

养老金融评论

2021 年第 8 期（总第 69 期）

- 苏 昱：发挥养老保险公司专业价值 助力养老保障第三支柱建设
- 朱海扬：第三支柱养老金激励政策 应兼顾税收优惠与财政补贴
- 朱俊生：建设养老金第三支柱 发挥“长钱”优势
- 孙守纪：构建第三支柱养老保险综合性公共管理平台
- 姜飞鹏：发展好第三支柱养老保险需充分调动年轻人积极性

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 王忠民 胡晓义 宋晓梧

论坛秘书长：

董克用

常务副秘书长：

张 栋 王 婷

副秘书长：

孙 博 王赓宇 朱海扬 张 兴

《养老金融评论》简介

《养老金融评论》是中国养老金融 50 人论坛月度官方刊物，秉承“专业性、前瞻性、国际性”的学术理念，以“为政策制定提供智力支持，为行业发展搭建交流平台，向媒体大众传播专业知识”为宗旨，重点反映论坛成员的学术成果与观点；跟踪国际理论前沿与实践动态；探讨中国养老金融改革与发展，促进养老金融领域交流与融合。我们诚挚欢迎业界、学界的专家踊跃撰稿，为我国养老金融发展贡献智慧。

《养老金融评论》编委会

主编：

董克用 姚余栋

执行主编：

孙 博

编辑组成员：

张 栋 施文凯 尤 杨 于东浩 褚松泽

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】

- 苏 昱：发挥养老保险公司专业价值 助力养老保障第三支柱建设 ..4
- 朱海扬：第三支柱养老金激励政策 应兼顾税收优惠与财政补贴9
- 朱俊生：建设养老金第三支柱 发挥“长钱”优势20
- 孙守纪：构建第三支柱养老保险综合性公共管理平台30
- 娄飞鹏：发展好第三支柱养老保险需充分调动年轻人积极性39

【养老金融观点集萃】

- 贺宁毅、丁 一、林志坚：医养保产业融合养老模式分析42
- 文 潇、杜邢晔：参考组合在养老基金投资中的应用73

【CAFF50 大事记】

- 2021 年 7 月 CAFF50 动态95

导读：作为我国多层次、多支柱养老保险体系的重要组成部分，第三支柱个人养老金有助于完善养老保险体系、树立财富储备意识、应对养老长寿风险。目前，我国养老保险体系结构发展尚未均衡，加快建设第三支柱个人养老金尤为迫切。7月28日，人力资源和社会保障部副部长游钧再次表示，发展多层次养老保险体系是应对人口老龄化、保证养老保险制度可持续发展的重要措施，明确提出要尽快出台养老保险第三支柱的政策框架。与此同时，各位行业专家学者也纷纷从不同的角度提出看法，为建设我国养老金第三支柱建言献策。

本期《养老金融评论》重点关注如下内容：中国养老金融50人论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司党委书记、董事长苏罡围绕养老保险公司助力第三支柱建设提出的若干建议；中国养老金融50人论坛特邀成员，天弘基金管理有限公司副总经理朱海扬以德国李斯特养老金计划为例，探讨财税政策对于建立第三支柱的支持作用；中国养老金融50人论坛特邀成员、清华大学五道口金融学院中国保险与养老金研究中心研究总监朱俊生提出建设第三支柱应充分发挥其“长钱”优势；中国养老金融50人论坛特邀研究员、对外经济贸易大学保险学院副教授、社会保障系主任孙守纪论证了构建第三支柱养老保险综合性公共管理平台的重要性；中国养老金融50人论坛特邀研究员、中国邮政储蓄银行战略发展部研究分析处副处长娄飞鹏提出发展好第三支柱养老保险需充分调动年轻人积极性的观点，以飨读者。

苏 罡：发挥养老保险公司专业价值 助力养老保障第三支柱建设



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

一、养老保险公司整体发展情况介绍

（一）养老保险公司的发展历程

养老保险公司是专营养老金的机构，伴随着养老保障制度的步伐发展壮大，已经成为一类独特的养老金管理平台。在 2004 年企业年金的规范化、2015 年职业年金建立和 2016 年基本养老市场化运作的过程中，9 家养老保险公司逐步设立和发展，分别为平安养老、太平

养老、国寿养老、长江养老、泰康养老、大家养老、新华养老、人保养老、恒安标准养老。这 9 家公司均以大型保险集团为依托，其中长江养老是唯一由地方政府牵头成立的养老保险公司，并在之后融入中国第三大保险集团——中国太保集团旗下。

（二）养老保险公司的经营范围

养老保险公司发展过程中，由于养老金三支柱本身较为复杂，且细分资格多，养老金管理牌照积累较为不易，机构发展的速度各有快慢。截至目前，养老保险公司可为政府、机构、个人客户提供保险保障、养老金管理、薪酬管理、投融资等服务，合计管理的养老金资产管理规模接近 5 万亿元，已经具备一定的市场影响力。

（三）养老保险公司的市场地位

一是保险保障的有效供给者。一部分可开展契约型业务的养老保险公司提供了保险保障功能，可帮助客户有效应对长寿风险、健康风险、失能风险和身故风险等。团体客户方面，提供企事业团体保险（身故、意外、重疾、医疗等）；政府客户方面，提供大病医保、长护险、惠民保、医保基金监管等方面的服务。个人客户方面，积极参与探索和发展第三支柱个人税延养老保险以及税优健康险产品。

二是养老金管理的主力部队。养老保险公司在年金领域具有独特的优势和市场话语权。截至 2020 年底，在企业年金管理方面，尽管受托领域养老保险公司机构数量占比不到 40%，但受托管理规模占比接近 75%；投管领域机构数量占比不到 30%，投资管理规模占比接近 40%。同时养老保险公司平均受托的职业年金项目数量接近 30 个

(目前已完成受托人评选的为 32 个项目), 而其他类型机构的项目数量明显低于养老保险公司。

三是薪酬管理的创新平台。养老保险公司在服务企业客户过程中, 不断延展人力资源服务功能, 提供了丰富的人力资源福利管理工具, 包括薪酬延付、员工持股、员工安置, 国企退休人员统筹外费用管理以及失地农民补偿款管理等。

四是支持实体经济的中坚力量。一部分养老保险公司充分发挥投资管理优势持续支持基础设施建设, 长江养老也持续地走在前列。

二、养老保险公司参与第三支柱建设的现状

养老保险公司积极探索第三支柱, 比如发展个人税延养老保险产品, 通过个人养老保障产品创新发展领取期管理产品和生命周期型产品等。第三支柱必须同时考虑积累期和领取期, 帮助客户实现持续领取比较稳定的收入直至终身。领取期管理产品方面, 尽管各方往往更加关注积累期的资金运作, 即如何通过长期投资确保充足的养老储备。但基于大多数人退休后的实际选择来看, 并不会将养老金一次性全部领取, 而是需要更加成熟、与领取期时间相等甚至更长期限的管理。生命周期产品方面, 以长江养老为例, 已经在养老保障产品中探索运用目标日期策略和目标风险策略。

养老保险公司持续参与个人税延养老保险资金的投资运作。目前各家公司在税延养老保险 C 款中的投资策略各不相同, 有些更为进取, 权益比例不低于 60%, 有些相对保守, 权益比例在 0%-60%之间。其中, 太保集团设置了相对更加稳健的 0%-30%。从实际运作来看,

作为一个最稳健的策略，2020年长江养老管理的太平洋寿险税延产品C款实现了近12%的年化收益，处于全市场上相对不错的收益水平。

养老保险公司积极参与政策研讨，并支持整个行业的基础性研究。中国养老金融发展报告、中国养老金发展报告、中国养老金第三支柱研究报告、保险业首本养老金管理蓝皮书、长三角养老金融报告等，构成了当前中国养老金管理的最主要研究成果，也是养老保险公司作为“民间智库”的最主要研究贡献。

与此同时，养老保险公司也面临着诸多挑战。一是第三支柱的顶层设计亟待尽快出台；二是凸显养老功能的产品设计仍需深入研究，包括长期性特征的凸显、适应养老金领取和适用习惯的产品设计等；三是直接面向个人客户的营销服务体系尚不成熟，第三支柱建设过程中养老保险公司的服务对象逐步从企业客户覆盖到海量个人客户，需要更多地解决面向个人营销的网络和系统问题。

三、养老保险公司助力第三支柱建设的路径思考

第一，政策层面。建议养老保险公司为第三支柱发展持续建言献策。深入总结试点经验，积极借鉴海外做法并广泛调研客户需求，通过行业论坛、闭门研讨、课题研究等方式，促进养老财富积累、消费者权益保护、金融风险防范，持续获得客户信赖。

第二，客户层面。建议借助综合保险集团的营销网络深挖客户资源，广泛开展投资者教育，激发个人养老财富管理需求，助力第三支柱扩面，具体包括如何将第三支柱的产品推广与第二支柱年金客户经

营有效结合等。

第三，产品层面。建议研发凸显养老功能、满足多元需求的产品，具体包括：一是满足不同风险偏好，立足客户适当性管理，设计不同风险等级的目标日期产品，为下滑曲线设置不同的下滑起点和下滑曲度。二是适应不同性格特征，比如懒人投资模式选择默认投资产品；自主投资模式通过运用投顾服务，充分满足个人的主观能动性，由个人客户根据投顾意见，自主开展资产配置和投资决策。三是匹配不同阶段需求，统一考虑积累期和领取期的需求，对于积累期产品采取封闭式管理，关注长期保值增值；对于领取期产品采取开放式管理，实现灵活支取、终身领取、存量增值。

第四，服务层面。建议打造投资易理解、服务可触达、信息快送达的全周期服务流程，前端为个人客户提供一站式的投资顾问服务，中端立足客户视角建设第三支柱的营销服务系统平台，后端强化数据治理与信息披露，让客户对于养老金资产和相关产品有更加快捷和充分的了解。

第五，生态层面。建议将养老和健康的健康管理有效结合，打通税延养老与税优健康的政策通道，构建“养老储备+健康储备”的退休准备综合方案。比如通过在第三支柱账户内嵌健康管理账户，将第三支柱账户的大部分资金作为养老储备，通过合理的资产配置追求长期的资产增值的同时，每年允许使用小部分资金作为健康储备，购买健康和健康管理服务。

朱海扬：第三支柱养老金激励政策 应兼顾税收优惠与财政补贴



朱海扬：中国养老金融 50 人论坛特邀成员、天弘基金管理有限公司
副总经理

我国养老保险制度的目标是建立多层次的养老保险体系。目前我国养老金第一支柱包括城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险，有着横向共济职能，这是公民生存的必需选择，但共济不应该是整体养老金的再分配，而应以低收入人群的生存替代水平为基础，超出一定水平的高收入或者高资产人群的养老金替代，可以由职业养老金和个人养老金来承担。当前，由于我国人口年龄结构老龄化程度

越来越趋于严重，加之近年来的养老保险缴费逆周期调节，我国部分省市基本养老保险基金已经出现当期收不抵支的情况，基金结余也将加速耗尽。鉴于此，降低基本养老保险替代率，同时匹配雇主责任的职业养老金和个人责任的个人养老金，既是先进国家走过的成熟道路，也是我国当下国情的现实选择。

需要注意的是，目前，我国第二、第三支柱覆盖面仍然非常有限：我国第二支柱企业年金覆盖面不到 7% 的在职职工，职业年金覆盖的是近 4000 万人的机关事业单位小众群体；第三支柱个人养老金在三个地区试点一年多，效果不佳。

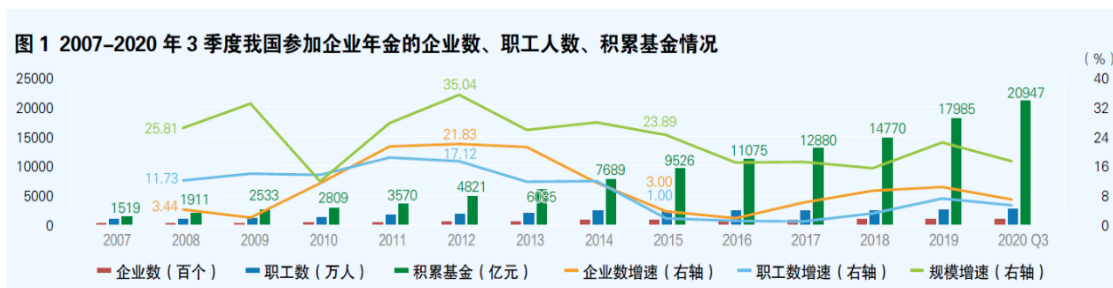
未来，应加快发展有中国特色的第三支柱个人养老金，使之成为我国养老金体系的重要支撑。具体来说，应制定税收优惠和财政补贴兼顾的激励政策，以扩大第三支柱个人养老金参保覆盖面。

一、第二支柱养老金覆盖面有限且难满足普惠公平的目标

第二支柱养老金具体包括企业年金和职业年金，二者均属于我国补充养老保险的范畴，前者由人社部、财政部第 36 号文《企业年金办法》进行规范，后者由国办发〔2015〕18 号文《机关事业单位职业年金办法》进行规范。

1. 第二支柱企业年金：覆盖面仅占我国参加基本养老保险人数的 7%。企业年金制度自 2004 年 5 月 1 日实施以来，截至 2020 年 3 季度末，全国共有 102063 个企业建立了年金计划，仅占全国企业法人单位总数 2109 万个的 0.5%；参加职工 2669.70 万人，仅占在职职工参加养老保险人数 3.85 亿人（截至 2020 年 6 月末）的 6.9%；共累计

积累年金基金 20947.49 亿元。2015 年以来，参加企业年金制度的企业数、职工人数的年度增速已低于 10%，企业年金制度的普及已经变得任重而道远，详见图 1 所示。



当然，我们也能看到，企业年金自 2007 年进入实质性投资运作至今，年均收益率达 7.5%，较好地做到了补充养老基金的保值增值，详见图 2 所示。



2. 第二支柱职业年金：基本做到了全覆盖，但惠及的是小众群体。

职业年金自 2019 年进入实质性推进以来（2019 年 2 月 27 日，中央国家机关及所属事业单位第一笔缴费划入壹号计划受托财产账户，标志着酝酿多年的职业年金市场化投资运营正式起航），截至 2020 年 12 月底，全国 33 个职业年金计划（含 31 个省市自治区、央保中心

和新疆建设兵团) 中有 32 个已进入运作, 仅有西藏尚未启动招标。2020 年上半年, 机关事业单位职业年金参保人数达到 3784 万人, 已经基本做到了全覆盖; 职业年金收入达到 1826 亿元, 基金累计结存 10100 亿元。

3. 第二支柱中的企业年金和职业年金性质相同, 但覆盖面、发展速度及普惠程度差异较大。值得关注的是, 企业年金在发展了十五年之后, 超过 99% 的年金基金为国企和垄断企业所有, 没有起到普惠的补充养老保险的作用。

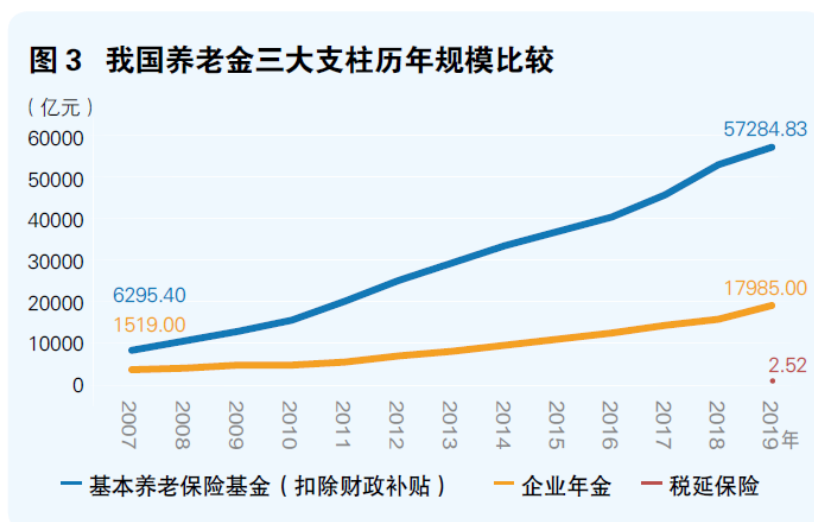
在两万多亿元企业年金基金中, 超过千亿元的年金计划就有国家电网 (1650 亿元)、铁路行业 (1500 亿元)、中国石油 (1435 亿元)、农业银行 (1240 亿元)、工商银行 (1000 亿元), 五家单位 (或行业) 占比超过 34%, 而其职工总数 417.61 万人, 在年金总参与人数中占比仅占 15.6%。

若以石油石化、银行、铁路、电网和电信五大行业为例, 中石油、中石化、中海油、工农中建四大行、铁路局、国家电网、移动、联通、电信等 12 家企业, 积累的年金规模超过 9800 亿元, 在年金总规模中占比 46.8%; 职工人数合计 640 万人, 在年金总参与人数中占比仅 24%。

二、第三支柱养老金试点效果不达预期

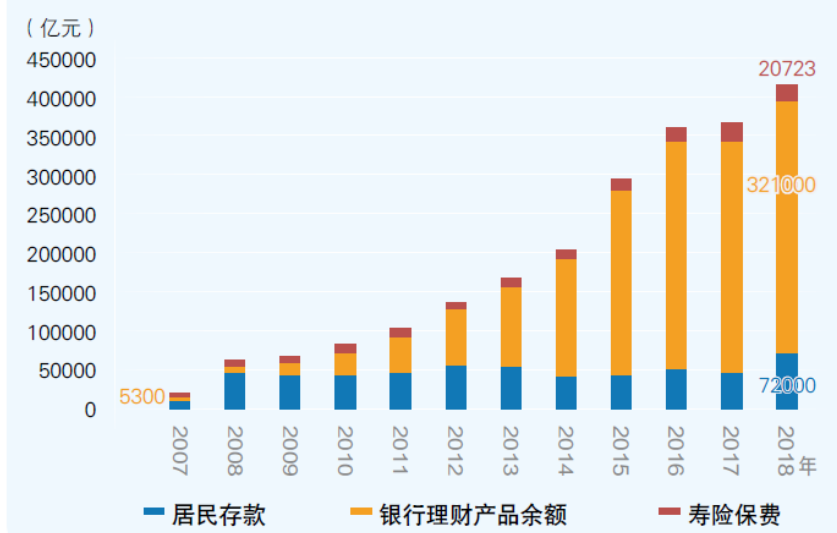
2018 年 5 月, 银保监会发布《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》, 拉开了我国第三支柱养老金试点的大幕。然而截至 2020 年 4 月底, 第三支柱业务规模仅 3 亿元, 参保人数 4.76 万人, 试点效果差强人意, 与第一、第二支柱规模差距很大, 详见图 3 所示。

