

养老金融评论

2019年第8期（总第45期）

- 中国养老金融 50 人论坛 2019 年上海峰会隆重举行
- 胡晓义：关于完善职业年金政策和运行的几点考虑
- 汪 泓：职业年金制度的实践与探索
- 费予清：上海开展职业年金投资运营的基本情况
- 曹德云：养老金管理的初心与使命
- 钟蓉萨：打造养老金投资生态圈，做好投资管理主业

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

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 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】

中国养老金融 50 人论坛 2019 年上海峰会隆重举行.....	4
胡晓义：关于完善职业年金政策和运行的几点考虑.....	10
汪 泓：职业年金制度的实践与探索.....	17
费予清：上海开展职业年金投资运营的基本情况.....	21
曹德云：养老金管理的初心与使命.....	25
钟蓉萨：打造养老金投资生态圈，做好投资管理主业.....	28
苏 罡：职业年金任重而道远.....	34
徐 勇：强化责任意识，提升服务能力，助推职业年金高质量起步运 作.....	38
冯丽英：机构参与职业年金管理的认识与思考.....	45
胡继晔：职业年金的制度创新.....	49
董登新：第二支柱整合：制度公平与效率.....	52
姚余栋：长期价值投资理念的培养与建设.....	56
林 羿：养老投资波动性管理.....	59

【CAFF50 大事记】

2019 年 7 月 CAFF50 动态	64
----------------------------	----

导读：2019年7月27日，中国养老金融50人论坛2019年上海峰会在中国金融信息中心顺利拉开帷幕。本次峰会由中国养老金融50人论坛主办、中国太保集团旗下长江养老保险股份有限公司承办。来自政府、学界和业界的200余名专家学者共聚一堂，以“职业年金投资、运营和服务研讨”为主题，展开了全面而深入的研讨。峰会得到了论坛战略合作伙伴中国金融信息中心的鼎力支持，并由陆家嘴金融网对峰会全程进行直播报道，使社会各界的有识之士得以共享峰会成果。

本期《养老金融评论》将聚焦上海峰会及嘉宾发言，重点关注论坛学术顾问、中国社会保险学会会长胡晓义，论坛核心成员、上海市宝山区委书记汪泓，上海市人力资源和社会保障局副局长费予清，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，中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨，论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司董事长苏罡，长江养老保险股份有限公司副总经理（主持工作）徐勇，论坛核心成员、建信养老金管理有限责任公司总裁冯丽英，论坛核心成员、中国政法大学教授胡继晔，论坛核心成员、武汉科技大学教授董登新，论坛核心成员、大成基金管理有限公司副总经理兼首席经济学家姚余栋，论坛核心成员、普信集团副总裁、大中华区董事总经理林羿的演讲实录，以飨读者。

中国养老金融 50 人论坛 2019 年上海峰会隆重举行



出席嘉宾合影

7月27日，中国养老金融50人论坛2019年上海峰会在中国金融信息中心顺利拉开帷幕，来自政府、学界和业界的200余名专家学者共聚一堂，以“职业年金投资、运营和服务研讨”为主题，展开了全面而深入的研讨。本次峰会由中国养老金融50人论坛主办、中国太保集团旗下长江养老保险股份有限公司承办。与会嘉宾重点从委托人和职业年金各管理人视角出发，就大类资产配置、投资运营、产品创新等方面进行了深刻探讨。

出席本次峰会的特邀嘉宾包括论坛学术顾问、中国社会保险学会会长胡晓义，论坛核心成员、上海市宝山区委书记汪泓，上海市地方金融监督管理局副局长李军，上海市人力资源和社会保障局副局长费

予清，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，中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨，论坛核心成员、中国社会保险学会养老保险专委会主任委员周红，论坛秘书长、中国人民大学教授董克用，论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司董事长苏罡，长江养老保险股份有限公司副总经理（主持工作）徐勇，论坛核心成员、建信养老金管理有限责任公司总裁冯丽英，论坛核心成员、大成基金管理有限公司副总经理兼首席经济学家姚余栋，德国金属行业养老金协会首席执行官 Heribert Karch，论坛核心成员、普信集团副总裁、大中华区董事总经理林羿，论坛核心成员、中国政法大学教授胡继晔，论坛核心成员、武汉科技大学教授董登新，论坛核心成员、浙江大学教授米红，论坛核心成员、香港投资基金公会行政总裁黄王慈明，博时基金管理有限公司总经理江向阳等，以及来自全国各省市社保部门、职业年金管理和服务机构、知名高校的学者以及论坛成员和研究员等诸多嘉宾共聚一堂，聚焦职业年金相关问题，对职业年金的管理、投资和服务等问题建言献策。

会议开始，董克用教授、李军副局长、苏罡董事长分别致欢迎辞。

董克用秘书长在致辞中表示中国养老金融 50 人论坛长期致力于从金融领域推动我国养老事业的发展，他希望本次峰会能够融合各界智慧、凝聚多方共识，更好地推进我国职业年金管理能力和管理水平更上一个新的台阶。

李军副局长首先对中国养老金融 50 人论坛自成立以来围绕养老金融主题所开展的一系列影响力活动给予了充分肯定，同时表示，上

海市正面临严峻的养老服务压力，将通过开放持续集聚各类金融机构，鼓励金融机构着力于养老产业发展，创新养老金产品和服务，逐步提升养老金融服务水平。

苏罡董事长在致辞中谈到，职业年金制度的建立意义重大、影响深远，为多层次养老保障制度改革增加强有力的支撑，为实体经济发展注入新的长期资金来源，为政企合作开创了崭新的合作平台。同时提出，处在最具挑战的时代，每一个职业年金项目都是机关事业单位人员对专业机构的信任和托付，面对宏观经济以及资本市场的不确定因素，专业机构自身的能力建设依然任重道远。

在主旨发言环节，与会嘉宾紧紧围绕“职业年金的投资、运营和服务研讨”的主题碰撞思想火花、贡献思想盛宴，从不同角度分析了职业年金运营管理经验以及各方责任的内涵责任，并对职业年金投资运作的未来发展趋势进行了深入探讨。胡晓义会长、汪泓书记、费予清副局长、曹德云副会长、钟蓉萨副会长等 13 位专家通过主旨演讲向大家分享了养老金尤其是职业年金管理的优秀理念和实践经验。

胡晓义会长以“关于完善职业年金政策和运行的几点考虑”为主题作了主旨演讲。胡会长首先对职业年金政策和运行的发展现状进行了详细分析，并就其存在的问题提出了政策完善和运行完善等重要思考和建议。

汪泓书记的发言主题是“职业年金制度的实践与探索”。汪泓书记认为，我们目前养老保障体系仍以“第一支柱”基本养老保险为主，企业年金（职业年金）和个人储蓄养老保险发展上不成熟，职业年金

的落地实施将实质性地丰富我们养老保障体系第二支柱，和企业年金一起构成我国养老保障第二支柱的重要组成部分。

费予清副局长从实际工作者的角度向与会嘉宾介绍了上海开展职业年金投资运营的基本情况，并表示职业年金的市场发展需要各个金融机构充分发挥相关管理角色职责和作用，在促进职业年金的保值增值方面仍然是任重道远。

曹德云副会长在主旨发言中指出，职业年金是养老金融的重要组成部分，怎么管理好包括职业年金在内的养老金，是各类金融机构始终的重要课题，并从五大角度提出牢记养老金管理的初心与使命对实现养老金保值增值和养老金持有人拥有一个高质量老年生活保障具有重要意义。

钟蓉萨副会长以“打造养老金投资生态圈，做好投资管理主业”为主题进行了演讲。钟会长向与会嘉宾做了分享并对如何建设好养老金生态圈提出了深度思考和建议。

周红主任以“职业年金投资管理评价”为主题进行了主旨演讲，她主要对投资管理人考核和投资目标设定两方面进行了重点介绍。其中在投资管理人考核方面重点强调了考核频率、考核指标和考核结果运用，而对于投资目标的设定需要结合宏观经济和通货膨胀率、受益人的风险偏好和市场具体形势等三方面情况。

徐勇副总经理（主持工作）的发言主题是“强化责任意识，提升服务能力，助推职业年金高质量起步运作”。他从职业年金发展现状，职业年金的基本特点和主要诉求，以投资、运营为抓手，提供职业年

金综合服务方案等三个方面进行了重点阐述。同时表达了多方发力共同合作，切实推动职业年金高质量发展的美好愿景。

冯丽英总裁的演讲主题是“机构参与职业年金管理的认识与思考”。她指出，应当将职业年金利益关系中委托人、代理人、受托人和投资管理人四角色统一起来，始终坚持考虑受益人利益最大化，建立合作共享健康管理运营生态圈。

胡继晔教授围绕“职业年金的制度创新”做了主旨演讲。重点从四个方面深入诠释了职业年金制度创新的含义，主要包括补偿性制度创新、强制性制度创新、投资制度创新和打通第三支柱。

董登新教授从学术角度出发，通过一系列数据对职业年金结余进行细致测算，并向与会嘉宾分析了职业年金面临的双轨制、计账利率等难题。同时从第二支柱总体出发，提出了职业年金、企业年金、住房公积金“三金合一”的思路。

姚余栋首席紧紧围绕“养老价值定投+策略指数”两方面发表了讲话，重点介绍了价值定投的含义及主要优势，并向与会嘉宾演示大成策略指数模拟业绩。

Heribert Karch 先生从德国三支柱养老金改革的基本历程出发，阐述了除公共养老金之外私人养老金的重要作用，此外，Heribert Karch 先生还重点分享了德国金属行业养老金投资发展的相关经验。

林羿教授的发言主题是“养老投资 managed volatility”。他主要向与会嘉宾分享了美国目前比较流行的养老金投资产品中“波动性管理策略”的概念和相关内涵。

