

# 养老金融评论

---

2020年第12期（总第61期）

- 中国养老金融50人论坛五周年年会在京顺利召开
- 胡晓义：养老保险体系建设要坚持公平优先的理念
- 贾康：积极推进养老金第一支柱全社会统筹机制建设
- 陈向京：养老金投资管理模式的选择
- 唐霁松：回顾过去 展望未来，加速推进养老金融服务体系建设
- 钟蓉萨：积极应对人口老龄化，共筑“老有所养、老有所依”中国梦
- 曹德云：积极参与第三支柱建设、养老顶层设计和科学规划
- 熊军：从养老基金资金特点来看投资管理的原则要求

中国养老金融50人论坛

[www.caff50.net](http://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 胡晓义 宋晓梧

### 论坛秘书长：

董克用

### 常务副秘书长：

张 栋 王 婷

### 副秘书长：

孙 博 王赓宇 朱海扬 张 兴

## 《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 施文凯 林佳钰 周 宁

尤 杨 王振振 王德永 沈国权

---

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](mailto:caff50review@caff50.net) 进行联系。

## 目 录

### **【本期重点关注】**

中国养老金融 50 人论坛成立五周年年会在京顺利召开.....	4
胡晓义：养老保险体系建设要坚持公平优先的理念.....	11
贾 康：积极推进养老金第一支柱全社会统筹机制建设.....	21
陈向京：养老金投资管理模式的选择.....	27
唐霁松：回顾过去 展望未来，加速推进养老金融服务体系建设....	33
钟蓉萨：积极应对人口老龄化，共筑“老有所养、老有所依”中国梦 .....	39
曹德云：积极参与第三支柱建设、养老顶层设计和科学规划.....	46
熊 军：从养老基金资金特点来看投资管理的原则要求.....	52

### **【CAFF50 大事记】**

2020 年 11 月 CAFF50 动态.....	57
----------------------------	----

**导读：**2020年12月13日，积极应对人口老龄化国家战略背景下的养老金融展望暨中国养老金融50人论坛成立五周年年会在北京顺利召开。本次年会由中国养老金融50人论坛主办，天弘基金管理有限公司承办，新浪财经在线同步直播。来自养老行业相关的政府部门领导、专家学者、业界机构等数百名嘉宾，值此“十三五”收官与“十四五”开局之年，齐聚一堂，共商养老金融行业发展大计，探索如何更好地利用养老金融工具来落实国家战略和助力养老事业发展。会议还重磅推出了2020中国养老金融行业“金耆奖”的获奖名单。

本期《养老金融评论》聚焦中国养老金融50人论坛五周年年会嘉宾发言，重点关注论坛学术顾问、中国社会保险学会会长胡晓义，论坛核心成员、华夏新供给经济学研究院院长贾康，全国社保基金理事会养老金融管理部主任陈向京，论坛核心成员、中国社会保险学会副会长唐霁松，中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨，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、天弘基金副总经理兼首席经济学家熊军等多位专家的演讲实录，以飨读者。

## 中国养老金融 50 人论坛成立五周年年会在京顺利召开



12月13日，积极应对人口老龄化国家战略背景下的养老金融展望暨中国养老金融50人论坛成立五周年年会在北京顺利召开。本次会议由中国养老金融50人论坛主办，天弘基金管理有限公司承办，新浪财经在线同步直播。来自养老行业相关的政府部门领导、专家学者、业界机构等数百名嘉宾，值此“十三五”收官与“十四五”开局之年，齐聚一堂，共商养老金融行业发展大计，探索如何更好地利用养老金融工具来落实国家战略和助力养老事业发展。会议还重磅推出了2020中国养老金融行业“金耆奖”的获奖名单。

本次年会得到了论坛成员、研究员和社会各界的积极响应和大力支持，同时还邀请了多位特邀嘉宾，包括中国社会保险学会会长胡晓

义，全国社保基金理事会养老金管理部主任陈向京，贵州省地方金融监督管理局副局长叶凯，中国期货业协会会长洪磊，中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨，中国保险行业协会秘书长商敬国，华泰保险集团股份有限公司副总经理、华泰资产管理有限公司总经理兼 CEO 杨平，兴银理财总经理顾卫平，宜信财富、宜人财富联席总裁尚筱等。出席本次年会的论坛核心成员包括华夏新供给经济学研究院院长贾康，中国社会保险学会副会长唐霁松，中国劳动和社会保障科学研究院院长金维刚，中国养老金融 50 人论坛秘书长、清华大学社会科学学院教授董克用，全国社保基金理事会规划研究部主任武建力，中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云，中欧国际工商学院院长汪泓，中国老龄科学研究中心副主任党俊武，天弘基金管理有限公司总经理郭树强，长江养老保险股份有限公司党委书记、董事长苏罡，建信养老金管理有限责任公司创始人、首任总裁冯丽英，中欧基金管理有限公司董事长窦玉明，建信养老金管理有限责任公司总裁曹伟，中国养老金融 50 人论坛首席经济学家姚余栋，天弘基金管理有限公司副总经理兼首席经济学家熊军，中国社会保险学会养老保险专委会主任委员周红，中国人民大学教授李珍，中国政法大学教授胡继晔，武汉科技大学金融证券研究所所长董登新，浙江大学教授米红等，还有来自全国各地的政府部门代表、知名高校的教授学者、以及行业机构的专家代表出席了本次会议，聚焦养老金融行业发展新动态。

会议由中国养老金融 50 人论坛副秘书长朱海扬主持。

会议伊始，中国劳动和社会保障科学研究院院长金维刚和天弘基

金管理有限公司总经理郭树强分别代表主办方和承办方致欢迎词。

随后会议进入论坛成立五周年总结回顾和庆典环节，与会嘉宾共同见证了论坛成立五年来的发展历程。中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授对论坛五年来的工作做了总结回顾。经过五年的发展，论坛形成了涵盖老、中、青三代的成员团队，成员机构遍布银行、基金、保险等各个行业；五年来共举办了六十余次各类会议，主题涉及养老金金融、养老服务金融和养老产业金融等多个领域；此外，论坛在研究成果、国际交流、宣传合作等方面也成果丰硕。未来论坛将在更高层次和更深维度搭建交流平台，促进养老金融和养老产业的融合，拓展养老服务金融的新格局。今后五年，论坛将在做好养老金金融的同时，也要把更多力量扩展到金融支持养老事业和金融服务业上去，加强国际交流，引进国际经验，对外讲好中国故事。

接下来会议进入主旨演讲环节，中国社会保险学会会长胡晓义，华夏新供给经济学研究院院长贾康，全国社保基金理事会养老金管理部主任陈向京，中国社会保险学会副会长唐霁松，中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨，中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云，天弘基金管理有限公司副总经理兼首席经济学家熊军先后发表了自己的观点。

胡晓义会长的主旨演讲题目为“养老保险体系建设要坚持公平优先的理念”。他从“覆盖全民”、“统筹城乡”、“公平统一”、“可持续”和“多层次”等五个方面，深入系统地分析了中国养老保险制度的改革方向。他认为，“覆盖全民”意味着增数量、更求质量；

“城乡统筹”意味着“先协调、再求归拢”；“公平统一”意味着“明理念、强化规制”；“可持续”意味着“增收节支、广辟资源”；“多层次”意味着要“夯实基本、接二连三”。他建议，未来要面向全民，启迪养老保障意识，推动养老保险法制化进程。

贾康院长的主旨演讲题目是“积极推进养老金第一支柱全社会统筹机制建设”。他认为，在当前省级统筹模式下，养老保险资金分散在全国 30 多个“蓄水池”中，资金的再分配功能有限。实现养老保险全社会统筹、使养老保险资金进入一个“蓄水池”、扩大全国统一市场之后，能够以更大的包容性来均衡衔接不同年龄结构和区域之间“用水”的时间差异，在统一各地缴费率标准、降低社保缴费负担等方面具有积极的正面效应。他提出，实施养老保险全社会统筹之后，可以通过精算计算出降费的空间和余地，进而直接回应社会强烈诉求，有效减轻企业的缴费负担。这对于当下进一步扩大内需、调动企业内在积极性，促进内循环为主体双循环蓬勃发展而言具有重要意义。

陈向京主任以“养老金投资管理模式的选择”为主题发表了主旨演讲。她认为，随着投资收益对基金积累的贡献与日俱增，养老金投资管理在整个社保体系中的地位也日益重要。养老金投资管理是一个系统管理过程，需要根据不同养老金政策、制度和投资环境来确定不同投资管理模式，并在不同投资框架和决策机制下确定不同的投资策略，以获得与资金性质相匹配的投资收益率，实现保值增值的目标。

陈浩副局长以“中国人口转型”为主题发表了主旨演讲。他首先分析了世界人口转型的四个阶段和转型结果，然后总结了发达国家应

对人口转型的三点教训，一是低估了人口的作用，二是搞不清人口与经济增长的关系，三是高估了人类应对老龄化和少子化的能力。具体到我国的人口转型，他认为我国的人口转型不同于发达国家，具有人口转型更快、老龄化更严重的特点。最后，他从转变观念、生育为本、养老为辅，重视储蓄和投资，推进养老改革等方面提出我国应对人口转型的改革方向。

唐霁松副会长的主旨发言题目是“回顾过去展望未来，加速推进养老金融服务体系建设”。他首先总结了“十三五”期间我国养老金融发展的成就，主要体现在制度建设日益完善、基金保值增值成效显著、划转国有资本取得突破性进展、全行业能力建设得到明显提升、基金监管不断向纵深推进、养老金融行业助力扶贫攻坚力度空前、业内学术交流与宣传取得积极成果等7个方面。展望未来，他提出三点建议，一是要进一步优化结构，推动三支柱协调发展；二是要进一步完善养老基金投资政策；三是要进一步填补投资运营的政策空白。

