

麦肯锡白皮书

各就其位，蓄势待发 制胜中国养老金融市场



目录

前言	2
第一章 他山之石，可以攻玉，全球养老金体系速览	5
第二章 政策助力，潜力可期，中国养老金市场展望	14
第三章 各就其位，蓄势待发，制胜商业养老金市场	21



前言

2019年3月5日，李克强总理在两会政府工作报告中强调：“需要进一步完善社会保障制度和政策，推进多层次养老保障体系建设。”这再次引发了中国社会对养老问题的深思，快速发展的中国将如何应对这一世界性难题？什么才是真正适合中国国情的养老方式？

中国加速进入老龄化、少子化社会，传统养老模式难以为继

以往，一个国家进入老龄化社会的过程通常是相对缓慢而平稳的，例如法国经过了115年，瑞典经过了85年。而中国，却仅仅经过了25年便进入老龄化社会。与高速老龄化形成鲜明对比的是日益降低的人口出生率，2018年中国妇女的生育率徘徊在1.6的低位，大大低于2.1的生育更替率。“老龄化”和“少子化”双重趋势的叠加，预计老年抚养系数将由2000年的9.9（平均9.9个劳动力供养一个老人）下跌至2020年的5.8以及2050年的2.3，传统中国的家庭养老模式将难以为继。

中国逐步建立“三支柱”养老金融体系，但长路漫漫，问题多多

中国的三支柱养老金融体系始于1991年，主要依赖第一支柱国家基本养老保险，责任主体为政府，存量资产约为4.4万亿元，占比逾7成；第二支柱为企业年金和职业年金，企业年金的责任主体为企业和员工，职业年金的主体为事业单位及其雇员，存量资产约为1.6万亿元，占比约3成；第三支柱个人商业养老金融刚刚起步，目前暂无统一的定义与范畴，占比微乎其微。发展至今，第一支柱基本养老保险的总量和金额不断提升，但替代率

仍不足50%（替代率指劳动者退休时，领取的养老金与退休前工资收入之间的比率，下文同），政府负担持续加重且面临着收入放缓、支出加快、部分地区基金耗尽等挑战。财政对第一支柱的补贴力度逐年增加，长期来看很难持续。中国养老金体系的商业化改革迫在眉睫，第二和第三支柱亟待快速均衡发展。

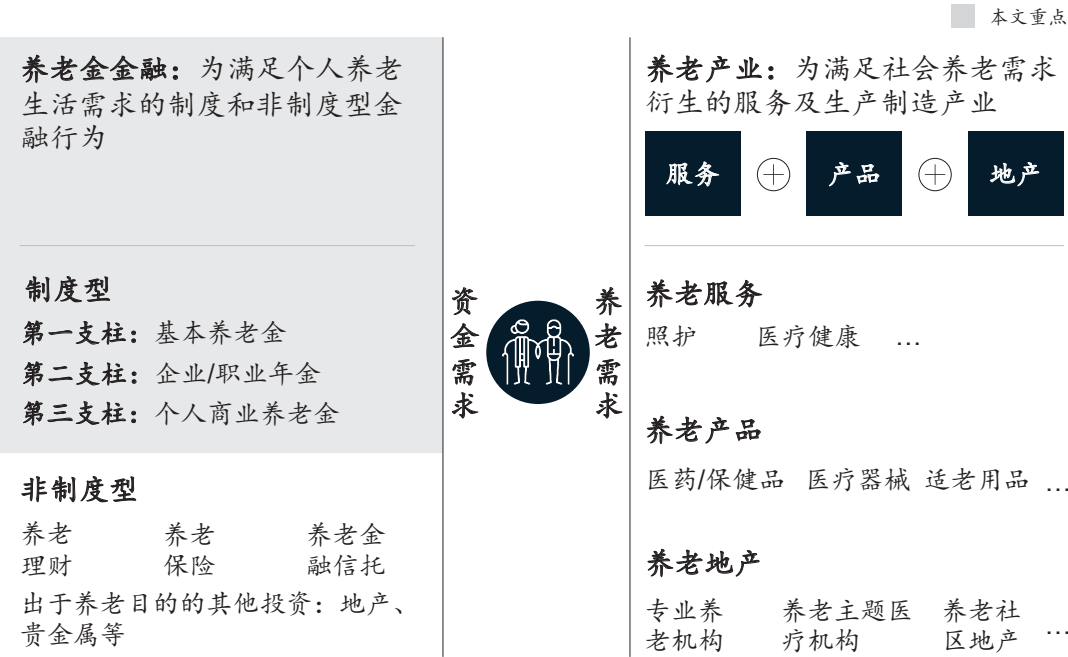
快速发展“二、三支柱”商业养老金是必由之路

中国的养老体系应当由养老金融和养老产业两个部分组成（见图1）。养老金融指为满足个人养老生活需求的金融行为，养老产业指为了满足社会养老需求而衍生的相关服务、产品和地产等产业。

其中养老金融包括制度型和非制度型，行业共识的制度型养老金定义包括四大核心要素：唯一专有的养老账户，账户长期锁定直至退休后领取，享受税收优惠政策，以及养老金投资受专项政策监管。中国2018年中启动首个符合严格定义的第三支柱产品——个人税延商业养老保险。

随着改革的推进，中国商业养老金市场机会逐渐展现。麦肯锡认为，以第二、第三支柱为主体的商业养老体系更具优势：一是可以对公共养老金形成有力补充；二是可以为消费者及其所属的单位提供更为多样化、定制化的养老金融方案选择，以满足不同的需求；三是可以投资多元化的资产类别，进一步促进中国资本市场的发展。养老金商业化改革还有利于增强中国养老金体系的稳健性，明确国家、企业和个人对于养老的责任关系。尤其近两年来，得益于政府部门的顶层设

图1 养老金融及产业链全景图



计、商业企业的广泛参与和广大民众的意识提升，商业养老金行业发展得越来越快。

本文将主要聚焦中国的制度型养老金体系，尤其是第二支柱和第三支柱的发展。衷心希望这篇白皮书的发表，能够为中国养老金市场参与主体的发展提供破局思路。



第一章

他山之石,可以攻玉, 全球养老金体系速览

图2 全球各地的养老金体系发展各有特点，在市场活跃度、政策扶持力度和政府管控力度上差异明显



1. 净替代率：计算方式为个人领取养老金净额除以个人退休前收入净额，并考虑养老金领取人支付的个人所得税和社会保障缴款。此项指标用来衡量退休后根据养老金制度获得的养老金收入对于替代退休前收入的有效性。这里使用的是OECD公布的男性净替代率

资料来源：OECD；专家访谈；麦肯锡全球保险数据库；麦肯锡分析；资料检索

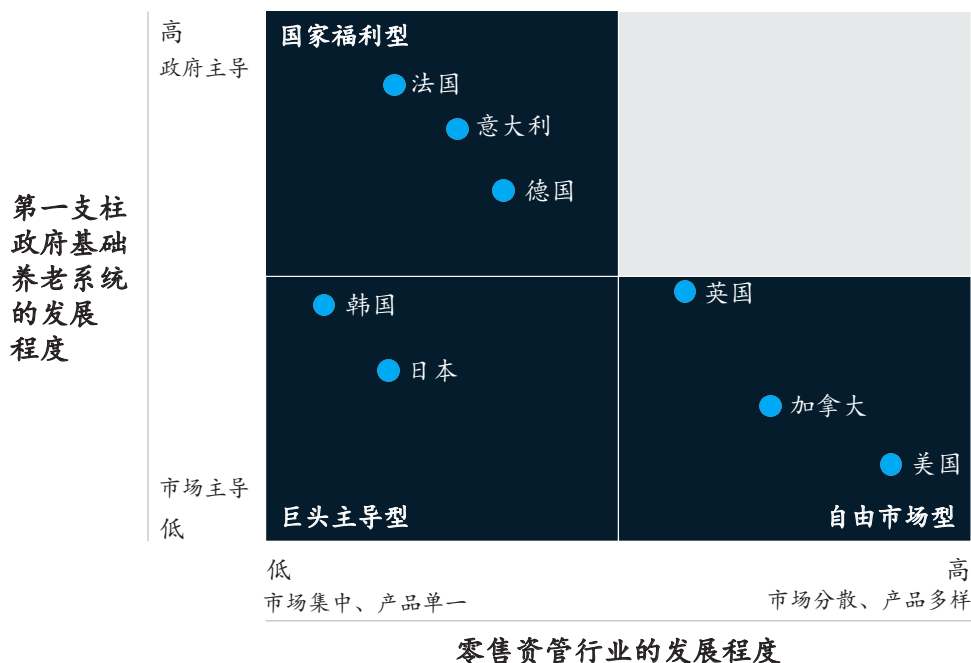
纵观全球市场，鉴于不同的发展路径、发展阶段和养老理念，各国在养老金体系结构、市场效率、政策扶持力度和管控力度等方面均有较大差异（见图2）。

态：国家福利型、自由市场型和巨头主导型（见图3）。而包括中国在内的发展中国家，随着其经济的发展和养老金制度的成熟，也将逐步走向其中某一形态。

麦肯锡基于两大维度评估各国的养老金体系：一、养老金结构占比：第一支柱占比越高说明政府在养老金体系中承担的责任越大，企业和消费者个人代表的私人养老储蓄在养老金市场中的责任和潜力就越小。二、金融市场尤其是零售资管市场的成熟度：市场是否成熟决定了商业养老金的产品形态和提供方的多样性。基于这两个维度，我们认为，全球发达国家的养老金市场总体呈现三大形

1. 自由市场型：在以美国和加拿大为代表的成熟商品化市场，经过近百年的发展，养老金体系已完全走向市场化，第一支柱政府基础养老占比较低（如美国占比10%）。零售资管行业高度发展，消费者已被成熟的资本市场充分教育，市面上存在各种契合客户需求且容易购买的养老退休金融产品，包括低成本的ETF(Exchange-traded funds)和

图3 根据政府基础养老系统和零售资管行业的发展程度，全球养老保险市场可划分为三大类型



TDF (target-date funds) 等，基金系为首的零售资管公司（如Fidelity、Vanguard等）是市场核心玩家。

2. **国家福利型：**以德国、法国为代表的欧洲国家政府福利较好，第一支柱政府基础退休养老计划占比较高（如德国占比69%），与此同时，第二、第三支柱发展趋于稳定，市场规模较大但基本饱和。由于零售资管行业没有英美等国成熟，来自基金系的资管公司竞争较小，保险公司是商业养老金市场核心玩家。

3. **巨头主导型：**以日本、韩国等为代表的巨头主导型市场，一二三支柱相对均衡。与自由市场型不同，日本和韩国的资本市场和资产管理行业欠发达，个人消费者对于不同养老和投资产品的理解水平也较低，追求品牌信任度，于是形成了以保险和银行巨头为主的相对集中的市场格局。

各国养老金体系的发展有其各自特殊的国情及历史，并无绝对正确和理想的模式。我们认为，美国、德国和韩国的养老金体系发展历程在三大类型的市场中具有代表意义，值得中国监管机构和养老金企业思考借鉴。