本次峰会还安排了圆桌论坛的讨论环节。第一场圆桌论坛由胡继晔教授主持。山东省社保中心机关事业单位养老保险服务处处长楼群伟，博时基金管理有限公司总经理江向阳，工商银行资产托管部副总经理晏秋生，长江养老保险股份有限公司职业年金部副总经理孙黎骏（主持工作），中国银行股份有限公司养老金业务部资深经理张导就“职业年金综合服务方案”主题进行了深入探讨；第二场圆桌论坛由董登新教授主持。论坛核心成员、浙江大学教授米红，论坛核心成员、香港投资基金公会行政总裁黄王慈明，招商银行股份有限公司养老金金融部执行总经理夏宏，汇添富基金管理有限公司养老金投资部总监宋鹏就“企业年金业务的借鉴与反思”主题进行了精彩讨论。

最后，中国养老金融 50 人论坛秘书长、中国人民大学养老金融中心主任董克用教授致闭幕辞。

一直以来，中国养老金融 50 人论坛秉承着“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”的宗旨，在中国养老金融发展过程中不断凝聚各方智慧。峰会得到了论坛战略合作伙伴中国金融信息中心的鼎力支持，并由陆家嘴金融网对峰会全程进行直播报道，使社会各界的有识之士得以共享峰会成果。本次上海峰会打造了一个职业年金投资运作的高端对话平台，对汇聚各界智慧、引领创新议题、分享优秀的养老金管理理念和经验具有重要意义。本次会议在社会各界的大力支持下取得了圆满成功。

胡晓义：关于完善职业年金政策和运行的几点考虑



胡晓义：中国养老金融50人论坛学术顾问、中国社会保险学会会长

各位上午好！

首先祝贺中国养老金融50人论坛2019上海峰会召开，也预祝会议取得圆满成功。今年上海峰会的主题选择“职业年金”，我觉得很有价值和意义。现在各地的社保机构和受托人已经基本或者是大部分选定或者是选择了投管人，到了这样一个时间点，需要对下一步投资、运营、管理，从各个角度和层面上形成共同的理念和认知。所以通过这样一个讨论让大家凝聚一些共识是非常有必要的。从现在开始，我们的职业年金资金真正进入到市场里面，或者是很快就要进入市场。

这一段时间以来，从政策制定到落实的过程中有一些矛盾就开始显现了，其中有一些是我们制定政策的时候可以预见到的，有一些是没有预见到的。我们现在分析这样一些矛盾和问题，对于下一步完善政策、优化管理也是非常有价值。

一、职业年金运行现状分析

我提供一些基本情况，这是两组数据，一个是去年年底职业年金数据，一个是今年1月至5月底的数据。基于数据我做了一些基本判断：首先，职业年金自开展以来覆盖范围还是很广泛的，机关事业单位工作人员参加基本养老保险的是3612万人，加入职业年金2970万人，覆盖达到82%，这如果与企业年金职工覆盖10%左右的比例来看要大得多、快得多。实际缴费人数是占96.5%，2900多万里面有2867万人缴费了，这个是达到政策设计预期的。今年前五个月简单计算下来人均实际缴费与筹资额度方面，人均供款是782元，其中个人供款420元，这就意味着基本工资基数是10500元，这个基数就全国而言我的直觉上感觉偏高；对于上海来说不存在这个问题，对于全国来讲可能一万出头平均工资对于整个机关事业单位人员平均而言可能是偏高的，这个可能还要继续观察。在供款结构当中个人缴费比例是54%，今年是53.7%，也是比较稳定的。单位供款只占46%，咱们原来设计是单位供款占67%，个人供款占33%。造成这个结果的原因就是因为有一部分是记账，是没有单位实际供款的，这也是可以预见的结果。如果全部都是实账，今年前五个月实际单位供款就不会只有507亿，而会达到1200多亿，实际真金白银到手和制度框架预想还是有很大差距，这是一个研判。

在职业年金支付当中分期支付比例很高，90%都是分期支付，只有很少人是一次性领取，这个也是符合政策预期，符合政策安排。领取的金额去年全年人均90元/月，今年到了123元/月，增长还是很快，这也表现出了职业年金补充性作用确实也有一个很大的发挥空间，这是一个判断。从总体结余来看，去年年底只有4900亿，今年5月底已经到了将近6100亿，增速是很快的，处于快速增长过程当中，所以也说明了这个进行市场化投资的必要性和迫切性越来越强。6100亿已经很接近城乡居民养老保险7100亿结余，我相信今年年底会超过城乡居民基本养老保险的结余，这个市场是非常大的。

以上是职业年金发展的基本情况和我的一些判断，向大家做简要的分享。根据上述的情况，我们从政策层面到运营管理方面有什么可以改进的或者是完善的空间，我有几点想法。

二、政策完善空间

首先，部分空账到逐步做实。客观讲当初设计空账安排也是无奈之举，一下子投入这么大量的资金在全国范围是有难度的。但是也可以看出，运行到现在，继续维持空账或者是让空账做大这个矛盾是显而易见的，所以我主张尽可能创造条件弥补和缩小空账。路径有几个方面：第一，一部分地区“先补起来”，一部分地区“先实起来”。上海一开始就是实账安排，上海有这个条件，并且也是很好的表率，去年年底4900亿，上海有400亿，占全国1/11-1/12，这是起了很好表率作用。中央应该率先垂范；省级层面尽可能做实，给地市做出表率。地市级、县级条件差异比较大，在省管县财政体制下，省级也可以做

更多担当，这是从地区角度来说，不可能一下都做实情况下，一部分地区有条件要先补实起来。第二，“两头补”。这是借用新农保的说法，现在实际策略是叫做“出口补”，即退休时一下子给补齐。我想还要尽可能创造条件“入口补”，对新人新入职的机关事业单位工作人员先补起来，先实起来，有条件再往前推演，把2014年新制度建立以来的都做实，再有条件往2013年、2012年延伸。然后再“切香肠”，能够切多短就切多短，两头把时间过程缩短。提一个设想，按照现在这个节奏来看职业年金空账是永无止境的，我想应该有一个目标，用十几年时间把“中人”都做实了，我是建议这样。其实这个目标也是多少有一些根据，中央把下一阶段目标定在2035年，现在开始还剩17年时间，如果两头补17年的时间是够用的，财力也均衡，这个设想我想不妨大家可以斟酌一下。

第二，记账利率透明化。这是因为18号文件规定“每年按照国家统一公布的记账利率计算利息”，但是到底按照什么来说不透明，当时写这个话也是斟酌很长时间，因为当时没有任何经验可遵循，不能说就按照市场实际投资来计息，也不可能完全按照基本养老保险记账利率来记，所以说国家统计局公布的。但是国家怎么定这个记账利率，标准是什么，逻辑是什么，应该是透明的，这个需要随着实践发展定形，这是一个完善空间。

第三，职业年金领取条件。现在职业年金积累量人均已经达到两万，虽然不算太多，但是这只是短短几年时间积累起来的。我们说是2015年3月份发的文件，实际上是2016年9月份发基金管理办法以后才

开始筹集资金，只用两年时间人均就到两万了。现在规定只有两个特殊领取的条件，一个是出国定居，一个是死亡；当几年以后个人积累量达到十万量级，如果个人出现特殊情况，比如说大病需求、住房还贷、老人供养等等，个人的账户里有钱不能用而要去银行贷款、借款来治病，是不符合人情逻辑的。因此遇到这样的问题时，是否允许放开一定提前支取条件，这个事情我们现在可以预想一下，这是一个空间。但是敞开口子也一定要保住底线，必须留多少量给职业年金作为积累。这是政策方面需要完善的一些空间。

昨天我们交流当中谈到，事业单位特别是一些典型事业单位有大量的编外人员，编外人员当时没有其他办法，两个制度安排规则不一样，职业年金没有弥补程序，直接单位定了就按照规定交费，企业年金是交多少是要通过讨论，事业单位里面的两类人群要讨论还是不讨论，应该如何讨论，都不好安排，所以像这个方面也是需要考虑，特别是一个单位两种制度的时候是容易形成制度摩擦，所以类似于这样的问题都需要考虑，都有空间，这是政策完善层面。

三、运行完善空间

首先，要进一步明确代理人职责。现在地方省级社保机构都在履行代理人职责，选定受托人。这个过程当中大家提出了一些疑惑，代理人职责除了条文规定以外，实际履行当中边界在什么地方？通过什么样的规范选择受托人？现在20几个省都选择了，里面也是提出了这样问题，受托人选择托管银行的时候以及它做资产配置战略的时候，代理人介入多深？以什么方式介入？这个介入深了肯定是最后一定

会出现矛盾，投资收益率高了、低了是受托人责任还是代理人责任？还是代理人背后书记、省长的责任？再比如，还有从社保机构自己作为代理人来讲有两个事情要考虑，一开始就要规范起来。一个事情是，现在为止整个部门多少钱，单位多少钱，个人多少钱，明天开始还有一个账的资金收益多少钱，将来一定要评估本金带来的权益是多少，投资收益带来权益是多少，这个从一开始就应该记录清晰。另一个事情是，把空账记下来。6099亿是真金白银，还有多少钱应该列入权益但是实际上没有交，这个应该记录清楚，这样才可以看出制度空白有多大，我们需要发挥多大努力压缩空白，所以这两个事情作为代理人现在都要开始认真考虑。

第二，延长委托期和考核周期的设置也是重要的问题。一开始没有办法求全责备，现在是给信托人三年代理期，有的可能更短，但是随着实践发展很显然短期的委托是有矛盾的，到底怎么考虑责任周期，实际上是要做一个平衡，所以将来一定会有延长委托周期这样一个安排，大家在实践当中也是需要考虑这个事情。

受托人、托管人不得不选择风险更大短期可能获得更高收益的资产配置方案。因为对于代理人来讲可能最容易犯的错就是直接考核投资收益率。近年投资收益率你做5.8，人家做6.3，你凭什么比人家少0.5，我凭什么信任你，这是最容易出的误差。但是怎么来考核，考核什么，重点应该考核制度建设，风控机制和团队建设，实际考核什么，这是大家共同需要讨论的问题，也是共同在实践当中摸索的问题。