钟蓉萨副会长的主旨演讲题目是“积极应对人口老龄化，共筑‘老有所养、老有所依’中国梦”。她结合基金业服务养老金的经验，认为“积极应对人口老龄化”，一是实现“有所养”，要充分发挥投资管理的作用。为此，需要转变投资理念、完善投资运营模式。二是实现“有所依”，要全面推进个人养老金体系的建设。具体而言，需要从做好投资者教育、做好专业投资、做好全流程客户服务等方面做好投资。三是“老有所养、老有所依”中国梦的共筑，需要养老金体系化的持续推进。制度的推进要在实践中完善，需要养老金工作者们

的持续长期努力。

曹德云执行副会长兼秘书长认为，逐步走向长寿时代是改革开放经济快速发展和人民生活质量稳步提高的具体体现，但与长寿时代相伴随的老龄化和少子化问题也给我国养老保障带来极大的挑战。他认为，养老金融产品作为养老金融市场的核心和基础，具有产品长期性和持续性、收益适度性及稳定性、安全性、资产配置的稳健长期性、普世性和普及性、多样性等六大特征。当前，我国养老金融发展仍处在初级阶段，借鉴发达国家在养老金融需求、国家政策支持、优质产品供给、消费者参与等方面的经验，他从强化公众养老规划意识、加强顶层设计与科学规划等方面提出我国养老金融的发展建议。

熊军副总经理兼首席经济学家以“从养老基金资金特点来看投资管理的原则要求”为主题进行分享。他认为，养老基金具有资金期限长、对安全性要求高等两大特点，并对养老基金投资管理的原则要求进行了深入分析。他从明确长期投资的目标、明确风险容忍度、识别不可逆损失风险情形、提高主动投资能力等四个方面提出对我国养老金投资管理的对策建议。

最后，会议进入 2020 养老金融行业评选“金耆奖”颁奖典礼环节，本环节由中国养老金融 50 人论坛常务副秘书长张栋主持。首先，“金耆奖”战略合作方、新浪金融投资中心总监王婷婷介绍了此次评奖的基本流程。随后，2020 中国养老金融“金耆奖”正式揭晓，获奖代表分别发表获奖感言。

一直以来，中国养老金融 50 人论坛秉承着“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”的宗旨，在中国养老金融发展过程中不断凝聚各方智慧。本次峰会打造了一个养老金融行业内部的高端对话平台，对汇聚各界智慧、引领创新议题、分享优秀的养老金管理理念和经验具有重要意义。峰会在社会各界的大力支持下取得了圆满成功。

## 胡晓义：养老保险体系建设要坚持公平优先的理念



胡晓义：中国养老金融 50 人论坛学术顾问、中国社会保险学会会长

首先祝贺中国养老金融 50 人论坛五周年的华诞！

各位嘉宾对五周年所做的回顾总结我全部赞成，没有任何的补充，我想说我个人的体会。这五年对我自己来讲也是一个学习、提高认识、增加积累、向各位请教的过程，我受益多多，感谢各位！

结合今天的会议主题，围绕着党的十九届五中全会的《建议》，以及去年中共中央、国务院发布的《国家积极应对人口老龄化中长期规划》有关部署，我讲一些看法，给报告起题目是“落实 5 个定语，健

---

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛成立五周年年会上的发言，未经本人审阅。

全养老金制度”。

因为五中全会里边有很多关于社会保障的论述，而其中最集中是第45条，第45条关于完善社会保障体系里用了5个定语，大家都很熟悉我就不重复了。我只是想跟大家分享体会是，党最高层文件中描绘一个事务，连续用多个定语的不是那么多；也有很多，但是多达5个就极少了。还有一个可以相媲美是用了6个定语，是在十九大报告里，而它定的事务也是社会保障体系，可见这个事务复杂性、多维性是需要我们不断深化认识的，我围绕五个定语谈一些认识和体会。

首先是覆盖全民。我对覆盖全民社会保障体系分析是围绕养老保险而言的。覆盖全民社会保障体系就“十四五”或者更长时间，我认为要把过去以数量扩张为主重点转向既要增数量更要求质量的重点，我这里描绘的是过去几年人数增长的情况。

对于“十四五”而言，我认为要把目标定的更高，“十三五”定的是90%的覆盖率，实际上是超过的；“十四五”既然讲覆盖全民应该把目标设定95%。我大概分析了一下，是要达到104500—105000的覆盖规模，相对“十三五”扩张1亿多人规模而言，“十四五”在数量压力并不是很大，但有两个问题需要关注。

一是现在没有被覆盖群体是难度相对比较大，流动中不稳定的群体，包括新业态的就业者。二是我们要提高参保质量，因为现在被覆盖将近10亿人中有相当一部分是中断性、间歇性甚至名义上参保最后找不着人变成死库的状态，这是我们需要在未来状态中需要提高参保质量所要做的努力。

另外尽可能延长缴费的期限，保持连续性。这是我做的图，整个人口中有 13% 点几不属于覆盖范围，76% 是属于我们覆盖范围；不属于覆盖范围是少年儿童、在校生。围绕这个指标我建议细化一些分析性的指标，不光要看参保规模有多大、增量有多少，而且要看里边连续性参保状态是什么样的、连续性缴费状态是什么样的，这样才能够对症下药提高参保质量。

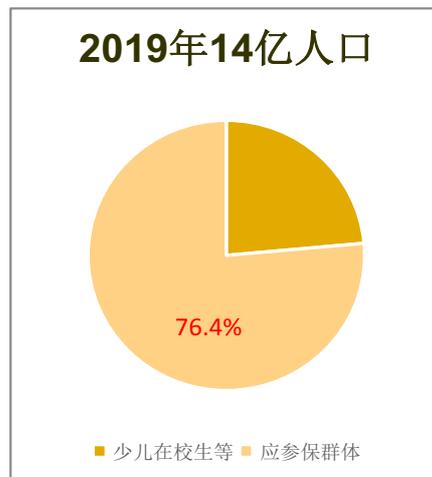


图 1 2019 年我国应参保人数占总人口的比例

第二个定语讲的是城乡统筹。对于城乡统筹学界有一些讨论，我个人认为不着急讲制度并轨，职工养老保险跟居民养老保险制度合并，这个可以作为长期构想，中短期内主要还是在制度协调上多下一些功夫。

我画两个饼，左边是职工养老保险跟居民养老保险参保人数结构的，而右边是把居民养老保险里 2000 多万人又划到城镇里边来，这是一个城镇的对比，大体看是一半一半。“十四五”期间我想应该能够实现关键性的转折或者标志性的转折，城镇参保人口会超过农村的参保人口，会实现这样一个转折。当然这里需要做一些工作，怎么样

顺应城镇化的进程调整参保人员城乡结构、怎么样适当提高居民养老保险强制性，适当淡化福利色彩，一会儿会看到供款结构，增加一些义务性的规定。

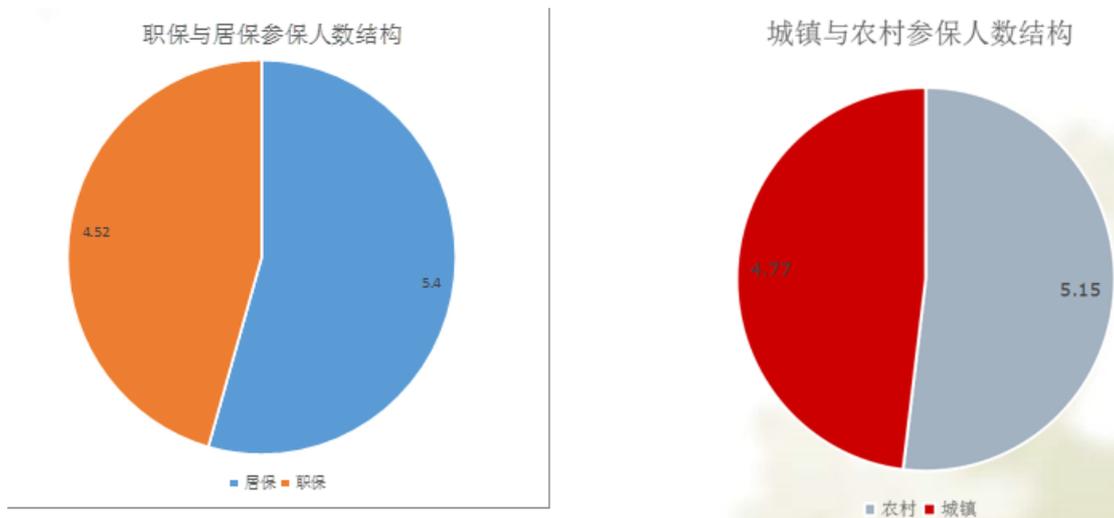


图2 2020年10月参保人数结构

第三个定语是公平统一，这个非常重要。如果大家比较细心可以看到，在党的十九大文件里关于完善社会保障体系用了6个定语，6个定语跟这次5个定语中的4个都是完全一样的；不同的是有两个叫做责权清晰、保障适度，这次叫做公平统一，实际上在更高层次上是有所概括，但突出了公平性。这个我觉得是大有深意的，跟我们面对未来的目标2035年基本实现社会主义现代化里边要求公平性的指标是密切契合的，而未来可能遇到各种风险里边，其实有一个我认为是非常大内在风险是收入分配不公或者差距进一步拉大，而导致陷入中等收入陷阱，社会不稳定，这是我们可能面对内在的风险。

所以大家如果认真学习了十九届五中全会《建议》，可以看到对公平性、对共同富裕强调摆在了非常突出的位置。习近平总书记在《说明》里特别讲到，随着我国全面建成小康社会，开启全面建设社会主

义现代化国家新征程，我们必须把促进全体人民共同富裕摆在更加重要的位置，脚踏实地、久久为功，向着这个目标更加积极有为进行努力。两个更加，一个是更加重要位置，一个是更加积极有为，可见中央对未来十五年基本矛盾判断、主要风险判断是何等的鲜明。所以作为社会保险工作者、社会保障体系建设，更要坚持公平优先的原则。

