

养老金融评论

2017年第1期（总第14期）

- 中国养老金融 50 人论坛 2016 年会隆重召开
- 王忠民：划拨国有资产服务养老事业的基本思考
- 胡晓义：适时推动实现更加积极的老年保障政策
- 汪 泓：构建和完善多层次、立体养老服务体系
- 熊 军：提高养老基金长期回报
- 钟蓉萨：推动长期投资，共建养老金融生态
- 曹德云：保险资产管理要坚守先进经验

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net

中国养老金融 50 人论坛简介

中国养老金融 50 人论坛(CAFF50)由华夏新供给经济学研究院和中国人民大学董克用教授联合多家机构共同发起，于 2015 年 12 月 9 日正式成立。论坛成员由政界、学界和业界具有深厚学术功底和重要社会影响力的人士组成，致力于成为养老金融领域的高端专业智库，旨在为政策制定提供智力支持，为行业发展搭建交流平台，向媒体大众传播专业知识。论坛的使命为：推动我国养老金融事业发展，促进我国长期资本市场完善，推进普惠养老金融建设，践行改善民生福祉的社会责任。

论坛学术顾问：

潘功胜 杨子强 王忠民

论坛秘书长：

董克用

副秘书长：

王赓宇 朱海扬 谭海鸣

秘书长助理：

孙博

《养老金融评论》简介

《养老金融评论》是中国养老金融 50 人论坛月度官方刊物，秉承“专业性、前瞻性、国际性”的学术理念，以“为政策制定提供智力支持，为行业发展搭建交流平台，向媒体大众传播专业知识”为宗旨，重点反映论坛成员的学术成果与观点；跟踪国际理论前沿与实践动态；探讨中国养老金融改革与发展，促进养老金融领域交流与融合。我们诚挚欢迎业界、学界的专家踊跃撰稿，为我国养老金融发展贡献智慧。

《养老金融评论》编委会

主编：

董克用 姚余栋

执行主编：

孙博

编辑组成员：

张栋 张园 张晓宇 施文凯 马媛媛

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】

| | |
|--------------------------------|----|
| 中国养老金融 50 人论坛 2016 年会隆重召开..... | 5 |
| 王忠民：划拨国有资产服务养老事业的基本思考..... | 9 |
| 胡晓义：适时推动实现更加积极的老年保障政策..... | 13 |
| 汪 泓：构建和完善多层次、立体养老服务体系..... | 19 |
| 熊 军：提高养老基金长期回报..... | 31 |
| 钟蓉萨：推动长期投资，共建养老金融生态..... | 38 |
| 曹德云：保险资产管理要坚守先进经验..... | 46 |

【养老金融观点集萃】

| | |
|------------------------|----|
| 孙守纪：鼓励退休储蓄政策哪家强？ | 52 |
|------------------------|----|

【养老金融资讯】

| | |
|---------------|----|
| 养老金融月度资讯..... | 77 |
|---------------|----|

【CAFF50 大事记】

| | |
|----------------------------|----|
| 2016 年 12 月 CAFF50 动态..... | 86 |
|----------------------------|----|

导读：2016年12月10日，中国养老金融50人论坛在北京昆仑饭店与政界、学界、商界、媒体界的200余位嘉宾济济一堂，召开了2016年年会并举行了周年庆典，交流思想，共商发展。对于整个养老金融业而言，2016年是重要的一年：习近平总书记两次就人口老龄化工作作出批示，中共中央政治局也就应对人口老龄化进行了集体学习，多部委养老与金融深度融合等领域密集颁布政策，共同开启中国养老金融的新蓝海。对于中国养老金融50人论坛而言，2016年是收获的一年：论坛先后与全国政协、中国保险资产管理业协会、中国证券投资基金业协会等单位联合举办了一系列学术会议；举办了“北京峰会”和“上海峰会”；召开了九期“CAFF50 专题论坛”；发布了两项重大课题成果；出版了《中国养老金融发展报告 2016》；印发了十二期论坛刊物《养老金融评论》。2017年，论坛将借发展的春风，继续推进养老金融理念的普及、理论的探索和制度的发展。

本期《养老金融评论》将聚焦本次年会及嘉宾发言，重点关注全国社保基金理事会副理事长王忠民、中国社会保险学会会长胡晓义、上海宝山区委书记汪泓、全国社保基金理事会规划研究部巡视员熊军、证券投资基金业协会副会长钟蓉萨、中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云的演讲实录，以飨读者。

中国养老金融 50 人论坛 2016 年会隆重召开



在中国养老金融 50 人论坛（CAFF50）成立 1 周年之际，论坛于 12 月 10 日在北京昆仑饭店隆重召开 2016 年年会。本次年会由兴业银行股份有限公司承办，主题是“引领中国养老金融新纪元、新蓝海、新征程”，旨在深化社会对养老金融的认识，不断推动养老金融市场完善，促进中国养老事业健康发展，满足国民多层次、多样化的养老需求。

