

养老金融评论

2018年第6期（总第31期）

- 王忠民：个人养老账户与金融端口连接有赖于确权和税收优惠
- 董克用：第三支柱个人养老金对公募基金行业业态的影响
- 曹德云：保险机构在第三支柱养老金体系建设中拥有四大优势
- 段家喜：税优个人养老金——关键问题、总体框架及建议
- 熊 军：养老金投资的重托与困局
- 朱海扬：创新与变革：“互联网+”下养老金资产管理

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net

中国养老金融 50 人论坛简介

中国养老金融 50 人论坛(CAFF50)由董克用教授联合华夏新供给经济学研究院等多家机构共同发起,于 2015 年 12 月 9 日正式成立。论坛成员由政界、学界和业界具有深厚学术功底和重要社会影响力的人士组成,致力于成为养老金融领域的高端专业智库,旨在为政策制定提供智力支持,为行业发展搭建交流平台,向媒体大众传播专业知识。论坛的使命为:推动我国养老金融事业发展,促进我国长期资本市场完善,推进普惠养老金融建设,践行改善民生福祉的社会责任。

论坛学术顾问:

潘功胜 王忠民 杨子强

论坛秘书长:

董克用

副秘书长:

王赓宇 朱海扬 张 兴

秘书长助理:

孙 博

《养老金融评论》简介

《养老金融评论》是中国养老金融 50 人论坛月度官方刊物，秉承“专业性、前瞻性、国际性”的学术理念，以“为政策制定提供智力支持，为行业发展搭建交流平台，向媒体大众传播专业知识”为宗旨，重点反映论坛成员的学术成果与观点；跟踪国际理论前沿与实践动态；探讨中国养老金融改革与发展，促进养老金融领域交流与融合。我们诚挚欢迎业界、学界的专家踊跃撰稿，为我国养老金融发展贡献智慧。

《养老金融评论》编委会

主编：

董克用 姚余栋

执行主编：

孙 博

编辑组成员：

张 栋 王振振 凌 燕 孙 玥 王梦晨 霍丽雅

来稿、订阅及索要过刊等事宜，请发邮件至编辑部工作邮箱 caff50review@caff50.net 进行联系。

目 录

【本期重点关注】

- 王忠民：个人养老账户与金融端口连接有赖于确权和税收优惠..... 2
- 董克用：第三支柱个人养老金对公募基金行业业态的影响..... 6
- 曹德云：保险机构在第三支柱养老金体系建设中拥有四大优势..... 12
- 段家喜：税优个人养老金——关键问题、总体框架及建议..... 19

【养老金融观点集萃】

- 熊 军：养老金投资的重托与困局..... 40
- 朱海扬：创新与变革：“互联网+”下养老金资产管理..... 51

【CAFF50 大事记】

- 2018 年 5 月 CAFF50 动态..... 73

导读：在人口老龄化不断加剧的背景下，我国第一支柱“公共养老金”一支独大的养老金体系面临着越来越严峻的挑战。随着广大人民群众的养老保障需求日益增长，第二支柱职业养老金在经济下行等一系列因素的影响下具有诸多的局限性，因此，建立和完善第三支柱个人养老金制度对于合理分担政府和企业和个人养老责任、提高我国养老金体系的可持续性具有重要意义。2018年4月，财政部、税务总局、人社部、银保监会、证监会联合印发了《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，标志着我国第三支柱个人税延养老金制度开始落地生根，但是，如何建设第三支柱等关键点依然分歧多多。只有解决好这些关键点，才能真正找到正确的发展方向和路径，才能真正实现“发展第三支柱提升制度可持续性”的初心，最终使中国养老金体系的公平性和可持续性跨上新台阶。

本期《养老金融评论》重点关注如下内容：论坛学术顾问、全国社会保障基金理事会原副理事长王忠民对个人养老账户与金融端口的研究；论坛秘书长、中国人民大学教授董克用关于第三支柱个人养老金对公募基金行业业态影响的分析；论坛核心成员、中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云对保险机构优势的相关研究；论坛特邀成员、长江养老保险股份有限公司副总经理段家喜对税优个人养老金的整体分析，以飨读者。

王忠民：个人养老账户与金融端口连接有赖于确权和 税收优惠



王忠民：中国养老金融 50 人论坛学术顾问、全国社会保障基金理事会原副理事长

人口老龄化是养老服务带给我们的最大问题。本来平衡的一代一代人，后续的年轻人少了，而且是急剧地、迅速地变少，同时，因为医疗、养老各种体制的不完善等，高龄老人激增，这个时候发现给予老年人的财务支持，给予老年人的各种服务，包含亲情的服务、技术的服务等，都成了最短缺的，永远赶不上老年人的心理需要、现实需要、病痛需要和交流需要。

如果从财务支持的角度，当一个人年老的时候，如果其他渠道解决不好，还可以用更多的财力向社会市场购买服务，如得了疑难杂症

本文原载于《保险理论与实践》，2018（1）。

的时候。一个人年老时面对许多难题，能不能有足够的财务支持的能力，如享受被及时诊断，及时获得医疗健康的建议和及时用药、及时手术等，是非常重要的。

如果把所有的财务支持能力看成是起点，我们找到一些基准和逻辑方法，如个人账户、社会统筹账户和其他账户，我们需要保证这些账户有足够的资金，以供未来使用。但是我们发现，所有积累资金能不能战胜通胀？如果战胜不了，积累资金就会不断贬值。

当前，服务费用的涨幅比所有的制造品，特别是比电子品，甚至奢侈品的价格涨幅都快。养老需求往往是在特殊市场中的护理和服务，所需费用很高。这样就走入一个死循环中，今天想尽办法积累更多的财务支持能力，但还是永远走不到满足自己的财务支持能力的明天。

如果把这个看成是一种恶性循环的话，《中国养老金发展报告2017》给了我们启示，可以用某种制度设计，特别是某种金融架构的制度设计来解决这个问题。

可以看一个老年服务的例子。笔者在瑞士发现一个特殊的服务互换市场，交叉互换。年轻、有能力、有水平的人可以选择任何时间到一个养老院里面提供无回报的志愿服务，所有的志愿服务会被记载下来，当这些服务人员年老的时候，可以跨时空、跨对象，接受另一个年轻志愿者提供的老年服务，可以是具体的洗脚、剪指甲、理发，也可以是陪聊，解决心理问题等。

用互换逻辑解决是金融衍生品当中最主要的思路，把不同时空下

的所有东西，用互换连接在一起，可以得到此时付出和未来得到之间的数量和质量的关系。

再来看职业年金和企业年金。能不能用股票的期权逻辑，用股票在市场当中波动的东西给予其中一定份额，那才是职业年金和企业年金当中最根本的，这样又需要社会给其延税和免税机制。

我们把这个逻辑稍微延伸一下。金融循环是一个出口函数，是我们通过数学的逻辑在大数据、老人服务的算法当中提供出来的。但在现实的金融产品中，必须辅助于两个维度，才可以让它真正成为出口函数。第一，让它和所有最有成长性的市场中的股权、债权、金融的所有场景连接起来，才能从当前的投资获得未来的回报，而且这个回报不仅可以战胜通货膨胀、战胜平均收益率，还会战胜机会成本下的当前的所有投资。这样的连接就是，我们当前所有在养老社会保障中以养老账户为中心连接无数个金融产品，包括过去、现在和未来金融产品，那么账户就是我们当前养老金中真正的出口函数的基础逻辑。

真正做实第二支柱、第三支柱账户的基础在于这关系到老百姓的未来和幸福，政府必须对此给予足够的关注和关切。当然，因为未来享受的所有服务和生活支撑的所有财务都是基于社会正外部性或是负外部性的问题，如果全社会的老人都处于无所养、无所医、无所乐的情况，当然就会成为社会问题。

如果我们前面做的金融账户和金融产品的投资都是养老领域，特别是养老服务领域当中的出口函数的话，我们为什么不给予它减税、延税、社会的保护和社会的激励制度呢？

总之，当前我们面临所有的死循环是因为没有出口函数，今天从服务领域当中，我们找到了一个出口函数，这就是一定要和金融端口链接。而金融端口链接的所有基础条件，是个人账户最终能够和所有的金融端口关联起来，由于这样的关联，会形成庞大的咨询、管理、投资等相关服务需求，中国金融业也会因此发展。在这一过程中，最关键的是我们的税收制度，必须给予一定的优惠，如此中国的养老事业和社会保障事业才能走出死循环，才能找到自己的出口函数。

董克用：第三支柱个人养老金对公募基金行业业态的影响



董克用：中国养老金融 50 人论坛秘书长、中国人民大学教授

尊敬的各位领导，各位嘉宾，媒体朋友们：

大家下午好！非常荣幸受邀参加本次致敬公募 20 年颁奖典礼并发表主题演讲。今天是公募基金行业一次盛会，我主要关注中国的养老金融问题，而公募基金恰恰是养老金融最为关键最为重要的参与主体之一，对促进我国养老金融事业发展具有十分重要的意义。

今年四月份，财政部等五部委联合发布了《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，标志着我国第三支柱个人税延养老金制度开始落地生根，为国民养老提供了新途径，引起社会各界广泛关注。尽管目前试点只有商业养老保险产品可以参与，但《试点通知》明确指出公募基金也将成为重要参与者。众所周知，第三支柱个人养

本文原载于中国养老金融 50 人论坛微信公众号。

老金具备典型的投资属性，而且存续时间长、缴费稳定持续，是资产管理行业最为重要的资金来源之一。今天，借这个机会，我想简单谈下个人养老金对公募基金行业业态的影响，敬请大家批评指正。

第一，第三支柱将重塑国民养老行为：从储蓄养老到投资养老。

众所周知我国储蓄率长期保持在 50%左右，其中有中国人储蓄偏好的因素，但是这与我国养老保障体制不完善密切相关。与之相反，养老保障体系相对完善的国家储蓄率都比较低，2015 年，德国国民储蓄率不到 10%，法国约为 8%，加拿大、美国、英国都在 6%以内。以美国为例，其国民储蓄率下降与补充养老金建设基本同步：1974 年美国颁布《雇员退休收入保障法》（ERISA），第三支柱 IRA 计划出台；1978 年美国《国内税收法》颁布，401k 计划正式出台。随后美国养老金资产积累规模逐年增加，充裕的养老金资产在相当程度上降低了居民的储蓄意愿。2016 年底美国三支柱养老金资产接近 30 万亿美元，是其当年 GDP19.5 万亿美元的 1.5 倍。而在此期间，美国个人储蓄率却呈现明显下降趋势，从 1975 年的约 15%下降到 2017 年不到 6%。可见，美国个人养老金推出以后，实现了国民储蓄养老到投资养老的过程。

从我国来看，从储蓄养老到投资养老的转变最早应该由企业年金和职业年金实现。但是众所周知，企业年金和职业年金并没有赋予个人投资选择权，实质是单位代职工进行投资的过程，而参加职工仍然以传统的储蓄养老为主。但是，个人自主选择是个人税延养老金基本要素，因此，随着投资属性显著的第三支柱养老金发展，以基金为代

表的资管产品将受到更多重视。

第二,个人养老金有助于优化基金营销业态,培育长期稳定客户。

基金行业与保险、银行相比,直接获客能力薄弱,主要通过银行或者互联网等第三方渠道。但是,养老金第三支柱客户群体广泛,其中一部分是此前从未投资公募基金的群体,但是这部分人因为税收激励参加个税养老,就可能成为基金公司的直接客户。事实上,美国二战后婴儿潮一代(1946-1955)第一次购买基金平均年龄在36岁,大致在1980年代以后,即美国第二和第三支柱建立同期。而他们的下一代即1970-1980年代出生的人第一次购买基金平均年龄是25岁,基本就是参加工作最初几年,具体参与方式就是通过401k和IRA等养老金计划。也可以想象,一个人在参加工作之初通过养老金投资公募基金并获得收益,那么这些人收入增加,有了更多理财需求时,公募基金自然成为其理财首选工具,而且黏性很强。事实上,这正是美国公募基金成为国民主要投资工具的重要原因。因此,可以预见,我国基金行业参与第三支柱个人养老金制度,除了其本身带来的规模增量外,更重要的是,借助于该政策进行了国民的基金知识普及,扩大潜在的基民群体。而且这些人群的获得不依赖于第三方渠道,同时还是长期资金,且收入水平相对较高,是基金行业最优质客户群体。

第三,个人养老金会分流现有公募基金客户,对市场格局会产生深远影响。

2017年底公募基金规模11.6万亿,非货币基金规模4.86万亿。

借助于互联网平台和余额宝等货币基金带动，基民人数大幅增长，中国的公募基金行业已经服务超 6 亿的投资人。尤其在互联网金融的发展普及和以余额宝为代表的货币基金的带动下，公募基金持有人数得以爆发式增加。从这个意义上讲，余额宝对国民进行了公募基金知识普及，也为基金行业参与第三支柱个人养老金客观上进行了前期投资者教育。可以预见，如果第三支柱个人养老金制度全面落地，公募基金的群众基础相比前几年要好。但是，根据中国证券投资基金业协会 2016 年的《基金个人投资者投资情况调查报告》，2015 年基金投资者中 30-40 岁年龄段的投资者占比最高，达到 25.5%，其次是 30 岁以下的投资者，占比达到 22.8%。这两部分人群恰恰都是个人税延养老金参与的主力军，如果这些人群通过个人税延养老金账户以税前工资进行基金定投，享受税收优惠，那么必然减少其目前以税后收入投资基金的行为，而且第三支柱选择的产品与机构，也将对其其他的公募基金投资行为产生影响。可见，第三支柱长远来看，将对现有公募基金格局将产生较大影响。

