

东方红悦读

issue 32
2018 年 11 月

东方红
财富俱乐部
Vip 专刊

感恩责任梦想

东方证券资产管理有限公司
ORIENT SECURITIES ASSET MANAGEMENT COMPANY LIMITED



订阅号，坐享更多资讯



服务号，尊享账户信息



东方红资产管理 APP

敬请扫描、搜索“东方红资产管理”一键关注微信账号，下载 APP

践行责任 提升专业
共迎养老金第三支柱的春天



养老金特刊

立足长期 提升专业 让养老更有尊严

近年来，我国已初步建立起基本养老保险、企业（职业）年金和个人养老金制度相结合的三支柱养老保障体系。目前，第一支柱方面，通过不断改革完善，已经形成城镇职工+城乡居民两大制度平台，截至2017年底，全国参加基本养老保险超过9亿人。第二支柱企业（职业）年金也取得了积极进展，发展10年来，全国已经有近8万户企业建立了企业年金，参加职工人数达到了2300多万人；同时，职业年金随着机关事业单位养老保险制度改革已经建立，未来逐步进行投资运营。第三支柱方面，政府正在制度设计中。今年以来，随着个人税收递延型商业养老保险试点的推出和养老目标基金的问世，第三支柱个人养老金制度落地生根，由理论探索走向实践。

随着养老目标基金的获批和发行，中国公募基金行业以养老目标基金的形式成为养老第三支柱的主力军，开启对个人养老这片蓝海的探索。在促进养老金投资管理健康发展的过程中，如何更好地实践长期投资、价值投资理念，提升专业投资能力，合理资产配置，让更多老百姓感受复利的力量，是我们需要思考和解决的重要命题。

本期重点关注中国养老金体系的建设与完善，收录了来自监管领导、基金管理人、托管银行等多方面的最新研究观点，明确养老金发展的原则和市场参与者的职责，为未来公募基金纳入到第三支柱养老金体系做好准备。封面文章分别选用了中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨女士关于养老金第三支柱领域的重要讲话，招商银行在养老金业务上的思考与心得，以及东方红资产管理在养老金领域内的最新研究解读。

其中，钟蓉萨副会长对公募基金行业参与第三支柱养老金体系建设提出意见：第一，要坚持投资者利益第一，不断提升投资管理能力，切实把基金投资的好收益变成投资者的好回报；其次，希望行业要严格坚持控制风险的底线，科学管理业绩波动，切实提升养老金的风险管理能力；第三，希望行业坚持从参与者的角度出发，强化投资者教育，便利投资者参与。

伴随养老金第三支柱试点政策的落地，我们相信，公募基金管理人通过专业投资管理能力实现基金资产的长期保值增值，将成为更多普通人实现有尊严养老的重要方式。资产管理人围绕客户长期回报，在内外部努力营造长期共赢的生态体系，可以让多方共享投资之美。

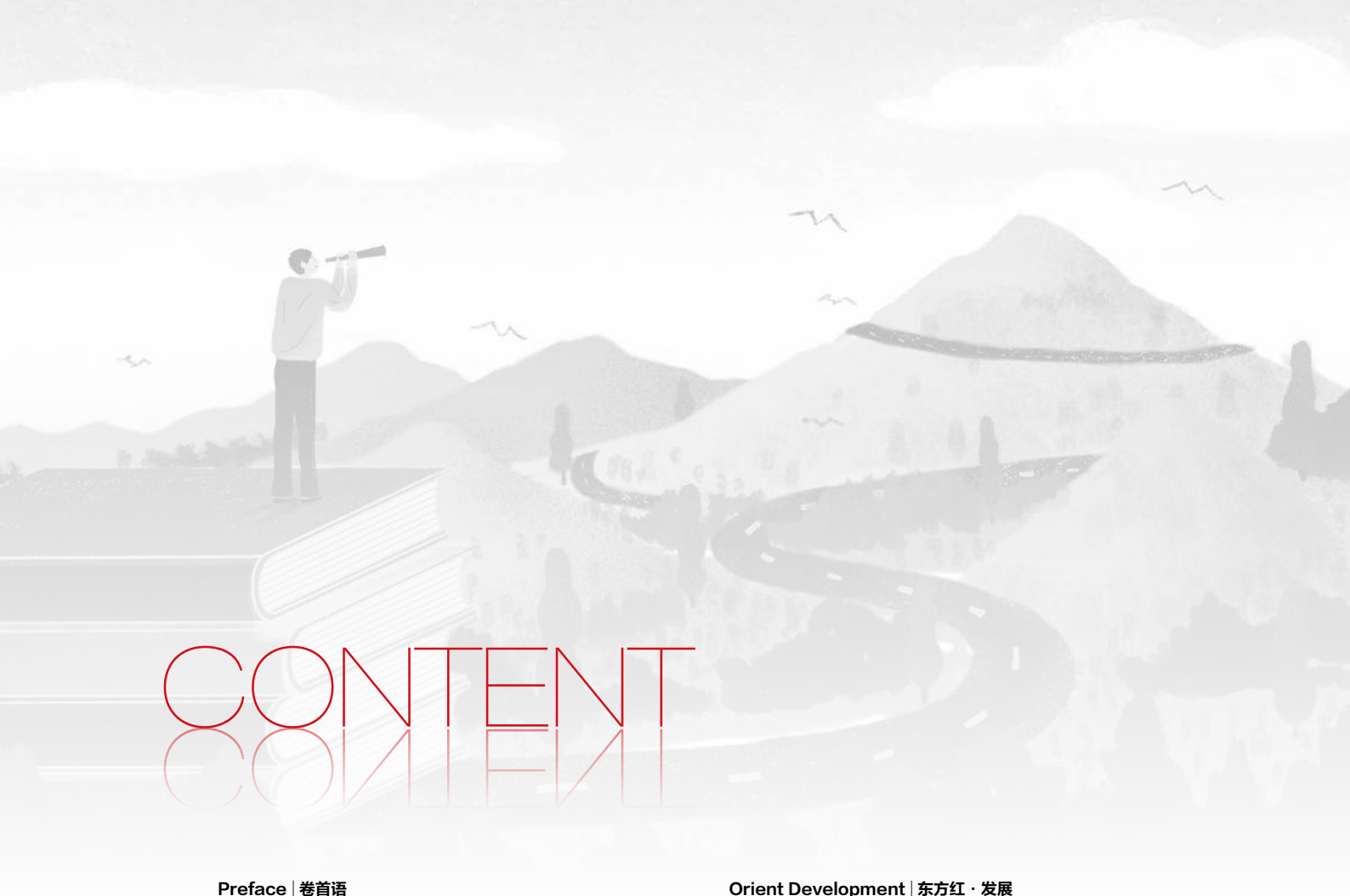
“不做努力，不施肥，花是开不好的。”正如钟蓉萨副会长所呼吁，我们希望监管单位、基金管理人、销售机构、托管机构、媒体同仁和社会各界一起努力，共同探讨，携手同行，为在第三支柱服务老百姓做好准备，让更多人能够有尊严地养老！

责任

感恩

梦想

感恩 责任 梦想



	Preface 卷首语		Orient Development 东方红 · 发展
01	立足长期 提升专业 让养老更有尊严	20	东方红资产管理任莉： 耐寂寞而不热衷 处繁华而不没落 以客户利益为先，努力成为受人尊敬的资产管理公司
	Cover Story 东方红 · 封面故事		
04	践行责任 提升专业 共迎养老金第三支柱的春天 中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨女士 关于养老金第三支柱的重要发言	26	券商资管走过八年： 聚焦主动管理 提升核心竞争力 东方红的成长故事
			Orient Topic 东方红 · 专题
10	赤子之心，与子偕老 ——陪伴是最长情的告白…… 招商银行在养老基金业务上的思考与心得	30	面向养老金体系的机构业务 充分认识并分析养老金体系中的参与者，引导行业健康发展
14	美国养老金市场现状 及对共同基金的影响 东方红在养老金领域的最新研究解读	36	IRA 在美国家庭退休储蓄中的角色 IRA 在退休储蓄中越来越重要

	Orient Topic 东方红 · 团队
42	着眼长期 做中国价值投资的坚定实践者 东方红权益投资团队的理念与发展

46	做好债券研究 完善团队建设 为投资人打造持续回报的特色固收产品 东方红固定收益投资团队的理念与发展
----	---

	Long Journey 东方红 · 万里行
50	十年砺剑，百炼成金 —东方红万里行 3 周年记 投资是一辈子的事，我们要一起走很久

	Orient Investment Education 东方红 · 投教
52	可惜的是：没有人愿意慢慢变富 追求复利的力量

56	个人养老金投资者教育实施路径 构建多层次投资者教育体系
----	---------------------------------------

	Orient Books 东方红 · 书屋
60	《老后破产》读后感 养老投资，是一件宜早不宜晚的事情

特别鸣谢

感谢中国证券投资基金业协会、招商银行
对本期养老金特刊的大力支持！



主办
东方证券资产管理有限公司

编委会主任
任莉

编委
饶刚、周代希、卢强、张锋、林鹏、李云亮、
詹丽、杨海

主编
汤琳

责任编辑
李雪

地址 上海市中山南路 318 号
东方国际金融广场 2 号楼 37 层

邮编 200010

总机 021-63325888

传真 021-63326981

电子邮箱 service@dfham.com

客服热线 4009200808

公司网站 www.dfham.com

微博 东方红资产管理 weibo.com/dfham

声明
本刊为内部交流材料，仅供参考。东方证券资产管理有限公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，所载观点不代表任何投资建议或承诺。部分图片、文字源自网络，作者无从考证，如涉及版权请与编辑部联系。

本材料并非宣传推介资料，也不构成任何法律文件。

本材料的版权为东方证券资产管理有限公司所有，未获得东方证券资产管理有限公司的书面授权，任何机构和个人不得对外散发本材料或进行任何形式的发布、转载、复制或修改。



践行责任 提升专业 共迎养老金第三支柱的春天



本文根据中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨女士的公开发言整理。

我们站在20年的起点上，也是站在第三支柱的起点上，思考公募基金如何为行业、为老百姓，为养老金做好准备，能够“责任扬帆，专业启航”。

养老金第三支柱的试点政策是今年4月份发布的，试点地区在福建、上海和苏州工业园区。协会5月16日在福州举办了首届“养老金与投资”论坛，当时的标题是“启航与展望”。为什么我们到试点地区举办首届养老金论坛？我们的想法是希望让试点地区的老百姓知道第三支柱是要建立个人账户，自主选择金融产品，不能局限于某类产品，不是产品导向。养老金未来二三十年的宣传，应该把这个作为重点。我们如何让老百姓理解，刚兑不代表安全，而是要用专业投资能力，坚持长期投资实现复利，才能够应对未来的长寿风险。这个道理不仅是我们今天要说，而是我们要常常说，要在很多的场合去说，让我们的老百姓去理解。这是一个非常困难的工作，很不容易，我们要不断加油把这项工作做好。因为大家看到，我们的投资者，即便是高净值的投资者，也习惯了过去去买保本的、刚兑的产品。基金行业如何让大家理解波动，理解有波动的产品更适合养老，这是个非常长的话题，需要不懈的努力，希望公募基金行业和媒体一起，逐渐把这些道理跟老百姓讲清楚。

之前在FOF的一个论坛上，我们讲如何冬藏，春天的时候才能够绽放。今天我们在盛夏的时间谈几个“春天的故事”，谈谈我们对养老金的思考和期望。尽管现在是盛夏，马上进入三伏天了，只有鲜花开的好才能有更好的种子，到春天的时候才有更好的鲜花。

第一个春天，1978年的改革开放。40年来中国的经济保持了高速增长，老百姓不管是物质还是文化的生活都发生了翻天覆地的变化。我们曾经跟老外交流，九十年代初大家一个月工资60块钱，当时老外都不相信，60块钱能过生活吗？当时要破开10块钱都舍不得破，破开了怕找不着了。现在，破开100块钱大家也没有觉得什么。四十年来，不管通货膨胀还是收入水平发生的变化，在座的人都是有非常深的体会的。到2017年末，居民的储蓄存款已经达到了65万亿元。全国城镇居民人均可支配收入已经达到了3.6万多，那是1979年的90倍，人均收入年均的复合增长率是13%。现在中国的老百姓，不管是大节，

小节，朋友圈里看见大家在全世界旅游，到全球买买买，这是中国人给大家的印象。

中国老百姓富有了，但是这些钱是不是得到了很好的引导？与此同时，中国的人口结构发生悄然变化。过去人口红利一直是我们引以为傲的优势，但是现在人口红利已经逐渐消失，很多工厂搬到东南亚去。我们的人口结构正在从50年代的“正三角”，逐渐变成现在的桶型的结构，年轻人、中年人、老年人基本比较平均的结构。联合国预计到2050年，中国的人口结构是“倒三角”的状况。“正三角”是50年代，那个时候人口出生率非常高，接下来计划生育，人口骤然下降。现在，在90后已经开始步入家庭的时候，基本上两个小年轻，可能要养6到8个老年人，爷爷、奶奶，太爷爷、太奶奶，四世同堂的家庭。老龄人口增加、老龄的速度加快、人均寿命延长这些方面都意味着未来退休后需要更多的支出，要做更充分的准备。老百姓现在有一定的财富积累，如何引导大家平衡当前的消费和未来的养

老需求，制定更加可持续的养老计划，通过更有效的投资工具为他们的明天储蓄更多，这是我们义不容辞的责任，也是我们面临的非常现实的问题。

第二个春天，是1991年国务院提出要逐步建立起基本养老保险、企业补充养老保险和个人储蓄性养老保险相结合的制度，描绘了政府、企业、个人三者责任共担的三支柱的雏形。经过30年的发展，基本养老保险覆盖了9亿多老百姓，作为有14亿人口的中国，政府解决9亿多人的基本养老需求，是非常宏大的工程，我们实现了。但是政府的负担越来越大。老百姓放进去的钱和取出来的钱，虽然都增加，但是放进去的钱增长的速度不如取出来的速度快，财政的补贴逐年增加。二支柱发展了11年，基金规模有1万多亿元，但是只有2300万人参与，在我们14亿总人口中的占比很低。近年来经济结构转型，企业的税和费的负担还是很重，如果再让这些企业建立年金，负担会更重，二支柱接下来要快速发展非常不容易。在这个情况下，我们跟相



关政府部门建议，在大家全球旅游、全球买买买的时候，是不是通过税收小小的杠杆，能够让大家用每年买一个包包、买马桶盖的钱为他们的养老做些安排。如何去提升个人在养老储蓄中的参与率和积极性，如何去解决这个问题，而且去做积累，我想这是我们面临的第二个问题。

第三个春天，是1998年公募基金的诞生。经过20年的成长和积淀，基金行业确实取得了一系列令人瞩目的成绩。我们最自豪的是建立了一套公募基金规范发展的制度体系，特别是双重受托、每日估值、组合投资、信息披露，这些制度安排已经成为资产管理行业规范发展的典范。第二个是行业的规模和投资能力。不管是规模总量，还是产品数量，都已经到了比较大的数量级。在公募基金的规模中，货币市场基金占比大，这是基金行业成长过程中的烦恼，境外基金行业的发展也是走过这样的一个路程。经历这样的成长，我们更知道权益投资是我们的大菜，是我们最应该加大力量培养的专业投资能力。偏股型公募基金的年化收益率达到16.5%，债券型公募基金的年化收益率达到7.2%。像王理事长讲，如果当时基本养老金的个人账户

户落地的时候，配了公募基金的话，其实也不仅仅是社保的8.4%的收益了。当时没有去做，也许是那个时候公募基金太年轻，没有做好准备，现在行业做好了准备，也形成多元包容，充分竞争的行业生态。商业银行的私人银行，把理财资金委托给公募基金管理，社保基金18家投资管理人里，16家是公募管理人。大家认为，金融市场里，基金行业用市场化机制建立了优秀的人才队伍和严谨的管理规范。在各类金融产品里，最规范的、有完善托管安排的产品就是公募基金。第三点是发挥普惠金融的作用，助力个人家庭财产和养老金保值增值。基金行业现在拥有4.2万亿有效个人基金账户，确实对我们的老百姓理财发挥非常重要的作用。同时，基金管理人受托管理基本养老金、企业年金、社保基金等各类养老金超过1.5万亿元，在养老金境内投资管理人的市场份额占比超过50%，总体上实现了良好收益。

大家经常会好奇，为什么基金业协会去推动国家的养老金体系，从“小我”来看是为了基金行业，从“大我”来看是为了国家，为老百姓做这么一个制度安排。德鲁克先生写了本书《养老金



不做努力，不施肥，花是开不好的。我们在这个夏天一起努力，一起探讨，一起加油。期待明年春天，5月份，我们能看见更美的花朵！



革命》，书中讲到，养老金成为上市公司的股东，分享美国创新创业和国家的成长。基金行业把20年、30年的钱配置到最有价值的股票，老百姓就可以通过他们的养老金，通过公募基金分享经济和改革开放40年的成果。

站在行业发展20年的新起点，希望行业能够为明年5月份公募基金纳入到第三支柱养老金体系做好准备。

首先是要坚持投资者利益第一，不断提升投资管理能力，切实把基金投资的好收益变成投资者的好回报。不管是FOF，还是养老目标基金，都在陆续推出来。行业要深入思考如何在产品端、销售端、服务端提升资产配置能力，用好FOF工具，促进基金销售向财富管理转型，把为投资者创造长期稳健的收益作为业务布局、业务发展、业务考核的核心。

第二是希望行业要严格坚持控制风险的底线，科学管理业绩波动，切实提升养老金的风险管理能力。为什么要讲这一点，因

为养老的钱，长期收益是我们追求的，但是如果波动太大，现阶段老百姓也很难承受。立足于长期投资的有效风险控制和更加平滑的收益曲线是养老金管理的内在需求，基金行业要为此做好充分的准备。

第三点希望是，坚持从参与者的角度出发，强化投资者教育，便利投资者参与。养老金第三支柱的发展立足于个人选择。基金行业应当持续开展投资者教育，调动个人参与的积极性，根据投资者的需求提供更丰富的投资选择和服务，为投资者建立全生命周期的养老金管理计划。要在销售端发动行业的力量，让所有的投资者更好的参与养老金。

