

何东方
进发

中经私享会

境外实践与本土借鉴：投顾生态的建立是核心答案

中经记者 孙汝祥 夏欣 北京报道

当前，我国个人养老金超七成账户陷入休眠、投资者“不会投、不敢投、懒得投”等现实痛点凸显。这并非中国养老金独有的现象，境外成熟市场，如美国养老金体系在早期也面临着类似诸多困境。但经过数十年发展，其已构建起从开户、资产配置、终身投顾陪伴到退休支取的完整闭环。

日前，在由中国经营报社主办、易方达财富和恒生电子协办的，主题为“买方投顾和个人养老金”的“向买方进发·中经私享会”上，多位业内专家就境外经验教训与本土化借鉴展开深入讨论。

全球养老金融专家、美国普信

集团前任北亚区总经理林羿认为，美国 401(k) 的成功绝非免税或雇主匹配的功劳，而在于其背后那套“隐形的”投顾服务生态。正是这套生态，将一个制度工具变成了真正服务于普通人的退休运营系统，而其投顾服务生态也是最值得中国借鉴的地方。“制度是容器，投顾才是发动机。”林羿强调，“如果没有投顾，再好的养老金制度也只是‘不会让钱增值’的空容器。”

晨星中国董事长陈鹏指出，“投顾专业管理养老账户”模式能够更全面地考虑投资者的个性化需求，提供更加精准、定制化的投资建议，不仅能够提升投资者的投资体验，还能够有效促进养老金的稳健增长。



制度并不必然能解决行为问题

据林羿介绍，截至2024年，美国共有逾7000万个活跃401(k)账户，若计入个人退休金账户(IRA)，活跃账户总数接近1亿个，仅基金公司管理的资产规模就超过7万亿美元，全口径合计达到14.2万亿美元的401(k)加上19.5万亿美元的IRA，超过全球许多国家的GDP总量。

“真正改变行业格局的标志性事件是2006年小布什总统签署的《养老金保护法》。”陈鹏表示，该法案创立的QDIA(合格默认投资选择)将三类产品列为默认选项：目标日期基金(TDF)、平衡基金、投顾专业管理养老账户。“之前要一个个说服，法案出台后雇主和员工获得免

三类常见错误 三个层次解决方案

“包括追涨杀跌、不及时调整等在内的个人行为，对401(k)和IRA等养老金账户造成的亏损，要远远大于市场阶段性回调或暴跌。所以，投顾服务和养老金融必须手挽手，相辅相成。”林羿强调。

林羿举例说明：某位先生28岁离职，将8000美元留在前雇主的401(k)计划中，此后全然遗忘。20年后，若账户始终维持偏股配置，8000美元在复利作用下可能增至3万~4万美元甚至超过10万美元；但若某次市场下跌后账户被自动切换成货币基金，并就此搁置，这笔钱可能只涨到1万美元出头，扣除通胀后实际购买力几乎是原地踏步。

“这不是市场造成的差异，是管理行为造成的差异。”林羿表示，有人认为是养老金投资最大的风险是市场波动，2008年金融危机标普500指数跌了近40%，诸多投资者确实损失惨重。但是如果深入研究美国养老金的长期数据就会发现，养老金投资者最大的损失，往往不是来自市场本身的下跌，而是来自在错误的时机做出错误的选择。

林羿将投资者常见错误类型概括为三种：第一种错误是长期持有现金，经历一次市场下跌，就全部转入货币基金，然后十几年不再回来投资。第二种错误是追涨杀跌，牛

市买股票，熊市全部卖出，造成永久损失收益。第三种错误是极度集中，退休金全部买公司股票。

林羿介绍，面对上述三种常见错误，美国养老金行业形成了三个层次的解决方案。第一个层次是目标日期基金，用产品替代投资决策。在选定退休年份后，系统会自动完成资产配置与调整。

林羿表示，这是覆盖面最广的基础解决方案，以退休年份为单一锚点，为投资者提供随时间自动降低权益敞口的标准化配置。但林羿也指出，该方案具有局限性，“TDF按照年龄单一维度划定风险偏好，本质上是40年前用Excel表格测算设计出的产品，面对日益复杂的个人财务状况已力有不逮”。

第二个层次是数字投顾，用算法替代错误行为，实现自动再平衡和风险调整。

2010年前后，Betterment、Wealthfront等数字投顾平台兴起，通过问卷采集用户基本信息，自动生成配置方案并持续再平衡。林羿指出，过去投资者每年可能要做出十次决策，其中很多是错误的。现在系统自动完成这些决策，把人类行为的干扰降到最低。

第三个层次是管理账户，用专属服务取代标准化产品。美国的资产管理公司、基金公司都在组建自己的投顾团队的原因所在。

林羿进一步表示，所谓行为影响竞争，是指谁能够真正改变客户的行为，让他们做出更好的决策，坚持更长的时间，获得更好的长期结果。这个竞争维度是中国养老金行业现在就应该开始准备的。

