

养老金融评论

2021 年第 9 期（总第 70 期）

- 杨燕绥：中国养老金改革方向与对策
- 董克用：确立中央社会保障事项 推进养老保险全国统筹
- 席 恒：基础养老金全国统筹：问题缘起、政策框架与制度创新
- 郑秉文：面向 2035 和 2050：从负债型向资产型养老金转变的意义与路径
- 朱俊生：以结构性改革增强养老保险的经济适应性

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 汪 旭

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 尤 杨 于东浩 褚松泽

来稿、订阅及索要过刊等事宜，请发邮件至编辑部工作邮箱
caff50review@caff50.net 进行联系。

目 录

【本期重点关注】

杨燕绥：中国养老金改革方向与对策.....	4
董克用：确立中央社会保障事项 推进养老保险全国统筹.....	11
席 恒：基础养老金全国统筹：问题缘起、政策框架与制度创新..	25
郑秉文：面向 2035 和 2050：从负债型向资产型养老金转变的意义与 路径.....	42
朱俊生：以结构性改革增强养老保险的经济适应性.....	85

【养老金融观点集萃】

朱海扬、谢理达、李 洁：金融科技在个人养老金投资管理与服务中的 应用.....	93
杨博理、王浩宇、刘致勇：个人生命周期下的养老金融服务与产品	116

【CAFF50 大事记】

2021 年 8 月 CAFF50 动态	141
----------------------------	-----

导读：经过多年的制度建设和改革，我国目前已经初步形成三支支柱养老金制度体系，并取得了一系列成就。目前，第一支柱公共养老金是我国规模最大、覆盖最广的养老金制度，但由于受人口老龄化影响，制度可持续性面临挑战；第二三支支柱养老金制度规模较小、发展受限。在人口老龄化高原背景下，我国养老金体系仍需进一步改革和完善，以更好地应对长寿风险，最终实现共同富裕目标。

本期《养老金融评论》重点关注如下内容：中国养老金融 50 人论坛核心成员、清华大学杨燕绥教授从我国国情出发，探讨我国养老保险体系的改革方向与对策；中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授通过探讨养老保险省级统筹的问题，明确全国统筹的本质含义及核心目标，并提出全国统筹在改革方面的措施建议；中国养老金融 50 人论坛特邀成员、西北大学公共管理学院席恒教授立足于基础养老金最新政策进展，设计了一个具有渐进性、阶段性和实操性的全国统筹政策方案；中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国社会科学院世界社保研究中心主任郑秉文在借鉴发达国家养老金体系发展经验的基础上，探讨资产型养老金体系的必要性，并提出中国构建多层次资产型养老金体系的改革路径；中国养老金融 50 人论坛特邀成员、清华大学五道口金融学院中国保险与养老金研究中心研究总监朱俊生提出养老金体系需以结构性改革增强其经济适应性，以飨读者。

杨燕绥：中国养老金改革方向与对策



杨燕绥：中国养老金融 50 人论坛核心成员、清华大学教授

中国借鉴国外养老金制度改革的有益经验，从我国国情出发，成功建设了全球规模最大的基本养老保险体系，包括职工养老保险和居民养老保险。中共中央政治局就完善覆盖全民的社会保障体系进行第二十八次集体学习，以把握中国进入发展新时期社会保障的发展方向、目标和主要任务。

一、社会保障定义如何界定

1883 年，德国俾斯麦政府颁布《雇员医疗保险法》，标志社会保障法律制度开始，至今已 138 年。尽管各国宪法均有关于公民享有社

会保障权益的规定，但至今没有全球统一的社会保障定义。

笔者认为，社会保障是国家抵御公民社会风险的制度体系，包括法律体系、政策体系和服务体系。社会风险为人人面对、危及基本生活安全的风险。

1952年，国际劳工组织第102号公约《社会保障最低标准公约》界定了社会风险的主要内容，包括老残风险和最低养老金替代率45%（20世纪60年代提高到55%），在全球范围达成共识。

国家责任的主体包括政府、企业和个人。国民享有社会保障权益，也应当通过就业和纳税履行义务，法定无能力的人除外。

二、增强风险意识和研判未来风险

要增强风险意识，研判未来我国人口老龄化、人均预期寿命提升、受教育年限增加、劳动力结构变化等发展趋势，提高工作预见性和主动性。

我国社会保障体系建设面临的主要风险之一即快速发展的人口老龄化。“十四五”期间，我国人口进入深度老龄化（65岁及以上人口占比达到14%以上），加之“63婴儿潮”导致大量60岁中年男性职工退休，社会保险制度内的赡养负担快速从3:1降到2.5:1以下。

2018年11月，法国爆发了50年来最大骚乱——席卷全国的“黄衫运动”，其导火线之一就是养老金制度改革，因为法国正在进入超级老龄社会（见表1）。

表1 部分国家老龄社会发展时间表（65岁以上人口占总人口比重，%）

国家	进入老龄社会 (7%)	深度老龄社会 (14%)		超级老龄社会 (20%)	
		过渡期 (年)	进入年度	过渡期 (年)	进入年度
美国	1950	65	2015	15	2030
英国	1950	25	1975	55	2030
德国	1950	25	1975	35	2010
法国	1950	40	1990	30	2020
发达国家	1950	50	2000	25	2025
欠发达国家	2055	40	2095		
中国	2000	25	2025 以前	10	2035 以前
世界	2005	35	2040	40	2080

《长寿人生》一书曾提到，在科技发展和健康长寿的时代里，更多社会风险正在从政府、企业向个人转化。因此，增强风险意识，研判未来我国人口老龄化等发展趋势，不仅是政府的责任，也是国民的责任，而对国民进行未来社会风险教育也是政府责任。

三、养老金改革要与时俱进

坚持与时俱进，用改革的办法和创新的思维解决发展中的问题，坚决破除体制机制障碍，推动社会保障事业不断前进。养老金属于长期社会风险，涉及个人 70 年生涯和 2-3 个代际关系。养老金改革要符合老龄社会发展的时间表才能做到与时俱进。

基于发达国家的经验，从预见性出发看养老金改革的时间表与核心任务，具体规律如下：进入老龄社会时要夯实基础养老金，确保老年基本生活；进入深度老龄社会时要完善三支柱结构，建立此消彼长的运行机制；进入超级老龄社会时要完善早减晚增的养老金领取机制，

确保增加就业和持续发展。如果贻误改革窗口期，则会增加不利因素，加大改革成本。

到 2022 年，“63 婴儿潮”的男职工进入退休高峰，将有更多统筹地区出现当期基金缺口、用尽累计结余。据此判断，夯实基本养老保险和解决“工龄视同缴费”转制成本的最后窗口期为 2021 年。中国将在 2023 年进入深度老龄社会，65 岁及以上人口占比超过 14%，深度老龄社会约持续十年，在 2035 年以前进入超级老龄社会。因此，中国在 2023-2035 年间，必须完善养老金三支柱结构和协同发展的运行机制，建立健全国家养老金体系。

四、集成国家养老金制度体系进入快车道

党的十八大以来，党中央把社会保障体系建设摆上更加突出的位置，对我国社会保障体系建设作出顶层设计，推动我国社会保障体系建设进入快车道。国家养老金制度体系包括三支柱的管理体制和此消彼长的运行机制，体现国家养老金综合治理和能力现代化水平问题。

五、理顺国家养老金体制

就养老金体制而言，主要包括政府担保的基础养老金（职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险）、企业年金和职业年金、个人养老金（有税优待遇的为自储公助的合格计划、否则为自愿储蓄）三个支柱，如果加入贫困家庭养老补贴就是四个支柱，如果对个人养老金区分合格计划和非合格计划，就是国际上说的五个支柱。

在我国，夯实职工基本养老保险有两个硬任务：一是从完善中央调剂金到全国统筹；二是解决“视同缴费工龄”的转制成本问题，理

顺养老保险体制。按照国际会计准则，这是原国营企业的负债，应当进入今天国有企业的成本，或者通过上缴利润的变通方法解决，折成政府承担的费率（如4%），由此降低企业费率，特别要减少民营企业和个体就业者为此承担的责任。当前平台经济快速发展，由此形成新的就业形态，部分人与平台经济具有劳动关系，更多的人可能没有劳动关系（需要依法界定，并非由平台经济经营者自定），需要自己交纳社会保险费。这需要认真贯彻“用改革的办法和创新的思维解决发展中的问题，坚决破除体制机制障碍，推动社会保障事业不断前进”，才能“把更多人纳入社会保障体系”。

如今企业竞争日趋激烈，做大企业年金的黄金期已过。中国可以根据帕累托改进原理进行存量改革，打通住房公积金和个人养老资产账户，涉及1.2亿职工，建立个人和家庭共有的养老资产账户，按照个人财务生命周期“先买房、后存养老金”，且可实现“早买房、多存养老金”的目标，从而调动职工和家庭建立个人养老资产账户的积极性，增加资本市场的长期资产配置。同时，既要夯实国家基本养老保险的大锅饭，也要充实个人和家庭养老资产的小锅饭，从而降低国家基本养老保险的支付压力。

如今我国人均GDP超过1万美元且可能持续增长，中国进入大力发展个人养老保险的黄金时期。但需要区分政府税优支持的合格计划与自愿积累的非合格计划，在支持合格计划发展的同时，也要支持和规范非合格计划的发展。因为前者是有限的，后者是无限的。基于商家让利形成的消费型养老金，是中国人的创举，具有拉动消费、培

育客户关系、积累养老金等多重价值，值得支持和发展。但既然是养老金计划，其运行就必须具备合格计划的特征，也便于政府实行审慎人备案制监管。

六、打造国家养老金运行机制

就养老金运行机制而言，政府担保的养老金通过公共账户统收统支、现收现付。从各国做法来看，其发展趋势是企业年金和个人养老金进入个人实名的养老金账户，可以整合账户管理人，分类记账。因此，国家养老金运行机制的主体特征是“入口三支柱，出口两账户”（见图 1），即政府与市场相结合的、此消彼长与综合治理的运行机制，以确保养老金总替代率的充足性。

人口结构	第一支柱	第二支柱	第三支柱	总和替代率
进入老龄社会 1950-1970	上升 ↑	启动		60-70%
深度老龄社会 1970-2010	平稳	上升 ↑	启动	50-60%
超级老龄社会 2010-	降低 ↓	平稳	上升 ↑	40% 左右
账户模式	公共账户	个人账户		
政府责任	搭建一体化养老金三支柱的信息平台，分类监管、支持转移携带、养老金教育、信息披露和税务处理等。			

图 1 养老金三支柱、充足性和运营机制

政府责任是搭建三支柱一体化的养老金信息平台。一是进行分类监管，夯实第一支柱，确保基本养老金的收支平衡；促进第二支柱，尽可能使更多的职工拥有企业年金；发展第三支柱，激励和扶助居民

积累养老金。二是支持转移携带，包括企业之间、职业之间、地区之间的企业年金权益记录的保护与继续。三是养老金教育，包括人口教育和投资风险教育等。四是定期公布信息，披露报告及其解读。五是税务处理等。

如今，养老基金总资产的 GDP 占比和养老金占家庭资产比例，成为宏观和微观衡量一个国家养老金风险的重要指标。以美国为例，截至 2019 年底有 35.2 万亿美元养老金资产。其中公共养老金资产为 2.897 万亿美元，2008 年预测可能在 2041 年用尽，2012 年预测可能在 2033 年用尽。私人养老金资产为 32.334 万亿美元，超过美国银行资产 17.8 万亿美元、GDP 规模 21.4 万亿美元、公募基金规模 21.3 万亿美元。养老金占家庭资产的 26%。

我国与美国比较，差距很大。需要按照总书记指出的：“强化问题导向，紧盯老百姓在社会保障方面反映强烈的烦心事、操心事、揪心事，不断推进改革”，“坚持制度的统一性和规范性，坚持国家顶层设计，增强制度的刚性约束，加强对制度运行的管理监督”，才能统一认识、树立信心，在党中央和国家领导下，全国人民齐心协力共建国家养老金制度体系，彻底改变基础养老金一柱为大的被动局面，步入积极老龄化社会。

董克用：确立中央社会保障事项 推进养老保险 全国统筹



董克用：中国养老金融 50 人论坛秘书长

一、引言

2021 年 3 月，十三届全国人大四次会议通过了《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》（以下简称“《纲要》”）。《纲要》坚持以人民为中心的发展思想，提出“十四五”时期“民生福祉达到新水平”，“基本公共服务均等化水平明显提高”；到 2035 年“基本公共服务实现均等化”。城镇职工基本养老保险作为一项社会保险基本公共服务项目，是彰显社会公平的

重要领域，也是民生建设和国家治理的重要支柱。随着我国人口老龄化形势日益严峻、就业多样化以及经济发展不平衡等原因，地区间抚养比差距扩大，省际之间养老保险基金负担不平衡的问题越来越突出。这些问题依靠省级统筹难以解决，需要进一步提高统筹层次、推进养老保险全国统筹。《纲要》提出要“实现基本养老保险全国统筹”，对全国统筹工作提出了明确的时间要求。加强制度建设是新时代的重要战略任务，养老保险全国统筹并非仅是实现基金统收统支，而是要将其作为制度改革的政策窗口期，推进养老保险制度完善与定型。

“全国统筹”是一个具有中国特色、反映中国国情的术语，它根植于我国养老保险制度建立和发展实践的土壤之中。在“划分收支、分级包干”财政管理体制等因素的影响下，养老保险建立时遵循“地方统筹、属地管理”原则，这在制度发展初期具有积极意义，但也留下了影响至今的地区碎片化隐患，将国家法定的统一制度沦为差异化的地区性制度安排，形成了养老保险“地方承包制”。我国正在推进养老保险全国统筹工作，但若按照省级统筹“六统一”标准来衡量，部分省份还尚未实现省级统筹。造成全国统筹工作推进较为缓慢的根源在于没有理顺央地养老保险关系，无法打破属地管理带来的利益格局固化局面。因此，推进养老保险全国统筹的关键在于合理划分中央与地方在养老保险领域的事权和支出责任，这是建立现代养老保险制度的重要内容，也是推进国家治理体系和治理能力现代化的客观需要。

二、省级统筹下事权配置导致政策碎片化和属地化管理

属地化基本养老保险事权涉及政府职能的配置问题，是指一级政

府在基本养老保险制度中应承担的任务和职责。在当前省级统筹模式中，中央与地方在养老保险事权划分上存在划分不明确和权责不匹配问题，给地方政府留下了制度“博弈”和“套利”的空间。2016年国务院印发的《关于推进中央与地方财政事权和支出责任划分的指导意见》中提出，逐步将养老保险“确定为中央和地方共同财政事权”；2019年党的十九届四中全会通过的《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度 推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》提出，要“加快建立基本养老保险全国统筹制度”，并创造性地首次提出“适当加强中央在知识产权保护、养老保险、跨区域生态环境保护等方面事权”，体现了养老保险事权上移的政策取向。本文依据实践经验将养老保险事权划分为政策事权和管理事权两大类。

（一）政策事权方面：地方平均工资导致地区不公问题

养老保险政策事权即决策权，是指政府在确定养老保险制度模式、制定缴费和支付政策等方面的职责。中央在确定制度模式方面拥有唯一事权，各省份必须严格执行。目前地区之间政策事权的差异主要表现在缴费政策和支付政策方面，集中体现为地方平均工资指标导致的地区不公问题。

第一，缴费政策地区差异导致筹资不公平问题。首先，由于使用地方平均工资指标来核定个人缴费基数上下限，所以，对于个人工资性收入位于当地缴费基数上下限两端的不同地区参保人而言，缴费基数必然存在地区差异；其次，各地区在核定用人单位缴费基数时，存

在单基数法和双基数法并行问题，导致不同地区企业缴费基数的高低差异；最后，部分地区的单位缴费比例低于国家的规定。缴费政策的地区差异直接造成不同地区参保个人缴费标准不一和企业缴费负担有高有低的筹资不公平问题，且易产生“马太效应”。

第二，支付政策地区差异导致待遇不公平问题。首先，由于使用地方平均工资指标作为养老金计算基数，所以对于不同地区两个缴费完全相同的参保人而言，退休时的养老金水平必然存在差异，造成“你高我低”的“缴费相同待遇不同”问题；其次，部分省份在国家规定的支付项目外还自设了一些支付项目，造成“你有我无”的养老金支付项目地区差异。

（二）管理事权方面：属地管理体制导致央地博弈问题

养老保险管理事权是指政府和管理养老保险制度方面的职责，包括收支权（政府依法征收保费和发放养老金的职责）、管理权（政府在养老保险基金管理、经办管理和信息管理等方面的职责）和监督权（政府依法对养老保险制度进行监督管理的职责）。在属地管理体制下，养老保险由中央政府发包给地方政府，授权地方政府履行相关政府职能。作为一项纵向行政发包程度高、横向晋升竞争低的政府事务，养老保险没有充分反映在对地方绩效考核的核心指标上。因此，地方政府征缴保费的积极性会降低、发放养老金的积极性会提高，造成“少收多支”问题。

第一，在养老保险收支权方面，我国在 2018 年机构改革时已将包含养老保险费在内的社会保险费征缴事权移交税务部门，这有利于

提高征缴效率和保障劳动者基本权益。各地社保费征缴模式主要有两种，一种是税务全责征收模式，即核定缴费基数和征收、管理、稽查等环节由税务部门全权负责；另一种是社保核定、税务代征模式，即社保经办机构负责核定缴费基数，税务部门仅负责具体征收和管理事务。目前多数省份采取的是税务代征模式，税务部门只有资金征缴权而无基数核定权，无法从根本上保证社保费“应收尽收”，也无法实现“税费同征同管”，难以真正发挥税务部门的征缴优势。

第二，在养老保险管理权方面，目前，事关养老保险管理的重要事权基本都在地方政府，属地管理体制与养老保险全国统筹之间存在冲突，无法实现中央有效管理养老保险的目标。首先，基金管理规模和投资运营进度存在地区差异，且中央调剂制度存在不足。基金管理事权是养老保险全国统筹的核心，《中国统计年鉴 2019》数据显示，2018年全国城镇职工基本养老保险累计结余50901.3亿元，其中累计结余最多的四个省份合计24919.3亿元，约占当前全国累计结余的一半。基金结余分布的地区失衡还造成了基金投资运营的差异：截至2020年三季度末，全国已有24个省份启动基金委托投资；此外部分发达省份几年前还启动了地方养老保险基金累计结余委托投资。可见，基金结余多的地区，资金投资规模大、投资收益高；与之形成鲜明对比的是部分人口净流出地区的基金面临穿底风险或已经穿底，需要依靠财政补贴才能维持制度运行。2018年我国建立了养老保险基金中央调剂制度，通过实行部分基金中央统一调剂使用，合理均衡地区间基金负担，提高基金整体抗风险能力。作为实现全国统筹的第一步，

中央调剂制度对地区间基金失衡起到了明显的调剂作用，但其实质是在中央有限度调剂下的养老保险“地方承包制”，并未改变属地管理原则，也无法改变地区间差距不断扩大的趋势。

其次，经办管理受地方政府影响大。从业务流程看，缴纳保费和领取养老金各有前置操作——参保登记和办理退休，在参保人跨地区流动时还有养老保险关系的转移接续。这些业务的经办事权都在地方政府，由此形成了若干互相分割的管理条块，易造成部分地方政府不合规办理参保登记和退休（如允许一次性趸交保费参保、违规办理提前退休），以及劳动者转移时权益受损和接续困难（如转移时无法携带全部社保权益、部分地区拒绝承接大龄劳动者的保险关系）。

最后，信息分散管理，无法形成全国一体化的信息管理系统。信息管理是养老保险业务的重要保障和支撑。目前信息系统是由中央制定原则和标准，由各地具体负责建设，中央予以指导和规范；统计数据时由地方汇总数据上报后，再由中央统一进行核定和汇总。尽管各地信息管理系统都留有业务接口，但制度运行的具体数据仍由地方管理，无法在全国范围内保证信息管理的统一和高效。

第三，在养老保险监督权方面，现行养老保险制度监督采取的是多层监督体制：行政上主要受本级行政主管及相关部门（如人社、财政和审计等）监督，业务上受上级社保经办机构监督。养老保险监督权的划分深受属地管理体制的影响，监督工作事出多方且无法脱离地方政府的行政意志。

三、省级统筹下地区支出责任不均衡，制度面临可持续问题

基本养老保险支出责任是指一级政府履行基本养老保险事权的支出义务和保障，主要包括财政补贴责任和行政管理成本。其中，财政补贴责任是政府承担促进基金收支平衡和制度可持续发展的支出责任；行政管理成本是政府承担的经办人员薪酬待遇和建设信息系统等的支出责任。养老保险强调权利义务对等原则，理论上应通过制度自身改革追求基金自平衡；但受人口老龄化、转轨成本和历史欠账等因素影响，我国养老保险制度难以实现基金自平衡，甚至出现收支缺口，各级财政从 2000 年左右就开始进行财政补贴以维持运行，所以在很长一段时期养老保险支出责任仍属于财政支出责任的范畴。

（一）养老保险财政补贴和行政管理成本等支出责任存在地区差异

第一，由于各地区的人口结构和经济发展不平衡，以及历史债务差异等影响，不同地区的养老保险财政补贴差异较大。特别是东北等老工业基地劳动力流出较多，历史包袱较重，所以养老保险基金压力较大。如辽宁省 2017 年社会保障与就业支出占公共财政支出的比重全国排名第一，且基金征缴收支缺口占地方财政收入比重高，地方财政负担远高于其他省份。第二，在行政管理成本方面，经办机构和经办服务人员较多的省份需要负担更多的薪酬待遇支出，地方建设和改进信息系统等费用也主要由本级财政资金负担。在一些欠发达的省份、地市和区县中，当地政府财力不足时易产生“小马拉大车”问题。

（二）养老保险面临多因素的冲击和影响，未来支出责任较大

第一，人口老龄化使政府支出责任长期存在且逐渐加重。我国自

2000 年左右进入老龄化社会以来，人口老龄化速度逐步加快，从长期看将处于在人口老龄化高原期。伴随人口老龄化不断加深和人均预期寿命延长，现行养老金制度赡养比将不断提高，这意味着领取养老金的人数将不断增加，而制度内缴费的人却在相对减少，同样数量的劳动年龄人口将负担更多的老年人口，未来养老金支出将不断扩张，基金收支平衡压力进一步增大，带来可持续性差的风险。第二，转制成本与隐性债务加重政府的支出责任。实施养老保险制度改革后，由于制度“中人”积累较少，因此养老保险基金承担了其视同缴费期间的待遇发放任务，负担制度转轨成本造成了规模庞大的隐性债务问题。同时，为确保养老金按时足额发放，地方政府借用了本该实账积累的个人账户资金，造成个人账户“空账”运行。隐性债务和空账问题进一步加剧了养老保险支出风险，影响制度可持续发展。

四、养老保险全国统筹的本质含义与核心目标

（一）全国统筹的本质含义：确立中央社会保障事项

第一，保障公民权利，保护劳动者的基本权益。改革开放以来，随着我国经济体制改革的不断深化，劳动力跨地区流动日益频繁。属地管理体制下养老保险对劳动力流动的制约主要表现为劳动力跨地区流动时的社保权益受损和关系转移困难两个方面，地方政府无法满足劳动力基本权益需求和跨地区流动需求，难以保证劳动力享受基本公共服务和跨地区自由流动。在劳动力资源市场化配置的时代，需要确立养老保险为中央社会保障事项，通过制度全国统筹来彻底取消养老保险关系的转移接续，保证劳动力跨地区流动时权益可全部携带、

关系可自由转移，构建“流动无障碍、权益不受损、接续不转移”的养老保险关系，保护劳动者基本权益、促进劳动力自由流动。

第二，维护市场统一，创造企业公平竞争环境。社会保险费是国家法律规定的企业法定劳动力成本，在属地分割管理体制下，部分地区的费基和费率较低，企业缴费负担较轻，在市场经济中“轻装上阵”；而一些基金收支平衡面临风险的地区必须严格执行国家规定的标准，企业只能“负重前行”。地方政府一定程度的自主裁量权破坏了制度筹资公平的底线，造成省际间企业劳动力成本的差异，既损害了企业的发展利益，也影响地区协调均衡发展。为此，应确立养老保险为中央社会保障事项，通过制度全国统筹创造企业公平竞争的市场环境，实现企业公平负担缴费义务，维护市场统一和公平。

第三，促进地区公平，实现地区间互助共济和协调发展。养老保险具有互助共济的天然属性，既要实现不同收入群体间互助共济，也要实现地区间互助共济。省级统筹模式下不同地区的缴费和支付政策存在差异，基金也是以省级为单位管理的。由于人口和经济发展水平的差异，不同地区的老龄化程度、制度抚养比、基金结余和财政补贴能力都不同，不同省份负担有轻有重现象较为突出。中央调剂制度尽管从资金上提出了互助共济、从政策上提出了统一规范的要求，但无法从根本上改变地区间的不公状态。2019年召开的中央财经委员会第五次会议强调，“要在省级统筹基础上加快养老保险全国统筹进度，在全国范围内实现制度统一和区域间互助共济”。为此，应确立养老保险为中央社会保障事项，通过制度全国统筹促进地区间互助共济和

协调发展，维护地区竞争的公平性。

第四，实现国家长治久安，维护国家政治稳定和社会和谐。从国际上看，基于公平性特征，各国养老保险制度一般是国家计划，中央拥有政策制定权，全国实行统一的费率和支付标准，基金统一筹集和拨付，中央政府的专门机构直接管理。作为社会保险先行者的德国和美国都将养老保险全国统筹作为国家公共品，赋予其民族团结和社会稳定的重要功能。我国是单一制国家，中央政府拥有对地方政府的绝对政治领导，地方政府的权力来自于中央政府的授权和让渡。在养老保险这种体现国家民生保障的事务上，更要强化国家统一和地区互助意识，将养老保险确立为中央社会保障事项，使其成为维护国家利益和实施宏观调控所必需的基本制度，以及实现国家政治稳定和社会和谐的重要基础。

（二）全国统筹的核心目标：统一养老保险政策事权

第一，统一养老保险缴费政策事权，实现地区筹资公平。筹资公平体现了养老保险社会公平的“负担公平”，反映了“人人尽责”的基本理念。在缴费政策方面，建立以“筹资公平”为导向的筹资机制，是指所有地区的参保个人和单位都负担完全相等的责任和义务；并非是缴纳完全相等的保费。这就要求统一各地区的缴费基数和比例，实现真实缴费，公平负担国家法定的缴费义务，以解决不同地区个人和企业缴费负担有轻有重问题。

第二，统一养老保险支付政策事权，实现地区待遇公平。待遇公平体现了养老保险社会公平的“追求一定程度收入平等”，反映了“人

人享有”的基本理念。在支付政策方面，建立以“待遇公平”为导向的支付机制，是指以权利义务对等为原则，保证每一单位缴费所对应的待遇价值相等，在此基础上实现收入再分配；并非是忽视个人缴费贡献而片面追求所有退休者领取完全等额的待遇。这就要求统一各地区的养老金待遇计发项目和参量，实现“缴费相同待遇相同”目标，以解决异地参保人等额缴费而退休后养老金水平不同的矛盾现象。

五、养老保险全国统筹的关键任务与改革措施

基本养老保险是体现国民待遇和公民权利、涉及全国统一市场和要素自由流动的典型中央事权，牵涉到劳动力市场的统一，事关社会全体成员的基本公共服务问题，是彰显社会公平正义的关键领域。为推动养老保险全国统筹工作，需要确立中央养老保险事权，将养老保险的政策事权和管理事权收归中央。同时，根据事权与支出责任相适应原则，这也意味着要同步确立中央支出责任，由中央政府承担制度财政补贴和行政管理成本。也就是说，要把养老保险从地方政府事务中分离而出，地方政府既无权干涉制度细节设计和管理监督，也不需再负有财政补贴等责任，使养老保险真正成为中央政府负责的全国性基本公共服务。

