

养老金金融评论

2016年第12期（总第13期）

- 王忠民：从费到税——基本养老保险缴费的若干思考
- 姚余栋：老龄化陷阱与养老金第三支柱
- 林 羿：美国 401(k)企业养老金对资产管理业务发展的积极作用
- 甯 辰：MOM 模式助力投资养老
- 董登新：我国金融支持养老现状分析

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)由华夏新供给经济学研究院和中国人民大学董克用教授联合多家机构共同发起，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 杨子强 王忠民

论坛秘书长：

董克用

副秘书长：

王赓宇 朱海扬 谭海鸣

秘书长助理：

孙博

《养老金融评论》简介

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

《养老金融评论》编委会

主编：

董克用 姚余栋

执行主编：

孙博

编辑组成员：

张栋 张园 施文凯 马媛媛

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】

王忠民：从费到税——基本养老保险缴费的若干思考	5
姚余栋：老龄化陷阱与养老金第三支柱	11
林 羿：美国 401(k)企业养老金对资产管理业务发展的积极作用 .	15
甯 辰：MOM 模式助力投资养老	21
董登新：我国金融支持养老现状分析	26

【CAFF50 动态】

2016 年 11 月 CAFF50 动态.....	34
----------------------------	----

本期导读：伴随着我国经济社会的快速发展和改革的不断深化，我国养老事业取得了长足发展。但我国仍然处于全球规模最大、速度最快、持续时间最长的老龄化过程中，老龄化将成为我国在二十一世纪长期面临的严峻挑战。老龄化的快速发展严重影响着我国养老金体系安全以及老年群体的经济保障。应对老龄化离不开金融的媒介融通作用，金融工具和技术是积极应对人口老龄化重要方式，也是适应传统养老模式转变、满足群众日益增长的养老需求的必由之路，因此，大力发展养老金融日益成为社会各界关注的焦点。

本期《养老金融评论》重点关注 2016 年 9 月 26 日，中国养老金融 50 人论坛（CAFF50）在吉林市召开的核心成员闭门研讨会，主要内容包括：论坛学术顾问、全国社会保障基金理事会副理事长王忠民关于基本养老保险缴费的若干思考的发言；论坛学术委员会主席姚余栋博士关于老龄化陷阱与养老金第三支柱研究的发言；论坛核心成员林羿教授关于美国 401（k）企业养老金对资产管理业务发展作用探讨的发言；论坛核心成员、盈诚投资副董事长兼 CEO 甯辰先生关于 MOM 模式对投资养老作用的发言；论坛特邀成员、武汉科技大学金融证券研究所所长董登新教授对我国金融支持养老现状分析的发言，以飨读者。

王忠民：从费到税——基本养老保险缴费的若干思考



王忠民：中国养老金融 50 人论坛学术顾问、全国社会保障基金理事会副理事长

中国的老龄化问题，已经成为国民经济，甚至成为全社会的社会问题、政治问题、诸多问题其中的一个核心问题。在面向个人角度做一件事情就可以，不管这个钱是用来养老，或者是用来干什么，但是只要是每一个自然人每一分钱投资有效的时候，无论用什么资本积累，一定是提高了它的有效效率。今天你打着养老的旗号，如果将来把这个钱用于养老，都是盈利的。大力提倡发展第三支柱的时候，遇到第三支柱最大的问题是，给税优或者补贴的时候，突然发现“现在交个人所得税的群体才一点点”，就是给了，才给 2800 万，全部的劳

动人口当中才占了 2800 万，且不说这 2800 万当中适税人口必然是收入相对好的人口，在养老当中做的时候，广大的职工，无论从退休以后的替代率，还是从他的抚养率角度来说，你要说给他税优的时候，没有什么可优的空间，如果把农民放进来的话，农民更不在那个“优”的空间当中，真正解决养老问题的时候，第三支柱主要通过税优和税收的角度来说，结果没人。

过去说税优这个问题时，全社会积累了多少资本，按照养老的逻辑给一些税收优惠，或者说给税收其他方法的时候，按照这个逻辑来进行资本运营，而不是按照原有的逻辑去资本运营的时候，这个资本运营下来的收益可以用在老年的各类服务和各类消费当中去，突然发现今天所有面向个人的金融产品当中，在说资本利得的时候，要么是没有资本利得税，要么是有了以后现在暂时不收。这些工具当中，本身就没有税，或者是零的时候，基本上没有空间，只能从其他收入的税当中补。

今天提出发展第三支柱，找到全球的工具，发展适用于这个工具的人群聊胜于无。而且这个收入人群是相对好的，他的养老问题不是依靠这个来解决的。包括以 401(k) 为代表的企业年金、职业年金，将来也会面临这个问题。好不容易提出好多政策建议，结果适用人群没有多少，等于说这个政策的建议可操作性、可实施性没有多大。

那么，问题出在哪？个人角度的发展。市场、金融工具已经足够成熟，金融产业内部的机构竞争甚至跨界竞争也足够激烈了。而且，我们也从国外学了那些东西，结果我们去找服务的时候，最终跟老龄

化问题没有办法连接。问题就出在 20 年前养老社会保障体制设计的时候，顶层设计偏位，“social”这个词当中，归于政府的比重，不仅高于名义的比重，而且高于实际的比重。而让真正养老金融这个东西最后全部都在以政府为主导的、支配的工具，而没有真正流转到有效市场金融工具和金融机构当中去。

我们现在管的钱大部分都是储备性的，不用于这方面，一定是用于其他方面。能够早用于这方面，那是政府的高明和预期到人口陷阱的问题，能够带来很大问题的时候做的。但是，反过来，将近 2 万亿的钱在市场当中去配置，选择什么样的机构去委托投资。好在可以对市场性的机构去进行新的配置。

