

养老金融评论

2019年第9期（总第46期）

- 胡继晔：新时代呼唤养老金融理论创新
- 武建力：养老金投资运营实践
- 苏 罡：发挥养老金长期资金优势，推动价值投资实践
- 寇建轶、张宏彦：中国养老年金风险管理借鉴与思考
- 郑秉文：主权养老基金的比较分析与发展趋势——中国建立外汇
型主权养老基金的窗口期

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net

中国养老金融 50 人论坛简介

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

论坛学术顾问：

潘功胜 胡晓义 王忠民 杨子强

论坛秘书长：

董克用

常务副秘书长：

张 栋

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 施文凯 林佳钰 邹林娟 周 宁

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】

胡继晔：新时代呼唤养老金融理论创新.....	4
武建力：养老金投资运营实践.....	21
苏 罡：发挥养老金长期资金优势 推动价值投资实践.....	30
寇建轶、张宏彦：中国养老年金风险管理借鉴与思考.....	38
郑秉文：主权养老基金的比较分析与发展趋势——中国建立外汇型主权养老基金的窗口期.....	47

【养老金融观点集萃】

张岚、高骛远、李志淦：资管新规下商业银行养老理财产品的突围之道.....	75
代林玲、王斯聪：养老目标证券投资基金评价.....	97

【CAFF50 大事记】

2019年8月 CAFF50 动态	128
-------------------------	-----

导读：金融工具是积极应对人口老龄化挑战的重要手段，养老金与金融具有天然的相关性，“养老金融”作为一个交叉研究方向正在我国悄然兴起。我国养老金资产规模庞大，投资周期长，并且资金来源稳定，有助于实现资本市场的长期稳定发展。但同时，养老金资产也承担着社会保障的重要功能，资金的安全性是养老金管理首要考虑的因素。近年来，参与养老金市场化运作的管理机构规模不断扩大，在资本市场中发挥着积极的作用，如何开展养老金投资、如何实现资金保值增值是社会各界长期关注的话题。已有许多专家学者就养老金的运营现状以及投资理念的选择进行了深入的研究和探讨。

本期《养老金融评论》重点关注如下内容：论坛核心成员、中国政法大学胡继晔教授解读新时代养老金融理论的创新路径；论坛核心成员、全国社保基金理事会养老金管理部主任武建力对养老金投资运营实践的经验总结；论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司董事长苏罡介绍我国养老金管理现状及几点建议；中国人民养老保险有限责任公司风险管理部高级经济师寇建轶等对我国养老金风险管理模式的探讨；论坛核心成员、中国社会科学院世界社保研究中心主任郑秉文教授针对主权养老基金的比较分析与发展趋势研判，以飨读者。

胡继晔：新时代呼唤养老金融理论创新



胡继晔：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国政法大学教授

据国家统计局 2019 年 3 月发布的数据，截至 2018 年末，我国 60 岁以上人口已经多于 16 岁以下人口，老龄化态势加剧，65 岁以上老年人口的比重达 11.9%，远超 7% 的老龄化门槛。根据联合国老龄化社会认定标准，我国已经步入深度老龄社会，并且老龄化速度远远超过其他国家。应对老龄化给经济、社会所带来的挑战是一个艰巨的系统工程。

一、文献综述及问题的提出

在应对社会老龄化的理论研究中，养老金融作为新兴交叉学科受

本文摘自《新疆社会科学》2019 年第 3 期。

到学界的关注。有学者提出养老金融的概念主要限于养老金的保值增值问题，对养老金融理论最初的界定也是在个人账户养老金、企业年金、职业年金以及基本养老保险基金的保值增值问题上，强调养老金与金融市场的结合；也有学者提出“老龄金融”的概念，认为老龄金融指年轻人口（60岁以下人口）在自己年轻时所做的各种资产准备，在进入老年以后将资产置换为可供享用的产品或服务的金融运作机制。姚余栋、王庚宇则认为养老金融是以养老为目的的金融活动的总和。随着学界对养老金融认识的深化，养老金融研究从养老金领域拓展到养老产业和养老服务业，可分为养老金金融、养老产业金融和养老服务金融。具体来讲，养老金金融主要服务于养老金资产管理，养老产业金融研究金融如何支持养老产业发展，养老服务金融则研究金融机构参与设计与养老相关的金融产品或服务。

在国外，由于步入老龄化社会较早且社会保障制度较为完善，在金融服务于养老方面的研究也较多，多侧重于养老金的保值增值问题以及养老金对资本市场的影响。关于金融服务养老产业发展方面，相关研究并未有完整的理论体系，但国外在这一领域已有多年实践经验。在国内，近些年“养老金融”虽然已成为研究热点，但目前还没有学者对养老金融学的理论基础进行系统研究，深度揭示金融与应对社会老龄化之间的内在关联。

全球最大的保险公司之一的安联对全球前50大经济体的养老金体系可持续状况做了统计，于2016年公布了全球54个经济体的“养老金可持续指数”（PSI），数据显示中国的养老金可持续指数排名第

53 位，排名倒数第二，可以发现我国过于倚重由财政提供支持的支柱基本养老保险的可持续性面临巨大考验。

为应对社会老龄化的挑战，作为现代经济核心的金融被实务界看好。在政府层面，中央各部门陆续出台了一系列政策以支持金融服务于养老，2016 年 3 月，中国人民银行联合民政部、银监会、证监会、保监会五部委发布《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》，提出金融服务养老的国家战略；2018 年 4 月，财政部、国税总局、人保部、银保监会和证监会五部委联合发布《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，自 2018 年 5 月 1 日起个人税收递延型养老保险开始试点；2018 年 3 月，证监会发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》，首批养老目标基金于 5 个月后面世。

可以看出，学界已经关注养老金融问题，政府在金融服务养老政策制定方面步入了快车道，但在金融如何有助于养老问题的解决等方面缺乏系统研究；而从收入再分配的视角对养老金融的理论研究就更少。本文希望就此问题进行探究，以弥补学界在此领域研究的不足。

二、收入再分配涉及社会养老保险的微观和宏观基础

在建立了社会保障制度的国家中，为达致社会的公平、正义，在基本养老保险中都存在一定程度的收入再分配效应，如美国基本养老保险实行工薪税制度、英国国家养老金采用现收现付制筹资模式、德国法定养老保险是由政府主导的强制性法定保险制度，我国基本养老保险的社会统筹同样体现了收入再分配思想。

（一）社会保障制度的收入再分配效应

一般而言，收入再分配是解决由于经济、政治和社会等因素所导致的收入差距扩大问题。因为个人财富积累的差异，为保障大多数老年人在退出社会生产之后能够维持基本相同的生活水平，社会养老保障制度自然承载着收入再分配的使命与功能。从世界范围来看，社会养老保障制度在降低基尼系数方面确实发挥了巨大作用。但就我国的社会保障制度而言，其在发挥收入再分配作用方面还存在较大争议。有学者认为我国社会保障制度有着“逆向调节”的作用，并没有缩小收入差距，而是存在着大量的累退效应；也有学者认为我国目前的社会保障制度虽然存在扩大收入差距的制度安排，但总体上是能够缩小收入差距的。李培、刘苓玲指出，我国“统账结合”的基本养老保险制度具有明显的收入分配和再分配效应。

社会保障制度收入再分配功能发挥的特殊性在于其主要实现的不是阶层间的收入再分配，而主要是代际间的收入再分配。从宏观上看，公共养老金系统还起到了在不同地域之间的收入再分配功能，在我国引入中央调剂金制度之后，这种特征更加明显。具体而言，公共养老金体系的收入再分配功能所产生的影响很难通过测算征收工薪税和支付养老金所形成的现金流规模来判断。如果仅仅把公共养老金体系看作是对个人生命周期储蓄的一种替代，那么，大量的现金流反而无法对居民消费支出流的分布产生显著影响。显著的收入再分配现象会随着养老福利或者人口结构变化而加强。

（二）收入再分配在社会养老保障制度中的微观基础

养老最本质的问题是实现两种资源的再分配：在个人层面，是个

人将年轻时的储蓄转移至年老时享用；在社会层面，则是将年轻人的产出分配给老年人享用，实现代际间的收入再分配。这也构成了养老问题的微观和宏观基础。

收入再分配对个人来说，养老是实现个人人力资本在不同生命阶段的合理配置。居民通过合理规划个人收入和消费来达成此目的，即实现个人人力资本在生命周期内的平滑配置，熨平个人人力资本在不同年龄段的高峰与低谷，从而使个人在年轻时过剩的人力资本可以转移至年老时使用，弥补年老时人力资本的不足。Merton 认为人力资本的无法交易特性带来了个人人力资源配置的低效，个人在成年期拥有太多的人力资本而老年期却所剩无几，这也是市场失效的一种典型实例。社会保障体系的存在使得成年期一代的人力资本可以转移到老年期一代，以此增强社会风险分散能力、增加整体社会福利。对个人来说，人力资本再配置的过程是通过资本收入对工资收入的逐渐替代实现的，即一边是工资收入的减少，一边是资本收入的逐渐递增，这也是个人在进行养老财富规划时的基础。

从社会整体来看，老年群体由财富的积累所带来的财产性收入是不能覆盖其日常支出的，即从总体水平看，其无法实现当前收入支出的平衡，即老年群体所拥有的财富资本回报率是受到限制的。现收现付制公共养老金系统通过征收前者工薪税的方式支付后者的养老金，也就是成年期一代赡养老年期一代。Samuelson 构建了两期世代交替模型，即成年期一代对老年期一代的赡养。该模型可得出这个结论，即居民第二期（老年期）所能够获得的相对第一期（成年期）所纳税

费的回报率等于实际利率，这里的实际利率被定义为人口增长速率，也称作“生物回报率”。因此，从理论上说，在人口增长率持续放缓、老龄化不断加剧的社会中，老年群体的财富回报率不断降低，这也是老年群体在维持生活水平不变的情况下，当期财产收入与支出不能保持平衡的原因，同时也是维持宏观经济平衡的基础。倘若在社会生产率保持不变的情况下，或社会生产率的提高不能抵消人口老龄化所带来的负面影响，就意味着老年群体所享受的整体社会福利水平在降低。

（三）收入再分配在社会养老保障制度中的宏观基础

从宏观层面来说，养老问题主要是实现代际之间的资源再分配，是养老问题社会化的现实表现；而个人收入再分配则是养老制度设计的合理性基础，是符合个人人力资本分配特征的养老制度。从本质上来说，这是一种完成社会财富再分配的财务设计。从实际来看，养老产品和服务的享受者，即老年群体已经退出财富生产，其所享受的现实养老产品和服务须由成年劳动群体提供，也要受到成年劳动群体所提供的产品和服务的约束，这是由社会生产财富的再分配过程实现的。老年群体在养老资金的财务准备上可能体现为多期的养老金投入，但体现在实物财富上，则是分配当期生产的实物财富的一部分给当期的老年群体来消费。

从全社会的角度来看，养老问题是实现社会生产的产品和服务在代际之间的合理、有序转移。由于经济增长由资本、人口和全要素生产率驱动，劳动人口的增长放缓、甚至出现负增长，将拖累经济增长，对社会总产出的增长产生负面影响。但随着科学技术的快速发展以及

劳动力人口素质的提升，将会极大地缓解、甚至解决由于人口老龄化所带来的社会产出不足的问题。倘若此假设成立，养老问题就变成了如何解决社会生产过剩与老年贫困之间的矛盾。

对个人来说，个人财富是可以通过一定的方式实现积累的，但对全社会来说，绝大多数社会财富处在产出和消费的循环进程中，亦即老年人个人财富的实现需要成年的劳动人口来完成。因此，从宏观角度而言，年轻人承担着抚养老年人的责任，这也是人口抚养比的真正意义所在。在这样的情况下，年轻人的利益与老年人的利益天然存在着分歧和冲突，这就需要一定的机制来缓和其中存在的矛盾，以一种合理有序的方式实现社会资源在年轻人和老年人之间的转移。就现实而言，在社会宏观层面，社会财富在不同群体之间的合理有序分配将会是更加关键和重要的问题。^①因为从历史上来看，社会冲突和矛盾的积累往往不是社会生产不足造成的，而是社会产出的分配结构不公所引发的。这就意味着研究合适的财富再分配的制度结构来保障普通居民养老安全将会非常重要。

三、金融体系的创富效应与财富分配效应

从上述社会养老的微观和宏观基础来看，纵向、微观个人的全生命周期养老准备主要通过个人账户养老金、职业年金、自愿养老储蓄等来解决；横向、社会层面的养老问题需要现收现付制度。所有这些问题的解决都离不开金融体系这个效率最高的工具。

（一）经济增长与金融的创富效应

^① 科学技术的进步意味着资本密集型和知识密集型的产业将会得到更为充分的发展，这也意味着在人口老龄化的背景下社会分配不公的问题可能会更加明显。

金融是人们在不确定环境下进行资源的时间和空间配置、提供资金的余缺调剂与融通。金融系统是以市场及其他用于订立金融合约、交换资产和风险机构的集合，包括市场、中介、服务公司和其他用于实现企业、家庭及政府的金融决策机构。金融工具是对发行者权益的要求权。金融的核心职能包括：在不同时期、地区和行业之间提供经济资源的转移途径；提供管理风险的方法；提供清算和结算支付途径以完成交易；为储备资源和在不同的企业中分割所有权提供有关机制；提供价格信息帮助协调不同经济部门的决策；当交易的一方拥有另一方没有的信息或一方为另一方的代理人时，提供激励的方法。

金融的这种能够配置资源的特性与养老需要实现个人资源的跨期配置以及社会资源的跨代际配置具有逻辑上的一致性，这也是金融可以实现服务于养老问题的逻辑基础。但是金融作为社会资源配置的工具并不是中性的，能够显著影响社会资源流动方向的特点决定了其可以优化资源配置、助推经济增长，进而创造财富；在其影响资源流动过程中，也能够对财富分配产生影响。从这种角度来说，金融不仅仅是一种工具、一种经济发展的要素，也是社会经济资源的一种独立形态、是一种社会资源；即金融工具具有创富效应和财富分配效应，这也是其能够服务于养老问题的原因。

应对老龄化保持和助推经济增长是最本质和最重要的方法。因为经济增长能够带来社会总产出的扩大，这是社会不同群体能够享受社会福利的基础和前提。但是，由于劳动力的数量增长和素质提高是经济增长最基本的驱动力，随着人口老龄化导致的成年劳动力人口比率

下滑，其对经济增长所形成的挑战就变得越来越严峻，这也是人口老龄化对一个社会构成巨大压力的根本原因。在当今中国，人口老龄化已经对家庭储蓄、人力资本投资和经济增长产生负面影响，对潜在经济增长也会产生影响，人口出生率增加对经济增长的负面效应越来越小，而新增劳动力对中国经济增长的积极影响越发明显。尽管国家已经初步放开生育政策，但远水解不了近渴，许多学者都主张通过加快人力资本积累应对人口老龄化对经济增长所带来的挑战。

学者的研究表明金融发展与经济增长之间具有显著的正向关系，这就构成了金融能够服务养老的一个重要原因。金融能够促进经济发展，而养老金投资金融市场能够促进金融市场的发展与深化，这也是养老金需要与金融市场相结合的重要原因，并且有研究表明养老金投资资本市场确实可以促进资本市场的发展，进而促进经济增长。形成此种结果的原因也在于养老金投资金融市场能够优化金融市场的结构，其带来的长期资金能够提高金融市场的稳定性，由于养老金的参与者是千千万万的普通人，其投资于资本市场间接地提高了金融的普及性，在一定程度上完善了金融功能、提高了金融效率；同时，研究也表明金融效率更高、金融稳定性更好、金融普及性更好，即金融功能更完善的经济体，金融在促进经济增长方面的作用会更显著。

（二）金融的财富分配效应

金融资源在宏观层面表现为能够促进经济增长，而在中观层面则表现为由不同地区之间金融资源的不均匀分布而导致收入差距的扩大，以及微观层面家庭财富积累的差异，这是金融财富分配效应的表

征。研究表明，在我国，金融发展对城乡居民收入的影响表现为倒U型，即金融机构的发展首先会扩大城乡居民间的收入差距；但当金融机构发展到一定程度之后，又可以缩小城乡居民间的收入差距。目前，我国金融发展显著加大了收入不平等，需要提高金融的普惠性，造成这种现象的原因很大程度上在于金融发展的“门槛效应”，不同群体获取金融资源的能力是不同的；当地区金融和经济发展水平跨越相应的门槛值时，金融发展拉大收入不平等的效应更强。

从微观层面来说，金融资源在个体以及家庭方面的不均衡分布还表现为金融素养和金融知识的差距。这种金融资源在个体间以及社会阶层间的不均匀分布造就了收入分配差距的扩大。吴雨等通过实证研究发现金融知识储备会促进家庭财富的增长和积累，并对农村地区、高年龄群体和低教育水平家庭财富积累的边际影响更大。金融知识的创富效应会随着财富的增多而减少，也有学者认为金融素养对财富规模大的家庭影响更大，在金融素养能够促进家庭财富增长方面学界基本达成共识。从根本上说，金融资源或金融素养能够对经济增长以及财富积累产生正面影响，也从侧面说明了金融在财富分配方面所具有的作用。金融不但能够优化社会资源的配置、提高社会总产出，也能够改变财富流动的方向，使其具有显著的财富再分配效应；即金融要实现应对老龄化挑战的总体目标，就必须利用金融所具有的创富效应和财富分配效应。

在此基础上，个人养老金交由金融机构投资运营，使普通居民能够借助专业投资机构为养老进行资产配置，会使金融知识在不同群体

间由于分布不均而带来的收入差距扩大的问题得到缓解。由于养老金覆盖群体的广泛性，其与金融企业相结合必将天生带有普惠金融的基因。因此，以金融作为熨平社会财富分配的工具，服务于养老问题的解决便成为其中应有之义。

（三）作为分配要素的再分配效应

已经退出财富生产的老年群体与成年劳动人群相比，有更多的存量财富供其使用。具有较多存量财富的老年群体能够成为社会生产过程中资本的供给方，从而获得社会生产产出，这也是养老金能够获得投资收益进行保值增值的原因。作为资本的资金其供给方式和存在形态有多种，这种供给方式和存在形态又是通过使用不同的金融工具来实现的，也使其具有不同的投资回报率。如我国基本养老保险基金结余大多放在财政专户中，收益率极低，而投资范围较广的全国社保基金理事会收益状况良好。截至 2018 年底，全国社会保障基金累计投资收益额达 9598.55 亿元，年均投资收益率为 7.82%，超过同期通货膨胀率 5.53 个百分点，累计投资收益额大于累计财政净拨入额。

可以发现，养老资金通过充分利用金融体系来提高其资金使用效率并提高自身回报率。通过养老金投资于资本市场，借助金融机构的专业投资能力也将使个人能够充分享受社会经济发展所带来的红利，即促进养老金的保值增值，使得社会经济发展、社会产出增长所带来的社会产出在不同群体间的公平分配成为可能。养老金与金融企业的结合意味着普通居民将会有可观的资本收入为养老进行储备，这种资本收入也是社会财富分配的一种表现形式。

四、基于收入再分配视角的养老金融服务体系

收入再分配的核心是利用财政、税收手段调节收入分配，公共养老金体系需要财政兜底，财政手段可以实现对基本养老保险进行补贴；政府对职业年金和个人养老金进行税收优惠，这都是典型的社会收入再分配的方式。而金融手段则表现为借助金融工具实现存量养老金的保值增值，以较高的养老金收益率来实现社会财富的再分配，补足社会养老保障体系存在的养老金缺口。社会养老问题要在合理、有序的前提下，解决社会总产出过剩与可能的老年贫困之间的矛盾。在应对老龄化的挑战中，财税手段与金融工具的协调配合将成为未来研究金融服务养老的主基调和发展趋势，也意味着在未来发展养老金融服务体系的过程中，市场与政府的关系将是难以回避的研究主题。

目前的养老金融研究体系包括养老金资产管理、养老产业发展以及养老金融服务（如图1）。因此，在这一研究过程中，需要关注和面对的是财税和金融工具在此三者中的应用以及市场与政府在其中扮演的角色。

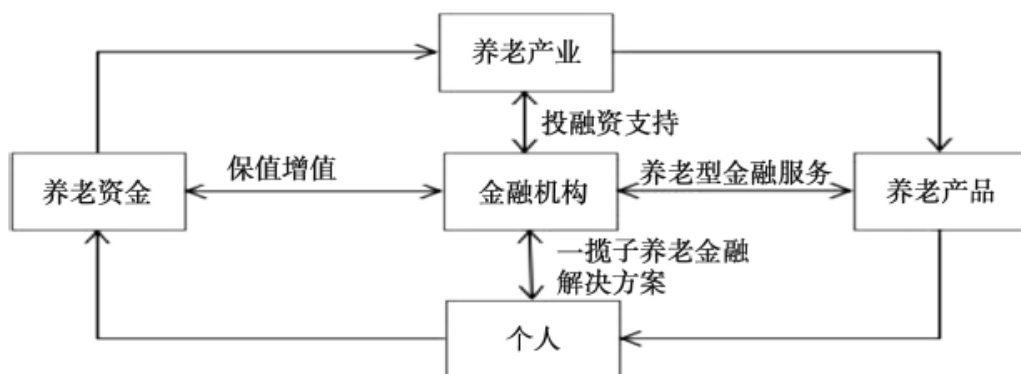


图1 养老金融研究体系

（一）收入再分配视野下的养老金金融

充足的养老金是养老金融服务体系的起源，养老金资金流是将养老产业、养老金融服务三者统一的载体，养老金资产管理是养老金融服务体系中最重要的一部分。养老金来源包括个人及雇主的缴费、财税补贴以及养老金投资收益，从这个角度来说，养老保障责任由国家、雇主和个人共同承担。而养老金缺口的补足则应当由财税和金融协调配合。目前由政府提供补贴的第一支柱——公共养老金是我国养老金体系的主体部分，政府承担着财政兜底责任，体现了财政在解决养老问题中发挥的作用。

此外，金融投资工具的运用是弥补养老金缺口的重要手段，也是养老金融在服务养老金资产管理方面要发挥的作用。其作用具体体现为通过金融体系来实现社会财富的分配，即实现财富在成年人群体和老年人群体之间的再分配。财政手段体现为政府的作用、金融手段则体现为市场的作用，这两个方面都致力于收入的再分配，以实现财富分配合理、有序地发生转移，有助于提高社会养老保障制度覆盖面和保障水平。

（二）收入再分配视野下的养老产业金融

随着人口老龄化而来的是对养老产业和养老服务的刚性需求，养老产业和养老服务业的发展在将来必然是我国经济的一个重要增长点和动力源、是一个巨大的蓝海，必将成为实体经济发展不可或缺的部分。近 40 年的计划生育政策使得我国大部分家庭呈 4—2—1 的家庭结构，传统上家庭所具有的养老功能在大幅减弱，社会化集中养老将是我国未来养老发展的主要趋势。对于金融行业来说，养老产业

