

养老金融评论

2017年第6期（总第19期）

- 王忠民：第三支柱个人延税账户是社保顶层设计的关键节点
- 洪磊：建设普惠、透明、高效的第三支柱养老金服务体系
- 金维刚：健全中国三支柱养老金体系
- 董克用：深化认识，凝聚共识，加快养老金第三支柱的发展
- 胡继晔：基金管理中的受托人义务
- 汤晓东：公募基金参与养老金第三支柱是行业发展的必然选择
- 詹余引：基金服务养老金第三支柱

中国养老金融 50 人论坛简介

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

论坛学术顾问：

潘功胜 杨子强 王忠民

论坛秘书长：

董克用

副秘书长：

王赓宇 朱海扬 谭海鸣

秘书长助理：

孙博

《养老金融评论》简介

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

《养老金融评论》编委会

主编：

董克用 姚余栋

执行主编：

孙博

编辑组成员：

张栋 张园 张晓宇 马媛媛 龚元园

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

目 录

【本期重点关注】

王忠民：第三支柱个人延税账户是社会保障顶层设计的关键节点....	5
洪 磊：建设普惠、透明、高效的第三支柱养老金服务体系.....	10
金维刚：健全中国三支柱养老金体系.....	17
董克用：深化认识，凝聚共识，加快养老金第三支柱的发展.....	27
胡继晔：基金管理中的受托人义务.....	33
汤晓东：公募基金参与养老金第三支柱是行业发展的必然选择.....	39
詹余引：基金服务养老金第三支柱.....	44
窦玉明：股票基金是提高养老金长期回报的关键.....	50
赵学军：公募基金服务养老的几点思考.....	54
陈 清：公募基金是养老金资产配置的有效工具.....	58
赵 翌：美国个人养老金中个人投资者的投资行为经验借鉴.....	63

【养老金融资讯】

养老金融月度资讯.....	71
---------------	----

【CAFF50 大事记】

2017年5月CAFF50动态.....	81
----------------------	----

导读：养老金制度作为维系现代社会运转的基本制度之一，既是社会稳定的安全阀，也是经济发展的助推器。1991年《国务院关于企业职工养老保险制度改革的决定》发布后，我国开始了社会化养老保障体系的建设之路，并开始探索建立以三大支柱为支撑的养老保障体系。然而，在实际运作中，存在着第一支柱公共养老金负担过重，第二支柱企业年金和职业年金覆盖范围窄，第三支柱个人养老金发展滞后等问题。在我国老龄化加剧和居民财富积累的大环境下，建立由政府税收激励、个人自愿参与的养老金第三支柱具有重大意义。

5月8日，中国证券投资基金业协会就养老金第三支柱建设组织了专题研讨。本期《养老金融评论》重点关注中国养老金融50人论坛学术顾问、全国社会保障基金理事会副理事长王忠民，中国证券投资基金业协会党委书记、会长洪磊，中国养老金融50人论坛核心成员、人社部社会保障研究所所长金维刚，中国养老金融50人论坛秘书长、中国人民大学教授董克用，中国养老金融50人论坛核心成员、中国政法大学教授胡继晔，华夏基金总经理汤晓东，易方达基金董事长詹余引，中欧基金董事长窦玉明，嘉实基金总裁赵学军，富达国际高级顾问陈清，先锋领航投资管理（上海）总经理赵墾在此研讨会上的发言实录，以飨读者。

王忠民：第三支柱个人延税账户是社会保障顶层设计的 的关键节点



王忠民：中国养老金融 50 人论坛学术顾问、全国社会保障基金理事
会副理事长

我讲一个故事，一种逻辑。故事是我所在的机构全国社保基金理事会的故事，故事原本的内涵和准确性可以考证。

社保基金这个故事里有几个环节特别重要，我估计大家比较重视的是，社保基金储备型养老金的规模接近 2 万亿，其中涉及基础养老金的规模大概 1300 亿左右，也涉及基本养老保险“个人账户”的部分。这三个部分，构成了社保基金管理资产当中有效的管理架构。这个故事会延展几个方面，第一，全国社保基金从成立之初就得到了国务院的一个最好的政策，就是它是一个免税主体。所有的投资本金也

好，投资收益也好，免交易税，全部收入滚存到本金。由于这条免税政策，至今已经有 17 年历史的社保基金拓展到如此大的规模，税收的贡献全部都转化为投资的回报率。这和我们在谈给第三支柱在什么环节征税，具有启示意义。

过去的 16 年里，全国社保基金年化收益率在 8.4% 左右，平均到十几年当中，只有三年左右收益率低，但是我们发现有两年是峰顶，正好在十年前。当时社保基金有一年收益率是 43%，第二次是 2006 年、2007 年的时候，大概是 27%，将近 30%，这两个年度回报率最高。但是我们也有个别年度，总资产回报是正的，但在股票资产上的回报出现负值。不管是一大类的股票资产还是其他的资产，从全资产的角度去看，可以看到年化 8.4% 的收益率的测算，是因为用了不同的资产类别，用了不同时间年度的会计核算。注意，任何一个高波动率、高回报率的资产，如果用了税延机制，它的波动和回报当年是不交税的，只有税延波动到最后那一年，把全国拉平均之后，提取养老金的时候再交税，可以用高低波动去算，这是这个故事的第二点。

这个故事的第三个方面是，所有的社保基金投资免税，因为免税，2 万亿的储备性养老金中有 8000 亿是投资收益滚存，包括当年的收益率和早些年度收益的复利投资收益，是所有的投资收益。因为不缴税，因此社保基金的效益会不断地累积。

第四点，全国社保基金半数资产是委托投资给不同的基金机构管理，既包括二级市场中的权益类，也包括债券类、私募股权。所有这些逻辑恰好证明社保基金的投资把握了社会资本市场当中的机构发

展、产品发展的市场成长点，及时跟进、及时委托、及时把握国民经济成长跟资本市场成长的有效端口、有效的渠道、有效的产品和有效的回报，从而获取社保基金投资回报。

这是我今天讲的第一部分，一个故事，四个亮点。

这个故事回到今天，我们就会相信今天的主题可以从这个故事当中引申出主要的结论和它的内在关系。今天的社会保障占到企业总成本和企业公司成本的比重，仅看养老一项就有 28%，目前由于公务员和机关事业单位也参考职工的这个体系，进入到 28%的架构。我们只看这个 28%，我们找出了一点，过去我们在 28%当中有 8%个人账户全部都没有按照有效的个人账户去认真地加以实施和落实，而是和社会统筹账户统一在一起做的。

我们今天难以算清楚一笔账，社会统筹账户在用 8%的个人账户利率，这是一个什么样的逻辑依然不清楚。所以到底现在结存的 4 万亿左右是个人账户的结存，还是与社会统筹账户的结合，还是各占多少？每一个省、每一个市这个比例到底如何都不清楚。说明我们过去把个人账户混同为一般的账户。如果我们从新的时代看，要降低企业成本，特别是降低企业的社会保障成本，尤其是养老这样一个占到 28%的成本当中，有一个逻辑可以一举完成，就是把 8%的个人账户回归到个人账户的本质当中，完全个人化。

完全个人化意味着放到工资项下的 8%的时候，我们给它设立一个延税账户。刚才洪会长也讲了，一个延税账户在同一个名下永生记载，不断积累，这就可以解决原来企业成本太高、过去对个人账户没

有有效切割的问题，也可以解决今天社会保障顶层设计当中最关键的几个节点的问题。

当这个问题解决之后，我们围绕于此，会发现如果给这个 8% 以税优，不管是免还是延，都恰好是今天职工收入在提高，已经到达了纳税的基础份额之上。特别是公务员和事业单位的工资水平放到今天这样一个标准当中，大部分都是纳税人，如果这一部分收入进入他的个人账户中，一旦延税或者免税的税收效应发挥作用，人们会积极地运用这一块儿的逻辑，不管是职工、公务员还是事业单位都会坚持运用。所有进入这个账户的 8%，按月做进去之后，全部都是税延，全部管理不会失踪，不会迷失。

我们下一个逻辑是，如果让这个账户投资到中国现有的金融产品，中国现有的投资机构，中国现有的任何一支基金，中国现有的任何一个不管是保险的、基金的、证券的、信托的各种东西，你都可以去投。但是你投的是基于这个账户，在投资过程中获得税收递延，最后在领取阶段完税。

社保基金是和基金业一块发展的，我们刚开始委托管理的时候和基金业共同讨论产品、讨论总资产的规模，到现在我们可以看到市场当中有很多产品可以去选择。反映一个逻辑是，中国的金融市场不仅有现有的这些产品和种类，还会有新的东西，还会大爆炸，还会衍生，还会对冲，收益可以互换，还会有一系列的东西，只要这个市场是规范的，是信用化的，我们都允许个人账户下的资产可以对接到投资当中，所有对接到那个数量下的资产都按延税和免税的逻辑来进行。我

们今天大多的金融产品，实际上有税务制度，现在免则免，现在不免则延，这样来说就把所有金融产品的选择给了个人账户，充分开放，及时开放。让这个账户在全社会当中，不仅提供承载金融市场的公平，也可以让需求对接得到有效的成长和发展。

社保基金在过去的委托过程中也促进了公募基金的发展。今天在座的公募基金，要感谢你给社保基金带来了回报，你也要感谢社保基金给你那么多钱让你有管理费，你管社保基金是规范的、是有效率的、是能够带来回报的。你再向社会发社会保障类的产品，这会有信誉、有品牌、有价值。这是一个成长过程，账户面对它这样来做的话就会小。如果我们能够充分开放，恰好是回避我们今天的准入式，牌照准入，为什么要牌照？需要用这个牌照作为一个“马甲”，通道业务和“借马甲”的业务恰好是我们金融的端口。对于养老金之间没有充分开放、没有充分竞争的格局，背后有可能给养老金的供给者带来短期的收益波动，也可能带来另外一个市场当中的风险，这就是监管风险。如果我们开放，风险的问题，特别是不规范的风险也会回避的，我相信如果将8%完全个人化，给它用账户的形式确立它的权利和义务，特别是税收递延，对它投资任何一个自由的选择和自由确定的维度当中，及时化、充分化，这三点逻辑一旦连成，中国养老金将会源源不断地积累在第三支柱的账户上，中国的个人账户将会是全世界最大的一个账户，因为我们人多和力量大。中国将会推动养老金和资本市场协同发展，这个辉煌时代将会早日到来，谢谢！

（本文原载于中国基金业协会微信公众号）

洪 磊：强化使命担当 建设普惠、透明、高效的第三支柱养老金服务体系



洪 磊：中国证券投资基金业协会党委书记、会长

尊敬的王忠民副理事长、金维刚所长、董克用教授、胡继晔教授，各位嘉宾：

大家下午好！

养老金制度是维系现代社会运转的基本制度之一，既是社会稳定的安全阀，也是经济增长的助推器。1991年《国务院关于企业职工养老保险制度改革的决定》（1991年33号文）发布，我国开始了社会化养老保障体系建设之路。二十六年来，企业职工基本养老保险的运作机制不断完善，覆盖面不断扩大，已经成为我国社会保障制度的中流砥柱，为深化国企改革、促进计划经济向市场经济转型作出了历

史性贡献。但是，基本养老金替代率不断降低和个人账户空账运行的挑战日益严峻，在基本养老保险、企业年金和职业年金之外，构建以个人自主养老为基础的第三支柱对于完善我国养老体系具有重要意义，将为整个养老体系的重塑提供战略空间。

谈到第三支柱养老金，我们应当深入思考两个基本问题，一是为什么要建第三支柱养老金，二是要建设一个什么样的第三支柱养老金。我想谈谈个人观点，供大家参考。

一、为什么需要以个人账户为主的第三支柱养老金？

从养老体系自身看，需要建设一个与第一支柱互补的改善型第三支柱。一般而言，第一支柱养老金的核心目标是为全体国民提供底线之上的基本保障，避免老无所养，其特点是保底和公平。为了达到保底和公平的效果，第一支柱养老金通常采取社会保障税等强制性缴费措施，通过不同程度的现收现付和账户统筹设计，实现相对公平的养老给付。这一制度设计突出公平优先，并且带有明显的风险保障特征，其缺陷也同样显著：缴费激励不足，个体理性选择都是少缴费、多受益；从全社会而言，均衡费率水平很难确定，费率过高会导致企业人力成本上升，利润率和竞争力下降，对就业市场也会产生挤出效应，削弱经济发展动力；费率过低会导致缴费不足，跨期上很难维持与工资增长水平相一致的养老待遇，甚至出现账户亏空，体系运转难以为继。

目前，基本养老的个人账户在目前的统筹层级上已经出现部分空账，这些个人账户资金本来应该实账积累，并用于缴费人自身的未来

养老给付，实际上已经被当前的养老给付需求挪用。提高统筹层次也只能临时缓解统筹账户压力，除非通过公共财政转移支付或国有资产划转，否则，在当前的费率机制下，基本养老保险自身的可持续性已经成为问题，基本没有下调费率的空间。

第二支柱中的企业年金属自愿性缴费，缴费负担仍以企业为主，自 2004 年设立至今，覆盖面仅有 2300 万人；职业年金受益对象为事业单位职工等特定群体，缴费来源最终仍依靠公共财政。目前，在单位+个人分担的缴费机制下，无论是强制性的第一支柱，还是自愿性的第二支柱，都无法对全体国民提供足够有效的养老保障。因此，从养老体系建设的角度看，设立与第一支柱功能互补的第三支柱意义重大。

从居民储蓄与经济增长的关系看，建设第三支柱养老金是改善家庭资产配置、推动经济长期增长的重要途径。长期以来，我国居民家庭持有金融资产以银行存款为主，2015 年末占比为 60%，持有银行理财产品占比为 14.5%，直接持有股票和持有公募基金占比分别为 17.7%和 3.5%，剩余的 4.3%为 3.99 万亿基本养老金累计结存产生的未来权益。可以看到，我国居民储蓄中，无风险资产即银行存款加银行理财的占比达到 3/4，投资性资产合计仅占 1/5，专门用于养老的资产占比不足 5%。

上述资产结构带来两类金融配置扭曲，一是家庭部门缺少规范化、专业化养老资产配置渠道，以养老为目的的金融资产大量配置于无风险短期金融产品，获取低于社会平均回报率的固定收益，或者无

序流入高风险的股票市场，博取低概率的风险价差，少数人甚至误入非理性投机陷阱，导致养老钱血本无归。二是金融体系将居民储蓄向实体投资转化的功能严重不足，尤其缺少有效的长期资本形成机制。2008年全球金融危机以来，全球经济衰退、有效需求不足，同时量化宽松盛行，我国实体经济增长率下行，金融领域结构性矛盾突出。大量金融资产没有转化成支持实体经济发展的资本金，而是借助金融“创新”之名，在不同金融部门之间空转套利。

整个金融体系在过剩资金的驱动下，从源头开始，向下寻求无风险收益，衍生出各种相互嵌套的结构化金融产品，这些结构化产品通过劣后级向优先级保本保收益，实质上是优先级向劣后级提供贷款，由劣后级运用高倍杠杆从资本市场中攫取风险收益。由于缺少养老金在资金来源端的分流和资金运用端的长期理性，金融体系中真正触达实体经济的投资工具非常不发达，客观上加剧了金融资源配置的扭曲。发展第三支柱养老金能够有效改善上述扭曲现象，其价值已经为以美国为代表个人账户养老金（IRA）所验证。