过去十几年我们国家经济系数变化一直维持 0.46%以上的高位，你看这个图本身并不是很明显，因为我从 0.45%做起点，咱要相对公平指标 0.3%作为起点，你可以看到非常陡峭的格局，而到 2019 年仍然高达 0.465%。我们在未来五年、十年、十五年当中能不能真正把经济系数降下来，其实是考量社会发展进步，首先是社会保障体系是不是起到了重要作用一个突出的指标。



图 3 中国基尼系数变化图

在社会保障特别是养老保险体系建设里，还是要坚持公平优先的理念，不要再重蹈多年以前把所谓效率优先原则也引到社会保障系统里的误区。同时要强化公平规则的设计和执，特别是“十四五”期

间养老保险统筹,完善社会保险公共服务体系,这是两个有力的条件,要抓这两个有力条件更加注重公平性的设计和执行。

第四个定语是讲可持续。说到可持续当然不可避免会讨论到人口压力。我主要是从什么角度来给大家展示呢?一方面底下红的柱是60岁以上人口在增加,在过去14年、15年,更重要是灰色曲线是劳动力人口在减少,比值在下降,就绝对数而言2013年到了顶峰10亿,接着慢慢下降了,比重是2010年就到了顶峰,然后就下降了;2015年有个陡降我也不知道出了什么事,一下比值就降下来了,现在只有64%,所谓15—59岁人口占整个人口的比重降下来了,这是大家比较关注的。

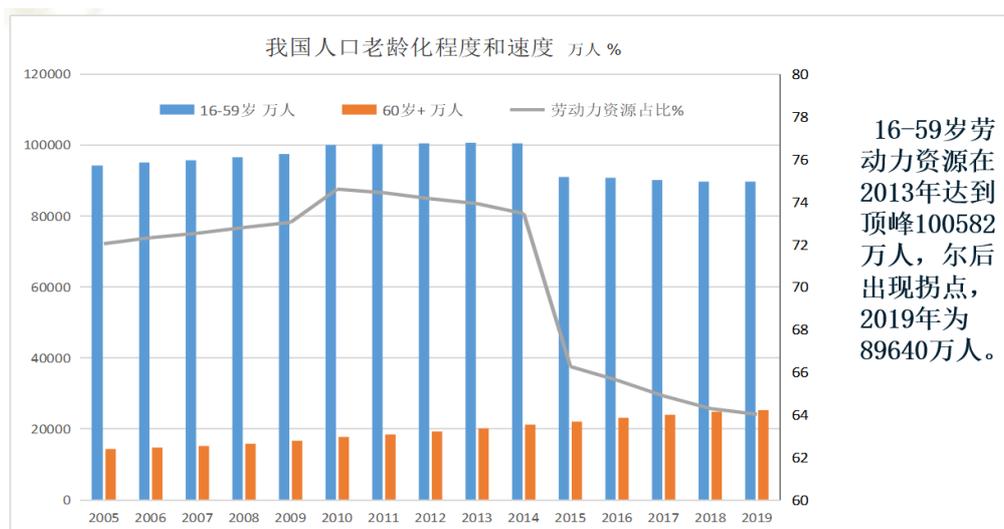


图4 我国人口老龄化程度和速度

从我们体制内来看,企业职工养老保险参保人数、领取人数都在增加,但是抚养比越来越恶化,从3.1:1降到2.65:1,2.65个人养一个退休人员,是这么一个比重。

再看基金,基金总收入和总支出每年都在增加,这条灰色的线是基金结余,我都讲企业职工基本养老保险,结余在去年年底达到顶峰

54000 多亿，今年一下就下降了，我没有列出数，因为今年还没有完。下降原因是两个，第一是大规模、大幅度的降费率，第二是今年疫情期间，全年实行了减免缓的政策，少收了 10000 多亿，如果加上 10000 多亿肯定是正增长的，但这也是大局的需要。

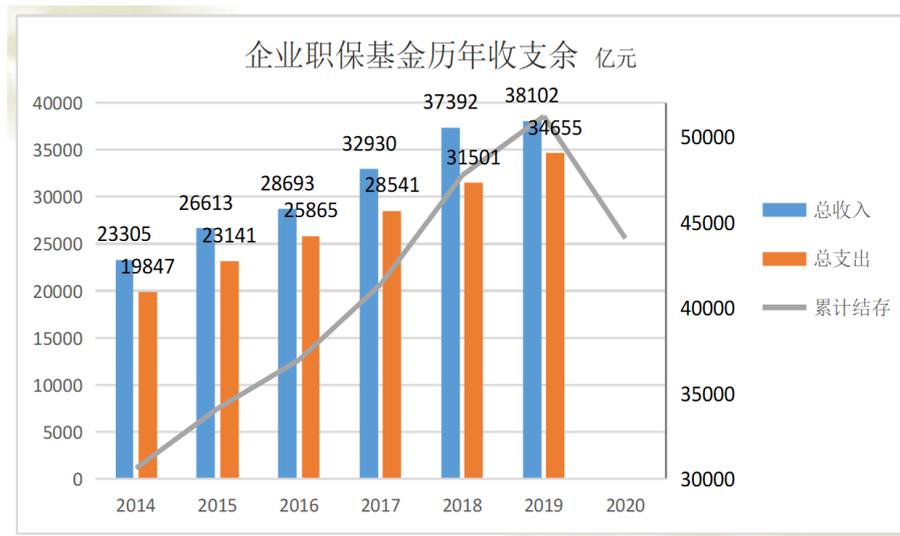


图 5 企业职工基本养老保险基金历年收支结余

所以从这些情况来看，可持续的问题确实是值得关注，但是我也想跟大家分享的观点有几个。一是我们要正确看待老龄化的趋势，对我们国家来讲当然有它的严峻性，一世界上从来没有这么大规模，二世界上从来没有这么快的速度，这是我们面对的难题，另外我们起始时间也早，但是也要看到这里边还是有机遇的。老龄化人寿年丰是我们多年的理想和追求，现在人的寿命延长了为什么又不高兴了呢？对这件事应该有忧患意识，特别是学界要掌握一个平衡，还要讲它的机遇，否则所有人都说我们应该忧患，成天忧心忡忡，从决策到老百姓全部忧心忡忡，其实不是这样的情况，有很多机遇，而且也是社会文明进步的标志之一。

实际上还有一个观点分享是老龄标准是可变的，并不是说 60 岁，

我刚刚前面是用了 16—60 岁作为劳动年龄人口，但是这个标准是工业化的产物，现在是信息社会了，实际上劳动能力、劳动年龄应该大大提升和延长。如果要用更客观标准来看，实际上老龄化也是一个客观评估的状态。

现在所有老龄化国家都是发达国家，而且所有发达国家几乎都进入到老龄化了，我们是按照这个轨迹运行的，难道希望我们永远是非老龄化不发达国家吗？所有发达国家解决老龄问题的时候，虽然有各种各样技术性的问题需要矛盾、需要解决，没有一个说发不出养老金的，所谓发不出养老金预期是为做参量调整做前期研究，是提出预警，所以对这件事要有正确认知。在经济增长而且增长幅度超过人口老龄化速率经济体系里边，是不可能发不出养老金问题的，唯一问题或者问题实质在于在增长财富当中代际分配结构怎么样是合理的，老年人得到多少、中青年得到多少、少年儿童得到多少，才有利于社会可持续、有活力的发展，问题最根子是在这儿。

当然，讲到制度本身也有可持续的问题，我这里列出的图想说明 2000 年的时候不到一亿三千万的 60 岁人口，当时人均 GDP 是 7900 多块钱，十九年以后确实 60 岁人口将近增长了一倍，但是人均 GDP 到 7 万多，这 19 年不能光说老龄化人口速度快，我们要看财富增长快得多，老年人穷了吗？没有，老年人更富了，所以这是我列出企业职工养老金增长情形图，从 670 多块钱到 2600 块，这是大趋势。

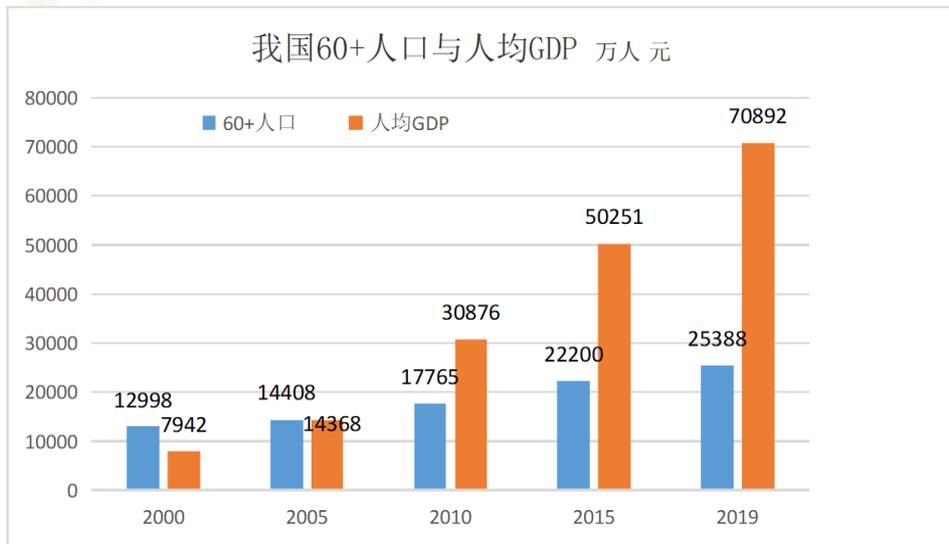


图6 我国60岁以上人口与人均GDP比较

制度内还是要增加增收节支的措施，归结起来两条图就是增收节支，全国统筹，延续退休年龄等等都是措施。还有管理上措施，抑制提前退休、防止跑冒滴漏全部是非常实在的措施。待遇水平和社会经济发展相应也是加以调控相应措施，右边列的表无非想说明如何正确评价替代率，来考量待遇水平调整速率和幅度。



