

养老金融评论

2018 年第 5 期（总第 30 期）

- 郑任远：养老金“第三支柱”建设应引入默认机制
- 段家喜：税优个人养老金的 6 个关键问题
- 朱海扬：第三支柱的未来——互联网养老金融
- 孙 博：“三支柱”概念首次进入官方表述
- 富 达：个人养老金的投资、产品和市场培育经验
- 王彦杰：海外养老金资产管理：资产配置仍是核心，委托投资渐成主流

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net

中国养老金融 50 人论坛简介

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

论坛学术顾问:

潘功胜 王忠民 杨子强

论坛秘书长:

董克用

副秘书长:

王赓宇 朱海扬 张 兴

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 王振振 李佳宁 凌 燕 孙 玥 王梦晨 霍丽雅

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】

| | |
|-----------------------------|----|
| 郑任远：养老金“第三支柱”建设应引入默认机制..... | 2 |
| 段家喜：税优个人养老金的 6 个关键问题..... | 5 |
| 朱海扬：第三支柱的未来——互联网养老金融..... | 21 |
| 孙博：“三支柱”概念首次进入官方表述..... | 24 |

【养老金融观点集萃】

| | |
|--------------------------------------|----|
| 富达：个人养老金的投资、产品和市场培育经验..... | 27 |
| 王彦杰：海外养老金资产管理：资产配置仍是核心，委托投资渐成主流..... | 40 |

【CAFF50 大事记】

| | |
|---------------------------|----|
| 2018 年 4 月 CAFF50 动态..... | 69 |
|---------------------------|----|

导读：我国已经进入人口老龄化快速发展阶段，且面临着未富先老的压力，迫切需要构建一个有效的养老体系，其中一个重要发展方向就是养老金融。养老金融是一个涵盖养老金金融、养老服务金融和养老产业金融的一个综合性的概念框架。目前我国养老金融业总体处于初期发展阶段，一方面，养老金金融在养老金体系尚未完善的背景下受到诸多限制；另一方面，金融部门对于养老服务业的认识和投入也刚刚开始，针对居民养老的金融产品和服务品种单一，养老资产管理的理念和机制比较滞后，养老金融市场尚不发达，与居民养老和养老服务主体多层次、多样化需求还有很大差距，因此有必要在完善我国养老体系的基础上，进一步支持养老金融的快速发展。

本期《养老金融评论》重点关注如下内容：论坛国际专家、美国富达投资高级研究顾问郑任远关于养老金“第三支柱”建设方面的研究；论坛特邀成员、长江养老保险股份有限公司副总经理段家喜对税优个人养老金的6个关键问题的探讨；论坛副秘书长、天弘基金养老金业务总监朱海扬对互联网养老金融的分析；论坛秘书长助理、特邀成员孙博博士对“三支柱”概念官方表述的研究；富达关于个人养老金的投资、产品和市场培育经验以及论坛核心成员、泰达宏利基金管理有限公司副总经理王彦杰对海外养老金资产管理的相关研究，以飨读者。

郑任远：养老金“第三支柱”建设应引入默认机制



郑任远：中国养老金融 50 人论坛国际专家、美国富达投资高级研究
顾问

养老目标基金的审批推进在加快。4 月 11 日，养老目标基金申报开闸，4 月 17 日获受理，随后迅速启动了答辩。首批答辩于 24 日进行，养老目标基金落地指日可待。养老目标基金主要采用 FOF 形式，投资策略包括目标风险和目标日期。

日前，被称为“目标日期基金之父”的美国富达投资高级研究顾问郑任远接受第一财经记者采访时表示，养老金第三支柱的建设，一定要引入默认机制。

本文为《第一财经》对郑任远先生的专访。

尽管目前已较为健全的美国养老金制度，在设立之初也遇到了各式各样的问题。

1974 年美国通过关于养老金的革命性、制度性的法案，最重要的是设立了第二、三支柱的法律制度基础即税优的基础。

郑任远认为，第二支柱很像国内的企业年金系统，即 401K 计划；而第三支柱就是个人养老金账户，也就是 IRA(Individual Retirement Account)。

在制度建立之初，美国的养老金个人账户民众参与率过低，整个美国大概仅有 55% 的参与率。

产品结构方面，美国 1980 年初的产品跟国内现在的情况非常像。仅有股票基金和债券基金两种选择。一直到 90 年代中期，第二代产品沿革，推出了母基金(FOF)的方式，把股票、基金相结合设立以风险为标的的平衡型基金。

此后，美国又在 2006 年推出《2006 年养老金保护法》，经由这个法案，美国政府吸取过去错误的教训，矫枉过正，重新修订了三个规则。首先的变化是自动参加，解决了参与率的问题。该制度的修改使参与率立刻提升到 90% 以上。

其次是默认投资即自动投资。郑任远介绍，现在 90% 以上的钱直接进入 TDF(目标日期基金)。所谓 TDF 基金，是以投资者的预计退休年份作为目标日期，随着退休年龄的临近，投资组合风险动态下调的基金，力求在退休时点为投资者提供能够覆盖其退休生活所需的投资收益。

对于建议何时开始建立个人养老金，郑任远则表示，养老目标基金越早开始越好，在美国有高中生用打工的第一份薪水拿去开了个人养老金账户。“在美国只要有工作、有收入，你就有资格开设账户。比如说一个初中生放暑假，他可以利用暑假时间替社区的邻居遛狗、照顾老人、照顾小孩、割草、漆房子，一个暑假赚一、两千块美金，他就有资格可以给自己开第三支柱养老金账户。”

“在经过业界非常严谨的精算后，加上从美国的第一支柱，如果你要维持在退休以后 20—30 年的生活水平，你在退休时候的二、三支柱，加上自己存的其他钱，合起来大概需要有退休时年薪的 10 倍。如果达标的话，只要没有出大差错，就会高枕无忧，至少 5 倍是容易达到的，这是一个客观的数据。”郑任远表示。

段家喜：税优个人养老金的6个关键问题



段家喜：中国养老金融50人论坛特邀成员、长江养老保险股份有限公司副总经理

税优个人养老金属于第三支柱，是第三支柱的核心。在某种程度上，没有税优个人养老金的发展，就没有真正意义上的第三支柱。用税收政策支持鼓励第三支柱的发展，是养老金体系面临人口老龄化挑战的改革方向，也是大部分发达经济体的通行做法。中国已探讨税优个人养老金多年，而政策迟迟未出台，这说明虽有共识，但分歧依然存在。共识诸如：公共养老金独木难撑，应当发挥好市场的作用，发展第二、三支柱；应当给予税收优惠政策来促进或支持个人养老金等

本文原载于《中国保险》，2018（3）。

第三支柱的发展；商业保险是养老金体系的重要组成部分并应当在个人养老金等领域发挥重要作用等。分歧方面包括税优政策的顶层设计，给予什么样的税优政策，多大力度的税优政策？建立什么样的第三支柱市场框架？个人养老金的属性以及不同金融机构应当扮演什么角色？应如何发挥作用？如何加强养老金市场的监管？不同监管部门应当扮演什么角色？是否以及如何扩大个人养老金覆盖面，以及如何借力个人养老金的发展，助推完善养老金体系等。这些问题和分歧的尽快解决，将有利于个人养老金税优政策的早日出台，也有利于政策出台后的切实落地，更有利于政策目标的真正实现，最终使中国养老金体系的公平性、可持续性跨上一个新台阶。

一、税优方式问题

税收政策支持是税优个人养老金的主要标志之一，也是促进其快速发展的重要引擎之一。这一点无论是在理论上还是在实践上，均得到证实或认可，在中国也基本形成共识。从理论来看，给予税收减免，将直接改变参与主体的成本收益函数，相较于个人可支配储蓄，享受税收优惠政策的养老金储蓄可以获得更高的税后回报，进而影响参与主体的消费投资决策，并改变其行为，促进个人养老金市场的发展，使得市场均衡量要远大于没有税优政策情况下的市场均衡量，并最终达到“建立形成长钱的机制、提升养老金储蓄率”的目的。从实践来看，没有税优政策，就不会有个人养老金的快速健康发展，甚至没有真正意义上第三支柱的建立与发展。当前世界经济合作与发展组织(OECD)34个成员国均针对个人养老金实施了税优政策，以助推第三

支柱发展并分担养老金体系危机的压力。全球总体来看私人养老金已成为养老金体系的重要支柱，但市场依然主要集中于养老金税优政策比较完善的欧美国家。2015年美国、加拿大、英国、荷兰和瑞士五国的私人养老金总投资额达20.25万亿美元，占整个OECD的81.7%，占全球市场的79.2%。

税优政策属于个人养老金顶层设计的问题，采取什么样的税优政策将直接影响未来市场的发展方向与空间。对此，已经形成了共识；但对于税优方式，究竟是采取直接补贴还是递延纳税，还有分歧，还需要进一步研究、讨论和解决。个人养老金的税收政策涉及缴费、投资和领取三个环节，并依不同环节是否享受税优政策，细分为EET，TET，ETE，ETT，TTE，EEE，TTT和TEE八种形式。考虑到消费者的“短视行为”，大部分国家将税优政策放在缴费环节，并普遍对投资环节免税，而在领取环节合并纳税，即所谓的EET模式。就税优方式来看，在规定缴费限额的基础上，有直接补贴和税收递延缴纳两种，前者是指直接给予参保人群以一定额度的奖励或补贴，如德国政府对参加里斯特养老金计划的人每年给予154欧元的基础补贴(已婚夫妇为每年308欧元)和185欧元的子女补贴(此为2008年前出生的子女，2008年以后出生的子女则为每年300欧元)。后者是指允许消费者在税前缴纳保费，有的国家将这一部分税收直接减免，有的则将应缴纳的税收延迟到退休时缴纳。如美国的IRA(即个人退休账户)规定，个人在税前向账户缴费，账户资产的增值部分无须缴纳投资收益税，而在领取时缴纳个人所得税。

无论直接补贴还是递延纳税，于财政而言本质上是一致的，都是对民众购买个人养老金的行为征负项税，以此激励其购买。但其作用效果不同，递延纳税对于高收入群体有较好的激励作用，中低收入群体可能因收入不到起征点而无法享受；直接补贴更多向中低收入群体倾斜，操作简便，有利于让更多的人享受政策福利，具有可控性、可获得感好等特点，更有利于提升制度公平性和覆盖面。为此建议采取比较简明的个人养老金税优方式，主要有两项：一是直接补贴中低收入人群，具体额度可视财政及参保状况逐年确定；二是实行 EET，允许个人在一定额度内税前列支个人养老金缴费，并在投资环节免税，而在领取环节则合并其他收入缴税。

二、替代率问题

衡量个人养老金在养老金体系中的作用，主要有两项指标，其一是收入替代率，即个人养老金提供的退休收入占退休前收入的比重。从图 1 可以看出，各国私人养老金的毛替代率不一，7 个发达国家养老金(包括公共养老金和私人养老金)的总替代率平均为 58.94%，私人养老金平均为 23.03%，占三分之一强；有的国家低如新西兰为 12.4%，有的国家高如美国为 33.6%。个人养老金属于私人养老金，则替代率更低些。二是个人养老金提供的退休收入占其退休总收入的比重。即，多少退休收入来自个人养老金，多少又来自公共养老金。这两项指标均与一国的养老金制度的顶层设计、税收制度、养老金制度发展历史等因素有关。有的国家强调政府的责任和公共养老金的作用，则个人养老金的作用和替代率就相对低些，有的国家更市场化，则个人养老

金的作用和替代率就高些；即使在私人养老金发挥主导作用的国家中，模式也不尽相同，有的以职业年金为主(如澳大利亚)，有的则以个人养老金为主。

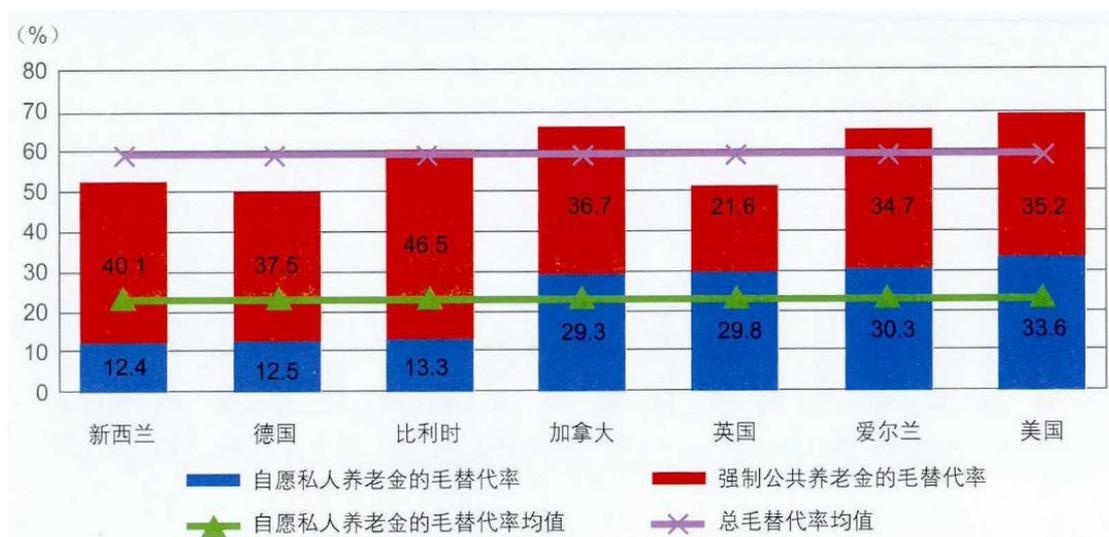


图1 部分国家养老金替代率水平情况

个人养老金收入替代率主要由税优的力度决定，税优力度大，个人缴费相应会多些，将来的替代率就会高些；反之则低。中国制定养老金第三支柱税优政策时，应当给予多大的税优力度，没有国际经验可资借鉴，必须立足于中国国情。税优的力度既取决于养老金体系的改革方向(特别是对三支柱结构的规划)，又取决于个人养老金目标替代率的设定，更取决于财政的可负担性。当前中国已经出台第二支柱的税收政策，“企业缴费每年不超过本企业上年度职工工资总额的1/12”，并可按国家有关规定税前列支；“个人根据国家有关政策规定缴付的年金个人缴费部分，在不超过本人缴费工资计税基数的4%标准内的部分，暂从个人当期的应纳税所得额中扣除。”为此建议个人养老金的税优力度确定为12%，即“个人购买个人养老金的缴费，在不超过本缴费工资计税基数的12%标准内的部分，暂从个人当期的

应纳税所得额中扣除”。这样在理论上第三支柱与第二支柱达到相同的替代率，以进一步提升个人在养老保障方面的责任。同时视情规定并调整个人缴费的最高限额(如月缴费不超过 1000 元或 2000 元)。如表 1 所示，假设参保人按税优比例 12%足额缴费购买，则在工资增长率分别为 10%、5%和投资收益率分别为 7.75%、5.58%的情景下，退休时的替代率分别达到 13.8%至 41.72%不等。

表 1 不同情景下替代率的测算表

| 缴费比例 | 工资增长率 | 投资收益率 | 退休时的替代率 |
|------|-------|-------|---------|
| 12% | 10% | 7.75% | 18.69% |
| | | 5.58% | 13.80% |
| | 5% | 7.75% | 41.72% |
| | | 5.58% | 28.01% |