二、应当建设一个什么样的第三支柱养老金？

在第三支柱养老金的制度设计中，应当最大程度地追求社会公平正义，让每个人都享有公平参与并获取最大受益的机会。第三支柱必须突出普适性、自主性和效率优先特征，能够为任何有自主养老意愿的个人提供零门槛进入的便利，理想做法是为每个人提供一个零成本的个人养老账户；充分尊重个人对养老账户的支配权，所有的政策激励、资产配置方案及监管均以个人账户为载体，从最终受益人的角度

作出制度设计，通过激励相容实现各方自主参与、公平竞争。从政策制定者、金融产品提供者到具体监管部门，要有历史责任的情怀和敢于担当的胸襟，排除部门利益的掣肘，从社会福利最大化出发推动养老第三支柱的发展。

具体来说，应当搭建一个无歧视的、有税收优惠激励的个人账户平台，充分尊重个人选择权，推动各类养老金融产品在公平的税优激励和个人选择权约束下充分竞争，最终通过具体的投资组合，让每个人的风险与收益得到恰当权衡，符合个体的生命周期需求。在顶层机制层面，应当坚持以个人账户为核心，避免第三支柱沦为部分机构、部分金融产品寻求政策保护甚至政策垄断的工具；在养老金融产品供给方面，应当坚持生命周期和养老风险管理要求，避免短期理财产品混淆养老属性；在投资运作方面，应当坚持专业化分工、低成本运作和严格监管，针对产品设计、信息披露、估值核算和公平交易等建立统一标准，推动各类养老产品在风险控制、长期收益和管理成本上充分竞争，让投资人利益优先原则在个人养老账户上得到落实；引入法律监督、审计监督和公众监督，避免个人养老资产脱离投资人利益，沦为投机者谋取个人不当利益的提款机。

为了更好地发展包括个人账户第三支柱在内的养老金体系，我们还应当在制度环境方面作出更多探索。

一是大力发展固定收益类和具有稳健现金流的投资产品。例如，发展以优质不动产为基础资产的公募 REITs。应当鼓励具有持续稳定现金流的优质公共基础设施和服务项目实现资产证券化并上市交易，

再通过公募 REITs 完成标的挑选和组合持有，让这些 REITs 成为养老金寻求稳健回报的可靠工具，既能满足养老资产的投资要求，同时也缩短了实体经济融资链条，切实降低实体部门的杠杆率。

二是推动养老金对接资产管理，建设三层架构。资产管理市场应当形成三层有机架构。从基础资产到组合投资交给普通公私募基金以及公募 REITs 等专业化投资工具，由公私募基金从投资人利益出发，充分发挥买方对卖方的约束作用，关注科技动向、产业发展趋势、公司战略、企业家精神，跟踪经营成效，发现具有低成本、技术领先和细分市场竞争优势的企业，或者寻找有长期稳健现金流的基础资产，建立特定投资组合，打造适合不同市场周期的投资工具；从组合投资工具到大类资产配置，交给养老金 FOF，比如目标日期基金（TDFs）和目标风险基金（TRFs）等配置型工具，专注于长周期资产配置和风险管理，开发满足不同人群生命周期需求的全面解决方案。在这个有机生态中，通过投资工具的分散投资可以化解非系统性风险，通过大类资产配置可以化解系统性风险。

三是推动完善资本市场税收制度建设。税收制度是影响资本市场运行效率最重要的因素之一。应加快研究有助于资本市场投融资效率和促进长期资本形成的税收体制，建立公平、中性税负机制，推动税收递延惠及个人账户养老金等长期资金；推动《基金法》税收中性原则落地，避免基金产品带税运营，推动 REITs 等长期投资工具更好地对接养老金需求，服务实体经济转型。

养老金事关全民福祉和社会未来，在养老金顶层制度设计上，我

们没有犯错误的机会。建设一个普惠、透明、高效的第三支柱养老金服务体系是我们共同的理想，也是资产管理业服务社会的方向！

我们将为此而不懈努力！谢谢大家！

（本文原载于中国基金业协会微信公众号）

金维刚：健全中国三支柱养老金体系



金维刚：中国养老金融 50 人论坛核心成员、人力资源和社会保障部
社会保障研究所所长

尊敬的王理事长、洪会长、各位领导、各位专家、各位来宾：

大家下午好！

关于养老保障第三支柱的讨论，近年来开始成为一个热点，也是一个难点。实际上，有关三支柱养老保障体系建设的发展目标，其实早在我国进行养老保险制度改革初期就已经确立。在国务院于 1991 年发布的《国务院关于企业职工养老保险制度改革的决定》中，就已经明确提出：“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制度相结合的制度。”这就已经明确我国养老保障将建成包括以上三个部分构成的三支柱的养老保障体系。但是，长

期以来，我国在这三个支柱的发展不平衡。

首先，作为第一支柱的基本养老保险，现在已经基本上实现制度的全覆盖，正在朝着人群的全覆盖的方向在发展。

其次，作为第二支柱的企业年金经过十多年的发展，目前总体上看还是非常缓慢，建立年金的企业只有 7 万多家，与我国现有一千多万企业的数量规模相比，还不到 1%，只覆盖了 2300 多万人，在参加企业职工基本养老保险的人数中仅占 7%，绝大多数的企业职工及退休人员是没有企业年金的。此外，在机关事业单位改革以后开始建立职业年金也才刚开始起步。

此外，作为第三支柱的个人养老金制度，虽然说早在 1991 年国务院关于企业职工养老保险制度改革的文件中就已经提出需要逐步建立，但是到目前为止国家尚未专门出台相关的制度及政策规定，在第三支柱建设方面还是比较滞后的。

因此，总体上看，在我国三支柱的养老保障体系中，第一支柱一支独大，第二支柱是短板，第三支柱还比较薄弱。

在这种情况下，第一支柱负担非常重，按照我国关于基本养老保险的制度设计，基本养老金的替代率水平是在缴费满 35 年的情况下达到 59.2%。但是，我国职工基本养老保险如果按照缴费工资作为基数来测算，去年企业养老金替代率其实已经达到了 67% 左右。这一替代率水平并不像一些专家说得那么低，也就是说它已经超出了制度设计的上限。我国已经经过了连续 12 年提高企业退休人员的养老金，到今年已经是第 13 年提高企业退休人员的养老金。经过多年调整待

遇，基本养老金水平不断提高。到 2016 年人均养老金水平已经达到了 2400 元左右。实际上，基本养老金提高的空间是有限的。但是目前人们对于养老金待遇的需求，还是不断增长的，因为绝大多数退休人员除了基本养老金，是没有年金等补充养老保险的，再加上我国养老保障第三支柱发展迟缓，所以导致退休人员只能依赖于第一支柱。这样就对第一支柱形成很大的压力。

一方面，近十多年来我国不断提高退休人员养老金水平，即使是这两年调整的幅度跟过去相比有明显的下调，但是毕竟还是在不断地提高。但是，另外一方面，职工养老保险基金收支的压力也越来越大。所以，我国必须要按照国际上养老保障发展的规律，构建三支柱的养老金体系。不仅需要大力地扶持发展第二支柱，也就是企业年金和职业年金，而且要积极促进第三支柱建设，就是要把目前个人养老金制度主要是依靠一些保险公司自发地推进，变成是由政府积极主动地推进建立第三支柱。

因此，我国养老保障第三支柱建设势在必行。按照中央所提出的社会保障要实行全覆盖、保基本、多层次、可持续的发展方针，我国现在正在构建覆盖全民的社会保障体系，其中在养老保障方面，我国也正朝着全覆盖的方向发展。到 2016 年底为止，参加各种养老保险的总人数已经达到了 8.87 亿人，其中参加城镇职工基本养老保险的总人数达到 3.79 亿，还有 5.08 亿人参加了城乡居民基本养老保险制度，总体上参保率在 85%左右，按照“十三五规划”，到“十三五”期末，养老保险参保率要达到 90%。

目前，城乡居民的养老金水平还是比较低的，单靠这样的基本养老金显然是不够的。因此，发展第三支柱也应当涵盖城乡居民，居民个人可以通过相关政策安排，能够加入到第三支柱体系之中。

从国外的情况来看，各国都根据本国的实际情况，逐步建立三支柱的养老保障体系，通常由国家立法，按照自愿的原则，个人根据自己的经济状况来对未来的养老保障进行储备，通过个人与第三方的金融机构签订这受托协议来设立个人养老金账户，政府可以适当地提供一些税收优惠政策，由第三方的这种金融机构来进行予以提供多样化的金融产品，政府来承担这方面的监管和规范市场秩序的责任。

发达国家实行的个人账户的养老金体系大体上可以分为两大类：

第一类是以美国、英国、加拿大等为代表的一些国家，这些国家制度建设的比较早，税收优惠也比较大，税收优惠灵活多样，资产规模、参与的人数也比较广泛，占退休后养老金收入的比重也比较高。

第二类是以德国、法国、意大利和日本为代表的国家，这些国家的个人养老金制度相对来讲发展还是比较滞后，在参保人数、资产规模等方面与第一类的国家相比明显较小，占养老金总收入的比重也相对比较低，发挥的作用也比较有限。

总体上看，各个国家尤其是发达国家，个人养老金制度的设计既具有共性，也具有明显的差异。个人养老金计划在整个个人退休保障方面，发挥着越来越重要的作用。

在制度模式上，各个国家通常在建立个人养老金制度方面都是实行个人自愿参与，运作方式比较灵活便捷。在财务运作模式上，各个

国家都是采取基金积累制，基金运营管理也高度的市场化。在待遇的确定方式上，多数国家都是采取缴费确定型，个人的养老金取决于个人养老账户的积累（包括投资收益）。从覆盖面来看，个人养老金的覆盖范围与各国对个人养老金计划的功能和定位有直接的关系，通常各国个人养老金计划覆盖所有人员，具有普惠性或者普适性，更加重视对非正规就业人员、中小企业员工的覆盖。对参加了第一支柱基本养老金和第二支柱职业养老金的人员而言，个人养老金是提高其退休后养老保障水平的一种补充。对于没有职业养老金的人员和基本养老金的人员，第三支柱对他们来讲就是最基本的、最重要的养老金来源。

例如，英国个人养老金主要面向众多中小企业、大量个体工商业者、自雇人士和非常规就业者。

德国于上世纪九十年代开始建立第三支柱。2001年出台的李斯特养老金计划是一项家庭保险计划，参保人的配偶可以参加，政府给予补贴；2005年推出吕鲁普养老金计划，对于大多数既不参加法定养老保险，也不属于职业养老金保障范围的自雇型劳动者，起到了基础保障的作用。

美国最初的个人养老金计划只是针对那些不享受雇主养老金的雇员和自雇佣人员，后来扩展到已参加第二支柱养老金计划的雇员，目前面向所有纳税者，特别适用于中等收入及个体经营者，其中雇主支持的个人退休账户主要针对中小企业设立。

荷兰个人养老金的定位是针对那些没有获得全额国家养老金的人员、没有被职业养老金所覆盖的自雇人士，以及所得养老金不能满

足退休后生活需要的人士。

有些国家个人养老金的设计只是针对中高收入人群。如意大利私人养老保险的购买人群主要限于高收入阶层。加拿大私人养老金计划的目的是鼓励中高收入人群通过及早安排规划个人退休账户，积累足够的余额，以便退休后能够维持或接近退休前的生活水平。

个人养老金计划的筹资主要来源于个人缴费，一些国家也鼓励雇主为个人养老金账户缴费。例如，美国规定雇主发起的个人退休计划（IRAs），雇主必须匹配缴费且缴费属于雇员所有。

2016年，美国养老金资产规模达到21万亿美元，其中公共养老金累积5.7万亿美元，占27.1%；年金累积7.9万亿美元，占37.6%；个人退休账户（IRA）积累总额达到7.3万亿美元，占34.8%。第三支柱所占比重不仅远超第一支柱，而且与第二支柱所占比重很接近。

通常，各国个人养老金计划规定达到退休年龄或者规定的领取年龄时才可以从个人账户中领取养老金，如果提前领取，要缴纳额外的税收。少数个人养老金计划没有领取年龄的限制。个人养老金计划有着灵活的缴费和领取方式，可以选择月、年或一次性缴费，按月领取和一次性领取等多种形式。

各国为推动个人养老金计划发展，吸引更多人参加个人养老金计划，无一例外都给予了税收优惠支持或者政府补贴等政策激励措施，主要包括以下两种激励措施：

一是税收优惠。在缴费阶段、投资阶段和领取阶段都可以不同程度地享受税收优惠，利用税收杠杆鼓励个人加入计划。通常缴费阶段

的税优是有缴费限额的，即一定缴费额度内才可享受税收减免。每个国家都设立了一套复杂的税收优惠办法，与本国税收体制密切相关。

例如，美国传统型个人退休账户在缴费环节享有税收优惠政策，允许个人在税前向账户缴费，账户资产的增值部分无需缴纳投资收益税，只有在账户资金支取时缴纳个人所得税，属于 TEE 税收优惠模式。罗斯个人退休账户在资金支取环节享有税收优惠政策，个人税后收入缴费，但账户资金的增值可以免税，属于 EET 税收优惠模式。

不同的税收模式适合不同的人群，个人可以根据自己情况进行选择。从典型国家的实践看，EET 税收优惠模式更受欢迎。荷兰、韩国、芬兰、丹麦、比利时、卢森堡、西班牙等多数国家的个人养老金均采用 EET 税收优惠模式。意大利、瑞典等个人养老金采取 ETT 税收优惠模式，适应不同收入群体。有的国家通过纳税收入资金限额，避免了向高收入人群的税收倾斜，体现了公平性。

二是直接支付财政补贴。最典型的例子就是德国的李斯特计划。国家补贴由基础补贴和可能出现的子女补贴构成。其中，基础补贴每人 154 欧元；未成年子女，每人 185 欧元（300 欧元）。25 岁以下的人员，在参加该计划的头一年，可以获得一次性 200 欧元的奖励。

在投资运营方面，国际上，保险、银行、证券公司、基金公司、信托公司等金融机构广泛参与个人养老金计划。每个国家都对允许参与的金融机构进行了规定。一些国家规定只有保险公司、银行可以参与个人养老金计划。这些金融机构必须经政府有关机构审批。

例如，美国个人退休账户（IRAs）可在商业银行、保险公司、证

券公司、共同基金管理公司等各类金融机构开设并托管，资金可以用来购买托管机构允许买卖的金融产品。德国李斯特养老金产品可以由人寿保险公司、银行、基金公司和从事住房建设融资活动的建房互助储蓄金信贷社提供，而吕鲁普养老保险产品只可以由商业保险公司提供。意大利规定只有银行、保险公司、资产管理公司以及经纪公司可以管理养老基金。日本 1960 年生命保险公司开始开办个人年金保险，后来各金融机构相继参与了个人年金市场。总体看，银行、商业保险公司是个人养老金计划初期运营机构的首选，后来逐步扩大到证券公司、共同基金管理公司、经济公司等其他金融机构。