第四，有助行业跳出“基金赚钱基民不赚钱”的怪圈。

根据基金业协会数据，从开放式基金问世到 2017 年 6 月，偏股型基金平均年化收益率为 16.18%，超出同期上证综指平均涨幅 8.5 个百分点；债券型基金平均年化收益率为 7.64%，超出 3 年期银行定期存款利率 4.9 个百分点。但是京东金融的基民调查报告显示：2016 年仅有 34.3% 的基民实现正收益，0.5% 盈亏持平，剩余的 65.2% 都是亏损。主要原因在于，很多基金投资者缺乏专业知识储备，把基金当

做股票短期炒作，容易追涨杀跌。而第三支柱个人养老金有长达几十年持续缴费，相当于将政策引导变成长期定投资金，参与者可以从更长期视角进行投资，忽略短期资本市场波动，通过时间换空间来实现稳健良好收益。另一方面，随着养老目标日期基金、养老目标风险基金等专门养老型基金问世，也减少了参与者的资产配置困难和产品选择问题，也有助于减少参与者短期盲目操作。

第五，能为资本市场带来稳定长期资金，有利于价值投资理念落实。

公募基金规模容易随着市场波动变化：市场低迷时，投资者纷纷离场，或投身于银行理财等无风险产品。而第三支柱个人养老金制度中，由于税收优惠将其缴费长期锁定在养老账户中，不易撤出。同时随着资管新规推出，以往刚性兑付理财产品将不复存在。因此客观上有助于形成真正的长期资金，参与者对收益评价周期也将拉长。所以基金公司的规模波动和短期收益压力相对较小，有利于其长期投资和价值投资理念的落实。

因此，可以断言，以第三支柱为代表的养老金投资，将对国民理财习惯产生巨大影响，推动国民从储蓄养老到投资养老。而基金行业也将在此过程中，重塑行业格局，能够把握国民养老需求，发挥自身优势的机构，可能会弯道超车，实现跨越式发展。

总体来看，第三支柱个人养老金是资产管理行业的蓝海，前景广阔。但是罗马不是一天建成的，基金行业应该树立长期眼光，将其作为战略发展方向，强化投研能力和产品布局，加大投资者教育，重视

养老品牌建设，才可能将第三支柱发展转变为基金行业红利，实现两者良性互动与协同发展！

以上是我的几点体会，这也是我们受中国社会保险学会及胡晓义会长的委托，承担的《建立中国特色第三支柱个人养老金制度研究》课题部分研究成果，这项课题目前正在紧锣密鼓推进中，也欢迎在座各位业界专家为课题贡献智慧！谢谢大家！

曹德云：保险机构在第三支柱养老金体系建设中拥有四大优势



曹德云：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长

尊敬的各位专家、各位嘉宾：

上午好！这次由《亚洲资产管理》主办、长江养老保险有限公司承办的“第十二届中国圆桌会议”，以“养老金管理的机遇与挑战：深化改革与拥抱全球化”为主题，在当前中国养老金体系改革发展不断深化的背景下，具有十分重要的现实意义。

养老金体系发展至今已有近百年历史，世界银行总结并倡导的多支柱模式成为各国养老金体系发展的主流。经多年努力，我国也基本构建起具有中国特色的三支柱养老金体系：第一支柱是由政府主导，

本文为曹德云秘书长于 6 月 24 日在长江养老保险股份有限公司联合《亚洲资产管理》在京举办的“养老金管理的机遇和挑战：深化改革与拥抱全球化”第十二届中国圆桌会议上的发言，原载于《证券时报》。

社会统筹账户建立的公共养老金，旨在为退休者提供基本生活保障，采取现收现付模式；第二支柱为企业年金和职业年金，由国家提供一定税收优惠，企业发起，由企业和个人共同缴纳；第三支柱为个人养老金制度。在三支柱养老金体系中，除第一支柱外，第二、第三支柱对国民养老保障的作用日益突出，需求愈加迫切，但第三支柱建设仍比较滞后，处于起步阶段。目前，我国养老金体系建设面临的养老金缺口巨大、结构不合理等问题，为保险机构大力发展养老业务提供了新的机遇和空间。

2014年8月13日，国务院发布的“新国十条”提出，要“创新养老保险产品服务，促进保险服务业与养老服务业融合发展”，标志着养老服务业将成为保险业务拓展的全新领域。2017年5月4日，中国保监会下发《关于保险业支持实体经济发展的若干意见》，明确要求保险业要发挥保险产品和资金优势，推动养老和健康产业发展，鼓励创新养老保险产品，发展多样化的医疗健康保险服务。2017年6月21日，国务院第177次常务会议原则通过了《关于加快发展商业养老保险的若干意见》，制定了商业养老保险到2020年的发展目标，明确了商业养老保险在完善养老保障体系、促进养老服务业发展、服务经济提质增效升级中的作用和任务，提出了加快发展商业养老保险的支持性政策及地方保障措施。这为保险业加快发展商业养老保险，推动第三支柱建设做大做强，营造了良好的政策环境。

多年来，我国保险业已深度参与养老金三支柱体系建设。从第一支柱看，2016年10月，全国社会保障基金理事会发布基本养老保险

基金证券投资管理机构名单，首次将华泰资产、泰康资产、人保资产、长江养老、平安养老和国寿养老等 6 家保险资管机构和养老保险公司纳入范围。从第二支柱看，保险业在企业年金市场保持领先地位，截至 2016 年底，占企业年金法人受托的市场份额为 74.5%，占投资管理的市场份额为 53.7%，企业年金养老金产品总规模为 2214 亿元，较上年度大幅增长 85%。从第三支柱看，保险业积极筹建专业养老金管理公司，探索第三支柱业务，助力养老业务全面发展。截至 2017 年 5 月，已开业的养老保险公司共有 7 家，筹建中有 1 家，主要经营企业年金、团体保险和养老保障管理业务。截止 2016 年底，养老保险公司养老保障管理业务管理资金余额 1232 亿元，同比增长 70%。商业养老保险作为第三支柱养老金体系的主体组成部分，发展潜力大，空间十分广阔。

可见，在长期的探索和实践，以养老保险公司、保险资产管理机构为代表的保险机构，在养老金管理、养老保险、养老产业投资等业务领域及运营管理、系统建设、产品开发、风险控制、客户服务方面取得了丰富经验，建立起完整的组织架构、专业团队和管理体系，为保险机构在第三支柱养老金体系建设中发挥主体作用奠定了重要基础。具体讲，保险机构在第三支柱养老金体系建设中具有四大优势：

一是具有长期精算价值优势。精算技术本身是保险机构经营的基础，尤其是对于寿险公司而言，需要将不同时期的人口预期以及长期保障要求结合起来，已备将来保险金的支付。在此过程中，保险机构积累了丰富的风险评估经验，能够完成海量的储蓄及投资基金贴现的

计算，这是长期养老产品的运营管理的基础，也是保险业在第三支柱养老金的运营管理中的天然优势。

二是具有长期资产配置优势。保险资产管理机构在长期大类资产配置上具有丰富经验，坚持审慎稳健的投资理念，追求资产长期稳健增值，致力于在有效控制风险的前提下实现投资收益的最大化，这与个人养老账户资金的长期存续性质高度匹配，也使之对养老资金投资有着独特深刻的理解。从资产配置结构看，保险资金投资固定收益资产占比较高，风险相对较小，收益稳定性好，此外，另类资产配置能力强还可以为养老金投资管理带来效益提升和期限匹配的外溢效应。近十年来，在金融市场波动较大、利率市场化进程加快的背景下，保险资金仍实现年均超过 5.3% 的投资收益率，逐渐确立了投资稳健、安全较高、收益较好的品牌形象，其运作经验和技術可以运用于性质相似的个人养老金管理之中。

三是具有业务协同优势。保险业全程参与企业年金制度政策研究、地区试点工作，经过多年实际运作已经形成一批成熟专业的养老金管理机构，并通过积极开展个人健康税优保险、个税递延养老保险研究探索，建立起一整套运营流程、信息平台、税务平台的对接运作体系，可充分发挥个人养老保险在信息系统建设和税务平台对接优势，切实担当第三支柱个人养老保险发展责任。保险业通常具备齐全的投资渠道和投资牌照，能充分参与不同市场投资机会，扩大收益来源。

四是具有专业人才与属地化服务优势。保险业培养和聚集大批精

算专业人才且具有养老金运营管理和服务经验，保险机构人员配置普遍较为充分，在各地具有分支机构，可保证在不同区域开拓业务、后续服务与信息反馈，具有属地化服务优势，能为客户提供更加便捷的服务。

为此，保险业要充分利用当前有利的政策环境和专业优势，积极参与第三支柱养老金融体系的构建和探索，并发挥中流砥柱的作用。建议研究采取五大措施：

一是参照美国 IRA 计划（个人退休政策），引入和建立“个人养老保险账户”。近年来，我国商业保险持续稳健发展，保险业切实发挥改善民生保障作用，大力推进个税递延养老保险、个人税优健康保险等惠民政策研究实践，为建立和推广中国个人养老保险账户奠定了良好的实践基础。引入和建立“个人养老保险账户”将是个人自愿建立第三支柱养老保险的载体，一旦基于“个人养老保险账户”的养老保险税收优惠政策落地，三支柱养老保险的税收优惠政策将全面覆盖，多层次养老保障的税收政策即可实现。中国居民储蓄规模一直位于世界前列，为个人账户制度建立奠定了雄厚的资金基础，通过将居民储蓄部分转化为个人账户资金，有利于充实国民养老保障储备，优化我国经济建设融资格局。

二是确立市场主体准入制度。“个人养老保险账户”作为我国多层次养老保障体系有机组成部分，须由专业金融机构管理，并根据多元化的养老保障需求和风险偏好特征提供有特色、多样化和适合不同年龄层次需求的产品。监管部门可通过建立相应资格准入制度以及完

善的配套政策来保障第三支柱养老金市场的规范和健康。从机构资质准入方面，投资管理机构是负责养老基金资产投资运营的专业机构，应具备良好的资产管理业绩、财务状况和社会信誉，在风险可控的情况下争取较高收益；在明确账户税收优惠标准基础上，财政部、国家税务总局、中国保监会等监管机构可依法对个人养老保险账户业务管理情况进行监管。

三是明确个人养老产品准入标准。在机构资质准入基础上，实施产品准入。可参照企业年金相关管理办法要求，对符合资格的投资管理机构提供的产品，设置统一准入标准，明确制度规则、缴费机制、投资策略等。个人账户资金购买产品须由机构向监管部门备案，个人账户资金的投资运用应符合监管规定范围。

四是放开个人账户投资选择权。从国外个人税延养老金发展历程看，个人选择权始终是重要政策要点，也是推动养老金长期合理投资的重要手段，通过授予个人选择权开放，能将不同风险偏好的人群加以分类，投资管理机构能据此制定匹配各类风险偏好的投资产品，实现不同人群的投资需求，保证投资选择与风险承担主体的一致性，也能极大的调动居民的参与热情与认可度，有利于扩大第三支柱个人税延型养老金的覆盖面。随着国内投资理财观念和知识的普及以及资本市场的不断完善，放开个人投资选择权的外部条件也日渐具备。

五是加快税延养老保险政策落地。税收递延型商业养老保险的核心问题是税收优惠政策。第三支柱税优政策缺位是制约其发展的根本原因。近十年来，国务院和保监会有关文件多次提及出台税收递延型

商业养老保险政策。从国际经验看，各国为推动第三支柱个人养老金计划发展，无一例外均给与了强有力的税收优惠支持，且大部分税收优惠均在账户层面展开。因此，我国的第三支柱养老金计划发展，必须给予较为充分的税收优惠从而调动国民参与的积极性。目前，税延养老保险试点的条件已经成熟，各方达成共识，政策指向明确，准备工作完成，下一步应当尽快推动落地。

总体来看，我国养老金融发展和养老保障体系建设还处于发展阶段，保险业凭借丰富的保险业务及长期资产配置经验和多牌照资格优势，具有积极参与第三支柱建设并承担中流砥柱作用的充分条件，为进一步推动我国养老金融事业发展壮大，应对我国人口老龄化和促进经济社会健康发展提供强有力支持，作出积极贡献。

段家喜：税优个人养老金——关键问题、总体框架及建议



段家喜：中国养老金融 50 人论坛特邀成员、长江养老保险股份有限公司副总经理

养老金第三支柱建设有税优方式、替代率、参与率、属性、经营模式以及监管等六个关键问题。基于中国国情，中国养老金第三支柱应当选择保障模式，突出强调养老金是“长寿风险保障+长期储蓄”的本质属性。税优政策应走向普惠、有效提升参与率。

支持发展税优个人养老金，是第三支柱发展的重要内容，既是养老金体系面临人口老龄化挑战后的改革方向，也是大部分发达经济体的通行做法；从近期发展来看，越来越多的新兴市场国家面临严重的退休或养老保障危机，这些国家有意借助市场力量发展第三支柱来缓解危机。中国已经探讨养老金第三支柱多年，以保险业为主的市场力

本文原载于《中国保险资产管理》，2018 年第 2 期。

量也呼吁多年，但政策迟迟未出台，市场迟迟未启动。《关于加快发展商业养老保险的若干意见》（国办发[2017]59号，以下简称“59号文”）于2017年年中颁布并明确指出，“2017年年底启动个人税收递延型商业养老保险试点”，这再次引起对中国养老金第三支柱建设问题的热议。虽然理念已经得到越来越多的认同，但随着第一支柱的日益艰难和第二支柱的日渐停滞，建设养老金第三支柱的紧迫性也日益突出。59号文的发布是一个良好开端，但还有很长的路要走，特别是对于建设什么样的养老金第三支柱，如何建设第三支柱等关键点依然分歧多多，推进政策出台及落地依然困难重重。解决好这些关键点和困难，才能真正找到正确的发展方向和路径，才能真正实现“发展第三支柱提升制度可持续性”的初心，最终使中国养老金体系的公平性和可持续性跨上新台阶。

