



个人养老金 + 买方投顾

境外镜鉴：默认投资和买方投顾是两把“钥匙”

中经记者 孙汝祥 夏欣 北京报道

在我国人口老龄化程度越发加深的背景下，作为养老保险第三支柱核心，个人养老金被寄予厚望。然而，在个人养老金开立账户数显著增多的同时，“开而不投、账户休眠”的现象仍较突出。

与此同时，千余款个人养老金产品陈列于“货架”，并未能有效转化为养老资产积累和资本市场“长钱”。

实际上，这并非中国养老金独有的困境。美国401(k)、英国NEST(国家职业储蓄信托)、中国香港MPF(强积金)在推行初期，都曾面临类似问题。

它们最终靠什么走出困

境内外之别 经验与教训

与境外典型养老金制度相比，中国个人养老金制度在多个核心维度上存在显著差异。而廓清境内外差异，也是取长补短的前提。

法律博士、美国普信集团前任北亚区总经理林羿将差异归纳为三个维度。

在强制性方面，英国NEST和中国香港MPF均具有强制或准强制属性；美国401(k)通过“自动加入”条款使其实质参与率接近强制水平；而中国个人养老金目前完全自愿，缺乏自动机制。

在雇主匹配方面，美国401(k)的雇主匹配是制度成功的关键杠杆，典型匹配率为雇员缴费的50%至100%，上限为工资的3%至6%；英国NEST雇主须缴纳至少3%；中国香港MPF雇主强制全额缴纳。“中国个人养老金完全为个人行为，无雇主缴费，这是与其他三种制度最根本的结构性差异。”林羿称。

在默认投资方面，美国401(k)自2006年《养老金保护法》以来，推行合格默认投资选项(QDIA)制度，大量计划采用目标日期基金为默认选项；英国NEST默认投资由制度统一设计，实现高度标准化；中国香港MPF允许个人选择，但亦有默认机制；中国目前无默认投资制度。

“从制度模式来看，中国个人养老金制度与美国NEST最为接近。”北京大学光华管理学院院长、博雅特聘教授田轩认为，NEST的“弱匹配+生命周期默认配置+普惠服务”三重机制，更契合中国当前自愿参与、个人主导、服务下沉不足的现实基础。

“比较这些制度，关键不是看名称，而是看三件事：资金从哪里来？谁承担持续缴费责任？普通人不做选择时制度如何处理？”西南财经大学金融学院、中国金融研究院院长罗荣华表示。

按照上述框架，罗荣华认为，如果看账户性质，中国个人养老金更接近美国IRA(个人退休账户)而非401(k)。但如果看如何解决“不会投、不敢投、懒得投”的问题，英国NEST和中国香港MPF的默认投资机制更有直接参考价值。

易方达财富高级投资经理黄春瑞从实操层面表示，英国NEST的“自动加入、自愿退出”机制，对破解我国当前“开户热、缴存冷”的参与率困境最具借鉴价值；美国401(k)的QDIA默认投资制度，则为我国探索默认投资制度提供了可直接参照的技术路径。

养老金专家、易方达基金前副总裁高松凡从更宏观的视角提示：“中美制度‘土壤’完全不

境？又能为中国实践提供怎样的镜鉴？”

《中国经营报》记者通过对十余位养老金领域专家的深入访谈，总结出一条清晰的经验线索：默认投资机制与买方投顾服务，是激活养老金账户的两把“金钥匙”。前者利用行为经济学的“默认效应”，将“不作为”转化为自动配置；后者站在投资者立场，将养老储蓄从一次性交易转变为贯穿生命周期的长期陪伴。

专家同时表示，境内外有着不同的制度土壤，借鉴的重点，不是某个国家或地区的制度外壳，而是那些能够降低普通居民养老投资决策成本的制度部件。

一样，美国的一些制度安排，难以直接套用到中国。”

高松凡举例称，美国IRA的投资范围极广，个人对自己行为负责，而中国对第三支柱个人资产投资有些限制。“监管机构也是父母心，希望避免养老金投资出现大的波折，行稳方能致远，尤其在初级阶段。”不过，他同时表示，“随着市场各主体及相关环境逐步成熟，监管政策逐步宽松也是大势所趋。”

专家们还一致提醒，成熟市场的养老金制度也不是自始就一帆风顺的，有些教训也值得中国警惕。

林羿提及，在美国401(k)早期，受托人因投资选项设计不当(如提供过多选项、手续费过高)而遭受诉讼，导致机构在产品设计上过于保守。

“这警示我们，引入投顾不能缺乏清晰的受义务界定，否则机构为规避责任反而会走向保守，使投顾形同虚设。”林羿称。

此外，早期美国401(k)计划提供二三十种投资选项，研究发现选项越多，参与者越倾向于“1/N分配”或干脆不投资。林羿认为，这与中国目前“千款产品反加剧选择困难”的局面高度吻合。