美国：资本市场高度发达，基金公司独领风骚

税收激励政策促进第二第三支柱飞速发展

美国的养老金体系历经百年发展，在政府采取各类激励性政策的大背景下，走向以第二、第三支柱为绝对主导的商业化模式。第二支柱中的“企业退休福利计划”（401K）是由雇主、雇员共同出资的企业补充养老保险计划，是美国私人公司最主要的员工退休计划。此外，第三支柱中的“个人退休账户”（IRA）是由个人自愿出资的投资性退休账户，已成为美国私人退休金市场上与401K并驾齐驱的退休产品。在过去几十年中，美国政府持续完善政策法规，出台递延税收激励政策，不断提高减免限额；同时引入“自动加入”条款、提高账户的“可携带性”，允许多账户之间资金自由转移。至今，美国第二支柱

年金和第三支柱个人商业养老资产已合计达到养老金资产总规模的90%。

成熟资本市场造就基金系资管公司的主导地位

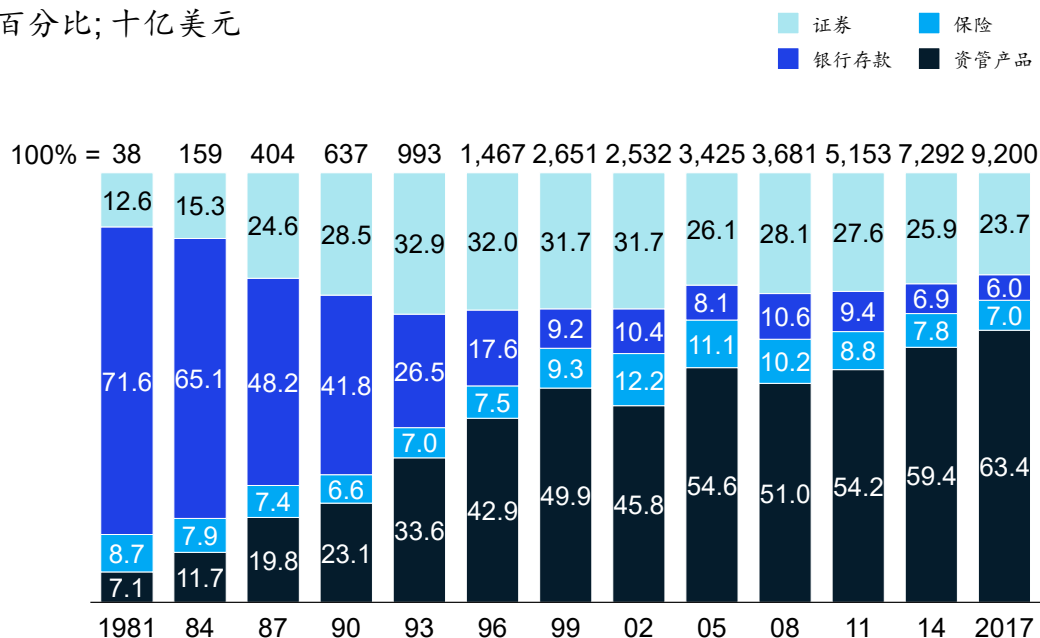
无论是企业养老的401k还是个人养老的IRA，个人都对养老产品选择有很大的自主权。随着美国资本市场的逐步成熟，基金系资管公司凭借更为丰富的产品组合、更为专业的投资管理服务 and 美国长期牛市带来的高投资回报，成功超越银行和保险公司，成为美国第二、第三支柱养老金市场的主导者。以IRA计划为例，从投资产品市场份额来看，资管类产品的占比在过去40年显著增加，截至2017年，在IRA计划总资产规模中的占比已高达63%（见图4）。其中，富达资本（Fidelity）、先锋基金（The Vanguard Group）、贝莱德集团（Black Rock）等领先的资管公司是共同基金类产品的主要提供方，占据了约40%的共同基金产品市场份额。

税务优惠政策激活了美国401K和IRA的快速发展，目前商业养老占比已超过90%。

基金系公司通过“更加灵活的产品组合”和“更加专业的投资能力”成为美国商业养老金市场的主导者。

图4 资管公司成为美国第三支柱IRA计划投资产品的最主要提供方

IRA账户各类投资产品占比
百分比;十亿美元



资料来源:美联储“美国金融账户”表格227

德国：政府基本养老保险为主，商业养老后来追上

历史上以公共养老为主导，如今养老责任有向私人部门转移的趋势

德国是世界上第一个建立社会保障制度的国家，作为其中重要组成部分的养老金制度已有120多年的历史。德国政府长期以来坚持实行政府主导的“现收现付”养老金体制，但随着经济增速放缓、社会老龄化加剧、社会抚养率下降，政府养老金缺口逐年增大，不堪重负；德国政府终于在21世纪初着手积极推动养老金体系改革，鼓励将越来越多的养老责任从公共领域向私人领域转移。例如，在德国政府推出的纳勒斯政策和最新的《职业养老金改善法》（BRSG）中，通过提高税收减免限额、提供雇主补贴鼓励为低收入人群设立年金，以及引入纯“缴费确定型”

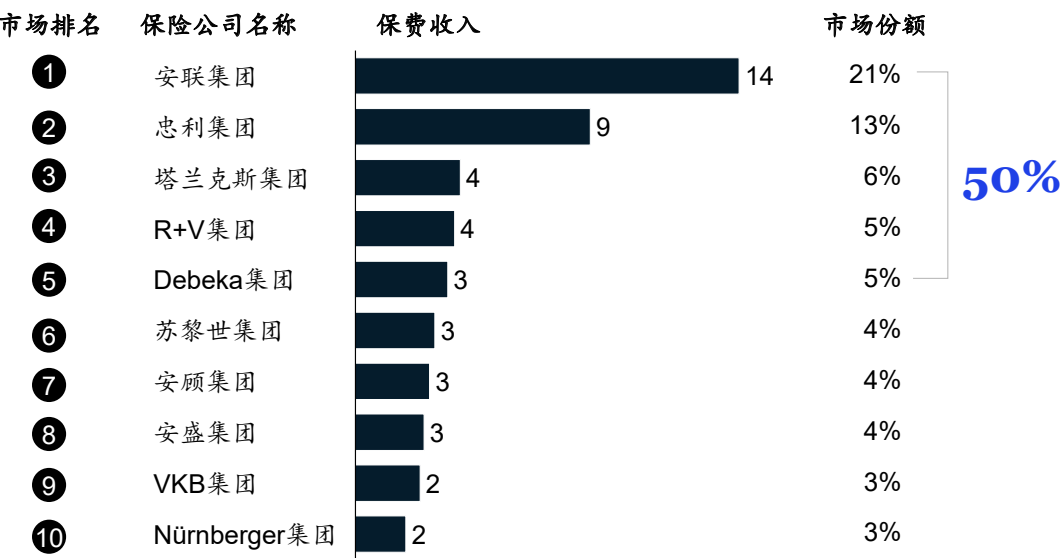
（DC）产品等手段鼓励第二支柱企业年金的发展；此外，德国政府还推出“里斯特改革”，不断扩大个人养老金范围，涵盖保险、基金、银行存款等不同风险、不同收益的产品，鼓励保险公司、银行、基金公司等多主体参与提供相应的养老金产品。

商业保险领域，保险巨头独占鳌头

德国民众的投资理念较为谨慎保守，厌恶风险，零售资管行业与英美相比也并不活跃。尽管政府鼓励多类型金融机构参与商业养老金业务，保险系的金融机构仍然是德国企业年金和个人商业养老保险市场的主力军，且马太效应明显，五家头部保险集团占据了一半的市场份额（见图5）。其中安联凭借其卓越的商誉和强大的品牌效应，加上不断坚持数字化转型，并采取以客户需求为中心的产品服务战略，牢牢吸引了众多德国消费者，在收入规模和增速上都远远领先于市场的其他保险巨头。

图5 2017年德国第三支柱保险公司的收入占比

第三支柱个人商业养老保险前十大保险公司的保费收入和市场份额
10亿欧元；2017年



资料来源：麦肯锡德国保险数据库
统计口径：保险公司第三支柱保费收入=全部保费收入-团体保费收入

韩国：起步晚但动作快，银行和保险巨头占得先机

进行大刀阔斧的改革，推动三大支柱快速发展

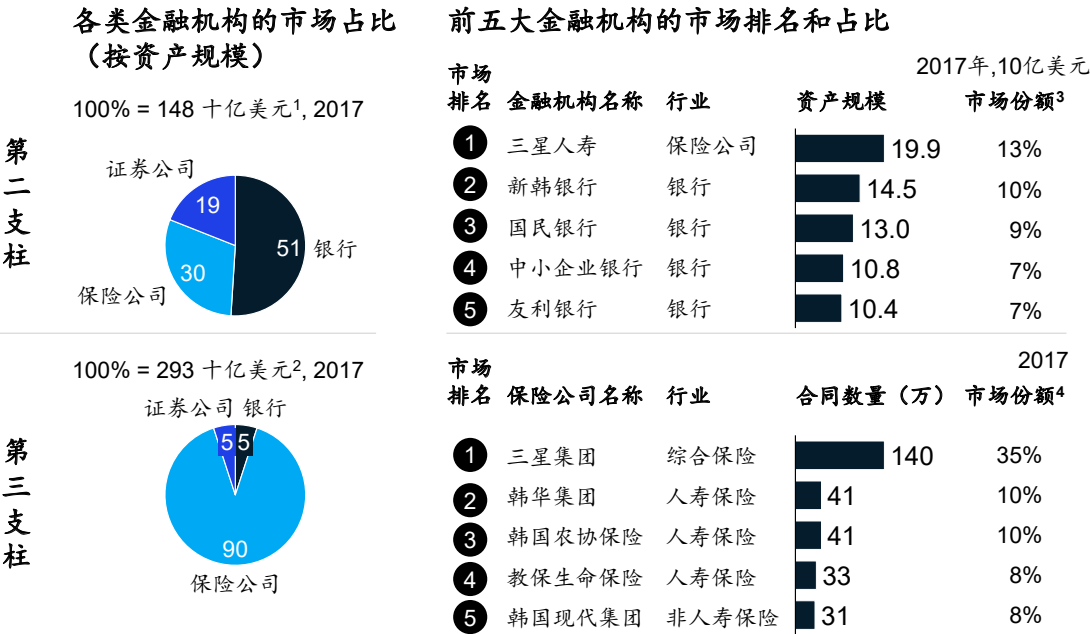
韩国政府从20世纪60年代开始着手建立其养老金制度，逐步建立起多层次、广覆盖的三支柱养老金体系。这一体系并不完美，仍在调整优化的过程中。目前，第一支柱政府基本养老保险仍是主导，资产规模占比超过一半，但是基本养老金替代率不足40%，基础养老金体系面临较大挑战。因此从2001年开始，通过修订个人养老计划、强制企业年金改革，韩国推出“个人退休计划”（IRP）账户等政策抓手，在过去十年推动第二、第三支柱取得了长足发展。截至今日，第三支柱个人商业养老保险资产在整体养老金总资产的占比已超过30%，三大支柱的养老金体系结构日趋平衡。

银行巨头主导第二支柱，保险巨头垄断第三支柱

韩国对养老金企业采用了准入审核机制，养老金投资限制较多。目前，企业年金和商业养老保险市场主要由知名度高的保险公司和银行巨头主导，竞争格局非常集中。银行在第二支柱年金业务中占据总资产规模的51%，保险公司则是第三支柱个人商业养老金市场的主导者，占据总资产规模的90%（见图6）。然而受低利率环境影响，民众对养老金投资回报率有了更高的要求，加上政府在税收优惠政策方面的激励，以投资管理见长的资管公司扮演着越来越重要的角色，开始挑战保险和银行的领先地位。

