

养老金金融评论

2016年第5期（总第6期）

- 李培林：完善并构建养老金制度体系已迫在眉睫
- 李超：加快构建第三支柱养老金体系
- 王忠民：资管业日益成熟，第三支柱启动条件具备
- 董克用：应考虑打通第二、第三支柱税收优惠
- 洪磊：基金是第三支柱养老金账户的最佳配置工具
- 钟蓉萨：公募基金助力中国多支柱养老金体系发展
- 熊军：大力发展第三支柱，保值增值是关键
- 郑秉文：建立第三支柱要真正具有独立性
- 林弈：美国个人退休账户（IRA）及其特点

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）由华夏新供给经济学研究院和中国人民大学董克用教授联合天弘基金、长江养老、建信养老、瑞晖资本、《当代金融家》和《华夏时报》等机构共同发起，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、杨子强、王忠民

论坛秘书长：

董克用

副秘书长：

王赓宇、朱海扬、谭海鸣

秘书长助理：

孙博

《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。

主编：

董克用 姚余栋

执行主编：

孙博

编辑组成员：

张栋、刘桂梅

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】

李培林：完善并构建养老金制度体系已迫在眉睫	5
李 超：加快构建第三支柱养老金体系，探索养老基金产品投资运营机制	8
王忠民：资管业日益成熟，第三支柱启动条件具备	12
董克用：应考虑打通第二、第三支柱税收优惠	15
洪 磊：基金是第三支柱个人养老金账户的最佳配置工具	19
钟蓉萨：公募基金助力中国多支柱养老金体系发展	24
熊 军：大力发展第三支柱，保值增值是关键	30
郑秉文：建立第三支柱要真正具有独立性	33
林 弈：美国个人退休账户（IRA）及其特点	35

【成员观点集萃】

李珍等：我国养老保险制度挤进了居民消费吗？	39
孙 博：个人税延养老保险和 IRA 计划差别有多大？	62

【CAFF50 动态】

2016 年 4 月 CAFF50 动态	68
----------------------------	----

本期导读：1994年，世界银行出版了《防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策》，首次提出了建立养老金的“三支柱”模式：第一支柱是强制和非积累制的，是由政府管理的待遇确定型（DB型）公共养老金制度；第二支柱是政府提供税收优惠，雇主发起，由市场管理的缴费确定型（DC型）职业养老金制度；第三支柱是政府提供税收激励，个人自愿参加的养老储蓄计划。我国自上世纪90年代便开始探索建立以三大支柱为支撑的养老保障体系，到现在，我国虽然初步搭起三支柱养老保障体系架构，但第一支柱负担过重；第二支柱覆盖范围窄，对国民养老保障功能有限；第三支柱方面，我国尚未就税收递延的个人养老金账户制度做出整体的政策性安排。随着我国老龄化进程加快和基本养老金支付压力不断增大，构建多支柱养老保障体系已经迫在眉睫。鉴于此，中国基金业协会就第三支柱养老金发展组织了专题研讨。本期《养老金融评论》摘录中国养老金融50人论坛成员及相关专家关于第三支柱养老金发展的观点¹，以飨读者。

¹ 本期《养老金融评论》中“本期重点关注”栏目文章主要转载自中国基金业协会官方微信公众号。

李培林：完善并构建养老金制度体系已迫在眉睫



李培林：中国社会科学院副院长、中国社会科学院社会学研究所所长、研究员、博士生导师

今年是十三五规划开局之年，也是我国全面建成小康社会决胜阶段的开局之年，前景光明而美好，道路艰辛而复杂。顺应这种形势，中国政府适时全面启动了供给侧结构改革，引领促进经济社会全面发展，养老金制度改革是这项全面改革的重要组成部分。养老金制度是保障人民退休生活、调节社会分配的一项重要基本制度。

回顾过去，中国的养老金制度取得了令人瞩目的成就，特别是城乡居民养老保险制度建立以来，基本养老保险已经实现了制度全覆盖，参保人数持续扩大，待遇按时足额发放，保障水平不断提高。十八届三中全会后，中国政府又陆续推出了一系列的改革举措，比如机关事

业单位工作人员养老保险制度实施并轨改革，制度的公平性得到了明显改善；基本养老保险基金市场化投资在即，制度财务可持续性将得到进一步加强。但是，我们必须承认，中国养老金制度还很不完善，保障标准还有待进一步提高，制度公平性和财务可持续性，还需要不断改进，尤其是多支柱的养老保障体系还没有完全构建起来。第二支柱、第三支柱养老金制度发展比较滞后，人民的老年收入严重依赖基本养老保险制度，给财政造成了越来越重的负担，无法适应经济新常态的要求，更无法应对日趋严峻的人口老龄化挑战。因此，完善并构建包括第二支柱和第三支柱在内的养老金制度体系已经迫在眉睫。

养老金制度顶层设计是一个系统工程，涉及到经办、财税、金融、企业众多领域和利益相关方，相互掣肘，牵一发而动全身，问题关键要找到抓手，这个抓手就是供给侧改革。今年两会上李克强再次强调降低社会保险费，研究精简归并五险一金，不仅是经济新常态要求，同时为第二支柱、第三支柱养老金建设，争取了空间，指明了方向。原因很简单，如果降低社会保险缴费成为一种常态，结果要么加大财政补贴力度，要么降低基本养老保险替代率，显然第一种可能是与新常态相互冲突的，空间非常有限。第二种可能加快发展第二、第三支柱养老金制度，将第一支柱降低的替代率补上去，否则就会与我们全面建成小康社会目标背道而驰。养老金制度设计当中，在保障尽量不增加企业负担和财政压力的前提下，既要做好减法，也要做好加法。毫无疑问，这个加法必须做，但是也不好做，不仅牵涉到第一支柱和另外两个支柱的功能定位问题，而且也涉及到第二支柱和第三支柱的

协同发展问题，很明显已经成为当前中国必须尽快破解的重大课题，这就需要专家、学者和社会各界通力合作，需要探索长期发展战略，需要进行顶层设计，也需要吸收国外的经验教训。

李超：加快构建第三支柱养老金体系，探索养老基金产品投资运营机制



李超：中国证券监督管理委员会副主席、党委委员

养老是一个历久弥新的课题，也是人类进入工业社会后，挑战日趋严峻的政策难题。养老金制度作为维系现代社会运转的基本制度之一，受制于人口结构变迁、周期经济增长、社会收入分配机制、金融结构与金融服务水平等因素，也受制于企业、个人与政府的观念、认识、动机与行为。在所有社会政策中，养老政策是最基础的政策之一，也是牵涉主体最广、复杂度最高的政策之一。

一、养老金作为社会稳定的安全阀，在现代经济与社会发展中发挥着独特价值。

首先是公平价值。基本养老金在筹资与支付机制的设计上，是一

种跨期的收入再分配，倾向于让所有人享有更加平等的老年生活；在投资运营上，成熟的养老金通过直接或间接的方式，广泛投资于本国乃至全球有长期回报能力的资产，使养老金参与人平等地享有经济增长成果，是另一种形式的收入平等。

其次是效率价值。从资源配置和资本形成角度来说，养老金不断地将当期储蓄的一部分转化为长期资金，由专业机构配置于股票、债券，或直接投资于公司股权或资产，追求长期稳健收益，自发地转化为经济增长所需的长期资本，从而提高了全社会金融资本的配置效率。从经济增长机制来说，一个合理的养老金制度可以降低居民当期储蓄率，提高当前消费意愿，使当期投资与消费更加均衡，也为未来消费储备了能量，提高了经济增长的内在绩效。

二、中国养老金体系的完善需要存量改革与增量改革并重，增量改革要重点加快建立以个人养老金账户为基础的第三支柱养老金体系。

从国际经验看，完整的养老金体系要涵盖第一支柱的基本养老金、第二支柱的企业年金和职业年金，以及第三支柱的个人补充养老金制度。从我国的情况看，在人口老龄化趋势加剧和财政支出压力加大的背景下，第一支柱养老金替代率和第二支柱的覆盖范围均有限。且我国地域辽阔，各地经济社会发展水平不一，历史形成的差异化政策复杂等因素，使得作为“存量”的第一支柱和第二支柱难以独立支撑养老保障体系的重担。因此，需要加快构建以个人账户为基础的第三支柱养老金体系，使个人账户按积累制独立运作，提高缴费激励和保障

水平，弥补第一、第二支柱的不足，更好地保障未来全体国民的老年生活水平。

同时，第三支柱养老金制度设计需要考虑三个要素，一是参与机制具有普惠性；二是缴费机制遵循自愿原则且有足够激励；三是运行机制透明高效，有成本效益优势，提供多种符合养老需求的金融产品。因此，我国第三支柱养老金应当充分借鉴国际成熟经验，最大程度上将社会分散的、缺少生命周期规划的养老资金转化为集中管理的基金，通过专业化运作，提升国民自我养老保障能力。

具体来说，第三支柱养老金制度应当为每个社会成员提供一个养老储蓄账户，允许个人自愿向该账户缴费；该账户在一定限额内享有税收优惠。个人账户编码、缴费、投资、提取、税收等信息由全国统一的授权机构管理，账户运行和监管均依托该机构的信息实现，以降低税收成本和管理成本。向个人账户统一提供经认可的投资产品并实行低费率。建立认可产品竞争机制，允许各类资产管理机构向个人账户提供不同风险收益策略的产品，开放个人选择权，推动养老产品市场化竞争。建立养老金管理机构和养老产品监管机制，保证养老金管理机构忠实尽责，产品的设计简单易懂、风险收益特征符合个人账户的需要，控制好管理费费率。

三、基金业要充分发挥运作透明、专业规范的制度优势，率先探索与个人账户(个人选择权)相匹配的养老基金产品和投资运营机制。

经过多年研究和社会各界不懈推动，2015年8月，《基本养老保险基金投资管理办法》发布；2016年3月，《全国社会保障基金条例》

发布，包括基本养老金、企业年金、职业年金、全国社保基金在内的各类养老金市场化投资运营已经不存在政策障碍。现在的问题是，养老金投资运营怎么做才最安全、最有效率？我们具备的一个优势是，在养老金投资管理方面，拥有了一个较好的起点，全国社保基金的市场化、专业化运作已经取得了很好的经验并可供借鉴。在发展第三支柱方面，中国没有历史包袱，可以避免路径依赖，发挥后发优势，在吸取各国经验的基础上构建适合自己的投管运营体系。

党的十八届三中全会和“十三五”规划纲要均对“构建多层次社会保障体系”提出了明确要求。对基金业来说，养老金第三支柱制度的构建将为行业的良性发展提供重要契机，要从投资运营机制和投资产品两方面作出前瞻性设计。在投资运营机制方面，要系统地考虑养老金对机构组织形式、内部治理、合规风控、业绩标准等方面的要求，积极地自我改造，主动匹配养老金的特点和需求，建立养老金投资的专业标准和投资文化。在养老金投资产品方面，要发展出专业化、专属性养老金投资管理工具，契合养老金持有人的风险收益需求。

强大的养老金管理体系既是社会发展的稳定器，也是资本市场良性发展的压舱石。作为最重要的长期资金，养老金能够发挥长期价值投资优势，改善资本市场投机性强和波动性大的痼疾，并推动公平、有效率的经济增长。同时，养老金投资也迫切需要一个更加健康、稳定、为投资者创造价值的资本市场。通过各界的不懈努力，中国一定能建立起更加完善的社会保障体系，并与资本市场互为支撑、有机衔接并良性发展。

