

从养老理财探析养老信托发展

内容摘要

- 我国提供第三支柱养老金产品的主体主要为银行及理财子公司、基金公司、保险公司以及信托公司四类金融机构。各类金融机构根据自身业务特点，不同程度参与了养老金融市场的开发，初步形成了多层次的个人养老保障体系，但在制度和产品创新设计上有待完善。近期，监管对于养老金融的政策支持力度明显加强。
- 养老理财从 2021 年 9 月开始试点到扩容发展顺利，有望成为理财公司新的业务增长点。养老理财已形成“10+1 家、10 地”的试点格局，总募集上限也从 400 亿元大幅增至 2700 亿元。从当前的市场进展和政策方向来看，养老理财扩容或将持续开展。
- 2021 年 12 月 6 日起，工银理财、建信理财、招银理财和光大理财四家试点机构首批发行了养老理财产品。养老理财产品具有长期性、风控完备、投资稳健、普惠性等特点。
- 与其他提供第三支柱金融产品的机构相比，信托公司开展养老信托业务的能力主要体现在客群的独特性和信托制度的灵活性上。从信托公司已经开展的业务情况，并结合养老金融产品定位来看，养老信托业务并不是让信托公司“另起炉灶”，而是充分发挥信托优势，在已有的基础上积极创新，围绕客户需求，将产品赋予养老属性。
- 建议发展养老信托业务的路径（步骤）为：（1）发行设立符合要求的信托计划，作为养老金投资的标的资产；（2）自主发行管理养老目标证券投资产品，包括养老 FOF、固收+产品；（3）发行设立多资产策略的养老金融产品——“标+非标”；（4）尝试将财富传承、养老消费权益等功能嵌入信托，打造特色化的养老服务信托；（5）积极探索养老产业信托，打造养老资金-资产-消费生态圈。

百瑞信托
博士后工作站

朱峻萱

2021 年 3 月 31 日

目 录

一、养老金融政策支持力度加强	1
1.多元金融助力养老第三支柱建设.....	1
2.第三支柱养老金融产品对比.....	2
3.养老理财试点扩容，政策供给加强.....	4
二、养老理财产品特点	5
1.引导长期投资理念，契合养老规划.....	6
2.设置专门的风险管理机制，风控完备.....	7
3.投资稳健，收益适中.....	7
4.突出普惠性，购买理财门槛较低.....	7
三、养老信托业务启示	8
1. 信托公司角力养老金融市场的主要能力.....	8
2.养老金融信托产品案例——安愉人生信托.....	8
3.发展养老信托业务的规划路径.....	9

从养老理财探析养老信托发展

近期，监管对于养老金融的政策支持力度明显加强，养老理财从 2021 年 9 月开始试点到扩容发展顺利，有望成为理财公司新的业务增长点。在老龄化问题加深和养老金融政策的牵引下，银行及理财公司、公募基金、保险及养老保险机构、信托公司等金融机构，发挥相对优势，开展有序竞争，提供差异化的养老金融服务，共同筑牢养老保险第三支柱。

一、养老金融政策支持力度加强

养老保险三支柱模型由世界银行于 1994 年提出，旨在通过扩展筹资来源以增强养老金体系的韧性，经过多年的推动，我国三支柱体系逐步建立起来，养老责任由政府、雇主和个人共同承担。第三支柱也就是个人养老产品，不仅是保险业的业务，主要由银行及理财公司、公募基金、养老保险机构、信托公司等提供多元化的金融产品。第三支柱作为三支柱体系的重要补充，目前规模较小，尚处于起步阶段。随着我国社会老龄化程度不断加深、政策支持力度的加强，安全性高、保障性强、投保简便、特色鲜明的养老金融产品品种将日益丰富。