基金销售机构，托管机构，管理人，希望大家在一起的思想碰撞，为未来政策的落地积极建言献策，为在第三支柱服务老百姓做好准备。不做努力，不施肥，花是开不好的。我们在这个夏天一起努力，一起探讨，一起加油。期待明年春天，5月份，我们能看见更美的花朵！



秉赤子之心

一、以客户利益为核心

从“因您而变”的服务理念开始，再到“金葵花理财，延续美好生活”的财富管理理念，招商银行始终坚持以客户利益为核心，立足长远为客户做好财务规划。一代代招行人，也正是保持着这样一颗赤子之心，从客户牵手招行那一刻开始，陪伴客户逐步成长……

从客户关系讲，“与子偕老”也许正是招商银行客户经营的目标；从业务角度讲，养老规划本身是财务规划的主要目标之一。因此，不管是日常的财富管理业务，还是专项的养老基金业务，其本质上都是一脉相承的，而这一承接的主线正是“以客户利益为核心”。

然而，所谓的客户“利益”到底是什么？

具体到基金业务上，客户长期、最终的“利益”核心就是实实在在的“盈利”！

二、关注客户盈利体验

回顾 2017 年，资本市场两级分化，当年沪深 300 指数涨幅高达 21.78%，而同期中证 1000 指数则大幅下跌 17.35%，最终全年下跌的个股占比约 77%(扣除当年上市新股)——股民网友纷纷感叹“投资了一个假的牛市”。而就在这样的市场背景之下，招商银行公募基金业务于 2017 年协助招行公募基金客户连续第六年实现盈利并创出了历史新高的单年盈利 386 亿(包含客户当年已经实现的盈利及持仓浮盈)！这些盈利的背后，正是招行坚持“以客户利益为核心”，围绕“避免产品导向，践行资产配置，提升客户体验”的核心理念，精选基金产品的成果。在招商银行，“以客户利益为核心”不仅仅只是口号，更是实实在在的业务考核——过去两年，招行开创性地设立“客户盈利指标”作为重要的考核指标，实实在在地引导全体招行员工为客户的盈利负责，帮助客户盈利，从而实现共赢。

赤子之心，与子偕老 ——陪伴是最长情的告白……

文 / 招商银行财富管理部 投资类产品研发团队

“你养我长大，我陪你变老”——一句简单的话语曾戳中无数人泪点。

在商业社会，我们时不时把客户比作“衣食父母”，没有客户，所有企业都无法长大，包括招商银行。然而，伴随着人口老龄化进程的加速，同时又面临养老体系不健全、国家未富先老的尴尬局面，作为一个财富管理机构，我们不得不思考：当我们的“衣食父母”逐渐老去，我们应该为此做些什么？如何陪伴他们变老？

今天，站在招商银行公募基金业务的角度，分享一下我们在养老基金业务上的一些思考与心得，且当作是我们对“父母”们一份长情的告白。



守共赢之道

从结果上看，在过去几年的基金业务发展过程中，我们既帮助客户实现了盈利，同时也壮大了自身业务规模，确实实现了共赢，而这些成果的取得最终归功于我们坚持了简单而又正确的财富管理“共赢之道”。

一、资产配置

无论面对什么样的投资机会、多牛的投资大咖（基金经理），我们始终对市场保持敬畏之心。我们坚信基金投资永远伴随着不确定的风险，波动是基金收益的另一面，而且是不可避免的一面。因此，无论我们精选的基金产品历史业绩有多好，我们坚守一条简单的底线——基于客户自身的风险承受能力进行的合理配置。

这些方面，我们经常拿巴菲特历史绩效告诫自己以及我们一线的营销人员——即使神如巴菲特，在 53 年的投资生涯中也曾遭遇四次近 50% 的大幅回撤。因此，保持对市场的敬畏之心，帮助客户守住风险的底线，这些是我们的工作准则，否则，当真正的波动来临的时候，我们必然经受不住考验。

二、价值投资

价值投资并非唯一的投资成功方法，只是在面向全市场的基金客户时，我们发现价值投资是真正意义上可以帮助客户“一起赚钱”的最佳路径。

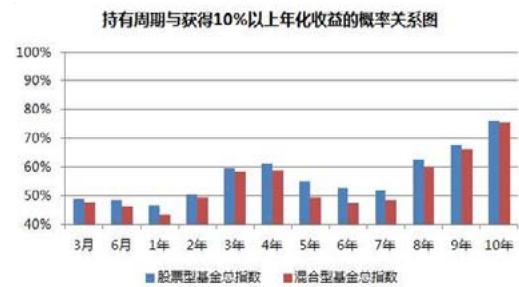
首先，投资赚钱的路径主要分为两种：赚别人的钱和赚企业盈利的钱，前者赚钱靠的是“你比别人聪明”，后者赚钱靠的是“企业能够盈利”。显然，多数人不具备“比别人聪明”的条件，自然也无法持续从博弈中赚到钱；而赚企业盈利的钱则是公平的，也是可以共赢的，不需要投资者有高人一等的智商，而且

公募基金的存在更是为普通投资者创造了价值投资的条件，因为有一批优秀的基金经理可以帮助选出真正优秀的企业并进行长期持有。

三、长期投资

如果说投资是有波动的，价值是有可能“迟到的”，那么真正帮助客户享受到最终收益的核心要素就是时间，也就是长期投资——因为持有的时间周期越长获得正收益的概率越高。

但是，长期持有是非常考验人性的，在不断鼓励客户长期持有的同时，我们也在帮助客户寻找持有期限的最优解。而通过研究，我们发现当给予每年收益一个目标时（譬如 10%），持有时间并非越长越好。



以上图“持有周期与获得 10% 以上年化收益的概率关系”为例，我们得出一些“更优解”：

（1）从历史表现看 3-4 年是一轮周期，如果实在无法坚持长期投资，那么至少做好坚持 3-4 年的准备；

（2）“长期持有”最好持有 8 年（即两个周期）以上，这样的绩效表现才会更加稳定。



行务实之路

一、从五星之选到长期封闭式基金

从招行的五星之选到近几年火爆的长期封闭式基金，背后体现的都是我们的务实思考——为什么基金很赚钱，基民却赚不到钱？

在招行五星之选基金创立以来，我们获得了非常好的长期回报率，然而，我们客户的盈利却远远没有赶上基金本身的收益率。究其原因，我们发现，客户总是在基金投资中“追涨杀跌”，导致在高点买入、低点卖出，最后不仅没有享受到基金长期的收益率，而且经常出现亏损的状况。

鉴于此，我们总是在思考如何帮助客户克服这些人性的弱点？于是，我们投入了大量的工作进行投资者教育，但是收效甚微。最后，我们就在思考：是否可以考虑长期且封闭，“逼”客户进行长期投资？于是，我们主动创设了很多封闭式的基金产品。从目前运行的情况看，我们的务实做法，也确实帮助不少客户真正赚到了长期投资的钱，而且使得客户持有的心态更加稳定。

二、从资产配置到摩羯智投

同样，基于务实的想法，也促使我们开发了摩羯智投。

招行其实从做财富管理开始，一直坚守资产配置理念，也在不断地努力引导客户进行资产配置，然而，与长期投资、价值投资类似，人性总是难以接受这些方法。那么，如何能够帮助客户更好地做好资产配置呢？

于是，我们创造了摩羯智投，希望通过客户容易接受的一站式购买流程，帮助客户实现个性化的资产配置，并让资产配置的

效果可视化，从而激励客户坚守资产配置的原则，根据自身风险偏好做好财务规划。截止目前，摩羯智投累计申购量超过了 120 亿，参与客户数超 13 万，也证明我们的务实确实得到了客户的广泛认可。

三、从售后报告到摩羯顾问机器人

财富管理业务的核心是服务，而不是产品销售，所以，财富管理多数工作反而是从销售结束开始的，基金业务因为其高波动的产品属性，更是如此。

对于售后服务体系的搭建，招行也做了较为全面的准备，包括总行投决会报告、五星之选的季度调研、市场异动点评、产品研发速递等等。然而，当我们生产了一系列的内容后发现，一线及客户的使用量非常低。

乘着务实的想法，我们反思客户到底需要什么样的售后服务？在什么场景下、通过什么方式传递客户会更加满意，并让售后报告产生相应的效果？

于是，我们创造了摩羯顾问机器人。以即时问答的方式，当客户随时随地产生问题时便可以第一时间通过摩羯顾问机器人找到答案。

秉赤子之心，守共赢之道，行务实之路——这是招行基金团队在基金业务上的实践，这也是我们未来在养老金业务上的准则。

赤子之心，与子偕老！



美国养老金市场现状

美国养老金市场主要由三部分构成，分别是雇主发起式退休计划（包括确定给付型计划（Defined Benefit, DB）和确定缴费型计划（Defined Contribution, DC））、个人养老金账户（Individual Retirement Account, IRA）和年金（除所有养老金计划和 IRA 之外的年金）。截至 2018 年二季度，美国养老金

市场总规模已达 28.3 万亿，较 1974 年翻了 77 倍，平均年增长率约 10.5%，近十年的增长率约为 4.9%，同期美国 GDP 的平均年化增长率约为 6.05%，且近十年在 2%-4% 之间，其增速远高于 GDP 的增速。

美国养老金市场现状 及对共同基金的影响

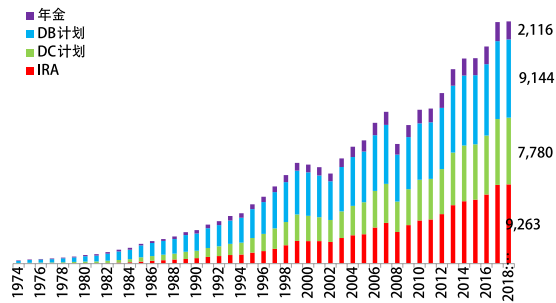
文 / 产品部





养老金是共同基金发展的主要动力

图 1：美国养老金市场概况（单位：十亿美元）



各类型养老金规模的增长中，IRA 增速最快，平均年增长率为 23.4%，随后依次为 DC 计划、年金和 DB 计划，平均年增长率分别为 11.6%、9.2% 和 8.6%。IRA 也是养老金中规模占比最大的，截止 2018 年二季度规模达 9.26 万亿，随后依次为 DB 计划、DC 计划和年金，分别为 9.14 万亿，7.78 万亿和 0.2 万亿。

一、DB 计划

截至 2018 年二季度末，DB 计划总规模 9.14 万亿，包括地方政府 DB 计划、私营部门 DB 计划和联邦政府 DB 计划，其中地方政府 DB 计划规模最大，达到 4.33 万亿，比例高达 47.4%，并且仍有上升的迹象。其次是私营部门 DB 计划，虽然其份额一直在下降，但仍然超过了三分之一（34.3%），私营部门和地方政府 DB 计划占比超过 80%。

目前 DB 计划最大的问题是其资金缺口巨大。截至 2018 年二季度，DB 计划累计资金缺口达 6.25 万亿，资金缺口占有养老金权益的 19.6%，较上年末上涨 2.3%。其中，联邦政府 DB 计划和地方政府 DB 计划缺口规模均超过 1.7 万亿，合计占有资金缺口的 94.3%。历史上，DB 计划资金缺口占 DB 计划资产的比例曾一度超过 250%，即假设当时所有 DB 计划参与者均选

择按未来价值的现值一次性提取资产，则当时的 DB 计划资产仅能支付不到 30% 的资金。随着 DC 计划和 IRA 的出现，这一比例在上世纪 70 至 80 年代迅速下降，缓解了美国养老市场的资金压力，DB 计划资金缺口占 DB 计划资产的比例在 1985 年降至 100% 以下，随后曾在 1999 年一度低至不到 25%。

二、DC 计划

截至 2018 年二季度末，DC 计划规模已达 7.78 万亿。其中，401（k）是最大的 DC 计划，规模为 5.35 万亿，占比 68.7%，并且其占比仍然在不断增加；403（b）计划市场份额排第二位，占比 12.8%，但其占比一直处于下降的趋势。TSP 占比 7.5%，排第三位，最后是 457 计划，占比 4.2%。

三、IRA 个人养老金账户

2017 年底，IRA 资产总规模达到 9.20 万亿，超越 DB 计划，成为资产规模最大的养老金类型，且其规模仍保持快速增长，截至 2018 年二季度末，IRA 资产总规模达到 9.26 万亿。各类 IRA 中，传统型 IRA 受益于开放的滚存机制，其规模占据绝对优势，占比高达 85.3%。但实际上，因为罗斯型 IRA 的快速发展，传统型 IRA 的占比近年来呈现下降趋势，主要是罗斯 IRA 让投资者在缴款、滚存或转换的当年进行缴税，在提取时不再缴纳个人所得税，其投资收益无需缴税，此举极大的降低了投资者所需缴纳的税费，使得罗斯 IRA 的缴款率远高于传统 IRA，虽然目前其规模还仅是传统型 IRA 的零头，但增速惊人。

四、养老金是美国家庭主要金融资产

截至 2018 年二季度，美国家庭金融资产总规模达到 87.8 万亿，较上年末略微增加 3%。其中养老金资产占比 32.2%，养老金权益占比 39.3%（养老金权益等于养老金资产与养老金资金缺口（主要来自 DB 计划）的加总）。养老金资产已成为美国家庭最主要的资产之一。

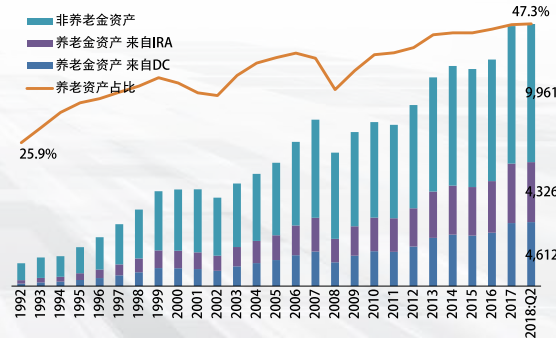
截至 2018 年二季度末，美国共同基金规模为 18.90 万亿，其中来自养老金的资金规模为 8.94 万亿，占总体规模的 47.3%。养老金是共同基金规模快速增长的主要动力，其在共同基金中的市场份额稳步上升（除了 2000 年和 2008 年的影响），即将超过一半。

另一方面，截至 2018 年二季度末，养老金资产中有 31.6% 投资于共同基金，如果排除 DB 计划和年金，养老金中投资共同基金的比例达到了 52.4%，共同基金同时也成为养老金资产的主要投资方向之一。

一、DC 计划中近六成投资于共同基金

2018 年二季度末，DC 计划资产投资于共同基金的比例由 1994 年的 23.04% 上升至 59.28%，且这一比例在持续上升。DC 计划中规模最大的 401（k）计划投资共同基金的比例达到 67.6%，其他私营部门 DC 计划的这一比例更高，为 71.7%。403（b）和 457 计划中投资共同基金的比例也分别达到 49.2% 和 37.5%。

图 2：共同基金中养老金资产规模（单位：十亿美元）及占比



二、IRA 中近五成投资共同基金

2018 年二季度末，IRA 投资共同基金的比例为 46.7%，该比例近 20 年来一直维持较高的比例，在 43%-52% 之间波动，2005 年曾经达到了 52%，在 2008 年金融危机时仅略微降至 46.1%。因为传统型 IRA 占据最大的比重，因此 IRA 投资共同基金的总体比例主要受传统型 IRA 的影响（二者几乎重合）。SIMPLE IRA 和罗斯型 IRA 的共同基金投资比例会更高，尤其是 SIMPLE IRA，2017 年末占比达到 83.5%，但因为规模不大，因此对总体的影响有限。罗斯型 IRA 投资于共同基金的比例虽然在 2008 年金融危机之后一路下滑，但仍然还有 50.9%。

三、投资于共同基金的养老金主要配置权益资产

投资于共同基金的养老资产，主要配置于权益类资产。历史上股票基金资产配置比例最高的年份是 1999 年，DC 和 IRA 的该比例分别为 79.1% 和 73.1%，虽然目前这一比例有所下降（截至 2018 年二季度分别降到 61.7% 和 56.6%），但股票基金仍然是最主要的共同基金资产。混合型共同基金份额稳步上升，这与目标日期基金的发展关系密切。而债券型和货币市场型基金的份额则一直处于缓慢下降中，说明投资者越来越意识到养老金作为长期储蓄，为了达到保值增值的目标，应该更多的配置长期收益较高的权益类资产。

投资者越来越意识到养老金作为长期储蓄，为了达到保值增值的目标，应该更多的配置长期收益较高的权益类资产。

图 3：DC 计划投资共同基金的资产配置

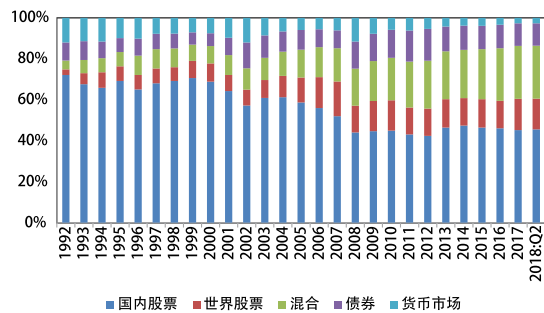


图 4：IRA 投资共同基金的资产配置

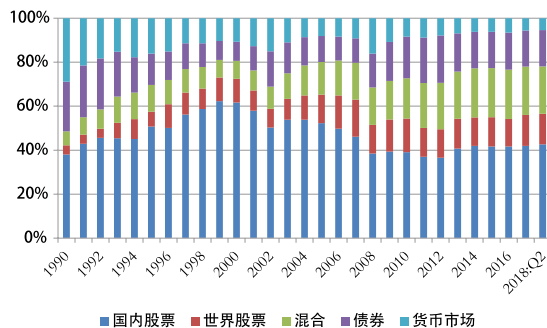
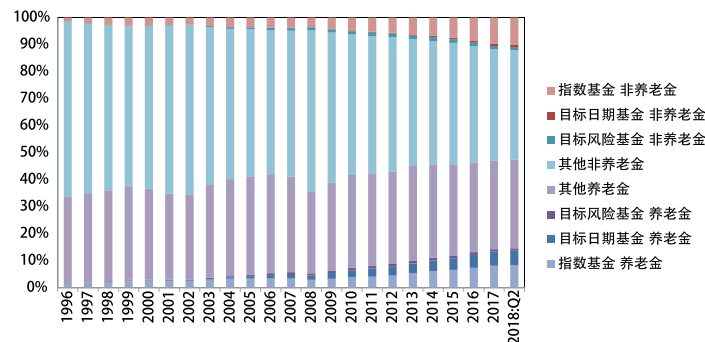