一、关键问题

养老金第三支柱领域的研究已经形成诸多共识，但分歧依然存在，如税优政策的顶层设计，给予什么样的税优政策，多大力度的税优政策？建立什么样的第三支柱市场框架？个人养老金的属性以及不同金融机构应当担任什么角色？应如何发挥作用？如何加强养老金市场的监管？不同监管部门应当扮演什么角色？是否以及如何扩大个人养老金覆盖面？以及如何借力个人养老金的发展，助推完善养老金体系等等？这些都是建设中国特色养老金第三支柱的关键问题。

（一）税优方式问题

税收政策支持是税优个人养老金的主要标志，也是促进其快速发展的重要引擎。这在理论和实践上均得到证实或认可，在中国也形成共识。从理论来看，给予税收优惠，会直接改变参与主体的成本收益函数，相比较个人可支配储蓄，享受税收优惠政策的养老金储蓄可以获得更高的税后回报，进而影响参与主体的消费投资决策，改变其行为，促进个人养老金市场的发展，使得市场均衡量要远大于没有税优政策情况下的市场均衡量，并最终达到“建立形成长钱的机制、提升养老金储蓄率”等目的。

税优政策属于个人养老金顶层设计的问题，采取什么样的税优政策将直接影响未来市场的发展方向与空间。2018年4月财政部、税务总局、人力资源社会保障部、中国银行保险监督管理委员会、证监会联合下发《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），规定自2018年5月1日起，在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点。试点地区个人通过商业养老资金账户购买符合规定的商业养老保险产品的支出，允许在一定标准内税前扣除。计入个人商业养老资金账户的投资收益，暂不征收个人所得税。个人领取商业养老金时，再按规定征收个人所得税。此文已明确先进行递延纳税试点，是否需要在此基础上推出直接补贴政策，以惠及更广大人民群众，需要进一步研究、讨论和解决。

个人养老金的税收政策涉及缴费、投资和领取三个环节，并依不同环节是否享受税优政策，细分为EET、TET、ETE、ETT、TTE、

EEE、TTT 和 TEE 等八种形式。考虑到消费者的“短视行为”，大部分国家将税优政策放在缴费环节，并普遍对投资环节免税，而在领取环节合并纳税，即所谓的 EET 模式。就税优方式来看，在规定缴费限额的基础上，有直接补贴和税收递延缴纳两种，前者是指直接给予参保人群以一定额度的奖励或补贴，如德国政府对参加里斯特养老金计划的人每年给予 154 欧元的基础补贴（已婚夫妇为每年 308 欧元）和 185 欧元的子女补贴（此为 2008 年前出生的子女，2008 年以后出生的子女则为每年 300 欧元）。后者是指允许消费者在税前缴纳保费，有的国家将这一部分税收直接减免，有的则将应缴纳的税收延迟到退休时缴纳。如美国的 IRA（即个人退休账户）规定，个人在税前向账户缴费，账户资产的增值部分无需缴纳投资收益税，而在领取时缴纳个人所得税。

无论直接补贴还是递延纳税，于财政而言本质上是一致的，都是对民众购买个人养老金的行为征负项税，以此激励其购买。但其作用效果不同，递延纳税对于高收入群体有较好的激励作用，中低收入群体可能因收入不到起征点而无法享受；直接补贴更多向中低收入群体倾斜，操作简便，有利于让更多的人享受政策福利，具有可控性、可获得感好等特点，更有利于提升制度公平性和覆盖面。

（二）替代率问题

衡量个人养老金在体系中的作用，主要有两项指标，其一是收入替代率，即个人养老金提供的退休收入占退休前收入的比重。各国私人养老金的毛替代率不一，德国、新西兰、比利时、加拿大、英国、

爱尔兰、美国等 7 个发达国家养老金(包括公共养老金和私人养老金)的总替代率平均为 58.94%，私人养老金平均为 23.03%，占三分之一强；有的国家低如新西兰为 12.4%，有的国家高如美国为 33.6%。个人养老金属于私人养老金，则替代率更低些。其二是个人养老金提供的退休收入占其退休总收入的比重。即，多少退休收入来自个人养老金，多少来自公共养老金。这两项指标均与一国的养老金制度的顶层设计、税收制度、养老金制度发展历史等因素有关。有的国家强调政府的责任和公共养老金的作用，则个人养老金的作用和替代率就相对低些，有的国家更市场化，则个人养老金的作用和替代率就高些；即使在私人养老金占主导作用的国家中，模式也不尽相同，有的以职业年金为主（如澳大利亚），有的则以个人养老金为主。

个人养老金收入替代率主要由税优的力度决定的。税优力度大，个人缴费相应会多些，将来的替代率就会高些；反之则低。税优的力度既取决于养老金体系的改革方向（特别是对三支柱结构的规划），又取决于个人养老金目标替代率的设定，更取决于财政的可负担性。

（三）参与率问题

参与率是个人养老金发挥作用的客户基础，参与率不高是个人养老金发展滞后的主要表现之一。各国个人养老金参与率差异较大，如新西兰高达 72.9%，而葡萄牙只有 4%。影响个人养老金参与率的因素很多，从各国经验来看，可以通过建立“自动加入”机制、促进支柱之间对接等措施来提高个人养老金的参与率或覆盖面。

“自动加入（Auto Enrollment）”机制是指员工在入职时就被默

认自动加入个人养老金制度，如果希望“不加入”，则需专门提出申请或中止缴费。“自动加入”形成“自动缴费机制”，克服部分人的“惰性”，进而增加养老储蓄。这一措施在美英等国都有较好的应用和实践。自动缴费机制比税收补贴对增加养老储蓄的效果明显，其原因在于大部分人具有某种惰性，加之部分国家申报税收优惠程序比较复杂，如果政府让个人主动选择加入养老金第三支柱、开设养老储蓄账户或申请税收减免等事项，大部分人可能不会参加；反之如果政府让个人主动选择是否退出已经开设好的账户，大部分人不会选择退出。依此，建立个人养老金自动加入和自动缴费机制可有效提升参与率。

“支柱之间的对接”是指一、二、三支柱个人账户之间养老储蓄资金的流动，主要是指第一支柱向第二、三支柱，以及第二支柱向第三支柱的资金流动；即第三支柱可接受或承接第一、二支柱个人账户的资金转账，第二支柱可以接受或承接第一支柱个人账户的资金转账。这也是发达国家比较成功的做法，如美国 IRAs 并非纯粹的第三支柱，而是第二、三支柱的混合体，接受了大量 401 (K) 计划的资金转账，2012 年传统 IRAs 转账流入资产 3000 多亿元，而个人缴费的资产不足 15 亿元。英国则允许符合一定条件的参保人通过“协议退出”的方式从第一支柱退出，转移到第二支柱。

（四）属性问题

属性问题实质上是发展方向问题，是要发展一个“强调养老风险保障属性”的第三支柱？还是要发展一个“强调投资属性”的第三支

柱？这是制度设计时需要结合经济社会发展和养老金体系改革方向来考量的事项。

养老金是指退休人员从退休开始直至死亡期间（或确定期间），连续定期被支付的资金。从这个定义来看，养老金为退休人员在其退休后直到死亡（或确定期间）提供了收入保障，其实是终身年金（或定期年金）的一个典型例子。养老金有两个基本目的，即确保个人一生的平滑消费，以及针对长寿风险进行保险；而在养老金领取之前，有大量的资金沉淀且需要投资管理。由此显见，养老金（包括个人养老金）具有“养老风险保障”和“投资”的双重属性。这一点似乎毋庸置疑，也不应存在争论和分歧。但在第三支柱制度设计时，应根据经济社会和资本市场发展成熟程度、养老金体系的结构和发展方向、以及金融结构稳定优化的方向等情况，确定在不同时期不同阶段应当强调的属性，并以此支持不同行业在其中发挥不同的作用。

从国际情况看，欧美各国均认可个人养老金的金融属性（特别是投资环节的金融属性），均认为，养老资金进入投资环节后，与其他资金性质基本类似，属于金融产品，均应接受金融监管机构的监管。但英、德等欧洲国家更注重个人养老金的“养老风险保障”，将个人养老金纳入保险监管的框架，甚至法律规定只由商业保险经营个人养老金；而美、加等国家则更注重个人养老金与资本市场之间的联系，注重个人养老金的“投资属性”，甚至将其纳入证券监管的框架。

（五）经营模式问题

从国际情况来看，税优个人养老金的经营模式主要有两种：其一

是产品化模式，税优政策直接与产品关联。即政策规定，参保人可以自行购买不同经办机构提供的“合格产品”并享受相应的税优政策。这一模式的优点是有益于不同经办机构的自由竞争，但其缺点是管理分散，会出现同一参保人购买多家经办机构的多个产品，而且可能出现不同经办机构之间信息不畅通等问题，带来管理上的困难。这主要适用于税收管理比较先进的国家。二是账户+产品化模式，税优政策直接与账户关联。即政策要求经办机构为参保人开立超级账户（通常是唯一的），并在账户层面享受税优政策，允许参保人自行选择配置经监管部门批准后的、不同经办机构提供的“合格产品”。超级账户与税收管理系统对接，并具有基础信息、税收、资金、产品配置等管理功能。这一模式的优点是便于综合管理，防止税收漏损，比较适合于税收管理欠发达的国家。

（六）监管问题

监管高效是风险有效防范的前提。养老金管理的是老百姓的“养命钱”，安全稳健是第一位。税优个人养老金是多金融机构参与的市场，在分业经营、分业监管的框架下，必然涉及多头监管。建立“透明、有效、协同”的税优个人养老金监管框架，是制度设计者需要思考的问题。

个人养老金的监管主要包括税收监管和运营行为监管两方面内容，主要涉及金融监管部门和税务部门。税收监管通常由税务部门实施，主要为了保障税收政策的正确使用，防止滥用税收优惠政策，造成税收的不当损失。运营行为监管通常由金融监管部门实施，主要为

了保护参保人的利益、保障市场健康发展、防范金融风险。

二、总体框架

从全球情况来看，税优个人养老金是第三支柱的核心，具有税收激励、完全积累、市场经办、个人自主、双峰监管等特征，大致可以划分为保障模式和投资模式两种类型。前者以德国为代表，强调养老金对于投资风险和长寿风险的保障属性，认为投资是手段和工具，起辅助作用，制度设计上突出保险业发挥主导作用；后者以美国为代表，强调养老金资产的管理与增值，制度设计上突出基金、资产管理发挥主导作用，在领取阶段强调年金化领取和保险业的作用。

基于经济社会发展阶段、人口状况以及养老金体系结构等因素以及发展第三支柱的初心，中国养老金第三支柱应当选择保障模式，突出强调养老金是“长寿风险保障+长期储蓄”的本质属性。总体框架如图1所示，个人自行或通过其用人单位，经由具备经营资格的金融机构建立“以养老为目的”的补充养老金计划；计划具有唯一性，并通过中国保险信息管理平台与税务系统对接，以便实现税务监管；金融机构提供不同类型的金融产品并配置于计划之中，无论在积累期还是在领取期均强调保险保障属性，同时发挥基金等投资管理机构的作用。

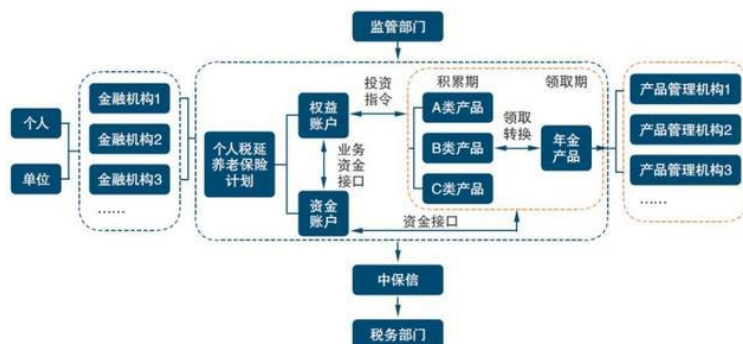


图1 中国税优个人养老金总体框架设想

主要具有如下特征：

（一）兼容开放

59号文已经明确保险业先行试点养老金第三支柱，让资本实力雄厚、专业能力突出、经营诚信规范的保险机构先行试点，是各国通行的做法。从国际经验来看，有些国家（如德国、英国等）保险业在养老金第三支柱中发挥主导作用，甚至在早期只允许保险业开展此类业务，然后再逐步开放到银行、基金、资产管理等行业。中国建设养老金第三支柱，如何发挥好后发优势？突出保险业核心作用的同时兼容其他金融机构参与？是制度设计时需要考虑的问题。上述制度框架具有兼容开放的特色，各金融机构可以在同一平台上参与并竞争。税收优惠政策落地到参保人，具体体现在个人税优养老金计划上，各金融机构经其监管部门核准经办资格，可以从销售（计划设立）、投资顾问（产品推荐及配置）以及产品（合格产品提供及投资管理）等领域参与市场竞争。与此同时，此制度框架还具有统一平台的特点，即各金融机构为参保人建立的养老金计划，统一通过中国保险信息平台与税务系统对接，既可保持计划的同一性，又便于税务监管和金融行

