



如何设计养老理财产品

What Should Pension Wealth Management Products Look Like?

卜振兴

摘要：近年来，我国的人口结构正在发生剧烈的变化，老龄化和少子化的趋势愈发明显。按照国际标准我国已经进入深度老龄化社会。如何应对老龄化社会的到来，以及由此带来的养老压力成为监管和社会关注的焦点。在基本养老保险、企业年金和职业年金等养老第一二支柱外，发挥养老理财产品第三支柱的作用成为破解养老问题的关键。养老产品要回归本源，抓住养老的核心要点，突出低风险、低波动、长期限、高收益和广覆盖的特点。

关键词：养老理财 产品设计 低风险 老龄化

Abstract: In recent years, China's population structure has undergone drastic changes due to a low birth rate and greater life expectancy. China is already an aging society and has a rapidly expanding elderly population. Much public discussion has been focused on associated problems, such as the resulting pressure on pension systems. In addition to the first and second pillars of pensions such as basic pension insurance as well as enterprise and occupational annuities, wealth management products-as part of the third pillar of pension wealth management-have attracted considerable attention. But financial products focusing on supporting the elderly need to ensure low risk, low volatility and long term returns.

Keywords: Pension Wealth Management, Product Design, Low Risk, Aging

2022年2月，银保监会办公厅又发布了《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）。通知决定自

作者系中国国际经济交流中心博士后、中国邮政储蓄银行高级经济师。本文系个人观点，与所在机构无关。
基金项目：本文受到河北省高等学校人文重点项目“我国商业银行利率套期保值评价及监管机制创新研究”（SD2021076）和河北省社科基金项目“中国经济政策不确定性对商业银行利率衍生品对冲的影响研究”（HB21YJ030）的资助。



2022年3月1日，将原有的四地四机构的试点拓展至十地十机构，这是在2021年试点通知基础上对机构和区域的扩大化，充分表明了监管对于养老理财产品发行的重视。在银保监会开展养老理财产品试点前，银行理财机构也发行过带有“养老”字眼的理财产品，如2009年，交通银行发行的国内首支养老理财产品“得利宝·久久添利”，从实际运行情况来看，为客户带来了较为丰厚的收益。但是，后期市场上出现的一些养老理财产品，很多除了期限稍微长一些，从投资资产、操作模式等来看，与其他的理财产品并没有实质性差别。从整体运营情况来看，这些养老理财产品的养老特征并不明显，投资的安全性、稳健性差，给客户带来的体验较差。养老类理财产品在产品的设计方面需要注意哪些方面，如何抓住核心要点，产品设计符合养老类产品的特点，如何不断优化产品设计，更好地满足居民养老理财的需要，这是所有银行理财试点机构都需要考虑的问题。

低风险

从定位上来看，养老理财产品要实现广泛的覆盖，并且承担养老的功能，因此守住风险底线，保障养老理财产品收益稳健是基本原则。

第一，要避免合规风险。关于理财产品的设计、发行和管理，2018年发布的

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下称“资管新规”）、《商业银行理财业务监督管理办法》（以下称“理财新规”）、《商业银行理财子公司管理办法》（以下称《理财子公司管理办法》）等一系列政策文件都有明确的规定。理财产品要严格按照各项监管政策的要求，在久期、集中度、杠杆率、流动性方面和监管政策保持一致，审慎合规经营，并接受内部合规和外部审计的监管。投资方向也要符合国家战略和产业政策指引的方向，实现投资和运作的合规性。

第二，要避免信用风险。养老理财主要面对老年客户，风险承受能力较低，无法承担由于债券违约导致的亏损，投资安全是养老产品第一准则。养老理财产品主要的产品形态是“固收+”，固收资产占比较高，而不发生信用违约风险，是养老理财产品的底线。信用风险一旦发生，要么是投资颗粒无收，要么需要经历漫长的资产回收期，这两者对养老理财产品而言都是致命的打击。因此，养老理财产品的投资要坚持高等级策略，谨慎下沉资质。另一方面，养老理财产品要坚持分散投资，避免由于集中度过高可能带来的风险冲击。目前市场已经有信用衍生类的投资品种——信用风险缓释工具等，在应对和防范信用风险方面具有积极作用，投资机构也要善于运用新的投资品种规避信用风险。