王忠民：资管业日益成熟，第三支柱启动条件具备



王忠民：中国养老金融 50 人论坛学术顾问、全国社会保障基金理事会副理事长

养老金的保值增值，离不开一个成熟健康的资产管理市场。中国资产管理行业的生态系统正逐步成熟，一个具有丰富投资工具和高效投资机构的资产管理市场已基本形成。

一、降低企业成本，设立个人独立的养老账户

中国的社会保障体系正面临人口老龄化压力。领取养老金的老人多了，缴纳养老保险的年轻人相对少了，仅就城镇职工基本养老保险这一项，2014 年就已经出现了在职人员缴费不足以支付当年退休人员养老领取的钱，现金流出现了缺口。

由于历史原因，基本养老保险中个人账户空账运行，这里就引出

了一个问题，个人账户到底是否应该记在个人名下，个人是否应该有投资管理权？如果别人要用，要借，是以什么样的利率借，什么时候还，应该有一整套的制度和管理方法。

更严重的问题是，当前我国社会保险缴费占工资总额的比重超过40%，大大加重了企业的运营成本，而社会的发展趋势就是逐渐降低成本，在各项保险中，生育保险、工伤保险、失业保险等占比约2%，下降空间有限，要真正降低企业成本，必须要降低占比最高的28%的职工基本养老保险缴费率。如果降低社保缴费节约下来的钱变为职工个人收入，这部分钱应该去哪儿？应考虑给职工安排一个独立的养老账户，可以买任何理财产品，只要这笔钱最终回到个人养老金账户上，就可以给相应的税收优惠，当然，这需要制定一整套的管理办法。

二、资管业的生态系统正日益成熟，第三支柱条件具备

一个拥有众多高效的投资机构与丰富金融产品的市场在中国是否已经形成？个人一旦获得了自己账户的独立支配和投资选择权，是否有一个成熟的投资市场可供投资？

2001年，全国社保基金理事会成立，至今已投资运作15年，取得了非常出色的投资收益。截至2015年底，全国社保基金管理规模已由设立时的200亿元发展到1.8万亿元，累计投资收益额为7133.34亿元，年均投资收益率为8.82%，超过同期平均通货膨胀率6.47个百分点。

事实上，全国社保基金成立之初，资产管理机构非常少，选择相当有限，到今天，无论二级市场还是一级市场的管理人队伍都很庞大，

而且市场细分程度也有了较大提高，即使考虑配置一些高风险高收益产品如创业基金、天使投资，也有很多机构可供选择。事实上，目前不同风险收益偏好的投资者，都可以找到相对应的管理机构和产品。

总体来看，当前资产管理行业的生态系统已基本建成并日益成熟，无论投资管理的工具还是运用投资工具的机构，都已经比较丰富，还有行业协会进行规范，监管部门进行监管。

因此，从降低企业综合费率的角度来说，第三支柱一旦建立，应尽可能转移为个人可支配的社会保障的费用，在不断加强投资者教育和投资者权益保护工作的基础上，由个人针对自身风险收益偏好特征在资产管理市场选择最优的投资工具去投资。

个人独立的养老账户既可享受税收优惠，又能得到持续稳定的回报，第三支柱也可以从无到有、从小到大，第三支柱在发展壮大的同时，减轻了第一支柱的压力，最终配套形成由第一支柱、第二支柱、第三支柱构成的多支柱社会保障体系，有效解决全社会的养老问题。

董克用：应考虑打通第二、第三支柱税收优惠



董克用：中国养老金融 50 人论坛秘书长、中国人民大学教授

从各国第三支柱发展经验看，税收优惠是第三支柱发展的最大动力，我国发展第三支柱个人税延养老金同样离不开税收支持。在具体操作层面，第三支柱的税收优惠应该在账户层面实施，采取金额制，设置较高税收优惠力度，并可考虑将第二、第三支柱税收优惠打通。

一、各国经验：税收优惠、丰富工具、市场化运作

从各国实践来看，第三支柱个人养老金账户计划一般通过税收优惠激励广大民众参与，并且提供多种投资工具，满足参保人多层次投资需求，并通过市场化运作实现资产的保值和增值。

（一）实行税收优惠，激励民众参与

各个国家为推动第三支柱个人养老金计划发展，无一例外给予了强有力税收优惠支持。以美国为例，美国 IRA 计划税收优惠额度经过多次上调，2015 年 50 岁以下参加者缴费税收优惠额度 5500 美元，50 岁以上参加者为 6500 美元，约占当年美国人平均年工资的 12-15%。再如澳大利亚，澳大利亚的补充超级年金计划参加者的缴费能够享受较大税收抵扣，同时对 60 岁以上参加者的养老金领取实施减税或者免税政策。

（二）提供多种投资工具，满足不同参保者需求

纵观各国个人养老金计划，除了日本个人年金保险主要购买商业保险之外，美国 IRA 计划、德国的李斯特养老金计划以及大部分第三支柱个人养老金计划，都提供了包括共同基金、银行存款、商业保险等多种投资工具。参加者可以根据自身不同风险偏好和需求，将资金在多种资产工具中进行合理配置。

（三）通过市场化运作来实现资产保值增值

第三支柱个人养老金计划的资产积累除了参加者缴费外，投资增值也是最重要来源。以美国和澳大利亚为例，美国 IRA 计划资金近 50% 投资于共同基金，约 40% 投资于股票、债券及其他通过经纪账户持有证券，银行存款与商业保险产品占比分别为 5% 和 7%，美国以 401k 为代表的市场化运营养老金在过去 30 年的年均收益率在 6% 左右；澳大利亚的补充超级年金计划资产中，也有约 50% 投向了权益类资产。历史数据表明，个人税延养老金计划的市场化运营长期来看能够实现稳健良好收益。

二、优惠应在账户层面实施，可与第二支柱打通

我国发展个人养老金账户计划离不开税收支持，第三支柱的税收优惠应该在账户层面实施，采取金额制，尽力扩大税收优惠力度，并考虑将第二、第三支柱税收优惠打通。

（一）税收优惠应该采取金额制

税收优惠应该采取金额制，即不论参加者收入高低，都设定统一的税收优惠额度。这是因为个人养老金账户计划作为养老金体系一部分，要兼顾激励与公平。如果在税收优惠方面按照参加者工资的一定比例进行优惠，则收入越高者享受税收优惠越大，不利于社会保障体系的收入再分配效应发挥。

各个国家在个人养老金计划的税收优惠政策中，普遍采取了金额限制。比如美国 IRA 计划目前的税收优惠额度为 50 岁以下每年 5500 美元，50 岁以上为 6500 美元；韩国第三支柱私人养老金免税额度为每年 1200 万韩元。税收优惠实施金额制的好处在于一定程度上避免了对高收入者税收过度倾斜。

（二）应尽可能扩大税收优惠力度

美国目前三支柱养老金体系中，第二支柱和第三支柱发展迅速，资产规模达到 24 万亿，占养老金总资产的近 90%，极大缓解了公共养老金压力。

美国第三支柱的快速发展与慷慨的税收优惠力度密不可分：目前美国 401k 计划税收优惠限额为每年 17500 美元，IRA 计划税收优惠限额为 5500-6500 美元，两者合计达到 24000 美元上下，能达到美国

人均年工资的近一半。而与我国情况比较，目前企业年金个人税收优惠比例为 4%，税收优惠力度较小，也在一定程度上制约了其发展壮大。

因此，应对我国个人税延养老金计划采取较大力度税收优惠措施，以推动发展，减轻公共养老金压力。目前出台税收优惠健康险额度为每月 200 元，建议个人税延养老金计划优惠额度为每月 1000 元为宜，并根据社会经济发展状况逐步提高。

（三）税收优惠应该在账户层面实施

从国外实践来看，第三支柱个人养老金计划实质是以账户为核心的资产配置工具，即参加者享受税收优惠的缴费进入一个特定账户，该账户资金可以投向共同基金、银行存款、商业保险甚至股票、债券等多种投资标的，以满足不同类型参加者的不同需求。

如果将税收优惠与某些特定产品挂钩，将对参加者的投资选择造成限制，不利于充分发挥第三支柱的作用。因此，我国个人养老金计划的税收优惠应在账户层面展开，而非某一特定产品。

除此之外，应考虑将第二、第三支柱税收优惠打通。从发展补充养老金体系，减轻公共养老金压力角度出发，可以考虑打通企业年金和个人养老金账户的税收优惠政策。即对于没有享受企业年金计划的个人，允许其在个人税延养老金计划中，享受相应的税收优惠力度。

洪磊：基金是第三支柱个人养老金账户的最佳配置工具



洪磊：中国证券投资基金业协会党委书记、会长

随着我国老龄化进程加快和基本养老金支付压力不断增大，构建多支柱养老保障体系已经迫在眉睫。推出养老体系第三支柱——个人养老金账户计划的条件已经逐渐成熟，基金作为第三支柱的最佳配置工具，可以发挥中流砥柱的作用。同时，还需推进第三支柱税收优惠、引入房地产投资信托基金、推出 FOF 产品等一系列配套制度改革，以便更好地发挥第三支柱作用。

一、成熟的资管行业是“第三支柱”的发展基础

在我国老龄化进程加快，基本养老金支付压力日增的大背景下，如何完善多层次养老保障体系备受社会关注。人社部近日公布的数据

显示：截至 2015 年底，全国参加城镇职工基本养老保险人数 35361 万人，基金累计结余 3.5 万亿元；企业年金参保职工为 2316.22 万人，积累基金 9525.51 亿元。

第一支柱的基本养老金是一种在全社会成员之间的互助保险，目的是为所有参保人在老龄时提供相对公平的养老待遇，帮助个体对抗生命周期风险，目前可以说只是互保账户；第二支柱目前主要是企业年金，而且以煤、电、油、气等大型国企居多，且参保职工人数偏少，比重偏低，在养老体系“三大支柱”中作用相对有限；而通过税收优惠引导社会成员建立个人养老金账户计划，构建“第三支柱”，对提高国民养老保障能力和解决我国养老问题将大有裨益。

发展第三支柱不仅有形势的紧迫性，也存在现实的可行性。资产管理行业的发展壮大为第三支柱发展提供了成熟的市场体系和多层次、各类型风险偏好产品的丰富选择，第三支柱推出的条件已经成熟。

另外，从控制部分理财资金造成的热钱风险而言，建立第三支柱也很有必要。以部分理财产品为代表的热钱风险外溢，成为当前市场上不容忽视的不确定性因素。2008 年以来，这些资金冲击房地产市场，扭曲了房地产市场的资源配置，2015 年又成为股市配资的主要来源，造成股市的大幅波动。

在属性上，银行理财产品既不是存款，又不受基金法的规范，只要市场上保本保收益的理财产品存在获取高额收益的空间，这些资金就很难进入实体经济领域，在银行理财资金壮大的背后，是老百姓的养老金投资储蓄需求没有得到满足，将这些资金引导转向第三支柱，

形成长期资本，促进间接融资向直接融资转变，对我国实体经济转型升级非常重要。

二、基金是最佳配置工具

如果第三支柱的个人养老金账户资金进入资本市场，从追求市场平均收益、抵抗投资风险角度而言，基金能成为最佳配置工具。

个人养老资金入市要面对的风险主要有两种：一种是系统性风险，如经济周期风险，这种风险可以“用时间换空间”，通过长期持有来获取长期市场的收益率；一种是非系统性风险，可以通过基金的组合投资、分散投资的方式来规避。

全国社保基金长期稳健的投资收益成为养老型产品抵抗风险的典范。日前，全国社会保障基金理事会披露的数据显示，截止到2015年底，累计投资收益额为7133.34亿元，年均投资收益率为8.82%。其中，在全国社保基金委托投资资产中，80%以上交给基金管理公司管理；自2007年以来，企业年金的年化收益率为7.87%，在委托投资资产中，约40%交给基金管理公司管理。