图 5：共同基金的内部结构（区分养老金资产及特殊基金）



指数基金在快速发展的同时也带动了养老金的壮大，成为养老金中十分重要的一种投资标的。

受益于养老金市场发展的三类共同基金

目标日期、目标风险和指数基金是美国共同基金中最受益于养老金市场发展的三类产品，截至 2018 年二季度末，这三类产品在共同基金中的占比分别为 6.1%、2.0% 和 18.5%。

图 5 共同基金的内部结构（区分养老金资产及特殊基金）

一、目标日期基金

1、养老金支撑了目标日期基金的发展

2006 年目标日期基金成为默认投资选项为其发展提供了持续增长的源动力。截至 2018 年一季度，目标日期基金规模达到 1.16 万亿，其中由 DC 计划和 IRA 账户投资的规模分别达到 7780 亿和 2280 亿，其他投资贡献了 1520 亿。养老资金来源占比达到 86.9%。一直以来，养老金就是目标日期基金的最大供养者。早在 1998 年，目标日期基金推出的初期，养老金就占据了其规模的 75%，在 2009 年占比高达 92.5%。但是，自 2008 年开始

目标日期基金规模持续增长，但其在养老资金中的比例不增反减，说明目标日期基金通过退休计划向更多的非养老金账户普及了。

2、养老金账户中目标日期基金的占比逐年上升

虽然截至 2018 年 2 季度，目标日期基金中来自 DC 计划的资产占比达到 67.1%，但反过来，在 DC 计划中，投资于目标日期基金的占比并不高，仅 9.9%。即使只计算 DC 计划中投资于共同基金的部分，目标日期基金也只有 16.8%。而 IRA 中目标日期基金的份额就更小了，只有 2.5%。但从变化趋势上看，TDF 在各类养老金账户中的比重一直处于上升状态，其主要原因是，目标日期基金出现的时间较晚，早期的 DC 和 IRA 养老金客户不太会主动改变原养老金投向，2006 年目标日期基金被设置为默认投资选项后，增量养老金持续流入，目标日期基金在各类养老金投资中的占比快速上升，预计这种上升趋势将持续很久。

二、目标风险基金

1、养老金是目标风险基金的重要资金来源

截至 2018 年二季度末，目标风险基金总规模为 3850 亿美元，相比 2017 年底下降 3.5%。其中 IRA 账户持有 990 亿，DC 计划持有 720 亿，二者合计占比 44.4%。虽然这一比例比起目标日期基金低很多，相比 2001 年最高点 64.7% 的占比也有较大下滑，但养老金占目标风险基金的规模仍接近一半，并且近年来一直维持在这一水平，是目标风险基金的重要资金来源。

2、养老金账户中目标风险基金的占比逐年下降

近年来，目标风险基金在 DC 计划和 IRA 中的占比呈现出下降的态势，到 2018 年二季度末，分别仅占 DC 计划和 IRA 账户总资产的 1% 左右。并且，DC 计划所投的共同基金投资中目标风险基金下滑的幅度更大，从 2007 年的最高值 2.9% 下降了 1.3 个百分点。主要因为目标风险基金在“一站式”服务上不如目标日期基金，多不被作为默认投资选项；此外，投资目标风险基金的投资者需配置不同的基金达到控制风险的效果，对投资者有较高要求，受众者较目标日期基金少。但另一方面，其超过半数的资金来源于非养老市场也说明了目标风险基金鲜明的

风险收益特征在市场上仍有一定的吸引力，投资者会主动购买。

三、指数基金

1、养老金对指数基金贡献稳定

近年来指数基金发展势头迅猛，尤其从 2008 年金融危机以来，受益于长达 10 年的牛市，指数基金的规模增长了 4.7 倍。但指数基金中养老金的占比自 1996 年以来一直稳定在 45% 左右。截至 2018 年二季度末，指数基金中来自 IRA 的资产为 5880 亿，来自 DC 计划的资产为 9890 亿，合计占指数基金的 45%。

2、养老金推动了指数基金的发展

截至 2018 年二季度末，指数基金在 DC 计划和 IRA 中的占比分别达到 12.7% 和 6.3%。而在养老金持有的共同基金资产中占比更高，分别为 21.4% 和 13.6%。但是在 1996 年，指数基金在 DC 和 IRA 种的比例分别为 1.7% 和 0.7%，占养老金中共同基金资产的比例分别为 5.7% 和 1.8%。近年来，指数基金以其较低的管理成本吸引越来越多的养老资金持续流入，推动了指数基金规模的增长。指数基金在快速发展的同时也带动了养老金的壮大，成为养老金中十分重要的一种投资标的。

（本文为缩写版，完整版可联系作者索要，本文图表数据皆来源于 ICI 官网）

东方红资产管理任莉： 耐寂寞而不热衷 处繁华而不没落

文 / 上海证券报 朱茵

从发行第一只集合产品到现在拥有超 2000 千亿的管理规模，从艰难找钱到限制每人一万的申购额，东方证券资产管理公司走过 8 年风雨征程，在公募基金 20 年的发展中并非领先者，但它的成长却成为中国资管行业主动管理的范本。

作为该公司的总经理任莉，已经陪伴公司成长了 12 年，始终践行以客户利益为先的理念，持续推动投资者教育工作。从归国加盟东方的第一天起，增加的是出差里程、管理资金规模、客户数量、净值回报的上升曲线，但不变的她依旧全情投入，以至于有很多业内朋友惊讶于她还像刚入行一样热情饱满。

能够十数年如一日专注于热爱的事业，正如她坚持每日十公里的长跑，耐得住寂寞，享得了繁华，经历了周期，守住了初心。



以客户利益为先 助力全行业打造良性循环的生态圈

即使如今已经坐拥 2000 多亿规模，旗下几乎是国内最大规模的主动管理权益类公募类型资产，但任莉的出差日程仍旧很满。

产品都限购了，你还需要跑客户吗？

面对记者惊讶的问题，任莉说，我们一直在与客户建立联系，即使是不买我们产品的客户，或者暂时不买的，我们也会保持比较充分的沟通见面，把我们的理念传达给对方。

“我们是一直与投资者在一起的。”这句话看起来朴素又简单，但却是让客户享受到长期投资回报的关键。

今年是公募基金成立 20 周年，行业发展可谓硕果累累。然而，回首公募基金发展之路，行业年化高达 16% 的收益率，究竟又有多少投资人真正实现了这笔可观的收益？任莉说，很多时候基金的净值并不代表投资者真正的收益，因为基金的净值有涨跌、有起伏，客户有进出，持有时间也各不相同。

资产管理行业长期存在的痛点是，一方面，投资者在选择净值类产品时，实际收益往往小于产品的净值收益率。另一方面，“倒金字塔”式资金投入结构侵蚀了投资者的收益。普通投资者在资产配置上一直存在着明显的结构问题，导致实际收益远远小于市场及产品的收益，投资者往往在市场高位时持有更多筹码，而低位时持有较少甚至没有筹码。

让任莉自豪的是：东方红旗下产品的净值收益绝大部分时候都体现了客户的实际收益。我们强调投资者教育，重视客户真实的盈利，引导客户优化资产配置。

举个例子，2008 年 3 月，上证综指 4000 点，东方红 3 号正式发行。

该产品每半年开放一次，首个封闭期结束在 2008 年 9 月。由于市场波动，该产品净值曾经跌到 6 毛钱，从投资经理到销售人员普遍感觉很难开展工作。

“市场下跌的时候，我们鼓励公司的员工都走出去，就干一件事情：努力让客户留下来。”由于市场波动较大，那时候一些不能承受压力的投资者情绪波动较大，任莉和公司顶住了巨大的压力，努力做好投教和引导工作。即使发行在市场高点，遭遇 A 股大幅下跌，该产品还是以超 16% 的回报结束，实现了为客户赚钱的初衷。

任莉回忆，当时东方红资产管理的创始人也是东方证券分管业务的副总裁王国斌，亲自写信给投资人，劝导投资人与行业、与公司一起走过艰难，走过周期，就会迎来曙光。也就是从这时起，任莉更加认识到资产管理人要始终和客户在一起，以客户利益为先，不断向客户传递价值投资的理念，保持长期投资的耐心，合理配置资产。

当然，这并不意味着任何时候东方红都建议客户投资，更多的时候客户找任莉要买产品，若风险偏好和投资周期与公司理念、产品性质不符，她都会委婉谢绝。2017 年东方红资产管理品牌得到了市场认可，产品发行过于火爆，公司认为市场有过热的迹象，就随即调整了发行条件，限制了部分产品的认购金额。

2017 年 11 月，东方红睿玺三年定开混合基金发行受到追捧，募集期内有效认购申请金额约 178.22 亿元人民币，超过原认购规模上限 20 亿元，对有效认购进行比例配售，配售比例仅为 11.22%。在配售公告发布之后，有位投资者公开发文说：“虽然我和大家一样，满额认购也只拿到了 5551 元。虽然结果不是很理想，但我感恩。”他发在网上的原话是说“面对送上门

来的近 200 亿的资金，东方红只收了 20 亿，每年近 2.6 亿管理费就这样放弃。对于他们来说，这完全是唾手可得的。在短期利益与长远利益、公司利益与持有人利益相冲突时，他们选择了后者。我与东方红的人素未谋面，但我相信，他们都是善良的人。”这是投资人对东方红的信任，更是市场良性循环共赢的体现。

十余年来，任莉用她独有的、真诚有效的沟通方式，陪伴客户与东方红一路同行。任莉表示，一直以来，东方红围绕客户长期回报不断提升核心竞争力，在投资、销售、激励约束等方面建立起与之相匹配的机制，形成了以客户利益为中心、以价值

投资为核心理念的文化和土壤，拥有了自己的生态系统、品牌 and 生命力。

与此同时，价值投资的理念和方法可以让资产管理人、优秀企业和投资者实现长期共赢发展，其中，资产管理人通过长期投资优秀企业，与优秀企业相伴成长，可以在帮助投资者实现资产长期保值增值的同时，实现自身的长期可持续发展；优秀企业可以通过资本市场获得更优资源配置，做大做强，为社会提供更多产品和服务；投资者可以通过产品分享优秀企业的价值创造，实现长期财富增值；此外，价值投资还极大地提升资本市场定价效率，提升资本市场资源配置能力，服务实体经济。



做自己能力圈内事 寻找认可理念的满意资金

尽管公募基金的门槛只有 1000 元，但东方红产品的户均申购金额达到了 15 万元左右，而且在市场表现较差的时候，依然能够卖出百亿左右的规模。比如今年 1 月 23 日发行的时候，东方红将认购规模降到了每人只能买 1 万元，还是有将近 80 亿元资金涌来。

到手的钱不拿？对于任莉这不是第一次了。

任莉说，我们希望能够寻找到认可我们价值投资理念的长期资金，并努力让客户满意。投资就像长跑，需要耐力和能力。我

们要在能力圈内做擅长的事情，相比于盲目扩张规模，我们的能力边界有待进一步发展提高，让我们感觉到更有操作的能力，等待投资能力的适应和提升。资金是长期可持续的，投资者认可价值投资长期投资，所以我们可以更踏实的做事，心境更平和，不会浮躁。

这样的谦虚背后，其实是优异的长期业绩表现和投资者的肯定。

任莉回忆说，即使在公司发展比较困难、总规模不大的时候，对于找上门来给的钱，也是有原则的。“当时有家上市公司给

我们十几亿资金，但要求保收益，虽然就我们的投研能力来说，大概率是能完成这一目标的，但是我们不能冒险，保本保收益对于公司来说是有经营风险的，投资永远是大概率的事，不是百分百的事，更不用提有些资金要求加杠杆了。”任莉坦言，当我们发现资金的性质不符合公司的长期价值投资理念时，不能够充分发挥公司的主动管理能力，不能给投资人带来长期回报时，公司宁愿重新寻找。所以我们不会为了盲目扩大规模而发行产品，且敢于逆市发行封闭运作三年的创新封闭式基金，并受到市场认可。

“烫手的钱绝对不能拿，它会让你的手受伤，让你不能做事了。”

“寻找满意的客户并努力让客户满意”是任莉一直以来最重要的一项重要工作，今天投资人看到东方红资产管理的无限风光，但在市场冰点的时候，像任莉一样的东方人长期奔波在外，加强投资者教育工作，更加积极地宣传长期投资、价值投资的理念，引导投资者关注价值，合理配置资产。

“我们一直是尊重市场，逆势布局。”她说，一般而言，我们认为在相对较弱的市场环境中投资会更有机会，因此相对逆市布局的产品比较多。我们不会在市场高点发行产品，即便一些热销的产品，在规模达到一定的程度时，为了保护投资者的利益，我们也会提前结束募集。

2009年4月东方红4号—积极成长集合资产管理计划发行时，市场经历巨幅下跌，投资者的风险偏好降至冰点，虽然由时任业务总部总经理陈光明亲自管理，但资金募集难上加难，当时负责发行的任莉曾回忆说，有一日全国全渠道仅募集80万元，这是公司史上唯一一只延长募集期的产品。

但正是2009年的逆市布局，让东方红开始了真正意义上的客户和规模累积，东方红4号也成为现存最早的产品，截至2018年6月底累计单位净值超过7.5元，大幅超越全市场同期同类产品，成为穿越牛熊的长跑健将；截至2018年6月底，公司受托资产管理规模超过2000亿元。



围绕客户长期回报 不断提升核心竞争力

和任莉的交流，你会发现，她对于东方红资产管理价值理念的认识已经深入到生活习惯当中。即使来应聘最终没有进入公司的人，也被她传达了这样的理念——客户长期回报是公司的追求，是员工的追求。

经历了闪亮的2017年，一跃成为“网红”的东方红会否担心未来的发展道路？

任莉回答说：我们的目标从来不是第一名，而是要保持在前三

分之一，为客户尽可能地创造长期投资回报。所以我们不会在乎别人怎么说，没有以往业绩闪亮也很正常，但我们一直会尽全力，一直都在殚精竭虑，最终努力让客户满意。资产管理机构的首要责任是客户创造长期稳定的回报。因此，客户回报是资产管理机构必须重视的核心问题，将客户利益永远置于首位。随着公司的成长，现在的东方红责任更重，压力更大，更小心翼翼，不可能年年好，只会做好自己。

关注长期回报，在投资上如此，在公司战略上更是如此。

因为优异的业绩回报，东方红资产管理被一般投资者所熟悉，但更为业内所共知的是，2012年之后通道业务兴起，面对同行规模快速增长，东方红却主动选择放弃，坚定主动管理业务的发展。团队认为这一业务与公司专业化的道路不匹配，与团队文化和精英人才战略不匹配，开展这一业务不利于培养和增强公司专业化的核心竞争力，公司应不断提升自己的专业能力，帮助客户实现长期财富增值。任莉说，既然要做百年老店，就要选择长期发展之路。

“当时各方压力是很大，但最终坚持住了。”这也被业内誉为“一股清流”。

任莉表示，公司很早就确立了“围绕客户长期回报不断提升核心竞争力”的目标，所以在投资端、销售端以及人才培养、激励约束等方面都建立起与之相匹配的机制，形成了以客户利益为中心、以价值投资为核心理念的文化和土壤。

最初是率先拉长集合产品的封闭期、后来又将该类封闭产品引入公募基金领域。2014年9月19日，封闭三年运作的东方红睿丰混合基金成立，该基金上市后，持有人可以通过交易所平台进行份额转让，部分满足了封闭期内的流动性需求，封闭期

满时累计单位净值达2.236元。由于封闭运作，绝大部分最初参与的投资者都分享到这一投资收益，令产品净值与投资者收益趋于一致。

任莉认为，这种长期的投资理念，从投资端、销售端到人才培养是相通的。

在投资端，始终坚持价值投资，提升评估企业内在价值的能力，精选并以合理的价格投资优秀公司，分享优秀公司长期成长收益，把握大趋势下大概率获胜的投资机会；在销售端，寻找认同理念的满意资金，推出具有封闭期限的产品，主动控制产品发行、申购，鼓励定投，持续开展投资者引导，传递长期投资观念；在激励约束上，建立起中长期的人才激励约束机制，将客户盈利作为重要的考核指标。

相比东方红创始团队几位大佬的光环，任莉一直更为低调。

她比喻自己是串珍珠的人，“如果说王总陈总找到了很多珍珠，打磨了珍珠，那我的工作是一个线，把大家串起来成为一个集体，一个公司，让大家越来越紧密。越来越理解公司，更经得起风吹雨打。”

在任莉看来，传承是很重要的。对于百年老店来说，每个人终将成为历史。但是如何把公司的管理发展目标和价值观深入每个人心中，把理想一点一点的实现，在她看来，就是当下的使命。

“志同道合，情怀致远！东方红的情怀梦想：助力全行业打造良性循环的生态圈。”任莉表示，目前东方红的同事们不会完全看激励看待遇，而是在享有尊严的收入基础上，做有情怀的事业，一起打造受人尊敬的资产管理公司。

券商资管走过八年： 聚焦主动管理 提升核心竞争力

文 / 中国基金报 章子林

在大资管时代，依托强大的投研实力和人才积淀，经过长期的投资实践积累，拥有较为完善的投资理念与逻辑，券商资管在大资管领域中发挥重要力量，受到更多成熟的投资者关注。

从 2010 年 7 月 28 日业内首家券商资产管理公司——东方证券资产管理有限公司诞生至今，八年间，以东方红资产管理为代表的一批券商资管公司积极进取、不断创新，为资管行业的规范和进步不懈努力。

据中国基金业协会公布的数据，截至 2018 年 6 月 30 日，基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司资产管理业务、私募基金管理机构资产管理业务总规模约 53.07 万亿元，其中，证券公司资产管理业务规模 15.28 万亿元，占据近三成份额，成为大资管领域中的主力军。