（一）以全国平均工资改革为核心确立中央政策事权

第一，统一缴费政策，夯实养老保险全国统筹的筹资基础。一是要统一个人缴费基数的相关参数，以最低工资标准作为个人缴费基数下限，使参保人能够按照本人真实工资缴费；二是要统一单位缴费基数核定方式，以本单位参保职工个人缴费基数之和作为单位缴费基数；

三是要统一各地缴费比例，由中央根据经济社会发展情况、通过精算技术统一进行调整。

第二，统一支付政策，夯实养老保险全国统筹的给付基础。一是要建立基本养老金的国家待遇项目清单制度，统一各地的支付项目；二是要以“全国平均工资”作为养老金计发基数，通过瞄准全国性指标来实现“缴费相同待遇相同”，并同步改革待遇计发办法；三是统一并改进待遇调整办法，建立以全国物价指标为基础、与人均 GDP 增长率相挂钩的待遇调整机制。

（二）以垂直统一管理改革为核心确立中央管理事权

第一，统一基金管理，确立基金全国统收统支的原则。统一基金管理是养老保险全国统筹的资金保证。在当前“省级统筹+中央调剂”基金管理模式基础上，要尽快确立养老保险基金全国“统收统支、统一管理”的原则，由中央养老保险基金财政专户管理，确保收支管理规范 and 基金管理统一。

第二，统一经办管理，构建垂直管理的行政经办体制。统一经办管理是养老保险全国统筹的组织保证。要着力改革现行属地管理体制，构建起从中央到地方垂直管理的经办体制，解决中央和地方在具体业务上的信息不对称问题，推进经办机构向全国一体化、规范化、专业化和法人化方向发展。同时，要充分发挥税务部门征管优势，全责征收、夯实费基。

第三，统一信息管理，完善全国统一的社会保险公共服务平台。统一信息管理是养老保险全国统筹的技术保证。要建立起覆盖全国、

联通城乡、标准统一的信息系统，构建安全、统一、高效的信息系统应用支撑平台，实现各项业务之间的信息共享、业务协同和有效衔接，形成统一规范的信息化公共服务体系和科学有效的决策支持体系。

（三）以制度的可持续发展为目标确立中央支出责任

第一，结构改革：统账分离，妥善处理个人账户问题。将养老保险中的社会统筹和个人账户在制度上进行分离，建立独立的现收现付式养老保险制度，由参保单位和个人共同缴费。重构后的养老保险基金作为全国统筹标的，通过大数法则分散风险，为职工提供基本养老保障。同时，改革后的个人账户可并入第二支柱职业养老金或第三支柱个人养老金中，推动多支柱养老金体系的发展。

第二，参量改革：多举并施，优化完善相关参数设计。一是可分离劳动领域的“退休年龄”和社会保险领域的“领取年龄”，变渐进式延迟退休为适时提高全额领取养老金年龄，以减少改革阻力和缓解养老金支付压力；二是适当提高养老金最低缴费年限，同步引入“早减晚增”式调节机制，从约束和激励两个方面鼓励长缴多缴，增强制度可持续性。

第三，积极推进划转国有资本充实养老金。划转部分国有资本充实社保基金是养老保险制度改革和国有企业改革的重要组成部分，是保障和改善民生的重要举措。要积极推动国有资本划转工作，尽快过渡以分红作为主要收益时期，加紧研究承接机构自主经营国有资本的操作方案，待时机成熟后以自主运行产生收益来充实养老保险基金，尽早形成资本积累。

六、正确把握和妥善处理全国统筹目标和过程关系

确立养老保险为中央社会保障事项是全国统筹的本质含义和根本要求，需要“谋定而后动”。考虑到我国发展不平衡的国情和经济社会发展的阶段性要求，仍需要立足当前、着眼长远，分阶段逐步推进，使养老保险制度向着更加公平更可持续的方向发展。

第一，中央政府应科学合理规划养老保险全国统筹工作的进度表。建议以党的十九大报告提出的到2035年“基本实现社会主义现代化”和2050年“把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国”为全国统筹工作的关键时间节点，有关部门紧紧围绕这一节点统筹协调养老保险制度改革，全面推进养老保险全国统筹，分阶段提高中央养老保险事权和支出责任；在推进过程中要赋予地方适当的机动处置权。

第二，地方政府应根据实际情况制定养老保险全国统筹的规划图。在中央统一规划推进养老保险全国统筹工作的基础上，地方要深刻认识到养老保险全国统筹的重要意义，根据当地经济社会发展情况制定符合实际的时间规划，在改革期内积极主动作为，勇于承担改革过渡期内相应的支出责任。此外，确立中央基本养老保险事权和支出责任并不意味着地方政府完全从养老保障事业中退出，恰恰相反，地方政府责任重心应当转为夯实由本级财政资金支持的、非缴费型的“零支柱”养老金，将其作为地方政府改善民生和吸引人才的重要措施，提高当地老年人的养老保障水平，满足老年人的美好生活需要。

席 恒：基础养老金全国统筹：问题缘起、政策 框架与制度创新



席恒：中国养老金融 50 人论坛特邀成员、西北大学公共管理学院教授

一、引言

中国特色社会主义进入新时代，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡、不充分的发展之间的矛盾。在社会保障领域，养老金制度发展的不平衡、不充分突出表现为城镇职工基本养老保险制度的地区分割。基本养老保险的地区分割，造成了养老金制度的三个方面的不平衡、不充分：一是基本养老金呈现“有与无”、“多与少”和“稳与变”的不平衡，造成了养老金制度参保机

会和待遇给付的不充分；二是不同地区之间养老金制度缴费负担和养老基金结余的不平衡，导致了养老金制度筹资公平性和社会主义市场经济情境下法定养老金成本公平性的不充分；三是养老保险关系转移不顺畅导致流动劳动者与非流动劳动者养老金权益的不平衡，造成了劳动要素自由流动和优化配置的不充分。因而，实现养老保险全国统筹，是适应流动性、保障公平性和实现可持续性的必由之路，也是解决养老金制度发展过程中不平衡不充分问题的关键所在。

在政府、学界等多方的共同呼吁和推动下，2010年颁布的《中华人民共和国社会保险法》明确提出“基本养老保险基金逐步实行全国统筹”；国家“十二五”规划（2011年）和“十三五”规划（2016年）提出“实现基础养老金全国统筹”；2017年，党的十九大报告强调“尽快实现养老保险全国统筹”。在政策实践层面，2018年国务院建立并实施了基本养老保险基金中央调剂制度，并从2019年起将基本养老保险费交由税务部门统一征收。2020年，国家“十四五”规划再次强调“实现基本养老保险全国统筹”。

从2010年到2020年，基本养老保险全国统筹虽有进展但速度明显偏慢，基本养老保险全国统筹连续成为“十二五”、“十三五”和“十四五”的目标之一。究其原因，基本养老保险全国统筹面临利益、政策、管理、技术和风险等多方面的障碍。一是缺乏统一的制度基础。在基本养老保险制度改革过程中，我国过分依赖渐进式改革的途径，缺乏统筹全国的顶层设计，尤其是1995年推行统帐模式时允许地方政府自行选择或设计方案，造成了基本养老保险制度的不统一。二是

不同地区基本养老保险财务状况差异巨大。经济发展、人口结构、养老保险覆盖率、缴费负担、待遇水平等多方面的差异，造成不同地区基本养老保险基金收支状况差距很大。三是地方政府利益驱动。在“分灶吃饭”的财政体制下，统筹层次提高到哪一级，哪一级政府就成为最终的财务负责人，这导致各级政府不愿主动承担统筹的责任。四是面临信息技术的挑战。基本养老保险全国统筹目标的实现依赖于参保信息和数据的准确及标准化、统一的信息系统与操作平台，但各省份之间的养老保险经办标准不统一、参保信息不互通、信息系统不兼容、数据不共享，加大了不同省份之间的数据整合难度。

除了上述的四大现实障碍，学界、政界对实现基本养老保险全国统筹的基本思路和实现路径并没有形成统一的认识，这也在很大程度上阻碍了基本养老保险全国统筹的推进。关于养老保险全国统筹的方案，除了李雪等主张通过做实个人账户来划分中央与地方支出责任，多数学者都主张以“中央基础养老金+地方附加基础养老金”的设计思路来划分中央和地方的支出责任，但是具体方案内容差异很大。穆怀中等基于生存公平和劳动公平的理念，主张将养老金替代率设定在30%，10%实行全国统筹，20%实行省级统筹；肖严华和左学金认为，中央可按照平均替代率40%的标准计发基础养老金，对于原来养老金替代率超过40%的地区，由地方建立附加养老金补足差额；雷晓康和席恒认为，地方应当将一定比例的统筹基金上交中央，中央基于各个地区的生活水平发放中央基础养老金，地方利用留置的统筹基金建立地方附加养老金；龚秀全认为，中央基础养老金以全国职工平均

工资为基数计发，缴费每满1年发放1%。对低于原来待遇水平的地区，补发地方附加基础养老金。刘伟兵等主张将各省的结余资金上交中央，中央按照统一的待遇标准发放中央基础养老金，对于收支亏空的地区，由中央和地方等比例分担，对于存在“福利损失”的地区，由政府留置部分结余资金建立地方附加基础养老金予以弥补。

现有研究成果为养老保险全国统筹提供了有益启示，但仍有几个方面需要改进：一是已有研究并未深入探析基本养老保险全国统筹的问题实质，基本养老保险全国统筹实质上是基本养老保险支出责任和事权归属相统一；二是已有的统筹方案过分关注养老保险支出责任在中央和地方的划分，忽视了养老保险事权的归属，且不重视与现有的政策基础紧密结合，往往需要设计新的政策体系，这使得统筹方案缺乏可操作性；三是尽管多数学者都赞同“中央基础养老金+地方附加基础养老金”的养老保险支出责任划分方式，但对具体内容还有很大的争议，争议的焦点集中在要不要实行均等化的中央基础养老金。针对现有研究不足及分歧，本文立足于最新的政策进展，设计了一个具有渐进性、阶段性和实操性的政策方案，以期为养老保险全国统筹的实现提供政策启示。

二、基础养老金全国统筹的实质：支出责任与事权归属相统一

基本养老保险地区分割缘于历史因素和经济体制转轨背景下养老金制度的地方试点，表现为基本养老保险事权归属和支出责任在央地关系转变过程中的互相适应，其内在逻辑就是基本养老保险支出责任和事权归属的相统一。基本养老保险全国统筹的历史进程可以分为

四个发展阶段。

（一）第一阶段：“文化大革命”导致养老保险事权和支出责任下沉到企业

新中国成立以后，我国建立了中央集权的计划经济体制，并配套了统收统支的财政体制。1951年建立的包括养老项目在内的劳动保险，本质上是社会保险和企业保险的混合产物。劳动保险费用全部由参保企业负担，并形成由工会负责的劳动保险基金。劳动保险待遇中一部分由企业直接支付，长期待遇由工会组织负责支付。中华全国总工会对各地区和各企业进行统筹调剂，实现了劳动保险基金的全国统筹。1966年，“文化大革命”这一历史事件导致负责劳动保险事务的工会组织瘫痪，劳动保险工作由各级劳动部门接管，劳动保险待遇由企业支付，劳动保险成为企业保险，养老保险的事权和支出责任完全由企业承担。

（二）第二阶段：财政包干制度导致养老保险地区分割的形成，养老保险事权和支出责任由地方政府负责

改革开放之后，我国开始由计划经济向社会主义市场经济转轨。为推动地方经济发展，我国在1980年开始实行财政包干制度，地方政府可以保留较大比例的财政收入，并拥有发展社会事业的全部权力。1981年6月，国务院体改办拟定的《关于调整时期经济体制改革的意见》明确提出，试行全民所有制职工按地区统筹退休保险基金，由地方社会保险机构管理退休职工办法。为了配套经济体制改革和应对不断增长的退休费用，1983年我国开始试点并推广退休费用县（市）

级统筹，实施范围从全民所有制企业扩展到城镇集体所有制企业。1991年国务院出台的《国务院关于企业职工养老保险制度改革的决定》（国发〔1991〕33号）提出，各省、自治区、直辖市人民政府可以根据国家的统一政策，对职工养老保险作出具体规定，允许不同地区、企业之间存在一定的差别。在这个时期，养老保险支出责任开始从企业上移至县（市）级政府，相应的养老保险事权开始由地方政府机构接管，基本养老保险地区分割的局面开始形成。

（三）第三阶段：分税制改革造成养老保险地区分割的固化，养老保险事权和支出责任出现不对等

为了破除财政包干制度的种种弊端，中央政府在1994年引入分税制改革。分税制改革的最大特点是“财权上移，事权下沉”。在基本养老保险方面，出现了“统钱不统事”的问题。从1997年开始，养老金拖欠问题在一些地方出现，并有蔓延趋势。为应对该问题，中央政府出台“两个确保”措施，中央财政和地方财政开始补贴养老保险基金。2005年国务院出台《国务院关于完善企业职工基本养老保险制度的决定》（国发〔2005〕38号），以所在地区的社会平均工资水平作为确定基础养老金计发标准的主要参数。基本养老保险制度在进一步得到规范的同时，地区分割的局面也被固化。随着人口老龄化的加速，从2013年开始，部分地区养老保险基金开始收不抵支。2017年以后，“收不抵支”的省份数量维持在13-14个，并且主要集中在东北和中西部地区。这些地区经济发展水平相对不高，地方财政实力偏弱，只能依靠中央财政的直接补贴和专项转移支付保证基本养老金

的给付。由此，养老保险的支出责任开始由地方政府上移至中央政府，但养老保险事权仍然集中在地方政府，导致养老保险事权和支出责任的不对等。

（四）第四阶段：国税地税机构合并改革使养老保险事权上移归属中央政府，养老保险事权逐步与支出责任相适应

由于人口老龄化导致的养老保险事权与支出责任的不对等，中央为了防范地方“少收多支”的道德风险，不得不采取“连带性”的财政责任分摊机制。但是，这种办法治标不治本，对于地方财政困难的地区，中央财政必须全额补贴。因此，中央政府在承担支出责任的同时，必须将养老保险事权上收。2018年国务院出台了《国税地税征管体制改革方案》，明确基本养老保险费由税务统一征收，这实际上是将养老保险事权之中的筹资权上移归属中央。然而，税务统一征收基本养老保险费只能防范“少收”，仍然无法防范“多支”。因此，养老保险全国统筹的关键在于养老保险支出责任的划分。应在防范地方“多支”的同时，逐步实现养老保险事权与支出责任相适应。

三、基础养老金全国统筹的政策框架

养老保险全国统筹的核心内容是基础养老金的统收统支。从政策实践和理论研究看，养老保险全国统筹不是指地区间基金余额调剂，它涉及养老保险基金、管理、技术等多个层面。养老保险全国统筹是当前现实最迫切的要求，其核心和最有利的突破点是基础养老金的统收统支。基础养老金全国统筹的复杂性和艰巨性显而易见，因而统筹方案必须注重阶段性、实操性和协同性。基础养老金全国统筹不能一

蹴而就，因而我国必须从基础养老金的事权（统收）和支出责任（统支）入手制定统筹方案，通过“先上收事权，再进行支出责任的划分”，分阶段完成基础养老金全国统筹。

（一）基础养老金事权的确认：全国统收的政策路径

基础养老金全国统收，本质上是一个明确中央基础养老金事权的过程。依据当前的政策进展和客观现实，基础养老金全国统收可以分“两步走”：第一步是建立和运行中央调剂金制度，以各省份的上解资金实现中央养老保险资金池的从无到有；第二步是由税务部门统一征收基本养老保险费，以常态化的个人和企业缴费实现中央养老保险资金池的从虚到实。此外，作为战略储备的全国社会保障基金是建立和巩固中央养老保险资金池的坚实保障，也是基础养老金全国统收的基石。

1. 建立和运行中央调剂制度

2018年国务院出台《关于建立企业职工基本养老保险基金中央调剂制度的通知》（国发〔2018〕18号），正式建立中央调剂金制度。中央调剂金制度旨在从各个省级养老保险资金池中抽取一定比例（目前为4%）形成中央养老保险资金池。在养老保险全国统筹无法一步到位的现实情况下，作为一种过渡措施，中央调剂制度可以在一定程度上改善不同地区养老基金结余畸轻畸重的局面，在全国范围内提高养老保险基金的使用效率，增强基本养老保险制度的可持续性。中央调剂基金制度实行以收定支，当年筹集的资金全部拨付地方。因而，中央保险资金池只是一个“虚拟账户”。尽管如此，中央调剂金制度

实现了中央养老保险资金池从无到有，也为实现第二步“基础养老金的统收”争取了时间和奠定了条件。更为重要的是，中央调剂制度初步实现了基础养老金的事权（管理权）的中央责任。

2. 基本养老保险费由税务部门统一征收

一直以来，我国的基本养老保险费并不是由单个部门统一征缴。根据郑秉文的研究，在其所调查的 34 个省份中，有 19 个地区的基本养老保险费由税务部门征缴，其他 15 个地区的基本养老保险费由社保部门征缴。并且，在税务部门征缴的省份中，企业职工的基本养老保险费是完全由税务部门征缴的，但个别城市的灵活就业人员和无雇主个体工商户的养老保险费则由社保部门来征缴。征缴部门的不同，既反映了养老保险地区分割的事实，同时也造成了不同地区基本养老保险费征缴效率的巨大差异。2018 年国务院出台的《国税地税征管体制改革方案》明确要求，将包括基本养老保险费在内的各项社会保险费交由税务部门统一征收。在国税地税机构合并改革的背景下，这意味着基本养老保险费的征缴收入直接进入中央账户，从而实现了中央养老保险资金池的从虚到实。至此，基础养老金的事权（筹资权和管理权）上移至中央政府，为基础养老金的全国统支奠定了基础。

此外，作为战略储备的全国社会保障基金是实现基础养老金全国统收的重要补充。为应对我国人口老龄化高峰期的社会保障支出，国务院在 2000 年成立了全国社会保障基金。全国社会保障基金由中央财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益和以国务院批准的其他方式筹集的资金构成。2001 年，国务院出台《减持国有股筹集社会

保障资金管理暂行办法的通知》（国发〔2001〕22号），首次规定通过减持国有股筹集社会保障资金，并将这笔资金划拨给全国社会保障基金理事会管理。2009年，财政部、国资委、证监会、社保基金会联合发布了《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》（财企〔2009〕94号），首次将上市公司部分国有股转由全国社会保障基金理事会持有，间接实现了社会保障基金的筹资要求。2007年，国务院出台《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》（国发〔2017〕49号），规定按照10%的比例划转部分国有资本，充实社保基金。按照国有股权的归属，国务院委托全国社会保障基金集中持有划转的中央企业国有股权，各级人民政府设立国有独资公司集中持有、管理和运营划转的地方企业国有股权。

这次国有股权划转社会保障资金，最大的亮点在于地方企业国有股权划转地方政府。这既为基础养老金的全国统收提供了时间，同时也为中央与地方划分基础养老金支出责任奠定了基础。在基础养老金实现全国统筹之后，中央政府将承担最终的支出责任。随着我国人口老龄化程度日益加深，基础养老金的支付压力越来越大，当中央养老保险资金池无法满足养老金支出时，可以由全国社会保障基金予以补充。因而，全国社会保障基金成为建立和巩固中央养老保险资金池的基石，为基础养老金全国统收的实现奠定了物质基础。

（二）基础养老金支出责任的确认：全国统支的政策路径

基础养老金全国统支，实质上是一个基础养老金支出责任完全回归中央政府的过程。根据当前的政策基础和客观现实，基础养老金全

国统支的实现需要一个比较长的过渡期。基础养老金全国统支的过渡方案应在遵循“帕累托改进”原则的基础上，合理划分中央和地方的基础养老金支出责任，并较好地弥补现行养老金制度的结构性缺陷。针对上述要求，本文认为“均等化的中央基础养老金+差额化的地方附加养老金”是实现基础养老金全国统支的最佳过渡方案。

根据养老保险事权与支出责任相适应的内在要求，如果基础养老金事权上移至中央政府，那么基础养老金就应该由中央政府统一支付。根据《国务院关于完善企业职工基本养老保险制度的决定》（国发〔2005〕38号）规定，基础养老金月标准以当地上年度在岗职工月平均工资和本人指数化月平均缴费工资的平均值为基数，缴费每满1年发给1%。尽管该文件对基础养老金的计发办法和待遇标准进行了统一规定，但是，其中以所在省份在岗职工平均工资为基数的待遇确定方法并不符合基础养老金全国统支的要求。由于地区间经济发展水平存在很大差异，地区间在岗职工平均工资差距很大，如果以全国在岗职工平均工资为基数确定基础养老金待遇，无疑会造成高收入地区的福利损失。在中国经济增长的过程中，低收入地区的大量劳动力流入高收入地区，为高收入地区的经济发展做出了巨大贡献。在长期利益分配中，高收入地区对低收入地区的利益让渡是对低收入地区廉价劳动力劳动价值的回馈，这应该是社会保障政策收入再分配功能设计的基本逻辑。然而，基础养老金全国统筹并不意味着对高收入地区当代人养老金权益的牺牲，而是在保障高收入地区当代人养老金权益的基础上，均衡高收入地区和低收入地区当代人以及与下一代人的养老

金权益。因此，基础养老金全国统支应当遵循“帕累托改进”原则，即至少使各地区各类人群原有养老金权益不遭受损失。

在基础养老金全国统支难以一步到位的情况下，为了防范地方政府“多留”和“多支”的道德风险，中央政府在过渡时期必须采取“连带性”的财政责任分摊机制。如果由中央政府完全承担基础养老金支出责任，那么地方政府必须将所有的结余资金上交中央政府。地方政府作为本区利益的代表，显然存在本区利益最大化的行为动机。对于养老基金结余较多的地区，地方政府必定不愿意上交结余资金，因而在与中央政府的博弈过程中，地方政府想方设法将结余资金留在本地。地方政府与中央政府的这种利益博弈，导致中央政府难以将地方的全部养老基金结余资金上收，在现实中表现为越发达地区的养老保险统筹层次提高难度越大。同时，当基础养老金支出责任完全由中央政府承担时，可能会引发地方政府“多支”的道德风险。因此，中央政府在过渡时期必须采取“连带性”的财政责任分摊机制。

我国的养老金体系缺乏一个“零支柱”的国民年金计划，因此以较低的成本实现防止老年贫困的目标难度很大。目前，基本养老保险的参保主体仍然是企业职工，大量灵活就业人员仍然缺乏保障。随着新经济、新技术、新业态的发展，灵活就业人员比重的不断增加，传统的劳动关系正在消解，依附于传统劳动关系的基本养老保险面临重构的挑战。对于没有确认雇主的就业人员而言，国家自然成为其名义上的雇主。对于不断增长的灵活就业人员而言，国家实际上成为其名义上的雇主。因而，以个人缴费（税收）为基础的“国民年金”将成

为达到法定退休年龄或具有养老金领取资格的老年人口基本生活的养老保障。不少研究都表明，将基本养老保险制度的社会统筹部分转化为具有普惠性的中央基础养老金，可以使我国养老金体系更加可持续、稳健、公平及合理。

“均等化的中央基础养老金+差额化的地方附加养老金”是实现基础养老金全国统支的最佳过渡方案。具体来说，“均等化的中央基础养老金”以过渡方案实施时全国城镇平均最低生活保障水平为基准计发，之后每年按照居民消费价格指数进行调整。“差额化的地方附加养老金”的计发则分为两种情况：过渡方案实施时各地区的基本养老金在扣除中央基础养老金和个人账户养老金之后，若差额大于零，则给予参保人等差额的地方附加养老金；若差额小于零，则不予发放地方附加养老金。为防范地方政府随意减少或者提高地方附加养老金，国家需从地方附加养老金的筹资和使用两个方面进行管控。对留置的省级统筹资金、中央财政补助、地方国有股权划转以外的地方附加养老金筹资渠道，地方财政必须予以资金配套。此外，地方附加养老金的使用必须遵循补差性原则，且政府应以文本形式对参保人享受的资格条件予以明确规定。

（三）基础养老金全国统筹的政策框架

将基础养老金全国统收与统支的政策路径合到一起，就构建了一个实现基础养老金全国统筹的政策框架（图 1）。在税务统一征收基本养老保险费的背景下，以“均等化的中央基础养老金+差额化的地方附加养老金”作为全国统支过渡方案，既遵循了“帕累托改进”原

则，又合理划分了中央和地方的支出责任，同时最大限度的弥补了现行养老金制度体系的结构缺陷。值得强调的是，在中央养老保险资金池中，应当设置两条“水位线”：一条平衡线，一条警戒线。平衡线的作用是预警当期基本养老保险基金的收支状况，当平衡线被触发时，中央财政应当给予适当财政补助。警戒线的作用是预警基本养老保险基金累计结余的可支付月数，一般以6个月或者3个月为标准。当警戒线被触发时，应当由全国社会保障基金注入资金，以保证基本养老保险的可持续。

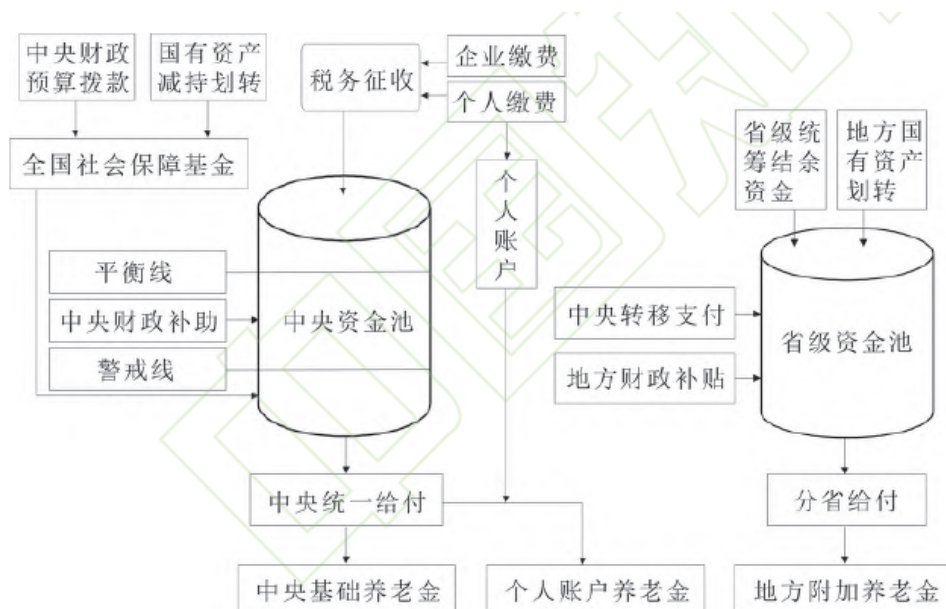


图1 基础养老金全国统筹的政策框架

四、实现基础养老金全国统筹的制度创新

养老保险全国统筹的核心内容是基础养老金的统收统支，表现为基础养老金事权和支出责任的相适应。受到当前政策条件和客观现实的约束，本文设计了一个具有阶段性、实操性和协同性的政策框架。在基础养老金事权方面，中央调剂制度以各省份的上解资金实现了中

央养老保险资金池的从无到有；税务部门统一征收基本养老保险费，以常态化的个人和企业缴费实现了中央养老保险资金池的从虚到实。在基础养老金支出责任方面，以中央和地方支出责任的划分为核心，构建一个“均等化的中央基础养老金+差额化的地方附加养老金”的全国统支过渡模式。在这个政策框架下，基础养老金全国统筹的实现还需充分梳理和整合与养老保险全国统筹相关的政策制度，并在特定节点和关键问题上进行政策设计和制度创新；在全面深化改革的背景下，制定统筹方案还应该考虑与其他社会经济政策的协同性，以增强制度创新的可行性和适应性。