注:假定缴费 35 年、退休后领取 25 年，工资增长率分别假定为 10%和 5%；投资收益率分别假定为 7.75%和 5.58%，前者为近十年来企业年金基金投资的平均回报水平，后者则为十年国债利率+200BP。

三、参与率问题

参与率是个人养老金发挥作用的客户基础，参与率不高是个人养老金发展滞后的主要表现之一。从图 2 可以看出，各国个人养老金参与率差异较大，新西兰高达 72.9%，而葡萄牙只有 4%。影响个人养老金参与率的因素很多，从各国经验来看，可以通过建立“自动加入”机制、促进支柱之间对接等措施来提高个人养老金的参与率或覆盖面。

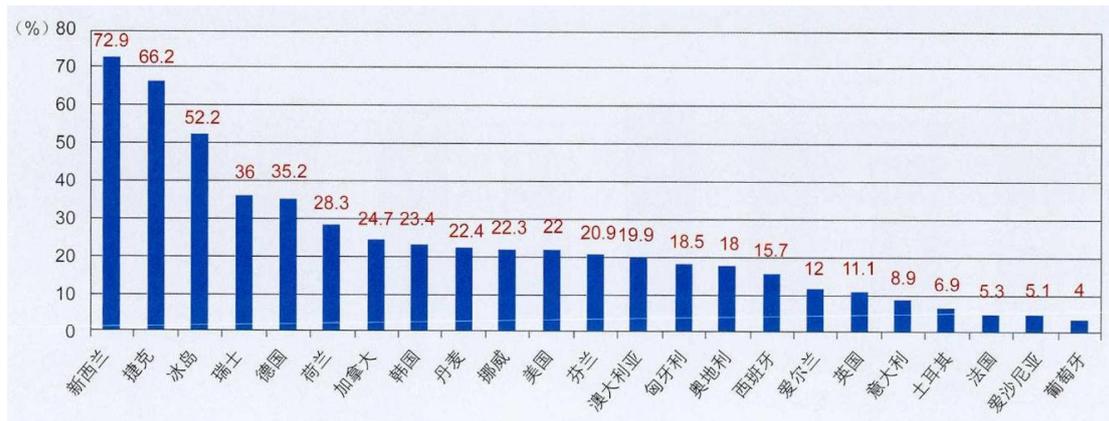


图2 部分国家个人养老金参与率情况

所谓“自动加入”机制，是指员工在入职时就被默认自动加入个人养老金制度，如果希望“不加入”，则需专门提出申请或中止缴费。“自动加入”形成“自动缴费机制”，克服部分人的“惰性”，进而增加养老储蓄。这一措施在美英等国都有较好的应用和实践，效果很好。美国的统计表明，年龄 20-29 岁的员工对没有引入自动加入机制的 401 (K) 计划参与率仅为 30%，而对引入自动加入机制的 401 (K) 计划参与率达到 77%。根据美国斯坦福大学经济学教授 Raj Chetty 的研究结果，“税收补贴政策主要影响那些高收入、金融知识丰富、最不需要政府干预养老规划的少部分人群；而自动缴费机制会增加大部分人的养老储蓄。”自动缴费机制比税收补贴对增加养老储蓄的效果明显，其原因在于大部分人具有某种惰性，加之部分国家申报税收优惠程序比较复杂，如果政府让个人主动选择加入养老金第三支柱、开设养老储蓄账户或申请税收减免等事项，大部分人可能不会参加；反之如果政府让个人主动选择是否退出已经开设好的账户，大部分人不会选择退出。依此，建立个人养老金自动加入和自动缴费机制成为提升其参与率的有效办法。特别对于中国目前的税收征缴和管理方式来

说，由用人单位(同时也是代扣个人所得税单位)代理员工办理加入第三支柱的相关手续，将会大大有利于制度的推广和市场的开拓，有利于参与率的提升。

所谓“支柱之间的对接”，是指一、二、三支柱个人账户养老储蓄资金的流动，主要是指第一支柱向第二、三支柱，以及第二支柱向第三支柱的资金流动；即第三支柱可接受或承接第一、二支柱个人账户的资金转账，第二支柱可以接受或承接第一支柱个人账户的资金转账。这也是发达国家比较成功的做法，如美国 IRAs 并非纯粹的第三支柱，而是第二、三支柱的混合体，接受了大量 401(k) 计划的资金转账，2012 年传统 IRAs 转账流入资产 3000 多亿美元，而个人缴费的资产不足 15 亿美元。英国则允许符合一定条件的参保人通过“协议退出”的方式从第一支柱退出，转移到第二支柱。中国公共养老金采取统账结合的模式，已经建立了个人账户；企业年金(职业年金)也有个人账户，将来第三支柱也会设立个人账户。三者之间存在功能重叠，甚至市场竞争。应该建立以下制度，以促进三者之间的对接，提升第三支柱的适用性和参与率：1.允许符合一定条件的参保人将第一支柱中的个人账户直接转移至第二支柱或第三支柱，并实现市场化投资管理；2.允许离职人员将其企业年金(职业年金)归属个人的资金转移到其第三支柱；3.对于所在单位未建立企业年金的，允许将企业年金中给予个人的税收政策转移叠加到个人养老金，即没有参加企业年金的个人，其购买个人养老金的税优上限提高到 16%。

四、属性问题

属性问题实质上是发展方向问题，是“举什么旗，走什么路”的问题，是“发展什么样养老金第三支柱”的问题。是要发展一个“强调养老风险保障属性”的第三支柱？还是要发展一个“强调投资属性”的第三支柱？这是制度设计时需要结合经济社会发展和养老金体系改革方向来考量的事项。

养老金是指退休人员从退休开始直至死亡期间(或确定期间)，连续定期被支付的资金。从这个定义来看，养老金为退休人员在其退休后直到死亡(或确定期间)提供了收入保障，其实是终身年金(或定期年金)的一个典型例子。养老金有两个基本目的，即确保个人一生的平滑消费，以及针对长寿风险进行保险；而在养老金领取之前，有大量的资金沉淀且需要投资管理。由此显见，养老金(包括个人养老金)具有“养老风险保障”和“投资”的双重属性。这一点似乎毋庸置疑，也不应存在争论和分歧。但在第三支柱制度设计时，应根据经济社会和资本市场发展成熟程度、养老金体系的结构和发展方向、以及金融结构稳定优化的方向等情况，确定在不同时期不同阶段应当强调的属性，并以此支持不同行业在其中发挥不同的作用。

从国际情况看，欧美各国均认可个人养老金的金融属性（特别是投资环节的金融属性），均认为养老资金进入投资环节后，与其他资金性质基本类似，属于金融产品，均应接受金融监管机构的监管。但英、德等欧洲国家更注重个人养老金的“养老风险保障”，将个人养老金纳入保险监管的框架，甚至法律规定只由商业保险经营个人养老金；而美、加等国家则更注重个人养老金与资本市场之间的联系，注

重个人养老金的“投资属性”，甚至将其纳入证券监管的框架之中。从市场结构来看，当前中国学术界对私人养老金发展的属性或模式问题存在认识误区，各国私人养老金市场发展的模式存在很大的差异性，银行、证券、保险等金融机构在养老金市场中发挥的作用也是不同的。乍一看，基金管理模式占有主导地位，2016年全球养老基金管理的私人养老金资产份额最大，占总数的68%，银行和投资公司占20%，保险机构占11.3%。但若将美、加除外，则呈现银行、基金和保险三分天下的格局。

笔者认为，当前中国设计养老金第三支柱应强调其“养老风险保障属性”，发挥好商业保险的“风险管理”和“长期储蓄”等技术优势，利用好“基金”等其他金融机构的资金管理优势。“基金”则应定位于投资工具，起辅助作用，而不是争取“上位”，将第三支柱引入“强调投资属性”的歧途。主要考量如下：

(一)中国资本市场欠成熟。强调养老金的“投资属性”，采用基金的运作方式，其优点在于透明度高，可以激励个人的参保和缴费；但其缺点是：资金积累对经济波动、通货膨胀的承受能力非常脆弱，投资回报可能很高，但是其方差也非常大，风险系数很高。因此通常只有当经济发展处于较高水平，而且资本市场比较成熟且能有效应对和化解风险时，才适合采取“基金模式”运作养老金第三支柱。总体来看，中国资本市场尚欠成熟，广大消费者缺乏投资的基本知识和理念，若过分强调个人养老金的“投资属性”，将面临较高的长期营运风险，如通货膨胀风险、经济周期风险和资本市场的泡沫风险等。

(二)经济社会发展和资本市场的稳定繁荣需要“长钱”。“长钱”是资本市场的稳定器和压舱石，缺乏“形成长钱的机制”是当前资本市场不稳定的根源之一。从国外情况来看，私人养老金和保险应当是形成“长钱”的有效机制。但中国企业年金基金出现投资行为“短期化”的现象，没有真正成为“长钱”。只有战略储备基金和保险才是真正意义上的“长钱”，但两者总金额相对较小，难以有效支撑经济增长、社会进步以及金融市场的协调健康发展。在制度设计时强调个人养老金的“养老风险保障属性”、弱化其“投资属性”，才能使之真正成为“长钱”。

(三)制度设计应回归“本源”。在设计和规划个人养老金的属性时，“养老风险保障”与“投资”双重功能或属性的结构把握，既要考虑养老金本源及发展的客观规律，更要考虑中国经济社会及金融结构的特点。中国居民储蓄一直比较高，引入“强调养老风险保障属性”的个人养老金制度可以产生两个直接效果：一是实现养老金体系的结构式改革，助力三支柱的均衡发展，减轻公共养老金的压力；“基金”运作模式缺乏互助共济，投资收益获得感强，但风险分担的能力大大削弱甚至没有，不利于保障长寿风险。二是优化金融结构，建立形成“长钱”的机制，助力银、证、保均衡发展和金融稳定。

建立“强调养老风险保障属性”的个人养老金制度，是要坚持“稳健为主，风险为附”“保障为主，投资为附”等原则，充分发挥商业保险在建设第三支柱中的作用，同时也要积极发挥好基金、信托、银行等其他金融机构的作用。“强调养老风险保障属性”可以通过设立

“默认养老金融产品”来实现。根据当前情况，建议税优个人养老金制度就“默认养老金融产品”问题至少规定以下三点：1.“默认养老金融产品”应当体现“养老风险保障属性”，具有“利益保证、长期锁定、互助共济”等特征；2.如果参保人没有进行产品选择，个人养老金账户资金将自动配置到“默认养老金融产品”中；3.如果参保人进行产品选择，应要求其将个人养老金账户资金的一定比例(如 50%)配置到“默认养老金融产品”中。“默认养老金融产品”机制的引入、认同和推广将在很大程度上缓解个人选择决策的尴尬局面，极大地改善因个人资产配置不合理或选择失当所导致的一系列衍生问题。一方面可以简化个人选择决策，为参保人提供稳健的产品配置选择；另一方面也可以充分引导并保障第三支柱发展的正确方向，理顺不同行业在其中的作用。

五、经营模式问题

从国际情况来看，税优个人养老金的经营模式主要有两种：其一是产品化模式，税优政策直接与产品关联，即政策规定，参保人可以自行购买不同经办机构提供的“合格产品”并享受相应的税优政策。这一模式的优点是有益于不同经办机构的自由竞争，但其缺点是管理分散，会出现同一参保人购买多家经办机构的多个产品，而且可能出现不同经办机构之间信息不畅通等问题，带来管理上的困难。这主要适用于税收管理比较先进的国家。二是账户+产品化模式，税优政策直接与账户关联，即政策要求经办机构为参保人开立超级账户(通常是唯一的)，并在账户层面享受税优政策，允许参保人自行选择配置

经监管部门批准后的、不同经办机构提供的“合格产品”。超级账户与税收管理系统对接，并具有基础信息、税收、资金、产品配置等管理功能。这一模式的优点是便于综合管理，防止税收漏损，比较适合于税收管理欠发达的国家。对于中国税优个人养老金经营模式的选择，郑秉文教授在其《第三支柱商业养老保险顶层设计:税收的作用及其深远意义》一书中提到：“作为养老保障制度的第三支柱，延税型商业养老保险应称为个人养老账户(IPA)。在对商业养老保险进行顶层设计时，应采取产品和账户双重管理的方式，实现保险与投资的双重功能，实行试点与全面铺开的两阶段推进战略。”这一观点得到学术界和业界的普遍认可。但如何落地，还需进一步细化。笔者自行设计了中国税优个人养老金“账户+产品”的经营模式及监管框架(如图3所示)，参保人在用人单位或经办机构的协助下，建立“税优个人养老金账户”，并在账户下自行选择配置由银行、保险、证券、基金、信托等金融机构提供的“合格产品”；“税优个人养老金账户”与税务部门的“税务系统”对接，承载部分税务信息管理等功能。其要点有以下几方面：

一是建立账户管理平台。由非市场主体中国保险信息技术公司建立账户管理平台，统一设立并管理“税优个人养老金账户”，该账户是一个超级账户，每个参保人只允许建立唯一的账户，并与税务部门和税务系统对接。账户记录和管理参保人基础信息、个人缴费、投资收益、资产配置(即产品购买情况)等信息，同时参保人可以通过“税优个人养老金账户”查询缴费、产品购买、资产配置等情况，也可以

通过该账户实现缴费、资产或产品配置、以及领取等功能，从而以实现个人养老金运营的无纸化，达到“节约成本、提高效率、提升制度信心”等目的。

二是做好产品分类分级。个人养老金是一个开放的市场，各类金融机构均可按照统一的监管规则向参保人提供产品，产品成为“税优个人养老金账户”之下的配置工具。做好产品分类分级是引导参保人理性购买产品或进行资产配置的前提，也是保证税优个人养老金制度有序运行的重要举措。根据参保人是否承担“投资风险”，个人养老金融产品可分为“收益保证型”“风险共担型”和“风险自担型”三种类型。“收益保证型”产品是指经办机构向参保人提供确定的收益保证，参保人不承担投资风险；“风险共担型”产品是指经办机构向参保人提供最低收益保证，同时视投资情况给予参保人投资收益分享，投资风险由参保人和经办机构共担；“风险自担型”产品是指经办机构不对投资收益承担任何形式的保证责任，投资风险完全由参保人自担。