不求规模 坚持主动管理之路

券商资管业务从 2005 年低迷的市场和纷乱的局面中起步，经历时间的磨砺和行业的嬗变，监管和运作不断规范，管理能力持续提升。2010 年 7 月 28 日，由东方证券出资 3 亿元、在原东方证券资产管理业务总部基础上成立独立子公司，东方证券资产管理有限公司正式成立成为国内首家券商系资产管理公司。从 2010 到 2018，八年间券商资管的发展也经历了较为曲折的过程，从集中高净值客户群体的小范围影响力到形成广泛的品牌效应，从借助通道业务快速扩张规模到回归资管本源、聚焦主动管理，各家券商资管经历了不同的发展路径，也使得行业在摸索前行中明确了发展方向——聚焦主动管理，提升主动管理能力才是长期发展之路。

2012 年，资产管理业务迎来全面放开之年。2012 年 10 月 19 日，中国证监会正式发布了《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》及《证券公司定向资产管理业务实施细则》（简称“一法两则”），产品由行政审批制改为报备制、投资范围扩大、允许产品分级、允许集合计划份额转让等具体规定，令证券公司资产管理业务全面驶入快车道。尤其是券商创新大会之后，券商资管行业管制放宽，投资范围大大拓展，加之银行资产的出表需求，券商资管的通道业务开始爆发式增长。到 2016 年底，券商资管的受托资产管理规模已达到 17.58 万亿，是 2008 年 919 亿的 191 倍，其中通道业务占了绝大部分。

行业的快速增长无疑带来了挑战与压力，但东方红资产管理始终坚守价值，坚定主动管理业务发展模式。对东方红而言，客户利益是最重要的，一切的工作都要围绕为客户赚取长期利益而展开。因此，在行业规模迅速扩充的时代，东方红选择专注提升核心竞争力，发力权益投资，寻找差异化发展路线。2005 年东方红系列首只产品东方红 1 号正式发行，通过“自下而上”精选个股的策略来追求绝对回报，在两年存续期内实现 299.90% 的回报率。紧随其后，2006 年 7 月成立的东方红 2 号，3 年存续期内同样实现了 136.25% 的复权收益率。这让“东方红”品牌在业内声名鹊起，成为券商资产管理行业的佼佼者。

2009 年 4 月市场仍然处于金融危机后的徘徊阶段，东方红 4 号发行，这也是目前东方红系列存续时间最长的集合资产管理计划，截至 2018 年 7 月 24 日，累计净值达到了 7.6138 元，为持有人实现了长期丰厚的投资回报。

即便是在 2011 年 8 月市场极度低迷之时，东方红资产管理仍然在思考如何更好的发挥主动管理能力，帮助投资者实现逆势布局、长期回报，于是开始发行封闭两年半运作的东方红新睿 1 号，到 2014 年 3 月东方红新睿 1 号到期结束时，累计净值达到 1.3148 元。

2012 年到 2014 年间，券商资管依靠通道业务实现规模大爆发的阶段，由于一直坚守主动管理模式，东方红资产管理在券商资管规模的排名其实是连续下降的，一度降到了 40 名之外。也恰好是在这段时间，东方红资产管理通过逆势布局、价值投资实践，积累了雄厚的投资研究实力、形成了较为完善的价值投资理念。

2017 年起，金融行业去杠杆去泡沫政策方向确定，券商资管开始了去通道进程。2018 年 4 月 27 日，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》发布后，券商资管行业要回归本源，依靠通道业务做大规模的时代一去不复返，发力主动管理成为行业共识。

根据中国基金业协会公布的数据，证券公司资产管理业务总规模从 2016 年末的 17.58 万亿元降至 2017 年末的 16.88 万亿元，减少了约 6900 亿元，降幅为 3.9%。这是券商资管业务规模多年来持续增长之后首次出现负增长。

从管理方式来看，截至 2017 年底，证券公司存续的主动管理产品 7489 只，管理资产规模 4.56 万亿元，较 2016 年增加 481 亿元；存续的通道产品 14527 只，管理资产规模 11.95 万亿元，较 2016 年减少 4214 亿元。

业内普遍认为，通道业务对于券商资管的核心竞争力提升及收入结构优化影响甚微，随着投资者资产配置需求上升，金融监管日趋审慎，主动管理类产品应是券商资管发展的主要方向，更能体现券商资管的投资管理能力。

东方红资产管理一直坚持走主动管理发展道路，主动管理规模在总业务规模中的占比远远高于行业水平。截至 2017 年末，东方红资产管理的资产管理规模超过 2000 亿元，其中主动管理规模占比远超 90%，主动管理规模占比居于同行之首。

聚焦主动管理，为东方红资产管理带来了长期优秀的业绩和卓

越的品牌影响力。自 2016 年起东方红系列基金首发多次出现一日售罄盛况，并实现了资产管理规模、营业收入和利润的持续增长，资产管理规模从 2015 年的千亿规模迈上了 2017 年的两千亿规模。根据 2017 年年报，券商资管子公司业绩增幅也基本与其主动管理规模增幅成正比，东方红资产管理实现了 21 亿元的收入，同比增长近 110%。

注重核心竞争力 长期业绩领先

随着我国金融市场开放程度提高，投资者资产配置需求日益多元化，大资管领域竞争日趋激烈。优秀的券商资管公司，通过持续提升主动管理能力，积累了雄厚的投研实力，拥有了能够适应激烈竞争的核心竞争力。

尤其是在券商资管行业告别粗放型发展模式，向主动管理转型的过程中，一些之前坚持走主动管理道路、打造核心竞争力的券商资管优势愈发明显。WIND 统计显示，截至 2018 年 7 月 24 日，东方红资产管理旗下有 25 只集合产品累计单位净值超过 2 元，实现收益翻番，其中 13 只集合产品累计单位净值超过 3 元。

东方红 4 号自 2009 年 4 月 21 日成立以来，截至 2018 年 7 月 24 日，累计净值达 7.6138 元，复权净值增长率达到 715.30%，而同期股票型和混合型基金中复权净值增长率最高的尚未超过 400%。

东方红 8 号成立于 2011 年 12 月 28 日，截至 2018 年 7 月 24 日，累计净值达 4.0805 元，成立以来复权净值增长率达 324.24%。尤其是近三年收益领先，三年间复权净值增长率达 73.85%，跻身同类券商资管产品同期业绩前三。

WIND 统计显示，东方红系列集合产品近三年业绩领先，截至 2018 年 7 月 24 日，东方红 8 号、东方红 4 号和东方红 5 号等 11 只产品近三年的复权净值增长率均超过 70%；还有 4 只集合

产品近三年复权净值增长率超过了 60%。东方红系列全部权益类集合产品近三年平均复权净值增长率为 55.49%，而三年间上证综指下跌了 29.54%，沪深 300 指数下跌了 15.74%。

有金融行业分析师表示，主动管理能力通常用于衡量券商资产管理人员的投资管理能力，指资产管理人从自上而下或从下而上的方法积极做资产配置、行业配置及个股选择。在过去几年通道业务大爆发的时期，东方红资产管理并没有着重扩张规模，而是一直走主动管理的道路，多年的实践积累了优秀的主动管理能力。

该分析师还指出，券商资产管理公司一直贯彻绝对收益理念，重视控制产品净值回撤。权益类集合产品的长期业绩体现券商资管的投资管理能力，也反映出券商资管在风险控制、综合资产配置等方面的能力，成为中高端客户的重要选择。

大资管的环境一直在变，2018 年以来券商行业面临新的挑战与机遇，全球货币环境告别宽松，资本市场波动剧烈，金融机构去杠杆持续。资产管理行业转型和资产配置压力持续存在，券商资管唯有依托优秀的人才储备、较强的投研能力、领先的产品创新，才能在大资管竞争版图中占有更多的市场份额。

东方红资产管理团队自 1998 年成立以来，经历了中国资本市场多次牛熊市的考验，积累了丰富的投资管理经验和风险管理经验。其中，权益投资管理团队已形成稳定的团队，实践和传承价值投资理念，追求长期绝对收益。固定收益团队自 2015 年以来取得了快速稳步的发展，由经验丰富、优势互补的资深人士组成，研究背景涵盖银行、券商、信用评级机构等。

银河证券在研报中称，“去刚兑、去杠杆、去通道”环境下，提升投资管理能力是券商资管的核心竞争力，主动管理能力强且风控合规完善的券商受到的影响相对较小，且未来优势会愈发明显。

依托投研优势 发力公募基金领域

经过在资产管理领域的多年积累，券商资管形成了集合资产管理业务、定向资产管理业务、专项资产管理业务等三大主要业务线。2013 年 6 月 1 日新修订《证券投资基金法》实施后，证券公司、保险等资产管理机构可申请公募基金管理业务资格。获得公募基金管理资格的券商资管可发行面向更广泛投资人的基金产品，参与资金门槛从 5 万元或 10 万元降至 1000 元起，进入了能够满足普通居民理财需求的资管领域。

凭借长期积累的投资管理能力，2013 年 7 月，东方证券资产管理有限公司成为第一家获得公募基金管理业务资格的非基金类资产管理机构。截至 2018 年 3 月底，取得公募基金资格的证券公司或券商资管子公司达 13 家，保险资管公司 2 家。这些获得了公募基金管理资格的证券公司或券商资管子公司开始依据自身优势推出不同的基金产品，涵盖混合型、货币型、债券型等不同类型基金产品。

首家获得公募基金牌照的券商资管——东方红资产管理，已经形成了较为完善的基金产品线，已有基本完备的高、中、低风险产品线，满足投资者不同的配置需求。截至 2017 年底，共管理着公募基金 30 只，公募基金管理规模超过 750 亿元。

资产管理领域的多年经验积累，为东方红资产管理的公募基金业务提供了雄厚的投研实力和资深的专业团队，成就了基金产品的优秀业绩，也为基金产品创新提供了基础。

由于长期绝对收益导向，券商系基金呈现出明显的稳健风格和长跑能力。业内首只券商基金——东方红新动力混合基金成立于 2014 年 1 月 28 日，截至 2018 年 7 月 24 日，累计单位净值为 2.504 元，成立以来复权单位净值增长率 157.10%。2014 年 6 月 6 日成立的东方红产业升级混合基金，截至 2018 年 7 月 24 日，累计单位净值为 3.281 元，成立以来复权单位净值增长率 228.10%。东方红产业升级混合基金因此荣获了第 15 届中国基

金业金牛奖“三年开放式混合型持续优胜金牛基金”和“金基金奖·三年期灵活配置型基金奖”。

长期优秀业绩收获了诸多赞誉，东方红资产管理连续多年荣获中国优秀财富管理品牌君鼎奖，今年荣获了证券时报第 13 届中国基金业明星奖“三年持续回报明星基金公司”。旗下多只基金产品还分别荣获中国基金业金牛奖、金基金奖、明星基金奖和英华奖。

为了更好的贯彻长期投资理念，东方红资产管理推出了创新封闭式基金和定期开放式基金，凸显长周期管理、强化主动投资的思路，通过封闭运作加强对投资者长期投资的引导。同时借用了基金的上市交易机制，借助二级市场上市，投资者通过二级市场交易可获得流动性。目前，东方红资产管理已拥有 5 只创新封闭式基金、5 只三年定开基金和 2 只每年开放的基金。

由于出色的长期业绩，东方红“睿”字头创新封闭和定期开放基金已经成为市场上的爆款。东方红睿满沪港深、东方红睿华沪港深、东方红睿玺三年定开、东方红睿泽三年定开混合基金均出现一日售罄的盛况。成立最早的创新封闭基金——东方红睿丰混合基金，截至 2018 年 7 月 24 日，份额累计净值 2.380 元，成立以来复权净值增长率 193.37%。成立于 2015 年 1 月的东方红睿阳和东方红睿元三年定开基金目前份额累计净值也都在 2 元以上。

“券商资管投研团队较为稳定，在资产管理方面已有多年积累，具有优秀的主动管理能力。同时，券商资管早已将追求绝对收益的理念贯彻于投资管理之中，注重长期收益，因此券商系基金长期业绩表现更好。”有分析人士如此分析。

此外，与基金管理公司不同，券商资管淡化短期相对收益排名的考核，更加关注绝对收益和长期收益，对基金经理的考核往往是三年甚至五年以上的业绩，有利于进行长线布局。

面向养老金体系的机构业务

文 / 机构业务部

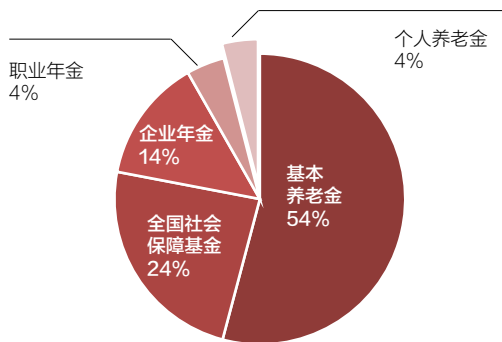
随着中国居民财富的增加，人口老龄化现象的凸显，中国养老金体系三支柱全面、协调的发展迫在眉睫。由于养老金存续时间长且规模增长稳定，同时作为“养命钱”，养老金的投资管理具有一定的特殊性，参与管理的资产管理机构既肩负有业绩压力，同时也承担着社会责任。在养老金投资管理的过程中，涉及有多方机构投资者，包括受托机构、托管机构、投资管理机构和账户管理机构等。全面认识中国的养老金体系及其投资

运营流程，通过开展机构合作向养老金投资管理机构提供绩优产品和服务，这不仅是资产管理公司机构业务工作的重要内容，也是东方红践行“让老百姓有尊严地养老”这一理念在机构业务条线的尝试。本文阐述了中国养老金体系的投资管理概况，分析了养老金体系下的投资管理机构及其投资行为，介绍了公司与养老金投资管理机构的合作；并在上述内容的基础上，总结了几点思考。

一、中国养老金体系概况

参照国际普遍采用的三支柱养老金制度模式，我国的养老金体系可分为第一支柱公共养老金（基本养老金、全国社会保障基金）、第二支柱职业养老金（企业年金、职业年金）和第三支柱个人养老金。人社部数据显示，目前我国养老保障体系以第一支柱为主，三大支柱占比依次约为 78%、18% 和 4%^①。

图 1：我国养老金体系资金占比（估）



数据来源：人社部、全国社会保障基金理事会、新华社

二、中国养老金体系的投资管理

在三支柱的养老金体系下，不同类别养老金遵循的投资管理办法、投资范围、投资期限和目标都不相同。以下对我国当前养老金体系的投资管理模式进行简单的梳理。



中国养老金体系及其投资管理

（一）基本养老金投资管理

基本养老金的投资主要依照 2015 年国务院发布的《基本养老保险基金投资管理办法》执行。在此之前，基本养老金只能投资于银行存款和国债，年平均收益仅 2%。按照该《办法》，基本养老金实行中央集中运营、市场化投资运作，由省级政府将各地可投资的养老基金归集到省级社会保障专户，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。该《办法》明确，基本养老金可参与基金投资，投资固定收益类资产（含债券基金）的比例不得高于养老基金资产净值的 135%，投资权益类资产（含股票基金、混合基金）的比例不得高于养老基金资产净值的 30%。

2016 年 12 月，博时基金等 21 家机构中标成为基本养老保险基金证券投资管理机构。2017 年，已经有 14 个省市与社保理事会签署了委托投资合同，有 3716.5 亿元资金到账并开始投资，该部分资金 2017 年的投资收益率为 5.23%。

（二）社保基金投资管理

社保基金成立于 2000 年，是国家社保储备基金。《全国社会保障基金投资管理暂行办法》对社保基金可投资资产类别和比例进行了明确规定，后续有所补充。社保基金由社保基金理事会进行投资管理，其投资范围相对比基本养老金更广，主要体现在社保基金可以参与境外投资（投资上限 20%），以及投资证券投资基金、股票的上限为 40%。



① 新华社福州 2018 年 5 月 16 日电，题：养老金第三支柱崛起 金融市场机遇向好。



面向养老金体系的机构业务

一、养老金体系下的投资管理机构

如前述，目前我国拥有养老金相关资质牌照的受托机构和投资管理机构以基金公司和保险机构为主。从各机构受托管理养老金的规模来看，养老金委托投资明显向头部的绩优机构倾斜，其绝对管理规模和年度增长体量均较大。

（一）基金公司和证券公司

目前，共有博时基金等 11 家基金公司和中信证券已齐备基本养老金、社保基金和企业年金三项牌照。从总体管理规模看，截至 2018 年 6 月，基金公司管理养老金（含基本养老金、社保基金、企业年金和职业年金）规模排名前五的分别为工银瑞信基金、嘉实基金、华夏基金、博时基金和易方达基金。从分项规模数据看，截至 2017 年末，基金公司和证券公司管理的职业年金规模和组合数前五的分别为华夏基金、工银瑞信基金、易方达基金、嘉实基金和中金公司；基本养老金和社保基金的管理规模情况暂未公开披露。从拥有养老金投资权限的业务条线来看，在基金公司和证券公司中主要为固定收益 / 专户投资部、资产配置部 / FOF 投资部及养老金投资部。

（二）保险机构

受法规限制，目前仅有基金公司和证券公司可接受社保基金的专业化委托，保险机构均不具备社保基金投资管理业务资格。但与基金公司和证券公司不同，保险机构具有成为企业年金、职业年金受托机构的资格。

不考虑社保基金牌照资质，目前已有长江养老等 4 家保险机构齐备基本养老金投资管理资质、企业年金投资管理资质、企业年金受托资质和职业年金受托资质。从管理规模看，截至 2017 年末，保险机构管理企业年金的规模情况和组合数前五的分别为平安养老、泰康资产、国寿养老、太平养老和长江养老；基

本养老金和职业年金规模情况暂未公开披露。从拥有养老金投资权限的业务条线来看，在保险机构中主要涉及养老险公司的投资部、保险资产管理公司的年金部、保险资产管理公司的固收投资部和人寿保险公司的固收投资部。

二、养老金体系下的投资管理机构行为分析

养老金的负债久期长、投资期限长，是适合价值投资的优质资金。但同时，养老金体系中的机构投资者受组合年度考核的影响，在投资中尚未充分发挥养老金的长久期优势。此外，养老金的投资风险偏好较低，对回撤十分敏感。

