

# 中国养老金融 50 人论坛 2016 年年会

会议发言材料

中国养老金融 50 人论坛  
2016 年 12 月 10 日

# 目 录

一、 欢迎辞.....	1
中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授致辞.....	1
兴业银行股份有限公司副行长陈锦光致辞实录.....	3
二、 主旨发言.....	4
全国社会保障基金理事会副理事长王忠民发言实录.....	4
中国社会保险学会会长胡晓义发言实录.....	6
三、 学术成果发布.....	10
社会科学文献出版社副总编蔡继辉致辞.....	10
中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授介绍《中国养老金融发展报告 2016》主要观点.....	12
四、 周年庆典.....	16
中国养老金融 50 人论坛学术委员会主席姚余栋致辞.....	16
五、 专题演讲.....	20
华夏新供给经济学研究院首席经济学家贾康演讲实录.....	20
全国社保基金理事会规划研究部巡视员熊军演讲实录.....	23
上海市宝山区委书记汪泓演讲实录.....	27
中国证券基金业协会副会长钟蓉萨演讲实录.....	34
中国保险资产管理业协会执行副会长曹德云演讲实录.....	39
六、 圆桌论坛：养老金融的实践与前瞻.....	42
建信养老金管理有限责任公司总裁冯丽英发言实录.....	42
长江养老保险股份有限公司总经理苏罡发言实录.....	44
瑞晖丽泽资本管理有限公司董事长王金晖发言实录.....	46
汇添富基金管理股份有限公司董事长李文发言实录.....	48
泰达宏利基金副总经理王彦杰发言实录.....	50
平安养老保险股份有限公司副总经理鞠维萍发言实录.....	52
七、 闭门研讨会专题演讲.....	54
吴玉韶主任专题发言.....	54
胡继晔：养老金缴费与投资模式选择.....	58
林羿：美国 IRA 的投资选择模式介绍.....	62

王彦杰：资产配置策略在养老规划的投资效益..... 65

## 一、欢迎辞

### 中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授致辞

尊敬的王忠民副理事长、胡晓义会长，各位领导，各位来宾，女士们，先生们：

大家下午好！

首先，我谨代表中国养老金融 50 人论坛对出席本次年会的论坛成员、参会嘉宾和媒体朋友们表示热烈的欢迎！

众所周知，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进程中。老龄化将成为我国在二十一世纪长期面临的严峻挑战，严重影响着我国养老金融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，金融工具和手段是积极应对人口老龄化的重要方式，也是适应传统养老模式转变、满足国民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。

老龄工作也得到了党和国家的高度重视。今年 2 月，习近平总书记对老龄工作作出重要指示，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，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。

然而，中国的养老金融业仍然处于初期发展阶段，养老金融体制尚不健全，养老金融市场尚不完善，与国民多层次、多样化的养老需求还存在较大差距。在此背景下，中国养老金融 50 人论坛在社会各界的大力支持下于 2015 年 12 月 9 日正式成立。论坛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。

养老金融 50 人论坛致力于从金融领域推动我国养老事业发展，不断践行“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”的使命。2016 年，论坛先后与全国政协、中国保险资产管理业协会、中国证券投资基金业协会、上海市金融办、吉林市政府、乌兰察布市政府等单位联合举办了一系列学术会议；在相关机构的大力支持下，举办了“北京峰会”和“上海峰会”；并成功举办了九期“CAFF50 专题论坛”；发布了两项重大课题成果；出版了《中国养老金融发展报告 2016》；印发了十二期论坛刊物《养老金融评论》。经过近一年的建设，论坛工作丰富有序，成果丰硕，影响深远。

中国养老金融 50 人论坛的发展离不开社会各界的大力支持。今天，在中国

养老金融 50 人论坛成立一周年之际，我们欢聚一堂，举办 2016 年年会。我们要特别感谢兴业银行承办此次年会，为年会做了精心的准备。我们希望通过本次会议，能够产生更为深刻的养老金融观点，为论坛的未来发展汲取更多营养。

中国养老金融 50 人论坛愿同所有致力于中国养老事业发展的机构和有识之士一起，共同承担养老事业的代责任，助推我国养老事业健康、稳步发展。

最后，在这辞旧迎新之际，祝大家工作顺利，身体健康，合家欢乐，万事如意！

谢谢大家！

## 兴业银行股份有限公司副行长陈锦光致辞实录

尊敬的王忠民理事长、胡晓义会长、董克用教授，各位中国养老金融 50 人论坛的成员嘉宾，女士们、先生们，媒体界的朋友们：

大家下午好！

非常高兴我们今天能够相聚在这里，共同见证和庆贺中国养老金融 50 人论坛成立一周年。

兴业银行作为国内第一家绿色银行，始终坚持把企业社会责任与可持续金融作为银行核心理念与价值导向，以现实行动落实科学发展观，服务社会的和谐建设。我们秉承“寓义于利”的社会实践观，将我们自身的发展与履行社会责任有机结合，并贯穿于银行金融管理和业务发展的方方面面。我们在办好养老金融业、服务国家应对老龄化进程这一战略上与我们中国养老金融 50 人论坛有着共同的理想和目标。兴业银行将持续加快老龄金融的市场布局，也将不断提升养老金融的服务能力，共同为我国养老事业的发展贡献力量。

本次峰会的主题是“新纪元、新蓝海、新征程”，这是对当前我国老龄事业发展的完美诠释。我们正在从事的养老金融事业，致力于为越来越多的老年朋友通过金融工具助推老有所学、老有所养、老有所依、老有所乐，为我们老年人的未来发挥正能量，做出新的共享。今天各位专家学者在此汇聚一堂，分享和研讨养老金融事业发展的最新进展，共商养老金融事业未来的发展大计，我们非常荣幸有机会承办此次峰会，预祝各项议程顺利进行，预祝本次峰会取得圆满成功。

谢谢大家！

## 二、主旨发言

### 全国社会保障基金理事会副理事长王忠民发言实录

社保基金一直是国有资产归集和划拨的主体，过去的 15 年间，国有上市公司归集融资额的 10%，以资金或者股票的权益形式划拨社保基金，总体上有 2500 亿左右，应该是构成了过去社保基金资金来源的主要部分。近一年来正在考虑未上市的国有股权也给社保基金划一部分过来。社保基金一直在未上市的国有股权当中争取哪一部分股权更好、哪一部分股权更有增值、带来现金回报的这一部分能够划归社保。

但是今天我想说的是，还有一部分国有股权社保基金想要，但是这部分股权目前在现实的资产物理形态当中并没有发挥多少资产的价值。这就是所有的国有机关、事业、企业、机构当中，作为疗养、作为培训、作为教育的那样一些基地和资产，这些资产在过去不同的地方，都以不动产的形式、有形资产的形式存在。但是目前，因为功能的转化，因为主体的组织机构目标的转移，这些资产目前是一种沉淀下的、效率很低、甚至于荒废的资产。我们原来害怕这部分资产可能会在经营当中有什么样的问题，但从养老金融的视角来看，这部分资产今天可能成为社保基金最受欢迎的一块资产。这是社保在归集国有资产来为养老事业服务当中的一点基本思考。

正好我今年列席六中全会，在总书记的报告当中听到了一句话，这句话是把过去尽管事业单位和企业的疗养、服务、培训的这部分资产要进行改革的顶层设计和资产重新管理的架构的重新改革，正好是我们刚才从社保基金视角当中看到的资产在不同的使用者、不同的管理者手中如何有效发挥作用的问题。把这个问题回归到养老服务的角度，我们发现今天养老服务存在着两个市场当中的根本的市场差别。一是社会资本在积极回应社会养老服务短缺当中构建起来了。有的金融机构、非金融机构搞了很多养老中心、养老院，但是由于地价，或者由于整体的投资于这些的生产要素在没有得到有效的税收优惠和制度规范聚集的时候，它的成本是高的，最后面向社会提供养老服务的价格收取标准是高的，所以能够进去的人，在养老自身的财务支持的力度当中没能够把供给和需求之间有效的结合。而过去真正在公有制当中构建的养老服务机构，目前由于它供给的有限性，特别是投资的有限性，使它供给的规模特别有限，以至于按照这样的收费标准，可以进去的人数量之多，就必须在外排队，据说有的可以排几十年、排几百年，我估计不要说几百，排 50 年，大概现在的老人，如果你 65 岁、70 岁的，如果再排 50 年，基本上不在了，不用进去。这是一个供求关系市场当中的巨大错误。

如果我们刚才说的这一部分能够以国有资产的形式划拨，我们把它盘活，把它运营好，就可以为养老群体提供更多的可获得的成本和支付能力下的养老服

务。如果我们今天从财务支持的角度看城里人的可获得性，若把这部分资产有效地以合理的价格拿过来去运行的话，是可以支持的。我们今天还面临着更多的社会群体，可能在养老当中财务支持力度还会很小。刚才在等候开会的时候大家讨论，今天如果农民的土地可以以三权分立的方式自动流转，农民可以不在自己原有的土地当中居住的时候，农民支付条件下的养老，能不能有可提供的养老院为他服务。由于农民也是中国社会公民的一分子，我们用国有资产归集的这一类东西，应该也是对他开放的、公平的一个分享主体，只有把存留的国有资产有效运用，才可以降低现有养老服务的成本和支付能力的要求，才可以让更多的社会基本收入群体获得一种可能获得性。

我原来想的是由社保基金直接把这部分资产划过来以后进行投资、综合运营、改善管理，皆对全社会开放的养老服务。有一次我在参加瑞士的会议时突然想到，这部分资产最好的方面是用 REITs 的方法，就是我们今天的主题养老金融的方法。用 REITs 基金的方法不仅可以把社会的资本接纳进来，还可以和划转国有资产的有效养老服务有机结合，还可以把养老金融化，这样的逻辑有机结合起来，用 REITs 的方法进行归集资本、获得资本，和原有的国有资产，把最不值钱的东西变成中国的养老服务获得者，可以得到性价比极好的而且可支付的一种养老服务体系，划拨给社保，用 REITs 的方式进行一种融资证券化和金融化的管理，社保基金再以一个独立的公司，把这部分资产可以管的最有效，而且这部分资产目前就在全国各地，就在每一个城市，里边还可以解决不动产有效的发挥，还可以把现有里面的管理人员、服务人员有效的发挥其价值。它不仅解决我们今天养老市场的有效供给问题，让里边原有的劳动者获得更好的就业岗位，还可以让更多的社会愿意为此做出服务的管理和劳动者进入这个领域当中。资本、土地、管理，都以 REITs 的方式、以社保基金的方式改革了一次国有资产的存量，我想可能是我们今天走出一条特殊的中国式养老 REITs、社保基金、养老服务产业链的有效贡献。希望大家都能从自己的角度为此添一把火，鼓一把劲。

谢谢！

## 中国社会保险学会会长胡晓义发言实录

各位下午好！首先代表中国社会保险学会祝贺中国养老金融 50 人论坛度过了非常充实也非常精彩的第一年。这一年论坛开展了多项学术活动，正如刚才秘书长介绍的，众多的有识之士围绕着老龄化高峰逼近的社会关切提出了很多的真知灼见，一会儿还要发布《中国养老金融发展报告 2016》。我认为这个论坛是一个有情怀、有担当、有社会责任感的交流平台，同时，对它更加精彩的发展前景也充满了期待。当然，借此机会我也祝贺刚刚获得全国社保理事会的基本养老保险基金投资资格的在座的这些机构，祝贺你们。

借这个机会，我想跟大家分享一个观点，我们应当适时地推动实现更加积极的老年保障政策。实际上去年论坛出现的时候我就讲到了这个概念，但是我当时还没有形成完整的想法，借这个机会跟大家谈谈我的想法，供大家参考。

上个世纪 80 年代，西方提出了积极的社会保障政策或者积极的福利政策，这是有缘由的，也有一种历史的必然性。经过了 70 年代的石油危机之后，欧盟既有的凯恩斯主义、贝弗里奇模式的社会保障体系实际上已经暴露出过度的福利依赖、政府责任沉重这样的弊端，于是积极的福利政策就应运而生了。

通过这些年的实践我们发现有几个特点。第一个，不局限于现今给付的范畴，而把福利的概念延伸到培训、教育、促进就业等等非现金的服务。第二个，突破了被动的救助贫困群体的这样一种后置的模式，而将保障功能前移提升到人的自我生存和发展能力，以预防贫困的普遍发生。第三个，重新调配政府、社会和公民的责任，谋求实现福利成本的分担。第四个，超越生、老、病、死、伤残这样一些社会保障传统的项目框架，把这个社会福利扩展到以工作为中心的这样一些更广阔的领域。

当然，我们国家的社会保障体系建设晚于欧美各国，在世纪之交前后这 20 多年时间，我们由政府主导，着力建立基本保障体系和扩大覆盖范围，我以为这是正确的选择。但是发展到今天，我们也开始遇到了当年困惑欧美等国家的矛盾，比如说人口加速老龄化，使享受社保福利的群体日益扩大，待遇水平持续提高，但是仍然难以满足更多的福利需求。同时，劳动力供给出现了增量减少的趋势，而少交费、虚报冒领等社会现象滋生，这些情况在欧美都发生过，不是我们特有的。而由此导致社保基金的缺口不断扩大，越来越难以维持长期的收支平衡，引起了社会的焦虑。

同时我们看另一个侧面，企业又要急切地呼吁降低社保费率、压缩劳动力成本，这就是一对矛盾。对此已经采取了一些措施，也起到了一定作用，而从长远看，在现有的制度安排基础上，调整政策取向，推进实现更加积极的社会保障，就需要提上日程了，而养老保障制度更应当是首当其冲。当下应该逐步以保障功

能为主，转变未来更加积极的制度安排。我讲推进实施积极的养老保障政策，并不是把现有的制度定义为是消极的制度，我没有这个意思。实际上现在的养老保险制度设计当中已经包含了很多的经济要素，比如说个人要多缴多得、长缴多得这样一种机制安排。比如说对于退休人员的基础养老金的指数化评价，还有个人账户养老金的计发系数，以及调整待遇与交费相关联的政策等等，这些都包含了积极的要素。

我讲要推进积极的养老保险政策，更主要的是考虑面对我们的社会结构变化、我们的社会形态变化和社会主要矛盾的显著变化，作为资源配置重要方式之一的养老保障制度，也要遵循事物发展的内在逻辑，与时俱进，顺势而为。比如说，更加强调公民福利权利与责任的平衡，适当控制传统的单纯社会救济的受益范围，谋求以工作为导向的福利制度，更加注重人力资本投资，以培训和教育作为新的普遍福利形式等等。

我们进一步增强养老保障的积极因素，其实不外乎减支和增收这两条路，其中有很多方法可以逐一研究，我就不细说了。我考虑更多的是一个很基础的问题，也许有人看来其实是很幼稚的问题，我想还是把它提出来，就是说我们今天到底应当怎么样定义老年人？是不是一个很基础的问题？我们观察到几乎所有的老龄化国家都制定了延迟领取养老金年龄的方案，而这些方案往往又引发某些社会群体的照顾和抵制。其中有许多缘由，但是归结到一点或者说最深层次的矛盾是什么，我认为是社会发展而养老保障的理念仍然滞后之间的矛盾。

比如说很多国家也包括我们，都在焦虑老龄化率迅速提高，说今天 15%，到某年就 20%了，到某年就 30%了，就变成两个人养一个人了，就变成一个人养一个人，这种忧患意识我觉得是值得肯定的，但是我有点不相信人类社会真的会发展到那一天，我不相信。为什么？就是我们不得不考虑这样一个问题，或者我们是不是有必要问这么一个问题，是谁告诉我们 65 岁就是老年人的，谁告诉我们的。你说国际劳工组织、某个经济组织。是，有人说了，经济学界好像也都是这么分析的，65 岁以上就怎么着怎么着了，但是我们再深入考察一下，这个概念是怎么形成的、什么时候形成的。我们研究以后发现，这是工业化时代的产物，因为在工业化时代，绝大多数 65 岁，开始是 60 岁，这两个年龄以上的人口，他的劳动能力衰竭了，从而丧失了收入来源，因此需要通过社会保障的制度来获取生存资源。不是这样的吗？而到了今天，已经星移斗转、时过境迁。别的国家我不论，就说我们国家，已经进入了中等收入国家的行列，也正在向后工业化时代迈进，这其中有两个显著的变化不可忽视：第一个变化，就是我们的劳动方式，不再以体力劳动为主，而经验在生产和经营性中的作用越来越大，这就使得劳动者实际劳动能力的边界得以延展；第二个变化，收入来源不再是单纯的靠劳动所得，越来越多的家庭中财产性收入的比重在增加、在提高，就是说老年人并不因

为退出了劳动领域而完全丧失收入来源。这两个大的变化就提出了一个问题，我们应当对什么人、以什么样的方式、在什么样的程度上来提供老年保障？是不是一直要遵循以前的方式、以前的标准和以前的边界呢？

我以为这至少可以寻求三个答案。第一，我们可能需要重新来定义老年人。和养老保障制度相关的三个要素：人口预期寿命、人的劳动能力、人的财富获得能力，这三种都是和社会经济发展正相关的，所以一成不变的按照既定的年龄来划定老年人的方式，我认为已经过时了。无论说你划到 60 岁也好、62 岁也好、65 岁也好、67 岁也好。从宏观上讲，不是说从个体上讲，未来可能需要不同时期人口结构变化进行弹性的调整，比如说每隔一段时间根据人口结构的变化，按照我们整个人口当中年龄最高的那个占比一定比例，比如说 15%，当然你也可以设计宽一点，17%、18%，那个作为一个提供老年保障的一个群体边界，我们可以从这个角度来思考这个问题。而对这个群体实行普遍的保障，并且根据这样一个大的概念来进行政策设计，维持平均的交费年限和平均的领取年限之间的稳定比例，比如说我们原来设计平均交费 30 年可以供养或者 35 年可以供养 15 年、17 年，未来可能我们需要交费 40 年来供养 20 年，因为人的预期寿命延长了，如此等等。当然这些调整不应当是随意的，而应当是遵循规律、相对稳定和可以预期的。

另外第二个结论是，我们可能需要给 60 岁以上的群体更多的工作选择权。也就是说不必再硬性的规定到了年龄就退休，而只是将特定年龄作为领取基本养老金的底线，可以由当事人根据自己的终身财务平衡、利益最大化原则来做出理性的选择。当然这样肯定是有利于社保基金的长期平衡，但是更大的经济效益我认为是增强所谓老年人的社会自信，他们不再是、也不应被当作只是能够消费社会资源的群体，而被当作是仍有机会成为社会建设的参与者和财富的创造者，要有这样的信心。当下很流行的一个段子说，在某国总统的竞选当中，两位 70 岁左右的男女，为了一个职位打的不亦乐乎，而我们这个年龄的中国的男女们，跳广场舞已经跳了十几年了，所以我说这样的反差也还值得我们深思。像董秘书长和我这样年龄的人，我们听到那句话，说是“比起那两位 70 岁左右的男女，我们人生的真正黄金时段也许还在前边”，这句话是何等的励志。

第三个思考，我们应当开辟老年人财富增长的更多渠道。我前面讲了一个前提，所谓老年人并不是因为他退出劳动领域就可能完全丧失生活来源了，财富的积累已经形成。所以在我们国家社会财富增长越来越多的老年人有了一定的财产性收入的背景下，发展养老金融是避免他们单纯依靠劳动积累获取生存资源的一个积极取向，我以为这方面研究意义重大，当然我不是这个领域的专家，我也无从知会，我更多的是聆听和进取。

后面两点，给老年人更多的工作权利和对他们的财富开辟更多的增长渠道，

都需要政府政策的支持。

我国就业政策原来有政府安置就业的提法，后来转变成为政府引导就业；从积极的就业政策，转变为更加积极的就业政策，叫政府引导就业和创业，这给我们提供了很好的经验。养老保障如果能够确立积极的理念，制定具体的政策，就有了坚实的理论基础，并且使相关的标准确定和调整能够机制化，避免临时性、间断性的行政决策，而由此节约下来的养老基金，可以投向开发老年适宜的就业岗位，形成良性循环。