今年全国社保基金进入了资本市场，主要是通过开辟新的金融市场和金融工具选择的时候做的，像二级市场当中的 31%的比重，有多少比例投到股票、有多少比例投到债券？大家都很关心。我的困惑来自于，我受托管理的东西，能否在全市场当中，用最好的金融工具、在最好的金融机构当中去选择配置。最近突出的矛盾就是，如果拿了这个钱，谁可以管理，我可以做那当中比重的 30%买股票的基金，中国今天的基金公司，包括公募基金、私募基金，已经发展这么丰富，我能否定规则，选择最好的，委托给他去管理，最后的讨论是“现在还行”。

回过头来，一个核心的问题是 28%的基本养老保险缴费怎么降低的问题。企业的 20%和个人的 8%都是通过企业端征收的，问题就出在这个端口当中。今天应该改革的建议是这 28%不应该在企业端口征，

变费为税，转到工资端口、劳动力收入端口去征收，本身就是按照工资的百分之多少去征，社会统筹部分占工资的 20%，个人账户部分占工资的 8%。本身按照劳动回报定的尺度当中去征，为什么不把所有的东西，一下全部计在劳动者的回报当中，再通过税端去征这个东西。这个端口流程发生变化，会改变几个重大的问题：

第一，劳动者在交社会保险费之后，由于其他的税端没有明确收了社会保险费、税有多少。这个税可以拿来作为社会保障当中的调剂驱动，也可以不用。所有这个 28% 计入成本之后，进入任何一个服务、产品当中的总价格，而我们征收的是附加值当中的流转税，每一个公司的东西，在市场当中流转，无论是以独立的公司到市场卖给其他的公司流转，还是作为最终的产品流转，流转出去把这部分加入到税里边，而且我们在全社会执行的是价内税，买东西的时候，在价内已经支付了。有一个人算了一笔账，整体上每一个消费者在最后的消费过程当中，自然人这一部分占据那个费用的 50%。假设说，今天吃的馒头、今天用的任何东西，最后加到那个费用当中去，我们最终的消费者是交了当中税的 50%，当然有利于富人，富人一般不买东西，高端消费，拿去的这一部分费用，现在财政补贴养老社会保障的几千亿，他心疼的不得了。

第二，税端就是你拿去了钱，一定要按税端对应的东西用在这个地方，而不用在其他方面。因此，一旦转到税端，刚才的那个逻辑就发生了变化，税端的问题，就开始产生了一系列的链条反映：

1. 个人账户 8% 的费率，从此不可以再由社会统筹账户无偿占用

或随意占用，这个 8%完全可以归属于个人去支用。现在给你税优也好，给你最后的退补也好，只有每个人当中有 8%以后到课税的部分，没到课税的时候，他连征税的可能性都没有。

2. 如果让个人账户的 8%在市场当中去选择，保险端、基金端、银行端等不同的金融机构一定都说自己是最有优势的，大家都在争这个东西，争的结果是这一部分可以由个人端的自然人自由支配的时候，根据效率和风险对称原则，去选择这样的东西，不同年龄的人选择是不一样的，8%的市场性选择自然进入到养老金融和养老服务的循环逻辑当中。剩下 20%财政拿去了以后，除了向原来在费当中，必须用于养老之外，还可以在这当中进行税优。

所以，从税收的角度来看，我们有一个专业用语“税收楔子”，税收在社会产生所有的收入，在供求端的时候，税收一旦加入楔子，其各种效应如何评价，其中评价它最大的效应是产生的无谓损失有多少。而我们原来在费端做的时候，社会的无谓损失很多。无谓损失不仅产生出人们的资产管理、效率最大化，甚至因为原来的系统管理成本最终化，和产生的人们投机取巧的做法，无谓损失这一块是大的，而如果转成这个，可以有效避免很多无谓的损失。

在无谓损失当中减少个人端、公司端、社会政府行为端为了支配这个资金带来的社会问题。所有的政策透明度到了个人端以后才可以，因为每个人都是可以算账的，才可以把账算的很清楚。

今天来看，所有的老龄化事业都归属于基础的产品，老龄化自然人，从自己工作的能力开始，所有的钱、所有的东西先归于个人，再

说由社会构建多少个渠道可以选择，而且这种选择权是个人的，不是别人的。选择的结果个人会承担，因为个人在金融产品当中，选择最终的结果由自己承担，而不是过去规定一个名义账户，让它空着，不知道它有多大规模，未来它会带来多大的保障。只有所有的东西按照良性的、有效的机制去做，这个机制本身就会壮大，这些钱数量就会多，这个钱带来的收益就是一件了不得的事情。

所以，我的整体建议就是，把原来以费的形式、以隐蔽的形式、以不归于个人的 8%的缴费，全部归于个人的名义、归于个人的收益，全部由税收结算，该收什么税就收什么税，然后再进行税优，让他尽可能多的让自然人支配自己的收入并进行选择，这样既推动了市场经济的快速资本运行发展，也解决自己的收入、自己的养老、自己的其他一些问题。

姚余栋：老龄化陷阱与养老金第三支柱



姚余栋：中国养老金融 50 人论坛学术委员会主席，大成基金首席经济学家，中国人民银行金融研究所前所长

今年以来，老龄化工作受到党和国家高度重视，2 月份习近平总书记对老龄化工作作出重要指示，指出：要立足当前、着眼长远，加强顶层设计，完善生育、就业、养老等重大政策和制度，做到及时应对、科学应对、综合应对。5 月份，中共中央政治局就我国人口老龄化的形势和对策举行第三十二次集体学习，习近平总书记再次指出：养老事关国家发展全局，事关百姓福祉，需要我们下大气力来应对。