图7 企业退休人员基本养老金与替代率

当然还要进一步扩大收支资金筹资渠道。这三个饼为了给大家做参考，现在企业职工养老保险筹资里14点几是财政补贴，机关事业单位里将近33%是财政补贴，居民养老保险就是红的这块将近70%是财政

补贴，但是我们现在讨论企业职工养老保险如何可持续，那两个都不说如何可持续，为什么留给大家思考一下。



图8 城镇职工、机关事业单位及城乡居民基本养老保险筹资结构

《社会保险法》规定职工养老保险是单位个人供款，然后资金不足财政补助，是三条主要渠道，三条渠道都要扩展才能保持可持续性。

最后一个定语我不讲了，留给大家说了。大家可以看到已经形成共识是我们一支独大，二三支柱发育迟缓，对第二支柱的发展还有很大的空间，特别是职业年金几年发展给企业年金如何提速创造了很多经验，而第三支柱据我所知有关部门已经形成了高度共识，有可能在良好设计和管理下迎来一个新的爆发期，这是我们所期待的，我就不多讲了。

最后向大家表示感谢，也期待着和大家共同努力，面对全民来启迪养老保障意识，推动养老保险法制化进程，谢谢各位！

## 贾 康：积极推进养老金第一支柱全社会统筹 机制建设



贾 康：中国养老金融 50 人论坛核心成员、华夏新供给经济学研究  
院院长

尊敬的胡会长、金院长、董秘书长和承办方郭总经理，尊敬的各位到会领导、各位嘉宾、各位朋友，大家好！

我首先代表华夏新供给经济学研究院热烈祝贺中国养老金融 50 人论坛成立五周年，也借这个机会，自己以研究者的定位做探讨性的发言。

多年的研究工作期间，我对于养老金关注、了解情况相当有限，

---

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛成立五周年年会上的发言，未经本人审阅。

愿意借这个机会比较直率地做一个观点的交流，我发言题目是想设定在这样一个表述上——“积极推进养老金第一支柱全社会统筹机制建设”。

据我所知，基本养老保险基金统筹提高到全社会的相关说法，已经写入“十二五”规划、“十三五”规划，历经十年，再一次写入《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，前面十几年似乎这个事情提的很明确，迟迟很难落实，在相关认识上似乎总是有不同的意见。我在不同场合也请教过不少同志，包括体制内和社保基金工作关系密切的同志。实话实说，总是对于反对意见的依据问不出一个所以然来，到底碰到了什么硬障碍，为什么这个事情中央早早就给出了明确指导意见而难以落实。

根据网上舆论情况看，我觉得不少人有误解。似乎主要是集中于对把所有基本养老保险资金归入一个蓄水池之后，资金分配合理性提出质疑。按照我作为一个研究者的理解，基金统筹层级提高到全社会共用一个蓄水池，它是提高蓄水池的后继供给功能，也是胡会长使用的专业术语——代际合理分配。分配和调剂功能得到提高，过去这么多年努力也只是有些地方做到省级统筹，即使全部做了省级统筹也是30多个蓄水池，省级行政区和计划单列行政区，30多个蓄水池自己的调剂功能只是覆盖本地，把所有蓄水池合成一个大蓄水池，它的分配调节功能完全不可同日而语。

基金统筹进入一个蓄水池之内，可以以更大的包容性来均衡衔接不同年龄结构区域之间用水的时间差异，它的正面效益至少可以从以

下几个维度得以体现：

第一是可以瞬时统一各地缴费率的标准，更有利于让劳动要素在统一市场内无壁垒的流动，这样它会明显消除原来不同统筹区待遇转接的矛盾，也大大降低了相关综合管理成本，劳动力的流动是不可逆转的趋势，中央现在特别强调供给侧改革要注重要素市场建设、要素合理流动、充分流动对于打造现代化经济体系具有重要意义和作用。

我们回想到一些具体场景，比如广东那边经济发达以后大量农民工涌入，不可能总是在那一个地方，离开广东的时候要排很长时间的队办理基本养老保险转接手续等等。如果我们能在这方面明显消除矛盾、纠结，当然是提高了劳动力的供给效率，这个意义对于发展社会主义市场经济是不言自明的。

统一全国在一个蓄水池之后，各地缴费标准差异完全可以在现代信息条件之下，在以后出现支付环节，清清楚楚分段计算，统一了以后好处是劳动力流动更没有壁垒方面的考虑，全国一个统一标准，计算上都是一清二楚的。

第二项正面效益是由于蓄水池变成一个以后，后继功能的提高，我们可以通过精算来得知，在满足支付需要情况之下，缴费的标准可以往下调低多少，现在一般学者看法是中国的五险一金在社会保险制度下综合形成的企业负担跟社会成员负担，在全球范围内处于最高之列，这里最主要的代表性负担部分还是基本养老保险。比如东北区域企业要交 22%以上，南边比较低也有 16%，还有个人要交 8%左右，再加上其他各种各样社保的负担。

我们如果能够在这方面有了余地和空间，把缴费标准往下调低，直接回应社会强烈诉求，是减轻企业的负担。减轻企业负担绝对不是简单只讲征税的问题，减税做这么多余地，实话实说余地不大，五险一金项目很清晰，不是减少项目问题，是减轻负担问题，要把握全景图，全景图之内减轻企业五险一金最有分量的是减轻基本养老缴费负担，也是在当下进一步扩大内需、调动企业内在积极性，促进内循环为主体双循环蓬勃发展，在改革中抓住更重要的选项，这种正面效应是值得期待的。

在实行全社会统筹情况之下，会不会发生有人担心广东的钱养了辽宁懒人的问题。这是我前面说到合理性方面有质疑的代表性观点，在网上看到有些人说的非常情绪化。我理解这个问题其实是个伪问题，缴纳和支付的标准都是清清楚楚的，在统筹层级低的情况下它也是清清楚楚的，都有中国法规体系红头文件列明，白纸黑字都在那里，你多了少了按照规范来说都是不行的，你在小的蓄水池里边也没有多交、少交的问题，分别按规则有时间差地取水的时候，只是兑现养老权益怎么照章执行的问题。

我们试问省级统筹情况下，为什么不说深圳钱养了韶关的懒人，广东蛇口、深圳年轻化情况就是钱越滚越多，韶关是带有老工业基地工业区，它也是广东省欠发达地区，在省级统筹情况下区域在养老金就是调入，这是蓄水池功能体现，没有蛇口、深圳的人养了韶关懒人的分配关系。

因为比较早的时候，从全国来讲东北早早成为工业基地，广东韶

关也是属于过去比较传统的重化工业，那边形成养老基金支付负担是历史原因造成的，不是养懒人造成的，至于说有养懒人的机制是另外一个概念、另外一个事情，不要扯在一起讨论。

我觉得这方面如果加以澄清，其实逻辑上没有大的问题，如果把这个事情做正面的回应，主要是加强宣传的问题。全社会统筹不存在谁吃亏、谁占便宜的问题，有这种认识完全是没有把供给的道理想明白，造成了误解。

这个问题比较粗线条的话，是不是可以进一步研讨养老金融概念如何对应基本养老蓄水池，这一大笔资金力量，原来全国至少几十个池子里的水，它和金融对接后怎么样形成高水平、专业化、保值增值的机制，在这方面客观的讲高低悬殊比较明显，有些地方干脆放弃了，我们这边哪怕发达地区也不愿意花费精力把蓄水池的水动用起来做安全的投资理财，资金自己管起来，干脆一笔划给全国社保基金理事会，自己责任也撇的干干净净，社保基金理事会专业团队替我们打理。

对于地方是很超脱的处理，同时也反映地方层面你让他们一下达到专业水平，能够跟国际高标准逐渐接近，来把全社会利益追求最大化理财助力好，也是现实一个挑战。

我想未来前景，假如“十四五”落实中央要求，把所有基本养老金汇到一个大池子里，我们对接养老金融的概念，在这个针对性上是不是可以把专业化安全投资理财操作高水平乘势在设计运行机制上形成很有意义的方案。它是具有前所未有的有利条件和总结我国社保基金理财已有的经验。比如以招标、投标的方式确定几个专业化管理

团队，让他们在资金安全投资方面有相互之间一定竞争你追我赶情况之下来做安全投资，配置以绩效考评和奖罚的机制，这样服务于公众利益最大化，我觉得这个机制似乎可以做思路上的考虑，当然还要有更细致、全套、专业化的分析和设计。

不成熟的看法借此提出来请各位批评指正，谢谢大家！

## 陈向京：养老金投资管理模式的选择



陈向京：全国社保基金理事会养老金管理部主任

尊敬的胡部长，董秘书长，各位嘉宾，各位朋友，大家上午好！

今天我演讲题目是“养老金投资管理模式的选择”，刚才胡部长和贾院长也聊过，这些年我一直处于这方面研究当中，也就是养老金管理模式选择和如何提升投资效率的问题。我们刚刚提到近年来话题很多，今天就值中国养老金融 50 人论坛 5 周年之际我想谈谈个人的想法，把自己观察和思考做了梳理。

随着投资收益对基金积累的贡献与日俱增，养老金投资管理在整个社保体系中的地位也日益重要，个人认为养老金投资管理不仅仅是

---

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛成立五周年年会上的发言，未经本人审阅。

研判宏观经济和资本市场走势，获取一个较好的投资收益率，我认为它更是一个系统管理过程，它根据不同养老金政策、制度和投资环境来确定不同投资管理模式，并在不同投资框架和决策机制下确定不同的投资策略，以获得与资金性质相匹配的投资收益率，实现保值增值的目标。

我们可以看到养老金投资管理模式的选择是一个重要的环节，它对投资策略和投资收益率的影响非常大，所以我今天主题是养老金投资管理模式的选择。

总体上一个国家人口老龄化的程度，养老保险基金的收支缺口，养老保险制度顶层设计与制度可持续性、资金当前规模以及未来的潜力，投资方式、支付要求、投资期限、投资目标等等这些政策环境，共同决定了不同养老金制度有不同资金特征和风险收益要求，可能采取不同投资管理模式。养老金投资管理模式作为一项系统性的工作，我把它大致分为四个层次：

