



# 快 訊

## SSL Express

2018 年第 50 期 ( 总第 302 期 , 11 月 22 日 ) 中国社科院世界社保研究中心 主办



距证监会发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》已逾半年，作为一个新生事物，它的运营前景如何？对此，中国社科院世界社保研究中心秘书长房连泉博士在《中国社会保障》2018 年第 11 期撰文发表见解，这里全文刊发：

### 养老目标基金落地还应做好哪些准备？

房连泉/文

2018 年 3 月 2 日，证监会发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》，8 月 6 日 14 家基金公司获准发行首批养老目标基金。作为一个新生事物，养老目标基金的诞生是养老金制度改革与基金行业融合发展的一个重要事件，它标志着公募基金行业服务于个人养老金的开端，也意味着个人投资者开始将拥有更加适合养老的基金投资工具。从实际情况分析，虽然冠以“养老目标”几个字，目前的养老目标基金还不是严格意义的养老金产品，它的真正落地还需要建立在二三支柱养老金制度的改革和覆盖普及基础之上。

#### 什么是养老目标基金？

养老目标基金在国外一般被称为生命周期基金 (Lifecyle Funds)，或者目标日期基金 (Target Date Funds，以下简称“TDF”)，通常有目标日期基金和目标风险基金两类。该基金产品根据职工离退休日的远近而自动做出资产配置组合的调整，以达到退休时的需求目标。它的设计理念基于生命周期理论，由于养老金是一项跨期储蓄，需要个人长达几十年的投资管理，一般来说年轻时的风险偏好会高一些，而到临近退休时，为了避免损失则需要采

---

取相对保守的投资策略。顺应这种要求，生命周期基金的设计核心是资产配置的下滑轨道：对距离退休日远的群体（年轻人群）配置较高比例的高风险资产，如权益型产品；随着年龄增长（离到期日渐近）则逐步降低高风险类资产配置比重，增加固定收益型资产的配比。

TDF 最早于二十世纪九十年代初在美国诞生，开始十年发展较为缓慢，但自 2002 年以来获得了迅猛发展，至今已达到了万亿美元以上的资产规模，成为美国养老金市场上最为重要的投资产品之一，并逐步被引入到加拿大、澳大利亚、英国、新加坡、香港等地的退休金市场。TDF 主要运用在有税收优惠的私人养老金计划上，包括第二支柱的企业年金（职业年金）和第三支柱的个人储蓄养老金，由于这些计划有固定的退休领取期要求，在退休时点之前不得提前支取，因此可以锁定退休的日期。相对传统的养老金投资产品，生命周期基金主要有如下优势：一是设计简单，易于操作。职工由于经验、教育水平、投资知识和心理等方面的差异，在投资选择过程中往往出现偏差，如在没有明显的风险偏好时，通常会选择保守型的投资组合，从而导致收益率低下，达不到预期的目标收益。再者，市场上投资品种多样，资本市场走势千变万化，职工也难以选择。TDF 提供了一个简单易懂的投资选项，参保者只需选择与自己退休日相近的基金即可；二是生命周期优势。TDF 按照投资者的退休年龄设置目标到期日，遵循下滑轨道进行组合资产配置。不同序列基金间所呈现的年龄接续性，恰好反映了整个职工从业年龄区间的风险收益演进过程，适于不同年龄段职工根据自身年龄在不同序列间做出选择。因此，TDF 非常适合养老金投资；三是 FOF 基金的优势。TDF 基金建立在 FOF（基金中的基金）形式之上，具有专业化高、双层风险分散和规模效应等优点；四是规模和费率上的优势。由于基金规模大，通常采用指数化投资策略，TDF 基金的管理收费相比其他基金低一些。

