

# 养老金融评论

2018年第10期（总第35期）

- 李连仁：构建个人“养老三支柱”迫在眉睫
- 杨一帆：第三支柱个人养老金如何可为：以制度替代率向主观评价的退休收入充足度转变的视角
- 闫化海：浅析第三支柱个人养老金的产品体系
- 谭 晓：在第三支柱建设中引入养老服务的路径探讨与建议
- 张明玺：养老信托报告：制度优势蕴育广阔前景
- 孙 博：养老型基金：从储蓄养老到投资养老的新途径

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 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 聂玉亮

---

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】

- 李连仁：构建个人“养老三支柱”迫在眉睫..... 4
- 杨一帆：第三支柱个人养老金如何可为：以制度替代率向主观评价的退休收入充足度转变的视角 ..... 7
- 闫化海：浅析第三支柱个人养老金的产品体系..... 25
- 谭 晓：在第三支柱建设中引入养老服务的路径探讨与建议.... 36

### 【养老金融观点集萃】

- 张明玺：养老信托报告：制度优势蕴育广阔前景 ..... 46
- 孙 博：养老型基金：从储蓄养老到投资养老的新途径 ..... 64

### 【CAFF50 大事记】

- 2018年9月 CAFF50 动态 ..... 111

**导读：**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存在着众多分歧。在这样的大背景下，中国养老金融50人论坛以“第三支柱个人养老金的理论问题探讨”为主题，于7月15日在上海工程技术大学举办2018年上海峰会。与会期间，来自政府、学界、商界的200余名专家学者共聚一堂，分别就第三支柱个人养老金制度的理论基础、覆盖范围、替代率、税收激励、治理模式、产品与基金运作等重要问题展开全面而深入的研讨。

本期《养老金融评论》重点关注如下内容：论坛特邀成员、平安养老保险股份有限公司年金总监李连仁的构建个人“养老三支柱”迫在眉睫研究；论坛特邀研究员、西南交通大学国际老龄科学研究院杨一帆副教授的第三支柱个人养老金如何可为；论坛特邀研究员、建信养老金管理有限责任公司战略研究部副总经理闫化海先生对第三支柱个人养老金的产品体系的浅析，论坛联席研究员，建信养老金管理有限责任公司战略研究部总经理谭晓先生的在第三支柱建设中引入养老服务的路径探讨与建议，以飨读者。

## 李连仁：构建个人“养老三支柱”迫在眉睫



李连仁：平安养老保险股份有限公司年金总监；中国养老金融 50 人论坛特邀成员

目前，中国已经成为世界上老年人口最多的国家，2017 年底 65 周岁及以上人口 1.58 亿人，占总人口的 11.4%。未来 65 岁以上人口比例还将持续上升，到 2050 年以后预计达到 30%以上的高峰，进入超老龄社会，并将长期维持在较高水平。

### 一、养老难题凸显

在中国，依靠家庭养老并不现实。中国的生育率自 1980 年代就迅速下降，到 1994 年，已达到 OECD 以及欧盟国家的平均水平，均处

于 1.6 和 1.7 的低水平，老龄化和少子化并存，未来依靠家庭、养儿防老并不现实。

另一方面，国家养老替代率逐步降低。截至 2017 年年末，全国参加城镇职工基本养老保险人数 4.02 亿人、城乡居民基本养老保险人数 5.12 亿人，合计 9.14 亿人，占全国 16 周岁以上总人口的 80%。基本养老保险实现了全面覆盖，但退休收入水平却难以持续快速增长。据人社部统计，2016 年企业退休人员月人均养老金 2300 多元。根据 OECD 统计的中国退休收入替代率，男性平均 76%，女性平均 65.1%，女性退休收入替代率已经低于 70% 的推荐标准。而且收入越高的人员，替代率越低。未来替代率仍会逐步下降，仅仅依靠国家提供基本养老保险，难以充分保证退休生活水平不降低。

## 二、亟需构建个人“养老三支柱”

要为退休生活积累丰厚的退休金，不能仅仅依靠个人资金积累，还要善于利用企业养老的配套缴费，更重要的是，要利用长期投资实现更快的增长。

首先，尽早开始积累退休金。如某职工 30 岁就开始每年投资 6000 元用于退休后使用，年均收益率 6%，60 岁退休时这笔资金可积累至 50.3 万，其中投资收益 32.2 万，占比 64%。如果 40 岁开始这么做的话，退休时积累资金 23.4 万，投资收益占 48.7%。如果 50 岁才开始，退休时积累资金只有 8.38 万，投资收益仅占 28.4%。因此，年轻人应尽早开始为自己退休生活储备资金，虽然工作年限短、收入水平不高，但也应尽量节约一点消费的资金用于养老储备。2018 年 4 月，



财政部等五部委联合下发《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，第三支柱个人税收递延型商业养老保险开始在上海等地试点，由员工个人缴费，国家在每人每月 1000 元以内给予税收递延优惠，建议符合条件的员工尽早积极参加。

其次，一定要利用企业的缴费。企业为员工养老的缴费有两部分，一是基本养老保险，是强制性的，员工应监督企业按政策足额缴纳。目前基本养老保险企业缴费比例在 19% 以内，是个人缴费 8% 的 2.4 倍。第二部分是企业年金，是企业 and 职工自愿建立，一般企业缴费 5%，个人缴费是企业缴费的至少 1/4，也就是说企业缴费最多是个人缴费的 4 倍。截至 2017 年底，全国参加企业年金的职工数已达 2331 万人，积累企业年金 1.288 万亿元，其中超过 1 万亿来自企业和个人的缴费。由于企业年金是自愿建立，有一定的前提条件，符合条件的企业，员工也应建议企业尽早建立企业年金计划。

最后，聪明投资获取长期收益。用于养老储备的资金，时间持续可长达 30 年左右，投资收益对资金的积累影响极大。如果存银行获取利息，假设长期年平均收益 2.5%，而企业年金平均收益达 7.34%，24 年后，两类资金的积累规模就会相差一倍。到 30 年，后者将是前者的 2.4 倍。要获取长期收益最大化，还要选择股票等权益类资产。所以对长期性质的养老资金来讲，投资于股票等资产是提升收益、跑赢通胀的必然选择。



## 杨一帆：第三支柱个人养老金如何可为：以制度替代率向主观评价的退休收入充足度转变的视角



杨一帆：西南交通大学国际老龄科学研究院副教授、副院长；中国养老金融 50 人论坛特邀研究员

### 一、引言

随着预期寿命的不断延长和死亡率的稳定下降，人口老龄化已成为一种不可避免的社会现象。面对各国日益加深的人口老龄化态势，以世界银行发布的《防止老龄危机：保护老年人及促进增长的政策》（1994）和《21 世纪的老年收入保障——养老金制度改革国际比较》（2005）两份纲领性报告为代表，强调各国政府对确保养老金体系的短期财务平衡和长期财政可行性，以及对保持制度的再分配和减少老年贫困，防止老年人陷入绝对贫困状态负有责任和义务；另一方面也看重养老金制度对经济增长的影响，特别是对劳动力市场、居民储蓄

和资本市场的影响，强调提供有效的方法来引导人们和谐消费，合理支配不同生命阶段的财富收入，需要通过多种措施建立多支柱多层次的养老金体系来提高养老保障水平，确保老年人退休后生活质量不降低。这些政策倡议和改革建议在过去二十多年间，逐步得到包括中国在内的大多数国家政府的认可与采纳。

截止 2017 年底，我国 65 周岁及以上人口 15831 万人，占总人口的 11.4%，并且其边际增速还将在未来三十年不断提高，我国的“人口老龄化高原”扑面而来。宏观层面上看，相比西方发达国家渐进的缓慢发展的相对富足的老龄化，我国人口结构因基数大和政策干预刚性等原因而具有老得晚、老得快等特殊性和表现出明显的未富先老，未备先老以及城乡和区域之间发展不平衡的特征，如何为老年人提供充分且平衡的经济支撑是一个重大的挑战。微观层面上看，个体进入退休期之后是否能够得到充足的保障关系着老年人是否能够实现经济独立，是否能够享受退休后的生活以及在家庭内部和社会得到尊重。毫无疑问，构建保障功能强大的多层次养老金体系，对于中国的老龄社会和亿万老年人及其家庭而言，不仅重要而且必要。但当前的现实情况是：一方面，基本养老保险制度刚刚摆脱“统账结合（混合）”状态向“统账分离”转变，基本养老金全国统筹再度提上议事日程，个人账户养老金尝试市场化投资运营；企业年金和职业年金制度虽然建立多年，但覆盖面和总规模均增长乏力，大量中小企业和职工对补充年金制度缺乏缴费能力，参与意愿低下；第三支柱严重缺位。另一方面，又面临减少老年贫困，满足个体全生命周期内的消费平滑，以

及为因寿命延长而不断增加的医疗健康照护支出等老龄社会特有需求筹资的迫切需求。

值得注意的是，以 2017 年底国务院办公厅发布《关于加快发展商业养老保险的若干意见》和人社部、财政部联合印发《企业年金办法》等文件，以及人社部、财政部于 2018 年 2 月会同国家发展改革委、国家税务总局、人民银行、银监会、证监会、保监会成立工作领导小组，启动建立养老保险第三支柱工作等事件为信号，我国正处在推进养老金改革、完善养老金体系的关键节点上。下一步，构建完善的退休收入保障体系，对我国实施积极应对人口老龄化行动，有效回应公众日益增长的对美好老年生活的向往，具有很强的现实意义。

## 二、研究述评

起初，多数学者从相对客观的养老金制度替代率入手进行考量，即通过确定退休前后收入比来判断老年人收入是否充足。其中 Aon (2015) 在用退休前后的收入比例来研究这一概念上时，认为由于退休人员的收入需求相比工作群体较低，因此当退休后收入达到退休前收入的 80% 时，则可以认为其退休收入是充足的。何立新 (2008) 用城镇住户调查数据通过替代率水平考察了养老金财富与家庭储蓄率的关系时，提出 1997 年对中国城镇企业职工进行的养老保险制度改革导致这一代人的养老金替代率下降，养老金收入减少。以上研究表明对退休收入充足度的客观评判标准类似于我国第一支柱的基本养老保险中的替代率水平，即只要退休后领取的退休金与退休前工资水平的替代率保持在一定水平，退休后就可有充足的退休保障。

随后，退休保障研究中开始加入微观个体的主观视角，学界开始使用退休制度所提供的保障水平同老年人消费和收入情况等的复合指标来定义退休收入充足度。Schieber（2004）提出从生活水平的角度将退休收入充足度定义为工作期间和退休后的所有收入能够维持其退休后的生活水平与退休前一致。Vanderhei（2004）也对其做出了类似的定义，即提供给雇员或其家庭的用于维持其退休前后生活水平保持一致的总体收入情况。由此，学界开始关注退休收入充足度的主观性，这体现在退休后收入与退休后支出水平能否达到平衡，个体对于退休后生活的不同预期和安排如何对充足度产生影响。简单来说，当替代率相同时，同样的退休收入对有不同消费偏好的个体产生的效用是不一样的。同理个体的决策理念、健康状况、受教育程度等一系列因素对于收入充足度都是有影响的。这方面的文献资料较为丰富，Modigliani（1954）提出的生命周期理论被广泛应用于个人养老金决策以及退休保障的研究中。生命周期理论将人一生分为年轻时期、中年时期和老年时期三个阶段，其中老年时期对应退休后的阶段。由于前两个阶段的收入总水平是高于消费的，因此这一理论认为前两个阶段的部分收入会成为储蓄用于补充第三个阶段的消费，而这一部分储蓄或投资收益则是退休收入的重要来源之一。基于这一理论，Feldstein（1974）研究了养老金资产对消费和储蓄行为的影响，他用考虑了提前退休效应的生命期模型分析储蓄替代和退休效应，此后大量研究表明，退休前后的消费支出及储蓄投资是影响退休收入充足度的重要因素。有学者指出消费较收入少的家庭比消费等于或超过收

入的家庭更有可能在退休后拥有充足的退休财富，同时储蓄率对于退休收入充足度的正向影响也得以实证证明。除以上研究，国外学者也很关注个体收入水平和是否拥有公共养老金这两个变量对退休收入充足度的影响。如：Yuh（1998）证实其是影响退休收入充足度的重要指标，但收入水平高的个体和家庭可也伴随着更高的消费水平和退休需求。关于公共养老金计划是否在影响着退休收入充足度，大量的研究集中在对美国 DB、DC 计划的探讨，Hazelrigg（1997）指出拥有 DB 计划或者 DC 计划的老年人有更大的可能拥有充足的退休收入。

此外，个体特质类变量，如：退休年龄、性别、婚姻状况、受教育程度等也是可能的影响因素。Hazelrigg（1997）发现即使控制收入和其他变量，年龄和退休收入充足度之间依然存在正向相关性。在讨论性别作为退休收入充足度的影响因素时，学者的观点存在较大差异。Danigelis（2001）认为其有显著关联，Hazelrigg（1997）则认为当控制其他变量，尤其当控制经济因素时，性别对退休收入的影响可忽略不计。婚姻状况是影响老年人退休生活幸福度的重要影响因素之一，学界普遍认为已婚且有子女的退休收入储备可能更高，而离婚或者配偶死亡则会对原有的退休储备计划造成影响，从而可能降低退休收入充足度。从主观视角研究退休收入的充足情况时，老年人的健康状况作为其重要的个体特征，其影响不容忽视。大量文献提出了身体机能和心理的健康状况与退休收入充足度之间存在相关关系，但对于这种影响却存在两种截然不同的解释。Stoller（2003）研究发现



虽然没有证据证明退休人员的健康状况会对其退休收入充足度产生直接影响，但其间接影响不可忽视。

总体看来，退休收入充足度这一概念已经形成，国外学者从主观和制度两个角度都做出了大量的探索，而国内学者在关注退休保障时更多的还是从养老金制度替代率这一客观角度切入，从制度和体系层关注养老保障水平。进一步的研究，有必要基于养老金制度替代率现状，更多地从主观视角探讨中国劳动者退休收入充足度的影响因素，从而为我国建立相对统一又弹性灵活的多层次养老金体系提供理论启发和政策参考。

### 三、实证研究

#### （一）样本数据来源

本文选用中国健康与养老追踪调查（China Health and Retirement Longitudinal Survey, CHARLS）2013年的追踪调查数据进行分析。由于本文主要探讨已退休人员的收入充足性，对于在职人员的情况不做探讨，同时考虑到农业自雇人群倾向于“活到老，种到老”，一般而言没有退休这一说法，因此本文选择非农受雇群体中已办理退休手续（包括提前退休或内退）的个体作为研究样本，在对样本缺失值进行处理后，本文所使用的 CHARLS 2013 年的样本为 2041 个。

#### （二）退休收入充足度的客观和主观测量

对于本文的核心概念退休收入充足度（Retirement income adequacy, RIA），客观角度下的定义是将养老金制度替代率作为衡

量退休收入是否充足的指标，从退休收入的角度来看，这一视角仅考虑养老金收入，计算退休后养老金的收入占退休前收入的比例。由于退休收入充足度这一概念的落脚点在于是否充足，因此在计算得出个体的养老金替代率水平之后，参考 Cole（2008）的计算方法，认为替代率高于均值替代率的为充足，低于均值的则为不充足[12]。结合 CHARLS 问卷实际情况，本文使用广义养老金（含退休金、养老金、企业年金和商业养老保险）收入和退休前工资计算替代率。

主观角度下定义退休收入充足度则是将个体退休收入水平和退休需求进行对比，这里的退休收入水平也是广义的收入。首先，个体退休收入  $I_r$  包括来自养老金的收入和金融资产总收入，由于数据和处理方法的限制，本文在对个人金融资产的衡量时，不考虑房产等固定资产，仅关注储蓄、债券、股票和基金的持有情况。退休收入的具体计算公式如下：

$$I_r = P * \{[1 - (1 + r_r)^{-d}]/r_r\} + A \quad (3-1)$$

其中， $I_r$  为退休收入（退休期间总收入的现值）， $P$  为当前所有养老金的年收入， $r_r$  为退休期内实际利率的估计值， $d$  代表退休期，即寿命与退休年龄的差值。 $A$  为退休个体所持有的所有资产现值（包括储蓄、政府债券、股票和基金）。

退休需求是指退休个体在退休期间用于保持生活水平与退休前一致所需的财产，一般用家庭退休前消费水平来测定。本文借鉴了 Yuh（1998）在对退休收入充足度进行预测时使用的方法，即通过消费估计退休需求，具体计算公式如下：



$$W_n = C * \{[1 - (1 + r_r)^{-d}]/r_r\} \quad (3-2)$$

其中， $W_n$ 代表退休需求（退休期间总消费的现值）， $C$ 代表退休期间年均消费水平， $r_r$ 为退休期内实际利率的估计值， $d$ 代表退休期<sup>1</sup>。类似的，退休收入与退休需求的比较值也需要处理成“0-1”变量。当退休收入大于退休需求时，个体实现退休收入充足，当退休收入小于退休需求时，个体退休收入不充足。

根据表 1 数据结果可知，如果仅考虑养老金收入对于退休保障的贡献，从替代率这一客观角度来判断个体的退休收入是否充足时，只有不到一半的样本能够实现退休收入充足；主观退休收入充足度则是当退休收入从狭义的养老金收入扩大到个体其他资本收益的广义收入，且从收入和消费需求平衡的角度来判断收入是否充足，主观退休收入充足度的均值为 0.889，标准差为 0.314，这说明从主观角度测量个体的退休收入充足度时，样本实现退休收入充足的概率相对客观退休收入充足度有明显提高。

表 1 退休收入充足度的描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
客观 RIA	2041	0.474	0.499	0	1
主观 RIA	2041	0.889	0.314	0	1

### （三）变量选取及其基本分析

<sup>1</sup>结合 CHARLS 中关于家庭支出的数据，将家庭过去一年的全部支出进行人均化处理并用其代表个体退休期间年均消费水平  $C$ 。利率选取中国 2015 年的实际利率 4.27% 作为退休期内实际利率的估计值  $r_r$ 。由于 CHARLS 调查中缺乏对预期寿命的相关数据，因此在计算退休期  $d$  时采用国家统计局的 2015 年的平均预期寿命 76.34 岁。

结合文献研究经验，本文将以往文献中能够影响退休收入充足度的因素加以整合，并与 CHARLS 数据进行操作化匹配，挑选出 3 类 15 个变量作为自变量，考察各个变量对退休收入充足度的影响程度。其中①年龄指受访者接受调查时的年龄；②男性赋值为 1，女性赋值为 0；③户籍状况中将非农业户口赋值为 1，农村户口赋值为 0；④已婚赋值为 1，未婚为 0；⑤受教育程度根据联合国国际教育分类标准，分为高中低三个等级，分别处理成“0-1”变量；⑥个体年收入包括工资性收入、个人转移收入、农业收入、个体经营收入、转移收入、资本性收入几个部分；⑦储蓄、债券、股票、基金分别对应个人在金融机构的存款数额、现有的所有政府债券总面值、当前持有的股票价值、当前持有的基金价值，同时由于本文的研究对象是个体而非家庭，在对以上变量进行分析时将其原始值进行个人化处理（乘以个人支配比例）；⑧将拥有“政府机关和事业单位退休金”和“企业职工基本养老保险”定义为拥有公共养老金，取值为“1”，其余情况则看作没有公共养老金，取值为“0”；⑨将“参加了/别人给买了商业养老保险，或者正在领取商业养老保险金”定义为有商业养老保险，取值为“1”，未参加的个体定义为没有商业保险，取值为 0；⑩将受访者健康状态分为“好”，“一般”和“不好”，并分别处理成“0-1”变量；⑪患有高血压赋值为 1，未患有赋值为 0；⑫患有癌症等恶性肿瘤赋值为 1，未患有赋值为 0；⑬患有糖尿病或血糖升高赋值为 1，未患有赋值为 0。值得说明的一点是，为了降低降低收入变量的峰度，

本文在回归中对个人收入水平、储蓄、债券、股票和基金这几类数值变量取作对数处理。

由于本文的样本为“办理了退休手续的个体”，其中退休指从机关、事业单位、企业的退休，因此对于样本来说退休收入充足性总体较高属于正常情况。样本的平均年龄在 65 岁左右，样本中男性受访者多于女性，但总体差距不大，基本保持男女比例一致。户口类型的数据表明在办理了退休手续的个体中，非农业户口较多，与实际情况较为相符。受教育程度方面，样本整体的受教育程度不高，以小学及以下和中学、中专为主，这主要是由于样本的年龄较大，普遍为 65 岁左右，即样本出生年龄分布在 1950 年左右，那一时期的人受经济条件和社会因素等影响，学历普遍不高。样本的收入水平总体较高，但个体之间存在较大差异，贫富差异也较为明显。对于个人资产情况的四个组成成分，储蓄的均值为 4.153，标准差为 6.542。而债券、股票、基金的均值则较小，分别为 0.109、0.426 和 0.334，对应的标准差也较小。这一结果说明样本群体中普遍拥有储蓄，且额度较大，但在债券、股票和基金方面情况则不容乐观，虽然也有部分群体持有债券、股票和基金，但比例较小，且总体水平较低。在公共养老金计划的参与情况上，均值 0.285 表明只有不到三成的样本拥有单位退休金或者企业职工基本养老保险。商业养老保险方面，购买或正在领取商业养老保险的均值为 0.013，标准差为 0.115，说明商业养老保险在样本中的普及率不高。自评健康方面，受访者中健康水平一般的样本居多，结合受访者的心理状态，数据较为合理。慢性病指标方面，

数据结果表明，在众多慢性病种类中，有 34.4%的个体患有高血压，有 11.9%的个体患有糖尿病或血糖升高，极少的个体患癌症或恶性肿瘤。

从表 2 的描述性统计来看，数据的总体质量比较理想，没有极端异常值，变量之间的量纲差距可以接受，可以进行下一步分析。

表 2 变量描述性统计 (N=2041)

变量	均值	标准差	最小值	最大值
主观 RIA	0.889	0.314	0	1
年龄	65.740	8.990	45	98
性别	0.558	0.497	0	1
户籍状况	0.840	0.367	0	1
婚姻状况	0.864	0.343	0	1
受教育水平 低	0.397	0.489	0	1
中	0.528	0.499	0	1
高	0.075	0.263	0	1
收入	5.488	1.874	4.605	12.008
储蓄	4.153	6.524	0	19.114
债券	0.109	1.238	0	16.811
股票	0.426	2.477	0	17.909
基金	0.334	2.165	0	17.728
公共养老金	0.285	0.452	0	1
商业养老保险	0.013	0.115	0	1
健康状况 较好	0.253	0.435	0	1
一般	0.556	0.497	0	1
较差	0.191	0.393	0	1
高血压	0.344	0.475	0	1
癌症	0.016	0.126	0	1
糖尿病	0.119	0.324	0	1

#### (四) 实证模型及结果

本文参考 Malroux (2012) 研究退休收入充足度的实证方法，本文在回归时构建了 Probit 模型对退休收入充足度的影响因素进行

分析， $\text{Prob}(y_i = 1|x_i)$  表示退休个体收入充足的可能性， $\text{Prob}(y_i = 0|x_i)$  表示个体退休收入不充足的可能性。因此，退休收入充足度的影响因素 Probit 模型可建立为：

$$\begin{aligned}\text{Prob}(y_i = 1|x_i) &= \Phi(\alpha + x_i\beta) \\ &= \Phi(\alpha + \beta_1x_1 + \beta_2x_2 + \beta_3x_3 + \cdots + \beta_nx_n + \varepsilon) \quad (4-1)\end{aligned}$$

上式中， $y$  是因变量，表示个体的退休收入是否充足； $x_1, x_2, x_3 \cdots x_n$  为自变量， $\beta_1, \beta_2, \beta_3 \cdots \beta_n$  为对应的系数， $\alpha$  为常数项， $n$  为自变量的个数。

