

养老金融评论

2020 年第 8 期（总第 57 期）

- 中国养老金融 50 人论坛 2020 上海峰会隆重举行
- 金维刚：全面推进我国养老保障领域改革，构建公平可持续的、多层次的养老保障体系
- 李 军：推进多层次养老金体系建设，夯实应对人口老龄化的社会财富储备
- 李 文：资产管理行业需要加强合作，更好地服务养老财富储备
- 王忠民：基于资本生成和投资管理的第三支柱闭环
- 王 信：养老投资与绿色投资 ESG
- 唐霁松：关于养老基金投资管理的几点认识
- 陈向京：投资收益日渐成为养老基金积累的重要来源

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，请发邮件至编辑部邮箱 caff50review@caff50.net 进行联系。

目 录

【本期重点关注】

中国养老金融 50 人论坛 2020 上海峰会隆重举行	5
金维刚：全面推进我国养老保障领域改革，构建公平可持续的、多层次的养老保障体系	11
李 军：推进多层次养老金体系建设，夯实应对人口老龄化的社会财富储备	15
李 文：资产管理行业需要加强合作，更好地服务养老财富储备 ..	18
王忠民：基于资本生成和投资管理的第三支柱闭环	22
王 信：养老投资与绿色投资 ESG	29
唐霁松：关于养老基金投资管理的几点认识	34
陈向京：投资收益日渐成为养老基金积累的重要来源	42

【养老金融观点集萃】

苏 罡：三支柱养老金对接模式探索	49
李宏纲、沈艳芬：养老目标日期基金下滑曲线设计及建议	69

【CAFF50 大事记】

2020 年 7 月 CAFF50 动态	94
----------------------------	----

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人参会，十余家平台同步在线直播。

本期《养老金融评论》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，上海市地方金融监督管理局副局长李军，论坛核心成员、汇添富基金管理股份有限公司董事长李文，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等多位专家的演讲实录，以飨读者。

中国养老金融 50 人论坛 2020 上海峰会隆重举行



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，新华社、新浪财经、第一财经、腾讯财经、和讯财经、凤凰财经、同花顺 iFinD、东方网、微博、ZAKER、今日头条等十余家平台同步在线直播。

出席本次会议的重要嘉宾包括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，汇添富基金管理股份有限公司总经理张晖，还有其他论坛核心成员、研究员以及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齐聚一堂，共议养老金融发展事业。

会议上半场由中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授主持，论坛学术委员会主席金维刚、上海市地方金融监督管理局副局长李军和汇添富基金管理股份有限公司董事长李文分别致欢迎词。

在主题演讲环节，全国社会保障基金理事会原副理事长王忠民通过视频形式发表了演讲。他从当前第三支柱尚没有显现出真正的资本生成的价值，企业缴费压力大，未来收支缺口、收支补

差严重以及居民参与第三支柱养老金收入占比低的三个痛点，提出一个基于资本生成和投资管理的闭环来完善第三支柱的基本思路。

中国人民银行研究局局长王信局长发表主题为“养老投资与绿色投资 ESG”的视频演讲，他从中国养老投资目前面临的问题入手，在总结国际经验的基础上提出了养老基金开展 ESG 投资的必要性和重要性，同时对中国养老基金开展 ESG 投资的未来路径发表了自己的观点。

中国社会保险学会副会长唐霁松发表题为“关于养老基金投资管理的几点认识”主题演讲，他在对当前和未来资本市场判断的基础上，从提升权益投资配置比例、拓宽投资范围、丰富养老金融产品、重视资产配置的作用等方面提出了未来养老金投资管理的思考。

全国社会保障基金理事会养老金管理部陈向京的演讲题目为“投资收益日渐成为养老基金积累的重要来源”，她在系统分析人口老龄化背景下投资收益具有重要作用的基础上，详细阐述了海外养老金投资高收益的成功案例，并提出了中国养老基金投资的未来发展方向。

中国证券投资基金业协会钟蓉萨副会长结合本次会议发布的中国养老金融调查数据，分析了中国养老财富储备发展面临的重要挑战就是因为投资不足，需要通过竞争提升服务水平，帮助老百姓建立养老计划，树立科学投资理念，形成良好的投资文化。

中国保险资产管理业协会副秘书长陈有棠发表了“推动保险业深入服务养老金融，凝聚行业发展合力”主题演讲，他围绕保险业服务养老金融的优势、保险业服务养老金融的现状、保险业服务养老金融面临的挑战、协会推动行业服务养老金融展望等四个方面，结合保险行业的实践分享了观点。

兴业银行股份有限公司副行长陈锦光的演讲题目为夯实养老财富的储备，商业银行应该有奋发有为的机会和责任担当，他从商业银行在养老方面具备的天然优势出发，提出健全养老金市场参与机制、提供公平的税收优惠政策等五大建议。

上海市人力资源和社会保障局原副局长鲍淡如先生以“资产管理要渗透到养老的各个环节”为题发表演讲。他从做大养老金资产管理规模、拓宽养老金资产管理领域两个方面详细阐述了未来养老金资产管理。

在发布仪式环节，董克用、金维刚、李军、李文、陈向京、钟蓉萨、陈有棠、鲍淡如等8位嘉宾共同见证了《中国养老金融调查报告（2020）》的发布，中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授对报告进行了简要介绍。

下午的会议由中国养老金融50人论坛副秘书长孙博主持。

在主题发言环节，长江养老保险股份有限公司党委书记、董事长苏罡以“保险业助力养老财富储备的思考与展望”为题发表演讲，深入解读了疫情冲击下对国内养老金市场的总体观察，展望了保险业助力养老财富储备的主动作为，并阐述了保险业进一

步推动养老财富储备的初步思考。

建信养老金管理有限责任公司创始人、首任总裁冯丽英系统分析了当前养老金融发展的挑战和前景，她表示养老需求不平衡的矛盾是当前的主要矛盾，但新发展格局下养老金融的未来发展是可预期的，要创新金融产品来促进养老供给和需求的协同发展。

汇添富基金管理股份有限公司总经理张晖从主动权益在养老金投资中的重要性、探索多资产策略有效降低波动性、提供稳定风格的资产、坚持长期做好客户服务与陪伴等四个方面分享了公募基金如何助力养老投资。

上海宝山区委原书记汪泓以“中国养老金发展趋势与展望”为题发表了主题演讲，她阐述了中国养老金体系发展的现状，分享了对中国养老金制度改革探索的一些思考，并认为二三支柱养老金未来有相当大的空间。

本次峰会还安排了圆桌讨论环节。第一场圆桌论坛由论坛特邀成员、汇添富基金管理股份有限公司副总经理娄焱主持。交银理财有限责任公司总裁金旗，中邮理财有限责任公司副总经理刘丽娜，招银理财有限责任公司首席权益投资官范华，浦发银行资产管理部副总经理张文桥，平安理财有限责任公司副总经理付强参与圆桌讨论，共同围绕“资管机构助力养老财富储备的实践及展望”主题展开热烈讨论；第二场圆桌论坛由论坛特邀研究员、天弘基金管理有限公司总经理助理朱海扬主持，上海交通大学上海高级金融学院教授严弘，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、武汉科技大学金融证券研究所教授董登新，美世（中国）有限公司中国投资业务投资总监袁琪以“养老财富储备的经验与启示”为主题展开了深入精彩的讨论。

会议最后，中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授致闭幕词。

中国养老金融 50 人论坛自成立以来，始终致力于成为养老金融领域专业智库，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，并以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为使命，在养老金融领域不断深耕，广泛聚集各方智慧，为中国养老金融事业作出贡献。会议在各方的共同支持下取得了圆满成功。

金维刚：全面推进我国养老保障领域改革，构建公平可持续的、多层次的养老保障体系



金维刚：中国养老金融50人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

首先，受中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授的委托，我代表中国养老金融 50 人论坛对出席上海峰会的各位领导和各位来宾表示热烈地欢迎和衷心地感谢！

这次论坛的主题是：“资产管理助力中国养老财富储备”，将围绕这一主题展开讨论。同时，还将发布中国养老金融 50 人论坛组织编写的《中国养老金融调查报告（2020）》。

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛 2020 上海峰会上的致辞。

今年是党中央提出的实现第一个“百年目标”、坚决打赢脱贫攻坚战、全面建成小康社会的决胜之年，是“十三五”规划的收官之年。同时，今年也是不同寻常的一年，自年初爆发新冠肺炎疫情以来，中国经济和世界经济都受到极其严重的冲击，遭遇自上世纪三十年代发生经济大萧条以来最严重的、全球性的经济衰退。为应对新冠肺炎疫情对经济带来的巨大冲击，中国实施了前所未有的、大规模减免企业缴纳社保费的应急措施，其中 2 至 6 月养老、失业、工伤三项社会保险共减免企业社会保险费 5769 亿元，缓缴 431 亿元，预计全年将为企业减费 1.6 万亿元，其中减免企业缴纳养老保险费超过 1 万亿元。在大规模减免企业缴纳养老保险费的同时，今年我国还连续第 16 年提高企业退休人员养老金。在面对新冠肺炎疫情爆发所带来的经济空前下滑的挑战之下，我国在企业职工养老保险方面所采取的大规模减免企业缴纳养老保险费与坚持继续提高企业退休人员养老金并举的政策措施，不仅充分体现了党中央、国务院在应对危机时为保企业、保就业、保民生所采取的坚决果断的重大决策和坚定信念，而且也充分反映了我国企业职工基本养老保险基金积累水平及其抗风险能力已经达到较高的水平。据统计，截止到 2020 年 6 月，全国企业职工基本养老保险基金累计结存 4.77 万亿，足够支付 16 多个月。

目前，我国正在推进建立多层次的养老保障体系建设。在基本养老保险方面，截止到 2020 年 6 月底，全国参加基本养老保险总人数达到 9.76 亿人；今年上半年基本养老保险基金总收入达到

2.29 万亿，基金总支出 2.54 万亿。其中，全国企业职工基本养老保险参保人数达到 3.85 亿人，今年上半年，全国企业职工基本养老保险基金总收入达到 1.39 万亿，由于受疫情和减免企业缴纳养老保险费的影响，同比下降 27.2%，基金总支出 1.75 万亿，同比增长 8.6%。机关事业单位养老保险参保人数达到 5637 万人；今年上半年机关事业单位养老保险基金总收入 6543 亿元，基金总支出 6351 亿元，6 月底基金累计结存 3566 亿元。城乡居民基本养老保险参保人数达到 5.35 亿人，今年上半年城乡居民基本养老保险基金总收入 2383 亿元，基金总支出 1603 亿元，6 月底基金累计结存 9016 亿元。

在各类年金发展方面，截止到 2019 年末，全国共有 9.6 万户企业建立了企业年金，参加职工人数共计 2548 万人，年末企业年金基金累计结存 1.8 万亿元。截止到 2020 年 6 月底，机关事业单位职业年金参保人数达到 3784 万人，今年上半年职业年金收入 1826 亿元，基金累计结存 1.01 万亿元。

在个人养老金发展方面，目前国家只在上海、福建、苏州工业园区开展个人购买商业养老保险税收递延试点，投保人数和保费收入总额都很少。此外，一些商业保险公司、基金公司、银行等金融机构推出一些养老类的产品，由个人自愿投保或购买，没有相关的政策扶持，发展规模还比较小。

从总体上看，目前我国多层次的养老保障体系建设在三个支柱方面的发展不平衡，特别是企业年金发展严重滞后，个人养老

金制度还处于探索阶段。另一方面，目前我国人口老龄化正在不断加速。2019 年末，我国 60 岁以上的老年人口总数已经增加到 2.54 亿人，占全国总人口的比重提高到 18.1%；其中，我国 65 岁以上的老年人口总数已经达到 1.76 亿人，占全国总人口的比重提高到 12.6%。随着人口老龄化程度的不断提高，我国养老保障方面的压力和负担正在不断增大。

因此，为了积极应对人口老龄化带来的挑战，需要进一步推进我国养老保障改革与发展，特别是要加紧推进多层次养老保障体系建设，采取强有力的政策措施大力促进企业年金的广泛建立，并从全局和战略高度将建立个人养老金制度作为深化养老保险制度改革、推进多层次养老保障体系建设、促进养老保障制度可持续发展的重大战略举措，加紧制定和实施促进建立个人养老金制度的政策措施，开创我国多层次养老保障体系建设的新局面。

各位领导，各位来宾，在世界上人口最多的发展中国家建立覆盖全民的养老保障制度体系并实现养老保障制度的可持续发展，是一项十分庞大、复杂和艰巨的社会系统工程，关系到国民经济发展和社会稳定的大局、关系到广大人民群众切身利益。当前，我国正在全面推进养老保障领域的各项改革，构建公平可持续的、多层次的养老保障体系是我国养老保障制度改革发展的主要目标，任重而道远。让我们大家共同努力，为推进我国养老保障领域的改革与发展做出积极的贡献！

最后，预祝本次会议取得圆满成功！谢谢大家！

李 军：推进多层次养老金体系建设，夯实应对人口老龄化的社会财富储备



李 军：上海市地方金融监督管理局副局长

很高兴参加“中国养老金融 50 人论坛 2020 上海峰会”，首先，我谨代表上海市地方金融监督管理局对峰会的召开表示衷心的祝贺！中国养老金融 50 人论坛自成立以来，致力于推动养老金融创新，围绕养老金融热点问题开展了深入研讨，举办了一系列具有广泛影响力的活动，对促进我国养老体系健康发展起到了积极作用。

作为建设中的国际金融中心城市，目前上海已形成包括股票、债券、期货、货币、票据、保险等市场在内的较为完备的全国性金融市

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛 2020 上海峰会上的致辞。

场体系，拥有各类持牌金融机构 1650 余家，金融市场主体丰富，金融创新意识强，金融对外开放程度高。同时，上海市高度重视养老工作，遵循“人民城市人民建，人民城市为人民”的指导思想，把积极应对老龄化、推进养老服务体系作为事关全局的重要任务持续推进。上海在民生保障、社会管理等方面走在全国前列，养老产业发展条件成熟。长期以来，我们积极厚植养老金融创新土壤，通过开放持续集聚提供养老金融服务的各类中外资金融机构在沪发展，鼓励各类金融机构着眼养老产业发展，创新养老金融产品和服务，比如在全国率先开展个人税收递延型商业养老保险、住房反向抵押养老保险，开展“存房养老”业务试点，推进养老目标基金发行和运作等等。

随着人口深度老龄化成为一种社会常态，我国面临的养老服务压力比以往更加严峻，人口老龄化态势对加快构建养老保障体系、提升养老金融服务水平提出了更高要求。这也要求作为金融中心城市的海，不断激发养老金融创新，推动养老金多层次体系建设，并结合长三角一体化发展战略积极探索跨区域养老金融一体化，这样才能更好地满足人民群众的多样化养老服务需求。此次峰会以“资产管理助力中国养老财富储备研讨会——暨 2020 中国养老金融调查报告发布会”为主题，聚焦养老金体系建设这一核心环节，可谓正当其时、意义深远。

多层次养老金体系通过家庭养老、公共养老金制度、职业年金和企业年金制度以及商业养老保险等，共同构成养老金制度体系。目前，全国多地都在推进多层次养老金体系建设，尤其是加快构建养老金“第三支柱”。今天与会的领导、企业家、学者均是养老金融领域的

专家，恳请各位集思广益、畅所欲言，为夯实应对人口老龄化的社会财富储备健康发展，更好构建我国多层次养老金体系建言献策。

最后，预祝此次峰会取得圆满成功，祝大家在上海生活愉快、身体健康。谢谢大家！

李文：资产管理行业需要加强合作，更好地服务养老财富储备



李文：中国养老金融 50 人论坛核心成员、汇添富基金管理股份有限公司董事长

非常荣幸能与大家再次相聚在美丽的黄浦江畔，共同探讨“资产管理助力中国养老财富储备”这一主题。我谨代表会议承办方汇添富基金，向各位领导和嘉宾的莅临表示最热烈的欢迎和最诚挚的感谢！

近年来，伴随我国人口老龄化进一步加快，养老收支矛盾进一步突出，同时，低利率的市场环境使得养老金的投资回报日益引发关注。去年，中共中央、国务院印发《国家积极应对人口老龄化中长期规划》，

本文系作者在中国养老金融 50 人论坛 2020 上海峰会上的致辞。

明确提出要夯实应对人口老龄化的社会财富储备，从国家战略高度指出养老财富储备的重要性的发展方向；今年以来，突发的新冠肺炎疫情，给国家经济社会造成了巨大冲击，也进一步引发了国民对生命、健康和养老的高度关注。在这样一个特殊时期，我们举办本次论坛，探讨如何更好地发挥资产管理行业作用，助力我国养老财富储备，我认为充分体现了大家对这一问题的共识和重视，可谓正当其时、意义重大。