### **目前养老目标基金政策落地面临的主要挑战**

我国的养老金市场起步较晚，虽发展趋势看，引入生命周期基金意义重大，也非常迫切。首先，我国企业年金已有十几年的发展历程，至 2017 年年金基金积累已达到 1.3 万亿元的规模，职业年金投资也正在启动。目前年金投资普遍存着投资策略短视、资产配置变更频繁，投资产品单一，以及绩效评价短期化等问题，引入 TDF 基金有助于引入长期投资理念，大幅提升年金的投资效率；其次，第三支柱个税递延型商业养老保险的启动为 TDF 基金发展提供了巨大空间。2018 年 5 月份开始试行的个人税收递延型商业养老保险（简称“个税递延商业养老保险”），可被视作为第三支柱个人账户养老金的一个开端，目前主要面向保险行业放开，未来逐步向其它金融机构放开，届时证券投资基金行业也可以参与个人养老金的投资管理。从国外情况，个人账户养老金投资的主流产品是 TDF 基金，越来越多的国家将 TDF

---

基金作为参保者个人投资的默认选项，操作起来简单易行。正是在上述背景下，经过多年酝酿的养老目标基金正式诞生。一方面，这是为迎接个人养老金投资时代的到来做好准备；另一方面也是为了推动资本市场的改革，引入长线投资，转变投资理念。

养老目标基金政策刚刚出台，这是一项开创性的举措，下一步政策的落实还面临着一些困难和制约因素，主要表现在：**第一，距离养老目标日期基金还差一步。**根据证监会发布的《养老目标证券投资基金指引（试行）》，养老目标基金是指“以追求养老资产的长期稳健增值为目的，鼓励投资人长期持有，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”。因此，该“养老目标基金”还不是国际上通行的“目标日期基金”，关键原因在于缺少“日期”二字。由于没有锁定退休时间，这项基金盯住的资金仍然是普通投资者的“短钱”，还不是“长钱”，与普通的投资理财产品无本质差异，只不过投资期限更长一些。从首批获得资格的14家公司产品清单来看，大部分基金也是以3年左右封闭期为主的产品，投资期限较短。**第二，养老目标基金仍将面临“短线”与“长线”投资理念的冲突。**我国资本市场上的投资资金以短线为主，市场波动性强，个人投资（尤其是股票）换手率非常高，养老基金等长期机构投资者的引入有望改变这种状况。但从目前情况看，相对于普通的投资理财产品，由于缺乏投资上的税收优惠政策，养老目标基金的优势还未显现出来。甚至从一定程度上讲，由于有赎回期的限制，养老目标基金的灵活性还不如其它产品。从以往的企业年金投资经历看，由于短期投资绩效考核等方面的压力，年金基金还未呈现出长期投资的势头。这些都说明长期价值投资理念的转变需要一个制度和环境上的转变过程。**第三，三支柱个人账户养老金的普及非常关键。**养老目标基金真正适合的对象是第三支柱个人账户养老金的参保者，这部分人群参加养老金计划在缴费和投资环节上可以享受所得税抵免优惠，具有参保的动力和投资的积极性。目前个税递延型商业养老保险已开始试点，由于税制等方面的限制，能参加的群体主要限于缴纳个人所得税的工薪阶层，远未普及到广大就业群体，这种情况自然会使养老目标基金的投资使用者范围受限。

### 促进养老目标基金发展的几点建议

综上所述，养老目标基金不仅是一项金融产品设计，也是一项社会保障改革中事关第三支柱养老金发展的举措，还是一项涉及税收制度改革的综合政策。作为一个关系国民福祉的惠民工程，需要从国家政策高度以上进行顶层设计。

**第一，加快推进年金制度的改革和覆盖普及。**只有二、三支柱养老金覆盖到全民，养老基金发展壮大起来，才能为养老目标基金的应用提供空间。当前二支柱年金制度改革的紧迫任务有：一是引入自动加入制度（automatic enrollment），扩大参保覆盖面。从国外经

---

验看，自动加入政策对于扩大年金覆盖面效果显著，我国企业年金的覆盖还很窄，在扩面空间上大有可为。为此，应逐步放宽年金制度的加入限制条件，采取多方面激励措施，鼓励企业举办年金制度，尤其是将中小企业吸引进来；二是放开参保者的个人投资选择权。由于种种原因，我国企业年金制度还未放开面向职工个人的投资选择权，在很大程度上造成了年金治理结构的错位，限制了个人投资的积极性。在下一步年金制度的改革中，赋予职工个人选择可能是引入生命周期基金的前提条件；三是将养老目标基金作为投资的默认选项产品。针对未做出投资选择的计划成员，大部分国家的通常做法是为他们设立默认基金或称为预设基金，而这些基金产品大多采取生命周期基金的形式，为参保者个人提供统一资产配置、低收费的投资选项，这也是我国下一步年金投资发展的一个方向；四是应明确将个税递延型商业养老保险定位为个人账户养老金制度，尽快扩大试点地区和范围，向金融全行业放开，通过公平的市场竞争来促进个人养老金计划的普及。