最近我们提出一个新的概念，叫做“老龄化陷阱”，我今天主要将“老龄化陷阱及其应对”的要点跟大家汇报一下。

第一，有没有“老龄化陷阱”，我们的课题研究是有的，陷阱是跌进去就无法出来。为什么西方没有对这个问题进行深入研究？美国上世纪80年代的时候，略显得老龄化，但是它很快就恢复了，便不研究了。日本，虽然老龄化很重要，但是由于缺乏国际经济学家，研究不透，之后就没有研究了。所以国际上一直没有对老龄化陷阱进行深刻的研究。

提出“老龄化陷阱”之后，我们从索罗模型证明老龄化陷阱：原来的老人还在工作，新人也增加，但是漏了一个老人退出劳动力市场的情况。以前的资本是一个大饼，相当于更多的人来分更多的大饼，来分资本存量，但它没有储存的功能，这可以证明老龄化陷阱。这意味着，将来老龄化人口越来越多的时候，存在一个拐点，分饼的人很多，挣钱的人不多。于是，经济就会有一个迅速的下跌，效益不出来。就像贫穷陷阱，储蓄都已经消耗掉了，我们证明了这一点。

证明这一点以后，提出老龄化速度的影响更重要。老龄化速度即人口之中65岁以上的老人变老的速度是多少。2030年以前我国人口老龄化速度很快，之后就开始变慢了。我们算出一个值，全要素生产力乘以0.6，必须抵御老龄化速度。日本经济的创新速度生产快，但为什么停滞，就是因为抗不过老龄化速度，我们证明了这个说法。

中国将来会不会出现这种情况？2035年以后，我们很可能面临着经济的中低速增长，或者是低速增长。我们利用模型证明了老龄化陷阱的存在。

第二，老龄化陷阱一个很重要的后果就是未来储蓄率下降。我们

的储蓄率在 2035 年前大约要下降 10 个点，将来可能在 25 个点左右，这是挡不住的。

在老龄化陷阱之中，从模型上看似乎没有什么可以应对。最后有人提出只有智能机器才可能帮助我们走出老龄化陷阱。机器人不能做资本，一定要做劳动力，机器人先替代的是低端的劳动力，郭若谷博士假设一个低端的劳动力经过培训到高端，形成先下行后上行的趋势，机器人替代似乎是走出劳动力陷阱的唯一办法。

但是，这里有一个很大的问题，模型假设是替代了低端，后来做到高端。但是大部分人是做不到的，所以会面临失业的问题，失业怎么办？很难解决，靠机器人解决不了失业，只能靠国家收入分配，靠税收，税收之后保证底线。靠机器人以后也有一个问题，工作机会没了。我们课题组证明“老龄化陷阱”确实存在，是一个简单的概念，一个简单的事实，但长期被经济学界忽略。

如何应对老龄化陷阱？其中，我们感觉很重要的一点是，及时的建立养老基金。美国做过一个调研，收入高低由什么来决定？赶上牛市？建立养老账户早？还是收入高？他们得出一个结论，最主要的原因是建立养老账户早，这一点很惊人。所以，现在建立完善第一支柱，夯实第二支柱，同时建立第三支柱，是非常重要的。

在顶层设计之中，应对老龄化陷阱，只有这个办法。希望大家共同支持：尽快做好第一支柱，虽然有 7 个省已经入不敷出，但将来还是可以的。第二支柱由于企业经营压力，也不要太多。关键是第三支柱，关键在于个税。个税必须要抵扣，或者说有税点，一定要抵扣。

个税的第三支柱个人账户建立是一个系统工程，必须尽早建立。

这次，希望大家一起呼吁这个事情，第三支柱是应对超老龄社会，防止我们掉进老龄化陷阱急迫的任务。而当前的个税改革方案，今年年底就会在人大一审，员工持股的股权激励可以递延，养老也同样应该享受税收递延政策。十八届三中全会指出，2020年之前一定要把个税的改革做完。如果错过这次机会，就会没有动力，等到下次改革就会错失很多机会。我很希望大家一起呼吁，这不是个人的事情，第三支柱事关我们的应对老龄化陷阱，事关全民的养老问题，事关国家将来的长治久安。

林 羿：美国 401(k)企业养老金对资产管理业务发展的积极作用



林羿：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国人民大学兼职教授

我主要通过一些数据和产品，特别是近几年一些新的金融产品，对美国企业养老金作为第二支柱和第三支柱的支持，做一个简单的概述，以此为大家提供一些思考的线索。中国的金融界如何通过努力，借鉴美国的一些做法，为建立健全适合中国特色的养老金体制，特别是健全第二支柱、第三支柱的体系，作出我们应有的贡献。

我在美国的金融界工作了将近 25 年，基本上都是在投资和养老金的领域。我开始是美国投资基金法、养老基金法的律师，一直跟金融界有非常密切的联系。后来，从律所到金融公司之后，继续从事这

方面的业务，越来越多的、直接参加到产品的设计，甚至参加到美国的国会去进行游说，改变的相应政策。回顾我 25 年在美国金融界，特别是养老金融界工作的经验和体会，我认为金融界主要发挥了两点关键作用：

第一，推动相关政策的制定，进一步培养和壮大第二支柱和第三支柱。具体的是什么样的？比如说，美国过去的 15 年以来，所出现的重大养老金融方面的、法律上的变化，都是由金融界来推动的，而且实现了由美国国会通过立法的手段来推动相应的养老政策的实施。

《税法》是美国政府唯一和最有效的进行社会管理的工具。首先，美国是一个法制的社会。第二，美国的税收体制非常的严厉，在美国偷税漏税是刑事犯罪，所以大家对偷税漏税、对税收非常的重视，已经建立了非常严密的税收体制。在这个情况之下，政府要想推动一个事业，要想推动一个行业，最好、最有效的方法就是给这个行业、给这个事业提供税收优惠，无论是通过抵税还是免税，都可以有效推动这个事业的发展。