为监管。

（二）灵活多样

在上述制度框架下，养老金计划下可配置多样化的产品，实现保障和投资双重目的。如在积累期，产品类型包括收益确定型、收益保底型、收益浮动型三种类型，投保人可在计划下，根据自身情况和法律法规要求，选择适合自己的资产配置策略，满足投保人多样的资产配置需求。如无自行选择配置的投保人，可参与计划下的默认产品配置，不受投保人教育程度和专业能力的限制。由于产品类型丰富，经办的金融机构可根据自身的优势，研发不同的产品（试点期均为养老保险产品，放开后可为各种不同的金融产品）参与个人税延养老保险计划，丰富计划下可选择的标的产品；同时，亦可促使金融机构专注于产品研发、资产管理、财富规划等，提升整体的资产管理水平，为投保人提供更加专业化、多元化的服务。总体而言计划应具备安全性高、保障性强等特点。积累期，收益确定型和收益保底型产品在保证最低收益的基础上，加入身故及全残保障责任，体现保险保障功能；收益浮动型产品则通过其稳健策略和灵活性，让投保人能充分享受资本市场发展带来的红利；领取期，则应要求一定比例转换为年金产品，以保障投保人的长寿风险，提高老年生活质量（见图2）。

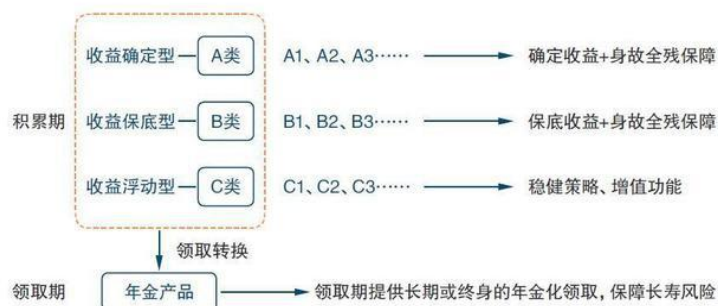


图2 税优个人养老金的产品配置示意图

(三) 平台增信

从世界范围内第三支柱发展的情况来看，大部分国家第三支柱的参保群体往往比较有限。中国企业年金制度发展10年，目前的参保人数依然不足城镇职工基本养老保险参保人数的10%。如何提升公众对制度的信心，以及如何设计简洁的框架及强有力的财政配套支持，是制度设计的重点。借助具有政府背景的公众平台，不仅可以提升效率和控制风险，还可以起到增信的作用，提升制度的公信力，以最终提高参与率。在上述框架下，计划下设的权益账户与资金账户可分离，权益账户由中国保信平台记录，登记投保人缴费、投资明细及领取情况；投保人通过关联银行账户实现缴费前和领取后的资金管理；经缴费、投资收益及赎回等形式产生的资金，全部汇入资金总归集账户。银行账户变更，只需在权益账户中进行变更即可，不会导致总归集账户的变更；领取时，只需根据权益账户记录的当前个人银行账户，将总归集账户下资金划拨到当前个人银行账户即可。中保信的税延保险平台是推动商业养老保险税收递延政策真正落地的基础设施建设，是行业层面搭建的功能强大的统一信息平台，在此平台下可实现对投保人身份校验、税延产品登记、个人账户信息查询，也需要与税务信息

系统有效对接，实现投保人纳税抵扣、税务稽查等功能。同时，平台又是个人税延养老保险信息的集中数据库，可为今后的研究、决策以及完善政策提供数据支持。投保人只需通过个人税延养老保险信息系统，即可完成计划下的缴费、投保、查询、领取等功能，对个人来讲操作方便，也便于推行计划的电子化和无纸化，节省运营成本。

三、主要考虑

发展一个“强调养老风险保障属性”的第三支柱，还是发展一个“强调投资属性”的第三支柱？这是养老金第三支柱制度设计的关键问题。发展模式的选择决定了未来市场发展的方向，也决定了不同金融机构在市场的作用，或者说涉及到未来的利益格局，由此成为了各方的争论焦点。影响养老金第三支柱发展模式选择的因素有很多，包括经济社会发展、现有的养老金体系架构以及政治体制等。考虑以下因素，笔者建议中国应当选择“突出保险保障作用兼顾投资”的第三支柱模式，即保障模式。

（一）发展第三支柱的目的是提升养老保障能力与水平

在做出选择或设计之前，首先需要厘清或铭记建设第三支柱的初心或根本目标，或者说实施这项税收优惠政策的意图。中国基本养老保险已经完成“扩面”任务，制度上已经实现“全覆盖”，但人口老龄化不断加剧、制度赡养率不断提高，加之转轨成本的未负担以及统账混管等问题，使得基本养老保险制度的可持续性饱受诟病和质疑；第二支柱覆盖面过低且日渐固化，无力担负起“提升更广大群众养老

保障”的历史使命。给予第三支柱税收优惠政策，发展以商业养老保险为主体的第三支柱，其根本目的在于：用税收政策鼓励人们自主建立养老金计划，为退休生活积累一笔长期安全的养老资产储备，以缓解公共养老金替代率水平逐年下降和养老金缺口等问题，使得更广大的人民群众能够过美好的退休生活。投资只是手段，而不是根本目的。选择投资模式，会将第三支柱引入歧途。

发展保障模式的养老金第三支柱，突出商业保险在第三支柱中的主导地位，既可以有效实现商业保险在养老保障体系中的两个基本定位：一是基本养老保险的有力补充；二是国家养老储备金的重要来源和组成部分；也能有效扶持或引领弱小的商业保险稳定健康发展，进而平衡和优化金融结构，实现中国金融的稳态发展。

（二）第三支柱属于市场范畴

依据发起或管理主体的不同，世界银行将养老金体系划分为三大支柱，第一支柱为强制、由政府管理的 DB 型现收现付制，即公共养老金，其目的和功能主要是收入再分配，特别是发挥代际再分配的功能；第二支柱是由用人单位（包括企业和政府雇主）发起、由市场管理的 DC 型完全积累制（早期以 DB 为主、当前以 DC 为主），主要目的是养老储蓄；第三支柱为个人购买、市场管理的自愿性养老储蓄，是前两个支柱的补充，主要目的是提供补充养老保障。多支柱的制度设计有助于形成政府、用人单位和个人共同分担养老责任的机制，能够更好地适应养老保障各目标人群的需求并实现养老金制度的多重目标（如收入再分配、储蓄和保险等）。从国际情况来看，各个国家

均认可个人养老金的金融属性，认可个人养老金属于市场范畴，政府责任通常仅限于提供税收优惠激励以及监管。通常而言，负责劳动资源管理的政府部门主导管理公共养老金，并从计划的公平性和非歧视性等角度，参与第二支柱的监管（通常也仅限于计划，而不涉足计划建立后的监管）。绝大部分国家养老金第三支柱的监管由金融监管机构和税务部门负责，前者负责市场行为监管，后者负责税务监管。但由于金融监管体系及养老金第三支柱发展模式的不同，各国具体负责养老金第三支柱监管的部门有所不同，有的国家将其纳入保险监管框架内，甚至法律规定只由商业保险经营个人养老金，如德国等大部分欧盟国家（在欧盟层面也设立养老金与保险监管局，专门负责市场化养老金及保险的监管）；有的国家将其纳入证券监管的框架之中，但年金化领取的产品依然属于保险性质，由保险监管，如美国。

（三）相比较于美国而言，中国更应向德国学习建设第三支柱的经验

养老金制度是一个国家建立和发展现代化社会经济体系的核心组件。设计和推行合理的养老金制度，设定国家、雇主和个人之间在养老金储备中的责权利，必须充分考虑国家治理模式、金融体系特征、民众财富管理传统、社会老龄化状态、养老金储备的当前结构等因素。选择什么样的模式，决定未来的发展方向和空间。德国和美国是当前全球养老金第三支柱两大发展模式或道路的典型代表，前者强调保险保障属性，后者强调投资属性。基于以下几方面，中国更应向德国学习。

一是从国家治理模式来看，德国的国家治理模式推崇制衡与协商并重，鼓励政府、社会组织与民众之间的责任共担，与美国所崇尚的绝对自由放任、绝对三权分立与制衡有着巨大差异。中国传统文化和当代社会形态中的和为贵、家国情怀、协商式民主等价值观，与德国的国家治理模式具有相通之处。

二是从金融体系特征来看，德国是典型的银行主导的金融体系，美国是资本市场主导的金融体系。2000年德国银行储蓄存款及向私人部门贷款额占GDP的比例为2.132，美国该比例为0.872；德国证券市场资本总额占GDP的比例为0.668，美国该比例则为1.549。中国的金融体系与德国相类似，2016年末银行业资产占金融业总资产的比例为85%，处于绝对主导地位，其次是信托业的7%和保险业的5%，证券业和基金业仅为2%。

三是从民众财富管理传统来看，欧洲国家的民众普遍有着偏好储蓄的传统，德国为甚。根据OECD2016年家庭储蓄的统计数据（32个国家），2013年德国的储蓄率为9.14%（排第6位），美国民众的储蓄率长期偏低，仅4.92%（排第17位）。中国民众的储蓄意识较强，为38.46%（排第1位）。可见，中国与德国的民众在财富管理上具有更为接近的行为特征。

四是从人口老龄化状态来看，考察截至2016年底60岁以上老年人口占比指标，德国达到了27.4%，显著高于美国同期的21%。虽然中国同期为16.7%，似乎好于美国，但从过去10年的上升幅度来看，中国在这个指标上年均上升0.51个百分点，大大高于美国的0.38个

百分点。而且，从中国发达地区看，以上海为例，同期该指标已经高达 31.6%，过去十年年均上升 1.08 个百分点。中国人口老龄化的严峻程度更加接近于德国，而非美国。

五是从养老金储备的结构来看，德国养老金制度早在 1889 年就开始建立，第一支柱长期占据主要地位，占比为 85%，第二支柱作用较小，第三支柱起步较晚，直到 2001 年才开始建立。相较而言，美国养老金制度在具有更为均衡的结构特征，一、二、三支柱之间的比例关系为 11%、59.1%、29.9%。中国的养老金储备显然更加接近德国的特征，第一支柱占比为主，达到 85%，第二支柱仅为 15%，第三支柱还未开始启动。

四、政策建议

为了更好地发挥“后发优势”，少走弯路，尽快建设“覆盖更广大人民群众”的养老金第三支柱，在借鉴国际经验的基础上，提出以下几点政策建议：

（一）税优政策应走向普惠

建议采取比较简明的个人养老金税优方式，主要有两项：一是直接补贴中低收入人群，具体额度可视财政及参保状况逐年确定；二是实行 EET，允许个人在一定额度内税前列支个人养老金缴费，并在投资环节免税，而在领取环节则合并其他收入缴税。

与此同时，进一步考虑税优力度问题。中国制定养老金第三支柱税优政策时，应当给予多大的税优力度，没有国际经验可资借鉴，必

须立足于中国国情。当前中国已经出台第二支柱的税收政策，“企业缴费每年不超过本企业上年度职工工资总额的 1/12”，并可按国家有关规定税前列支；“个人根据国家有关政策规定缴付的年金个人缴费部分，在不超过本人缴费工资计税基数的 4%标准内的部分，暂从个人当期的应纳税所得额中扣除。”为此建议个人养老金的税优力度确定为 12%，即“个人购买个人养老金的缴费，在不超过本缴费工资计税基数的 12%标准内的部分，暂从个人当期的应纳税所得额中扣除。”这样在理论上第三支柱与第二支柱达到相同的替代率，以进一步提升个人在养老保障方面的责任。同时视情规定并调整个人缴费的最高限额。

（二）有效提升参与率

一是引入“自动加入”机制。对于中国目前的税收征缴和管理方式来说，由用人单位（同时也是代扣个人所得税单位）代理员工办理加入第三支柱的相关手续，将会大大有利于制度的推广和市场的开拓，有利于参与率的提升。

二是打通一、二、三支柱之间资金流动的渠道。中国公共养老金采取统账结合的模式，已经建立了个人账户；企业年金（职业年金）也有个人账户，将来第三支柱也会设立个人账户。三者之间存在功能重叠，甚至市场竞争。应该建立以下制度，以促进三者之间的对接，提升第三支柱的适用性和参与率：1.允许符合一定条件的参保人将第一支柱中的个人账户直接转移至第二支柱或第三支柱，并实现市场化投资管理；2.允许离职人员将其企业年金（职业年金）归属个人的资

金转移到其第三支柱；3.对于所在单位未建立企业年金的，允许将企业年金中给予个人的税收政策转移叠加到个人养老金。

（三）突出风险保障和长期储蓄功能

个人税延商业养老保险计划应当遵循“收益稳健、长期锁定、终身领取、精算平衡”的设计原则，满足投保人对养老资金安全性、收益型和长期性的管理要求。要通过相关政策和制度设计来实现这一目的，主要措施可有：一是保险业先行先试；养老金关系国计民生，也是保险业的战略性增长点，是保险业服务实体经济和民生的重要领域。保险业是养老金的先行者、主力军和多面手，具有独特的专业优势，可以有效满足群众的养老保障需求，可以全方位、多角度服务养老金体系建设。支持保险业先行先试养老金第三支柱，可有效保证养老金风险保障和长期储蓄功能的充分发挥。二是建立“默认养老金融产品”制度。“默认养老金融产品”应当体现“养老风险保障属性”，具有“利益稳健、长期锁定、互助共济”等特征。三是设置不同产品配置比例和投资范围。如果参保人没有进行产品选择，个人养老金账户资金将自动配置到“默认养老金融产品”中；如果参保人进行产品选择，应要求其将个人养老金账户资金的一定比例（如50%）配置到“默认养老金融产品”中。“默认养老金融产品”机制的引入、认同和推广将在很大程度上缓解个人选择决策的尴尬局面，极大地改善因个人资产配置不合理或选择失当所导致的一系列衍生问题。一方面可以简化个人选择决策，为参保人提供稳健的产品配置选择；另一方面也可以充分引导并保障第三支柱发展的正确方向，理顺不同行业在其