过去五年来，在董老师的积极推动和各位领导专家的共同努力下，中国养老金融 50 人论坛通过搭建交流平台、开展课题研究、积极建言献策等，在推动我国养老金制度建设方面发挥了重要作用，为中国养老金改革这一历史性工程作出了突出贡献。汇添富能够参与其中，深感荣幸。目前，相关制度的推进仍在大家的焦急等待中，但我们始终相信，希望就在前方。

我国个人税收递延型商业养老保险已经试行超过两年，过程中也有很多经验，我们也期待试点能够尽快转常规，并出台行业性业务规范文件，明确基金公司作为合格机构角色参与税延养老的相关政策；同时优化现有试点政策，比如简化抵扣凭证手续；建议放松提前领取条件；将个人养老支出纳入税前专项附加扣除，提高参与率；对资本利得予以免税等；最后建议构建养老金三支柱间的互联互通，实现数据统一和资金转移。

服务好国民养老财富储备是银行、保险、公募基金等资产管理行业共同的社会责任和历史使命。公募基金凭借规范的制度设计和良好

的投资业绩，已成为社保基金、基本养老保险基金、企业年金和职业年金的投资管理主力军。以社保基金为例，公募基金助力社保在 2001 至 2019 年间取得了年化 8.15% 的投资回报。在助力养老金第三支柱建设方面，截至今年 7 月，已有 87 只养老目标基金成功发行，合计募集规模超 350 亿元，持有人户数近 110 万户。

随着国家大力发展直接融资，资本市场改革开放进一步推进，新《证券法》修订实施，注册制深化落地，资产管理行业正迎来前所未有的发展机遇，服务养老财富储备的能力也进一步增强。今年以来，公募基金新发规模已突破 1.6 万亿，其中权益类基金占比超过 60%，创历史新高，充分说明了国民投资理财需求的大幅提升，也充分体现了投资者对公募基金行业 22 年发展的高度认可。

面对中国资产管理行业快速发展的春天，我认为，银行、保险、公募基金等资产管理行业更需要加强合作，携手同行，更好地服务养老财富储备。主要从以下三个方面继续努力：一是要加快推进养老金制度建设，服务好养老金第三支柱的落地，持续完善国民养老保障体系；二是要继续加大养老产品研发，进一步提升投资管理能力和客户服务能力，积极推进 ESG 责任投资，更好满足低利率环境下养老金资产配置的需要；三是要持续深化投资者教育，利用线上线下多渠道大力开展养老金融教育，普及养老理财观念，培育科学的投资文化。

汇添富基金作为公募基金行业的一员，自成立之初就致力于成为一家具有社会责任感、受人尊敬的资产管理公司，并把管好养老金当作义不容辞的责任和神圣使命。近年来，在服务好社保基金和基本养

老保险基金的同时，汇添富也积极推动第三支柱建设，目前成立了 3 只养老目标日期基金，并取得了优良的业绩，得到了客户的高度认可。

今年是上海国际金融中心基本建成之年，也是汇添富的“能力建设年”，汇添富将始终坚持“客户第一”的价值观和“一切从长期出发”的经营理念，持续提升“投资管理、风险管理、客户服务、产品创新”方面的核心能力，持续强化“治理、团队、管理、文化”方面的核心竞争力，以勤勉尽责的态度、以优异稳健的业绩、以专业高效的服务助力养老金保值增值，为中国养老金事业发展和上海国际金融中心建设贡献力量。

最后，再次感谢主办方中国养老金融 50 人论坛的努力与贡献，感谢各位领导和专家的辛勤付出和无私分享。祝贺《中国养老金融调查报告 2020》顺利发布，祝愿本次论坛圆满成功，祝福大家健康长寿、快乐添富！谢谢！

王忠民：基于资本生成和投资管理的第三支柱闭环



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原副理事长

我们今天选择的主题是“基于资本生成和投资管理的第三支柱闭环”，我们先看几个社会痛点：

第一个痛点是当前基于第三支柱的概念、逻辑是清晰的，但是从第三支柱归集来的资金数量却没有显现出真正的资本生成的价值；第二个痛点是对企业来说，养老金缴费的比重依然带来足够的压力，从全社会的角度看，当前社会基于养老金的现收现付在支付端口带来的

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。

压力依然很大，随着人口的老龄化和劳动红利的减少，收支缺口、收支补差十分严重；第三个痛点是基于第三支柱的金融工具、金融产品在不断丰富的同时，却没有把第三支柱真正的流量转换成金融投资，现有的居民可支配收入当中较少的一部分流量留在现在第三支柱的金融产品的开发当中。为了解决这些痛点，我们提出一个基于资本生成和投资管理的有效的闭环。

一、第三支柱闭环的逻辑剖析

这个闭环的起始点是如何降低社会在养老保险当中的费用比重。过去几年已经降低了一部分，但是未来降低的难度依然很大。我们的建议是把现在 8% 的个人缴费形成的个人账户，即现在混同为统筹账户管理的这一部分拿到费用之外，我们称之为费改为税，这样费就可以减低 8%，企业就可以减少 8% 的成本的注入。放到税端，通过社会的宏观经济政策对进入个人账户的这 8% 的收入采取免税的逻辑。费改税之后，税可以不增加收入，个人收入增加，但个人收入这部分只能用在个人账户当中，宏观的税收采取免税的逻辑，会形成一个独立、一致的第三支柱的个人账户。

这个账户进一步地向全社会的账户统一管理，对金融产品、金融投资工具、投资管理人进行全社会的开放。开放以后对投资管理人采取延税的逻辑，凡是管这个账户的投资人，包括托管人或者其他任何一个角色，我们对账户里的年度收益采取延税的逻辑，到退休以后拿回整体的回报并进行税收的综合核算。

二、第三支柱闭环逻辑下的市场化结果及其影响

一个结果是用于社会长期投资的资本生成比过去一下子多了个人账户的 8%。如果我们把过去积累的个人账户 8% 的 5 万亿拿回到这个领域当中，当期就有 5 万亿；如果把每一年度的职业年金、企业当中的职工工资总额的 8% 算到里边的话，这一部分流量也可以进入资本投资管理当中的资本生成。而这个资本生成免税的时候，就可以让它实际的资本价值发挥出有效的投资功能逻辑。进一步来看，延税逻辑不仅可以让投资者在证券资本市场当中做长期的投资，而且复利可以持续地把当年的收入滚进本金当中，产生出足够的复利结果。如果周期越长，养老保险从起始段到领取段的时间越长，社会资本积累的可投资资金就越多。

另一个结果是，我们选择的所有提供给养老产品的金融产品、实际产品和投资的管理人的队伍，包括基金队伍、专业管理团队队伍、托管的队伍，一切的金融服务都会因此而蓬勃发展和迅速生成。他们提供的专业投资会使这一部分的专业垂直细分领域的投资回报率得到保障，而且投资管理的集约效应会成长，还可以让复利效果在当年投资回报当中获得足够的发展。

当中我们要注意到两个重点：一个重点是这个账户的金融制度架构设计一定是对现有的产品和机构全方位开放，让它可竞争。供给端的资产管理配置竞争越强烈，提供好的服务就越充分，带来投资回报的确定性就越强，而复利效果也会越突出。

另一点是不仅对今天的产品和市场是全方位开放的，对于新生的、未来的产品和市场也是开放的。例如金融科技、数字化等领域，一旦

有新的东西，我们也去拥抱它，让它可投资、可成长。这个时候就把现有的市场的可能性、可投资管理的可能性和未来继续成长的可能性拓展了；从风险角度看，可以把它做成全球配置，从产业的角度看，可以向新兴产业配置，这样一些有效的投资逻辑就可以实施在其中。

问题还在于这个账户闭环的下一个环节，如果通过资本生成和投资的有效市场化管理，可以把个人账户在起始和投资管理两个阶段得到有效解决。我们相信，这些长期资本在社会经济生活领域当中，通过金融投资，可投的对象获得的资本量足够多，实体经济和社会服务领域中吸纳的资本就会产生出新的企业、新的产品、新的需求，这些不仅会引发社会就业的提高、社会 GDP 的增长和社会参与者的收入水平提高，背后基于这些成长当中的个人所得税、企业所得税，基于 GDP 成长产生的整体的宏观税收也会更多，税基在投资之后是扩张了而不是缩小了。

所以前端的让利、让税使得后端的税基持续健康成长，带来的有效闭环当中的宏观利益主体不是因此让利而放弃了收入，而是产生更多的收入和更多的税收结果。

三、第三支柱闭环逻辑下对社会政策配置的期望

在闭环当中，我们需要的是社会经济政策的有效配置，比如在资本生成阶段一定要有税、费之间的切换，要减、免个人所得税，要让投资端口的所有账户实行延税的逻辑，甚至对这些的托管人、管理人的服务采取延税和免税的逻辑，因为他们为社会保障做了不少贡献。

社会政策还进一步地表现在账户管理当中。如果过去账户管理只

是说账户存在哪、流向哪、投在哪，是一个窄敞口的管理的话，我们今天需要让进入这个账户当中的资金运用于全市场的产品，对全市场的管理人、托管人、投资咨询人进行全方位开放，才可以让供给侧的制度可竞争、可成长、可进步。

最有效的还是税基扩展以后，社会可以让个人参与到第三支柱之中，这成为源源不断地生成第三支柱的基础逻辑，让第三支柱可以在整个社会保障中慢慢占到第三支柱应有的份额。而且投资资本生成的越多，投资管理越好，第三支柱可承担社会责任的份额就会越大、越有效，而税基会因为投资的有效性、健康性形成更大的宏观经济基础。

四、逻辑推演：国资划转对账户资金归集与流量渠道的效应分析

我们在闭环当中寻找相关的几个问题加以逻辑化的推演。如果我们现在把在个人账户和社会统筹账户过去存留积累的 5 万亿全部打回到每一个人的个人账户当中，那么我们相信现在的现收现付制度当中的结存基础就会得到强大的转移。我们不应该用妨碍阻止资本生成和资产市场化投资中健康持续、成长基础好、流量好、投资好的方式，而改为用现有的国有资产积累的收益来弥补这 5 万亿当中的空洞。最明确的建议就是把现在的经营性国有资产的一定量的比例划归到这个池子当中来，替换出池子当中 5 万亿的社会个人账户的钱，让它真正归为个人账户的流量。

国有资产划出以后，我们相信不仅会保证资产归集方来钱的渠道，对于放出钱的流量渠道，至少在国有资本的逻辑当中，也正适合了目前国有资本经营预算和从过去的管资产到管资本的国有体制改革。资

本角度多了一个社会保障的股东，而多元的国有股东可以改变企业的治理，可以在重新的股份化的成长过程之中吸纳社会资本，还可以进行证券化的适应性的成长发展，保证这一部分国有资产在进入养老的资产补充和收入补充的同时，改善国有资产的管理机制和股东的多元化，从而完善国有资产现有投资的企业公司制度和价值逻辑，也会使宏观的税收基础、宏观的管理逻辑，特别是国有资产的管理逻辑得到健全、成长、改进、改善和发展。

五、现阶段推进第三支柱闭环亟待完成的若干任务

最后，我们需要说的是，基于第三支柱的资本生成是一个长期逻辑。这个资本生成了以后不仅要用市场化的投资管理体制去催生市场化当中的长周期资本流向市场，而且要有市场化的管理机构、账户结构、社会经济金融账户政策和投资管理政策，特别是收益的税收政策进行配套。如果这个闭环得以完成，且把闭环产生出的其他漏洞用新的机制补充，我们相信会克服我们目前的养老社会保障当中的第三支柱的问题，其中资本生成、长久期资本的机构化投资和之后机构投资者资金运行的市场化机制问题得以解决。

我们要特别强调的是，目前宏观主体可以完成的几大任务：一是降低社会保障税负的水平；二是税收还会因此成长和增加；三是社会在资本生成、资本投资管理和投资结果的分享当中会形成一个平衡、有效，各司其职、各自功能充分发挥、社会整体系统协调有效的过程。

如果我们附带找到了解决庞大的国有资产的经营管理体制的问题的方法，我们在闭环当中就引起了次生的改革效应和进一步的发展。

这几点任务完成以后，相信未来第三支柱在中国社会保障中，坚实的底层制度逻辑和资本生成、投资管理都会在中国社会中尽快发挥出应有的价值。

这就是我们今天的建议和闭环的逻辑生成，谢谢！

王 信：养老投资与绿色投资 ESG



王 信：中国人民银行研究局局长

很高兴有机会参加今天上午资产管理助力中国养老财富储备研讨会，非常感谢董克用教授的邀请！祝贺《中国养老金融调查报告2020》的发布，报告的内容非常的详实，对养老金融的学术研究、政策讨论是很好的参考，今天的研讨会非常的有意义。2019 年的《国家积极应对人口老龄化中长期规划》中首次提出养老财富储备。养老财富储备是国民财富的重要组成部分，对于深刻理解养老体制与国民经济、金融市场的发展的相关性具有重要的意义，而且这个概念更加体现以人民为中心的理念。

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。

今天我想重点谈养老投资与绿色投资 ESG，也就是环境、社会 and 治理、投资的关系，相关的话题都是比较新而且比较大的问题。对于中国来讲，养老体制改革、养老金融与绿色发展都是正面临的突出、重要的问题。因为种种原因，中国的养老金多样化投资还刚起步，和金融市场的相关性还不够紧密，至于绿色投资就更少了。国际上关于机构投资者的绿色投资话题，也是最近才引起越来越多的关注。对于中国来讲，我们需要尽早开始研究养老基金的绿色投资，防范气候变化相关的金融风险，做好在数据、投资管理、金融监管等方面的充分准备。

一、养老基金绿色投资中与气候相关的金融风险

我想大家都非常清楚，气候变化相关的风险包括转型风险和物理风险。第一个是转型风险，就是和气候相关的政策变化，导致一些资产价值重估的风险。比方说随着可再生能源的普及、相关政策的变化，化石能源的竞争力下降，传统投资于化石能源以及相关产业的资产（据统计大约 25 万亿美元）可能会面临价值的重估，国际股票债券市场上 1/4 的企业可能会面临困境，这是转型和政策变化的风险。

第二个是物理风险。气候变化和极端天气导致洪水、暴风雨、干旱等灾难，导致房地产、农业等方面的直接损失，进而投保相关资产的损失也会拖累保险公司受到很大的损失，因为损失的资产涉及到银行的贷款，对于银行也是很大的冲击。有关研究表明，近期保险公司气候相关的损失是 80 年代的 10 倍，保险公司作为养老计划第三支柱的重要主体，如果受到很大的冲击的话，对于养老体制也是一个很大

的冲击。

转型风险和物理风险相关的金融风险，虽然从短期来看，发生的概率比较低的，但是一旦发生损失会很大。我们通常说通过分散投资来分散投资的风险，但是如果在一特定的时间、地点集中发生投资的损失，分散投资就会失效。

二、国外机构投资者关于养老基金绿色投资及其气候相关风险的态度

从近期来看，越来越多的养老基金注重气候变化相关的风险，增加 ESG 的投资。欧洲在这些方面走在世界的前列，比方说英国的法律要求养老基金在 2019 年 10 月以前发布相关的政策，保护退休的投资者免受环境变化相关金融风险的影响，但具体落实的情况是有差别的。根据调查，66%的养老基金没有落实相关的要求，在已经执行有关政策的养老金中，防范气候变化的风险的一些做法比较模糊，而且力度不是很大。

2020 年 6 月，一家投资机构对 20 个经济体，131 家养老计划（总共持有 2.25 万亿欧元的资产）进行调查，65%的受访者打算在未来三年增加气候相关的被动型资产的配置，26%的养老计划称绿色投资占被动投资的比重超过 15%，但是值得关注的是仍然有 56%的养老计划的被动投资中没有包括任何的绿色投资。总体来讲，有 54%的养老计划相信气候变化对证券定价和价值创造而言，正日益变得重要。

还有一项是由卡伦研究所 2019 年对 89 家美国机构投资者进行的调查。2019 年 49%的公共养老计划在投资中考虑 ESG 的相关因素，这

个数据在 2013 年只有 15%。但是，公司的养老计划考虑 ESG 的情况不是很理想，只有 19% 的公司的养老计划考虑 ESG，2013 年大概是 15%，变化并不是很明显。

SSGA（State Street）在 2019 年 11 月对 300 多家全球机构（其中 78% 是养老基金）的调查显示，35% 的养老基金声称声誉风险是促使其进行 ESG 投资的三大主要因素之一。这些养老基金非常注重应对气候变化，也非常注重生育的风险；45% 的养老基金称缺乏相关的技能是阻碍 ESG 投资的三大障碍之一，现在怎么样通过合理的模型、通过相关的方法来有效地评估气候变化相关的金融风险在概念上比较清楚，但是具体进行量化的分析还是比较困难的，一些养老基金觉得现在还不具备这样的能力；47% 的养老基金则把缺乏可靠的数据作为主要障碍之一。

