

养老金融评论

2021年第12期（总第73期）

- 董克用：美国社会保障退休金确定机制——方法、特点与启示
- 朱俊生：德国养老基金投资与资本市场的互动
- 胡俊英：新加坡养老金制度经验
- 张 栋：全球养老金结构性改革反思与中国镜鉴

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。论坛主要关注养老金金融、养老服务金融和养老产业金融三部分内容，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。随着对养老金融研究的深入，为了促进产业落地，贵州国康养老金融研究院于 2021 年 1 月 29 日在北京宣布成立，致力于将自身建设成为一流、综合、专业的养老金融智库。

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

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：

张 栋 孙 博

编辑组成员：

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】

董克用：美国社会保障退休金确定机制——方法、特点与启示	4
朱俊生：德国养老基金投资与资本市场的互动	20
胡俊英：新加坡养老金制度经验	39
张 栋：全球养老金结构性改革反思与中国镜鉴	70

【养老金融观点集萃】

CAFF50：中国养老金指数变化、国际比较与未来提升	86
CAFF50：中国养老金体系发展的现状、挑战与展望	112
裴 峰：以账户制为基础 财税支持第三支柱养老金建设	128

【CAFF50 大事记】

2021 年 11 月 CAFF50 动态	134
-----------------------------	-----

导读：近年来，随着人口老龄化在全世界范围内不断加剧，养老金制度改革的压力也在全球范围日益凸显，许多国家正在考虑或正在实施重大的养老金改革。对比并借鉴国际上其他国家的养老金体系，不仅有助于剖析中国养老金制度体系与其他国家相比所具有的优势和不足，也可以系统地分析和阐释中国养老金制度体系面临的问题与挑战，为中国养老金制度体系深化改革提供一些思考和建议。

本期《养老金融评论》重点关注如下内容：中国养老金融 50 人论坛秘书长、清华大学社会科学学院董克用教授分享美国社会保障退休金确定机制；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研究德国养老基金投资与资本市场的互动；中国养老金融 50 人论坛联席研究员、泰达宏利基金管理有限公司组合基金部高级研究员胡俊英分享新加坡养老金制度的经验；中国养老金融 50 人论坛常务副秘书长、中国农业大学人文与发展学院讲师张栋基于全球养老金结构性改革路径提出我国养老金体系优化和发展的趋势，以飨读者。

董克用：美国社会保障退休金确定机制——方法、特点与启示



董克用：中国养老金融 50 人论坛秘书长、清华大学社会科学学院教授

一、引言

养老金待遇确定机制是公共养老金制度的核心内容之一，直接决定参保人退休后的养老金水平，并影响参保人的参保和缴费行为。养老金待遇确定机制主要包括退休年龄（何时退休领取养老金）、计发办法（如何计算初始养老金）和待遇调整（如何动态调整养老金）三个问题，据此来审视我国城镇职工基本养老保险制度（以下简称“基本养老保险”）待遇确定机制可以发现，退休年龄方面，在人口平均

本文摘自《人口与经济》2021年第1期，原作者为董克用、施文凯。

预期寿命延长和人口老龄化加速的背景下，我国目前的退休年龄偏低，延迟退休势在必行。2013年发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》就提出要“研究制定渐进式延迟退休年龄政策”，但至今仍未公布具体方案，延迟退休面临较大的社会争议和改革难度。待遇计发方面，基本养老保险长期以来处于地区分割状态，各地缴费和待遇政策差异较大，养老金待遇是与“地区”指标挂钩计算的，再分配功能有限；现行的计发办法无法适应全国统筹的要求，如何计算统筹后的基本养老保险待遇成为实现全国统筹的关键之一。待遇调整方面，现行的调整政策是带有福利化倾向的行政命令式调整，调整幅度较大，这种非制度化的调整打破了缴费和待遇间的关联性，弱化了养老金“多缴多得、长缴多得”机制，可能导致缴费水平相同前提下，晚退休者的养老金待遇低于早退休者的“倒挂”现象，诱发提前退休；并且增加了基金收支平衡压力和财政负担，带来制度可持续性问题。

随着我国人口老龄化持续加深和基本养老保险基金收支压力增大，基本养老保险待遇确定机制需要对三个问题进行系统性的联动式改革。他山之石，可以攻玉。作为一项强制性社会保险计划，美国社会保障退休金制度实施80多年来，在促进美国经济发展和维护社会稳定方面发挥了重要的保障作用。美国社会保障退休金制度属于世界银行提出的多支柱养老金体系中的第一支柱公共养老金制度，由美国联邦政府的社会保障署（Social Security Administration, SSA）具体管理。退休金的领取对象包括退休员工及其配偶和未成年子女，截至2019年6月底共有4757.8万人领取退休金，其中退休员工为4447

万。本文以退休员工为例，分析美国社会保障退休金确定机制，研究美国如何通过制度设计实现合理确定退休金水平和进行收入再分配等政策目标的经验，以期完善我国基本养老保险待遇确定机制提供有益的参考和借鉴。

二、美国社会保障退休金确定机制：对三大问题的系统分析

1. 退休金领取年龄：基于实际领取年龄的“早减晚增”式调节机制

美国社会保障退休金制度中共有三个法定领取年龄，分别是最早领取年龄（Early Eligibility Age, EEA）、全额领取年龄或标准领取年龄（Full Retirement Age/Normal Retirement Age, FRA/NRA）和延迟领取退休金最大增值年龄（Delayed Retirement Credit Age, DRCA）。其中，最早领取年龄为 62 岁，62 岁之前不能领取退休金；延迟领取退休金最大增值年龄为 70 岁，70 岁之后不再因延迟领取而增发退休金；全额领取年龄视出生年份而定（见表 1），参保人在全额领取年龄可领取到的退休金称为“基本保险金额”（Primary Insurance Amount, PIA）。若参保人在全额领取年龄之前或之后领取退休金，则领取时点的初始退休金会在基本保险金额的基础上进行调节，这就是美国根据个人领取退休金年龄决策所设计的“早减晚增”式调节机制（见表 1）。

“早减”是指“提前领取则扣减退休金的额度”，若参保人在最早领取年龄和全额领取年龄之间领取，则退休金会在基本保险金额基础上做永久性的扣减，扣减比例取决于实际领取年龄与全额领取年龄之间相差的月数。“晚增”是指“延迟领取则增加退休金的额度”，若参保人

在全额领取年龄和延迟领取退休金最大增值年龄之间领取，则退休金会在基本保险金额基础上做永久性的增发，增发比例见表 1。以 1957 年出生的参保人为例，其全额领取年龄为 66 岁零 6 个月，若 62 岁开始领取则退休金会永久性扣减，扣减比例为 27%，因此初始退休金仅为基本保险金额的 72%；若 70 岁开始领取则退休金会永久性增发，增发比例为 28%，因此初始退休金可达基本保险金额的 128%。

表 1 美国退休金制度中的全额领取年龄以及领取年龄对退休金的影响 %

出生年份	全额领取年龄	增发比例	不同领取年龄下退休金占 PIA 比重				
			62 岁	65 岁	66 岁	67 岁	70 岁
1924	65 岁	3.0	80	100	103	106	115
1925—26	65 岁	3.5	80	100	103½	107	117½
1927—28	65 岁	4.0	80	100	104	108	120
1929—30	65 岁	4.5	80	100	104½	109	122½
1931—32	65 岁	5.0	80	100	105	110	125
1933—34	65 岁	5.5	80	100	105½	111	127½
1935—36	65 岁	6.0	80	100	106	112	130
1937	65 岁	6.5	80	100	106½	113	132½
1938	65 岁 2 个月	6.5	79⅙	98%	105½	111½	131½
1939	65 岁 4 个月	7.0	78¼	97%	104¾	111¾	132¾
1940	65 岁 6 个月	7.0	77½	96¾	103½	110½	131½
1941	65 岁 8 个月	7.5	76⅔	95%	102½	110	132½
1942	65 岁 10 个月	7.5	75⅚	94%	101¼	108¾	131¼
1943—54	66 岁	8.0	75	93⅓	100	108	132
1955	66 岁 2 个月	8.0	74⅙	92%	98%	106⅔	130⅔
1956	66 岁 4 个月	8.0	73⅔	91%	97%	105⅓	129⅓
1957	66 岁 6 个月	8.0	72½	90	96⅔	104	128
1958	66 岁 8 个月	8.0	71⅔	88%	95%	102¾	126¾
1959	66 岁 10 个月	8.0	70%	87%	94%	101¼	125¼
1960 及之后	67 岁	8.0	70	86⅔	93⅓	100	124

资料来源：SSA. Effect of early or delayed retirement on retirement benefits [EB/OL]. [2019-10-28]. https://www.ssa.gov/OACT/ProgData/ar_drc.html.

注：1. 每年 1 月 1 日出生的人参考出生前一年。2. 增发比例此处是指参保人在达到全额领取年龄（FRA）后，每延迟 1 年领取相应的退休金增发比例。

2. 退休金计算办法：基于个体的、全国统一的基本保险金额计算办法

基本保险金额是参保人在全额领取年龄可领取到的退休金，其计算可分为两个过程。第一步是计算参保人的指数化月平均工资（Average Indexed Monthly Earnings, AIME），目的是对参保人历年

缴费工资进行指数化,以保证退休金能够反映整个工作期间缴费工资的变动情况。指数化月平均工资的计算思路是“先定全国、后算个人”,“先定全国”是指首先根据全国平均工资指数(Average Wage Index, AWI)相对变动情况确定资格年份的指数因子(Indexed Factor, IF)。指数因子表示资格年份相较于以往缴费年份的工资变动量,取决于参保人的资格年份,而与实际领取年份无关。在计算时,指数因子与参保人资格年份上上年度的全国平均工资指数相挂钩,即

$$IF_{i-n} = \frac{AWI_{i-2}}{AWI_{i-n}} (n \geq 2)$$
。“后算个人”是指根据指数因子确定参保人的指数化月平均工资。在计算时,先将参保人历年名义缴费工资与指数因子相乘,得到整个工作期间历年的指数年薪(Indexed Earnings),从而将历年的名义缴费工资转变为指数化工资。之后,美国社会保障署从中选取最高的35年的指数年薪进行加总,再除以420个月(即35年*12月),即得参保人的指数化月平均工资。

第二步是计算参保人的基本保险金额,目的是通过参保人资格年份的分级点对指数化月平均工资分级加权求和,实现收入再分配功能。同指数化月平均工资计算思路相同,基本保险金额也是“先定全国、后算个人”。“先定全国”是指首先根据全国平均工资指数和参保人资格年份确定退休金分级点(bend points),从而将当年所有达到资格年份的参保人的指数化月平均工资分为不同的收入区间。目前退休金分级点为两级,资格年份为2020年的参保人的第一、二分级点分别是960和5785。“后算个人”是指根据参保人指数化月平均工资和资格年份的分级点计算基本保险金额。参保人的指数化月平均工资被两个分

级点分成的三个部分有着不同的替代率权重，各部分的 AIME 与权重乘积之和即为参保人的基本保险金额。因此，PIA 是 AIME 的函数，其计算公式为： $PIA=0.90*A+0.32*B+0.15*C$ 。其中，0.90、0.32 和 0.15 是三个由美国立法规定的固定替代率权重；A 是指参保人 AIME 中不超过第一分级点的部分；B 是指 AIME 中超过第一分级点但不超第二分级点的部分；C 是指 AIME 中超过第二分级点的部分。通过以上两步确定的基本保险金额经“早减晚增”机制调节后就是退休人员领取时点的初始退休金，而之后退休金的增长则涉及待遇调整问题。

3. 退休金待遇调整：基于生活成本调整的退休金指数化调整机制

20 世纪 30 年代社会保障制度建立之初，美国并没有相应地建立规范的退休金指数化调整机制。1975 年之前退休金的增加是由立法确定的，主要受到政治因素的影响，多是临时性调整且幅度较大。例如，在 1965 年 2 月至 1971 年 1 月期间美国共进行了三次临时性的调整，使得美国退休金平均水平累计提高了 43%，远超过同期消费价格指数（Consumer Price Index, CPI）27% 的增长幅度，严重偏离了预期调整的目标。基于这种情况，美国开始考虑建立与 CPI 挂钩的退休金指数化调整机制，以降低成本、保证制度健康运行。1972 年的《社会保障法案》修订案确定了依据 CPI 自动调整退休金的方案，1975 年美国开始使用生活成本调整指数（cost-of-living adjustments, COLAs）来调整退休金。

美国退休金指数化调整机制并没有直接以 CPI 作为调整指标，而

是在 CPI 的基础上确定了依据 COLA 进行调整的机制。COLA 根据美国劳动统计局每月公布的城市工薪阶层和文职人员消费价格指数（Consumer Price Index for Urban Wage Earners and Clerical Workers, CPIW）确定，其统计对象约占总人口的 1/3。COLAs 根据上年度第三季度到 COLA 生效当年第三季度的 CPI-W 增长情况确定，在第三季度 CPI-W 发布后，COLA 会在 10 月自动确定、12 月生效并于次年 1 月计入退休金调整中。在综合基本保险金额和“早减晚增”机制确定参保人领取时点的初始退休金后，社保署每年根据 COLA 对退休金进行指数化调整。表 2 反映了 1975—2019 年美国 CPI-W 和 COLAs 的变动情况，可以看到部分年份的 CPI-W 没有增长，所以当年的 COLA 为 0，也就没有触发调整机制，因此退休金相应地不作调整。例如，2009 年和 2010 年第三季度的 CPI-W 都没有超过 2008 年，因此这两年的 COLA 均为 0，次年的退休金也没有进行调整，所以 2011 年的 COLA 仍以 2008 年为基准进行计算；2015 年和 2016 年也发生了类似的情况。

三、美国社会保障退休金确定机制的特点与经验

1. 通过区分“退休时点”和“领取时点”，实现了退休在劳动关系和社会保障关系间的相对分离

在不断修订《社会保障法案》的同时，为防止就业歧视、保障公民劳动就业权利，美国国会陆续通过了与就业相关的多个法案。根据这些法案，除了一些特殊行业和职业的雇员外，大多数雇员可自行选择退休时点，在达到标准退休年龄时，雇员可以不办理退休手续、不领取

社会保障退休金，继续就业工作；而雇主则不能因年龄原因强制要求雇员退休。因此，美国劳动关系中的“退休年龄”对雇员不具有实际意义上的约束，而“标准退休年龄”（NRA）则主要是对应社会保障退休金制度中的“全额领取年龄”（FRA）。所以美国通过区分劳动关系领域中的“退休时点”与社会保障领域的“领取时点”，实现了劳动关系和社会保障关系在这个方面的相对分离。

表2 美国1975—2019年CPI-W和COLAs变化情况

年份	CPI-W	COLA	年份	CPI-W	COLA	年份	CPI-W	COLA
1975	52.733	8.0	1990	129.900	5.4	2006	199.067	3.3
1976	56.100	6.4	1991	134.700	3.7	2007	203.596	2.3
1977	59.400	5.9	1992	138.767	3.0	2008	215.495	5.8
1978	63.233	6.5	1993	142.367	2.6	2009	211.001	0.0
1979	69.500	9.9	1994	146.400	2.8	2010	214.136	0.0
1980	79.400	14.3	1995	150.233	2.6	2011	223.233	3.6
1981	88.333	11.2	1996	154.633	2.9	2012	226.936	1.7
1982	94.833	7.4	1997	157.867	2.1	2013	230.327	1.5
1983-Q1	98.200	3.5	1998	160.000	1.3	2014	234.242	1.7
1983-Q3	100.533		1999	163.933	2.5	2015	233.278	0.0
1984	104.067	3.5	2000	169.700	3.5	2016	235.057	0.3
1985	107.333	3.1	2001	174.133	2.6	2017	239.668	2.0
1986	108.700	1.3	2002	176.567	1.4	2018	246.352	2.8
1987	113.267	4.2	2003	180.300	2.1	2019	250.200	1.6
1988	117.800	4.0	2004	185.100	2.7			
1989	123.333	4.7	2005	192.700	4.1			

资料来源：1. SSA. Cost-of-living adjustments [EB/OI]. [2019-10-28]. <https://www.ssa.gov/OACT/COLA/colaseries.html>. 2. SSA. Average CPI by quarter and year [EB/OI]. [2019-10-28]. <https://www.ssa.gov/OACT/STATS/avgcpi.html>.

注：1983年之前CPI-W为第一季度平均值，1983年之后CPI-W为第三季度平均值。

从劳动关系角度看，雇员可以自行选择“退休时点”，严格意义上说这个时点是“不领取工资，同时也不缴纳社会保障税”的时点，不一定是领取退休金的时点。也就是说，当雇员年满62岁且已获得40个社会保障积分后，该员工开始不领取工资，同时也不缴纳社会保障税的时点就是劳动关系意义上的退休时点；但该员工也可以在之后的任何时点重新进入劳动力市场工作、领取工资并缴纳社会保障税，重新回到就业状态。从社会保障关系角度看，不管雇员处于就业状态还是

退休状态，只要达到法定最早领取退休金年龄，雇员可自行选择“领取时点”，且在领取退休金之后也可以继续工作、领取工资并继续缴纳社会保障税。特别需要说明的是，一旦开始领取退休金，则其领取时点的退休金额度就会永久性确定。即使重新工作并领取工资和缴纳社会保障税，也不再会有新的变更。

2. 通过区分“实际领取年龄”和“全额领取年龄”，建立了“早减晚增”式初始退休金调节机制

美国社会保障退休金确定机制中较为特别之处在于增加了建立在精算基础上的全额领取年龄的规定，并基于个人选择的实际领取年龄对基本保险金额进行“早减晚增”式调节。调节机制的核心是全额领取年龄和扣减或增发比例的设计，通过“早减晚增”实现精算公平，也就是说无论参保人选择何时领取退休金，制度设计都可提供与平均预期寿命相比大致相等的待遇价值。在这个机制中，个人可以基于实际情况在相应年龄做出领取决策（见图 1）：若低于最早领取年龄则无法领取退休金；若在最开始领取年龄至全额领取年龄之间，则会永久性扣减退休金；若在全额领取年龄则可领取 100% 的基本保险金额；若在全额领取年龄之后延迟到领取退休金最大增值年龄，则会永久性增发退休金；若在延迟领取退休金最大增值年龄之后领取退休金，由于 70 岁时增发额度已经封顶，则不再因继续延迟领取而增加退休金额度。

1935 年《社会保障法案》规定的退休金领取年龄是 65 岁，随着老年人健康状况改善和平均预期寿命提高，以及社会保障退休金收支平衡的压力，美国 1983 年的《社会保障法案》修订案决定将退休金

领取年龄由 65 岁逐渐提高至 67 岁，当时的预测是提高退休金领取年龄可使社会保障制度长期运行成本减少 5% 以上，这与修订案中的其他措施相结合，预计可在未来 75 年内保证社会保障制度收支平衡。

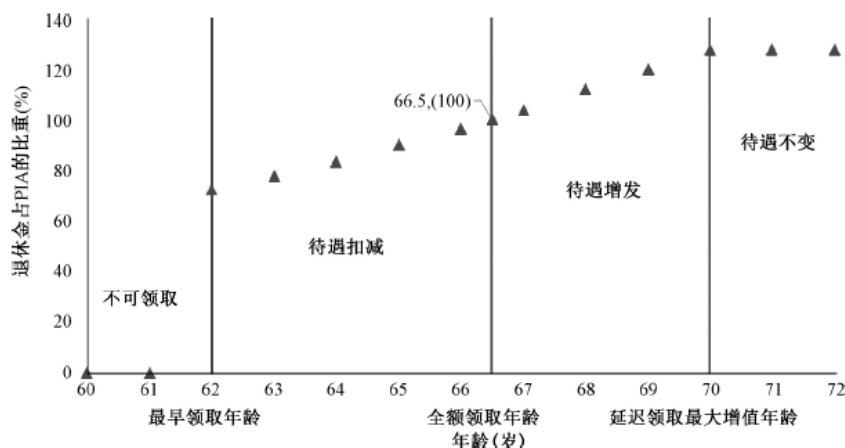


图 1 美国退休金制度中不同领取年龄下退休金与 PIA 的关系 (1957 年生人)

资料来源：作者根据美国退休金制度自行测算。

“早减晚增”机制设计的初衷是通过经济性惩罚或奖励手段来鼓励参保人延迟领取退休金，体现了应用经济手段调节个人退休行为、鼓励自愿性延迟退休的意图。但实施效果却与制度设计的初衷相反：即使存在“提前领取扣减待遇”的惩罚性措施，仍有将近 2/3 的人员选择提前领取退休金，甚至有超过 1/3 的人员选择在最早领取年龄（62 岁）时领取（见图 2）。在“早减晚增”机制中，提高全额领取年龄可以减少社会保障退休金支出，但这种改革方案与我国延迟退休政策相似，也面临较大的争议。并且由于这种机制设计没有对重体力劳动者和一些特殊职业人员区别对待，致使这类人员在不得不提前领取退休金的情况下，不能得到较为公平和公正的待遇。所以提高退休金领取年龄仍是个重大议题，尤其是考虑到预期寿命的提高在不同收入群体间处于非正态分布状态，提高领取年龄可能会导致低收入者和高收入者之

间的社会保障退休待遇价值差距不断扩大。

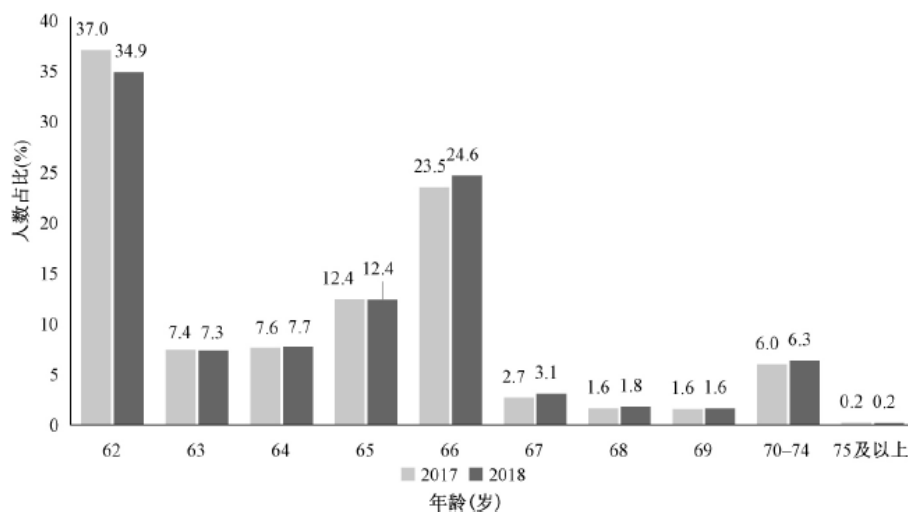


图2 美国2017和2018年领取社会保障退休金人员的年龄分布

资料来源：根据相关资料绘制，详见：1. SSA. Annual statistical supplement, 2018 [EB/OI]. [2019-10-28]. <https://www.ssa.gov/policy/docs/statcomps/supplement/2018/6a.html#table6.a4>; 2. SSA. Annual statistical supplement, 2019 [EB/OI]. [2019-10-28]. <https://www.ssa.gov/policy/docs/statcomps/supplement/2019/6a.html>.

注：数据不包括在达到全额领取年龄时自动转为退休人员的残疾者。

3. 通过分级加权实现了基于个体替代率的收入再分配功能，不同收入群体间的再分配效应显著

美国社会保障退休金计算办法中分级点和权重的设计是制度的核心要素之一，它们将不同收入参保人的 AIME 分级并对不同区间分配差异化的替代率权重，从而实现了收入再分配功能。这种计算方法是与员工在职工资水平挂钩的累退比例方法，即低缴费人群的退休金水平低，但个体替代率较高；高缴费人群的退休金水平高，但个体替代率较低。整体来看，低收入群体的个体替代率要高于高收入群体，且越是处于收入分布两端的参保人之间的收入再分配效应越大，所以制度设计有利于低收入群体，具备防止老年贫困功能。除了要实现收入再分配功能之外，这种设计也考虑到了低收入群体往往缺少 401

(K)、IRA 等其他支柱养老金，需要以较高的个体替代率来保证退休后的生活水平；而高收入群体有私人养老金计划和其他资产，因此社会保障退休金的边际效用较低。

以资格年份为 2019 年的参保人群体为例，假设该群体的 AIME 在 800 美元至 10000 美元之间，则个体替代率情况如图 3 所示。AIME 在第一分级点及以下的参保人的替代率是 90%；对第一、二分级点之间的参保人而言，随着 AIME 的提高，替代率由 90% 逐渐降低至 41.62%；在第二分级点以上的参保人而言，随着 AIME 的提高，替代率由 41.62% 继续下降。此外，尽管分级点两侧表示替代率的权重固定不变，但分级点每年会根据全国平均工资变动情况而变化，且两个分级点之间的差距越来越大（见图 4），这表明随着工资水平的提高，社会保障制度收入再分配的力度也在随之增强。

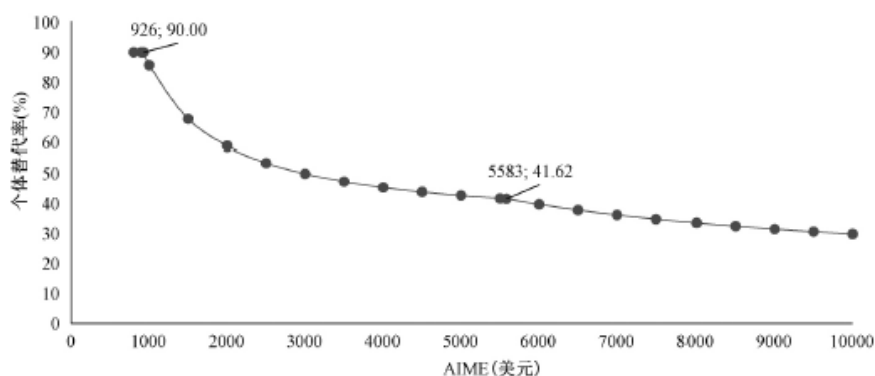


图3 美国2019年不同收入水平（AIME）下的个体替代率变化情况

资料来源：作者根据美国退休金制度自行测算。

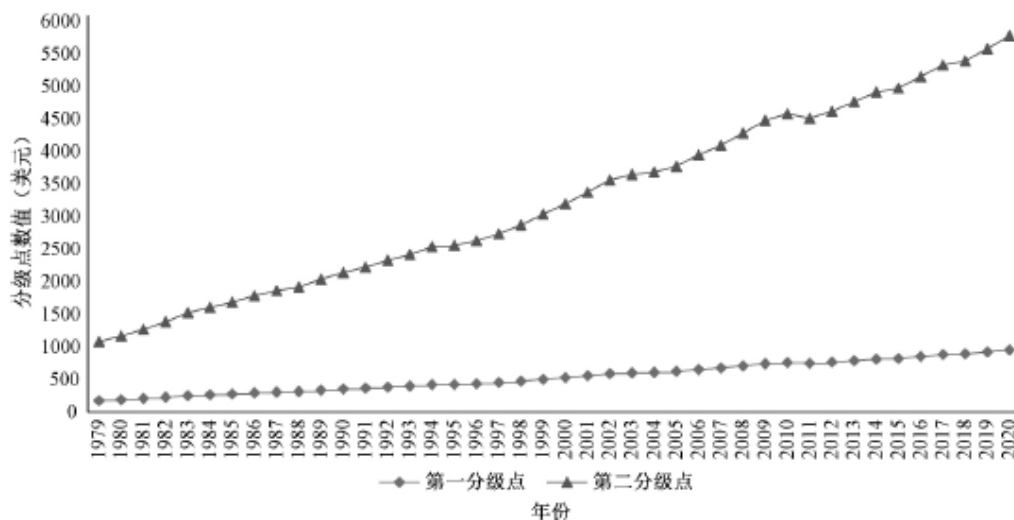


图4 美国1979—2020年社会保障退休金分级点变化情况

资料来源：根据相关资料绘制，详见：SSA. Benefit formula bend points [EB/OI]. [2019-10-29].
<https://www.ssa.gov/OACT/cola/bendpoints.html>.