观点不一定对，完全是供大家参考的。谢谢！

### 三、学术成果发布

#### 社会科学文献出版社副总编蔡继辉致辞

尊敬的王忠民理事长，尊敬的胡晓义部长，尊敬的董克用教授，我们中国养老金融 50 人论坛的各位专家成员，以及我们金融界的各位同仁：

大家下午好！

首先我代表这本蓝皮书的出版方，中国社会科学院社科文献出版社，对我们中国养老金融 50 人论坛 2016 年会的召开表示祝贺，也为这本书的两位主编表示感谢。

说起蓝皮书大家可能经常谈到，中国社会科学院发布什么什么蓝皮书，或者什么蓝皮书发布，什么什么观点，发布什么什么数据，这些成果基本上都是由我们来出版的。我们去年出版三百三十种左右，今年差不多三百七十八种，蓝皮书是应用对策研究成果，主要是对经济社会现实问题进行分析监测，并且提出建议。大家可能经常听到蓝皮书、绿皮书、黄皮书，给各位领导介绍一下，蓝色、绿色、黄色基本上也是约定俗成的，但是在我们出版社为了有所区分，我们用三种颜色：其中绿色主要是涉及到生态、农业、环保、妇女等等这些生态环保领域的；黄色的主要涉及到国际问题研究领域的；其余的像经济、社会、金融、文化等等基本上用蓝色封面。跟我们养老金融蓝皮书有关的一些蓝皮书，我们中国社科院金融所出了一系列的“金融蓝皮书”，我们前副院长李扬主编了很多金融类的蓝皮书，我们也有老龄科学研究中心，党俊武主任牵头的一种书“老龄科学蓝皮书”。凡是涉及到我们国家经济社会发展各个领域的，基本上都有了蓝皮书，300 多种基本上都有所覆盖，当然细分的领域越来越多，我们也欢迎社会各界、专家学者能够把自己的成果放到蓝皮书这个平台上来。

今天发布的这个蓝皮书是《养老金融蓝皮书》，我想这个主题的价值和意义毋庸多言，每个人都会老去，养老也事关每个人、每个家庭，自然就事关全社会。在谈养老金融之前，其实大家可以梳理这样一个事实：

第一个，中国已经进入老龄社会。2000 年的时候，中国 65 岁以上人口占比已经 6.96%，接近 7%，应该说进入新世纪，中国已经进入老龄化社会，我们这本蓝皮书，2015 年 65 岁老龄人口占比已经达到 11.6%。国际还有，14%为深度老龄化，达到 20%是超级老龄化。据世界卫生组织预测，2050 年中国将有 35% 的人口超过 60 岁，成为世界上老龄化最严重的国家，第一个事实，中国进入老龄社会。

第二个，中国“未富先老”，这个数据其实也很多，世界上发达国家进入老龄化时候，人均 GDP 基本上 1 万美元以上，我们 2006 年进入之后 2002 年，900 多不到 1000 美元，这样的情况下我们“未富先老”。

第三个，中国老年人的健康水平、生活水平还需要进一步提高。刚刚提到我们老龄化蓝皮书，2013年他们发布第一本老龄化蓝皮书，有一个数据，中国老年人慢性病的患病率非常高，也可以说老年人的健康水平有待提高。

第四个，中国区域差异、城乡差异非常大。也是这本老龄蓝皮书指出，中国老龄事业发展影响滞后。这种情况下，一方面，我国已经进步老龄化社会，另一方面，我国的老龄事业发展跟不上老龄化的进程。

这样的事实背景下发展养老金融可以说具有重要的意义，正如本蓝皮书指出的，养老金融涉及到安全和经济转型，事关老年人的福祉和金融业、养老业的发展。我们第一本养老金蓝皮书，从概念的界定、理论模型、战略思考，也从养老金的金融、养老服务金融、养老产业金融等几个行业进行深入的论述，在对大量数据进行分析的基础上，提出观点和对策建议，对发达国家发展养老金融的国际经验的总结和介绍有重要的借鉴意义，可以说养老金融蓝皮书有了一个很高的起点。

蓝皮书的特点要求它连续出版，每年至少要发布一本，在第一本的基础上我们想以后的蓝皮书研究，我们相信主题肯定会不断的深入和细化。比如有很多领域我们可以不断的再涉及。比如，由于中国地域辽阔、区域差别比较大，刚才说了，可开展区域养老金融的研究，因为东部地区和西部地区养老金融的基础也不一样；中国的城乡差别也比较大，可开展城市养老金融的研究和农村养老金融的研究；也可以关注重点人群，比如说失独老人养老金融的问题，失独老人的金融需求和养老方式肯定又不一样，这种情况下我们可以特殊人群看待。在深入细化的基础上，针对不同区域、不同人群进行政策设计，和社会以及市场的引导和服务。

另外，养老金也好、养老金融业也好，可以说是老年人的养命钱，保值增值很重要，对安全的要求也很高，也希望我们以后每一本蓝皮书都能对养老金融的有效监管开展研究，为养老金融的健康发展提供法律保障。

蓝皮书是应用对策的研究成果，在当前加强智库建设的背景下，也是重要的智库产品形式，希望养老金融蓝皮书的出版，能够为中国养老金融50人论坛发挥智库作用，提供有价值的高端平台。也祝养老金融蓝皮书越编越好，影响力越来越大，祝中国养老金融50人论坛2016年年会圆满成功。

关于第一本，也是我们最新2016年养老金融蓝皮书的主要内容和重要观点，下面我们有请蓝皮书的主编董克用教授上台介绍报告整体情况。

谢谢大家！

## 中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授

### 介绍《中国养老金融发展报告 2016》主要观点

感谢社科文献出版社！

我们论坛成立之后，除了刚才介绍我们举办了多次峰会和专题研讨会之外，我们在研究成果方面推出了《中国养老金融发展报告》。这样一个报告时间很紧张，这么短的时间，所以我们联系了社科文献出版社，我们应该怎么办，在社科文献出版社大力支持下，我们报告按期能够在一年的时候正好完成，能够出版。我也利用这个时间，根据我们学术委员会主席姚余栋所长的委托，简单介绍一下我们这个发展报告的一些内容。

这是第一本养老金融的蓝皮书，名字叫作《中国养老金融发展报告》，它和论坛的《养老金融评论》、《养老金融要报》并列为我们三大研究系列。我们邀请了潘功胜、杨子强、王忠民三位顾问担任本年度报告的学术顾问，我们论坛的核心成员担任了本报告的编委，由专家学者、政策人士、业界人士联合撰写，我们希望它兼顾了学术性和实践性。

大家手里拿到的这份报告，由总报告、战略篇、行业篇、专题篇和借鉴篇五部分共同组成。我们在总报告中界定了养老金融的概念、内涵和理论框架，阐述了发展现状与趋势，提出了我们对一些重大问题的看法，并且我们发表了养老金融论坛的宏观模型，预测了我国老龄化对经济的影响，提出了对策，这是总报告。

我们有三篇，大家可以看到。一个是对养老金融概念的界定、理论体系和发展趋势，一个是战略篇，就是我们曾经在北京峰会上给大家初步发表的，关于我国养老金融体系的一些战略思考，特别是对中国式的一、二、三支柱的思考，我们有中国老龄化宏观预测模型的发展，这是我们的战略篇。

我们的行业篇，有养老金金融报告，主要讨论的是变革期的养老金资产管理多元化。我们有养老服务金融报告，主要是讲了跨行业的金融探索与创新。我们有养老产业的金融报告，主要看了养老供给侧改革的新支点。我们有老龄产业报告，这是我们老龄委党俊武主任主持的，介绍我们的现状、挑战与行业走向。我们有养老金产品报告，里边特别讲了养老金投资产品化的发展路径。

在专题篇中，主要是我们的核心成员。专题篇我们对于养老金投资的理念和逻辑进行了深刻的总结，将国际视野与本土实践相结合，探讨了企业年金、职业年金等等怎么办，这里边主要有三篇：一篇是我们熊军主任提出来的他的研究，叫养老金投资的“锚”，这是我们内部研讨会首先做的，已经发表；另外一篇是我们长江养老苏罡总经理，他从理论到实践阐述了员工持股计划；还有一篇是董登新教授研究的中国强制公积金建设之路。

作为借鉴篇，主要有这样四篇报告：一篇是我们建信养老冯总，他讲了美国

养老金入市对中国的启示，一篇是董登新教授写的，世界养老金体系现状与发展趋势，还有我们论坛的青年研究员写的关于海外养老金机构的运作模式，养老金监管的国际经验和借鉴，海外养老金投资的产品模式和借鉴等等。

我们能够出版特别要感谢大家看到的大屏幕上面的这些机构，排名不分先后，我就不一一念了。这里既有我们的核心成员，也有我们一些媒体和政府的资助、帮助。

下面我简单介绍一下我们发展报告中的几个主要观点。

第一，我们如何界定养老金融。我们觉得这是一个很重要的问题，我们自从去年12月9日提出养老金融50人论坛之后，社会各界对什么是养老金融也在不断的探讨，我们也在不断的思考到底什么是养老金融。我们是这样来界定的：养老金融指的是围绕社会成员的各种养老需求所进行的金融活动的总和。它包括了以下三个方面的内容。

1，养老金金融。就是为储备养老资产我们进行的一系列的金融活动，包括养老金的制度安排，你从年轻的时候就开始交养老金，一方面交社保，一方面交企业年金，像我们现在在交职业年金，这是在做什么？这是在做养老金的资产安排。没有这些养老金的资产，老了没钱什么都谈不上。刚才无论是王忠民理事长，还有我们胡晓义部长都提到了，这个制度安排是基础，没有这样的制度安排不可以，所以这是养老金金融。

2，养老产业金融。就是为养老相关产业如何提供投融资的支持，这些金融活动，包括也是两位主旨演讲中提到了，比如说即便看我们的农民，他有没有资产？他是有的，他虽然没有像城里人那么昂贵的房产，但是现在我们承包的土地正在三权分治，这个住宅用地，他老了，不能自己照顾自己，他年轻一代的孩子们都进城了，这些资产怎么盘活？我觉得这都是金融支持我们的养老产业发展的。

3，养老服务金融。就是为满足老年人的消费需求来进行的金融服务活动，包括我们为老年人提供特定的产品，让他们能够把我们手里的资产，包括货币资产，包括非货币资产，怎么能够盘活，怎么能够保值增值，保护好，能够安度晚年，所以这样的金融服务。

我们认为养老金今年，五年后我们规模会有望达到10万亿，成为资产管理行业的新蓝海，所以我们今天提出来“新蓝海”这样的概念。我们认为养老服务金融会逐渐引起央行、信托行业的高度关注，实现初步发展。而养老产业金融，我们认为尚未形成成熟的业态，需要政策性和市场化手段予以支持。

第二，这张图我想大家参加过北京峰会很熟悉的，我们认为我们的养老金制度这些年来的确有了很大的成绩，但是我们确实有不足。它的不足就表现为我们基本养老有点一支独大，而且基本养老资金总量又很小，我们的第二支柱发展滞

后，我们的第三支柱尚未建立。所以养老金资产占 GDP 比重不到 10%，而像发达国家，很多发达国家他们都实现了多支柱的均衡发展，特别是第二、第三支柱，作为养老金的主体、养老金的规模都占了 GDP 约为 OECD 平均的 77%了。我们怎么办？我们觉得还是要建立均衡发展的政府、企业、个人共担的有中国特色的这种多支柱养老金体系，包括可以改造我们现在的体系。我们现在的体系是有它的历史成就的，它当初的设立是有道理的，不是没有道理的，因为时间关系今天就不多论述了，但是下一步发展遇到了瓶颈，所以我们建议还是能够完善我们的基本养老保险中的社会统筹和个人账户这样的模式。怎么完善呢？还是应该适度分离开，使我们的第一支柱能够建立公共养老金，我们的个人账户能否和企业年金、职业年金共同建立起我们的第二支柱、国际通用的职业年金，而加快我们第三支柱的建设。这些观点我们已经在北京峰会上讲过了，我们还在进一步完善。

下一个观点，我们看到我国的人口老龄化有三大趋势、五大影响，我们提出来四大对策。这是根据我们中国养老金融 50 人论坛的宏观经济模型，也是中国人口长周期一般金融模型得到以下研究结果，这主要是姚余栋先生带领这些团队一起来做的。看到我们有三大特点：

第一，老龄速度快。发达国家的老龄化是一个缓慢的过程，和他们相比，我们国家的老龄化是迅猛的过程。

第二，女性老人多。全世界都一样，女性比我们活得长。

第三，农村老人多。因为我们的城市化过程和老龄化过程同样一个速度进行，而城市化导致年轻人进城，所以农村的老年人处境非常值得全社会的关注。

五大影响：

第一，经济的潜在增长率可能会下降。

第二，2020 年杠杆率可能会达到 260%，以后小幅增长。

第三，2021—2035 年可能会出现两次人口逆城镇化的过程。

第四，资产价格会出现周期性波动。

第五，未来我们面临比较严峻的老龄化的缺口，所以延迟退休年龄是不可避免的，它的确一个重要措施。

四大对策：

第一，需要进一步调整生育政策，提高总和生育率，因为我们的总和生育率是不高的，凡是华人的地方其实总和生育率都不高，不止在大陆。

第二，进一步扩展和培育更多的一线城市，合理的引导人口的迁移。我们现在一线城市还不够多，仅靠这几个北、上、广、深是不够的，这样使我们一线城市压力太大了，都要来一线城市，所以房价根本挡不住，所以我们应该培养更多的一线城市。

第三，我们应该采取地方债置换，优杠杆，而不是降杠杆的手段。

第四，大力发展职能资本，通过机器人、智能网络等解决我们老龄社会出现的劳动力短缺等等这方面的问题。

最后一个，我们预测了一下，5年后我们国家养老金市场规模我们认为有可能接近10万亿，我们怎么样判断呢？

第一，资本养老金。目前累计结余3.5万亿，未来5年达到5万亿，按照60%委托运营，5年后有望达到3万亿。

第二，企业年金。目前规模1万亿，近5年年均增速20%，特别是我们的职业年金进来了，所以5年后的规模有望接近2万亿。

第三，职业年金。缴费规模目前1千—2千亿元，5年有望达到1万亿。

第四，社保基金。目前规模2万亿，增长率10%，5年后有望达到3万亿。

第五，个人税延养老金。政策推出后每年增2千亿，落地以后，5年后市场规模有望达到3万亿。

我们乐观预测，5年后我们国家进入市场的养老金有望接近10万亿，所以资产管理业非常重要的一块领域。

养老金金融报告我们注重前沿性、实践性，我们兼顾理论性，旨在为养老金领域的政策部门、业绩机构、专家学者提供一些参考资料，我们金融报告也会每年推出，我们诚挚地欢迎养老金金融领域的专业机构和资深人士共同参与，一起来做好我们每年的《养老金金融发展报告》。

谢谢各位！

## 四、周年庆典

### 中国养老金融 50 人论坛学术委员会主席姚余栋致辞

尊敬的王理事长、胡部长、董秘书长，各位领导，各位专家，各位媒体朋友们，请允许我这次也跟大家汇报分享一个新的想法，就是以养老金融为基础，建立医、养、健相结合的养老新理念与新体系。

在我国人口老龄化不断加剧的背景下，应对人口老龄化挑战得到了党和国家的高度重视。今年 2 月，总书记对老龄化工作做出重要批示，他说的是，“对老龄化工作要做到及时应对、科学应对、综合应对。”今年 5 月，中央政治局就我国人口老龄化形势和对策举行了第 32 次集体学习，总书记明确指出，“要适应时代的要求，创新思路，推动老龄工作向主动应对转变、向统筹协调转变、向加强人们全生命周期养老准备转变。”今年的 8 月份，全国卫生与健康大会召开，习总书记也提出了一个非常重要的想法，就是“要努力全方位、全周期保障人民健康”。随后，党中央国务院发布了《健康中国 2030 规划纲要》，这个纲要指出，要在普及健康生活、优化健康服务、完善健康保障、建设健康环境、发展健康产业，把健康融入所有的政策，加快转变健康领域发展方式，全方位、全周期维护和保障人民健康，大幅提高健康水平。

我们知道，在过去的约 6 年左右时间内，或者是更长一段时间，我国研究老龄化的很多学者们提出了一个非常重要的概念，叫做医养结合，医养结合经过这些年的研究，已经取得了重要进展。2013 年国务院《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》中已经把医养结合第一次做了重要的部署，随后一共有 11 个文件，从国务院到各部委，还有十部委关于医养结合的问题。但是我觉得党中央、国务院要求顶层设计、科学设计，我觉得医养结合是很好的，但是是不足够的，或者是不充分、有缺陷的。为什么呢？一是，人的寿命长短有高度不确定性，寿命长是个风险点。人类社会处于原始社会的时候，他的平均预期寿命是 26 岁左右，要追逐野兽打猎，到工业革命的时候，英国发生工业革命的时候 40 岁。到我们国家，1950 年预期寿命是 46 岁，2000 年就是 71 岁，2005 年的时候是 75 岁。中华传统文化是“天年”，“天年”是多少？是 120 岁。刚刚胡部长说，什么是老年？是不是以前我们有一句话，我记得《莫斯科不相信眼泪》里面说 40 岁人生刚刚开始。如果换句话是不是 70 岁人生刚刚开始，干吗跳街舞呢，70 岁人生刚刚开始。我们看到随着医学的进步、生活水平的提高，人的寿命延长，具有高度的不确定性。

如果我们承认这一点，未来可能到 2030 年我们的平均寿命可能在 80 岁，2040 年可能到了我们建国 100 周年的时候，有可能是 90 岁，以后随着难以想象的，可能平均寿命会达到 100 岁，这都难以想象，就像我们当年想象不到今天会达到

将近 80 岁一样的，日本已经是超过 80 岁了，特别是妇女平均寿命，所以这是一个事实，就是人类寿命延长的风险。

第二，生命周期的看待。一个是退休年龄。什么叫退休年龄？可能 70 岁以上的才算老人，65 岁以上的不算，可以重新划分。假如 70 岁可以退休，他到生命终结这段时间，从医学概念来说，他生命最后的这段时间，最后 2 年要花掉全部的人生中的 80% 的医疗费，都在那个时候花掉了。现在问题是，你不知道什么时候花掉，你以为是 80 岁花掉，结果活了 90 岁，是 88 岁才花这个钱，我们老百姓叫做过河钱、过桥钱。所以这个问题在哪里？我们不要把一退休似乎跟医院联系在一起了，这是个误导。退休以后，比如说 70 岁退休，可能活到 90 岁，只有在 88 岁才失能，所以 70 岁至 88 岁有 18 年都是健康状态或者基本健康状态，是不需要医院的。所谓的医养结合，那个“医”也不是医疗，更多的是养护，养护之中又有一个什么问题呢？就是你养护还有一个看护问题，看护是什么？看护是需要健康、需要锻炼来看护的。所以可以这样判定，在我们人生的大部分时间里是不需要医院的，人生最后的只是失能阶段才可能需要医院，可能也就是两年左右时间。所以养老对我们的概念来说，大部分时间是健康养老，要做的是健康老人，即使失能，也可以康复。

从这个意义上来说，强调医养结合是有不完备的，或者有重大缺陷的。如果我们继续把医养结合以这样文件的方式包括实践的方式继续努力下去，怎么来贯彻这次的“健康中国”，把健康贯穿到人生的全部中心，我觉得这是一个大家思考的问题。所以我今天提出这样一个不够成熟的想法，就是要医、养、健结合，不是两结合，是三结合。

养老和健康结合是主要的，跟医疗结合是次要的，或者是非常非常晚的时候结合的。怎么办呢？我觉得一个就是，还是要抓住短板，短板就是养老金融，就是各位领导、专家们反复呼吁的，我也在不同场合呼吁的，比如说建议抓紧完善我们养老金融的第三支柱，通过个人所得税的递延或者减免，加快建立第三支柱个人账户。另外，是大力发展医疗健康相融合的产业，而不要把养老直接跟医院搭在一起，有的时候心理暗示也是有问题的，因为大部分都是健康老人。同时，发展更多这样的服务，多方参与保障医、养、健结合，从政府角度，通过税收、产业政策，使得健康产业、养老产业和医疗产业的三产融合，而不是两产融合。

第二，从社会角度营造老年宜居、宜养的社会环境。比如说能不能为很多的社区修这样的便道，让老人去散步，不一定过马路，因为老人有时候过马路还是有风险的，就是给老人一个散步的场地，比如说每位老人每天能走 1 万步，但是不要过马路的走 1 万步，我觉得这个要考虑，不一定直奔医院了、康复了，实际上大部分都在健康，他自己也很重视锻炼，还要给健康的环节做好基础设施。