还有一个网站追踪后表示，2020 年一季度 23 个国家的 392 家公共养老基金和私营养老基金公开宣称要减少化石能源的投资。公开宣称的机构数从 2013 年以来年均增长 41%，越来越多的养老基金认为气候风险是投资风险，减少化石能源投资是符合其受托责任、降低风险的合理之举。

三、中国情景下绿色投资的现状与展望

回到中国的情况，近年中国的绿色金融得到较快的发展，绿色信贷、绿色债券等金融产品潜在成为养老基金投资的重要标的。2019 年中国绿色债券发行量首次成为世界第一，今年上半年境内主体绿色债券的发行量是 1300 亿元，高于去年同期，这是在疫情严重的情况

下，所以可以看出绿色债券的发行还保持一个比较好的势头。到2020年的6月末，本外币的绿色贷款的余额是11万亿，比年初增长10.8%。现在我们在花很大的力气来推动绿色金融的标准在全国趋于统一，而且要向国际接轨，随着进程的加快，我相信绿色的金融产品还将得到更快的发展，因为它的相关的市场变得更大，而且可以吸引国内外更多的投资者。

四、央行关于绿色投资的态度与践行

对于中央银行而言，为什么说我们需要高度关注养老体制的改革、养老金融的发展以及绿色的投资？这跟我们的职能有密切的关系。因为养老体制、人口老龄化等方面都事关储蓄和投资，对长期利率有着重要的影响，对于货币政策操作和宏观调控意义重大，而且中央银行也富有推动资本市场的发展的责任，所以我们也非常关注养老改革和资本市场的互动。现在央行在下很大的力气推动绿色发展，人民银行与相关的部门推动设立绿色金融改革创新试验区，而且央行具有维护金融稳定的职责，所以也高度关注气候变化相关的金融风险，需要加强宏观的审慎管理，防范系统性的风险。

人民银行研究局作为研究的部门，也非常期待和各位专家加强交流，共同深入研究相关的问题。我们今天的研讨非常有意义，我本人也非常期待和大家进一步地加强交流，非常感谢大家！

唐霁松：关于养老基金投资管理的几点认识



唐霁松：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国社会保险学会副会长

如果在一二十年前，我们讨论养老基金投资问题，不会引起大家太多的关注。而今天，所有的职业群体都已纳入社会养老保障的范围，养老基金投资已是全社会共同关注的话题，它关系到我们每个人退休后的养老金替代率能否满足现有的生活水平或者不至有大的下降，关系到每个人今后能否享有更加充分稳定的养老保障。我们在座的业内人士责任重大。今天我来谈几点养老基金投资管理的认识：

一、我国养老基金投资管理成效值得充分肯定

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。

我国已逐步构建了多层次的养老保障体系，第一支柱的基本养老保险、第二支柱的企业年金和职业年金、第三支柱的个人养老储蓄计划，都已经行成了一定规模的养老基金积累。养老基金投资管理涉及银行、保险、基金、证券等多个金融行业，涵盖了全国社保基金、基本养老保险基金、企业年金、职业年金、商业养老保险、寿险、公募基金、银行理财等各类资产投资管理业务。而市场化运作是养老基金投资管理的主要形式，呈现出的特点和意义归纳起来有三个方面：

1. 养老金融产品多样化，养老基金资产规模不断增长，前景看好。

目前，养老性质的金融产品日益增多，公募养老目标基金、个人税延型商业养老保险、银行养老理财产品、养老年金保险、个人养老保障等产品为养老财富储备的保值增值提供了多种选择。

养老基金资产规模不断扩大，截至 2019 年末，全国社保基金资产总额 2.6 万亿元(2020 年 5 月底，全国有 22 个省与社保基金理事会的投资合同为 1.09 万亿)。企业年金到 2019 年底，运作资产规模达 1.77 万亿元(2020 年 5 月底 1.86 万亿)。职业年金市场化运作稳步推进，职业年金累计结余已近万亿元且每年将保持千亿元量级的高速增长。

2. 养老基金储备中的权责日趋清晰，市场化运行机制逐步形成。

除了社保基金作为国家战略储备基金外，无论是基本养老保险基金、企业年金、职业年金，还是第三支柱的个人养老储蓄投资，都明确了个人缴费责任和投资收益分享权利。个人账户制的进一步规范，有利于将分散的资金、税收、产品、投资、相关服务等数据和信息集中分

析与监管，有助于国家税收优惠政策的落地，更有助于未来三支柱间资金的转移和协调发展。与此同时，养老基金投资具有典型的混业经营特征，包括受托人、账管人、托管人和投管人多个资格，涵括保险、银行、证券、基金多个经营主体，市场化运行中，相互推动、相互制约、共同发展的机制逐步形成，提升了投资运营效率和投资收益率。

3. 养老基金投资范围逐步扩大，资产配置作用逐步显现。全国社保基金自 2003 年开始进入中国股票市场，2004 年开始股权投资，2006 年进入全球资本市场。企业年金在 2011 年以前，投资品种还比较单一，资本市场波动较大，给养老金资产的保值增值带来了挑战。2013 年人社部 23 号令扩大了投资范围，行业抓住非标资产高收益的机会，加大成本计价类资产配置力度，为后来几年取得稳健收益奠定了基础。随着投资范围的扩大，投资收益率稳步提升，全国社保基金运作 19 年来，几何平均收益率达到 8.15%；企业年金投资运作 12 年来，几何平均收益率 7.07%，都远远超过 2.33% 的平均通胀水平。随着股权、非标资产、另类投资的加入，多层次多维度资产投资策略的构建提高了养老基金整体应对系统性风险的能力，显现了资产配置的积极作用。通过多元资产的组合构建，降低了组合资产的相关性，大幅降低波动性，提升了投资收益的稳定性和中长期回报。

二、客观认识我国养老基金投资管理中的不足

我国养老基金投资进行市场化运作一直是在摸索中前行，由于管理体制、政策支持、金融工具、经办经验、底层资产等方面的因素，我国养老基金投资管理的确还存在一些不足，近期反映比较典型的问

题有：

1. 现行年金投资政策、监管水平已不适应形势发展需要。随着我国金融市场不断成熟，新的投资品种和投资工具不断丰富，现有的年金投资政策显得过于单一、过于保守、过于原则。比如，职业年金基金一下涌入近万亿规模，市场存在一定程度的“投资资产荒”，出现了“供需矛盾”。又比如，规定的投资权益类资产的比例“合计不得高于投资组合委托投资资产净值的 30%”的上限，虽然在实践中鲜有达到，但实际导向上可以更积极。再比如，部分投资子品种的投资要求和估值方式等，如私募公司债、非公开定向债务融资工具和永续债等，实践中监管政策不够清晰，该明确规避的风险没有规避。

同时，随着投资环境的日益复杂，尤其是今年受到新冠肺炎疫情的影响，全球资本市场的不确定性增加，而养老金投资组合中缺少对冲风险的资产和工具。第一、二支柱的投资范围政策调整机制未能与瞬息万变的资本市场相适应，三支柱的投资范围也尚未正式明确。

2. 一些专业投资机构没有树立长期投资理念，对资产配置的重要性认识不足。过去由于缺乏必要的底层投资工具，养老基金投资管理没有完全契合养老金长期性的属性特点，未能通过多元化的组合构建和资产配置策略来分散风险、获取稳定收益。在 2011 年股债双杀导致行业出现负收益之后，养老基金投资一方面加大了对存款、信托、债权计划等成本计价类资产的配置比例，另一方面大幅降低了权益类的投资比例，一般围绕 10%上下波动，很少突破 20%。目前养老基金的资产配置仍然是非常典型的绝对收益策略，以存款和非标作为安全

垫,主动投资以债券为主,以部分股票增强收益弹性,投资收益有限。

3. 相关政策比较分散,统筹性还不够,税优政策作用局限。目前仍缺乏从财政税收和政府职能改革更深层面的制度政策的统筹安排。比如基本养老的缴费率过高,压制了第二、第三支柱的缴费空间;参加基本养老成为参加年金的前提条件,限制了自由职业人群进行养老储备的可能性;三支柱之间的免税额度没有共享等。需要出台政策统筹确定各类养老基金的投资范围。税优额度对增加养老金储备的刺激力度也很有限。例如养老 FOF 的抵税问题、企业年金投资收益的免税政策,尚不明确,三支柱的个人账户抵扣税机制也亟待建立。

4. 部分委托人片面追求短期的稳健收益,对投资管理人的评价不够科学。养老基金的投资管理不仅是以战胜 CPI 或银行存款利率为目标,更应该与养老金长期面对的经济增长率和支付需求合理挂钩,实现长期保值增值。在我国经济高速发展,工资水平长期快速提升的情况下,养老基金投资要实现充足的替代率,必须要求更高的、长期的、稳定的投资回报率。

与投资理念相对应的则是投资考核评价,市场参与主体应科学合理看待风险和收益,从考核方面引导长期投资。而眼下,委托人和受托人在评价投资管理人时,片面强调短期收益率比较和业绩排名,短期的业绩考核必然会导致投资行为的短期化,一些投资机构因为短期评估和排名的压力,出现了机构如同诸多散户的投机的趋势。这显然不符合养老金投资的目标和初衷。行政部门、社保经办机构代理人,也包括委托人都应回归到理性的、长期投资获得高收益的观念、理念

上，并形成社会共识与良好氛围。

三、我国未来资本市场的判断和养老基金投资管理的思考

养老基金投资管理的发展离不开中国资本市场的不断发展和完善。随着国家日益重视资本市场在降低金融杠杆和推动经济结构转型中的巨大作用，养老基金投资管理将迎来更大的发展机遇期。对于未来资本市场的发展趋势有几点判断：一是直接融资比例逐步提升，资本市场在国民经济中的作用会日益凸显。直接融资比例的融资成本是最底的，特别是随着科技、文化等创新产业的发展，人和知识的作用越来越重要，传统以抵押品为基础的间接融资渠道无法满足新兴产业的融资需求。大力发展资本市场，一方面能够引导居民财富更多配置到优质上市公司股权中，另一方面有利于降低实体经济的融资成本，助力经济结构转型。二是新经济的占比会逐步提升，以股权为主的一二级市场联动会不断增强。股权融资是一个完整的产业链，包括前期的种子投资、风险投资、私募股权、上市投资；二级市场又包括新三板、科创板、创业板、中小板和主板。多元化的融资结构能够适应不同风险偏好和投资周期的投资需求，能够适应处于不同发展阶段企业的融资需求。三是随着金融产品的多样化，未来二级市场的波动性会逐步降低。银行地产等指标股估值处于历史的低位，对于指数的涨跌起到稳定器的作用。随着股指期货等金融工具的不断推出和投资者结构的多元化，市场的波动率会不断下降，为长期资金进入资本市场创造一个良好的市场环境，反过来不断提升长期资金的收益率和配置比例，形成良性互动。

对于今后一个时期养老基金投资管理的发展方向，有几点建议和思考：

1. 提升权益投资配置比例，进一步拓宽投资范围。具体是应尽快放开企业年金和职业年金投资范围（包括港股、股指期货、股权等）（人社部已经在征求意见）。研究考虑进一步放开年金基金对股权的投资，因为股权投资具有较高的投资回报率，同时所带来的超额收益相对二级市场的逆周期性，可以平滑投资组合的收益波动。养老金的投资期限长、流动性要求低，可以通过投资流动性低的非公开市场股权和成本回收周期较长的实体项目来获得超额收益。另一方面，长期资金在短期内没有大量的资金赎回压力，有能力容忍股市短期波动，以获得更多的投资机会。通过提升权益类投资的比例，多渠道参与实体经济融资，实现更高的长期收益。

2. 丰富养老金融产品，满足不同性质养老资金的投资需求。应允许或进一步明确将同业存单、永续债、非公开定向债务融资工具、资产支持证券、资产支持票据、国债期货以及政策性、开发性银行债券等金融产品以及不动产债权投资计划纳入投资范围。通过不同类别资产的组合方式进行产品创新，结合投资者的资金需求开发不同期限、不同风险偏好、不同资产配置策略的养老金融产品，真正契合养老投资需求。另外，随着养老金产品的多样化，企业年金和职业年金应该鼓励和逐步放开个人投资选择权，实现风险偏好分层，分离并稳定其中的长期资金，实施匹配的长期稳定的战略配置策略。

3. 更加重视资产配置作用，在适当承担风险的同时提升养老财富

长期收益率。从长期看，资产配置对养老金的收益和风险水平具有决定性作用，只有通过资产配置才能在控制风险的前提下实现投资目标。近年来，随着全球经济放缓、利率下行，全球养老金投资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。主管部门可以在定期公布企业年金和职业年金的资产规模和收益率基础上，公布资产配置情况，引导金融机构理性对待资产配置的变化，进一步发挥政府部门在宏观政策解读、资源配置、流动性管理等方面的重要作用，规范对受托人、投管人的考评方法和考评机制。专业投资机构应该在波动性和长期收益率之间取得一定的平衡，加强同委托人的沟通，与委托人统一投资目标，充分发挥资产配置在提升养老金长期投资收益方面的作用，从而更好地促进中国养老金融的发展，惠及大众。

谢谢大家！

陈向京：投资收益日渐成为养老基金积累的重要来源



陈向京：全国社会保障基金理事会养老金管理部主任

大家上午好！非常高兴能参加本次养老金融 50 人论坛上海峰会，共同探讨和交流“资产管理助力中国养老财富储备”这一主题，同时祝贺《中国养老金融调查报告 2020》顺利发布。当前我国人口老龄化形势严峻，养老金缺口很大，亟需扩大养老金积累。养老金融 50 人论坛一直致力于联接养老和金融两个领域，推动养老金融事业发展。我今天发言选择的主题是“投资收益日渐成为养老基金积累的重要来源”，我国为应对老龄化挑战推行的多渠道筹集养老资金的政策措施

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。

是十分必要和正确的，但当前还需重视投资收益的重要性。下面我将围绕应对老龄化挑战也需重视投资收益的作用、海外成功案例中投资收益对基金积累的贡献显著、提升投资收益是一个长期课题这三部分内容谈一些个人体会，供参考指正。

一、应对老龄化挑战也需重视投资收益的作用

2000 年以来，我国老年人口数量和占总人口的比重持续增长。2000 年至 2018 年，60 岁及以上老年人口从 1.26 亿人增加到 2.49 亿人，老年人口占总人口的比重从 10.2% 上升至 17.9%。随着老龄化程度加深，养老金支出压力不断加大。根据中国社科院的精算结果，即使考虑财政补贴，我国基本养老保险基金当期结余在 2028 年将首次出现收不抵支，2050 年当期缺口将达到 11.28 万亿元，累计结余也将于 2035 年耗尽。从以上数据来看，我国养老金的积累还有一定空间。

为积极应对人口老龄化，增加养老金积累，党中央、国务院决定于 2000 年建立全国社保基金。全国社保基金最初资金来源只有中央财政预算拨款，之后逐渐拓宽到彩票公益金、国有股减持资金和股份、国有资本划转等多种渠道，与此同时投资收益逐渐成为基金增量的重要来源。全国社保基金初始规模只有 200 亿元，目前已达到 2 万亿元，其中累计投资收益超过 1 万亿元，并且已经超过历年累计财政性净拨入。可以说，我们用投资收益“再造”了一个全国社保基金。

2016 年底，基本养老保险基金开始投资运营，3 年多以来委托省

份数量和资金规模不断增加，投资业绩也不错，养老基金投资运营整体呈现良好向上的态势。社保基金会同时管理的养老基金与全国社保基金资金性质有所不同，养老基金按合同约定有固定委托期限和保底收益要求，投资约束也更多，导致风险容忍度比较低，但在这样的现实约束下过去三年年化投资收益率也还可以。在会领导的正确领导决策下，过去一段时间，我们在市场下跌价值凸显时勇于建仓、把握“黄金坑”机会，在市场狂热估值过高时及时减仓、降低风险敞口，积极维护资本市场稳定，充分发挥长期资金的“稳定器”和“压舱石”作用，促进养老基金投资收益稳步提升。养老基金期限较短，但我们依然努力践行长期投资理念，虽然在配置层面要承受短期资金的风险约束，但是对外部管理人仍然实行长期考核，促进组合经理着眼于长期收益，实现更加稳健的投资回报。总之，通过科学配置、精细管理，投资收益对养老基金积累的积极作用正逐步显现。

在当前国情背景下，要充实社会保障体系，提高缴费水平难度较大，拉长退休年龄作用有限，企业亟待减负，财政支出承压，投资运营作为养老基金管理链条上的关键一环，对扩大养老金积累的重要性愈发凸显。通过开展养老基金市场化投资，有利于让人民群众共同分享经济增长、资本市场发展的成果，也能有效应对养老基金留存地方的潜在贬值压力。国家将养老基金交由社保基金会管理，体现出对社保基金会的重视，也体现出了对投资收益的重视。