在运作模式上，英、美、法等国家通常采取信托管理模式作为主要或者唯一的养老基金运作模式。加拿大比较特殊，其 RRSP 账户主要运作模式有信托型、保险契约型和政府联合基金等形式，其中信托模式在退休收入累计资产中占比最大。

在投资产品方面，个人养老金计划产品形式灵活多样，以满足不同群体的差异化需求。个人可以选择委托专业金融机构负责投资，可以自己选择金融机构提供的默认投资，也可以选择自主投资、灵活地配置资产。大部分个人养老金计划，都提供了共同基金、银行存款、商业保险产品、股票、债券等多种投资产品。

例如，美国个人退休账户（IRAs）刚推出时，大部分民众主要投资银行存款等低风险收益产品，随着美国资本市场的发展和投资者的成熟，目前大部分居民选择的产品更为丰富，包括共同基金产品，银行定存及理财产品，股票、债券及常规衍生品（主要通过证券公司买

卖)，寿险公司的年金产品等，其中共同基金是大部分家庭 IRA 资产配置的首选。

最后，简要谈一下构建我国个人养老金制度的基本思路：

第一，建立个人养老金制度需要政府大力地支持和推动。过去由于国家没有出台建立第三支柱方面的政策，所以在市场自发的状态下，第三支柱发展迟缓，这表明没有政府的大力支持包括提供一些必要的优惠政策，第三支柱是很难发展起来的。所以，必须由政府通过相关制度安排，其中包括借鉴国际上通常采取政府优惠政策的经验，尽早地出台税收优惠和政府补贴政策，促进建立养老保障第三支柱的政策，促进个人养老金制度的发展。政府要促进个人养老金制度的建立和发展，就要采取必要的激励措施。对个人养老金计划给予税收优惠或者政府补贴，是个人养老金制度建立与发展的重要推动力。在未来时机成熟时，还应当通过国家立法的方式，以法律的形式将第三支柱体系确定下来。同时，政府要承担监管责任，加强对市场运作的监管，确保个人养老金权益。

第二，适当调整养老保障三支柱的结构比重。鉴于我国现有基本养老保险缴费比例过高，挤压了第二、第三支柱的发展空间，应以养老保险顶层设计为契机，适当降低基本养老保险缴费比重，释放缴费空间，相应地调整基本养老金在三支柱中所占比重，减轻政府负担，大力发展企业年金和职业年金，加快建立税收优惠的个人养老金制度，鼓励人们通过多元化的养老保障，提高退休后的养老金水平。

第三，建立相应的监管体系。对个人养老金制度的监管需要人社

部门、金融监管部门、税务部门共同参与、协调配合。人社部门可以牵头建立个人养老金制度计划，明确其功能和定位、覆盖人群、待遇领取条件等制度层面的内容，同时配合税务、财政等部门明确税收优惠政策。考虑到个人储蓄养老保险属于养老保障的第三支柱，建议参考企业年金，由人社部核准相关金融机构，批准符合资质的机构从事个人养老金投资管理活动。

第四，在市场准入和管理方面，应当坚持公平原则，也就是说要允许各类金融机构要有参与权。应当允许金融机构广泛参与，相关金融产品灵活多样。由保险、银行、证券公司、基金公司、信托公司、经纪公司等金融机构广泛参与，经政府核准的金融机构可以提供丰富多样、符合养老需求、不同风险收益的投资产品，包括权益类产品和固定收益类产品。参保人可以根据自身风险偏好度、年龄以及生命周期预期等因素，做出自己的投资选择。但是，考虑到我国当前金融市场发展尚不成熟，大部分人缺乏专业的金融知识和风险意识，建议设置默认投资产品。金融机构的广泛参与，可以调动金融机构投资管理的积极性，增加产品的丰富性，提高竞争程度，降低管理成本。

应当指出，我国在构建三支柱养老体系保障体系方面任重道远，还有漫长的路要走。但是，我相信，随着养老保障制度改革不断深化，未来中国一定能够建立起不断健全和完善、日益强大的三支柱养老保障体系。

谢谢各位！

（本文原载于中国基金业协会微信公众号）

董克用：深化认识，凝聚共识，加快养老金第三支柱的发展



董克用：中国养老金融 50 人论坛秘书长、中国人民大学教授

尊敬的王理事长，金所长，洪磊会长：

感谢基金业协会邀请我来参加专题研讨会。我想用这个时间谈一点自己的想法，题目刚才洪磊会长已经讲了，深化认识，凝聚共识，加快养老金第三支柱的发展。我认为这包含两个部分：一是关于养老金相关概念的再认识；二是第三支柱的三大要点。

首先，养老金相关概念的再认识。

这些年我们做的一些研究一直在往前走，不断地吸收国外的概念，包括保险、养老保险概念，养老金概念。什么是三支柱，我们在看世界上各个发达国家已经走的这些路，他们把这些制度建立起来，

我们跟在后面建，看这些东西怎么能结合中国的实践，国外发达国家已经走过的和我们已经走过的路，这两条路我们在哪些方面是契合的，我们在哪些方面是中国特色，我们怎么把这个理顺。

如果这个不理顺，如果这个概念不清晰，在政策制定和执行的时候就会产生偏差。现代养老金体系及相关概念，作为外来品，理论界定是制定相关政策的基本前提。然而，目前对其理解并不一致，实践中对于相关概念的泛化理解已经影响到了制度改革与完善。因此，有必要从理论上对相关概念予以清晰界定。

其实我们讲到的养老保险，养老保障体系，只是从金融角度来谈我们的养老保障体系，因为养老保障体系，老年人还有他的相关的产品和服务。如果我们只从金融角度来讲，与金融相关的养老保障体系：包括养老金体系、商业养老保险、养老服务金融三部分，是涵盖养老资产、风险保障、老年金融消费的综合性制度体系。

首先是养老金体系，它是在提供养老资产，从年轻的时候就开始积累，一直在提供这种养老资产。同时我们有一个商业养老保险，它更多提供一种风险保障。第三，还有养老服务金融，就是老年人有一些特殊的金融服务，有一些资产要兑现，现金流没了用资产来变现。

今天我们不说养老服务金融，只说一下养老金体系和商业养老保险，这两者到底有没有区别？从定义上看也是有区别的，国外分别用 **pension**(养老金)和 **insurance**（商业保险）表示。两者的目标也不同，养老金体系注重资金积累，商业保险重在风险防范。同时，它们的政府责任也不同：与商业保险相比，政府通过财政兜底、税收优惠，介

入养老金体系程度更深。

养老金体系主要指的是三支柱：公共养老金、职业养老金、个人养老金，这是发达国家走过的路，三支柱，很清晰。

第一支柱是公共养老金，包括职工基本养老保险和城乡居民养老保险。第二支柱我们现在叫企业年金和职业年金，第三支柱是个人养老金。第二支柱和第三支柱都是一个资产积累的过程，这个过程是从什么时候开始？是从你开始就业，有了工资收入开始积累。什么时候使用？到你退出劳动的时候开始使用。

三支柱养老金模式成为各国普遍选择，通过国家、单位和个人养老责任共担，实现养老金体系可持续发展。这三个支柱有什么差异？

从发达国家来看，第一支柱是 **Public pension**，是公共养老金，是保证国民基本养老安全，财政的安全，避免贫困，它的模式是政府主导的，它既可以是普惠制，普惠制跟你所在的公司不相关，从这种意义上来讲，我们的居民养老保险这一块就是普惠的，也可以是企业和在职者缴费，就像我们现在的职工基本养老保险要缴费，这一部分公共养老金，政府负有最后的兜底责任。

第二支柱是职业养老金，各个国家也很清楚，它是两个作用，一方面是增加养老收入，另一方面是吸引员工参加。所以是雇主主导的，是双方缴费，完全积累，市场化投资运营，政府提供税收优惠。

第三支柱是个人养老金，目标是加强自我保障能力，政府责任也是提供税收优惠，员工自愿购买。它的模式区别于政府主导和雇主主导，他是个人主导，自愿参加的，完全积累，市场化的投资运营，形

式多种多样，国际上的形式非常多。

所以我们说为什么要来发展第三支柱呢？我们国家的确是第一支柱一支独大，用数据说话，拿中美两大国比一比，截至到 2016 年底，美国第一支柱是 2.9 万亿美元，第二支柱 15.4 万亿美元，第三支柱 7.8 万亿美元，三者加起来是 26.15 万亿美元，相当于当年 GDP 的 140%。三个支柱为美国存了大量的钱。

再来看一看我国，同样的概念第一支柱我们叫基本养老保险，第二支柱我们叫企业年金、职业年金，第三支柱原则上我们现在还没有，所以统计上还是零。我们存了多少钱？截至 2015 年底的数据，我们总共存了 4.43 万亿人民币，其中第一支柱 3.5 万亿，第二支柱 0.93 万亿，大家很清楚我们的 GDP 是多少，相当于我们 GDP 是多少呢？美国是 140%，我们是 6%。所以要赶快发展。发展短板在哪里？短板在第二支柱和第三支柱，第三支柱就更短了，还没有建起来，要赶快建。

下面，我谈一谈第三支柱的三个要点。

建立第三支柱意义重大，能为没有参加第二支柱者提供新的养老储蓄工具，增强国民自我养老保障能力；有助于形成长期资金，间接融资向直接融资转变，促进金融体系均衡发展；通过账户体系，有利于发现个人真实收入，促进社保缴费；减轻公共养老负担；养老金通过资本市场实现保值增值，同时促进创新和经济转型升级。

我概括说，第三支柱有三个大的特点，哪三个特点呢？一是政府强有力的税收递延的激励；二是以账户为核心的一个基础制度的设

计；三是多渠道投资促进基金保值增值。

我们来分别看看这三大特点：

首先是税收优惠，大家可能说，我们各人收入占税收优惠的比例不大，但是你要想一想，按照 3500 元起征点的话，其实我们交税的人不少。美国的政策建立了税收优惠，目前美国第三支柱税收优惠额度最高为 6500 美元/年，达到工资的 12%-15%。我们最近也推出了健康保险的税收优惠，额度是每月 200 元，这个老百姓说太小了，我觉得第三支柱的税收如果每个月 1000 起步，那还是会有一些激励效果。第二个特点是限额封顶，税收优惠不是无限制的，这种税收优惠，其实要抑制特别高收入的，面对的是中低收入人群，让中低收入人群少纳点税。

此外，还要打通与第二支柱税收的优惠。我们的企业年金覆盖率比较小，我们能不能对那些没有参加企业年金的给予更多的税收优惠，这样增加我们制度的吸引力。不管怎么说，税收优惠是建立第三支柱一个重大的推动力。

第二个特点账户制是第三支柱的核心理念。国际经验上来看，大多数国家都采取了账户制度，像美国、澳大利亚直接成立了个人退休账户。我们国家在基本养老保险里面做了个人账户，现在该与时俱进，再加以改造得更好，第二支柱也希望落实在账户制层面的，第三支柱也应该通过建立账户。账户制有利于理清政府和个人之间的关系，实现各方责任共担。通过账户制的设立，一方面可以培育个人养老责任，第二提高自我养老的清晰化，对第二支柱也是有利的。

第三个特点就是多渠道保值增值。这个账户的钱，通过各个机构都保值增值。大家可以看到美国 IRA 的计划，它是通过基金、银行、保险等都在投资，它是不断变化的，对第三支柱投向不做过多限制。其逻辑是，个人养老账户所有权归个人所有，应该在国家合理监管下，由参加者根据自身风险偏好自主选择投资标的，实现个人效用最大化。比如 2015 年美国第三支柱资产中，共同基金占比达到 48%，股票和债券比例达到 41%，银行储蓄占 7%，商业保险产品占比为 5%，体现了多元化投资趋势。

总而言之，我觉得第三支柱要做整体设计。在整体推进之前，我们必须予以认真考虑，什么是第三支柱，我们为什么要搞第三支柱，它有什么特点，有什么作用，把这些搞清楚，我们第三支柱的发展就会更加顺利。

谢谢大家！

（本文原载于中国基金业协会微信公众号）

胡继晔：基金管理中的受托人义务



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

尊敬的王忠民理事长、尊敬的金所长、尊敬的董老师：

我非常高兴应邀来参加本次会议。我想跟各位汇报的是三个方面的内容，一个是为什么英美法系的资本市场更发达。第二是英美法系的受托人义务是什么样的。第三就是我们国家，我们的基金业如何来履行受托人义务。

英国是工业革命的鼻祖，工业革命很多人都认为是蒸汽机、火车为代表，但诺贝尔奖获得者希克斯认为，工业革命不仅仅是技术创新的结果，更是金融革命的结果。大家可以设想一下，如果没有完善的金融制度，投资铁路肯定不是一个人可以做成的，所以工业革命跟法律制度和它的金融制度是具有非常密切的关系。2008 年金融危机之

后，以资本市场直接融资为主的这些国家，比如说美国、英国、加拿大、澳大利亚，他们的复苏更快，那些以银行为主的国家如葡萄牙，西班牙，比利时，奥地利他们复苏更慢，到今天为止希腊还没有从债务危机的渠道中走出来。

这些说明这只是现象，现象背后的原因是什么呢？是哈佛大学有四个年轻的经济学家他们在上个世纪，1996年发表了一篇文章叫《法律与金融》，文章认为，普通法国家对投资者保护更好，所以金融市场尤其是资本市场更为发达。一个现实的例子是当今世界最发达的金融中心，比如说伦敦以及后来的纽约，包括现在的香港和新加坡，都是普通法系的，我们对香港一国两制，最重要的就香港到今天依然实施英国的普通法制度。

当然有人说，像其他的东京、法兰克福为什么也很发达？二战以后它们都是美占区，都更多地借鉴了美国相关的金融法律，所以我们来看金融体系的发展和它的法系具有实践上、理论上和统计上的相关性，而所有的金融体系，如果我们追根溯源的话，法律起源的话，信托法又是一个非常早的一个来源。

为什么不是其他的法律而恰恰是信托法呢？我们就来看信托法，对于受托人必须履行信义义务，这个信义义务包括两部分，一部分叫注意义务；另一部分叫忠实义务。美国哈佛学院1830年的案例之前，投资只能法定投资表里面进行，比如只能投资于政府债券。在这个案例中发生了投资于私人股票而造成了损失。这样的话，委托人就诉到了法院，法官判定：只要受托人是忠实投资而且是审慎判断的，委托

人就不必要求受托人对损失负责。我们知道英美法系是判例法，这个判例对后面的投资产生了非常重要的影响，在座的各位如果你们投资了股票，不会有人要求你说你投资的股票必须给我赚钱，有没有这样的要求？肯定没有了。这个案例告诉我们就：积极的注意义务是非常值得鼓励的。

第二称之为忠实义务是消极的，是底线义务，这个义务也来自于一个判例，这是 1726 年的一个判例。这是一个英式管家的案例，在伦敦的一个贵族，在去世之前因为的孩子很小，他就把家里长期租约的业务委托给受托人，这个受托人在承担整个租赁的过程中也是忠实履行这个义务。但等到这个租约结束的时候，这个物业真正的所有权人跟受托人说：此前的租约已经结束了，我就不跟原来东家签约了，咱们直接签约吧。这个受托人就同意了。最终这个租约就由原先的东家转给了管家。但是后来孩子长大了，就向法院来起诉。法院最后就判定这个管家败诉，因为管家没有履行作为受托人的忠实义务。这个忠实义务本质被称之为单一利益规则，这个单一利益规则就是只能利于受益人。

