

**中国养老金融 50 人论坛
上海峰会**

会议发言材料

2017 年 7 月 15 日

中国养老金融 50 人论坛上海峰会概况



7月15日下午，中国养老金融 50 人论坛上海峰会在中国金融信息中心顺利拉开帷幕，来自政府、学界、商界的近 300 名专家学者共聚一堂，以“改革发展中的养老金管理与受托责任”为主题，展开了全面而深入的研讨。

上海市人民政府副秘书长俞北华，人力资源和社会保障部社会保险基金监管局副局长汤晓莉，上海市宝山区区委书记汪泓，上海保监局局长裴光，上海市金融服务办公室副主任李军，上海市宝山区区委常委、副区长袁罡，中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用，中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云，中国证券投资基金业协会副秘书长郑富仕，中国太平洋人寿保险股份有限公司董事长、长江养老保险股份有限公司董事长徐敬惠，长江养老保险股份有限公司党委书记、总经理苏罡，汇添富基金管理股份有限公司董事长李文，中国金融信息中心董事长兼总经理叶国标等相关知名专家和业界翘

楚出席了会议。

主办单位:

中国养老金融 50 人论坛

承办单位:

长江养老保险股份有限公司

协办单位:

汇添富基金管理股份有限公司

媒体支持:

中国金融信息中心

第一财经日报

目 录

一、欢迎辞.....	1
中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用致词.....	1
中国太平洋人寿保险股份有限公司董事长、长江养老保险股份有限公司董事长徐敬惠致 辞.....	4
汇添富基金管理股份有限公司董事长李文致辞.....	6
上海市政府副秘书长俞北华致辞.....	8
二、主旨发言.....	10
汤晓莉：借力外脑和互联网技术 助力养老金监管.....	错误！未定义书签。
汪 泓：中国养老金管理的趋势与战略.....	10
李 军：发挥税收政策在构筑多层次养老保险体系中的积极作用.....	16
曹德云：加快发展商业养老保险 做大养老金第三支柱.....	20
郑富仕：发扬受托责任传统，做好养老金管理服务.....	24
苏 罡：改革发展中的养老金管理与受托责任.....	28
三、主题演讲.....	32
袁建军：资管行业助力养老金管理.....	32
林 羿：美国养老金管理受托人职责法规的新规定和发展.....	36
杨燕绥：再谈个人养老金信托文化.....	44
胡继晔：基金管理中的受托人责任.....	48
董登新：养老金投资绩效与 A 股生态.....	51
四、圆桌论坛.....	54
养老金受托管理的经验与启示.....	54
推广责任投资（ESG）理念，助力养老金保值增值.....	65

一、欢迎辞

中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用致词



董克用：中国养老金融 50 人论坛秘书长、中国人民大学教授

尊敬的中国养老金融 50 人论坛核心成员，各位领导、各位来宾、女士们、先生们：

大家下午好！

首先，我谨代表中国养老金融 50 人论坛对出席本次上海峰会的各位嘉宾和媒体朋友们，表示热烈的欢迎！中国养老金融 50 人论坛致力于从金融领域推动我国养老事业的发展。今年上半年，我们论坛做了以下几项工作，跟我们各位朋友们汇报一下。

一是课题研究。我们论坛承担了多项课题研究，例如，财政部委托我们所作的 PPP 支持养老产业发展的研究、保监会养老金体系的制度选择和实现路径等课题。

二是学术成果。我们与人民网、中国家庭金融调查中心开展了我国首个养老金融专题调查，将于 9 月份发布这次的调查报告。同时，我们组织了近 20 家机构、30 位专家撰写《2017

中国养老金融发展报告》，现在已完成了编纂并交给了出版社进行出版，预计在9月份出版。不仅如此，香港的和平出版社、德国的斯普林格出版社将针对此份报告在香港出版繁体字版，在国际上出版英文版。

三是会议研讨。上半年我们举办了几次重要的研讨会，包括一些公开的研讨会和闭门研讨会。其中，我们举办了聚焦农民养老的北京研讨会，举办了金融养老发展的成都峰会，在深圳举办了借鉴国际养老经验的国际峰会。

过去的一年是我国养老金行业具有里程碑意义的一年。我们看到，企业年金规模突破1万亿，全国社保资金规模突破2万亿。基本养老金委托投资正式起步，开启运营为期不远。无论是哪一类养老金，其本质上都是信托治理模式下的资产管理。

在养老金行业不断发展变革的新时期，如何更好地履行信托责任？更好做好养老金的资产管理？为广大国民的养老福祉添砖加瓦是我们关心的重点议题。2016年7月10日，我们举办了2016年上海峰会，今年我们再次回到上海，回到黄浦江畔，举办主题为“养老金管理与受托责任”的上海峰会。上海是我们国家的金融中心，上海峰会是中国养老金融50人论坛的重要活动之一，感谢我们的论坛成员机构——长江养老保险股份有限公司、汇添富基金管理有限公司对本次峰会的大力支持和精心准备。感谢中国金融信息中心、第一财经等媒体的支持，也感谢各位嘉宾莅临此次峰会。

中国养老金融50人论坛是有识之士自愿组成的行业平台，我们尊重每一位成员，包容不同的观点，这是我们论坛得以生存和发展的基本原则。我希望本次峰会能够融合各界智慧、凝聚多方共识、不辜负社会各界对养老金管理行业的企盼，更好地推进我国养老金管理能力和管理水平更上一个新的台阶。

我们企盼着论坛与社会各界有识之士助力我国养老金融事业健康、稳步发展。我们的目

标是通过借鉴发达国家的经验尽快形成适应中国本土特点的养老金资产体系,为应对中国老龄化挑战作出我们应有的贡献。预祝本次峰会圆满成功!谢谢大家!

声明:以上会议实录根据现场速记整理,未经发言者审阅。

中国太平洋人寿保险股份有限公司董事长、长江养老保险股份有限公司董事长徐**敬惠致辞**

徐敬惠：中国太平洋人寿保险股份有限公司董事长、长江养老保险股份有限公司董事长
尊敬的俞北华秘书长、汤晓莉局长、汪泓书记、李军主任、曹德云会长、董克用秘书长，各
位嘉宾，女士们，先生们，朋友们：

大家下午好！非常荣幸受主办方中国养老金融 50 人论坛的委托承办此次以“改革发展中的养老金管理与受托责任”为主题的 2017 年中国养老金融 50 人论坛上海峰会。首先，我代表承办方长江养老对各位领导、各位嘉宾的莅临表示热烈的欢迎！也对中国金融信息中心在场地、服务方面的大力支持表示衷心的感谢！

党的十八大以来，我国养老制度的改革不断加快。全国各个省市都在紧锣密鼓的部署，对于养老金受托责任的探讨成为社会各界关注的焦点。今天我们邀请了很多业内的

专家做演讲嘉宾，相信一定会有很多人受益，得到一些精彩观点和经验分享。

过去这两年，是国家养老保障制度顶层设计加快推进的重要时刻，政府对养老金三支柱的考虑日渐成熟。养老保险顶层设计方案有望今年年内出炉并实施。国办 59 号、是继 2014 年《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》以及《关于加快发展商业健康保险的若干意见》以后国务院再次针对保险业发布的重要文件，进一步凸显了国家对商业保险机构的重视，并寄予了厚望。

养老金市场的启动，既是供给侧改革，也将迎来重要的里程碑。长江养老作为立足上海、辐射全国的专业养老机构，将在中国太保集团的管理优势下，依托集团协同资源和平台，积极参与到三支柱的养老保障体系建设中去。

今天也是中国养老金市场全面启动前夕思想碰撞与交流的重要机会。希望在本次会议期间，在社会各界的共同努力之下，中国人老有所养的小康社会理想能够早日实现。最后，预祝各位嘉宾、各位朋友身体健康、事业顺利，预祝本次峰会圆满成功！谢谢大家！

声明：以上会议实录根据现场速记整理，未经发言者审阅。

汇添富基金管理股份有限公司董事长李文致辞



李文：中国养老金融 50 人论坛核心成员、汇添富基金管理股份有限公司董事长

尊敬的俞秘书长、汤局长、李主任、曹会长、董教授，在座的各位领导，各位嘉宾：

大家下午好！非常荣幸能与大家相聚在美丽的黄浦江畔，共同探讨养老金管理与受托责任。我谨代表协办方汇添富基金向各位嘉宾、领导的莅临表示诚挚的感谢！

中国的养老金改革影响巨大、意义深远。上海是全国改革开放的排头兵、先行者，对推动中国养老金改革，加快上海国际金融中心建设产生着深远的影响。公募基金行业是带着社会责任产生的，公募基金有效账户数达两亿户。汇添富基金作为公募基金的一员，自成立之初致力于成为一家具有社会责任感、受人尊敬的资产管理公司。

历经 13 年的发展，汇添富基金已经成为一家资产管理规模 5 千亿元的集团。公募业务排名行业前十，上海第一。权益类资产管理规模排名前三。公司始终坚持价值投资和责任投资，打造了一支优秀、稳定的团队，中长期的投资业绩在前十大基金管理公司中保持第一，累计分红超过 2 百亿元。公司积极引领行业创新，多次获得上海市政府的金融创新奖。积

极履行社会责任，在中国西部捐建了 10 所汇添富小学。养老金业务也是汇添富基金的核心战略，作为社保基金的投资管理人、社保基金的境外投资配售策略和投资管理人，我们始终心怀感恩，持续精耕细作养老金投资管理。

养老金关系到每一位公民的切身利益，同时又是体量巨大、长期稳定的资金。追求符合生命周期需求且长期稳定的收益是养老金投资管理的根本目标，坚持责任投资成为一种必然的选择。责任投资，也就是 ESG 投资，通过对环境、社会和公司治理等长期风险因素的考量，投资具有真正长期价值的上市公司可以持续创造收益。目前全球已有 50 多个国家、1700 家机构签署了责任投资的相关申明，这些机构管理的资产总和超过了 62 万亿美元。养老金改革功在千秋，符合养老金规律的三支柱，完善中国养老金管理体系是我们共同的愿景。公募基金将充分发挥专业优势，帮助投资者做好养老金资产的配置。

本次论坛会聚众智，任重道远。借此机会，感谢主办方中国养老金融 50 人论坛为中国养老金改革这一历史性工程作出了的重要贡献。同时感谢承办方长江养老保险股份有限公司，还有中国金融信息中心、媒体第一财经一起协办本次论坛，共同推进养老金管理这一伟大事业。

汇添富基金始终坚持长期出发的经营理念，持续强调管理核心竞争力，不忘初心、不辱使命，以优异稳健的业绩为中国养老金事业的发展贡献力量。最后，预祝本次论坛圆满成功，也祝各位领导和嘉宾身体健康、幸福长寿，谢谢大家！

声明：以上会议实录根据现场速记整理，未经发言者审阅。

上海市人民政府副秘书长俞北华致辞



俞北华：上海市人民政府副秘书长

尊敬的各位领导，各位嘉宾：

正值盛夏，外面骄阳如火。非常高兴和各位领导相聚在浦江之滨，在此我代表上海市人民政府向各位专家、学者、嘉宾致以衷心的感谢和热烈的欢迎！

中国养老金融50人论坛虽然成立只有不到两年的时间，但是汇集了行业内重量级的代表人士，为养老金融专业领域的创新发展、养老保障政策的改革完善和提高全社会对养老保障事业的认识作出了积极的贡献。今天汤局长、汪主任亲自出席论坛，体现了对此次上海峰会的重视。

老龄化是全世界共同面临的社会问题，对中国的老龄化问题，中央和各级地方政府、社会各界都充分认识到了它的重要性和紧迫性。上海是中国最早迈入老龄社会的城市之一，人口老龄化的加剧给上海的经济和社会发展带来了严峻的挑战。对此，市委市政府高度重视，把积极应对老龄化、推进养老保障体系建设，作为事关上海全局的战略任务。

金融服务养老，不仅是落实供给侧改革，切实改善民生福祉，健全完善社会投融资体系

的重要的支撑，也是“十三五”时期全面建成小康社会的现实需要。同时，养老金融的发展也将为金融行业的创新提供一个新的加速器，从而更好地支持和服务国家战略和实体经济。我们相信各位嘉宾在本次峰会上的真知灼见将给予我们深刻的启迪和帮助。

最后，我预祝本次峰会取得圆满成功，祝各位嘉宾在上海期间身体健康、生活愉快。

谢谢大家！

声明：以上会议实录根据现场速记整理，未经发言者审阅。

二、主旨发言

汪泓：中国养老金管理的趋势与战略



汪泓：中国养老金融 50 人论坛核心成员、上海市宝山区区委书记

尊敬的董教授、北华秘书长、裴光主席、徐敬惠董事长、李文董事长、李军主任、苏总、尊敬的朱教授、吴教授、史教授等专家：

看到议程，我是第二个讲，所以诚惶诚恐。最近民政部在我们这里搞养老资源，希望我们能够整合资源。所以今天我同我们分管副区长一起来，希望在这之中得到大家的支持。今年上半年，董教授率领了专家团队对我们的养老体系，我们的公益式养老平台、医养护一体的养老平台、民营经济体系当中的养老平台、嵌入式的养老长者照顾之家，还有老年所有的助餐和助学资源，包括我们老有所养、老有所依、老有所为等资源的整合进行了调研。保险基金或者说房产抵押、信贷，特别是我们谈到的通过银行的储蓄而变成对养老保险基金的购

买，如何使它变成养老的保障体系，希望得到专业人士的指点。今天我要把我们课题组研究的中国的养老趋势和战略给大家分享一下。

中国现在成为了全球老年人最多的国家，也是老龄化发展速度比较快的地区，上海人口老龄化在 30%以上，宝山地区在 33%以上。面对老龄服务需求的变化，传统的居家养老要注意新的内涵。社会养老产业中居家养老、社区养老和机构养老的多层次发展，消费、护理、家政、金融理财等这些已经融入其整个构成。

从“十三五”规划来看，完善社会保障体系、应对人口老龄化这个重要命题，鼓励民间资本支持产业发展，也需要政府提供支撑。我们从三个方面来看，目前中国养老金的发展现状大家都比较清楚。我们的三支柱，第一支柱基本养老保险及其储备金，第二个支柱是补充养老金，我们一般讲得比较多的就是企业年金，也有职业年金。第三支柱也是现在正在积极发展但量还不够大的商业养老保险。这三支柱从整个来看，第一支柱是强制性的，国家第一支柱中比较强势，它的缴费率比较高。第二、第三支柱相对来说制度支持、政策支撑，税收优惠还不够清晰，其覆盖和规模有待提升，三个支柱发展是不均衡的。或者说，当前我们比较依赖于第一支柱，第二、第三支柱相对来说比较弱小。