三是制定统一监管规则。为推动税优个人养老金业务和第三支柱的健康发展，应由主监管部门牵头，会同其他金融监管部门，共同制定统一的监管规则，规范经营管理中的各类行为。

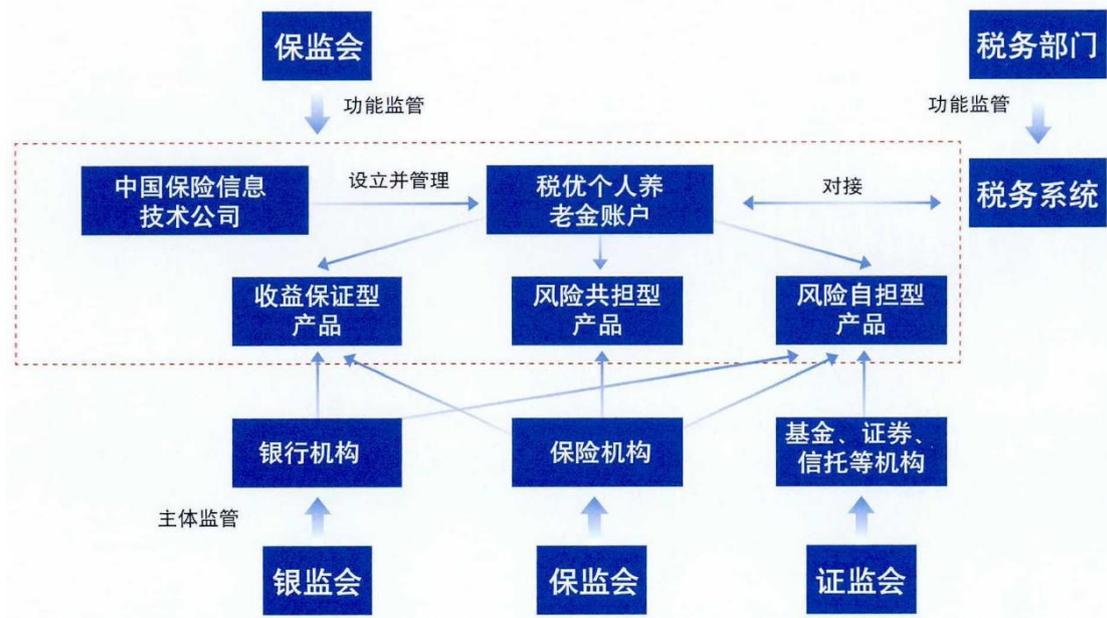


图3 中国税优个人养老金“账户+产品”经营模式及监管框架图

六、监管问题

监管高效是风险有效防范的前提。养老金管理的是老百姓的“养命钱”，安全稳健是第一位的。税优个人养老金是多金融机构参与的市场，在分业经营、分业监管的框架下，必然涉及多头监管。建立“透明、有效、协同”的税优个人养老金监管框架，成为制度设计者需要思考的问题。

个人养老金的监管主要包括税收监管和运营行为监管两方面内容，主要涉及金融监管部门和税务部门，很少有国家的劳动部门介入第三支柱（特别是税优个人养老金）的监管。税收监管通常由税务部门实施，主要为了保障税收政策的正确使用，防止滥用税收优惠政策，造成税收的不当损失。运营行为监管通常由金融监管部门实施，主要为了保护参保人的利益、保障市场健康发展、防范金融风险。

笔者建议，基于中国金融监管现状，建立“功能监管与主体监管

相结合”的、多部门合作的税优个人养老金监管模式（如图3所示）。其要点如下：

（一）财税部门负责税务监管，包括个人养老金税收优惠政策的制定及调整、消费者的税收政策普及教育、税收政策使用效率及效果的评估、税收政策滥用行为的惩处及纠正等，防止逃税漏税，保证税收政策的公平使用。监管手段主要包括跟踪分析账户管理平台和信息系统数据、不定期现场检查和抽查等。

（二）建立主监管人制度。借鉴欧盟做法，注重个人养老金的“风险保障”属性，明确保监会在第三支柱中的主监管人地位。由保监会会同证监会、银监会制定税优个人养老金的运营行为监管规则 and 标准，并对“税优个人养老金账户”和运营行为实施功能性监管，包括但不限于个人养老金的账户、产品、销售以及投资行为等。保监会、证监会、银监会分别对监管范围内的金融机构实施主体监管。

税优个人养老金在中国是新生事物，也是事关老百姓“养命钱”和福祉的大事，既需要回归“本源”借鉴各国经验教训，高起点做好顶层制度设计；也需要根据不断变化的形势不断进行调整和改革，实现政策“初衷”。

朱海扬：第三支柱的未来——互联网养老金融



朱海扬：中国养老金融 50 人论坛副秘书长、天弘基金养老金业务
总监

强大的养老金管理体系既能维护社会的稳定，也能促进资本市场的良性发展。按照世界银行对于养老三支柱的定义，完整的养老金体系需要涵盖第一支柱的基本养老金、第二支柱的企业年金和职业年金以及第三支柱的个人储蓄性养老金。

目前，我国人口老龄化日趋严重，第一支柱养老金替代率过高，现收现付模式使得财政支出不堪重负，而第二支柱发展至今，覆盖范围极其有限。因此，作为“存量”的第一支柱和有限的第二支柱难

本文原载于《中国人力资源社会保障》，2017（3）。

以支撑养老保障体系的重担。个人养老金制度将在最大程度上把社会上分散的、缺少规划的养老金以基金的形式集中管理，通过专业化运作来提升国民自我养老保障能力。展望未来，我国发展第三支柱个人养老金是大势所趋。

第三支柱个人养老金制度的顶层设计尤为重要，其中个人养老税优政策是一项重要措施。2012 年以来，媒体一直不断报道有关部门和有关地方政府（上海、深圳等）将进行“个人税收递延型养老保险试点”方案，税收递延不仅是给予了个人储蓄养老金以激励，更重要的是只能在退休后领取，将引导个人投资行为长期化，既能是个人获得较高的长期回报，也促进资本市场长期资金获得更大的话语权。

第三支柱中一个很重要的要素就是建立个人养老储蓄账户，允许个人自愿向该账户缴费，该账户在一定限额内享有税收优惠，账户持有人根据自己独有的风险敞口，收益预期等偏好来选择投资产品，通过个人账户可以实现将投资管理权限交还给个人，从而提高投资的效率。所以，对于海量的个人账户服务能力对于第三支柱的发展来说是至关重要的。

个人账户的服务包括账户的开立、运营和管理，天弘基金在这一领域有着丰富的实践经验，目前已拥有超过 3 亿的个人客户以及海量客户的服务能力，系统能承载的日峰值可达到数亿笔。在个人账户服务能力上，天弘基金优势明显。

第三支柱个人养老金的投资选择以往是一个难题。由于大多数老百姓对于资本市场不甚了解，同时对于自己的养老需求和目标也不甚

清晰，因此当前养老投资演变成为了短期化理财。而互联网技术的出现，使得解决这一难题成为了可能。

在具备了良好的个人账户服务能力后，我们才能实现对个人账户的管理，从而通过对个人账户信息的搜集与分析充分了解客户需求目标，提供符合市场需求的养老金配置型产品和高端个性化服务。当前，天弘基金可以利用大数据、云计算等互联网技术及时、准确地掌握第一手用户信息，分析出用户需求，有的放矢，从而针对个人情况提出养老资产配置建议。

除此以外，我们可以利用大数据中心对用户数据进行计算、分析，将养老金个人客户的具体需求，依据大数据得出其风险收益特征，与有效的养老产品解决方案相对接，以智能投资顾问的方式满足用户需求，从而将投资顾问的服务模式化、产品化。我们相信，有效的智能投资顾问平台将成为符合我国国情的第三支柱养老金发展模式的关键一环。

互联网技术除了解决养老投资环节的痛点，还能为养老服务提供良好的客户体验。天弘基金还可以做到将账户管理平台植入手机APP，客户不仅可以将其作为申购赎回的渠道、查看余额和收益的工具，还能获取投资者教育信息，为客户带来快速、便捷、高频的服务。

在国家大力发展第三支柱养老金的政策窗口，天弘基金将利用其在互联网方面的优势做好相关准备。通过在养老金融领域方面的深刻理解，力争将互联网和养老金融完美结合，利用产品开发设计能力和海量客户服务能力，积极开拓个人养老金市场。

孙博：“三支柱”概念首次进入官方表述



孙博：中国养老金融 50 人论坛秘书长助理、特邀成员

前不久，人社部发布消息，第三支柱个人储蓄性养老保险和商业养老保险正式进入制度建设启动阶段。我国官方相关政策文件中，此前都使用的是“多层次”养老保险体系的表述。最早在 1995 年国务院《关于深化企业职工养老保险制度改革的通知》中是这样表述的：到本世纪末，基本建立起适应社会主义市场经济体制要求，……，保障方式多层次的养老保险体系。此后，1997 年国务院《关于建立统一的企业职工基本养老保险制度的决定》采用了同样的表述。2005

本文原载于《中国人力资源社会保障》，2018（3）。

年国务院《关于完善企业职工基本养老保险制度的决定》指出，要根据经济发展水平和各方面承受能力，合理确定基本养老金水平；建立多层次养老保险体系。此后多层次养老保险体系成为官方约定俗成的表述，国家“十三五”规划纲要、《人力资源和社会保障事业发展“十三五”规划纲要》都沿用了“多层次”的表述。

进入2018年，人社部开始使用“三支柱”表述，意味着政策部门将此前的“多层次”与“三支柱”等同起来，即我国多层次养老金体系就是三支柱养老金体系。但是与国外第三支柱的范畴相比，我国略有变化。

1991年《国务院关于企业职工养老保险制度改革的决定》是这样表述的：逐步建立起基本养老保险与企业补充养老保险和职工个人储蓄性养老保险相结合的制度。此后一般将个人储蓄型养老保险理解为第三支柱。

2000年《国务院关于印发完善城镇社会保障体系试点方案的通知》表述为：有条件的企业可为职工建立企业年金，并实行市场化运营和管理。同时，鼓励开展个人储蓄性养老保险。2016年《人力资源和社会保障事业发展“十三五”规划纲要》提出“推出个人税收递延型养老保险，促进商业保险与社会保险、补充保险相衔接”。

人社部明确将商业养老保险纳入第三支柱范畴。一般认为，养老金第三支柱建立的前提之一是政府给予税收优惠。即只有得到税收优惠支持的个人养老金融工具才能纳入第三支柱，否则第三支柱外延难以界定，比如目前已有的银行养老理财、养老公募基金、商业年金保

险等是否也属于第三支柱？如果属于，那就说明我国第三支柱已经建立，不存在“目前第三支柱正式进入制度建设启动阶段。”可见，是否享受税收优惠是第三支柱与一般个人养老金融工具区别的核心标准。因此，人社部新闻提到的商业养老保险，应指将来能够纳入税收优惠范畴的商业养老保险，即税收递延商业养老保险。

第三支柱政策设计要考虑与税收递延商业养老保险的衔接，否则可能在第三支柱发生新的养老金体系碎片化问题。

第三支柱相比第二支柱在政策顶层设计上，涉及面更广，包括税收政策制定与实际征缴、社保待遇发放、与第一和第二支柱衔接、资本市场投资与跨行业监管等多方面内容，需要更多部委的协同发力，而不是某个行业能够单独推动，单兵突进的。第三支柱是一个更具系统性、全局性的养老金制度安排，一定要高度重视制度设计的前瞻性和包容性，协调相关部委和政策统一推进，否则一旦制度设计走偏，未来将面临极大纠错成本，不利于养老金体系改革的大局。

导读：养老金融观点集萃栏目是中国养老金融 50 人论坛成员或研究员就养老金融领域的相关问题发表的文章摘录，旨在分享观点、探究问题、启发思维、推动创新、促进交流。本期我们选编了中国证券投资基金业协会举办的“个人养老金投资与产品销售”培训班上富达（Fidelity）专家对美国经验的介绍以及中国养老金融 50 人论坛核心成员、泰达宏利基金管理有限公司副总经理王彦杰先生的文章。欢迎大家向本栏目投稿。

富 达：个人养老金的投资、产品和市场培育经验

一、对负债端的分析是养老金投资的关键因素

（一）动态的资产负债相配原则

美国富达投资高级研究顾问郑任远（Ren Yuan Cheng）长期深耕美国的养老金投资和研究领域，被称为“目标日期基金之父”，创设了美国第一只目标日期基金，经过 20 年的发展，目标日期基金已经成为个人养老金投资的主要产品。他认为，第一支柱的动态资产负债匹配原则对第二、第三支柱的养老金投资具有借鉴意义。在过去的几十年中，全球投资市场的环境产生了巨变，市场发生极端事件时，政府和 DB 计划的管理人面临越来越大的挑战，主要表现于管理资产和负债之间相匹配的问题。第一支柱养老金管理的核心在于负债，即将

来面临的养老金支付总额，相对的，管理资产的目的在于寻求最恰当的和负债匹配的方式。

在美国，通常根据企业员工的薪水、职位和结构来计算未来 30 年的养老金负债结构，其中最为重要的就是未来 30 年每年预计的福利支出的折现率，从动态的角度、结合折现率研究企业的养老金负债，有助于改善企业财务部门和资产管理机构投资经理对于养老金计划管理和投资的认知，优化养老金的当期现金流特征和风险收益特征，从而匹配养老金支付的根本诉求。

（二）动态的资产负债分析方法

富达投资郑任远以 1997 年时两个企业的养老金计划案例，说明在养老金资产和负债结构相同的情况下，根据负债端不同的动态现金流折现特点，应匹配不同的委托资产投资方式。若缴费群体的年龄结构较为年轻，则其未来短期内的退休金支付需求较低，但随后应付退休金总额将呈指数型增加，采用动态的折现率计算后可以发现，这种情况下，企业未来的债务有机增长率将在一段时间内保持较高的上升速度。因而不但在缴费端应尽早匹配较高的缴费率，同时在投资端也应匹配具有较高风险收益特征的投资策略和投资标的。

在另一种情况下，缴费群体的年龄结构较为年长，且企业已平稳运行一段时间，则其未来长期的退休金支付需求保持在稳定的水平，未来的债务有机增长率维持在较低水平，甚至在经过人口死亡高峰后，债务水平还会出现回落；但是相对的，由于临近退休人员较多，企业近期需支付的现金流也较大。在此情况下，养老金计划对于风险

的承受能力较低，投资时应更加重视风险和回撤的管控，并保证委托资产具有较好的流动性。

（三）对于资产负债管理的作用

动态的资产负债分析方法同样可以为养老金的资金汇集方或委托人提供更加合理的财务规划依据，与适当的投资方法结合，能更好的服务于养老金积累和支付。

在美国，《公司法》规定 DB 计划的资产和负债差额将计入企业财务报表，当企业的资产负债表中负债额较高时，将更多的现金流放入养老金计划将使企业承担较少的风险，养老金资产投资中需要承担的风险也较少。另一方面，当经济周期进入衰退阶段，公司的资产负债比率会急速降低，同时销售减少、负债增加、利润降低，如果养老金计划的负债率也进入高速增长阶段，需要按照要求提高供款，则将对企业的财务状况提出很大挑战，不易维持退休人员的正常待遇发放。所以，企业也应通过分析养老金计划中长期结构性的有机债务增长速度，来提早增加养老金资产的注入，更有助于缓解未来的支付压力。

（四）海外对于资产负债匹配方法的新尝试

富达投资郑任远在谈到资产和负债匹配时认为，中国和美国相似的情况是，DB 部分仍占有整个养老金体系很大的比重，所以当市场震荡加大时，资产负债比将越来越难维持，原因在于资产由市场决定，负债由人口结构决定，两者之间缺乏相关性，如果在两者间构建一个结构性的正相关关系，则将使得资产负债比相对可控。

目前，美国出现了一种风险报酬共享的机制，即政府与人民、企业与员工之间达成法律上的协议，政府和企业保证退休人员最低限度的福利，较原 DB 计划待遇略低，当养老金运作中的资产报酬率超过某一阈值，则将一部分收益留存于养老金计划中，其余部分作为红利一次性发放给已退休人员。这种方法因降低了负债水平，当资产下跌时，资产与负债的缺口相对可控；而当市场因素使得资产价格大幅上涨时，可以短期提高当期负债，即将红利发放给退休人员，一次性发放之后负债回到原先水平，资产仍对风险具有较高的承受能力。