依据上文的理论假设，和本文的变量选取和定义，可建立退休收入充足性的影响因素方程如下：

$$Y_i = F(\beta_0 + \beta_1x_1 + \beta_2x_2 + \beta_3x_3 + \cdots + \beta_nx_n + \varepsilon_i) \quad (4-2)$$

其中， $\beta_0$  为常数项， $x_1 \sim x_n$  分别对应各个自变量。

接下来，为了对照不同自变量组对退休收入充足度的影响，分别做四个回归模型，其中模型一只纳入了个人特质类变量，模型二分析经济金融类变量，模型三纳入健康状况变量，模型四是包括全部三类变量的最终模型。对整体 Probit 模型的拟合优度检验，本文参考 Estrella & Mishkin (1996) 在 “Predicting U.S. Recessions: Financial Variables as Leading Indicators” 一文中使用的方法，用 Pseudo-R<sup>2</sup> 衡量 Probit 模型的拟合度，Pseudo-R<sup>2</sup> 与线性回归模型中的 R<sup>2</sup> 类似，得出的值在 0-1 之间，值越大说明模型的拟合程度越好。四组模型回归结果见表 3。

表3 退休收入充足度影响因素的回归结果

变量	模型一	模型二	模型三	模型四
	边际效应 (标准差)	边际效应 (标准差)	边际效应 (标准差)	边际效应 (标准差)
年龄	0.007*** (0.001)			0.006*** (0.001)
性别	0.037*** (0.014)			-0.033** (0.013)
户籍状态	0.121*** (0.024)			0.106*** (0.023)
婚姻状况	0.131*** (0.029)			0.120*** (0.029)
受教育程度 高	0.050*** (0.019)			0.038* (0.021)
中	0.028* (0.014)			0.017 (0.014)
收入		-0.016*** (0.003)		-0.007** (0.003)
储蓄		0.003*** (0.001)		0.002** (0.001)
债券		-0.002 (0.006)		-0.004 (0.005)
股票		0.006 (0.004)		0.005 (0.003)
基金		0.005 (0.004)		0.003 (0.004)
公共养老金计划		0.060*** (0.013)		0.035*** (0.013)
商业养老金计划		-0.140* (0.083)		-0.085 (0.070)
健康状况 较好			-0.028 (0.023)	-0.010 (0.020)
一般			0.013	0.018

			(0.019)	(0.017)
高血压			-0.022	-0.035**
			(0.015)	(0.015)
癌症			0.073**	0.059**
			(0.034)	(0.028)
糖尿病			0.070***	0.059***
			(0.016)	(0.013)
样本观测值	2031	2033	2038	2020
伪R <sup>2</sup>	0.095	0.040	0.016	0.127
似然比	-641.5	-678.7	-700.4	-614.6
卡方检验	2135.3	57.18	23.42	178.3
P-value	0.000	0.000	0.000	0.000

注：（1）Probit模型是非线性回归模型，因此，回归模型的系数不能像普通线性回归那样理解为对因变量的解释程度，而只能从符号上判断解释变量增加引起的相应变量出现某种结果的概率增加。因此，上表报告的边际效应结果，不仅能体现影响方向，还能判断每一单位解释变化的变化会导致相应变量的变化程度

（2）\*、\*\*和\*\*\*分别表示变量在10%、5%和1%的统计水平上显著

从模型一的回归结果可知，年龄、性别、户口、婚姻状况和受教育程度均对退休收入充足度存在显著正向影响，已婚的个体由于有家庭的支持，更容易实现退休收入充足，同时个体的受教育程度越高，其更有可能有先见之明进行储蓄等养老投资，从而提高退休保障水平。模型二的回归结果表明个体收入水平对退休收入充足度存在显著负向影响，这一点可能是由于收入越高的个体其消费需求也相对较高，因此收入对收支平衡不一定具有某一个确定方向的影响。储蓄和公共养老金计划表现出显著的正向影响，这一点和假设较为符合，储蓄和公共养老金计划都能较好的补充退休收入。有趣的是，在0.1的显著水平下商业养老保险对退休收入充足性有负向显著影响，这一结果出



现的原因还有待进一步探究。模型三仅观测健康状况变量对于退休收入充足性的影响,其结果显示,自评健康状况的影响并不显著,其中,慢性病的三个指标中有两个对退休收入充足性存在正向显著影响。

模型四是同时加入三组变量后的回归结果,与模型一、二、三的结果相比,主要变量的显著性和边际效应都未发生太大的改变。在加入所有变量之后,性别、户籍、婚姻状况、收入、储蓄等均对退休收入充足度存在显著影响。当然各变量的影响程度产生了轻微的变化,其中受教育程度对于退休收入充足性的影响已不显著,这是由于当综合考虑个体的各项特征时,单一因素的贡献自然会降低。同时公共养老金计划虽仍存在显著影响,但这一效应进一步减弱,说明公共养老金计划对于个体实现退休充足的贡献是有限的,同时公共养老金制度的单一性和统一性也使得这一计划对于个体的退休保障无法实现效用最大化。债券、股票、基金和商业养老保险由于在样本中的普及度不高,因此数据结果未显示出显著性,这一结果的出现是由于样本是1950年左右出生的一代人,这一代人的养老观念依然是以“养儿防老”为主,同时整体文化程度较低和养老金融发展水平有限也导致个体在个人金融产品的选择上依旧较为单一。参考董克用(2017)的观点,我国目前存在的养老金融产品大多偏离了老年群体的需求导向,因此大量潜在养老金融客户不存在真正意义上的资产配置,只能选择低利率的银行储蓄。但是依据国内外养老金融发展的经验,研究个体的养老金融对于实现退休收入充足的贡献不容忽视。在健康类变量中,癌症和糖尿病对于退休收入充足度的影响都减弱了,这一定程度

上说明了当同时考虑所有因素时，慢性病的影响有减弱趋势。这一结果也印证了前人对健康状况于退休收入充足性之间的研究，即慢性病、自评健康状况等其他各类健康状况对于退休收入充足性的直接影响虽然微弱，但仍存在间接影响，有待更深入研究。

#### 四、结论与政策建议

本文从制度替代率向主观评价的退休收入充足度转变这一视角入手，重点研究了主观评价的退休收入充足度的相关影响因素。CHARLS 数据实证结果发现，已退休的城镇受雇群体退休收入充足度水平较高；性别、户口、受教育程度等其他个体特征对个体退休收入充足度存在一定影响。公共养老金计划作为一种主要的社会养老保险待遇，在本文中被证实对保障个体退休后基本生活需求具有支撑作用，但实证结果同样也表明这一保障力度是有限的。同时，我们注意到，若从主观评价的退休收入充足度出发，个体对于退休保障的需求和期望是有具有差异性的，通过同质无差别的统一制度实现每个个体的退休收入充足较为困难。因此从更加多元的角度来研究微观个体的退休保障，关注性别之间、城乡之间以及不同职业人群之间的养老金权益差异对于推动现有养老保障体系改革尤为重要。站在从养老金制度替代率到主观评价的退休收入充足度转变的视角，本文提出以下三点政策建议。

一是构建相对统一又弹性灵活的多层次养老金体系。个人的养老离不开整个社会的养老保障体系，多支柱完美配合，互相补充，制度完整又具有一定弹性的养老金体系能够为个体实现退休充足提供较

好的制度和环境保障。养老金制度建立的初衷在于减贫和平滑个人消费，但老年群体之间客观存在的收入差距以及老年贫困发生率的居高不下，使得我们必须对现有制度做出调整和反思。如果基本养老保险统筹部分能尽快实现全国统筹，担当起准国民年金的作用，势必能为基本养老保险个人账户部分向年金制度转型、为补充年金制度和第三支柱个人养老金的发展留出必要的发展空间。对于人口众多、地域辽阔、发展不平衡的大国而言，必须坚持“广覆盖、保基本、多层次、可持续”的方针，建立不同人群之间相对统一但又弹性灵活的制度体系是明智的选择。

二是加快建设第三支柱个人养老金至关重要，且应在建制早期就充分考虑其可定制化、个性化、精准化特征。本文实证数据结果表明，我国居民在养老金融产品选择上十分单一，供给端提供的金融服务方式远小于需求端。刚刚推出的个税递延型商业保险试点成为第三支柱个人养老金在我国落地的一次初步探索。对此，有关参与各方需明确，第三支柱个人养老金能否蓬勃发展，既有赖于税收优惠的力度和结构等政策支持，也对有关机构能否提供丰富的养老金融产品以及生命周期的账户资产管理提出了更高的要求。在银行理财产品“刚性给付”退出历史舞台的背景下，第三支柱个人养老金市场面临前所未有的发展机遇，如何通过充分吸引不同个体参与、尊重其个性化需求，来提高制度设计的精准性和管理服务的运行效率，显得至关重要。因此，供给端在养老金融产品和基金投资管理方面都需要作出更多探索，实

现金融产品的多样化和适老化，探索服务关联的价值导向型养老金融给付，真正实现金融服务公众对实体性养老需求满足的支持。

三是引导公众意识从传统储备型养老向主动审慎投资型积极养老转变，加强养老金融教育。金融机构应抓住今年启动的“人口老龄化国情教育”契机，不但自身要深刻领会我国人口老龄化的基本情况、主要特点、发展历程、深刻影响等，还要主动参与引导全社会准确把握人口老龄化对我国经济、政治、文化、社会、生态发展带来的机遇和挑战，正确看待我国人口老龄化的发展规律，进一步增强全社会及时应对、科学应对、综合应对人口老龄化的共识和观念。特别是要在广大中青年人中，倡导树立积极老龄观，积极看待老龄社会，积极看待老年人和老年生活，加强现代金融服务教育和知识普及，引导他们以防范通胀和长寿风险为目标，积极做好全生命周期养老准备，改变老一代人那种单纯依靠养儿防老、社保养老、以房养老、理财养老的传统储备型养老方式，通过科学合理的、主动的养老金大类资产配置，克服通货膨胀的负面影响，有效补充长寿带来的老年期收支缺口，为体面有尊严的老年期生活提供强有力支撑。

## 闫化海：浅析第三支柱个人养老金的产品体系



闫化海：建信养老金管理有限责任公司战略研究部副总经理；中国养老金融 50 人论坛特邀研究员

### 一、序言

2018 年 4 月 2 日，财政部、税务总局、人社部、银保监会和证监会五部委联合发布了财税 22 号文，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，试点期限暂定一年。

2018 年 6 月 6 日，银保监会批复了六家保险公司的 19 款产品，并于 6 月 7 日正式在上海市、福建省（含厦门）、苏州工业园区三个



试点开始销售。第一只个人税收递延型商业养老保险产品在上海由太平洋人寿保险卖出。

期待已久的第三支柱终于落地了，商业养老保险先行试点，一年试点结束后，养老目标基金等产品将会加入到第三支柱的产品范围内。对于准备在第三支柱中跑马圈地的金融机构而言，提供什么样的产品来满足多样的第三支柱个人养老需求，是一个非常重要且亟需解决的问题。

## 二、正确认识第三支柱产品的职能

面对日益严重的老龄化，国家应该鼓励个人为养老目标而进行的储蓄，这也是应对老龄化的必要措施，在为个人提供第三支柱产品时，正确认识和理解第三支柱产品的职能定位至关重要。

### 第三支柱产品的职能划分

根据 2017 年国发 59 号文，关于第三支柱个人养老金的职能的表述主要有两处：59 号文件的第一句话是“商业养老保险是商业保险机构提供的，以养老风险保障、养老资金管理为主要内容的保险产品和服务，是养老保障体系的重要组成部分”。此外，59 号文第四条的表述为“丰富商业养老保险产品供给，为个人和家庭提供个性化、差异化养老保障。支持商业保险机构开发多样化商业养老保险产品，满足个人和家庭在风险保障、财富管理等方面的需求”。

由此可见，59 号文明确将第三支柱产品的职能分为两类：一是风险保障职能，二是资金管理（或财富管理）职能。这两种职能划分

明确，基本代表了世界上第三支柱的两大模式，个人认同第三支柱产品的上述两种职能的划分。

第三支柱的风险保障职能完全可以通过保险产品来提供，依据大数法则和保险互助共济原理，为个人提供广泛的保险产品，这也是保险业独有的优势。提供的保险产品包括但不限于分红型、万能险、传统寿险等。目前世界上欧洲和日本的第三支柱，特别是德国，第三支柱的主要产品是商业保险产品。

第三支柱的资金管理（财富管理）职能，个人认为资金管理（财富管理）职能就是资产管理职能。在第三支柱的相关资产管理产品提供方面，个人认为应该给资产管理行业的每个金融机构一个公平的参与机会，例如银行、基金、保险、证券、信托、期货等等都应有机会参与到第三支柱中来，当然金融机构参与的前提是需要达到国家层面设定的公平透明的准入门槛和规则，达到这个门槛要求的资产管理机构都可以为第三支柱提供符合要求的资格产品，通过市场竞争的方式促进第三支柱相关资产管理产品不断丰富和良性循环。美国的第三支柱产品就是以资产管理产品占据绝对优势的，保险类产品非常少，如IRA。

### 三、关于税收优惠与个人养老金第三支柱产品的思考

从国际上来讲，对第三支柱个人养老金并没有一个广泛认可的定义，大家对第三支柱的理解有较大的差异。广义的第三支柱个人养老金涵盖的范围包括养老、医疗、教育、住房等。狭义的养老金指为个



人养老而储蓄。美国的 IRA 的使用范围除了养老之外，还可有条件地用于大病医疗、住房等。

从税延的角度来看，国际上存在有税延和没有税延的不同的第三支柱个人养老金。税延型的养老金，采用 EET 的形式，优点在于将来退休领取时按照退休时较低的税率缴纳，不足之处在于退休前该资金完全被锁定，亟需资金时没有机会支配或使用。而非税延型的养老金采用 TEE 的形式，缴费是个人的税后收入，投资环节不征收税，领取环节是免税的，而且如果还有较为宽泛的使用途径（如购房、大病医疗等），对有一定税延型养老金积累的个人来讲，还是具有一定吸引力的。美国的罗斯 IRA 的发展是一个很好的例子。

从上述分析可见，在进行第三支柱个人养老金顶层设计时，应该统筹考虑不同人群的不同阶段的多样化需求，为制度设计预留一定的政策空间和发展空间，待条件成熟或时机（认识）成熟时，再制定出具体的支持和发展政策。

个人认为，对于我国的第三支柱的税收优惠模式上，建议同时考虑 EET 和 TEE 两种不同的模式。目前 22 号文进行试点的模式是 EET，以后也可以考虑 TEE 模式，通过 TEE 模式可以将老百姓手中的大量养老目标的存款转化为国家严格规范的个人养老金储备，以应对日益严重的老龄化危机。

#### 四、浅析第三支柱个人养老金的产品体系

顾名思义，第三支柱个人养老金的购买对象是个人，根据上述对第三支柱产品的职能分析，目前市场上面向个人的金融产品有哪些？是否可以满足第三支柱个人养老金的需要呢？

## （一）风险保障类产品分析

对于风险保障职能，应该由保险公司提供，这也是保险业的固有产品。目前市场上有着众多的保险产品，为规范第三支柱养老保险产品，银保监会专门颁布了个人税收递延型商业养老保险产品开发指引（银保监发【2018】20号文）。

根据税延养老保险产品积累期养老资金的收益类型，20号文将产品分为收益确定型、收益保底型、收益浮动型，分别对应A、B、C三类产品。

1. A类产品，即收益确定型产品，是指在积累期提供确定收益率（年复利）的产品，每月结算一次收益。

2. B类产品，即收益保底型产品，是指在积累期提供保底收益率（年复利），同时可根据投资情况提供额外收益的产品，每月或每季度结算一次收益。根据结算频率不同，分为B1类产品（每月结算）和B2类产品（每季度结算）。

3. C类产品，即收益浮动型产品，是指在积累期按照实际投资情况进行结算的产品，至少每周结算一次。

根据第三支柱的产品职能划分，可知A产品和B产品属于风险保障类产品，C产品属于资产管理类产品。

6月6日批复的19款产品中,有6只A款产品、10只B款产品,有3只C款产品。由此可见,在首批批复的产品中风险保障类产品有16只,资产管理类产品有3只。目前,税延型养老保险产品已卖出3000来份左右。

## (二) 资产管理类产品分析

除了上面提到的收益浮动型C款产品外,目前市场上还存在一些面向个人销售的资管产品,例如:银行理财产品、个人养老保障产品、公募基金等,这些产品都有可能作为第三支柱个人养老金配置的产品。下面逐个对这些产品进行分析。

### 1. 原保监会的个人养老保障产品

个人养老保障产品也是向个人销售的产品,其渠道包括保险公司官网、银行渠道、互联网渠道等;

目前,具备发行养老保障产品资格的有八家养老保险公司和一家养老金公司,这几家公司近两年来大力发展个人养老保障产品,产品规模增长迅速,已成为公司盈利的主要产品来源。

### 2. 原银监会监管下的银行理财产品

我国的银行理财产品开始于2004年,2006年之前银行理财的投向一直局限在标准化债券市场,2006年首只非标产品诞生,2008年首只开放式、净值型理财产品诞生,开启了预期收益率的绝对主导形式。截止到2017年底,银行理财产品的数量9.35万只,规模高达29.54万亿元。

2018年4月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的出台正式揭开了资管行业变革的序幕。作为一份纲领性文件，新规对行业内现存的业务和问题进行了细致的描述与规范，约束条款众多。在各行业中，近30万亿银行理财业务受到的影响无疑是最大的。

### 3. 基金业协会的养老目标基金

2018年2月11日，证监会发布公告，公布《养老目标证券投资基金指引（试行）》，自公布之日起施行。养老目标基金是基金业协会专为第三支柱而准备的产品。

养老目标基金是指以追求养老资产的长期稳健增值为目的，鼓励投资人长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险的公开募集证券投资基金。

养老目标基金为投资者提供了养老金投资的一站式解决方案，采取成熟稳健的资产配置策略，合理控制组合波动风险，包括目标日期策略、目标风险策略等。美国、英国、中国香港等都将目标日期基金和目标风险基金作为养老金计划的默认投资产品，根据个人投资者的生命周期、风险偏好等进行动态配置，不仅减少投资者的选择困难，提高投资积极性，同时真正为投资者带来长期稳定回报，满足养老需求。

目前上报了42只产品，产品等待批复中。养老目标基金采用基金中基金形式或证监会认可的其他形式运作，并设置封闭期或投资者最短持有期限，避免短期频繁申赎，从制度层面保障了投资的长期性。

同时,《指引》鼓励基金管理人让利于民,设置优惠费率,支持投资者进行长期养老投资。

## 4. 人社部的养老金产品

养老金产品是由企业年金基金投资管理人发行的、面向企业年金基金定向销售的企业年金基金标准投资组合。2013年24号文颁布实施确立了养老金产品,此后养老金产品的销售对象扩展至职业年金基金、基本养老保险基金。截至2017年12月31日,投资管理人已备案549只养老金产品,实际运作了268只养老金产品;养老金产品的规模为3502亿元,占企业年金基金市场的27.94%。

人社部主管的养老金产品,目前仅向养老金基金销售,有其独特的优势。养老金产品采用信托的制度安排,建立之初就完全按照公募基金的模式进行管理,独立的基金托管制度,完善的信息披露制度,确保了养老金产品的透明独立的运作。养老金产品天生就是为养老金而准备的,发行养老金产品的21家投管人是人社部严格筛选的,长期从事企业年金和社保基金的投资,非常熟悉和了解养老金的特性以及养老金投资的安全稳健要求。

目前,养老金产品仅向基本养老保险基金、企业年金和职业年金销售,目前暂不对个人销售。但养老金产品天生就是为养老金而来的,发展养老金产品可以有效地提高养老金投资的效率。

## 五、探讨资管新规下第三支柱产品的发展和供给

### 1. 资管新规

近年来，我国资产管理业务快速发展，但也存在部分业务发展不规范、多层嵌套、刚性兑付、规避金融监管和宏观调控等问题。资管新规的出台可以有效规范金融机构资产管理业务，统一同类资产管理产品监管标准，有效防控金融风险，引导社会资金流向实体经济，更好地支持经济结构调整和转型升级，

资产管理业务是指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。资产管理业务是金融机构的表外业务，金融机构开展资产管理业务时不得承诺保本保收益。资管新规要求打破刚兑、去通道、去嵌套等。并规定 ABS 和养老金产品不受资管新规的约束。

资管新规作为一份纲领性文件，尽管有些细则尚未出台，但该文件对我国所有资产管理业务的规范有序发展将起到至关重要的作用。

## **2. 保险产品不受资管新规的影响**

银保监会批复的 A、B 款产品是严格意义上的保险产品，不属于资产管理新规的范畴，完全是不受资管新规的限制

## **3. C 款产品，要受资管新规的影响**

C 类产品，即收益浮动型产品，是指在积累期按照实际投资情况进行结算的产品，至少每周结算一次。根据资管新规的要求，C 类产品要纳入到资管新规的约束之下。保险公司发行的 C 类产品，类似原保险公司的投连险，以后要严格执行资管新规的要求。

## **4. 个人养老保障产品**



资管新规中没有提到个人养老保障产品，但根据资产管理业务的定义，个人养老保障业务属于资产管理业务，资管新规的具体要求也应该适用于个人养老保障业务。目前个人养老保障业务的监管部门也在按照资管新规的要求规范和约束个人养老保障业务的发展。据了解，相关机构已在开展将个人养老保障产品纳入到第三支柱产品体系中的研究工作，希望将来个人养老保障产品作为第三支柱的备选产品。

## 5. 银行理财产品

银行理财产品此前存在诸多问题，在资管新规的要求下，理财产品要严格按照资管新规的要求进行整改和规范，之后在逐渐纳入到第三支柱的产品体系中。目前，资管新规的相关细则尚未出台，银行理财产品的规范工作还要持续一段时间，在其规范前不太可能纳入到第三支柱产品中。

## 6. 养老目标基金产品

公募基金公司具有得天独厚的制度优势，契合养老资金的长期稳定属性，例如公募基金普遍具有良好的公司治理结构、长期坚持的价值投资理念、丰富完善的产品类型、透明的信息披露（净值化）、严格的监管制度安排等。养老目标基金产品具有“独立运作、组合投资、强制托管、公开披露”的特点，相比市场同类养老理财产品，更能保障养老资金投资的安全、透明、高效，符合个人投资者的养老投资需求。财税【2018】22号文，已经明确待一年试点期满后，将养老目标基金纳入到第三支柱的产品体系中。

## 7. 养老金产品：出台政策支持，放开对个人的销售



目前，养老金产品仅向基本养老保险基金、企业年金和职业年金销售，目前暂不对个人销售。但养老金产品天生就是为养老金而来的，发展养老金产品可以有效地提高养老金投资的效率。

养老金产品为养老金而生，在过去五年发展迅猛，已经为第一、二支柱提供了多样化的产品线并大力配置，目前养老金产品已经发展成熟，随着第三支柱顶层设计的展开，可以为第三支柱提供合格、适当的多样化的不同风险偏好产品。目前要做的就是合适的时间点出台政策，允许养老金产品向个人销售。

## 谭晓：在第三支柱建设中引入养老服务的路径探讨与建议



谭晓：建信养老金管理有限责任公司战略研究部总经理；中国养老金融 50 人论坛联席研究员

### 一、第三支柱引入养老服务的研究背景

#### （一）我国将进入人口老龄化高原阶段

当前，我国正处于全球规模最大、速度最快、持续时间最长的人口老龄化进程中。据国家统计局及全国老龄办公布的数据，截至 2017 年末，我国 60 周岁及以上人口约 2.41 亿人，占全国总人口的比例达 17.3%，全年新增老年人口首次超过 1000 万。