从资产的整个规模来看，整个养老金已经累积超过 8 万亿元人民币的资金。过去十年当中，平均的年化增速是 20%。但是三个支柱的差异很大，第一支柱大概 5.5 万亿，过去十年中平均增速达到 22%。同时，可以看到基本养老金接近 4 万亿人民币，占到整个养老金规模的总的比值大概 50%。第二支柱在过去的 5 年当中整个年化速度达到了 30%，但是它的比重绝对数比较小，到 2015 年，我们看到没有超过 1 万亿元人民币总额。另外职业年金在 15 年启动以后，规模也是非常有限的。第三支柱到 2015 年底商业保险累计的规模在 2 万亿人民币左右，过去十年的增幅在 15%左右。

从发展的进程看，提速很快。但是同发达国家和西方国家来比，三支柱的比重占到 GDP 当中的 13%，二、三支柱只占到 4%。中国老龄化程度比较高，已经是三分之一，但我们的养老的储备不足。完善养老金体系的任务十分紧迫。

我们看到养老金投资运营情况，千亿养老金已经到账，投资运营也有序推进。今年 4 月 25 号，人社部的新闻发言人透露，北京、上海、河南 7 个省份，省市同社保基金签订的委托投资合同里面，总的金额是 3600 多个亿的合同。其中 1370 亿已经到账，其他省份现在也积极行动。我们可以看到，我国养老金目前配置的主要领域还是在银行的存款和国债，过去的年化收益率是比较低的区间，2.0%、2.5%、2.6%、2.4%和 2.9%。90 年代，我记得国家发改委制定的初步的想法是 12%到 14%左右，差距非常大，低于过去 10 年当中 8%的社会平均工资增长率。我们宝山地区整个是 9%到 10%。所以也可以看到整个资金的效用没有充分发挥。

另外养老金入市的方式，西方各国从多元投资逐步放开了限制的条件。养老金配置成为了主要趋势，在配置当中，我们也看到了美国、日本、智利的模式，因为时间关系不展开了。我们的配置始终在相对稳定的、低风险的领域当中，市场现在比较萎缩，区间比较小。当然也有人反映，现在中国股市振幅很大，养老金一进去连保值都很难，不要谈增值了。我们也可以看到，在这段时间当中，养老金运营问题一直是大家比较关注的一个焦点。基本养老保险基金明确提出，投资管理机构是具有全国社会保障基金、企业年金基金投资者管理经验，具有良好的资产管理业绩、财务状况和社会信誉的专业机构。

从试点过程来看，国务院在 2012、2015 年分别同意广东省和山东省的城镇职工基本养老金共 1 千亿元委托给了全国社保基金。2015 年广东省和山东省分别实现累计投资 314 亿和 36 亿。其中，山东省年化收益率超过了 15%。总的来看，我们整个的量比较小，我用

这个例子来说明，我们还没有很好地把我们的养老基金，在主流版块上或者说具有核心竞争力的版块上注入它的运作体系。

从中国养老金投资运营的未来途径来说，1999年当时基金资金可以转成国债或者转存银行定期存款。2006企业职工基本养老保险个人账户中央财政补助资金交由全国社保基金理事会委托投资运营。2014年广东省委托全国社保基金理事会投资运营。这样我们看到这几年从政策条例上说逐步转向更大力度的支持，市场化方式加速了行业发展。基本养老金仍然是由地方社保局管理，目前来看基金积余的是银行存款，投资的比例占到不到1%。即使是试点单位总规模也不超过8%，整个的平均收益率只有百分之2点几左右。

刚才董教授跟我讲，上午特别看了几家基金公司，管理情况非常好。目前来说，这种潜力、资金运作平台没有让他们由更多的市场平台发挥出来。我们也希望在新增设的职业年金计划中加入市场化的管理，能够支撑第二支柱的保值和增值。三支柱相对来说，应该说市场化程度更高。无论是中资还是合资，寿险公司和养老公司都可以直接发行养老产品。这一直是大家比较关注的，但是从目前来看，制度对它的制约还比较高，所以目前的收益率还是低于全国的社会保障基金和企业年金。

从我们对中国养老金管理展望来看，全球的养老金资产增速是放缓的。全球22个主要市场的机构资金现在达到36.4万亿美元。这里我们列了个表，表示主要国家养老总资产的情况。从2004年到17年，欧美国家牢牢占据着养老资产的总量的第一位，接近60%。排名前5的国家养老金也都是资产总量超过了80%。资产配置的情况趋于多元化，比如说美国、英国、日本、澳大利亚、加拿大、荷兰、瑞士，全国最大的养老市场的资产配置当中，46%是投向股票，28%投向债券，3%是现金，24%是其他的，包括对冲基金的，房地产、商品。与原有的95年的相比，传统的资产配置的比重不断地下降，其他投资有25%的增长。

可以看到，养老金多元化的资产配置非常显著。

大家有没有注意到现在人民对股市市场的态度，从老百姓的心态来看，房地产市场远远超过股市的回报。同时我们的养老金更是萎缩于整个的资金市场。因为房产来说，它是10倍甚至几十倍的增长。所以现在国家的调控政策，在这里面也不乏看到证券市场有健康的发展，房地产市场的调控也是非常重要的。

我们后来做了一个国际比较，西方的发达国家与我们国内在一支柱、二支柱、三支柱的比较。国家对一支柱的负担比较重，而对二、三支柱的市场资源、金融板块的力度是不够的。甚至美国第二支柱的规模是第一支柱的5倍，而第三支柱又超过了第二支柱的规模。我们提出了几个建议：第一，要均衡地发展三支柱的养老保险体系；第二，要进一步加强市场化的运作；第三，要进一步完善养老金的投资体系。

从养老金的改革方向来看，要进一步明确政府和市场的关系。对于国家统筹的基本养老金账户，在确保支付的第一责任人当中，国家应该制定完善政策。对受益的水平要有一定的财政责任。第二个要补充保险的角色，企业年金作为自愿型的政策，应该进入一整套体系。政府要对养老金的执行和运作进行监管和管理。现在企业普遍提出，在养老金的运作市场上，税收的扶持政策以及全力保证制度的设计，使得它能够有效进入资本市场，实现长期投资。

第三个拓展养老金的投资渠道。一方面，规范投资市场，扩大年金投资范围和投资渠道，鼓励职工个人可以根据自身需要选择适当的理财产品，实现年金的保值增值。同时，行业年金组合中可以逐渐增加一些衍生产品风险投资、私募基金及房地产投资，但必须控制投资比例。另一方面，允许企业年金进一步投资衍生金融产品、风险投资等私募股权市场，对股票、企业债券可以有更高的上限。我们在5年前做了一个整体的设计，就是高风险的和低风险的一个组合比例。

第四个要扩大基本养老金来源、激励补充养老保险发展。要分行业、分层次、分阶段、分步骤，对国有资本上市公司、国有资本非上市公司、国有资本参股公司的国有资本进行划转。降低基本养老保险的缴费率来降低参保人员的实际负担，进而刺激非国有企业以及农民参加基本养老保险体制，如国务院 2016 年初提出要降低社保费率的政策。另一方面，对于企业年金和商业性养老保险，借助市场的力量来推动企业年金和商业保险的发展，减轻基本养老保险的财政压力，进一步完善三支柱的体系。

最后，我们要设置养老投资的预警体系，加强监管。我们有一个国家课题是养老金的整个的一个控制、预警、预报体系联动一个信息平台来支撑，这使得我们有效地对于整个的资本市场，更有效地来监管。谢谢大家！

声明：以上会议实录根据现场速记整理，未经发言者审阅。

李军：发挥税收政策在构筑多层次养老保险体系中的积极作用



李军：上海市金融服务办公室副主任

尊敬的俞北华秘书长、董克用教授、各位领导，各位专家，女士们，先生们：

大家下午好！很高兴参加这次的峰会，首先我代表上海市金融办对峰会的召开表示热烈祝贺。6月29日，国务院办公厅印发了《关于加快发展商业养老保险的若干意见》意在促进养老保障体系发展，召开本次峰会可谓意义深远。我想和大家分享一下发挥税收政策在构筑多层次养老保障体系中的作用的思考。

众所周知，养老保险是一种需求弹性很强的准公共产品，当遵循政府和市场共同分担的原则建立多层次的养老保险体系。由政府主导的社会基本养老保险提供的是个人退休后最基本的生活保障。基本保障之外的部分，则由企业年金和个人储蓄商业养老保险来提供，政府对养老保险体系建设负有重要的责任。而税收政策是很重要的一个公共组织，它不仅影响到社会基本养老保险的供给基金和供给的费率，还影响着养老保险的基本水平，从而实现公平与效率的统一。根据养老保险的缴费和给付等环节是否征税，从国际经验来看，可以分

为 EET、TEE、ETT、EEE、TTE 和 TTT6 种模式。这个专家论证上书里都有，我国认为 EEE 三个环节都是免征税的模式。企业年金和职业年金采取的是 EET 的征税模式，前两个环节是免税，第三个环节是征税的。

根据 2013 年财政部、人社部、国税总局对的《关于企业年金、职业年金、个人所得税有关问题的通知》规定在缴费和投资环节暂不征税。一定比例内的可以税前缴费。纳税义务则递延到了给付的环节。个人储蓄性养老保险，变为三个环节都要征税的模式。目前国内针对个人投保商业养老保险，没有税收的政策。当前，我国多层次的养老保险体系正在构建中，第一支柱的基本养老金制度逐步地完善，这是国民养老的主要经济来源。第二支柱的企业年金，正在逐步地发展，只有经济实力比较好的企业和行业，以及经济发达的地区才有这个动力。第三支柱个人养老保险发展比较快，但是与发达国家相比，我们仍处于起步阶段。

截至 2012 年年底，我们国家第一、二、三养老金的比例是 79%、21%和 0.1%。以美国 2016 年底为例，一、二、三支柱是 11.1%、58.9%、30%，很大程度上与美国有效的税收政策相关联。西方国家是 EET 的模式，二、三支柱在养老保险体系建设初期也都是采取 EET 的模式，澳大利亚、新西兰在养老体系成熟后也是调整为 TTE 的模式。参考国际成熟经验，我国多层次养老保险体系中的征税模式也可以采取如下的模式：对基本养老保险采取税收全免的模式，对商业养老保险可以采取前免后证的 EET 的模式。具体的征税模式可以结合我国多层次养老保险体系来调整。个人养老保险也可以转化为 TTE 的模式。

现阶段尽量通过税收政策引导个人投保，达到促进多层次养老保险体系和增强个人自我保障的目的。具体来说，首先要逐步推进基本养老保险的全国统筹，研究实施费改税。二是要通过划转地方重点工业企业的资产、国有企业无偿拥有的土地货币化等方式，探索建立地方养老的储备基金。在遵循安全性、收益性原则的基础上，拓宽养老保险的渠道，提高投资

收益。在税法完善的情况下，可以将社会统筹的部分改为保障税，使基本养老保险收入来源合法化。

三要适当提高企业年金、税收优惠的比例，促进企业年金的有效发展。根据国家财政的承受能力，同时兼顾激励性、公平性的原则下，进一步提升企业年金的保障水平。因为企业年金涉及的市场化程度高，也要对企业年金制度建设和有效性进行监督。

四要研究个人商业养老保险税收政策，完善个人养老体系。利用税收政策促进中等收入人群生活稳定，是扩大中等收入群体的有效手段之一。政府可以提高商业养老保险的替代率，减轻社会养老保险的基本压力。研究表明，对个人购买商业养老保险给予延迟纳税等税收政策，可以提高居民的养老收入水平，为经济发展提供可观的资金来源。国办 59 号文规定，2017 年要启动个人养老保险的税收试点，这将是我国养老保险税收政策的一次突破，投保人在领取保险金时再缴纳个人所得税。由于投保人处于不同的生命阶段，边际效率有着区别，存在着税收优惠，有助于拉动个人购买商业养老保险的需求。如果比较低就无法鼓励个人购买养老储蓄，如果过高又会提高影响政府的当期财政收入。一是地方的财政承受能力，二是养老金替代率。2009 年国务院出台了 19 号文件，提出了由财政局、上海保监会适时开展地缘性养老保险的试点。按照文件的要求，我们市金融办、财政局、税务局、保监局等部门开展了这一试点的研究，初步形成实施方案递交国家有关部门多次组织论证。此次国家明确在今年底实施这一试点，上海正在积极落实各项准备工作，有信心、有能力落实好这项工作。刚才俞北华秘书长、汪泓书记等领导和大家分享了养老保障方面的观点，并指明了我们努力的方向，给我们很多的启迪。下一步，我们以试点实施为契机，进一步探索多层次的社会养老体系。

最后预祝本次论坛圆满成功。祝各位嘉宾在上海身体健康、生活愉快！

声明：以上会议实录根据现场速记整理，未经发言者审阅。

曹德云：加快发展商业养老保险 做大养老金第三支柱



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

很多次参加我们中国养老金融 50 人论坛，通过跟各位专家的学习，感到很有收益。今天我想结合国务院最新的文件精神，谈一下对养老保障体系的一些观点。

2017 年 7 月 4 日，国务院办公厅正式印发了《关于加快商业养老保险的若干意见》，这是继 2014 年《关于加快发展商业健康保险的若干意见》之后，国务院再次针对保险业发布的重要文件。进一步体现了国家对商业保险的高度重视和寄予的新期望。《若干意见》明确了商业养老保险的顶层设计，对商业养老保险的发展，提出了新定位、新目标、新重点、新要求和新政策，是新时期商业养老保险发展的纲领性文件。《若干意见》引起了社会的广泛关注，舆论普遍认为若干意见制订了商业养老保险到 2020 年的发展目标，表明了党中央、国务院对保险业的高度重视，是保险业的重大利好，也必将推动保险业在服务养老保障体系建设中发挥更重要的积极作用。

众所周知,经过多年的探索、实践和发展,我国已基本形成三支柱养老保险体系的共识,并取得重要进展。各类金融机构从不同维度和不同领域参与养老保险体系建设,发挥积极的作用。为何国家明确商业养老保险,促进养老服务业发展、服务经济、提质增效的重要性?我认为既是国家对养老保险体系路径的科学研判和战略安排,也是保险行业本质作用的充分体现。十三五规划纲要中提出要建立健全更加公平的社会保障制度,构建包括企业年金、商业保险的多层次养老保险体系。保险业新国十条明确提出“构筑保险民生保障网,完善多层次的社会保障体系,把商业保险建成社会保障的重要支柱。”这次主要从5个方面,提出了加快养老商业保险的政策举措:

一是明确了商业保险的内涵和外延。商业养老保险是商业提供的,以养老风险保障、资金管理为主要内容的保险服务。文件基于中国的国情,强调了养老保险的风险管理和资金管理的双重属性。

二是鼓励商业保险机构全面参与养老保险体系建设。要求商业保险进一步丰富养老保险供给,包括安全性、保障性强、终生领取的商业年金保险,综合养老保障计划以及具有长期养老功能,符合生命周期管理特点的个人养老保障产品。