郑任远最后强调，上述风险报酬共享机制仍在摸索学习阶段，需要辅以较高的透明度和信息披露政策，并加强与养老金投资者的沟通和教育工作。

二、FOF 是养老金投资一种有效的解决方案

（一）FOF 投资的核心在于“定调”

美国富达投资高级研究顾问郑任远将 FOF 比喻为西方交响乐，将底层单一投资目标的基金比喻成各类乐器，FOF 的目的就是将不同的单一投资目标的标的有机组合起来，形成解决问题的方案。所以，FOF 的核心是定调，只有确定客户的投资需求，才可以进一步明确产品的设计方法和底层基金的选取逻辑。

以养老金投资为例，富达在北美除发行了解决养老问题的 FOF 以外，还针对美国税法第 529 条规定，为父母、祖父母给孩子储蓄大学学费设计了一款 FOF 产品。与退休 FOF 产品不同的是，大学教育储蓄 FOF 的权益类资产比例下滑速度非常快，这是因为与退休前近

40年的缴款时间不同，大学教育储蓄FOF最多只有18年的缴款时间，并且需要在大学4年内提取，而非退休FOF一般具有的20年以上的提取时间。

（二）FOF选基看重投资过程的合理性和长期性

郑任远在谈及FOF如何选取基金，特别是非富达管理的基金时介绍，投资过程的合理性和长期性是FOF看重的首要条件。例如，在对晨星基金星级和未来3至5年投资表现的分析中可以看出，被评为晨星5星的基金，在未来数年评级只为2、3星的概率远远超过随机的概率。相对的，如果一个基金或者经理人，在短期的评级为3到4星，且能长期保持这个评级，经由5年以上复利影响，长期排名在前10%到15%的几率非常高。这就是基金是否因追求短期的业绩而过分提高风险资产比重的结果。

另一方面，与交响乐选取音色完全不同的乐器组成同理，FOF也应注重所选标的的合理性。举例来说，同样的几只美国大型股基金在各项筛选中都达标，但其持股重合度达到90%，那么如果同时将这几只基金选入FOF则无法达到分散风险的作用。另一个例子是，目前全球流行的通过九宫格判断基金风格的方法，也可能会失效。例如某只市场指数基金的风格位于九宫格最中心位置，显示它的风格是中盘均衡型的，但实际上它基本由大型股主导，且包含15%至20%的小型股，在市场急剧震荡的时候，小型股的风险暴露更多，其风险要比九宫格表现出的风格特征更高。

（三）FOF的投资成败在于风控

郑任远最后强调，FOF 产品管理的成败在于风控。首先，在公司结构上需要建立法律和制度上的界限，由于 FOF 研究部门掌握了大量的内外部基金底层数据，所以防火墙机制必不可少。比如富达会跟所有的竞争对手签订合同，约定 FOF 部门不可以把获取的信息传导到本公司的投资部门，在诸如此类严格的约束基础上，才具备对基金进行深入研究和筛选的条件。

其次，对于基金的风控应将管理人的公司架构、股权结构、红利薪水结构等因素充分考虑在内，类似因素常常关乎基金管理人的系统性风险。例如，美国曾爆出大规模的利用非公开信息交易获利的丑闻，涉及 7、8 家当时知名的基金公司，但富达的 FOF 投资部门则通过前期严格的调研和评价机制，发现此类公司的激励机制过分注重短期激励，在事前成功规避了所有此类公司的标的。

三、美国个人退休账户及富达的投资者服务经验

（一）美国个人退休账户介绍

美国富达投资主管个人养老金业务的资深副总 Ken Hevert 表示，目前的美国正在经历很大的转变，主要表现于养老金固定收益计划（DB）向固定缴费计划（DC）转变，同时更多的风险也转移到个人身上，所以一方面需要以更加易理解的方式为个人客户提供退休账户管理服务，另一方面个人希望选择有更强能力管理风险的退休账户提供商。截至 2016 年年底，美国退休市场的规模达到 26 万亿美元，其中个人投资账户（IRA）在目前美国退休体系中占据最大的份额，投资总额达到 8 万亿美元，富达管理的 IRA 资产占 1 万亿美元。

驱动美国 IRA 市场发展的主要原因有以下几点：（1）当第二支柱 DC 部分的参与人在转换工作时，可以将 DC 账户内的余额转入 IRA 账户，每年约有 3500 亿美元通过这种方式进入 IRA 体系；（2）IRA 中的养老资产属于长期资产，投资于股票市场的比例较高，不但推动了股票市场的发展，也对 IRA 资产的长期增值提供了很大贡献；（3）越来越多的个人通过学习，特别是目睹年长者的养老压力，形成了较好的储蓄意识，也推动了 IRA 账户资产的提升。

另一个明显的现象是，FOF 投资特别是目标日期和目标风险产品，虽然在 IRA 资产中的比重不高，但是过去 10 年的发展非常快。主要原因是包括：（1）很多 IRA 客户都是过去 DC 计划的客户，DC 计划的默认投资工具为目标日期和目标风险基金，故而客户对此类产品较为熟悉，仍会在 IRA 计划中选择；（2）人们逐渐意识到目标日期和目标风险基金的管理结构和方法能够根据个人的情况进行资产配置，有利于管理养老资金。

（二）富达的 IRA 账户管理经验

Ken Hevert 介绍，富达是美国最大的 IRA 提供商，与其他管理公司通过并购等方式扩大市场份额的方式不同，富达主要通过投资者教育和提供更多投资工具帮助客户进行资金和风险的平衡来达到。

在 IRA 账户管理结构上，富达将其分成四层：

第一层是客户的注册账户，记录账户的类型。

第二层是代理人平台，提供 IRA 所有者的交易、清算、投资再平衡，同时使用富达的信托计划来保证资产的安全性，并提供合适的

税务报告。

第三层是投资选择，帮助客户从股票、债券、基金、专户、年金等投资工具中选择投资组合，其中包含了富达和非富达的公募基金产品。

第四层是统一的销售平台，包括富达的销售代表、电话专线、网站和手机 APP。

上述结构给富达带来很大竞争优势，最重要是可以根据个人投资经验，例如技术、时间、偏好以及目的，提供各类投资工具，帮助他们实现安全的退休。

另外，富达还根据投资者的个人情况，提供各类型 IRA 账户，包含儿童 IRA、伴侣 IRA、传统 IRA、Roth IRA 等。

（三）IRA 投资者行为分析方法

Ken Hevert 表示，富达认为 IRA 账户提供的并不是短期解决方案，而是一个长期的，应该和投资者的其他储蓄和资产进行匹配共同完成的解决方案。

对于 IRA 投资者而言，投资的目的与未来的目标是紧密相关的。研究显示，投资者在将储蓄存于抵押票据还是 IRA 中、选择 IRA 提供商、选择投资方式和对退休需要的养老金数额等问题的认识上存在困难，并且由于 IRA 账户有别于 DC 计划，未提供默认的投资工具，选择传统 IRA 或 Roth IRA 也成为投资者的难题。针对于此，富达提供了简单易懂的工具，通过录入投资者的年龄、收入、投资目的等基本情况，生成投资选择的建议，帮助投资者克服上述困难。

富达还采用意愿—技能—时间模式对投资者进行分析和引导。通过问卷，首先筛选出愿意投资，并具备相应时间和技能的投资者，可以从所有产品中自行选择投资品种；其次，愿意投资但缺乏技能或时间的客户，富达可以推荐客户购买目标日期或目标风险基金，也可以定制专门的管理账户。

（四）投资者教育的 3A 原则

Ken Hevert 认为，养老金投资者教育中可以采用 3A 原则，即定期缴费的金额（Amount）、选择的账户类型（Account）和选择投资的资产类别（Asset Mix）。在定期缴费的金额和账户类型方面，个人可以同时拥有 DC 和 IRA 以及其他退休安排，所有方式缴费的总金额至少需要达到收入的 15%，才能最终实现持续保障的生活方式。在资产类别方面，富达通过沟通和浅显的图表等方式，主要向投资者普及复利的作用，帮助投资者理解各资产类别的收益和波动特征，以及再投资和再平衡的重要性，来帮助投资者选择适合自身特点的资产类别。

另外，Ken Hevert 简要介绍了富达的退休计划规划，主要为投资者考虑提取方式、通胀影响、长寿风险、医疗支出和资产配置，并在投资者的退休后收入、资产增长潜力和资金灵活性之间作出平衡。在销售方式上，Ken Hevert 推崇电子渠道，可以使得消费者像购买日常消费品一样购买养老金计划，同时电子渠道能获得更加立体的产品表现方式，包括市场的客观评价。

四、美国 DC 业务的市场情况和发展趋势

（一）美国 DC 市场的总体情况

美国富达投资主管 DC 业务的副总裁 Ken Gulick 介绍，在美国退休资产市场中，除 IRA 占比较高，DB 和 DC 是规模较为稳定的两类资产。虽然 DB 模式正在向 DC 转化，但是 DB 仍有 8 万亿美元的规模，而 DC 的规模增长并不明显。这主要来源于下面两个因素：

第一，美国 DC 计划已进入成熟阶段，随着人口老龄化，相当一部分退休人员已经开始从 DC 计划中提取资金，从数据来看，DC 计划已进入净赎回阶段。

第二，DC 设计之初本是作为自愿缴费的补充性退休金计划，但随着 DB 计划被逐渐取代，DC 计划的功能及角色都产生了变化，其业已成为首选的退休金计划，恰是 DC 计划的自愿性制约了它的发展。DC 计划对于美国个人的覆盖率仅为 66%，部分小型公司出于成本等考虑，不向员工提供 DC 计划，员工在求职时也会综合考虑工资和其他福利情况，DC 计划的吸引力有限。

在投资工具方面，DC 计划主要的投资对象是公募基金，其次是信托、机构专户、公司股票、集体年金等。

在资产配置方面，富达超过 50% 的 DC 计划资产分配在权益类投资中，这可以充分利用长期投资的优势。另外，混合类产品不断增加，可归因于目标日期和目标风险型基金的增加。

在缴费率方面，由于 DC 计划中雇主会根据雇员的缴费金额进行匹配缴费，富达管理的 DC 计划合计缴费率接近 12%，保证了 DC 计划的健康运作，同时通过积极的投资者教育，员工还会不断增加缴费

率。

在费率方面，401(k)计划由于通过雇主的购买力，可以取得较为低廉的费率，平均费用率只有48个BP，这一费用水平还在继续下降。富达也在DC计划中提供了公募基金的低费率份额，提供给购买力较强的企业。由于DC计划中可以获取费率便宜的基金，许多员工在雇佣期结束以后，仍然将养老金存放在原DC计划的保留账户中直到退休，而非转入IRA账户中。

此外，DC计划还具有一定程度的灵活性。比如企业可以自行设定雇主缴费与雇员缴费的匹配比例；部分DC计划提供困难提取方案，应对缴费者的意外状况；401(k)计划还可提供贷款；此外401(k)计划提供了较大的投资工具选择自由度。

（二）美国DC计划的发展趋势

Ken Gulick认为，美国DC计划的发展具有以下趋势：

第一，自动加入特征。包含了自动加入、自动默认、自动增加三类特征。随着2006年美国《养老金保护法案》的推出，雇主在选择雇员自动加入DC计划时，投资于默认基金将享有免责属性，这推动了更多雇主同意在DC计划中采用自动加入的模式，也使得DC计划参与率在此后平均提高了15个百分点；同时这一法案还促进了作为默认基金的目标日期基金飞速发展。自动增加功能则逐年提高员工的缴费率，以较为可接受的方式帮助员工提高缴费率。

第二，美国的DC计划投资逐渐从主动型投资工具向被动投资工具转变，由传统的公募基金向机构投资工具转变，减少了DC计划中

的公司股票存量，简化基金选择以便于员工选择投资工具，以及采用开放的架构，在管理人的投资组合中更多引入第三方基金。

第三，DC 计划进入去积累化即净赎回过程，随着人口老龄化，DC 计划中的退休人员数量不断增加，开始提取计划中的退休金。故而，对于富达等资产管理机构而言，过去主要考虑的积累储蓄和资产增值，已向长期服务退休人员、提供适当投资工具弥补收入损失的思维方式转化。

第四，DC 计划中，专门管理账户越来越受到青睐。大部分雇主逐渐意识到，需要建立专门管理账户，让富达这样的资产管理公司协助他们为雇员规划退休生活，包括进行投资者教育等。这有助于雇员过上体面的退休生活，同时雇主也将其视为吸引优秀员工和留住人才的重要手段。

第五，在投资决策参与度上，越来越多的投资者在投资决策上需要资产管理公司的参与和协助。虽然约有 51% 的 DC 计划参与者选择了完全交托管理人代劳的机制进行计划投资，例如投资于 TDF 基金或专门管理账户，但仍有 49% 的参与者希望自己进行投资决策。在自己进行投资决策的参与者中有 74% 因资产配置的不合理而造成投资效果欠佳，这部分投资者需要通过教育、培训，沟通的方式指导他们优化资产配置方案。富达建立了科学的与参与者沟通交流的机制，包括合适的时间、合适的信息、合适的回报和合适的渠道。

第六，DC 计划更加需要根据参与者的整体财务健康状况为其进行规划。富达的研究表明，除退休以外，参与者的储蓄目的还包括学

习、汽车、房产购买、房屋维修、旅游等，而他们大部分还背负信用卡、学生贷款、房贷等负债。所以从全局的角度分析参与者的财务状况，有助于帮助他们通过债务管理、预算规划、紧急基金创建手段，提高财务健康状况，同时有助于与参与者进行退休计划的沟通，特别是说服他们提高退休金缴费率。

王彦杰：海外养老金资产管理：资产配置仍是核心， 委托投资渐成主流



王彦杰：中国养老金融 50 人论坛核心成员、泰达宏利基金管理有限公司副总经理

一、海外养老金发展概况

（一）海外养老金分类

根据发起人的不同，养老金一般分为公共养老金和补充养老金。公共养老金是由政府发起设立并强制实行，收入来源主要是雇主、雇

本文原载于《中国养老金融发展报告（2017）》，作者为王彦杰，胡俊英。

员的缴费以及政府的财政预算，公共养老金通常以全民覆盖为目标，由政府设立专门的养老金机构负责管理和运营。补充养老金通常是由雇主或个人发起，包括职业养老金和个人自愿养老金，是对公共养老金的补充和保障。

根据养老金的层次划分，一般可分为三支柱体系。1994年，世界银行首次提出三支柱理论：第一支柱为国家发起的、公共管理的、现收现付的公共养老金计划；第二支柱为政府税收优惠，雇主发起的、完全积累的职业养老金计划，主要功能是补充保障；第三支柱政府通过税收优惠支持的个人自愿养老金计划。第二支柱中的职业养老金和第三支柱的个人自愿养老金属于补充养老金范畴。从发展趋势和国际经验看，补充养老金在个人养老保障方面将发挥越来越重要的作用，而对公共养老金的依赖性逐渐降低。

此外，随着人口老龄化形势的日益严峻，养老金领取人数的不断增加，公共养老金收不抵支的压力与日俱增，且这种形势未来可能会进一步加剧，为了弥补公共养老金未来的收支缺口和压力，许多国家如澳大利亚、智利、法国、挪威等就建立了国家养老储备金。国家养老储备金资金来源主要是国家财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益等，一般由国家统一管理。

