

养老金金融评论

2020年第4期（总第53期）

- “资本市场动荡对养老金的影响及其应对”在线专家研讨会顺利召开
- 郑任远：新冠疫情对国际金融及养老金制度的借鉴和影响
- 林 羿：2020年的股市震荡：美国养老金计划资助雇主及参加员工的反应及应对
- 董登新：中美股市动荡对养老金影响的差异比较
- 冯丽英：坚持长期价值多元投资、保持养老金稳健增值
- 窦玉明：新冠疫情对经济和金融及养老金投资的影响
- 苏 罡：资本市场动荡与积累型养老金应对

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net

中国养老金融 50 人论坛简介

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

论坛学术顾问:

潘功胜 胡晓义 王忠民 杨子强

论坛秘书长:

董克用

常务副秘书长:

张 栋 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 邹林娟 周 宁

来稿、订阅及索要过刊等事宜，请发邮件至编辑部工作邮箱
caff50review@caff50.net 进行联系。

目 录

【本期重点关注】

“资本市场动荡对养老金的影响及其应对”在线专家研讨会顺利召开	4
郑任远：新冠疫情对国际金融及养老金制度的借鉴和影响	7
林 羿：2020 年的股市震荡—美国养老金计划资助雇主及参加员工的反应及应对.....	13
董登新：中美股市动荡对养老金影响的差异比较	18
冯丽英：坚持长期价值多元投资、保持养老金稳健增值	27
窦玉明：新冠疫情对经济和金融及养老金投资的影响	32
苏 昱：资本市场动荡与积累型养老金的应对	37

【CAFF50 大事记】

2020 年 3 月 CAFF50 动态	43
----------------------------	----

导读:受到新冠肺炎疫情的影响,全球资本市场出现新一轮动荡,在此背景下,2020年3月29日,中国养老金融50人论坛组织邀请国际国内学界、业界嘉宾召开了“资本市场动荡对养老金的影响及其应对”线上专家研讨会,共同讨论资本市场动荡下完善养老金制度的应对之策。本次会议吸引了论坛核心成员、特邀成员和研究员近50人在线与会,汇聚各界智慧为养老金制度建设出谋划策。

本期《养老金融评论》聚焦“资本市场动荡对养老金的影响及其应对”线上研讨会嘉宾发言,重点关注论坛国际专家、富达投资高级研究顾问郑任远先生,论坛核心成员、中国人民大学兼职教授林羿先生,论坛核心成员、武汉科技大学金融证券研究所所长董登新教授,论坛核心成员、中国银行业协会养老金业务专业委员会常务副主任、建信养老金管理有限责任公司创始人、首任总裁冯丽英女士,中国证券投资基金业协会养老金专业委员会主席、中欧基金管理有限公司董事长窦玉明先生,论坛核心成员、中国保险资产管理业协会养老金管理专业委员会主任委员、长江养老保险股份有限公司党委书记、董事长苏罡等六位专家的演讲实录,以飨读者。

“资本市场动荡对养老金的影响及其应对”在线 专家研讨会顺利召开



在新冠肺炎疫情的冲击下，全球资本市场出现新一轮动荡。在此背景下，为深入探讨资本市场动荡下如何完善养老金制度，3月29日，中国养老金融50人论坛组织邀请国际国内学界、业界嘉宾共同讨论在资本市场动荡下完善养老金制度的应对之策，召开了一场线上专家研讨会，主题为“资本市场动荡对养老金的影响及其应对”。

富达投资高级研究顾问郑任远先生，中国人民大学兼职教授林羿先生，武汉科技大学金融证券研究所所长董登新教授，中国银行业协会养老金业务专业委员会常务副主任、建信养老金管理有限责任公司创始人、首任总裁冯丽英女士，中国证券投资基金业协会养老金专业委员会主席、中欧基金管理有限公司董事长窦玉明先生，中国保险资产管理业协会养老金管理专业委员会主任委员、长江养老保险股份有限公司党委书记、董事长苏罡等六位专家出席会议并作了精彩演讲。

此外，还有来自中国银行业协会、中国证券投资基金业协会、中国保险资产管理业协会、中国人民大学、上海工程技术大学、上海师范大学、西北大学等单位的专家以及论坛核心成员、特邀成员和研究员近 50 人在线与会。此外，论坛核心成员、上海市宝山区委书记汪泓女士组织社会保障研究团队集体在线参加会议。

会议由中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授主持。董克用教授首先对本次专题会议的背景、初衷以及几位主讲嘉宾进行了介绍，同时对出席本次会议的全体成员表示欢迎。

在主题发言环节，富达投资高级研究顾问郑任远先生以“新冠疫情对国际金融及养老金制度的借鉴和影响”为主题做了精彩发言。他表示，目前各金融市场之间共振性加大、相关性增加、系统性风险增加，养老金的制度设计要能够应对这种资本市场的风险。

中国人民大学兼职教授林羿先生以“2020 年的股市震荡——美国养老金计划资助雇主及参加员工的反应及应对”为主题发表了演讲。他结合全球新冠疫情的传播及本次股市震荡的特点等四个方面围绕主题发表了个人的看法。

武汉科技大学金融证券研究所所长董登新教授的演讲主题是“中美股市波动对养老金影响差异比较”。董教授呼吁中国金融机构应加大养老目标理财产品及中长期股权类产品研发，营造良好的市场环境，才能实现养老金在资本市场的良性循环和双赢互利。

中国银行业协会养老金业务专业委员会常务副主任、建信养老金管理有限责任公司创始人、首任总裁冯丽英女士以“坚持长期价值多

元投资保持养老金稳健增值”为主题发表演讲。她重点对新冠疫情、原油价格战等影响下全球资本市场的剧烈震动及其对养老金的影响进行了全面分析，并对安全、稳健、可持续的养老金投资提出了自己的见解。

中国证券投资基金业协会养老金专业委员会主席、中欧基金管理有限公司董事长窦玉明先生以“全球资本市场展望及对养老金投资的挑战和机遇”为题发表了演讲。他对未来经济发展的大趋势做了深入分析，指出新形势下养老金的投资方向，并提出了对第三支柱发展的意见。

中国保险资产管理业协会养老金管理专业委员会主任委员、长江养老保险股份有限公司党委书记、董事长苏罡先生的演讲主题是“资本市场动荡与积累型养老金应对”。他分别对第二、三支柱养老金制度面临的挑战及应对之策进行了详细阐述，并从机构视角对助推积累型养老金可持续发展发表了个人的观点

在研讨环节，与会听众与发言嘉宾就资本市场动荡对养老金的影响及应对进行了热烈而又深入的讨论。

会议最后，董克用教授对全体与会嘉宾表示了感谢并从三个方面对本次会议进行了总结：第一，要坚持养老金多支柱的改革方向不动摇；第二，加快推进我国第二第三支柱养老金制度建设；第三，深入探讨资本市场动荡下养老金保值增值的路径。