1.多元金融助力养老第三支柱建设

一直以来，我国三支柱体系以一支柱为核心，二、三支柱发展较为缓慢，在规模和涉及人口数量上都显著低于第一支柱。截至 2020 年末，企业职工基本养老保险基金及城乡居民基本养老保险基金累计结存约 5.81 万亿元。第二支柱——企业年金和职业年金逐步发展起来，截至 2021 年末，全国企业年金积累基金约 2.64 万亿元，覆盖面较低、发展不均衡；“第三支柱”主要包括个人养老金、符合规定的银行养老理财、商业养老保险、养老目标基金、养老信托等金融产品，规模尚小，处于发展初期，发展空间较大。

随着我国老龄化程度不断加深，建立多层次养老保险体系，是积极应对人口老龄化、促进养老保险制度可持续发展的一项重要举措。我国“十四五规划”明确提出，发展多层次、多支柱养老保险体系，提高企业年金覆盖率，规范发展第三支柱养老保险。建立健全养老第三支柱，对于减轻第一支柱支出及财政压力，丰富居民养老投资的多元化需求，还能集中居民闲置资金，投资于基础设施和经济发展，促进我国资本市场的健康发展，具有重大的意义。

2022年2月21日，国务院印发《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》，构建了我国“十四五”时期老龄事业及养老服务体系顶层设计框架，鼓励金融机构开发符合老年人特点的支付、储蓄、理财、信托、保险、公募基金等养老金融产品。政府工作报告中也指出，继续规范发展第三支柱养老保险。在第三支柱具体类型上，2022年2月21日银保监会发布《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区域扩大到全国范围，同时允许养老保险公司参与试点。在地方政策上，河南银保监局联合出台实施意见推进银行保险机构支持养老服务业高质量发展，规范发展第三支柱养老金融。国务院印发《关于落实〈政府工作报告〉重点工作分工的意见》，将《政府工作报告》提出重点工作分解，要求，2022年4月底前银保监会出台规范发展第三支柱养老保险的相关政策。

加强第三支柱建设将通过银行保险业、证券投资业、信托等多元金融业各取所长、协同发力、错位竞争，共同构建第三支柱新发展格局。第三支柱能否蓬勃发展，既有赖于税收优惠的力度等政策支持，也对有关机构能否提供丰富的养老金融产品以及生命周期的账户资产管理提出了更高的要求。

2.第三支柱养老金融产品对比

我国提供第三支柱养老金融产品的主体主要为银行及理财子公司、基金公司、保险公司以及信托公司四类金融机构。各类金融机构根据自身业务特点，不同程度参与了养老金融市场的开发，初步形成了多层次的个人养老保障体系，但在制度和产品创新设计上有待完善。目前广义上的个人养老金融产品可包括公募公司管理的养老目标基金（养老FOF）、银行养老理财产品、寿险公司或养老保险机构发行的个税递延养老保险、养老保障管理产品、专属商业养老保险产品，和信托公司发行的养老目标证券投资产品等，详见表1。

通过梳理不难看出，我国养老第三支柱是近几年加快建立起来的，相关政策体系逐步完善，参与第三支柱建设的金融机构范围逐渐扩大。其中，养老目标基金管理相对规范，依托于基金公司在资本市场的专业能力，并取得了较好的发展。保险公司发行的个人养老产品类型丰富，但发展情况受到了目标客户、政策制约，专属商业养老保险成为近期主要被培植的对象。2021年以来，最受市场瞩目的个人养老产品是养老理财，未来养老理财在产品的设计方面拥有更多的创新空间，

或将成为理财公司 2022 年重点特色产品。信托公司较晚进入第三支柱市场，真正意义上的养老金融产品相对匮乏，但可凭借其深耕产业、逐步投入标准化市场的优势，展业空间广阔。