4. 通过立法规定的指数化方法实现了退休金的自动调整

美国以反映物价变动的生活成本调整指数作为调整社会保障退休金的指标，既可保证退休金与通货膨胀保持同步、消除通货膨胀对退休金的侵蚀，也能够避免出现有违经济社会发展实际的调整幅度。长期来看，物价增长幅度一般低于工资增长幅度，美国社会保障退休金的调整幅度整体是较低的。选择 COLA 指数没有给 OASI 信托基金带来严重的财务问题，一定程度上保障了信托基金的稳定运行，也确保了 COLA 能够长期稳定地作为美国社会保障领域重要指标的地位。不过，COLA 指数也存在一些争议。首先，COLA 可能无法真正反映生活成本的变化情况；其次，以 COLA 作为调整指标仅限于保证退休人员的生活水平免受通货膨胀的侵蚀，退休人员无法分享经济社会发展成果。因此，美国社会保障退休金调整机制中值得借鉴的是实现了公式化、指数化的调整，而仅以物价和消费水平作为调整依据的做法是否妥当，仍有待进一步探讨和研究。

四、美国社会保障退休金确定机制对我国养老保险改革的启示

受意识形态和执政党执政理念的影响，美国社会保障制度也曾多次面临私有化的挑战。面对私有化挑战，美国没有改革现收现付制的社会保险模式，而是选择了参量改革的方法，如扩大覆盖面、提高社会保障税率、提高全额领取年龄等。当然，美国社会保障制度并非完美，且可推广性也有一定限制。在严峻的人口老龄化挑战（尤其是二战后“婴儿潮”一代相继达到领取退休金年龄）下，美国社会保障制度运行也存在基金收支风险，但其数十年的稳定运行仍为我国基本养老保险制度改革提供了有益的启示。

1. 退休年龄：引入较为宽松灵活的退休政策

美国通过区分“退休年龄”和“领取年龄”实现了劳动关系和社会保障关系的相对分离，从而使退休金问题能够独立于劳动问题之外进行改革和完善。当前，我国正在研究推行渐进式延迟退休年龄政策，但由于“退休年龄”将劳动关系和社会保险关系紧紧扣在一起，改革难度和成本很大。本文认为，与其二者胶着，不如让养老金问题先行一步。第一，建议修改相关劳动法律，引入较为宽松灵活的退休政策和养老金“全额领取年龄”，明确退休年龄和养老金领取年龄的差异，实现劳动关系和社会保障关系的相对分离。第二，全额领取年龄应在综合考虑人口平均预期寿命和基金收支等因素的基础上，通过精算予以确定。需要注意的是，我国在1978年发布的《国务院关于工人退休、退职的暂行办法》中明确提出，“从事井下、高空、高温、特别繁重体力劳动或者其他有害身体健康的工作”的工人，满足工龄条件时可提

前退休。这一规定客观反映了不同行业和职业间的差异，具有积极意义，至今仍然有效。本文建议，在实现劳动关系（退休）和社会保障关系（领取养老金）相对分离的基础上，在确定全额领取年龄时不宜“一刀切”，可按照行业和职业差异确定不同的全额领取基本养老金年龄，保证重体力劳动者和特别职业法定全额领取年龄的适度区间。

2. 计发办法：以全国统筹为目标，促进公平性、提高激励性

第一，美国社会保障退休金作为一项全国性的制度，在对个人工资指数化过程中采用“全国平均工资指数”指标，这就真正实现了制度的全国统一性，从而可以在更大区域（全国）范围内进行收入再分配。当前，我国正在积极推进基本养老保险全国统筹，除了要实现制度各要素（如缴费政策、待遇计发政策）统一外，也应借全国统筹之机实现待遇计发政策与全国性指标挂钩、与地区性指标脱钩，不再考虑地区差异对养老金的影响，实现“同缴费同待遇”（即参保缴费额完全相同的参保人能够获得完全相等的初始养老金），真正建立起全国性的基本养老保险制度。

第二，目前我国领取养老金的条件之一是 15 年的最低缴费年限，这一规定对于缴费困难群体有其积极意义，但同时也造成了部分参保者缴费满 15 年后断保的情况。美国社会保障退休金制度中，参保人达到法定领取年龄且获得至少 40 个社会保障积分时可申请退休金，40 个积分意味着至少需要缴费 10 年；同时，为了增强制度激励性，美国在计算参保人指数化月平均工资时会选取最高 35 年的指数年薪，如不足 35 年，则余缺年份按 0 缴费工资补足 35 年，因此如缴费不足

35年（出现0缴费工资年份）对初始退休金影响很大。根据我国的实际情况，考虑到低收入人群缴费能力有限，建议维持目前15年的最低缴费年限，但必须同步引入激励机制，在养老金计算时选择参保者历年缴费中最高若干年份（如美国是35年）为依据，以此来正向激励有能力的参保者长期缴费；对于部分职业和行业参保者（如重体力劳动者），则可减少选取缴费年限的数量。此外，在依据行业和职业差异确定差异化的法定全额领取年龄的基础上，可考虑通过精算技术引入“晚增”机制，即在全额领取年龄之后延迟领取，则可永久性地增发养老金，提高自愿延迟退休人员的初始养老金水平。

3. 待遇调整：建立科学、合理的养老金待遇调整机制

美国《社会保障法案》规定了一系列对OASDI缴费成本和待遇水平进行自动调整以反映经济变化的参数，这些参数不仅明确了设计细节，而且有助于对制度运行情况进行预测。以待遇调整为例，美国在20世纪70年代摒弃了临时性的调整办法，建立起与指数挂钩的自动调整机制，这种规范化的调整方法可避免人为的干扰、减少政策的随意性，稳定社会预期。目前，我国基本养老保险待遇调整主要依靠行政命令，调待过程也仅明确了相关参数却未提出调整公式。本文建议，一是应设置调待的触发或触停机制，在达到“临界值”或“阈值”等指标的条件下启动或暂停待遇调整；二是必须要明确调待参量与公式，将建立科学合理的自动化调待机制作为基本养老保险改革的重点之一，正确引导民众预期，以保证退休人员在维持既有生活水平的前提下，可以公平公正地分享经济社会发展成果。

朱俊生：德国养老基金投资与资本市场的互动



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、德国养老保险体系的演进与四层次架构

（一）养老保险体系演进

德国作为现代社会保障制度的发源地之一，其养老保险制度已有100多年的历史。随着老龄化以及经济社会发展，德国养老金体系不断调整和完善。德国向来注重“先立法，后实践”，与养老保障相关的重大发展与变革等都建立在相关的法律基础上（见表1）。

表1 德国养老体系的演进

年份	法律	主要内容（意义）
1881	《皇帝敕令》	提出工人因年老而出现经济困难时有权得到救济，并颁布了养老保障的实施计划
1889	《老年和残疾社会保险法》	提出为年满70岁的退休者或因伤残而丧失劳动能力的人提供保险，养老保险费用由雇主、雇员和国家三方负担并实行基金制
1911	《雇员保险法》	养老保障制度覆盖范围扩展到职员和遗属
1923	《矿工保险法》	建立全国性矿工保险基金，对从事矿业工作的所有雇主和雇员提供疾病和养老保险津贴
1938	《手工艺者养老金法》	将强制性老年和残疾保险扩大到大部分自我雇佣的手工业者
1949	《社会保险法调整法》	提高养老保险缴费率以及养老金津贴；实行最低养老金标准；在工人养老保险中推行无条件的遗孀养老金
1951	《农民养老保险法》	开始建立农村养老保险制度
1957	《养老金改革法》	确立了现收现付的现行养老保险筹资模式
1967	《财政修正法》	降低国家对养老金的补贴，分阶段提高养老金缴费率
1972	《退休改革法》	推出灵活退休年龄制度，确立养老金指数化调整机制
1974	《企业补充养老金法》	补充养老金逐步成为一种制度
1989	《1992年养老金改革法》	引入联邦补贴自我调整机制；调整养老金与工资收入的关联；退休年龄标准提高到65岁
1995	《农业社会改革法》	实行农民养老保险改革
1997	《1999年养老金改革法》	在养老金计算公式中加入人口发展因子（未实施）
2001	《养老保险改革法令》	确定法定养老保险缴费率；采取现金补贴、所得税减免、所得税延期缴付等措施促进商业养老保险的发展
2004	《法定养老保险可持续发展法》	在养老金计算公式中加入“可持续发展因子”，将养老金的发展水平同制度赡养率的变化联系起来；提高退休年龄
2005	《老年收入法》	引入了养老金延迟纳税制度；对企业补充养老保险和个人自愿养老保险进行改革
2007	《养老保险改革法案》	将法定退休年龄从2012年起至2029年逐步由65岁延迟至67岁
2014	《法定养老保险改进法案》	缴费满45年的参保者，可以提前至63~65岁退休并领取全额养老金；改善弱势群体的公共养老金待遇，引入“母亲养老金”，上调劳动能力受限者养老金额度等
2018	《职业养老金改善法》	职业养老金中引入DC计划；资助低收入雇员的雇主获得税收减免的金额；提高里斯特养老保险计划的基本补贴

资料来源：作者整理。

1881年德皇威廉一世在《皇帝敕令》中提出工人因患病、事故、伤残和年老而出现经济困难时有权得到救济，为养老保障制度的建立奠定了基础；1889年颁布《老年和残疾社会保险法》，标志着德国养老保险制度建立；之后手工业者（1938年）、农民（1951年）等养老保险建立，退休年龄（1889年、1972年、1989年、2004年、2007年、

2014年)、缴费率(1889年、1949年、1967年、2001年)不断调整,以及补充养老保障(2001年、2005年)不断发展,德国养老体系不断完善。

德国养老保险体系具有以下特点。

首先,养老保险层次不断丰富。德国从1889年建立法定养老保险开始,便不断对其进行完善,如提高法定养老保险的覆盖率和保障水平。同时,为了更好地保障人们年老后的生活水平以及养老体系的可持续发展,德国也在逐渐发展补充养老保障,如1974年颁布的《企业补充养老金法》标志着德国企业补充养老金计划逐步成为一种制度;2001年颁布的《养老保险改革法令》,通过补贴和税收措施促进商业养老保险发展;2018年在职业养老金中引入DC计划,并提高了里斯特养老保险计划的基本补贴。

其次,覆盖范围不断扩大。德国养老保险制度最开始只承保工人,1911年通过《雇员保险法》扩展到职员和遗属,1938年通过《手工艺者养老金法》扩大到大部分自我雇佣的手工业者。1951年《农民养老保险法》建立了农民养老保障制度。养老保障覆盖人群越来越多、阶层越来越广泛。

最后,养老金管理不断完善。1957年确立现收现付制的筹资模式,2001年鼓励发展积累制的补充养老保险,1972年《退休改革法》确定了养老金指数化调整机制,2004年《法定养老保险可持续发展法》在养老金计算公式中加入“可持续发展因子”。同时,为了应对人口老龄化对养老保险基金造成的压力,德国逐渐提高养老金领取年

龄。1992年养老金改革将退休年龄提高到65岁，2007年把领取养老金的年龄标准逐步从65岁提高到67岁。

（二）养老金体系的四层次架构

1980年，德国老年人口占工作年龄人口的比重为27.3%，2020年提高至36.5%，2060年将进一步提高至60.3%（见表2），老龄化程度将高于经济合作与发展组织（OECD）成员的平均水平（58.2%）。人口老龄化给德国现收现付制的基本养老保险的可持续性带来了挑战，是德国养老保险改革的重要原因。

表2 老年人口赡养率变化趋势（1980—2060年）

单位：%

国家	1980年	2020年	2060年
德国	27.3	36.5	60.3
墨西哥	9.7	13.2	36.0
土耳其	10.4	15.2	44.7
智利	9.7	19.7	55.4
卢森堡	22.8	22.3	48.6
韩国	8.2	23.6	89.7
以色列	17.5	23.9	33.0
爱尔兰	21.7	25.0	51.5
斯洛伐克	19.0	26.5	64.0
冰岛	18.7	26.6	53.4
澳大利亚	17.1	27.7	45.8
新西兰	18.4	28.3	48.6
美国	20.4	28.4	44.5
挪威	26.6	29.6	47.1
加拿大	16.3	29.8	49.2
波兰	17.6	30.5	72.4
经济合作与发展组织	20.4	31.2	58.2
瑞士	23.8	31.3	57.5
奥地利	27.2	31.3	61.9
英国	26.9	32.0	51.5
西班牙	20.4	32.8	77.7
比利时	25.2	33.1	53.9
匈牙利	23.3	33.4	57.8

续表

国家	1980年	2020年	2060年
捷克	24.0	33.8	59.5
荷兰	19.8	34.3	55.9
立陶宛	20.0	34.7	63.8
斯洛文尼亚	19.8	34.7	66.3
爱沙尼亚	21.3	34.9	67.0
丹麦	25.3	34.9	47.2
拉脱维亚	22.1	35.5	61.5
瑞典	28.5	35.9	51.5
法国	25.0	37.3	56.0
希腊	22.2	37.8	76.0
葡萄牙	21.4	38.6	70.6
意大利	23.6	39.5	75.6
芬兰	20.1	40.1	56.3
日本	14.7	52.0	83.3

注：工作年龄为20-64岁，老年年龄为65岁及以上。

资料来源：United Nations World Population Prospects: The 2019 Revision.

经过100多年的发展，德国逐步形成了四层次的养老保险体系，不同层次的养老保险在资金来源以及筹资模式方面存在差异(见表3)。

表3 德国各层次养老保险资金来源

项目	第一层次		第二层次		第三层次	第四层次
	法定养老保险	吕库普养老金	企业补充养老保险	里斯特养老保险	私人养老保险	基本保障
资金来源	雇主、雇员缴费以及国家补贴(延迟纳税)	个人、国家税收补贴	雇主、雇员(延迟纳税)	个人、政府补贴(延迟纳税)	个人(非延迟纳税)	国家税收
资金运行	现收现付制(DB)	资金积累制(DC)	资金积累制(DC)	资金积累制(DC)	资金积累制(DC)	—

资料来源：作者整理。

第一层次包括法定养老保险、农民养老保险、公务员养老保险、特定职业养老保险和吕库普养老金。其中，法定养老保险是德国覆盖面最广、支出占比最高的养老保险，它为几乎所有雇员提供基本的养

老保障。截至2017年底，共有5511万名德国民众参与法定养老保险，占德国总人口的66.78%，用于法定养老金的开支为3078.5亿欧元，占GDP的9.4%。

农民养老保险、公务员养老保险以及特定职业养老保险是针对特定人群设立的。例如，德国农民养老保险保障的对象主要是独立经营的农民与其配偶，于1951年开始建立，实行现收现付模式，政府的财政补贴是主要的资金来源，投保人只需缴纳少部分的养老保险费。吕库普养老保险是2004年改革引入的一项新的养老保险，又被称为“基本养老金”。与法定养老保险的作用类似，是为了保障人们的养老基本需求。但是法定养老保险采用的是现收现付制，资金主要来源为法定养老保险的保费和联邦政府补贴，吕库普养老保险采用基金积累制的融资结构，享受政府减税和一定的免税政策。

第二层次包括企业补充养老计划和里斯特养老保险计划。企业补充养老保险是企业为其雇员提供的福利待遇，不具有强制性，通常采用完全积累制的融资模式。里斯特养老保险计划覆盖的人群主要是那些由于法定养老金支付水平降低而收入受到影响的人，该计划的主要目标群体为中低收入者和子女较多的家庭，个人也可自愿参加里斯特养老保险计划。为了促进里斯特养老保险的发展，德国政府特别制订了包括基础补贴、子女补贴、特别补贴以及税收优惠的激励方案。2005年里斯特养老保险的覆盖范围（在第二层次中）为13%，到2010年上升到38%，覆盖范围扩大了近3倍。其中2007年里斯特养老保险的覆盖范围超过企业补充养老保险，成为推动德国第二层次养老保险

发展的主要力量。

第三层次中的私人养老保险是第二层次的补充，是原则上不能享受国家税收优惠政策的个人自发建立的养老金计划，个人主要通过自身净收入支付保险费而在退休后领取养老金，是自愿性的养老保险。

第四层次的基本保障于 2003 年设立，为低收入老年人提供基本保障。该计划类似于世界银行 2005 年提出的“零支柱”计划，主要针对退休后收入不足或完全残疾的老年人。为了保障他们必需的基本生活，他们可以在完成申请后获得一定的社会援助。2017 年底，65 岁以上基本保障的领取者数量为 54.4 万人，占有养老金领取者的 3.16%；预测到 2030 年底，人数将上升至 83.7 万人，占养老金领取者的 4.4%。

二、德国养老保险基金收支状况

2019 年，德国养老基金规模为 2855.22 亿美元，占 GDP 的 7.4%，远远低于 OECD 成员 60.1% 的平均水平（见表 4）。

表 4 2019 年养老基金和所有退休产品的资产规模

OECD 成员	养老基金			所有退休产品
	增长 (%)	规模 (百万美元)	占 GDP 的比重 (%)	占 GDP 的比重 (%)
德国	8.4	285522	7.4	—
澳大利亚	6.3	1779374	132.0	135.0
奥地利	13.5	27293	6.1	—
比利时	18.0	44674	8.4	—
加拿大	7.3	1531845	89.1	158.9
智利	19.4	215373	80.8	—
哥伦比亚	16.6	83737	26.0	26.0
捷克	8.0	22445	9.0	9.0
丹麦	12.4	169434	48.7	219.1
爱沙尼亚	20.7	5342	17.0	18.6

续表

OECD 成员	养老基金			所有退休产品
	增长 (%)	规模 (百万美元)	占 GDP 的比重 (%)	占 GDP 的比重 (%)
芬兰	—	132184	49.4	—
法国	20.5	22468	0.8	10.0
希腊	8.6	1750	0.8	—
匈牙利	8.9	6098	3.8	5.4
冰岛	17.6	41036	167.6	178.2
爱尔兰	20.8	140425	36.0	—
以色列	17.9	259905	63.8	—
意大利	11.9	168510	8.4	10.8
日本	0.4	1443125	28.4	—
韩国	16.4	191061	11.6	—
拉脱维亚	21.2	629	1.8	16.7
立陶宛	24.9	4520	8.3	8.3
卢森堡	12.8	2050	2.9	—
墨西哥	18.8	225519	17.5	18.5
荷兰	17.5	1746262	191.4	—
新西兰	20.7	65769	31.1	31.1
挪威	10.9	43938	10.9	—
波兰	-2.0	40874	6.8	7.8
葡萄牙	12.1	24524	10.3	—
斯洛伐克	12.8	13324	12.6	12.6
斯洛文尼亚	11.6	3234	6.0	7.3
西班牙	11.8	133214	9.5	13.2
瑞典	—	22007	4.1	81.9
瑞士	12.6	1018080	141.1	—
土耳其	37.3	21325	3.0	—
英国	16.1	3582910	123.3	—
美国	15.6	18750788	87.5	147.1
总计	13.9	32270568	60.1	—

资料来源: OECD Global Pension Statistics; French Asset Management Association; Bank of Japan; Swiss Occupational Pension Supervisory Commission.

近年来,德国法定养老金收入和支出不断增加。其中,法定养老金收入从2009年的3144.8亿欧元增加至2017年的3849.46亿欧元,

增长了 22.4%；支出从 2009 年的 2385.43 亿欧元增加至 2017 年的 2982.77 亿欧元，增长了 25%（见图 1）。2009—2017 年，德国法定养老金支出在社会保障总支出中的占比维持在 31%左右，占 GDP 的比重维持在 9%左右（见表 5）。

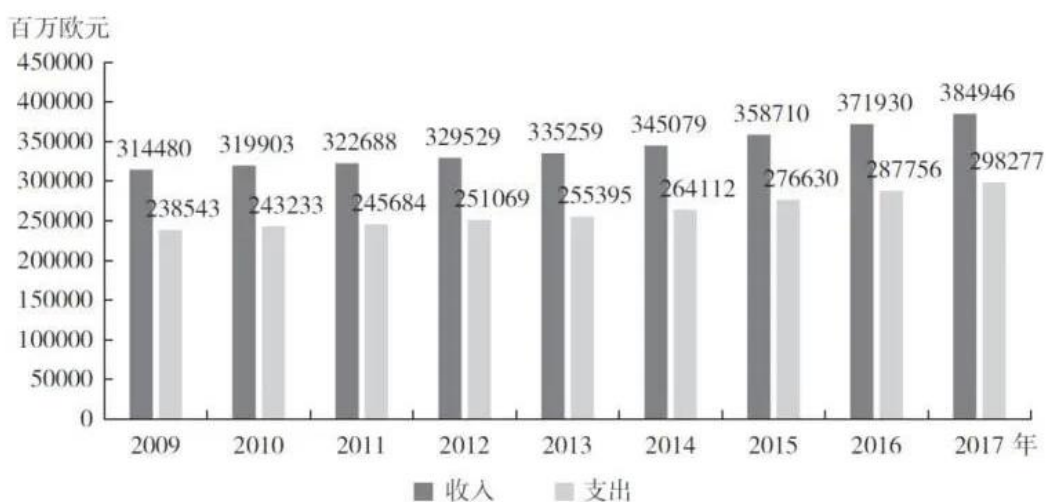


图1 德国法定养老金收支统计（2009—2017年）

（资料来源：Eurostat, <https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>）

表5 德国养老金支出及其占比

年份	社会保障支出总额 (百万欧元)	养老金支出 (百万欧元)	养老金支出占社会保障 总支出的比重 (%)	养老金支出占GDP 的比重 (%)
2009	753781	238543	31.65	9.8
2010	771451	243233	31.53	9.5
2011	776535	245684	31.64	9.1
2012	794599	251069	31.60	9.1
2013	823635	255395	31.01	9.1
2014	852573	264112	30.98	9.0
2015	889688	276630	31.09	9.1
2016	929823	287756	30.95	9.2
2017	965332	298277	30.90	9.2

资料来源：Eurostat, <https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>。

德国私营养老金的参加人数不断增加，从 2004 年的 628.7 万人增加至 2018 年的 1046 万人（见图 2）。

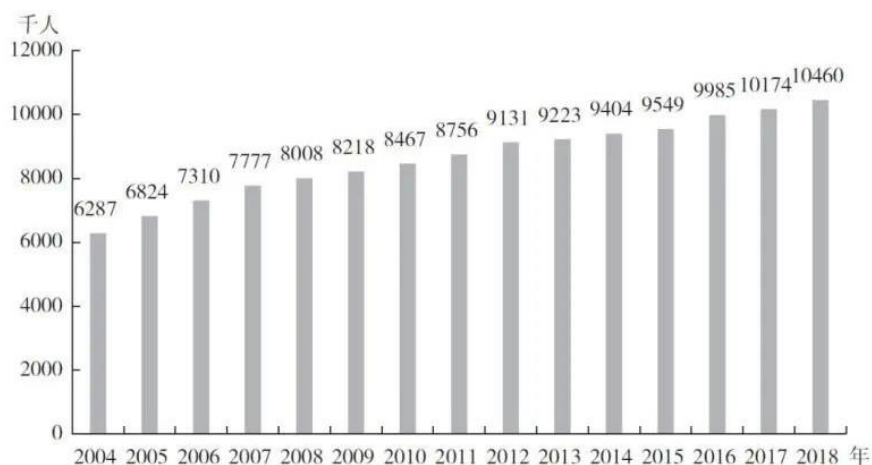


图2 德国私营养老金参加人数

(资料来源: Eiopa, https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/occupational-pensions-statistics_en)

2018年,德国职业养老金收入为174.63亿欧元,支出为81.46亿欧元(见图3)。根据OECD的数据,德国私营养老金支出约占GDP的0.8%(见图4)。

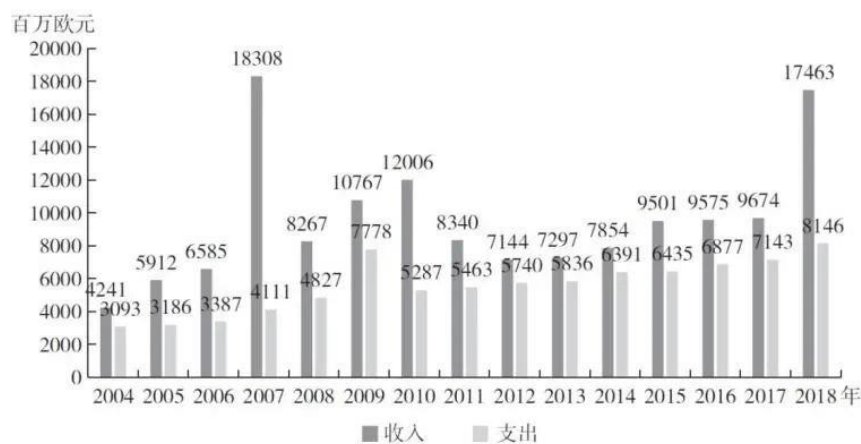


图3 德国私营养老金的收入与支出 (2004—2018年)

(资料来源: Eiopa, https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/occupational-pensions-statistics_en)

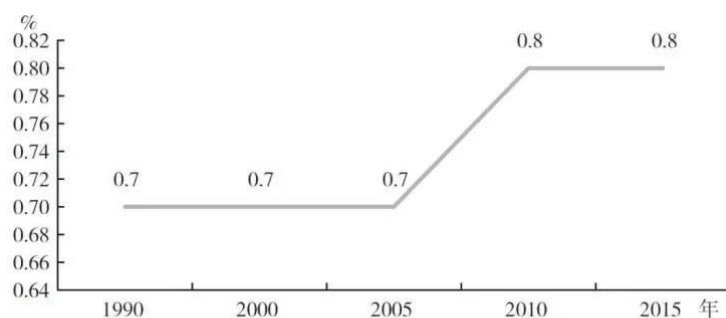


图4 德国私营养老金支出占GDP的比重

(资料来源: OECD, Pensions at a Glance: OECD and G20 Indicators, 2020)

三、德国养老基金与资本市场的互动

德国第一层次的法定养老保险实行现收现付的融资模式，除了可持续储备金外，剩余资金存量有限，基本不存在用于投资的资金。第四层次的基本保障资金来源为国家税收，也不参与市场化运作。德国实行市场化投资的养老基金主要是第二、第三层次的私营养老金。

（一）养老基金投资限制

德国私营养老金没有采纳“谨慎人”监管原则，受《投资公司法》约束，量化限制较多，基金可投资于债券、房地产、股票以及储蓄等，但有不同的比例限制。根据德国《投资公司法》规定，养老保险基金投资于股票的比例为 20%~25%，具体比例由各养老金计划灵活掌握；投资于房地产的比例为 15%~25%；对自有股票的投资比例小于 10%，对外国资产投资也有不同的比例限制要求（见表 6）。

表6 德国私营养老金投资限制

是否采纳“谨慎人”原则	本国资产的量化限制	对投资委托人自有股票的限制	外国资产投资限制
否	股票投资比例为20%~25%；房地产投资比例为15%~25%。在单个信贷机构的储蓄小于基金资产的2%	自有股票的投资比例小于10%	80%货币匹配限制；20%其他投资资产限制；6%非欧盟投资比例限制

资料来源：E. Philip Davis, Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds. Brunel University West London.

（二）养老基金资产配置结构

根据欧洲中央银行的数据，德国养基金资产配置模式具有明显的偏保障色彩。一是基金类和存款类资产占比高。2019 年底，德国养老金配置现金及存款、基金的比例分别为 11.8%和 58.2%。二是权益类资产占比低。2016—2019 年，股票占比仅为 3%~4%，远远低于绝大多数 OECD 成员。三是无金融衍生品投资（见表 7）。

表7 德国养老金各类资产配置比例

单位：%

年份	现金及存款	贷款	债券	保险	权益	基金	金融衍生品	非金融资产	其他
2016	17.5	4.9	10.0	1.1	3.3	53.8	0.0	6.1	3.4
2017	14.9	4.6	10.1	1.1	3.9	55.7	0.0	6.4	3.3
2018	13.7	4.7	9.7	1.2	4.1	56.8	0.0	6.6	3.3
2019	11.8	4.5	10.3	1.2	4.1	58.2	0.0	6.5	3.4

资料来源：欧洲中央银行。

OECD 的数据与欧洲中央银行数据的口径不尽一致，但也同样反映出德国养老基金资产配置较为保守的特征。2019 年，在德国养老基金资产配置中，股票占比 6.1%，票据和债券占比 47.3%，现金和存款占比 3.9%，其他占比 42.7%。其股票占比远低于绝大多数 OECD 成员（见表 8）。

表 8 2019 年部分投资类别养老基金资产配置情况（初步统计）

单位：%

国家	股票	票据和债券	现金和存款	集合投资计划	其他
德国	6.1	47.3	3.9	—	42.7
波兰	82.5	10.2	7.2	0	0.1
立陶宛	74.8	20.2	2.2	—	2.8
荷兰	46.1	50.4	3.2	—	0.3
澳大利亚	45.2	16.1	13	—	25.7
比利时	42.3	40.4	2.4	—	14.9
冰岛	42.2	52.1	4.1	—	1.6
芬兰	42.0	27.9	4.1	—	26.0
爱沙尼亚	40.0	56.3	3.5	—	0.1
智利	38.1	61.0	0.8	—	0.1
挪威	36.6	53.9	—	—	9.4
新西兰	36.1	23.6	7.3	31.0	2.0
哥伦比亚	36.1	53.8	2.3	—	7.9
奥地利	34.2	43.3	7.0	—	15.5
美国	33.5	26.9	0.5	27.1	12.0
拉脱维亚	30.7	59.4	7.7	—	2.1

续表

国家	股票	票据和债券	现金和存款	集合投资计划	其他
加拿大	28.2	32.6	3.6	—	35.6
瑞士	28.0	31.4	5.2	—	35.4
爱尔兰	25.3	45.6	3.8	—	25.3
瑞典	24.1	45.4	1.6	19.5	9.3
卢森堡	23.1	57.7	0.3	—	18.8
丹麦	21.5	59.0	0.3	2.0	17.2
意大利	21.3	45.1	5.6	—	28.0
以色列	20.5	62.5	5.5	—	11.5
葡萄牙	17.3	63.2	4.8	—	14.7
希腊	16.2	51.7	12.0	18.7	1.5
墨西哥	15.9	81.1	0.6	—	2.5
土耳其	14.6	51.5	15.3	0.0	18.7
西班牙	14.1	44.3	8.2	25.7	7.7
英国	9.0	30.2	2.2	26.6	31.9
日本	8.9	30.5	7.4	—	53.2
匈牙利	7.9	56.5	5.5	27.2	2.8
斯洛伐克	2.6	56.6	10.9	28.7	1.2
斯洛文尼亚	2.3	55.4	9.2	31.3	1.7
韩国	2.2	13.8	39.2	—	44.9
捷克	1.0	72.8	22.9	2.5	0.7

资料来源: OECD Global Pension Statistics; Bank of Japan.

2018年,德国企业养老保险基金总资产为2435.25亿欧元,其中,投资于债券和其他固定收益证券的金额为702.1亿欧元,占比为28.83%;投资于权益和其他可变收益证券的金额为9.66亿欧元,占比为0.40%;投资于可转让证券集合投资计划的金额为1196.52亿欧元,占比为49.13%;投资于衍生工具的金额为零;贷款金额为209.01亿欧元,占比为8.58%;房地产投资金额为72.49亿欧元,占比为2.98%;其他投资为128.91亿欧元,占比为5.29%;再保险准备金金额为64.33亿元,占比为2.64%;其他资产为52.23亿欧元,占比为2.14%(见表9)。

表9 2009—2018年德国企业养老金投资情况

单位：百万欧元

类别		2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
债券和其他固定收益证券	总计	41530	43858	51024	58630	66774	68913	69345	71868	71705	70210
	主权基金	—	—	2974	3862	16041	7487	8239	8896	9804	9881
	金融	—	—	32017	31809	37847	29507	29493	28882	29014	28393
	其他	—	—	16034	22959	12885	31919	31613	34090	32887	31936
权益和其他可变收益证券	总计	555	617	536	518	951	513	630	828	885	966
	上市股票	33	26	27	34	733	290	390	485	581	692
	其他可变收益证券	383	405	297	222	218	223	240	343	304	274
可转让证券集合投资计划	总计	47576	54359	55588	65658	70768	82671	89668	100940	111179	119652
	债务证券	19874	19853	20316	26244	28340	33808	36891	41188	45538	46294
	权益证券	7330	6374	4592	5772	6801	8547	9626	11954	13417	11822
	房地产	2711	2770	3071	3204	3358	4615	5328	6451	7617	8065
	其中其他资产	17662	25363	27610	30438	32269	35701	37823	41347	44607	53471
衍生工具	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
贷款	32084	32385	31369	32182	28676	28600	25574	24036	21980	20901	—
房地产投资	3803	3856	3776	4003	4585	5141	5673	6272	6754	7249	—
其他投资	4910	5084	6800	6594	7850	8714	9927	10450	11311	12891	—
再保险准备金	2548	2903	3161	3339	3526	3841	4088	5192	5539	6433	—
其他资产	3983	3656	3768	4072	4218	4472	4764	4756	5355	5223	—
总资产	136989	146717	156023	174996	187348	202865	209669	224342	234708	243525	—

资料来源：Eiopa, <https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/occupational-pensions-statistics>.

