

养老金融评论

2020年第10期（总第59期）

- 《中国养老金融发展报告（2020）》发布会暨养老财富储备体系的跨行业探索与创新专题论坛隆重举行
- 宋晓梧：多支柱养老保险与养老财富储备
- 纪志宏：建立全生命周期的养老财富管理机制
- 步艳红：商业银行和理财公司在养老财富储备中的重要作用
- 田 军：养老保障体系建设与养老金管理创新
- 熊 军：促进养老基金入市，提高长期收益

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 林佳钰 周 宁 邹林娟

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】

《中国养老金融发展报告（2020）》发布会暨养老财富储备体系的跨行业探索与创新专题论坛隆重举行	4
宋晓梧：多支柱养老保险与养老财富储备	7
纪志宏：建立全生命周期的养老财富管理机制	13
步艳红：商业银行和理财公司在养老财富储备中的重要作用	19
田 军：养老保障体系建设与养老金管理创新	24
熊 军：促进养老基金入市，提高长期收益	27

【养老金融观点集萃】

尚 筱、赵莎莎：投资顾问参与养老金融的现状、经验与建议	34
张维义、李 斐：智利养老金改革路径与借鉴	58

【CAFF50 大事记】

2020 年 9 月 CAFF50 动态	87
----------------------------	----

导读：9月5日至6日，由北京市地方金融监督管理局、北京市通州区人民政府指导，《财经》、《财经智库》主办，北京市资产管理协会、金融街88号论坛、中国养老金融50人论坛、北京金控集团等机构联合协办的2020全球财富管理论坛在北京国际财富会议中心召开。论坛围绕“后疫情时代的财富管理”这一主题展开并设立“养老财富储备体系的跨行业探索与创新”等多个细分主题，来自社会各界的数百人参加了本次会议。6日下午，“养老财富储备体系的跨行业探索与创新”分论坛顺利召开，来自业界的专家学者们从不同视角就养老财富储备体系的跨行业探索与创新发表了自己的观点。

本期《养老金融评论》聚焦“养老财富储备体系的跨行业探索与创新”分论坛嘉宾发言，重点关注中国养老金融50人论坛学术顾问、中国经济体制改革研究会原会长宋晓梧，中国养老金融50人论坛核心成员、中国建设银行副行长纪志宏，中国养老金融50人论坛特邀成员、中邮理财有限责任公司总经理步艳红，泰康养老保险股份有限公司副总裁兼首席养老金执行官田军，中国养老金融50人论坛核心成员、天弘基金副总经理兼首席经济学家熊军等专家的演讲实录，以飨读者。

《中国养老金融发展报告（2020）》发布会暨养老财富储备体系的跨行业探索与创新专题论坛 隆重举行



9月5日至6日，由北京市地方金融监督管理局、北京市通州区人民政府指导，《财经》、《财经智库》主办，北京市资产管理协会、金融街88号论坛、中国养老金融50人论坛、北京金控集团等机构联合协办的2020全球财富管理论坛在北京国际财富会议中心召开，论坛围绕“后疫情时代的财富管理”这一主题展开并设立“养老财富储备体系的跨行业探索与创新”等多个细分主题，来自社会各界的数百人参加了本次会议。财经、财经网、新浪、腾讯、凤凰、网易、央视频、爱奇艺、百度、财联社、新京报、中新社国是直通车等十余家

媒体在线同步直播。

6日下午，“养老财富储备体系的跨行业探索与创新”分论坛顺利召开。中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授，论坛学术顾问、中国经济体制改革研究会原会长宋晓梧先生，论坛核心成员、中国建设银行副行长纪志宏先生，论坛特邀成员、中邮理财有限责任公司总经理步艳红女士，泰康养老保险股份有限公司副总裁兼首席养老金执行官田军先生，论坛核心成员、天弘基金副总经理兼首席经济学家熊军先生等嘉宾从不同视角就养老财富储备体系的跨行业探索与创新发表了自己的观点。分论坛由中国养老金融50人论坛首席经济学家姚余栋先生主持。

论坛学术顾问、中国经济体制改革研究会原会长宋晓梧以“多支柱养老保险与养老财富储备”为题发表了主旨演讲。他从钱从哪里来、钱怎样管理和钱如何发放三个核心问题出发，对国际国内养老金制度的发展历程和选择进行反思，并结合中国的现实情况对中国养老金制度的未来发展提出了自己的思考。

论坛核心成员、中国建设银行副行长纪志宏在演讲中提到，要建立全生命周期的养老财富管理机制，促进形成长期资本，需要在广泛学习借鉴其他国家经验的基础上，充分适应中国养老金融自身的独特性，充分认知我们的文化和国情，大力发展专业化的养老资产管理机构和养老资产管理产品，从而构建起一套具有中国特色的金融机制安排。

论坛特邀成员、中邮理财有限责任公司总经理步艳红在主题发言

中指出，商业银行和理财公司在养老财富储备方面可以在四个方面发力并进行了系统阐述：一是开发多样性的养老金融产品和投资策略；二是提供养老金融规划等咨询服务；三是加大养老产业投资；四是打造养老生态圈。

泰康养老保险股份有限公司副总裁兼首席养老金执行官田军在主旨发言中表示，基本养老和个人养老应通过市场化机制运作实现养老金保值增值。在管理模式创新上，呼吁第一支柱和第三支柱能够借鉴第二支柱年金管理模式的成功经验，发挥市场的核心作用，通过市场化机制来选择和考核管理人，实现在安全基础上养老金长期的保值增值。

论坛核心成员、天弘基金副总经理兼首席经济学家熊军以“促进养老基金入市，提高长期收益”为题发表了主题演讲。他表示，随着养老基金的入市，通过提高权益资产的配置比例，可以实现提高长期收益的目标，同时在宏观上也可以解决为实体经济服务以及降低杠杆率的宏观目标。

在发布环节，《中国养老金融发展报告（2020）》在200余名与会嘉宾的共同见证下正式发布，董克用教授对报告的主要内容和重要观点进行了简要介绍。

本次会议在社会各界的大力支持下取得了圆满成功。

宋晓梧：多支柱养老保险与养老财富储备



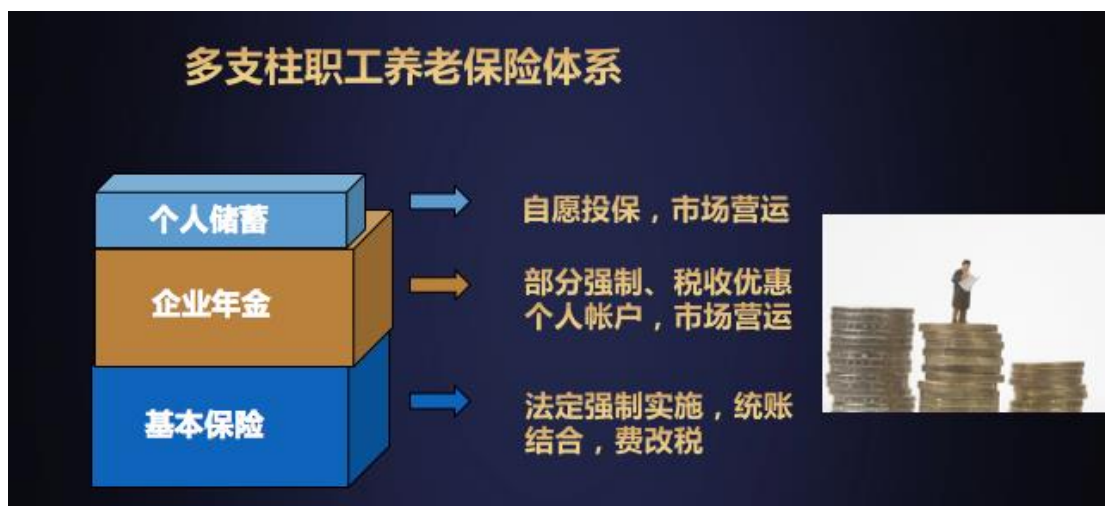
宋晓梧：中国养老金融50人论坛学术顾问、中国经济体制改革研究会
原会长

养老财富是构筑养老保险体系的一个核心问题，养老保险涉及以下几个问题，一是“钱从哪里来”：是政府交钱，企业交钱，职工交钱，还是社会慈善机构捐助？二是“钱如何发放”：发放的时候是要考虑到代际互相帮助和社会共济，还是只考虑多交多得、加大激励因素？三是“钱怎样管理”：是现收现付制还是统筹积累制？以上每一个问题都有不同的回答，这三个不同层次的不同回答，可以做不同的

本文系作者在《中国养老金融发展报告（2020）》发布会暨养老财富储备体系的跨行业探索与创新专题论坛上的讲话。

组合，导致在养老保险方面可以有多个层次或者多个支柱。各个国家对这几个问题有各个国家政治、经济、文化、传统的考虑，所以也有不同的特点，但从大的方面可以进行分类。

中国是什么情况呢？中国选择了三支柱养老层次。其中，基本保险是法定强制实施；企业年金是部分强制，采取个人帐户和市场运营，它是积累制；个人储蓄完全是金融运作了。大家可以从下图看到三个钱币是财富，我们希望将来可以像这样，三个财富很充足；但是现在情况没有这么的乐观。



中央近些年对于企业年金发了很多文件给予了很多鼓励措施，但实际上和第一支柱比较，差的很远，由于时间原因数字就不一一展开，只给大家一个印象。拿一个人数来说，企业年金 2019 年当年参保人数才 2500 多万人，基本养老是 4 亿多。

OECD 国家的数据稍微老一点，养老资金占 GDP 的比重非常高。美国变成社会资本主义了，养老资产的比重非常高，时间原因不展开了。

按照多支柱养老保险的设计，研究增加养老财富储备的重点应该

是研究企业年金发展方面，但是由于基本养老保险如果不给企业年金留下一定的空间，那么企业年金发展受到一定的局限。所以从某种程度上来说，职工基本养老保险制度改革方向，成为研究中国养老储蓄财富重大的问题。那么这个问题这些年发生了激烈的争论，最近有两次比较大的争论，第一次是“十三五”之前，财政部领导和一些学者提出在一支柱里面做大个人账户甚至是搞“全账户”。这个意见争论的比较激烈，没有全部采纳。这个大账户是名义账户，资金性质是现收现付制。第二次是“十四五”之前，金融部门的老领导和一些学者提出“个人账户占比肯定要提高”，不同的是，这次提出的大账户是“统筹积累制”。这在《金融研究》第一期发表了文章，后来《财经》杂志还有一些重要的媒体也转载了。那么主张“未来肯定需要提高个人账户占比”的同志，依据的是多年前部分国家的数据，断言“全球各国养老金正在不同程度从现收现付福利基准型，逐渐转向统筹积累制的供款基准型”。他是以这个为前提，认为中国要符合世界潮流。我认为这一结论无视中国一次分配差距过大的社会经济现状，忽略了职工基本养老保险的社会共济性，片面强调劳动力市场的竞争性和一次分配的激励性。我们考虑再三，难以苟同。

全球养老金模式在转向统筹积累制，这是值得商榷的，实际上OECD国家绝大多数采用是DB模式，不展开说了。重点想说一说发展中国家多数曾经采取统筹积累现在又撤回了，在2000年前后的大约10年里，有36个发展中国家学习智利模式，现在其中的22个国家已经反悔并撤回。OECD国家学习的瑞典模式也不是统筹积累，而是现收现付

模式。

智利本国的养老金对我们而言，曾经津津乐道。在我从事这项工作的时候，也是下了很大力气去学习智利模式，也到智利去访问。经过30年的实践证明，智利模式基本上是失败的。刚才提到了这种情况，2018年国际劳工组织出版了《撤回养老金的私有化：重建东欧与拉美的公共养老金制度》全面总结智利模式的兴衰，称之为是养老金改革“失败的30年”。他们还总结各国改革的经历，提出了包括11个步骤在内的撤回程序。

回想我们国家的发展过程，中国作为发展中国家，在改革开放初期要打破平均主义对经济社会的桎梏，又面对老龄化的压力，且对如何建立适应市场经济的社会保障制度没有任何经验。断言“全球各国养老金正在不同程度地从现收现付制的福利基准型，逐渐转向预备积累制的供款基准型”，并不符合现实情况。

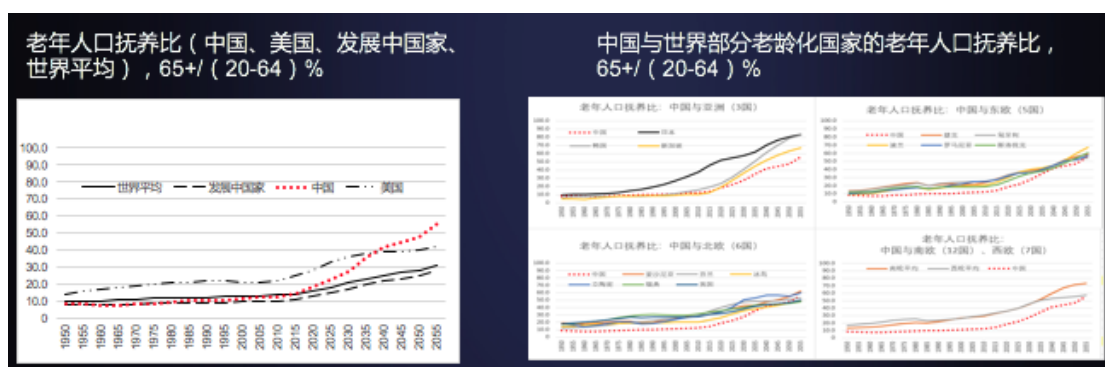
在第一支柱里面扩大个人账户必然会扩大收入分配差距。中国当前并不存在提高个人账户占比的理由。我国现在的一次分配差距这么大，二次分配里面不应该再扩大，尤其是国家法定的基本养老金。在中央报告里面讲共富共享，讲基本保障均等化等方面的精神是很明确的。扩大个人账户占比不符合共富共享这样的精神。也要正确评估瑞典公共养老金的职能。

扩大个人账户还有一个理由是，可以提高职工参保的积极性。这一条首先被国外经验否定的，就是智利模式，智利模式全都是个人账户模式，职工存钱越多、得到的越多，但智利的全积累个人账户并未

提高职工参保积极性，具体不展开了。大家关心这个情况的知道，智利近几年百万人游行有好几次，反对他们过去的改革，迫使智利政府不得不增加养老金第一支柱。个人账户大小与公共养老金的透明度无关，8%的个人账户和12%的个人账户到底哪个透明度高，二者之间没有太大关系。

以劳动力市场的激励性来论证提高个人账户的必要性，认为“提高个人账户就是加大了劳动力市场的竞争性”，我认为这个观点有一定的误区。劳动力市场是初次分配，养老金不是市场初次分配问题，它是为退出劳动力市场的职工发的社会保险，社会保险的原则和初次分配的原则是不一样的，要注重共济性、要注重公平性。

再有，认为“中国老龄化很严重，所以在基本养老保险里要搞预备积累”，这个也站不住脚。我们可以看看这个比较。有篇文章提出，与世界部分老龄化国家相比，中国老年人口抚养比高于其他国家。但是与中国老龄化程度相当的国家没有采用个人账户预备积累制。



我们可以看到，在多个老龄化比中国还严重的国家里面，大概就是新加坡采用了预备积累制。但是，新加坡是一个小国、一个城市国家，没有哪个大国能学得了它的经验，而且它和中国的情况不一样，它是一张白纸上建立的；我们是在计划经济下低工资高福利的养老保

险制度下建立的，两个不可同日而语。

下面我想说说自己的观点，我主张是一贯的，30多年没有变过。研究社会保障方面的同志可能看过这本书：《养老保险制度改革》（改革出版社，1996年出版），在里面我提出要适时降低职工基本养老保险个人账户占比，适量转化到企业补充养老保险，至今仍不赞成提高职工基本养老保险中个人账户占比。在收入分配差距过大的背景下，更没有理由扩大基本养老保险中的个人账户，无论是搞名义账户，还是搞“**预**筹积累”的**实**账。

现在这个时候和那时候不同了，现在我们整个社会的收入分配差距在世界上是最不平等的国家之一，为什么还要在第二次分配中，尤其是国家强制的二次分配的**资本保障**中扩大初次分配差距呢？我觉得更没有理由了。无论是扩大个人账户还是搞**预**筹积累制我个人都反对，时间到，谢谢各位！

纪志宏：建立全生命周期的养老财富管理机制



纪志宏：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国建设银行副行长

很高兴和大家就养老财富储备问题进行交流。总书记指出我国已经进入老龄社会，让老年人老有所养、生活幸福、健康长寿是我们的共同愿望。有效应对人口老龄化问题事关事业发展的全局、事关亿万百姓的福祉，所以夯实养老财富储备迫在眉睫。同时，国家正在构建“双循环”的新发展格局，亟需补上长期资本形成不足的短板。这次我跟大家谈两个方面的个人体会。

一是促进养老金融发展对加快构建我国“双循环”的新发展格局

本文系作者在《中国养老金融发展报告（2020）》发布会暨养老财富储备体系的跨行业探索与创新专题论坛上的讲话。

具有重要意义，有利于补上长期资本形成不足的短板。

首先，我理解，“双循环”的新发展格局建设过程中非常重要的就是要牢牢把握扩大内需这个战略基点，通过供给侧改革来深化和增强企业在更高水平上的创新能力，夯实经济高质量发展的科技基础，推动供需在更高层次、更高水平上实现动态的均衡。过去我们的储蓄很大一部分以净出口的形式形成了对国外的净投资，下一步我们的企业必然要加强自身技术研发或者开展长期投资，来补上国内长期资本形成不足的短板，这是一个宏观环境的变化。

其次，养老金融是促进长期资本形成的重要途径。以养老为目标的金融活动，周期更长、稳定性更强，与长期资本形成具有内在的契合性。如果把经济社会活动也看成一个有机体的话，养老金融与长期资本像是人和社会各自在长周期上的金融映射。从很多国家的情况来看，养老金投资于股票、长期债券以及另类资产的比重都是比较大的，也是资本市场以及企业长期资金的重要来源。

再次，我国养老金融制度发展存在不足。养老储备财富是一个大的资产配置的概念，可以说从买房、投资理财到提升人力资本、提高工资收入都可以在一定程度上发挥养老财富储备的作用，并不局限于单纯的养老金。我们也可以看到养老金融制度存在比较突出的问题，包括基本养老保险基金可能会面临收支难度大的问题。此外，就财富构成来看，去年，经济日报社有关家庭财富的调查报告还显示，全国居民财富主要在房地产，而且财富增长部分很大程度来源于房价的上涨。应该说养老财富的储备是数十年超长周期投资活动，但我国的养