养老金投资范围中权益类资产上限为 30%（仅社保基金为 40%），因此养老金组合运作大部分采取“固定收益 +”的策略，以获取绝对收益为目标。但在实操中，委托人和受托人会对投资管理人的业绩进行相对排名考核，而固定收益类资产的收益贡献利差较薄，因此权益类资产的收益情况对养老金投资组合至关重要。

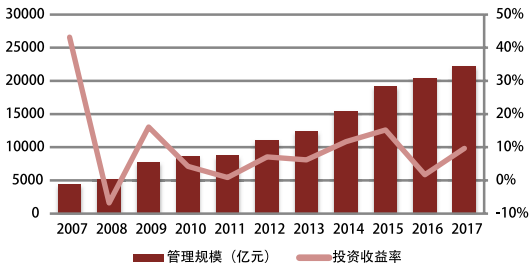
整体而言，养老金组合的投资操作主要有如下特征：

◆绝对收益导向。投资管理人的大类资产配置能力和固定收益资产投资能力是养老金组合投资管理的核心，权益类资产的投资管理能力是区别不同管理人业绩水平的重要因素。

◆关注相对排名。委托人和受托人通常会对投资管理人进行年度相对排名 + 年度绝对收益的双重考核，考核机制使养老金组合往往无法真正发挥养老资金的长周期配置优势。

◆管理成本较高。一对一养老金组合的数量众多，管理成本较高；养老金组合的投资管理效率有较大的提升空间。

图 2：社保基金的管理规模及投资收益率



目前，社保基金共有 18 家境内投资管理人，包括 16 家基金公司和 2 家证券公司。截至 2017 年末，由社保理事会直接管理的投资规模约为 9400 亿、委托投资规模 1.1 万亿，年均投资收益为 8.44%。

（三）企业年金投资管理

企业年金的投资主要参照《企业年金基金管理办法》及补充通知执行。企业年金的投资范围与基本养老金大体一致，但允许投资非标产品。

企业年金采取信托模式管理，在投资运营中主要有委托人、受托机构、投资管理人、托管人和账户管理人 5 类主体。企业年金由受托机构负责遴选投资管理人、托管人和账户管理人，受托机构可将企业年金交由外部投资管理人进行投资，也可直接投资。目前，共有平安养老等 14 家机构拥有企业年金受托业务资质，南方基金等 20 家机构拥有企业年金投资管理业务资质。

截至 2017 年末，企业年金的年均投资收益为 7.34%。与社保基金的收益情况相比，企业年金波动更小，年均回报略低。

（四）职业年金投资管理

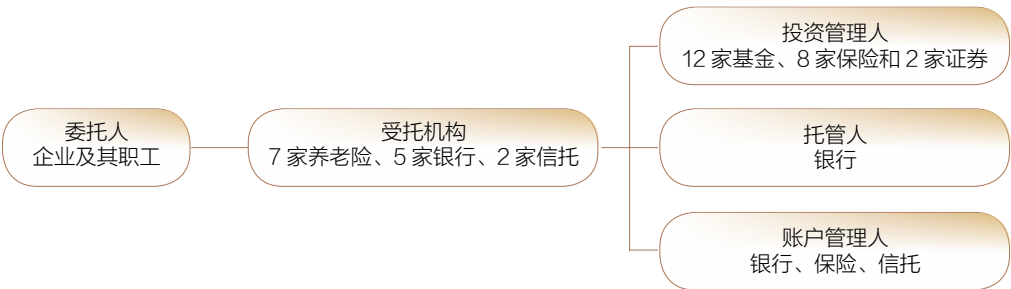
职业年金作为补充养老保险的一种，是针对机关事业单位的强制性社会保险。对比企业及个人自愿参保的企业年金，职业年金有政府财政保底投入，因此资金增长更加稳定。2016 年 10 月，《职业年金基金管理暂行办法》正式颁布，拉开了职业年金市场化投资运作的序幕。未来，职业年金制度还有待进一步规范。

职业年金的投资范围与企业年金基本一致。职业年金基金的受托、托管和投资管理机构均在具有相应企业年金基金管理资格的机构中选择。截至 2018 年 6 月末，已有中央和新疆、山东两省完成职业年金的受托机构招标。

（五）第三支柱养老产品投资管理

我国在个人养老保障上的制度设计探索起步较晚，其中，税收递延型养老险产品和税收递延型公募基金是 2018 年我国养老第三支柱展开的两种尝试。

截至 2018 年 7 月，共有中国人寿等 16 家保险公司的税延养老保险业务获银保监会审核通过。2018 年 8 月，华夏基金等 14 家公募基金申报的养老目标基金正式获得批文，其中华夏与中欧的养老目标基金已分别于 9 月、10 月发布基金合同生效公告。



◆养老第一支柱。对于基本养老金和社保基金，全国社保基金理事会作为其唯一受托人，对两类组合进行多资产投资。从职能上来看，社保基金理事会承担了大类资产配置、部分资产的直接投资和委外组合的管理职能。通过委外，社保基金理事会可以借助外部投资管理人在某一资产领域的比较优势，为养老金组合带来超额收益。因此，对于接受委托的外部管理人而言，基本养老金和社保基金组合通常为单一策略（股票、打新、信用债等）组合，不同组合间的差异度较高，以标准化资产投资为主。

◆养老第二支柱。企业年金和职业年金通常由企业或机关事业单位同时委托给多个外部管理人进行管理，每一个组合均可进行多资产投资。外部管理机构在凭借自身优势开展投资管理的同时，也通过对外投资资产管理产品（如公募基金、非标产品）弥补短板，提升组合业绩。

三、东方红与养老金投资管理机构的合作

未来，伴随养老第一、二支柱的完善和第三支柱的壮大，中国的养老金体系将进一步发展健全。东方红致力于成为受人尊敬的资产管理公司，我们希望通过自身的投资管理能力为老百姓

有尊严地养老做出贡献。站在机构业务角度，我们目前与养老金投资管理机构的合作载体主要是公募基金产品。截至 18 年 9 月，在已具备养老金受托业务或投资管理业务资质牌照的 9 家保险机构、16 家基金公司和 2 家证券公司中，东方红机构业务已与平安养老等 7 家保险机构、工银瑞信基金等 10 家基金公司和中信证券等 2 家证券公司开展业务合作。在东方红获得相应养老金投资管理牌照后，我们也将积极开展一对一定向服务。

由于养老金体系下各类组合数量众多，不同类型组合投资诉求各异，这向我们的工作提出了更高的要求。在东方红，我们不以规模为导向；在推进与养老金投资管理机构的合作过程中，一方面为各类养老金投资机构提供个性化的服务与产品；另一方面，更重要的是，我们希望通过合作引导这些机构进行更长期的投资。

东方红与养老金投资管理机构的合作主要有如下要点：

◆提供个性化服务与产品。对于基金公司和证券公司，抓住同业交流的各种机会，加强与目标客群的业务联系，全面覆盖养老金账户的各投资条线。对于保险机构，立足于现有合作基础，重点关注职业年金、税延型养老保险产品这两类新养老金组合的发展情况，营造好与其投资部门的业务关系，朝实现目标客群全覆盖的方向努力。

◆发挥固定收益投资优势。社保基金等养老金组合的管理资金体量大，其固定收益投资更注重 β 。东方红的固定收益投资更重视挖掘个券 α ，以“产品 + 服务”的形式输出东方红的个券研究和信用风险管理能力，可以更好地实现优势互补。

◆培养潜在权益投资客户。全球养老金规模较大的管理机构均把权益投资作为养老金投资的重要组成部分，目前养老金规模最大的 5 个国家的股票配置比例均超过 30%，而我国仅有 11%，我国养老体系资金进入权益市场的潜力巨大。东方红的权益投资能力十分突出，我们正通过产品输出优异的权益主动



认识并分析中国养老金体系中的参与者，为养老金三大支柱的投资管理工作作出贡献，引导养老金投资向更健康、理性的方向迈进，既是资产管理机构的本职工作，更是资产管理机构在养老体系中肩负着的社会责任和使命。

投资管理能力，在与现有可合作的客户进行交流的同时，也重视长期潜在客户的培养。

◆传递长期投资理念。养老金的负债久期长、投资期限长，是适合价值投资的优质资金。但养老金体系中的机构投资者受组合年度考核的影响，在投资中尚未充分发挥养老金的长周期优势。在与养老金投资机构合作的过程中，我们更注重传递长期投资、长期考核的理念，赢得机构投资经理在理念上对东方红的认同后，开展长期产品合作。除了向养老金投资机构传递长期投资理念，我们还将进一步加大面向养老金委托机构的投教力度，努力减少因人为因素造成的负债端短视情况。即使短期内无法改变养老金组合通常以年度为单位进行绝对收益和相对排名的双重考核现状，我们也将继续做好引导工作，倡导绝对收益、长期考核、正确激励，从引导机构投资经理的

个人投资行为，逐步发展到影响机构行为，静待时间的玫瑰绽放。

◆向获取相关牌照进发。目前，基本养老金和社保基金由全国社保基金理事会进行外部投资管理人的选聘，企业年金和职业年金由具有受托资质的保险机构遴选投资管理人。我们将重点与相关机构沟通，坚持价值投资、做正确的事情，为后续东方红获得相应资质牌照后开展定向委托业务打好基础。

认识并分析中国养老金体系中的参与者，为养老金三大支柱的投资管理工作作出贡献，引导养老金投资向更健康、理性的方向迈进，既是资产管理机构的本职工作，更是资产管理机构在养老体系中肩负着的社会责任和使命。实现老百姓有尊严地养老，需要个人、投资者和全行业共同努力。



IRA 在美国家庭退休储蓄中的角色

文 / 产品部 杨海、黄剑焜、陈相宇、张樊
本文翻译自 ICI 退休与投资者研究部高级总监 Sarah Holden 和助理经济学家 Daniel Schrass 于 2017 年 12 月发表在 ICI RESEARCH PERSPECTIVE 的文章，并进行了一定调整。

IRA 在退休储蓄中的角色越来越重要

截至 2017 年二季度末，美国个人退休账户（IRA）资产规模已经达到 8.4 万亿美元，占美国养老金总资产的 31%，而 20 年前，这一比例仅为 19%。IRA 在家庭资产负债表中的重要性也有较大提升。20 年前，IRA 的资产占美国家庭金融资产的比例还只有 6%，到 2017 年 6 月时已经达到 11%。在 2017 年年中，有 4390 万（占比 35%）的美国家庭持有 IRA。持有 IRA 的家庭中，超过 80% 同时也持有雇主发起式退休计划（DB 或 DC 计划）。此外，26% 的美国家庭参与了雇主发起式退休计划但没有参与 IRA。合计约有 7700 万（占比 61%）的美国家庭持有正式的税收优惠退休储蓄计划。

传统 IRA 是最久远也是最常见的 IRA。在 2017 年年中，3510 万（占比 27.8%）的美国家庭持有传统 IRA（图表 1）。传统 IRA 除了作为一个缴纳资金的汇集处，还是雇主发起式退休计划滚存的工具。事实上，持有传统 IRA 的美国家庭中超过一半表示他们的 IRA 包含了滚存的资产。1998 年首次推出的罗斯 IRA 是其次常见的 IRA，约有 2490 万（占比 19.7%）的美国家庭持有该类 IRA。总的来说，4240 万（占比 33.6%）的美国家庭持有传统 IRA 或罗斯 IRA（其中 13.9% 同时持有两种 IRA）。在 2017 年年中，6% 的美国家庭持有雇主发起式 IRA，包括 SEP IRA，SAR-SEP IRA 和 SIMPLE IRA。

图表 1：上百万美国家庭持有 IRA

	推出年份	2017 年持有该类 IRA 的家庭数量 ^①	2017 年持有该类 IRA 的家庭比例 ^①
传统 IR A	1974 (雇员退休收入保障法案)	3,510 万	27.8%
SEP IR A ^②	1978 (税收法案)	760 万	6.0%
SAR-SEP IR A ^②	1986 (税收改革法案)		
SIMPLE IR A ^②	1996 (小企业就业保护法)		
罗斯 IR A	1997 (纳税人救助法)	2,490 万	19.7%
所有 IR A ^①		4,390 万	34.8%

① 家庭可以持有一种以上 IRA ② SEP IRA、SAR-SEP IRA 和 SIMPLE IRA 属于雇主发起式 IRA

来源：ICI 共同基金持有人年度追踪调查和美国人口普查局

IRA 持有率随年龄和收入的增加而上升

各个年龄段的人都持有 IRA，但持有率最高的群体是处于劳动年龄的年长群体。这反映了生命周期效应对储蓄的影响；也就是说，随着年龄的增长，家庭会把注意力集中在退休相关的储蓄上（而在年轻时则为其他目的储蓄，如教育或购房）。此外，许多传统 IRA 持有人之所以成为持有人是因为雇主发起式计划的滚存，这至少要在工作几年后才会发生。2017 年年中，由 45 到 54 岁成员主导的家庭中，有 39% 持有 IRA，而由 55 到 64 岁成员主导的家庭中，有 40% 持有 IRA。

尽管大多数持有 IRA 的家庭处于中等或较低收入水平，但随着

家庭收入的增加，IRA 的持有率随之上升。这一趋势与低收入家庭的退休储蓄倾向也更低是一致的。低收入家庭更关注短期支出需求，并且能通过社会保障获得更高的福利替代，通常这类家庭的养老储蓄倾向更低。收入在 50,000 美元及以上的家庭持有 IRA 的比例为 49%，相比之下，收入低于 50,000 美元的家庭只有 16% 持有 IRA。在 2017 年年中，收入在 100,000 美元以上的家庭中 58% 持有 IRA。

IRA 持有者更像储蓄者

IRA 持有者持有大量金融资产。有 IRA 的家庭持有金融资产的中位数是没有 IRA 的家庭持有金融资产中位数的 7 倍。这些资



比起没有 IRA 的家庭，有 IRA 的家庭财务决策者往往年龄更大，更可能已婚、有工作，并且拥有大学或研究生学历。

产包括 DC 退休计划账户资产——75% 持有 IRA 的家庭也持有这类账户。IRA 所有者通常表现出与更强储蓄倾向相关联的特征：比起没有 IRA 的家庭，有 IRA 的家庭财务决策者往往年龄更大，更可能已婚、有工作，并且拥有大学或研究生学历。

就像 401（k）的账户余额随着工龄的增长而增加一样，IRA 的账户余额也随着持有时间的增加而上升。在 2017 年年中，持有传统 IRA 或罗斯 IRA 不足 10 年的家庭其 IRA 资产中位数为 23,000 美元，而持有超过 20 年的家庭 IRA 资产中位数为 150,000 美元。虽然传统 IRA 和罗斯 IRA 资产的平均数远高于中位数，但表现出相似的模式。

向传统 IRA 的滚存推动了其增长

伊始，传统 IRA 便被设计成现在的形式，以便让投资者可以通过缴款或雇主发起式退休计划滚存的方式来积累退休资产。滚存帮助许多人保存退休储蓄，进而推动了 IRA 的发展。最新数据显示，在 2014 年，美国家庭从雇主发起式退休计划滚存了 4,240 亿美元至传统 IRA。截至 2017 年年中，约 2000 万美国家庭（占持有传统 IRA 家庭总数的 57%）所持 IRA 账户中包含了滚存资产。通过最近一次滚存，大部分的家庭（占比 82%）将所有退休计划账户余额都转移到了传统 IRA 中。有过滚存行为的传统 IRA 持有家庭中，将近 90% 的家庭最近一次的滚存

发生在 2000 年及以后，其中 59% 在过去 7 年内进行了最近一次的滚存。在滚存过的传统 IRA 持有家庭中，54% 家庭的 IRA 中只有滚存资产（即从未向传统 IRA 缴款）。

持有传统 IRA 并滚存过的家庭里，大部分（76%）是出于多个原因将其雇主发起式退休计划中的积蓄滚存至传统 IRA。例如，63% 的家庭不想将资产留在前任雇主那里；59% 的家庭是为了保留对其储蓄的税收优惠待遇；58% 的家庭表示整合资产是他们滚存的原因之一；49% 的家庭通过滚存来获得更多的投资选择；47% 的家庭表示他们被要求取出前雇主退休计划中所有的钱。

家庭在作出将前雇主退休计划中的资金滚存至传统 IRA 的决定前通常会进行研究。66% 的家庭会参考多个信息来源，其中最普遍的信息来源是专业财务顾问。60% 的家庭咨询过专业财务顾问，并且有将近半数主要依赖于专业财务顾问。

与仅通过个人缴款提供资金的 IRA 相比，有过滚存的家庭持有的 IRA 余额更高。2017 年年中，有过滚存的传统 IRA 账户余额中位数为 87,500 美元，而没有过滚存的传统 IRA 账户余额中位数为 40,000 美元。

很少家庭向 IRA 缴款

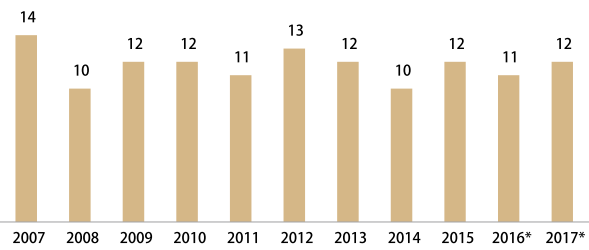
尽管 IRA 能帮助家庭建立退休储蓄计划，但大多数美国家庭并不向 IRA 缴款。2016 年，只有 12% 的家庭向传统 IRA 或罗斯 IRA 进行过缴款，而在 2015 年时该比例为 11%（见图表 2 上方）。在 2017 年年中持有传统 IRA 或罗斯 IRA 的家庭中有 37% 曾在 2016 年进行过缴款，相比之下，2015 年为 36%，2014 年为 39%。

持有 IRA 的家庭每年可能会向不止一种类型的 IRA 进行缴款，这取决于他们是否有缴款资格。在 2016 年向传统 IRA 或罗斯 IRA 缴款的家庭中，有 39% 只向传统 IRA 进行了缴款，有 45%