横向比对各国养老金体系的发展，并没有一个单一的理想模式。中国正处于养老金变革的十字路口，基于对具体国情和世界市场发

图6 韩国第二、第三支柱市场参与主体市场的占比



1. 麦肯锡韩国: FSS
2. FSS: 专家访谈
3. 在第二支柱所有类型金融机构中的市场份额
4. 在第三支柱保险公司中的市场份额 (不含银行和证券公司)

展规律的思考, 麦肯锡对中国养老金市场有如下观察:

- **养老体系发展不均衡, 商业化养老亟待发展:** 中国目前三大支柱的不平衡发展长期来看不可持续, 第二、第三支柱亟待变革, 政策法规的指引和激励将是核心驱动力。各国养老金账户、产品工具、投资管理和税收激励等政策制度建设的经验和教训值得中国监管机构思考借鉴。
- **养老金产品匮乏, 产品创新空间广阔:** 中国的商业养老金市场刚刚起步, 目前产品类型单一。随着消费者需求日益旺盛和多元化, 加之政策逐步放宽, 未来第三支柱产品的创新空间十分广阔, 在快速识别和及时响应消费者个性需求方面潜力巨大。

- **保险巨头独占先机, 将承担更多社会责任:** 大型保险巨头凭借长期可靠的品牌形象、保险产品与养老的天然契合以及险资管理经验, 在养老金金融市场独具先发优势, 在参与个人养老金市场发展和投资者教育上也将承担更多的社会责任, 安联 (Allianz) 等养老保险巨头值得中国企业借鉴学习。
- **区域发展不平衡, 发达地区有望率先进入“美国式行业格局”:** 由于中国人口基数大、区域经济发展不平衡, 商业养老金市场的改革难以一蹴而就。大湾区、长三角等发达地区在资本市场成熟度、居民收入水平和消费意愿方面均有显著优势。在经济发达区域, 灵活专业的基金公司也将扮演重要角色, 富达 (Fidelity) 等养老基金企业的做法值得中国相关企业借鉴学习。

安大略教师养老基金 (OTPP)

陈伟敏谈投资成功秘诀



陈伟敏 (Ben Chan)

安大略教师退休金计划 (亚洲) 有限公司亚太区董事总经理

安大略教师养老基金 (OTPP) 是全球最受人尊敬的养老金之一,也是专业化、职业化程度最高的养老金,您觉得OTPP的成功秘诀是什么?

要谈OTPP今天的成就,就必须回顾它的历史。在OTPP1990年成立之前,安大略的教师养老金完全是由政府支持的,从养老金支出的角度,教师获得的养老金金额和退休前收入绑定(典型的DB计划),而基金主要也投资在政府的地方债券。基金一方面处于“赤字”状态,一方面由政府兜底。如果看截至2018年4月的数字,我们的净资产已经达到了1895亿加元,养老金按照保守的精算假设整体盈余105%,2017年净投资收入170亿加元,当年投资回报9.7%。

一前一后对比鲜明,更重要的是我们在“治理体系”上的改革。1990年的改革是深刻的,首先改革明确了OTPP是对安大略教师(政府)负责,保持独立专业运作的投资机构。整体有点类似董事会授权的总经理负责制,政府、教师代表参与我们的董事会治理,但是不过多干涉基金的日常运作。基金的工作是在保证流动性的基础之上,最大化投资收益,从此以后我们可以目标非常明确地开展

专业工作。为保持这种基础制度,加拿大还进行了立法(Teachers Pension Act),以确保这样的安排不会因为政府的更替产生不稳定因素。

今天OTPP投资团队的目标很明确,就是持续地取得“通货膨胀+4%”的投资回报。为什么设定这个目标暂且不论,我能确定的是公司上上下下每一个人都知道这个目标,而且都为此努力。这个目标要想年复一年地持续达成也并非易事,为此我们找到行业里最优秀的投资人才,不管他们的教育背景和个人愿景如何,他们都将OTPP的目标铭记于心。

安大略教师养老基金 (OTPP) 的投资回报不仅满足了“通货膨胀+4%”的目标,很多年份还超过很多,您能分享一下你们投资的原则和逻辑么?

第一个原则是坚持内部自营投资,也就是“in house”。我们现在整个组合有80%的投资是自己做的,仅有20%交给其他资产管理公司。这一原则主要出于以下几个考虑。首先是自建和内化团队,我们相信自己的投资团队秉持的理念和OTPP是最吻合的。其次,内

部团队的稳定性更高，而且投资的组合和意图也更加透明，核心管理团队知道我们任何一部分组合当前的状态，背后的投资目标等等。最后，我们当然也有成本的考虑，相比于外部管理人，in-house长期而言还是有一定的成本优势。尤其是到今天，我们的规模已经超过1800亿加元，这个成本的优势更加明显。在自营前提下，我们也深信需要在不同投资领域寻找最合适的合作伙伴，将我们的长期投资基金和合作伙伴所累积的知识和经验相结合，以实现投资的双赢。

第二个原则是长期投资。我们认为养老金是最有条件进行长期投资的投资人，OTPP在负债端的平均久期远远超过其他很多投资人（保险公司、公募基金、私募基金），这是我们的优势所在。首先，我们敢于更多配置长期来看风险收益更好的资产类别。我们在加拿大投资很多的PE项目，通常有很长的锁定期；我们在全球都有地产和基础设施投资，这不仅是很多地方政府的“优先工程”，而且通常能够取得很好的长期回报。长期投资的另一优势在于我们做“买和卖”投资决策时候的心态。现在专业投资行业整体上受到了短期波动的影响，包括公募基金、私募基金和对冲基金，它们因为年度甚至季度报表的压力，不得不做出投资决定，而我们不用。有意思的是，我们有些时候甚至成为它们“被迫决策”的交易对手方，这种时间灵活性给我们了很多优势。

第三个原则是坚持投资的多元化、分散化。这不仅仅是从分散风险考虑，也是我们的一个投资理念和哲学。从资产类别角度，我们

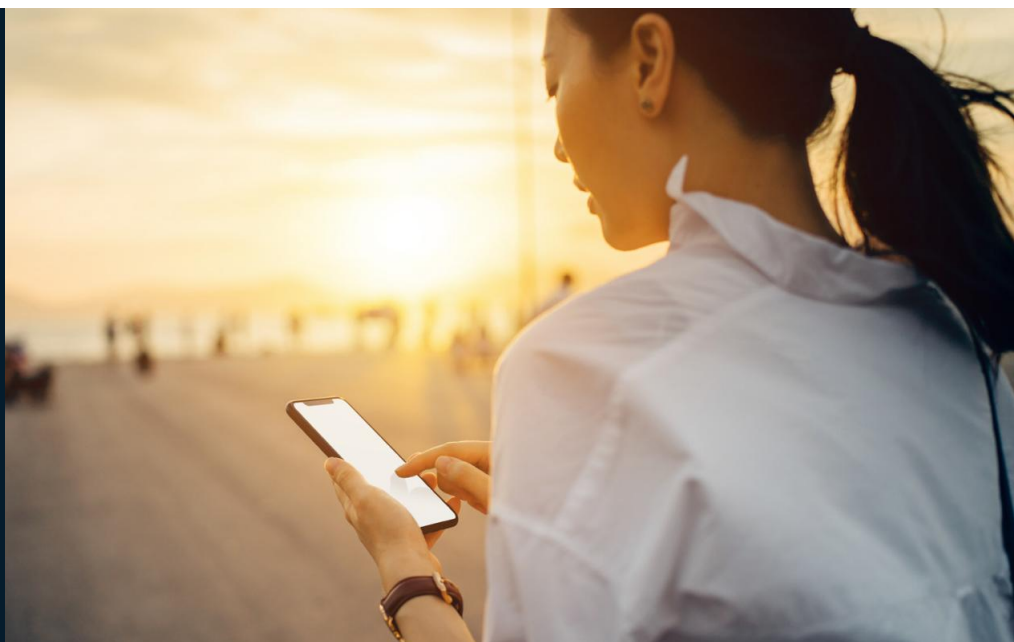
覆盖了所有的投资大类，包括股权（二级市场和PE）、固定收益、信贷资产、房地产等；从区域角度，我们传统上在北美配置，但是随着新兴市场（尤其是亚洲）投资能力的建立，我们在新兴市场的投资比重也逐年攀升。为此我们遵循一套严谨的、自上而下的资产配置逻辑，这个重要工作通常由全球CIO直接负责。

中国正在进行一系列的养老金改革，结合您在OTPP的经验，您对中国养老金改革有什么思考和建议？

我们不是中国养老金政策的专家，所以更多的还是分享OTPP的发展经验。我们认为最重要的还是专业化，而且在顶层设计上就应给予专业投资团队相应的授权，这个包括现在第一支柱和第二支柱的养老计划。在授权给专业团队的基础上，给他们一个明确的投资目标（我们叫mandate），这个目标要清晰，要富有挑战，但也要切实可行。其次是重视人才，OTPP的人才非常市场化，为此我们也给予他们市场化的薪酬体系，这样才可以招来最好的人才。

最后我想说的是风险管理和社会责任（ESG）。风险当然包括投资风险，宏观的和微观的，我们有严谨的流程和标准以控制风险。但是更重要的是声誉风险，在这里社会责任（ESG）的概念就体现出来了。从社会责任角度，我们仅投资对于社会负责任的行业和企业，对于一些回报高但社会影响不好的行业（例如烟草），我们就不再投资了。这既是我们的投资政策，也是我们的企业使命。

养老金是最有条件进行长期投资的投资人，不同于其他专业投资机构受制于短期业绩的压力，长期投资时间上的灵活性可以提供很多优势。



第二章

政策助力，潜力可期， 中国养老金市场展望

第二支柱年金市场发展总体平稳

企业年金以大型企业客户为主,中小企业无力承受

自2004年起,历经数年发展,目前中国的企业年金资产规模约1.2万亿, GDP占比1.6%,和发达国家相比差距依然很大,例如美国年金占GDP的27.3%,澳大利亚则超过100%。中国企业年金覆盖率目前也较低,参与年金计划的职工约2000万人,以国企央企为主,在全国城镇就业总人口中占比不到5%,且已进入增长瓶颈期。尽管中国民营企业的年金渗透率仍然很低,但在目前综合成本逐步攀升的压力下,很多民营企业尤其中小企业尚未实现基本社保的缴纳,遑论设置企业年金。虽然2018年初出台的《企业年金管理办法》中提出了鼓励企业设置年金制度,增加对骨干人才的长期激励投入。但是在全球经济整体下行、国家为扶持民营经济进一步松绑减负的大环境下,财政部已明确表示在2019年5月1日起将进一步下调社保费率,减轻企业税收和社保缴费负担。因此未来几年强制设置企业年金的可能性较小,民营企业的年金市场很难出现爆发式增长。

职业年金增长平稳,潜力有限

2015年发布的职业年金办法本质上是将过去机关事业单位DB型的养老退休保障改制为DC型的年金制度,将原先的财政单方面保障兜底转化为财政加市场联合保障,以降低财政风险。不同于企业年金存在渗透率的问题,职业年金是强制实施的,市场规模清晰可预测,目前增长的主要来源是缴纳金的积累,预计未来几年会有稳定的增长但潜力有限,将逐步走向缴纳和支取平衡的状态。