第一是养老制度顶层设计，根据人口老龄化的程度、养老保险金收支多种因素进行养老金多种制度的顶层设计和改革，决定不同养老金类型在养老金保险体系中不同长期战略定位，比如处于一二三支柱当中哪一个支柱，进而决定定位是基本养老金还是普通养老金，是属于公共养老金范畴还是私人养老金范畴。

公共养老金是国家强制收缴并发放，体现强制性和基础性的特征，大多数国家公共养老金都采取现收现付，基金积累量是比较少的，为了满足支付的需求，它一般只关注流动性的管理，获得更高收益不是

核心目标。因此，投资策略相对比较保守，长期收益水平比较有限。大多数国家成立专门机构集中运营公共养老金，一般是公共管理部门。

少部分国家可能同样实行现收现付，由于人口老龄化程度不够高，或者收支情况比较好，有一定积累规模，或者专门成立养老战略储备基金，这些资金没有短期支付压力，期限比较长，这些养老金虽然属于公共养老金，也是成立专门机构进行集中管理，但是集中管理机构模式可以分为两种，一种是完全按照市场化投资管理模式，大家印象比较深是加拿大 CPPIB，另外一种是按照公共管理部门来设立的，两种不同设置下投资机构差别也比较大，总体来讲市场化养老金发展比较好，按照公共管理部门这种模式相对差一些，中国除外。

实际上，即便是公共管理部门模式养老金投资机构，在投资环节中仍然可以引入市场化的做法，引入市场化的配置体系或者组合管理，逐步培养出较好的配置能力，制定出适宜的投资策略，遴选出优秀管理人员，实现保值增值的目标。

私人养老金是作为补充性的养老金，一般不是强制性，而是个人自愿缴纳，作为公共养老金的补充，大多数实行个人账户积累制。无论是看资金的性质还是各国的实践，一般都是在统一规范养老金账户下，对接合格适合养老金性质的资产管理机构和金融产品，由多个合格市场化养老金投资机构进行竞争性、分散化的管理。

对于投资管理模式第二个层次，我认为有不同的治理和管理机构，市场化养老金管理架构和公共养老金管理架构各有特点，体现各投资机构治理和架构不同，市场化养老金管理机构的特点是具有市场

化的机制，投资业绩是其主要目标，组织机构也比较扁平化，以投研为核心，投资决策链条比较短，有比较好的激励约束机制，容易吸引和留住优秀人才。同时要不断完善投资决策体系，提升投资能力、优化投资管理模式和管理体系，并做好营销和品牌管理，以获取更多市场份额。

而公共管理部门型养老机构在治理和管理结构特点是按照政府公共管理部门来设计，将养老金的结余集中统一管理，或多或少都具备了一定国家信用背书，管理成本和营销费用比较低，但是除了收益目标之外还要兼顾很多社会责任。有的国家采取了简单较低保底收益模式，大多数公共养老金管理机构负责运营第一支柱公共养老金。公共管理机构特征决定了管理模式和收益，但不能简单看高低，也要看国家养老金政策、政府财力以及资金可能转给其他政府投资机构去运营，和这些都是密切相关的。

第三，投资决策架构是否采用资产配置体系。资产配置是一种投资管理方法，养老金投资管理中比较好一个投资管理模式，可以有效解决机构投资者量大、产品体系庞大带来的困难、目标不明确、投资结果分化难以控制这些问题。资产配置体系完全贯穿投资整个流程，包括理解资金投资需求、明确投资目标、设立资产类别、制定比例调整和再平衡的规则、选择管理人确定细分资产结构和风格，开展风险管理进行绩效评估一系列环节，通过战略配置为锚，战术配置获得超额收益，再平衡控制整体风险的体系，可以提高投资管理专业人员能动性，不至于主观判断失误造成损失。

反之不采取资产配置框架，或者有效管理模式，可能出现管理松散，一方面可能出现投资运作偏离投资目标和性质，投资执行不及时的问题，甚至极端市场情况下被个人情绪贪婪和恐惧所主导。另一方面产品体系中缺乏有效配置，无法发挥协同效应，实现整体融合，进而获得在一定风险下相对可预期的整体业绩水平。

这里我想强调资产配置体系还需灵活开放，虽然环节和涉及内容很多，但它绝对不是僵化自上而下的流程，相反自下而上的流程很重要。

第四，每类资产都涉及到我们选择直接投资还是委托投资，直接投资和委托投资在选择没有绝对的优劣之分，不是说集中管理的公共性养老机构必须采取委托模式，不是说分散管理的市场化竞争机构必须采取直接投资模式，而是根据自身特点、投资能力、机制体制和竞争优势来确定，在合适的时机、合适的领域，选择合适的投资方式，我们不可否认直接投资能力是一个资产管理机构专业投资水平最具代表性的体现。

对于偏行政化公共管理机构，难以像市场化管理机构有约束机制，不能让它采取细分领域直接投资的方式，而是可以采取委托投资方式，博采各家机构的资产。公共型投资管理机构在某些领域有自身开展直接投资的优势，比如国家重点战略项目参与上、大额投资谈判中，我们可以更考虑运用机构本身权威性和体量优势，获取准入或者更有利的价值条款。

对于市场化投资机构，必须在某个或者几个资产领域或者分类中

有较强的直接投资能力，我们很难想象没有直接投资能力，市场化机构如何在竞争性市场环境中生存下去。

市场化投资管理机构一般管理是私人养老金，这时候我们必须具备一定直接投资管理能力，参与市场竞争。市场化投资管理机构即便参与公共养老金的管理，成为公共养老金投资机构一个外部管理人，公共养老金仍然会选择在细分领域、某类资产直接投资能力中比较强的市场化投资管理机构。

投资能力和专业人员培养是一个长期的过程，一些养老金投资管理机构早期可以适当借助于委托投资方式帮助自己提高投资利润，考虑自身成本和规模潜力。现实情况就是这样，如果规模很小、规模增长潜力也很小，我们也可以想象很难选聘优秀的管理机构。

这是近年来我们一直处于选择投资管理模式、提升投资收益率的实践和探讨当中，今天确实在这里做一些梳理供大家交流，谢谢！

## 唐霁松：回顾过去 展望未来，加速推进养老金融服务体系建设



唐霁松：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国社会保险学会副会长

2020 年是极其不平凡的一年：一方面，中国面对突如其来的新冠疫情，全党动员、全民动员，是取得重要经验、重大成果的关键一年；另一方面，我们迈开步伐，奋力冲刺，是全面建成小康社会的一年，是全面脱贫攻坚的决胜之年，也是十三五国民经济和社会发展规划收官之年。在这样一个历史时间节点上，恰逢中国养老金融 50 人论坛成立 5 周年。在祝贺的同时，我觉得很有必要总结及展望中国养老金融

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛成立五周年年会上的发言，未经本人审阅。

事业发展过去取得的成就和未来方向。

### “十三五”养老金融发展成就斐然

完善养老金融服务体系、发挥好金融在社会资源配置中的调节作用，是我国积极应对人口老龄化、贯彻以人民为中心的发展思想的重要举措，也是实现经济高质量发展、维护国家安全和社会和谐稳定的必要保障。养老金融涵盖了养老金金融、养老产业金融和养老服务金融这三大领域。在业内各有关部门、金融机构同仁的不懈努力下，取得了7个方面的成就：

**过去的5年，制度建设日益完善。**随着我国社会保障体系建设迅速发展，我国已经建立起比较健全的社会保障制度体系，成为世界上社会保障制度覆盖人数最多、保障项目基本齐备的国家。养老金金融方面，我国三支柱的养老保险制度框架已经基本形成，人民群众老年生活基本得到保障。具体来说，基本养老保险制度已基本实现全覆盖，2019年末全国参加基本养老保险人数为96754万人，基金累计结存62873亿元，能够保证基本养老金及时足额支付；企业年金制度运转顺畅，管理基金规模持续增长，截止2020年二季度，有近10万个企业建立企业年金计划，参加职工人数超过2600万人，积累基金近2万亿；职业年金开局良好，顺利实现了制度入轨和规范运行；第三支柱方面，个人养老金制度试点也破冰推进，展现出良好的发展前景。

**过去的5年，基金保值增值成效显著。**我国养老金投资秉承价值投资、长期投资和责任投资，风格稳健、增值效果良好，获得了优于其他投资方式的增值效果。基本养老保险基金从2016年12月受托运

营至今，累计投资收益达 850.69 亿元，其中，2019 年基本养老保险基金权益投资收益额 663.86 亿元，投资收益率 9.03%。投资收益作为战略储备基金，社会保障基金从 2015 年的规模 15083 亿元持续稳定增长到了 2019 年的 26286 亿元。年均投资收益率接近 8%。企业年金自 2007 年正式启动市场化投资运营以来，年平均收益率为 7.07%。可见，养老金投资增值效果远远超过银行一般存款和理财收益，远高于同期通胀率，也优于一般机构投资者的投资收益率。

**过去的 5 年，划转国有资本取得突破性进展。**通过划转国有资本等制度安排多渠道筹集资金。截至 2019 年末，中央层面共有 81 家中央企业和中央金融机构划转国有资本充实社保基金，划转规模约 1.33 万亿元，地方层面的划转工作也正在有序推进，有望今年年底前完成划转任务。养老保险制度的可持续性资金支撑来源更加多元和丰富。

**过去的 5 年，全行业能力建设得到明显提升。**随着养老金融规模的迅速增长，管理、投资、市场运作的规范要求，特别是职业年金的启动，无论是政府部门还是监管部门；无论是金融机构还是代理人、委托人，在机构建设、信息化智能化等技术应用、行业规范标准及自律、管理服务的水平、效率和质量方面，是发展最快、进展最大的时期，同时培育培养了一大批养老金融领域的专业人才。