二、海外成功经验中投资收益对基金积累的贡献显著

他山之石，可以攻玉。境外成功的养老金投资管理经验也表明，

投资收益对基金积累的贡献十分显著。以加拿大 CPPIB 为例，2020 年 3 月末管理总规模达到了 4096 亿美元，近 10 年累计投资收益额为 2352 亿美元、年化投资收益率达到 9.9%，成为全球养老金投资的楷模。我总结海外养老金能有优秀的业绩表现主要有三点原因：

一是养老金精算缴付的政策制定与投资运营紧密结合，一方面有利于形成长期稳定可预期的投资资金，另一方面投资收益的不断积累也能促进养老金制度长期可持续发展，形成良性互动。以加拿大养老金为例，20 世纪 80 年代，在 3.6% 的低缴费率背景下，CPP 出现连续的收不抵支，投资规模不断萎缩。同时持续的资金流出也大幅降低了基金的风险容忍度，导致投资收益偏低。为增强养老金制度可持续性，加拿大政府根据精算结果从 1987 年起逐步提高缴费率水平，养老金资产规模呈现了持续增长，也使得 CPPIB 可以提高风险容忍度，开展长期投资获取更高收益。而不断积累的投资收益又成为基金资产规模进一步扩大的重要来源，回哺养老金支付。CPP 原计划提高缴费率至 14%，但由于缴费率提升带来的投资收益积累好于预期，在 2003 年缴费率达到 9.9% 后，没有再继续提高。总结起来就是，当加拿大养老金积累比较少时，通过提高缴费率、做大缴费基数，快速形成基金结余，保障养老金投资的稳定性，有利于进行长期投资获取收益。当投资收益较高时，又可以为未来缴费率下降创造条件，减轻参保人负担。加拿大养老金的案例也许与当时资本市场表现等因素有一定关系，存在一些偶然性，但是养老金精算缴付政策制定与养老金投资紧密结合的做法值得我们借鉴的。

二是具有丰富的资产类别和产品策略体系。资产类别上，除了银行存款、股票和债券外，大多数境外养老金还直接投资于房地产、大宗商品、对冲基金、私募股权、基础设施、自然资源等领域，广泛配置于海内外市场。产品体系上，充分根据市场实际，不仅投资于股票债券等传统资产，还综合运用股债等多种基础资产创设出多样化风险收益特征的新产品。比如瑞典 AP 养老金的绝对回报策略产品（运用市场中性、相对价值、宏观对冲、事件驱动等策略，核心在于追求绝对收益）和另类风险溢价产品（产品设计目的是减少对传统股票市场风险溢价的依赖。投资组合采用的策略包括：为保险公司提供再保险、获取与公司收购和可转债市场相关的风险溢价等）等。配置策略上，海外养老金也做了多样化的尝试，比如丹麦 ATP 养老金在传统的均值一方差模型之外，先是借鉴桥水采取了基于资产的风险平价策略，然后又创新性地实践了基于因子的风险平价策略，使得投资回报率及稳定性有一定提升。

三是市场化的投资管理机制。与 CPPIB 类似的海外养老金投资管理机构都有比较高的市场化水平，按真正的资产管理机构要求搭建了扁平化的管理框架和投资决策体系，确保获取投资收益、保证投资盈利性是其唯一目的。较高的市场化水平也意味着一定程度上可以自主决定薪酬体系，通过建立市场化的激励机制吸引专业人才，提高自身投资管理能力。

三、提升投资收益是一个长期课题，需要内外兼修，久久为功

回到今天发言的主题，我从事一线投资工作已经有将近 30 年时

间，并且在 2001 年就加入社保基金会从事养老金投资管理工作，可以说是这个领域的一位“老人”。但养老金投资管理是一项年轻的事业，需要我们用发展的眼光，不断学习进步去提升投资收益。我理解主要有以下三点：

（一）提高履职尽责的责任感和使命感，确保基金安全和保值增值

开展养老基金投资运营，是党中央、国务院积极应对人口老龄化、进一步完善基本养老保险制度的一项重要举措，也是社保基金会的一项重要职责。从去年底开始，我主要从事基本养老保险基金的投资管理工作，在理事会领导的高度重视和正确领导下，养老基金规模已经成功突破 1 万亿，并取得良好的投资业绩，为完善多层次社会保障制度、提高社会保障能力发挥了积极作用。但是在看到成绩的同时，还必须认识到养老基金投资运营事业任重道远。对内必须练好内功，进一步深化改革创新，审慎稳健运营，科学精细化管理，在确保基金安全的前提下努力实现保值增值。对外一方面需要积极引导地方省份正确认识本省本地区养老基金的风险容忍度，注重长期收益，进一步加大委托力度，另一方面需要注重与优秀投资管理人和托管机构的互动协作，共同创造优良业绩。

（二）深入推进养老金投资管理机构市场化运作改革

我们都知道，近年来，资产管理机构已从依赖牌照、资本驱动转向依靠人才、技术驱动，竞争日益加强。特别是金融开放格局下，包括养老金资产管理机构在内的各类机构，将面临与海外优秀机构同台

竞技的挑战。要尽快建立与养老金投资管理机构相适应的市场化机制，把人才摆在关键位置，建立有效的激励约束机制；以提升效率为核心，缩短投资链条，以专业为导向建立扁平化的机构设置和投资决策体系。同时，要重视培养部分领域的直接投资能力，强化多元投研能力建设，提升投资运作效率。

（三）构建丰富的资产类别和产品体系

国际养老金在境外股票、境外固定收益以及大宗商品、基础设施、私募股权、对冲基金等各类资产上的投资实践均已较为普遍。另外，全球化投资也有助于基本养老基金适当参与各国经济增长和技术进步带来的优质资产增值。为进一步提升养老基金投资管理效益，一方面亟需稳步扩大养老基金投资范围和比例，另一方面还需加强培育养老金管理机构的投资管理能力，积极探索实践新的配置模式和产品策略。

最后我想说的是，养老基金保值增值的实现离不开我们自身的努力、监管部门的支持和优秀市场机构的配合，离不开养老保障制度的不断改革完善。在当前严峻复杂的世界政治经济形势下，全球金融市场面临的风险加剧，金融市场走势可能会相当动荡。面对上述挑战，更需要提升投资管理能力，才能保证养老基金实现一定的投资收益率，使得投资收益持续、真正成为养老基金积累的重要来源。

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，由苏罡独著的《三支柱养老金对接模式探索》、由李宏纲、沈艳芬合著的《养老目标日期基金下滑曲线设计及建议》两篇文章。欢迎大家向本栏目投稿。

苏 罡：三支柱养老金对接模式探索



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

本文摘自《2019 中国养老金融发展报告》第 200-222 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

一、我国三支柱养老金体系发展的现状及未来难点

（一）三支柱养老金基金储备情况及存在问题

当前，我国初步搭建了一个由政府、企业和个人共同参与的养老保障体系的基本框架，但与十九大报告提出的“全面建成覆盖全民、城乡统筹、权责清晰、保障适度、可持续的多层次社会保障体系”仍有不小差距，从制度性的养老金储备来看：一是发展不平衡，我国三支柱养老金体系以第一支柱独大，第一支柱基本养老保险基金规模的占比高达 85%；二是储备不充分，截至 2018 年末，我国养老金储备余额约为 10.8 万亿人民币，占 GDP 的 12.0%，而同期美国养老金储备的 GDP 占比为 146%；三是覆盖不全面，第一支柱起步较早，基本达到了全覆盖的程度，但第二、三支柱由于制度发展、市场培育等情况，总体参与程度还不够。其中第二支柱企业年金为自愿参与，截至 2018 年底覆盖 2388 万职工，参与率仅为 3.0%左右（相对于全部劳动人口基数，如果相对于城镇职工基本养老保险参保人口基数则为 6%左右），而美国则在 60%以上（相对于全部劳动人口基数）。尽管具备强制性的职业年金覆盖了近 3700 万机关事业单位人员，迅速充实了第二支柱，但从未来发展来看，更多的增量机会仍在职工数量庞大的企业。第三支柱个人税延养老保险在 2018 年 5 月开展试点，尚未在全国范围内进行扩面，规模效应仍不明显。总体而言，我国养老金市场尚处于起步阶段，具有广阔的市场空间。当前，基本养老保险基金已正式启动市场化投资运营，面向机关事业单位的职业年金已陆续启动招标工作，第三支柱的税延养老保险、养老目标基金也正积极进行

试点与推广，这些都为养老金三支柱的长远发展带来了机遇。

（二）三支柱养老金账户基本情况

1. 第一支柱基本养老保险基金账户

基本养老保险基金实行社会统筹与个人账户相结合。其中，城镇职工基本养老保险，职工所在单位按照国家规定的本单位职工工资总额的比例缴纳基本养老保险费，全部划入社会统筹部分；以本人缴费工资计算，个人缴纳的 8%划入个人账户。城乡居民基本养老保险，同样为参保人员设立了个人账户，个人缴费、政府补贴、集体补助等部分，全部计入个人账户。

2. 第二支柱年金基金账户

企业年金基金采用个人账户方式管理，企业缴费每年不超过本企业职工工资总额的 8%。企业和职工个人缴费合计不超过本企业职工工资总额的 12%。个人账户由企业年金方案规定比例的企业缴费、职工个人缴费以及投资收益组成，由于企业缴费存在账户归属期等情况，部分资金会暂时在企业账户中，但最终都会归集到个人账户。

职业年金基金同样采用个人账户方式管理。单位缴纳职业年金费用的比例为本单位工资总额的 8%，个人缴费比例为本人缴费工资的 4%，由单位代扣。个人缴费实行实账积累，单位缴费部分根据是否财政全额供款分别进行记账和实账积累。个人账户由按照个人缴费基数 8%计算的单位缴费、个人缴费及基金投资运营收益组成。

3. 第三支柱个人商业养老账户

以个人税延型商业养老保险为起点，第三支柱提出了个人商业养

老账户的概念。试点结束后，将根据实际情况，有序扩大参与的金融机构和产品范围，将更多产品纳入个人商业养老账户投资范围，奠定了第三支柱建立账户制的基本方向。

（三）三支柱养老金体系未来发展的难点

1. 三支柱养老金账户灵活性不足

因管理主体不同，导致养老金个人账户分设在不同的渠道之下，处于完全独立的状态。基本养老保险个人账户由各省市的社保经办机构负责，职工劳动关系所在单位到当地社保经办机构办理其个人账户，后续由职工劳动关系所在单位代扣代缴职工基本养老保险费，并交至当地社保经办机构，基本养老个人账户具有国家保障属性，具有普遍性。企业年金作为补充养老保障的一种形式，由职工劳动关系所在单位选择的受托人负责建立，受托人均为商业养老金管理机构，由受托机构选择托管行，完成个人账户积累基金的统计、缴费、支付等环节的处理。职业年金则由各省市人社部门作为代理人，选择受托机构，其余流程与企业年金一致。第三支柱个人养老金尚未建立账户概念，这部分养老金资产目前主要以产品的形式呈现，分布于不同产品发行公司。

由于这三类账户的完全独立，使得养老金在缴费和领取阶段都会出现一定程度的资金沉淀。

一是第二支柱年金过渡账户问题。在职员工个人因工作变动，流动至未建立年金计划的单位时，仅能将其已缴纳的年金账户中的资金封存在原单位企业年金计划中。对于大部分因工作变动而留存在原单

位年金计划中的账户，账户内资金既不能领取也无法转移，投资管理人对于此类账户，从客观来说只能维持最低收益，无法实现年金个人账户内沉淀基金的有效保值增值，有必要在制度上进行设计，将这部分资金转移到合适的账户以实现更高的养老金投资收益。

二是第一、二支柱养老金领取阶段保值增值问题。由于养老金的领取期较长，人们领取的养老金很有可能会暂时闲置在银行账户中，若能够形成账户对接的机制，将第一、二支柱可以进行领取的资金引导至第三支柱，进行更加灵活和长期的资产配置，通过合适的产品提供稳健的投资收益，将会有利于养老金更好的保值增值。目前，《企业年金办法》中已有引导企业年金领取阶段一次性购买商业养老保险的方式，随着第三支柱的建立和完善，将会提供更多资金对接渠道和产品的选择。

2. 个人对养老金资产没有整体规划能力

因目前个人不同的养老金账户分散在不同的系统平台上，一方面职工个人无法清晰地了解当期个人养老金资产情况，不能及时查询不同养老金账户的资产余额等信息；另一方面因不能及时准确地了解个人养老金资产信息，没有合适的工具可以帮助个人预估在满足一定目标前提下，现阶段需投入的养老金资源，更不能对个人养老资金配置做出合理规划，无法快速便捷地对个人退休后的经济情况做出规划和调整。这对市场和机构在投资工具设计、产品创新开发、专业咨询服务和投资者教育等方面都提出了更高的要求。

二、海外三支柱养老金对接转换实践经验

（一）美国经验：第二支柱向第三支柱转换

美国建立了“三支柱养老保障体系”，第一支柱是由国家主办并强制推行的社会养老保险，主要功能是底线保障；第二支柱是由雇主自愿设立并运行的私人养老金计划，其中最具有代表性的是 401（k）计划，体现了雇主责任，也是一种雇员福利，成为一种“补充养老”形式。第三支柱是指个人或家庭自愿自发的退休储蓄行为，包括以养老为目的存款、投资、购买商业人寿保单等。

1974 年，一方面考虑到私人养老金计划覆盖面较窄，无法兼顾大量非正规就业者和低收入者，亟需设立个人退休储蓄工作，以税收优惠激励这部分群体进行退休储蓄，另一方面由于企业雇员流动性大，为确保雇员跳槽或计划终止时不改变养老金计划的税收待遇，每个雇员有必要开设一个万能的“个人退休账户”，以便随时接收各类雇主养老金计划的“转账”资产，美国个人退休账户（IRA）应运而生。在发展的过程中，IRA 中传统 IRA 和罗斯 IRA 计划适用于个人行为的退休储蓄，雇主支持型的 SEP-IRA 和 SIMPLE IRA 两类计划则适用于各类中小企业，尤其是小企业和自雇者。传统 IRA 和罗斯 IRA 所形成的资产已成为美国第三支柱制度性养老金储备的重要组成部分。

1. IRA “转账”功能持续壮大第三支柱

截至 2018 年底，IRA 资产中，传统 IRA 占比为 85%。根据最新可获取的数据显示，2015 年传统 IRAs 转账流入资产近 4600 亿美元，而个人缴费的资产仅为 177 亿美元。IRA 计划被赋予的“转账”功能，雇员在转换工作或者退休时，可将 401（K）等雇主退休金计划中的

资金转存到 IRA 账户中，而且不会改变其税收优惠地位，这使得 IRA 资产规模从根本上得到快速扩张。

表 1 1996-2015 年美国传统 IRA 缴费及转账情况（单位：十亿美元）

年份	缴费	转账
1996	\$14.1	\$114.0
1997	15.0	121.5
1998	11.9	160.0
1999	10.3	199.9
2000	10.0	225.6
2001	9.2	187.8
2002	12.4	204.4
2003	12.3 ^e	205.0 ^e
2004	12.6	214.9
2005	13.4	228.5
2006	14.3	282.0
2007	14.4	316.6
2008	13.4	272.1
2009	12.8	257.3
2010	12.8	288.4
2011	12.3	297.5
2012	15.5	334.6
2013	16.8	393.4
2014	17.5	423.9
2015	17.7	459.9

数据来源：美国 ICI 投资公司

2. 雇主退休金计划转存至 IRA 的具体方式

美国设置了转存 IRA 账户，允许个人将账户资金从雇主退休金计划转移到个人退休账户。这一过程中，以 401 (K) 计划为例，传统 401 (k) 转移到传统 IRA，可以保留税收递延优惠状态，罗斯 401 (k) 转移到罗斯 IRA，收益部分仍然免税，传统 401 (k) 转移至罗斯 IRA，由于原雇主退休金计划缴款为税前缴纳，而罗斯 IRA 只能持有税收缴款，因此需要缴税。

大多数 IRA 计划允许每年进行一次转存，分为直接和间接两种方

式。通过直接转存，即雇主退休金计划管理人直接将资金转移至滚存 IRA 账户，雇员可以避免 20% 的转移资产被美国国税局（IRS）扣留。通过间接转存，即雇员首先拥有原雇主退休金计划资产，然后在 60 天内将资金放入另一个符合条件的退休计划中，这种情况下账户资产的 20% 可能会被扣缴，在员工提交年度纳税申报表之前无法追回。如果雇员没有正确处置资产转移，将需要按照综合所得缴纳税收，同时如果没有达到 59.5 岁的退休年龄，还将面临提前支取的惩罚税。此外，如果 IRA 账户在一年内收到来自其他合格退休计划资金大于 150000 美元，超过的收入将需要缴纳 15% 的收入税。