中国养老金融 50 人论坛学术顾问、全国社会保障基金理事会副理事长王忠民，中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国社会保险学会会长胡晓义，中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨等领导莅临本次年会并发表主旨演讲。论坛核心成员、华夏新供给经济学研究院首席经济学家贾康，论坛核心成员、全国社保基金理事会规划研究部巡

视员熊军，论坛核心成员、上海市宝山区委书记汪泓，论坛核心成员、中国保险资产管理业协会执行副会长曹德云，论坛核心成员、建信养老金管理有限责任公司总裁冯丽英，论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司总经理苏罡，论坛核心成员、汇添富基金管理股份有限公司董事长李文，论坛核心成员、瑞晖丽泽资本管理有限公司董事长王金晖，论坛核心成员、泰达宏利基金管理有限公司副总经理王彦杰，平安养老保险股份有限公司副总经理鞠维萍等嘉宾应邀参会。此外，还有来自监管层的领导、学术专家和行业精英等 200 余人出席本次年会。

中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授主持开幕式并代表年会主办方致欢迎辞，论坛核心成员、兴业银行股份有限公司陈锦光副行长代表承办方致辞。

中国养老金融 50 人论坛学术顾问、全国社会保障基金理事会副理事长王忠民在主旨发言中指出，国有机关、事业、企业、机构当中，作为疗养、培训、教育的一些基地和资产，目前使用效率较低。从养老金融的视角来看，这部分资产可能会成为社保基金最受欢迎的一块资产，可以通过 REITs 的方式把社会的资本接纳进来，实现将国有资产和有效的养老服务有机结合。

中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国社会保险学会会长胡晓义在主旨发言中指出，应当适时地推动实现更加积极的老年保障政策，不仅要重新定义老年人，还要给老年人更多的工作权利和为其开辟财富增长渠道。

随后，年会举行了中国养老金融 50 人论坛成果发布仪式，社会科学文献出版社副总编蔡继辉、中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用共同为《中国养老金融发展报告 2016》揭幕。

中国养老金融 50 人论坛学术委员会主席姚余栋为论坛周年庆典发表了题为“以养老金融基础，建立医养健相结合的养老新理念”的演讲并邀请论坛核心成员共同启动论坛周年庆典视频，将年会引向了高潮。

在专题演讲环节，中国养老金融 50 人论坛核心成员、华夏新供给经济学研究院首席经济学家贾康从金融创新支持养老的角度指出，养老事业发展不仅需要由政府政策支持的贷款融资，还需要结合 P2P 模式，探索政府之外的社会资本方等多样性和灵活的融资手段。

中国养老金融 50 人论坛核心成员、全国社保基金理事会规划研究部巡视员熊军做了题为“提高养老基金长期回报”的专题演讲，他分别从理性确定养老基金长期平均风险敞口、理顺运营机制、管理体制和坚持创新发展三个方面对提高养老基金长期回报的投资策略进行了详细分析。

中国养老金融 50 人论坛核心成员、上海市宝山区委书记汪泓发表专题演讲，他谈到在人口老龄化的影响下，老年人医疗、保健、康复、护理、休闲、娱乐服务需求与养老供给之间还存在矛盾，需要在政府的支持下，结合社会力量构建多层次的资本体系，形成社会互助养老的模式。

中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨以“资产管理用市场化的

方式解决养老资金和养老服务的供给”为题在专题演讲中表示，我国养老金资产配置相对比较单一，主要还是二级市场的股票和债券，长期资产配置比例相对较低，这在很大程度上无法满足养老金长期资金的运作需求，将 REITs 作为我国养老金长期资金投资的一个重要标的具有重要意义。

中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国保险资产管理业协会执行副会长曹德云发表题为“保险资产管理要坚守先进经验”的专题演讲，他谈到养老金跟保险之间有一种天然的、直接的、密切的联系，它们都属于长期性的资金，投资理念和风格很相近，长期投资、价值投资、稳健投资和责任投资是其固有的价值倾向。

此外，在以“养老金融的实践与前瞻”为主题的圆桌论坛环节，论坛核心成员、建信养老金管理有限公司冯丽英总裁，论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司苏罡总经理，论坛核心成员、汇添富基金管理股份有限公司李文董事长，论坛核心成员、瑞晖丽泽资本管理有限公司王金晖董事长，论坛核心成员、泰达宏利基金管理有限公司王彦杰副总经理，平安养老保险股份有限公司鞠维萍副总经理与相关专家学者、业界专家展开了热烈讨论。

本次会议是中国养老金融 50 人论坛成立后的首次年会，受到了社会各界广泛关注与支持，并取得了圆满成功。中国养老金融 50 人论坛将继续秉承“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”的使命，一如既往地推动我国养老金融事业发展。

王忠民：划拨国有资产服务养老事业的基本思考¹



王忠民：中国养老金融 50 人论坛学术顾问、全国社保基金理事会副理事长

社保基金一直是国有资产归集和划拨的主体，过去的 15 年间，国有上市公司归集融资额的 10%，以资金或者股票的权益形式划拨社保基金，总体上有 2500 亿左右，应该是构成了过去社保基金资金来源的主要部分。