年金管理和投资利润有限,可尝试通过“B2C”交叉销售实现价值

现有年金管理及投资受牌照准入的监管,限制严格,投资管理方无超额投资收益,各家投资回报有一定差异但并不明显。年金产品形态还较为单一,员工介入程度也较低。年金业务竞争目前主要基于价格、投资回报及销售关系,整体盈利性较低。但就中长期而言,年金可以作为保险公司、银行等年金从业企业的一个业务切入点,与大中型企业及其背后大量有稳定收入的员工和家庭建立长期合作关系,挖掘其他业务价值。

受制于经济承受能力,民营企业和中小企业加入企业年金机会较小,年金市场难现爆发。

第三支柱个人商业养老金有“爆发”潜力

社会养老储蓄缺口大，第三支柱基础需求旺盛

中国的第一支柱基本养老保险目前替代率不足50%，城镇平均养老金月发放约3000元；第二支柱职业/企业年金覆盖率很低，大部分人无法得到年金保障，整体养老储蓄缺口较大。国内各类非制度型养老金产品（如商业养老保险、养老理财等）同质化严重，缺乏定向税收优惠政策，与传统理财和房产相比投资缺乏竞争力，无法满足中产阶级及高净值人群的养老金融需求。

个人养老需求的日趋多元，促使商业养老产品进一步丰富

随着中国经济的快速发展以及医疗技术的进步和平均寿命的增长，以70后、80后为主的中国第一代中产阶级对养老生活的期望正在逐步提高，财富管理、养老管理和健康管理的需求逐步产生重叠，变得更为多元和复杂。和制度化标准化的第一和第二支柱相比，第三支柱在快速识别和及时响应消费者个性需求方面独具优势。

政策利好催化中国的个人养老金快速发展

2018年5月，个人税递延商业养老保险试点正式拉开了第三支柱登台的帷幕。年中推进的个税改革则将税基由薪酬扩充至综合收入，并明确了教育、养老等定向税优扶持方向，这为过去分散于理财和房产投资的资金转向养老金投资提供了政策助力。2018年10月，银保监会主席郭树清在OECD国际养老金监督官组织（IOPS）年会讲话中进一步强调：“中国将持续深化改革，推进养老金市

场供给侧结构性改革，加快商业养老保险发展，着力扩大第二支柱、第三支柱替代率，促进商业养老保险更有效地为经济发展提供长期资本。”2018年是中国养老金发展史上一个值得铭记的里程碑，这一年出台的诸多政策和试点为第三支柱的长期健康发展奠定了良好的基础。

公共政策引导个人商业养老行业走向

根据养老金发展的国际经验，监管机构的政策引导和支持都是市场爆发性增长的核心驱动力。麦肯锡认为，中国需要充分借鉴国际经验并考虑具体国情，从以下三个方面推进持续优化监管制度，支持个人商业养老金的快速健康发展。

完善制度设计

目前的养老金体系仍缺乏统一的顶层制度设计，银保监会和证监会都在各行业以不同产品形态推进试点，但账户体系和信息平台仍未打通，统一的税收优惠政策尚未落地。此外，目前的养老金监管机制仍不清晰，既有人社部的专业监管也有银保监会的金融监管。建议尽快明确养老金的管控主体和机制，由专业机构统筹养老金顶层设计，确保政策制定的统一性和延续性。在顶层规划指导下，应尽快推出可信赖的统一养老金账户管理平台、税收优惠政策和符合养老金投资长期特点的投资指引，以规范行业发展。

引导开放创新

目前，养老金试点过程中反映出税收优惠力度有限、参与产品范围不足、投保退税流程复杂等诸多问题。建议后续应考虑引入更多机构参与，适度开放养老金的政策限制、

外资进入中国商业养老金市场, 将带来国际领先经验和理念, 有助于行业的健康和多元发展。

加大税收优惠基数、扩展投资范围和定量限制, 为创新提供良好的政策土壤。

严守风险底线

以消费者长期养老保障的合法权益为出发点, 建立健全的风险防控机制, 加强过程监控和监测, 严惩违规行为。同时加强系统性风险预警及管理机制, 防范长寿风险、投资风险等系统性风险。

外资加速入局中国商业养老金市场

3月27日中国银保监会宣布批准恒安标准养老保险有限责任公司筹建首家外资养老保险公司, 标志着外资保险正式进入中国养老保险市场。

外资看好中国养老保险发展潜力

伴随着2018年的政策利好和中产阶级养老需求的释放, 外资养老金融企业看好中国养老市场发展潜力。目前中国养老金市场刚刚开放, 规模较小, 竞争较弱, 还是一片蓝海, 是进入的最佳窗口期。而一二线城市的中高收入者, 作为潜在的个人商业养老金第一批核心用户, 对外资品牌也有独特的偏好。

外资进入带来国际经验和理念, 有利于行业的健康多元发展

国外领先养老金企业在过去很长一段时间积累了深厚的产品设计、用户服务和投资管理经验, 一方面将为中国市场带来更为丰富的养老金产品和消费者选择, 推动行业的发展创新; 另一方面外资养老金作为专业的长线机构投资者, 将助力中国资本市场的长期稳健发展。

中国个人养老金体系发展预测 ——中国人民大学董克用教授访谈



董克用教授

中国人民大学教授、经济学博士、博士生导师

中国人民大学养老金融研究中心主任

中国养老金融50人论坛秘书长

**您认为中国的养老金体系未来将如何发展？
您对养老体系改革有何建议？**

随着人口老龄化趋势的加快，人们越来越关注养老金问题。经过数十年的发展，中国已经初步建立起一个覆盖范围广泛、多方主体参与的、规模庞大、制度复杂的养老金体系。但是在取得显著的成就的同时也面临诸多挑战，其中最大的挑战是养老金体系的结构性矛盾突出，表现为：基本养老保险制度“一支独大”，在可持续性方面存在风险；第二三支柱补充养老金制度进展缓慢，待遇水平充足性有限。发达国家的经验告诉我们，只有通过多支柱的养老金制度科学组合，实现政府、单位和个人的三方责任共担，才能够更好地分散风险，促进养老金体系的可持续性，以应对人口老龄化的挑战。

我国养老金体系由城镇职工和城乡居民两套制度组成，各有特点，以城镇职工养老金体系为例，我认为需要进行以下改革。

第一，完善第一支柱公共养老金模式。应将城镇职工基本养老保险制度中的社会统筹和个人账户在性质上和制度上分离开来，恢复其现收现付的特点，合理确定单位缴费和个人缴费的比例，妥善管理已经积累的基金，做好保值增值。以全国统筹为目标，通过统一规范缴费基数和缴费率，统一待遇计发和调整办法，统一管理服务体系，统一资金管理体系，真正实现公共养老金的全国统筹。为了提高该制度的可持续性，需要研究延迟退休的激励机制和办法。

第二，优化第二支柱职业养老金。通过加强税收优惠等政策支持并考虑运用“自动加入”的方式推动企业年金制度的发展。纠正目前部分职业年金的“虚账”办法，尽快实现“实账”管理。同时，完善投资管理机制，适时推出个人投资选择权。在时机成熟时，应考虑将企业年金与职业年金并轨，建成统一的第二支柱职业养老金。

第三，加快建设第三支柱个人养老金。目前中国的第三支柱正处于试点阶段，应在总结试点经验的基础上加大财税政策支持力度，优化个人参与流程，尽快建立完整的个人养老金制度。

第三支柱个人养老金目前尚处于试点早期，您对第三支柱的体系设计有何建议？

关于第三支柱的体系设计，我认为可以从以下几个方面进行。

第一，扩大制度覆盖面。第三支柱是个人主导、自愿参加、享受政府税收优惠的补充养老金制度，建议将制度覆盖人群扩展至全体经济活动人口。

第二，个人养老金亟需财税政策支持。享受财税政策激励是第三支柱发展的核心推动力，财税激励应以账户制为基础，采取财政补贴和税收优惠并行的财税支持政策。在税收激励方面，除了EET（EET：向养老金计划缴费和取得投资收益时免税，在领取养老金时征税的模式。）模式外，可探索建立EEE（EEE：向养老金计划缴费、取得投资收益及领取养老金时均免税的模式。）模式，将个人养老金纳入个人所得税法规定的专项或专项附加扣除；对中低收入人群可以采取财政补贴的方式，同时应考虑连通第二、三支柱之间的税收政策。

第三，个人养老金制度的平台建设是关键。我认为，第三支柱平台是一项由中央政府提供的应对老龄化、完善养老金体系的基本公共服务平台，平台应面向个人、面向政府、面向机构。相关部门应对平台建设进行充分论证，以优化个人参与流程，便于制度监管。

第四，个人养老金产品供给的多元化。金融机构是个人养老金产品供给的主体，为满足参与人多样化的产品需求，银行、基金、保险等金融机构应根据行业特点，以参与人为中心，充分考虑参与人不同的需求和体验，本着“为参与人提供长期便捷服务”的原则设计养老金融产品，真正发挥金融机构在风险保障和投资管理方面的优势。

第五，同步建立个人养老金运行监管体系。个人养老金是涉及多部门职责的一揽子制度设计，各监管部门之间的相互合作、良好互动和顺畅沟通将是促进个人养老金制度健康快速发展的重要基础。在制度运行初期，监管模式应采取数量限制监管与审慎监管相结合的模式，未来逐渐向审慎监管过渡。

第三支柱个人养老金对于中国民众还是新兴事物，您认为应该如何推广相应的养老储蓄教育？

提高民众的养老金融素养、开展养老金融教育至关重要。所谓“养老金融教育”，指的

政府应考虑以账户制为基础，采取财政补贴和税收优惠并行的财税支持政策，在EET模式基础上，探索建立EEE模式；同时建立一个养老金制度性公共服务平台，全面对接政府、个人和机构。

是多方主体共同参与,依据相关法律法规,为了提供满足个人养老所需的金融知识,通过多元化的教育方式来进行的系统性教育活动。养老金融教育是一项系统工程,要推动和实施好养老金融教育,必须统筹各方资源,进行综合考量。具体可从以下方面考虑:

第一,充分发挥政府的宏观引导作用。一般的金融活动是参与者的主动行为,与之相比,许多养老金投资者主要是被税收优惠所吸引,在不具备金融知识的条件下被动进行养老投资。因此,养老金融教育在一定程度上具有普遍性和公益性,客观上需要政府引导社会各界建立养老金融教育体系:一是将养老金融教育纳入到老龄化国情教育体系。2018年,全国老龄办、中宣部、中组部等部委联合下发《关于开展人口老龄化国情教育的通知》,这是我国首次在政府层面推进老龄化教育工作。建议将养老金融教育纳入其中,提升国民养老金融素养。二是进行养老金融教育体系的顶层设计,指导各个金融行业充分协同,进行养老金融教育体系的系统性建设。三是提供必要的资金支持,如积极争取财政对养老金融教育工作拨付专项资金,通过资金扶持提升社会机构参与养老金融教育的积极性。