3. 二、三支柱税收优惠关联促进社会公平发展

以享受税延优惠的传统 IRA 为例，其目前年缴费限额为 5500 美元，并以家庭为单位进行纳税申报，其免税额度与家庭中是否有人纳入了雇主补充养老计划而发生很大变化。如表 2、表 3 所示，如果家庭中没有人加入雇主退休金计划，那么将享受全部抵税额度；反之随着加入雇主退休金以及具体加入人员的情况不同，根据不同的收入标准，将会享有全部抵税额度、部分抵税额度、没有抵税额度三种情况。这一规则，将二、三支柱的税收优惠额度进行了综合考虑，同时对中低收入人群给予了更多的税收优惠，实现了社会再分配。

表 2 2018 年传统 IRA 税前扣除限额：参与人纳入雇主退休金计划

纳税申报身份	调整后的总收入	IRA 税前扣除情况
单身、一家之主或已婚单独申报者 (不与配偶一起生活)	不超过 \$63000	全部扣除
	超过 \$63000 但低于 \$73000	部分扣除
	\$73000 及以上	不能扣除
符合条件的丧偶者或已婚联合申报者	不超过 \$101000	全部扣除
	超过 \$101000 但低于 \$121000	部分扣除
	\$121000 及以上	不能扣除

已婚单独申报者（与配偶一起生活）	低于\$10000	部分扣除
	\$10000 及以上	不能扣除

表 3 2018 年传统 IRA 税前扣除限额：参与人未纳入雇主退休金计划

纳税申报身份	调整后的总收入	IRA 税前扣除情况
单身或符合条件的丧偶者	—	全部扣除
已婚且配偶也没有纳入雇主补充养老计划的联合申报者和单独申报者	—	全部扣除
已婚但配偶纳入雇主补充养老计划的联合申报者	不超过\$189000	全部扣除
	超过\$189000 但低于\$199000	部分扣除
	\$199000 及以上	不能扣除
已婚但配偶纳入雇主补充养老计划的单独申报者	低于\$10000	部分扣除
	\$10000 及以上	不能扣除

（二）英国经验：第一支柱向第二、三支柱转移

经过几十年持续不断的变革和发展，现行的英国养老金体系主要由“三支柱”构成。第一支柱为国家养老金计划，主要包括对全体符合条件的纳税人提供的国家基本养老金和对雇员提供的与收入相关联的国家第二养老金，两者都采取现收现付制。

国家第二养老金是国家提供的与收入相关联的一项国家基本养老金附加额，任何已缴纳了国家基本养老金保费同时又没有参加职业养老金或个人养老金计划的雇员将自动具备享受资格。该计划设定了“协议退出”机制，明确规定，如果雇员在私人养老金计划中获得的养老金等于他们能够在国家第二养老金计划中可能获得的最低保证养老金时，雇员可以“协议退出”国家第二养老金计划，并享受到国家基本养老保险费缴纳的折扣与优惠，将国民保险费中的一部分返还到私人养老金账户中。同时，专门针对“协议退出”的雇员，设置了由国家财政补贴的 2% 的特别奖励金，该笔补偿资金必须用于参加其

他养老金制度，激励其转入私人养老金。英国协议退出的情况包括以下几种。

1. 职业养老金计划 (Occupational pensions schemes, OPS) 。职业养老金计划是由雇主为其雇员提供的私人养老金计划。包括两类：(1) 收益确定型 (DB 型) 职业养老金计划：1975 年的《社会保障养老金法》中规定, DB 型职业养老金计划可作为协议退出后的养老金计划选择, 只要其能保障提供与国家附加养老金一样的最低养老金保障 (guaranteed minimum pension) 。个人协议退出国家第二养老金计划后, 2017-2018 期间雇主和雇员可享受到 4.8% 的缴费优惠 (雇主 3.4%, 雇员 1.4%), 但这部分缴费优惠必须进入 DB 计划中。(2) 缴费确定型 (DC 型) 职业养老金计划：从 1988 年以后, 个人协议退出到这一计划, 2011 至 2012 年期间享受 3% 左右的国民保险保险费缴费优惠 (雇主 3.4%, 雇员 1.4%), 同样这部分优惠必须进入到 DC 计划中。

2. 经政府许可的个人养老金计划 (Appropriate personal pensions schemes, APP) 。从 1987 年起, 个人可协议退出至这一计划中, 并可以享受政府税收优惠。由于这一计划并不能保证退休者至少可得到与国家附加养老金相同的退休金, 政府会直接将其交纳的部分国民保险费直接转入个人积累的基金中。

3. 经政府许可的存托养老金计划 (Appropriate stakeholder pensions schemes) 。为了鼓励公众储蓄, 政府简化财税相关手续, 从 2001 年 4 月出台这一计划, 作为协议退出后可供选择的养老金计划之一。政府要求拥有 5 个以上 (含) 雇员的雇主, 应该为其雇员提供加

入存托养老金计划或职业养老金计划的机会。对于没有职业养老金计划的雇主,这一计划成为其重要的选择。这一制度极大地鼓励了私人储蓄,并降低了储蓄的成本。这一计划的运行与个人养老金计划类似,只是经营者所收取的手续费受到国家的控制。

在发展的过程中,英国政府重新审视了 DC 型职业养老金计划、个人养老金计划以及存托养老金计划,认为这三种计划的养老金发放取决于投资回报率和年金利率,但不能准确预测养老金发放的金额,使得人们很难做出是否应该留在国家第二养老金计划还是协议退出到这三种计划的判断。为简化养老金体系,《2008 养老金法案》中规定不再允许协议退出至这三种计划。2012 年之后,不再给予相应的国民保险费折扣优惠。英国政府的这一改革是为了完全确保协议退出后待遇不降低。尽管如此,还是可以看到英国允许参保人协议退出至 DB、DC 型计划以及个人养老金的做法,能够极大促进私人养老金的迅速发展,从而推动整个养老基金的壮大,并在资本市场中占据重要地位。

三、推动我国三支柱养老金对接转换的意义

(一) 切实提升个人退休后生活水平

在养老金三支柱体系基本建立的背景下,因账户完全独立或资金沉淀等问题,而无法实现更加灵活的整体筹划及资金保值增值。有效打通三支柱养老金账户的资金流动,将有利于进一步提升个人长期可持续的养老金储备,保证更高水平的养老金替代率。从趋势来看,我国未来第三支柱基本将从现有的产品制转向账户制,若能够建立起和

美国 IRA 类似的账户体系，并同样通过转账功能将第一支柱个人账户资金，以及第二支柱的资金在一定条件下转移至第三支柱，将有利于实现第三支柱个人商业养老账户转账归集功能，持续实现个人养老金的保值增值。

一是更好地衔接和应对劳动力频繁流动背景下的沉淀资金。随着产业结构的调整和各类新兴业态的出现，灵活就业人员和自雇人士的数量越来越多，且存在部分企业雇员向其转移的现象。第三支柱个人商业养老账户不受职业状态的限制，通过转账功能能够有效地承接因劳动力流动导致第二支柱计划终止而形成的沉淀资金，持续提供有效的资金保值增值服务。

二是为退休后的领取期提供更加灵活的投资选择。由于养老金的领取期较长，当人们领取到相应的养老金但暂时闲置时，可以通过合适的产品进一步实现资金的保值增值。IRA 账户的优势之一就是可以将多个退休计划中的资金整合到一个账户中进行投资。相较于第一、第二支柱，第三支柱有更加灵活的养老金投资选择，也有能力提供较好的养老金领取期的过渡产品，既能够保障退休后的养老保障水平，也能够较好地将第一、二支柱的资金过渡到第三支柱。

三是充分体现三支柱养老金体系中的个人责任和专业机构价值。不同账户养老金的归集，能够使得个人直观了解到自身养老金储备的真实情况，从而主动并且系统地去考虑自身养老金储备充足性的问题。同时，个人养老投资意识的不断加深，将会促进其主动了解养老金资产的构成及投资情况，并更有动力去学习更多养老金融知识，推动整

个社会养老金融教育的拓宽和普及。当然，在个人意识提升的同时，只有通过专业机构提供更加便捷的渠道，提供多元化、定制化的产品，才能够更好地实现个人资产的保值增值。

（二）促进养老金计划与产品的融合创新

养老金对接转移的渠道一旦打通，意味着在一定条件下，养老金的资产配置有了更加灵活的选择，市场的竞争也将更加激烈和完全。对于市场规模的良好预期，将会推动养老金管理机构根据自身的行业特征和专业优势，推出更加全面和多样化的养老金融产品选择。

同时，从目前的制度设计来看，仅第三支柱能够赋予参加者完全个人投资选择权，实现灵活且多样化的产品选择，由于第二支柱企业年金计划的非强制性，结合美国经验对于未来资金可能会更多向第三支柱转移的预设，将倒逼企业年金在制度设计上进一步调整，以吸引更多的人群参与到计划中。例如推动引入个人投资选择权，允许员工根据自身风险偏好和承受能力选择不同的投资组合，避免出现企业年金规模因资金的灵活对接而出现断崖式下滑。

（三）形成养老金和资本市场的有效互动

我国城镇居民家庭可支配收入已从2000年底约6280元快速上升至2017年底约36396元的水平。根据《贝恩咨询-招商银行：2017年私人财富报告》：截至2016年末，我国个人持有的可投资资产总体规模达165万亿，高净值人群（可投资资产超过1000万元）数量达到158万人。在财富积累快速增长的同时，居民的金融意识也不断增强。养老金能够为更多的个人客户提供全生命周期服务的优质载体，

因此养老金在制度上实现资金的有效对接，账户的灵活，以及产品的创新将进一步引导更多的居民储蓄，转化为长期资金，成为资本市场的压舱石，并有效服务实体经济发展，

养老金资金有效对接后，产品的创新和账户的灵活可以进一步吸引居民储蓄，形成更多的长期养老金资金，可以成为资本市场的压舱石，进一步带动养老金市场的发展。并且将催生大量专业化机构的出现和发展，带动养老金融市场的快速发展。同时，养老金融产品为不断实现其收益率与安全性的匹配，必然进一步完善资产配置模型，提升资产配置效率，给资本市场带来更多的资源。

四、我国三支柱养老金对接模式与路径探索

（一）三支柱养老金对接模式探索

1. 第一支柱向二、三支柱转移

从账户属性来看，第一支柱社会统筹账户具有共济性，第一支柱个人账户具有私有产权属性，与第二、三支柱养老金账户的属性一致。从理论上来说，第一支柱个人账户资金具备向第二、三支柱转移的条件。第一支柱采取的社会统筹和个人账户相结合的结构，初衷是将两者的优势充分发挥出来，实现预期稳定和多缴多得。但在制度实行过程中，由于政府没有承担从现收现付制向部分积累制的转制成本，个人缴费不得用于保障当期养老金的发放，形成“空账”。目前基本养老保险空账问题严重，过去十多年多个省市启动了做实个人账户试点工作，十八大报告中提出要逐步做实养老保险个人账户，十九大报告中则未重申这一举措。因此，未来是否要在全国内真正落地做

实养老保险个人账户的问题上，目前尚未有定论。

若不做实第一支柱个人账户，采取名义账户制将个人账户虚拟化，则个人账户就没有实际的资金可转移至第二、三支柱。那么仅可能通过制度性下调第一支柱缴费费率等方式，以进一步释放用人单位和个人的缴费压力，对第二、三支柱形成制度性的转移，而非账户的实质性对接和转移。若推动做实个人账户，根据业内专家的一些观点，将有可能逐步与第一支柱统筹账户分离，更加强调第一支柱保基本的功能。那么就有必要探索第一支柱个人账户与二、三支柱养老金账户之间有效融合的方式及可行性。因此，本文对于第一支柱个人账户向第二、三支柱转移的探索仅建立在个人账户做实的前提之下。

一是考虑与第二支柱年金计划相融合。目前第二支柱包括企业年金和职业年金，职业年金为强制建立，但企业年金为企业自主建立，若要实现基本养老保险个人账户与第二支柱养老金账户的融合，政策上逐步要求企业建立企业年金计划，引入自动加入机制，将第二支柱转变为一种国家强制建立的补充养老保险制度。从目前来看，由于目前企业年金建立的门槛较高，大量中小微企业没有能力和意愿建立企业年金计划。

二是考虑与第三支柱个人商业养老账户相融合。因第三支柱个人商业养老账户无需企业建立，由个人自主参加，个人账户转移至第三支柱不存在体制性障碍。此外，如果将基本养老保险个人账户独立出来划入第三支柱，相当于一次性使得第三支柱覆盖率 9.42 亿多基本养老保险参保人员，将促进第三支柱规模迅速增长，在短时期内有效

调整和均衡养老金三支柱的结构占比。

比较以上两种方式，从当前制度建设和可行性来看，个人账户做实的情况下，第一支柱个人账户转移至第三支柱将更为可行。此外，参照智利由现收现付制转向完全积累制的经验，可以通过由国家发行“认可债券”，在雇员退休时进行兑付并转入选择的养老金管理公司下设的个人账户的方式延迟做实账户，在适当的阶段将个人账户资金转移至二、三支柱，而不是一刀划断全部做实，可以将财政压力分摊至几十年时间中。

2. 第二支柱向第三支柱转移

借鉴美国 IRA 账户的管理经验，当雇员因个人原因在企业间、企业与机关事业单位流动时，当新的就职单位并未建立年金计划，或者因为转向灵活就业导致没有条件再继续参与年金计划时，以及退休后一次性领取出现资金闲置等情况，可以将其已缴纳的第二支柱年金账户内的积累资金转移到第三支柱个人商业养老账户中，第三支柱个人商业养老账户充当为补充养老账户的归集账户，通过第三支柱个人账户选择适合自身风险偏好或需求的养老投资产品或工具，有效地提升资金的效率，提高补充养老资金的收益率，增加终生收入，同时也可以提高补充养老账户的灵活性，，也有利于劳动力资源的合理流动和配置。

（二）税收优惠政策的调整协同

三支柱养老金顺利对接的前提，是能够保证参保人的养老金在转入另一支柱时待遇至少不降低。是否能够享受同样水平的税优优惠政

策，对于参保人的资金转移流动的意愿产生重要影响。

表 4 三支柱养老金税收政策对比（仅针对个人）

环节	第一支柱	第二支柱		第三支柱	
	基本养老保险	企业年金	职业年金	个人税收递延型商业养老保险	养老目标证券投资基金
缴费环节	免税	单位缴费部分不征税；个人缴费部分在计税工资 4%以内不征税	单位缴纳 8%，个人缴纳 4%。不明确，预计不征税	缴纳保费在当月薪酬 6%和 1000 元孰低限额内据实扣除	征税
领取环节	免税	征税，领取时全额按照“工资、薪金所得”计征	不明确，预计需征税	领取的商业养老金收入 25%部分予以免税，其余 75%按 10%的比例税率计算缴纳	买卖基金价差收入免税；基金分红收益除从基金分配中获得的企业债券差价收入征收个人所得税，其他免税

资料来源：《个人所得税实施条例》、《关于基本养老保险费 基本医疗保险费 住房公积金有关个人所得税政策的通知》（财税【2016】10 号）、《关于企业年金、职业年金个人所得税有关问题的通知》（财税【2013】103 号）、《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）

从缴费阶段来看，企业年金个人缴费部分免税额度为计税工资 4%，职业年金个人缴费部分免税额度相当于 4%，个人税延型商业养老保险在当月薪酬 6%和 1000 元孰低限额内据实扣除。目前来看，基本养老保险个人账户做实并剥离的难度较大，而税收优惠是推动私人养老金发展的重要手段，因此如果仅考虑打通第二、三支柱养老金对接，建议结合美国 IRA 的经验，实现第二、三支柱个人享受的税优比例或者额度共享。对于所在单位未建立企业年金的，允许将企业年金中给予个人的税收政策转移叠加到个人养老金，即没有参加企业年金的个人，其购买个人养老金的税优上限提高到 18%。

从领取阶段来看，第一支柱个人账户部分建议无论转移与否，都采取单独记账的形式，在领取阶段仍旧采取免税的形式。而目前第二、

三支柱的税优形式采取的均为税收递延，若二、三支柱资金实现对接转换，在领取阶段的征税形式和比例建议予以统一，如均按照当年综合所得进行计税，鼓励分期领取。

（三）养老金账户信息管理平台的有效衔接

随着三支柱养老金体系的建立和完善，第一、二、三支柱已分别建立起或准备建立不同层次的账户信息管理系统。第一支柱已在加快建设全国统一的社会保险公共服务平台，对相关社保信息进行有效集成管理，第二支柱企业年金账户信息可通过企业年金账管人所设立的平台进行查询，职业年金账户信息可通过当地社保部门的相关平台进行查询，第三支柱个人商业养老账户，人社部也正在考虑采取账户制，并建立统一的信息管理服务平台。

表 5 三支柱养老金账户信息管理平台建设情况

第一支柱	第二支柱		第三支柱
基本养老保险账户	企业年金账户	职业年金账户	个人商业养老账户
个人可在各地社保经办机构业务办理大厅及人社网站查询社保信息。人社部正在加快推动建立统一的社会保险公共服务平台	参加企业年金的人员和企业可通过账户管理人（以银行为主）查询所属账户中金额变化及相关其他服务	参加职业年金的机关事业单位人员可在各地社保经办机构业务办理大厅及人社网站查询职业年金信息。	目前拟考虑账户制，并建设统一的信息管理服务平台（该平台管理人暂不明确）

