

中国养老金融 50 人论坛深圳国际峰会

会议发言材料

2017 年 5 月 20 日

目 录

一、 欢迎辞.....	1
中国人民银行深圳中心支行行长刑毓静致欢迎词.....	1
中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用致词.....	4
大成基金党委书记周健男致辞.....	6
二、 主题发言.....	8
胡晓义：完善养老保险制度 优化养老金投资.....	8
Nora：美国养老金市场及养老金投资现状及经验.....	14
附：发言实录对应幻灯片材料.....	错误！未定义书签。
钟蓉萨：以资产配置为核心 养老金投资应关注四个要点.....	18
附：发言实录对应的幻灯片材料.....	错误！未定义书签。
黄王慈明：优化投资策略 助力强积金发展.....	24
附：发言实录对应的幻灯片材料.....	错误！未定义书签。
姚余栋：中国经济要警惕跌入“老龄化陷阱”.....	27
附：发言实录对应的幻灯片材料.....	错误！未定义书签。
Hazel：澳大利亚养老金投资经验.....	31
附：发言实录对应的幻灯片.....	错误！未定义书签。
王梦冰：让中国养老产业插上金融的翅膀——从日本养老金谈起.....	35
附：发言实录对应的幻灯片.....	错误！未定义书签。
Michael：亚洲的老龄化趋势及其应对.....	40
附：发言实录对应的幻灯片.....	错误！未定义书签。
徐勤：养老金逐渐走向多元化、市场化、专业化的长期投资.....	43
附：发言实录对应的幻灯片.....	错误！未定义书签。
Alimakri：兼顾客户物质及情感需求——马来西亚公积金局管理经验分享.....	48
附：发言实录对应的幻灯片.....	错误！未定义书签。
三、 圆桌论坛.....	52
Mark：加拿大养老金管理及投资经验分享.....	52
苏罡：养老金保值增值与产业经济发展良性互动.....	55
George：正视人口老龄化 各方责任共担.....	58
郑培军：德国养老金投资策略及对中国的启示.....	60
谭晓：发挥养老金长期投资属性的三点建议.....	62
四、 闭幕词.....	63
中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用发言实录.....	63

一、欢迎辞

中国人民银行深圳中心支行行长刑毓静致欢迎词

尊敬的胡晓义会长、董克用教授、钟蓉萨副会长、各位领导、各位嘉宾:

大家早上好！

非常高兴受邀参加本次养老金融 50 人论坛主办的深圳国际峰会。首先，我想借此机会向各位专家和学者介绍深圳金融的基本情况。伴随着中国经济改革开放，过去的 37 年是深圳这座城市不断推进产业结构转型升级，不断推进城市质量管理提升，不断推进贸易和投资便利化，不断推动深港合作的 37 年。在深圳以积极的姿态打造现代化、国际化创新型城市的 37 年中，金融业不仅在知识产业结构升级、推进城市宜居、促进贸易投资便利化等方面给予积极的支持和服务，金融业自身也得到了充足的发展。

今天，在国内外说到深圳时，大家立刻想到两个关键词：一个是市场化，另一个是双创。最近一本英文杂志专门写了一篇有关深圳的文章，把深圳称作“创新王冠上的珠宝”。如果说 2015 年美元加息之后全球进入了后金融时代，那么，面对国内外复杂严峻的经济形势，深圳金融业依然保持着健康快速发展。2016 年末，金融业增加值在深圳 GDP 中占比 14%，2016 年深圳的 GDP 增长是 9%。银行证券、保险支付等持牌机构数量在深圳达到了 407 家，（英文）的公司超过了 2200 多家。3 月末，银行业的总资产达到了 7.86 万亿元，同比增长 11.28%，税前利润同比增长 23.27%，不良率只有 1.02%，低于全国平均水平。2017 年 4 月末，深圳银行业的本外币存款贷款继续稳固增长，本外币存款同比增长 10%，

本外币贷款同比增长 19%，居住全国大中城市的第三位。此外，券商、保险公司等机构数量以及资产规模都居全国的前三位。2017 年，在新的定位之下，特别是在粤港澳大湾区的核心地区以及一带一路的重要支点城市，深圳银行将继续做好执行稳健的货币政策，会同相关部门共同防范各类金融风险，维护金融安全，对标国际金融中心建设，与包括港澳地区在内的业界共同以创新理念推动产业科技和金融的进一步融合发展，深入推进供给侧结构性改革。这是我向各位专家和学者对深圳金融的基本情况所做的初步介绍。

今天这个论坛讨论的是“后危机时代养老金投资”这一关乎国计民生的议题，意义重大。中国人口老龄化趋势日益严峻，已经成为社会普遍共识，未富先老已经成为全社会的关注点。针对养老问题，如何从金融业角度出发构建可持续的资金来源，开发精细化的金融产品，培育相关金融市场？如何从专业的角度提供专业的思考和务实的建议？是摆在金融界以及业界面前一个非常重要的课题。

记得我在 1997 年到 1998 年初次接触养老金这个课题的时候，当时正值亚洲金融危机。07 和 08 年我们碰到了国际金融危机，2016 年、2017 年，特别是 2015 年随着美联储的加息，整个世界已经基本上开始正式的进入了后危机时代。我们深深地体会到养老金不仅涉及到社会收入分配，而且影响到经济结构转型升级和经济的可持续发展，不仅涉及财政税收，而且和金融体系的健全、金融机构的资产质量、资本市场的发展密切相关，对货币政策的执行传导、对金融安全的维护、对利率汇率市场化形成机制以及跨境资金流动都存在着潜在和持久深入的影响。养老金体系对金融市场，特别是对成熟的金融市场来说是不可或缺的，它一头联系着政策制定行业发展，另一头联系着普罗大众，养老金体系的构建和完善对全球来说都不是一件轻松的事情。

大概在 14 年前，2003 年 11 月 14 日，当时在哈萨克斯坦中央银行举办的“金融体系改革：以史为鉴 面向未来”这一国际研讨会上，与会央行的大腕们对当时哈萨克斯坦在养老金体制改革方面的成果高度评价，对推动这项改革的时任马尔琴科行长赞美有嘉，评论他对养老金问题警觉的比较早，采取的动作比较果断，改革先行一步，取得显著成效，值得广大转轨国家学习和借鉴。养老金体系的改革和健全对于转轨国家来说不是一件容易的事情，对于十三亿人口的大国中国来说更不是一件轻松的事情。它需要把复杂的顶层设计和因地制宜的基层探索相结合。深圳作为中国最年轻的金融中心城市之一，虽然人口非常年轻，但依然迫切需要加强在这方面的研究，推动相关体制机制的建设。

它山之石可以攻玉。今天，来自美国、加拿大、澳大利亚、德国、希腊、马来西亚、香港等国家和地区养老金领域的精英齐聚深圳，其中既有过去的政策制定者，也有业界的实践者，还有长期关注养老金投资的知名专家。大家就各自国家和机构在养老金投资领域的投资理念操作方法和实践经验一起分享交流和学习，这是一个思想交锋的舞台，也是一场知识汇聚的盛宴。

多年前，在中国大陆有一名老愤青曾经在一次会上非常感慨，他说，“年轻有什么了不起，谁没有年轻过呢？但是你老过吗？”从这个问题我们可以看到，在养老金体系不论对年轻人还是对老年人都是同等重要的。能够在深圳参与这样睿智的讨论和交流与有荣焉，作为一名金融从业者，对于今天的讨论我怀着深切的期望。

最后，预祝本次国际峰会取得圆满成功！谢谢大家！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用致词

尊敬的胡晓义会长、刑行长、钟会长、各位嘉宾、各位朋友：

大家早上好！

由中国养老金融 50 人论坛主办、大成基金承办的中国养老金融 50 人论坛的 2017 年国际峰会，今天在我们改革开放的前沿城市——美丽的深圳召开了。会议刚才介绍到，邀请了来自美国、澳大利亚等各国著名的专家和学者，以及国内的业界人士、学者来共同探讨后金融危机时代的养老金投资问题。作为主办方，我建议大家再次以热烈的掌声对各位专家学者的到来表示热烈的欢迎！

各国的养老金特别是积累型的养老金，长期以来都面临着投资的压力。从全球看，历史上历次金融危机都对养老金的保值增值形成了一个巨大的挑战。特别是 2008 年的全球金融危机，不仅对全球经济造成了很大的伤害，而且各国都为拯救经济出台了很多低利率政策，这对养老金投资收益造成了重大影响。时至今日，全球经济慢慢的走出了金融危机的阴影，利率开始上升。那么，总结一下在低利率时代养老金投资的经验，探讨和展望后金融危机时代养老金投资的模式和方法，这就是我们养老金融 50 人论坛召开这次养老金投资国际峰会的初衷。

中国改革开放近四十年来，养老金体系建设有了长足的发展，我们已经积累了一定规模的养老金。截至 2016 年底，我国基本养老保险（第一支柱）已累计结余 3.8 万亿人民币，且年金规模已达一万亿，全国社保基金理事会管理的储备型社保基金已达 2.04 万亿人民币。并且，我们可以预计，随着职业年金政策改革落实到位，并且随着我们的第三支柱——个人税优养老金政策的出台，中国老百姓的养老金规模还将进一步扩大。随着这种积累型的养老金资产规模扩大，如何搞好养老金投资、保证它的保值和增值，是摆在我们面前的重大挑战。

在过去的十几年里，无论是我们刚才提到的社保基金还是企业年金，其实都取得了很好的成绩。但是随着国际和国内经济形势的变化，如何更好地适应这些变化、搞好养老金投资，仍然是一个我们面临的非常巨大的挑战。养老金是一个长期积累的资金，从各国经验看，搞好养老金投资不仅对劳动者个人积攒养老资产十分重要，而且对于宏观经济的发展、对于资本市场的长期建设都有着重要的意义。因此，世界各国的经验都值得我们认真学习。

中国养老金融 50 人论坛自 2015 年 12 月成立以来已经一年半了，我们一直致力于搭建交流的平台，今天举办的 2017 养老金的国际峰会就是我们论坛第一次搭建国际交流的平台。同时，在我们论坛成立之前，我和今天在座的老朋友 Harry 先生从 2013、2014、2015 年一直在国内召开多次的中国养老金国际峰会。我们继承这样一个传承，在 50 人论坛成立之后，我和 Harry 先生协商我们将以养老金融论坛国际峰会的方式来继续举办这样一个论坛。所以，在这里我要特别感谢我的老朋友 Harry 先生对中国养老金事业的关心和帮助。这次峰会也得到了社会各界的关注，特别要告诉大家的是，虽然我们的会场不大，我们只有一百多人，但是因为人民网的大力支持，现在这个会议在直播，全国关心养老金的朋友们都可以在网上看到，看到各位专家学者的发言，国际上关心的人只要他懂中文也可以看到我们的消息，所以我们也对人民网对我们会议的大力支持、对论坛的大力支持表示衷心的感谢！当然这次峰会能够在深圳举办还要特别感谢大成基金，感谢以周总带领的团队对我们这次论坛的支持，为我们这次峰会举办提供的周到服务，对他表示衷心的感谢。

最后，预祝本次国际养老金投资的峰会能够取得圆满成功！谢谢大家！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

大成基金党委书记周健男致辞

尊敬的胡晓义会长、刑毓静行长、钟蓉萨副会长、董克用秘书长、各位领导、各位嘉宾:

大家上午好！

首先,我代表大成基金对各位嘉宾和领导的到来表示最热烈的欢迎!我们今天汇聚到深圳来共同探讨后金融危机时代养老金投资的问题,将会对整个中国的养老行业,养老金的投资行业产生深远的影响。所以,作为这一次会议的承办方,我们大成基金也非常荣幸能够和大家共同分享交流整个养老金行业发展的一些经验。

养老关乎中国老百姓的切身保障,关乎中国社会的和谐稳定和长治久安。随着中国老龄化的趋势逐渐加剧,而中国养老金融的发展尚处于初步发展的阶段,所以这个问题中间的矛盾就愈发突出,如何推动和加速养老金融事业的发展应该得到更多的重视。

大成基金作为首批获得基本养老保险资格的资产管理机构之一,我们公司汇集了很多优秀的人才,他们熟悉国内外养老市场的发展情况,为更好地发展养老金业务提供了优秀的人才储备,我们将竭尽所能推动中国养老保障事业的健康发展。大成基金成立于1999年,是最早的十家基金管理公司之一,经过十几年的发展,我们逐步形成了六大支投资管理的队伍,覆盖的产品包括股票固定收益、海外商品期货、大类资产配置和量化投资。我们的目标是改善中国老百姓的投资体验,能够有能力驾驭所有标准化的资产类型,成为一个全能的资产管理机构。去年,我们荣幸取得基本养老金的管理资格,成为21家法定人之一,以后我们

会进一步发挥专业能力，在中国的养老事业方面做出应做的贡献。

大成基金也在积极探索业务创新，最近我们推出了一款产品 FOR，这个产品我们觉得更加适合，更符合养老金投资的一些特点，我们给它起了个中文名字：智能指数配置型基金，这个基金类似于（英文），但是又不是（英文），它底层的资产是被动式的指数，能够规避掉主动管理型基金（英文）基金投资带来的不稳定性问题。同时，直接投资指数的成分股能够有效的回避双重收费的问题。这一款产品的推出希望能给今后养老投资带来一个好的产品，经过我们对过去的模拟回测它的收益水平还是非常稳定的，我们追求是较小回撤的绝对收益，也是这一款产品的一个重要特点。