三是鼓励商业保险机构参与养老服务产业建设。指导意见明确鼓励商业保险公司提供养老产品,或者为养老提供风险保障服务。

四是对商业养老保险资金运用提出了安全、稳健的要求。同时明确商业养老保险资金可参与资本市场的投资,可通过另类投资参与重大项目和境外投资,服务国家走出去战略。

五是加强监管,进一步完善相关的制度建设。如推行税收优惠政策,地方支持保障政策等等。对商业保险全面参与养老保险体系建设具有里程碑的意义。一是凸显出商业养老保险的风险管理和资产管理的专业作用。二是厘清了保险机构与其他相关机构的业务边界。三

是确定了支持性政策，从税收地缘性政策，到鼓励创新政策。特别是开展个人税收商业养老保险试点，提出了明显的时间表。

国务院单独针对商业养老保险机构下发这个文件，主要有三方面的原因。

一是商业养老保险的产品特色，商业养老保险能抵御投资风险和长寿风险。风险控制能力强，注重安全稳健，追求可持续性与养老保障高度匹配。

二是商业养老资金管理的优势。保险机构具有长期资金的管理理念和丰富的管理经验，能对长期资金提供全业务流程和全生命周期的管理。而其他资产管理机构，主要是提供投资工具，在积累期发挥作用，在领取期难以发挥有效作用。

三是保险业有税收保险的经验。从提出、论证到即将落地，已经过十年的时间。保险行业一直十分重视养老保险行业。保险业在健康保险、农业保险等领域积累一定的税收优惠政策和保险的管理经验。

近年来，我国商业养老保险总体保持了持续稳健的发展势头。2016年人身保费收入占比大致在25%，保险积累的责任准备金1.9万亿美元，有效承保人次6532万，截至2017年5月份，寿险公司为12.6万亿美元。2017年5月份的个人养老资产规模为2.5万亿美元。预计到2017年年底，养老资产保险将达到2.8万亿美元。在未来一个时期，在《若干意见》等系列政策的推动下商业养老保险将进入快速的增长期。

下一步，保险业要认真学习、体会贯彻落实国务院的文件精神。从监管的角度，要进一步完善相关的制度规则，争取加快税延养老保险试点，促进养老产业发展等政策尽快落地。从机构的角度，要做好各项准备工作。加强技术建设、能力建设和规制建设，坚持保险信保的前提下，大力发展养老金管理业务。从协会的角度看，要加强相关的政策培训、宣传，制定行业自律标准。加强养老保险业务交流，充分利用养老金专委会平台，为保险业务创新创

造有利条件和良好环境。

这是我结合最新的文件精神，谈一下一些个人的体会。请大家批评指正。最后祝本次峰会圆满成功，谢谢大家！

声明：以上会议实录根据现场速记整理，未经发言者审阅。

郑富仕：发扬受托责任传统，做好养老金管理服务



郑富仕：中国证券投资基金业协会副秘书长

尊敬的俞北华副秘书长、汤晓莉副局长、李军副主任、董克用秘书长、徐敬惠董事长、李文董事长、各位领导，各位专家，各位嘉宾：

下午好！谢谢中国养老金融50人论坛和协办方汇添富基金的邀请。这次会议的主题“改革发展中的养老金管理与受托责任”聚焦养老金的专业管理架构，思考养老金管理的精神内核，就是题目讲的“受托责任”，再把这样的专业管理架构和精神内核放到改革发展的背景中，动态地去看，很有启发。上周，我在工商银行召开的一次会上谈了公募基金是各类投资者长期资产配置的重要工具。今天，借此机会，我跟大家分享另一点思考，也就是公募基金行业的受托人义务是与生俱来的天然属性，可以而且必须为养老金管理发挥重要作用。

境内养老金的管理，具体来说，主要包括受托管理、投资管理、托管和账户管理，在境外还有养老金顾问等中介服务。目前，基金行业在境内的养老金管理中主要担任投资管理人。

那么，怎么看基金行业跟受托责任的关系？基金行业怎么更好地做好养老金管理，服务养老金体系的建设和发展呢？

首先，受托责任，或者说，受托人义务（Fiduciary Duty），从广义上讲，是广泛存在于社会经济生活中，尤其是资产管理行业的一个基本理念，讲的是受托人应当尽心谨慎打理他人的资产或其他事务。随着信托制度的发展，受托人义务在法律上有明确的内涵。其中，两部重要的法律，美国 1940 年的《投资公司法》和《投资顾问法》核心思想就是受托人义务。而这两部法律，正是美国基金行业的奠基大法，也就是说，受托人义务是美国基金行业的精神内核。此后，欧盟的资产管理行业也引入了受托人义务。我们国家的基金行业，全面借鉴了境外公募基金行业的制度规范，这当中，核心的一点就是受托人义务的要求。《基金法》把受托人义务落实到了产品运作的各个层面，包括风险自担的产品设计和销售规范、强制托管制度、每日估值制度、信息披露制度、公平交易制度以及严格的监管执法。而且，我国公募基金行业引入了双受托人的结构，也就是我们的基金管理人和托管人都是受托人，这个比境外的要求更高。所以大家看到，我们协会的 logo 是有两个手，共同撑起中间的钱币，这样的设计，就是管理人和托管人共同为投资者勤勉尽责。

基金行业引入受托人义务是为了加强对投资人的保护，当时一些资产管理机构在管理他人资产的时候为自己谋取私利，侵犯了投资人的利益。受托人义务，被视为是保护投资者权益的最高标准。正是在这样的背景下，当美国养老金体系接连出现企业倒闭，员工失去养老金等问题后，为了加强对养老金参与人的保护，1974 年，在基金行业引入受托人义务 34 年之后，美国《雇员退休收入保障法》（ERISA）引入了受托人义务，还包括基金行业的托管制度安排。全球最大的基金公司，也是美国最大的养老金管理机构，领航（Vanguard）的董事长 Bill 日前在接受《财经》杂志专访的时候就表示，美国第二、第三支柱乃至整个

养老金体系的发展，基金行业的驱动发挥了重要作用。

在养老金管理领域，英美等海洋法系的受托人的适用范围，除了我国企业年金中的“受托管理人”（Trustee），还包括投资管理人等，范围更广。前几天我们请林羿博士做了分享，我们看到一会他会给大家介绍美国立法的一些最新进展。当时大家提问，受托人义务，如何在法律上付诸实施？遇到法律诉讼时，怎么判别，究竟是履行了受托人义务还是没有？经过讨论，大家有两点体会：第一，美国养老金法律对受托人义务更看重其实际行为，而不是资格或者头衔；第二，受托人义务虽然有法律条文的明确要求，但还需要从意识上去认知和认可，从而变成自觉保护投资者的行动，所以在法律上很难去做全面的界定，受托人义务还有文化层面、精神层面的要求。也正是从这个意义上讲，受托人义务是养老金管理的“精神”的内核。在这两点认知下，我们反思目前我国企业年金发展中的问题，会有很多启发。比如，受托管理人的职责如何界定？实际中如何履行职责？受托管理人跟投资管理人能否兼任？等等。受托管理人兼任投资管理人的情况在各类资产管理业务实践中是存在的，能否兼任，一个重要的标准是受托管理人在做投资的时候，是否跟其他的投资管理人存在利益冲突，是否能够忠实地为投资者服务，是否能切实履行受托人义务。

全球养老金体系经历从国家承担到国家、雇主、个人责任共担的过程，养老金的管理也体现出从单一计划到多个产品、从集中决策到个人具有自主选择权、自主决策的变化。当我们把刚刚讨论的基金行业和养老金管理对受托人义务的要求，以及养老金的管理架构放到这么一个动态发展的过程中去看，我们认为，受托人义务是贯穿始终的精神内核，专业化的养老金投资管理日益重要。尤其在个人参与的第二、第三支柱，要更加注重受托人义务。因为个人相比国家、雇主，专业能力、博弈能力都弱小的多，注重受托人义务，才能切实保护养老金参与人的权益。基金行业的受托人义务是与生俱来的，体现在这个行业基本大法《基金

法》和配套法规的方方面面，20 年来基金行业的发展实践，也已充分证明这一事实。作为行业协会，我们衷心希望基金行业把这个传统发挥好，做好养老金的投资管理。希望随着企业年金业务产品化发展到一定程度后，个人能够自主选择产品，公募基金能够作为受托管理人，为用人单位和参与者做好资产配置和投资决策。希望我国的第三支柱个人养老金账户制度能够尽快建立起来，公募基金能够给大家提供好的产品和服务。

祝愿此次峰会圆满成功！谢谢大家！

声明：以上会议实录根据现场速记整理，未经发言者审阅。

苏罡：改革发展中的养老金管理与受托责任



苏罡：中国养老金融 50 人论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司党委书记、总经理

尊敬的俞秘书长、汤局长、李主任、董教授，各位来宾：

大家下午好！世界养老金市场发展历程可以追溯到 1601 年的英国《济贫法》的发布，已经 140 年过去了；其后是 1889 年德国建立了全世界第一个强制性的养老保险制度，距今 130 年过去了；1935 年美国发布了《社会保障法》，80 年过去了；中国的养老保险改革从 1991 年多层次的养老保险制度启动，26 年过去了；从企业年金的适当化改革 2004 年启动，是整整 13 年；从《社会保险法》的发布，已经有 7 年的时间；职业年金是从 2015 年才真正开始启动，基本养老市场化投资则是在 2016 年才启动，2017 年初才启动真正的投资。

对社会保障的制度来说，整个世界为了人类自身的可持续发展，努力了如此之长的时间。为了财富的分配，在我们人的生命之中更加的平衡，代际之间的平衡，生命周期的平衡，我

们花费了太多的时间。这也说明养老金事业是我们每一个从事该领域的人值得终生奋斗的事业。我们需要耐心地思考,也许我们把困难想得多一点,就可以把整个制度想得更透彻一些,更完美一些。

今天的主题是谈到受托,也想从实践的角度跟大家分享改革发展中的养老金管理与受托的责任。关于受托的责任,首先我们可能需要从法律的角度非常浅显地想想,后面我们有更重量级的法律的专家,我就不再班门弄斧。第二个中国养老金的受托人从实践来讲,看中国的受托人是做哪些事情。第三个方面中国的养老金受托存在一些问题。

首先看一下法律角度的受托的责任,中国的养老金管理比较典型的是企业年金的管理。通过企业的职工对企业集合性的委托,形成的信托关系。这种信托关系是建立在企业的受托人和代理人之间的多方面多角度的一种委托关系。在这种委托关系中,受托人的责任和价值主要体现在三个方面:第一,为各行各业的客户提供专业性服务;第二,起到一个桥梁中介的作用,然后推动年金资产的社会资源的配置;第三,受托人持续为委托人服务的过程中,保证了资产管理工作的稳健的运行。

这个角度来说,受托人处在整个养老金管理,特别是年金管理的核心位置。其责任和价值是异常重要的。他的责任实际上在企业年金的管理办法中做了明确的规定,包括选择、监督、更换账户管理人、托管人、投资人,根据合同对企业年金进行投资的实时监督。包括根据合同收取费用、缴费和受益人支付企业年金待遇。我们注意到,其实中国对受托人的规定,比较清楚的是把受托人具体化了。但是在发达国家市场中,特别是美国为例,我们注意到受托人并不是特定在某一个角度之上的,而更多是强调受托人的法律行为必须符合怎样的规范,包括必须足够的细心、审慎、勤勉,作为投管人来说更加的分散。实际上,关键在于受托人是不是从受益人的利益最大化,进行资产有效的配置。也就是说对于受托人的定义,

中国的养老金体系有我们特殊的具体化过程，与西方的法律上的定义有比较大的一个区别。

尽管有这样的区别，我们已经形成了这样的体系，也必须从现实的管理方案中探讨一下，所谓的中国的养老金受托人到底起到一个什么角色？在整个体系中，我们看到随着企业年金的快速的增长，到了上万亿的程度。特别是三支柱的逐渐的市场化，受托人的责任其实是越来越深入人心了。对于全国社保基金理事会来说，它有法定的国家资源的支持，使得社保基金理事会更加有履行受托人的角色。在企业年金的领域，虽然我们有法人受托的角色和理事会受托的角色，似乎没有有效地发挥受托人应有的更加能够推动养老金资产增值的作用。

在实际的情况中，法人受托的机构、保险机构是 5 家。因为现在这些养老金公司也取得了牌照，银行从原先的 4 家，变成了 3 家。另外还有两类受托机构，主要的受托机构还是在受托领域，特别是保险公司具有的受托领域。法人受托规模达到了 7204 亿，达到了整个市场的 65%。

在这个过程中，企业年金的受托人起到了哪三个方面的作用？首先，他是一个管家的作用。他通过总览全局的方式，协调好各方的关系。一是受托人与委托方的关系，其次是委托的关系，从风险控制、投资监督的角度上，推动投资管理人履行他应尽的责任。第三要和账管人、托管人保持良好的关系，成为第三委托人和管理人之间的桥梁。

企业年金工作中，除了法定受托人的决定，对于养老保险公司来说，经常会担任一个比较前期的角色。企业年金受托的顾问的角色是即便没有签订受托人的合同，我们也可以以一个顾问的角色，提供接近于受托人的服务给委托人。通过这种角色能够更加有效地理解委托人的需求，帮助一些理事会完成法定的受托。为委托人实施管理过程中，提供有效的财务顾问的支持。

第三个方面，受托人要起到工程监理的作用。从过程监管角度出发，控制下行风险。对

于受托人，怎么才能从三个角度出发？从本金的底线、最大回撤的底线去控制投资的风险，是我们每天都要面临的一个艰巨的任务。在中国的企业年金市场中，有一个非常特殊的产品，就是长江养老在十年之前建立的金色晚晴的计划。这样的计划规模高达 209 亿，背后的企业 5324 家，涉及的员工超过 50 万人。这样一个大型的企业年金集合计划，正好体现了我们作为主动、积极的受托人的责任，比较代表未来的发展方向之一。

第三部分，当前企业年金投资存在的问题与思考。在不少的集合计划，特别是绝大部分单一计划中，受托人的角色是比较虚化的。落实过程中我们没有具体的抓手，包括资产配置、投资监督等方面，未见得能够起到法律上要求我们履行的角色和义务。没有统一的服务标准，受托人本身的专业能力持续有待提高，也是制约受托人发挥作用的一个非常客观的原因。

在这个过程中，未来的发展我们感觉首先是管理将趋市场化。因为在整个管理体系中，怎么才能让受托人发挥他专业的角色？特别对投资管理人、托管人的保护中，团结多方面的委托人的角色，需要发挥市场的力量。第二方面，受托人必须要有更加规范和严谨的态度。并不能因为在实际操作中，本身角色的虚化而放弃自己的作用。