第二,充分发挥市场主体的能动性。一是重视银行、基金、保险等金融机构在养老金融教育中的作用。银行、基金、保险等金融机

构拥有广泛的客户群体,是开展养老金融教育的重要渠道。金融机构应当以投资者为中心,将养老金融教育理念融入养老金产品的设计、投资、信息披露、投后管理等各个环节,根据投资者的不同风险偏好和收益特征进行差异化咨询和辅导,建立以客户和产品为导向的养老金融教育体系。二是大力支持与养老金融教育相关的第三方投顾机构的发展。专业的投顾机构可根据客户不同的年龄、文化背景、资产状况等制定和细化各具特色的教育方案,以满足多样化的养老金融教育需要。

此外应该指出的是,在我国的养老金融教育中,各方既要注重投资能力的培养,也要注重风险防范。近几年来,时常有新闻报道不法分子利用中老年人金融知识欠缺、以养老理财为诱饵实施金融诈骗的案件。这种打着养老投资、养老理财幌子的非法行为在一定程度上影响了合法合规的养老金融的健康发展。因此,必须加强国民金融风险防范知识教育,使国民远离金融诈骗风险。只有堵住“偏门”,才能为正规养老金融产品打开“正门”,为国民养老投资提供安全的投资渠道。

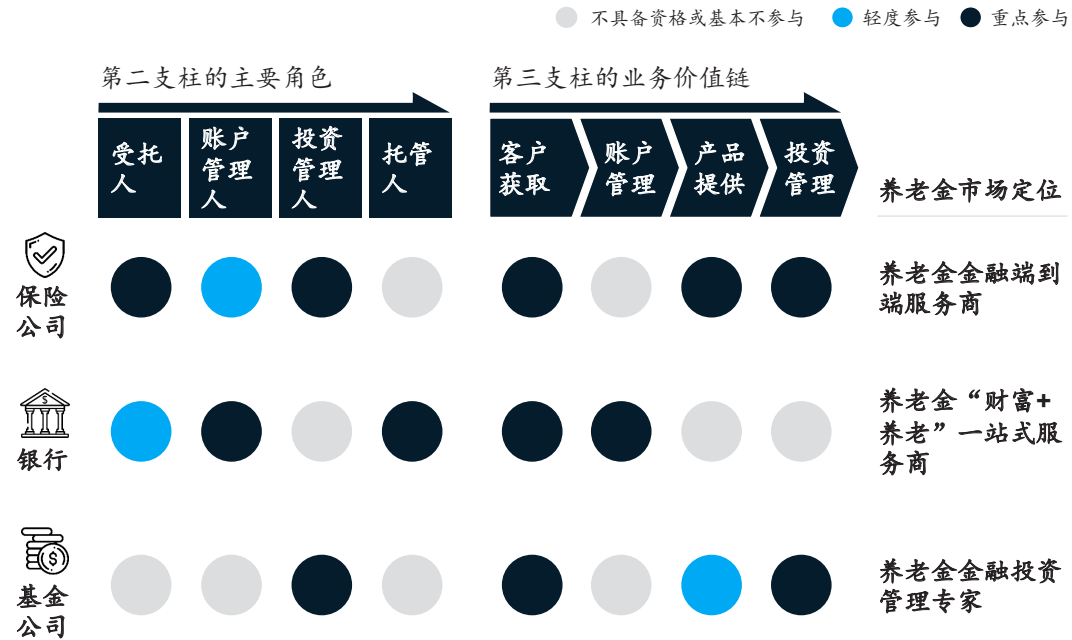
总之,希望建立一个多方参与、覆盖广泛的养老金融教育体系。通过在全社会开展养老金融教育,帮助国民提高养老金融素养,树立养老金规划和投资管理意识,提高国民的养老保障能力。



第三章

各就其位，蓄势待发， 制胜商业养老金市场

图7 中国养老金市场的主要参与方



资料来源：麦肯锡分析；资料检索

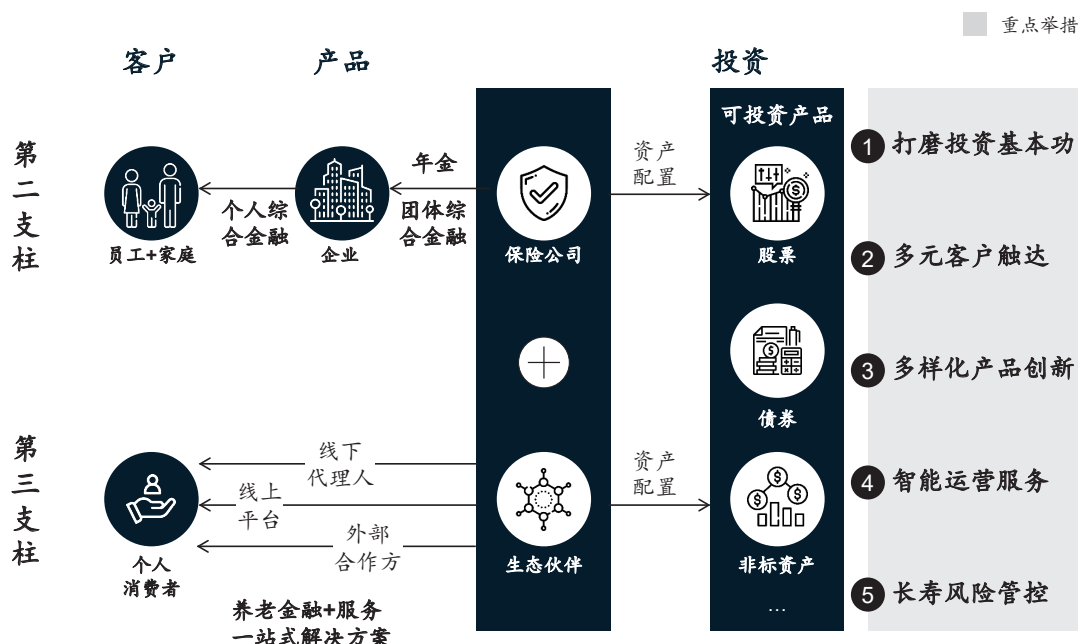
商业养老离不开商业机构，各类型商业机构已通过不同角色定位切入商业养老金融市场。中国第二支柱年金业务采取牌照准入制，在受托机制下获得准入资格的各类金融机构各司其职。其中保险公司和商业银行具备最全的牌照资质，但在角色上各有侧重。保险公司凭借其在长期资金管理方面的独特优势，作为年金整合方案的提供方主要承担受托人和投资管理人角色；商业银行则凭借其成熟的账户管理体系，作为运营服务提供方主要承担账户管理人和托管人角色；公募基金公司因其出色的投资管理能力主要承担投管人角色。此外有部分信托和证券公司也参与市场，分别承担托管和投管角色。中国第三支柱个人商业养老刚刚起步，2017年11月证监会发布的《养老目标证券投资基金试点指引（试行）》和2018年4月财政部发布《关于开展个人税收递延型商业养老保险

试点的通知》，初步确定了保险公司和公募基金作为核心产品提供方、银行作为账户管理方的定位（见图7）。

保险公司：先发优势明显，有望成为商业养老险的“端到端服务商”

随着中国养老金商业化改革的持续推进，历来具有独特政策优势的大型保险公司成为中国养老金市场中的重要参与方。凭借其全面的牌照资质、出色的保险产品服务能力和长期险资管理经验，保险公司具有明显的先发优势，有机会成为养老金第二、第三支柱的端到端服务商。麦肯锡认为，保险公司应重点聚焦五大领域，制胜中国养老金市场（见图8）。

图8 保险公司：发挥先发优势，做养老金第二、第三支柱的端到端服务商



打磨投资能力

- **发挥险资管理禀赋，补齐投资短板：**年金客户在养老金投资回报偏好上具有注重绝对收益保障、喜好低波动性的特点，而保险公司在险资管理和风险分散方面具备天然优势，正好能够满足这一需求特点。因此保险公司应继承其公司层面险

资管理的禀赋，并进一步扩大在大类资产配置和非标产品获取上的能力优势，提升年金投资管理水平。与此同时，相对基金公司而言，证券市场的投资能力是保险公司的弱项，保险公司应当积极补齐证券市场投资能力短板，全面提升综合投资管理能力。

麦肯锡认为，保险公司先发优势明显，应聚焦于打磨投资能力、多元客户触达、多样产品创新、智能运营服务和长寿风险管理五大领域，力争成为商业养老金的“端到端服务商”。

- **打破僵化人才管理，加快投资团队建设：**
在投资管理中，投资团队的能力是提高金融机构投资管理水平的核心驱动引擎。目前国内部分保险公司年金投资团队的人才管理机制僵化，缺乏有效的薪酬体系和激励制度，导致高素质投资管理人才流失率高，投资团队能力整体偏弱。因此，保险公司应加大改革力度，从激励、考核和培训三方面入手，调整优化当前僵化的人才管理体系。可采取的具体举措包括将年金管理规模、长期业绩、短期业绩等因素量化纳入考核体系，定期邀请海外投资管理专家提供专业培训等。
- **建立系统性的投资管理流程制度：**如前所述，优质的投资管理团队是核心驱动引擎，而系统性的投资流程和方法论则是保障投管水平持久稳定的基石。和海外领先机构相比，国内保险公司在投资管理上更多依靠个人决策或是部门决策，缺乏公司层面系统性的流程制度作为指引，决策随意性较强。因此，保险公司应尽快补齐管理机制上的短板，围绕投前、投中、投后各阶段，将投研、信评、风控、投后管理和评审等关键流程标准化、系统化，同时加强科技信息系统在各流程的应用，提升长期投管水平。

多元客户触达

- **推进投资者教育，提升养老金融认知：**
近年来，中国消费者对保险产品的认知和接受度有了显著提升，尤其是重疾险等健康险产品。然而，广大消费者的养老金融储备意识仍然不足，专业认知非常有限。《中国养老金融调查报告》（CAFF50 Survey）显示，银行是消费者获取养老投资产品的最主要渠道，保险公司排名靠后。据了解，由于佣金不高，保险代理人向消费者传播和推荐商业养老保险的积

极性较低。保险公司应当多管齐下，除了调动代理人的积极性之外，还应借助其他渠道积极推动消费者对于商业养老金融产品的认知和投资意愿。首先，要在目标对象上有所侧重，可根据行业、年龄、家庭结构等特征锁定准确的细分消费群体作为重点推进对象。其次，要借力银行渠道，尤其是具备高净值客户的私人银行，利用银行开展养老保险产品的理念教育。

- **建立数据驱动的精准客户营销，提高获客效率：**养老金融产品的目标客群覆盖范围很广，需要根据各细分客群的年龄、职业、消费习惯等选择针对性的渠道。相比传统的线下代理人渠道，通过数据驱动的线上精准营销能够大大提高客户获取效率。保险公司可以通过与社交媒体、搜索引擎平台或其他互联网公司的合作，准确找到对养老保险产品感兴趣的用户并对其进行精准营销，基于用户行为提供定制化的产品方案和定价。国内外部分领先的金融机构已纷纷采取行动，数字化程度相对较弱的养老保险公司应当借鉴其他机构的成功经验，加快建设线上客户获取能力。
- **提升线下代理人的专业技能，加强内部交叉销售：**与其他金融机构相比，目前保险公司代理人的水平参差不齐，在产品知识和个人养老保障咨询服务方面有较大缺失。保险公司要利用好庞大的寿险代理人渠道，培养寿险代理人对商业养老金产品的认知，提升代理人的专业技能，从而为客户提供更优质全面的产品咨询服务。其次，要加强集团内部的跨业务单元合作，打通各业务单元掌握的海量客户数据，基于统一整合的内部客户数据进行针对性的商业养老金产品推荐，从而充分挖掘内部交叉销售的机会。