我们知道在英美普通法系里面，一旦委托人把委托品委托给受托人之后，就是普通法上所有权利的转移，转移给受托人，这个转移同时伴随的是什么呢？是未来所有的收益权必须归于受益人，这个是衡平法的要求，也就是说在衡平法上的利益是归受益人所有的，这个受益权也是终级所有权。在这个案例中我们就发现，所谓的单一利益规则意味着什么呢？意味着作为一个受托人，你一旦违背了忠实义务，

你是要被起诉的。而且法院的判决一定会判你输。所以忠实义务的可诉讼性就可以成为造就今天英式管家成为全世界最受信任管理人的这么一个基础。这一点我们中国当然也有，因为我们中国人一直有“受人之托，忠人之事”的传统。

可以看出，忠实义务是维持整个信托的一个底线，这个底线我们可以看到对于受托人违背忠实义务的威慑实际上是非常重要的，所以美国证券法、公司法大家伊斯特布鲁克和费雪就认为威慑才最重要，威慑的成本要低于审查的成本。比如说要防范有人抢银行，一种方式是在银行门口设立安检机构，所有人进入银行要进行安检，但银行安检成本太高了。另外一种方式就是对银行抢劫犯的惩罚非常严厉，我们通过这种严厉的惩罚来威慑和防范这些对银行资产有觊觎的这些坏人。

正因为如此，我们来看基于信托法的传统，基于受托人义务的传统，我们来看，美国 1974 年的雇员退休收入保障法案第 401 条规定，讲到了非常重要的一条就是要求基金管理人必须履行他的忠实义务，也必须履行他的注意义务，注意义务只要进行足够的分散法投资就可以了，英国的养老金法也是如此。我们今天在座的各位，我们的基金经理当你们在管养老金的时候，只要你们履行足够的注意义务，同时又履行忠实义务的话，你就完全可以成为一个良好的基金管理人。正是因为美国的这些对基金经理的这些非常良好的这些预期，所以我们美国的第三支柱已经达到了 7.8 万亿美元。第二支柱、第三支柱都称之为私人养老金，私人养老金的总资产已经远远大于美 GDP 的数额，

这就表明美国信托法、雇员退休收入保障法案对整个的养老金体系产生了非常正面的影响，这个影响刚才董老师趋势图里面看得更清楚。如果加上 1978 年美国的税收法案的修正案提出的 401k 计划，如果再考虑其他的一些的法律比如投资者保护法案，这整个完善的法律体系，为美国养老金的市場提供了非常好的一个保障。所以美国民众就可以放心地把钱交给基金经理来投资。

第三部分是我们国家如何使得我们的基金管理人能够履行受托人义务，来为我们的养老金第三支柱的建立奠定一个更好的法律基础。事实上，我们在 2001 年推出信托法的时候我们第 25 条就规定了审慎人规则，因为我们信托法从起草，因为信托法最早 90 年代也是我们政法大学的老校长江平老先生就在全国人大提出来要有我们自己的信托法。我们信托公司管理办法也必须要履行审慎监管的职责。从 2016、2017 两年的政府工作报告中，我们的克强总理都提出来我们要大力加强股权投资，这个股权投资怎么来投？最佳的管理人就是基金经理。所以如果按照信托法和基金法，我们的基金经理作为受托人必须要履行审慎管理义务，履行我们受托的忠实义务。你忠于你的受托人，你就会获得足够丰厚的管理费回报。

我国公司法第 148 条至 150 条规定：所有的董事、监事和高级管理人员都对公司负有忠实义务和勤勉义务，违反公司忠实义务的收入应当归公司所有。而且给公司造成损失应当承担赔偿责任。

上述相关的三个条款是我们国家《公司法》的核心条款，也就是说我们的基金经理，我们现在所有的基金都是以公司的形式存续，我

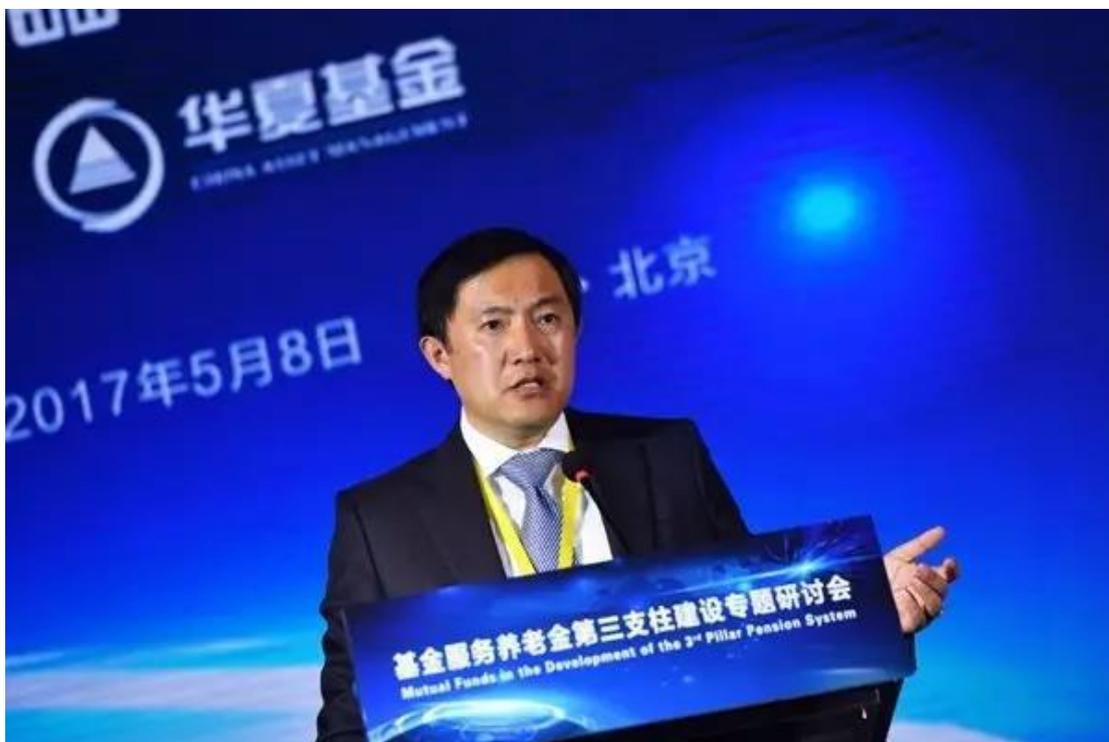
们的基金经理当然就是基金公司的高级管理人员。作为公司的高级管理人员，如果你没有履行忠实义务，没有履行勤勉义务的话，你要对你造成的损失进行赔偿。我们可以看出来，我们的基金法、信托法、公司法在很多方面都借鉴了普通法的理念。所以我们从某种意义上来讲，我们基金业如果要是未来更大发展的过程中要完全遵守我们国家这些相关法律的规定。

我们的《证券投资基金法》当中第二条规定，本法没有进行规定的，要按照信托法、证券法等法律的规定，这意味着《信托法》在我们证券投资基金领域起着非常非常重要的作用。而我们证券投资基金法第九条明确规定，基金管理人、基金托管人，必须恪尽职守，履行诚实信用，谨慎勤勉的义务。这些意味着什么？意味着我们的管理人和英国 1726 年案例的受托人一样，那个受托人仅仅是因为觊觎这笔租金的收入，最后被判有罪。在这种情况下，我们国家当然我们也有这方面对基金经理的处罚。如果你作为一个基金经理没有履行忠实义务可能被终身禁入，砸掉饭碗。所以忠实义务对于基金经理来讲是一个极其重要的一个底线。

再来看一下我们相关的法律也都有规定，包括我们的企业年金管理办法、职业年金办法，同时在第三支柱方面基金业可以发挥更加重要的作用。忠实义务是基金经理“受人之托，忠人之事”的具体表现，基金忠实义务的一个价值所在，这也是我今天下午想跟大家分享核心的一个义务。非常感谢大家的聆听！

（本文原载于中国基金业协会微信公众号）

汤晓东：公募基金参与养老金第三支柱是行业发展的必然选择



汤晓东：华夏基金总经理

尊敬的各位领导、各位嘉宾和新闻界的朋友们：

大家下午好！首先感谢中国证监会和基金业协会各位领导的关心和指导。同时，我也想借此机会向关心、支持养老金第三支柱建设的国务院办公厅、国务院法制办、国家发改委、财政部、人社部、中国人民银行、银监会、全国社保基金理事会等中央有关部委和监管部门的领导和嘉宾表示诚挚的谢意！并向多年来对华夏基金给予信任和支持的新闻界的朋友们表示感谢！

当前，我国正逐步进入深度老龄化社会，养老已成为每个家庭、

每个人都必须面临的现实和紧迫的问题，同时也受到党和国家高度重视。2016年5月，习近平总书记指出，要着力完善老龄政策制度，要加强老龄科学研究，借鉴国际有益经验，搞好顶层设计。第三支柱个人税延养老金正是我国养老金体系顶层设计的重要内容，意义重大。科学的第三支柱设计能够优化我国养老金体系结构，减轻政府的财政负担，显著改善国民自我养老保障能力。

华夏基金是中国最早成立的基金管理公司之一，在养老金投资管理领域深耕多年，具有丰富的养老金投资管理经验。近年来，我们积极跟踪政策动态，提前谋划，在组织架构、人才队伍建设、养老金产品研发等多方面做好了充分的准备。下面借此机会，向各位汇报我们在养老金第三支柱建设方面的一些认识和思考。

一是基金行业参与养老金投资管理历史悠久，为服务养老金第三支柱积累了丰富经验。2000年8月，全国社保基金正式成立，华夏等6家基金公司成为社保基金的首批投资管理人。此后经过多次评选，目前全国社保基金共有18家投资管理人，其中16家为基金公司。2004年5月，作为养老金体系第二支柱，企业年金开始市场化运作，华夏等9家基金公司入选为首批投资管理人。目前，21家投资管理人有11家基金公司，超过半数以上。未来，我们也将为职业年金提供投资管理服务。2016年12月，全国社保基金理事会选出了首批21家基本养老金投资管理机构，包括华夏在内的14家基金公司荣幸入选，目前已有资金进入实际运作阶段，运行稳健良好。

目前已经进行市场化投资运营的养老金资产中，包括全国社保基

金、企业年金及部分基本养老金，其中约 60%由基金公司投资管理，可以说公募基金始终是养老金最重要的投资管理人之一。与此同时，经过十多年的实践，基金行业养老金投资理念日趋成熟，投资运营架构日益完善，为积极投身第三支柱业务打下了坚实基础。

二是公募基金行业发展迅速，培育了一大批专业的投资管理人才和队伍。从 1998 年，基金行业发端至今，我国基金行业已经走过了近 20 个年头。目前我国公募基金管理公司已经超过 100 家，从业人员接近 2 万人。这些从业人员经过多年的培养历练，具有扎实的专业知识和丰富的管理经验。与此同时，基金行业在不断探索更加科学的养老金管理架构，有的公司建立了独立的投资及服务部门，有的公司则专门成立了养老金业务中心，在投研、服务团队的人才培养和梯队建设方面投入了大量资源，力求打造集投资、销售、服务于一体的养老金投资服务团队。特别是投研队伍方面，基金行业在二级市场中的投研实力始终处于领先水平，而且具有丰富的全国社保基金、企业年金、基本养老金的管理经验，为第三支柱养老金投资管理积累了宝贵财富。

三是公募基金制度性优势突出，是参与第三支柱建设的重要力量。基金行业成立之初，就全面借鉴了国际先进经验，使得公募基金拥有完善的公司治理和市场化管理机制，第三方托管、信息披露等制度的实施让基金公司处于托管行和社会公众的广泛监督之下，运作的规范性程度非常高。公募基金在投资范围、销售方式、信息披露等方面公开透明，能够匹配个人税延养老金对安全性、规范性的较高要求。

同时，从基金行业服务社会公众群体数量上来看，已经超过 2 亿人，可以说公募基金在参与和服务第三支柱发展方面，具有先天的制度性优势和客户基础。

四是国际经验表明，公募基金在第三支柱发展中扮演了日益重要的角色。关于国外发展经验，前面各位嘉宾谈得比较多，受益匪浅，我们自己也做了一些研究，供大家参考。从 OECD 国家的第三支柱发展历程来看，公募基金在其中扮演了越来越重要的角色。以美国第三支柱的 IRA 计划为例，投资于共同基金的资产占比从 20 世纪 70 年代末的 3%，大幅度提升到 2015 年底的 48%，占据半壁江山。总体来看，主要有三方面原因：一是公募基金的产品线丰富，投资范围较广，能在股票、债券，国际、国内多个领域进行资产配置，满足参加者不同风险偏好。二是公募基金能够充分发挥第三支柱养老金的“长钱”优势，实现长期稳健收益，提升参与者自我养老保障能力。三是公募基金运作规范，管理灵活，直销网点及代销渠道众多，社会公众覆盖面广，为参与者提供了诸多便利。

由此可见，公募基金参与养老金第三支柱是着力完善我国多层次养老金体系的重要内容，也是行业发展的必然选择。对于加强协同，积极投身于第三支柱建设，我谈两点建议：

一是在证监会和基金业协会的领导下，整合行业力量，加大政策跟踪和对外宣传力度，积极为相关政策制定建言献策，提高全社会对基金行业的认知度。目前正处于养老金第三支柱政策成型的关键期，在税收优惠形式、制度设计模式、投资运营方式等方面，必须着眼长

远发展，全面统筹考虑。公募基金是我国资产管理行业的重要组成部分，也是中国养老金市场化管理的重要参与者，应充分发挥自身专业能力和经验优势，积极参与政策设计，助力第三支柱发展。在此过程中，逐步塑造基金服务养老的行业品牌，在全社会建立起基金养老的理念和行业生态。