（三）养老基金投资收益率与实际回报率

随着金融市场的变化，德国私营养老金投资收益率存在一定的波动（见图5）。2018年投资收益率为1.90%，较2017年下滑的幅度较大，私营养老金实际投资收益率为0.35%，为近年来的低点。但从总体来看，养老基金投资收益率基本保持正增长，最近5年、10年、15年的平均实际投资收益率分别为2.50%、2.66%和2.48%（见表10）。

投资收益从 2004 年的 37.92 亿欧元增加至 2018 年的 55.45 亿欧元，净投资收益从 2004 年的 39.94 亿欧元，增加至 2018 年的 44.04 亿欧元（见表 11）。

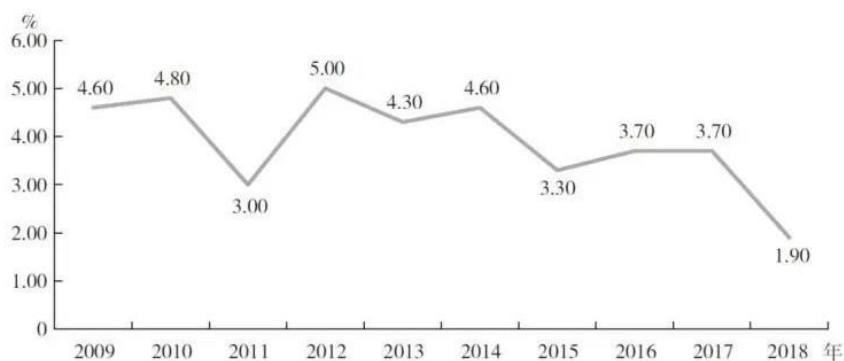


图5 2009—2018年德国私营养老金投资收益率

（资料来源：Eiopa, https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/occupational-pensions-statistics_en）

表10 2017—2018年德国私营养老金收益率

单位：%

年份	实际投资收益率	最近5年平均实际投资收益率	最近10年平均实际投资收益率	最近15年平均实际投资收益率
2018	0.35	2.50	2.66	2.48
2017	2.07	2.89	2.61	2.65

注：此处私营养老金包含第二、第三层次养老金。

资料来源：OECD Pension at a Glance, 2019.

表11 德国私营养老金投资收益

单位：百万欧元

年份	投资收益	投资资产市值变动	投资费用	净投资收益	净现金流量	其他收入	其他费用	基金净增加额
2004	3792	364	162	3994	1277	785	1034	5022
2005	4072	526	173	4425	2656	798	923	6956
2006	4328	358	181	4505	3103	522	688	7442
2007	4916	-244	167	4505	14109	681	633	18662
2008	4671	-2594	171	1906	3378	519	618	5185
2009	5143	978	181	5940	2983	600	586	8938
2010	5314	1549	179	6684	6757	972	622	13791
2011	5415	-703	177	4535	2929	587	592	7459
2012	6038	2302	197	8143	1500	540	770	9413
2013	5913	1766	196	7483	1566	529	647	8930
2014	6119	2756	215	8660	1514	538	633	10079
2015	5934	989	246	6677	3138	760	667	9908
2016	6067	2131	239	7959	2861	512	658	10674
2017	6562	1976	244	8294	2782	421	653	10844
2018	5545	-879	262	4404	9665	817	628	14258

资料来源：Eiopa, https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/occupational-pensions-statistics_en.

2019年，OECD养老金计划实际投资回报率（扣除投资费用）平均为8.0%，加权平均为9.7%，而德国2019年养老基金实际投资回报率仅为3%，相比之下，除捷克（-1.4%）和波兰（-2.2%）为负值外，其他国家如爱尔兰（18.5%）、智利（11.9%）、美国（10.1%）等国的养老基金实际回报率几乎都远高于德国（见图6）。此外，观察近5年、10年以及15年OECD成员养老基金名义平均投资回报率和实际平均投资回报率，可以发现德国养老基金投资回报率总的来说一直保持稳定增长，但相比澳大利亚、加拿大、智利等国家，德国养老基金投资回报率表现仍然较差（见表12）。

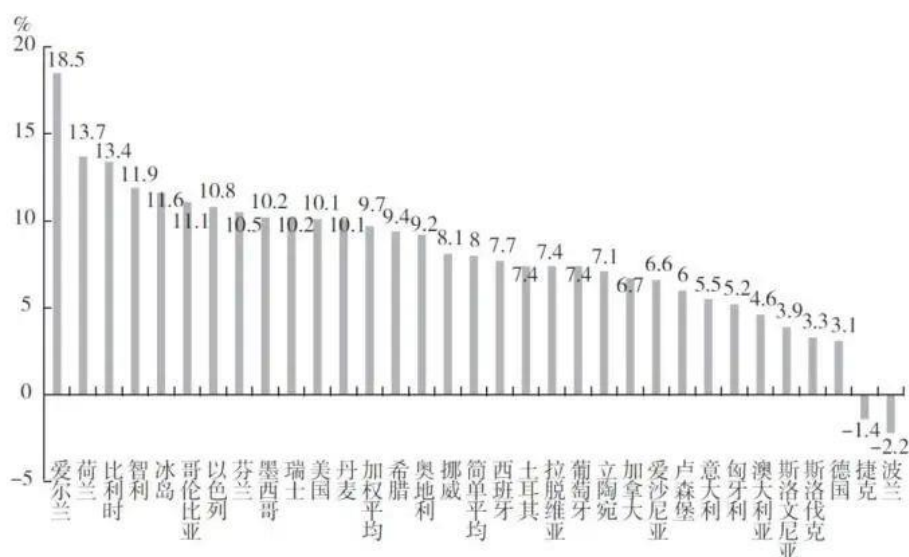


图6 2019年养老金年度实际投资回报率（扣除投资费用）

（资料来源：OECD (2020), Pension Markets in Focus 2020, www.oecd.org/finance/pensionmarketsinfocus.htm）

表12 OECD养老基金平均投资回报率概况

单位：%

国家	名义平均投资回报率			实际平均投资回报率		
	5年 (2014.12- 2019.12)	1年 (2009.12- 2019.12)	15年 (2004.12- 2019.12)	5年 (2014.12- 2019.12)	10年 (2009.12- 2019.12)	15年 (2004.12- 2019.12)
德国	3.5	3.9	3.9	2.2	2.6	2.5
澳大利亚	7.7	8.3	7.0	6.0	6.1	4.5
奥地利	3.4	4.0	3.4	1.8	2.1	1.5
比利时	5.1	6.0	5.7	3.3	4.1	3.7

续表

国家	名义平均投资回报率			实际平均投资回报率		
	5年 (2014.12- 2019.12)	1年 (2009.12- 2019.12)	15年 (2004.12- 2019.12)	5年 (2014.12- 2019.12)	10年 (2009.12- 2019.12)	15年 (2004.12- 2019.12)
加拿大	6.5	7.2	6.8	4.6	5.4	5.0
智利	6.9	7.0	7.0	3.8	3.7	3.6
哥伦比亚	8.0	9.1	10.7	3.2	5.1	6.2
捷克	0.9	1.6	2.0	-1	-0.2	-0.2
丹麦	4.7	6.4	5.8	4.0	5.1	4.2
爱沙尼亚	2.9	3.6	2.6	0.9	1.2	-0.5
芬兰	5.4	—	—	4.7	—	—
希腊	5.1	—	—	4.7	—	—
匈牙利	5.1	—	—	2.7	—	—
冰岛	7.5	7.7	7.6	5.1	4.7	2.8
爱尔兰	6.5	—	—	6.0	—	—
以色列	5.2	5.9	—	5.1	4.9	—
意大利	2.3	3.1	3.2	1.7	2.0	1.8
韩国	—	—	—	—	—	—
拉脱维亚	2.4	3.3	3.1	0.5	1.5	-0.5
立陶宛	3.7	—	—	1.6	—	—
卢森堡	2.5	3.6	—	1.0	1.9	—
墨西哥	5.0	6.6	6.4	1.0	2.5	2.3
荷兰	6.3	8.0	6.5	4.7	6.2	4.8
新西兰	—	—	—	—	—	—
挪威	5.4	6.0	5.9	2.9	3.9	3.7
波兰	1.6	—	—	0.2	—	—
葡萄牙	3.0	3.0	3.6	2.3	1.8	2.3
斯洛伐克	2.3	2.2	—	1.0	0.6	—
斯洛文尼亚	4.2	4.8	—	3.2	3.5	—
西班牙	2.6	3.5	—	1.7	2.3	—
瑞典	—	—	—	—	—	—
瑞士	3.8	4.2	3.7	3.7	4.2	3.4
土耳其	10.9	9.0	12.6	-1.1	-0.8	2.9

资料来源: OECD(2020), Pension Markets in Focus 2020, www.oecd.org/finance/pensionmarketsinfocus.htm.

养老基金是一项长期投资计划,投资收益率和投资回报率是衡量养老基金投资水平的重要指标,德国的养老基金发展总的来说是较为稳妥的,但与其他 OECD 成员相比,投资增长迟缓,投资收益率与投

资回报率表现较差，这也在一定程度上反映了德国养老金在投资和管理方面还有许多待完善的地方。

四、结论与启示

作为现代社会保障制度的发源地，经过百余年的发展与完善，德国形成了具有本国特色的多层次养老保障架构。完善的养老保障体系为德国应对老龄化挑战作出了突出贡献，也为世界其他各国的养老模式实践提供了借鉴，如多层次养老体系“各司其职”且相互补充，满足了人们多层次养老需求；“先立法，后实践”为养老保障的发展奠定了坚实的基础；对于养老金体系的参数，要根据经济和社会状况不断调整与完善，如提高退休年龄、在养老金计算公式中加入“可持续发展因子”以及调整完善筹资模式等。

研究表明，养老金在资本市场中发挥着越来越重要的作用。从各国实践来看，养老保障体系完善的国家和地区，资本市场往往发展比较平稳、健康，养老金自身也能获得比较高的投资回报。如美国 20 世纪 70 年代末推出 401k 计划后，养老金资产与道琼斯指数连续 30 年增长。智利自 20 世纪 80 年代初对养老金体系进行改革以来，养老基金规模不断增长，投资范围不断扩展，取得了持续稳定的较高回报。同期，智利证券市场也得到较快发展。境外实践经验表明，随着养老保障体系建设的改革完善，养老金作为长期资金，有利于促进长期资本形成和资本市场发展。但德国在这方面则提供了教训。近三十年来德国股票市场长期发展滞后，这一方面主要是因为实体经济的逆转造成企业对股票市场的需求大幅下降，德国银行主导型金融体系对资本

市场功能形成一定程度的替代，大陆法系的法律制度更侧重于保护债权人，对股东保护相对薄弱，不利于资本市场的发展。另一方面，德国养老金制度没有能够有效支持资本市场的发展也是重要原因。同时，德国资本市场规模小且发展缓慢，在很大程度上造成了德国养老基金投资规模较小、投资比例以及资产配置结构较为保守等，从而影响了德国养老基金投资收益率和回报率。养老基金与资本市场的“互动”受阻给未来德国养老基金的支付带来了相当的压力。

中国金融体系突出的特征是直接融资发展不足，资本市场长期机构投资者发展迟滞，以保险和养老金为代表的契约型金融和机构投资者发展不充分。间接融资主导的金融结构导致金融风险主要在银行体系内部积累，同时银行的低风险偏好决定了其难以将信贷资源向科技型 and 轻资产企业倾斜，对经济转型和产业升级金融支持有限。推动发展多支柱养老金制度，可以引导大量的居民储蓄投资资本市场，促进市场规模扩大。同时，可进一步发挥保险业和养老金作为契约型金融机构积聚长期资金的作用，并通过投资促进债券和股票市场发展，在服务实体经济的同时缓解直接融资与间接融资的结构性失衡。此外，养老金和保险公司作为机构投资者，还可以促进资本市场结构优化，增强资本市场的稳定性。

胡俊英：新加坡养老金制度经验



胡俊英：中国养老金融 50 人论坛联席研究员、泰达宏利基金管理有限公司组合基金部高级研究员

一、人口结构、养老制度概述及养老储备金、基本养老金定位

（一）人口结构情况

新加坡是一个移民众多的多种族国家，华人占比超过 7 成，其余为马来人、印度人和其他种族，各种族的宗教、语言、文化和风俗习惯均有较大差别，成为新加坡人口的一个重要特色。截至 2019 年末，新加坡总人口达 570.4 万人，比上一年末的 563.9 万人增加 6.5 万人，增幅约 1.15%。其中常住人口 402.6 万人，占比为 70.59%，比上一年末增加 2.9 万人，非常住人口 167.7 万人，占比为 29.41%，比上一年

本文摘自《声音》2021 年第 6 期，原作者为刘欣、胡俊英。

末增加 3.3 万人。总体来看，2000 年以来新加坡人口年增长率平均不足 2%，处于低增长的态势。

表 1 新加坡总人口、常住人口、非常住人口情况（万人）

年份	总人口	常住人口			非常住人口
		总常住人口	公民	永久居民	
1990	304.7	273.6	262.4	11.2	31.1
2000	402.8	327.3	298.6	28.8	75.5
2010	507.7	377.2	323.1	54.1	130.5
2011	518.4	378.9	325.7	53.2	139.4
2012	531.2	381.8	328.5	53.3	149.4
2013	539.9	384.5	331.4	53.1	155.4
2014	547.0	387.1	334.3	52.8	159.9
2015	553.5	390.3	337.5	52.8	163.2
2016	560.7	393.4	340.9	52.5	167.4
2017	561.2	396.6	343.9	52.7	164.7
2018	563.9	399.4	347.2	52.2	164.4
2019	570.4	402.6	350.1	52.5	167.7

资料来源：<https://www.singstat.gov.sg>

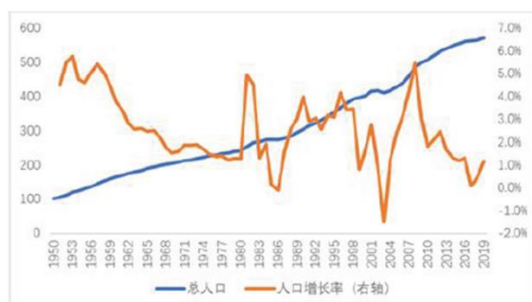


图 1 新加坡总人口及其增长率（万人，%）

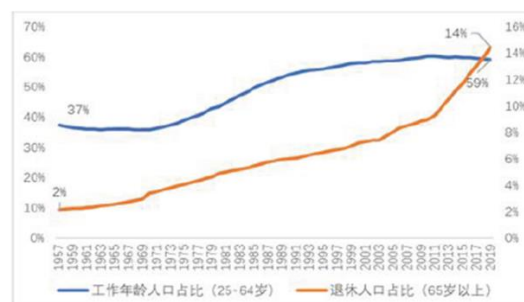


图 2 新加坡工作年龄人口及退休人口占比情况

资料来源：<https://www.singstat.gov.sg>（图 1&图 2）

新加坡在建国之初曾出现生育高峰，为了控制人口增长速度，新加坡政府 1966 年开始实行严格的限制生育政策，鼓励一家一户最多只生两个孩子。1977 年开始鼓励晚婚晚育，生育率开始迅速下降。1986 年限制生育政策取消，1987 年开始鼓励家庭生育三个或者更多孩子。

随着生育率的下降，以及医疗卫生条件的改善、经济发展带来的死亡率的下降和人口预期寿命的延长，新加坡老龄化现象逐步加剧。新加坡生育率较低，即使是峰值的 5.8% 也不是很高，2019 年末生育率仅为 1.1%。2010 年后老年抚养比快速攀升，2019 年末以 20.4% 创下了最高纪录。截止 2019 年末，新加坡常住人口中 65 岁以上人口为 58.2 万人，占比为 14%，而 2000 年、2010 年、2015 年占比分别为 7%、9%、12%，根据联合国对人口老龄化的判定标准，新加坡在 2000 年便进入了人口老龄化社会，之后开始了快速的人口老龄化过程，2019 年更是进入深度老龄化社会。

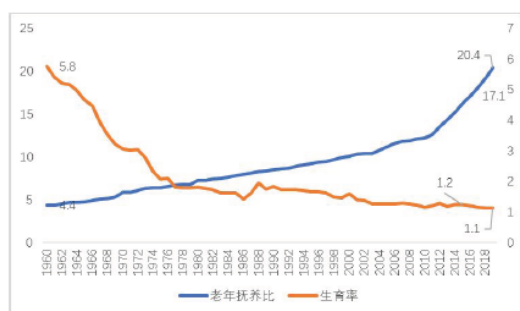


图3 新加坡老年抚养比(%)及生育率情况(%)

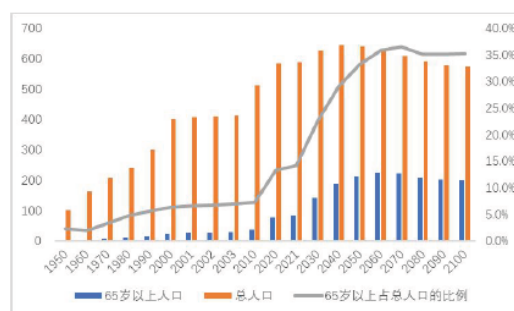


图4 新加坡65岁以上人口及占比情况(万人)

资料来源：<https://www.singstat.gov.sg> (图3)，联合国 (图4)

根据联合国预测，新加坡 65 岁及以上老年人口在总人口中的比例将从 2000 年的 7% 迅速上升到 2030 年的 22.5%，而到 2050 年，新加坡的老龄化水平约达到 33.3%，即 3 个人中有 1 个人在 65 岁以上，老龄化程度更加严重且进程非常快。同时，联合国对人口寿命的预测显示，2020-2025 年、2050-2055 年、本世纪末新加坡人口寿命平均值在 84.07 岁、87.63 岁、92.76 岁，随着生育率的稳定下降及人口预期寿命的不断上升，新加坡的人口老龄化水平将更加惊人。

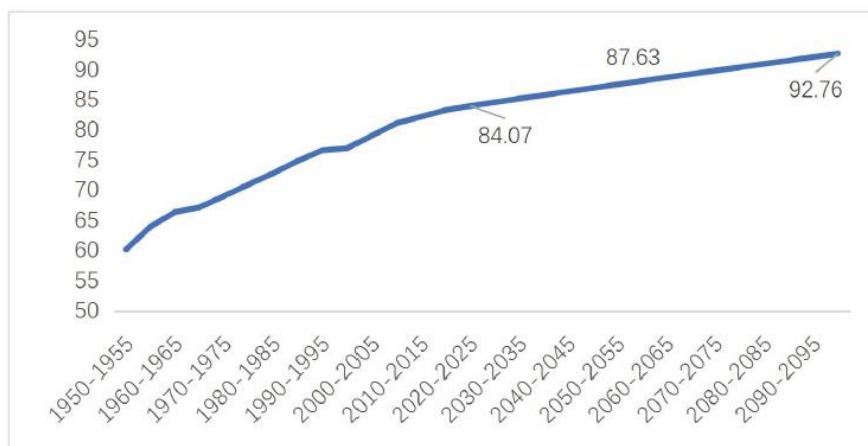


图5 新加坡人口寿命预测中位数

资料来源：联合国

(二) 养老金体系构成

新加坡中央公积金制度的建立，标志着新加坡养老保障制度的初步建立。经过半个多世纪的演变和发展，新加坡养老保障制度逐渐形成了养老金三支柱体系，但三个支柱发展很不均衡。截止2019年末，新加坡养老金三支柱资产管理规模合计4388.7亿新元，一、二、三支柱占比分别为91.9%、0.7%和7.4%，2010年以来资产管理规模一直保持平稳增长，年复合增长9.7%。

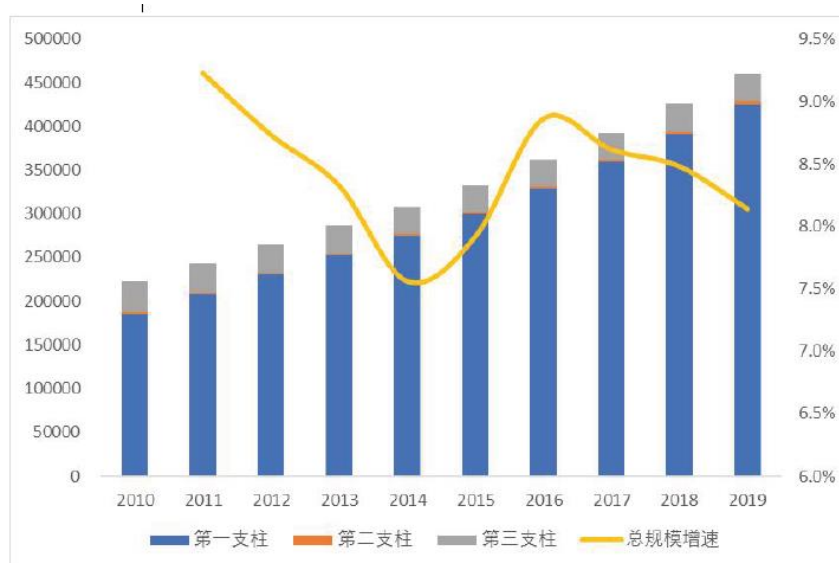


图6 新加坡养老金资产管理规模情况 (单位：百万新元，%)

资料来源：National Archives of Singapore、CPF

1、第一支柱基本养老金

新加坡第一支柱公共养老金由中央公积金制度构成，包括中央公积金（Central Provident Fund, CPF）、保健储蓄计划（Medisave Scheme）和终身健保计划（MediShield Life）。

中央公积金制度始于 1955 年 7 月 1 日，属于完全积累型的强制性养老储蓄计划，企业和个人共同负担，政府对企业在税收方面给予一定的优惠政策。根据规定，该制度由 4 个账户构成，55 岁以下的中央公积金局会员个人账户主要分为普通账户（Ordinary Account, OA）、特别账户（Special Account, SA）和保健储蓄账户（Medisave Account, MA），而 55 岁以上的会员其账户则变为退休账户（Retirement Account, RA）和保健储蓄账户 MA 两种。截止 2019 年末，CPF 参与人达到 398 万人，占总人口的比例高达 70%。

保健储蓄计划（Medisave Scheme）和终身健保计划（MediShield Life）是中央公积金局为保障会员退休后有足够的储蓄支付医药费用而陆续推出的计划。

2、第二支柱职业养老金

新加坡第二支柱包含两个计划，民政事务 - 投资计划（Home Affairs-INVEST Plan）、雇员储蓄退休及保费基金（SAVER-Premium Fund），均为强制参与。第二支柱资产规模占比一直不足 1%，维持较低水平。

（1）民政事务 - 投资计划（Home Affairs-INVEST Plan）。

2001 年 10 月政府出台民政事务超级年金法案（《The HUS

Superannuation Act》), 针对内政部政府公务人员制定的一项养老金投资计划。该计划是考虑到政府公务人员退休早于其他职务人员, 以帮助他们由服务业转向第二职业。全部缴款纳入超级年金投资基金中, 目前该基金可以投资股票、债券、基金和衍生品等, 由内政部任命的受托委员会管理。

(2) 雇员储蓄退休及保费基金 (SAVER-Premium Fund)。

1998 年 4 月 1 日, 新加坡武装部队修订法案 (《Singapore Armed Forces (Amendment) Act》) 建立了雇员储蓄退休基金, 2000 年 3 月 31 日, 政府推出保费计划, 以保障军人不同阶段工作和生活的经济需求。保费计划推出后, 雇员储蓄退休基金更名为雇员储蓄退休及保费基金, 该基金属于国防部政

府基金, 由武装部队委员会委任受托委员会进行投资管理。

3、第三支柱个人养老金

第三支柱个人养老金, 是由政府提供税收支持、个人自愿参与的养老储蓄计划, 新加坡于 2001 年推出, 2019 年末第三支柱管理规模占新加坡养老金资产总规模的比例为 7%。新加坡第三支柱由两个不同的个人税收优惠养老储蓄账户制度构成, 分别是补充养老金计划 (Supplementary Retirement Scheme, SRS)、中央公积金投资计划 (Central Provident Fund Investment Scheme, CPFIS)。

补充养老金计划 (SRS) 于 2001 年立法成立, 是专门为养老退休储蓄设计的。新加坡居民在 18 岁以后可以随时开立账户, 把税前的部分收入存在账户里, 投资阶段不需纳税, 退休后从账户领取阶段开

始征税，实行 EET 模式，对领取阶段积累额的 50% 征税。新加坡人的供款上限为每年 15,300 新元，而外国人的供款上限为每年 35,700 新元。

中央公积金投资计划（CPFIS）是中央公积金的子计划，于 1986 推出，会员可以选择将其公积金储蓄积累的一部分投资于政府允许的投资品种，如保险产品、信托产品（含公募基金）、黄金、债券和股票等。该计划包括 CPFIS-OA 和 CPFIS-SA 两个计划，会员在 OA 和 SA 分别至少留出 2 万新元和 4 万新元后，剩余款项可以投资。其中，OA 剩余款项可投向不超过 35% 的股票和不超过 10% 的黄金，SA 剩余款项因用于退休目的，投资范围不能投向股票、信托产品、投连险等高风险标的，个人承担投资盈亏。投资管理机构需满足一定条件才可以管理该计划资金，目前有 4 家投资管理机构。2019 年末，CPFIS-OA 和 CPFIS-SA 参与人数分别是 94.1 万人、29.4 万人，积累规模分别是 165.3 亿新元和 53.6 亿新元。

表 2 新加坡养老金三支柱基本信息

三支柱体系	计划名称	起始日期	运作类型
第一支柱	中央公积金（CPF）	1955	强制性，DC
	保健储蓄计划（Medisave Scheme）	1984	强制性，DC
	终身健保计划（MediShield Life）	2015	强制性
第二支柱	民政事务—投资计划（Home Affairs-INVEST Plan）	2001	强制性（某些公务员），DC
	雇员储蓄退休及保费基（SAVER-Premium Fund）	1998	强制性，DC
第三支柱	补充养老金计划（SRS）	2001	自愿，DC
	中央公积金投资计划（CPFIS）	1986	自愿，DC

资料来源：泰达宏利基金整理

注：个人单年度所得税减免上限为 80000 新元，适用于所有申请的减免税收款项，需综合评估，向 SRS 供款后将不予退还。

二、新加坡中央公积金的运营管理

（一）中央公积金实行高度集中管理

新加坡中央公积金实行高度集中管理，由中央公积金局专门负责统一管理，中央公积金局隶属于人力资源部，是一个具有独立性的、半官方性质的管理机构。

（二）中央公积金的负债端管理

1、资金来源及构成

新加坡中央公积金的资金来源为雇主和雇员强制缴纳。中央公积金缴费并不是一成不变的，政府会根据经济水平、居民消费需求、人口寿命等多种因素进行调整。首先由人力资源部提出建议，经政府同意后，由中央公积金局进行修改并公布。1955 年缴费率为 10%，雇主和雇员均缴纳 5%，1968 年为 13%，1971 年上升到 20%，后又上升到 24%、26%、30%、31%、33%、37%、38.5%、42.5%、45%、46%，1984 年达到 50%，目前基本稳定在 37%左右，其中雇主缴纳 17%，雇员缴纳 20%，目前中央公积金的年度限额为 37740 新元。由于中央公积金制度规定其会员可以将一部分积累额购买住房、支付教育及住院医疗费用，因此，实际用于养老部分远低于 37%的缴费率。为了避免公积金过多用于其他支付而影响养老保险，1987 年政府规定，会员达到 55 岁后必须在其公积金账户中保留一笔最低存款。中央公积金缴费率与参与人年龄相关，年轻时多缴纳，随着年龄增长逐步递减，退休前后大幅降低。2016 年以来中央公积金缴费率如下表所示：

表 3 不同年龄缴费率情况

年龄	月工资总额 (新元)	总缴纳比例	雇员缴纳	雇主缴纳
55 岁以下	≤50	无	无	无
	>50-500	17%	无	17%
	>500-<750	17%+0.6 (工资-500)	0.6 (工资-500)	17%
	≥750	37%最高 2220	20%最高 1200	17%最高 1000
55-65 岁	≤50	无	无	无
	>50-500	13%	无	13%
	>500-<750	13%+0.39(工资-500)	0.39 (工资-500)	13%
	≥750	26%最高 1560	13%最高 780	13%最高 780
60-65 岁	≤50	无	无	无
	>50-500	9%	无	9%
	>500-<750	9%+0.225(工资-500)	0.225 (工资-500)	9%
	≥750	16.5%最高 990	7.5%最高 450	9%最高 540
65 岁以上	≤50	无	无	无
	>50-500	7.5%	无	7.5%
	>500-<750	7.5%+0.15 (工资-500)	0.15 (工资-500)	7.5%
	≥750	12.5%最高 750	5%最高 300	7.5%最高 450

资料来源: CPF Annual Report 2019

2、账户构成

新加坡中央公积金对个人账户进行了分类,不同的账户类型有不同的功能和不同的投资范围。根据法案规定,55岁以下的会员个人账户主要分为普通账户 OA、特别账户 SA 和保健储蓄账户 MA。而 55 岁以上的会员其账户则变为退休账户 RA 和保健储蓄账户 MA 两种。OA 中的储蓄金额可以作为购买住房、或政府批准的保险、教育等投资以及转拨款项填补父母退休使用; SA 中的存款则作为保障晚年生活或平时应急以及投资相关金融产品; MA 中的存款可被用作支付住院和医药方面的费用。截至 2019 年末, OA、SA、MA 积累金额分别为 1438 亿新元、1086 亿新元、1030 亿新元,占整个个人公积金积累储蓄的比例分别为 33.8%、25.6%以及 24.2%。



图7 账户累计额情况（亿新元）

资料来源：CPF Annual Report 2019

中央公积金缴纳金额按照规定比例存入三个账户，入账比例根据年龄段有所不同，具体到每个账户的分配，则随着年龄增长而不断变化。整体来说，OA分到的越来越少，MA分到的越来越多，而分配到SA的比例则随着年龄的增长而提升，在55岁之后骤降。

表4 各个账户的缴费比例

雇员年龄	普通账户 OA(%)	特别账户 SA(%)	医疗账户 MA(%)
35岁以下	23	6	8
35-45岁	21	7	9
45-50岁	19	8	10
50-55岁	15	11.5	10.5
55-60岁	12	3.5	10.5
60-65岁	3.5	2.5	10.5
65岁以上	1	1	10.5