（一）进行养老金制度参量改革，推动基础养老金全国统收的实现

通过降低缴费率和缴费基数，减少基本养老保险费交由税务部门统一征收的阻力，推动基础养老金全国统收的实现。根据《国税地税征管体制改革方案》，基本养老保险费应于2019年1月1日交由税务部门统一征收，从而实现基础养老金全国统收。但是长期以来，基本养老保险地区分割造成大量企业，尤其是中小企业，并未合规足额缴纳基本养老保险费。在我国经济下行压力较大的背景下，税务机关统一征收基本养老保险费引发企业对用工成本上涨的预期和担忧。为稳定企业预期，多个省市暂缓将企业基本养老保险费移交税务部门统一征收，致使基础养老金全国统收未能如期实现。2019年国务院出台了《降低社会保险费率综合方案》（国办发〔2019〕13号），要求从2019年5月1日起将基本养老保险费率降至16%，低于16%的逐步提高

至 16%，缴费基数以全口径城镇单位就业人员平均工资为基准。这一政策文件不仅有利于缴费率和缴费基数的统一，更有利于实现基础养老金全国统收。但本文认为，在降低缴费率和缴费基数的同时，应该将最低 15 年的缴费年限改为全工作时期缴费，并尽快实施渐进式延迟退休年龄政策，以增强基本养老保险制度的可持续性。在实现基础养老金全国统收之后，适时将基本养老保险费变为基本养老保险税，以增加制度刚性，并为实现“均等化的中央基础养老金+差额化的地方附加养老金”全国支出过渡方案奠定政策基础。

（二）进行养老金结构改革，实现基础养老金全国统支的平稳过渡

我国现行的养老金体系存在两大结构缺陷：一是缺少“零支柱”，二是基本养老金的占比过高。根据目前的制度设计，参保人必须缴费满 15 年才能享受基本养老金，并且基本养老金待遇水平与缴费贡献（缴费基数和缴费年限）密切相关。这就造成缴费年限低于 15 年的参保人应保而未保，基本养老保险防止老年贫困的基本目标难以实现。此外，基本养老金 60% 的目标替代率导致第一支柱规模太大，造成企业和政府的责任过重，同时妨碍了第二支柱企业年金和第三支柱商业养老保险的健康发展。因此，进行养老金制度结构改革，对于实现基础养老金全国统支而言，既是条件也是契机，同时还实现了中央政府和地方政府支出责任的划分。“均等化的中央基础养老金+差额化的地方附加养老金”是基础养老金全国统支的最佳过渡方案。“均等化的中央基础养老金”实质上就是“零支柱”，而“差额化的地方附

加养老金”会随着“零支柱”的发展而逐渐消失。这一过渡方案为最终实现基础养老金全国统支奠定基础。

（三）进行养老金管理制度改革，以信息技术加速基础养老金全国统筹的实现

为保证参保人参保过程的便捷性、参保待遇的准确性和参保信息的实时性，中央政府应该充分运用人工智能、大数据等新一代信息技术，打通不同省份的养老金信息管理系统，构建一个具有统一的社会保障受理系统、标准化的参保人审核系统、同构化的后台支持技术和统一的社会保险支付系统的公共服务平台。其中，最重要的是要依托于“金保工程”，建立全国联网、相互兼容与共享的职工社会保险信息管理系统。要以统一的信息采集、存储、交换标准，将各个地区的人口、就业和基本养老保险数据标准化，进而实时监测各个地区的人口分布、人口年龄结构、人口抚养比、参保者信息以及基本养老保险相关数据的变化。社会保险信息管理系统要具备在全国范围内查询基本养老保险缴费和待遇的功能。要确保中央政府能够实时掌握各个地区在职参保人数和离退休人数，从而实时掌握各个地区应当上缴的基本养老保险基金及实际上缴的情况，进而有效监控和规范基本养老保险中央调剂基金与省级统筹基金的收支行为，加速推进基础养老金全国统筹目标的实现。

郑秉文：面向 2035 和 2050：从负债型向资产型 养老金转变的意义与路径



郑秉文：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国社会科学院世界社保
研究中心主任

一、引言

从 2019 年底中共中央国务院印发的《国家积极应对人口老龄化中长期规划》提出“夯实应对人口国家积极应对人口老龄化中长期规划”提出“夯实应对人口老龄化的社会财富储备”，到 2021 年 3 月通过的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出“发展多层次、多支柱养老保险体系”；从 2020 年 5 月中共中央国务院发布的《关于新时代加快完善社会主义市场经济

本文摘自《华中科技大学学报》2021 年第 3 期。

济体制的意见》提出“健全可持续的多层次社会保障体系”，到中央经济工作会议和《政府工作报告》提出“要规范发展第三支柱养老保险”；从2021年1月中共中央办公厅国务院办公厅印发的《建设高标准市场体系行动方案》提出“提高各类养老金、保险资金等长期资金的权益投资比例，开展长周期考核”，到2月中央政治局第二十八次集体学习时习近平总书记提出“要加快发展多层次、多支柱养老保险体系”，一系列关于养老保险体系改革的政策文件和领导人讲话释放出的信号显示：未来15年和30年，中国养老保障改革取向将从“权益积累”为主要融资方式和以第一支柱为主要供给主体的“负债型”养老金体系，逐渐向以“基金积累”为主要特征和三支柱共同发展的“资产型”养老金体系与模式过渡。

2021年正值《国务院关于企业职工养老保险制度改革的决定》（国发〔1991〕33号）发布30周年，这个重要文件的发布标志着中国现代养老金制度的正式启动，它首次提出建立三支柱养老金的制度目标，即“随着经济的发展，逐步建立起基本养老保险与企业补充养老保险和职工个人储蓄型养老保险相结合的制度”，比世界银行提出三支柱养老金发展模式还早3年。30年来，中国经济高速增长，作为社会平均工资增长率和人口增长率二者之和的生物收益率远高于市场利率。进入“十四五”时期，人口增长率将开始明显下降，随着经济增速的换挡，生物收益率将从两位数逐渐回落到个位数，展望2035年和2050年，有可能将降至4.4%和2.9%。根据“艾伦条件”，从“十四五”时期开始，中国养老金体系从负债型向多层次、多支柱的资产

型转变的外部环境将逐渐具备。

但是，外部经济环境只是养老金体系转变的必要条件，其充分条件还包括一些其他外部和内部环境与条件的约束，甚至还涉及未来模式选择的取向问题。例如，需要明确中国建立的养老金体系是多层次，还是单层次？是多支柱，还是单支柱？是轻税型，还是重税型？是负债型，还是资产型？是福利国家，还是福利社会的模式？当然，建立多层次、多支柱养老保险体系是 1991 年以来中央始终明确并坚持的制度目标，而 2015 年以来社会保险连续实施阶段性降费，其目的就是为了建立轻税型养老金制度，以减轻企业负担和确保就业。在明确上述几个问题的答案之后，余下的两个问题就自然有了答案：面向未来，资产型养老金体系将是中国养老金模式的必然选择，因为多层次和多支柱养老金体系的本质就是扩大养老金资产规模，夯实养老金财富基础，实施市场化投资策略，在人口红利消失的同时，向资本和投资要红利，提高养老金制度财务可持续性；另一方面促使养老金供给结构多元化，朝着福利社会、而非福利国家的方向迈进。

在中国语境下，负债型养老金体系的主要特征有三个：一是全社会应对人口老龄化的各类养老金财富储备明显不足，与 GDP 排名全球第二的地位很不相符；二是第一支柱养老金制度建立之初设计的部分积累制目标始终没有实现，在现收现付的融资方式下隐性债务巨大，基金累计余额仅够支付一年的养老金；三是作为养老金资产储备主要载体的第二、第三支柱养老金发展缓慢，积累规模有限。所谓向资产型养老金体系转变具体体现为以下三个方面。

第一，中央提出的“夯实应对人口老龄化的社会财富储备”战略部署覆盖发展多层次和多支柱，三支柱不可偏废，包括做大做强储备基金——“全国社保基金”，从本质上讲是对国民收入分配体系的调整和完善，目的是将经济增长有效转化为国民财富积累，适应人口老龄化的社会需求，逐渐缩小养老财富储备与隐性养老金债务之间的差距，为应对人口老龄化提供充足的财务安全保障、坚实的社会财富储备、丰厚的物质基础和财富积累。

第二，增加统账结合的基本养老保险制度的积累制因素，相应减少现收现付制因素，逐渐让第一支柱养老保险制度在未来30年里实现30年前制度设计的“部分积累制”初衷。从这个角度看，第一支柱改革可被视为“存量改革”。作为养老金财富储备的“国家队”，第一支柱养老金制度积累制因素的提高和“全国社保基金”储备规模的扩大是构建中国资产型养老金体系的特色和优势。

第三，推进第二、第三支柱的“增量改革”，这是目前养老金体系的“短板”，是构建资产型养老金体系的瓶颈，也是建立轻税型养老金体系和福利社会的条件。从国际实践的角度看，作为夯实养老金资产储备的主要载体，第二、第三支柱不发达，第一支柱养老金较高的替代率和缴费率居高不下，轻税型养老金体系就难以实现。发展第二、第三支柱养老金的目的是增加个人养老金财富储备，提升居民财富积累基础，改善家庭财富净值构成，实现生命周期中个人财务安全保障的平衡。

在“十四五”这个重要历史时期，中央做出的上述战略部署非常

及时,非常具有前瞻性,这充分说明,面对人口老龄化这个百年之虑,养老金改革是百年大计,中央准确识变、科学应变、主动求变、勇立潮头,为2035和2050年乃至本世纪末中国养老金制度发展前景描绘了蓝图。

本文将对建立资产型养老金体系的理论基础及其存在的差距,国外不同资产型养老金的发展现状,长期内中国建立资产型养老金的社会意义和经济意义逐一论述,对发展资产型养老金的实现路径进行分析并提出政策建议。

二、资产型养老金体系应对人口老龄化的优势

(一)人口老龄化对养老金可持续性提出的挑战及其应对的理论框架

近几十年来,不同国际组织、各国政府和民间机构、智库和学者从多个维度对人口发展趋势发布的研究报告、对养老金制度财务可持续性提供的预测报告和应对措施不胜枚举。成立于1978年的“30人小组”于2019年底发布的《解决养老金危机确保终身财务安全》研究报告提出了一个新的分析框架——“终身财务安全”(Lifetime Financial Security,简称LFS),这是对满足基本生活费用并在生命结束前维持期望生活水平的能力的一个评估体系。该报告认为,几乎所有国家都出现了人口预期寿命延长和出生率下降的现象,影响到适龄劳动人口与退休人口之间的平衡,如1950年美国的退休人员与适龄劳动者比例是1.4:10,2000年提高到1:5,到2050年将逼近1:2。1950年美国人65岁退休后在规划养老金时需假设退休后余命为14年,但

到 2050 年美国 67 岁退休后所规划的养老金要假设退休后余命为 23 年。

人口结构的变化对终身财务安全产生的影响巨大。终身财务安全系统的最大资源是养老金制度，而养老金制度是传递终身财务安全的主要渠道，因此，人口老龄化必将导致养老金供给与需求之间产生“终身财务安全”缺口。这个分析框架将终身财务安全缺口视为需求侧和供给侧的平衡结果，如图 1 所示，供需两侧共由五个指标体系构成，其中，需求侧有两个，供给侧有三个。如果终身财务安全的制度供给不能满足需求，就必然出现缺口。在终身财务安全的需求侧，减少终身财务安全缺口的做法主要表现为提高退休年龄、降低替代率等；在供给侧主要表现为提高养老金规模、DB 型（待遇确定型，Defined Benefit，简称 DB）养老金向 DC 型（缴费确定型，Defined Contribution，简称 DC）转型、提高投资收益率、扩大私人财富份额等。

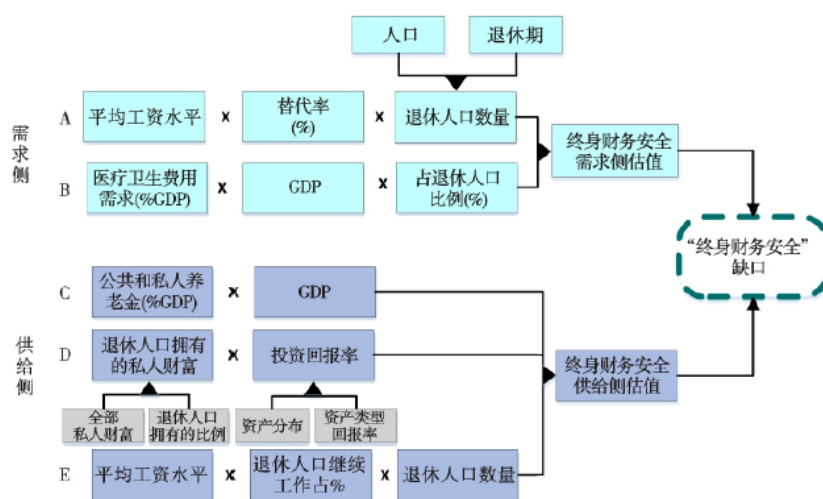


图 1 “终身财务安全”工作机制模型

资料来源：https://group30.org/images/uploads/publications/G30_Pensions2019_1.pdf

该报告在对经济增长、工资和养老金投资收益率等做出非常乐观的假设条件下对全球 21 个国家（覆盖全球 90% 的 GDP 和 60% 的人

口) 终身财务安全所做的承诺与其实际支付能力进行了估算, 发现存在高达 15.8 万亿美元的缺口, 相当于 2050 年全球 GDP 的 23%, 而 2007 年这个缺口仅为 1 万亿美元。在这 21 个国家里, 各国政府养老金支出增长幅度存在较大差异。以 2010 年为基准, 2050 年养老金增长速度排名并列第一的国家是韩国和新加坡, 增长幅度相当于其 GDP 的 4.6 个百分点, 排名第二的是中国, 增长幅度相当于 GDP 的 4 个百分点。

该报告对需求侧的测算表明, 如果将退休年龄提高到 70 岁可为终身财务安全缺口填补 7.6 万亿美元, 如果将替代率从 70% 降至 60% 可填补 4 万亿美元, 但这样的改革存在一定的难度。在供给侧, 如果将 DC 型养老金的 GDP 占比提高 2 个百分点, 则可填补 3.3 万亿美元的缺口 (图 2); 如果将第二、第三支柱养老金投资回报率提高 2 个百分点, 则可填补 1.6 万亿美元的缺口。该报告建议, 终身财务安全需求侧和供给侧的改革各有千秋, 应采取不同的组合方式。

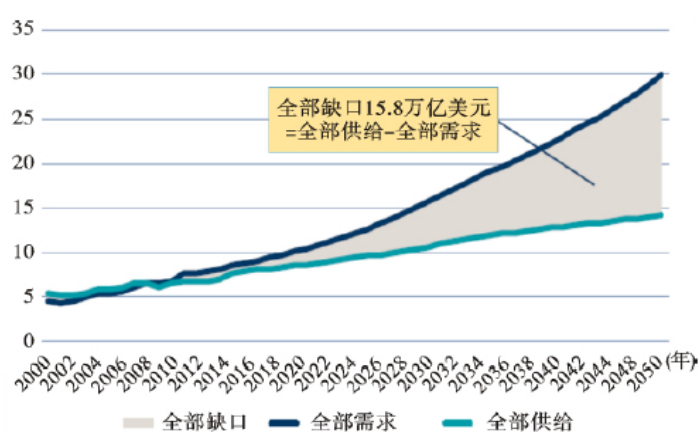


图 2 2000—2050 年全球“终身财务安全” (LFS) 缺口预测 (万亿美元)

资料来源: G30, Fixing the Pensions Crisis: Ensuring Lifetime Financial Security, Group of Thirty, Washington, DC, Nov. 2019, p. 38, figure. 14. https://group30.org/images/uploads/publications/G30_Pensions2019_1.pdf.

（二）中国养老金制度收支缺口预测及其供需两侧改革效果比较

中国人口老龄化趋势日益加剧，老年赡养率和基本养老保险制度支出占 GDP 比重逐年提高，多年来财政转移支付占年度养老金支出的 15%左右。随着经济下行压力的加大，在过去连续六年阶段性减税降费过程中，养老保险费减收力度空前，尤其是 2020 年，为应对新冠肺炎疫情和推进企业复工、复产，实施“减、免、缓”的政策组合，养老保险基金累计余额首次出现大幅下降。

据联合国的预测，中国老年赡养率（65 岁及以上老龄人口占 15-64 岁劳动人口比重）将从 2020 年的 17%提高到 2050 年的 43.6%，将高于美国的 36.6%、英国的 42.9%和加拿大的 41.3%，养老保险制度面临严峻考验。根据预测，在财政补贴政策不变和不考虑为应对新冠肺炎疫情采取的大规模降费的条件下，如图 3 所示，养老保险制度从 2028 年开始出现收入小于支出，如果没有任何政策干预，收不抵支的赤字现象将会一直持续下去。随着老龄化的加剧，当期收支缺口也将逐年扩大，从 2028 年的 1181 亿元，扩大到 2030 年的 4422 亿元、2035 年的 1.9 万亿、2040 年的 3.8 万亿、2045 年的 6.5 万亿元，到 2050 年高达 11.3 万亿元，2028-2050 年各年当期缺口简单加总后高达 93.7 万亿元，大约相当于 2050 年当年 GDP 的 31%，明显高于前述“30 人小组”测算的 23%。即使将 2028 年 6.9 万亿累计基金余额全部用于填补缺口并一直到 2035 年基金枯竭时为止，2035-2050 年基本养老保险各年累计收支缺口净值也高达 86.8 万亿元，相当于 GDP 的 28%，仍高于“30 人小组”估算的 23%这个全球缺口的毛值（即没

有抵扣公共养老基金累计余额)。

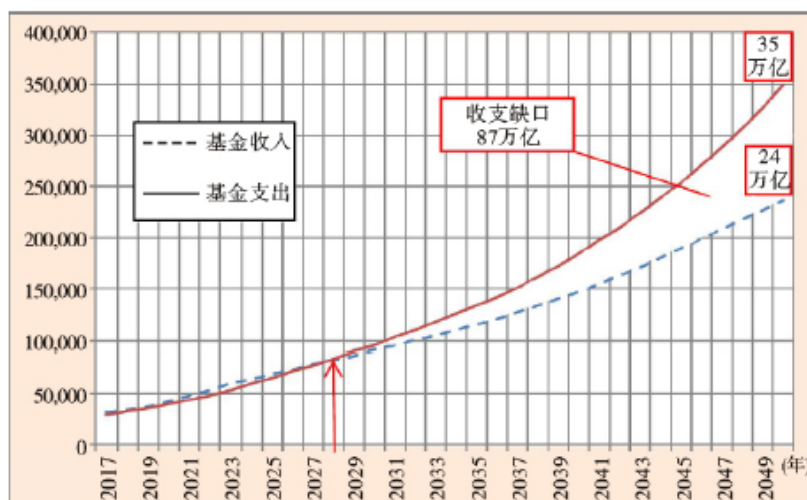


图3 2017—2050年中国第一支柱养老保险制度收入、支出缺口预测(亿元人民币)

资料来源：作者绘制。

在终身财务安全的分析框架下，养老金资产规模及其投资收益率很重要。OECD 统一规定的贴现率是 2%，以此将 86.8 万亿元缺口净值贴现到基年 2018 年，仍为 51 万亿元；中国城镇职工基本养老保险基金已于 5 年前开始逐渐实行市场化投资，如以 2017-2019 年三年的平均收益率 5.6% 作为贴现率，2018 年第一支柱养老金仍需 20.4 万亿元的资产储备才能覆盖 2035-2050 年的全部收支缺口净值。

如前文终身财务安全的分析框架所宣称的那样，提高退休年龄在填补全球养老金供需缺口中所发挥的作用最大，这一点在中国即将实施的延迟政策中也可得到同样的验证。假定延迟从 2022 年开始，女性工人退休年龄每 3 年提高 1 岁，从 50 岁提高到 55 岁时男性职工加入进来，继续按照每 3 年提高 1 岁同步进行，最终女性 60 岁退休，男性 65 岁退休。在这样的假定条件下，养老基金收不抵支的时点将延迟到 2030 年，基金累计结余枯竭的时点将推迟到 2042 年。其中，

2030-2050 年各年收支缺口毛值从不实施延迟退休（后文使用改革前的说法）情况下的 93.7 万亿元明显减少至 23.5 万亿元，从改革前的相当于 2050 年 GDP 的 31% 下降至改革后的 7%；在将 2030 年留下的基金累计结余全部填补到缺口之后，2042-2050 年的累计收支缺口净值从改革前的 86.8 万亿降至仅为 15.5 万亿元，从改革前的相当于 2050 年 GDP 的 28% 骤降为 5%。

上述测算结果显示，终身财务安全的需求侧改革效果在“减支”方面效果十分明显，但需求侧改革并不能提高养老金资源的总供给，不能解决“增收”问题，而构建资产型养老金体系则可弥补这个不足，因此，应对人口老龄化需综合施策，既要“节流”，也要“开源”。

《“十四五”规划纲要》在“开源”和“节流”两个方面均做出部署，既包括逐步延迟法定退休年龄、完善养老金调整机制、扩大覆盖面等需求侧的改革，也包括完善国资划转，实现全国统筹，发展多层次、多支柱养老保险体系等供给侧改革。中央根据历史发展阶段，及时调整不同的政策组合方式是非常正确的选择。构建资产型养老金体系对增加养老金资源供给具有明显的作用，在这方面，加拿大的改革是一个成功案例，也是一个“教学案例”，可对资产型养老制度对冲收支缺口的基本原理做出诠释。

（三）资产型养老金制度对冲收支缺口及其提高可持续性的基本原理

20 世纪八九十年代以来，为应对人口老龄化，大部分欧美发达国家对养老金需求侧进行改革，它们连续提高退休年龄，部分国家辅

之以降低替代率等措施。20 世纪末和 21 世纪初至今，有些国家加大供给侧的改革力度，推动 DB 型第二支柱养老金向 DC 型过渡，引入第三支柱，第一支柱养老金从传统的 DB 型现收现付制转向“DB 型部分积累制”，等等，明显表现出从负债型养老金体系向资产型养老金体系转变的趋势。这些国家主要是北美的美国和加拿大，东亚的韩国和日本等，其中，“加拿大养老金计划”（Canada Pension Plan，简称 CPP）尤为引人注目。

1966 年加拿大建立 CPP 以后，缴费率不断提高。为应对人口老龄化带来的养老金负担，随着“艾伦条件”的变化，加拿大政府于 1997 年采取快速提高缴费率的办法形成一支养老基金资产池，同时建立“加拿大养老基金投资公司”（Canada Pension Plan Investment Board，简称 CPPIB）对其实施市场化和专业化的投资策略，利用投资收益填补收支缺口，旨在确立一个可延续百年的 9.9%“永恒费率”，以减轻子孙后代的缴费负担，保持企业竞争力。改革以来，加拿大创设的“DB 型部分积累制”沿着 24 年前精算报告预测的各项指标曲线运行良好，基金规模逐年提高，“加拿大养老基金投资公司”投资业绩不俗，受到全球业界的广泛赞誉。

图 4 显示，CPP 缴费率从 1997 年的 5.85%（雇主和雇员双方缴费合计，下同）提高到预设的 2003 年达到 9.9%“永恒费率”之后，基金的“支出/资产比”也随之从 2000 年的 1.9 快速提高到 2020 年的 5.2，基金规模的扩大带来的投资收益非常可观，成为未来填补收不抵支缺口的物质基础。虽然缴费收入从 2025 年开始将“永远”低于

养老金支出，且缺口逐年扩大（例如，2040 年缺口为 211 亿加元，2060 年为 467 亿加元，2080 年近 1200 亿加元，2100 年为 3300 多亿加元），但基金的“支出/资产比”并未因此而下降，始终稳定在 5.0 以上，2055 年之后呈稳健攀升趋势，到 2080 年超过 6.0，到 2100 年达 6.6，是 1998 年改革之初 1.9 的三倍多，足够支付 6 年半的养老金。

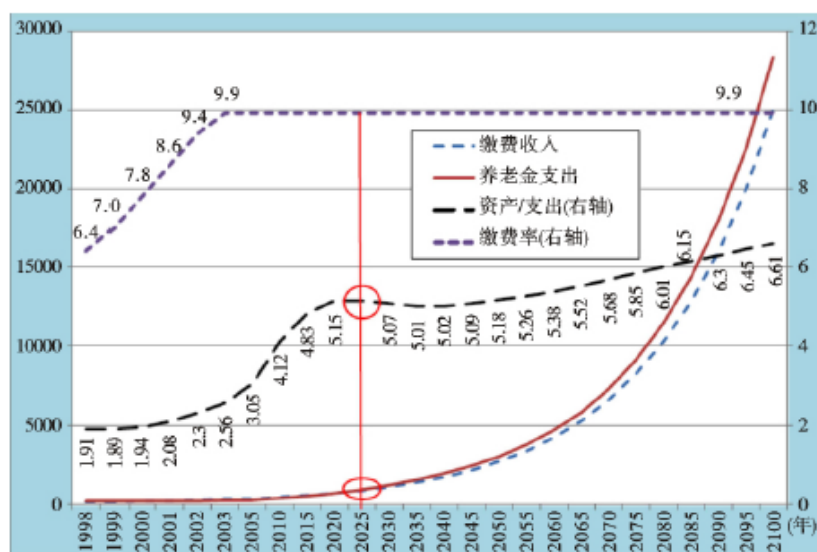


图 4 1998—2100 年“加拿大养老金计划”(CPP) 缴费率、收支余额的预测(亿加元)

资料来源：作者绘制。数据引自 Office of the Chief Actuary, 17th Canada Pension Plan Actuarial Report as at 31 December 1997, Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada, published by 15 December 1998, p.13, Table II.2.

加拿大的案例说明，资本红利可以成为人口老龄化趋势下逐渐消失的人口红利的“替代性红利”，建立资产型养老金制度可以成为解决养老金财务可持续性问题的一个可供选择的替代性方案。

三、资产型养老金体系国际实践的主要经验

(一) 发达国家资产型养老金制度的主要特征

二战以来，尤其是第一次石油危机以来，随着人口老龄化的加剧和婴儿潮即将进入退休年龄，发达国家加快了制度转型和构筑养老财

富储备的步伐。发达国家的实践显示，实行资产型养老金制度的国家一般来说其养老财富储备十分丰盈，这些国家的养老金制度往往具有一些相同的特征，即第一支柱养老金制度替代率都较低，第二、第三支柱养老金十分发达，并且账户制养老金普及率比较高。

第一，第一支柱强制性养老金替代率高的国家，养老资产储备都很低。例如，奥地利、希腊、卢森堡、土耳其第一支柱强制性现收现付制养老金的替代率分别是 76.6%、95.7%、87.4%、64.5%，它们的养老基金占 GDP 的比重分别为 5.5%、0.7%、2.7%、2.5%。相反，第一支柱养老金替代率低的国家，养老资产储备一般都较高。例如，澳大利亚、冰岛、荷兰、瑞士、英国、美国的替代率分别是 11.8%、15.0%、29.2%、34.5%、31.9%、39.4%，它们的养老资产储备占 GDP 的比重均超过 100%，名列前茅，分别是 140.7%、161.0%、173.3%、142.4%、104.5%、134.4%。这就呈现出第一支柱替代率高，其缴费率必然也很高，既“挤占”了第二、第三支柱缴费资源，同时又降低了参保人对第二、第三支柱的需求意愿。

第二，养老财富储备丰厚的国家往往第二、第三支柱养老金十分发达。在绝大多数发达国家，由于历史等原因，国家举办的第一支柱养老金是传统的现收现付制，基金积累不多，法律规定其支付月数往往只有几个月。因此，养老资产储备雄厚的国家，其企业建立的第二支柱和个人建立的第三支柱养老金也都十分发达，尤其进入 21 世纪以来，发展速度很快（表 1），其基金积累规模合计往往是第一支柱的 10 倍甚至十几倍。例如，美国的第二、第三支柱养老金储备规模

是第一支柱的 10 倍，而瑞士是几十倍；相反，希腊采用的是典型的负债型制度，现收现付的第一支柱养老金支出规模十分庞大，替代率超过 90%，但第二、第三支柱的建立则刚刚起步，养老金体系表现出明显的负债型特征，隐性债务巨大。

表 1 2001 和 2019 年 OECD 与主要发达国家第二、第三支柱养老金排名变化

占 GDP (%)			规模(万亿美元)		
国家	2001 年	2019 年	国家	2001 年	2019 年
丹麦	27.4	219.7	美国	6.7	32.2
荷兰	107.2	194.4	英国	1.0	3.6
加拿大	53.3	159.5	加拿大	0.4	2.8
瑞士	109.4	158.7	澳大利亚	0.2	1.9
美国	66.9	150.3	荷兰	0.4	1.8
澳大利亚	57.7	137.5	日本	0.6	1.5
英国	72.7	123.2	瑞士	0.3	1.1
OECD	64.7	91.5	OECD	9.9	49.2

资料来源：OECD(2003),Pension Markets in Focus 2003,OECD Publishing, Paris,p.2. OECD(2020),Pension Markets in Focus 2020,OECD Publishing,Paris,pp.11-12.