第三，要开发适用的商业养老保险产品。18号文件中谈到两种制

度方式，都是讲分期支付，其中一个是说购买长期支付养老保险产品。把它作为第一个选择还是有一定导向目的，但是现在据说开发这个产品有一定难度，特别是在原来空账、一次性趸交的情况下，给你设定几十年，我们长寿风险实际上是很难预测的。另外我们经济波动，实际上还有其他问题，商业养老保险产品的分期支付水平和第二方案由社保机构按照139除数计算的水平，实际上会有很大落差。还有比如说这两个方案当中其实有一定误差，后一个方案更像是补充养老保险功能，前一个方案有这个功能同时体现了“面包加面包”功能，是制度改革过程当中一种对原来替代下降的补偿，是这个功能。这个功能我们设计的时候一定是想向补充功能转化，但是没有有一个准确时间点到底哪一年转化。所以这个模糊性也是制定前一个方案难点。

我把这些问题提出来，还没有找到确切的答案，期待能够听到大家讨论当中的真知灼见，也期待大家通过实践摸索出更加有效、有针对性的解决方案，来为职业年金发展创造出更多经验。我们中国社会保险学会也有初步想法，在明年的时候与各方面一起再就这个问题做一次更深入的研讨，那时候大家在投管、资金回报、考核等各方面都有经验积累了，那时候就可以在务实层面进行深入的讨论。

谢谢各位。

汪泓：职业年金制度的实践与探索



汪泓：中国养老金融 50 人论坛核心成员、上海市宝山区委书记

尊敬的董教授、胡会长、李局长，各位领导，来宾们：

刚才听了胡会长的发言，觉得分析得非常透彻，我的演讲就比较浅了，但是也和大家一起分享。特别是刚才讲到一些我跟费局长商量过的内容。这几年从上海发展情况来看，确实按照我们现在制度设计要求做实，所以我们整个情况是100%做实。做实可以使得我们政府运行机制当中保持严肃性。

我国目前的养老保障体系仍以“第一支柱”基本养老保险为主，而作为第二、三支柱的企业年金（职业年金）和个人储蓄养老保险发

展尚不成熟，职业年金的落地实施将实质性地丰富我国养老保障体系第二支柱，其将和企业年金一起，构成我国养老保障第二支柱的重要组成部分。然而，与企业年金不同的是，职业年金作为机关事业单位养老保险制度改革的重要部分，除了承担企业年金的补充保险（第二支柱）功能外，还承担着保持改革前后退休待遇平稳过渡的功能。所以，它的制度规定性不是自愿的，而是强制的，在水平设计上也要与基本养老保险（第一支柱）相互衔接。

《职业年金基金管理暂行办法》颁布以后，我们看到不是简单的社会保险问题，而是单位福利制度问题。首先，2017年底全国的机关事业单位人员近4000万人，同时也有大量的社会工作者，但是社会工作者属于不同的工资体系，他们的企业年金没有解决，所以导致了这一块编外人员的问题。我们如果考虑为编外人员提供年金，就需要考虑政府支出比例。另外，职业年金是做实的，制度上是强制的，这保障了安全性；今年三季度要启动投资，我们非常关注它的收益，也期待这个过程。

一、职业年金制度的实践

职业年金功能和企业年金有一致的地方，包括补充养老、福利激励、合理避税、资源配置。资源配置今天来说尤其重要，上海不是仅仅看一年，而是看整个基金组合配置能力和它整个运作当中能力。所以参数指标体系我们可以进一步研究。

就职业年金来说，从2015年以来职业年金快速增长，涉及人员多，积累累计量大，到2018年底，职业年金基金规模达到7600亿元，预计

2020年有望达到一万亿，这个速度是很快的。职业年金特点是个人账户管理模式，我们也是主张做实个人账户。基金投资方面，基金投入专业化、多元化投资、兼顾安全性。进入股票市场、证券市场大概是30%左右，因此保持合理安全性情况下更考虑长期投资和股票市场有机组合，才能够保持年收益率5%-8%。税收过程当中我们认为确实是这样，单位缴费和个人缴费有个人所得税问题。第二，基金运行过程当中收益也可以不缴纳个人所得税。个人领取的时候争取目前这样考虑。现在来看，在实际缴费阶段和投资阶段是体现出了优惠的。

二、职业年金制度实施过程中的问题

职业年金投资来看重要是第二支柱和整个保障水平，一支柱60%-70%替代率，再加上二支柱，对于现在事业单位而言保障水平还是比较好的。

怎么增强资本市场活力，使得投资收益率能够放大，因此现在从职业年金进入市场，带来对证券市场或者是投资组合信托这些市场来说是一个利好消息。当然有一个如何做好做优的问题。这几年投资增值保值情况，企业年金收益率还是比较好，职业年金应该借鉴这个经验，在新政出台和这一批职业年金有一定量的情况下做大。这个有什么好处，因为刚才讲到社保基金是在中央运作层面，职业年金和企业年金是省级运作，也可以根据各地发展情况有机打开市场，做好和运用好这个市场。

职业年金监管体系进一步完善，希望在这个方面我们进一步完善，监管机构进一步根据产品特点，能够实现比较好的制度设计和监管体

系，而且多利于主体共建探索形成机制。

目前还有空账问题，实际上做实的区域稍微少一点，做空稍微多一点。如果一直空账做下去，后面这个窟窿是补不起来的。实践当中领导比较多考虑整个的大局，一定是最困难的时候把资金用在刀刃上，所以一定要平时积累起来，两头要做，出口要保障，中间有调节，还有时间节点，哪一个时间节点有能力就赶快做。现在出台政策难度很大，这两天是讲摩擦当中带来压力，财税支出压力大。现在上海减一千亿，地方减百亿，这个时候讲支出什么，都是紧缩。

三、职业年金制度完善建议

对于职业年金制度完善我有几点建议：第一，完善职业年金筹集机制，做实财政缴费。第二，统筹推进职业年金与企业年金的发展。第三，建立公平的相对灵活的待遇计发体制。第四，完善职业年金办法增强流动性。第五，提高保证收益率在合理空间当中使得它的安全性、收益性、流动性保证。第六，加强职业年金税收优惠、经办服务与法制建设。要使这个市场能够做大，我们要看清风险，保持发展势头，避免大起大落。我对这个问题做了一些粗浅研究，也供大家批评指正，谢谢大家。

费予清：上海开展职业年金投资运营的基本情况



费予清：上海市人力资源和社会保障局副局长

各位领导，各位专家，今天十分高兴有机会和来自各方专家一起学习、交流、探讨职业年金投资运营服务等有关问题。胡会长和汪书记做了水平很高的发言。我下面就从实际工作者的角度，简单介绍一下上海开展职业年金投资运营有关情况。

上海职业年金涉及面比较广，资金量比较大，大家知道上海参保人员达到60万，机关事业单位加起来接近60万，现在做实账目前为止有700亿资金规模，社会关注度比较高。为了保证职业年金及时有序进行运营，市政府要求遵循规范安全、开放市场、注重收益、体现贡

献的原则，加强基金管理，维护各方权益，规范开展工作。

前期各个部门进行了积极研究，调研论证，优化完善职业年金投资运营实施方案。总的原则是要充分发挥市场机制配置作用，理顺政府和市场关系，通过在市场准入和专业考核两方面宽严相济。

今年在金融保险行业内有很多关注，具备管理资格的13家金融机构参与评选，积极参与程度很高，超过了我们的想像。对此上海市政府高度重视并积极回应，结合上海职业年金规模开展了客观、公正、专业、科学的评审。确定11家机构担任上海职业年金受托人，其中3家机构为去年新取得管理资格机构，这一结果体现上海职业年金乃至上海金融市场有意愿给更多金融机构参与，提供施展能力的舞台。上海职业年金受托人确定以后，根据基金运营管理与模式还需要确定托管银行与投资管理机构。为尊重市场主体，上海为受托人提供了更大管理人空间，不限定选定方式，不统一组织评选活动，由受托人自行采取合理有效方式进行选择，同时通过明确目标导向，数量设置，结构配置等方面的原则，对受托人加以引导约束，规范市场行为，实现有序竞争。

事实上我们把选择托管人以及投资管理人员权利下放给受托人，充分放权，目的是要达到受托人充分承担责任。市场投资运营好不好，没有皮球朝我这里扔，我都放给你，你对投资业绩，对投资成果要负责。

我们具体操作过程当中力争做到以下几个方面：

一是遵循市场规律，规避行政风险。通过减少对市场主体行政干

预充分发挥受托人专业能力和特长，激发市场活力，减少行政决策风险。

二是倡导良性竞争，鼓励能力发掘。通过加强政府监管促进公平竞争，营造公正市场环境，发觉机构潜力和能动性，实现管理人择优选优，实现资产合理配置和效率最大化。

三是明确运作目标，约束利益互换。通过建立长期稳健投资目标，根据各个管理机构优势和不同风格优化管理人结构，尽可能避免机构当中发生利益互换等不当行为。作为行政主管部门来讲从制度上保证技术机构把我们的利益、工作人员利益放在机构利益之上。

四是衔接绩效考核，保证机制顺畅。通过明确机构管理职责促进各个管理条例决策高效运行，保持机制顺畅有序，真正体现对管理机构约束作用，确实提高运营绩效。

目前我们启动职业年金基金管理合同签署工作，接下来将抓紧合同备案、资金清算以及系统上线。近期各个机构也是感受到我们正在加快相应运营。预计今年3季度内上海职业年金将正式实施市场化投资运营。我们会把700亿资金直接发放到各个受托人手里，招标开始到现在把相关准备工作更充分一点，接下来委托也是非常充足，要做就做到位。职业年金市场发展需要各个金融机构充分发挥相关管理角色职责和作用，同时我们认为促进职业年金的保值增值，对于金融机构来讲是任重而道远。

刚才听到几位讲到，整个职业年金投资运营效果还是很好，长期收益来看这么多年下来平均达到7%，7个百分点多一点投资收益，我

听着还是很振奋的，汪书记说出我心里想说的话，我们对投资收益一定是有要求的，5%-8%之间我认为合理的，金融机构压力也是很大，职业年金运营把所有金融机构放一个平台上，我觉得金融机构有压力，我们的收益才有保证。总体上来说如果低于5%收益，当然个别年份上有波动，但是长期收益来看非常希望，作为主管部门来说有一个希望尽可能不低于企业年金收益。这应该也是大家奋斗的目标。