会议在各方的支持下取得了圆满成功。

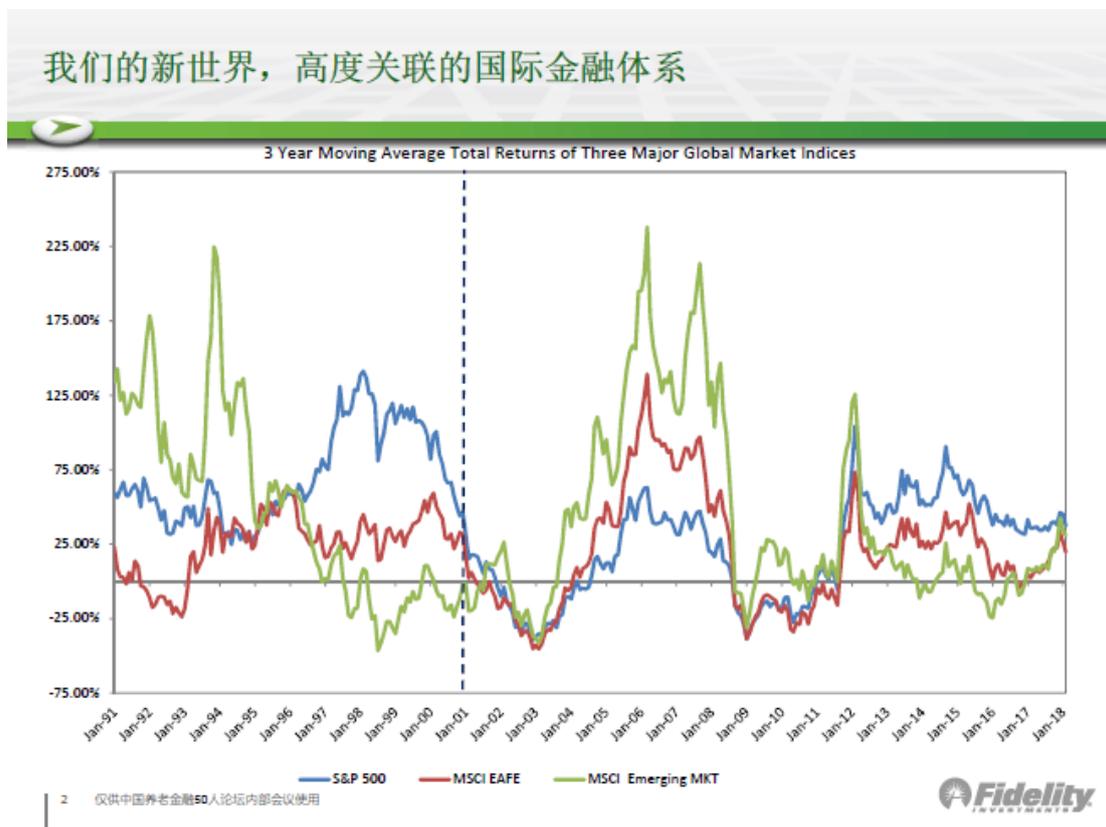
郑任远：新冠疫情对国际金融及养老金制度的借鉴和影响



郑任远：中国养老金融 50 人论坛国际专家、富达投资高级研究顾问

在 2000 年到 2001 年左右，我们从下图虚线左右两边看一看，可以发现两个截然不同的事件。很明显，不要说统计上，视觉上也非常明显，在 20 世纪（虚线的左边），全球股票三大板块基本上是低度相连、高度独立，基本上他们各干各的，相关性很低，不能说没有，但是很低，视觉上非常明显。但是进入 21 世纪没多久（不到一年），虚线的地方瞬间就和全世界三大板块合流趋同共振，很明显，相关系数在 20 世纪（就是虚线的左边）大概平均是 0.2 到 0.35 左右。但是一

旦过了那个虚线，过去将近 20 年，相关系数大约达到了 0.8、0.9，几乎是完全相关的。



但是，从客观科学的角度来看，一个高度互联共振、高度类似的系统，它的性质跟一个高度独立（就是虚线左边）的系统是完全不一样的，不仅不一样，而且性质是相反的。20 世纪因为电子讯息系统的不发达，讯息传播的速度、交易的速度、计算的速度非常慢，所以各个市场的独立性非常大。但是到了 21 世纪，因为全球网络的建设、网络的高速发展，讯息的传播速度从龟速变成高速，每秒 30 万公里，电子计算系统的进步又可以让以非常低的成本拿到这种海量的光速送到我们门口的信息，高速处理。但是全球的投资人，包括专业性的投资人学的都是一本教科书，想想是不是这样？换句话说，对同样的海量的公开讯息经过高度的计算，我们用同一个高度类似的模型

计算，做出高度类似的决定，然后一转身又把这个决定的执行放回同样的电子网络系统里面，这就造成了全球股票市场还有其他的资本市场高度趋同共振。在这个性质之下，我们发现震荡的频率越来越大，速度越来越快，它的振幅从峰到谷越来越大，2008 年的全球金融危机是一个非常好的例子，过去的三四个礼拜全球的金融危机又是一个例子。但是这个不是特例，不是黑天鹅，现在全球的金融系统就是这个样子，换句话说，我们到下一页 PPT，这个系统是什么？是各个市场之间的共振性加大，因为大家做的决定都一样，大家做的决定都一样的时候，在科学上叫做共振。共振是一个很可怕的性质，它的振幅会越来越大，频率会越来越高，它的相关性增加，换句话说系统性风险大量增加。我们过去三个礼拜看到的只是一个表现，并不是系统突然发生根本性的变化，根本性的变化 20 年以前就开始发生。

金融市场的肥尾事件变成常态

- 各市场之间共振性加大
- 相关性增加
- 系统性风险增加
- 养老金投资结构中的以年龄层主导的风险区隔是核心风控方法

在这种高度共振、高度系统性风险的背景之下，对养老金的投资，特别是传统一支柱的投资的资产结构、资产管理就产生了基本上没有办法、很难应对的一个挑战。因为传统一支柱的投资结构没有个人账户的概念，完全是一个“混合型”资产池子，换句话说，老中青三代，爷爷奶奶、爸爸妈妈、孙子孙女的钱全部混在一起，没有做到以年龄或者说对风险客观的接受程度的区隔，统统混在一个池子里面，在这种高度系统性风险长期的背景之下，很容易被“一锅端”，主要的风险从各个股票的风险变成整个金融的系统性共振，非常厉害，非常危险。

牢骚太盛防肠断，风物长宜放眼量

- 传统的一支柱投资结构为各年龄层混合，没有做到以年龄（对风险的客观接受度）区隔
- “爷爷奶奶绑架孙子孙女”
- 养老金可以承受的风险随年龄下降
- 三支柱结构经由个人账户及正确的TDF结合可以有效的解决养老金的年龄层风险区隔问题



唯一的解法是我们已经说了几年的三支柱——个人账户的概念。根据美国经验，个人账户结合效用目标、日期基金，就是以年龄区隔风险，换句话说离退休时间越长，人越年轻，可以承受的风险越大，

这个东西是在大的系统性风险、结构性的系统性风险，这个没有办法化解，除非不要网络了，这是不可能的事情。但是如果网络存在，这个就存在，所以各个年龄自动表现出客观可以接受的风险，而且这个风险自动随着年龄下降。这样个人有个人的风险，个人有个人的账，爷爷奶奶绑架孙子孙女的情况就可以化解，因为爷爷奶奶马上要钱，所以这整个一支柱基本上要找到最低公分母，换句话说就是长期报酬最低的一个东西，这个对爷爷奶奶固然好，但是对孙子孙女不太有利。

我想经过这一次，我们真的是要加速推动三支柱结构，才能解决下一代的问题。基本上我的看法就是这样，而且因为现在金融市场震动的太厉害，做养老金的投资经理要把眼光放长，不要盯着短期的震动，做出不太合理的投资决定。所以我最后一页用的是用的毛主席的一句诗“不畏浮云遮望眼，风物长宜放眼量”。在养老金的结构里面，你风物长宜放眼量，只能用年龄区隔的方式，每个人有每个人的账，把投资的眼光适当拉长，能够跟国民真正可以接受的风险更切合。

免责声明

本文须获富达书面同意方可向外发放。本资料内所载的观点，在任何情况下均不应被视为富达的促销或建议。富达对任何依赖本文而引致的损失概不负责。有意投资者应就个别投资项目的适合程度或其它因素寻求独立的意见。虽然富达已采取措施，确保文内资料准确无误，但不拟就有关由第三方所提供的数据出现错误或遗漏承担任何责任。