资料来源：CPF Annual Report 2019

3、提取情况

《中央公积金法》规定在参与人年满55岁、不是身体或精神上无行为能力、患有影响寿命的严重疾病等可以提取公积金储蓄款项。

正常情况下，会员 55 岁以后，可以先从 SA 和 OA 中无条件提取 5000 新元，也可以全部转入 RA 账中，获得最高每年 6% 的利率，日后符合提取年龄后提取更高的金额，但必须在 RA 中保留全额退休金或至少基本退休金作为最低储蓄，2021 年基本退休金为 93000 新元，全额退休金为 186000 新元。在提取时，不必一次提取所有可提取的储蓄款项，可以随意提取全部或部分可提取款项，并且可以在 55 岁后的任意时间提取。领取年龄根据出生年龄来判定，如 1944 至 1949 年出生的会员可以在 62 岁时开始每月领取，1950-1951 年出生的会员在 63 岁时可以每月领取，1952-1953 年出生的会员可以在 64 岁时开始每月领取，1954 年及以后的会员在 65 岁时开始每月领取。会员在提取款项时，有两种申请方式，一是需要在 55 岁生日前 7 个工作日内线下提交申请，会在生日后 2 个工作日收到公积金储蓄款项；二是线上申请，选择居民身份证关联的 PayNow 提款方式，立即或者 5 个工作日内会收到公积金储蓄款项。取款方式非常便捷，可以通过以下任何一种方式提取款项：1) 跨行转账至新加坡银行的账户；2) 电子汇账至海外银行账户；3) 与会员居民身份证关联的 PayNow 银行账户。

数据显示，约有 42% 的年龄在 55 岁-70 岁的公积金会员没有在 55 岁时提取公积金储蓄额，而提取现金公积金储蓄额的公积金会员主要用于 1) 银行贷款；2) 家庭日常开支或偿还贷款；3) 旅行或者房屋翻修等。

4、养老支付压力及流动性压力

中央公积金资金由中央公积金局主要投资于由新加坡政府发行

和担保的特殊新加坡政府证券（Special Singapore Government Securities, SSGS），是专门发行给中央公积金的非流动债券。SSGS 的票面利率与公积金规定的利率相匹配，确保了公积金的安全，该利率并不是中央公积金的实际收益率，而是按照新加坡主要大型银行一年期存款利率的简单平均数与月末储蓄存款利率的简单平均数进行加权取得，每季度修订一次。该记账利率不得低于中央公积金法案明确规定的 2.5% 的最低收益保证。这种安排确保了中央公积金局能够在到期时向其会员支付领取款项以及其承诺的利息。新加坡政府是世界上仅有的少数获得标准普尔 AAA 评级的政府之一。公积金会员获得公平的利息收入，不承担投资风险。

中央公积金局对不同账户支付不同的收益水平。会员在 OA 中的公积金储蓄可以用于购买房产、支出家属保障计划和家庭保障计划的保费，可以用于投资和教育，对流动性要求较高，储蓄利率参考本地主要银行的 3 个月的平均利率确定，每 3 个月修订一次，每年可获得 2.5% 的保证利率，最高 3.5%，会员年龄在 55 岁以下，公积金总余额中的前 60000 新元（其中来自 OA 不低于 20000 新元）每年可获得 1% 的额外利息，即 3.5%，最高 5%。55 岁及以上会员的公积金总余额中的前 30000 元（其中来自 OA 不低于 20000 新元）将额外支付 2% 的利息，即 4.5%，最高 6%，后 30000 元（其中来自 OA 不低于 20000 新元）每年 1%，即 3.5%，最高 5%。而在 SA 和 MA 和 RA 中的储蓄目前每年可获得 4% 的利率，最高 5%。中央公积金的利息不是固定不变或承诺的固定收益水平，而是每年根据情况调整，只是新加坡政

府为了保持良好声誉，尽量保持利息稳定。

政府通过新加坡政府投资管理公司（GIC）将 SSGS 获得的资金与政府其他资金一起投资，并承担获得长期回报的投资风险。但是，无论 GIC 在任何时期的回报如何，新加坡政府都要确保不低于最低利率支付公积金储蓄。

2010 年以来，中央公积金积累额占 GDP 的比重持续提高，由 2010 年末的 55% 提高至 2019 年末的 89%，2010 年以来年化增长 9.63%，远高于 GDP 3.80% 的年化增幅。2019 年缴费额和领取额分别为 398 亿新元和 214 亿新元，2010 年以来年化增长 6.83% 和 9.31%，虽然领取额增幅高于缴费额涨幅，但中央公积金积累额涨幅（同期年化增长 9.63%）高于领取额涨幅。从绝对额来看，历年缴费额也远高于领取额。从投资收益来看，2019 年投资收益为 158 亿元，2012 年以来年化增长 9.38%。整体来看，新加坡中央公积金完全积累的模式，资金是可持续的，不存在代际债务缺口问题，也不会出现突然的债务会加重下一代的负担。新加坡政府通过 GIC 进行市场化投资运作，虽然承担一定投资风险，但长期投资回报高于其承担的利率。新加坡政府强大的资产负债表能够承担相应的短期投资风险，确保最低利率的支付，目前不存在支付压力，当然若 GIC 长期投资收益低于中央公积金约定利率，且叠加严峻的人口老龄化形势，中央公积金支付也会面临着较大的压力。同时，根据《政府证券法》（《the Government Securities Act》），新加坡政府不能支出 SSGS 筹集的资金，确保了该资金的独立性和安全性。此外，中央公积金制度为成员提取储蓄提供了很大的

灵活性，特别是，会员可以利用普通账户（OA）存款和抵押贷款等，绝大多数新加坡人已经能够拥有自己的住房，现金支付压力小。

表 5 CPF 缴费、领取、投资收益情况（百万新元）

年份	缴费额	领取额	投资收益	积累余额	人均余额（元）	GDP	余额/GDP
2010	21993	9617	-	185888	36616	339682	55%
2011	24628	10437	-	207546	40038	361211	57%
2012	26048	11727	8459	230158	43324	377326	61%
2013	28530	14862	9331	252969	46853	395579	64%
2014	29722	17298	10171	275364	50343	411157	67%
2015	32049	18724	11045	299522	54114	423444	71%
2016	35852	18525	12303	328895	58655	437178	75%
2017	37285	19860	13458	359515	64059	456137	79%
2018	38369	21113	14613	391118	69363	471820	83%
2019	39848	21425	15846	425110	74534	475280	89%

资料来源：历年 CPF Annual Report、Wind

5、成本管理

中央公积金整体管理成本较低，主要由日常运营成本及员工薪酬福利、设备维护、宣传等其他经营成本构成，其中员工薪酬福利占比为 60%左右。目前，中央公积金局的全部员工超过 1000 人，新加坡政府不负责其职员的薪水，公积金的管理费用也不是出自会员的缴费，而是公积金积累额的利息及其公积金局下属产业的租金收入等。财政部每半年为特殊国债支付一次利息，中央公积金局每年为公积金账户支付一次利息，两者的利率水平相同，中央公积金局通过延期支付可以获得一部分息差，这个息差弥补运营费用后还有结余。2019 年，其主要成本约占年度缴费额的 1%。

对于养老基金而言，控制管理成本与提高投资收益同样重要。集中管理模式具有管理成本低的优点，一是集中管理模式下基金规模较大，规模效应降低了管理成本；二是由于受托管理机构是唯一的，没

有为扩大市场份额而产生的广告和营销支出。中央公积金局仍在探索各种措施来进一步消减行政管理成本。

表 6 CPF 运营成本情况

费用 (万新元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
运营费用	588	690	683	2089	3303	2732	2787	151
其他经营费用	21126	22735	23953	27219	29374	32780	36168	41815
其中薪酬及福利费用	12684	13850	15289	18142	19746	22264	23964	24741

资料来源：历年 CPF Annual Report

(三) 资产端管理研究

1、组织架构及运营机制

中央公积金由中央公积金局 (CPF B) 统一管理, 由人力资源部制定有关政策并进行监督。CPF B 实行董事会领导下的总经理负责制, 依法独立工作, 其他部门不得干预其日常事务, 从资金汇集、运营、储存、结算到雇员利益的获得, 都独立于政府财政, 单独核算, 自负盈亏。中央公积金局的主要业务包括征收费用、保存记录、支付收益和投资所积累的基金。国家财政无权动用公积金资产, 却有支付的义务。

董事会是中央公积金局的最高权力机构, 其成员均由人力资源部部长在得到总理同意后任命, 任期一般不超过 3 年。现任董事会由主席、副主席、首席执行官和其他 12 名成员组成: 包括 2 名政府官员、2 名雇主代表、2 名雇员代表和 6 名会计、保险、投资、法律专家。与过去相比, 董事会专家由 4 名增加到 6 名, 更加重视专业人士发挥的作用。董事会成员的多元构成保证了各项决策综合考虑了相关者利益。董事会是中央公积金的受托人, 根据《中央公积金法》监督基金

的管理。董事会主要负责审查和批准年度预算和财务报表、监督绩效、确保风险管理政策和系统的有效执行、并向管理层提供建议、重大交易和决定等。董事会由五个委员会支持，分别是审计委员会、投资委员会、医疗保健及保险计划委员会、风险管理委员会及员工委员会。总经理直接管理副总经理与总经理助理，副总经理分管雇主与财务部、服务部、信息技术与数字服务部，总经理助理分管政策与企业发展部。

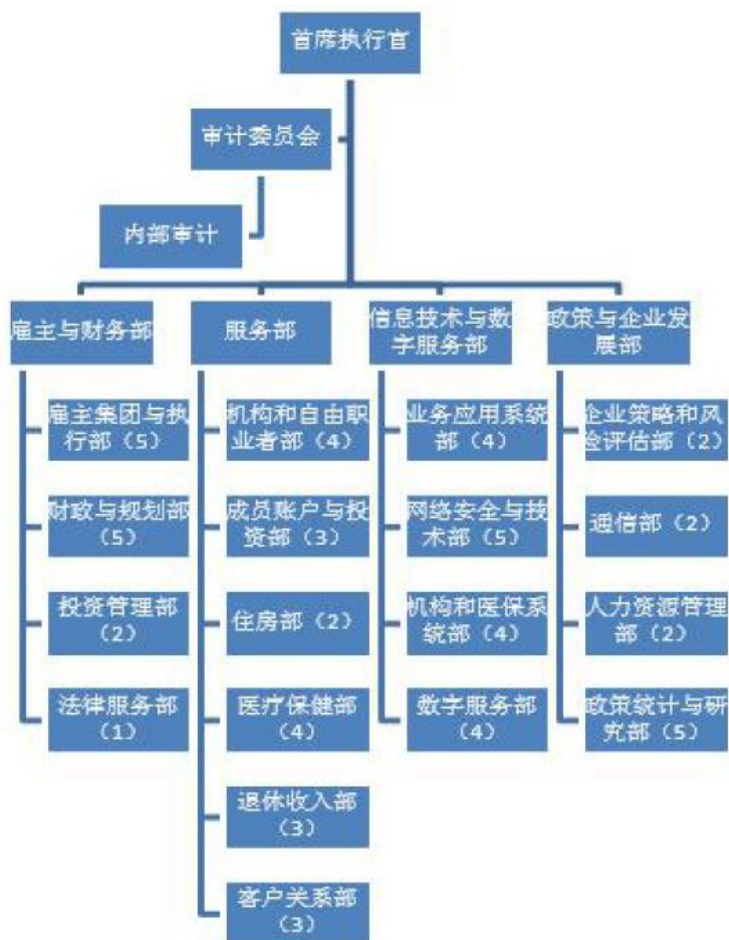


图 8 CPF B 组织架构图

资料来源：CPF Annual Report 2019

2、投资管理模式

中央公积金完全积累的方式并有固定利率的支付安排，决定了其需要通过在资本市场进行投资运作来实现保值增值。中央公积金投资

主要由新加坡货币管理局(MAS)和新加坡政府投资管理公司(GIC)执行。其中, MAS 主要进行国债和银行存款的投资管理, 而 GIC 负责投资于住房、基础设施建设以及权益资产等。在 GIC 没有成立之前, SSGS 发行的资金主要由政府通过 MAS 进行投资, 与央行的传统操作一样, 主要投向流动性高的低风险标的, 为了使资产取得更高回报, 1981 年 GIC 成立后, 资金逐渐从 MAS 转移到 GIC 进行多元化投资管理, GIC 可以投资风险高的投资工具, 以获取尽可能高的投资回报, GIC 成立 10 年后, 由于其多元化多资产类别的投资能力大幅提升, 多数资金转由其负责投资管理, 当然 MAS 依然负责银行存款、国债等投资管理。

GIC 于 1981 年 5 月根据《新加坡公司法》成立, 负责管理新加坡主权财富基金, 由新加坡政府全资拥有。董事长由新加坡总理李显龙 (Lee Hsien Loong) 担任, 副董事长由现任新加坡高级部长、社会协调部长、金融管理局局长 Tharman Shanmugaratnam 担任, 负责 GIC 投资决策委员会。董事会人员有 18 人, 其余董事会成员中有政府官员 (国家副总理、高级部长、财政部长、教育部长、金融管理局局长、国家安全协调部长、贸易和工业部长)、从业专家 (现任或曾执掌交易所、星展、黑石、淡马锡、华侨银行、银湖等大型金融机构的高级管理人员) 及 GIC 的首席执行官构成。董事会下设 5 个委员会, 分别是投资战略委员会、投资委员会、风险委员会、审计委员会以及人力资源和组织委员会。另外, GIC 有 7 位专家组成的国际顾问委员会, 是 GIC 发展和改革的重要智囊团。目前顾问成员有新加坡高级部长

及国家安全协调部长、新加坡第七届总统、曾担任耶鲁投资委员会的成员、埃蒙特资本（Aermont Capital）合伙人、Kotak Mahindra Bank 创始人、桥水高级研究员、银湖创始人构成。

GIC 由投资团队、企业管理及基础设施、公司事务与营销、人力资源、审计等约 12 个部门构成，员工约有 1700 人，其中投资团队由经济及投资策略团队、权益团队、固定收益团队、私募股权团队、房地产团队、基础设施团队、多元策略团队、组合执行团队、外部经理人团队等构成。其中，经济及投资策略团队主要负责根据宏观经济等制定资产配置、投资策略等；权益团队主要负责在成熟市场和新兴市场权益的投资；固定收益团队主要负责全球宏观经济研究、全球信用研究和政府债券、可转债等债券资产投资；私募股权团队主要负责 PE、VC 等投资；房地产团队主要负责传统的房地产投资、房地产信托等投资，涉及办公楼、酒店、住宅等；基础设施团队主要负责投资成熟国家中低风险的资产和新兴市场成长潜力高的基础设施资产；多元策略团队主要负责公募和私募交叉的资产、主题投资等；组合执行团队负责投资交易的执行和投资组合的再平衡、流动性管理等；外部经理人团队就是通过选择外部优秀经理人来开阔投资视野，获取更多投资机会。此外，GIC 还成立有投资服务团队，投资服务团队主要为投资做一些服务，如估值、清算、投资报告的制作等。投资团队在新加坡、美国、欧洲、北京、旧金山、上海、东京、首尔、孟买、圣保罗等均有团队配置，以便更好地结合本地市场洞察力提高投资收益。

表 7 GIC 组织设置情况

组织设置		负责事宜	人数
董事会		负责制定长期资产配置和风险控制策略	18
国际顾问委员会		负责提供中长期国际投资环境观点	7
董事会 委员会	投资战略委员会	协助董事会制定资产配置策略，并评估投资表现	7 位委员，5 位顾问
	投资委员会	制定投资回报和风险的关键因素	6
	风险委员会	评估 GIC 风险管理情况	4 位委员，1 位顾问
	审计委员会	审查和评估内控制度、合规情况、财务状况等	3
人力资源和组织委员会		监督 GIC 的公司治理情况，包括人员管理及发展、薪酬政策、团队建设等。	4
GIC		制定和执行董事会和委员会的投资策略等	1700

资料来源：GIC Report on the Management of the Government's Portfolio 2019/2020

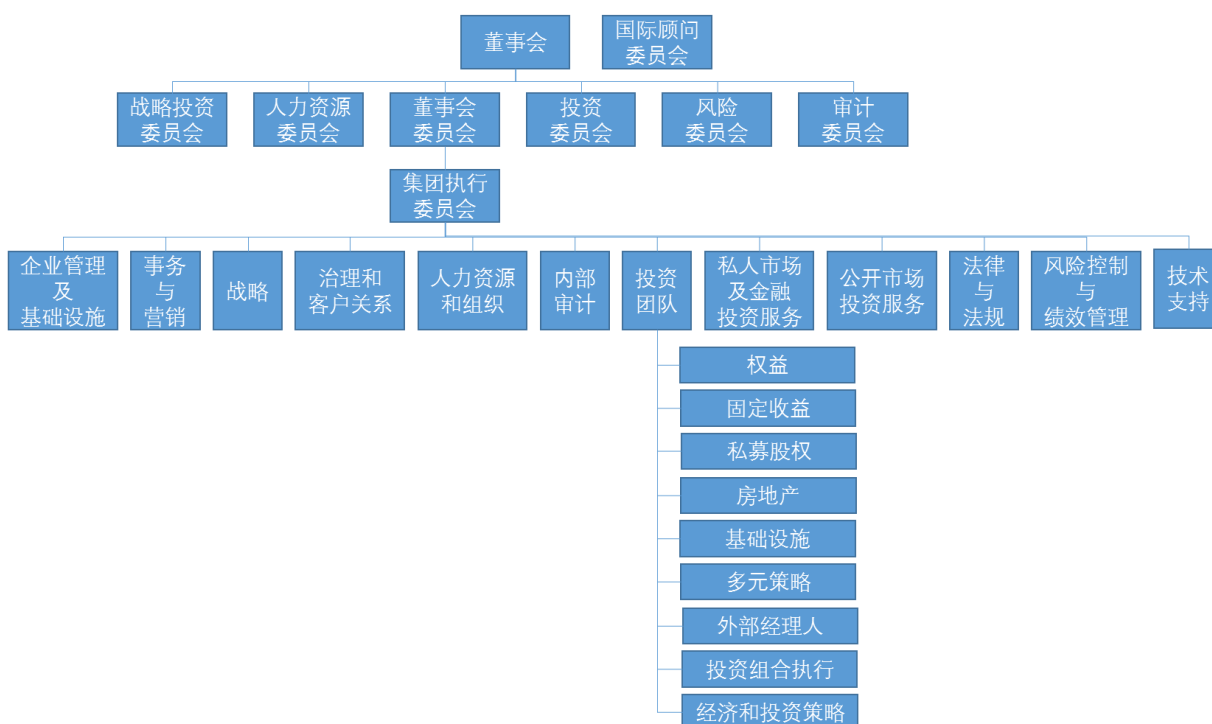


图 9 GIC 组织架构图

资料来源：GIC Report on the Management of the Government's Portfolio 2019/2020

3、投资原则及投资框架

GIC 投资目标是获取高于全球通胀水平的长期良好回报，以增强外汇储备的国际购买力。投资策略是通过构建投资组合来制定组合的风险敞口，参考组合包括 65% 的全球权益和 35% 的全球固定收益，作

为长期风险承受度的衡量基准。GIC 实际投资组合由政策组合 (Policy Portfolio) 和主动组合 (Active Portfolio) 构成，政策组合主要投向 6 大核心资产，与参考组合的配置接近，贡献组合长期收益，主动组合是希望获得比政策组合更好的风险调整后回报，会承担高于政策组合的风险，来获取超额回报。

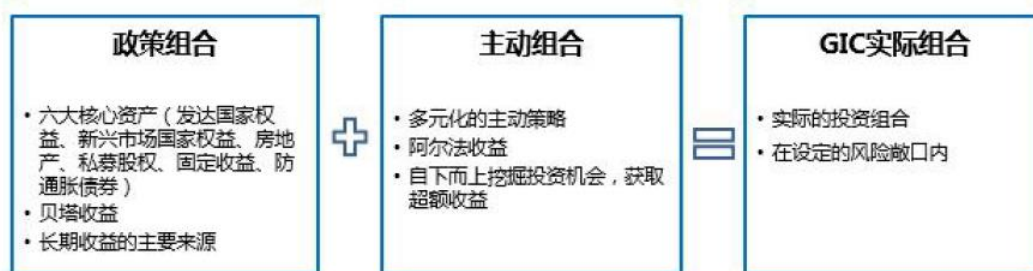


图 10 GIC 投资框架

资料来源：GIC Report on the Management of the Government's Portfolio 2019/2020

GIC 投资原则有两个方面，一方面是准备而不是预测，另一方面是关注长期。该原则反映了 GIC 更加注重资产配置和资产的多元化。GIC 采取了全球分散化的投资模式，除了新加坡本国和联合国制裁的国家禁投外，在投资地域和资产类别和权重方面不受限制。GIC 投资策略是通过构建大类资产的投资组合，承担的一定风险基础上获得最佳的长期投资回报，大类资产配置决定了投资组合的风险敞口以及预期收益回报水平，并力求通过平衡不同资产的配置来应对不同的经济环境。为了提升长期投资绩效，GIC 确定了 O-D-E (Offence-Defence-Enterprise Excellence) 的投资方法，O 表示在投资机会方面进行进攻，D 表示在风险管理方面采取防御，E 是不断改善运营和投资流程以保持卓越。

2013 年，GIC 利用自身优势，包括长期的投资期限、巨大的资本

池、覆盖全球的投资范围、一流和稳健的治理结构，不断完善构建自身投资框架，使其能够战胜日益复杂和富有挑战性的投资环境。GIC 投资团队致力于寻找有吸引力的自下而上的投资机会。核心投资主要包括公开股票、固定收益、私募股权、房地产和基础设施等。此外，GIC 战略部门负责投资和评估跨资产类别投资机会，对境外投资持开放态度。GIC 在权益市场及私募股权市场均聘请有外部基金经理，以增强其不同行业和地区的投资能力，补充核心投资团队的专业知识，获取投资机会，而投资组合执行团队和投资服务进一步支撑投资决策的实施。

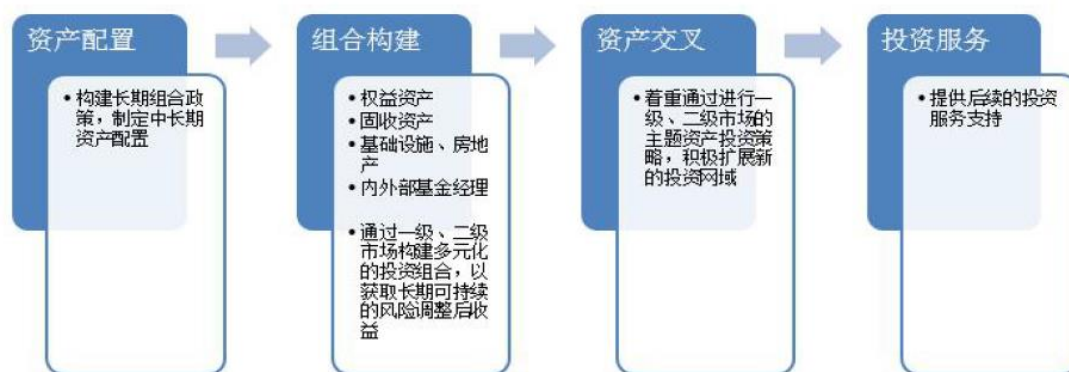


图 11 GIC 投资流程

资料来源：GIC Report on the Management of the Government's Portfolio 2019/2020

4、ESG 投资管理

作为长期投资者，GIC 使命的核心就是可持续性，可持续性就是践行 ESG 理念，实现可持续发展。ESG 决定了企业的长期前景，也决定了企业的长期价值。GIC 将 ESG 投资理念运用到投资过程的每个阶段，关注 ESG 投资风险，从而使投资组合能够经受任何市场和经济状况的考验。为更好地践行 ESG 投资理念，并监督和回应出现的 ESG 风险问题，GIC 于 2016 年设立了可持续性发展委员会，该委

员会会要求投资委员会关注可持续发展趋势、投资组合中的新风险以及潜在的投资机会，并会对其是否践行 ESG 投资理念进行评估。在投资过程中，对企业的定量数据分析和定性尽调中加入 ESG 因素，定期更新和调整模型，以便筛选投资组合中是否出现 ESG 问题。主题投资关注可再生能源资产、“绿色”建筑和低碳转型技术支持资产等。

作为负责的投资者，GIC 投资过程中非常注重 ESG 投资管理，以及其能为社会带来长期正向价值的渐进方法，从而倡导企业采取积极的行动来应对环境、社会责任、公司治理问题，以此驱动社会长期可持续健康发展。

5、投资绩效及配置情况

GIC 投资绩效的主要指标使用最近 20 年滚动收益率，截止 2020 年 3 月末，GIC 最近 20 年、最近 10 年、最近 5 年的滚动名义收益率分别为 4.6%、5.2%、3.9%，对应的波动率分别为 9.0%、8.0%和 7.0%，与其基准相比，无论收益率还是波动率控制上都好于基准表现。GIC 最近 20 年的滚动实际收益率为 2.7%。拉长时间看，2015 年以来 GIC 实际收益率较之前有所下滑，主要是 GIC 考虑到近些年全球经济基本面疲软、地缘政治进展等不确定增强，叠加 2020 年全球受新冠疫情对经济的影响较大等可能会持续较长时间，逐步采取了相对保守的投资策略。

2010 年以来，由于 GIC 对全球经济经济增长下滑、地缘政治紧张、生态环境变差的担忧，使得 GIC 大类资产配置逐步降低了风险资

产的配置。权益资产呈现下滑趋势，固定收益类资产上升较多，另类资产占比先下滑后逐步小幅提升，同时投资资产类别和覆盖区域范围逐步增多。



图 12 GIC 2010 年以来投资收益、波动率情况

资料来源：历年 GIC 年报，收益率和波动率数据均为过去 20 年滚动数据

表 8 GIC 投资收益、波动率情况

时间	收益率		波动率	
	实际组合	比较基准	实际组合	比较基准
最近 20 年	4.6%	4.2%	9.0%	10.8%
最近 10 年	5.2%	5.2%	8.0%	9.8%
最近 5 年	3.9%	3.3%	7.0%	9.4%

资料来源：GIC Report on the Management of the Government's Portfolio 2019/2020，基准为 65%全球权益+35%全球债券，时间截至 2020 年 3 月末

具体来看，截至 2020 年 3 月末，GIC 权益和另类资产合计占比 50%，固定收益类资产占比 50%；权益资产中发达国家占比逐年下滑，而新兴市场国家占比呈现上升态势，另类资产中房地产占比先有所下滑，2014 年以来占比很稳定，私募股权占比略有上升。

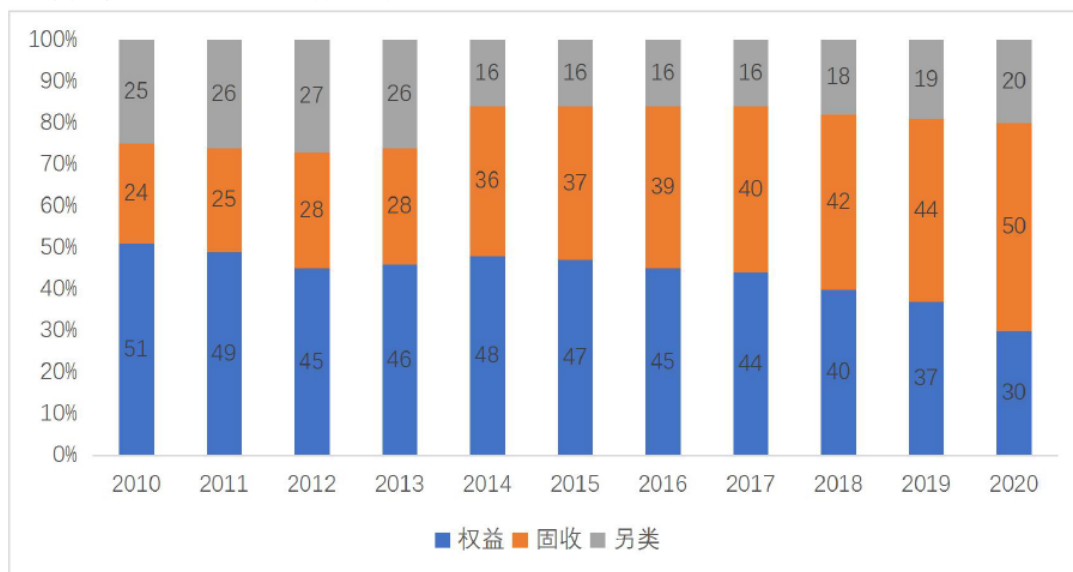


图 13 GIC 投资大类资产分布情况

资料来源：历年 GIC 年报，数据区间为每年四月一日至第二年的三月三十一日

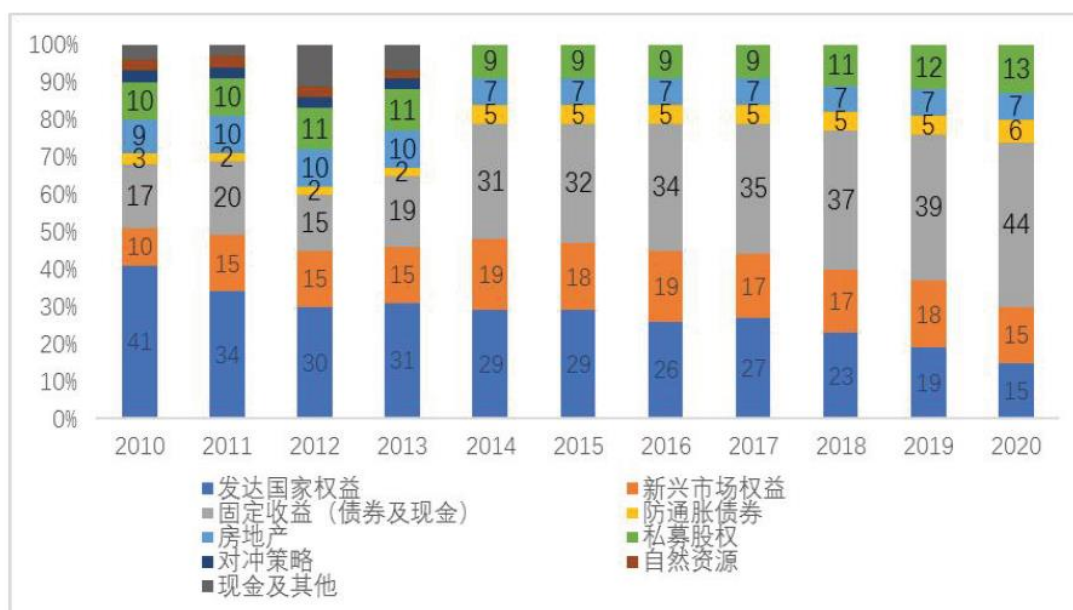


图 14 GIC 投资资产细分分布情况

资料来源：历年 GIC 年报，数据区间为每年四月一日至第二年的三月三十一日

从投资区域来看，GIC 投资均在海外，根据市场容量、经济周期和投资机会来定。2020 年 3 月末以北美、亚洲为主，北美、亚洲、欧洲、其他区域占比分别为 36%、32%、24%和 8%，北美以美国为主，占比超过 90%，亚洲中日本占比 13%，其余国家占比 19%，欧洲中英