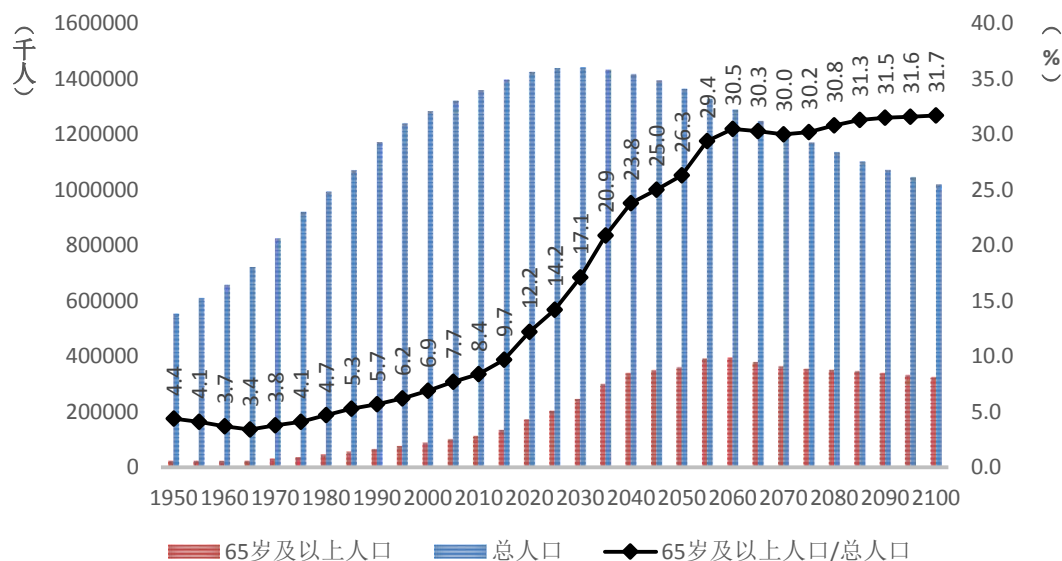


图 1.1 我国 65 岁及以上人口及占比变化趋势

数据来源：UN DESA/POPULATION DIVISION, 《World Population Prospects 2017》, <https://esa.un.org/unpd/wpp/Publications/>

根据联合国《世界人口展望 2017》，我国 65 岁以上人口总数预计在 2060 年前后达到高点；65 岁以上人口占总人口比例在 2010 年后陡然加速、持续攀升，在 2060 年前后，占总人口比重将超过 30% 并在之后一段时期内保持该水平。中国养老金融 50 人论坛认为，中国将进入人口老龄化的高原阶段。

## （二）我国既有养老金体系面临巨大压力

在人口加速老龄化的背景下，我国现有养老金体系面临着巨大的压力。从图 1.2 中不难看出，在制度建立初期，基本养老保险的替代率保持在 70% 以上，最高达到了 77.30%。随后，基本养老保险替代率水平整体呈下降趋势，至 2016 年末，基本养老保险的替代率仅有 45.70%，较 1997 年下降幅度达 167%，平均年降幅 8.35%。

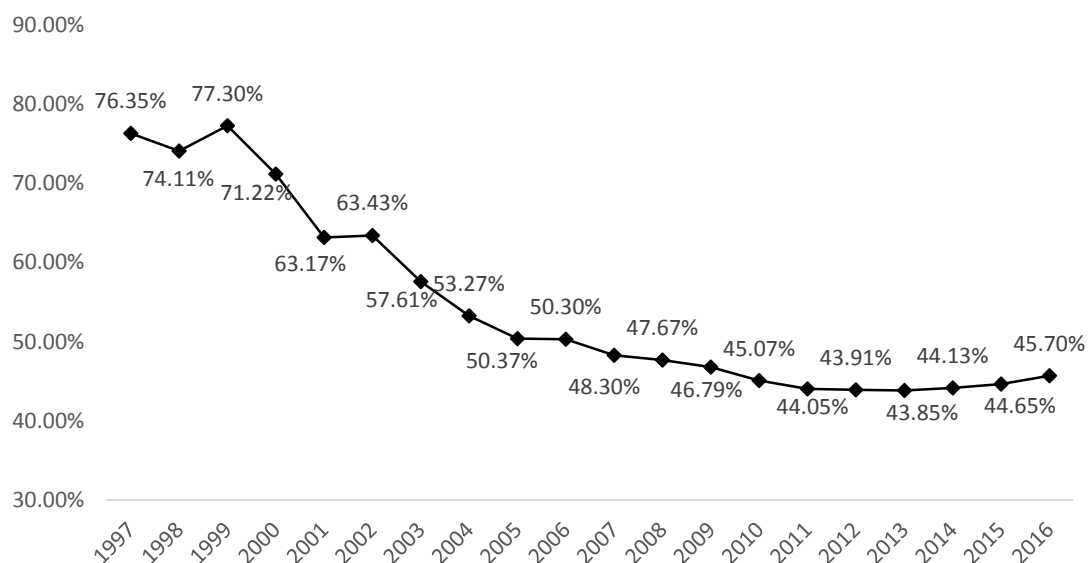


图 1.2 1997-2016 年我国城镇职工基本养老保险替代率

数据来源：国家统计局网站，Wind 资讯

根据国际劳工组织（ILO）《社会保障最低标准公约》的规定，养老金的最低替代率为 55%，经合组织（OECD）则建议退休后养老金的替代率至少要达到 70% 才可以维持退休前生活水准。2016 年，我国养老金体系的第一支柱的替代率仅有 45% 左右，已经低于警戒线。

此外，随着我国城镇化、就业多样化、人口老龄化加快发展，地区间抚养比差距扩大，省际之间基金不平衡的问题日益严重。养老保险基金在辽宁、黑龙江等部分省份已经出现了基金当期收不抵支的情况，基金运行面临较大压力。根据人社部《2017 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》数据，到 2017 年末，我国基本养老保险基金累计结存 50202 亿元，企业年金基金累计结存 12880 亿元，两项合计占当年 GDP 的比重仅为 7.63%。我国现有养老金体系在待遇水平的充足性水平方面还有待提升。

### （三）我国对于养老服务的需求量巨大

人口的快速老龄化不仅对于我国养老金体系造成了冲击，随之而来的还有老龄人口对于养老服务的巨大需求。

截至 2016 年末，全国共有各类提供住宿的养老服务机构 2.8 万个，各类养老床位 680.0 万张，每千名老年人拥有养老床位 30.3 张。公办养老机构目前还是主体，据调查显示，北京地区的养老机构 60.2% 为政府主办，23% 为个人主办，社会团体主办的不到 5%。

老年人对养老服务的需求大、增长快，而我国养老床位仅占老年人口的 3%，低于发达国家的 5%-7%。区域之间、城乡之间发展不平衡、布局不合理，既存在“一床难求”、也存在“床位闲置”现象。特别是我国进入新时代后，越来越多的老年人要求多元化、专业化的优质养老服务，与当前大部分养老机构只能提供基本的、低层次的服务形成矛盾。以养老服务人员为例，估算全国需要 1000 万名养老服务人员，而目前只有 22 万人，其中符合从业资格的仅 2 万人，侧面上反映出当前我国养老服务领域的供需矛盾十分突出。

#### （四）国家高度关注养老问题

老年人口的急剧增加，人们生活水平的提高以及养老观念的转变，对养老资产管理和养老消费服务提出迫切需求。党中央国务院高度重视人口老龄化问题，制定出台相关应对措施。党的十九大提出，加强社会保障体系建设，全面建成覆盖全民、城乡统筹、权责清晰、保障适度、可持续的多层次社会保障体系。完善城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险制度，尽快实现养老保险全国统筹。积极应对人口老龄化，构建养老、孝老、敬老政策体系和社会环境，推进医养

结合，加快老龄事业和产业发展。国务院和有关部门制定出台了一系列完善养老保障体系和推进养老产业、养老服务业发展的政策措施。

在此背景下，可以看出养老资产短缺与养老服务匮乏，是我国养老事业面临的主要问题，也是国家高度关注和着力解决的重大问题。随着养老保障体系第三支柱启动建设，个人养老资产将得以进一步充实。显而易见，当人们退休进入老龄阶段后，个人消费的主要领域就是养老服务以及医疗服务，这对将养老金转化为养老服务提出了现实需求。第三支柱养老金的个人属性，也为养老资产管理与养老服务对接提供了可能性。本文的研究重点即如何设计产品和流程，将个人养老金与养老服务结合起来，个人可自主选择退休时养老资产的使用方式，实现一举多得的效果。

## 二、在我国第三支柱引入养老服务的可行性与设计

### （一）我国养老金融与养老服务相结合的已有做法

目前，我国保险业已开始探索将保险产品与养老服务相结合的做法。保险公司提供前端保险产品、老年护理产品以及后端资金的组合，为养老产业提供财务支持，加快推进医疗、健康和社区护理相结合的战略，以满足长期养老服务和较高的投资需求。有效整合养老服务全周期产业链价值，实现保险产品创新和养老资源供给的对接。

根据保监会有关保险公司股权投资和不动产投资的相关规定，我国保险公司积极参与养老社区的投资建设。据报道，2009年11月，泰康人寿获得中国保险行业第一个养老社区投资试点资格，随后中国人寿、新华人寿、中国平安、中国太平、合众人寿等多家保险公司也



纷纷涉足。保险公司投资的养老社区主要是为其中高端客户提供“一站式”的养老服务，如泰康人寿的“泰康之家”养老社区，采用“社区入住+保险产品挂钩”的形式，客户通过购买泰康人寿一款门槛为200万元的养老年金分红险产品（保费视被保险人年龄、性别有所不同）来获得入住泰康之家养老社区的权益，同时继续享受投保每年的分红收益。在客户入住泰康之家时，可以将每年的分红收益直接用于支付入住社区的各项费用。这种做法得到了市场的充分认可，促进了保险和医疗、养老服务的融合发展。养老保障第三支柱作为个人长期性养老投资，可参考保险类产品的相关做法。

## （二）账户制为第三支柱引入养老服务的提供了可行性

纵观各国发展第三支柱的经验，特别是欧美等社保体系成熟的国家的发展经验不难看出，账户制是这些国家发展第三支柱的集中选择。从我国第三支柱试点情况看，未来第三支柱建设也将以个人账户为基础。个人账户具有唯一性，从个人参加计划开始将伴随一生，参加计划的权益清晰准确记录。通过个人账户相关信息，可与未来享受养老服务权益进行匹配，并可精确计算出每月可用于支付养老服务的金额。

## （三）在第三支柱引入养老服务的具体设计

将第三支柱账户积累的养老金资产转化为支付养老服务消费是在第三支柱引入养老服务的核心，具体的方式为：在投资时选择投资于“金融+养老服务”类型产品，当达到领取条件时，账户内一部分资产转化为支付养老服务消费，另一部分仍然以货币形式支付。



## 1. 将“金融+养老服务”类型产品纳入第三支柱的多元化投资选择范围

当前，我国第一、第二支柱的养老金运作是由政府和企业直接委托专业机构进行投资和管理。从微观视角来看，由于每个人的风险偏好与判断不同，对于养老也存在不同的理念和规划，故这样的运作方式并不能很好的满足单一个体对于养老的个性化需求。为此，我国在发展第三支柱时应当考虑将“金融+养老服务或权益”类型产品作为可选项之一纳入第三支柱的多元化投资范围，充分发挥市场的作用，从而匹配不同类型人群的对于养老的需求和偏好。

## 2. “金融+养老服务”类型产品的基本形态

“金融+养老服务”类型产品的核心在于金融产品所对接的后端养老服务或权益的选择。目前，我国市场上专业养老机构提供的养老服务或权益一般分为常住型和旅居型。常住型养老服务或权益是指依托养老服务提供商，辐射其周边的具有养老需求的人群，提供养老服务或权益，主要以长期居住为主。旅居型养老服务或权益是服务于有季节性或区域性跨度养老需求的人群，主要以短期居住为主。

“金融+养老服务”类型产品是连接个人与养老服务提供商之间的“路”。如何根据不同人群的养老需求来搭建最合适的“路”，就是此种类型产品设计的核心思路。而对接不同养老服务提供商的不同通路，都是由实现基本功能的产品形态构成的。根据养老服务提供方式的不同，可设计普通型、附加权益型和支付型三种产品形态。个人投资者在购买产品时，在个人账户中记录产品所附加的养老服务权益，

并在退休时行使权益；也可在购买产品时达成协议，待退休时将产品所积累的资金用于支付养老服务提供商的居住费用和养老服务购买费用。从长远来看，还可设计资产证券化型产品或生命周期型产品作为基本功能的金融产品，满足不同人群对于养老的多样化需求。

### 三、相关政策建议

#### （一）拓展顶层设计思路

第三支柱的建设需要创新金融支持路径，其涉及的范围较广，需要立足当前、着眼长远，加强顶层设计。目前第三支柱建设大多关注养老金的投资管理，对于其他路径的研究较少。建议国家相关部门进一步拓展思路，创新模式，在保证个人养老金安全的前提下，为个人投资者提供多样化、个性化的选择。畅通养老资产与养老服务对接的路径，允许多种形态投资产品的发行。通过多元的资产配置和更具有生命周期特征的运作方式，对个人养老投资者进行长期投资、理性投资产生引领作用。

#### （二）关注风险防范

第三支柱个人投资资金的安全稳定，是开展与养老服务对接的基础。因此，一方面，要做好投资风险管理。因其投资的期限较长，安全性是需要首先考虑的目标。为此，要建立风险管控策略，不断完善有关的法律和监管体系，做好税收优惠安排、信息披露机制和政府监管等保障措施，确保投资的稳健。

另一方面，也要防范养老服务的可持续性风险。建议从国家层面出台和完善相应的养老服务体系建设和养老服务供应商标准，做

好对于养老服务提供商的资格准入与审核，确保养老服务供应商的质量，避免因养老服务供应商的服务不达标或经营失败而对个人带来的损失。建立从养老投资到养老服务全流程的监管机制，确保资产与服务的配套衔接。近年来养老金融和养老服务的兴起也使得针对这些领域的金融诈骗行为时有发生，并且诈骗手段不断升级，应当严格防控此类金融诈骗的风险。

### （三）搭建“一站式”管理服务平台

面对多元化、多层次的养老需求，需要专业化的服务内容和多元化供给主体来支撑。针对老年人的特点，建议在现有第三支柱信息平台的基础上，将金融产品购买、养老机构选择、适老用品介绍等功能融于一体，实现养老资产管理与养老服务提供的“一站购齐”。“金融+养老服务”类型的产品的需要熟谙养老金融内涵的专业机构在其中发挥作用。应当充分利用此类机构的优势，在精算、生命周期、产品品质等方面开展深入研究，进而搭建资源整合平台，制定标准化的服务体系。

### （四）加大支持力度

将个人养老金与养老服务相对接，需要开展客户端、资金端、资产端、服务端的联动，既有养老金投资的轻资产运营，也有养老服务提供的重资产运营，运营成本较高。对于个人而言，对未来养老服务的预期也需要引导。因此，建议出台相关政策，对于开展此类运营模式的机构在税收等方面给予相应支持；对于选择此类产品的个人，则可采取提供风险保证等措施，引导和吸引其购买。通过调动社会各方

能动主体积极参与，吸引更多社会资本加入，形成养老、金融、服务三者的有机结合。

**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。本期我们选编了中信信托金融实验室，高级研究员张明玺的养老信托报告；中国养老金融 50 人论坛秘书长助理、特邀成员，华夏基金养老金管理部高级副总裁孙博的从储蓄养老到投资养老的新途径。欢迎大家向本栏目投稿。

### 张明玺：养老信托报告：制度优势蕴育广阔前景



张明玺：中信信托金融实验室，高级研究员

目前，我国已迈入人口老龄化时期，“未备而老”问题引发各界关注。因此，国民养老资产积累意义重大。总体来看，国民养老资产可以分为两类，一类是通过国家养老金体系归集的养老资产。从我国来看，作为第一支柱的基本养老保险的覆盖面虽广，但存在社会整体资金缺口大、压力大等问题。此外，基本养老保险待遇水平较低，难

以满足老年人生活需要；作为第二支柱企业年金及职业年金制度虽被视为基本养老保险的有益补充，但仍仅存在于少数大中型国有企业和机关事业单位，实践推广有待进一步摸索。因此，作为第三支柱的个人税延养老金对于完善我国养老保障体系将发挥重要作用。

另一类是国民自主通过各种金融工具进行养老财富积累，换言之，仅靠养老金养老可能保障不足，只有使用不同金融产品才能更高效地安排养老资产。从国际经验来看，信托制度在家庭财富管理的独特优势逐步凸现。养老信托作为养老金融的子类，其拥有信托财产独立、信托收益确定与持续以及保障信托财产等金融特征，较好契合了养老理财具有的未来性、保障性以及持续性等特点。因此，养老信托应当并能够成为应对老龄化挑战、发展养老金融产业的可行路径。

## 一、养老信托的内涵

### （一）养老信托的定义

何谓养老信托？为界定清楚这个概念，首先要对信托的概念有清晰的认识。根据《信托法》的界定，信托是指委托人基于对受托人的信任，将其财产委托给受托人，由受托人按委托人意愿以自己的名义为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。养老信托作为信托业务的类型之一，理应具备信托的基本要素加之养老功能的发挥。因此，养老信托应是委托人基于对受托人的信任，将其财产委托给受托人，由受托人按委托人意愿以自己的名义，为受益人养老目的而对财产进行管理或者处分的行为，或为受益人提供全面养老服务的行为，或将财产或财产权用于养老产业的开发和建设的行为或安排



(彭晓娟, 2017), 也有学者将养老信托视为创新概念(尹隆, 2014)。由于养老信托受益人享受养老权益的凭证或信物是养老信托受益凭证, 通过养老信托受益凭证, 养老信托可为老年人或其利益相关人提供养老服务、投资理财服务并实现财富传承等功能。本文认为, 养老信托首先属于事务型信托类别, 其次它融合了养老服务与金融服务, 最后养老信托实现了老年人的资产管理及增值与日常身体照顾及医养的愿望。

## (二) 养老信托的特征

养老信托的信托行为包含委托和受托两部分, 其核心在于受托人接受委托人的委托管理、处分养老财产以及提供养老服务。此外, 养老信托和其他事务性信托关键区别在于养老服务, 即除投资理财服务之外的“衣食住行医学乐”等综合养老服务。因此, 养老信托的特征主要包括反映养老服务本质的综合性与长期性。

### 1. 综合性

近年银监会提出和践行了信托业“八大业务”的制度框架建设<sup>2</sup>, 完善和加强信托的本源功能, 支撑信托业向本源业务理性回归。根据八大业务分类, 养老信托跨越财产信托、慈善信托以及事务信托等, 表现出综合性特点。根据受益人的归属、信托目的、法律立场以及存续期等多个角度来看, 其同样表现出综合性。因此, 养老信托是种综合性的信托。

---

<sup>2</sup> 八大业务: 债权信托、股权信托、标品信托、同业信托、资产证券化、财产信托、慈善信托、事务信托。

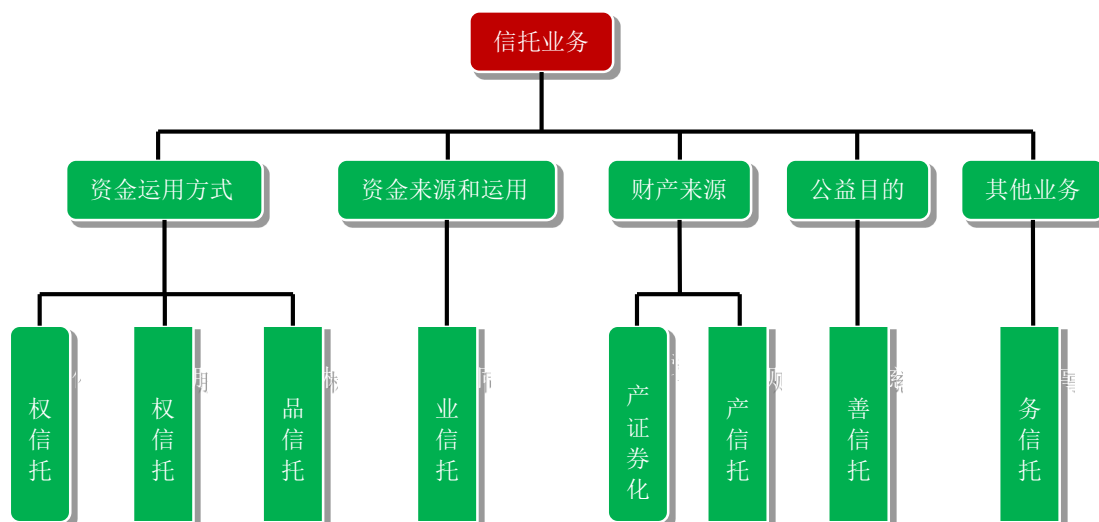


图1 信托业“八大业务”体系

## 2、长期性

关于养老信托的设立直至终止，根据老年人的健康情况，其通常历时几十年。由于养老信托不仅可以存续于受益人（老年人）的整个晚年时期（也可从中年延续至老年），甚至能够存续于指定的下一代。因此，养老信托表现出长期性特征，即延续至受益人整个生命周期甚至代际叠加。

### （三）养老信托的功能

关于信托在养老服务领域的作用机制，其主要是利用信托制度为养老需求者的利益（自益或他益）提供养老服务与财产管理。值得说明的是，受托人的专业性与信托财产的独立性一方面解决了老年人难以管理财产等问题；另一方面养老财产的安全性得到保障，且利于财产保值与增值。具体来说，养老信托有如下三方面的功能：

一是统筹管理功能。通过管理老龄受托人的养老金、提供“六老

有”服务<sup>3</sup>、代理投资理财并实现财富传承，从而实现安全托管委托人的财产并保护委托人权益的目的。

二是协助功能。受托人由于与老年人建立了信托关系，故受老年人委托与养老金管理公司、养老地产开放商、医疗服务商、养老服务供应商以及各种金融机构建立委托关系，自营或委托他人经营养老金管理公司和老年公寓。

三是完善养老产业功能。养老信托通过对养老产业进行投资，争取政府关于养老金融建设的财政补贴与税收优惠，借助信托平台整合养老机构和养老服务，以打造养老产业链条，丰富养老产品功能，更好为安养老年人提供优质服务。

## 二、养老信托制度的优势

利用养老信托安排养老资产的独特价值在于，其能够发挥信托制度在家庭财富管理上固有的内在优势，一是实现资产安全隔离，二是实现特定养老目的。“受人之托，代人理财”刻画了信托制度的含义。其中，信是信托的核心。因此，信托需要双方当事人相互信任。养老本质与信托相类似，均是一种基于信任而产生的托付行为。由于囿于健康状况与活动能力，老年人往往基于信任而选择并依赖受托人（通常为老年人的血亲）管理处分其生前和身后事项。由此可见，养老与信托具有高度的融合性，加之信托是一种以法律形式保障的养老工具，不会出现老年人财产被家属挥霍等情况，故老年人可以充分信任养老信托工具。

---

<sup>3</sup> 即老有所医、老有所养、老有所乐、老有所教、老有所学、老有所为。

## （一）养老信托能够实现安全隔离资产

资产隔离是信托财产管理的核心特点。由于家庭财富养老规划的资产运用时间较长，通常历时数十年。因此，养老资产的安全性尤为重要。信托财产的独立性原则是信托制度区别于其他制度（尤其是委托代理制度）的本质特征<sup>4</sup>。因此，信托财产的独立性确保了养老资产的专属性与安全性。

## （二）养老信托可以实现特定养老目的

关于养老目的，多数老年人希望获得长期、全面的服务，主要包括人身照顾服务、金融理财服务以及其他服务，其中，不乏诸如为后代分配养老财产等特定目的的服务。根据信托的法理构造，信托财产运用方式多样且明确，内在契合养老资产管理的要求与目的。