富达仅通过在中国设立的外商独资企业——富达利泰投资管理（上海）有限公司被授权在中国大陆管理或以私募方式销售私募投资基金产品，或为中国大陆相关证券期货经营机构提供投资建议服务。未经富达的书面同意，请勿传阅或复制本资料。本资料仅供数据参考用途，不应被视为邀请或推介认购富达任何投资基金或产品，或邀请或推介采用富达的资产管理服务。

富达/富达国际/ Fidelity / Fidelity International 指 FIL Limited 及其附属公司。“富达”、“富达国际”、Fidelity、Fidelity International、Fidelity International 标志及 F 标志均为 FIL Limited 的商标。富达只就产品及服务提供数据。有意投资者应就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立的意见。

投资涉及风险。本数据仅包含一般数据，并非认购基金份额的邀约，亦不应被视为建议购买或沽售任何金融工具。本数据所载数据只在数据刊发时方为准确。观点及预测或会更改而不需另作通知。本资料所载的证券(如有)仅供资料用途，在任何情况下均不应被视建议买入或卖出有关证券。

林 羿：2020 年的股市震荡—美国养老金计划 资助雇主及参加员工的反应及应对



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

大家好！今天为大家介绍的是 2020 年的股市震荡，以及美国养老金计划资助的雇主及参加员工对股市震荡的反应及应对。我的发言主要包括以下几个方面：第一个是全球新冠疫情的传播及本次股市震荡的特点；第二个是美国的 401K 及其他缴费确定型养老金计划参加员工对股市震荡的反应，有什么样的反应；第三个是本次股市震荡与近年来历次股市震荡及养老金计划参加员工反应的比较。我觉得这些信息非常新，也有一定的参考价值；第四是资助养老金计划雇主的

反应。大家知道美国的养老金和我们有一个根本的不同，是在于缴费确定型个人账户的养老金计划，它的投资决定权是下放到参加的员工个人，而不是像我们保持在雇主的层面。所以我们既要考虑计划参加员工层面的反应，也要考虑资助养老金计划雇主的反应；第五个也是我觉得比较重要的，就是在这种危机深重的时刻，如何对投资者对计划参加者展开投资方面的教育，我们总结出了大概八个规则，这里面虽然有个别的内容根据美国体制的特点，但是绝大部分内容对我们有很高的参考价值。

我首先介绍一下我们认为这次股市震荡的特点。这次股市震荡、股市暴跌的原因和所引起的金融危机和以往都不一样，这次我们把它叫成“社会危机”，是一个 social crisis，不是 financial crisis。大家记得 2008 年是由于次贷危机，本世纪初 2000 年、2001 年的时候是科技股泡沫的破碎，这都是由股市本身和金融体制本身出现的问题引起的金融海啸。但这次的股市震荡对金融体制的冲击是由一个社会危机所引起的，那么这个特点就会对一系列的问题，对养老金，对养老金参加计划的员工和资助养老金计划的雇主的反应产生不同的影响。

比如说这次我们看到从 2 月 19 号，股市达到了高点，我们还是以美国纳斯达克股市指数为基准，最高的时候曾经达到过 3386 点，这大概是在 2 月 19 号。然后随后到 3 月 12 号，这短短的将近两周的时间里就暴跌了将近 20% (19.9%)。所以这次股市暴跌的特点、力度、幅度和它的时间之短促，也是美国股市的历史上所罕见的。所以，

在这个情况下，美国养老金计划的参加员工对在如此短促的时间内发生如此剧烈的震荡，他们会有什么样的反应，对养老金的储蓄和管理有什么样的反应？我们针对养老金计划参加员工，就他们对股市表现的反应做了一个初步的调查，数据的收集大概持续到3月15号为止。从2月19号以来，美国股市从最高点一路狂跌下来，在这期间美国养老金计划参加员工他有什么样的反应，我们通过调查和大数据来做了一个归纳和总结。

第一，我们发现98%的养老金计划参加员工，没有对他们养老金账户做任何改动，其余2%有所改动的也只是把原来投资于更多的权益类的投资转到 stable value 和其他比较保险的固定收益这一方面的投资。

第二，我们发现美国养老金计划的参加员工他们咨询的数量增加了25%，有三种方式，一种是通过打电话，一种是通过网上，还有一种是通过手机，大家知道手机现在的使用非常方便，所以现在不光是通过电脑上网，大家随时可以用手机APP，在自己的手机上查自己的账户，进行即时的沟通。我们发现比如打电话比去年同一时期增加了24%，网上查询量增加了26%，APP使用量增加了23%。虽然绝大多数养老金计划参加员工没有对他们投资的资产配置进行改变，但是他们确实是在非常关心市场的变化，以及非常注意来寻求这方面的咨询和信息。

接下来，我想把近年来一些不同原因所导致的市场震荡，以及养老金计划对这种股市震荡的反应和应对进行一个比较。当然我们要追

溯到 2008 年，那是次贷危机所引起的金融危机。同时，我们做的比较是要有一定时限的，大概都是一个星期，比如说 2008 年的 10 月 6 号到 10 月 10 号。2008 年股市暴跌了 18.2%，但是美国养老金计划参加员工只有 1.3% 的参加员工对他们的投资进行了改变，2011 年美国的信贷降级，导致了 SNP 降了 6.3%，也是一个比较大的下跌，只有 1.7% 的养老金计划参加员工对他们的养老金计划中个人账户的资产配置进行了改变。再就是 2015 年和 2016 年这几个月的时间里面，由于人民币的贬值，造成了股市的震荡，在 2015 年的 8、9 月份，SNP 降了 9.7%，只有 0.7% 的参加员工由于股市震荡对自己的投资进行了改变。在 2018 年，大家记得 2018 年有两个美国股市不同的更改，一个是在 2 月份，一个是在 12 月份，2 月份那次下降了 8.5%，12 月份是下降了 7.7%。在这两次股市比较大的震荡当中，也只有 0.7% 和 0.4% 的养老金计划参加员工对自己的投资进行了相应的改变。这一次，刚才我讲了，从 2 月 24 号到 3 月 13 号，这三个星期里面，股市暴跌了将近 20%，19.9%，在这种情况下，也只有 1.8% 的计划参加员工对他们的资产配置进行了改变。

下面我再简单讲一下资助计划的雇主对这个市场出现这种情况的反应，和他们如何应对。我们总结出有这么四个特点：第一，资助计划的雇主推迟了一些原来对计划要进行的修改，比如这里面包括把计划进行合并，另外对投资的产品进行一些改变，这些大部分在这个时间里面都推迟了。第二，对计划进行修改也是开始向计划的参加员工进行沟通，比如说在计划里面有可以贷款的，由于经济困难可以提

款的这些规定进行相应放松的修改。另外主要是通过金融公司的咨询，对资助计划的雇主所提供的对等缴费进行一些修改。第三，开始注意到对公司本身在业务上将受到冲击有什么紧急的计划，另外就是对计划提供服务的这些金融机构提出更严格服务的要求，让我们协助他们同参加员工进行更好的沟通。第四，根据这个实际情况，及时配合资助计划的雇主向计划参加员工进行投资者教育。

在这个时候，投资者教育里面主要包括如下的八个规则方面的内容。在经济衰退的时候，对 401K 计划资产管理，你自己如何对你自己的账户进行管理，提出了八项规则：第一个是要注意你自己账户资产配置；第二个是坚持保持住缴费的节奏；第三是不要慌忙地进行提款；第四是要看到大背景，要看到你其他资产和财富方面的情况，来考虑到你对养老金计划如何进行调整的需求；第五是要精准地预测你自己对现金的需求；第六是避免从计划中进行贷款；第七是积极寻找抄底的投资；第八是牢记自己的风险需求量和容量。这个是我们总结出来主要针对在市场暴跌和经济衰退时候，通过我们历次和有针对性地向美国养老金计划的参加员工如何进行投资者教育，如何在股市下跌的情况下、出现可能的经济衰退的情况下，对自己的养老金计划的账户进行投资管理的八个要素。