国占比 6%，欧元区国家合计占比 13%；从变化趋势来看，北美和欧洲占比逐步下滑，亚洲占比逐渐提升，北美中美国占比变动不大，北美其他国家占比呈下滑趋势，欧洲各区域均有所减少，幅度不大，亚洲中除日本外的其他国家提升较多。



图 15 GIC 投资区域分布情况

资料来源：历年 GIC 年报，数据区间为每年四月一日至第二年的三月三十一日

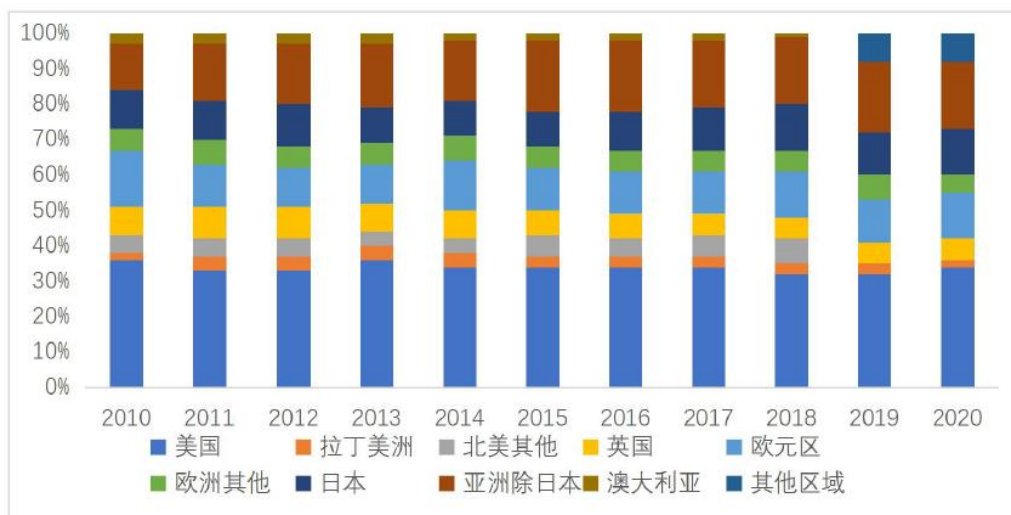


图 16 GIC 投资区域细分分布情况

资料来源：历年 GIC 年报，数据区间为每年四月一日至第二年的三月三十一日

6、风险管理

合理的风险管理是养老金稳健运作的安全保障，管理机构需要对养老金运营过程中的风险进行全面识别、衡量，并在此基础上，有计

划有目的地控制各类风险。GIC 中每位员工都是风险管理的主体，每位员工都有各自明确的职责，一定程度上确保员工承担的风险与客户设定的风险承受能力一致。GIC 的风险管理目标有 2 个，一是保护客户利益，二是避免永久性损失。GIC 董事会负责制定风险管理的策略并监督，风险委员会协助董事会，风险委员会负责制定 GIC 整体风险管理政策和具体实务，同时评估公司运营和投资过程出现的重大风险。首席风险官也是集团执行委员会成员，直接向 CEO 和风险委员会主席汇报。

风险管理涉及多个方面，如投资风险、税收风险、监管风险、运营风险、信用风险、人员风险、合规风险、经济周期风险、技术风险等。风险管理的方法多管齐下，1) 组合投资上，确保风险和收益预期一致；2) 合规风险上，通过制定相关规章制度、流程等有效监控，保护顾客和 GIC 的声誉和利益；3) 技术风险上，通过提高网络安全和信息技术确保技术和资源信息获得良好的保护；4) 操作风险上，通过有效的系统和内部控制流程来降低风险。

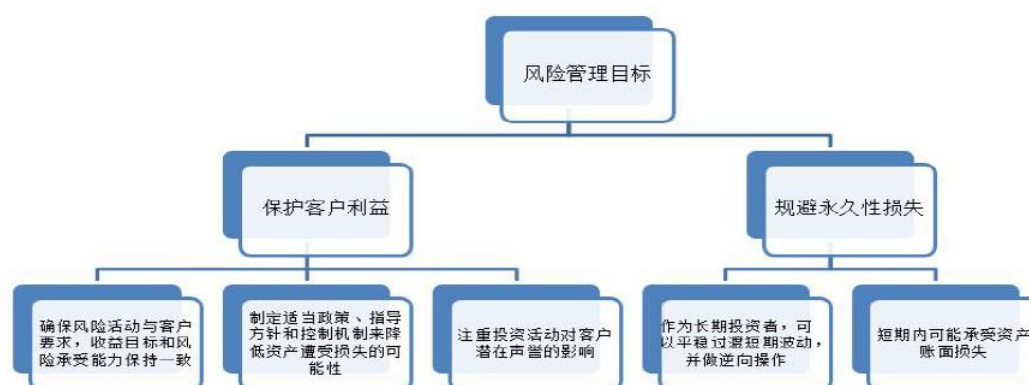


图 17 GIC 风险管理目标

资料来源：GIC Report on the Management of the Government's Portfolio 2019/2020

GIC 风险控制的总体操作是在横向上建立全面风险管理体系，在纵向上做实做强三道防线，在第一道防线的日常业务操作层面，强调每位员工和每个部门都是风险管理的基石，恰当的职责分工和标准化的操作程序实现各岗位、各部门之间相互复核、监督和制约；在第二道防线的风险管理层面，风险管理部门对各业务及支持部门进行全面的事前、事中、事后的风险监督与合规检查；在第三道防线的内部审计层面，对内部控制的健全性、执行的有效性和系统安全性进行独立评估和风险监测。

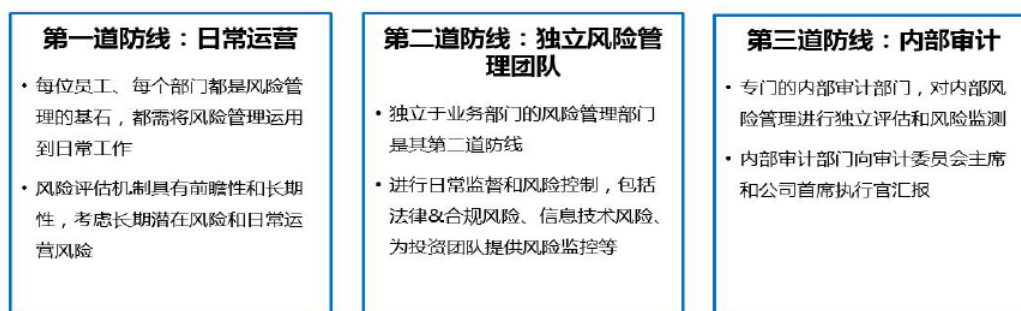


图 18 GIC 风险管理三道防线

资料来源：GIC Report on the Management of the Government's Portfolio 2019/2020

三、基本养老金运营管理的启示及特点

（一）成功的要素

1、基金完全积累制的发展模式减轻政府负担，为经济发展提供支撑

新加坡中央公积金制度实行的是基金完全积累制，由企业和员工缴款构成，通过强制储蓄的手段来实行对参与人的养老保障制度，自存自用，多存多用，不会引起代际之间矛盾，为基本养老确立长期稳定资金来源，这种资金筹集的方法一方面减轻了政府的负担，强化了

雇主和雇员之间的责任和相互协作关系，另一方面也具有较好的激励机制。完全积累制以效率优先为原则，以确保养老基金的保值增值。源源不断且充足的资金储备对国家的经济建设起了强大经济后盾，使政府有足够的实力投资建设，基本完成了住宅、道路、机场、港口等基础设施的建设，形成了高积累、高增长、高就业、高积累的良性循环，为经济增长做出了巨大贡献。雄厚的经济实力为社会保障制度奠定了基础，实现了经济建设和养老保险事业的良性循环。

2、政府特殊债券支持养老金投资，有利于资产的安全稳健增值

为提供更好的退休保障，并帮助退休人员应对通货膨胀，新加坡中央公积金账户投资将安全性放在首位，将基金投资于政府专门发行的高票息特殊债券，以实现养老金资产的安全稳健增值目标，为会员提供公平的市场回报。目前政府承诺公积金储蓄的年利率不低于2.5%，高于同期银行利率，一定程度上缓解了通货膨胀的压力。政府会将发行债券获得的资金委托给 MAS、GIC 进行市场化运作，承担投资风险的同时，努力获取高于特殊国债利率的投资回报，当然，无论投资收益如何，中央公积金会员依然会获得政府承诺的利率，投资风险均由政府承担，确保退休人员有足够的养老金保障。

3、资产配置多元化趋势加快，发挥长期资产属性

资产配置是影响长期资金长期投资回报的关键因素。从 GIC 资金的实际运作来看，资产配置呈现多元化的趋势，多元化投资包括地域多元化、资产多元化，投资于不同发展阶段的国家和地区，选择不同风险收益特征的相关性较低的各类资产，长周期资产配置匹配长期

养老资金属性。随着利率的持续下行、公开市场收益的走低，为了分散风险和获取更高的投资收益，GIC 资产配置逐渐从传统资产类别向多元化、跨区域、分散化资产转移，除公开市场的股票、债券，还投向 REITs、房地产、基础设施等另类资产，其占比呈现逐步上升态势。GIC 投资团队共有 9 个子团队，共同协作提高其投资的专业性，在全球设置 10 个办公地点，以便更为深入研究当地资本市场环境等。整体来看，GIC 投资组合较为多元，通过逐步扩展投资区域和资产种类来提升风险调整后的回报。长期资金投资运作过程中，正是凭借重视权益类资产、另类资产的配置，且进行多样化、分散化的投资，保证了长期养老资金的安全性和收益性。

相比之下，我国基本养老金基金投资仅限于境内投资，且权益类资产比例不得高于 30%。长期来看，权益资产相对于固收类资产有明显的超额收益。资产配置是养老金实现长期投资目标和控制风险的重要手段，而多元化是资产配置的核心，资产和地域的多元化可以进一步平滑单一市场或资产的波动，有效分散风险。我国养老金应该坚守长期投资理念，采用积极、多元的资产配置。

4、养老金资产投资管理由专业的市场机构运营，有利于提升基金管理效率

新加坡政府对中央公积金采用集中管理的模式，由于投资决策涉及内容众多，专业要求高，新加坡政府认为将承担基本养老功能的个人账户资金投资决策权交给个人是不明智的。新加坡政府对中央公积金投资运作坚持市场化原则，由专门的机构 GIC 来负责投资管理，

GIC 在部门设置、人员管理、投资决策等方面享有自主权，这样面对市场的变化才有能力做出灵敏的反应，从而有利于提高基金资产的运营管理效率。在投资管理方面，GIC 非常强调长远投资，具有完善的风险管理体系，通过构建参考组合来制定风险敞口，聘请外部基金经理人提升专业性，在海外多个国家或地区设置办事处，充分利用本地化优势，提升投资决策的胜率，投资资产多元分散。GIC 凭借其完善的治理结构、投资框架和资产配置方法等，较好地实现了养老金资产的保值增值。

（二）失败的教训

1、缴费率高，增加企业负担压低个人消费

中央公积金一直以来缴费率均较高，最高时达到 50%，目前基本稳定在 37%左右，其中雇主交 17%，雇员交 20%，多数情况下雇员缴费比例高于雇主。过高的缴费水平，增加了企业的运作成本，削弱了企业竞争力，不利于企业扩大发展。对于个人而言，高缴费率也降低了民众的即期消费，限制了民众有效需求的满足。企业效益的降低和居民消费的不足，时间效应累积后，就可能成为经济持续健康发展的掣肘。

与新加坡类似，我国也存在企业社保负担较重的现象，很多中小企业尤其是民营企业交不起社保或压低员工的薪酬福利，员工也就无从享受社保待遇，为此我国于 2019 年 5 月开始降低城镇职工基本养老保险单位缴费比例，降低 3 个至 4 个百分点，减轻企业缴费负担，增强企业活力，优化营商环境，也有利于形成企业发展与社保体系建

设的良性循环，增强社保制度的可持续性。

2、养老金三支柱体系发展不均衡存在弊端

从世界范围的养老金体系的发展来看，建立政府、单位、个人三方共担的三支柱养老金体系是实现养老金可持续性的关键。新加坡养老保障制度以第一支柱中央公积金为主，第二、三支柱占比很小，新加坡人只能将生老病死的一切都系于中央公积金上，一旦中央公积金出现问题，国家就会承担完全的财政风险，政府的财政压力很大，新加坡人的养老问题和替代率问题全系于中央公积金单一支柱的业绩表现。最新披露的过去 20 年滚动实际回报率为 2.7%（2020 年 3 月末），新加坡政府为中央公积金提供最低利率保证 2.5%，若长时间收益较低，随着人口老龄化的增加，中央公积金支付也会面临着较大的压力。

与新加坡类似，我国养老金体系以第一支柱为主，第二支柱占比很小，覆盖率低，第三支柱尚处于试点阶段，还没有出台明确的政策。任何单一支柱的养老金制度都难以应对老龄化挑战，我国应该加快发展第二支柱，推出优惠政策，鼓励中小企业参加，提高参与率，并尽快在全国范围内推出第三支柱。

张 栋：全球养老金结构性改革反思与中国镜 鉴



张栋：中国养老金融 50 人论坛常务副秘书长、中国农业大学人文与发展学院讲师

现代意义上的养老金制度可以追溯到 1889 年德国颁布的《老年、残障和遗属保险法》，随后被不同国家效仿并结合本国实际进行了探索和创新。目前制度化的养老金体系已成为全球各经济体的共同选择，在老年人退休生活中发挥着越来越重要的作用。然而，自 20 世纪 70 年代欧美等发达国家进入老龄化社会以来，传统养老金制度模式遭遇了前所未有的挑战，这些国家开始探索养老金制度改革。但由于涉及

要素复杂、运作周期长，且关系到全体国民的利益，全球养老金制度改革并非一帆风顺，各国在改革中既收获了成功的经验，也积累了失败的教训。经过数十年的改革和发展，我国初步建立起了较为完善的养老金体系框架。但自 2000 年前后进入人口老龄化社会以来，我国老龄化速度不断加快，且未来数十年会将进一步加速，将对我国养老金体系的可持续发展带来巨大挑战。虽然我国也开始进行养老金制度改革，并且取得了一定的成效，但在改革路径和方向选择上仍面临着一系列不确定因素。因此，有必要对全球养老金体系的改革思路进行梳理，在借鉴国际经验的同时规避教训，以更好地为中国养老金体系改革提供镜鉴。

一、全球养老金改革趋势——走出单一制度

1. 养老金制度的产生及其构成

(1) 养老金制度的产生及其理论思潮变化

在传统农业文明时代，家庭是实现生产、生活的主要单元，也是家庭成员年老生活保障的主要来源，劳动力是主要资源，家庭通过多生育来实现更高的生产目标，这为传统家庭养老提供了基础。随着工业文明到来，生产方式走向多元化，生产与生活逐步分离，传统家庭养老功能因劳动力分流而面临挑战。同时，由于机器化大生产降低了劳动力需求，家庭生育开始下降，进一步弱化了家庭养老功能。为更好地解决养老问题，社会化的养老金制度随之产生，即通过制度化的安排由政府或市场提供养老保障待遇。在养老金制度产生和发展过程中，国家干预主义和经济自由主义两大思潮对世界养老金制度改革和

变迁产生了巨大影响，出现了公共养老金和私人养老两种不同的养老金模式。

国家干预主义主张由政府直接干预经济生活，德国新历史学派主张国家肩负起公民福利保障职责；福利经济学主张通过再分配建立覆盖全民的养老金制度或补贴低收入者以保证社会公平；瑞典学派则主张通过累进税方式实现收入分配均等化；凯恩斯主义主张通过财政负担养老金等福利支出，进而提振消费需求，刺激经济增长。在国家干预主义思潮影响下，德国建立了世界上第一个由国家主导的公共养老金制度，并在之后数十年间在世界范围内得到普及。然而，随着 20 世纪 70 年代世界经济出现滞涨，国家干预主义面临困境，新自由主义开始兴盛，主张缩减政府责任，推动养老金制度私有化发展。但由于金融危机的出现，新自由主义影响下的私人养老金制度遭遇前所未有的打击。

国家干预主义和经济自由主义两种思潮导致的养老金制度变革，本质上体现出政府和市场在养老金制度中的责任分担。由于两种思潮始终没有得到调和，公共养老金和私人养老金非此即彼的争议也一直在延续。直到 20 世纪末，主张政府和市场合作、公共养老金和私人养老金共同发展的多元化模式开始受到重视。

（2）公私养老金制度的区别及各自的目标

公共养老金制度和私人养老金制度的差异主要是基于政府和市场责任的不同而进行的划分。其中，公共养老金通常由政府主导，通过收入再分配为公民提供养老收入保障；而私人养老金通常由市场主

导,通过公民年轻时的自我积累满足年老时的养老收入需求(见表1)。

表1 公共养老金和私人养老金的主要目标和特征

	公共养老金	私人养老金
强制与否	强制	强制或自愿
目标导向	公平导向	效率导向
主要特征	政府主导,筹资方式为现收现付,财政责任相对大,投资需求相对较弱	单位或个人主导,筹资方式为基金积累,政府主要承担监管责任,投资需求相对较强

2. 公共养老金制度面临的危机

(1) 人口老龄化对现收现付的公共养老金制度带来巨大冲击

随着经济社会发展,人均预期寿命延长,不少发达国家先后进入老龄化社会。进入21世纪,人口老龄化已经成为全球性问题。人口老龄化的加深,意味着老年人口抚养比增加,依靠养老金生活的人越来越多,而参与生产的人口越来越少。在此背景下,公共养老金制度面临巨大挑战,因为世界上绝大多数公共养老金制度都采取现收现付制,需依靠大量年轻人缴费供养年老人口。如果要保持公共养老金制度可持续发展,就不得不增加年轻人缴费或降低退休人员待遇。然而,福利刚性决定了养老金待遇下降空间不大,而在持续老龄化背景下,提高养老金缴费的空间也十分有限,因此压力会不断转移到财政负担上,最终会冲击养老金体系的稳定性。

(2) 公共资源的稀缺性导致公共养老金面临财政危机

在人口老龄化程度不断加深的情况下,公共养老金支出占GDP的比重也呈现出快速上升的趋势。以美国为例,1997年美国公共养老金支出占GDP的比重大约为9%,这一比重2050年将达到20%左右,这也将是全世界共同面临的问题。当公共养老金出现收支不平衡的情

况时，政府需要通过财政支出进行补贴，而补贴费用主要来源于税收，但税收具有稀缺性，对公共养老金的过度补贴可能导致财政赤字出现，从而影响经济社会运行。

3. 由单一支柱走向多支柱体系

在全球人口老龄化加速以及经济增速放缓的背景下，不少国家尤其是发达国家在原有制度框架基础上进行了一系列参量改革，如延迟退休年龄、提高缴费率、降低公共养老金替代率、提高缴费年限等。此外，由于养老金制度赡养比不断提高，公共养老金制度收支不平衡压力日益加大，财政负担不断加重，各国政府开始探索推动市场主导的私人养老金制度发展。但由于市场失灵的存在，私人养老金制度也面临一系列风险。在此背景下，多支柱养老金体系改革思路成为国际共识。

(1) 世界银行三支柱养老金体系

1994年世界银行发布了《防止老龄化危机：保护老年人及促进增长的政策》的研究报告，首次提出了养老金体系改革的三支柱模式，旨在将养老金制度的再分配功能和储蓄功能相离，通过构建一个强制性和非强制性相结合、既有现收现付又有完全积累的养老金体系，来避免单一养老金制度带来的风险（见表2）。

表2 世界银行三支柱养老金体系模式

	第一支柱	第二支柱	第三支柱
形式	公共养老金	职业养老金	个人养老金
性质	强制性	强制性	自愿性
目标	最基本的生活保障	提高保障待遇	提供更高水平待遇
形式	待遇确定型现收现付制	完全积累	缴费确定型完全积累
责任主体	政府	单位和个人	个人

资料来源：根据世界银行官方网站相关资料整理而得。

（2）经济合作与发展组织（OECD）多层次养老金体系

经济合作与发展组织认为，一个合理的退休收入保障体系必须是分散化的，通过汇集广泛的退休收入保障资源，才能有效防范老年人退休收入保障的风险。OECD 提出的多层次养老金体系认为，退休者应该在该体系下预期得到三种养老金来源：一是基于家计调查的最低养老金；二是强制参与的公共或私人养老金；三是自愿参与的私人养老金。通过三种不同的养老金来源来平衡代际负担，可以有效分散风险，并且使得个人退休收入保障更具有弹性（如图 1 所示）。

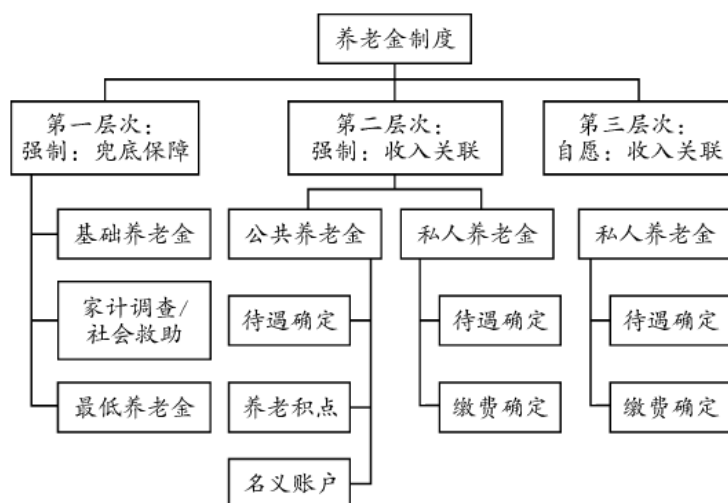


图 1 经济合作与发展组织（OECD）多层次养老金体系模式

资料来源：根据 OECD《养老金概览 2019》整理而得。

总体来看，为实现一个公平与效率兼顾的养老金体系，发达国家通常会在不同主体责任共担的理念指导下，构建多支柱养老金体系，尽管各国对多支柱养老金体系界定有所差异，但本质上都可以分为三个支柱：第一支柱为政府主导的公共养老金制度，第二支柱为雇主主导的职业养老金，第三支柱为个人主导的个人养老金。其中，第二和

第三支柱多为积累型养老金，且多以个人账户的形式存在，所以也称为私人养老金。

二、国际养老金改革教训——过度公共化和过度市场化

1. 希腊养老金改革——单一公共养老金制度面临巨大财务风险

在 2008 年欧债危机爆发之前，希腊是欧洲高福利国家的典型代表，在养老金领域表现为养老金待遇高、领取条件低等，其背后体现的是政府公共责任的支撑。希腊养老金制度的改革和发展经历了 4 个主要阶段：

第一阶段（20 世纪 30 年代以前）：养老金制度初建期。1861 年希腊建立退伍军人基金，为退休海员、退伍军人提供养老保障，同年又将公务员纳入；1882 年将覆盖群体拓展到了矿工；1922 年覆盖所有工人的强制性养老金制度开始建立，单位和雇员等额缴费；1925 年自由职业者被纳入养老金体系。这一阶段，希腊养老金制度改革主要体现为扩大覆盖面。

第二阶段（20 世纪 30 年代至 80 年代）：养老金制度变革期。1934 年希腊正式通过了覆盖私人部门全部雇员的养老金体系（IKA），由政府、单位和雇员共同缴费，建立之初的 IKA 覆盖范围极其有限，农民和自由职业者没有被纳入。二战期间，希腊养老金体系遭到极大破坏，二战后人民生活水平下降，需加强社会保障制度建设以增强国民信心。于是，1952 年希腊将 IKA 的覆盖面扩大到所有经济部门，并覆盖农民（财政全额补贴，个人无需缴费）和自由职业者等。希腊军事独裁政府主政期间养老金几乎瓦解，军事独裁失败后，加上石油危机影响，

希腊将希望寄托在养老金市场化改革，于 20 世纪 70 年代开始建立一系列私人补充性养老金，并降低政府缴费，更多依赖于私人市场，但由于希腊政府对养老金基金的利用效率低下，养老金投资回报率低，最终改革夭折。

第三阶段（20 世纪 80 年代至 2008 年债务危机）：养老金制度稳定期。20 世纪 80 年代泛希腊社会主义运动党开始执政，主张以公共养老金制度为主导，建立全面的高水平养老金制度。在泛希腊社会主义运动党执政的 10 年间，希腊债务率从 20% 上升到了 80%，其重要原因是福利开支大幅增加。20 世纪 90 年代，自由保守主义的新民主党和社会主义的泛希腊社会主义运动党开始轮流执政，在 1990~1993 年新民主党执政期间，希腊养老金改革重点强调个人责任，对个人缴费及领取养老金条件等进行了严格限制，但由于新民主党在接下来的大选中失败，加之工会等利益集团阻挠，新民主党针对养老金制度的改革没有得到彻底执行。1994~2004 年泛希腊社会主义运动党重新执政，继续强调政府在福利体系中的作用。极度慷慨的公共养老金制度给国家税收带来巨大压力，最终导致希腊债务水平高涨，财政破产。

第四阶段（2008 年债务危机至今）：养老金制度再改革时期。随着财政压力不断加重，希腊也一直在尝试缩减养老金，但由于国民对高福利的依赖难以扭转，改革迟迟不能落地。直到债务危机爆发，希腊政府不得不使财政透明化，为获得欧盟援助，希腊再一次启动了养老金制度改革，主要体现在提高退休年龄、建立自愿的养老金体系等

方面。

从希腊养老金体系发展进程来看，其较早建立了覆盖面广泛的养老金制度体系，但长期在社会党政府的执政下，坚持建立福利国家的政策，建立了高水平的公共养老金制度。尽管在 20 世纪初探索了第二支柱企业年金制度，但在公共养老金体系的高待遇水平下，第二支柱发展缓慢，养老金制度完全依赖于第一支柱，给财政带来巨大压力。

2. 智利养老金改革——完全私有化的养老金制度独木难支

19 世纪末，智利为军人和公职人员建立养老保险制度，成为拉丁美洲最早建立社会保险制度的国家之一。1918 年智利将其养老保险覆盖范围扩大到铁路工人。在德国影响下，1924 年智利建立现收现付制的养老保险制度，以政府为主导，通过税收的方式筹集资金，并由政府统一管理养老金基金，参保者达到退休年龄之后由政府统一发放养老金。1952 年，在欧洲国家养老保险制度的影响下，智利依据身份和职业差异，在全社会范围内建立起现收现付制的养老保险制度，政府向单位和雇员征收社会保险税，并由政府统一管理，当出现收支不平衡时由财政补贴。但其中一个重要问题在于针对身份和职业差异建立的不同养老金计划造成缴费和待遇均存在很大差异，产生了巨大不公。更重要的是，随着人口老龄化加剧，参保者缴费和财政负担均不断加重，养老金缺口严重。在 20 世纪 70 年代世界经济衰退过程中，财政赤字导致拉美国家债务危机出现，失业率居高不下，导致养老金缴费人数急剧减少，进一步恶化了养老金收支矛盾。

1981 年，智利对养老金制度进行了彻底改革，核心是抛弃现收现

付制度，采取完全积累制。参保者拥有具有唯一性的独立个人账户，由养老金管理公司（AFPs）管理，政府设立养老基金监管局（SAFP）进行监管。在缴费环节，新制度规定单位无需缴费，完全由雇员承担，雇员以工资的 10% 缴纳养老保险费，全部进入个人账户。新制度建立之初，政府要求单位将雇员工资提高 18%，作为对雇员的补偿；在养老金管理环节，智利建立了多家养老金管理公司（AFPs），参保者可以选择不同的 AFPs，个人每年有 4 次机会选择不同的 AFPs；在给付环节，个人可选择用积累的资金购买年金产品，也可按计划分期领取，余额可继承，领取完毕后可领取最低养老金。在新制度下，政府作用主要体现在：一是对 AFPs 的运作进行监管，并规定 AFPs 的收益必须达到一定标准，如不能达到则必须用 AFPs 的准备金进行补偿，如准备金不足以补偿，AFPs 将被迫破产，政府保证参保者的应得收益。二是政府为养老金积累不足的群体补足差额，以保证参保者获得最低养老金。

伴随着经济的高速发展，智利在 1981 年实行的以完全积累为基础的养老金制度改革取得较好的投资回报，大大缓解了智利的贫困状况，这一模式受到世界银行的极力推崇，并被不少国家效仿。然而，随着经济和社会环境变化，智利完全积累的养老金制度在数 10 年的运作过程中也逐渐暴露出一系列弊端：一是制度覆盖面不断降低。1981 年智利养老金改革制度设计主要面向正规就业者，大量自雇者以及收入低下的群体难以通过个人缴费进入个人账户。二是完全积累的养老金制度严重依赖于基金投资收益。在 2008 年国际金融危机影

响下，智利养老金收益率遭受重创，为智利进一步反思私人养老金制度风险带来了直接影响。

在单一私人养老金体系的弊端和风险不断显现的背景下，智利政府在 21 世纪初就开始进行养老金改革方案的探讨，最终于 2008 年正式通过新的养老金改革法案。新法案将养老金体系建立在三支柱的整体架构上，主要体现在以下几个方面：第一，新增第一支柱“团结养老金”制度（SPS）。在为没有养老金收入的个人提供“基础团结养老金”的同时，为拥有个人账户养老金但待遇低于 532 美元的参保者提供一定补偿。该制度要求从 2012 年开始强制实施自雇人员参保，在家工作者和家庭主妇可自愿参保，将其纳入公共养老金体系。第二，拓宽原有完全积累个人账户覆盖面，改革法案计划用 5 年左右的时间将自雇者和其他非正式工作的工人纳入到制度中，并激励其进行缴费，同时建议单位缴纳一部分养老保险税。第三，建立基于税收优惠的第三支柱个人养老金制度。