从具体角度来讲，可以从三个方面，受托人的角色进一步地去深化发展。首先，法人受托机构应该积极汇总到目前为止我们企业年金行业所面临的情况。通过跟监管部门的充分沟通，梳理清晰各角色关系起到的积极推动作用，以此规范行业发展；第二，在资产配置、资产管理、顾问方案等方面，发挥其有效的作用，提高受托管理的绩效；第三个方面，面临科技的发展，人工智能的发展，受托人可以改善制度化处理的平台，通过智能化提升整个养老金管理的作用。

谢谢大家！

声明：以上会议实录根据现场速记整理，未经发言者审阅。

三、主题演讲

袁建军：资管行业助力养老金管理



袁建军：汇添富基金管理股份有限公司副总经理

首先，非常感谢苏总，前面讲得非常精彩。受托人这个角色在养老金管理的领域和资产管理行业来说是非常特殊的角色。下面我从养老金管理人的角色来谈一谈我们对养老金管理的一个理解。因为养老金管理最终还是要实现养老金财富的保值和增值，所以资产管理人的角色实际上是至关重要的。资产管理行业、中国的养老金行业现在已经将近到了8万多亿，应该来说是非常大的一个体量。所以我们现在来看一下目前我们中国的养老金是有哪些管理人在管理？

目前来看，社保管理人管理的规模是最大的。我们的全国社保基金理事会管理的现有自身的零支柱，或者大家所说的一支柱的一部分，现有的资产规模达到两万亿。另外，它成为

基本养老的国务院规定的唯一的受托人。所以说基本养老未来潜在的规模会达到 4 万亿。我后面会详细分析，之所以我们整个国务院，中央政府对于社保理事会给予这么大的一个责任，它是有原因的。我们的第二支柱是企业年金，企业年金管理人应该来说这两部分的管理人是有交集的。我们社保理事会管理人有 18 个，其中公募基金就 16 个。在第二支柱里面，公募基金也达到了 11 个，现在养老金超过一半以上的资产实际上是由公募基金替大家打理。

为什么全国社保基金理事会得到了中央的高度认可？实际上是跟它长期持续优秀的业绩直接相关。社保基金理事会积累的资金到 15 年年底达到 1.9 万亿，16 年超过了两万亿，年化收益率超过 8%。在中国毋庸置疑是最优秀的投资人，它的累计投资收益额超过 8 千亿。有关社保理事会优秀的历史业绩和稳定的投资表现，现在已经有 4 万多亿了，未来还在增长。唯一的受托人授予了全国社保基金理事会。但是理事会很大程度上是做资产配置，一线操作这块 50%以上的资金是委外的，90%也是交给公募基金进行管理的。

实际上，公募基金的成长离不开社保的支持，因为十多年以来社保基金理事给 16 家社保理事会的公募基金的管理人提供了源源不断的长期资金。对机构投资者进行责任投资、长期投资、理性投资是至关重要。因为我们知道中国的资本市场有个重要特点就是高度波动性，中国的股市的波动率 40%，如果没有长期的资金的支持和强有力的支持，你要进行价值投资是有难度的。

社保基金获得这么好的业绩，离不开公募基金长期辛苦的努力，但是公募基金的成长也离不开社保基金理事会的支持，是相辅相成，互相成就的。所以在基本养老的管理能力的招标过程中，公募基金有 16 个录取，保险公司也有 16 家录取。实际上主要是依靠公募基金和保险，当然还有一部分券商，主要是公募基金和保险的资管机构，还有长江养老这种专业的养老机构，共同进行打理。这里面也提到，第二支柱的投入也是不错的，年化回报 7%。

第二支柱的投资管理的业绩、保险机构的投资管理的业绩也相当优秀，这是毋庸置疑的。

公募基金实际上在第三支柱，现在大家都讨论第三支柱。我们看看美国的一个实践，美国实践有相当大的代表性。因为美国的养老金的规模达到了全世界的 65%，非常惊人！非常大的一个体量。但是美国的养老金的管理规模里面，第三支柱占比达到了美国养老的 59%，公募基金管理的比重达到 45%。

大家知道，资产管理行业竞争异常激烈，公募基金管理和保险机构实际上是长期在第一条线进行主动管理，承担着巨大的投资管理压力，特别是公募基金的基金经理。我打个比方，类似于透明的鱼缸里的鱼，每天可以看到业绩，每天可以排名。你想想是不是？做私募管理人，你的业绩想什么时候公布就什么时候公布。公募基金管理人就是公开、透明的，所以公募基金管理人基金经理能够长期保持优秀的业绩，市场价值也很大。所以公募基金管理人面临着巨大的挑战，不断地优胜劣汰中，直接面对市场巨大的波动，直接面对市场巨大的挑战。公募基金不断地在优胜劣汰，然后培养最优秀的资产管理的基金经理。公募基金管理公司的机制灵活，薪酬水平市场化，有利于吸引最优秀的人才加盟。因为公募基金它的挑战太大，竞争压力太大。特别是前几年，经常看到由于业绩考核的压力导致公募基金经理人的调整。

我们还要说一下，养老金的管理人实际上给了公募基金的一个比较好的培养的环境，因为他们真正的践行了长期投资。践行长期投资，它考核管理人三年以上的业绩，不会因为一年的业绩的波动，马上进行改选。践行长期投资要你的客户是长期的，这才能够认认真真、踏踏实实把长期投资的价值理念实施好，把长期投资的机会发现和实现。所以我们这个“透明鱼缸里的鱼”过得确实压力比较大。但是我觉得越是竞争激烈、越是市场化给客户的回报是最好的。客户每天都要选最优秀的人替他打理。在座肯定有很多媒体，公募基金这么多年，没有很好地宣传自己，虽然短期的业绩波动很大，但成立以来年化回报达到了 16%、17%。

为什么社保的业绩这么好？就是在股市里的配置比例很高，就这么简单。他就知道股市长期的回报很高，他不会对短期的波动有任何的恐慌，除了 08 年，大部分的时间是不能降低仓位的。中国的政治资产分享的是中国经济的成长，不能因为短期的宏观经济的调整，你就东走走西走走，你的业绩就没有成长。公募基金过得很艰难，但是成效显著。债券率历史上的分红达到了 1.3 万亿。你说社保贡献了 8 千亿的收益，我估计公募的比重不会低于一半，还不包括现在的未分配率，实际上对中国的资产行业作出了最大的贡献，这是不容埋没的。这是有事实为依据，有数据为支持的。

我们汇添富基金也践行长期投资，汇添富产品的业绩有个巨大的特点越是长期业绩越好。我们 5 年以上的业绩，民营价值都是 5 年以上的回报全市场前 10 名。公司在社保领域长期客户的引导下坚持长期的价值投资理念。我们公司的年化回报也非常高，越长期业绩越稳定，我们固收的年化回报达到了八九十。大家可以看股票型、混合型，它的数量是非常大的，达到了两千多家，三千个不到的产品。公募基金为中国的资产行业贡献了最优秀的资产管理投资经验，为中国的资产行业做了一个巨大的贡献，培养了一大批优秀的投资管理人才——投资管理的基金经理。

另外，公募基金是普惠金融，接近一半的客户都是个人。客户的数量接近两亿人，所以说公募基金实际上在个人投资者心目中已经形成了较好的品牌。如果我们搞个人养老账户，个人养老账户对管理人要有信心，没有信心我怎么会把钱投到你的账户来呢？所以我们公募基金一直为第三支柱做长期的准备。我们汇添富能够助力第三支柱，能够践行价值投资、长期投资，我们的基金储蓄在债券工会的领导下会配合国家政府做投资者的教育和服务。

我的演讲就结束了，谢谢大家！

声明：以上会议实录根据现场速记整理，未经发言者审阅。

林羿：美国养老金管理受托人职责法规的新规定和发展



林羿：美国普信集团副总裁及大中华区董事总经理

各位领导、尊敬的徐总、尊敬的苏总、尊敬的董秘书长：

说上海是个美丽的城市，我觉得已经不足以描述上海全貌的情况。上海对大多数人来说，实际上是一个令人振奋的城市。我是北京人，一直对上海怀有复杂的感情。我现在的工作的公司是一家美国公司，我经常带我的美国同事到国内参加一些业务活动，特别是北京有一些客户，给他们做一些汇报。因为上海正在建一个国际的金融中心，所以很多大型的金融公司也都在上海，特别是保险公司，一些像汇添富这样非常出色的基金管理公司都在上海。所以我们经常把我们的美国同事带到上海来，进行一些业务上的交流。每次来，我都给我的美国同事一个“作业”，我说：“在你走之前，你一定要告诉我在北京和上海之间你更喜欢哪个城市？”我从来不忘记提醒他们，我说：“你们别忘了我是北京人。”但是他们每次的回答都说上海比北京好太多！我每次听到这个都有一种失落的感觉，但是我也衷心地祝贺上海所

取得的成就。作为一个北京人，我对上海的感觉是羡慕嫉妒爱，它不仅是上海的骄傲，也是中国人民的骄傲。特别是作为金融发展和经济的龙头确实代表了我们的实力，是崭新的面貌。我们美国同事来，每次都说“一到中国来感到振奋。像这样的国家我们怎么能够跟他们竞争？”能在上海参加我们养老金融 50 人论坛，确实让我感到非常高兴，也同时感到非常的振奋。

刚才听到诸位领导和诸位专家对受托人的职责进行了非常精彩的陈述和演讲。我今天就是想利用这 10 分钟的时间，简单扼要地向大家介绍一下，美国目前在养老金管理层面和整个金融界正在进行的一个重大的受托人职责的改革。

在我进行简单汇报之前，我先就两个概念进行一下说明。一个是在我们中国设计的养老金的体制当中，我们的三个支柱中，第一支柱是强制性的社保，第二支柱是企业年金、职业年金，第三支柱是个人退休账户 IRA。实际上在美国三个支柱的体制当中稍有不同，第一支柱是一样的，社会保障也是强制性的。第二支柱有一点的不同，第二支柱既包括了雇主所资助的一系列的养老金计划，包括 DC 计划、401K，还有 DB 计划，另外还包括 IRA。在美国，我们做各种分析和比较中，IRA 也是属于第二支柱。为什么呢？我们是把所有税优养老产品作为一个支柱，作为 IRA、401k 还有其他的税优合格的养老金集团计划都被看作第二支柱。第三支柱包括个人的银行存款、个人的投资，这不是养老金账户的，你的房地产、你的车、你所有其他的个人资产。所以这是一个概念上的区别。

第二，对于今天的题目来说，受托人这个概念。在我们中国的现代定义里面，特别是第二支柱受托人是 Trustee。而且我们老是讲受托人的职责，我今天要介绍的美国的受托人的职责，实际上是有很大的不同的。在英美法系是海洋法系统，我们中国是大陆法系统，法国、俄罗斯都是大陆法系统，大陆法系统里没有 Fiduciary 这个概念。我们把 Fiduciary 和

Trustee 都翻成受托人。我今天讲的是 Fiduciary 的发展，不是 Trustee。在这个概念上，我一定要跟大家讲清楚，这与我们中国的是有本质上区别的。在英美的海洋法的系统里面，它的逻辑关系是什么？如果你是 Trustee 你肯定是 Fiduciary，说你是 Fiduciary，你并不一定是 Trustee，它有其他各种不同的角色，是根据你的实际上的行为和你所提供的服务的性质来决定的，而不是根据你的头衔来决定。美国的框架有不同的角色，跟我们一样，有 Investment Manager，Trustee, Custodian, Account Manager，Administrator，这些是跟我们一样，但是它并不是说每一个不同的角色去单独地规定你的行为职责标准是什么。所有的这些人，只要在你的工作当中，不管你的头衔是什么。大家听到的《雇员退休收入保障法》里，如果你是 trustee 的话，你肯定是 Fiduciary，其他都不一定，这由你实际上做什么所决定。

在美国的法律体系当中，你不同的角色是不是 Fiduciary 根据你的实际，只要你是 trustee，你肯定是 Fiduciary。其他的根据你实际上做什么，来定义你是不是 Fiduciary。所有的你是 Fiduciary，都是要执行统一的一个 Fiduciary 的受托人职责行为标准。为了区别这两个不同，在我出的一本书讲美国相关的私人养老金体制的书当中，我把 trustee 翻成受托管理人，把 Fiduciary 翻成受托人。Fiduciary 包括很多不同的角色。只要你对一个养老金计划或者是 IRA，你有投资决定权，或者你提供一系列的投资建议和服务，你就会成为 Fiduciary。如果你是 Fiduciary 的话，他进一步规定，你必须要执行一个统一的受托人的职责。这受托人职责有两大元素、要素，第一就是 Duty of Care，就是谨慎行事，你一定做什么事情都要谨慎行事。第二个就是 Duty of loyalty，就是忠贞不二的责任，这一定要按你的客户最佳利益，即你所有的服务和建议都要从客户的最佳利益出发，不能掺杂有任何利益冲突，特别是你自己从中要获利。这是非常重要的。

在美国的《雇员退休收入保障法》中对 Fiduciary 进行了定义，最早的定义有三个不同的角色，第一刚刚讲了，你要是 Trustee 肯定就是 Fiduciary，第二是管理资产有权利决定什么时候买或者卖，怎么处置一个养老金计划资产的去向的话，你也是 Fiduciary。第三个最重要的角色就是 Investment Advice，就是投资咨询或者是投资顾问。这一方面，是这次目前正在进行的美国的劳工部对这个定义进行了重大的修改。这个重大的修改对美国的金融界产生了巨大的影响。今天我向大家汇报的就是这个。

在第三个 Investment Advice 里面，原来的定义是这样讲的，第一个要素是说你对于证券或者是其他的财产提供一个投资咨询，第二个要素是经常性地提供这种服务，第三个要素是根据双方的一个协议，这个协议并不一定是书面的，也可能是口头上的。只要你我都知道，我们有这么一个合同，不管你是很明确的，还是大家心领神会的。第四个要素就是说你提供的投资咨询是被你的客户用来作为他投资决定的一个最主要的根据。第五个要素是你提供的这个咨询是根据某一个人单独的特别的情况。这是 5 个要素，这是原来的定义。

2016 年 4 月份，美国的劳工部对这个定义进行了修改，其中的主要修改，一个是去掉了第二个要素，你提供的咨询建议并不一定是经常性的，偶尔的也可以，一下子把范围扩大了好多。再把第四个去掉了，你提供的投资咨询并不一定被你的用户用为他投资决定的主要根据，这一下又把定义的范围给扩大了。为什么说这方面的修改非常的重要呢？这就是把很多原来在美国的金融界券商里边，有很多 Financial Advisor，另外在保险界有很多 Insurance Agent，就是销售保险产品的人，这些人一般他们的客户都是散户客户，他们根据原来的定义里边，基本上提供的服务并不被认为是受托人性质的服务，不是 Fiduciary。所以他们那时候提供的服务只是根据美国证交会的要求，那个标准就低多了。什么标准呢？就是适合形、适当性。只要我给你提供的投资的建议适合你的情况就可以了。叫 Suitability，