我先讲到这儿，期待进一步和大家进行交流。谢谢。

董登新：中美股市动荡对养老金影响的差异比较

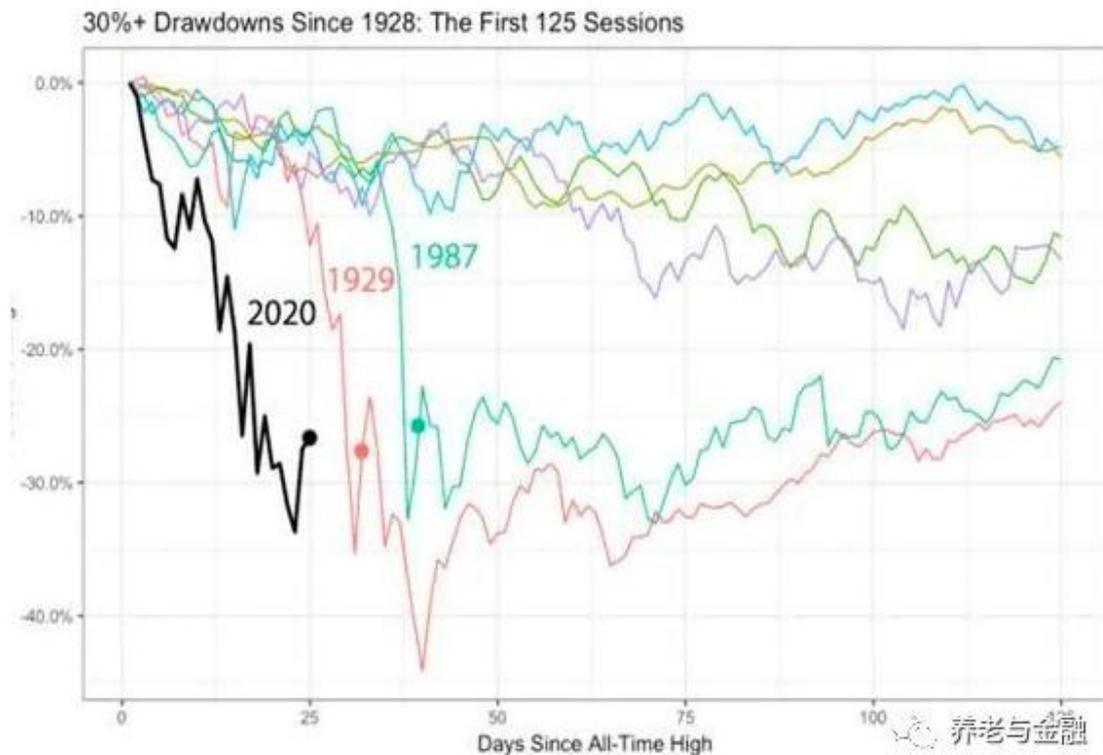


董登新：中国养老金融 50 人论坛核心成员、武汉科技大学教授

各位专家，各位同仁，我在武汉向大家问好！首先，我要感谢董克用教授及中国养老金融 50 人论坛秘书团队，为我们提供了这次十分难得的交流机会。今天我要和大家分享的主题是“中美股市动荡对养老金影响的差异比较”。

大家先看第一张图，最近美股 24 个交易日完成了“万点暴跌”、牛熊反转的初级目标，这与我在去年 12 月中旬的预测是一致的。华尔街称这次股灾是百年未遇的，并认为其严重程度超过了 1987 年的股灾和 1929 年的股灾。我认为，“十年一个周期”是本轮美股暴跌的最重要原因，也称为周期性危机，但原油价格暴跌及新冠疫情扩散，

只是压垮骆驼的最后一根稻草。



根据美股牛熊交替规则，我预测美股本轮熊市周期大约为两年左右，但华尔街标准为 17 个月或 18 个月左右。我认为，美国本轮熊市底部乐观预测在 12000 点左右，悲观预测则在 1 万点左右。

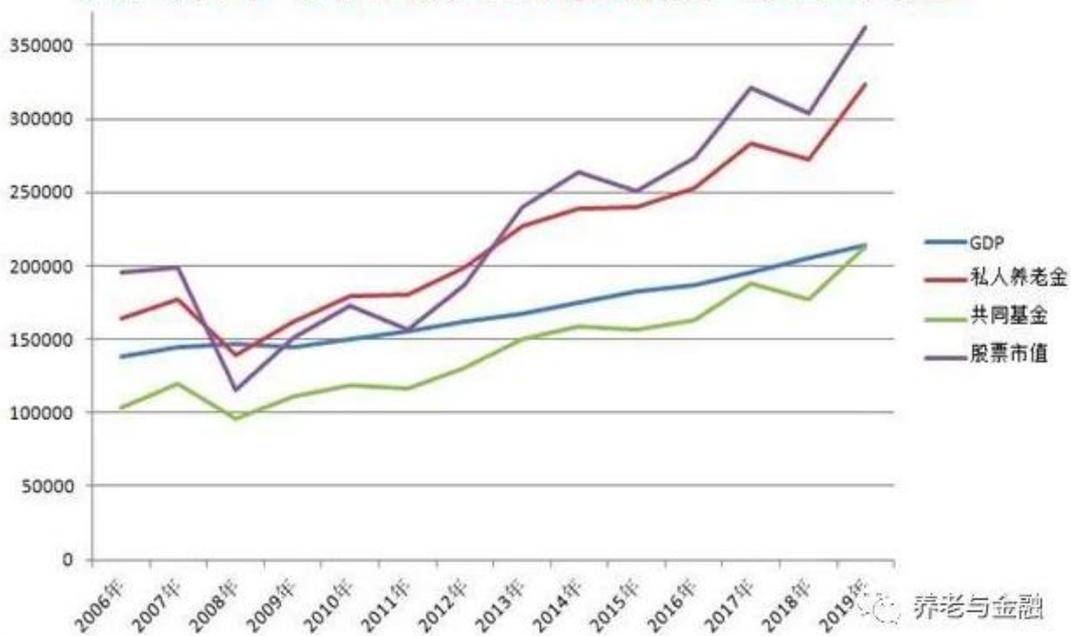
那么，如此巨大的股市波动，美国养老金资产是否会缩水？答案是肯定的。大家知道美国公共养老金（基本养老保险基金）是不入市的，因此它不受股市波动影响。但美国庞大的私人养老金则会受冲击。本轮美股“万点暴跌”，道指最大累计跌幅达到了 36%，即便美国市值最大的十只股票（如苹果、谷歌、微软、亚马逊等），其最大累计跌幅均超过了 20%。因此，保守估计，美国私人养老金账面市值缩水至少应在 2 万亿美元之上。

不过，这种账面浮亏也许只是暂时的，随着缴费基数提高以及缴费增量的趁低建仓，当两年左右的美股熊市过去后，美国私人养老

金资产很快又会步入快速增值通道。也就是说，私人养老金并不介意用两年短熊置换十年慢牛，因为它是真正的长期机构投资者，它更关心的是十年、二十年乃至三十年的长期平均投资收益率，因此，私人养老金的投资组合不会因为牛熊反转而大动干戈地作出调整，这正是美国股市的精神支柱和中流砥柱。

请大家看第二张图，这里有四条曲线：美国 GDP、美国私人养老金、美国公募基金净资产以及美股总市值。这四根曲线近 40 年的走势具有极高的相关性，它正好反映了美股做大做强的历史轨迹、基本逻辑及动力机制。

美国股市与私人养老金依存度（万亿美元）



事实上，40 年前，也就是 20 世纪 70 年代前，美国股市也是一个典型的“散户市场”，规模狭小，市场波动毫无规律可言，那时的美国股市什么都不是。然而，20 世纪 70 年代末，欧美经济的私有化、自由化浪潮，有力推动了美国私人养老金的大跨越、大发展，而公募