田轩则表示，401(k)曾因过度依赖投资者自主决策，导致大量参与者配置失当，追涨杀跌、过早赎回，凸显投顾缺位风险。

英国方面，田轩认为，NEST早期默认基金费率偏高、信息披露不透明，引发公众质疑与监管介入，暴露出成本控制与投资者信任的双重挑战。

田轩同时表示，中国香港MPF因初期产品同质化严重、风险评级模糊，且允许雇主用强积金供款来抵消遣散费或长期服务金，导致部分雇员实际权益受损，暴露了制度设计中监管套利与权益保障的失衡。

“MPF最广为人知的教训是‘管理费侵蚀’问题。”林羿称，早期中国香港MPF的基金管理费率显著偏高，在长期复利效应下对参与者的实际回报产生明显侵蚀。最终监管机构通过引入核心累积基金等低费率产品和强制费率披露来矫正。

“这些境外经验教训合在一起，对中国最大的启示是：投顾必须防止销售化，默认投资必须防止被产品同质化，养老金服务必须防止高费用和高复杂度。”罗荣华如是强调。

林羿则表示，引入投顾的同时，必须建立清晰的收费透明度要求和买方利益保护机制。否则，投顾服务可能演变为又一个收费不透明、利益冲突难以监控的中间层，不仅无助于激活账户，反而增加参与者成本负担。

默认投资 从“手动”变为“自动”

实际上，美国401(k)在20世纪80年代初推行之初，同样面临严重的参与惰性问题。

林羿称，彼时，参与率普遍偏低，大量有资格参与的雇员既不加入，也不作投资选择；加入者中，资产配置也高度保守，大量资金停留于货币市场基金或公司股票。

田轩表示，在2006年之前，尽管雇主提供了计划，但员工参与率长期停滞在50%—55%，面临账户激活瓶颈。

直到2006年《养老金保护法》(PPA法案)引入自动加入、默认投资和“安全港”免责机制，默认参与变成企业常规操作，并配套实施“自动升级”缴费率调整与目标日期基金默认配置，对没有自主选择产品的参与者，由专业投顾设计默认方案进行配置，大幅降低了投资者决策门槛。如果雇主采用了上述自动机制并选择了符合标准的默认选项，即可

获得法定责任豁免。

“此后10年间，新员工参与率迅速跃升至85%以上，休眠账户比例显著下降，目标日期基金(TDF)爆发成为主流配置工具，年轻参与者的权益资产配置占比从不足30%提升至65%以上。”田轩称。

“2006年PPA法案提供的三大激活工具，相当于把401(k)从‘手动挡’升级为‘自动挡’。”易方达财富高级基金产品研究员严书航用一个生动的比喻概括了美国401(k)的转型以及底层逻辑的现代化改造。

“养老投资面对的是几十年的决策周期，普通人天然会拖延、回避复杂选择，或者在市场波动后停止行动。有效的制度设计，应当把这种行为特征纳入考虑。”罗荣华直言，对我国的个人养老金而言，关键启示是，账户激活不是把更多选择交给个人，而是在尊重选择权的基础上，把默认方案、账户提醒

和持续投顾嵌入制度流程。

富达投资大中华区投资策略及业务资深顾问郑任远也强调，个人养老投资并非完全是投资者教育的问题，还应认识到人性中的惰性和非理性因素，需要制度设计和投资方案的完善。

据介绍，1996年，郑任远及团队在美国创建了第一只目标日期基金，他也因此被称为“TDF之父”。虽然TDF的问世，在一定程度上解决了投资缺乏纪律性的问题，但在刚成立的前几年里也是举步维艰。真正发生井喷式发展是在2006年PPA法案之后，该法案允许雇主自动为雇员注册401(k)储蓄计划，并将TDF作为合格默认选择之一。

“过去20年间，TDF在美国经历了快速发展，从2000年不到80亿美元增长到2023年年底接近3.5万亿美元，印证了市场和投资者对这一解决方案的认可。”郑任远表示。

上海交通大学上海高级金融学院教授阎志鹏称，TDF是默认投资中常用的根据退休时间节点直接匹配的投资产品。经过30年的发展，美国持有401(k)计划的个人有60%都投资了某种TDF。

另一类默认投资是雇主根据双方的约定，自动帮助员工增加养老的投资，即“明日储蓄更多”计划。该计划让员工提前承诺在未来加薪的同时增加退休金的储蓄比例。因为加薪和储蓄的增加是同步的，员工永远不会觉得增加储蓄后实际收入会下降，他们因而不会将增加的退休金储蓄视为损失。