中的作用。

（四）明确监管的主牵头人

基于中国金融监管现状，建议建立“功能监管与主体监管相结合”的、多部门合作的养老金第三支柱监管模式（见图3）。

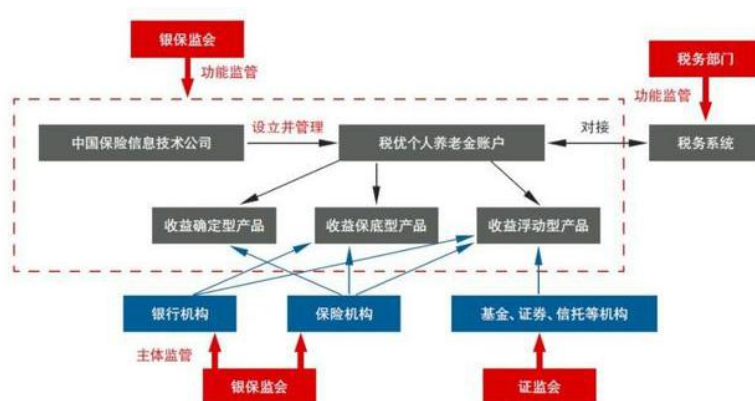


图3 养老金第三支柱监管参考模式

一是财税部门负责税务监管，包括个人养老金税收优惠政策的制定及调整、消费者的税收政策普及教育、税收政策使用效率及效果的评估、税收政策滥用行为的惩处及纠正等，防止逃税漏税，保证税收政策的公平使用。监管手段主要包括跟踪分析账户管理平台和信息系统数据、不定期现场检查和抽查等。

二是建立主监管人制度。借鉴欧盟做法，注重个人养老金的“风险保障”属性，明确银保监会在第三支柱中的主金融监管人地位。由银保监会会同证监会制定税优个人养老金的运营行为监管规则 and 标准，并对“税优个人养老金账户”和运营行为实施功能性监管，包括但不限于个人养老金的账户、产品、销售以及投资行为等。银保监会、证监会分别对监管范围内的金融机构实施主体监管。

税优个人养老金在中国是新生事物，也是事关老百姓“养命钱”

和福祉的大事，既需要回归“本源”借鉴各国经验教训，高起点做好顶层制度设计；也需要根据不断变化的形势不断进行调整和改革，实现政策“初衷”。

导读：成员观点集萃栏目是中国养老金融 50 人论坛成员或研究员就养老金融领域的相关问题发表的文章摘录，旨在分享观点、探究问题、启发思维、推动创新、促进交流。本期我们选编了中国养老金融 50 人论坛核心成员、天弘基金管理有限公司副总经理兼首席经济学家熊军，中国养老金融 50 人论坛特邀成员、天弘基金管理有限公司养老金业务总监朱海扬的文章。欢迎大家向本栏目投稿。

熊军：养老金投资的重托与困局



熊军：中国养老金融 50 人论坛核心成员、天弘基金管理有限公司副总经理兼首席经济学家

中国老龄化速度很快，2010 年第六次全国人口普查时，60 岁及以上人口占总人口的比例是 13.3%，到 2016 年这个比例就上升到

本文原载于《财经》，2018 年 5 月 14 日刊。

16.7%。老龄化对养老制度的冲击正在显现，2013年职工基本养老保险基金的缴费收入与支出基本平衡，到2016年两者的缺口就达到5086亿元，当年各级财政共补贴职工基本养老保险基金6511亿元。从根本上化解老龄化产生的养老基金收支压力，需要改变养老体系过度依赖于现收现付制基本养老保险的现状，调整养老金结构，加快发展积累制的企业年金、职业年金和个人养老储蓄，建立多层次养老体系。

企业年金、职业年金和个人养老储蓄等积累性养老计划，所提供的养老待遇取决于职工退休时的基金积累额，而基金积累额又取决于积累期的本金投入、积累期长短和基金长期收益水平三个要素。三个要素中，基金长期收益水平最为重要，因为基金积累额对长期收益率的变化最为敏感。以年金为例，假设有甲、乙两名职工，工资基数相同，工资年增长率均为5%，都从工资中提取8%积累35年后用于养老，只有积累期的平均收益率不同，甲是8%而乙只有5%，那么到两人退休时，由于甲的长期收益率比乙高3%，甲的养老金积累额要比乙高出60%。这个例子说明，建立多层次养老体系不仅要激励职工普遍加入年金计划和个人养老储蓄，而且要充分发挥养老金投资的重要作用，通过取得较好的长期收益来提高养老待遇水平。

受托人肩负养老金投资重托

公共养老基金和年金基金的投资管理涉及委托人、受托人、托管人和投资管理人等多个角色。不少人以为，既然养老金投资最后落脚在各个投资组合上，而投资组合是由投资管理人负责的，所以投资管

理人应该对养老金投资负责，提高养老金长期收益水平的重点应该放在丰富养老金投资产品、提高投资管理人的业绩和加强投资管理人遴选等方面。受这一观点影响，养老金投资普遍存在重投资管理人轻受托人、重组合产品轻资产配置、重短期绝对收益轻投资基准的倾向。因此，有必要对养老金投资的基本框架进行梳理。

从货币形态资金到多个资产类别的众多投资组合，养老金投资是一个复杂的决策过程。首先是明确养老金投资的最大可承受风险水平，长期收益水平较高的资产风险较大、长期收益水平较低的资产风险较小是资本市场的基本规律，养老金要提高长期收益水平需要以承担风险为代价，但要保证基金安全又必须把风险控制可以在承受的水平内，养老金投资要平衡长期收益水平和风险承受能力两方面要求。

其次是通过资产配置将最大可承受风险水平转化为各类资产的平均风险敞口或者长期配置比例，最大可承受风险水平比较抽象，不能直接落实到养老金投资管理过程之中。转化为各类资产的平均风险敞口之后，管理养老金投资风险就有了可操作抓手，战略资产配置由此成为养老金投资的锚，为养老金投资应对经济和市场的复杂变化提供指引。

接下来是开展资产配置动态调整和分类制定各种资产的投资策略，主要包括：针对经济和市场变化围绕平均风险敞口动态调整各类资产的实际配置比例、制定各个资产类别的投资策略、评估既定策略的风险和预期收益、针对既定策略制定投资基准并遴选投资管理人、执行既定策略构建投资组合。最后是对资产配置和各个投资组合的执

行过程进行监控，评估风险，及时发现投资管理过程中存在的问题并予以纠正。

上述过程中，受托人发挥决定性作用。具体包括：受托人按照委托人提出的长期收益目标或者最大可承受风险水平的要求，提出战略配置方案，包括可投资的资产类别、各类资产的市场基准和平均风险敞口，经委托人同意后组织实施；制定并执行资产配置动态调整方案，应对经济和市场的变化；制定各类资产的投资策略，并确定各个策略的投资管理人，通过直接投资或者委托投资方式执行既定策略；对各个组合的投资过程进行监督，评价基金整体和各个组合的投资业绩。可以这么说，除了投资组合的具体操作外，养老金投资的主要决策都是受托人决定的。

从收益来源角度看，养老金投资收益由三部分构成，分别是战略配置对应的市场回报、资产配置动态调整获得的超额回报和投资组合获得的超额回报。其中，战略配置对应的市场回报是承担市场风险获得的补偿，是养老金投资收益的主要来源。由于受托人通过资产配置决定养老金的风险水平，而风险水平基本决定养老金的长期收益，受托人据此成为养老金投资的责任主体。因此，提高养老金投资的长期收益水平，应抓住受托人这个核心，通过制定风险水平适度的战略配置方案、提高资产配置动态调整能力、掌握各类资产的主要投资策略、遴选优秀投资管理人等途径，建立系统科学的养老金投资管理体系。

养老金投资困局

中国开展养老金投资实践只有十多年时间，尽管一直在学习借鉴

国际经验，但由于缺乏系统的理论指导，养老金投资在理念、模式、体系架构等方面还不尽规范。突出表现在以下几个方面。

长期投资目标缺失。长期投资目标既是养老金投资的出发点，又是落脚点，包括长期收益目标和最大可承受风险水平两方面内容。明确了最大可承受风险水平，根据各类资产的长期收益和风险特征可以计算出承担既定风险预期获得的长期收益，反过来，明确了长期收益目标也可以知道为实现目标需要承担多少风险。长期投资目标由委托人决定，受托人则根据委托人提出的长期投资目标制定养老金投资政策和战略配置方案，然后在此基础上展开各项具体业务。现实中，国内绝大多数养老金都没有明确的长期投资目标，个别的虽然有长期收益目标，但是未落实到养老金投资管理过程中，长期投资目标与具体投资业务严重脱节。由于长期投资目标不明确，养老金投资容易在金融市场波动中陷入投资决策短期化和顺周期的不利局面。

投资期限长是养老金的突出特点，一般来说，投资期限长意味着承担波动风险的能力较强，这是因为投资期限较长时不存在短期内将资产变现的压力，对资产价格下跌有较大的容忍度。比较货币基金、债券、股票等资产，波动率较高的资产长期平均收益率也较高，所以养老金可以通过配置一部分股票等波动率较高的资产来提高长期收益率，但需要将基金整体的波动风险控制在可以接受的范围内。现实中，由于缺少长期收益要求的约束，资产配置只考虑波动风险对短期业绩的影响，而委托人和受托人为了避免资产价格短期下跌出现亏损所带来的压力，倾向于只配置很少的风险资产，导致养老金长期收益

率低下。养老金的短期风险是资产价格波动，长期风险是不能提供预期的养老待遇，承担风险的意愿很低回避了短期风险，但却加大了长期风险。

投资决策主要受预期收益率驱动，而不是风险管理为导向。由于长期投资目标缺失，养老金投资决策主要围绕短期绝对收益目标，而短期绝对收益目标通常是决策者根据资本市场中短期走势的分析判断提出的。普遍情形是：委托人在年初时分析判断各类资产的年内走势，制定当年的绝对收益目标，然后将年度收益目标分解到各个投资管理人执行。这种模式产生两大问题，一是造成顺周期投资，决策者很容易基于过去一段时间资本市场走势来制定未来的收益目标，如果过去一段时间某类资产价格上涨则预期涨势持续，主动或者被动地加大该类资产的风险敞口；如果过去一段时间某类资产收益率很差则预期收益率也很低，主动或者被动地减小该类资产的风险敞口。二是造成投资管理人行为扭曲，当实际业绩难以达到短期绝对收益目标时，投资管理人有动机通过放大风险来博取短期收益；当实际业绩达到短期绝对收益目标时，投资管理人则有动机以已经达到既定目标为由不愿意继续配置风险资产，放弃市场投资机会。

受托人职责不清，资产配置缺位。养老金投资中，受托人与投资管理人明确的职责分工，受托人是养老金投资的责任主体，从整体上管理或控制养老金投资的风险水平，而投资管理人仅就所管理的投资组合或者投资策略对受托人负责。现实中，受托人资产配置职责严重缺位，主要有两方面原因。一是不少受托人缺乏应有的专业能力和

投资经验，不能较好地履行资产配置职责；二是相关法律法规有待进一步完善，例如，企业年金和职业年金投资管理办法均是对年金组合的各类资产进行比例限制，而不是对年金投资的各类资产进行比例限制，客观上将受托人的资产配置职责肢解，将其转移到全体投资管理人。受托人资产配置职责缺位带来一系列问题。一是养老金投资没有明确的责任主体，既然受托人不能通过资产配置决定养老金投资的风险水平，也就无法对养老金投资的结果负责；二是不能从整体上对养老金投资风险进行有效控制；三是不利于发挥投资管理人的专业优势；因为资产配置职责转移给全体投资管理人后，投资管理人既要作资产配置决策，又要面对股票投资、固定收益投资、流动性管理等业务，需要面面俱到。

忽视投资基准的作用，主动风险较大。养老金投资包括资产配置和投资组合两个层级的基准。资产配置基准由代表各类资产的市场指数按照各类资产的平均风险敞口加权构成，例如，某养老金投资于债券和股票两类资产，代表两类资产的市场指数分别是中债总财富指数和沪深 300 指数，两类资产的平均风险敞口分别是 70% 和 30%，则资产配置基准为 $70\% \times \text{中债总财富指数收益率} + 30\% \times \text{沪深 300 指数收益率}$ 。资产配置基准代表被动地保持平均风险敞口并且被动跟踪各类资产的市场指数所能获得的收益率，既是评价资产配置动态调整是否有效的客观标准，又是评价养老金所承担的风险水平是否适度的客观尺度。投资组合基准是针对投资管理人执行既定投资策略制定的评价标准。现实中，养老金投资在资产配置层面普遍未建立基准，受托

人在确定养老金投资风险水平时自由度过大，从而担负过多的主动风险。在投资组合层面，虽然委托投资管理合同中通常载有投资基准，但是投资基准未能较好地得以遵守，对投资管理人的评价只看收益率的高低，而忽视了较高的收益率是如何取得的。投资人可以通过获得超额收益来提高投资组合的回报，也可以通过放大风险来提高投资组合的回报，前者对养老金有益，后者对养老金不利。

完善养老金投资管理框架

对于公共养老基金、企业年金和职业年金，突破困局的关键是明确养老金长期投资目标并建立以资产配置为核心的投资管理体系。对于第三支柱的个人养老储蓄，突破困局需要开发新产品探索新模式，以满足个人养老储蓄的个别化需求。