第二方面从社会角度，为老人提供更多的就业岗位，不能歧视老人的创业和

就业。从社会经验来看，老人的劳动参与率可能提高，这个已经发生在日本了，日本的出租车司机甚至有 80 岁在开出租车的，开的也可以，劳动参与率可能到了 65 岁、70 岁下降，到了 75 岁又提高了，这是很惊人的现象。所以要给老人一个参与工作的机会，他们的劳动参与率可能会提高，这样会更好促进我们的经济增长。

从个人家庭角度，还是要注意医、养、健结合，要加强锻炼、合理膳食，还有一点，一定要防止老年痴呆。因为从日本经验看，80 岁以上的老人得老年痴呆的概率在 50% 以上，所以鼓励父母打麻将也很好，这很重要，你不要看父母打麻将、上上网、下棋，都很好。为什么？防的是老年痴呆。如果按我们的医养结合，就没有这些缓解了，我们医、养、健结合，就是老人打麻将也很好。为什么？防的是老年痴呆，这很重要的，希望大家能够共同的鼓励老年人没什么事打打麻将，至少脑子在转。还有，注意心理健康，特别是空巢老人的心理健康。

我一直以来也关注大健康领域，感觉我们在医养结合已经取得了巨大进步，跟全球来比还是很不错的，但是光强调医养结合，忽略了长期以来老人是以健康状态生活的，所以应该是医、养、健结合，医疗产业、养老产业和健康产业“三产融合”才比较完备、才比较好。

最后，请允许我作为中国养老金融论坛的学术委员会主席，把 2017 年论坛的学术研究计划跟大家汇报一下。

2017 年中国养老金融 50 人论坛将从以下两个方面开展研究：

第一，我们设计了两项年度重大课题。

一是补充养老金的国际经验、中国探索和建设路径。旨在促进第三支柱税延养老金、第二支柱职业养老金制度建设，实现我国三支柱养老金体系的均衡发展。

二是启动中国养老金融调查。目前养老金融基础数据的缺乏影响了养老政策制定的科学性，制约相关研究迈向深化，也不利于金融机构把握国民养老需求。基于此，中国养老金融 50 人论坛将联合天弘基金、兴业银行等成员机构和人民网等合作伙伴，牵头发起中国养老金融调查项目，旨在全国范围内调查约 5 万个样本，调查内容涵盖个人养老规划、养老金待遇、养老理财、老年信托等方面内容。调查旨在为政策制定提供决策依据，为科学研究提供高质量微观数据，为金融产品开发提供大数据支持。中国养老金融调查与 CAFF50 宏观模型作为中国养老金融 50 人论坛两项基础研究工作，今后将继续运行，我们相信这两项工作具有较重要的意义，并将产生持续的影响力。

另一方面，2017 年论坛将完成欧盟、国家发改委、保监会等部门委托的四项课题。同时，在养老产业金融与养老服务金融方面设立若干公开申报课题，欢迎相关机构与专业人士积极参与。除此之外，我们即将启动《中国养老金融报告 2017 年》的研究与撰写工作，并将于 2017 年 8 月在上海峰会上发布，我们诚挚

欢迎社会各界参与到中国养老金融 50 人论坛的研究中，挖掘更丰富、更深刻的养老社会思想，共同推进我国养老金融事业的发展。

谢谢大家！

## 五、专题演讲

### 华夏新供给经济学研究院首席经济学家贾康演讲实录

谢谢董教授！各位好！

我主要是来学习的，自己虽然作为研究者重视养老金融问题，但是这段时间头绪还比较多，没有做更多的调研和深入的研讨，当然借这个机会想谈一个自己观察的角度。

这个角度就是，在我们养老金融概念之下，除了资金来源方，养老整个运行体系里边大家讨论的并不直接表现金融，但是一定会跟金融形成不同的特定连接的基本养老，年金支持养老，还有商业保险，商业保险当然都是金融方面的这么一个概念了，三支柱框架，以及相关的财税支持之外，我是想谈另外一个初步的观察。从实物运作来看，在供给方，不同养老模式的金融创新支持也是多样化的，怎么样初步地考虑这里边的一些着眼点？从我这些年接触到的基本信息来看，所谓供给方不同的养老模式，包括机构养老、园区养老、社区养老、家庭养老，至少这几个维度。

从机构养老来看，具体区分为低端、中端、高端的这种不同情况。最低端的完全靠政府资金，也可能找到一点公益资金，结合在一起的对五保户、鳏寡孤独的养老院，是必须由政府托底的最低端的养老机构。当然还有财政可以给予一定支持，但他有他自己的现金流运行机制的这种养老院，比如北京的第一福利院，它是社会上口碑最好的了。前些年你如果到那儿去做登记，敞开接受方方面面面对养老院的登记的，那个时候告诉你，记录在案以后大概要排 10 年的队，而前面一年多得到的消息，排队时间已经上升到 100 年了。

机构养老第一福利院的模式是，它有它运营里边的现金流的收入来源，但是需要得到政府一定的补贴支持。它的团队是很专业化的，社会对它口口相传的评价非常高，收费水平是平价，所以它的平价和实际的运营成本之间有一个要由财政补贴进来给予它金融可持续性的支持。

还有一种我也去看过，比如泰康人寿，它已经在全国布点，在北京的昌平那个区域里面已经有了燕园，上海还会有申园，苏州还会有苏园等等，它应该是中高端，甚至接近高端的。它自己对燕园的定位是对社会上高级知识分子为代表的群体，首先形成偏好上的对应性。

这些不同层级的机构养老再往下发展，当然不排除还有特别高端的，它们的融资潜力不能一概而论。另外，园区养老我们过去在调研中注意到，看起来跟机构养老有类似之处，但是它很独特。比如在武汉旁边的城乡结合部，有一个最早由当地的政府官员注意到的。我们知道美国有一个太阳城，把保险产品和园区养老对接的这种机制。它把这个情况介绍给了我们的合众人寿，合众人寿企业家定

位的高级决策人员得到政府这个信息以后，他们最后下决心也是请了美国的团队设计了在武汉城乡结合部的合众优年的养老解决方案。前期要有社会成员购买保险产品，到一定条件自然对接到养生养老，团队里面也要借鉴美国的经验、结合中国的实际情况做特定的设计。里面的养生、养老和保险产品对接有一个天然融资机制，但是这个融资机制怎么样更合理、更让它产生包容性，以及形成以后的可持续性，目前我们还在进一步探讨。

另外还有一种类型，社区养老相对来说更普遍了，包括新疆的克拉玛依这样的社区养老，有点像我们原来的托儿所变成了托老所，有日托、有全托。日托，早上出来，晚上回去，白天老人在社区的养老机构生活。所谓的全托，可以根据家庭选择，这一周里面有几天在里边，也是有不同的选择性的。这种社区养老一般来说必须是平价的，很难做到特别高端，但是特别适合分散在基层的很多民众的需求，一般有支付能力的社会成员，他也很愿意选择这种养老。他的融资支持也要结合他自己的一些特定的具体条件。

这之外还有一个居家养老。居家养老和社区养老也可能形成一种联盟的关系，居家养老运营公司要培养专业人员进入家庭入户提供养老服务，就好象家政服务的保姆，特定就是照顾老人。前期北京出来一个海归专业人士，在国际经验的基础上，他在北京希望正式注册一个居家养老公司。北京政府方面非常热情地接待了他，以后发现这个注册依据还没有，可以注册的公司里边所有的经营范围对不上他特定表述出来的业务特点。后来北京市方面说，我从你这儿开始专门给你设立这么一个居家养老的服务公司，希望这个事情进一步发展。当时在电视台报道了，说很快发展出了30万家左右的服务对象，后来没有听到进一步的消息了。我知道这里面也没有那么简单，也会有风险，显然是我们必须进一步探索，发展具体养老模式。这方面的支持，当然也要处理其他方面的问题。

除此之外，还有一个在家庭里边衍生出来的。家庭一般都有点不动产，比如房子。有一些人考虑以房养老的方式，以房养老又是融资了，当然我们现在听到的国家正式启动这方面试点之后参加者人数非常有限，现在有限，未来未必这个东西不再考虑它的发展问题，可能还得继续探索。它的融资是比较独特的，是国际经验的，拿到中国来，也可能一开始在很明显的中国种种制约条件下它的潜力不一定打开，跟国外不可同日而语，都得具体考虑。

以上粗粗的观察下来，涉及到的金融创新的支持，在实物供给方不同养老模式方面，我觉得至少涉及到我们传统贷款。贷款提供的融资支持如果要对应上一些政府特定的政策支持，显然我们过去财政已经探索的贴息、政策性信用担保这种方式还是要用的。比较好理解，用起来也有过去的一些基本经验。当然还会对接到现在更复杂的金融前沿的创新，但是并不一定特别复杂就应该首选。如果能够解决问题，简单的比较清晰的贴息和信用担保，我觉得不失为首选的价值。

贷款的支持后面，显然我们应该积极地进一步观察总结，有没有可能和保险产品对接的养老在以后更多地扩大覆盖面，这是我前面提到的金融创新里面我认为未来还要进一步观察和探索的一个类型。

还有一个我认为是 P2P。我前面说到的第一种最低端的，基本就要靠大众的钱，还有可能争取到的一些公益性捐助支持，对于养老院，对于五保户、鳏寡孤独，确实没法跟融资对接，但是一旦纳入 P2P 的打包，P2P 的打包可能推到整个地方政府辖区的连片开发，却可能把它放进去了。这种纯公益的或者几乎纯公益的项目是完全可以打到包里面的，用 P2P 的层面，很大程度上是调动政府之外的资金做的，政府之外的社会资本方是有多多样和灵活的融资手段的。P2P 里边，是要把养老里面特定的部分更有效地与资金支持对接起来，如果把 P2P 概念最近一年在中国的蓬勃发展往前做一个前瞻的话，我觉得显然 P2P 的特点是一般项目都有运营期，运营期还相当长，一般做到了 BOT、POT，总得有 20 年、30 年，还有 50 年，甚至更长的。这些和运营期相关的 P2P 里边的具体模式，显然有一个长期资金相对应的资产证券化、类固定收益金融产品交易的客观需要。我也注意到，有些地方很敏感地考虑，在自己辖区之内要给出一大片地，来兴建这种固定收益金融产品交易的中心，其实特别要对应的就是以后要像雨后春笋一样在咱们中国本土不断涌现，以后还会进一步推广到“一带一路”和其他的经济体合作这方面的这些具体的项目上。所以这也是一个在实际生活里边特别迫切需要得到金融创新这方面的探索，形成有效支持的一个特定的重点事项。要进一步总结一下以房养老等等，其实也是和金融有不解之缘的这样一些创新的形式。

粗粗看下来，我是把自己的观察简单向各位汇报，在整个金融发展过程中，商业性金融和商业性金融多样化，其实在中国未来的发展中间一定要加上开发性金融、政策性金融，还有所谓的普惠金融、包括草根金融等等这些概念所隐含的，要打造政策性融资支持的问题，包括政策性融资必须把财政资金的作用植入，形成政策性资金市场化运作、专业化管理、杠杆式放大守正出奇的运作体系，也越来越推进到现在看到的产业基金、产业引导基金等等创新形势下。让我们共同努力，在这方面做更多的探索。

以上的汇报，请各位批评指正。谢谢大家！

## 全国社保基金理事会规划研究部巡视员熊军演讲实录

### 提高养老基金长期回报

各位领导，各位专家，我就提高养老基金的长期回报向大家汇报三个观点：

第一，理性确定养老基金长期平均风险敞口。

第二，理顺运营机制和管理体制。

第三，坚持创新发展。

随着经济社会发展，人们生活水平在提高，同时对养老保障的要求也在提高。与此同时，中国也进入了人口老龄化的阶段，现收现付公共养老体系的支出压力不断加大。解决这个困境，在于调整养老结构，第一支柱比例降下来，第二支柱、第三支柱发展起来，这样也是现在总的水平稳定和提高基础上来减少压力。第二、第三支柱是积累的制度，这个时候投资就变成了核心的问题。简单的计算就表明，长期回报对养老待遇的影响非常大，这个简单的案例现在说明，6.5的回报率和3.5的回报率在40年的期限里会使得你的养老福利相差1倍以上。

大家都清楚，长期回报主要来自于三块，核心是第一块，长期平均风险敞口得到了市场回报。所谓长期平均风险敞口，就指在较长期限里面，养老基金投多少股票、投多少债权，这个跟资产配置的本质是一样的，但是更加突出风险这个概念。另外两个回报，主要来源于受托人的投资管理能力和投资管理人的投资能力，是通过社会的动态调整和选时、选股等市县的资产回报。

在养老基金的长期回报里面，第一部分是主要构成，第二部分是第三部分因为规模比较小很难支撑养老基金对较过长期回报的要求。

第一，如何来理性确定养老基金的长期平均风险敞口。大家都清楚，收益率波动较大的资产，长期平均回报率是较高的，你要追求较高的长期回报没办法，必须承担一定的收益波动的代价。但是每个人承担波动的能力又是有限的，这种情况下理性的选择就是以可以承担的风险水平作为长期投资的基础，把可承担的风险水平具体化以后就是我们所说的长期平均风险敞口。

如何来确定一个长期平均风险敞口呢？就是要平衡好管理短期波动风险和提高长期回报两方面的要求。如果说你过于强调说不能波动，结果也是很清楚的，你的长期回报会下降，最后福利会下降。如果我不管短期波动，我只想追求较高的长期目标。所以两种情况都会导致我们的养老保障部可持续。

当前的现实问题就是，现在的法规里面把确定长期平均风险敞口的职责给了受托人，但这个事情影响巨大，所以说我的一个建议就是，在这个上面应该多做一些调整，委托人和受托人之间应该针对不同风险敞口之间基金的长期回报这个问题高度地重视、反复地沟通，要了解到不同的风险敞口之下最后的结果会是什么，把这个问题沟通清楚以后，后面整个基金的管理矛盾就会化解很多，否则它

的资产就会被扭曲。

我给了几个案例，加拿大的 CPPIB，过去十年的平均回报是 7.3%，大家看看风险敞口，长期平均风险敞口，股票资产占了 65%，本国国债 30%，外国国债 5%，当然它的收益率也是波动的。

大家再看看，挪威的政府养老金全球基金，它的长期平均风险敞口定义的是股票及股权 60%，固定收益 35%、房地产 5%，当然它的收益率波动也很明显。

日本的国民 GPIF，它的回报不是太好，2.7%，但是相对来看也是不错的，因为 2001 年以来工资增长率只有 0.1%，它的目标是战胜工资增长率。在 2012 年以前投资非常保守，所以说它的权益风险敞口加起来境内的和境外的只有 20%，其他的是固定收益率。但是它在 2012 年以后逐步地认识到这个问题所带来的危害性，做了政策上大的调整，所以现在来看，它的权益风险敞口已经提高到 50%了。当然 2012 年以后，正好赶上市场的机会，取得较好的回报，但是波动加大，所以在 2015 年取得了负的收益。

要提高养老基金的长期回报，第一个要深入思考的问题就是，我们现在长期平均风险敞口是否合理。多数人都把波动风险看成是已实现的投资损失，所以无论是监管部门还是委托人，都是强调不能出现年度甚至季度的负收益，但是我们要想，这样的要求是不是真的符合养老基金的利益。如果说你强调不能出现一个负的收益的话，就相当于说要把你风险资产的敞口压得很低，当期资金安全是很高的，但是长期收益率低下是无法避免的。而且市场上普遍采用的策略，我们称之为保本策略，通过固定收益做一个安全垫，看风险资产趋势出来的时候，再逐步加大风险资产的敞口，这样做正好是做成了顺周期的投资，这就是标准的追涨杀跌，结果把一个长期性的资金变成一个非常短期的资金行为，反而不利于资金的安全。而且在这种理念指导之下，大家都是相机决策，但是相机决策投资者在市场来说有多少真正的占领市场呢，也加大了主动风险。

另外一个问题，因为年金化里面有年轻人、老年人参与，他们承担风险的能力不同，有个别化的需求，因为一刀下去以后，可能有老年人难以承受风险的问题，这个问题很容易解决，分层来确定资产配置，这个时候考虑用一个基金架构，管理上不增加难度，底层资产管理组合不受影响，做一个处理就可以。

第二点建议，完善运营机制和管理体制，主要谈三点：

第一，明确委托人、受托人和监管部门的职责界限。

第二，用相对回报体系来代替简单的绝对回报。

第三，采用适应资本市场竞争要求的管理体制。

现在能很明显地观察到，现在委托人直接干预或者过度干预基金运营情况是比较普遍的，出现这种情况的原因是对长期平均风险敞口本身没有定义，说把整个投资过程变成了一个相机决策的过程，当委托人和受托人对市场的理解不一样

的话，就发生了分歧，分歧就要干预。

解决这个问题，我觉得最重要的应该是委托人基于受托人管理合同，应该把大量的精力放在长期合作目标、可承受风险能力、长期平均风险敞口、绩效评估办法等内容，非常实的内容，涉及到你风险管理等一系列问题。通过这些内容来体现对基金投资的要求，监管部门也应该尽可能地减少对具体运营业务的审批，完善现有的投资运营法规，重点放在促进信息披露，促进受托人提高投资管理能力上面。避免利用现有的法规直接管到投资组合层面，因为那个是受托人职责，避免出现直接的定义和审批投资管理人，因为这也是受托人职责。

在法治和管理合同和相关法规明确规定的范围之内，要理顺体制、运营机制，要赋予受托人投资决策权。

第二，用相对回报体系来代替简单绝对回报。我说的相对回报，以长期风险投资敞口作为长期投资的锚，针对经济市场变化进行有限调整，有效控制养老金的风险水平。相对回报体系是将长期投资目标经资产配置转化为长期风险平均敞口，用长期平均风险敞口的市场回报作为基金的中长期投资目标，最后各类资产的市场回报落实到投资组合上去。我们说的简单的投资回报，是指预先预设中短期的投资收益目标，把事先的目标交给受托人和投资管理人来相机决策。

比较一下，相对回报体系有一个很明显的优点。第一，因为你的风险敞口明确了锚，所以资金安全有保障。第二，是用市场的回报来评价你的管理业绩的，充分反映市场的环境，客观性很强。相对回报有一个很强的内在风险控制机制，举一个例子简单说明。假如你的长期风险敞口是30%的股票和70%的债券，你现在股票涨了很多了，你变成了45%的股票和55%的债券了，这个时候所有的管理人面临的问题就是，你要用这个组合战胜你的评价基准的话，你要防的不是上行风险，而是下行风险，这个机制就会引导你把风险敞口从45%拖到朝30%靠近，把风险降下来。

与此相同，如果市场大跌了以后，假如跌了一半，风险敞口从30%变成了15%，拿30%考核你的时候，你面临的是资产价格上行的风险，因为一旦上行考核评价机制会指引投资者去把股票的风险敞口从15%逐步往上加，朝着你的30%靠近。所以说这个过程是有很强的指引作用，而且和长期投资目标联系非常密切，可操作性也非常强。

简单的绝对回报我就不细说了，缺乏这一系列的优点。

第三，要学习借鉴海外公共养老金管理体制。尽管养老基金的投资管理是一个属于公共服务的范畴，但是在海外研究西方发达国家的公共养老金的管理体制是明显的区别于一般的政府部门，很少去直接套用行政机关的管理体制，而是给予这些管理机构在内部设置、薪酬体系、人员录用和经费投入方面较大的自主权。这么做，就是因为公共养老金管理机构要参加资本市场的竞争，必须采用适

合资本市场竞争要求的管理体制。具体的执行上面，相当一部分直接采用了公司制。还有一部分采用的是董事会受托的模式管理公募养老金，采用受托模式的时候普遍都采用的是决策职责和执行职责相分离的双层架构。决策层是依法设立的基金理事会，通常由公共养老保障利益关联方代表组成，是基金受托人，是基金管理责任主体，负责制定基金投资管理重大政策，包括投资目标、投资基准、风险政策、战略资产配置、投资指引等等。执行层面上，一般是由理事会下面组建的或者专设的资产管理机构，这些机构采用公司制，它的职责主要是来执行受托人制定的投资决策，为受托人提供意见，接受受托人的监管。

最后一点，关于创新投资理念。

说到创新，过去我们在管理养老金的时候经常关注的是某一类资产的风险，现在大家更多的是从单一资产类别放到资产整体进行考虑理念发生转变，而且从过去说管理资产的时候严格的控制波动风险、应用风险，转变成把风险看作是获取收益的一种资源，在既定的风险水平上去获取市场的回报。