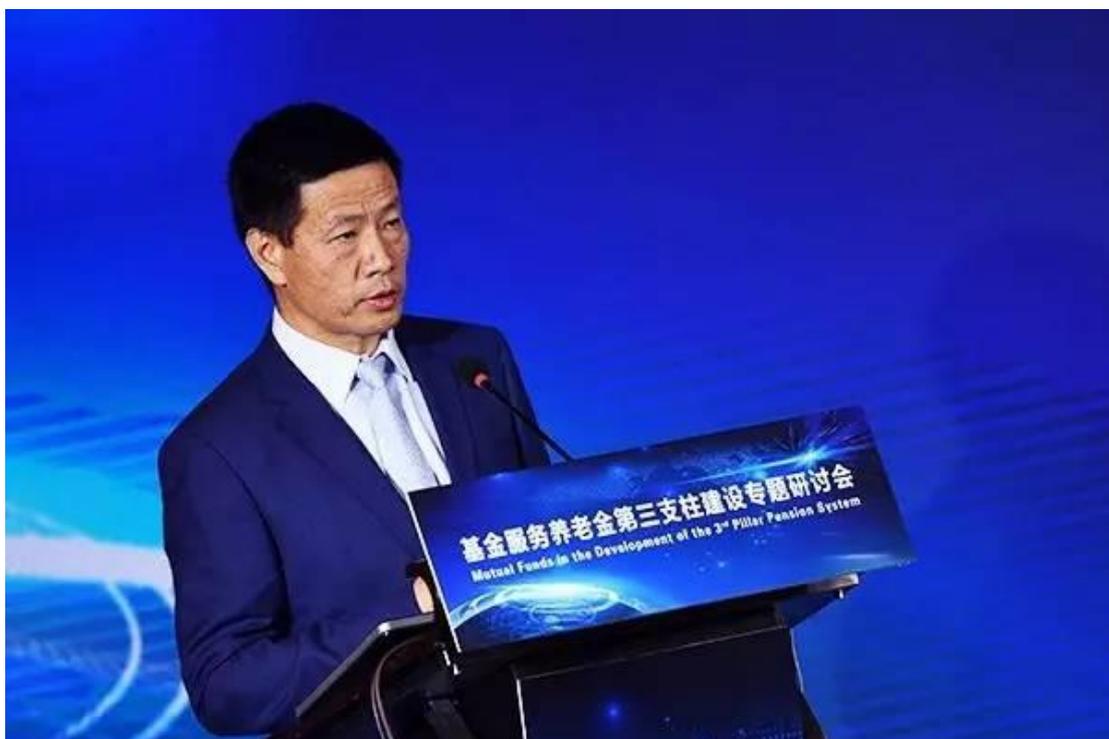
二是积极布局，建立符合第三支柱要求的养老型基金产品线。第三支柱特点之一是覆盖面广，参与人数众多。基金行业应当充分借鉴国内外养老金管理经验，从供给侧发力，为社会公众提供费用合理、结构明晰、服务便捷、养老属性鲜明的基金产品。特别是能够发挥长期资金优势、匹配参加者风险收益特征、降低业绩波动、穿越经济周期的 FOF 产品，比如目标日期基金、目标风险基金。

我们即将迎来基金行业发展的 20 个年头，站在新的历史起点上，养老金第三支柱就是时代赋予基金行业的历史担当，关系到我国养老金体系可持续发展与国民的养老福祉。华夏基金作为行业一份子，将积极投身于第三支柱建设，为我国养老金融事业健康发展贡献自身力量！

谢谢大家！

（本文原载于中国基金业协会微信公众号）

詹余引：基金服务养老金第三支柱



詹余引：易方达基金董事长

尊敬的钟会长，尊敬的金所长，大家下午好！

今天我想讲四个问题：一是对养老金的认识；二是对我们这个行业，对投资者结构的问题做一点阐述；然后讲公募基金有什么样的经验，最后讲怎么给我们的受益人能够提供更好的服务。

养老问题从来都是一个热门又富有争议的话题，因为始终没有完美的方式来解决这个问题。就像前面有专家已经提到了，我们中国传统是“养儿防老”，我们的第一支柱所谓的现收现付，实际上本质是一样的，因为养儿防老和现收现付都是年轻人去养老年人。这样一种传统的养老方式到现在受到了巨大的冲击，或者说客观的条件发生了很大的变化，在这样一个时候，我们应该来回顾，或者说来反思一下，

到底养老金的本质是什么？我们的这个社会发生了一些什么样的变化？

过去为什么要“养儿防老”，因为财富的积累也没有达到一定的水平，只能自给自足，当时够用就不错了。到了现在，有了资本市场，国民的财富也在积累，通过资本市场就可能去实现资产代替转移。所以说在这样一个历史条件下，第三支柱才成为了一个必然的选择，这是我们的一个理解。

那么在这样一个历史条件下，去反思养老金的本质是什么呢？我觉得养老金的本质实际上是一个金融问题，换句话说金融的本质是什么呢？我们从投资的角度来讲，金融的本质是在尽量大的范围里面去承担风险。

我想表达一个观点就是说，养老问题实际上是一个金融问题，特别是第三支柱，讲我们积累型养老金的时候，更是应该这么去理解，这是我们想说的第一个问题。

第二方面我想讲的是，在我们的资本市场，怎么去借鉴美国的一些经验，前面已经有好几位全世界最大的公募基金公司做了很好的介绍，很多的数据都是一样的，我只想重新说明一点，养老金在资本市场占有重要的位置，以 IRA 为代表的养老金第三支柱，又在养老金里面占了很大的比例。换句话说资本市场里面最大的参与者也是养老金，可以看出来，养老金与资本市场之间形成了良性的互动。

但是反过来看我们国家的 A 股市场。我找了一些数据，以上交所数据为例，投资者大概分成了几类：自然人、一般法人、专业机构，

专业机构里面包括投资基金。从 2007 年开始，投资者的结构发生了很大的一个变化，最大的变化就是，一般法人持有股票的金额越来越大，当然这个一般法人包含发起人流通的股票，从这个角度来看倒也没什么，这是我们国家特殊的一个状况。但是我们可以看出，共同基金在专业投资者里面的比例是降得越来越低。到目前，大概就是基金持有整个上交所股票市值只有 3%，机构投资者专业投资者大概有 14%，一般法人占了 60%，自然人投资者占比是 25%，比机构投资者还要多，这个恰好就说明了我们的市场波动大，是一个散户驱动的市场。

这里进一步去说明我们为什么是一个散户驱动市场，从基金的持有人也能看出来，机构的比例尽管这两年上升，但是它的上升主要是在货币基金，在偏股类基金实际上这个比例是非常低的。在主动权益类基金里面只有 39%是机构资金，剩下的都是散户。所以这进一步说明我们国家的投资者中机构占比存在不合理的状况。我们一直在讲，希望引进更多的机构投资者，其实现在很多银行也是把散户机构化，但是机构投资者又要说，你市场不成熟，波动大，等你成熟了以后再投进来，这个道理是先有鸡还是先有蛋的问题。机构投资者越来越多，促进市场体系的成熟，反过来市场成熟之后会吸引更多的机构投资者去介入，是一个正向的，循环上升的过程，对资本市场很有好处。

前面两个问题是讲了对于养老金的理解以及资本市场上投资者结构不合理的问题。从基金公司发展接近 20 年的经验来看，实际上还是积累了很多的经验，前面的好多专家和业内的大佬他们也都讲到

了这一点。

首先来说，基金公司的治理结构，经过多年的演变，尽管在中国只有 20 年的历史，但是是借鉴了国外很多先进的经验和教训，站在巨人的肩膀之上发展起来的。所以治理结构实际上是变成了基金公司核心的竞争力。我觉得今天胡教授的演讲对我启发非常大，他从法理的角度，论证了为什么基金公司的设立能让他做到受人之托，忠人之事，这个是做人的底线，这一点是不能突破的。

基金公司的长期专业投资经验

• 基金公司的主动管理能力可为投资者资产保值增值服务

- 2003年到2017年一季度，易方达主动权益基金平均年化收益率达16.6%，超过复合基准8.2%的收益率，年化超额收益率8.4%
- 中证混基指数也战胜了复合指数



从 2003 年到 2017 年一季度，易方达主动权益基金平均年化收益率达 16.6%，超过复合基准 8.2% 的收益率，年化超额收益率 8.4%。当然这是从结果角度来说的，其实我们在内部讨论的时候经常讲一个观点，我们更应该关注过程，结果是一个过程所需要的，从基金公司或者是公募基金整个行业来讲，这个过程相对来讲是比较科学的，再

加上科学投资的理念、专业的运作，最后的结果是相对可控和可预期的。

基金公司的长期专业投资经验

● 基金公司的主动管理能力可为投资者资产保值增值服务

- 2008年1季末到2017年1季末的9年以来，易方达固定收益基金平均年化收益率达8.3%，超过中债新综合总财富指数年化4.3%的表现，年均超额收益率达4%
- 中证非纯债基指数也战胜了债基指数

过往9年易方达主动固定收益基金的平均表现



前面讲的是权益基金投资系统，实际上固定收益也表现出来同样的一个特点。从2008年1季末到2017年1季末的9年以来，易方达固定收益基金平均年化收益率达8.3%，超过中债新综合总财富指数年化4.3%的表现，年均超额收益率达4%。中证非纯债基指数，就是基金的平均水平大概为年化6.2%，也战胜了债基指数。

这里想说明一点是什么？就是说，如果投资者能够用一个长期投资的理念，按照科学理性投资的理念，长期来讲这个回报不管是股票还是债券都是不错的。如果是很短期的天天看排名，其实进进出出最终的效果是不太好的。所以这个是我想讲的第三点，就是基金公司在过去的管理过程当中，积累了一些经验。

最后一个观点，我想讲的就是 Fintech 为第三支柱建设提供了一

个技术支撑。随着这些年整个技术的发展，当然从基金公司的角度，公募基金的角度一方面从产品端去发力，刚才我们的 Brian Ingram 也讲到了，我们的产品端费用降低，运作更加透明，更加细致。从另外一个角度，其实通过现在的智能同步，通过人工智能，对客户的行为分析，对客户需求的分析，可以更符合他的投资理念，消费需求，以及他的自身特点，可以定向的提供专业的服务。所以说这一点我觉得是更加有信心，在未来为投资者，特别是为养老金的受益人提供更好的服务。

所以最后想说一句，其实做公募基金很想做的一件事情就是真正为这个社会、为受益人提供服务，以养老金这样一个载体去服务实体，因为个人就是最大的一个实体，也是普惠金融的一个未来，我的观点就是这样，谢谢大家！

（本文原载于中国基金业协会微信公众号）

窦玉明：股票基金是提高养老金长期回报的关键



窦玉明：中欧基金董事长

尊敬的钟会长、董老师、金所长，各位来宾：

大家下午好！

今天我就跟大家分享一个观点，就是我认为股票基金是做养老金投资中主菜中的主菜。刚才不管是美国的经验还是中国的经验我们都已经看过了，养老金不管是第一支柱公共养老金、第二支柱职业养老金、第三支柱个人养老金，基金都是主角。而在基金中，股票基金又是主角中的主角，可以叫主菜中的主菜，一桌中的硬菜，为什么会出现这种情况呢？我认为只有股票基金是提高养老金投资回报的一个品种，要想提高养老金的回报，股票基金是唯一的选择。为什么是股

票基金呢？因为不管是美国还是其他的国家或者中国，我们看到的结果都表明，股票基金是长期回报非常理想的一种投资品种。

同时作为基金来讲，股票基金费用低，我们很难找到比股票基金还低的投资品种了，如果是买保险，或者是买其他的投资品种，那么机构所收取的费用都是远远高于基金公司所收取的费用。基金公司可以说提供了一个非常高回报，同时收费又很低廉，透明度又很高，各种保证措施非常好的产品，所以才使得股票基金成为养老金投资中主菜中的主菜。我们看美国的数据就是这样一个结果。

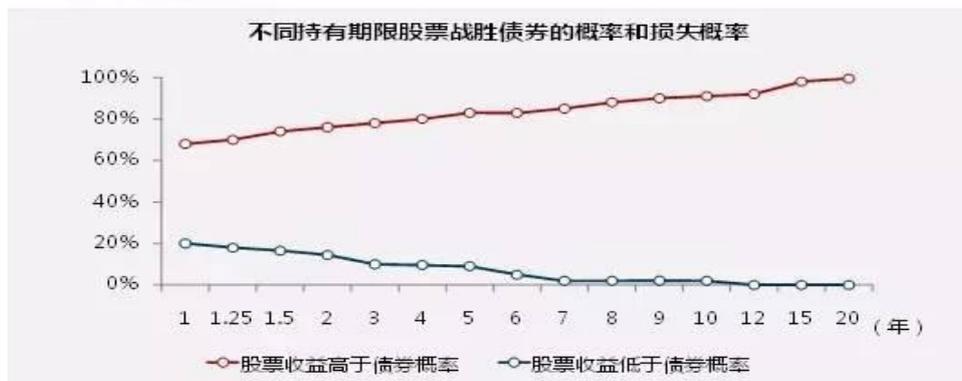
那么从中国的整个实践来看，中国在第一支柱、第二支柱这部分的投资，我认为权益类或者是股票基金买的太少，权益类配得太低。

以企业年金为例，我们可以看到我们国家的基金在股票基金上的配比或者是权益类资产的配比仅有 11%，这么低的配比，使得整个年金的投资回报总体来讲不太理想，长期回报在 5%-6% 的水平。这样一个低的回报，我想对于我们未来退休的待遇未必能有很大的作用。

权益类资产的长期投资



- 短期来看，权益类投资收益具有一定不确定性，然而长期看，股票投资收益高于债券几乎是确定性的



来源：《中国企业年金投资运营研究》，杨长汉

绝大部分人实际上低估了这种复利的威力，我们做一个简单的计算，如果我们可以有 40 年的投资期用于第三支柱养老金，第一种情况我们全部投资于股票基金，第二种是全部投资于银行存款，假如按照中国证券投资基金业过去的回报来看，股票基金的回报可以达到 15%，如果经过了 40 年，你和你的朋友分别进行投资，一个投资股票基金，一个投资于存款，存款大概的回报在 2%-3%，40 年之后会有多大的差距呢？如果股票基金是 15% 的回报，40 年后两种投资回报带来的差距是一百倍。即使我们降低投资回报率预期，40 年之后差距依然有 20 倍。

所以说绝大部分人都低估了复利带来的影响，我们绝大多数都低配了股票类的基金，我自己也一样，还是惧怕波动性，在股票基金的配置上是远远不够的。

同时我们又高估了买股票基金带来的风险。这是一个专家做的一个企业年金的分析，企业年金用于企业和股票债券的投资的一个回报，他发现如果一年来看，债券类投资超过股票基金回报的概率可能还有 20% 多，但如果我们拉长到 20 年，权益类投资几乎会战胜其他投资基金。所以我们购买股票基金承担的是波动性而不是真正的风险，如果投资时间更长，几乎可以看作是无风险的。

今年过春节的时候，我回了我的老家内蒙古，和我的一个堂弟在聚餐的时候，我的堂弟是做彩票站的，我就问他，彩票生意怎么样？他说还不错，一直有人不断来买彩票。我说你买不买彩票？他说我才不买彩票呢！就像你们做基金的，从来不买基金。其实，我们很多人

是买基金的，只是广大人民群众对基金业的认知远远不够，对于股票基金的认知也同样不够。具体来讲，就是低估了复利的效用，但是又高估了风险。

最后给大家看一个数据，这是中国的全市场基金的数据，我们持有十年，哪怕在市场高点，比如2007年投资了股票基金，我不用挑市场上好的基金，等权重去买，到2016年持有十年，年均回报率依旧超过10%，如果我们在市场相对低点买股票基金持有10年，那我们的回报将达到15%，实际购买股票基金远远没有大家想象的那样有风险，你承担的只是波动性。