1.明确养老金的长期投资目标。长期投资目标既反映了为实现预期养老待遇所需要的长期收益水平，又反映了养老金所能承受的最大波动风险，是制定养老金投资政策和战略资产配置的基础。长期投资目标应该由委托人提出，考虑到设定长期目标对专业知识的要求较高，受托人有义务协助委托人提出建议方案，委托人最终决定。制定长期投资目标的过程，也是委托人和受托人相互增进理解、对资本市场规律形成共识的过程，这一点对于养老金投资十分重要。要通过制定长期投资目标，让受托人和委托人都认识到收益和风险的配比关系是一种客观存在，要想取得较高的长期收益需要付出承担较大波动风险的代价，对长期收益的要求很高但又不愿意承担波动风险不仅脱离资本市场现实，而且会导致投资管理逻辑混乱。各类资产的长期收益

风险特征决定了资本市场的有效边界，有效边界上的点代表养老金的最佳投资机会，养老金可以通过最大可承受风险水平在有效边界上找到承担既定风险的预期收益率，也可以通过预期收益目标在有效边界上找到对应的风险水平，有效边界下方的点不是养老金的最优配置，而有效边界上方的点脱离了资本市场的现实。

2.建立以资产配置为核心的养老金投资管理体系。在明确了可以投资的资产类别和代表各类资产的市场指数之后，资产配置将长期投资目标转换为各类资产的平均风险敞口。平均风险敞口是最大可承担风险或者长期收益目标的具体表述，与长期投资目标本质上等价。以资产配置为核心的投资管理体系突出资产配置基准的作用，如前所述，资产配置基准由代表各类资产的市场指数按照各类资产的平均风险敞口加权构成，具有重要意义。

一是体现风险管理为导向的投资理念，形成逆周期调节的内在机制。资产配置基准中的平均风险敞口，是衡量养老金投资风险是否适当的尺度。投资过程中，当某类资产价格大幅上涨后，该资产的实际风险敞口会被动地大幅扩大，此时资产配置基准中的平均风险敞口会不断地提醒该资产的风险敞口过大，出于风险管理要求应降低该资产的配置比例；当某类资产价格大幅下跌后，该资产的实际风险敞口会被动地大幅缩小，此时平均风险敞口会提醒该资产的风险敞口过小，应该考虑择机提高该资产的配置比例。

二是建立可操作的中短期投资目标，将绝对回报转化为相对回报。长期投资目标与中短期投资目标严重脱节是养老金投资的一大难

题，资产配置从根本上解决了这个问题。资产配置基准可以作为养老金投资的中短期目标，一方面，资产配置基准与长期投资目标有着密切的内在联系，在一定条件下两者等价，资产配置基准反映了长期投资目标的要求；另一方面，资产配置基准由代表各类资产的市场指数构成，反映了资本市场的实际变化，可以客观评价养老金的投资业绩。以资产配置基准为中短期投资目标，将养老金投资从绝对回报转化为相对回报，资产配置基准在资产配置动态调整过程中发挥“锚”的作用，可以有效避免过度悲观和过度乐观造成的决策失误，在复杂市场环境中保持稳定的投资方向，在多元化投资环境下有效管理基金整体风险。

三是有效分解养老金投资任务，促进投资管理专业分工。以资产配置为纽带，养老金投资任务可以层层分解，将实现长期投资目标的任务分解到资产配置团队和各个资产类别的投资团队。首先是从长期投资目标到资产配置基准，将实现长期投资目标的任务落实到战胜中短期投资目标；其次是从资产配置基准到各个资产类别，将战胜中短期投资目标的任务落实到在各个资产类别战胜市场指数；最后是从代表资产类别的市场指数到投资组合，将战胜资产类别市场指数的任务落实到投资组合策略。在这个分解逻辑下，资产配置团队的任务就是战胜资产配置基准，股票投资部门和债券投资部门的任务分别是战胜股票市场指数和债券市场指数，股票投资部门和债券投资部门又可以运用多个投资策略，各个投资策略的任务都是战胜既定的投资组合基准。

3.开发新产品探索新模式满足个人养老储蓄的个别化需求。

第三支柱个人养老储蓄是多层次养老体系的重要内容，由于个人养老储蓄从启动到提供养老待遇需要 20 年甚至更长的积累时间，所以全面启动第三支柱建设是一项非常迫切的任务。目前，国家刚刚启动个人税收递延型商业养老保险试点，意味着第三支柱建设从理论走向实践，但也需要看到，在商业养老保险模式下，参保人缴费计入保险公司资产负债表，保险公司成为个人参保缴费资金的风险承担主体，这可能限制商业养老保险成为第三支柱的主要产品形式，基于信托关系建立的各类基金产品将在第三支柱中发挥重要作用。

在第三支柱采用个人账户制的模式下，按照谁承担风险谁决策并获取承担风险的回报这个原则，缴费人拥有个人账户资金的投资决策权，包括个人账户资金的资产配置和投资品种选择。由于资产配置和投资品种选择对金融专业知识的要求很高，绝大多数人并不具备这些专业能力，因此需要通过开发新产品探索新模式来突破困局。开发新产品方面，正在推出的养老目标基金将资产配置功能嵌入到基金产品之中，较好地体现了风险承担能力随着退休日临近而逐步下降的重要特征。探索新模式方面，智能投顾和互联网金融发展迅猛，两者的结合极有可能为个人账户的资产配置和投资品种选择提供简洁有效的解决方案。

朱海扬：创新与变革：“互联网+”下养老金资产管理



朱海扬：中国养老金融50人论坛特邀成员、天弘基金管理有限公司
养老金业务总监

一、引言

通俗的说，“互联网+”就是“互联网+各个传统行业”，是利用信息通信技术以及互联网平台，让互联网与传统行业进行深度融合，创造新的发展生态。2015年7月4日，国务院发布《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，该意见指出“互联网+”是把互联网的创新成果与经济社会各领域深度融合，推动技术进步、效率提升和组织变革，提升实体经济创新力和生产力，形成更广泛的以互联网为基础设施和创新要素的经济社会发展新形态。因此，“互联网+”已经提升到国家战略层面。

本文原载于《中国养老金融发展报告（2017）》，作者为朱海扬，浦鹏举。

那么怎么理解互联网+资产管理呢？根据中国证券投资基金业协会 2015 年 6 月 25 日发布的《资产管理行业“互联网+”行动计划》（以下简称《行动计划》）的界定，“互联网+资产管理”是指将“互联网+”摆在资产管理行业创新驱动、发展转型的核心位置，将“网、端、云”作为机构发展的战略目标、基本条件和发展方向，充分利用云计算、移动互联和大数据技术，统筹和发展资产管理行业基础设施、商业模式、组织架构、业务流程和产品设计实践，持续拓展从线下到线上的资产管理平台，构建更加透明、高效和多元的资产管理行业生态链，满足民生金融、普惠金融、创新金融的“草根”诉求。

应该说，《行动计划》对“互联网+资产管理”的定义是非常全面的，主管部门或者监管部门鼓励资产管理机构将互联网技术全面应用到资产管理与经营的各个环节，构建资产管理的生态链。因此，资产管理行业的从业机构只有紧跟“互联网+”的发展趋势，加快与其融合，才能够牢牢地抓住资管行业的发展机遇，实现“换道超车”，抢占发展先机。

二、互联网+对资产管理行业的影响

（一）互联网+对投资者的影响

互联网技术，尤其是移动互联网和社交媒体的广泛使用，已经使得信息传播的途径由 PC 端向移动端大规模转移。移动互联网可以使每个人都成为信息的源头，各种各样的信息通过移动客户端突破时间和空间的限制使其传播的速度和广度迅速放大。一些网络大咖及“网

红”在网上的评论及看法都会对投资者的投资行为产生较大的影响，从金融行为学的角度来看，可以加剧投资行为的一致性，某种程度上也会影响投资者对资本市场的预期。如果互联网信息失真或者失实，甚或某些谣言的迅速扩散会给资本市场带来较大的风险，给投资者带来无法挽回的经济损失。

另一方面，互联网技术的发展除了能为投资者提供大量及时的资讯外，也为投资者购买投资产品及获取后续服务提供了极大的便利，投资者通过手机等移动设备就可以在理财产品平台上进行买入和卖出，在一些第三方平台甚至可以实现跨资管行业的产品配置。

（二）互联网+对资产管理机构的影响

互联网技术的发展是不可阻挡的，未来将深度融入我们的日常生活和工作之中，并成为一种常态，消费者或者投资者对互联网技术带来服务体验和要求也会越来越高。因此，资产管理机构也必须顺应这种需要和发展趋势，通过移动互联、大数据、云计算等手段，在市场需求、产品设计、交易平台、资产配置和运营服务等方面构建高效透明、便捷多元的“互联网+资产管理”生态链。同时也能够利用互联网平台，建立丰富的应用场景，使产品和信息快速、透明、精准的触达到投资者，增强客户的粘度。当然，作为资产管理机构也需要及时做好互联网技术给投资管理带来的挑战，规范经营、合法经营、防范风险，牢固树立持有人和受益人利益第一的观念和原则，把为投资者创造长期价值和保护投资者利益放在重要位置。

（三）互联网+对行业监管机构的影响

由于互联网技术给资产管理行业，包括投资者和资产管理机构都带来了上面所述的重大影响，行业监管机构也需要紧跟互联网发展趋势和需要，在行业监管过程中也要具备互联网思维，在传统的监管方式基础上，也要充分利用互联网手段进行监控和监管。包括：加强对信息披露的监管，严厉打击利用互联网传播虚假信息；采用大数据和云计算技术严查内幕交易和操纵市场行为；规范资产管理机构互联网投管产品经营行为，严禁误导和欺骗投资者等等；完善监管法律法规应对已经或即将出现的互联网资产管理创新产品、互联网销售平台以及智能投顾平台等创新服务。

三、互联网+给养老金资产管理带来的机遇

（一）养老金资产的特点

养老金资产管理是对以退休后或年老丧失劳动能力后提供养老生活保障为目的的长期积累资金进行管理和运用，并获得资产保值增值的过程。相比于其他短期理财资产，养老金资产具有鲜明的长期性、安全性和收益性的特点。

养老金资产的长期性是指养老金资产是一个长期积累的资金，从在职缴费开始到退休后领取一般要经历十几年、几十年的时间，退休前一般不允许提前领取，退休后也会鼓励分期领取。因此在养老金投资管理过程中，要统筹考虑养老金计划内参保人积累期和领取期，做好资产和负债的匹配管理。

养老金资产的安全性表现在养老金资产的目的是为养老生活提供保障，是参保人退休后生活的主要来源，因此其投资管理的过程要遵从养老金投资的目标，要符合参保人的风险承受能力，要在追求风险收益和养老金账户资金安全之间保持一定的平衡。

养老金资产的收益性则是在坚持养老金资产长期性和安全性基础上取得的符合参保人风险承受能力和投资目标的投资回报水平。

（二）运用大数据和互联网技术可以准确了解和把握客户需求，推动养老金产品创新

随着资产配置能力在养老金资产管理中所占的份量越来越重，以基金中的基金（FOF）模式而形成的目标风险基金（TRF）和目标日基金（TDF）等配置型产品应运而生。这些资产配置型的养老金产品以及其他养老金组合必须要在充分了解客户需求，按照客户风险承受能力进行分层的基础上，才能达到预期的投资目标，实现资产收益与风险的长期平衡。

传统的客户需求分析主要来源于调查问卷。基于互联网技术和互联网渠道的线上调查，可以依托海量客户资源向符合年龄特征的目标客户及不同地域的人群进行精准推送，使得调查的问题更具有针对性和适用性，并且能够大大提高调查的效率。但是客户的核心需求往往是潜在的、隐形的和动态的，调查问卷得到的客户需求结果往往是主观的、表象的和单维度的，单纯通过调查问卷，客户是很难清晰的表达出来自己的潜在需求和真实需求。

大数据和互联网技术为我们发现客户需求提供了便利，可以利用

大数据来更为全面的认知和刻画养老金客户的需求。比如调查问卷经常问到的“风险承受能力”，往往客户自己都不知道怎么去判断，也不是通过回答几个问题就能轻而易举得出答案的。但是客户的风险承受能力是可以通过行为表现出来的。随着大数据应用的不断推进，投资管理机构可以通过互联网更加快捷的获取用户的海量数据，并借助用户反馈信息更加精准的分析用户与消费等商业相关的行为习惯，比如客户购买投资产品的类型及持有期限、旅游的目的地及出行方式、日常家庭消费习惯及消费内容等，结合客户个人年龄、性别、收入和家庭结构等人口特征，就能够为客户进行画像，得出其潜在的养老服务需求、风险承受能力等，为开发养老金产品及相关服务提供依据。

因此，互联网技术能够帮助我们方便的利用大数据、云计算技术及时、准确地掌握第一手客户信息，分析出用户需求，推进产品创新，有针对性的推出满足养老金资产配置需求和发展趋势的养老金产品及相关服务。

（三）应用大数据和云计算能力提升养老金资产的研究和配置能力，提升投资业绩

随着互联网技术的快速发展，以大数据、云计算为基础的新型投研能力为投资研究带来了新的方法。大数据能够帮助投研人员提高预测市场的能力，通过量化指标帮助投资人员选择投资标的，同时利用互联网技术对市场和投资标的所在行业及标的本身的经营状况进行多维度监测。一些投资机构与互联网公司也合作推出了大数据投资产品，比如广发基金、南方基金和博时基金三家基金公司分别与百度、