投资模式的创新也出现了新的态势，比如说过去大家讲的是以资产类进行划分做资产的配置，现在越来越多领先的机构是从风险驱动因素划分，打开资产类别的限制，以风险驱动因素配置来解决整个基金的风险管理的问题。

投资领域的创新更是如此了，养老金的发展里程，从固定收益到股票、到PE等等，这个过程体现了体现养老金投资的时候从高效市场朝低效市场迈进，试图通过在低效市场里面取得超额回报。

投资工具创新，从过去以预期收益率为导向管理资产，逐步变成以可承受风险为导向管理资产，以适应所有人的风险偏好的要求。

投资策略的创新，更是要适合整个经济和市场变化来制定相应的投资策略。我就给大家报告这么多。谢谢大家！

## 上海市宝山区委书记汪泓演讲实录

### 构建和完善多层次立法养老服务体系

下面汇报一下构建多层次的资本体系我们的一些想法。养老问题是我们今天论坛的一个主题，同时我们也看到，党中央、国务院高度重视，特别是十八大以后，我们在全国社会保障体系当中看到动作频频，特别是最近今天我看了，昨天改革会议当中，明年把社会保障体制的改革作为一个重点，我想我们今天的会议正好是非常实时来研究这个问题。

我们也看到，在整个未来中国的养老体系发展当中，目前我们还是碰到很多挑战的，比如说养老服务的多层次的需求迅速的增长，但是我们讲供给侧和需求侧这两个方面是由需求侧来进一步的对供给侧进行要求，这个看来还是有失衡的。

第一，由于多种因素的交织，特别是对我们老龄化的城市或者老龄化的社区来说，提出了挑战。刚才吴部长的建议我是非常赞同的，现在我们的研究还是把我们的老年人定在 60 岁、65 岁。如果说创造社会财富的，而不是简单的用体力劳动或者界定退休年龄的话，这个比例将大幅度的调整，就走出一个改革之路来。所以这个矛盾目前来说，从静态角度说还是比较激烈的。

第二，由于人口老龄化影响了劳动人口的数量，家庭储蓄对经济来说是有它的制约的或者说调整得好会促进的。

第三，从老龄化程度以后，我们也特别感受到 50 岁以后，不光是随着人年龄的上升，他的医疗支出一定是在逐步上升的，但是如果在“健康中国”的理念下，我们一直在讨论健康的人力资本的价值研究，那就是现代医学、传统医学，还有一个叫自然医学、第三医学，如果自然医学搞得好的话，我们想这个成本，在“健康中国”的理念下是可以调整的。当然你现在从人的自然规律修复来说，这个你是必然上升的，所以对医疗资源来说还是加剧的，如果大家有机会看我们宝山，就很鲜明，我们宝山 300 平方公里、200 多万人口，老年人口达到 28%，但是全上海市，大型居住社区我们是最大的，我们拿出了 20 多万平方公里，相当于一个虹口区，吸纳中心区，中心城区，虹口、黄浦进来，老年人口当中保障的经济适用房、保障房，所以我们相当于虹口这么大的区域，变成了年龄比较大、体力劳动比较多，或者说收入比较低的劳动人民的聚集区，所以我们现在就提出来要把这个区域重新改造，不然它够成为一个“盆地”。老年人口达到 33%，社会救助达到 17%，政府的支出一定是不够的，不但要考虑政府支出，主要是这些人的幸福指数是需要调整的，中心城区，因为他把这个房源腾出来旧改了，成为了金融的板块中心，当然也需要，我们在城市的布局、公共财政资金的安排和基本的城乡一体化建设当中怎么来考虑。

第三，传统的养老模式。由于家庭结构的变化而产生的变化，这是极大的挑战。

第一，从人口老龄化现状看。从养老事业的发展态势来看，我们也看到，全球老龄化也在加剧的，我们看70岁的两位老年人竞争美国总统。2015年的全国老龄人口已经6亿多，65岁以上的，我们看了预计到2050年94个国家的老龄化人口将超过21%，其中39个国家的老龄化程度达到28%，发展中国家增速远远超过发达国家。预期到2030年的时候超过60岁的比例占到22%。老龄化中心从发达国家逐步往发展中国家转移。到2050年28%的老年人在发展中国家，这个是世界的区域分布图。

延迟退休年龄成为各个国家延缓养老压力的重要举措。所以我们现在看到，发达国家中的美国基本上退休年龄从63岁到66岁再到67岁，但是现在我们的缺口，实际上健康人力资本的时间是比较长的，基本上平均年龄到70、75岁，因为我们是先退的，退而不休，他继续在工作，特别是劳动价值比较高的，像医学、律师，还有财会等等这些。你要在美国绝对是根据你的养老金的累积考虑，而且绝对不能够在工作期间就拿养老金的，分段、分年龄来考虑。所以在这样的情况下，就是延迟退休年龄，当时我们算的时候，我们是在1998年开始就研究这个问题，后来到2000年以后，一段时间关于延迟退休年龄的问题一直在测算，所以怎么来通过三个月、四个月、六个月，逐步逐步的柔性的退休年龄的延长。但是当时我记得在人代会上、政协会上，大家都提出来为了维护劳动者的权益，必须是应该增强老年人退休年龄。

我有一段时间在大学工作，我在大学工作30年，1998年我在大学做副校长的时候，同时又调到上海总工会，担任总工会副主席和老年退管会的常务副主席，就是管老人、女人、残疾人等八种人，我们就研究，当时我是从学者的角度，维护妇女权益，就是不能50岁退休，写了很多，当时人民代表都很支持。结果这个事情搞成了，上海高职称的，以及处级以上领导干部，都是60岁以上退休的，但是现在都反对，都要50岁退休，他退下来有自己的快乐生活，可以重新进行资产的盘整，现在的理念跟当年就不一样了，实际上跟养老金有关系的。如果我们从制度设计上来调整的话，可能会破很多结。

下面我们看一下，中国老龄化程度。整个全国来说，到去年年底，我们看到60岁以上占到16.1%，65岁以上10.5%，同时老龄化的速度是非常快地在增长。人口老龄化的区域差异也比较大。我们城市和农村并不像我们想象的城市的老龄化程度比农村高，而是农村现在远远的高于城市老龄化的程度。城市里面、农村里面好多地区实际留下来的就是老年人和儿童。

从城市来说，我们也看到，虽然城市的增长比较快，但是老龄化的程度同农村比还低于5%的比例，老龄抚养比的快速增长，也是我们现在一个新的趋势，

的确造成了我们现在“**银行贫困**”，就是我们谈的“未富先老”、“未备先老”、“未老先退”这样的情况，因为整个发展的速度和经济的情况，还没有来得及赶上。我们经济发展到现在，但是我们整个老龄人口，同日本一样，只花了25年的时间走完老龄人口从7%增长到25%，二类国家基本上是50年的时间才完成了这个阶段。另外，“未备先老”，我们的基础设施都是比较差的，我们区里面，300平方公里，将近30万老年人口，我们现在的基础养老是，现在大概在3左右，按照政府规定“9073”基本上达到，但是按照西方发达国家做的时候做到10，我们国家的政策上可以做到4至5，所以我们现在按照3.5。3.5做公有的，但是希望民营的做到5，应该说现在思想统一，就是所有的公办的、民营的，你在土地的取得上就是应该公益性的设施，而不应该说分公有的和民营的。但是我对服务的对象，因为特别以前公办的主要是失独老人和失能老人，还有五保户，还有本地的，现在考虑到政策，对于购买服务或者支付保障水平上，从资金的投入上来考虑调整，而不是对公有的、社会事业的错开，这就是一种歧视政策了。

所以刚才讲的，我们还得要研究土地政策和各方面相关的养老设施的基本政策，但是也反对简单的以养老事业做房地产，就是以房养老的房地产产业，希望把他的医养一体化结合起来，或者和社区的发展有机的结合起来。这是我们看到的一些情况。

我们看到养老服务的需求巨大。从全国老龄委公布的数据看到，我国城市老年人空巢家庭的比例已经达到49.7%，大中城市的老年人空巢比例更高，达到了56%。所以大家看我们宝山区和徐汇区比，徐汇区的空巢老人还要多，为什么呢？他的家庭经济状况好，前几年他的子女都出国了。我们这里面相对来说人口多，第二，中产阶级的比重比徐汇区少得多，这样相对来说空巢老人比例小。我们这里讲空巢老人如果说需要服务的话，应该说机会是比较多的。

所以我们也做了分析，家政服务的统计，就不讲了。

健康养老现在成为我们一个重点，怎么通过健康养老，报老年人的医疗、保健、康复、护理、休闲、娱乐服务结合起来，老年人关键的是，在70岁以上，我们讲平均大数，70岁以上每个人的情况不一样，他总的来说是健康老人，75岁，根据每个人，他到80岁有一个渐变的过程，80岁以后是一个比较快速的要有自我保养和有人照顾的阶段。所以一般年轻的老人，我们讲特别是50岁退下来的，太年轻了，55岁退下来、60岁退下来，现在都是各方面情况非常好。所以退休政策不改的话，大部分人愿意按时退休，因为他觉得健康化的生活更比拿着工资收益条件好，他会来合理的安排。

所以我们在这样的情况下安排到，对老年人整个的一套服务保障、就医、休闲、旅游、文化、消费、理财、精神享用，成为一个非常重要的圈。

我跟董老师说，给大家讲的，我们欢迎大家到上海来开会。我们世界的游轮

产业，我们宝山有世界游轮港，我去了5年，我在大学当了12年的正校长，因为时间过了不能在大学当校长了，说你必须到地方去看。我们就做了这个工程，就是游轮产业，最小的船6万吨，和皇家加勒比等一年500多艘船，老年人占了一半以上，甚至还要强，他有时间、有休闲的意图、有资金。我们是28个国家和地区，86条，回来一天，小孩子从1岁变2岁，年纪最大的86岁—89岁，再跑一圈90岁，我们也怕。而且老外，老外基本上都是研发工程，所以他们的旅游消费等等，这就是一个老年产业。现在中国很多家庭出游，商业的、会谈的等等都不做，八项规定以后商业、会谈的大幅度下降，主要是家庭为主体的，我们觉得是非常有利于发展的。

老年人口的结构带来的是我们对医疗护理方面，特别是基础消费和必要的医疗、养老的消费，特别是对失能、失独的老人专项护理也是比较厉害的。老年人今天上午也谈到，当他进入到后面阶段，现在我父母也88岁、89岁、90岁，我们家就商量这个钱就是给他最后养老的，所以他们一半住在家里，一半老两口有的时候有病了就在医院里面住一段时间，比较好的病房条件，或者说养老护理院。有了医生、有了护士他就觉得很踏实，一个月住下来1万、2万，3个月住下来就是10万，我们都愿意付的，因为觉得值，我们感觉是孝敬，还有中国人民的美德在这里，这个消费空间是比较大的。

上海比较典型的，老龄化程度向中度老龄化转移，我们60岁以上的要占到30%以上，从预期寿命来说，也是发展的比较快的，当然女性寿命是明显高于男性。这里面有两个概念，我们讲以前有两个概念，第一个，原来解放的时候我们退休年龄，50年代的时候和现在没有多大差别，但是那个时候人的平均寿命40多岁、50多岁，人们说看到好多人50多岁、60多岁，还有到70岁的，主要是当时医疗条件还不够，所以新生儿比例比较高。第二，他平均寿命也不长。所以他基本退休以后，当时叫退休金，只有7到8年，不超过10年。现在我们想想，高等教育博士生28年，他后面的工作年限只有22年到23年，退下来还有5年，他学习1/3，工作1/3，后面是休闲、养老1/3，这个劳动力的成本真的是太高了，而且没有把劳动力的价值发挥出来。刚才吴部长讲的非常好，在当今要重新界定退休年龄的问题，因为它创造财富的形式发生了重大的变化，他并不是固定场所的体力劳动，它是可以通过多种方式，甚至“互联网+金融+X”，不同的产业，创造巨大的空间，而我们现在人为地把它积极性、创造性束缚了，一下子感觉到我老了，精神上就压抑了，幸福感就不够了，心理暗示就出问题了。你看希拉里和老伯伯川普先生，多厉害，所以我感觉到这个给我们带来的启示。

当然我们年龄情况比较高，因为现在82岁、70岁，女性比较高一点，85岁，我们百岁老人也是这样，女性是男性的5倍，这里就是高龄老人。上海的我们统计1000多，我们宝山100多，我去看103岁的老阿婆，身体好的不得了，

我们的志愿者给他送饭，他不要，他到大食堂去吃，我们给他送到儿女那里，他不要，他有自己的文化、社交和朋友圈。所以我们一定要注意，这些老龄人他的精神需求。

空巢化情况也的确存在，上海市将近 100 万的纯老年人，纯老年人里面 80 岁以上的占到 28 万人，独居老人 26 万，还有孤老，没有子女的大概 2 万多，这些是我们社会特别要关注的情况。

这个过程当中我们提出了“9073”：90%是居家养老，7%是社区养老，3%—5%是机构养老，就是养老院。

同时提出了“五位一体”。服务的供给、社会的保障，实际上是社会保险的整个大体系，因为还有社会救助，包括政策支撑、需求评估和行业监管，特别是对失能老人，长期照顾的，以及我们可以提供政府的支持和聘请志愿者，居家护理的政府买单的，是需要评估的，这样的话逐步以政府为主导，来搭建平台。我们是政府考虑基本的养老公共服务，社会组织为主体的公益性的养老服务，企业为主导的市场养老服务。格局是实现社区居家养老服务的管理综合化，社区嵌入式服务功能的多样化，基本养老服务的补贴的梯度化，老龄工作法治化、制度化、规范化。我们老龄人口达到 33%，其中有 33 个居委会，今年我们进行了改造，补贴了将近 1 个亿，给他把所有的绿化设施、老年人的活动情况、嵌入式的活动照顾之家和自助餐点全部上去。接下再拿出 2 千万，引进社会组织来做，社会组织一定比我们政府做得好，这是可以肯定的，因为政府管不了这么多。我跟他们说你们自己不用管，我们只要平台拿出去，监管就可以了，自己做会导致腐败，出去让市场做反而又节约又好。我跟董教授汇报，专业的事情一定要让专业的人士去做，你做不了这么多。

下面我简单的说一下，人口老龄化背景下，我们现在感觉到床位的比例数缺口比较大，刚才讲了上海要 1 千多万张床位，现在还缺 340 多张，上海市人民政府就敲下来了，一定要坚持下来，你做一个我给你 8 万，不做一个扣你 50 万，就是地方政府，而且罚你，因为做一个给我 8 万，不做要扣 50 万，我赶快做。这个缺口现在基本上补上。第二，养老金的压力还是比较大的，刚才前面几位专家都说了，因为我们基本上是依靠第一支柱。

第二，补充养老金的支柱没有发挥很好的作用，因为我们现在职业年金没什么问题，按照这个体制，企业交的年金比较好一些，大概 3%，现在全国做到不超过 10%，大部分企业是没有企业年金的。

第三，在经济发展过程当中，对劳动力来说人口比例发生了变化。因为前段时间的计划生育，出生率肯定是有波动的，某一时段当中劳动力的萎缩情况是比较严重的。老龄化和储蓄应该是正相关的，这几年看，因为制度设计上的缺陷，所以并没有完全成强相关的情况。

第四，老龄化程度提高以后，医疗保健费用支出急剧上升。我们老年人医疗的概念偏重于看病，我们滥用抗生素，相信现代医学。我认为有三个结合。现代医学一定要相信，因为诊断、拍片、手术、抢救一定是现代医学。但是不要忘了第二支柱，传统医学、中医学，治表治本。不要忘了自然医学，是自愈能力、免疫能力提高的各方面，包括你的推拿、艾灸、健康打座、每天走1万步、养生、生活习惯、饮食习惯。如果我们国家改善这些，医疗资源的配置可以优化。

传统模式，我们就讲到“4+2+1”，我们中国养老模式90%还是在家庭，居家养老的社会氛围和程度的提高并不是因为你一个孩子以后带来变化，而越往下面走的难度越大，现在重提社会主义核心价值观，崇尚社会主义情操非常重要。

宝山情况是，60岁以上人口达到30%左右，65岁以上的将近达到20%，80岁以上的达到16%，15.9%左右。全区45个养老机构，养老床位原来9千多个，现在按照市委、市政府的要求做到1万多张。助餐点23家，远远不够，因为现在500米必须有一个，当然我们不能教条主义，老年人去了以后感受很好。我们采取一个办法，补贴一点、他自己出一点，社会开放。社会8块、他4块、我们贴4块，社会开放，还可以送，不然它就消失了。

居家养老设施是不够的，我们现在医院、护理院整个加起来，三级医院、二级医院、一级医院共40多个，护理中心和互助中心40多个，养老中心40多个，这样政府还得考虑“十三五”期间大概要投资二三十亿上去。

主要特点是设施还不均匀，设施差异还比较大。我们养老院最大的一千多的床位，少的就是几百人，但最近建好以后，我们不自己经营，招聘优秀团队进入，完全变了样。我们跟美国公司合作的高端养老产业，非常好，特别把海外回来的这些老知识分子全部挤满，他住进去注册费用5万元，以后一个人六七千，宾馆式管理，礼拜一到礼拜天全部有活动，老年人八九十岁，尽量地根据你的不同形式，有的到餐厅吃、有的围在一起，尽量让你动起来，整个养老理念非常好。绝对不是养老，进去了以后是第二课堂的生活圈，很有幸福感。所以我感觉到，我们公办的养老院和它之间有差距，就是养老院公办的进去不是贬低自己，就是养老，等在那里不动的。那个给他人的所有的动起来，当然我们看到《皇帝内经》12经，我们过去研究，日本人研究的很透，把12经整个器械全部做出来，我们过去这种设备都不考虑，现在逐步逐步把康复设备进去了。后续开发的问题，我跟他们讲，你买不起的地方就做“第八套广播体操”，特别好了。

我们有一个布局，构建多层次、立体式的养老体系，做到老有所养、老有所乐、老有所为等。

第二，构建体系，我们整个考虑“9073”。上面一个政府的政策支撑，考虑供需两个方面评估后，从规划、政府的财政保证、基础设施到质量保证再到监管，在供给方面，从政府、市场、社会、家庭、自助多主体，分年龄层次的健康维度、

收入水平的维度，保障和社会救助相结合。我们全区做了从 10 万人走到所有的老年人的“银联居家宝”，所有老年人的需求在网上可以对接，救助的、供应的、需求的，欢迎大家来参观。还有人力、物力、财力的财政体系。

后面对这些做一个解释，政府考虑，市场支持，壮大产业。互助的，包括社会支撑当中的，从整个养老体系当中考虑照料卫生和精神慰藉的。包括政策保证，我刚才讲的“银联居家宝”，把智慧化的城区和老年人的养老体系结合起来，然后一套养老体系。这样在建设过程当中、规划过程当中结合起来。将服务体系当中人才培养和 30 万的志愿者队伍结合起来，把志愿者的活动也结合起来，这样形成社会互助养老。

大概就是这些内容。谢谢大家！

## 中国证券基金业协会副会长钟蓉萨演讲实录

### 推动长期投资，共建养老金融生态

非常感谢今天有机会来养老金融 50 人论坛的一周年年会，跟董老师、跟核心成员一起来祝贺。在一年的时间里能取得这样的成就，我自己也非常荣幸能和董老师他们一起成长，一起来推动我们中国的养老金事业。其实今天听到现在，我自己，包括一些朋友也在讲，其实今天王理事长讲 REITs，包括刚才汪书记讲到的养老服务，希望我接下来的讲话能够让我们资产管理行业为养老金和养老服务来提供这种供给侧方面的服务，我希望我能达到这样的目的。

其实大家也知道，我们在推动短钱变长钱，上次在上海的论坛上党主任跟我不谋而合地谈到，我们如何能够把市场里的短钱通过第三支柱的机制变成长钱，这可能是我们的目标。我们接下来要研究的，我们把短钱变成长钱之后，这个钱往哪儿配置。刚才熊主任也讲到，我们的长钱不能以绝对回报为目的，那我们去配什么东西呢？去年我们在做第三支柱相关的研究，今年以来，我们就在办论坛，做课题的研究，上半年我们在做的跟 REITs 相关的路径的研究，下半年我们在做 REITs 在中国如何落地的相关的规则的研究。