和养老服务业将是其投融资的重点，成为其收入和利润的增长点。而对养老产业来说，要实现其快速发展也离不开金融机构投融资的支持。

养老产业和养老服务业相对于其他产业没有显著优势，由于其兼具社会效益和经济效益，同时考虑其经营特点和面向群体的特殊性，金融机构在为其提供金融服务的过程中离不开政府的财税优惠。金融机构若想从养老产业和养老服务业获得超额投资收益，就需要提高相关产品和服务的价格，这将会使养老产业和养老服务业的可得性受到限制，显然不利于扩大养老保障的覆盖面和提高福利保障水平。要促进金融体系全面而充分地支持养老产业发展，必然离不开政府在财税方面的支持，这也是世界的通行做法。以日本为例，1988年5月，日本对社会福利以及医疗事业团体法进行了修改，政府为民间修建的具有看护、医疗功能的福利设施提供低息或免息贷款，并提供相应的税收优惠。因此，在制定促进养老产业发展的配套政策时，需要统筹发挥涉老资金的补贴作用，增强养老企业对商业性资金的吸引力。养老产业金融要实现大发展必然需要政府的扶持，使其具有了收入再分配的功能。

（三）收入再分配视野下的养老服务金融

目前，养老服务的运作更市场化，也是政府干预最少的部分，同时也是收入再分配功能发挥最弱的地方。在养老服务金融中，金融机构是连接老年人群与养老资金、养老产业所提供的养老产品和服务的重要节点，使其成为养老金融服务体系中重要的组成部分。一方面，金融机构需要协助老年人制定养老财富管理规划，为其定制专门的养

老理财计划，同时帮助其防范金融风险，尤其是在防范金融诈骗风险；另一方面，金融机构也是实现养老产业健康发展、为老年群体提供专业化服务的一个重要窗口。对金融机构而言，发展养老型金融服务业务就必须创新金融服务方式、打造一站式的养老金融服务平台。

虽然养老型金融服务是市场化运作最突出的部分，但是对于养老金融服务体系而言，养老型金融服务是对接个人养老金融服务的窗口和起点，其在提供养老型金融服务的过程中为保证养老金融服务体系的可得性，就不能对其服务设置过高门槛，否则养老金融服务的普惠性无法彰显、养老金融收入再分配的功能无法实现。这也意味着政府部门在制定相关的监管政策时不能对其门槛设置过高。

五、结论与政策建议

为促进养老金融服务体系的进一步发展，可从以下三方面着手：

（一）大力发展普惠金融，提高金融体系为个人养老服务的能力和效率

社会保障制度的核心要义在于对普通个人提供基本生活保障，这也是社会保障体系收入再分配功能发挥的初衷。金融资源的不均衡分布是财富积累差异的重要原因。为促进金融为个人养老服务，就需要优质金融资源能够真正惠及普通个人，使个人养老资产的回报率得到明显改善。这就需要大力发展普惠金融，为个人能够享受优质金融资源提供便利。

具体而言，可以加大财政转移支付力度，利用税率调节分配不均，使财富再分配的制度结构更趋合理。金融机构可通过与政府有关部门

商讨确定产品定位、利用政府有关信息数据系统确定服务人群，在推行养老金融产品时设立合理的利润区间，严格控制风险规范操作程序，采取科学的经营理念和推广模式开发创新养老金融产品，提高养老金融产品的收益率，使老年人财富的积累所带来的财产性收入大于支出，实现收支平衡、略有盈余，尽量减少社会生产率的提高未能抵消人口老龄化所带来的负面影响，提高老年人群体的福利水平。

（二）以制定公平的政策为导向，改善养老问题带来的严峻挑战

我国在出台金融服务养老的政策时，侧重以金融政策促进养老发展的指导性文件，引导金融积极向养老产业倾斜，使金融能够真正促进养老产业的发展。但是，在出台具体的政策时，必须要突破部门利益以及其他社会利益群体的阻碍，保证政策的公平性，使制定的政策“不忘初心”，必须要提防因政策设计不当导致对金融体系利用不当而引起的社会财富分配进一步恶化，使养老问题带来更大的挑战。在保证政策的公平性的同时，也要保证政策的“可及性”，提高政策落实的有效性。如出台畅通融资渠道等相关条例，解决直接融资困难、间接融资渠道不畅、金融服务不到位、政策保障措施不到位等问题。

（三）创新金融服务工具，提高金融服务养老问题的灵活性

促进养老金在我国金融体系中发挥作用需要提出养老金可持续性的解决方案，可以通过研究养老金投资证券、股票、债券、不动产、集合投资工具、金融衍生工具以及另类投资金融产品等来实现。同时，也可以结合养老服务的特点，设计具有特色的养老产品。以个人人力资本的平滑分配为例，可以利用时间银行的概念，将人力资本再配置，

将个人资本在年轻时存储，通过合理规划个人收入和消费来达成此目的，即实现个人人力资本在生命周期内的平滑配置，熨平个人人力资本在不同年龄段高峰与低谷之间的配置，使个人在年轻时过剩的人力资本可以转移至年老时使用，弥补年老时人力资本的不足。

武建力：养老金投资运营实践



武建力：中国养老金融 50 人论坛核心成员、全国社保基金理事会养老金管理部主任

尊敬的各位来宾，大家上午好，首先感谢中国证券投资基金业协会的邀请，让我有机会就养老金的投资运营实践做一些经验分享。我今天介绍的内容主要有两个部分：一是养老金投资运营的基本情况，二是养老金投资运营的实践经验。

一、养老金投资运营的基本情况

中国养老金体系从上世纪 90 年代开始改革，到目前基本形成了由政府、企业和个人三方共同参与的多层次养老保障体系，就是大家所说的“三支柱”体系。除了这三支柱以外，还有一个支柱就是全国

本文系武建力于 2018 年 11 月 16 日在第二届“养老金与投资”论坛上的讲话。

社会保障基金，它是一个养老战略储备基金。



目前，三类养老金已经开始进行市场化投资运作。从时间先后来看，最早是全国社保基金，从2001年开始到2017年，平均年化收益率8.44%；其次是企业年金，从2007年开始到2017年，平均年化收益率7.83%；第三是基本养老金基金，2016年正式开始运营，2017年收益率是5.23%。

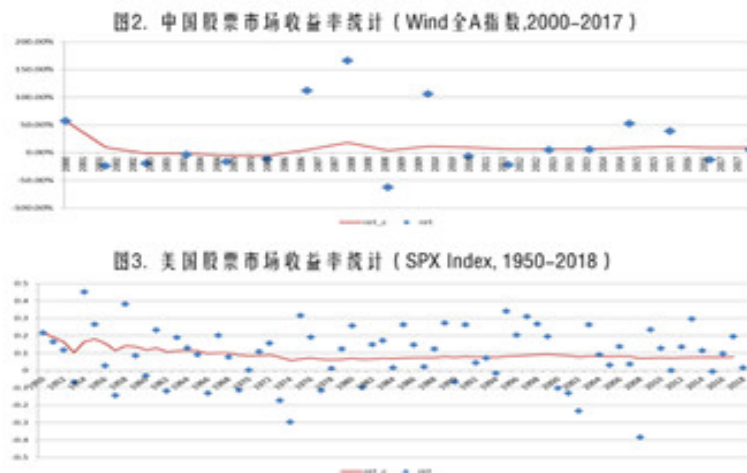
现在全国社会保障基金理事会管理的有两部分基金，一个是全国社会保障基金，一个是受托管理的基本养老保险基金。它们有四方面的区别：第一，资金性质和来源不同，一个来源于财政和国有资产划拨，一个来源于企业和个人的缴费；第二，投资期限不同，一个是长期投资，一个是五年期的合同投资；第三，投资政策不同，一个是全球投资，一个只能投资国内；第四，收益要求不同，基本养老基金有收益保底的要求。所以基本养老基金关注度更高，期限更短，投资范围更窄，风险承受能力更低。长期来看，受托基本养老基金的投资收益波动性小一些，长期收益率也会低一些。

二、养老金投资运营的实践经验

（一）坚持长期投资理念

首先，我们为什么要进行长期投资呢？总结下来，大概有三个均值回归：第一，市场估值的均值回归，不管是中国市场还是美国市场，都有高估和低估的时候，我们只有坚持长期的投资理念，才能穿越牛熊，获取市场的合理回报。

长期投资：中美两国股票市场收益率



第二，股票收益的均值回归。大家可以看这个图，如果我们是短期投资者，每年从股票市场获得的投资收益率是随机的，或者不确定性的。但是如果我们把投资期限拉长的话，可以看到资金年化收益率会逐渐向一个均值来靠近，美国股票的收益率，从1950年至今这么长的时间，最后落在8%左右的收益率。国内从2000年开始，虽然时间短，但是能达到9%左右的收益率。

第三，市场波动性的均值回归。我们经常把市场波动性作为一个风险来看，如果我们将时间拉长的话，我们承担的市场的风险其实也是相对固定的。如果我们坚持长期投资，通过一些资产配置的方法，获得长期收益是一个比较确定的事情。此外，均值回归也是我们后面

做资产配置、风险管理的一些理论基础。

如何开展长期投资？



关于如何开展长期投资，我们总结了五点。第一，与资金所有者共同确定长期资金属性。这是非常重要的，它是我们后面做资产配置、风险管理和绩效评估的前提条件，所以我们需要对委托人或者投资人做好投资者教育工作。第二，着眼于长期开展资产配置和风险管理。我们做资产配置的时候，关注的收益率是长期的预期收益，关注的风险也是长期的风险，所以不会做短期的市场预测。第三，利用长期资金优势获取非流动性溢价。因为资金是长期的，所以可以很好地管理负债，并通过资产对负债进行匹配，这样就可以投资更多的长期债券和长期存款，还可以投资比较长期的基础设施，锁定期较长的非上市公司和 PE 基金，以获取相对高的收益率。第四，与专业的投资管理机构长期合作。我们认为跟投资管理人合作，是一个长时间的相互熟悉和相互信任的过程，而不是简单的甲方乙方关系，所以从 2002 年开始选管理人到目前为止，我们没有取消一家管理机构的资格。通过

双方的磨合，逐渐找到最合适的合作方式。第五，基于长期开展绩效评估和考核。我们在过去的绩效评估中，不管是对内部还是对管理人都都是以三年或五年业绩作为考核重点；同时绩效考核针对的是相对收益、超额收益，对短期的绝对收益没有明确要求。以上是我们做长期投资的一些经验。

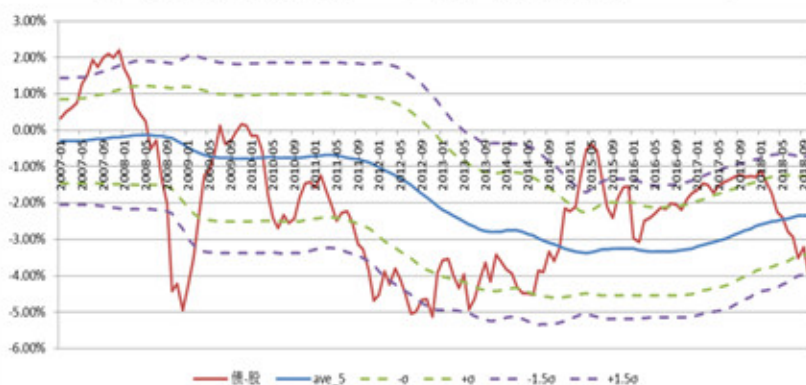
（二）坚持价值投资理念

价值投资理念是以长期投资为前提的，以均值回归为基本原理，做胜算比较高的投资。下图是我们对历史的回溯，都是客观数据，可以看到中间的这一条蓝线是过去五年的市场均值，这个均值是指数市盈率用五年期国债收益率进行调整以后的情况。虚线是均值的1个标准差和1.5个标准差。可以看出，如果我们抓到了2007、2008、2012、2015年的机会的话，会得到很不错的收益。从概率上来看，在低于1个标准差的时候买入股票，然后持有三年，那么三年以后赚钱的概率是91%，累积收益率的平均值大概为83%。如果在高于1个标准差的时候买入股票，同样持有三年，获得正收益的概念只有6%，三年的累积收益率平均下来是-22%。在1.5个标准差以外投资的话，这个规律会更明显。可以看到目前的市场在1.5个标准差左右，虽然这个是对历史的回溯，将来可能会有变化，很多人也说历史规律总是要被人来打破的，但是我们觉得是有一些客观的市场规律在里面，就是均值回归。所以我们通过这个方法去做一些大的市场时点的判断，胜算还是比较高一些。

坚持价值投资理念



图6. 中国A股市场估值分析 (Wind全A指数&中国5年期国债, 2007-2018)



(三) 坚持责任投资理念

责任投资，前提是长期投资理念和价值投资理念，责任投资要赚钱，而不能亏钱做责任投资。责任投资，我们总结了三点：第一，我们做了一些促进实体经济发展和改革的投资，例如我们参与了一些国有银行、国有资产管理公司的改制上市，通过信托贷款投资于基础设施和保障房的建设，以及通过一些产业基金投资于新兴产业，促进宏观经济发展的同时也改善了民生。第二，养老金作为一个长期投资者，有成熟的理念和方法，在市场高估的时候减持股票，在低估的时候增持股票，达到反向投资的效果，一定程度上维护了市场稳定。第三，引导相关机构健康规范发展，通过遴选管理人和评价管理人，促进公司治理完善和制度规范。我们通过日常的合作和沟通，把我们的一些长期投资、价值投资、责任投资的理念传递给外部机构，使市场上有更多的长期投资者出现。

坚持责任投资之二：引导相关金融机构健康规范发展



引导相关业务规范运作

- ✓ 基金公司
- ✓ 证券公司
- ✓ 商业银行
- ✓ 保险公司



促进科学投资理念互通

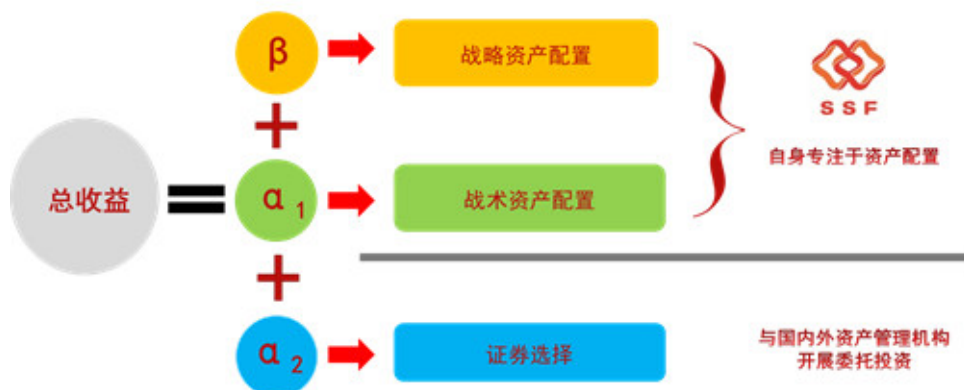
- ✓ 长期投资
- ✓ 价值投资
- ✓ 责任投资

（四）坚持双层专业化分工合作

我们把收益来源进行分解，主要是贝塔和两个阿尔法收益。贝塔收益是非常重要的工作，通过战略资产配置获得。它主要通过对资金属性的分析和对投资目标和风险的分析，对各类资产长期风险收益特征的分析，确定一个各类资产中长期的目标比例。战略资产配置确定以后，养老金未来获得的收益率也会相应确定一些，后面的两个超额收益都是锦上添花的工作。

第一个超额收益，通过战术资产配置来实现，总结下来有三点。第一，围绕战略资产配置进行一些配置比例的偏离，比如高配股票或者低配股票。第二，在股票资产内部、固定收益资产内部进行风格上的偏离。第三，通过遴选管理人在管理人之间的偏离，把更多的资金交给更好的管理人管理。

双层专业化分工合作：收益来源的分解



第二个超额收益，主要是由外部管理人提供。我们在境内和境外的两个市场进行投资的时候，可以看到很明显的现象，境外的管理人提供阿尔法是比较难的，因为境外市场相对有效一些。但是我们境内管理人提供的超额收益率比较高，归因分析发现管理人提供阿尔法的主要来源是证券选择，时机选择的因素从长期来看并不明显。

形成双层专业工作分工有四方面的原因：第一，合规的要求，2002年全国社保基金投资管理暂行办法发布，社保基金二级市场的投资要委托管理人开展，理事会把更多的精力专注于资产配置上面。第二，历史成因，2001年社保基金刚开始投资时，市场上真正做资产配置的机构少之又少，所以我们跟很多国外类似的机构进行学习交流，逐渐形成了现在的战略资产配置、战术资产配置和再平衡的一套体系。经过17年的运行，这套体系不管是基本方法还是一些运行细节，都是相对成熟的。第三，资金属性，社保基金理事会对社保基金的负债最了解，包括它的期限、收支情况，所以我们自己做资产配置更符合社保基金的实际情况。第四，资产类别，全国社会保障基金在一级和二级市场、境内和境外市场都有投资。我们在做整个资产配置时，对

各类资产的特性都有长期的跟踪和长期的把握。同时在每一类资产上，选择市场上最专业的管理人来管理，大家双层分工合作，形成比较好的架构。

双层专业分工合作：成因



（五）坚持多元化的投资

社保基金的投资范围在不断地拓宽，也通过产品链和不同的管理人，达到多元化和分散化的效果。在做资产配置的时候，每增加一类资产，有效边界都会向左上方移动，这样承担相同的风险可以获得更高的收益。反过来，多一条限制，有效边界会向右下方移动，这样承担相同风险获得的收益更低。因此我们希望，在市场机构越来越成熟的时候，监管部门和政策制定者对养老金的投资限制越少越好。

最后我想说，做好各类养老金的投资运营，一方面可以增加养老金的积累，缓解支付的压力；另一方面也可以相应减少政府、企业和个人当期负担；更重要的是还可以增加退休人员的待遇，提高他们的生活水平。所以我希望大家一起努力把这件利国利民的大事、好事做好。谢谢大家！

苏罡：发挥养老金长期资金优势 推动价值投资实践



苏罡：中国养老金融50人论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司董事长

随着制度改革不断推进，中国的养老金体系不断完善，参与养老金市场化运作的管理机构将在资本市场中发挥积极作用。但在养老金市场化、专业化投资不断深入的过程中，也暴露出一些不足，有待完善。本文对养老金投资管理的现状与问题进行了深入分析，并对推动养老价值投资提出了几点建议。

一、养老金在现代经济体中的关键角色

养老金具有规模大、期限长、来源稳定的特征，是优质资本的核心来源，同时也是消费能力的兜底保障和社会公平的基础支撑，在现代经济体中扮演了重要的角色。随着制度改革不断推进，中国的养

本文摘自《清华金融评论》2019年第2期。

养老金体系不断完善，参与养老金市场化运作的管理机构将在资本市场中发挥积极作用。

（一）养老金是优质资本的核心来源

养老金具有规模大、期限长、来源稳定的特征，实现养老金市场化投资运营，不仅能促进资本市场规模和容量的扩大，还有利于增强资本市场的稳健性和有效性。首先，养老金可缓解经济周期中的风险错配问题。通过专业的资产管理机构和金融产品服务，养老金可转化为经济增长所需的直接融资和中长期资本，能够有效缓解当前金融体系中存在的短期资金匹配长期资产所带来的流动性风险问题。从美国的实践经验中可以看出，以养老金为主的长期资金，在金融危机期间的逃仓比例低，具有稳定市场的作用。同样，对于国内资本市场而言，养老金作为基石型资产，在锚定资产价值、优化投资者结构以及倡导长期价值投资方面能够起到积极的作用。

其次，养老金可以提高资本市场的机构化程度。美国养老金“401(K)”计划和个人退休账户（IRA）的资产配置以共同基金、保险等形式为主，资本市场中个人投资者的占比在持续下降，以养老金为代表的机构投资者占比大幅提升。机构投资者能够用更加理性的投资决策实现长期投资和价值投资，能极大地促进资本市场的发展。

（二）养老金是消费能力的兜底保障

美国经济学家弗朗科·莫迪利安尼在提出的生命周期消费理论认为，人们会在更长的时间范围内计划其生活消费开支，以达到整个生命周期内消费的最佳配置。而凯恩斯的有效需求不足理论则认为人们

对未来收入的预期对边际消费倾向的影响甚大。养老金作为人们退休后可以预期的最重要的收入来源。只有人们预期有足够的养老金来支撑未来的消费时，才能免除后顾之忧，使当期储蓄减少、消费增加，从而进一步促进经济的增长。因此，充足的养老金储备不仅能够满足人们退休后的美好生活需要，更可以平滑和改善人们一生的消费。

（三）养老金是社会公平的基础支撑

养老金可体现同代之间的社会公平。随着养老金成为资本市场的重要组成部分，整个资本市场收益权的加总就越能反映公共利益的状态。养老金的积累能够促进良性的资本积累，创造更多为普通老百姓所分享的资本，在一定程度上缓解社会财富分配不公的现状，体现社会公平，实现普惠化。

养老金可促进代际之间的社会公平。多伦多大学罗特曼管理学院金融专家安集思教授在《养老金管理的未来》中指出，养老金是全球唯一负有信托责任开展代际投资的投资者主体，其在制定投资战略时，公平对待当代养老金领取人以及离退休还有三四十年甚至五十年的青年员工的财务需求。因此，引导市场经济逐步转向以养老金为主体的市场经济，将推动资本市场创造更多财富，更可持续，陷入危机的可能性更低，并且促使资本市场朝着更合理、更公平的方向发展。

二、养老金投资管理的现状与问题

（一）养老金投资管理的现状

一是管理规模不断扩大。全国社会保障基金作为国家社会保障储备基金，其资产规模自2000年设立之初的200亿元跃升至2017年底

的 2.2 万亿元，增长超过 100 倍；第一支柱基本养老保险基金委托投资于 2016 年底正式拉开帷幕，截至 2018 年第三季度，基本养老保险基金委托投资合同总金额为 7150 亿元，其中 4166.5 亿元资金已到账并开始投资；第二支柱企业年金自 2004 年开始市场化运营，截至 2018 年第三季度，超过 8.4 万家企业建立了企业年金制度，覆盖 2352.2 万职工，资产规模达 1.42 万亿元。除此之外，各地机关事业单位职业年金正陆续进行受托人与投管人的招标工作，第三支柱个人税延养老保障产品也已在上海、福建省（含厦门）、苏州工业园区等地开展试点，后续有望在全国推广。

二是取得稳健回报。全国社保基金自成立以来（2000 年—2017 年）年均投资收益率达 8.44%；企业年金（2008 年—2017 年）累计收益率达 54.53%，业绩波动率仅为 3.89%；基本养老保险基金自 2016 年底正式开始投资运营，2017 年投资收益率为 5.23%。

（二）养老金投资管理存在的问题

1. 投资范围受到较多限制，权益投资比例相对较低

养老金目前已基本纳入了资本市场多数投资工具，但仍有一些资产未纳入可投资的范围。同时，养老金的投资比例限制严格，投资管理机构不能随股票、货币或不动产市场的变化而更加灵活地调整资产配置比例或新增投资品种。

一是除社保基金外，养老金仅限于境内投资。目前保险资金和社保基金两类长期资金可进行规定比例范围内的境外投资，但基本养老保险基金、企业年金、职业年金暂未放开。国内外成功经验均表明，

合理开展境外投资，有利于规避单一市场风险和系统性风险，有利于通过跨区域资产配置实现收益与风险之间的最优平衡，减小波动率，提高收益水平，最终促使企业年金资产的保值增值。近年来，中国经济增速放缓，市场利率持续下行，资本市场持续动荡，信用风险领域也面临较大不确定性，因此养老金更需要利用境外资源平衡全球资产配置，对冲风险。

二是养老金不能直接投资不动产，股权投资未全面展开。海外养老金在投资品种上投向较多房地产、基础设施等投资周期长、流动性稍差但投资回报持续稳定的资产。海外养老金机构的年报数据显示，其对于基础设施、房地产、不动产和另类资产的投资占比逐年增加。当前，国内保险资金能够直接购置不动产或者投资相关金融产品，并且在股权投资上已经积累多项投资实践经验，而养老金在股权投资上的探索和实践尚显不足。