2018年3月,证监会发布《养老目标证券投资基金指引(试行)》,积极推动公募基金行业参与我国第三支柱建设。截至2020年底,累计共有43家基金公司发行成立了104只养老目标基金,合计规模589.89亿元。其中,有24家基金公司发行成立了49只养老目标日期基金,合计规模144.56亿元;有37家基金公司发行成立了55只养老目标风险基金,合计规模445.33亿元。截至2020年底,成立满一年的养老目标日期基金,三年期和五年期产品的年化平均收益分别为21.73%和28.54%;成立满一年的养老目标风险基金,一年期和三年期产品的年化平均收益分别为10.31%和17.73%。



与此同时,我国又存在着大量理财资金,短期化行为严重,其中较多资金的理财目的就是未来养老,因此存在着转化为长期资金的可能,详见图4所示。建设有中国特色的第三支柱个人养老金制度,不仅有助于解决国民的养老问题,也为资本市场提供了海量的长期资金,还能使个人在看到账户积累的养老资产后,加大当期消费的信心。

图4 第三支柱养老金的可能资金来源



三、构建第三支柱养老金的德国经验借鉴

二十世纪德国养老保险制度体系中法定养老保险在国民退休总收入中比例可达到90%，职业年金和私人养老金计划提供养老金总和占比不超过10%，当时的德国养老保险体系可谓是名副其实的“单一支柱”。德国养老金制度的发展初期与我国当前现状非常相似，因此德国在第二、第三支柱方面的经验值得深入研究。

为加强第二、第三支柱，德国政府在2001年、2004年逐步进行了公共养老保险改革。针对第三支柱，德国政府于2001年建立了新型个人储蓄型养老保险计划，即李斯特养老金计划（Riester-Rente，以当年制定此制度的德国劳工部长李斯特的名字命名），主要面对法定养老保险的义务参保人及其配偶、公务员及其他公职人员以及农民养老保险系统的义务参保人，用补贴和税收优惠的政策激励，采取基金积累制。符合条件的个人可以自愿选择购买经过政府认证的李斯特养老金产品。

同时规定,李斯特养老金产品的提供商为银行、基金及保险公司。德国具有李斯特补贴资格的公民只要与上述公司签订满足特定标准的私人养老储蓄合同,就可以申请国家财政补贴。

1.德国第三支柱的财税激励政策

一是直接补贴。政府对参与计划储蓄给予直接财政补贴,具体分为基础补贴和儿童津贴两部分,详见下表所示。对于基础补贴,只要具有补贴资格的个人每年按时向李斯特养老金计划缴费并提交补贴申请就可获得这部分补贴,计划提供商将收到直接补贴,将其计入个人账户作为总缴费的一部分;关于儿童津贴,只要储蓄者有孩子就可以额外享受补贴。

从2008年起,如果想获得全额补贴,投保人需要按规定将上一年税前总收入的4%,总计最多2100欧元投入李斯特养老保险产品,如果投入的资金少,那么获得的国家补贴也相应地减少。

德国政府每年直接补贴最高额度一览表

(单位:欧元)

基础补贴	子女补贴 (2008年以前出生的)	子女补贴 (2008年以后出生的)	一次性特别津贴
154	185	300	200

(来源: "Riester-Rente: staatlich egforderte Altersvorsorge", DEVK Versicherung, 2012)

二是税收折扣。李斯特养老金计划缴费在折扣限额范围内抵减个人当期应纳税所得额。高收入人群税收折扣额一般会大于直接补贴额,因此他们会选择税收折扣的激励方式。

三是所得税延期。除直接补贴和税收折扣外,德国税法还规定私

人养老金计划缴费可采取税收递延，个人所得税延期至领取阶段缴纳。

2. 李斯特计划实施细则

德国联邦劳工和社会事务部（**BMAS**）负责养老金相关的政策制定和调整。个人在参加李斯特合约时可以任意选择相关产品。李斯特合约产品需要满足相关的认证法规（《退休养老保险合同认证法案》，**Certification of Retirement Pension Contracts Act**）。德国联邦金融服务业检察署（**BAFin**）负责监管审核相关的机构，并开具证明。只有在德国联邦金融服务业检察署注册的金融机构才具有发行李斯特养老金产品的资格，德国联邦金融服务业检察署同时负责审核相关的李斯特产品。同时，只有购买获得证明的李斯特养老金产品，参与者才能够申请获得国家资助。

李斯特养老金产品需要满足以下条件：（1）保证投保人本金安全，即名义回报率为正；（2）至少 62 岁后开始领取养老金，也可以在法定退休年龄后领取；（3）收益以终身年金的形式支付，除人寿保险外，银行与基金公司的储蓄产品，规定将领取时的已有资本一部分注入养老保险，为投保人在 85 岁后按月支付年金；（4）退休时，领取环节一次性支付不得超过累积财富的 30%；（5）管理和销售成本至少要分摊到 10 年扣除，2005 年后，缔约费用至少要分摊到 5 年；（6）必须每年一次以书面形式告知投保人，期间缴费的使用情况，资金状况、管理成本和盈利情况，以及运作机构在多大程度上考虑到伦理、社会和生态的投资标准。

2014 年 9 月，李斯特合同的总签约数量已经超过 1600 万件，德

国大约有 3900 万人符合参与条件，参与率已达到 41%，且呈不断增长的趋势，李斯特养老金已成为德国保障老年生活不可缺少部分。

李斯特养老金计划中最受欢迎的是保险公司推出的养老保险产品（约占总数 70%），其次是基金和银行提供的养老储蓄计划。低收入家庭中仅有 19% 的家庭参加了李斯特养老金计划，而月支配收入在 2000 欧元及上的家庭中有近 50% 都参加了李斯特储蓄计划。

3. 李斯特计划后续改革亮点

近些年由于国际经济形势的低迷，金融市场的动荡，加上李斯特养老金固有的一些问题，使得签约量的增加变得缓慢。于是，德国政府酝酿新的改革：一是计划在李斯特合同中增加一个产品信息页，其中包括产品的重要信息，例如：费用、利润率和投资风险等，使消费者对该款李斯特产品的内容一目了然。信息页的构成及重要数据的计算方法将由政府明确规定进行统一，以利于消费者在不同公司的产品合同间进行比较；二是德国政府计划对李斯特产品进行风险等级的划分，计划划分六个等级，使消费者可以根据自己需求侧重点的不同进行选择；三是供应商代替本人进行补贴申报。

四、我国第三支柱激励政策的本源应为尽力扩大参保覆盖面

1. 为扩大第三支柱个人养老金参保覆盖面，应将我国广大的农民工等群体纳入进来。第三支柱实际上可以看做是家庭行为，应考虑将我国广大的农民工群体及配偶纳入覆盖范围，以家庭为单位，实现个人账户的捆绑，增加参保人数。2017 年，我国的农民工数量高达 2.87 亿，这部分人群的参保对于我国整个养老保险制度的普惠性和公平性

都具有重要的意义。

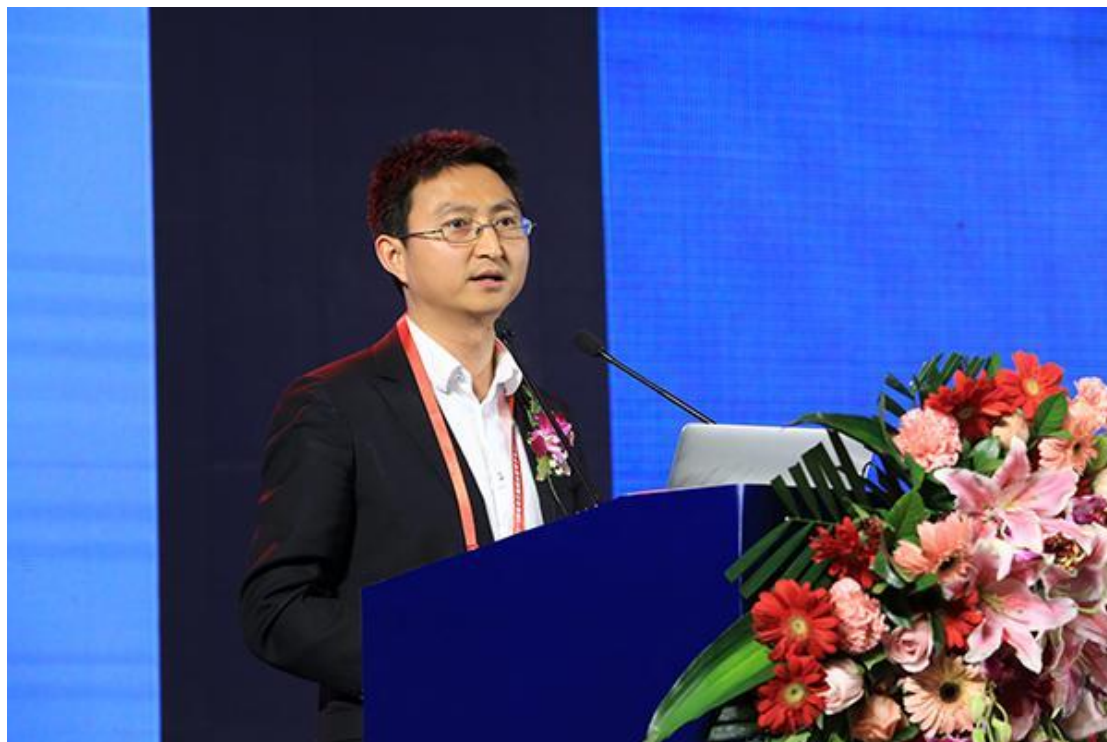
根据《中国统计年鉴 2018》中城镇职工、城乡居民基本养老保险参保情况的计算，2018 年我国城镇职工与城乡居民基本养老保险的缴费人数达 6.49 亿，加上流动人口、农民工及其配偶、外籍人士这部分新覆盖群体的 2.48 亿，通过政府的引导和政策的正向激励，我国第三支柱的缴费人数有望达到 9 亿人。

2.在个人养老金筹资来源方面，应进行税收优惠和财政补贴兼顾的激励政策。我国实施的是个人收入调节的所得税机制，由于我国还处在一个间接税为主，直接税为辅的经济发展阶段，个人所得税覆盖面相对较小，再经过纳入六项扣除的综合税制改革以后，纳税人群进一步缩小。因此，第三支柱个人养老金的激励政策如果仅仅通过税收优惠进行，其惠及人数将会十分有限，而且有扩大贫富差距之嫌，这一点在企业年金的发展中已经有了经验教训。

首先，对于缴纳个人所得税的人群，可以设立有上限的定额税收减免。由于我国实施个人所得税中央和地方分成的做法，如果退休时的纳税地点与初始递延纳税地点不一致，将会涉及地方利益分配问题，因此，在税收政策初期实施减免，在适当时候变更为税收递延，有助于我国第三支柱养老金制度激励初期的普及。其次，参考德国李斯特养老金制度，对于受到基本养老保险降低影响的群体、低收入群体或者没有收入来源的家庭成员，鼓励其个人缴费，配之一定比例的国家养老补贴，不仅能够形成全民参与个人养老保险的意识，也加大了社会公平力度，符合我国政治体制的核心目标。最后，在第三支柱养老

金制度宣传上，鉴于农民工群体受教育水平较低，建议政府和金融机构要帮助这些群体认识到制度的免税和补贴意义，以及个人养老金对于提高养老生活品质的重要性。与此同时，借助个人养老金的推广，除了给人民群众提供切身的金融知识学习机会，更有助于树立长期投资的理念，促进资本市场的健康发展。

朱俊生：建设养老金第三支柱 发挥“长钱”优势



朱俊生：中国养老金融 50 人论坛特邀成员、清华大学五道口金融学院中国保险与养老金研究中心研究总监

2019 年底，我国 65 周岁及以上人口约 1.76 亿，占总人口的 12.6%，已经远超国际公认 7% 的老龄化社会门槛标准。我国老龄人口占比提高速度很快，2000 年至 2018 年，世界 65 岁以上老年人口比例提高 2 个百分点，而同期我国老年人口比例提高了 4.94 个百分点。面对人口老龄化带来的挑战，经过近 30 年的建设，我国养老保障体系在公共养老保障职能上取得长足发展，但包括商业养老保险在内的第三支

柱养老金亟待培育建设。在此背景下，党的十九届五中全会提出“十四五”时期“多层次社会保障体系更加健全”的发展目标。2020年中央经济工作会议提出，要规范发展第三支柱养老保险。2020年12月9日，国务院常务会议提出，按照统一规范要求，将商业养老保险纳入养老保障第三支柱并加快建设。这对于完善个人税收递延型商业养老保险试点政策，提升公众参与养老保障第三支柱的积极性，完善养老保障第三支柱制度具有重要的指导意义。

一、建设第三支柱是完善养老金体系的迫切选择

发展第三支柱有助于完善养老金体系。发展第三支柱可以增加养老金资产规模及其保障能力。2018年我国养老金体系三个支柱积累的养老资产约为8.6万亿元，仅占当年GDP(91.9万亿元)的9.36%。2018年，全球养老金资产规模前22个国家或地区的养老资产占GDP的平均比重为67%。我国养老金资产的不足难以适应人口老龄化对养老保障的要求，亟须发展包括第三支柱在内的多层次养老保障体系，增加养老金资产。

发展第三支柱有助于调整养老金体系的结构失衡。2018年，在我国养老金总资产中，作为第一支柱的基本养老保险，资产约为5.82万亿元，占比67.67%；作为第二支柱的企业年金和职业年金，资产约为1.48万亿元，占比17.21%；作为第三支柱的个人储蓄型养老保险和商业养老保险，资产约为1.3万亿元，占比15.12%。由此看出，养老金体系呈现第一支柱一支独大的结构特点。我国三大支柱发展不平衡的原因主要是没有充分发挥市场机制在养老金体系中的作用，企

业年金和商业养老保险发展迟缓。在三支柱养老金体系结构严重失衡的情况下，退休人员的收入结构单一。随着个人寿命延长，通过完善制度设计和产品创新发展养老金第三支柱，引导个人财富投向长期养老金融产品，可以更充分地发挥商业补充型养老金在养老金体系中的地位和作用，进一步优化国民退休收入结构。

发展第三支柱可以提升基本养老保险的可持续发展能力。城镇职工基本养老保险作为第一支柱，几乎承担了全部养老责任，却面临较为严重的可持续发展压力。首先，制度赡养率逐渐提升。随着人口老龄化程度的加剧，我国城镇职工基本养老保险的制度赡养率（领取养老金的人数与缴纳养老保险费的人数之比）逐渐提高，从2011年的31.65%上升至2019年的37.7%，上升了约6个百分点，养老保险支付压力在不断提升。其次，基金收入增速多数年份低于支出增速，面临收支压力。2005-2018年，我国城镇职工基本养老保险基金收入增速的算术平均值为19.3%，而同期基金支出增速的算术平均值为21.4%，多数年份基金收入增速低于支出增速，导致基金累计结余能够满足即期支付的月数不断减少。加快发展第三支柱，实施养老金体系的结构性转型，可以促进基本养老保险可持续发展。

发展第三支柱可以优化金融结构。我国金融体系突出的特征是直接融资发展不足，资本市场长期机构投资者发展迟滞，以保险为代表的契约型金融和机构投资者发展不充分。2019年末社会融资规模存量为251.31万亿元，其中债券和股票仅占27.2%。同时，保险业总资产20.56万亿元，约占银行业金融机构资产的7.28%，在金融业资

产中的比重相对较低。间接融资主导的金融结构导致金融风险主要在银行体系内部积累，同时银行的低风险偏好决定了其难以将信贷资源向科技型 and 轻资产企业倾斜，对经济转型和产业升级金融支持有限。

2018 年，我国储蓄率（总储蓄占 GDP 的比例）为 46.25%，远高于世界平均水平（25.42%），也高于世界各个地区及不同收入水平经济体的平均值。2016 年，我国居民家庭储蓄占家庭可支配收入的比例为 36.14%，也远高于世界其他主要经济体的水平。推动第三支柱发展，可以引导大量的居民储蓄至资本市场，促进市场规模扩大。同时，可进一步发挥保险业作为契约型金融机构积聚长期资金的作用，并通过投资促进债券和股票市场发展，在服务实体经济的同时缓解直接融资与间接融资的结构性失衡。另外，养老金和保险公司作为机构投资者，还可以促进资本市场结构优化，增强资本市场的稳定性。

发展第三支柱可以促进人身保险业高质量发展。国际人身保险业发展规律表明，随着人口老龄化程度的提高，人们对风险的关注逐步从过去的死亡风险转向养老与健康风险，寿险业承保生存风险的养老金业务占比不断提高。以美国为例，2018 年美国寿险公司的净保费收入为 6582.85 亿美元，其中年金、寿险和健康险业务的保费收入分别为 2792.98 亿美元、1501.92 亿美元、1854.47 亿美元。从历史发展趋势看，20 世纪 70 年代以前，美国传统寿险增速通常高于年金和健康险业务，占据市场主导地位。但从 20 世纪 70 年代后期起，随着人口老龄化及政府出台的退休计划税收递延政策的刺激，年金业务增速超越健康险与传统寿险，并分别于 1982 年和 1986 年在绝对额上超

过健康险与传统寿险，成为寿险公司最大的业务来源。我国人口老龄化程度正在不断提高，养老金业务是我国人身保险业发展模式转型和高质量发展的重要方向，将成为业务的新增长点和行业发挥长期储蓄功能的关键领域。

二、第三支柱尚存在制约因素

保险业是参与第三支柱建设的先行者，积极开展个人税收递延型商业养老保险试点，加大老年人保险产品供给，不断丰富产品种类，拓宽保障范围，加大理赔力度。但我国第三支柱由于在收入分配格局、养老金结构、税收激励政策及监管制度等多方面存在提升的空间，发展的潜力未充分释放。

第一，国民收入分配不平衡造成个人养老准备不足。2008年以来，我国劳动报酬占GDP的比重逐步提升至2017年的48%，但仍低于20世纪90年代的水平。劳动报酬份额下降导致居民收入份额的下降，造成个人养老准备不足。

第二，养老金结构失衡，不利于第三支柱发展。一是养老金体系中的政府与市场边界有待厘清。我国城镇职工基本养老保险源于计划经济时代国家—单位保障体制下的劳动保险制度，对于政府主导具有一定的路径依赖与思维惯性。在向市场经济转轨过程中，国家将原来全民所有制企业的劳动保险制度改为了由国家、企业和个人共同负担的社会保险模式。为了迅速实现养老保险制度转型及扩大覆盖面，政府在养老保险制度改革中发挥了主导作用。这也使得我国养老保障改革中比较重视发挥政府作用，市场机制作用发挥不足，造成公共养老

金所占比重过高，而市场化的职业和个人养老金发展很不充分。这不仅造成政府的社会保障责任与压力持续加重，而且也使得市场主体无法顺利进入并发挥应有的作用。二是基本养老保险缴费负担较为沉重，挤压了第三支柱的发展空间。近年来，我国用人单位养老保险缴费率从 20% 下调至 16%，已经在很大程度上降低了缴费负担。但从国际比较看，16% 的用人单位缴费率及 24% 的合计缴费率仍然较高，不利于建立多支柱的养老金体系。三是养老金体系三大支柱之间缺乏对接。我国养老金体系不同支柱之间的个人账户功能重叠，但缺乏资金流动的通道与对接机制。