（二）海外养老基金资产规模情况

近年来，全球养老基金资产规模平稳增长。全球养老金咨询机构华信惠悦咨询发布的《2017年全球养老金资产研究报告》显示，2016年全球22个国家或地区养老基金资产规模合计达36.44万亿美元，

较 2015 年的 34.93 万亿美元增长 4.3 个百分点。2010 年以来，全球养老基金资产规模由 26.50 万亿美元增长至 36.44 万亿美元，年复合增长 5.45%，除 2015 年负增长外其余年份均实现正增长。

还值得注意的是，除 2016 年外，被调查国家养老基金规模占 GDP 的比重呈上升趋势。2013、2014、2015 年全球养老基金资产规模占 GDP 的比重均超过 80%，较前三年平均增加 7 个百分点。同时，养老基金资产规模增速也高于 GDP 增速。2010-2016 年期间，全球养老基金资产规模年均增速为 5.45%。而同期 GDP 年均增速为 2.39%。可见，在养老形势严峻的今天，各国均非常重视养老基金资产的积累。

表 1 各国养老基金资产规模情况

(单位：亿美元)

| 年份 | 养老基金资产规模 | 增幅 | 国家数量 | 占 GDP 的比例 |
|--------|----------|--------|------|-----------|
| 2010 年 | 264960 | 12% | 13 | 76.0% |
| 2011 年 | 275090 | 3.82% | 13 | 72.3% |
| 2012 年 | 297540 | 8.16% | 13 | 78.3% |
| 2013 年 | 319800 | 7.48% | 13 | 83.4% |
| 2014 年 | 356200 | 11.38% | 16 | 84.2% |
| 2015 年 | 349310 | -1.93% | 19 | 80.0% |
| 2016 年 | 364350 | 4.31% | 22 | 62.0% |

数据来源：Wills Towers Watson 的历年《Global Pension Assets Study》

(三) 海外养老金地域分布

养老金制度作为国民收入再分配的一种手段，也是经济制度的重要组成部分，其规模和保障深度、范围均与一个国家的生产能力及经济发展水平息息相关，美国、英国、日本、澳大利亚、加拿大、荷兰

等国家都属于经济发展水平较高的国家，养老金体系制度建设相对完善，发展较好。

总体来看，全球养老金集中度较高，主要集中在经济发达国家，且集中度还在继续提升。据华信惠悦咨询《2017年全球养老金资产研究报告》统计的22个主要国家养老基金规模数据，截至2016年底，美国以22.48万亿美元的养老基金资产规模位居全球首位，占比高达61.7%，较2006年提升3.19个百分点。英国、日本养老基金资产规模分别以2.87万亿美元、2.81万亿美元排名第二、第三位，占比也均超过7%，养老基金资产规模超过1万亿美元的国家还有澳大利亚、加拿大和荷兰，前6个国家规模合计达到32.61万亿美元，占比高达89.5%。

值得注意的是，被调查国家中法国、日本和西班牙是10年内三个养老基金资产规模缩水的国家，其中养老基金规模较大的日本从2006年的2.94万亿美元下降至2.81万亿美元，这可能与日本人口老龄化严重，给付增加有关，也反映了日本国内严峻的养老问题。日本政府发布的《2015年日本老龄社会白皮书》，称日本现有1.27亿总人口，约3392万是65岁以上人群，老龄率26.7%。

表2 部分国家或地区的养老基金规模情况

(单位：亿美元)

| 国家 | 2016年养老基金规模 | 2016年占比 | 2006年养老基金规模 | 2006年占比 | 年均复合增长率 |
|----|-------------|---------|-------------|---------|---------|
| 美国 | 224800 | 61.70% | 138780 | 58.51% | 4.94% |
| 英国 | 28680 | 7.87% | 24390 | 10.28% | 1.63% |
| 日本 | 28080 | 7.71% | 29360 | 12.38% | -0.44% |

| | | | | | |
|--------------|---------------|-------------|---------------|-------------|--------------|
| 澳大利亚 | 15830 | 4.34% | 8090 | 3.41% | 6.94% |
| 加拿大 | 15750 | 4.32% | 9650 | 4.07% | 5.02% |
| 荷兰 | 12960 | 3.56% | 9850 | 4.15% | 2.78% |
| 瑞士 | 8170 | 2.24% | 4790 | 2.02% | 5.48% |
| 韩国 | 5750 | 1.58% | - | - | - |
| 德国 | 4150 | 1.14% | 3320 | 1.40% | 2.26% |
| 巴西 | 2510 | 0.69% | 1770 | 0.75% | 3.55% |
| 南非 | 2070 | 0.57% | 1600 | 0.67% | 2.61% |
| 芬兰 | 1990 | 0.55% | - | - | - |
| 马来西亚 | 1900 | 0.52% | - | - | - |
| 智利 | 1720 | 0.47% | 890 | 0.38% | 6.81% |
| 墨西哥 | 1540 | 0.42% | 960 | 0.40% | 4.84% |
| 意大利 | 1530 | 0.42% | - | - | - |
| 法国 | 1460 | 0.40% | 1580 | 0.67% | -0.79% |
| 中国 | 1410 | 0.39% | - | - | - |
| 香港 | 1330 | 0.37% | 620 | 0.26% | 7.93% |
| 爱尔兰 | 1300 | 0.36% | 1160 | 0.49% | 1.15% |
| 印度 | 1050 | 0.29% | - | - | - |
| 西班牙 | 390 | 0.11% | 400 | 0.17% | -0.25% |
| 合计 | 364350 | 100% | 237210 | 100% | 4.39% |
| 前6大合计 | 326100 | 90% | 220120 | 93% | 4.01% |
| 前6大占比 | 89.50% | - | 92.80% | - | - |

数据来源：Wills Towers Watson 《Global Pension Assets Study 2017》

二、海外养老金资产管理国际经验

（一）公共养老金的资产管理

1、公共养老金投资运营与管理方式

养老金的投资运营必须兼顾安全性、收益性和流动性，在保证基金安全的基础上提高基金的收益率，同时确保其流动性需要。公共养老金是多支柱养老金体系中最基础的部分，具有强制性，并覆盖全民，

旨在防止老年贫困，是国民养老保障的警戒线，因此，公共养老金投资的安全性至关重要。另一方面，公共养老金的筹资方式以现收现付制为主，现收现付制是在职的一代赡养已退休的上一代，在职的缴费直接用于支付当期退休者的退休金，在养老金积累资产规模有限情况下，对流动性要求也较高。

虽然养老金的构成、所受的管制和约束、资本市场完善程度、风险偏好有所不同，但大多数国家公共养老金采用市场化投资运作的方式，通过大类资产配置组合投资于股票、债券、基金、货币等各类金融资产，实现养老金的保值增值。运作方式上，通常会成立专门的机构作为受托人来运营管理，如加拿大成立养老金计划投资委托会（CPPIB）作为受托机构、日本公共养老金的受托机构是日本政府退休金投资基金等，主要人员由政府任命，受托机构负责基金的资产配置等重大决策，如制定投资目标、业绩基准、战略资产配置，并对投资管理人定期进行绩效评估等，具体投资管理交由投资能力较强且经验丰富的资产管理公司担任。成立专门机构的目的是使投资决策制定机构和投资具体执行机构分离，让公共养老金的投资管理可以实现专业化，减少政府对投资运营的干预。

投资方式上，公共养老金投资采取直接投资和委托投资相结合的方式，以委托投资为主，对债券、货币市场工具、银行存款等，一般采用直接投资的模式，对于股权、股票、对冲产品等委托外部管理人进行投资，具体的委托投资比例根据自身情况各不相同，以达到扬长避短，综合效益最优的目的。

2、资产配置现状

各国之间养老金投资运营差别较大，主要体现在对投资工具的选择及投资比例上，其本质上是资产配置的差异，这与各国养老金体系的完整性、风险偏好的差异、资本市场的投资工具和发达程度，以及法律法规的规定等制度差异有关。

20世纪90年代至今，养老金资产配置呈现国际化和多元化的趋势，养老金投资品种和比例的限制逐渐被放宽，养老金投资逐渐扩展到股票市场、金融和企业债券、抵押贷款、基础设施和不动产等领域。根据2014年OECD公共养老基金的调查报告，通过对19个OECD公共养老基金（含养老储备基金）的资产配置数据来看，截至2014年末，固定收益类（含存款）资产配置占比为56.2%，权益类资产配置占比为30.3%，另类资产配置占比为12.4%，基础设施类资产配置占比为1.1%。为满足流动性和安全性需求，固定收益类（含存款）依旧是公共养老基金资产配置的主要领域。

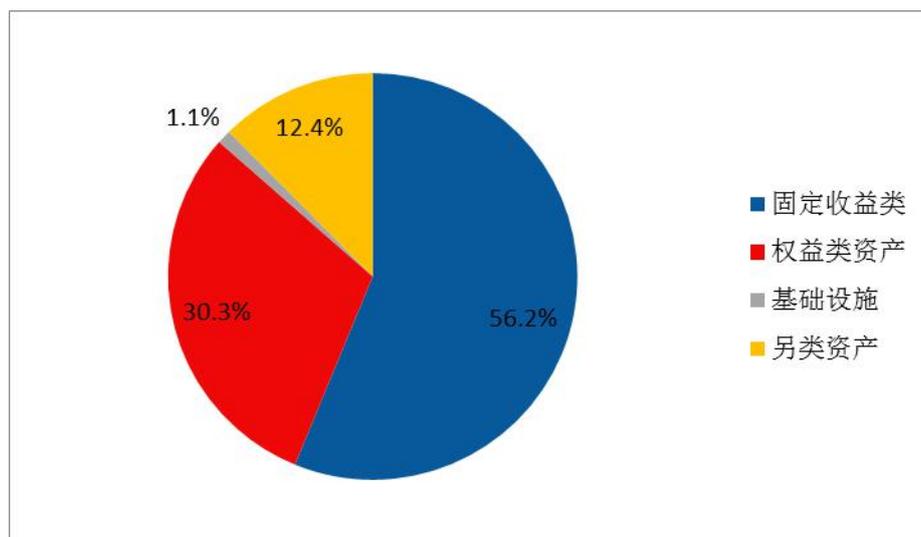


图1 2014年19个OECD公共养老基金（含养老储备基金）的资产配置情况

数据来源：Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds 2015

从国别来看，截至 2014 年末，瑞典公共养老基金权益类资产的配置比例最高，平均 50%左右，日本公共养老基金对权益类资产的配置比例也在 40%以上，加拿大公共养老基金对权益类资产的配置比例也在 30%左右。葡萄牙、日本等国家公共养老基金对固定收益类资产的配置比例均在 50%以上，其中葡萄牙固定收益类资产的配置比例在 80%以上。另外，加拿大、瑞典等国对另类资产的配置比例也超过 10 个百分点，同时还配置了私募股权。整体而言，公共养老基金由于受现收现付制等影响，资产配置相对保守，但有些国家已经开始重视权益类资产和另类资产，增厚收益。此外要指出的是，美国第一支柱的联邦公共养老金没有进行市场化投资，仅仅用购买联邦政府发行的特种国债。

3、投资收益情况

从投资收益来看，13 个公共养老基金 2010~2014 年期间均取得了正收益，同时资产配置差异基本解释了各国公共养老基金收益差异。13 个公共养老基金当中有 6 个最近 5 年的年化收益率在 8%以上，包括加拿大的魁北克退休金计划、加拿大养老金计划和瑞典的 AR1-AR4，其中加拿大魁北克退休金计划对权益类资产和另类资产的配置近 80%，加拿大养老金计划和瑞典的公共养老基金计划对权益类资产和另类资产的配置也超过 60%。5 年年化收益率在 5%-8%的有 5 个公共养老金计划；收益率分布在 5%以下的有 2 个。整体来看，权

益类和另类资产配置比例较高的公共养老基金计划收益率较高。

表 3 2010-2014 年 8 个 OECD 国家 13 个公共养老基金收益情况

| 国家 | 基金或机构的中文名称 | 基金或机构的英文名称 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 5 年年化 |
|-------|------------|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 加拿大 1 | 魁北克退休金计划 | Queec Pension Plan | 14.0 % | 2.6% | 10.3 % | 15.3 % | 12.3 % | 10.8 % |
| 加拿大 2 | 加拿大养老金计划 | CPP | 8.9% | 5.3% | 9.7% | 13.5 % | 15.6 % | 10.5 % |
| 瑞典 4 | 国民养老基金 | AR4 | 10.9 % | -0.7 % | 11.2 % | 16.4 % | 15.7 % | 10.5 % |
| 瑞典 2 | 国民养老基金 | AR3 | 11.2 % | -2.1 % | 13.3 % | 12.7 % | 13.1 % | 9.5% |
| 瑞典 1 | 国民养老基金 | AR1 | 10.3 % | -1.9 % | 11.3 % | 11.2 % | 14.6 % | 8.9% |
| 瑞典 3 | 国民养老基金 | AR3 | 9.0% | -2.5 % | 10.7 % | 14.1 % | 13.7 % | 8.8% |
| 芬兰 | 国民社会保障局 | Keva | 12.3 % | -1.7 % | 12.9 % | 7.5% | 8.7% | 7.8% |
| 日本 | 政府养老金投资基金 | Government Pension Investment Fund (GPIF) | 0.4% | -1.9 % | 8.7% | 17.1 % | 9.2% | 6.5% |
| 葡萄牙 | 社保财政稳定基金 | Social Security Financial Stabilisation Fund (SSFSF) | 0.1% | -11.0% | 23.3 % | 6.9% | 14.7 % | 6.1% |
| 韩国 | 国民养老基金 | National Pension Service (NPS) | 10.4 % | 2.3% | 7.0% | 4.2% | 5.3% | 5.8% |
| 法国 | 补充养老 | ARCCO | 3.1% | -2.4 | 11.6 | 6.7% | 6.4% | 5.0% |

| | 保险计划 协会 | | | % | % | | | |
|----|-----------------------------|----------------------------------|------|-----------|-----------|------|------|------|
| 法国 | 企业干部 养老保险 管理机构 总协会 | AGIRC | 3.4% | -1.4 % | 10.2 % | 5.9% | 5.0% | 4.6% |
| 美国 | 社会保障 信托基金 | Social Security Trust Fund | 4.6% | 4.4% | 4.1% | 3.8% | 3.6% | 4.1% |

数据来源：Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds 2015

（二）养老储备基金的资产管理

1、养老储备基金投资运营与管理方式

为了应对公共养老金日益严重的收支压力，部分国家成立养老储备基金，由于仅在公共养老金出现收支缺口时才有支付需求，养老储备基金对流动性要求不高，有较强的风险承受能力，其投资灵活性也相对较强。

从投资方式来看，养老储备基金大都采用市场化投资运作的方式，与公共养老基金类似，养老储备基金通常成立专门的受托机构或者是由财政部作为受托人，如法国成立国家养老储备基金监管委员会作为受托机构，澳大利亚的受托机构是未来基金监管委员会等。主要成员由政府机构（一般为财政部）任命。投资也采取直接投资和委托投资相结合的方式，以委托为主。在投资管理人的选择上，一般是由投资管理人提出申请，然后受托人通过多项指标筛选出符合一定要求的机构公开竞标，委托合同一般有 3-5 年甚至更长，会结合投资管理

