FOF 通过设定特定的投资策略（例如目标日期、目

标风险等)满足不同年龄段和不同风险偏好投资者的养老投资需求。但是养老投资需求“千人千面”，当前养老 FOF 的策略并无法完全满足，具体表现在以下几个方面。

TRF 产品主要提供三类资产配置解决方案。表 1 统计了 TRF 产品投资策略与权益中枢的产品数量分布情况。可以看到稳健 TRF、平衡 TRF、积极 TRF 的权益中枢分别以 20%、50%、75%为主，即当前的 TRF 产品主要提供上述三类资产配置解决方案，而在其他类型风险特征上的产品暂时并没有充分的供给，无法满足养老投资更多元化的需求。

表 1 TRF 投资策略与权益中枢的产品数量分布情况

TRF 投资策略与权益中枢	养老 FOF 产品数量
TRF-保守	2
10%	1
15%	1
TRF-积极	14
70%	5
75%	9
TRF-平衡	49
40%	5
45%	3
50%	30
55%	11
TRF-稳健	84
10%	2
15%	6
20%	49
25%	24
30%	1
35%	2
TRF 产品数量总计	149

数据来源：Wind，中欧基金整理，截至 2024 年 6 月 30 日。

TDF 产品主要提供针对特定退休年龄客户的普适性解决方案。TDF 产品的核心投资策略是下滑曲线，简单来说随着目标退休日期的临近，组合中权益类资产的配置比例将逐渐降低。下滑曲线设计的核心是资产端和负债端的匹配：资产端方面，主要研究大类资产的长期投资价值，包括长期预期收益率和波动率等，并带入相关模型形成有效前沿曲

线；负债端方面，关键在于确定不同年龄投资者的风险惩罚系数，即年龄越高、风险偏好越低、风险惩罚系数越大。综上，基于资产端和负债端的匹配，将惩罚系数带入效用函数，并在有效前沿曲线上寻找最优解。

从下滑曲线设计的逻辑可以看出，下滑曲线是针对特定退休年龄客户的一套统一的、普适性的资产配置解决方案，但是在个性化上有所欠缺，例如有提前退休需求的客户、有特定风险收益需求的客户等，当前的 TDF 产品并不能充分地满足其养老投资需求。

2.养老 FOF 大类资产配置较为单一

目前大部分养老 FOF 的配置以股票型、债券型和混合型基金为主，大类资产配置较为单一，在另类投资、全球投资中的配置比例不高。图 10 统计了截至 2023 年 12 月 31 日，不同类型公募基金被养老 FOF 持仓的只数占比和平均比例情况。可以看到，大部分养老 FOF 配置的基金类型为中长期纯债、灵活配置、短期纯债、二级债基、偏股混合这类风险收益特征相对常规的产品，平均配置比例均超过 13%，而 QDII 基金、商品基金、股票多空基金在养老 FOF 中的配置较少，平均配置比例均在 5% 及以下。这就导致养老 FOF 的风险大多集中在国内的股票和债券市场，而缺乏在不同类别资产、不同国家和地区的风险分散和对冲。当然，除了基金经理缺乏一定的大类资产配置思维以外，当前养老 FOF 的投资范围和投资比例也受到了一定限制。