B2B2C是突破年金业务瓶颈，实现年金业务盈利的重要模式

- **以年金业务为引子，深度挖掘企业客户、个人客户和数据的价值：**建立年金制度的企业是中国规模最大、综合实力最强的一批企业，其对接的超过2000万员工是中国社会中综合收入水平较高的群体，因此年金业务带来的团体和个人用户及其背后的家庭关系网极具变现价值。目前取得年金牌照的金融企业也大多具备深厚的综合金融服务能力，以年金业务为切入点，可以建立与企业客户长期的合作关系和持续的员工触点，加强团体综合金融服务，促进个人综合金融交叉销售。国内领先的保险公司已开始为企业年金客户提供团体综合员工福利，但是大多尚未具备服务个人客户的能力，要实现B2B2C业务的突破，应从完善产品、渠道、服务运营等方面入手，尽快补足能力缺口。此外，通过年金业务可以建立与员工及其家庭长期的用户关系和精准的数据洞察，保险公司应利用数据整合、大数据分析等手段充分挖掘数据价值，从而对个人用户进行更精准的营销和服务。

多样产品创新

- **摆脱对短期绩效的过度追求，满足客户长期养老保障的需求：**当前养老金融产品同质化严重，而且产品周期短，中长期养老金融产品匮乏，相关产品大多不超3年的封闭期。这主要是由于部分保险公司过度追求短期保费规模，而忽略了养老保险产品满足长期退休储蓄保障的本质需求。在这样的市场环境下，保险公司应当积极探索不同类型的商业保险产品，在产品利率和年限设计时摆脱追求短期绩

效的理念，注重新保单价值和长期稳定的投资回报率。

- **扩大产品服务外延、提供以养老保障为目的的增值服务，满足一站式养老金融服务需求：**养老金和私人财富管理的边界正在日益模糊、消费者对两者的需求日益重叠，提供养老金融+服务的一站式解决方案成为养老金融产业的发展趋势。随着银行和基金公司加入第三支柱商业养老金市场，提供以养老保障为目的增值服务以及综合金融解决方案的整合能力将成为金融机构的差异化竞争点。因此，保险公司应当充分利用集团内部资源，主动扩大服务外延，在保险产品的基础上叠加养老保障咨询服务，包括退休投资建议、财务规划、家庭资产配置等。比如，美国富达（Fidelity）公司从消费者需求出发，为客户提供各类增值咨询服务。其推出的“myPlan”互动智能服务充分考虑到消费者在退休后对退休收入规划的需求，消费者不仅能够创建个人退休储蓄计划，还可以有效预测达到退休储蓄目标所需要的钱款金额，从而更好地优化退休计划。

智能运营服务

- **建立以数据驱动的智能客户运营服务体系，实现流程自动化：**受互联网浪潮的影响，国内多数保险公司均建立了基本的前端线上自助服务平台，开始提供线上线下相结合的远程专业客户支持。在此基础上，保险公司如何进一步推动客户运营服务体系的智能化进程？从国内外领先金

融机构的最佳实践来看，核心在于建立全面完善的用户数据平台，包含用户标签、用户历史行为等信息，同时结合基于人工智能的算法引擎，支撑全流程服务自动化。

- **加强线上线下服务衔接，提升整体客户体验：**在实现客户运营服务自动化、智能化的同时，保险公司依然不可忽视线下代理人渠道的建设，尤其在客户关系维护和需求跟踪方面，应确保实现线上和线下渠道之间的无缝衔接，在提升客户体验的同时，寻找二次销售和交叉销售的潜在机会。

长寿风险管控

由于中国人口寿命显著延长，随着第二、第三支柱的不断发展，越来越多的居民进入养老金领取阶段，长寿风险在未来将日益凸显。作为长寿风险的主要承担方之一，保险公司的企业年金和个人商业养老保险都将面临长寿风险带来的支付能力不足问题。然而，由于国内资本市场尚不完善，再保险市场刚刚起步，无法完全满足保险公司长寿风险转移的需求。基于海外成熟市场的经验，我们认为，国内保险公司应尽早意识到长寿风险管理的必要性，从优化产品设计、发展再保

险、发挥金融市场功能和投资“反向风险”业务四方面入手，为长寿风险规避打下基础：

- **优化产品设计：**在产品定价时使用更加精准的生命表，包括提高生命表更新频率、增加特定细分人群等方式，更紧密地追踪人口死亡率趋势。此外，可考虑在产品条款中增加“反向长寿风险”的死亡保障责任，形成天然对冲。
- **探索再保险市场：**目前中国再保险市场的提供者数量较少，分保能力有限，技术水平也不成熟，值得保险公司保持关注和积极探索
- **发挥金融市场功能：**尽管国内资本市场尚不完善，短期内无法完全满足长寿风险转移的需求，但借鉴欧美市场的经验，随着资本市场的进一步开放，养老保险公司可考虑找到对“长寿风险”天然喜好的对手方（例如寿险公司），进行长寿风险互换（longevity swap），充分发挥市场功能，构建风险对冲。
- **增加投资“反向风险”业务：**保险公司可考虑通过投资在“长寿带来重大利好”的产业来转移长寿风险，例如疗养院、老年旅游业和生物医药初创公司等。

“不是每个人都有保险，但是几乎每个人都有银行”，麦肯锡建议，银行应牢牢把握客户触点，输出优质资产，争做养老金市场“财富+养老”一站式服务商。

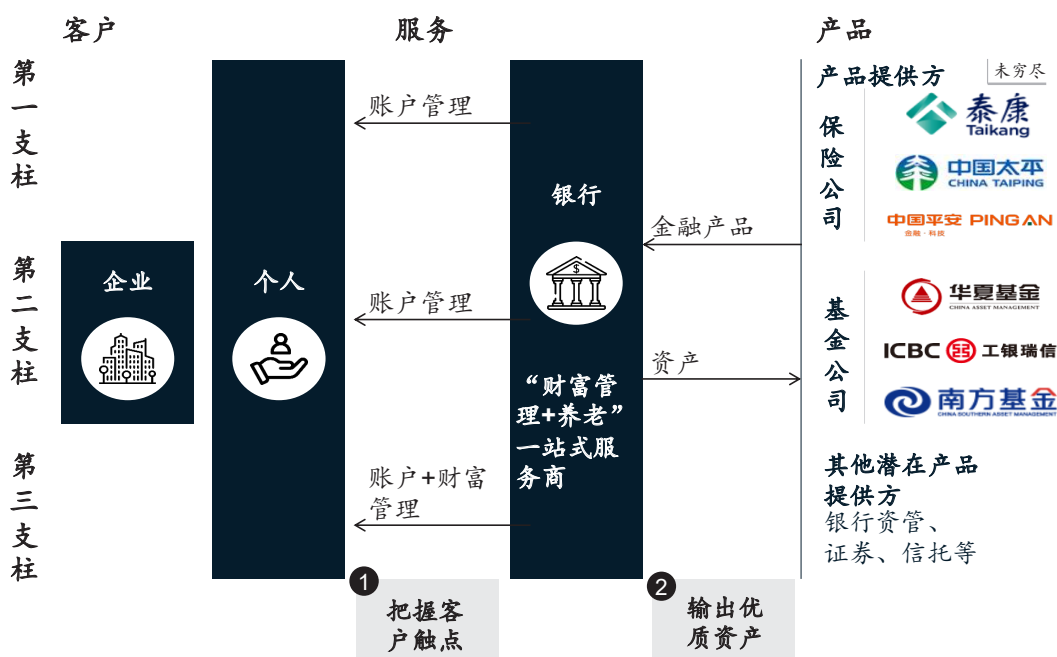
银行：牢牢把握客户触点，争做“财富+养老”一体化顾问

不是每个人都有保险，但是几乎每个人都有银行（账户）

与保险和基金公司相比，银行在其渠道布局、客户资源、品牌信誉等多方面具有天然优势，已经成为零售金融市场最重要的流量

入口。并且银行在三大支柱业务中都承担了账户管理人的角色，虽然业务介入深度不同，但聚集了大量用户。在韩国、中国香港等地，我们也观察到，银行通过以个人财富管理为切入口，成为保险或基金等个人养老金融产品的核心流量入口。麦肯锡建议，银行应牢牢把握客户触点，输出优质资产，争做养老金市场“财富+养老”一站式服务商（见图9）。

图9 银行：把握客户触点，输出优质资产，争做养老金市场“财富+养老”的一站式服务商



渣打银行和香港宏利保险（Manulife）建立了合作关系，在为客户提供强制性公积金（MPF - Mandatory Provident Fund）产品的同时，在银行网点设置MPF专员，为用户提供长期退休储蓄规划咨询服务，形成一站式的退休养老服务解决方案。

■ 把握客户触点，成为“财富+养老”的一体化顾问

随着个人寿命的延长，养老金和私人财富管理的边界日益模糊，消费者对两者的需求日益重叠，提供综合金融解决方案将成为未来养老产业的核心趋势。银行应综合考虑养老金融业务和财富管理业务，成为一站式服务商。

- **银行已成为中国最为领先的财富管理服务商：**银行在全国各地的机构渠道覆盖面广、渗透率高，已是多元化的保险和基金产品的销售平台和中国私人“财富管理”的主渠道。2017年发布的中国养老金金融报告显示，31.5%的消费者通过银行获取养老投资和理财产品，远远高于保险（13.9%）和基金公司（11.2%）的比例。通过提供广泛的资金服务，包括存款、贷款、信用卡等，银行和客户建立了高频接触，积累了大量数据，包括消费习惯、资金状态等。

■ 银行在商业养老金领域独具禀赋，可通过打通账户体系和数据壁垒整合客户触点：中国第二、第三支柱当前的渗透率很低，对于许多消费者而言，私人养老金管理仍是一个空白领域，而银行在渗透这一空白市场方面独具优势。银行掌握了消费者的多种账户，包括储蓄、信用卡、养老金等，可以通过打通数据壁垒让用户在一个网站、一个账户、一张报表上了解自身整体的资产水平和收益情况，同时为用户整体投资规划、养老生活规划、税收筹划等增值服务的建立提供数据和运营基础。

- **银行应从客户需求出发，建立养老+财富管理的专业服务能力，将触点转化为流量：**随着保险理财意识的不断加强，私人财富管理和商业养老保险内容相互渗透，国内消费者希望得到“财富管理+养老”一体化的专业建议。国内领先的零售银行已初步建立了一定的财富管理服务能力，用户消费决策的核心影响力正逐步从产品提供方转移至银行，提升了银行在

价值链中的话语权及利益分配。国内目前养老金管理和规划专业能力仍处于相当初期的阶段，麦肯锡建议，银行应在财富管理的基础上，通过自建或与保险公司合作的方式建立养老金投资顾问能力，关注长期投资回报，为客户提供包括养老金在内的全方位资产配置建议。同时，银行也需要持续优化理财产品组合，扩大投资者的可选产品范围。比如，渣打银行和香港宏利保险（Manulife）建立了合作关系，在为客户提供强制性公积金（MPF - Mandatory Provident Fund）产品的同时，在银行网点设置MPF专员，为用户提供长

期退休储蓄规划咨询服务，形成一站式的退休养老服务解决方案。此外，渣打还通过Prudential保险公司为客户提供满足其多样化退休财富管理需求的保险产品方案（见图10）。