在社会保险方面，美国是通过社会保险税，对社会财富进行再分配。他让富有的人更多的缴税，让收入不多的阶层人民，享受更多的社会福利，它通过这个来平衡。美国最终还是要承认、鼓励个人通过自己合法的劳动和努力来创建自己的财富。在这种情况下，美国在通过一系列的立法来进一步的加强和推动美国养老金融事业的发展。

比如说，美国最近 15 年出现的重大政策改变，都是通过税法立法方面。实际上，给以税后缴费的形式缴到个人退休账户之后，符合

一定的《税收法》所规定的各种条件的话，将来你再提款的时候，是完全免税的。再有，大家熟知的 2006 年的，通过法律的形式，一个是推动和确认了默认参加“401(k)计划”的做法。另外，通过默认的方法投到退休日基金，被认为是一个符合受托人职责的投资产品，使资助养老金计划的受托人，特别是雇主免于受托人职责的法律责任。

这些重大的改变和立法推进都跟美国金融界有直接的关系。金融界的第一个贡献、第一个主要的做法就是要积极的配合，并主动创新，来推动养老金事业的发展。

举个例子，默认养老金计划，默认参加这个方法由金融界最先提出来的。发现美国在里根当总统的时候，1984 年通过，对税收法的重大修改，叫做“401(k)计划”，规定符合条件之后，员工可以以税前的方式向 401(k) 缴费，但一直没有引起重视。到 90 年代之后，也是由金融公司提出，积极参加养老金计划、管理的这些公司，开始注意到这方面的法律，这方面的律师、会计师进行积极的配合，来推动此计划，被广泛的采用。

在这种情况下，还是没有达到理想的状态，参加率不高。在 2006 年立法之前，大概自愿型的平均的参加率是百分之四十到五十，还没有达到预期的效果。为什么参加率这么低？我们进行调查，主要原因是人的惰性。由于法律上的种种要求，所以给你参加的表格，很枯燥、繁杂，表很复杂。员工接到这个表的时候，看不懂，这样的话，他们并不是不想参加，确实是由于忙，或者是顾不得仔细的填这些表，后来想了这么一个方法，给你发一个通知，30 天之内不回答，被认

为默认，3%的年薪作为缴费。这是基金公司和保险公司联合想出来的方法，但此方法违反美国很多州立的法律的要求。公司要从员工的工资当中折扣工资，必须要有员工的签字，不能默认。从他的工资里面扣除一定的钱数缴到 401(k) 计划里面，从字面来讲是违反了规定，无论目的是什么，只要在工资里面扣除一定的钱，必须要有签订。我们又到国会去游说，必须要允许默认的方式来参加，这就是金融界的一大贡献，我们就通过多次国会去讲，这样就会推动 401(k) 的计划。最终成功了，金融界积极配合美国的国会立法机构，把这个法通过。

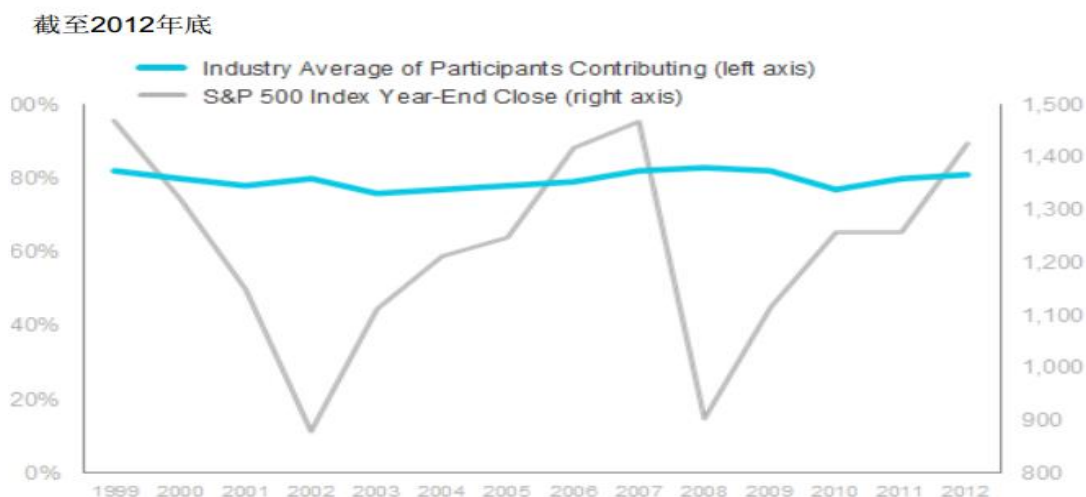
举个实际的例子，有一个大的客户，美国一个大的连锁店，我们是他们的账管提供机构。在实施自动默认参加计划的措施之前，他们的参加率是 48%，这个法律通过之后，参加率提高到 96%，增加了一倍。

第二个重要作用一定要有创新的金融产品。这里面有很多，当然保险业也创新过，通过可变年金，类似于 FOF。再就是基金业所推出的，也是 FOF 的方式来进行帮助“401(k)”和 IRA 的参加者进行投资管理。我们的调查数据显示，有 60%左右的 401(k) 和 IRA 的参加员工，他们没有信心甚至不懂如何进行自己投资的资产配置。

那么，通过专业的基金公司，根据离退休日，叫退休日基金。美国没有法定的退休日，一般可以通过现在的岁数距离享受社会保险金的岁数（现在定的是 65 岁）来设计这个产品，通过 FOF 进行不同的配置，在不同的时间设置不同的产品。通过对权益类和固定收益类进