人的评估结果、市场情况等适时调整。

2、资产配置现状

从 OECD 组织 8 个国家养老储备基金来看，挪威权益类资产的配置比例最高，超过 60%，芬兰、澳大利亚对权益类资产的配置比例也在 40% 以上；比利时、西班牙、智利、波兰、阿根廷等国家固定收益类资产的配置比例均在 50% 以上，其中比利时、西班牙固定收益类资产的配置比例均达到 100%；另外，澳大利亚、新西兰对不动产、基础设施、私募股权、对冲基金等另类资产的配置比例均超过 20%，芬兰对另类资产的配置比例也超过 10%，墨西哥对私募股权的配置则超过 50%。整体来看，由于养老储备基金支付压力较少、流动性要求不高，配置相对于公共养老基金更为积极，对另类资产也更为偏好。

3、投资收益情况

从投资收益来看，OECD 国家 8 个养老储备基金 2010~2014 年期间均取得了正收益，其中新西兰的超级年金、澳大利亚的未来年金和挪威的政府养老基金最近 5 年的年化收益率分别为 14.8%、10.7% 和 9.7%。挪威对权益类资产的配置比例超过 50%，新西兰和澳大利亚的权益类资产的配置比例也均超过 40%。另外澳大利亚对另类资产的配置比例近 40%，新西兰对另类资产的配置比例也超过 20%。智利、西班牙、波兰和墨西哥的 5 年年化收益率也在 5% 以上；波兰由于全部资产配置在固定收益类资产，收益率为 4.1%。

整体来看，养老储备基金因为其长期属性更加突出，资产配置相对于公共养老基金更为积极，旨在通过配置更多的权益类资产和另类

资产来获取更高的长期收益。

表 4 2010-2014 年 OECD 国家 8 个养老储备基金收益情况

| 国家 | 基金或机构的中文名称 | 基金或机构的英文名称 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 5 年年化 |
|------|------------|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 新西兰 | 超级年金 | Superannuation Fund | 15.1 % | 1.2% | 19.2 % | 26.1 % | 13.9 % | 14.8 % |
| 澳大利亚 | 未来基金 | Future Fund | 9.5% | 1.6% | 12.8 % | 17.2 % | 13.2 % | 10.7 % |
| 挪威 | 政府养老基金 | Government Pension Fund (GPF) | 15.3 % | -3.9 % | 12.2 % | 15.6 % | 10.6 % | 9.7% |
| 智利 | 养老储备基金 | Pension Reserve Fund (PRF) | -5.7 % | 14.8 % | -3.4 % | 10.5 % | 17.7 % | 6.3% |
| 西班牙 | 社保储备基金 | Social Security Reserve Fund (SSRF) | -1.8 % | 6.0% | 4.9% | 9.1% | 11.9 % | 5.9% |
| 波兰 | 人口储备基金 | Demographic Reserve Fund (DRF) | 6.5% | 1.8% | 10.2 % | 3.0% | 4.3% | 5.1% |
| 墨西哥 | 社保储备基金 | IMSS Reserve | 6.5% | 5.0% | 4.3% | 4.6% | 4.7% | 5.0% |
| 比利时 | 国民养老基金 | Zivlerfonds | 4.3% | 4.3% | 4.2% | 4.0% | 3.4% | 4.1% |

数据来源：Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds 2015

（三）补充养老基金的资产管理

补充养老金是多支柱养老金体系的重要组成部分。为缓解公共养老基金的支付压力，大部分国家均通过税收优惠激励等政策来鼓励建立补充养老金，近二、三十年来，补充养老金取得了长足的发展。数据显示，截至 2015 年末，35 个 OECD 国家或地区的补充养老基金规模达到 24.8 万亿美元，2010-2015 年期间年复合增长率为 4.52%。

表 5 35 个 OECD 国家补充养老基金 2010 年以来资产规模

(单位：万亿美元)

| 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 19.9 | 20.5 | 22.2 | 24.6 | 25.2 | 24.8 |

数据来源：Pension Markets in Focus 2016

从整个养老金的构成上看，有些发达国家补充养老基金规模已经超过公共养老基金的规模，如澳大利亚、瑞士、爱尔兰、巴西、荷兰、香港、墨西哥、英国、加拿大、美国、智利、德国等国家或地区。而发展中国家建立补充养老金的时间较短，大多是公共养老金的资产规模大于补充养老金的资产规模。

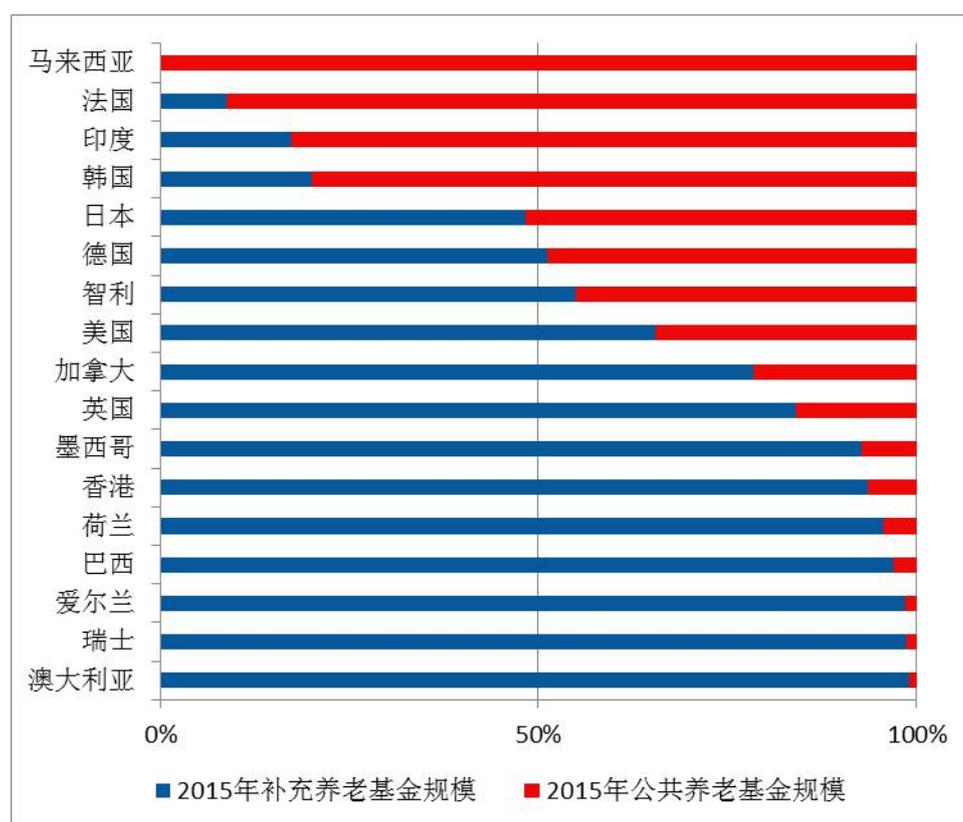


图 3 17 个国家公共养老基金和补充养老基金的规模占比情况

数据来源：Pension Markets in Focus 2016, Global Pension Assets Study

2016

1、补充养老金投资运营与管理方式

与公共养老金采用现收现付制不同，补充养老金一般采用基金积累制，即参与者在职期间通过自己和雇主的缴费建立，并通过投资逐年积累，退休后再以积累的养老基金和投资收益作为养老金补充，以提高退休后的保障水平。

投资管理是补充养老金运营的关键环节，直接关系到参与者的退休待遇。在投资运作上通常采取市场化运营的方式，来提高投资管理效率，控制风险，以获得较好的长期投资收益。其中，第二支柱主要采用委托投资的方式，第三支柱由于是个人自愿性养老安排，参与人可以自由选择不同投资工具，个人对于第三支柱的产品具有完全的自由选择权，不受雇主或者任何机构的控制，国家会出台相关政策予以引导和监管，同时一些国家的投资顾问制度在第三支柱投资运营中发挥了较大的作用。

2、补充养老金资产配置现状

补充养老金可配置的大类资产包括权益类资产、固定收益类资产、现金或存款等流动性资产、另类资产。截至 2015 年底，从 31 个 OECD 国家的加权平均数据来看，补充养老金资产中 51.2% 投资于固定收益类资产，24.08% 投资于权益类资产，15.93% 投资于其他另类资产，8.79% 投资于现金或存款。

从国别来看，波兰权益类资产的配置比例最高，达到 82.3%，澳大利亚、美国、比利时对权益类资产的配置比例也在 40% 以上。31 个国家中除澳大利亚、韩国和波兰外，其余 28 个国家固定收益类资

产的配置比例均在 30% 以上，其中捷克和匈牙利固定收益类资产的配置比例分别高达 88.6% 和 81.6%。14 个国家的固定收益类资产的配置比例在 50% 以上。28 个国家对流动管理现金类工具的配置比例在 20% 以下，韩国配置相对保守，对现金流动管理类工具的配置比例达到 52.6%；31 个国家中有 7 个国家对另类资产的配置比例超过 30%，其中日本对另类资产的配置比例最高，高达 49.1%。整体来看，OECD 国家补充养老金资产配置侧重于固定收益类资产，但依然各不相同，呈现多样性的特点。

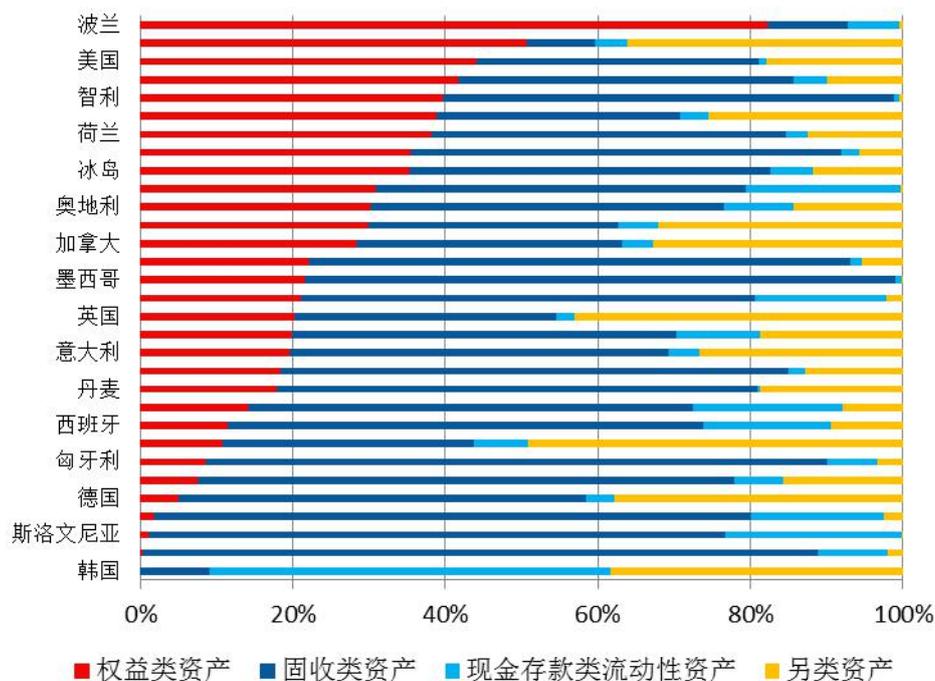


图 4 2015 年 OECD 国家补充养老金资产配置情况

数据来源：Pension Markets in Focus 2016

3、补充养老金投资产品情况

从海外成熟国家补充养老金市场来看，大部分国家没有专门设立养老型产品，通常投资于市场上现有的金融产品，但也有部分国家或

地区为引导投资者选择适合的长期养老投资产品，出台了相应的制度安排，如美国、香港、智利和我国台湾等地区。

比如美国 401(k)计划中，一方面可选产品过多投资者往往难以理解产品的风险收益特征导致投资者难以抉择使得养老金闲置，另一方面投资者因行为偏差等因素导致养老金投资与生命周期阶段不符等诸多问题，致使参与率较低，发展缓慢，未充分发挥补充养老功能。为此，美国劳工部于 2006 年出台的《养老金保护法案》中推出了养老金合格默认投资选择(Qualified Default Investment Alternative, 以下简称 QDIA)，QDIA 帮助投资者克服“惰性”和“选择困难”，引导将长期养老资金投资于长期养老投资产品，以提高参与率。QDIA 主要包含目标日期基金、目标风险基金和这两种策略相结合的一些特殊形式的产品。目标风险基金是指投资人根据不同风险承担能力进行资产配置，在持有期间，投资组合基本固定不变。根据风险等级不同，目标风险基金可分为积极型、稳健型和保守型。从积极型到保守型，目标风险基金的风险依次递减。目标日期基金则是根据不同投资者的退休年龄为时间节点，随着退休日期逐渐临近，其持有的权益类资产占比逐步下降，而固定收益类资产占比逐步增加。截至 2016 年末，目标日期基金、目标风险基金资产规模分别为 8870 亿美元、3720 亿美元，成立以来年复合增长率分别达到 40.4%和 22.9%。

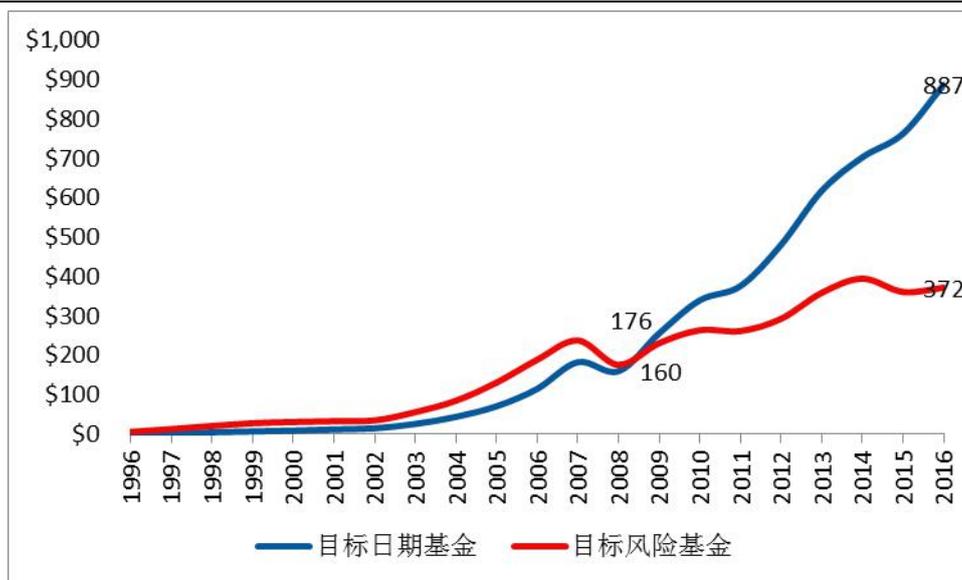


图5 美国历年目标风险基金、目标日期基金发展概况

(单位：十亿美元)

数据来源：ICI

目标风险基金是结合不同相关性的资产类别，达成风险分散的效果，将投资组合的波动率维持在相对稳定的水平。宏利金融集团一项十年(2004-2013)的研究显示，目标风险基金能便于投资者有效评估风险。目标风险参与者较倾向于选择适于他们年龄的投资策略，而非目标风险参与者无论年龄分组均较倾向于选择风险两极的(保守型与积极型)投资。同时研究也显示将所有缴费投入单一目标风险基金的参与者(目标风险参与者)，比选择其他投资策略的参与者获得较好的投资回报。在十年研究期内，目标风险参与者的平均年回报率高出非目标风险参与者 1.72 个百分点。这样的回报差异，在 40 年的养老储蓄期间，期末累积的养老金差异将超过 50 个百分点。

