

养老金融评论

2020 年第 9 期（总第 58 期）

- 钟蓉萨：建立个人养老金 培育长期投资文化
- 陈有棠：推动保险业深入服务养老金融 凝聚行业发展合力
- 陈锦光：夯实养老财富储备，商业银行应奋发有为
- 鲍淡如：资产管理要渗透到养老的各个环节
- 苏 昱：保险业助力养老财富储备的思考与展望
- 冯丽英：推动养老金融发展 促进供需关系平衡
- 张 晖：公募基金如何助力养老金投资
- 汪 泓：中国养老金发展趋势与展望

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 胡晓义 宋晓梧

论坛秘书长：

董克用

常务副秘书长：

张 栋 王 婷

副秘书长：

孙 博 王赓宇 朱海扬 张 兴

《养老金融评论》简介

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

《养老金融评论》编委会

主编：

董克用 姚余栋

执行主编：

孙 博

编辑组成员：

张 栋 施文凯 林佳钰 邹林娟

周 宁 王振振 王德永 李嘉璇

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】

钟蓉萨：推进个人养老金发展，培育长期的投资文化	4
陈有棠：推动保险业深入服务养老金融 凝聚行业发展合力	11
陈锦光：夯实养老财富储备，商业银行应奋发有为	17
鲍淡如：资产管理要渗透到养老的各个环节	24
苏 昱：保险业助力养老财富储备的思考与展望	28
冯丽英：推动养老金融发展 促进供需关系平衡	35
张 晖：公募基金如何助力养老金投资	42
汪 泓：中国养老金发展趋势与展望	50

【养老金融观点集萃】

李志淦、崔文华：个人养老金账户制的实施路径	53
丁岩松、贾佩琳、张凌睿：发挥私募股权在我国养老资产配置中的作用	78

【CAFF50 大事记】

2020 年 8 月 CAFF50 动态	97
----------------------------	----

导读：为了迎接中国长寿时代，夯实国民养老储备，8月22日，中国养老金融50人论坛2020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、汇添富基金管理股份有限公司承办。会议主题是“资产管理助力中国养老财富储备研讨会——暨中国养老金融调查报告2020发布会”，与会嘉宾围绕制度推进、投资管理、风险控制等方面全面探讨深化养老金融制度改革、完善养老保障体系的发展路径，来自政界、学界及行业嘉宾近200人与会，十余家平台同步在线直播。

本期《养老金融评论》继续聚焦中国养老金融50人论坛2020上海峰会嘉宾发言，重点关注中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨，中国保险资产管理业协会副秘书长陈有棠，论坛核心成员、兴业银行股份有限公司副行长陈锦光，上海市人力资源和社会保障局原副局长鲍淡如，论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司党委书记、董事长苏罡，论坛核心成员、建信养老金管理有限责任公司创始人、首任总裁冯丽英，汇添富基金管理股份有限公司总经理张晖，论坛核心成员、上海市宝山区委原书记汪泓等多位专家的演讲实录，以飨读者。

钟蓉萨：推进个人养老金发展，培育长期的投资文化



钟蓉萨：中国证券投资基金业协会副会长

非常高兴参加今天的峰会，我谨代表中国证券投资基金业协会对中国养老金融 50 人论坛上海峰会的召开以及《中国养老金融调查报告 2020》的顺利发布表示祝贺！在今年疫情环境下，董老师和 50 人论坛一直在通过专题研讨会、线上论坛、直播等各种形式持续开展养老金工作，协会也围绕养老金资产配置和长期考核推出了多篇专题研究，我最近也接受媒体采访，讲养老金和养老目标基金。对于养老金事业的热情，大家从未停止过。

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛 2020 上海峰会上的发言。

最近，伴随着今年以来股票市场的火热，大家对于参与资本市场的热情也非常高涨。我相信，关于“养老要投资”的认知，会越来越易于让老百姓接受。但是这种认知是在当前特定市场环境下短暂建立的，还是从根本上真的改变了，我想是要打一个问号的。在这个时点，论坛发布《中国养老金融调查报告》，通过对 12210 份问卷中调查对象的不同省份城镇人口规模、人口年龄结构、性别结构进行分层筛选和分析，聚焦城镇居民的养老金融行为和偏好，对于我们了解真实的情况非常有帮助。结合这份报告，我谈几点体会：

一、中国养老财富储备不足是因为投资不足，我们需要推动建立良性的投资文化

最近在多个场合，我们都在谈如何培育健康的投资文化。我认为，当前我国的投资文化还没有真正形成，主要体现在三个方面：

一是我们国家的老百姓，不是“投资过度”、而是“投资不足”。大家的钱大多还在枕头底下睡觉，多年来还是存在银行的活期或定期存款里。报告数据显示，72.07%的调查对象都通过银行存款/理财进行养老财富储备。从余额宝的出现开始，大家逐渐发现通过货币基金理财的方式可以拿到和银行存款不一样的收益，慢慢认识了基金，认识了什么是净值，慢慢有了“投资”的概念。

二是投资是逆人性的事情，但大家还是在市场好的时候才想起来投资。我们可以看到，不仅仅是散户在“追涨”，很多机构

也在行情好的时候不断发新产品。对于投资者来说，“买者自负”这个基本的理念还没有形成，大家的风险承受能力是随着市场环境的变化而变化的，市场好的时候过分激进，市场不好的时候又过于保守，当市场发生巨变的时候，这些投资者也是最受伤的。

三是大家对于用什么钱来投资、对于自己的投资目标是什么基本没概念。最近我在多个场合也在说，最应该用来投资的是“长期不用的闲钱”，因为“长期不用”，所以能够承受市场短期波动带来的“持有痛苦”，也能够防止自己在极端环境下忍痛割肉。另外，包括我在内的老百姓，可能缺乏对自己资金投资的整体规划，因此也影响了自己投资的安排。

二、建立良性投资文化的基础是投资者要形成正确的投资观念，尤其是对风险的认知

一方面，我国老百姓的投资意识薄弱，这是投资者教育最难推进、但又必须推进的核心。根据报告数据，投资者投资意识薄弱体现在以下几方面：一是基础金融知识缺乏，报告结果显示大家几项基础金融知识题目的平均得分仅为 61.24 分，处于刚及格的水平。有近两成(19.56%)的调查对象基础金融知识水平较差或者基本没有金融知识。二是风险认知尤其缺乏。风险观是建立投资目标的基础，能够最大限度保障未来投资方向不走偏，因此对风险的认知很重要。但有 43.80%的调查对象认为在养老理财或投资中任何时候都不能出现亏损，即不能承受任何的风险，这种“错把波动当风险”的观念普遍存在。三是自我认知不清，调查对象

自评金融知识得分平均为 68.76 分，实际客观得分 61.24 分，说明大家主观上存在对自己金融知识的高估，因此会出现“牛市时很多人都认为自己是股神”的现象。我之前也在很多场合也提到过，一些基金经理在市场好的时候会“错把运气当能力”，也是这个道理。

另一方面，大家的投资目标是不清晰的。这是开展投资活动最难界定、但又必须界定的核心。投资不是收益越高越好，经常有人说养老金投资与市场里好的股票基金相比收益不高，但是股票基金收益高的同时风险相对也高。为什么要做养老目标的投资，就是希望大家在能够拿到收益的同时也相对能够控制风险回撤。衡量一个投资计划的好坏，核心是要看是否达成自己的投资目标。这个目标必须结合每个人自身的情况和资本市场的长期发展趋势来界定，其实很不容易。大家都知道，高收益、低风险和高流动性这三者在投资过程中是不可能并存的。但是在市场的投资实践中能看到，普遍还是存在“既要又要还要”的想法，这说明很多人的投资目标是不清晰的。报告数据显示，在投资者的金融知识需求中，大家对养老理财规划方面的需求十分迫切，需求比例高达 55.31%（仅次于第一名的对养老政策的知识需求），说明大家对于自己的养老目标没有概念，希望得到专业人士提供的理财规划帮助。证监会推出的投资顾问相关规定，就是希望能够帮助老百姓更好地去做投资。

随着社会进步和投资者教育的普及，大家的养老储蓄意识确

实在逐渐增强，但因为投资目标没有准确建立，因此大家在投资上更强调“安全”，配置上仍然偏好保守和收益保证型产品。报告数据显示，63.29%的调查对象在养老理财或投资中将“确保本金安全第一位，收益多少不重要”作为其长期目标，这可能会导致大家的养老资产面临贬值风险，出现钱越存越少的情况。

投资目标是非常个性化的概念，是和个人收入水平、年龄、教育水平、居住城市、资金属性、风险承受能力等一系列因素息息相关的，单一因素是无法直接衡量投资目标的。报告中也举例说到，例如“收入”这个因素，它是影响不同群体养老理财目标的重要因素，收入越高，对保本的需求越低。因此，要建立适合的投资目标，不仅仅是对风险承受能力的判断，也要结合目标客户多方面的因素进行综合判断。

三、养老金第三支柱制度的建立，将推动各类金融机构开展个人养老金融服务，形成服务个人长期投资的专业生态

大家知道，从2015年开始，协会跟在座的各位一起，共同推动国家建立养老金第三支柱，出台发展个人养老金的政策。这项工作得到了国家有关部委、专家学者和业界的大力支持，试点政策于2018年发布。按试点政策安排，本来是2019年5月出台试点转常规政策，但由于各种原因，还没有出台。

借今天这个机会，我想再次呼吁第三支柱政策能够尽快出台。这项工作涉及面很广，政策制定要尽善尽美非常困难。过去三年，政府部门、学界、业界就账户、产品、流程、税收和监管等核心

问题基本已经达成了共识，希望大家共同推动这项政策尽快出台。美国的养老金政策历经了四十年的逐渐完善。直到现在，随着自由创业环境的发展，美国自由职业者越来越多，养老金的新政策还在不断制定和实施，我们也希望我国的养老金政策不要追求一步到位，能够先推出来，在实践中逐步完善。

与第一支柱、第二支柱只有少数的金融机构参与不同，参与第三支柱的金融机构类型多，银行、基金、保险、互联网基金销售机构等都能参与，调动市场机构的积极性，通过竞争提升服务水平，帮助老百姓建立个人养老金计划，树立科学的投资理念，开展长期投资，在个人养老金投资中加深对金融、对投资的认知，从而培育良性的投资文化。

在第三支柱试点期间，尽管基金没有纳入试点政策，但是在证监会的指导下，基金业一直在为服务个人养老金做好准备，推出了养老目标基金产品。我们看到，在没有税收优惠的情况下，已经有超过 148 万人购买，规模已经超过 353 亿元。产品总体运行平稳，2020 年之前成立的养老 FOF，成立至今全部实现正收益。截止 2020 年 8 月 4 日，养老 FOF 近 1 年平均净值增长率为 24.21%，全市场 81 只养老 FOF 中多达 62 只跑赢基准，占比 76.54%。此外，养老 FOF 在取得良好收益的同时很好地控制了回撤，以 2019 年为例，养老 FOF 区间最大回撤在-0.01%至-9.52%之间，相较沪深 300 的-13.49%，表现相对稳健。我们相信，随着国家推出第三支柱政策，会有更多的老百姓参与进来，随着时间的积累，大家的养老

金资产也会像雪球一样越滚越大。

上海是第三支柱的试点地区。我们知道，上海早在 90 年代就进入了老龄化社会，同时，上海也是我们国家的金融中心。发展第三支柱，既有利于上海完善养老保障体系，应对老龄化的挑战，也有利于上海培育长期投资文化，全面提升金融机构实力和金融环境的吸引力，意义重大。昨天，上海的基金同业们专门就如何推动上海地区的个人养老金发展进行了讨论。我们希望，上海能够在试点的基础上，尽快建立一个更加开放的个人养老金生态，纳入银行、基金、互联网基金销售机构等各类金融机构，为我们国家个人养老金的发展闯出一条路来。这项工作虽然很不容易，但这是一件利国利民、功在千秋的重要工作。希望大家能够继续和我们一起努力！

谢谢养老金融 50 人论坛！谢谢大家！

陈有棠：推动保险业深入服务养老金融 凝聚行业发展合力



陈有棠：中国保险资产管理业协会副秘书长

非常感谢中国养老金融 50 人论坛的邀请，在今年特殊的时期给我们创造机会齐聚上海共同进行讨论。今天主要跟大家分享行业助力中国养老金融发展方面的情况，借此机会向大家汇报协会在这个方面的一些工作思考。主要讲四个方面：第一，保险业服务养老金融的优势；第二，保险业服务养老金融的现状；第三，保险业服务养老金融面临的挑战；第四，协会推动行业服务养老金融展望。

一、保险业服务养老金融的优势

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛 2020 上海峰会上的发言。

首先，保险业与养老金体系有着天然的联系，这个体现在他们有共同同类属性，遵循相同的大数法则和精算原理。其次，保险基金的长期属性以及审慎投资风格与养老金的管理要求也是高度一致的。再次，保险业特别是人身保险，其场景周期覆盖客户全生命周期，如年金保险，天然具备养老保障属性，个人的税延本身就属于个人养老金产品，那保险业是保险与投资的双轮驱动的行业，双轮驱动给行业带来独特的优势。在个别领域上，比如目前部分机关事业单位编制外员工无法享受到职业年金等养老待遇的落差问题，养老保险机构可以提供企业年金、养老保障委托管理、商业补充养老保险等丰富的解决方案，并提供一体化的综合养老金融服务。养老金融服务这个行业很大，参与主体也众多，银行具有客户基础，证券基金公司具有投资优势，这为机构间的合作共赢提供了很大的空间。

二、保险业服务养老金融的现状

在国家相关政策的支持下，保险业发挥自身优势取得了显著的成效。在第一支柱方面，我们协会去年有一个年度的统计，其中十家保险资管机构（包括养老险公司）通过账户及产品方面管理的养老金超过 1500 亿元，这个数字可能不是特别大，但是增速已超过 50%。第二支柱方面，企业年金在整个市场的占比过半，根据人社部 2019 年的数据，8 家保险资管机构行业养老金公司管理企业年金基金组合 2718 个，占比 66%，投资规模达到 9526 亿元，市场份额占比 55%。企业年金方面，市场化运作的多家保险机构取得了相应的资格。

从协会的年度调研数据来看，9 家机构管理年金规模近两千亿元，

在职业年金运作中发挥了积极的作用。第三支柱方面稳步发展，23家保险公司参加了个人税延保险试点，今年5月份我们对养老方面的问题也做了问卷调查，2017—2019年个人养老保障产品整体规模分别是4284亿、6023亿、112239亿元，增长的速度还是挺快的，增长40.6%和86.6%。

协会负责个人税延保险的投资经理和组合经理的注册、后期培训和投资账户的统计分析工作，我简单的介绍一下里面的一些数据。如下表所示，A类和B类的普通账户收益中位数为5.4%，投资最高收益是12.4%，C类账户中位数是7.6%，最高数时达到27.5%，总体来看资金的投资相对稳健，业绩总体良好，对于个人税延账户的资产配置A类、B类主要是前一类资产，C类是属于比较积极进取型的，股票方面投资比较多。资产配置充分体现了保险资产管理、资产负债匹配的大类资产配置原理。

表1 个税递延养老保险资金投资情况

个税递延养老保险资金类型	A类	B类	C类
产品类型	收益确定型产品	收益保底型产品	收益浮动型产品
主要配置资产	境内债券资产	境内私募债权类资产	股票类资产
2019年投资收益率中位数	5.4%	5.4%	7.6%
2019年投资收益率最高数	12.4%	12.4%	27.5%

三、保险业服务养老金融面临的挑战

下面我想跟大家分享一下我们协会发布的养老成本指数。为有效衡量居民养老成本的变化，我们协会从2016年开始发布中国养老成

本指数，在养老成本通胀方面建立了独立的指标，以老年人生活支出为权重建立了衡量相关商品和服务价格上涨的指数。该指数从 2016 年 12 月为基期，取值 100，到今年的 7 月份养老成本指数是 116.86，同期的 CPI 指数为 108.13，即养老通胀的年度涨幅是 CPI 涨幅的两倍，税费后的净投资收益率需要超过指数涨幅才能够维持退休养老金的购买力水平。

这个指数里面的成份和权重主要是食品、居住、医疗、文旅方面，面对人口老龄化的挑战，我想劳动力成本的上涨可能就没有很好涵盖在 CPI 里面，所以退休以后如果想保持良好的生活水平，我们这个成本指数更能客观反映一些情况，养老成本指数可以作为养老投资回报的参考业绩标准，这个业绩标准比 CPI 高一倍，所以对于养老金融服务提出了更高的要求。

四、协会推动行业服务养老金融展望

养老产业属于多元产业，受到了银行、保险、债券、信托等各类机构的高度关注，市场竞争也比较激烈，除了在政策环境和制度规则方面通过国家政策的顶层设计给各类机构在养老金管理市场上创造公平开放的机制和环境外，还需要我们行业从消费者的角度，提高公民养老金融知识储备、深化养老金融投资研究、加强行业投资能力建设、推动各方协同共享等方面加以改进。作为行业的协会，我们应该说有义不容辞的使命和责任，下一步我们觉得有四方面去努力。

（一）切实履行协会自律和宣传平台作用，开展养老金融教育

投资者教育非常重要，我们协会自成立以来，一直致力于建立一

个具有公信力的金融教育平台。昨天在协会召开的养老金专委会会议上，大家基本达成共识——养老意识的培养，需要大家多做工作。就协会自身而言，近期会策划国民养老与健康公益活动。通过系列活动，提升公众对养老保障体系、养老保障水平、养老收入安排等认识，提示公众关注养老收入风险，提升社会养老意识，进而帮助个人合理评估个人养老需求，理解各类养老金融产品的特点和差异，制定切实可行的差异化养老安排。