证券投资基金市场的托管制度、公平交易制度、每日估值制度、信息披露制度和大数据监测体系等一系列制度保证了间接配置的安全性。公募基金是资产管理领域运作最规范、信息最透明的行业，具有业绩基准清晰、产品类别丰富、竞争性强、市场容量大等优势，是养老金进行大规模资产配置与调整的最佳工具。

市场化是第三支柱的发展方向。在具体操作中，可以让评级三星以上的基金纳入第三支柱备选产品池，投资者可以按照不同市场风

险偏好去配置。

当然，三大支柱的投资目标和风险偏好各不相同，第一支柱主要是保本保收益，在投资上相对保守，并以投资固定收益类产品为主流；第二、第三支柱相对灵活，风险也不会外溢，投资的目标可以因人而异。比如设计生命周期基金，可以根据生命周期来设置投资计划，年轻人可以多投向权益类资产，老年人多投向安全的货币型资产，可以根据不同年龄段来获取不同的风险偏好的产品。

三、配套制度改革要跟上

要推出第三支柱个人养老金账户计划并非一蹴而就，发展第三支柱还需要完善税收优惠、引入房地产投资信托基金、推出 FOF 产品等一系列的配套制度改革。

一是要完善税收制度改革，并限制市场投机性。利用税制改革激励第三支柱发展，可以以税前征收、限额管理的方式来鼓励第三支柱，对退休前提前支取的要征收惩罚性征税，鼓励居民在离退休后取出，并低税率征收。另外，养老金税收优惠政策应针对养老账户而不是养老产品，既保证产品层面的公平竞争，又能让受益人在账户层面充分享有税收优惠激励；二是大力引入房地产投资信托基金（REITs），实现房地产市场的证券化，置换地方债务压力；三是推出公募 FOF 产品，作为第三支柱的资产配置工具。

第三支柱个人养老金账户计划作为国际养老金发展的主流趋势，对国内发展养老市场有很大的启发，引入第三支柱有利于解决养老问题，实现养老资产的保值和增值。

此外，个人税延养老账户计划的发展对破解我国当前的金融乱象也有积极作用。美国等发达国家的发展经验告诉我们，随着美国第三支柱养老金体系的形成，美国人的储蓄被有效引导进入了第三支柱，不仅有效解决了储蓄资金低效利用的问题，还通过资本市场将这些资金应用于教育、医疗等实体经济领域，支持并分享社会经济发展成果的同时，把养老资金的保值增值问题也解决了。

而针对社会关注较多的养老金入市问题，基金可以满足养老金对收益和安全的需求，发挥中流砥柱的作用。

养老金入市并不可怕，可怕的是无制度规则盲目入市。目前，我国证券投资基金行业已经建立了规范完善的监管制度和市场规则，可以很好地满足养老金委托投资对收益和安全的双重需求。基金行业需从理念到制度建设全面提升自己，与基本养老金制度改革全面接轨，在服务养老金、服务资本市场建设方面发挥中流砥柱的作用。

钟蓉萨：公募基金助力中国多支柱养老金体系发展



钟蓉萨：中国证券投资基金业协会党委委员、副会长

公募基金作为运作最规范的财富管理机构，一直是全球养老金投资的重要参与者。在中国也不例外，过去十多年，我国公募基金在养老金投资管理实践中发挥了十分重要的作用，为养老金保值增值作出了重大贡献。

一、顶层制度设计是关键

从 1991 年起，我国便开始探索建立以三大支柱为支撑的养老保障体系，到现在，我国虽然初步搭起三支柱养老保障体系架构，但第一支柱负担过重，第二支柱与第三支柱发展严重滞后。第二支柱方面，截至 2015 年年末，企业年金参加职工仅 2316.22 万人，不足基本养

老保险参保人数 7%，对国民养老保障功能有限；第三支柱方面，我国尚未就税收递延的个人养老金账户制度做出整体的政策性安排。从保障国民退休后的生活水平、减轻公共养老金压力的角度出发，科学设计并推出第三支柱个人养老金账户制度正当其时。

从资产管理角度看，养老金投向应该是多元的，包括银行存款、债券、基金、保险等等。因此，在第三支柱个人养老金账户计划制度设计中，对此应该有整体性的政策安排，让税收递延给到个人，允许投资多种理财产品，比如借鉴国外经验，该账户资金投向基金、存款、保险、债券等都能享受税收递延优惠，更好地支持个人养老，也有利于集中开展税收管理。税收优惠不是落到某一个行业，或者某一个产品，而是到账户层面。在个人账户里，大家可以去买不同的产品，既可以是储蓄存款，也可以是基金、保险、银行理财产品，在这样的组合投资下，有利于分散风险同时又能提供稳健持续良好的收益。

第三支柱个人养老账户制度设计是非常重要的关键点。美国二十世纪 70 年代税收改革法案和 2006 年的养老金保护法案发挥了很重要的作用，当时美国的基金产品非常多，投资者面临选择困难，基金行业 1996 年开始推出生命周期基金，并向美国国会反映情况，说明生命周期基金在帮助投资者克服选择障碍上的作用，最终，生命周期基金纳入了默认选择产品。也就是说，投资者如果没有指明投向哪里，就可以默认投到这些生命周期基金里去。生命周期基金因为较好对接了养老金的投资需求，得到了飞速发展，也大大提高了养老金第二支柱、第三支柱的参与率。

二、拓宽投资渠道缓解养老金压力

随着我国老龄化趋势不断加剧，第一支柱的支付压力越来越大，同时由于缺少专业化投资运营机制，也对我国养老金体系的长期安全性和支付能力造成了较大影响。过去我国基本养老金除很少一部分委托全国社保基金理事会管理外，其余全部用来购买国债和存入银行专户，投资渠道窄，年收益率仅为 2% 左右，而通货膨胀率却高于 2%。而根据基金评价机构天相投顾的数据，截至 2014 年年底，债券型基金年化收益率平均为 7.26%，超出同期 3 年期银行定期存款基准利率 3.26 个百分点。

2015 年国务院出台了《基本养老保险基金投资管理办法》，以拓宽基本养老金投资渠道，缓解第一支柱养老金的保值增值压力。第一支柱养老金对资金安全性的要求是不言而喻的，一是投资方向上的把控。二是投资管理人的选择，在投资管理人的标准上，应考虑针对基金管理公司等以人力资本为主的轻资产公司，制定差异化的标准。

从世界范围看，基本养老金主要有三大类保值增值方式，第一类是存入财政专户进入银行存款，即中国模式；第二类是购买国债包括特别国债，以美国为代表；第三类是组合投资于股票、债券、基金、货币等各类金融资产，以加拿大、瑞典为代表。长期经验表明，第一种模式下，基本养老金很难对抗通货膨胀风险，加剧了未来老龄化更高时期养老支付压力；第二种模式的优点是机制简洁，收益由政府财政保障，缺陷则是缺乏弹性，当面临重大人口结构冲击或经济危机冲击时，“财政悬崖”就会出现，养老金支付将面临危机。

从国际经验看，第三种模式即组合投资模式的应用更为普遍。如果比较一下各类资产的长周期历史收益率，股票资产的长周期平均收益率明显高于债券资产、定期储蓄以及黄金等实物资产，这也是各国养老金相继放开并持续提高股票投资比例的最重要原因。只要不发生资本市场解体、政权动荡等重大社会风险，资本市场本身的波动不会对养老金资产的安全性构成根本挑战。全球主要养老金均十分重视对权益资产的投资，投资于股票的比例平均在 30% 以上。

以美国为例，2015 年年底，市场化运营养老金总资产 24.7 万亿美元，其中 DC 计划和个人养老账户 IRA 合计投资于共同基金的资产达 7.13 万亿美元，直接投资于股票的资产为 5.3 万亿美元，通过直接持有和共同基金间接持有的股票市值占到总市值的 40% 以上，1996 年以来权益投资部分取得了 10.2% 的年化收益。养老金已成为美国资本市场最坚定的长期投资者，同时也是经济增长成果的最大受益者。

三、公募基金助力养老金保值增值

过去十多年，我国公募基金在养老金投资管理实践中发挥了重要作用，在助力养老金保值增值方面作出了重大贡献。公募基金的专业投资能力得到了全国社保基金理事会的认可。自 2001 年社保基金成立以来，公募基金始终是其最重要的外部委托管理人，在目前全国社保 18 家委托管理人中，基金管理公司占了 16 席，管理资产占社保基金境内委托投资资产的比重超过 90%。公开数据显示，2015 年底全国社保基金管理规模为 1.8 万亿元，其中境内委托投资规模约占一半，2015 年投资收益率达 15.14%，自社保基金会成立以来的年均投资收

收益率 8.82%，远超同期年均 2.46% 的通胀率，资产保值增值效果显著。

此外，在企业年金 20 家投资管理人中，公募基金占 11 家，保险占 7 家，券商 2 家。人社部自 2012 年起开始公布企业年金投资管理数据，截至 2015 年年末，基金、保险、券商管理资产占比分别为 39.3%、51.7%、9%。基金公司作为投管人，2012 年至 2014 年的年化平均投资收益率排名第一，三类投管人中只有基金公司的投资收益率超过行业平均水平。数据显示，2015 年度企业年金投资收益超过 753 亿元，当年加权平均收益率达 9.88%，创下了 2008 年以来的收益率新高。

事实上，据天相投顾数据统计显示，截至 2016 年 2 月 19 日，偏股型基金自成立以来平均年化收益率达到 17.57%，是同期上证综合指数年均涨幅的 1.3 倍；债券型基金年化收益率也达到 8.59%，比 3 年期银行定期存款高出近 6 个百分点。从全球范围看，公募基金是全球养老金投资的重要参与者，是运作最规范的财富管理机构，有一套完整的制度规范，比如严格的信息披露。同时，我国的基金托管制度比国外更加严格，除了基金管理人外，托管人也承担受托人义务，也就是常说的双重受托。基金作为标准化产品，具有低门槛、多样化、小额账户管理经验丰富、运作规范、操作灵活方便等优势，能够很好地满足个人养老金投资者的需求。

随着人口老龄化加剧，要求公共部门和家庭部门将更多金融资产进行跨生命周期和经济周期（20-40 年）配置。公募基金是资本市场价值发现和风险定价的核心参与者，也是金融资产特别是养老金资产实现跨周期配置的关键一环和重要工具。下一步我们将推动养老金投

资工具和产品的发展完善，大力发展公募 FOF 和 MOM 产品，鼓励基金公司设立公募型和非公募型养老专属投资产品，比如目标日期基金、指数型基金等被动管理型基金，管理难度相对较小，基金费率较主动管理型基金更低，也是未来发展的大趋势。

熊军：大力发展第三支柱，保值增值是关键



熊军：中国养老金融 50 人论坛核心成员、全国社保基金理事会规划研究部副主任

如何构建科学、合理的个人养老金账户的顶层设计，是社会各方关注的焦点，真正大力发展第三支柱个人养老账户，其保值增值是关键。

一、税收优惠只是开端，需积累长期回报

养老体系要实现多方责任共担、多支柱支撑、多元化资金来源的系统性构成，才能让退休职工有稳定的收入。因此，发展体现个人责任的第三支柱养老金，成为不同国家的共同选择。

在面临严峻的人口老龄化挑战的背景下，我们应该大力发展第三支柱的个人养老金账户计划，通过税收优惠政策激励每个人为自己的

养老和退休生活负责。

大力发展第三支柱，一方面需要进一步明确资金管理的责任主体；另一方面，针对第三支柱的税收优惠只是第一步，还需要长期的积累并形成稳定较好回报，才能让第三支柱真正成长起来。同时，第三支柱的税收优惠应针对养老储蓄行为本身，是对个人的养老账户实行优惠，而非针对某一类产品。