第三，要避免资金混同风险。资管新规发布后，监管已经明确提出理财产品管理要实行“三单管理”，即单独建账、单独核算、单独管理（卜振兴，2018^①）。新发布的养老理财产品试点通知，进一步就产品管理提出了要求，明确养老理财产品实行第三方托管，进一步隔离养老理财产品与母行资金、与其他理财产品之间资金混同的风险。

低波动

资管新规前，理财产品采用的是刚性兑付的管理模式，银行理财会按照预定的收益率水平给客户兑付本金和收益（李将军和范文祥，2014^②）。但是资管新规后，银行理财向净值化转型，理财产品投资资产的波动会实时反映在理财产品的收益上，因此，理财产品不再保本保收益，收益会出现波动。养老理财产品的客户对风险的承受能力较低，无法接受产品的大幅波动。因此，产品在设计和管理中要避免由于市场剧烈波动给产品收益带来的冲击，防范市场波动风险。

第一，要分散投资。分散投资一方面是控制单券集中度，避免产品收益主要受

单一资产收益波动的影响，另一方面是控制类型、区域和品种的集中度，通过不同类型、区域等的投资，避免单一市场波动带来的影响。分散投资的核心是利用不同资产和市场的低相关性，降低市场波动的幅度（彭倩等，2019^③）。

第二，要稳健投资。一是要控制仓位、杠杆和久期，避免由于激进投资导致产品收益大起大落。对于理财产品的客户，尤其是养老理财的客户而言，稳健性甚至高于产品的收益性，这是由理财产品客户的特点决定的。二是要坚持交易纪律。市场总是千变万化的，并且在短时间可能出现极端的行情。要坚持交易纪律，设定止盈和止损线（翁富，2021^④），避免极端行情对产品收益带来的影响。

第三，要运用对冲工具。目前不论是债券市场还是权益市场，都有比较充足的对冲工具，可以有效缓冲市场波动带来的风险。如债券市场推出的国债期货品种等，以及权益市场推出的各类指数类对冲品种，投资机构要合理使用，对冲市场波动。

除此之外，养老理财产品也可以安排一些特殊机制，应对各类风险带来的损

① 卜振兴.资管新规的要点分析与影响前瞻[J].南方金融,2018(06):66-72.

② 李将军,范文祥.金融理财产品“刚性兑付”困局的成因及其化解[J].现代经济探讨,2014(11):44-48.

③ 彭倩,李建勇,宋明莎.金融教育、金融素养与投资组合的分散化行为——基于一项投资者金融教育调查的实证分析[J].财经科学,2019(06):14-27.

④ 翁富.止损设置是交易的第一步[J].股市动态分析,2021(24):65.



失，降低产品波动。从第一批发行的养老理财产品来看，均设计了平滑机制。以建信理财推出的养老理财产品为例，就推出了风险准备金、平滑基金、减值准备的保障机制。将产品管理费的20%计提风险准备金单独管理^①，超额收益部分计提平滑基金专项管理，计提减值准备和风险资本，最大程度降低产品风险，通过“削峰填谷”的操作，降低理财产品的净值波动。

当然，养老理财产品本质上还是理财产品，要符合理财产品净值化管理的相关规定，这也是扩大试点通知明确提出的。要允许产品有合理的波动，充分反应市场变化。



长期限

根据试点通知的要求，养老理财产品的设计发行需要满足客户生命周期的特点。作为能够解决居民跨生命周期消费模式的投资品种，为客户提供长期持续的投资回报，是养老产品的主要功能和特点。从目前发行的首批养老理财产品来看，产品期限均是5年，采取封闭运作方式。