三是养老金权益投资比例相对较低。目前国内基本养老保险保险基金和企业（职业）年金权益投资的名义上限为 30%，最高的社保基金投资上限为 40%。美国、加拿大、澳大利亚等成熟市场的养老金实际权益投资比例甚至在 40%~50%以上。而在实践中，出于客户需求以及业绩考核等多重考虑，基本养老保险和年金等养老金的权益资产配置远远达不到 30%的上限，通过合理配置权益资产达到长期超额业绩的目标难以实现。

2. 投资行为短期化明显，未能充分发挥养老金的长期资金属性
短期化的考核模式使得行业对于养老金的长期投资目标缺乏引

导，养老金的长期资金提供者地位和资本市场稳定器地位体现不足。以市场化投资管理程度较高的企业年金为例，目前企业年金投管合同期限普遍在三年及以下，实际操作中每年均以当年收益率为主、合同期收益率作为配合，以调整增量资金缴费的分配和存量资产的组合间变动比例。同时频繁更换投管人也必然带来较大的转换成本，例如债券品种往往成交量有限，短期内变现就要降价抛售，又如年金资产的转移也需要较长时间，转移期间无法做相应的投资安排。

3. 法人受托组合规模较小，难以有效发挥规模经济优势

从国内外公募基金的实际运作经验来看，股票型基金和债券型基金的最佳运作规模一般应为 30 亿~50 亿元或 100 亿元以上。从中国香港的经验来看，香港强积金基本与内地养老金市场化运作同期起步，截至 2018 年 2 月基金累计规模达 8435 亿港元，单个成分基金的资产规模接近 18 亿港元，具有显著的规模经济效应和财务持续性优势。但从我国企业年金的管理实践来看，截至 2018 年第三季度，企业年金建立计划数 1599 个，建立组合数 3831 个，实际运作资产金额 14046.8 亿元。石油石化、铁路银行、电力电网等大型央企均采用理事会管理模式，合计管理规模 4716.4 亿元，约占整个企业年金市场规模的 33.6%，单个计划平均规模约为 30.8 亿元。剔除理事会管理部分后，法人受托管理资产合计 9330.4 亿元，单个计划平均规模在 6.8 亿元左右，虽然已具有一定的规模经济性，但其中集合计划的发展比较有限，仅占企业年金总规模的 9.1%，这也从侧面反映出中小企业对企业年金的参与度明显不足。在实际投资管理过程中，监管对

于每一类资产的投资比例均设有一定的上限，因此在整体管理规模不大的情况下，对于每一类资产的配置上限更为有限，无法满足大类资产配置的要求。

三、推动养老金价值投资的相关思考

（一）引导客户正确认识资产配置的作用，树立价值投资理念

养老金管理机构有义务广泛开展投资者教育，帮助委托人树立养老金规划和投资管理意识，使其认识到长期投资是资产配置生效的前提，多资产投资可以降低波动。第二支柱年金方面，监管部门可引导年金计划委托人与管理人签署中长期的委托合同，甚至可以探索将合同周期作为企业年金计划备案的重要要素，将考核机制的长期性与养老金本身的长期投资属性紧密结合，引导长期投资理念的形成与固化。第三支柱个人养老金方面，资管新规下客户短期滚动的投资习惯将面临改变，有利于长期投资理念的形成。今后，应采取各种有效形式或措施，让委托人更加全面、科学地认识养老金投资，以便能客观、理性地看待投资业绩，主动引导客户投资理念向长期投资、价值投资转变。

（二）优化养老金配置结构，形成长期稳健投资回报

从目前来看，养老金的投资范围和投资比例还可以进一步优化，可以以受托人资产配置和投管人大类资产运作为核心，适度拓宽受托人和投管人资产运作的自由度，优化相关投资约束。未来可进一步进行相关探索，首先是推动养老金扩大权益投资、境外投资的相关探索，在确保资金安全的基础上提升获取风险溢价的能力，推动港股通、中

国存托凭证（CDR）等创新产品纳入养老金投资范围，持续与国际优秀的养老金管理机构做好全球化的资产配置经验交流，更好地把握养老金的资产配置趋势。其次是加快梳理养老金投资比例相关政策的不完善之处，如流动性资产与计划组合现金流精算情况挂钩等类别资产的投资比例限制、养老金产品规模化要求和单一品种数量限制等。

（三）持续强化机构专业优势，培养优秀养老金融的人才

养老金管理机构在多年的养老金投资运营过程中，对于养老金的长期资金属性有着深刻理解，积累了年金化产品设计和供给经验，在运营服务、精算技术、长寿风险管理和长期资产负债管理方面具有专业优势。但从长期来看，养老金融领域的专业型和复合型人才储备十分重要，针对养老金融行业对优秀人才吸引不足、人员流失率高、人才培养难度大等问题，建议持续完善公司治理结构和激励机制，加快培育稳定的专业队伍。

（四）积极服务实体经济，持续保持与资本市场的良好互动

养老金作为长期资金，可以通过有效投资，持续促进资本市场的稳健发展，并推动实体经济增长，形成积极良好的互动。首先，养老金的资金属性与基础设施建设、企业股权投资等实体经济发展的融资需求高度匹配，也对该类项目进行了长期的积极探索。养老金在实体经济发展中的长期实践，能够为资本市场提供相关经验。同时，加强养老金与资本市场良好互动，包括推动养老金入市等，能够在一定程度上提升资本市场的稳定性，优化和增强资本市场服务实体经济的能力。

寇建轶、张宏彦：中国养老年金风险管理借鉴与思考



寇建轶：中国人民养老保险有限责任公司风险管理部高级经济师

自十九大报告明确指出“加强社会保障体系建设”以来，中国养老年金建设进程明显提速，在原有的企业年金的基础上，职业年金已经取得了实质性进展。

一、中国养老年金现状

目前，中国的养老金体系除基本养老保险外，主要包括企业年金和职业年金。

企业年金，是指企业及其职工在依法参加基本养老保险的基础上，自主建立的补充养老保险制度。截止 2019 年一季度末，已经建立企业年金计划的企业 8.92 万个，参加职工 2438.64 万人，积累基金

15596.35 亿元，建立计划 1672 个，建立投资组合 4045 个，当季加权平均收益率 3.09%。

职业年金，是指机关事业单位在参加基本养老保险的基础上，为工作人员建立的补充养老保险基金。截止 2019 年上半年，包括中央国家机关内的大部分省、自治区、直辖市开展了职业年金受托人招标工作。有机构预测，目前职业年金基金存量规模近 7000 亿元，以后每年还会有新增缴费近 1500 亿元。

二、养老年金风险管理存在的不足

从监管主体角度看，年金的监管主体主要是人力资源和社会保障部、财政部、银保监会等部门；从年金管理人角度看，银行、证券、基金、保险公司等承担受托人、账管人、投管人、托管人的相关角色，其风险特征和适用的监管标准差异很大。

年金由于承担着作为补充养老保障的重大责任，加之各管理人跨行业的特点，其风险监管的顶层设计存在缺失、对应监管标准不一，围绕年金风险管理的统一的、可比的制度规范亟需建立；年金风险管理综合评价机制不足，缺乏资本约束要求和风险量化标准，各管理人的年金风险管理能力缺乏比较；市场化的监督机制不足，信息披露和公开透明等需要进一步增强。

三、国际养老金风险管理概况与趋势

从国际上看，针对养老金建立专门的风险管理监管体系，不断丰富和完善风险管理技术已经是发达国家的成熟做法。如加拿大养老金计划（CPP, Canadian Pension Plan，是一种确定给付型计划（DB））、

安大略教师养老金计划 (OTPP, Ontario Teacher's Pension Plan) 在 2008 年全球金融危机后均建立的专门的养老金风险管理体系 (ERM, Enterprise Risk Management Framework); 荷兰则是对养老金的监管建立了以风险为基础的复杂的偿付能力监管规则。

OECD (经济合作与发展组织) 借鉴巴塞尔银行监督委员会“银行组织内部控制系统框架”、国际保险监督官协会保险核心原则和方法、以及欧洲保险和职业养老金监管委员会的监管政策, 建立了养老金风险管理的框架, 包括四方面的内容: 一是管理职责、责任分工、组织架构和风控文化; 二是管理策略、投资政策、风险评估; 三是信息系统、监督机制、内部审计和外部审查; 四是信息收集、信息传递和报告机制。

IOPS (International Organisation of Pension Supervisors) 总结了养老金风险管理实践中的一些好的做法, 包括建立与养老金特点相匹配的风险管理机制、内部控制机制、信息传递与交流、统一的监管框架等; 并提出养老金管理人应当关注以下主要风险: 投资与市场风险、集中度风险、违约/信用风险、偿付能力风险、流动性风险、资产负债匹配风险、精算风险、治理风险 (包括市场竞争风险)、操作和外包风险、外部及战略风险、法律合规风险、关联方风险等。

2013 年, 基于一项对全球 27 家大型养老金管理机构的、资产总额为 2.7 万亿美元的调查研究表明, 养老金管理人专职从事风险管理 (风险评估) 的人员随着养老金资产管理规模、日益增加的交易量和

投资的复杂性而增加，其中，围绕资产配置决策、投资风险政策、风险计量与监控、风控信息系统是主要的驱动因素。

2017年，OECD发布了《养老金市场聚焦》年度报告，概述了85个国家的私人养老金制度，回顾了过去十年的养老金投资表现，描述了养老金风险管理的新趋势。报告指出，相关国家的养老金都倾向于投资本国市场，在国外的投资主要是针对特定区域或邻国（如货币相同），表现出了特定的风险偏好；海外投资会带来的额外风险（例如外汇风险、政治风险、监管风险等），以及对冲这些风险所需付出的人员、技术成本等；虽然一些非经合组织国家仍然限制养老金投资本国以外的市场，但存在取消相关限制的趋势，增加和扩大养老金可以投资的范围，通过分散投资，降低组合风险。

可见，国际养老金风险管理呈现出“两个显著趋势”，一是由“定性”监管向“定性+定量”监管成为显著趋势；二是由“监管”的单一约束向“监管+资本+市场”的综合约束成为显著趋势。

四、对中国年金风险管理的思考

从中央“坚决守住不发生系统性风险”的要求出发，有必要对年金风险管理进行顶层设计。从管理人的公司治理、内部控制、制度体系、资产负债管理、定性和定量评价标准、风险综合评级、风险研究、信息披露等方面进行统筹规划和系统推进。通过风险监管能力的提升，推动和引导年金管理人风险管理能力的提升，逐步扩大年金投资范围和领域，进而提升年金的收益水平和年金制度的吸引力，形成良性循环。

（一）强化年金风险监管的顶层设计

围绕年金管理人的市场准入、运营管理、投资管理、风险控制、客户服务等方面，组建包括人社部、财政部、银保监会、证监会在内的跨部门的联席监管机制，优势互补、形成合力，围绕年金运营的全流程统筹建立风险管理政策。由人社部和财政部负责年金管理人的“前端监管”，即市场准入管理；“后端监管”，即年金投资政策、日常运营、依法合规等方面由银保监会、证监会等负责监管，引导年金金融服务国家战略、服务经济和金融大局；建立由相关银行、保险、证券、信托、基金等组成的年金资产管理行业自律组织，在统一监管的框架基础上建立年金风险管理评价标准；定期对年金管理人开展综合评价或风险评级，并将评价结果反馈“前端监管”部门作为市场准入、评价考核的依据，同时强化评价结果的信息披露，倡导公开透明，提倡社会监督，发挥市场监督的作用。

（二）强化年金管理人公司治理要求

良好的公司治理是风险管理的前提和基础，良好的公司治理能够促进形成股东、董事会和管理层之间良性治理关系。处于不同行业的年金管理人，其公司治理的监管依据和现实运作存在较大差异。鉴于年金的重要性，应当将年金的风险管理要求纳入各管理人的公司治理体系，纳入“三会一层”（股东大会、董事会、监事会和管理层）的职责要求。如董事会应对年金风险管理体系的完整性和有效性承担最终责任，包括，审批风险管理的目标政策、组织架构和职责，监督管理层对年金风险管理有效性的落实，审批年金风险管理报告和重大年金

风险处置方案；设立年金风险管理委员会，在董事会的授权下履行年金风险管理职责；明确管理层的风险管理日常工作职责，以及风险管理部门组织实施年金风险管理工作的要求，落实年金风险偏好、明确风控目标、建立内控流程、搭建风控系统，常态化年金风险的识别、评估、分析、预警、处置、报告等闭环管理工作。

（三）建立对年金管理人的资本约束

通常来讲，资本是指企业在持续经营或破产清算状态下可以吸收损失的财务资源。资本监管是当今世界金融监管机构对商业银行、保险公司实施审慎监管的核心内容之一，如巴塞尔协议III、欧洲Solvency II、美国RBC等。实施年金资本监管制度，对于提高年金体系的稳健性，促进年金市场公平竞争，保护广大受益人的合法权益具有重要意义。近年来，我国对银行、信托、保险等金融领域借鉴国际监管经验，实施了资本充足率、偿付能力充足率、净资本等量化要求，反映出监管方式从定性监管向“定性+定量”相结合的监管方式过度，与国际监管思路、规则、方法日益趋近。但是由于各年金管理人对应的监管要求存在根本差异，资本监管的核心指标及其计算方法大相径庭。从守住风险底线、审慎监管的角度出发，有必要借鉴国际和国内相关经验，就年金管理人的资本要求提出一致、可比的计量标准，探索年金管理人风险资本标准化建设工作，以增强年金管理人的抗风险能力。

（四）细化对年金管理人的内控要求

内部控制是指企业内部各部门及全体员工，履行自身职责，防范并控制经营管理中的各种风险，防止企业经营偏离目标的机制和过程。财政部、证监会、审计署、银监会、原保监会于 2008 年联合发布了《企业内部控制基本规范》，以提高企业经营管理水平和风险防范能力，促进可持续发展；2010 年原保监会出台了《保险公司内部控制基本准则》，对保险公司的内部控制进行了系统性要求。在实践中，尽管年金运营更多地面临市场风险、信用风险和流动性风险，但低频高损的操作风险造成的后果往往是灾难性的。如“魔鬼交易员”Nick Leeson 通过一系列未授权的交易，造成了巨大损失，导致巴林银行走向破产。从国内看，近年来，年金投资领域也屡曝“老鼠仓”案件，触目惊心。因此，有必要围绕年金运营的行为合规性、资产安全性、信息真实性、经营有效性和战略保障性等目标，从制度的健全性、流程的规范性、执行的有效性方面建立内部控制规范，防范操作风险和道德风险。

（五）探索年金组合资产负债评估

目前，企业年金和职业年金践行“信托型资产管理”模式，年金基金财产独立于各管理人的固有财产及其管理的其他财产，职工退休待遇领取是不确定的，投资决策主要由投资管理人负责，但投资风险由年金基金承担，相比确定收益型计划（DB 型）方便操作，但也存在不足。确定收益型计划（DB 型）的优势在于吸引力更强，但由于年金均是在职工退休或满足相关条件后才可以领取的现金待遇，属于长期负债，需要进行精算假设、产生精算损益、考虑折现率等复杂因

素，实施难度较大。尽管如此，从促进年金积累、增强制度竞争力、承担养老保障“第二支柱”重任的角度看，年金收益能否匹配受益人对未来收益的心里预期，需要在考虑前述复杂因素的基础上，探索年金基金资产负债的评估工作。包括对年金管理人的资产负债管理能力的定性评估、年金投资组合的定量评估等；管理人能力评估应包括基础与环境、控制与流程、模型与工具、绩效考核、管理报告等；投资组合的量化评估应包括期限结构匹配、成本收益匹配和现金流匹配，以使组合资产与未来负债相匹配。

（六）加强风险预研备战投资放开

与公募基金、私募基金、甚至保险资金相比，年金的投资范围受到严格约束，如不能进行境外投资，企业年金计划投资组合、养老金产品不得买入股指期货套期保值等，不得投资外汇、商品市场、期货、期权以及其他金融衍生品等。金融开放是中国改革开放的大方向和长期趋势，2019年博鳌亚洲论坛和中国发展高层论坛，均释放了中国金融业高水平开放的信号。近期以来，中国债券被纳入全球指数，意味着国内债券市场将进一步对外开放；2019年4月起，以人民币计价的中国债券也将被纳入全球国债指数以及新兴市场本地货币政府债券指数。值得注意的是，在股票方面，MSCI、富时罗素指数等也将在今年加大纳入中国股票的份额。因此，中国金融市场将会与过去制造业、消费市场一样，正在迎来“请进来、走出去”新的发展时期。在此背景下，年金投资领域的逐步开放、走出去不仅是支持国家战略、响应国家政策、借鉴国际经验，也更加符合年金各方要求。“兵马未

动粮草先行”，风险管控能力的提升需先于投资领域的放开，特别是在股指期货、期权及外汇衍生品、境外投资等领域风险的预研、数据的积累、技术开发、系统升级等方面应当先行一步，未雨绸缪。

（七）推进综合评价和市场监管机制

首先，要探索监管部门对年金管理人的运营质量和效能的考核评价，以风险为导向、综合分析、全面评估年金管理人的风险管理状况和能力，并根据管理人资本充足性、承担的管理角色、结合日常经营行为等，对管理人判定不同的监管类别，并采取相应的监管政策或措施。其次，在现有的年金业务数据摘要、养老金产品信息季度披露的基础上，加强年金风险揭示及重要信息的披露，以更好地保护受益人利益；增加披露的内容和频度，特别是对养老金产品应按照产品类型分类披露，突出有效性、可比性，引导管理人在披露频度、内容等方面的个性化，提高服务水平。第三，是加强行业信息交流，推动年金管理行业建立自律组织，实施市场主体的相互监督，推动市场约束机制，发挥包括年金受益人、管理人、研究机构、评级机构、监管部门和新闻媒体参与市场监督的作用，推动持续、有效的信息交流，促进年金体系的良性发展。

郑秉文：主权养老基金的比较分析与发展趋势——中国建立外汇型主权养老基金的窗口期



郑秉文：中国养老金融50人论坛核心成员、中国社会科学院世界
社保研究中心主任

一、主权养老基金的概念与分类

狭义上的主权养老基金诞生于1990年代前后，当时，人们还主要将之称为主权财富基金。主权养老基金这个概念首次单独出现于2007年世界经济合作与发展组织（OECD）出版物之中，其英文全称为Sovereign and Public Pension Reserve Funds（SPPRFs），直译为“主权与公共养老储备基金”。三十年来，不同类型的主权养老基金

本文摘自《国际经济评论》2019年第3期。

得到了长足发展，在养老保障体系中的作用越来越受到国际组织和各国政府的重视。

（一）主权养老基金的概念辨析及其分类

1. 主权养老基金概念辨析

主权养老基金是一个大概念，既包括狭义的主权养老基金（Sovereign Pension Funds, SPFs），也包括公共养老储备基金（Public Pension Reserve Funds）。前者的含义比较简单，主要来自非缴费形成的养老基金，而后者比较复杂一些。从字面含义来看，后者主要是指来自参保人缴费形成的某些养老基金，它包括传统的DB型现收现付制养老基金（典型案例是美国“联邦养老、遗属保险与联邦残障保险信托基金”），也包括近些年来崛起的DB型部分积累制养老基金（典型案例是“加拿大养老基金投资公司”），还包括一些DC型现收现付制的养老基金（例如，被称为名义账户制的瑞典“国民养老基金”）。这些强制性养老金制度下形成的养老基金储备的投资策略是“集中投资决策”，具有“主权”性质，而通过个人账户由参保人个人“分散投资决策”的DC型完全积累制则与之不同，因为这些养老金制度虽然也是国家举办的强制性制度，但其投资策略不具有“主权”的性质（例如，以智利为代表的拉丁美洲十几个国家私有化改革之后的基本养老保险基金）。

考虑到OECD在其上述2007年出版物中把Sovereign and Public Pension Reserve Funds的缩写也曾简化为“SPFs”，结合中文的表达习惯，笔者从2008年开始就将SPPRFs的中文简译为“主权养老基金”，

其英文全称和缩写也分别简化为“Sovereign Pension Funds”和“SPFs”，这样，就从主权财富基金(Sovereign Wealth Funds, SWFs)分离出来，并与之相对应，以便于中国读者记忆。

2. 主权养老基金分为“非缴费型”和“缴费型”

从上述主权养老基金概念辨析来看，根据OECD提出这个概念的初衷和主权养老基金的特征，主权养老基金可分为两大类。

第一类是狭义上的主权养老基金，专指非缴费型主权养老基金。这类主权养老基金由政府直接建立，在管理上与社保制度相分离，融资渠道主要来自一般税收、外汇储备或某种专属的自然资源外汇收入。例如，挪威的“全球政府养老基金”（GPF）、澳大利亚的“未来基金”和智利的“养老储备基金”（PRF）等就属于这一类，且一般来说其特点是十几年甚至几十年内无须支付，专门用于未来老龄化高峰时应对社保制度支付压力。

第二类是广义上的主权养老基金，它既包括上述非缴费型、也包括缴费型主权养老基金。由于老龄化导致的养老基金支付压力逐年加大，强化缴费型主权养老基金投资功能正成为某些国家养老保险制度改革的一个选项，这些养老基金的“主权”特征日益显著：从1990年美国“联邦养老、遗属保险与联邦残障保险信托基金”（OASDI）提高缴费率的改革，到1997年加拿大建立“加拿大养老基金投资公司”（CPPIB）；从1999年韩国“国民年金基金”（NPF）实施投资改革和2000年瑞典“国民养老基金”（APs）实施投资体制改革，到2015年中国城镇职工基本养老保险基金决定委托全国社保基金理事会实行

市场化投资，缴费型主权养老基金正在崛起。

这里不得不提的是最佳实践案例加拿大养老基金投资公司。加拿大养老基金投资公司2018年3月底的资产规模达2706亿美元（3561亿加元），实行多元化全球资产配置，其地区分布是美国37.9%，亚洲20.4%，加拿大15.1%，欧洲13.2%，英国5.6%，拉丁美洲3.5%，大洋洲3.1%，其他1.2%。这只缴费型主权基金覆盖2000万缴费人和受益人，自1997年成立以来成绩斐然，2018年的收益率为11.6%（净名义收益率，下同），过去10年的收益率为8.0%，过去5年的年化收益率高达12.1%，被业界称为“枫叶革命”。此外，韩国国民年金基金近年来日益受到业界的广泛重视，2017年底资产规模为5802亿美元（621.6万亿韩元），其中，28.4%的资产实行全球配置；资产分布为50.6%是固定收益类产品，38.6%为权益类，10.8%为另类投资。2017年的收益率（年化收益率，下同）是7.26%，过去3年的收益率是5.61%，过去5年的收益率是5.31%，过去10年的收益率是5.58%，1988年建立至2018年10月底的年均收益率为6.02%。