我们相信被动投资市场将来会得到快速的发展，有着巨大的增长空间，我们也期望将宏观经济和研判和大力资产配置智能投资这几个有效的结合起来，真正能够实现大成基金所提倡的改善中国老百姓投资体验这么一个目标。

最后，预祝这一次大会圆满成功！祝各位代表身体健康，万事如意。谢谢大家！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

二、主题发言

胡晓义：完善养老保险制度 优化养老金投资

中国社会保险学会会长胡晓义

各位来宾、各位中外的专家：

大家上午好！很荣幸能够出席此次国际峰会。我们这一次论坛的主题是“后金融危机时代的养老金投资”，有关养老金投资的专业性问题后面会有很多专家做非常专业化的讨论。这里，我想就养老保险制度的改革优化和养老金投资之间的关系的角度介绍一些情况，谈一点看法。

从 2008 年第四季度国际金融危机冲击我们国家经济以来，经过 2009 年的高峰期，到 2010 年前后，我国的经济逐渐走向平稳。所以我从中国的角度看，2011 年开始我们就针对国际金融危机造成的破坏和提出的新挑战采取了一系列措施。就养老保障制度改革这个领域而言，实际上推出了多项新的举措。比如说，2011 年我们就开始启动了城镇居民的养老保险制度的试点，并且和此前已经开展的农村试点同步推进，到 2012 年就把它全部覆盖到全国的各个地方。我们在 13 年就开始了养老保险顶层设计的研究工作，后来形成了一个系列的方案，而且不断有措施开始出台实施。到 2014 年，我们把城镇居民的养老保险和新农保两个制度合并在一起形成了统一的城乡居民养老保险制度，与职工养老保险制度共同构成了我国的两个基本的制度平台。到 2014 年年底决定改革机关事业单位的养老保险制度，目前这项改革现在还在推进当中。2015 年，又决定把基本养老保险基金结存的资金进行市场化、多元化的投资运营。

从 2011 年以来这五六年的时间，在养老保险制度改革上有强有力的政策和

措施不断推出，使我们国家的养老保险制度不断优化，这对养老金投资既创造了条件，也提出了需求。随着这些改革的推进，我们国家养老保险制度的总体状态在提升。我举三组数据，一个是覆盖面进一步扩大，到去年底已经覆盖了八亿七千万城乡居民和职工以及退休人员，其中领取待遇者达到了两亿五千万人，是非常可观的一个数据。而我们的基金总体规模，我就只讲这个结存的规模，基本养老保险这一部分实际上规模已经达到了 43000 亿，除了他讲的 38000 多亿的城镇职工的结余之外，还有 5000 多亿的城乡居民养老保险基金结存，43000 多亿。所谓第二支柱，除了职业企业年金结存规模达到了 11000 多亿，还有 900 多亿，将近 1000 亿的职业年金也开始形成，所以大体是 12000 亿，再加上战略储备的全国社保基金两万亿，总体来讲现在结存规模超过 75000 亿。大概是这么一个规模，这比五六年前有了一个很快的发展。现在这个规模大体占我们 2016 年国内生产总值的 10%，比例不是很高，但是我们再对比 2010 年前后，那时候只占 GDP 的 2.4%，所以说这个规模积累的增速还是比较快的。

到今年 4 月底，我国统一的加载了金融功能的社会保障卡已经发放九亿九千七百万张，到 5 月底将超过十亿张。这是很重要的一个背景。当然我们也非常重视养老保障领域所面临的严峻的挑战，正如大家所知道的老龄化的加速是我们面临的人口结构上最大的变化。在这个整体的老龄化加速的背景下，我们的职工养老保险制度内的抚养比在加重，也就是说负担在加重。到 2016 年底，缴费者和待遇领取者在职工养老保险里比例是 1 : 0.36，比五年前、六年前实际上提高了，那时候是 1 : 0.32，提高的速度是很快的。居民的抚养比更高，有将近一亿的农村老年人过去没有任何保障的，现在被给予了保障。这个反映在资金收支的关系上就显得更加明显，这些年我们在职工养老保险的基金结构上一直还保持

着收入的总量大于支出的总量，这是没有问题的，每年还有结余，尽管每年结余额在减少，但是每年还有当期结余。

比较值得重视的现象是现在收入增长幅度已经连续几年低于支出增长幅度，换句话说就是支出增长的刚性更加明显，而收入增长的空间已经被压缩了。这是一个我们不得不面临的矛盾，而这里面当然有各种各样的因素，因为我们早期扩大覆盖面的空间较大，所以力度比较大，现在这个空间缩小了。还有一个因素就是我们的就业结构在发生变化，越来越多的新增就业者不是在传统的所谓正规就业领域，而是越来越多的灵活就业、自主创业。这种非正规就业形式给传统的社会保险以单位就业为主要对象的管理模式提出了新的要求，这也是我们所面临的一个问题。

那么结合上面这样一些情况，我想得出的初步的印象是，一方面，我们资金筹集这一侧的空间在缩小，或者说难度在加大；另外一方面，支出的刚性仍然很强劲，需求仍然很强劲。这两者之间的矛盾已经显现出来，而且可以预期，将来矛盾还会更突出。得出的第二个印象是，我们过去几年、十几年主要靠扩大覆盖面，靠新增缴费人员来增加投资支付的需求，这个路我们还要继续走，但是会越来越窄。换句话说，我们靠人生钱的这个路或者说这个手段变得越来越有限。所以我们必须得想办法靠钱生钱，也就是用投资市场来使我们的资金、我们的基金有一个内涵性的增长，不完全靠外延性的扩大，这是我想得出的两个初步的结论。

那么，到底怎么办？我有一些想法跟大家分享，一个是继续扩大覆盖面，这个手段我们是不能放弃的，因为毕竟还有相当数量的人在制度覆盖之外。所以我们提出了全民参保计划，重点放在那些非正规就业人员，让他们能够参与到养老保险计划里面来，成为贡款者，为这个制度做贡献，实际上也是为他的将来做贡

献。刚才刑行长引用的那个名言我觉得其实是反映了这样一个状态：我们是不是做好了全民的应对老龄化高峰期挑战的准备？也许我们老年人或者中老年人能够感受到这种压力，感受到这种危机，实际上我们年轻人还没有感受到这种压力和危机。但是，如果当它能够形成一个全民意识的时候，我们的办法一定会更多，我们的基础一定会更牢固，所以我们要继续通过扩大覆盖面来扩大投资的规模。十三五规划里定的到 2020 年的覆盖率，适龄人口的 90%大致是九亿四千五百万这样一个数量，我们现在是八亿七千多万，我们还有六七千万人的这么一个扩张的任务，所以这是最主要的。

第二应该调整结构。这是一个可以探索可以探讨的思路，就是我们现在叫的三支柱或者三层次。基本养老保险还有个人储蓄的一、二、三支柱，其实中国哲学上关于三的概念非常丰富，比如说什么三分天下，什么三足鼎立，什么一生二、二生三、三生万物如此等等。关于三的理念还是很丰富的，但是实际上我们现在的状况基本是一支独大，主要靠基本养老保险，第二支柱发展的并不理想，第三支柱基本上可以忽略不计。刚才我举的那个七万五千亿里面没有讲第三支柱的问题，一会会说。所以我的观点就是，要适当降低社保税率，给二、三支柱的发展留出空间，把三条腿都做得比例适当，而不是让一条腿将来独木难支。实际上，我们在机关事业单位养老保险改革中职业年金的设计上已经有了这个倾向，就是适当的降低基本养老保险的构成，然后让出一部分给职业年金，同时它是一个强制性的制度安排。企业年金经过多年发展，尽管已经有了一万一千亿的规模，速度也是比较快的，但是毕竟覆盖的只有两千三百多万，它的覆盖面还比较小。所以我们需要想一些办法，比如说借鉴一些国际上的做法，让渡出一部分基本养老保险的交费来强制性地推进企业年金，实行一种叫做自动加入计划，如此等等。

是不是有助于改善这个结构，我觉得这是值得探索的。

第三应该调整完善投资和监管的体系。我一向主张养老金的投资要朝着专营化的方向发展，而不是分散的投资，是专营的投资。我们在面对老龄化如此严峻的挑战，筹资投资管理增值任务这么艰巨的背景下，如果有更多的像养老基金这样一个专营的公司出现进行优秀管理的话，我觉得对应对挑战更加有利。而分散的投资实际上效率会比较低下，更何况配合着这种专营化的方向。我们的监管体制应该是综合性的，而不是继续采用各自标准、门槛不一这样一种监管体系，那样一定会效率低下、互相扯皮。

最后一点就是可以考虑名字叫什么，叫二三联营吧，就是第二支柱第三支柱能不能有一个联合投资的这么一种设想。因为我们第二支柱企业年金是要市场化多元化的投资，第三支柱也是鼓励个人更多选择权的一种投资。那么，基础的问题是什么呢？是能不能为每个人建立一个养老保障的实际账户，实际上在基本养老保险里有，它是一个空账记录的模型，但在市场上投资的时候需要有这么一个不是只记你交了多少钱、记账利率的那个账户，而是一个实际投资的账户。

我前面讲到这个养老金的规模的时候，我没有讲第三支柱的问题，但实际上我们看到的现象是很多老年人或者中老年人在自己选择他认为合适的一种理财方式，其实当中包含了对未来的养老的考虑。我们之所以没有办法来确认它就是第三支柱，是因为没有一个清晰的标注，是说这是长期的、稳健的、以养老为目的的一种投资产品或投资类型。所以现在需要做出这样的界定，而不是任由市场短期的、投机式的、炒作式的理财，这是我们面临的一个任务。而一旦界定了这样一种投资类型的标准的话，刚才我讲到我已经九亿九千七百万人有社保卡了，这是全国统一连网的，我现在可以实施的在全国的这个平台上可以调动八亿

多人的数据。所以我认为借助社保卡的载体和它背后的一个信息平台，完全可以给每个人建立一个实际投资的这样一个账户，然后具体的产品设计可以是多种多样的，比如说第二支柱一些什么设计，第三支柱给投资者更多的选择权，如此等等。这样的话也有利于在实施税收优惠政策的时候更有指向。

现在我们提出必须给第三支柱税收优惠，但是第三支柱到底是什么大家并不明确，所以如果有了这样一些设计的话，争取税收优惠将更有依据。

以上就是我发表的一些观点，谢谢大家听我的这样一个演讲，讲的不对的地方请大家批评指正，谢谢！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

Nora : 美国养老金市场及养老金投资现状及经验

美国信安养老金总裁 Nora

大家早上好!今天我非常高兴来到这里,这也是我第一次来中国,非常感谢!深圳是个非常漂亮的城市,我非常高兴能够代表我们的信安金融集团来进行分享。

在美国,事实上退休金是由雇主、雇员以及政府三方共同负责的。目前在美国退休,我们希望能够找到一个计划,这个退休计划是自愿性的,雇主需要将雇员收入的一个部分纳入其中,同时政府同提供政策以及财政的支持,能够帮助他们递延税收,同时增加他们的养老金。我们可以看到整个美国的养老金市场在过去的几年发展非常稳健,特别是现在有越来越多的雇主和雇员的加入,市场也受到了一定的认可。事实上,美国养老金市场在 2015 年已经达到了二十亿万亿美元,08 年、09 年有稍微的下浮,主要是由于全球的经济危机,但是仍然有养老金的参与者在经济危机中依旧长期持有自己的养老金。他们的收益并不高,但是通过长期的投资,低风险的收益还是不错的。

美国的养老金市场的年复合增长率在 5%,从 15 年到 2012 年,我们将会看到 28 万亿美元整体的收入,所以我认为大部分的资产中,在 2015 年基本可以达到 40 万亿。与此同时,它基本达到了美国股票市场的一半左右,同时,我们的收益计划也出现了非常明显的降低。美国的存储蓄率从 1993 年一直到现在都处在相对比较低的水平,雇主投入型的发展尤其如此,即使在金融危机阶段政府也没有采取递延政策。2016 年共有 1.076 亿的参与者参与到美国养老金计划当中。事实上,即使我们金融危机影响到很多雇员和雇主,但是在美国金融危机之后参与养老金人的数量还在不断的增加,之后有越来越多的美国个人会有自己

的私人养老金的账户并加入到国家的养老金计划当中去,对他们来说最重要的一点就是加入合适的养老金计划当中。那么,下面来看一下。

我们认为自动功能事实上具有非常强大的效果,它可以把我们的顾客自动加入计划,同时,保证人们可以通过自主自愿的方式加入到计划当中。过去几年自动功能有了的强大发展,已经有较高比例的加入,同时通过自动化功能可以帮助我们加入计划。事实上,自动化功能的加入需要我们保证有超过 90%的养老金仍然在我们平台上,只有 10%最终退出了这个养老金计划,自动化功能才能够帮助我们为养老提供足够的储蓄。2006 年的时候,美国只有 24%的人口购买我们的养老基金,现在自动功能会帮我们带来智能计划和智能养老,我们可以看到有 8%的人会自己来做这个养老金计划,自动功能最终能够帮助我们提供人们养老的储蓄,我们认为每年至少有 1%的人通过这个功能来实现。