## （三）养老信托财产运用广泛、灵活

与其他提供较为单一金融服务的养老理财产品不同，养老信托通过利用信托账户中的资金，以其灵活运用信托财产等特性，为老年人提供内涵丰富的养老服务。不仅能够如前所述实现个人特定养老服务需求，还能够以设立专项养老服务产业发展信托计划等方式推动我国养老产业的发展。

表 1 与“以房养老”的比较分析

<p>以房养老是指老年人基于对受托人的信任，将其拥有所有权的房屋转移给受托人，由于房屋的收益性特点，受托人依据养老保障目的，管理并处分受托房屋，以其产生的收益为受益人（通常为委托人）提供养老保障服务。目前，通常意义上的“以房养老”模式指的是“住房反向抵押”制度<sup>5</sup>。</p>
---

<sup>4</sup> 以信托形式设定的养老资产完全不受委托人和信托公司破产风险的影响。即便委托人或信托公司破产，这部分资产也不会被列入破产财产范围。

<sup>5</sup> 尹涵（2013）对住房反向抵押定义及特点进行了阐述。

相较于以房养老，养老信托在以下几个方面优势明显：

第一，养老信托制度更具公平性。“住房反向抵押”制度特点为通过房屋评估，计算出未来一段时期内老年人按期得到的资金。受双方信息不对称、房屋或存在升值空间等因素影响，委托人易处于不利地位，对老年人而言尤为如此。然而，养老信托的设计一定程度上避免了“住房反向抵押”制度养老金支付不公平问题。老年人将信托财产转移给受托人之后，受托人有责任与义务以受益人利益为中心，处理信托事务。如遇房屋价格上涨，受托人理所应当会将房屋增值部分向受益人转移，因此更具公平性。

第二，养老信托制度更具有弹性。自签订“住房反向抵押”合同之日起，受精力、时间限制，无力承担高昂违约金等影响，老年人易被“不公平合同”绑架，被动继续履行。不同于签订“住房反向抵押”合同，在养老信托制度下，信托协议不仅可以自主选择是否保留房屋所有权，还可以保留更换受托人的权利<sup>6</sup>。

### 三、养老信托的主要产品

养老信托产品主要包括，养老金信托、保险金信托、养老财产信托、养老消费信托等。

#### （一）养老金信托

养老金信托是指信托机构作为受托人，管理有关企业的养老金，在雇员退休后以年金形式支付的信托形式。养老金信托特点包括：一是专业性。作为财产管理的专业机构，信托公司通过养老资金的规模效应，充分发挥理财优势。二是安全性。养老基金作为信托财产，其不受信托公司与委托人财务状况变化的影响，即使任何一方破产也不会影响信托财产的顺利分配。三是收益性。信托公司秉承诚实、谨慎、有效等基本原则管理养老资金，能够确保养老资金保值与增值。

<sup>6</sup> 通过在信托合同中增加条款，约定当老年人去世后信托就归于结束，剩余信托财产收益权由其法定继承人继承、或者其法定继承人有权以约定价格优先购回该房产的权利，兼顾养老与继承。

表 2 美国的养老金信托产品

1974 年，美国颁布了《雇员退休收入保障法案》，其对养老金的受托方式进行了强制规定，即养老金必须以信托形式设立。截至 20 世纪末，在美国联邦政府与州政府两级政府养老金计划中，超过 17 万亿美元的养老金以信托形式成立，且私人养老金信托规模超过 3 万亿美元。关于美国养老金信托产品，主要包括两大类：一类信托产品的资金来源于国家控制的基本养老保险基金。为保证资金稳健保值，投资范围仅限于政府发行的特别国债。另一类信托产品资金来源于各州政府养老金和私营养老金，其投资方向相对多样，包括投资股票、投资债权等类型的产品。

## （二）保险金信托

所谓保险金信托，是一项结合保险与信托的金融服务产品，以保险金给付为信托财产，由保险投保人和信托机构签订保险信托合同书，当被保险人身故，发生理赔或期满保险金给付时，由保险公司将保险金交付受托人（即信托机构），受托人依信托合同约定，为受益人管理、运用信托财产，并于信托终止或到期时，交付剩余资产给信托受益人（朱丹，2013）。

关于保险金信托的作用，其主要包括以下三个方面：一是实现被保险人生前的理财愿望，如为下一代分配信托利益。二是通过结合人寿保险与信托，达到投保、储蓄与投资理财的多重目的。三是规避遗产税，从而实现信托财产收益最大化。

表 3 保险金信托产品

2014 年 5 月，作为首次引入国内的保险金信托产品，“托富未来”终身寿险兼具资产管理与事务管理等功能，立足消费终端产品层面，实现了信托服务与保险服务的创新融合。

“托富未来”的核心特色为“资产传承”。通过提供不同保险金给付方案，为拥有不同资产规模的客户创造更大的资产保值与传承空间。具体而言，通过



设计起售点为 800 万元的产品，配之以“传家”品牌专属定制服务，为客户提供全方位金融服务体验。

### （三）养老财产信托

养老财产信托是指委托人为获得稳定利息收入，将土地、房产等资产交由信托公司，由其进行管理经营的信托产品。养老财产管理信托的发起方以委托人为主，受托人在我国一般是信托公司。受托人在向客户提供养老咨询服务的过程中，为客户设计特定的养老保障计划，并接受委托人的财产信托，履行信托财产的管理运营等受托职责。养老财产信托的财产管理模式可归为“反按揭”模式。例如，相关机构通过评估房产所有者抵押给其的房产价值，在考虑通货膨胀、人均寿命、资产所有者的健康状况等因素的基础上，由精算师计算出每月应当支付给资产所有者的金额。养老财产信托的主要特征在于，其存续期较长，直至财产所有者去世，届时相关财产所有权归属信托机构。但正如前文所言，由于该“反按揭”模式基于信托框架设计，因此兼具公平性与灵活性。

### （四）养老消费信托

作为养老信托的一种典型产品，养老消费信托指信托公司通过与养老服务机构合作，实现投资者获得现金收益与养老服务权益的双重愿望（王跃，2014）。与其他类型养老信托产品相比，养老消费信托有如下特点：一是能够使消费者获得全方位消费体验，加深对信托产品多功能性的认知。二是能够为信托公司增加获客渠道与客户黏性，能够结合自身优势加强产业链布局。三是有助于提升养老产业发展及整体服务质量提升。

表 4 全国首只养老消费信托落地

2014 年 12 月，我国首支养老消费信托产品“中信养老消费信托”落地。金融机构、养老机构以及健康管理公司通过合作，努力实现为老年人提供高性价比养老消费产品，满足老年人理财、照护、保健、救援等多重需求。

自信托生效之日起，一方面，老年人能够获得稳定且具有竞争力的现金收益回报，满足财富管理需求。另一方面，老年人能够获得居家养老服务、社区医养服务以及紧急救援服务等，满足养老需求。此外，消费者还可自行采购其它另付费医养服务项目，并享受超值优惠。

#### 四、养老信托的境外发展经验

##### （一）养老金信托

目前，现有的养老金制度模式主要有三大类，第一类是待遇确定型现收现付制或称受益基准制（Defined Benefit）（简称 DB 型）。第二类是完全积累制或称作缴费确定制（Defined Contribution）（简称 DC 型）。第三类为前两种的混合模式。鉴于美国、日本、瑞典以及台湾关于养老信托设立的代表性，接下来以上述四个国家为例，对养老信托的境外发展经验展开说明。

##### 1. 美国的养老金信托

美国的养老金历史悠久，体量巨大：2016 年底第一支柱社会保障计划规模为 2.9 万亿，在退休养老金中占比为 40%，第二支柱的职业养老金规模为 15.4 万亿，第三支柱的个人养老金规模为 7.9 万亿。显然，第二支柱相较于第三支柱更为发达。值得说明的是，第二支柱的模式设计立足于信托制度。例如，401(k) 计划是最典型第二支柱，由企业雇主发起，强调对受托人责任的履行情况以及投资管理活动是否合法合规进行重点监管。建立 401(k) 计划的大型企业一般采取

受托委员会形式。其成员可以是来自公司内部员工，也可以是来自外部的人士。中小企业一般选择第三方受托机构，其主要代表养老计划参与者的利益，严格按照信托契约的职责规定来负责计划的具体运作管理，包括投资管理人、托管机构、行政服务与筛选账户管理人以及计划的运作管理，同时负有向监管机构和参与者进行信息披露的责任。

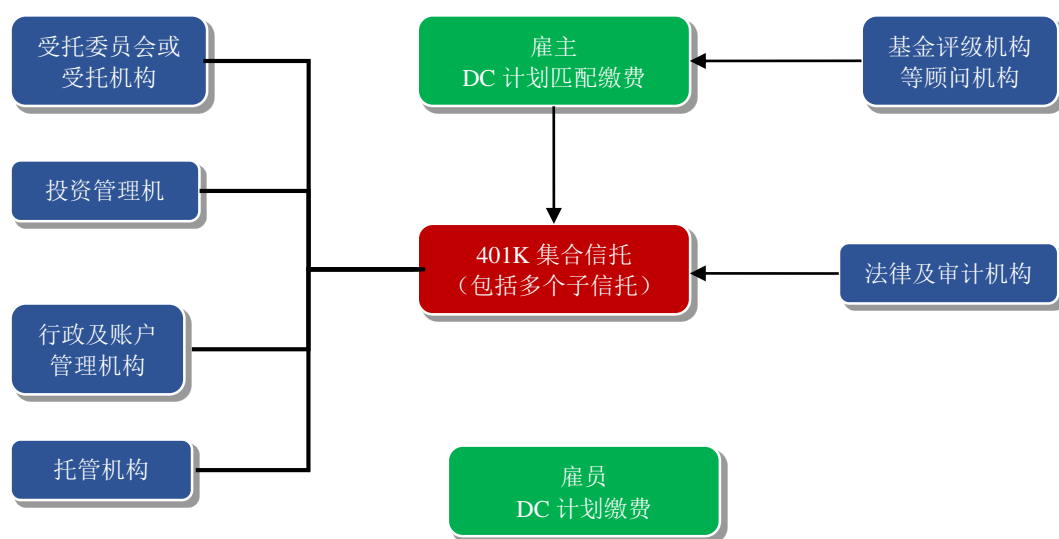


图2 美国现行养老金制度构成

## 2. 瑞典的养老金信托

瑞典是国家福利型社会养老保险基金运作的典范，下图清晰展示了瑞典养老金的体系构成，保证养老金、收入型养老金、基金制养老金、补充养老金以及私人养老金搭建了瑞典养老金体系框架。然而，仅有基金制养老金、补充养老金与私人养老金可以进行投资行为。此外，瑞典的养老保险基金拥有灵活的投资制度，不仅能够投资于全球市场，且投资范围和投资比例非常灵活。例如，80%的资金投向股票市场，10%的资金投向政府债券，剩余10%投向私营公司股票、对冲基金等，该比例并非固定不变，而是能够根据不同市场收益率高低灵

活变动。此外，关于养老金的管理，其主要由专业投资机构负责，养老金管理局直接管理的总资金额度仅为总资产的约 1/4。

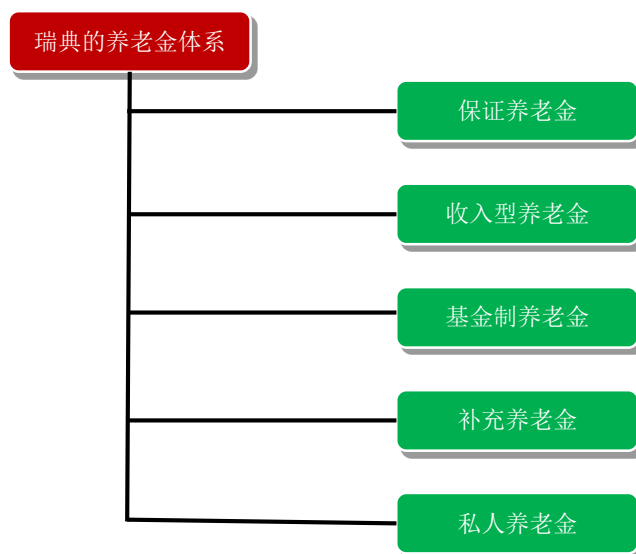


图3 瑞典的养老金体系构成

### 3. 日本的养老金信托

日本属于高度老龄化的社会，关于老年人及其家庭财产的维护得到了相应制度的保障<sup>7</sup>。关于日本的养老信托产品，根据《中国信托业协会》关于养老信托的报告，企业年金信托业务、个人养老金信托以及个人财产传承及遗嘱信托搭建了日本的养老信托体系。

企业年金信托业务。日本企业年金信托业务发挥着弥补公共年金的作用，其运用和管理未来的年金以及由一次性退職金的给付而积存的年金资产。关于企业年金信托资金来源，其主要包括日本信托银行受托的确定给付企业年金、厚生年金基金、适格退休年金、确定缴费

<sup>7</sup> 日本的信托银行设立了具有长期性、高收益、低风险的信托产品；日本国内各个律师事务所均设有“老龄者协助中心”。

年金等。数据显示，截至 2014 年末，日本各类企业年金信托受托资产为 33.13 万日元。

个人养老金信托。为方便个人储备养老资金，日本信托银行设立了国民年金基金、财产形成年金信托、个人年金信托等各类业务。以财产形成年金储蓄制度为例，该业务旨在通过制定职工在职时对应的储蓄制度，以帮助退休职工领取年金，进而过上富足的晚年生活。

### （二）保险金信托

保险金信托最初起源于欧洲，上世纪初开始传入美国、日本等国家。总体而言，不同国家对保险金信托的需求不尽相同。以美国为例，富人阶级乐于将房地产、企业股权等纳入统一的财富传承架构，保险金信托能够满足此类要求，即采用保险+信托模式可以全面规划各类财富的传承分配问题，而保险往往只具备规划遗产税的作用。因此，保险金信托成为美国富人阶级开展财富传承的重要工具<sup>8</sup>。

日本同样相当重视保险金信托的财富传承作用，由于受益人一般为委托人的家属子女，因此保险金信托设立时需要在保险公司变更保险理赔金收款人。台湾地区的保险金业务发展借鉴了日本，以人寿保险信托为例，委托人基于保险契约享有受领保险金的权利，以人寿保险权设立信托，在受托人（通常为信托机构）符合受领保险金条件时，由受托人为受益人管理使用。

## 五、养老信托发展的趋势展望

---

<sup>8</sup> 信托管理机构主要将个人事故保险金投向高信用评级债券与存款类产品。

养老本质在于当前安排未来预期，而信托本质是一种具有综合功能的金融工具。养老信托跨越信托与养老两个产业，一是通过财产管理，保证老年人的养老财产保值增值，享受信托工具创造的效益；二是通过二次委托或直接投资等方式，不仅为老年人提供医养服务，还能为其提供消费体验、医疗康复等全产业链服务；三是以其独有的财产保护与破产隔离功能，实现财富传承。因此，养老信托未来将向以下几方面发展：

## （一）养老信托购买门槛将逐步降低

随着我国人口老龄化程度不断加深，对于养老服务、养老消费以及养老金融等需求快速增长。养老信托可分别从需求端与供给端加大介入力度，以需求端为例，涉及养老资金管理与理财投资的养老信托的门槛仍相对较高，无法满足资产规模较小的老年人购买养老信托产品的需求。另外，房产在个人财产中占有重要地位，随着固定资产流动性问题的解决途径不断丰富，对于暂无法以现金购买养老信托产品的老年人而言，以房养老或能满足其购买需求。通过房产出租、置换以及出售等方式获得稳定养老资金来源。此外，以房养老还能与遗嘱信托相结合，挂钩老年人的遗产继承与养老义务，整个过程由信托公司监管。

## （二）养老信托全产业链发展

正如上文所述，养老核心在于提供“六老有”服务，而养老信托以其灵活的制度，能够较好满足老年人全服务的需求。养老信托未来发展趋势将沿着产业链条进行延伸，除老年人所必需的医养服务外，



养老信托还将与消费紧密结合。通过创设起居、社交、保健以及休闲娱乐等方面的消费产品，为老年人提供更佳服务体验。

### （三）养老信托社区化发展

随着物质水平的提高，老年人对养老服务精神层面关怀的重视程度随之提高。由于老年人的社会性与知识性特点，能否满足与家人、朋友相伴的诉求成为养老产品是否打动老年人的关键点。通过开设社区养老服务网店或选择距离老年人原住所较近之地建设养老机构，使老年人能够感受亲人朋友的陪伴，提升对于社区养老接受度。通过完善社区服务体系，打造金融精品店，在老年人享受高品质社区养老服务的同时，为其提供便捷的包括理财在内的完备金融服务体系。

## 六、养老信托的发展建议

当前，我国在养老产业方面已出台系列鼓励扶持政策，促进养老事业发展。如银发[2016]65号文《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》，明确提出鼓励信托公司发展养老信托业务，鼓励各金融行业发展创新养老金融产品和业务。2016年9月实施的《慈善法》明确将“扶老、救孤、恤病、助残、优抚”写入慈善活动范围中，并专章规定了慈善信托。同时，随着养老产业市场化和金融化发展，金融行业展开了一系列支持养老产业发展的探索活动，如商业养老保险，受众较广，在养老金融产业中处于领先地位。银行近年来也推出了“以房养老”倒按揭，但市场反应较为冷淡。信托业近年来的实践有：特定养老安排的集合资金信托、消费权益类集合资金信托计划、“现金回报+消费权益”养老信托集合资金计划、家族信托、养老产

业发展投资信托等。然而，这些实践有待完善，在未来养老信托业务发展中有必要消除一些制度障碍，促进养老产业和信托业的共赢发展。

### （一）加强制度建设，提供制度保障

关于促进养老产业投资基金的发展，从政府监管层面上看，有必要设计并给予一定制度保障。一方面适当放松信托资金投资养老地产的限制；另一方面放开养老信托投资门槛与投资人数的限制。

根据目前银监会的相关规定，关于养老地产、商业地产以及其他住宅的开发并无差别对待。在我国进一步调控房地产投资的背景下，同等对待养老地产项目与普通住宅项目将降低养老项目的供应量，进而降低我国养老床位供应。另外，目前我国信托业管理的法律框架是一法三规。根据《信托公司集合资金信托计划管理办法》第五条规定，单个信托计划的自然人人数不得超过 50 人，且自然人投资信托计划的最低金额不得少于 100 万元人民币，或者个人或家庭金融资产总计在其认购时超过 100 万元人民币，或者个人收入在最近三年内每年收入超过 20 万元人民币或者夫妻双方合计收入在最近三年内每年收入超过 30 万元人民币，且能提供相关收入证明。对养老产品而言，老年人受限于集合信托计划的投资人数和投资门槛，无法购买。因此，为进一步发展信托型养老产业投资基金，政府须放开相关方面的管制，加强对养老产业的扶持。最后，我国虽然有了《信托法》，但配套的信托财产转移制度、信托登记制度以及信托税收制度等尚未及时出台，制约了发挥财产转移功能的他益信托与慈善公益信托等业务的开展。因此，有必要进一步对其进行完善。

## **（二）加强资本市场建设，为养老信托健康发展奠定基础**

健全的资本市场是我国养老信托资金稳健保值、增值、健康发展的基础。目前，我国养老金与资本市场间存在不对等性。一方面，作为长期机构投资者的养老基金，能够发挥稳定资本市场的作用；另一方面，养老基金获得稳健收益回报需要制度完善的资本市场。因此，一是从法律法规建设角度，加强资本市场规范性。例如，完善投资管理机构资质、运营方式以及组织方式等规定。二是控制养老基金进入国内资本市场的速度。避免过量基金进入带来的资本市场结构扭曲、资本边际产出降低等问题。三是鼓励养老基金投资海外资本市场，允许和鼓励全国社保基金走向国际资本市场。

## **（三）信托机构加强内外部发展力度，促进社会和谐稳定**

随着供给侧结构性改革的持续深入，我国实体经济转型升级步伐加快，作为我国金融体系重要一员的信托业也在转型路口迎来了发展机遇期。2016年，信托资产规模跨入“20万亿元”时代，信托已经成为服务实体经济的重要力量和创造国民财富的重要途径。然而，由于业务定位偏离，关于信托行业的有效竞争市场尚未形成，暂无提供丰富养老信托产品的信托机构脱颖而出。尽管目前市场上已有一批专业从事养老金管理的信托投资公司，但产品设计仍以投资理财为主，养老服务体系建设尚未完善。因此，就信托公司内部而言，一是加强养老服务产品链条搭建，真正从提供养老服务角度出发。二是加大养老信托业务的信息系统建设，从个性化、差异化以及精细化角度管理不同老年人的各项权益和信息，全面提升服务品质。三是除养老金信

托、保险金信托、养老财产信托等产品外，加强“附带养老保障”的信托产品的设计力度。就信托公司外部而言，信托公司通过参与养老产业发展，不断探索合适的商业运行模式，根据信托资金投资者的特殊偏好，设计合适的交易结构和制度安排，从而达到以信托公司为支点，发展与完善养老产业的目的。鉴于养老的公益性质与公益信托较好契合，信托公司可以动员社会力量，积极参与基础养老保障服务的供给，促进社会公平和稳定。

## 孙博：养老型基金：从储蓄养老到投资养老的新途径



孙博：华夏基金养老金管理部高级副总裁、中国养老金融 50 人论坛  
秘书长助理

1994 年，世界银行首次提出三支柱养老金模式以来，众多国家纷纷改革并建立了三支柱模式的养老金体系。值得注意的是，在改革取得显著成效的国家当中，以第二、三支柱为主的补充养老金得到了充分发展，较大程度地缓解了第一支柱的财务压力，提高了国民养老保障能力。

纵观我国的补充养老金发展历程，企业年金建立至今已有十多年，覆盖 2300 余万企业职工。职业年金 2016 年市场化运作政策出台，尚未真正落地。而第三支柱个人养老金账户的概念雏形虽然早在上世纪

90年代就提出了，但至今尚未落地。然而随着人口老龄化趋势加剧，公共养老金一支独大的养老金体系面临巨大的给付压力和结构性缺陷。因此积极发展补充性养老金制度，倡导企业及个人承担相应养老责任，成为我国养老金体系改革完善的紧迫任务。

补充养老金往往采用完全积累制，基金存续时间跨度长，数额积累大，在整个生命周期内面临着较大的通货膨胀引起的贬值压力，基金的保值增值和投资运作显得更加重要。然而不同国家由于资本市场及资产管理行业发展程度、参加者素质及投资顾问体系完善程度等方面的差异，补充养老金的产品模式存在较大差异。通过总结国际补充养老金产品模式，探究符合中国国情的补充养老金产品模式，有利于更好地实现补充养老金保值增值和提高参加者退休保障。

## 一、养老型基金概述

### （一）海外养老型基金概述

养老型基金指的是根据养老金客户特征及资金风险收益要求，专门设立的基金产品类别，一般要求养老金如果投资于共同基金，只能将其作为投资标的。从国外来看，美国、加拿大等国家并没有养老型基金这一类别，而是允许投资者在全市场范围选择现有共同基金产品。另外一些国家和地区，专门创设了针对养老金的基金产品类别，倡导或者要求某类别养老金只能定向投资于该类养老型基金产品，这主要以澳大利亚、智利、香港等国家及地区为主。总体来看，是否设立养老型基金主要有如下两方面考虑。