（二）持续开展专题调研，研究推进进一步扩大养老金投资范围

养老金多元配置是实现其保值增值的重要基础。在新冠疫情蔓延、国际形势变化、金融市场波动性上升的情况下，我们觉得黄金大宗商品等市场的价值日益凸显。在黄金研究方面，协会三年前开始做这方面的研究，我们在监管机构的指导下，会同世界黄金协会和上海黄金交易所等业内一些机构，共同成立了专题小组开展研究，连续三年，今年还特别研究了黄金类资产配置对养老组织的影响。

调研显示，在养老金中加入黄金配置，可以使投资组合整体更加稳定。黄金在负利率的环境下表现良好，因为其具有商品属性而成为抵抗长期通胀的有效工具。因此，我们也在积极建议放开黄金大宗商品等投资政策，以多样化的工具来对冲系统性风险。

（三）认真践行协会服务宗旨，助力行业投资能力提升

虽然今年上半年受疫情影响，但我们还是做了很多工作。比如在交流培训方面，我们总共办了 62 场，当然都是线上的。今天对我而言也是第一次参加线下会议。

我们配合监管开展调研有15项,高质量的专题报告也做了49篇。我们也开展了项目对接,为养老金融投资寻求高质量的投资标的。疫情发生之后,我们累计收集实体企业融资项目714个,规模2.5万亿元。通过协会下属的子公司——“资管汇”平台,举办浙江、云南、宁波等线上发布会,展示湖北、广东等多省市融资项目72个,融资规模超过2000亿元。

（四）充分发挥协会纽带作用，推动各方协同发展

第一，参与监管政策论证起草。协会这方面参与比较多，上半年有3、4个，包括保险资管方面的“一加三”，参与金融衍生产品、国债期货、股指期货等。第二，积极促进境内外、业内外的养老金管理领域的交流合作。我们协会有国际专家咨询委员会，通过协会的大视野和国际支撑的系列活动，加强和国外的业务研讨，积极借鉴国际经验，助力行业健康发展。第三，发挥协会平台作用，加强行业信息交流。协会今年创设了养老金双周评，来跟踪国家政策、监管法规、市场热点，并进行专题分享，也得到了行业的充分肯定。协会下一步将进一步优化内容和传播方式，为会员提供及时有价值的相关信息。

最后，养老金融的发展，需要监管协会和机构、行业之间的协调配合，来共同推进市场融合协调发展，协会将积极和大家一起为中国的养老金融发展贡献自己的力量。

谢谢大家！

陈锦光：夯实养老财富储备，商业银行应奋发有为



陈锦光：中国养老金融 50 人论坛核心成员、兴业银行股份有限公司副行长

大家上午好！很高兴受邀参加中国养老金融 50 人论坛 2020 年上海峰会，也很荣幸能够与在会的各位领导、专家一起探讨，共同推动养老金融事业发展。借此机会，结合此次会议的主题，抱着学习交流的态度，我想站在商业银行的角度，结合这些年来兴业银行在养老金融领域的探索，和大家共同分享对推动养老金融财富储备方面的思考，不当之处还请各位批评指正。

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛 2020 上海峰会上的发言。

一、商业银行能够为夯实养老财富储备发挥积极作用

党中央、国务院在颁布《国家积极应对人口老龄化中长期规划》时，旗帜鲜明地把夯实社会财富储备作为第一条。应该说在这个领域，基金、保险行业已经先行一步，在养老财富储备专业化经营方面积累了不少经验，为银行业金融机构树立了很好的榜样。我认为，商业银行共同参与养老财富储备进程后，借助自身在客户基础、服务网络、金融资源等方面的优势，特别是理财子公司在资产管理方面的能力，也能够为促进家庭、企业、社会财富积累与合理分配，推进多层次社会保障制度的改革创新，夯实国家养老财富储备发挥更加积极的作用。

（一）有利于增加养老金融市场的供给，形成良性的市场发展氛围

相对于基金、保险行业而言，商业银行在养老金投资管理、受托管理等核心业务领域占比不高，这与商业银行在整个金融行业的市场地位以及应该发挥的作用不相匹配。商业银行作为我国金融体系重要的一个支柱，在品牌形象、服务能力、客户基础等方面具备一定的优势，商业银行共同参与到养老财富储备进程，能够增加养老金市场的供给主体，促进各种金融资源的整合、流动，更有助于促进养老金融市场长期、健康、稳定发展。这也是贯彻落实党中央、国务院在《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》中提出的“要增加有效金融服务供给”、“放宽金融服务业市场准入”的一项具体措施。

（二）有助于促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金

我国的居民存款已经超过 70 万亿，规模庞大，银保监会在《关

于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》（银保监发〔2019〕52号）中提出“促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金”。商业银行作为吸收公众存款的金融机构，不同于基金、保险等行业仅能间接的将潜在居民储蓄转化为资本市场长期资金，商业银行可以通过理财子公司发行养老理财，直接将居民的存量储蓄转化为资本市场长期资金，为资本市场长期健康发展开辟稳定的增量资金来源。

（三）可充分发挥商业银行在投资运营方面的差异化优势

相较于基金和保险等，商业银行在固定收益和债权类资产投资方面有着一定的优势，从基层资产匹配度上更加契合养老财富储备对于安全性的需要。商业银行参与到养老金领域，可以与基金和保险等其他金融机构形成差异化互补的格局，为居民养老财富储备提供更加多元化的选择。以兴银理财子公司为例，截止上个月末，理财产品余额达到1.4万亿元，涵盖现金管理、固收纯债、固收增强、项目投资、股债混合、权益投资、多资产策略、跨境投资在内的主流产品线。并且，我行也明确提出了要完善养老金融、绿色金融等三大理财产品特色板块，致力于打造客户类型全覆盖，投资市场全覆盖、主流策略全覆盖的产品体系，在资产管理层面为落实养老财富储备预留了战略纵深。

（四）有利于为实体企业直接提供长期限融资支持

相对于保险、基金行业而言，商业银行长期直接面对实体企业，具备提供贷款等系列综合金融服务的能力，与实体经济的联系更为紧密，融资渠道更加直接。商业银行通过创新发行养老理财、养老储蓄

等长期限金融产品，在推进养老财富储备的同时，还能够通过长期资产投放支持实体经济发展，有利于贯彻落实《2020 年政府工作报告》中提出的“增加制造业中长期贷款”、以及银保监会《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》提出的“扩大对战略性新兴产业、先进制造业的中长期贷款投放”等相关要求，为推进实体经济发展发挥更加重要的作用。

二、关于对夯实养老财富储备的几点建议

兴业银行从 2012 年推出国内首个养老金融服务方案“安愉人生”开始，大力推动金融组织、产品和服务创新，持续改进完善养老领域金融服务。面对老中青年不同年龄群体的养老保障需求，陆续创新“安愉储蓄”、“安愉理财”、“安愉信托”等可提供长期稳定收益、符合养老跨生命周期需求的差异化金融产品。面对企业单位还推出员工递延薪酬计划等类年金业务，养老金融服务体系逐步完善。随着养老金融业务的深入开展，我们也发现一些亟待解决的问题，需要国家政府部门、行业主管单位给予政策支持，需要金融同业共同推进。

（一）健全养老金市场的参与机制

我国养老金业务领域总资产约 10 万亿元，三大支柱以及全国社保基金均在积极推进市场化投资。但是由于缺乏政策支持，商业银行在养老金市场中的份额很小。以第二支柱为例，商业银行在投资管理与受托管理方面的占比仅为 9%、27%，商业银行在养老金领域的市场份额与应有的市场地位极不相称。

导致上述情况主要是存在一些政策障碍：一是基本养老保险基金、

全国社保基金和年金投资管理资格均未向商业银行（含理财子公司）开放。商业银行只能通过旗下基金公司或养老金公司等形式间接参与养老金投资管理，业务优势难以得到有效发挥。二是“企业年金管理资格”的优胜劣汰机制尚未建立。十余年来企业年金基金累计结存增长了近十倍，但在此期间，监管部门只是对从业机构进行过微调，部分综合实力较强、业绩表现优异的机构至今无法参与到养老金核心业务领域。

为此，建议国家主管部门完善相关的政策文件，向商业银行开放养老金投资、受托等资质，重启“企业年金管理资格”相关资质的受理与审批，扶持与鼓励银行业金融机构更多的参与到养老金业务领域。

（二）调整优化养老金的投资范围

2013 年颁布的《关于扩大企业年金基金投资范围的通知》要求企业年金基金可投资的商业银行理财产品仅限于保证收益类和保本浮动收益类。然而，根据《资管新规》打破“刚兑”和净值化转型的要求，银行将不再发行保本或保证收益的理财产品，从而导致符合《资管新规》的净值型银行理财被剔除出养老金可投资产品类别。除此之外，企业年金基金所能投资的信托产品也仅限于融资类集合资金信托计划和部分单一资金信托计划，限制了企业年金基金的投资选择范畴。

为此，建议监管部门根据资管业务转型与市场发展的需要，调整扩大企业年金基金可投资的理财产品和信托产品范围，为养老金市场化运营以及保值增值提供更加多元化的产品支持。

（三）提供公平税收优惠政策支持

囿于历史原因，银行理财产品和公募基金的税收征管政策存在差异。2018 年营改增改革后，公募基金相较于理财享有免征资本利得增值税，以及公募基金（含养老目标基金）分红免征企业所得税等一税收政策优惠。近期监管部门已经关注到上述金融主体税收政策差别化问题，人民银行在《中国金融稳定报告（2019 年）》中就提出要推动解决各类资管产品在税收政策方面的平等待遇问题。

在《资管新规》统一监管的大框架下，消除公募基金、理财产品的税收政策差异将是大势所趋。建议将养老型资管产品的税收政策平等作为试点，围绕养老财富储备为养老理财、养老基金争取公平的税收政策待遇。

（四）推进养老金产品制度创新

养老金产品在金融行业中的规模占比很低。例如基金业，养老目标基金的发行规模仅数百亿；保险业，即使在税延优惠政策的支持下，税延养老保险产品的发行规模仅有 3 亿元；银行业，甚至没有对养老金产品进行监管制度上的细分。但是从客观上看，养老金产品期限长、风险低，不仅可以为金融机构带来稳定的资金来源，缓解流动性压力，而且还能更好的发挥金融机构专业投资的优势，熨平短期经济波动对资产价格的影响，促进整个金融行业的长期稳定发展。

我注意到，郭树清主席上周在《求是》刊文指出：“加快金融供给侧结构性改革，加快养老保险第二第三支柱建设，推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平。”

为此我建议，金融监管部门应加快推进养老金产品制度创新，出

台差异化的养老金融产品政策，推进养老金产品成为金融行业稳定资产负债结构、防范化解金融风险重要的一块“压舱石”。

（五）加大养老金融的行业合作

养老金融对于国内金融行业而言是个新课题，目前银证保大多都在各自的专业领域独立探索，大多都是从各自产品的维度打通了从资金募集到资产配置的纵向通道。跨行业合作的横向通道大多仅仅局限在产品的代理销售上，社会公众会发现养老财富储备是单个金融行业的“碎片”，金融机构在养老财富储备领域也无法形成合力，构建高效的供给体系。

为此，建议金融行业能够积极推进养老金融的跨界合作，可以考虑从客户资源共享、销售渠道共建、金融资源共用、专业能力共享等方面进行尝试，发挥各自的资源优势，共同推进制度与产品创新。

大道当前，责任为先。金融作为现代经济的核心，加快发展养老金融，建立与老龄社会相匹配的现代化金融体系已迫在眉睫，在此过程中，商业银行责无旁贷。再次感谢中国养老金融 50 人论坛为行业发展提供的这一交流、学习平台，让大家能够齐聚一堂，共同讨论积极应对人口老龄化问题。汉代《淮南子》中提到：用众人之力，则无不胜也；用众人之智，则无不任也。意思是运用众人的力量、智慧，就没有不能战胜的事。兴业银行将继续加大对养老金融的投入，与金融界的同仁们携手并肩，砥砺前行，共同推动金融行业成为国家夯实社会财富储备最重要的一支战略力量。谢谢大家。

鲍淡如：资产管理要渗透到养老的各个环节



鲍淡如：上海市人力资源和社会保障局原副局长

我今天的发言主题是“资产管理要渗透到养老的各个环节”，主要讲两个问题。

一、做大养老金资产管理规模

（一）调整结构

大家知道美国养老金总量积累比较多，三个支柱的比重是 1: 6: 3（第一支柱 10%、第二支柱 60%、第三支柱 30%）。大家都说中国的养老金是“一支独大”，基本养老金占比比较大，这跟我们整个养老保险体系发展历史较短是有关的，但是也留出了很大的发展空间。

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛 2020 上海峰会上的发言。

1. 调整基本养老金的结构，为第二支柱发展开拓空间

第一个“调结构”是把基本养老金的个人账户调整出来，把个人账户改造成成为年金。目前基本养老金的“统”和“账”是混合的，而统账结合应该是清晰统筹和清晰账户在养老金发挥作用上结合起来，而不是混合管理。问题在于个人账户有一块很大的空账，空账的原因是历史负债：“老人”没有交一分钱，但是要从这个制度领钱；“中人”交了比较少的一部分钱，但是也要从这个制度领完整的钱。2010 年的《社会保险法》规定说国有企业职工和事业单位职工应当缴纳而未缴纳的社会养老保险费，由政府承担。目前，尚没有作出政府承担这个缺口养老金的历史欠债的制度性安排。当时由于这样的情况，个人账户只能部分做实，当时部分地方把它的规模缩小，11 个点缩到 8 个点，8 个点当中做实 5 个点，上海尝试做实 3 个点。我们可以调整思路：部分做实不再是比例的部分，而是人群的部分。

2. 逐步调整公积金为年金，构筑普惠性的第二支柱发展格局

第二个“调结构”是逐步调整公积金为年金，构筑普惠性的第二支柱的发展格局。公积金目前积累 14.6 万亿，目前实际用于住房贷款的 4.98 亿，占公积金总量的 34%，占全部商业房产贷款的比重不到 20%。1991 年发展起来的公积金是为了推动住房制度改革，这个任务应该说基本已经完成。现在“7+7”的公积金投入是享受政府税收支持的，而个人账户管理和年金管理模式极其相似，但是公积金给的回报是 3.5%，而年金从 2007 年到现在大概平均回报是 7.07%。对于职工而言，把这一块作为年金来发展更有利。当然这个可以“分人群、

切比例、逐步推进”：“分人群”是说接近退休年龄已经没有买房需求的转过来；“切比例”是说我们有限购政策，你已经买了房子，不再用这个供买房的这些人可以把它先切出来做成年金。

（二）调整观念、调整规则

年金在历史上被称为“补充养老保险”，我觉得我们不要再把它定位为补充保险，而是把三支柱命名为第一支柱——国家养老金；第二支柱——单位养老金；第三支柱——个人养老金。这样就清晰界定了国家、集体和个人的责任。年金规则要单位参保，且职工参保比例要达到80%，这些滞后的、影响年金发展的规则应该修改。上海的调查数据显示，现在没有劳动关系的职工不完全统计高达200万，你叫他们找哪个单位去？他们没有税收优惠，没有渠道为自己建立年金。第三支柱目前也是依托单位开展，跟现实情况不匹配，应该是个人自主决定，你就限定比例或者份额，然后给予税收优惠，进入我们管理机构市场运营机构。

二、拓宽养老金资产管理领域

1. 完善年金管理的市场化机制

第一，考核和政策要有利于长期运营，不要短期化。养老金是最长期的资金，但是在现实当中往往短期化，管理机构也很无奈。第二，单一计划和集合计划的比例要调整，应该更多的提倡集合计划，因为中小企业是大多数，它们建单一计划成本太高、管理不利。第三，集合计划规模要有限制，没有能力设集合计划就不要搞。第四，参保人投资意愿的表达。

2. 建立消费性养老金类年金的运营管理机制

目前，养老金都管的积累阶段，一进入消费就不管了。养老机构要入门费、会员费、押金等，没有金融机构管，它是用于消费的养老金，它说交过去管我 15 年，有些企业甚至借此行骗，也有老人上了当，交了几万块，最后这个企业不复存在，这个问题应该纳入金融监管。我们已经有积累型养老金的受托人、账管人、投资人和资金托管人四个角色，在这个消费性养老金也完全可以把这四个角色借用过来。

3. 固定资产的有效激活利用

我曾经做过一个调研，调研和我同类的曾经上山下乡的人中，除了自己居住的房屋以外，另有住房的比例。调研结果说明 50% 以上还有自住房以外的房产。房产是看着很高价值的资产，尤其像上海一线城市价值很高，但是可以看不能用，老人住着自己自有产权的住房，完全是消耗，不产生任何价值。如果把它租出去再用这个租金收入来支付入住养老机构的费用是两笔消费。如果有人来租老人出租的房子，是三笔消费。我们拉动消费要把这个环走起来，也就是说要考虑固定资产的流动性问题。建行在试行以租房养老，把租金三年五年十年一次性给付老人，让他进行养老消费，这也可以缓解城市的住房矛盾。

4. 创新资管产品，支撑养老产业发展

刚才很多专家都发言，要规范投资、稳定收益率，这很重要，保证它的安全性很重要。同时还要在养老产业的发展当中，寻找投资机会。谢谢。

苏 罡：保险业助力养老财富储备的思考与展望



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党委书记、董事长

各位领导、各位嘉宾，大家下午好！

今天跟大家汇报的主题是“保险业助力养老财富储备的思考与展望”，具体报告三个方面：第一，疫情冲击下对国内养老金市场的总体观察。第二，保险业助力养老财富储备的主动作为。第三，保险业进一步推动养老财富储备的初步思考。

一、疫情冲击下对国内养老金市场的总体观察

新冠肺炎疫情在全球蔓延，累计确诊人数已经超过了 2200 万，

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛 2020 上海峰会上的发言。

包括美、印、巴这些大的国家仍然是处在重灾区之中，还没有从水深火热之中“解放”出来。但是中国确实是一枝独秀，随着我们在疫情防控方面的有利举措，特别是复工复产方面有针对性地采取措施，实际上中国的经济无论是从同比还是环比来说，在 20 个主要经济体中都是绝无仅有的。