第三点,每年年化能够保证我们所有参与人都可以加入到养老金的计划当中。也就是说每个人都有至少一个计划保证自己的养老金是处于自己所需要的水平上。我们认为,自动化功能可以帮助我们提升参与率,它主要是针对人的行为,这些功能比不用的效果会更好。通过自动化功能,平均的参与率提高了 37%,平均递延率提高了 4%。我们发现,退休准备指数超过了两倍,也就是说,每个顾客预测的退休指数比一般要高两倍以上。根据目前的基数来看,他们的退休指数比一般要高两倍,因为在美国,退休前 70%-80%的费用必须进到养老金计划才能保证他们有退休后的生活。所以,一般情况下,非自动化功能使用前,很多机构的退休指数在 75%左右。

在美国,我们有目标日期投资,目标日期投资事实上很有可能出现这样一个延期,通过退休日期能够帮助我们更好的在每一个退休日期投资资产。我们的

资产投资相对来说是比较稳健和保守的，且最终可以拿到一个风险低、高水平的储蓄。我们在 2001 年已经推出了这个产品，当时由于市场环境，产品出现了增长和降低，但是后来我们得到了监管者的认可，认为这是一个非常有效的退休金计划的使用方式。所以现在我们可以看到，我们的目标日期产品增长非常快。除了市场发展外，目标日期产品向展示了更多的价值，越来越多的雇主和雇员选择了目标日期产品来作为他们的养老金计划。现在有 80% 的产品都使用这种目标日期的交易计划进入到养老金计划当中，这是一个流线化的过程，他们可以直接进入到我们的选择当中。

与此同时，如果需要，他们也可以选择自己的投资方式。对于我们来说，任何的养老金都会有相应的法律保护，能够保证在他们自动融入到我们目标日期的投资计划以及保证养老金计划中时不会受到相应的法律风险的桎梏。可以看一下我们的资源配置产品，我们的一个目标日期的投资总资产额在 15 年的时候就已经超过了 1000 万亿，包括我刚才所提到的自动加入、自动缴费以及自动全员加入都是非常重要的指数，包括相关的功能能够帮助我们不断的提升目标日期产品的销售。

与此同时，效率前沿线也非常重要，可以帮助投资者跳出传统的投资安全区。我们有五个非常重要的资产组合类型可以帮助实现一个多产的投资资产管理，只要提供一种选择就可以实现 28 个不同的资产等级的混合，甚至可以出现债券和现金的有效组合，提高风险可承受能力。所以投资者要么选择其中一种，要么选择五种一起，这样投资能够帮助他们最终得到有效的固定资产投资。我们的投资人可以根据他们的个人目标以及风险程度承受程度选择不同的投资类型，比如说像灵活收入型。像专业的投资者可以提供混合型的产品，保守成长型能够更有效

的固定我们的投资收益。

下面来看一下信安生命周期的一些投资产品。到目前为止，我们整体的一个资产投资的话已经超过了七百亿美金，总体来说目标日期基金以及目标风险基金到仍然还有很多的工作要做，但是我们也非常高兴帮助到了数百万美国人保证他们退休后能够有足够的积蓄，这就是我们产品的发展。

谢谢大家的聆听！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

钟蓉萨：以资产配置为核心 养老金投资应关注四个要点

中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨

各位嘉宾早上好！非常高兴今天有机会来参加 50 人论坛的活动，我应该是一次都没有缺席过，也非常高兴。今天我们讲投资，也讲后危机时代，希望养老金投资能够穿越危机，但危机是没有办法避免的，我们的养老金基金投资如何去穿越危机？这是我今天希望给大家分享的四个要点，希望我们的养老金投资能够符合这样的要点。

首先介绍一下我们理解的全球养老基金投资的现状，这个养老金投资应该是以资源配置为核心，我们今天其实是把 OECD 关于养老金投资的主要类型跟大家做一个介绍。普通的投资主要包括股票、债券、现金存款和另类投资，另类投资主要包括黄金的基金贷款、房地产、对冲基金、股权和结构化投资产品。长期以来主要的 OECD 国家的养老金都保持了一个比较好的收益，尽管 08 年金融危机的时候我们的养老金投资的业绩受到了比较大的冲击，但是其实在很快的时间里已经有反弹，随后包括大部分的国家都回到了危机之前的状态。

随着互联网的发展，这个危机应该说是一个新的常态。08 年之前各个国家包括欧洲和美国，市场是独立的，在 2000 年、98 年的这个互联网泡沫之后，各个市场的联动互动一致性越来越明显。各大市场的交易联动反映出这种影响是不可分割的，尤其是这种极端事件的概率，这是一种新常态。尤其是近二十年以来发生崩盘的次数越来越多，卷入的资金越来越大，从一次极端走向另一次极端的特点应该是更加的明显，有了互联网之后危机的传导性会更加大。

我们先来分享中国的投资，再来看国外的投资。我们境内的投资从 2010 年开始，社保就进行了储备基金的投资，企业年金是从 06 年开始，去年也开始了

基本养老的投资，职业年金正在落地过程中。刚才胡晓义会长也在讲，我们的个人养老在渐行渐远，也在推动相关的政策。如果随着个人的选择权越来越强，我们的职业年金将来的落地，养老金投资要注意以四个核心要点。

首先它应该要长期，这个长期不光是要长期持有和长期投资，更重要的是要长期考核。其次是配置，要以资产配置为核心，锚定大类资产的配置范围及比例，以取得更好的效率。第三个是重视权益投资对于资产增值的作用，刚才 Nora 女士讲到美国养老金投资占到了股票市场的 40%，所以这种权益投资我们当然也要给它一定比例的限制。另外就是，对于投资者来讲，要充分考虑投资者的年龄和预期寿命风险承受能力这些特征来进行养老金的安排，刚才她也讲到包括目标风险生命周期的这样一些特点，其实都是符合不同年龄的投资者然后来进行投资的，所以我也想跟大家再比较细的来分享一下。

首先，长期投资。长期投资是我们养老金投资最重要的特点，因为我们经常讲养老金投资是让我们的老百姓能享受时间的复利，巴菲特也说过复利有点像山上往下滚的雪球，一开始它是很小的，但是往下滚的时间足够长，这个雪球黏的相当的紧，最后的这个雪球就会越来越大。从过去的 52 年来看，巴菲特投资的伯克希尔公司的股价整年的复合增长达到了 19%，从 19 块钱增长到 17 万块钱，实际上它是相当于增长了 9000 多倍。所以我们认为长期资金、长期投资、长期考核这三者是环环相扣的，长期考核是长期业绩的重要影响因素，长期的业绩如果优异的话它会保证我们的投资者长期持有，而且由于市场的波动性，短期考核会对长期的策略形成一个限制，进而影响长期基金不断的往里放。所以我刚才也谈到长期性是我们养老金的核心特征，如果脱离了长期性这个资产配置也就失去了它的基本的意义。

长期的投资在国内很好的一个例子就是社保基金，中国的社保基金坚持长期投资、价值投资和责任投资，在过去的 16 年里社保基金投资收益是 8.4，最新数据显示，过去三年的年均收益是 9.37。所以社保基金作为我们国家的储备金是用于人口老龄化高峰时期的养老保险等支出的补充和调剂，它具备非常强的长期性。而且社保基金也形成了战略资产配置，年度的战略资产配置以及季度的配置在内的这种资产配置体系，这个战略资产配置确定了各类资产中的长期目标比例和投资范围。就是因为采取了这种长期的考核机制，长期的资金属性和它的投资战略，每年的考核在组合层面也综合了一年的业绩和三年的业绩，看它是否能够超越他们这个锚定的基准，所以也可能取得了很好的收益。

其次，养老金负债端的基金本身也是长期的，是一种投资的优势。如果说这个负债端的资产足够稳定，周期足够长，各类资产长期投资的表现明显增加，它的波动和收益也会更窄。但从收益总体来讲，如果达到二十年的，都是符合长期投资养老金的属性和目标的。第二点其实是以资产配置为核心，它主要是锚定资产配置的范围和比例，通过投资多样化分散风险然后来降低我们资产损失的概率，进而获取长期稳定的收益。然后在时间的复利下来实现资产增值，战略资源配置是投资者着眼于长期投资的目标，这个时间跨度一般都是在五年到十年以上，因整体平衡的风险来管理这个长期收益的目标。这个锚定资产配置的决策提供基准，它能够避免过度悲观和过度乐观造成的决策失误，尤其是在复杂的市场环境中能够保持稳定的投资方向来多元化投资，在多元化的环境下能够避免相关的风险。这个长期投资必须是长期考核。刚才我们谈到，从全球的养老金投资来看，也是进行多元化的配置，美国其实除了股票和债权以外也投资了房地产和 PE。在欧洲，也看到多元化的投资，尤其是多资产的策略近几年也日益得

到了大家的欢迎。

第三个要点是权益投资的作用的发挥以及风险控制是取得这个长期投资的关键。因为个人养老金的期限是很长的，而且流动性要求不高，大家对风险投资的能力就应该是更高的，所以可以利用资金在长期的资产配置下去配置更多权益类的资产来获得更高的长期收益。短期来看，确实股票的投资波动比较大，相对而言可能它的不确定性可能是比较强的。但是从长期来看，其实股票投资是高于债券投资的。大家也看到，我们公募基金到明年是二十年，从公募基金来看，我们偏股型的业绩从从目前为止 18 年来看取得了 16.52 的收益，同期上证综合指数是 7.5%，所以应该说收益很好。但是，从目前来看，大家觉得我们并没有享受到这么好的收益。一方面是中国的销售渠道鼓励投资者不断的买新基金，另外，投资者总体来讲也拿不住。所以我们倡导税收优惠这样的持续供款的方式。如果考虑到投资期限 40 年，如果投资银行存款和投资股票相比，它股票的收益应该是银行存款的一百倍，所以我们希望能够强调权益的投资在养老金投资和长期投资中的这样一个重要性。

大家也看到，海外的养老金投资大量地配置了权益类资产，在美国的第一支柱里面主要投资政府债券，第二、第三支柱他们主要的投资方向还是资本市场，其中股票投资占比远高于债券的投资比例。在个人养老 15 年的时候，这个账户里其实股票投资也比较高，总体来讲股票的投资比例也在 40%左右。前天基金会刚刚发布了公募型养老基金产品的指引，现在他们把一般型股票的比例定到 30%，但是把 30%的权益类比例放到了退休以后几十年，所以我们认为如果在 30%的话这个比例有点过低，尤其对于现在的年轻人来讲。

第四个，希望能够给投资者适当性的安排。这两张图其实应该说是美国在

01 年开始做 TDF 产品，06 年创造了 TDF 产品。这两张图实际上是他们经常会用的两张图，前面这张图是说基本上投资者不敢投，基本上大部分的钱要么是过分的投到股票里，要么是过分的投到基金里，要么就全部放在债券里面，这样一种过分保守的基金配置很难达到很好的收益。但是后面那张图就是根据这个生命周期在不同的年纪里调整他们权益类的这个比例，能更好的、合理的去分布他们的权益类的资产，取得更好的收益。所以我们希望能够通过更好的产品为投资者提供更恰当的产品。

其实，刚才 Nora 已经谈到目标日期和目标风险产品实际上是为个人养老在核心资产配置和税收递延的情况下来做的产品安排。刚才她也谈到，这两类产品是他们 96 年发明的，经过十年的运营，在 06 年的养老金改革法案里被美国的监管部门指定为默认模式。就是因为基金太多，当老百姓不敢选，它通过这两类产品做一站式的解决方案，然后来让投资者根据不同的年龄、不同的风险投资能力进行一站式的安排。

大家也看到，包括智利、英国、香港、新西兰这些国家和地区也在逐渐推行这种默认模式，默认模式也主要是这两类产品。16 年证监会推出了 FOF 的指引，因为这两类产品基本上都是以 FOF 的形式，所以我们希望大家能够先从 FOF 开始做起。那么最近又推出了公募型养老金的指引，也希望大家基金行业能够去把这个水平能力提升的更快。

目标日期、目标风险这两类产品应该说在近二十年来复合增长率是 40%，这个数据到了 16 年的时候的是八千一百多亿美元，实际上在 15 年的时候是 7630 亿，一年的时间内增长了一千亿的这样一个规模。比方说在 Fidelity 的客户里，到 16 年有 40% 的客户，他们的资产里都配置到了 TDF 这个产品里，美

国大的公司都有这样的产品。短期的危机不可怕，坚持投资是非常重要的。

在 08 年金融危机的时候，401 (K) 的计划投资者一如既往的继续缴费，并没有因股市动荡而改弦更张，只有 3.7% 的投资者在 08 年金融危机的时候从这个账户中提款退出，只有 3% 的人在 08 年危机的时候停止了缴费，绝大部分的投资者在资源配置上没做变动，仅有不到七分之一的投资者改变了他们的资源配置。当时美国政府也很担心，他们做了一个调查，说是不是能够让政府来监管 401 (K) ，但是 87% 的投资者反对政府来监管他们个人账户的管理，到危机之后很快恢复了。希望我们的基金行业能够通过这些产品的创新，帮助未来由税收递延到刚才胡部长说的做到个人账户，尤其有他们选择权的时候，我们能够提供这种一站式的更方便的解决方案来帮助他们去养老。