新浪、阿里巴巴合作开发的大数据指数产品。

互联网时代的大数据具有三方面的应用价值：第一，大数据时代具有更多的数据维度，能够更好的挖掘市场和投资者的情绪指标、信息指标，从而对股票短期价格的走势进行预测；第二，大数据可以在互联网技术支持下提供更快的数据频度，通过爬虫技术对相关网站进行搜索，数据每小时即可更新一次，大大提升了研究的效率，改变了传统投研时代数据更新慢且需要研究员深入企业进行实地调研的状况；第三，大数据时代数据实时在线，资产管理机构还可以借助互联网的大数据分析，通过利用关键词提取、语义分析等多种分析手段加以补充，形成更及时、全面的宏观经济分析结果，寻找最佳投资机会并优化资产配置。大数据的出现大大提升了信息的真实性和可用性。

就养老金资产而言，由于其对投资标的的安全性要求更高，因此应用大数据技术可以更加全面的评估投资标的的经营状况、信用状况，多方检验和验证数据和信息的真实性，提前为投资决策和投资交易发出预警。比如天弘基金开发的智能投资实验室，就是通过互联网实时抓取标的的数据，应用云计算技术对上市公司和发债主体在行业内经营状况、产品价格趋势、行业景气度等进行分析预测，对有可能出现的信用违约进行预警。

（四）基于互联网技术的智能投顾平台能够提供高效率低成本的投资服务，并满足不同风险承受能力的养老金投资者的需求

一般来讲智能投顾就是人工智能+投资顾问的结合体，即根据个人投资者提供的风险承受水平、收益目标以及风格偏好等要求，运用

一系列智能算法及投资组合优化等理论模型，为用户提供最终的投资参考，并根据市场动态对资产配置再平衡提供建议。

根据我们近期进行的一项养老金需求在线调查，在收到的近三万份调查问卷中，无任何高波动性资产（股票、股票型基金等）投资经验的人数占比 35%，具有一年以内高波动性资产投资经验的人数占比 23%，两者合计将近 60%，这也从一定程度上反映了大部分国人没有或者缺少高波动性资产的投资经验。另一方面，尽管投资机构在个人购买产品前进行风险承受能力测试，由于个人对自身缺乏客观的认识，再加上可能遇到的销售误导，一旦其选择的投资产品所具有的风险属性远超自身承受能力并遭遇较大损失，会严重影响未来个人养老金的积累计划。因此个人需要借助外部专业力量为其提供顾问服务。再者，随着资管产品种类的不断丰富和增加，个人投资者很难具备选择产品的专业能力和时间，因此智能投顾逐渐成为养老金个人需求分析和资产配置的重要手段。

智能投顾平台对用户数据进行计算、分析得出养老金客户具体需求，由此得出客户的投资目标、风险承受能力和风险偏好，并针对个性化需求进行专业、有效的资产配置建议，结合具备互联网特色的完整运营体系，将投资顾问的服务模式化、产品化。智能投顾平台已经在全球盛行，美国著名资产管理机构，如领航集团、富达集团和普信集团都有自己的智能投顾平台，且都将其作为养老金投资管理的主要方式为投资者选出最适合的产品，从而大幅度提升了养老金管理机构的服务效率，降低了客户成本。

（五）运用互联网技术，为养老金投资者提供良好的投资服务体验

对客户需求进行分析的基础是拥有海量客户数据的账户管理平台，要实现对数据的高效安全的存储、快速便捷的提取、多维度的分析、海量客户的需求响应，也势必要通过互联网技术来实现。

比如，目前部分券商已经可以实现网上远程开户，减少了机构的运营成本，提高了开户效率，也为客户提供了便利；部分基金公司已经搭建起海量客户的账户管理和交易平台，以天弘基金为例，凭借高稳定性、低成本、弹性扩张等优点于一身的云平台，可应对超过3亿个人客户每日的交易、消费、转账等数据处理。

随着移动互联网技术的发展，可进一步提升养老资产管理服务，在很大程度上解决目前出现的一些低效的问题，将养老金服务植入手机APP后，居民就能够极其便捷的进行个人养老储蓄产品选择、申购和赎回、养老金账户余额和投资收益查询、养老金理财投资知识的学习、退休养老金的运用、取现等等。对大部分个人投资者的咨询，也可以通过机器人客服进行及时的解答。

四、海外养老金资产管理中互联网技术的发展

近年来，互联网技术、大数据技术的迅速发展为海外养老金资产管理行业的服务模式、产品开发和运营服务等方面的创新能力提升提供了强有力的支持，主要体现在智能投顾、量化投资和养老金运营管理等方面。

（一）智能投顾

1、什么是智能投顾

智能投顾也称为机器人投顾（Robo advisor），最早在美国于 2012 年提出，是一种通过互联网为投资者提供的在线财富管理服务，是大资管时代应用互联网技术提供的极具特色的投资管理服务模式。具体指根据现代资产组合理论，结合个人投资者的具体风险偏好与投资目标，通过后台算法与用户友好型界面相结合，提供给用户个性化的最优投资组合。在实现这个功能的过程中，构建投资组合的模型是产品的核心竞争力。

2、智能投顾的特点

相比传统的投顾业务，智能投顾由于采用计算机自动算法，因此运营成本得到大幅降低，服务效率得到较大提升，受到了普通投资者的欢迎。主要特点如下：

低门槛：智能投顾平台对客户的最低投资金额要求都不高，有的平台已经降到了 0 美元，相比于传统投顾服务高净值客户的模式，智能投顾更能够满足广大普通投资者的投资需求。

低费率：智能投顾依靠互联网技术的优势，能够更加灵活的提供更低门槛的产品，相对于传统投顾一般按照管理资产 1% 以上收取管理费率，智能投顾平台的最低费率已降至千分之一。更能为广大投资者带来实实在在的利益。

易操作：智能投顾平台有明确的操作流程，个人投资者只需通过互联网按照流程输入相关信息即可完成，简便易行。

高透明：智能投顾的投资组合是根据个人情况自动推荐的，完全向用户公开，投资产品信息和各项费用也完全透明。

分散化：智能投顾服务是根据个人的风险承受能力，将客户资产分散到不同风险类别的投资组合中。

长期性：通过智能投顾进行养老金资产配置，追求的是长期稳健的投资回报。

3、美国智能投顾的发展情况

以美国为例，目前全美共有超过 200 家公司布局智能投顾业务，其中包括以领航集团 Personal Adviser Services、富达 E-money、贝莱德 FutureAdvisor、德银 AnlageFinder、普信集团 Advisory Services 为代表的传统金融机构，也包括以 Wealthfront、Betterment、Personal Capital 为代表的独立智能投顾公司。

由于美国 401 (k) 计划及个人养老金 IRA 资产管理主要集中在传统资产管理机构，并且传统资产管理机构本身就是共同基金产品的开发者和发行者，这都为传统资产管理机构为养老金个人客户提供智能投顾服务提供了非常好的客户基础和产品基础。上文提到美国领航集团、富达和普信集团，都是传统养老金资产管理的佼佼者，并以此为基础布局和开展养老金智能投顾业务，例如领航集团个人投顾业务平台中，有超过 90% 的客户来源于其已有业务客户。

从智能投顾业务规模排名看，美国智能投顾行业集中度非常高。根据中金公司研究报告，截止 2016 年 3 月份，包括领航集团、嘉信、Betterment、Wealthfront、贝莱德 FutureAdvisor 等排名前五大智能投

顾公司在内的智能投顾业务总规模超过 400 亿美元，占据美国市场超过 90% 的市场份额（详见表 1）。

但我们发现排名前五的智能投顾公司中来自传统资产管理机构的只有领航集团和贝莱德 FutureAdvisor 两家。究其原因，一方面投顾业务在美国是一项非常普遍的投资服务，不管是机构投资者还是个人投资者一般都会通过投资顾问来为自己的资产管理提供咨询意见。另一方面就是通过互联网技术在经营模式和服务方面的创新能够改变资产管理行业的格局，为新进入者提供跨越式发展的机会。

表 1 美国智能投顾业务规模统计表（单位：百万美元）

公司名称	智能投顾规模
领航集团	31,000
嘉信智能投资组合	4,100
Betterment	3,950
Wealthfront	3,055
FutureAdvisor	789
Rebalance	334
Bloom	224
Personal Capital	200
Sigfig Wealth	94
Hedgeable	45
Tradeking Advisors	13
Covestor	13

资料来源：杜丽娟《智能投顾：乘财富管理东风，但仍需多远服务落地》，中金公司 2016 年 6 月证券研究报告。

4、美国智能投顾发展迅速的主要原因

具体归纳起来，我们认为共有四方面的因素推动了美国智能投顾

的发展。

第一，云计算和大数据技术的发展，使得智能投顾的大数据分析、存储、批量处理以及高速运算等功能得以实现；

第二，智能投顾依托互联网技术所形成的低成本、低门槛、易操作、高效率的业务特点彻底改变了传统投资管理中只有高净值客户才能获得的投资咨询服务的状况，这种基于互联网技术提供的服务体验满足了当下个人投资者的需求；

第三，美国智能投顾的迅速发展也离不开 ETF 市场的成熟和完备，由于美国指数基金的成本费用在 0.2-0.5% 之间，相比主动投资型基金 2% 以上的费率有较强的成本优势，另外过去 20 年美国指数基金在各个风格下显著跑赢主动投资基金，因此国外投资者对投资于 ETF 被动投资产品的智能投顾接受度较高；

第四，美国的资产管理与投资咨询实现一体化监管，保证了智能投顾系统能够很方便的实现智能投资与咨询的一体化。

因此，美国智能投顾的快速发展，除了互联网技术带来的变化之外，还与投资者的投资观念和 investment 习惯、资本市场的成熟程度和规范程度、投资产品的丰富程度和评价体系，以及金融监管方式密切相关。

（二）量化投资

量化投资是资产管理中应用的一种投资策略或者一类投资工具，能够为养老金资产管理提供配置策略或者投资产品，日益受到各类养老金投资者的重视。

量化投资是运用现代统计学和数学的方法，从大量的历史数据中

寻找并获得超额收益的一种投资策略，投资者通过计算机程序，严格按照这些策略所构建的数量化模型进行投资并形成回报。量化投资与定性投资的主要区别是，它在定性的理论基础上进行数量建模，通过计算机强大的处理大量信息的能力，全范围内筛选符合“标准”的股票，避免出现投资“盲点”，能够无遗漏地捕捉到“标准”的投资对象。由于计算机借助量化模型，进行程式化交易，从而避免了基金经理人的情绪、偏好等心理因素对投资组合的干扰能精确反映基金管理人的投资思想，实现最大限度的“理性”投资。

量化投资在国外已有 30 多年的发展历史，已经成为全球基金投资的主流方法之一。从海外的发展经历来看，量化投资起步于 70 年代初，1971 年世界上第一只被动量化基金由巴克莱国际投资管理公司发行，1977 年世界第一只主动量化基金也是由巴克莱国际投资管理公司发行，其后量化投资经历了一个缓慢的发展过程，直到 90 年代中期，随着数据供给和计算机方面的发展与进步，量化投资才进入高速发展时代。到目前，定量投资的方法已被广泛使用，指数类投资几乎全部使用了定量技术，主动投资中也越来越多地用到量化方法。

由于量化投资通过多因子建模，并在全球或全市场范围内进行投资产品搜索和选择，互联网技术和云计算能力的发展，为量化投资的广泛发展提供了更为强大的技术支持与保障。

（三）互联网+养老金资产管理中的投资者教育

目前，国外资产管理机构，除了为客户提供基于互联网技术的智

能投顾服务、养老金电话中心服务及互联网运营服务之外，还充分利用互联网进行投资者教育和机构宣传方面的工作。

资产管理机构通过公司门户网站或者移动客户端提供的社交媒体频道，致力于为本公司养老金客户提供及时的、有帮助的、教育性的和有趣的投资相关内容。为了保持品牌效应在公众视野中的热度，利用了大量的知名社交软件来加大市场宣传。利用社交媒体所提供的独一无二的定位功能渗透到最有需求的目标客群，且通过社交媒体为客户提供最有效的服务。

这些社交媒体包括 Facebook、Twitter、LinkedIn 和 Instagram 等。通过不同的社交媒体的定位也有所不同。

Facebook 主要针对的是个人客户，其内容包括个人金融、金融教育、退休计划及企业社会责任等；每周推送消息 3-4 次，同时也可获取的用户信息主要包括邮箱、地理位置、人口统计、经历的大事件、兴趣及相关行为等。

Twitter 的主要用户群包括美国金融顾问、行业专家及媒体，其推送内容相对于 Facebook 而言更为专业，包括市场展望、经济分析、财政观点及实时行业新闻、大事件等；其推送的频率尽可能的多，通常是每天 2-6 次，其可锁定的用户信息主要包含账户追踪、标签使用、关注的主题及地理位置等。

LinkedIn 的客户群体主要包括美国金融顾问、行业专家、专业个人投资者及求职者，其主要推送信息包含市场观点及展望、退休工具及资源的介绍和普信的公司文化等。

Instagram 的客群及主题内容与 Facebook 十分相似，同样是针对个人客户，内容包括个人金融、金融教育及全球研究平台等。

随着越来越多的新社交媒体频道在市场中出现，资产管理机构一般会通过如下标准来判定是否上线一个新的社交媒体频道：首先，要确定新的社交频道是否能帮助达成其商业目标；其次，要确认是否拥有客户需求且公司内部有无资产及内容支持这个平台；最后，要确定公司是否可以将其发展的具有影响力。

因此，互联网技术的发展，不仅在养老金资产管理方面为客户提供智能投顾服务，也能更好的建立一个高效、及时、便捷的双向沟通渠道，在将资产管理机构的各种信息及时传递给市场和客户的同时，也能及时了解客户的需求，为未来养老金资产管理的产品和服务的改进和创新收集依据。