只向罗斯 IRA 进行了缴款，剩余的 16% 同时向传统 IRA 和罗斯 IRA 缴款（见图表 2 下方）。

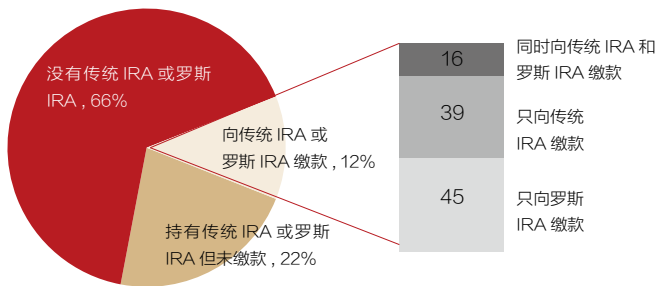
图表 2：少数家庭向传统 IRA 或罗斯 IRA 缴款

所有美国家庭在上一个年度向传统 IRA 或罗斯 IRA 进行缴款的比例，2007-2017



2016 年传统 IRA 或罗斯 IRA 的缴款行为占美国家庭的比例，2017

2016 年家庭缴款的 IRA 类型占美国家庭向传统 IRA 或罗斯 IRA 缴款的比例



* 从 2016 年开始，ICI 的 IRA 持有人调查由双样本框 RDD 电话调查改为自我管理的在线调查，KnowledgePanel（一个由 Gfk 管理的基于概率的在线样本库）。

来源：ICI 共同基金持有人年度追踪调查，ICI 的 IRA 持有人调查

罗斯 IRA 持有人更可能缴款

罗斯 IRA 持有人比传统 IRA 持有人更可能进行缴款。2016 年，有 39% 的罗斯 IRA 持有家庭缴款。相比之下，仅 25% 的传统 IRA 持有家庭缴款。

传统 IRA 持有人缴款比例更低的原因有以下几点。首先，传统 IRA 持有家庭如果同时在工作中持有退休计划，那就必须考虑缴款的减税限制；其次，2017 年年中，40% 的传统 IRA 持有家庭表示家中有人已退休；而且一些传统 IRA 持有家庭只是利用传统 IRA 来保存滚存资金，而不是作为一个缴款型储存工具；此外，一些家庭可能通过工作中持有的退休计划就能满足他们的退休储蓄需求。尽管如此，有研究发现，参与缴款的传统 IRA 持有人倾向于重复缴款。

2016 年，家庭向传统 IRA 缴款金额的中位数为 4,000 美元，向罗斯 IRA 缴款金额的中位数为 4,700 美元。2016 年，对于 50 岁以下的个人投资者，传统 IRA 和罗斯 IRA 的缴款上限是

5,500 美元。自 2002 年以来，50 岁以上的个人投资者有资格对其 IRA 追加缴款。2017 年年中，50 岁及以上的家庭中有 37% 持有传统 IRA 或罗斯 IRA；而在这些持有 IRA 的家庭中，有 30% 向传统 IRA 或罗斯 IRA 进行了缴款；在进行了缴款的家庭中，有 45% 追加了缴款。总而言之，追加缴款不是主流做法，年龄在 50 岁及以上的美国家庭中仅有 5% 向传统 IRA 或罗斯 IRA 追加了缴款。

IRA 提取不频繁，且多与退休相关

每年只有很少的家庭从他们的 IRA 中提取资金，并且大多数的提取是与退休相关的。个人在 59.5 岁之前从传统 IRA 中提取资金，通常会被收取提取的应税金额 10% 作为罚金（在联邦、州和地方个人所得税的基础之上）。纳税人在 59.5 岁到 70.5 岁之间提取则没有罚金，且通常并不强制要求提取。传统 IRA 持有人在 70.5 岁之后会被要求每年提取一部分数额，如果不提取，就要支付罚金；这部分提取金额被称为要求最低分配金额（RMD）。继承 IRA 的家庭通常也会强制要求进行提取。

2017 年年中，在持有传统 IRA 的家庭中，有 26% 于 2016 年进行了提取，而 2015 年这一比例为 25%。2008 年，《工人、退休者和雇主恢复法案》暂停了 2009 年传统 IRA 和其他退休账户的 RMD。传统 IRA 持有家庭的提取行为在 2009 年明显降低（仅为 15%）在某种程度上就是这个原因。2010 年和 2011 年提取行为增加到 22% 和 21%，部分原因就是 RMD 的恢复。2016 年提取传统 IRA 资金的家庭中，81% 的家庭里已有人退休。2017 年年中，持有传统 IRA 的退休家庭里，48% 在 2016 年并没有进行提取。

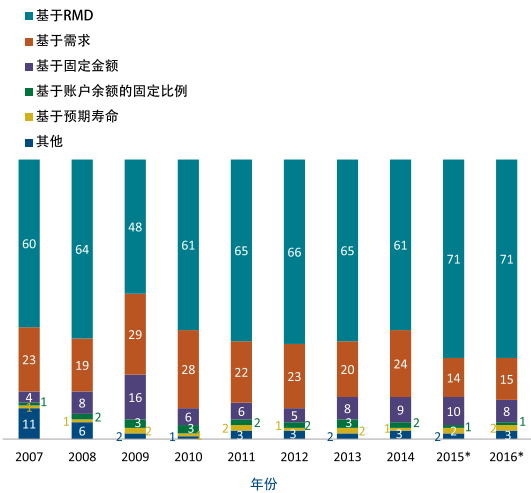
有提取行为的传统 IRA 持有家庭通常提取适度的金额。在 2016 年进行了提取的传统 IRA 持有家庭中，有 19% 提取金额少于 2,500 美元；另有 14% 的提取金额在 2,500 美元到 4,999 美元之间。虽然一些提取金额较大，但提取金额占账户剩余资产比例的中位数是 6%。年轻家庭相比于年长家庭更少提取资金，这与

税法的意图相符。2017 年年中持有传统 IRA 的家庭中，由 59 岁以下的成员主导的家庭里只有 8% 在 2016 年提取了资金；由 59 岁至 69 岁成员主导的家庭里，有 27% 提取了资金；由 70 岁以上成员主导的家庭中，有 80% 提取了资金。

通常，传统 IRA 的提取行为是为了满足 RMD。2017 年年中持有传统 IRA 并在 2016 年提取资金的家庭中，有 71% 根据 RMD 计算提取金额，这一比例与 2015 年一致（图表 3）。另外，有 15% 是基于实际需求；与之相比，2015 年这一比例为 14%。在 2016 年，9% 的家庭表示其按计划提取金额，（形式上）包括基于账户余额的固定比例或一个不变的金额；与之相比，2015 年这一比例为 11%。

图表 3：传统 IRA 提取金额是如何决定的

占 2007 年至 2016 年持有 IRA 并提取的家庭的比例



* 从 2016 年开始，ICI 的 IRA 持有人调查由双样本框 RDD 电话调查改为自我管理的在线调查，KnowledgePanel（一个由 Gfk 管理的基于概率的在线样本库）。

来源：ICI 的 IRA 持有人调查



由 70 岁及以上成员主导的家庭更可能基于 RMD 计算提取金额，而年轻的家庭更可能按需提取，这体现了传统 IRA 分配规则的管理成效。2017 年年中，家主年龄在 70 岁及以上并且在 2016 年进行过提取的传统 IRA 持有家庭中，有 97% 表示其提取金额是根据 RMD，只有 1% 是按需提取。与之相反，在有提取行为的年轻的家庭中，有 35% 是按需提取。

传统 IRA 的提取在退休中的角色

传统 IRA 持有人在退休时的提取行为可以出于多种目的。2016 年，家主或其配偶已经退休且有提取的家庭中，43% 用于生活开支；39% 将资金部分或全部重新投资或储蓄在其他账户；18% 将提取的资金用于房屋购买、维修或重建；11% 将提取的资金用于医疗保健；5% 用于应急。

着眼长期 做中国价值投资的坚定实践者

文 / 中国基金网

自 1998 年成立以来，东方红资产管理团队经历了中国资本市场多次牛熊市的考验，积累了丰富的投资和风险管理经验，优先在权益投资领域建立起比较优势，不仅拥有了较为完善的价值投资理念、投研体系和团队，更搭建起了与价值投资相配套的考核和激励机制，耕耘出了一片适合价值投资发展的土壤。

核心竞争力和市场地位。低估值带来的安全边际不仅是控制风险的手段，更是获取回报的主要来源。坚持安全边际需要的是自律、耐心和理性。

团队认为，股市是一个非常复杂的市场，短期的市场走势几乎无法预测。短期预测市场，要么靠运气，要么就是忽悠。投资

者需对市场怀有足够的敬畏之心。价值投资也不是简单的“指标”投资，例如单纯的低 PE、低估值、低 PB 投资等。东方红的价值投资，强调对一家公司的商业判断和综合定价，是基于企业的可持续发展与中长期现金流的综合评估。团队希望自己的投资，不仅能给持有人带来收益，对持有人有利，也对所投资公司的发展有利，对社会进步有益。

团队希望自己的投资，不仅能给持有人带来收益，对持有人有利，也对所投资公司的发展有利，对社会进步有益。

价值投资能够获得大概率成功

“价值投资的方法也许不会让你做到最好，但是一定能够大大提高成功概率。”东方红资产管理副总经理张锋如是说。自公司前身东方证券资产管理业务总部成立以来，东方红资产管理团队即确立了以基本面研究为主的价值投资策略，始终坚持长期做正确的、大概率的事情。其中，在发展早期，即确定了以下四个投资的基本原则：

首先，不预测市场走势。资本市场是一个复杂的非稳态的混沌系统，投资者需对市场存有敬畏之心，不应过度自信。东方红团队从不轻易预测短期市场波动，认为判断市场是很困难的，而把投资建立在对大盘指数的预判上则是很危险的，面对不可知的市场波动，惟有坚实的企业基本面和谨慎的估值能够坚定

持股信心，最终获得收益。其次，逆向投资。市场具有周期性，行业和个股亦是如此，周期变化的背后是亘古不变的人性。价值投资需要感受市场周期，在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。团队用价值投资的方法去判断企业的内在价值，寻找价格低于内在价值的机会，希望通过团队的勤恳研究，最终为持有人带来良好的投资回报。第三，精选个股，陪伴优秀的企业成长。投资最重要的是企业本身，优秀企业是正和游戏的基础，市场不会长期漠视一个企业的成功，也不可能长期漠视一个企业的失败。从企业成长的角度来看，企业的市场价格最终会反映其内在价值。本着“自下而上”的投资方法和投资逻辑，关注企业本身，关注企业核心竞争力的提升、管理层的稳定和行业地位的优势。此外，牢记估值纪律。估值反映了上市公司的

精选个股 分享企业成长带来的超额收益

在东方红资产管理内部，一个好的投资标的，必然是“幸运的行业 + 能干的公司 + 合适的价格 + 合理的预期”。公司副总经理林鹏坦言：“团队期望获得上市公司分红、上市公司长期盈利增长，而不是刻意去赚取上市公司估值提升的钱，但事实上在实践中也赚到了估值提升的收益。”多年来东方红团队始终坚守价值，给予企业成长足够的耐心，努力通过陪伴优质企业的成长，分享企业盈利增长带来的收益，从而给投资人带来良好的长期回报。

“投资人应该尽可能与优秀的、能够为投资人长期赚取回报的上市企业为伍。”正如张锋所言，陪伴最优秀的企业成长是一件任重而道远的事。陪伴优秀的企业不断提升企业竞争力，从

国内优秀企业成长为国际优秀企业。东方红长期投资各个细分行业的龙头公司，团队希望这些行业龙头成长为比较大的国际龙头，从国内冠军成为国际冠军，从小市值公司成长为大市值公司，进而成为巨型市值公司。团队不会去挖掘内幕信息，甚至去和上市公司高层一起制造热门题材，赚波动的钱。团队希望买入股票后，能长期持有。不赚波动的钱，而是赚企业成长的钱。

那么如何才能够寻找到优秀的企业呢？

“投资就是先找到为数不多的几个优秀企业，然后安安稳稳的坐等结果”，查理·芒格曾说。然而，东方红权益投资团队认为，

挑选优秀企业并不是买市场认可的白马这么简单。概括来说，所谓“优秀的公司”，其战略方向和商业模式要符合行业 and 时代的发展趋势，各方面的执行力要远超竞争对手。“优秀”本身是一个相对的概念，现实中不可能有十全十美的公司，不同的行业属性和发展阶段对“优秀”要求的侧重点也都有所不同，因此投资者不应该拿一把尺子去衡量所有公司。

具体而言，团队始终坚持“自下而上”地选择优秀公司。多年来，东方红始终以获取绝对收益为目标，秉持价值投资理念，自下而上精选符合“幸运的行业 + 能干的公司 + 合适的价格 + 合理的预期”四者兼具的优质标的，陪伴优秀公司成长，分享长期成长红利。团队重视基本面研究，重视上市公司持续盈利的能力。在基本面研究的前提下，再全面评估上市公司的内

在价值，谨守估值纪律，以合理的、低估的价值买入。事实上，并不是每一笔投资都能够快速兑现，价值投资经常必须忍受长时间股价不涨甚至在短期内下跌，一买就涨属于好运气。短期无效和长期有效是对立统一的。这时候投资人需要反复思考检讨买入的推理是否存在重大缺陷，如果确信没有重大缺陷的话，那么唯一需要的就是定力和耐心。适度地远离市场是必要的，少去攀比，多点平常心，抱着绝对收益的心态去坚守，往往结果会有出乎意料的惊喜。

东方红摒弃短期博弈，重视在 3-5 年的中长期里，为投资人创造高于社会平均回报率的利润。在控制风险的前提下，为客户实现资产的长期增值，分享中国经济增长的成果。



东方红摒弃短期博弈，重视在 3-5 年的中长期里，为投资人创造高于社会平均回报率的利润。在控制风险的前提下，为客户实现资产的长期增值，分享中国经济增长的成果。



打造可复制的人才团队 专注于培养核心竞争力

自成立以来，东方红即制定了坚持主动管理的差异化发展道路，专注打造团队投研实力、培养员工及公司的核心竞争力。东方红的私募权益投资负责人张锋先生和公募权益投资负责人林鹏先生均为从业近 20 年的价值投资实践者，获得过多次业内权威机构颁发的 3-5 年期最佳投资经理的荣誉称号。截至 2018 年 9 月 30 日，东方红共有 17 名权益投资经理，平均从业年限 11 年，

平均司龄 9 年；19 位权益行业研究员，平均从业年限 4 年，平均司龄 3 年。

20 年来，东方红经历了中国资本市场多次牛熊市的考验，积累了丰富的投资管理和风险管理经验，投资业绩长期优异，多次荣获“最佳资产管理人”称号，被业界誉为“金牌资产管

理团队”。在价值投资的总体理念指导下，公司旗下产品长期投资业绩优异，受托资产管理规模稳步增长。截至 2018 年 9 月 30 日，公司受托资金管理规模为 2212 亿，权益类主动管理资产规模 1067 亿，偏债类主动管理资产规模 963 亿，ABS 规模为 137 亿。自 2005 年 6 月 24 日东方红 1 号发行至 2018 年 9 月 30 日，东方红权益类主动管理产品的简单平均复权净值为 22.380 元，年化收益为 26.37%，同期比较基准年化收益 8.24%。

在过去的 20 年间，东方红不仅搭建起了完善的价值投资投研体系和团队，更搭建起了与价值投资配套的考核和激励机制，为投研人员耕耘出了一片适合价值投资发展的土壤。团队深知以时间换空间的必要性，始终以客户利益为先，着眼长期，坚守价值。

与长期价值投资理念一致的是，东方红对于投资人员的培养周期和考核期限也较长。一方面，团队给予新成员足够的成长时间，不急于要求他们在最初的一、两年里为团队做出贡献，但要求他们要有广阔的视野和大的格局观，扎实调研、谨慎分析，鼓励他们形成自己独立的投资观。在良好的团队氛围中，新员工成员迅速成长，很快以高度契合的团队文化和投资理念成为团队新的中坚力量。另一方面，团队更加注重投资经理在 3-5 年间为产品创造的绝对收益，而非短期业绩的相对排名。东方红权益投资采取的是团队协同制度而非明星投资经理制度。团队认为，每个行业都有其对应的周期，团队需要做到的是，当行业机会来临时，每个投资经理能够在自己擅长的领域为团队贡献出投资建议。所以对于初转型的投资经理而言，公司仍会更多考核研究成果，而非产品业绩。同时，团队认为，根据价值投资方法运作的产品，赚的是企业成长的钱，收获的是正和游戏的成果，而中国资本市场目前仍是博弈成分更大，零和游戏居多，导致股指长期的收益不太理想，故而价值投资策略收获长期绝对收益的同时，大概率也可取得丰厚的相对收益。而过往业绩也表明，公司旗下产品并不是每年都能排进市场前 30%，但 3 年期的产品业绩大多数位于市场前列。

遵循价值投资的理念，背后需要有一个长期的考核机制。团队相信对于一个优秀的资产来说，它的价值迟早会反应出来。但团队不可能将价值体现的时间，精确到下个月、下个季度这样具体。所以很多时候，东方红的价值发现、对于资产的价值挖掘，需要一定时间。团队当然希望这个时间尽可能短，希望自己有比较好的运气让资产从低估值到合理、甚至到产生一定泡沫的过程缩短，但这不是团队所能左右的。对于相对收益，东方红不是不在意，但短期的相对收益从来不是团队关注的重点。短期化考核、追求短期化排名，是对投资行业不了解的一种体现。

为了能够实现价值投资，东方红在产品设计上，也以鼓励持有人长期持有为目标。作为东方红旗下首只封闭三年运行的基金产品，东方红睿丰混合基金从 2014 年 9 月 19 日成立开始，就秉承着长期价值投资的设计初衷，并取得了优秀的业绩。2018 年 10 月，团队尝试发行封闭五年运行的基金，希望凭借自身的主动管理能力，利用封闭运作的优势，精选优质个股，更好的把握中长期投资机遇。同时，团队也希望客户尽量不受市场情绪波动的干扰，不因市场短期波动而产生恐慌，进行低位赎回、高位买入的操作。封闭运作也客观上起到对投资人长期投资的引导作用，有效规避择时可能带来的损失。客户稳定、产品规模稳定，对构建长期的、稳定的组合有利。组合业绩好，客户对团队的认同提升，以此正向循环，真正地践行东方红价值投资的理念。