总体来看，智利养老金制度的变革经历了公共养老金——私人养老金——多支柱养老金的过程。政府责任的重新回归，在很大程度上表明政府、单位和个人责任共担才是养老金体系发展的必由之路。

三、养老金改革反思——重视政府与市场责任分担

1. 政府与市场责任分担是养老金体系改革的核心

第一，合理划分政府和市场的职责边界是完善养老金制度体系的核心问题。政府功能在于建立系统完善的养老金体系并进行有效监管，同时为全体国民提供基本生活保障，消除老年贫困；市场功能则是通

过调动市场主体和个人责任，进行养老金积累，同时通过市场化运作提高养老金基金运作效率。在养老金制度体系实际运作过程中，政府和市场是相辅相成的，政府通过税收优惠等制度设计为私人养老金制度提供制度支持和监管，市场则通过市场化运作提高公共养老金的运行效率。

第二，任何单一的养老金体系都难以应对人口、经济和社会带来的多方面挑战。作为一项具有公共福利性质的制度安排，养老金体系建设的目标不仅要覆盖全民，还需要提供长期可持续、充足的待遇保障。然而，任何单一制度安排均会面临风险：在人口老龄化程度不断加深的背景下，单一公共养老金制度会面临收支不平衡的挑战进而影响养老金待遇的充足性和可持续性；同时，金融市场风险以及积累金额的不确定性又会导致单一私人养老金制度待遇水平不足。因此，必须通过政府和市场责任的分担，通过多元制度设计来分散风险。

2. 私人养老金制度是养老金体系的重要支柱

(1) 私人养老金制度在国际上呈现出快速发展的态势

第一，私人养老金资产占 GDP 的比例不断提高。根据 OECD 统计数据，2009 年 OECD 国家私人养老金资产占 GDP 的平均值为 60.10%，2019 年增加到了 91.50%。同时，私人养老金资产超过 GDP 的经合组织国家从 2009 年底的 6 个增加到 2019 年底的 8 个。中国的私人养老金资产占 GDP 的比重也由 2009 年的 0.72% 上升到了 2019 年的 1.88%（见表 3）。

第二，私人养老金对退休人员的收入贡献不断提升。在 34 个

OECD 国家中，目前大多数建立了强制性或自愿性的私人养老金制度，并且私人养老金制度在退休人员的退休待遇中做出了重要贡献。根据 OECD 统计数据，智利、澳大利亚等国私人养老金对退休人员的收入贡献已经超过了公共养老金。

表3 OECD 国家和中国 2009/2019 年私人养老金资产占 GDP 的比重变化情况

国家	年份		国家	年份	
	2009	2019		2006	2019
丹麦	159.39%	219.72%	墨西哥	12.56%	18.53%
荷兰	108.80%	194.40%	爱沙尼亚	4.67%	16.44%
冰岛	118.63%	178.21%	西班牙	12.06%	13.99%
加拿大	114.47%	159.53%	拉脱维亚	1.44%	12.66%
美国	112.08%	150.31%	斯洛伐克	2.35%	11.16%
澳大利亚	84.84%	137.51%	挪威	7.21%	10.88%
瑞士	126.81%	126.57%	意大利	4.74%	10.88%
英国	72.65%	123.20%	法国	7.98%	10.57%
瑞典	51.57%	99.89%	捷克	5.46%	8.83%
智利	61.83%	80.82%	波兰	13.32%	7.98%
以色列	43.80%	63.85%	德国	5.33%	7.50%
芬兰	50.25%	59.52%	斯洛文尼亚	4.94%	7.30%
爱尔兰	—	38.18%	奥地利	4.88%	6.09%
比利时	24.07%	35.21%	匈牙利	12.90%	5.35%
新西兰	11.61%	31.09%	土耳其	0.90%	2.93%
日本	29.52%	28.61%	卢森堡	2.28%	2.83%
韩国	8.47%	28.16%	希腊	0.02%	0.83%
葡萄牙	13.33%	20.68%	墨西哥	12.56%	18.53%
丹麦	159.39%	219.72%	中国	0.72%	1.88%

资料来源：根据 OECD 全球养老金统计数据整理而得。

第三，私人养老金制度覆盖的人群广泛。总体来看，在 34 个 OECD 国家中，有 19 个国家的私人养老金制度的一种或几种类别覆盖面超过了 50%，一些国家甚至超过了 80%，这在很大程度上表明私人养老金制度在 OECD 国家养老金体系中的重要地位。

(2) 私人养老金制度对于均衡的养老金体系发展意义重大

第一，私人养老金制度可以降低公共养老金制度压力，提高养老

金体系的可持续性。由于世界人口老龄化不断加深，单一现收现付为筹资方式的公共养老金制度面临着严峻的挑战。在此情况下，世界养老金制度经历了“现收现付——基金积累——多支柱”的制度变迁。事实证明，通过现收现付制的公共养老金制度和完全积累制的私人养老金制度的有机组合，可以增加整个养老金体系应对人口老龄化挑战的砝码。

第二，私人养老金制度可以有效提高老年群体收入水平，提升老年生活质量。养老金体系的目标之一是为老年人提供充足的养老金待遇水平。现收现付制的公共养老金制度以政府为主导，财政担负着兜底责任，目标仅限于保基本，难以通过持续提高待遇来满足老年人多元化的需求。因此，需要通过私人养老金制度提供补充保障，壮大参与主体并提高养老金运作效率，从而提高老年人养老保障待遇水平。

四、全球养老金体系结构性改革对中国的启示

在公共养老金一支独大的背景下，我国养老金体系面临着充足性受限和可持续性不足的双重困境，未来应在借鉴国际经验的基础上，考虑我国经济发展水平的实际情况，继续采取以公共养老金制度为主体的方案，并将职业养老金和个人养老金建设成为养老金体系的重要支柱，以作为公共养老金的有力补充。在我国已全面建成小康社会并将逐步实现社会主义现代化强国目标背景下，保持退休生活水平不下降应该成为我国养老金体系的重要目标。鉴于我国老龄化压力的影响，建议通过三支柱养老金制度的统筹协调，将我国养老金体系的目标替代率确定为 70%。

首先，第一支柱公共养老金目标是保基本，其价值取向是公平为重，实现制度全覆盖。从 OECD 国家经验来看，公共养老金缴费率平均水平在 20%左右，最终实现大约 40%的替代率。目前我国第一支柱公共养老金单位缴费 16%，雇员缴费 8%，2020 年大约实现了 43%的替代率，但总体上呈现出下降的趋势。未来应进一步通过延迟领取退休金年龄、提高缴费年限等参量改革方式提高公共养老金的可持续性，实现 40%左右的目标替代率。

其次，第二支柱职业养老金的目标是给雇员提供更高水平的养老金待遇，其价值取向是效率优先，兼顾公平，因此在制度设计时应同时考虑制度的激励和约束。目前我国第二支柱职业养老金中企业年金缴费最高不超过 12%，其中给予的税收优惠为企业 5%，个人 4%。建议未来进一步提高企业缴费的税收优惠比例至 8%，同时强化到职业养老金市场化运作效率，目标是实现 20%的职业养老金替代率。

再次，第三支柱个人养老金目标是为广大国民提供更高水平的养老金待遇，应兼顾效率与公平，其制度设计也应实现激励与约束的平衡。由于第三支柱个人养老金以个人为主导，参保对象可以延伸到全体国民，其中的重要功能是吸引灵活就业者和无工作者的加入。考虑到税收优惠的公平性，第三支柱个人养老金计划通常采取限额缴费方式，最终实现大约 10%的替代率。

总体来看，养老金体系中的第一、二、三支柱各有侧重，目标各异。其中，发展第二、三支柱私人养老金的前提和基础是做好现收现付制的第一支柱这一基石，因此在整个养老金体系中，第一支柱公共

养老金制度的目标替代率设定为 40%，第二、三支柱的目标替代率分别设定为 20%和 10%，通过第一、二、三支柱“4-2-1”的目标结构模式设计，在满足公平基本养老需求的同时，通过参与其他类别的养老金制度满足多元化养老需求。当然，“4-2-1”的养老金目标结构并不是一成不变的，在具体应用上可以根据不同个体特征、现实偏好等进行调整，如第二支柱职业养老金的参与主体通常是正规就业者，这就使得其他群体难以通过参与第二支柱职业养老金制度实现更高水平的养老金待遇，因此可以通过提高第三支柱个人养老金的目标替代率调整个人的养老金目标结构。

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。本期我们选编了由美世与中国养老金融 50 人论坛共同发布的《美世 CFA 协会全球养老金指数——2021 年中国报告》中《中国养老金指数变化、国际比较与未来提升》、《中国养老金体系发展的现状、挑战与展望》两个章节，以及由太平养老保险股份有限公司北京分公司党委委员、副总经理裴峰编著的《以账户制为基础 财税支持第三支柱养老金建设》。欢迎大家向本栏目投稿。

CAFF50：中国养老金指数变化、国际比较与未来提升



《美世 CFA 协会全球养老金指数——2021 年中国报告》

本文摘自《美世 CFA 协会全球养老金指数——2021 年中国报告》第 29-45 页；文章内容后期略有修订，以最终发布版本为准。

本章展示了中国近三年在美世 CFA Institute 全球养老金指数中的分数变化情况，并将中国与部分典型体系的本次指数得分情况加以对比，阐释目前中国养老金体系建设取得的成就与存在的不足，从而寻找制度改革与完善的着力点。

一、中国养老金指数年度变化情况

中国的养老金体系包括城镇企业职工基本养老保险、机关事业单位基本养老保险和城乡居民基本养老保险，是由社会统筹（由单位缴费）和个人账户（由个人缴费）组成的现收现付型基本养老金。部分雇主也提供其他补充养老金计划，多见于城市地区。

中国养老金体系的整体指数评分可通过以下方式提高：

- 提高向最贫困的高龄人群提供的最低补助
- 继续提高养老金体系的员工覆盖率
- 要求一部分补充退休福利必须规律性领取
- 逐步提高养老金领取年龄
- 为计划参与者提供更多投资选择，从而更好地利用成长型资产

从近三年历史数据看，中国在 2021 年美世 CFA Institute 全球养老金指数中的得分和排名相较过去有了非常明显的提升，其中得分从 2020 年的 47.3 上升到了今年的 55.1，排名从 2020 年的 30 名提升到了今年的 28 名，主要归因于净替代率提高和监管法规优化。更为重要的是，所处等级从 2020 年的 D 等级上升到了今年的 C 等级，一举超越日本和韩国等国（D 等级），与西班牙、意大利、奥地利等国同处 C 等级，而与美国和法国等发达国家（C+等级）也仅有半步之遥。

我们认为，中国的养老体系取得了长足的进步。在不断完善的顶层设计、持续的财政投入和发展的经济这些因素的驱动下，我们的覆盖面、充足率和可持续性等指标都有明显的提升。这说明了我们的政策方向正确而且行之有效。

本章从充足性、可持续性、完整性三个方面就造成分数变动的原因进行阐释。

（一）充足性得分情况

中国养老金体系近三年的充足性得分相对较为稳定，变化趋势与总体得分相一致，呈现出先下降再上升的特征。其中，2019年和2021年得分为60.5与62.6，均位于C+等级；2020年得分为57.4，位于C等级，分数下降的原因在于当年受疫情及经济发展战略调整影响，我国养老金体系的净替代率及家庭储蓄率有所下降；随着国内复工复产有序落实，今年上述两项指标得分均有显著提高，带动了中国养老金体系充足性整体得分的提高。但在最低养老金水平标准的确定与调整、激励个人以收入流形式领取养老金等方面，中国得分一直较低，未来在制度设计层面应予以关注。

表 1 2019-2021 年中国在充足性指数中每个指标的得分

问题		权重	年份		
			2019	2020	2021
A1	老年人能获得的最低养老金（以占平均工资的百分比表示）为多少？ 最低养老金随着时间推移如何增加或调整？ 是否会定期发生？	17.5%	1.1	1.1	1.1
A2	对于广大工薪阶层，净养老金替代率是多少？	25.0%	8.4	7.7	9.2
A3	该国净家庭储蓄率是多少？ 该地区家庭债务水平占 GDP 的百分比是多少？	10.0%	6.5	6.1	6.7
A4	中等收入者自愿缴款的基金制养老金计划能	5.0%	10.0	10.0	10.0

	否比类似的银行账户储蓄享受更优的税收待遇？ 养老金计划在退休前/后获得的投资收益是否可以免税？				
A5	是否规定了从个人养老金计划中领取福利的最低年龄(除死亡、计划终止和/或财务困难)？如有，当前所规定的年龄是多少？	10.0%	8.3	8.3	8.3
A6	个人养老金计划提供的退休福利中的多大比例(如有)以收入流形式提供？ 是否存在任何税收或优惠转换来鼓励收入流形式提供福利？	10.0%	0.0	0.0	0.0
A7	离职后，计划参与者是否有权正常全额享受自己的累积福利？ 离职后，该参与者的累积福利是否能正常按实值计算(通过与通胀挂钩的指数调整或通过市场投资回报计算)？ 计划参与者从前任雇主处离职后，其福利权益是否能正常转移到另一个个人养老金计划？	7.5%	8.0	8.0	8.0
A8	夫妻离婚或分居后，财产分割是否会将个人的累积养老金资产考虑在内？	4.0% /3.0%	10.0	10.0	10.0
A9	该地区住房自有率是多少？	5.0%	9.7	9.7	10.0
A10	总养老金资产的多大比例会被投资到成长型资产？	5.0%	5.8	5.8	5.3
A11	当个人获得收入补助(如伤残抚恤金或带薪产假时)，养老金体系是否要求继续累积他们在个人养老金计划中的退休福利？ 是否为没有工作报酬且需照顾年幼子女的父母提供任何额外的养老金缴费、信贷或未来的养老金福利？这些福利可以是公共或个人养老金。	1.0% /2.0%	0.0	0.0	5.0
充足性分类指数加总		40%	60.5	57.4	62.6

注：问题 A11 的第二问为 2020 年与 2021 年调查中新增，并将该题目得分权重由 1% 调整为 2%，相应地，问题 A8 得分权重由 4% 下调至 3%。

充足性尤其在如下几个方面具有明显的优势。

1. 替代率

国际劳工组织 1967 年颁布的《老年、残疾和遗属津贴公约》提出，缴费至少 30 年的人员退休时养老金替代率应不低于 45%。一般而言，临近退休时是个人收入相对较高时期，且子女均已长大成人没

有相应抚育费用支付责任,故退休后有退休前收入的 60%即可基本保证生活水准无显著下降。目前,我国养老金制度设计中缴费 35 年的人员退休时养老金目标替代率为 59.2%,高于国际公约标准,且基本保证了退休人员的生活标准。

我国养老金替代率总体不仅高于经合组织大部分国家,也大幅度高于邻国韩国和日本。根据经合组织官网展示的 2018 年养老金替代率数据,中国男性平均工资替代率为 71.6%,经合组织国家的这一比率为 49%,韩国为 37.3%,日本则只有 32%;中国女性养老金收入比男性略低,平均工资替代率为 60.8%,但仍高于经合组织国家 48.2% 的平均水平。

2. 家庭储蓄率

我国的国民储蓄意识较强。根据国际货币基金组织的统计,2010 年中国国民总储蓄率达到 50.9% 的峰值,而后有所下降,但下降态势缓慢,时至今日储蓄率依然维持在高位。我国 2020 年的国民总储蓄率为 45.7%,仍远高于世界平均的 26.7%,而韩国这一比率为 36.3%、日本 28.8%、美国 17.8%。

表 2 各国总储蓄率比较

年份	世界	中国	韩国	日本	美国
2015	26.4	45.8	36.7	28.2	20.1
2016	25.9	44.5	36.7	28.8	18.7
2007	26.5	44.8	36.9	29.3	19.2
2018	26.8	44.1	36.0	29.1	19.1
2019	26.8	44.1	35.0	29.4	18.6
2020	26.7	45.7	36.3	28.8	17.8

数据来源:IMF,定义为全国储蓄金额占 GDP 的百分比,总储蓄为居民个人、公司企业及政府机构储蓄的总和

3. 缴款率

当前中国养老保险缴费标准如下：

(1) 机关事业单位

- 单位 20%，个人 8%
- 缴费基数：单位以本单位工资总额为基数，个人以本人工资为基数

- 缴费基数上限：当地上年度在岗职工平均工资 300%

- 缴费基数下限：当地上年度在岗职工平均工资的 60%

(2) 企业

- 各省市实际情况不同，养老保险缴费比例依据本地规定执行
- 例如上海养老保险缴费比例为 29%，单位缴费 21%，个人缴费 8%

(3) 灵活就业人员

- 养老保险按当地职工平均工资的 40-100%为基数计算缴费，缴费比例为 20%，其中 8%部分入个人账户，12%部分入社会统筹基金

- 累计缴费 15 年，男满 60 周岁、女满 55 周岁可按月领取养老金

根据世界银行发布的《2020 年营商环境报告》，2019 年中国北京企业含五险一金的总社保缴费率 39.8%，远高于日本的 10.1%、美国的 8.2%和韩国的 6.1%等全球多数养老金体系。

4. 住房自有率

住房自有率是影响退休期间经济安全的一个重要因素。根据中国

人民银行调查显示，2019 年中国城镇居民住房自有率达到 96%。相比之下，2020 年新加坡的家庭住房自有率为 87.9%¹⁹，美国为 65.8%，而世界平均水平为 60%-70%。中国住房自有率可谓冠绝全球。

值得注意的是，中国的高住房自有率数据有其特色：

- 首先，自有住房中份额最大的并不是现在所说的商品房，而是房改房；

- 其次，住房刚需人群和买房难的问题仍然存在。比如在城市里工作的家庭，在家乡农村有自住房，但在城市却可能存在没有资格或能力买房的困境。在很多发达国家，一般家庭五六年的收入，就可在大城市买房，在中国往往需要几十年，这是高住房自有率与人们主观感受之间差距的根源；

- 最后，中国家庭资产以实物为主，房产更是重中之重，占比近七成。而美国家庭则更注重股票等金融资产的配置。

因此，住房自有率是中国养老体系评价的高得分项，但我们的房地产市场和金融市场健全发展仍然任重道远。

（二）可持续性得分情况

中国养老金体系的可持续性得分近三年来均位于 D 等级，但呈现出整体上升的趋势，由 2019 年的 36.7 分提高至 2021 年的 43.5 分，主要原因在于我国企业年金与职业年金的整体缴费水平有所提高，且随着新业态出现与老龄人力资源进一步被重视，退休人员继续工作的现象在中国更加普遍，使问题 S4 和 S7 的得分分别由 0 分升至 4 分和 8 分。同时不容忽视的是，中国仍存在养老金资产占 GDP 的比重

较低、老龄化加速而人口出生率没有显著提高、养老金 ESG 投资尚不成熟等现象，这阻碍了养老金体系可持续性得分的提高。

表 3 2019-2021 年中国在可持续性指数中每个指标的得分

问题		权重	年份		
			2019	2020	2021
S1	参与个人养老金计划的成员占到适龄劳动人口的多少比例？	20.0%	3.8	3.8	3.8
S2	个人养老金计划、公共养老储备金、受保护的账面储备金以及养老金保险计划所持有的养老金资产占 GDP 多少比例？	15.0%	0.2	0.3	0.3
S3	目前的预期寿命与法定养老金领取年龄之间的差距是多少？	20.0%	3.0	3.5	3.5
	到 2050 年，预期寿命与法定养老金领取年龄之间的差距是多少？				
	到 2050 年，预期老年人口抚养比例是多少？				
	2015-2020 年的平均总生育率是多少？				
S4	纳入退休福利（如基金制养老金）的强制性缴费水平如何（以工资百分比表示）？包括向基金制公共福利（如社保）和/或个人退休福利缴纳的强制性雇主和/或员工缴费。	10.0%	0.0	0.0	4.0
S5	55-64 岁人口中参与劳动的比例是多少？ 65 岁及以上人口中参与劳动的比例是多少？	10.0%	5.3	5.3	5.3
S6	调整后政府债务（即公共债务总额减去任何非用于未来养老金债务的主权财富基金的总额）占 GDP 多少比例？	10.0%	7.6	6.9	6.7
S7	在个人养老金计划中，老龄员工能否一边继续工作（如兼职）一边领取退休储蓄或养老金？如是，是否可以继续缴费并以合适的收益率来积累福利？	5.0%	0.0	0.0	8.0
S8	七年间（过去四年以及未来三年预期）平均的实际经济增长率为多少？	10.0% /9.0% /8.0%*	10.0	10.0	10.0
S9	是否需要受托人/信托人在制定投资政策或策略时考虑环境、社会和治理（ESG）问题？ 如果未做强制要求，相关养老金监管机构是否鼓励 ESG 投资？ 如是，请详细说明。	1.0% /2.0%*	--	0.0	2.5
可持续性分类指数加总		35%	36.7	36.2	43.5

注：问题 S9 为 2020 年与 2021 年新增，2020 年该问题得分权重为 1%，问题 S8 得分权重由 10% 下调至 9%；2021 年该问题得分权重提高为 2%，问题 S8 得分权重由 9% 继续下调至 8%。

（三）完整性得分情况

在养老金体系的完整性方面，中国得分具有跨越式的进步，从2019年的46.5分提高至2021年的59.4分，评级由D等级升至C等级，主要原因有：在流程与治理层面，一是个人养老金计划的监管力度明显增强，尤其是《企业年金办法》中的监管要求及其措施得到明确落实；二是个人养老金管理机构的专业性有所提高，资产配置、风险防控等方面的经验与政策渐趋成熟。在成员保护与沟通层面，养老金计划的事前告知和事后反馈机制进一步完善，职工对个人养老金的认知度有所提高。但在个人养老金计划的独立性及其覆盖率提高速度、职工与年金管理机构直接沟通的便利性、职工养老金合法权益保护力度、面向个体层面的信息披露制度完善程度等方面，中国显然还有大量工作需要完成。

表4 2019-2021年中国在完整性指数中每个指标的得分

问题		权重	年份		
			2019	2020	2021
R1	个人养老金计划是否需要经过监管审批或进行运营监管？ 个人养老金计划是否需是独立于雇主外的法律实体？	7.5%	10.0	10.0	3.3
R2	个人养老金计划是否需要每年向监管机构提交按照规定格式编制的书面报告？ 监管机构是否会定期根据提交的报告来发布行业数据？ 监管机构行使其监管职责的积极性如何？ (以1-5分评分)	10.0%	4.4	4.4	9.2
R3	个人养老金计划的托管人/管理人/受托人是否需要针对资产制定投资政策？是否需要制定风险管理政策？是否需要制定利益冲突政策？是否需要管理团队中安排一位或多位独立成员？	12.5%	3.6	3.6	7.4
R4	个人养老金计划的托管人/管理人/受托人是否需要满足监管机构制定的个人方面的	5.0%	10.0	10.0	10.0

	要求? 个人养老金计划(或类似计划)的财务账户是否需要由认证的专业机构每年进行审计?				
R5	政府在有效制定和落实健全政策、促进个人养老金计划发展方面的能力如何? 公民和当局如何评价治理经济和社会互动机制的机构? 国民是否能够自由地表达自己的观点?发生政治动荡或出于政治动机的暴力风险有多大?	15.0%	0.7	0.8	0.5
P1	福利确定型计划是否有最低出资要求?一般多久填补赤字或差额? 对于缴费确定型计划,资产是否需要完全匹配成员账户?	10.0%	7.5	7.5	7.5
P2	是否对个人养老金计划自有资产水平有任何限制? 如有,具体有哪些限制?	5.0%	7.5	7.5	7.5
P3	如果出现欺诈或管理不善的情况,是否会对成员的累积福利提供保护或补偿? 如果雇主无力偿付(或破产),还未支付的雇主缴费是否能够在向其他债权人偿付之前先行得到支付?成员的累积福利是否能够免受债权人索赔的影响?	5.0%	2.5	2.5	2.5
P4	在加入养老金计划时,新成员是否需要了解关于养老金计划的信息?	可持续性 分类指数 加总	0.0	0.0	10.0
P5	是否有规定保证成员收到或者能够获取养老金计划年报?年报中是否需要提供: i) 计划对于主要资产类别的配置情况? ii) 计划做了哪些主要投资?	可持续性 分类指数 加总	0.0	0.0	8.0
P6	计划成员是否每年都会收到有关当前个人福利的年报? 年报是否需要给出成员可能获得的退休福利预测? 年报是否需要注明对他们账户收取的成本或费用?	可持续性 分类指数 加总	6.7	6.7	5.3
P7	是否有独立于养老金计划外的投诉法庭可供计划成员进行投诉?	可持续性 分类指数 加总	0.0	0.0	0.0
成本问题	各类型养老金基金所持有的资产占总养老金资产的比例分别是多少? 规模最大的十个养老金基金/供应商所持有的资产占总养老金资产的比例分别是多	可持续性 分类指数 加总	6.7	6.7	7.1

少?				
可持续性分类指数加总	25%	46.5	46.7	59.4

注：各问题得分最低为 0，最高为 10。

二、中国养老金指数的国际比较

本章选取美国、德国、英国与新加坡为代表，同中国养老金体系进行比较。选取这些体系的原因在于，一方面其基本涵盖了较为典型的多支柱养老金模式，另一方面也保证了同一养老金体系模式内以及不同养老金体系模式之间存在明显的评级结果差异，以突出各个养老金体系在改革过程中值得借鉴的思路与待完善的地方。

其中，美国、德国、英国与中国相似，均采用了多支柱养老金模式，而新加坡则在养老金改革中走向了个人账户模式。各个体系具体的美世指数评级情况与养老金制度安排如表 5 所示。

表 5 美国、英国、德国、新加坡美世指数评级结果及养老金制度简介

国家	等级	养老金模式	描述
美国	C+	多支柱	由基本养老保险制度、企业补充养老保险制度与个人储蓄养老保险制度组成。基本养老保险资金来自于雇主与雇员的共同缴费及投资收益；第二支柱由企业自愿建立，雇主和雇员按一定比例出资，包括 DB 和 DC 型企业年金（如 401K 计划），采用 EET 税优模式；第三支柱是个人自愿参与、自担缴费的养老保险制度，通过建立个人退休储蓄账户（IRA）存入资金并投资，同 401（K）计划一样享受税优递延。
英国	B+		由国家养老金计划、雇主职业年金计划和个人养老金计划组成。其中，国家养老金计划由居民按照一定比例向国民保险账户缴费，达到一定年限可以在退休后领取对应的养老金额度；雇主职业年金计划为雇主主导建立，通过自动加入机制，将符合条件的雇主、雇员均纳入并缴费，通过信托形式投资保值，在退休后从中领取养老金；个人养老金计划一般由保险公司提供相关产品，个人自愿购买，并在缴费阶段享受税收返还。
德国	B+		包括法定养老保险、企业养老保险及个人养老保险。法定养老保险采取现收现付制，雇主雇员共同缴费，财政兜底；企业养老保险为企业自愿提供的福利待遇，包括直接养老

			金承诺、直接保险、退休保险、养老金基金与援助基金五种类型；个人养老保险由个人自愿参加并选择产品，费用由个人全部负担并享受税优。
新加坡	B+	个人账户	建立了中央公积金制度，雇主雇员共同缴费，公积金账户下设普通账户、医疗账户、特别账户及退休账户等四个子账户，其中特别账户的资金主要用于养老，并可在规定范围内投资，收益作为账户一部分留存至退休时提取；退休账户是个人年满 55 岁时开设的账户，同时特殊账户及普通账户的资金将被转移至该账户中用于养老。

（一）充足性分类指数对比

从养老金体系的充足性得分来看，德国、英国与新加坡得分较高，分别为 79.3、73.9 和 73.5，评级均位于 B 等级以上；反观养老金体系相似度最高的中国与美国得分最低，分别为 62.6 与 60.9，处于 C+ 等级。产生这一差距的主要原因在于相较于前三个体系，中美在养老金制度中未引导个人以收入流形式领取养老金，且没有充分保障各类职工个人养老金积累的持续性。此外，中国的个人养老金投资于成长型资产的比例也明显低于其他体系，但在住房自有率上同新加坡远远高于欧美国家。新加坡作为个人账户模式的代表，在家庭净储蓄率、账户权益归属及转移接续便利性等指标的评分上则明显体现出了个人账户模式的优越性。

表 6 中美德英新在充足性分类指数中每个指标的得分

问题		权重	体系				
			中国	美国	德国	英国	新加坡
A1	老年人能获得的最低养老金（以占平均工资的百分比表示）为多少？ 最低养老金随着时间推移如何增加或调整？是否会定期发生？	17.5%	1.1	3.8	5.3	6.4	4.5
A2	对于广大工薪阶层，净养老金替代率是多少？	25.0%	9.2	8.5	8.1	8.8	6.8

A3	该国净家庭储蓄率是多少？ 该地区家庭债务水平占GDP的百分比是多少？	10.0%	6.7	6.6	6.3	4.8	7.4
A4	中等收入者自愿缴款的基金制养老金计划能否比类似的银行账户储蓄享受更优的税收待遇？ 养老金计划在退休前/后获得的投资收益是否可以免税？	5.0%	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
A5	是否规定了从个人养老金计划中领取福利的最低年龄（除死亡、计划终止和/或财务困难）？ 如有，当前所规定的年龄是多少？	10.0%	8.3	6.3	10.0	6.7	6.7
A6	个人养老金计划提供的退休福利中的多大比例（如有）以收入流形式提供？ 是否存在任何税收或优惠转换来鼓励收入流形式提供福利？	10.0%	0.0	0.0	10.0	3.5	10.0
A7	离职后，计划参与者是否有权正常全额享受自己的累积福利？ 离职后，该参与者的累积福利是否能正常按实值计算（通过与通胀挂钩的指数调整或通过市场投资回报计算）？ 计划参与者从前任雇主处离职后，其福利权益是否能正常转移到另一个个人养老金计划？	7.5%	8.0	5.0	9.0	10.0	10.0
A8	夫妻离婚或分居后，财产分割是否会将个人的累积养老金资产考虑在内？	3.0%	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
A9	该地区住房自有率是多少？	5.0%	10.0	6.5	3.9	6.4	9.7
A10	总养老金资产的多大比例会被投资到成长型资	5.0%	5.3	10.0	9.5	10.0	7.5

	产？						
A11	当个人获得收入补助（如伤残抚恤金或带薪产假时），养老金体系是否要求继续累积他们在个人养老金计划中的退休福利？ 是否为没有工作报酬且需照顾年幼子女的父母提供任何额外的养老金缴费、信贷或未来的养老金福利？这些福利可以是公共或个人养老金。	2.0%	5.0	0.0	10.0	10.0	2.5
充足性分类指数加总		40%	40%	62.6	60.9	79.3	73.9