在这样一种较为不确定的经济环境之下，我们看到中国养老金市场仍然保持了非常平稳增长的态势。制度性的养老金财富储备按照我们初步测算的结果已经达到 12 万亿，这包括基本养老保险基金社保储备基金、企业年金、迅速崛起的职业年金。

把三大支柱分解来看，第一支柱基本养老保险基金合同金额已经接近 11000 亿，到账金额接近 9500 亿，相当于 2017 年起步时 370 亿的差不多 30 倍，应该说这一块的集中运作发展速度很快。当然我们也看到从 2019 年到现在为止委托的省份数量依然保持在 22 家，这也说明可能基本养老基金在进一步积累方面会进入到平台期，未必如前两年增长那么迅速。

在第二支柱方面，我们看到了比较好的信号，就是企业年金保持了 2019 年以来良好的恢复性增长局面。这里的数据显示很清楚，就是在 2018 年及以前，职工的参与数量、企业的新增数量、缴费规模都处在相当缓慢的状态。但是 2020 年的第一季度我们看到的新增职工数同比增长 28%，新增企业数同比增长 15%，缴费增长 27%，保持了 2019 年以来的明显回升态势，这也说明企业对于员工的长期激励这一块有了更高的重视，随着基本养老的降费也提升了很多企业愿意

增加年金供给的积极态度。

职业年金 33 个执行项目，31 个项目已经完成中标，26 个已经完成了资金运作。应该说职业年金带来了第二支柱的跨越式的大发展，初步测算因为职业年金启动，所能覆盖的相应的劳动人口占基本养老保险金的比例，从以前仅仅是 7%左右提升到 14%以上。

个人养老金这块还是在探索中前行，我们分成不同的板块跟大家汇报。

在税延养老险方面，到今年 4 月底，据有关方面公开披露，参保人数 4.7 万，保费超过 3 亿。同时，保险业的个人养老保障产品已经达到了一定的规模，未来如果能够纳入到个人养老金的范围，会非常有利于整个第三支柱市场的发展。同时，我们看到养老主题的银行理财产品也迅速增长，今年新发行的银行养老产品 122 只，已经接近去年全年的数量。而养老目标基金发行的规模到目前为止存量达到 370 亿，今年发行的超过 58 亿，发展也是非常迅速的。

所以在目前中央所提出的以国内大循环为主的新发展模式，我们相信养老财富的积累和储备大有可为。一方面在供给侧领域，养老的财富储备必将为国家战略布局、产业结构调整、核心技术攻关提供长期稳定的资金支持。在需求侧方面，养老财富储备必然使得大家对享有更好的晚年生活提高信心，当然也会进一步提升大家对当期消费的积极性和消费能力，这对于促进内需是有极大好处的。

二、保险业助力养老财富储备的主动作为

1. 保险业是养老保障制度改革重要的助推器

这里有两个维度，一个是时间，另一个是三个支柱的不同领域。我们可以看到不管在第一支柱的基本养老保险的投资管理，还是第二支柱的企业年金的标准化运作、集合计划的建立、年金投资范围的不断创新，包括职业年金的启动，以及第三支柱方面对递延商业银行保险前期的政策研究、试点产品推出，包括个人养老保险产品的发展，其实保险业做出的贡献是比较大的，而且是实实在在的。

2. 保险业是养老金市场开拓的先锋队

我们做了一些数据来更详细地分析，也可以看到保险业为此付出的成本是巨大的。我们把最主要的五家养老保险公司所服务的年金的企业数和人均客均管理规模分析出来，会发现主要企业年金还是集中让保险业提供服务的，前五家中服务企业数最少的都超过 6000 家企业，多的高达 27000 家。但是如果把所有的管理规模除以数量会发现，平均每一个客户的管理规模在 1000 万到 1300 万左右；除了 5 家之外的其他年金受托人，所管理的企业数量大幅降低，最高者也只有前 5 家最低的不到一半。但是他们客均的规模明显超出前 5 家，说明了最主要的 5 家养老保险公司实际上服务了绝大部分的中小客户，他们为此付出的成本和代价是非常大的。

3. 保险业是养老金专业管理的主力军

在企业年金管理最核心的受托和投资领域，保险业分别占据 70% 以上和 55% 以上的市场份额。在这个领域中应该说保险业表现出非常好的专业能力。

4. 保险业是养老金支持实体经济重要的桥梁搭建者

现在保险业管理的各类养老金 2.5 万亿，保险业在已经发行的债权计划也有 2 万亿。通过保险业相关的产品引导了大量的养老金直接支持实体经济，这其中长江养老做了不少工作。长江养老作为养老保险公司中第一个拿到另类保险资管产品资格的企业，现在累计发行的债权产品超过 1300 亿，差不多 40% 的份额都是配置给了养老金资产，也为养老金增值提供了新的长期可靠增值的渠道。

三、保险业进一步推动养老财富储备的初步思考

1. 叩问初心使命，保持养老金管理机构的战略定力

还是要坚持养老金管理机构的战略定位。养老金是长线资金，在起步阶段毫无疑问是需要付出很多的成本和保持足够的耐心，所以我们要在三个方面继续坚持做养老金事业的初心。

首先，坚定不移推动养老保障的制度性发展。因为只有通过不断地为监管进行建言，做好政策的顶层设计，这样才对整个行业的发展铺好战略发展的路。同时保险业在资产配置风险管理方面的成熟经验也有利于养老金进行不断的复制和推广。

其次，作为养老金管理机构还是要坚持受益人利益的最大化。也就是说一定准确把握不同类型的养老金客户，不管是机构还是个人，把握他们的生命周期特征以及风险偏好，提供更加符合其个性化需求的养老金管理方案，同时重点要强化从业人员的职业操守。因为养老金是保命钱，安全是一方面，更重要的是确保管理者具备足够高的道德素养，确保资金处在合法合规的前提下进行长期运作，所以养老金行业的道德风险防范还是需要我们给予更多关注，并且采取持续的、

更加有效的措施确保行业的稳健发展。

然后，还是要回归金融服务经济的本源。更多地把养老金引入到经济的长期发展之中，引入到支持国家发展战略之中。所以上午有关监管领导提到年金的股权投资问题我是非常赞同的。从全球养老金发展经验来看，除了我们在固收方面追求更多长期、稳定回报的投资品种，公开市场的股票投资和非公开的股权投资毫无疑问都是提升养老金长期回报的重要投资方式。

2. 整合集团资源，提供养老财富管理的综合解决方案

养老保险公司如何整合集团的资源。因为各个大的养老保险公司都是处在各自的集团之下，而且大的集团都是全球财富 500 强，拥有丰富的金融资源，所以养老金不能仅仅做单一的账户管理，而应该把单一的账户管理跟更加丰富的保险业的风险防范工具、跟现在保险业所积极推动的养老社区的建设、健康养老的管理有效结合起来，我相信这样才能把财富的积累跟客户真实的养老体验紧密结合在一起。

3. 拥抱混业经营，以平台化思维 and 市场化意识汇聚行业合力

养老保险公司不能固步自封。因为养老金的行业本身就是混业的，很少有这样的市场——银行、保险、证券、信托都或多或少参与其中，养老保险公司应该发挥自身独特优势。首先要有平台化的思维，毕竟我们有受托牌照，完全可以把受托牌照作为搭建混业合作的重要桥梁，支持大家在更加高效的管理平台上为受托人创造价值。

还有要有市场化意识，坚持业绩与能力导向，而不是把自己的牌照与政策的垄断放在第一位。我们一直希望大家同台竞技，各有所长，

所以保险业要相信自己的能力，与基金、银行理财、券商资管、信托、乃至更多丰富的可以为养老基金养老储备提供增值能力的机构公平竞争、长期合作。

4. 顺应科技浪潮，加快实现养老金管理的数字化智能化

养老金管理必须要走科技的道路。我们在去年底专门提出长江养老要把建设国内一流、国际知名的科技型养老金管理公司作为自己的战略目标，就是希望能够从两个大的领域不断地提升我们的科技竞争力。一个是客户看到的地方，比如说更加可视化的营销工具，比如说更加智能的养老金投顾服务和产品的推荐，比如说让客户体验更加良好的业绩分析、账户信息的展示，以及包括各种无纸化、线上业务操作流程。但是还有很多看不见的东西是可以通过科技来实现的，比如说养老金的智能资产配置，我们在数据方面持续的积累，在绩效归因方面更加有效的工具，以及风险的智能监控，包括通过区块链为养老金的转移提高经办效率等等。总之，养老金是靠人才为核心的长期事业，而科技让养老金这个行业插上成长的翅膀，跟优秀的人才紧密结合，为了中国人民的福祉，我们相信一定可以通过科技实现养老金更加有效的长期成长。

谢谢各位！

冯丽英：推动养老金融发展 促进供需关系平衡



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创始人、首任总裁

尊敬的各位领导、朋友，非常高兴来参加今天的论坛，有机会和大家学习和交流是我作为养老金投资和管理职业经理人的荣幸！

今天上午听了各位领导和专家的发言，以及我们发布了中国养老金融调查报告（2020），学习了很多的东西。近年来无论是国家、政府还是社会各界对养老金的关注度越来越高，百姓对养老的需求呼声也是越来越高，本人有很多感触，主要从三个方面来向大家做分享：第一，关于发展格局下养老金融发展是可预期的；第二，养老需求不

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛 2020 上海峰会上的发言。

平衡还是当前的主要矛盾；第三，金融产品是如何以金融产品来促进养老供给和需求的协同发展。

一、新发展格局下养老金融发展可期

不久前召开的中央政治局会议提出了以国内大循环为主题，国内、国际相互促进的新发展格局就要求我们将日益强大的国内市场视为战略资源，最大程度的发展内需加创新的动力潜力。在新发展的格局下，可以预见养老金融将成为国内大循环的重要构成，在经济社会发展中的作用将会日益突出。我主要从三个方面谈谈自己的想法：

第一，从人口基数的角度，我国人口老龄化不断加深是大势所趋。十三五期间，60 岁以上的老龄人口在 2015 年的占比是 15%，现在已经占比 18.1%，有预测十四五末，我国老龄人口还会大幅度的增长，占比增长可能超过 20%，老龄人口的增加将促使养老金融不断发展。

第二，从财富积累的角度，家庭财富积累为养老消费提供了基础。当前 50 年代末、60 年代初出生的人正逐步进入老龄化或是准老龄化，这一代实际上还是分享了改革的红利，家庭财富有一定的积累。从最近泰康集团发布的家庭财富积累的报告，也可以看到财富积累在推动养老金金融的发展。

第三，在国家和政府层面，养老金管理和投资越来越成为国家战略的组成部分，特别是党的十九大、十九届四中全会对养老问题都进行深刻的部署。去年底出台的国家积极应对人口老龄化的中长期规划，从财、人、物、科技、环境五个方面对养老金的全过程都做出了安排，形成了今后一段时期的行动纲领。

综上所述，无论从养老金的管理、养老产业的发展以及养老服务业的发展，近年来都得到了协同发展和蓬勃上升的态势。市场的主体作用也是越来越突出，这类机构形成了相对成熟的运营模式，由此可见人口老龄化背景下养老需求更加旺盛。几十亿的养老潜在需求如何有效的发挥出来，将成为养老金融发展未来重要的突破点。

二、养老供需不平衡仍是当前主要矛盾

其次，养老供需不平衡是当前的主要矛盾。新时期下人民日益增长的美好生活的需求与不平衡不充分发展的矛盾，实际上在养老金管理中也是非常突出的，主要体现在三个方面：

第一个矛盾是养老资产与养老收费支出之间的不平衡。也就是攒的钱不够未来购买养老服务。今天发布的报告里我注意到一个数据，有 23.57%的人群是没有做金融市场的财富准备的，这部分人都是 60 岁以上，50-60 岁的时候这部分人群还有超过了 13%没有做金融市场的财富准备，加起来就是将近 38%的比例，这部分人群又恰恰是养老支出的主力人群，攒的钱如何通过金融产品保值增值也是在座的养老资管机构的责任。目前来讲养老金对养老的消费虽然是三支柱协同发展，但是一支独大的局面并没有得到改善。在养老金的支柱当中大家更多的是靠第一支柱养老金支付，第二和第三支柱还需要在未来进行挖掘、发挥和激活。

北京 2019 年调整后的平均养老金的水平已经提高到每月 4157 元了，高于全国的养老金水平，养老的需求和供给之间能不能平衡？这 4157 块钱到底能买来什么样的服务？我们对比市场创出公办的民政

部的保基本，就是广覆盖、普惠制的养老以外，基本的市场化运作的养老机构每个月的床位费就在 7500-8000 块钱，这只是一部分。任何养老机构的收入来源由最少三部分组成，一部分是床位费就是 7500—8000 块，一部分是服务费，包括伙食费和提供的物业管理，第三部分也是大头照护费用，后两者加起来是床位费的 50%，加起来就有 16000 块钱左右的养老金支出，这是选择养老机构去养老形式下的支出。从简单的对比当中，我们知道我们自己的财富积累对于未来的养老支出还是有很大差距的，这还是北京的水平。

第二个主要矛盾是养老需求总量和养老服务提供之间的不平衡。我们注意到前不久《中国青年报》对 1876 个 18-35 周岁的青年进行调查的时候，其中 78.8% 的人都开始担心自己的养老问题，超过 86% 的人担心他们父母的养老问题。未来他们对于选择机构养老也会有一个比例，我们选择了 6000 人的样本进行调查，其中未来选择到养老社区养老的有 35% 以上，未来选择到单一的养老机构去养老的是 51.2%。

针对庞大的养老产业的需求，现在提供的养老物业状态是什么样的？以一个指标，养老的床位数为例，全国平均水平来讲，目前 2019 年的数据显示，养老的机构和设施是 17 万个，各类的养老床位是 755 万张，对应现在的老龄人口就是每千人 30 个床位。当然这里面也有结构的不平衡问题。对于民办的收费比较低、保基本养老生活的来讲，是一床难求的；对于高品质和高质量，特别是收费高的商业机构的入住率并不满。排除结构性的不平衡，一定程度上还是反映了养老产业

的物化需求和可提供的养老物业状态之间是严重不匹配。

第三个矛盾是我们自己用现的钱要购买的服务之间不平衡。每个养老的人都希望自己购买的东西能够物美价廉，我们想用 4 千块钱去买 8 千块钱的服务，对于 4 千块钱买 3 千块钱的服务我们觉得品质不是我们所需要的，这个是个人的矛盾。养老机构的投资期限非常长，回收期也非常长，盈利是微利，很多养老保险机构一般的盈利点都在 7、8 年以后，如果让他降低收费标准，一定会降低他的服务水平，如果不降低服务标准，收费水平一定是高的。以低廉的价格提供高质的服务的养老机构一定是不可持续的，所以这个矛盾也是越来越突出了。

三、如何以金融手段来促进养老供需之间协调发展和平衡

首先，要让兜里的钱多起来，就是要充裕社会养老的资产。对个人来讲，养老储备要早做，越早越好。对于机构来讲，一定要注重用养老资产管理的收益率来增加养老储备，不是说保本就行，我们机构的使命就是保证委托人利益最大化，保证你的钱可以挣钱。对于国家来讲，一定要平衡一、二、三支柱，财富支柱积累可以协调平衡发展。

其次，推动养老金金融化。我们非常赞同 50 人论坛最早提出的养老金金融、养老产业金融以及养老服务金融的协同发展。养老金作为长期性的资金与养老产业的特点是非常一致的，去年很多机构探索了闭环式的养老投资管理，简单的逻辑就是金融机构发行养老保障产品、养老保险产品和养老信托产品。购买信托产品、保险产品、养老资管产品的个人与养老机构和签订的合同，这些个人在享受产品收益

率的同时又有优先入住养老机构的选择权。解决问题的两个方式：一是银行拿得钱支持养老产业的发展，二是未来的养老机构可以为购买产品的人提供养老服务，真正实现投资客户以及服务的闭环式的发展，我们希望这个产品未来可以普及化，为更多百姓提供服务。

第三，金融产品化。我们从调研中发现，养老属性无非是银行的存款或者是理财、商业保险、目标基金。但是，从今天发布的报告已经看到了，很多人更愿意把钱放在银行里，而不是放到商业保险以及目标基金里面。我们提倡在同一时间个人在做养老财富积累，应该做到产品的多元化组合，这就需要为百姓提供投资顾问的角色，这个是第一点；第二点我认为在未来的财富积累当中，肯定不是靠一支柱独大，因为一支柱是保基本，重要的是二三支柱如何去激活，如何将第二支柱的积累转化到第三支柱的财富积累。

简单说一个场景，企业年金或者是职业年金从资产属性来讲都是养老基金，我们聚焦这笔养老基金的实质性属性是补充养老，是在第一支柱以外的补充养老保险，这部分钱是在达到退休年龄时一次性支取，或者是分次支取，更多的人选择一次性支取，因为公共的年金投资收益率还是有点低，通过资管机构把这笔钱拿过来能够更好的保值增值。

我觉得从二支柱的企业年金一次性领取出来以后，通过投资顾问的角色购买到养老目标基金就是非常好的选择。为什么？因为被时间检验了。过去一年有185万人购买目标基金，规模已经超过了387亿，一年短期得投资收益率也已经达到了24%了，而且市场上有多种选择，

包括 1 年期、3 年期、5 年期，只要时间是错配的，不会影响养老生活的现金流动性，但是百姓不认识。下一步，我们在同一时间里为个人做养老财富积累时，要保证银行理财、商业保险、目标基金得多元化组合，在不同的阶段下三种产品应该有不同的相互衔接和补充。

以上是我跟大家分享的，我聚焦一下我的结论，主要有三点：一是养老供给与需求之间的矛盾将长期存在；二是金融助力养老财富的积累不能单纯靠第一支柱、第二支柱，重在活化第三支柱；三是养老金、养老产业以及养老服务金融的协同发展一定是缓解供需矛盾的有效途径，谢谢各位！