“真正优秀的投顾机构，应该帮助客户做到三件事：一是建立账户提醒和整合机制，让客户不遗忘账户；二是在市场波动时刻提供行为干预，让客户不退出市场；三是帮助客户坚守长期主义，抵抗短期诱惑，不打破复利。”林羿指出。

林羿强调，服务竞争和行为影响竞争完全取决于投顾服务。这也是

身财富的“基础设施”。

“早期美国监管层有一个基本逻辑，就是只要给每个人一个401(k)账户和IRA账户，市场就会自然地解决养老问题。”林羿指出，但实际上，美国养老金体系在早期也面临着中国个人养老金当前正在遭遇的困境，主要包括六个“不”：不开户、不缴费、不投资、不调整、不转移、不查询。

林羿表示，这六个“不”成为早期美国养老体系最大的系统性风险，而这些全是行为问题，不是产品问题，更不是制度问题。所以解决方案也必须是行为层面的解决方案，这就是投顾服务的价值所在。

“这是当前美国养老金投顾领域增长最快的方向之一。”林羿表示，与TDF相比，管理账户的核心优势在于个性化，即它综合分析客户年龄、收入、现有账户余额、社保预期、配偶情况、房产状况等多维度信息，为每位参与者量身定制专属的资产配置方案。

“现在行业里常说‘TDF是标准化的退休，而管理账户是个性化的退休’，这句话说得对。”林羿认为，随着参与者财务状况的复杂度上升，标准化的产品已经无法满足需求，个性化的服务成为必然趋势。

陈鹏也表示，TDF并非“万能药”。TDF的长处在于分散组合与低成本，但变量仅考虑“年龄/投资期限”单一维度，储蓄率、退休年龄、风险承受能力、收入、账户余额、其他养老金、生活变化、退休后可持续消费水平等关键因素全被忽略。

“人们不会期待医生仅因患者年龄相同就为每个人提供同样的治疗方案。退休规划同样如此，TDF本质上是基于‘平均参与者’设计的标准化方案，但‘平均参与者’实际上并不存在。”陈鹏称，相较之下，投顾管理账户提供了更好的个性化路径。该模式能够更全面地考虑投资者的个性化需求，如储蓄水平、风险偏好等，从而提供更加精准、定制化的投资建议。

多的美国投顾做的第一件事不是推荐产品，而是帮助客户把散落在不同雇主计划里的账户逐一找出来，整合成统一视图，再在此基础上进行整体规划。

“一个在职业生涯中换过四五次工作的人，可能不在不同的雇主计划里留下了四五个账户，分布在不同的托管机构，有不同的投资组合、不同的费用结构。”林羿说，这种碎片化的现状，决定了真正有效的投顾服务必须跳出单一账户的视角，优秀的投顾管理的不是基金，而是客户整个的账户，是为客户提供全景的财务规划，规划他的life path(人生之路)，既能保证退休前的生活水平，又能保证不会在百年之前没有钱花。

现代投顾服务触达全生命周期

在养老金账户持续激活机制方面，传统模式和现代投顾模式截然不同。

林羿表示，在传统模式下，客户来开户，服务在开户的那一刻达到顶点，开户后服务逐渐减弱，直至消失。但养老金的特殊性在于，它是一个跨越30年乃至40年的长期承诺，客户在25岁开户，要到65岁才开始用钱，中间有40年的时间。

“传统模式里，这40年几乎是一片空白，没有人提醒客户提高缴费率，没有人在市场下跌的时候阻止客户恐慌性赎回，没有人在客户换工作的时候帮助他迁移账户，没有人在客户快退休的时候帮助他规划领取的策略。”林羿称，这样的结果就是大量本来可以实现的财富积累，被错误行为一点一点地消耗掉了。

现在美国养老金投顾模式有了根本性改变，开户不是终点，服务会持续触达全生命周期。林羿介绍，美国领先的投顾机构的养老金全生命周期服务触点包括多

个典型时间节点。

其中，35岁是一个非常关键的节点，此时距离退休还有30年，复利效应在这个阶段最为显著。投顾会在此时主动联系客户，提醒他检视缴费率。如果客户只是缴纳到获得雇主匹配的最低金额，投顾会帮助他计算，如果把缴费率从3%提到8%，30年后的退休账户余额会有多大的差别，这个计算结果通常非常有说服力。

40岁是很多人职业发展相对稳定、开始有余力关注长期财务的阶段，投顾会在这个时候帮助客户做账户整合，把之前分散在不同雇主计划里的账户统一管理，建立一个清晰的退休资产全景图。

50岁是美国养老金制度的一个特殊节点，因为50岁以上参与者可以享受追加缴费的政策，额外增加一定金额的免税缴费额度。投顾会在客户50岁生日前充分告知这项政策，帮助客户充分利用这个窗口期。