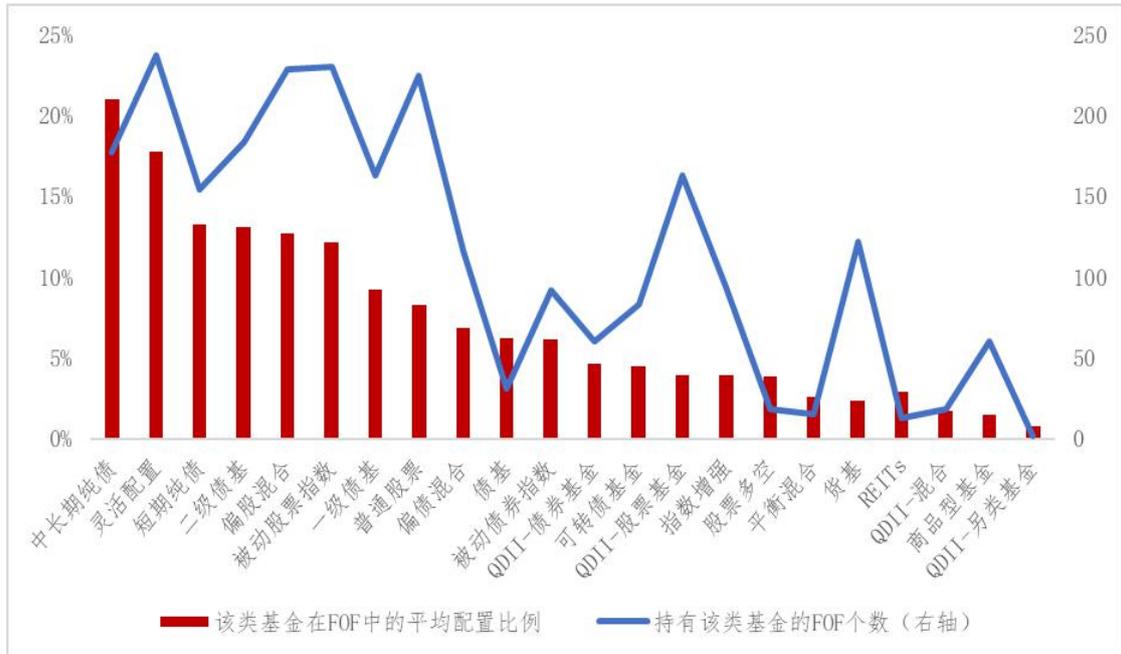


图 10 养老 FOF 持仓基金按投资类型分布情况

数据来源：Wind，中欧基金整理。

3. 养老 FOF 受到基金经理偏好和管理人禀赋影响，选基多样性有限

对投资者来说，FOF 和普通基金最大的差异在于可以通过为投资者配置“一揽子”基金，达到风险分散、均衡配置的效果。但是由于各种客观或者主观原因，FOF（包括养老 FOF）并无法完全做到“全市场选基”。通过统计全市场养老 FOF 持仓基金的内部和外部管理人情况可以发现，内部基金占比超过 30% 的养老 FOF，其规模占比达到 48%，内部基金占比超过 50% 的养老 FOF，其规模占比达到 29%。并且规模占比远高于数量占比，在一定程度上也说明大规模的养老 FOF 配置内部基金比例会更高。