行不断的调整，来达到最佳的投资收益效果。做这两大要务，是美国金融界的一大进步。

根据最新美国央行的统计，美国到 2015 年第二季度底，全国的净资产是 89 万亿，金融资产是 72 万亿，72 万亿当中 30% 是养老金资产，也就是说，将近 22 万亿是养老金资产，占有、美国所有金融资产的 30%，远远超过银行、保险、资产管理公司的资产总和。在美国，养老金就是第一大金融机构，他们的资产最多，积累的时间最长，而且是长期投资于金融市场、资本市场。



养老金资产是一个很黏的资产。在不同的市场环境里面，养老金参加计划和 IRA 并不因为市场波动、大的金融危机，而停止缴费。从上图可以看到，蓝色是 401 (k) 计划的参加员工，灰色是市场波动，第一个跌到谷底是 2002 年，第二次是 2008 年的金融海啸，市场出现这么大的波动，401 (k) 计划缴费率几乎持平，没有大变化。

在资产的配置上，深入人心的投资者教育也是值得金融界借鉴和学习的。投资者教育在美国做了很长时间，金融公司进行积极的配合和创新，不断的利用新手段，跟着科技的发展，原来通过简单的信件，

现在通过多途径的教育材料，宣传浅显易懂投资教育的文章。通过调查发现，这都是金融公司做的贡献。在他们的脑海里边，401(k)和IRA的投资和他们自己散户的投资，应该是区别对待，所以一出现金融海啸，零售散户投资的账户波动很大，但是对他们的401(k)、IRA的账户没有变动，教育的切入点就是通过这种方法在股市下跌的时候，你缴同样的钱就会买更多的份额基金、股票、债券，这种教育很成功，但是也要由金融公司专门研究怎么以一种语言去教育普通的民众。

我们跟美国的迪斯尼有一个专门的合作，从儿童做起。我们有一个儿童版的教科书，教育投资A、B、C，现在去美国的迪斯尼乐园，我们公司专门的投资亭设立起来，从小开始进行这方面的教育，多元投资、减少风险，要认识市场的波动性，等等。这些都是金融界可以以实际行动支持养老产业、金融业可以发展的借鉴做法。

我们要积极的推动，积极的创新，为国家的立法机构和监管机构出谋划策，制定出有利于养老金融业发展的相关政策。

甯 辰：MOM 模式助力投资养老



甯辰：中国养老金融 50 人论坛核心成员、盈诚投资副董事长兼 CEO

我今天主要想跟大家分享的是“MOM 模式助力投资养老”，主要分为三个部分：

一、投资养老是大势所趋

董克用教授在 2013 年发表文章提出，我国应该建立起完善的三支柱的养老金体系，即政府主导的第一支柱基本养老金制度；企业和职工自愿建立的第二支柱职业养老金制度；第三支柱的个人养老金制度。然而从发展现状来看，和美国相比，中国第一支柱积累了 3.5 万亿的人民币，美国是 2.8 万亿美元；在第二支柱养老基金上，美国积累了 15 万亿美元，我们仅仅不到 1 万亿人民币；第三支柱美国积累

了 7.4 万亿美元，我们现在还没开始。从国际经验来看，我国发展第三支柱通过投资来养老，是大势所趋。

我个人认为，第三支柱的最大特色就是税收优惠。虽然，这种税收优惠覆盖面可能只有小部分人口，但我个人认为这是一种理念和态度。在中国，目前全社会还没有养成一个养老规划，这是很多人面临的问题，几千年来中国的传统是宗族养老，不是靠单一一个家庭，是一个家族，家庭是第二位的，政府只是一个补充。但在目前人口老龄化的挑战下，家族养老、家庭养老已经逐步弱化，在这个过程当中，绝大部分人根本没有养老的规划意识，体现在所有的投资行为完全是短期的，以收益目标作为标的，没有按照自己的资金任务规划来做一点投资。所以，我们会看到炒房、炒股票，如果政府推出一个税收优惠的话，是实实在在的政策支持。

另一方面，也是一种理念的引导。现在参与了长期的养老投资，让自己来做决策，可能效率更高。第三支柱的发展策略，一个是税优，再就是建立一个养老账户，由于工作的变更和人才的流动，不会使养老投资产生中断。总体来看，投资养老就是大势所趋。

但是，我所在的公募基金行业，以往对养老投资产品供给是不足的。本来，养老基金应该是基金公司的重要资金来源，在美国有 50% 以上的个人退休账户由公募基金管理，在中国不是太理想。中国目前公募基金数量超过 3000 支，在 3000 支里边专门为养老群体来服务的产品，不超过 10 支。第一支只是 2006 年汇丰晋信推出的两支生命周期基金，再有就是在 2013 年的时候，完全是模仿社保基金理事会的

产品，包括投资策略，完全是照抄安康养老的基金形式，但效果都不是很好，老百姓和社会并不认可，规模和影响力都不大。

仔细思考一下，可能跟社会习惯、理念有关系。养老金要求绝对收益，对负向波动非常敏感，在这一点上，和原来的传统公募行业产生一些影响。所以，我认为公募行业也在变化，绝对收益理念开始得到认可。包括证监会在上周推出 FOF 管理办法都是对其反思和修正。

二、我国基金业传统模式供给不足

在这种情况下，个人投资选择权缺失，产品线太单一，不能满足不同年龄阶段的养老需求。

现在 3000 多支产品里边，大部分是叫“成长”，大都是从投资端、从基金公司自己角度去推出的产品，而不是从客户的需求来出发。2007 年、2015 年两波股灾，有人买了成长型基金很惨。年轻人看到了股灾，买了很多稳健型的产品，实际上拉低了年轻人的收益，不能像生命周期基金，为了特定目标，帮助客户，按照他的目标来进行有效配置，进行风险的控制和选择，这就是个人投资选择权缺失的问题。