**过去的 5 年，基金监管不断向纵深推进。**基本养老保险基金形成了政策、经办、信息、监督四位一体的监管机制，有效控制了风险增量，减少了风险存量，遏制了养老金融领域大案要案的发生。加大了对代理人在职业年金领域、对金融机构在年金领域里的准入、管理、

规范、投资、风控、指导诸多方面监管力度，促进了养老金融市场的健康有序发展。

过去的5年，养老金融行业助力扶贫攻坚力度空前。金融机构积极践行企业社会责任，充分各自在产品、资金、人才、技术、网点和服务等方面的资源优势，通过产业扶贫、金融扶贫、保险扶贫、健康扶贫、消费扶贫等方式，实实在在助推脱贫攻坚，贡献突出，效果显赫，也提升了养老金融行业在政府部门和社会及公众中的形象。

过去的5年，业内学术交流与宣传取得积极成果。在政府主导，市场运作大的背景下，在推进养老金融方面，政府机构、金融机构、科研院所、学会协会等社会团体举办组织了大量多角度、多领域的座谈会、论坛、国内国际研讨会，进行了许多高质量、深层次的课题研究，并形成了越来越多的共识与重要成果，也包括人大政协建议提案、专项报告和专著专刊、媒体和网络宣传，这些对中央和政府有关部门决策、对规范市场行为，打下了坚实的理论基础、思想基础，也为外部内部推动事业发展的环境和氛围创造了条件。

当然，在取得成绩的同时，也要看到随着老龄化形势日益严峻，养老保障体系发展还不平衡、不充分的现状，人民群众对于养老金金融的需求与日剧增。党的十九届五中全会指出，要“健全多层次社会保障体系，实施积极应对人口老龄化国家战略”。因此，养老金融未来发展前景广阔。为促进养老基金和金融市场良性互动、健康发展，提出三点建议：

**一是进一步优化结构，推动三支柱协调发展**

目前我国整体养老保障体系存在结构失衡问题，要换挡加速推进建设我国多层次养老保障体系。国内养老金体系改革是当务之急，三大支柱必须协调发展，提高第三支柱占比，改变结构严重失衡的现状。三支柱结构的协调，关键在于合理调节第一支柱的缴费比例，适度控制第一支柱的经济资源占用，从而将经济资源转移给第二、三支柱，这样才有助于实现补短板、调结构。当前的降低社会保险缴费负担，有利于通过市场化途径促进第二、三支柱的发展。2019年5月，关于“下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例”，切实降低了企业缴费负担。这种社保基金可持续发展、企业和职工同时提高获得感的制度安排，为健全第二支柱、创立第三支柱从而提高第二、三支柱的比重奠定了一定经济基础，可以考虑企业费率从20%调整16%后，把4个百分点直接作为企业年金，这样可以大幅度提高企业年金增速。第三支柱个人养老金制度要加快在全国大范围进行试点，力争在十四五期间全面推广。

## 二是进一步完善养老基金投资政策

扩大养老基金投资范围，不仅有利于进一步分散投资风险，提升长期收益水平，更好实现保值增值目标，而且有助于养老基金等长期资金进一步支持资本市场发展，提高服务实体经济能力，为我国经济社会高质量发展提供有力支持。为此，要加快出台相关政策，进一步丰富养老基金投资工具，提升养老金投资灵活性。一是扩大投资范围，考虑纳入港股通、资产支持证券等品种。二是完善基金权益投资政策，尽早出台进一步放开企业年金、职业年金权益投资上限，并相应完善

养老金产品投资管理政策。三是适度放宽信托等非标产品在发行主体、信用增信等方面的投资要求。

### 三是进一步填补投资运营的政策空白

要加快出台促进企业年金和职业年金发展的一揽子税收优惠政策。通过税收优惠政策支持补充养老保险发展，既是国际通行做法，也是国家重视和扶持养老民生事业的体现。在国家大规模减税降费政策背景下，需要加快研究制定对企业年金和职业年金基金包括增值税、企业所得税和个人所得税在内的涉及缴费、投资、待遇领取环节的一揽子税优政策。可先明确企业年金、职业年金和养老金产品投资免征增值税。

此外，在十四五时期，还要加强养老金融教育，提升国民养老金融素养。要通过发挥政府部门、行业协会以及金融机构对各自优势，引导和激励国民进行长期养老规划、建立长期投资理念，提升养老金融知识和素养，增强资产配置、风险管理、权益维护等能力。

让我们共同努力，在未来的十四五时期更好提升养老金融经营效益的同时，向社会和公众提供更加便捷高效、公平竞争、稳定透明的养老金融服务，使更多的人分享到养老金融发展的成果。

## 钟蓉萨：积极应对人口老龄化，共筑“老有所养、老有所依”中国梦



钟蓉萨：中国证券投资基金业协会副会长

各位领导、各位来宾、各位朋友：

大家上午好！非常高兴来到养老金融 50 人论坛 2020 年度峰会。论坛自 2015 年 12 月 9 日成立至今已走过五周年，五年间，基金业协会和基金行业一起，同养老金融 50 人论坛并肩奋战、相互影响、共同成长。在此，我谨代表中国证券投资基金业协会对论坛的顺利召开表示衷心的祝贺，对董老师和论坛在这五年间为养老事业做出的努力和贡献表示最诚挚的感谢！

---

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛成立五周年年会上的发言，未经本人审阅。

今年是特殊的一年，老百姓的生产和生活都在不断经历新的考验，但同时，各项工作并没有停滞不前，依然在持续推进，不断发展。如今正值我国十三五收官与十四五开局之年，“积极应对人口老龄化”已成为新时代的国家发展战略，养老金工作者们的长期呼吁和工作进展得到了国家的认可。那么究竟该如何“积极应对”养老这件事呢？从基金业的视角出发，我认为：一是要实现“有所养”，让老百姓有足够的养老金；二是要实现“有所依”，就是依靠养老金体系的建立。今天，结合20年来基金业服务养老金的经验，我在这里谈三点思考：

### 一、实现“有所养”，要充分发挥投资管理的作用

说起20年来基金业服务养老金的经验，一定离不开社保基金。社保基金2000年建立，先后于2002年、2004年和2010年进行三批选秀，遴选了18家投资管理人，其中有16家是基金公司。社保基金综合考虑公司治理、长期投资业绩、风控能力、投研团队实力等因素，对投资管理人的选拔标准和考核要求，体现其对于投资专业的重视程度。

社保基金自身的投资实践，以及多年来对基金业的支持和指导，彰显出投资管理的重要作用，刚才向京主任专门谈了投资管理体系的建设。一是投资收益已成为养老金来源的重要组成部分。从成立之初管理的几百亿资产，到2019年末社保基金管理资产超过2.63万亿，其中投资收益占比将近一半（约1.25万亿）；二是由于没有流动性支付压力，投资收益不断滚存再投资，通过复利效应，取得了8.14%的年均投资收益率；三是社保基金自身的实践证明，通过专业的投资

架构和分工、严守投资纪律，以及长期理念，才能真正获得好收益。20 年来社保基金在带领基金业共同成长的过程中，通过不断正向互动，引导资本市场的价值发现，培育一批专业的机构投资者，树立了长期、价值的投资文化。

截至 2019 年末，约有 5.3 万亿元的养老金已经开启了投资运作，其中基金行业管理了 2.4 万亿元。我们看到最新的数据，目前基金行业已经管理了超过 3 万亿的养老金资产。管了这么多的钱，如何能够充分发挥投资管理的作用，我觉得关键在于要加强研究，完善投资运营的模式。具体来看，**投资理念方面**，一是要打破以“既要保本又要高收益”为投资目标的错误观念；二是根植长期理念，养老金投资要重点关注长期的保值增值；三是要支持管理人开展专业化投资。**投资运营方面**，一是要建立养老金投资的个人选择权，其实有一些企业（例如证券公司里的银河证券、基金公司里的华夏基金）已经在企业年金的个人选择权方面开展尝试，取得了良好成效；二是要构建成熟的资产配置体系，受托人和管理人各司其职，合理拓宽投资范围，让资产配置能够发挥实效；三是要建立市场化机制，吸纳境内外更多优秀的投资管理人为我国养老金投资服务，由市场优胜劣汰。

## 二、实现“有所依”，要全面推进个人养老金体系的建设

养老金体系的建设与每个人息息相关，需要国家推出制度，帮助老百姓做好养老准备。协会过去 5 年的努力，虽然遭遇过许多困难，但值得肯定的是，到目前为止我们达成了三点最重要的共识，并且是基于专业而非行业利益形成的共识：一是坚持账户制，让税收递延的

政策不是给某一类产品，而是真正惠及到每一个人；二是将公募基金这一标准化且适合百姓理财的金融工具纳入第三支柱的投资范围，给老百姓提供优质的产品；三是坚持入口开放，让大家可以根据自己的习惯和需要，到各类基金销售机构参与个人养老金的投资。

在这里，我们也再次呼吁政策尽快推出，让大家都能够在一个对的大环境里，去选择适合自己的投资方式，挑选适合自己的管理人或者平台，做好养老财务储备和规划。

面对不会自己挑选产品和服务的小白投资者，我们还做了一件事，就是推出了养老 FOF，就是我们的养老目标基金。当初推出的初衷是希望基金业能够有一类承接第三支柱个人养老金的产品。时至今日，我们可以很有底气的说，养老 FOF 不仅是一类产品，而是开启了基金业服务个人养老金的大时代。基于个人养老金的投资属性，养老 FOF 有 4 个特征：一是长期性，鼓励长期持有、长期投资、长期考核；二是以资产配置为核心，通过资产配置和风险控制，降低组合波动；三是重视发挥权益投资对增值的作用；四是充分考虑投资者的年龄、预期寿命、风险承受能力等适当性因素，将合适的产品设计给适合的投资者。正是这 4 个特点，决定了它能够精准匹配老百姓的养老需求，是适合大众的养老理财工具。