偏股基金的长期投资



- 若等权重投资全市场偏股基金并长期持有十年能获得稳定且更为可观收益

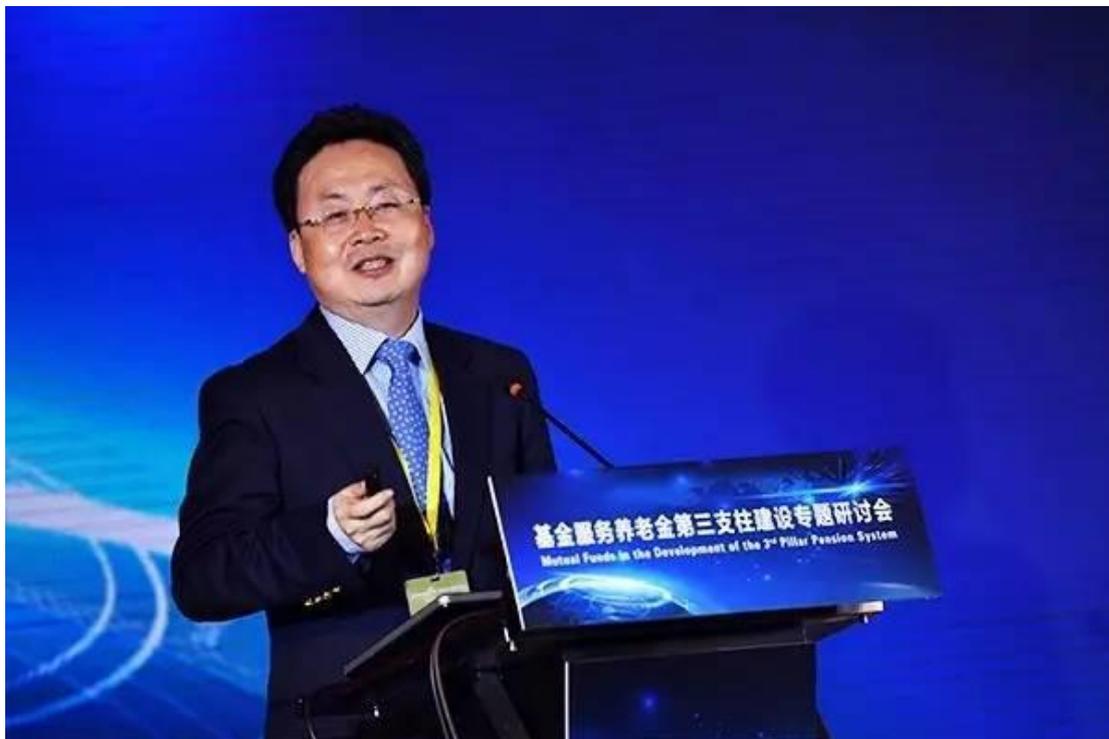
持有时间	上证A股指数 复合年收益率	偏股基金 复合年收益率	偏股基金 累计回报率
2001-2010	2.95%	14.17%	276%
2002-2011	2.98%	12.92%	237%
2003-2012	5.26%	14.88%	300%
2004-2013	3.50%	14.02%	271%
2005-2014	9.80%	17.02%	381%
2006-2015	11.74%	20.22%	530%
2007-2016	1.44%	10.25%	165%
平均	5.38%	14.78%	309%

来源：银河证券基金研究中心，中欧基金整理

今天就跟大家分享这么一点，我认为股票基金就是我们做养老金投资中的关键中的关键，一定是要把主菜做好，谢谢大家！

（本文原载于中国基金业协会微信公众号）

赵学军：公募基金服务养老的几点思考



赵学军：嘉实基金总裁

非常高兴协会邀请我来分享一下我国第三支柱养老金体系建设的一些想法，今天在下午的第一节，我觉得专家有了比较好的概括，指出了建立第三支柱的必要和紧迫性，我其实非常赞同这个想法，准备了一些相似的内容，但是我想不再重复几位专家讲的，我想从四个方面来做我今天这部分的演讲。

我想说的第一个问题，就是中国的养老整个体系的建立，我们现在正处于重新顶层设计的这个阶段，在这个阶段我想非常重要的一件事儿就是要理清最重要的一些根本的理念。其中最重要的理念就是谁对我们的养老负责？中国人传统上我们有“养儿防老”，后来我们说，一个孩子好，国家来养老。到今天，谁来管我们的养老？我想西方走

过了一个历程，这个历程非常清楚地告诉我，就是我们每一个人，应当对自己的养老负责。那么在中国当时建立了这样一个体系下，第一支柱，第二支柱，第三支柱，我们要走过去的路，我想应当是由第一支柱，国家管基本养老保障。而个人对自己养老的质量负责。我想中国要建立一个这样的养老体系，那么刚才几位专家在前面讲了，在我们整个的养老体系当中我们是第一支柱独大。

随着中国经济的下行，特别是解决中国就业的主体的民营经济，面对经营环境的恶劣，导致企业成本进一步增加，养老缴费负担越来越大，最终第一支柱公共养老金将也面临着越来越重的挑战。那么面对这样的挑战，我们当下进行顶层设计，建立中国完善的养老金体系，我觉得非常之紧迫。那么这个紧迫就像我前面说的，最重要的必须要告诉大家，谁对养老负责。在前面我们讨论的时候还注意到一个结论，中国养老体系建立要学习西方，学习美国。

总体上我认可，但是我觉得有些问题，我希望能够引起在座各位的一些思考，特别是在座的几位专家，我特别感谢你们，你们对于政策的形成就有重要影响，非常感谢你们。

想说什么？中国的国情，我们是一个追赶型的经济，我们不是美国经济，追赶型的经济面对什么问题？它的利润的边际是非常低的，我们要去追赶它，我们劳动力的成本，劳动的部分得到利润是非常低的。在这样的经济体系下，如果我们必须要保持用工的相对的灵活性和企业的成本不能太高，这是追赶型竞争型的所要保持的灵活性。我们不能想当然地认为我们建立一个养老体系，包括我们的第一支

柱，第二支柱，第三支柱，我们不能想当然地去建立，如果过重的成本会使我们追赶型的经济完全丧失竞争优势。在这样情况下，中国如何建立起我们的养老体系？我觉得是一个必须的问题，而不是简单的学习美国的这样的一些想法。

所以我总得来看很有可能我们在养老体系的建设，很可能我们应当模糊第二支柱和第三支柱，我们看到现在的第二支柱，实际上覆盖面是很小的，现在是以国企和优势企业在去建立服务。我觉得在中国要建立以账户为基础的个人养老金体系，也就是说第三支柱，应该把第二支柱要合并，我非常认可董教授讲的，一方面我们鼓励好的企业去发起去做，它应当包容在第三支柱体系，个人养老金体系为核心的这样一个体系，我觉得更适合当下中国作为追赶型经济的一个特点。

前面几位专家从不同的角度，从投资的角度，也介绍了中国养老金体系怎么样建立的，我这里有一个建议，中国应该建立以IRA养老账户为核心的个人养老，应该在养老金体系中发挥更重要的作用，而这样一个账户体系的建立需要独立的投资顾问服务体系。在中国6亿多的城乡就业者当中，他们没有去选择投资的能力，所以一个账户体系应当配合一个顾问体系，我想这是美国所走出来的很重要的原因。他是一个医生但不一定是一个会理财的人。所以我想讲的第三点，就是要重新重做中国养老体系的基础设施，就是通过公共服务体系帮助这样一个养老体系建立。

所以，我们觉得在中国无论如何，应当建设起一套服务个人养老账户的顾问服务体系。当前在中国整个的金融市场当中我们还存在一

个缺陷，这个缺陷是什么？就是所有的金融产品都是由金融机构卖的，所有的金融机构都在使用各种方法去卖，卖保险，卖储蓄，卖理财产品，全是卖。卖的特点就是说，我卖产品的收入，我的佣金来自于我卖的产品，即提供产品方给我的佣金，我的驱动，我的利益是来自于卖东西的人，所以我的行为很有可能是说，谁给我钱多我服务谁，我只要能把它卖出去就行。

所以建立以个人养老账户为核心的体系，一定要建立在买方的代理方，而不是卖方的代理方，应该建在买方模式为核心的服务体系上。这个我简单展示什么叫“买方代理”，什么叫“卖方代理”，改变中国以卖为主导的金融服务体系。

最后我想讲第四点，如果我们能够从顶层设计上，建立起中国的养老金体系，是适应中国国情的养老金体系，以及相应的基础设施。在建立了这些基础之上，我觉得还有一点很重要的，就是要建立开放的体系。个人养老账户服务的机构应当是开放的，但是应当是严格准入的。无论是准入的机构还是准入的产品，它的产品可以是公募基金，因为流动性更好，也可以是专门服务养老的产品，就当你退休的时候你能全取出来，专属的养老金产品，当然这里面还是有银行的产品，保险的产品，开放的产品。我觉得在这样一个框架下，我想中国能够建立起一个更适合中国国情，更面向未来的中国第三支柱养老金体系，谢谢大家！

（本文原载于中国基金业协会微信公众号）

陈 清：公募基金是养老金资产配置的有效工具



陈 清：富达国际高级顾问

尊敬的各位领导，各位嘉宾：

下午好！

非常感谢钟会长和协会的邀请，让我们有机会在此相互学习和交流。富达在美国和英国都有相关的支柱业务，有数据表明，美国的养老储蓄投资者偏爱公募基金，从 2015 年年底的数字来看，美国的 IRA 已经超过了 7.3 万亿美元，其中 48% 是投资在基金上。美国基金的体量现在是 15.7 万亿美元，其中 7.1 万亿是来自于 DC 和 IRA。另外一组数据是关于美国家庭的，44% 的美国家庭至少拥有一支公募基金，30% 的家庭参加了 IRA，60% 拥有一个养老金账户。所以为什么在美

国整个养老金的体系，特别是IRA，它偏爱基金作为一个最佳的资产配置的工具？从我们的经验可以看出来，这个是归功于基金有特殊的优越性。

首先风险分散化，只有通过多元化的投资，养老金的投资才能分散风险，才能在几十年的时间里面实现财富的积累。这个包括对不同领域资产的公司，在不同类别里面考虑股票的市值，债券到期等等诸多的因素，因为这方面，时间的要求，专业能力的要求，个人投资人很难达到这样一个投资的目的，但是通过投资基金可以达到这样多元化的投资目的。

对于成熟的投资人来说，他确实可以自己来做资产配置，这方面基金也是非常好的一个选择，他们可以根据自己的偏好对多种基金进行投资，或者对多个行业投资，对多种领域进行投资。

除了分散投资风险，基金也可以通过产品的设计达到某种特定的目的，一个很好的例子就是生命周期基金(TDF)，生命周期基金是1996年由富达首先推出的，它是以投资人的退休日期为时间节点的一类投资工具。

TDF基金的推出，极大的简化了整体投资的过程。富达为什么会设计并且推出TDF这样的基金？实际上，富达对401(K)的数据进行测试以后，发现他们的投资行为很有问题，表现在几个方面：一是要不就不投，要投就走极端。二是投非常安全，收益率极低的，比如说货币市场基金，或者是投资风险极高的股票类基金。但是更多的我们是看到，可以参与的个人中，只有50-55%的人参加了401(k)计划，

换而言之，约一半人放弃了可以保证 40%-50% 的收益（约 30% 节税额，10-20% 雇主缴费匹配），这显然不是一个很理性的选择。第三个方面，我们也发现，绝大多数的投资人，他们从来不做投资组合的资产配置，他们不做任何的调节。所以从这里我们意识到，必须要推出更好的一个产品，来帮助客户更好解决这种问题，帮助他们成功地对他们的退休投资进行整合。

所以经过几年的研究以后，富达于 1996 年推出了首款 TDF 基金和它之后的生命周期基金，对整体美国的 401(K) 和 IRA 投资格局产生了一个根本性的变化推进。也就有了 2006 年，养老金保护法方案出台以后，把这个 TDF 变成了一个法定的默认的投资基金。可以说，整个基金特别是 TDF，对于提高 401(K)，对于提高 IRA 的参与意义是功不可没的。TDF 是一个为了满足长期退休储蓄这样一个投资要求而设计的，所以它天然符合这些退休保障投资属性，可以根据你的年龄来调节风险投资偏好，接近退休的时候自动降低组合风险。

最后一点也是最核心的一点就是资产与负债的匹配，在投资组合各个方面严格的风控，我们认为这也是管理养老金最核心理念之一。

在英国的一些做法就是，它普遍地采用多资产收益基金，这种基金设计的目的是它既提供可以预期的一些收益，同时它也有一些保值的目的，这是最大程度上避免极端市场上情况的一些影响。

我们在说基金的时候，投资人比较喜欢的是基金成本效率优越，透明度高。基金能够利用规模优势，降低交易成本。基金的成本效率

经过长期投资的累积效应，会给投资者带来丰厚的回报。另外就是透明度，基金公司需要遵循严格的披露规则，基金公司这方面要求是最严格的，其他的基金产品同样要遵循这种要求，第二是安全性，基金是由基金持有人，基金的资产是由基金持有人要求的。不同于其他的投资工具，基金是在负债表以外，所以当出现金融危机或者意外的一些大幅影响公司运作和财务的情况的时候，基金往往是一个最安全的选择。

再有就是选择和购买基金也变得越来越便捷，基金架构的相通、非常便于销售渠道进行广泛的推介，提供多种选择，在很多市场里也出现了基金平台，可以通过一站式服务，更多选择的同时极大地降低了投资的成本。

此外，基金是相当的灵活的，在瞬息万变的 market 里，大家知道基金的灵活性和流动性可以给投资人更加安心。投资的门槛方面，基金也是相对来说比较低的，可以从年轻人开始，所以在美国已经越来越多的基金公司，把他们投资者的教育已经慢慢向年轻人倾斜，你刚刚参加工作已经开始投入养老金，哪怕你每个月投资一二百美金也是非常非常可观的。给投资人更多的选择性，同时也激励了新公司之间员工的竞争，能提供更好具有投资效益的产品。

基金是有专业的投资团队，基金经理往往也是一个长期的投资人，所以这方面它和这个养老投资人长期应该是保持一致的，以富达为例，我们致力于长期的投资，更关注的是企业的基本面，而不是短期市场的情绪，在 50 年的投资经历里面，通过自下而上的方式进行

投资。

各家基金公司最专业的投研团队，像富达就有 400 多名这样的投研专家，一年当中有一万七千多个会议的信息交流，再有专业的风控，投资组合尽量避免一些投资的风险。总得来说，基金的投资高效、便捷、灵活、专业的团队，严格的风控和信息的披露，所以这方面基金是养老储蓄基金一个非常好的伙伴。

此外我们也看到，在美国 IRA 和 401K 计划里，投资在 FOF 基金有利于资本市场的发展、增长，通过定期定额的方式，有一部分方式转到 IRA 里面，投资于不同的基金，产生大量增长并且稳定的资金来源，为资本市场提供了非常重要的实践。在这个大的环境里面，可以见到美国基金产品大幅地增加，可以更好地满足投资人不断增长的需要。在这个过程中，富达和养老金的这些机构投资者成为市场的主力也成为市场长期的主要因素，进而降低了资金的成本，促进资本的形成，促进经济增长和创新。

我的发言就到这里，谢谢大家！

（本文原载于中国基金业协会微信公众号）

赵 翌：美国个人养老金中个人投资者的投资行为经验借鉴



赵 翌：先锋领航投资管理（上海）总经理

各位嘉宾，各位领导：

下午好！

我非常荣幸受邀来参加这次研讨会。今天想用大概 20 分钟的时间，给大家介绍一下美国个人养老金以及从个人角度投资者的投资行为和我们总结出来的最佳投资实践。

我今天演讲主要分三个部分：第一部分先讲一下它历史的发展情况；第二个部分，因为 Vanguard 是在美国管理的个人养老金账户，算是最大的一个管理人之一，所以我们利用了一些大数据分析所有的