二、合理的资产配置最重要

如何实现个人养老金账户的保值增值？最重要的就是实现合理的资产配置。

首先，要明确养老金的长期投资目标和可承受的风险水平，一个基金长期投资目标是 5% 还是 8%，资产配置策略将完全不同，其对应的风险水平也不相同；

第二，要有科学系统的投资基准，有一个评价标准，用以衡量投资管理人的表现，也是引导投资人行为的指南针，并可根据基准来调整承受的风险；

第三，需要面对极端市场的迅速反应能力；

第四，要坚持价值投资，资产总是有周期性的，长期坚持价值投资是确保资金安全和获取收益的关键。

管理社保基金时，首先要对其进行资产配置。资产配置决策是社保基金投资最重要的决策，它决定了整个社保基金的风险水平以及长期收益水平。在资产配置完成后，社保基金会按额度划归至各个资产类别，每个资产类别又有分散风险的多种投资策略，在每个资产类别

的投资策略确定后，才会安排具体策略由谁来负责管理。

资产配置是受托人的职责，而不是投资管理人来决策，比如公募基金作为投资管理人，是在受托人将资产进行配置后，在每个资产类别里面管理某个策略。

同时，投资管理人的选择也是重要环节。养老金管理制度的发展趋势是多元化、市场化和专业化。具体到选择投资管理人时，首先要考虑它的专业性，投资管理能力是选择投资管理人的核心要求；二是考虑人才的稳定性，如果管理人公司治理结构不稳定，人才不稳定，资金投资收益很难得到保障；三是资金安全应得到基本保障，这需要对公司制度、治理结构、风险控制等一系列环节提出要求；最后还要考虑其历史业绩。

郑秉文：建立第三支柱要真正具有独立性



郑秉文：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国社会科学院美国研究所所长

对中国来讲，第三支柱养老金目前还是空白，有关部门正在积极协调和建立这个制度。这是一个机会，是大力发展多层次养老金的重要契机。制度设计得好，第三支柱就容易普及开来；如果设计得不好，连第二支柱企业年金的参与人数都不能超过，就容易成为“鸡肋”。企业年金十几年来，覆盖人数 2300 万人，还不到城镇基本养老保险的十分之一。发达国家发展第三支柱对中国来说有一些经验可以借鉴。

一、要利用好税收这个杠杆来撬动第三支柱

税收政策是促进第三支柱发展的重要动力之一。要加大税收杠杆的作用，主要体现在这几个方面：利用税收调控三个支柱的缴费比例，降低第一支柱的缴费比例，为第三支柱让出一定空间，这也是供给侧改革的重要内容。在建立资本利得税时要考虑到协调发展第三支柱，

使之成为合理的“避税港湾”，包括建立前端征税模式账户，为社会多提供一个选择，尽量让银行的存款变成养老金账户的长期投资基金。在起步时尽量提高税优比例，为那些经济条件稍好、愿意多投资的家庭创造投资条件。

二、制度设计要瞻前顾后，要有长期打算

在发展第三支柱时，要吸收国外的经验，避免有些欧洲国家的教训，要避免部门和行业利益，要多征求专家和智库的意见，使第三支柱制度设计尽量减少反复，一起步就走上正路。否则，税优政策力度再大，如果制度设计存在重要缺陷也是发展不起来的。如果走上邪路，像欧洲一些国家那样，制度是有路径依赖、有惯性的，掉头有巨大成本。具体来说，既要尽力避免使之成为“团险第二”，又要绝对避免成为“企业年金第二”，要真真正正使它成为独立的第三支柱。

林羿：美国个人退休账户（IRA）及其特点



林羿：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国人民大学兼职教授

20 世纪五六十年代，美国的人口老龄化趋势日益明显，老年人医疗等支出逐年增加，而居民储蓄率却呈现降低趋势，给社会养老保险国民养老带来了巨大压力。同时，美国社会抚养比大幅下降，第一支柱联邦公共养老金长期财政平衡被打破，广覆盖、低水平的制度特点使其无法满足老年养老收入的保障需求。而作为第二支柱的补充雇主养老金计划，在覆盖范围方面存在局限性，无法为自谋职业者或企业未建立第二支柱计划的就业者提供补充养老保障。因此，进一步发展第三支柱个人养老金计划成为社会共识。1974 年，美国国会颁布了由福特总统签署的《雇员退休收入保障法案》（ERISA），由此建立了个人退休账户（IRA）。

美国的退休养老金制度让国民以多种方式为退休后的生活进行

储蓄。美国一个普通的养老人，在他退休时，第一支柱（社会保障信托基金联邦公共养老金）使得他在退休时能拿到退休前工资的 1/3；第二支柱（职业雇主发起的退休保障养老金计划）解决另外的 1/2-2/3；第三支柱（个人退休账户）则尽力保障他在退休后的生活水平和工作时一样。那么这个第三支柱的功能是如何实现的呢？

一、IRA 提供税收优惠

IRA 作为美国养老储蓄金体系的第三支柱，在个人退休储蓄中发挥了非常重要的作用。在资金量允许的情况下，推荐个人养老客户向 IRA 缴款，因为 IRA 提供了一般人难以忽略的税收递延优惠。

在符合一定要求的情况下，IRA 的缴费缴款可以完全排除在当期应税收入之外。美国的税收比率并不低，不考虑各州的税收，仅联邦税就达到 15%。若以 5 万美元应税收入计算，抵扣 IRA 缴纳的 5500 美元后，应税收入就减少为 44500 美元，对于中等收入家庭来说，降低幅度不小。而且，后续投资产生的资本利得、红利、投资收益还不包括在应税收入内，长期或短期计算下来，能够节省的税费比达到 15%-20%。同时，2006 年后 IRA 账户资金具有免税继承的特性，相较于 401k 等雇主退休计划具有遗产转移的优势。此外，根据美国税法，当储户将资产从雇主发起的退休计划转入个人退休账户中，这些资产享有与其存于雇主退休计划时相同的税务优惠。

可以说，美国日益增加的纳税额已成为居民的沉重负担，利用税收优惠刺激居民为退休收入储蓄的 IRA，成为第三支柱建立并发展的最佳途径。

不过，目前 IRA 并非可以无限制缴款，为了平衡美国国库收入，每年有一定的缴纳限额，但这一限额并不低。据了解，目前普通 IRA 的扣缴上限是 5500 美元，而当缴款人达到 50 岁以上则可多加 1000 美元。按 5500 美元计算，已经达到了美国家庭年平均收入 5 万美元的 11%，而且 2/3 持有 IRA 账户的家庭年收入其实小于 5 万美元，因此这一缴款额度会更高。实际上，为了防止投资人在不同的金融机构开设多个 IRA，美国税务总局要求接受开设账户的金融机构将一定格式的表格发给税务总局，进行总体监督，防止缴款人超过 5500 美元，这从另一个侧面显示出税收优惠的力度。

二、IRA 便利灵活，收益客观

除了税收方面的优惠力度，IRA 还存在诸多的便利性。参加雇主提供的养老金计划后，在换公司离开原来的 401k 时，雇员可以把原来积累的账户余额转账至 IRA，这一过程被称为“滚存”。找到新的工作后，若新雇主允许将 IRA 转到 401k 计划，就可以将这部分资金转入。依据美国投资公司协会（ICI）数据，目前 IRA 中的资产近一半来自“滚存”，而员工一般是在转职或退休后，将这些资产转移至 IRA。如果一个雇员在职业生涯中多次转职，他则可以将来自所有雇主退休计划的资产整合到一个 IRA 中。

此外，IRA 在缴款和提取上也十分灵活。一般 IRA 在缴款人 59 岁半时才能提取，若提前提款则需要交 10% 的惩罚税。如果出现满足困难条款条件，如大病、缴纳学费等情况仍可通融。2001 年，IRA 开始推行 50 岁以后的补偿缴款，以弥补年轻时没有财力、精力进行缴

款的情况。

作为灵活的个人养老账户，IRA 的投资收益因人而异，难以估计平均收益，但总体收益高于第一支柱。据了解，第一支柱为满足资金安全、稳健及流动性要求，美国社会保障信托联邦公共养老金基金选择了远离资本市场，只投资于联邦财政发行的专项债券，投资收益率一直保持较低水平，如 2013 年收益仅为 3.6% 左右。

IRA 账户的投资收益与美国股市有相当程度的关联性。ICI 数据显示，截至 2013 年底，在传统个人退休账户投资者账户中，股票和股票型基金占了最大比重，达到 54%。由于 IRA 超过一半的资产集中在股票市场，而 2008 年金融危机后，美国股市呈现出持续慢牛走势，利于 IRA 账户余额资产的持续增长。此外，IRA 其余一半的投资放在了混合型基金以及固定收益及货币基金等低风险产品上，相对更加稳健。另一方面，大量金融机构争相涌入养老金市场，为养老人提供了不少方便又有竞争力的产品，如目标日期基金等，这些产品极大地提高了账户的潜在收益能力，同时又能匹配不同年龄段的风险承受能力。

三、给金融体系带来积极影响

美国市场化运作的储蓄型养老金体系账户，不仅对于公共养老金危机具有缓解作用，对于美国整个金融体系及经济发展生态环境也都产生了积极影响。数据显示，即使在 2008 年金融危机时，美国第二和第三支柱养老金账户在共同基金的投入上都保持了资金正流入，是美国抵御金融危机、重建金融秩序的重要正能量。

编者按：成员观点集萃栏目是中国养老金融 50 人论坛成员近期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。本期我们选编了中国养老金融 50 人论坛核心成员李珍教授、中国养老金融 50 人论坛特邀成员孙博的文章。欢迎大家向本栏目投稿。

李珍等：我国养老保险制度挤进了居民消费吗？ ——基于城镇的时间序列和面板数据分析¹



李珍：中国养老金融 50 人论坛核心成员，中国人民大学社会保障研究所所长、教授

¹ 原文刊于《公共管理学报》2015 年第 4 期，转载获得作者授权。

一、研究背景及特点

从上世纪末以来，中国经济一直受到有效需求不足的困扰。特别是2008年美国的金融危机演变成世界性经济危机后，中国的出口受到冲击，内需的重要性更显突出。实际的情况是居民的消费率一直呈下降的趋势，从改革开放初期的50%以上下降到目前的40%以下，投资率则从38.2%上升到48%。社会保障支出与居民的储蓄/消费行为模式的关系是学界和社会舆论关注的焦点。一般地，基于持久收入理论、预防性收入理论，学者和舆论认为健全的社会保障制度会挤出储蓄、增加消费，对解决中国有效需求不足起到促进作用（袁志刚、宋铮，1999^[1]；臧旭恒、张继海，2005^[2]；袁小霞，2011^[3]）。沿着该理论假设，一些学者选择以社会保障项目中开支最大、涉及面最广的养老保险为对象进行实证分析，但往往因方法和数据不同而得出不尽相同的结果。本文将基于消费理论基本框架，构建“养老保险——居民消费”模型，通过全国时间序列数据及省际面板数据相结合的分析，验证养老保险制度发展与居民储蓄/消费行为模式的关系。

有关“养老保险与居民消费/储蓄关系”的讨论最早从西方国家开始，但无论在理论还是实证上至今仍未达成共识。不在少数的学者认为养老保险挤出了私人储蓄。Feldstein（1974）指出，社会保障¹对私人储蓄的净效应取决于“资产替代效应”和“引致退休效应”的对比，如果资产替代效应大于引致退休效应，私人储蓄就会减少，消费增加；如果引致退休效应大于资产替代效应，则私人储蓄增加，消