经过两年的投资运作，养老 FOF 目前已经初具规模。目前，全市场共成立 100 只养老 FOF，在没有税收优惠政策的情况下，规模超过 516 亿元，总客户数超过 170 万户，几乎全部为个人投资者。同时，养老 FOF 初步实现了保值增值效果。截至 2020 年 11 月末，全市场已

经开展投资运作 1 年以上的 62 只养老 FOF，多达 54 只跑赢基准，占比 87%，近 1 年平均收益率达到 22%。此外，养老 FOF 在实现可观收益的同时，很好地控制了回撤。投资运作满 1 年的养老 FOF，近一年平均最大回撤在 -7.9%，相较全市场混合型基金平均最大回撤的 -14.29%，低了一半，表现相对稳健。所以，我们一直说养老 FOF 能够在获得长期收益的情况下，有效控制组合波动，降低回撤，提升投资体验。

在此，我们希望管理人能够继续做好投资，母基金层面要注重资产配置结构的稳定、投资纪律的执行和风险管理的控制水平，子基金层面要保证底层资产的优质和稳定性。销售机构也要不断地积累经验，为大家提供更好的服务。具体来看，一是要持续做投资者教育，帮助个人正确认识养老金，尽早开始做准备；二是做好专业投资，帮助个人做好资金规划、资产配置和权益投资；三是持续做好缴费、投资、领取环节的全流程客户服务，坚持长期投资。

### 三、“老有所养、老有所依”的中国梦，需要体系化的持续推进

当前，全力推进养老保障体系建设已成为各界共识。制度的建立难以一蹴而就，如何扎实推进、取得实效，需要大家持之以恒的去做三方面的工作：

#### 一是要做正确的事。

为什么我们在推出政策的前期，要一直呼吁借鉴境外成功经验，就是要避免犯别人犯的错误。从全球经验看，各类养老金的制度定位不同，决定了运营模式的差异。例如，基本养老金是国家兜底、集中

管理的，因为它需要保证国民基本的退休生活水平，由于现收现付制，具有代际支付的功能，因此需要国家进行统筹管理和投资。而第三支柱，由于是个人自主承担投资决策和风险，资金也是在个人账户内积累的，所以是最市场化的养老金制度。

因此，要避免不同养老金制度发挥一样的作用（比如都要国家来承担兜底保障），造成制度成本的增加和浪费。各个支柱应该相辅相成，互相补充缺失，这样综合起来才是对老百姓最充足的一个保障。

## 二是制度的推进要在实践中完善。

养老金制度是涉及国计民生的大制度，牵涉面广，部际协调难度大，难以一步到位。我国的企业年金制度，虽然前期发展比较缓慢，但是十年来也形成了 1.8 万亿元的规模，近两年受益于年金缴费比例提高与资本市场持续向好，年金市场规模持续扩大。同时，也为我国推出职业年金积累了宝贵的经验。所以说没有一出来就完美的政策，要在核心问题达成共识的基础上，尽快推出，在实践中完善。

政策虽然没出，我们很高兴地看到有些地区已经开始先试先行，有些地区在养老金制度建立上探索了很多新的模式。例如，海南省将全省纳入养老金第三支柱个人养老金先期实施范围，并且在灵活就业人群参加失业保险新模式、建立灵活就业人员职业伤害保障制度、企业养老保险补助资金支持力度方面都进行了探索，另外，还探索建立企业年金自动加入的机制。

## 三是需要养老金工作者们的持续长期努力。

这五年来，我在很多场合都说，我有一个梦想，养老金就是我的

梦想。5年来，在实现梦想的道路上，我们做的工作得到了很多同路人的认可，渐渐变成了现实。在这个过程中，我很感动，看到我们这些有同样理想的、同样认真的人，抽出了很多工作之余的时间、周末的时间，在各种平台上去讨论养老金这件事，去潜心做研究，以做公益做慈善的心去做这件暂时看来投入大，回报还没有那么大的事情。

养老金这件事情很难，是一个从无到有、不断论证推进的过程，一起共渡五周年更是来之不易的缘分。在这里，再次感谢能有50人论坛这样的平台把我们这些有同样理想的人聚到一起，协会也很感恩在资产管理行业的大时代里，能够参与这件关系到每一个老百姓的大事件，也感谢论坛一直以来对协会的信任。我们会努力继续和大家一起，和董老师一起坚持去做对的事情，未来不断努力前行，一起去实现我们的梦想。今天我就说这些，谢谢大家！

## 曹德云：积极参与第三支柱建设、养老顶层设计和科学规划



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

今天上午很高兴能够参加中国养老金融 50 人论坛成立 5 周年年会，这次年会以积极应对人口老龄化国家战略背景下养老金融发展为主题，具有极其重要的积极意义。

我代表中国保险资产管理业协会对中国养老金融 50 人论坛成立 5 周年，及其五年来取得重大成就表示祝贺，自己也有幸参与了养老金融 50 人论坛一些工作，也得到了很好学习和提高的机会，向董老

---

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛成立五周年年会上的发言，未经本人审阅。

师带领的工作团队表示感谢。

### 一、我国第三支柱建设顺应时代背景，养老金融产品有待完善

逐步走向长寿时代是改革开放以来经济快速发展和人民生活质量稳步提高的具体体现，值得骄傲和自豪。但同时我们也要看到，与长寿时代相伴随是老龄化和少子化问题日趋严重，给我国养老保障带来极大的挑战。在未备先老和未富先老的不利形势下，如何保证人类社会有史以来最大老年群体的生活质量，是各方高度关切的重大问题。为此，做好顶层设计、制定科学规划、各方协同努力加快养老保障第三支柱建设已经刻不容缓。

近几年来，党中央、国务院、各政府部门和金融监管机构，先后出台了一系列支持性的政策，为健全养老保障体系及第三支柱发展提出很多规划和措施，为第三支柱发展创造了良好的政策环境。各机构行业积极行动起来，大力开展养老金融产品创新，各种养老保险产品、养老基金产品、养老理财产品、养老信托产品等不断推出，促进了养老金融市场的快速发展。

但总的看，我国养老金融发展仍处在初级阶段，除了养老保险开展业务较长，产品较为成熟外，其他各类养老金融产品仍处在探索的过程当中，其产品设计、养老功能、市场认同度、安全有效性等还需要市场进一步检验，不断走向成熟。为此金融监管部门也提出了要界定并统一养老金融产品标准，要发展真正具有养老功能的养老金融产品，针对养老金融发展提出了新的要求，也指明了发展方向。

### 二、欧美发达国家养老金融市场历史悠久，提供了有益经验

一是有旺盛养老金融需求。比如中老年人群体、收入稳定群体以及中高收入群体对于养老金融具有持续性旺盛需求，当前过程中产阶级群体不断扩大，养老金融需求正处在稳定增长的过程中。

二是要有国家政策的强有力支持。特别是税优政策力度大也较为普遍，同时养老投资政策也较为宽松，投资渠道广泛、配置资产丰富、投资收益稳定较好，我国除了养老保险投资和全国社保投资以外，其他养老金融投资政策较为审慎保守。

三是有优质金融产品供给。养老金融产品定位清晰、功能精准、供给丰富，能够满足个人养老投资需求。但显然目前还处在初级阶段，需要在产品创新上下更大功夫。

四是养老金融消费者要有高度的参与程度。我们现有养老金管理和养老金融产品除养老保险和年金产品等少数产品外，个人选择权较少、参与程度不高，也影响了养老金融消费者的关注度和积极性，不利于培育调动个人养老意识和产品普及程度，这些经验也值得我们研究借鉴。

### 三、国内外养老金融产品的主要特征

养老金融产品是养老金融市场的核心和基础，综合分析国内外养老金融产品看，通常具有六方面的特征。一是产品长期性和持续性，要长期投入、长期投资、定期投入、持续投资。二是收益适度性及稳定性，要能够战胜通货膨胀，实现资产的保值增值。三是安全性，特别是本金的安全性，对老年人而言可以少赚但不能赔本。四是资产配置的稳健长期性，必须贯穿长期价值投资理念。五是具有普世性和普

及性，养老金融产品交易结构不宜过于复杂，要求进行简单易懂，容易被认知和接受。六是**具有多样性**，产品要丰富多元，满足不同年龄阶段、不同风险偏好、不同投资目标人群的需要，如果按这几个标准普世性、长期性、稳健性、多样性衡量，显然市场上还有很多管制养老金融产品不完全符合标准，加强养老金融产品建设任重而道远。

#### 四、提倡养老金融跨行业、跨产品融合，实现消费者利益最大化

我们还要认识到每一类金融产品诞生和发展不是孤立的，其背后的过程演变是新金融生态的搭建，涉及到多个市场主体和多种交易结构，与其说是养老金融产品的创新，不如说是养老金融服务的创新。任何一种养老金融产品除了具备保值增值的基础性功能外，还要尽可能为金融消费者提供更大的便利和效力，如引导持有人高效合理使用资金获得更多养老增值服务，比较产品的性价比。

为此，以一种产品为核心，由不同专长、不同类别、不同功能、不同领域养老金融产品或非金融产品构成最优组合，以形成养老综合服务解决方案，对于优化消费者体验、促进养老金融发展也很重要。

比如保险业提供各类养老保险产品，如年金产品、两全产品、定期保险、终身保险等，除具有风险保障和投资功能外，可以通过特定产品组合提供养老社区入住优先权等等综合性服务功能，真正做到“从摇篮到墓地”全生命周期服务。

其他养老金融产品可以探索跨越组合、功能组合，给养老金融消费者提供完善金融解决方案，以养老金融产品为核心，通过产品链的延伸构建完善的养老金融产品组合、业务生态和服务体系，真正做到