基金则成为最大的受益者，这使得私人养老金与公募基金二者双剑合璧，共同构成了美股最重要、最庞大的两类机构投资者，而且是长期机构投资者，这正是美股“去散户化”，并不断做大做强的根本动力。正因如此，直至 20 世纪 80 年代，美股才开始形成了清晰可见的“慢牛”、“短熊”的市场格局。

下面我给大家看一组很有趣的数据：

1980 年美股总市值刚刚逼近一万亿美元大关。这是什么概念？相隔十年后，1990 年中国 A 股市场正式开门营业，这就是中美股市最初的差距：一万亿美元与零之间的距离，仅相隔十年！也就是说，那时的美股规模也不大！

1981 年，美国私人养老金与美股总市值双双站上 1 万亿美元大关，美国公募基金净值仅为 2400 亿美元；

1993 年，美国私人养老金与美股总市值首次双双站上 5 万亿美元，公募基金净值首次突破 2 万亿美元大关；

1996 年，美股总市值首次超过美国 GDP（8 万亿美元），这是一个重要的分水岭。

1998 年，美国私人养老金与美股总市值首次双双突破 10 万亿美元，公募基金净值首次突破 5 万亿美元；

2013 年，美国私人养老金与美股总市值首次双双突破 20 万亿美元，公募基金净值首次突破 15 万亿美元；

2019 年，美国私人养老金与美股总市值首次双双突破 30 万亿美元，公募基金净值首次突破 20 万亿美元。

这是巧合，还是必然？请看第一张表。

中美市场结构

2019年底	美国	中国
	万亿美元	万亿人民币
私人养老金	32.33	2.00
开放式基金	21.29	13.16
股票基金	11.38	1.30
股票市值	36.33	59.29
GDP	21.43	99.99

3 亿美国人拥有 32 万亿美元私人养老金，占 GDP 的比重超过 150%，与美股总市值大体相当。这是一个需要二、三十年乃至更长时间积累的庞大长期资金，尽管美国人不存款、不囤房、甚至不炒股，但他们拥有世界最大规模的私人养老金储备，这是美国人消费自信的真正原因。

更为重要的是，这 32 万亿美元的私人养老金直接购买并持有了 10 万亿美元的公募基金，占公募基金总净值的约一半，大致相当于美国股票型公募基金的规模。这是美国公募基金的最大支撑，而且这十万亿美元是真正的长期资金。正是如此庞大的私人养老金和公募基金，才能撑起美股长达十年的慢牛、长牛。这正是美股的自信与自负。当然，反过来，美股慢牛、长牛也为美国庞大的私人养老金的长期积累及保值增值提供了强大的信心支持和物质保证。

相比之下，由于我国私人养老金（包括企业年金、职业年金及个人养老金）起步较晚，14 亿人口仅有 2 万亿元人民币的私人养老金储备，当然，中国家庭还拥有大量房产和存款，但这些尚不能转化为资本市场的长期资金。

中美公募基金净值结构比较（%）

公募基金	美国	中国
长期基金	82.94	45.94
股票基金	53.43	10.58
混合基金	7.41	14.35
债券基金	22.09	21.01
货币基金	17.06	54.06
总计	100.00	100.00

请大家看第二张表。由于缺乏庞大的长期资金支持，中国公募基金无法发挥长期机构投资者“中流砥柱”及“压仓石”作用，反而为了生存变成了“大散户”，这导致了公募基金的恶性循环：股票型基金不断萎缩，而货币基金却野蛮生长，这是基金资源的浪费与低效。

公募基金是连接私人养老金与股市的重要纽带。与美国相比，我国公募基金至少有三大软肋和短板：

（1）我国基金公司规模偏小，比方，我国前三大基金公司各自管理的总资产刚刚跨过一万亿元人民币，而美国最大基金公司黑石基金（Black Rock Funds）管理的总资产高达近 7 万亿美元。

(2) 我国公募基金总体规模（总净值）仅占 GDP 的 13%左右，而美国公募基金净值与美国 GDP 规模基本相当。

(3) 我国股票基金仅 1.3 万亿美元，占 GDP 比重约为 1.3%，与美国 11.38 万亿美元的股票基金规模相比，几乎可以忽略不计。股票基金是公募基金发展的实力或标杆；没有股票基金支持的公募基金，很难成为股市的风向标和稳定器。

近20年中美股市波动比较



请看最后一张图。像一片绿森林的一样的是美股近 20 年的走势波幅图，而紫色的曲线则是中国 A 股市场近 20 年走势波幅图。从这张图上来看，中美股市差距一目了然。美股走势比较从容、稳健，慢牛短熊，向上的大趋势十分明显；相反，A 股暴涨暴跌，牛短熊长，因为我们没有庞大的长期资金支持，也没有庞大的股票型基金支撑，短炒、赚快钱成为 A 股投资的主流模式。因此，中国 A 股牛市短而快、熊市慢而长：牛市一哄而上、一步到位，熊市一哄而散，熊途漫漫。这样的市场环境，不仅股票基金较难成活，而且养老金投资风险也很

大。

不过，近三年来，我国资本市场改革正在加速推进，市场化、法治化、国际化改革成效显著，尤其是 2019 年 IPO 注册制率先在上交所科创板落地实施，这是中国股市成立 30 年来最重大的一次改革，具有划时代意义；2020 年新修订的证券法正式生效实施，注册制全面取代核准制；今年我国将全面取消境外金融机构来华设立分支机构的股比限制，沪港通、深港通、QFII/RQFII 及 QDII 机制进一步提挡升级，中国股市的开放性、包容性与韧性大幅提升。世界主要股价指数及债券指数都将中国资本市场纳入其中，这是境外机构和国际资本对中国市场的高度关注与认可。

正因如此，在此次美股万点暴跌过程中，中国股市成为世界市场最亮丽的一道风景线。在美股暴跌、世界一片恐慌的情况下，A 股市场却表现出了较好的抗跌性及独立走势，这给周边的亚洲市场以极大的信心和安慰，从而减小了亚洲市场的跌幅和动荡。这样的市场格局在历史上尚属首次出现，这让世界第一次重新审视中国股市的重要性。

事实上，中美两国是世界最大的两个经济体，也是世界经济的两大“火车头”，同样，在世界股市中，中美两国股市正在形成不同运行周期的“双寡头”格局，由于中美经济周期的不同，中国股市相对独立于美国股市，因此，这很容易形成“西方不亮，东方亮”的市场格局，并有利于平滑和对冲世界市场的波动。从此以后，世界股市运行不再随美股“一边倒”，比方，当美股暴跌之时，中国市场有望成为国际资本的避风港湾，这将有利于鼓励国际资本“跨市场”组合投

资，也有利于驱动世界经济的全球化和一体化。从这一意义讲，私人养老金投资规避单一市场巨幅波动风险的最好办法，就是尽可能选择多市场投资、跨市场组合。

其实，与美股相比，我国 A 股市场最缺的是长期资金，尤其是私人养老金储备短缺。最后，我呼吁中国金融机构应加大养老目标理财产品及中长期股权类产品研发，同时我们要尽快提高企业年金及个人养老金的覆盖范围，在长期资金的支持下将公募基金扩容十倍，用长期投资理念招安并锁定家庭金融资产的相当部分，这既是 A 股“去散户化”的捷径，也是 A 股步入“慢牛短熊”通道的必由之路。只有这样的市场环境，才能实现养老金与资本市场的良性循环与双赢互利。