一是与资本市场和资产管理行业发展程度有关。是否设立养老型基金产品要考虑本国资本市场特征、投资者行为特征和投资顾问体系发展情况。以美国为例，美国股市呈现出“牛长熊短”的特征，推动共同基金等金融产品获取长期稳健良好的投资业绩，也推动了以TDF等养老属性鲜明的共同基金产品迅速发展。其次，美国资产管理行业中，投资顾问体系发达，投资者教育充分、投资经验相对丰富。因此，尽管美国市场金融产品类型丰富，数量众多，在养老基金投资方面没有进行过多限制，也不会对个人养老金资产造成选择困难以及较大投资风险。相对而言，澳大利亚、智利等国家尽管资产市场长期处于增长趋势，但是在投资教育、信息获取、投资决策以及投资顾问等方面发展相对缓慢。如果对养老金融产品不做限制，则投资者在选择时将面临较大困难，甚至容易出现因无力辨识产品风险而导致自身养老金亏损的情况。因此，需要从政府角度帮助个人实现第一层次的筛选，以帮助投资者选择与其风险收益特征匹配的产品，从而更好地实现养老资产的稳健保值增值。

二是与个人投资选择权的开放程度有关。美国第二支柱的401(k)计划，虽然给予了个人投资选择权，但雇员只能在雇主为其提供的投资范围中选择投资的产品。也就是说，雇主从受托人责任出发，需要从投资管理人及产品中为员工划定一个选择范围。同时，2006年出台的养老金保护法案（Pension Protection Act 2006, PPA）引入了合格默认投资工具制度（Qualified Default Investment Alternative, QDIAs）。如果参加者没有主动选择，其账户资金将

自动投入到 QDIAs 产品中，主要是目标风险基金和目标日期基金。而在澳大利亚超级年金中，对个人选择权限制较少，除投资个人账户中的可选产品外，还能够自由选择投管人及其产品。在一定程度上，其自由选择权的扩大可能会使得个人无法准确选择市场优秀投管人及产品，此时专设产品模式应运而生，通过专设模式能够使个人有效选择符合其养老特性的基金产品，使得养老金投资更具安全保障。

## （二）我国养老型基金概述

近年来，随着老龄化程度加剧以及社会关注度越来越高，基金行业在对接百姓养老金融需求方面也进行了积极探索，主要有两种思路。一方面，早在 2006 年，汇丰晋信发行了我国首只具有养老属性的混合型目标日期基金，随后大成基金、工银瑞信也发行了混合型和债券型目标日期基金。另一方面，2012 年天弘基金推出了我国首只养老主题公募基金——天弘安康养老混合型基金，此后随着养老主题持续升温，养老主题基金发行逐渐增多，海富通、华夏、泰达宏利等多家基金公司相继发行了十余只养老主题基金。截至 2016 年年末，市场上分别有 9 家和 3 家基金公司发行了 13 只养老主题公募基金和 5 只目标日期基金，基金资产净值总额达到 236.89 亿元。

在市场机构自主探索的同时，政策层面也对养老型基金进行了积极推动。2016 年 3 月，人民银行、银监会、证监会、保监会和民政部联合发布《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》明确提出：大力发展养老型基金产品，鼓励个人通过各类专业化金融产品投资增加财产性收入，提高自我养老保障能力，这是在国家层面首次提

出养老型基金。2017年5月，证监会发布《养老型公开募集证券投资基金指引（试行）》，并向行业征求意见，意味着“养老型”基金将真正落地。

## 二、海外养老型基金的国别经验

### （一）智利

1981年，智利实行养老金制度改革，打破了原来单一的现收现付模式，建立了以个人账户为基础的养老金体系。作为主体的个人账户养老金采取确定缴费模式，为强制个人养老金缴费计划（Mandatory Contribution Pillar）。此外，智利立法成立专门的养老金公司（AFPs, Pension Fund Administrators），负责个人账户管理和投资运营，因此，该支柱也被称为AFP账户。雇员每月必须强制缴纳工资的10%到AFP账户中，雇主无匹配缴费义务。雇员可以自由选择AFP机构，退休后养老金给付来自于AFP账户资金积累。

#### 1. 产品形式

2000年以前，智利政府规定一家基金管理公司只能管理一只基金，2000年开始放宽到2只基金，但仅限于投资固定收益工具。2002年起这一标准再度放宽，每家管理公司可管理A、B、C、D、E型5只风险程度不同的基金。监管部门根据参加人员年龄划分了可投资产品类型，在此约束下，参加人员根据自身的风险偏好和收益需求等因素进行自主选择。

表1 根据参加者年龄的可选择基金类型

基金类型	权益资产最高	权益资产最低	低于55岁的男性低于50	56岁以上的男性51岁以	退休人员

	上限	下限	岁的女性	上的女性	
“最高风险的” A 型基金	80%	40%	适用	不适用	不适用
“有风险的” B 型基金	60%	25%	适用	适用	不适用
“中等的” C 型基金	40%	15%	适用	适用	适用
“保守的” D 型基金	20%	5%	适用	适用	适用
“最保守的” E 型基金	5%	0%	适用	适用	适用

数据来源: <http://www.spensiones.cl/>

截至2016年年末,智利AFP账户养老金基金规模达到1744.80亿美元,其中风险中等的C型基金规模最大,达609.67亿美元,占比达35%,而风险最高的A型基金及风险次高的B型基金规模最小,分别为210.34亿美元、247.76亿美元,占比分别为12%和14%,相对保守的D型和E

型基金规模为中等水平。5类基金类型规模占比如下:

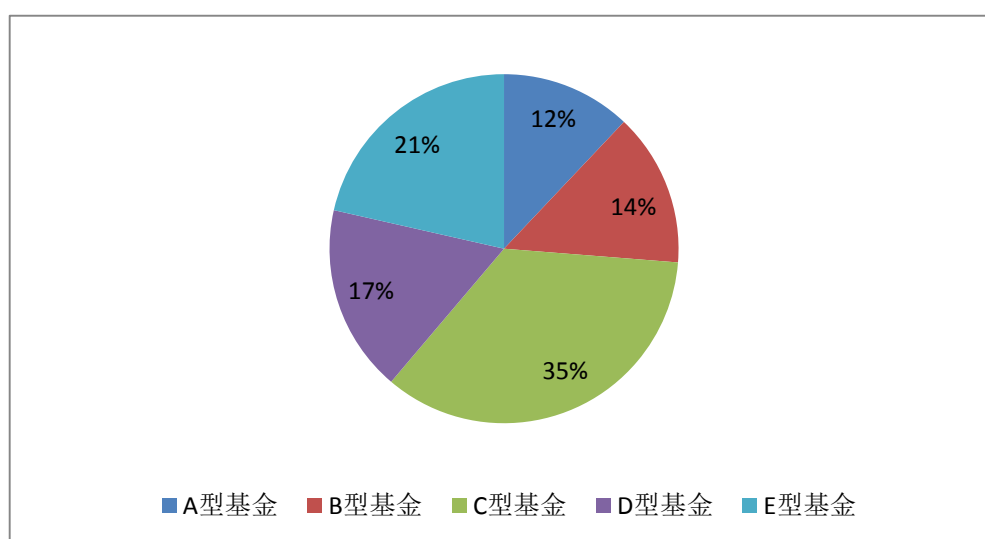


图1 智利 AFP 账户不同类型基金规模占比

数据来源: <http://www.spensiones.cl/>

## 2. 资产配置

2016年末,智利AFP账户养老金基金中有39%投资于海外市场,61%投向国内市场。与国内的资本市场规模相比,智利养老金管理公司的管理资产规模非常巨大,巨额资金的进入会导致资本市场的不稳定,增加养老基金投资的风险。因此,智利允许较大比例AFP账户养老金投向海外市场,一方面分散养老基金投资、规避投资风险,另一方面养老基金通过境外投资分享全球经济增长成果。

从资产类别来看,养老金配置固定收益类资产比例最高,占基金总资产的66.25%,规模达1157亿美元;其次为权益类资产,占比达33.59%;衍生品和其他投资比例较小。此外,从智利养老基金的境外投资结构来看,其境外权益投资显著高于固定收益类投资。

表2 智利AFP账户养老基金资产配置情况

	资产规模	占比
国内投资总计	106,433.41	61.00%
权益	16,608.63	9.52%
固定收益类	89,700.98	51.41%
衍生品	83.10	0.05%
其他	40.70	0.02%
境外投资总计	68,046.39	39.00%
权益资产	41,992.80	24.07%
固定收益类	25,968.96	14.88%
衍生品	74.56	0.04%
其他	10.08	0.01%
总计	174,479.80	100.00%

数据来源: <http://www.spensiones.cl/>; 单位: 百万美元

## 3. 投资收益

高效而市场化的投资管理模式使养老金管理公司获得较好的投资回报。其中,股票投资比例最高的A组合在2002-2016年间实现

了 104% 的累计实际收益率，年化收益率达 7.39%；即使是 E 组合同期也实现了 54% 的收益，年化收益为 3.83%。五种投资组合的实际收益率见表 3。

表 3 五种投资组合的实际收益率

	A 类基金 最高风险	B 类基金 有风险	C 类基金 中等风险	D 类基金 保守	E 类基金 最保守
过去 12 个月 (2016 年 1 月-2016 年 12 月)	-0.87%	1.07%	1.74%	2.60%	3.89%
在过去的 36 个月的年度平均 (2014 年 1 月-2016 年 12 月)	3.85%	3.88%	4.24%	4.07%	3.74%
从多基金推行来的年度平均 (2002 年 9 月-2016 年 12 月)	6.13%	5.23%	4.90%	4.54%	3.92%

数据来源：<http://www.spensiones.cl/>

## (二) 澳大利亚

超级年金 (Superannuation) 是澳大利亚养老金体系中的第二支柱，通过雇主强制，个人自愿的方式筹集费用，采取完全积累制。超级年金基金由澳大利亚证券与投资委员会批准的信托机构管理，信托机构再委托基金管理机构投资运营 (信托机构与基金管理机构可为同一家)。截至 2016 年年末，澳大利亚超级年金资产总额为 2.19 万亿澳元。

### 1. 产品形式

超级年金基金一般有五种类型：行业基金，是为了某一行业 (如建筑业) 内雇员而建立起来的基金；公共部门基金，主要面向政府部



门的雇员；零售基金，主要由金融机构建立，可以提供给任何行业的雇主和雇员；公司基金，是为大型公司（或者公司联合体）的雇员建立的基金，非该公司雇员不得参加；小型基金，这些基金的成员必须少于5个，通常是家庭和小企业运用，其投资管理由参加者自身决定，不受行业监管的要求。2016年各基金的资金规模、基金数量和账户数量如下表所示：

表4 2016年年末澳大利亚超级年金基本概况

基金类型	资产规模（十亿澳元）	基金数量（个）	账户规模（百万）
公司基金	58	30	0.3
行业基金	501	41	11.1
公共部门基金	364	38	3.5
零售基金	570	135	13.0
小型基金	656	587,315	1.1
法定准备金	51	-	-
合计	2199	587,559	29.0

数据来源：Superannuation Statistic

澳大利亚超级年金具有默认选项设置，由于部分参与者缺乏投资理念及专业知识或存在投资惰性，因此超级年金的默认投资选项设定将其年金基金 Superannuation 自动归入默认投资组合。但部分默认投资选项费率偏高，甚至存在损害参加者长期利益可能，因此为保障超级年金参与者权益，澳大利亚政府在2011年进行了最强年金改革，其中“Mysuper”改革便是改革中的重要部分之一。“Mysuper”产品被认定为超级年金投资组合的默认选择，发行须报证监会核准。改革规定2014年1月1日起，若缴费者没有选择投资组合，则资金必

须进入被核准的“Mysuper”产品。到2017年7月，超级年金基金累计余额也将陆续转入“Mysuper”产品中。

“Mysuper”产品重要特点是极大地降低了超级年金管理费率，并简化了超级年金投资组合资产配置。“Mysuper”产品推出后得到快速发展。截至2017年1季度，“Mysuper”产品数量达到111只，管理资产规模达到5549亿澳元。市场共有87个基金管理机构提供“Mysuper”产品，市场份额最大的两家公司Australian Super Pty Ltd和FSS Trustee Corporation分别占据13.1%和8.5%的市场份额，市场竞争较为激烈。从产品应用策略来看，“Mysuper”产品有30只引入了生命周期策略，资产规模近1900亿澳元，其中零售基金占比最高。

表5 引入生命周期策略的“Mysuper”产品情况

基金类型	产品数量	产品规模（百万澳元）
公司基金	2	7,188.37
行业基金	3	34,580.12
公共部门基金	4	90,102.21
零售基金	21	58,098.41
总计	30	189,969.10

数据来源：Superannuation Statistic；截至2017年1季度

## 2. 资产配置

澳大利亚资本市场发育成熟，金融工具多样。因此超级年金基金投资范围比较广泛，不仅投资于国内的权益资产、固定收益资产、上市及未上市房地产等，还在国外资本市场进行投资。其中，股票是澳大利亚超级年金投资首要选择，国内外股票投资比例合计达到45%，

其次是固定收益类资产和现金资产，分别为 13%和 12%。2016 年末的超级年金的资产结构如下表所示：

表 6 2016 年年末超级年金基金资产配置情况

资产类别	资产规模(十亿澳元)	百分比 (%)
现金	177	12
澳大利亚固定收益类资产	188	13
国际固定收益类资产	113	8
澳大利亚上市股票	345	23
上市房地产	49	3
未上市房地产	76	5
国际股票	327	22
基础设施	72	5
对冲基金	27	2
未上市权益	66	5
其他	28	2
总计	1,470	100

注：1. 数据来源于 Superannuation Statistic

2. 资产配置情况仅包括参与者超过 4 人以上的超级年金基金

“Mysuper”产品资产配置情况与超级年金基金整体配置相似，但在权益类资产配置比例上略高，达到 49%；而在现金及固定收益类资产上的配置比例略低，分别为 8%和 11%。

表 7 2016 年年末“Mysuper”产品资产配置情况

资产类别	资产规模(十亿澳元)	百分比 (%)
现金	41	8
澳大利亚固定收益类资产	60	11
国际固定收益类资产	39	7
澳大利亚上市股票	115	22
上市房地产	11	2
未上市房地产	38	7
国际股票	140	26
基础设施	38	7
对冲基金	0	0
未上市权益	29	5
其他	19	4
总计	534	100

数据来源：Superannuation Statistic

### 3. 投资收益

截至 2016 年年中，超级年金基金近一年的投资回报率为 3.1%，扣除通货膨胀后的真实回报率为 2.1%。从超级年金基金不同时间区间的投资回报率数据来看，超级年金基金在长区间内实现了较高的投资收益，近 20 年的平均投资收益率达 7.1%，有效抵抗了通货膨胀风险，为超级年金投资者提供给了良好的养老金投资选择。

表 8 超级年金基金不同时间区间投资回报率

时间	基金投资收益率 (%)	扣除通胀后的投资收益率 (%)
近 1 年	3.1	2.1
近 5 年	8.4	6.5
近 10 年	5.2	2.7
近 15 年	6.0	3.4
近 20 年	7.1	4.5

数据来源：Superannuation Statistic, 截至 2016 年年中

#### (三) 香港

2000 年，香港开始实施强制退休保障计划——强积金制度，强积金属于第二支柱的职业养老金计划，采取完全积累制，政府立法强制实施并给予税收优惠，雇主和雇员共同缴费。

在强积金制度下，受托人在强积金计划管理局注册强积金计划，雇主从核准的计划中选择。受雇人员可以根据自己的年龄和风险承受能力，从雇主选定的强积金计划中，自行选择不同的成分基金。参加人最终的养老金待遇取决于个人账户的积累情况。积金局对参加人进行广泛的投资者教育和宣传，以便参加人更好的管理个人账户，获取更多的投资收益。为进一步促进市场竞争，推动受托人提供更好的产

品和服务,降低管理收费,积金局于2012年推行了“雇员自选安排”,允许雇员每年有一次重新选择受托人及强积金计划的机会。

### 1. 产品形式

香港强积金也采取了专设产品模式。强积金产品须是经香港积金局批准设立的新设基金产品或者是符合条件并通过申请获得强积金基金资格的共同基金。在强积金制度下,每个受托人向参与者提供一个或以上的强积金计划。强积金计划在类型上可以分为集成信托计划、雇主营办计划、行业计划。

表9 香港强积金计划不同类型

计划类型	参与者	特色
集成信托计划	参与计划雇主的雇员; 自雇人士; 把累积权益从其他计划转移过来的人士。	集合缴费, 发挥规模效益
雇主营办计划	只限受雇于同一雇主或其有关联公司的雇员参加	雇主须拥有庞大的员工数目, 计划运作具有成本效益
行业计划	为饮食业和建造业的雇员而设, 尤其是临时雇员	供临时雇员如在该两个行业内转职使用

为了匹配参加者不同的风险承受能力,每个强积金计划都包含多个风险收益特征不同的核准成分基金。法律规定,每个强积金计划必须提供至少一个强积金保守基金,同时所有强积金计划中均提供其他成分基金供成员选择,包括低风险稳定增长型、高风险潜在增长型等类型的基金。截至2016年底,市场上共有36个强积金计划,总共包含了484个核准成分基金。

表10 强积金计划核准成分基金一览表

基金类别	投资目标	投资工具	风险程度	特点/注意事项	适用人士

股票基金	获取长期资本增值，及高於通胀率的回报	股票	较高	分为单一地方股票基金、地区性股票基金及全球性股票基金；主要投资在积金局核准的交易所上市股票	拥有较长投资期、可以承受较高风险的年轻人及愿意承受风险的投资人士
混合资产基金	同时投资股票及债券，争取资本增值	股票、债券	中至高	不同的混合资产基金有不同的股票及债券比例，一般来说，股票成分越高，风险越高	计划成员可因应其不同人生阶段选择不同股票及债券比例的组合
债券基金	回报来源于利息收入/买卖价差	债券	低至中	债券须符合积金局规定的最低信贷评级或上市规定	中度保守、愿意承受较低的风险，并希望在中至长期赚取平稳回报的人士
保证基金	本金保证/最低回报保证	债券、股票、短期有息货币市场工具	较低 <sup>9</sup>	一般分为「本金保证」及「回报保证」两类；必须完全符合所附带的保证条件	不爱冒险，或快将退休的人士，并愿意遵守保证条款
保守基金	赚取与银行港元储蓄存款利率相若的回报	港元短期银行存款、短期债券	较低	每一个强积金计划都必须提供强积金保守基金；不承诺回报及资金完全不亏损	保守、不爱冒险，或临近退休的人士

注：资料来源于强积金官网

截至 2016 年年末，香港强积金的核准成分基金共计 484 个，运作规模达 6463.42 亿港元。其中，股票基金规模最大达 2623 亿港元，占比超过 40%；混合资产基金其次，规模达 2386 亿港元，占比 36%；强积金保守基金、保证基金等风险等级较低的成分基金产品数量及规模占比均不超过 10%。

<sup>9</sup>风险等级视乎基金的保证条款而定



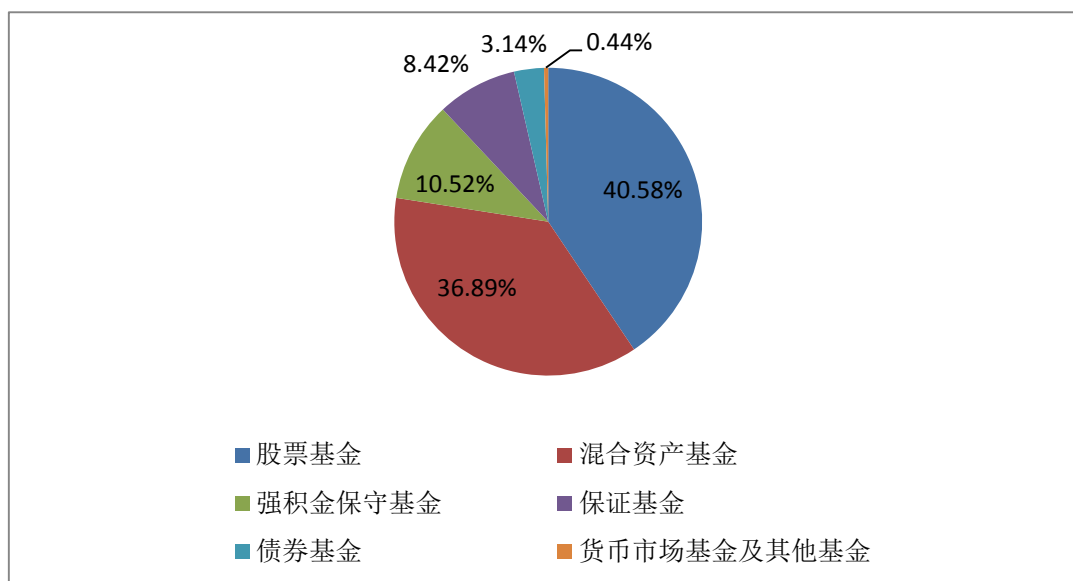


图2 核准成分基金的资产规模分布

数据来源：香港强积金局，截至2016年12月31日

## 2. 资产配置

截至2016年9月30日，香港强积金中有60%的资产投向香港市场，40%则投向了国际市场。从资产类别来看，权益资产投资处于主导地位，其中香港地区权益投资占强积金总规模的36%，国际市场权益投资占比30%，债券和货币类资产则主要以提供流动性和稳定性为主，配置比例较低。资产配置具体情况见下表：

表11 强积金计划资产配置情况

	存款及现金	债券	股票	整体
香港	14%	9%	36%	60%
日本	-	1%	3%	4%
亚洲	-	1%	9%	10%
北美洲	1%	5%	9%	15%
欧洲	-	3%	9%	12%
整体	15%	19%	66%	100%

数据来源：香港强积金局，截至2016年9月30日

## 3. 投资收益

受2002年互联网泡沫危机和2008年全球金融危机影响，香港强积金计划分别发生了两次最大年度亏损，其他年份则表现较为良好，

自强积金制度实施以来，实现了年均 2.8% 的投资收益（同期消费者物价指数为 1.8%，），期间实现 1175.89 亿港元的净投资收益，帮助参加者抵御了通货膨胀，实现养老金资产保值增值。

从核准成分基金分类来看，股票基金的历史投资收益最高，自 2000 年以来的年化收益达 3.9%；其次为混合资产基金、债券基金、保证基金、保守基金，基金自运作以来的平均年化收益率分别为 3.6%、2.6%、1.1%、0.8%。可见股票基金、混合基金能够有效抗击通货膨胀风险，而保证基金、强积金保守基金作为强积金的安全收益保障，在抵御通胀方面不及股票基金等基金。

表 12 强积金计划核准成分基金收益情况

	过去一年	过去三年	过去五年	自 2000 年以来
股票基金	1.10%	-0.40%	5.30%	3.90%
混合资产基金	1.10%	-0.50%	4.20%	3.60%
保守基金	0.00%	0.10%	0.10%	0.80%
保证基金	-0.50%	0.10%	0.60%	1.10%
债券基金	-0.20%	-0.20%	0.00%	2.60%
货币市场基金及其他基金	-0.60%	-0.50%	-0.10%	0.50%
同期消费物价指数	1.20%	2.80%	3.30%	1.80%

数据来源：强制性公积金计划统计摘要，截至 2016 年 12 月 31 日

### 三、我国目前养老型基金市场发展现状

如前所示，我国已有的与养老相关的公募基金主要包括两类，一是目标日期基金，二是养老主题基金产品。应该指出的是，本文的养老主题基金专指为投资者提供稳健收益的养老理财工具型公募基金，不包含投资养老产业的行业基金。

#### （一）养老主题公募基金

2012年11月，天弘基金推出了业内首只养老主题基金——天弘安康养老。随着养老主题持续升温，养老主题基金发行逐渐增多，2015年以来基金运作数量增至9只，资产净值规模一度接近600亿元。但自2015年6月起，基金规模下跌明显，减少近70%。截至2016年年末，市场上共有9家基金公司发行了13只养老主题的开放式公募基金，基金资产净值总额达到142.99亿元。