第三，税收优惠政策有待完善。一是税收优惠方式有待拓展。我国采取税收递延政策（EET）的递延征税模式，对于高收入群体有一定的激励作用，但中低收入群体可能因收入达不到起征点而无法享受，不利于提升制度的公平性和覆盖面。二是税收递延政策有待完善。税前扣除额度过低，不足以提升消费者需求；税延额度计算方式较为复杂，不便于操作；领取阶段 7.5% 的实际税率大幅度减少了税收优惠政策的覆盖人群；税延操作流程复杂，增加了参保的难度。

第四，财税政策的实施载体有待从产品制转换为账户制。目前第三支柱税优政策赋予实施的机构对象针对的是各个金融行业，目前只面向保险业，属于产品制。但第三支柱养老金的税优政策载体是第三支柱个人账户，而不是产品或行业。影响从产品制到账户制转型主要有两个因素。一是尚没有建立面向各金融行业的统一信息平台。需要进一步整合。二是参与的金融机构与产品范围有待扩大。目前基金业、

银行业、信托业尚没有被纳入税收优惠的金融机构与产品范围。

第五,第三支柱运行监管体系有待完善。个人养老金投资期限长,需要通过有效监管,增强投资者的信任,保护参与主体的利益。第三支柱监管涉及人力资源和社会保障、财政、保险、证券、银行等多个部门职责,有可能出现监管真空或重复监管。各个监管部门之间相互合作、良好互动和顺畅沟通是促进个人养老金制度健康发展的重要基础。

三、第三支柱养老金迎来发展新机遇

为应对人口老龄化的挑战,提高养老金体系的可持续性,在全球养老保障体系新一轮改革中,国际上主要经济体从20世纪80年代开始以提升效率为导向,通过财政补贴与税收优惠等政策促进私营养老金的发展。我国为促进养老金第三支柱的发展,可充分吸收国际经验,发挥市场机制在养老金体系改革中的作用,完善多支柱养老金体系。

一是优化收入分配格局,提高个人自我养老保障能力。维持经济和就业的持续增长,增加居民收入,提高个人对于养老的准备程度。通过财税政策调整,使劳动者报酬与劳动生产率提高同步,居民收入增长与经济增长同步,以提高居民收入和支付能力,增强个人对于养老的自我保障能力。

二是对养老金体系进行结构性改革,释放第三支柱的发展空间。充分发挥市场机制在养老金体系中的作用。要统筹发展基本养老保险、企业年金与职业年金、个人税收递延的个人养老金,构建政府、企业与个人共同支撑和“三位一体”的三大支柱养老金体系。要发展私营

养老金，构建多支柱结构相对均衡的养老金体系，矫正养老金体系存在的结构性失衡。

适当降低基本养老保险的缴费比例，为第三支柱发展提供空间。我国第一支柱缴费率水平虽有所降低，但仍排在世界前列。可对养老保险三大支柱的缴费率统一进行调整，适当降低第一支柱缴费率，为提高第二、第三支柱缴费率创造条件，着力提高第二、第三支柱替代率。

建立养老金体系三大支柱之间对接机制。我国第一支柱的个人账户及第二、第三支柱都建立在个人账户养老金基础之上。因此，在政策设计上，可以将基本养老保险个人账户、企业年金、职业年金个人税收递延型商业养老保险打通，实现税收优惠政策、投资管理、缴费、账户记录和基金转移接续方面的衔接。首先，税优政策对接。第二支柱与第三支柱个人享受税优的比例或者额度应予打通，例如，如果职工个人参加企业年金或职业年金个人缴费没有达到税优上限的比例或者额度，职工可将差额部分追加至个人账户的缴费上限；如果职工所在单位没有建立年金计划的，可以将全部比例或额度追加至个人账户的缴费上限。其次，投资管理对接。第二、第三支柱均采用委托人投资运营模式，由专业性金融机构（包括养老保险公司、基金公司、信托机构等）进行投资运营，在治理结构上、投资政策和待遇发放方式等方面都应实现统一，以方便参保者，建立统一的市场竞争秩序。最后，缴费、账户记录和基金转移接续对接。允许符合一定条件的参保人将第一支柱中的个人账户直接转移至第二支柱或第三支柱，并实

现市场化投资管理；允许离职人员将其企业年金归属个人的资金转移到其第三支柱。

三是优化财政和税收激励政策。要完善 EET。在新个税提高起征点、增加专项扣除的背景下，适当提高税延养老保险税前抵扣标准。例如，每月抵扣额度可提高至 2000 元或 3000 元。同时，要建立抵扣额度与社会平均工资增长指数化挂钩的动态调整机制，未来随着经济发展和收入水平的提高，动态提高税前抵扣额度。取消 6%的比例限制，统一按照固定标准税前扣除，方便员工投保及企业人力资源部门协助办理税收递延手续。将领取阶段的实际税率降至 3%左右的水平，鼓励中低收入纳税群体参与，扩大商业养老保险的覆盖面，更好地实现税延型养老保险的政策目标。将税延型养老保险税前抵扣纳入个人所得税专项扣除项目，进一步简化税前抵扣流程。

探索同时实施 TEE 的税收优惠模式。TEE 模式是指对企业年金缴费阶段征税，而对企业年金基金的投资收益及退休职工从企业年金计划领取的养老金免税。而 EET 模式有助于增加养老金账户持有人的选择，扩大其覆盖面，提高税收优惠政策的惠及范围。积极探索直接补贴式个人养老金。对于年收入没有达到起征点的群体参加第三支柱，可以给予一定比例的财政补贴使政策惠及中低收入人群，提升制度的公平性和覆盖面。

四是完善账户制经营模式。建立统一的第三支柱制度和管理服务信息平台。以中国银行保险信息技术管理有限公司平台与中国证券登记结算有限公司平台为起点，从“双平台”向“统一平台”转型，建

立面向所有金融行业的统一的个人养老金制度的平台，与税收管理系统对接，为金融机构参与第三支柱提供支撑。

扩大参与的金融机构与产品范围。第三支柱覆盖的范围应该包括商业养老保险、基金产品、银行理财、信托等适合投资的金融产品。扩大参与的金融机构与产品范围，有助于促进个人养老金账户市场的竞争，丰富产品形态，从而增加公众的选择权，提高个人养老金账户市场的运行效率。

五是完善个人养老金运行监管体系。要建立透明、高效、协同的税优个人养老金监管框架，提高监管效率。人社部门统筹完善第三支柱的制度设计，财政税务部门要完善个人养老金税收优惠政策及其调整，银保监会、证监会等金融监管部门对参与第三支柱的金融机构实施功能监管与主体监管。建立部门间沟通机制，形成监管合力。要扩大商业养老保险领域对外开放。坚持营造公平竞争的良好市场环境，完善相关监管措施，确保各项对外开放政策在养老保险领域落地实施。促进多元化养老金资产配置，支持境外资本参股设立各类养老保险机构，支持外资保险公司经营商业养老保险业务。同时，通过设立相对收益率担保机制、合理化考核机制等，完善风险承担机制。

孙守纪：构建第三支柱养老保险综合性公共管理平台



孙守纪：中国养老金融 50 人论坛特邀研究员、对外经济贸易大学保险学院副教授、社会保障系主任

第三支柱养老保险是多层次养老保险制度的重要组成部分，不仅对高收入人群发挥着锦上添花的作用，是中等收入人群长期投资理财的首选，而且对完善灵活就业人员养老保险制度、扩大覆盖面、提高待遇水平发挥着重要作用。在新就业形态下，针对灵活就业人员的就业特征和收入特征，本文提出发展第三支柱养老保险的关键策略是“灵活性 VS 灵活性”和“平台 VS 平台”。

一、新就业形态的不断涌现挑战传统的社会保险制度

本文摘自《中国保险》2021 年第 4 期。

随着第一二产业就业人数占比不断下降而第三产业就业人数占比不断攀升，我国劳动就业模式发生了根本性改变。随着网络经济和数字经济的蓬勃发展，以灵活就业和非标准就业为主要特征的新就业形态层出不穷、不断涌现。国际劳工组织 2015 年明确提出，非标准就业主要是指临时性就业、非全日制就业、多方雇佣关系、隐蔽性雇佣和依赖性自雇就业。而“新就业形态”一词的官方应用首现于 2015 年 10 月党的十八届五中全会公报：“加强对灵活就业、新就业形态的支持。”新就业形态是伴随互联网技术进步与大众消费升级出现的、去雇主化的就业模式以及偏离传统标准就业并借助信息技术升级的灵活就业模式，它出现于新兴的平台经济、共享经济、众包经济和众筹经济等领域。根据国家信息中心《中国共享经济发展报告 2021》的数据，2020 年共享经济参与者人数约为 8.3 亿人，其中服务提供者约为 8400 万人，同比增长约 7.7%；平台企业员工数约 631 万人，同比增长约 1.3%。由此可见，仅就共享经济和平台经济而言，新就业形态下的就业人数已经颇为可观，而且还在持续不断增长之中，而灵活就业人员是新就业形态下的重要组成部分。尽管灵活就业、非标准就业和新就业形态的内涵略有不同，但它们都是相对于标准就业而言的。标准就业的特点是劳动关系明确而稳定，劳动合同期限相对较长，甚至是无固定期限合同，劳动者收入相对稳定而且普遍较高，各项社会保障制度完备，劳动者权益能够获得相对充足的保障。与之相反，灵活就业劳动关系不明确，劳动合同期限较短，甚至没有签订劳动合同，劳动者收入不仅低而且不稳定，参加社会保险的比例较低，劳动

者权益往往不能充分获得保障。新就业形态的这些特点对传统社会保险制度提出了挑战，导致灵活就业人员参保率普遍较低。

二、第三支柱养老保险的灵活性适合新就业形态劳动者

传统的主要面向标准就业者的缴费型社会保险计划很难覆盖灵活就业群体。为了扩大社会保险的覆盖面，理论上可以采取两个脱钩的方式：一是社会保险权益与雇佣关系脱钩，二是社会保险待遇享受资格与缴费脱钩。这两种思路分别对应个人账户制和非缴费制。而第三支柱养老保险在拓展养老保险覆盖面、健全灵活就业人员养老保险制度中发挥着重要作用，这主要体现在三个方面，其核心特征是灵活性。

首先，第三支柱养老保险的个人账户制摆脱了雇佣关系的限制，非常适合灵活就业人员。传统的缴费型社会保险制度之所以难以覆盖灵活就业人员，是因为大部分社会保险都需要雇主缴费，而灵活就业人员雇佣关系不清晰，缺乏雇主缴费，或者雇主缴费的部分需要灵活就业人员独自承担，再加上个人缴费的部分，这种双重缴费让收入不高而且不稳定的灵活就业人员望而却步。而第三支柱养老保险实行个人账户制，雇主缴费并不是灵活就业人员参保的必要条件，因此摆脱了雇佣关系的限制，为灵活就业人员参保敞开了大门。

其次，第三支柱养老保险的缴费、投资和领取的诸多灵活性非常适合灵活就业人员。灵活性是第三支柱养老保险的本质特点。个人账户养老保险的灵活性体现在以下几个方面：第一是参保方式灵活，不同的群体可以参加不同的计划，包括雇佣关系清晰的标准就业者、雇

佣关系模糊的灵活就业人员，甚至没有雇佣关系的家属都可以参保。

第二是缴费方式灵活，不同的个人养老金计划采取不同的缴费模式，可以按月供款，也可以一次性趸交；缴费率可以固定，也可以变动。

第三是雇主参与方式的灵活性，雇主可以定期缴费，也可以不定期缴费，亦可以完全不缴费。第四是税收激励方式灵活，个人账户可以获得直接的财政补贴，也可以在缴费阶段、投资阶段和领取阶段不同程度地享受税收优惠政策；可以采取 TEE 税收优惠模式，也可以采取 EET 模式。第五是产品形式灵活多样，保险、银行、证券公司、基金公司、信托公司等金融机构广泛参与。不同的产品形式各具特色，以满足不同群体的差异化需求，对吸引个人参加具有重要意义。这也有利于调动金融机构参加个人养老保险投资管理的积极性，增加产品的丰富性，增强吸引力，提高竞争程度，降低管理成本。第六是投资方式灵活多样。个人养老金保险计划的投资方式非常灵活，可以选择委托专业金融机构负责投资，也可以自己选择金融机构提供的默认投资，亦可以选择自主投资。第七是领取方式灵活，可以购买终身年金，可以一次性领取，也可以分期领取，甚至可以采取上述几种方式的组合。除了为退休目的领取外，职工本人及其配偶、子女住院费超过医保限额的部分，可以提前免税支取。

最后，低管理成本的第三支柱非常适合灵活就业人员。缴费型社会保险的缴费要求和灵活就业人员缴费能力之间的矛盾是制约社会保险扩大覆盖面的根本原因。为此，构建低管理成本的第三支柱养老保险综合性公共管理平台是吸引灵活就业人员参保的关键。

三、国外构建低成本养老保险综合性管理平台的经验

面对日益加重的人口老龄化危机，各国纷纷采取各种措施鼓励养老储蓄以应对之。这些鼓励政策的一个核心目标是降低养老保险的管理成本，让更多的收入低且不稳定的新就业形态劳动者参加养老保险计划、增加养老储蓄。而实现此目标的一个重要举措就是建立低成本的管理平台。其中，英国的国家职业储蓄信托管理平台（NEST）和智利的年金电子报价平台（SCOMP）是其中的典型代表，值得深入研究。

1. 英国国家职业储蓄信托管理平台（NEST）

为解决日益严重的老龄化危机和严重不足的居民养老储蓄之间的矛盾，缓解职业养老金计划参保率不断降低的窘境，英国政府决定引入养老金个人账户计划，其目的是希望通过建立一个低成本的、管理简便的养老储蓄计划，来增加中低收入人群的养老储蓄，并通过自动注册机制来解决参保动力不足的问题。为此，英国政府先后通过了《2007年养老金法案》《2008年养老金法案》，决定建立养老金个人账户制度，建立国家职业储蓄信托计划（NEST），从2012年开始实施。

为了进一步解决参保者缴费能力不足的问题，除了雇主匹配供款和税收优惠外，政府还建立了国家职业储蓄信托管理平台（National Employment Savings Trust Corporation, NEST），通过集中受托来降低管理成本。NEST管理平台的本质是一个受托人委员会，法律地位是一家非政府组成部门的公共机构（Non-departmental Public Body，

NDPB), 不以盈利为目的, 由 1 名主席和另外 10 名受托人组成, 其主要功能是制定战略目标。NEST 管理平台的管理团队具体负责国家职业储蓄信托计划的日常管理。NEST 收取较低的管理费用, 每年从注册 NEST 的雇员处收取年度管理费用, 为年度总基金的 0.3%, 该收费比例远低于目前市场上 1% 左右的收费率。自 NEST 计划实施以来, 英国职业养老金计划的资产规模不断攀升, 参保人数逐年增加, 取得了良好的效果。

2. 智利年金领取平台 (SCOMP)

智利基本养老金制度采取完全市场化管理的个人账户制, 在待遇领取方面, 20 世纪 80 年代初期有计划领取的人数占到绝大多数, 采取年金方式领取的人数较少。但是随着保险公司推出的年金产品越来越具有吸引力, 采取年金领取方式的人数逐年增多, 在 1997 年首次超过了有计划领取的人数, 在 2004 年超过了 60%, 此后采取年金领取方式的人数越来越多。总体而言, 即使和大多数发达国家相比, 智利个人账户养老金的年金领取率也是非常高的。

智利养老金年龄领取率非常高, 除了该国养老金制度本身的特点以外, 通过建立年金领取平台 (SCOMP) 提供极具吸引力的年金产品也是一个重要原因。2004 年智利推出了年金电子报价平台 (Electronic Consultation and Offer System for Annuities and Phased Withdrawals, SCOMP), 该平台的推出极大地减少了信息不对称程度, 提高了保险公司的竞争程度, 使得销售年金的佣金大幅下降, 从 20 世纪 90 年代末期最高的 5.91% 下降到目前的 2% 左右。另一个衡量年

金吸引力的指标是年金价值比率（Money's Worth Ratio, MWR），该值是预期的现金流的现值与最初的保费之比，在智利该比值远高于其他国家。因此，智利建立年金领取平台（SCOMP）降低了年金产品的佣金、提高了年金价值比率，使得年金产品极具吸引力，年金领取率极高，造就了智利极为发达的年金市场。

四、构建低成本的第三支柱养老保险综合性管理平台

在新就业形态下，为健全灵活就业人员养老保险制度，针对灵活就业人员和平台经济就业的特点，采取“灵活性 VS 灵活性”和“平台 VS 平台”的策略，除了前文提及的充分发挥第三支柱养老保险的灵活性特点以外，还需要通过构建低成本的第三支柱养老保险综合性管理平台来吸引更多新就业形态下的劳动者参保，促进养老保险第三支柱的发展。

第三支柱养老保险综合性公共管理平台的一个核心功能是降低管理费用，尽最大可能吸引包括新就业形态下劳动者在内的所有人群参保。该平台的三个核心特征是公共性、综合性和简便性。公共性是指该平台是由公共部门出面建立不以盈利为目标的管理实体，本质上是一个公共受托人。这种公共性主要体现在该平台的法律属性上，而在具体的管理运营过程中，应该充分发挥市场化、专业化和竞争性的优势，将具体业务外包给专业管理机构，以提高效率、降低成本，充分实现规模经济的优势。综合性是指该平台是一个缴费平台、账户管理平台、投资管理平台和待遇领取平台的综合体。简便性是指平台的注册参保简单易行，界面友好，各项操作便利，参保方便。

在缴费方面，充分利用行为经济的最新研究成果建立自动缴费机制，扩大覆盖面。根据行为经济学的最新研究成果，大部分人都不是完全理性的，而是有限理性的、有限自控能力的、普遍存在惰性和拖延症、厌恶损失，如果让每个人自主选择是否参加养老保险以及缴费多少，其结果往往是参保率很低，储蓄不足。在这种情况下，可以采取自动加入机制，即不需要个人选择即可默认加入养老金计划，只有想要退出时才需要主动选择。通过这种既不是自由放任也不是强制缴费的助推（Nudge）方式来增加灵活就业人员的养老储蓄。

在账户管理方面，充分发挥规模经济效应，降低账户管理成本。第三支柱养老保险综合性公共管理平台存在典型的固定成本高、边际成本低特征。因此，只有通过吸引更多的劳动者加入，才能够降低账户管理成本，进而吸引更多的人群参保，以此形成良性循环。因此，该平台应该具有公共属性，不以盈利为目的。在第三支柱养老保险发展初期可以先建立一家平台实体，避免多个平台相互竞争抬高管理成本。在第三支柱养老保险制度发展稳定后，根据第三方独立评估情况，适当考虑增强平台的竞争性。