¹在美国，“社会保障”（Social Security）专指政府强制提供的“老年、遗属及残障保险（Old-Age Survivors and Disability Insurance）”，即本文的养老保险概念，意指公共养老金制度安排。

费减少。他在建立了具有引致退休效应的生命周期模型基础上，引入美国宏观经验数据，结果表明如果没有社会保障，美国的资本存量将增加 30-50%^[4]。1937-1992 年的经验数据显示，美国社会保障降低了个人储蓄的约 60%^[5]。David Blake (2004) 根据英国 1958-1994 年的时间序列数据，发现国民养老金对消费有积极的影响，对个人储蓄产生很强的替代效应。另有一部分学者认为养老保险对个人消费储蓄行为的影响并不明确^[6]。Barro (1974^[7], 1979^[8]) 根据无限期世代模型，指出老年人对年轻人的转移、遗赠动机能够抵消储蓄负作用，因此，社会保障并不影响国民储蓄。Modigliani 和 Arlie Sterling (1981) 运用生命周期模型，对 21 个 OECD 国家 1960-1970 年的经验数据进行分析发现，养老保险制度对储蓄率的影响很难确定；对大多数国家而言，养老保险对储蓄率的净效应接近于零^[9]。

在我国，学者们从不同的角度考察养老保险制度对居民消费储蓄行为的影响。不少学者借鉴 Feldstein 的研究思路，构建中国城镇的“养老金财富变量”，根据家计调查数据或省际面板数据，发现养老金财富对于家庭储蓄存在显著的替代效应(何立新等，2008^[10])，或者社会保障养老金财富对中国城镇居民消费支出产生显著的正向影响(石阳、王满仓，2010^[11]；张继海，2008^[12])。从制度参与率(或覆盖率)来看，尹华北、张恩碧(2011)考察农村的情况发现，新型农村社会养老保险覆盖率每提高 1%，农村居民消费支出会增加 3233 元^[13]；岳爱等(2013)根据农户追踪调查数据利用倾向得分匹配法估计发现，参加新农保农户的家庭日常费用支出比未参保农户多 26%^[14]。余官胜、

王睿(2011)利用省际动态面板数据对五种社会保险参与率如何影响居民消费需求的实证研究表明,当经济发展水平较低时,基本养老保险参与率的提高会降低居民消费需求;只有当经济发展水平较高时,参与率的提高才能促进消费需求的增加^[15]。从缴费率来看,白重恩等(2012)根据城镇住户调查2002-2009年9省市的数据发现,在给定缴费前收入和养老保险覆盖状态时,提高养老金缴费率会显著抑制家庭消费^[16]。邹红等(2013)基于2002-2009年广东省城镇住户调查数据的实证研究,发现养老保险缴费率增加1%,消费将降低2.58%^[17]。杨继军、张二震(2013)基于1994-2010年全国省级数据的动态面板分析,发现养老保险覆盖面、养老保险缴费额(基本养老保险基金收入占GDP的比重)对居民储蓄的影响显著为正,即挤进储蓄而挤出消费^[18]。从保障水平来看,李雪增、朱崇实(2011)以人均基本养老金收入为衡量指标,通过使用2001-2008年的省际面板数据发现,养老保险在影响家庭储蓄方面的作用比较有限^[19]。苏春红、李晓颖(2012)以人均城镇基本养老保险支出为指标,基于山东省17地市2003-2010年分析表明,养老保险支出对城镇居民消费具有正向影响,养老保险支出每增加1元,城镇居民消费支出增加0.0197元^[20]。

综上,采取不同的经验数据类型和变量指标,往往会得出不同结论,养老保险挤进消费的观点似乎占据上风。我国城乡二元结构决定了养老保险制度的二元制特点。对新型农村养老保险制度与农村居民消费的研究固然有价值,但由于该制度建立时间尚短,无法反映中国主体养老保险制度的历史及特征。已有关于城镇养老金制度的研究更

多侧重对改革后城镇职工基本养老保险制度的影响分析，对改革前后的历时比较则不多见。另外，衡量养老保险制度的变量选取还值得推敲：“养老金财富”变量并非来源于客观真实数据，依赖的假设过多将影响估算结果的真实性；选取制度的覆盖率、缴费率或保障水平中的任一个并不能反映养老保险制度全貌。鉴于此，本文将在以下两方面做出突破：第一，城镇养老保险制度转型是我国经济、社会结构深刻变革的写照，根据持久收入假说及预防性收入理论，它必将对居民收入-消费模式产生重要影响；本文将通过建立时间序列模型，动态比较改革前后养老保险对居民消费模式的影响差异，以检验相关理论。第二，从保障水平和覆盖范围两个维度衡量改革后社会养老保险制度，并建立省际面板数据模型考察养老保险对居民消费行为的真实影响。

二、城镇养老保险制度演变背景下的居民消费模式分析

伴随着中国经济体制及社会结构的深刻变革，我国的养老保险制度从“传统退休金制度”转向“社会养老保险制度”。经典的生命周期假说、持久收入假说以及预防性储蓄假说，将对制度变迁背景下居民消费/储蓄行为模式的影响做出理论解释。

Modigliani 和 Brumberg (1954) 的生命周期模型是分析消费行为的经典理论之一。该模型假设消费者对他一生不同的消费途径有着前瞻性的选择，消费者选择他所偏爱的消费路径要受到它一生收入（即生活资源）的约束，因而预期将来有较高收入的家庭，趋于消费他们目前收入中较大的比例^[21]。持久收入假说除了假设生命长度无期限以外，其精神实质与生命周期假说相类似，持久收入的概念与生活

资源的概念也一致。持久收入理论认为，收入可以分为平均或预期的持久收入与暂时性收入，消费由持久收入决定，而不会对暂时的收入变动有较大反应；同时，该理论还将社会保障视作永久收入，认为它能够通过改变居民的收入预期而影响消费^[22]。20世纪70年代以后，不确定等价被纳入到经典消费理论的分析之中，其基本逻辑是不确定性的存在大大刺激了消费者的预防性储蓄行为，产生预防性储蓄理论（朱信凯、骆晨，2011^[23]）。该理论认为，收入不确定性及其引起的消费者心理预期的改变都会影响消费者的消费-储蓄行为。结合以上几种主要的消费函数理论，下面我们将在制度变迁的背景下探讨持久收入、收入不确定及心理预期与居民消费模式的作用机理。

养老保险制度改革以前，我国主要实行的是传统退休养老金制度，它与计划经济时期的国家负责、单位包办、职业关联的“低工资、高就业、高补贴、高福利”模式相联。该制度主要覆盖城镇企业职工和国家机关工作人员（统称“全民制职工”），由国家和单位提供了一套包括养老、医疗、工伤与生育在内的劳动保险。传统退休金的待遇标准也相当高，其工资（本人工资）替代率一般为80-90%，有些达到100%，甚至超过100%^[24]。此时，因为就业稳定、福利待遇确定，人们对未来收入乃至一生的持久收入的预期都是稳定的，并且不存在预防储蓄的动机，根据消费理论，居民消费意愿会强于储蓄意愿。

伴随着国企改革，传统退休养老制度的基础受到动摇，企业包揽、国家兜底模式由社会统筹和个人账户相结合的社会养老保险所取代。个人和企业共尽缴费义务，责任分担。至此，个人养老金收入模式已

发生根本改变。就政策设计而言，新制度在两个维度上降低了养老金的待遇水平：一是替代率水平从旧制度下 80%以上降到 60%；二是养老金待遇标准由过去的本人最后工资改为上年度在岗职工社会平均工资，而一般来说，本人最后工资因带有年功性质而远高于社会平均工资^[25]。就实际情况而言，城镇职工基本养老保险的社会平均工资替代率已从 1997 年的 76%骤降至 2005 年的 50%，2012 年为 48%¹；另外，个人账户记账利率低，并未参与市场的投资运营，应有的替代率目标尚未实现。如此种种，一定程度上使得城镇居民形成对未来收入不确定性的预期，以及对未来持久收入（或生命周期生活资源）下降的预判，增加预防性储蓄、减少当期消费应当成为城镇居民的理性选择。

基于以上分析，我们可以假设：养老保险改革以前，人们的收入预期稳定因而可能会倾向于消费而减少储蓄；养老保险改革以后，养老金待遇的锐减与对未来收入的不确定性增强使得人们倾向于更多储蓄而非当前消费的可能性增加。

三、模型设定、变量与数据

基于持久收入假说、生命周期假说及预防性储蓄理论，本文将收入、人口、养老保险、不确定性等变量纳入分析我国城镇居民消费行为的基本函数模型中，从而控制变量，结合全国及地区的经验数据，更精确考察养老保险制度对居民消费行为的影响。

（一）理论模型

1936 年，凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中提出了日后成

1 根据各年度《人力资源和社会保障事业发展统计公报》计算得出。

为消费函数开山之作的“绝对收入假说”，认为当期消费的增加仅由当期收入的增加决定，但消费增加的比例会随着收入的增加而不断减小，即著名的“边际消费倾向递减”规律。随后，相对收入假说、持久收入假说、生命周期理论相继产生。Ando & Modigliani (1963) 认为，人们储蓄主要是为了平滑一生的消费，实现终生消费效用最大化^[26]。他们建立如下消费模型：

$$C_t = \alpha + \beta_1 Y_t + \gamma_1 W_{t-1} \quad (1)$$

其中， C_t 为消费支出， Y_t 为持久收入， W_{t-1} 为家庭财富资产。

Modigliani 还指出，根据生命周期理论，影响储蓄率的因素还包括人口结构。事实上，中国的储蓄行为不但可以由生命周期模型解释，而且劳动力抚养负担确实对我国居民的储蓄行为产生一定影响（张士斌，2009^[27]；钟水映、李魁，2009^[28]）。

Feldstein (1974) 在此基础上引入社会保障财富变量，即养老保险财富变量 SSW_t ，建立扩展的生命周期模型：

$$C_t = \alpha + \beta_1 Y_t + \gamma_1 W_{t-1} + \gamma_2 SSW_t \quad (2)$$

将不确定性等现实因素纳入考虑的范围，预防性储蓄理论得以产生。风险的存在，会促使人们（风险回避者）在生命周期和遗赠储蓄之外更多地储蓄，以抵御可能的收入风险，这就是预防性储蓄^[29]。另外，近来不断有学者关注房价增长、借入约束与储蓄的关系（Song & Yang, 2010^[30]；陈彦斌等，2011^[31]）。

衡量养老保险制度的变量选择可以结合国际上评价养老金制度的指标体系给出。世界银行认为评价养老金制度改革成效有四个指标：充足性、可负担性、可持续性和稳健性。其中，充足性包括养老金收

入的绝对水平和它替代退休前收入的相对水平；可负担性指个人和社会融资能力；可持续性强调制度体系的财务稳定性^[32]。美世则建构了包括充足性、可持续性和全面性三大指标的养老金评价体系。“充足性”指标被赋予40%的权重，包括了待遇水平、税收支持、资产增长等子指标；“可持续性”权重占比35%，包括覆盖率、缴费、人口等子指标；“全面性”被赋予25%的权重，具体涉及养老金计划治理、法规、成本、透明等宏观管理的内容。结合国际上通用的衡量养老保险制度的指标，本文侧重养老金领取者视角而非宏观治理视角，故选择待遇水平（相对指标）及覆盖率指标作为对养老保险的衡量。为反映现实情况（如上文所述原因），本文亦不采用基于假设模拟的养老金财富变量衡量养老保险制度。

综上，从绝对收入假说到生命周期假说和持久收入假说，再到预防性储蓄理论的各种假说，消费函数与收入、人口因素、社会保障等变量有着密切的联系。基于以上理论分析构建我国城镇居民消费的基本模型如下：

$$Cons = \beta_0 + \beta_1 Inc + \beta_2 Pension + \beta_3 Population + \beta_4 Other + \varepsilon \quad (3)$$