规模变动和业绩波动互为因果，恶性循环。作为公募基金，要随时面对客户的突围，把基金当作股票来炒，当然是不稳定的。基金不稳定的情况之下，就会产生非常致命的问题，该加仓的时候不敢加仓，要面对资金突破重围；该减仓的时候，老百姓看到你挣 20%、100%，想大量涌进来，在最高的点涌进来，公募经理必须要进行基金配置，变成正向循环。美国的公募基金，有一大部分资金用于养老，这个时候基金经理如果能够按照配置去做一些事情，使巨大的回撤、波动降

低，变成正向的循环。

三、MOM模式的比较优势

最近，MOM能够给我们提供解决方案，就是管理人的管理人。这就是社保基金理事会一直在用的方法，在国外也非常的盛行。MOM管理人的方法，通过长期跟踪研究基金经理的投资过程，按照客户的目标、按照客户的需求，制定符合客户的策略，需要高风险的还是需要低风险的，按照这种策略从市场上挑选基金经理，构建一个管理人组合。所以，这是一个MOM多个基金管理人的一种。上周证监会推出FOF的管理办法，基金中的基金。这个基金专门投其他基金产品的产品，FOF投的是优质的基金产品，MOM投的是人。FOF投资一个已经存在的产品，MOM需要新设。由于这种特点，就会有第三点的区别。

FOF基金只能是事后管理，按照证监会的监管要求，一个公募基金，只要是私募，只要持有人多的话，不是一个人，公开任何的信息应该向所有人公布，每个季度披露一次。除此之外，其他人获得信息是违法的。所以，你的管理者对FOF各个子产品的管控，只能是事后监管，通过看季度报表决定是加仓还是减仓。MOM是直接对基金经理进行投资，兼顾每一个投资行为，每天都会反馈回来，随时监控投资行为和当时设置的目标、方向是否一致，如果不一致，随时可以提醒。MOM可以随时随地监控整个组合里面的投资行为，保证它始终向着设定的投资方向发展。

MOM的优势，一个是分散资产配置，降低组合风险。在现在市场的环境之下，单一产品的单一投资策略，不会满足于任何一个客户群

体的需求。我们买房子放着，这就是单一产品，单一策略就是做多，买几年以后卖掉，但是目前环境下实现较大回报的难度很大。如果想获得绝对收益的话，必须是多品种、多策略的投资组合，才有可能为我们构建出来一个绝对收益产品。这也是 MOM 的优势，这是现在市场环境所决定的。

二是投资过程很透明，风险是可控的，非常适合追求长期、稳健收益的合作者。这一点上，在国内外已经验证了。国内验证最好的就是全国社保基金理事会，每年百分之八点几的收益，持续稳定的。

我们先制定一个大的资产策略，有的客户可能愿意冒风险以期望获得高收益，有的客户更注重安全稳定。定完大方向以后，根据宏观经济分析，做一个组合，这个组合里对冲了多少，包括股权投资多少，根据这个再去筛选管理人，每个小组筛选管理人。再根据实时的绩效评估和投资的分析，进行风险控制，这是整个 MOM 的运营流程。

根据美国波士顿咨询公司的报告，2000 年到 2006 年，美国 MOM 从 2400 亿增加到 6400 亿，最关键从 2002 年开始美国零售 MOM 规模增速已超越机构 MOM。目前我国国内最好的 MOM 管理机构是社保基金理事会，零售、普通的机构都不接受。所以，在这个领域里边，我认为资产管理机构供给严重不足，这也是我为什么自己从市场的从业人员跳出来做 MOM 的投资管理公司的原因。

基于 MOM 这种模式，获取长期稳定的投资收益优势，我相信这个模式将非常有助于第三支柱养老的发展，也促进我国储蓄养老向投资养老转变。

董登新：我国金融支持养老现状分析



董登新：中国养老金融 50 人论坛特邀成员、武汉科技大学金融证券研究所所长、教授

对于金融支持和养老服务业，应该是鱼和水的关系，养老服务业做不好的话，金融支持无从下手。一说养老产业，大家都想赚钱，应该是一个系统工程、是一个生态。如果生物链不能打造得非常流畅的话，任何金融支持很难从中获利。

今天，我想从 15 个方面概括一下中国的金融如何支持养老服务业的大系统。金融支持养老服务业，大概分为几个方面：

一、政府引导基金支持养老

政府先行，大概有三个手段，金融支持主要是融资、募资、投资，

政府的基金也是他金融支持的渠道。在中国来讲，这个渠道很重要。鼓励有条件的地区探索建立养老产业投资引导基金，通过阶段参股、跟进投资等方式，引导和带动社会资本加大对养老服务业的投入。

政府引导基金的模式，大体归为三种，初期阶段采取“补偿基金+股权投资”模式，以快速启动引导基金，尝试引导社会资本引入养老投资领域；成长阶段采取“引导基金+担保机构”模式，扩大融资规模，加速养老投资发展；相对成熟阶段采取 FOF 模式，引导基金不直接投资于项目，而是作为母基金，以参股形式与国内外 VC、PE 合作，设立并管理更多子基金。

政府的引导基金，2014 年底，中央财政下拨专项资金，在全国 8 个省份试点设立健康养老产业基金，湖南省做的比较早。2015 年 8 月，全国首支省级政府引导型健康养老产业基金——湖南健康养老产业投资基金成立。该基金首期规模 45 亿元，远期规划劣后级资金 100 亿元，基金采取 PPP 模式。该基金核心发起人及受托管理人，是湖南高新创业投资集团。