我给大家分享的就这些，谢谢大家！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

黄王慈明：优化投资策略 助力强积金发展

香港投资基金公会行政总裁黄王慈明

各位来宾:

很高兴有这样的机会跟大家分享一下香港的经验。我想总结的讲一讲香港的强积金计划的一个特色后，留多一些时间，配合今天早上嘉宾提到的一些点，谈一谈香港方面的一些经验。有一些是比较成功，但也有一些短板，可以与大家交流一下。

首先，香港的强基金其实是第二支柱的计划，是强制性的。基本上香港的公司都要为雇员来供款，而雇员自己也要供款，雇主 5%，雇员 5%。香港这个覆盖率做的很好，基本上大家都是很合规的，所以覆盖率这个问题在香港不是一个很大的问题。但是，问题在什么地方呢？在过去十七年我们落实了这个计划以后，老百姓经常批评说你强基金收费高回报不好，17 年都是这样。那么我们要怎么样去解决这个问题呢？其实这个计划也等于你们所讲的默认计划，怎么使不擅用选择权的雇员在 65 岁退休时拿到一个比较好的回报，很多时候我们看到媒体都是把这个焦点放在短期的回报，过去三个月一年的回报是怎么样，其实不是最重要的，因为退休的风险其实就在长寿的风险。很多时候，媒体公众就说 08 年的时候平均下跌了 25%，但是他们并没有看到 09 年、10 年的时候平均回报又增加了 30%，所以一般来说他们是看短期的。退休养老方面的投资经常被这些市场的噪音所影响，那么在这样的背景之下我们跟监管机构有没有一个办法可以为雇员争取一个长期最好的回报，可以跑赢通胀，跑赢薪酬的通胀，而不受短期的市场的噪音所影响，所以就有这个计划出来。

那么这个计划里面其实政府还有一个目的，就是怎么样去降低成本。过去十

年、八年大家都很努力把成本降低，但是政府觉得不够，他们就在默认的计划里面设定一个费用上限，无论你是收管理费，还是其他的费用，都有一个上限。这是第一次政府有这样的一个规定。还有另外很重要的一点，刚才的发言嘉宾也提到投资应该怎么样来把握。在投资方面，很多时候大家讨论投资往往关注投资是不是应该把重点放在本地的资本市场。我投资强基金当然要推动本地的资本市场，股票好、债券好，这个压力也很大，我们当时碰到很多议员，他们说要把全部或者起码 80% 放到香港的市场，我们跟很多不同的团体说，推动市场当然是一个好事，但是不应该是主要考量的。主要考量的应该是雇员的利益，应该去找到一个平衡点，用一个分散风险的方法投资在全球。所以我们在设计这个的时候，基本上就很看重一点——要分散投资环球的市场，这是整个默认计划的一个核心。

那么这个比重应该是多少呢？你们可以看到其实在这个计划里面，放在股票股权的有 60%，基金里面是 20%，这个默认计划基本上是很简单、最有成本效益的，由两个基金来组成。年轻的时候，基本上 50 岁以前你就全部放在这里，以后每一年就按照你的年龄的递增，逐步把高风险的比重降低，比较低风险的加重，到了 65 岁以后，基本上你积累的总额都是放在一个低风险的基金。这个构想我们用了很长时间，跟 OECD、跟市场、跟香港的情况结合起来提出的。所以基本上要解决什么问题？第一，我们觉得大家很多时候忽略了风险是什么，很多时候过度保守，而不知道退休时要处理的风险在什么地方。第二，就是费用方面。第三，很多雇员对怎么样处理市场的噪音也不太了解，所以希望通过一个很有成本效益的机制来做这个计划。但是做这个计划其实只是一个部分，我们整个强基金还有一些短板。

除了这个，我们也向政府提出了很多可以改革的地方。第一，在投资的领域应该怎么样做。过去投资的范围是十几年以前定下的，随着市场改变，应该怎么样调整投资的范围规则？比如说，过去投资在新兴市场大家觉得风险很高，所以如果你有一个三十年、四十年投资期的话，那么这些风险是不是这么重要，是不是应该可以多投一些在新兴市场，包括在内地的市场。现在内地的 A 股市场跟债券市场也不在强基金核准的交易所名单上。还有一些其他类型的资产，譬如说基础设施建设，这些都是我们觉得应该可以加进投资的范围。另外一块就是监管的架构应该怎么样去调整，应该怎么样由不同的监管机构统一起来一起来做，不要有一个监管的套利。还有最终就是第三支柱以后怎么发展，这是一个累计的发展，拿到这个钱以后还有几十年的退休时间，你下一阶段产品怎么样支撑这个市场。譬如说年金、一些保险产品，或者是一些均衡型的产品。我们觉得强基金只是走出第一步，下一步第二支柱技术优化的过程中，第三支柱应该怎么样配合到雇员可以拿到这个钱，或者说，通过年金或其他的工具途径更有效的去管理他们退休的钱。

我今天讲的就到这里，谢谢！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

姚余栋：中国经济要警惕跌入“老龄化陷阱”

大成基金副总经理兼首席经济学家姚余栋

尊敬的胡部长、刑行长、钟会长、董秘书长、健男书记，各位领导，各位专家，各位媒体朋友们：

今天我主要从经济理论跟大家汇报一个我们研究了一年多的概念——“老龄化陷阱”（Aging trap）。这个“老龄化陷阱”是陈雨露副行长提出来的。我们作为研究工作者，遵照陈行长的经济思想做了点理论探讨和实证检验。

众所周知，世界上都存在着或者说大家广为议论的中等收入陷阱，这是世界银行在上世纪 90 年代提出来的。当然，对这个陷阱是否存在，大家还有争议的。但总体来说，促进了一个国家或是经济体进入中等收入后，经济减速原因带来了很深入的思考。今天，我想把陈行长的重要经济思想跟大家做个理论层面的简单汇报。其中很重要的就是“老龄化陷阱”存在不存在？如果存在，中国可否成功跨越“老龄化陷阱”？

我们面临的是两个陷阱，一个是中等收入陷阱，第二个是 2035 年，当中国整体进入超老龄社会时，能否跨越“老龄化陷阱”？我们看一下背景，中国经济现在的杠杆率是高企，大约是 250%。其中企业的杠杆率占全球最高的比例之一。第二个是超老龄社会的来临。联合国对老年人的定义是 65 岁以上为老人。根据联合国的预计，2035 年后，80 岁以上的老人达 6000 万，达到了世界前十名了，总量很大，老人很多。按抚养比来计算，那么，我们定义的超老龄社会就是失去工作能力的人口，达到了 5%。就是 80 岁以上的。65 岁的老人不是老人了，还有工作能力。德国都已提高到了 70 岁的退休年龄了。因此，按将来的人均寿命来说，可能将来 80 岁才是失去一般意义上的劳动能力的老人。

超老龄社会的来临有很多的预示。换句话说，就是老人需要的尿片的数量超过了婴儿，这已发生在日本了。英国经济学杂志就说了人口老龄是双刃剑。对面临的未富先老的问题，养老金融论坛的课题和第六次人口普查的数据看，中国人口在迅速老龄化，大家看最明显的是 65 岁和 70 岁以上的人口，2035 年在迅速爬坡。红线是 80 岁以上的。我国的老龄化速度很迅猛啊。但是 2035 年后就进入平台区，而现在是迅速变老。“老龄化陷阱”会不会出现在 2035 年后。如果 2020 年可以超越中等收入陷阱，或者说 2025 年超越中等收入陷阱？会不会在 2035 年又跌入“老龄化陷阱”？老龄化问题不光是中国的问题，也是全球各大洲的问题，全球各大洲人口都在变老。只有非洲相对年轻，欧洲变老也很快，北美洲变老速度也较快。从世界上 60 岁以上人口的占比情况看，日本已进入老龄社会了，老龄化状态已稳定了。欧洲也在变老，还未有个稳定状态。印度也在迅速地变老过程中。美国相对比较年轻，但也在变老，因此变老是全球的趋势。对于中国，老龄化来的坡势很陡。

中国经济会不会跌入“老龄化陷阱”？“老龄化陷阱”到底是什么？现在呢，考虑经济增长的时候，往往很多时候有技术进步、资本积累，有劳动力增长，但是忽略了劳动力中有老人增长，这是索洛模型（Solow model）的巨大缺陷。假设人永远年轻，永远工作下去。该模型忽略了老人最终是会退出劳动力市场的。我们研究发现，如果 $1+\alpha$ ，要乘以老龄化速度，或者说 65 岁人口比例的上升。像黑洞似的，必须光速前进，才可以逃出黑洞。日本经济为何停滞，从 1991 年后一直停滞，有很多原因？不是没有创新，我们经过计算，他的全要素生产力（TFP）增长是基本上是 1%，即使到现在，每年还会贡献一个诺贝尔奖获得者。但是老龄速度超过了 2%，所以从这个结论上说，经济增长就必须停滞。反之，

有哪几个国家和地区可以超过 1 呢？一般是很难让全要素生产力 (TFP) 增长超过 1%。由此可以得出结论，如果大部分是老人，经济增长一定会停滞的，除非是创新型的国家，但这是小概率事件。我们要加入人口老龄化的因素，这是用索洛方程推导出来的。就是在老人比较多的时候，经济体中有越来越多的老人，不再有一般的收入的时候，但是还占有资本，这样的话，会导致人均资本下降。这是一个浅显易懂的道理。就是说，老人越来越多的时候，劳动的人越来越少了。以前是假设全都是劳动者，而在一个经济体中储蓄的人越来越少，于是导致人均资本的下降。这是我们的理论推导。

日本由于老龄化速度快，即使创新也无法逃脱经济停滞的命运，这就是解释。欧洲也是这样的，为何经济相对停滞，因为老龄化速度超过了经济增长。美国为何经济会增长，是因为人口相对年轻。这个模型是非常简单的，完全可以从索洛模型中推导出来的。由于时间关系，不做详细的解释了。老龄化陷阱的出路何在？就是人工智能 (AI) 革命或说是机器人的更广泛的使用。所以我的态度不是那么悲观。因为机器人作为另一种资本，可以更多地贡献出劳动力。老龄化的影响基本上是宏观影响弊大于利的。这有多方面的研究，包括联合国。基本的经验表明，日本人口老龄化影响深远。这是日本的老龄化速度和经济停滞，因为它跌入了“老龄化陷阱”。我国年轻人越来越少了，人口增速也在下降。如果不作出改变，可能日本的过去，可能就是中国经济的未来。

“老龄化陷阱”是否存在这个在学术界会引起争论，认为这是伪概念，我们欢迎讨论。怎么做呢？我想很重要的，就是要防止跌入“老龄化陷阱”。如果“老龄化陷阱”存在，将来鼓励生育就非常重要了。比如说现在这个二胎，如果中国经济，现在的育龄妇女都及时生二胎，根据我们的宏观模型测算，全面放开二胎

中国的 GDP 增速年均提高 0.2%，另外可以及时采用 AI 的革命，机器人将来干活，我们可以向机器人收税。另外，及时地做好养老三支柱。我们看到第二支柱和第三支柱，特别是第三支柱个人养老的账户，可以自动配置在股权融资市场，是长钱，这样可以帮经济去杠杆，这是非常重要的。我们一方面要让人口结构年轻，多生孩子，多使用机器人，另一方面，一定要提高国家的创新水平，让全要素生产力（TFP）一定要大于 1%。要使 TFP 大于 1%，就要鼓励创业、创新。如何鼓励？关键要把养老三支柱做好。因为人性是对风险规避的，通过三支柱，经过这样的合理审慎配置后，可以增加对股权融资的配置，帮经济去杠杆，股权融资就鼓励经济体承担风险，鼓励创新和创业。所以我希望“老龄化陷阱”（Aging trap）的理论假设引起大家的思考。谢谢大家。

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

Hazel：澳大利亚养老金投资经验

UNSW 商业院博士、院长 Hazel

非常感谢主办方邀请我来到这里，同时，我也非常高兴能来到中国做演讲。在我的大学和商学院里，大约有 35% 的学生来自中国，所以今天我来到中国感觉特别的熟悉和温暖。今天我要分享的是澳大利亚养老系统方面的问题，当然，可能跟中国对比起来，也不会有太大的差别。根据这次大会的主题，我要跟大家共同探讨下澳大利亚的养老金系统是如何建立的，以及我们之后的改革措施有哪些。从这个角度，我跟大家分享一下澳大利亚养老金投资的一些做法。

首先，我花一点时间给大家简单介绍一下澳大利亚养老金系统是怎样的，可能跟其他的发达国家有些不同。不仅仅是第一、二、三支柱的问题，重点是功能所在。第一部分我们会提供安全网，这具有目标性、一致性和普遍性的，而且可以成为收入的替代，这也是世界上很多国家需要做的。它通过公募或是私募的方式提供，普通民众都可以往里面存款，有能力的人可以自主地存款更多。在澳大利亚，我们有个目标性的安全网，由国家保障，而不是通过任何单独的基金来实现。第二部分，就是预筹款的收入取代，澳大利亚和其他的 OECD 国家不一样，我们有付费和公募的部分，预筹款都是自我管理的，这对我们来说很重要。也就是说，我们并没有遇到太多其他国家的筹款和基金的问题。实际上，就是个人的自愿性积蓄、个人的投资，像在股市市场和房地产市场中一样，都可以做到。