张 晖：公募基金如何助力养老金投资



张晖：汇添富基金管理股份有限公司总经理

我今天分享的题目侧重于产品包括投资以及策略方面。各位领导和专家花了大量时间呼吁第三支柱试点，现在还没有转常规，常规的工作我们一直在做，比方说投资者需要什么样的产品，什么样的产品和服务确实对投资者有利。很多东西是一个思维的东西。我们一直说的养老目标基金，比方说我们发的 2040、2050，实际上你如何做到这个投资组合随着你的年龄增长或者时间的延长，它的风险跟它的组合的风险跟下滑曲线是匹配的话，实际上有很多前提条件。如果不是这样的话，最后的结果会非常不好。我知道投资确实讲长期，但是大

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛 2020 上海峰会上的发言。

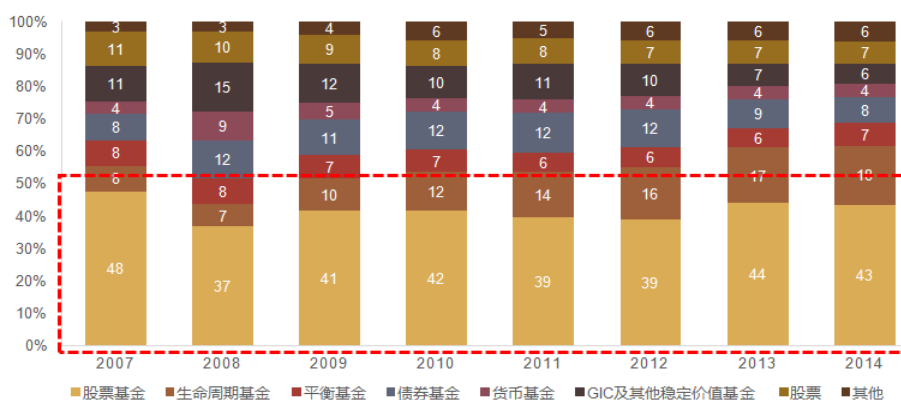
家看到就是短期，大家一说你的养老目标基金是多高多高，实际上还是刚开始，因为担心存在很大波动，说明不了什么问题。

我主要讲四个方面问题，第一是主动权益在养老金投资中的重要性，第二是探索多资产策略有效降低波动性，第三是提供稳定风格的资产是做好养老金投资的关键，第四是坚持长期做好客户服务与陪伴。

一、主动权益在养老金投资中的重要性

下图是美国 401 (K) 账户的资产分布结构。很多人提到股票会说股票波动很大赚不到钱，根据中国基金业协会在基金 20 周年的统计，开放式基金成立以来，到现在整个回报率是年化 16%，超出同期上证指数 8.5 个百分点，这个实际上是非常可观的。我们面临的问题是投资者为什么总是赚不到钱？大家看到股指跟实际投资赚不赚到钱不是很关联，有一次美国做被动投资最大的基金到我们公司，我说我们第一支基金 2005 年 8 月份成立，到我跟他讲这个东西的时候，收益率是 12 倍，股指涨了 150%。因为美国跑赢股指很难，但在中国跑不赢股指是非常愚蠢的。

美国401(k)账户的资产分布结构（2007-2014，单位：%）



注：本页“基金”包括共同基金、银行集合信托、寿险独立账户和证券公司的集合产品
资料来源：ICI, EBRI

这是我们旗下基金成立的整体收益率情况，前不久我看了一个结

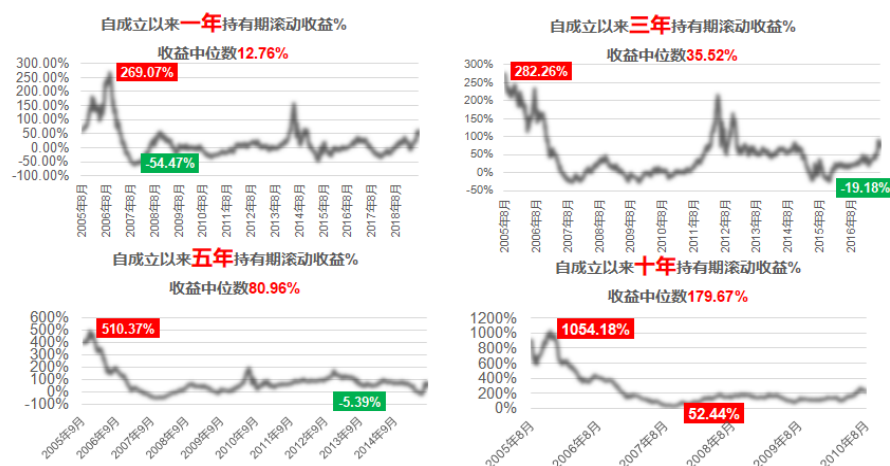
果，到6月30号涨十倍的基金中国25支，很赚钱。我跟大家说买基金有一个特点，要买好基金，有些公司跟估值波动一样，我还要讲这个话题，什么样叫好基金。

汇添富旗下不同成立期限的权益产品收益情况部分举例

成立期限	证券简称	成立时间	成立以来回报% 截止至2020-06-30	同期业绩基准涨幅% 截止至2020-06-30	超过同期基准 涨幅%
成立十年	汇添富优势精选混合	2005/8/25	1503.62	274.89	1228.73
	汇添富成长焦点混合	2007/3/12	484.95	73.39	411.56
	汇添富蓝筹稳健混合	2008/7/8	541.28	65.48	475.80
	汇添富价值精选混合	2009/1/23	601.07	102.15	498.92
成立五年	汇添富逆向投资混合	2012/3/9	239.59	61.15	178.44
	汇添富消费行业混合	2013/5/3	520.20	135.78	384.42
	汇添富美丽30混合	2013/6/25	221.95	85.58	136.37
成立三年	汇添富全球互联QDII混合	2017/1/25	129.80	75.10	54.70
	添富创新医药混合	2018/8/8	151.17	30.79	120.38

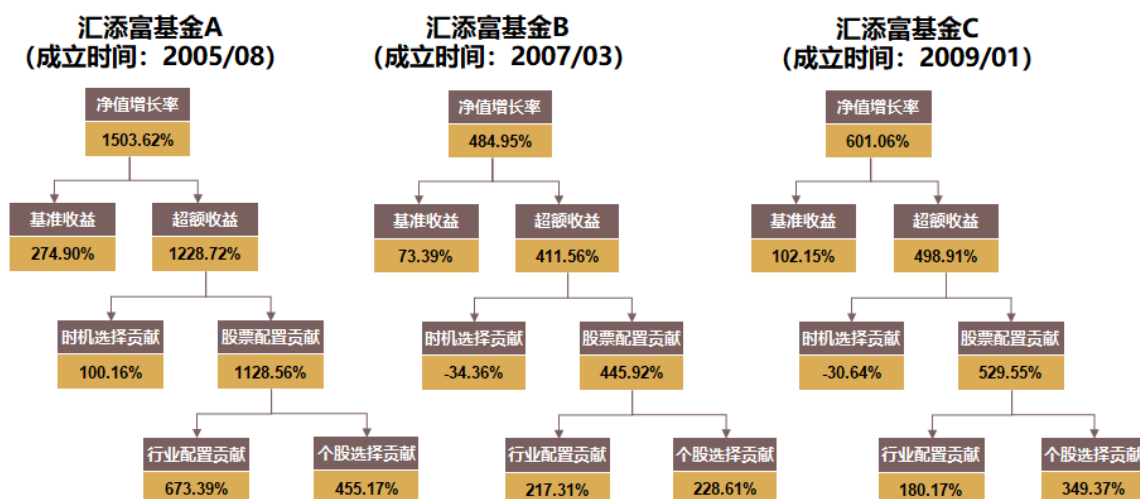
这是一个例子，这个东西大家可以看，基金长期回报率比较高，但是时长不同完成的不一样的，你在做2007年买定基金，现在情况是什么样，这里面都有，这是一个滚动的数据。自成立以来，以汇添富为例子，它的中位数12.76%，最高269.07%，成立三年以来中位数是35.52%，最高是282.26%，这里面一个数字你越拉长就越好，你十年基本上没有负的，你买到最高点也是正的，这是一个滚动的收益。这个你长期持有，实际上即使你卖的很高，也是赚钱的。

举例：汇添富某基金不同持有时长收益统计



实际上跟大家认识的东西还是不一样的，投资者为什么老是赚不到钱？我认为跟两个东西有关：第一个是心理久期太短。你总是不断看今天涨还是跌，今天是每股下跌多少，好像跟你很关系，再就是宏观经济到底怎么样，实际跟你没有太关系，你心理上总是在不停波动。第二考核久期太短。考核基金经理的时候不停换，这样很难保证基金经理投资风格稳定性，最后的结果也是做得不好。

这是一个分析，这几个基金都是不同风格的基金，一个成长型，一个是价值型，一个是均衡型。大家可以看到，实际上按照成立的时间是大幅跑赢股指，我们分析了市盈率来源，一个是时机选择一个股票配置，包括行业和个股配置的贡献。发现除了这个基金有一点贡献，而且占的非常低，其他都是负的，这说明你做时机选择实际上很难获得比较正的收益，这个基金比较特殊，2008 年像这种大熊市很难遇到，即使是这样，占的比例非常低。我们经常遇到一个问题，你做时机选择，然后势头在市场下跌的时候你不在，你发现你最后错过了投资机会，选择好股票的机会，这是我刚才说的，为什么投资者赚不到钱。



二、探索多资产的策略能有效降低波动性

第二个我想讲的第三支柱，最后是要做到客户有自主型资产，你既能提供各种资产同时也可以提供投顾服务。你在做投顾服务的时候，这个东西虽然长期可以赚到钱，养老金资产投资者确实还是比较注重波动性，那么我们是不是有一些方法能够降低波动性？在过去几年针对净值化转型大的变化，我们做了很多探索，有一些探索还是很有意思，跟你直观上面的理解还是不一样，这个我简单的介绍一下。比方说有一个基金叫年年泰，年化收益率 10%，波动性就是最大回撤 2017 年是 2.38%，年化收益率 8.31%。过去我不太关注这些策略的投资方法，实际上这个投资与投资方法有关。你如果要想控制回撤，你的投资方法是关系非常大的。有人经常会 20% 股票不断做选择，相反发现每次做经常会做错。第二个比方说股票和债券里面，大家都知道债券里面可以投可转换债券，有些人会投很大，发现回撤就非常大。做了几年探索发现一个现象，越是到这两年回撤越来越低，我觉得整个投资还是跟方法有关，另外我还要讲第一层资产怎么选择减少波动性也有关系。

还有一个很有意思的东西，挑战很多大家的认知。我有一个叫基本面对冲策略产品，买股票然后做空。这个产品从 2019 年开始基本上回撤非常低，2019 年最大回撤 1%，今年有一次在新冠疫情大跌超过 1%，除了那次还有其他的都控制在最大回撤 1% 以内，每一阶段收益率都是比较高。最近几年年化 9% 以上，这是半年期开放，每半年的收益，这个是基本面对冲。这些产品在过去做投资的时候，可能特

别侧重股票和固定收益，对这些策略型的东西不是特别特别重视，后来发现只要你重视也是可以找到方法。

三、提供稳定风格的资产是做好养老金投资的关键

这是非常有意思的一个东西，我先以这个为例，大家都知道著名养老目标基金，它的原理你持有股票随着年龄的增长，它的股票仓位是下降的。但是你真正投产品的时候就会发现，实际上你持有的仓位是不能决定你这个股票组合风险。为什么呢？也许你现在找了一个非常保守的人，最后体现出的吸收很小，但是到这个地方你找了一个非常激进的人，波动性非常大，你根本没有办法保证组合风格是随着你的年龄增大风险是下降的。还有一个问题是什么呢？我们现在经常碰到的，比方说做这个基金的人自己的风格是变动的，甚至自己也可能跳槽，底层资产波动也是不断在变动的。我说最重要要做到底层资产是稳定的，不要做到三飘：你自己的投资风格是飘移的，产品的风格不稳定，公司可能总经理都换了。这种情况下面你没有办法保证你的底层资产稳定，你也体现不出最后你说我这个 FOF 基金能够真正体现出我的目标风险，在变化的，目标基金最后实现养老的时候，到时候我年龄大了风险会下降，是体现不了的。

我在公司一直在推进一个东西，我不给基金经理压力，我从来不跟他们说你最近业绩怎么样，因为我是做基金经理来的，我觉得这个是一个哲学问题，你永远说长期，但是大家看到永远是短期，只要你按照一定的方法，把每件事情做好，最后的结果不会错在什么地方。我们最后的一个做法坚持把不同风格的资产做到风格稳定，你说是价

值就价值你说成长是成长，你说均衡就是均衡类。按照不同的大盘中盘小盘，第一是风格稳定化，最后要保证风格稳定业绩持续还有价值观正确，你如果风格不断飘移，大家最后对你的认知不知道。第二是业绩持续化，你特别有水平，业绩老做不好也不行。第三价值观正确化，但是我不认可，你必须以基本面出发，高质量靠企业的成长赚钱。这是我说的做好养老金产品减少波动性也好打造未来的目标，最重要提供权益资产的时候效果做到风格非常非常稳定，这是我们做的一个探索，被动的主动投资方案，按照不同的风格和不同的行业精选一些长期比较好的基金做成一个组合，采用均衡分散的方法。做这个东西原因是什么呢？很多人喜欢买指数基金，为什么喜欢买指数呢？因为指数容易分散比较适合于考核，做得不好，可以跟领导说因为大盘不好。实际上我刚才说了，因为中国的指数相对来说容易战胜，因为中国指数构成不好，大部分与中国传统的行业有关。中国经济增长比较有活力的部分占比很少。实际上你是可以采用另外的方法做一个像指数一样的东西，但明显比指数要好，这就是我们的探索。我们也有这样的产品出来，收益率不错，波动性明显下降。

四、坚持长期做好客户服务：以美国养老投资者为例

养老金是长期革命事业，很多东西跟投资者理念、思维习惯很相关。一个经典的例子大家都知道，美国在做目标预期基金增长比较快的是从 2006 年开始以后，主要是启动了自动加入和默认投资工具。这个很简单的东西，什么叫自动加入呢？这个过去比方说给你发的钱叫你买某个产品，你不买，为什么？你懒得买，很多人有存款，我说

我们公司有现金保你买，他一般不买。后面出台了方案，PPA 方案，出台了以后要求你能够自动加入发现，如果你在我们公司要买养老金我先给你签一个协议，你的这部分钱要买养老金，如果你不买，你就自动去掉打叉，但没有人打叉，所以变成自动加入。第二默认投资工具也是一样，我新进一些投资组合，如果你不同意打叉，大部分人不会打叉，就是因为这个东西出来规模才开始上升。这个东西意思是什么呢？你要改变投资者习惯和认知是要花大量时间，包括投资者教育包括推广，我说长期投资的魅力，说到现在还是有很多人不可。做好大量的养老金的投顾服务，包括触达方式包括交易的便利性，这些都是非常重要的。

最后公募基金要做好养老金服务，要提供丰富优质底层资产选项，提供线上线下养老金投顾服务，坚持利用多种途径做好投资者教育工作。谢谢大家。

汪泓：中国养老金发展趋势与展望



汪泓：中国养老金融 50 人论坛核心成员、上海市宝山区委原书记

我们深深感受到中国养老事业现在的发展趋势，越来越被全社会的老百姓、党和政府高度重视，业界讨论养老金的发展趋势也是比较理性的。而且，国家的多种政策红利组合，这些年也发挥了很多作用，特别是 2004-2020 年，起了很大的推动作用。

今天听了董教授的研究报告以后，感觉到信心满满。但是，从老百姓的日常生活来看，我们区里现在 220 万人，今年金融诈骗案在区案件当中占到了 80%。他们不相信基金，他们喜欢被蛊惑。我们用大量的维稳资金去解决这个困难，最后能够赔偿的，经侦总队抓回来的

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛 2020 上海峰会上的发言。

几乎是 5%-8%，大部分的损失已经血本无归。

现在大家越来越关注养老基金的配比和长期收益投资。昨天跟汇添富基金李文董事长讨论，我们积极主动作为还不够，要教育、培训，通过网上各种渠道进行深入人心的宣传，不给这种诈骗案占据主要势头。业界在研究的时候，这也是一个重要课题。

今天听了很多专家的意见，我觉得非常好，所以也感觉到现在第一支柱还是比较强大，第二、三支柱的培育和组合配比，的确是业界、百姓、政府、市场所期待的。我们研究小组提供了一个研究版本，第一，从中国养老金体系发展的现状看。第一支柱独大，第二支柱当中，企业为主体的职业年金、企业年金，怎么能够用好配比。在市场上的配置，特别是第三支柱，不管是收益年金的计划，还是公募基金，速度和总量还有空间。

基本养老金的全覆盖、可持续也有压力。从全国的省份来看，能够有贡献度的并不多。特别是今年新冠疫情以后，所有的养老金都向后延迟，所以政府的几个配置一定要考虑，财政、国资、国有资本转制等等。我们现在城乡社会保障体系非常好，在中国特色社会主义体系下，将近 10 亿人的保障体系可谓完备。我们也看到，刚才讲的不同地区的收支情况不一样。特别是主要的 22 个省份当中，只有 7 个省份是有贡献力的。

从企业年金的参与量来看，上海企业总体还不错，特别是新成长起来的科创型企业，海外的科技工作者回来创业的企业，都认识到这个特点。但是，由于最近的种种挑战，速度还不快，应该说积累量、

增长量没有达到预期的效果。同时我们也看到，目前职业年金的覆盖人数在 4000 万左右，已经归集的职业年金 7000 多亿，所以未来的职业年金将每年新增规模近 2000 亿，这一块投资、运作、市场监管，包括最近也有一些问题，好多消费者买基金选择错了亏损以后，就对基金没有信心，也对投资没有信心，对养老的组合产品也没有信心。我们怎么来帮助消费者甄别？这是一个非常重要的方面。另外，个人养老储蓄金还没有得到大范围认可，这是一个方面。