三支柱养老金账户资金对接的过程中，要同时保证账户信息的有效对接，允许在资金发生转移时，及时将转移的养老金账户相关信息，包括资金余额、税收信息等传输到新的账户信息管理平台，实现更加有效的衔接和管理。

（四）养老金管理机构的专业优势发挥

依照中国的实际情况，养老金管理涵盖企业年金基金、职业年金

基金、基本养老保险基金、全国社保基金、个人养老金等资产管理及相关业务。目前，银行、保险、基金和信托等同业机构都积极参与到了养老金的管理中，在产品创新、投资管理、运营管理等多样化的服务方面，极大地推动了养老金市场的发展。根据人社部拟将符合规定的银行理财、商业养老保险、基金等金融产品都纳入成为第三支柱产品的规划，参与养老金管理的相关金融机构将会一个更加开放和公平的平台上进行直接竞争。在这样的市场环境也将为三支柱养老金对接打下更加良好的基础。

在三支柱养老金归集投资的过程当中，养老金的多元化投资是必然的方向，但首先应当保证有一笔稳定且可持续的终身收入以应对长寿风险。在这一前提下，保险业基于精算技术和长寿风险管理手段所提供的产品，比如年金化的产品，相较于其他行业更加凸显出安全稳健的特征。2019年5月，美国众议院讨论并通过的《安全退休储蓄法案》（Secure Act）中就开始考虑在401（k）计划中提供保险年金选择，并提供相应的保护条款，协助退休人员将养老储蓄变成稳定的终身收入。

同时，中国的专业养老金管理机构已经逐步形成了养老金投资管理、产品开发以及定制化解决方案等方面的经验，也将进一步推动三支柱养老金的有效对接。未来可持续探索提供养老金管理的增值服务，根据不同的偏好和选择，还可提供包括资金保值增值、养老金方案筹划、产品选择等多元化的服务，包括如何在三支柱的养老金体系内规划个人养老方案，不同类型养老产品的比较和评估，同类型不同公

司养老产品的比较和评估等方面，便于个人对养老金进行全面的管理和规划。同时，提供退休计算工具，通过订立个人退休目标和期望，如基本开销、医疗、其他等消费预期，参考个人的历史储蓄、投资等情况，预估退休后个人养老金需求。

李宏纲、沈艳芬：养老目标日期基金下滑曲线设计及建议



李宏纲：中国养老金融 50 人论坛联席研究员，汇添富基金管理股份有限公司资深产品专家

一、目标日期基金下滑曲线设计理论及海外经验

目标日期基金是一种根据投资者退休日期来构建投资策略的养老理财工具，主要特点是将基金产品的资产配置结构与投资者的生命周期有机结合起来。随着投资者目标日期（退休日）的临近，产品权益类资产的投资比例会逐渐降低，而非权益类资产的比例则会逐渐增加。目标日期基金中权益类资产配置比例逐渐下降所形成的“下滑曲

本文摘自《2019 中国养老金融发展报告》第 223-244 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

线”是产品资产配置策略的直接体现，是目标日期产品设计中的核心要素，也决定了产品的竞争力。

对人力资本的反映是下滑曲线设计过程中最基础的理论，以美国伊博森公司（Ibbotson Associates）为代表所提出的基于对人力资本特征考虑下的设计方法是一类典型的结合现代投资理论的人力资本模型。此外，海外相关文献中下滑曲线的基本设计理论还包含投资者效用优化理论和相对期限风险理论。从海外实践经验来看，国外较多基金公司的下滑曲线设计方法是以人力资本理论为基础，同时进一步强调优化投资者效用的效用最大化模型，比如美国目标日期基金“三巨头”先锋基金（Vanguard）、富达基金（Fidelity）和普信基金（T. Rowe Price）的下滑曲线设计方法均可归为结合人力资本的效用最大化模型。美国北方信托公司（Northern Trust）则是以相对期限风险理论为基础，提出了考虑股票和债券在不同持有时间下风险变化差异的相对期限风险模型，但该类模型在实际产品设计中较少运用。

（一）人力资本在下滑曲线设计中的作用

人力资本可以简单看作是投资者未来劳动收入的现值之和，在生命周期投资理论下，理性消费者应以其一生效用最大化为原则，从整个生命周期的角度出发进行最优资产配置。因此，站在全生命周期的角度下进行投资时，除金融资产外人力资本也是影响投资者选择的重要部分，即在设计长期资产配置策略时，需明确投资者的总财富=人力资本+金融资产。

在下滑曲线的设计过程中，对人力资本的反映主要有两种方法：

第一种方法是通过估计人力资本的股债属性和相对大小来确定人力资本对资产配置策略的影响。根据美国伊博森公司（Ibbotson Associates）的估算，一个典型投资者的人力资本债券属性较强，平均约有 70% 的人力资本相当于债券，30% 的人力资本相当于股票，而美国市场组合中包含约 54% 的债性资产和 46% 的股性资产，同时根据现代资产组合理论市场组合即为最优的资产组合，因此投资者最优的总财富资产配置组合包含 54% 的债性资产和 46% 的股性资产，最后结合投资者在其一生中金融资产和人力资本的相对占比变化情况，就可以确定在不同阶段投资者的最优金融资产组合（具体设计逻辑如图 13-1 所示）。第二种方法是通过估计投资者在未来各期所拥有的人力资本对其所能承受的金融资产投资损失程度的影响来反映人力资本在资产配置策略设计中所产生的作用。如国内中证指数推出的三个目标日期指数系列中证平安退休宝指数系列、中证目标日期指数系列和中证南方养老目标日期指数系列，就是通过设定一个反映投资者人力资本变化情况的風險限制值来控制投资者在不同年龄阶段所面临的投资风险，进而得以在长周期的资产配置策略中反映出投资者在不同年龄阶段的风险承受能力变化情况。

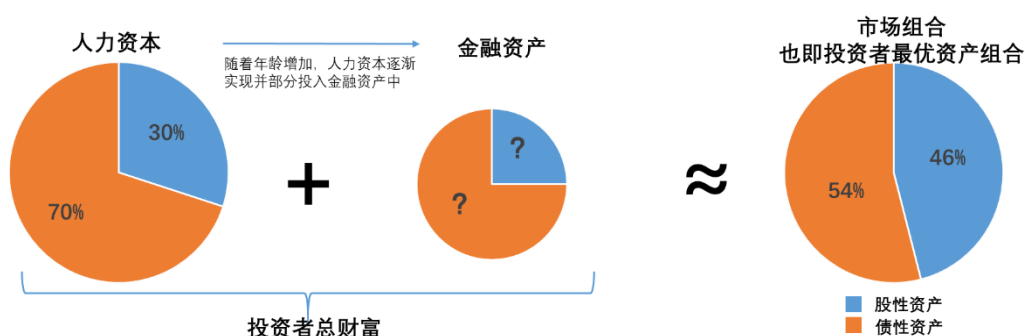


图 1 伊博森公司基于人力资本的下滑曲线设计逻辑

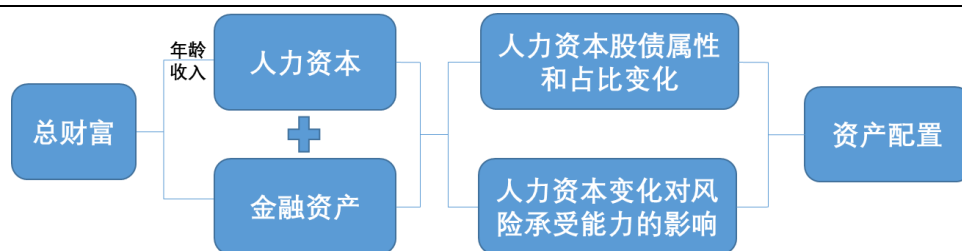


图2 人力资本对资产配置的影响途径

（二）效用最大化在下滑曲线设计中的考虑

基于效用最大化理论设计下滑曲线，同样需要对人力资本进行估计和考虑，一方面人力资本的多少将直接影响投资者在退休前定期向目标日期组合进行缴费的金额大小；另一方面由于人力资本的债券属性较强，所以随着投资者人力资本相对量的变化将会对最优权益配置比例产生影响。法国领先资产管理公司 (Lyxor Asset Management) 所提出的效用最大化下滑曲线设计模型是基于对前者的考虑，而太平洋投资管理公司 (PIMCO) 所提出的效用最大化下滑曲线设计模型则是基于对后者的考虑。此外，这类方法的另一个重点是需要确定效用函数。在投资领域，效用函数是对投资者所能获得回报（收益或净值）和投资者风险厌恶程度的综合反映指标。该类方法主要是通过假设或情景模拟出未来组合财富或预期现金流的运动情况，来最大化投资者终生效用，进而计算出各期的最优权益资产配置比例。

先锋、富达和普信的下滑曲线设计方法均是基于对资本市场和投资者行为特点的假设，最大化投资者效用。但是在实际运用效用最大化模型设计下滑曲线时，不同基金公司所采用的资本市场和投资者参数的假设，以及投资目标的选取和效用函数的优化均存在一定差异。

先锋所提出的下滑曲线设计模型中最关键的是基于对投资者自

身特性的考虑，在组合的收益与风险之间取得平衡。其选择了常相对风险厌恶系数效用函数（CRRA）来权衡收益和风险，而在效用函数中风险厌恶系数的确定又较为重要。根据先锋的分析，投资者风险厌恶程度的变化对下滑曲线设计的影响最大。

相比先锋基金的下滑曲线设计模型富达更强调对风险的控制。富达强调在所有潜在的下滑曲线中选取在股市最大的 20 次回撤区间上投资者平均效用最高的方案。同样，富达的设计模型也十分强调对投资者风险厌恶程度的刻画，其认为相比于获得收益，投资者对于损失更为敏感，相同金额的损失给投资者带来的效用减少是相同金额收益能给投资者带来效用增加的 2 倍。

普信在设计下滑曲线时有两个优化目标，一是确保资产配置策略能为投资者退休后的消费提供持续和足够的资金；二是希望通过控制组合波动以保障退休账户的稳定性。普信认为尽管两个目标都很重要，但不同的投资者对于两者的权衡可能并不相同，因此需要在这两个分项效用之间进行取舍。

（三）相对期限风险对下滑曲线设计的影响

根据美国北方信托公司（Northern Trust）的研究发现，随着持有期的增加，各类金融资产的风险趋于下降，但股票的风险相对于债券的风险会下降得更快，即投资者的资产持有时间越长，其所面临的股债相对风险（股票风险/债券风险）越小。由于股票的长期预期收益更高，因此在投资者年轻时期应配置更多的权益类资产，其后随着退休日的临近逐渐降低权益类资产的配置比例，形成“下滑”的权益

资产配置策略。该理论从另一个角度验证了“下滑”曲线的合理性，但实践中少有目标日期产品直接以该理论为基础进行下滑曲线的设计。

二、我国养老目标日期基金下滑曲线设计情况及海外对比

2018 年我国正式推出养老目标日期基金，即采用目标日期策略的养老目标基金。截至 2019 年 4 月，我国获批成立的养老目标日期基金共计 12 只，除发起式基金外首募规模均在 2 到 4 亿元左右。从认购户数来看，除嘉实养老目标日期 2040 以发起式基金募集外，其余目标日期基金的有效认购总户数均超万户，每只产品平均户数规模达到 40140 户，远高于全市场平均的 17918 户。养老目标产品较高的认购户数意味着越来越多的投资者参与养老投资，而中国证监会和基金业协会也一直在呼吁，国民积极参与个人养老金计划，选择适合自己的养老产品，同时享受到国家养老制度带来的实惠。

从管理费率来看，最短持有期为 3 年的产品中，鹏华和中欧基金的养老目标日期产品管理费率较低，为 0.6%；华夏、工银瑞信、南方、银华和易方达较高，管理费为 0.9%，其余产品管理费水平适中，为 0.8%。

表 1 国内养老目标日期基金募集情况（截至 2019 年 4 月 12 日）

基金名称	成立日期	最短持有期	权益投资比例	首募规模（亿元）	首募有效认购总户数（户）	管理费率（%）
中欧预见养老目标日期 2035	2018 年 10 月 10 日	3 年	不超过 60%	3.22	40,445	0.6
工银瑞信养老目标日期 2035	2018 年 10 月 31 日	3 年	8%~60%	2.2	11,701	0.9

南方养老目标 日期 2035	2018 年 11 月 6 日	3 年	不超过 60%	3.8	52,465	0.9
鹏华养老目标 日期 2035	2018 年 12 月 5 日	3 年	不超过 60%	2.6	111,908	0.6
银华尊和养老 目标日期 2035	2018 年 12 月 13 日	3 年	不超过 20%	2.1	60,390	0.9
易方达汇诚养 老目标日期 2043	2018 年 12 月 26 日	3 年	不超过 60%	2.28	44,001	0.9
汇添富养老目 标日期 2030	2018 年 12 月 27 日	3 年	不超过 60%	2.52	61,993	0.8
嘉实养老目标 日期 2040	2019 年 3 月 6 日	5 年	不超过 80%	0.26	2,656	0.8
华夏养老目标 日期 2050	2019 年 3 月 26 日	5 年	不超过 80%	0.17	11,451	0.9
工银瑞信养老 目标日期 2050	2019 年 3 月 28 日	5 年	不超过 80%	0.75	14,497	0.9
华夏养老目标 日期 2045	2019 年 4 月 9 日	3 年	不超过 60%	4.21	32588	0.9

资料来源：各产品成立公告

本节将对目前国内养老目标日期基金下滑曲线的设计理念、形状等进行归纳分析，并与海外下滑曲线进行比较。

（一）国内养老目标日期基金下滑曲线的基本设计原则

通过对基金招募说明书的分析发现，国内养老目标日期基金下滑曲线的基本设计原则主要包含以下两类：

一是考虑对投资者人力资本变化的反映。如前文所述，在生命周期投资理论下，除金融资产外人力资本也是影响投资者资产配置的重要财富组成。根据美国伊博森公司（Ibbotson Associates）的估算，人力资本的债券属性较强，因此对于生命周期投资者而言，即使在其风险承受能力不变的情况下，当其总财富中人力资本占比越高时，其最优的金融资产配置方案中权益类资产比例也应该越高。对应到投资

者生命周期的各个阶段，也即在投资者年轻时期，其人力资本占比较大，就应该在其金融资产中配置较高比例的权益类资产，以弥补其在偏债型人力资本上所拥有的大量头寸。而随着投资者年龄的逐渐增加，其人力资本在投资者总财富中的比例逐渐降低，便需要减少其金融资产中对权益类资产的配置比例来平衡整个投资组合的风险。

二是考虑对投资者风险态度变化的反映。随着投资者年龄的增加，一方面投资者未来的潜在收入总量将逐渐减少，使得其投资态度变得更加谨慎；另一方面随着投资者退休日的临近，权益市场的短期波动给投资者所造成的损失有可能难以有足够的时间恢复，因此越临近退休投资者的收益稳健性要求越高，对权益类资产的配置比例也将越来越低。

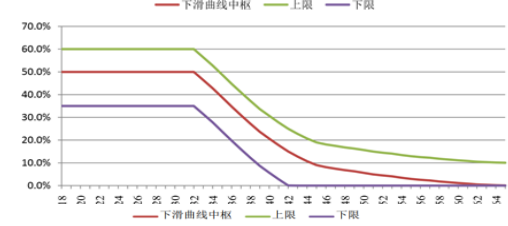
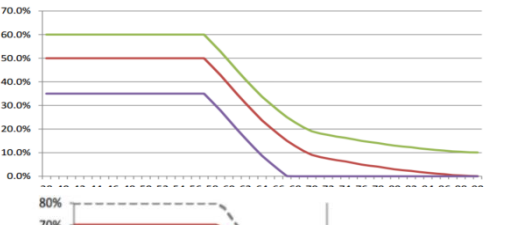
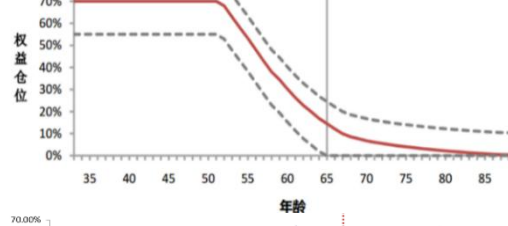
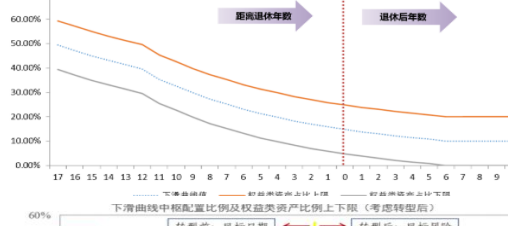
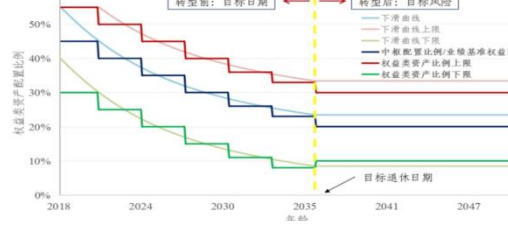
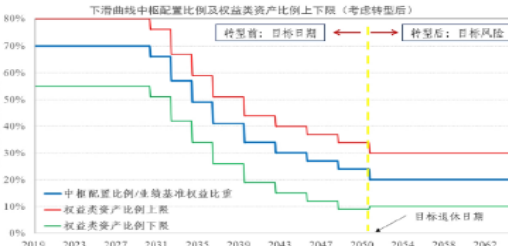
除了基于对以上两个最主要原则的考虑以外，鹏华基金还提到，权益类资产在长期维度下将会表现出稳定的风险溢价。正如第一章中美国北方信托公司（Northern Trust）提出的相对期限风险理论，在投资者年轻时，其未来的基金持有时间较长，为了获得权益类资产中稳定的风险溢价，应在早期高配权益类资产。