非常希望职业年金能够实现政府与金融机构长期合作，通过各方共同努力，一定能够共同推动上海职业年金事业健康蓬勃发展，谢谢大家。

曹德云：养老金管理的初心与使命



曹德云：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

很高兴今天上午能够参加中国养老金融50人论坛2019上海峰会，这次峰会主题是“职业年金投资、运营、服务研讨”。职业年金是养老金融一个重要组成部分，怎么管理好包括职业年金在内的养老金，这是我们各类金融机构始终的重要课题。

现在全国上下都在开展“不忘初心、牢记使命”主题教育活动。我们作为金融机构，作为养老金管理各个功能性参与者，如何理解养老金管理初心和使命。养老金管理初心和使命是通过我们提供良好的

服务，能够实现养老金保值增值，同时保障养老金持有人能够有一个高质量老年的生活保障。这是我们的初心和使命。

怎么在我们的工作过程当中坚守初心，实现我们的使命呢？从我个人来讲，有以下几个方面：

第一，从人生意义理解养老金管理重要性。早年间大家不觉得生活不容易，老年的时候失去劳动功能不能创造价值时，才知道年轻吃苦并不是什么，老来吃苦方可悲。我们金融机构需要有一种境界理解养老金对社会公众重要性。

第二，公众利益角度理解养老金管理目标。对于货币价值，时间考验最大敌人是通货膨胀。对于我们来说怎么能够通过我们的努力确保养老金经过漫长时间考验能够达到保值增值，这是我们养老金管理一个基础的，也是一个基本的目标。

第三，从自身职责与职能角度理解养老金管理基本原则。前面讲过养老金是我们用于养老生活基金、养老保障基金。我们怎么能够确保安全、有效？安全基础上实现有效，这是我们在养老金管理必须坚持一个基本原则。

第四，从自身特性角度理解养老金管理当中资产配置。前面各位讲到养老金是长期性资金，也是稳定性资金，配置上是不同于其他的资金。比如大部分市场养老金配置权益比重相当高，基本上是50%，最高达到70%甚至是80%。OECD国家的另类资产配置从2%增长到25%，这种配置能够体现养老金资产配置一个特色。在我们国内受限市场发展程度还没有做到这一点。但是随着资本市场不断成熟和稳定，它应

该体现养老金自身特点，这是资金特性来看。

第五，能力要求上理解养老金管理专业性。养老金管理实际上对专业机构水平和能力有很高的要求。6月底20几家职业年金招标过程当中，有6家金融机构唯一全部中标，包括4家保险机构、1家银行、1家养老金管理公司。这个当中看到职业年金管理当中对于机构参与者的专业能力和素质的要求。从我们自身来讲如何提高自身能力，提供更好服务，这是我参与者需要考虑的问题。

第六，从社会责任角度理解养老金管理社会性。养老金管理本身是一个社会管理，养老金管理保证老年人群体生活质量，有助于社会稳定，追求高质量社会生活。如果老年人过得凄惨哪谈得上高质量。同时也是一个环境性保证组成部分，养老金管理投资过程当中怎么坚守运营理念，从人生意义、功能利益、能力建设、社会责任等等，这几个角度理解我们如何坚守初心，承担使命。

习总书记讲到“不忘初心方得始终”，在这个过程中当中更好履行我们的责任，什么机构在养老金管理当中承担什么作为，发挥什么职能。不要忘记我们的初心，实现养老金保值增值，维护好养老金持有者的权益，为老年生活创造更好条件，这才可以达到我们的想要的结果，我就讲这些，谢谢大家。

钟蓉萨：打造养老金投资生态圈，做好投资管理主业



钟蓉萨：中国证券投资基金业协会副会长

各位领导、各位嘉宾：

非常高兴今天有机会参加上海峰会，能够跟大家分享一些怎么做好投资的想法。刚才讲到，职业年金核心是投资运营和服务，那么如何把投资做好？这就需要多方面共同努力。

实际上，我们整个投资行业是在打造养老金生态圈，我们在这个生态圈里能够尽最大努力满足代理人、受托人，尤其是委托人也就是投资者的需求。如果把养老金当成一个大树，这个生态圈不能指望大树自己长得大，如果缺少小草、树丛，其实这个大树是长不大的。因

此,打造生态圈需要我们做好相关工作,靠能力而不是靠运气。最近,协会给国家做了养老金投资的专项研究,系统地看境内外公共养老金和私人养老金投资的生态圈。这样的生态圈如何形成,国家要如何发挥养老金投资的作用,我们有一些思考。借这个机会,与各位分享,希望对更好的做好职业年金投资管理提供些参考。

一、怎么构建养老金投资生态圈

养老金投资生态圈的核心是要建立合适的、专业化的投资运营体制,主要的影响因素有三个:制度定位、投资目标和本国金融市场的发展水平。

(一) 制度定位

由于制度定位不同,养老金投资模式呈现“公私有别”的特点。其中,公共养老金制度定位是“政府保障、全面覆盖”,风险收益目标单一,因此采取统一管理、集中投资的模式。具体的模式各国有所不同:英国是政府部门直接管,日本是政府指导下的投资机构GPIF管,加拿大是独立于政府的CPPIB管,但都采用了集中管理。其二,私人养老金制度定位是“自担风险、各负其责”,因此采用分散化、专业化的投资模式,政府做好服务与监督。

整体看,基本上全球私人养老金这一部分是从DB到DC进行转换。一方面需要有更多的市场机构,能够为个人提供专业的金融服务,同时满足金融监管的要求,例如美国、加拿大、英国、德国有丰富的金融机构进行服务。有一些国家是专门指定一些机构提供专业化服务,比如智利就是指定模式。随着DC模式的转变,个人有自主选择权,为

了金融机构能够更好履行信托责任，更好保护投资者权益，让每一个老百姓将个人养老钱交给他进行受托管理，奥巴马时代美国劳工部推动加大受托人责任的法案，特朗普上台由于金融机构游说又把这个废掉了。现在看到美国金融机构做养老服务，是美国证监会做监管，近期美国证监会出了加大投资顾问信托责任这方面规定，这是一个全球趋势。

在中国，公共和私人养老金也有差别，但是我们目前在职业年金和基本养老上差别不是特别大，比如投资股票资产的比例都是30%，都不能投资境外，只有社保基金有40%，可以投向境外。尽管股票比例有30%，但是从我们观察来看，实际上大家投资股票也就投到10%，基本上到20%的机构都很少。但是，很高兴今天看到大家强调养老金投资资本市场的重要性，知道职业年金等养老金与资本市场的关系。

（二）投资目标层面

投资目标的制定通常建立在资产负债管理的框架下，需综合考量人口结构、现收现付还是基金积累、当前养老金规模和收支情况等，以及财政补贴的意愿和能力等因素。例如，就加拿大和日本而言，日本公共养老金虽然比加拿大缴费率高，但加拿大是人口年轻化的移民国家，日本老龄化程度高，收支缺口大，可投资规模小，因此风险承受能力更弱，投资目标更为保守。

私人养老金在投资目标上，参与者各有所好，所以普遍给予个人选择权。目前，企业年金一个单位有年轻人也有马上要退休的人，现在的理事会受托人也在比收益，因为他们把长钱变成了每年末位淘汰

的考核，他们有自己的压力。但是由于没有个人选择权，目前投资目标只能是按照最保守方式保障马上退休人的利益，这使得目前投资也比较保守，权益比例没有足够，长钱短考核，年轻人长期来看应该获得更高收益，但是他们没有拿到。未来是不是职业年金里面可以做一些安排，在制度上可以实现为年纪大的和年轻人提供不同的配置方案，能够让年轻人承担更高风险。职业年金在定位上属于“半公半私”，一方面个人参与缴费，同时又要享受公务员福利，从这个角度来说更像DB模式。未来在制度上做更多的安排，提高投资收益，这方面如果做更多努力，我相信对于职业年金空账问题是很好的解决方案。

（三）金融市场发展水平

这个包含两个部分，一个是资本市场发展或者是直接融资和间接融资的问题。中国是一个以银行为主的金融体系，直接融资还不够。同时还有我们的金融机构发展水平，我们有基金公司、保险公司、银行，大家参与我们的养老体系。美国是以直接融资为主的市场，让他们401K或者是IRA受到资本成长收益。欧洲是以保险为主的市场，负利率情况下都在发生变化，大家都会寻找更高收益，基本保险公司也在开发更多的，能够承担更多风险的，类似于养老基金配置型产品。有声音说养老金是保命钱，不能投资资本市场，但如果说资本市场都是长钱短考核，怎么让资本市场支持实体经济，支持长期发展呢？所以这是悖论。因此，我们要用税收这个杠杆，让大家把钱留在里面不出来，这样可能形成真正的长钱，才可以形成良性资本市场发展，否则大家永远在里面赌博，市场永远一直波动大。主持人讲到科创板，

我们老百姓如何分享科创板进步和发展成果？如果大家不断来来回回炒，最后还是不可能形成真正的科技能力。只有长期的钱，才能真正地去进行长跑，这种恶性循环局面才能够真正得到改变。

二、如何做好投资主业

我们基金行业管理的我国养老金是1.7万亿，约占委托管理养老金规模是60%，承担着我国养老金保值增值重任。在7月4日证券基金金融机构座谈会上提出了对我们基金行业回归主业、回归权益投资要求。希望行业落实易主席提出的，突出主业、提高投资管理能力，特别是权益投资能力，做好直接融资的“服务商”，促进长期资金变长期资本；做好社会财富的“管理者”，搭建联通养老保障体系与资本市场的桥梁；做好资本市场的“稳定器”，为资本市场提供长期资金，增强市场韧性，让养老金投资者放心。

今年职业年金开始招标的时候，基金公司也跟我说他们比较担心，担心利益互换。但是我们从结果来看，中标结果不错（目前17个地区投管人招标，11家基金公司合计中标129个组合）。基金行业在企业年金坚持了十年，长期做的好的，这次职业年金评选也取得了好结果。基金投资是一个马拉松，一定要用跑马拉松做好长期投资，包括人才梯队，提高业绩稳定性，减少回撤，降低波动，这些方面提高资产配置能力，风险管理能力，发挥我们权益投资专业优势，争取能够做到长跑冠军。这方面我们目前看到，国内涌现出一批聚焦长期投资金融机构。随着我们推出养老目标基金，我们看到很多大型国际机构的很多人才都纷纷回到国内来专注做养老金资产配置和投资，这是可喜的