我们实际上有类似的要求和标准。这个标准又远远地低于 Fiduciary 的标准，Fiduciary 你要谨慎从事，特别是第二个 Duty of loyalty，你要忠贞不二。如果通过这个修改，使很多原来为客户提供股票买卖的建议服务，或者是向其客户销售、建议买卖不同的保险产品这些人，这在美国的金融界是一个成千上万的“大军”。这些人原来都不认为是受托人，现在在这个新的改革的新的定义之下，他们都变成受托人了。现在他们的行为标准一定要符合刚才我讲的 Fiduciary 那两个标准。这意味着他们的工作要根本地改变。

Fiduciary 其中有一个要求，就是说你不能介入任何被禁止的交易。原来你要用 Suitability 没有要求。现在你变成 Fiduciary 了，除了你的行为标准做了很大的本质上的提高以外，你还要特别小心不管你是有意识，还是无意识地进入到被禁止的交易里边。其中有一个被禁止的交易，你通过自己的建议使你能够获得更多的佣金，这是一个非常明显的被禁止的交易。美国的共同基金业有很多不同的 Share Class，其中有一个 A Share 是有前端佣金的，按照原来的 Suitability，我可以不告诉你。我听了你这个情况，我觉得你应该买这个基金的 A Share。实际上根据它的费用的要求，你投了这个之后，我建议你投了，你投到这个里边了，那个基金就要付我钱。这实际上就是一个被禁止的交易。我通过我的建议使你产生了一个投资行为，这个行为导致了我获利，这就是一个被禁止的交易。现在如果你变成 Fiduciary 就不行了，就不能做这种交易。这个改革一出，一生效，就有很多原来做这个 Broker 和原来是 Insurance Agent 的这些人，就难免会有两种形式，特别是那些小的，不是像美林、摩根根斯丹利这种大公司，它自己没有能力学习这些，他、它只好把相当一部分的客户，他的客户包括 IRA 持有者，偶尔给他们提供一些投资上的建议。在旧的定义下，他不被认为是 Fiduciary Function，现在完全是 Fiduciary Function 了。现在你成为 Fiduciary Function 了，所以你就不能继续地向他们提供投资咨询使你从那个公募基金获得

费用的支付。所以一个自然的结果就是把这些，比如我现在有 50 个客户，其中有 10 个是 IRA 持有者，我就说这 10 个不能提供服务了。这 10 个人没有 Advisor 了。或者他修改协议，提高费用。因为他自己本身的成本变成 Fiduciary 之后，就提高了，肯定要把这个成本转嫁给客户。这是合情合理的。

新的这个改动、改革生效之后，美国金融界认为这对投资者实际上是一种损害，并不是好处。美国的劳工部从 1974 年《雇员退休收入保障法》通过之后，一直到 2010 年，在 Fiduciary 受托人职责上没有做任何重大的修改。2010 年美国的劳工部提出这个建议，由于金融海啸，2008 年一下发现了有很多问题，所以我们要进一步拓宽 Fiduciary 的定义。他们做了一个调查，说由于这方面管理不严，他们不被认为是 Fiduciary，每年造成大概是 117 亿美元，就是这些 RIA 的散户投资者，被这些 Broker 或者 Insurance Agent 去建议投付费更高的产品。因为这些付费是从他们的钱里边扣除的，我买 100 块钱的基金，如果有前端的佣金，假如说是 1%，那我只能买 99 块钱的，那 1 块钱要扣掉付给我的 Broker。他们计算了一下大概有 117 亿，必须要把这些提供 Broker Service、Insurance Service，把他们必须看成 Fiduciary，所以在这方面进行了改变。

这种主要的核心点是什么呢？当时的奥巴马政府认为确实是金融海啸造成了对广大的普通民众的养老金计划一个巨大的亏损，在金融服务界里边，由于没有把提供养老金账户投资咨询和建议的人的职责提高到受托人的职责的标准，从而造成了每年将近一百多亿的亏损，所以他们决定要加大这方面。但是 2010 年刚提出来这个改革的时候受到美国金融界强烈的反对。2011 年它把这个撤回来了，结果 2015 年他们又重新提出来要修改，把原来的进行了很多整理。提出来之后，因为美国的法律要求对法规进行修改，一定要让大家评论。结果又收到了很多的批评，他们进行了进一步的修改之后，获得了奥巴马总统的支持。他到

全国的电视上讲话，说需要加严加高对美国的个人退休账户提供投资咨询者的要求，要把他们看成受托人。只遵循适当性的标准已经不够了，一定要遵循 Duty of Care 和 Duty of loyalty。当然继续获得了美国金融界的反对，因为他们估算了一下，如果修改这个计划的话，整个金融界要付出 240 亿美元的成本，重新对他们的系统，如 IT 系统，员工系统也要进行修改，还有其他如对这些员工的培训，使他们了解 Fiduciary 到底怎么回事，所有这些加在一起高达 240 亿美元，这是一个很大的开销。

但是美国业界做了一个调查，如果这个修改生效之后，实际上所产生的效果会事与愿违。就像我刚才讲的，很多的客户会失掉他们的 Broker Advisor，很多人就不愿意为他们提供服务了。在产品上，可以供他们提供的投资产品的范围也会有很大的缩减。另外由于他们会失去 Advisor，好多人不愿意为他们提供服务了，他们自己做投资决定的话，由于他们对这个投资知识掌握得不够，就会造成投资上的亏损。根据美国业界统一的一个调查，这将造成 1140 亿美元，每年造成这个亏损。所以他们反过来就说，你要是真的实行改革以后的法规，实际上是事与愿违。

特朗普上台以后，责成他的新的劳工部长，说我的第一使命，不是说“美国第一”（America First）嘛，他说我这个政府的第一要务就是使美国的广大民众要加强他们能够为自己金融、理财和财会这方面作出自己的决定，不能由政府和其他第三方不合理的干预。在奥巴马期间劳工部对这方面法规的修改，是违背我的使命的。我责令劳工部长对这个新的法规怎样修订，第一是不是推迟生效期，第二是不是完全把它推翻。美国的劳工部根据他的要求，出版了一个公共评论。美国的两大最大的基金公司联合写了一个非常强烈的反对的信。如果不推翻的话，最起码要推迟两年生效，然后给劳工部足够的时间重新审理和研究有没有必要进行这个修改。但是他们收到了将近 19 万封不同的信，看了所有的信之后，他们觉得

我们能够把它推迟到 6 月 9 号，没有再推迟的必要。

刚才我说的改革已经生效，并不是说所有改革的协议全部生效，它是一部分一部分的。6 月 9 号，刚才我讲的定义已经生效了。还有其他方面的一些要到明年 1 月份全部生效。他说在这个期间我们不采取任何行动来进行纠察，我们 2018 年 1 月份以后再看以后的行动。所以即使现在生效了，但实际上并没有什么约束力，在这种情况下，我今天向大家汇报的目的就是说我们国家现在正在开始设计、构建我们的所谓第三支柱，就是 IRA。通过美国的法规上的选择、修改，使原来向 IRA 提供投资咨询服务的功能变成了受托人的功能。他们的职责就变成得更加严谨。

我讲的这个目的，因为只有 10 分钟，所以不能太深入地讲。把这一点同我们的业界进行分享，然后使大家注意到美国这么一个成熟的国家，现在正在经历这个变化，在我们构建我们第三支柱 IRA 的体制当中如何考虑到。因为我们第二支柱投资权力不是下放到个人，应用不大。我们要推出像美国 IRA 个人的退休账户，肯定就会有。咱们 14 亿人，10 亿成年人的话，肯定不是大家都懂投资的道理和规则，肯定需要很多的服务。在这种情况下，是一种什么标准？我们应该可以参考美国的一些做法。

所以我今天向大家汇报这个内容的目的，也正是这样，通过论坛提供的平台。由于我的工作在美国是做这方面的律师，所以有近水楼台的优势。我会进一步履行自己义不容辞的这种职责，把美国一些先进，或者正在进行的一些改革，养老金融界的改革不断地介绍到国内来，供大家参考。

今天我的汇报就到这里，谢谢大家！

声明：以上会议实录根据现场速记整理，未经发言者审阅。

杨燕绥：再谈个人养老金信托文化



杨燕绥：中国养老金融 50 人论坛核心成员、清华大学教授

尊敬的主持人，各位嘉宾：

下午好！今天我不谈经济关系，也不谈大数据，想从法律的背景来看看信托文化。当年我留学的时候上的英语课，还不是专业课。课堂上讲了一个故事，一个在英国事业有成的人，他要开发新大陆的时候，他的家业交给谁？十年以后，他打开门，发现他的老婆依偎在另一个男人的怀抱里。第一个故事证明婚姻关系不太可靠。第二个选择是交给兄弟，他的兄弟一开门，发现哥哥回家了。他告诉孩子们，“赶紧给他一些食物，他是一个乞丐。”第三个他把家业交给管家，一开门发现他回来了，这个管家说：“你再不回来，我就要死了。”他的家业都荒了，这个管家并没有能力。老实说：“你要有这个家业，你把它交给谁？”有人说老婆靠不住，兄弟靠不住，那个管家与东家相互信任，但是一切都荒腐了，他只是看着。

我很高兴在这里大家都在讲信托文化，这真的很好。刚回国时，林羿讲的 Fiduciary 翻

成中文怎么翻？我找了很多人都没得出结论。后边把它翻为授信人。当有人信任你，把他的财产给你，你一定要做被信任的事情，这就是授信人。这个课程告诉我们，要有一些规则、法规来让人值得信任。英国创造了管家，但什么时候变成公司行为？那就是养老金。

我想今天从法律的角度分享一下受托人的问题。第一受托人的授信特征，trustee。你一定要做到授信特征，刚才林羿讲的授信。当人家信任你的时候，你一定要做值得信任的事。你做的事情，人家委托你了，你一定要做值得信任的人。十几年前跟林羿交流的时候，美国经常这样出主意，人家用了你的主意做了选择，你要承担授信责任。现在把非经常性和当事人并没采取你的策略来投资造成的后果，授信人都要担责任，就更加严格了。所以医生不能乱开药，在涉及管理别人财产的时候，一定不能欺骗。这种信用在美国又进一步加强。

监管和创新永远是一个徘徊的过程，美国可能正在徘徊当中，所有人都要承担授信的责任。为什么养老金要走信托？养老金跟信托有天然的相关性。养老金走信托的文化，不管是谁，是个基金公司、保险公司还是咨询公司。这时候你都是代别人理财，要求有两点：一是保护产权，二是信息披露。保护产权一定要做到信息披露。给中国老百姓讲清楚非常重要，为什么？你把几十年的养老金交给机构，他只是你的一个理财人，产权永远是自己的，这是什么感觉？而且因为产权是你的，不管谁给你做代理，必须给你进行信息披露，每年都给你年报。08年有风险，那我就共担；14年效益好，大家就受益。对当事人也是一种教育，让当事人跟授信人一起承担风险和共享，这是必须的。我觉得这两点很重要。

假如我今年30岁我开始为65岁存养老金，我把养老金交给谁？这个机构代人理财，产权永远是我的。必须每年给我信息披露，告诉我收益怎么产生的。这多清楚？换一个做法，买一个保险产品，我们这里不是说保险产品不对。而它是有本质区别的，这点区别一定要搞清楚，尤其是公共政策的人得搞明白。你买了保险产品，意味着产权没有了，因为你的养老

金变成保费收入，它进了公司的资产负债表，你没有产权了。得到了什么？一个承诺，告诉你每年 8% 的收益，告诉你好多好多的承诺。因为你相信他，所以有信用的依赖性。这种信用依赖，对保险公司在信用建设上提出了极大的挑战。中国很多保险产品是靠销售员销售，每销售十万，他自己获得一万、两万、三万，甚至更高，这里讲信用，需要好政策。现在是养老保险、商业保险发展的黄金时代，真的很需要。但是对我们的保险业提出了质的挑战？有什么方式能够建立一个授信的方式？因为它的本质跟信托是不一样的。其实我们的保险业参加了企业年金，他们打开了保险信托的样板。平安做得最大，其实中国已经迈出了一步。

要建立第二支柱，尤其第三支柱。养老金走信托是必然，全球资本市场信托已经占了 80%，信托和基金类已经占到了 80% 的份额。我们今天发展第三支柱，不要忘记这个真理。

第二养老金受托的价值，英国人创造了管家。信托是一种个人文化，什么时候信托变成公司文化呢？那就是美国。尤其是林羿讲到的《雇员退休收入保障法》制度的建立。刚才苏总讲的情怀，长期稳健的文化，甚至可以说一个国家如果没有养老金的投资者被培养起来，这个国家的资本市场是没有文化的。我们有很多的在海外受过文化教育的经理，回到中国养老金也拿一天、一个季度最长一年来考核他们的绩效，根本来不及看三年，到了中国就不讲文化。养老金入市可以促进资本市场的规模，资本市场的治理，资本市场长期投资的文化大力发展。对政治家来讲，启动养老金市场是一个两难的选择。一旦启动就需要良好的治理，否则会出大问题。而不敢启动养老金市场，资本市场的治理永远难以到位。养老金的文化带到市场中来？还是为了怕风险而不让受托人的文化大力在市场上发展呢？对于政治家来说永远是个抉择。这一步不迈出去，制度不可能到位。

上个世纪 50 年代是个分界线。50 年代以前，整个全球市场还是保险管理的养老资产占大头。现在已经倒过来了，一个 80 对 8 的关系。下面我想说中国养老金受托人的三句话，

企业年金开道，我们 04 年颁布的法律，05 年正式实施。我们 30 多个机构，这些机构做到今天，大家有句话“圈里难受，圈外着急，戴着脚镣跳舞。”圈里的人很艰苦，圈外的人你不做养老金永远长不大。中国的企业年金这两个法规是中国真正的信托。我给每年信托行业的老总在清华法院培训都说：“你们做的不是信托，只有企业年金是真正的信托。而且企业年金还有一个价值，它使员工福利的合格计划能够落地。”今天我们开始做职业年金，在原来企业年金已经打开的信托文化市场模式的基础上，职业年金有点绕道了，绕出了一个庞大的代理人。这个庞大的代理人不是受托人，但是又想做受托人。这个代理人到底姓什么？因为中国的职业年金主要是机关、事业单位参加，养老保险一统一，有个下降的问题，通过做职业年金，让待遇不下降，所以他的政治压力非常大。要自己弄个机构来抗，抗不定了，机关事业单位都不高兴了，再找财政要钱去。我觉得这是一个暂时的现象。我们的商业机构，像苏总他们讲的，真正的情怀，不追求更高的盈利，但追求很合理的收入。像社保中心这样的机构来做大的代理人，走着走着就知道必须要专业化，专业性不够，老百姓不让步的。