老金融在长期资本市场上的比例还是比较低的。比如，今年5月，“两会”期间银保监会的相关通报，个人税收递延型商业养老保险试点的累计保费收入仅仅3亿元，参保人数不到5万。

第二，进一步探索解决我国养老金融深层次的体制机制障碍，建立全生命周期养老财富的管理机制，畅通金融市场的长周期资金循环，促进长期资本的形成。

首先，关于长期资本与短期回报率的协调性问题。我们都知道，除非有明显的衰退迹象，否则正常情况下越长期的投入应该有越高的回报，但是我们经常听到的是“长钱不挣钱”，说明在我们的金融市场中还存在过度关注短期波动的问题，很难让投资者建立起长期投资的预期。

比如说从债券市场来看，收益率和期限的匹配度也可能会激励居民更倾向于配置短期的金融资产，而对长期、超长期的回报缺乏理性的预期。我们五年期的定期存款利率2.75%，如果加上各个银行的上浮可能比这个还要高不少，而五年期的AAA公司债平均收益率是3.48%，五年期的定期存款有可能会高于这个数，而流动性比较好的货币基金7天的年化收益率最高也可能会超过2.5%，短期理财产品的收益率很多时候也维持在3.5%的水平。我们的市场如何才能够形成更加合理的激励长期投入的机制还存在一些问题，特别是本世纪以来，我国大中城市的房价曾经在一个阶段上升比较快，不过按照“房住不炒”的要求，现在这种现象已经得到大大遏制。

为了养老的目的，老百姓最朴实的诉求，就是要超过实际通胀水

平，这是最起码的要求，当然也有人主张要和 GDP 同步。但我们金融体系中的价格形成机制里对长期投资合理的回报预期这个基准，还没有形成广泛的公信力和取得市场的共识。对此我们需要综合运用财政、税收、金融、监管一系列手段，逐步完善，形成更加有效、更加合理的长期回报的价格发现机制和价格形成机制。当然在下一步进一步扩大开放金融市场的过程中，随着各类投资主体的加入、投资多元化产品的发展，我们的金融市场有可能会逐步形成一个收益、期限、风险相对匹配、相对有序的价格体系。比如十年或十年以上的国债利率究竟能否成为各类长期回报要求的比较基准呢？并根据风险和流动性差异再作出合理的回报要求。

其次，关于受托人信托责任的问题。这个问题的实质是老百姓到底能不能长期放心地把养老的钱交给机构打理。老百姓为养老积累财富都靠自己打理，不完全是现实的，更多还得借助机构的专业化投资，这在法律上就要求受托人秉持信义义务、承担信托责任，始终恪尽职守，为了委托人的最大利益忠实诚信地履行职责，不得和自身利益相冲突，不能利用自身地位谋求私利。这方面我们的监管正在逐步加强，金融资管机构逐步回归“受人之托、代客理财”的本源。社会上不时发生打着以养老、投资理财为由的投资行为，这里面往往都涉及到金融活动。

当前夯实养老金融的信托责任有两个问题特别值得关注。第一是完善资本市场的法律法规，按照本质属性将各类实质上的信贷、证券、保险等金融行为全部纳入法律调整的范畴，通过功能监管，避免投资

者受到非法金融活动的侵害，以免影响社会的稳定和金融的安全。第二是完善各类资产管理机构监督管理、信托责任和投资者保护的法律制度，增加违法犯罪成本和打击力度，让我们的投资者放心投资、安心养老。可以说信托责任解决的是底线问题，是受托人能不能维护委托人利益的问题，也是养老金融发展的关键制度基础，在这个底线之上受托人的投资能力和业绩评价更多还需要多层次的资本市场，以市场机制优胜劣汰加以解决。

最后，全生命周期养老财富管理机制的系统协同问题。参照国际惯例，我们已经建立了三个支柱的养老保障体系，目前这个体系内部，以及各种满足养老财富储备的金融制度、工具和产品之间仍然存在着割裂，没有形成系统的配套、衔接、转换的机制，不便于老百姓做出统筹的规划和动态的安排，往往着眼于短期的需求，容易导致资源错配或者是配置的冗余。

刚才我们也讲到，老百姓的现状是房产占财富的7成以上。这里有一个发展阶段的问题，但也反映出养老资产的流动性严重不足，国外的住房反向抵押贷款试点不一定符合我们的国情发展状况，也难尽人意。我国个税纳税人现在的群体覆盖范围也比较小，同时个税递延型养老保险的试点额度不仅低而且流程复杂，效果也比较有限，进一步扩大还面临着税收公平性的问题，特别是不能涵盖或者激励到中国最大多数人群的养老储备问题。在这些方面我认为确实需要在广泛学习借鉴其他国家经验的基础上，充分适应中国养老金融自身的独特性，充分认知我们的文化和国情，大力发展专业化的养老资产管理机构和

养老资产管理产品，从而构建起一套具有中国特色的金融机制安排。

实践中有一些模式也可以深入地去探索：一是存房养老的模式，就是老年人把房产委托给值得信赖的资产管理机构，这需要监管和法律到位，不改变房屋的权属，同时还可以实现收益，满足老年人安心养老和财富传承的需要，这需要机制和产品上的创新。建设银行正在依托住房租赁战略作这方面的探索，并且已形成了一定的模式，还正在做更深入的实践。

二是可否考虑借鉴 REITs 等产品的经验，完善相关的法律法规监管规则，允许老百姓投资于三支柱下符合条件的养老资管产品，对相关产品的运营和投资中的增值税、所得税适当减免，从而提高收益的激励性，鼓励长期投资，发展机构投资者。同时，我们也充分认识到可以考虑根据“房住不炒”的原则发展真正意义上的 REITs 型的投资产品，让我们的老百姓能够分享到多年已经积累的国有部门、非国有部门大量的房产和物业的增值和相关收益。

在这些方面我们认为金融机构可以大有作为，进一步通过财政和金融的配合进行深入的探讨。这里我稍微提一点的是，经过国务院的特殊批准，建行设立了专门的建信养老金公司，这是银行体系里唯一的一家养老金公司，在推动形成养老投资习惯、创新养老资产管理产品方面也进行了积极的探索和经验积累，目前资产管理规模已经超过 5000 亿元。

当然上面谈的主要是我个人的一些看法和观点，请大家指正。谢谢大家！

步艳红：商业银行和理财公司在养老财富储备中的重要作用



步艳红：中国养老金融 50 人论坛特邀成员、中邮理财有限责任公司
总经理

能够参加这次盛会，首先感谢中国养老金融 50 人论坛的邀请，同时祝贺《中国养老金融发展报告》（2020 年版）隆重发布。我所在的机构——中国邮政储蓄银行是全国社会养老金代发的重要服务机构之一，我们也长期关注养老金融的发展。成立时间不长的中邮理财公司也是在逐步搭建“普惠+财富+养老”的产品体系，积极打造养老

本文为作者在《中国养老金融发展报告（2020）》发布会暨养老财富储备体系的跨行业探索与创新专题论坛的讲话。

金融服务产品的特色平台。

借此机会，我想就养老财富储备谈三个方面的意见和建议：第一，养老金融在应对老龄化工作中的作用；第二，对我们国家养老财富储备情况的几点认识；第三，商业银行和银行理财子公司未来在养老金融中能够发挥的重要作用。

首先，发展养老金融是应对人口老龄化的重要基础，刚才宋主任提到了人口老龄化是社会发展的一个重要趋势，党中央提出人口老龄化将是我国较长时期的基本国情，世界上 60 岁以上的人口超过 1 亿只有中国一个国家，我们国家人口老龄化呈现出总量大、速度快、长期化的特点。应对人口老龄化这场战略持久战，国家和居民的财富储备就是这场战争的枪支和弹药，不断充实国家和居民的财富储备才能为应对人口老龄化带来不断的源头活水。

根据人民银行调统司对 3 万城镇居民家庭开展的资产负债情况调查显示，我们国家城镇居民家庭财产集中度比较高，一个是体现在居民系数上，再有财富更多集中在家庭方面十分突出。同时，家庭资产以实物为主，刚才提到住房占到 70%，金融资产仅为 20.4%，就要求健全更加公平可持续的社会保障制度，家庭和个人积极开展养老财富储备，要加快养老金的金融产业的发展。

养老金融可以包括养老金金融、养老服务金融和养老产业金融三个方面。在养老金金融方面，经过几十年的改革和完善，我们国家基本上建立了覆盖相对比较广泛、多方主体参与、庞大的养老金体系，但是和发达国家相比我们国家养老金整体上是储备不足，结构上不均

衡。目前我国养老金总资占 GDP 比重仅为 10%左右，在发达国家平均是在 40%。像美国、英国、澳大利亚的这一指标是在 100%以上。结构上我们过度依赖第一支柱，第二支柱尚不发达，第三支柱刚刚起步，与现实的需求相比，当前的养老财富储备缺口是一个不断扩大的趋势，多层次的养老保障还没有实现。在多层次养老保障上，养老金融产品存在严重的短缺，无法满足个性化和差异化的养老保障需求。

最后我想谈一下商业银行和银行理财公司在养老金融方面能够发挥的作用和优势。养老财富储备总体不足主要体现在服务供给上，应该说我们引入更多的专业机构能够一方面扩大养老财富的储备，同时应该从金融机构这个方面提高供给侧的服务水平。在国际上由资产管理公司、基金公司等各类金融机构针对不同的群体需求向投资者提供多样化的养老金融服务和产品，这是通用的一个做法。

商业银行作为我国金融行业的核心力量，具有最庞大的群体，最广泛的渠道网络，同时具有良好的品牌和经营的风控管理体系，具有在 IT 方面的雄厚实力，具备开展养老金融服务的天然优势。而理财子公司除了可以利用商业银行资源禀赋以外，还具有资金投资广泛、投资风格稳健等优势，如果能够充分发挥商业银行和理财公司的优势，参与到养老金融服务方面，首先是有助于完善我国多层次养老金体系，减轻人口老龄化背景下的财政压力，同时有助于丰富养老保障体系，满足多样化的需求。

银保监会郭树清主席多次提到了要把银行中长期的储蓄基金向资本市场引导，在这方面我们身上肩负了这样的重要的社会职责。商

业银行和理财公司可以在以下几个方面去发力。

第一是开发多样性的养老金融产品和投资策略，满足不同客群的养老资金保障增值需求。首先，抗通胀和保值增值是我们提供产品的一个诉求。养老金融服务涉及到每一个人，需要基本的账户，第三支柱个人基本养老账户的规划是近期监管部门和人社部都在探讨的重点。作为最基础服务最广泛的商业银行具有比较强大的优势。银行理财公司作为专业的资产管理机构，我们在服务产品也做了一些新的尝试。刚才提到了，既然是养老的一部分资金和财富储备，就需要投资机构对这部分资金，首先要保值增值，同时降低它的风险。我们在前期通过量化投资的手段，通过科技力量，开发了全球大类资产轮动的策略，同时降低整个投资的波动风险和投资失败风险。

第二是提供养老金融规划等咨询服务，通过银行专业的理财经理，结合投资者的需求包括年龄、风险承受能力、养老目标等个性化需求，推荐合适的养老金融产品和投资策略，并定期帮助客户动态调整实时方案，为达到养老目标提供专业化的服务。

第三是加大养老产业投资。我们在管理养老客户金融资产时，通过有限的资源加大对养老产业的投资，也是我们的职责。我们可以通过债券、股权多方面的形式，在资本市场不断深化改革开放过程中参与到中长期资本市场，创新金融工具这些方面提高养老产业的配置。刚才纪行长也提到了，其实养老产业的投资周期长，回报相对稳定但没有那么高。作为资产管理机构，我们可以通过 REITs 这种方式，包括长期股权投资，利用养老基金的长周期和稳定回报的特征，参与

到创新金融工具的开发当中去，加大养老产业的投资，同时可以支撑整个养老产业的服务能力。

第四是打造养老生态圈。我们联合了商超、家政、养老康养机构为养老客群提供居家购物、智慧家长、健康体验、养老院优先入驻等非金融养老服务，打造资产管理为金融保障养老服务为落地实体，养老理财为中间纽带的“养老理财+服务+资产管理”的生态圈。

邮储银行作为一家大型的商业银行，拥有近4万个营业网点，覆盖了中国99%的县和市，服务客户高达6.13亿。我们首先可以发挥网点深度下沉、客户群体庞大以及金融市场需求广阔的天然优势，在6.13亿客户里面，50岁以上中老年客群占比接近50%。为广大客户提供优质便捷和高效的金融服务是我们的天然优势。中邮理财充分利用银行零售业务在客户渠道需求方面的资源禀赋，坚持服务人民群众资产保值增值和服务实体为目标。在过去十几年中，已经累计为客户创造的财富的增值超过1500亿，累计也是为数万家企业提供了多元化的金融服务支撑。在养老金融方面，我们可以切实满足最广大老年客户日常储蓄和理财金融需求。同时，也在不断推出层次分明的养老金融产品，对养老相关产业加大投资配置。同时，我们联合了多家养老服务机构，在打造养老服务生态圈，这方面取得了一定的突破和成绩。未来，我们愿意和各类服务机构一道，在养老财富管理和储备以及养老服务平台建设方面做出我们更多的努力，谢谢大家！

田 军：养老保障体系建设与养老金管理创新



田军：泰康养老保险股份有限公司副总裁兼首席养老金执行官

大家下午好！非常感谢养老金融 50 人论坛的邀请，我今天报告两方面的内容：一是简单回顾我国养老保障体系的建设现状；二是就养老金管理创新提出四点建议。

我们知道，我们国家建立了三支柱的养老保障体系：

第一支柱，基本养老保险，是由政府主导，具有强制性、广覆盖、保基本的特点。但是我们也要看到，第一支柱一支独大，占了 90% 的份额，通过市场化的运作还做的不够，保值增值的能力也不够。

本文为作者在《中国养老金融发展报告（2020）》发布会暨养老财富储备体系的跨行业探索与创新专题论坛的讲话。

第二支柱，企业年金和职业年金，是由单位主导。企业年金现在已经积累了 1.86 万亿，覆盖 2600 万人群，从 2007 年开始运作，年化收益超过了 7%，取得了比较好的收益。职业年金是从去年开始运作，现在将近万亿的规模，覆盖了 4000 万的机关事业单位的人群。第二支柱现有规模还比较小，但是具有非常巨大的发展空间。

第三支柱，个人养老金，是由个人主导。2018 年个人税收递延型商业养老保险产品开始在上海、苏州工业园区和福建试点；2019 年由人社部和财政部牵头，推进了个人养老金的税优政策，在账户制的基础上探索引入金融行业养老金产品。目前第三支柱刚刚起步，顶层设计还有待的完善。

前面我们简要地回顾了养老保障体系的现状，接下来，我针对养老金管理的创新提出四点建议，也可以说是四个创新：

第一是制度创新。我们说制度先行，来全面推动养老金三大支柱的协同发展。在制度层面，首先是国家政策的支持，这个政策支持最核心的又是税优政策的支持，就是要激励和鼓励企业加入企业年金，我们也呼吁尽早出台三支柱养老金产品的税优政策。

第二是投资创新。积极推动养老金投资相关的一些创新，要扩大养老金投资范围。比如说在股权投资方面，在海外投资，要积极探索提高权益投资比例等等。也要注意一个前提，养老金投资要结合养老金投资的特点，就是坚持长期投资理念，坚持安全性、收益性和长期性相结合。

第三是管理模式创新。我们要进一步完善养老金的管理模式。现

我们在第二支柱企业年金和职业年金管理方面已经慢慢的成熟，企业年金、职业年金管理是由委托人触发，通过受托人和账管、投管和托管人这样一个“四位一体”的治理模式，以市场化运作为核心，经过十几年的运作逐步成熟。所以，在管理模式创新上我们呼吁第一支柱和第三支柱能够借鉴第二支柱年金管理模式的成功经验，发挥市场的核心作用，通过市场化机制来选择和考核管理人，实现在安全基础上我们养老金长期的保值增值。

第四是服务创新。养老保障体系建设的核心就是让老百姓有钱养老，这是一个金融的范畴，同时，我们还要让老百姓享受高品质的养老生活，这就是服务创新。泰康在这方面进行了有益的实践，我们通过泰康的养老社区提供养老、健康和医疗的服务，全国 19 个城市同时在建设养老社区，在 6 个城市已经成功开业了。通过养老服务和养老保障体系的建设，实现这两方的无缝衔接，也就是说让老百姓不仅有钱养老、而且能享受高品质的养老生活。

谢谢大家！

熊 军：促进养老基金入市，提高长期收益



熊军：中国养老金融 50 人论坛核心成员、天弘基金副总经理兼首席经济学家

我的发言题目是“促进养老基金入市，提高长期收益”。一、二、三支柱的养老基金都已经入市了，这里的“促进”指的是要尽可能的提高一些权益资产的配置比例，由此使基金本身实现提高长期收益的目标，同时也解决为实体经济服务以及降低杠杆率等宏观的目标。

养老财富属于财富管理的范畴，特殊之处就是期限长。期限长所面临的主要矛盾就是长期收益目标和短期波动之间的平衡，这一个选

本文为作者在《中国养老金融发展报告（2020）》发布会暨养老财富储备体系的跨行业探索与创新专题论坛的讲话。

择题，要选择长期收益目标有时候必须承担大一些的短期波动。很多人更加注重于短期波动控制，但是忽略了长期目标的实现。我们对于财富管理跟资产管理的理解还是有很大区别的。我们讲财富管理的时候都是跟风险偏好挂钩的，最后都要实现绝对收益的目标，无论是短期、还是长期；讲资产管理的时候我们通常是在资产类别里面或者细分资产类别里面讨论，这个资产的管理是否在相应类别的资产内配置。

那么，长期资金保值增值的衡量标准是什么？多数人认为战胜CPI就可以。我这里给一组现实的数据作为参考。期限长以后其实战胜CPI跟财富的保值增值就挂不上钩了，如图1所示，1990年的1万元，收益率按照CPI+1%计算，到2019年这1万元变成了5.3万元，这是战胜CPI的。同时我们看，作为一个财富来衡量，这1万元在1990年那时候的社会平均年工资2140元，这里财富值多少钱？指的是这笔财富相对那个时间点上社会平均年工资的水平是多少倍，这是代表真正的实际购买能力的。在1990年的时候这1万元是同年社会平均年工资的4.67倍，到了2019年，5.3万元只相当于年工资的0.59倍，大家说这笔钱保值增值以后到底财富是缩水了还是没缩水？大家可以自己看。