冯丽英：坚持长期价值多元投资、保持养老金稳健增值



冯丽英：中国养老金融50人论坛核心成员、中国银行业协会养老金业务专业委员会常务副主任、建信养老金管理有限责任公司创始人、首任总裁

大家好，很高兴与各位一起探讨当前资本市场下养老金投资问题。我仍然主张坚持长期、价值、多元投资，以保持养老金投资收益的稳健增值。

当前是一个什么背景呢？我们知道，受新冠疫情、原油价格战等因素影响，全球资本市场发生了剧烈震动。美股在一个月时间内大幅下跌，大有2008年国际金融危机的势头。养老金作为市场参与者之

一，一方面与其他资金一样，在市场中同样是投资行为，投资收益不可避免地受到了冲击；另一方面，养老金作为养命钱，需要更加追求安全、稳健、可持续的投资回报。在我国社保政策影响下，养老金投资的重要性尤为突出。

人口老龄化造成退休老人持续增加，退休金待遇连续多年提高，
我国基本养老保险基金收支平衡面临压力持续加大。



这张图显示了2014年至2017年四年间，我国基本养老保险基金征缴收入低于支出(蓝柱收入，红柱支出)，这是2018年以前的数据。2019年以来，国家为了减轻企业负担相继出台措施降低社保费率；当前为应对疫情，又出台了减免养老保险缴费的政策。据人社部消息，1-2月份企业养老保险基金征缴收入同比减少23.3%，减少幅度最高的省份达到64.2%。不难想象，要保持养老保险基金长期收支平衡，市场化投资收益的稳健增长是关键。

那么在市场剧烈波动的形势下，如何保持稳健的投资收益？这里我谈三点认识：一是要坚持长期投资；二是要坚持价值投资；三是要坚持多元投资。

一是坚持长期投资，这是由养老金资金规模大、积累时间长、追

求长期投资回报和避免收益水平波动性过大的特点决定的。从历史经验看，长期投资可以平滑短期内的收益波动，也是抵御疫情等外部冲击的自然选择。国际上多数国家养老金管理机构采取长期投资策略，立足于 5-10 年甚至更长时间的长期收益目标，实现了较好的投资收益。个中不乏澳大利亚超级年金的例子，最近 25 年以来的平均收益率为 7.8%，这已经不错了，但再拉长至 50 年，收益率即达到 10.3%。这显然突出了长期投资收益的优势。

我国在养老金投资中，大类资产配置影响有限，委托人对管理人更为注重短期考核，由此使得养老金投资管理仍然处在“长钱短用”的状态。对此要强化工作一是持之以恒地培育长期投资意识，社保部门作为基本养老保险基金的委托人、职业年金的代理人，更应带头提升长期投资理念，在业绩考核与投资监督上，坚持长期机制。二是管理人应建立健全适应长期投资的资产配置和投资决策体系，统筹好战略资产配置、战术资产配置和资产配置再平衡的关系。最后加强从业人员长期投资的教育和训练，避免短期投机炒作和追涨杀跌行为尤为必要。特别是在高震荡市场下，越是短期的投机炒作，损失和投错的概率就越大。

第二是坚持价值投资。市场越是波动，越能彰显公司的内在价值，正所谓大浪淘金。投资中除了持续关注上市公司的内在价值，坚持从公司基本面分析入手，在正确合理的估值基础上进行股票投资外，要高度关注具有升值潜力的新行业、新业态，关注他们的成长性，做长期投资战略。比如新冠疫情强烈触发了人们对健康、医护和养老的感

知，人们对于专业化、个性化、智能化的健康产业和养老服务需求将更为刚性；对于机构而言，未来的服务客群和收入也更加可期。大健康养老产业将有突破性增长，孕育着巨大的市场空间。这是一个新的投资机会。

第三是要坚持多元投资。就是我们常说的“鸡蛋不能放在一个篮子里”，多元投资是分散投资风险的必然选择。2008年国际金融危机发生后，为分散风险和获取更高的投资收益，许多国家养老基金投资逐步多元化：从传统资产类别到向另类资产转移；从简单的股票、债券向多重资产配置延伸。随着我国养老保障第三支柱建设的推进，个人养老投资逐步兴起，凡符合规定的银行理财、商业养老保险、基金等金融产品都可以成为第三支柱投资产品。这不仅为养老金投资多元化提供了更多选择，也可以通过投资组合的调整增强抗跌性。前两天银保监会刚刚发布的《保险资产管理产品管理暂行办法》，规定了保险资管产品的投资范围和比例，办法还明确基本养老金、社会保障基金、企业年金等养老基金为合资格投资者，这对坚持养老金投资多元化，是很好的政策导向。

在多元化投资中，还要强调发挥 MOM 的作用。我们知道，相比 FOF 投资的是产品，MOM 投资的是管理人。按照既定的大类资产配置策略，选择相应的投资经理，组成一个管理人组合。这个组合在投资中可以兼顾不同的投资风格和风险偏好，实现差异互补，并随时监控投资行为和投资目标的一致性，从而提升投资收益率及风险防控力。就此观点，特别值得一提的是，要使 MOM 有效，就需要发挥养老金受

托人的作用。通过制度设计，强化受托人在信托关系下“大管家”的功能，协调好各个投资管理人，并有效实现基金的调度。

最后还要提一点，尽管目前海外市场形势差于国内市场。但拉长周期和从实践经验看，国际化的资产配置仍是分散风险、获得收益的有效途径。因此，仍然呼吁稳步放开国内养老金的境外投资。作为一个全球化的机构投资者，在面临市场波动时，会有更多在国别之间进行资产调整的机会。

分享到此，谢谢各位！

窦玉明：新冠疫情对经济和金融及养老金投资的影响



窦玉明：中国证券投资基金业协会养老金专业委员会主席、中欧基金管理有限公司董事长

大家好，今天我想谈两点内容，一是这次疫情对金融市场及经济发展的影响；二是养老金三支柱体系在未来投资过程中，应采取什么样的策略来应对这次疫情后金融市场的变化。

一、疫情对金融市场及经济的影响

（一）对金融市场的影响

对金融市场来说，这次疫情是一个催化剂，推动了金融市场的大调整，以美国为首的全球资本市场，经历了十二年的牛市，估值也处

在历史高位，部门投资者尤其是对冲基金加杠杆投资，有内在的调整需要，所以一旦有推动因素，就会引起金融市场本就需要的调整。为什么此次金融市场调整幅度大、速度快？它和 2008 年的金融危机又有什么区别呢？我认为其中一个区别在于传导机制：2008 年金融危机的传导机制是通过间接金融机构，主要是商业银行和保险公司等，对这类金融机构造成了很大的冲击，因为这些金融机构持有很多“有毒”资产，引发了连锁反应，对整个金融系统的打击非常大，恢复起来也较为缓慢。但本次传导机制是完全不同的，区别在于这次是通过直接融资的金融机构来传导，主要是各类基金，包括对冲基金、共同基金等，且对金融机构的打击不大，损失是由投资者承担。但是直接融资机构的很多行为是高度同质化的，比如风险评价策略越来越流行，一旦股票市场下跌，波动性加剧，相似策略下的基金都会卖出，造成踩踏。各金融机构高度相似的策略使得本次的调整速度非常快，幅度很大，效率比原来更高，下跌也更快。

还有一个区别在于风险承担者的变化：过去是投资者储蓄或者买保险，银行及保险公司进行投资，中间的风险由银行和保险公司承担，金融机构的股东为风险的最终“埋单人”，因此 2008 年对金融机构打击更大，投资者所受影响较小。这次则正好相反，金融机构受打击较小，投资者（包括养老金机构）损失巨大，影响到消费等实体经济。这样的危机损失，其风险是高度分散的，不是由某一家银行或保险公司承担，而是由千千万万投资人直接吸收，损失直接被分散掉，恢复速度会更快。

现在的市场是高度全球化的，投资者面对快速传递的互联网信息，情绪和行为越来越相似，彼此间的影响越来越大，各国市场的相关性越来越高。对于机构投资人来说，越来越难以找到相关性低的资产，投资组合的波动性更加不容易控制。例如这次疫情冲击，或者出现新的信息和情绪的变化，大家就会蜂拥而上，买卖行为共振现象非常非常明显，就是因为我们的体系从间接融资转向了直接融资。