第三个问题，第三支柱。无论是美国、加拿大，第三支柱都占到养老金 55%以上，使老人的资产结构合理，养老服务购买力很强。中国恰恰相反，没有购买力，投资找不到盈利模式。这个第三支柱要大力发展，政府确实要给税收优惠，像林羿说的，不管给企业还是个人都是有税收减免。中国想大力发展第三支柱。这个东西到底怎么能够建在个人账户下？年度给大家减税免税？有没有封顶线？有没有这样的制度安排？中国现在不要把第三支柱和免税型的保险相吻合。保险有成熟的运作机制，他在精算上发动上还是有些优势的，所以把免税待遇先给他们先做起来，但不等于这就是第三支柱。第三支柱是有免税功能的个人账户，这个账户可以配基金、配银行，他们必须承担授信人责任。谢谢大家！

声明：以上会议实录根据现场速记整理，未经发言者审阅。

胡继晔：基金管理中的受托人责任



胡继晔：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国政法大学教授

非常感谢董老师的邀请，从前面各位嘉宾的演讲中，我也学到了很多。我想今天我主要的分享内容还是我们的主题，受托人责任。第一个话题是英美法系的资本市场为什么更发达？第二个是英美法系的受托人责任怎么回事？第三部分讲我们的受托人责任。

首先为什么英美法系的资本市场更发达？这个不是我说的，而是一些诺贝尔经济学奖的获得者说的。他们发现英美国家的金融市场更发达，这是两个经济学家发现英美法系的金融危机之后，它的反弹或者说它的恢复更快。在经济学类的论文里边，20 年前有一篇非常重要的文章，叫 Law and Finance。在所有的经济学论文数引用数进入前十。普通法系的国家对债权人和投资者保护更好，所以金融发展更快。这里边的核心是什么？就是信托法，或者说就是信托法中的最古老的受托人责任。在受托人责任里边，一般来讲把受托人责任称之为信义义务，这些刚才林博士讲得非常好。我想从传统的法律上做一些分析。

所谓的注意义务，是积极义务的体现。如果他对他管理的资产能够倾注足够的注意力的话，他就尽到了注意义务。这个里边我想跟大家讲一个小的故事，刚才杨老师讲了三个。我给大家讲一个案例，1830年案例。一个富商将他的财产给了受托人，后来他的遗孀去世了。在经管资金的过程中，由于部分投资于私人证券，最后造成了1万美元的损失，5万美元变成4万美元。哈佛大学诉讼到了马萨诸塞州的法庭，最后法官判定哈佛大学败诉。他认为在投资上只要受托人是忠诚的，而且对当时的情形进行了审慎的判断，并不要求对方为这个损失承担责任。事实上这个判例，对在座的基金业的翘楚有非常大的借鉴意义。原因在哪里？你的净值低于一块钱的时候，没有哪个基民可以要求你赔钱。最早的案例是这个案例，我们可以看出来所谓的Fiduciary，注意义务它是一个积极的义务。这个义务是值得鼓励的，这是我们作为受托人一方面的义务，就是注意义务。

另外一方面，消极的义务就是他的忠实义务。这也是另外一个判例，这个判例比1830年的还要早一百年，在伦敦的一个判例。这个判例讲的木人租了一个大的房子，这个房子用于经营。在这个老租户去世的时候，他把房子的经营权利委托给了他的管家。这个管家一直正常地经营，在这个过程，在他的租期到期的时候，房子的房主问管家，“反正到期了，我们不租给别人，租给你吧。”老管家说：“可以，租给我。”雇主的儿子长大了以后发现，虽然这个房子不是他的，他租下来以后再租出去，完全可以有很大的收入。最后就起诉他的管家，这个管家没有做错什么。这种事情在今天的中国好象也非常常见。但是雇主的儿子起诉他的管家，起诉到了法院之后，法院最终的判决是非常令人吃惊的。判管家败诉，而且要把历年的所有的收益归还。这个时候我们就发现，这就是所谓的Fiduciary，也就是说管家你必须忠实于你原先主人给你的委托。你愿意挣的只是你的管理费，你不可以觊觎委托人所有的财产和收入。所以我们就发现由于1726年的判例，就成为今天《信托法》关于受托人

忠实义务的，有案可查的一个比较早的判例。这个判例构成了英美信托法里的一个法源。而且在这个判例里边，我们又能发现，最后因为这个管家被诉讼而付出了代价。

就像杨老师所讲的，最终可能管家稍微好一点，但这个案例里边这个管家也不咋地。不咋地的管家最终是要被诉讼的，而且要付出代价。英美法系是判例法的国家。我们的最高人民法院也会有案例指导，我们做大陆法系也有一些判例可以作为参考。这种忠实义务成为整个信托体系里的一个底线。

就是恰恰符合了英美信托法里边所谓的 Fiduciary，单一利益规则。所有的行为都必须遵循单一利益规则，这个单一利益只为受益人的利益而工作。这些文化恰恰是我们今天的中国，应当，至少是作为我们参考的。所有这一些，今天如果这些人没有履行忠实义务，会怎么办？一个比较新的例子，就是安然的老板被判入狱 24 年半。大家知道美国经济类是没有死刑的，24 年半意味着他要在监狱里边一辈子了。这样的威慑恰恰是我们国家需要充分考量的。关于 Fiduciary 大家讲了很多，这些所有的条款同样表明 Fiduciary 都是非常重要的。

最后我讲一下我们国家，我们没有非常明确的必须履行忠实义务。包括股权基金、投资信托法都提出了审慎的问题，对 trustee 的问题没有引起足够重视。好在我们还有《公司法》，尤其是 148 条规定了“董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务。”在《公司法》的 148 至 150 条规定，违反公司忠实义务的行为所得的收入应当归公司所有，给公司造成损失的应当承担赔偿责任。这是我们国家向英美法系借鉴的一个重要的例子。

我们基金公司应当被视为高级管理人员，应当履行忠实义务和勤勉义务。我们自己的《证券投资基金法》在第二条明确规定，“必须遵守《信托法》的规定。”实际上我们有自己的传统，传统是什么呢？“受人之托，忠人之事。”按照西方《信托法》的传统，我们必须履行忠实义务和注意义务。谢谢！

董登新：养老金投资绩效与 A 股生态



董登新：武汉科技大学金融证券研究所所长、教授

感谢董克用教授，感谢长江养老的苏总，感谢我们汇添富的李总和张总，各位领导、各位专家、各位来宾：

下午好！我尽量简单点，我们看一下中国养老金的投资绩效。无论是养老金的托管还是受托责任，实际上离不开市场的生态。我们最终评价的时候，大家都知道要看投资管理人的绩效，那才是真家伙。中国的 A 股市场能够把中国的养老金管成这个样子，西方人做不到。中国的养老金投资绩效，它的均值虽然 15 年是 8.37%，但是离散度很高。我们只要吃饱一点，就可以休息 3、5 年，这是由中国股市的形态所决定的。我反复地同情我们的投资人，非常不容易。

尽管我们 08 年的一个亏损，不要紧，很快就可以把它平滑。高速一把，就把它平滑掉。我们看到的是非常光鲜的 8.33%，实际上背后是投资管理人精心的战斗。企业年金跟全国社保基金跟我们的上证指数，高度的趋同。险资是比较平滑的，欧美资金都是投资在债券里，

中国普通账户的险资 80%是投资债券。欧美国家的险资是债券市场的最大贡献者。养老金和共同基金，投资基金是股市重要的支撑。很漂亮的中国的股市，A 股的走势，它是非常的完美的对称。

你看看 06 年的上证综指从 2200 点，上到 6124 点，只用了一年不到。再跌下来，只用了 12 个月。它是完美的对称，怎么涨上来，就怎么跌下来。我们从 2014 年的 7 月份，冲向了 5178 点，这个蹦极，连续不动，全国总动员的大救市。在这样的一个曲线图上面，它都是钢铁般的意志。

美国的牛市最短是 5 年、8 年、10 年，投资管理是非常迅速的。我们说的真正意义上的长期投资。这样的一种牛市，让投资更从容。美国的投资不像中国，他们不会有公募基金面临赎回的压力。这样的市场生态，一个是最发达的美国，再一个就是我们中国新兴的市场，这么大的反差。我们可以看到美国的牛市走得如此地有耐心，从容不迫。让投资管理人在这样的模式下，他的养老金的投资管理非常的体面。有时候股民说我们的公募基金是大散户之类，这个说法是不准确的，我们的市场不是由我们的公募基金打造的。这样的牛市，这样的慢牛，这样的长牛，只有发达的市场有，有庞大的机构投资者才有。它的支撑就是庞大的养老金和规范且庞大的公募基金。什么时候能够把美股的生态打造得如此漂亮？中国的养老金就会更加稳健地成长，当然带来的是国民的幸福。

A 股生态巨大的差异，中国的金融市场是很不发达的，起步非常晚。我们看到中国一业独大的就是银行业。但在美国第一大金融机构是养老金，这在美国的高校教科书上就是这么定义的。然后是公募基金，它的公募基金是超过银行的。98 年开始美国的公募基金超过了银行总资产。当然还有中小企业，专门用于商务的小计划。从大企业走向小企业，全民的野蛮生长，在这个方面直接把美国的养老金做大做强，直接后果就是把公募基金推到了前线。

美国养老金的一半是买了公募基金，反过来说公募基金是最佳的总和投资者、长期投资者，是养老金最信任的战略伙伴。

美国 3 亿人口，去年年底是 25.3 亿庞大的养老金储备下来，加上 19 万亿的公募基金，16 万亿的共同基金。这个其中 16 万亿是大头，共同构筑了美国的基金市场。6 月底摩根斯坦利的数据显示美国的散户交易占 11%。中国的股市支撑主要靠散户。牛市的时候，2015 年我们散户交易的占比达到 91% 以上，熊市之后降到了 81% 左右。这是一个双赢，我们的养老金养大了公募基金，养老金和公募基金做大做强了美国的资本市场。反过来美国资本市场给它丰厚的回报。这点来讲中国的 A 股生态还有很大的挑战。

这里有组数据，只要大家了解美国金融市场都会知道，美国人把养老放在最高境界，为养老而投资、理财，把养老放在家庭财富第一位。养老金的储备和外汇储备是一样的性质。外汇储备没有个人账户，而养老金储备是有个人账户的。养老金储备管理远远高于外汇储备，让我们的受托人和投资管理更加责任重大。美国家庭一部分是通过养老金间接持有公募基金，另外一方面美国家庭直接购买公募基金。美国散户是自愿被招安，去散户化。美国人把养老金作为理财的第一项，中国人这个观念要发生大的转变。

美国人总资产的结构和金融资产，大家可看下我的微信。中美两国行为的反差，在于养老金的管理不一样。美国人对养老金的管理非常强，中国人养老金的意识上淡漠化。401K 绝大部分是投资共同基金，不是股票。ETF 是股票型基金，再加上普通的股票型基金，还有 TDF 也是股票型基金，所以说美国的 401k 计划 80% 都是投资公募基金的。

最后我做个结论，中国内部生态的改变，对未来来讲还是寄希望养老金。我觉得未来十年是公募基金黄金的十年。第二个是招安散户，打破“政策”，去行政化。迎来长牛，慢牛。谢谢大家！

四、圆桌论坛

养老金受托管理的经验与启示



主持人：《第一财经日报》副总编辑杨燕青

讨论嘉宾：香港投资基金公会行政总裁黄王慈明

长江养老保险股份有限公司副总经理杨奇华

建信养老金管理有限责任公司上海中心副主任史军

【杨燕青】：我们现在已经快6点了，我们这个节奏可以紧凑一点。我们请上我们这节课圆桌讨论的嘉宾，香港投资基金公会行政总裁黄王慈明女士，建信养老金管理有限责任公司副总裁史军先生，长江养老保险股份有限公司副总经理杨奇华女士。有请三位。

非常感谢，我想我们这个节奏，我希望我快一点。我们大约能够在少于 30 分钟的时间之内，把这个话题说清楚。我们这点的话题特别重要，叫做养老金受托管理的经验与启示。我想先请大家非常快地回答一个问题，就是你们对受托人的理解。你们从受托投资管理的角度，基金公司包括养老金公司的角度，受托责任的受托人到底是怎样的理解？才可能是最本质的一种关系？我想是不是先请黄女士，这里面可能牵涉到中国内地和香港的法系的不同，受托人角度就会有不同的角度。慈明女士从香港和内地的法律体系不同的角度谈一谈对受托人的理解。有请！

【黄王慈明】：首先很感谢来分享，今天的讨论很有启发。虽然大家都在用同样的词，但是在这个系统里面很不一样。举个例子，我们香港的强基金制度，是第二支柱。我们也有受托人、托管人和投资经理人，我们的制度里面其实跟企业年金很相似的，就是受托人是一个核心的角色。在整个的抓手里面监管机构强基金管理局，其实最重要的就是依赖信托人把关。信托人是整个市场里面系统的核心的一个角色。如果出现什么问题的时候，强基金管理局是找一个单位，主要就是找信托人。某一个程度上，香港的基金局是把日常把关的工作交给信托人。信托人再把其他的工作分派给不同的机关或者是单位。这些角色能不能兼任呢？香港很清楚的就是，信托人同时作为一个托管人，你可以自己做，也可以委托人做。但是有一个角色是不能兼任的，如果你是投资管理人，你就不能同时做信托人，你不能同时做托管人。这个要分得跟清楚的。

这一点跟内地有一点不同的就是投资管理人角色是怎么样？独立性是怎么样？你可能就是问到，如果是这样的大的金融机构，它怎么样啊？比如说一些大的银行，它不能同时来做投资管理人、托管人。有一个反映到现实的情况，在法规里面有这样规定，就是如果你是同一个金融集团，一个规模的金融集团，如果这个投资管理人跟托管人，跟信托人是完全不

同的附属的机构，你可以就这个集团里面不同的附属机构来做。我举个例子，比如说汇丰银行，他在香港的强基金里面，可以做投资管理，可以做信托，可以做托管。但是几个机构都是不同的附属机构，里面的董事、高管不能兼任。而且他们要写一个 undertaking 承诺书，就是说我每一家公司都是要独立来管理的。这基本上体现了香港的做法是怎么样。

【杨燕青】：非常感谢。黄女士能不能跟我们简单地分享一下，香港的法律体系和中国的法律体系是不一样的，在受托人责任的角度，受托管理机构的角度，你觉得内地最需要借鉴的香港的一个做法，可能应该是哪一个或者哪几个？

【黄王慈明】：因为我对内地的法律体系不是很了解，所以很难有意见。香港，因为我们是英美的体系，基本上有信托法这个概念，还有信托法这个基本的大的原则框架。强基金专门把信托人的责任列出来，而且不单这个法律的层面，还有在守则、指引，还有操作的层面。我举一个例子，比如说我们有一些 standard 有一些标准。