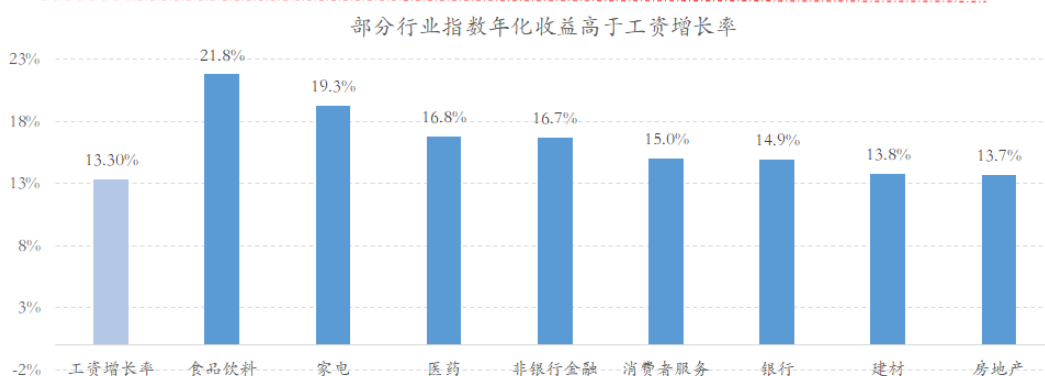
	1990年	每年投资收益 =CPI+1%	2019年
财富	1万元		5.3万元
平均工资	2140元		9.1万元
财富是平均工资的	4.67倍		59%

注：平均工资为在岗人员年平均工资
数据来源：国家统计局

我想说的是，第一，长期收益率战胜CPI并不意味着财富的保值

增值，对养老财富管理特别重要，因为养老的核心问题是期限长；第二，因为长达二三十年的养老基金，所以严格意义上的保值增值应该是收益率不低于同期的收入增长率。

按照收入增长率来看，过去十几年是经济的高速增长阶段，经济高速增长阶段一个资产的回报率满足超过收入的增长率是很困难的，部分房地产是可以的，但是不一定正好买到房子。从股票作为资产类别来看，如图 2 所示，这个指数里面只有个别的比较接近，行业分类指数里面大概有一部分，目前市场上最火的赛道里边是非常好的，年化收益率在 21%、19%，远远高于工资增长率，同时还有很多赛道我们列举在上面，行业赛道、指数收益率是低于工资增长率的。换句话说，过去资本市场的回报率是没有办法很好的满足养老基金财富积累的这个问题的，所以过去的很多年里，实行现收现付制，包括把个人账户的资金拿来用于现收现付，其实效益来说、投资上来看是具有合理性的。



未来 10 年养老金的长期收益是多少呢？其实我认为目标应该是 7%，这主要是假设了 4% 的经济增长加上 3% 的通货膨胀，这是合理的。如果说名义增长是 7% 的话，我们觉得财富不缩水的目标就应该是 7%，

对照来看，这个权益资产的配置比例大约会在40%左右。按理说长期性资金，期限长是有很强的抗风险能力、承担风险的能力，但是事实上这类资金风险的承受度是远远低于我们说想实现财富严格意义上保值增值目标的，是因为大家的风险偏好不行，风险偏好跟我们的制度和模式都是有关系的，所以提高长期收益还有很大的空间。但是要提高它确实还需要一些改变，可能也需要一些担当。

各种养老基金里面，我觉得为实现长期收益目标这个角度来看配置合理的社会保障基金，这个配置好且收益较高，很好地体现了基金的长期性，长期收益率也是不错的，当然它的波动也会比一般的基金大一些。基本养老保险基金，按照全国收入保障基金的模式来运营，运营的效果、机制都是非常健康的、非常好的，但是美中不足的有一点，这类基金，因为地方政府是承担风险的主体，社会关注度非常高，这类基金在委托的时候，在制定他的风险政策的时候，大家都很注意稳定短期收益，这是当地政府所关注的问题，当过度关注稳定短期收益的话其实就会忽略长期保值增值的任务要求，因为这两个是矛盾、是取舍，很容易取舍到当前减少矛盾的这方面去，承担风险能力比较弱，委托方承担风险能力弱，整个基金投资管理的风险政策就会很严格，就会导致权益资产配置比例低。如果这个基金期限足够长，这个风险政策去实现长期保值增值其实还是有压力的。

要改革基金的投资配置只需要中间对风险承担的主体做调整，例如财政部可以发放一个特种票据，把这个钱置换出来，比固定收益率要高，关于这个概念可以参考美国在相关制度上的处理，让财政部作

为委托方，真正来体现基金的长期性在投资中的特点。

年金是一个典型的长期性资金，具有抗风险能力，但是整个权益资产的配置比例都比较低，核心问题也就是，因为年金管理采用的统一的风险政策，老职工、年轻职工都是同一个风险政策，处理的时候这个基金管理就类似于木桶理论，受托人总是考虑假如有 3%到 5%的职工对这个收益率波动不满意，大家如果反映这个问题就会形成一个矛盾，而反映这个问题的永远都是风险偏好最低的那类人，他本身只有这个风险承担能力，所以按照同一个风险标准来做这个基金的投资管理就会带来很多的问题。解决的办法就应该是允许职工去选择风险水平，这样满足年轻人对提高长期收益率的要求，可以把风险资产、权益资产配上去来提高收益率，同时可以满足年长的职工对风险管理的要求。

社会上还有大量的资金，资金期限也很长，但这类资金很多没有反映出资金的长期性，问题是相当一部分风险偏好是达不到为长期保值增值需要而需要具备的风险水平，而且社会上也看得见个人投资者的风险识别能力弱，所以资本市场上也出现一些乱象。

要解决这个问题应该是国家层面上组建非营利性质的长期财富管理机构，一是需要吸纳社会长期资金，为财富的长期保值增值提供服务，同时也为实体经济筹集资金。这样一个基金应该说在权益资产，因为它的期限很长，所以权益资产的配置比例是可以提高的，提高了以后波动大，肯定会很多人不适应，在投资上是可以把这个资金在满足长期收益目标的条件下将其中一部分投资于非上市股权，包括 PE

等等一些另类资产，这个方法既保证了权益的配置比例、满足长期收益的要求，也能从会计上减少一部分波动。这种资金因为期限比较长，可以通过允许质押基金份额来解决流动性的问题，这样就把个人这方面的需求加以满足。同时，这个基金最大的问题为了实现它的长期性，所以它的权益资产总的配置比例是比一般个人所理解的会高一些，会有一些波动的问题，所以其实可以考虑在这类基金里面设立准备金的账户，来减少一些收益的波动。海外养老金关系这类处理上都是有一些可借鉴的案例。

最后一点，对于我们的很多资产管理机构来说，还可以发挥互联网的优势，帮助个人投资者避免投资顺周期的行为。现在个人投资者在管理自己财富的时候最大的问题就是投资顺周期，大家可以看看，一个是股票的走势，另一个是新发偏股基金的份额，每次都是如此，涨的高的时候基金就好发，市场最低的时候基金都不好发，其实最不好发的时候就是投资基金最好的时机，最好发的时候大概率不会是投资一个基金最好的时期，就是人的行为和投资的行为整个是拧着的。

解决这个问题，现在有了互联网，我们可以通过互联网上拿一些方案，例如对每个人来说，你在互联网上可以根据你的风险承受能力测量风险以后配置权益资产、固定收益资产，把这两个问题解决掉，然后根据每个人给你的参照组合，这个参照组合并不是去买的，而是拿主要的资产类别指数加上你的风险承受能力设立一个矛，按照这个矛来管理资产，人在管理自己财富的时候只要是有了这个矛，就能够很大程度上帮助解决投资顺周期的行为。举个例子，假如你这个矛是

20%的股票、80%是债权，股票涨了1倍了，你的实际资产里就变成了40%的股票、60%的债权，就发现你现在的资产结构远远脱离了你愿意承担风险的矛，就把资产降下来，回到20%，这个过程就是你实现收益的过程。

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 2019》中，由尚筱、赵莎莎合著的《投资顾问参与养老金融的现状、经验与建议》、由张维义、李斐合著的《智利养老金改革路径与借鉴》两篇文章。欢迎大家向本栏目投稿。

尚 筱、赵莎莎：投资顾问参与养老金融的现状、 经验与建议



尚筱：宜信财富联席总裁、宜人财富总裁

本文摘自《2019 中国养老金融发展报告》第 325-344 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

一、投资顾问业务的诞生与发展

（一）海外投顾业务的发展历程

1. 雏形期（16世纪～1920s）：投顾业务萌芽

投顾业务的前身发源于欧美早期的私人银行服务。16世纪，欧洲宗教改革，大量法国贵族带着避险资金来到瑞士日内瓦，诞生了最早的私人银行服务。18世纪，工业革命在英国率先爆发，资本积聚，大量富商巨贾出现。欧洲银行家们开始为他们提供包括外汇管理、税务规划和资产保值在内的多项私人银行业务。20世纪二十年代，美国股市空前繁荣，吸引了大量个人投资者。但由于监管空白，早期投顾市场乱象丛生，很多人冒名投顾代客理财，欺骗投资者，操纵市场。

2. 规范期（1930s～1960s）：投顾职业立法

早期投顾职业立法为投顾业务规范化发展奠定了基础。20世纪30年代，美国股票市场投机狂热直接引爆了金融危机。美国政府逐渐意识到加强证券市场监管的重要性，终于1940年颁布了《投资顾问法》。该法案首次给出投资顾问的职业定义如下：“为了报酬，直接从事或者通过出版物、写作等方式从事，就证券的价值和证券投资、买卖的机会向他人提供建议活动的任何人，或者为了报酬，作为日常业务的一部分，发行或者发布涉及证券的分析、报告的任何人”。此外，该法还规定了从事投资顾问业务的机构或个人必须是经过证券监管部门许可的注册投资顾问。之后，日本和我国台湾省也分别于1986年和2004年出台了针对投资顾问监管的相关法律法规。实践证明，投资顾问职业立法促进了投顾从业者形成良好的职业道德标准，并在

客户心目中产生专业化的职业形象。

大众富裕阶层兴起，投顾服务对象范围逐步扩大。二战后，美国经济复苏，大众富裕阶层逐渐形成，他们不断寻求财富保值增值的路径。为了争夺更庞大的客群市场，金融机构不再只针对超高净值人群提供私人理财服务，开始面向更广大的中产富裕阶层提供综合理财服务。投资顾问业务由此规模化兴起。

3. 成熟期（1970s~2010s）：独立投顾崛起

人口老龄化与负债消费习惯的形成致使个人退休养老金供给不足成为社会化问题。20 世纪七十年代中后期，美国政府通过税收优惠方案先后推出了个人退休账户（即 IRAs 账户）和雇主养老金计划（主要由 401k 私人企业计划、403b 非盈利性组织计划、457 政府计划等组成），有效改善了联邦公共养老金不足的问题，帮助了更多的长寿人群在退休后获得理想的生活方式。

个人养老金的跨生命周期管理催升了投顾服务需求。因为美国个人退休账户的开设相对便利，自 20 世纪八十年代开始，美国传统金融机构争相开启了个人养老金的投资咨询与账户管理服务，个人退休账户数量迅猛增长。当前，投资顾问已经成为美国个人退休账户管理的最重要投资决策支持者。根据美国 ICI 2017 年年中对个人退休账户持有人的调查显示，60%的雇员在做养老金账户转移时（从第二支柱转到第三支柱）会选择投资顾问作为其投资信息的主要来源。

美国基金销售最初采用的都是卖方投顾模式，在销售返佣的经济利益驱使下销售误导行为常有发生。20 世纪八十年代以来，免佣基

金开始盛行，个人投资者也开始关注投资成本的问题。届时大批卖方投顾出现失业，买方投顾模式得到普及，独立投顾成为买方投顾的典型代表。他们站在更加中立的角度为客户提供全面而客观的理财服务备受欢迎。截至 2017 年末，在美国全部基金管理主体中有 81% 为独立投顾，他们共管理了约 70% 的基金资产。2008 年金融危机后，英国的独立投顾（IFA）也逐渐替代银行渠道成为代销主流。2012 年，英国进一步通过“零售分销审查制度”（Retail Distribution Review，简称 RDR）禁止英国个人投顾通过向金融产品供应商收取销售返佣来获利。

4. 普惠期（2010 年～至今）：智能投顾运用

金融科技浪潮来临，智能投顾迅猛发展。2000 年以后，信息技术逐渐成熟并被广泛地商业化应用。2010 年和 2011 年，美国科技公司 Betterment 和 Wealthfront 最先面向个人理财用户推出了基于互联网技术与算法的资产管理组合建议，资产配置类别包括了基金、股票、股票期权、债权、房地产等。之后，又涌现出 Personal Capital、Future Advisor、SigFig 等众多智能投顾科技型企业。很快地，传统金融机构也开始进军智能投顾领域：2013 年，指数基金巨头先锋集团（Vanguard）推出自有平台 Personal Advisor Services；2015 年，全球最大的资管公司贝莱德收购机器人投顾初创公司 Future Advisor；2016 年，国际一流投行高盛收购线上退休账户理财平台 HonestDollar。

智能投顾通过人工智能大大降低了投资理财的服务成本和资金门槛，有效覆盖了长尾客群。如 SigFig 仅收取 0.25% 的年费，

Wealthfront 收取的咨询费为 0.25%，加之 0.07%-0.16% 的基金费用，总共费率在 0.41% 以下，远低于传统投资顾问 1% 以上的收费标准。

Wealthfront 的起投门槛为 \$500，Betterment 和 Charles Schwab Intelligent Portfolios 均无起投门槛。除低费率、低门槛以外，智能投顾还以智能投资组合推荐和高度透明的信息披露为核心竞争力。花旗集团报告显示，美国智能投顾的资管规模已从 2012 年的几乎为零增加到了 2015 年约 200 亿美元。据国际咨询公司 ATKearney 预测，美国智能投顾行业的资产管理规模将从 2016 年的 0.3 万亿美元增长到 2020 年的 2.2 万亿美元，年均复合增长率将达到 68%。

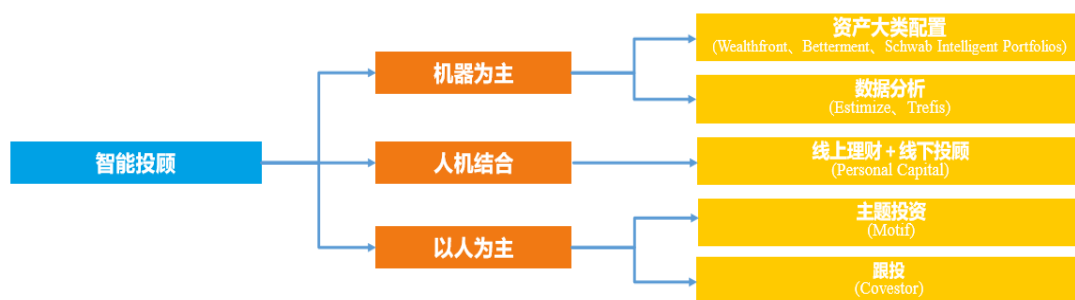


图 1 海外智能投顾分类与代表机构

资料来源：网络资料整理

（二）我国投顾业务的发展历程与现状

为了遏制改革开放以来各种金融混业乱象，20 世纪九十年代后期，我国先后颁布了《人民银行法》（1995）、《商业银行法》（1995）、《保险法》（1995）和《证券法》（1999）等重要法律制度，奠定了金融分业监管的道路。我国投资顾问的发展受此影响也呈现分业状态。

我国证券投顾人员多由证券经纪人转化而成。2002 年以后，证券经纪佣金自由化改革推动了我国证券公司财富管理模式的创新。证

券经纪人的考核指标逐渐由简单的新增开户数，过渡至更多维度，如主动新增客户资管规模和合规展业等。根据中国结算数据显示，截至2018年底，我国股票投资者已经超过1.46亿，而全行业的证券投顾人数仅有4.5万人。平均而言，我国证券投资顾问服务供给严重短缺，每名投顾对应的客户数量高达3200余名。

我国银行个人理财业务起源于1996年，理财经理多由银行柜员转化而成。目前，多数商业银行理财经理不仅能为客户配置本行的固收类产品，还可以代销多类金融机构的产品。国内主流的私人银行还为超高净值客户提供了“1+N”式的投顾团队服务，团队由一位私人银行家与证券、基金、保险、税务、法律或移民等各行业的资深专家共同组成。

我国保险投顾以专属代理人模式为主，整体素质偏低。我国保险代理人规模庞大，截至2018年末，全国保险代理人数量已达到871万，占城镇人口比例达1.05%，超越美国和日本的保险从业人员城镇人口占比。由于缺乏行业准入监管，保险代理人销售队伍增长很快，但是据市场调研反馈，脱落率高达60%。目前，保险代理人的学历以大专为主，约占40%，本科学历及以上的营销员仅占到21.9%，显著低于银行系和证券系投顾的整体水平。

我国第三方财富管理服务起步晚，影响力有限。2012年，证监会颁发了首批公募基金代销牌照，开启了我国第三方财富管理业务的序幕。2014年，由于“宝宝类”互联网理财产品的蹿红，第三方线上理财平台建设浪潮兴起。不足第三方财富管理公司的产品和服务由

于常常跨市场、跨机构、跨部门，与我国金融分业监管的现状时有矛盾，创新业务推进的阻力较大，行业内无序竞争与恶性竞争现象偶有发生。因此，我国第三方理财市场份额目前还非常小，独立投资顾问的影响力十分有限。

二、投资顾问在养老金融发展中的重要意义

（一）投顾是养老金融发展中投资者教育的中坚力量

个人投资者普遍缺乏金融专业知识，也没有足够的时间精力持续跟踪研究。以 A 股投资者为例，根据《深市新开户个人投资者学历分析报告》研究，从 2014 年初至 2015 年 3 月，新开户的个人投资者中，本科及以上学历人群占新开户投资者的 33.34%，大部分的个人投资者是本科以下学历。多数 A 股个人投资者缺乏专业知识，投资能力不足，亏多赚少，久而久之对于证券基金类产品失信。再比如，许多保险消费者难以区分种类繁多的保险理财产品与银行存款的区别。未来的养老金融产品期限更长、资产结构复杂，普通投资者很难判断和识别相关资产的走势与投资风险，因此将在很大程度上限制其养老金融产品的选择能力。以美国的 IRAs 账户投资为例，从上世纪 70 年代至今，IRAs 账户的资产结构发生了巨大变化：银行存款从 80% 多下降到不足 10%，证券投资占比持续提升，尤其是共同基金从不到 5% 到占据半壁江山。面对复杂多变的金融市场环境，虽然美国 IRAs 账户投资者有权利自主参与账户的投资管理，但是他们普遍选择了投资顾问作为投资管理的主要决策来源。