为什么做这种研究呢？大家也看到，其实整个养老金资产配置多元化是必然的，不管是美国、加拿大还有其他的国家，我们小朋友主要做了美国、加拿大。大家看到我们其实固定收益和股票以外，实际上有很大的一部分是另类，另类里边当然有很多了，包括 PE 和很多其他的东西，但是我们发现事实上在我们整个配置的资产里边缺少了一类的。其实，另类的配置里边大家也看得见，除了一些结构化的对冲产品以外，很重要的一部分也是房地产的投资以及房地产基金的这种形式。刚才王理事长也在讲，他上次在我们 9 月份的 REITs 论坛上也提到用基金架构来搭建我们 REITs 的结构。未来我们可以通过搭建这样的架构，让养老金或者包括长期的保险资金，包括一些慈善基金，能够配置到相对固定的有稳定收益的产品，这是我们这半年来做的这种研究。

这个，开始我们同事放在上面了，也不是特别有代表性。大家也知道，包括耶鲁基金、哈佛的捐赠基金，他们的配置都是非常多元化的，包括 PE、VC、不动产的投资，也包括绝对回报的资产，来支撑他们长期资金资产配置的需求。

前两天我参加一个会的时候他们开玩笑，说耶鲁基金的 PE、VC 他们 16% 的风险投资比哈佛的要成功很多，我们其实在很多场合也说，哈佛花很多的钱，可能 1 千万美金以上的投资经理请到哈佛，他们说哈佛的获得诺贝尔奖的教授都没有拿到这些钱，你们从华尔街请了这么多钱还跑不过耶鲁，其实耶鲁 VC 很多是他们的校友，校友在很早期就投入到了他们的项目上，后来的包括 Facebook、苹果、雅虎的项目，其实都是跟这些早期的项目，包括国内的高瓴投的京东，都

是非常好的项目，这也是我和董老师人民大学的校友。我们要找到适合养老金相对更长期的可能流动性看似不是那么好的一些资金的配置，刚才讲的是国外的和一些大的长期性资金配置。

但是相对而言我们国内养老金的资产配置就比较单一，其实主要还是现在在投二级市场的股票和债权，对于一些长期配置的比例相对就比较低一些。我们也看到了，包括社保、基本养老和企业年金、职业年金，实际上大家已经开始在尝试直接投资，包括一些基础设施的债权，类似这些方面资金的比例逐渐在提高。这样一种安排大家看到，他要来配置的目的也是为了长期资金，否则都跟二级市场关联性太高，无法来满足刚才我们的这种风险长期的收益。

这个话题其实大家也知道，从 2008 年以后，包括我们国家 2009 年的 4 万亿，全球其实都还是量化宽松的大环境。总体来讲，在这种大环境下各种钱都在找长期资金的解决方案。我们这个图里头，我昨天简单看了一下，第二列黄色的部分，指的是对冲基金的新兴市场这一块相关的收益，大家看到，其实它在前几年的时候都是排在第一、第二、第三、第四，第一名其实排了好几年，从 2008 年金融危机之后就掉到下面负的收益，现在以来整体的收益也不是那么好的。光在市场里寻求这样股票或者债权的风险还是比较大的，其实能够有长期收益还不是那么容易的。

我们为什么研究 REITs，我们国家 30 年的改革开放，30 年以来我们的房地产可能涨的非常高了，我也开玩笑，像我们这样年龄的人，毕竟那时候证监会给我分了一套房子，现在还可以在这儿做公益，否则很难。现在 30 多岁年轻的孩子、20 多岁的孩子，他们未来 20 年如何有相对的保障呢？我们发现这种 REITs 的产品，我们把 REITs，虽然叫房地产，但是现在我们希望尤其这两年，包括今年，整个住宅的房地产其实涨的非常高的情况下，我们觉得不赢得仅仅是房地产的基金，我们界定为是不动产的基金，在土地上能够涨起来的，能够有固定的租金收益的这些资产，包括刚才汪书记讲到的他们这些产业的养老院和相关资产，其实都可以做成我们的标的，包括刚才王理事长讲到的，如何盘活我们这些培训中心，类似这些东西能够服务我们的养老产业。我刚刚跟王理事长开玩笑，我们不谋而合，实际我们之前并没有见过面，在上次会上他也讲过这样的概念。

包括养老的这些资产，大数据中心、云平台，手机通讯站，这些基础设施都是可以拿来作为投资标的的。我们最近在研究 REITs 过程中也有人跟我们说，REITs 实际上是一种股票上市，我现在也逐渐在找证据说不是，当然我也希望能够说服大家理解这个东西不是。为什么？它实际上是用租金收益来满足基金的收入，股票的 IPO 实际上是买未来的，买这个上市公司未来的成长，但是 REITs 本身来解决的是基金，就是所投的这个资产本身的现金流来满足我们这种需求，所以我觉得这两个东西是不一样的。

另外，我在上次的 REITs 论坛做主持的时候问过国外的一些专家，因为美国实际上是有公司型基金的，我们都是契约型基金。我们所谓的基金架构，新加坡的模式实际上是在《资金法》下面特别法来做的 REITs，但是在美国看似比较权益型的、IPO 型的 REITs，我们觉得它可能是公司型基金下的运营解决方案，但是我还没有完全证明到，这是我努力在证明的。这种结构他是把应税所得的 90% 以上拿来分配的，就是租金的 90% 也许是按照半年或者一年的方式，都会来分给我们的 REITs 的持有人，如果剩下的没有分配的部分，会按照公司相关的税率来缴。

所以过程中我们也发现，我们说第三支柱的需求递延实际上是一种税收的制度安排，其实 REITs 本身在美国也是在七八十年代的时候的一种税收的制度安排，我们大家都非常关注这些东西，刚才姚所说有研究课题，我们也希望这个课题也能作为我们的研究课题，希望能够积极来参与推进这方面的工作。它其实是一种需求安排，如果一旦都分了，这个时候就不计税了，如果都分给我们基金的投资者不计税，如果不分可能就计税。

接下来组织架构和上市要求，既有公司型，也有基金型，契约型的，两种都存在的，既可以上市，也可以不上市，一般情况下类似我们粉笔型基金的上市安排。但是在封闭型基金里面其实是可以增发份额的，如果不上市每年至少要进行一次允许大家赎回的安排。我们现在也在研究 REITs 本身，如果它能够保证收益的话，很大程度上允许它有杠杆。新加坡这种模式的，规定他的杠杆不能超过 45%，在美国其实没有具体的规定，但是他实际上的操作里头应该也不超过 46%。

我们为什么说 REITs 是长期资金投资的一个重要标的呢？刚才我也讲了它的特点。首先，在美国的方式或者新加坡的方式里 REITs 基金是一个非常低门槛的产品。其次，刚才说是一种税收安排，是避免双重征税的。另外，刚才讲 90% 要分红，所以实际上是高分红的产品。而且它通过，不管是房地产的专业管理人，来提升房地产的价值，还是说通过基金的管理人，来提升它的资金运用的价值，它都是通过专业的管理人来进行管理的，同时，它是在二级市场可以交易的，所以流动性非常好，信息披露也非常好。同时，它是严格监管的，而且运作是透明的。而且它跟传统的资产关注是非常低的，大家都知道我们的配置要取得收益就需要让它的相关性低，房地产总体与股票、债权的相关性是非常低的。就是因为有这些特点，它提供了长期稳健的现金流的回报，这个特点契合了我们包括养老金、慈善基金这些长期资金的需求。

我们也看到，美国上市 REITs 的 75% 的市值都是由养老金、机构投资者和共同基金以及 ETF 来拥有，这就是为什么我们希望在我们的中国能够尽快推出类似 REITs 这样的产品。

从美国和亚太，因为现在应该说比较成功的，最成功的 REITs 应该是美国，

其次主要是在亚太，亚太主要是新加坡和香港，这两种模式。从他们这种投资范围来讲，其实都是覆盖了包括公寓、写字楼，工业的一些用地，数据中心、医院、仓储，尤其像印度比较成功的，实际上是专门有基础设施的 REITs，所以其实像这些东西都是可以作为标的来做这样的不动产的基金的。

另外，我们最近也参与了国务院发展研究中心关于怎么用 PPP 来降低政府的债务、化解政府债务、盘活存量资产、提供长期工具等方面的研究。我们上次的论坛之后也给证监会党委专门写了一个报告，领导其实也希望我们能够积极地去研究，把它落地。上次在我们论坛上，包括财政部金融司的司长也在我们的会上进行了发言，也非常积极支持我们，希望我们能够用 REITs 来做 PPP 的相关项目，这些项目本身也未来是我们的养老金或者长期资金其实能够配置的标的，这个方面我们也在努力的尝试。

我们上半年其实也做了 REITs 的这种路径研究，应该讲，如果从远期的目标来讲，确实应该是一种税收的安排，REITs 本身其实也是一种税收递延，就跟我们说个人账户递延是比较像的，在资产过户出表的过程中，在这个时点上不收税，只有在未来真正的资产出让的时候才会去收税。所以实际上这个长远目标在我们中国目前也在积极地游说包括财政部一些相关部门他们更好的理解这个结构。实际上我们也看到，其实我们财税部门的领导他们已经有七八年的时间来关注 REITs 这个产品，比我们理解得更深，我觉得可能需要一个契机，需要我们大家一起来去游说这样的产品。这是长期的目标，让大家怎么能够理解这样一个税收递延的机制在我们中国落地。

其实中期的目标，我们原来也想，是不是能够在中期推出相对权益型的 REITs 产品，但是在制度上，因为大家也知道，《证券法》本身对于证券的范围还是比较有限的，把一些资产放进去目前在法律的授权上有一些限制，所以我们目前中期的目标也还在努力地研究。我们最近在研究，能够通过上面 REITs，底下 ABS 这样的结构，包括 PPP 的资产证券化，也包括很多资产的证券化，这种方式是不是通过 REITs 的方式投资资产证券化的模式。但是这中间可能存在的问题就是 ABS 毕竟是私募的东西，如果我们搭了一个公募的架构，是不是把这样一个风险外溢。前段时间我们去法国做了一个中法论坛，所以大家也看得见，尤其在欧洲这样一个基金的架构下，他们有很多的基金，实际上是一个机构投资者基金或者专业投资者基金。零售有一类基金叫零售基金，零售基金就是给散户的，所以我们现在也在想，是不是在中国也能推出一类基金投资者基金，大家看美国的年报的时候有一类就是机构投资者基金，那样我们在推试点的时候是不是可以通过这样的架构，让我们机构投资者去尝试下 ABS 这种结构产品，我们也在积极地论证研究。大家也看到除了做养老金以外，越来越多的机构投资认可我们公募基金现在的一个制度优势，大家也能看得见今年有那么多银行理财委托基金管

理公司来进行管理。我们觉得如果有类似这样一个产品，会对我们基金行业未来的发展很好地推动，我们也会努力在这个路径上进行探索和安排。

我也大概讲了一下这个结构，未来也许是我们的子公司或者证券公司，他们在 ABS 上来做一些资产证券化的安排，在上层架构上能够去搭 REITs 的结构，能够让我们的养老金做这种安排。我们在下层的资产可以把刚才说的养老社区这些不动产来作为我们的标的，来搭成这一架构去解决这样的问题。

我自己觉得在这种结构下，可能不一定是公募基金，也可以是私募基金，大家也知道私募基金目前也是我们基金业协会的会员，所以其实我们两种模式都可以加，来符合机构投资者他们的诉求。

最后一点，做一个广告，刚才也是讲，因为上个星期全国社保的基本养老刚刚评出这样一个奖，作为我们协会，其实我们在第一时间也做了祝贺，但是我们在祝贺里头，其实我们不仅仅是我们基金公司的会员，大家也知道，基金公司是 16 家中 14 家，这个里头其实包括好几家保险公司，包括证券公司，21 家家里有 19 家都是我们协会的会员，所以我们非常乐意基金跟大家一起，来推动养老整体的金融生态的完善和发展，我们是一个大的买方协会，也是大的资产管理协会。刘主席上周末在我们会上讲了，是一个资产管理行业的协会，我们希望跟在座的各位一起，共同努力，把我们的养老事业推向更美好的未来。

## 中国保险资产管理业协会执行副会长曹德云演讲实录

### 保险资产管理要坚守先进经验

今天下午听了前面几位专家的发言，增强了对于养老金融的认识，以后更好地为养老金融服务，这对我们行业来说有很大的借鉴意义。最近几天大家也都知道，保险资金又得到了前所未有的高度关注，关注对于一个行业、一个市场或者一个企业来说是必不可少的。当然我理解为，这种关注大约分两个维度，第一个是，如果你行业发展得很快、很好，也容易受到大家的关注，你在市场上这种影响力和话语权优势是不一样的。第二个关注，有可能你在运行的过程当中出现了这样或者那样的问题，也得到了市场的关注。我想这两种关注的结果，我觉得对于一个行业发展都应该说是好事，这就属于辩证法，以前毛主席讲过，就是说坏事经常可以变成好事，这就是一个辩证法所谓的转换。

我从第一个维度讲，的确保险业这几年，无论是发展的速度、发展的质量、发展的规模上讲，都取得了引人注目的成绩。比如我们说几个指标大家一看就会很明白。第一个指标是保费，到今年的10月底，保费规模2.7万亿，9月底已经超过了去年全年的水平，到今年年底3万亿肯定没有悬念，这是一个指标，同比增长了30%多。第二个指标是资金运用的规模。现在资金运用的规模大概12.9万亿平，比年初增长了16%。第三个指标是资产的规模，到现在应该14.6万亿，到年底我想可达15万亿，应该也没什么问题，比年初增长幅度20%多。收益的角度也是，我们大致做了一个统计，从2004年到2016年的10月底，整个实现了同比投资收益在3.6万亿左右，年均贡献度应该是2千亿的收益，年均收益率是5.3%。我觉得从这四个指标可以看出，大家关注这几年保险资金的快速发展，对于在市场上一个机构投资者的身份，或者说实体经济当中以支持和促进实体经济和民生建设的这么一个角色，引起了从上到下的关注。

此外，我们从资产的质量方面比较令人放心。我们也做过统计，无论是从存款市场、基金，还是债券，包括我们实体经济的项目，都处带一个比较安全、比较优质的状态，同时，市场的影响力也在逐渐的提高。比如说我们在基金市场，我们说最大的机构投资者，债券市场，我们第三大机构投资者，在股票市场，我们也是第二大机构投资者，另外在实体经济当中，这几年我们总共投资达1.6万亿，凡是大家所熟悉的比较好的重大的国家项目背后都有保险基金的身影，无论是高铁、还是西气东输、还是南水北调等等这些项目背后都有保险基金。这个情况下它得到了社会的关注，我觉得这种关注对我们行业来说更多的是一种鼓励，因为毕竟周围的保险业处在一个发展的初级阶段，实际我们有很多事情需要做。

从第一个维度看，从第二个维度看，的确不是没有问题，我觉得从保监会历

次对外的表态来说，行业的运行当中的确是有问题的，比如说我们管理粗放的问题，特别是在保险经营过程中，由于管理的粗放导致负债成本始终降不下来，负债成本下降的速度远远低于市场利率的下降速度，所以这是一个令人很忧心的问题。很快把负债端的压力传导到资产端，我觉得这是一个。再比如说，有些个别公司在投资上的一种盲目和一种冲动。这个东西就社会效益上的确不好。保监会和整个行业都对这种现象早已注意，并且采取了很多措施。通过调整保险产品的结构来优化负债，通过对于一些个别公司的警告，甚至最近停止了他们的投资资格和主营业务资格，一直在采用很多措施。我想从这个维度讲，大家的这种关注对我们行业未来的发展我觉得是一种督促。一个行业发展过程中，很可能遇到这样那样的问题，还希望无论各行各业包括我们市场，对一个处于初级阶段行业的发展，一定要有一个客观的、公正的、适宜的态度去观察它。

当然我们也有一些好消息，6日我对接到了全国社保基金理事会，我们有6家机构入选，这的确也是一个很令人高兴的事。实际上6家入选机构恰恰也是第一个维度关注的结果，现在的企业年金市场总共9千多亿，我们管理的规模大概应该在4550亿左右，占总市场规模业绩在53%，占法人机构管理的企业年金规模大致是在73%。我想这几家机构的入选也占了整个入选规模的大概87%，我想也是全国社保基金为代表的社会资金对我们行业的信任，对我们同样来说也是一种鼓励。

今天为什么在养老金融论坛上谈到保险的问题，因为我始终认为，养老金跟保险之间有一种天然的、直接的、密切的联系。比如说它们都属于长期性资金，他们的投资理念和风格上很相近，比如说我们经常要强调，保险资金的投资理念是在资产负债匹配管理基础上的长期投资、价值投资和稳健投资，追求的是收益类的长期、稳定、可持续，这是对我们保险投资理念的一个概括。但是想一想，我跟王理事长在一起谈，实际上我们的投资理念跟全国社保基金很像，这两种资金之间有一种天然的联系。我想保险资产管理机构还是我们的养老金的管理机构，作为基本养老保险基金或者是全国社保基金，以及未来的职业年金或者企业年金的管理，我觉得有天然的这种优势，它理念的相同。

而且我们这个行业，我觉得最大的一个优势可以概括为三个方面：

第一，投资领域十分广阔。刚才包括钟会长讲到，国外比如说无论是耶鲁大学基金，还是其他的基金，它们配置的范围就很广泛，同样，实际中国目前保险资金的运营范围，与国际没有太大的差距。我们把它概括为，从传统到另类，从公募到私募，从境内到境外，从虚拟到实体，这就是我们概括了整个的投资范围。

第二，保险资金始终强调的是战略配置或者长期配置。这种跟其他各类管理机构有很大的不同，因为保险资金我们强调必须有战略配置，上午也有专家讲到，实际上战略配置或者长期配置恰恰决定你最后回报的八九成。

第三，这个行业最大的优势就是信用风险的管理能力。现在我们所有大的资产管理公司和保险公司都有自己内部设立的信用评级的部门，而且这些信用评级、内部评级的部门所采用的标准和模型，可能属于是国际化的。所以说我们现在对固定收益类的投资基本上是以我们内部的信用评级为主的，我觉得这是我们很大的优势。

在纷繁变化的市场面前，无论是保险资金还是养老金，在投资理念上一定要坚守住自己固有的价值倾向。我把它概括为一个长期投资、价值投资、稳健投资和责任投资，就是说我们始终要意识到，我们这种长期资金的管理，所承担的责任，与其他的资金还有很大的水平。比如我们承担的对社会公众的责任，所以无论是养老金，还是保险资金，实际上都是大家的养命钱，或者是跟大家的生活密切相关的资金，所以你必须要对社会公众负责，你要保证它的保值增值，你要维护好这些资金持有人的利益。第二个责任是对市场的责任。你作为一个成熟理性的机构投资者，对市场承担的价值取向的引导、市场的稳定运行、市场的建设责任，这是你作为一个机构投资者必须要承担的这么一个责任。还有社会责任，我们最近跟人民银行连着开了两次绿色金融的会，这方面保险资金始终还是很重视。比如无论是投资基础设施、投资不动产，还是投资股权，我们明确规定，凡是国家产业政策限制的我们是不能投的，包括高污染、高耗能、高投入，这些项目是不能投的，最后导致我们投资的项目必须要有社会责任意识，我们也做了一个统计，目前为止我们 600 多个产品当中，有 180 多个项目在人民银行、发改委所列的绿色金融、绿色投资的范围之内，占到总项目的 33%。从投资规模超过了 5 千亿，照我们实体经济投资的 40%，我想这个比例，后来我跟人民银行，跟马首席谈，他觉得是很惊讶的。所以说社会责任对我们来说也是很重要的。

无论市场怎么变化，我们要坚守我们的投资理念，无论是保险资金，还是养老金，特别是我们的保险机构作为养老金的受托管理机构，更应该意识到自己肩头的责任。无论市场环境怎么变化，你要有同和不同、变与不变、为和不可为，这三个关系一定要科学地把握好，这样才能履职尽责，才不愧对国家、不愧对社会公众、不愧对我们这个市场！我就简单的给大家汇报这么多。