透视东方红资产管理团队的发展路径，可以概括出这些关键词：始终以客户利益为先，坚持价值投资，注重长期，以人为本，这也是资产管理公司的长期发展之道。



始终以客户利益为先，坚持价值投资，注重长期，以人为本，这也是资产管理公司的长期发展之道。





坚定主动管理 规模是自然而然的事

做好债券研究 完善团队建设 为投资人打造持续回报的特色固收产品

文 / 中国证券报 记者陈健 实习记者周中雨

资管行业发展迎来划时代变化。随着资管新规和细则征求意见稿的相继出炉，监管预期不断明确，有分析认为，净值型固收产品可能会成为资管行业的发力点，站上“风口”。

对于这个观点，饶刚别有一番“看法”。回顾 2016 年，整个债券市场非常疯狂，委外规模不断扩张，各类资管机构的固定收益规模尤其是通道业务扩张的很快，但 2016 年下半年债市转熊之后，整个市场几乎一地鸡毛，这实际上也直接导致了这两年银行委外处于收缩态势。对此，饶刚坦言，2016 年的“风口”已经足够大，但当风口来临时，如何为持有人挣钱才是资产管理机构的真正核心竞争力。随着资产管理行业打破刚兑、净值化管理的趋势发展，无论是公募基金还是券商资管，都迎来新的业务发展机遇。但机会是留给有准备的人。从过去两年行业整体情况来看，资金正在向优秀的资管机构流转。未来，那些竞争力强、产品布局有准备，且真正能为投资者赚取长期回报的机构，才能够真正迎着风口。

记者了解到，饶刚于 2015 年初加盟东方红资产管理，并牵头搭建了公司的固定收益团队，吸收了众多经验丰富、优势互补的资深人士加盟，团队正处于历史上最好的状态之中。尤其在当前银行委外规模大幅收缩的背景下，东方红资产管理的固收业务规模不减反增。Wind 数据统计，截至 2018 年 6 月 30 日，东方红固定收益团队管理规模超 900 亿元。与行业中短期资金规模较大的现象不同，该团队目前存续的规模均为可以长期投资的资金。

为什么东方红资产管理能够抵御通道诱惑，实现规模的稳中有增呢？

“固收市场虽然今年上半年表现还好，但最近这两年，大部分时间还是比较低迷的。东方红固定收益业务规模在稳步增加，

这和我们一直做的事情有关。”谈及业务发展，饶刚认为有三个主导因素：

一是基于对市场的判断。从事债券投资，首先应当思考的是如何长久地存活下来。2016 年，银行委外的预期收益率基本上维持在百分之四点几，而 AAA 债券的收益率已经到 2.7%—2.8%，要维持银行委外期望的收益率，只能不断下沉信用或者突破期限，做高杠杆的期限错配，然而一旦市场爆发危机，风险将无法控制。因此，东方红固定收益团队预见风险存在的可能性，在 2016 年下半年时，就不再要钱了。

第二，基于东方红资产管理的风格。多年来，东方红资产管理始终不以规模为导向，聚焦提高团队核心竞争力。事实上，“规模增长最容易的时候，往往是投资人最难受的时候。”饶刚坦言，相比规模，团队更加关注风险控制、持续回报等多重指标，相信为持有人赚取利润的同时，规模增长是自然而然的事情。一味的扩大规模，最终受损的不仅是公司，投资者的收益也无法得到根本保证。

第三，坚持主动管理，追求客户价值最大化的核心理念。东方红资产管理是券商资管中的“另类”，在行业规模快速增长的时代，公司凭借坚持主动管理走出了一条差异化的道路。“固收市场虽然今年上半年表现还好，但最近这两年，大部分时间还是比较低迷的，但是公司的固收业务规模在稳步增加，这和我们一直做的事情有关。”饶刚表示，纯粹的主动化管理，有助于团队打造核心竞争力，强化业务根基，严格风控管理。

“东方红资产管理的文化就是按照正确的方向去做，有时候慢就慢一点”。或许正是在正确的轨道上一直前行，东方红的固定收益业务才能不断发展，逐渐成为行业的标杆。

8 月初，一个平常交易日的下午，记者在位于外滩附近的黄浦江畔，东方证券资产管理有限公司办公地，见到了忙碌在交易一线的东方红资产管理副总经理饶刚。谈到资管行业展望、公司固收业务发展、团队建设、投资经验，刚刚获得中国证券报第十五届中国基金业金牛奖“十五周年金牛杰出基金经理”的饶刚向记者娓娓道来。

采访中，随着对饶刚带领的东方红资产管理固定收益团队的深入了解，记者脑海中，也跳出两个关键词：另类、团队。说另类，是因为在通道业务盛行、比拼规模的年代，饶刚带领的团队并没有选择随波逐流，而是始终坚持主动管理的“另类”发展路线。如今在资管新规大幕开启的当下，“另类”已变成了“主流”，

而饶刚带领的东方红资产管理固收团队，已走在行业前端。说团队，是因为饶刚在采访过程中屡次提到固收业务竞争的关键在于人才梯队的搭建。历时三年，东方红资产管理固定收益团队已经打造了一只近 30 人的精英部队，团队以客户利益为中心，注重绝对收益，追求夏普比率，严控风险，在公司原有权益领域优势的基础上，逐渐形成股债双杰的发展局面。

饶刚表示，做固定收益业务，最重要的就是注重绝对收益，给投资者带来持续的回报，这也是团队的核心竞争力。东方红资产管理固定收益团队，希望通过自上而下做好宏观大类资产配置和自下而上的信用债价值挖掘，严控回撤，追求较高的夏普比率，取得良好的长期业绩，为投资者赚取可持续的稳定回报。



打造高效协同的固定收益团队

今年以来市场环境复杂多变，资本市场震荡起伏，基金的发行有所降温。在整体环境不景气的情况下，东方红资产管理固收业务逆势增加，旗下偏债产品如东方红配置精选混合基金一日募集近 64 亿，传为行业佳话。

产品长期业绩稳定，爆款频出，规模持续增长，投资者认可不断，东方红固定收益团队究竟有何发展秘诀？

饶刚介绍，东方红固定收益团队是由经验丰富、优势互补的多位资深人士组成，背景涵盖银行、券商、基金以及评级公司等债券研究与交易机构，多位核心成员从业年限超过 10 年，团队主要成员经历了完整的债市牛熊周期，对固定收益领域各板块均有深入研究。

“我们要打造一只长期高效协同的精英团队。”谈及团队建设的几个侧重点，饶刚信心十足。主要有以下几个方面：

第一，拥有统一的团队文化和投资理念。“我们不追求基金一定是市场最好的。”饶刚认为，东方红固定收益团队并不一味追求产品的短期排名，而是追求风险调整后的收益最大化，保证产品的长期业绩。因为，只有基金净值的稳步增长才能为客户带来较高的持续回报。

第二，合理的考核和培养机制。在考核机制方面，团队不以短期业绩作为考核的主要标准，而是给予基金经理一个相对合理较长的时间周期，以获取绝对收益为目标，更多考核夏普比率，考查其团队协作能力，从而推动个人能力的提升和团队的完善。饶刚指出，短期排名考核在公司固定收益投资考核体系中所占

的比重很低，因为这种考核方式容易导致基金经理的赌博心态。例如，在二级债基的投资过程中，基金经理可以利用调整股票的仓位，将业绩做到极致，短期内出现的正负差异极大，投资者的利益无法得到根本保证。这种短期的考核方式，不利于投资经理和客户长期心态的培养，忽视风险，也与公司的理念文化相违背。在实际过程中，团队更加侧重于长期考核，要求投资经理追求风险调整后的收益最大化，从而推动相关产品管理人关注风险波动性和收益的合理比例，加强其风险意识。

第三，多元化的人才结构。“东方红资产管理的固收业务，从 0 开始到现在近 900 亿的规模，最重要的就是建立了多元化的人才梯队。”饶刚介绍，团队不断引进行业中优秀的人才加盟，既有来自专业评估机构的核心人才，又有来自金融机构的资深投资交易人员，每个人在各自的负责范围做到最好，每个基金经理管理自己的基金，但是每个基金经理背后有很多研究员支持，多元经验的融合，互补互助，发挥协同效应。

此外，饶刚还强调了固定收益投资人员应当具备几个基本素质：首先，做投资一定要勤奋；其次，固定收益是慢工出细活的工作，因此一定要细致；第三，投研人员需要一定的悟性，能够通过不断地学习和思考，形成自己的独立判断；此外，还要有良好的团队协作能力。

未来固定收益团队的竞争力关键看团队实力。东方红固定收益团队希望建立一支能力互补、高效协同的差异化精英部队，在正确的道路上坚持正确的事情，取得良好的长期业绩表现，获得更多投资者的认可与肯定。



严格风险控制 追求绝对收益

饶刚带领下的东方红资产管理固收团队，要打造怎样的固收产品？对这一问题，饶刚表示，“在实际的固定收益投资中，控制回撤，追求较高的夏普比率，并为投资者赚取长期回报是公司打造固收产品的目标。”

“我们追求风险调整后的收益最大化。”饶刚介绍，在实际投资中，基金净值的波动难免会对投资者的心态造成一定的影响。如果产品出现较大的净值波动，投资者容易丧失市场信心，造成追涨杀跌，难以获得长期投资收益。因此，东方红固定收益团队更加重视控制基金波动，防范回撤风险，通过降低产品业绩波动从而让投资者维持平和心态，降低预期，在长期的持有中真正享受到超额回报。

那么，应当如何控制回撤呢？饶刚坦言，在实际的产品管理中，控制回撤需要注重三个方面：

一是重视团队的力量，积极进行风险的甄别与管控，发挥内部协同效应。据他介绍，东方红固定收益团队具有多元化的人才结构和配置，除了重视把握宏观经济、利率市场、通胀数据之外，还注重信用分析，通过对中观行业的持续跟踪和微观个券的深入研究，评判信用风险，把握投资机会。团队中各类人才多元互补，充分发挥了协同效应，能够为客户提供长期可持续的绝对回报。

二是以绝对收益为目标，完善大类资产配置。债券投资最终的目标一定是追求绝对收益，而严格控制风险是固定收益领域投资的核心要素。东方红固定收益团队在布局传统纯债债基的基础上，发行了包括二级债基、股债平衡型等既有产品，通过基金经理对大类资产配置的管控和理解，在发挥个人主观能动性的基础上，理性控制风险水平，发掘投资机会。

三是坚定信用研究，团队既高度重视自上而下的投资策略，也高度关注诸如高收益信用债券这样自下而上的投资机会。一方面，宏观的配置研究决定债券的整体策略。团队重视自上而下的研究，基于对国内外宏观经济形势、国内财政政策与货币市场政策以及结构调整等因素对债券市场的影响、对利率走势进行预判，制定久期控制下的资产配置策略，力争有效控制组合风险。另一方面，重视以高收益信用债为代表的个券研究，通过自下而上的方式，不断发掘投资机会。“我们投资了一些民营企业发的债，评级不都是 AAA 级，为什么敢投？信用研究是非常重要的支撑”。饶刚介绍，团队通过对高收益信用债券的信用特征进行研究，在获取稳定票息收益的同时，寻求信用评级迁移、信用误判等因素所带来的超额收益，尤其是建立了以行业变化先行指标为基础，通过跟踪判断行业周期动态把握发债主体信用资质变化的投资策略体系。

然而，今年以来债券市场风险事件频发，对于未来是否会继续出现信用债个券风险事件，饶刚的答案是肯定的。他指出，近期出现的债券违约事件，可以通过充分的债券信用研究合理规避风险。信用债领域风险较大，但是机会也很大。经过多年的发展，中国已经积累了一批优秀的民营企业，它们有较为优秀的管理团队和良好的核心竞争力。对于研究员而言，应当抛弃信仰，聚焦产业，深入研究，寻找具有资产质量良好并有竞争优势的企业，事实上，东方红固定收益团队正在不断完善、壮大自身的债券研究体系，希望在市场错杀的环境中，不断寻找足够优秀的企业，陪伴他们成长，发掘企业真正的价值。

“未来的债券市场肯定会越来越好，我们将继续朝着正确的方向做正确的事情，以绝对收益为基础持续为投资人创造正回报”，饶刚强调。

十年砺剑，百炼成金 —— 东方红万里行 3 周年记

文 / 渠道发展部

东方红 万里行



近年来，受到宏观环境的影响，资本市场震荡起伏，投资者投资难度加大，对投资心理构成较大考验。为传递长期投资理念，帮助投资者树立健康理性的投资理念，充分认识到资本市场的收益和风险并存，自 2015 年 8 月 14 日起，东方红资产管理在全国范围内持续开展“东方红万里行”系列活动。

转眼间，东方红万里行已经走过第三个年头。期间，东方红与合作伙伴及客户一起经历了资本市场跌宕起伏的岁月，无论市

场如何变幻，团队持之以恒的投资者引导工作从未间断。团队深入各银行网点、券商营业部、机构客户、企事业单位及高校财经院系，通过面对面的讲座、论坛、座谈及线上交流活动，分享长期价值投资实践和心得，引导投资者关注长期，追求复利回报。截至今年 10 月 19 日，东方红万里行已举办 3700 余场，超过 26 万人次参与，活动足迹遍布全国，获得了渠道客户经理和广大投资者的认同。



以客户利益为先 关注体验

为在全国范围持续开展“东方红万里行”系列活动，公司团队总结了过往多年投资实践，选取了众多投资案例，通过图表、数据、生动案例等展示长期复利效应、基金定投效果、合理资产配置的优势。通过大量的数据分析，以清晰的逻辑结构，结合 A 股市场发展和团队投资实践，突出长期投资的意义，引导客户坚定信心，保持耐心，追求长期更加确定的复利回报。

公司相关负责人表示，对于普通投资者来说，投资实际回报很大程度来自于合理的资产配置，相较于对资产管理机构投资水平的甄选，以及对市场环境做出的预判，投资者是否拥有长期理性的投资理念和收益预期更为重要。团队一直希望“寻找满意的客户”，通过提升主动管理能力，“让客户满意”，在这一过程中，寻找、培养与长期价值投资理念相匹配的客户至关重要，“东方红万里行”系列活动是寻找和培养“满意的客户”的重要举措。

长期以来，投资者在资产配置上存在着明显的结构问题，导致实际收益远远小于市场及产品的收益，投资者往往在市场处于高位时持有更多筹码，而低位时持有较少甚至没有筹码，“倒金字塔”式资金投入结构，导致了较高的投资成本，这让大部分投资者最终盈利很少甚至亏损。

投资者要想将资金投入结构变成“正金字塔式”，则需要遵循投资纪律，克服“追涨杀跌”的人性弱点，修正对业绩、短期收益等的认知偏差，进行逆势布局。“东方红万里行”系列活动正是希望通过增进与投资者交流，倡导合理、可持续的长期投资理念，实现投资者资产的有效配置，助力投资者获得长期稳健回报。



引导长期 服务实现价值

从过去多年投资实践来看，长期价值投资在中国是长期有效的，而且能够获得超过成熟资本市场的投资回报。价格始终围绕内在价值波动，价格终将反映价值，只是反映的时间不确定，唯有长期投资，价值低估的标的迟早会被市场发现。从 A 股市场优秀上市公司的成长来看，过去二十年间，很多公司实现了业绩稳健增长，推动股价实现数十倍的增长，为长期投资者带来了丰厚回报。

近期中国证券投资基金业协会公布了一个数据：开放式基金创设 15 年，偏股型基金平均年化复合回报超过 16%，而大多数投资者在投资中并没有感受到这样的收益率，原因在于建立在择时目的下的频繁申赎操作，极易形成“追涨杀跌”。虽然基金长期净值上涨，但投资者却没有获得产品的收益。因此，将投资经理辛苦获得的净值收益和客户收益之间尽可能画上等号也是“东方红万里行”的努力方向。

在低迷震荡的市场中如何投资，东方红资产管理提出了解决方案：基金定投和资产配置。

基金定投通过定期定额、分批投入的方式，在波动的市场中获得相对较低的平均成本，能够让投资者在未来有更大的概率获得正回报。基金定投重在长期，淡化择时，投资者需要选择长期业绩优秀且稳健的基金，随时开启定投。此外还需要做好自己的资产配置，合理的资产配置能够保证投资者以合理的、积极的、健康的心态来面对市场。

“投资是一辈子的事，我们要一起走很久。”作为东方红价值观和服务理念的有效外延，东方红万里行希望能够长期有效的服务，帮助投资者逐步建立长期理性的投资观，以合理的预期进行投资，分享到中国资本市场长期成长收益。

$$FV = P(1+i)^n$$

可惜的是： 没有人愿意慢慢变富

文 / 招商银行财富管理部 应俊帅

前言：在 2000 年的一个早上，亚马逊创始人杰夫贝索斯给巴菲特打电话，问巴菲特：“您的投资体系这么简单，为什么您是全世界第二富有的人，别人不做和您一样的事情？”巴菲特回答说：“因为没人愿意慢慢的变富。”



复利

“明白了复利的威力和想要取得它的难度状况，就是认识其他投资事项的开端”—— 查理·芒格。

关于复利，但凡参与投资的人估计都会有或多或少的理解，但是明白复利的威力与真正落地到实践中是两个完全不同的层级，实际上，明白道理的人很多但执行的人却寥寥无几。如果把投资比作一门宗教的话，它的圣经打开来，第一页上面应该只有 6 个字：复利！复利！复利！而作为投资的圣徒，我们每天需要在心里默念的就是“复利、复利、复利。”

所以，以下几个故事，也许是作为复利的圣徒的我们需要铭记于心的。

1、1626 年印第安人仅以 24 美元的价格“出售”了曼哈顿，表面上看当时的印第安人实在太傻，但彼得·林奇却是这样计算的：“如果当时的印第安人，把这 24 美元存在银行里，每年仅得到 8% 的利息，到了今日，连本带利，数额已经远超过曼哈

顿地产的今日的总价值。并且最值得惊讶的是，这个总额是曼哈顿地产总值的 1000 倍。”