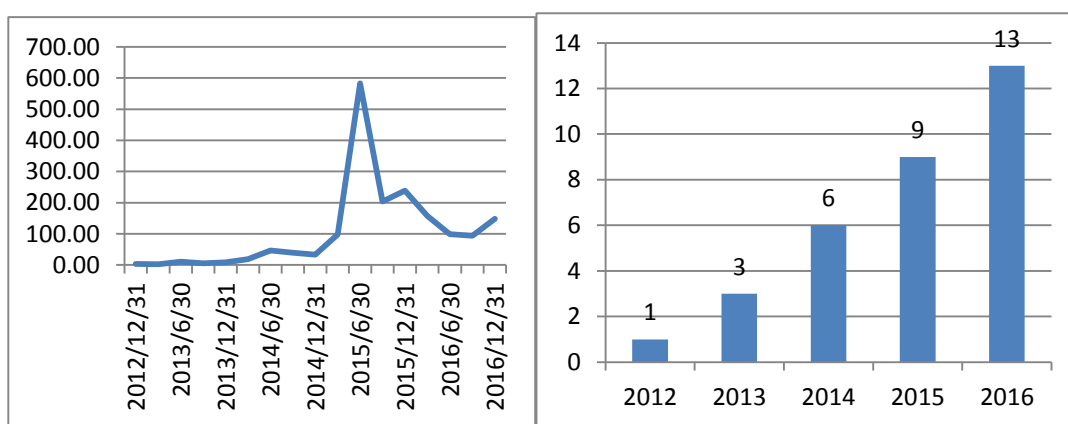


图3. 养老主题基金资产净值总规模（亿元） 图4. 养老主题基金历年存量（只）

数据来源：Wind 资讯，截至2016年12月31日

养老主题基金总资产净值波动较大，主要有三方面原因：第一，受股市波动及基金亏损事件影响，基金资产规模在2015年下半年及2016年上半年持续大幅回落，第二，养老主题基金的机构投资者占比偏高，2016年超过半数基金的基金机构投资者持仓在50%以上。当市场出现异动时，机构投资者赎回等行为导致基金规模波动更大。第三，尽管受市场行情及机构投资者等因素影响，养老主题基金规模大幅下挫，但随着投资者养老投资需求增加，养老主题持续走热，2016年2、3季度，养老主题基金发行数量持续增多，规模有所回升。

发行养老主题基金的 9 家基金公司中，南方基金管理的养老型基金资产规模最大，达到 63.75 亿元，占 13 只基金总规模的 43.1%。其次，华安基金、天弘基金和宝盈基金、华夏基金份额分别为 17.2%，11.9%，9.9%和 6.3%。其余 4 家基金公司养老主题基金的规模较小，为 17.07 亿元，占比仅为 11.5%。

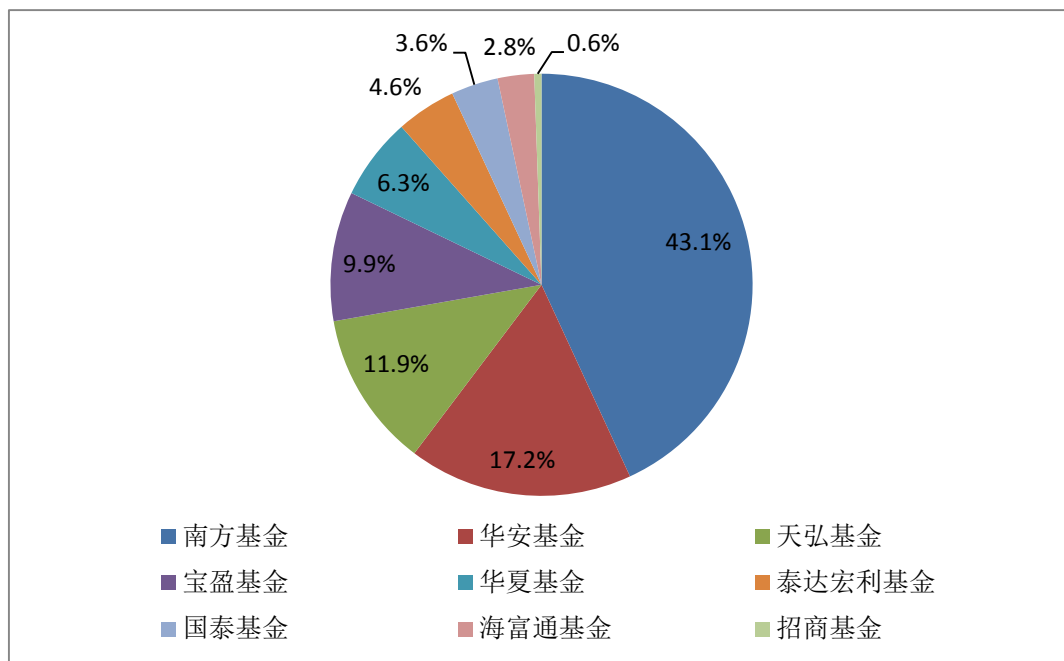


图 5 养老主题基金市场份额情况

数据来源：Wind 资讯，截至 2016 年 12 月 31 日

## 1. 基金类型

从投资对象来看，13 只基金产品中均为混合型基金，并以固定收益类资产为主要投资对象，以保证基金收益安全稳健。其中，11 只养老主题基金的股票投资仓位上限为 30%到 40%，仅有海富通和招商旗下 2 只基金股票仓位限制较高，为 95%。

从投资策略来看，养老主题基金部分采用年金投资常用的 CPPI 策略（固定比例投资组合保险策略）和 VPPI 策略（可变组合保险策略），先以固定收益类资产为主为组合提供安全垫，再逐步提升权益

仓位类资产配置比例。另一部分则在资产配置策略上较常规，主要为结合宏观分析和资产配置模型等进行配置，并精选个券提升收益。

从业绩基准来看，养老主题基金业绩基准大多数采用 1 年/3 年定存加点的形式，也有部分以股债综合指数加权的形式。

## 2. 投资收益

截至 2016 年 12 月 31 日，养老主题基金加权平均收益率为 10.50%，年化波动率为 1.09%，相较业绩基准（以 1 年定期存款利率+2%为例）有较大超额收益。

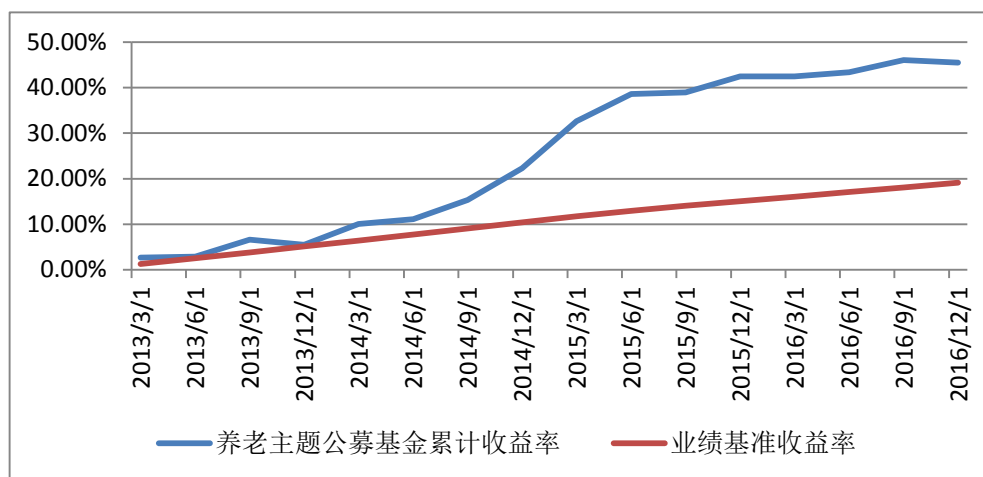


图 6 养老主题基金 2012-2016 年累计收益情况

数据来源：Wind 资讯

此外，各只基金的收益差异也较大，主要受发行时点及资产配置比例所致。从下表可见，2015 年以前发行的养老主题基金共六只，成立以来的平均年化收益率达 10.74%；2015 年后发行基金共 5 只（成立满 1 季度），成立以来的平均年华收益仅 1.92%。招商基金由于发行时点较晚和权益仓位较高，其年化投资收益率为负，成为养老主题基金中唯一一只收益为负的基金。

表 13 养老主题基金成立以来投资收益情况

基金名称	成立时间	成立以来年化收益率
天弘安康养老	2012-11-28	9.05%
海富通养老收益	2013-05-29	10.02%
华夏永福养老理财	2013-08-13	12.32%
泰达宏利养老收益	2014-03-05	7.82%
国泰安康养老定期支付	2014-04-30	9.20%
宝盈祥瑞养老	2014-05-21	16.02%
天弘普惠养老保本	2015-05-27	6.45%
宝盈祥泰养老	2015-05-29	2.62%
华安添颐养老	2015-06-16	2.51%
招商康泰养老	2016-02-04	-2.19%
南方安泰养老	2016-09-22	0.22%

数据来源：Wind 资讯，剔除运作不满 1 个季度的基金产品

### 3. 资产配置

养老主题基金以为投资者提供稳健收益为首要目标，因此其资产配置主要集中在固定收益及货币类资产。从基金资产配置分布来看，在固定收益及货币类资产上的配置比例在 60%-90% 区间。基金配置股票仓位普遍分布在 10% 以下，仅有海富通和招商基金旗下 2 只基金配置比例较高，但也未超过 30%。

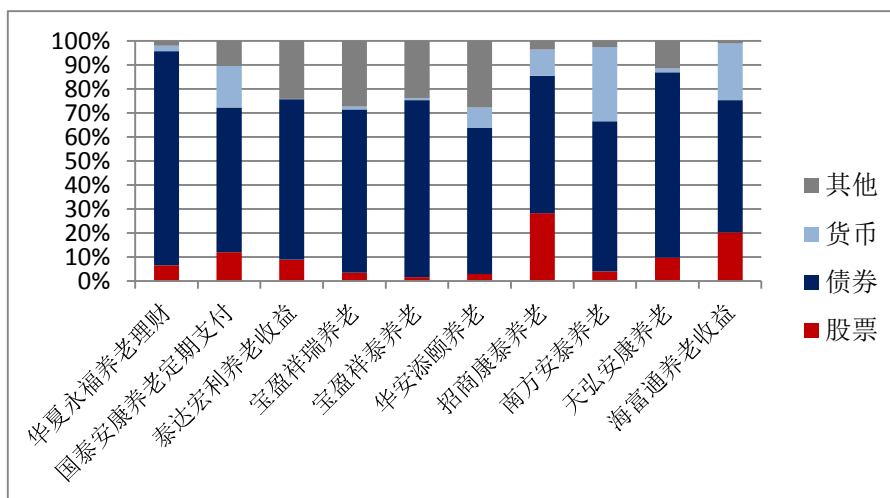


图 7：养老主题基金资产配置明细

数据来源：wind 资讯，截至 2016 年 12 月 31 日，3 只基金信息缺失



从配置比例的稳定性来看，早期发行基金的配置比例波动较大，主要系 2015 年大牛市期间，基金资产配置主要向权益类资产偏移。其中，国泰、海富通及招商的养老主题基金近年来的股票资产配置波动也较大；宝盈、泰达宏利、天弘等养老主题基金的波动较小，资产配置较平稳；华夏及南方的波动则属于中等水平。

#### 4. 费率特征

基金费率方面，养老型基金管理费率分布在 0.5%-0.75%、0.75%-1% 的 2 个费率段，其中以 0.9% 和 1% 为主，平均费率为 0.90%。管理费率较高的主要集中在灵活配置型的基金上，以追求稳健收益的偏债型基金管理费则相对较低。

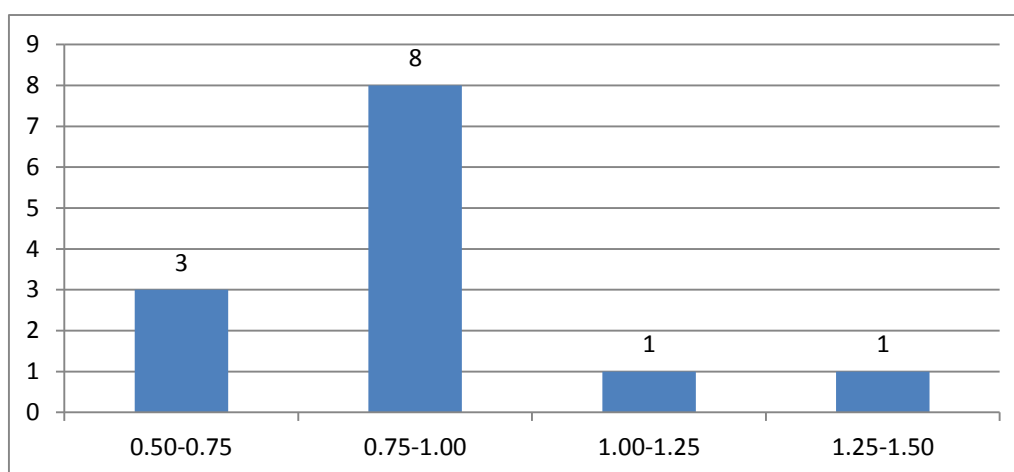


图 8：养老主题基金管理费率分布 (%)

数据来源：Wind 资讯，数据截至 2016 年 12 月 31 日

#### 5. 投资者结构

理论上讲，养老主题基金面向主要包括有养老需求或风险偏好小的个人投资者。从目前的基金持有人结构来看，养老主题基金中机构投资者规模占比较高，个人投资者占比相对较少。

目前公开信息披露的 10 只基金中，2016 年底，有 6 只基金的机构投资者持仓在 50%以上，且集中在 80%至 90%区间。该类基金普遍发行时间较早，且机构投资者持仓比例较不稳定。2015 年年初机构持仓比例普遍较低，到 2015 年中，机构投资者比较迅速提升以追求牛市带来的收益。此外，机构投资者持仓比例大的养老主题基金的规模稳定性较差，当市场环境发生变化或者有利空消息出现时，机构投资者的同向操作会使得基金面临较大赎回冲击。

4 只基金中机构投资者持仓比例小于 50%。其中，2 只基金近 100%由个人投资者持有，该类基金普遍发行时间较晚，随着基金规模增大，机构投资者介入的可能将会增大。天弘安康养老较为特殊，其发行时间较其他最早，或因互联网渠道优势，尽管持有人机构波动较大，但目前个人投资者持仓居多。

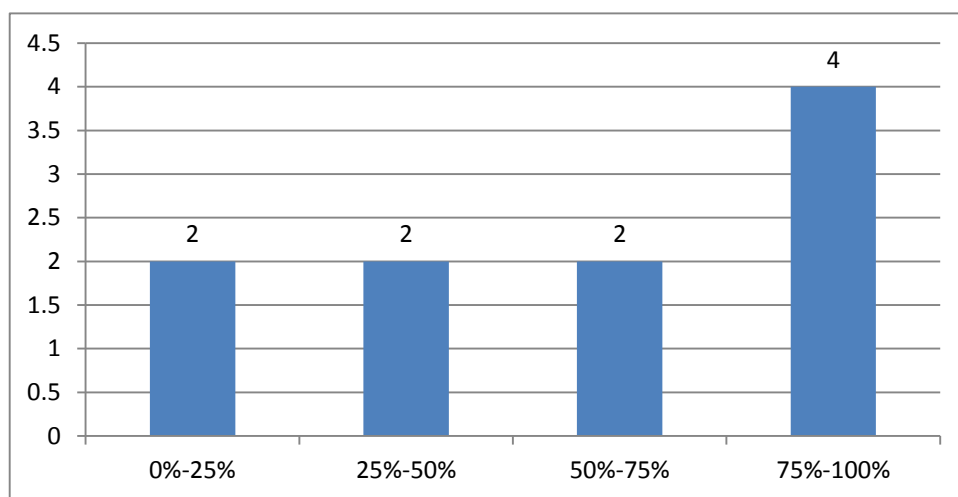


图 9：养老主题基金机构投资者占比情况

注：1. 数据来源：Wind 资讯，各基金年度报告，截至 2016 年 12 月底

2. 有 3 只基金的持仓比例明细数据缺失

## （二）目标日期基金（TDF）

2006年5月23日,汇丰晋信发行了行业内第一支目标日期基金。截至目前,我国共同基金市场上共有5只目标日期基金发行,其中包括3只较为传统的混合型TDF产品(汇丰晋信2只,大成基金1只),以及2只风格偏保守的债券型TDF基金(工银瑞信2只)。截至2017年3月3日,我国目标日期基金管理资产规模已达93.9亿元。但相比国外TDF市场,我国目标日期基金发展较为缓慢,同时受FOF基金推出较晚的影响,我国目前尚未有FOF形式的目标日期基金。

表14 我国共同基金市场的目标日期基金概况

证券简称	成立时间	基金类型	发行规模	资产管理规模
大成财富管理2020	2006-09-13	混合型	11.13	25.74
汇丰晋信2016	2006-05-23	混合型	29.22	2.50
汇丰晋信2026	2008-07-23	混合型	3.35	0.81
工银瑞信添福	2013-10-31	债券型	3.99	45.60
工银瑞信添颐	2011-08-10	债券型	5.21	19.27

数据来源: Wind 资讯, 各基金公司官网

从基金运作历史规模来看,混合型TDF运作之初,基金规模增长较快,主要是2007年股市大涨所致。随着2008年金融危机及股市大跌,混合型TDF产品由于初始运作权益仓位较高,基金净值回撤较大,导致基金规模大幅下降。此外,两只混合型TDF临近目标日期,其匹配投资者生命周期特征的产品特征逐渐弱化,也影响了规模变化。2011年推出的债券型TDF基金规模则逐年增加,主要是2014年债券牛市推动资产配置相对保守的债券型TDF取得更高收益,推高了产品资产规模。截至目前,两只债券型基金的规模已经远超过其他三只混合型TDF。

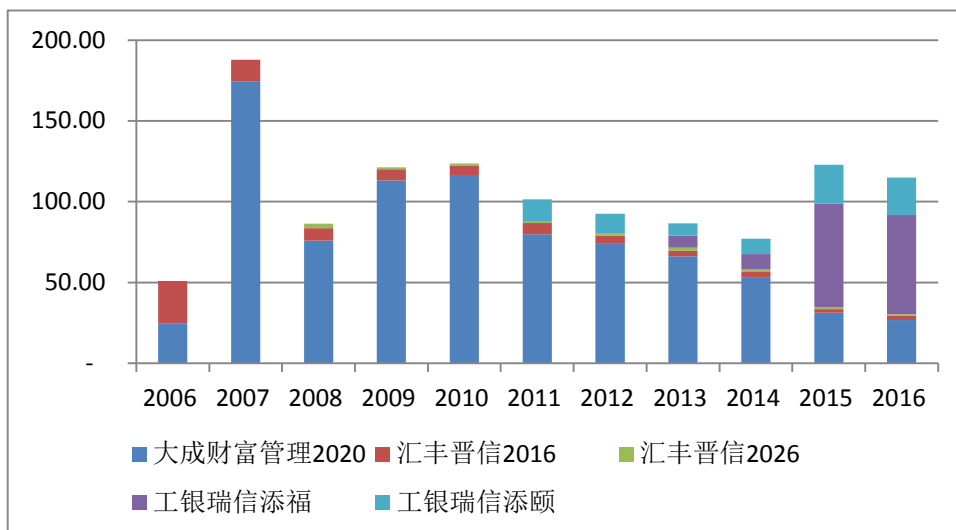


图 10: 中国 TDF 产品历史规模情况

## 1. 资产配置

从资产配置情况来看，3 只混合型 TDF 产品的资产配置趋势与其预设下滑曲线趋势一致，均呈现权益仓位随着目标日期临近而减少的趋势。而 2 只债券型 TDF 产品，由于下滑区间较短仅为 3 年及 5 年，其运作期间内资产配置不断循环，相对混合型 TDF 产品的资产配置情况，其对于投资者生命周期特征的匹配度较低。

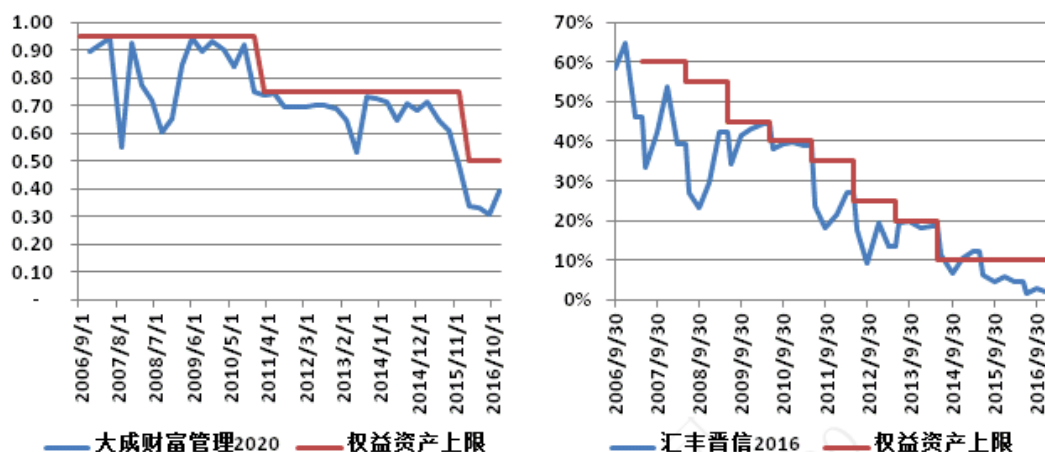




图 11 我国 TDF 产品资产配置历史情况

此外，在 TDF 产品运作期间，资产配置比例并没有完全按照预设下滑曲线上边界进行配置。如大成财富管理 2020 运作期间权益仓位分别在 2007 年、2008 年、2013 年及 2016 年出现了 4 次探底，主要系市场大幅波动及组合调整所致，相应汇丰晋信两只产品运作期间也出现过多次权益仓位大幅下调。工银瑞信的两只债券型基金，由于基金类型的限制，其权益仓位的调整空间较小，波动浮动也较混合型产品更小。

## 2. 投资收益

从投资收益情况来看，3 只混合型 TDF 产品由于运作初期权益仓位较高，因此运作早期与沪深 300 指数关联性较高，基金收益也呈现出高波动的特征。随着目标日期的临近，混合型 TDF 收益波动性逐渐降低，并与沪深 300 指数相关性逐渐减弱。尽管债券型 TDF 预设权益仓位较低，但其历史风险收益特征却与沪深 300 指数更为接近，或由权益资产主动管理获取超额收益较大且 2014 年债券资产收益较高所致。

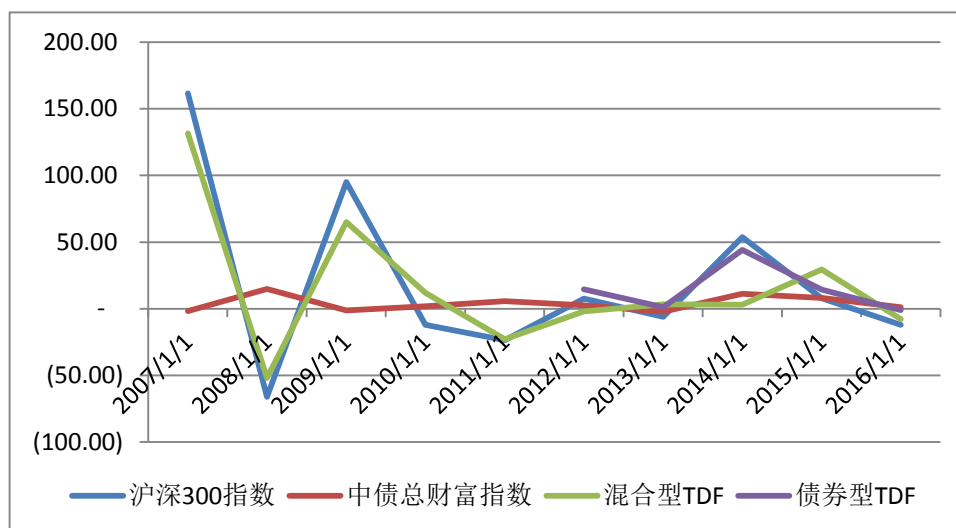


图 12 我国 TDF 产品历史投资收益情况

数据来源：Wind 资讯

表 15 中国 TDF 产品投资收益情况

基金名称	成立时间	累计收益率	累计年化收益率
大成财富管理 2020	2006-09-13	146.56%	8.92%
汇丰晋信 2016	2006-05-23	172.01%	9.65%
汇丰晋信 2026	2008-07-23	111.52%	9.00%
工银瑞信添福	2013-10-31	63.80%	15.53%
工银瑞信添颐	2011-08-10	101.60%	13.22%