台湾的第三支柱个人自愿养老金对私立学校的教职员工试运行一个平台，开立三个账户，主要为目标风险基金，分为积极、稳健、

保守三个投资组合。

4、投资收益情况

从投资收益来看，根据《Pension Markets in Focus 2016》统计，2015年31个OECD国家补充养老基金计划大多取得了正收益。同时，因资产配置比例的不同个人养老金收益率差异较大。冰岛、澳大利亚和加拿大补充养老金收益率居前三，分别为9.6%、8.0%和6.8%，仅有波兰和美国收益率为负，分别为-6.7%和-0.4%。其中，波兰补充养老金股票类资产配置占比超过80%，因此受权益市场影响，收益率表现最差。整体看，权益类和另类资产配置占比较高的国家收益率表现也较好。

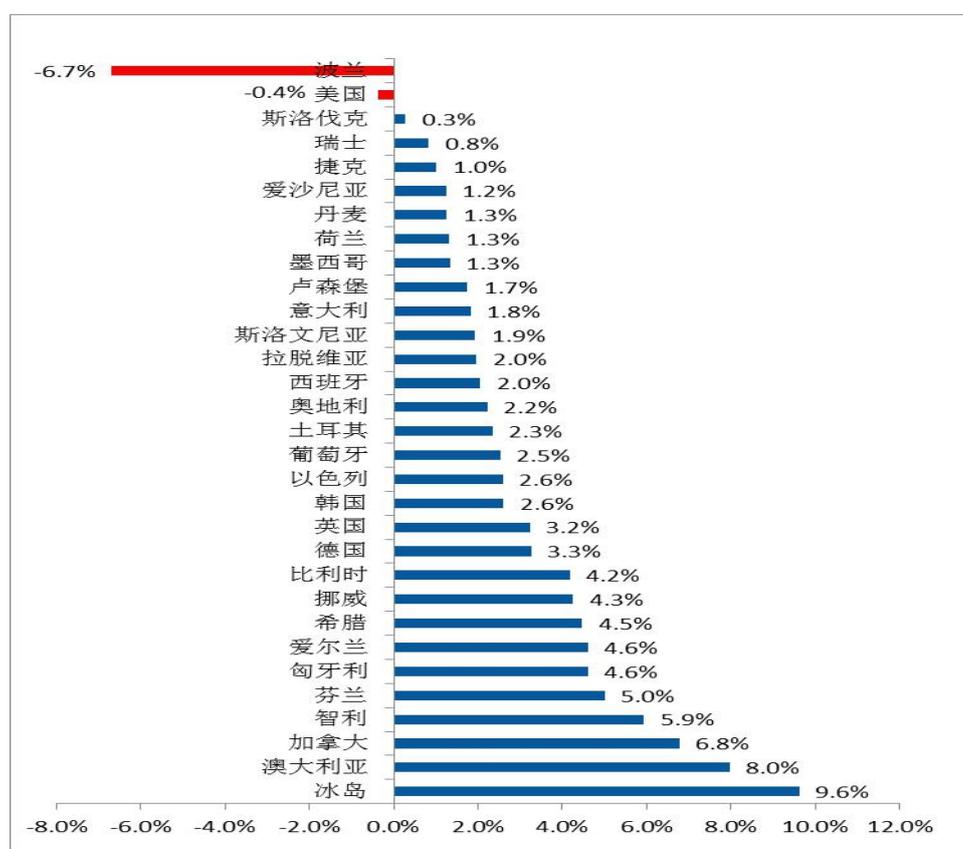


图6 2015年各国补充养老金名义收益率

数据来源：Pension Markets in Focus 2016

整体来看，22 个国家的补充养老金收益率分布在 1%-4%，占比为 88%。5 个国家补充养老金收益率在 5% 及以上，其中冰岛收益率高达 9.6%，收益率分布在 3%（含）-5% 期间的有 7 个国家，收益率分布在 1%（含）-3% 的国家有 15 个，收益率分布在 0%（含）-1% 的国家有 2 个，另外 2 个国家收益率为负，包括美国和波兰。

表 6 OECD 国家补充养老基金收益分布情况

| 收益区间 | 国家数量 | 国家 |
|----------|------|---|
| 5%（含）以上 | 5 | 冰岛、澳大利亚、加拿大、智利、芬兰 |
| 3%（含）-5% | 7 | 匈牙利、爱尔兰、希腊、挪威、比利时、德国、英国 |
| 1%（含）-3% | 15 | 韩国、以色列、葡萄牙、土耳其、奥地利、西班牙、拉脱维亚、斯洛文尼亚、意大利、卢森堡、墨西哥、荷兰、丹麦、爱沙尼亚、捷克 |
| 0%（含）-1% | 2 | 瑞士、斯洛伐克 |
| 0%以下 | 2 | 美国、波兰 |

数据来源：Pension Markets in Focus 2016

三、海外养老金资产管理发展特点与趋势

（一）资产配置是影响养老金长期投资回报的关键

养老金作为长期性资金，其长期投资能力主要体现在资产配置上，资产配置是养老金实现长期投资目标和控制风险的重要手段，发挥着控制风险和稳定收益的重要作用。从国外养老金投资来看，资产配置是核心，是影响长期投资回报的关键因素。从海外公共、补充养老基金配置趋势看，有如下几个特点：

首先，权益类资产配置比例在逐渐提升。一方面，虽然公共养老基金更注重资金的安全性，但是养老金作为长期资金，在权益投资中，

可以通过时间换空间减少波动，实现长期稳健回报，另一方面，在增值压力不断增加的情形下，公共养老金必须通过增加权益类资产的配置比例以提高收益率。从 17 个 OECD 国家的公共养老基金和养老储备基金资产配置情况来看，固定收益类资产平均占比从 2010 年的 60.3% 下降至 2014 年的 56.2%，权益类资产配置占比提升至 30.3%。补充养老基金作为个人养老的补充和额外保障，风险承受意愿和能力更强，配置于权益的比例较高。此外，2005-2015 十年间，补充养老基金加权平均资产配置方面，权益类资产占比最大，维持在 40% 左右，固定收益类资产占比 34% 左右。此外，由于是长期资金，流动性资产占比一直维持在 3% 左右。

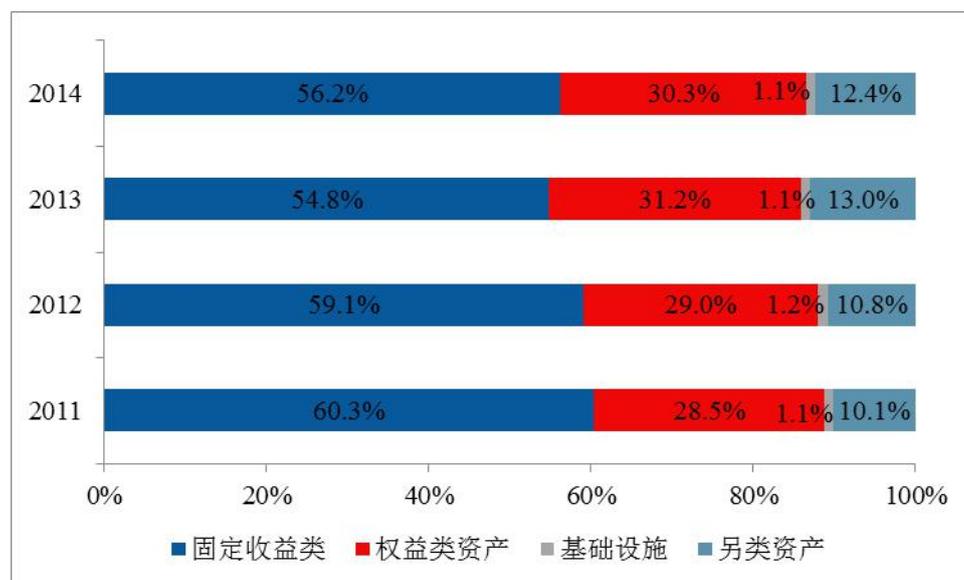


图 7 OECD 国家公共养老基金 2010-2014 年资产配置情况

数据来源：Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds 2015

其次，另类资产占比逐步上升。金融危机之后，随着利率的持续下行、公开市场收益的走低，为了分散风险和获取更高的投资收益，

补充养老基金资产配置逐渐从传统资产类别向另类资产转移。过去十年间，31个OECD国家补充养老基金在另类资产上的配置从17%增加到了24%，其中英国养老金的增幅最大，从2005年的27%增加16个百分点至43%；其次是以色列由5.2%增加10.5个百分点至15.7%，加拿大养老金的增幅也有10.4个百分点，另外葡萄牙、奥地利对另类资产的配置也超过8个百分点。17个OECD国家的公共养老基金（含养老储备基金）对另类资产（含基础设施）的配置也由2011年的11.2%上升至13.5%。

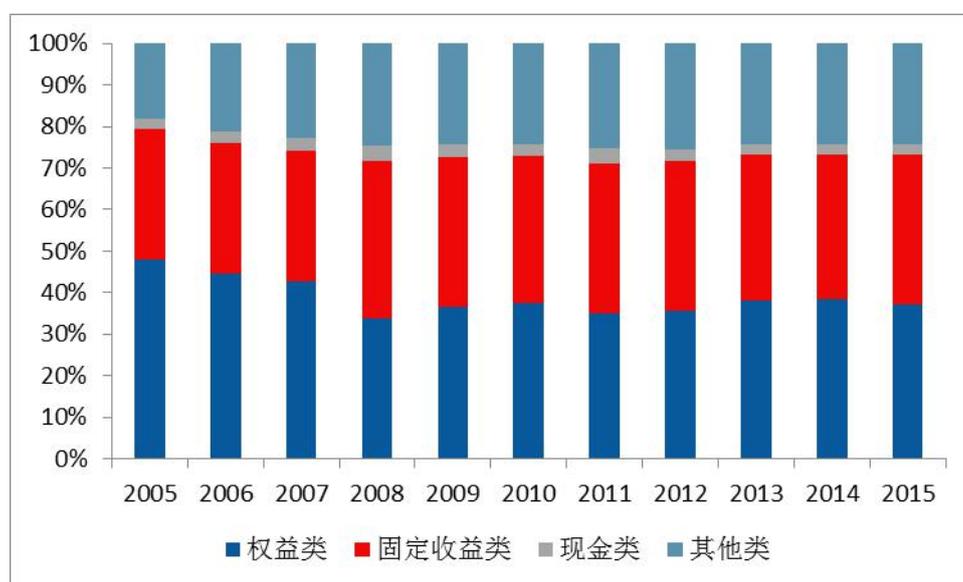


图8 OECD国家补充养老金2005-2015年资产配置情况

资料来源：Pension Markets in Focus 2016，泰达宏利整理，其他类主要是指另类资产

这是因为，另类资产投资具有长期投资回报高，与其他传统资产投资相关性较低等优势，对于规模大且具有长期投资特性的养老金资产来说，能提供更好的风险收益匹配。下图为截至2015年末另类资产最近10年年化投资收益情况，可以看出，另类投资长期投资回报

具备明显优势。

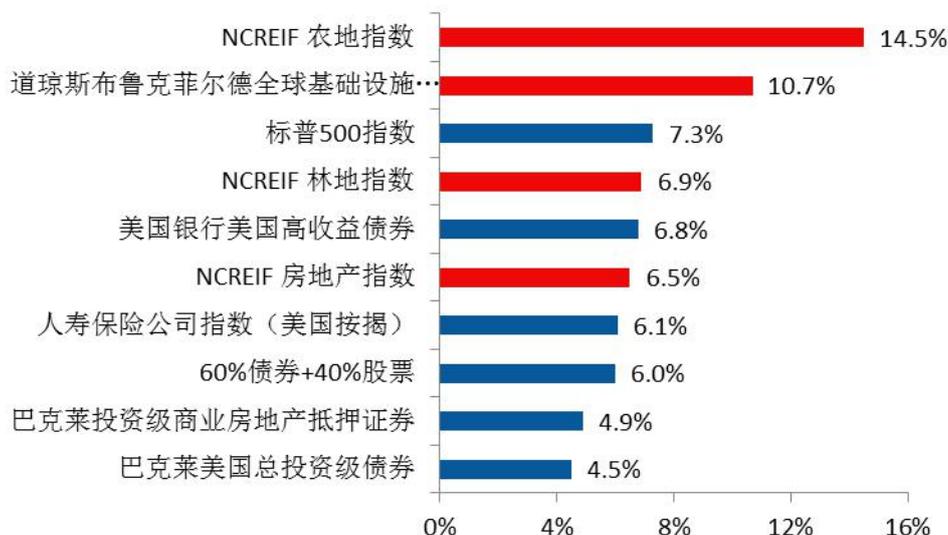


图9 2015年美国主要另类资产指数收益

数据来源：Bloomberg

（二）投资方式直接与委托相结合，以委托为主

由于资本市场环境复杂，资产类别日益多元化，养老金资产的运营管理方式日益市场化，投资方式逐渐转变成以委托投资为主。一方面，国际上大多数公共养老基金的管理机构源于政府授权，其运作机制、薪酬水平与市场化运作的资产管理公司有一定差距。另一方面，养老基金通常规模很大，对安全性要求较高，为了优化风险与收益，取得较好的长期收益水平，通常需要投资多类别资产、跨市场投资，这往往需要借助外部专业力量来提高基金的投资收益水平。因此，大部分国家的养老基金管理机构均采用直接投资和委托投资相结合的方式，且近年来随着养老基金投资策略的多元化、投资地域的跨市场化、人口老龄化导致的支付压力日益增大等因素，委托投资的比重逐步增大。

目前，大多数国家养老基金管理机构在现金、债券等传统资产上采取直接投资的方式，在权益、另类资产方面由于专业性受限而采取委托投资的方式；从投资策略来看，被动策略由于主要跟踪指数，对投资能力要求不高，且直接投资管理成本较低，通常采用直接投资的方式。整体来看，委托投资有利于分散投资风险、降低管理成本、获取超额收益。

（三）受托机制，决策与执行相分离

从养老机构的运营方式来看，大部分国家采用受托人制度，特别是公共养老金。通常国家会任命政府部门或成立专门机构作为公共养老金的受托机构，通过制定法律明确其受托管理职责，具有独立的投资决策权，尽可能避免政府对养老基金投资的过多干预，该受托机构履行受托管理和监督职能，负责基金的资产配置等重大决策，而投资决策的执行交由专业的资产管理公司，负责具体的投资运营，实现投资决策和投资执行的分离。

（四）公募基金在补充养老金中扮演了日益重要的角色

截至 2016 年末，养老基金资产规模在全球占比超过六成的美国，其 DC 计划和 IRA 投向公募基金的占比分别为 55%和 47%，而在 1990 年，DC 计划投向公募基金的比例不足 10%，同样 IRA 在 1990 年投向公募基金比例也仅为 22%；2015 年末加拿大第二支柱中投向公募基金的占比为 48%，第三支柱中个人税收优惠养老储蓄计划（（Registered Retirement Savings Plan，简称 RRSP）和（Tax Free Savings Account，简称 TFSA）中投向公募基金的比例分别为 52%和