## 六、圆桌论坛：养老金融的实践与前瞻

### 建信养老金管理有限责任公司总裁冯丽英发言实录

大家好！

首先说两个祝贺，一个是祝贺我们中国养老金融 50 人论坛成立一周年，在这一年里，各位学界、业界人士在这个平台上进行了广泛充分的交流，集思广益，也碰撞出了很多好的火花，特别是像我们新成立的机构真的是受益匪浅，养老金融论坛确实也为我们的新机构注入了成长的动力，一是祝贺，也是感谢。

第二，还是要热烈祝贺我们 21/26 家的机构管理人荣获了基本养老保险的投资管理人资格，应该说是全国的大好事，基本养老保险真的要市场运作了，这也是我们同业的骄傲。

这次养老金公司作为国务院试点的专业养老金公司，毕竟成立的时间比较短，也没有 3 年的投资业绩的考量，为了符合制度、规则的安排，我们没有独立的投资管理人的资格进入到基本养老保险的投资管理人的行列，但是这不意味着我们没有资格去参与基本养老保险的投资运作了。为什么？回应一下朱海扬的提问，总体作为专业的养老金公司有什么样的感受呢？简单说，建信养老金公司到底是什么样的机构呢？大家都知道，是国务院批准的专业的养老金公司，跟其他的机构到底有什么不同呢？有两点，建信养老金公司作为试点成立，第一，不是说市场上多了一个同业的机构；第二，它不是一个单纯的投资管理人。从这点两讲，国务院批这个试点的主旨在于探索国家养老保障体制改革的高层构架，探索以社会多主体参与到养老保障体制的运作当中去。

就此而言有两个显著的特点。第一，在探索从混业或者我们叫混业经营到专业经营。我知道现在在同业机构当中，基金公司可能还会有公募，保险公司可能还有团险，只有建信养老金公司是专业专注的从事国家养老金的管理和运作的。第二，我们知道现在的市场格局基本上是属于牌照的分隔，实行各个机构主体服务当中的碎片化。作为建信来讲，专业的养老金公司，它是借鉴国外的先进经验，实行的是综合性的捆绑式的一站式服务，这是一个有益的探索。建信养老金公司的监管主体大家也都知道，我们在机构准入的时候是银监会批准的，因为我们是银行和社保基金会联合出资的，还有它实行的是日常的这种监督监管和维护投资者权益。我们业务监管上是三个机构的监管，一个我们作为国家社保基金、养老保障体制的改革者，我们受人社部的监管，我们在养老保障产品中，我们又受保监会的监管，我们在投资运营领域，我们又受证监会的监管，所以我们是从事人社到“三会”对我这个机构都有监管。

刚刚我听了各个不同的“会”，就是“三会”的学会，其实我们都是要成为他们的会员。因此，如果说这个榜上，21 家，加上建信 22 家，建信养老金也是

一个投资管理人的话，这些会长会说，在我管理的成员当中我们有 19 家、我们有 8 家是不是都是这个成员单位。说这些的目的是什么呢？在养老保障体制改革当中，建信养老确实还是承担了一个主体的试点作用，目前为止，其实在我们国家还是没有一个真正意义上的专业的养老金公司。尽管在国外有成功的经验，但是在中国真的是前无古人，但是后一定会有来者，我们也知道现在很多银行业在积极的给国务院申报，并且已经走到审批的程序当中去了。因此我觉得建信养老金公司，有责任为后人，我们叫淌路、铺石、奠基，但是这个责任不是一家公司可以承担的，我们特别想借助中国养老金融 50 人论坛这个平台做到人人有责、人人担当。

## 长江养老保险股份有限公司总经理苏罡发言实录

各位领导、专家和业界同仁：

大家下午好！

大家很辛苦，开了一天会，大家还在精神矍铄地进行交流，因为我们今天讨论的所有主题背后都是集中在两个字，就是“人才”，因为21世纪最重要的就是人才，养老金融重要的也是人才。会前我的团队也初步帮我做了一些不完全统计，我们统计了108家公募基金公司、21家保险公司、6家养老保险公司，一共135家，我们大概核算了人数，这些公司加起来大概4万人出头，其中真正的和投研最相关的人员，包括间接相关的都可以算到相对来讲投研的专业领域，我初步算了大概1200人。这些人管的资产在公募基金领域，大概人均相对管12亿，在保险资管领域人均管差不多50亿，在养老保险公司大概人均管35亿。这些人管来管去其中有多少跟养老金相关的呢？在公募基金里大概是18家，保险公司现在主要是3家，养老保险公司就算6家，我们都算进去。这里面真正跟养老金管理的专业人员加起来，很可怜，我算了一下，我估计只有1000人。这些人大概占了上面这135家的资产管理机构的专业人员的比例只有8%，占了整个这135家总人数只有2.5%，大家可以看到数字就能体会到，其实养老金融领域人才是比较稀缺的。

国外情况怎么样呢，我这里没有拿到非常详细的有足够说服力的数据，至少我可以把美国一些大的养老机构管理公司做一些测算，这些比较大型的公司，他们的管理资产大概在2千亿至3千亿美元左右，人员的数量大概在1500至3000人的规模，如果按照他们提供的同业人员，因为他们同业人员有大量的委派，所以占的比较低。30%计算，他们其实人均管理的资产规模，按照投研人算，大概是25%至27%，这个数字其实比我们低，我这个统计数据不见得很有说服力，至少还有一个数据表明，其实外国人干活比我们细，我们现在其实人少，但是干的活比他们要多，管的资产比他们要多，尽管我们的规模还没有人家那么大。

所以这个说明什么问题？我有一个初步的四个观点。第一，我们的养老金融的专业总人数明显不足，仅有1000人。第二，人均管理规模计算，专业人员投入的强度严重不足，人家管理规模太大了，你还不够细分化，还没有足够的人员去把这个活干的更细、更专业。第三，养老金融专业人员在资产管理中处于弱势地位，初步才占了8%，根本没有话语权。第四，养老金融专业人员在各自工作中的影响力严重不足，按照整个公司来讲，才占25%，能有多少话语权呢。

原因是什么？原因有五点，第一，养老金市场成长慢，对优秀人才的吸引相对不足。第二，养老金管理的机制相对复杂，专业人员认为这个工作性价比不高，很容易流失。第三，养老金投资的范围不够丰富，容纳不了更加多元化的专业人

才。第四，养老金管理机构出于经济效益原因，主动投资是不足的。第五，人才培养的难度相对比较大，法规政策的熟悉，基础理论的理解和专业基本问题，这些问题都对人才培养产生很大的困难。

我们应该采取什么措施呢？四点。第一，就业舆论的导向，应该是鼓励更多优秀人员到养老金管理公司，到这个领域去，这个领域是专业人员应当值得去奔赴的一个地方。第二，基础人才的培养，我们的高校将来是不是能够有养老金融专业呢。第三，养老金管理的效率要提升，通过产品化、标准化，提高我们的效率，不然的话我们现在以这么少的人员投入强度，实际上是很难承担养老金市场的大幅度增长的。第四，养老金管理市场的人力资本投入比例要区别于一般资管业务，国际来看，包括现在国内主要的优秀的资管公司基本上 333，他赚 1 块钱大概 1/3 是投在人力资本，1/3 投在一般的经营费用，包括系统的投入，管理费用，1/3 是利润。但是对养老金管理机构来说，从我们最近一年的测算来看，这个比例不适用，如果这样适用，养老金公司就没有竞争力了，所以养老金公司应该是 6: 3: 1，60%人力成本，3%管理费用，10%给公司股东交的利润，只有这样的话才能够更有效的建立市场化的薪酬，把养老金管理公司的竞争里建立起来。

## 瑞晖丽泽资本管理有限公司董事长王金晖发言实录

我们这边既有一级，也有二级，我们说到养老金融，因为这个概念也比较广，像董老师说的，这里边涉及到我们金融养老服务，体现在三个方面：第一方面，是我们今天在座的很多都是 21 家已经入选的机构，这方面针对的是养老金的管理；第二方面，养老服务；第三方面，涉老产业相关的金融服务。因为今天上午的闭门会议涉猎也比较多，包括下午咱们全国社保理事会的王理事长也谈到，包括姚所长也谈到，不仅仅是我们养老金管理这个部分了。所以今天在这里谈我想聚焦一下，我们就是谈我们相关养老金管理全球化的多资产配置。

说到这儿先分享一些数字。我想在座的各位专家都了解，整个我们全国养老金管理，从 2008 年到 2012 年，收益率平均是 2.9%，和实际的通胀率基本持平，我们讲实际的投资收益率几乎是 0。而相比有另外一个数字，就是 OECD 国家和非 OECD 国家，他们在 2012 年至 2015 年实际的收益率是 4.7% 和 4.5%，所以说这个数字可以看出，实际上我们这个收益率是非常低的。另外一个数字，我们养老金的支付缺口，这个缺口数字因为比较的口径不同，今天刚刚和蔡先生说到这里，像咱们马俊先生他的统计数据，是从 2012 年起，然后截止到 2050 年，他那边数字缺口大概占到当年 GDP 的 75%。还有另外一个数据，那个数据就更是比较惊人了，那个是截止到 2033 年，占到当年 GDP 的应该是 95%。所以我们可以看到，无论是哪个口径来看，应该是缺口都是非常巨大的。而且说到具体的金额，有的是 43 万亿，有的是 63 万亿。所以从这个缺口可以看到，包括我们养老金的收益率非常低，实际上就是投资收益的变革非常严峻了，而且应该说迫在眉睫了。

所以从这个意义上讲，无论说从已经存量的要管好，把它收益率要提上来，还是说增量，包括第二支柱、第三支柱的建立，刚才我们谈一点，核心就是怎么样提高养老金管理的投资收益率。所以从这个意义上讲，借鉴国外的经验，我们看到非常需要全球化的多资产配置。大家很多都是业内人士，这里不用特别展开，基本上说的原则，实际上无论是从全球历史的角度去看，能够给投资者带来比较稳健持续收益的，主要都是强调价值投资，还有分散风险。从价值投资告诉我们，主要是鉴别资产的优劣，主要强调的是资产本身内在的价值，还有市场定价和之间的关系。

而我们养老金的期限比较长，它风险偏好低，这个过程中它可以做长线投资，可以穿越周期的，长期看是理性的，短期看是不理性的，而且过程中有这种投机。在这个过程中会产生市场的波动，以及一些资产的错误定价，养老金在这个过程中实际上可以是抓住这种错误定价的机会、获取这种高额回报。

另外一个角度来讲，全球配置还可以解决因为养老金的体量比较大，需要的就是投资的标的较多的问题。另外从全球配置的角度看，可以突破单一市场的局

限，可以分享不同经济体比较的优势。例如我们知道，说到德国的时候，我们都说它的工业制造，美国是高新技术。新兴的国家主要是资源情况，所以这些都是很优质的资产，在全球过程中可以获取。

另外一点，实际上是有一个宏观经济在这个过程中的周期，如果能够进行全球的全资产配置，某种意义上可以把相关的风险，尤其像局部的经济重创的一些产业可以规避掉，同时可以在配置的过程中，可以通过配置不同的资产、不同的产业、不同的经济体，通过这些敞口规避一些局部的经济风险，分享相关的收益。

这里我想还要讲一点，我们国家目前应该说刚刚黄总也说了，说祝贺好多在座的获得了我们基本养老证券投资的管理资格，我们这部分应该市场化运作开始了，非常好的。但是另外一点我们也看到，现在无论是养老金还是企业年金，现在都是国内投资，是不允许进行跨国投资的，不许投资海外。社保这部分可以投，但也就是不能超过它总资产的 20%，而且到 2015 年底，应该说这边只投了大概 5.9% 左右，基本是这样一个数字。所以从这个意义上看，我们国家整个是全球化的配置，路还是比较长的。

## 汇添富基金管理股份有限公司董事长李文发言实录

非常荣幸中国养老金融 50 人论坛能够接纳汇添富作为成员之一，今天我参加了年会的会议，获益匪浅，听到了各位专家、各位领导非常有智慧的发言，对中国金融养老的未来更加充满信心。

应该说公募基金在中国养老金融里面发挥了重要的作用，刚刚我们朱会长也谈到了这一点，不仅在 21 家养老保险的投资管理里面有 19 家都是会员，而且在社管理理的 18 家机构里边 16 家是会员公司，像汇添富我们同时还是社保的优秀管理人，公募基金在中国养老投资管理体系里面已经发挥了重要的作用。为什么能发挥重要的作用呢？这个得益于中国证监会、中国基金协会历经 18 年的努力带领行业取得的成绩。

我觉得还有几个方面是比较重要的。第一，这个行业有一个非常好的制度设计。这个行业虽然有 18 年的历史，但是起点非常高，借鉴了国际实践、国际先进的经验，独立运作，组合投资，财富托管，信息披露。这样一系列的制度设计，保证了非常规范的机制。同时监管上有严密的制度和社会监督，所以这个行业经过 18 年的风雨已经成为行业里的标杆，这点是非常重要的，赢得了养老金融的信任。第二，这个机构有良好的生存能力。因为养老金融投资确实是非常专业的投资，经过这么多年的发展，公募基金就像刚才我们曹会长谈到的，像保险资管一样，它的投资能力已经从权益到固定收益，从二级到一级，从虚拟到实体，这几个方面都已经完全的覆盖，充分展现了它的投资能力非常卓越。第三，它的业绩表现非常良好。这个通过我们这个蓝皮书的报告可以看到这一点，在过去的 18 年里，固定基金的收益率达到 18%，固定收益接近 8% 点几，在社保投资组合里面收益率非常好，平均收益率 8.8% 几，业绩得到了充分的证明。第四，良好的服务体系，服务了全国接近 2 个亿的公募基金的客户，还有所有的保险机构、银行等等一些体系。

面对未来，刚才董教授讲的，未来 5 年后可能达到 10 万亿，如果按照这样一个公募基金的占比，年后我们管理的规模可能达 8 万亿，已经接近现在公募基金的规模了，未来怎么做？责任重大，做好这个事情也是义不容辞。怎么做呢？从四个方面简单说一下。第一，基金管理公司整个行业要持续的支撑能力，这是最核心的，包括坚守。曹会长提到了价值投资、长期投资等这样的投资理念，苏总谈到了人才，进一步加强培养人才，特别是适应养老投资的专业人才。还有，构建自己的投资能力，你的风险控制能力、参与设计能力、创新的能力等一系列能力，只有这些能力持续支撑，才能不辜负养老金的信任。第二，需要大家共同努力推进的制度设计。回头看所有的这些发展，都是来自于一个良好的制度设计，养老金未来的制度设计我觉得特别特别重要，这也是中国养老金融 50 人论

坛非常重要的一个方向。在制度设计方面，除了税收的优惠政策之外，非常重要的就是你的投资策略，包括你的投资范围，还有投资的考核，是不是真正的坚持业绩方面。第三，基础市场。因为所有的投资收益还是来自于整个基础市场的收益率，大家共同努力把中国的股票市场建设得更加好。过去是债券市场进一步发展，期货市场也更加成熟，包括海外投资能力进一步提升，只有基础设施收益率提高了，养老资金持有提高了，也使过去几年社保基金收益率提高，因为基础设施发展的比较好。未来随着经济的调整，整个低利率情况下，怎么样继续保持相对比较高的收益。我觉得很重要就是说，我们也是推进整个的养老金融的教育、投资者教育，投资者树立长期投资的投资理念，他们长期了我们的基金才能真正长期，同时对收益率要有预期的管理，并积极的参与投资里面去。

我们现在很焦虑，我们焦虑空气、焦虑医疗、焦虑教育、焦虑养老，这是人性，没办法，因为我们所有人决定不了我们的生，但是每个人都想控制自己的死，所以大家都在努力，包括我们现在都在做这样的努力。我相信只要我们一起努力，我们所有人的养老，包括全中国的养老，都可以不是问题，一切都会是最好的发展，一切我们都会解决，祝大家所有的人都能非常健康快乐的活过 100 岁。

## 泰达宏利基金副总经理王彦杰发言实录

刚刚主持人也介绍了我们在加拿大的一些经验，允许我再补充一下，除了在加拿大以外，在美国、在香港，全球很多的重要市场我们外方股东宏利都扮演非常重要的角色。

您刚刚提到关于多层次养老体系的发展，我想前面有很多专家都提到国内将来第二、第三支柱均衡发展的重要性，所以确实，目前为止我们看国内的业务支柱发展，以及将来第三支柱的开展，我相信都会面临到一些可能在国际市场上都碰到的问题。归结起来，我认为从海外的经验来看有三个项目是在未来发展上很关键的要素：第一，政策支持；第二，更长远来看是对投资者的教育。；三，我们需要有一个更市场化的运作平台。我针对这三个项目简单的给大家展开一下。

第一，政策方面。我想到的做法其实有很多样，但是我想唯一的目的只有一个，就是今天我们钟会长有提到的，怎么样把投资者的钱从短期引导到长期，就是说把这个市场上普遍的追求短期回报的这种投资目标引导到寻求一个长期稳定回报，做养老准备的这样一个方向。当然政策上国内外大家谈最多的就是税优，税优当然还有很多配套的设计要进行，这个部分我就不细说，但是税优虽然在很多国家推出并没有造成一些很短期的积极效果，但是从世界上各个国家来看，其实税优可能短期效果并不明显，绝对是长期推动第三支柱的关键，必须在这样的支持下它的长期发展才能够走的比较顺利，也走的比较快。

第二，投资者教育方面。我想投资者教育方面可以分两个层次来看：第一个基本的层次就是说，我们希望怎么样能够让投资者在他的养老储备上一方面能够做到提早准备，另一方面能够做到准备要充足；第二个层面来讲，怎么样教育以及引导投资者选择适当的养老投资产品。

第一个层面来看，向各位分享一下我们做的一个研究数据。我们发现普遍来讲，大部分投资者对自己养老的规划都是过度乐观的，我们现在研究里面有两个问题，提供出来作为参考。其中一个问题就是，我们问到投资者，你认为将来退休之后的开支跟你退休比例比较是怎么样的，假设你退休前每天花 100 元，退休后每天花多少钱，我们大部分的投资者是 60%，认为一天花 60 块，但是我们实际研究显示是 97%，就是退休后每天只会少花 3 块。这里面的原因我们听下来，主要是医疗支出，还有退休后闲暇时间比较多，旅游上面的开支是会增加的，所以大部分投资者都低估了他退休后的费用需求。另外一点，我们也问到投资者预期退休后还活多久，准备多少钱，我们得到的平均数据是 17 年，实际上我们研究显示 24 年，所以这两个当中有很大的落差。所以在推动投资者教育上来讲我觉得是非常重要的。而且更重要的是，从海外的经验来讲，推动投资者教育基本上两个做法，一个是纯粹主要由政府机构来做辅导，另一方面，大幅度的开放业

者参与。这两个差很多的，政府机构基本上资源有；开放业者参与，业者一方面除了希望做到教育投资者之外，对大部分的业者来讲这是一个商机，而且比较多的资源可以投入，不同的投资者架构下对二、三支柱的推动发展是有很大的差异。

第三点，谈到一个更开放的市场化的机构。大部分国家对投资的选项基本上包含两个特性：第一，前面几位专家也提到，多元的选项；第二，能够让投资者有自主选择的权利。今天早晨闭门会议也有很多的讨论。我想这两个是非常关键的因素，我想未来在我们政策的推动方向上，这两个也是非常关键的。自主选择上面，我想先进国家都经历过过去很早期的集中管理到完全自主的选择，到过去几年所谓的资产配置成为主流方案，我想未来发展国内也是会朝这个方向做一个参考。

## 平安养老保险股份有限公司副总经理鞠维萍发言实录

应该讲平安养老险是业内成立比较早的一个养老公司了，目前号称最大的，说最大几个数据可以证明它最大。第一，现在注册资本金最大，48 亿。第二，机构遍布全国，有 200 多个机构。同时，目前可能今年年底要成为受托和年金的投资双方超过 1500 亿的一个机构，目前我们的受托已经是超过了 1540 亿，而且我们在法人受托下管理的受托的客户是最多的，我们管理的整个全市场的 43%。另外我们现在年均投资马上要超过 1500 亿，上周统计 1485 亿。

同时我们这些年不断开拓新的发展方向，我们在第三方面做了比较大的，目前已经有 1200 亿，同时还管着养老险自身 300 亿的自由险资，现在来看接近 4800 亿，发展非常快，而且有几个比较好的利润，今年可能有望突破利润过 10 亿。