第三，养老财富储备丰厚的制度往往是与账户制养老金联系在一起的。引入和建立个人账户的养老金制度一般均为 DC 型基金积累制养老金，除个别国家以外，一般情况下，没有账户的 DB 型养老金资产储备规模较小，且整体养老金体系的负债型特征十分明显。账户制养老金从财产属性上讲是私人财产，但从功能上讲具有公共产品的性质，是应对老龄化的主要社会财富储备。国际实践显示，凡是账户制养老金发达的国家，其养老资产储备都十分雄厚。

第四，美国不仅是全球 GDP 规模第一大国，也是全球养老金资产第一大国。美国的 GDP 占全球 GDP 总量的四分之一，而养老金资产则超过全球养老金总量的二分之一。美国庞大的养老金存量和覆盖范围稳步扩大的增量不仅成为美国金融市场和经济增长的一个生产

要素，也同时成为美国橄榄型社会及其广大中产阶层持有家庭财富构成的一个重要组成部分，进而成为战后以来美国保持消费信心和稳定社会的一个基石。对中国而言，GDP 总量在过去 40 多年里突飞猛进，位居世界第二，在未来 30 年乃至更长的时期里，构建资产型养老金体系也应对标美国。

简而言之，美国作为典型的资产型养老金大国，其主要做法可归纳为以下四个转变。

（二）美国第一支柱养老金从 DB 型现收现付制向“DB 型部分积累制”的转变

前文提到正式创设“DB 型部分积累制”的国家是加拿大，其于 1997 年实施改革。实际上，这个养老金新范式的首创者是美国。

美国基本养老保险“联邦老、遗、残保险信托基金”（OASDI）在 1935 年建立之初并未覆盖已经退休的“老人”，所以，在起步阶段其缴费率只有 2%。随着退休人口的出现和逐渐增加，缴费率逐年提高。到 20 世纪 70 年代末，当制度建立之初的年轻一代逐渐进入退休年龄，缴费率已提高到 10.16%。进入 20 世纪 80 年代，缴费率又连年上调，到 1984 年上调到 11.4%。毫无疑问，随着“婴儿潮”即将进入退休年龄，老龄化不断加剧，进入 21 世纪后缴费率必将继续提高，子孙后代必将承受更大的缴费负担。

为解决这个问题，美国创造性地对其运行半个多世纪的 DB 型现收现付制进行了改革，决定从 1988 年开始利用 3 年时间将缴费率从 11.4% 快速提高到 1990 年的 12.4%（图 5），目的是形成一个资金池，

利用“规模化”的利率收益来弥补未来出现的缺口，以期保持 12.4% 的缴费率恒定不变。美国 1990 年第一支柱养老金提高费率的改革成功地将 DB 型现收现付制转向“DB 型部分积累制”，即在依然遵循 DB 型待遇计发公式不变、国债投资策略等其他政策不变的条件下，很快建立起一支资金池，资金池规模从 1988 年的 1029 亿美元逐渐提高到 2019 年的 28970 亿美元；基金率逐渐从 1985 年的 24% 提高到 1993 年 107%、2001 年的 239%、2007 年的 345%，2019 年回落至 273%。与此同时，12.4% 的缴费率从 1990 年确定至今始终保持不变（期间只有 2011 和 2012 年降至 10.4%），据预测，可持续至 2035 年。

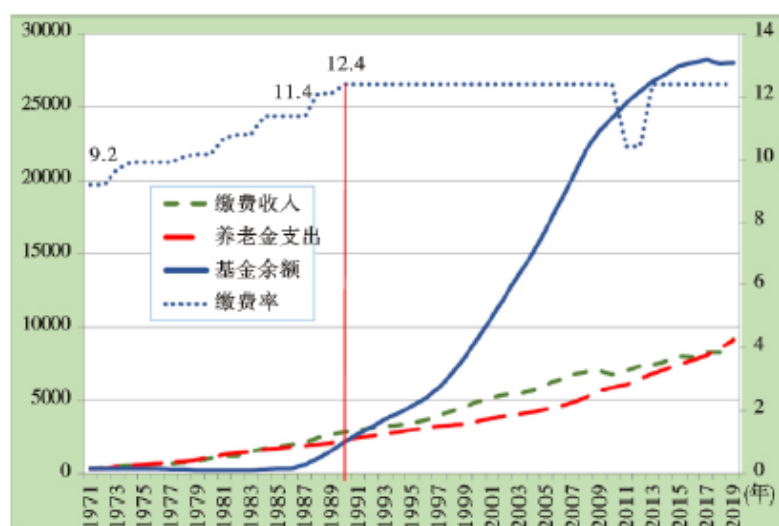


图 5 1971—2019 年美国“联邦老、遗、残保险信托基金” (OASDI) 增长 (亿美元)

资料来源：Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds, The 2020 Annual Report of the Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds. Washington, D.C. April 22, 2020, table VI.A1, pp.158-159.

相对于传统的 DB 型现收现付制，“DB 型部分积累制”的优势在于可积累一支可观的资金池，将利息收益作为填补由于保证不提高缴费率而导致出现的收支缺口的资金来源。由于美国“DB 型部分积累

制”设计的基金率水平明显低于加拿大，并恪守收益率较低的国债投资策略等原因，其可持续性也明显低于加拿大，因此，加拿大是继美国之后成为真正建立起典型的“DB 型部分积累制”的国家。但无论如何，美国第一支柱养老金的改革使之一举成为“DB 型部分积累制”的首创者，其所拥有的全球规模最大的缴费型养老基金可用于支付 34 个月的养老金。

（三）美国第二支柱养老金快速实现从 DB 型向 DC 型的转变

西方发达国家的企业补充养老保险计划源远流长，绝大部分脱胎于传统的吉尔特式互助会制度。最早建立互助会的行业群体包括海员、矿工和公务员等。19 世纪末和 20 世纪初，有些互助会转为由工会和雇主联合管理的 DB 型企业补充养老计划，有的企业和地方政府直接建立 DB 型补充养老保险计划。很多国家在建立第一支柱养老保险计划之前，企业和地方政府举办的补充性养老保险计划早已存在，这些雇主举办的养老金计划逐渐成为企业雇员薪酬的重要组成部分。例如，美国运通公司的 DB 型养老金计划建立于 1875 年，巴尔的摩和俄亥俄铁路公司的养老金计划建立于 1880 年，美国铁路公司的养老金计划建立于 1930 年，加州教师与公职人员养老金计划建立于 1932 年，等等。

DB 型养老金计划有很多优点，例如，待遇优厚，工人无需为资产增值而操劳投资事宜，提高雇员对雇主的忠诚度等。但 DB 型计划也有很多难以克服的缺陷，例如，企业负担较为沉重，便携性较差和不利于工人跨企业流动，企业破产将导致其对养老金计划的承诺化为

泡影，等等。为防止企业破产导致的社会后果，有些国家为其建立担保公司，对 DB 型养老金计划提供再保险。例如，1974 年美国政府建立“养老金待遇担保公司”（Pension Benefit Guaranty Corporation，简称 PBGC），截至 2020 年底，该公司承担养老金担保债务高达 1220 亿美元，覆盖 5032 个养老金计划和 149 万工人。2004 年英国成立“养老金保护基金”（Pension Protection Funds，简称 PPF），旨在向破产或无力支付养老金的企业或工人继续支付养老金，并每月发布“PPF7800 指数”，对全英企业养老金运行情况进行监测。截至 2021 年 3 月底，养老金保护基金盈余 342 亿英镑，全英企业补充养老金总资产 1.76 万亿英镑，总负债为 1.72 万亿英镑，在 5318 个计划中有 2730 个赤字，2588 个盈利，总赤字达 1443 亿英镑。

20 世纪 70 年代以来，为适应全球化趋势下劳动力频繁流动的需要，DC 型企业养老金应运而生并受到各国雇主的追捧，他们纷纷放弃 DB 而建立 DC 型计划，有的企业在保留 DB 的同时增设 DC 型计划。在发达国家中，美国企业养老金的转型最为成功。DB 型养老金计划的衍生类型很多，但一个共同的本质特征是“负债”，同样，DC 型也有很多变形或混合计划，但它也有一个共同的特征，即它建立在资产基础之上，为美国提高养老金资产储备做出了巨大贡献。

（四）美国第三支柱的增长规模标志着从单支柱向多支柱的转变

美国第二支柱养老金的成功转型为推进发展第三支柱“个人退休账户”（Individual Retirement Accounts，简称 IRA），打下了坚实基础，成为其一个重要驱动因素。美国第二、第三支柱养老基金同时起步于

上世纪 70 年代中期，如图 6 所示，1980 年仅为 1.1 万亿美元，此后呈快速发展趋势，1998 年第二、第三养老金资产超过 10 万亿美元，2013 年超过 20 万亿美元，2019 年超过 30 万亿美元，达 32.3 万亿美元，40 年增长了 30 多倍，超过了全球所有其他国家第二、第三支柱养老金资产的总和。相比之下，到 2019 年，英国（3.1 万亿美元）、加拿大（2.8 万亿美元）、日本（1.7 万亿美元）仅增长了 3 倍，德国（2905 亿美元）增长了 4 倍，法国（2880 亿美元）增长了 4.2 倍，意大利（2184 亿美元）增长了 7.5 倍。在美国 32.3 万亿养老金资产中，除去 11 万亿美元的第三支柱，第二支柱养老金中 DC 型达 8.9 万亿，占第二支柱总资产的 42%，如果将第三支柱纳入进来，在 32.3 万亿第二、第三支柱养老金中，账户制养老金占 62%。

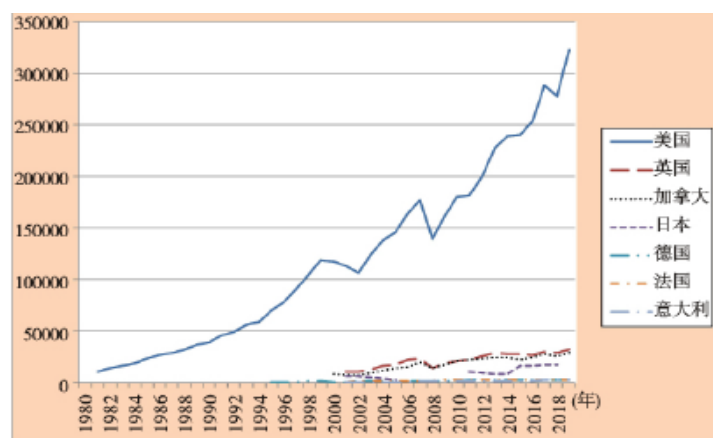


图 6 1980—2019 年美国第二、第三支柱养老金发展及其与其他 G7 国家的比较 (亿美元)

资料来源：<https://data.oecd.org/pension/private-pension-assets.htm#indicator-chart>.

在 G7 乃至其他发达国家中，真正建立起第三支柱的国家并不多，即使已经建立第三支柱养老金的国家，它们的规模也非常小，且常常是以产品的形式出现，不像美国、加拿大和德国那样建立的是一个清晰的以个人账户为核心的、以税收政策支持作为基础的独立制度体系。

截至 2019 年底，美国第三支柱“个人退休账户”的资产规模高达 11 万亿美元，超过当年 GDP 的 50%，相当于所有发达国家第三支柱养老资产总和的若干倍，并名副其实地成为美国“三足鼎立”中一个独立的养老金支柱。与历史悠久的第二支柱养老金相比，美国第三支柱建立至今只有不到半个世纪的时间，但它已成为美国从单支柱转变为三支柱养老金体系的标志，成为个人和家庭财富构成的重要组成部分。

（五）美国养老金体系完成从“自在成长”向“自为增长”的转变

在发达国家中，美国是号称世界上自由市场经济的典范，而德国是自称为“社会市场经济”体制的国家，法国则是国有经济比重较高、行政体系高度集中的资本主义国家，但是，在推进养老金发展方面，德、法采取的措施和干预程度却远没有美国有力。概而言之，美国养老金从“自在成长”逐步转向养老金“自为增长”，联邦政府干预和推动养老金发展的力度逐年提高，终于成为全球养老金头号强国和大国。美国推动发展养老金的具体做法可归纳为以下三个特征。

第一，立法先行，推动建立三个支柱。20 世纪以来，美国关于养老金的立法多如牛毛，但最重要的立法有两部：一部是奠定第一支柱养老金大厦的 1935 通过的《社会保障法》，一部是推动第二、第三支柱走向世界的《员工退休收入保障法》（Employee Retirement Income Security Act，简称 ERISA）。笔者曾对《社会保障法》的历史地位做过评述，认为英美不成文法系对养老金的立法比大陆民法系的立法更为发达。《社会保障法》至今已有 86 年的历史，经过无数次修订，目

前已达 200 多万字，是美国人的“民生宪法”和“福利法典”，它覆盖了缴费型制度和非缴费型制度，框定了美国第一支柱养老保险“联邦老、遗、残保险信托基金”的制度框架，使之成为至今世界上运行最健康的 DB 型现收现付制养老金制度。至于 1974 年通过的《员工退休收入保障法》，可以说，没有这部立法，就没有美国第二、第三支柱的今天，正如有美国学者评价的那样，“事实证明，ERISA 是对当今养老金计划影响最大的单一立法”。这部立法从薪酬福利的角度对建立第二支柱的合格计划做了详细规定，既包括 DB 计划和 DC 计划，还包括 DC 计划中最低筹资标准、适用税法条款、投资和领取规则，等等，正是这部立法确立了美国第三支柱养老金“个人退休账户”制度。

第二，顺应潮流，及时修法，推动改革。为促进养老金发展新动向和新机制的涌现，美国立法进程及时跟进并纳入立法范畴。例如，为适应高薪群体的需求，1989 年美国两名州议员建议允许个人在建立第三支柱“个人退休账户”时可以选择 TEE 型免税账户，最高缴存额为 2000 美元。1997 年制定的《纳税人减税法案》及时将“免税账户”引入第三支柱养老金并以立法提案人的姓名将其命名为“罗斯账户”。再例如，“自动加入”机制相对于自愿加入来讲有利于扩大养老金参与率和覆盖面，对其进行试点的企业越来越多，业界呼吁应及时将其纳入立法；“合格默认投资工具”（Qualified Default Investment Alternative，简称 QDIA）机制最初诞生于美国，受到资产管理机构的青睐，因为它可避免由于个人投资决策不当而产生损失，有效保护

参保人的切身利益。对这两个最新实践，2006年通过的《养老金保护法案》（Pension Protection Act，简称PPA）及时将其引入，并正式将第三支柱的免税账户延伸至第二支柱。

第三，部门配合，不断推动制度创新。在美国频繁修订养老金立法的同时，税收立法紧密配合，在共同推动第二、第三支柱养老金的进程中不断进行制度创新。例如，在1974年推出《员工退休收入保障法》之后，1978年通过的《收入法》在其“国内收入法”第401(k)条款中规定，允许工人领取工资时可税前设立账户并进行投资，待退休后领取。该立法于1980年生效，1981年美国国内税务局就予以肯定和确认，正式将这款崭新的DC型退休计划——401(k)养老金推向市场，并很快在十几种不同类型的退休计划中脱颖而出，成为最受欢迎的DC型计划，为推动美国养老金从DB型向DC型转变做出了巨大贡献。截至2020年12月底，401(k)总资产达6.7万亿美元，计划数量超过60万个，参与人数超过6000万，其影响之大，涉众之广，成为一款被称之为足以改变美国人退休方式的养老金计划。

四、中国建立资产型养老金体系的深远意义

（一）资产型养老金体系有助于社会稳定

类似401(k)的资产型养老金制度是“资产建设型”社会保障制度，而负债型养老金制度向参保人提供的是一种承诺，其待遇供给属于“权益预期型”。资产建设型社会保障制度的理论基础源自美国华盛顿大学（圣路易斯）迈克尔·谢若登（Michael Sherraden）在20世纪80年代末提出的著名的“资产建设理论”（Assets-building Theory）。

资产建设理论的主要政策主张是为每人建立一个“个人发展账户”(IDAs)，这是资产建设的载体，在谢若登看来，“参加的人越多，国家就越强大”，尤其对穷人，政府应提供一定的配比补贴，通过这个账户投资让他们能够获得资产积累。因此，以资产为主的社会保障政策是指大规模促进公民和家庭的资产形成，以提高其创造性金融的潜力和增进其福利获取能力的一系列政策规则、法律法规。建立个人账户将有助于反贫困，传统的社会救助是以收入再分配为目的，提高的是穷人的收入消费水平，而不是他们的资产积累能力；注重收入消费和社会保障政策难以持久地改善穷人的生活，这就意味着对穷人发放补贴不是唯一的方式，并且面对人口老龄化和政府开支入不敷出等诸多挑战，以收入为主的福利政策应转向以资产为主的福利政策，这既可防止穷人的双脚永远地站在制度化资产积累的门外，也可防止对福利的过度依赖，因为资产与补贴最大的区别在于，资产可通过经营而获得收益。

谢若登的“资产建设理论”及其实践显示，资产积累可改变人格并表现在诸多方面。例如，在个人方面，可改变人们的思维方式和社会互动方式，激励追求人生长期目标并促进人力资本的开发，为个人创造未来新取向和新职业；在家庭方面，可促进家庭稳定，在生病、失业和婚变时减少收入波动，增加后代的福利水平等；在社会方面，有恒产者有恒心，更多地关心和爱护社会，有利于社会稳定；在国际比较方面，越是社会资产丰厚的国家，其家庭财富在国民财富占比就越高，账户制养老基金占比就越高，社会就越稳定。以新加坡为例，

1993年，时任新加坡总理的李光耀对谢若登说，新加坡建立中央公积金制的目的“主要是基于社会和政局稳定的考虑”，有了个人账户制度，“人们就会对这个国家更忠诚”。二战以来，美国国内之所以几乎没有发生过全国范围的社会行动和不稳定现象，美国家庭财富结构以及个人养老金的占比较高这些因素被认为是其主要原因之一。

（二）资产型养老金作为长期资本，属于一种生产要素

第一，养老金制度既是一个社会安全网，也是经济发展战略的一个组成部分。建立和发展资产型养老金制度不仅有助于可持续的社会发展，也有利于可持续的经济发展。从可持续的社会发展来看，资产型积累制养老金实施市场化投资，在几十年的复利作用下，个人账户里缴费本金只占很小一部分，提高个人养老金的替代率有利于防止老年贫困并有助于社会稳定，成为一个民生安全网。从经济发展的可持续性来看，中国人口老龄化不断加剧，人口红利逐渐消失，对经济发展带来诸多负面影响，而资产型养老金可促进资本红利型经济结构升级。资产型养老金是可利用的长期资本，是可以创造社会财富的资本，甚至是一个生产要素，有利于服务实体经济。从这个角度看，养老金体系从负债型向资产型转变既是资本红利对人口红利消失的一个替代，也是中国经济发展战略的一个组成部分。

第二，构建资产型养老金体系有利于发挥资本市场推动技术创新的作用，为构建创新型国家做出贡献。在高收入经济体中，除一些以出口专属自然资源立国的国家（如石油输出国）以外，其余基本为科技创新型发达国家。据预测，“十四五”后期，中国将正式跨越“中

等收入陷阱”，进入高收入国家行列。在踏入高收入国家门槛之后，国内需求结构和生产函数都将发生较大变化。内循环不畅和供求脱节现象更加突出，诸多“卡脖子”的关键性科技瓶颈要解决，核心技术和关键零部件长期受制于人的窘境要扭转，内循环要求经济发展向创新驱动型国家转型，以提高供给质量和水平。资产型养老金体系是大国经济构建创新驱动型增长机制的一个重要条件，作为长期资本，它可推动科技创新在畅通循环中发挥关键作用，为强化企业创新主体地位创造外部条件，补齐产业链和供应链的诸多短板，带动和推动外循环。

但是，中国社会融资体制和资本市场缺乏长期资本，为外国长期资本的进入提供了空间，诸多新经济和新技术背后均可看到发达国家长期资本的影子，在这些长期资本背后也可看到发达国家养老基金的影子。中国的风险投资和创业投资需要长期资本，需要直接融资尤其是股权融资风险共担、利益共享机制的独特推动作用，需要中国本土化的资产型养老金制度的资金供给，这是资本市场服务创新驱动的战略制度安排。

第三，构建资产型养老金体系有利于供给侧结构性改革，降低企业杠杆率。长期以来，由于资本市场不发达，中国社会融资体制以间接融资为主。例如，截至2020年9月底，中国社会融资存量中直接融资79.8万亿元，仅占社会融资规模总量的29%；从社会融资的增量看，多年来，90%以上的为间接融资，直接融资一般仅占几个百分点。由此看来，中国社会融资体制高度依赖各种形式债务融资，呈典

型的债务驱动型经济增长模式特征。在这种融资体制下，企业的发展必然要承受居高不下的负债，杠杆率不高的企业就难以维持，难以扩大再生产，企业债务风险逐渐向银行集聚，而银行要管控金融风险就需控制企业债务，这又使经济发展承受下行的巨大压力。

供给侧结构性改革中实施的“三去一降一补”，虽然“去杠杆、降成本”取得了明显成效，但债务驱动型经济增长的本质特征仍然未得到根本扭转。走出这个“怪圈”的战略性制度安排就是大力发展资本市场，引入长线资金，提高直接融资比重，培育和壮大股权资本，变债务驱动型为股权驱动型，这是降低企业杠杆率的根本措施。

第四，构建资产型养老金体系有利于提高直接融资比重，降低“股本金赤字”。陈元指出，在中国经济发展中“出现了泛债务化的经济循环”，“经济当中最多的是债务，最少的是资本和股本”，“中国经济的股本金短缺、股本金赤字的问题变得非常突出”，“只靠债权在运转，经济运转到最后会出现很多严重的问题”。中国资本市场的长期资金渠道窄，规模小，这是导致“股本金赤字”的主要原因之一，而构建资产型养老金体系可带来长期资金和股权资金，改善资本市场投资者结构，提高机构投资者占比，不仅有利于资本市场的稳定，还有利于引领长期投资和价值投资理念；有了源源不断的长期资金就会自然产生长期投资主义，反之，缺乏长期资金就必然出现“泛债务化”和高杠杆率。中国是国民储蓄率最高的国家之一，最具备建立资产型养老金体系（第二、第三支柱）的客观条件。

如果庞大的银行储蓄没有转化为养老基金，它就是债权资金的主

要源头，债务驱动就会主导经济发展；如果将银行储蓄转化为资产型养老金，就可提高直接融资比重，成为资本市场的股权资金的源泉，另一方面，还可提高养老金的回报率，这是一个双赢的养老金体系，正是从这个角度看，养老金制度是一种生产要素。

（三）资产型养老金可提高其在资本市场的占比水平

第一，资产型养老金有利于建立多层次资本市场。以国内大循环为主体的双循环必然要求加快金融供给侧结构性改革，提升金融为实体经济服务能级，完善资本市场基础制度，进而要求不断优化资本市场机构投资者结构，健全多层次资本市场体系，完善金融供给侧结构性改革，引导长期资金入市，为资本市场提供长期稳定的资金来源。中国银行保险监督管理委员会的郭树清指出，“加快养老保险第二和第三支柱建设，推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平”。养老金资产储备是应对老龄化社会财富储备的主要财富储备形式，第二、第三支柱养老金作为养老金融资产储备的核心资产，将第二、第三支柱养老金在资本市场的占比作为一个衡量指标，既可测度养老金资产作为应对老龄化社会财富储备的一个指标，也可作为衡量中国资本市场与发达国家资本市场进行跨国比较的一个指标。考察养老基金在资本市场占比的世界平均水平是非常有意义的。到 2035 年中国经济发展水平将达到中等发达国家水平，需要对第二、第三支柱养老金在资本市场占比情况与世界平均水平的差距进行考察。

第二，第二、第三支柱养老金在资本市场占比的世界平均水平测算（表 2）。经对可获得的 2018 年 68 个经济体可比口径数据的梳理，

发现 68 国第二、第三支柱养老金规模为 43.8 万亿，它们在资本市场的占比是 19.9%，从某个角度看，这个占比水平可被认为是“世界平均水平”，因为 68 国的第二、第三支柱养老金约占 2018 年全球第二、第三支柱养老金总量 47 万亿（估计数）的 93% 左右，GDP 总量占全球 GDP 的 71%。其中，第二、第三支柱养老金在资本市场占比最高的两个国家分别是澳大利亚（66.4%）和加拿大（37.2%），占比最低的两个国家分别是埃及（0.20%）和印度尼西亚（0.63%）；在资产配置中持有股票比例最高的国家是博茨瓦纳（67.23%）。

表 2 2018 年中国与五组国家第二、第三支柱养老金占资本市场平均水平

国家组或国家		1.GDP 总量 (亿美元)	2.养老金 总资产 (亿美元)	3.养老金 总资产占 GDP(%)	4.上市公司 市值 (亿美元)	5.养老金 持有的股票 资产(亿美元)	6.养老金 在股市市值 占比(%)	7.养老金 投资股票占 全部投资的 比例(%)
全球 (68 国)	总计	610084	438385	72	512558	102144	19.9	23.3
	平均	8972	6447		7538	1502		
OECD 国家 (36 国)	总计	525800	425281	81	439406	104959	23.9	24.7
	平均	14606	11813		12206	2916		
GDP 七强 (G7)	总计	386913	350415	91	368787	69207	18.8	19.8
	平均	55273	50059		52684	9887		
养老金七强 (P7)	总计	331139	387384	117	350782	97853	27.9	25.3
	平均	47306	55341		50112	13979		
盎格鲁圈 (6 国)	总计	271305	349848	129	338333	100406	29.7	28.7
	平均	45217	58308		56389	16734		
中国 (亿元人民币)	总计	990865	25000	2.5	583789	6250	1.1	25.0

资料来源：(1)2 列、3 列和 7 列数据截至 2018 年底，引自 OECD(2019),Pension Markets in Focus 2019,OECD Publishing,Paris,p.70,p.72,p.82,Table A B.2,Table A B.3,Table A B.8;(2)1 列、4 列数据截至 2018 年底，引自 World Bank Open Data,Indicator GDP(current US \$),Indicator Market capitalization of listed domestic companies;(3)5 列由作者通过 2 列和 7 列计算得出，6 列根据 4 列和 5 列数据计算得出，6 列的“平均值”根据 4 和 5 列的总计值计算得出;(4)“平均值”计算时没有剔除数据缺失的国家;(5)中国第二、第三支柱数据引自《全国企业年金基金业务数据摘要 2019 年度》，见人社部官网。

注 1：中国数据为 2019 年数据，其他国家为 2018 年数据；其中，中国的 1 列数据引自国家统计局官网，2 列数据中不包括第三支柱税延商业养老保险，试点期间保费收入只有几亿人民币，忽略不计。4 列数据为 2019 年 12 月 20 日数据，引自 wind，5 列数据由 7 列假定持仓比例 25% 计算得出，6 列数据由 5 列数据除以 4 列数据得出。

注 2：GDP 七强为全球排名，它们依次是美国、日本、德国、英国、法国、意大利、加拿大，不包括中国；养老金七强为全球排名，它们依次是美国、英国、加拿大、澳大利亚、荷兰、日本、瑞士；盎格鲁圈 6 国是美国、英国、加拿大、澳大利亚、爱尔兰、新西兰。