在持久而系统的投资者教育过程中，投顾可以与客户建立稳固的

信任关系。投资者教育是金融产品销售中的类公共服务产品。可是，我国传统金融机构在利润驱使下往往不愿意花时间充分了解客户的投资目标，更不舍得进行持续的投教工作。实际中，他们常常以参考年化投资收益率或近几月净值涨跌幅来简化产品介绍、淡化投资风险，甚至误导销售。为了满足多元化生活目标与跨生命周期的财务管理需求，海外成熟市场上的投资顾问会与客户分阶段地进行持续沟通。长期的交流过程正好是提高投资者对投顾服务粘性与信任的契机，也为日后各种养老金融产品推荐奠定了良好的互信关系基础。

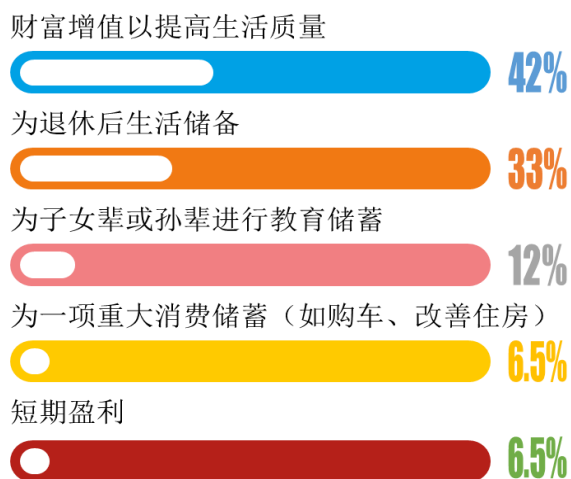


图2 个人投资者的重要投资目标

数据来源：嘉信理财 2015 调查

（二）投顾是养老金融发展中服务模式创新的主要载体

投顾是连接养老金融服务供需两端的主要桥梁。投顾一端连接着有实际需求的客户，另一端连接着有产品输出能力的各类金融机构。成熟的投资顾问不仅会了解客户当前的年龄特征、收入水平、风险偏好和投资经验，还会长期观察客户的家庭关系、工作情况与兴趣爱好的变化，综合研究后为投资者实现不同的养老生活目标提供个性化的金融产品解决方案。投顾与不同金融机构的沟通交流也促进了各金融

领域产品设计理念的更新和完善。

多层次的投顾服务体系能有效推动养老金融服务精准化与综合化的改革创新。养老金融服务是以满足个人退休养老生活需求为目的，提供包括财务规划、房产管理、养老社区和保险保障等在内的一揽子金融服务。然而，无论国内外，早期的投顾服务模式多以产品销售为中心，受短期业绩驱使鼓励客户进行频繁的投资操作。投顾是养老金融服务模式改革创新的最主要载体。只有投顾服务体系日臻完善，养老金融服务才能更好地满足养老资金客户多层次、多维度与复杂性的服务需求。基于客户资产管理规模的不同，海外投顾机构普遍形成了多层次的销售和服务体系：如针对海量个人养老金账户管理服务的智能投顾系统，以 FOF 类基金产品组合配置为主，服务可以完全线上化、而且无资金门槛要求；针对大众富裕阶层的养老资金管理在智能投顾的基础上，又引入了人工投顾服务，通常还增加了税务咨询和更加丰富的投资组合解决方案；针对高净值和超高净值客户的养老资产规划以专属私人财富管理服务为主，甚至配有顾问团队作为支持，以满足他们额外的财富管理需求，如企业管理、公益慈善和遗产规划等。

（三）投顾在养老金融发展中加速财富管理机构能力建设

开设个人养老金账户并受托管理是投顾开拓财富管理市场的有效工具。基于海量与刚需的特点，我们在本章第三节中看到不仅仅传统资管机构如富达投资（Fidelity），还有新型网络券商嘉信理财都积极布局养老金账户功能（包括雇主养老金账户和个人养老金账户）。随着权益类资产在个人养老资产中配置比例的提升，基金公司与证券

公司在美国 IRAs 账户开立中逐渐取代银行和寿险公司成为最主要渠道。发达国家很多青年人是因为养老金账户开设与管理的需要首次接触财富管理机构，而后成长为它们重要的财富管理客户。

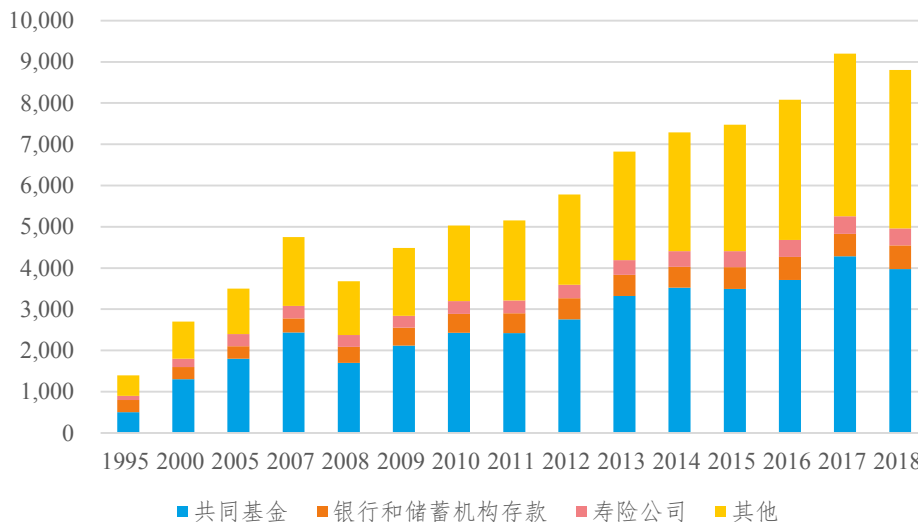


图3 美国 IRAs 资产分布：按账户开立类别分（单位：十亿美元）

数据来源：ICI、Wind

备注：“其他”是指通过证券经纪或信托账户持有的其他资产

认证投顾数量的增加整体提升财富管理机构退休规划方面的专业度。欧美投资顾问在上岗前，除了要接受所在行业的从业资格考试外，还被要求接受权威机构更全面的财富管理知识与技能培训，并通过资质审核。当前，国际上比较流行的投顾培训与认证体系有国际金融理财标准委员会（FPSB）推出的特许金融理财规划师 CFP 项目和穆迪公司（Moody's）在全球推广的 WM 财富管理培训项目。这些财富管理培训体系都将退休规划设计为重要的知识章节，对退休规划的原理和制作流程进行详细的介绍。可见，退休规划是每一名投顾必须掌握的重要专业技能，更是财富管理机构未来展业的重点方向之一。

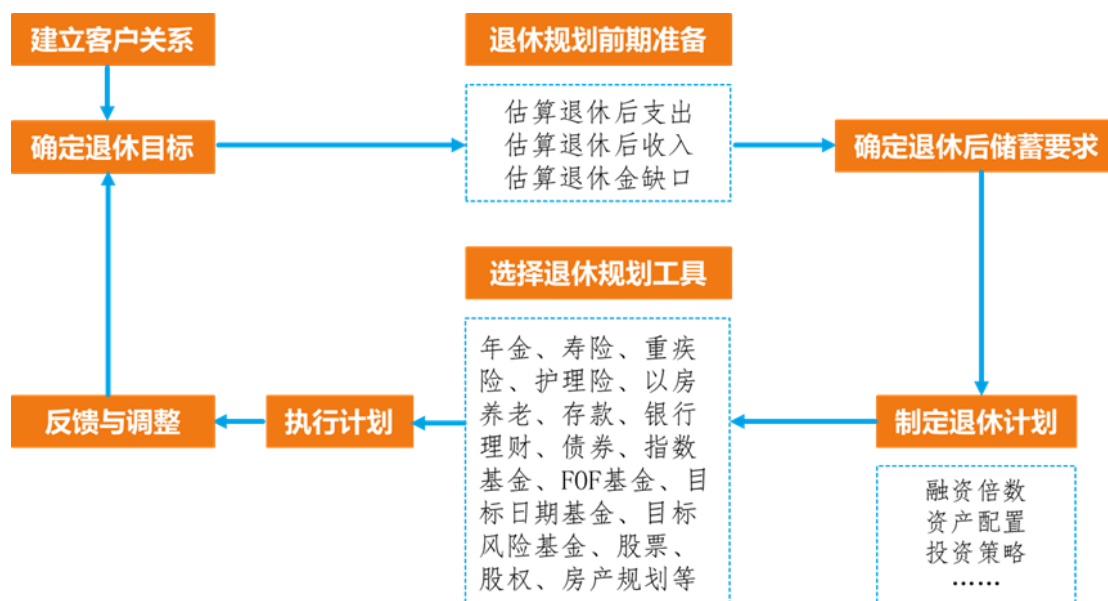


图4 退休规划的制作流程

资料来源：宜人智库

三、美国投顾在养老金融发展中的实践经验

（一）富达投资——养老金巨头搭建多层次投顾服务体系

富达投资是全球最大的专业基金管理公司。很多青年人是因为养老金账户（401K 计划或 IRAs）开设与管理的需要首次接触富达，而后成长为其重要的财富管理客户。富达在美国养老金 401K 的 DC 计划和 IRAs 账户的市场占比分别为 26% 和 16%。富达之所以能够长期吸引这些青年养老目标客户，成功的主要原因少不了投教工作的用心与多层次的投顾服务体系的建设。

富达投资借助官网资讯、社交媒体以及刊物发行等渠道对养老金客户和其他财富管理客群进行持续性地投教工作，2010 年以来富达投资年均投教经费开支约为 2 亿美元。在富达官网，投资者可获得投资产品、交易与投资、个人理财等方面的学习资料。富达投资还会举办各种网络研讨会和公开课供投资人参与，部分投教视频被鼓励在

Facebook 和 Youtube 等社交媒体上传播与互动。

根据个体投资目标和资产管理需求的不同，富达投资建立了详细的投资顾问服务体系，具体如下：以零门槛、线上化为特征的智能投顾服务平台(Fidelity Go)、以低门槛+专属人工为特征的投资组合咨询服务 (Portfolio Advisory Services)、以较高门槛+6 种特色投资组合解决方案为特征的独立账户管理服务 (Separately Managed Accounts) 和以多元化财富管理服务为特征的高端财富管理服务 (Fidelity Wealth Services)。

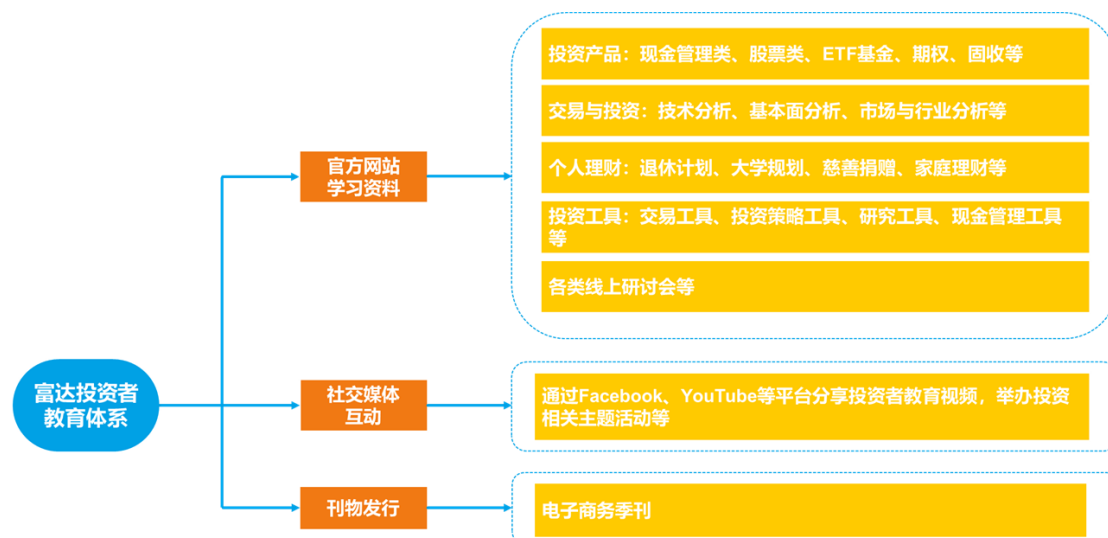


图 5 富达投资投教服务体系

资料来源：公司官网 宜人智库

表 1 富达多层次细分的投顾服务体系

投顾服务产品	投资门槛	咨询费率	特色服务
Fidelity Go	0\$	0.35%	智能投顾：账户开设、信息收集、投资策略的构建均在线上完成
Portfolio Advisory Services	50,000\$	0.5%-1.5%	专属人工投顾：投资策略每年调整一次、专业的税收管理技术
Separately Managed Accounts	股票组合投资： 200,000\$； 债券组合投资：	股票类： 0.20%-0.91%； 债券类：	3 种股票投资组合： Tax-Managed U.S. Equity Index Strategy U.S. Large Cap Equity Strategy

	500,000\$	0.35%-0.40%	Equity Income Strategy。 3 种债券投资组合： Core Bond Strategy Intermediate Municipal Strategy Breckinridge Intermediate Municipal Strategy。
Fidelity Wealth Services	一般财富管理： 250,000\$; 私人财富管理： 2,000,000	0.5%-1.05%	一般财富管理： 更积极地提供投资规划和建议以满足多元化的财富管理目标，还可提供有关房地产和保险等主题的投资指导 私人财富管理： 专职投顾+财富管理团队：全面的资产规划和投资管理，还可提供其它增值服务，如慈善捐赠，家族治理、遗产规划。

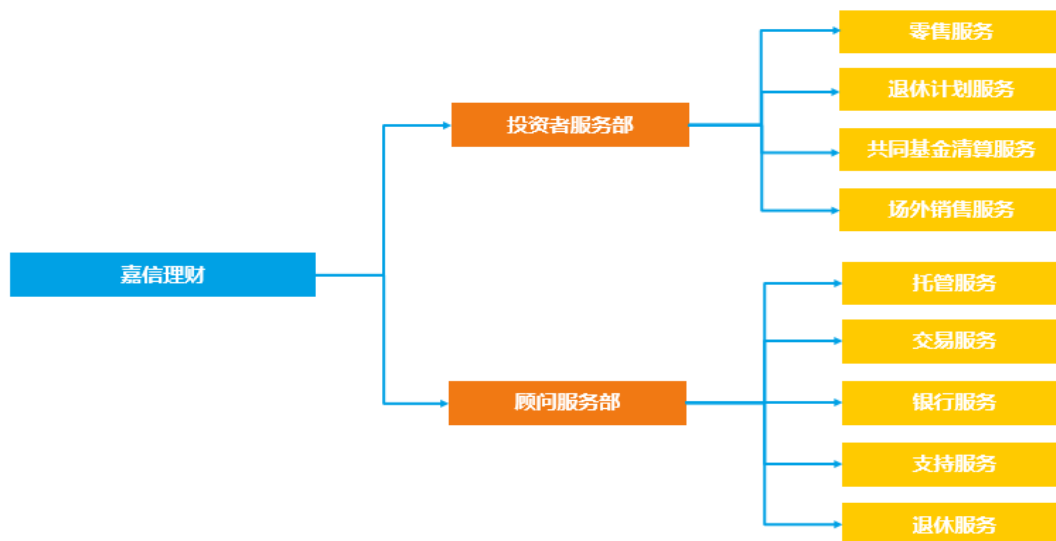
资料来源：公司公告

（二）嘉信理财——借助养老金账户服务转型财富管理

个人养老账户免费服务助力嘉信理财从折扣型券商走向财富管理服务商。成立于 1971 年的嘉信,其前身只是一家证券经纪商。1975 年,美国证券经纪业务开启佣金自由化改革后,嘉信率先采用低佣策略成功抢占了证券经纪市场。上世纪八十年代,美国补充养老金制度建设逐步完善, IRAs 账户数量快速扩容。嘉信趁机对个人投资者开启了养老金账户服务业务,包括多种投资组合选择、投资者教育和第三方投资咨询等。1992 年,在商业银行对个人退休账户服务仍然收费的背景下,嘉信理财再次利用低价营销策略率先推出个人养老账户的免费服务,迎得了美国大批养老资金客户的欢迎。公司的资产管理费与投资咨询费收入随即快速提升,有效抵御了过往因收入结构较为单一所带来的业绩波动风险。

嘉信理财借助第三方投顾做强中高端财富管理市场。随着客户资产的增长,中高端客户对于财富管理咨询的需求不断上升,但这又与

嘉信理财一直以来坚持的不与客户利益冲突、不直接提供投资建议的价值观违背。1987年，嘉信理财首次在自己的平台上引入了第三方投顾资源来解决现实中的矛盾。当然，引入外部投顾的前提是投资者依然能够将资产留存在嘉信证券账户上。投资者向独立投顾直接支付咨询费，独立投顾再根据咨询年费的一定比例安排分成给嘉信理财作为报酬。2000年以来，随着金融科技的发展，嘉信连线系统、嘉信智能组合、嘉信ETF一账通、嘉信顾问网络中心、嘉信平台技术等纷纷成为第三方投顾展业与客户关系管理的利器。截至目前，嘉信顾问网络已与约7500名独立投顾合作，他们管理着16900亿美元客户资产。这些独立投顾具有年均20年的从业经历，并且多数拥有CFP、CFA或CPA等金融专业资质认证。



资料来源：公司官网

四、我国养老金融发展中投顾业务存在的问题

（一）第三支柱个人养老金尚未正式落地，投顾缺乏需求端刺激

第三支柱个人养老金制度的正式落地有望快速开启我国投顾服

务市场需求。美国个人养老金 IRAs 账户制度建设四十余年，资产规模持续提升。截至 2018 年末，其养老金资产总规模占比约 32%，约为第一支柱的 3 倍。开设 IRAs 账户已成为诸多美国传统金融机构和第三方投顾机构获客的重要手段。截至 2019 年 5 月 1 日，我国养老金第三支柱才刚刚在上海市、福建省(含厦门市)和苏州工业园区试点满一年。金融机构对于该个人养老金账户制度转常规殷切期盼。我们预期政策一旦全面落地，我国投顾行业将直接受益并呈现快速发展态势。