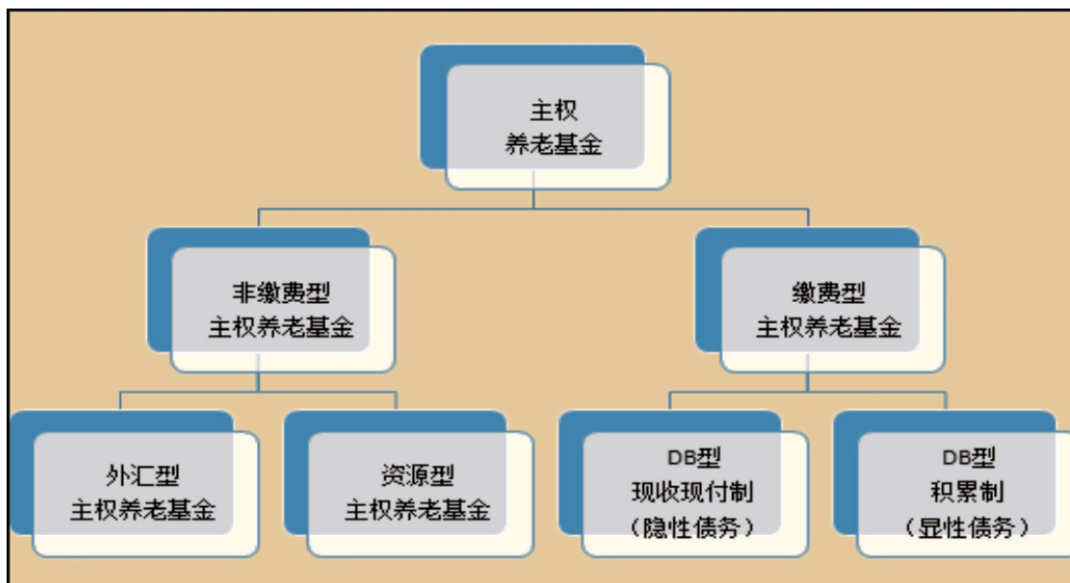


图1 主权养老基金的分类

资料来源：作者绘制。

（二）缴费型主权养老基金的负债分析

相对于缴费型主权养老金而言，非缴费型主权养老金作为养老保险制度的外生要素不存在负债。但缴费型主权养老金的资金来源是参保人的缴费收入，对参保人和养老金制度来讲是一种负债。养老金债务分为隐性养老金债务（IPD）和显性养老金债务（EPD）。

隐性养老金债务是指传统的DB型现收现付制下未偿还的（unpaid）、政府承诺的养老金权益的价值减去缴费余额累计储备之后的净值。一般情况下，由于纯粹的DB型现收现付制追求的制度目标是收支平衡，略有结余，所以，基金累计余额很少，一般只够支付几年甚至几个月，于是，就形成了巨大的隐性养老金债务，需要后代参保人的缴费予以支付，这就受到人口老龄化的巨大影响。

显性养老金债务较为复杂，一般来讲可被视为政府的公共借贷，但在养老金文献中，主要是指现收现付制下将本来的隐性债务予以显

性化。显性养老金债务的一种形式存在于1980年代初诞生的“DC型积累制”，是指通过引入个人账户将“未筹资”（unfunded）转换成“已筹资”（prefunded），其制度特征是资产等于债务，不存在隐性债务，资产具有个人物品的私人产权属性。第二种形式存在于加拿大1997年建立的DB型积累制，作为一种制度创新，其目的就是为了建立一只缴费型主权养老基金并为其专门建立一个养老基金投资管理公司。在“DB型部分积累制”下，一方面，参保人个人不具有产权，资产池是公共的，但与DB型现收现付制不同的是，相当规模的未筹资金已转换成已筹资金，隐性债务已被显性化，这个“显性债务”或称“公共借贷”，在未来是需要“偿还”的。在1997年改革的基础上，加拿大2017年又进行了第二次改革即额外又增设了一个小制度“附加型加拿大养老金计划”（简称“附加CPP”，additional CPP），其缴费规则和投资规则于2018年1月1日开始独立运行。根据其精算报告，附加CPP最大特点是基金积累规模十分惊人，积累规模最高的年份将是2025年，资产/支出比竟高达116即可支付116年，即使最低的年份2085年，其资产/支出比也高达28，足以支付一代人的养老金。

由此看来，在加拿大的DB型完全积累制主权养老基金中，已筹资和未偿还的显性债务比重越大，对其流动性的要求就越小，就越需要长期主义的投资策略。因此，这类缴费型主权养老基金对投资体制或投资公司的效率和保值增值的要求高。

（三）非缴费型主权养老基金的资金来源

通常讲的主权养老基金主要是指狭义的非缴费型主权养老基金。

除没有隐性或显性债务以外，非缴费型主权养老基金还有一个明显特征，那就是它们的资金来源多元化。把这些资金来源进行分类归纳之后就会发现，非缴费型主权养老基金可以分为两类，即资源型和外汇型。

第一类是资源型主权养老基金，其资金来自专属的某种自然资源。例如，著名的挪威全球政府养老基金的资金来自专属的石油收入。挪威政府建立该主权养老基金是为了将石油的物理形态转换成金融形态，目的是提高收益水平，用于人口老龄化高峰时补偿养老金之不足。2017年“全球政府养老基金”的市值达10060亿美元（84880亿挪威克朗），首次越过万亿美元大关，而1998年其市值仅为1158亿美元，20年增长了将近9倍；2017年投资收益率是13.7%，其中，股票投资回报率19.4%，不动产7.5%，混合资产投资回报率是3.3%。该基金实行多元化的全球资产配置，以证券投资为主，股票资产占66.6%，不动产占2.6%，混合资产占30.8%；其投资目的国多达72个，持有的公司股票多达9146只。过去3年的年化收益率是7.68%，过去5年的是9.26%，过去10年的是6.16%，1998年以来的收益率是6.09%。再如，2006年智利建立的养老储备金的资金来自铜出口的外汇收入，因为铜矿是智利的重要战略矿产资源和创汇资源，于是，利用一部分“铜美元”建立一只主权养老基金就顺理成章了，其资产规模为101亿美元，2017/2018年度的年化投资回报率是8.99%，2016—2018年的收益率是4.24%，2006年成立至今的收益率是3.89%。俄罗斯建立的主权养老基金即国家福利基金（NWF）资金来自其石油天然气的外汇收入。

第二类是外汇型主权养老基金，其资金来自外汇储备资源，它相当于英文文献里的“non-commodity”主权基金。中国2007年建立的中投公司就是一只典型的外汇型主权财富基金。在全球几十只主权基金里，外汇型的占大多数。例如，澳大利亚的“未来基金”2018年的资产规模是1050亿美元（1458亿澳元），2006年初创时种子资本只有440亿美元，十三年的收益高达610亿美元；2018年收益率是9.3%，过去10年是8.7%，超过了当初设定的“CPI+4.5%~5.5%”的参照（2017年回报率参照下调至“CPI+4%~5%”）。此外，澳大利亚还有另外4只主权基金：医疗研究未来基金，资产规模是53亿美元；残障护理澳大利亚基金107亿美元；教育投资基金28亿美元；澳大利亚建设基金28亿美元。5只基金合计1281亿美元。再如，新西兰超级基金（NZS）于2001年由财政部长库伦先生倡议建立，很多人至今将之称为“库伦基金”，它规定在2020年之前不得动用。2018年的数据显示，库伦基金规模为276亿美元（394亿新西兰元），2017/2018年度的净投资收益率是12.43%，过去10年的净收益率是10.47%，自基金成立以来的收益率是10.37%。再如，爱尔兰2001年成立“国家养老储备基金”（NPRF）也很有特色，财政部每年向其注入相当于1%GDP的资金，实施全球多元化投资策略，包括证券、房地产、私募和商品等。2014年爱尔兰决定将“国家养老储备基金”转型为“爱尔兰战略投资基金”（ISIF），其目的有两个：获取投资回报和促进经济发展。自2014年转型以来，投资收益率是1.8%（2018年是-1.1%），收益6亿欧元，实现了良好的经济影响：在多个领域对100多个项目实现了41亿欧元的投资，撬动

了7.5亿欧元的第三方投资，在其创造的就业机会中，首都柏林占46%，首都以外占54%。由此看来，该基金转型以来其综合功能日益明显，具有明显的“主权发展基金”的功能定位。

二、不同养老基金的主权特征分析

养老基金历史悠久，形式多样，情况复杂，规模庞大，不是所有的养老基金都具有主权的性质。即使有些养老金制度是国家举办的，但也不一定具有主权的性质。在养老基金这个大家族中，具有主权特征的养老基金是少数。中国有两只主权基金，一是作为主权财富基金的中投公司，二是作为非缴费型主权养老基金的“全国社保基金”，但很遗憾的是，中国基本养老保险基金虽已超过4万亿元，但还未形成一只有效的缴费型主权养老基金。

（一）养老基金大家族中主权性质辨析

1. 养老基金家族构成

2017年底，36个OECD成员国的养老资产总计43.4万亿美元，其中，澳大利亚、加拿大、日本、荷兰、瑞士、英国和美国等7个国家的养老资产规模合计占OECD养老资产的91%。毫无疑问，美国拥有最大的养老资产，高达28.2万亿美元，占OECD全部养老资产的64.9%；其次是2.9万亿美元的英国，占6.7%；接下来依次是加拿大2.6万亿美元，占6.1%；澳大利亚1.8万亿美元，占4.1%；荷兰1.6万亿美元，占3.7%；日本1.4万亿美元，占3.2%；瑞士1.0万亿美元，占2.3%。其余29个国家合计为3.9万亿美元，占9.0%。2017年全球养老基金的投资收益率是4%，其中有22个国家养老基金投资收益率超过5%，美国养老基金的

投资收益率是7.5%。

表1 2017年主要国家的主权养老基金（单位：亿美元）

类型	国家	基金名称	规模	成立时间	资金来源
非缴费型	挪威	全球政府养老基金(GPFG)	10060	1990	石油
	中国	全国社保基金(SSF)	2980	2000	一般税收
	澳大利亚	未来基金(AGFF)	1050	2006	非商品
	俄罗斯	国家福利基金(NWF)	628	2008	石油天然气
	新西兰	超级年金(NZS)	276	2001	非商品
	智利	养老储备基金(PRF)	101	2006	铜
	爱尔兰	爱尔兰战略投资基金(ISIF) 原国家养老储备基金(NPRF)	100	2001	非商品
缴费型	美国	美国联邦养老、遗属保险与联邦残障保险信托基金(OASDI)	28477	1940	缴费
	法国	国家退休储备基金(FRR)	321	2001	缴费
	日本	年金积立金(GPIF)	14253	2000	缴费
	韩国	国民年金基金(NPF)	5802	1999	缴费
	加拿大	加拿大养老基金投资公司(CPPIB)	2706	1997	缴费

资料来源：作者根据各主权养老基金官网绘制。

上述统计的各国养老基金是一个“大家族”，它包括四个部分：第一支柱社会养老保险基金；第二支柱企业补充养老保险基金；第三支柱个人养老金，包括不同的养老保险产品；以及独立于三个支柱以外的非缴费型主权养老基金。其中，第一支柱社会养老保险基金中有一部分属于缴费型主权养老基金，而有些则不具有主权的特征。

2. 第一支柱养老基金的主权性质辨析

就主权财富基金而言，其第一特征就是主权的特征，即国家直接建立和管理（尽管有时采取商业运作模式）、由财政拨款构成的投资基金具有天然的主权性质。非缴费型主权养老基金与主权财富基金非常相似，也具有同样的特征。但作为缴费型的第一支柱社会养老保险

基金的情况比较复杂，有些具有主权性质，有些则不具有主权性质。

一是DB型现收现付制割裂了缴费与受益之间的精算关系并由国家承担最后出资人的责任，具有主权的性质，是典型的缴费型主权养老基金。

二是DC型完全积累制，它一般采取的是分散决策并引入个人账户，账户持有人是账户资产的投资决策人（如十几个拉美国家的制度和香港强积金），账户资产带有强烈的私人储蓄性质和个人继承性质，不具有主权的性质。

三是介于DC型完全积累制和DB型现收现付制这两个端点之间的某些混合型养老保险制度，需要具体情况具体分析。就笔者所及，欧亚七国的名义账户制、德国的积分制、新加坡等十几个国家实行的中央公积金制的资金余额明显具有三个特征：由中央政府统一实行投资运营（在德国和某些实行名义账户制的国家，其养老基金余额很少）、国家给予最后担保、国家统一公布利率，它们具有主权的性质。例如，瑞典的“国民养老基金”（AP，又称“缓冲基金”）和新加坡的中央公积金（CPF）。相比之下，在中国统账结合制度下，大部分统筹基金和账户资金分散在上千个地方政府管辖之下，仅存银行，不具有主权性质。但自2015年中国中央政府决定将其委托给全国社保基金理事会实施市场化投资以来，签约和到账的资金规模呈现出逐年提高的趋势，这部分基金开始显现出主权的特征。

3. 第二、三支柱养老基金的主权特征辨析

总的来说，第二、三支柱养老基金均没有主权的性质。

一是地方政府为公务人员举办的DC型第二支柱职业年金计划。无论是自愿性的，还是强制性的，它们均不具有主权特征。就大部分DC型计划来说，尤其在北美地区，账户持有人实行分散投资决策，带有明显的个人储蓄性质。即使是中央政府为其雇员建立的DC型制度，例如，美国联邦政府建立的自动加入的“节俭储蓄计划”（TSP），它是典型的401（k）模式的储蓄型养老金制度，不具有主权性质。但也有个别的DC型计划采取的是集中投资策略。比如中国的企业年金等，虽然它在表面上看与美国的401（k）非常相像，是信托制DC型的养老金计划，但职工个人没有投资选择权，实行的不是分散决策，而是集中投资的策略并由委托人、受托人和投管人共同制订，所以也不具有主权的特征。

二是地方政府为公务人员举办的DB型第二支柱职业年金计划。它们容易被误认为具有主权的性质，这是因为，几乎所有DB型养老金计划采取的是完全市场化的集中投资体制，且投资策略很激进，有的采取主动投资管理策略，收益率很好，在投资界和资本市场的影响越来越大，甚至成为标杆。尽管这些地方公职人员的养老基金主要特征与主权养老基金很相似，但它们仍属于私人养老金，不属于公共养老金，更不属于主权养老基金，因为它们的举办人是他们的雇主即地方政府（或联合会之类），不是国家。例如，成立于1921年的美国“加州公务员退休金基金”（CalPERS）资产已超过3264亿美元，覆盖190万人，2017年投资收益率11.2%；再如，建立于1990年的加拿大“安大略教师基金”（OTPP）资产规模高达1895亿加元，参与人数32.3万人，1990

年以来的年化净收益率高达9.7%。这里强调的是，即使中央政府为其雇员举办的DB型补充养老金计划也不具有主权性质。例如，美国联邦政府1920年为其雇员建立的“公职人员退休制度”（CSRS）以及1987年替而代之的“联邦雇员退休年金”（FERS Annuity）均为DB型计划，但不具有主权属性。

三是私人部门普遍建立的第二支柱企业补充养老保险。无论是DB还是DC型的，它们均没有主权性质，不属于主权养老基金。例如，美国的401(k)等。四是由个人投资建立的、由国家税优政策支持的第二支柱即个人养老金，包括欧洲国家普遍存在的以保险产品为基础的契约型个人保险等，就更不具有主权的因素了。例如美国第三支柱IRA，名称直接表述为“个人退休账户”。

（二）中国两只主权基金的业绩表现及其功能定位

目前，中国有两只主权基金。一只是建立于2000年的主权养老基金即全国社会保障基金（理事会），其资金主要来自中央财政预算拨款、国有资本划转等，其宗旨是用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂。另一只是组建于2007年的中国投资有限责任公司（简称“中投公司”），其宗旨是实现国家外汇资金多元化投资。中投公司的境外投资和管理业务分别由“中投国际”和“中投海外”两个子公司承担；第三个子公司即“中央汇金”负责对国有重点金融企业进行股权投资，以出资额为限代表国家依法对国有重点金融企业行使出资人权利和履行出资人义务。

1. 中国投资有限责任公司业绩不俗

中投公司建立于2007年。正是这一年，美国次贷危机爆发，次年，国际金融危机席卷全球。中投公司在其成立的仅半年时间里，就向国际金融市场证明中国主权财富基金的投资仅仅是出于商业和财务目的，并积极参与主要主权财富基金建立的国际工作组（后来更名为主权财富基金国际论坛），全程参与起草制定《圣地亚哥原则》（《普遍接受的原则和实践》），并全面履行了对《圣地亚哥原则》的承诺，有力回击了“中国投资威胁论”。

中投公司创建之初，初始资本金仅为2000亿美元，由中国财政部发行1.55万亿元人民币特别国债募集。截至2017年底，中投公司资产总规模已超过9400亿美元。中投公司实行全球市场投资，12年来，资产配置发生了较大变化。例如，2008年，现金管理产品占87.4%，固定收益证券9.0%，股权3.2%，其他0.4%；而2018年，公开市场股票达43.6%，另类资产39.3%，固定收益15.9%，现金产品仅为1.2%；从境外投资组合公开市场股票类型分布来看，美国股票为52.0%，非美发达经济体股票33.8%，新兴经济体股票及其他14.2%；从境外投资组合固定收益类型资产分布来看，发达经济体主权债达53.7%，新兴经济体主权债9.0%，公司债17.3%，结构化产品及其他20.0%。

自成立以来至2017年底，中投公司累计年化净收益率为5.94%，完成了10年投资绩效考核目标，并且，2017年境外投资净收益率按美元计算为17.59%。

2. 全国社会保障基金（理事会）业绩斐然

全国社会保障基金（以下简称“全国社保基金”）成立十九年来，

从初始资本金200亿元人民币起步，到目前权益超过2万亿元，增加了100多倍；累积投资增值近1.0万亿元，自成立以来年均名义投资收益率为8.44%。十九年来，全国社保基金还出色地完成如下各项任务。

第一，社保理事会受托投资管理基本养老保险个人账户的中央补贴资金。自2006年12月以来，社保理事会就开始受托管理天津和山西等9个试点省（市、区）做实城镇职工基本养老保险个人账户中的中央补助资金。截至2017年底，个人账户基金权益1274亿元，其中，委托本金余额829亿元，累计投资收益余额445亿元。

第二，社保理事会受托投资管理两省部分城镇职工基本养老保险资金。社保理事会受托投资管理广东省和山东省养老保险基金合计2000亿元。2012年3月社保理事会与广东省签约，受托投资管理养老保险基金1000亿元，约定期限2年（后延至5年）。2014年6月社保理事会与山东省签约，受托投资管理其养老保险基金1000亿元，约定委托期限为5年。截至2017年底，地方委托资金权益1141亿元，其中委托本金1000亿元，累计投资收益141亿元。

第三，社保理事会受托管理划转的部分国有资本。早在2009年，有关部门就决定国有股份有限公司IPO时将10%的实际发行股份划转社保基金理事会持有。2017年底国务院决定划转部分国有资本充实全国社保基金，划转对象是中央和地方企业集团的股权，一般不涉及上市企业，划转比例统一为企业国有股权的10%。国资划转完成了从“上市公司减持”到“集团公司划转”的转变，意义非凡，目前，已有三户国资试点企业划转国有资本200多亿元。

第四，社保理事会受托投资管理基本养老保险基金。2015年国务院决定将分散在上千个县市的城镇基本养老保险基金集中起来，委托给社保理事会统一投资。这是中国养老保障体系的一个重大变化。根据刚公布的2017年投资业绩，社保理事会受广西等9省（区、市）委托投资2732亿元，投资收益率5.23%。十九年来，社保理事会对全国社保基金、个人账户基金和社会统筹基金的投资管理积累了一些经验，逐渐形成独有的投资风格，这将有利于发扬长期投资、价值投资、责任投资的理念，提高养老基金的风险收益，成为全国专业化程度最高的养老基金大型机构投资者，顺利完成基本养老保险基金投资的重任，使分散在地方的基本养老保险基金有效形成一只主权养老基金。

（三）中国缴费型主权养老基金难以建立的深层原因

但是，自2015年基本养老保险基金投资启动以来，地方省市投资意愿不明显，资金上解情况欠佳。截至2018年底，先后有北京等17省（区、市）与社保基金理事会签署委托投资合同，总金额8580亿元，而到账资金只有6050亿元。相比之下，全国各类基本养老保险基金规模已达5.02万亿元（包括城镇职工、城乡居民基本养老保险）。这意味着，虽然基本养老保险基金规模占GDP达6%，相当于全国社保基金的2.5倍，但却难以进入投资体制，离建立缴费型主权养老基金还有一定距离。那么，相较于前述的美国、加拿大、韩国、日本等，为什么它们的基本养老保险基金就能成为缴费型主权养老基金，而中国的养老金缴费收入不能有效形成一只主权养老基金？

重要原因就在于这些国家的基本养老保险基金实行的是国家层

面统筹管理，而中国的基金统筹管理层次太低，资金上解成本太高，处于严重的“碎片化”分割之中：横向看，城镇职工基本养老保险基金（简称“城镇职工”）、城乡居民基本养老保险基金（简称“城乡居民”）、机关事业单位基本养老保险基金（简称“机关事业单位”）三个制度分割运行，行政管理相互割裂；纵向看，城镇职工基本养老保险基金分散在全国上千个县市行政区域，城乡居民的则散落在全国几千个县级统筹单位，机关事业单位的分别处于三十几个（包括中央机关事业单位）省级行政管辖之中，这种碎片化的行政管理方式使之进入投资系统十分困难。

为了解决由于统筹层次低下导致的地区间养老基金严重失衡和巨大的财政风险，2018年6月，国务院《关于建立企业职工基本养老保险基金中央调剂制度的通知》（国发〔2018〕18号），决定建立中央调剂制度，从3%起步，以后逐步提高比例，并于2018年7月1日开始实施。建立中央调剂制度对基本养老保险基金地区失衡可以起到一定的缓解作用，却难以解决基金的投资困境。国务院领导在2018年6月11日召开的企业职工基本养老保险基金中央调剂制度贯彻实施工作会议上曾明确指出：“要加快推进省级基本养老保险基金统收统支，2020年全面实现省级统筹，为养老保险全国统筹打好基础”。这个改革路线图显示，如果说建立中央调剂制度是第一步，那么2020年实现省级统筹就是第二步，最终实现全国统筹就是第三步。解决统筹层次低下的“三步走”策略说明，提高统筹层次是将基本养老保险基金转变为主权养老基金的根本途径，在没有解决统筹层次这个困境之前，

基本养老保险基金只能采取“挤牙膏”式的节奏，一步一步地向主权养老基金靠近。

可以说，全国社保基金理事会对城镇职工、城乡居民、机关事业的基金投资统筹起来、统一对这三个部分资金实施受托投资管理之日，就是中国的缴费型主权养老基金建立之时，因为这些来自于参保人缴费的资金在社保基金理事会中是单独建账、单独管理、封闭运行的，届时，全国社保基金理事会的“一拖二”（非缴费型和缴费型主权养老基金）模式就是具有中国特色的养老金投资制度。