表 1 第三支柱个人养老产品对比

	发行机构	相关政策	发展情况	税收优惠	投资策略 (风险偏好)
养老目标基金	公募基金	《养老目标证券投资基金指引(试行)》证监会公告[2018]2号	2018年9月成立首只基金,近年来发展较好,是FOF基金中占比最大的类型	无	FOF形式运作,可分为目标风险基金和目标日期基金两种策略,进行跨生命周期的动态资产配置。
养老理财	银行理财	详见表2	2021年9月开展试点工作,持续清理名不符实的“养老”字样理财产品。2022年12月,首批养老理财募集顺利。	无	以固定收益类为主,详见本文第二部分
税延养老保险产品	寿险公司/养老保险机构	《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)	2018年5月开始试点,整体业务规模不大,承保人数及保费收入均未达预期。税收覆盖面小,税前扣除额度偏低难以对高收入群体产生吸引力	有	可选不同风险类型的产品(A类收益确定类、B类收益保底型、C类收益浮动型)
养老保障管理产品	养老保险机构	《养老保障管理业务管理办法》(保监发〔2015〕73号)	该类始于2009年,产品也由团体类逐渐发展到个人类。规模一度占行业总规模的近95%。在资管新规发布之后,这类产品面临调整,相较前几年火热程度退却。	无	不具备保险保障功能,而是类似于公募基金。购买门槛低,期限灵活,产品投向多元化
专属商业养老保险产品	寿险公司/养老保险机构	《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)	2021年6月开始试点,7月后已有产品陆续落地。2022年试点范围扩大。	无	可根据自身风险偏好选择不同的投资组合(稳健型账户、进取型账户),支持组合转换功能,均有保底收益率
养老金信托等	信托公司	暂无	部分信托公司尝试开展养老目标证券投资信托,赋予财富管理和财富传承双重功能,但进展较慢。	无	考虑到养老金融产品的“养老”属性,以稳健型产品为主

资料来源:政府网站、各机构官网等,百瑞信托研发中心整理

3. 养老理财试点扩容，政策供给加强

“养老理财”产品可以追溯到多年前，部分商业银行就有意识地先行创设了“养老系列”，通过专属养老系列培养有养老需求的客户群体。比如早在 2018 年年末，浦发银行已将打造养老理财产品体系、支持第三支柱养老体系建设提到战略高度。2019 年 5 月，浦发银行向私人银行客户推出“启臻逐月系列养老精选 1 号理财计划”。目前，浦发银行已基本建成独具特色的“两位一体”的“养老产品线”：面向已老人群的养老功能型产品线（启臻逐月养老系列）和面向未老人群的养老目标型产品线（天年优享养老系列）。

2021 年 9 月 10 日，银保监会正式发布《关于开展养老理财产品试点的通知》，由四家理财公司在四地开展养老理财产品试点。同年 12 月 3 日，银行业理财登记托管中心官宣，四家机构首批养老理财产品已完成产品申报，四只产品将于 12 月 6 日正式开售。在首批养老理财试点产品发行 2 个月后，养老理财试点迎来扩容，贝莱德建信理财有限责任公司（以下简称贝莱德建信）获得养老理财产品试点资格。2022 年 2 月 25 日，银保监会日前发布的《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》，自 2022 年 3 月 1 日起，养老理财产品试点范围再次扩展。至此，养老理财已形成“10+1 家、10 地”的试点格局，总募集上限也从 400 亿元大幅增至 2700 亿元。

根据相关通知要求，试点养老理财产品应真正具有“养老”属性，突出稳健性、长期性、普惠性特征，持续清理名不符实的“养老”字样理财产品。该举有利于规范现有业务，丰富养老金融产品供给，满足人民群众多样化养老需求。随着我国人口老龄化加速到来，为人民群众提供丰富的养老金融产品市场前景广阔。银保监会表示，将稳步推广养老金融试点，为人民群众提供更高质量、更加便捷的养老金融产品和服务。这也就意味着，养老理财扩容或将持续开展。