然而，我国个人养老金税优试点政策激励不足，对多数人群缺乏吸引力。首先是缴纳阶段抵税额度较低，对于中高收入人群难以形成有效激励。试点办法按个人税前收入的 6% 或 1000 元孰低进行扣除，抵扣标准带来的税收红利占个人总收入比重很小。以边际税率为 10% 的人群（年收入区间为 9.6~20.4 万元）为例，积累 20 年产生的税收红利仅为个人收入的 2% 左右。其次是领取阶段税率过高，中低收入人群几乎无法享受税延优惠。试点办法规定个人领取税延养老保险金时，25% 部分予以免税，其余 75% 部分按 10% 的税率缴纳个税，相当于领取时实际缴纳税率为 7.5%，对于当前适用税率 10% 及以下的人群意义不大。

（二）养老金融产品供给不足，投顾服务工具欠缺

基本养老替代率不断下降，养老金融产品的数量与品类却极其欠缺。在银行业，根据 WIND 统计，截至 2019 年 6 月末，仅有 9 家商业银行发行了 22 款养老理财产品。在基金业，我国 ETF 产品数量截

至目前刚刚超过 200 只,但还不足美国的 1/10。由于养老金融起步晚,养老创新型基金的品类更少,目前只有养老目标基金。截至 2019 年 4 月 19 日,已成立养老目标基金只有 20 只,且规模普遍较小,平均为 3.68 亿份。在信托业,虽然部分信托公司创设了基于养老床位及相关服务的消费信托和具有养老主题的理财产品,但整体上并没有形成规模。保险系养老金融产品相对较多,如寿险、重疾险、以房养老,但依然有很多在发达国家成熟的产品类型等待开拓,如长期护理险和养老年金等。

多数养老金融产品以中短期为主,难以满足个人养老金投资目标需求。个人养老金投资的目标是通过长期、小额、定投的方式,在退休时借助资本复利和资本利得的效应获得一笔规模可观的投资回报,以满足退休后的生活规划。然而,目前我国市场上大部分养老金融产品并没有突出满足个人养老金的这一长期投资要求,所发行产品以中短期理财为主。个人投资者如果为养老储备投资则需要频繁交易和投资选择。银行理财产品投资期限平均仅有 163 天。基金行业中目前获批的养老目标基金投资期以 1 年、3 年为主,5 年期的数量都比较少。保险系的年金产品或者分红险等理财产品也多是 3-5 年的产品期限。对比发达国家,个人养老金投资多为长期投资行为。美国目标日期基金为 (Target Date Fund,简称 TDF) 是以投资者的预期退休年份为目标日期的,约有一半以上的产品投资期限设在 15 年以上,20 年和 30 年期限的产品也很常见。虽然在产品存续期内投资者可以赎回,但是绝大多数投资者仍会长期持有该类投资基金。

（三）受金融分业影响，投顾服务很难“一站式”满足客户需求

在金融分业监管背景下，投顾服务能力范围受到局限。当前，我国银行、证券、保险机构的投顾服务产品范围与雇佣模式具有显著区别。从服务范围上看，他们都以所在机构的产品销售为中心：银行主营存款及固收类理财，证券主营股票经纪业务及券商集合理财，保险主营寿险和健康险。从雇佣模式上看，银行和证券以自雇员工为主，保险以专属代理人模式为主。实际上，他们都是针对单一机构的劳务服务。历史上，西方财富管理市场也经历了同样的投顾分业发展阶段，但自上世纪 70 年代后，独立投顾伴随金融混业趋势逐渐成为市场占比最大的投顾类别。

打破金融分业的限制才能真正实现“一站式”财富管理的目标。当前我国很多金控集团都提出了“一站式”财富管理的美好愿景，但是，分业监管的现实必然会制约客户资源在集团内部不同金融体系间的转化与共享。再从投顾能力建设上看，我国投顾知识结构只“专”不“全”，缺少资产配置与交叉销售的技能。而西方投顾一般至少拥有证券和保险两项金融从业资格，有的甚至还会考取银行或基金经理资格，以便更好地为客户提供综合财富管理服务。

（四）投顾监管缺少统一立法，整体职业素质较低

目前，我国投顾的执业行为监管也采用分业监管模式。证券投顾监管相对严格，有专门的职业法规《证券投资顾问业务暂行规定》（2010），且在资格考试、学历要求、岗位培训、服务签约冷静期方面都有明确的规定。银行与保险类投顾行为监管较松，主要体现在专

门的法律法规欠缺与学历要求较低。从客户“一站式”养老金融服务需求出发,未来我国无论哪类投顾的服务范围必然都会涉及到多领域的交叉。因此,在第三支柱个人养老金建设全面来临之际,监管层应该及早考虑各个金融行业投顾销售行为统一监管问题,尽快完善与落实投顾职业定位、行为准则和信用评价等方面的法律法规细则。

表 2 我国金融机构投顾执业监管细则举例

所在行业	法律法规	资格考试	后续培训	学历要求	冷静期
证券	《证券投资顾问业务暂行规定》(2010)	从业资格考试(《金融市场基础知识》、《证券市场基本法律法规》和《证券投资顾问业务》)。	每年不少于15学时	大学本科(执业要求)	证券投资服务协议自签订之日起有5个工作日冷静期
银行	《商业银行理财产品销售办法》(2011)、《商业银行理财业务监督管理办法》(2018)	从业资格考试(《银行业法律法规与综合能力》与《个人理财》)	每年不少于20小时	大专以上(考试要求)	无投顾服务冷静期规定,有私募产品销售24小时冷静期
保险	《保险代理人监管规定(征求意见稿)》(2018)	以前有代理人资格考试,目前已废止	每年培训时间不得少于60小时	暂无	收到保险合同后有10-15天犹豫期

资料来源:网络资料整理

我国投顾专业能力及职业道德水平有待整体提高。由于分业经营,我国投顾的知识结构不够全面,因此限制了投顾队伍整体的资产配置与财务规划能力。从西方经验来看,成熟投顾普遍拥有较高的学历、丰富的工作履历与专业培训认证。在美国,国际理财师资格认证考试大约有六七种之多,比较主流的是国际金融理财师 CFP、国际认证财富管理师 CWMA 和注册财务规划师 RFP 等。截至目前,我国尚未建立一个各类金融机构通行且本土化应用较好的投资顾问培训与认证

体系。由于投顾和客户之间存在着明显的信息不对称，投顾的职业道德也需进一步通过专业培训体系与监管制度加强。

五、投资顾问参与中国养老金融的发展建议

（一）投顾机构自身发展的建议

一是打破投顾在分业经营下知识的局限性，培养既专又全的财富管理人才。客户养老金融服务的涉及面广而复杂，金融机构要不断通过学历、资质认证、技能培训和末位淘汰等手段提升投顾队伍整体的专业度。在国内投顾培训与认证体系尚未建立的背景下，金融机构应该鼓励投顾人员不断自学多领域金融和法律专业知识；优先聘用通过国际上主流财富管理培训机构资质认证的人才，如 CFP 证书，并给已录用的投顾人员持续性的本土化法律法规和销售技能培训。客户养老资金管理的服务周期长，金融机构要考虑使用较好的薪酬福利制度与公司文化来维护专业人才队伍的长期稳定，鼓励投顾人员与客户建立长期信任。因此，专业投资顾问机构要不断研究更科学的业绩考核标准，优化投顾人才收入模型，用较好的薪酬福利制度留住人才。

二是进行客户群体细分，形成多层次的投顾服务体系。随着金融科技的发展与财富管理客群覆盖面的逐渐下沉，客户群需要更多维度的细化管理。建立多层次的投顾服务体系才能有效推动养老金融服务工作的精准对接。投顾机构应根据目标客群画像与资管规模，仔细研究客户不同生命周期中风险偏好的变化、生活目标的不同与相应资产配置结构的特点，综合运用金融投资工具、金融科技与专家队伍建立起多层次的客户服务体系。如果想借助个人养老金融发展契机提升投

顾服务的市场占有率，就要在智能投顾系统和大众富裕阶层的养老资金管理上多下功夫，并且加强税务咨询与管理业务能力。

三是不断创新和丰富养老金融客户服务体验，以服务致胜。伴随市场竞争的加剧，广大客户对养老金融资产管理的要求会变得越来越。保障资金安全只是该类客户服务的最低要求，客户对投资收益、合理避税、现金流规划、保险保障、高端就医和遗产信托等都将有越来越多的诉求。传统投顾机构都应摒弃过往重短期业绩，轻长期服务的销售模式，朝着综合化和个性化金融服务的方向发展。投顾机构一方面应该持续丰富自己可代销的养老金融产品种类，用产品的形式弥补个人养老金资产配置工具的空缺；另一方面集合来自股东方、其他金融机构或者养老产业的优秀资源，向客户提供综合化、特色化与便利化的养老金融服务。

四是建立完善的风控系统，最大程度确保养老金融投资者的资金安全。投顾机构与客户之间存在一定的信息不对称：一方面客户必须将个人收入情况、养老资金、家庭隐私和其对未来生活的目标全面交待给委托机构来规划和管理；另一方面，客户却对于投顾人员的执业水平、道德信用、机构的产品风险与资管能力不够清楚。因此，作为投资咨询机构，必须忠诚于客户，建立起全面的风险管控制度。首先，在投资者保护方面，产品销售要符合适当性管理要求，投顾在投前必须充分了解客户的风险承受力，在投后要及时向客户如实披露金融产品的风险与收益情况；其次，在机构运营管理方面，要对投顾业务的前、中、后端设置相对独立的风控环节与风控标准，从而保障公司业

务整体风险承受力在可控范围；最后，在投顾人才管理方面，持续重视投顾的职业道德及专业知识培训，研究投顾个人信用评价和专业能力考核办法，对于违法违规行为及对客户失信行为予以严惩。

（二）投顾业务监管的发展建议

一是养老金融基础制度建设提速，为投顾业务充分发展提供契机。一方面，在账户开立方面，美国的个人养老金账户可以在符合要求的商业银行、证券公司、保险公司、共同基金公司等众多金融机构自愿开设。而目前，我国除了商业银行，其他非银行金融机构尚未授予开设个人养老金投资账户的资格，如果政策限制持续进行，会对投顾养老金融服务造成不便。个人养老金账户是投顾业务开拓与开展养老储备投资者教育的重用工具，因此，个人养老金账户的开设与托管资格应考虑放宽至有能力的非银金融机构和部分风控能力较强的互联网财富管理平台。另一方面，在税优力度方面，当前试点的第三支柱税优额度与税率政策很难刺激广大投资者的参与意愿，更无法为投顾业务带来刚性需求。美国的个人养老金账户税优额度会逐年递增，临近退休人群还有额外优惠。根据市场调研与讨论，为了加快我国个人养老金账户制度的建设，监管层还应尽快降低第三支柱个人养老金领取阶段的税率至 3% 以内。

二是在金融混业趋势下，尽快打通部分混业经营的制度障碍。美国 1940 年《投资顾问法》明确投资顾问公司的业务范围涵盖了财富管理（账户全权委托）、投资咨询、理财规划和管理委托人资产等。1996 年该法案重新修订，要求资管规模在 2500 万美元以上的投资公

司还需向美国证券交易委员会（SEC）注册，并遵守相关联邦法律。我国证券投资咨询公司目前仅能就有价证券提供相关资讯、分析、预测或建议，不能代理委托人从事资产管理。然而，从实际出发，证券投资咨询与资产委托管理如果分开，客户体验可能真的不够方便。再以基金销售牌照监管为例，由于近年来牌照新发量极少，基金销售牌照价格飙升，大量投顾机构最终不得不退出市场或转移至地下。为此，2019年2月，证监会发布《公募基金销售机构监督管理办法（征求意见稿）》，拟采用牌照有效期的形式取代过去牌照长期有效的规定，彻底打击基金销售市场上“天价牌照”的乱象。在金融混业趋势日渐明朗的背景下，我国应当逐步建立适应投顾业务全面发展需要的牌照监管制度，促进多样化的投顾服务体系形成。

三是制定统一的投顾执业监管立法，规范行业健康有序发展。美国《投资顾问法》的监管对象为从事有报酬的投资咨询业务的专业人员。该法案在第201条介绍了联邦对投资顾问活动实施监管的理由：“（1）投资顾问活动借助了邮件及州际商业手段和工具；（2）投资建议涉及全国性证券交易所和州际柜台市场交易；（3）投资顾问活动足以影响州际商业活动、全国性证券交易所及其他证券市场。”该法案第203条规定了须向联邦注册的投资顾问的范围和被排除在注册义务之外的情况。《投资顾问法》的内容还重点涉及了职业的定义、投资顾问合同、禁止性业务活动、豁免情况、信息披露等。截至2010年，美国注册投资顾问人数已超过26,000人，受SEC监管的注册投资顾问管理着超过38万亿的资产。目前，我国尚未对投资顾问个人

和机构进行统一立法监管，投资顾问行业发展已经显露出重要的矛盾与问题，如资质认定与培训体系、执业范围与道德标准。监管部门应尽早通过立法的形式规范投顾行业的长远健康发展，从制度上保障投资人的财富能够得到科学、安全与严格的管理服务。

四是建立和发展自律组织，加强投资顾问队伍专业培训。从海外经验来看，投资顾问队伍的发展壮大与自律组织的建立密不可分。如美国 1983 年成立了注册财务规划师协会（Registered Financial Planners Institute，简称 RFPI），2004 年成立了国际金融理财标准委员会（Financial Planning Standards Board，简称 FPSB）和国际金融专业人士协会（International Society of Financial Professionals，简称 ISOFP）。这些非营利性的专业协会提供了专业的理财知识与技能培训和资质认证，RFPI 和 ISOFP 全球咨询委员会还建立了理财师的道德规范和行为准则。我国目前并没有本土化的投顾自律组织。在大众富裕阶层不断产生和个人养老金融需求强烈的背景下，我国财富管理行业的投顾人才培养与行为规范亟待加强。

五是推动多元金融服务体系建设，支持专业化的独立投顾公司发展。独立投顾通常以客户委托的资产管理规模作为主要收费基准。他们站在更加中立的角度，综合运用投资工具来满足客户全生命周期中个性化的生活与养老目标。在欧美发达国家，独立投顾已经成为投资顾问服务行业的最重要组成部分。当前，我国独立投顾机构已经萌芽，但尚不具规模。投资顾问服务业务主要是传统金融机构的销售或经纪部门负责，较难满足客户“一站式”财富管理需求。在经济稳定发展，

财富规模不断壮大的趋势下，未来我国独立投顾公司的金融服务优势与地位有望在金融混业与创新发展趋势中逐渐显现。

张维义、李 斐：智利养老金改革路径与借鉴



张维义：美国信安金融集团亚洲区总裁

一、智利养老金改革历程与影响

（一）改革背景

在 1980 年代之前，智利养老金体系采用的是现收现付制。正规就业的雇员会缴纳一定比例的工资到待遇确定型的现收现付社会保障体系之中，当然这个比例设有一定上限。

当时的社会保障体系以职业为依据划分为几大类别，覆盖公务员、私企蓝领、私企白领、武装部队、警察部队等不同职工群体，当时独立的社会保障机构有 30 多家，雇员按行业和职位的不同，被自动分

本文摘自《2019 中国养老金融发展报告》第 345-371 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

配给相应的机构。这些不同机构的缴费、支付和福利计算都有各自极其复杂的规则和参数，其中最大的三家机构吸纳了 95% 的缴费，他们的养老金缴费率介于 23% 到 25% 之间——客户为蓝领群体的 SSS 缴费率为 22.95%，客户为白领群体的 EMPART 缴费率为 24.91%，客户为公务员群体的 CANAEMPU 缴费率为 15.75%（以上数字均包括了雇员和雇主的共同缴费，并且仅指养老金缴费，除此之外还有其他福利缴费）。此外，就领取退休金的最低缴费年限要求，通常是 15 至 25 年。

当时凸显出的一个问题是，现收现付制下的养老金收支不平衡日益严重。一方面，有权势的群体缴纳的少却领取的多，有的制度甚至允许 42 岁就可以退休领取养老金。另一方面，人口老龄化不断加剧，进一步加剧了现收现付制的赤字情况。从一个典型的例子就可看出端倪，从 1960 年到 1980 年的 20 年之间，当时最大的社保机构 Servicio de Seguro Social (SSS) 中，养老金缴纳者与养老金领取者的比例由 10.8 比 1 降至 2.2 比 1。

如此一来，到 1981 年，虽然不乏有机构仍有储备金，但另外的机构则面临完全耗尽先前累积资金的窘况，只能靠财政拨款来维系了。虽然当时没有进行正式的核查，但从精算的角度来看，未来还能够依靠自身维持下去的，更是几乎为零。在此背景下，1980 年底，智利政府颁布了 3500 号法令，要求对当时的社会保障体系进行重大改革（但这次改革没有涉及武装部队和警察的社保机构，两者均继续采用现收现付体系）。

（二）改革过程

根据第 3500 号法令设立的新体系是一个基于个人账户的缴费确定型完全积累制的养老金体系。根据法令，正规劳动力市场的雇员个人向新体系下的个人养老金账户缴费，该体系通过单一经营目标的养老金管理公司（Administradora de Fondos de Pensiones，简称 AFP）实现管理运作。养老金管理公司作为独立第三方管理个人养老金账户内基金，当时要求一家养老金管理公司只管理一只养老基金。

和旧体系相比，养老金缴费的组成有所变化，不再是固定的月薪比例。依据新要求，每位在职的计划参与人自动将应税薪酬的 10% 转入由所选养老金管理公司管理的基金，此外再另缴纳补充性费用，以支付养老金管理公司的管理费以及伤残和遗属保险（养老金管理公司管理下的计划参与人一旦发生意外，养老金管理公司需向其本人或受益人支付抚恤金）。这些费用的结构由法律规定，但费用高低则由各家养老金管理公司自行设定。总体来看，对于计划参与人而言，总支出降低了。

转型过程中，每位雇员都有权决定是继续留在旧体系，还是加入任意一家新的养老金管理公司。1981 年之前入职的雇员有 5 年时间来做出选择，1981 年和 1982 年入职的雇员分别有 2 年和 1 年时间做选择，而到 1983 年及之后，任何新进入正式劳动力市场的雇员都不能再选旧体系，而是必须加入养老金管理公司。