数据来源：Wind 资讯

### 3. 费率特征

从基金管理费率来看，5 只基金的费率差异较大。其中三只混合型基金差异最大，大成财富及汇丰晋信 2026 管理费率均为混合型基金费率的正常水平 1.2% 和 1.5%，而汇丰晋信 2016 管理费率仅为 0.38%，低于混合型基金，甚至低于债券型基金管理费率。

从赎回费率来看，由于 TDF 旨在为个人投资者在生命周期内实现资产配置和投资管理，因此投资者投资时限越长，越有利于资产配置的合理化以及投资管理获取长期风险溢价。但是三只混合型基金并未在赎回费率上引导投资者长期投资，而两只债券型基金则是通过赎回



费率阶梯式安排，即短期赎回将支付惩罚性的较好赎回费率，而长期内赎回则可以享受较低甚至零的赎回费率，从而引导投资者长期投资行为。

表 16 我国 TDF 产品的费率结构

基金名称	管理费率	赎回费率
大成财富管理 2020	1.20%	0.3%
汇丰晋信 2016	0.38%	0.3%
汇丰晋信 2026	1.50%	0.5%
工银瑞信添福	0.70%	7 日以下 1.5%； 7-30 日 0.75%； 30-365 日 0.1%； 1-2 年 0.05%； 2 年以上 0%
工银瑞信添颐	0.70%	7 日以下 1.5%； 7-30 日 1.25%； 30-180 日 1%； 180-365 日 0.8%； 365-730 日 0.6%； 730-1460 日 0.4%； 1460 日以上 0.2%

#### 4. 投资者结构

从投资者结构来看，三只发行较早的混合型 TDF 主要由个人投资者持有，机构投资者占比较少，其中，大成财富管理 2020 运作十年来的机构投资者则占比均保持在 10%以下，主要为个人投资者持有；汇丰晋信旗下两只 TDF 则在运作期内机构投资者占比从未超过 40%。而 2 只债券型 TDF 基金的机构投资者占比则明显偏高，其中工银瑞信添福在 2015 年、2016 年两年甚至出现了近 90%均为机构投资者的现象。

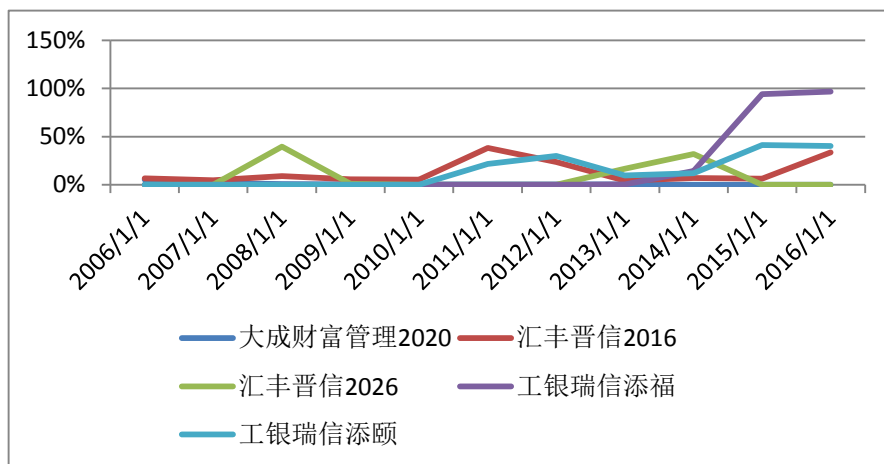


图 13 我国 TDF 产品投资者结构历史情况

数据来源：Wind 资讯

### (三) 总结

#### 1. 养老主题公募基金

总的来看，我国养老主题基金尚处于初步发展阶段，主要表现在以下几方面：第一，基金发展历史较短，尚未受到投资者的广泛认可。2013 年，第一只养老主题基金发行；2016 年底，仅有 9 家基金公司发行了 13 只基金产品，资产规模 142 亿元，占公募基金总规模的比例仅达 0.15%。第二，养老属性并不突出，无法切实服务个人养老需求。养老基金更多应面向个人投资者，但就目前来看，部分基金持有人偏“机构化”，使其无法真正匹配投资者的生命周期特征和个人投资风险偏好，养老属性弱化。第三，基金类型单一，无法满足不同风险偏好的投资需求。尽管养老主题基金是针对投资者养老投资需求，但由于投资者年龄不同、风险偏好不同，现有养老主题基金多采用 CPPI/VPPI 策略，产品风险收益较低，趋于保守，一方面无法匹配补充养老的制度定位，为广大投资者带来长期较高收益，另一方面也无法满足风险偏好较高投资者的投资需求。

## 2. 目标日期基金

总的来看，目前已有的几只 TDF 产品，在产品结构、资产配置特征等方面借鉴了国外 TDF 产品设计理念，但是在具体的下滑曲线设计、产品期限分布等方面仍与国外传统 TDF 存在着较大的差异，具体如下：

第一，下滑曲线调整频率偏短。由于我国基金市场较晚，投资者的长期投资理念也尚未形成，因此我国第一只 TDF，汇丰晋信 2016 选择了下滑期限为 10 年的结构设计，即初始权益仓位为 60%，每年下调一次权益仓位，到 2016 年权益仓位上限下调至 10%。两只债券型基金也出现了每年下调权益仓位的情况。

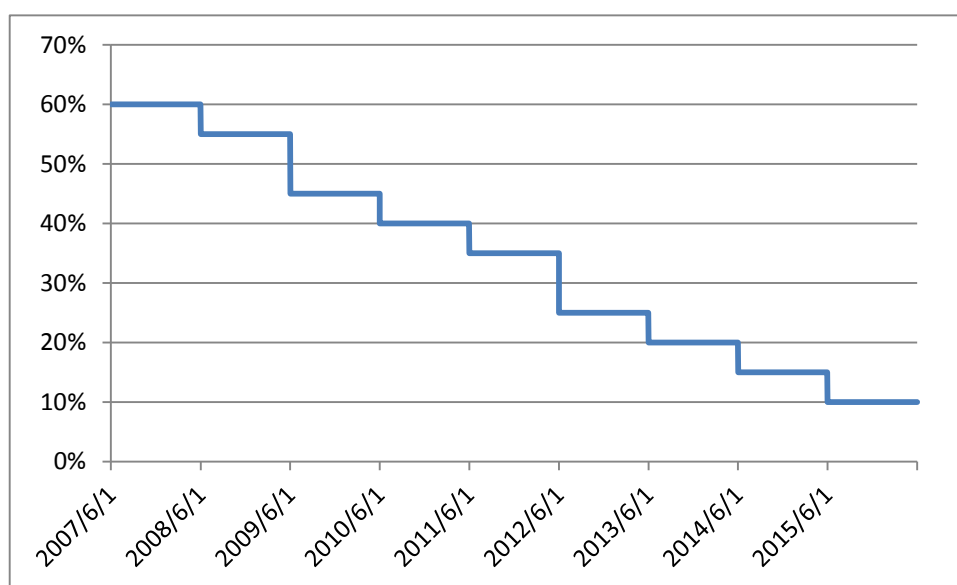


图 14 汇丰晋信 2016 基金预设资产配置比例

资料来源：汇丰晋信官网整理

第二，产品设计覆盖时间范围较小。美国领航（Vanguard）是 TDF 市场上市场份额最大的资产管理人，而它旗下的领航目标退休基金以 5 年为间隔期覆盖了 2010 年-2060 年退休的投资者。而我国目前的目标日期基金则呈现覆盖面不足。汇丰晋信发行的两只产品，仅

针对 2016 和 2026 年的目标日期；大成财富管理则只设立了目标日期为 2020 年产品。

第三，两只债券型 TDF 产品，虽然在产品运作期内，实现了权益仓位下调的结构设置，但是本质上并没有匹配投资者的生命周期特征，而是在较短的运作期上不断循环以及频繁调整资产配置比例，一定程度上削减了自身的养老属性。

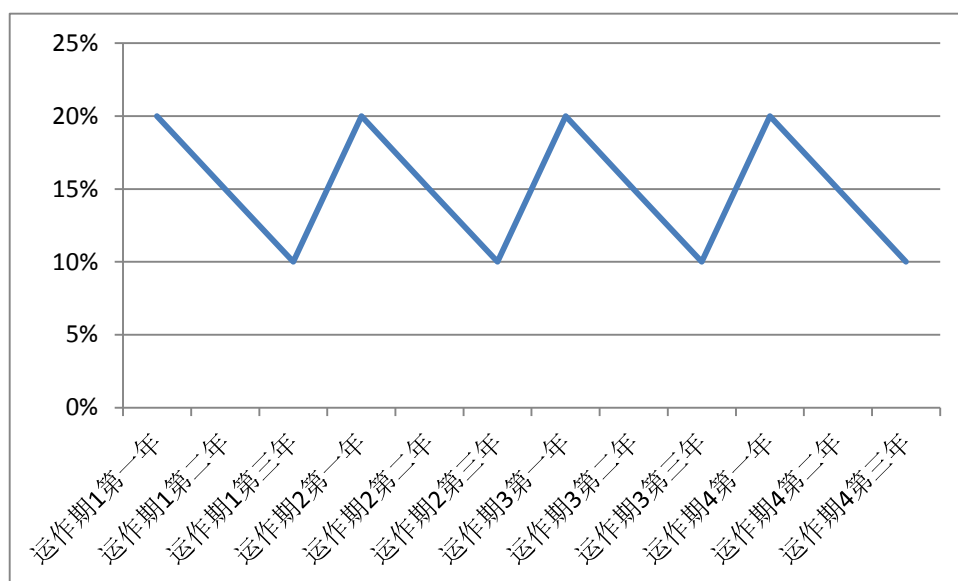


图 15 工银瑞信添福基金预设资产配置比例

资料来源：工银瑞信官网整理

## 四、我国养老型基金发展机遇与障碍

### （一）发展机遇

#### 1. 我国养老财富管理市场空间广阔

随着我国三十年经济持续高速增长，国民财富有了大幅度提高。根据瑞士信贷发布的报告，2016 年中国内地家庭总财富超 150 万亿元，根据波士顿咨询公司的统计，从 2015 年到 2020 年，中国财富管理市场会保持年均 15% 以上的复合增长率，2020 年居民个人可投资资产总额超过 200 万亿。

另一方面我国老龄化进程不断加快。根据《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》，2020年全国60岁以上人口将增加到2.55亿人左右，占总人口比重为17.8%。全国老龄办预测，到2030年，我国老年人口将超过3.5亿，占总人口的比重达到25%左右。与此同时，我国养老金体系尚不完善，养老金待遇水平偏低，由此催生了国民以养老为目的的自我投资需求。因此国民财富大幅不断积累与养老需求不断增长，为养老型基金未来发展奠定了良好的经济基础。

## **2. 养老金第二和第三支柱为养老型基金提供广阔空间**

从第二支柱职业养老金来看，其在雇主履行受托责任的基础上，普遍给予了参加者个人选择权，旨在鼓励个人通过缴费和自主投资积累养老金，强调个人所有权与自我养老责任的对等。在我国年金现有的制度框架中，并没有对个人选择权进行明确规定。实践中，对于同一企业的员工来说，无论年龄大小、风险偏好高低，获得的都是同一个收益率。一方面导致基金运营偏于保守化、短期化，不利于基金运营的市场化竞争；另一方面也弱化了不同类型参与者个人选择权，无法实现个人特征偏好的匹配。因此，关于年金制度放开个人投资选择权的呼声与日俱增。虽然这可能是缓慢的过程，但仍将为养老型基金带来巨大的潜在市场。这是因为养老型基金灵活的产品特征和丰富的产品类型，能够充分匹配个人的生命周期特征和投资风险偏好，并且满足个人投资者的临时提取或赎回需求，将成为未来个人选择权放开后年金的重要配置产品之一。

从第三支柱来看，因其能够弥补目前第一支柱待遇水平不足和第二支柱的覆盖面较小的弊端，受到社会各界广泛关注，政策层也在有序推动，，预计制度落地为期不远，根据《中国养老金融报告 2016》测算，第三支柱个人养老金全面实施后，每年新增规模在 2000 亿元以上，发展前景广阔。同时，第三支柱建设将会为养老型基金带来最大的发展机遇。这是因为第三支柱普遍赋予了参加者投资选择权，而公募基金因为其运作透明、申赎灵活、产品丰富，在第三支柱养老金发展中发挥了举足轻重的作用，日益成为个人养老金投资的主要选择工具，比如在美国第三支柱 IRA 计划资产中，共同基金占比接近 50%。

### 3. 公募基金类别丰富奠定基础，FOF 推出创造契机

我国公募基金市场发展至今已有将近 20 年的历史，截至 2016 年末，基金市场公募基金超过 3000 只，管理规模超过 9.18 万亿元。公募基金类别丰富，覆盖股票型、债券型、混合型、货币型、QDII 型等多种类型基金。基金行业能够根据中国资本市场特点、投资者风险偏好及生命周期特征设计不同的养老金投资产品，以满足不同投资者养老金投资需求。

此外，FOF 的推出为养老型基金提供了良好的发展契机。养老型基金旨在通过有效的资产配置在长期内匹配投资者特征和市场变化，从而引导养老金良性增值。FOF 的推出不仅使得养老型基金能够通过投资基金分享市场上最优秀的投研资源和投资经理，同时为目标日期基金（TDF）、目标风险基金（TRF）等匹配投资者生命周期特征的基金提供了发展基础，而且 FOF 形式的养老型基金，能够显著降低收益



波动水平，这对养老金意义重大，同时还能够通过合理化的资产配置，为投资者提供具有养老属性、针对性更强的投资选择。

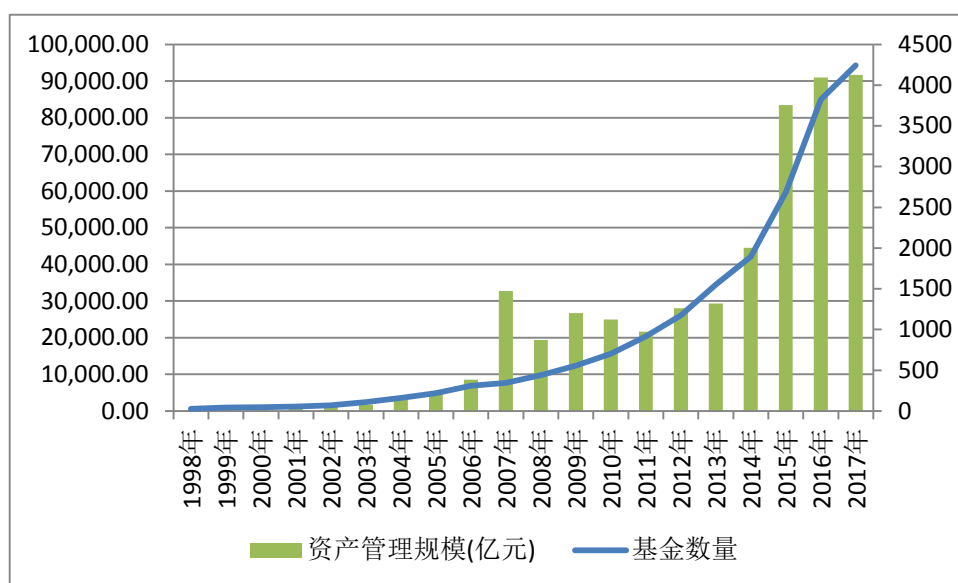


图 16 基金行业产品数量及资产管理规模概况

数据来源：Wind 资讯

#### 4. 长周期上资本市场能够带来稳定回报

公募基金投资管理业务的主要投资标的为二级市场股票、债券。而在传统概念中，二级市场股票投资往往具有较高风险，不适用于养老金投资的安全性特征。然而从长期来看，我国股市能够带来相对稳定的回报。养老金是属于长期资金，区别于短线资金，在短时间内具有较高的风险承受能力，即能够通过长期投资匹配长期资产，以获得与长期资金特征相匹配的长期风险溢价。

表 17 股票指数与股票型基金收益情况

时间区间	上证综指 平均年化收益率	全市场股票型基金 平均年化收益率	通货膨胀率
近 1 年	-12.31%	-11.39%	2.00%
近 3 年	16.66%	21.59%	1.80%
近 5 年	9.28%	11.89%	2.12%
近 10 年	12.17%	18.54%	2.93%
近 20 年	14.88%	22.04%	1.88%

注：1. 数据来源于 Wind 资讯

2. 全市场股票型基金近 20 年回报实则不足 20 年，近 20 年的股票型基金年化收益率为基金市场出现股票型基金以来的平均年化回报

从简单的数据统计来看，尽管在近 1 年的投资回报来看，我国股市及全市场股票型基金投资收益均为负，但长期来看，我国股市近 20 年的平均年化收益率达到 14.88%。从股票型公募基金收益情况来看，自成立以来，全市场股票型公募基金平均年化收益率为 22.04%。由此可见，尽管短期内我国资本市场波动性较大，但资本市场在长期内是能够为投资者带来稳定回报。而养老型基金是典型的长期资金，能够更好地发挥长期优势，通过时间换空间的方式，获取长期风险溢价。

## （二）存在障碍

### 1. 资本市场存在熊长牛短的短板

与美国股市“牛长熊短”不同，我国股市呈现出“熊长牛短”的特征。从图中可见，标普 500 指数在过去 20 年间始终保持长时间内平稳上升而短期内下降的趋势，而我国股市正好相反，以上证综指为例，股指总是在较长时间内呈现平稳下滑的趋势，而在较短时间内迅速攀升并迅速回落。

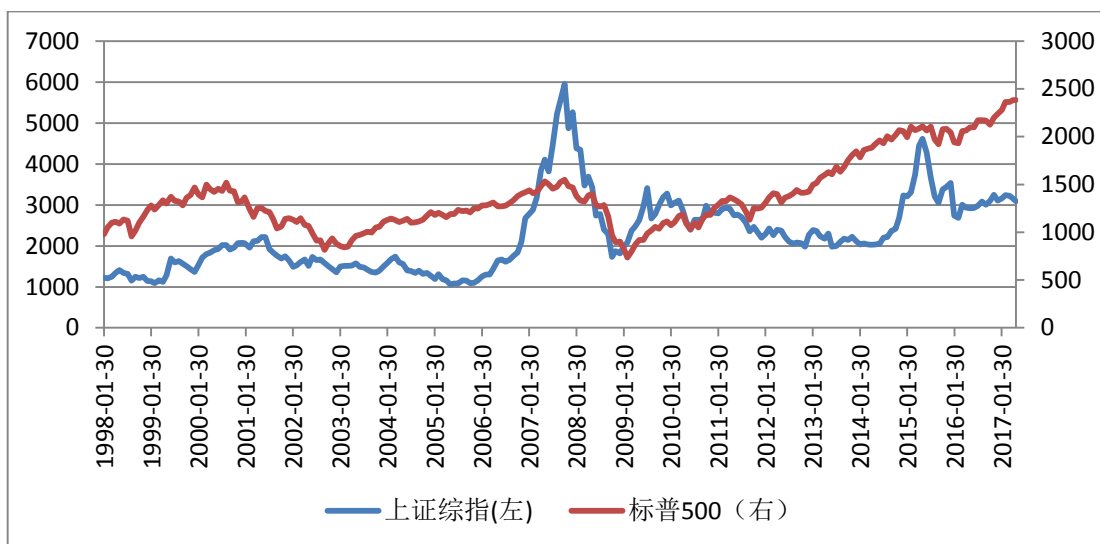


图 17 中美股市历史发展趋势对比

而从波动性来看，可见两国股市月度波动率呈现显著差异，我国股市波动率明显高于美国股市波动率，且无论是上行波动率还是下行波动率的差异均十分显著。

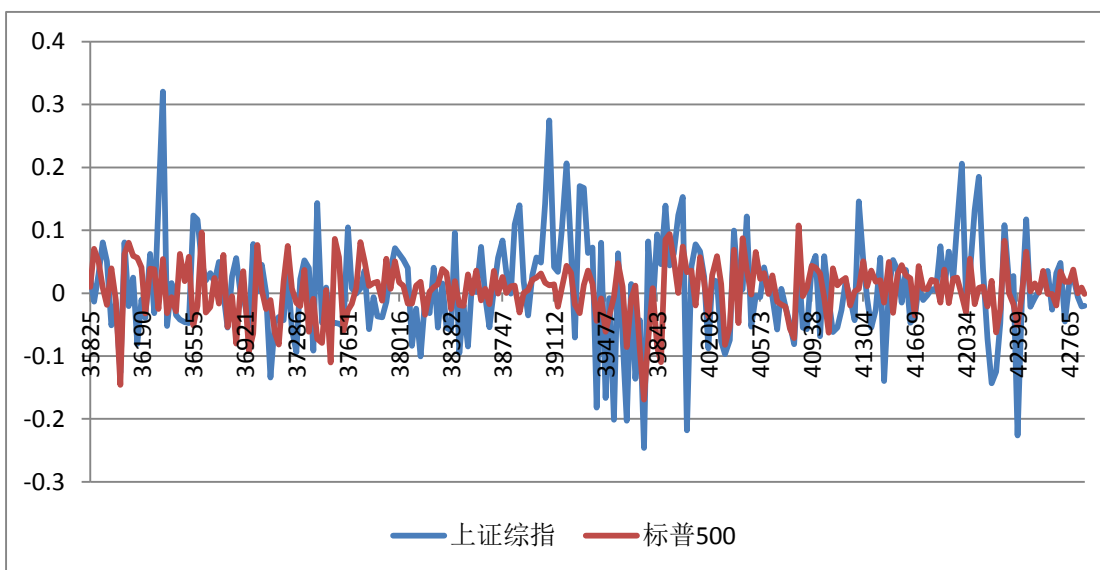


图 18 中美股市主要股指月度收益情况对比

我国股市“熊长牛短”和“高波动”的特征，虽然长期来看仍然能够取得良好回报，但是短期赚钱效应并不显著，一定程度上对养老型基金产品发展带来了障碍。我国目前个人投资者尚未形成长期投资的投资理念和习惯，产品的短期投资业绩将会成为投资者决策的重要

依据。若养老型基金发行时点较差，在运作前期遭遇亏损状态，将损害投资者信心，导致提前赎回基金产品并无法实现长期投资。这对于养老型基金发行方，即投资管理人投研能力的考验将会更加严格。

## 2. 投资顾问体系发展明显滞后

与欧美等国家发达的投顾体系相对比，我国投顾体系发育不足。其一是个人投资者的投资理念并未完全成熟，国民对于财富管理的信任度不高。加上资本市场波动加大，对于以基金为代表净值类资管产品认知不足。其二随着投资者专业水平的提高、投资需求的上升，包括基金、期货、商品、境外资产等金融产品需求多元化程度加深，对于投顾从业人员的专业要求日益提高。其三是卖方代理模式下，销售人员以佣金模式进行销售，倾向于向投资者推荐易于销售且佣金比例较高的产品，无法根据投资者的真实需求帮助其进行资产配置和投资。

尽管基金业发展已将近 20 年，基金投资者超过 2 亿人，但主要还是以货基和债基投资者为主，具有多元化投资经验的投资者仍为少数。在养老型基金类别丰富、风险收益特征多样化的背景之下，需要配备专业的投资顾问对其进行深入的需求挖掘和方案匹配，从而实现个人养老金的合理配置和理性化投资。因此，投顾体系建设的缓慢、发展中的问题成为养老型基金发展的又一障碍。