表 2 养老理财相关政策梳理与对比

发文日期	2021 年 9 月 10 日				2022 年 2 月 11 日				2022 年 2 月 25 日			
文件名称	中国银保监会办公厅关于开展养老理财产品试点的通知（银保监办发〔2021〕95 号）				中国银保监会办公厅关于贝莱德建信理财有限责任公司开展养老理财产品试点的通知（银保监办发〔2022〕8 号）				中国银保监会办公厅关于扩大养老理财产品试点范围的通知（银保监办发〔2022〕19 号）			
试点机构	工银理财	建信理财	招银理财	光大理财	贝莱德建信理财（合资理财公司）				工银理财、建信理财、交银理财、中银理财、农银理财、中邮理财、光大理财、招银理财、兴银理财、信银理财+贝莱德建信理财			
试点范围	武汉 成都	深圳		青岛	广州、成都				北京、沈阳、长春、上海、武汉、广州、重庆、成都、青岛、深圳（自主选择 1 个或多个地区销售）			
试点额度	单家试点机构养老理财产品募集资金总规模限制在 100 亿元人民币以内				100 亿元人民币以内，实施过程中经过评估可再进行调整。				已开展试点单家机构养老理财产品募集资金总规模上限由 100 亿元人民币提高至 500 亿元人民币；本次新增试点单家机构上限为 100 亿元人民币。			
试点时间	2021/09/15 起 1 年				印发之日起 1 年				自 2022/03/01 起			
试点格局	4 家、4 地				4+1 家、5 地				10+1 家、10 地			

资料来源：银保监会，百瑞信托研发中心整理

二、养老理财产品特点

一般而言，我国的养老理财产品是指由商业银行（理财公司）设计，面向具有养老需求的个人投资者发行的以追求养老资金长期稳健增值为目的，采用符合长期养老需求的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险的公募理财产品。自 2021 年 12 月 6 日起，工银理财、建信理财、招银理财和光大理财四家试点机构首批各发行一只养老理财产品，均于 2021 年 12 月完成了产品募集。截至 2021 年 3 月 31 日，养老理财试点机构共已发行 15 只养老理财（含在售产品 3 只），各机构后期发行的产品与首批发行的产品设计几乎一致。表 2 为首发 4 只产品概况。

表 3 首批养老理财产品要素对比

	光大理财	工银理财	建信理财	招银理财
系列名称	颐享阳光	颐享安泰	安享	招睿颐养
业绩比较基准	5.8%~8.0%	5%~7%	5.8%~8.0%	5.8%~8.0%
期限	5 年	5 年	5 年	5 年
提前赎回	有重大疾病等临时大额费用支出需求可提前赎回，提前赎回费率固定 2%	重大疾病可提前赎回，暂不收取提前赎回费用	重大疾病、购房可提前赎回，按持有期限收取赎回费；年满 60 周岁提前赎回费为 0	重大疾病、购房可提前赎回，按持有期限收取赎回费
运作模式	封闭净值型	封闭净值型	封闭净值型	封闭净值型
投资性质	混合类	固定收益类	固定收益类	固定收益类
认购金额	1 元起购，单一投资者购买的全部养老理财产品合计金额不超过 300 万元人民币			
认购费	0%	0%	0%	0%
托管费	0.02%/年	0.02%/年	0.02%/年	0.02%/年
管理费	固定 0.10%/年	0%	固定 0.10%/年	固定 0.10%/年
销售费	0%	0%	0%	0%
风险等级	R2	R3	R2	R2
收益平滑基金	超过业绩比较基准的超额收益部分，计提超过部分的 50%	超过业绩比较基准或区间上限 0-5%（含 5%），计提超过部分的 30%；超过业绩比较基准或区间上限 5%（不含）以上，计提超过部分的 50%。	对超过业绩比较基准下线的部分按 50%计提	超过业绩比较基准下线，计提不低于 10%；超过业绩比较基准中枢 6.9%，计提不低于 30%
风险准备金	按照本产品固定管理费的 20%计提风险准备金，当风险准备金达到养老理财产品余额 5%时不再提取。			
计提减值准备	结合预期信用损失方法充分计提减值准备，按照投资资产的 0.5%计算附加风险资本。			
最新公布净值	1.0111	1.0093	1.0068	1.0025