【杨燕青】：这些标准 standard 是谁来制定的？

【黄王慈明】：主要是强基金管理局，还有行业定出一些标准出来。举个例子，你要怎么样落实这个 best interest？为客户、雇员谋求最好的利益？如果你在落实这个 best interest 的时候，有一些情况你发现不能做的话，你作为一个 operation 从业人员，你可以拒绝去做一些事情。就是说你这个原则一定要落实。

【杨燕青】：所以还是说受托人的责任？

【黄王慈明】：对。

【杨燕青】：非常感谢，是不是请杨总和史总，分别讲一讲你们对于受托人的理解。包括我们的建信和长江养老的一些实践相结合，希望比较简短。

【杨奇华】：现在中国对外开放以后，引进了很多的观念，因为法律制度的不同，在讲

一件事情的时候可能是在讲两件事情。在中国如果讲年金的管理架构的话，还是要按照现有的监管年金的政策。人社部作为企业年金或者职业年金的行业管理机构，我们很多的制度还是跟香港的强基金的制度是非常接近的。很多问题上讲，关键还是制度的设计。香港是英美法系的一个基础，从我们这里来讲，我们对受托人的理解，我们认为从监管部门对我们的决定。从大陆现在的制度上来讲，就是说委托人首先和我们受托人签订一个信托的合同。从制度设计上来讲，它也是责任人牵头的。我们受到委托人的委托之后，根据我们的专业能力和意见，我们再选择托管人、以及投资管理。

杨燕绥女士认为养老金再保险的占比不断下降的，投资人的占比应该不断上升，意味着我们的长江养老地位可能会受到某些挑战，你怎么看这个问题？我们不是从简单的行业来区分。我们还是看这个产品的形势是怎么样，就是说保险的产品，可能相对来讲它是契约型的产品。刚才杨教授讲的是契约型的产品。我们讲的信托，它是一个信托型的产品。保险公司既可以卖信托型的产品，也可以卖契约型的产品。只不过看市场发展的不同的阶段。

【杨燕青】：刚才苏总介绍的是契约型还是信托型的？

【杨奇华】：我们跟兄弟公司有明确的分工的。长江养老只是从事信托型的业务，这是不矛盾的。长江养老非常乐见于信托型的产品，投资人的经验的提升，它的发展也会帮助长江养老在未来取得很好的发展。

【杨燕青】：刚才苏总的演讲里面，胡教授印象最深的就是 Duty of Loyalty 重要性特别强。就是受益人的责任是放在第一的。包括杨老师也讲到，Duty of Loyalty 的重要性是没有 Duty of Care 的重要性高。史总，您从建信的角度来看，怎么看行业中的实践？

【史军】：因为航班的原因，我们的施总没有飞过来，非常抱歉。刚才演讲嘉宾其实都讲得非常明确，建信养老是作为国务院批的，应该是作为试点的专业养老性管理公司。其实

它的资质包括年金的受托、账管，包括投管这三样资质。加上建行集团本身的托管的资质，在年金当中，这四项资质是齐全的。刚才几位嘉宾讲的，就是说这个受托人应该说是我们年金计划的核心。一方面它跟委托人之间有一个沟通的关系，受委托人的委托，来做年金的方案。同时他有选择、评价和协调相关的账户管理人、托管人和投资管人的职责。在国家的监管制度当中也很明确。前面我们苏总在演讲当中也讲到，目前我们也觉得这个职责有点空头化。其实也基于几方面，相对来说年金客户的资源比较紧缺。由于委托人相对强势，同时委托人对年金的体系也不是很清楚。杨总也说，他觉得受托人跟另外三个是同等的，而不是统领的概念。

还有一个因素，特别在投资管理方面，我们作为受托人，他没有这方面，就是说不从事这方面的经验，你去指导投资管理人，的确也有一定的难度。这也是为什么我们建设银行在整个国家监管资质下，成立建信养老这个公司，把这些资质结合起来，便于提高捆绑式的年金的服务能力。

【杨燕青】：您刚才讲的模式有点像黄女士讲的香港的模式，它需要有四个不同的身份。但是是在大的帽子下面的不同的 entity，现在是在建行下面。这是比较有意思的案例。史总还没有回答我的问题，你觉得 Duty of Loyalty 重要还是 Duty of Care 更重要？

【史军】：我觉得这两个方面，其实就是一个叫诚信和忠于所托。应该说忠实 Loyalty 是核心，你要忠于你的委托人。刚才长江养老，包括我们建信养老，肯定是要把委托人的利益放在第一位。

【杨燕青】：是委托人还是受益人？

【史军】：对我们来说委托人就是受益人。

【杨燕青】：非常感谢，我们现在的养老基金公司，我们的角色是受托人的一个角色，

或者按照杨老师的翻译是受信人的角色。受信人和基金管理人又是这个市场上两个不同的角色，同时两者还有分工，还有协作。能不能请三位给我们分享一下投资管理人，也包括受托人之间的分工协作应该遵循怎样的原则？有哪些困难？和有意思的案例。

【黄王慈明】：其实我看到年金，刚才提到的有一点，我觉得很有趣。跟香港方面有着基本的不同。年金规定里面受托人有一个很主要的责任，就是 strategic asset allocation。资产配置里面专门写到这一点。香港其实受托人没有专门写这一点。说白了，受托人的责任或者专业不一定是投资管理。你总的怎么样去聘请这个投资管理人？我不知道当时这个背景，为什么企业年金要把这一块专门放在受托人的责任里面？其实我也想把这个问题抛出来，让大家了解一下，因为我觉得对于受托人怎么样去落实。

【杨燕青】：这在香港可能分得更清，但是内地分不清。能不能请杨总阐释一下？

【杨奇华】：委托人选了受托人以后，受托人应该帮他做什么事情？除了计划的建立和测算，以及跟监管部门报批了以后，我们很重要的职责，我们需要成为委托人和其他三个管理人之间的桥梁。我需要跟委托人去交流，就是他作为资金的委托方，他是希望他的投资方怎么样的？以及达到目标的收益大概是怎么样的？在这个基础上，我们受托人做个什么工作？我们需要把他的风险偏好，以及投资目标，我们要用所谓投资指引的方式，落实到纸面上。然后把这个东西交给投资管理人，按照具体的指令来投资。

这种情况下，我有两种做法。一种简单地把这个投资指引给各个投资管理人，然后他们在自己专业的意见指导下进行投资管理。我们长江养老作为一个专业机构，我们希望发挥我们专业的价值。我们会做什么呢？我们会根据总体的比方说权益跟固定收益之间的总比例，我会在市场上寻找，可能某些机构股票做得好，某些机构可能固定收益做得好。我们把投资管理分成两组。我会在我们的基础上，根据总体的资产，比如说股权做固定收益。

【杨燕青】：你把资产配置这一节已经做完了？黄女士最关心这一点，我们建信是不是把资产配置做了？

【黄王慈明】：我能不能有一个问题？其实要落实这个，如果说你的产品提出来的资产配置只有一种模式，你就不能实现你这个群体、这个雇员，比如说年龄不同。

【杨燕青】：先请史总回应一下黄女士的问题。

【黄王慈明】：能不能把这个产品分开三种不同的风险？高、中、低。

【杨燕青】：它理论上是可以的。先请史总。

【史军】：我觉得受托人和投资管理人，我作为受托人，我在年金资产的战略配置上，做一个方案。每年我们有一个方案提交给投资管理人。比如说每年根据资本市场的发展，有时候可能觉得在股市会有机会，有的时候觉得债市有机会。我们确定投资管理人在这个配置之下，比如说股票的配置，买哪些股票是由他确定的。刚才黄女士讲的就是员工可以选择不同的产品组合来做。目前我们对具体企业的个人这一块还没有开放。

【杨燕青】：黄女士，你认为这个组合应该是养老金管理公司来做？还是受托基金管理公司来做？

【黄王慈明】：这一点大家可以讨论。资产配置其实可以说对你最终的投资结果贡献是最大的。有数据说明 80% 的回报都是来自这个，如果这一块这么重要的话，大家要思考其实谁来担当这个责任更适合？我没有一个答案。

【杨燕青】：是不是应该是受托人呢？

【杨奇华】：受托人应该发挥更大的作用。黄女士说的企业里面不同的职工，年龄风险不一样，有不同的偏好。我们有对应的措施的，比如说我们的集合计划里面，我们会有几个不同风格的主题。有些是比较保守的，临近退休的。有些是年纪比较轻的，风险承受能力强

的。国内目前考虑到多数员工的金融知识相对不是很多，或者说企业的人事部门也不愿意太麻烦，现在能够开放给员工自主选择的企业还不是主流。但是我们长江养老已经可以提供。

【杨燕青】：杨总从战术上回答了黄女士的问题，但是没有从本质上回答。她这么看重的 asset allocation 谁有职责来做，是我们的基金管理人？比如说汇添富在资产配置方面的能力是一流的，他们目前只承担了战术的责任，没有承担资产配置的责任。我猜黄女士的意思是不是说战略的资产配置，需要双方共同推进，我不知道杨总怎么看，包括史总怎么看。

【史军】：制定战略配置的时候，也是充分的沟通。虽然这个战略配置方案是我们最终提交给委托人的，但是跟投资管理人也会沟通，他们的意见也会体现。

【杨燕青】：谁的意见更加主导？

【杨奇华】：我的理解受托人更加主导。为什么？大的计划下面，有时候会有 7 个、8 个，甚至于 10 个投资管理人。我把权力太多的交给投资管理人的话，每个投资管理人如果出于各自的判断去做，整个计划的战略资产配置就会趋于混乱，失去总的控制。总的阀门还是需要我们的受托人控制，我们会给投资管理人一定的调整的空间，可以发挥他的主动积极性。

【杨燕青】：黄女士你觉得他们是不是回答了你的疑问？

【黄王慈明】：对的，其实我没有说哪一个方案最好，可以思考。这个雇主怎么评价你们做资产配置是不是有效？他们是用什么标准来定？这个也是可以多讨论一下。

【杨燕青】：这可能需要人社部做相应的规定。杨老师讲到中国的年金管理当中遇到一些困境，我们在里面感觉到戴着镣铐跳舞，跳不起来。在外面又期待进到里面来。能不能请两位老总分享一下目前的年金管理中，包括推进的第三支柱的安排中，需要被改变的最大的关节和瓶颈是什么？有请杨总。

【杨奇华】：我说一下，实际上整个的年金的发展，得益于方方面面条件的配合。所以很难简单地来讲，主要是受哪个因素的制约。

【杨燕青】：您说 5 个。

【杨奇华】：一个还是这个市场的整体规模。因为现在整个的年金。

【杨燕青】：因为时间关系，不展开。

【杨奇华】：规模够大的话，各家在行业里面的人，他的发展空间有限。第二个来讲，还是涉及到管理的架构。

【杨燕青】：这个架构最大的问题是什么？

【杨奇华】：比方说投资的范围，从安全性角度出发，整个年金的投资范围，相对来说比较小。跟发达国家比，分散风险方法、手段也比较有限。还有一个就是这个行业比较年轻，它很多的概念还是需要得到全社会的认同。比方说受托人需要得到委托人充分的信任和认可。另外一个我跟关系人之间的权力、义务关系，要有积极的配合。这个也是一个比较大的问题。因为这个行业比较年轻，所以很多基础建设，比方说不同关系人之间的数据的接口、信息的报送，这个都需要慢慢来统一。

【杨燕青】：这个方面登记公司是不是能发挥更大的作用？

【杨奇华】：公司我们作为一个引领。

【杨燕青】：登记公司，类似信托？

【杨奇华】：现在还不是，未来还需要行业监管部门，更多的制定行业共同的标准。这样便于信息之间的互联互通，因为它有四个不同的角色。四个不同角色之间的衔接非常必要。

【杨燕青】：有请史总。

【史军】：杨总已经讲了四个方面。我想补充，我讲三个方面吧。第一个还是政策环境，

主要是针对年金这一块。从国家出台年金制度以后，建立年金是根据国家的一些政策，大部分的国有企业、央企在介入。应该说十八大以后，国家对整个国有企业的薪酬体系进行规范以后，现在很多的国企，除了央企以外，国企也在开始逐步介入。这说明国家在年金制度的政策环境下，越来越完善。

【杨燕青】：我们说的是问题。

【史军】：第一个我就觉得是国家政策的导向。

【杨燕青】：你觉得政策最大的问题是什么？

【史军】：国外强行有要求，但我们的年金不是强制性的。

【杨燕青】：还是需要强基金。

【史军】：第二个是税收，从企业到个人都有税收。目前来说这一块不是很强化。对民营企业，都没有足够的吸引力。第三，因为我们整个年金是行业性的，比较年轻。在系统这方面的建设，人才的培养也是主要的。

【杨燕青】：我们时间差不多了，请三位嘉宾回答我一个问题，作为总结。到了2017年大家认为养老这一块是即将起飞的大的关键的发展结点。在你们看来，2018年你们期待养老金管理领域之内，你们期待的变化、期待的大的方向或者一个具体的打通的环节应该是什么？有请黄女士给我们内地做一个寄语。

【黄王慈明】：政策方面要强制性。你要雇员想得这么远，要做准备其实很难，所以强制性很重要。另外一个交易，让雇员知道你不能依赖政府第一支柱这一个。在香港，在其他地方，就是把这个责任共同承担，雇员、雇主跟政府都要。我觉得这个是很重要。每个人知道自已的责任。

【杨燕青】：我们期待香港给我们提供更多的经验的支持。有请杨总。

【杨奇华】：我是觉得从 2018 年来讲，对我们整个行业发展一个很重要的机遇，就是职业年金正式投入运作，这是对我们的行业来讲很重要的发展机遇，会带来更多的发展机会。

【杨燕青】：杨燕绥老师觉得职业年金是绕道的，您赞同吗？

【杨奇华】：即使是绕道的，比没有这个行业要带来更多的机会。

【史军】：我期待国家在政策上面更加的完善和支持。

【杨燕青】：具体是哪个政策？

【史军】：刚才谈到的瓶颈，税收、税优鼓励这一块。汪泓书记，包括李军，其实我们的政府部门对养老金这一块非常关注，做了深入的调研。相信这些会转化为政策，推进养老金市场的发展。

【杨燕青】：感谢黄女士、感谢杨总、感谢史总，我们这一节讨论就结束了。谢谢大家。

声明：以上会议实录根据现场速记整理，未经发言者审阅。

推广责任投资 (ESG) 理念，助力养老金保值增值



主持人：汇添富基金管理股份有限公司副总经理袁建军

讨论嘉宾：中国工商银行资产托管部副总经理肖婉如

明晟 msci 执行董事、中国业务负责人陈凯

安永上海精算服务部总监黄仁杰

【袁建军】：ESG 这个话题最近比较热，就是推广责任投资理念、助力养老金保值增值。责任投资包含三个环节，环境保护、社会责任和公司治理。现在是我们论坛的最后一个环节，我把问题都抛出来，大家畅所欲言。我先简单讲讲我的体会。