全城化、一站式、立体化的养老金融服务。虽然要涉及行业跨越、产业整合和资源重组等问题，但值得研究和探索。

### 五、我国第三支柱建设与养老金融发展不充分，需要多主体协同推进

从顶层设计看，第三支柱建设和养老金融发展较为分散、不成体系，缺乏标准协同不足，这是急需国家有关部门解决的重要问题。从政策措施看，当前对养老金融税收支持力度不足，操作纷繁复杂，在业务标准、监管手段、统筹管理等方面都缺乏必要的协同。从市场看，各金融行业均在努力探索，但存在认知和理解上的差异、路径和产品各不相同、合作和竞争都处于懵懂状态；未来资本市场是竞合关系，有竞争但更需要合作，第三支柱建设中都要挖掘机会寻求发展，虽然业务特性、功能专长起步早晚不尽相同，基本处在起步和探索阶段，没有一个行业优势十分明显。从公众意识看，养儿防老、家庭养老等传统观念影响深远，社会公众的养老规范意识不足，特别是年轻人群体，养老规划要尽早着手才有备无患，才是对人生真正的负责，养老金融意识和长期投资理念也需要普及和提高。

为此，政府有关部门要抓住第三支柱建设和养老金融的顶层设计与科学规划，提高政策措施的协同性和统筹性，各金融机构作为养老金融产品和服务的提供者，要以客户需求为核心，努力创新、积极合作，提供优质养老金融解决方案，为养老金融提供产品销售、法律支持、会计财务、资产评估、投顾咨询、技术支持等服务；中介机构也要发挥专业优势，积极参与养老金融市场建设，形成专业化的市场服

务力量。

社会公众要提高养老规划意识，要坚持长期价值投资，地方政府对企业年金和职业年金投资管理要实施长期考核，协会等社会组织要积极开展养老金融市场教育，包括养老金融业务培训，养老金融消费者培育、产品普及推广、消费者权益保护、相关业务标准制定等工作，为第三支柱建设和养老金融发展发挥积极作用。

总之，养老金融市场和第三支柱建设既需要各方力量积极参与，实现专业化、规范化、体系化，也需要统筹、协调、协同，避免目标不明、定位不清、功能不准。规划、参与、培育建设养老金融市场是各方共同的任务，形势紧迫、时不我待、责任在肩、于国于民、共同努力、加快创新，对此我们要充满信心、砥砺前行。

最后，预祝年会圆满成功，也祝中国养老金融 50 人论坛越办越好，谢谢大家！

## 熊军：从养老基金资金特点来看投资管理的原则要求



熊军：中国养老金融 50 人论坛核心成员、天弘基金副总经理兼首席经济学家

尊敬的各位领导，下面用简短的时间向各位领导汇报一下从养老基金特点来看投资管理的原则要求。

### 一、养老基金的特点

养老基金有两个特点：一是资金期限长；二是对安全性要求高。

#### （一）长期的投资管理可能会带来更可观的收益

第一个特点是说，对于养老金的最后积累规模和待遇水平来说，

---

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛成立五周年年会上的发言，未经本人审阅。

最敏感的影响因素就是长期匹配收益率。我做了一个简单测算，以2019年城镇单位就业人员平均工资9万元为基数，每人年初把收入的8%储蓄起来用于投资，30年下来储蓄本金是57万；在投资收益率是4%的时候，最后积累规模是94万；如果收益率提高7%，基准规模变成144万。提高了3个点收益率，相当于创造出了和储蓄本金同等规模的财富。

## （二）养老基金的收益目标应盯紧社平工资增长率，同时防范损失风险

第二个特点通常不受重视，期限越长意味着能够承担的波动风险越大，这样长期收益率也就越高。我这里给一个测算，以持有期限以后亏损概率控制5%之内作为风险要求，当持有期限是一个季度，亏损概率控制为5%，只投短债和短期信用债，最后年化收益率只能做到3.4%左右。假如持有一年，把亏损概念控制在5%以内，可以有5%的权益加95%的债券，中长期债券也在里面，年化收益率可以达到4.6%，这时候波动率上升，最大回撤4%。若以5年不亏损作为政策，亏损概率为5%，50%权益和50%债券的投资结构下，年化收益率做到1.09%，波动率也会更大。

关于安全性标准，我想从几个角度来理解一下：第一，关于长期视角下的养老基金安全标准的讨论。通常大家倾向于说有保值增值，把它理解成为战胜通货膨胀。其实过去很多场合我都说过，过去30年如果以通货膨胀高一个点作为保值增值的标准，其实养老基金会缩水90%。因为CPI本身代表一揽子商品，养老金不光要考虑一揽子商

品，还要考虑生活水准提高以后，居民的消费会更多，而且CPI所代表的内容里面对教育、医疗在老年人口的需求结构上也很不一致，更有利于代表养老基金的安全标准是社会平均工资增长率，因为消费能力跟社会平均工资水平相关联，如果用基金积累规模与社会平均工资比例表示购买力，长期安全的标准平均收益率将不低于社会平均工资增长率。过去几十年经济增速非常高，投资收益率达到14%、15%才能够达到严格意义上的保值增值，所以显然不如现收现付效率高。

根据“十三五”规划设定的目标，经济增速要保持在4.7%以上，名义经济增速要达到7—8%。如果以此为基准进行观察，未来15年养老基金长期收益目标要放到7%—8%才是合适的。放到7—8%意味着波动比现在大很多，比如说收益率7—8%的时候，出现月度负收益率概率是40%左右，年度出现负收益率的概率是26%左右，我们只有承担了波动才可能有更高收益。长期视角下养老基金对安全标准要求更高，而且养老基金本身是有资源的。短期角度来看，养老基金安全标准、波动风险等一系列风险管理，符合风险政策的要求。其实短期波动风险容忍度同长期收益目标是一个硬币的正反面，他们之间有匹配关系，但有不同表达方式。现阶段想要把养老基金收益率提高，对波动风险的容忍度也需要进一步提高。

关于安全性的最后一点，我们要区分开损失风险和波动风险。损失风险是不可逆的，因为损失风险发生后，时间再长，钱也回不来；波动风险发生后，随着时间推移，钱是能够回来的，所以应该严防不可逆损失风险。损失风险的计算与风险流动性高度关联，很多人投资

时喜欢按成本计价的资产，因为这样表现出来的是不波动，但是按成本计价意味着市场上没有交易价格，这会出现市场机制不能够充分反映资产质量的问题，以至于资产出大问题的时候无法从价格指标进行发现。没有流动性意味着出问题后，没有改正错误的机会。

从损失风险的角度，在投资非标、信托产品、流动性很差的资产，也包括PE、非上市股权等，投资比例需要严格控制。另一种情况是在经济泡沫期的时候，顺风者加大风险敞口，也会造成损失风险，最后集中度过高，还会加剧损失风险。

## 二、关于未来我国养老金投资的建议与思考

根据上述内容，对养老金投资有几点建议：

**一是要明确长期投资目标。**这是现阶段养老金投资所面临的一个大问题，大家基本都是每年定一次投资目标。为什么长预期资金去做短期投资？这跟没有长期投资目标引导有很大关系，设定长期投资目标时应考虑该目标的合理性，换句话说，严格意义上基金购买力不缩水的要求是要充分考虑的。同时要考虑清楚长期收益目标与波动风险的匹配关系，制定合理的风险政策。

**二是长期投资一定要有明确的锚。**没有锚的投资行为都是随波逐流的。而锚本质上是我们承担风险的能力或者对风险的容忍度。对风险容忍度可以转化到养老金、战略资产配置，或者可以转换成长期平均风险敞口，这里内容非常多，有了锚以后养老基金的中短期投资目标就有了，长期投资目标和中短期投资目标其实是联系在一起的，中短期投资目标可以呈一个指数形式收敛到长期投资目标。目前现实是

大部分投资机构的长期投资目标没有，短期投资目标是人为规定的，每年都在考量自己的风险试错能力，每年都在制定风险投资政策，所以丧失了长期性。有了锚以后应建立周期风险管理机制，建立更好科学管理办法。

**三是要识别不可逆的损失风险情形。**这里只强调一点，很多人最喜欢非流动性资产，从这个角度上考虑风险，一定是考量不充分的。

**四是提高主动投资能力。**从养老金角度来看，长期收益是由两部分构成的，一部分是锚所代表的回报，这个回报是市场给我们的，我们是接受者；另一部分是在投资管理过程中，由管理人和受托人创造的阿尔法回报，它代表着受托人和管理人的价值，这个回报水平受投资能力的影响，因为阿尔法回报本身的定义是实际回报减去预期回报的差额，当其高于市场平均水平时，回报即为正。

谢谢大家！

## 2020年11月CAFF50动态

1. 11月8日，由中国养老金融50人论坛主办、中欧基金承办的养老财富储备基金业专场直播讲座正式开讲，本次讲座的主题为“基金行业如何更好服务养老财富储备”。讲座由中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授主持，中国社会保险学会副会长唐霖松先生、中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨女士、中欧基金总经理刘建平先生、华夏基金总经理李一梅女士、先锋领航投顾CEO张宇先生等参与直播讨论，两万余名观众在线进行了直播互动。

2. 11月13日，中国保险资产管理业协会北京成功举办“新发展格局下养老金投资管理机遇与挑战研讨会暨《中国保险业养老金管理蓝皮书》（2020）（以下简称蓝皮书）发布会”。论坛核心成员、协会党委书记、执行副会长兼秘书长曹德云先生，论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司党委书记、董事长苏罡先生分别做主题分享，论坛秘书长董克用教授对蓝皮书进行了专业点评。

3. 11月15日，北京师范大学国家高端智库中国教育与社会发展研究院和中共中央党校（国家行政学院）国家高端智库联合主办的第十届中国社会治理论坛在北京师范大学举行。中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授出席活动并发言。

4. 11月19日，中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授接受界面新闻专访时表示，在我国人口老龄化加速，并进入深度和重度老龄化的背景下，延迟退休或者延迟领取养老金可能是不得不面对的选择。但是，在延迟退休制度设计上，不能硬性规定退休年龄，而要把

---

退休的决策权交还给个人。



秘书处联系人：张栋 Email: [zhangdong@caff50.net](mailto:zhangdong@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、联席研究员、青年研究员，存档。

---

中国养老金融 50 人论坛

[www.caff50.net](http://www.caff50.net)