2、有一位大臣在帮助国王解决了一个大难题后，骄傲的国王说，我的国库里什么都有，随你要什么我都可以满足你。大臣看着不可一世的国王，随手指了指国王身边的国际象棋棋盘，说：这个棋盘上共有 64 个格子，一个格子代表一天，你只要在第一天给我一粒米，第二天加倍给我二粒米，第三天再加倍给我四粒米……送完这 64 个格子这可以了。最后的结果（累计复利）是 1844674407379551616 粒（1844 兆 67440737 亿 9551616 粒）——假设每粒米重 0.02 克，25000 粒为一斤，每人一天消耗一斤大米，那么这些大米够 13 亿中国人吃 155 年。

以上所有复利的威力其实都源于简单的复利公式： $FV = P(1+i)^n$ （P 为本金，i 为利率，n 为时间），道理如此简单，执行却为何如此之难？



10% 与 100%

在复利的公式中，核心变量是利率（ i ）与时间（ n ），本金作为常数，短期看似很重要，长期看却并不重要。

回到投资，之所以多数投资者享受不到复利的成果，罪魁祸首就是对于每年的投资回报率（ i ）的不切实际的追求。

因为多数投资者都是从“穷人”开始的（假设初始的本金只有 1 万元），于是，“穷人”们经常会这样思考问题：“因为我的本金少，所以，一年只赚 10%（1000 元）对自己是没有意义的，我必须尽快让本金变大（翻倍再翻倍）。 ”

这种思维模式，并非是投资者对复利不理解，而恰恰是因为对复利的渴望，才导致了这样的想法——但是，他们忽略的是：快速的、极高的投资回报率长期并不存在，假设真有这样的“圣杯”存在，那么“圣杯”本身将会摧毁整个金融系统（钱全部被赚走）。

以西蒙斯的大奖章基金为例：从成立以来年化 34% 的回报率，而且是在扣除了 5% 的管理费和 44% 的超额收益报酬之后（实际年化回报超过 60%），这似乎是最接近“圣杯”的方向。然而，

2002 年开始大奖章便退还所有外界投资者的资金，2005 年基金的投资者只剩下了文艺复兴的员工，且规模限制 50 亿美元的上限。

在此后，文艺复兴尝试突破管理规模上限，推出了相同策略的文艺复兴机构投资者股权基金（规模上限 1000 亿美元）和文艺复兴机构投资者期货基金（规模上限 500 亿美元）。然而，就在大奖章基金依然一路高歌的同时，新基金的表现却不尽如人意。文艺复兴机构投资者股权基金在 2005 年赚了 5.5%，2006 年和 2007 年几乎没有赚钱，从 2008 年开始有投资者赎回，资产总额从 290 亿美元的高位跌到了 100 亿美元以下，文艺复兴机构投资者期货基金的表现也弱于同行。

可见，即便神如大奖章基金，但也必然受制于规模限制。试想：如果大奖章的模式可以不断突破管理规模，那么，以 60% 的年化收益计算，以 50 亿美金为起点，仅需 18 年时间大奖章基金将买下整个标普 500——这种情况下，怎么可能继续 60% 的业绩？

所以，追求复利的第一步是正视长期回报率的期望值，从而选择大概率正确的投资模式。

对于此，标普 500 过去 90 年 9%–10% 的年化回报率以及巴菲特约 20% 的投资回报率，可以作为我们对于长期回报率期望值的一种参考。同样，在 A 股成立近 28 年的时间里，上证综指计，也实现了约 12% 的年化收益，累计收益约 25 倍。

而这些投资收益的背后，我们赚的是什么钱？正是企业长期盈利的钱，几乎与估值的波动无关（择时的重要性很低）！于是，长期的大概率成功的投资模式其实很简单：与优秀的企业在一起，享受企业盈利增长的收益。



3 年到 30 年

当收益率预期确定之后，时间（ n ）成为了享受复利的关键，这也是长期投资最考验人性的地方。

正因为合理的长期回报率很低，也许只有 10%，因此，很长时间里，我们似乎都无法“真实”地享受投资带来的成果，于是复利总是离我们很远。

对于此，类似巴菲特、芒格，也许可以凭借其极强的信念坚守，但对于多数普通人而言，“强制性”措施也许就是最好的实现路径。

在过去几年的时间里，部分投资者已经开始接受“三年封闭”的产品，而且也切实享受到了坚持的效果。但是 3 年更多是周

期的效果而无法真正体现复利的效应，因此，为何不尝试“封闭 30 年”？

也许，多数人会觉得 30 年太长，我们根本无法预料会发生什么，因为时间本身也是风险——是的，这点无可厚非，也许正因为如此，复利的成果如此罕见。那么，实践中，我们该如何调节呢？

其实，目前国内推行的 TDF 目标养老基金就是一种可行的实践模式，以可接受、看得清的 3 年为一周期，以长期（30 年或者更多）为坚持目标，从而逐步地帮投资者去实现坚持 30 年的可能性。

从 3 年到 30 年，从 1000 元开始，也许我们离复利会越来越近。



从 3 年到 30 年，从 1000 元开始，也许我们离复利会越来越近。



3 ~ 30



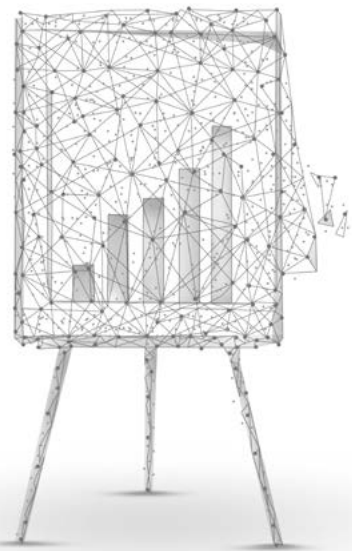
个人养老金投教需从全方位入手

首先，要帮助投资者建立“养老需投资”的意识。据经济合作暨发展组织（OECD）建议，退休后所得替代率^①至少要达到70%，才够维持退休前的生活水准。^②而目前养老体系的第一支柱的替代率仅有40%—45%左右^③，因此需要通过科学的养老金投资来对未来提供保障。

其次，帮助投资者建立资产配置的理念。合理的资产配置是养老金实现长期投资目标和控制投资风险的重要手段。随着金融创新深化，可投资产品增加，养老金投资市场逐渐丰富。美国富达基金在研究其养老金投资者的行为时发现，当投资者面临过多的产品选择并且产品过于复杂时，会表现出明显的焦躁和困惑，并最终选择不投资这些产品。^④投资者教育有必要向投资者们普及各类资产的收益、风险特征等，促使其从自身收益及风险偏好出发，进行合理的资产配置。

再次，投资者教育需要清楚明白地向投资者揭示风险的存在以及风险的程度，而不能将投资者教育简化为推介产品，更不能成为变相的市场推广活动。养老型产品虽然相较于一般产品更为稳健，但并不是保本投资，依然存在风险。对此，要对个人养老金投资者进行充分到位的风险教育，协助投资人树立正确的风险意识。

最后，投资者教育要提高投资者的自我保护能力，依法利用有效的渠道和手段维护自身权益。个人投资者的行权、维权意识及能力相对薄弱。在许多情况下，个人投资者并不完全明确自己的权利，轻视甚至忽视自身合法权利。投资者教育有必要提升投资者的维权意识与能力。



① 所得替代率指退休后平均每月可支配金额与退休当时的每月薪资的比例。当所得替代率越高，则退休后的生活水准也越高。
② 《退休后所得替代率须达70%》，来源：工商时报
③ 《黄洪：商业保险应成为养老保障体系第三支柱的主要提供者》，来源：人民网
④ 钟荣萨，《创新开展投资者教育多渠道探索实现方式》，《清华金融评论》，2014年12期

个人养老金投资者教育实施路径

文 / 市场部 施如画

投资者教育不仅是投资者保护的重要内容，也是构建长期稳定健康市场秩序的必要条件。随着中国居民财富的增加，人口老龄化现象的凸显，养老金第三支柱的建立与发展受到高度重视。

相对于欧美成熟市场来说，我国大多数投资者对个人养老金投资领域的了解极为有限。因此，进行个人养老金投资者教育势在必行。

个人养老金投资者教育，是指针对个人养老金投资者进行有目标、有计划、有组织地传播有关养老金投资知识，培养有关投资技能，倡导理性投资观念，提示相关投资风险的一项系统的活动。养老金投资相对于一般投资，涉及投资者全生

命周期，缴纳额度与收入挂钩，且与投资者的退休安排及风险偏好密切相关，因此与一般投资者教育相比，有其独特之处。具体来说，养老金投资者教育与一般投资者教育的主要差异在于：首先，养老金投资者教育贯穿全生命周期。人生不同阶段所面对的问题及需求并不一样，养老金投资与投资者的医疗健康投资、保险投资等诸多方面紧密相连，是全生命周期的过程；其次，养老金投资者教育有其复杂性。海外成熟市场的养老金投资涉及多类账户（如401(K)、IRA等）、不同的税收政策、不同的风险和产品选择等，投资者教育更具专业性和复杂性；再者，养老金投资者教育具有一定的可预见性。机构可以针对投资者的实际情况以及市场环境等给出不同的养老规划和投资建议。



构建多层次投资者教育体系

个人养老金投资者教育需要各方共同努力，结合个人养老金投资的特点、投资者的情况和可供使用的资源，建立多维度立体的教育体系。资管机构能较好地与投资者进行直接交流，可以将投资者教育渗透于日常业务之中。对于资管机构来说，投资者教育可以分为三大类：

第一类为面向直接投资者的教育。其教育内容包含了对养老意识的培养、养老账户的优惠政策及如何利用、如何规划以保障养老生活质量、如何定期管理自己账户等，而不仅仅是如何投资。以先锋基金的实践为例，在其公司投资者教育网页中，仅有少量内容讲解如何投资，更多在于养老投资理念的普及，养老金投资者的教育重点在于养老而不在于投资。

面向投资者的养老金投资教育信息需要涵盖从初期到末期的方方面面，且需要通俗易懂，结合图片与视频来进行讲述，避免单一的文字表述。同时，深交所调查显示，个人投资者获取信息的渠道主要是手机和电脑上的网络媒体。因此在传统纸质材料的基础上，养老金投资者教育应充分发挥微信、手机 APP 等

移动端以及 PC 端网页的信息传播优势，对投资者进行持续、长期的引导。

第二类为面向与投资者直接接触的投资顾问的教育。基金公司对投资顾问进行养老金投资教育是能够实现共赢的方案。直接针对投资者的引导固然重要，但往往覆盖面有限。让投资顾问参与到养老金投资者教育当中有两方面的优点：一方面分摊投教的成本到各个投资顾问；另一方面由于投资顾问服务投资者众多，对养老金投资者教育的覆盖面也会更广。对此，除了对投资顾问进行严格的岗前和岗位培训外，还可通过技术手段提高工作效率，例如提供方便使用的组合分析软件、具有寻找类似产品功能的平台等。

第三类为与企业合作进行养老金投资者教育。由于企业在养老金第二支柱中扮演的重要角色，很多资管机构会与企业联合起来进行养老金投资者教育。通过企业去传播养老金长期投资理念，树立价值投资的理念，并与企业一起参与到养老金投资过程中，其覆盖率和效果都可事半功倍。



个人养老金投资者教育需要各方共同努力，结合个人养老金投资的特点、投资者的情况和可供使用的资源，建立多维度立体的教育体系。



未来，东方红资产管理将结合养老金投资的特点及过往投资者教育的经验，继续改进和完善养老金投资者教育。



东方红的积极实践

根据中国证监会和基金业协会关于投资者教育的指引，东方红资产管理建立了较为完善的投资者教育体系，将投资者教育上升至全公司层面，投研部门、销售部门、管理部门都以开展投资者教育工作作为重要的考核标准之一，通过多渠道多角度帮助投资者树立健康理性长期的投资观。

有了投资者教育的初心、引导逻辑，了解到应帮助客户规避的认知误区后，东方红资产管理通过线下“东方红万里行”投教活动、线上多媒体平台及公众媒体，持续进行长期价值投资理财

念的引导工作，将长期投资与克服人性弱点、分享优秀企业长期成长收益的理念传递给越来越多的投资者，并收获了一批贯彻长期投资的投资者。东方红耐心、反复、持续地向合作销售机构、教育机构及投资者传递正确的理念，并结合实践巩固认知，其中尤其重要的是重视对合作销售机构的客户经理和投资顾问的引导，他们是由点及面的关键。

未来，东方红资产管理将结合养老金投资的特点及过往投资者教育的经验，继续改进和完善养老金投资者教育。

面临纷繁的投资书籍，该怎样选择呢？我们跟您一样，曾经被这个问题困扰。

为此，我们在办公空间里专门辟出了一间书屋，摆放着资深投资专家精心挑选的各类书籍，从投资家传记到投资理念讲述，每一本书都为我们打开了一扇精彩的投资之门。现在，这个不到 8 平方米的小天地，已经成了我们团队内部交流、碰撞、分享、沟通的重要空间。

本栏目将带领您走进这间书屋，与您分享陪伴我们成长的财富智慧。

《老后破产》读后感

文 / 机构业务部 陈嘉颖

大家好，今天和大家分享一本纪实系列书籍《老后破产：名为“长寿”的噩梦》。本书是日本 NHK 电视台特别节目录制组的采访过程全记录，展现了“老后破产”在居住、生活、医疗、人际关系等方面的问题。目前，日本的超老龄化和低生育率已经成为制约经济发展的两大社会问题，“孤独死”和“老龄化犯罪”非常普遍。本书通过数名靠低微养老收入生活的独居老人的访谈，向读者讲述“为什么有存款、有房子、有年金，依然‘老后破产’”。

书中，NHK 电视台曾经采访了一位田代先生，他在啤酒公司兢兢业业工作了 12 年，但他的理想是开一家属于自己的啤酒店，于是在他 40 岁那年，开启了创业之路。让他没有预料到的是，日本经济急转直下，居酒屋经营困难只能宣告破产。而他因为长期专心工作，放弃了婚姻生活，也无法享受儿孙绕膝的生活。田代先生现在 75 岁了，挤在东京窄小的木宅里，月收入主要来源是国民养老金和社会养老金，总计 10 万日元。但是他每月的房租就要 6 万日元，生活费等其他开支便只剩下 4 万日元，非常拮据。因为年金有限，田代先生没有太多的钱交电费，

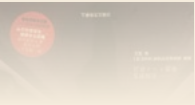
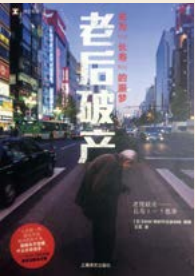
三十多度的夏天只能去社区老年活动中心蹭空调，晚上再打开大门让晚风吹吹暴晒了一天的住所。事实上，最难受的不是物质的匮乏，而是因为贫穷导致田代先生连朋友也失去了。人际交往需要各种开支花费，当田代先生无法承担后，他又不愿意让朋友们同情，就只能选择远离各种社交，最终失去了和社会的联系。

后来，田代先生申请了生活保护政策。日本的生活保护政策是根据宪法要求最低限度地保障日本国民健康而有文化地生活。享受生活保护的日本国民不用担心生活费，医疗等公共服务也能免费获得。看起来这一政策可以为老年人的基本生活提供保障，但实际上，日本只有很少一部分老人享受到了生活保护政策。这是因为，在日本如果老人有一定的存款，将不能享受生活保护政策；如果有房产、不动产，也将不能享受生活保护政策，这些老人只能靠国民养老金过日子。但即便获得国民养老金全额帮助，每个月也只有 6.5 万日元，远远低于日本宪法所认可的最低生活标准。

如此看来，生活保护政策就出现了一个悖论：如果老人想要享受生活保护政策，就需要先花光自己的存款，变卖掉房产。但是老人们不会有“那就让我花光存款去申请生活保护吧”这样的想法，至少本书中出现的主人公没有类似情况。因为存款比起生活保护政策而言是更可靠的存在。存款是自己的，而生活保护政策下的各项福利却是政府给予的，很多老人担心可能出现用光了存款却无法申请到生活保护的情况。并且，大部分日本老人认为依靠自己的存款生活，比花纳税人的钱更加体面。这样一来，老人们会非常节省地使用存款，不惜以牺牲生活品质和健康为代价。由于老人在申请生活保护之前支付医疗费用花的都是自己的存款，很多人选择久病不医，身体健康状况每况愈下。即便到了后来无以为继，继续申请生活保护，有资格免费享受医疗护理，而老人的身体状况往往难以恢复如初。到了这个时候才获得免费医疗帮助，那么为什么不可以早一点让他们享受到这些呢？NHK 节目组在实地走访时一次又一次地发问，却没有人能给出答案。这似乎是制度初衷与社会现状经常出现落差的一处缩影——现行的保障制度已经跟不上超老龄社会的需要，但这不是一朝一夕就能改善的东西。

书中展现的种种生活状态，都对逐渐迎来老龄化社会的中国有重要的参考价值。上世纪 90 年代，我国养老保险的抚养比是 5:1，也就是 5 个参保人（退休前在职人员）供养 1 个退休人员，目前这一比率已经下降至 2.8:1。而且这一趋势还在继续，养老金的支付压力面临日益严峻的挑战。未来有一天，我们准备退休了，除去通货膨胀、货币购买力下降等外在因素，稳定收入来源的大幅减少，医疗保健费用的增加，让养老金积累的重要性和迫切性不言而喻。其中很重要的一点，就是要培育多元化、可持续的养老现金流，也就是尽早培养良好的投资和资产配置习惯。

养老投资，是一件宜早不宜晚的事情。



精彩观点

超老龄社会已然到来，且日益走向小家庭化，日本社会已经进入了急剧变化的历史时期。独居老人以百万人为单位不断地急剧增长，导致以家族支撑为前提的社会保障制度功能失调。在如此背景下，“老后破产”的现象正在蔓延。

“万没想到，竟会是这样的生活。”很多与田代先生同龄的老人如是说。一直以为晚年生活不会有任何困难，结果却是连饭都吃不上的残酷现实——这与想象中的晚年，差得也太远了。可即便如此也不由会祈愿——要找回曾经勾画过的“安度晚年”的生活，要做拥有自尊的自己吧。在理发店里闭上眼睛的田代先生就像是在祈愿，“能够看到一个焕然一新的自己”。