25%；香港强积金中有超过 90%的比例投向公募基金；台湾第三支柱中约 80%投向公募基金。

公募基金因其信托关系落实充分、强行托管机制、严格的信息披露制度、专业的投资能力等在海外养老金资产管理中发挥了重要作用，同时，政府在个人养老产品设置和立法保护等方面也起到推动作用。美国劳工部推出的 QDIA 四类默认基金中，目标日期基金、目标风险基金两类公募基金以及运用这两种策略的其他产品是主要选择，选择这些产品而没有选择保险等其他理财产品的原因是：长期表现比较稳健、有合理的收益前景以及能够抵御通货膨胀。智利也提供了 5 只目标风险基金供个人养老金投资者选择。英国、香港也都将公募基金作为个人养老金投资的默认选择。

四、对我国养老金资产管理的启示

（一）养老金体系架构亟待完善

当前，我国的养老金体系虽已初具雏形，但养老基金储备严重不足，养老金体系尚不成熟，主要问题在于我国养老金主要依靠第一支柱，截至 2016 年底，第一支柱基本养老保险基金累计结存仅 4.4 万亿元，2016 年全年基本养老保险基金收入 3.8 万亿元，比上年增长 18%，而全年基本养老保险基金支出 3.4 万亿元，比上年增长 21.8%，支出增幅大于收入增幅，长期将难以为继。

第二支柱整体覆盖范围偏小，截至 2016 年末，企业年金参保人共 2324.75 万人，仅占基本养老金参保人数的 6.14%，企业年金资产累计 11074.62 亿元，且建立企业年金的企业数量、企业年金规模环

比增速均呈现逐年下降趋势，发展缓慢，支撑作用有限。职业年金已经推出，但是也仅仅覆盖 3000 多万机关事业单位人员。总体来看，第二支柱覆盖面十分有限。第三支柱个人账户养老金虽肩负重任，但还未就养老金第三支柱做出整体的政策性安排，个人养老金账户尚未建立。

按照国际经验，养老金替代率大于 70%，即可维持退休前现有的生活水平，我国目前的养老金替代率处于 40%-50% 的水平，处于国际警戒线上下。综合来看海外主要国家养老金体系经历了从政府兜底的单一支柱到政府、企业和个人三者责任共担的多支柱的发展历程。随着人口老龄化和通货膨胀压力的累积，国家大包大揽的公共养老金独木难支。我国基本养老金一支独大，且支付压力较大，在确保资金安全、不冒险的前提下，应积极推进基本养老基金投资运营，保值增值，降低管理成本，进行开源节流。三支柱养老金体系中，第二、第三支柱对于国民养老的保障作用日益突出。应该培养个人对自己退休生活负责的意识，缓解国家支付压力，鼓励个人提前做好退休后生活的规划，通过税收优惠引导成立个人养老金账户的方式，大力发展补充养老金。此外，我国需继续通过完善划转部分国有资本充实养老储备基金等方式加快养老储备基金的筹集，着力做大做强规模。

（二）养老金市场还具有较大发展空间

截至 2016 年末，中国的养老金资产合计约为 7.1 万亿元，占 GDP 比重不到 10%，荷兰养老基金资产规模为 1.3 万亿美元，占 GDP 的比重高达 168.3%，美国养老金资产合计 22 万亿美元，占 GDP 比重

达到 121%。从下表的数据来看，荷兰、冰岛、瑞士、澳大利亚等国仅补充养老金资产占 GDP 的比例都超过 100%。相比较而言，随着我国养老金体系不断完善，以及市场化投资运营不断深化，养老金资产规模还有非常大的增长空间，无疑对养老金资产管理行业也是一个重大历史发展机遇。

表 7 2016 年部分国家养老金资产规模及其占 GDP 的比例情况

(单位：亿美元)

| 国家 | 2016 年养老基金规模 | 占 GDP 的比例 |
|------|--------------|-----------|
| 荷兰 | 12960 | 168.3% |
| 澳大利亚 | 15830 | 126.0% |
| 美国 | 224800 | 121.1% |
| 英国 | 28680 | 108.2% |
| 加拿大 | 15750 | 102.8% |
| 芬兰 | 1990 | 83.2% |
| 南非 | 2070 | 73.8% |
| 马来西亚 | 1900 | 62.7% |
| 爱尔兰 | 1300 | 42.2% |
| 香港 | 1330 | 42.0% |
| 韩国 | 5750 | 40.9% |
| 墨西哥 | 1540 | 14.5% |
| 巴西 | 2510 | 14.2% |
| 意大利 | 1530 | 8.2% |
| 法国 | 1460 | 5.9% |
| 印度 | 1050 | 4.7% |
| 西班牙 | 390 | 3.1% |

资料来源：Wills Towers Watson 《Global Pension Assets Study 2016》

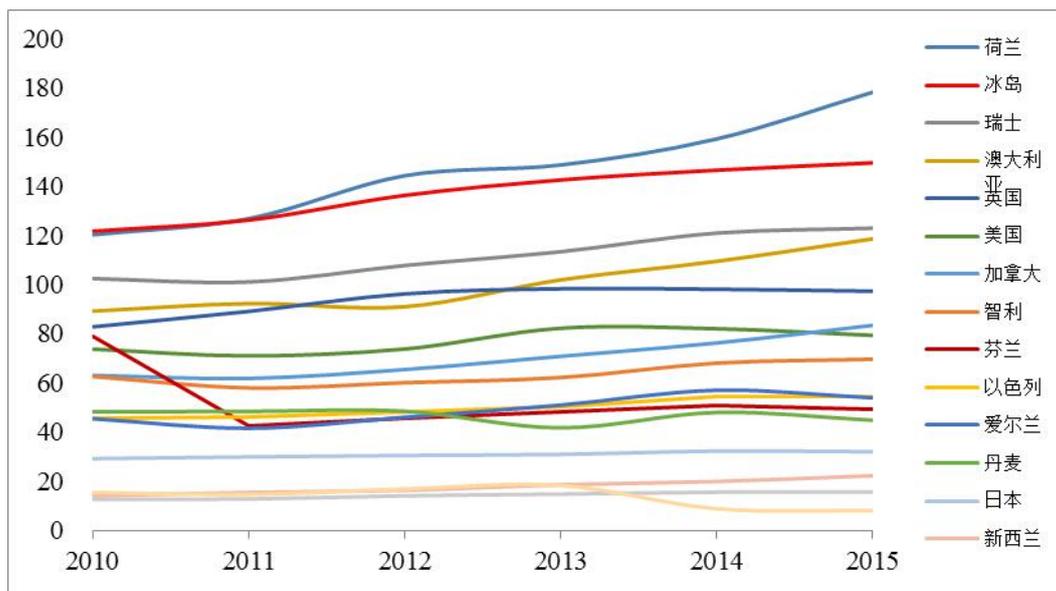


图 10 各国补充养老基金资产规模 GDP 占比变化趋势 (单位: %)

资料来源: Pension Markets in Focus 2016

(三) 养老属性公募基金需大力发展

海外成熟国家或地区中美国、智利、香港、台湾等具备一定养老属性的公募基金发展迅速。美国 30 年来补充养老金 (IRA+401(k)) 与公募基金互相促进,带来了资本市场的长期繁荣,使得美国经济持续稳步增长。目前我国养老属性公募基金发展缓慢,目前市场上仅有 3 只目标日期基金 (汇丰晋信基金分别于 2006、2008 年发行汇丰晋信 2016 生命周期混合、汇丰晋信 2026 生命周期混合,大成基金于 2006 年发行大成财富管理 2020 生命周期混合,另外工银瑞信添颐债券、工银瑞信添福债券也借鉴了生命周期理论) 和 2 只目标风险基金 (泰达宏利基金于 2016、2017 年发行泰达宏利睿智稳健灵活配置混合、泰达宏利睿选稳健灵活配置混合),我国亟待发展养老属性公募基金。美国、智利、台湾等目标风险基金和目标日期基金多以 FOF 的形式运作,2016 年 9 月证监会出台《公开募集证券投资基金运作

指引第2号—基金中基金指引》，为国内发展养老属性基金提供了制度支持，且FOF基金可以提高资产配置的能力，从而为养老金做服务。监管部门于2017年5月17日就《养老型公开募集证券投资基金指引（试行）》（以下简称“指引”）征求意见，指引指出，养老型基金是指以追求养老资产的长期稳健增值为目的，鼓励投资者长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险的公开募集证券投资基金。投资策略包括目标日期策略、目标风险策略、组合保险策略以及中国证监会认可的其他策略。养老型基金的推出指日可待，对于公募基金行业服务养老金制度建设具有非常重要的意义。

（四）养老金投资管理人准入机制有待改革

海外国家养老金投资方式近年来以委托方式为主，外部投资管理人对其养老基金保值增值起着关键的作用。海外养老金选聘外部投资管理人制度已运行多年，大多数是通过签订委托合同的方式进行，每隔3-5年对投资管理人进行全面评估，进而判断委托合同是否继续，如不符合相关要求，则终止委托合同，选择新的投资管理人。我国企业年金分别于2005、2008年两次招标选择外部投资管理人，此后10年来投资管理人资格几乎没有变化。全国社会保障基金理事会于2003-2012年进行了3次境内投资管理人和3次境外投资管理人的评选活动。2016年进行了1次基本养老金投资管理人的评选活动，但是也在具备年金管理资格和社保基金管理资格的机构中遴选。但随着资本市场的变化、资产类别的多元、混业竞争的加剧，资产管理机构也发生了较大变化，市场上也出现了一些精品化的优秀资产管理机

构,我国也应该考虑逐步放开牌照管制,设置合理的进入和退出机制,加大竞争,更好地实现养老基金的保值增值。

(五) 资产配置应更加积极,投资范围要进一步扩大

资产配置在养老金资产的投资发挥的作用非常大,海外养老金很重视权益类资产的配置。公共养老金权益类资产配置超过 30%;补充养老金权益类资产占比长期维持在 40%左右。我国储备养老金对权益类资产的配置比例要求不超过 40%,基本养老金、企业年金、职业养老金对权益类资产的配置比例要求不超过 30%,实际运作过程中,对权益类资产的配置可能远低于最低比例限制。权益类投资收益虽然短期具有一定不确定性,然而长期看,股票投资收益高于债券几乎是确定性的,对于长期资产的养老金资产而言,我国养老金资产配置应该更加积极。

对资产配置显而易见影响的还有一个是投资范围,国内对养老金投资限制较多,对一些投资品种要求投资最低比例限制,而对非上市股份和不动产、国外资产等另类资产,部分养老金投资甚至没有纳入规定的可投资品种之中。而从海外养老金的投资来看,多元化、分散化的投资,是养老金基础的配置,除公开市场的股票、债券,还投向 REITs、房地产、PE 等另类资产,其占比呈现逐步上升态势。长期的养老金投资运作过程中,正是凭借重视权益类资产、另类资产的配置,且进行多样化、分散化的投资,保证了养老基金的盈利性,而且分散、降低了投资风险,保证了养老金的安全性和流动性。

2018年4月CAFF50动态

1、4月1日，由中国人民大学财政金融学院、华夏新供给经济学研究院、中国人民大学国际货币研究所（IMI）、中国新供给经济学50人论坛主办的“中国新供给经济学50人论坛一季度峰会暨货币金融圆桌会议”在北京举行。论坛核心成员、中国民生银行董事长洪崎，论坛核心成员、中国国际期货有限公司副董事长王永利出席会议并发表演讲。

2、4月2日，论坛4月工作例会在金融街论坛秘书处举行。会议讨论了论坛建设、论坛活动及课题研究的最近进展，并对与中国知网开展合作、《养老金融年度报告》进展计划进行讨论。中国养老金融50人论坛秘书长董克用，副秘书长王赓宇、朱海扬、张兴，秘书长助理孙博，秘书处张栋、李佳宁、凌燕、孙玥、王梦晨、霍丽雅、王振、施文凯参加会议。

3、4月10日，论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司总经理苏罡在接受《每日经济新闻》记者采访时表示，与其他类型保险资金相比，目前养老金参与实体经济的程度还较低。长江养老保险股份有限公司正在探索并实践长期资金服务实体经济的道路。

4、4月11日，论坛核心成员、华夏新供给经济学研究院首席经济学家贾康出席博鳌亚洲论坛2018年年会，并提出税制的现代化服务于经济社会的现代化。贾康表示，税制的改革，不光包括减税，也

包括攻坚克难适当的增税，比如在财产税的概念之下怎样通过立法开通房地产税。个人所得税今年要进一步的改革，怎样有减有增，这是一个系统工程。

5、4月11日，论坛核心成员、泰康人寿保险股份有限公司董事长陈东升在成都出席参加泰康全国第四家、西南地区首家养老社区蜀园的落成仪式，并接受四川日报专访，就“养老革命”先改变老年人对生命的态度问题展开回答，目标建设大健康产业生态体系，走出一条有中国特色的保险创新发展之路。

6、4月14日，论坛核心成员、中国人民银行金融市场司司长纪志宏出席“2018两岸农村金融创新发展论坛”并讲话，表示城乡融合发展是新时代我国农业农村改革的最新阶段和最高目标，城乡融合发展的关键是实现各类要素的自由流动。

7、4月19日，“2018智汇养老北京高峰研讨会”在中国人民大学召开，围绕四大主题进行了深入研讨和交流，为新时代养老事业的新格局、新动力、新技术、新跨越分享各项思想成果并提出多种建设性方案。论坛核心成员、全国老龄办副主任吴玉韶，论坛核心成员、中国老龄科学研究中心副主任党俊武出席会议并进行发言。

8、4月20日，由北京大学中国保险与社会保障研究中心（CCISSR）主办的“北大赛瑟（CCISSR）论坛·2018”在北京大学经济学院举行。本届论坛的主题是：“改革开放再出发——戊戌的眺望”。论坛核心成员、中国社会保险学会会长胡晓义出席论坛并发表

主题演讲，分享了中国社会保障体系建设得以迅速发展的四条经验。

9、4月22日，第十届清华养老产业高端论坛在北京清华大学正式拉开帷幕。积极应对人口老龄化，为民众提供全方位全周期健康服务，借助大数据平台推动智慧养老，是此次论坛预判的未来大健康养老工作的发展方向。论坛核心成员、中国老龄科学研究中心副主任党俊武，论坛核心成员、全国老龄办副主任吴玉韶，论坛核心成员、清华大学教授杨燕绥出席本次活动，并进行发言报告。

10、4月23日，中国社会保险学会举办“《我国城镇职工基本养老保险缴费基数研究》课题结题会”与“《建立中国特色“第三支柱”个人养老金制度研究》课题开题会”，论坛秘书长、中国人民大学教授董克用作为课题负责人出席会议，并进行相关的结题报告与开题汇报。

11、4月25日到26日，论坛秘书长董克用应邀赴日本东京参加了OECD主办的亚洲保险与退休储蓄研讨会，并在会议上做了**Chinese Pension System: Current Situation, Problems and Reform Direction**的演讲，介绍了我国养老金三个支柱发展的情况，存在的问题以及改革的展望。会上，日本、韩国、新加坡、泰国等国的专家学者也介绍了各国的情况，信安集团张维义先生介绍了该公司在实践中的经验。专家们就养老金问题展开了热烈的讨论。该国际会议由日本OECD研究所承办。



秘书处联系人：李佳宁 Email: jnli@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