根据《中国银行业理财市场年度报告》披露的数据显示，全市场新发行封闭式理财产品的平均期限近年来在逐步增加，尤其是理财产品净值化转型后，期限增长的幅度更为明显。截至2021年底，全市场封闭式理财产品的平均期限为481天，其中1年以上的封闭式产品占比62.96%，较资管新规前提高了54.8%。虽然理财产品的期限在不断增长，但是相较于现有发行的理财产品而言，养老理财产品期限明显偏长。

养老理财产品期限较长的设计可以实现以下几个目标。

第一，更好地满足养老客户长期回报要求。资产管理机构有更多的空间进行产品管理，并可以选择期限较长的资产进行投资，通过跨周期的投资方式，为客户提供长期稳健的回报。

第二，有助于培养客户长期投资价值投资的理念。原有的养老产品虽然打着

^① 数据来源：中国建设银行官网理财频道http://finance2.ccb.com/cn/finance/products/product_list.html。



“养老”的名义，但主要是投资一些短期投资工具，短期炒作氛围浓厚，客户很容易追涨杀跌反复操作。投资机构也很难发挥长期投资的优势。养老产品的长期限投资在给客户贡献稳健持续收益的同时，也加强了投资者教育，培养了客户长期投资的理念和价值观，有利于理财市场的长远健康发展。

第三，有助于引导更多资金投入实体经济。实体经济需要的资金一般是长期限资金，短期的投资品种很难满足实体经济投资的需要（曹泉伟，2019^①）。养老产品普遍产品期限较长，可以引导资产管理机构通过参与长期限的投资品种，支持实体经济的发展，实现养老理财与服务实体经济的双赢。

养老理财产品一般是实行封闭运作，但是也会根据养老客户的特点设定定期分红和特殊赎回的机制。目前发行的养老产品都会设定现金分红的方式让投资者分享收益。如工银理财发行的养老产品是两年后可以按年分红，招银理财是在半年后按照季度分红，光大理财和建信理财是产品成立后按月分红，可以解决养老客户日常资金需求，分享投资收益。同时，养老理财也考虑了特殊机制，约定客户可以在罹患重大疾病、参与大额投资的时候可以启

动提前赎回机制。

高收益

养老理财产品作为养老的三支柱之一，要充分发挥养老功能，产品收益要高于一般产品。从目前已经发行的第一批养老理财产品来看，收益水平明显高于同期发行的理财产品。其中，工银理财的产品业绩基准为5%—7%，光大理财的业绩比较基准为5.8%，建信理财和招银理财的产品业绩基准为5.8%—8%^②。而根据中国银行业登记托管中心发布的《中国银行业理财市场年度报告（2021）》披露的数据显示，截至2021年底，理财产品加权年化收益率3.55%。相比较之下，养老理财产品的收益对客户具有很高的吸引力。养老产品能够实现高收益，需要以下设计。

第一，长期限。长期限资产相较于短期限资产存在着明显的期限溢价。我们以不同期限的国债和中短期票据为例，可以发现同一品种不同期限的资产收益有明显差别，期限利差较为明显。

从利差情况来看，除个别年份出现期限收益率倒挂外，绝大部分年份5年期债券的收益率都会高于1年期，近十年来5年期国债收益率平均高于1年期国债42bps，5年期中短期票据收益率平均高出66bps。除

① 曹泉伟.长期资金引导价值投资[J].清华金融评论,2019(02):2.