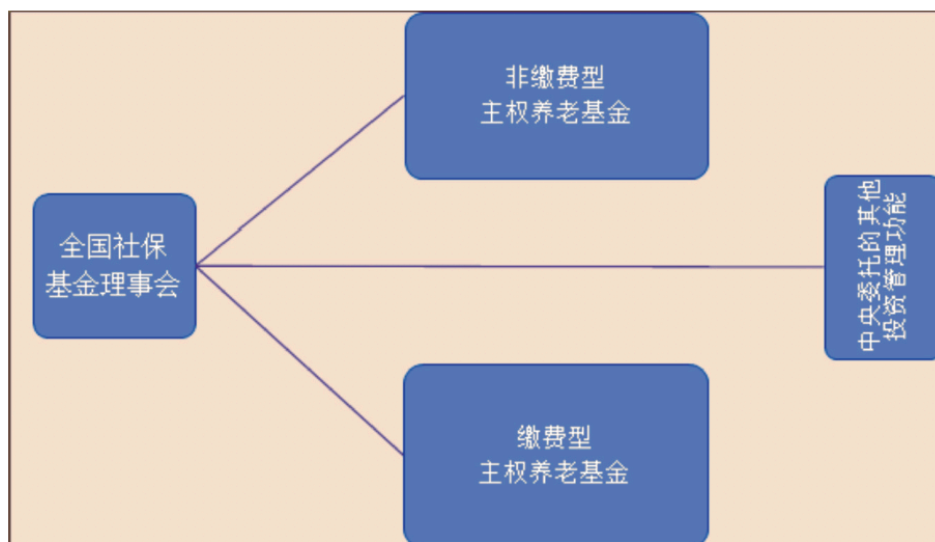


图2 全国社保基金理事会“一拖二”的功能定位

资料来源：作者绘制。

三、中国建立外汇型主权养老基金的现实要求

虽然目前中国的主权基金有两只（主权养老基金和主权财富基金），但是，为了应对人口老龄化，建立一只外汇型主权养老基金仍是十分必要的，并且，在外汇储备规模正处于转折点的今天，拿出一部分外汇建立一只主权养老基金显得非常紧迫，因为机会窗口正在逐渐闭合，时不我待。

（一）建立外汇型主权养老基金的机会窗口期稍纵即逝

改革开放40年来，中国外汇储备呈爆发式增长。1999年中国外汇储备只有1547亿美元，仅占全球外汇储备1.78万亿美元的8.7%；此后，中国外汇储备规模直线上升，占全球外汇储备的比重不断攀升，2004年上升到16.2%；2008年全球外汇储备为7.35万亿美元，中国的外汇储备为1.94万亿美元，占全球外汇储备的26.5%。此后，中国外汇储备就基本维持在全球外汇储备的26%以上，其中有6年超过30%。直至今今天，全球外汇储备为11.39万亿美元（2018年第3季度）。中国的外汇储备虽然经历了2015年、2016年和2017年三年的滑坡，但依然是世界外汇储备第一大国，3.07万亿美元的外汇储备（2018年底）依然占全球外汇储备的27.0%。

中国外汇储备正处于高峰期，具备了建立外汇型主权养老基金的条件，且略显紧迫性，因为随着国际经济环境的变化和中国经济发展阶段的转换，加之国际贸易摩擦的升级，当前正处于这样一个关键期或转折点，建立外汇型主权养老基金的窗口越来越小，稍纵即逝。回想当年建立全国社保基金的“中国故事”，中国显然抓住了那个重要机遇期，全国社保基金大约有一半的资产来自于投资收益，成为中国养老保障体系一个雄厚的物质基础。

从国际实践来看，主权养老基金的建立往往不是在经济上升时期，就是在经济危机时期。俄罗斯等国家的主权养老基金就是在这些特殊历史时期诞生的。因此，当前是中国建立外汇型主权养老基金的最佳时机，不应坐失良机。

（二）建立外汇型主权养老基金可弥补养老保障体系短板

抓住历史机遇，建立一只外汇型主权养老基金（或委托给全国社保基金理事会投资运营，届时，社保基金理事会将形成“一拖三”态势）将获得一举多赢的功效。众所周知，中国多层次养老保障体系处于初级阶段，三支柱养老金在结构上处于失衡状态。截至2017年底，国家举办的第一支柱养老金很发达，养老基金规模是5.02万亿元；企业举办的第二支柱企业年金覆盖面微不足道，仅为2300万人，基金规模仅为1.2万亿元；个人投资购买的第三支柱税延养老保险和养老金目前刚刚起步，可忽略不计；储备基金“全国社保”为2万亿元。这四个资产池合计为8.22万亿元，仅占当年GDP的9.9%。

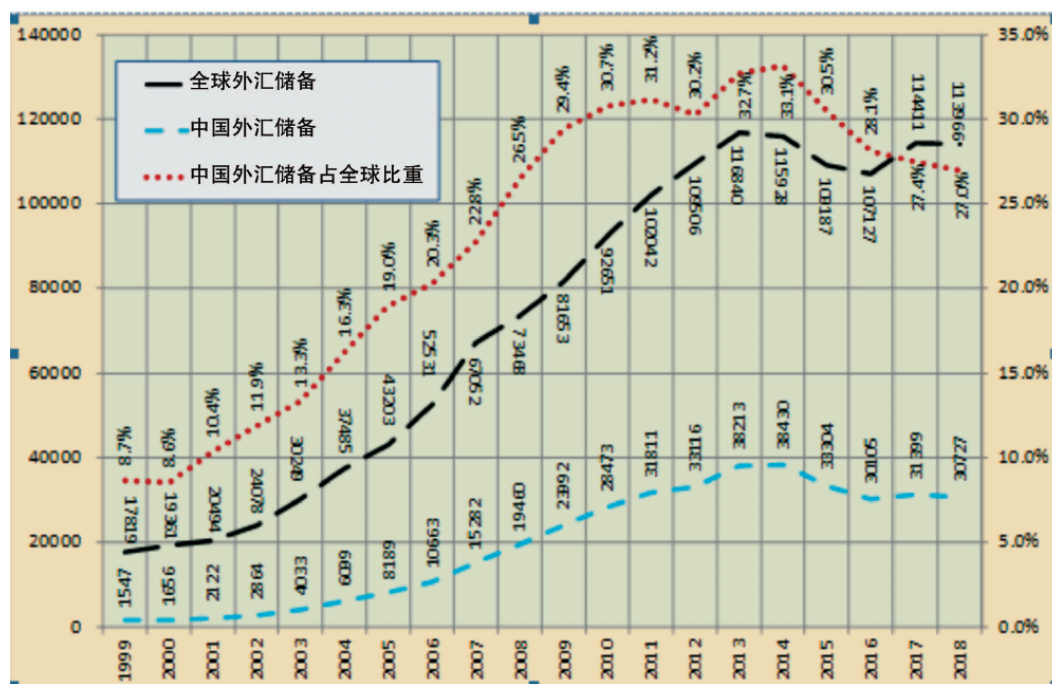


图3 1999—2018年中国外汇储备增长及其在全球外汇储备占比

资料来源：全球外汇储备引自IMF官网；中国外汇储备数据引自中国外汇管理局官网。

相比之下，截至2015年底，加拿大全国养老金资产总计3.50万亿加元，相当于当年1.99万亿加元GDP的176%；其中，第一支柱强制性

社会养老保险基金3422亿（CPP2855亿，QPP566亿）；第二支柱自愿性养老金制度资产2.01万亿（信托型养老金计划1.66万亿，政府团结基金2387亿，其他类型雇主计划1160亿）；第三支柱自愿性个人养老储蓄账户1.14万亿加元。美国2017年三支柱养老基金总计高达31.04万亿美元，占美国当年19.39万亿美元GDP的160%；其中，第一支柱基本养老金2.84万亿美元，第二支柱各种补充养老金19万亿美元，第三支柱个人退休账户（IRA）养老金9.2万亿美元。

与美国和加拿大等发达国家相比，中国多层次养老保障体系的资产建设和资产规模相差甚远。虽然中国第二、三支柱养老金制度模式选择的是积累型的，但由于起步较晚，需要较长时间的积累才能将其资产规模拉动起来。中国应发挥体制优势和外汇优势，利用这个窗口期，在其关闭之前将一部分外汇用于建立一只外汇型主权养老基金，弥补养老资产储备稀缺这个短板。

（三）建立外汇型主权养老基金是“还汇于民”的重要方式

外汇储备作为公共资产，拿出一部分建立一只外汇型主权养老基金，取之于民，用之于民，以某种方式还给纳税人，在理论上讲是成立的。改革开放40年是外向型经济为导向发展的40年，劳动密集型和资本密集型出口商品“转换”成几万亿美元外汇储备，这是两代人为改革开放做出的伟大贡献。这两代创汇者生活在社会保障制度初创时期，他们享受的福利待遇水平与公共服务水平必将低于他们的后代。未来一二十年正是人口老龄化的高峰期，随着时间的推移，这一两代人将逐渐老去，用这一两代人创造的外汇储备设立一只主权养老基金，

既可体现“还汇于民”，又是对这一两代创汇者的补偿。

几十年来，农民工数量增速虽然逐年回落，但其绝对数量仍逐年增加，从2008年的2.25亿人增加到2017年的2.87亿人；与此同时，参加社会保险、接受公共服务、居住条件改善等也相应有所变化，但总体看还处于很低水平。例如，2008—2012年社会保险对农民工的覆盖面只有工伤保险超过了20%，在城镇务工的农民工参加城镇职工基本养老保险不仅比例低，而且缴费水平也低，不利于未来养老金替代率的提高。

以沿海发达省份浙江省为例，农民工参加社会保险等方面相对较好，但调查结果显示，2015年浙江省外出农民工参加各种社会保险的比例均未超过四成，雇主为农民工缴纳养老保险、工伤保险、医疗保险、失业保险、生育保险和住房公积金的比例分别为35.7%、34.2%、35.1%、23.7%、19.1%和12.6%。目前全国基本养老保险覆盖率已超过90%，大约还有1亿人口没有参保，其中相当一部分是以农民工为从业主体的中小企业。新生代农民工（1980年及以后出生的农民工）已成为农民工主体，2017年首次超过全国农民工总量的50.5%，在未来二三十年里，新生代群体将进入退休年龄，养老金的压力将更加凸显。有研究认为，无论以哪种方法衡量，目前的外汇储备均超出了其特定职能所需与合意的储备规模，有再分配空间；由于外汇储备的负债方约束低，超出职能所需的外汇资产应通过某种合理的设计规划还汇于民，并具体建议，可通过财政部发行特别国债向央行置换0.5万亿美元的外汇资产来成立主权养老基金，将其所得投资收益直接注入养老

保险个人账户。

这些还汇于民的具体思路很有启发性。当前，中国从高速增长转型到中高速增长阶段，几十年后，待中国经济增长进入稳态，工资收入增长水平接近利率水平之时，我们就将具备做实个人账户并实行市场投资的条件，届时，还汇于民的方式即可将主权养老基金的收益注入到个人账户。在此之前，还汇于民可采取用于支付城乡居民养老金的方式。2017年城乡居民养老保险制度（原新农保）领取养老金的人数是1.56亿人，养老金支出2372亿元，完全来自财政转移支付，全国人均月养老金127元。如按0.5万亿美元主权养老基金的规模和前述全国社保基金成立以来年均名义投资收益率8.44%来计算，每年投资收益将达2827亿元，如将其全部用于城乡居民养老金，可将目前养老金水平提高一倍多。

四、简单总结：回顾与展望

（一）人口老龄化：主权养老基金在养老保险改革中应运而生

从1889年德国建立社会养老保险开始算起，养老保险基金的历史至今正好是130年，而主权养老基金的历史只有三十多年。虽然主权财富基金最初诞生于战后初期，至今已有六七十年的历史，比如，1950年代开始就陆续出现科威特投资局（KIA，1953年）、淡马锡控股公司（TH，1974年）、阿布扎比投资局（ADIA，1976年）、新加坡政府投资公司（GIC，1981年）等，但是，主权财富基金大规模的崛起也主要发生在二十世纪八、九十年代，与主权养老基金的兴起基本同步。主权财富基金与主权养老基金是孪生兄弟，在治理结构、投资策

略等方面非常相像，但其产生动因和历史使命则不同，主权养老基金的崛起主要是为了应对人口老龄化。

早在1980年代，欧洲、北美、南美和东亚国家就意识到，战后出生的“婴儿潮”将在21世纪前20年进入退休高峰期，于是，这些国家纷纷开始制度创新，对养老保险制度进行改革，在提高退休年龄、降低替代率、提高缴费率等方面进行参数式改革，同时也采取结构式改革，涌现出一些新的制度模式。比如，1981年智利首创、十几个国家接踵效法的DC型完全积累制；再如，1995年拉脱维亚和1999年瑞典首创、将近10个国家先后引入的名义缴费确定型（NDC，名义账户制）；再如，1997年加拿大首创、1999年韩国随后效法的DB型部分积累制。正是在全球养老保险制度改革的潮流中，主权养老基金应运而生，绝大部分主权养老基金就是在这三十年间建立起来的，成为养老保险制度改革的一个组成部分。

（二）引入投资机制：基本养老基金走向缴费型主权养老基金的关键

在1990年代以来出现的养老金改革潮流中，一方面，非缴费型主权养老基金成为养老金大家族中的新成员；另一方面，由基本养老保险制度脱胎而生的缴费型主权养老基金开始崛起，两类主权养老基金几乎同时出现在世人面前。如果说1990年美国“联邦养老、遗属保险与联邦残障保险信托基金”（OASDI）提高缴费率是传统养老基金升级为主权养老基金的前奏，1997年加拿大养老金改革创设的加拿大养老基金投资公司，则标志着缴费型主权养老基金的正式诞生，那么，

近三十年就是缴费型主权养老基金异军突起的时期。从传统制度过渡为主权养老基金的一个典型标志就是建立起专业化、国际化、市场化的投资体制，让投资机制成为养老保险的一个制度要件，让投资收益成为提高制度可持续性的一个资金来源，让市场因素成为传统制度的一个新生命力。

建立或改革投资体制的目的是提高收益率，进而提高制度的财务可持续性。实践证明，与改革前相比，改革后的缴费型主权养老基金规模迅速增长，对养老金制度可持续性做出重要贡献。例如，1989年美国“联邦养老、遗属保险与联邦残障保险信托基金”累计规模仅为1567亿美元，占GDP的2.8%，到2017年则高达2.84万亿美元，占GDP比重提高到14.7%。1996年加拿大养老金计划改革时，其基金积累仅为346亿加元，占GDP的4.1%，到2018年时高达3561亿加元，GDP占比提高到16.4%。1999年韩国国民年金基金实施投资体制改革时，其累计余额仅为47.2万亿韩元，仅占GDP的7.8%，到2017年时竟高达621.6万亿韩元，占GDP高达37.9%。

（三）中国应加快缴费型主权养老基金改革步伐：参考韩国的经验与做法

正是在上述国际养老保险制度改革大背景下，中国基本养老保险制度从无到有，逐渐成熟起来：1997年城镇企业职工基本养老保险正式完成制度统一，但由于历史条件限制当时没有建立投资体制；2000年成立非缴费型主权养老基金（全国社保基金）；2015年城镇企业职工基本养老保险建立起基金投资制度。可以说，与发达国家相比，在

过去三十年里，中国养老基金管理体系改革进程一步也没有落下，甚至建立全国社保基金还引领了世界潮流。诚然，在基金投资管理方面，由于基金管理层次太低等原因，目前集中投资的规模还很小，大部分基金分散在上千个县市级统筹单位，缴费型主权养老基金还一时难以形成。展望未来，缴费型主权养老基金的建设应加快步伐，以期将损失降到最低。在加快建设主权养老基金的过程中，实现全国统筹至关重要，但韩国基本养老保险制度在向主权养老基金转型过程中的一些渐进式改革做法也值得借鉴。

韩国国民年金制度建立于1988年，当时并没有建立投资制度。1999年韩国决策者认识到投资收益对可持续性具有重要作用，提出了“专业化管理国民年金基金”的口号，决定正式引入投资机制，当时只有6个小组、40名雇员和1个投资委员会。接着，经过四年的努力，韩国国民年金投资体制框架基本建立起来，包括国内股票委托投资制度、风险管理制度、国内另类投资制度、全球股票委托投资制度、外国固收类产品内部投资制度等。随后，韩国国民年金又实施了两轮改革：在2004—2007年间，国内固收类产品投资实施外包，建立另类投资小组；全球固收类产品投资实施外包，实施全球的另类投资；建立海外投资小组和另类投资委员会；投资机构按资产类别重组，建立对外合作小组和合规制度。在2008—2011年间，对外国股票实施内部投资；将全球投资业务拆分为“全球公共市场部”和“全球另类投资部”，建立纽约办事处。韩国国民年金基金历经12年改革，最终成为一只主权养老基金。其实，从2012年以来，韩国国民年金也一直没有

停止改革的步伐，几乎每年都出台一些举措。

（四）中国应尽快建立外汇型主权养老基金：最新的国际发展趋势

虽然中国已建立起一只非缴费型主权养老基金即全国社保基金，缴费型主权养老基金也正在形成过程之中，但建立外汇型主权养老基金仍然是非常必要和紧迫的。从外汇储备的长期走势看，建立外汇型主权养老基金的机会窗口将越来越小，中国应在窗口关闭之前抓住这个历史机遇；从还汇于民的方式来看，建立外汇型主权养老基金对已经或即将退休的这一两代农民工和未来新生代农民工来说具有特殊的意义；从国际发展趋势看，人口只有500多万的挪威坐拥上万亿美元的非缴费型主权养老基金，相当于每个公民享有20万美元的资产，且发展十分迅速，而覆盖将近14亿人口的全国社保基金折合美元只相当于3000亿美元。重要的是，近些年来，国际上非缴费型主权养老基金的功能有逐渐扩大和多样化的趋势，以应对老龄化带来的多重影响，中国建立一只外汇型主权养老基金也可在未来医疗保险等领域发挥重要作用。

众所周知，人口老龄化对社会经济产生的影响是多方面的。例如，医疗健康支出增加，财政压力加大等，需要综合治理。为此，近年来，有些国家建立的主权养老基金赋予的使命日益增加且成为一个趋势。例如，2014年爱尔兰“国家养老储备基金”转型为“爱尔兰战略投资基金”之后，其赋予的功能定位增加了“产生经济影响”，例如拉动产业发展、投资实业项目以扩大就业机会等，甚至被称为“主权发展

基金”。再如，俄罗斯的国家福利基金来自2004年建立的稳定基金，2008年国家福利基金被拆分为储备基金和国家福利基金，2018年储备基金又并入到国家福利基金，此时，国家福利基金的功能除保留了补充养老基金支付能力以外，还增加了弥补财政不足、确保宏观经济和社会稳定的职能。再例如，澳大利亚在建立未来基金的同时，还平行建立了医疗、残障、教育等多只主权基金。

导读：养老金融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。本期我们选编了由中国养老金融50人论坛编著的《中国养老金融发展报告2018》中，由张岚、高鸢远、李志淦合著的《资管新规下商业银行养老理财产品的突围之道》，由代林玲、王斯聪合著的《养老目标证券投资基金评价》两篇文章。欢迎大家向本栏目投稿。

张岚、高鸢远、李志淦：资管新规下商业银行养老理财产品的突围之道



张岚：中国养老金融50人论坛青年研究员、兴业银行股份有限公司
区域经理

2017-2018年，我国金融行业以守住不发生系统性风险为底线，以推动银行理财回归代客理财的资产管理业务本源为宗旨，在央行主导、银保监会、证监会的共同协调下，资产管理监管框架日趋统一、严格。短期来看，资管规则的变化一方面可能导致过去几年银行表外融资业务模式难以为继，银行业理财、同业理财市场规模双降；另一方面将对底层债券等资产提出更高的估值和评级要求，进而导致市场流动性紧缩。但长期来看，监管标准的日趋统一和完善将为资产管理行业后续的健康发展奠定良好的基础，可能倒逼银行业理财产品结构、甚至是资产负债结构日益的优化调整。

银行理财是我国资管行业中的核心环节，也是资管规则变化下影响最为深刻的领域。养老理财产品在我国商业银行尚处于“星星之火”的态势，一直受到社会各界广泛重视和高度预期，却始终未能形成规模、自成体系。在当前低利率、控杠杆的宏观经济背景下，在资管规则变化转型的过渡阶段，养老理财产品如何凭借自身投资期限较长、对较低收益率容忍度较强、投资人风险偏好较低、逆经济周期等特点，利用好本轮资管规则变化带来的资本“脱虚向实”、银行理财产品久期延长等积极效应，在商业银行理财产品短期内受到冲击的大环境下，转危机为机遇，带动整个银行理财产品体系结构的优化和银行资产负债结构的调整是本文想要展开探讨和剖析的核心问题。

一、资管业务与银行理财产品的边界与内涵

（一）资管规则体系概述

中国资管行业受《证券投资基金法》、《信托法》、《合伙企业法》、《合同法》、《公司法》等一系列法律的相关部分约束，截至目前，并没有明确的上位法。2018年4月印发的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号，以下简称《资管新规》）是目前针对资管行业影响最为深远的制度规范，但其仅为指导意见，而非实施细则，法律效力较低。因此，未来中国资管行业的实际走向还需根据相应上位法的制定与完善、以及《资管新规》具体的执行情况来判断。

《资管新规》提出资管业务是指银行、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。资管产品包括但不限于人民币或外币形式的银行非保本理财产品，资金信托，证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司、保险资产管理机构、金融资产投资公司¹发行的资产管理产品等；依据金融管理部门颁布规则开展的资产证券化业务、以及依据人力资源社会保障部门颁布规则发行的养老金产品未包括在内。也就是说，《资管新规》规定的委托资产类别仅为货币，非货币资产的管理不纳入其管辖范畴，且特赦资产证券化业务和人社部发行的养老金产品。

值得注意的是，资管业务是金融机构的表外业务，金融机构开展

¹金融资产投资公司是指银行全资控股的债转股子公司，意味着债转股公司完成阶段性使命后，可以对外募资成立资管产品，在《资管新规》约束下开展资管业务。

资产管理业务时不得承诺保本保收益。

表 1 资管产品按资产投向分类

资管产品分类	要求
固定收益类	投资于债权类资产的比例不低于 80%
权益类	投资于股票、未上市股权等权益类资产的比例不低于 80%
商品及金融衍生品类	投资于商品及金融衍生品的比例不低于 80%
混合类	投资于债权类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产且任一资产的投资比例未达到前三类产品标准。

（二）银行理财产品的边界与内涵

我国目前尚未形成一整套成熟的约束银行理财产品的政策法规体系。2005年，在银行理财产品发展的萌芽阶段，银监会曾依据我国金融法律法规，起草了《商业银行个人理财业务管理暂行办法》和《商业银行个人理财业务风险管理指引》，为银行理财产品定立了一个初步的业务指引。《商业银行个人理财业务管理暂行办法》提出，理财计划是指商业银行在对潜在目标客户群分析研究的基础上，针对特定目标客户群开发设计并销售的资金投资和管理计划。然而，随着2008-2014年银行理财业务的快速扩张，理财业务中银行的“隐形担保”和“刚性兑付”问题凸显，2014年，银监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，明确商业银行理财业务是代客资

产管理业务，允许以理财产品的名义独立开立资金账户和证券账户等相关账户，鼓励理财产品开展直接投资。然而，该征求意见稿并未得到真正实施。时隔三年，本轮资管新规和若干规范银行理财业务制度文件的密集出台，仍是旨在继续贯彻落实将银行理财业务引导回归到代客理财业务本源上来，对资管业务进行规范化管理。据悉，银保监会已经完成了银行理财细则草案的制定，正式文件按出台已提上日程，关于净值化产品的估值方法、错配的存量资产如何处置、标准化资产的认定标准、打破刚性兑付等问题的具体可行的操作方法有望得到解答。

银行理财产品主要类型包括结构性理财产品、开放式和封闭式净值型产品、预期收益率型产品、项目融资类产品、股权投资类产品、另类投资产品以及其他创新产品等。本文所称银行理财产品是指银行业金融机构自主设计开发、在全国银行业理财信息登记系统集中登记，并有统一登记编码的理财产品；金融同业理财产品是指专门面向银行业、证券业、保险业等金融机构销售的理财产品。