账户里面投资的行为和他们持有账户的状态和研究的分布，还有我们看到的一些趋势。最后就想从我们自己观察的这方面来看，总结了一些关于美国个人养老金账户未来发展的一些方向。

美国个人养老金账户发展并不是一帆风顺的。最重要的原因其实是 70 年代的时候，包括美国在内的这些资本主义国家，他们的经济都陷入了略滞胀的状态，而且失业率增加，通货膨胀加剧，使得老百姓的实际生活水平是一直不断下降。而且更重要的是在私营企业工作的雇员只有 45% 被退休计划所保障，那就意味着说，有超过一半以上的私营雇员是没有享受到任何退休的保障。大家也知道在美国个人储蓄养老的意愿比较低。对于这种低收入人群来讲，退休之后养老问题是尤为突出，需要得到解决。因此，在 1974 年的时候，美国政府就颁布了美国退休雇员保障法，这个法律主要是鼓励低收入的雇员去建立个人退休账户，所谓就是传统的私人退休账户，这种账户他可以在享有一些税收优惠的同时可以兼顾储蓄和投资的目的。这个账户还有一个目的就是当这些雇员要换工作，或者在他们退休的时候，他们可以把其他的一些退休计划转入到这个个人养老金账户，继续享有税收的优惠，所以当这个法律出来之后，个人养老金账户就受到了广大民众的欢迎，它每一年的缴纳率是不断地在提高。

之后在 1981 年的时候，美国政府又为个人养老金账户做了修改，把这个覆盖面拓展到了所有的雇员，只要年龄在 70 岁半之下，不管你有没有其他的退休账户，你都可以开一个个人养老金的账户，因为它的覆盖面比较广，而且它的开户的手续比较简化，所以每一年传统

型的个人养老金账户就得到了非常迅速的发展，特别是在1981年至1986年之间。但在1986年至1996年这十年之间，因为美国国会对个人养老金的缴费规定，以及税收做了一些相应的修改，所以这一段时间个人养老金账户的发展是减缓的。

在1997年的时候，美国政府就引入了叫Roth个人养老金账户，它取消了年龄的限制，而且没有一个最高的提款额限制。这一系列对个人养老金账户发展比较有利的措施，又促进了个人养老金账户的发展。到2001年的时候，由经济发展法案，它又增加了个人养老金账户（IRA），而且把追加的缴费的限额提上去，所以这一系列的措施就使得美国的个人养老金账户，现在是已经达到了78000亿美金的规模，稳稳地成为了美国个人养老体系的第三支柱。从覆盖面上来讲，现在美国的家庭，每三个家庭至少会拥有一个个人养老金账户，所以覆盖率非常广。

对于个人投资者来讲，可以选择的个人养老金账户一个是Roth个人养老金账户，还有一个是传统型的。这两种账户的区别就是有没有年龄的限制，对这个家庭年收入的要求，以及对这个投资者他是否可以拿个人养老金账户这部分钱来抵扣他的应税收入，还有提取的时候有没有一些税收安排，这方面是做了比较详细的一个规定，因为其中涉及到的美国税法非常复杂，所以具体的信息我就不讨论了，但是大家就知道，针对个人来讲，现在美国最流行的就是这两种美国个人养老金的账户。

这个账户里面具体能投一些什么样的资产？或者说投一些什么

样的产品呢？其实在美国实行的是负面清单管理，并没有说规定非常清楚地列一个清单说明，我这个个人养老金账户里面到底能投什么东西，不能投什么。实际上，除了人寿保险、艺术品、古董以及一些金属在个人养老金账户里面不能投之外，股票、债券、公募基金、ETF这些都是可以投的，因为这个会涉及到美国不同的养老金管理人他管理的能力和他运行方面可以支撑的投资品种。

我们这边就总结了四个，其实美国大部分的个人养老金账户投资在股票、债券、公募基金、ETF当中，可以看到是在美国的个人养老金账户里面，大家投的最多的、占比最大的还是公募基金，这个比例达到了47%，这是截止到去年年底的数据。从总的规模来看，投在公募基金上的数字大概是在37000亿美金，在这个数字当中，有超过了两万亿是在股票型的基金里面。

所以最主要是这四种品种，但是可以选的产品是非常多的，现在在美国开设一个个人养老金账户之后，除了可以IRA将近两百个公募基金和ETF之外，还可以通过这个账户持有叠加发行的基金，而且在叠加买卖的股票、债券都可以转出转入的方式来进行持有，所以在账户的设置上来说是非常的灵活。大家知道美国的体量比较大，对于个人投资者来说有这么多可以选的，管理个人养老金账户的公司，一般会怎么选呢？我们一般通过第三方的机构做的一些市场调查，发现一些投资者，他们选这个个人养老金账户管理公司，通常会看三方面的最主要的因素。首先就是成本，哪一家公司可以给他提供的基金成本比较低，而且没有前面过于繁复的手续费就会选哪家。其次就是

服务,对于个人投资者来说我经常去看账户的情况,去看我的投资,我能不能在最快的时间之内找到客服,不管是通过电话还是通过互联网的方式能够跟他们沟通到,这种服务上面的因素是很重要的。第三个就是产品,我选的这家公司,他能够给我提供多少的产品,而且我想要的这些产品在这家公司到底有没有。这些刚才总结的成本、服务、产品这三个是最重要的,从个人的角度来看,他们会选择这个公司所要考虑的点。

因为 Vanguard 在美国市场上,算是最大的资金管理和账户管理人之一,所以我们通过个人的账户做了一个深入调查,利用大数据做了一些研究,总结了一些这个账户的投资行为和趋势,这里面也想跟大家分享一下。

这个是整个美国的情况,数字我刚才也都提到了,我就不多讲了,这个是 Vanguard 自己的数字,在 Vanguard 这边开立账户的有超过 380 万的投资者,拥有的账户超过 470 万,每一个投资者可以拥有超过一个的个人养老金账户。这个数字占到整个美国个人养老金账户的 11.3%,从投资的这个方面来看,在汇总了股票、债券和基金的投资,我们其实为这 470 万的个人养老金账户,一共做了有超过 2300 万次的交易,总的金额达到了数十亿美元。

通过对账户金额和它的投资情况进行分析,我们发现, Roth 的 IRA 和传统 IRA 是各占 1/3,从账户的余额上来看, Roth 是占了 17%,比较传统的类型占到了 36%,从每一年缴费的情况来看,基本上超过 2/3 的缴费额都去了 Roth 个人养老金账户。而且这个趋势过去十年几

乎都没有任何变化，所以可以看到，现在在开设个人养老金账户的时候，大家都去开设 Roth 养老金账户，往这个账户里面去存钱。

这就是这些账户投资的趋势。在 25 岁的时候，基本上这些账户持有人他们持有的超过 80% 的股票基金，45 岁的是 80%，在 60 岁的时候是 60%，在 85 岁的时候是 58%。在 50 岁以前，基本上这些账户持有人，他们投在风险资产，投在股票基金上的比例是不如这个股票基金，但是 50 岁之后，他们持有的这个股票，或者说股票基金的比例是远远超于他的目标基金里面对于风险资金的配比，这也是我们观察到的一点。

下面看一下年龄段，我们主要分了三个年龄段。一个是在美国婴儿潮出生的这波人。第二个就是在 GEN X 时代，差不多在 70 年代出生的这些人。还有就是千禧年代出生的人，大概是在 1985 年出生的，他们的年龄分别在 60 岁左右，40-50 岁左右，和现在的千禧年大概是在 30 多岁左右。从 2013 年的数据来看，在婴儿潮出生的人当中有 17% 的人对个人养老金账户有供款；在 GEN X 年代出生的这部分人，有 21% 的人对个人养老金账户有供款；在千禧年代出生的这些人，他们有超过 48% 的人对个人养老金账户是有贡献的，远远超过了前面两代人的贡献。千禧年出生的年轻人，他们现在拥有的账户余额差不多是在 313616 元美金左右。这就意味着，现在越来越年轻的这些投资人，他们会比他们的前辈有更强的这种供款储蓄和投资的意愿。而且他们还有另外一个优势，因为他们比较年轻，所以这个时间和复利的双重作用，让这些年轻的投资者，当他们在退休的时候，他们个人养

老金账户里面会比他们做得更多。我们做了一个测算，特别是在千禧年代出生的投资者，当他们在 65 岁退休的年纪，他们账户里面的余额要比前辈多 65%，所以可以说，现在美国这帮年轻的投资者，他们的前途是可以说是光明的，因为他们现在就有很强的储蓄和投资意识。

这个只是我们简单地举了一个例子，就是以一美元为例，你越年轻，越知道怎么用这个投资的话，你的复利效应在里面发挥非常大。

下面这个要讲的是现在在美国个人养老金账户里面，他们去把这个钱放到这个账户之后他们能投一些什么东西，因为这个是受到美国的缴税季的影响，美国每一年 4 月份是他的缴税季截止，也就是说你如果在 4 月份之前，你把你的供款放到账户里面的话，你的税收优惠可以从上一年开始算，所以四月份缴税的比例特别高。原因是什么呢？大家可能前面的几个月都在忙工作，忙生活，都没有想着去把这个放到养老金账户，到税期结束的时候再去做这个决定，所以很多人都把这个钱放到了货币市场基金。

当这些人把钱放到货币市场基金之后，在结束的 30 天、60 天、90 天、120 天之后，他们会不会做其他的投资，最终把这些钱从基金转出来把它放在其他的账户上？实际上，30 天之后，81%的人还是会回到货币基金，只有 19%的人会转出，120 天之后不会转出去。

所以这就带来一个问题呢？你最后一分钟所做的投资决策就可能变成你永久的投资选择，这个带来一个比较不好的影响，因为大家知道货币市场基金，它基本上风险比较低，收益也比较低，如果最

后一分钟才把这个钱放到货币上基金，之后几个月你也不会去动，那么股票市场和债券市场所产生的收益，你是不会享受到的，所以它对
这个账户，比如说这个账户所带来的投资收益也会受到非常大的影响。这个就是我们测算的一个影响，以 30 年为例，可以看到如果你早一些做的投资，不会出现延时投资的情况，如果 30 年拥有 16.5 万美金的供款，那 30 年之后你的收益是 15 万 8967 元，如果你最后一分钟才能做投资的话，那你至少是有 10% 的一个损失。

因为时间的关系，下面我就简单地跟大家讲一下我们看到的养老金账户未来发展的一个方向。我们这里总结了四点。第一，未来社会保障的不确定性使得投资者他们会更加积极地去储蓄，去养老。第二，随着寿命的增加，大家知道现在科技的进步，大家寿命是在每一年不停地增加，所以它也会迫使投资者，更年轻的时候去投资养老。第三，立法的不确定性也会影响养老金的发展。第四，由于延迟供款和延迟投资的情况，现在大家比较流行的一种方式就是自动绑定，自动缴纳，这个未来会在美国成为比较大的趋势。

这个就是我跟大家分享的几点，希望能起到抛砖引玉的作用，为第三支柱的建设能够起到参考的意义，谢谢。

（本文原载于中国基金业协会微信公众号）

养老金融月度资讯

(2017年5月, 总第6期)

编者按:“养老金融月度资讯”栏目是《养老金融评论》就养老金融领域月度重点资讯的摘编, 主要分为政策动态、养老金金融、养老服务金融、养老产业金融、学界观察和国际视野共六个板块, 旨在养老金融领域同读者分享最新的政策动向、理论发展、实践探索和国际经验, 以飨读者。

➤ 政策动态

- 证监会 | 《养老型公开募集证券投资基金指引(试行)》下发
- 民政部 | “养老服务”、“养老公寓”等非法集资将被严查

➤ 养老金金融

- 中国养老金融 50 人论坛 | 2017 国际峰会隆重召开
- 人社部 | 全国企业退休人员月人均基本养老金达 2362 元

➤ 养老服务金融

- 北京 | 首家网上养老院“拐棍网”上线
- 邮储银行 | 北京分行率先推出养老金主题信用卡

➤ 养老产业金融

- 发改委等 | 拟在全国征集养老服务业发展典型案例
- 中国人寿 | 在粤养老产业布局加快

➤ 学界观察

- IMF | 老龄化和低生产率或“杀死”亚太经济
- 世界经济论坛 | 30 年后发达国家面临养老金缺口

➤ 国际视野

- 法国 | 养老金平均 1376 欧 55 万人领低保
- 澳大利亚 | 研究称澳大利亚养老院过早死亡人数上升

本月概览

政策动态

证监会 | 《养老型公开募集证券投资基金指引(试行)》初稿下发

5月17日,《养老型公开募集证券投资基金指引(试行)》的初稿下发到一些公募基金管理人手中,并开始征求意见。根据《指引》披露的内容,《指引》对养老型基金的立法依据、产品定义、产品类型、投资策略、投资比例、子基金要求、基金管理人和基金经理要求、运作方式和费用、销售适当性、存量产品变更等方面作出了详细规定。

(中国基金报)

民政部 | “养老服务”、“养老公寓”等非法集资将被严查

近日,在14部委处置非法集资联席会上,民政部相关负责人提出,以提供“养老服务”等名义吸收资金、以相关“销售产品”等名义吸收资金、以投资“养老公寓”、“养老院”等名义吸收资金等非法集资行为将被严查,并严控养老服务领域非法集资风险。(新华网)

养老金金融

中国养老金融50人论坛 | 2017国际峰会隆重召开

为了解养老金投资的国际发展趋势,中国养老金融50人论坛于2017年5月20日在深圳主办2017国际峰会,主题为“后金融危机时代的养老金投资”,旨在借鉴国际养老金投资管理经验,探索养老金投资管理新途径,推动我国养老金管理运营水平不断提升。本次会议由大成基金管理有限公司承办,中国养老金融50人论坛战略合作

伙伴人民网全程直播。（中国养老金融 50 人论坛网站）

人社部 | 全国企业退休人员月人均基本养老金达 2362 元

人力资源和社会保障部近日发布消息称，全国企业退休人员月人均基本养老金从 2012 年的 1686 元提高到 2016 年的 2362 元，增长了 676 元，年均增长 8.8%。2005 年至 2016 年，我国已连续 12 年提高企业退休人员基本养老金，并在普遍调整的同时，注意向高龄退休人员适当倾斜。今年，我国继续提高企业和机关事业单位退休人员基本养老金水平，总体调整水平将比上年增长 5.5% 左右，企业退休人员养老金实现“十三连涨”。（中国社会保障学会）

北京 | 基金服务养老金第三支柱建设专题研讨会在京举行

随着我国老龄化加剧和居民财富积累，建立由政府提供税收激励、个人自愿参与的养老金第三支柱迫在眉睫、意义重大。为积极探索基金行业服务第三支柱的发展路径，主动融入国家养老金体系改革历史进程，助力我国养老金体系的健康可持续发展，由基金业协会主办的基金服务养老金第三支柱建设专题研讨会 5 月 8 日在京举行，有来自富达、领航、罗素等国际资产管理机构专家，以及华夏、嘉实、中欧等国内基金公司，以及工行、招行等机构共 300 多人参会。（南方网）