其中，Cons表示居民消费变量，Inc表示居民收入变量，Pension表示养老保险制度，Population为人口因素，Other为其他控制变量。

（二）变量及数据来源

由式（3）知核心变量由5部分组成：被解释变量、收入解释变量、公共养老金制度解释变量、人口解释变量及不确定性变量。

1. 城镇居民消费变量（Cons）

该变量用城镇居民家庭平均每人全年现金消费支出衡量。全国及各地区数据来源于历年《中国统计年鉴》。

2. 城镇居民收入变量 (Inc)

该变量用城镇居民家庭平均每人全年可支配收入度量。全国及各地区数据来源于历年《中国统计年鉴》。

3. 养老保险 (Pension)

该变量通常包含两个维度：保障水平和覆盖范围。保障水平用相对指标，即养老金待遇相对在岗职工平均工资的替代率 (Replrate) 来衡量；覆盖范围用相对指标，即参保人数占总人口比重的覆盖率 (Coverage) 来衡量。

由于养老保险覆盖率数据在早期的年份并未给出，因而时间序列模型中仅考虑保障水平指标：养老保险替代率=城镇居民家庭人均养老金或退休金收入/城镇在岗职工平均工资。面板数据模型中则用两维度指标测量：(1) 养老保险替代率=城镇职工人均养老金水平/城镇在岗职工平均工资，其中，城镇职工人均养老金水平=养老保险基金支出/年末离退休退职人员数；(2) 覆盖率=参保人数/城镇人口数。

全国城镇居民家庭的“养老金或退休金收入”来自《中国价格及城镇居民家庭收支调查统计年鉴》及《中国城市(镇)生活与价格年鉴》(1988-2013年)，“城镇在岗职工平均工资”及城镇职工基本养老保险“参保人数”与“基金收入”数据均来自历年《中国统计年鉴》和《人力资源和社会保障事业发展统计公报》。

4. 人口变量 (Population)

人口年龄结构与人口预期寿命都是与居民消费密切相关的人口变量，鉴于数据的可及性，本文选取少儿抚养比（Childdep）及老年人口抚养比（Olddep）两个变量。在我国，少儿人口抚养比=0-14岁人口数/16-64岁人口数，老年人口抚养比=65岁及以上人口数/16-64岁人口数。全国及地区数据来自历年《中国人口和就业统计年鉴》。

5. 其他变量

考虑到流动性约束与预防性储蓄等理论假说以及中国近年来城镇化的现实情境，本文将房价因素纳入考虑范围。各地商品房平均销售价格（元/平方米）来源于《中国统计年鉴》。由于我国的住房改革制度始于二十世纪九十年代，故不将房价因素纳入全国时序模型的分析中。

全国性数据的各变量指标均以1978年城市居民消费价格指数为基期（1978年=100）进行调整，以剔除价格波动的影响。面板模型中均以各地区2000年城市居民消费价格指数为基期（2000年=100）进行平减，以剔除各区域内部价格因素的影响。

四、实证结果及分析

下面将通过全国时间序列模型动态考察改革前后的养老保制度对城镇居民消费模式的影响，以及通过省际面板数据模型分析改革以来的社会养老保险制度与居民消费行为的真实关系。

（一）全国时间序列模型

为消除异方差的影响，对各时间序列变量取自然对数。下面将1987-2012年我国城镇养老保险制度与城镇居民消费的关系从（1）

总体的长期趋势和短期波动以及（2）结构性变化两方面展开。

1. 协整检验与误差修正模型

构建时间序列模型之前应对各变量进行单位根检验，以避免伪回归现象。ADF 单位根检验结果表明（如表 1 所示），消费支出、可支配收入与养老保险替代率的对数序列都包含单位根，为非平稳序列，其一阶差分序列则不包含单位根，故三个时间序列为一阶单整 $I(1)$ 序列，满足协整检验的条件。

表1 ADF单位根检验结果

变量	ADF 检验值	1%临界值	5%临界值	概率值	结论
Lncons	-2.8203	-4.3743	-3.6032	0.2035	非平稳
D(Lncons)	-4.1564	-4.3943	-3.6122	0.0166	平稳
Lninc	2.2804	-3.7241	-2.9862	0.9999	非平稳
D(Lninc)	-4.1991	-3.7379	-2.9919	0.0035	平稳
Lnreplrate	-0.9123	-4.3743	-3.6032	0.9387	非平稳
D(Lnreplrate)	-5.5856	-4.3943	-3.6122	0.0007	平稳

为进一步考察变量序列间是否存在长期的均衡关系，下面进行 Johansen 协整检验。迹统计量的协整结果表明（见表 2），在 5% 的显著性水平下，城镇居民人均消费支出与人均可支配收入、养老金替代率及老年抚养比之间存在 1 个协整关系，即四者之间存在长期稳定的关系。

表2 城镇居民消费支出的 Johansen 协整检验结果

原假设 (协整方程个数)	特征值	迹统计量	5%临界值	概率
0 个	0.8474	51.6789	29.7971	0.0000
至多 1 个	0.3741	10.3162	15.4947	0.2572
至多 2 个	0.0004	0.0090	3.8415	0.9242

因而采用 1987-2012 年的经验数据对三个变量进行 OLS 回归:

$$\begin{aligned} \text{LnCons}_t &= 0.7249 + 0.8435 \text{LnInc}_t - 0.0842 \text{Lnreplrate}_t \\ t &= (5.6914) \quad (79.787) \quad (-3.3123) \\ R^2 &= 0.9983 \quad (4) \end{aligned}$$

估计结果显示,人均可支配收入与养老保险替代率均对家庭现金消费支出产生显著影响:人均可支配收入每增加 1%将导致人均消费支出增长 0.8435%;家庭人均养老金替代率增加 1%,人均消费支出则降低 0.0842%。从长期来看,养老保险替代率的提高对城镇居民家庭的消费支出产生微弱的挤出效应。

为考察变量间的短期波动,对上述存在协整关系的变量建立误差修正模型如下:

$$\begin{aligned} D(\text{LnCons}_t) &= 0.0334 \text{VECM}_{t-1} - 0.2996 D(\text{LnCons}_{t-1}) + 0.4488 D(\text{LnInc}_{t-1}) \\ t &= (1.4023) \quad (-0.9981) \quad (1.3207) \\ &+ 0.0437 D(\text{LnReplrate}_{t-1}) + 0.0467 \\ &\quad (0.3756) \quad (2.3059) \\ R^2 &= 0.3212 \quad F = 2.2477 \quad (5) \end{aligned}$$

从短期看,养老保险替代率对消费支出产生并不显著的微弱正向作用,误差修正项用来度量系统偏离长期均衡位置的程度,其系数 0.0334 表明城镇居民人均消费支出由短期偏离向长期均衡的自我修正速度较为缓慢。

为明确被解释变量与解释变量间的因果关系,下面进行格兰杰因果关系检验。如表 3 所示,我们可以在 5%的显著性水平上拒绝“人均可支配收入不是人均消费支出的格兰杰原因”的原假设,却无法拒绝“养老保险替代率不是人均消费支出的格兰杰原因”。可见,养老保险替代率的增加并不是人均消费支出增长的格兰杰原因。

表3 格兰杰因果关系检验结果

原假设	滞后阶数	观测值	F 统计量	P 值
LnInc 不是 LnCons 的格兰杰原因	2	24	4.63	0.0230
LnCons 不是 LnInc 的格兰杰原因	2	24	0.9678	0.3979
LnReplrate 不是 LnCons 的格兰杰原因	2	24	1.6153	0.2250
LnCons 不是 LnReplrate 的格兰杰原因	2	24	0.5249	0.5999

2. 结构稳定性的 Chow 检验

邹氏检验 (Chow Test) 是由邹至庄提出的用于判断时间序列在某一给定的时点是否发生了结构性变化的检验方法。由于 1997 年国务院颁布了《关于建立统一的企业职工基本养老保险制度的决定》，故此处选择 1997 年为分割点，在模型 (4) 的基础上考察这一时间序列的结构性变化。Chow 分割点检验的结果显示，F 统计量=21.964，LR 统计量=37.891，且它们的概率值非常小，可在 1% 的显著性水平上拒绝“模型无显著的结构变化”的原假设。Chow 预测检验的统计量及概率值同样表明，可以拒绝“模型无显著结构变化”的原假设。由此可见，1997 年的城镇养老保险制度的改革可以作为城镇居民家庭消费模型的一个结构分割点，下面将对改革前后养老保险制度与居民消费的关系进行比较分析。

表4 1997年前后城镇家庭人均现金消费支出模型对比

变量	改革以前 (1987-1996)	改革以后 (1997-2012)	总体 (1987-2012)
人均可支配收入	1.095*** (8.695)	0.876*** (153.163)	0.844*** (79.787)
养老金人均替代率	-0.198* (-2.057)	0.115* (1.965)	-0.0842*** (-3.312)
常数项	-1.216 (-1.131)	0.904 (7.507)	0.725 (5.691)
\bar{R}^2	0.9915	0.9994	0.9982

注：*和***分别表示在 1%和 10%的显著性水平上显著。

如表 4 所示，在 1997 年改革以前，养老保险对人均消费水平产

生微弱的挤出效应，养老保险替代率增加 1% 会挤出当期消费约 0.198%；而改革以后则产生微弱的正向影响，即养老保险替代率增加 1% 会挤进 0.115% 的消费支出。无论改革前后，人均可支配收入始终对居民消费产生显著的正向作用。由于样本量的限制，1987-1996 年的数据无法反映我国养老保险制度改革以前的全貌，而在这段历史时期，我国已经开始了由传统退休金制度向社会保险转变的探索^{1③}。改革的试点与政策进程势必对居民预期造成一定程度的冲击，从而导致居民更倾向预防性储蓄而非当期消费。1997 年以后，养老保险制度的微弱挤进消费作用与改革日渐成熟、养老保险制度变得越来越可预期密切相关。从总体上看，养老保险对城镇居民消费支出可能具有微弱的挤出效应，但养老金替代率的增加并不构成居民现金消费支出增加的格兰杰原因。

（二）省际面板数据模型

由于企业职工基本养老保险制度发展历史悠久、覆盖人数广、制度框架较为成熟，构成我国现阶段城镇养老保险制度的主体，并且相关数据容易获得，故本文接下来重点考察该制度与城镇居民家庭消费行为的关系。

31 个省（直辖市）2000-2012 年的面板数据模型各变量的描述性统计结果如表 5 所示。表 6 为对各变量取自然对数后的静态面板数据分析结果。通过构建“最小二乘虚拟变量模型”（LSDV）发现，绝大部分省份的个体虚拟变量都很显著，故认为存在个体效应。个体效应

1 1991 年国务院下发了 33 号文件《关于企业职工养老保险制度改革的决定》，在 1993 年《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》的推动下，《国务院关于深化企业职工养老保险制度改革的通知》（国发[1995]6 号）促使养老保险改革试点迅速展开。

既可能以随机效应的形式存在又可能以固定效应的形式存在，因而分别构建异方差稳健标准误的个体固定效应模型（2），以及个体随机效应模型的广义最小二乘估计（4）和最大似然估计（5）。首先，模型（2）的 F 检验再次验证了个体截距项的存在，即固定效应模型优于混合最小二乘回归。其次，模型（4）的 LM 检验同样拒绝了“不存在个体随机效应”的原假设，认为在“随机效应”与“混合回归”二者之间，应选择随机效应。再次，固定效应与随机效应模型孰更有效？豪斯曼检验结果表明，我们可以在 5% 的显著性水平上拒绝“随机误差项与解释变量均不相关”的原假设，即认为固定效应模型设置更优。最后，在个体固定效应的基础上，将时间固定效应纳入考虑范围，建立双向固定效应模型（3）。总之，模型（1）-（5）均能在一定程度上拟合城镇居民家庭消费行为，但模型（1）（2）（3）效率更高。