应该讲这两年的年金管理上确实也有很多的困惑，特别是做企业年金投入管理，我认为还是比较痛苦的。为什么？因为我们这个制度设计，它的年金投资，自己的养老金是由于企业来给你选择托管人，这样带来一个问题，企业的托管人选择之后没法实施对整个年金资产很好的监管，所以有一些年金资产的积累，到了退休年龄员工很关注到期年金的投资收益和资产类的保值增值，不像一些西方的制度，如美国的 401 (K)，它的一些制度设计，直接是个人选择市场的一些产品。所以导致我们现在做中国养老金投资的过程中每天面临着对各个账户的披露，本来是一个长期养老资产，导致的是搞短炒，所以如果投的不好，现在都是机制上，投的不好的话，累计不好就要被干掉，做的再不好就要管理费减半，再管理的不好，赔了，管理费要回补，所以现在做年金投资的我们这些投管人还是非常痛苦的，所以实现盈利是非常难的。

我们也有一些单一组合面临着 PK。我想也是在积极管好单一组合的前提下，不断创新养老金产品。我们业内比较早发起产品，目前通过产品的定制和发行，确实是在我们一些资产的稳定，保持一些组合的收益，甚至现在我们管 400 多个组合，如果是都搞单一组合账户的话，后台的投资压力是非常大的，通过后端结合，也实现了比较好的投资管理。截至目前，我们整个养老金产品发行 40 只，其中运作 23 只，总规模以后超过了 420 亿。同时，我们发起了行业第一只优先股，包括开放式信托，目标收益养老金产品，包括还有一些我们货币型的产品。特别值得一提的是我们的信托型产品，我们把信托型引入了流动性，充分利用了平安集团非标资产的综合能力，目前发行了四期，投放了 50 亿，而且它的收益率超过了很多产品的预期，到今天这样一个资产架构保持了 580 的收益率，同时我们还通过研究解决一些大的央企资金的归集，我们开发了现金类的管理，像某大型银行他今年一年累计 50 多个亿，我们这个产品做到 3.5 亿的收益。

养老金产品是一个很好的方向。第一，随着年金不断积累，随着今年国家对

职业年金加上社保资金的关注，年金投资的市场会越来越大，光单一投资解决不了收益率问题。第二，随着政府的调整，特别是放开了受托直投，原来只有你有投保证的人投，现在有受托能力的直接可以委托人给他之后直接到市场上选择有竞争力的，根据你的风险偏好去选择好的产品。

另外我想借这个平台呼吁一下，我们通过智囊为国家提供一些数据支持，包括企业年金、职业年金开展之后，这种管理模式如果不改变的话，我认为委托人的管理压力会越来越大。现在我了解的，有一些大型央企，有的今年就突破了1千亿，光靠一个简单的理事会或者一个办公室是很难把这个基金管好的，本来这个钱是员工自己的养老金，应该通过制度解决，像美国一样，个人实现他的投管。

## 七、闭门研讨会专题演讲

### 吴玉韶主任专题发言

尊敬的董教授、各位朋友，我看是学术前瞻的专题发言，有点不太敢说，不过还是很高兴，因为我也是核心组的成员。当时一年时间参加的活动不多、做的贡献不多，但是听了秘书长刚才一年情况的介绍我觉得很受鼓舞，一周时间很短，做了这么多事，我觉得是一个开创性的、推广性的事业，对未来应对中国的人口老龄化非常有意义。因为我是做养老和老龄工作的，我们也做政策规划，全国老龄委是中共中央国务院老龄工作的协调机构，我们办公室是它的一个办事机构，前年我也接了中国老龄科学研究中心的主任，所以谈一点对老龄化和养老问题的认识。因为在座的绝大部分都是金融方面的专家，我觉得中国的养老问题现在大家都进入了一种焦虑的状态，政府也在焦虑，企业在焦虑，公民在焦虑，家庭也在焦虑，应该说焦虑确实也是对的，因为突然间进入老龄化，我们的老龄化不是一个自然老化的过程，是一个政策干预的老化的结果。

所以中国老龄化我们过去用了两个词，一个叫“未富先老”，一个叫“未备先老”。“未富先老”是指当时进入老龄化的状态，1999年，不到1000美元，确实是“未富先老”，但是随着去年已经进入8000美元，以及马上进入小康社会，这个“未富先老”可能就是一个过去式。但是“未备先老”，是一个今后的常态，而且时间会非常长。这里面很多的准备，包括制度的准备、思想的准备、资产的准备等等，因为我们都是表现出“未备先老”。其中就一个很核心的，就是我们50人论坛和今天要讨论的问题，就是金融的准备。

所以我们的中国老龄人群里面确实如果从统计意义上的分析，确实是“未富先老”非常明显。因为我们到去年是2.22亿的老年人，全世界到去年年底是201个国家和地区已经进入到老龄化的是94个，将近一般地国家和地区，大部分国家都是进入老龄化，全部的发达国家和一部分的发展中国家。我们特殊的确实是这种快速老化的过程，所以在这2.2亿的老年人，如果讲大数的话，是2千万左右的机关和事业单位的退休人员，这个是保障比较好的，我认为很有购买力的，而且有过上高品质养老生活的。另外一大块，我们经常关注的企业的退休职工，这个大数也就是8千万，到去年年退休金2200元，最高的像北京3600多元，像西藏这样经济落后省区1000多元。还有更大的群体就是农村的农民，1.4亿，平均的养老金也就100元。从这个数据来看确实非常困难，不焦虑不可能。但是也有另外一个现象值得我们研究和考虑，在研究中国老年人收入，因为在老年人收入是最难的问题，我们最近刚刚完成了也是我主持的一个财政部、民政部、全国老龄办三部委进行的“第四次中国老龄人口生活状况追踪调查”，这个调查结果在我们统计当中，其实每一次都是这个问题，他的实际收入和他的自报收入、以

及他的支出是有矛盾的，报的收入不多，但是报的支出远远大于收入。所以我要说的一个观点就是，中国老年人的收入、支出和消费要看数据，但是不能够完全看数据，因为基本队伍上，比如他报了这一年收入可能就是几千元，但是他的实际支出可能就是他的2倍至3倍，但是他都是增值的，他收入可能会有一些隐瞒，但是他的支出绝对是真实的，这里面其实是一个很值得研究的问题，就是我要说的是“未富先老”、是“未备先老”，其实隐含着老年产业的潜力和巨大的因素，不完全能够通过看这个数据来研究，所以这个是我们中国老龄化非常特殊的特点。

我们中国老龄化大家都讲困难、焦虑、危险，这也对，确实是，但其实我们也有很多的机会、很多甚至优势。有时候传统上我们大家讲的政治优势、经济优势、文化优势、历史优势，其实还有一个优势是我们的后发优势。因为老龄化尽管有中国特色，但其实它还是一个世界性的大问题，共性的东西占了很大的比重。法国1865年进入老龄化，是第一个进入老龄化的国家，到现在已经150年了，所以这150年来这么多发达地区的经验其实有很多的共性的东西是我们借鉴的，所以我们在现在的历史条件下进入人口老龄化其实我们还是有后发优势的，完全可以少走一些弯路，可以借鉴。而且中央的高层对这个问题认识的非常清楚，尤其是这几年，尤其是去年以来，10月9日总书记、总理对老龄工作做了重要指示，5月27日中共中央政治局总书记主持第32次集体学习，10月11日深改组第28次会议，研究养老服务业全面放开服务业市场，最近的12月5日也是总书记主持的深改组的第3次会议，研究通过我们起草的一个《老年人照顾服务意见》。刚才上海的汪书记讲的，其实《老年人照顾服务意见》是内涵很丰富的、马上要发的决定，就是带有普惠性的。中央高层对老龄化的认识、对后发优势的认识并不亚于其他国家，这个其实是我们中国的一个很大的特点。

所以既要焦虑，但是也没有必要过于去焦虑和悲观。其实有的问题是放大了，而且有的媒体宣传也不太负责任，比如算账500万养老，不行，1000万才够，如果这种宣传多了以后，对国民信心的影响其实还是挺大的，因为这种比如说有多少500万、有多少1000万。

第二，养老里面有很多的短板。无论从哪个角度来讲，我们“十三五”是补短板：从农村和城市来讲，农村是短板；从机构与社区来讲，社区是短板；从物质帮助和精神关爱来讲，精神关爱是短板。但是如果从准备来讲，最核心的短板其实是老年金融，最根本还讲还是购买力的问题。我们现在工资体系的设计，按照我们国家的养老保障是一个比较低的标准，是一个全覆盖的，并不是通过你这个退休金就能过上高品质的养老，特别是养老服务当中的消费，这种制度我们是缺失的。最近人保部也下发了，在全国的几个市进行长期护理保险的试点，这就是养老里面非常重要的制度设计。

我们讲的老年人有三大风险。第一，贫困的风险。贫困的风险用养老金来保障，当然一、二、三支柱，我们的一支柱很强，二支柱另外一个问题，但是毕竟我们有了这个制度。第二，老年人疾病的风险。疾病的风险是用养老保障的制度来解决的。第三，失能风险。长期护理保险，我们现在失能的风险没有制度，尽管各地也在试点，比如上海在试点、青岛在试点、长春在试点，我们北京的海淀也在试点，但都是停留在试点阶段。所以我们老年人一旦进入到失能照顾阶段，这个服务的购买其实不是养老金的逻辑，不用说2千万的企业退休职工不能购买，就是机关事业单位的离退休职工，离休还好一点，离休不存在这个问题，退休其实也不能。所以其实我们是在整个制度设计里面三大制度，养老保险、医疗保险、残照保险，缺这么一个保险。我们现在的残照是用积累，用子女的扶持来解决残照。养老里面其实最花钱的是残照，而且这也是个悖论，你护理的越好他活的时间越长，谁都想给他护理的好一点，他护理的短可能今天就走了，护理的越好，他活10年、20年，他躺那儿，他想死还死不了呢，所以其实是一个很被动的。国际上也研究这个残照，说残照在社会经济效益也是一个问题，护理的越好活的越长，完全是消费性的。我们现在是用基本的工资、用家庭、用子女的力量来解决，所以核心其实是购买力，这个就是我们董教授讲的，老龄金融。因为我们都知道金融是跨时间、跨地域的空间的资源配置，其实也是“5·27”讲话里面讲到的“要考虑全生命周期”。因为我们2.2亿的老年人里面，除了最近这几年进入老龄化的这些人有一些储备以外，以前的老年人基本上没有储备，不用说一般的老年人，就是离休干部他一生的存款可能就是几万元，基本上没有，问题是历史的特殊时期造成的。

现在我就觉得，去年董教授成立这个中国养老金融50人论坛，当时征求我的意见时，我就觉得非常好，确实做了一个补短板中的短板。我认为老龄金融是养老当中短板中的短板，而且它更多是立足当前、面向未来的战略性的举措。因为过去已经没有办法了，现在那些老的，你再做任何的，只能是理财性质的，不被骗就不错了，买基金、买理财不被骗已经不错了，你再做前瞻性的，前瞻性的就应该从全生命周期、从中青年做起。所以当时50人论坛确定的三大任务之一就是提高全社会的老龄金融意识，我觉得非常非常好。因为这么大的事、这么有意义的事，应该从中青年开始做的，恰恰大家都不太知道的事情。等老了再来讲老年金融，只能在现有的小钱里面弄一弄，不解决大问题，大问题应该是中青年储备。所以我倒建议，刚才你们自己研究的很好，更多做一些面向普通公民的、普及性的这种宣传。

我刚才前面也讲了，不是没有超前意识，是他不懂。也不是老年群体里面没有消费需求，是我们没有很好的去做研究和开发，也不是老年群体就对金融理财不感兴趣，不是。我这里引用一个例子，其实挺说明问题的，最近北京邮电大学

的一个博士生前几天找到我，叫张佳鑫，他其实是在硕士期间就在北京做了一个公益项目，叫“夕阳再晨”。这一项目就是老年人的年轻化，就是教他学电脑，结果5年期间在北京做的非常好，现在做成一个公益品牌，他已经在北京市38所211高校做老年人的这个，他做了以后发现老年人完全不是我们所理解的害怕、不会用、拒绝，不是，是他不懂得基础上的东西。他跟我讲，其实他就是入门慢一点，但是他的理解力一点不亚于年轻人。再一个，对现代信息技术的依赖也一点不亚于年轻人，所以现在他在北京市区做了10多万的老年人公益性的，非常好。

所以我们这个群体其实要去研究开发，包括我们这几年支持兴业银行在做老龄金融，其实这个市场不是我们理解的他不需要现代技术，是因为我们社会把他无形的隔断了，所以这里面需要去宣传、去研究、去普及，所以从这个意义上讲，你这三大使命我觉得重点是应该做一些，当然也要做高精尖的，更多是对社会的公益。因为老龄化的问题其实很多不是大家不愿意做，是大家不知道，是大家不懂，要具备这个理念以后参与，即便是中青年，即便是老年人，其实在这里面潜力要求巨大。

我原本准备了一个稿子，因为内部会议，我比较喜欢内部会议，因为现在养老很敏感，过去我们随便讲没事，现在到公开场合要有约束的去讲，所以今天这个场合随便讲。谢谢大家。

## 胡继晔：养老金缴费与投资模式选择

非常高兴今天能参加我们这个内部会议。我今天向大家汇报的是养老金缴费，因为我们在过去几年里面在养老金融论坛做了大量的工作，我想今天讲三个小问题：

第一，国际养老缴费模式的理论分析。

第二，我国三支柱养老金缴费改革前瞻。

第三，我国养老金投资的员工选择权问题。

一个是缴费，一个是未来的选择，这个选择，待会儿林羿博士会讲的更清楚，所以我重点讲前两个内容。

第一，养老金缴费模式的理论分析。OECD 国家对养老金是分成了三个层次、两大类，一类是公共养老金，另外一类是私人养老金，这个公共养老金主要是两种模式，一个是税的模式，比如像美国就是税，另外一个为是缴费，不管是税还是费，本质上都是一样的，都是强制性的。

私人养老金缴费一般来讲都是非强制性的，政府鼓励非强制的有两种模式：一种是递延纳税，可能现在我们很多学者和很多业界都一直在呼吁；另外一种为自动缴费，这种自动缴费就认为在工作之初必须缴，如果让他直接缴了，他一进入这个体系就缴费。所以这是两种模式，两种模式哪个更优呢？有一个非常天才的年轻经济学家做了研究，这个人叫 Chetty，是哈佛大学历史上第一个 20 多岁就获得终身教职的学者，而且他 34 岁就获得了美国的克拉克奖，大家知道美国的克拉克奖只颁给 30 岁以下的经济学家，克拉克奖的获奖者将来 80% 都会获得诺贝尔经济学奖，这个小伙子 1979 年的，到现在只有 30 多岁，但是他已经在国际的顶级经济学刊物发到手软，纯属天才。

他是专门研究数据的，他对丹麦的 4100 万个观测数据进行研究，最后研究发现，所谓的自动缴费机制，对税收补贴的效果更好，而且好的不是一星半点。为什么呢？因为他发现，在人群里边大约只有 15% 的人是所谓积极的储蓄者，这些人对他们进行税收优惠才有用，另外的 85% 实际是没有什么用的。而且政府对养老储蓄的税每补贴 1 元，真真正正增加的养老金投资大概只有 1 分，就是说政府在这个事情上往往是事倍功半，基本上是没有，效果非常差。

正是因为如此，所以他认为自动缴费机制会增加大部分人的养老储蓄，主要原因是 85% 都是被动投资，这种被动投资者，就是说自动缴费的制度可以让他只要一加入这个体系就要缴费。所以正是基于这些内容，事实上我们来看，养老体系最发达的英国和美国，在美国 2006 年的《养老金保护法案》、英国的 2008 年的《养老金法案》里面都推出了所谓的自动加入的制度。这个自动加入制度，当然美国人或者英国人不是因为听了 Chetty 的研究，而是 Chetty 的研究证明了

这是更优惠的制度。

我们国家的企业年金发展缓慢的主要原因，就是因为我们只有所谓的税优，我们没有自动加入制度，我们的企业年金是纯自愿的。如果将来要是能够有自动加入的话，可能会使得我们的企业年金发展的更好。因为目前我们的企业年金的参保职工占基本养老的比例只有 6.6%，而且大部分都是大的国企，比如中石油还有一些像联想等等这些大企业，中小企业几乎没有，这样的话主要原因就是因为我们就是按照 Chetty 这个研究，我们是靠自愿的，而且是靠税优这种模式。

这个研究来看我们缴费到底怎么来改。在我们已经有的实践里面，第一支柱的强制性缴费，由于有强制性，所以我们 1997 年开始到现在扩面扩到了 3 亿多，就是企业职工，如果再加上我们的机关事业单位也并轨的话，多少扩面就会非常快。这里面扩面的最主要原因，就是因为我们是强制性的。而企业年金我们来看，2004 年的《企业年金试行办法》只是自愿建立的补充养老制度，“自愿建立”加上“补充”，虽然有所谓的税收优惠，比如说上年度工资的 1/12 或者缴税免税等等，事实上对企业主、对职工个人，大家都没有把税优当回事，所以我们国家的发展也更进一步的，英国、美国加上我们国家，这些大国的实践更验证了刚才 Chetty 的那个研究。

而且我们再来看，2013 年的时候我们有一个“103 号文”，提出来 4% 内免税，上限是社会平均工资的 3 倍，这个“103 号文”到现在已经颁布 3 年了，坦率地讲，我专门做了一个事件分析的统计，发现这个文颁布前和颁布后对我们企业年金的增幅几乎没有影响，所以也就是说我们的政府在这儿费了好大的劲在写文章、在写文件，事实上对企业来讲，由于是自愿的，所以基本上没有用。

但是我们再来看另外一个制度，就是职业年金制度。职业年金制度我们来看，职业年金要求，单位必须要缴 8%，个人缴 4%。中国的职业年金制度和英、美是一样的，比如我们政法大学新加入的教师他自动就要缴职业年金，老师可能自己都不知道，但是事实上他已经缴了，这个就是一个，我认为职业年金和企业年金制度最大的差距就是所谓的能否实现自动缴费。

我们再来看，基于这些考虑、这些研究，我个人认为未来的理想模式是什么呢？就是第一支柱，现在 20% 的社会统筹和 8% 的个人账户要分离，20% 就是一个纯属要解决公平性的问题，就可以尤其现在全国统筹。如何全国统筹，叫了这么多年一直不能够成功，最重要的原因就是因为这个统是统不起来，如果把这 20% 改成税统起来就很容易，深圳因为缴的非常高，所以深圳他们只收 14%，深圳市社保局的网站大家去看，他叫社会公积金只有 14%，远远低于其他地方。深圳人为什么这么低？因为深圳大部分都是外来务工人员，这些年轻人来缴就足够，而且深圳是一个年轻的城市，所以他有大量的结余。

第一支柱还有 8%，这 8% 怎么办？8% 应当给它划到第二支柱来，因为全世

界 OECD 的 28 个国家还有 G20 的，当然这里面有国家的重复，主要前 50 的经济体，唯有中国在第一支柱里边把两个制度合在一起，经过 20 年的实践证明这两个制度是没有办法合在一起的，社会统筹就是社会统筹，个人账户就是个人账户，就像萝卜叶子长不成白菜一样，白菜也一样，你想吃萝卜，萝卜缨子没法也长成白菜，我们原来希望根长成萝卜、叶子长成白菜，理想很丰满，现实很骨感，这里边内容我想大家都知道。如果把个人账户 8% 比如说降低一半 4%，作为强制性的进入第二支柱，而降的 4% 我想对各个企业来讲，如果降了的话，把本来就降了，另外 4% 强制性缴就没有问题了。而且我们已经知道，对职业年金来讲是强制性的，职业年金除了 28% 以外还有 12%，加起来 40%，这 40% 就作为整个第一、第二支柱联合缴费的上限。对企业来讲，如果说把个人账户的 4% 拿出来，再让他交 2% 的职业年金，我做了一个简单的测算，在未来我们就真真正正的把第一支柱缴费比例降下来，把第二支柱的缴费比例给升上来，而且进行所谓的自动缴费，或者说我们说强制性缴费。

这样的话只有第三支柱还用税收优惠，因为在 OECD 的 34 个国家里边 19 个国家有第三支柱的税收优惠，这个当然还是自愿的，这样保持自愿的特征，这样我们三支柱的缴费未来的改革，当然只是我个人的一点建议，也做了一点数据的支撑，但是这个只代表个人。