第二，中国养老金制度改革探索。我们感受到现在政策红利不断释放，养老保险的行业快速发展，应该说第二、三支柱接下来的运作和组合，有相当大的空间。同时，国家在有关部门（人社部、财政部、中国人民银行）都在研究这些政策，我们感觉到这是非常利好的加快个人养老金市场发展的重要方面。市场要打开，还是要市场化运作。市场资源有效投资、运作、监管，包括效益的评估，形成一个闭环的体系，是非常好的组合。另外，包括国有资本的划转，国有资本金的一些注入，特别是在新冠疫情以后，我们感受到这个问题越来越受到各类企业的关注，也受到养老业界的关注。

所以，我们也看到了国家出台一系列政策，对今后的市场发展来说，组合的配置、养老金的做大、第三支柱的结合、国有资本的划转、市场监管的突出、加大对社会的培训，成为人们对消费、理财、养老综合体系的一个最完美的投资组合。

我想跟大家分享这些，谢谢大家！

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。本期我们选编了由中国养老金融 50 人论坛编著的《中国养老金融发展报告 2019》中，由李志淦、崔文华合著的《个人养老金账户制的实施路径》、由丁岩松、贾佩琳、张凌睿合著的《发挥私募股权在我国养老资产配置中的作用》两篇文章。欢迎大家向本栏目投稿。

李志淦、崔文华：个人养老金账户制的实施路径



李志淦：中国养老金融 50 人论坛联席研究员、兴业银行股份有限公司养老金融中心副总经理

本文摘自《中国养老金融发展报告 2019》第 287-306 页。

经过近 30 年探索,我国第三支柱个人养老金于 2018 年正式破冰,根据《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》(财税[2018]22 号),我国第三支柱养老金建设工作从产品制起步,并逐步由产品制向账户制模式转变。试点期间,虽然在税收优惠政策、产品方案等设计上已经比较系统性、科学性,但是基于产品制的试点工作并没有达到市场所预期的热度。在这之中,除了税收优惠政策力度、税收征管流程等原因外,产品制所表现出来的税延手续冗长、个人投资选择受限、宏观政策监管不便等局限性,也是试点工作推进不及预期的重要因素。而基于个人商业养老资金账户的账户制模式的实施,能够在基于现有市场格局、监管体系、行业生态等的前提下,为税收征管提供便利、实现个人自由投资选择权、支持各行业共同繁荣发展、便于国家层面实施对业务运行的整体监管、促进第三支柱业务的长远健康发展。

2018 年 4 月 12 日,财政部、国家税务总局、人力资源和社会保障部、银保监会、证监会联合印发了《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》(财税[2018]22 号)(以下简称“22 号文”),开启了我国个人养老金第三支柱的破冰之旅。根据文件精神,试点期间,仅有保险产品享受国家税收优惠,而在试点期过后,基金、理财、储蓄等金融产品将陆续纳入个人商业养老资金账户^①(以下简称“养老金账户”)的投资范围,意味着试点期过后,我国个人养老金的实

^① 根据 22 号文,个人商业养老资金账户是指“由纳税人指定的、用于归集税收递延型商业养老保险缴费、收益以及资金领取等的商业银行个人专用账户。该账户封闭运行,与居民身份证件绑定,具有唯一性。”

施模式将逐步由产品制向账户制模式转变。

关于账户制的实施路径，业内有多种讨论，但在账户的类别、架构、规则等方面还没有形成统一、准确和明晰的观点。本文旨在从试点工作出发，通过对个人养老金体系产品制和账户制的对比分析，明确个人养老金体系实行账户制模式的必要性与可行性，在此基础上，对账户制个人养老金体系的整体架构、业务运作流程进行说明，并就账户制模式如何更好地实施给出建议。

一、账户制个人养老金体系概述

（一）产品制与账户制的基本概念

1、产品制

产品制是指个人参加第三支柱养老金，购买第三支柱合格金融产品，个人所购买的各类金融产品是其参加第三支柱养老金的载体，购买产品的支出在国家规定的额度内享受税收优惠，在领取养老待遇时个人向各产品管理人提出申请。

产品制下，国家的税收优惠政策赋予到产品层面，个人只有购买了相应的产品，才可以享受税收优惠政策；个人若购买多产品的，需要合理的规划税收优惠额度在各产品购买支出间的分配。

产品制下，个人通过各产品管理人渠道查询其参加第三支柱养老金的情况，国家层面建立宏观管理平台，对各产品管理人上报的个人的参保信息进行汇总整合，并依此对第三支柱业务运行情况进行宏观监控和监督管理。

2、账户制

账户制是指个人参加第三支柱养老金，开立专门的个人商业养老资金账户（以下简称“个人养老金账户”），以此账户作为个人参加养老金第三支柱的载体，个人通过该账户进行缴费、购买第三支柱合格金融产品、领取养老待遇、查询参保权益信息等。

账户制下，国家的税收优惠政策赋予到账户层面，个人的缴费在国家规定的额度内可以享受税优，账户层面对税优额度内缴费和超出部分缴费进行区分。

账户制下，个人养老金账户汇集了个人参加第三支柱养老金的资金信息、产品权益信息，该账户定期向国家人社部门报送个人参加第三支柱养老金的全量信息，为国家实施对第三支柱养老金业务的整体运行情况的监控和宏观监管提供数据支撑。

（二）产品制和账户制的对比分析

产品制的特征是国家税收优惠政策指向具体的产品类型，各类形态金融产品的产品管理人直接面向个人提供税收代扣缴、待遇发放等服务。从个人层面来看，个人在购买各种类型的合格金融产品时，需要计算税收优惠额度在其所投资的产品上的分配比例，产品的选择受限；个人是否可以进行产品转换取决于不同类型金融产品间是否已经建立转换机制，产品的流动性受限；个人在领取待遇时，需要分别向不同的产品管理人提出领取申请，手续繁多流程复杂。从国家宏观管理和监管层面来看，税收的征管要依赖于各金融产品管理人，统筹管理难度很大；国家要实现对业务运行情况的宏观管理，需要从各产品管理人收集个人参保的资金和产品投资信息，进行汇总整理，时效很

低且技术难度很大。因此，长远来看，产品制对第三支柱养老金的发展是不利的。

而账户制模式的特征是由个人养老金账户承载个人参加第三支柱养老金各个环节的运转，产品制下分散的资金、产品、信息服务得以在账户层面集中，有利于业务的长远健康发展。从个人层面来看，由于税收优惠政策赋予到账户层面，账户在缴费时进行税延登记，因此，个人可以通过账户自由进行产品申赎、转换等，真正实现产品自由选择权；在领取待遇时，个人仅需要在账户管理机构办理一次领取申请即可，手续简便。从国家宏观监管层面来看，个人养老金账户对税延情况进行登记，为国家的税收优惠政策的落地监管提供了便利；。个人参加第三支柱养老金所有相关的资金、税务、产品等信息由个人养老金账户有效汇集并向人社部门报送，便于人社与金融监管部门及时高效地对业务运行整体情况进行把控和监督管理；个人养老金账户实现了资金流与信息流的统一，有助于今后第二、第三支柱的转移、打通，有助于三大支柱的协调发展。

（三）个人税收递延型商业养老保险试点回顾

1、试点工作整体情况概述

个人税收递延型商业养老保险试点开启了我国第三支柱养老金建设工作的破冰之旅，其重要意义不言而喻，国家有关部委在顶层设计上进行了周到部署、科学统筹，试点成效被业内寄予厚望。

根据 22 号文，试点地区个人购买税延商业养老保险产品的支出，允许在税前扣除，具体标准为当月工资薪金、连续性劳动报酬收入的

6%和1000元孰低确定,或者当年应税收入的6%和12000元孰低确定;产品投资收益在缴费期间暂不征税,但在领取时,个人需按照7.5%的综合税率缴纳个人所得税。

根据《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》(银保监发[2018]23号),税延保险产品根据收益类型的不同可以分为A类(收益确定型)、B类(收益保底型)、C类(收益浮动型);除身故、全残、重疾等情况外,参保人不可退保。

一年的试点期下来,虽然保险行业在产品设计、营销推广大下了不小的功夫,但整体情况并不尽如人意:试点期间,截至到2019年4月,共有中国人寿、太平洋人寿、泰康人寿等23家保险公司获得税延商业养老保险业务经营资格,根据统计数据显示,全行业共承保4万余件,累计实收保费不足一亿元。从销售情况来看,大大低于试点开始时的市场预期。

2、试点工作的局限性分析

个人税收递延型商业养老保险试点工作基于产品制框架进行,从整个试点情况来看,产品制的局限性比较突出:

第一,个人的投资选择权受到限制。

由于税收优惠政策仅指向保险这一种单一的产品形式,只有购买税延养老保险产品的支出才可以享受税延优惠,老百姓无法选购基金、储蓄、理财等其他产品形态。

第二,不便于税收征管工作的开展。

根据22号文,在前端延税环节的具体的税延操作流程类似于“退

税”流程，即参保人需在购买税延产品，取得中保信平台出具的税延凭证后，交由所在单位办理抵税手续。

一方面，由于存在 6% 和 1000 元（年度 12000 元）这一比较标准，当期个人购买产品具体多少额度可以抵税难以确定，可能会让个人面临重复缴税的情况^①；

另一方面，由于税收优惠额度是在产品层面控制，如果个人购买多个产品的，那么如何在各个产品上控制税延额度比例十分困难。

第三，为国民提供养老保障的效果有限。

试点期间的税延政策只针对保险行业和保险产品，只有保险公司参与到政策试点中，个人即使想进行产品转换，也只能在保险行业里进行选择。因此，产品制会导致个人投资者一旦选择了某一类产品就难以选择其他的产品，更无法实现投资转换。相当于把客户与某个行业产品强制绑定。结果是造成行业的割裂，个人投资转换困难、不能进行有效的资产配置，个人参与的便利性会大打折扣，也限制了制度的可扩展性、灵活性，无法有效实现第三支柱养老金的养老保障目标。

以上产品制的局限性，在账户制模式下都可以得到很好的解决。首先，在账户制下，产品交易与税务处理无关。在长达数十年的缴费期，老百姓可以自由使用账户内的资金，购买、赎回、定投经监管部门批准的基金、保险、银行等产品，自主办理撤销、冲正等交易，甚至包括账户转换均不涉及税务处理。从而解决了“产品制”模式下税

^① 由于是先购买产品后退税的操作模式，参保人的月收入只有其所属单位清楚，有可能参保人购买了产品后，在抵扣时发现其当月可抵扣额度小于其产品购买额度，这种情况税务机关无法提前知晓的，因此会出现重复扣税的情况，即参保人多缴费（购买产品）的部分无法享受税收抵扣，并且在领取时还要进行纳税，导致参保人重复纳税。

收规则与金融产品规则相绑定的问题，可以大大简化税务处理流程。产品交易与涉税事务相隔离，涉税处理得以简化。

再者，银行作为唯一的账户管理人和扣缴义务人，有利于税务机关开展业务监管。个人养老金账户在缴费阶段，是办理税延手续的唯一入口；在持有阶段，账户只允许办理税延金融产品交易；在待遇领取阶段，是资金与税金的唯一出口。税务机构只要面对一个行业监管对象（商业银行），通过掌握账户的资金变化，就能够有效监督第三支柱整体涉税政策的执行情况。从而解决在“产品制”模式下出现多个行业主体（银行、保险、基金）、多种金融产品规则（税延保险、银行理财、养老储蓄、目标基金等）、多个扣缴义务人（百余家保险、基金、银行等金融机构并行）的复杂问题。

二、第三支柱个人养老金账户制模式的架构体系

（一）账户的构成

账户制模式下，个人通过个人养老金账户享受国家税收优惠政策、进行缴费、投资合格金融产品、领取待遇、查询权益，个人养老金账户是个人参加第三支柱养老金的唯一载体，该账户既是个人连续几十年投资的工具，也是终生纳税的依据；既是享受税收优惠政策的载体，也是国民基本权利的象征；同时，该账户与人社部门为个人开立的个人权益信息账户一一对应和绑定，为第三支柱业务的总体运行情况的监督管理提供信息数据支撑和保障。

因此，第三支柱养老金账户制是一个基于我国多层次社会保障体系视角下的居民个人养老账户体系的概念，包括个人权益信息账户、

个人养老金账户。

1、个人权益信息账户

个人参加第三支柱养老金，人社部第三支柱信息管理平台会为个人开立一个个人权益信息账户，是人社部端登记和管理个人参加第三支柱养老金有关信息的专用账户。个人权益信息账户具有唯一性，账户一旦开立，就终身不变，账户下登记和管理的个人参加第三支柱养老金的信息种类包括：个人信息、产品投资信息、资金信息、税务信息等。

2、个人养老金账户

个人参加第三支柱养老金，需要指定一个专门用于归集税延养老金融产品的缴费、收益以及资金领取等的专用商业银行资金账户——个人养老金账户。个人养老金账户提供缴存资金、登记税收优惠额度、投资税延养老金融产品、领取养老金待遇、查询资金与权益信息等服务功能，是个人参加第三支柱养老金、享受税收优惠政策的载体。

从账户功能来看，个人养老金账户具有“产品权益账户”与“资金账户”的双重功能，不仅兼容权益账户的主要功能，支持“全视角”权益信息管理，而且还能提供资金管理服务。

（二）账户规则

个人养老金账户具有唯一性，并封闭运行，其中，唯一性是指：个人在同一时段只能选择一家商业银行开立一个个人养老金账户，一家商业银行只能为同一个客户开立一个个人养老金账户，但个人可以选择进行账户变更、注销等操作。

个人养老金账户封闭运行，账户下税延额度内的缴费，除退休、身故或国家有关部门规定的其他情况外，不得提前支取，在产品转换等场景下，需要以该账户为基础，完成相关的资金进出操作。

个人权益信息账户与个人养老金账户是一一对应的，在个人养老金账户发生变动时，需要由开户银行将变动信息报送至人社部第三支柱信息管理平台，重新建立一一对应的绑定关系；个人参加第三支柱养老金的相关信息，由个人养老金账户报送至人社部第三支柱信息管理平台，并由个人权益信息账户进行登记管理。

（三）账户定位

为进一步维护我国的金融结算秩序与支付安全，中国人民银行自2015年起开始推行人民币结算账户分类管理，并先后出台了《关于改进个人银行账户服务加强账户管理的通知》（银发[2015]392号）、《关于加强支付结算管理防范电信网络新型违法犯罪有关事项的通知》（银发[2016]261号）、《关于落实个人银行账户分类管理制度的通知》（银发[2016]302号）、《关于改进个人银行账户分类管理有关事项的通知》（银发[2018]16号）等一系列文件，对人民币结算账户按照I、II、III类账户进行分类管理，并在开户管理、账户功能、数量管理、限额管理等方面进行了十分详尽的分类管理规定。

就个人养老金账户来看，作为人民币结算账户，若按照我国现行的三类账户分类管理体系，是不能符合其支持第三支柱养老金业务的开展的需要的，原因如下：

1、账户的唯一性无法保证

根据现行人民币结算账户三类账户管理规定,个人客户在同一家银行只能开立一个 I 类账户(银发[2016]261 号),一家银行为一个客户开立的 II、III 类账户分别不超过 5 个(银发[2018]16 号)。而个人养老金账户的运行规则要求一个客户只能拥有一个唯一的个人养老金账户,因此,无论将个人养老金账户纳入三类账户中的哪一类管理,在开户数量上都与现行三类户的分类管理规定有所差异。

2、账户的封闭性无法实现

为确保账户的封闭性,个人客户在未达到领取条件时,不得从个人养老金账户中转出资金,需要关闭账户的消费、支付等结算功能。根据现行三类账户管理规定,I 类账户可以提供全部的账户结算功能,II、III 类账户可以提供限额消费等功能,由于个人养老金账户的封闭性管理导致其无法满足央行对三类账户的金融功能要求,需要调整。

3、税延金融产品的专属交易需要支持

个人养老金账户中只允许销售经过监管部门核准的合格的税延金融产品,就结算功能而言,鉴于 I 类账户具备全部的结算功能,III 类账户任意时点的余额都不得超过 2000 元(银发[2018]16 号),无法满足第三支柱养老金专属产品的投资交易支持需求;而即使最接近个人养老金账户需求的 II 类账户,在支持产品交易上也存在一些障碍:

首先,在缴存环节。缴存资金是产品交易的基础,从养老金账户应用业务场景来看,通过银行转账方式缴款、企业批量为员工代办缴存都将是主流方式,但目前来看,非面对面核身的 II 类户,不允许开展非绑定资金转入业务(银发[2016]302 号),为此,在企业批量代

开户且个人未进行面对面身份核验情况下，企业无法批量为个人进行缴存；个人线上非面对面开立账户的，也无法通过他行转账方式进行资金缴存；同时，II类户非绑定账户转入资金+存入现金日限额1万，年限额20万（银发[2016]302号），无法支持按年一次性存入，而且账户转移时若余额超过1万，也无法进行。

第二，在产品投资环节。根据银发[2016]302号文，II类户在账户出入金额度上有严格的限制，非绑定账户转入资金+存入现金日限额1万，年限额20万；消费和缴费+向非绑定账户转出资金+取出现金的日限额1万，年限额20万；并且II类户购买投资理财产品被限定为只能购买银行自营或代理销售的金融产品。为此，客户单日产品投资额不得超过1万，年投资额也不得超过20万；客户只可以通过代销渠道，而无法通过直销业务场景投资产品；客户在待遇领取时，无法支持客户一次性领取，而且若一年内客户领取达到20万的，也将无法继续领取。

综上所述，要实现个人养老金账户契合第三支柱养老金的业务规则需要，在账户的定位上，建议可以优先考虑如下方案，即对个人养老金账户给予专属的账户定义和法律定位，不纳入现有人民币结算账户管理体系，并且在账户开户、缴存、领取等各环节进行单独管理。