林羿援引Vanguard(先锋领航)等主要401(k)管理机构的长期研究指出，采用自动加入机制的计划，雇员参与率平均提升30至40个百分点，从约55%提升至85%至95%。

“更关键的是，自动加入对低收入和年轻雇员群体的激活效果尤为显著。这些本来最不可能主动参与的群体，因为默认状态的改变而被自动纳入体系。”林羿强调。

“默认和自动机制不只是提高开户或参与，更重要的是把大量普通参与者导入相对专业、分散、与年龄匹配的资产配置框架。”罗荣华也持类似观点。

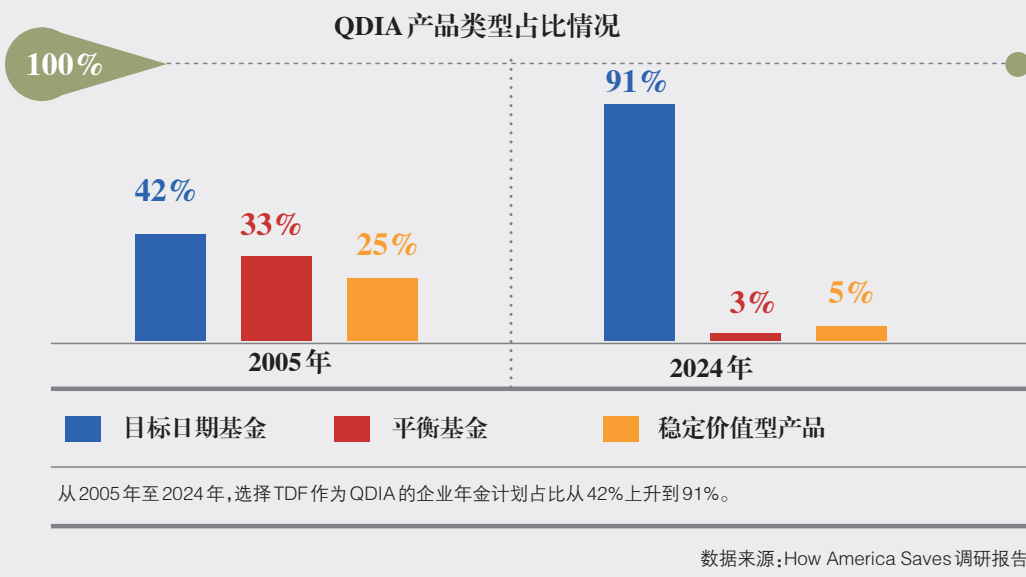
英国NEST的数据同样具有说服力。易方达财富资深基金研究员潘琛表示，英国2012年实施自动加入并配套目标日期基金默认配置后，职业养老金参与率大幅提升；超过九成会员长期留存于默认目标日期基金中，年度主动换仓比例不足1%，有效根治了账户空转。

“这些数据都说明默认投资可以大幅减少‘只开户、不配置、无持仓’的低效账户，持续夯实养老金积累基础。”潘琛称。

“成熟市场的共识是，默认投资带来的并非几个百分点的边际改善，而是从‘未参与’到‘参与’的结构性跃迁。”郑任远如是表示。

美国合格默认投资选择制度(QDIA)实施效果

随着自动注册功能和QDIA的实施，员工参与企业年金计划的参与率从2007年年底的68%提升到2024年年底的82%。



投顾介入 与制度建设同步

除默认投资外，买方投顾服务是激活养老金账户的另一把“钥匙”。专家认为，买方投顾能促使个人养老金从“账户开立”迈向资产配置与长期持有，实现真正的养老投资闭环。

至于买方投顾的介入时点，多位专家给出的核心判断高度一致：投顾服务无需等待制度完全成熟，而应与制度建设同步推进或在制度扩面后及时补位。否则，监管在等待市场成熟，而市场又在等待监管开门，账户休眠问题就可能持续存在。

林羿表示，在美国401(k)制度确立之初，投顾服务就开始进入市场，但监管框架的建立明显滞后。其出发点可以理解，但逻辑上存在一个困境：没有投顾服务，市场很难自然成熟；等市场成熟才引入投顾，相当于要求先看到结果才开始行动。”林羿称。

在林羿看来，英国的经验更具借鉴意义。NEST在设计之初就将默认投资和简化的投资建议机制内嵌于制度框架，而非等到参与人数和资产规模达到某一阈值后再叠加服务。这使NEST从第一天起就能为最不擅长投资决策的群体提供有效支持。

因此，林羿认为，中国个人养老金引入投顾服务，无需也不应等待“制度相对成熟定型”。更合理的路径是，在严格的资质监管和利益冲突管控框架下，允许投顾与制度建设同步推进，在推进中发现问题、完善规则。