表5 面板数据模型变量的描述统计

	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
因变量					
人均现金消费支出(元)	403	8162.278	3208.833	3623.56	20603.53
自变量					
人均可支配收入(元)	403	11170.42	4886.1	4724.11	31539.51
人均养老金替代率(%)	403	54.88	12.22	29.89	98.77
公共养老金覆盖率(%)	403	32.48	11.28	5.47	67.63
商品房平均销售价格(元 m ²)	403	2915.83	2096.59	949	15610.8
少儿抚养比(%)	403	20.04	5.30	8.96	42.09
老年抚养比(%)	403	11.36	2.84	2.7	22.95

表6 省际面板数据模型估计结果

解释变量	被解释变量：城镇家庭人均现金消费支出 LnCons				
	LSDV (1)	固定效应 (2)	双向固定 效应 (3)	随机效应 GLS估计 (4)	随机效应 MLE估计 (5)

人均可支配收入 (LnInc)	0.8547*** (28.21)	0.8547*** (29.35)	1.0113*** (12.2)	0.8252*** (29.69)	0.8311*** (41.47)
养老保险替代率 (LnReplrate)	0.0018 (0.06)	0.0018 (0.954)	0.0136 (0.3)	-0.0121 (-0.41)	-0.009 (-0.38)
养老保险覆盖率 (LnCoverage)	-0.0467* (-1.75)	-0.0467* (-1.82)	-0.0309 (-1.52)	-0.0358* (-1.79)	-0.038*** (-3.32)
商品房价格 (LnHousp)	0.0228 (0.377)	0.0228 (0.93)	0.0296 (1.16)	0.0415* (1.85)	0.0378** (2.37)
少儿抚养比 (LnChildep)	0.019 (0.544)	0.019 (0.64)	0.0279 (0.72)	0.0092 (0.32)	0.0112 (0.83)
老年抚养比 (LnOlddep)	0.0196 (1.18)	0.0196 (1.22)	0.0263 (1.3)	0.0228 (1.32)	0.0223** (2.24)
常数	0.7752** (2.63)	0.709** (2.45)	-0.7261 (-0.8)	0.8602*** (3.11)	0.8293*** (6.67)
总体R ²	0.9904	0.9699	0.9729	0.9731	-
组内R ²	-	0.9839	0.9857	0.9837	-
组间R ²	-	0.9545	0.9581	0.9614	-

注：*、**和***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平上显著。模型(1)(2)(3)中括号里为系数估计值的t统计量，模型(4)(5)为z统计量。

在五个模型中，家庭人均可支配收入对城镇居民家庭消费支出的影响是显著而主要的。我国省际面板数据再次验证了绝对收入假说在我国的适用性。以固定效应模型为例，其他条件不变，城镇居民家庭人均可支配收入每提高1%，当期家庭现金消费支出将增加0.8547%。可见，居民收入仍是影响消费行为的主要因素。

从养老保险的两个维度（保障水平与覆盖范围）对居民消费行为的影响来看，保障水平相对指标——城镇职工基本养老保险待遇对在岗职工平均工资的替代率——对家庭消费支出的影响并没有通过显著性检验，在固定效应模型中仅存在非常微弱的正向效应，而在随机效应模型中则表现出十分微弱的负向效应。覆盖范围指标，即用覆盖率衡量，对城镇居民消费支出行为的影响通过显著性检验，见模型(1)(2)(4)(5)。在最小二乘虚拟变量模型和固定效应模型中，养老保

险覆盖率每提高 1%，将使居民消费支出减少 0.0467%。这与我们基于生命周期假说和预防性储蓄理论提出的假设不相一致。我们知道，自城镇基本养老保险制度建立以来，其覆盖面是逐渐扩展的，从正规部门就业职工逐渐覆盖到个体工商户和灵活就业人员，为什么居民的消费水平却不见增长？这可以从社会保险制度影响居民消费行为两个相反的作用机制来解释。一方面，养老保险作为一项社会保障制度安排，现收现付养老金的待遇承诺有助于人们对老年生活形成安全而稳定的预期，从而一定程度上降低预防性储蓄，提高当期消费；另一方面，作为一项社会保险制度，基本养老保险的待遇发放是以人们在职时缴费为前提，这就意味着当期工资收入的减少及其导致的当期消费减少。随着城镇基本养老保险制度的扩面，更多工作人群需要缴纳养老保险费，这必然减少了他们的当期收入，从而减少消费。余官胜、王睿（2011）发现，在经济发展水平较低时，社会保障参与率的提高会降低居民消费需求。白重恩等（2012）的实证研究也指出，养老保险缴费负担对总消费的影响主要是负面的。

人口年龄结构因素对城镇居民消费行为的影响并不明显。老年抚养比对城镇居民消费行为的影响仅在采取最大似然估计的随机效应模型中通过显著性检验。其他条件给定，老年抚养比每增加 1%，居民家庭人均消费支出约提高 0.0223%。这一发现可以看作是两方面因素综合作用的结果：一方面，老年人以较高储蓄应对未来风险和不确定开支；另一方面，老年人面临着更多当期医疗、护理、生活照料等费用开支；当第二种效应较大时，老年抚养比的提高将增进当前消费。

综合来看，在面板数据模型中，城镇居民当期可支配收入是影响当期消费的主要变量。改革后的城镇职工养老保险制度的保障水平并没有对居民消费产生显著影响，并且其作用方向尚不明确。养老保险的覆盖范围则对居民消费产生显著的负向影响，这在一定程度上可以由社会保险缴费率降低居民当期消费来解释。其他因素，如人口年龄结构与房价对居民消费的影响亦不明显。

五、结论及政策含义

养老保险与居民消费/储蓄的关系是一个争议不断却仍未达成定论的话题。本文根据绝对收入假说、生命周期假说、预防性储蓄假说等前沿消费函数理论，构建起基于中国经验的消费函数模型，并结合我国养老保险制度从传统退休金制度向社会保险的转型，重点分析改革前后的养老保险对居民消费支出的差异性影响，以及现代社会养老保险制度与城镇居民消费行为的关系。实证结果表明，养老保险对城镇居民消费的影响并没有验证我们基于生命周期、持久收入及预防性储蓄理论的设想。1987-1996年的经验数据显示，养老保险制度实际挤出了居民消费，尽管在社会保险制度定型与完善过程中（1997-2012年），养老保险对居民消费有微弱促进作用。对改革后更可靠的省际面板数据分析结果表明，社会养老保险的保障水平对居民消费的影响并不显著，覆盖率提高在一定程度上减少了居民的当期消费。影响城镇居民当期消费水平最主要的因素是城镇居民平均每人全年家庭可支配收入，该变量在时间序列与面板模型中均表现出显著的正向效应。

这一发现使我们注意到，把养老保险制度当作需求管理工具（即

通过提高养老保险替代率和覆盖率水平来扩大居民消费)的做法值得商榷。诚然,社会保障制度中的失业保险、社会救助等项目因与经济周期相关联而具有自动调节功能,在经济萧条时确实能够有效扩大内需,从而促使经济恢复。但养老保险制度涉及社会保险税(费)征缴与待遇发放两个环节,它对居民消费-储蓄行为的影响也更为复杂。

“养老保险促进居民消费”并不被本文基于中国城镇经验的数据分析所验证,把养老保险制度作为扩大内需的工具需慎用。对于养老保险的功能定位,我们认为应该回归其本质:实现一定水平的收入替代,以避免陷入老年贫困^[33]。这对于目前我国养老保险领域公共政策的合理制定有着深刻意蕴:社会养老保险制度的目标是保障居民享有基本的老年收入保障,以避免老年贫困发生——以此目标为出发点,经过科学测算的提高保障水平和扩大覆盖范围的政策实践都是合理的。如果以扩大国内消费需求为目的,过分夸大养老保险的经济功能而实践的相关公共政策,则很有可能在福利刚性的影响下产生事与愿违的不良社会后果。

参考文献:

[1] 袁志刚,宋铮. 城镇居民消费行为变异与我国经济增长[J]. 经济研究,1999(11).

[2] 臧旭恒,张继海. 收入分配对中国城镇居民消费需求影响的实证分析[J]. 经济理论与经济管理,2005(06).

[3] 袁小霞. 浅析扩大消费需求的重要性及政策建议[J]. 财政研究,2011(10).

[4] Feldstein, M. Social Security, Induced Retirement, and Aggregate Capital Accumulation[J]. The Journal of Political Economy, 1974, 82

[5] Feldstein, M. Social Security and Saving: New Time Series Evidence[R]. NBER Working Paper, 1995, No.5054.

[6] Blake, D. The impact of wealth on consumption and retirement behaviour in the UK[J]. Applied Financial Economics, 2004,14: 555-576.

[7] Barro,R. J. Are government bonds net wealth?[J]. Journal of Political Economy, 1974, 82: 1095-1117.

[8] Barro,R. J. Social Security and Consumer Spending in an International Cross-Section[J]. Journal of Public Economy, 1979,11

[9] Modigliani, F., Sterling,A. Determinants of private saving with special reference to the role of social security: Cross country tests[R]. Working Paper,1981,1209.

[10] 何立新,封进,佐藤宏. 养老保险改革对家庭储蓄率的影响: 中国的经验证据[J]. 经济研究, 2008(10).

[11] 石阳,王满仓. 现收现付制养老保险对储蓄的影响——基于中国面板数据的实证研究[J].数量经济技术经济研究, 2010(03).

[12] 张继海. 社会保障养老金财富对城镇居民消费支出影响的实证研究[J]. 山东大学学报(哲学社会科学版), 2008(03):105-112.

[13] 尹华北,张恩碧. 社会保障覆盖率对农村居民消费的影响研究[J]. 社会科学, 2011(07).

[14] 岳爱,杨矗,常芳,田新,史耀疆,罗仁福,易红梅. 新型农村社会养老保险对家庭日常费用支出的影响[J]. 管理世界, 2013(08).

[15] 余官胜,王睿. 社会保障参与和居民消费需求——基于省际动态面板数据的实证研究[J].软科学, 2011, 25(04).

[16] 白重恩,吴斌珍,金烨. 中国养老保险缴费对消费和储蓄的影响[J]. 中国社会科学, 2012(08).

[17] 邹红,喻开志,李奥蕾. 养老保险和医疗保险对城镇家庭消费的影响研究[J].统计研究, 2013, 30(11).

[18] 杨继军,张二震. 人口年龄结构、养老保险制度转轨对居民储蓄率的影响[J]. 中国社会科学, 2013(08).

[19] 李雪增,朱崇实. 养老保险能否有效降低家庭储蓄——基于中国省际动态面板数据的实证研究[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2011(03).

[20] 苏春红,李晓颖. 养老保险对我国城镇居民消费的影响——以山东省为例[J].山东大学学报(哲学社会科学版), 2012(06).

[21] 弗兰科·莫迪利亚尼著. 关于稳定政策的争论[M]. 北京: 北京经济学院出版社, 1991.

[22] Friedman, M. A Theory of the Consumption Function[M]. Princeton Press, 1957.

[23] 朱信凯,骆晨. 消费函数的理论逻辑与中国化:一个文献综述[J].经济研究, 2011(01).

[24] 董克用. 我国社会保险制度改革的背景环境和模式选择[J].

管理世界, 1995(04).