五、国内养老金资产管理在互联网+方面的探索与展望

（一）国内养老金资产管理在互联网+方面的探索

国内养老金资产管理机构主要包括进行社保储备金、基本养老金，以及企业年金、职业年金资产管理的投资机构，保险行业负责养老年金保险产品投资管理的机构，参与发行和管理养老保障产品、养老主题基金产品、养老理财产品的机构等这几大类。

按照上面的界定，虽然养老金资产管理机构众多，但我国的养老金机构主要服务于来自于全国社保和企业年金委托人的第一支柱养老金和第二支柱养老金，基本上采用传统的投资管理方式。采用互联

网技术服务第三支柱个人养老金客户的资产管理基本上还没有较为成熟的模式，更多的是通过互联网为委托人和个人提供运营服务和投资者教育。

自2015年以来，国内资管行业对智能投顾日益关注，2016年8月31日由中国证券投资基金业协会互联网金融专业委员会主办的“人工智能时代下的资管业发展”高峰论坛；2017年1月14日，由中国金融四十人论坛（CF40）主办的2017“智能投顾”国际论坛等等，来自业内专家和行业从业者都对智能投顾的发展建言献策。

目前国内泛智能投顾概念的理财平台主要有三大类：一是基于传统金融投资顾问机构的智能化产品，如嘉实基金旗下“金贝塔”；二是基于第三方财富管理公司的智能投顾平台，如钱景；三是互联网公司打造的智能投顾平台，如京东“智投”。但从资产管理目的来看，大部分客户即便选择智能投顾的方式也是为了满足自身短期理财需要，市场上还没有成熟的满足养老金资产管理的智能投顾产品。当然在这方面有的机构也已经开始尝试，比如华夏基金下属华夏财富在财富规划里面通过简单测算个人的养老需求缺口和风险偏好，提供产品组合的推荐的服务，应该说也具备了智能投顾基本逻辑和形态。

部分养老保险机构推出适合个人通过互联网渠道购买的养老保障产品，由于依托强大的互联网平台，也取得了不错的销售业绩，但这只是说明互联网作为一类销售渠道在获取客户资源和提升销售业绩方面作用明显，与我们所述的养老金资产管理本身没有直接的关系。有的资产管理机构在投资研究和资产配置方面应用了大数据分析

和少量的量化策略，推出了大数据投资产品和量化基金产品。

总体来看，国内应用互联网技术为养老金资产管理提供服务也仅处于探索和起步阶段，与国外市场相比，还有很长的路要走。

（二）养老金资产管理在互联网+方面的发展趋势与展望

随着未来资本市场的进一步规范，投资者结构的改变以其投资观念和投资习惯的变化，在客户数量和资产规模上来自个人投资者的资产必将大幅度增长，这对智能投顾业务及互联网资产管理服务的需求也会越来越高。

互联网产品应具有高度标准化、低门槛低成本和操作简单的特点。从泛资管行业看，由于银行具有技术优势和客户资源优势，再加上银行平台可以获取基金、保险、信托和银行理财多个产品的销售资质，因此银行作为智能投顾的发起者和管理者更能体现其优势。公募基金行业由于基金产品标准化程度高，操作简单，而且具有丰富的产品来满足不同投资者风险偏好需求，也将成为智能投顾服务产品的重要提供者。一些具有基金销售业务资格的第三方互联网平台，由于其能够整合客户资源和公募基金等金融产品，也能够智能投顾上发力，形成自己独特的优势，在互联网+资产管理方面有所作为。

目前国家有关部门正在积极推进第三支柱个人养老金的研究和制度设计，税延型养老保险也即将在保险行业落地试点。从覆盖范围来看，由于未来第三支柱个人养老金基本涵盖参加基本养老保险的人群，人口数量和地域分布十分广泛，对互联网服务会提出很高的要求。

另一方面，企业年金自2004年以来已经发展超过了10年，但我

国有企业年金普遍采用将年金资金统一集中管理的模式，委托人和受托人制定统一的投资政策并进行资产配置，而不是让年金计划参与人自己选择产品，再加上投资管理人面临短期考核的压力，管理人的资产配置普遍趋于保守，无法使资金达到最有效的利用，直接影响了年金资产的增值水平，限制了专业资产管理机构的作用。因此推进企业年金个人投资选择权的放开也势在必行。

因此在第二支柱和第三支柱养老保险发展过程中，个人账户运营管理及服务、投资选择、信息披露及投资者教育等各各方面只有依托互联网技术才能给客户带来更大的便利。在养老金个人投资选择权方面也涉及到投资产品开发、产品选择及交易、信息披露，以及在此基础上的满足个人养老金资产配置需求的智能投顾等等。

作为资产管理机构只有及时把握养老保险的发展机遇，在互联网+养老金资产管理方面做好软硬件方面的各项准备工作，才能实现跨越式发展，实现弯道超车或者换道超车。

六、推动养老金资产管理在互联网+方面发展的建议

（一）加快完善养老保险政策，提升个人在养老金资产管理方面的责任

互联网技术服务养老金资产管理主要是满足个人投资者在养老金资产管理及服务方面的需求，因此建议加快第三支柱个人养老金制度的研究与建设，并采用国际流行的个人退休账户（IRA）的做法，允许个人通过个人退休账户直接选择投资产品。在第二支柱企业年金

方面,尽快开放个人账户投资选择权,确定投资产品选择范围和标准,建立产品选择和信息披露平台,并通过修改相关政策来免除委托人(雇主)在放开个人投资选择权后的责任。只有进一步改革和完善养老保险政策,允许和鼓励个人在养老金资产管理方面承担起应有的责任,才能为互联网技术在养老金资产管理上的应用提供广阔的舞台。

(二) 做好投资者适当性管理,规范信息披露工作

2016年5月份,中国证监会出台了《证券期货投资者适当性管理办法》,要求资管机构向投资者销售证券期货产品过程中,全面了解投资者情况,深入调查分析产品或者服务信息,科学有效评估,充分揭示风险,基于投资者的不同风险承受能力以及产品或者服务的不同风险等级等因素,提出明确的适当性匹配意见,将适当的产品或者服务销售或者提供给适合的投资者。做好投资者适当性管理一方面要求资产管理机构严格执行政策要求,另一方面资管机构必须认真履行信息披露的法定义务,才能使投资者能够及时充分了解产品或者服务,并根据自身能力审慎决策,独立承担投资风险。这就需要监管部门制定明确的信息披露规范与要求,加大对瞒报、延报和误报信息行为的惩治力度。

只有资产管理机构做好投资者适当性管理,才能减少或避免销售误导行为。投资者适当性管理和健全的信息披露制度是互联网时代做好养老金资产管理的重要前提。

(三) 资产管理机构要树立互联网思维,做好互联网时代养老金

资产管理的各方面准备

养老金资产管理机构必须适应和紧跟互联网技术的时代发展，培养和树立客户思维、平台思维、生态思维等互联网思维方式，以资产配置为导向打造涵盖产品开发、业务运营、投资管理、客户服务的资产管理全链条的场景化运作平台，并与其他资产管理机构、第三方电子商务平台对接，通过发展智能投顾，降低运营成本和客户成本。资产管理机构应积极研究大数据和云计算在投资管理和业务运营中的作用，通过应用云计算平台、大数据分析等技术手段，优化资产配置，提升业务运营效率，改善客户服务体验。资产管理机构只有具备了上述互联网技术的软硬件条件才能为做好养老金资产管理打下良好的基础。

资产管理机构还应大力发展 FOF 产品，通过发展量化对冲产品，提高养老金绝对收益产品的管理能力；研究和布局目标风险基金和目标日基金，研究设立养老型公募基金产品，满足未来第三支柱个人养老金和企业年金个人选择权放开后资产配置的产品需求。2017 年 5 月中旬，证监会向一些公募基金管理人下发了《养老型公开募集证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿），并在指引起草说明中指出，推出“养老型”基金对于公募基金行业服务个人投资者养老投资，推进养老金市场化改革，促进公募基金行业健康长远发展，具有非常重要的基金意义和必要性。因此，资产管理机构应紧紧抓住互联网和养老金行业发展机遇，顺势而为，做好各方面的准备工作。

（四）监管政策应紧跟互联网资产管理业务发展的需要

目前，国内资产管理行业实行分业监管，证券、基金、保险及银行、信托等接受不同的监管政策，导致智能投顾无法实现资产管理和理财服务一体化。国内的资产管理和投顾也是适用于不同法律法规。目前在政策层面，受《证券投资顾问业务暂行规定》（中国证券监督管理委员会公告〔2010〕27号）、《证券、期货投资咨询管理暂行办法》（国务院证券委员会证委发[1997]96号）等法规约束，投资顾问业务均基于人对人的服务，未能根据市场环境的发展及时界定智能投顾这项新资产管理技术是否具备合法性。希望未来能够在这些方面有所完善。

互联网技术也涉及到投资者信息的保护和信息安全，投资管理机构的互联网运营能力及运营风险防范，这些除了投资机构做好软、硬件建设外，也都需要从监管的角度提出监管要求。监管部门也需要紧跟互联网发展的趋势和需要，在行业监管过程中具备互联网思维，充分利用大数据和云计算等互联网手段进行养老金资产管理的监管。

2018年5月CAFF50动态

1、5月4日，由中国民生银行研究院主办的“纪念改革开放40周年青年研讨会”在北京召开，会议主题为“新时代、新银行、新民企”。论坛核心成员、中国民生银行董事长洪崎出席会议并发表致辞。

2、5月7日，论坛5月工作例会在金融街论坛秘书处举行。会议讨论了论坛建设、论坛活动及课题研究的最近进展，商讨了论坛相关考核机制和管理办法，对2018上海峰会的前期准备工作进行了部署，并跟进了《养老金融年度报告（英文版）》和《养老金融年度报告（2018）》的最新进展。论坛秘书长董克用，副秘书长王赓宇、张兴，秘书长助理孙博，秘书处张栋、李佳宁、凌燕、孙玥、王梦晨、霍丽雅、王振、施文凯参加会议。

3、5月8日，国家发改委副主任连维良在委内会见了论坛核心成员、泰康人寿保险股份有限公司董事长陈东升一行，双方就积极应对人口老龄化和进一步加快养老服务业发展等内容交换了意见。

4、5月10日，2018年中国人民大学风险管理及精算两岸学术研讨会在统计学院举办。论坛核心成员、中国人民大学统计学院副院长王晓军出席并主持会议。

5、5月15日，中国老龄科学研究中心在京举行新闻发布会，由中国老龄科学研究中心编写的《老龄蓝皮书：中国城乡老年人生活状

况调查报告（2018）》正式发布。论坛核心成员、中国老龄科学研究中心副主任党俊武出席活动并针对医养结合等热点问题展开讨论。

6、5月16日，中国证券投资基金业协会主办的“养老金与投资”论坛在福州举行。论坛秘书长、中国人民大学教授董克用，论坛核心成员、兴业银行副行长陈锦光，论坛核心成员、清华大学教授杨燕绥，论坛核心成员、汇添富基金管理股份有限公司董事长李文，论坛核心成员、大成基金副总经理兼首席经济学家姚余栋出席活动并在论坛发表主旨演讲。

7、5月16-17日，由论坛秘书长董克用教授带队，《建立中国特色第三支柱个人养老金制度研究》课题组赴福州市，就《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）的准备和实施情况，对相关监管部门和保险机构进行实地考察和深入访谈。论坛秘书长董克用教授，联席研究员、兴业银行养老金融中心副总经理李志淦，张栋博士，中国人民大学博士生施文凯等人参加了本次调研。

8、5月17日，论坛秘书长董克用教授受邀参加由中国银行业协会主办、兴业银行承办的中国银行业第三支柱专题部署暨协会养老金业务专业委员会第三届第四全体会议，董克用教授作为评审专家对银行业协会开展的《商业银行参与第三支柱养老金管理与服务研究》课题进行了现场点评，论坛青年研究员张栋博士，中国人民大学博士生施文凯等陪同参会。

9、5月19日，中国太保旗下子公司长江养老联合《亚洲资产管理》举办了以“养老金的长期管理：迈向可持续的体制”为主题的第十三届中国圆桌会议。论坛秘书长、中国人民大学教授董克用、论坛核心成员、中国社会保险学会会长胡晓义，论坛核心成员、中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云、论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司总经理苏罡出席会议并做了主题发言，深入解读了在新形势下我国养老金市场面临的机遇与挑战。

10、5月23日，新浪财经《致敬基金20年：扬帆资管新时代》论坛在北京泰富酒店正式开幕，近50家基金公司出席见证了“最佳资产管理基金公司”、“最受投资者欢迎基金”、“最具创新力基金公司”等奖项的揭晓。论坛秘书长、中国人民大学教授董克用作为颁奖嘉宾受邀参加了本次典礼并发表了题为《第三支柱个人养老金对公募基金行业业态的影响》的主题演讲。论坛青年研究员张栋陪同出席了本次论坛。

11、5月24日，首届中国医疗健康及养老产业发展论坛在安徽黄山开幕，本次论坛以“医疗健康养老融合——助力大健康养老产业发展”为主题。论坛核心成员、全国老龄工作委员会办公室副主任吴玉韶应邀出席。



秘书处联系人：凌燕 Email: lingyan@caff50.net

报：华夏新供给经济学研究院理事长、研究院院长；中国养老金融 50 人论坛学术顾问。

送：中国新供给经济学 50 人论坛成员、特邀成员；中国养老金融 50 人论坛核心成员、特邀成员、特邀研究员，存档。

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net