此方案有先例可遵照，按照现行《客户交易结算资金管理办法》，投资者需在证券经纪商处开立证券交易结算资金账户并存入证券交易所需的资金，该账户是投资者参与证券交易的资金清算专用账户，并没有在商业银行开立，而是作为一个专用账户专项管理。

另外，也可以考虑将个人养老金账户纳入人民币结算账户管理体系，单列一个Ⅱ类户作为个人养老金账户专用，并明确满足账户在唯一性、封闭性、产品交易专属性等方面的政策；

此种方案也有先例可循，在人民银行发布人民币结算账户三类账户管理办法时，特别说明对社会保障卡绑定的金融账户的管理事项将另行通知，因此可以理解，社保卡金融账户是一个具有特殊功能的银行Ⅱ类户。

三、账户制模式实施路径的四层架构

在第三支柱养老金账户制的实施路径上，个人养老金账户直接面向个人提供资金缴存、产品投资、待遇领取等金融服务，具备产品交易、资金结算、信息报送等功能；人社信息平台与税务、人社等系统对接，提供账户唯一性校验服务，并承担信息管理、业务监控、数据披露等社保和金融监管功能；二者通过前后端服务的对接，共同完成第三支柱养老金业务流程全生命周期的运营。鉴于此，再加上税收优惠政策、专属金融产品的加入，我国第三支柱养老金账户制模式的实施架构得到明确——包括“社保平台、银行账户、金融产品、税收优惠政策”四项核心内容，这与发达国家的通行做法相一致，结合我国的实际情况，以上四层架构具体为：

（一）社保平台（人社信息平台）

22 号文中明确提出“人社部、财政部牵头，联合国税总局、银保监会、证监会等单位，共同研究建立第三支柱制度和管理服务信息平台。在政府层面，搭建一个与第一、二支柱兼容的第三支柱信息平

台，社保部门依托该平台对第三支柱的相关业务进行监督与管理，是保障第三支柱业务稳定运行、三大支柱协调发展的重要平台基础；同时，人社信息平台与税务机关对接，完成税收优惠政策的落地，是第三支柱实现对参与个人终生跟踪，防止税源流失的重要基础设施。

（二）银行账户（个人养老金账户）

在市场层面，个人参加第三支柱养老金，自主选择在商业银行开立个人养老金账户，该账户保持与人社信息平台为个人开立的个人权益信息账户的信息交互和一一绑定。所有养老资金的存入、交割、交易、领取均通过该账户进行，并由该账户向个人信息账户报送；在达到法定退休年龄或其他符合领取条件之前，该账户里的资产不得变现领取。开户银行依托线下网点和线上渠道，负责提供账户管理、产品交易、资金结算等服务以及税收、投资、法律等各方面的咨询服务。

（三）金融产品（合格税延金融产品）

在产品层面，国家金融监管部门与人社部门联合建立“合格投资产品”制度，最大限度地规避市场风险、投资风险和道德风险，个人养老金账户内进行的交易和投资的只能是合格产品；所有可交易的产品需在相关金融监管部门进行审批（或备案）；通过审批的产品将列入“产品目录清单”予以公布，列入“清单”的产品为“合格投资产品”。银行业金融机构负责投资顾问等服务。

（四）税延政策

税收优惠政策激励是第三支柱养老金发展的根本动力，在政策层面，国家通过采取“EET”（前端缴费、投资阶段不征税，领取阶段征

税)、“EEE”(缴费、投资、领取各个环节都不征税)等模式,加大税收优惠力度,提高居民参与的积极性;同时,通过实施固定税收优惠额度、完善税收征管工作流程等措施,提高养老金第三支柱的政策吸引力,提高税收优惠的制度可得性和公平性。

四、账户制第三支柱个人养老金的业务运行流程

从前文可知,在第三支柱养老金的业务运行过程中,人社信息平台、个人养老金账户二者通过前后端服务的对接,共同完成第三支柱养老金业务流程全生命周期的运营,其中,个人养老金账户由于承载了缴费并享受税收优惠、产品交易、待遇领取等业务功能,是第三支柱养老金业务运行的基础和核心。

为此,从支持完整业务流程需要来看,商业银行作为账户的专业化管理机构,不仅需要提供底层的账户管理服务,落实国家有关实名制、反洗钱等有关规定,并完善在账户管理服务中的投资者教育与消费者权益的保护;还需要在产品交易支持层面,不仅满足银行系金融产品,而且要针对基金、保险等非银行系金融产品的多场景投资交易流程进行设计。

(一) 支持多渠道开户

个人参加第三支柱养老金,不仅可以选择在商业银行端申请开立个人养老金账户,还可以在非银行金融机构端发起个人养老金账户开户申请。

在商业银行端,个人可以选择在银行柜面、手机银行、网上银行等、自助设备等多个渠道申请开立个人养老金账户;既支持个人单笔

开户申请，也支持企业代理员工进行的批量开户申请；

在基金、保险公司等非商业银行端，个人也可以在 PC 端、手机银行端申请开立个人养老金账户，商业银行将开户交易定向开放至上述渠道；

各渠道的开户申请汇总至商业银行，由商业银行向人社信息平台发起账户核验，核验通过的，由商业银行办理开户业务，同时，人社信息平台办理个人信息账户开立（个人首次开立个人养老金账户）或更换绑定账户信息（个人更换个人养老金账户）操作。

（二）支持多产品交易

基于商业银行成熟的产品销售、代理销售业务体系，个人养老金账户基本可以支持市场上所有种类的合格税延金融产品的交易。

一方面，个人在商业银行开立个人养老金账户后，就可以购买开户银行发行的储蓄类、理财类产品；

另一方面，商业银行可以支持在代理销售模式和产品直销模式下，个人通过个人养老金账户，顺利实现对保险、基金等非银行金融产品的投资；

个人通过个人养老金账户的产品交易信息，由个人养老金账户汇总后，统一向人社信息平台报送，并登记在个人信息账户下。

（三）支持多业务场景

通过个人养老金账户投资基金、保险等产品类型时，为方便个人的产品投资选择，并为各类金融产品发行机构的产品销售提供更公平化的支持，商业银行应在直销和代销两种业务场景下基于个人养老金

账户做好产品交易支持设计。

1、代销业务场景

《中国银监会关于规范商业银行代理销售业务的通知》（银监发[2016]24 号）对商业银行代理销售业务进行了定义，是指商业银行接受由国务院金融监督管理机构监管、持有金融牌照的金融机构的委托，在本行渠道向客户推介、销售由合作机构依法发行的金融产品的代理业务活动。

同时，商业银行开展代理销售业务需通过代理销售业务管理系统进行；对合作机构实施名单制管理，及时对存在严重违规行为、重大风险或其他不符合合作标准机构实施退出；对合作机构的代销产品由总行承担审批职责。

为此，基于个人养老金账户的代销业务的实施要经过如下流程：

- （1）非银行金融机构具备第三支柱养老金产品发行资质；
- （2）账户管理银行完成合格机构和产品的准入；
- （3）账户管理银行与拟开展代销业务的非银行金融机构完成系统的对接。

2、直销业务场景

直销业务是指个人通过基金公司、保险公司的自有渠道、第三方销售平台等渠道来完成对第三支柱养老金合格产品的投资。

考虑到个人养老金账户的封闭性运作、产品专属交易等属性，账户管理银行有义务完成对账户下所销售的产品类型是否是第三支柱养老金合格产品的审核。

鉴于此，账户管理银行将第三支柱养老金专属产品销售管理系统定向开放给基金公司、保险公司等的直销渠道，个人通过直销渠道发起的交易申请汇总到账户管理银行，并通过个人养老金账户完成资金扣划处理；同时，为防止因产品的不合规转换导致国家税优政策的损失，通过个人养老金账户投资的第三支柱养老金基金产品或保险产品，不支持产品转托管、份额转换等交易。

（四）支持税收优惠政策落地

账户制模式下，通过与人社信息平台的对接，个人养老金账户端完成在缴费环节对国家税收优惠额度的控制和登记，在待遇领取环节对个人所得税进行代理征缴。具体而言：

在缴费环节，个人参加第三支柱养老金，向个人养老金账户缴费时，个人养老金账户通过与人社信息平台的对接，接受个人的缴费的金额是否已经达到国家税收优惠规定的额度，对达到额度后仍然继续缴费的，商业银行对个人进行提示；基于此，个人养老金账户可以支持个人进行资金超缴，并区分税收优惠额度内缴费和超缴金额，这也是第三支柱养老金规模做大的基础；

在待遇领取环节，账户管理银行为个人办理资金支取时，代扣个人所得税，并根据税务机关的要求，由账户管理银行总部机构或分行向所属的税务机关为个人代缴个税。

（五）支持监管宏观监控

第三支柱养老金业务既是民生服务，也是金融服务，涉及金融监管与社会保障两大领域，两方面的监管都要到位为此，个人养老金账

户通过与个人信息账户的交互与对接，为监管工作的开展提供便利支持。

在金融监管层面，商业银行将个人参加第三支柱养老金的账户信息、产品投资信息、产品运营情况等向监管机构进行报送，便于监管机构即时掌握账户使用人信息、账户管理情况，并监控金融产品运营风险等，从而有助于保障第三支柱业务的金融服务运营安全。

在社会保障层面，商业银行将个人参加第三支柱养老金相关的人员参保情况、账户开立情况、缴费信息、待遇领取安排、参保人金融产品持有情况、产品投资和运营情况等及时报送人社信息平台，便于人社部门对信息进行集中汇总管理，掌握第三支柱业务参与情况、业务体量、产品投资分布等整体运营信息，从而有助于对第三支柱业务的整体监控，为社会保障政策优化提供依据。

五、账户制第三支柱个人养老金路径的实施建议

（一）确立个人养老金账户的法律地位

个人养老金账户是第三支柱养老金业务运行的基础和核心，账户的唯一性与封闭性特征明显，即每人只允许在一家商业银行开立一个养老金账户，且其相关的参保资金，除死亡、重疾、出国定居等特殊情况下，只能在退休时才能领取资金，并且领取的资金是由商业银行转至个人社保卡绑定的银行账户，个人无法通过个人养老金账户直接领取资金。

但是，若按照现行人民币结算账户分类管理体系进行管理，在开户数量、金融功能、交易限制、余额管理等方面无法完全匹配个人养

老金账户关于第三支柱养老金业务支持的需求，因此，要尽快确立个人养老金账户的专属法律地位，以便于商业银行机构能够在账户建设事宜上能够有章可循、有法可依，从而保障第三支柱业务的顺利推进和快速部署开展。

（二）提高税收优惠政策力度、优化征管流程

税收优惠政策的力度是第三支柱养老金业务发展的根本激励和动因，根据对试点期间税收优惠政策的分析，为更好地发挥政策激励作用，建议国家财政、税务机关能够进一步提交政策优惠力度，并完善税收征管流程，具体可以有以下几个方面：

1、优化税收优惠政策

根据国家统计局数据显示，2018 年 1-6 月，我国个税总收入为 8127 亿元，在一般公共预算总收入中仅占比不到 8%，但同比增长却高达 20.3%，而同期居民人均可支配收入只增长 8.7%，个税增幅远远超过了居民收入。因此，在国家大力为企业和个人降低税负的导向下，进一步优化养老金第三支柱税收优惠政策是具备可行性的，可以考虑以下两种方案：

一是将税收抵扣模式由当前的税基抵扣改为税额抵扣。这样可以更好地体现制度的公平性，也可以更好的照顾到中低收入人群。在税额抵扣具体操作方式上，从兼顾效率与公平考虑，建议可以考虑总额抵扣的方式，也即对不同收入的参保人设置同一个税收抵扣总额度，在整个缴费期间不超过该额度即可，从而将国家给予的税收优惠政策平等的赋予到各个收入阶层。

例如设置在缴费阶段的税收抵扣总额度为 5 万元，那么对于高收入群体，其应纳税金额越高，当期可抵扣的税金也越高，可以在较短的时间内享受完税收优惠政策，而进入自主缴费阶段。对于低收入群体，每期享受的税收优惠额度虽然有限，但是可以在较长的一段时间持续抵扣，从而保证政策对于低收入群体的吸引力。

二是采取 EEE 模式，在领取阶段也不征税（或先逐步降低税率）。现有政策下，居民通过自主投资渠道的收益不必缴纳所得税，而参加养老金第三支柱在领取时却需要缴纳 7.5% 的个税，这也对政策的推广造成了较大的影响。

建议试点后取消领取阶段应缴纳个税的要求，或是对于本金征税，对投资收益不征税，这将有利于进一步提高养老金第三支柱投资渠道与其他渠道的比较优势，提高制度的吸引力。

2、完善税收征管流程

逐步完善税收征管流程，对当前试点期间显现的在税延抵扣方式、领取征缴归属等方面的问题尽快予以明确。具体而言：

一是建议取消 6% 这一比较标准。从而可以清晰地判断参保人当期缴费额度与可抵扣额度，减少发生重复扣税的可能性，也方便税务机关的实际征管操作。

二是建议实行税收征管的电子化。取消现阶段通过提供税延凭证、填写扣除情况明细表等进行手工处理税延抵扣的方式，通过电子化的方式，线上完成参保人税延额度证明、纳税信息填报、税额抵扣等相关操作，进一步简化征管操作流程；以上流程也可考虑纳入现行个税

专项附加扣除体系。

三是尽快明确征缴归属原则。建议在领取阶段，税收代扣代缴通过银行账户完成，并明确由银行总行所在地统一缴交税款。考虑到参保人在不同地域之间的流动性，由银行提供个人纳税明细信息，明确纳税人领取养老金时的税源归属地，在保证税源信息完整性的前提下，优化养老金第三支柱的涉税处理流程。

（三）强化合格机构的准入和日常经营管理

第三支柱业务不仅仅是金融课题，也是社会保障体系建设的重大课题，为此，参与金融机构必须能够在金融和社保两个层面都满足第三支柱业务运营和开展的需要。

为便于业务的快速部署和推进，也为了提高监管的效率和有效性，在机构的准入和日常经营监管机制建设上，建议在遵循现有金融监管架构的大背景下进行，同时强化人社部门在社会保障领域的指导。具体而言：

从金融的角度，各金融监管机构在现有的监管框架下进行账户管理、产品发行机构的准入，并实施过程监管，这样能够有效保障各金融机构的合法合规业务经营；例如：

针对合格的个人养老金账户管理银行的准入，可对合格机构在注册资本金、净资产、全国性布局、渠道服务能力、产品销售资格等方面提出准入门槛，确保合格机构在经营稳健性、服务能力等方面达到要求；同时不仅需要商业银行已建成个人养老账户管理系统，完成与人社部第三支柱信息管理服务平台的对接，并取得人社部的验收合格

报告；还需要商业银行社保卡发卡和社保应用领域具有丰富的业务经验。

针对合格的税延基金产品发行机构的准入，可以设置在公司成立时间、投研能力、合规经营等方面提出准入门槛，确保合格机构在产品发行能力、经营延续性等方面符合要求；

从社会保障的角度，第三支柱养老金作为多层次社会保障体系的组成部分，人社部需要对业务运行进行整体把控和监督，为此，机构的准入情况需在人社部进行报备，涉及到与人社信息平台系统对接的，人社部门还需要进行指导和验收。例如：

（四）推进三大支柱协同发展

当前，我国第一支柱基本养老保险一枝独大（在整个社会保障体系中占比达到 80%），但独木难支（支付能力逐渐下降，已经有不少省份养老金的发放需要财政的支持）；第二支柱发展缓慢，替代率贡献有限（发展至今，仅有 2300 万人左右参加企业年金制度，制度积累的基金规模约为 1.3 万亿）；在此背景下，建立第三支柱个人养老金，是弥补第一、二支柱替代率不足，提高居民未来的养老保障水平的重要手段。为此，建立养老金第三支柱，必须以纳入我国多层次社会保障体系为前提，而账户制模式的实施，使得三大支柱纳入同一个整体，并实现三支柱协同发展（如支柱间转移）成为可能。

一方面，个人参加第三支柱养老金，开立个人养老金账户时，需要通过第三支柱有关信息管理平台的对接完成账户的唯一性校验，并验证个人是否已经参加第一支柱基本养老保险，这是三支柱整体发

展的前提；同时，在业务开展过程中，个人养老金账户及时将相关个人的相关参与信息报送至人社信息平台，方便人社部门在信息集中管理的基础上，把第三支柱养老金纳入国家整体社会保障体系中统筹管理。

另一方面，第三支柱养老金作为多层次社会保障体系的重要组成部分，因为账户制的实施，使得支柱间的转移成为可能。例如，在具体机制设计上，建议可以参照发达国家实施经验，在个人因离职、出国定居等原因不再进行二支柱缴费的情况下，可以将二支柱养老金中个人缴费部分（若达到二支柱管理办法中约定的年限，企业缴费部分已全部归属个人的，也一并转移）转移进第三支柱个人养老金账户

（五）加强投资者教育

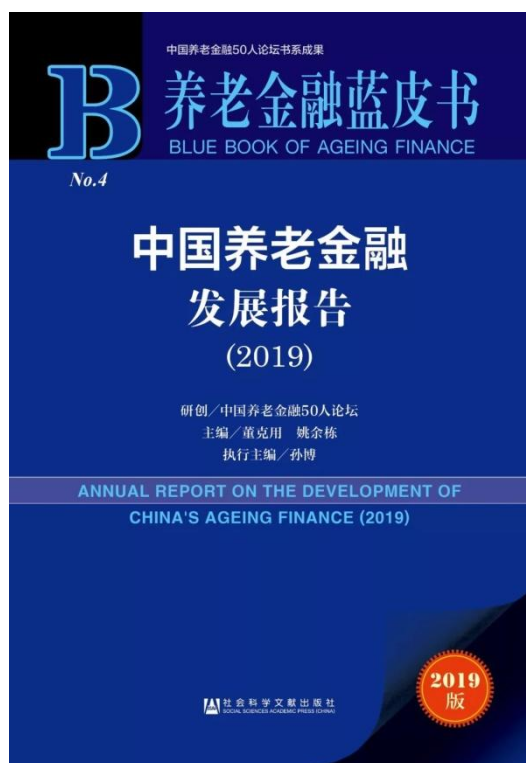
第三支柱养老金业务在我国是新事物，账户制模式对老百姓、对金融机构来讲都是新的业务流程，加强公众教育和知识普及，提升居民参与的积极性将是根本保障，这也是政府机构、各参与金融机构的重要职责，通过加强投资者教育：