在投资管理方面，充分发挥默认投资机制和生命周期产品功能，降低风险和管理费用，提高投资收益率。为此，平台可以采取“产品化”的投资管理方式，建立默认基金，即参保者不主动做出投资选择就意味着默认选择该基金。默认基金可以设置为生命周期基金，投资风险随着退休日的临近而逐步降低。默认采用基金中的基金模式（FOF）进行投资，底层基金选自外部投资管理机构，而管理平台的

内部投资团队主要负责顶层资产配置和风险管理。随着资产规模的增加，后期可以逐步提供更具个性化的投资产品，以满足不同风险偏好的参保者的多样化需求。

在待遇领取方面，充分利用默认领取机制和平台的竞争机制，推出富有吸引力的年金产品，提高年金领取率。该平台默认的领取方式为终身年金。通过该平台，保险公司可以将各自的年金产品在平台上展示，退休人员可以通过该平台比较选择符合自己需求的产品。该平台的关键特点是信息透明、竞争充分、产品丰富、服务完善，这样才能够吸引更多的退休人员购买年金产品，促进年金市场发展，有效管理长寿风险。

总之，在新就业形态下，发展第三支柱养老保险的关键策略是“灵活性 VS 灵活性”和“平台 VS 平台”。一是充分发挥第三支柱养老保险的灵活性以适应新就业形态下灵活就业人员的就业特征；二是充分发挥第三支柱养老保险综合性公共管理平台的规模经济优势，降低各项管理费用，真正解决养老保险缴费要求和新就业形态下灵活就业人员缴费能力之间的矛盾，吸引更多人群参保，形成养老金融行业高质量发展和参保群体不断扩大的良性循环，完善多层次养老保险制度，以更充足的养老储备迎接人口老龄化的到来。

姜飞鹏：发展好第三支柱养老保险需充分调动年轻人积极性



姜飞鹏：中国养老金融 50 人论坛特邀研究员、中国邮政储蓄银行战略发展部研究分析处副处长

我国于 2000 年进入老龄化社会，65 岁及以上老年人 2002 年即突破一亿人，第六次全国人口普查时在总人口中的占比为 8.92%，第七次全国人口普查时上升为 13.5%。可见，我国不仅老年人规模较大，而且老龄化水平快速提高，高龄化与老龄化同步出现，未来还将长期面临人口老龄化的“高原”而非“高峰”。积极应对人口老龄化不是短期选择而是长期方向，亟需实施积极应对人口老龄化国家战略。

在此过程中，发展多层次、多支柱养老保险体系，尤其是规范发

本文摘自《证券时报》2021 年 6 月 3 日刊。

展第三支柱养老保险尤为必要。2018年5月，我国开始在上海等地试点个人税收递延型商业养老保险，也即第三支柱养老保险，标志着我国第三支柱养老保险体系基本建成。根据银保监会的统计数据，2020年底，我国共有23家保险公司参与个人税收递延型商业养老保险试点，19家保险公司出保单，累计实现保费收入4.26亿元，参保人数4.88万人。根据人社部的统计数据，2020年底，我国参加基本养老保险的人数为99882万人，参加企业年金和职业年金的人数合计约5800万人。相比之下，第三支柱养老保险发展空间较大。

发展好第三支柱养老保险需要充分调动年轻人的积极性。这主要是由于我国的人口老龄化是“未富先老”的老龄化，在经济发展水平较低的情况下进入老龄化社会，加上老年人绝对数量大、老龄化水平快速提高，应对人口老龄化更需要调动多方面的力量。从国外经验看，发展第三支柱养老保险，其实是调动多方的积极性积累养老资产，第三支柱养老保险主要是调动个人积极性积累养老资产。虽然是应对人口老龄化，但老年人本身已经进入老年阶段，其更多是利用既有养老资产维持老年生活所需，让年轻人做好养老规划，尽早结合自身条件积累养老资产理应成为关键。

就目前的情况看，国内的年轻人开展养老规划，积累养老资产的积极性有待进一步提高，潜力有待进一步激发。中国养老金融50人论坛2020年的调查数据显示，各年龄段未参与养老金融市场的人口占比依次为，18~29岁为35.16%，30~39岁为12.34%，40~49岁为15.36%，50~59岁为13.47%，60岁及以上为23.57%。即使是参

与养老金融市场的群体，72.07%的调查对象储备养老资产的方式是银行存款或者理财，这也是国内居民偏好最大的养老资产储备方式。

充分调动年轻人的积极性参与第三支柱养老保险，需要从引导正确认识第三支柱养老保险，规范并丰富金融机构金融产品供给，以及优化完善政策支持三方面同步发力。

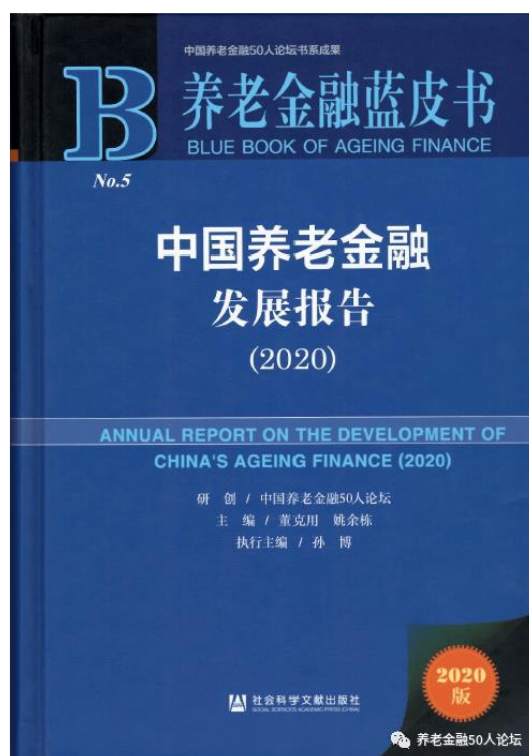
首先，引导正确认识第三支柱养老保险。平滑人生各个阶段的收入和消费，为养老积累财富是每个理性人都需要做的决策，积累养老资产并不是简单依靠储蓄存款。为了让老年生活更有保障，不能仅靠存款或者是长期储蓄，简单保障本金安全，而需要切实树立投资养老理念，秉承长期和价值投资思路，实现长期中养老金的保值增值。

其次，规范并丰富金融机构的产品供给。在引导个人积极参与第三支柱养老保险方面，客户体验良好的金融产品是最好的消费者教育方式。国外推动个人积累养老资产的过程中，有长期护理保险、目标日期基金、住房反向抵押贷款等多种金融产品，并获得了较好的发展。国内金融机构，也需要更进一步加强调研分析，关注年轻人等不同生命周期阶段人口的需求，充分考虑养老金的资金特点和风险偏好，提高专业投资能力，突出养老特征，创新研发具有针对性的金融产品，通过合理配置资产类别，设定产品存续期限，保障养老金安全和增值，丰富产品销售渠道及其便利性，吸引年轻人参与第三支柱养老保险。

再次，优化并完善政策支持。第三支柱个人税收递延型商业养老保险是自愿的、商业性的体系，其发展好有助于降低基本养老保险和职业养老金的压力，自然需要政府优化并完善政策支持。

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 2020》中，由贺宁毅、丁一、林志坚合著的《医养保产业融合养老模式分析》、由文潇、杜邢晔合著的《参考组合在养老基金投资中的应用》两篇文章。欢迎大家向本栏目投稿。

贺宁毅、丁一、林志坚：医养保产业融合养老模式分析



《中国养老金融发展报告（2020）》

本文摘自《中国养老金融发展报告（2020）》第 282-308 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

一、商业保险参与医养结合的优势及其必要性

（一）商业保险参与医养结合具有政策优势

2016年中共中央国务院印发《“健康中国2030”规划纲要》，明确指出要积极促进健康与养老融合，催生健康新产业、新业态、新模式。2019年7月9日健康中国行动推进委员会发布的《健康中国行动（2019—2030年）》进一步提出要健全老年健康服务体系，推进医养结合，实现健康老龄化。

近年来，中国医养结合养老模式快速发展，产业规模不断扩大，但是仍无法满足老年群体多层次、多样化的服务需求。各级政府颁发了一系列政策文件，调动社会力量参与养老机构的积极性和创造性，支持商业保险机构举办医养结合养老服务机构或参与养老服务机构的建设和运营，如表1所示。

表1 国家政策关于支持保险机构参与医养结合的相关表述

发文时间	发文部门	文件名	相关表述
2013年9月6日	国务院	《关于加快发展养老服务业的若干意见》	逐步放宽限制，鼓励和支持保险资金投资养老服务领域
2013年9月28日	国务院	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	政府引导、推动设立由金融和产业资本共同筹资的健康产业投资基金
2013年11月16日	国务院	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	支持社会力量举办养老机构。在资本金、场地、人员等方面，进一步降低社会力量举办养老机构的门槛，简化手续、规范程序、公开信息，行政许可和登记机关要核定其经营和活动范围，为社会力量举办养老机构提供便捷服务。根据养老服务的实际需要，推进民办公助，选择通过补助投资、贷款贴息、运营补贴、购买服务等方式，支持社会力量举办养老服务机构，开展养老服务
2014年8月13日	国务院	《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》	支持符合条件的保险机构投资养老服务产业，促进保险服务业与养老服务业融合发展

续表

发文时间	发文部门	文件名	相关表述
2015年2月3日	民政部等10部门	《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》	研究以养老服务产业为基础资产的证券化产品,稳步推进金融机构直接或间接投资养老服务业。
2019年3月29日	国务院	《国务院办公厅关于推进养老服务发展的意见》	支持商业保险机构举办养老服务机构或参与养老服务机构的建设和运营,适度拓宽保险资金投资建设养老项目资金来源。

资料来源: <http://www.gov.cn/zhengce/>

与以前的政策相比,医养保养老产业模式的支持政策呈现以下新特点。一是国家对养老产业更加重视,政策站位更高,顶层设计中明确提出鼓励符合条件的商业保险机构投资养老服务业,为医养保产业模式的发展提供了中长期的政策支持;二是政策的延续性更强,拓宽发展养老服务产业的资金渠道等措施体现了贯穿“十三五”时期“满足多样化公共服务需求”的基本理念,也是对十九大报告提出的“实施健康中国战略”的落实;三是政策联动范围广,健全养老服务体系,拓宽养老服务投融资渠道需要多部门协同推进,体现了党中央对养老服务工作的宽口径政策支持。

从内容看,现有法律法规及国家政策积极支持医养保产业模式,为商业保险公司布局并进入医养结合产业指明了政策实践方向,提供了窗口期。随着政策的逐步落地和商业养老保险介入医养结合领域的不断加深,医养保产业模式有望整合健康产业链,并不断走向成熟。

(二) 商业保险参与医养结合具有行业优势

首先,保险公司有比较专业的投资经验。金融系统的负债经营性

质要求金融企业必须充分利用由负债业务所获得的资金产生稳定收益，保险投资是保险公司不可或缺的组成部分。保险公司积累了很多投资经验和投资信息，为投资医养结合产业奠定了经验基础。

其次，保险公司有丰富的商业养老保险产品经验，譬如养老产业需要的长期护理保险等，在产品费率、收益率的把握上比较科学充分，在投资运营医养结合产业中拥有一定核心竞争力和行业优势。

最后，商业养老保险能够促进养老产业的快速发展。一方面，保险资金规模大且投资期限长，而且资金成本低于信托投资，资金使用比银行贷款灵活，与养老产业规模大、周期长的特点十分吻合；另一方面，商业保险公司有遍布城乡的机构网点和数量众多的专业人员，可发挥其在销售管理、精算技术、健康养老等专业特长，为养老社区的建设运营提供人才、技术支持。

（三）商业保险参与医养结合的必要性

1. 商业保险可利用客户优势明晰医养结合产业需求

未来几十年，我国将继续保持较快的老龄化进程，对养老产业的需求巨大。目前，我国主要有居家养老、社区养老和机构养老三种模式。但随着家庭结构小型化，老年人口的高龄化、失能化和空巢化，居家养老愈发困难，集中的、社会化的机构养老需求将逐步增加。从目前来看，医养结合养老服务机构在结构上存在着供求失衡的问题：公办机构费用低，但是供给不足，而且服务水平相对较低；费用低的民办机构配套服务跟不上；条件优越的民办机构费用高，大部分国人无力承受。商业保险公司凭借丰富的保险产品经验和投资经验，更有

可能在确保服务质量的前提下，提供满足不同层次老人需求的医养结合服务，改善医养结合产业的供求结构。

2. 保险公司能够通过保险产品为医养结合提供更全面的保障

医养结合产业一头连接着养老财富储备，另一头连接着养老服务供给，兼具多业态融合的特征。商业保险公司作为市场主体，能够突破发展壁垒，创造新的商业模式，跨界投资医养结合领域，更好的打通财富与服务，降低不必要的交易成本，更高效率和更多层次地满足老有所养的需求。

商业保险公司可以通过积极开发保险产品，加深医养结合养老服务机构与保险的联系，充分挖掘保险业在健康管理和医疗服务资源管理方面的经验和优势，利用建设医养结合养老服务机构拓展产业链条，注重相关保险产品的开发创新。针对医养结合养老服务机构推出医疗保险、健康护理险、意外保险、财产保险等产品，对医养结合养老服务机构进行全方位的保险覆盖，形成全产业链闭环，发挥保险的本质作用，为医养结合提供更全面的保障。

二、医养保结合模式的国外实践探索

（一）美国 CCRC 社区养老模式

1. 模式简介

20 世纪六七十年代，美国开始建设持续照料退休社区（CCRC）。至今，CCRC 共经历了四个发展阶段：70 年代开始起步，80 年代前期稳步发展，80 年代中期有一段时间经营不善，发展暂时停滞。随后，CCRC 的经营者开始转变经营理念，广泛吸纳社会资金，尤其是

加强与商业保险公司合作，将商业保险产品嵌入持续照料退休社区，同时创新收费模式，通过客户购买保险产品获得 CCRC 入住资质的方式吸纳大量的保险资金。由于商业保险公司客户群体庞大而且分散，推广渠道广泛，CCRC 与其合作会获得明显的竞争优势。目前，美国 CCRC 的核心经营理念可以总结为在保持与保险业密切关系的同时广泛吸纳社会资金。

为老年人提供全生命周期的连续性照护服务是 CCRC 的核心，满足老年人不同健康状态的居住、养老、护理需求。具体是在一个独立的社区中，为老人提供可供选择的居住方式、照护模式，并配套相关保洁、膳食、医疗、健身等服务。

CCRC 主要吸纳三类老人。第一类是身体相对健康的老人，一般来说，他们的年龄相对较轻。这类老人是自理老人，他们的身体状况相对较好，能够独立完成生活所需。在 CCRC，这类老人居住在独立的房间，社区主要提供诸如日常餐饮、卫生清理、基本医疗以及紧急援助等基本服务。此外，这些老人还可以自主选择参加社区提供的书法、舞蹈、音乐等兴趣班，丰富日常生活。第二类老人是半自理老人。这些老人通常无法独立完成吃饭、洗澡、上下床、穿衣服、上厕所中的两到三项，需要社区提供除日常生活照料以外的服务。同时，为了满足他们的精神生活，除兴趣班外，社区还专门设计了适合他们身体状况的活动。第三类老人基本上是失去自理能力的老人，这类老人的年龄通常较大，大部分在 80 岁以上。在 CCRC，他们生活在特殊的区域，房间设置专业的医疗设施和监护设备，24 小时都有专业的医

疗团队为其提供照护服务。

在 CCRC，不同身体状况的老人居住区域、接受的照护服务都不是绝对的。当老人的身体健康状况发生改变时，CCRC 将会随时更换居住区域以及相应的配套服务。

2. 投资模式

在美国，商业保险公司通过间接投资的方式参与 CCRC 的开发运营工作，具体而言，他们通过投资房地产信托投资基金（REITs），获取租金及运营收益等。

（1）间接投资 REITs 公司

REITs 有公司和基金两种组织形式，通过发行收益凭证的方式来募集公众和机构投资者的资金。从金融生态系统的角度看，CCRC 是一个包括投资商、开发商以及运营商在内的闭环系统，其核心是投资商。投资商包括很多机构，除了专业的 REITs 公司外，商业保险公司、私募基金甚至非盈利性组织都可以投资 CCRC。就商业保险公司而言，它们将资金投资于医养结合养老服务机构并获取投资收益。

在美国，REITs 投资商大多是专业的公司，这些公司的股票可以在二级市场上自由流通。它们一方面利用广泛的资金来源渠道，吸纳充足的资金参与投资；另一方面，建立良好的退出机制，投资者可通过赎回 REITs 份额实现退出。

（2）其他间接投资模式

贷款模式。贷款模式主要有两种，一种是银行和保险公司联合贷款，另一种是不同的保险公司之间的联合贷款。前者的逻辑是保险公

司将资金委托给商业银行,由银行负责考察 CCRC 项目并为其放贷;后者是两家及以上数量的保险公司通过设立股权投资计划、债券投资计划、开放型或者封闭型基金等方式投资 CCRC。

信托模式。信托模式是指保险公司同信托公司合作,将资金委托给信托公司,信托公司通过设立信托计划投资 CCRC。

购买有价证券。购买有价证券的模式限于公开发行股票或者债券的 CCRC。保险公司通过投资其公开发行的有价证券,取得相应的股息、利息等收益,间接参与投资。

3. 运营模式

在美国,净出租、委托经营、合资经营三种模式是 CCRC 经常采用的运营模式。

净出租模式。净出租模式是指 REITs 公司拥有物业的产权,通过将其出租给 CCRC 的运营商,获取固定的租金收入。运营商承担经营风险,获取剔除租金等成本后的经营利润。一般来说,该类物业的毛租金费用为物业当年评估价值的 8%-12%。

委托经营模式。委托经营模式是指 REITs 公司拥有医养结合养老服务机构的产权,并且将其委托给专业的运营机构运营和管理,自己承担经营风险,获取经营收益。运营商仅获取管理费用,包括但不限于为老人提供日常生活照料、专业医疗护理等服务的费用。

合资经营模式。合资经营模式是指 REITs 公司和 CCRC 运营商设立合资公司,共同运营 CCRC。经营成本和利润按照约定或者投资股权的比例分配。

运营模式不同，财务业绩表现也不同。净出租模式的经营风险较小，收入稳定，发行债券的利率较低。委托经营模式的经营风险较大，有可能获取更高的净现金回报率。但是，由于风险相对高，债务融资成本较前者更高一些。合资经营模式的风险、融资成本以及利润都介于二者之间。对于 REITs 型投资商而言，需要在风险和收益的平衡中寻找适合自己的模式。

4. 盈利模式

美国的 CCRC 盈利来源主要有两个：相对固定的收入和变动收入。前者主要为租金收入、服务收入、开发收入、管理收入和增值收入中的一项或数项。其中，REITs 型医养结合养老服务机构获取物业的产权后，一般不再出售。