（三）商业银行养老理财产品边界与内涵

商业银行业养老理财产品是指由商业银行自主设计发行的，以追求养老资产长期稳健增值为目的，主要面向有养老资产储备和保值增值需求的客户进行销售的、鼓励客户长期持有的理财产品。

需要明确的是，《资管新规》将资管产品限定为非保本理财产品，而保本理财产品则未被纳入管理范畴。根据《中国银行业理财市场报

告》中的表述，“保本理财在法律关系、业务实质、管理模式、会计处理、风险隔离等方面与非保本理财产品代客理财的资产管理属性存在本质差异”，且目前保本理财产品已纳入银行表内核算，视同存款管理，已纳入存款准备金和保险基金的缴纳范围。因此，本文主要探讨资管规则变化对商业银行非保本养老理财产品的影响。

二、我国银行养老理财产品发展情况

与保险、基金等行业相比，商业银行养老理财产品起步相对较晚，于2007年开始起步，经历了十年的探索式发展，规模已逾千亿，却尚未形成一个较为成熟的商业银行养老理财产品细分市场体系。部分商业银行较为前瞻性的看到了养老理财产品市场的巨大潜力，已经开始着手尝试，率先设计并发行了一系列以“养老”为主题、具有养老产品特征的、或老年人专享的养老理财产品。表1对国有四大行和股份制银行发行养老理财产品的情况进行了简要说明。

通过抽样分析发现，我国商业银行养老理财产品目前存在以下几个方面问题：

（一）关注养老理财产品的银行较少

据不完全统计，目前设计和开发了养老理财产品的商业银行仅9家，每家发行养老理财产品的品种大约为2-5款。也就是说，当前市场上可供投资者选择的商业银行养老理财产品不超过45款。仍有多家银行并未设计并开发养老理财产品，尚处于观望状态，说明商业银行养老理财市场尚未形成较为激烈的竞争态势，市场格局尚未成型，市

场未来具有较大的变动性和可塑性。

（二）产品趋于同质化

如表1所示，市场上现有的为数不多的商业银行养老理财产品多以开放式、低风险或较低风险为主，投资期限一般为1个季度、半年、1年、3年，且资产投向单一，即主要投资于高流动性、短期固定收益类金融资产。养老理财产品未能自成体系，形成多层次、多样化的产品体系结构，与货币型基金、结构性理财产品、以及市场上大多理财产品之间存在较为严重的同质化问题。

养老理财产品同质化问题严重一方面导致其在市场上无法异军突起，很难真正吸引相应投资者的注意；另一方面也反映出商业银行未能充分运用好中老年高净值客户这一特殊的细分客群，适时调整其理财产品、甚至是资产负债结构。

（三）养老概念不突出

目前市场上养老理财产品的概念含混不清，与其他理财产品界限不明，导致养老理财产品整体概念不突出。养老理财产品概念含混不清主要表现在未明确界定该产品是以中老年客群为特定销售对象、还是该理财产品在其本身的设计上具有养老理财产品特征、亦或只是将该理财产品冠以了养老理财产品之名而已。目前市场上出现的由银行发行的养老理财产品在期限、风险等级、起售金额、管理费率、资产投向及投资比例等方面均与其他类型理财产品较为雷同，特点并不鲜明。

养老概念不突出这一问题与目前我国关于商业银行养老理财产品尚未制定专门的政策法规，并在税收、资产投向及投资比例等方面给予一定的政策倾斜有关。其实，只有当市场上真正出现具有养老概念凸显且多样化的养老理财产品时，整个养老理财产品体系才能蓬勃健康的发展起来。

（四）国民养老理财产品的投资意识尚未完全形成

近年来，我国民众养老意识日益强烈，理财理念也不断升级。然而，迄今为止，在广大投资者群体中并未形成需要购买商业银行养老理财产品来实现养老目标的投资意识。因刚性兑付尚未被打破，大多数投资者购买商业银行理财产品只是为了在一定时期内抵抗因通货膨胀带来的资产贬值，在商业银行的信用背书下，以较低的风险，获取比银行一般存款更高的收益。相较投资房地产、保险、基金等其他金融产品满足投资者养老诉求方面的应用，商业银行养老理财产品尚未被广泛纳入具有养老要求的投资者的视线当中。

（五）未采用公允价值法进行估值

当前商业银行养老理财产品采用的估值方法一般为摊余成本法，即使是净值型理财产品，也未真正采用公允价值法对理财产品进行估值。摊余成本法主要适用于对固定收益类产品估值，并不能及时、准确、客观的反映理财产品的真实价值，容易隐藏其潜在风险。

表 2 我国商业银行养老理财产品抽样情况说明

产品名称	收益分配	基金类型	估值	期限	风险等级	起售金额	管理费	养老概念	资产投向	投资比例
工商银行“如意人生 I/II/III/IV/V”养老理财产品	非保本浮动收益型	开放式	固定收益类，摊余成本法	无固定期限	中等风险	个人 10 万元，以 1 万元整数倍追加	托管费 0.02%/年 销售手续费 0.40%	养老金理财产品	高流动性资产：债券及债券基金、活期存款、存款组合；债券类资产：债券类信托、交易所委托债券投资；权益类资产：股权类信托	高流动性资产 44.42%；债券类资产 51.66%；权益类资产 3.92%
工商银行“随心 E”养老理财产品	—	—	固定收益类，摊余成本法	无固定期限	低风险	个人 5 万元，以 1 万元整数倍追加	托管费 0.02%/年	养老金理财产品	债券、高流动性资产、其他资产组合	债券及高流动性资产 0~80%；其他资产或资产组合 20%~100%

续表

产品名称	收益分配	基金类型	估值	期限	风险等级	起售金额	管理费	养老概念	资产投向	投资比例
兴业银行“安愉养老财富1号”	非保本浮动收益型	开放式（投资期91天）	固定收益类，摊余成本法	3年	低风险	个人5万元，以1000元整数倍追加	托管费0.03%/年；第一个投资周期销售手续费率0.5%；第二个投资周期销售手续费率0.40%	该行“安愉人生”客户专属 ^①	银行存款、债券回购、货币基金等货币市场工具及其他银行间资金融工具；国债、政策性金融债、央行票据、短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债、公司债、非公开定向债务融资工具、资产支持证券、可转债、次级债等银行间、交易所市场债券及债务融资工具，其他固定收益类短期投资工具；符合监管机构规定的信托计划、基金、证券和保险资产管理计划，保险债权投资计划及上述资产的受益权等其他金融资产及其组合	货币市场工具及其他银行间资金融工具10%~100%；债券及债务融资工具10%~100%；信托计划、资产管理计划和保险债权计划等其他资产0~70%

续表

产品名称	收益分配	基金类型	估值	期限	风险等级	起售金额	管理费率	养老概念	资产投向	投资比例
兴业银行“安愉百富2号”理财产品	非保本浮动收益型	开放式（投资期91天）	固定收益类，摊余成本法	3年	低风险	个人5万元，以1000元整数倍追加	销售管理费率0.4%	该行“安愉人生”客户专属	—	—
招商银行招银进宝系列之睿逸系列月添利理财计划（2014）	非保本浮动收益型	开放式（初始投资后，每月开放一次）	净值型，摊余成本法	30年	较低风险	个人5万元，以1000元整数倍追加	托管费0.15%/年；固定投资管理费率0.5%/年；浮动投资管理费率按超出业绩比较基准10%收取 ^②	具有养老理念或养老理财产品特征	信用级别较高、流动性较好的金融资产，包括但不限于国债、金融债、央行票据、债券回购、资产拆借、银行存款以及高信用级别的企业债、公司债、短期融资券、中期票据、资产支持证券、次级债、私募债等其他金融资产，可转换债券、可分离债、新股	债券30%~90%；资金拆借及逆回购0~70%；同业存款0~70%；其他资产0~30%
招商银行金颐养老系列之养老分红1号理财计划（2016）	非保本浮动收益型	开放式（初始投资后，每月开放一次）	净值型，摊余成本法	30年	较低风险	个人5万元，以1000元整数倍追加	托管费0.15%/年；固定投资管理费率0.5%/年；浮动投资管理费率按超出业绩比较基准10%收取 ^③	具有养老理念或养老理财产品特征	信用级别较高、流动性较好的金融资产，包括但不限于国债、金融债、央行票据、债券回购、资产拆借、银行存款以及高信用级别的企业债、公司债、短期融资券、中期票据、资产支持证券、次级债、私募债等其他金融资产，可转换债券、可分离债、新股	债券20%~100%；资金拆借及逆回购0~70%；同业存款0~70%；其他资产0~30%

续表

产品名称	收益分配	基金类型	估值	期限	风险等级	起售金额	管理费	养老概念	资产投向	投资比例
上海银行“慧财”人民币养老无忧理财产品(2018)	保本型	封闭式	固定收益类, 摊余成本法	119 天	低风险	个人 5 万元, 以 1 万元整数倍追加	托管费 0.03%/年; 销售管理费 0.17%/年	面向 50 周岁(含)以上或该行 VIP 客户销售	银行间或交易所流通的投资级以上的固定收益工具、存款等, 包括但不限于债券、回购、同业拆借、同业存款、债权投资计划、定向资产管理计划、资产支持证券、存款、现金等, 获得持有期间收益	债券、回购、同业拆借、同业存款、现金等投资品种的比例为 30% (含) ~ 100%, 资产支持证券等其他各类资产比例不超过 70%
上海银行“慧财”资产组合系列养老专属理财产品(2016)	非保本浮动收益型	开放式	摊余成本法	91 天/182 天	较低风险	个人 5 万元, 以 1 万元整数倍追加	—	面向 50 周岁(含)以上或该行 VIP 客户销售	—	—

续表

产品名称	收益分配	基金类型	估值	期限	风险等级	起售金额	管理费	养老概念	资产投向	投资比例
华夏银行龙盈理财增值增强型1408号(老年客户优先)(2014)	非保本浮动收益型	开放式	净值型, 摊余成本法	363天	—	个人300万元	—	具有养老理念或养老理财产品特征	现金、回购、买入返售资产、货币市场基金、剩余期限在1年以内的银行理财产品等货币类资产;短期存款;剩余期限(包括行权剩余期限)不超过3年(含3年)的短期债券;其他固定收益产品;包括债券基金、银行理财产品、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划等	固定收益类0~135%;流动性资产5%~100%;不动产及其他金融资产0~75%
华夏银行龙盈理财增值增强型1630号(老年客户优先)(2017)	非保本浮动收益型	开放式	净值型, 摊余成本法	120天	—	分为个人5万元、20万元、100万元、300万元四档	—	具有养老理念或养老理财产品特征	同上	—

注: ①兴业银行“安愉人生”客户是指年龄在50周岁(含)以上, 在兴业银行的资产总量符合一定要求的客户。

②该理财产品的业绩比较基准为上个月“同比CPI”+2%, 如果理财计划资产组合收益率-托管费率-固定管理费率≤上个月“同比CPI”+2%, 则浮动管理费率=0; 如果理财计划资产组合收益率-托管费率-固定管理费率>上个月“同比CPI”+2%, 则浮动管理费率=[理财计划资产组合收益率-托管费率-固定管理费率-(上个月“同比CPI”+2%)]×10%。

③该理财产品的业绩比较基准为上个月“同比CPI”+1.5%, 如果理财计划资产组合收益率-托管费率-固定管理费率≤上个月“同比CPI”+1.5%, 则浮动管理费率=0; 如果理财计划资产组合收益率-托管费率-固定管理费率>上个月“同比CPI”+1.5%, 则浮动管理费率=[理财计划资产组合收益率-托管费率-固定管理费率-(上个月“同比CPI”+1.5%)]×10%。

三、资管新规下银行养老理财的挑战和机遇

（一）资管新规出台背景与政策要点

随着2012年“大资管时代”的开启，资管行业市场化程度和创新速度不断提升，呈现出了巨大活力。据《2017-2022年中国资产管理行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》显示，2012年，我国资产管理规模为27万亿元；2016年我国资产管理规模已达116万亿元，年均复合增长率高达43.97%，在整个金融系统中已经颇具系统重要性。

然而，随着规模的急速扩张，我国资管行业所累积的问题也不断暴露，核心是资管产品的“风险-收益”既不能准确计量，也不能充分传导。在此情况下，资金投向脱实向虚问题严重，即金融机构为了维持高回报，将资金停留在金融体系内流转而不流向实体经济，或是资金已转化为产业资本但因通过层层嵌套且过手多了家金融机构才流转至实体经济而导致资金链条过长。资金投向脱实向虚容易导致资金成本的抬升，形成金融业虚假繁荣的景象，实则潜藏了大量的经济金融风险。因此《资管新规》的出台顺理成章且势在必行。具体来看，《资管新规》规范的内容包括：进一步厘清投资资产范围，去杠杆和消除多层嵌套，禁止资金池业务，打破刚性兑付，实施净值化管理，禁止让渡主动管理责任，强化资本约束和集中度要求等。

（二）资管新规对传统银行养老理财产品的制约

1. 银行养老理财产品“资产荒”问题严重

一是宏观审慎评估体系（Macro Prudential Assessment, MPA）的实施是央行认识到有必要升级监管方式、扩大监管范围后做出的决

定，主要由资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、外债风险、信贷政策执行等构成，其中资本充足率是评估体系的核心。“广义信贷”是MPA的一个重要概念，意指相对传统贷款而言的更大范围的信贷。随着表外理财纳入广义信贷计算，对银行的资本金提出了更高的要求，传统高收益的非标类产品扩张将受到约束，金融机构或对表外理财投资产品结构进行调整。

二是在《商业银行委托贷款管理办法》实施后，非标投资和通道业务将会受到更大限制。传统占主导的非标产品将面临严重收缩。未来，商业银行需寻求其他优质资产来填补这一空缺，市场上的优质资产需要重新被认识和抢夺。金融机构对优质、低风险的可投资资产的竞争将日益激烈，银行理财产品将面临更为严峻的资产竞争。

三是《资管新规》和之后发布的《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》不仅对资管产品投资于非标资产的类别和比例作出了明确限定，同时也对标准化资产给予了更加严格的界定。《资管新规》提出，标准化债券类资产应“在银行间市场、证券交易所市场等经国务院批准同意设立的交易市场交易”。而银登中心、报价系统、北金所、地方金交所均不属于国务院批准同意设立的交易市场，也就是说，近年来市场上较为流行的通过银登中心等机构“非标转标”的业务模式将难以为继。

近年来，受宏观L型经济形势和金融去杠杆效应影响，市场上具有“高收益、低风险”属性的优质资产和项目一直较为稀缺。而在以上三重监管政策的冲击之下，传统非标产品体量也将面临严重收缩。

如此一来，一方面，银行养老理财产品将难以按照以往模式投资于收益率较高、投资管理模式较为简单的非标资产，非标转标难度也日益增大；另一方面，存量银行养老理财产品也会因为过渡期后资产久期仍长于银行理财资金期限，而面临较大抛售压力。

2. 净值型管理要求导致银行养老理财产品收益率面临较大波动

净值型产品净值受市场变化波动较大：当市场行情上升的时候，理财产品净值上升更加明显；而当市场下滑的时候，理财产品净值会受到更大冲击。因此，资管产品价值的实时反映短期内可能引发市场恐慌，引发市场上频繁、大幅的理财产品赎回行为，导致新发行的商业银行理财产品收益率上行，从而提升银行养老理财产品的发行成本，增加银行端的发行压力。

3. 保本保收益类理财产品的终结与养老理财投资者保值增值需求相悖

新规之下，保本保收益类理财产品将被取消，逐渐回归“受人之托，代人理财”的本源；或以结构性存款等名义继续存在。由于当前养老理财投资者“自负盈亏”、风险自担的投资意识尚未完全确立、成熟，保本保收益类理财产品的终结与养老理财投资者保值增值需求相悖可能导致银行养老理财产品在短期内受到冲击，养老理财产品规模可能面临收缩。

（三）资管新规与银行养老理财产品特性相容之处

1. 禁止资金池和期限错配业务后养老理财资金的长期限优势凸

显

《资管新规》对银行理财产品期限结构会发生重大影响。一方面，在2017年发行的封闭式银行理财产品中，约53%为90天以内的封闭式理财产品，而随着《资管新规》出台，该类理财产品今后将不复存在；另一方面，在禁止期限错配的政策约束下，为提高银行理财产品吸引力并于投资端资产期限相匹配，未来银行将更倾向于发行久期较长的理财产品，银行理财产品的平均期限、发行安排、产品设计和未来投资结构都有可能发生改变。目前，商业银行理财负债端的久期大概在2个月左右，而商业银行理财产品资产端的久期大约在3-5年左右，远远长于负债端久期，由此产生了期限错配风险和流动性风险。如果真能做到禁止资金池模式，则无疑会拉长商业银行负债端的久期，延长商业银行发行的理财产品期限。

期限的拉长本会在一定程度上削弱理财产品对投资者的吸引力，所幸的是养老理财产品面对的恰恰是风险偏好较低、但对长期投资容忍力较强的老年投资群体，因此，资管新规的实施也为养老理财产品的发展带来了新的机遇，从而促进商业银行更加重视对于专属于老年人的理财产品的开发和设计。

2. 消除多层嵌套后养老理财产品成本得以控制

消除多层嵌套后，银行资金不用经过层层通道就可流向实体经济，中间环节的缩减必将带来中间通道费用和管理费用的减少，理财产品的成本将得到有效控制，产品吸引力增强。尤其对于对利率收益较为敏感的老年投资者而言，银行理财产品成本的控制和收益的上升对老

年投资者吸引力的增强效应更为明显，在其他投资渠道受限的情况下，养老理财产品将更受老年人的认可和欢迎。

3. 打破刚性兑付后银行养老理财产品投资范围将进一步拓宽

未打破刚性兑付前，为防范风险，银行理财产品投资范围受限，多以投资于风险较小的固定收益类资产或非标产品为主，导致银行养老理财产品投资范围受限，养老理财产品同质化问题严重。受到打破刚性兑付的鼓励，商业银行养老理财产品有望通过“固定收益类+”的投资策略，更多投资于具有一定风险、但收益较高的权益类资产，形成固定收益、固定收益+权益/量化、股债混合、纯权益等多层次的产品体系，促使银行养老理财产品投资范围进一步放宽。

4. 同业类理财收缩下零售养老理财有望迎来逆势增长

受资管行业规则变化影响，2017年同业理财产品规模大幅下降。为了对冲同业理财产品规模下降的压力，银行加大了对机构客户和个人理财的争夺。2017年银行业理财产品仍以个人投资者为主，机构投资者为辅，且一旦实体经济回暖，企业投资与支出意愿加强，能够腾挪出的用于购买银行理财产品的闲置资金将会减，个人理财产品规模有望逆势增长。特别在多地楼市限购限贷的情况下，居民资产配置开始向金融资产倾斜。因此，一方面，资管新规的出台将促使商业银行对个人投资者，尤其是中老年投资者这一特殊高净值客群更为重视，定制出更多更加个性化、且能够满足中老年投资者需求的银行理财产品；另一方面，其他投资渠道受阻也会促进中老年投资者将更多富裕资金投资于银行理财产品，银行养老理财产品有望逆势增长。

四、资管新规下银行养老理财产品发展趋势与思路

（一）FOF、MOM模式可成为养老理财产品发展的新突破口

FOF是舶来品，简单来说，FOF就是重点或专门购买其他基金份额的基金，FOF以基金为主要投资标的，待产品成立、开始运作、建仓期满后，FOF持有其他基金份额的仓位不得低于80%；MOM是基金经理通过长期跟踪、研究基金经理投资过程，挑选投资能力较好的基金经理来委托他们进行投资管理的一种投资模式。

首先，近年来，秉承弱化基金、信托牌照价值，提升资产管理能力和丰富产品线监管思路，虽然金融监管从严，FOF和MOM模式却因具有优中选优、强化主动管理的优势，受到了监管层和市场的双重青睐。

其次，在《资管新规》的倒逼下，银行之前发行的大量预期收益型理财产品究竟该如何转向的问题一直被社会各界广泛探讨，而一个被业界普遍接受的转型方向即为货币型基金。货币型基金一般具有较低收益、中低风险及中短期限等方面属性，在投资者眼中可成为一般存款性产品的升级替代版，而银行因其庞大的销售网络和快速、便捷的清算体系，仍可成为货币型基金银行理财产品的重要发行方和销售方。再加上货币型基金低收益、低风险属性与养老理财产品投资者的风险偏好较为吻合，因此，通过FOF、MOM模式投资于一部分专业化运营的货币型基金可成为银行养老理财产品的重要突破口。

第三，随着金融强监管下对于银行理财产品投资于非标资产的限制不断加强，在货币型基金投资需求加强的同时，为实现收益平衡，并满足市场上不断攀升的对于高收益理财产品的期望，银行理财产品

对于权益类资产的配置需求也将逐步增强，而FOF和MOM模式则为银行理财产品通过找寻和匹配专业化的私募投资基金投资于优质权益类资产提供了良好的产品结构思路。

第四，在《资管新规》发布实施的转型过渡时期，部分商业银行尚未成立资管行业子公司，所积累的资产管理经验尚浅，对资产实施主动管理的能力也较弱，需要通过FOF或MOM模式，借助有经验的基金公司为其提供主动的资产管理服务。

总而言之，FOF或MOM模式因具有主动管理及混合资产配置等特点，能够为商业银行提供更加个性化且有针对性的资产管理服务，因此，有效利用FOF或MOM模式可以帮助商业银行突破现有的养老理财产品同质化、特色不鲜明等固有问题，打造商业银行养老理财产品特色品牌。

（二）产业并购重组可为养老理财产品提供新投向

资管业务回归本源后，银行投资端的大类资产配置政策必然随之调整，投资关注点将从过去简单、粗放的平台地产类融资模式向消费服务业转变，从而更加关注企业的实际融资需求、以及项目的实质经营风险、市场需求和投资价值。商业银行可重点关注上市公司股票定增、股票质押式回购、代理股权投资及债转股业务，通过进一步提升自身对具体产业的市场机会、商业模式以及潜在风险的识别和把控能力，真正玩转一个产业，把赢利点从传统的“赚取利差模式”向“价值投资”转变，从而有效增强自身主动管理能力，养老理财产品的收益率和多元化水平。

（三）ABS模式或将成为养老理财产品的一大重要投向

一方面，如前所述，非标业务今后必然要做出重大调整，调整的方向可分为非标转贷和非标转标两种，前者通过将非标业务转入商业银行资产负债表内转变为贷款，后者将非标业务转化为债券、资产证券化（ABS）等标准化资产管理业务；另一方面，资产证券化（ABS）是本次《资管新规》中明确排除在资管产品管理范畴外的业务模式，目前暂不受与资管产品相关的各种制度规范限制。受上述双重叠加效应影响，ABS模式或将成为养老理财产品的一大重要投向。

五、结语

当前以去杠杆、打破刚性兑付、实施净值化管理、取消多层嵌套、强化主动管理、禁止资金池业务为主要内容的资管规则的变化给商业银行养老理财产品既带来了挑战，也带来了机遇，但总体来说，机遇大于挑战。