我认为，未来的市场中，同向的波动，甚至更程度的波动是不可避免的，因为投资者都是直接投资者，他们信息来源渠道基本一致，因为在同一情形下，这些投资者的行为就会高度相似。因此我的看法是未来整个金融市场的高波动，而且全世界同向的波动都是不可避免的。投资者需要接受这个现实。

（二）对经济的影响

此次疫情可能会开启对过去几十年全球化的反思，我认为全球化是不可逆的，但未来全球化速度应该会放慢，中美之间的经济联系可能削弱，我国及全世界整体的经济增长率会逐渐放缓。

未来全球化的低速发展可能会造成“四低”：低增长、低通胀、低利率、低回报。过去全球化虽然带来了经济的高速增长，但也造成了很大的贫富分化问题，表现为今天全球流行的民粹主义。贫富分化又使得经济的可持续增长出现问题，即穷人有钱会去消费，富人有钱会投资，但是当穷人分配的财富越来越少，就没有能力消费，经济增长就会缺失拉力。

这是一个难题，贫富分化要通过再分配解决，但现在政府是区域

性的，富人和企业是全球化的，政府很难对富人征税转移支付给穷人。现在全球的政府没有办法联合在一起做全球的征税，没有办法解决富人和穷人的转移支付问题，贫富分化的问题解决不了，自然就会影响经济的可持续发展，穷人没有钱消费，富人投资增加产能又卖不出去，只能接受投资的低回报。因此，未来在全球化放缓甚至阶段性倒退的情况下，造成“四低”是可以预期的。

在这一对金融市场的展望和假设下，我预期全球经济体大概率都逐渐走向零利率，类似日本，国债的无风险利率将降到零甚至负利率。这对其他资产的影响是很大的，包括企业债券，权益资产等，这些风险资产的预期回报也会降低，风险资产预期回报的降低对应的是估值的变高，一般来说，从历史看，权益（股票）资产需要3到5个百分点的风险溢价，如果国债无风险收益率到0，则权益资产的预期回报率会是百分之三到百分之五，也意味着全球的股票市场面临重估，过去无风险收益率在百分之五以上，权益资产预期回报介于百分之八到百分之十，市盈率大部分时间在十倍到十五倍之间，未来权益资产预期回报若为百分之五，市盈率就要定到二十倍到三十倍。

二、对养老金投资的影响

聚焦到养老金投资领域，我认为现在养老金投资应做两件事情：

一是利用这次金融市场的调整，尤其是全球股票市场、债券市场的大跌，要敢于加大风险资产的暴露，即要买入这些债券和股票，未来的买入成本很难再低。因为低增长的情况下人们又追求高回报，养老金投资机构只能去购买风险资产，要抓住此次调整机会。

二是由于金融市场的高波动和同质性没有办法避免，因此要更多发展第三支柱养老金，将风险直接分散到个人，每个人根据自身的年龄等风险承受能力来决策，而不是将所有风险集中到国家来承担。此外，风险过于集中，投资策略也会没有办法满足不同年龄养老金受益人的需求。第三支柱养老金的好处在于：20岁时可以承受高风险、高波动，到了60岁就把风险降下来，持有现金，为退休做准备。由于投资者的风险偏好不一致，将资金都放入一个大池子，去应对全球化资本市场的高波动，是不太可行的。

最后，这次全球市场大调整，很多国家的养老金损失巨大，或许一些人会考虑降低投资结构中风险资产的比重，避免未来更多的损失；但我不太认同，风险资产是越跌越没有风险，长期资金要敢于逆势而动。对于中国的养老金包括社保基金来说，一定要敢于逆势投资，包括逆势扩大全球化投资布局，不能因短期净值的浮动损失而减少全球化投资和风险资产投资。如果没有把握住这次机会窗口，等待下次机遇的到来可能更久，中间产生的资本内生回报和价值的重估也都会被错过。

苏 罡：资本市场动荡与积累型养老金的应对



苏罡：中国养老金融50人论坛核心成员、中国保险资产管理业协会养老金管理专业委员会主任委员、长江养老保险股份有限公司党委书记、董事长

董教授好，各位专家领导好，我今天发言的题目是“资本市场动荡与积累型养老金的应对”，将从三个方面与大家进行探讨，希望能够带来一些新的思考。

一、建立积累型养老金制度的必要性

首先，为何要建立积累型养老金制度？这一问题看似老生常谈，但其背后的基本逻辑是经济增长带来了人民群众的财富增长，进而带来了更加多元化的财富增值和风险保障需求的问题。通过对比中国、

美国和整个世界居民财富分布的情况，可以看到世界范围内近 60%的居民财富不足 1 万美元，而我国 65%的居民财富在 1 万-10 万美元。这意味着中国经济的发展带来了居民财富的显著增长，并且中等收入阶层的力量持续提升。这一变化必然带来财富管理需求的多元化，并同步反映在对养老保障体系的更高要求上。我们不仅需要第一支柱即社会共济性质的保障，也更需要建立和完善以积累型账户为主的补充养老保障体系，以兼顾公平与效率。

其次，积累型养老金对于美国资本市场，尤其是进入 21 世纪之后美国股市的持续提升发挥了十分重要的作用。从美国家庭持有的金融资产情况来看，直接持有美国股票和基金的家庭数量明显下降，但持有养老金的家庭数量稳步提升。这一现象表明，美国家庭的资产持有方式正逐步发生转变，越来越多的家庭通过持续加大养老金的投入来维持财富管理，并更多地通过共同基金的方式参与市场。随着参与资本市场的养老金规模不断增加，积累型养老金发挥了重要的“稳定器”作用，使得在历次的全球波动中，美国股票基金并未出现资金的大幅流出，只出现小幅的资金波动，进而保持了整个资本市场的持续稳定。

因此养老金与资本市场是一种长期投资的良性互动关系。作为一种生命周期型的投资，养老金更需要获得与整个经济密切关联、最大程度享受到经济发展成果的投资机会。从历史投资经验来看，定投是一个相对较好的长期投资方式，阶段性的资金投入能够平滑市场波动，从而创造长期投资回报。积累型养老金恰恰通过持续定期的投入，形

成了显著的跨时风险分散效应，有效克服了市场的短期震荡，并与整个经济增长最大获取财富增值的潜力保持一致。

从短期来看，2008 年金融危机后，世界范围内的养老金投资损失巨大，但 2-3 年内金融市场又逐步恢复到了危机之前的情况。从 10-15 年的长周期来看，资本市场仍然为养老金带来了非常丰厚的回报。观察以权益为主要配置的加拿大 CPPIB 基金和以债券为主要配置的智利 AFP Provida 养老金基金在 2008 年以来的业绩表现，可以发现其业绩累计回报一直优于长期业绩基准。

二、疫情下全球及国内资本市场的现状及预期

毫无疑问，此次疫情带来的冲击是巨大的。首先是全球利率的下行，疫情的发生让我们更加现实地看到了零利率甚至负利率的长期趋势。各国政府采取了前所未有、无比宽松的货币政策，甚至是“直升机撒钱”的方式以保证经济不出现危机性的下滑。这一趋势对于养老金而言，在寻找优质资产、满足绝对收益要求等方面造成了巨大压力。对于所有机构，特别是养老金机构而言，在如何发现更好的长期投资机会，从简单在市场中分析和发现价值，逐渐转向创造价值，保证受益人在安全基础上的长期资产增值需求等方面，同样面临着巨大压力。