现象。我们希望未来真正能够打造好这样一个好的生态圈，让我们专业的人干专业的事，让他们把国外学习做面包经验拿到中国来，用中国面粉、中国酵母和口味来做适合我们中国老百姓的面包，让大家能够受益，分享这些，谢谢大家。

苏罡：职业年金任重而道远



苏罡：中国养老金融50人论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司董事长

职业年金基金市场化运营工作正在全国各地如火如荼地展开。截至目前，包括在京中央国家机关、31个省区市以及新疆生产建设兵团在内的全国33个职业年金项目中，已有25个完成受托人招标，职业年金业务已经进入最后的冲刺阶段。其中，中央国家机关、山东、北京、湖北、新疆等5个项目已经正式启动投资运作。

职业年金制度的正式建立，始于2015年1月国务院印发的《关于机关事业单位工作人员养老保险制度改革的决定》，职业年金制度作

为机关事业单位工作人员养老保险制度改革的关键配套政策应运而生。职业年金政策一公布就受到社会各界的广泛关注，以职业年金制度为开端，我国的多层次养老保障制度改革驶入了快车道，而我们也迎来了养老金市场发展的黄金机遇期。

一、职业年金制度的建立意义重大、影响深远

一是为多层次养老保障制度改革提供强有力的支撑。一直以来，我国养老保障制度的发展就存在不平衡不充分的问题——基本养老保险“一支独大”，其制度运行的可持续性随着老龄化问题的加剧而愈加引发关注；企业年金市场化运营十多年来，受制于经济形势、制度设计等多方面影响，陷入了缓慢增长的瓶颈期。而职业年金制度的建立，不仅使第二支柱职业养老金的覆盖人群增加了约4000万，而且每年带来约1000—1500亿元的固定缴费将极大充实第二支柱的储备。我们也期盼职业年金的“鲶鱼效应”能够进一步搅动养老金市场，一方面倒逼企业年金制度进行优化与完善，另一方面也激发机关事业单位编外人员的补充养老金需求。事实上，我们已经看到多地政府部门率先为其编外人员建立了企业年金计划。

二是为实体经济发展注入新的长期资金来源。养老金具有规模大、期限长、来源稳定的特征，是优质资本的核心来源，同时也是消费能力的兜底保障和社会公平的基础支撑。职业年金与企业年金相比，因为具有强制性的特点，所以资金流入稳定，有利于实现较长周期的资产配置。同时，职业年金的长期资金属性也将成为实体经济发展所亟需的优质资本。

三是为政企合作开创崭新的合作平台。职业年金的另一大特点在于其资金来源有一部分是政府财政资金，职业年金的投资运营开启了政企合作的平台。职业年金基金委托给金融机构进行专业化投资运营，与原来由地方政府直接投资相比，更加有利于通过市场的力量实现资金使用效率的最大化，并实现职业年金保值增值与地方经济发展的共赢。同时，因为各地经济发展水平与投资回报不同，职业年金投资需要在实现资金保值增值以及服务当地经济之间寻求平衡，可能进一步催生以职业年金为纽带的跨地区政企合作，例如在京津冀、长三角、粤港澳等地区出现多省职业年金的协同投资。

二、职业年金管理工作责任艰巨、任重道远

职业年金制度的建立具有重要意义与深远影响，同时我们也认识到了做好职业年金管理工作的重要性和艰巨性。

首先，职业年金是机关事业单位人员的补充养老金，对于安全性要求高，所以在资产配置和投资品种选择时，必须要做好风险控制，同时尽量更多地引入ESG投资理念，服务于民生实惠项目，展现出职业年金基金有担当、负责任的投资导向。

其次，目前全国的职业年金项目基本都采取“多个受托计划、统一收益率”的管理模式，这是一个重大创新。无论是一个计划内部的若干组合，还是一个省的若干受托计划，亦或是不同省的统一收益率，都会面临横向比较的压力，势必产生更加激烈的竞争与更加残酷的优胜劣汰。对于各家管理人来说，这将会是核心竞争力的面对面比拼，肩负的压力巨大。

最后，职业年金的服务需求点多面广、个性化强，对于管理机构的运营服务能力提出了严峻的考验。全国有33个职业年金项目，在管理人评选阶段，会遇到若干项目几乎在同一时间开展评选的情况；而未来，无论是受托人、投管人，还是托管人，都将同时参与多个项目的运营服务，这对各家管理机构的信息系统支持能力、投研专业人员配备、运营服务人员配备等方面提出更大考验。

所以，对于养老金从业人员而言，现在是最好的时代。职业年金市场的全面开放以及巨大的业务空间，为专业管理机构的发展以及专业人才的成长提供了最佳土壤。同时，现在也是最具挑战的时代，每一个职业年金项目都是政府部门对我们的信任与托付，面对宏观经济以及资本市场的巨大不确定因素，管理机构自身的能力建设依然任重道远。

徐勇：强化责任意识，提升服务能力，助推职业年金 高质量起步运作



徐勇：长江养老保险股份有限公司副总经理（主持工作）

各位领导、各位嘉宾，下午好：

今天的会议首先感谢董克用教授和中国养老金融50人论坛，这个会适逢其时，我们都在对职业年金初期运营情况进行分析。因为这个峰会，昨天开始我们群里面就热烈讨论，涉及方方面面问题。我们参与者也是希望在这里更好的总结这个阶段的一些成果，能够探讨我们职业年金初期运作中遇到的一些事情，探索如何更好的走下去。

我今天报告的题目是“强化责任意识，提升服务能力，助推职业

年金高质量起步运作”，主要从三个方面向各位做一个报告。

一、职业年金发展现状

大家对于职业年金制度建设是非常熟悉的，从2008年开始启动《事业单位工作人员养老保险制度改革试点方案》，经过十年历程走到今天，说明一项重要的工作需要一个阶段一个阶段地推进、探索、总结、提高。目前为止，参与机构有13家受托人、23家投管人和10家托管人都在积极参与职业年金工作。2017年12月，新疆打响全国职业年金计划法人受托机构招标“第一枪”。到现在，全国共有33个职业年金计划，已有中央国家机关和部分省市自治区及新疆生产建设兵团，共25个项目完成了职业年金计划受托人评选。下周还将面临广西和海南两个项目受托人评选工作。另外，已有中央国家机关、北京、上海、山东等17个省份和区域完成了职业年金投管人评选和托管人评选。最新情况是山东省等地职业年金计划相继投资运营。

二、职业年金的基本特点和主要诉求

经过过去3年多的筹备和实际运作探索，我们对于职业年金运作业务的基本规律已经有一定认识，这里我把我们的理解向各位领导、嘉宾和专家报告一下。

（一）职业年金运作特征

职业年金运作是在总结企业年金十多年经验基础上形成的一种新模式，90%以上还是用企业年金一些管理模式规章，绝大部分是依据企业年金制度直接运营，只有在职业年金不能覆盖的时候才出专门办法。尽管如此，我们也看到职业年金整个治理结构和企业年金有不

太一致的地方，有它自己的特点。首先，职业年金设置了一个新角色——“代理人”；第二，代理人又要做好账管人工作，把原来机构账管人职能替代了。第三，设置了多个受托人，这与企业年金有很大不同。最后是两层结构，需要进行统一的估值，最后出一个收益率。在这个治理结构基础上，可以看到职业年金四个比较突出的特点：第一，多个受托人计划更强调竞合关系的平衡。我对机构之间关系有16个字的认识：“短兵相接、刺刀见红、分享标杆、互促共赢”。过去企业年金在竞争中是拼杀激烈，在职业年金我们是同台竞技，同台竞技先比高下。在职业年金管理运作当中，设置多个管理人是要分散运营，是要发挥不同管理人不同风格特点。在这个过程中因为同台竞技、信息对称、管理模式要求趋同，所以一定能够形成可比经验和信息，能够有助于提升整体的水准。所以我们相信职业年金计划整个运作，它的高水准取得不是看某一家做得更好，而是看所有的计划管理人和投资管理是不是能够做到最好。

第二，计划更加强调大类资产配置能力。这也是职业年金运作模式带来的。整个职业年金制度设计当中，央保最早招标的时候，无论是财政部还是受托人都强调，职业年金下对于受托人和战略市场配置能力的要求要比企业年金更加突出、要求更高。所以在职业年金运作过程当中对受托人资产配置能力直接体现到对我们的考核当中。我们内部的管理工作也是按照这个要求做的。这里面我们要充分理解大类资产配置能力是更加针对长期、跨周期的，抗波动和通胀各方面因素实现长期收益目标，没有这个目标就谈不上资产配置。此外，我们是

不是把职业年金基金管理做成养老金管理的标杆，甚至是做成全国各类养老金管理的标杆？我觉得职业年金是不是可以更多借鉴这方面经验和能力，这也是要重点发挥调动受托人主动管理的能力和积极性。

第三，网状关系对于机构数字化能力提出要求。托管、投管多个多层关系，对机构对接和响应能力要求非常高。

第四，省级统筹对机构需求响应能力提出要求。职业年金采取省级统筹模式，意味着33个职业年金计划的个性化不少。这个方面虽然已经运行，我们今天在座和不在座机构充分感受到要高效率回应好统筹机构的管理要求，还需要我们继续不停探索。

（二）职业年金运作诉求

第一，要追求长期稳健的收益。对于“长期”是有讨论的，半年也有道理，一年也有道理，职业年金追求长期稳定收益诉求更加明显。今天上午周主任讲到考核，怎么避免短期考核呢？对投资经理专业化管理要突出两个方面，一是规范化管理，二是尊重投资经理自身投资规律的一种管理，这两个方面缺一不可。所以这个当中无论是职业年金对机构的要求，受托人对投资管理人的要求，还是内部管理要求，都是有传导的。不要轻易把受托人一些压力简单传导给投资管理人，有的时候受托人也很无奈。追求长期稳定的收益对于我们来讲，对于年轻机构、政府运营来讲，是一个很好的经验，一个非常重要的、长期取胜的经验。