在我国的股票市场，公司治理一直是一个比较大的挑战。如何通过改善上市公司的公司治理来激发公司活力，一直是包括国企、民企在内的所有企业都关心的一个复杂话题。汇添

富在这方面做过努力，也得到了主管部门的认可。我们在四、五年前曾经帮一家上市公司通过资管产品做职工持股计划，当时是业内首创，是市场上没有的，汇添富是第一家做的。当时监管部门觉得很难理解。最后经过反复讨论，监管部门专门出台了鼓励上市公司进行员工持股计划的政策，在员工持股方面做了很大的突破。从这以后，员工持股大量出现，通过定增、通过资管计划，参与二级市场买入股票。

在责任投资上，汇添富已经做了一些工作，公司治理的改善的确有助于公司基本面的改善，对此我们有过研究。关于这个话题，三位嘉宾对养老金投资很熟悉，对责任投资也是专家。我们首先有请肖总，就这个话题跟我们分享一下。

【肖婉如】：谢谢主持人，也感谢大家坚持到现在，在最后发言是有点难度的，前面的领导同仁和专家学者，把养老金讨论的问题都已经讲得比较深入了，我今天也觉得很受益。但所有今天的角色里头，我觉得有一个角色已经提到、但是没有受到足够的重视。今天我们讲的主题是“受托责任”，受托责任里一个非常重要的角色就是托管人。中国的托管人，是证券投资基金引入的。自从引入了托管制度，我们的信托制度才得以完善和完备。

托管人进入投资领域，资金的安全和保障、忠实的投资人信息披露等等一系列的制度才能得到发展。杨教授讲了个特别有趣的故事，当时如果有托管人的话，那位先生的老婆、弟弟都不会变节，因为有托管人帮他进行监督。所以说在整个的信托制度完善当中，托管人有着非常重要、不可替代的作用。这个往往是整个社会容易忽视的一个角色。比如我们工商银行，目前我们托管的资产已经达到了 14.5 万亿。

在 14.5 万亿当中，我粗略算了一下，养老金性质的资产估计也就是一万亿多一点。其中包括企业年金、全国社保的基金，还有保险其中的一部分保险资金，在我们工商银行资金托管里面占比不到十分之一，可见养老金的发展潜力还是非常巨大的。第二个我要表明的就

是，我们养老金的最终目标就是保值增值。养老金制度既是政府的责任，又是我们自己的需求。所以落到点上，它就是要保值增值。

保值增值，还涉及养老金要选择什么管理人去帮我们保值增值、去投资。因为从我们托管的合作伙伴、我们管理的托管人保管的资产以及监督的资产类型来讲，我个人认为基金公司是最合适的人选。刚才袁总在他主讲的时候，已经把基金公司的优势、特点做了非常详细的介绍。比如说我们讲到基金在目前的养老金管理市场上，已经占了半壁江山，包括由共同基金管理的企业年金、全国社保基金等。我们工商银行较早建立了自己的企业年金，也是较早一批选择了管理人来管我们的企业年金。

我们第一批选的十家管理人全是基金公司，后来我们增补了少量的保险管理和投资管理公司。我们用共同基金来管理我们自己的基金，非常地信任。这里头主要的原因，就是像刚才大家所看到的，就是责任投资。我们应该在《基金法》的引领下，做到诚实信用、勤勉尽责。这个理念已经流淌在基金公司的“血液”里面。刚才基金业协会的郑秘书长提到，我们这个行业与生俱来就是履行忠实的义务，为他人理财。所以说基金公司作为养老金的管理人，是非常的契合他的文化、他的理念，以及他们的管理风险控制流程，还有公司治理，还有高素质、高素质的投研团队，都很契合。我是最早的基金从业人员之一，也是最早做托管的工作人员之一，亲自参与了中国公募基金 20 年发展的整个进程。在整个进程当中，我觉得公募基金有一个非常关键的文化在里头，就是有一群有理想、有激情、有社会责任的高管人员。

比如说我们汇添富基金的李文董事长、张晖总经理，都是我多年的好朋友。在我们的日常交往当中，我觉得他们就像基金行业一样，尽管成立了 20 年，好像还有一些青年的躁动，但是我觉得更多是一种朝气，一种创新的活力和一种社会责任的担当。所以说我今天就想表明我的两个观点。一个观点是，受托责任里托管人的责任极其重要，他保管资产的安全，监

督投资管理人的投资行为；第二个就是公募基金非常适合来承担养老金的管理人的职责。谢谢！

【袁建军】：肖总是中国从事基金托管的前辈、第一人。她比较谦虚，第一个公募基金就是我们肖总手里开始托管的。她对基金行业是相当熟悉。下面有请 MSCI 的陈总跟我们分享一下。

【陈凯】：谢谢袁总，刚才肖总对公募基金的一番评价，讲得心潮澎湃。我自己原来也是基金公司的一员，我 2000 年进了基金行业，2011 年进入了 MSCI。肖总的评语特别打动我内心深处的柔软部分，说到了我的内心深处。回到圆桌的主题，这个圆桌的主题是养老金在责任投资里面的作用。关于责任投资，其实是有广义的责任投资概念和狭义的责任投资概念。广义的责任投资可能更好理解一点，我们要通过我们的投资行为，做对社会有益的事情。

狭义的责任投资，就是我们 MSCI 的一块业务。大家了解 MSCI 做什么事情，可能都是从指数业务这块来理解的。实际上 MSCI 的业务，指数业务是相当于我们的底层数据一样。我们在这个底层数据上面还做了很多高附加值的東西。刚才袁总提到的 ESG 的业务，也是我们其中很重要的业务。今年以来在全世界范围里面，包括亚太地区，我们公司的 ESG 业务增长速度是我所有业务里面增长最快的。这说明有大量的需求在。大家注意我说的是业务，客户是花钱买我的数据和服务的。为什么客户愿意花钱买这些数据和服务呢？

因为客户花了这个钱以后，他们实实在在得到好处。我今天在这儿跟大家分享这么三点。第一点是 ESG 作为一种投资策略，可以带来巨大的社会效益的同时，也为大家带来投资的超额收益。第二点是在正向价值链形成和建立的这个过程当中，我们的养老金起着非常重要的作用。第三点在具体的执行层面，需要责任投资的推动，需要监管、研究机构和投资人的

共同努力。

下面我花点时间把这个稍微展开一点。我们的研究报告对于上市公司的 ESG 评级和研究，可以帮助投资人避免踩雷，这是第一大点里面第一个小的观点。给大家举一个刚刚发生的例子，今年上半年的时候，国内有一家上市公司在香港被做空机构做空了，股价跳市。去年我们从 ESG 的评级报告上，把这家公司评级已经调降了一个等级。当时其实主要是从两个方面对它进行调降的，一个是我们通过他的财务报表，发现财务报表的数据是非常走极端的，映射了它内部结构治理方面是有弊端的。第二个他们的业务需要大量的水源，在消耗大量水源的同时，会产生一些污染。他对于水源的消耗、对于污染的关注都是非常不够的。因为这些原因我们把它调降了，然后后来发生一些故事。这是刚刚发生的一个例子。

另外一点是对于上市公司的 ESG 研究，有助于更加合理的估值，尤其是长期估值。还是举个例子，你比如说对于义务、环境的角度来说的话，现在的很多上市公司，存在大量的碳排放。碳排放大家知道，碳交易所的价格还是比较低的。可以告诉大家，未来碳交易的价格会越来越高，尤其我们养老金是长期投资的。如果化石燃料的储备是最重要的资产的话，类似这样的资产会发生价值搁浅。历史上发生过 N 多件事情，比如说以前骑着马去送信的，因为电报出现而失业了。因此，化石燃料的搁浅也非常严重。

投资组合的时候，ESG 基金经理可以提供收益。我没有带 PPT，我用 MSCI 的指数来举例子。MSCI WORLD INDEX 这条指数，涵盖了所有目前全球的发达市场 1600 多家公司，我们的表征是大中华。这 1600 多家公司，如果我们把其中 ESG 评级，达到一定评级的公司拉出来，不好的不要，就剩下 800 多只。800 多只和 1600 多只相比，07 年 9 月份到 16 年 12 月份，八百多只比 1600 多只带来的超额收益大概 5%到 6%。如果对 MSCI 新兴市场指数，目前的上市公司的成分股是大概 800 多只。同样的，把一定评级的拉出来，就剩

下 400 多支了，超额收益达到 20% 还多。这些数据说明第一点是超额收益的，新兴市场的超额收益比发达国家还高。

【袁建军】：您说的 1600 家、800 家是哪个市场？

【陈凯】：我们把全球发达市场，比如说美国、欧洲这些股票市场、上市公司，这次 A 股也是纳入新兴市场。所以我用的是最大的两个概念，发达市场和新兴市场，把所有的成本给拉出来以后，成为成分股。一个是有超额收益，第二个是新兴市场比发达市场要高。为什么？因为新兴市场的上市公司，大家刚刚开始重视这一点，价值投资早于市场发现。从这个角度讲，它是有超额收益的。

第二个像价值链，通过监管推动，通过监管坚持，在投资价值取向上发生变化，从而使基金管理人做估值的时候，发生了变化，产生超额收益，带动正向的投资。很多的投资机构，走出海外，拿海外的年金或者养老金做管理人的时候，已经发现这个问题了。如果你不做 ESG 研究的储备，很可能你会丢到这个单子。如果你有了这个方面的储备，你就会相对容易拿到储备。这是正像价值链建立的过程中，因为你是代表了最大的资金方。你要求你们的管理人践行你的 ESG 择股取向，开始的这一环就建立起来了。

最后花一点时间讲一下，具体执行层面，希望监管层除了倡导、提倡，要求上市公司做 ESG 的强制披露方面，还希望有一些明确的规则出来。另外研究机构做这些研究，有些事情是监管做，有些事情是市场化的机构来做。MSCI 明年会推出覆盖 A 股的上市评级，我们计划在做这个事情。一旦披露了以后，我想上市公司会越来越多来关注这个事情。最后还想提一下，具体到投资的时候，因为我们 MSCI 除了评级，还提供 ESG 的评级。我把 ESG 评级好的拉出来，指数有什么好处？一个是提高投资效率，一个是缩小选股范围。对于被动投资来说，多了一个工具。我先分享到这儿。谢谢！

【袁建军】：下面有请安永上海精算服务部总监黄总，对养老金的精算咨询做介绍。

【黄仁杰】：谢谢袁总，谢谢现场的嘉宾，还有各位学者，各位专家。很高兴能够代表安永参加这次圆桌论坛。我本身从事的是养老金的精算工作，我从养老金精算师的视角来看这个题目。我先说一下养老金的精算师在养老金的管理当中，扮演着什么样的角色。精算师更多是关注养老金的负债，我们的工作可能包括现金流的预测，或者养老金整体负债的评估。或者是说有哪些风险点，可能造成养老金负债的上升。

精算师对养老金负债有比较深刻的理解，在国外的话，其实有蛮多的精算师从事养老金的精算、咨询工作，他会给养老金做资产配置的建议。基于养老金的负债资产匹配，以这个角度来做建议的。我们知道养老金的负债，其实是长期性的负债。我们在投资当中，我们更注重它的稳定性跟长期性，还有风险管理。可以说这个养老金的投资，其实具有一定的社会责任属性。因为养老金的投资体系做得好的话，在改善民生、改善金融体系，或者是社会资源再分配都可以起到很大的作用。

养老金的保值和增值，其实有利于社会经济的发展和社会的稳定。我们看到国外发达国家的一些项目，美国、英国、澳大利亚这些地方，养老金的资产很多是通过共同基金投放到资本市场里面去。由于养老金注重长期性、稳定性，而且对于公司治理有比较高的要求。所以它对于资本市场是可以起到一个稳定性的作用。如果从这个角度来看的话，我觉得责任投资和养老金投资的目标是相当契合的。

因为责任投资的投资决策，不是只看财务绩效，是更全面的，会考虑他的决策对于整个环境、对于整个社会、对于公司治理的影响。他把决策的过程扩展到财务利益、稳健成长。如果一家公司的决策在做决策的过程中，不是只考虑财务绩效，还能这么全面地做决策的话，无形之中就减低了企业的经营风险。就像陈总介绍的，2014年英国牛津大学的学者做了一

些研究。他们发现说其实价值投资、责任投资是会对于投资的回报起到比较积极的作用。

根据安永自己在这方面的调研，我们发现目前来讲在欧洲地区，像澳大利亚这些地方，他们的投资人在责任投资的意识较高。这些地方的责任投资的产品比较多元化。甚至有一些投资指数可以作为参考，有这些责任投资人追踪投资指数。我觉得这些都是可以作为国内养老投资、资管行业的参考。陈总提到目前在新兴国家在发展，我认为这一块在国内的前景还是比较看好的。谢谢！

【袁建军】：因为时间关系，我们最后请每位嘉宾总结一下，而且这也是最后一个环节，请大家对正在推进的养老金的改革做一个寄语。

【肖婉如】：我觉得中国养老金应该遵循下面的几条原则。第一条就是安全性和普惠性原则，第二条就是自愿和激励相结合的原则。第三条是政府推动和市场主动运作的原则。第四个就是公开、公正、高效的原则。第五个要符合人的生命周期和我们国家的养老政策的原则。在这几条原则下面，应该尽快建立第三支柱个人养老金制度与市场运作的模式。要把复杂的管理人、受托人、托管人简化成为投资产品，把所有的法律问题、运作问题、风险控制问题，都留给我们专业的人。让投资人非常便利简洁地能从我们基金公司推出的产品中，享受到养老的保障。如果做到这些话，我们中国的养老会有一个很好的明天，而且我们的养老做好了，也是我们中国梦的重要的一个组成部分。谢谢！

【陈凯】：养老金投资在未来的资产配置，选择基金管理人的时候，如果能够提出明确的 ESG 标准的话，不仅仅是给社会带来巨大的效益，也能给养老金投资本身带来巨大的回报。谢谢！

【黄仁杰】：我想中国因为老龄化人口结构的关系，养老金是个非常重要的议题。也很高兴看到今年政府、监管机构，现在对于养老有一个比较明确的政策。我想养老金的未来也

不只单单靠政府，也要靠我们第三方咨询一起努力，共同把这个做好。谢谢。

【袁建军】：我们这个环节到此为止，非常感谢大家。

声明：以上会议实录根据现场速记整理，未经发言者审阅。

CAFF50



中国养老金融 50 人论坛公众号

CAFF50 QR Code



中国养老金融 50 人论坛微信号

CAFF50 Wechat QR Code

地址：北京市西城区广成街 4 号金宸国际公寓 3 号楼 5 单元 4 层

Add: Floor 4, Unit 5, Building 3, Jin Chen International Apartment,

No.4 Guangcheng Street, Xicheng District, Beijing

官网/Website : www.caff50.net

邮箱/Email : info@caff50.net