这里有三大部分，中间这部分我们叫做私人退休金。私人退休金到底是什么意思？私人退休金在我们的环节中预示着什么？私人退休金已成为我国的强制性要求，一开始仅 40% 的人购买私人退休金，因为有一些税率方面的考虑。后来我们发现，它基本覆盖每个人，民众只要在 18 至 70 岁之前每月超过了 450

澳元收入就要强制性购买。当然，也可以做自愿性的缴费，70%雇员都被系统涵盖，款项支付是通过公司的账户再到私人的账户。我们目前有 200 万澳元的私人基金，有 2.2 亿澳元的规模。这个系统也比较成熟，我们相信接下来的二三十年会继续发展。

目前 2.2 亿的规模占到 GDP 里相当大的比重。现在我们还没有太多的政策引导，5%是在房地产方面的投资，作为养老金的索取者，我们可以设立自己的投资模式或是直接选择默认模式。在私人领域中，大部分是 60 岁开始进入领取年龄，平均是 66.5 岁至 70 岁，可以选择总额年金或是分期取出的方式来取得，可在退休后一次性取出或是分期取出。就政府而言，政府鼓励分期提出，即政府不鼓励大家一次性取出大额的金额，而是循序渐进地分期取出。目前有越来越多的资产组合，在我们的养老金的组合中，这个养老金的形态也是多种多样的。

另外，UBSPER 也涵盖了社会的各个领域，行政人员、管理人员、一般工作人员都包含在了里面。我们机构在澳大利亚是非常大的基金管理机构，资产已超过了 5500 万澳元，投保人超过了 42 万以上。目前有 16 项选择，7 个分散性选择。在 1992 年变成强制性计划的时候，很多养老金都采取外包模式，也使得其管理模式越来越专业化。这个方案跨越了不同的投资类型，比如说，澳大利亚的境内股票和境外交易股票，以及可持续增长型。我想跟大家说说，在我们澳大利亚地区有非常高的是配置到增长型的资产中的。我们在这些方面，已超过了 7% 的分配。另外，我们选择增长型资产的占比会比较多，选择单一资产投资的占比就比较少一些。

在 2016 年，私人养老金计划对于增长型的资产占比还是非常重要的。在全球金融危机发生后，我们看到很多其他国家和地区的经济体都受到了很大的影

响。从承保上看，整体的私人年金计划没有受到更大的影响。这主要是因为有一些资产多元化的配置。另外，澳大利亚境内的股票交易市场没有下跌得非常明显。

我们经历了快速的增长，中国也经历了一些产能过剩的时期，这其实都是大同小异的。在某种意义上说，中国在这方面帮我们做了一些保底的工作。基于这样的计划，在 1992 年加入私人养老金计划的人都在进行储蓄和存储，2008 年至 2009 年 3 月呈下滑态势的，因为在危机时期有小部分人确实退保了，一次性取出或是分取取出了一些，但大体上还是呈稳定趋势的，很多人并没有去动这笔资产。私人账户养老金中的前五大养老金如何应对金融危机的呢？我们经过统计发现，大多数的前五仍保持在前五的排名，并朝着更大余额和更多缴费的方向发展。随着时间的增长，它们变得更加稳定，朝着正的方向调整。

另外，我们也发现了不足，就是不做权益类的投资。澳大利亚私人养老金账户需要跟民众做更积极的沟通，澳大利亚的养老金也需要做收入来源调查，我们在收入方面的关注度也在提升，所以我们要确保这些养老金的分发是合理的。另外，一些较低的私人退休收入，比如说负面的盈利能力，金融危机时产生的资产价值的收缩等，也对我们的生活有了比较大的影响。金融危机后我们面临较低利率的环境，我们要做什么样的回馈呢？就是我们忍受更高风险的同时要整合一些另类的投资去抵消低利率的投资，比如我们看到养老金越来越多投入到房地产市场里去。

总之，从澳大利亚的整体情况看，我们有公有和私有的人员，今天没有写进幻灯片很重要的一点就是高覆盖率。多元化和风险分散化对于所有生命周期的覆盖率都是非常好的，养老金加上私人养老金账户可以提供 65% 的替代率，另外，

在相应的税收政策上也提供了非常明显的鼓励政策，鼓励人民自愿缴费。现在我们基本上年缴和趸缴的产品都有，为更多投资人提供选择。我们系统的优势之一就是多元化和风险分散化的投资管理，所以在资产市场要进行更为广泛的拓展，使用更多的手段进行风险缓冲和提高收益率。

我们在澳大利亚做了非常多的工作，包括跟民众沟通教育，跟企业、公立的基金进行沟通，给民众提供相应的知情权，让民众们去做出正确的资产选择和投资方向的选择。我们有 200 多支退休基金，有一些跟其他的构成了互补，我们整个体系的建设是比较完善的。这是我们对整个澳大利亚系统的介绍，非常感谢各位聆听。谢谢！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

王梦冰：让中国养老产业插上金融的翅膀——从日本养老金谈起

中国居家养老有限公司总裁王梦冰

在场的各位嘉宾，远道而来的国外朋友们，主办方、协办方和各位媒体朋友们：

大家周末好！

非常高兴，在这个美好的周末跟大家分享一下我对于这个养老金金融投资的一些心得体会。我们这个主题里，有几个词格外引起了我的注意——后金融危机时代。

对于金融危机，我有更多的一些感想，因为金融危机时我正好在日本，正好经历了日本从鼎盛的时期到金融危机的整个的过程。我亲眼看到日本的企业家们如何在鼎盛的时期因为金融危机而住在公园的纸箱里，金融危机给企业、居民、普通的百姓等所有人带来了翻天覆地的变化。从养老金上看，如果是在金融危机之后，那么养老金的收缴是非常困难的。过去日本养老金的收缴非常顺利的，但如果经历了经济危机也是收不上来的，所以这对正常的生活和养老的影响是非常大的。

今天主办方给我的主题是谈谈日本养老金，从日本养老金谈起。其实这个话题我不愿意谈，因为我在日本的时候，我婆婆陪我一起在日本居住，我当时在想，中国的老人何时可以像日本的老人那样幸福？日本的老人真的非常幸福。当时基本上 65 岁以上的人每年要从日本的政府拿到差不多 20 万日元的改造基金，比如说装个马桶就可以拿到 20 万左右改造款，折合当时人民币 1 万多元，而当时的中国的人均收入是很低的。另外，刚才姚总说到了成人尿布，我记得我婆婆从政府领来的尿布家里放不下。我的印象中，日本每年给 65 岁以上老人的尿布补

贴是 10 万日元左右，相当于今天的 6000 元人民币左右，这个钱拿到的尿布根本用不完。所以日本的老人，其实真的蛮幸福的。之所以他们有这么幸福的生活和日本的整个养老金体制是分不开的。

大家知道，在日本真正保证老年人幸福的是两个最重要的基金，一是个国民年金，一个是厚生年金。国民年金每个人都必须上，厚生年金是你只要在岗工作就必须购买。这两个年金参保率很高，到了养老年龄这些都是可以拿到的。除了这两个基金之外，在日本还可以保障老年人非常幸福的生活。在 2000 年的时候，日本设立了一个介护保险，更加保障了老年人的生活。这个介护保险通过对老年人的评估，可以提供上门服务，不一定要去医院，这个钱 90%由国家支付，10%由自己支付。因此日本老人有了三个保障，养老金，医疗保障，介护险。保险保障使得老人在晚年有很好的生活，这是值得我们借鉴和思考的部分。

我记得当年在日本，日本老人除了介护险以及刚才几个关键的转折点，他们也经历了不断改进的阶段。刚开始，比如说医疗险是仅给老年人住医院才报，如果住在家里或是养老院等其他地方都不给报，后来改革了，允许住养老院的慢性康复也给报销，这样日本养老院就蓬勃发展起来了。然后，介护险推出后，通过你的康复，通过你的服务，政府也给出钱了。有了这个制度后，每天早上来，晚上走的日照中心就开始大量地发展起来了。这样，日本的老年人就几乎全覆盖了，不论在家里，在日照，在养老机构，还是在医院都可以得到非常完善、良好的养老的照料。

决定日本老年人的非常幸福生活的三个基金就是日本养老金，厚生养老，和介护险。日本的养老金，20 至 60 岁每人都是必上的。厚生养老，只要工作了就必须上。介护险是在人们 40 岁以后强制购买的，在单位工作的人必须买，40

岁以上直接买到退休。这三个险种的情况就是这样的。

讲到这里,我们不得不讲管理年金的问题,日本在2001年成立了新的机构,叫做政府年金投资基金。这个基金仍让我们非常羡慕,因为它管理着全球最大的基金,达到了140万亿日元。这个基金在全球的投资比例是最大的,它有全球最大的公募养老机构,也是这么庞大的数据,他们的投资策略、机构和投资方法让养老基金每年都有不断的收益。当然这里有个很有趣的话题,我记得我在日本时,日本政府每年讲一定要让基金达到4%以上的收益,政府每年都是这么跟百姓说的,而事实证明,远达不到这个数字。从历史数据看,他们的投资策略和收益也比较保守,平均年收益在1.5%左右,从未达到4%以上。

从投资结构上看,其投资相对保守,绝大多数是投资相对安全的国内债券。我们看一下2010年的数据,2010年开始是个分水岭,2011至2016年债券的数据不断下滑,风险投资不断上升,股票类和其他风险类投资不断上升。2010年的达到了68.52%,而国内的债券投资达到了7.56%。剩余的部分就是国内外的股票,大概占到了25%以上。现在不断地在提升这个比例,截至2016年达到了25%以上。股票的投资倒是相对比较平均的,一开始也是国内股票占比比较大,如2010年的时候,国外的股票占比10%。他们的投资策略就是不断增加国外股票的投资,目前来看,差不多是占比一半的比例。因此,整个的投资手法是相对比较稳健保守的。现在由于受到金融危机的影响,他的收益率也在不断下降和亏损。他们为了弥补这个亏损也在采取不断增加、不断冒进的投资的方式,投资手法也在转变过程中。

我们再看一下日本的老年人生活之所以那么幸福,他们的老年基金实际上通过这三个渠道又反馈到了老年人的产业和生活中。大家可以注意到一个非常有趣

的现象，日本保险基金的投资是可以投资到股票市场上去的。日本的上市公司里，大约三分之一的上市公司都有设保，我们最近和一家很著名的日本物流公司合作，他们去年收购了养老产品和服务，日本很多的上市公司都有跟老年产业相关的产业，而日本的保险基金又可以投资股票，就间接性地支持了老年产业的发展。另外，日本国债中也有养老产业的成分，可以直接投资商业性的养老设施的。这个商业型的养老设施投资和民间的投资政府还可以给补贴。就是说，这个基金转到国债继续投到养老产业和公共设施上。在日本，所有的养老机构只要达到了一定的入住率都可以向国家贷款。日本的年金可以通过这些政府贷款再投向这些的机构。所以，年金用各种渠道最终都是可以直接反馈到老年人的产业上。日本除了我刚才说的基金外，他还有各种各样的补充老年年金的方式，有很多小的基金，其实他们收益率远超过国民基金和厚生基金。

中国的老年人将来生活到底该怎么办？我们的产业和养老基金，到底可以通过什么样的渠道来支持养老的产业的发展？除了产业外，在我们的养老服务外，我们还可以开发哪些金融产品来补充老年人的生活，让老年人的生活更加殷足？我讲到这些就不得不说说我所在的企业是中英投资企业，2014年成立，我们的注册资本金是500个亿，我们集团在不到3年的时间里，已达到了2850亿的资产总规模。

在我们集团，主要是三大板块和三大特色，居家养老占到了整个产业之首。我们集团对养老产业给予了足够支持和重视。我们做养老花了很大的功夫，为了做养老目前收购了4.2亿平方米的物业，是目前全国最大的物业管理公司。同时，我们在老年金融方面，我们拿了6个金融执照，我们在金融和物业管理上都为老年人未来的服务提供了前期的基础，这是我们目前做的。我们的整个产业链一个

是打造社区的产业网络，每个城市我们打造了三公里的服务网，除此之外，我们还形成了养老网络的云平台以服务地面的整个网络。形成了完整的养老产业网，我们也做了产品和标准的六大体系。在资本运作上，不论基金或是政府的引导基金，我们都做好了前期的合作，比如跟冯总这边，也建立起了一些合作的意向。所以我们在资本运作上也做了一些工作。任何产业都是这样的，我们要做标准产品，为养老的金融创造更加优良的环境，让更多的金融和资本关注我们的行业和产业，这是我们最重要的、义不容辞的职责。

最后 我的上述发言相信达不到一定的分量，所以我摘录了习主席的一段话。他强调，养老是朝阳行业，要引导市场资本，要重视市场的资本力量，要重视资本力量来扶持养老业的发展。所以在美好的形势和环境下，我们在座的每一位要把握住机遇，积极变革，主动创新，让我们一起来迎接养老产业新的挑战。时间非常紧张就分享到此，谢谢大家！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