55岁退休倒计时开始，投顾会帮助客户做情景模拟和压力测

试。例如，假设提前退休会怎么样，如果市场在退休前两年大跌会怎么样。这些模拟帮助客户了解自己的财务脆弱性，做出更合理的规划。

60岁是退休收入规划的关键阶段，投顾会帮助客户规划退休后的资产提取顺序，先用哪个账户的钱，后用哪个账户的钱，如何配合税务策略实现最优。

“大多数美国人是需要投顾的，投顾可以在客户不同的年龄段，提供相应的服务，帮助客户降低犯错的风险。”林羿强调，“养老金投顾不是开户业务，而是全生命周期陪伴业务。”

陈鹏认为，美国当前最大痛点已经暴露：88%的人需要“如何提取退休金”的指导；38%的人不知道多少岁能退休；34%的人需计算退休花销；33%的人需税务规划。相应地，从趋势看，美国正从“DIY—TDF—个性化TDF—线上投顾管理账户—线下人工投顾+账户管理”不断向右演进，系统化投顾正成为主流方向。

美国用了20年 希望中国用5年

“未来竞争的战场，可能不在于谁的产品线最丰富，而在于谁能在客户最容易流失的时刻提供及时、有效的服务触达。”林羿指出，没有建立起投顾服务的机构，将在老龄化浪潮中付出沉重代价。

林羿以美国婴儿潮一代大批进入退休的现实为例，当这批人从积累阶段转入提取阶段，如果管理这些计划的机构无法提供提款规划、税务统筹等个性化服务，这批人就会转到别的能提供服务的机构，原来的机构就会大批地流失资产。

“这一规律对中国市场同样适用，当中国个人养老金账户持有人开始集中进入退休年龄，留住不住客户的机构也将面临资产加速流失。”林羿提醒道。

“美国养老金市场用20年的时间，走完了从卖产品到建‘基础

设施’的转变之路。”林羿表示，“在这条路的起点，投顾是销售渠道，价值在于推销基金获取佣金；在这条路的终点，投顾是‘基础设施’建设，价值在于激活账户、管理行为、陪伴客户走过整个退休生命周期。”

林羿称，这个转变不只是商业模式的转变，更是价值观的转变。从以产品为中心，转向以客户长期利益为中心。“投顾机构的建议、行为，都必须以客户的利益为出发点，才能获取客户的信任。”林羿强调。

林羿认为，中国个人养老金市场还处于非常早期的阶段，这意味着，中国的投资机构还有时间做对这件事。

“未来中国个人养老金竞争的赢家，一定不是产品线最丰富的机构，而是那些真正愿意、也真

正有能力陪伴客户走过30年的金融机构。”林羿指出，养老金是一门关于时间的生意，而时间最终将站在那些长期主义者的一边。

“学习美国先进的金融经验和失败教训，避免走弯路，能够帮助中国个人养老金实现跨越式发展。美国用20年完成了转变，我希望我们用5年时间。”林羿如是表示。

基于美国几十年的经验教训，陈鹏建议，中国从一开始就应把投顾嵌入养老体系，尤其是第三支柱最需要投顾。同时，应打通养老与非养老账户，互相赋能，因为“养老投顾和非养老投顾面对的是同一个客户、同一个家庭、同一个目标、同一个市场”。陈鹏强调，中国可以比美国做得更好，因为中国拥有身份统一、数据互联的独特优势，完全具备打通条件。

韩国经验对亚洲国家或有更大参考意义

“当前中国资本市场面临中长期资金不足的问题，我们近期在韩国调研发现，韩国资本市场很大一部分中长期资金就来源于个人养老金。”某公募基金业务部相关负责人认为，行业内研究美国个人养老金的特别多，但可能亚洲国家对中国的参考意义会更大。

上述负责人表示，韩国养老金制度也处在从DB(Defined Benefit)到DC(Defined Contribution)过渡过程中，但是DC一经推出，缴存的意愿和规模增长带来了资本市场中长期资金的快速增长。

DB是指待遇确定型计划，即雇主承诺员工退休后按预定公式(通常基于工龄和工资)支付固定养老金，投资风险由雇主承担。DC是指缴费确定型计划，即雇主和/或员工按固定比例缴费，资金进入个人账户自主投资，退休时账户里有多少拿多少，投资风险由员工自己承担。

在该负责人看来，韩国养老金转型中缴存意愿和规模增长的两个主要原因在于，一是除了税优总额度，韩国还允许员工将很大一部分奖金缴入DC计划。这一机制直接推高了缴存规模，也

为资本市场注入了更多“活水”。

二是养老金产品品类更丰富。韩国已将ETF纳入养老金投资组合，而ETF具有透明度高、效率高、长期复利效果好等优点。“在产品品类上，建议给大家更多的选择。”上述负责人认为，“对于年轻人来说，如果只有FOF或者指数基金，不一定能满足年轻人的高风险偏好。”

此外，他还表示，韩国养老金账户还可以投资海外产品，资产配置更加多元化，而中国养老金账户目前只能投资境内产品，跨境配置的渠道和空间仍有待进一步拓展。