注：各问题得分最低为 0，最高为 10。

（二）可持续性分类指数比较

从养老金体系的可持续性得分来看，美国、英国与新加坡的得分最高，分别为 63.6、59.8 与 59.8，评级位于 C+等级边缘；中国与德国得分最少，分别为 43.5 与 45.4，仅为 D 等级。造成这一结果的原因在于，相较于美英新三国，考虑到资金的安全性，中德并没有完全放开个人养老金投资范围与比例的自主选择权，并采取审慎监管模式，如德国的个人养老金绝大部分投资于养老保险公司产品，而中国则明确规定了个人养老金投资权益类资产的比重不能超过 30%；具体从指标体系来看，养老金资产占 GDP 比重过低、ESG 投资有待发展等也是导致评分较低的重要因素。此外，中国个人养老金覆盖率也远远落后于其他体系，且养老金待遇发放可能存在更大的长寿风险，增加政府的财政负担；但在经济增长率上中国则表现出巨大活力。而以强制性和自助性著称的新加坡中央公积金制度在缴费水平、政府债务负担及老年劳动者比重等指标上收获了较好评价。

总体来看，上述各个养老金体系在可持续性方面的评分均有较大的提升空间，一方面是老龄化、少子化以及经济增速趋缓成为亟待解决的问题；另一方面多数体系的个人养老金计划交由企业自主建立，相较于公共养老金制度弱化了强制性；同时养老金投资无法做到高收益与低风险兼顾，导致在覆盖率提高及资金运营等方面的难度明显增大。各国应以现实问题及需求为导向，加快完善养老金体系，进一步增强制度活力，为居民提供长久稳定的养老保障。

表 7 中美德英新在可持续性分类指数中每个指标的得分

问题	权重	体系				
		中国	美国	德国	英国	新加坡
S1 参与个人养老金计划的成员占到适龄劳动人口的多少比例？	20.0%	3.8	7.6	6.2	4.8	5.3
S2 个人养老金计划、公共养老储备金、受保护的账面储备金以及养老金保险计划所持有的养老金资产占 GDP 多少比例？	15.0%	0.3	9.4	1.2	6.2	4.1
S3 目前的预期寿命与法定养老金领取年龄之间的差距是多少？ 到 2050 年，预期寿命与法定养老金领取年龄之间的差距是多少？ 到 2050 年，预期老年人口抚养比例是多少？ 2015-2020 年的平均总生育率是多少？	20.0%	3.5	6.8	5.6	6.6	3.0
S4 纳入退休福利（如基金制养老金）的强制性缴费水平如何（以工资百分比表示）？ 包括向基金制公共福利（如社保）和/或个人退休福利缴纳的强制性雇主和/或员工缴费。	10.0%	4.0	2.1	0.0	6.7	10.0
S5 55-64 岁人口中参与劳动的	10.0%	5.3	6.2	7.3	6.4	7.9

	比例是多少？ 65 岁及以上人口中参与劳动的比例是多少？						
S6	调整后政府债务（即公共债务总额减去任何非用于未来养老金债务的主权财富基金的总额）占 GDP 多少比例？	10.0%	6.7	5.2	4.8	5.0	10.0
S7	在个人养老金计划中，老龄员工能否一边继续工作（如兼职）一边领取退休储蓄或养老金？ 如是，是否可以继续缴费并以合适的收益率来积累福利？	5.0%	8.0	6.0	8.0	10.0	10.0
S8	七年间（过去四年以及未来三年预期）平均的实际经济增长率为多少？	8.0%*	10.0	5.3	3.6	3.3	5.3
S9	是否需要受托人/信托人在制定投资政策或策略时考虑环境、社会和治理（ESG）问题？ 如果未做强制要求，相关养老金监管机构是否鼓励 ESG 投资？ 如是，请详细说明。	2.0%*	2.5	0.0	5.0	10.0	0.0
可持续性分类指数加总		35%	35%	43.5	63.6	45.4	59.8

注：各问题得分最低为 0，最高为 10

（三）完整性分类指数对比

从养老金体系的完整性得分来看，德国、英国和新加坡评分均高于 80 分，位于评价体系的 A 等级；中国和美国的评分分别为 59.4 和 59.2，评级接近 C+ 等级，但导致两国分数较低的原因有所差别。美国是由于高度自由的养老金投资环境，允许个人养老金管理机构充分竞争，这一点也让养老金成为美国股票市场最大的资金流来源；但与此对应的是美国养老金主管部门就管理机构在资金投资、风险控制及利益冲突等政策制定上未做强制性要求，缺乏有效的财务监督与养老金

权益保护手段，可能会加剧养老金投资的潜在风险，导致各个人养老金管理机构之间难以形成统一的运营秩序，影响养老金市场的稳定发展。对于中国而言，针对个人养老金计划的专门性法律法规目前处于空缺状态，相关的激励与监管措施不够健全，职工金融素养有待提高，且与养老金管理机构间缺乏流畅的沟通机制等是制约养老金体系完整性的主要因素。中国的个人养老金计划即企业年金与个人养老金制度建立时间相较于其他体系更迟，在法律政策设计、管理机构运作经验、企业与职工金融素养、金融市场发展程度及产品类型等方面在未来均有待进一步完善和提高。

表 8 中美德英新在完整性分类指数中每个指标的得分

问题	权重	体系				
		中国	美国	德国	英国	新加坡
R1 个人养老金计划是否需要经过监管审批或进行运营监管？ 个人养老金计划是否需是独立于雇主外的法律实体？	7.5%	3.3	10.0	10.0	10.0	10.0
R2 个人养老金计划是否需要每年向监管机构提交按照规定格式编制的书面报告？ 监管机构是否会定期根据提交的报告来发布行业数据？ 监管机构行使其监管职责的积极性如何？（以 1-5 分评分）	10.0%	9.2	7.6	9.0	10.0	8.2
R3 个人养老金计划的托管人/管理人/受托人是否需要针对资产制定投资政策？是否需要制定风险管理政策？是否需要制定利益冲突政策？是否需要管理团队中安排一位或多位独立成员？	12.5%	7.4	0.0	8.4	9.2	10.0
R4 个人养老金计划的托管人/管理人/受托人是否需要满足监管机构制定的个人方面	5.0%	10.0	5.0	7.5	7.5	7.5

	的要求? 个人养老金计划（或类似计划）的财务账户是否需要由认证的专业机构每年进行审计?						
R5	政府在有效制定和落实健全政策、促进个人养老金计划发展方面的能力如何? 公民和当局如何评价治理经济和社会互动机制的机构? 国民是否能够自由地表达自己的观点? 发生政治动荡或出于政治动机的暴力风险有多大?	15.0%	0.5	6.5	7.8	7.5	8.5
P1	福利确定型计划是否有最低出资要求? 一般多久填补赤字或差额? 对于缴费确定型计划, 资产是否需要完全匹配成员账户?	10.0%	7.5	8.0	8.0	9.0	5.0
P2	是否对个人养老金计划自有资产水平有任何限制? 如有, 具体有哪些限制?	5.0%	7.5	5.0	8.8	10.0	7.5
P3	如果出现欺诈或管理不善的情况, 是否会对成员的累积福利提供保护或补偿? 如果雇主无力偿付（或破产）, 还未支付的雇主缴费是否能够在向其他债权人偿付之前先行得到支付? 成员的累积福利是否能够免受债权人索赔的影响?	5.0%	2.5	5.0	7.5	10.0	7.5
P4	在加入养老金计划时, 新成员是否需要了解关于养老金计划的信息?	5.0%	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
P5	是否有规定保证成员收到或者能够获取养老金计划年报? 年报中是否需要提供: i) 计划对于主要资产类别的配置情况? ii) 计划做了哪些主要投资?	5.0%	8.0	8.0	7.0	4.5	8.0
P6	计划成员是否每年都会收到有关当前个人福利的年报?	7.5%	5.3	6.7	10.0	7.3	5.3

	年报是否需要给出成员可能获得的退休福利预测？ 年报是否需要注明对他们账户收取的成本或费用？						
P7	是否有独立于养老金计划外的投诉法庭可供计划成员进行投诉？	2.5%	0.0	5.0	5.0	10.0	5.0
成本问题	各类型养老金基金所持有的资产占总养老金资产的比例分别是多少？ 规模最大的十个养老金基金/供应商所持有的资产占总养老金资产的比例分别是多少？	10.0%	7.1	3.5	5.4	6.2	10.0
	可持续性分类指数加总	25%	25%	59.4	59.2	81.2	84.4

注：各问题得分最低为 0，最高为 10。

三、中国养老金指数的提升空间

与全球先进体系相比，中国养老金体系仍有明显的优化空间，仍需坚持学习，在某些领域把工作做细，并与海内外进行充分的沟通。

中国养老金体系整体指数评分可通过以下方式提高：

- 推广第三支柱、做强个人账户
- 提供多元化的投资选择，增加成长性资产配置
- 加强对养老金计划的宣传与沟通
- 引入弹性退休年龄，拉长积累，延迟提取
- 完善税收配套政策
- 扩大企业年金和职业年金的覆盖面

（一）推广第三支柱、做强个人账户

个人账户既解决了储蓄的投向问题、也为养老体系积累了巨额的资产。

个人退休储蓄账户（Individual Retirement Account, IRA）是美国养老体系的第三支柱，其投资决策由个人做出，且可投资于包括商业保险和共同基金在内的资本市场标的。IRA 是近三十年来美国养老金资产增值的主要来源，依据美国投资公司协会估算，截至 2021 年第一季度，其总规模达到 12.6 万亿美元，占美国养老金市场总规模的 35.59%，其资产中配置共同基金的比例达到 45%。

在我国，第三支柱个人养老金账户制度起步较晚，目前规模很低。2020 年，中国商业养老保险保费收入 712 亿元，保险责任准备金为 5,800 亿元，较年初增长 22%。与美国等发达国家相比，仍然处于萌芽状态。当前我们的第三支柱主要依靠商业养老保险等金融产品，尚未形成保险、基金、信托、理财等多种形式相互补充的格局，政策和市场空间仍然较大。

（二）提供多元化的投资选择，增加成长性资产配置

美国养老金年化收益率普遍在 7% 左右，相比之下，我国保险系和银行系等偏大众的养老金融产品（针对高净值客户的信托系产品除外）收益率普遍偏低，长期收益率仍有提升空间。尽管养老资金具有很强的长期属性，但当前市场上的养老产品大多投资期限较短、成长性资产配置比例偏低而固定收益资产配置更高。这使得相关产品难以获得与经济增长和结构升级相匹配所带来的收益，从而错失了快速积累的窗口机遇期，由此存在低收益率会导致退休时收入不足的风险，这也难以与长期收益支持终身金融保障的理念相匹配。

（三）加强对养老金计划的宣传与沟通

增强养老体系保障能力，满足人民群众多样化的养老需求，不仅需要政府在顶层设计上的推进，也依赖于民众养老意识的觉醒与主动参与，宣传与沟通是最基本的实现方式。

包括监管机构、产品提供方和行业协会在内的市场各方应加大宣传，加强民众的养老保险和保障意识，了解养老金融以及多元的养老产品选择。相比于其他完善的养老金体系，我国目前家庭财富净值中养老金的占比低，意味着个人金融资产尚未有效的转化为养老资金储备。根据中国养老五十人论坛的调查问卷测算，调查对象基础金融知识正确率的平均值仅为 59.46%，民众缺乏必需的养老金储备与管理的意识。

另一方面，上述调查对象中仍有 11.32%没有参加任何种类的养老保险，一部分原因在于灵活就业与新业态就业群体的养老诉求与现行保险保障体系不完全适应。故相关主体还可借助政务平台和媒体等多渠道进行投资者教育，同时了解民众的诉求以解决与疏导切实问题，建立具有中国特色的养老保险保障体系。宣传与沟通渠道双向发力，以达到引导劳动者主动对养老生活进行规划安排的目的。

（四）引入弹性退休年龄，拉长积累，延迟提取

中国是世界上法定退休年龄最低的体系之一。“十四五”规划和2035年远景目标纲要明确提出，我国将按照“小步调整、弹性实施、分类推进、统筹兼顾”等原则，参照经合组织大部分国家，逐步实行弹性退休政策，采取激励政策，鼓励延迟退休。

弹性退休的核心是提高养老金提取年龄，激励劳动者多工作。比

如，劳动者在退休后，可以选择领取养老金并从事工作，也可以选择延迟提取退休金，继续参加工作并缴纳社保。通过弹性退休的方式，个人能够积累更多的养老金储备，公共养老体系也可以减缓财务压力。

中国香港强积金会时常提醒计划成员，退休时如无迫切需要提取强积金，可考虑将强积金保留在个人账户内以继续进行投资增值，后在需要时再进行定期提取。如计划成员选择将强积金福利保留在自己的账户中，无需额外申请流程即可自动继续投资于他们所选择的基金，而账户所须缴纳的管理费及受托人收取的其他费用保持不变。

我国可以通过弹性退休的方式逐步提高养老金提取年龄，以减轻社保系统的压力：

- 建立弹性退休年龄：根据人口测算与劳动者意愿，建立最低领取养老金年龄、正常退休年龄、延迟退休年龄三档。到达最低领取养老金年龄后，劳动者可以自愿选择是否延迟提取养老金年龄。

- 对延迟领取退休金的劳动者予以激励：根据中国城镇职工养老保险制度目前的退休激励政策，在缴满 15 年的条件下，向后延迟退休的边际收益递减，不利于延迟退休年龄的实施。因此，养老金制度应当适度改革，配合弹性退休，增加延迟退休劳动者的边际收益。

（五）完善税收配套政策

以美国养老体系为例，第二支柱雇主养老金计划中缴费确定型（DC）计划近几年快速增长，其中 401k 计划占比最高。401k 计划采用 EET 模式，即员工在缴费和产生投资收益时免税，后在领取时征税。税收递延使员工不仅可以赚取税额部分的复利，同时由于退休时

收入较低，累进税率下退休后缴税可享受更多税收优惠。并且，401k 计划要求领取时间为 72 岁之后，如果在 59.5 岁之前取款，还需支付 10% 的额外税款。

法国政府也鼓励通过“公司储蓄计划（Company Savings Plan）”补充自愿个人养老金。这是一种提供税优鼓励的退休计划，雇员可以选择购买 5 年或 10 年期的保险。自 2004 年以来，10 年期保险可以一直适用到退休，每月缴款可低至 50 欧元。投资者有资格获得所得税抵免，最高可达总收入的 10%。

而对于第三支柱的个人退休账户 IRA，美国同样给予了如下税收优惠激励：

表 9 美国各类 IRA 税收优惠激励

类型		特征	税收优惠
传统 IRA (Traditional IRA)		个人缴费，在金融机构建立个人退休账户，开设年龄不超过 70.5 岁，达到规定年龄后必须开始领取养老金，提前领取将补扣税款，由个人委托符合条件的第三方金融机构管理	EET 模式，即缴纳和投资过程中免税，领取时纳税
罗斯 IRA (Roth IRA)		个人缴费，在金融机构建立个人退休账户，无开设年龄限制	TEE 模式，即纳税额为税后金额，领取时无需纳税
雇主发起式 IRA	SEP IRA	成立与运营简单，成本低，缴费灵活，雇主为所有雇员等额缴费	通过免税递延薪资缴纳，期间收益不纳税，领取时才纳税
	SAR-SEP IRA	参与者选择性工薪延期缴费，雇主为雇员缴费	通过免税递延薪资缴纳，期间收益不纳税，领取时才纳税
	SIMPLE IRA	适用于 100 人以下的公司，且无其他养老计划，雇主每年必须缴费	缴纳额全部或部分税前扣除，期间投资收益不纳税，领取时才纳税

资料来源：ICI、开源证券研究所

财政部、人力资源社会保障部、国家税务总局联合发布的《关于企业年金职业年金个人所得税有关问题的通知》规定，企事业为本单位全体职工缴付年金时，本单位缴费部分，记入个人账户时，个人暂不缴纳个人所得税；个人缴费部分，在不超过本人缴费工资计税基数的4%标准内的部分，暂从个人当期的应纳税所得额中扣除。4%的计税基数对职工和企业而言，力度都有限，社会公众的缴纳积极性不高。相较于西方发达国家普遍采用的10%-15%的计税基数抵扣比例而言，仍有较大提升空间。此外，企业年金方案需要经过多重审核和备案，导致企业设立企业年金的积极性不会很高。

2018年4月，财政部等五部门联合印发《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，在上海、福建、苏州工业园区开始个人税延型商业养老保险试点。该试点配套了EET模式的税收优惠政策，即个人缴费按6%比例和1,000元限额孰低原则进行税前扣除；投资收益暂不征收个人所得税；个人领取时75%部分按照10%的税率缴纳个人所得税。同时，财政部也表示一年期试点结束后，将扩大覆盖地域与投资产品，公募基金有望被纳入个人商业养老账户的投资范围。叠加个人所得税提高起征点、增加抵扣项的双重影响，一方面，实际能够享受到税收优惠政策的人群主要为当期个人所得税适用税率为20%以上的人群，政策覆盖面有限；另一方面，税前扣除额度偏低也难以对高收入群体产生吸引力，阻碍第三支柱覆盖面的进一步扩大。截至2020年4月底，累计实现保费收入3亿元，参保人数4.76万人³²，业务总体规模不大，没有达到预期效果，故而支持个人养老

金账户的相关个税递延优惠政策也没有进一步落地推广。

（六）扩大企业年金和职业年金的覆盖面

法国 AGIRC（针对大多数白领或行政职位雇员）和 ARRCO（涵盖大多数私营部门蓝领工人）计划于 2019 年合并，意味着法国第二支柱企业年金与职业年金有一个统一的合并数据计量方式。除政府养老金外，所有员工必须是第二支柱强制性补充养老金的成员，覆盖所有员工，基于集体协议提供福利确定型（DB）计划。

而对于第三支柱的个人退休账户 IRA，美国同样给予了如下税收优惠激励：中国的第二支柱也包括“企业年金”与“职业年金”两部分：

表 10 中国第二支柱“企业年金”与“职业年金”对比

	企业年金	职业年金
覆盖对象	参与企业年金计划的企业职工	参加机关事业单位基本养老保险的机关与国家事业单位职工
强制性	否	是
缴费方式	企业和职工个人共同缴费，年合计缴费不超过本企业职工工资总额的 12%，其中企业缴费不超过职工工资总额的 8%	单位和职工个人共同缴费，单位缴纳工资总额的 8%，职工缴纳本人工资的 4%
领取条件	达到法定退休年龄或完全丧失劳动能力、出国（境）定居	达到法定退休条件并依法办理退休手续、出国（境）定居
领取方式	二选一： 1) 从个人账户按月、分次或一次性领取企业年金 2) 将本人企业年金个人账户资金全部或部分购买商业养老保险产品，依据合同领取待遇并享受相应继承权	二选一： 1) 按照本人退休时对应的计发月数按月领取，发完为止，个人账户余额享有继承权 2) 一次性购买商业养老保险产品，依据合同领取待遇并享受相应继承权
养老保险转移	变动工作单位，若新单位已建立企业年金，原企业年金个人账户权益随同转入新单位企业年金；若新单位未建	1) 在同级财政全额供款的单位之间流动，可转移本人单位缴费部分的累计记账额，继续由转入单位采取记账方式管理 2) 由机关事业单位流动到企业、在非同级财

	立企业年金,或职工升学、参军、失业,元企业年金个人账户可暂时由原管理机构继续管理,也可由法人受托机构发起的集合计划设置的保留账户暂时管理	政全额供款的单位之间流动,或者由财政全额供款单位流动到非财政全额供款单位的,应当由转出单位相应的同级财政保障拨付资金记实后转移接续 3) 由非财政全额供款单位流动到财政全额供款单位后,原实账积累的个人账户资金按规定转移接续,同时其到新就业单位后的职业年金单位缴费部分可采取记账方式管理
--	--	---

数据来源:《企业年金试行办法》、《职业年金基金管理暂行办法》

职业年金针对机关事业单位人员,采取强制参与形式,发展速度较快。截至2019年5月末,职业年金累计结余规模约6,100亿元,参与职工2,970万人,在参与基本养老的3,612万机关事业单位工作人员中占比超过82%;参与职工中,缴费人数达2,867万,缴费率超过96%。以全国人口作为基数,职业年金覆盖率为2.12%,加上企业年金(建立企业年金制度的企业主要集中于央企,故企业年金惠及群体未能进一步显著扩大),中国第二支柱覆盖率在4%左右。

年金制度实现进一步扩大覆盖可能面临的问题有税收优惠吸引力欠佳、企业自身经济压力以及制度优化等。相关部门可以配套发布提高税优比例及激励力度的政策,从企业和个人角度双向推进年金制度的普及,监管机构指导并协助简化企业端与受托人等机构的合作及监督,通过这一系列措施来全面提升企业年金的覆盖率。

CAFF50：中国养老金体系发展的现状、挑战与展望



《美世 CFA 协会全球养老金指数——2021 年中国报告》

一、中国养老金体系的发展现状

养老金制度发展至今已有百余年的历史。当前，建立多支柱养老金体系已成为世界各国应对人口老龄化的共同举措，目的是实现国家、单位和个人养老责任的合理分担，促进养老金体系的可持续发展，保障人人都能享有体面的老年生活。

世界银行在 1994 年提出的三支柱养老金体系是当今世界各国主要的发展模式。其中，第一支柱是政府主导的公共养老金制度，目标

本文摘自《美世 CFA 协会全球养老金指数——2021 年中国报告》第 46-58 页；文章内容后期略有修订，以最终发布版本为准。

是确保国民基本养老收入、抵御长寿风险，一般采用现收现付模式；第二支柱是雇主主导的职业养老金制度，目标是增加员工老年退休收入。目前绝大部分采取雇主和雇员双方缴费的完全积累模式，政府提供税收优惠政策予以支持；第三支柱是个人自愿参与的个人养老金制度，目标是加强个人保障能力，由个人根据其风险偏好选择对应的金融产品，实现养老金保值增值，一般采用完全积累模式，政府提供税收优惠等政策予以支持。

中国的养老金体系基本遵循了三支柱养老金模式。第一支柱公共养老金制度为城镇职工基本养老保险制度，由企业职工基本养老保险和机关事业单位基本养老保险两部分组成。而具有公共性质的城乡居民基本养老保险可看作是世界银行提出的五支柱模式中的零支柱和第三支柱的结合。第二支柱职业养老金制度由企业年金和职业年金构成。第三支柱个人养老金制度已经进行个人税收递延型商业养老保险试点（2018年）、专属商业养老保险试点（2021年），个人养老金制度的相关顶层设计箭在弦上，产品也将拓展到基金、银行理财等多种形式。此外，为应对人口老龄化高峰时期的公共养老金等社会保障支出的补充和调剂，中国于2000年8月成立全国社会保障基金，作为国家战略储备基金，由中央预算拨款、国有资本划转、基金投资收益和国务院批准的其他方式筹集的资金构成。综上，中国养老金体系特征总结如表1所示。

表 1 中国养老金体系的结构框架及特征

支柱	类别	制度结构	参与对象	参与方式	缴费方式	待遇计发
第一支柱（公共养老金）	城镇企业职工基本养老保险	社会统筹+个人账户	城镇企业职工	强制	单位缴费+个人缴费	基础养老金+个人账户养老金
	机关事业单位基本养老保险	社会统筹+个人账户	机关事业单位工作人员	强制	单位缴费+个人缴费	基础养老金+个人账户养老金
	城乡居民基本养老保险	财政补贴+个人账户	城乡居民	政策鼓励	个人缴费+集体补助+政府补贴	基础养老金+个人账户养老金
第二支柱（职业养老金）	企业年金	个人账户	城镇企业职工	自主	单位缴费+个人缴费	个人账户养老金
	职业年金	个人账户	机关事业单位职工	自动	单位缴费+个人缴费	个人账户养老金
第三支柱（个人养老金）	个人税收递延型商业养老保险	个人账户	全体经济活动人口	自愿	个人缴费+税收优惠	个人账户养老金

城镇职工基本养老保险采取社会统筹和个人账户相结合的模式，覆盖对象包括城镇各类职工、个体工商户和灵活就业人员，基本养老保险基金由政府补贴、雇主和雇员缴费形成。2020年，为应对新冠疫情，人社部、财政部、国家税务总局联合下发《关于阶段性减免企业社会保险费的通知》，对中小微企业免征包含养老金在内的社会保险费用。此外，企业职工基本养老保险基金中央调剂比例提高到4%。截至2020年底，城镇职工基本养老保险实现省级统筹，制度参保人数为45,621万人，基金累计结存48,317亿元，基本养老金待遇水平达到每人每年40,200元。以按平均水平缴费的标准参保者为例，其退

休后养老金待遇水平的个体替代率约为 60%，占当年社会平均工资的 44%。自 2005 年至今，中国养老金已实现“十七”连涨，养老金待遇每年政策调整幅度均高于 CPI 增长率，购买力稳步提升。

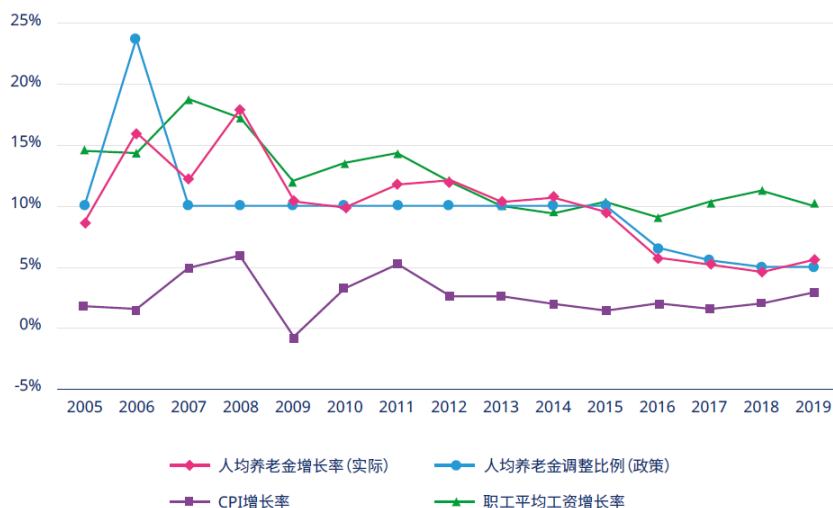


图 1 城镇职工基本养老保险待遇调整及相关比较情况

城乡居民基本养老保险实质上是普惠式的财政补贴（零支柱）加个人账户（第三支柱）的模式，覆盖对象为城乡居民，以农村老人为主。截至 2020 年底，城乡居民基本养老保险制度参保人数 54,244 万人，基金累计结存 9,759 亿元，人均待遇水平为每人每年 2,088 元。

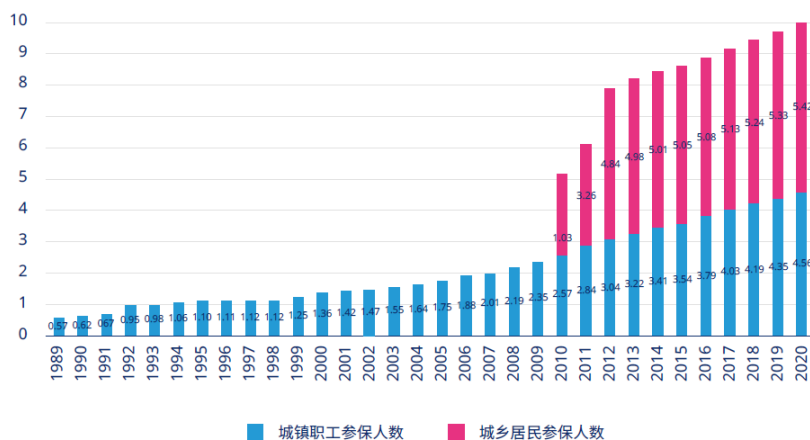


图 2 中国基本养老保险制度覆盖人数发展情况（亿人）

（二）第二支柱职业养老金制度

企业年金是企业及其职工在依法参加基本养老保险的基础上，自主建立的补充养老保险制度，雇员和雇主自愿参与，采取 EET 税收优惠政策，政府最高为个人免除缴费工资计税基数 4% 的税收。企业年金自建立以来，参与企业和职工数量稳步增长，基金规模持续扩大，近十年基金规模平均增速达 22%。2020 年 12 月 28 日，人力资源社会保障部印发《关于调整年金基金投资范围的通知》，并配套印发《关于印发调整年金基金投资范围有关问题政策释义的通知》，扩大年金基金投资权益类资产比例的政策上限至 40%。截至 2020 年底，参与企业数为 10.52 万家，职工人数为 2,717.53 万人，积累的企业年金规模为 2.25 万亿元。

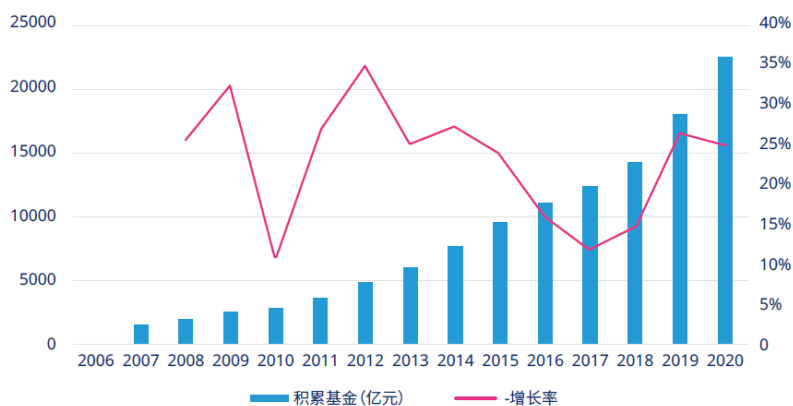


图3 中国企业年金基金积累情况

职业年金是机关事业单位及其工作人员在参加机关事业单位基本养老保险的基础上，建立的补充养老保险制度，具有准强制性性质。2019年2月底，中国职业年金启动市场化投资运营，截至2020年底，除西藏外，全国30个省（区、市）、新疆生产建设兵团和中央单位启动职业年金基金市场化投资运营，投资规模1.29万亿元，全年累计