[25] 李珍, 王海东. 养老金替代水平下降的制度因素分析及对策[J]. 中国软科学, 2013(04).

[26] Ando, A. & F. Modigliani. The Life-cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests[J]. American Economic Review, 1963.

[27] 张士斌. 年龄结构、社会保险与城镇居民储蓄——基于分省面板数据的实证研究[J]. 中南财经政法大学学报, 2009(03).

[28] 钟水映, 李魁. 劳动力抚养负担对居民储蓄率的影响研究[J]. 中国人口科学, 2009(01).

[29] Leland, Hayne E. Saving and Uncertainty: The Precautionary Demand for Saving[J]. Quarterly Journal of Economics, 1968, 82.

[30] Song, Zheng Michael and Dennis T. Yang, Life Cycle Earnings and the Household Saving Puzzle in a Fast-Growing Economy[R]. 2010, ESWC Working Paper.

[31] 陈彦斌, 邱哲圣. 高房价如何影响居民储蓄率和财产不平等[J]. 经济研究, 2011(10).

[32] Holzman, R., Hinz, R. Old-age income support in the 21st century: an international perspective on pension systems and reform[M]. 2005, World Bank.

[33] Barr, N., Diamond, P. Pension Reform: A Short Guide[M]. 2010, Oxford University Press.

孙博：个人税延养老保险和 IRA 计划差别有多大？



孙博：中国养老金融 50 人论坛秘书长助理、特邀成员

2015 年底，保监会下发《关于加快发展现代商业养老保险的若干意见(征求意见稿)》，其中备受关注的，被誉为中国版 IRA 计划 (IRA 指的是个人退休账户计划，是养老金体系的第三支柱，其中以美国和澳大利亚的 IRA 计划最为典型) 的个人税收递延商业养老保险表述如下：推进个人税收递延型商业养老保险试点工作，加快在全国推广个人税收递延型商业养老保险，结合个人税收递延型商业养老保险的推广，逐步建立我国的个人退休账户。那么保监会提出的个人税延养老保险到底和一般意义上的 IRA 计划有何区别？

引子：IRA 计划概述

个人退休账户计划(简称 IRA)是养老金体系的第三支柱，美国、澳大利亚等国家都建立了 IRA 计划。其中以美国的 IRA 最为典型。美国 IRA 最初是按照 1974 年美国国会通过的《雇员退休收入保障法案》(简称 ERISA)建立的，是由联邦政府通过税收优惠发起、个人自愿参与的补充养老金计划。IRA 计划主要有两种形式：一是传统 IRA，允许个人在税前向账户缴费，账户资产的投资收益无需缴税，只有在账户资金支取时缴纳个人所得税。2014 年的免税标准是 50 岁以下者每年 5000 美元，50 岁以上者为 5500 美元。二是罗斯 IRA，1998 年 1 月 1 日实行的纳税人缓税法案(Taxpayer Relief Act)推出了罗斯 IRA。个人以税后收入向账户缴费，但账户资金的投资收益和退休后的领取环节可以免税。IRA 一经推出就受到美国工薪阶层的欢迎，显示出强大的生命力，是美国居民退休后重要的收入来源之一，极大缓解了公共养老金体系的压力。截至 2014 年末 IRA 计划资产规模已达到 7.44 万亿美元，占 GDP 的比为 42.8%，远超过 401k 计划的 4.57 万亿美元的规模。

区别一：IRA 计划的税收优惠在账户层面进行，个人税延养老保险税收优惠只针对保险产品。

IRA 计划所有政策设计是以账户为核心，因为该账户是以养老为目的设立的，所以进入该账户资金给予了税收递延优惠，而不是对具体投资产品进行优惠。换言之，由于税收优惠在账户层面实施，即只要是 IRA 账户资金，无论投向银行存款、共同基金、股票、还是商

业保险产品，都享有无差别的税收优惠。我国的个人税延商业养老保险虽然没有落地，但是从此前上海拟开展试点的相关报道来看，拟将保险产品对接税收优惠政策，也就是说，我国个人税延养老保险优惠在产品层面，只有购买保险产品才能享受优惠，与美国 IRA 在账户层面进行税收优惠差别巨大。

区别二：IRA 计划是开放制度架构，能与 401k 计划转移接续；个人税延养老保险是个封闭体系，不能与企业年金、职业年金对接。

美国养老金体系中，第二支柱的 401k 计划是自愿建立，那么雇员在工作转换过程中，可能下一个企业并没有建立 401k 计划。在此情况下，如果雇员不愿意继续留在原有计划中，除了提取现金之外，将 401k 计划资金转入 IRA 账户是最佳选择。其好处一是不但能够让退休资金的缴纳持续下去，同时这些资金的收益同样会继续延递；第二，能够避免缴纳所得税与提前提取资金的税务处罚；第三，可以给账户持有人更多的选择空间，例如管控投资、什么时候由账户中提取资金等；第四，转入 IRA 账户的雇员还能够持续缴纳资金。正是因为 IRA 计划不但有自身缴费和投资收益资金，还可以接受 401k 计划转入资金，才使得 IRA 发展迅猛，规模远超过 401k 计划。而我国个人税延养老保险与企业年金或者职业年金计划制度模式、运作思路差别巨大，两者之间的转换尚不具备可行性。

区别三：IRA 灵活性十足，允许提前取款或借款。个人税延养老保险缺乏流动性。

IRA 计划的持有人能够随时将资产提取出来使用，若是提取资金

的时候，账户拥有人尚未满足 59.5 岁以上的要求，则还需要缴纳一成的提前提取资金处罚。为了避免支付罚金，账户持有人在面临购房，教育、医疗等紧急支出时，也可以向该账户贷款，贷款额度上限一般为 50000 美元或者该账户总额的 50%，一般要求在五年内偿还完毕（如果是用于首套房贷的贷款，则可以在最长 25 年内偿还）。贷款的利息也比银行贷款要高出 1 到 2 个百分点。

尽管罗斯 IRA 账户是税后缴费，但是罗斯 IRA 账户建立不足五年就提取资金，也是要缴纳一成的提前提取资金附加处罚。然而，如果属于下列几种现象，账户持有人可以免于缴纳处罚资金：雇员超出 59.5 年龄要求；出现伤残情况；意外死亡，受益人进行资金提取；首次购置房产；提取资金是为了支付定期需要缴纳的款项；很多医疗费用需要偿还；失业以后还要应付医疗保险；提取资金不超出符合要求的高等教育支出。总体而言，上述灵活的借款和取款计划增强了 IRA 计划的灵活性和实用性，特别是对年轻人而言，IRA 计划的建立兼顾了远期的养老需求以及近期的购房教育等需求，大大增加了其吸引力。我国个人税延养老保险如果以寿险产品为主的话，寿险产品具有流动性不足的缺陷，如果参加者面临紧急情况无法提前取款，而退保将面临较大权益损失。

此外，IRA 还允许参加者为配偶缴费。早在 1976 年，美国就通过新成立的税制革新法开始建立配偶 IRA 机制，允许计划参加者给没有工作收入，或者工资很少的配偶的 IRA 账户缴费，该缴费享受同样的税收优惠。这也与我国的个人税延养老保险存在显著不同。

区别四：IRA 账户计划更加突出投资功能，股票和共同基金成为主流选择。个人税延养老保险则主要购买保险产品。

IRA 计划中，没有对投资产品做出限制，银行存款、共同基金、寿险产品、债券甚至股票都是 IRA 的投资工具。但是在 IRA 计划建立初期，账户持有人主要把资金投入安全性极高的银行存款，上世纪 80 年代初，银行存款占了 IRA 账户总资产的 70% 以上，保险产品、共同基金和股票各占总资产规模的 10% 左右。然而到了 2014 年，IRA 计划资产中，共同基金资产占比达到 48%，通过证券公司投资于股票和债券等资产的比例达到 41%，银行储蓄仅占 7%，商业保险产品占比仅为 5%。可见，在 IRA 计划发展过程中，参加者越来越重视共同基金等投资型工具，而保障性质突出的银行储蓄和保险产品占比大幅度下降。原因在于，参加者在工作期间最主要任务是将养老资产积累壮大，在其退休时刻将该资产购买年金保险，以防范长寿风险。如果工作初期只购买年金保险，虽然突出了保障功能，但是年金保险无法防范通货膨胀。由此可见，我国个人税延养老保险将产品限定在商业保险范围内，减少了参加者可以选择的投资范围，一定程度上限制了养老资产积累壮大机会。

区别五：个人税延养老保险的税收递延优惠政策还面临落地难题。

传统 IRA 的税收递延优惠体现为个人在领取阶段，根据账户资产的支取额度进行征税。我国的个人税延养老保险如果以保险形式实施，最终个人退休后将以生存年金形式领取。而生存年金作为“无赔款优待收入”，根据国税发[1999]58号文件规定：对于个人为自己缴纳有

关商业保险费而取得的无赔款优待收入，不作为个人的应纳税收入。也就是说，按照现行政策，个人税延养老保险在领取阶段是无需纳税的，严格来讲已经成为一种免税计划，那么所谓的税收递延的激励性如何体现？

综上所述，我国个人税延养老保险与 IRA 计划差别巨大，如果要像 IRA 计划一样取得巨大成功，需要从如下几方面着手：一是建立以账户为核心的税延养老账户，在账户层面实施税收优惠。二是扩大投资范围，将基金、理财、储蓄、保险等多种金融工具纳入产品池，允许个人根据自身风险偏好进行不同选择。三是要提高个人税延养老计划的灵活性和流动性，在参加者面临疾病、买房等重大支出时允许其借款或者提前取款，兼顾参加者的短期和远期需求，增加吸引力。

2016年4月CAFF50动态

1. 4月6日，中国养老金融50人论坛秘书处召开官方网站修改会议。论坛副秘书长王赓宇，秘书长助理、《养老金融评论》执行主编孙博，秘书处刘桂梅，张栋参加了本次会议。

2. 4月16日至18日，中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授、副秘书长王赓宇、朱海扬一行在上海拜访了论坛核心成员、上海市金融办郑杨主任，论坛核心成员、长江养老党委书记总裁苏罡先生，就论坛近期工作安排进行了深入交流；还会见了平安养老董事长杜永茂先生、太平养老保险股份有限公司党委书记总经理彭毅先生、中欧基金董事长窦玉明先生、中国金融信息中心总经理叶国标先生等人，就论坛发展与合作事宜进行了会晤。

3. 4月18日，《中国基金报》就第三支柱个人养老金账户建立与发展等问题，刊登对论坛学术顾问王忠民先生、论坛秘书长董克用教授、论坛核心成员郑秉文教授、熊军先生、林弈教授的专访报道。

4. 4月21日，中国养老金融50人论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司总经理苏罡先生与董克用秘书长举行会晤，商讨确定了举办CAFF50专题论坛以及其他论坛发展相关事宜。

5. 4月22日，中国基金业协会举办了“个人养老金制度与实践国际研讨会”。中国养老金融50人论坛学术顾问王忠民先生、秘书长董克用教授、中国养老金融50人论坛核心成员胡晓义、郑秉文、杨燕绥等受邀出席本次国际研讨会。

6. 4月25日,中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授、核心成员王晓军教授、胡继晔教授和米红教授等受邀出席由中国保监会国际部主办、中国保险资产管理业协会承办的中国养老保障制度讨论会,以《公平与效率的综合平衡——中国养老保障体系的制度选择与实践路径》为题展开研讨。

7. 4月26日,天弘基金养老金产品市场部总经理浦鹏举经申请、成员推荐、秘书处审议,成为中国养老金融50人论坛特邀研究员。

秘书处联系人: 刘桂梅

Email: liuguimei@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, 存档。

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net