Michael : 亚洲的老龄化趋势及其应对

宏利资产管理（香港）首席执行官 Michael

感谢大家邀请我来参加今天的会议！很高兴可以跟大家在这里共同分享我们现在对于养老金行业，特别是中国养老金融的一些看法。其实，不仅是在中国，在全世界范围内都如此。宏利是世界上最大的一个退休金发放机构，我们在香港涉足较少，在印尼和欧洲市场都有较高的市场位置。对于我们来说，老龄化这个问题大家都非常感兴趣，自 2013 年开始，我们就投资了很多资源来研究老龄化现象。我们也推出了一系列的调查报告，叫做《老龄化的亚洲》，我相信在座很多人都看过这个报告。

全球各个国家都遇到了老龄化这个问题，老龄化陷阱在一些国家也比较明显。比如说，在本世纪末，泰国将失去 40% 的劳动力，而从我们的中期预测来说，中国的人口在 2020 年会出现锐减的情况。说到这里，事实上也给我们带来了老龄化退休人口的锐增这个问题，金融市场一直都在处理积累型的增长数据，这也是亚洲数据的逻辑。但是我也要建议大家，所有的金融机构、资产管理公司和个人都必须重塑平衡，我们不仅要关注积累，更多的是要关注消化的问题。

我们做了一些亚洲方面的调查，很多退休的人员越来越长寿。对于长寿的风险有三个因素，一个是退休年龄。我们研究了所有养老金的参保人数和渗透率，可以看到亚洲是呈现快速老龄化的地区。特别是已婚的退休老龄人口，所有的亚洲国家都出现了快速增长的态势。我们看到新加坡处于 27.4% 至 27.9%，而印尼和新加坡处于 30.2% 的值中。婚姻状况也不得不关注，大多数亚洲的退休人员都是已婚的退休人员，通常夫妇双方共同度过退休生活的时候年龄会更高。最长是台湾，他们的老龄化占比会和日本之前的趋势呈现出相同的情况，2050 年，

台湾的人口老龄化会呈现出非常高的水平。日本可能比现在预期的会更短。我们未来是否会重复日本的情况呢？从越南整个区域的平均值看，夫妇之间的年龄差有 2 年，而越南夫妇之间的年龄差是 7 年，有着明显的差距。

我们看资本市场的各种操作可能性，债券市场并未准备好迎接这样的情况，因为我们这类的长寿风险可能无法通过债券市场覆盖，而且退休人员还有一些其他缩减他们存储情况的原因存在，比如说，股市、债券、通货膨胀，都使预存的养老金总额呈现出收缩的情况。我们再看退休金、储蓄，把各国的情况和成员国的平均水平去对比，还有跟美国、加拿大对比，他们都达到了 100%，而 OECD 的平均水平不到 70%。养老金的储蓄在亚洲老龄化国家很多都表现出了较平均的水平。新加坡在亚洲老龄化的水平最高，达到了 75%。而这些数据在调研时没考虑人口年龄差距的因素，因此，他可能是较低地估计了现实的严峻情况。好消息是亚洲人有比较好的储蓄情况，每家的储蓄和资产会帮助他们改善这样的情况。但是在亚洲的全区域，都会使用存款式的方式进行积累，而存款的方式收入非常低。在某一些国家，比如通胀因素等，这样的存款储蓄是负性的收益，所有这些都需要解决，而不可以仅仅依赖某个具体的退休金体系或是某个基金就可以解决。要进行多元化的投资组合，才能达到良好的效果。

另外，我们宏利不仅提供退休金，我们还是寿险公司，有很多寿险方面的研究数据和资产配置的战略。75 年前，我们就启动了一条道路帮助我们寻找新的方式去覆盖这些长寿的人群。我们不仅依赖公有市场，同时也依赖私有市场的投资。其实他们也非常希望我们提升这些收益。我们依据有效的边界分析风险和回报的关系去做选择、做资产配置和投资方向的战略。在过去 75 年中，我们公司一直在非常努力地改善，不论是寿险还是养老金体系的一些研究和策略工作慢慢

地被一些机构的投资者所接受。对于不同的风险偏好的机构投资人，我们也可以根据不同的组合帮助他们配比，为他们带来一些更高收益率的产品，去覆盖他们的金融资产，用于长寿或是在退休后的退休人群的一些选择方案。

我们不仅仅是投资，如果说投资房地产，总共达 148 亿，但我们不仅是买下楼就完了，还进行了统一化的管理和融合性的综合管理，甚至包括大楼的运行和维护工作也负责，目的是为了收到稳定和长期的收益。林地的投入达到了 110 亿。在美洲和亚洲的部分地区以及非洲的部分地区，我们进行植树和林地的管理，这些林地资产特别优质，因为林地资产成本低，而价格会不断走高，也就带来了比较好的资产回报。还有农田，比如说各类的果树果实、农幅产品，包括核桃、红梅，都可以帮助我们实现比较稳定的回报。在澳大利亚我们有超过 30 万公顷的农地资源，管理经验超过了 15 年。在新加坡，我们启动了一个新加坡美洲商业地产投资的资产配置，它的波动性比较小，同时有较强的稳定性，收益率也比较好，并不是简单地进行私募市场的投资、兑现或是退出就完了。我们是进行长期地投资和管理，会有长期的回报。

结论就是，老龄化是全球面临的问题，不是某个国家或地区面临的问题而已。我们过去也做了非常多的调查，也有很多的实践经验，对于退休生活和长寿风险，我们目前有低估的情况，退休的时间成本和时间费用也非常高昂。我们要调整相应的资本市场浪潮的间隔区，然后在公共市场和私人市场进行非常好的配合，去解决长寿风险的问题。亚洲的资本市场也必须有个快速的开放和发展。

谢谢大家的聆听！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

徐勤：养老金逐渐走向多元化、市场化、专业化的长期投资

美国波士顿咨询公司合伙人兼董事总经理徐勤

非常感谢这个会议的主办方和各位专家！今天早上，所有的讲座都给了我非常大的启发，也很荣幸可以来到这个论坛，跟大家做个交流、讨论。今天的课题是后危机时代的整个养老金的投资的讨论课题。我今天的报告更多是从投资的角度和养老金的主体，作为专业的机构，他的投资行为和投资需求有什么特殊性的角度来分析。

整体的大环境就是所谓的后危机时代。不论是收益率的问题，还是整个资产不同类别回报率的问题。整个养老金投资的挑战巨大，中国也一样面临这个巨大的挑战。我们是帮助战略管理的咨询公司，整体上说，主要是投资于全球比较大的养老金管理机构，进行对标研究。我们观察到，在所谓的后危机时代，养老金整体管理有三个重要的特征。

第一个特征，就是整个投资资产的配置另类化和资产多元化的问题。我们另类资产的比重和海外资产的配置增长得非常快。第二件事是，养老金投资的期限非常长，所以再去看养老金投资的期限匹配和整个战略投资决策的时候，我们看到的是非常长的期限。但我们在后危机时代也看到非常多的养老主体将战略和战术资产配置结合起来，就是抓住一些市场机会可以增加收益。我们也有一些案例可以分享。第三点是成本问题。在养老金本身的收益下降和支出上升缺口增加的情况下，管理上的成本越来越多，也成了一个问题。由管理成本驱动，我们看到非常多的养老金的主体会把他们的管理权利收缩到内部，在内部建立投资能力降低管理成本。

所谓的资产配置的情况，差不多 2010 至 2015 年期间美国和欧洲的整体养

养老金资产的配置的变化，大家可以明显得出。另类投资这一块，其中包括私密、对冲基金、房地产、基础设施之类，比重增加是非常明显的。这在欧洲一些国家的养老金里也是非常明显的情况。整体上，美国的养老金在股权上的配置是比较多的。刚才也有专家谈了日本养老金的发展情况，我们去看日本养老金本身资产配置的时候，从 2010 年至 2015 年的，日本对另类资产的配置有了非常大的上升。第二个，对于海外资产的配置，我们把美国、欧洲、日本这些比较重要的国家的数据拿出来看，海外股权类、固收类的资产配置是逐年上升的，这也呼应了前期专家说到的海外资产多元化配置问题，这也是整体需要长期提升的情况。然后，我在这里说个案例，如果专注于一个国家的养老金、专注看一个国家的养老情况的话，我们看一下英国保险资产的配置。在英国的保险资产里，实际上个人养老金的贡献占据非常大的比例，尤其是在投联险这一块。所以在英国的险资投资里，投联险这一块对股权的配置非常高，同时，也有很多的其他的多元配置。当然，英国的特例，66%配到了股权里，这与他本身历史上的高通胀和比较宽松的监管环境是有很大关系的，这是中国跟英国的比较。

第二个点，从资产配置或投资管理的角度上说，如何把长期的战略投资和短期的战术投资结合？在这里我们观察到了两个案例，一个是新西兰的养老基金，一个是瑞典的养老基金。在这两个基金中，可以明显看到他们把战术资产的配置作为了非常重要的提升短期收益的手段。比如说，在新西兰，董事会定义的长期战略资产配置目标上允许一定程度的倾斜，比如说股票方面允许上下 7.5%的倾斜，在房地产方面还允许 2.5%的倾斜。同样瑞典也是专注 3 个月内是否可以用一些手段来提升收益，甚至还建立 5 个人的专业团队来做这样的事。从整体的收益对标上来说，我们还是要击败长期的通货膨胀率。从他们整体的收益对标上说，

我们看到，还是要击败长期的通货膨胀率的，大部分都是超过了通货膨胀率的多少个百分比。同时，他们的管理专业化是越来越精细。再去对标各国基金的时候，不论是权益类，还是其他比较具体的资产配置上，他们很清晰地定义出来说，我需要看对标的数大约有哪些，有个基准情况的。

第三点，内部资产的管理比重逐年上升，这跟长期的养老金收益降低、成本加重是有非常大的关系的。比如说，以美国的养老为例，接近 60% 的资产由内部管理。内部管理是很多养老金在做的事，这是对整体市场上的对标，我们可能会挑国外养老金的几个案例给大家说一说，看他们有何特征。在这里选了三个，一个是加州公务雇员的养老基金，一个是加拿大的，一个是日本的养老基金。在我们的公司内部对全球前 25% 名退休基金所做的长期追踪上说，平均的投资收益率达到了 6.7% 左右。当然了大家都有不同的基金，平均的管理资产达了 2500 亿美元左右。我们可以看一下他们资本配置的演变的情况，很明显证券资产和另类资产占了很重要的比重。以加州的养老金为例，50% 是在股票里，其他的分别投资在其他的资产类别中。养老金是不是一定要投在本地的市场上？他们大概有部分资产还是会投在加州本身的资产上，这也是对加州本身经济的支持。还有，作为州立的养老金来说，人们非常主动地关注他所投资的资产回报。不论是另类资产还是房地产，如果收益回报不好，我们会做一些非常快速的主动调整。日本的养老基金前面也有人说过，我不做过多介绍了。我们看一下加拿大的养老基金，如果回溯看加拿大养老基金 16 年的变迁情况，资产分布的多元化和全球的资产布局，实际上也非常大的关系。我们看到了发展的三个阶段，从 2000 年至 2005 年之间，是传统的资产投资者；从 2006 年至 2010 年开始，从投资的地理区位上有了投资多元化的情况；从 2011 年已开始变成全球的投资者，而且

投资介入了很多的基础设施，甚至是农田的实务的资产里去。从管理上来说，前面也有专家提出来说，养老金本身的关系应该是长期的，追求长期的绩效，因此他的管理也强调内部绩效考核的问题。

我们看一下中国的养老金的发展情况，我觉得是三个问题：人口老龄化的问题、整体投资资产回报较低的问题，还有中国国内现在可投资的产品相对来说选择性比较少的问题。以上三个问题，都给中国的养老投资带来了非常大的影响。那么，我们在这里看到，实际上有三个点可以去谈。第一个是资产配置上来说，建议在整体的低利率和老龄化的压力下，从固定收益为主的传统模型转向更多的多元化的股权配置，尤其是对股权类和另类资产的配置。当然这是需要监管的配合和放松的。第二个是资产组合的全球化，以全球化和多元组合来配置资产以分散风险。从投资偏好上说一个是长线，就是风险偏好。另外风险偏好在一定程度上是需要增加的。最后一点，就是投资管理和风险管理的问题。我们看到对外投资到中国市场上，目前还是处于起步的阶段，所以长期来说，虽然国外养老金的管理趋势很明显，但中国的养老金是比较落后的。

第二件事是风险管理和过程管理。这是我们前段时间带着团队对中国的机构投资者在选择对外的投资机构上做的一些分析。我们这里挑选出来，比如说以社保和企业年金为例，我们做了一些访谈和调研。我们看四个方面，一个是对于资金管理人的要求，包括风控的要求、投资过往的业绩。尤其是投资的角度，考虑到投资人的变化很多，因此投资团队本身的稳定性，是不是可以对应前期的业绩，这是很多机构关注的。第二是长期积累的问题，包括品牌和规模。第三个是价格杠杆。去年做调研时，没有很多机构谈价格杠杆，而今天有不少海外学者都谈到了这个问题。在金融危机期间，好的收益率并不能代表过往的业绩。最后一个是