这个模式有什么样的好处？最重要的好处就是，第一支柱的税改费之后可以实现公平，我们十八届三中全会提出的社保总目标就是公平、可持续。公平，通过第一支柱来解决。可持续，第二支柱如果准强制性的话，而且把企业年金、职业年金合并通称职业年金，我们知道欧盟层面通称职业年金，这样可以使得，第二支柱里面当然我们可以实现一些，就没有完全的一定比例，而是说我们有一个最低比例、有一个最高比例，还是要给企业一些自主权。第三支柱应该是打通整个的藩篱，而且这个藩篱之后还有一个更大的好处是什么呢？第二支柱，如果说在第三支柱，像美国的 IRA，如果 401 (K) 计划转换过程当中转到别的企业，你可以把你的 401 (K) 变到 IRA 里面。对中国来讲我们知道现在有一些公务员下海，前面的社保怎么算，还有比如说很多的优秀律师，事实上他们功成名就之后可以成为一个非常好的法官，他们将来又怎么办，这些都可以通过第三支柱来解决他们之间的职业身份转换的问题，有利于我们人力资本的成长。

第三部分，我想跟各位汇报一下投资的过程。刚才讲了缴费，在投资的过程中员工的选择权问题。缴费当然是强制性或者准强制性更好，但是投资应当来说要给员工更多的选择权，而且我们来看，在今年“一行三会”加民政部五部委金融服务养老 5 号文里面提出了非常重要的想法，提升居民养老服务储备和养老服务支付能力。刚刚吴玉韶主任也讲了就是老龄金融，金融的问题，金融领域聚集了全中国、全世界最聪明的脑袋，养老问题又是我们要解决的头号社会问题，让

最聪明的脑袋来解决最头号的问题难道不是一个绝配吗？所以这就是为什么我们养老金融就是要让最聪明的脑袋来解决头号的难题。

而且关于养老金投资的选择权问题我们来看，美国当年的 1974 年的《雇员退休收入保障法案》，和 1978 年的税法修正案，这个税法修正案当然一直到 1980 年才可以实施，为了养老金投资资本市场打开了大门。这个大门里边我们看，大家都耳熟能详的 401 (K) 计划，最初的时候就是要求把账户的投资管理权下放到员工个人，而且 SEC 美国的证监会也颁布了法规，要求所有的参与投资的企业上市公司必须要所有的信息披露到员工个人，包括计划的投资都要给到个人。同时我们再来看，美国基金类似于我们基金业协会的 ICI，它做了一个调查，其中 92% 的人应该认为他们将来的投资要着眼于长远，96% 的人认为自主选择很重要，而我们国家现在为止我们实际上员工是没有自主选择权的。

我们再来看美国的 TSP，就是他的联邦雇员，实际上相当于公务员的基金，他的投资选择权是给了五个基金，第一个，最安全的一个基金，主要就是政府的国债。第二个，固定收益的指数投资基金，这个主要是类似于债券基金。第三个，股指期货，比如说标普 500。我们来看它的风险是一次增加的。第四个，小市值，标普 500 的企业投资风险更高一些。第五个，道琼斯指数为基础的国际股票指数投资基金，这就是考虑到国际化投资。我要告诉大家的是，大约 80% 的联邦退休雇员都选择了第一个基金，也就是说联邦雇员往往他们还是比较保守的，后边这些基金有，但是选择的人很少。当然 2005 年 TSP 又增加了一个生命周期基金，因为我们的职业年金实现跟他的 TSP 是很像的，我们的职业年金，像董老师我们都应该有职业年金，但是现在我们不知道选择权在哪儿，我们是没有。所以基于这些东西，我们可以考虑，比如现在的职工对资本市场并不十分了解，所以我们可以借鉴美国联邦雇员退休基金的 TSP 制度，先不要提供马上就可以选股票，先给几个基金可以选，先有选择权，先从基金做起，这样的话下一步可能会使得这个更有利于未来的发展。

我的汇报就这么多，谢谢大家！

## 林羿：美国 IRA 的投资选择模式介绍

首先热烈祝贺我们 50 人论坛的周年纪念日，我有幸能够成为核心成员，感到非常的荣幸。2017 年马上到来，这里我再一次借这个平台向董教授、向我们中国养老金融 50 人论坛周年纪念日表示热烈的祝贺。

今天因为我们时间有限，我想简单的给大家介绍一下美国 IRA 投资的模式和构筑。我们现在比较集中的对我们国家的第三支柱的构建进行集中的探讨，对美国这方面的学习和借鉴也确实突出了它的重要性。刚才我跟苏总还在交流，我在美国养老金融界工作了 26 年了，虽然谈不上有很多的经验 and 知识，但是确实有很多信息，工作的都是金融机构，正好跟我们养老金融实际的运作能够提供一些可借鉴的信息，如果能做到这一点，我个人也感到非常的荣幸。

今天想介绍的 IRA 投资的模式，我总结了一下有这么几个特点，我想着重给大家做一个介绍。

第一，像刚才胡教授谈到的，一定是西方给个人，就是个人退休账户和个人退休安排，这里边既包括个人退休账户和个人退休年金这两种工具。个人养老储蓄工具，所以相匹配的投资一定首先投资决定权是下放到个人，一定要由个人来做。

第二，非常明显的的一个特点，就是它整个的投资平台是完全开放的。这个实际上我想稍微的着重的讲一讲，因为我今天主要的题目是讲投资的构筑，这个实际上是经历了一个不断发展、完善的阶段，一开始的时候并不是开放式的平台。这个是什么意思呢？比如说我们普信在美国养老金融界是主要的参加者和提供商之一，根据我们的数据，一些在美国养老金融界发挥重要作用的金融公司，当然还有很多大的保险公司，这方面一开始在提供个人退休账户的服务，这里边当然包括一个是账户管理，一个就是投资，这是两个最关键的服务内容。在提供服务的时候，以前你要到我们公司来开账户，我们把投资的选择只局限于你只能选我们普信的基金，实际上在十年前就是这样，如果你慕名而来，说我们听说过普信是一个非常稳健的公司，有非常好的投资工具，很多非常出色的基金，所以我想到你们这儿来开一个个人退休账户。在这种情况下，我说可以，我们提供非常好的服务，但是你的投资选择是只局限于在我们公司所提供的 100 多只基金里边，所以你就没有机会去选择其他基金公司或者是基金家族，比如说，在 10 年前，你要在我们这儿开了账户，你就不能选先锋的基金或者富达或者其他好的基金，或者好的保险公司，像宏利保险，他们有很多非常优秀的养老金产品，你就不能选择其他的基金。大家都是这样做的，比如很多大的银行，他们都有自己的资产管理公司，也有自己的共同基金，相匹配的可变年金这种产品，这都是比较流行的产品。在这种情况下我们都是只局限于自己的产品。

现在就不是了，逐渐通过竞争在变成一个开放的了。如果我到普信开一个账户，出于自由竞争的或者激烈竞争的压力，我们必须业提供其他公司的基金，放到我们的平台上，当然这里面就存在一个，当然我们这里边有绝对的决定权，作为我们公司，这一方面没有法律上的要求，说你必须要有什么标准，我们有自己的标准，当然我们的一个标准，你这个必须是基金根据你的表现一定要非常出色的基金。第二，和我们的基金有互补性，我们虽然有很全的产品线，但并不是所有的产品在所有的产品线里边都是非常出色的。比如我们美国股票或者全球股票，或者科技股基金做的非常好，但是我们在有一些领域，比如在基础设施建设方面或者其他方面的产品，由于比较新，这方面我们就会找一些互补性比较强的产品，比如在这方面哪一家基金或者保险公司在这个资产类的金融产品比较出色，我们就把它放到我们的平台上。

当然也有一个问题，你放到我们平台上，我今天不详细讲了，以后大家特别是在金融界工作的同事们感兴趣的话，我们可以进一步沟通一些非常细节的东西。就是你上了我们的平台之后，后面有管理费。同样，我们的基金业可以上其他基金公司的平台，他也选择一些基金。整个局面在美国都是这样，不管你是去保险公司、还是去基金公司、还是去银行或者券商，你开 IRA 账户，他提供给你的投资选择就是开放的，意思就是说他不仅局限于他们这个公司自己的产品，而且也会有选择的推出很多其他公司的产品，使它成为一个开放式的平台。

第三，美国的法律规定美国的 IRA 有一些投资上还是有一些限制。比如说不能投寿险，你的 IRA 缴费里边不能投、不能买，不能投大部分的如贵重的名画、贵重的地毯、珍贵的宝石、贵金属，金条什么的除外，还真允许你通过 IRA 的资产来买金条，但是有规定，金条和银条，像这种东西有银行来作为受托人放到银行由他进行保存的、保管的这种贵金属的产品，他特别提出了有一些可以，为了保险起见，必须是有受托人或者银行。

另外，除了法律规定的限制以外，允许你作为一个金融服务商，可以加上自己的一些限制。比如说我们绝大部分的 IRA 都不允许你用 IRA 的钱去买房地产，虽然法律上来讲你可以，但是这里边美国可禁止利益输送法律非常复杂，而且你从估值和报告的角度来讲，因为美国的房地产市场跟中国完全不一样，我个人的体会是不应该把在美国投房地产作为投资，实际上真是买房子住，把它作为投资实际上跟股市的风险是差不多的，你碰到房地产不好的时候，像 07、08、09 年没法脱手，很长时间你的房子卖不出去。所以这种情况下你的估值作为是不是流动性很好的投资，都有很多的问题。所以法律上虽然允许，但是美国竞争的局面，造成了我们很多实际的 IRA 的提供商我们还限制，加上我们自己的一些限制。

第四，我经常得到国内业界的一些问题，开这个账户怎么开、我到哪儿去开、是可以随便开吗？回答是，大家知道美国的 IRA 每年有一个规定，现在是 50 岁

以上的可以多交 1000，有人说我可不可以同时到几家去开，但是要保证有一个不超过，怎么保证不超过？不在于金融公司，在于个人。美国的体制是这样，你到我这儿开，我只告诉你，你在我这儿开，你不能超过 5500，假如你是 50 岁以下。如果你到另一个也却开了，你又买了，因为那个公司也告诉你你不能超过 5500，你又投了 5500，我们在你开账户之后，美国要求你每年要发一个表——“5498 表”，这个表要发给你，同时拷贝一份要发给美国的税务总局，所以美国的税务总局都知道，而且这个都是以你的社会保险号为基准的，所以你这个社会保险号，我的社会保险号，如果我去不同的开了好几个账户，每个账户我今年都交了 5500，你加起来假如我开了 4 个账户就是 22000 了，远远就超过每年可以延税的额度了。IRS 就会知道。所以金融公司我们不知道，也没有义务问你，每年要把这个表给你，同时一份要交给 IRS，都是在你的社会保险号下，他就会知道。你可以同时开，比如我喜欢这家公司的服务，我也喜欢那家公司的服务，两家公司不一样，怎么办呢？我到这儿开一个，我到那儿开一个，我今年是 2000 元投一个，剩下的 3500 元投另外一家公司的，这样就没有超过你个人的额度，同时也满足了你自己的投资方面的需要。

最后一点我想谈的，我们需不需要有一个二次市场准入，就是说有哪些金融公司够资格来参加中国新建的第三支柱类似 IRA 的管理，不管是账户管理还是投资管理。因为我们知道企业年金我们有一个二次市场准入的机制，我们 IRA 是不是也需要有这么一个机制。我想跟大家讲的，美国没有这样的机制，美国的企业年金 401 (K) 也没有个机制，但是我们要根据我们国家现在金融市场发展的特点，政府有一些考虑，所以基于这个考虑，另外吸收一些其他国家的经验，我们引入了二次市场准入这个机制，IRA 这方面，那是另外一个，我想给大家讲的，美国在这方面提供 IRA 的供应商方没有二次市场准入，只要你想，你觉得你可以提供这方面足够的投资产品和账户管理的能力，你就可以参加这个业务。

IRA 和 401 (K) 在投资方面，刚才胡教授也简单的讲了一下，我想强调的是，既有相同的地方，也有不同的地方，最大的不同就是你要通过一个 401 (K) 参加它的投资，虽然你个人有选择权，你只能局限在 401 (K) 你的雇主他选定的菜单里边，所以他的菜单只给你提供 25 只基金或者是可变年金或者其他的保险产品，你不能超过这个；但是 IRA 不一样，几百家基金都可以选，看你去看哪家金融公司了，不管去看哪家金融公司，不管是保险公司还是金融公司都是开放的，但是这个开放不是无限制的开放，不是说提开放你所有美国基金市场或者保险市场的所有产品，他有他的选择，我们的选择是要有互补性的，一个是基金本身要非常优秀，基金公司本身要非常优秀，我们作为业界的公司我们都了解，一个是公司要比较优秀，产品比较优秀，另外产品要跟我们的有互补性，这是选择其他家族基金上我们平台的三个标准。

我今天汇报的就是这样的情况。谢谢大家！

## 王彦杰：资产配置策略在养老规划的投资效益

各位领导，很高兴跟大家分享一下我们的观点跟想法。今天前面的环节有嘉宾提到了员工自主选择的问题，刚好我今天的报告也是跟员工自主选择有关的，想要探讨一下在自主选择这个制度在海外发展一段时间碰到的一些问题以及一些比较好的解决方案。

我觉得问题点来讲，自主选择通常会碰到两个比较大的困难：第一，投资者可能不知道自己该选什么；第二，选错了。在过去海外养老制度发展的过程中，这两个问题其实是蛮严重的问题。

举例来讲，比如说像我们的外方股东是宏利，比方在我们宏利的养老金平台上，一个产品可能有 200 个、300 个基金让投资者去做选择，其实很多投资者事实上是不知道自己该选什么的。比如说我们也是一个开放的架构，里面有很多很好的基金，包括像普信好的基金，可能淹没在 300 个基金里。第二个问题，你今天要做规划，比如你今天 100 元有多少钱要买权益类的产品、多少要买固定收益类的产品，这个问题也是很大的问题，我相信这两个问题对大部分的养老投资者来讲是没有这个能力去解决这个问题的。这是我今天要跟各位报告的一个重点，我们的一个想法。

这个想法其实主要来自于我们 Manulife Corp 在美国的一个子公司的研究，是在退休的平台上我们随机做了大概 27 万投资者的投资行为的研究，去追踪他们 10 年来的投资行为，特别从他们的风险属性、他们的投资回报状况来做一个分析。

我大概很快的把这个研究的背景跟大家做一个说明。前面讲到，我们做了 10 年的研究，27 万的投资者。这些投资者把他的投资形态分成三个属性。第一类，所谓的非目标风险参与者。什么叫“非目标风险的参与者”呢？跟各位分享，一个投资者是自己管一个 FOF，就是他全部把他的退休金自己去选基金、自己决定自己基金的配置。什么叫目标风险参与者呢？就是投资者他只选一个他认为属于适合自己风险属性的一个目标风险基金，跟刚刚前面几位讲到的生命周期、生活形态类似这种所谓的资产配置的资金。什么叫混合型参与者？就是他的投资组合里面选择部分目标的基金，也有部分自己决定基金配置的。这是我们对投资者形态的一个分类方式。

各位可以看到，我们在产业研究的资料有 27 多万，10 年，三个投资比例都差不多，30% 多一点。

第二个投资分类方式，我们做了一个风险的分类。首先，我们会把投资者整个投资组合里面的基金权益类的投资比重计算出来，比如说这个投资者假设他百分之百选择股票型的投资基金，他的风险分组就是最右边的，最积极的。如果他

是 80%以上的资产都放在比较保守型的,比如说货币市场基金或者是一些投资级的固定收益的基金,他就是属于保守型的,我们是计算他投资在权益里的比重决定他的属性。

对应的目标风险的投资者,很单纯,就看他选的目标风险基金,有五类,从最积极到最保守的,当然他的股票配置也是固定的。比如说保险型的投资者,他如果选择一个目标风险保守型的基金,这个基金基本上他的股权投资就维持在 20%上下,所以风险上面做这样的对应。

就我们研究的样本来讲,其实整个年龄的分布,不管你是哪一个类型的投资者,其实分布都非常类似,大概在 40—49 岁的比重最高,是一个中型的常态分配。我们从这个年龄的特性来分析,其实有发现一个有趣的特性,如果你去比较目标风险的投资者,其实他们选择的会跟他的年龄属性比较相匹配,但是如果是自主型的,完全自主选择投资的,我们发现 38.6%的自主选择的他在 60 岁以上的投资者选择非常积极的投资。其实 60 岁以上已经到他的退休年纪了,理论上来讲他应该选择保守、稳健的投资,可是你完全让投资者自己做决定的时候,其实有一个倾向,会偏向于风险比较过于激进,实际上并不是很适合他应该做的一个投资选项。

另外我想比较值得大家关心的就是投资回报的状况。所以我们特别比较一下,这三个不同类型的投资者,他在 10 年周期投资回报的状况其实有很明显的差异。各个年龄的状况其实都显示出非常一致的结果,就是如果投资者只选择单一的目标风险基金去做投资,各位可以看到,不管所有的年龄层,他平均 10 年下来的年化回报是 4.59%。完全是投资者自主选择的,就是我刚刚讲的,所谓非目标风险的投资者,他 10 年下来平均年回报是 2.87%,这个他一年又 1.73%,所以各位可以想象,在比较长周期的退休计划的人、养老计划的累积过程当中,复利效果下来差异是非常大的。这是一个数据可以给大家提供,事实上选择这种目标,对个别投资者选择这种资产配置型的产品,其实对他的养老金的累积是有很大的帮助的。刚才从年龄分组的状况来看,这张表是从风险属性的分布来看,同样的,我想大家可以看到,选择这个目标风险的投资策略,他的整个投资回报,不管你是属于保守的、平衡的、积极的,其实他的回报在 10 年内他都明显的超越个别投资人靠自己的判断去做投资选择的一个表现的状况。

根据前面的数据,我们做了一个假设性的分析。我们其实可以发现到,绝大部分的投资者,如果他放弃自己百分之百选项的工具,去选择一些所谓资产配置的产品,就是根据自己的风险属性也好,或者根据自己退休的年限也好,去选择这些目标风险激进的来做投资的话,其实不管各个风险属性的分类或者各个年龄分类情况之下,大概有 80%至 90%的人可以在养老金累积过程中累积到更好的回报跟期末能够累积的金额。

从前面做 10 年的投资回报的分析，我们做一个计算，假设是一个从 25 岁开始，每个月存 500 元，30 年后退休，各位可以看到左边，这个是你能够累积养老金的差别。如果把时间再拉长，我想未来不可避免的，我们国家退休的年限应该是会往后延，假设你从 25 岁开始做准备，到 65 岁，事实上你每个月存 500 元，做了不同的选择，事实上他到 65 岁累积的养老金事实上差距是非常大的，这里边看到分别是 45 万以及 67 万。所以这样一个选项之间的差异，其实对个别的投资者，在养老账户的累积上面其实是有很大的影响的。

整体来讲，我想简单做一个总结。我们其实从海外的经验可以看到，过去几年，资产配置型的产品，在这些养老的自主的选择的情况下，实际深是受欢迎的，比重非常非常高。资产配置在过去财务投资的学术上做了很多的研究，证明是对他的长期回报的累积是正面的效果。

我们今天做了这个分析报告，实际上是从实证的角度，实际投资者 10 年累积下来投资回报的状况来做一个分析，其实也是相似的。所以其实在现实的情况下，大部分的投资者可能没有这个资源或者没有这个能力帮自己做最好的投资选项的情况下，这一类的资产配置产品其实对个别投资者来讲是一个非常有利的选项。不管就回报来讲、就风险属性来讲，实际上都是非常好的选择。

因此我相信，在未来如果我们国家推动这个自主选择的时候，这类产品事实上是应该在第一阶段就可以纳入考虑的，因为其实在先进国家已经摸索过二三十年的经验，从一个完全开放的选项，到慢慢的把这个选项收敛下来，能够给投资者提供更好的收益。

# CAFF50



中国养老金融 50 人论坛公众号

CAFF50 QR Code



中国养老金融 50 人论坛微信号

CAFF50 Wechat QR Code

地址：北京市西城区广成街 4 号金宸国际公寓 3 号楼 5 单元 4 层

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

No.4 Guangcheng Street, Xicheng District, Beijing

官网/Website : [www.caff50.net](http://www.caff50.net)

邮箱/Email : [info@caff50.net](mailto:info@caff50.net)