第三，不同组别国家的第二、第三支柱养老金在资本市场的占比水平比较。除上述“世界平均水平”以外，我们还可根据第二、第三支柱养老金在资本市场占比水平再划分为4组国家：一是OECD国家，其占比平均水平为23.9%；二是GDP七强，其占比平均水平为18.8%；三是养老金七强，其占比平均水平为27.9%；四是盎格鲁圈6国，其占比水平平均为29.7%（表2）。这5组数据显示出这样一些规律：GDP大国几乎均为养老金强国，养老金强国几乎无一不是养老金入市比例最高的国家，养老金入市比例高的国家几乎都是资本市场十分发达和成熟的国家，而资本市场发达的国家几乎都是科学技术世界领先的创新型国家。

第四，达到养老金在资本市场占比世界平均水平的根本出路在于大力发展第二、第三支柱。表2显示，68国第二、第三支柱养老金占GDP比重为72%，OECD国家的平均占比水平是81%，GDP七强更高一些，高达91%，而养老金七强的平均水平已超过GDP，达117%，最高的是盎格鲁圈6国，高达GDP的129%。如果将68国第二、第三支柱养老金平均GDP占比水平72%作为世界平均水平，虽然它在这五组国家里平均水平最低，但对中国而言也意味着2018年第二、第三支柱养老金规模需达64万亿左右，这充分说明，构建资产型养老金体系，大力发展第二、第三支柱养老金是非常急迫的。

（四）提高养老金在资本市场占比的改革路径

第一，中国窄口径养老金在资本市场占比与世界平均水平存在的差距。考虑可比口径，本文将中国入市的四个板块养老金称之为宽口

径，将第二、第三支柱称之为窄口径。2019 年中国窄口径第二支柱养老金为 2.5 万亿元（第三支柱规模太小，忽略不计），按 25%持仓比例，进入股市的资金仅为 0.625 万亿，占股市市值的 1.1%，与土耳其（1.62%）和泰国（1.19%）大致相当。在考察“养老金占 GDP”“养老金占资本市场”和“养老金投资股票占全部投资的比例”指标时会发现，中国这 3 组数据之间的比值还是理性的，这说明中国养老金在资本市场占比的水平之所以如此之低，主要是因为第二、第三支柱养老金规模太小。从宽口径来看，在中国 11.6 万亿元各类养老金中，如不包括第二、第三支柱养老金，实施市场化投资的养老金仅为 2.6 万亿，由此推算（在剔除海外投资之后），宽口径下养老金在股市的占比约 2.2%，这个占比与外国任何一组国家的窄口径相比也是非常低的，同时也说明加快第一支柱养老金进入投资体制进程是非常必要的。

第二，中国提高养老金在资本市场的占比水平对养老金规模要求的测算。中国第二、第三支柱养老金在资本市场占比要达到 19.9%的世界平均水平，在假定 2019 年实际持仓比例为 25%的条件下，其基金规模需至少达到 50 万亿元。很显然，目前第二、第三支柱养老金的规模只及这个目标的 1/20，差距很大，如果按照美国第二与第三支柱的资产规模是 2:1 的比例来推算，第二支柱需超过 33 万亿，第三支柱需达到 17 万亿；由此进一步推算，就第二支柱来讲，实现 33 万亿元的目标需全国非私营企业单位和私营企业单位职工 2.5 亿职工全部建立企业年金，人均账户缴费累计余额需超过 13 万元。参考一下

住房公积金制度可得知,该制度建立 21 年来,缴存总额为 17 万亿元,目前缴存余额 6.5 万亿元,实缴职工为 1.49 亿人,人均账户仅为 4.4 万元。至于实现第三支柱 17 万亿元的目标,若假定在 4.42 亿人的城镇就业人员全部建立个人账户的条件下,人均账户缴费余额需高达 3.85 万元。而事实上,美国建立第二支柱和第三支柱的人数分别只占全部人口的 57%和 36%。

第三,中国养老金在资本市场占比达到世界平均水平的实现路径。上述分析显示,实现养老金在股市占比达 19.9%的世界平均水平需 50 万亿左右的养老基金规模,而 50 万亿元意味着占 GDP 的比重接近 50%,低于 68 国的平均水平,这可以被认为是中国建立资产型养老金制度的一个门槛。但很显然,第二、第三支柱养老金资产规模“达标”的压力很大,不能一蹴而就。从理论上讲,全国住户存款 82 万亿(以 2019 年为例),窄口径养老金 50 万亿元的门槛是可行的,但在实践上,银行存款转换为个人账户养老金的条件需逐渐创造。鉴于此,我们的策略是应发挥中国特色,四个板块齐头并进,尽快缩短养老金规模比与世界平均水平的差距,既包括第一支柱养老金的统筹基金采取加拿大式的“DB 型部分积累制”,还包括未来适时做实个人账户以进行市场化投资,同时也包括扩大全国社保基金规模。当然,最重要的是以发展第二、第三支柱为主,力争到 2050 年养老金在资本市场的占比达到世界平均水平。

五、中国第一支柱养老金向资产型养老金过渡的策略

(一) 向资产型养老金过渡的模式抉择与实现路径

从理论上讲，第一支柱向资产型养老金制度过渡有两种路径可供选择。一种是采取“DC型完全积累制”的智利模式。这个诞生于1981年的养老金模式曾风靡一时，受到一些拉丁美洲国家和其他国家的追捧，至今长盛不衰。中国香港特别行政区于2000年建立的强积金制度实行的就是完全积累制，至今运行良好，在亚洲堪属独树一帜，截至2020年3月，养老基金市值净资产8678亿港元，覆盖人数261万人，人均账户余额约33万港元。但由于这个模式需要天文数字的转型成本，绝大部分发达国家望而却步。香港地区之所以能够成功建立“DC型完全积累制”养老金制度，是因为在建立强积金之前香港尚未有强制性缴费型第一支柱养老金，无需支付转型成本。

另一种路径是采取“DB型部分积累制”。作为“DB型部分积累制”的典范，加拿大通过全球资产配置的市场化投资策略获取市场超额回报，以实现从人口红利型向资本红利型养老金制度的转变。根据加拿大公布的预测期长达百年的精算报告，这个资产型养老金制度承诺在百年内不提高缴费率，不降低替代率，同时还能确保资产规模持续扩大。自1997年加拿大建立这个资产型制度以来，“DB型部分积累制”各项指标均符合当初的预测，被业界称之为“枫叶革命”。

中国基本养老保险制度实行的是统账结合。实践证明，在参保人的缴费遵从度很低、制度激励性很差的条件下，两种路径都面临困境：第一种路径在目前走不通，因为个人账户至今空账运行，蜕变为“准名义账户制”，遑论建立完全积累制。第二种路径在中国也存在障碍，社会统筹部分是DB型现收现付制，多年来，道德风险和逆向选择导

致费基不实，制度收入不能实现应收尽收，难以实现“DB型部分积累制”。

尽管如此，中国第一支柱养老金向资产型过渡的关键仍是坚持统账结合。党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出：“坚持社会统筹和个人账户相结合的基本养老保险制度，完善个人账户制度，健全多缴多得激励机制。”中央决策部署的思路是清晰的、前瞻的。坚持统账结合是向资产型养老金体系过渡的一个捷径，从策略上讲，这个捷径的含义有以下三层。

一是保留个人账户。尽管目前的个人账户采取的是名义账户制，但保留它就相当于保留了一个精算因子，可部分发挥多缴多得的激励作用，与人口老龄化建立一个内在联系。取消个人账户意味着完全回到“DB型”计发方式的现收现付制，会加快降低制度的激励性，在缴费遵从度低下的条件下会恶化制度的财务可持续性。

二是择时扩大个人账户。个人账户不但应保留，还需择时扩大账户比例，目的是为了在缴费遵从度严重缺失的环境下，重构多缴多得的制度激励性，鼓励参保人按真实收入缴费，与住房公积金实行同一个缴费基数和规则，以提高养老保险制度收入能力和个人养老金替代率。扩大个人账户是夯实费基、提高统筹基金规模、促使社会统筹走向“DB型部分积累制”的抓手。

三是适时做实个人账户。第一支柱养老保险个人账户是夯实养老金财富储备的载体之一。扩大账户后，随着制度激励性的提高，在社会统筹基金规模逐渐扩大的同时，账户基金规模也将不断扩大。从“十

四五”至 2035 年，随着生物收益率逐年下降，做实个人账户的条件将逐渐具备，这时，“社会统筹+个人账户”可逐渐从“DB 型现收现付制+名义账户制”向“DB 型部分积累制+DC 型完全积累制”过渡，最终完成向资产型统账结合制度的转变。

（二）扩大个人账户的具体构想及其目的

扩大账户的目的是为建立激励相容的机制设计，笔者自十几年前提出扩大个人账户以来始终坚持这一改革主张。个人账户空账运行为扩大账户比例“创造”了条件，因为名义账户的扩大无需支付转型成本，其具体构想是将企业缴费的一部分划入个人账户。在目前的 24% 总缴费中，个人账户 8% 全部来自个人缴费，企业缴费 16% 全部形成社会统筹，个人账户与社会统筹的比例结构为 1:2，这显然是以现收现付制为主、积累制为辅的缴费公式；如果从企业缴费划入 8% 进入个人账户，形成个人账户与社会统筹的 2:1 缴费结构，可在没有提高个人费率的情况下，将目前的“个人账户比例+社会统筹比例”的“8%+16%”改革为“16%+8%”，这意味着社会统筹的隐性负债规模缩小了，保留下来的 8% 社会统筹仍可发挥制度再分配和共济的作用。

扩大养老保险个人账户、建立配比缴费的激励相容机制，其主要目的是为了激励职工像住房公积金那样以真实工资收入作为缴费基数多缴费。自建立基本养老保险制度以来，缴费基数始终明显低于真实收入，虽然名义缴费率 28%（2019 年以前），但实际缴费率却很低，只相当于 15.8%。在缴费遵从度较低的环境下，唯有扩大个人账户、提高缴费积极性，才能实现参保人按真实收入缴费的目的，进而可实

现社会统筹基金向“DB型部分积累制”过渡，账户基金从名义账户（NDC）向做实个人账户（FDC）转型的目的。制度收入提高之后，目前24%的总缴费率还有较大的下降余地，并在目前46%的社会平均替代率不变的前提下，减少财政转移支付的压力。

自2001年实施做实个人账户试点以来，笔者始终认为在GDP高速增长条件下做实个人账户难以实现，应向名义账户转型。为此，笔者从2003年开始连续撰写文章倡导实施名义账户制，在2007年劳动社会保障部委托承担的中国养老保险制度改革课题中提出包括扩大个人账户、部分实行名义账户制的“混合型”统账结合的改革思路，并认为实行名义账户是客观规律使然，是“艾伦条件”的必然结果，是不得已而为之。现在笔者提出将来可逐渐做实个人账户，同样也是“艾伦条件”发生变化的结果。根据预测，2030-2040年社会平均工资增长率将稳定在5.0%-4.0%，人口增长率为负0.5%至负1.7%，生物收益率将从以往的两位数降至4.9%-3.8%，这些外部经济环境的变化为做实个人账户提供了可能。

加拿大在20世纪60年代建立的强制性基本养老保险制度(CPP)是“DB型现收现付制”，当时的实际工资增长率（经过通货膨胀率调整后，下同）平均高于5%，而实际利率（调整后）平均为2.4%。进入20世纪90年代之后，加拿大政府预测其实际工资增长率将下降到2.1%，于是在1997年实施改革，将基本养老保险及时转型为“DB型部分积累制”。24年的实践证明，随着“艾伦条件”的变化，加拿大养老金制度从负债型制度转变为资产型制度是非常正确的，制度运

行达到预期目的。

（三）其他资源用于做实个人账户的可行性分析

“艾伦条件”的变化只是为做实个人账户提供了外部条件和可能性，而解决做实个人账户的资金来源则具有现实意义。随着时间的推移，试图采取 2001 年试点时主要依靠中央和地方两级财政补助来做实个人账户的可能性越来越小，因为在经济下行压力下，中央和地方财政收入受到的约束将越来越大。此外，潜在用于做实个人账户的资源似乎只有国有资本的划拨可予以考虑。

党的十八届三中全会和五中全会明确作出“划转部分国有资本充实社会保障基金”的战略部署。2017 年底国务院发布了《关于印发划转部分国有资本充实社保基金实施方案》（国发〔2017〕49 号），正式启动了国资（国有资本的简称）划转全国社保基金；2019 年底财政部等五部门联合下发的《关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》（财资〔2019〕49 号）规定到 2020 年底全部完成划转。2021 年 1 月，中央层面国资划转工作全面完成，共划转 93 家中央企业和中央金融机构国有资本总额 1.68 万亿元。

第一，划转国资的目的不是为了做实个人账户。上述关于划转国资的文件明确规定，划转国资的目的是填补因实施视同缴费年限政策形成的企业职工基本养老保险基金缺口，而不是用于做实个人账户。

“视同缴费年限”是建立养老保险制度之初在“中人”群体存在的一个特殊历史遗留问题。根据人均预期寿命，从 1997 年养老保险统一制度开始算起，“中人”视同缴费年限政策的执行期至少要延续到 2050

年，才能完全“消化”掉这个历史遗产。因此，国资划转用于做实个人账户的可能性几乎是没有的。

第二，国资划转的规模与账户记账额之间存在很大差距。随着缴费年限的逐年增加和覆盖面的逐渐扩大，记账额快速攀升：2012年全国个人账户记账规模仅为2.95万亿元，2019年提高到7.65万亿元，2025年将达12.67万亿元，2028年高达15.29万亿。相比之下，即使中央层面划转的1.68亿元国有资本可以用于做实个人账户，其效果也是杯水车薪。地方层面的划转工作目前正在进行之中，据有关报道，浙江、云南与河北三省划转工作已结束，分别划转国资158亿、185亿元和193亿元。据此推算，全国范围内的地方层面国资划转规模不会超过1万亿元，与中央层面划转的国资合计不到3万亿元，与全国个人账户记账额相去甚远。

第三，绝大部分划转的国有资本不具有流动性。在已完成划转的国有资本中，企业集团股权占相当规模，划转后不能变现，即使可以用于做实个人账户，在操作上也是不适用的，没有流动性。由此看来，可用于做实个人账户的中央和地方国有资本总计大约只有一两万亿元左右。当然，国资划转的目的不是为了股权变现，真正能够每年用于充实养老保险制度的是股权分红，但股权分红的现金流估计每年只有几千亿元，与做实个人账户所需资金规模相去更远。

上述分析显示，将国资划转作为做实个人账户的资金渠道来源在规定上和操作上都是不可能的，也是行不通的。其实，将社会统筹部分转变为“DB型部分积累制”，也鲜有从外部注入资金转型成功的案

例，国际实践证明，1990年美国和1997年加拿大基本养老保险制度向资产型转变时完全是依赖修改立法、在短期内快速提高缴费率形成资产池的。从中国基本养老保险制度庞大的个人账户记账额规模来看，任何其他资源都难以承担起做实个人账户的重任，任何试图通过制度外“找钱”的传统思维方式来维系养老保险制度财务可持续性或“打造”一个资产型养老金体系都是不适用的，也是不现实的，唯有养老保险制度参保人的缴费才是向资产型制度转变的正途。因此，扩大个人账户、建立激励相容的机制是第一支柱养老金制度从负债型迈向资产型的关键所在。

六、中国构建多层次资产型养老金体系的政策思考

（一）四个板块和两个方面要联动改革

夯实应对人口老龄化的社会财富储备，构建资产型养老金体系涉及四个板块，即第一、第二、第三支柱和全国社保基金（理事会）。这四个板块需统筹安排，共同发展。这四个板块在向资产型体系转变的进程中涉及两个方面的改革，一个是税收制度的配套改革，一个是四个板块自身的制度改革。

在四个板块中，第一支柱养老金为税收全免型（EEE），第二和第三支柱账户制养老金均为个税递延型（EET），全国社保基金也享有税收优惠（简称税优）。因此，在第一支柱养老金和战略储备基金的改革中，其着力点不是税收政策的运用，而是制度设计的科学调整。相比之下，第二、第三支柱的改革既要依靠税优政策的撬动，还要依赖制度设计本身的改进和完善，二者缺一不可。

（二）关于税收制度的配套改革

从《“十四五”规划纲要》实施时期到 2050 年，在中国养老金体系向资产型转变进程中税收改革任重道远，应分两步走。

第一阶段是 2020-2035 年，税收改革的主要内容是建立一个养老金友好型个人所得税制度，其主要政策含义是个税改革应坚持宽税基、简税制、低税率、严征管的原则。个税免征额的本质属于“个人生计豁免”。随着社会平均收入的不断提高，恩格尔系数正大幅降低。2018 年个税免征额提高到 5000 元以后，如再加上“五险一金”和附加专项扣除，综合收入纳税人的“实际免征额”接近万元，在北京市甚至超过社会平均工资。纳税人覆盖面的大幅下降不仅损失了所得税的累进性，而且使个税逐渐演变为“精英税”，第二、第三支柱养老金的建立就必然呈现“精英化”趋势。正是由于这个原因，企业年金始终饱受“富人俱乐部”的诟病，正在试点的税延型商业养老保险的税优比例“不敢”提高，怕受到“富者愈富”的质疑，于是第二、第三支柱的壮大与发展就陷入一个怪圈：低收入群体与之无缘，高收入群体嫌税优比例太低而不屑一顾，这就是企业年金参与人数难以扩大的根本原因之一，也必将成为制约第三支柱发展的一个主要因素。下一步个税免征额的调整应朝着“大众税”的方向发展，使之能够体现“个人生计豁免”的本质，与恩格尔系数的某个百分比进行指数化挂钩，只有这样，第二、第三支柱才有可能成为“大众养老金”，多层次、多支柱养老保险体系才能发展起来。个税免征额的提高与多支柱养老金的建立是短期社会利益与长期社会利益的关系，作为一个长期的福

利制度，孰重孰轻一目了然。

第二阶段为 2035-2050 年，税收政策配套改革主要有三项任务：一是加快完善分项所得税制向综合所得税制转轨的进程。2020 年个税改革取得良好效果，但其改革目标最终应以家庭总收入为单位的年终汇算清缴，这是推动和带动家庭成员参与第二、第三支柱养老金体系的重要举措，也是美国、加拿大等发达国家扩大第二、第三支柱参与率的基本经验。二是对三支柱养老金税优比例应统筹安排，重新搭配三支柱养老金之间的税优比例。第一支柱缴费率已从 28% 降至 24%，这是一个长期的制度安排，而缴费是一种资源，下降的 4 个百分点应平移至第二、第三支柱养老金，旨在提高第二、第三支柱的税优比例，并且随着各支柱缴费比例的调整，其替代率也应随之调整，为发展多支柱养老金留出空间，同时还可实现降低第一支柱财政风险的目的。三是尽快增设包括个人资本利得税在内的新税种，这是推动发展第二、尤其第三支柱的根本条件，是鼓励职工和居民建立第二、第三支柱养老金的根本动力。在资本利得税缺位的情况下，“水位低”的“场外”银行存款不可能流向“水位高”的“场内”养老金账户，国际实践证明，凡是第二、第三支柱养老金发达的国家，无一不是建立资本利得税的国家。

（三）关于三支柱养老金的制度改革

三支柱养老金的改革选项可以列出一个很长的清单，这里仅提出如下最主要的改革选项。

第一支柱养老金财务可持续性的关键在于提高激励性。越早建立

多缴多得、长缴多得的激励机制，制度的财务可持续性就越好。就目前所及，扩大个人账户是构建激励相容机制的重要抓手，如不将个人账户的激励性利用起来，《“十四五”规划纲要》提出的健全养老保险制度体系，促进基本养老保险基金长期平衡的目标将难以根本解决，终身财务安全的目标难以实现。此外，实现基本养老保险全国统筹、完善划转国有资本以弥补因实施视同缴费年限政策形成的基金缺口、延迟法定退休年龄、完善养老金待遇调整机制等各项改革，均应按要求在“十四五规划”历史时期顺利完成。

第二支柱企业年金参与率的提高是建立多层次、多支柱养老金体系的重要驱动力。企业年金的参与率早在六年前就出现断崖式下跌，从两位数增长率降至个位数（2019年除外）。为扩大参与率，应尽快修订《企业年金办法》，引入和建立“自动加入”机制，这是目前第二支柱的一项重要改革选项，同时要辅之以放开个人投资选择权、建立“合格默认投资工具”（QDIA）、提高税优比例、缩短直至取消归属期、大力发展集合计划等配套政策，取消建立或参加企业年金必须以参加第一支柱养老保险为前提的规定。在启动建立第三支柱的同时，不应忽视第二支柱全面深化改革的重要性。发达国家的经验证明，第三支柱的绝大部分资产来自第二支柱的转移，第二支柱是积累养老财富储备的基础中的基础，是账户制养老金的主力军，且企业年金已经运行17年，有了一定基础，应坚持一张蓝图绘到底。

第三支柱2.0版本的顶层设计应尽快出台。第三支柱养老金是资产型养老金体系的生力军。目前，税延型商业养老保险试点已超期两

年，如将其视为第三支柱的 1.0 版本，2.0 版本的顶层设计亟待早日实施。根据国际经验和通行做法，第三支柱账户制养老金的最佳实践应包括但不限于这样一些内容：一是要体现账户制的本质，即指税优政策的享有主体是账户持有人，载体是个人账户，而不是某些特定产品；二是账户持有人可通过这个账户投资和购买所有合格金融产品，包括商业保险产品、公募基金和银行理财产品等，以提高第三支柱的便利性和可及性；三是打通第二和第三支柱，使第三支柱成为第二支柱的“蓄水港湾”，实现两个支柱的双赢；四是居民申请建立第三支柱，无需以参加第一支柱或第二支柱为前提条件，三支柱之间的关系应是并列的关系，而不应是具有前置条件的递进关系；五是要大幅提高税优比例，为高收入群体留出较大的投资空间；六是吸取税延型商业养老保险的教训，简化抵扣个税的流程和手续，等等。

（四）关于全国社保基金的功能定位

作为养老金资产体系的第四个板块，全国社保基金是夯实应对人口老龄化社会财富储备的主战场，是中国构建资产型养老金制度的一个特色和优势，应顺势将其做大做强。全国社保基金的主要改革选项有两个。

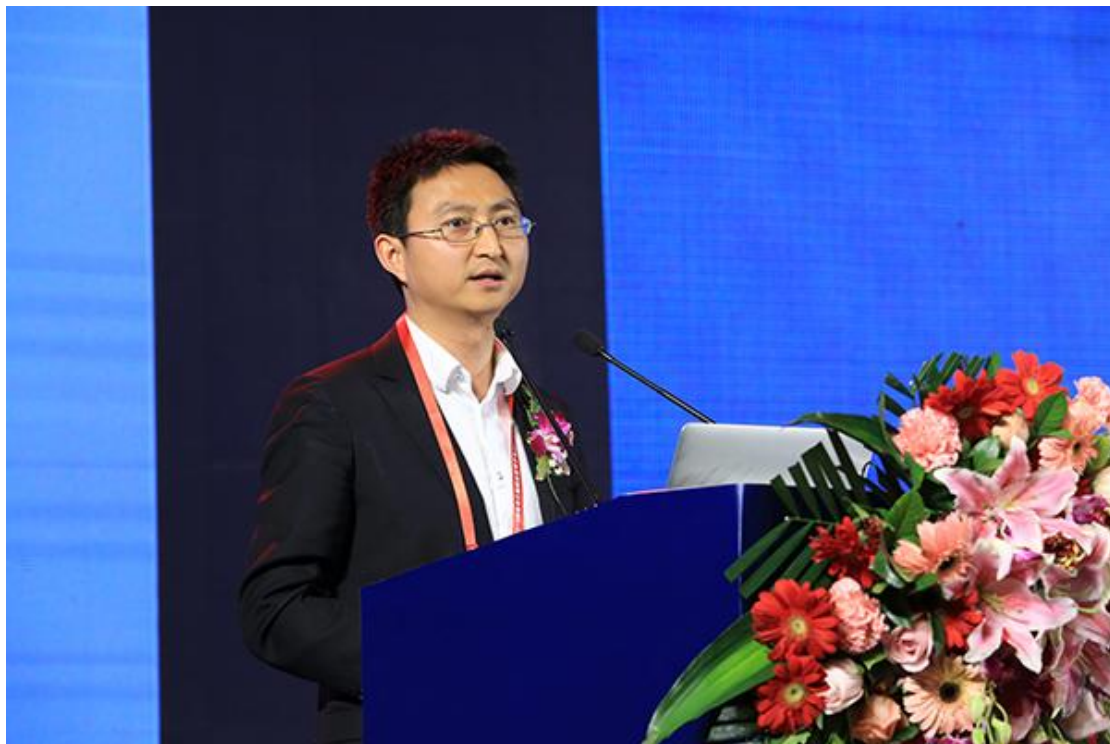
第一个是适时建立“外汇型”战略储备养老基金，由全国社保基金托管并投资管理。中国是外汇储备第一大国，占全球外汇储备的四分之一。建立“外汇型”主权养老基金是应对人口老龄化的重要社会财富储备形式之一，在外汇储备高峰期应抓住历史机遇，还汇于民。

第二是调整全国社保基金的功能定位。自全国社保基金成立以来，

其功能始终被定义为“国家社会保障储备基金，用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂”。但就目前的规模而言，全国社保基金仅够支付全国5个月的养老金，与其功能定位相比显得有点尴尬，且随着时间的推移，其资金筹集来源受到的约束将越来越大。从理论和实践来看，目前国际上尚未看到对储备基金规模有科学、统一和权威的定论，重要的是，展望未来，《全国社会保障基金条例》规定的各项资金筹集方式均难以使其规模成长到与其功能定位相匹配的程度，即随着经济下行压力的不断加大，中央财政预算拨款难有像以往那样的注入力度；国有资本划转已成定局，1.68万亿元难以担负起未来重任；博彩收益占比将逐年缩小；现有基金规模太小，复利条件下的投资收益对其做大做强贡献率也十分有限。

从发展的视角看，在第一支柱基本养老保险基金收支规模和累计结余规模不断提高的趋势下，在做实个人账户和社会统筹实行“DB型部分积累制”的预期下，全国社保基金的相对规模将逐年下降，其功能定位将越来越尴尬。鉴于此，长期看，全国社保基金的出路在于将其功能定位调整为“国家社会保障储备基金和国家基本养老保险基金的机构投资运营者”，换言之，全国社保基金应逐渐转向以基本养老保险基金投资运营为其主要功能，对资产型的第一支柱养老金制度而言，二者相得益彰，既要成为储备基金的投资者，同时更要成为基本养老保险基金的投资者和运用者，最终成为基本养老保险制度日常运行的参与者和智库提供者。

朱俊生：以结构性改革增强养老保险的经济适应性



朱俊生：中国养老金融 50 人论坛特邀成员、清华大学五道口金融学院
中国保险与养老金研究中心研究总监

一、多支柱养老金体系改革亟待深化

由于养老金体系不健全，特别是私营养老金发展相对滞后，中国养老金体系积累的资产规模较为有限。根据笔者的测算，2019 年中国养老金体系三个支柱积累的养老资产约为 9.61 万亿元，仅占 GDP（99 万亿元）的 9.70%。美国 2019 年三个支柱积累的养老金资产总量为 35.1 万亿美元，占 GDP（21.43 万亿美元）的 163.8%。因此，美国人可能银行储蓄率低，但养老金储蓄非常高。而中国正好相反，

本文摘自《国际经济评论》2021 年第 4 期。

储蓄率差不多全球最高，但养老资产的储备不到 GDP 的 10%。中国养老金资产的不足难以适应人口老龄化对养老保障的要求，故亟需发展包括第三支柱在内的多层次养老保障体系，增加养老金资产。