“不能等培育成熟了投顾才介入，投顾早日介入也可以推动市场更快成熟。”高松凡亦持类似观点。田轩表示，2006年美国PPA法

案正式将投顾纳入法定框架，明确其作为“合格默认投资管理者的”法定地位，允许雇主聘请符合资质的投资顾问为员工提供建议。此前，投顾状态实质上是缺失的，导致401(k)计划参与率低，且配置极差。

“可见，若投顾服务缺位，制度设计再精巧也难达预期效果，且可能导致长期积累效率低下、资金配置结构性失衡等后果。”田轩因此认为，投顾服务应直接嵌入制度设计之初，不必等待“市场成熟”。

田轩建议，中国可出台类似PPA的“免责条款”，对于未主动选择的参与者，强制或默认将其资金投入符合标准的目标日期基金、目标风险基金。鼓励银行、券商针对高净值或有特定需求的客户，提供收费的“管理型”或“咨询型”投顾。形成分层分类、普惠与专业的服务生态。

在郑任远看来，成熟市场的经验表明，个人养老金投顾并非在制度完全成熟后才被引入，而是在制度运行过程中，被现实问题一步步“逼”出来的。它不是制度的终点设计，而是制度在规模化运行后，面对人性与复杂需求时的自然演化结果。

郑任远表示，在美国，投顾真正介入的切入口并不是推销新产品，而是围绕账户迁移展开，大量401(k)资产在退休或离职后转入IRA，个人需要从“雇主平台逻辑”转向“个人生命周期逻辑”。投顾由此从产品导向，转向以账户、目标与整体规划为核心。

“美国早期的养老金制度只搭建了资金筹集和税优的‘基础设施’，而投顾机制的引入，则是为了解决大众投资者缺乏资产配置能

力的痛点，是推动整个系统走向‘标准化’的关键补丁。”易方达财富高级基金产品研究员严书航提出的“先有制度、后有痛点、再引入投顾”的递进逻辑，与郑任远的观点形成呼应。

“海外经验的价值在于提供‘前车之鉴’而非‘标准路径’，其历史发展路径的深刻教训在于：其每一步递进都是对前一阶段痛点的被动补救，时间成本高昂、社会代价显著。”严书航表示。

罗荣华同样通过回顾美国养老金发展过程得出结论，美国并不是等所有参与者都成熟以后才引入服务机制，而是在发现普通参与者难以独立完成长期投资决策后，通过制度和市场共同补上这一环，让服务机制很快成为维持制度有效运行的一部分。

在罗荣华看来，其背后原因也很简单：一旦养老金制度面向普通居民，就会遇到参与惰性、选择困难、风险错配和费用约束等问题。如果缺少服务机制，账户即使开立，也未必能形成有效养老资产。

对我国而言，罗荣华认为，监管审慎推进个人养老金投顾是有必要的。我国个人养老金仍处于从试点走向全面实施后的早期阶段，账户体系、产品体系、数据接口、责任边界和投资者适当性规则都还在完善中。

但罗荣华同时强调，这并不意味着投顾服务应长期缺位。更合适的路径是分层推进：先允许合规的投资咨询、产品解释和账户配置建议；再探索标准化默认投资服务；最后在规则更清晰、投资者保护更充分的基础上，逐步发展有限授权的管理型投顾。

“个人养老金投顾的介入时点，应当与账户扩面、产品扩容和投资者保护同步推进。”罗荣华称。

而另有专业人士表示，目前公募基金投顾业务具备成熟条件。

“当前，国内银行、保险、证券、信托等金融机构开展的各类投资顾问业务中，真正完成全流程试点验证、具备成熟落地可行性的，只有公募基金投资顾问业务。”该人士表示，其他金融机构所开展的投资咨询服务，在配套监管法规、买方投顾队伍、业务运营系统、实操落地经验等存在或多或少短板，尚未形成可复制、可推广的成熟业务模式。

“基金投顾业务自2019年10月试点以来，已历经六年多深耕，全程在中国证监会监管体系下运行平稳。从多维度数据看，基金投顾改善投资收益与体验的作用逐步证实，业务适配性和发展前景获得了市场各方的总体认可与支持。”该人士建议，个人养老金制度下买方投顾业务的布局与落子，可优先锚定已通过监管与市场双重检验的基金投顾业务。

盈米基金董事长肖雯认为，当前中国已就基金投顾业务出台了相关制度规范，只需监管部门进一步出台政策，允许在基金投顾的可投资品种范围内纳入银行理财、场内ETF及银行存款等品种，并将基金投顾与个人养老金第三账户有机衔接，即可在相当程度上实现“三自动、一免责”式的默认投资安排。

“在实际落地操作层面，中国个人养老金账户与投顾业务结合方面，存在着默认制度之外的‘弯道超车’的可能。”肖雯表示。