过程管理，实际上，这是我们听到的养老金主体对于整个机构投资者的要求。以新西兰的养老金为例，他建立了非常结构化的筛选和外部投资的流程，从投资标准上说是很明确的：主动投资的理念和能力、对于客户的服务和关系的管理，以及内部的组织架构是否可以服务到风控的要求。以新西兰的养老金为例，海外非常成熟的机构已有成熟筛选外部投资经理的要求，跟我们刚才揭示的结构很相似，包括内部的组织架构是不是可以服务到风控的要求？所以整体上说，我们觉得，养老金的管理是逐步向专业化过渡的过程。希望养老金行业可以快速蓬勃发展起来。

谢谢大家！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

Alimakri : 兼顾客户物质及情感需求——马来西亚公积金局 管理经验分享

马来西亚公积金局副首席执行官 Alimakri

大家好！在开始之前，我先给大家介绍下马来西亚的基本情况和公积金局的背景情况以及我们的一些解决方案。

我们的人口只有 3170 万，40%都是马来人。那么，剩下的主要都是穆斯林，然后是华人，以及 5%的印度籍人。对于我们的年龄，相对来说在亚洲是比较年轻的国家，但同样也面临加速老龄的问题。马来西亚的老龄化是排名靠前的国家，到 2020 年占比会更高。我们的劳动参与率是比较高的，达三分之二，人口中处于 15 至 64 岁的工作年龄达 70%。而有很多的情况，除了退休之人员外还有自雇的人，这都未在统计范围之内。

我们的公积金局，总体成员达到了 1500 万，但活动成员仅 600 多万，我们也使用强制性的养老金计划。缴费率和贡献率是 30%，11%是来自于雇主，12%是来自雇员本身的缴费。我们有一个非常严重的问题，就是年轻一代要有强大的抗压力去面临老龄化问题，而且他们跟老一代有很大的差异，我们要解决这个差异。我们的总收入已达到了 104 亿美元，总资产在 1680 亿美元。在全球看，我们的收入达到了 107.4 亿，但我们这么大规模的基金管理成本是全球最低，投资效率是非常高的。我们去年的利率是 5.7%，我们有内部收益指标，我们想给成员真正的收益率是三年滚动期的 2%。

我们的愿景是，帮助公积金局的成员和客户取得更好的生活和未来的机会。在生活上有保障、安全、有健康的体魄，情感上，希望他们可以过上幸福、优裕的生活。财务的安全性是最重要的，我们至少要保障非常充足和可以持续的收入

来帮助他们。情感方面，我们接下来要好好地重视起来。

马来西亚本国，三分之一的马来西亚家庭没有配置资产。家庭债务收入比也比较大，比其他的发达国家的比例高很多。有很多的年轻一代消费习惯、理念不一样，特别喜欢网购，负债比高筑，这是原因之一。还有三分之二的成员没有达到基本的储蓄水平。这是我们根据不同的年龄段统计出来的。那么，我们对他们来说，要去提供充分的这个生活保障，不仅仅是可以让他们衣食无忧，而且希望他有更好的财务状况和水平。55至65岁的过程中，我们会发现50%的人，刚才提到了5年内，就把他们的退休公积金局的储蓄花光了。我们的很多成员是穆斯林，他们的一个标准就是死前把钱花光。我们要去做避险的对冲。穆斯林相信死后的生活会进入乐土，因此不会太注重积累。所以他们在5年内就可以花光他们的公积金的储蓄。在55岁后至60岁就可能花光了。那么接下来的年龄他们该如何生活呢？这是大问题。

有很多马来西亚的民众，没有想得非常清楚，因为大多数的亚洲文化，我们不愿意公开谈钱，我们会跟配偶、家人谈，但公开的不愿意说。他们就希望船到桥头自然直，但这不现实。从公积金局看这个问题，我们也开发和制定了一些未来行动的要点，我们目前的状况是基于交易进行服务，并未进行一些跟进。我们也希望在未来能够做更多咨询类的工作，因为交易本身会由其他机构去替代。我们要做一些自动化、数据化的转型升级，基于互联网的信息技术做一些咨询类的工作，很多雇员希望可以成为咨询顾问。

我想先关注第一领域，就是如何从基础交易服务类型转型咨询服务？对于我们承运的提供咨询服务，我们设立了退休顾问服务，基本上我们的雇员可以一对一做咨询，包括计算管理、计划。我刚才也说了马来西亚人不愿意公开讨论钱的

事，很多时候，他们还没开始讨论就有点害羞了。这方面要做很多的宣传工作。另外还有很多的宣传交易工作，我们可以在线进行更多的信息共享，完成这些交易工作。我们希望可以把人进行转型，去提供一些咨询角度的服务，我们也预料到，这里掺杂很多的情感因素。马来西亚人如果在线做就非常简单了，有很多电子化的工作。他们必须有情感上的联结，他们愿意认真地咨询并跟随。我们做这个退休顾问咨询服务的时候，目标主要是两块，第一是对我们的成员，要让我们的成员有一个基本的金融知识，能够帮助他们做一些正确的决策。成员可以放心地把资金放到这个投资人手上，让他们管，我们就不理会了，个意识是错误的，他们必须具备基本的金融知识，以正确做出投资判断和决策。我们也同样要提升雇员的技能，新的互联网的技能 and 帮助他们战略转型，帮助他们发展。

这是我们的退休咨询服务，大家可以看到，图片中是一对一的顾问在做询问。马来语、中文等等多种语言的咨询服务都可以在公积金局里找到。实际上我们是在韩国后第二个提供退休计划咨询服务的国家。另外，我们希望能够提供一对一的退休计划咨询。我们不仅是希望有钱就来投资，而是希望可以提供不偏不倚的中立指导，另外还希望公积金局可以更好地了解成员的情况，提供一些适合他们各自退休需求选择和投资。对于这些方面，2年前我们仅6个成员，现在有43个成员，有18个分支机构和6个专业团队。我们的目标是在2020年有1800名执行成员，建设67个分支机构。并且，我们希望可以充分利用人工智能，包括考虑使用机器人提供服务。

这是我的最后一张幻灯片，是我们走万里长征的第一步，仅可以满足40%的需求，还有60%其他的部分。在我国还未开展其他的教育，必须跟本地的银行、监管机构和金融机构进行合作。我们必须加强合作，每个部门和每个政府都

必须关注现有工作小组的部分。我们的国防安全部门负责安全和劳动力的教育，我们的教育部门要负责儿童的教育问题。我们通过不同的方式把这些传递给不同的人群。

我讲到这里，谢谢！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

三、圆桌论坛

Mark : 加拿大养老金管理及投资经验分享

加拿大 Newton HR Law 公司创始人 Mark

今天我来到中国，学到了很多的东西，也听到了不错的演讲。就像刚才大家说到的，在中国的养老金的投资计划，在我的演讲中也会提到养老金的计划。同时，在养老金行业政策的重要性。

我本人是个律师，我作为养老金的律师已经 35 年了。在加拿大，我看到了很多养老金行业的发展。2012 年的时候，在《经济学人》杂志上，有篇非常著名的文章提到，加拿大特别大的养老基金委员会迈出重要的一步，包括在 PE 方面进行投资。目前为止，在加拿大我们的整体规模已达到了 3500 亿加元，其中有三分之一投向了 PE，有 80%进行了全球化的投资，只有 20%是在加拿大本国完成了投资。实际上，这个情况跟 20 年前是完全不同的。

接下来我们简单介绍下养老金管理方面的机制，在我们的管理和规范的机制中，我们的养老金管理卓有成效，所以才能够达成最大的养老金规模。因此，也就需要进行非常审慎的投资和选择。今天早上很多讲者也提到了这点，我们最重要是要践行养老金的承诺。我们有多面的法律法规监管体系来管理养老金行业，有审慎原则和标准也纳入了国家的范围。我们有关于量化的指标和限制，可以保证我们有一定程度多样化的投资，以及风险管理的要求和大量的披露要求。这一切都可以表示我们的养老金系统是成熟的。

因此，到目前为止，我们有国家联邦的关系，我们十个省有自己的养老金的管理和管控。我们国家会负责这些执法。我们还有仲裁法庭，如果出现了养老的

案件，我们就会由仲裁法庭来审理，不会让一般的法庭去审理，因为专门的法庭会显得更加的专业化。特别是披露法，每个养老金的基金会都必须对他们的投资、过程、流程进行详细的披露，这就需要从各个领域融汇相关的信息，让我们知道他的偿付能力的风险。还有收入税的法律法规，以及一些风险的投资管理，在加拿大每个省都有。

过去 30 年间，我们建立了共同法，主要是在法律体系范围内建立起来的。所以可以看到，我们每个养老金的法律都必须满足，包括尽职，它是非常审慎的标准，我们要选择合适的基金管理人来管理，进行审慎的投资。我们相关的标准是基金委员会要执行的，同时也给出了一部分量化的限制。我们执行最终的原则以保证我们必须具有相应行业洞见，更为重要的是必须要审慎，以保证他们在基金上面的投资是审慎的。还有，要减少利益冲突，如果进行自我代表的机构的投资，必须采取审慎投资的环节，尽量避开利益冲突。

看一下我们刚才所提到的，过去几十年建立起来的共同法。在这个共同法中，我们所有的养老金投资必须从养老人的投资利益出发避免利益冲突，不能有个人行为。对于投资人和基金管理人来说，必须要进行公平、公正的投资，对于所有的养老金持有人都如此。还有，所有人都需要负责对开放、透明的信息进行披露，这是非常重要的。那么，这个过程提到了披露的一些要求，我们的每个养老金的基金会都必须要有自己的投资策略和投资流程的陈述，这些文件中要向大家展示出风险的框槛和多样化的标准，环境、监管的因素都要纳入考量的范围。比如说审慎、独立、全责、开放、透明，以及包括我们对于企业风险的管理，都需要满足信息披露的要求。

在接下来的一分钟里，我想向大家介绍下加拿大比较大的养老基金。我们这

几只基金是负责做比较大规模的养老金投资，三分之二是全世界前二十的养老基金。过去的 10 至 15 年里，有越来越多的增加以及越来越少地投入到不动产，包括房地产、私募、境外投资的一些关注以及我们对于所有的注册的养老金计划。有 10% 的限定，以及 CDP80% 的投资。在加拿大境外，是全球的一些投资，我们的 CPP，也就是加拿大养老金，有 1300 亿都投资到私有资产里了，包括基础设施、房地产，还有私募股权。另外，他们也对 CBP 管理，进行按最大收益率的标准去进行管理。它是一个长期的管理，并且需要长期的投资人来做耐心的投资决策。很多加拿大养老基金的负债预期都是长达 75 年的投资项目，是本着对于缴费者和收益人的最大利益进行管理的。

那么，这样的基金每年有 20 亿的增加缴费金，加上原有总持中的规模，我们的投资总额成为了非常重要的一环，以保证投资的整体性和同一性。过去 5 年的收益率在 5% 左右，这是年化的收益率。55% 投资到加拿大境内，另外的 45% 是在境外做的投资。这是我们的这个实例来的，是讲了安大列教师养老金计划，每年收入增加缴费 20 亿。

综合这些实例，我们可以看到，我给大家比较不错的养老金计划，希望可以给大家获得一些经验上的分享。

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

苏罡：养老金保值增值与产业经济发展良性互动

长江养老保险党委书记、总裁苏罡

大家上午好！我来自长江公司。这些年，我们长江有了一定的发展。由于时间关系，我直接进入主题。我们在管资产结构的时候一直在发生变化，在过去10年不断地进行结构调整。今天跟大家分享一下如何进行养老基金管理，包括境内一些公司的互动性，实体经济的互动。

首先我想跟大家介绍一下，养老金的保值增值与实体或是产业经济发展的一个良性互动的关系。我们知道，最近监管方出台了一些相关的政策直指中国的金融泡沫，我想，他们的意图是要引导中国的金融行业更好地服务中国产业的发展。那么，目前中国的基本养老保险积累资金约7万亿元，中国的总体养老金额在7万亿左右。即将落地企业的年金可以成为支持我们实体经济发展的一个重要一环，并且可以成为推动资金脱虚向实的重要支柱。

我们可以看到家庭经济、环境，当经济形势不是特别乐观的时候，企业方面对于雇员覆盖的能力也呈现下降的趋势。另外，我们的养老金还有很多的优势，它的规模大、较为稳定，并且对于收益的期望值也没有特别高，还有它的投资生命周期是非常长的。那么，养老金从长期来看做到安全就好，这是养老金固有的优势。我们应该可以把这些优势和实体经济的发展利用起来。养老金需要追求长期、稳定的回报。那么，养老金如果仅仅依赖投资二级市场是不可行的，我们必须引导养老金朝着实体经济和产业经济方向发展。实际上，我们的养老金发展同时也可以受益于实体经济的发展。对养老金分配的生命周期也有优势，也值得借鉴。

第二点，我想跟大家分享一些成功的实践经验。特别是关于养老金如何服务

实体经济发展的成功实践。从海外经验来看，海外养老金的资产配置结合了养老金本身的长期性，设定了合适的长期投资目标和长期的投资范围，他们也希望能够获得长期的绝对回报。并且能够承担适度风险和来自于多元化产品的投资，包括权益、固定收益、另类投资，像私募股权，投资房地产、基础设施等。我可以给大家举一些例子，我们知道，在 2011 年加拿大养老基金入股阿里巴巴，这是非常好的投资。在 2015 年，加拿大养老金还投资认购了中国邮政储蓄银行的股票。我们也知道，加拿大养老金现在和万科集团一起合资成立了一个公司，要投资到中国的房地产市场。其实我们从国内也可以找到一些好的经验，我们知道中国社保基金规模逐年增长，过去 5 年他们也持续表现出较好的收益，近 5 年内的长期股权投资占比超过了 7%。他们也做些另类投资帮助社保基金获得长期的收益。