养老金作为制度安排要放在整个经济架构之中，体现经济与政治适应性。经济适应性要考虑企业的成本与个人的经济承受能力，还要与市场经济运行相适应，体现在要有合理的激励导向，不致造成市场扭曲、不致妨碍劳动力正常流动、不致促使竞争性企业因用工成本过高而削减工作岗位降低劳动力需求、不致减少人们对劳动力市场参与及其工作努力程度减少劳动力供给。政治适应性涉及国家的现代转型。法国学者弗雷德里克·巴斯夏有一本书《财产·法律与政府》，收录其生前最后一篇文章《看得见的和看不见的》，提醒我们需要做这样的选择：是追求当下的好处，不管随之而来的巨大的坏处，还是宁愿承受当下小小不幸，追求未来的较大收益。

即便基本养老金可持续，也不意味着筹资与待遇水平越高越好。看得见的保障越多，看不见的代价其实越大。政府许诺更多福利意味着从企业和公众汲取更多的财富。保障水平越高意味着政府集中与配置的资源越多，企业、家庭和个人掌握的资源就会越少。OECD 中很多是欧洲国家，其不光有经验，也有大量的教训。教训的背后就是福利制度，包括养老金制度到底是服务于全面管制型家长制国家，还是有助于迈向基于公民自主治理的国家？弗里德曼提到，花钱有四种方式，分别为：把自己的钱花在自己身上、把自己的钱花在别人身上、把别人的钱花在别人身上、把别人的钱花在自己身上。其中，把自己

的钱花在自己身上最有效率。第二、三支柱更多鼓励市场的参与其实就是这种方式。但很大程度上，基本养老金是把别人的钱花在别人身上，即建立一个规则筹资，再按照另一个规则给予待遇，确实有必要，但要可持续需要精算的约束、水平适度，不能产生太多挤出效应。诺奖得主奥斯特罗姆教授提过一个基本观点“提供与生产的分离”，即便对于公共产品，提供与生产仍然是两个概念。政府有时候遵循临时性原则介入，就要接受动态检验。这样整个社会才会从单中心走向多中心治理。

谈及养老金领域时比较多的讲国家干预和福利国家主义，但需要警惕的是福利最后变成支配和取代个人意志的强制性制度安排，并带来非常糟糕的结果：官僚机构日趋庞大，官僚化将成为“福利国家”的重要特征；压制其他可能的保障形态的产生和发展；剥夺本来可能存在的个人选择的多样性。因此，要重申精算平衡原则。如果要实现制度的可持续性、代际公平、未来的竞争力，就要关注合理的筹资水平与适度的保障水平，警惕福利竞赛导致政府全面干预经济，导致经济可持续发展乏力。国际养老金改革的经验表明，一个国家的私营养老金充足性和养老金制度的可持续性之间其实高度相关。中国养老金改革的重要方向是促进包括第二、三支柱在内的私营养老金的发展。

二、促进第三支柱发展的建议

中国第三支柱初具开放竞争格局，但仍面临很多制约因素。首先，保险业是参与第三支柱建设的先行者。截至2020年末，共有23家保险公司参与个人税收递延型商业养老保险试点，19家公司出单，累

计实现保费收入 4.3 亿元，参保人数 4.9 万人。该试点的效果很有限。另外，截至 2020 年末，具有养老属性的商业保险已积累责任准备金约 3.3 万亿元。其次，从美国的经验来看，基金业是第三支柱潜在的核心产品提供方。但截至 2020 年底，中国养老目标基金共 117 只，规模达 526.77 亿元，而同期，公募基金规模达 20.16 万亿元，中国养老目标基金的发展跟公募基金的规模不成比例。最后，银行业（含信托）具有参与第三支柱的潜在优势。目前银行养老理财产品市场规模已逾千亿元。截至 2020 年底，24 家银行系理财子公司获批筹建。未来银行业也要更多地参与第三支柱。

近年来，中国居民储蓄率始终处于较高的水平。2018 年，中国储蓄率（总储蓄占 GDP 的比例）为 46.25%，远高于世界平均水平（25.42%），也高于世界各个地区以及不同收入水平经济体的平均值。2016 年，中国居民家庭储蓄占家庭可支配收入的比例为 36.14%，也远高于世界其他主要经济体的水平。中国总储蓄率以及居民部门储蓄率偏高的重要原因在于，社会保障体系（包括养老保障）不健全，预防性储蓄占较大比重。推动第三支柱发展，可以引导大量的居民储蓄流向资本市场，从而促进资本市场规模扩大。

为进一步健全多支柱养老金体系，可充分吸收国际经验，发挥市场机制在养老金体系改革中的作用，促进养老金第三支柱发展。第三支柱建设既是一个系统工程，需要政府、市场、公众等各方力量全面参与、共同协作，又是一个长期和持续的发展过程，需要一整套相互配合的政策支持体系。当前，可着重从以下几个方面促进第三支柱发

展。

第一，优化收入分配格局，提高个人自我养老保障能力。收入是个人养老保障的基础，增加收入是完善多支柱的老年保障体系的首要途径。维持经济和就业的持续增长，增加居民收入，提高个人准备养老程度。通过财税政策调整，使劳动者报酬与劳动生产率提高同步，居民收入增长与经济增长同步，以提高居民收入和支付能力，增强个人对于养老的自我保障能力。

第二，充分发挥市场机制在养老金体系中的作用。市场机制具有突出的效率优势，可以对公共养老金形成有力补充。一是提供种类多样的养老金计划，满足企业和居民个性化的养老保障需求；二是缴费和给付挂钩，具有很强的经济激励性，有助于提高制度参与率和覆盖面；三是可积累长期资金用于投资，推动经济增长，培育资本市场，宏观效应显著。进一步发展完善市场化的养老金制度，对于增强中国养老金保险体系稳健性，实现“更加公平、更可持续”的发展目标，具有重要的现实意义。为了发挥市场机制在养老金改革中的作用，要统筹发展基本养老保险、企业年金与职业年金、个人税收递延的个人养老金，构建政府、企业和个人共同支撑和“三位一体”的三支柱养老金体系。发展私营养老金，构建多支柱结构相对均衡的养老金体系，矫正养老金体系存在的结构性失衡。

第三，适当降低基本养老保险的缴费比例。在养老金体系改革和政策调整中，要充分考虑个人养老金作为第三支柱与基本养老保险之间的互动关系。中国第一支柱缴费率水平虽有所降低，但仍排在世界

前列。可对养老保险三个支柱的缴费率统一进行调整，适当降低第一支柱缴费率，为提高第二、三支柱缴费率创造条件，着力提高第二、三支柱替代率。这不仅有助于理顺养老保险制度中政府与市场的关系，而且可以减轻企业负担，提高企业竞争力，促进经济增长。

第四，建立养老金体系三支柱之间对接机制。中国第一支柱的个人账户和第二、三支柱都建立在个人账户养老金基础之上。因此，在政策设计上，可以将基本养老保险个人账户、企业年金、职业年金个人税收递延型商业养老险打通，实现税收优惠政策、投资管理、缴费、账户记录和基金转移接续方面的衔接。首先，税优政策对接。第二、三支柱个人享受税优的比例或者额度应予打通，即：如果职工个人参加企业年金或职业年金个人缴费没有达到税优上限的比例或者额度，职工可将差额部分追加至个人账户的缴费上限；如果职工所在单位没有建立年金计划，可以将全部比例或额度追加至个人账户的缴费上限。其次，投资管理对接。第二、三支柱均采用委托人投资运营模式，由市场上专业性金融机构（包括养老保险公司、基金公司、信托机构等）投资运营，在治理结构、投资政策和待遇发放方式等方面都应实现统一，以方便参保者，建立统一的市场竞争秩序。最后，缴费、账户记录和基金转移接续对接。允许符合一定条件的参保人将第一支柱中的个人账户直接转移至第二支柱或第三支柱，并实现市场化投资管理；允许离职人员将其企业年金（职业年金）归属个人的资金转移到第三支柱。

第五，优化财政和税收激励政策。首先，完善 EET 的税收递延

政策。一是在新个税提高起征点、增加专项扣除的背景下，适当提高税延养老保险税前抵扣标准。比如，每月抵扣额度可提高至 2000 或 3000 元。同时，要建立抵扣额度与社会平均工资增长指数化挂钩的动态调整机制，未来随着经济发展和收入水平的提高，动态提高税前抵扣额度。二是取消缴纳保费限额不超过月工资总额的 6% 的比例限制，统一按照固定标准税前扣除，方便员工投保以及企业人力资源部门协助办理税收递延手续。三是将领取阶段的实际税率降至 3% 左右的水平，鼓励中低收入的纳税群体参与，扩大商业养老保险的覆盖面，更好地实现税延型养老保险的政策目标。四是将税延型养老保险税前抵扣纳入个人所得税专项扣除项目，进一步简化税前抵扣流程。其次，探索直接补贴式个人养老金。对于年收入没有达到起征点的群体参加第三支柱，可以给予一定比例的财政补贴使政策惠及中低收入人群，提升制度的公平性和覆盖面。

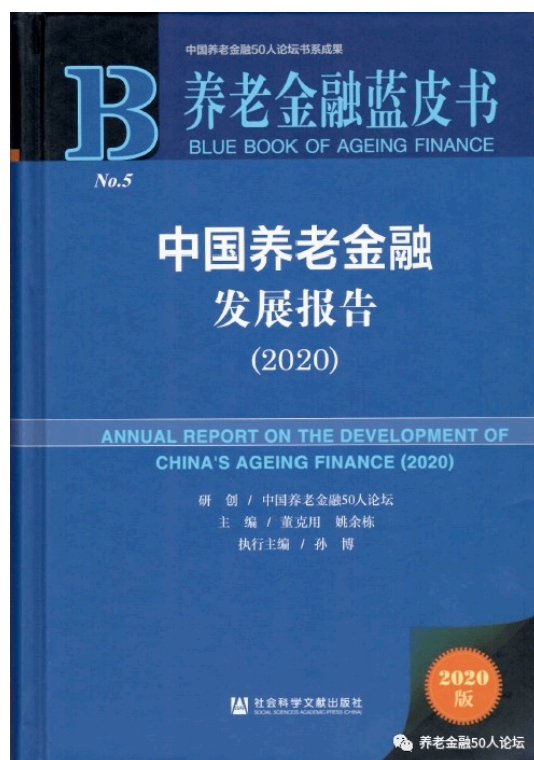
第六，完善账户制经营模式。一是建立统一的第三支柱制度和管理服务信息平台。以银保监会的中保信平台与证监会的中登平台为起点，从“双平台”向“统一平台”转型，建立面向所有金融行业的统一的个人养老金制度的平台，与税收管理系统对接，为金融机构参与第三支柱提供支撑。二是扩大参与的金融机构与产品范围。第三支柱覆盖的范围应该包括商业养老保险、基金产品、银行理财、信托等适合投资的金融产品。三是扩大参与的金融机构与产品范围，有助于促进个人养老金账户市场的竞争，丰富产品形态，从而增加公众的选择权，提高个人养老金账户市场的运行效率。

第七，完善个人养老金运行监管体系。各监管部门之间的相互合作、良好互动和顺畅沟通是促进个人养老金制度健康快速发展的重要基础。财税部门负责税务监管，包括个人养老金税收优惠政策的制定及调整、对税收政策使用效率及效果的评估、对税收政策滥用行为的惩处及纠正等，防止逃税漏税，保证税收政策的公平使用。金融监管部门实施功能监管与主体监管。银保监会、证监会制定税优个人养老金的运营行为监管规则 and 标准，并对“税优个人养老金账户”和运营行为实施功能性监管。同时，银保监会、证监会分别对监管范围内的金融机构实施主体监管。建立部门间沟通机制，加强监管的协调配合，减小监管真空及重复监管，提高监管机构的运作效率，形成监管合力。逐步由数量限制监管向审慎监管过渡。在制度运行初期，可以采取数量限制监管与审慎监管相结合的模式。随着个人养老金市场的发展和各参与主体运营经验的成熟，监管应向审慎监管模式过渡，鼓励各类金融机构通过市场化竞争提供差异化的养老金投资服务。稳步放开养老金投资范围，如股权投资、不动产投资和利用“港股通”等风险可控渠道进行跨境投资等，促进多元化养老金资产配置。同时，通过设立相对收益率担保机制、合理化考核机制等，完善风险承担机制。

阿马蒂亚·森在《以自由看待发展》中指出：“一个错误构建的理论可以致人死命”。他举了1943年孟加拉大饥荒作为例子，说明“马尔萨斯粮食与人口比例的错误视角上就沾满了鲜血”。中国养老金改革需要建立自由、竞争的思想市场，以观念超越利益，在思想市场中寻求养老金改革共识。

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 2020》中，由朱海扬、谢理达、李洁合著的《金融科技在个人养老金投资管理与服务中的应用》、由杨博理、王浩宇、刘致勇合著的《个人生命周期下的养老金融服务与产品》两篇文章。欢迎大家向本栏目投稿。

朱海扬、谢理达、李 洁：金融科技在个人养老金投资管理与服务中的应用



《中国养老金融发展报告（2020）》

本文摘自《中国养老金融发展报告（2020）》第 328-245 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

根据金融稳定理事会（FSB）2016年给出的国际通用定义，金融科技（Financial Technology, Fintech）主要是指由大数据、区块链、云计算、人工智能等新兴前沿技术带动，对金融市场以及金融服务供给产生重大影响的新兴业务模式、新技术应用、新产品服务等。

一般来说，金融科技在资产管理领域应用的典型代表是智能投研和智能投顾。智能投研是指基于人工智能、大数据、云计算等现代科技手段，获取、处理、分析海量相关数据，生成投资观点、报告或按照投资模型实现自动交易，智能投研可以有效降低投资管理成本，提升效率。智能投顾就是“人工智能+投资顾问”的结合，即根据个人投资者提供的风险承受水平、收益目标以及风险偏好等要求，运用一系列智能算法及投资组合优化等理论模型，为用户提供最终的投资参考，并根据市场动态对资产配置再平衡提供建议。智能投顾是大资管时代应用互联网技术提供的极具特色的投资管理服务模式。

在养老金投资管理方面，随着对养老金市场发展趋势、个人养老资产管理需求以及金融科技参与养老金管理应用场景的深入思考，结合公募基金投顾业务的发展需要，我们希望把金融科技在个人养老金投资管理中应用的深度和广度进一步拓展和延伸。

一、关于金融科技在个人养老金投资管理与服务中深化应用的思考

（一）投前：客户触达与引导

金融科技的发展为养老金投前管理提供了便捷的实现手段。大数据的应用和移动支付的普及大大提高了投资者获取养老金产品和服务

务的便利性，也为精准触达潜在客户提供了有力支撑；新媒体技术为个人养老金储备及投资知识的普及提供了更多传播渠道，正逐步改善养老金储备意识不足、对养老金融产品缺乏信任感的情况；大数据分析也被用于进行科学的行为预测与引导。

1. 客户触达

（1）精准营销

精准营销是以投资者实际需求为导向，利用新媒体技术等技术手段将营销信息推送给较为准确的受众群体，从而最大化营销效果，实现低成本、可持续发展的业务目标。在个人养老金投资管理与服务中，投资需求的多元化、个性化越来越突出，需求越来越分散，分众市场要求金融机构的投前营销必须更加精准，而执行的关键在于明确的目标人群、清晰的市场定位、精准的触达手段三个方面。

首先，精准营销要尽可能细致地了解目标人群。通过大数据分析构建客户画像，对其人口属性、风险偏好、社会关联关系及消费行为等变量开展深度分析，预测客户对于产品的偏好及购买概率，完成客户优选并进行针对性推荐。精准营销的有效性在于对客户需求变化保持敏感。目前，金融机构用户数据总量庞大，但具体到个人养老的细分场景中，需求数据优势并不突出。如何依托养老退休场景，从业务角度出发筛选相关维度进行用户分析和标签划分，成为有待突破的难点。在此基础上，借助金融科技开发精准营销系统和客户关系管理系统对客户进行分类维护，可以有效提高客户黏性。

其次，与目标人群相适应，面向不同需求的产品和服务需要具备

清晰的市场定位。与其他普通基金不同，养老金是场景化产品，场景也是形成刚需、带来流量的基础。个人养老金投资同质化、单一产品满足所有需求的情况正开始转变。以养老目标基金为例，基金公司按照客户的退休年龄、风险承受能力等维度进行细分，通过智能算法和数据建模完善投资策略、优化下滑曲线设计并完成资产配置，将产品创新和针对不同人群的差异化营销落到实处。

最后，新媒体技术的发展为精准触达目标客户提供更多渠道。伴随 4G 的普及和 5G 的开发应用，客户沟通逐渐突破电话、短信、网络邮件等传统形式，通过投放媒介矩阵，运用展示性、互动性更强的新媒体技术，在更为精准的垂直领域内普及养老理财知识、推广个人养老产品、开展投资者教育，使客户触达更具针对性、有效性和经济性。科技发展也使用户从认知养老金产品到实现交易全流程中的渠道运营、流量转化、浏览偏好和中断退出等各个环节的结果和成本逐步量化，使触达效果同样具备可衡量性，并依此做出相应调整，提升渠道的投放效果。未来，针对同一客户的不同标签，碎片化的营销内容将根据后台计算按需排列组合，实现移动端推送千人千面，匹配更为细致的个性化需求。

（2）获取长尾客户

在传统场景中，个人养老理财中银行线下网点占据客量优势。然而，面对不同客户的不同需求，人工获取数据成本高昂，理财经理线下服务投入资源较多，但服务半径有限，难以覆盖长尾客户，只能将重点放在少量高净值客户上。

以智能手机为载体，以移动互联网为手段，金融科技的迭代更新也使传统金融销售模式下无法触达的长尾客户享受到了普惠金融的优势。基于客户端的捆绑，尽管个体资金量小，但用户数量足够庞大，很容易形成规模效应；同时借助大数据与云计算，系统可自动获取用户行为数据，有效降低长尾客户的服务成本。当移动客户端使用黏性增加时，根据不同的用户属性、投资需求、社交需求和消费需求，将养老金产品与服务互联网化，并尽可能多地延伸至长尾客户，通过深耕养老场景获客，是对传统金融销售模式仅覆盖高净值客户交易需求的补充。通过金融科技赋能摆脱线下购买模式在时间和空间上的束缚后，长尾客户线上即时购买产生的价值也超乎想象。

2. 客户认知重塑

养老金投资离不开投资者教育，其中最难的一环就是改变认知，而传统说教式的投教方式容易让人产生认知倦怠。金融科技的运用，使投资者教育以更加润物细无声的方式植入投资者生活细节，提高投资者教育的接受度。以养老目标基金的发行为例，为了使投资者认识到个人养老金储备与投资的重要性，多家基金公司在产品宣传和投资者教育上都花费了极大的心力。有些公司设计开发了养老金计算器，投资者输入自身的年龄、收入和预期退休日期之后，系统会自动帮他算出退休后的替代率以及养老金缺口，非常直观地向投资者展示了养老金投资的必要性和紧迫性。还有些公司设计开发了养老金投资版本的大富翁游戏，将生活中的工资收入、投资收入、日常支出、大额支出、意外支出等资金变动通过游戏记账的方式展示出来，让投资者在

游戏中体验不同的投资选择带来的不同晚景，寓教于乐，激发了投资者养老投资的内驱力。

3. 客户行为引导

尽可能地降低投资者进行养老金投资的门槛和障碍，才能有效地提高投资者的积极性，增加客户黏性。当投资者注册养老金账户之后，大数据算法可以通过个人特征来筛选适用于每个投资者的有限的投资产品选择，避免他们陷入选择困难。提供具有默认投资选项的少数建议方案，是保证用户持续使用养老金账户的关键所在。以养老目标日期基金和养老目标风险基金为例，系统可以根据投资者选择的预计退休日期或者风险测评问卷给出的风险承受能力向投资者推荐相匹配的养老目标基金，引导他们完成投资行为。在投资者后续进行持续缴款和投资决策的过程中，通过文字或图像给予投资者不断的引导和鼓励，有助于提高投资者的参与度和可持续性。

（二）投中：投资决策

区别于一般的投资，个人养老金投资的主要目标是资产的长期稳健增值，且由于投资者群体存在显著的个体差异，实际投资需求将呈现多样化形态，因此个人养老金投资管理是一个具有明确目标、严格风险约束，且需兼顾普惠化和个性化的过程。基于上述特征，传统人力资源驱动的投资管理模式可能会面临瓶颈。金融科技尤其是专业的养老金智能投顾系统，可能是突破瓶颈的有效工具。

1. 用户画像

在进入个人养老金投资流程之前，需要先为每一位投资者（简称

“用户”)建立个性化的投资目标与投资约束,金融科技能够对用户构建多维度、立体化的用户画像,有效提升目标设定的准确度。

用户画像是互联网产品设计和运营的重要工具,具体运用于养老金投资时,用户画像主要可分为两部分:养老金缺口预测和用户风险收益特征评估。

(1) 养老金缺口预测

养老金缺口预测是养老金投资管理的首要环节,即测算用户退休时,个人养老金投资所需覆盖的养老金缺口部分,因此其本质是推算个人养老金投资的长期投资目标。

养老金缺口预测通常以养老金计算器的形态作为入口,静态的养老金计算器属于成熟技术,但是由于养老金投资的长期性,各项参数在超长投资周期中可能发生显著变化,因此在养老金投资的存续过程中,需要对参数和计算结果进行动态调整。动态调整的重要方式是引入金融科技,对用户的各种结构化/非结构化信息进行数据采集和更新,同时捕捉用户健康状况、社会发展的变化趋势,辅助关键参数的估计和养老金缺口的动态计算。

(2) 用户风险收益特征评估

理想状态下,养老金投资是一个长期持续的投资过程,但账户净值的短期波动,可能对用户情绪形成干扰,从而影响用户资金投入的连续性,降低整体投资计划的实施效果。因此,在投资过程中,绝不能仅聚焦于长期收益目标的实现,而忽视用户的短期收益体验和风险承受能力。

对用户风险收益特征进行评估，目的是在长期投资目标的基础上，进一步细化中短期投资目标与风险预算，力争投资结果稳定在用户心理预期之上，让用户以平稳的心态坚持投资。传统做法往往是通过用户主动填写问卷的方式，或者通过采集用户多方面信息的方式来判定。然而，根据对互联网用户行为的观察，用户的风险承受能力，实际上可能与用户的性格（尤其是交易性格）更相关。因此，判断风险承受能力，其实是基于业务形态范畴内的用户行为数据，对用户的交易性格构建画像。具体到养老金投资，可以采集用户在完整投资周期内的交易数据（如有可能，也可纳入过往交易数据），运用机器学习方法，对用户的投资行为进行建模，持续积累数据，不断训练数据并优化模型，最终对用户的风险承受极值形成较稳定的量化估计。具体到金融科技运用，如图1所示。

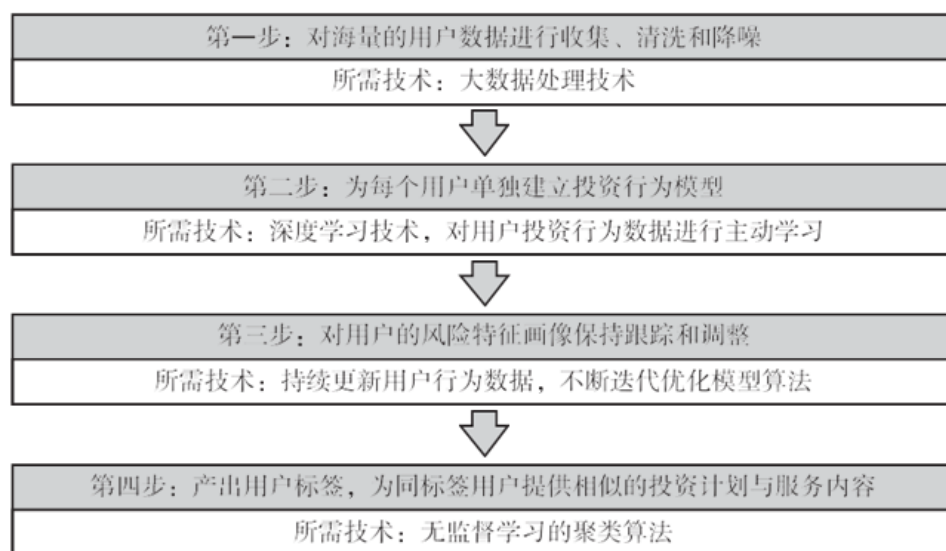


图1 金融科技的运用

用户行为通常受到市场行情、市场信息、交易盈亏、个人情绪和

外部资金需求等多种因素影响，例如面对两次相似的市场涨跌表现，由于可能有不同的驱动因素，用户可能会做出截然不同的反馈；家庭突发性的资金需求，也可能直接促使用户交易。因此，必须积累大量各类场景下的用户反馈，研究各影响因素和用户行为之间的映射关系，找到每种行为模式在各影响因素上的权重，这样才能真正理解并解释用户行为，定义出用户的正常状态和非正常状态，进而探明其风险承受极限。在系统判断用户风险收益特征的过程中，还可以借助智能机器人，与用户保持人机互动，让用户对算法结果进行再确认。

运用金融科技对用户风险收益特征进行评估，理想目标是做到“比用户更懂自己”，将用户模糊的操作行为，转化为清晰的量化规律。只有这样，才能真正帮助用户找准风险底线，用个性化方式稳定用户心理，进而保证用户资金流结构的稳定，实现长期稳定投资。

2. 投资顾问服务

获得每一位用户的个性化画像后，用户的长期投资目标和风险收益特征也随之明确，养老金智能投顾系统可以为用户提供定制化的投顾服务，这既包括“投”的部分，也包括“顾”的部分。金融科技不仅能为投资部分提供崭新视角，也能改变顾问部分偏被动化的传统服务模式，预先发现用户的心理波动和潜在行为，主动提供服务。

（1）投资方案设计

养老金投顾服务的第一步，是为每位用户定制个性化的投资方案。从互联网用户的运营经验看，用户对于投资方案的核心关注点是，这个计划提供了怎样的承诺或预期，以及最终能否兑现。对于养老金投

资而言，合理预期应该是长期增值的可实现性，以及短期风险的可控性。具体而言，投资方案可以分为资产端和资金端两个维度。

资产端，即以用户的养老金缺口为长期收益目标，以不同生命阶段的风险承受能力和个性化风险偏好为约束，设计长期的战略资产配置方案。常见的战略资产配置方案是基于生命周期模型、人力资本模型和长期资本市场假设，为用户合理设定不同生命阶段的资产配置区间，再结合各类资产的长期收益率预期，大致估算出长期增值目标的可实现性。而短期风险的控制，更多需要在战术资产配置环节进行动态调整。具体到每位用户的个体方案，如果实际养老金缺口与方案的合理预期相差过大，则需要引导用户接受理性的方案建议。金融科技在上述模型的参数估计中可以发挥重要作用，例如人力资本模型的参数设定（如收入、收入增速、投资比例等），不同行业、职能、就业身份的用户，或者同一个用户不同的生命阶段，参数设置都是大相径庭的。对于这种动态的参数估计，相比基于主观判断的经验化设置，基于大数据的数据挖掘技术和基于无监督学习的聚类算法，或许会更具优势。

资金端，即为用户规划合理的投资资金流方案，如定投的频率、金额、起止时点等。养老金投资的最终效果与用户定投的稳定性高度相关，保证用户持续参与至关重要，因此智能投顾系统有必要在整个投资周期内发挥顾问的作用，与用户保持密切的人机互动。首先，根据用户画像自动生成方案后，需要与用户进一步确认可执行性，但不能给用户过多选项，造成选择障碍。其次，在投资计划的执行过程中，

需根据计划进程及外部条件变化，及时发起线上沟通，与用户共同确定资金端计划的动态调整。最后，基于对用户行为的理解，在预判用户可能出现心理波动，导致非理性行为（如在恐慌中撤出资金或停止定投）时，提前干预，对其进行安抚，稳定用户心理。