投资收益额 1,010.47 亿元。

（三）第三支柱个人养老金制度

个人养老金制度正在由试点走向全面推开，相关制度设计也在紧锣密鼓地推出。2021 年 2 月 26 日，国新办就就业和社会保障有关情况的发布会中表示，将“建立以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政从税收上给予支持，资金形成市场化投资运营的个人养老金制度”。2021 年 3 月 28 日，国务院颁布《关于落实<政府工作报告>重点工作分工的意见》，提出“规范发展第三支柱养老保险”，并要求尽快出台相关政策。2021 年 5 月 8 日，中国银保监会印发《中国银保监会办公厅关于开展专属商业养老保险试点的通知》，计划在浙江省和重庆市开展专属商业养老保险试点，中国人民人寿保险股份有限公司、中国人寿保险股份有限公司、太平人寿保险有限公司、中国太平洋人寿保险股份有限公司、泰康人寿保险有限责任公司、新华人寿保险股份有限公司参与试点。

（四）社会保障储备基金

全国社会保障基金是国家社会保障储备基金，专门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，自 2000 年 8 月成立以来，年均投资收益率 8.51%，累计投资收益额 14,041.64 亿元。截至 2020 年末，社保基金资产总额 29,226.61 亿元，其中财政性净拨入（包括中央财政预算拨款、国有股减持资金和股份、彩票公益金）累计 9,595.82 亿元，占比达 36.51%。在国资划转方面，中央层面完成划转 93 家中央企业和中央金融机构国有资本总额 1.68 万亿

元。

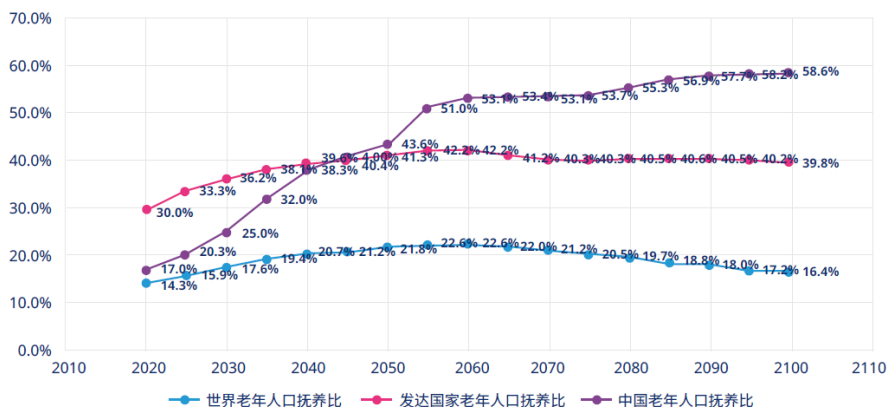
二、中国养老金体系面临的挑战

中国已初步建立三支柱养老保险体系，但由于经济发展水平有限、第一支柱的高缴费率、二三支柱税优政策不到位等原因，我国第二、第三支柱发展缓慢，近年来参与企业年金企业和员工数量增速较低，个人养老金产品仍处于试点过程，参与人数极其有限。整体来看，中国养老金体系不平衡不充分问题凸显，表现为第一支柱“一支独大”，第二、三支柱养老金积累有限的结构性失衡问题。

（一）人口老龄化呈现高原态势，养老金体系面临长期供需矛盾

1. 供需视角：老年人口抚养比增加，养老负担加重

根据联合国人口署的预测数据，直至 2060 年，中国人口老龄化将不断深入，老年人口抚养比快速提升，并在往后的 40 年间，持续保持在 50%~60% 的高位上（图 4），形成老龄化高原。中国的老年人口抚养比自 2020 年起，长期高于世界平均水平，且在 2045 年前后，中国的老年人口抚养比将超过发达国家水平，往后差距将持续扩大。



数据来源：United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2019). World Population Prospects: The 2015 Revision, custom data acquired via website: <http://esa.un.org/unpd/wpp/>

图 4 2020-2100 年中国、世界老年人口抚养比（65+/15-64）变化预测

老年人口抚养比的增加将导致现行养老金体系的制度赡养率不断增加。一方面，制度内领取养老金的人数将不断增加，引起养老金需求的扩张；另一方面，制度内缴纳养老金费用的人数会不断减少，养老金供给受限。在人口老龄化不断加剧的背景下，同样数量的劳动年龄人口将供养更多的老年人口，养老负担进一步加重。

2.收支视角：养老金收支失衡，负债问题显著

人口老龄化的直接后果是加剧养老金收支不平衡问题。自 2015 年起，中国企业职工养老基本养老保险基金当期收支开始出现赤字，需要依靠财政补实现养老金收支平衡。在养老金收入方面，伴随人口老龄化程度的急速增加，我国劳动年龄人口的绝对数和相对数都将持续降低，意味着参与缴费的劳动力数量不断也在不断减少。根据联合国《世界人口展望 2019》的数据推算，我国劳动年龄人口将由目前 2020 年的 7.5 亿人逐渐下降至 2030 年的 6.9 亿人、2040 年的 6.4 亿人和 2050 年的 5.5 亿人左右，并在此后的人口老龄化高原期保持这一态势（图 5）。在养老金支出方面，由于退休人口的不断增加，养老金支出占 GDP 的相对比重也将快速提高。根据国家应对人口老龄化战略研究课题组的预测，中国总养老金支出占 GDP 的比重将由 2020 年的 6.23% 上升至 2050 年的 14.83%。可以预计，在 2050 年及之后的人口老龄化高原时期，我国养老金支出水平将会一直保持高位。在人口老龄化的持续影响下，单纯依赖第一支柱公共养老金制度存在风险，需要建设和发展多支柱的养老金体系。

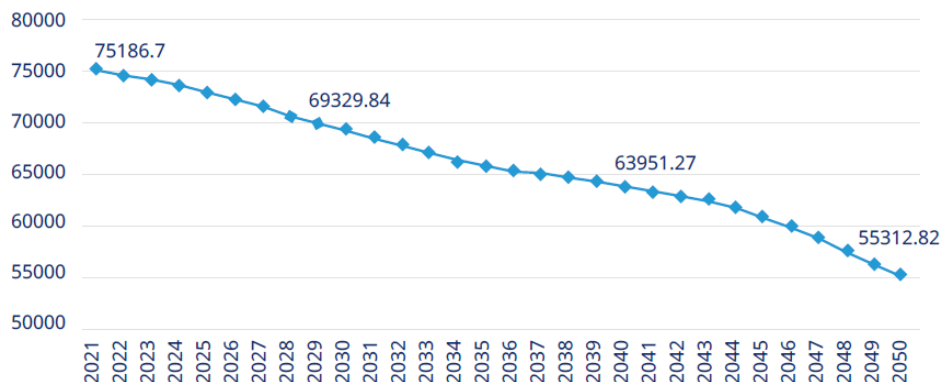


图 5 2021-2050 年中国劳动年龄人口规模预测（万人）

（二）养老金体系结构性矛盾突出，发展多支柱养老金体系任重道远

1. 缴费基数不实，损害制度可持续性

由于城镇职工基本养老保险费率法定不可更改，企业为了减轻缴费负担，通过降低缴费基数的手段进行规避。政策规定缴费基数可在当地社会平均工资的 60-300% 之间确定，因此在实践中，第一，由于工资收入透明度差，核定“应缴费工资”难度大，造成中高收入主动寻低的“底线聚集”现象。第二，灵活就业人员等群体大都收入低且不稳定，但因缴费基数下限约束，被动抬高缴费，容易导致干脆不参保的“制度性挤出”。“底线聚集”和“制度性挤出”致使基金征收不足，进一步影响养老金收支的可持续性。

2. 养老金领取年龄过早，提前退休现象严重

中国现行的法定退休年龄政策为男性 60 岁，女性干部 55 岁，女性工人 50 岁。这一退休年龄政策是依据新中国成立初期社会发展水平和人均寿命规定的，当时的人均寿命在 50 岁左右。根据 2018 年中

国统计年鉴的数据，2015 年中国平均预期寿命达到 76.34 岁，男性 73.64 岁，女性 79.43 岁。对比国际，根据 2013 年世界银行 HDNSP 养老金数据库的数据样本，男性最低平均退休年龄为 61 岁，女性最低平均退休年龄为 59 岁；男性平均预期寿命为 69 岁，女性平均预期寿命为 74 岁。因此中国现行的法定退休年龄过低，女性尤为明显。

不仅法定退休年龄低，中国的提前退休现象也尤为严重。据人社部相关人员披露，当前“未老先退”问题突出，部分地区提前退休的人员占到当年退休人员的 30%，实际的平均退休年龄只有 54 岁。过低的法定退休年龄加上提前退休资格的不规范，导致基本养老保险缴费人口规模的收缩和待遇领取人口规模的扩大，进一步扩大了养老金收支缺口，损害制度可持续性。

3. 全国统筹尚未实现，面临地区不公平问题

中国在基本养老保险制度建立和发展的初期，受改革的历史思维模式和“划分收支、分级包干”的财政管理体制等因素的影响和制约，基本养老保险采取了市县级统筹模式，形成了“中央决策-省级组织-市县管理”的三级管理模式。这一模式适应了当时经济社会发展要求，对于保障制度顺利运行具有积极作用。随着社会主义市场经济的深入发展，这一模式的弊端也逐渐显现出来，最根本的问题在于无法从全国层面统一协调养老保险制度改革，无法打破地区利益格局固化的局面，无法在全国范围内实现收入再分配功能。一方面，随着人口老龄化形势严峻和劳动力流动速度与规模不断扩大，地区间抚养比差距不断扩大，省际之间养老保险基金负担不平衡问题愈加突出。另一方面

地方政府一定程度的自由裁量权也造成了地方管理行为的不同，地区间负担存在差异。

2018年，我国建立了企业职工基本养老保险基金中央调剂制度，决定在“促进公平、明确责任、统一政策、稳步推进”的基本原则指导下，在养老保险省级统筹基础上，建立中央调剂基金，对各统筹地区养老保险基金进行适度调剂，确保基本养老金按时足额发放。当然，中央调剂制度本质上还是调剂余缺，它是一种基金预算缺口分担机制，而不是全国统筹制度安排。中央调剂制度只是实现养老保险全国统筹的第一步，并没有从根本上改变地方养老保险基金财务方面的分化格局，对于优化养老保险基金整体运行情况的作用有限。

三、中国养老金体系的未来展望

（一）中国养老金体系结构性改革思路

1. 城乡居民基本养老保险按零支柱重新定位，提供底线养老保障

零支柱是一种非缴费型的养老金制度，体现政府责任，目的是消除贫困，为没有被正式养老金制度的覆盖群体提供的最低水平的保障。从本质上来讲，中国城乡居民基本养老保险制度由财政出资的基础养老金和个人账户两部分组成，其中基础养老金是零支柱的典型体现。为提高制度效率，厘清养老金体系框架，建议将城乡居民基本养老保险制度中的基础养老金和个人账户分离：第一，将基础养老金部分的待遇给付定位于零支柱，通过各级财政给付为城乡居民提供普惠式的、保障底线的养老金，合理确定保障水平，并随经济社会发展逐步提高。这部分养老金还可与城乡居民最低生活保障制度相衔接，当享受城乡

低保的居民达到养老金领取年龄后，转为领取零支柱养老金；第二，将个人账户划转至第三支柱个人养老金账户中去，并配套财政补贴制度，提高低收入群体的保障水平。

2.城镇职工基本养老保险制度回归现收现付，实现保基本、全覆盖

城镇职工基本养老保险应定位为政府主导下的保障老年人口的基本生活需求，促进社会公平。根据中国目前养老保险体系构成，应将城镇职工基本养老保险“统账分离”，一方面，基本养老保险制度回归统筹账户的现收现付筹资模式，雇主与雇员继续共同缴费，将个人账户转变为个人缴费记录，不再单独计发，也不再继承。另一方面，在承认原来个人账户积累额的前提之下，从第一支柱分离，适时并入第二或第三支柱，实现实账积累。如此既能解决个人账户问题，又推动了二三支柱建设。与此同时，财政要通过划转国有资本充实养老金的方式补贴转制成本。重建后的第一支柱尽快实现全国统筹，通过大数法则分散风险，实现互助共济，为城镇就业者提供基本养老保障。

3.企业年金准强制化，职业年金做实单位缴费，强化单位责任

第二支柱职业养老金是与就业相关联的养老金制度安排，在中国的制度设计中表现为强制性的职业年金制度和自愿性的企业年金制度。企业年金方面，建议在完善第一支柱养老金制度的基础上，逐步加强税收优惠等政策支持，并建立非营利性、市场化运作的职业养老金平台，为中小微企业建立年金计划提供便利，增强参与意愿。同时，在时机成熟时考虑运用“自动注册机制”、“默认投资工具”的方式，

提高企业年金制度的覆盖范围。在此过程中，需要明确符合自动加入机制的职业养老金的基本条件、建立引入自动加入机制职业养老金计划的过渡安排、明确自动加入职业养老金的退出机制等。职业年金方面，建议纠正国家事业机关和全额财政拨款单位单位缴费的“虚账”问题，尽快实现“实账”管理。此外，统一企业年金与职业年金的税收优惠、投资管理等政策，保障公平，增强制度的便携性。

4. 加快建设第三支柱个人养老金，激发市场活力

发展第三支柱个人养老金制度对于完善我国养老金体系具有重要意义：一方面，第三支柱个人养老金制度由个人主导，运作灵活，当前中国正处于经济结构转型期，新业态就业人员等灵活就业群体规模不断扩大，这部分群体难以被企业主导的第二支柱覆盖，发展第三支柱个人养老金制度可以有效对这部分群体形成补充保障；另一方面，我国居民储蓄率较高，但公众风险意识、金融素养正逐步增强，对第三支柱个人养老金制度有着较大的需求，建设个人养老金制度有利于将“储蓄养老”转化为“投资养老”，满足公众多样化的养老需求。发展我国第三支柱思路包括以下几方面：

第一，对目前第三支柱试点政策进行完善并尽快拓展到全国。一是借鉴国际先进经验，将目前税延商业养老保险试点政策中对“产品税收优惠”改为对“账户税收优惠”，将第三支柱账户制落到实处。二是取消试点政策中税优上限 6% 的限制，将税优从比例制改为额度制，同时将 1,000 元的税优额度上限适度提升。三是结合目前个人所得税最新政策，将第三支柱领取阶段 7.5% 税率降至 3% 以下，改变目

前负激励的政策缺陷，确保税收政策对所有纳税人群都有吸引力。四是支持居民通过个税 APP 申报税收递延额度，简化个人税收递延型养老金缴费的申报流程。五是建设个人养老金制度公共平台，立足“三个面向”：（1）面向个人，在统一的平台上为参与者提供服务；（2）面向政府，由政府负责平台建设工作，并通过平台进行监管；（3）面向机构，直接对接所有具备资质的金融机构，为金融机构提供公平竞争的环境。此外，我们建议按照财税〔2018〕22号的要求，及早将公募基金纳第三支柱入税收优惠的范围，为国民提供更多选择。

第二，将城镇职工基本养老保险统账分离后的个人账户纳入第三支柱。这是因为第一支柱的基本养老保险个人账户完全由职工缴费形成，属于个人所有。而第三支柱个人养老金同样具有私有产权属性，二者在产权都属于个人所有，可以通过同一个账户运作管理。此外，基本养老保险个人账户用于该职工个人退休后养老金待遇支出，实际上是一种国家强制实施的个人养老储备，而第三支柱个人养老金除了自愿参加外，本质上也是个人养老计划，因此两者实现融合具有内在统一性。因此，将基本养老保险个人账户独立出来，划入第三支柱作为强制部分，在此基础上国民还可以通过自愿缴费形成第三支柱的自愿性部分。上述改革的好处在于，基本养老保险个人账户并入第三支柱养老金可以快速扩大第三支覆盖面，相当于一次性使得第三支柱覆盖了3亿多的基本养老保险参保职工，具有类似补充养老金“自动加入”机制的效果。除此之外，由强制性个人账户和自愿性个人账户共同组成的积累型第三支柱养老金，通过合理投资可以有效实现资金的

保值增值，增强参加者养老保障能力同时减轻政府财政负担。

（二）中国养老金体系的参量调整思路

1. 整顿夯实缴费基数，提高养老金征缴收入

基本养老保险制度缴费基数的不实不仅造成了各地区各行业税费负担的不均，同时也是造成基本养老金收支缺口扩大和可持续性危机的重要因素。缴费基数和缴费率共同决定了缴费额，因此在总缴费额确定的情况下，缴费基数和缴费率便是此消彼长的关系。《降低社会保险费率综合方案》规定将养老保险单位缴费比例降至 16%，“十四五”期间，如能规范统一基数核算办法，夯实缴费基数，将能为进一步降低缴费率创造可能。我们建议统一各地职工平均工资指标计算方法，包括明确职工平均工资概念和统一各地平均工资指标的统计口径。其次，为确保用人单位和职工个人能足额缴纳基本养老保险费用，建议以职工个人的当月应缴费工资作为缴费基数，并维持缴费基数上限比例不变，以当地最低工资为下限。

2. 适时延迟全额领取养老金年龄，缓解养老金支付压力

无论从国际经验，还是从中国经济社会发展现状来看，目前中国退休年龄都偏低。统一延迟退休年龄政策会面临诸多争议，但延迟全额领取养老金年龄是可选择的途径。发达国家的养老金全额领取年龄要远远高于我国，如美国为 67 岁，日本为 65 岁。为适应人均预期寿命延长的需要以及保障劳动者退休后的生活，建议适时延迟全额领取养老金年龄，并随着人均预期寿命的提高动态调整。

表2 各体系的法定退休年龄

国别	法定退休金年龄	备注
法国	60岁	允许弹性退休，未达法定退休年龄按比例领取养老金
德国	男65岁	缴费满45年可提前至63到65岁退休并领取全额养老金
英国	男65岁，女60岁	到2028年将男女退休年龄逐步提高至67岁
西班牙	65岁	可弹性退休，将继续延长法定退休年龄至67岁
日本	65岁	允许弹性退休
瑞典	65岁	允许弹性退休
波兰	男65岁，女60岁	到2020年男性延长至67岁，到2040年女性延长至67岁
墨西哥	65岁	60岁可提前退休，缴费满24年可全额领取养老金

2021年3月12日，中国公布的“十四五”规划和2035年远景目标纲要明确提出，按照“小步调整、弹性实施、分类推进、统筹兼顾”等原则，逐步延迟法定退休年龄。

1.小步调整：延迟退休改革不会“一步到位”，而是采取渐进式改革，用较小的幅度逐步实施到位，每年延迟几个月或每几个月延迟1个月，节奏总体平缓。

2.弹性实施：延迟退休不会搞“一刀切”，不是规定每个人必须达到延迟后的法定退休年龄才能退休，而是要体现一定的弹性，增加个人自主选择提前退休的空间。

3.分类推进：延迟退休不是“齐步走”，而是要与现行退休政策平稳衔接。

4.统筹兼顾：延迟退休不能“单兵突进”。延迟退休改革是一项系统工程，与之相关的配套政策和保障措施非常多，需要统筹谋划、协同推进。

裴峰：以账户制为基础 财税支持第三支柱养老金建设



裴峰：太平养老保险股份有限公司北京分公司党委委员、副总经理

一、基本特征

第三支柱养老金共有产品制和账户制两种治理模式。账户制模式指个人参加第三支柱养老金以专门设立的个人养老资金账户为基础，国家税优政策赋予账户层面，账户承载了第三支柱养老金投资运营的全过程；产品制模式则指个人参加第三支柱养老金以其购买的金融产品为基础，国家税优政策直接赋予产品层面，各金融产品管理人直接面向个人提供税收代扣缴、待遇发放等服务。

基于账户制模式的第三支柱养老金财税支持政策三个特征。首先，

对个人而言，账户制模式下的财税政策操作更便捷。账户制模式下的产品交易与税务处理无关，个人可以自主使用账户内的资金投资各类养老金融产品，享受充分的自主选择权。同时，由于把产品交易与涉税事务隔离开来，避免了产品制模式下多个养老金融产品的税优额度分配等问题，提高了制度运作效率。其次，对社会而言，账户制模式下的财税政策激励更有效。一方面，账户制模式以个人为基础，当个人跨行业、跨区域流动时，个人养老金账户资金可以随个人流转，这有利于引导个人树立长期投资理念。另一方面，账户制模式以账户为纽带，使第二三支柱间互联互通成为可能。如职工发生职业调整，第三支柱养老金账户可以作为第二支柱养老金的归集账户，这就增强养老金制度体系的灵活性。最后，对政府而言，账户制模式下的财税政策实施更精准。产品制模式下，个人交易信息分散于各产品管理人，统筹管理难度很大。而账户制模式则把客户的所有交易信息在统一的账户平台上集合起来，并以个人身份证为识别，这既有助于政府财税部门进行更精准地征税，也有助于监管部门实施更精准监管。

二、制度架构

鼓励个人主动承担养老责任是第三支柱养老金财税支持政策的主要目标。第三支柱养老金财税支持政策以基于不同国情的特定政策目标为基础。20世纪中期以来，面对人口老龄化和财政赤字的双重压力，西方发达国家纷纷采取积极的财税支持政策加快第二三支柱发展，以降低第一支柱替代率，扩大第二、三支柱比重。比较而言，第二支柱以单位为主导，体现单位责任；第三支柱以个人为主导，在采取账

户制模式前提下，个人可以参与到账户资金投资全过程，进一步凸显了个人养老责任。所以，面向第二支柱的财税支持政策主要着眼于降低企业生产经营成本，强化企业参与的积极性；面向第三支柱的财税支持政策则着眼于影响个人的投资消费决策，提高个人养老意识和参与度。

建立统一的个人养老金账户是第三支柱养老金财税支持政策的核心环节。账户制是实现第三支柱财税支持政策目标的核心环节。各国均通过立法形式确立了个人养老金账户的专属法律地位：一是保证账户资产的独立性。先行国家立法规定个人养老金账户应进行受托管理，归个人所有，不得挪用。比如，英国《福利改革与养老金法案 1999》规定，存托养老金计划（SHPs）是基于信托关系建立的养老金计划。二是明确个人账户的唯一性。比如，英国公民通过个人储蓄账户 ISA 参与个人养老金计划，ISA 账户与国民保险号绑定，具有唯一性。美国虽然存在不同类型的 IRAs 计划，但所有税优政策都在 IRAs 账户层面进行。三是强调账户管理的规范性。先行国家以法律形式明确了个人养老金账户的开立流程，账户管理机构的准入条件等。比如，美国《国内收入法典》规定了开立 IRA 账户需履行的 7 条受托管理职责等。

实施针对不同社会群体的灵活优惠措施是第三支柱养老金财税支持政策的关键路径。各先行国家综合本国税收情况、各社会群体收入水平等因素，制定了灵活的财税支持政策。从税收优惠政策看，基于在缴费、投资和领取三个不同环节享受税优政策，可以细分为 EET、

TEE、TET、ETE、ETT、TTE、EEE、TTT 等 8 种形式，其中 EET 和 TEE 两种形式最为典型。比如，美国采取 EET 和 TEE 双向税收优惠模式。传统 IRAS 账户采取 EET 形式，实施税前缴费，这对中高收入群体具有更大的吸引力；1997 年推出的罗斯个人退休账户采取 TEE 模式，实施税后缴费，这对中低收入群体具有更强的激励作用。从财政补贴政策看，德国的李斯特养老金计划针对低收入群体，规定凡投资个人养老金产品达到一定数额即可享受全额财政补贴。

搭建科学的第三支柱监管服务机制是第三支柱养老金财税支持政策的重要支撑。一是建立综合型的监督管理模式。第三支柱养老金是典型的混业经营，应建立覆盖各类金融机构和金融产品的统一监管体系。比如，德国针对里斯特养老金计划，把银行监督局、保险监督局、证券监督局 3 家机构合并成立统一监管组织——联邦金融监管局。根据德国《养老金认证法案》，各金融机构享受相同的市场准入条件、产品准入标准和税收优惠权利。二是建立跨部门的协同运作平台。第三支柱养老金涉及民生、金融、财税等多个领域，应建立跨部门的协同运作平台。比如，法国建立了“以社会事务、劳动和互助部为政策引导，审慎监管和纾困局为监管核心，公共财政总局把关”三足鼎立的协调服务机制。

三、政策建议

要科学界定财税支持政策的实施范围。第三支柱养老金是在基本养老保险之外实施的一种普惠型金融制度安排。在我国基本养老保险替代率持续下滑，第二支柱养老金覆盖面仍然有限的情况下，应把全

体符合条件的国民全部纳入进去，以扩大覆盖面，充分发挥补充养老保障作用。具体实施中，要把灵活就业人员、农民工等第一二支柱可能尚未覆盖到的人群作为重点，扩大第三支柱的参与率。

要建立统一的个人账户管理制度。应将目前具有社保功能的平台统一整合到国家人社部的社保卡的管理体系中，通过社保卡平台对个人养老金进行全流程管理，并在该平台上设立两个账户：一是个人权益信息账户。人社部第三支柱信息管理平台为个人开立一个个人权益信息账户，这是人社部登记和管理个人参加第三支柱养老金信息的专用账户，有统计、管理和查询功能；二是个人养老金账户。商业银行等金融机构为个人开立用于归集个人税延型养老金融产品的缴费、投资、纳税等的专用资金账户，这既是个人养老金的投资工具，也是享受税收优惠的重要载体。

要建立税收优惠与财政补贴相结合的政策支持体系。我国是一个以间接税为主的国家，缴纳个税人群有限。如果第三支柱养老金激励政策仅通过税收优惠进行，不仅惠及人数有限，而且会进一步扩大贫富差距。所以，应建立税收优惠与财政补贴相结合的政策支持体系。税收优惠方面，应采取 EET 和 TEE 双向税优模式。2018 年启动的个税递延型商业养老保险试点采取的是 EET 模式，要全面总结试点经验，通过提高税收优惠额度、简化税延额度计算方式等措施，提高税优政策吸引力。同时，设立合理的缴费限额，避免高收入群体享受过多的税收优惠，保证政策公平性。针对低收入群体，应建立 TEE 税收优惠模式，吸引低收入群体参与。在财政补贴方面，对低收入群体，

鼓励其个人缴费，政府匹配一定比例的养老补贴，进一步扩大制度覆盖面。

要着手打通第二三支柱税收优惠政策。要打通第二三支柱养老金储蓄账户，当个人从设立企业年金的单位调整到未设立企业年金的单位，第三支柱账户可以作为归集账户，承接第二支柱资产。要把第二三支柱税优政策的优惠额度衔接起来，对于参与企业年金计划缴费未达到税优上限额度的个人，可以把差额部分追加至个人账户的缴费上限；对于没有年金计划但有参与积极性的个人，可以通过个人养老金账户享受税收优惠。

要建立统一的第三支柱养老金监管制度。第三支柱养老金监管涉及税收监管和运营行为监管两个方面：税收监管方面，应该由国家财税部门负责，负责制定实施税优政策，提供税务查询、账户管理和信息披露等服务，保证税优政策的公平性、便利性和可及性。运营监管方面，应建立包括人社、银保监、证监、财税等部门在内的协调监管机制，负责机构准入、产品标准、受托管理、账户管理、资产托管、投资和待遇发放等，以保护受益人权益，防范金融风险。

2021 年 11 月 CAFF50 动态

1. 11 月 6 日,《中国养老金融发展报告(2021)》发布会暨养老金融研讨会在京召开。本次会议由中国养老金融 50 人论坛副秘书长、华软资本管理集团股份有限公司执行总裁王赓宇主持,中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授,中国养老金融 50 人论坛副秘书长、华夏基金管理有限公司养老金管理部总监孙博,中国养老金融 50 人论坛副秘书长、中国农业大学人文与发展学院讲师张栋,中国养老金融 50 人论坛特邀研究员、和君咨询业务合伙人、和君康养事业部副总经理曹卓君,新华人寿保险股份有限公司投资部总经理助理、中国保险资产管理业协会养老金管理专业委员会委员步倩,中国养老金融 50 人论坛联席研究员、泰达宏利基金管理有限公司资产配置部高级研究员胡俊英,建信养老金管理有限责任公司创新发展部总经理李佳健,工银理财有限责任公司市场营销部董事总经理王伟等嘉宾出席会议,共同探讨中国养老金融发展的现状、挑战和趋势,探索我国养老金融发展的有效路径。

2. 11 月 10 日,中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授应邀参加由《中国经营报》主办、中经未来承办的 2021 中国企业竞争力年会周,并参与主题为“老龄化趋势下的养老金融升级路径”的圆桌讨论。

3. 11 月 16 日,由中国养老金融 50 人论坛与国康养老金融研究

院共同举办的养老金 ESG 投资闭门研讨会在线上顺利召开。与会嘉宾围绕 ESG 投资、绿色金融、防范气候风险等方面话题进行研讨，探索养老金与 ESG 投资共同发展的有效路径。

4. 11 月 18 日，中国养老金融 50 人论坛举办养老金融会客厅之《美世 CFA 协会全球养老金指数——2021 年中国报告》特别节目。中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授，美世中国副总裁、财富和投资业务总经理温易明，CFA Institute 中国区总经理张一，中国养老金融 50 人论坛青年研究员、中国财政科学研究院助理研究员施文凯出席会议，共同探讨全球养老金指数与中国养老金体系的得分情况和发展建议。

5. 11 月 25 日，中国养老金融 50 人论坛在上海召开康养产业发展研讨会。本次会议邀请政界、业界、学界的专家代表共商中国康养产业、事业应如何健康发展事宜，并举行了国康康养产业中心启动仪式。国康康养产业中心将以金融助力产业发展为目标，构筑资本与产业之间的桥梁，形成产融结合的康养产业集群，推进养老产业的高质量发展。

6. 11 月 27 日，西南财经大学保险学院举办了以“新发展格局下的中国保险与社会保障问题研究”为主题的第三届“西南财经大学保险与社会保障优秀博士生”线上论坛。中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授，中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国老龄科学研究中心副主任党俊武，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朱俊生应邀参加。

7. 11 月 28 日，中国养老金融 50 人论坛召开秘书长工作会议，重点就近期论坛活动进行了总结，并对上海峰会延期举办等事宜进行了讨论。论坛秘书长董克用教授，副秘书长孙博、王赓宇、张栋、王婷、朱海扬、张兴，秘书处陈瑶等参加了会议。

8. 11 月 29 日，中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授应邀参加由天眼查数据研究院与百度财经智库联合举办的 2021 中国养老产业报告《大健康时代新机遇：未来生活的前置思考》发布直播活动，探讨当下养老问题及养老产业发展之路。

9. 11 月 30 日，中国养老金融 50 人论坛召开秘书处述职工作会，秘书处全体员工分别就 2021 年 11 月工作进行了述职总结，秘书处领导对 12 月重点工作进行部署和分工。



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