整合集团资源，输出优质资产，实现养老金融闭环

银行系的资管公司在资产端的资源和数据风控上具有得天独厚的优势，拥有全面的客户的信贷信息等资料，可以为养老金投资管理方提供适合养老金投资特点的优质资产，从而实现养老金融闭环。

图10 渣打银行：通过和保险公司合作，建立“养老+退休”财富管理的专业服务能力

业务提供方

强制性
公积金
MPF



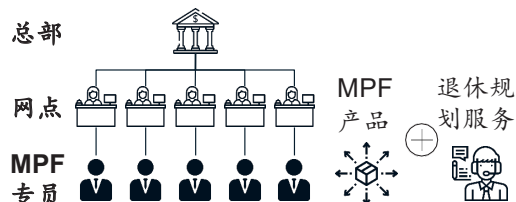
其他
退休
养老金
融



资料来源：渣打官网；麦肯锡分析

产品服务

渣打银行网点设置
MPF专员



提供一站式养
老的金融产品
和咨询服务

提供各类满足长期退休财务规划的保险产品



基金公司：产品设计丰富，配置策略灵活，养老产业的投资专家

就像逛超市喜欢“商品琳琅满目”一样，越来越多的消费者不再满足于标准配置的养老产品

随着消费者对私人财富管理和养老金融投资的需求日益增加和重叠，越来越多的消费者不再满足于标准配置的养老产品，对投资产品的多样性、灵活度和回报率有了越来越高的要求。《中国养老金融调查报告》显示，安全稳健、保值增值仍是影响调查对象养老投资理财决策的最主要因素，以外投资灵活度和良好的金融机构信誉也是重要的影响因素。与保险公司相比，基金公司的产品通常投资回报更高，设计更为多元灵活，能够有效迎合在投资理财方面变得更加精明的消费者。结合美国富达（Fidelity）、先锋（Vanguard）基金等公司的成功经验，麦肯

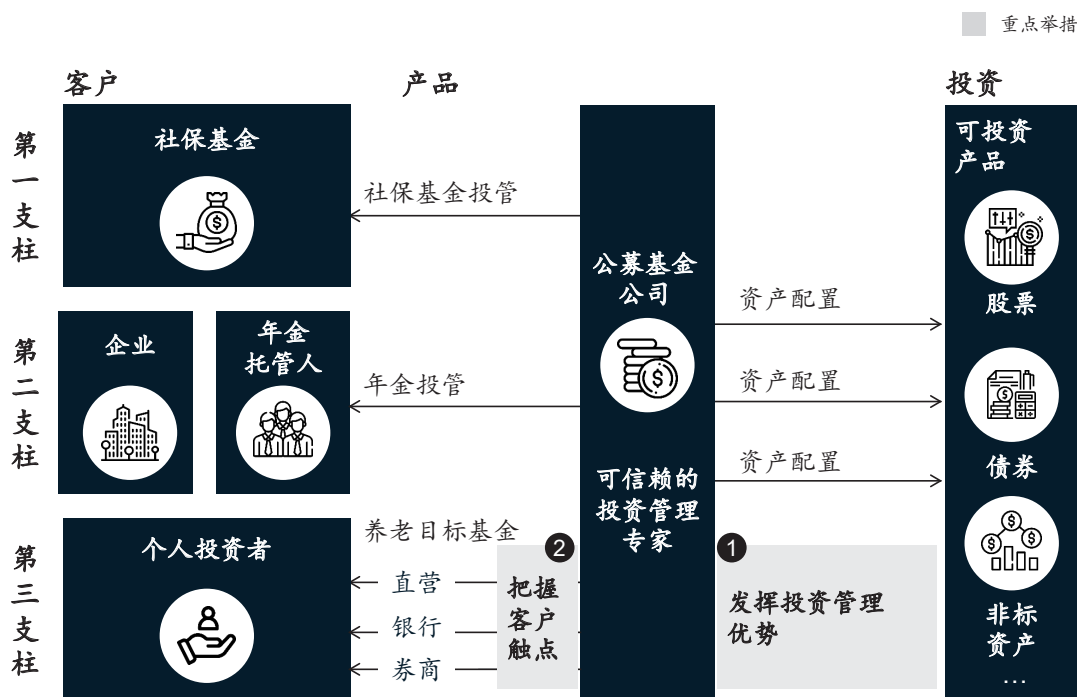
锡建议，国内的公募基金公司应继续发挥自身的投资管理优势并积极推进投资者教育，以提升品牌影响力（见图11）。

发挥投资管理优势，建立多元投资能力

公募基金公司在国内养老金三大支柱中承担着非常重要的投资管理人的角色，公募基金投管人占到第二支柱市场份额的40%，过去6年的平均收益率为6.34%，高于保险、券商和银行投管人。年金投资和养老目标基金投资管理在产品工具范围和投资管理年限上有着根本的不同，公募基金应充分发挥投管优势，在年金投资业务上进一步提升大类资产配置和非标资产投资能力，而在养老目标基金投资上则应以提升长期投资能力为核心，并匹配相应的支持机制。

- **加强第二支柱中大类资产配置能力和非标资产投资能力：**在年金市场中，公募基金只能扮演投资管理人角色，为机构

图11 公募基金：充分发挥投管能力优势，建立用户品牌影响，成为可信赖的投资管理专家



就像逛超市喜欢“商品琳琅满目”一样，越来越多的消费者不再满足于标准配置的养老产品。麦肯锡建议，国内的公募基金公司应继续发挥自身的投资管理优势并积极推进投资者教育，以提升品牌影响力。

客户提供年金养老金产品。由于年金市场发展较为成熟，且公募基金公司无法扮演受托人角色，对委托人的影响较小，前端的销售、客户运营能力不是核心竞争要素，因此需着重进行投资能力的建设，主要包括大类资产配置能力和非标资产投资能力。年金产品具有较为多样的投资产品配置，包括股票、债券、非标资产等。但传统的公募基金多专注于单一类别的资产投资，不强调大类资产配置；同时投资限制较多，不允许投向非标资产，缺乏对应的投资经验。而部分同样作为投资管理人的保险公司已经通过为自身的险资做资产管理配置积累了丰富的大类资产配置经验，且自身非标资产选择较多，例如基础设施债权等。因此在年金投资上，公募基金公司应积极建设大类资产配置能力与非标资产投资能力，同时进一步夯实股票投资的优势，增强核心竞争力。

- **建立稳定长期的第三支柱养老基金投资理念，匹配长期投资导向的支持机制：**参考国际模式和证监会的政策引导，养老目标基金产品的定位是长期持有、长期投资的产品。但是目前国内公募基金公司背负较大的短期回报压力，人员流动性较大，大多尚未在核心投资团队形成长期投资理念共识。麦肯锡建议，公募基金公司应针对养老基金产品建立一套稳定长期的、公司层面认可的投资理念，维持养老金投

资管理的稳定性和持续性，同时匹配长期投资导向的能力培训和团队管理机制，包括：在投研能力方面，重点培养对长周期的经济形势的判断，如宏观经济走向、人口老龄化判断等，优化资产配置的下滑曲线；在管理机制方面，避免短线排名，加强对基金经理的长期投资业绩的考核和激励。

在中国，基金公司需要大幅提升品牌影响力

第一和第二支柱属于对公投资管理业务，核心是夯实投资能力；而第三支柱属于消费者业务，且面向的不仅是现在的基金投资者，还有大量对金融投资缺乏了解的消费者。他们在投资养老基金产品时，很难通过对专业能力的判断和比较（如历史业绩回报、投研能力、资管管理规模等）进行筛选，而是更倾向于直接选择品牌知名度和市场信任度较高的基金公司。

- **投资理念教育是提升品牌影响力的核心抓手：**当前的中国消费者更倾向于通过银行理财和保险产品进行养老投资。根据中国养老金融调查报告（2017），通过购买股票或者基金进行养老投资/理财的人数仅占13.2%，大大低于银行存款/理财（30.2%）和商业养老保险（20.5%）。背后的原因主要是消费者缺乏对基金产品和基金投资的认识，从未接触过基金

产品，或由于短期炒作连连亏损，不愿选择基金产品作为养老储蓄投资的手段。因此公募基金公司需要持续推进多渠道的投资者教育及服务，通过海外案例分享、数据分析报告等多种形式，提升对基金产品的基本认识，倡导长期持有的基金投资方式，让消费者意识到应选择长线投资的方式，养老基金产品风险稳定，收益可观，与养老需求的匹配度高。

- **树立养老金融的专业形象，提升品牌影响力：**不同于基金投资用户，多数养老目标基金的消费者缺乏对基金产品的深入认知，而各类养老目标基金产品推出市场的时间较短，短期内业绩差异不大且缺少长期业绩信息，因此品牌知名度成为投资者对基金产品选择的决定因素。我们建议，公募基金公司应在消费者和监管机构面前树立养老金融的专业形象，提升社会认可度，从而提升客户渗透率，获得

监管部门政策红利。具体举措包括发布研究报告和指数、参与组织学术论坛等。例如，自1975年个人养老账户（IRA）建立以来，美国富达公司在纸媒、电视媒体等渠道积极营销，提升品牌在广大消费者中的影响力，现已成为美国最大的养老金融平台；该公司在进入中国市场后，亦与蚂蚁财富合作共同发布《中国养老前景调查报告》等（见图12）。

“健康养老生态圈”值得银行、保险、基金积极思考探索

未来的10-20年里，随着65后步入退休行列，消费者对于健康养老服务的消费意识和习惯将不断转变，对健康和养老服务的需求也将显著增加且日益重叠。以领先的保险、银行、基金为代表的养老金融企业都已在医养服务产业进行不同程度的资本布局，可

图12 美国富达公司自1975年发布个人养老账户（IRA）以来，持续推进多渠道营销，提升品牌在广大消费者中的影响力，现已成为美国最大的养老金融平台

智能化时代，发布宣传片《退休储备》，宣传移动端一站式账户

2014年



电视广告时代，针对“婴儿潮一代”，采用受欢迎的重金属乐队铁蝴蝶的歌曲作为广告的背景音乐

2005年



纸媒时代，发布IRA账户，通过报纸宣传其智能、灵活、简易的特点

1975年



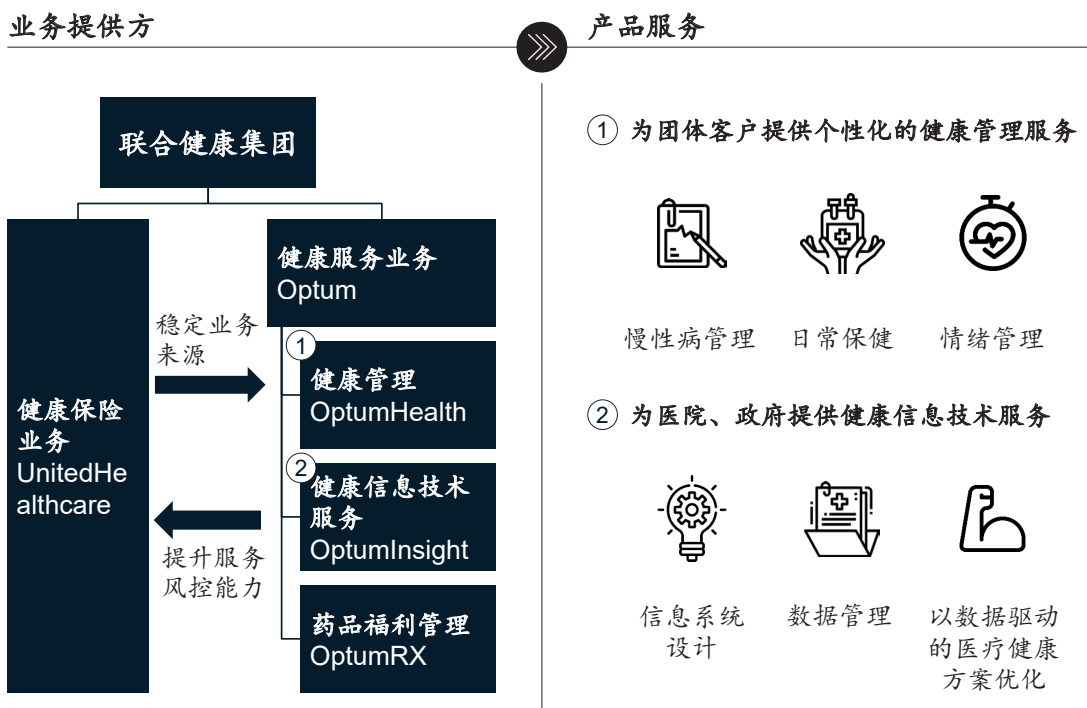
考虑积极探索构建健康养老服务生态圈，一方面满足消费者“养老+健康”的端到端需求，提升客户满意度和粘性；另一方面反哺养老金融业务，提升机构的市场竞争力，对冲养老金融产品的长寿风险。