我还可以跟大家介绍，我们长江养老金方面的事件。在 2011 年，长江养老在上海投了一个房地产不动产市场，叫做上海市公租房建设项目。这是我们在上海投资的首个房地产市场，而且是用养老金投资的房地产市场。2015 年，长江养老也投资了中石化，销售公司股权实现了企业年金股权投资。另外，长江也发行了很多的资管产品，包括一些债券投资计划、股权投资计划、资产支持计划和其他组合类的资产管理产品来满足我们在实体经济融资方面的需求。在 2014 年，我们发行了第一款债券投资计划，投资到我们的一个水投资，就是江西省的南昌水投债权计划。去年我们也发行了第一支保单贷款资产支持计划，是太平洋寿险保单贷款支持计划。到现在长江已累计管理另类资产、另类投资总额接近 600 亿人民币的规模。我们也承接一些上市公司员工持股计划的管理，我们管理了 60 亿国有企业去帮助他们建立员工持股计划。

最后一点，我想说关于养老金改革如何跟实体经济发展进行互动方面的建议。我们需要去加强政府和企业之间的合作。政府应该充分利用自己的一些优势，特别是他们做一些资源和政策协调的一些优势。对于我们一些养老金的基金来说，我们同时也有自己的优势，我们的优势就是进行投资，包括我们的运营，以及在金融行业的大量经验。从我个人的角度说，我也希望我们的政府包括各个部门，可以不断地放开关于企业的投资和养老金的投资范围，比如说，允许我们真正进入到股权投资的范围中。

最后，我想说，实际上中国的养老基金管理公司以及养老管理机构，也应该进行大量资源的投入，不断加大融资的功能、风险控制水平和交易水平。同时，还要加强资产持有的能力，这样才能够不断提升我们的资产管理水平，最终实现长期的对于顾客收益。

谢谢大家！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

George : 正视人口老龄化 各方责任共担

希腊精算管理局执行董事 George

我去过中国的很多的城市，我很喜欢中国，很高兴来到中国。今天的演讲实际上是用一种回放的形式进行演讲。想跟大家探讨一下，到底是什么造成了老龄化？包括来自欧洲的挑战。

每次提到养老金的论坛的时候就会谈到老龄化是个不好的东西，变老就不好，变老会带来额外的费用，同时也会引发长期的医疗和一系列的问题。但从长期来说，人口老龄化也是好事，寿命更长，身体更加健康。之前有很多不治之症，而现在随着科学的发展，老龄化是好东西。老龄化也带来了很多利益的问题。整个欧洲地区的老龄化人口在过去 40 年间以及接下来的 40 年间，我们认为，我们会发现有越来越多人的寿命会不断提升，65 岁以上的人口会越来越多。在 1994 年至 2004 年，他们的平均寿命会延长 10 岁左右，这就需要一个非常长期的养老金，以及医疗服务和福利。

从这个角度看，我说一下我个人得出的经验。特别说明两点：第一是养老金融，要可持续发展；第二要提供足够的养老金，让他们有足够的购买力。我们在养老方面投资的钱可以帮助我们不断地保证系统的平衡性。你可以给很多钱的模式是不可持续的。为什么会有找不到平衡点的问题呢？在二战之后出现了婴儿潮，50 年代大部分出生的人口都非常健康，在 2050 年的话，我们会有更多的人实际上可以达到平均寿命 100 岁以上，这是欧洲的情况。在日本，他们出现了老龄化人口发展的情况，在日本老年人的平均寿命已很高了。

中国在过去几年其实也有这样的问题。中国现在开放了二胎政策，但在 2012 年的时候，我们在国家的婴儿的出生量上仅占整个人的 1.5% 而已。假设可以生

二胎，每个人都生了，这就会造成儿童出生率翻番，也说明了我们的儿童在接下来的 30 年里，人口会翻番。这些富裕的婴儿数量会高，他会帮助我们不断地支持退休后的养老产业。因为二胎政策是好的政策。老龄化的问题，要从另外的角度解决。政府要求我们自行解决这个问题，即你把你的责任从国家的头上转嫁到个人头上去。这就是越来越多全球养老金融的系统，实际上一开始觉得是给人民提供福利，但最后都是成了要求别人来缴费，因为政府投入的承诺资金方面，政府要求政府给你养老金，你自己要进行储蓄，为你退休之后的生活作储备。你必须清楚地了解到，你正确的收入到底有多少？有一些人在工作，但他并没把全部收入披露出去，你必须进行缴费，不可以申请了就会有越来越多的钱。

实际上，就这个问题，我们不仅仅是政府承担责任，还要让自己承担责任，投资是非常明智和重要的。还有，从我个人的角度说，我们现在对于一个精算师需要做一些回应。实际上，我们提到养老金规定的退休年龄已不再是实际退休的年龄了，人只要在 65 岁前，他都可以退休，提前退休并不会影响他们退休后的生活。所以，我们要在法定和预定退休年龄之间界定好。比如说定的年龄是 65 岁，但实际上很多人 62 岁就退了。我们看到，社会的情况是人民的寿命越来越高，寿命增长一年我们就要进行 8 个月以上的养老金投资。现在大部分的国家都已将寿命增长的法定退休年龄做了一个调整和修改。

好，我分享到此，谢谢大家！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

郑培军：德国养老金投资策略及对中国的启示

德国安联保险集团北京代表处首席代表郑培军

非常高兴，今天有机会参加此次论坛。今天我们的题目是后金融危机时代的养老投资战略。我就选了我们德国安联人寿保险公司的例子来跟大家说一说。

我们德国安联人寿保险公司是 1920 年成立的，可以说是百年老店，市场地位庞大，业务量是 1000 亿人民币左右，是中国去年市场的十分之一。跟我们的竞争对手相差 1 倍的业务，在成熟市场我们的位置是非常稳定的。大家知道，从 2008 年金融危机后，欧洲市场特别是在金融市场波动非常大，整个收益，特别是固定收益。在经济箫条的情况下，德国的养老金策略一般是固定回收的策略。于是导致了我们大部分的德国国债利率是 0%。

以储蓄类的产品作为一个对比的话，大家可以看到，我们从 20 年前要达到同样的回报基本需要 3 倍的资金。因为我们也参与国家养老方面的操作，这里以德国安联一个个人客户的企业或职业年金，即所谓的第二支柱来做个介绍。可以看到，以三倍的资金来操作，提出的这个要求，对客户来说也好，对我们自己来说也好。所以我们从产品理念的组织方面看，这是第一。第二，从投资策略方面，也是肯定得调整的。德国，从传统角度来说，应该是相当保守的。从国家的法律看，对比 10 年前的数据从 3.5% 保证回报降低到了目前 1.25% 的回报。

大约在 2009 年、2010 年我们集团在德国做了很大的客户方面的调研，以准确满足他们的需求，不论是面对市场的变化还是自己的投资战略调整等等，我们也听了客户的声音。总结出来是这样的：他们愿意放弃法律所规定的可以说是保本的这一块的收益，反而偏向选择有更高回报的产品。这样也正好给我们提供了机会，让我们给我们的养老产品在保费里做了保本的动作。

同时，从产品投资策略方面，我们集团是全球五大的资产管理机构之一，严格上从股东的角度看，我们的规模是很大的，我们也做调整。本来以德国国债为主，后来我们选择了新兴市场国家的债券，再加上企业的债券，我们也扩大了股份市场的投资，就这 10 年的具体情况来看，市场的回应是很明确的。我刚才说了，我们的市场上的占比是最大的，从平均的增长率、从 10 年来明确的增长率来看，我们德国安联保险公司保持在 6% 的增长。而市场的平均水平是 2%，从这 4 个点来看，在这么成熟的市场里，我们先主动说明，我们整个产品的调整加上投资的策略的改变是受到了整个市场的认同的。

来自希腊的专家所述可持续性，我们从 2005 年开始，就有了养老金指数的发布。我们主要的业务是保险，我们在养老方面，不仅是保费、保本，还有风险的因素，包括死亡的因素也要考虑。还有，比如将来残疾了，残疾的护理。我们也号召，或者说回应国家提出要重点发展养老金的业务。

中国要快速发展，不仅是推动第二、第三支柱的养老系统发展，德国的经验是值得中国借鉴的。目前，就持续性上说，我们系统上显示这笔钱要足够他生活，风险是长寿的风险。第二，这批养老金应足够给他护理者。我们可以看到，随着年龄的增长他的依赖性非常大。他的依赖性就是他自己无法照顾自己的时候，需要其他人的时候，就会增加成本，这就会产生另外的问题。中国人口 1980 年开始了生育计划，这里的成本又会上升，因为不再可能依赖来为自己养老了。从这点看，我们的德国从 1995 年开始，政府、监督机构加紧推动这个领域的发展。我们早上也看到了，中国 65 岁以上的高龄的时间很快就到来了，这个问题很大。

我就先说到这，谢谢！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

谭晓：发挥养老金长期投资属性的三点建议

建信养老管理有限公司谭晓

大家中午好，因冯总临时有公务，于是委托我代表分享。

我们要发挥养老金长期投资的属性，平缓短期的波动，维护长期收益的稳定性。我有三个观点跟大家分享。一是要加强资产配置长期性的研究和动态的调整。听上去可能有点矛盾，但实际上刚才有几位专家都谈到了，就是要坚持至少5年以上长期投资策略的情况下，更精细经济环境和监管政策的调整，同时对投资策略的资产配置进行相应的调整，这是个很好的把握。

第二个就是要强调追求回馈的收益问题。养老金管理机构管理的都是养命钱，一定要维护委托人的利益，这是机构的生命线。对于我们这些养老金公司来说，我们还是要发挥专业上的优势，同时，通过加强内部的管控建立、完善人力资源的政策、薪酬激励方面的机制，保证投资决策、投资管理、团队的行为以及公司委托人的利益保持一致。刚才也有专家提到了，2008年的时候，我们还在保监会的时候，我们的投资收益方面还是有比较好的成果的。

第三点，我们要注重发挥资产规模的优势，大力发展养老金计划和产品。对一些规模比较小的可以合并它，目的也是规范资产规划，提升市场活力，支撑长期收益率。我们觉得对于养老金机构来说，追求长期价值和责任投资，都应成为大家的共识，形成投资的理念以及投资文化方面还需要一段时间。

我也相信，我们公司作为国务院的试点也还在不断的探索，特别是向国内外的同行学习借鉴先进的经验。比如今天就是个特别好的学习机会，提升公司的投资管理能力。我就说这些，时间也比较紧。谢谢！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

四、闭幕词

中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用发言实录

我们从早上 9 点到现在，4 个多小时过去了，对我们大家有几点启示。第一点，养老金投资非常重要，我们不仅要看到有制度建设，更要积攒养老金。如果不好好投资，对于我们来说，风险就更大了，无法应对老龄化的挑战，无法保障可持续性。第二点，投资是很复杂的，有对于不同年龄、不同的组合的投资。从国内外的经验来看，其实养老金的投资不是简单的问题，不仅要投资于各种各样的产品，甚至还要投资于实业，这种投资性非常复杂。第三点，宏观的政策体系对于中国的养老金体系来说是很重要的，我们不但要构建如何搞好养老金投资的制度设计，我们还应把现有的金融机构，包括我们的基金、保险、银行，这些能够真正从事养老金投资的机构整合好、组合好。这样大家一起来做才可以把事情做好。并且，宏观上要有监管，这种监管要成体系，才可以避免风险。第四，我觉得给我们的启示是，其实真正的投资有没有效益，在微观上。而中国的微观的机构其实还有很多事要做。从国际经验来看，我们如何搞好国内外的管理，如何搞好产品设计，我想对于微观的金融机构来说也是非常重要的。

总之一句话，养老金投资是长期的问题、复杂的问题。我们中国养老金融 50 人论坛将长期关注这个问题，今天是第一次，但不是最后一次。我们将长期关注这个问题，长期关注国际经验，看国际上的经验对我们有何启示。所以，这次国际峰会，我觉得我们首先要感谢各位嘉宾的真知灼见，感谢各位与会代表，可以坚持到现在，可以听各位专家的精彩演讲。我们感谢会议承办方大成基金，

感谢人民网对我们的直播，感谢会务组的成员们为我们提供了周到的服务，使我们的论坛可以顺利、圆满的举办。

所以，我现在宣布，我们这次“后金融危机养老金融投资、中国养老金 50 人论坛—2017 国际峰会”到此闭幕！谢谢大家，祝大家返程愉快！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经发言者审阅。

CAFF50



中国养老金融 50 人论坛公众号

CAFF50 QR Code



中国养老金融 50 人论坛微信号

CAFF50 Wechat QR Code

地址：北京市西城区广成街 4 号金宸国际公寓 3 号楼 5 单元 4 层

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

No.4 Guangcheng Street, Xicheng District, Beijing

官网/Website : www.caff50.net

邮箱/Email : info@caff50.net