变动收入主要通过收费实现，通常是“入门费+月费”的形式。入门费在老人入住的时候缴纳，缴纳时与运营公司签署入住及照护服务协议，写明老人去世后，入门费本金退回给继承人。入门费主要用于公司的新项目开发、日常生活和医疗服务等支出，溢价部分归运营商所有。入门费的定价标准主要参考 CCRC 物业的市场销售价格。

美国的 CCRC 大部分都是投资金额大、收回期限长的产品。社区生存和盈利的关键在很大程度上取决于投资能力和运营能力，对投资机构和运营机构的要求较高。

（二）日本的 SunCity 横滨太阳城项目

在日本，按照投资方的性质不同，养老实体分为养老事业和养老产业两种类型。前者主要是政府提供开发及运营资金的服务老年人的

公共服务事业，具有福利性质；后者则主要依靠社会资本投资，定位于满足老年人高层次需求，具有营利性质。20世纪70年代之前，日本养老以养老事业为主。随着人口老龄化的加速，政府财政无力独自支撑庞大的养老需求，开始鼓励社会资本进入养老领域，投资医养结合机构。1974年，日本厚生劳动省出台“收费养老院设置运营指导方针”，规定了养老产业的开发、设计、运营的行业标准，并且明确规定每年定期向政府提交工作报告，接受政府监督。随后，针对养老产业存在的机构和产品混乱问题，日本制定了“银色标志制度”等规范行业行为的制度。随后，日本通过修改社会福利及医药事业等法律为投资医养结合产业的民间资本提供税收优惠，同时规定政府为投资、兴建、运营具有医疗照护功能福利设施的民营主体提供低息甚至免息贷款。

经过一系列的政策支持，日本的养老产业迅速发展。到20世纪末，日本基本形成了完备的养老产业链，投资运营营利性医养结合养老服务机构的主体范围也逐渐扩大，包括银行、保险公司在内的金融行业也大量涉入。例如，东京著名的株式会社エスエルタワース和ロイヤルライ7奥沢，前者是由日本生命人寿相互保险公司投资的，后者则主要由日本明治安田生命保险公司参股。

1. 模式简介

按照是否提供医疗护理，日本的医养结合养老服务机构可以分为“机构设施”和“住宅”两类，前者在为入住老人提供日常生活照料外，还提供专业的医疗护理服务，后者则不提供医疗护理服务。机构

设施主要分为六个种类。第一类是老年公寓，对老人的身体没有太多限制，只要老人想去住基本上都能去住。第二类是付费养老院，需要评估老人的身体状况，有意愿入住的老人通过评估后，可以入住。第三类是认知症缺陷养老院，主要为患有老年痴呆等认知缺陷的老年人提供照护服务。第四类是介护疗养型养老院，属于带有一定医疗功能的养老院，主要收治一些身体状况相对较差的老人。第五类是老人保健设施，相当于社区服务中心，主要提供上门介护服务。第六类是特别养老院，主要服务需要介护的高龄老人。依据《护理保险法》，在日本入住医养结合养老服务机构的老人，经过医疗评估后符合报销条件的，入住机构后缴纳的护理服务费用都可以通过介护保险报销。

住宅主要有四类：面向高龄者的住宅、年长者住宅、银发住宅、自有产权住宅。除银发住宅的入住老人需要照顾外，其他三种住宅模式的入住对象一般为能够自理的健康老人。第一种面向高龄者的住宅是住宅类中最具有代表性的模式，其特点在于不是必须配置医疗护理服务，鉴于此，住宅也不是严格意义上的医养结合养老服务机构，故下文不再举例分析。

下文将分析日本 SunCity 株式会社投资的横滨太阳城项目(简称：SunCity 横滨太阳城)。

2. 产品设计

SunCity 横滨太阳城建成于 2013 年，建筑面积为 56012 平方米，总户数 601 户。其中，自理型户型面积为 44.6-82.3 平方米，介护型户型面积为 22.3-27.9 平方米。该项目有 700 套独立式生活公寓、120

间单人专业护理室。该项目在充分考虑老人生理和心理需求的基础上，针对不同类型的老人特征，提供精致且个性的产品。此外，该项目有38%的公共空间，为老人提供更为舒适的居住环境。该项目服务人员配置为1（服务人员）：1.5（老人）。入住的老人能够享有优质的居住环境和专业的护理服务。

SunCity 横滨太阳城项目位于横滨市的近郊区，周边为成熟的居住区，距离地铁横滨站 20-25 分钟车程，交通便利，便于亲友探望。

3. 投资模式

SunCity 横滨太阳城是株式会社投资的养老项目之一。株式会社的母公司为 HalfCenturyMore，是一家资金实力雄厚、股东构成优良的公司。该公司的注册资本金为 120 亿日元，股东涉及银行、保险等金融机构，酒店、商业等服务机构以及开发商等行业的 100 多家企业，三井住友银行、日本兴亚损害保险、三洋电机等有着良好信誉的企业，都是其股东。

SunCity 横滨太阳城项目是 SunCity 旗下的养老项目之一。SunCity 是一家专门投资开发运营养老项目的公司，目前共运营了 13 个养老项目。其中的 3 个项目为购地自建项目，拥有物业产权，通过租赁获取租金收入；10 个项目为租赁物业自主经营，获取经营收入。从服务对象上看，10 个项目只接受健康老人入住，在必要时提供介护；3 个项目接纳介护型老人。

SunCity 横滨太阳城为株式会社投资建设，项目总造价 1 亿美元（不含土地成本），每平方米造价 1785 美元。

需要说明的是，太阳城项目的土地原址为炸药厂，株式会社以较低的价格获得土地。

4. 市场定位

SunCity 横滨太阳城项目充分利用股东资源。在装修和运营管理上，由酒店行业的股东比照高规格的酒店进行室内设计和运营。挑空的餐饮和休闲区，保留了高档酒店的风格，也满足了项目的会所集聚需求。如此的资源分配，既降低了运营成本，又保证了专业化的服务，实现了共赢。

医疗上，同医疗机构建立合作，设置紧急医疗通道，为入住的老人提供体检和医疗救治服务，配备专业的医疗资源，当老人进入需要介护的状态时，能够为老人提供 24 小时的高质量介护服务。

该项目的市场定位高端，以高收入老人为目标客户，且入住费用不纳入介护保险报销，完全自行承担。

5. 盈利模式

SunCity 横滨太阳城的收入来源主要有三部分：入住金、月费以及其他额外费用。入住金在入住时一次性缴纳，具体费用根据房间面积而定。月费包括日常餐饮费用和管理费用。其他额外费用主要包括房间租赁费、室内水电费、介护消耗品费用以及停车费等。

横滨太阳城没有对应的保险产品，但是，参与投资的商业保险公司提供的长期介护保险、商业医疗保险等产品，可以部分冲抵入住和医疗费用。

（三）国外医养结合养老服务机构的案例总结

美国和日本的保险市场发达，保险资金参与医养结合养老服务领域的投资已经有几十年的历史，积累了丰富的经验。尽管不同国家的国情不同，不能照搬其投资逻辑，但是，在养老服务产品设计、保险资金的投资逻辑和模式、医养结合养老服务机构运营模式以及盈利模式上，国外有很多值得中国保险公司借鉴的地方。

1. 产品设计

美国、日本的医养结合养老服务机构都有不同的房间类型，提供不同的产品和服务，依据入住老人的身体状况，推出有针对性的个性化医养服务，比如，是否能够自己吃饭，是否能够自己洗澡等。

美国医养结合养老服务机构一部分是城市里的一栋或者几栋楼宇，另一部分是郊区的低密度建筑群，以大型社区产品为主。相比之下，日本的医养结合养老服务机构规模一般较小，例如，在东京都，占地面积 26822 平方米、建筑面积 4802 平方米、140 个房间的医养结合养老服务机构即为大型机构。

2. 投资模式

美国和日本的法律都对保险资金投资不动产的比例管制较松，但是，在实际投资中，从 20 世纪 70 年代到 21 世纪初，这两个国家的保险资金在医养结合养老服务领域的投资比例远远小于规定的上限。这样的投资比例限制可以有效规避投资风险，保险公司也可以有更多的时间和精力专注于保险业务和风险管控。

从投资模式上看，美国和日本的保险企业都是多元化投资医养结合产业。日本的商业保险公司大多通过收购、控股和建立基金的方式

来投资养老产业，充分发挥房地产、专业运营公司等股东的特长，尽可能地减少人力物力的投入，同时提升整体效率。美国的商业保险公司运作医养结合养老服务机构，不是直接去拿地开发建设，而是以间接投资 REITs 公司为主，以其他间接投资为辅。

此外，美国和日本商业保险公司成功参与医养结合养老机构，离不开政府的支持与鼓励。政府通过政策性帮助，逐步将市场限制打开，促进民间资本进入医养结合养老服务市场。

3. 运营模式

美国、日本的医养结合养老服务机构运营模式与其投资模式相关。美国的机构主要采取净出租模式、委托经营模式、合资经营模式。日本的医养结合养老服务机构主要是通过与相关外部机构合作运营。

4. 盈利模式

美国的医养结合养老服务机构采用销售和出租两种模式实现盈利，这样一来，既可以通过销售房产迅速回笼资金，又可以通过出租模式获得稳定的租金收入。因此，应当逐步以医养结合产业带动相关配套产业体系发展，大力发展与医养结合服务相关的增值服务体系，打破原有医养结合养老服务机构盈利模式的桎梏，寻求新的发展。日本的医养结合养老服务机构主要采取出租的方式获取租金收入。

三、医养保产业融合模式的国内实践探索

国内已经有多家保险公司投资了医养结合养老服务机构。本文以项目所在地为主要划分标准，同时考虑特色性，选择了三个医养结合养老服务机构作为案例分析，分别是：泰康保险集团的泰康燕园社区

（简称泰康燕园社区）、平安保险集团的桐乡平安养生养老综合服务社区（简称平安桐乡社区）和大家保险集团的首厚大家友谊健康社区（简称大家友谊社区）。从布局上看，泰康燕园社区和平安桐乡社区都在核心城市近郊，大家友谊社区位于一线城市核心区位。除此之外，泰康燕园社区是国内第一个开业的重资产型险资医养结合养老服务机构，平安桐乡社区有独特的融资模式和盈利模式，大家友谊社区在管理上引进加拿大 RC 的整套管理体系，三者各有特色。

（一）泰康燕园社区

1. 项目简介

2009 年，泰康集团取得了全国第一个医养结合养老服务机构的试点经营权，2015 年全国首个医养结合养老服务机构泰康燕园社区正式开业，开启了保险与医养结合产业融合的新篇章。泰康燕园社区位于北京昌平新城核心区域，距市中心约 40 公里，距地铁南邵站约 700 米。紧邻白浮泉湿地公园、蟒山国家森林公园，区域植被覆盖率高达 60.6%，空气质量常年在二级以上。总建筑面积约 31 万平方米，共能容纳约 3000 户居民入住。社区周围 30 分钟左右可以到达的医疗机构有 4 家，包括昌平医院、昌平中医院、北大国际医院、清华长庚医院。

泰康燕园社区引入美国 CCRC 持续照护模式，在软硬件两个方面保障老人的照护需求。硬件上，按照老年人不同阶段的医疗服务需求，设置了四个区域：活力生活区、独立生活区、协助生活区、专业护理区。每个社区都配备了专业康复医院，为不同身体状况的老人提

供相应的服务。根据入住前的专业评估，社区向居民提供适当的入住选择建议；入住后，当居民的自理能力发生变化时，社区的工作人员就会将其转移到协助生活区或专业护理区，使其接受更细致、专业的照护。当入住老人的身体恢复至完全自理后，便可搬至活力生活区或独立生活区。

2. 市场定位

泰康燕园社区旨在成为世界级标准的国际化活力医养社区，定位高端医养市场，目标客户定位高净值人群。

3. 投融资模式

泰康燕园社区总投资约 54 亿元，全部选择直接投资模式，资金全部来源于泰康人寿的保险资金。2009 年 11 月，泰康资产获准设立“泰康—养老社区股权投资计划”，筹资总规模为 22 亿元，用于投资燕园项目。以保险资金为主的投资模式决定了泰康燕园社区项目只租不售。

4. 运营模式

泰康燕园社区由泰康集团旗下的健康产业投资运营子公司泰康健康产业投资控股有限公司（以下简称泰康健投）运营管理（泰康健投成立之前，由泰康之家营运管理）。泰康健投聘请专业团队运营，为老人提供一站式服务。

5. 盈利模式

（1）会员计划

泰康燕园社区实行客户会员制，55 岁以上的老人均可申请入住，

采用“押金+总月费”的模式，押金包括入门费和乐泰财富卡（100万-300万元，可选择购买）。入门费是入住泰康燕园社区必须缴纳的一笔可退还的押金，缴纳入门费方可获得泰康燕园社区的入住资格，此外入门费还包含社区设备、设施使用的押金，以及应对可能突发健康事件时的大病押金。入门费的收取标准为20万元/户，入住前一次缴足。如果选择购买乐泰财富卡，需要一次性缴纳所需金额。获得乐泰财富卡会籍后，可以享受房费的优惠价格。根据房型的不同，每月的优惠金额在3000-15000元。乐泰财富卡记名且不可转让，费用在退宿时可退，其退还与入住相关资格绑定，退卡时持卡人将同时失去入住资格。月费包含房屋使用费、居家服务费用等，与社区的运营成本如劳动力成本、耗材能源相关，社区将参考CPI及运营成本的变化定期对月费进行适度调整。

（2）保险计划

泰康人寿推出了国内第一款将医养结合养老服务机构与养老保险相衔接的产品：“泰康乐享新生活养老年金保险（分红型）”。该养老计划下有多款产品，包括“乐享新生活养老年金保险”“财富人生终身养老保险”“畅盈人生”等。60岁以下的客户购买保费超过200万元的“泰康乐享新生活养老年金保险（分红型）”，即可获取入住泰康燕园社区的资格，还能获得父母优先入住的资格。

乐享新生活养老年金保险的投保人可选择趸交或10年期、15年期等期缴方式。达到入住年龄后可入住社区，并用获得的保险利益支付社区月费。

会员计划和保险计划的区别在于，通过保险计划入住泰康燕园社区的客户可以保证入住，达到规定的时间即可办理入住。通过加入会员入住的客户则无法保证入住时间，需根据社区实际的入住情况排队入住。

（二）平安桐乡社区

1. 项目简介

2012年，平安集团启动平安桐乡社区项目，正式进入医养结合养老服务机构投资建设运营领域。该项目位于桐乡市高桥镇及乌镇，是中国唯一的高铁旁养老综合体，距离桐乡站仅有500米，40分钟可抵达上海，交通便利。总规划用地约4000亩，总投资约170亿元，总建筑面积约160万平方米。

2. 产品设计

平安桐乡社区融入亲情、两代居的概念，搭建养老公寓、亲情社区、度假休闲三大产品线，形成了集生活、疗养、田园、休闲于一体的全龄化、全配套养生医养结合养老服务机构。同时，引入瑞金医院提供社区内部全套医疗体系服务，引入三星生命保险株式会社管理运营，引入教育配套与国际接轨的耀华国际学校。目前，平安集团在一线城市周围布局，以满足附近地区的养老需求。

平安桐乡社区针对三类不同护理需求的老人设计公寓，建设了亲自型、非护理型、半护理型三种养老公寓，兼顾老人生命周期不同阶段和不同身体状况的需求，在整个社区中配置一站式的医养结合养老服务。

3. 投融资模式

2013 年，平安不动产发起成立了有限合伙制的平安养老产业股权投资基金，计划分次募集资金人民币 100 亿元，其中首期募集金额 25 亿元。平安集团认缴 30%，社保基金认缴 40%。自有资金投资的特征决定了该项目可以采用销售的方式回笼资金。

4. 运营模式

平安不动产公司成立桐乡平安投资有限公司专门负责运营管理，引入 CCRC 生活模式，以智能化、信息化、人性化运营贯穿合悦坊管理、颐养照护、健康管控、百翠农庄治理、运动中心治理以及老年公寓智能系统。

5. 盈利模式

平安桐乡项目采取“出售+租赁”的模式运营，分为会员型养老公寓和产权型亲子养老产品两部分。前者由平安不动产自持经营，只租不售，后者采取销售的方式。

平安创新的养老买房新模式称为“合悦养老财富计划”。从 2016 年 5 月开始对外销售，共 200 个名额。例如，消费者购买了 70 年产权的房子，总价 140 万元。业主在购房后，可以有两种选择：一种是 30 年后一次性返还房价的 77.85%，共 109 万元；另一种是自第 16 年起，每年给付业主 5 万元左右的年金，连续给付 15 年。此举的操作方式是通过购买平安不动产发行的合悦会基金 1 号，获得房子的产权。基金 100 万元起购，然后通过内部运作，最终以保单的形式给到消费者。这种既可以得到产权房，又可以返还大部分资金的模式之前

是没有过的，实际效果还需要继续观察。

（三）大家友谊社区

1. 项目简介

大家友谊社区是由大家集团、中国康养、首旅集团和厚朴资本四方联手打造的养老机构，总面积 40000 平方米，是大家集团“邻近医疗、靠近儿女、融入社会”的城市核心区养老模式案例之一，能够向客户提供从护理到临终关怀的全方位服务。

大家友谊社区是大家集团在全国布局的养老机构之一。大家集团以核心城区高品质养老机构布局为主，提供“康养服务+医疗服务+保险服务”的一站式健康生活解决方案，率先布局京津冀、长三角、珠三角等老龄化程度高、社会化养老意识强、财务支付能力足的地区，计划通过 3~5 年初步完成覆盖全国重点城市的多层次健康产业生态布局，建成约 10000 张养老床位。

大家友谊社区分为健康生活区和等级照护区两个区域。在房间设置上，健康生活区有三种户型：A 户型、B 户型和 C 户型。A 户型是温馨开间，套内面积 25 平方米；B 户型是舒适开间，套内面积 38 平方米；C 户型是怡居套间，套内面积 35 平方米。

等级照护区有三种户型：安养开间，套内使用面积 28 平方米；乐养开间，套内使用面积 28 平方米；怡养双间，套内使用面积 56 平方米。

经过初筛确定入住健康生活区还是等级照护区，初筛后通知客户进行体检，医疗中心根据客户提交的体检报告复印件及出院病历复印

件等资料进行综合评估。评估结果以“评估表”的形式体现，并由医疗中心直接反馈给家属并告知该客户的接待客服，答复客户分区事项。

2. 投融资模式

大家友谊社区的投资方采取资源入股的方式，强强联合，发挥各自优势。例如，社区服务团队以首旅集团星级酒店的服务人员为主，具备多年星级酒店服务经验，并经严格甄选及培训后上岗，确保服务的专业度及亲和力。