② 数据来源：理财产品说明书。



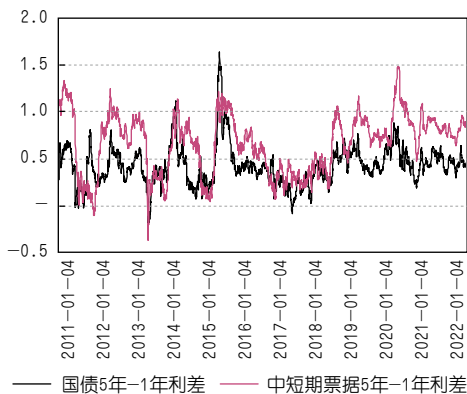
此之外，封闭期限较长，也避免了客户反复申赎给产品管理带来的压力。

第二，多资产。目前债券市场的收益率水平在不断下降，已经处于较低位置，绝对收益率水平不高。

从图3可以看出，近年来债券的收益率水平是在逐步下降的，以中债中短期票据AAA级和AA+级票据收益率来看，截至2022年3月底，到期收益率分别为3.48%和3.69%^①。单纯依靠债权类资产难以获得超越养老理财产品基准的收益率。因此，养老类理财产品更注重不同资产的搭配和组合，通过大类资产的额配置提升产品收益。第一批发行的养老理财产品有三只是固定收益类（其中不高于20%可以投资于

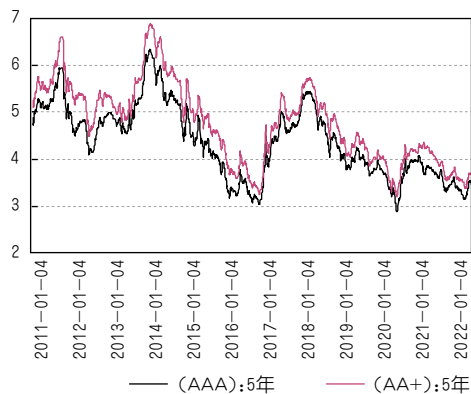
权益类、商品或衍生品类资产），一只为混合类产品（其中权益类、商品或衍生品类资产的投资比例不低于20%）。其中招银理财和光大理财发行的养老产品，非标资产的投资比例不高于50%，投资范围相当灵活，这是基金公司无法涉足的投资领域。银行理财要发挥自身的优势，以固定收益类资产为基础，通过权益、商品、境外资产等的组合在分散投资的同时，获取超越单一市场的收益水平，给客户兑付更高的收益。

第三，多策略。在投资方面，资产管理机构也要不断完善投资策略，通过科学的决策和策略，提升产品业绩。对于债券投资而言，银行理财机构要转变持有到期



数据来源：Wind。

图2 期限利差情况



数据来源：Wind。

图3 中债中短期票据到期收益率

① 数据来源：中国债券信息网https://yield.chinabond.com.cn/cbweb-mn/yield_main?locale=zh_CN。



的配置思路，在市场研判的基础上通过久期、杠杆策略提升收益，通过骑乘、基差交易等赚取资本利得收益。对于权益投资，策略更加丰富，除了研究精选等单向的权益策略，还可以通过打新、定增、收益互换、量化对冲、指数增强等不同的策略提升收益水平。以定增策略为例，定向增发是上市公司再融资的一种重要的手段，主要是面向特定的投资者募集资金的一种形式。按照交易所最新的交易规则，定增的发行价格不低于基准日前20个交易日公司股票均价的8折，一般设定6个月的锁定期^①。这也就意味着，如果投资机构能够在8折的发行价格拿到定增，持有6个月后，只要股价没有发生波动，就会获得25%的收益，这对于投资机构而言是非常丰厚的。相较于单纯的看多或者看空，带有收益增厚性质的策略能显著提升产品的收益。

广覆盖

养老理财作为养老第三支柱的重要组成部分，必须实现广泛的覆盖，才能发挥投资养老的基础作用。不能把养老理财做成小圈子、VIP才能参与的投资，不然养老理财业务创设和发展的意义就大打折扣了。养老理财做到广覆盖和普惠性，需要

从产品设计上降低购买门槛，让更多的理财客户参与到养老产品的投资中。

第一，申购起点低。资管新规之前，银行理财产品的申购起点一般是5万元，虽然相较于信托计划产品、券商资管计划产品等的申购起点低了很多，但是仍然有很多客户不能满足申购的起点（姜婷婷，2020^②）。资管新规后，银行理财产品的起点变为1元，能够让更多有理财需求的客户参与理产品的投资（卜振兴，2019^③）。截至2021年底，我国理财客户的数量8 130万个，这一数据相较于2019年2 222万个增长了3.66倍^④。首批发行的理财产品全部面向个人投资者申购，申购起点1元，1元递增，认购起点极低，充分体现了普惠性的特点。