在投资方式上，该基金采用“股债结合，以股为主”，重点投资于养老服务连锁经营、康复医疗和老年病治疗、候鸟式旅游休闲养老、老年人大数据平台建设与运营等领域。2016 年 1 月，引导基金投资 2000 万给民营养老机构——湖南万众和社区服务管理有限公司，成为公司第三大股东，为万众和居家养老“连锁化”提供专业指导和资金支持。自 2014 年 9 月国家发改委陆续推出 11 大类重大工程包以来，截止 2016 年 7 月底，健康养老服务重大工程 15 个专项已全部开工，

累计完成投资 3724 亿元，占全部项目 5.8%。

二、PPP 项目支持养老

政府的资金和社会资本融合的方式，目前在很多地方希望把政府的引导基金适度的那一部分做 PPP 项目。鼓励银行、证券等金融机构创新适合 PPP 项目的融资机制，为社会资本投资参与养老服务业提供融资支持。除此之外，积极探索与政府购买基本健康养老服务配套的金融支持模式。PPP 项目投资金额比较大，操作相对比较透明。一般规模太小的话，不大适合 PPP 的项目，看到很多的养老项目，规模不是特别大，不一定很快用得上。

PPP 模式通常包括委托运营 (O&M)、建设-拥有-运营 (BOO)、转让-运营-移交 (TOT)、租赁-运营-移交 (LOT)、建设-运营-移交 (BOT) 等方式的合作。

三、政府采购支持养老

政府购买服务项目通常包括公办养老设施管理与维护服务，为老年提供生活照料、家政服务、精神慰藉、卫生保健等居家养老服务，养老护理人员培训服务，老年法律援助服务，医养结合型社区养老服务，老年医疗、护理设备设施服务，信息技术养老服务，农村社区养老服务等。

制定政府购买养老服务指导性目录，建立健全由购买主体、养老服务对象以及第三方组成的综合评审机制，加强购买养老服务项目绩效评价。将政府购买服务与满足老年人基本养老服务需求相结合，优先保障经济困难的孤寡、失能、高龄等老年人服务需求，逐步拓展政

府购买养老服务的领域和范围。该模式下社区受惠大、收益比较大。

四、银行贷款支持养老

建立适合养老服务业特点的授信审批、信用评级、客户准入和利率定价制度，提供差异化信贷支持。鼓励银行业金融机构探索以养老服务机构有偿取得的土地使用权、产权明晰的房产等固定资产为抵押，提供信贷支持。鼓励银行业金融机构积极开展应收账款、动产、知识产权、股权等抵质押贷款创新，满足养老服务企业多样化融资需求。对建设周期长、现金流稳定的养老服务项目，鼓励银行业金融机构适当延长贷款期限，灵活采取循环贷款、年审制、分期分段式等多种还款方式。

五、商业保险支持养老

推动商业养老保险逐步成为个人和家庭商业养老保障计划的承担者、企业发起的养老健康保障计划的提供者、社会保险市场化运作的参与者，支持有条件的企业建立商业养老健康保障计划，促使商业保险成为社会养老保障体系的重要支柱。

大力拓展企业年金、商业团体养老保险等企业补充养老保险，促进企业补充养老保险进一步向中小企业覆盖。开展个人税收递延型养老保险试点，继续推进老年人住房反向抵押养老保险试点，发展独生子女家庭保障计划，丰富商业养老保险产品。积极开发长期护理保险、健康保险、意外伤害保险等保险产品，助推养老、康复、医疗、护理等服务有机结合。支持保险公司发展农民养老健康保险、农村小额人身保险等普惠保险业务。大力发展养老机构综合责任保险，为养老机

构运营提供风险保障。

发挥保险资金长期投资优势，以投资新建、参股、并购、租赁、托管等方式，兴办养老社区和养老服务机构。鼓励保险公司在风险可控的前提下，通过股权、债权、资产支持计划、保险资产管理产品等多种形式，为养老服务企业及项目提供中长期、低成本的资金支持。

六、租赁、信托、担保支持养老

鼓励金融租赁公司开发适合养老服务业特点、价格公允的产品，提供融资租赁等金融服务。鼓励信托公司利用信托制度优势，积极开发各类附带养老保障的信托产品，满足居民养老领域金融服务需求，支持养老服务业发展。鼓励金融机构创新与融资担保机构合作模式，以政府性融资担保机构为主，引导各类融资担保机构加大对养老服务业的支持力度。

七、债券支持养老

支持处于成熟期的优质养老服务企业通过发行企业债、公司债、非金融企业债务融资工具等方式融资。鼓励中小养老服务企业发行中小企业集合票据、集合债券、中小企业私募债，积极发挥各类担保增信机构作用，为中小养老服务企业发债提供增信支持。对运作比较成熟、未来现金流稳定的养老服务项目，可以项目资产的未来现金流、收益权等为基础，探索发行项目收益票据、资产支持证券等产品。支持符合条件的金融机构通过发行金融债、信贷资产支持证券等方式，募集资金重点用于支持小微养老服务企业发展。

八、金融理财支持养老

鼓励银行、证券、信托、基金、保险等各类金融机构针对不同年龄群体的养老保障需求，积极开发可提供长期稳定收益、符合养老跨生命周期需求的差异化金融产品。大力发展养老型基金产品，鼓励个人通过各类专业化金融产品投资增加财产性收入，提高自我养老保障能力。加快老年医疗、健身、娱乐、旅游等领域消费信贷、信托产品创新。鼓励银行业金融机构探索住房反向抵押贷款业务。鼓励金融机构积极探索代际养老、预防式养老、第三方付费养老等养老模式和产品，提高居民养老财富储备和养老服务支付能力。