目前国内基金公司在招募说明书中对下滑曲线设计方法的阐述相对简单且具有一定的一致性，在下滑曲线的设计过程中所有基金均是基于对人力资本变化或风险态度变化影响的考虑，大量基金还强调通过效用优化来获得最优的下滑曲线。可见国内下滑曲线在设计时所采用的基本设计理论与国外所提出的基本理论是一致的，侧重于对人力资本的反映和对效用的优化。

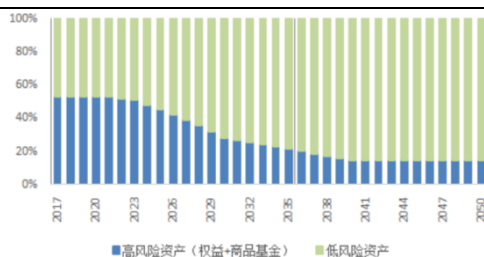
（二）国内下滑曲线的设计要点及海外对比

根据目前市场上已经成立的养老目标日期基金招募说明书中所披露的信息，本文总结了表 13-2 中九家基金公司相应产品的下滑曲线形态。

表 2 国内养老目标日期基金下滑曲线形态

基金公司	目标日期	目标日期基金下滑曲线
华夏基金	2040	
华夏基金	2045	
华夏基金	2050	
中欧基金	2035	
工银瑞信	2035	
工银瑞信	2050	

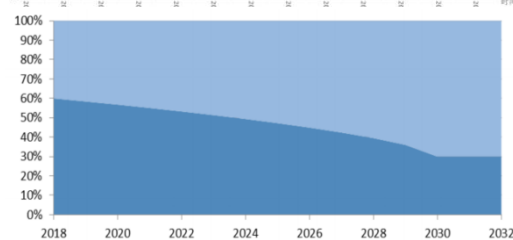
南方基金 2035



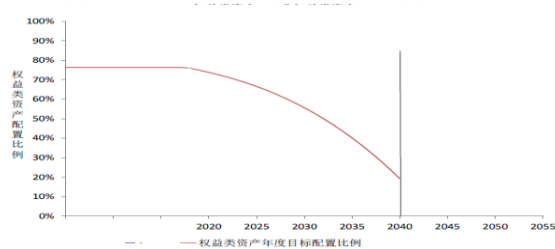
易方达基金 2043



汇添富基金 2030



嘉实基金 2040

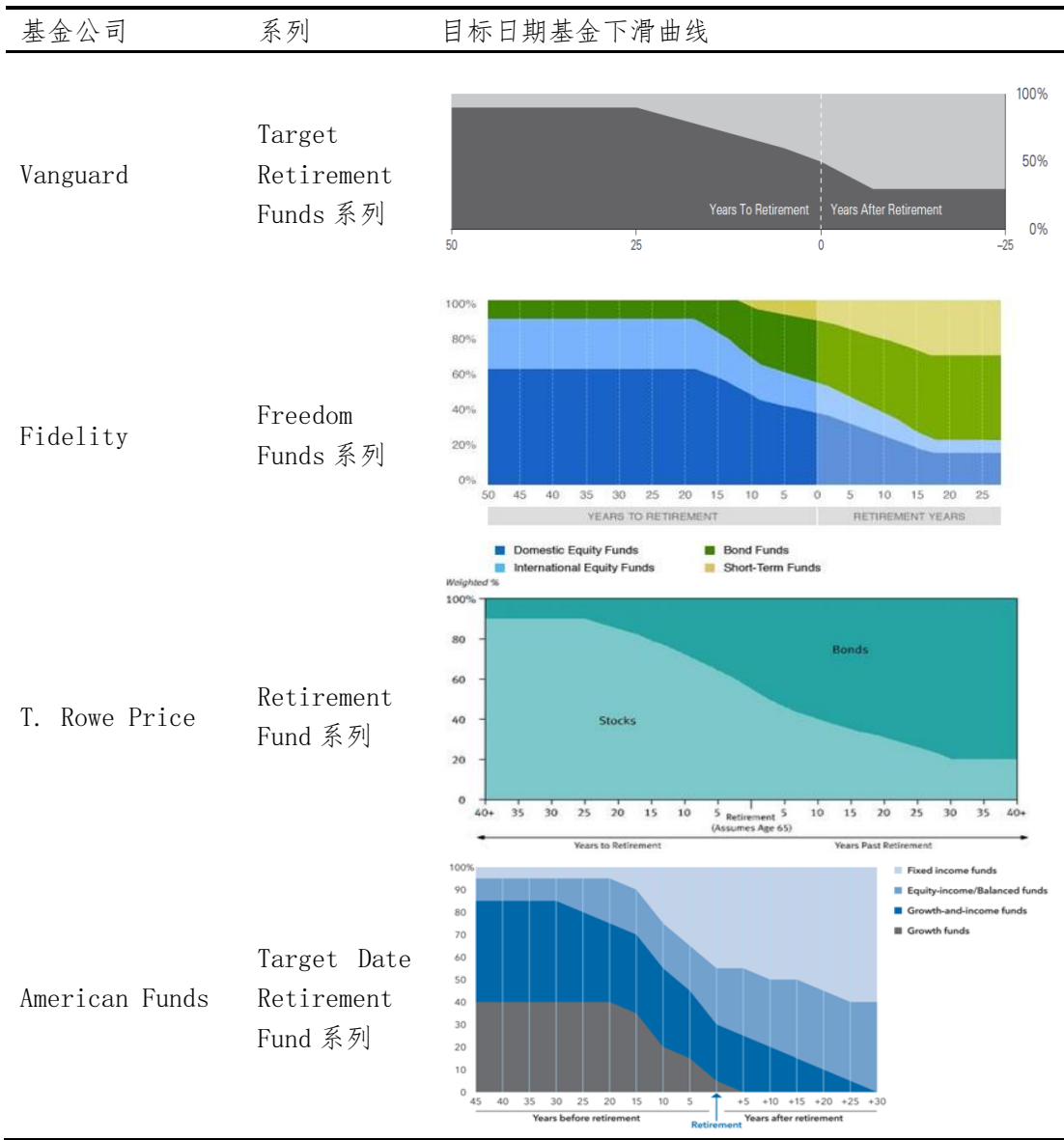


资料来源：各产品招募说明书

上述九家基金公司的养老目标日期基金下滑曲线，横轴均表示时间，纵轴则均表示资产配置比例，下滑曲线将资产划分为权益和非权益两类。此外，在表 13-3 中本文还展示了美国目标日期基金“三巨头”以及市场份额第四大的美洲基金(American Funds)的下滑曲线设计情况。通过对比可以发现，中美下滑曲线的形状具有一定的相似性，曲线所代表的权益类资产配置比例均是随着目标日期的临近而逐渐下降，这种下降趋势也是对前文相关设计理论的一种反映；同时国内相关政策也要求权益比例应逐渐下降，证监会发布的《养老目标证券投资基金指引(试行)》中明确规定“采用目标日期策略的基金，应当随着所设定目标日期的临近，逐步降低权益类资产的配置比例，增加

非权益类资产的配置比例”。

表 3 美国养老目标日期基金下滑曲线形态



资料来源：各产品招募说明书

对比表 13-2 和表 13-3 中各家基金公司下滑曲线的情况可以发现，各产品之间的差异主要体现在以下几个方面：初始时期、退休日期和最终稳定时的权益比例，退休日期后下滑曲线变化情况，下滑曲线期限长度和下滑曲线形态变化情况。下文将基于以上这几个设计要点进行详细分析。

1. 各阶段权益比例情况

从下滑曲线的初始权益比例、退休日期时的权益比例和最终稳定的权益比例来看，国内各目标日期基金之间存在较大差异。一是不同目标日期产品中，部分目标日期较早的产品，初始权益比例可能更高。比如汇添富养老 2030 初始权益比例为 57%，明显高于大部分目标日期为 2035 年的产品，甚至高于部分 2040 年及以后到期的养老目标日期产品。二是同一目标日期的产品，不同产品的权益比例也可能存在较大差异。比如目标日期为 2035 年的 5 只产品，最高与最低初始权益比例的差距高达 15%，退休日期时的权益比例的差距也高达 17.16%。

国内市场上不同产品权益比例的差距，一方面是受相关政策要求的影响，即《养老目标证券投资基金指引(试行)》中明确规定，对最短持有期限不短于 1 年、3 年、5 年的目标日期基金，投资于权益类资产的比例原则上不能超过 30%、60%、80%”。另一方面，这也反映出国内各基金公司的目标日期基金核心资产配置策略存在较大的差异。

表 4 国内养老目标日期基金下滑曲线权益比例比较

基金产品	初始权益比例	退休日期时的权益比例	最终稳定的权益比例
汇添富养老 2030	57.00%	35.00%	—
中欧养老 2035	49.41%	14.84%	退休 5 年后下降至 10.00%并保持
工银养老 2035	45.00%	23.00%	—
南方养老 2035	50.00%	20.00%	15.00%
鹏华养老 2035	60.00%	32.00%	—
银华养老 2035	51.00%	20.00%	—
嘉实养老 2040	75.00%	19.00%	—

华夏养老 2040	50.00%	26.00%	退休后 20 年下降至 0
易方达养老 2043	55.00%	20.00%	—
华夏养老 2045	50.00%	26.00%	退休后 20 年下降至 0
工银养老 2050	70.00%	24.00%	—
华夏养老 2050	70.00%	19.00%	退休后 20 年下降至 0

资料来源：各产品招募说明书

与国内权益比例相比，国外目标日期基金投资策略更为激进。美国目标日期基金“三巨头”的下滑曲线在初始权益比例上均采取 90% 的高配置比例，而在退休日期时及之后的权益比例变化情况则存在较大差异。先锋的目标日期基金系列在退休时权益比例为 50%，经过 7 年下降到 30% 并维持稳定；富达的目标日期基金系列在退休时权益比例为 50-60%，经过 10-19 年的下降最终稳定在 24%；普信基金旗下有两类形态差异较大的下滑曲线，T. Rowe Price Retirement Fund 系列（2002 年成立）在退休时权益比例为 55%，经过 30 年的下降最终稳定在 20%；T. Rowe Price Target Fund 系列（2013 年成立）在退休时权益比例为 42.5%，经过 30 年逐渐下降并最终稳定在 20%，普信基金这两类下滑曲线的比例变化也在一定程度上反映出其下滑曲线设计趋于保守。但尽管如此，美国“三巨头”目标日期产品在各阶段的权益比例仍明显高于国内的目标日期基金，特别是在退休时的权益比例。本文认为这主要是由两方面的原因造成：其一、国内相关政策对目标日期基金的初始权益比例有上限要求，而起点的限制又将在一定的程度上限制后续的权益比例；其二、从后文分析可知国内的下滑曲线多在目标日期后将不再调整，而国外的下滑曲线则会持续调整，继续下降，这也使得国外目标日期基金在退休日期时的权益比例相对

更高。

2. 退休日期后下滑曲线变化情况

根据不同的目标日期到期后配置理念，区分退休日后下滑曲线是否继续下滑，可将目标日期基金分为“穿点型（Though）”和“到点型（To）”。

穿点型（Though）：指下滑曲线在目标日期后继续下滑，即股债比例仍会进行持续调整。“穿点型（Though）”目标日期基金在设计时假设投资者在退休后是逐步从基金账户中赎回资金作为其养老金的，而非在退休时一次性提取。因此，为降低长寿风险，需要在投资者退休后继续进行资产配置并提供收入，追求更长生命周期的资产增值。

到点型（To）：是指到达退休日后，股债资产配置比例将保持稳定，不再进行调整。根据 ICI 的定义，“到点型（To）”目标日期基金主要是面向退休后追求当期收益最大化和有限的资本增值，并假设投资者会在退休时将基金全部赎回。

从国内九家基金公司的目标日期基金下滑曲线设计情况来看（参见表 13-2），“到点型（To）”下滑曲线占据主流，工银瑞信、鹏华、汇添富、南方、嘉实、易方达和银华的目标日期产品均采用“到点型”策略。目前国内市场上仅华夏和中欧所设计的下滑曲线为“穿点型（Though）”。

而美国目标日期基金则以“穿点型”下滑曲线为主流。根据统计，除美国目标日期基金三巨头以外，American Funds、TIAA-CREF、Principal 等基金公司也均采用的是“穿点型（Though）”下滑曲线；

而仅有少数基金公司采用“到点型（To）”下滑曲线，如 JPMorgan。

3. 下滑曲线期限长度

国外目标日期基金的下滑曲线假定的投资期限要显著长于国内。目前国内大部分下滑曲线的目标日期设定在 2035 年和 2040 年，仅 2 只产品的目标日期为 2050 年。并且大部分产品的下滑曲线为“到点型”，在目标日期后权益比例将不再下滑，所以下滑曲线的期限长度仅为 15-30 年。即使是“穿点型”产品，国内的下滑曲线期限长度也仍较短，中欧的养老目标 2035 在退休后 5 年内就会下降至 10.00% 的稳定比例，而华夏的目标日期产品虽然会在退休后 20 年内逐渐下降至 0，但仅有华夏养老 2050 产品的下滑曲线设计期限长度超 50 年。相比而言，国外目标日期基金产品的投资期限则要长得多，其一般假定投资者从 25 岁开始投资，90 岁去世；且在达到目标日期后，大部分下滑曲线仍会继续下滑，整个投资期限普遍在 50 年以上。

4. 下滑曲线形态变化情况

从目前国内目标日期基金下滑曲线的具体形态来看（参见表 13-2），可根据下滑曲线的下降速度，将其分为前快后慢的“上凹”型，前慢后快的“上凸”型，以及前慢中快后慢的“倒 S”型。

“上凹”型下滑曲线的权益比例在前期下降较快，随着时间的推移，下降速度会逐渐减缓，华夏和工银瑞信目前采用这种设计方法。

“上凸”型下滑曲线在前期保持较高水平的权益资产配置比例，且下降趋势较慢，但在接近退休日期时，权益资产的配置比例会急剧下降，目前鹏华、汇添富、易方达和嘉实所推出的目标日期基金采用的是这

种方法。“倒 S”型下滑曲线的权益比例在前期和后期均保持较慢的减少速度，而在中期的下降速度将较快，目前中欧、南方和银华基金所设计的下滑曲线可归为此类。

国内目标日期基金在招募说明书中并未公布下滑曲线图形中的详细数据，而从招募说明书中我们仅可获知下滑曲线的中枢数据。根据中枢数据本文作出了，图 13-3 通过分析下滑曲线中枢可知，目前国内大部分目标日期产品采用了阶梯式下滑曲线中枢，而银华、中欧和嘉实则采用了渐变式下滑曲线中枢。其中，中欧采用的是曲线型下滑曲线中枢，银华采用的是折线形下滑曲线中枢，虽然嘉实也采用的曲线型下滑曲线中枢，但其权益比例上下限的设计仍呈阶梯式下降。对于折线形下滑曲线，权益资产的权重一般线性下降，除初始和结尾阶段外，每一年的权益比重都在变化。而阶梯型下滑曲线的权益资产比例则呈现跳跃性下降趋势，一般跳跃间隔在 2-5 年，期间权益仓位基准基本维持不变，但下一阶段可能需要一次性做较大调整，这种剧烈的调整可能对组合的影响更大。