第二，强调投资风险的控制。无论是机构代理人，还是各类机构都是非常重视职业年金的。做到绝对收益上确保基金安全是至关重要

的。我们做管理者也要思考投资目标的这个问题，也会面临这样的一些矛盾和平衡点关系。但是职业年金对于政府和代理人等而言，最关心还是它的风险偏好属性。

第三，支持实体经济发展。各个省对职业年金体系能否服务支持重大项目开展很关心，我们也是有条件来配合做好的。

三、以投资、运营为抓手，提供职业年金综合服务方案

首先，做好大类资产配置。大类资产配置对于职业年金投资非常重要。我们资产配置过程中始终追求我们作为信托型养老机构受益人利益最大化原则。我们通过刚才讲到的长期目标大类资产配置，把投资风险控制在一定范围，并且取得风险收益补偿，在此基础上获得超额回报。特别是要处理好三个方面关系，长期目标与短期目标关系、绝对业绩与相对业绩关系、委托人需求与投资管理人特征匹配关系。

从长江养老投资管理、受托管理实践来讲，我们配置另类投资项目方面也有一些独特的经验。对于目前市场资产稀缺状况下，我们认为更加注重另类投资项目对于我们职业年金长期稳定收益率是非常重要的。这有三个特点：一是相对高收益，可以提供一些新的超额收益；二是收益稳定性，另类投资更多投向类固收项目，一般倾向于有稳定现金流回报并持有至到期；三是收益长期性，项目期限具备灵活性，可根据长期性偏好设计交易结构，持有期相对债券更长更稳定，没有价格波动下的抛售压力。

对于职业年金业务来说另类投资有助于职业年金资金管理抗风险和防范风险。这是从资产配置组合角度来讲的，整个另类资产和传

统资产配置相关性可以比较低，所以可以去实现最大限度风险对冲，有效分担职业年金投资风险；另一方面可以在政府引导下，对于地方的项目和国企一些融资进行投资，某种程度上也能够给这些地方金融办提供直接支持。

具体工作当中，另类投资支持实体经济有路径优势，具有灵活性特点和定向可控特点。灵活性角度来说项目往往投向灵活，资金使用限制少，可以更好支持实体经济，更好帮助地方。这是我们在职业年金招标当中，很多地方社保部门很好地反应了地方政府对于如何融资、如何降低负债、融合降低杠杆、推动国企改革、推动扶贫的诉求。当然我们也是有手段对接的。定向可控特点是说，另类投资产品路径也便于地方政府掌握或引导职业年金投向。我们现在已经有一些成功的实践。

职业年金可投的优质项目和产品，人社部在积极讨论投资范围扩大，能够使得职业年金投资的政策更加灵活，更加适应于养老金管理，已经成功探索出来一些规律和经验，能够为我们的养老金，特别是当前更好保值增值提供更多手段。

职业年金资金联动的渠道和方式上，第一是多渠道职业年金对接优质资产。可以引导受托资金和投管资金对接地方优质优秀投资项目。第二是多元化配套职业年金投资。以职业年金撬动机构其他各类资金，形成配套投资，放大投资效果。如保险资金、社保资金、企业年金等，可以考虑协同配套支持投资，放大整体投资效益。第三是多区域资金资产对接联动。本省内联动、省级联动和大区域之间联动，这是职业

年金能够获得未来很好收益一些思考。

长江养老在另类投资方面有优势。长江养老在组合各类资金上拥有明显的优势，同时牌照和能力也比较健全，包括职业年金、企业年金等多方面手段支持。为了做好职业年金工作，还需要持续提升数字化运营能力，做好专业属性化需求。这么多人需要我们通过数字化要求支持。目前运营初期充分感受到，职业年金十几年积累数字化架构，虽然过去几年重建和打造新的职业年金数字化架构，但是实际运作当中还要面临很多新情况、新问题，需要我们进一步提升IT支持能力。

长江在数字化运营和属性化服务方面也有优势，特别是我们在业务申请批量处理、统一计划的方案和实际一些初期工作，能够很好支持职业年金基金运营，特别是大批量的职业年金运营。

最后，我们希望保险业、信托业、证券业、银行业多方共同发力、共同合作，推动职业年金高质量发展。在这里我再次讲，整个管理架构当中确定了多管理人，必然有处理好相互关系的要求，理解“短兵相接、刺刀见红”，期盼“分享标杆、互促共赢”。

再次感谢各位领导和嘉宾能够花时间来听一下我的报告，在这里我作为受托人和投管人代表，非常希望在过去酝酿准备当中得到代理人大力支持和指导配合，在实际基金运作中，我们还是希望代理人和受托人相辅相成，共同完成健康发展中国职业年金这样一个共同目标。

谢谢大家！

冯丽英：机构参与职业年金管理的认识与思考



冯丽英：中国养老金融50人论坛核心成员、建信养老金管理有限责任公司总裁

尊敬的胡会长，各位领导、嘉宾、同仁，上午好！

非常高兴能够参加今天的会议，与大家共同研讨职业年金运营管理问题，探索职业年金高质量发展路径。前一段时间各个统筹区都展开了管理人投标评选工作，部分统筹区已经开始走到计划运营阶段，因此今天会议非常的重要，也是恰逢其时，这一点我与徐总观点一样。

我们参与前期投标有三个感受，第一是国家对职业年金制度的设计是科学与合理的；第二是各个统筹区人社财政部门，以及社保机构

为制度和政策运营下了很大功夫；第三是各家机构都投入了大量的精力，配备最强团队，每周都奔波于统筹区之间，我们见面机会和交流机会很多。这是我们在前一段招投标当中三个感受。

非常感谢我之前每一位演讲者，他们为我做了特别好的铺垫，让我有机会在这里说大白话、说干货。我下面说的基本是我的思考和逻辑。

首先，我们知道在职业年金当中所有的利益关系人无非四个，第一是委托人，他们是藏在后面的，是受益人概念；第二是代理人；第三是受托人；第四是投资管理人。怎么把四个角色统一在一个层面，最重要考虑是坚持受益人利益最大化，建立合作共享健康管理运营生态圈。由此我有三个观点和大家分享。

第一，从前期拼抢规模转向追求效率，追求投资回报。职业年金运营管理是信托关系，我们必须坚持受托职责，坚持受益人利益最大化，使职业年金真正回归资本本源。它是我们全体机关事业单位养老的养老金。我们秉持受托人利益最大化，前期是要追求最大规模，后期一定要追求长期稳健收益，通过收益赢得资产规模。就是这样从做大到做强，不断做大到做强，我觉得这是一个关键性的转变。做大做强之间我们机构其实更立足于做强，真正把钱看好，做到受托人和投管人应有的职责。

第二，从管理人制向类产品制转变。职业年金管理制度设计与企业年金相似，由不同管理人对计划进行管理。计划分配均是对资金量进行分配，暂未考虑不同年龄段受益人对基金投资收益和风险的不同

需求。从国外企业年金管理经验看，美国 401(k) 计划投资产品种类丰富，投资自主权开放到个人，由个人选择符合自身风险偏好的投资组合产品，保障了雇员养老投资权益，促进了年金市场稳定发展。随着职业年金制度运行和基金运作日趋成熟，配合企业年金管理机制改革，可考虑建立类产品类型的职业年金生命周期计划。现有政策设计下，我们机构管理者更多是作为资产池，一笔资金作为投资，因此我认为未来的第二个转变应该是从“我是机构”转变到“我为客户”。

第三，从机构竞争向机构竞合转变。真正做到各个机构之间在竞合方面平衡与效率，这是刚才徐总已经讲到，我是非常赞同。职业年金是同一个统筹区内建立多个计划，多个计划之间是竞合关系，回到我们的初心是让受托人利益最大化，你服务客户群跟我服务客户群是一样的，这样的话我觉得在考核层面其实是三个层面：第一层面，作为一个投资管理人，同一机构在不同的统筹区拿到的资金，应当按照同样的资产配置策略，大类资产优化配置以及考核合理的绩效机制来进行管理，以保证在投资当中不同区域公平性；第二层面，对一个受托人，在同一个区域里面不同投资管理之间考核要做到优化；第三层面，代理人层面，同一个区域里面对不同计划组合之间实行同一个考核标准，资产配置和绩效激励。这样我们就会做到都是年金计划在不同投资管理人，不同受托人以及不同统筹区做到基本上的相同。我们应该更多兼顾各个区域受理人之间公平性。这个转变是我是最好，转变到大家好才是真的好，我们才秉持受益人利益最大化。

总之，在机构与职业年金运营管理当中，每一个角色都在发挥重

要的作用，我们要主动密切关注基金运转情况，真正通过代理人、受托人、托管人、投资管理人之间有效互动和沟通，真正实现机构之间“短兵相接、刺刀见红”，我最终一个观点是我们在履行职业年金受托管理运营以及投资管理当中，一定会秉持受益人利益最大化，一定要对得起大家。谢谢。

胡继晔：职业年金的制度创新



胡继晔：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国政法大学教授

首先感谢董克用秘书长的邀请，也感谢今天在座各位嘉宾。今天我想就职业年金的几个制度创新进行分享。

第一，补偿性制度创新。职业年金诞生之初实质上就是具有对原机关事业单位的补偿性质。

第二，强制性制度和投资制度创新，打通第三支柱。

从制度创新角度来讲职业年金是补偿性制度创新，所有的社保制度都有棘轮效应，只能升不能降。大家可以看到前几年欧债危机过程中，希腊、法国都因为养老金问题爆发了示威活动，其中希腊最主要

的原因就是养老金待遇下降，这个效应表明任何养老金制度改革必须要考虑原有制度受益人的权益。在过去养老金制度一直都是双轨制，这一制度设计饱受诟病，国务院二号文件把机关事业单位和企业职工养老保险并轨应当来说是解决双轨制最有效的制度改革，文件里面明确指出，改革前后养老金待遇要衔接，这体现出职业年金制度最初就是对机关事业单位参与社保制度的补偿，所以这是补偿性制度创新。