一方面，帮助广大居民加强养老的储备意识和安全意识。当前，养儿防老的传统意识在我国仍然盛行，但是随着医疗条件的不断改善，人口平均寿命不断延长，要保证漫长的老年生存期的生活质量，不进行提前的资产储备，养老保障是无以为继的；同时，在养老储备的过程中，要选择科学、安全的投资渠道，避免被非法吸收公众存款、集资诈骗等不法行为蛊惑；

另一方面，帮助广大居民加深对第三支柱政策和实施模式的理解，并促进更多的居民选择参加第三支柱养老金。在政府层面，要不遗余

力加大对政策的宣导力度，并加强对居民的教育；在金融机构层面，要利用各自的渠道优势，配合国家开展第三支柱业务的宣传教育，另一方面，通过与日常业务营销与产品推广工作的相结合，让老百姓能够真切感受到账户制模式的便利性、产品投资的有保障性、资金安全的可靠性、金融增值服务的多样性，从而让广大居民能够真正接受并接纳第三支柱养老金，更多地参与进来。

丁岩松、贾佩琳、张凌睿：发挥私募股权在我国养老资产配置中的作用



《中国养老金融发展报告（2019）》

一、养老金资产配置私募股权的意义

（一）养老金配置私募股权是全球趋势

近年来，随着全球经济放缓、利率下行，全球养老金的资产配置策略从公开市场向包括私募股权、房地产、基础设施在内的另类资产转移，同时更加注重长期投资，以获得更高的回报。根据 Willis Towers Watson 2017 年的调查，全球另类投资资金中 33% 来自养老金，15% 来自财富管理公司，12% 来自保险公司。2018 年美国的养老金组

本文摘自《中国养老金融发展报告 2019》第 307-324 页。

合中的另类资产占比已达到约 30%，全球养老金组合中的另类资产占比也达到 26%，而且有稳步上升的趋势。

1. 配置私募股权的养老储备基金比例稳步提升

养老储备基金的投资管理类似主权基金，在负债端没有短期对资金稳定性和养老金给付的需求。不少国家的主权基金也承担着养老储备基金的作用。主权基金对流动性和风险有较高的容忍度，对包括私募股权、基础设施、房地产、自然资源、对冲基金的另类资产的配置比例在不断上升。根据 Preqin 的调查，配置私募股权的主权基金占全部主权基金的比例稳步提升，在 2015、2016 和 2017 年分别达到 47%、55%和 61%，主权基金在私募股权的平均配置金额在 2011 到 2016 年间增长了 70%。国际主流养老储备基金中，澳大利亚的未来基金对私募股权的配置占比达到 10.4%，国社保基金对私募股权的配置也达到了 7.8%。

2. 发达国家基本养老金投资私募股权获得良好收益

人口老龄化和现收现付制度下，基本养老金的亏空是全球普遍的问题。基本养老金因为有给付压力，对流动性和风险具有较主权基金更低的容忍度。通过配置包括私募股权在内的另类资产以及专业的资产负债管理，可使其在相对安全的条件下实现长期收益的最大化。加拿大养老金计划(CPPIB)对私募股权的配置近年来保持较高的水平，对其实现较高的总体收益率起到关键作用。截至 2018 年，CPPIB 私募股权投资占比达到 20.3%，私募股权部门投资净回报高达 16.3%。

3. 养老金成为私募股权基金的重要资金来源

美国 SEC 发布的《美国私募基金统计报告 2017》中显示，在美国注册的大型私募基金管理人所管理的私募股权基金中（这类基金占全美私募股权基金总规模的 70%），美国州或市一级的退休基金的持有份额为 23.6%，其他养老基金持有份额为 9.1%（图 1-1）。

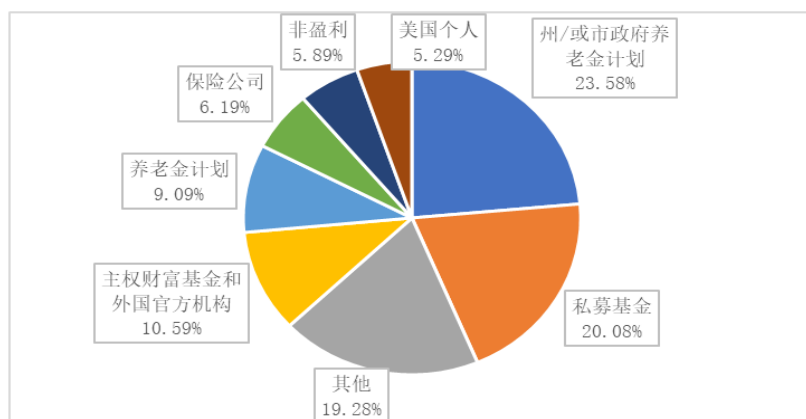


图 1-1 截至 2017 年四季度美国大型私募基金投资者投资情况

数据来源：《美国私募基金统计报告 2017》。

（二）私募股权在养老金配置中的作用

私募股权受到全球主流养老金的青睐，主要得益于该资产类别较高的平均回报率，以及所带来的超额回报相对二级市场的逆周期性。在养老金投资组合中，私募股权可以起到提升总体回报、平滑收益波动的重要作用。

1. 私募股权投资对提升养老金回报作用不可替代

私募股权的高回报率来源于其通过对经济增长风险的充分暴露而获得的被投资企业价值的提升，因此其回报相对地区经济增长率有较强的放大效应。中金公司研究表明私募股权相对其他资产回报更高，对提升组合回报率作用不可替代。私募股权的 5 年、10 年及 20 年的年化复合回报率分别达到 14.4%、11.9% 及 12.3%，远高于其他资产（图

1-2)。

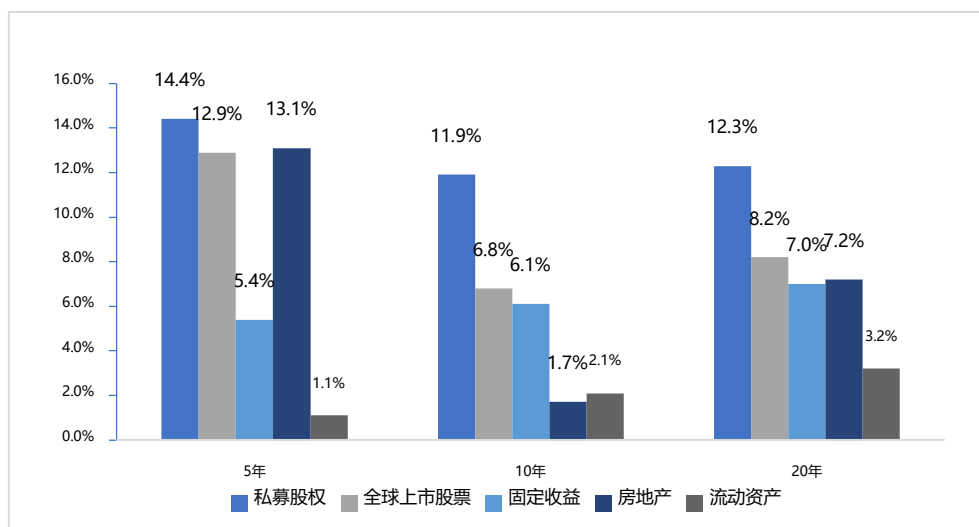


图 1-2 主要资产的年化复合回报率比较

资料来源：中金公司研究部。

2. 私募股权可以有效降低养老金投资组合风险

因为私募股权相对市场的超额回报具有逆周期性，在持有股票资产的养老金投资组合中可以起到平滑收益波动的作用。BCG 研究表明，在经济下行时期私募股权相对于二级市场有最为显著的超额回报，而在经济高速发展的时候，其回报不及二级市场（表 1-1）。

表 1-1 私募股权投资在经济周期不同阶段的 α 收益

	经济周期			
	高速增长	匀速增长	经济稳定	经济萧条
二级市场的年化收益率	>15%	5%-15%	-5%~5%	<-5%
私募股权 α 收益	-7%	-2%	12%	18%

注： α 是指私募股权收益与同类二级市场投资收益相比，在剔除了时间、行业和杠杆影响之后的差值。

资料来源：Boston Consulting Group，法国高等商学院。

二、海外养老金投资私募股权的经验借鉴

私募股权已经成为发达国家公共养老金及职业养老金资产配置中的重要资产类别。一些海外养老金在投资私募股权方面积累的成功经验可以为我国实践提供宝贵的借鉴意义。下面我们梳理了三个比较

典型的案例。

（一）加拿大养老金计划（CPPIB）

超配私募股权提升了 CPPIB 整体收益水平。CPPIB 因其较长的投资期限和资产的确定性可以接受私募股权的低流动性，从而在私募股权投资中获得较高的收益。另外，CPPIB 和外部合作基金管理人的专业投资能力使其在私募股权领域可以获得较高的投资成功率。截至 2018 财年，CPPIB 资产配置中私募股权投资占比达到了 20.3%，并且实现了 11.6% 的投资回报率，其中私募股权投资部门净回报高达 16.3%，对整体回报起到显著的提升作用。

跨市场和多策略配置私募股权。CPPIB 在私募股权投资中尽力做到多元化，力求拓展组合宽度和提升风险调整后组合回报。在新兴市场，CPPIB 更多通过私募股权投资权益类资产。CPPIB 的私募股权部门有近三分之一的资产投向亚洲，包括投资私募股权基金，私募股权二手份额和与合作基金共同直接投资私募股权项目。中国、印度和巴西是 CPPIB 最为关注的新兴市场国家。

CPPIB 在私募股权投资方面通过多种手段创造价值。包括利用其作为大型投资机构的优势，获得全球范围内大型复杂交易的机会，并独立或联合合作伙伴共同完成交易。CPPIB 也通过对长期结构性变化和趋势的预判，例如人口结构变化和新能源的兴起，进行主题性投资。另外 CPPIB 作为持有可观权益以及在部分投资中拥有董事会席位的股东，也积极通过改善被投企业的运营提升企业的价值。

专业的内部投资团队和外部合作伙伴。CPPIB 的私募股权投资部

门具备业内顶级的投资管理团队，可以独立筛选和执行全球范围的大型复杂私募股权交易。CPPIB 的私募股权部门包括侧重北美和欧洲私募股权投资的直接股权投资部、侧重亚洲的私募股权投资部和侧重北美、欧洲和拉丁美洲的二手份额交易部。CPPIB 还根据投资需要，设立了专门服务于私募股权的投后管理团队，为被投企业和项目提供增值服务。团队参与到投前的尽调、制定并购后过渡期经营计划、提供公司治理建议，以及牵头执行各项企业管理增值机会。

另外 CPPIB 也与全球 140 家私募股权基金管理人保持密切联系。这些合作伙伴使 CPPIB 能够持续获得战胜公开市场收益的投资机会。在北美和欧洲 CPPIB 通常投资于老牌的大型和中型的并购和成长基金。在新兴市场，CPPIB 对成立时间较短的基金管理人的挑选更为严格。CPPIB 也经常与合作伙伴一起以少数股权的被动投资方式共同投资项目。

（二）加州教师退休基金（CalPERS）

私募股权投资实现可观的超额收益。CalPERS 一直专注于长期的私募股权投资，获取超额收益。CalPERS 通过直投等方式直接对接私募股权项目，也会通过私募二级市场或母基金形式参与到私募股权的投资中。根据 PEI 排名：2010-2014 五年间，CalPERS 在私募股权和风险投资基金中总出资额高达 117 亿美元，在全球机构投资者中排名第九，也是美国私募股权基金的最大机构投资人。在其资产构成中，私募股权占比达到 7.8%。

私募股权的投资净回报是 CalPERS 投资的资产类别中收益最高

的。2018 年 CalPERS 私募股权的投资收益率达到 16.5%，其 5 年期、10 年期的净回报分别达 11.9%和 9%，高于其他类别的投资收益（图 2-1）。CalPERS 的 20 年年化投资回报率为 7.8%，而其 20 年私募股权投资投资的年化回报率高达 12.3%，有效地提升了整个基金的回报。

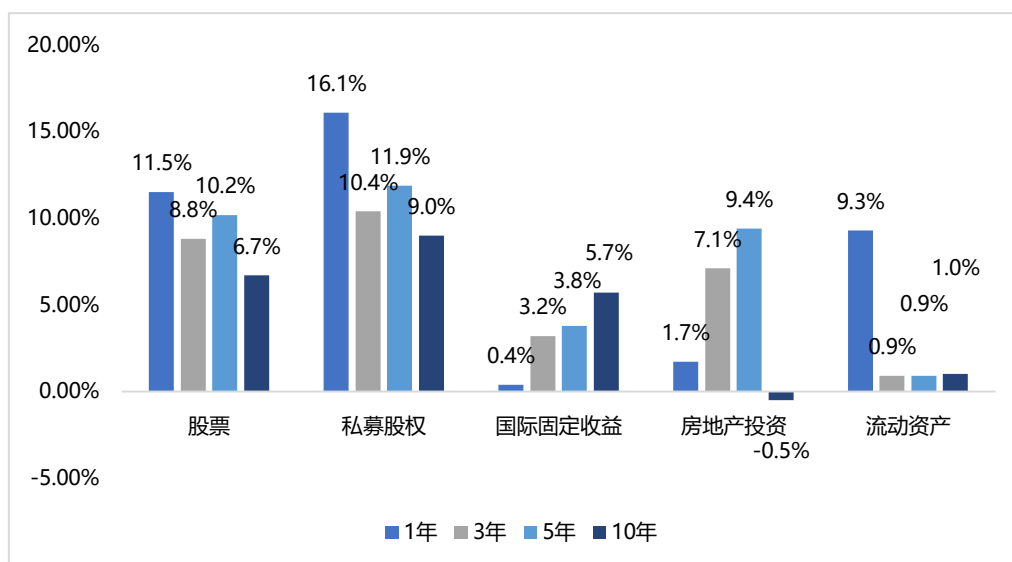


图 2-1 2018 年 CalPERS 各资产类别投资收益率

数据来源：CalPERS，2018 年年报。

在私募股权基金的投资类别上，CalPERS 有着既定的投资框架。对各类私募股权基金的投资份额做出了明确限制：目标投资份额最高的是并购类私募股权基金，其目标份额高达 60%；其次是信贷和成长阶段的私募股权基金，目标份额各占 15%；原则上不参与风险投资相关的直接投资和基金投资。CalPERS 对被投基金高管的跟投比例有一定的要求，以保证基金管理层与 CalPERS 的利益高度一致。例如，基金首席投资官与投资总监对头部 1/4 的项目各需要跟投 8%和 4%。截至 2018 年 7 月，CalPERS 共投资私募股权基金 243 支，可计算回报水平的 197 支基金中，盈利基金 177 支，平均 MOIC（基金的投资回报倍数）约 1.6 倍；亏损基金 20 支，平均 MOIC 约为 0.7 倍。

精选头部基金建立深度合作关系。CalPERS 在投资私募股权的初期采用“广撒网”策略，实践证明该策略不利于投资管理，也不利于与优秀的管理人建立更深层次的合作。CalPERS 致力于将投资基金的数量最终减少到 30 支左右，而投资私募股权的资金总额还将继续增加，与 CalPERS 建立深度合作的基金管理人将获得更大的资金支持。

（三）HarbourVest

以养老金为主要资金来源的私募股权母基金。HarbourVest 的机构投资者覆盖了北美、欧洲、澳大利亚、韩国、智利等各国的公共养老金和私营企业年金计划，是以养老金为重要资金来源的私募股权母基金。截至 2018 底，管理资产超过 580 亿美元。根据 PEI 排名：2010-2014 年间，HarbourVest 在 VC/PE 基金中认缴出资额为 197 亿美元，在全球机构投资者中排名第三。

多策略配置获得持续领先的投资收益。截至 2015 年，HarbourVest 的资产配置中包括 50% 的私募股权基金投资，35% 的私募股权二手份额投资，以及 15% 的联合投资。并且 HarbourVest 与全球主流的基金管理人合作，获得了持续领先的投资收益。HarbourVest 的全球资产组合模拟的投资组合回报也在过往 20 年显著超越 MSCI AC 全球指数的同期回报。

（四）小结

跨市场、多策略长期投资：市场领先的养老金在私募股权投资方面坚守跨市场、多策略、长期投资的策略，使其规避对单一地区风险的过多暴露，也可以充分利用其执行大型复杂交易的能力和广泛的网

络在全球捕获各种增值交易机会。长期投资的理念使养老金能够利用其长线资金的优势获得短期资金无法进入的低流动性项目，以获得远高于市场的回报。

专业的投资团队和顶尖的合作伙伴：市场领先的养老金拥有专业的内部私募股权投资管理团队，并且通过与顶尖的外部基金管理人合作进行广泛的私募股权投资。与外部基金管理人的合作使养老金能以较低成本进入自身无法覆盖的地区或领域，达到风险分散的目的。领先的养老金机构往往设立了严格的流程和标准来筛选外部基金管理人。养老金也通过要求被投基金的高管进行实质性跟投确保其利益与养老金利益高度一致。

利用母基金投资私募股权：主流养老金也通过母基金形式投资私募股权。全球领先的母基金团队拥有丰富的投资经验和全球化的业务覆盖，可以帮助养老金以更低的成本进行跨地域、跨行业、多策略的私募股权投资。根据 TW 2017 年全球另类资产调查报告，前 100 家管理养老金资产的另类投资管理人中，私募股权母基金占比达到 18.2%，而私募股权直投资基金的占比为 7.0%。