九、私募基金（VC/PE）支持养老

鼓励金融机构通过基金模式，探索运用股权投资、夹层投资、股东借款等多种形式，加大对养老服务企业、机构和项目的融资支持。同时，鼓励风险投资基金、私募股权基金等投资者积极投资处于初创阶段、市场前景广阔的养老服务企业。

十、IPO 的支持养老

支持处于成熟期、经营较为稳定的养老服务企业在主板市场上市。支持符合条件的已上市的养老服务企业通过发行股份等再融资方式进行并购和重组。探索建立民政部门与证券监管部门的项目信息合作机制，加强中小养老服务企业培育、筛选和储备，支持符合条件的中小养老服务企业在中小板、创业板、新三板上市融资。探索利用各类区域性股权交易市场，为非上市养老服务企业提供股份转让渠道。

十一、上市公司支持养老

传统企业转型养老地产服务供应商，具有可行性和连锁化潜力。

巧用“互联网+”打通老龄化大城市的脉络，与政府深入合作。养老产业携手“大健康”+“大休闲”，受益于消费升级和经济转型。

十二、地产支持养老：退休社区

主要是保险系、房企系、其他央企系。很多机构养老模仿美国的太阳城，中国现在做不到，主要是以养老院的方式来做，太阳城是大规模的来做。万科在这方面也想做品牌的开拓和实验。武汉有低端的，也有高端的，例如采用会员卡的形式，中低端收入者是没有办法承受的。

十三、金融服务支持养老

金融机构要积极介入社会保障、企业年金、养老保障与福利计划等业务，做好支付结算、账户管理、托管和投资等基础服务。鼓励银行业金融机构发行为老年群体提供特定服务的银行卡等非现金支付工具，适当减免开卡工本费、年费、小额账户管理费等费用，探索提供商户优惠、医疗健康、休闲娱乐、教育咨询、法律援助等配套增值服务。加强老年金融消费者教育和权益保护，加大理财产品等新型金融业务的宣传和普及力度，拓展老年人金融知识，银行业金融机构对老年人办理大额转账等业务应及时提醒查阅，在面向老年人销售保险、理财产品时，应严格遵守有关规定，不得误导销售或错误销售。鼓励有条件的地区积极运用财政贴息、贷款风险补偿、担保增信等政策工具，加大对金融支持养老服务业发展的政策激励和扶持。

十四、外资支持养老

现在很多国内的品牌都在引入国外的品牌，如日本、以色列的，

把他们的模式、先进的养老社区管理模式拿到中国来实验，也有部分的外资企业直接来调研，这方面的话，已经有相当部分的案例。

十五、“互联网+”支持养老

这个是很重要的平台，一个连接器，一个架构。金融支持养老服务业，我想把它定义为养老金融，研究金融支持服务业的行为模式，或者是金融支持养老服务业的活动总和。对于如何解释，什么叫做养老金融？确实很困难。分为三个支柱，或者是三个方面。如何让它的层次性、逻辑性更强，将来能否把养老金融理解为金融支持养老服务业的行为模式、活动的总和。但这里确实需要找到一个逻辑，所以，我们确实应该把“养老金融”这四个字有一个科学的概述。

整个养老服务业，从养老的角度去看它，既有盈利的。从养老的事业角度去看，包括政府的出资，政府的支持的角度去理解。把养老产业真正当成一个新兴产业去打造的时候，如何从最底层，把生态链、环节去净化，慢慢的搭建这样一个庞大的产业体系，需要比较长的时间，现在是起步阶段，发展很快，但是有的地方重复建设，发展过快，还有的地方是短板，“瘸子”很多。

2016年11月CAFF50动态

1. 11月2日，海南大学刘德浩副教授经申请和成员推荐、秘书处审议，成为中国养老金融50人论坛特邀研究员。

2. 11月24日，中国养老金融50人论坛2016年年会筹备会议在中国人民大学举行。会议主要讨论了论坛年会进展情况及其推进过程中需要完善的细节问题，论坛副秘书长王赓宇，秘书处马媛媛，兴业银行相关负责人参加了会议。

3. 11月28日下午，CAFF50专题论坛《金融服务养老的现状与前瞻》在中国人民大学成功举办。此次专题论坛的主讲嘉宾是中国养老金融50人论坛核心成员、中国政法大学法与经济学研究院胡继晔教授。专题论坛由中国养老金融50人论坛秘书长、中国人民大学董克用教授主持，中国养老金融50人论坛核心成员、中国人民大学李珍教授担任点评嘉宾。中国人民大学张琼副教授，中国养老金融50人论坛副秘书长、特邀成员王赓宇，全国老龄法律论坛陈洪忠秘书长，以及来自相关机构、高校共40余位嘉宾参加了本次活动。

4. 11月29日下午，中国养老金融50人论坛与人民网联合举办“发展养老金融、应对老龄化挑战”闭门研讨会。论坛秘书长董克用教授，论坛核心成员、全国社保基金理事会规划研究部巡视员熊军主任，论坛核心成员、中国人民大学李珍教授，论坛核心成员、中国政法大学胡继晔教授，华夏基金养老金管理部执

行总经理胡兵，人民网副总裁罗华、人民日报社经济社会部高级记者高云才、人民网财经部主任柴哲斌、财经部副主任刘阳、人民日报内参部记者黄拯等嘉宾参会并开展讨论，双方还就未来的进一步深入合作达成了高度共识。论坛副秘书长、特邀成员王赓宇，论坛秘书长助理、特邀成员孙博等一同参会。

5. 11月30日，汇添富基金管理股份有限公司董事长李文先生受邀成为中国养老金融50人论坛核心成员。



秘书处联系人：马媛媛

Email: mayuanyuan@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，存档。

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net