对于目前阶段，麦肯锡观察到两种主要的参与模式：一种是重资产模式，通过自有物业提供养老金融产品、地产销售及养老照护和医疗的“一揽子解决方案”；另一种是轻资产模式，通过科技和金融驱动，以健康管理和科技信息平台为核心，与健康医疗机构和养老社区运营商形成生态结盟，提供保险金融+健康管理服务。在轻资产模式中，科技能力和信息平台的建设至关重要。以美国为例，由于其充分市场化的医疗体系，“保险+健康”服务的一揽子解决方案已非

常普遍。从美国联合健康集团（UNH.N）的经验看到，完善的信息系统已成为其在健康保险+服务产业链布局方面的核心竞争力。集团旗下专门设立的健康信息技术服务公司（OptumInsight）专注于核心系统建设和业务数据分析，一方面能够通过科技赋能提升保险公司的健康管理服务能力，另一方面也能有效协助其保险业务，加强医疗行为监控，有效降低赔付成本，推动风险管控（见图13）。

养老产业生态圈战略的想象空间巨大，但目前多数企业仍处于摸索和尝试阶段，面临诸多挑战，包括行业整体营利性低、回报周期长、生态伙伴管理难度大等，还需要继续不断的思考和积极探索，生态圈的构建任重而道远。

图13 联合健康集团：以科技信息技术为核心竞争力，布局健康保险服务产业



泰康健康产业投资控股CEO 刘挺军访谈



刘挺军

泰康保险集团副总裁兼泰康健康产业投资控股有限公司首席执行官

武汉大学董辅初研究院研究员

民政部全国养老服务业专家委员会委员

中国保险资产管理业协会监事会监事

中国传统是“养儿防老”的居家养老模式，但此模式已经面临越来越多的问题。泰康开创了独具特色的“养老社区”，社会反响非常好。您怎么看未来的中国的养老模式？

选择何种养老模式要基于老年人的实际需求情况。

首先是生活方式。如今，老年人的总体健康水平逐步提升，平均寿命不断延长，很多人希望保持一个“健康而积极的生活方式”，不只要活的长久，还要活的健康、快乐和有活力。同时，老年人退休后有更多的富余时间，如何让这些时间变有充实和有意义也是老年人关注的问题。大型养老社区的配套完善且活动丰富，体育锻炼、文化艺术、聚会娱乐应有尽有，相对于传统居家养老有无法比拟的规模优势。

其次是服务能力。刚开始泰康养老社区的服务人员和老人的比是1.6:1，一个老人需要1.6个专业人员来服务。但随着社区入住率的提升以及护理团队的多学科协作和专业化分工，这个比率已经下降到0.6:1，而且服务水平和质量更高。从护理服务专业能力和服务效率的角度上，养老社区比居家养老更具优势。

再次是心理需求。很多老年人退休后会“被迫”离开社会，但他们也有社交的需求，居家养老最难以克服的问题就是老人的“孤独”。养老社区则可以很好的解决这个问题，社区居民

可以通过活动、兴趣和其他方式进行互动和建立联系，让老人持续生活在社会环境中。

最后是医疗健康。从医疗服务角度来说，大型医养社区可以更好的补充现行的医疗体系。当前，中国的医疗体系以疾病“治疗”为出发点，医院的主要任务是急危重症的诊断和治疗，每天不断重复着“挂号、看病、住院、出院”的闭环，包括疾病预防、慢病管理、全科诊疗和康复护理等在内的“院外”服务相对缺失。医院的医疗资源紧张而昂贵，提供这些服务会造成成本增高和资源浪费，所以并不适合由综合医院来提供这些服务。相反，医养社区正好与之互补，相对于“治疗”，老年人更需要全科服务、慢病管理和康复护理，尤其是针对心血管系统、内分泌系统和呼吸系统的老年慢性疾病。大型养老社区可以配建社区医院，泰康的每个社区均配建一个以全科医学、慢病管理、康复护理、老年常见病诊疗及急救照护为特色的二级医院，这样可以充分了解病人的病史，开展全程和闭环的健康管理、全科诊疗、康复护理服务。

泰康在养老社区投入了11年，而且也基本走出了一套金融和养老产业相结合的模式。您认为泰康养老模式成功的核心要素是什么？

泰康坚持“保险、资管、医养”三位一体协同发展的模式。就养老地产方面，我们坚持重资产持有和自主运营，发展中我们的核心诉求是要“锁住未来的成本”。首先，最大的成本是土

通过持续的服务运营优化，泰康养老社区的服务和居民比率由1.6下降至0.6，服务效率相较居家护理优势明显

地成本以及由土地产生的租金成本，中国的城市和城市的土地价格发展变化很快，轻资产模式无法锁住地价。其次是服务成本，为此我们坚持自建团队和自主运营。我们的服务人员和社区居民的比率大幅下降，这凸显了我们专业服务能力的提升，并由于服务效率的提高而具备成本的优势。再次是保险业务和养老投资在资金上的互补，保险业务每年产生大量现金且具备长期投资的需求，而养老地产就是很好的长期投资标的。随着中国人养老健康需求的日益增加，养老投资未来回报可期。

同时，我们认为泰康的模式还具备一定的门槛。首先是资金门槛，每个重资产养老项目的投资额都在几亿甚至十几个亿，而且投资盈利周期很长，这需要稳定的资金支持。更难复制的是管理和运营门槛，养老产业行业跨度大，需要“多学科的复合团队”，有工程开发、物业管理、酒店/公寓经营、医疗健康管理、养老护理服务等等。通过多年实践积累，我们沉淀形成了一套管理系统，这是我们的核心竞争力。最后是品牌的门槛，泰康属于这一模式早期的实践者，到今天已经建立一定的口碑，这是我们重要的无形资产，我们也投入了大量资源在市场推广和客户服务提升，最终树立起泰康医养的品牌形象。

您对中国未来的“养老金融”体系怎么看？未来不同的金融机构，谁更有机会来分享这个市场红利？

中国“未富先老”，相较于发达国家，我国民众对养老的总体储蓄和准备不足，这一点从政府到行业有统一的共识。未来政府将会出台更多政策鼓励个人养老金储蓄。按照国际经验，最常见的措施是推行税收优惠政策，2018年已经试行了一部分，相信未来类似的政策还会进一步的增加、深化和做实，这其中蕴含巨大的市场机会。

具体要结合中国的国情现状来判断未来市场的机会。首先，中国的资本市场还比较不发达，民众对于资本市场的整体接受程度仍然不高，复制类似于美国的“基金模式”在短期之内有一定的困难。其次，中国的养老健康服务市场巨大，且城乡差异、区域差异极大，所以在不同地方、不同机构可以有针对性地构建不同的市场格局，经济活跃的大湾区可能率先尝试一些新的业务模式。最后，中国普通民众的金融知识相对有限，基于此，监管机构需要采取一些审慎政策保护民众，监管会对行业产生巨大、深远的影响。

总体判断，保险机构的优势相对大一些，主要是因为保险机构有长期投资的基因，而这正是养老金所需要的。其次，保险也给人以稳健的印象，让普通消费者更有天然的信任感，从监管机构的试点政策来看，也希望有实力的保险机构担负起这个社会职责。此外，银行也有自己的优势，就是其现有的庞大客群。一个城镇居民可能没有保险产品，但一般都有一个银行账户。如果银行机构可以提升自身的专业性，加之如果监管允许，也完全可以代销“税优养老金产品”。



刚刚过去的2018年，是中国养老金商业化改革值得铭记的一年。随着个税改革、税延试点、养老目标基金试点等政策创新的不断推出，中国养老金体系市场化改革的大幕正式开启，商业养老金市场将迎来跨越式发展，领先的保险、银行、基金企业也将迎来一次历史性的发展机遇。我们希望本文的发表可以为行业的发展带来一些思考和启发，也由衷祝愿中国的养老金融企业可以把握这个难得的机遇发展壮大，为中国养老事业的可持续发展贡献自己的一份力量。

关于麦肯锡中国区金融机构咨询业务

麦肯锡是一家全球管理咨询公司，为企业和公共机构提供有关战略、组织、运营和技术等领域的咨询及相关服务，我们的10,000多名咨询顾问分布于全球60多个国家的120多个城市之中。麦肯锡中国区分公司由北京、香港、上海、深圳和台北分公司组成。

麦肯锡中国区金融机构咨询业务服务于中国区领先的银行、证券和信托公司、财富与资产管理公司、保险公司等金融机构，涉及转型与创新、互联网金融、全球化、战略、企业金融、销售与营销、运营、数字化与技术、风险与资本、领导力培养与文化转型等广泛领域。我们在本地区共有约300多位专注于金融领域的咨询顾问，均具有金融机构相关的深厚的专业经验。与此同时，我们依靠麦肯锡遍布全球的金融机构专业咨询顾问和调研及分析人员的庞大资源体系，汲取智慧并有力地支持我们为本地区的客户提供服务。

关于作者



倪以理

全球资深董事合伙人
香港分公司
Joseph_luc_ngai@mckinsey.com



曲向军

全球资深董事合伙人
香港分公司
John_Qu@mckinsey.com



毕强

全球董事合伙人
北京分公司
Arthur_Bi@mckinsey.com



陈鸿铭

全球副董事合伙人
香港分公司
Hongming_chen@mckinsey.com



孙铮

项目经理
上海分公司
Zheng_Sun@mckinsey.com



张思思

咨询顾问
上海分公司
Sisi_Zhang@mckinsey.com

本文作者还要感谢麦肯锡多位同事对本报告的贡献，特别是上海分公司的黄子依、刘畅、颜晓静和房畅坤；德国法兰克福分公司的Kathrin Habrich；美国纽约分公司的Owen Jones；韩国首尔分公司的Hyunjoo Lee。