除此之外，对于那些从旧体系转移到新体系的雇员，政府还向他们发放一笔认可债券，作为其在旧体系内缴费的凭证，并承诺于未来

向其兑付。我们会在下一节进一步详细讨论相关内容。

第 3500 号法令中还制定了退休规则，并适用于所有人。依据该规定，计划参与者达到退休年龄（男性为 65 岁，女性为 60 岁）后，可以从其个人账户中提取养老金，或使用账户余额从私营保险公司购买终身年金。

如图 1 所示，法令颁布后，从 1981 年开始，缴费开始陆续转向新的体系；到了 1985 年，开始以份额计算养老基金净值；1987 年，为了帮助没有其他合理储蓄方式的人来储蓄，同时加强他们与养老金管理公司的联系，又开设了可以自由赎回（每年不超过 4 次）的自愿型养老金储蓄账户。如此发展了 10 多年，待新世纪伊始的 2001 年至 2002 年，根据风险偏好不同，明确设立了由 A 到 E 风险逐步递增的五类基金，此外又增加了可以享受税优的自愿型养老金储蓄产品。

智利养老金制度发展历史

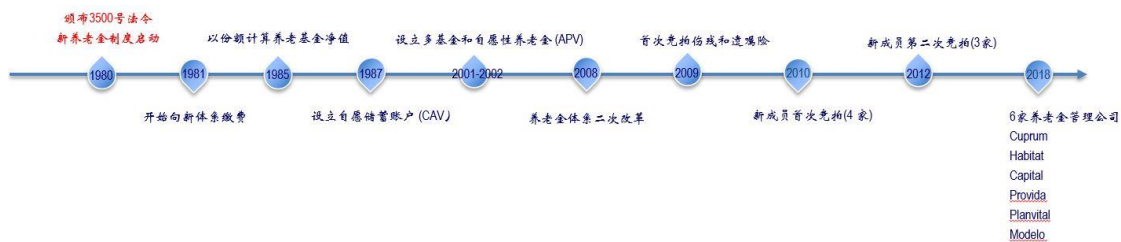


图 1 智利养老金制度发展历史

以上的改革和完善主要都基于个人账户的养老金储蓄，但要想在老年时获得足够的储蓄，首先需要长期的缴费。而当时的智利劳动力市场，超过 1/3 是非正规劳动力市场，又有约一半的女性没有参加有偿劳动，这导致很多人在步入老年后因为曾经的低收入甚至零收入

而无法过上有尊严的生活。尽管 1981 年改革的新体系考虑了最低养老金，但金额太低，且覆盖范围远远不足。于是 2008 年，智利再次启动养老金系统改革，以解决这一问题。

2008 年改革的养老金体系增加了团结支柱，旨在为 65 岁以上且属于最贫困的 60% 人口提供最低养老救济金，即使他们在一生中都没有缴费也无妨。对于有缴费的人，则发放补贴，以提高其养老金金额。这一次的改革措施还包括以下几方面：

1) 将最高缴费限额由原来的 60 个促进单位提高至 75.7 个促进单位；

2) 针对新加入者个人账户的管理费，启用了竞拍制。新的计划参与者将自动选择管理费最低的养老金管理公司，并在其中留存 24 个月。2010 年，首次竞拍执行，获胜养老金管理公司以 1.14% 报出全系统最低管理费率。2012 年，同家养老金管理公司又以 0.77% 的费率再次赢得第二次竞拍。在 2014 年的第三次竞拍中，从前费率最高的养老金管理公司通过将费率降至 0.47% 胜出。而最近一次的竞拍中，一家新的养老金管理公司 UNO 凭借 0.69% 的管理费崭露头角，将于 2019 年 10 月投入运营。

3) 从 2009 年开始，伤残和遗属保险购买者可以通过电子竞拍的方式，挑选保险公司获得给付；自 2015 年开始，强制自雇人士参与缴费。

（三）改革结果

总体算来，从 1980 年底颁布第 3500 号法令至今，智利养老金的

改革历时近 40 年。这一改革当时被称为“智利模板”，影响了数十个国家的养老金体系建设。让我们从转移比例和赤字影响两个方面来反观改革的结果。

（1）转移比例较高

智利政府 1980 年代推行新制度后，在不到三年的时间里，整个旧体系中就有 73% 的活跃计划参与者转而采用新体系。而 2008 年再次完善之后，到 2009 年采用旧体系的活跃计划参与者仅占 1980 年活跃计划参与人数量的 6%。之所以转移较为顺利，与新体系的总费用降低和政府的鼓励措施有很大关系。

首先是在总缴费成本方面，新体系远远低于旧体系。改革以前，养老金缴费为月薪的固定百分比，除了养老金缴费外，还有健康福利费及劳工赔偿等诸多其他福利的强制性缴费，导致总缴费额相当高——到 1980 年总计大约为雇员月薪的 29.77%~33.25%。改革之后，用于其他福利的强制性缴费大多消失了，目前养老金的总费用降至计划参加人月薪的 19.73% 左右，其中主要包括用于养老金的缴费（应税月薪的 10%），以及用于养老金管理公司的管理费、伤残和遗属保险费——这部分费率由各养老金管理公司自由设定——以及健康福利险的费用。智利政府经济发展署执行副总裁 Hernán Cheyre 的研究表明，新体系实施伊始，养老金管理公司的管理费、伤残和遗属保险费的费率介于 2.7%-5% 之间，而到 1990 年初则降至 3.2%-3.9% 之间。如今，以 Cuprum 养老金管理公司为例，养老金管理公司管理费为 1.2%，伤残和遗属保险费为 1.53%，健康福利险为 7%。

除此之外，法律还规定，新体系中的所有缴费由雇员而非雇主承担^①。为了推动这一变革，政府上调了改用新体系的雇员的名义工资，重点是上调的部分直接转移至其养老金管理公司的账户下，实际工资则保持不变，这样一定程度上提高了雇员转移体系的积极性。这也是为什么年轻雇员大规模地改为采用新体系。

当然，临近退休的雇员所面临的选择有些艰难。首先，新体系在头5年内不会给付养老金（但从加入的第一天开始就可享受伤残和遗属保险津贴）。其次，尽管自1979年以来，旧体系对退休年龄以及缴费年长的要求有所提高，但相关要求推行的比较缓慢，所以旧体系对雇员领取养老金的要求仍然低于新体系。因此，尽管从旧体系转换到新体系意味着立即增加工资，大多数年轻雇员都采用了新体系，但临近退休的雇员大多还是继续沿用旧体系。

（2）赤字影响有限

对智利整个养老金体系而言，大量计划参与者弃用旧体系，转而采用新体系，这意味着他们的每月缴费开始流入私人养老金管理公司，而旧体系不但收入大幅减少，同时还要继续给付养老金。另外值得注意的是，随着养老金领取者去世，产生了许多生存者养老金，就是计划参与者去世后，依据法律可以依然由健在的配偶和子女享有的养老金，这些无疑给财政带来了赤字影响。智利政府仔细研究了预估的运营赤字和随着时间而发生的变化，把关注重点放在了社会保障改革对财政的影响何时开始逐步消除。从结果来看，赤字的影响不大。

^① 这种情况后来有所转变，雇主也承担部分费用。

智利财政部预算局定期对旧体系的未来现金流进行分析。2005年、2008年和2009年的此项研究都由 Alberto Arenas de Mesa 先生主持，每次都得出更为准确的数据来完成建模并得出结论。2009年进行的分析包括了对2008年改革中制定的新计划的财政预测，这些计划大幅增加了相对贫困人群的福利。鉴于鲜有其他新的资料来源能进一步说明此事现状，本节中的绝大多数数据和图表都引自以上资料。

第一个模型针对的是旧体系现有养老金领取者的数量、养老金给付和清算时长；第二个模型针对的是留在旧体系中活跃计划参与人因退休、伤残而开始获得给付的养老金的发放和清算时长（原始养老金领取者身故后，生存者领取其养老金直至过世的情况也包含在内）。此外，还有针对未退休的活跃计划参与人的预期缴费收入模型。

建模的结果如下所示：

模型一：2010年到2050年旧体系养老金领取者数量

图2显示了随着时间的推移，个人逐渐去世，退休、伤残和生存者养老金的初始存量逐渐减少。上述2009年的现金流分析数据中，包括了上世纪90年代特殊条件下批准的其他养老金导致的赤字，但这一部分并不属于1980年进行的社会保障改革的结果。

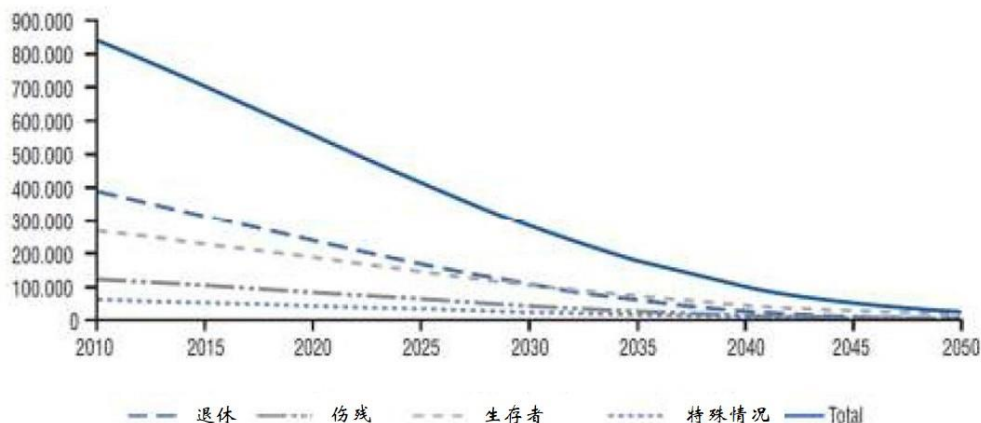


图2 2010年到2050年旧体系养老金领取者数量——清算初始存量

模型二：留在旧体系中活跃计划参与人因退休、伤残而开始获得给付的养老金的发放和清算时长

图3显示，新的养老金总数预计将在刚过2025年时达到峰值。该图还显示了仍然向旧体系缴费的活跃成员的数量，随着他们逐渐退休，到2030年几近消失。

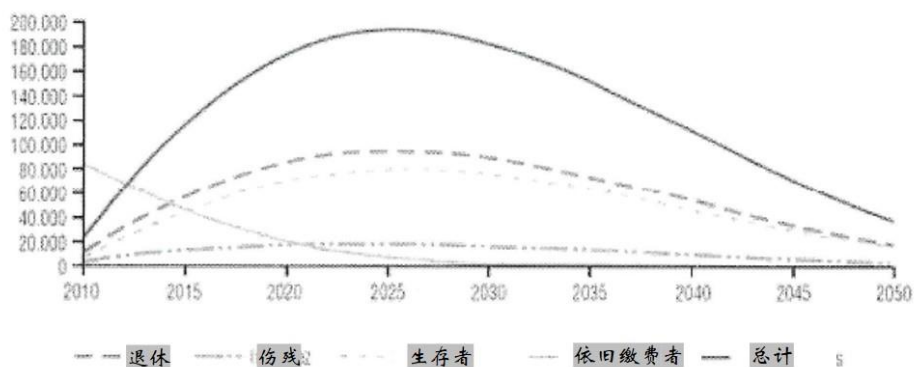


图3 年老、伤残和生存者养老金的养老金数量

就资金流量而言，前两类养老金给付的现金流如图4和图5所示。应注意的是，重点应关注曲线的形状和预计达到峰值的时刻，而不是金额——最后我们将以数字占GDP的百分比呈现资金流量。

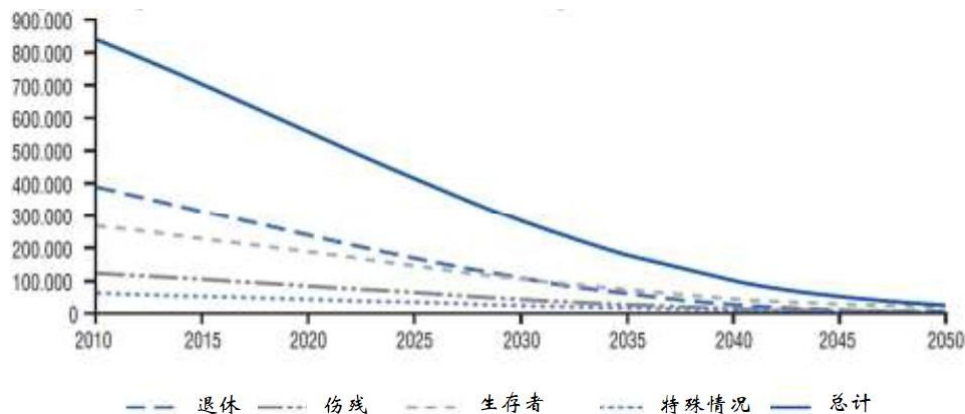


图4 改革前已开始发放养老金支出 (单位: 百万智利比索, 2009年)

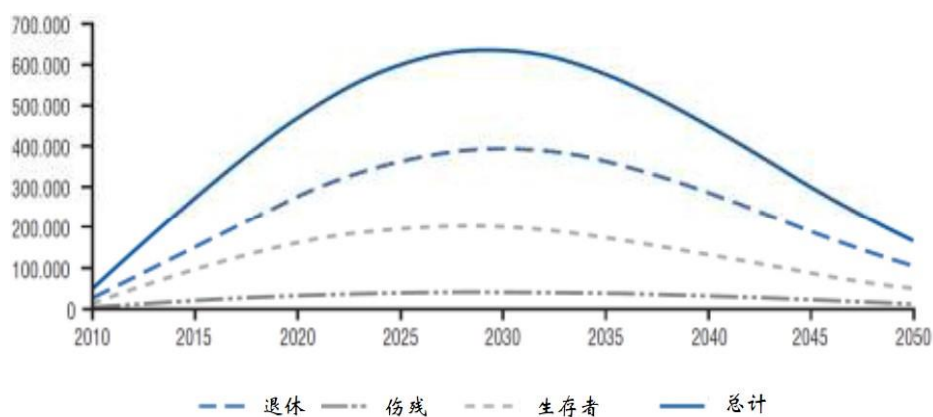


图5 改革后新产生的养老金支出 (单位: 百万智利比索, 2009年)

正如预期那样, 资金流量紧随不同类养老金领取者数量的变化而变化。用于支付改革前已开始发放的养老金的支出稳步下降, 而用于发放新产生的养老金的支出先是增加, 然后将在 2028 年前后达到峰值, 之后也开始下降。

旧体系在改革前已开始发放和改革后新发放养老金的资金总流出量如图 6 所示:

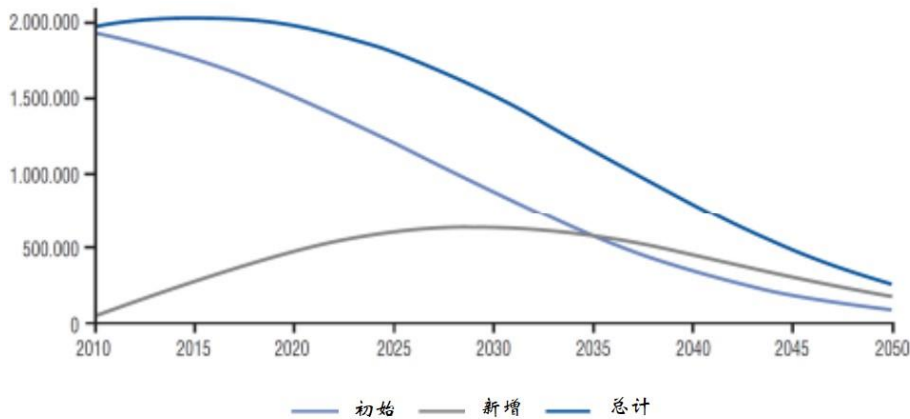


图6 养老金总流出量（百万智利比索，2009年）

2009年，当最后一次对养老金现金流展开分析时，预计旧体系中缴费型养老金的现金支付会在2015年达到峰值，并在此后稳步下降。

我们没有收入和支出的合计数据，但鉴于收入几乎可以忽略不计，所以图6对于预估的未来运营赤字仍然非常具有代表性。

图7显示了经营赤字占GDP的百分比，2009年之前的实际数据也包括在内，以较深色显示。

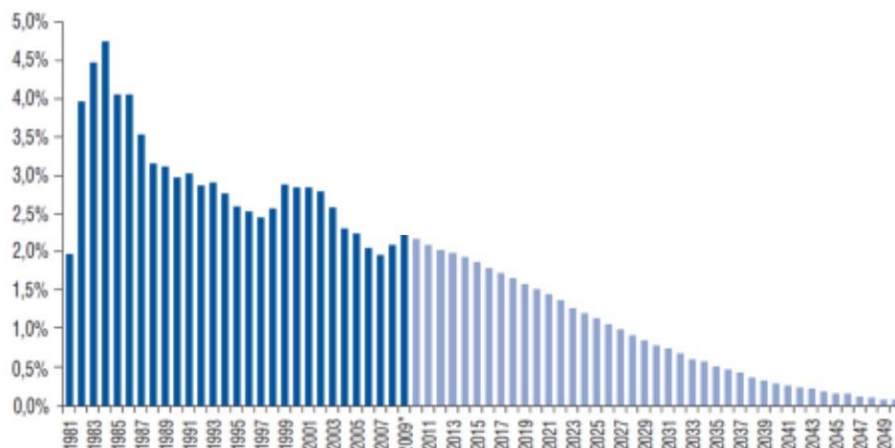


图7 经营赤字占GDP的百分比

在这一预测模型中，设定2009年之后的GDP每年会按照4%的速度稳定增长，以此为前提，2009年之后，经营赤字占GDP的比例将出现连续下降，而没有这一前提的话，则会在2015年前后出现支

出峰值。由上可以看出，峰值出现在推行新政策后的前3年，占GDP的比重最高不到5%。此后便会随着时间的延长和GDP的增长而逐渐降低，因此赤字影响虽然存在，但影响有限。

二、智利养老金体系改革中的金融创新——认可债券

（一）概述

在1980年代的养老金改革中，针对由现收现付体系转移到新体系的雇员，智利政府还发行了认可债券（Recognition Bonds）。所谓认可债券，是由现收现付体系下的养老金机构发行的债券，并由国家依法担保，承认其价值。

认可债券的价值主要基于这些雇员在现收现付体系下累积的缴费金额。智利政府承诺，这笔钱将在雇员退休时如期发放，同时，在政府担保下，这笔钱无论多少，每年都会产生4%的实际利息（通货膨胀调整后），在计划参与人达到退休年龄之日一次性支付，如果计划参与人发生了身故或伤残等情况，也同样适用。但请注意，这种债券不是自动派发的，而要由计划参与人主动申请，并且最初只能用于养老金管理公司的个人账户。此外，某些在旧体系中有资格提前退休的计划参与人也获得了较早到期日的债券。