三、我国养老金参与私募股权投资的现状

（一）中国的私募股权市场日趋成熟

中国的私募股权市场经过多年的快速发展，规模已经成为仅次于美国的全球第二大私募股权市场。私募股权主要覆盖的新兴领域成为引领中国经济高速发展和结构转型的重要驱动力。在市场发展过程中涌现了一批优秀私募股权机构，为投资人创造了良

好的回报。随着私募股权对接资本市场的退出渠道日趋完善，整个体系的日趋成熟也吸引了主流全球养老金的重点布局。

1. 中国的私募股权市场发展快速

私募股权市场规模扩张迅猛。中国私募股权投资市场的募资和投资规模在最近十多年获得了爆发式增长。截至 2018 年 12 月，活跃在中国大陆的私募股权投资机构管理资本量总计超过 10 万亿元，按照规模统计中国已成为全球仅次于美国的第二大股权投资市场。

私募股权投资重点覆盖高成长领域。2012 年以来，中国股权市场对科技创新领域的项目关注度逐渐提升。2018 年，中国股权市场共有 5,250 起科技创新领域投资，占有投资案例数的 52.4%；投资金额达 3,861.90 亿元，占总投资额的 35.8%。从投资行业分布来看，2018 年，IT、互联网、生物技术/医疗健康作为新兴产业的代表，被投案例数位列私募股权投资市场投资行业前三名。相比于传统行业，以新兴产业为代表的高成长领域更加受到私募股权投资的青睐。

私募股权头部机构涌现。无论是募集资金规模，投资规模还是被投企业上市账面回报，中国私募股权头部机构的集中度都在不断提高。2018 年，前 20 家私募股权基金募集资金占全市场募集资金的 20%；前 100 个私募股权市场企业融资金额占全市场投资金额的 48%；前 10 家被投企业上市账面回报最高的私募股权机构占全部私募股权市场上市账面回报的 43%。

2. 私募股权退出渠道建立

国内上市体系日趋完善。私募股权支持的企业通过国内上市退出

的渠道包括：A 股主板、中小企业板、创业板和科创板。以创业板为例，私募股权基金支持的创业板上市企业已经占到全部创业板上市企业数量的 65%，私募股权基金支持的创业板上市企业总市值也占到创业板总市值 68%，覆盖了新经济的多个领域。但 A 股上市也面临诸多政策不确定性，使 A 股上市排队审核时间较难预测，每年的过会率和过会家数也波动较大。

境外上市仍是重要退出渠道。与境内上市过会家数的不确定性相比，中国企业境外上市家数每年相对稳定。因此境外上市仍是私募股权支持的企业退出的重要渠道。2018 年创投市场被投企业境外上市案例数为 264 笔，同比上升 473.9%。包括小米、美团、拼多多在内的新经济独角兽的境外上市给诸多创投机构带来丰厚回报。

股转和并购退出占比提高。在 A 股上市严格审核态势持续、境外中概股普遍股价下行的情况下，私募股权基金通过股转和并购退出占比持续提升，已经超过通过被投企业上市退出的占比。但仍有多数私募股权投资项目未能有效利用股转和并购实现退出。据不完全统计显示，2008 到 2017 年间，中国私募股权市场投资总额约为 2.5 万亿元，退出的资金约为 4 千亿元。

3. 海外养老金增配中国私募股权

以养老金、主权基金等为主的境外投资机构近年来提高了对中国私募股权市场的关注度。2018 年，中国私募股权外币基金募资强势，外币创投基金新募总金额 1054 亿元（人民币），同比增长 125%，占创投市场募集金额的 35%。清科研究中心认为外币基金新募集金额增

长的主要原因有两点：其一，由于人民币基金市场政策趋严，因此多家私募股权机构积极设立外币基金，吸引海外资本；其二，以养老金、主权基金为主的境外 LP 增加对新兴市场尤其是中国市场的投资比例。以 CPPIB 为例，2017 年 CPPIB 投资中国的资金达 170 亿加元（约合 870 亿元人民币），占其全球投资的 4%。未来在中国的投资比例会不断提高，预计在 2030 年将会有 1500 亿加元（约合 7700 亿元人民币）投向中国。

海外养老金不仅通过投资美元私募股权基金，也在中国私募股权市场进行广泛的直接投资，并取得了较为可观的回报。加拿大养老金计划（CPPIB）近年来不断提升对中国市场的资产配置，投资范围涵盖私募股权、公开市场、房地产、物流等。相较于公开市场，CPPIB 更看好投资回报更高、风险更可控的私募股权市场，预计将在电子商务、教育、医疗、科技等领域加大投资。CPPIB 在 2017 年参与了美团的 F 轮融资，在 2011 年投资了阿里巴巴，目前是其前 30 大股东之一。安大略教师退休基金（OTPP）在香港设有覆盖亚太区投资的分支机构。OTPP 在 2012 年就已经成为了京东私募融资的领投方。OTPP 还参与了赶集网、珍爱网、QQ 音乐、去哪儿等国内明星项目，获得较好的收益。

（二）社保基金投资私募股权回报良好

社保基金自成立以来年均投资回报率 8.4%，累计投资收益额 10073.99 亿元。社保基金的良好投资业绩离不开私募股权投资参与，全国社保基金理事会原副理事长王忠民在中国财富管理 50

人论坛上指出，截止 2015 年初，私募另类投资在社保基金上的比例占到了 13%左右，并且私募股权投资给社保基金在历史上带来了年化 10%以上的回报。

截至 2017 年底，社保的长期股权投资已经达到了 1728 亿元。除了投资市场领先的私募股权基金，社保基金也参与了众多直接投资项目。从行业方面来看，社保对金融、新材料、环保新能源等领域较为关注。从项目阶段来看，社保基金兼顾早期价值投资和后期稳健型投资。2015 年社保基金出资约 70 亿元参与的蚂蚁金服的 A 轮融资是社保早期股权投资的经典案例，王忠民 2018 年 5 月在杭州的一次发言中指出“这是另类投资当中单笔回报最多的一次”。

社保对于私募股权基金的筛选已经形成了行之有效的评估标准和机制。社保投资的基金大多具备团队稳定、成立时间长、具备国资背景、有持续的募资和投资能力、过往业绩过硬等特点。除了考察机构的资产管理规模、过往业绩、和投资项目之外，社保基金还关注基金的管理架构的合规性、投资人与基金管理人之间的责任划分是否明晰、基金管理人的投资理念和风格、风险控制机制等要素。另外社保成立了专家评审委员会，定期对基金滚动评估，推行末位淘汰制，一旦认可了基金管理人的专业能力就连续出资。通过系统性的评估管理机制，社保所投资的私募股权基金中 76.5%投出了上市项目，70.6%投出了“独角兽”项目，创造了持续、稳健的收益。

（三）基本养老金配置私募股权受限较多

中国的基本养老金由各省实行现收现付，结余部分实现统筹管理，统一委托给国务院授权的养老基金管理机构进行投资运营。但是基本养老金投资范围和委托条件限制使该部分养老金无法有效配置私募股权，不利于基本养老金提升长期投资收益。

根据 2015 年 8 月 23 日国务院发布的《基本养老保险基金投资管理办法》。养老金只有在国家重大工程和重大项目建设和国有重点企业改制、上市项目中可以进行股权投资。范围限定为中央企业及其一级子公司，以及地方具有核心竞争力的行业龙头企业。养老金投资范围的限制体现了养老金安全性至上的原则，但将私募股权投资限制于国家重点工程和国企改制可能导致股权投资项目集中度过高，不利于分散风险，也使基本养老金无法从新兴产业等高成长领域获得更高的回报。另外投资范围的限制也造成基本养老金无法投资私募股权基金，使得基本养老金无法以较低的成本增加私募股权的配置规模。

根据人社部披露的信息，目前已有 14 个省份进行了基本养老金委托投资运营，期限 5 年，采取保底保收益模式。私募股权项目的投资和退出周期约为 7-8 年。过短的委托合同期和保底保收益模式使得养老金无法配置私募股权。

（四）企业年金和职业年金不能配置私募股权

2013 年人社部 23 号文将信托、基础设施债权、银行理财、特定资产管理计划、股指期货纳入企业年金投资范围，扩展了投资品种。除了不能投资万能险与投连险外，职业年金与企业年金投资政策基本

一致，但年金仍未放开对私募股权的投资。目前年金资产中对私募股权的配置比例远低于海外主流的养老金。私募股权已经成为海外年金资产配置中较为重要的资产类别，例如美国的 CalPERS 对私募股权的配置占总资产的 7.8%，安大略教师养老金计划对私募股权的配置占总资产的 18%。

年金作为养老金的一种，与保险资金具有一定相似性。然而保险资金近年来加大了配置包括私募股权在内的另类资产的配置力度。截至 2018 年底，已有超过 100 家的保险机构投资私募股权基金，投资规模超过 5,000 亿元。截至 2015 年 6 月底，保险资金在私募股权的投资金额仅占资金运用余额的 6.3%。同样属于长线资金，年金资金的风险容忍度应高于保险资金。这体现在海外市场的养老金对私募股权的配置比例明显高于保险资金对私募股权的配置比例。

四、对于我国发展养老金配置私募股权的思考与建议

人口老龄化和通胀加剧的环境下，发达国家养老金的配置趋势已逐渐转向加大包括私募股权在内的另类资产的配置。全球领先的养老金投资运作经验表明，利用养老金长期资金的优势，以长期价值投资的理念为核心积极配置包括私募股权在内的另类资产，以及与市场领先的外部投资管理机构合作可以帮助养老金有效提升投资收益、控制风险和改善其应对老龄化环境下养老金支付的能力。

我国的社保基金以及保险资金，已经在私募股权投资方面做了积极的尝试。相关机构的私募股权投资经验可以被基本养老金和年金所借鉴，进一步拓宽基本养老和年金的投资范围和放宽私募股权管理机

构的准入，使得基本养老金和年金资产可以更有效地配置私募股权。另一方面，也需要进一步改善私募股权市场的退出环境和交易活跃度，为基本养老金和年金投资私募股权创造有利条件。

（一）放宽基本养老金投资私募股权的限制

如果把基本养老金结余部分看作基本养老金的储备基金，可以进行长周期的投资，其风险承受能力应与社保基金相当，其私募股权投资范围也应与社保基金投资私募股权的范围相当。因此可以考虑放宽基本养老委托管理部分的私募股权投资范围，使受托管理机构可以通过市场化机制自主投资私募股权。

目前基本养老金的受托管理机构为社保理事会，而社保基金已经建立了筛选管理私募股权基金以及直接投资私募股权项目的的能力，在私募股权投资中取得了良好的业绩。作为基本养老金的受托管理机构，社保基金可以将其在自有资金投资私募股权中建立的体系与能力复制到基本养老的委托投资业务中。另外也可以利用社保基金在业内长期积累的数据和管理经验，加大基本养老金对业绩领先的市场化私募股权基金和母基金的投资力度，使基本养老金可以以较低的管理成本跨行业、跨阶段、多策略地配置私募股权，在提升总体收益的同时分散私募股权的投资风险。

目前各地基本养老金委托投资运营期限为5年，但是各地委托投资运营的养老金是总结余的一部分，而且充分考虑了当期养老金支付的需求，一个合同期结束需要赎回的可能性不大。从市场化私募股权基金运作经验来看，私募股权投资的周期一般为7-10年。如果允许

基本养老金受托管理机构自主投资私募股权和私募股权基金，可以考虑将委托投资运营期限放宽到 10 年，并且对私募股权投资部分取消保底保收益模式。

（二）放开年金对私募股权的配置

境外养老金和保险资金的配置实践表明，养老金因其相比保险资金周期更长，对风险的偏好更高，对于私募股权等长期资产的配置比例也比保险资金更高，而我国的企业年金对私募股权的投资仍未放开。因此建议逐步放开年金投资私募股权的限制，同时允许投资管理人通过外部机构进行私募股权投资。

在发展年金的私募股权投资方面，可以考虑参照保险业放开投资范围的路径，逐步放开年金直接投资股权项目、投资私募股权基金和母基金以及投资境外资产，在设定标准下的市场化运作。目前年金的受托机构是专业的保险、银行等机构。这些机构大都具备直接投资和筛选外部投资管理人的经验，也具备专业的股权投资风险控制能力。放开年金的对私募股权的投资可以更好的借助受托人的专业资管能力，增加年金资产中另类资产和长期投资的配置，有效控制风险和提升总体回报。

除了提高年金受托管理机构筛选、投资外部私募股权基金的能力，也可以考虑通过投资有优异过往业绩的市场化私募股权母基金加大年金对私募股权的配置。境外养老金已经成为全球领先的私募股权母基金的主要出资人。与领先的市场化母基金合作，是国内年金配置私募股权起步阶段的一个有效方式。与此同时，母基金也可以利用覆盖

较广的行业数据通过顾问服务的形式帮助年金进行私募股权资产配置。

（三）改善私募股权的退出和交易环境

1、完善上市机制与促进并购退出

放开养老金投资私募股权将为私募股权市场带来可观的增量资金，对增加私募股权市场交易的活跃度、平滑市场波动起到积极的作用。养老金最终需要通过并购或上市交易实现退出。而目前的 A 股上市仍存在较大的政策不确定性，上市后投资人还面临不能一次性减持的问题，使得上市作为退出渠道过于狭窄。海外市场的私募股权投资项目绝大部分通过股权转让或并购形式退出。一方面，疏通 A 股上市渠道，加强上市审批的政策确定性以及 A 股的市场化定价和发行机制将为养老金投资私募股权提供更好的退出保证。另一方面，也需要引导私募股权被投企业更好地利用上市公司收购兼并以及行业并购的形式实现退出。

2、发展私募股权二级市场

境外私募股权市场的充足流动性和交易的活跃性与较为成熟的私募二级市场分不开。金融危机后境外私募股权基金对组合管理和资产流动性的需求越来越大，推动了二手份额交易市场的扩张。二手份额基金的平均回报在金融危机后持续超越私募股权基金和母基金的平均回报。而国内二手份额基金的发展尚处于起步阶段，市场需求非常大，而且存在较大的估值协商空间。二手份额基金因其提供较好的现金流和较高的回报，也可以成为适合养老金配置的资产类别。

3、促进私募股权市场研究机构的发展

境外私募股权市场交易的活跃性也离不开诸多市场研究机构的参与。良好的私募股权市场数据覆盖使包括养老金在内的机构投资人可以便捷获取标地基金的过往业绩数据，也使私募股权二手份额交易的估值有较好的参考。近年来，国内也发展了诸多专注私募股权的非官方研究机构，但因为公开数据的缺乏和私募交易的不透明，主要数据平台的数据覆盖面和准确性有待提高。

由于证券基金业协会近年来推广的基金备案和信息披露平台已覆盖了较为准确和全面的私募基金募集和交易数据，可以考虑在私募基金管理人自愿披露的前提下打通主流数据平台与基金备案和信息披露平台的数据接口，使得主流数据平台覆盖面和准确度都得到提高。完善、易获得的交易数据也将极大地促进私募股权市场的活跃度、规范性和市场化程度，为养老金配置私募股权创造有利的市场环境。

2020 年 8 月 CAFF50 动态

1. 8 月 4 日，中国养老金融 50 人论坛秘书处月度工作例会在腾讯会议线上平台召开。会议由论坛秘书长董克用教授主持。会议重点讨论了上海峰会筹备事宜以及论坛 8 月份“养老财富储备系列公开讲座”第二期直播讲座等工作安排，同时对《中国养老金融发展报告（2020）》出版事宜进行了讨论。论坛常务副秘书长张栋、王婷，副秘书长孙博、王赓宇、朱海扬、张兴，秘书处邹林娟、李嘉璇参加了本次例会。

2. 8 月 16 日，由中国养老金融 50 人论坛主办、大家养老保险股份有限公司承办的“养老财富储备系列公开讲座”第二期——保险业专场在北京召开，主题为“多层次养老保险体系下，保险业如何助力养老财富储备”。讲座由中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授主持，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、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、大家保险集团有限责任公司总经理徐敬惠出席讲座并分别发表主旨演讲。此外，论坛核心成员、中国社会保险学会副会长唐霁松，中国社会保险学会社会保险基金投资管理专业委员会主任委员张浩出席会议，与会嘉宾与现场及在线的论坛成员、研究员以及广大网友进行了广泛的互动交流。本次讲座在新华网、新浪财经、中国网、和讯网等 10 个平台同步开启云直播，总计吸引 221 万名网友在线观看。

3. 8 月 18 日，泰康保险集团在京举行“长寿时代高峰论坛暨泰

康方案发布会”。论坛核心成员、泰康保险集团创始人、董事长兼 CEO 陈东升以《长寿时代的挑战与机遇》为主题发表演讲，论坛核心成员、中国老龄协会副会长吴玉韶出席会议并发表演讲。

4. 8 月 22 日，由中国养老金融 50 人论坛主办、汇添富基金管理股份有限公司承办的“资产管理助力中国养老财富储备研讨会暨中国养老金融调查报告(2020)发布会”在上海召开。论坛学术顾问、全国社会保障基金理事会原副理事长王忠民，中国人民银行研究局局长王信，论坛学术委员会主席、中国劳动和社会保障科学研究院院长金维刚，论坛核心成员、中国社会保险学会副会长唐霁松，全国社会保障基金理事会养老金管理部主任陈向京，中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨，中国保险资产管理业协会副秘书长陈有棠，论坛核心成员、上海市宝山区委原书记汪泓，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原副局长鲍淡如，论坛核心成员、兴业银行股份有限公司副行长陈锦光，论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司党委书记、董事长苏罡，论坛核心成员、建信养老金管理有限责任公司创始人、首任总裁冯丽英，论坛核心成员、汇添富基金管理股份有限公司董事长李文等领导和嘉宾出席大会并发表主旨演讲，论坛核心成员、浙江大学公共管理学院教授米红，论坛核心成员、武汉大学金融证券研究所教授董登新出席会议参与了圆桌论坛讨论，此外，还有论坛研究员和来自全国各级政府和金融监管部门、高校、科研院所、资产管理机构等嘉宾出席会议，齐聚一堂，共议养老金融发展事业。



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