不过，我们仍要保持一定的信心。尽管面临着经济增长放缓的压力，但随着各国应对措施出台并取得一定效果，不断寻求当前逆全球化态势下政府和经济的管理方式、寻找新的国家之间的力量平衡，相信全球的金融市场和资本市场都会逐渐恢复。2008 年期间，全球主要股市平均跌幅达到 50%，从 2007 年 12 月的衰退期开始，全球股

票在 2009 年 2 月触底，并于 2010 年基本恢复至危机前的点位，部分股指在 2011 年之后开始创新高。同一时期，大部分利率债和高等级的债券指数仅仅在 2008 年三季度出现了比较严重的净值下降，但随后的降息周期带来了整个固定收益市场持续的强韧表现。因此，基于历史经验和资本市场均值回归的基本规律，本次新冠疫情所导致的社会危机所带来的资本市场波动，仍将有可能大概率在未来 2-3 年内恢复到正常表现。

从国内的情况来看，目前长期向好的趋势依然没有改变，企业复工复产已加快推进，前期疫情对于资本市场的影响逐步得到消化。不可否认，海外疫情正处于爆发期，对于出口相关的企业复工复产会产生新一轮的压力，但随着国外疫情逐渐进入顶峰并得到控制，整体经济恢复将有望形成正向向上的循环。从中国股票市场来看，A 股市场仍表现出超强的韧性和抗风险的能力，整体估值水平在 15 倍中枢以下。当然 A 股市场存在着自身的结构性问题，但是即便相对大幅下跌的美股市场来说，仍有一定安全边际。

三、积累型养老金制度面临的挑战及应对之策

从第二支柱年金来看，年金投资在近期的市场波动中面临的压力是巨大的。年金一直追求绝对收益基础上的相对收益，大部分第二支柱年金资金由于未进入权益市场，没有经历过大幅的市场波动。随着职业年金进行市场化运作，当前的市场波动难免造成受益人、委托人和代理人的担忧。养老金管理机构作为专业的管理人，不论是从受托还是投资角度，都需要与受益人、委托人和代理人做充分沟通，加深

其对于整个市场资产配置核心规律的理解，从而在年金入市投资的过程中以更加平稳的心态来面对市场波动。长期来看，第二支柱可进一步拓宽年金的投资范围，通过更加多元化的跨市场投资，来平衡资产长期的波动；继续寻求更多与实体经济直接结合的投资方式，既推动实体经济发展，也能利用会计准则上的优势平滑年金资产的波动问题；通过加大税收和对年金计划的监管简化流程和政策上推动，为更多的中小企业以相对比较低的成本建立年金计划提供更多的支持。

从第三支柱个人养老金来看，中国的发展才刚刚起步，我们面临的障碍仍然很多，包括税优力度问题、免税额上限设计问题，以及如何有效地克服人的惰性从而激励个人主动积累长期性资金问题等等。只有真正建立起归属于个人的养老金账户，才能逐渐有效地形成全社会关心并且愿意参与的可持续制度体系。在产品供给方面，目前的个人税延养老保险产品和养老目标基金，客观上来说还不能完全满足不同年龄和风险偏好的客户要求，需要从监管和行业层面推动符合生命周期特征的第三支柱个人养老金产品的创新设计和多渠道供给。

从机构角度来看。首先，要坚持多元化资产配置，包括：低利率市场环境下的权益资产配置能力，非标和另类等长期优质资产寻找能力，避险资产和海外资产配置能力等。当前来看，5G、人工智能、工业互联网等新基建领域值得关注。同时，随着政策的进一步放开，可对黄金、港股通等进行提前布局。其次，在资本市场调整的初期仍需要保持一定的权益投资比例，要相信资本市场均值回归的基本规律，确保积累型养老金在市场波动期避免过激的反应，能够穿越周期来平

滑整个市场的波动。最后，是通过“人才+科技”的手段进一步提升养老金的长期稳健获取收益能力。在投资方面，只有通过智能化的方式，将投资经理的优秀投资能力固化在公司的系统平台之中，才能够减缓减弱人的生命周期所造成的智力局限给养老金管理带来的负面影响，充分实现养老金的长期稳定回报。在产品方面，可通过科技投入，为大众客户提供更加低成本的自动默认的资产配置方式，为高净值客户提供定制化的服务，提供更加丰富的资产配置选择。通过系统的不断升级和生命周期产品模型的不断完善，相信能够更好地适应不断变化的资本市场要求，从而真正为受益人提供一个持续稳定的养老金投资管理平台。

2020年3月CAFF50动态

1. 3月3日，中国保险资产管理业协会金融科技专业委员会召开2020年度第一次工作会议暨远程办公科技创新专题研讨会，中国养老金融50人论坛核心成员、中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云出席会议并表示，金融科技对保险资管业发展至关重要，本次新冠肺炎疫情更加提升了金融科技在行业落地应用的迫切性，行业融合金融科技发展的进程将进一步提速。

2. 3月4日，2019中国居民退休准备指数调研报告发布会暨养老金融发展论坛成功举办。中国养老金融50人论坛核心成员、全国政协委员，中国社会科学院世界社保研究中心主任、中国社会保障实验室首席专家郑秉文先生出席会议并就个税递延养老保险在发展第三支柱的重要作用发表演讲，同时给出了未来发展方向。

3. 3月9日，中国养老金融50人论坛核心成员、华夏新供给经济学研究院首席经济学家、财政部财政科学研究所原所长贾康在新浪财经发表了文章《疫情威胁仍在，保经济与防疫情如何协调？》，就在疫情威胁仍在的情况下，保经济防疫情如何协调、住房公积金是否应当免除、地方政府同时面对财政压力和经济发展压力其发展空间在哪里等问题进行了分析。

4. 3月16日，中国养老金融50人论坛秘书处月度工作例会在线上召开。会议由论坛常务副秘书长王婷主持。会议重点讨论了2020年疫情形势下论坛的工作计划。论坛秘书长董克用，常务副秘

书长张栋，副秘书长王赓宇、朱海扬、孙博、张兴，秘书处邹林娟、李嘉璇等参加了本次例会。

5. 3月17日，中国养老金融50人论坛核心成员、大成基金副总经理兼首席经济学家、人行金融研究所前所长姚余栋做客网易“财经派云对话——聚焦全球金融市场大震荡”直播间，就全球金融市场走向、中国经济应对等热点话题进行探讨，以《应尽快给中小微企业减负，保就业比什么都重要》为题发表了演讲。

6. 3月23日，中国养老金融50人论坛核心成员、大家保险集团总经理徐敬惠在新浪财经发表题为《疫情倒逼寿险经营走线上线下融合新模式》的文章，就在晨会暂停、面访受阻、培训搁置，线下销售环节中断等重重压力之下寿险经营的未来发展方向进行了分析。

7. 3月29日，中国养老金融50人论坛专题研讨会通过腾讯会议平台顺利召开。会议由中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授主持，主题为“资本市场动荡对养老金的影响及其应对”，论坛国际专家、富达投资高级研究顾问郑任远先生，论坛核心成员、中国人民大学兼职教授林羿先生，论坛核心成员、武汉科技大学金融证券研究所所长董登新教授，论坛核心成员、中国银行业协会养老金业务专业委员会常务副主任、建信养老金管理有限责任公司创始人、首任总裁冯丽英女士，中国证券投资基金业协会养老金专业委员会主席、中欧基金管理有限公司董事长窦玉明先生，论坛核心成员、中国保险资产管理业协会养老金管理专业委员会主任委员、长江养老保险股份有限公司党委书记、董事长苏罡先生等六位专家出席会议并做了精彩演

讲。来自中国银行业协会、中国证券投资基金业协会、中国保险资产管理业协会、中国人民大学、上海工程技术大学、上海师范大学、西北大学等单位的专家以及论坛核心成员、特邀成员和研究员等 50 余人在线与会。



秘书处联系人：张栋 Email: zhangdong@caff50.net

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

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

中国养老金融50人论坛

www.caff50.net