全国社保基金理事会 | 社保基金资产规模超过 2 万亿

5 月 9 日，全国社会保障基金理事会第六届理事大会第一次会议召开，楼继伟理事长做了题为《适应形势任务 深化改革创新努力开创社保基金各项工作新局面》的报告。报告指出：自社保基金会第五

届理事大会于 2014 年 3 月成立以来，社保基金规模迅速壮大。2016 年底，社保基金会管理的资产总额 20427.55 亿元，比 2014 年初增加 8011.58 亿元，增长 64.53%。其中，基金权益 19492.34 亿元，比 2014 年初增加 7564.56 亿元，增长 63.42%。在基金权益总额中，全国社保基金权益 16047.67 亿元，个人账户基金权益 1,181.22 亿元，地方委托资金权益 2263.45 亿元。投资收益保持稳定增长。过去三年，社保基金累计投资收益达到 4033.18 亿元，年均投资收益率 9.37%。其中，刚刚过去的 2016 年，在国内股市大幅下跌的情况下，社保基金投资收益总额 313.18 亿元，收益率 1.70%，其中，已实现收益 905.88 亿元，收益率 5.38%。（中国基金业协会公众号）

上海 | 养老金上调开始落地 上海已率先发放到位

今年养老金上调开始落地。目前，上海已经率先公布养老金调整方案，并于 5 月 5 日发放到位。按照人社部要求，各地要于 5 月 31 日前将调整方案报人社部、财政部审批后抓紧组织实施，尽快把调整增加的基本养老金发放到退休人员手中。（中国新闻网）

养老服务金融

北京 | 首家网上养老院“拐棍网”上线

首家网上养老院“拐棍网”日前在京正式上线。今后，“拐棍网”将为全国老年人提供网上家政预约、异地养生、康复护理和休闲娱乐等综合性服务项目。目前，“拐棍网”由老年商城、异地养生、居家服务、娱乐天地、社交广角、金融理财六大板块组成。其中居家服务

可为老年人提供 65 项具体内容，老年人只需下载手机需求端软件，发布自己的需求，“拐棍网”平台的服务人员将提供上门服务；社交广角板块则将通过论坛、交友、沟通等方式，缓解老年人的孤独情绪。（金融界网站）

邮储银行 | 北京分行率先推出养老金主题信用卡

邮储银行北京分行精准发力、深度创新，贴近养老金客户群消费需求而设计研发出养老金主题信用卡——YO 卡，并于近日正式向年龄在 65 岁以下的代发养老金客户发行。据了解，国内市场中，各家银行针对老年人的信用卡专项产品并不多，其中中国银行的养老金卡和建设银行的养老金卡均属于借记卡产品。邮储银行北京分行推出的养老金主题 YO 卡，是邮储银行内首张以中老年客群为主题的信用卡，在行业内也是罕见。（北京晨报）

养老产业金融

发改委等 | 拟在全国征集养老服务业发展典型案例

为贯彻落实《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》和《国务院办公厅关于全面放开养老服务市场提升养老服务质量的若干意见》，总结各地养老服务业发展的有效做法，发改委、民政部、全国老龄办拟在全国范围内征集一批养老服务业发展典型案例，以形成一批可复制可推广的成果，为全国养老服务业发展提供示范经验。每个省（区、市）报送 3-4 个典型案例，其中，养老服务业综合改革试点地区必须报送 1 个典型案例。（证券时报）

中国人寿 | 在粤养老产业布局加快

由中国人寿联合广发银行举办的综合金融论坛暨产品发布会今日在佛山举行。据中国人寿广东省分公司有关负责人透露，目前中国人寿已在穗注册成立南沙金控资产管理有限公司，未来还计划在广州成立中国人寿南方金融中心，并在粤港澳大湾区内选址打造 100 家大中城市养老产业集群等。目前国寿资产管理公司正在泛珠三角区域勘察多个养老社区的选址。（南方网）

福建 | 将投 543 亿打造 158 个健康养老重大项目

日前，为推进实施《福建省加快推进健康与养老服务工程建设行动计划(2015—2020 年)》，经筛选，福建确定 2017 年度健康与养老服务工程重大项目 158 个，其中续列项目 108 个，新增项目 50 个，总投资 543.5 亿元。（养老那些事儿公众号）

北京同仁堂 | 设立 10 亿元产业基金进军养老产业

5 月 26 日，中国北京同仁堂（集团）有限责任公司在京发布成立同仁堂养老产业基金，同时启动同仁堂北京健康养老项目，同仁堂养老子品牌粹和也在现场揭幕。这标志着百年老字号北京同仁堂健康养老全国战略正式全面实施。（中国金融智库）

安邦养老 | 开启健康养老产业新航程

5 月 18 日，在第十九届海峡两岸经贸交易会——“2017 年海上福州重点项目招商推介会暨签约仪式”上，安邦养老保险股份有限公司分别与福建省福州新区管委会、福建省福州市长乐市人民政府签署了“安邦-福州新区国际康养示范区建设合作协议”，开启健康养老

产业海上“丝绸之路”的新航程。（和讯）

北京 | 2017 京交会· 健康养老人才培养交流与合作大会举办

5月28日，2017京交会·健康养老人才培养交流与合作大会在国家会议中心3层报告厅隆重召开，此次会议的议题是：建立有中国特色的养老人才培养体系。（中国网）

学界观察

IMF | 老龄化和低生产率或“杀死”亚太经济

国际货币基金组织（IMF）9日在一份报告中称，虽然亚太地区仍是全世界长期经济增长前景最强劲的地区之一，但由于人口老龄化和生产率低下，该地区中期经济增长或将受到压制。IMF称，今年亚太地区的区域经济产出增长率预计将达到5.5%，而在2018年则料将达到5.4%，但为了维持长期增速，该地区需要结构性改革，以应对人口状况转变带来的挑战，并提高生产力。（一财网）

世界经济论坛 | 30年后发达国家面临养老金缺口

世界经济论坛近日发布一份报告指出，如果人口老龄化以目前的速度继续推进，到了2050年，日本和美国等六个发达国家的养老金等支撑国民晚年生活的资金，可能出现总计224万亿美元的缺口。据估计，拥有庞大养老金系统的日本、美国、英国、荷兰、加拿大、澳大利亚等六国，将出现总计224万亿美元的缺口。如果加上人口大国中国和印度，资金缺口总计将超过400万亿美元。报告称，由于全球老龄化加剧、发达国家的平均寿命持续增长，日美等国有必要最晚在

2050 年把退休年龄至少延迟至 70 岁。（人民网）

贵州 | 《中国社会保险管理服务发展报告（2016-2017）》暨职业年金管理运营研讨会在贵州举行

5 月 17 日，由中国社会保险学会、中国工商银行股份有限公司联合主办的《中国社会保险管理服务发展报告（2016-2017）》暨职业年金管理运营研讨会在贵州省贵阳市召开。会议研讨交流了该报告的编纂思路和主题。该报告是“中国社会保险管理服务发展”系列报告的第三部，前两部报告分别于 2014 年和 2016 年出版，被称为中国社保管理服务“蓝皮书”。（人力资源和社会保障部网站）

诺奖得主 | 老龄化带来医疗健康行业很好发展机遇

诺贝尔经济学奖得主克里斯托弗·皮萨里德斯爵士（Christopher Pissarides）5 月 27 日在“上海论坛 2017”年会上表示，目前，整个社会都正在走向老龄化，不管是欧洲、美国，还是日本等。而 2050 年将是非常重要的时间节点，几乎所有主要经济体的老龄化人口将处于巅峰状态。皮萨里德斯说，受老龄化影响，各国医疗健康领域的需求会不断增加，健康、卫生、保健等行业未来有着很好的发展机遇。与此相适应，医疗健康领域的支出将不断增长。皮萨里德斯说，目前中国在医疗健康领域的支出仅占中国 GDP 的 6%，预计 2025 年将达到 GDP 的 10%。（中国证券网）

郑秉文 | 养老保险顶层设计已确定 全国统筹未实现

中国社科院世界社保研究中心主任郑秉文近日在接受第一财经专访时表示，中国基本养老保险体制改革采取的是全方位改革，实施

的是一揽子解决方案。在目前的顶层设计中，养老保险金投资运营、提高退休年龄和降低社会保险费，共同构成了供给侧结构性改革的战略部署。他提醒，养老保险顶层设计方案不应该被政府的道德风险所“绑架”，政府不能再指望通过扩大覆盖面增加制度收入，而需考虑尽快对现行制度进行结构性改革来增加可持续性。（第一财经）

国际视野

法国 | 养老金平均 1376 欧 55 万人领低保

法国社会事务部研究调查评估及统计局（Drees，研调统计局）近日公布的一项报告显示，截止到 2015 年底，法国退休人数达 1600 万，其中 110 万居住在国外，每人每月平均领取养老金 1376 欧（税前）。（欧洲时报内参公众号）

澳大利亚 | 研究称澳大利亚养老院过早死亡人数上升

莫纳什大学最新调查研究表明，澳大利亚养老院中由于可避免性原因导致死亡的人数增长了 400%。该项研究对 2000 年至 2013 年间养老院里 2.3 万起死亡记录进行复查，发现近 3300 名老人死于摔倒、窒息和自杀。其中因摔倒受伤引起的死亡事件最为常见，达 2600 多起；窒息导致的死亡事件达 260 起；另有约 150 起自杀事件。（人民网）

韩国 | 国家养老基金股市获利 792.9 亿元

据韩联社消息，由于今年韩国股市行情高涨，韩国国家养老基金的股市收益高达 115 亿美元（792.9 亿人民币）。（每经网）

巴西 | 巴西众议院特别委员会通过养老金制度改革

5月3日，巴西众议院特别委员会以23票支持、14票反对通过了政府递交的养老金制度改革方案，将提交至众议院全会进行投票。养老金制度改革方案为巴西政府推出的重要措施之一，目的是为了弥补巨大的财政亏空，其中最受质疑的提议是将男女最低退休年龄规定为65岁及62岁，这遭到了大多数人的反对。此外，至少缴纳40年的养老金才能领取全额退休金这一提议也引起了不满。据巴西民意调查机构Datafolha公布的调查结果显示，71%的巴西人反对养老金制度改革。上月28日，为了反对改革，巴西进行了全国范围内的大罢工，此前巴西也已经有多次反对养老金制度改革的游行和罢工活动。

（中国新闻网）

2017 年 5 月 CAFF50 动态

1. 5 月 9 日晚，CAFF50 在金融街办公室举行 5 月例会。会议主要讨论了论坛建设及研究的最近进展，并讨论了 2017 国际峰会等相关具体事宜。中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用，秘书处谭海鸣、王赓宇、孙博、马媛媛、张栋、赵阳等成员参加了会议。

2. 5 月 19 日，CAFF50 董克用秘书长一行对南方基金进行了调研座谈。董克用秘书长首先对 CAFF50 的基本情况、活动方式以及成立以来取得了系列成果做了详细介绍，随后南方基金总经理杨小松、养老金及机构业务部总监解弘分别对南方基金的资产管理业务概况、养老金业务和投资管理情况进行了介绍。此后双方主要就一些重点问题以及今后的双方合作进行了深入的交流。CAFF50 副秘书长王赓宇、CAFF50 核心成员董登新、CAFF50 秘书处张栋陪同调研，南方基金副总裁俞文宏、南方基金权益专户投资部总监蒋峰、南方基金养老金业务部组合经理赵睿君等参加了座谈。通过本次调研座谈，双方达成了一系列共识，实现了预期目标。

3. 5 月 20 日，CAFF50 在深圳主办 2017 国际峰会，主题为“后金融危机时代的养老金投资”，旨在借鉴国际养老金投资管理经验，探索养老金投资管理新途径，推动我国养老金管理运营水平不断提升。本次会议由大成基金管理有限公司承办，中国养老金融 50 人论坛战略合作伙伴人民网全程直播。

中国社会保险学会会长胡晓义，中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用，中国人民银行深圳市中心支行行长邢毓静，中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨，大成基金党委书记周健男，美国信安养老金总裁、退休与收入解决方案总裁 Nora M.Everett，香港投资基金公会行政总裁黄王慈明，大成基金副总经理兼首席经济学家姚余栋，澳大利亚昆士兰大学风险与精算研究学院院长、新南威尔士大学（悉尼）ARC 人口老龄化研究中心首席研究员 Hazel Bateman，中民居家养老产业有限公司总裁王梦冰，泰达宏利行政副总裁暨亚洲区财富及资产管理主管、宏利资产管理(香港)首席执行官 Michael Dommermuth，美国波士顿咨询公司合伙人兼董事总经理徐勤，马来西亚公积金局副首席执行官 Alikakri，建信养老金管理有限责任公司总裁冯丽英，加拿大 Newton HR Law 公司创始人 Mark Newton，长江养老保险股份有限公司党委书记、总裁苏罡，希腊精算管理局执行董事 George Simeonidis，德国安联保险集团北京代表处首席代表郑培军，CAFF50 国际专家 Harry Smorenberg，人民网财经部、产经部主任柴哲彬，中证金融研究院研究员胡玉玮等嘉宾出席了本次国际峰会。此外，还有来自地方政府部门领导、学术专家和行业精英等 100 余人出席了本次国际峰会。

4. 5 月 20 日，香港投资基金公会行政总裁、香港证监会房地产投资信托基金委员会委员黄王慈明女士受邀成为中国养老金融 50 人论坛核心成员，董克用秘书长为黄王慈明女士颁发核心成员聘书。

5. 5 月 20 日，国际著名养老金问题专家、澳大利亚新南威尔士

大学风险与精算研究学院院长、ARC 研究与人类老龄化研究中心 (CEPAR) 首席研究员 Hazel Bateman 女士受邀成为中国养老金融 50 人论坛 (CAFF50) 国际专家，董克用秘书长为 Hazel Bateman 女士颁发了聘书。

6. 5 月 20 日，和君集团业务合伙人、和君咨询健康养老事业部副总经理曹卓君经申请、成员推荐、秘书处审议，成为中国养老金融 50 人论坛特邀研究员。

7. 5 月 20 日，招商基金岳磊经申请、成员推荐、秘书处审议，成为中国养老金融 50 人论坛特邀研究员。

8. 5 月 31 日上午，董克用秘书长主持的《我国二三支柱补充养老金体系改革研究项目》召开子课题《我国第三支柱个人养老金制度设计与探索》讨论会，本次讨论会由董克用秘书长主持，该子课题负责人、论坛核心成员胡继晔教授对子课题的进展情况进行了详细介绍，课题组成员就课题具体内容进行了详细的讨论。课题组成员、对外经济贸易大学副教授孙守纪，中证金融研究院邱薇、余兆纬，建信基金管理有限责任公司创新发展部总经理符林杰，国寿养老王慧，中国养老金融 50 人论坛秘书处张栋等参加了本次讨论会。

9. 5 月 31 日晚，CAFF50 在金融街办公室召开 6 月例会。会议主要对 2017 国际峰会的召开情况进行了总结，并对论坛近期的发展及研究情况进行了讨论，同时对 2017 上海峰会进行了初步的沟通和讨论。中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用，秘书处谭海鸣、王庚宇、孙博、马媛媛、张栋、赵阳等成员参加了会议。



秘书处联系人：马媛媛

Email: mayuanyuan@caff50.net

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

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

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net