注：数据提取日，2022 年 3 月 31 日，各产品更新日期略有差异

资料来源：中国理财网、银行官网，百瑞信托研发中心整理

1. 引导长期投资理念，契合养老规划

从目前发行的产品来看，产品期限均为 5 年期，以封闭形式管理。这样的产品设计，跨周期投资安排更匹配客户中长期养老需求，引导投资者梳理长期投资理念，尽早进行个人养老规划。同时，养老理财也特别设定了针对大病等特殊需

求提前赎回条款、分红条款等，可满足投资期间客户的部分流动性需要。

2. 设置专门的风险管理机制，风控完备

养老理财产品产品打造了专门的风险管理机制，包括平滑基金、风险准备金、减值准备等，有助于增强风险抵御能力，促进业务稳健运行，带给客户更好的投资体验。收益平滑基金是指将养老理财产品超过业绩比较基准的超额收益部分，按照一定比例纳入平滑基金并进行专项管理，专项用于合理平滑养老理财产品收益。风险准备金按比例从理财产品管理费中计提，主要用于弥补因管理人违法违规、违反理财产品合同约定、操作错误或者技术故障等给理财产品财产或者投资者造成的损失。预期信用损失减值准备是指，新会计准则实施后，使用摊余成本法估值的金融资产需要以未来可能违约事件造成的损失期望值来计量当前应当确认的减值准备。此外，根据银保监会要求，养老理财产品实行“非母行第三方独立托管”，风险机制更加健全。

3. 投资稳健，收益适中

养老理财产品业绩比较基准在 5%~8% 之间，有一定的吸引力。从产品类型看，光大理财发行的 3 只产品均为混合类，其余产品均为固定收益类。从风险等级看，除了工银理财的 1 只产品为三级外，其余均为二级中低风险等级。可以看出，养老理财产品高度重视安全性和收益性的平衡。从投资策略上看，养老理财产品合理配置固定收益、权益类资产配置比例，力争实现资产的保值增值并满足投资者对养老投资安全性、收益性、长期性的管理要求。从投资范围上看，既包括股票、股票型证券投资基金等权益类资产，也包括银行存款、企业债、非标准化投资等固定收益类资产，还包括金融衍生品，体现了养老理财产品采用多资产、多策略框架的投资理念。从风控机制上看，养老理财产品通过平滑基金、风险准备金、减值准备等控制回撤和净值波动，优化投资者持有体验。

4. 突出普惠性，购买理财门槛较低

认购起点方面，试点产品设置为 1 元起购，低门槛有助于覆盖广泛投资人群。费率结构方面。在费用方面，养老理财产品各项费用均低于其他理财产品，以固均不收取超额管理费，工商银行不收取管理费仅象征性地收取万二的托管费，充分让利于民。

三、养老信托业务启示

2021 年以来，养老第三支柱建设明显提速。除上述总结的各类养老金融产品之外，据银保监会透露，养老储蓄试点即将启动，主要面向中低收入人群的商业养老计划试点正在抓紧筹备。银保监会将继续有序推进商业养老金融发展，鼓励和支持银行保险机构立足人民群众养老需求，主动探索创新，推出更多元的养老金融产品。

信托公司可吸纳各类养老金融产品的优点，主动创新，提供丰富多样、符合养老需求、不同风险收益的投资产品，丰富第三支柱养老金融产品，为投资者更个性化的主题产品。

1. 信托公司角力养老金融市场的主要能力

与其他提供第三支柱金融产品的机构相比，信托公司的能力主要体现在客群的独特性和信托制度的灵活性上。

信托公司面向的个人高净值客户，高净值客户的养老需求，在保证财富保值增值的基础上，还有财富传承、入住高端养老社区、医养融合等需求。信托公司可围绕以上需求做好养老信托文章，丰富信托公司服务内容，提升服务水平，提供特色化、差异化的服务。注重与家族传承、慈善等业务实现协同发展，将家族信托客户作为开展养老信托业务的抓手，做好投资者教育，引导客户提前规划养老。