其次是强制性问题。针对强制性问题，众多学者曾做过研究，其中有一位哈佛大学的学者 Chetty，他做了一个对于当代 4100 万个养老金数据研究，最终发现 85%人是被动投资是不太关心，只有 15%人是积极投资者。基于这样的考量，美国 2016 年养老金法案和英国 2018 年养老金法案都推出了自动加入机制。自动加入实际就是强制，美国、英国他们的养老金法案里面强制和咱们职业年金强制其实是一样的。机关事业单位职业年金办法里面，是要求所有机关事业单位都要参加。

再次是投资制度创新，可以看到职业年金投资同基本养老保险以及企业年金都有一些不同，前者提出了基础设施债权投资计划，包括其他特定资产管理计划。为什么会有所不同？就在于职业年金的实质，从上午嘉宾演讲了解到，职业年金甚至可以投资另类产品。所以投资制度创新应是职业年金制度创新中非常重要一部分。

除了投资范围之外，职业年金还包括代理人制度，代理人制度是企业年金所没有的，并提出了可采用不动投资管理办法。从 2003 年 5 月 9 日第一次可以投资二级市场股票开始到现在，16 年间全国社会保障基金理事会投资做得相当不错。所以个人认为在投资制度方面对

于职业年金来说，可以以全国社会保障基金理事会为榜样，将来力争做到比其更好。

第三是打通了二三支柱。机关事业单位职业年金办法第 9 条规定，工作人员达到国家规定退休条件，依法办理退休手续，本人可选择按月领取，也可以一次性购买商业保险产品。基本养老保险是只要参保人健在就可以一直领，而职业年金采用的是 DC 模式，到退休年龄所有的资金数量可以继承，但如果将来有长寿风险，人还健在，养老金没有了怎么办？这涉及到职业年金里一个重要条款，职业年金可以一次性用于购买商业养老保险产品。商业养老保险属于第三支柱，职业年金这个条款使得二三支柱就有了通道。

打通二三支柱价值涉及企业年金、职业年金，它们都是个人资金，养老金分两类，一个是公共养老金和私人养老金，在我国职业年金属于私人养老金，因此要打通二三支柱、打破三支柱之间的界限。职业年金虽然晚于企业年金建立，但是由于制度上的多方面创新，我个人认为在未来应当具有更好的价值。

我就讲这些，谢谢大家。

董登新：第二支柱整合：制度公平与效率



董登新：中国养老金融50人论坛核心成员、武汉大学教授

各位领导、各位嘉宾，下午好：

我的题目是“第二支柱整合：制度公平与效率”。第二支柱是14亿人的蛋糕，也是金融机构的蛋糕，更是我们国家的蛋糕。首先，这个蛋糕做大非常重要，蛋糕做大才有良性循环，但是目前我们第二支柱有一点支离破碎，主要表现为先有企业年金后有职业年金，此外还有一个住房公积金，这三金共同构成了第二支柱，我个人主张三金整合，主要是考虑到制度公平和制度效率问题。所以接下来我将围绕以下几点就蛋糕做大的问题跟大家做一些探讨。

一、机关事业单位人员数量现状

机关事业单位职工数量一直缺乏统一的口径。人社部 2016 年公布的数据显示全国公务员有 719 万人。国家统计局数据显示 2017 年全国各类学校教职工 2000 万、专职教师 1600 万。卫计委提到全国卫生人员总数达到 1230 万。医保局首次披露的公报中显示，在职工基本养老保险当中，机关事业单位参保人数为 6000 多万（含退休的职工）。

二、职业年金实账缴存结余金额简要测算

若以 2017 年国家统计局教育系统平均工资 83412 元代表公务员工资，公务员人数按 700 万进行测算，同时考虑到单位缴费是虚账、空账，故此处仅计算个人缴费部分，在 700 万人员全覆盖的情况下，个人缴费为 233 亿元。事业单位雇主雇员总缴费为 5305 亿元。2015-2018 年四年累计结余 2 万亿元左右。

三、职业年金制度存在的公平效率问题

（一）职业年金存在“双轨制”

职业年金有两套账户，一种是财政全额供款机关事业单位单位的单位缴费部分（8%部分）虚账记账，另一种是对于非财政全额拨款机关事业单位的单位缴费（8%部分）实账积累，两种性质的机关事业单位职业年金个人缴费都是实账。对于参与记账账户的公务员来说，他们会考虑单位缴费记账利率会不会高于其托管收益率及市场投资收益率，这里隐含制度不公平成分。一方面，记账利率低于市场投资收益率会损害公务员的利益。另一方面，双轨制还体现在有无编制的

差别上，有编制人员和没有编制人员如果有两种待遇就意味着同工不同酬，可能会造成两个阶层的对立，这个问题不可小觑。制度要充分考虑制度公平，没有制度公平就没有制度效率。

（二）职业年金具有“准强制性”

职业年金并未明确要求强制参与，但是众所周知，职业年金是一个“面包+面包”的制度，本质上就是一个准强制的制度。养老金并轨是未来发展的大趋势，职业年金的“准强制”性，决定了将来机关事业单位实现“全覆盖”。但这就会带来一个充满矛盾的问题，即养老金并轨是要消除双轨制的，目前我国的企业年金是自愿参与，绝大部分职工是没有的，因此“自愿性”的企业年金和“准强制性”的职业年金将会造成新的双轨制，且并轨后无疑会导致企业和机关事业单位两大阵营养老金待遇差距再次拉开。因此第二支柱两个制度之间怎么样达成制度公平，这是另外一个需要解决的问题。

四、我国“三金”制度存在多重两极分化现象

中国缴费型社会保险制度有八个，通常称作“五险三金”。对于“五险三金”，国务院的要求是大幅度降费。目前来看，基本养老保险部分是以公平为主，不存在太大制度差异；但第二支柱的“三金”存在多重两极分化的问题，即越是高收入者享受的福利制度，越是优惠丰厚；中低收入者反而得不到覆盖，这是多个制度资金多重两极分化叠加。例如，住房公积金实缴人数是1.4亿，是企业年金覆盖的6倍；职业年金全覆盖，企业年金发展则是停滞不前，2014年到现在只覆盖2388万人，且其中大多为高收入人群，这部分人在住房公积金

方面亦是待遇高、基数高、福利丰厚，所以企业部分两极分化现象严重，高收入者的企业年金和住房公积金将达天花板，这使得他们在避税和享受优惠方面便宜占尽，目前企业年金积累增长完全依赖于投入收入和缴费基数提高，企业年金制度已经深陷泥潭，亟需得到完善。

最后结论是通过响应国务院大幅度降费率的建议，实现社保制度八个缴费制度整合，制度整合一定是达成某种公平，并突出效率。我个人主张把五险三金整合为三险一金，生育保险和工伤保险多次降费接近了零费率，应并入到医保，目前生育保险已并入医保，下一步应该把工伤保险也并入医保，均由医保局独立管理和运作，更加专业和科学。三金合一目的是实现制度公平，广覆盖、保基准，实现群体劳工基本补充养老。考虑到基本养老保险替代率一定会逼近养老金增长，逼近CPI涨幅，因此替代率数值一定会下降，虽然不至于降到西方50%或以下，但是同样要有心理准备。如果发生，需要有一个强制全覆盖，我个人称之为三金合一，形成制度上的大一统和大的公平，这样对14亿人口大国来讲制度的效率会更高。谢谢各位。

姚余栋：长期价值投资理念的培养与建设



姚余栋：中国养老金融 50 人论坛核心成员、大成基金管理有限公司副总经理兼首席经济学家

各位领导、嘉宾，下午好：

很荣幸作为养老金融 50 人论坛首席经济学家进行主旨发言。目前科创板已经取得了初步的成功，报价也比较理性，但如果要达到互换理性，科创板生态还需要运转一两年时间，也希望社会各界都能够给予包容。科创板是创新型国家的发动机，是新旧动能转换时期非常关键的一招。在科创板生态中需要有一个长期价值投资理念，中国一直以来都是有价值投资的，这一点就意味着将又便宜又好的理念贯穿

当中，股市当中也是允许有这样一个价值投资存在的。所以今天我想就如何在科创板生态中培养长期价值投资理念作一个简单汇报。

一、培养长期价值投资理念的重要性

要看到长期价值投资的好处。首先，生态投资者都是短期行为，很难从长期意义去看到企业和市值管理会怎么做，所以投资者会影响上市公司的长期表现，这在国内外都有案例证明。其次，在股市当中，如果培养的机构投资者都是很短期的，每个人都会或主动或被动地进行短期投资，所以培养一个长期价值投资理念，对于我们整个股市长期健康发展非常重要。

二、在科创板生态中培养长期价值投资理念的建议

科创板现在公开打新，配售 ABC 三类：A 类是指机构，B 类是境外投资者，C 类是 PE。A 类目前一周以来配售是 80%左右，A 类是机构投资者，主要投资社保、公募基金、职业年金、企业年金以及基本养老金等，在将来的权益配置诉求会更为强烈。但我想建议的是对 A 类进一步地细分，鉴别 A 类中的长期投资者，给予 A 类当中长期投资者以更高配售比例，30%的配售权过低，难以发挥主导作用，在未来可以考虑从制度设计上提高 A 类长期投资者的询价配售权，这就意味着 B 类、C 类配置的比例将减少，其中具体的定价还有待商榷。更多的配售权，就意味着更多的责任，A 类中的长期投资者具有更大的配售权利。但是相应是配售责任是封闭期要一年以上，锁定期内不能立刻抛掉，即更大配额对应更长锁定期。科创板生态刚刚起步，科创板的投资者是一批以价值投资为主的机构和个人，我们应围绕这一现实

进行初期建设。如果这个初期做好了，自然而然就会形成一个好的生态；相反，如果初期就是短期投资导向的，各主体间很容易开始博弈，这是具有路径依赖的。

人生道路虽然很漫长，但关键是要走好开始的几步，不要输在起跑线上。科创板一周以来已经取得初步成功，要在生态当中培养长期价值投资理念，在制度上要给予保证，要让长期稳定机构投资者拥有更高的比例询价配售权，利用制度来引导长钱对科创板长期支持配售，同时这些长期投资者也要被规定长期的锁定期。