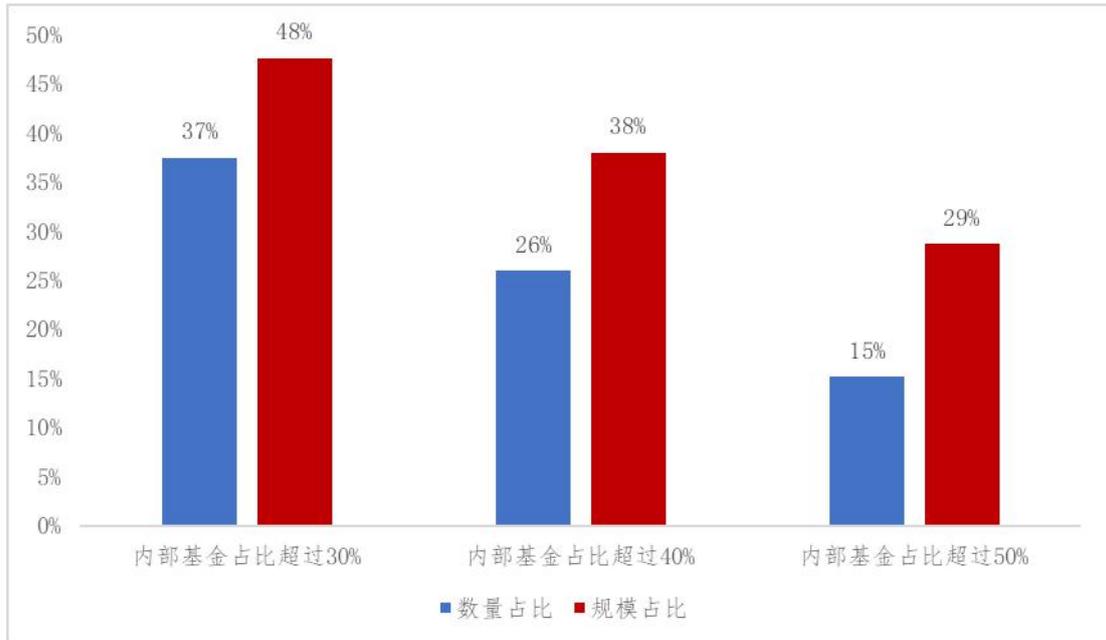


图 11 养老 FOF 持有内部基金情况

数据来源：Wind，中欧基金整理。

造成上述现象的原因可能有两方面：

一方面，对于 FOF 基金经理来说，投资内部基金拥有“信息优势”，即内部基金可以在一定程度上减少 FOF 基金经理在研究基金时关于投资策略、组合构建、业绩归因等方面的信息不对称问题。当然主投内部基金的做法，对管理规模较大、产品布局齐全、投资策略丰富且投研实力较强的管理人来说是更科学和合理的选择，但如果基金管理人自身的禀赋不全面，或产品线布局不齐全，则容易造成养老 FOF 无法获得最优的配置结果。

另一方面，随着公募基金数量的迅速增加，对 FOF 基金经理来说，覆盖并研究全市场的公募基金，对时间和精力提出了更高要求，因此“全市场选基”将会是一个长期并且客观存在的困难。

综上所述，养老 FOF 的基金经理往往是基于自身以及管理人的能力禀赋，在其能力圈范围之内或者具备信息优势的

基础上，进行基金优选和配置。对于个人养老金投资来说，如果能扩大优选基金的范围，更好地发挥基金在资产配置方面的优势，那么也能提升客户参与个人养老金投资公募基金的积极性。

四、如何更好发挥公募基金在个人养老金资产配置功能中的作用

（一）引入默认投资机制，解决投资者惰性问题

当前我国个人养老金账户缴费率和投资率较低，在美国的养老金发展过程中也曾遇到过类似问题。2006年以前，美国第二支柱面临覆盖面增长受限，同时参与者投资效率不高，为了解决这一问题，2006年美国劳工部出台《2006年养老金保护法案》（The Pension Protection Act of 2006），其中对未来美国第二支柱发展影响最为深远的是默认投资机制，即雇主可以默认帮助雇员加入养老计划并帮助雇员选择特定投资产品，即合格默认投资工具（QDIA），实现养老资金的有效投资和配置。

QDIA是指当养老金计划的参与者或者受益人因某些原因未对其账户资金主动做出投资决定时，养老计划的受托人可以代表其选择投资替代方案，配置特定的资管产品。QDIA的作用在于：一方面，对养老金计划发起人而言，可以减少其对参与者或受益人投资能力不足而做出决策时的担忧，长期来看能有效提升养老金计划的收益，帮助参与者提高退休后的生活水平；另一方面，对于参与者或受益人来说，减少了因缺乏专业投资能力而进行产品选择的困扰，另外也帮助其积累了退休储蓄。

（二）推动更多公募基金纳入账户，满足多元化的养老投资需求

当前个人养老金账户在开户数上已取得一定成效，但是在缴费率和投资率上仍然存在较大提升空间，其中一个原因就是当前账户内可投资的产品，尤其是公募产品的类型仍然不够丰富，因此推动更多种类且符合要求的公募基金纳入账户，进一步消除“账户内”和“账户外”可投资公募基金品种的差异，同时叠加个人养老金账户在税收方面的优势，对于缴费率和投资率的提升会有较大帮助。

（三）推动养老投顾发展，改善投资者专业性、纪律性、投资体验问题

如按照前述建议，推动更多普通公募基金纳入个人养老金账户，虽然能为客户提供更多选择，但是在目前国内个人投资者缺乏专业性和投资纪律性的情况下，让投资者直接面对众多基金，其实难以践行独立投资，无疑也会带来更多问题，因此建议在个人养老金账户中引入养老投顾服务，以有效解决投资者专业度和纪律性问题，进而改善个人养老金投资公募基金的体验。

投资顾问能从客户需求出发，以客户利益最大化为根本导向，向客户提供包括理财咨询、规划、投资等全流程服务，并且能代理客户执行投资交易、组合构建，帮助客户提升在投资上的专业性和纪律性，从而在既定的时间范围和风险范围下增强养老财富的长期积累。另外，投顾服务还能通过市场解读，心理疏导等陪伴服务调节投资者情绪，帮助其更好的长期执行投资纪律，这一点在养老金投顾中尤为重要。全

面的养老投顾服务无疑能更好地抚平投资者的情绪波动，帮助其更好地度过市场极端波动的难关，从而更好地执行投资纪律。

【本文由中欧基金管理有限公司潘思怡、安蒙供稿，中国证券投资基金业协会审校】