3. 运营模式

大家友谊社区由大家健康养老产业投资管理有限责任公司（简称：大家健投）负责运营。大家健投成立于 2019 年，是大家保险的全资子公司，专业从事健康养老产业投资、运营及服务，致力于打造卓越的医疗健康服务和养老运营服务。

在运营管理方面，大家友谊社区的管理人员均为从业逾十年的养老行业资深运营专家，同时，管理团队积极引进日医学馆、台湾润福、恭和苑等国内外知名养老机构的先进管理经验，结合社区运营实际持续优化，不断提升社区养老服务品质。大家友谊社区还将引入并运用 RC 的养老照护体系、服务标准及护理服务信息系统，持续提升社区的运营管理能力与服务品质。

4. 盈利模式

大家友谊社区主要通过收取服务费的方式盈利。价格上，基础服务费区分健康生活区和等级照护区两种收费标准：前者的收费标准为每月 11496-18493 元/人，后者为每月 8890-17800 元/人。除此之外，

还需要收取等级照护费，该费用主要有 1800 元/月、3000 元/月、6000 元/月、9000 元/月。餐费根据实际消费收费，早餐 10 元/位，午餐 30 元/位，晚餐 20 元/位。

目前，大家友谊社区提供了“大家人寿安享好家”和“大家的家”两款保险产品。达到保险产品购买额度标准条件的投保人享有养老社区保证入住、优先入住和优惠入住等权益。

（四）对国内医养结合养老服务机构的案例总结

1. 产品设计

在房型设计上，各社区的相似之处在于根据老人身体状况，设计不同的居住服务区域，提供不同的养老及照护服务。社区内的基础设施主要针对老人特点进行设计，都有相应配套的医疗资源。不同的是，泰康燕园社区和大家友谊社区的居民没有产权。平安桐乡社区销售模式灵活，部分房型出售产权。

在选址上，泰康燕园社区和平安桐乡社区在空气质量好、交通便利、风景优美的郊区，大家友谊社区选择在一线城市核心区域。大家友谊社区所在地的自然环境不如其他两个，但是它的优势在于临近医疗、靠近儿女、融入社会，既保证了老人不脱离原有的生活圈，也便于家人和亲友每日探望、陪伴。而且，社区紧邻综合性三甲医院，免去老人挂号难、就医难的后顾之忧，方便老年病和慢性病的日常治疗、随诊，如遇突发情况，更能保证救治的及时性。平安桐乡社区虽然在郊区，但是它在设计时突破单一养老模式，能够满足祖孙三代人的需求。泰康燕园社区是酒店式管理，地块为酒店用地，相比其他两家，

在满足中国人“儿女绕膝颐养天年”的养老愿景上存在难度。

在社区建设上，泰康燕园社区和平安桐乡社区都是新建的医养结合养老机构，大家友谊社区则是盘活并升级城区闲置资产。相比之下，新建养老机构投资更大，回收期更长，大家友谊社区的轻资产模式更加有利于收回成本。

2. 客户定位

重资产的医养结合养老服务机构具有前期投资巨大、运营成本高、回报周期长的特点，为了寻求盈利，泰康燕园社区、平安桐乡社区在布局规划时，都将目标客户定位高净值人群（国内大部分保险公司参与医养结合养老服务机构的都是采取这样的模式）。虽然其居住环境、配套设施以及提供的各项服务十分人性化、多元化，引入国际上先进的养老模式和管理理念，并配有优良的医疗资源，但是价格较高，基本上都是数百万元的入住门槛及每月上万元的住宿费用。

大家友谊社区轻资产运营，再加上同资源方联合建设，前期投入相对较少，收费相对灵活，主要针对中等收入和高收入两种类型的老人。此外，该项目还针对不愿意离开原居住环境的老人提供服务。大家友谊社区主要布局一线城市核心区位，老人基本不离开原有地缘、人缘环境。

3. 投资模式

（1）全资模式

建立全资子公司，负责建设与运营。泰康燕园社区和平安桐乡社区都是这种投资模式。这种模式的可控性很强，有利于公司战略的制

定及实施，长期看有利于发挥规模效应。但这种模式缺点也较明显：商业保险公司缺乏房地产开发经验，占用大量资金，回收时间长，面临的风险较大。

（2）合资模式

商业保险公司通过引入专业房地产开发商、管理机构等第三方服务机构，使投资商、运营商和开发商成为合作体。大家友谊社区就是采用这种模式。这种模式可控性低于全资模式，但是有利于充分发挥各方优势，共担风险，共享收益。

4. 融资模式

融资来源主要有两种：自有资金、保险资金。平安桐乡社区采用了不动产公司的自有资金运作医养结合养老服务机构，泰康燕园社区的投资全部来自保险资金，大家友谊社区是自有资金和保险资金联合使用。资金来源不同，导致销售方式不同：平安桐乡社区采取“租售并举”的方式，泰康燕园社区和大家友谊社区都是只租不售。相比之下，自有资金投资突破了保险资金投资不动产的比例限制，项目的销售部分可以用商业地产的方式运作，提高了成本收回速度。

5. 运营模式

运营模式主要有两种：自主运营和合作运营。泰康燕园社区和平安桐乡社区都是集团下设 100% 的控股公司运营管理，以自主经营为主。大家友谊社区发挥股东方优势资源运营管理。三个医养结合养老服务机构都借鉴海外先进的运营管理经验，各有优势。

6. 盈利模式

由于政策及市场环境的限制，商业保险公司投资医养结合养老服务机构的盈利情况仍不明确。泰康燕园社区和平安桐乡社区都是重资产型医养结合养老服务机构，泰康燕园社区是目前较少实现收支平衡的医养结合养老服务机构之一，平安桐乡社区和大家友谊社区开业时间较短，盈利状况还难以估计。大家友谊社区采取轻资产的模式，从理论上讲，收回成本和获取利润的速度可能快于其他两种。

泰康燕园社区和大家友谊社区通过保单嵌入计划吸引目标客户。消费者通过购买保险产品来获得入住的资格。入住的居民，不仅可以享受该保险产品所提供的保险保障，而且到期可以领取规定金额的养老金。如果保险产品是分红型保险产品，每年还可以按约定分得部分投资收益，用于抵扣每月的住宿费用，以减轻经济负担。这种模式充分发挥了保险公司自身的优势，对保险客户进行二次开发，有针对性地筛选目标客户，为医养结合养老服务机构的客户来源提供有力保障。未来个税递延政策，将有助于市场持续开发捆绑医养结合养老服务机构的保险产品。相比之下，平安桐乡社区没有将保险产品与医养结合养老服务机构结合，没能充分地开发利用保险资源，发挥保险公司独有的产业优势，没有形成明显区别于其他经营机构养老地产的特色，降低了将自有的庞大的保险客户资源转化成医养产业客户的概率。

四、中国未来医养保产业融合养老模式的思考与展望

（一）围绕“产融结合”思路，打造保险综合战略生态圈

1. 从实际出发，细分市场，满足客户多元化需求

细分市场，根据不同收入阶层和身体状况的客群需求，进行多元

化市场定位，扩大目标客群。不仅专注于高端养老市场，而且针对中等收入老人开发保险产品和医养结合养老服务机构，甚至提供日间照料、短租等多样化酒店式的居住服务，使老人可以根据自身不同的状况，选择灵活入住。有能力的保险公司可以采用连锁经营的模式，在全国选择合适的城市建设多个医养结合养老服务机构，实现老年人的“候鸟式”养老。

采取独资、控股、参股等多种投资方式参与医养结合养老服务机构，并且从自身特色和不同类型客户实际需求出发，延伸产业价值链，推动养老、医疗与保险融合，为客户提供涵盖养老财务规划、健康管理、医疗保障和养老生活安排的一揽子解决方案，满足客户的保险、医疗、养老需求。

研究与医疗、养老服务相结合的商业保险产品，提升单一养老、医疗产品的内涵价值。同时，更多的保险产品选择可以满足不同客户的多样化需求，增强产品的吸引力和竞争力，使保险客户和医养结合养老服务机构客户之间能够形成良好的衔接与转换，在一定程度上降低保险公司的经营成本，进而降低产品的价格。

在养老保险产品的设计上，打破原有生存金给付和现金分红现金流的限制，创新性地为客户进行长期财富规划。同时考虑养老人群、地区经济发达程度的差异，设立不同类别的产品价位以供客户选择。在保障内容上，尝试开展突破社会医疗保险的保障范围、延长被保险人保险年龄，以及特殊门诊特殊化处理等特色服务。

2. 采取多种投资模式提升资源配置效率，提高服务质量

商业养老保险公司发挥保险资金的强外部性、成本滞后性、交易射幸性以及资金久期长的特征，灵活运用多种投资模式，投资符合资金运用条件的医养结合养老服务机构，有条件的公司可以发起设立养老产业投资基金、资产支持计划等，提高资金配置效益。

鉴于重资产型医养结合养老服务机构回收成本慢和风险大的特征，商业保险公司除了直接投资建设运营医养结合养老服务机构，还可以借鉴美国医养结合养老服务机构的 REITs 发展经验，通过间接投资 REITs 公司的方式参与养老医养结合产业。按照分工理论，间接投资医养结合养老服务机构，把资金交给更加专业的人运作医养结合养老服务机构是更加有效的方式，商业保险公司也可将精力更加集中于自身保险业务上。证监会、国家发改委联合发布的《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》以及《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》等文件，明确了基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求和试点工作安排，也为商业保险公司通过 REITs 间接投资参与医养结合产业提供了政策支持。

（二）内外兼修，推动新模式快速增长

1. 发挥政府引导作用，营造良好政策氛围，吸引更多的商业保险公司参与医养结合产业

国外商业保险公司投资医养结合产业的黄金发展期都是以相关政策支持为依据的。美国医养结合养老服务机构发展的政策契机是在 1980 年后推出的“抵押贷款违约保险”。20 世纪 90 年代中期 REITs 和 CMBS 的发展也促进了医养结合养老服务机构的民间投资。日本

的政策契机在于 2000 年推出的《介护保险法》，该法详细规定了日本老人享受长期护理服务的收费依据、费用来源以及护理依据。这些政策从制度设计上保证了进入医养结合养老服务机构市场资金的安全性，从而使投资医养结合养老服务机构变得具有吸引力。

宏观层面，首先政府应当通过政策引导商业保险公司增强老龄金融意识，构建顺应老年人医养结合需求的新型投资体系，在医养结合领域积极布局。其次，国家对政策保持足够的弹性和灵活性，在土地、投融资、财政支持等方面给保险投资医养结合养老服务机构的建设与发展提供宽松的政策环境，切实增强政策保障能力。针对医养结合领域涉及多部门的特征，政府需要完善顶层设计，统筹财力供给，在各部门之间形成合力。

中观层面，推动商业保险公司建立个人养老保险产品和服务体系，在养老产业方面积极布局医养结合，根据政策导向、市场需求和产业趋势，制定有针对性的保险产品及服务方案。对于符合条件的机构准予设立医保定点，发挥示范效应的同时减轻老年人的经济负担。

同时，政府要加强对医养结合机构的监管。严厉打击以投资医养结合养老服务机构为旗号的圈地、开办医院等违法现象。对于不符合经营条件的医养结合机构，限期整改，整改不合格的予以取缔。

2. 结合自身优势做好客户定位，确保优质保障能力

从地域上看，不同医养结合养老服务机构的选址各有偏重，整体看有郊区和城市核心区两种。从定位上看，分为保障型、普通型和高档型。面对日益严重的老龄化，商业保险公司应当结合自身资产特征、

运营能力以及产品定位，发挥各自优势，确保优质保障能力。

虽然我国养老市场需求巨大，但对高端养老市场的需求十分有限，盲目扎堆进军高端养老市场，易造成市场饱和、缺乏竞争力的尴尬局面，并且一旦后期经营无法达到预期的入住率，不能实现盈利就会造成巨大的资金亏损，甚至影响到整个保险公司经营的稳定。建议保险公司做好战略规划，综合考虑资金投入、获客来源情况，在客户定位上慎重考虑，发挥自身优势，确保优质保障能力。

在运营上，建议借鉴国外可复制的运营经验，系统化引进至国内发展，提高国内医养结合养老服务机构的运营水平。RC 养老院有一套十分详尽的制度规程，约束和规范养老院的运营。除此之外，RC 更有一套完备的系统，与各规程相辅相成，保障各规程能高效落实到位。该系统的两大子系统——专业护理系统和护理排班系统，对国内的养老市场填补在这方面的空白，具有借鉴意义。

（三）寻找最佳路径，实现叠加效应

1. 以医养结合养老服务机构为依托，搭建综合养老护理服务平台

针对商业养老保险公司投资医养结合产业后的盈利模式不清晰问题，建议商业保险公司尝试依托医养结合养老服务机构，搭建综合养老护理服务平台，同步建设相当规模的保险代理队伍，提供涵盖多种保险产品创新组合的综合养老护理服务计划，有针对性地服务于需要医养结合服务的老人客群，提供个性化、多样化养老风险保障产品和养老、康复、护理、医疗等产品服务，形成保险端与产业端并重的

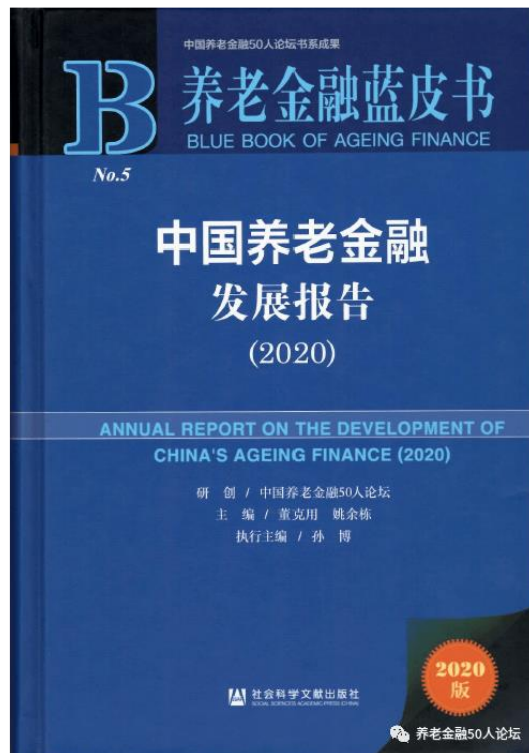
两大收入源。

一方面，与地方政府和大型国企合作，新建区域性平台，在平台布局以养老公寓为核心，以康复管理、医疗护理、健康体检、休闲产业等为依托的产业集群，获取产品服务（保险、租金和服务）、产业投资和资产增值收益。另一方面，通过股权投资或新建，打造护理型养老保障服务平台，建立以养老服务网点为依托、养老护理员为支撑的保险代理渠道，为老年人提供综合养老保障服务计划，获取保险产品、养老服务、养老产品销售收益。同时，促进区域性养老机构和护理型养老保障服务平台协同发展，实现增值服务收益。

2. 探索资源入股，提高运营管理效率

商业保险公司可以与其他机构展开深度合作，利用各自优势提高医养结合养老服务机构整体运营管理效率。比如，同房地产开发商合作，加快建设进程；同医院、护理院校展开合作，利用它们专业的医疗服务和强大的医护人员储备弥补保险公司医疗服务能力的不足。更深层次方面，除引进国外成熟的医养结合养老服务机构管理经验外，还可以直接同国外成熟企业合作，共同投资运营医养结合养老服务机构。

文 潇、杜邢晔：参考组合在养老基金投资中的应用



《中国养老金融发展报告（2020）》

一、参考组合概述

Brinson 等于 1991 年发表的论文表明，资产配置方案解释了实际组合收益 90% 以上的波动，因此对于养老金和主权基金等大型机构投资者来说，资产配置在投资工作中的重要性不言而喻。

资产配置工作从全局层面包含两大部分：一是对负债端的分析与预测；二是基于负债端的约束条件，对资产端进行规划与管理。负债端分析的主要内容包括现金流预测、负债久期分析、负债缺口

本文摘自《中国养老金融发展报告（2020）》第 309-327 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

分析等。资产端的工作主要目标为对资金进行投资管理，以使其能够满足负债端的要求，具体内容包括：确定投资目标与投资期限，确定风险容忍度，研判宏观经济与资本市场，确定可投资资产类别，确定可投资资产配置比例，再平衡等。本报告主要目的为介绍参考组合在资产配置中的应用，故着重阐述资产配置工作中资产端投资管理部分。



图1 资产配置工作拆解示例

（一）资产配置模式演进历程

参考组合模式出现之前，各资产管理机构已对资产配置模式进行了大量探索与实践。从时间轴来看，分为如下几类。

1. 固定收益模式

20 世纪上半叶金融产品丰富程度较低，在监管上也有较严格的投资范围限制，以及专业的金融投资服务供应商较少，因此大部分机构投资者将资金用于购买债券。由于利率水平在此期间也相对较高，偿付压力相对较小。

2. 60/40 模式

60/40 模式宣告了养老金在大类资产配置从债券到股票的转移。

自 20 世纪五六十年代起，现代金融理论快速发展，金融产品不断创新，对于股票类资产的认知和投资能力都有显著提升，养老金投资也有了更多选择。在 William Sharpe 构建的资产定价模型（CAPM）框架下，指数基金等产品大量涌现，尤其是以 John Bogle 为代表的 Vanguard 基金更是致力于让普通投资者都能有机会获取低成本投资指数的机会。尽管目前较多声音质疑 60/40 模式有效性，但该模式的诞生仍具有划时代意义。通过增加股票资产，60/40 模式拓展了资本要素的有效配置空间，丰富了养老金组合收益来源的多样性，大幅提高了组合长期收益，更重要的，为整个社会经济运行发展提供了最稳定的长期直接融资的资金来源。同时，每个劳动个体都有机会通过自己的养老金组合分享其他劳动群体在相关领域的价值创造，实现整个社会层面上劳动收入与资本收入的互补关系，有力推动“我为人人，人人为我”的社会保障体系构建。

3. 捐赠基金模式

相比 60/40 模式，捐赠基金模式主要变化在于将私募股权、对冲基金、房地产等另类资产纳入整体组合配置方案。20 世纪八九十年代，业界领袖、耶鲁大学捐赠基金首席投资官 David Swenson 在耶鲁大学将较大比例资金配置于私募股权与对冲基金，在 20 年左右的时间里取得了较好成效。另类资产一方面在价格变动上与公开市场股票、债券等传统资产相关性较低，可起到分散风险的作用；另一方面由于另类资产有效性不高，获得超额收益概率与空间较公开市场更大，可提高组合整体的预期收益率。耶鲁大学捐赠基金的优