科创板是中国经济攀爬喜马拉雅山北坡，完成新旧动能转换，打造创新型国家非常关键的一步棋，容不得失败。将来二三十年之后可能有一万家企业上市（也包括退市），如果倡导价值投资，鼓励企业的长期成长性，一定会培养出一批伟大的公司，让伟大的公司驱动中国经济乘风破浪，奋勇前行。谢谢！

林羿：养老投资波动性管理



林羿：中国养老金融 50 人论坛核心成员、普信集团副总裁、大中华区董事总经理

大家下午好！

非常高兴有这次机会和大家一起共同探讨我们中国第二支柱发展一些关键问题。听了 Heribert Karch 先生介绍，我很有感触。德意志是优秀民族，为全人类在艺术、音乐、科技等各个方面都做了巨大贡献，在养老金领域的贡献也是非常大的。我在我的第一本书《美国私有养老金体制》里面介绍世界养老金史时提到过，德国 19 世纪末有一位伟大政治家和总理俾斯麦，他在人类历史第一个正式通过法

律形式介绍了“退休年龄”这个概念。德国在制定他们社会保险和养老金体制的时候，把退休年龄这个概念定位在 70 岁，1916 年降为 65 岁，65 岁这个退休年龄现在仍被许多国家采用。1935 年美国通过了社会保险法，在当中也使用了 65 岁退休年龄这个概念。这里面有吸收德国概念成分，也跟当时美国比较典型的退休年龄相结合。

我谈这一点主要是想说明，即便是在美国，在养老金体制非常发达的国家，我们也能够向德国在这方面学习到很多东西。所以不仅仅是在文学艺术、工匠精神、创造力这方面我们能够向德意志民族、向德国学习到很多，即便是在我们今天所谈到养老金体制设置方面，实际上德国这个国家也是走在前面。

今天我给大家汇报的是目前在美国在养老金投资产品当中使用比较流行的一个策略——波动性管理，也叫风险性管理。在短时间内肯定没办法将它讲透彻，所以我争取给大家在接下来的时间里，对其中的一些概念进行说明。

一、市场波动率增长的原因

市场波动再次回归，反应在权益类波动图上，在过去将近 30 年的时间里，这个波动率大大增长，固定收益率在一定时间内也有很大提高。波动率增长的原因主要有三个，一是量化宽松政策已经终止了，在 2008 年以后美联储采取了积极的量化宽松政策。二是美联储货币政策当中不确定性进一步增加，特别是在特朗普上台以后。三是目前经济增长前景越来越灰暗，美国经济 2009 年开始复苏，一直到今年年初都是有很好的恢复。全球经济也是基本上随着美国恢复也有恢复，

但是在美国和世界经济继续恢复和增长的同时，它的前景如何？大家越来越缺少信心。这三个因素加起来使近年来市场波动度有所提高。

二、注重不同类别资产关联度关系

从金融学和金融市场学角度来看，这种投资收益上大波动理论上应符合风险波动中十年一次的周期。但从开始有资本市场进入以来，自70年代末开始，实际上它的波动度频繁率已经远远超过十年。70年代以后投资收益上的巨大波动实际上反应了下面股市和证券市场的波动性，频率也是大大提高。

在这样一种情况下，作为波动度的一个组成部分——股票和固定收益关联度，它的情况是什么样？股票在抛售的时候，卖出时的关联度很高。意思是说，股票出现抛售的时候债券等其他不同类别资产也会出现类似的情况。但是股市上涨的时候关联度降低了，比如美国股市和多收益债关联度，投资级别债关联度等就完全不一样，这说明在市场波动度提高的情况下，也要注意其他不同类别资产关联度之间的关系，通过分析这个关系来进一步管理市场波动。

三、波动性管理策略的优势

对波动度管理实际上是一种叠加的投资策略，实际上并不对你下面投资组合进行根本的改变，而是在现有的投资策略基础上叠加一个策略来使你下面真正的组合的波动度减少。具体来说，策略目的是通过一个时间之内叠加操作，叠加的策略使投资组合波动度趋于平缓，减少了风险。这个策略在美国养老金市场特别受欢迎的原因在于它在降低风险方面有很多好处，一是使组合波动度在长时间内趋于平缓；

二是降低了极端风险或者是尾部风险；三是通过对市场不同类别资产未来波动度进行预测，能够尽量保证长期投资策略的稳定。

叠加的策略我想着重解释一下，既可以在单一产品里面叠加策略，也可以在多资产上叠加策略。还有可以根据某一个客户特别的需求来进行量身订制，这个策略不是一成不变的，因此有诸多好处。

对未来投资收益的预测是很难做到的，这点做投资的人感受会比较深刻。这个月好下一个月市场怎么样无法预测，投资收益是什么也无法预测。但是根据行为金融学还有其他金融分类上的科学，通过使用其中一些高精尖方法，我们发现对未来市场波动度预测是能够做到的，至少与对未来投资收益预测相比，它的成功机率大很多，我们无法对投资收益做预测，但是对波动度可以做预测，即可以通过叠加的策略，根据你对下一个月或者是未来一年风险的预测，来进行相应的调整，具体做法为通过使用期货和 ETI 来做对冲，根据你的预测，短仓、长仓是什么，尽量熨平你的风险。

四、波动性管理策略的原则

总体来说实施波动度管理有几个原则。第一，通过叠加的使用期货和个别的使用 ETI 投资的具体方法和投资产品，以一种叠加的方式为已经独立成立的投资组合进行波动度上的管理，从而有效对其风险进行有效管理。第二，预测出未来波动度之后，相应对你组合当中不同资产调整配。如果预测是下一个月可能权益类还会出现大波动，但是固定收益类波动度相对减少，机构或个人可能就通过买权益类期货来降低权益类方面波动，提高长仓买入固定收益，通过这种方式进一

步有效控制它的波动度。第三，设立你的波动度范围，并不是波动度一出现就马上进行调整，如果这样做会极大增加交易的频率，交易频率增高交易成本就会增高，这会对投资收益产生负向的影响。所以要有一个制定范围，比如上下5%，如果不超过这个区间，原有配置就不动；如果超过，才进行调整，这样尽量避免不必要交易，使波动度既能得到有效控制，也不至于导致过多不必要的交易。

我今天就把波动性管理的概念简明扼要地向大家做一个介绍，谢谢。

2019年7月CAFF50动态

1.7月4日,由中国养老金融50人论坛联合中国人民大学养老金融研究中心共同举办的“2019香港强积金制度、监管与运行”专题研讨会在北京燕山大酒店顺利召开。本次研讨会旨在学习探讨香港地区在养老金储备、管理上的先进制度和管理经验。会议由中国养老金融50人论坛秘书长、中国人民大学养老金融研究中心主任董克用教授主持,论坛核心成员、香港强制性公积金计划管理局(积金局)主席黄友嘉先生,香港强制性公积金计划管理局副主席、行政总监罗胜梅女士就香港强积金制度、监管与运行先后发表演讲。中国养老金融50人论坛核心成员及来自其他关心养老金融发展的政界、学界、业界60余位嘉宾参加了本次会议。

2.7月6日下午,北京师范大学中国教育与社会发展研究院主办的第九届“中国社会治理论坛——中国社会治理现代化:70年回顾与展望”分论坛“老龄社会建设与诚信社会建设”在北京召开,论坛由北京师范大学中国教育与社会发展研究院中共社会管理创新研究信息库主任朱光明教授主持,中国人民大学公共管理学院教授、中国养老金融50人论坛秘书长董克用以“应对人口老龄化挑战背景下的养老金制度改革”为题发表演讲,针对我国人口老龄化特点,基于养老金模式,结合我国养老金体系现状,提出我国养老金制度改革的几点思考。国务院研究室原主任、国家统计局原局长李德水、民政部培新中心民政政策理论研究所所长成海军、北京师范大学中国教育与社会

发展研究院教授谢琼等来自各领域专家、学者和各界人士共计 30 余人参加了论坛。

3.7月22日下午，国家税务总局北京市税务局主办的“社会保险费税务部门征收管理的探索与思考”课题研讨会在北京召开，会议由国家税务总局北京市税务局社会保险费处副处长何增斌主持，中国人民大学公共管理学院教授、中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用代表课题组介绍了课题的研究背景、研究内容、研究方法及相关安排。国家税务总局北京市税务局副局长唐学军、社会保险费处处长张翹、副处长何增斌、副处长李树弘、主任赵立勇、北京市人社局职工养老保险处调研员段海超、中国人民大学李珍教授、孙玉栋教授、中国政法大学胡继晔教授等共计 14 人参加了会议。

4.7月27日，中国养老金融 50 人论坛 2019 年上海峰会在中国金融信息中心顺利拉开帷幕，来自政府、学界和业界的 200 余名专家学者共聚一堂，以“职业年金投资、运营和服务研讨”为主题，展开了全面而深入的研讨。本次峰会由中国养老金融 50 人论坛主办、中国太保集团旗下长江养老保险股份有限公司承办。与会嘉宾重点从委托人和职业年金各管理人视角出发，就大类资产配置、投资运营、产品创新等方面进行了深刻探讨。论坛学术顾问、中国社会保险学会会长胡晓义，论坛核心成员、上海市宝山区委书记汪泓，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，论坛核心成员、中国社会保险学会养老保险专委会主任委员周红，论坛秘书长、中国人民大学教授董克用，论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司董

事长苏罡，论坛核心成员、建信养老金管理有限责任公司总裁冯丽英，论坛核心成员、大成基金管理有限公司副总经理兼首席经济学家姚余栋，论坛核心成员、普信集团副总裁、大中华区董事总经理林羿，论坛核心成员、中国政法大学教授胡继晔，论坛核心成员、武汉科技大学教授董登新，论坛核心成员、浙江大学教授米红，论坛核心成员、香港投资基金公会行政总裁黄王慈明以及来自全国各省市社保部门、职业年金管理和服务机构、知名高校的学者以及论坛成员和研究员等诸多嘉宾共聚一堂，聚焦职业年金相关问题，对职业年金的管理、投资和服务等问题建言献策。



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