我们看到，《资管新规》对银行养老理财产品的作用既有相容的，也有相悖的，在某些方面能产生合力，在某些方面作用力又会相互抵消：一是《资管新规》如能真正贯彻执行，从长远上来能消除当前理财产品面临的多层嵌套问题，有效降低投资者的购买成本；却可能在短期内抬高投资者的预期收益率，使得理财产品的发行成本上升。二是随着传统非标资产投向受到更多制度规范限制，银行理财产品可投资资产大幅收缩，“资产荒”问题将日益严重，但是，标准化及权益类投资或将成为银行需要挖掘和开拓的新的投资方向。

面对新的经济形势和制度环境，银行理财产品中的养老理财产品

却有望在逆势中突出重围，展露新的生机。首先，在充分发挥养老理财产品特色的前提下，养老理财资金的长期优势将得到充分发挥，这一优势在《资管新规》要求禁止资金池和期限错配业务的要求得以贯彻实施的情况下将愈发凸显。其次，在商业银行投资于权益类资产的风险识别和管控能力得以切实提升的前提下，利用好银行养老理财产品的长期优势，通过充分利用FOF、MOM等具有主动管理及混合资产配置作用的、且受当前制度规范认可的新的业务模式，将一定比例养老理财产品资金投资于权益类资产，尤其可投资于具有较高投资潜力和价值的产业升级和并购重组方面的权益类资产，并做好产品的净值管理工作，可抵御当下各种制度规范对于银行理财资金投资于非标资产的限制，进一步拓宽银行养老理财产品的投资范围，真正形成银行养老理财产品的特色差异化优势，做到各家银行“百花齐放”，而非均采用较为雷同的投资经营策略。

代林玲、王斯聪：养老目标证券投资基金评价



代林玲：中邮创业基金管理股份有限公司创新业务部产品经理

一、产品概述及发展历程

（一）养老目标基金产品概述

为积极应对人口老龄化带来的挑战，妥善化解老龄化带来的社会问题，充分发挥金融在社会资源配置中的核心作用，使公募基金行业更好地服务于多支柱养老体系建设的国家战略，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）于2018年3月2日正式发布了《养老目标证券投资基金指引（试行）》（证监会公告[2018]2号，以下简称《指引》），首次明确提出养老目标证券投资基金（以下简称“养老目标基金”）这一公募基金类别，并对养老目标基金的投资目标、运作方式、

投资策略、基金管理人和基金经理的任职资格等方面进行了规定。

根据《指引》规定，养老目标基金是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。

伴随着全球老龄化问题日趋严重，以公共养老金、职业养老金和个人养老金为基础的“三支柱”养老金体系逐渐受到各界认同。养老目标基金作为养老金体系第三支柱——个人养老金投资产品的重要组成部分，旨在为个人投资者提供长期有效的养老金融理财服务。

根据《指引》规定，养老目标基金的运作方式主要采用基金中基金形式或证监会认可的其他形式运作。养老目标基金的投资策略主要采用成熟稳健的资产配置策略，控制基金下行风险，追求基金长期稳健增值。投资策略包括目标日期策略、目标风险策略以及证监会认可的其他策略。

目标日期策略基金（以下简称“目标日期基金”），是指随着所设定目标日期的临近逐步降低权益类资产（包括股票、股票型基金和混合型基金）的配置比例，增加非权益类资产的配置比例（即“下滑曲线”）的养老目标基金；目标风险策略基金（以下简称“目标风险基金”），是指根据特定的风险偏好设定权益类资产、非权益类资产的基准配置比例，或使用广泛认可的方法界定组合风险（如波动率等），并采取有效措施控制基金组合风险的养老目标基金。

在其他国家，例如美国，劳工部（United States Department of Labor，以下简称“DOL”）和证券交易委员会（U.S. Securities and

Exchange Commission, 以下简称“SEC”) 在《2006年养老金保护法》(Pension Protect Act 2006) 中对于目标日期基金进行了明确定义, 指应用普遍接受的投资组合理论, 通过分散化投资将大额损失的风险降至最低, 并根据参与者的年龄、目标退休日期(如计划的正常退休年龄)或预期寿命, 通过配置权益类和固定收益类资产, 提供不同程度的长期增值和资本保护的基金产品或投资组合。随着时间的推移以及投资者年龄的增长, 这些基金产品和投资组合的资产配置逐渐变得保守, 风险水平逐渐降低。

目前, 养老目标基金在国际上正受到越来越多的重视。在美国, 劳工部将目标日期基金和目标风险基金所属的平衡基金(Balanced Fund)列为“合格默认投资备选”(Qualified Default Investment Alternative, 以下简称“QDIA”)机制的投资备选产品之一。在英国, 政府成立的国家职业储蓄信托(National Employment Savings Trust, 以下简称“NEST”)也将目标日期基金设为默认选择产品(Default Fund)。

(二) 养老目标基金产品分类

根据投资策略不同, 养老目标基金分为目标日期基金和目标风险基金。在此基础上, 还可根据不同因子进行更进一步的划分。

1. 目标日期基金

(1) 根据目标日期划分。目标日期基金按照投资者退休的年份划分, 通常以5年为间隔, 例如“2026-2030”、“2031-2035”等。基金通常针对退休年份在该目标日期附近的投资者进行设计, 例如

“汇丰晋信2026生命周期证券投资基金”是针对2026年前后退休的投资者。目前，美国晨星公司（Morningstar, Inc.，以下简称“晨星”）以及先锋基金公司（Vanguard Group, Inc.，以下简称“先锋基金”）等，均使用这种分类方法。

对于同一目标日期的基金，根据风险偏好设定，可进一步划分为激进型、稳健型和保守型。例如，在晨星针对机构投资者的分类中，对于目标日期为2046-2050年的目标日期基金，会将其分为“目标日期2046-2050激进型”、“目标日期2046-2050稳健型”和“目标日期2046-2050保守型”三类。其中，激进型通常会给权益类资产分配更高比例以达到更高的投资收益；稳健型通常会给权益类和固定收益类资产分配相近的比例；保守型通常会给固定收益类资产分配更高的比例。

(2) 根据下滑曲线的投资策略进行划分。目标日期基金可以分为“To”与“Through”两种类型。“To”类型默认投资者在退休时一次性取出账户内所有资金，因此在退休日期临近时会大幅降低风险资产的比例；“Through”类型默认投资者在退休后将资金存于账户中进行投资，因此在退休日期临近时资产配置仍按照下滑曲线进行，权益类资产仍占有一定比重。

2. 目标风险基金

目标风险基金根据其目标收益风险特征，可以分为激进型、成长型、平衡型、稳健型、保守型^①，各个类型间差别主要是持有的权益

^① 市场中各个机构对于目标风险基金的风险等级的类别名称以及该类别的资产配置比例会略有区别

类和固定收益类资产的配置比例不同。举例来说，美国John Hancock投资公司对于目标风险基金各类别资产配置情况如下表所示^①：

表1 John Hancock公司关于目标风险基金的分类

风险特征类型	权益类资产比例	固定收益类资产比例
激进型 (Aggressive)	100%	0%
成长型 (Growth)	80%	20%
平衡型 (Balance)	60%	40%
稳健型 (Moderate)	40%	60%
保守型 (Conservative)	20%	80%

(三) 养老目标基金产品发展历程

1. 海外养老目标基金产品发展历程

(1) 萌芽期 (1974年~1993年)

1974年美国颁布的《雇员退休收入保障法案》(Employee Retirement Income Security Act of 1974)提出了创立个人退休养老账户(Individual Retirement Arrangements,以下简称“IRAs”),同时促进了养老金体系中缴费确定型计划(Defined Contribution Plan,以下简称“DC型计划”)的发展。但20世纪80年代DC型计划和IRAs的快速发展始终伴随着一个问题,即计划参与者需要自己进行资产配置。由于大多数投资者难以准确判断投资标的风险以进行理性投资,各基金公司便设计出不同权益资产比重的产品,以面向不同风险偏好投资者。由此,以目标风险基金为代表的资产配置型基金便逐步

^① <https://www.johnhancock.com/>

发展起来。

(2) 起步期（1993年~2006年）

为解决投资者仍无法理性且准确地将自身风险承受能力与不同风险产品相匹配的问题，以生命周期投资为理念的目标日期基金便逐步诞生。1993年11月，第一批目标日期基金由巴克莱全球投资公司（Barclays Global Investor）在美国推出。随后瑞典公司SPP Fonder AB和美国富达基金等公司也相继成立相关产品。2001年互联网泡沫破灭导致股票市场大跌，更多人意识到了投资并非易事。随后富达、先锋等基金公司开始大力宣传目标日期基金，同时行为经济学创始人泰勒教授于2004年发表论文，从实证角度为投资目标日期基金的优势提供了支持。于是，更多机构开始发行目标日期基金，其市场也拓展到了芬兰、法国、新加坡等国家。

(3) 快速发展期（2006年至今）

虽然有了较好的投资产品，但雇主为避免产生纠纷仍趋向于保守投资。2006年，美国颁布的《养老金保护法案》中提出了合格默认投资备选（QDIA），规定在雇员未做选择的情况下，雇主若将雇员养老金投向QDIA，可免于承担投资损失责任。目标日期基金与目标风险基金便在QDIA之中，这大大促进了养老目标基金的发展。如图1所示，2006年之后，美国目标日期基金保持高速增长，目标风险基金经过小幅上涨之后，最近几年保持平稳，至2017年末两者规模分别达到1.17万亿和3990亿美元。

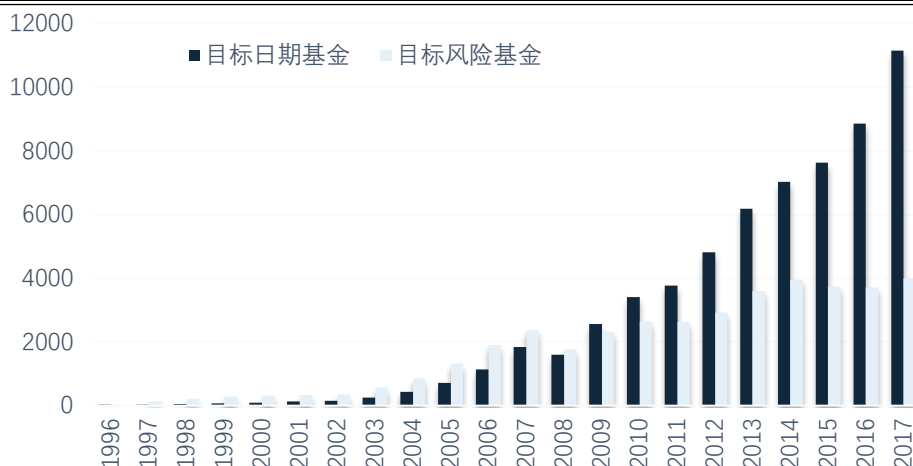


图 1 美国养老目标基金资产规模（亿美元）

数据来源：《2018 Investment Company Fact Book》

2006年之后养老目标基金在美国以外的国家同样发展迅速，晨星数据显示，截止2017年末，目标日期基金已在25个国家和地区发行，其中美国、瑞典、卢森堡、意大利、加拿大的规模均在50亿美元以上。

我国养老目标基金产品发展历程

（1）探索期（2006年5月~2018年3月）

我国养老目标基金起步较晚，目前国内仅有3只目标日期基金，分别是成立于2006年5月的汇丰晋信2016生命周期开放式证券投资基金，成立于2006年9月的大成财富管理2020生命周期证券投资基金，和成立于2008年7月的汇丰晋信2026生命周期证券投资基金，截至2017年底，3只基金总规模24.43亿元。另外，工银瑞信添颐债券型证券投资基金和工银瑞信添福债券型证券投资基金也采取类似目标日期基金的策略，在其每个运作周期（3~5年）内股票配置比例上限逐渐下降（由20%降到10%）。

但这几只基金与海外标准的目标日期基金存在一定差别，如其投资标的均为股票、债券等基础资产，而海外目标日期基金绝大多数采用基金中基金（Fund of Fund，以下简称“FOF”）模式运作，投资标的以股票类、债券类基金为主。

2016年9月11日，证监会发布《公开募集证券投资基金运作指引第2号——基金中基金指引》，对我国FOF的投资标的、产品费用等相关事项做出了规定。截止2017年底，我国已成立了6只FOF基金，总规模130.32亿元。其中部分产品采取目标风险策略，作为养老目标基金的一个探索，为养老目标基金的诞生创造了条件。

（2）起步期（2018年4月~至今）

2018年3月2日，证监会发布了《养老目标证券投资基金指引（试行）》（以下简称《指引》），对我国养老目标基金的运作形式、投资策略、基金管理人资格等做出了规定。按照《指引》，我国养老目标基金应采用FOF形式，投资策略包括目标日期策略和目标风险策略以及证监会认可的其他策略。2018年4月11日，国内首批养老目标基金正式上报。

2018年4月12日，财政部、国家税务总局、人力资源和社会保障部、中国银行保险监督管理委员会、证监会五部门联合发布了《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》（以下简称《通知》）。

《通知》要求，自2018年5月1日起，我国将在上海市、福建省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。对试点地区个人通过个人商业养老资金账户购买符合规定的商业养

老保险产品的支出，允许在一定标准内税前扣除，同时账户资金收益暂不征税，个人领取商业养老金时再征税。《通知》还指出，在试点结束后，根据试点情况，有序扩大参与的金融机构和产品范围，将公募基金等产品纳入个人商业养老账户投资范围。

上述一系列新政的出台，将有力推动养老目标基金的发展，为我国第三支柱个人养老金建设储备养老金融产品，也为满足养老资金理财需求、引导长期投资提供了制度保障和支持。

二、养老目标基金评价海外经验借鉴

（一）目标日期基金评价

目标日期基金基于自身产品目标的特殊性、产品设计的复杂性，个人与机构评价角度的差异性，使得在产品评价时考量因素与维度均比较复杂。本部分主要介绍海外目标日期基金主要评价方法及其利弊所在。

从评价主体角度出发，我们梳理出四类评价主体，主要是如晨星等专业基金评价机构、各类学术研究机构、美国劳工部（DOL）/美国证券交易委员会（SEC）等监管机构以及先锋基金和富达基金为代表的基金公司，各个评价主体对于目标日期基金评价的关注重点各不相同。

1. 评级机构评价思路

晨星目标日期基金的评级和研究报告的设计目的是帮助个人投资者、金融咨询机构、退休计划发起人以及其他对目标日期基金感兴趣的受托人进行一系列的目标日期基金的评价，其评价的标准要求合

理性和一致性。其目标日期基金评价主要有两个思路：第一，定量评级方法，即对同类别基金在一定阶段的风险调整后收益进行排名，按照一定比例给予从五星到一星不等的五个定量评级结果；第二，综合评价方法，即对同类别的基金从投资过程（Process）、基金价格（Price）、基金业绩（Performance）、管理团队（People）和基金管理公司（Parent）五个方面进行定性和定量相结合的分析，给予金、银、铜、中性、负面五个评级。

另外，基金评价必须以同一类别和基准为前提，以保证评价结果的一致性。因此，本部分的最后还将对目标日期基金基准的设计进行探讨。

（1）定量评级方法

晨星定量评级方法又叫星级评级（Morningstar Rating®），旨在提供一个直观并且简单的基金评级结果。评级思路如下：

①首先对基金进行分类。以5年为一个阶段，自“2000年”至“2060年+”分为12个退休前基金和一个退休后基金，共13个子类别；

②衡量基金的收益。晨星以考虑分红再投资的月度回报率来衡量基金的收益。计算一个月、三个月、六个月、今年以来、一年、三年、五年、十年的基金收益；

③计算基金的风险调整后收益MRAR（Morningstar Risk-Adjusted Return，以下简称“MRAR”）。其MRAR指标的计算方法是建立在投资人风险偏好的基础上，认为投资人喜欢高的收益而厌恶风险。

④评星级方式。根据MRAR指标，由大到小进行排序：前10%被评为5星，接下来22.5%被评为4星，中间35%被评为3星，随后22.5%被评为2星，最后10%被评为1星，共5个星级。

晨星目标日期基金评级每月进行一次更新。每月初公布上月的评级结果，包括三年评级、五年评级和十年评级。

这个单一指标的评级方法，只关注历史业绩表现和风险情况，未进行相应表现产生原因的分析 and 未来情况的展望，因此有一定的局限性。

（2）综合评价方法

晨星综合评价方法又叫晨星分析师评级（The Morningstar Analyst Rating[®]），以下统称“综合评价方法”，是一种定性和定量分析相结合的评价方法，其为22个目标日期基金系列提供评价报告，其评价出发点是：

第一，在目标日期基金分类中进行有意义的比较；

第二，提供与目标日期基金表现最相关因素的深度分析；

第三，满足不同投资者的适当性需求。

晨星综合评价方法包括金、银、铜、中性、负面五个评级，评级结果每季度更新一次。主要从五个方面进行评价：投资过程(Process)、基金价格(Price)、基金业绩(Performance)、管理团队(People)、基金管理公司(Parent)。具体评价思路如下：

①投资过程（占总评级的20%）

基金的过程评级主要评估目标日期基金的资产分配和基金选择

过程，它包括定性评级和定量评级。过程评级又分为两个部分：

a) 投资方法（占总评分的10%）：评估基金的资产配置方法、业绩目标和投资过程（包括经理选择和投资组合结构）是否明智、明确定义和可重复，并且得到有效执行。此外，投资组合应以符合投资过程和业绩目标的方式构建。

b) 投资组合（占总评分的10%）：投资组合的评分会考察每个目标日期系列的基础资产质量，基于晨星对这些基础基金的评级（“星级评级”，即前文所述定量评级方法），计算目标日期系列中所持有基金的加权平均星级。

②基金价格（占总评级的20%）

晨星和独立学术研究公司的研究表明，投资支出是预测未来业绩表现最好的指标之一。基金价格用资产加权的晨星费用等级（The Morningstar Fee Level）作为衡量标准。晨星费用等级是通过同类别同销售渠道的基金对比得到的。

③基金业绩（占总评级的20%）

这一标准评估了一个目标日期基金相对于同类别基金和基准的历史表现情况。基金业绩采用MRAR作为核心指标衡量，另外还计算了如标准差、夏普比率、最大回撤等风险指标以及收入回报（Income Return）、资本回报（Capital Return）等收益指标。

④管理团队（占总评级的20%）

管理团队的评价是对那些对该系列产品进行关键的资产配置、管理选择和组合结构决策的个人的定性评估，包括管理团队解决冲突的

方法以及投资经理的可用资源等方面。

⑤基金管理公司（占总评级的20%）

主要评价基金管理公司的管理能力、风险控制水平、激励水平等。

值得注意的是，晨星并没有对目标日期基金的下滑曲线和投资理论进行评价。晨星认为，下滑曲线和投资理论的适当性应由组合管理人自己评价，不同目标日期基金的下滑曲线和投资理论有特殊性，是根据不同的投资需求进行设计的，并没有绝对的优劣之分。因此晨星并不针对下滑曲线和投资理论进行评级，只是在评价报告中对基金的下滑曲线和投资理论进行介绍。

晨星综合评价方法对于目标日期基金的评价更加全面，但对于评价的不同方面采用了等权重的打分方法，并没有考虑不同因素对目标日期基金评价的影响程度不同。

（3）目标日期基金基准

2008年之前，美国市场缺乏目标日期基金专用的基准。晨星认为，每个目标日期基金都有其针对不同年龄阶段的风险控制方案，也就是下滑曲线，因此难以进行直接对比。晨星提出从三个不同的维度对目标日期基金进行基准比较：

①资产类别的多样性——关注组合的质量，主要是风险预测体系的情况，通过底层资产多样性和优化配置过程来实现；

②选股策略——关注目标日期基金如何用一个资产组合解决如下问题，比如主动投资还是被动投资，直接投资还是采用基金中基金结构，如何实现投资建议的多样性，不同资产类别的表现如何，净费

用情况等；

③风险控制——关注该基金在投资周期中如何让资产配置组合的风险状况随着目标投资者的风险承受能力变化而变化，也就是我们所说的下滑曲线。

在随后的2009年2月18日，晨星公司构建了自己的生命周期指数（Morningstar Lifetime Allocation Index），作为目标日期基金评价的比较基准。该指数根据风险偏好（激进型、稳健型、保守型）和目标日期（从Income、2005-2060以5年为间隔共13个目标日期）划分包括3×13个系列。

表2 晨星生命周期指数系列(Morningstar Lifetime Allocation Index Family)

	激进型 (Aggressive)	稳健型 (Moderate)	保守型 (Conservative)
Income	Aggressive Income	Moderate Income	Conservative Income
2000	Aggressive 2000	Moderate 2000	Conservative 2000
2005	Aggressive 2005	Moderate 2005	Conservative 2005
2010	Aggressive 2010	Moderate 2010	Conservative 2010
2015	Aggressive 2015	Moderate 2015	Conservative 2015
2020	Aggressive 2020	Moderate 2020	Conservative 2020
2025	Aggressive 2025	Moderate 2025	Conservative 2025
2030	Aggressive 2030	Moderate 2030	Conservative 2030
2035	Aggressive 2035	Moderate 2035	Conservative 2035
2040	Aggressive 2040	Moderate 2040	Conservative 2040
2045	Aggressive 2045	Moderate 2045	Conservative 2045
2050	Aggressive 2050	Moderate 2050	Conservative 2050
2055	Aggressive 2055	Moderate 2055	Conservative 2055

其指数编制核心是不同风险偏好和目标日期的指数中各资产指数的构成比例不同，包括股票、债券、现金、REITs、商品五大类资产指数。晨星模仿目标日期基金下滑曲线的设计，以退休后总资产（考虑退休前人力资本、其他财富、退休后养老金等）最大化为目标，利用效用函数求解不同阶段的风险承受能力，然后再用资产组合理论求得股票和债权类资产的最优配比，最后根据晨星资本市场假设进一步分配细分资产类别的比例。

其他评级机构或指数编制机构也有自己的目标日期指数设计思路，核心区别在指数下滑曲线的设定上，道琼斯、标普和我国的中证目标日期指数均采用动态的目标风险策略构建下滑曲线，细微的区别在于动态风险的确定和选取的衡量指标上。

2. 学术机构评价思路

夏普比率、索提诺比率等传统基金评价指标都只是基于单期投资的评价，评价周期通常是1年，而目标日期基金则是长达几十年的多期投资。一些学术研究也说明了多期投资下的最优策略并不能由滚动的单期最优策略获得，这二者往往存在一定差异。另外，目标日期基金还分退休前后两个阶段，退休前基金通常是资金净流入，退休后则是资金净流出。此外，由于目标日期基金投资期限很长，因此投资者所有形式的财富都应纳入考量，寻求总财富水平的最优，此时人力资本（投资者未来期望收入的现值）便会产生一定影响。这些因素都导致了目标日期基金的评价比传统基金更为复杂，因此学界设计了各种量化模型对其进行评价。

目前对目标日期基金评价的量化方法主要有三种，打分法、蒙特卡洛模拟和随机动态规划法。

(1) 打分法

打分法即用一系列指标对目标日期基金进行打分，并以适当权重对各个指标得分进行加总，最后依靠加权总分进行衡量。

① 衡量因素

常见的衡量因素有以下几种：

a) 下滑轨道的设计。这是一个主观定性指标，旨在衡量下滑轨道的设计是否符合投资者需求，如对风险承受能力较低的投资者，下滑轨道是否过于激进。

b) 收益。如最近3年绝对收益、超额收益等。

c) 风险。如Beta、波动率、最大回撤、下行风险等。

d) 风险调整后收益。如夏普比率、索提诺比率、卡玛比率等。

e) 抵御通胀能力。如组合中通胀保护资产的种类和权重等。

f) 基金相关费用。如管理费、托管费等。由于目标日期基金的投资期限比较长，基金费用的差异便不容忽视。

② 加权方法

不同投资者对各个因素的偏好不同，因此各个指标得分不能进行简单加总。除了直接主观设定权重外，以下的偏好矩阵法也可作为参考。

表3 偏好矩阵

	下滑轨道设计	收益	风险	风险调整收益	抵御通胀	基金费用
下滑轨道设计	1	3	1/2	4	5	1
收益	1/3	1	1/2	3	1	1/5
风险	2	2	1	3	1	2
风险调整收益	1/4	1/3	1/3	1	2	1/5
抵御通胀	1/5	1	1	1/2	1	1/2
基金费用	1	5	1/2	5	2	1