**第二，加快税制改革，提升目标养老基金的吸引力。**一是由分类所得税制向综合所得税制的转变。在分项所得税制下，参加个人账户养老金的对象以正规部门的单位职工为主，理论上最大的覆盖人数为个税缴纳人口。实行家庭综合所得税后，纳税人口覆盖面将大幅增加，养老目标基金的受益范围才能应扩大。二是研究开征资本利得税的必要性。从国际情况看，对养老金投资环节获得的收益给予免税是各国的普遍做法。目前我国没有名义上的资本利得税，在现行政策中对投资股票和基金等证券产品的增值部分，不征收资本利得税，并且可以随时变现和赎回，相比养老金投资产品来讲，投资更为灵活、方便，这使得养老目标基金的优势大大折扣。从必要性上看，对证券投资所得开征资本所得税是我国税制改革的一个必然方向，它不仅对于抑制资本市场投机活动和优化资本配置起着重要作用，也是养老金体系改革中的一项重要的配套措施。从长期看，开征资本利得税后，个人养老储蓄在投资环节的避税作用，可以将资金从股票与公募基金市场上“挤向”个人养老金账户。

**第三，充分利用现代互联网金融工具，提高养老目标基金投资上的便利性。**在互联网金融时代，以养老为主题的理财工具会越来越多，此次养老目标基金政策的出台更是一个推动全民养老储蓄的机遇窗口。为此，在养老金制度的管理上，国家应出台统一的监管框架和衔接政策，打通二、三支柱养老金账户的通道，建立统一的信息管理平台，设计简单易行的养老基金产品，通过互联网金融技术提升投资的便利性。例如，可以借助微信、支付宝等大众化的互联网金融平台，为广大参保者个人提供方便易操作的养老金投资产品服务。此外，随着人工智能技术的快速发展，在养老金投资领域，智能投顾在养老金理财和资产配置中的应用也将越来越广泛，推动养老目标基金投资技术的升级换代。

---

## 声 明：

中国社会科学院世界社保研究中心(简称“世界社保研究中心”)英文为 The Centre for International Social Security Studies at Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 CISS CASS, 成立于 2010 年 5 月, 是中国社会科学院设立的一个院级非实体性学术研究机构, 旨在为中国社会保障的制度建设、政策制定、理论研究提供智力支持, 努力成为社会保障专业领域国内一流和国际知名的政策型和研究型智库。

中国社会科学院社会保障实验室(简称“社会保障实验室”)英文为 The Social Security Laboratory at Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 SSL CASS, 成立于 2012 年 5 月, 是我院第一所院本级实验室。“社会保障实验室”依托我院现有社会保障研究资源和人才队伍, 日常业务运作由“世界社保研究中心”管理, 首席专家由“世界社保研究中心”主任郑秉文担任。

“社会保障实验室”于 2013 年 2 月开始发布《快讯》和《工作论文》。《快讯》产品版权为“社会保障实验室”所有, 未经“社会保障实验室”许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登, 如需使用, 须提前联系“社会保障实验室”并征得该实验室同意, 否则, “社会保障实验室”保留法律追责权利;《工作论文》版权为作者所有, 未经作者许可, 任何机构或个人不得以抄袭、复制、上网和刊登, 如需引用作者观点, 可注明出处。否则, 作者保留法律追责权利。

如需订阅或退订《快讯》《工作论文》, 请发送电子邮件至: [cisscass@cass.org.cn](mailto:cisscass@cass.org.cn)。

**地址：**北京东城区建国门内大街 5 号

**电话：**( 010 ) 84083506

**传真：**( 010 ) 64014011

**网址：**[www.cisscass.org](http://www.cisscass.org)

**Email:** [cisscass@cass.org.cn](mailto:cisscass@cass.org.cn)

**联系人：**董玉齐