认可债券以不可转让的凭证发行，是有利于计划参与人的。实际上，认可债券是直接发给计划参与人选择的养老金管理公司，并计入计划参与人的账户。

启用几年后，新体系允许雇员在标准年龄之前提前退休。这种情况下，认可债券将转换为可转让的财务凭证，可以在市场上出售，其

收益进入养老金管理公司管理下的个人账户。因此，其中许多债券进入了金融市场。但选择这一方案时，可转让凭证只能在退休年龄时获得支付，身故情况也不例外（非伤残养老金领取者都没有购买伤残保险）。

（二）认可债券的设计逻辑

发行认可债券由中央政府预算从一般税收中支付。成本既是政府所承认的每个人向旧体系的缴费额。智利法律为不同情况的人群提供了以下几种方案来计算每种债券的金额：

在 1979 年 6 月 30 日之前的 12 个月中，将月平均工资的 80%，按通货膨胀率调整后乘以 12，再乘以 1981 年 5 月之前的缴费年数除以 35 年。所得结果乘以 10.35（女性为 11.36），再乘以因数 1-1.11（女性为 1-1.31），具体数字取决于转换到新体系时计划参与人的年龄，年龄大，则因数相对就高。通货膨胀调整到计划参与人决定改为新体系的日期。

与上述计算方法相同，但根据 1979 年 6 月之前 60 个月的工资，调整通货膨胀并除以 5，而非 12 个月。

1979 年 7 月 1 日之后直至改为新体系之日所得工资的 10%，并进行通货膨胀调整。

1981 年 5 月 1 日后所得工资的 10%，并进行通货膨胀调整。这适用于 1981 年 5 月之前没有缴费记录的人，以及因为 1980 年 5 月以前的缴费而直到改用新体系之后选择以前的替代品增加债券的人。

（三）结果及影响

除了转轨带来的赤字影响之外，认可债券的发放也为财政带来一定的赤字影响。

当时的相关部门仔细记录了所有已发放的认可债券，以及所有出于不同的原因的已支付债券，用以估算认可债券的现金流量。到期时持有各种债券的机构和个人都涵盖在内。

绝大部分认可债券在改革后不久就完成发放，并在 1986 年达到顶峰。因为债券的发放必须由每个计划参与人通过其所属养老金管理公司单独申请，所以有些计划参与人直到很晚，乃至直到退休年龄时才申请他们的认可债券。

截至 2008 年，认可债券已经发放了超过 150 万份认可债券，每年新发放的新债券金额都大幅下降。这对于发放新债券模型的最终结果不太重要。图 8 显示，未兑付债券的数量从开始发行时逐渐增加，在 1991 年达到峰值，并且随着到期以及因退休、身故和伤残获得支付而下降。

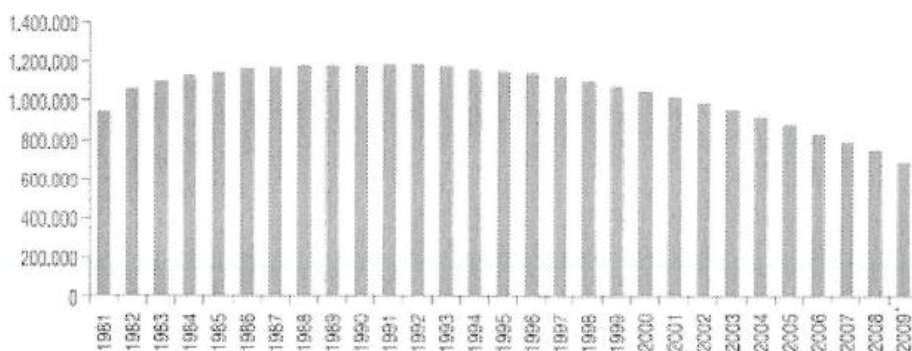


图 8 截至 2009 年已发行且尚未兑付的债券数量

每种认可债券都有已知的面值、到期日和潜在计划参与人的年龄，这就使得对未来现金流量建模成为可能。模型中也考虑了身故和伤残

情况下预付债券的适当死亡率和残疾率，同时还有过去的历史和由身故或伤残等潜在原因所致预付的债券。

此外，最初发行的债券中，一部分债券面值为“零”。当然，当这种债券需要兑付时，必须计算和支付正确的面值。最后的效果也是根据过去的史实来建模，以适当考虑所有未来的预期现金流。

债券的未来现金流模型不仅考虑了已发行的尚未兑付的债券，也纳入了新发行的债券、修正的“零值”债券，以及由于正常到期和预付而支付的款项。

图9显示了未来债券支付的时间表，其中也包括了过去的历史记录：

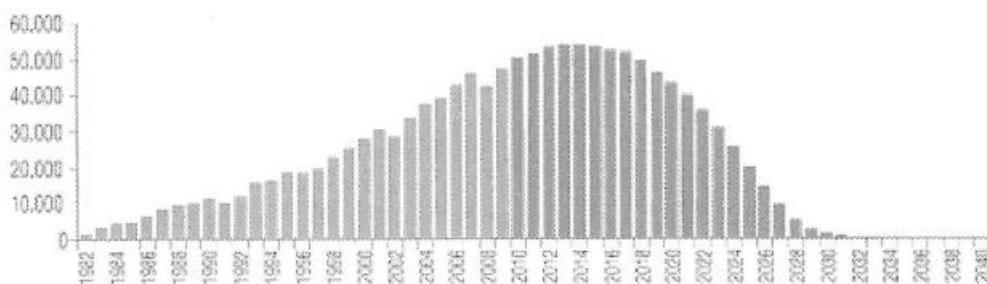


图9 以债券数量计的认可债券支付（实际数据到2009年，其余为建模）

如上模型所示，正在支付的债券数量的峰值将出现于2013到2014年，是认可债券发行的30余年之后。而所涉及的货币金额如图10所示，情况相似，但峰值出现的更早，在2009年就达到。这不难预料，因为年长者的债券到期较早，所以面值相对较高，因为在改为新体系之前，他们已经在旧体系中缴费多年。

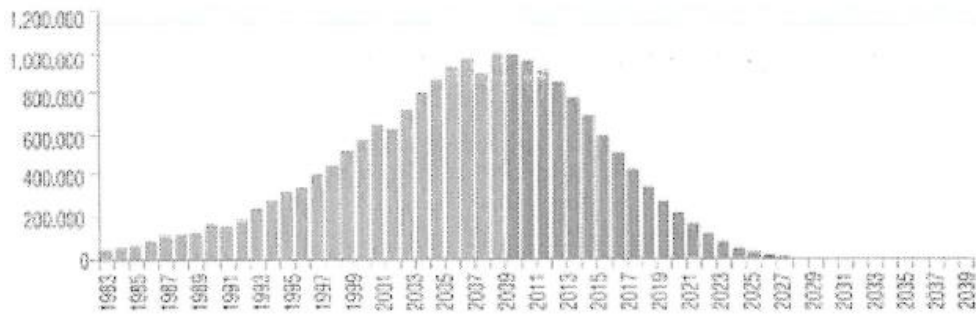


图 10 源于认可债券的现金流出（单位：百万智利比索，2009 年）

从 GDP 占比来看，自发行以来至 2004 年，认可债券兑现比例在 1984 年达到峰值，为 GDP 的 1.76%，此后下滑趋势明显，平均 20 年来看，大约占 GDP 的 1.04%。

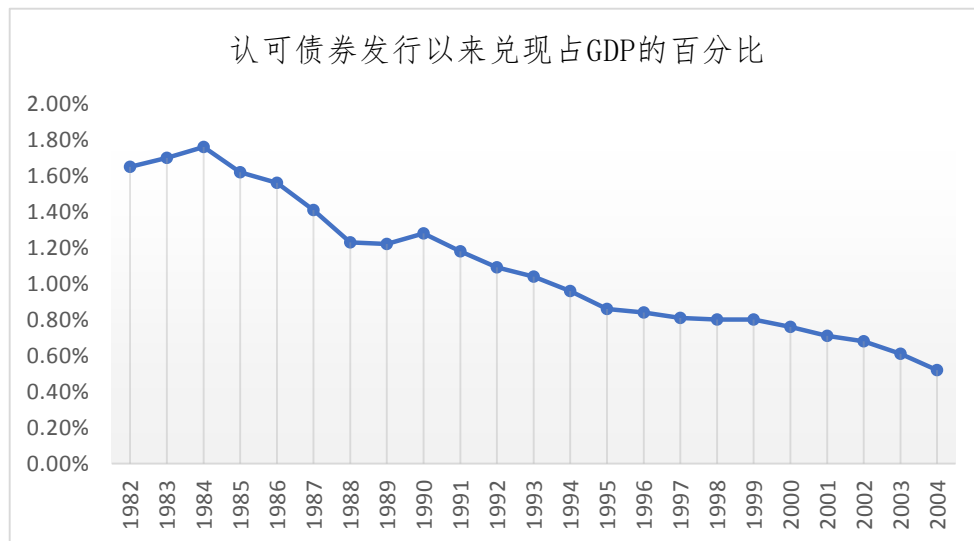


图 11 认可债券发行以来兑付占 GDP 的百分比

对于认可债券而言，无论是债券数量还是所涉及的资金，在 2030 年之后都变得无关紧要。原因是按退休年龄为 65 岁来计，2033 年到期的债券应该是属于 1968 年出生的雇员。而在 1983 年这最后一年可以向旧体系缴费的时候，他们才 15 岁，除非是非常年轻就参加工作，否则他们不会再有向旧体系的缴费了，也就自然不会再产生相应的认可债券。

（四）小结

改革的转轨成本一方面体现在旧体系的运营赤字，另一方面则是认可债券的兑付。但经过计算和时间的检验，两项成本都会随着时间的推移和国家经济的增长逐渐降低影响——认可债券产生的资金流出在 2009 年达到峰值，而旧的社会保险体系的运营赤字在此之前已经减少。2009 年智利预算办公室报告了考虑 2009 年以来的确认债券和经营赤字的总流出量，并按占 GDP 的百分比显示（图 12）。在预测期间 2010-2050 之间，经营赤字加认可债券组合的资金流出从 GDP 的 3.5% 稳步下降至不到 GDP 的 0.1%。

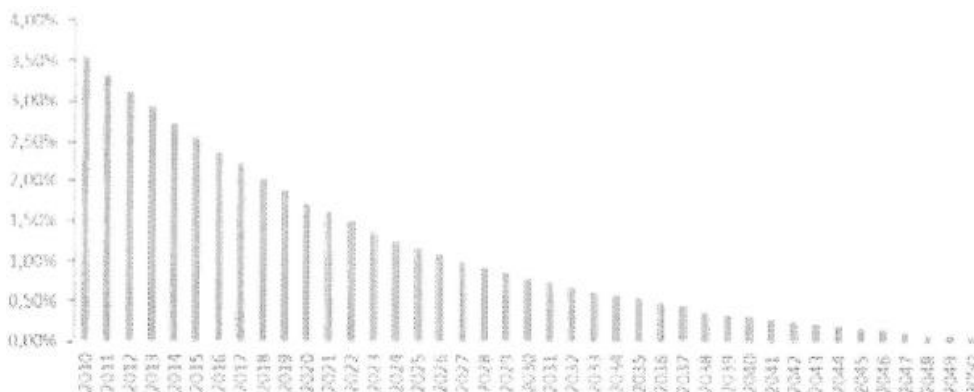


图 12 财政预测 2010-2050 旧体系经营赤字和认可债券占 GDP 的百分比

另外补充一下，如前所述，1980 年的改革没有涉及军队和警察部队，二者保留了旧的现收现付体系。到 2010 年，此类计划的成本估计仅占 GDP 的 1.3%，并且没有随时间推移出现下降的迹象。

旧社保体系包含两项非缴费性福利：最低养老金福利和养老金救济金。在 2008 年的第二次社会保障改革中，根据第 20.255 号法律，这两个计划被合为新的团结支柱，为不太富裕的人提供更多的福利。然而，2008 年的一份出版物中预计，到 2025 年，新的团结支柱将占 GDP 的 1.4%，并且其对旧的最低养老金和养老金救济金体系成本的

增量效应将达到 GDP 的 1.03%，按照上图所示，预计随着旧社保体系成本不断下降，政治压力将导致团结支柱或其他社会保障计划支出增加。

三、智利养老金市场改革后养老金及整个资产管理行业发展

（一）市场概况

经过 1981 年和 2008 年的两次改革之后，智利的养老金体系由原来的待遇确定型现收现付制养老金体系，成功转为了以缴费确定型为主的个人账户制养老金体系，由辅助型团结支柱、强制型缴费支柱、自愿型缴费支柱三个支柱共同支撑。

表 1 智利养老金三支柱比较

支柱类型	基本特征	政府责任	养老金管理公司责任	保险公司责任
团结支柱 (现收现付制)	<ul style="list-style-type: none"> 面向最贫困的 60% 人口 	<ul style="list-style-type: none"> 由国家通过一般税收提供资金 决定给付对象及给付金额 	<ul style="list-style-type: none"> 按照国家提供的信息给付金额 	<ul style="list-style-type: none"> 按照国家提供的信息给付金额
强制型缴费支柱 (个人账户制)	<ul style="list-style-type: none"> 养老金管理公司管理下的个人养老金账户 强制性储蓄工资的 10%，上限约 3000 美元，投资于五只多元基金 养老金管理公司自由设定管理费率 	<ul style="list-style-type: none"> 决定缴费结构、上限、如何收取费用、基金类型等 通过监管机构监管该体系 	<ul style="list-style-type: none"> 负责收取月度缴费、管理账户、基金投资等 向选择计划提款的客户支付养老金 	<ul style="list-style-type: none"> 向选择收入年金的参加者支付养老金
自愿型缴费支柱	<ul style="list-style-type: none"> 养老金管理公司、保险公司、共同基金、银行等机构的自愿性养老金储蓄账户 (APV) 享受税收激励 	<ul style="list-style-type: none"> 必须由国家批准自愿性储蓄可用的提供商和投资产品 提供税收优惠以激励自愿性储蓄 通过监管机构监管该体系 	<ul style="list-style-type: none"> 提供自愿性养老金储蓄账户，账户投资于统一规定的五只基金 可收取与强制性储蓄不同的费用 	<ul style="list-style-type: none"> 可以通过储蓄型人寿保险提供自愿性养老金账户

辅助型团结支柱则是国家承诺的最低养老金保障，仅提供给那些

没有足够储蓄达到最低养老金水平的人。强制型缴费支柱基于个人缴费。每位成员拥有自己的账户，并向该账户缴费。这一计划要求雇员强制参加，对自雇人员起初是建议自愿参加，但 2015 年开始也要求强制参加。自愿型缴费支柱是享受税收优惠的自愿养老金储蓄，也就是 voluntary savings account with pension purpose，简称 APV，设有自愿储蓄账户（voluntary savings account with general purpose，简称 CAV）。

截至 2018 年 12 月，智利养老金管理资产共约 1963 亿美元。

（二）智利养老金管理公司简介

依据 3500 号法令，由养老金管理公司负责管理养老金。养老金管理公司的成立需要获得管理者的正式批复，并接受养老金监管机构和证券及保险管理机构的监管。养老金管理公司数目从 1981 年的 12 家起，逐年调整，到目前一共是 6 家，分别是 Habitat、Cuprum、Capital、Provida、Planvital 和 Modelo。6 家养老金管理公司各具特色：

Capital 公司以积极的销售著称。它隶属于哥伦比亚公司 SURA，品牌宣传和商业活动与共同基金、股票经纪商和寿险相结合，产品十分广泛；

Cuprum 公司以品牌、回报率以及投资顾问服务立足市场。其目标客户群为高收入群体，因此客户数量最少，资产规模位居第四，佣金为计划参与者薪酬的 1.44%；

Habitat 公司以优异的回报率著称，它由英国保诚集团（Prudential）持股 40%，资产规模位居市场首位，佣金为计划参

与人薪酬的 1.27%；

Modelo 是一家智利独资的公司，与当地一家软件公司关联。它的费率最低，佣金仅为计划参与者薪酬的 0.77%。最近 Modelo 打出一条“涨你薪”的好广告，此举让公司在没有依托销售代理的情况下，也获得可观的市场转移份额；

Planvital 公司的策略并不清晰，竞争力也不强，前 4 年仅凭低佣金和服务在市场上赢取了一席之地，但它刚刚将佣金从 0.41% 调增至 1.16%，佣金增加后，客户流失率很高；

Provida 公司隶属于美国大都会，在低端市场扩张强势，其销售人员数量最多，但近年来服务水平和回报率都欠佳。其收取的佣金为计划参与者薪酬的 1.45%。

六家公司近五年资产管理规模如下表所示：

表 2 智利养老金管理公司资产管理规模

单位：百万智利比索

养老金管理公司	2014	2015	2016	2017	2018
CAPITAL	20,511,861	21,633,799	22,581,173	24,741,662	25,455,463
CUPRUM	21,030,649	23,065,043	23,509,627	25,048,838	25,235,277
HABITAT	25,721,705	28,314,290	31,389,802	35,151,069	37,174,234
MODELO	1,667,969	2,314,324	3,583,342	6,494,152	7,405,746
PLANVITAL	2,790,978	3,192,147	3,959,540	4,405,729	4,502,860
PROVIDA	27,675,432	29,683,963	30,153,378	32,267,594	33,072,196
总计	99,398,595	108,203,566	115,176,862	128,109,044	132,845,777

养老金管理公司的业务类型主要为两类，金融业务重在管理强制储备金，强制储备金是养老金公司的强制投资，规模是管理资产的 1%，目标是保证最低相对收益。经营类业务主要提供四类产品：