注：表格中数字表示对投资者而言列指标相对于行指标的重要性，随着数值增大，列指标比行指标的重要性逐渐提升。例如，第三行第二个元素为2，表示收益相对于风险而言比较重要，同时第二行第三个元素应为1/2。

在得到偏好矩阵后，取该矩阵最大特征值对应的标准化特征向量，则是对各个因素应该分配的权重。

最后依据上述权重将各个因素得分加权求和，总分即为评价结果。

(2) 蒙特卡洛模拟

根据Labovitz (2006)、Bradford (2016) 以及Lori (2014) 的研究，首先对资本市场做出一系列假设（如年化收益率、波动率等），然后通过蒙特卡洛模拟，沿着各个目标日期基金下滑轨道，得出各自在到期日及其前后的财富水平分布。最后，根据这个分布得出一系列与收益和风险相关的指标来综合考量。

此处主要借鉴Lori (2014) 的评价思路，其通过模拟结果从亏空风险、市场风险和长寿风险三个方面进行评价。

① 亏空风险

亏空风险 (Shortfall Risk) 是指在整個投資期內，基金收益低於最小可接受水平的概率。該風險可用退休時的年金收入替代率來衡量。根據模擬結果，若某基金的替代率分布在越高的區間，則該基金期望收益越高，虧空風險越小。

② 市場風險

市場風險是指由於市場波動給投資者帶來的潛在損失。由於臨近退休時投資者的風險承受能力降低，因此，根據模擬結果，若基金在退休前的波動率越小，以及臨近退休時收益極端風險較小（如退休日前一年基金收益分布最低的1%、5%、10%等分位數），則投資者已積累財富越安全。

③ 長壽風險

長壽風險是指若投資者壽命超出預期，則在其高齡階段年金替代率會下降，甚至耗盡養老金。

同樣，通過模擬可得到不同年齡之前都能享受一定年金替代率的概率。例如，假設年金替代率為65%，A基金在投資者75歲之前都能滿足65%替代率的概率為90%，而B基金為80%，則A基金比B基金更能抵禦長壽風險。

最後，綜合考慮各基金三種風險的高低，結合投資者的風險偏好，進而可選出最適合的基金。

(3) 隨機動態規劃法

根據Bodie (2007)、Warlow (2008)、Bruder和Culerier (2012) 的研究，對於每個投資者，都基於其收入狀況和風險偏好找到一個最

优资产配置策略，然后将目标日期基金下滑轨道与该最优策略进行对比，衡量与最优策略的差异。

具体来说，首先考虑用常数相对风险厌恶（Constant Relative Risk Aversion, CRRA）函数来刻画财富水平给投资者带来的效用，优化函数为

$$\max_{\pi} E \left[\frac{X_T^{1-\gamma}}{1-\gamma} \mid X_t = x, e_t = e \right]$$

其中 t 是时间， π 是风险资产权重， x 是养老金财富水平， e 是缴费额， γ 是相对风险厌恶系数， T 是退休时刻。

该优化问题含义为，在已知 t 期财富水平为 x ，该期缴费额为 e 的情况下，通过优化该期的风险资产配置权重，以最大化退休时刻的财富水平给投资者带来的期望效用。

在确定好优化函数后，对市场做出一系列定量假设，如用几何布朗运动衡量风险资产以及收入（假设收入与缴费额完全正相关）的变化，由此可得出每一期的财富水平解析式。进而，通过HJB（Hamilton-Jacobi-Bellman）方程求解，则可得出每一期的最优风险资产配置权重，即最优策略。

最后，考量各个目标日期基金效用与投资者最优配置策略效用的比值，比值越高说明该基金越适合该投资者。

以上三种方法出发角度不同，因此各具优劣。打分法较直观，运用较灵活，但缺点是对下滑轨道的衡量较主观，并且各个因素的权重难以合理赋值。蒙特卡洛模拟能以概率分布的形式对每只基金的未来财富水平做出估计，但其模型假设较为复杂多变。随机动态规划法能

在个人层面做出最优配置，但其模型参数（尤其是风险厌恶系数）取值较主观，且敏感性较高，取值的微小变动就可能造成最终结果的巨大差异。

3. 监管部门及基金公司的投资者适当性建议

(1) 监管机构的投资者适当性建议

目标日期基金是美国共同基金的重要组成部分，也是美国劳工部指定的QDIA中的首选投资产品。综合考虑信息公开性、可操作性、普适性等因素，美国劳工部（DOL）以及美国证券交易委员会（SEC）从定性的角度给出了投资者在选择目标日期基金的时候需要考虑的问题。

表 4 美国劳工部（DOL）和美国证券交易委员会（SEC）关于目标日期基金的投资者适当性建议

	美国劳工部（DOL）	美国证券交易委员会（SEC）
目标日期	根据投资者年龄和退休日期选择	基金目标日期是否与自己的计划一致
基金信息	了解基金业绩等指标	查看基金招股说明书
风险等级	未明确提及	了解投资者的风险承受等级
下滑曲线	了解基金资产配置如何随着时间改变	了解基金资产配置如何随着时间改变
基金费用	了解基金的运作和投资成本	检查基金成本及各种费用
其他	提供定制产品方面的信息	未明确提及
	雇主要建立有效的雇员沟通渠道	
	将评估、选择流程标准化并归档	

资料来源：美国劳工部（DOL）官网和美国证券交易委员会（SEC）官网

可以看出，监管机构均是从投资者角度对选择目标日期基金进行指导性建议的。

（2）基金公司投资者适当性建议

基金公司作为产品的发售者，遵循监管机构的指引文件，从投资者角度对评估与选择目标日期基金提供了更具体的指导。其中，先锋基金和富达基金作为规模较大的基金公司，主要建议投资者了解以下几方面内容：

①下滑曲线：资产配置策略；是否符合投资者的计划；风险（长寿风险、市场风险、通胀风险）的平衡，基金类型（“to”还是“through”）。

②资产配置：基金的资产配置与市值加权指数相比如何。

③标的基金：投资的基金的投资风格是主动还是被动。

④基金费用：基金的费用与同类基金相比如何，如果费用高于其他选项，是否带来更高的净收益。

⑤基金业绩：与基准业绩比较；与同类基金业绩比较；哪些子基金带动了整体业绩提升；下滑曲线、子资产配置和个股选择哪方面提高了整体业绩。

⑥沟通交流：需要将充分的相关信息提供给公司的普通员工和计划的参与者。

⑦管理团队：管理基金的基金公司监管结构、可能的变化以及带来的影响。

（二）目标风险基金评价

目标风险基金投资策略就是在组合运作过程中，将组合的风险设定在一个确定水平，期望获取相应的预期收益。因此，产品运作过程

中，对组合风险的度量是核心。

由于目标风险基金在资产配置上与平衡型基金或是混合型基金具有相似的特点，因此总结各类机构对目标风险基金的评价方法发现，他们通常会将目标风险基金归为普通基金进行评价。

1. 评级机构评价思路

由于美国劳工部和证监会并没有针对目标风险基金的投资者适当性建议，因此对于目标风险基金评价思路，我们着重介绍晨星的综合评价方法，即晨星分析师评级（The Morningstar Analyst Rating[®]）。和前文的目标日期基金一样，这一方法也从投资过程、基金价格、基金业绩、管理团队和基金管理公司五个方面进行评价。但在目标风险基金中强调的方面与目标日期基金略有不同。

（1）综合评价方法

比较晨星对于目标风险基金和目标日期基金的评价报告可以看出，评价的主要角度基本相同，但对于目标风险基金的评价除了前文提到的五个方面外，还加入了基金风险（Risk）方面的分析。

具体评价思路如下：

①投资过程（Process）

对于目标风险基金的过程评级方法与目标日期基金基本相同，主要是评估基金的资产分配和基金选择过程，包括定性评级和定量评级。更加强调的是目标风险基金的投资组合及历史情况，包括投资风格、投资行业、投资地域、信用评级等方面的比较说明。

②基金业绩（Performance）

在目标风险基金的评价报告中更加强调的是基金的历史业绩，包括过去10年的规模、回报变化，以及与基准指数和同类基金的比较等。

③基金风险 (Risk)

由于目标风险基金具有明确的风险等级属性，因此在评价报告中，晨星公司特意就基金风险进行了分析。主要包括：基金的评级、风险和收益在同类基金中的相对位置；风险指标（包括标准差、均值、夏普比率、索提诺比率等）与同类基金的比较；与相应风险等级的基准指数的比较；与同类基金的上升/下降捕获比例。

④基金价格(Price)、管理团队(People)、基金管理公司(Parent)

在这几方面，晨星对于目标风险基金的评价方法与普通基金相同，但涉及内容不多，评价重点还是集中在前面提到的三点上。

综上所述可以看出，晨星对于目标风险基金的评价方法与目标日期基金基本相同，只是在最终的评价报告中着重对投资组合、基金业绩和基金风险进行分析和比较。

由于目标风险基金的特点，各类机构通常会将其作为普通的平衡型基金或混合型基金进行评价，因此涉及的评价方法多种多样，这其中晨星综合评价方法对于目标风险基金的评价相对更加全面和系统。

与目标日期基金相同的是，对于评价目标风险基金的不同方面晨星亦采用了等权重的打分方法，并没有考虑不同因素对目标风险基金评价的影响程度不同。

(2) 目标风险基金基准

目标风险基金基准根据风险偏好来设计各类组成指数的比例。晨

星认为在设计目标风险基金基准指数时，应尽可能全面地考虑全球资产指数来构建组合，以获得最佳的有效前沿，其中最重要的因素是资产配置和证券选择。

根据目标风险基金目标收益风险特征，其对应的基准也划分为激进型（Aggressive）、相对激进型（Moderately Aggressive）、稳健型（Moderate）、相对保守型（Moderately Conservation）和保守型（Conservative），不同风险特征的基准对应不同的股票指数比例，通常来说股票占比为95%、80%、60%、40%、20%，依次递减。

其他基准指数提供机构，如道琼斯、标准普尔等，也是依据类似的理论进行目标风险基准设计，区别在于根据不同风险收益特征构建的指数系列分类不同，比如增加了成长型（Growth）目标风险基金基准。

2. 量化模型评价思路

由于目标风险基金会综合配置股票、债券等各类资产，因此从量化模型分析角度，通常用业绩归因的方法进行评价。

基金的业绩归因，是基金公司及广大投资者衡量基金投资业绩的常用方法之一，也是据此发现业绩提高或是不佳的来源，改进投资策略，进而改善基金业绩最有效的方法之一。其本质是将基金收益与一个市场基准收益进行比较，将两者差额分解成几种“效应”，比如资产配置效应和证券选择效应等。

基于分析方法和使用数据的不同，归因分析可以划分为两大类：一是基于基金收益率时间序列的多因子回归分析法，二是基于基金持

仓交易数据的模型归因分析法。表5介绍了两者的基本原理及各自优缺点和适用范围。

表 5 业绩归因分析方法的主要分类

	基于收益率的回归分析法	基于持仓的模型归因分析法
基本原理	考察基金投资组合的收益率序列相对于一系列风格指数收益率序列的表现,本质上是时间序列的多元线性回归。	针对基金在不同时点的持仓情况和交易情况分解基金的超额收益率,得到在资产配置、证券选择等方面的超额收益。
优点	数据公开,易于获取	透明度高,便于理解
缺点	算法约束较多,拟合难度大	数据获取难度大,数据频率低
适用范围	内外部投资者均可使用	主要为内部使用,外部使用频率低

对于养老目标基金中的目标风险基金,由于数据基本是从公开渠道获取的数据,因此我们主要使用的是回归分析法,即将基金的超额收益对其配置资产所对应的各个指数超额收益进行回归,回归结果中各个指数的系数说明了该基金业绩受该指数的影响大小。回归的截距项则代表基金超额收益中没有被模型解释的部分,即 α 。 α 值越大,说明基金相对于各个指数的超额收益越大,即说明基金表现越好。

三、我国养老目标基金评价

我国的养老目标基金目前尚处于起步阶段,现存目标日期基金产品,由于不符合《指引》中要求的FOF形式,因此并不属于严格意义上的养老目标基金。而且,采用目标日期策略的基金数量仅有五只,许多评级机构并没有将其单独作为一个分类进行基金评价。随着《指引》的出台以及相关税收优惠政策的跟进,养老目标基金产品将逐渐

丰富，鉴于养老目标基金产品投资目的以及投资策略的特殊性，有必要对其进行单独分类评价，因此本部分将讨论我国养老目标基金评价相关原则、思路以及需要考虑的问题。

（一）我国养老目标基金评价原则

养老目标基金以追求养老资产的长期稳健增值为目的，结合《养老目标证券投资基金指引（试行）》和《证券投资基金评价业务管理暂行办法》相关规定，我们认为对养老目标基金进行评价除满足普通基金评价原则外，还应当遵循以下原则：

第一，长期性原则，即注重对基金的长期评价，以符合其养老资产的长期属性，培育和引导投资人的长期投资理念；

第二，适当性原则，即注重对基金是否符合养老投资需求的评价，满足投资者的适当性需求；

第三，一致性原则，即基金评价标准、方法和程序保持一致，不得使用未经公开披露的评价标准、方法和程序。

（二）我国养老目标基金评价思路

结合海外养老目标基金评价经验和我国养老目标基金评价原则，在进行我国养老目标基金评价的时候需要考虑到评价方法的普适性和可操作性，因此在评价思路，可以以晨星综合评价方法为参考，结合我国实际情况，在基础分类、评价基准和评价指标的选择上进行适当的调整。

1. 我国养老目标基金分类标准

目前，我国共发行三只目标日期基金产品，由于发行数量较少，

并没有针对目标日期基金进行单独分类，而是根据其股票和债券比例被划分到混合型基金和债券型基金两个类别中。

随着养老目标基金产品的逐步发行，对于目标日期基金和目标风险基金的单独分类将成为对其进行评价的基础。

针对目标日期基金，由于其采用目标日期策略，因此不同目标日期的基金对应的资产比重不尽相同。建议以目标日期作为分类的依据，以一定的时间间隔对基金进行分类，在产品发展初期以10年为一个类别，后面逐渐细分到5年为一个基金类别，并将已达到目标日期的产品作为一个单独类别进行评价。

针对目标风险基金，其根据特定的风险偏好设定权益类资产、非权益类资产的配置比例，因此其分类以权益比重为划分标准。比如权益占比70%及以上的划分为积极型，权益占比50%-70%的划分为成长型，权益占比30%-50%的划分为稳健型，权益占比30%以下的划分为保守型。

2. 我国养老目标基金比较基准

基准对于基金评价的意义在于两方面，一方面，有利于统一比较标准，在同样的基础上对同类别的基金进行相对收益的比较；另一方面，对于基金管理人的评价，以是否偏离基金合同约定的业绩基准为标准，可以考察基金管理人在基金投资过程中是否严格按照产品合同约定的投资目标与投资范围进行投资，有利于为基金持有人获取长期稳定的收益。

我国养老目标日期基金比较基准，应突出养老属性，设计适合养老投资需求的比较基准，以合理约束和规范基金管理人的投资决策标

准。

目前，中证指数有限公司已经编制针对目标日期基金的目标日期指数，其编制思路是基于人们在不同年龄段拥有的人力资本与金融财富水平，设置相应的风险承受水平，从而进行不同资产间的优化配置，为不同退休日期人群提供一站式养老储蓄的基准指数。由于中证目标日期指数2016年8月才发布，所以我国现有的三只目标日期产品并没有采用中证目标日期指数作为基准，而是采用了自定义的宽基指数作为其比较基准，这与海外养老目标基金产品类似，多数基金公司在养老目标日期基金产品的业绩比较基准选择上，通常依据自身下滑曲线设计或投资策略，编制与本基金资产配置比重相同的市场指数作为基金合同约定的比较基准，这使得不同基金公司同一目标日期产品的比较基准不尽相同。而对于基金评价机构，需要采用统一的基准对不同公司的基金进行比较，因此可以考虑选择中证目标日期指数。

另外，针对目标风险基金，也需要编制统一的市场指数作为比较基准。根据我国目标风险基金分类建议，目标风险基金的指数也可以根据不同的权益比例分为积极型、成长型、稳健型、保守型，对应的权益比重为70%、60%、40%、20%。

3. 我国养老目标基金评价指标

养老目标基金具有养老保障属性，更需关注绝对收益情况，而且由于投资周期较长，对于基金业绩长期风险控制要求更高，因此在评价时收益指标和风险指标的选择和普通基金有一定区别。

结合海外养老目标基金评价经验和我国现有的公募基金评价体

系，在对我国养老目标日期基金进行评价的时候，我们建议从以下几个方面进行指标选择：

（1）业绩评价：关注基金净值增长率和超额收益。净值增长率考察基金在评价期间资产净值的增长率，超额收益考察基金与基准指数相比较的超额收益情况。考虑养老目标基金评价长期性原则，建议至少以三年为一个周期对养老目标基金进行评价，评价周期选择三年、五年、十年为标准进行相关指标计算和业绩评价，且汇总整体长期业绩评价时，赋予五年以上的长期业绩更高权重。

（2）风险评价：以养老资产的保值增值属性为出发点，关注业绩波动性。考虑到养老目标基金对资产价值下跌更为敏感，因此建议以索提诺比率（Sortino Ratio）计算风险调整后收益。另外增加下行风险和最大回撤指标，以增加绝对收益的评价比重。

（3）基金经理定性评价：主要评价基金经理和养老目标基金投资团队投资经验、业绩稳定性、在基金管理中对于基金合同履行情况以及投资策略是否符合投资者适当性要求。重点考察目标日期基金对于下滑曲线的设计是否考虑目标养老人群的适当性需求，目标风险基金的设计是否符合目标人群的风险偏好或风险预算等。

（4）基金管理公司定性评价：从公司及其人员的合规性、公司治理结构、人员稳定性、信息披露和风险控制能力定性评价基金管理公司。养老目标基金是居民长期、持续的投资，因此基金管理公司的稳定、合规性影响着养老资金安全，需要对其进行审慎评价。

（5）基金费用：养老目标基金采用基金中基金形式，其费用评

价考虑交易费用控制情况。采用内部子基金结构和开放子基金结构的基金中基金，其子基金管理费用较大差别，将直接影响投资收益。

以上五个方面是建议在评价养老目标基金时采用的指标或评价思路，在计算不同指标结果之后对养老目标基金进行排名或者打分，进而根据一定权重汇总得到总的评价结果。

（三）我国养老目标基金评价需要考虑的问题

相较于普通公募基金产品来说，养老目标基金产品发展历程较短，尤其是目标日期基金即使在美国也不到三十年历史。因此，对于目标日期基金和目标风险基金的评价仍旧有许多值得探讨的地方，尤其是《指引》刚刚发布，尚未有真正意义上的产品面世。另一方面，基于我国社会老龄化进程和资本市场发展现状，我国养老目标基金产品指引要求与国外略有不同，在设计我国养老目标基金评价思路时，虽已针对我国特色进行改进，但仍有一些需要考虑的问题。

（1）针对下滑曲线的评价问题。从海外目标日期基金评价思路看，针对下滑曲线均多进行定性分析，较少进行定量分析。且晨星认为目标日期基金的下滑曲线有其特殊性和差异性，应由基金公司内部自行评价，因此在其评价体系中没有针对下滑曲线的专门评价。各学者和学术机构针对下滑曲线的评价方法各有其局限性，普适性也较差，难以得到较好的评价结果。

（2）目标风险基金风险跟踪问题。根据我国《指引》规定，目标风险基金可采用某一约定的风险约束作为目标风险进行资产配置，类似指数基金跟踪基准指数，在评价的时候是否应对其跟踪误差进行

评价。由于在海外并没有针对目标风险基金的特殊评价方法，因此选择什么样的指标进行跟踪误差的评价仍需探索。

(3) 不同评价方面权重问题。以晨星为主的基金评价思路，采用五个方面进行综合评价，但是针对这五个方面均赋予等权重进行汇总，并未突出哪一方面的重要性。但养老目标基金由于其养老属性，评价时是否应有所侧重，分配不同权重需进一步探讨。

(4) 我国投资者风险偏好和海外投资者风险偏好差异问题。由于我国投资者和海外投资者风险偏好存在差异，且各类资产波动率不同，因此在基于风险偏好对目标日期基金、目标风险基金进行分类，以及设计对应的基准指数时，应考虑在权益比重上进行差别对待。

(5) 封闭期和限制投资比例问题。根据我国养老目标基金《指引》要求，养老目标基金应当采用定期开放的运作方式或设置投资人最短持有期限，并限制对应基金投资于股票、股票型基金、混合型基金或商品基金（含商品期货基金和黄金ETF）等品种的比例。海外目标日期基金绝大多数是开放式基金，仅对养老金账户内资金流动性进行限制，投资者如在退休前提取账户内资金，将面临较大损失。但我国采用定期开放运作方式，则在基金流动性管理上有一定区别，进而需将此问题纳入评价考核因素。

2019年8月CAFF50动态

1. 8月6日,由中国人民银行研究局(所)举办的“科技赋能养老投资”内部研讨会在北京召开,会议由中国人民银行研究局(所)副所长莫万贵主持,会议围绕科技赋能养老投资领域的国内外实践经验、问题挑战、未来趋势与政策建议等内容进行研讨,参会人员针对议题积极发言、广泛讨论,明确了养老金投资的背景与现状,厘清了养老金投资的概念与特性,介绍了不同机构在养老金投资领域中的产品与优势,探索了金融科技在养老金投资中的应用与前景。中国养老金融50人论坛受邀参加会议。

2. 8月22日,第八届中国国际养老服务业博览会开幕式暨“第八届中国国际养老服务业发展论坛”在北京国家会议中心举行。本届博览会由中国社会福利与养老服务协会、中国健康管理协会共同主办。中国养老金融50人论坛核心成员、全国老龄工作委员会办公室副主任吴玉韶出席会议并在主论坛上以“实施健康中国行动,促进养老服务业健康发展”为主题发表了演讲。

3. 8月30日,由中国残疾人联合会、中国人民大学国家发展与战略研究院、康养百人论坛学术委员会指导,《华夏时报》、水皮杂谈、康养百人主办的“聚焦高质量发展——2019 康养产业领袖峰会暨社会责任年会”在京召开。本次峰会主题突出企业社会责任,落实企业高质量发展,为民生高质量服务。中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授受邀参加本次峰会并发表主题演讲。

4.由上海国有资本运营研究院联合长三角养老协会联合体、上海养老服务行业协会共同主办、上海养老产业研究中心承办的养老产业大讲坛在沪开讲。中国养老金融 50 人论坛核心成员、全国老龄办党组成员、中国老龄协会副会长吴玉韶出席会议就相关问题做了主旨演讲。



秘书处联系人：张栋 Email: zhangdong@caff50.net

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

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

中国养老金融50人论坛

www.caff50.net