信托公司是唯一可以横跨投资于货币市场、资本市场、实业三大领域的金融机构。可充分发挥信托制度的灵活性核心优势，进一步挖掘业务模式、业务功能，做好居民养老财富管理的同时，进一步地将资金运用于养老产业等实体经济的发展。

2. 养老金融信托产品案例——安愉人生信托

早在 2016 年，兴业银行与某信托公司联合推出国内收款金融养老信托产品——安愉人生信托，面向私人银行客户销售。与常规银行产品相比，更加照顾中老年人的养老储备和养老资产管理需求，更加注重控制风险，保证收益，产品仅限符合兴业银行“安愉人生”客户标准的中老年客户购买。

“安愉信托”是典型的养老金信托产品，该产品借鉴“家族信托”设计架构，既考虑客户自身的养老保障，进行中低风险配置投资，还兼顾家庭财产传承，具备财产专属性和安排灵活性。以家族信托或私人银行的客户为基础，认购门槛较高。

3.发展养老信托业务的规划路径

信托公司可开展的养老信托业务种类丰富，包括养老金信托、养老服务信托、养老产业信托等。养老金信托作为养老金金融产品，弥补了我国养老保险二三支柱发展短板，为投资者提供了多元的养老金融产品选择；附带养老保障功能的养老服务类信托作为养老服务金融产品，将养老需求端与供给端打通，兼具了经济收益与养老服务的功能；信托可依托其制度的灵活性和创新性，与外部机构、资金合作为养老产业链条的企业提供融资，服务实体经济发展。

从其他信托公司已经开展的业务情况，并结合养老金融产品定位来看，养老信托业务并不是让信托公司“另起炉灶”，而是充分发挥信托优势，在已有的基础上积极创新，围绕客户需求，将产品赋予养老属性。比如养老金信托产品的投资标的与信托公司目前已有的证券投资产品一样，都是投向于固定收益类为主的标准化证券，只是通过风控手段、投资资产类型、销售环节等一系列的属性使其具备养老特色。

按照目前信托公司的业务基础来看，建议发展养老信托业务的路径（步骤）为：成为养老金投资标的、养老金信托业务、养老服务信托业务、养老产业信托业务。首先，发行设立符合要求的信托计划，吸引养老理财产品、企业年金资金投入，作为养老金投资的标的资产；其次，自主发行管理养老目标证券投资产品，包括养老 FOF、固收+产品，投资标的全部为标准化的证券投资资产；再次，发行设立多资产的养老金融产品，根据客户风险偏好组合配置“标+非标产品”；然后，尝试将财富传承、养老消费权益（如养老服务机构、医养社区等）等功能嵌入信托，与养老服务机构合作，打造特色化的养老服务信托；最后，凭借信托公司长期深耕基建、不动产领域的投资运营能力，通过股权投资、ABS 或 REITs 等工具支持养老产业发展，并链接具有养老需求的群体资金，打造养老资金-资产-消费生态圈。



资料来源：百瑞信托研发中心绘制

图 1 信托公司开展养老信托业务路径

个人养老金融产品市场需求较大，但随着金融机构养老金融产品研发力度加强，未来竞争将逐渐激烈。因此，产品的特色化和定制化是养老信托业务迅速抢占市场、留住客户的关键。建议以家族信托客户为抓手，调研其养老需求、加强养老金融教育。在产品的设计阶段，将满足客户需求作为重点，在基础个人养老金融产品的基础上，附加养老服务、休闲娱乐、教育咨询、法律咨询等增值服务。