（2）投资组合构建与运作

养老金投资组合的构建与运作大致可以分为四部分。

第一，资产配置。前文投资方案设计部分已阐述了长期战略资产配置的基本思路，在长期资产配置中枢与区间确定的条件下，可以通过战术资产配置，即各类资产的小幅动态调整，在风险与收益之间达到微妙的平衡：既要重视盈利体验，防止超出用户承受能力的回撤，又要避免过于保守，使短期收益不偏离长期目标。从风险特征明确、回撤可预期的角度看，基于多元资产配置的风险预算模型或许是较为适用的资产配置模型，可以将组合风险锁定在目标预算之内，但无论选择哪种资产配置模型，波动率预测都是非常重要的一环，也是判断模型效果的关键。随着机器学习的崛起，出现了基于深度学习模型的波动率预测方法，例如利用 Google 搜索趋势的数据和递归神经网络的学习方式来预测股市波动率，预测效果相比传统线性模型或 GARCH 模型有显著提升。

在资产配置所关注的宏观经济、市场情绪及技术分析等传统领域，也都出现了前沿科技的身影。在宏观经济研究中，传统的宏观数据预测通常基于多元线性回归模型，运用最小二乘法估计回归系数，存在过度拟合、多元共线性等局限性。而机器学习中的神经网络等算

法，已经凭借其强大的拟合预测效果，被广泛应用于经济数据的分类与预测问题。此外，一些机构开始使用卫星监控、遥感影像等另类数据，对工业生产、房地产、交通运输等领域进行数据跟踪，成为基本面研究的重要参考。在市场情绪探知方面，对舆情大数据的挖掘已成为重要方式。而在市场趋势和交易信号等技术分析领域，基于支持向量机等机器学习算法的量化模型也是层出不穷。

第二，基金优选。资产配置比例确定后，需要选择基金作为底层资产构建组合。基金选择，本质上是对人（基金经理）的选择。除了传统的基金量化分析和定性调研外，还可以引入金融科技对基金经理构建画像。例如，依据基金的历史持仓信息和历史净值表现，运用数据挖掘和模式识别算法，进行基金经理行为分析，综合考察其投资风格稳定性、买卖时点选择模式、对极端市场环境的应对等，对其形成更深层次的理解。此外，针对基金持仓信息颗粒度较低的问题，也出现了运用扩展线性克隆方法等智能算法模拟还原基金持仓的探索。

第三，组合管理。未来如果要真正实现养老投资组合的千人千面，显然不可能依赖人工方式进行组合管理，必须借助智能系统提升管理效率。一方面，系统可以不间断地对每一位用户的个人信息、交易行为、资金流动进行监控和分析，基于个体现金流精算模型，对用户未来的资金进出做出预判，提前进行头寸准备，实现资产负债的动态匹配；另一方面，在组合的交易执行方面，机器算法极度理性的特质，也可以最大限度地保证交易纪律，避免人为操作中常见的情绪干扰。

第四，风险管理。养老金作为特殊资产对安全性的要求，使其投

资过程中的风险识别和管理能力尤为重要。借助先进的金融科技，可以在传统风控手段的基础上，为养老金提供更有力的保护。一方面，在底层资产层面，可以通过大数据拓展信息维度，更细致地分析底层投资标的的宏观环境和微观状态，主动发现潜在风险，及时调整投资策略；另一方面，在投资组合层面，构建系统化的监控预警和止损机制，当市场出现异动时，通过学习历史上的类似案例及市场量价反应，观察市场模式是否具有 consistency，以此判断风险程度，做到既能快速响应，又能科学精准地应对。而当市场运行触及用户风险承受底线时，运用智能算法对组合业绩、投资目标实现度、用户可能的情绪反馈做出综合分析，生成最佳应对策略，及时对用户进行安抚或将组合的风险预算调降至用户可接受的状态。

（3）投资方案的长期跟踪与调整

养老金投资的投资周期通常长达数十年，因此每位用户的养老金投资计划一旦开启，就要对其进行贯穿生命周期的长期持续服务。在此过程中，需要对投资方案保持动态跟踪和调整，并提供相应的服务。既要保障超长时间跨度内的服务质量，又要实现超大用户数的个性化覆盖，靠有限的人力显然难以做到。而且从长期看，将养老金投资决策维系在个别投资人员身上，不仅会面临人员流动造成的业绩不可持续性，还会面临很大的沟通成本和摩擦成本。

因此，必须构建一个具备人工智能和强大算力的系统。一方面对用户个人特征信息进行持续更新学习，另一方面对金融市场变化进行系统分析，从而对原有投资方案和投资组合进行持续迭代优化，并以

人机互动的方式，向用户提示并确认投资方案的调整。从长期来看，系统稳定性必然高于人的稳定性。只有依靠系统和科技的力量，才能突破时间和人力的局限，提供稳定的投资能力，并且在养老金投资中实现全生命周期的陪伴和服务。

（三）投后：客户关系管理

美国的 Vanguard 公司曾经做过一个投资者调研，研究投资者更换投资顾问的原因，结论出乎意料：相较于组合的业绩，投资者更加看重投顾服务的体验。有 65% 的客户认为让他们更换投顾的首要原因是投顾个人服务层面的一些问题，比如投顾忽视关系维护、无法理解自己的需求、无法联系到，或者说原来服务自己的人员被更换等。而认为首要因素是投资组合表现的客户占比仅为 39%，由此可见投后服务在养老金投顾业务中的重要地位。

传统的公募基金售后服务模式比较单一，客户体验不好，主要有以下几个问题：一是 A 股市场波动较大，对持有股票类资产的客户造成了较大的心理压力；二是客户缺乏及时的市场咨询以及专业的金融知识，无法做出正确的投资判断；三是由于科技手段的缺乏，往往只有高净值客户才能享受到主动的售后服务。

我们所讨论的养老金客户的投后服务是对现有普通基金售后服务模式的革新和升级，其内涵是运用人工智能和大数据技术，基于客户生命周期所设计的一整套专业化的投资陪伴服务。养老金智能售后服务，在客户持有产品的过程中，当面临市场的巨大波动时，可以让其感知到相关的建议是真正从用户利益的角度提出的，从而使客户能

够长期持有养老金理财产品并分享到真正的投资回报。

1. 投资陪伴

传统线下的服务模式由于局限于线下网点以及普通客户经理或客服的服务，具有一定的服务边界，而且服务的效果是不可能做到专业、及时和高效的。但通过中心化的互联网化运营方式，可以第一时间生成高质量的陪伴内容并传递给客户，从而实现服务内容从低阶向高阶的发展。

(1) 市场分析

国内金融市场投资者以散户为主，市场往往有很多被情绪主导的短期投资行为，因此国内资本市场的波动率远高于海外成熟资本市场。为了让基金持有客户第一时间了解产品波动原因，可以利用大数据分析及人工智能的手段对市场上最新的重大新闻进行及时解读，并通过移动 App 推送给客户。例如，具体到养老金投资组合中的股票类资产投后服务，可以提供包括每日新闻提示、定期市场报告、盘中异动点评以及热点板块专题解读等全方位的股票市场分析服务。

(2) 账户服务

不同于传统的售后服务仅针对单一的基金产品，养老金账户的投后服务聚焦于客户养老金账户的整体服务方案，包含以下两步。

首先，要定期帮助客户进行账户分析。通过账户历史业绩的归因分析，帮助客户检视养老金投资计划的执行情况并发现存在的问题，这些问题往往包括频繁交易导致的业绩损耗、某类资产表现弱于业绩基准以及资产配置不平衡等。

其次，基于最新的市场变化，投资顾问会对于养老金账户进行调仓。为便于客户理解调仓的逻辑，不管是全权委托还是半自动委托的账户服务模式，都需要将调仓的详细逻辑用互联网化、形象化的方式进行展示。这样做一方面可以起到投资者教育的作用，另一方面也可以利用调仓的机会加强和客户的互动，让客户感受到专业化、高频化和透明化的投顾服务。

2. 智能客服

未来养老金投资的智能客服应该是“人”与“机器”的有机结合和分工，既能发挥人工客服的人性化服务优势，又能低成本地服务长尾客户。

(1) 借助“人”的优势：注重心理按摩和投资引导

为了优化用户体验，智能客服要借助人工客服的人性化优势，根据客户账户最新情况，对客户及时进行心理按摩，帮助客户克服追涨杀跌、急于求成等人性的弱点。

当股票市场波动很大时，很多基金投资者看到自己的账户在缩水，就会产生恐慌情绪，可能就会在低点卖出。此时智能客服可以通过大数据分析来展示历史上类似市场环境下的基金收益率情况，帮助客户更为理性地看待市场的波动，从而有效地引导客户长期持有。

另外，当市场过热时，此时客户账户的当前收益率可能已经达到了养老金年度投资计划中设定的收益率目标，为了防止客户因为贪婪在高位不减仓，甚至加仓，此时需要自动提醒客户卖出相应的资产以锁定部分收益。

（2）“机器”的优势

传统的人力投顾可以实现一对一专业化、个性化服务，但覆盖的客户数量非常有限，而通过科技手段可以扩大客户服务数量和服务范围，包括通过线上场景搭建、社群维护、直播路演、权益发放等服务形式，可以覆盖更广泛的人群。

首先，可以通过 App、小程序等搭建智能客服流量入口，从而一次性覆盖所有客户，使每个客户都拥有自己的“专属客服”。其次，利用 AI 语音拨打、智能匹配回答、消息自动推送、在线直播路演等金融科技手段和客户保持日常的交流和沟通，增加服务频次和客户黏性。最后，打造会员服务体系。针对不同资产规模的客户，可以赠送不同的线上服务权益，形成客户黏性并激励客户进行产品复购，这样就形成了客户服务闭环。

二、金融科技在个人养老金投资管理与服务应用过程中存在的问题与建议

（一）存在的问题

1. 严重的人才缺口

从国内主流的金融机构来看，以银行、保险、证券、基金等行业为代表，各家机构的技术人员占比集中在 3%-6%，其中专业的金融科技人才更是凤毛麟角，而高素质专业人才是推动该领域持续成功的关键因素。此外，各家金融机构在该领域的发展投入情况呈现多极分化，头部机构在该领域的投入占比是中部机构的 3-4 倍，而尾部机构几乎为 0。目前，养老金投资管理机构的金融科技人才占比和投入更

是低于金融行业均值，面临极其严重的人才缺口。

2. 数据安全及隐私保护

数据获取和隐私保护永远处在天平的两端。对于养老金的智能投顾而言，尤其是在投前若要做到精准营销，势必是以用户数据的获取为代价，如年龄、性别、收入、家庭结构等情况。从核心价值角度来看，大数据的关键在于海量数据的获取、分析和利用，以丰富的数据作为基础，让“有规律的随机事件”在大量重复出现的条件下，呈现几乎必然的统计特性。对于金融机构而言，要做到用户画像的精准描绘，同时兼顾用户的隐私，这便提出了更大的挑战。目前，除《中华人民共和国网络安全法》外，仅有国家互联网信息办公室在2019年5月28日发布的《数据安全管理办法（征求意见稿）》，数据安全及隐私保护方面的法律保障还远远不够。而在国家立法和行业监管之外，机构自律也是非常重要的一环。在大数据时代，相比隐私数据被使用，其实用户更担忧的是隐私信息被滥用，因此，数据保护是养老金投资管理机构开展智能投顾业务的核心前提。

3. 感性和理性的博弈

如果把养老金投资行为拆分来看，可以分为知识层面以及情感层面。知识层面指的是养老金投资决策的研究、制定和执行，更偏向理性；而情感层面指的是养老金投资过程中的情绪波动以及与心理预期的偏差，更偏向感性。而让机器做投顾，“投”是需要理性的部分，机器有优势；而“顾”的部分感性因素较多，科技的力量能在多大程度上代替人类，相对还是未知的。

4. 监管和配套机制的缺失

随着金融科技的发展与运用，养老金投资管理业务的模式、规模和效率都将出现巨大的颠覆与变革，监管者和被监管者之间的信息不对称进一步加剧，未来存在监管滞后甚至监管套利的可能性。此外，在养老金智能投顾业务中，尽管基础的法律关系没有发生改变，但其法律关系中的行为要素发生了改变，机器取代了自然人成为新的要素，相关配套机制目前正处于模糊化的状态。

（二）相关建议

1. 落实人才储备，培育创新基因

从外部来看，在响应国家政策继续支持各高校在人工智能等专业领域的发展与人才培养之外，养老金投资管理行业应鼓励机构走进高校，开展相关创新活动及比赛，通过产业与专业的碰撞结合，宣传金融科技的同时吸引青年人才。金融科技专业注重经济学与金融学、统计学、计算机技术尤其是软件编程、大数据、区块链、人工智能等多学科交叉知识的学习和掌握，养老金投资管理机构可以与高校共同培养适应当今时代发展所需的复合型专业人才。此外，通过鼓励养老金投资管理机构与各大科技公司的合作创新，尝试以专业论坛、产业共创和人才交流等形式，促进行业人才汲取相关领域的多维知识，解决“懂技术的多不懂行业，懂行业的多不懂技术”的核心痛点问题。

从内部来看，养老金投资管理机构可以根据业务需求与落地场景有层次地推进相关前沿技术的人才投入。从个人养老金的投资管理来看，智能营销、智能投顾是其主要应用方向，而该方向的前沿科技以

云计算、大数据和 AI 为主，区块链等的人才培养及技术资金投入优先级次之。

前文提到目前行业在金融科技领域的投入情况差异较大。对于中小养老金投资管理机构来说，目前多采取“轻科技”做法，即与金融科技公司合作，由第三方金融科技公司负责日常的运营和维护，但该模式在业务开展上存在一定的局限性。若能以大企业带动小企业，在业内培育创新基因，采取业务协同、同业技术输出等形式进行交流合作，通过规模效应降低行业整体成本，进而形成各机构从某一业务的单一技术到整体业务的科技服务升级，从而实现养老金投资管理行业整体金融科技水平的提升。

2.着眼数据周期，建立安全体系

在大数据时代，相比隐私数据被使用，其实用户更担忧的是隐私信息被滥用。因此，数据保护是养老金投资管理机构开展智能投顾业务的核心前提。对于机构而言，可以从以下几点展开，建立健全数据安全体系。

（1）着眼数据的全生命周期

在养老金的整个投资过程中，数据安全是一个长周期，而在数据的生命周期内，对数据及数据质量的需求是不断变化的，因而在产品的各个阶段针对不同的数据都要进行有针对性的保护。按照业务流程，可以分为设计与定义（业务需求规划、数据的定义与分层）—创建与收集（数据的收集、测试与变更）—使用与维护（数据的监控、留痕与分析）—整理与归档（数据的存储、备份和销毁）。在不同的业务

流程阶段中，都需要时刻关注数据安全，做到动态跟踪及提前防范。

（2）建立自上而下的数据保护机制

从养老金投资管理机构的角度出发，数据安全是一个需要各部门协同关注的事项。除了常规的防火墙机制外，业务、风控、合规、IT、运营等部门需建立协同及联动机制，定期开展风险评估与数据回测，针对不同的业务场景制定有效的保护方针，落实数据安全相关风险点处理办法及相应防范机制，增强员工的整体数据安全意识。

（3）采取适合的数据安全保护技术

对养老金投资机构而言，做到最基本的数据安全所需的保护技术包含数据备份、建立权限和敏感数据加密这三点。而在数据的采集、传输、存储及交换的过程中则可以采用更多不同的数据防护技术，包括数字水印、加密技术、脱敏技术、元数据管理、存取控制、监控审计等方法。

3. 确立互动体系，力求人机平衡

从长期趋势来看，养老金智能投顾系统的学习能力将更强，其所做出的投资决策势必将更加合理，可以较好地反映养老金投资者长期的风险偏好及收益预期，并且能做到动态调整。但我们也需要意识到的是，没有人可以做到完全理性，当市场出现波动时，让机器对养老金投资者的非理性行为（赎回或停止定投）进行直接沟通可能收效甚微。

因此，至少从目前来看，人机的密切互动仍离不开人与人的直接沟通，面对不同的市场情绪反馈，机器的应对策略需与专业顾问的建

议并行，实现所谓的心理按摩服务，从而有效引导养老金投资者进行长期的使用和持有。通过不断的反馈与沟通确立一套完整的互动体系，成为养老金投资者的“Siri”，深度解读用户情绪、完善用户画像，尽可能地平衡感性与理性，最终达成真正意义上的“千人千面”。

4. 强化监管效能，明确责任义务

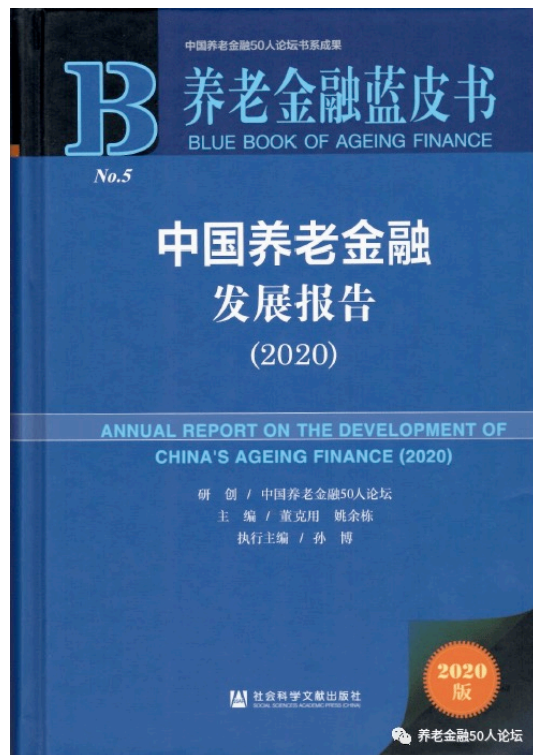
在2019年举办的智能投顾与法律研讨会上，《智能投顾与法制研究报告》中指出：无论通过何种路径进行监管，要实现消费者权益的保护和金融市场的稳定，首先要完善责任机制，明确智能投顾的责任主体。第一，智能投顾不能成为主体，因其没有独立的意识、资源的占有，没有行为能力，没有责任能力；第二，智能投顾不能成为客体，因为智能投顾本身不是在智能投顾法律关系中权利和义务共同指向的客体，也不是被买卖的客体，它只是一种行为。因此，智能投顾业务应当被认作经营机构的行为或者经营机构雇员的法律行为，即养老金智能投顾的基础法律关系是养老金投资管理机构与投资者直接形成法律关系，责任主体为养老金投资管理机构。

然而对于监管来说，即使可以明确养老金智能投顾业务的法律主体，主体仍然存在义务的黑盒，例如虚假宣传（带有欺诈、故意性质的非市场操作，使养老金投资者遭受实质性的损失）、利益冲突（如部分产品的实质在于帮助基金做销售导流）、专业能力的信息不对称等。现阶段，这些灰色地带较难界定。参照国际经验，并结合国内养老金投资管理业务现阶段的特点，监管机构可以从以下几点着手。①制定统一法规。对于养老金智能投顾业务，建议将其纳入投资顾问业

务的监管框架，明确其定义和范围、准入条件、禁止行为及相关罚则等。②规范牌照发放。建议监管部门明确养老金智能投顾展业机构应具备的业务牌照，以及相应的审核标准及流程，禁止非持牌机构开展与养老金智能投顾业务相关的任何活动，同时制定对违规人员的罚则并明确执行机构。③明确权责分配。除了之前所提及的主体识别制度的搭建以及义务体系的落实，监管需要明确权责分配，防止“科技套利”，避免系统性风险的发生。

综上所述，金融科技为养老金投资管理机构如何做好个人养老金投资管理与服务提供了强大的技术支撑和实现路径，也是难得的发展机遇。但如何抓住这一发展机遇，做好人才储备、技术研发、市场研究与培育和外部合作，并依法合规地推进金融科技的应用，需要养老金投资管理机构的群策群力及共同推进。

杨博理、王浩宇、刘致勇：个人生命周期下的养老金融服务与产品



《中国养老金融发展报告（2020）》

一、个人生命周期与养老金融

（一）个人生命周期的划分及其金融特性

根据人在一生之中进行消费和获得收入的差异性，可以将人的生命周期分为三个阶段，即成长期、工作期和退休期。三个阶段彼此影响、相互支持，并非简单的顺延关系。个人需要长期规划、合理安排消费和储蓄，才能实现整个生命周期中消费需求的最优化满足和投资效用的最大化。

本文摘自《中国养老金融发展报告（2020）》第346-365页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

第一，成长期及其金融特性。成长期也称为青少年时期，是人力资本加速积淀的主要时期，金融资本上则主要是消费支出，该时期通过个人成长和接受教育的过程实现不可或缺的知识与技能储备，为以劳动为主的工作期打好基础。

第二，工作期及其金融特性。工作期是人力资本向金融资本转化的主要时期，个体以工作或劳动的方式积累财富，通过储蓄的形式，建立经济及物质基础，提供完善应对退休期各类需求的保障。作为生命周期的关键阶段，工作期所跨越的时间长度，对个体收入持续增长和能力不断提升影响重大，也与退休期个人养老需求的实现及为下一代提供扶持的能力休戚相关。

第三，退休期及其金融特性。退休期是金融资本的兑现阶段，在这段时期内，个人不再获得工作收入，在金融上以消费为主，主要目标是安度晚年。

（二）对应生命周期不同阶段的养老金融需求

1.养老金融教育宜从成长期开始开展，同时有侧重地在工作期和退休期进行

清华大学经济管理学院中国保险与风险管理研究中心与同方全球人寿保险有限公司联合发布的《2019 中国居民退休准备指数调研报告》指出，居民金融素养与个人退休准备之间存在正相关关系，金融素养越高的人群，越倾向于进行个人退休准备。养老金融教育对养老目标达成具有重要作用。虽然退休准备意识、财产知识水平、财务问题理解能力等养老金融素养会随着年龄的增长显著提高，但成长期

始终是为全生命周期奠定良好金融素养的最佳阶段。金融启蒙越早，金融意识越深刻，规划越充分。但从目前的实际情况来看，在整个金融教育体系，以养老为目标的金融教育占比还相对偏低，长期金融规划意识还相对薄弱。养老金融教育，尤其是成长期的养老金融教育仍有极大的发展空间和必要性。在成长期及早打好基础，有侧重地在工作期和退休期夯实，才是最理想的路径。

目前，金融理财素养的缺乏是当代青少年素质培养的一大缺陷，我国青少年的金融教育特别是养老金融教育被有意无意地忽视，主要源于几方面原因。

首先，在我国传统教育理念的限制下，如何全面、持续地以恰当的方式面向下一代开展金融教育，依然是一个亟待各界关注的课题。广泛存在的现象之一是，将脑力开发和道德教育作为成长期最重要的教育内容，而对金融教育避而不谈，甚至害怕会导致孩子沾染投机习性。大多数教师和家长的意识中仍存在着智育第一的认识。虽然部分学校尝试落地小银行之类的金融启蒙实践，如孩子获得可自主支配的少量零用钱并开立个人银行账户等，但这样的金融教育整体而言较为基础、分散、非系统化，青少年的金融素养难以实现实质性的提升。

其次，我国的金融教育尚未形成成熟的理论基础和系统化的实践方案，养老金融教育作为一个新兴的分支，同样缺乏相应的理论和实践经验。很多成年人尚不具备养老金融教育中涉及的储蓄、投资、保障等金融知识，对青少年的养老金融教育更容易差之毫厘、谬以千里，在成长的早期造成其对财富价值及运用的理解偏差，对其长期发展带

来负面影响。

作为金融产品的使用者，个人是金融业得以稳定、可持续发展的重要组成部分。金融业的健康发展、系统性风险的规避，离不开个人金融素养和风险观念的适当匹配。

2. 针对养老目标进行投资主要集中在个人的工作期

根据生命周期理论，通常工作期的收入大于消费，是形成正储蓄的阶段，而退休期收入小于消费，形成负储蓄。这就需要在通过工作（或劳动）获得收入的工作期，以储蓄和投资进行储备，满足包括退休期等生命各阶段众多需求，也意味着针对养老目标进行投资的行为主要集中在个人的工作期。

由于工作期是三个周期中仅有的形成正储蓄的阶段，如果在退休期需要更多的资金来支持养老消费，就意味着在工作期必须达成更高的储蓄和投资目标。而以下几个因素及其叠加对个人工作期养老目标投资提出了更高的要求。

第一，我国老龄化超前于经济发展，发达国家多为“富老同步”，即老龄化与社会财富积累阶段基本匹配，我国的老龄化特征则是“未富先老”。应对人口老龄化的经济实力薄弱，养老金储备规模占财政支出的比重也相对较低，和发达国家相距甚远。一方面是经济发展不足导致的养老金整体供给有限，另一方面是老龄化问题导致的养老消费需要的资金量增大，两者之间差距的扩大就导致了对工作期储蓄和投资更高层次的要求。

第二，随着老龄化进程的推进，劳动力供给的降低导致了养老金

缴纳人数的下降，养老金规模随之受到影响。此外，我国退休年龄和缴费年限低于世界平均水平。我国劳动年龄人口进入负增长，劳动年龄人口的持续减少，需供养的老龄人口的持续增加，带来了不断升高的老年抚养比。世界男女性的平均退休年龄分别为 61.08 岁、59.48 岁，而我国的法定退休年龄低于世界平均年龄，在国企改革中更有部分人提前退休，也产生了可能是全球最低退休年龄、最短缴费年限的不尽合理的现象。

3. 通过金融手段保障养老消费的合理实现发生在退休期

老龄化在中国不断加剧，给政府和个人都带来了越来越大的养老负担上的挑战。个人需为退休和养老做好充分准备的观念逐步得到更广泛的接受。随着生活水平的提高，老年群体在居家养老、社区养老、机构养老三大场景中，均有衣食住行各方面越来越丰富的需求，例如护理、医疗、体检、运动、保健等健康医疗相关的，旅游、旅居、老年大学等精神文化相关的，餐饮、购物、娱乐等社交、消费相关的多领域多样需求。

这些需求均对养老消费的实现提出了更高的要求。不同的需求行为对应着不同的现金流要求，这种相对复杂的现金流配置通过更为切合的金融产品来实现是一个可以发展的方向。现阶段，金融机构的产品和服务尚难以满足大规模、多样化的养老需求，国内的养老保险产品还比较单一，市场需要持续创新的供给，养老金融产品还有很多待开发的处女地。与此同时，成长期及工作期的养老金融教育及养老目标投资在一定程度上可以与退休期的保障型金融产品挂钩，构成更为

完善的养老金融服务体系。

（三）适配不同需求的养老金融服务与产品

1. 养老金融教育是一种需要金融机构和社会共同承担的金融服务

金融机构、监管部门、个人投资者均在养老金融教育中扮演着重要的角色，需要共同承担，各司其职，长期投入。金融机构需要在投资者教育与保护理念的指导下，落实投资者适当性管理，提升信息披露和风险管理的完善度，设计投资产品和投顾服务，形成与个人生命周期不同阶段的风险敞口相适应的匹配；监管机构需要重视养老金融教育的顶层设计，推动自身与地方政府、教育部门、金融机构等的高效合作，加强对金融机构的引导工作，让投资者教育与保护成为全社会共同认可的理念；个人投资者需要从养老教育、长期投资教育、资产配置教育、风险教育等方面树立正确的养老金融观念。

正如前面所述，养老金融教育的需求贯穿于人的生命周期始终，因此在金融教育的设置上具有一定的特殊性，需要在不同阶段针对不同的目标有节奏地开展，同时保持整体教育逻辑的一致性。例如，在对于养老金融教育尤为重要的成长期，一是要帮助青少年树立正确的理财意识，二是要培养适应养老所需的金融素养。因此，对青少年的理财教育需要在社会、学校、家庭多方的共同努力下进行，创造科学、健康地进行财富积累和使用的氛围，包括提升媒体在引导消费理念中的规范性、呼吁适度消费的社会健康消费观等；设立校内的财商培养相关课程，设计针对养老金融的知识板块，将养老金融素养和能力的

培养融入青少年学校教育中等；家庭教育中创造孩子亲自参与及实践的场景，形成知识运用的闭环。

体系化的养老金融教育离不开扎实的金融教育内容和方法，对应的内容和方法也需要根据青少年的成长，思维能力和理解能力的不断提高，进行深化和迭代，并始终以养老退休的目标为指引，形成体系化的养老金融理财模式。