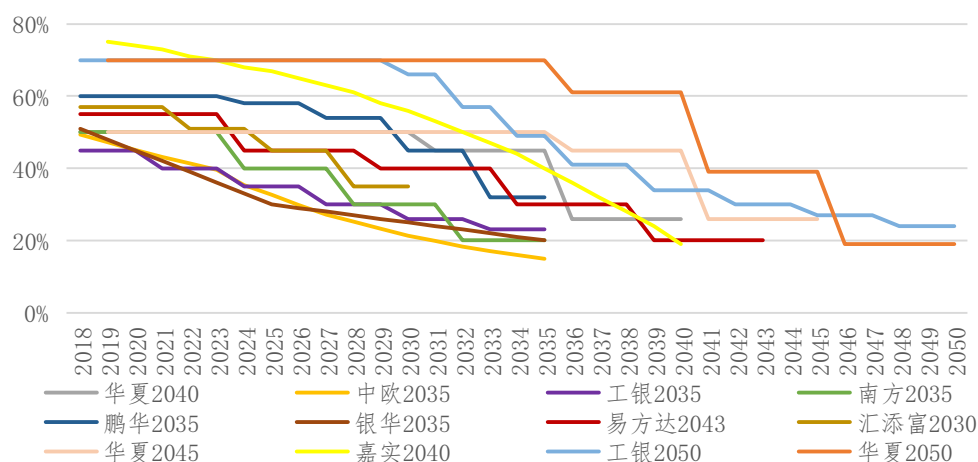


图 3 中国目标日期基金下滑曲线中枢变化情况

数据来源：各产品招募说明书，汇添富基金

国外下滑曲线在形状上相比更加多样。比如富达基金(Fidelity)的 Freedom Funds 系列目标日期基金和美洲基金(American Funds)的 Target Date Retirement Fund 系列目标日期基金,从它们的下滑曲线形状来看,二者的权益比例在下降的过程中均存在一定的波动,在变动上明显异于相较更为光滑的国内下滑曲线。此外,国外的下滑曲线本身并非一成不变,它们一般会随着基金公司对大类资产未来收益率的预测及时进行调整。

三、国内养老目标日期基金下滑曲线开发建议

我国养老目标日期基金才刚刚起步,与美国成熟市场相比,还有很大的发展空间。一方面,我国 FOF 市场本身还在发展初期,资产配置理念还没有得到广泛接受。另一方面,我国养老体系还在不断完善发展过程中,基金公司对于投资者的养老需求等数据积累较少,无法合理刻画投资者的养老投资行为。此外,国内金融市场,尤其是股票市场,投资者结构与国外存在显著区别,短期波动性较大,如何合理控制养老目标日期基金的组合风险也是一大考验。本文围绕下滑曲线的改进设计,提出国内养老目标日期基金发展的相关建议。

(一) 重视资产配置在下滑曲线设计中的作用

养老目标日期基金的核心在于下滑曲线的资产配置,即在生命周期不同阶段根据风险承受能力不同进行资产配置,一般情况下,随着年龄的增长风险承受能力减弱,权益资产比例逐步减少。资产配置涉及多元化的资产、资产本身的风险收益特征、资产之间的相关性、各类资产当前的基本面与估值、以及资产配置模型等,养老目标日期基

金下滑曲线的资产配置还受到社会环境、人口结构和投资者偏好等多方面因素影响。当前，国内养老目标日期基金下滑曲线资产配置的优化需要重视两个基础前提。

一是注重多资产和多策略的合理分配和动态调整。资产配置的关键在于寻找相关性较低的资产，并根据不同产品的风险、收益特征，采用不同的投资策略进行分散化投资，下滑曲线资产配置的则是要将资产配置的比例与投资者生命周期各个阶段的风险承受能力进行匹配。目前，国内养老目标日期基金投资主要集中在债券和股票资产等传统资产，相比之下，商品期货、期权、非上市股权、对冲基金及其他金融衍生品已经成为全球养老基金普遍使用的投资工具。基金管理人应不断探索具有良好风险收益特征的投资标的和基础资产，拓宽养老目标日期基金的投资范围，以使下滑曲线资产配置作用最大化。此外，参考海外经验，在投资大类资产的深度上，基金管理人可对大类资产进行细分，将同属一个大类、但具有不同收益和风险特征的细分类别资产独立出来，在进行资产配置时作为独立的一类资产进行考虑。以股票资产为例，可以进一步细分为国内股票、外国股票、全球股票、成长型股票、价值型股票、小公司股票、大公司股票等多种子类别。

现阶段，国内的养老基金都采用 FOF 形式，发展刚刚起步，如何在既定约束条件下确定下滑曲线最优的资产大类投资比例，并科学合理在子类别资产进行分配非常关键。

二是强调培养专门的资产配置团队负责下滑曲线设计。从海外经验来看，基金管理人在设计下滑曲线时，都十分注重资本市场假设，

即通过专业的团队，专门的模型对主要大类资产未来长期的收益和风险特征进行预测，从而指导下滑曲线的设计。例如先锋基金的全球投资委员会和资本市场模型（Vanguard Capital Market Model, VCMM）、富达基金的资产配置研究团队（Asset Allocation Research Team, AART）和普信基金的经济情景模型（Economic Scenario Model, ESM）等。根据晨星统计显示，美国目标日期基金的下滑曲线相比过去配置了更多的权益类资产，尤其以普信、富达和先锋这三家市场份额最高的基金公司来说，旗下目标日期产品的下滑曲线在过去的 10 多年间上调了近 10%，而近 10 年来美国股市也一路走强（参见图 13-4 和图 13-5）。可见，专业的资产配置团队有能力及时更新对未来市场的预测，以优化下滑曲线资产配置方案，获得更高的收益。

相比之下，国内基金公司在过去对资产配置的重视程度不高，一般缺乏较为专业的团队来指导公司产品的资产配置。近年来，随着公募 FOF 的问世，国内基金公司相继组建了专门的资产配置团队，养老目标日期基金也都表明未来下滑曲线资产配置会随市场环境变化进行调整。实际各基金管理人能否根据中国证券市场的长期趋势调整下滑曲线的路径，还有待观察。

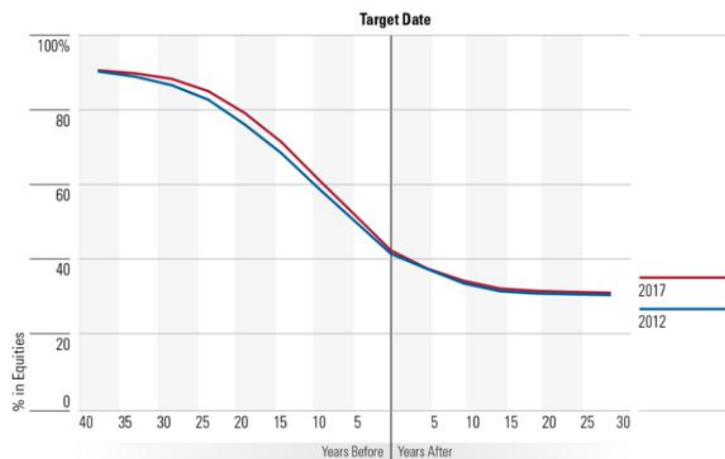


图4 美国目标日期基金平均下滑曲线变化

资料来源：Morningstar

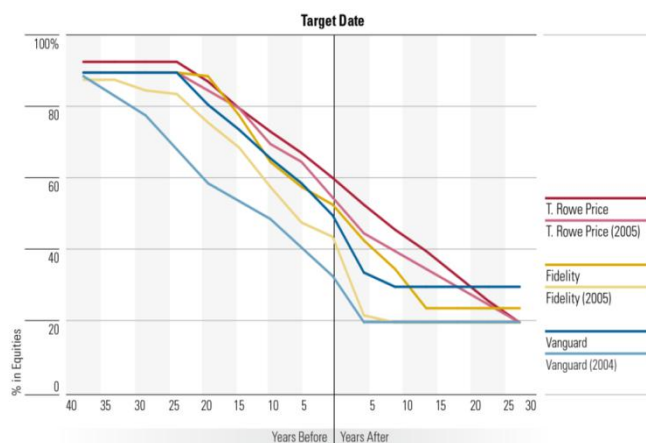


图5 美国目标日期基金三巨头下滑曲线变化

资料来源：Morningstar

（二）基于动态风险约束的多策略目标日期资产配置

相比美国这样的成熟市场，国内资本市场尚在不断完善发展，市场波动更大，风险更高。下表显示，无论从2002年还是从2008年金融危机后算起，沪深300指数的波动率和最大回撤都要明显高于标普500指数。

表 5 中美股市风险特征对比

时间区间	风险	沪深 300 指数	标普 500 指数
2002.1-2019.3	年化波动率	26.21%	18.74%
	最大回撤	69.07%	52.11%
2009.1-2019.3	年化波动率	24.08%	16.58%
	最大回撤	43.00%	26.68%

资料来源：汇添富基金

加之当前国内公募基金投资者成熟度还不高，个人投资者的投资行为还是偏向短期化，投资者持有公募基金期限较短。根据中国证券投资基金业协会《2017 年度基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告》中的数据显示，在基金持有时间上，持有基金半年到 1 年的投资者比例最高，为 33.0%，3-5 年和 5 年以上的投资者占比仅为 9.6% 和 7.1%，另有 22.0% 的投资者平均持有单只基金的时间甚至少于半年。由于国内尚未实施类似美国个人养老金账户的资金提前取出惩罚机制，以及投资者缺乏长期投资理念，一旦目标日期基金在封闭期过后出现较大的波动，很容易引起投资者争相赎回的情形。

因此，我国目标日期基金在进行下滑曲线设计和投资管理时，更加需要注意控制组合风险，避免组合出现大幅波动。具体来说，控制目标日期基金风险的方式主要有两种。第一种是在设计下滑曲线时，将风险限制作为约束条件加入模型优化的过程，限制组合在给定资本市场假设下的波动率或回撤。同时，参考国外经验，养老目标基金在设计下滑曲线时均会对潜在的设计方案进行多次模拟，评估每个方案未来可能的损失和波动。在选取最终方案时可以剔除超过目标波动率的方案。但这种做法也有缺点，目标波动率等风险约束作为限制条件加入优化过程，十分依赖于资本市场假设对组合内资产未来表现的预

测。一旦预测出了较大的偏差，那么组合风险就很容易超出预设的限制。

另外一种则是在既定下滑曲线的基础上，对组合的实际管理做出风险约束，包括限制目标波动率、制定止损制度等等。养老目标基金的投资是一个动态的过程，资产配置并不等同于刚性的投资计划，基金公司在设计下滑曲线时应强调资产配置的动态调整性。例如一旦组合波动超过目标波动率或者回撤过大，就下调权益资产权重。不过这种做法也有限制，一方面相对于下滑曲线中枢权重的偏离是有限制的，最多下调 15%，在下调后很可能仍无法将组合风险控制目标波动率左右。此外，这种做法属于事后补救措施，如果要事前管理，则要求基金经理有较强的择时能力，同时也依赖于资本市场的短期预测。

综上，国内基金公司在设计养老目标基金时可综合采用上述两种方案，合理控制目标日期组合风险，在下滑曲线优化过程中加入风险约束的同时，也制定投资实践中的风险管理措施。

（三）合理设置下滑曲线初始权益比例，重视权益资产长期回报

个人养老金具有投资期限长，对流动性要求不高，风险承受能力较高的特征，因此可以利用资金的长期性配置于更多的权益类资产而获取更高的长期收益，各基金公司在设计下滑曲线时，应结合自身产品定位和经济市场环境，合理设定初始权益比例，并充分重视权益资产在提高基金长期回报的作用。

虽然我国证券市场短期波动较大，但拉长投资期限，无论中国还是美国市场，权益资产都是收益率最高的资产，战胜债券、房价等其

他资产；而完全无风险的存款类资产是跑输长期通胀的，随着时间推移，购买力显著下降。从美国市场近百年历史来看，每个十年周期，基本都是股票战胜债券。以标普 500 为例，1936 年至 2015 年之间的 8 个十年周期之内平均十年年化收益率达到 6.5%，十年年化收益率中位数达到 7.3%，显著高于债券、房地产、货币等其它资产类别。

中国市场历史较短，假设投资于中证股票型基金指数（Wind.H11021）和中证债券型基金指数（Wind.H11023）并坚持持有 5 年，只要不是买在 2008 年股票市场高点，持有股票基金 5 年均能获得正收益。买入股票基金持有 1 年、5 年、8 年的平均收益分别为 21.78%、106.31%、138.82%，显著高于持有债券基金的平均收益。持有股票基金 1 年获得正收益的概率为 61%，而持有 5 年获得正收益的概率达到 90%左右，持有 8 年获得正收益的概率达到 100%，拉长持有期限后，股票型基金的“安全性”明显提升。由此可见，权益资产在提高基金长期回报中起到关键作用。

养老目标日期基金作为针对个人投资者的养老理财产品，与基本养老金、企业年金等定位不同，需要通过承担适当的风险获取较好的投资回报。目前从国内的实践来看，养老金资产的整体权益投资比例均较低。养老目标日期基金因受限于《养老目标证券投资基金指引（试行）》规定，投资权益类资产的比例最高为 80%，同时因其采用 FOF 的方式运作，现有股票基金、混合基金均维持在 80%或 70%的仓位，养老目标基金实际权益投资比例最高可能仅有 60%左右。因此，国内养老目标日期基金在设计下滑曲线时应更加重视初始权益比例的设

置。未来在法规层面可考虑逐步放宽权益比例的限制。

（四）秉承精细化管理理念，注重下滑曲线设计相关数据的积累

经验表明，海外成熟市场的养老目标日期产品设计过程中，下滑曲线的设计还依赖于资本市场假设和投资者本身的相关参数。一方面，美国养老金市场的发展已较为成熟，第二支柱、第三支柱占比很高，且其中超过 50% 的资产都由公募基金管理，便于基金公司描绘个人投资者画像。另一方面，海外的目标日期巨头均深耕于养老金市场，有着多年的养老账户管理经验。在投资管理过程中，这些基金公司也得以积累大量的养老金投资数据。

以 401(k) 计划为例，美国的企业养老金计划在投资时，是每个月从雇员薪资中直接扣除一定比例，雇主也会进行配比缴费，共同存入雇员的企业养老金计划交由基金公司管理。在美国，基金公司、银行等金融机构均可以作为养老账户的开户机构，便于基金公司积累大量跟投资者相关的一手数据，对员工的薪资水平、员工每个月对养老金账户的储蓄或者缴费率、雇主的配比缴费率等情况都有着非常直观的了解。同时，基金公司在设计下滑曲线时，也会充分依据收集的数据刻画目标投资者特点，以最大化投资者效用。这样，基金公司对于投资者养老的养老需求了解更全面，在下滑曲线设计时也更有针对性。

目前，国内基金公司对于个人投资者的特征刻画还在不断探索中。一方面，公募行业整体发展尚且仅有二十年，基金公司对投资者的认知历史较短；另一方面养老目标日期基金刚刚起航，无论是基金公司还是投资者都还处在不断探索、总结经验的过程中。养老目标日期基

金作为满足投资者养老理财需求的产品，需要综合投资者的生命全周期特征，并反映到下滑曲线的设计中。因此，基金公司需要尽快去了解 and 记录并分析投资者的养老投资行为，包括投资者初始投资的年龄，投资者每年新增的产品投资或赎回，投资者在市场出现大幅回撤时的风险偏好等等。只有积累了足够的数据，才能对目标投资者做出更准确的刻画，从而基于此设计更符合我国投资者的下滑曲线。

2020 年 7 月 CAFF50 动态

1. 7 月 6 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，重点讨论了上海峰会筹备事宜以及论坛 7 月份专题论坛等工作安排，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. 7 月 14 日，中国保险资产管理业协会通过线上方式举办“2020 年保险资管业公开市场投资业务交流会系列——暨 IAMAC 推介最受欢迎投资业务合作机构（证券机构）发布会”。中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云出席线上会议并发表了致辞。

3. 7 月 26 日，中国养老金融 50 人论坛第一期“养老财富储备系列公开讲座”通过在线直播的方式顺利举办，本次讲座由天弘基金管理有限公司承办，主题为“养老财富储备跨行业探索理论与实践”。讲座由天弘基金管理有限公司总经理助理朱海扬主持，中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授，论坛核心成员、大家保险集团有限责任公司总经理徐敬惠先生，建信养老金管理有限责任公司总裁曹伟先生，论坛核心成员、天弘基金管理有限公司副总经理兼首席经济学家熊军先生作为主讲嘉宾受邀参加本期讲座，分别从学界和业界不同视角出发分享养老财富储备相关话题。此外，论坛成员、研究员以及千余名观众参加了本次讲座，部分听众与嘉宾进行了在线互动交流。

4.7月26日，由华夏新供给经济学研究院、北京民营经济发展促进会主办的“2020年第二季度宏观经济形势分析会”在北京金融街中心召开。中国养老金融50人论坛核心成员、华夏新供给经济学研究院院长、财政部原财政科学研究所所长贾康在会上出席会议并发表了主题演讲。

5.7月31日，由天天基金“机构通”主办，国泰基金、上投摩根基金协办的后疫情时代资产配置展望论坛在上海浦东举行。中国养老金融50人论坛核心成员、大成基金管理有限公司副总经理兼首席经济学家姚余栋出席会议并发表主题演讲。



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