## 3. 面临其他行业金融产品激烈竞争

从目前我国资产管理市场来看，全市场资产管理总规模达到 83.2 万亿，其中银行理财、券商资管、专户业务占据规模前三位。而就个人投资者而言，银行理财、公募基金则是主流投资趋势。

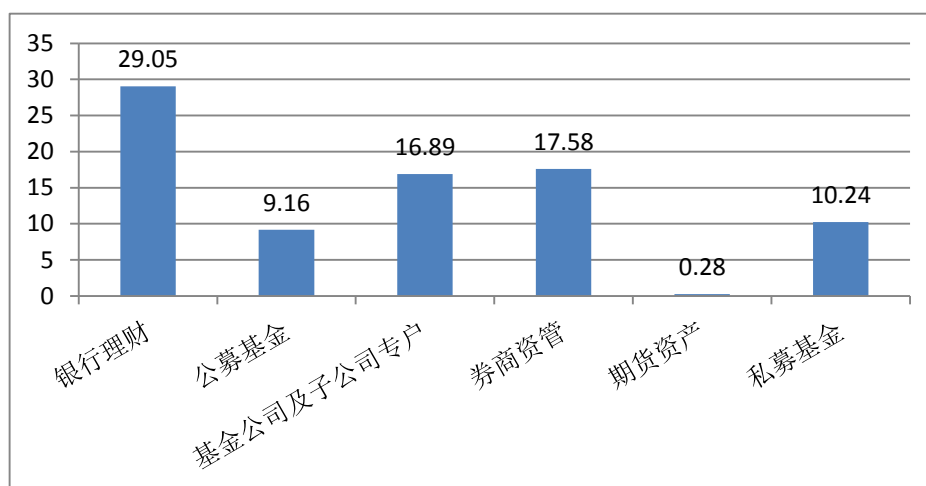


图 19：全市场资产管理规模分布情况

数据来源：中国证券投资基金业协会、银行业理财登记托管中心

银行理财是我国居民主要投资选择。据《中国银行业理财市场年度报告（2016）》统计，2016年，银行业理财市场发行理财产品约20万只，累计募集资金约168万亿元。截至2016年年底，497家银行业金融机构存续理财产品共7.42万只，理财产品存续余额为29.05万亿元。新发行产品以低风险等级为主，债券、银行存款、货币市场工具是理财产品主要配置资产。

据保监会统计，截至2016年底，保险公司管理的养老保障及其他委托管理资产<sup>10</sup>规模达3779亿，虽然目前产品管理规模较小，但是由于制度设计带来的投资门槛低、投资范围广等特征赋予了养老保障产品银行理财的属性，而同时其门槛和投资范围优于银行理财，因此受到市场热烈追捧，成为养老型基金的有力竞争者。

#### 4. 基金服务养老的社会理念尚未形成

<sup>10</sup>其他委托管理业务：指保险机构经营的除企业年金、养老保障管理业务以外的委托管理业务，如第三方资金委托管理（含政策性业务）以及外部投资管理人或外部受托人配置的养老金产品等业务。保监会统计数据，暂无法与养老保障业务分离开来。

美国养老金体系以第二支柱和第三支柱养老金为主，通过市场化投资运作，提高了国民养老保障水平。第二支柱和第三支柱养老金资产中投资公募基金的规模占比达 50%，占据半壁江山。然而与美国相比，我国尚未形成基金养老的社会理念和行业生态。

首先，我国个人投资者风险偏好较低，更偏好于投资银行存款、理财产品等风险等级较低的金融产品。据基金业协会年报统计，2015 年，我国家庭部门银行存款 55.19 万亿，占比达 63.7%；个人直接持有的股票市值为 16.21 万亿元，个人持有的银行理财 23.5 万亿元，个人投资的公募基金规模仅达 3.2 万亿，占比仅达 3.7%。此外，据基金业协会统计，2015 年公募基金有效账户数超过 1.8 亿，资产管理规模达到 8.4 万亿，其中，规模增长仍然主要来自于货币市场基金，其份额占比超过开放式基金总规模的 54%。

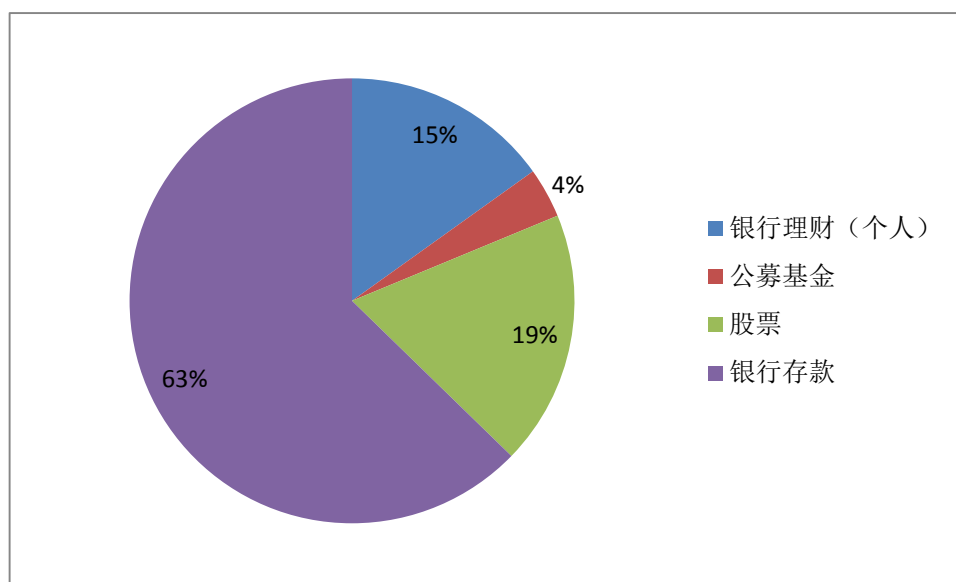


图 20 我国居民家庭主要金融资产投资结构

数据来源：中国证券投资基金业协会 2015 年年报

总的来看，无论是从居民整体金融投资情况还是基金投资结构上来看，我国个人投资趋于保守化，对基金的养老投资功能认识并不充



分。基金服务养老理念的缺失，将使养老金投资基金的生态难以形成，养老金投资选择局限化，更多投向保险、理财等低风险产品。长期来看，个人养老金则不能够实现充分的市场化运作以获取较高收益，发挥其补充支柱的价值。

## 五、我国养老型基金发展思路

### （一）功能定位

从我国实际来看，养老型基金的功能定位应该包括两方面，一是为养老金第二支柱、第三支柱做好业务准备，二是对接国民自主性养老理财需求。

首先，在税收优惠政策助力下，为第三支柱的开展和第二支柱的完善做好业务准备，是养老型基金的首要定位。第二、第三支柱作为我国养老金体系的补充支柱，既要抗击通货膨胀风险，更要通过合理化的资产配置实现基金增值，提高养老保障水平。虽然目前第三支柱尚未出台，具体制度设计具有一定不确定性，但是从其内在发展规律和国际经验来看，养老型基金依托公募基金丰富的基金类别、灵活的产品运作方式以及长期内较高的投资收益等特征，能够为个人养老金投资者提供匹配个人差异化养老需求，有效实现资产配置的投资选择。同时养老型基金应为第二支柱的个人选择权放开做好准备，为补充养老金的多元化配置和个性化选择提供服务。

其次，在金融监管不断加强的背景下，充分发挥公募基金在净值型产品中的投资优势，挖掘国民自主养老理财需求，是养老型基金另一重要定位。随着银行业理财监管趋严，净值型产品因其不承诺预期

收益率，有助于打破银行理财“刚性兑付”，成为银行理财产品重要发展方向。在此背景下，公募基金将迎来较好发展机遇。基金行业自1998年成立以来，在净值型产品投资管理上积累了丰富经验并建立了较大的先发优势，能够利用专业化投研团队为个人投资者设计提供多样化、差异化的更具有针对性的净值型产品，以深度挖掘国民的养老需求并匹配其风险偏好，更好地实现养老基金的保值增值和风险控制。

### （二）产品模式

如前所示，部分国家采取了专设产品模式。应该指出的是，专设产品模式指的是针对各种类型的补充养老金而言。这是因为，无论是第二支柱职业养老金还是第三支柱的个人养老金，一般都是采取完全积累制模式，有长达几十年的存续期，客观上存在通过市场化投资实现保值增值的需求。而另一方面，补充养老金一般都是政府出台专门政策引导，鼓励国民广泛参与，可能受制于资本市场发展情况和个人金融投资知识，部分参加者不具备自主投资的基础和能力。在此情况下，一些国家通过专设产品模式，一方面缩小国民的投资选择难度，另一方面对产品养老属性进行了明确要求，可以较好实现补充养老金保值增值与个人选择之间匹配。对于国民非养老金资产之外的自主性养老投资，则不存在产品模式的概念，个人可以根据自身需求自由选择养老型基金或者其他基金产品。

尽管我国目前第二支柱的职业养老金尚未放开投资选择权，第三支柱的个人税延养老金尚未落地，但是提前统筹谋划，及早做好政策设计仍然十分必要。

综合来看，我国应该采取专设产品模式。事实上，2017年5月，证监会对《养老型公开募集证券投资基金指引（试行）》征求意见，在一定程度上也为专设产品模式奠定了政策基础。总体来看主要原因有三方面：

其一，从资本市场角度来看，我国资本市场起步较晚，成熟度不高，而实体经济又步入新常态，在经济增速逐渐下行的状况下，资本市场波动性逐渐上升，如果采取一般产品模式，可能导致百姓养老资产承受较大风险。其二，从个人角度来看，我国老百姓长期以银行储蓄等稳健理财为主要投资方式，金融专业基础薄弱，对基金投资相关知识相对缺乏，采取专设产品方式，能够避免参加者的不理性投资。其三，从行业角度来看，一方面我国基金公司日益增多，对于养老型基金理解和投资策略上也有不同认知，产品类型日益增多，而另一方面由于投资者教育普及不足，投资顾问体系发育不够充分，个人投资能力缺乏与产品日渐负责多样之间存在矛盾，因此采取专设产品模式，能够减少信息不对称以及降低选择难度，是适合我国国情的较好选择。

### （三）产品类型

养老型基金类型选择有两种思路，第一种是发行具有明确养老属性，自带配置功能的基金产品，可称之为配置型产品，主要是目标日期基金（TDF）、目标风险基金（TRF）等。第二种是养老属性偏弱，

但工具属性更加明确的基金产品，由参加者个人自主选择各类基金产品，最终完成资产配置，达到养老的目的，可称之为工具型产品。两类产品设计理念如下：

## 1. 配置型产品

配置型产品旨在通过单一投资方式为投资者提供多元化的专业投资组合，从而满足其养老投资需求，本质是一种一站式养老需求解决方案。从国外来看，目标日期基金日益成为最受养老金青睐的投资工具，美国第二支柱的 401（k）计划、英国第二支柱的工作养老金计划都将目标日期基金作为合格默认投资工具（QDIAs），智利的个人养老金账户则将目标风险基金纳入默认选择范围。

总体来看，TDF 和 TRF 产品主要采取 FOF 形式，我国 2016 年发布了《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》，为目标日期基金和目标风险基金奠定了政策基础。需要进一步明确的是，目标日期基金最大的优势除了能匹配参加者不同生命周期的资产偏好需求外，在于可以在早期较大比例配置权益类资产，发挥养老资金的长期优势获取较高回报。因此，美国市场的目标日期基金初期股票占比都比较高，一般都保持在 80%以上，平均水平在 90%左右。从我国来看，尽管短期资本市场波动较大，但是长周期来看仍然有较好的投资回报，因此可以考虑允许将目标日期基金的起始股票配置比例上限设为 80%，给予基金管理机构较大灵活性。

目标日期基金（Target Date Fund）很多时候也被称为生命周期基金（Life Cycle Fund），指根据投资者在不同生命阶段的风险偏好和收益目标调整资产配置的股票投资工具。目标日期基金日益成为最受养老金青睐的投资工具，也成为发展最为快速的基金类别。目标日期基金最核心的特点是根据不同投资者的退休年龄为时间节点，随着退休日期逐渐临近，其持有的权益类资产占比逐步下降，而固定收益类资产占比逐步增加，以此匹配参加者从年轻时期到年老时期的风险偏好逐渐下降的特征。目标日期基金具有如下特点：第一，目标日期基金的资产配置会随投资者年龄的增长而不断变化，离目标退休日期越近，基金的固定收益资产的配置越高，而离目标退休日期越远，基金持有的权益类资产的比例也较高。第二，目标日期基金假定投资者随着年龄增长，风险承受能力下降，因此目标日期基金的风险敞口呈现逐渐缩小的特征。第三，目标日期基金中，投资者不需要对资产进行主动调整，主要依靠投资管理人来完成生命周期内的资产配置调整。

目标风险基金（Target Risk Fund），也被称为生活方式基金（Life Style Fund），指投资人根据不同风险承担能力进行资产配置，在持有期间投资组合基本固定不变。根据风险等级不同，目标风险基金可分为成长型、稳健型和保守型等。顾名思义，“成长型”基金投资在高风险性资产的占比较高；“保守型”基金则以投资低风险资产为主。从成长型到保守型，目标风险基金的风险依次递减。

目标风险基金具有如下特点：第一，目标风险基金在成立之初便预先设定了不同的风险收益水平，采用长期固定的策略型资产配置方式。投资者可以在自身风险所允许范围内进行选择，即目标风险基金既可以是保守的，也可以激进的，也可以是平衡的。第二，目标风险基金能为投资者提示量化的风险水平。投资经理必须审查该基金拥有的所有证券，确保风险等级不会大于和小于基金预设的风险敞口。第三，目标风险基金假设参加者会在其生命周期不同阶段根据需要自主将资金分散投资于相应风险水平的基金。目标日期与目标风险的主要区别如下：

表 18：目标日期基金与目标风险基金的区别

	目标日期基金	目标风险基金
投资基准	投资者退休时点的风险收益预	风险承受能力和偏好、退休时



	期	间、资源
风险管理	基金管理者控制风险水平	投资者控制风险水平
资产配置	管理者根据退休时间调整，日 益稳健	管理者再平衡资产组合，维持 初始风险特征
适应性	投资者的一站式养老解决方案	投资者仍然需要进行主动决策

## 2. 工具型产品

工具型产品的养老属性偏弱，主要作为个人养老配置的底层资产和工具。应该指出的是，鉴于目前我国投资顾问发育尚不成熟，大部分国民的投资理念和专业知识匮乏，对于工具型产品，有必要通过投资者适当性安排，控制投资风险，更好实现国民养老的目的。这方面可以借鉴智利的个人账户养老金制度设计，根据参加者年龄设置不同风险等级或者权益类资产比例限制，即年龄越大，越临近退休，允许配置的权益类资产比例越小，以匹配其风险承受能力。

具体思路可用下表所示。一方面将工具型产品按照权益资产占比和风险程度依次分为五个等级，同时将投资者按照年龄阶段区分为40岁以下、40-50岁、50-60岁、60岁以上四类人群。40岁以下允许投资所有类型养老基金，40-50岁不允许投资高风险产品，50-60岁仅允许投资中等风险以下产品，60岁以上则仅限于低风险产品。

表 19：普通型养老基金权益 比例限制及投资者适当性安排

风险等级	基金类别	权益上限	权益下 限	40岁以下	40-50岁	50-60岁	60岁以上
高风险	股票基金	95%	80%	适用	不适用	不适用	不适用
较高风险	偏股混合	80%	50%	适用	适用	不适用	不适用
中等风险	偏债混合	50%	20%	适用	适用	适用	不适用
较低风险	债券基金	20%	10%	适用	适用	适用	适用
低风险	纯债基金	0%	0%	适用	适用	适用	适用



## （四）投资范围

从国外来看，补充养老金比公共养老金受到的限制相对较少，投资范围更加灵活，除了传统的股票、债券等标准资产，另类资产也日益成为其重要投资方向之一。2015 年底 OECD 国家补充养老金资产中有 15.93% 投资于其他另类资产，主要包括贷款、房地产、保单、对冲基金、私募股权、结构化产品、另类公募基金等。

从国内来看，与养老型基金具有一定相似性的资管产品，包括保险业的养老保障产品以及人社部监管的养老金产品。两者的共同特点是将信托、基础设施债权计划等非标资产纳入投资范围，一方面多元化的投资能够实现风险分散化，另一方面非标资产的成本计价属性有助于减少产品净值波动。

再从养老型基金的市场环境来看，无论是国家养老金体系内的第二、第三支柱，还是针对国民自我养老储蓄，都将面临上述相关产品的竞争。如果单纯在目前公募基金范围内开发相关产品，对于个人投资者的吸引力有限。借鉴国内外已有经验，结合养老金长期性、规范性、规模性的特征，可以考虑有针对性适度开发养老型基金产品投资范围。一是在目前公募基金投资范围内，允许一定比例投资香港市场以及海外市场。目前全国社保基金、保险资金都可以海外投资，取得了较为良好效果。二是参考养老金产品和养老保障产品已有做法，在合理界定风险基础上，允许一定比例的资产，投资于信托、黄金等发展成熟的另类资产。三是加快推出 REITs，并将其纳入养老型基金投资范围。事实上，2006 年美国《养老金保护法案》以后，在其 33 只

纳入 QDIAs 范围的目标日期基金系列中，有超过 70% 的投资组合都在 REITs 资产上进行了配置。四是考虑将 PPP 纳入投资范围。目前政策层正努力推动 PPP 项目的资产证券化工作，上交所、深交所先后都实现了 PPP 项目 ABS 产品的挂牌转让。PPP 项目一般具有投资周期长、汇报稳定等特点，能够较好匹配养老金长期属性。五是考虑将新三板纳入投资范围。就目前来看，虽然新三板存在交易量不活跃，流动性相对不足的困境。但是长期来看，新三板仍然具有较好成长性，而且养老金存续期长，对于流动性要求较低，因此可以一定比例投资新三板，扩大养老型基金资产类别，进一步分散风险。

### （五）配套制度

一是培育投资顾问行业发展。中国证券投资基金业协会发布《基金个人投资者投资情况调查问卷(2015 年度)》报告指出，个人投资者最希望了解的信息是如何进行养老规划，以及关于养老理财产品的知识。专业的投资顾问一方面能够对投资者进行深入的需求挖掘和方案匹配，帮助其实现养老金的合理配置和理性化投资，也能够有效消除投资者与投资管理机构的信息不对称。因此，在发展养老型基金产品过程中，必须大力培育第三方投顾发展。

二是产品设计要有针对性，鼓励长期持有。养老型基金在没有纳入第三支柱个人养老金和第二支柱职业养老金投资范围之前，其对象仍然以个人自主养老储蓄需求为主，届时将与银行理财等投资工具同台竞争。因此，一方面为了鼓励投资者参与积极性，建议参考国外养老基金费率情况（一般为 0.5-0.7%），设置较低的管理费率，同时

配合采取阶梯费率模式，随着持有期增加，逐渐降低管理费，让利于投资者，增强养老型基金生命力。同时，对于目标日期基金等配置型基金产品，只有长期运作才能体现产品特点的，可以考虑设定一定期限封闭期。

三是对基金管理人和投资经理建立相应标准。养老型基金针对的国民养老钱，追求长期稳健增值，受社会关注度高，担负着基金服务养老的行业使命。因此应该以比公募基金更为严格的标准，推动养老型基金发展。一方面要对基金公司有所要求，比如一定的资产管理规模、产品线相对丰富，公司治理稳定等。另一方面，应该要求养老型基金投资经理有一定门槛，比如要求具备一定期限公募基金、全国社保基金、企业年金投资管理经验；比如无特殊原因不得随意更换投资经理，如果需要更换投资经理，需要采取暂停该基金申购等。

## 2018年9月CAFF50动态

1. 9月18日，由中国养老金融50人论坛主办、中邮创业基金管理股份有限公司承办的“德国养老金制度、运行与监管”闭门研讨会议在北京顺利举行。本次会议由中国养老金融50人论坛秘书长董克用主持，来自中德两国的近40名专家学者参加会议。会议邀请到德国养老金制度、运行与监管方面的专家来分享德国养老金发展经验，也吸引了来自人社部、财政部、发改委、全国社保基金理事会、中国社会保险学会、中国银行业协会、中国证券投资基金业协会、中国保险资产管理业协会以及中国养老金融50人论坛核心成员、特邀成员、特邀研究员和青年研究员等参与讨论。

2. 9月18日，由人力资源社会保障部社会保险基金监管局召开的养老保险第三支柱工作会议在人社部黄金海岸培训中心举行，论坛副秘书长朱海扬、秘书长助理孙博出席会议并发言。本次会议主要内容包括介绍有关国家养老保险第三支柱制度建设和运营监管情况、介绍养老保险第三支柱信息平台建设思路以及研究讨论第三支柱养老金运营监管和信息披露思路等。论坛秘书处施文凯等参加了会议。

3. 9月20日，中国养老金融50人论坛秘书长、中国人民大学教授董克用在由中国基金业协会主办的“税收安排与养老金体系建设——《美国如何支持养老》中文版发布会”上表示，当下我国要做的

事情，是把国人趴在账上的银行存款，通过税收优惠，慢慢地转到养老金账户上来，变储蓄养老为投资养老，实现“存一块取八块”。

4. 9月20日，首届社会保障管理论坛在中国社会科学院举行。论坛学术委员会主席、核心成员，中国劳动和社会保障科学研究院院长金维刚在发表主旨演讲时表示，政府不断加大对社会保障的财政投入，2017年财政对各项社会保险基金的补贴总额达到1.23万亿元，对职工养老保险的财政补贴年增长率在17%左右。城乡居民基本养老保险的基础养老金由各级财政支付，约占养老金的90%以上，财政支出超过一千亿元。

5. 9月22日，“2018常春藤新浪健康之夜”于在北京举行，主题为：寻路大健康，论坛核心成员、国务院发展研究中心社会发展研究部部长葛延风出席并演讲。他表示中国的筹资能力仍然不足，去年中国人均GDP达到8800美元，其中卫生支出占GDP的总费用为6.2%，人均卫生总费用约560美元左右。此外，指出随着老龄化的加剧，慢性非传染病疾病的负担在出现迅速地攀升，有这么重的疾病负担，支出费用又这么少，短期内矛盾不可能得到有效的调和。

6. 近日，论坛核心成员、汇添富基金管理股份有限公司董事长李文做客新华会客厅，就中国公募基金成立20周年的相关话题与网友进行互动交流。李文表示，今年是改革开放40周年，也是公募基金行业发展20周年。同时，站在新的起点上，公募基金行业正面临四方面深刻变革，行业需要积极拥抱变革，持续推进战略性业务，将

自身发展融入到时代发展的大格局中。

7. 首届中国银行保险业国际高峰论坛于9月27日、28日在北京银行保险产业园开幕。本次论坛主题为“新时代金融扩大开放与银行保险业改革发展之路”，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本次论坛并发言。姚余栋表示国内经济总体是比较稳健的，汇率是稳定的，而且灵活性也在加大。但是社保的政策还要进一步明朗，对此姚余栋认为可以选择名义账户，先运行着以后再找到办法，这是更现实的。

8. 9月28日，由北京市金融工作局、北京市石景山人民政府主办的“2018 中国银行保险业国际高峰论坛”在北京银行保险产业园召开。论坛学术顾问、全国社保基金理事会原副理事长王忠民出席并发言，针对养老保障体系的相关问题，他指出，以养老第二支柱为例，企业既要拿出资金用于职工养老，又要缴纳税费，其承受的负担是比较明显的，如果能对企业所得税予以减免，前提是相关资金必须用于养老事业当中，将对第二支柱的发展起到一定积极作用。