2. 养老投资需要金融机构提供丰富的养老金融产品和投顾服务

由于养老活动发生在人的退休期，因此为了实现养老的目标所需要进行的投资活动也就具有一定的长期性。在这种情况下，一般的获取投资收益的投资产品特别是短期投资产品，是无法满足养老投资需要的。首先，应该有相对长期的投资目标，其次，基于这些目标动态调控投资行为的产品更为契合实际需求。在这种实际情况下，资产配置是首先需要被引入养老投资的框架中的。在相对长期的投资行为中，资产配置可以在保证投资收益的前提下，有效地降低投资的风险水平，令长期投资结果更加稳定。

更进一步，养老投资在大的资产配置逻辑下，可以更精细化地根据客户的实际情况，选择合适的资产配置比例，以期更好地达成养老投资的目标。一方面，金融机构可以提供各种以养老目标为导向的投资产品，这些产品通过更为长期的投资规划，旨在为不同年龄段、不同情况的人群提供更为合适的投资策略，从而实现在临退休时获得更为丰厚的投资回报；另一方面，可以基于投资顾问等形式，为不同情况的人给出更为合适的投资建议，使其获得更高、更有保障的临退休

投资结果。

养老金缺口压力的分担和应对，需要多层次、多支柱的养老金体系。除了服务于个人投资外，可以将这些投资服务和投资产品嫁接到第一支柱的基本养老金，第二支柱的企业年金与职业年金，第三支柱的个人储蓄与投资、商业养老保险等体系之内，退休期在可使用资金的层面上可更好地支持人们的养老行为。

3.为更好地服务退休期，金融机构应提供必要的保障型金融产品

前面提到，在退休期不同的消费需求对应着不同的现金流要求，在个人无法有效处理这些现金流的情况下，金融机构的保障型产品就成为必要的辅助手段。通过金融产品的规划和控制，个人能够更有效地在不同消费项目和不同时间点上分配资金，达成更为有效的退休消费。规范创新金融产品，将有助于解决退休期面临的金融问题。

根据可使用的现金流和需要支付的现金流的不同，可以设计不同的保障型金融产品，用以解决相对应的问题。例如，可以将房屋售卖的现金流提前折现，创造出以房屋作为抵押的金融产品，从而实现预付型消费，相似的还有其他的反向抵押贷款等产品；为了应对生存年限不确定性带来的消费总金额的不确定性，可以创造长寿保险等覆盖完整退休期的保障型产品，保证消费不会断档；等等。

二、贯穿生命全周期的养老金融教育

（一）养老金融教育涉及的范围

随着养老金融创新、愈加复杂的产品、趋于多样化的服务不断涌现，股票、债券、基金、外汇、个人理财、税收规划等金融产品和服务

务令个人投资者目不暇接。同时，养老规划的长期性意味着投资者需要克服短期波动影响而进行长期投入；养老规划涉及人群的广泛性意味着与其他投资相比，其更需要考虑风险承受能力低的人群，尤其是低收入、金融素养水平有限、低风险偏好的人群。作为金融产品主要的购买和使用者，个人投资者是金融服务业的重要组成部分，金融投资知识成为必备。综上，金融教育应包括两方面，一方面意在提升养老储备意识，另一方面意在培养投资能力。

1. 提升养老储备意识的金融教育

目前中国居民的养老储备意识较为薄弱，为养老进行资金储备的行为也显得不足。同时，国家层面在养老金上的工作由于普适性要求相对一致，难以满足多元化的养老需求。

在这种情形下，个人在养老过程中面临越来越重的责任，为了更好地实现自己在退休期养老的目标，应该尽早地提升养老储备意识。养老金融教育的重要作用之一是帮助投资者理解“三支柱”所包含的各种养老金方案，及早采取主动。例如，提供关于各种养老金和退休计划的特性，使投资者得以理解面对每种方案应该如何应对。

根据部分发达国家的实际经验，养老储备中有一大部分来自个人储备，例如在澳大利亚和新西兰，养老消费的75%以上来自个人积蓄，在美国，房产和其他财产收入构成了老年人主要的养老收入来源。因此，有必要引导个人从成长期、工作期就开始思考、统筹、安排自己的养老问题，提升老年群体养老储备意识，建立承担自身养老问题首要和主要责任的“自抚”意识和“自抚”能力。

2.用于培养投资能力的金融教育

金融教育可以为退休人员提供信息和技能，使他们在养老金计划和任何个人储蓄计划中做出明智的投资选择，从而有助于他们的福利提升。既可以为退休人员提供基本的财务信息，例如风险和回报之间的权衡以及复利的价值，也可以提供关于特定类型投资的利弊等更具体的信息。

当下金融环境复杂性的提升对个人投资的风险意识和保护自身权益的金融素养提出了更高的要求。养老层面的金融投资往往具有更长的投资期限，会影响到风险的表现，和普通的追求回报率的投资行为有一定区别，因此比普通金融投资需要更多的知识。养老金融基础知识既包括狭义的关于金融市场的投资性知识，如股票、债券、基金、外汇等的概念、功能，及其购买过程的注意事项等，又包括广义的与个人生活密不可分的消费管理、家庭预算、养老储备及规划等多方面的常识性的理财知识。同时，个人的理性投资、正确决策离不开其金融风险意识的适当性匹配，以及正确理解各类金融工具、清晰分辨金融产品与服务中的收益与风险的能力；而投资权益保障、争议处理等则需要消费者权益保护方面知识的储备。

（二）如何提高金融教育的效果

1.养老金融教育的多种形式

退休养老的受众是广泛而且多样化的，其与买车、买房、为子女的教育进行储蓄这些短期财务规划的目标不同。养老的金融规划实际上是从成年生活开始到结束横跨几十年，因此，针对不同年龄段的金

融教育的目标也不尽相同，具体的教育形式也应该相对地有所不同。

首先应该重视青少年阶段的养老金融教育。既包括基于青少年的学习特点，设立及编撰课程体系及内容，策划多媒体形式的教学素材；又包括在充分利用当下的教学资源之余，增加具备金融专业素养的师资力量，从早期即为青少年提供体系化的基础性金融理论知识、金融实践机会、理财观念。成功的成长期养老金融教育能对后期人生各阶段理财意识和理财能力的养成起到事半功倍的作用。

在工作期，一个关键的信息是时间复利。例如，刚毕业的大学生在退休之前，他们的储蓄有几十年的复利。在工作期的后期，持续进行金融储备是关键，这段时间往往存在其他生活或家庭开支过多的问题，因此退休储蓄可能被推迟或资金不足。促进养老储备的金融教育不必拘泥于授课或者类似的形式，可以是基于职场的养老金融教育计划，也可以是由下而上的零散信息冲击，例如各种公众号文章等。要达到的目标是增进个人对这些内容的了解，进而促进个人对养老储蓄必要性的认知。

目前，个人金融素养参差不齐的现状、养老金融知识体系的复杂性及对实践性要求较高的特性，共同决定了国民养老金融素养的提升是一个需要社会各方共同努力、需要多管齐下的长期过程。

2. 聚焦养老金融教育的关键问题

如前所述，养老金融教育的受众是广泛、多样的。而在不同的受众群体中，存在两个关键节点：工作初期的投资计划开始和接近退休时的投资消费转换的选择。投资计划时期的学习主题包括复利随时间

变化的影响、如何进行退休储蓄需求分析、养老投资的特点和基本现金流管理策略等。在退休计划的分配阶段，储蓄和投资收入转化为退休收入，对于学习者来说，需要掌握的知识是完全不同的。其中包括确定退休储蓄是否充足、社会保障福利、补足退休计划策略、医疗和长期护理费用计划，以及确定从储蓄中提取的金额等。这些与实际现金流相联系的金融知识是养老金融教育要关注的关键问题。

此外，资产的合理配置也是养老金融教育需要关注的重点。金融知识的储备与资产配置的优化密不可分。受金融知识缺乏的直接影响，部分居民进行了不尽合理的资产配置，导致财产性收入低于应有水平，例如把银行定期存款作为全部积蓄的单一理财方式，采用定期存款与国债的简单组合，长期将无其他理财业务和支取使用的大额资金存放于银行活期存款账户。金融知识的贫乏导致股票、债券、基金等产品及其交易在部分个人投资者中的合理使用受到制约。由于养老投资相对长期，资产配置就更为重要，因此需要加以关注。

三、工作期养老投资实施的重点内容

（一）养老投资的基础策略和产品

1. 动态的资产配置

目前来看，居民在工作期进行投资时，最主流的投资种类为储蓄和银行理财，风险相对更高的股票、债券、期货等产品相对占比较低。很多个人和家庭的投资资产项中，现金类投资占据了绝大部分额度。工作期养老投资的时间跨度较长，横跨人的整个工作时期，一般在三十年甚至更长。在相对较长的时间跨度下，现金及现金等价物比重过

大，相对而言收益率较低会影响其投资目标的实现。

从美国的经验来看，个人在养老金资产配置策略方面显著地极端化，仍有相当比例的人终身持有 100%仓位股票和持有 0 仓位股票。而实践结果表明，全部投资于风险资产的参与者积累效果极度不稳定，并严重依赖于积累末期的股票市场表现。而全部投资于无风险资产的参与者则积累不足，无法实现较高的养老目标。

实际上，一个相对分散化的资产配置方案，是更符合养老投资这种既在长期追求更高收益水平，又需要保证末期投资结果具有相当程度的稳定性的投资要求的。投资者将资金分配在不同的资产上，如货币基金、股票、债券、外汇等，以尽可能提升持有资产的整体收益、尽可能降低风险为目标，决定所投资产的种类及金额，或者说在一定预期收益下最优化风险，将现有的资产进行优化配置。资产配置适用于长期投资，是适应工作期养老投资的投资逻辑和投资方法的。

在资产配置的具体策略上，成长期的养老投资也有其特殊性。对于不同特征特别是不同年龄段的投资者，距离成长期结束的时间长度不同，对应的风险水平也有所区别，反映在资产配置上，就会呈现不同的最优资产配置方案。在整个成长期内，这种特性的变化是动态的、持续的，因此动态的资产配置才是成长期内养老投资的核心逻辑。

2. 服务于养老的投资顾问

以上论述了资产配置在工作期养老投资中的作用，但是要实现这种动态的资产配置，是一个比较困难的事情。

首先，我国居民的投资意识薄弱，投资能力不足，既缺乏对整体

经济形势以及金融市场运作规律的系统理解，也欠缺了解、接触各类投资产品的经验，对自身风险承受能力的动态识别，对资金流动性、安全性、稳定性的合理配置和利用。其次，投资者在各个渠道获取的相关资讯往往是非客观的，主观评价较多，不够全面，投资者自身又缺乏深入研究或者独立分析能力、投机心理重，存在被片面宣传误导做出非理性决策的可能，从而造成资金损失的负面影响。最后，不同的个人在投资期间存在不同的特征，例如年龄、健康、信贷、房产等多方面的异质性。这些异质性会产生不同的背景风险，影响个人的实际风险承受水平和投资期望水平，进而影响最优的资产配置方案。这些复杂的因素使动态资产配置更加难以实施。

为了促进养老投资的实际实现，可以引入投资顾问，以顾问的形式解决上述问题。投资顾问本身具有投资上的专业性，从而解决居民投资能力薄弱的问题；投资顾问具有中立性，以客户目标为工作目标，从而解决投资者受非客观引导、产生投机心理的问题；投资顾问可以一对一进行客户沟通，从而在个人异质性的基础上，提供更适合个人的养老投资方案。

上述问题，也从一个层面刻画了对投资顾问的现实要求，我们需要既专又全的财富管理人才来担当这一任务。客户养老金融服务的涉及面广而复杂，金融机构要不断通过学历、资质认证，技能培训和末位淘汰等手段提升投顾队伍整体的专业度。客户养老资金管理的服务周期长，金融机构要考虑以较好的薪酬福利制度与公司文化来维持专业人才队伍的长期稳定，鼓励投顾人员与客户建立长期信任。

3.以目标为导向的投资方案设计

由于养老目标较为明确，期限相对固定，因此在工作期的养老投资中，有必要设定相应的投资目标并将之融入产品设计和投资方案设计，可以做到长期的动态资产配置有的放矢。

在为投资者设计投资方案时，首先要帮助他们明确投资目标，其次以简单、直观的方式为投资者提供相关的一体化信息。例如明确退休时所获得的收入才是真正的投资目标，而不是投资组合价值，那么风险与收益的度量和管理应以退休收入为基础，还需要计入通货膨胀、寿命等变量并予以展示。由于普通投资者往往无法正确理解长期的养老目标投资和短期的投资结果之间的差异性，因此为其提供实时的资产回报率等投资结果信息，可能会是一个适得其反的设计，这是在处理投资目标展示时可以加以考虑的。

投资方案对普通投资者的展示保持简单是有必要的。投资者可能看到的只是选择和做出选择的必要信息、达到目标的机会的某种度量，例如最后获得预设投资结果的概率，或者达到退休投资要求所需要的最低收入等。

在这样的设计下，假设某位投资者正在看这个简化的投资方案展示，并且看到他的目标收入的达成概率相对较低，那么可以为他提供三个选项：更加节省、工作更长时间或在投资上增加风险。在这样的处理下，用户在处理养老投资时需要考虑的仅仅是更加有掌控力的三个决策项，这比让用户直接决定投资多大比例的股票更加友好。

4.多主体助推的养老投资执行

由于工作期内的养老投资时间跨度较长，而且直到工作期结束才能看到最终的投资效果，因此个人往往是无法在这么长的时期内保持投资的一致性的。在这样的情况下，需要金融机构、政府机关等相关主体提供促进性的工作，帮助养老投资的顺利执行，一般称之为助推。

在增强和发展养老体系的措施时，主动设定适当的默认选项是一个行之有效的办法。在实际的企业养老计划操作中，将员工选项设置为“自主选择加入”还是“默认自动加入”，往往直接影响员工的参与率。当员工需要选择加入时，养老计划的参与率在 50%-55%，采用了默认加入之后，参与率提升到 90%以上。

比如，当养老保险计划的默认选项是不参加时，员工必须要采取一些行动才能加入这项计划。当员工们具备了参加保险的资格之后，他们通常会收到一张需要填写的表格。那些希望加入保险计划的员工必须确定自己愿意为此付出多少钱以及如何按照计划中提供的方案进行投资分配。但是对许多人来说，填表是一件痛苦的事情，许多人会因为懒得填写表格而放弃参保。

改变这种情况的一个行之有效的方案是采取自动登记的做法，即当一名员工刚刚取得参加保险的资格时，他便会收到一份声明，并将会被自动纳入养老保险计划，如果员工要退出养老计划，那么他必须要主动填写一张表格提出申请。在美国推行养老金固定缴款计划的过程中，自动登记已经被证明是一种极为有效的提高参保比例的做法。

另外，由于个人缺乏足够的金融知识，教个人选择合适的投资标的是十分困难的事情。不同的人年龄不同、风险承受能力不同、投资

目标有差异，因此适合的金融产品和策略是有所不同的，而这种适合的产品选择能力往往是个人所欠缺的。在这种情况下，策略提供者基于大部分人的综合特征进行优化，为个人账户的投资标的选择一个默认的产品或策略，大概率会比个人胡乱选择要好。如果某些个人具备选择合适资产的能力，也可以进行选择和改进。

（二）养老目标投资的策略和产品

前面已经提到，由于养老投资具有长期性，因此在实际操作过程中，资产配置比例需要动态调整。但是在实践中，普通投资者往往都偏向于极端配置，即全部投资于股票类产品或者全部投资于债券类产品。为了将动态的资产配置进一步产品化并落地，业界发展出了目标风险基金和目标日期基金两种产品形式，更好地将养老投资效用最大化，进而更为有效地达成养老投资目标。

1. 目标风险基金

目标风险基金的发展已有 20 余年，目前已经成为一个相对成熟的投资产品形态。基于定量的风险控制策略，目标风险基金可以为不同风险偏好的投资者提供对应风险收益特征的投资组合，通过合理的资产配置实现具体的投资目标。针对不同的风险等级，目标风险基金由低到高分为若干个产品，从而适配不同的投资者。

在具体策略上，目标风险基金一般会选定某一种具体的风险度量指标或风险度量方法，然后为一个产品设置一个风险目标值，将产品风险等于该风险目标值作为约束条件，并在此基础上使用优化模型优化预期收益水平或者其他业绩指标，从而得到组合中各类资产的配置

比例，作为目标风险基金的投资方案。在实际操作中，往往会构建不同风险水平的投资产品，用来满足多类投资者的需求，从而资产配置权重也不同。

2. 目标日期基金

目标日期基金是将资产配置在生命周期中进一步动态化的产品形态。一般来说，目标日期基金的时间跨度在 50 年以上，尽量覆盖一个人的完整生命周期。在相对长的时间跨度内，个人的风险偏好水平和年龄是有很强的相关性的，那么在不同的年龄段，应该进行不同风险水平的资产配置，也就是投资于不同配置比例的投资标的。

当投资者较为年轻时，其通过收入累积资金的能力较强，同时距离养老阶段的时间最长，因此具有最强的风险承受能力，对应地应该配置较高比例的权益类资产，将资产配置的整体风险维持在一个较高的水平，用于博取相对较高的收益水平。随着投资者的年龄不断上升，其工作经验的增加和财务资本的累积，可能带来更多的可投资金额，虽然距离养老更近，但是风险承受能力依然可以维持在较高的水平，权益类资产的比例可以维持不变。随着年龄的进一步增长，人力资源已经有所消耗，距离养老的实际发生越来越近，未来积累资金的能力也明显减弱，此时风险承受能力就会随之减弱，对应地应该不断增加组合中债券类资产的比重，从而不断降低投资组合的整体风险水平，更为稳定地获取最终的投资结果。

在具体的投资策略上，目标日期基金会设计一个下滑轨道（Glide Path），用来调整其在不同时间点上的风险水平，从而最优地适配在

不同年龄阶段的个人风险承受能力。而对于某一个具体的时间点，可以看作在某一个具体的风险水平上构建一个目标风险基金。因此，一个目标日期基金，可以视作多个目标风险基金在不同时间点上的动态组合。

举一个业界的实际案例，先锋公司的目标日期基金使用 Vanguard Life - Cycle Investing Model (VLCM) 进行下滑轨道设计，VLCM 能够根据全部投资者的普遍特征以及平均投资约束来定制投资组合的下滑轨道，体现了生命周期投资理论的主要特征，同时使用成本收益法对下滑轨道设计结果进行分析，评估不同资产配置决策下的风险收益情况，在不同的市场情境假设中模拟组合表现，最终得到最优的下滑轨道设计。具体方法上，VLCM 使用 Monte Carlo 模拟的方法随机生成下滑轨道路径，对于每个随机生成的路径，VLCM 能够计算出退休时点的财富累计值分布情况，随后使用广义效用函数对每一个路径对应的分布进行打分，打分算法既考虑了投资者风险收益平衡角度的效用最大化，又考虑了期末财富无法达到退休目标要求的风险问题，最终在全部模拟路径中找到最优的效用打分对应的下滑轨道路径。

可以看到，目标风险基金和目标日期基金对应人群是不一样的，目标风险基金往往提供给那些了解适当风险水平的投资者，例如较为专业的个人投资者或者养老金管理者，目标日期基金则较为适合那些想把养老投资完全委托出去的个人。

3. 法律法规有助于推动养老目标投资的开展

基于美国的经验，推进养老目标投资的开展不仅需要金融机构创

造投资产品并致力于营销，也需要法律法规在顶层设计上的支持和推动。而且法律法规的推动往往更为有效，具有决定性的作用。美国《2006年养老金保护法案》的出台明显加速了养老计划参与率的提升，优化了美国大众的养老投资整体配置情况。具体原因是：通过加大税收优惠的激励力度，增强了个人参与养老投资的动力，添加了自动加入原则运用及保护条款，计划发起人不必担心计划不符合规定而失去享受税收优惠的资格。养老计划默认自动投向目标日期基金，快速提升了美国目标日期基金产品的市场份额，帮助实现了投资者风险和收益的适当平衡。同时免去了企业在设置默认选项时的应诉风险，提升了企业在优化养老计划上的积极性。

四、应对退休消费的养老金融产品与策略

（一）退休消费下的养老金融特性

1. 多样化的养老消费需求和复合的现金流管理

不论是从养老产业的实际发展情况来看，还是从政策支持方向来看，退休后的养老消费都会朝着多元化的方向发展。2019年国务院办公厅印发的《关于推进养老服务发展的意见》就给出了有效满足老年人多样化、多层次养老服务需求的方向和提法。

在具体方向上，可以观察到如下趋势：随着人口老龄化趋势不断增强，照护服务需求日益扩大；老龄用品特别是老年医药用品的消费需求持续增长；互联网的不断普及使老年人的网络消费逐步增加；老年人对精神文化生活的消费需求不断增强，旅游消费逐渐受到老年人青睐等。

这些不同层次、不同频率下的养老消费对应着各不相同的现金流要求。同时，这些消费也存在不同的需求强度和必要性，因此对于不同投资储备积累水平、不同消费水平的老年人，需要提供不同的消费计划、进行不同的取舍。这些偏向于消费处置的现金流管理，是可以考虑使用金融产品进行管理和优化的。

当然，在当前阶段，退休期养老金融产品往往更偏向于对整体的现金流进行金融上的管理与优化。例如，为了保障基础性消费的现金流，可以购买年金型产品；为了使基础性消费不会因年龄不可测的问题面临现金流缺失，可以购买长寿保险类产品；为了将住房这种涉及消费同时又可以转化为资金的资产提前变现，实现更有效率的消费，可以使用住房抵押贷款类产品；等等。

因此，我们可以看到，随着退休期消费越来越多样化，本来就比较复杂的现金流管理问题将变得更加复合、交叉，这也会进一步刺激对顾问型服务的实际需求。在这个阶段，金融顾问的服务范围将超过普通的投资顾问，涉及更为复杂的消费类、保障类产品的甄选，甚至是对客户本身消费需求的理解，以形成整体的金融建议。这需要顾问人才具备更为广泛的金融知识、交叉型知识和服务经验。

2. 退休期的持续投资决策

对退休期现金流有所影响的另一重要问题，是退休期开始时，是将所有工作期的投资储蓄结果转化为消费类金融产品用以支持消费，还是保留一部分资金继续投资。这实际上涉及整个退休期的现金流规划，是在多层次消费之上、直接影响消费计划的整体规划问题。

对于这个问题的看法，也存在不同的观点。例如，诺贝尔经济学奖得主 Robert Merton 在他关于生命周期投资的演讲中就认为，工作期的投资储备结束之后，应该将资金全部切换到消费、保障型的金融产品上，用以更好地实现养老消费。实际上，由于退休期处于资金的消耗阶段，可投资时长也相应缩短，再进行投资只能尽可能地降低风险水平，继续投资的性价比较低，因此在退休期投资并不是效用很高的方案。

但是这种观点的前提条件是退休期可以依仗的金融产品足够丰富，可以有效地规划消费现金流。而实际情况下，金融市场中的产品供给往往是达不到这个程度的，因此继续投资、保持足够的资金储备，是保障个人能够顺利实现退休期消费特别是长寿情况下维持消费的必要方案。

因此，金融机构也会相应地提供退休期的投资产品和投资解决方案。例如，先锋的目标日期基金的产品线实际分为了两类：“To”系列和“Through”系列。其中，“To”系列在到目标日期时股债比例即达到最终稳定，保持不变，而“Through”系列下滑曲线在目标日期后股债比例仍旧持续调整，这类产品在目标日期附近的资产配比相对激进，同时在目标日期之后权益类资产的配比会继续递减。

（二）应对退休消费的保障型金融产品

1. 基础：年金型产品等

年金是保险公司提供的一种保险产品，它会在一定时期内为年金购买者周期性地提供现金流，是应对退休消费的保障型金融产品中最

基础的产品形态。具体而言，年金购买者先一次性地或者分多次地向保险公司缴纳保险费用，然后在约定年龄之后，就可以按约定金额、期限、周期获得现金流，简称保险金。

作为保障型金融产品的最基础形态，年金在退休消费中所起到的作用，主要是防止个人由于缺乏现金流管理能力而造成的必需消费无法达成的问题，防止在退休之后生活陷入困境或者生活质量发生一定程度的下降。同时，保险公司还可以通过投资，使提前支付的保险费用产生增值。另外，年金往往可以在个人寿命超过预期寿命时提供额外的现金流，在一定程度上应对长寿风险。

2.自有资产的合理利用：住房抵押贷款类产品等

住房反向抵押贷款类产品，可以从侧面理解为将个人过世后才能进行的住房售卖行为，提前到养老开始的时间点，是一种提高现金流使用效率的金融产品。具体而言，就是老年人通过向金融机构抵押其所拥有的住房，从而获得贷款进行养老消费，同时老年人可以保留其住房的使用权直到去世或者永久迁出。

根据美国市场的经验，住房抵押贷款类产品的提供方，可以是保险公司，也可以是其他机构如国民抵押贷款协会、基金公司等。可以抵押的资产也不限于住房，其目的都是将现金流更为有效地应用于养老消费当中。其中，住房反向抵押贷款的市场份额是有绝对优势的，体现了这类资产的实际价值和需求程度。

3.直接挂钩养老消费行为：长期护理险

这一类保障型金融产品的思路，是直接挂钩养老消费行为。例如

长期护理险，直接挂钩养老消费中较为核心的医疗护理等需求。美国从 20 世纪 70 年代开始推行长期护理险，保障购买人的护理需求。其中护理的范围可以包括专业护理或者非专业护理，适用于不同需求的客户。我国从 2016 年开始试点长期护理险，主要针对重度失能人员，满足其护理和受照料的基本需求。这一类保障型金融产品可以帮助客户更好地进行养老消费的规划和实现。

五、总结与建议

养老虽然是发生在个人老年阶段的事务，但是在金融层面上，不仅需要在退休阶段进行金融消费上的操作，而且需要在更早期的人生阶段就进行财务上的准备。而当个人处于生命周期的不同阶段时，其工作特征、生活环境和金融属性是不同的，所需要的养老金融服务和产品也就不尽相同。

本报告尝试对个人的生命周期进行梳理，阐述人生不同阶段对应的养老金融需求。其中，养老金融教育从成长期开始就应该开展，同时有侧重地在工作期和退休期进行；养老投资主要集中在个人的工作期；通过金融手段保障养老消费的合理实现则发生在退休期。在梳理养老金融需求的基础上，本报告进一步研究了适配这些需求的养老金融服务和产品，探讨了各个产品的特性和形态，并串联成一个覆盖全生命周期的个人养老金融服务和产品体系。

基于本报告的研究，金融机构可以更好地设计自己的服务与产品，为客户提供具有更好覆盖性和一致性的养老金融服务。客户在优秀的服务和产品的帮助下，也更有希望实现老有所养的目标。同时，配合

对人口特征的研究，金融机构和政策制定部门有望更好地协调资源、服务养老。

2021 年 8 月 CAFF50 动态

1. 8 月 3 日，中国养老金融 50 人论坛秘书长会议在线上召开，会议明确疫情防控下严格遵守政府规定，并就上海峰会及 2021 全球财富管理论坛相关事宜做出部署。论坛秘书长董克用教授、常务副秘书长张栋博士、王婷女士，副秘书长朱海扬先生、张兴博士，秘书处段宇乾、尤杨、陈瑶参加了会议。

2. 8 月 16 日，中国养老金融 50 人论坛在新浪微博平台上开通官方账户，正式入驻微博。

3. 8 月 21 日，第五期《养老金融会客厅》节目在新浪财经平台上播出，中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授连线美国的富达投资大中华区投资策略及业务资深顾问郑任远先生，为大家分享系统性风险第三讲《理解系统性风险：肥尾效应的起源》。

4. 8 月 26 日，华夏银行总行在京召开“养老投资论坛”，中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授应邀参加并发表题为《养老金第三支柱的制度建设与投资》的主题演讲。



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