强制型养老金产品——缴费为计划参与者每月应税收入的 10% 及应税收入的一定百分比作为管理费以及遗属和伤残险；

自愿型养老金产品——缴费为年度资产规模的百分比，但存在上限；

自愿储蓄账户产品——类似共同基金，可随时回撤，缴费为年度资产规模的百分比；

按期领取型产品——将储蓄留在养老金管理公司继续管理，按月领取直至死亡，或直至储蓄用尽，缴费为每月养老金的一定百分比。

（三）养老金管理公司的经营——以 Cuprum（库鲁姆）养老金管理公司为例

Cuprum（库鲁姆）是智利一家出色的养老金管理公司，品牌知名度高，深受智利高薪雇员青睐。由于客户的平均薪资很高，因此库鲁姆公司客户的人均资产规模十分抢眼。

2012 年，Cuprum（库鲁姆）公司为在自愿性养老金储蓄业务方面获得更好更快发展，决定由行业佼佼者美国信安金融集团收购其 97.97% 的股份。截至 2018 年 12 月 31 日，信安（智利）和库鲁姆养老金管理公司合计，是智利自愿性养老金储蓄排名第一的供应商，管理资产规模约 370 亿美元。公司旗下共有 5 只基金，包括雇员强制性缴费养老金产品、税优递延的自愿性养老金产品及其他长期储蓄产品、年金、共同基金及自愿性养老金产品，形成了一条集退休储蓄、资产管理及退休收入解决方案于一体的全产品业务线。而根据 2018 年最新创新场所排名，库鲁姆养老金管理公司也是智利最具创新性的公司之一，获此表彰的 50 家公司覆盖了 13 个行业，库鲁姆是其中唯一一家养老金管理公司。

1. 投资流程

养老金管理公司只能在 3500 号法令规定的证券范围内，根据养老金监管局发布的投资政策进行投资。这两种法规对于每种证券、证券所属企业和区域等均有相关限制。养老金资产管理公司须对代表养老基金进行的投资作日常汇报。养老金监管局将核对此类日常汇报，并根据该信息每天确定是否遵循了投资相关限制。

Cuprum（库鲁姆）养老金管理公司将其投资建立于对备选方案多维度的缜密分析，包括收益、长期风险和多元组合等等因素。具体投资流程分为三步：首先是资产配置，其次是资产类别选择，最后是投资工具选择。前两步由资产配置委员会决定，资产类别和投资工具主要包括权益类资产、固定收益类及现金资产、另类资产，在决策过程中有大数据作为参考。

2. 投资流向（投资组合）

Cuprum（库鲁姆）养老金管理公司的投资主要面向四个市场：智利债券市场、智利股票市场、外国债券市场和外国股票市场。根据投向权益类与固定收益类资产的配比不同，从 A 基金到 E 基金，投向海外股票市场的占比从 61% 逐渐下降到 1%，而投向智利债券市场的比重则从 4% 逐渐升至 91%（图 13）。

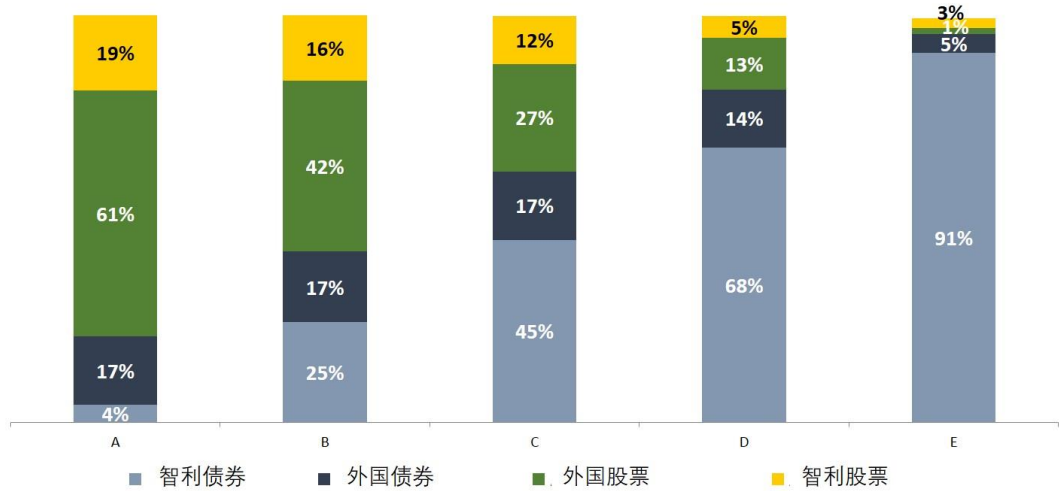


图 13 Cuprum（库鲁姆）养老金管理公司投资比例

资料来源：智利养老金监管局，2018 年 12 月

从区域来看，投向智利本国、发达市场以及新兴市场的比例也随着不同的风险偏好而有所区别。A 基金相对等分，更偏重于发达国家与新兴市场，而到 E 基金，则 94%都投向智利本国（图 14）。

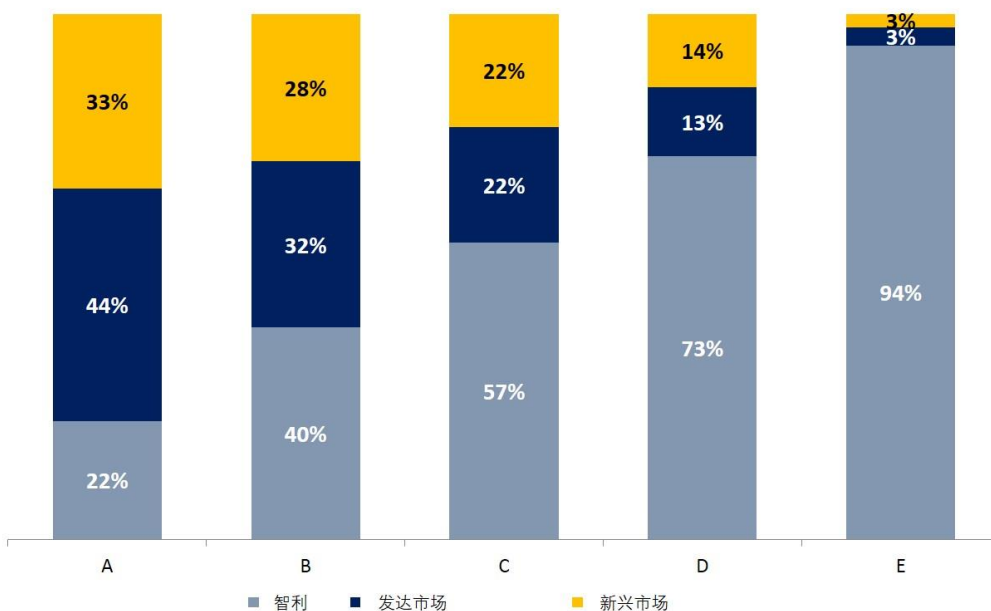


图 14 Cuprum（库鲁姆）养老金管理公司不同市场投资比例

资料来源：智利养老金监管局，2018 年 12 月

从全球市场分布来看，投资于北美洲、欧洲、亚洲新兴市场、拉丁美洲的比重相差不多，均在 20%上下（图 15）。

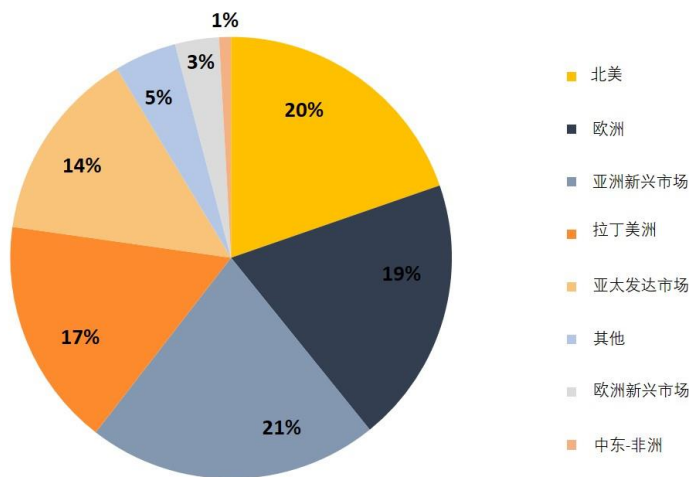


图 15 Cuprum (库鲁姆) 养老金管理公司全球投资比例

资料来源：智利养老金监管局，2018 年 12 月

从智利境内的投资来看，权益类产品重点投向服务业，占 50%，其次是电力、自然资源，分别占 25%和 16%。债券类产品同样关注服务业，投资占比 46%，电力有所缩减，仅为 12%，而工业占比则占 21%（图 16）。

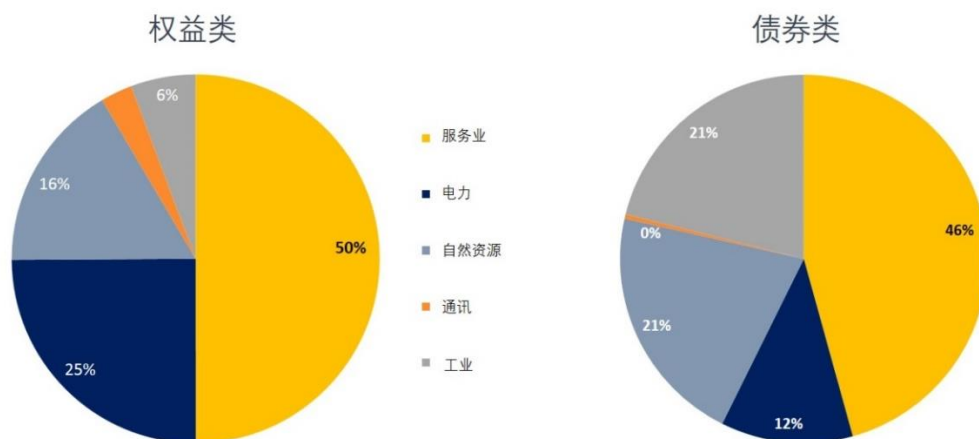


图 16 Cuprum (库鲁姆) 养老金管理公司境内投资比例

资料来源：智利养老金监管局，2018 年 12 月

3. 投资收益

从投资收益来看，各养老金管理公司旗下 A-E 五只基金的差异并不明显，如表 3、表 4 所示：

表 3 基金年回报率（2002 年 9 月 27 日至 2019 年 3 月）

养老金管理公司	A 基金	B 基金	C 基金	D 基金	E 基金
CAPITAL	6.16%	5.33%	4.78%	4.44%	3.97%
CUPRUM	6.20%	5.43%	5.16%	4.65%	3.84%
HABITAT	6.31%	5.50%	5.26%	4.76%	4.07%
PLANVITAL	5.79%	5.14%	4.81%	4.16%	3.28%
PROVIDA	6.12%	5.06%	4.64%	4.20%	3.48%
SISTEMA	6.20%	5.32%	4.96%	4.47%	3.85%

表 4 基金年回报率（2018 年 4 月至 2019 年 3 月）

养老金管理公司	A 基金	B 基金	C 基金	D 基金	E 基金
CAPITAL	2.31%	2.87%	4.80%	5.54%	5.89%
CUPRUM	2.00%	2.55%	4.12%	5.19%	5.58%
HABITAT	2.32%	2.90%	4.56%	5.52%	5.83%
MODELO	2.33%	2.74%	3.83%	5.05%	4.44%
PLANVITAL	1.97%	2.71%	4.48%	5.51%	5.82%
PROVIDA	2.31%	2.76%	4.51%	5.53%	5.95%
SISTEMA	2.23%	2.78%	4.48%	5.47%	5.70%

四、智利养老金改革对中国的启示

中国从 1991 年起就明确提出着手建立三支柱养老金体系，截至 2018 年，我国基本养老保险累积留存资产规模为 57073.45 亿元，占养老保险体系资产总规模的比重约 79.44%；企业年金累计结存

14770.38 亿元，占养老保险体系资产总规模的比重约 20.56%；个人税延型商业养老保险由于发展较为缓慢，目前规模极小。美国在 2016 年第一支柱占比仅为 10.7%；第二支柱占比最多，为 59%；第三支柱则占比 30.3%。相形之下，中国的养老金体系发展仍不够均衡。而随着中国老龄化社会的快速发展，65 岁及以上的老年人口所占比例也将从当前的 12.09% 左右攀升到 2050 年左右超过 30%，并在相当长的时期内保持在 33% 左右的相对高位。届时第一支柱下的养老金支出将更快扩张，第一支柱的压力愈发增加。因此，在压力到达阈值前，中国应及时将第一支柱的压力分摊给第二支柱和第三支柱。在低水平、广覆盖的基础上，加强个人承担养老责任的意识和义务，这对于中国尽快建立起多支柱健全的养老金体系大有裨益。

（一）由“现收现付”向第二支柱转移缴费，分摊国家财政压力

2016 年中国职业年金正式起步，预计将覆盖近 4000 万机关事业单位工作人员，积累基金数千亿元，成为第二支柱建设非常重要的增长点，这无疑是中国完善养老金市场的一大突破性进展。建设第二支柱，职业年金是一条腿，企业年金是另一条腿。而推进第二支柱企业年金的建设，主要动力在于企业，在当前的经济新常态下，加之全面实行的个税改革，诸多民营企业压力增大，如何避免给本就压力巨大的企业新增负担，从而降低企业排斥心理是企业年金制度建设的中中之重。

或许我们可以参考智利的做法。选取一个节点，由第一支柱向第二支柱转移，并逐年兑付，做实账户，解决个人账户的空账问题。尽

管这种做法会带来一定程度的赤字问题，但根据智利的经验，这种赤字影响将会随着 GDP 的增长和领取人数的减少而逐渐下降，并在几十年后消失殆尽。

另外一个参考是智利在改革中由法律规定，新体系中的所有费用将由雇员而非雇主承担，但为了帮助雇员适应这一变化，上调了改用新体系的雇员的工资总额，大大提升了雇员缴费的积极性。

中国在 2019 年初国家机构改革后，社会保险费交由税务部门统一征收，并从 5 月 1 日起降低城镇职工基本养老保险的单位缴费比例，缴费比例高于 16% 的可降至 16%。或许可以考虑这样的做法，对于原本有实力实缴保费的企业，可以将雇员原本向第一支柱缴纳的 8% 完全转移至第二支柱，与此同时，鼓励企业将减免的部分，例如 4% 转移至第二支柱，作为对雇员转移缴费的匹配激励。这样一来，形成了“强制+企业匹配缴费”的模式，将共有 12% 的缴费由第一支柱向第二支柱转移。

这样做的好处在于，一方面企业和雇员都没有新增支出，另一方面年金账户与雇员挂钩，企业的匹配缴费相当于为雇员额外涨薪，雇员获得了实际利益，企业则增加了吸引人才的方式，如此一来，转移缴费对于双方都有益处。同时对于调整支柱比例而言也发挥了正面作用。

（二）开发债务证券化产品等长期金融工具，降低代际成本

根据智利财政部预算局的研究模型，智利认可债券自 1980 年推行以来，过了 29 年时间，直到 2009 年兑付的峰值才到来。之后又随

着领取人年老、身故和伤残领取养老金而下降，并在大约 24 年之后的 2033 年，随着当年最后一批经历过旧体系的雇员退休而几近消失。对于政府而言，通过逐年兑付的方式延迟做实账户，而不是在第二支柱建设伊始就全部做实，可以将财政压力分摊到几十年的时间中。届时，随着 GDP 的增长，养老金占 GDP 的比例也会下降，对于政府而言更容易接受。以时间换空间，能够减轻财政方面的压力。

而智利认可债券设计的另一个巧妙之处在于，新体系推行几年后，允许雇员提前退休。而提前退休雇员的账户中，尚未到期的养老金就由金融机构集合起来，包装成有资产支持的债务证券化产品，进入市场中交易，所获收益则纳入所有者在私营养老金公司管理下的个人账户。对于中国的二级市场而言，是否也可探讨设计一种类似的认可债券，具有合理的转型成本，能促使第一支柱的计划参与者转移向即将发展壮大的第三支柱，同时将提前退休雇员的账户集合起来转化为债务证券化产品，投入市场流通交易。

鉴于认可债券偿还期通常在 10 年及以上，此类资产支持债务证券化产品就成为了长期金融工具，而这正是保险公司和养老金公司匹配资产负债时所需要的。

（三）重视通过市场化投资运营实现保值增值和可持续发展

养老金产品具有低风险、可持续的保值增值需求，这一方面需要把握产品类型的配比，例如固定收益类产品和权益类产品，另一方面还需要足够的多元化。

从智利私人养老金公司的运营来看，每家公司旗下的基金不仅仅

覆盖本国市场，同时也有近一半投向海外市场，而且无论是发达市场还是新兴市场都有相当的配置，进行了更为充分的多元化，也更加合理的抵御了单一市场蕴含的风险。

2020年9月CAFF50动态

1. 9月5日-9月6日，由北京市地方金融监督管理局、北京市通州区人民政府指导，《财经》、《财经智库》主办，北京市资产管理协会、金融街88号论坛、中国养老金融50人论坛、北京金控集团等机构联合协办的2020全球财富管理论坛在北京国际财富会议中心召开。在“养老财富储备体系的跨行业探索与创新”分论坛上，中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授，论坛学术顾问、中国经济体制改革研究会原会长宋晓梧先生，论坛核心成员、中国建设银行副行长纪志宏先生，论坛核心成员、天弘基金副总经理兼首席经济学家熊军先生等嘉宾出席会议并从不同视角就养老财富储备体系的跨行业探索与创新发表了自己的观点。分论坛由中国养老金融50人论坛首席经济学家姚余栋先生主持。此外还有论坛研究员、特邀成员以及来自社会各界的数百人参加了本次会议。

2. 9月7日，2020全国智慧康养大会正式拉开帷幕，主题为“创新康养服务模式，促进老龄产业发展”。论坛核心成员、中国老龄科学研究中心副主任党俊武出席会议并发言。

3. 9月7日，中国养老金融50人论坛秘书处月度工作例会在腾讯会议线上平台召开。会议由论坛秘书长董克用教授主持。会议对刚刚落幕的上海峰会和《中国养老金融发展报告（2020）》的发布会进行了总结，同时对论坛10月份“养老财富储备系列公开讲座”第三期直播讲座等工作做了部署和安排。论坛常务副秘书长张栋、王婷，副秘书长孙博、王赓宇、朱海扬、张兴，秘书处邹林娟、李嘉璇参加

了本次例会。

4. 9月16日下午，由中国人民大学公共传播研究所主办的第一期养老金融媒体分享会在北京燕山大酒店召开。论坛学术顾问、中国社会保险学会会长胡晓义先生，论坛核心成员、中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授受邀出席会议并发言。

5. 9月25日，平安养老保险股份有限公司在杭州举办“2020平安养老险年金投资客户论坛”。论坛聚焦新常态下的宏观经济形势、最新投资策略等话题。论坛核心成员、中国社会保险学会副会长唐霁松出席了论坛并发言。

6. 9月27日，2020湖北·高质量发展资本大会召开，论坛核心成员、湖北省楚商联合会会长、泰康保险集团创始人、董事长兼首席执行官陈东升出席了会议并发言。



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