第二，风险等级低。按照理财产品销售管理办法和理财业务管理办法的有关规定，客户首次购买理财业务需要面签，并做风险测评。理财产品按照等级从低到高一共5级，对应不同风险偏好的客户。

根据中国银行业登记托管中心的统计数据显示，截至2021年底，理财产品风险等级为二级（中低）及以下的理财产品规模24.06万亿元，占全部理财产品的比重为82.97%。绝大部分的理财产品和客户都

① 数据来源：《上市公司证券发行管理办法》（2006年证监会令第30号）。

② 姜婷婷.我国银行理财产品的投资者保护制度现状与改进建议[J].清华金融评论,2020(09):90-92.

③ 卜振兴.公募基金与理财子公司的竞争与合作解析[J].新金融,2019(11):50-55.

④ 数据来源：银行业理财登记托管中心《中国银行业理财市场年度报告（2021年）》。



表 1 银行理财产品风险等级表

风险等级	风险水平	风险定义	客户类型
PR1级	低	产品发生投资损失可能性很小，客户获得正收益的概率很高	谨慎
PR2级	中低	产品发生投资损失可能性较小，客户获得正收益的概率较高	稳健
PR3级	中等	产品发生投资可能产生损失，但幅度较小	平衡
PR4级	中高	产品发生投资损失可能性较高，到期兑付存在一定的不确定性	进取
PR5级	高	产品发生投资损失可能性较高，到期兑付的不确定性高	激进

表 2 首批银行养老理财产品费用情况 (%)

理财公司	产品名称	管理费	托管费	销售费	赎回费
工银理财	颐享安泰固定收益类2021年	0	0.02	0	0
建信理财	安享固收类封闭式2021年第1期	0.1	0.02	0	0—0.5
招银理财	招银理财招睿颐养睿远稳健五年2021年1号固收类	0.1	0.02	0	0.1
光大理财	颐享阳光养老理财产品橙2026第1期	0.1	0.01	0	2

在这个风险等级里面。因此，为了扩大养老产品的覆盖面，控制产品的风险等级是非常有必要的。根据中国理财网的数据显示，截至2021年底，已经发行的养老理财产品共12款，其中除工银理财发行的“颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财产品（21GS5688）”的风险等级为三级，其余养老产品的风险等级均为二级^①。

第三，申赎费用低。理财产品的运营和管理涉及不同的环节和部门，一般而言除了资产管理机构负责产品管理外，还需要销售机构营销产品和托管机构负责后台托管。因此，一般理财产品需要征收管理费（包括固定管理费或浮动管理费）、销售费（认购费或者销售服务费）和托管费。从首批发行的养老产品来看，各项费用远低于市场一般理财产品的费用。

从费率结构来看：首批养老产品基本免收销售费，免除了一般理财产品0.2%—0.3%左右的销售费用。管理费也仅收0.1%，工银理财甚至免收管理费，这已经远远低于一般理财产品动辄0.5%左右的管理费。同时按照试点通知的要求，养老理财产品为了实现资金隔离和信息规范披露，一般是采用第三方银行托管，因此，这部分费用基本参照目前行业托管的平均费用。但是养老产品基本都设置了赎回费，尤其是光大理财养老产品更是设置了高达2%的赎回费，目的是保证理财产品封闭期内的稳定运作。总体上来看，养老理财产品设定了较低的费用，最大程度让利客户，体现了养老理财普惠性的特点，有助于进一步推动养老理财产品的覆盖面。^[N]

学术编辑：韦燕春

① 数据来源：中国理财网<https://www.chinawealth.com.cn/zzlc/index.shtml>。