异业绩吸引了同业极大的关注与研究，大幅推动了另类资产配置普及。

4. 风险均衡模式

固定收益模式、60/40 模式、捐赠基金模式均为从资产出发构建组合的资产配置模式。当把股票类资产引入组合并占据较大比例时，不可避免地，其将成为组合主要的风险来源，在遭遇经济下行或资本市场危机时会使整体组合损失较大。为使组合更加稳健地穿越经济周期，20 世纪 90 年代，桥水公司（Bridgewater）的达里奥（Ray Dalio）与磐安公司（Pan Agora）的钱恩平博士（Dr. Edward Qian）分别独立提出了风险均衡（Risk Parity）的组合构建与配置模式。两位业界领军人物分别从经济（Dalio）与数学（Qian）角度配置风险，从而最终确定资产层面的资金配置比例。风险均衡模式在一定程度上规避了组合风险集中于股票类资产上的困境，减少了股票资产遭遇大幅回撤时对总组合产生的冲击。但风险均衡模式对风险参数的选取与指标计算的方式有一定敏感度，且调仓相对频繁，一般作为大型投资机构多资产策略产品形式存在，而不是以该模式直接构建组合。

（二）参考组合模式的由来

与不断丰富与增加资产的方式相反，参考组合模式将组合构建的起点拉回到公开市场股票和债券这两大类核心性、基础性资产。从表象上看，参考组合在一定程度上与 60/40 模式类似。70% 股票+30% 债券或者 60% 股票+40% 债券均为典型的参考组合。但与 60/40 模式

不同，在参考组合模式中，参考组合更多的作为一个基准存在，反映一家机构的风险偏好与风险预算，是后续组合构建的起点。

参考组合模式的诞生有多方面原因。一是在捐赠基金模式下，战略资产配置（Strategic Asset Allocation, SAA）的作用易被虚化。自捐赠基金模式普及以来，大部分机构遵从战略资产配置—政策组合（Policy Portfolio）—战术资产配置（Tactical Asset Allocation, TAA）的三层资产配置结构。三层结构更多的是从周期视角对组合进行构建。其中，SAA为投资组合在长期（如5-10年）基本遵循的配置战略，配置资金于各大类资产，如全球股票、全球债券、绝对收益、房地产与基础设施、私募股权、现金等。政策组合作为年度资产配置方案，可在一定程度上偏离战略资产配置方案，并对更加细化的资产类别进行配置，如全球股票资产被进一步划分为美国股票、欧洲发达股票、新兴市场股票。TAA所关注的周期更短（通常以季度为单位），针对一些短期结构性机会对组合进行调整。TAA操作方案既可以是股债资产之间的调整，亦可以是大类资产内部国别或行业等方面的调整。但在实践中，每个财年投委会均需制定政策组合，在多数情形下根据当年经济形势展望进行调整，使组合长期偏离SAA，导致SAA未能起到应有的作用。二是另类资产给配置管理与绩效考核带来困难。另类资产投资项目在现金投放上具有不确定性，尽管配置方案中将资金比例配置于该类资产，但投资团队不可能立即找到合适项目，实现配置方案规划的预期目标。配置资金在被实际使用之前以及项目退出后的空档期，配置资金的绩效与机会成本

核算并无很好的解决方案。

参考组合模式可以较好地解决上述问题，在实际操作中具有更强的指导性，因而在最近十年中受到较多大型投资机构认可。参考组合结构简明清晰，由公开市场股票与债券这两大类基础性金融资产组成，有利于厘清董事会、投资管理团队、外部管理人等各方责任。董事会确定参考组合后，就明确了资产端投资组合的基本结构与风险属性，即组合的投资风险主要由董事会承担。此外，参考组合可通过低成本的股票指数基金与债券指数基金实现，投资管理团队基于参考组合所构建的实际组合的绩效，可实时、明确地与参考组合进行比较，从而衡量自身提供的价值增加。从实际投资角度出发，参考组合更适合作为投资基准。相比于另外一种以约定绝对目标收益率（如无风险利率或 $CPI+3\%$ ）的基准模式，对于大型投资机构来说，由于受体量、监管、自身制度等约束，无法将所有资金投放于纯粹的 Alpha 类策略、资产实现绝对收益率目标，因此最终是否达标某种程度上受其配置的 Beta 资产走势等运气因素影响。

目前，在全球范围内采用参考组合的知名机构投资者包括中国国家主权基金（CIC）、加拿大养老金（Canada Pension Plan Investment Board, CPPIB）、新加坡主权基金（Government Investment Corporation, GIC）、新西兰超级年金（New Zealand Superannuation Fund, NZSF）、挪威主权基金（Norges Bank Investment Management, NBIM）等，几家机构总计资产管理规模约 3 万亿美元。CPPIB 参考组合由 85% 全球股票+15%加拿大债券构成，NZSF 参考组合由 80%全球股票+20%

全球债券构成，NBIM 的参考组合则为 70% 全球股票+30% 全球债券。不同机构在制定参考组合时，更多参考自身负债端的资金久期、现金流需求以及风险容忍度等要素来确定股票和债券两类资产的比例。从示例中可以看出，CPPIB 的风险容忍度最高，且在 2035 年之前没有偿付压力，因此权益类资产配置比例相对最高。NBIM 偿付压力较小，但风险容忍度相比 CPPIB 要低，因此权益配置比例小于 CPPIB。

二、参考组合在资产配置中的应用

（一）参考组合的资产配置流程

在参考组合配置模式下，参考组合作为组合构建的锚定与起点，需由基金或投资机构的最高权力机构颁布（理事会或董事会）。参考组合模式开展资产配置的主要流程如下。

1. 确定参考组合构成资产

参考组合由最简单直观，并可用被动、低成本方式获取的资产组成，一般来说为股票与固定收益。根据投资机构的可投资范围，可分为境内股票、全球股票，或境内债券、全球债券。例如，CIC 与 GIC 的参考组合构成资产均为全球股票与全球债券。若投资机构有“本土偏好”、现金流管理或其他各类原因，则可能将股票与债券在国别、地域层面进行区分。例如，NZ Super 参考组合由新西兰股票、发达市场股票、新兴市场股票、固定收益组成；CPPIB 的参考组合由加拿大政府债券和全球股票组成。确定资产后，即需为每类构成资产选定其相应的基准。

2. 确定参考组合配置比例

配置比例主要根据机构自身风险偏好与负债情况确定。从构成资产的属性看，股票资产的成长潜力较大，债券资产的收入较为稳定。股票资产的预期收益主要取决于宏观经济的增长与公司自身的发展，具有更大的不确定性，价格波动较为剧烈。债券资产（尤其是政府债）的现金流在发行时即已确定，不确定性较小，价格波动相对较小。因此，在成长型与收入型资产间分配资金本质上是在收益和确定性之间进行取舍。

一般而言，对于投资期限更长、负债压力较小的机构，股票资产配置比例会相对较高。CPIB 与 NZSF 参考组合中股票整体配置比例分别为 85% 与 80%；NBIM 与 GIC 参考组合中股票整体配置比例分别为 70% 与 65%。更大的股票配置比例意味着基金将承担更大风险，对短期净值带来更大波动。但若期限足够长，波动会逐渐平滑，获取成长型资产的风险溢价概率也大幅升高。与此同时，由于再平衡机制的存在，当市场由情绪或流动性冲击带来较大波动时，长期机构投资者可通过为市场提供流动性获取超额收益。

（二）基于参考组合的实际组合构建流程

1. 确定实际组合中其他资产的替代比例

参考组合构成资产的配置比例确定即意味着参考组合的构建完成。以参考组合为基础，引入其他资产构建实际组合时，需按照风险匹配原则确定私募股权、房地产、基础设施等另类资产与参考组合构成资产的替代关系与比例系数。在配置另类资产时，需按比例置换参考组合中的股票与债券资产，从而实现组合的风险等价。

例如，以获取租金收益为主的房地产与基础设施类投资，因投资属性上为收入型资产，故可按照 100% 债券的比例进行替代。目标为获取绝对收益类型的对冲基金，因属性与固收类资产高度相似，亦可按照 100% 债券替代。私募股权投资底层资产为公司股权，一种方式为直接使用 100% 股票的比例进行替代；另一种可选方式则考虑到私募股权投资以杠杆收购（Leveraged Buyout）为主，需使用融资工具完成项目投资，可使用 130% 股票 - 30% 债券的替代方式反映杠杆投资的特征。

2. 构建政策组合与实际组合

确定替代比例关系后，投资管理团队可根据对宏观经济与资本市场的研判，细化配置至区域、行业、久期等层级，并引入另类资产，形成政策组合。进一步地，若投资管理团队的投资能力、决策授权机制、运营管理效率等方面有一定优势，则可在董事会（理事会）确定的积极风险水平范围内，开展积极管理，提高组合预期收益。

3. 调整与更新参考组合

参考组合作为组合基石，用于指导组合长期投资，更新与调整频率相对较低。大部分机构以五年为周期审议参考组合。触发调整与更新的条件一般包含如下几类：①投资机构负债约束或收益目标发生变化，例如，现金流从净流入变为净流出；②构成资产收益风险特征发生变化，在风险和收益之间的平衡关系需要调整；③金融产品创新，有其他可被动、低成本类型的工具可以复制相关核心资

产。

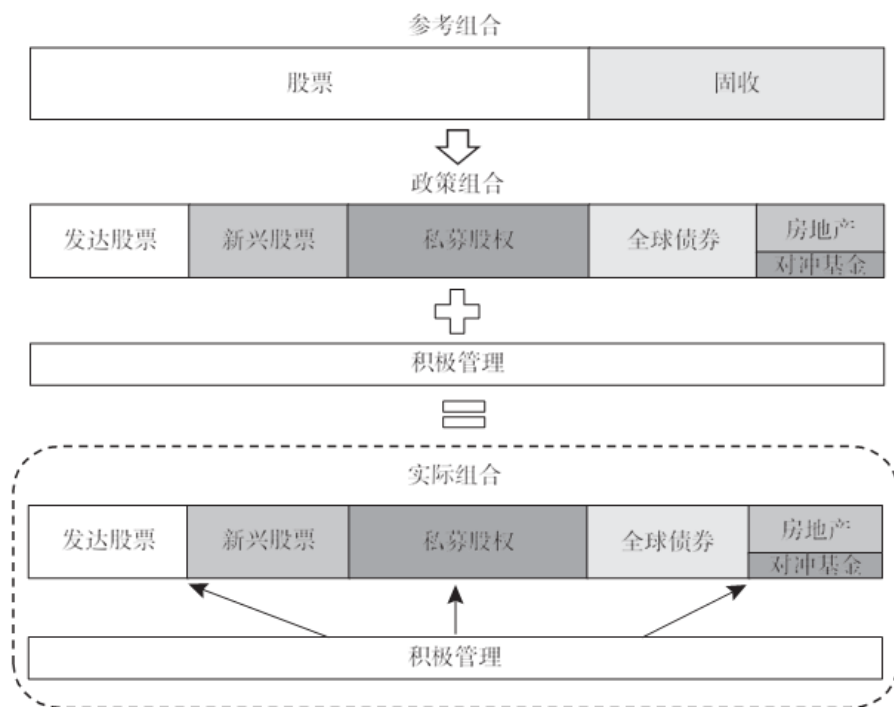


图2 参考组合模式资产配置流程示意

（三）参考组合在资产配置中的功能与定位

1. 设立总组合预期相对风险水平，更好发挥长期投资优势

参考组合并不对组合绝对的风险水平进行约束，而是由董事会（理事会）根据机构负债情况及风险偏好等因素选择自身的相对风险水平。与设置绝对风险不同，参考组合的风险水平随时间动态变化，由构成资产在不同时期的风险水平与构成资产的配置比例共同决定。相比于静态设立绝对风险水平，使用参考组合的动态风险水平可以更好地发挥大型投资机构长期投资的优势。

图3展示了在不同股票配置比例下，示例性参考组合的三年滚动波动率水平。显然，在2008年金融危机及后续一段时间的恢复期，不同配比的参考组合年化波动率均显著上升。此时如果采用绝对风

险水平进行约束，则极有可能导致在股票资产处于低点时抛售，形成实质性止损，错失大量机会收益。使用参考组合作为基准，投资管理团队在此时可更好地关注流动性紧张环境下出现的优质投资机会，避免将主要精力投入市场下跌时如何更好择时降低风险敞口这种顺周期操作上。

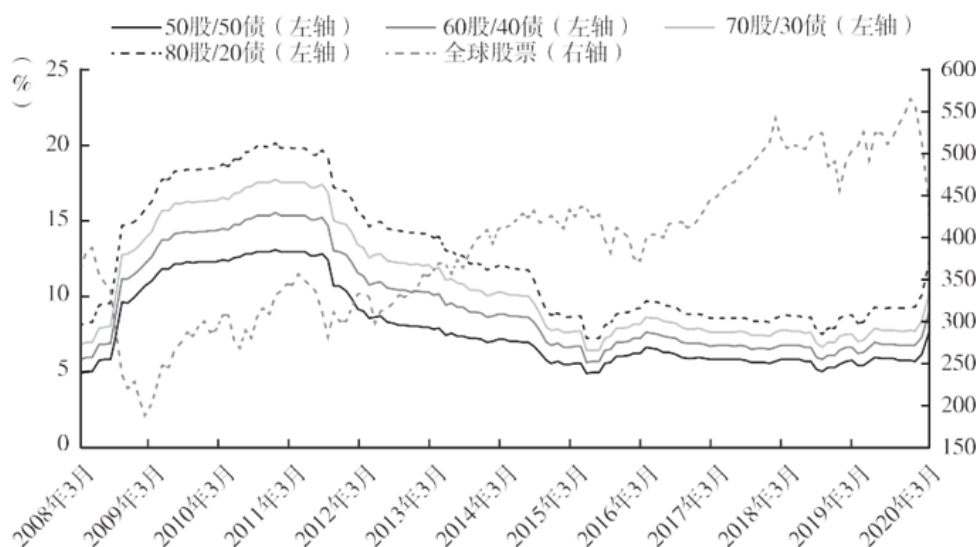


图3 参考组合三年滚动年化波动率

2. 建立衡量价值增加的合理基准，更好划分董事会、投资管理团队、外部管理人之间责任

从公司治理层面看，董事会（理事会）需对投资机构最终运营结果负责。因此，更应关注负债端与资产端的匹配，确定自身的投资期限、风险偏好以及现金流规划等投资管理中的约束条件，并理解机构的运营目标和投资可实现目标并非完全重叠。大部分机构可在负债端根据精算或远期价值假设反推出目标收益率，董事会（理事会）的经营目标天然具有绝对收益属性。不过，当预期投资收益与负债需求端出现缺口时，简单地提高风险水平或绝对收益率目标

去解决问题的方式是无效的。宏观经济形势与资本市场并不会因为一家机构出现资金缺口而改变自身运行规律为该机构提供额外收益。董事会（理事会）在此时更需要承担的责任与义务为调整负债端预期或改善现金流入。

相比于固定水平绝对收益或 CPI 加点方式，参考组合可操作性更强，更适合作为基准让投资管理团队发挥自身作用。绝对收益多寡受利率水平影响较大，而利率水平更多由货币当局决定，与投资管理团队技能无关。超额收益的获取主要在于通过自身优势在某些方面超过市场其他参与者。通过参考组合，可以从资产间、资产内部区域或行业之间、流动性与非流动性资产等维度更加清晰对收益进行归因，衡量投资管理团队带来的价值增加成分，为考核投资团队以及制定与调整投资策略提供数据层面的客观决策依据。从任何一笔实际项目、策略投资角度来看，实际项目投资团队、外部管理人的投资能力以及价值增加应通过在该领域进行同业比较予以衡量。而该笔投资的机会成本则可用其通过风险等价方式所扣减的参考组合部分计算。参考组合的存在可以更好地将整体组合管理的配置决策与细分领域的超额收益予以区分，厘清各方贡献。从量化视角来看，董事会的有效前沿曲线由参考组合构成资产决定，其根据收益目标或风险水平确定参考组合。投委会通过引入其他资产以及调整配置比例，可将董事会的有效前沿曲线整体上移，改善组合收益风险比。内部策略团队与外部管理人需通过自身优势来获取超额收益，进一步推动投委会有效前沿曲线上移（见图4）。

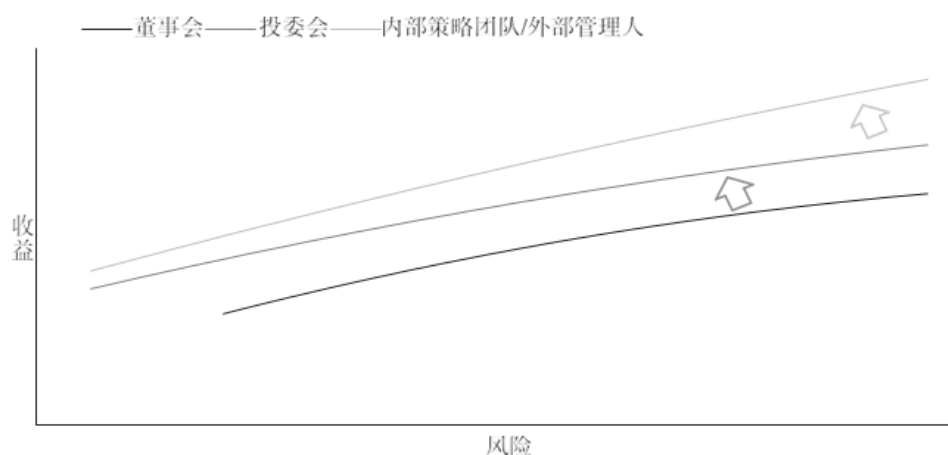


图4 不同层级所对应的前沿曲线

最后需要指出，当资本市场波动率升高时，参考组合对实际组合收益水平的影响将会降低，投资管理团队与外部管理人的技能对组合贡献度更高。以 70 股/30 债和 50 股/50 债为例，图 5 展现了两个组合自 2005 年 3 月至 2020 年 3 月累计收益率走势。与预期相符，70/30 股债组合相比 50/50 股债组合抖动更加剧烈，在全球股票快速下行期间回撤更快，两个组合累计收益率之差在 -10%~15% 区间摆动（见图 6）。2020 年 3 月末 COVID-19 病毒肆虐全球，股票资产大幅下挫，两个组合收益率之差回归至 5% 以内。换句话说，在一个 15 年的时间区间下，70/30 股债组合与 50/50 股债组合在收益上并无显著差别。但 70/30 股债组合由于风险预算更高，相比于 50/50 股债组合，投资管理团队创造超额收益的概率与空间更大。

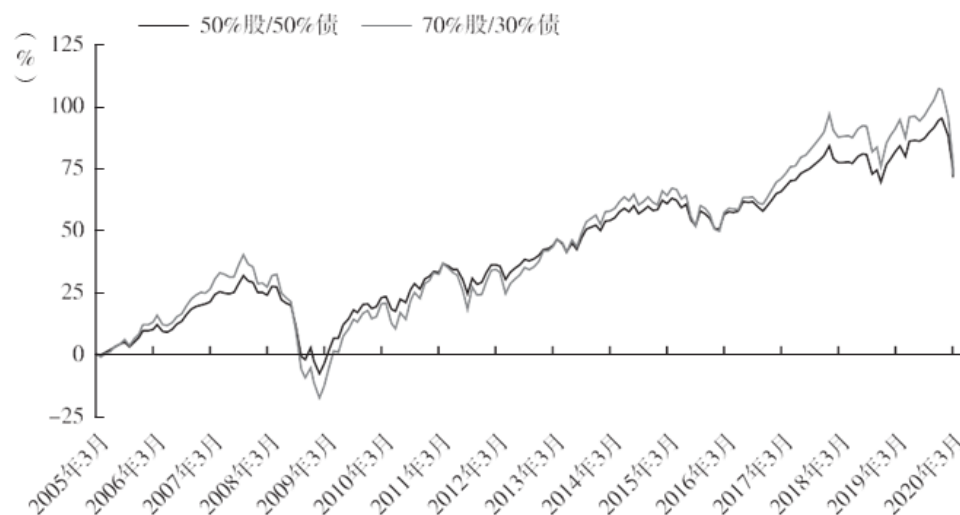


图5 70/30股债组合与50/50股债组合累计收益率走势

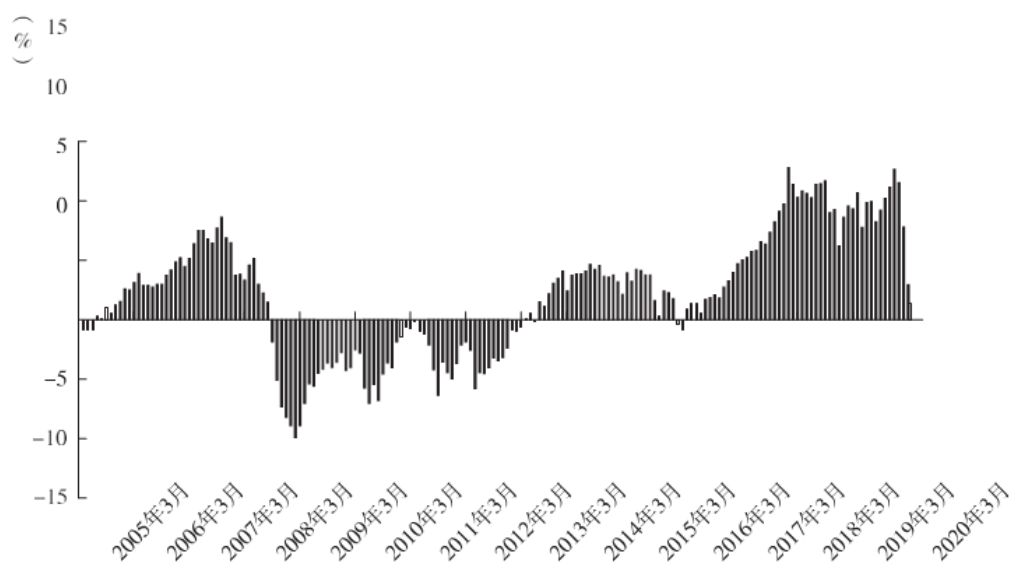


图6 70/30股债组合与50/50股债组合累计收益率之差

注:本部分示例性分析使用MSCI ACWI作为股票组合基准,Barclays US Agg作为债券组合基准,选用历史区间为2005年3月至2020年4月。

三、参考组合在考核机制中的应用

收益风险考核与激励机制是养老基金和主权财富基金投资管理机制的重要组成部分。在参考组合模式下,风险预算配置、收益考核、风险管理等环节的计算标准从绝对转化为相对,剔除了资本市场本身蕴含的不可控波动,更好反映投资管理团队运用和管理风险

的能力，并据此在薪酬激励机制中给予相应的奖惩。

（一）使收益风险考核更加科学精准

参考组合模式将更加关注投资团队在参考组合基础上带来的价值增加部分，董事会可根据风险预算对积极投资进行约束与考核。统计上，通过扣费后积极收益、积极风险和信息比等指标刻画收益与风险特征。

从数学关系看，实际组合收益可按如下方式拆解：

$$R_{real\ port} = R_{ref\ port} + R_{active} - Cost$$

其中， $R_{real\ port}$ 为实际组合收益； $R_{ref\ port}$ 为参考组合收益，由董事会（理事会）承担； $R_{active} - Cost$ 代表超额收益扣减投资与运营费用部分，由投资管理团队承担，并由董事会（理事会）考核。显然，若全部采用被动投资模式， $R_{active} - Cost$ 基本为零，实际组合的收益风险特征将约等于参考组合。在理想状态下，Alpha 属性的积极收益 R_{active} 应与 Beta 属性的 $R_{ref\ port}$ 不相关。若使用收益率方差评估与计算风险，则实际组合风险可按如下方式拆解：

$$\sigma_{real\ port}^2 = \sigma_{ref\ port}^2 + \sigma_{active}^2$$

其中， $\sigma_{real\ port}^2$ 为实际组合收益率方差； $\sigma_{ref\ port}^2$ 为参考组合收益率方差； σ_{active}^2 为超额收益方差， σ_{active} 即为积极风险。

投资管理团队的 Alpha 获取能力以信息比指标 IR 考核：

$$IR_{active} = \frac{R_{active} - Cost}{\sigma_{active}}$$

以 NZSF 为例，其董事会以五年为周期，给出积极组合波动率

的上限 $\sigma_{active\ limit}$ ，投资团队在给定积极风险预算情况下开展投资管理工作。在董事会设定 $\sigma_{active\ limit}$ 后，由投委会与首席投资官审定各风险篮子的风险预算 $\sigma_{basket\ limit}$ 。在预期情景下，投资机会互不相关，因此有：

$$\sigma_{active\ limit}^2 \geq \sigma_{active}^2 = \sum_{i=1}^n \sigma_{basket}^2(i) \leq \sum_{i=1}^n \sigma_{basket\ limit}^2(i)$$

考虑到投资机会预期收益与风险特征会随市场运行而变化，故需根据实际情况调整风险水平的使用情况。NZSF 内部风险预算团队将给出目标风险配置建议（即投委会给定的预算不必用满），由资产配置负责人审批。各投资团队在目标风险配置水平的指引下，开展积极投资，使用被给予的风险预算。在分配与设置不同层级的风险预算过程中，NZSF 所遵循的原则为最大化信息比 IR_{active} 。

（二）使薪酬激励机制的制定基准具有导向作用

参考组合在养老基金的薪酬激励机制中发挥基准、引导作用。一方面，在激励机制中，以参考组合作为考核的基准，总组合相对于参考组合的表现决定雇员可以获取的与总组合相关的奖金激励，使基金中个人工作团结在为达成总组合目标而服务；另一方面，从 CPPIB、NZSF、OTPP 的激励机制来看，往往以几年的参考组合表现作为基准，通过考核引导长期投资行为倾向。实施参考组合的各机构奖金考核因素要点概况如下。

（1）考核基准，基金回报相对于参考组合的表现 R_{active} ，奖金与团队在参考组合之上带来的价值增加直接挂钩。

（2）考核期限，即以多长周期的投资表现作为考核对象，NZSF

和 OTPP 的考核周期均为 4 年，CPPIB 的考核周期为 5 年，体现养老基金作为长期投资者的定位。

(3) 最高奖金上限，养老基金普遍规定奖金上限。当基金表现超越基准的一定范围后，可以获得最大奖金额度。以 NZSF 为例，当实际组合回报 $R_{real\ port}$ 超过 90 天国债回报的 4%、积极收益 $R_{active} \geq 0.75\%$ 时，才可以获得相应部分的最大奖金额度。

(4) 适用对象，不同的奖金机制适用对象不同，可能适用于不同部门及不同序列的雇员。

下面通过案例形式列举 NZSF、OTPP、CPPIB 的奖金机制。

案例 1：参考组合在新西兰超级年金（NZSF）的奖金决定机制中的体现

NZSF 整体薪酬构成公式为：NZSF 薪酬=基本工资+[个人表现奖金+（超额回报奖金+价值增值奖金）]+养老金缴纳+福利。

奖金由个人表现奖金和基金表现奖金两部分构成。具体决定机制如下：奖金根据个人表现与实际组合业绩决定，总额度不超过基本工资的 60%；其中，个人表现奖金不超过基本工资的 20%，适用于所有雇员；基金表现奖金不超过基本工资的 40%，仅适用于高管、投资团队和组合完成团队（Portfolio Completion Group），基金表现奖金基于 4 年滚动收益进行考核，鼓励长期投资。

基金表现奖金总额由两部分构成：一是超额回报，最高不超过基本工资的 13.33%；二是价值增值，最高不超过基本工资的 26.67%。超额回报的计算方式为总组合实际回报超出 90 天国债年化回报+4%

的数值，在超出 90 天国债年化回报 4% 以上时，可获得本部分奖金最大值，为基本工资 $\times 13.33\%$ 。价值增值是指超出参考组合 R_{active} 部分，当其超过 0.75% 时，可以获得本部分奖金最大值，为基本工资 $\times 26.67\%$ 。比较来看，由参考组合作为考核基准的奖金部分占比为绝对收益作为考核基准的奖金部分的两倍。

案例 2：参考组合在安大略教师基金（OTPP）奖金决定机制中的体现

OTPP 的奖金包括两部分：年度奖金（annual incentive, AIP）、长期奖金（long-term incentive, LTIP）。年度奖金（AIP）是基于年初目标进行考核。每年年初董事会批准总组合层面以及各投资部门层面的主动风险配置目标。计算公式是：年度奖金=总组合表现+部门表现+个人表现。4 年滚动平均的总组合真实回报、价值增加、波动水平在年度奖金构成部分的考核中占比 50%。其中，价值增加部分主要由参考组合确定，在年度奖金中，占比与真实回报相等。

表1 OTTP的年度奖金计算方法

年度奖金(AIP)支付					
总组合表现 (0x-2x)		部门表现 (0x-2x)		个人表现 (0x-2.5x)	
20%	4年总组合真实回报	60%	4年部门增加值	50%	内容,评价与业务相关的表现
20%	4年总组合价值增加				
10%	4年总组合波动水平				
15%	服务表现指数	40%	年度战略执行	50%	完成程度,评价雇员工作完成情况
35%	年度运营衡量指标				

资料来源：OTPP 2019 Annual Report。

长期奖金 LTIP 是基于长期总组合表现的现金回报。长期奖金完全取决于总组合价值增值、总组合实际回报、总组合波动性。价值增值是总组合实际回报超过参考组合的加元价值，在长期奖金的评

价中占比 50%，是实际回报部分的两倍。

表2 LTIP计算方法

构成比例	50%	25%	25%
构成内容	4年总组合价值增值 (适用高水位条款)	4年总组合实际回报 (适用高水位条款)	4年总组合波动性

注：高水位条款(HWM条款)规定正收益必须抵消任何负收益。对于正收益不得重复提取业绩报酬,例如,如果对冲基金在某一期发生了亏损,下一期的收益必须在弥补了上一期的亏损,并且使基金净值达到历史最高水平之后,基金经理才可以从超过历史最高水平的资产增值中提取业绩报酬。HWM条款充分体现了管理费制度对基金经理的激励约束和对投资者的保护功能。

资料来源：OTPP 2019 Annual Report。

案例 3：参考组合在加拿大养老基金（CPPIB）奖金决定机制中的体现

CPPIB 年终奖考核三个层面的表现：总组合表现、部门层面、个人表现。每个表现因子都有基于总激励薪酬的固定占比及权重。这些权重在整个机构都一致。以每个表现因子的目标值为参照，总激励（Total Pay Incentive）乘数的变化范围在 0-2 倍（见图 7）。计算公式为：基础薪酬×激励目标×表现乘数=年终奖。具体来看，表现乘数（Performance Multiplier）取决于以下三个因子。

(1) 总组合表现。该系数基于 5 年期表现进行评价，由加元增加值（Value Add Dollar, VAD）和总组合回报以相等权重构成。每个雇员总激励中的 30% 与总组合表现相关。总组合表现包括绝对总回报与加元增加值。对总组合进行 5 年期的评估反映了长期投资性质。

(2) 部门及小组表现。每年初确定部门表现的质和量目标。每年底，评价目标实现情况，包括增加值。根据目标及表现评价方法，确定评价是基于一年还是数年。

(3) 个人表现。每年评价每个雇员的表现，基于年初设定的目标进行评价。

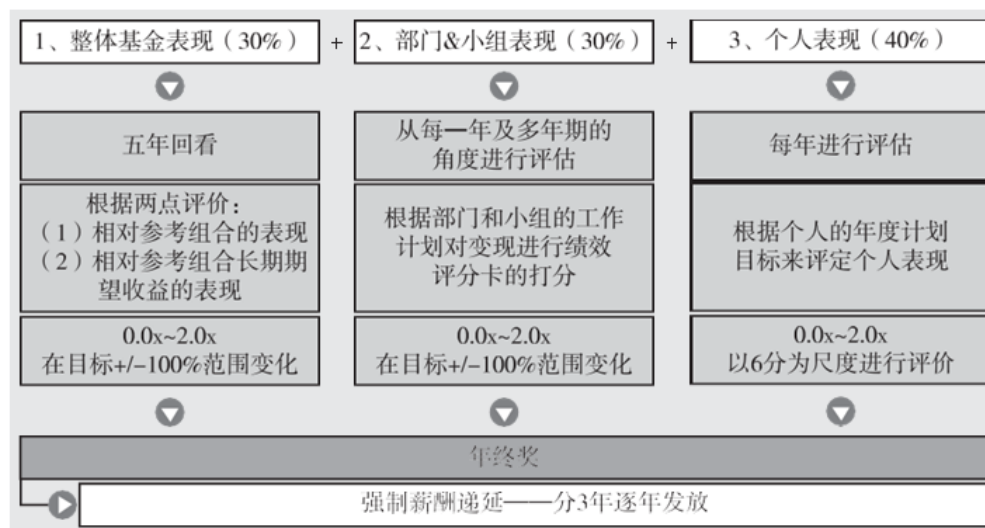


图7 CPPIB年终奖各部分组成

资料来源：CPPIB Fiscal 2019 Annual Report, 《加拿大养老金计划投资委员会(CPPIB)运作模式分析》。

四、借鉴与启示

目前，我国养老金投资仍处于起步与探索阶段，对资产配置工作内涵与工作内容的理解相比全球业界领先实践仍有一定距离。资产配置负债端工作更多取决于中央与地方政策、财政能力以及经济增长情况；资产端主要根据负债端约束与规划等条件，在合理授权下开展投资工作，优化资金运用与长期财务收益。参考组合模式的出现，为资产配置的投資工作提供了新视角和新选择，对我国养老金投资事业发展具有较大启示意义。

一是参考组合模式从理念上厘清责任，建立了更加公允合理的投资管理视角，有利于大型投资机构优化投资决策。我国养老金与社保基金的董事会（理事会）职能本质上是由中央与各级地方政府

承担，面对投资亏损需承担较大政治与舆论压力，因而大部分时候通过降低风险敞口投资更多安全资产来降低亏损概率。但与此同时，较大程度上放弃了自身规模体量获取超额收益的优势将导致长期收益不足，或带来更大规模的机会亏损，动摇养老金长期的可持续性。通过引入参考组合，建立更加公允的投资基准，将宏观经济与资本市场形势变动带来短期亏损看作基准的一部分，是投资过程中所需承担的必要风险。在参考组合之上，聘用更加专业的投资管理团队，在给定参考组合指引下构建与管理投资组合，实现优化养老金资产端财务状况、改善资金缺口等目标。

二是以参考组合模式作为锚定，组合构建与管理更加清晰、风险特征相对稳定。参考组合基准的构成资产通常为公开市场股票与债券，组合结构简洁、风险特征清晰，便于对基金最终运营情况负责的董事会理解；在配置比例上，不同风险偏好与资金体量的投资机构可以根据自身情况进行选择，从而获得相对最简洁的来自市场的收益比较基准。另外，参考组合模式在以风险特征为基础，来引入更加丰富的资产类别替换构成资产的过程中，保持了组合整体的风险特征与参考组合基准相仿，避免了部分情形下由主观因素导致的实际组合与目标组合的大幅偏移，引入额外不必要的风险，冲击基金整体财务上的可持续性与投资团队的工作氛围。

三是可考虑借鉴参考组合模式，加快推进养老金投资市场化进程，吸引优质专业型人才加入养老投资事业。在参考组合框架下，投资管理团队与各策略团队可更好地发挥自身优势，积极挖掘与创

造超额收益。尤其是在激励制度上，参考组合作为基准后，即使整体组合可能面临亏损，若投资团队本身创造可观的超额收益，仍可获得相应财务激励；反过来说，当整体组合盈利、投资团队超额收益为负时，亦可通过召回或个人表现打分等形式予以惩罚。相比而言，参考组合可较好地规避目前国内大部分大型投资机构接近“吃大锅饭”的激励情况，在“权、责、利”相匹配的环境下，能够更好地吸引到有能力创造超额收益的专业化人才为养老金融事业做出更多贡献。

2021年7月 CAFF50 动态

1. 7月9日，泰康资产15周年高峰论坛在北京泰康商学院隆重举行。中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授应邀参加并发表主题演讲。

2. 7月9日，中国养老金融50人论坛秘书长会议在线上召开，会议就国康养老金融研究院业务发展规划事宜展开讨论。论坛秘书长董克用教授、常务副秘书长张栋博士，副秘书长孙博博士、张兴博士，秘书处陈瑶、于东浩参加了会议。

3. 7月11日，中国养老金融50人论坛参与承办的2021年生态文明贵阳国际论坛绿色金融主题论坛在贵阳隆重召开。本次论坛的主题为“绿色金融助推实现碳达峰碳中和目标”，来自政府、高校及金融机构的专家学者和业内人士共同探讨金融系统贯彻创新、协调、绿色、开放、共享五大新发展理念，支持绿色金融高质量发展之路。

4. 7月13日，中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授就“推进全国统筹，加强中央养老保险事权”有关问题接受了《中国劳动保障报》的专访。

5. 7月14日，中国养老金融50人论坛秘书长会议在线上召开，会议主要讨论了上海峰会会议的主要议程，布置了嘉宾邀请工作，并就接下来与华安基金合作举办上海峰会做出了工作要求。论坛秘书长董克用教授，常务副秘书长张栋博士，副秘书长张兴博士，秘书处段

宇乾、尤杨、陈瑶参加了会议。

6.7月26日，中国养老金融50人论坛上海峰会第二次筹备会在线上召开。相关各方在会议上通报了会议筹备工作进展，并明确了下一步工作计划。本次会议承办机构负责人、会务服务机构负责人以及秘书处全体员工参加了本次会议。

7.7月29日-31日，“第六届国际保险节暨2020年度保险名家颁奖盛典”在上海世博会议中心召开，中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授应邀出席并发表主题演讲。

8.7月30日，中国养老金融50人论坛召开秘书处例会。秘书处员工分别就2021年7月工作进行了述职总结，并布置了下半年重点工作计划。秘书处全体员工参加了本次会议，论坛领导通过线上直播参加了本次例会。



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