但是今天想说的是，还有一部分国有股权也是社保基金值得关注的方向，但是这部分股权目前在现实的资产物理形态当中并没有发挥多少资产的价值。这就是所有的国有机关、事业、企业、机构当中，作为疗养、作为培训、作为教育的那样一些基地和资产。这些资产在

¹ 根据发言整理，未经作者本人审阅。

过去不同的地方，都以不动产的形式、有形资产的形式存在。但是目前，因为功能的转化，因为主体的组织机构目标的转移，这些资产目前是一种沉淀下的、效率很低的资产。我们原来害怕这部分资产可能会在经营当中有什么样的问题，但从养老金融的视角来看，这部分资产今天可能成为社保基金最受欢迎的一块资产。这是社保在归集国有资产来为养老事业服务当中的一点基本思考。

应该考虑把过去事业单位和企业的疗养、服务、培训的这部分资产要进行改革的顶层设计和资产重新管理。从社保基金视角当中看到的资产在不同的使用者、不同的管理者手中如何有效发挥作用的问题。把这个问题回归到养老服务的角度，我们发现今天养老服务存在着两个市场当中的根本的市场差别。一是社会资本在积极回应社会养老服务短缺当中逐步构建起来了，有的金融机构、非金融机构搞了很多养老中心、养老院，但是由于地价，或者由于整体的投资于这些的生产要素在没有得到有效的税收优惠和制度规范聚集的时候，它的成本是高的，最后面向社会提供养老服务的价格收取标准是高的，所以能够进去的人，在养老自身的财务支持的力度当中没能够把供给和需求之间有效的结合。而过去真正在公有制当中构建的养老服务机构，目前由于它供给的有限性，特别是投资的有限性，使它供给的规模特别有限，以至于按照这样的收费标准，可以进去的人数量之多，就必须在外排队，据说有的可以排几十年。这是一个供求关系市场当中的巨大错误。

如果这一部分能够以国有资产的形式划拨并将它盘活，把它运营

好，就可以为养老群体提供更多的老百姓可及的养老服务。如果我们今天从财务支持的角度看城里人的可获得性，把这部分资产有效地以合理的价格去运行的话，是可以支持的。我们今天还面临着更多的社会群体，可能在养老当中财务支持力度还会很小。农民也是中国社会公民的一分子，我们用国有资产归集的这一类东西，应该也是对他开放的、公平的一个分享主体，只有把存留的国有资产有效运用，才可以降低现有养老服务的成本，满足支付能力的要求，才可以让更多的社会基本收入群体获得一种可能的获得性。

我原来想的是由社保基金直接把这部分资产划过来以后进行投资、综合运营、改善管理，对全社会开放的养老服务。有一次我在参加瑞士的会议时突然想到，这部分资产最好的方面是用 REITs 的方法，就是我们今天的主题养老金融的方法。用 REITs 基金的方法不仅可以把社会资本接纳进来，还可以和划转国有资产的有效养老服务有机结合，用 REITs 的方法归集资本、获得资本，和原有的国有资产一起划拨给社保，用 REITs 的方式进行一种融资证券化和金融化的管理，社保基金可以通过再以一个独立的公司，把这部分资产转化成性价比极好而且可支付的一种养老服务体系。而且这部分资产目前就在全国各地，还可以发挥不动产的有效功能并发挥现有管理人员、服务人员的价值。它不仅解决我们今天养老市场的有效供给问题，让里边原有的劳动者获得更好的就业岗位，还可以让更多愿意为此做出服务的管理者和劳动者进入这个领域当中。资本、土地、管理，都以 REITs 的方式、以社保基金的方式改革了一次国有资产的存量，我想

可能是我们今天走出一条特殊的中国式养老 REITs、社保基金、养老服务产业链的有效贡献。希望大家都能从自己的角度为此添一把火，鼓一把劲。

谢谢！

胡晓义：适时推动实现更加积极的老年保障政策



胡晓义：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国社会保险学会会长

各位下午好！首先代表中国社会保险学会祝贺中国养老金融 50 人论坛度过了非常充实也非常精彩的第一年。这一年论坛开展了多项学术活动，众多的有识之士围绕着老龄化高峰逼近的社会关切提出了很多的真知灼见。我认为 CAFF50 是一个有情怀、有担当、有社会责任感的交流平台，同时，我对它更加精彩的发展前景也充满了期待。当然，借此机会我也祝贺刚刚获得全国社保理事会的基本养老保险基金投资资格的在座的这些机构，祝贺你们。

借这个机会，我想跟大家分享一个观点，我们应当适时地推动实现更加积极的老年保障政策。实际上去年论坛出现的时候我就讲到了这个概念，但是我当时还没有形成完整的想法，借这个机会跟大家谈

谈我的观点，供大家参考。

上个世纪 80 年代，西方提出了积极的社会保障政策或者积极的福利政策，这是有缘由的，也有一种历史的必然性。经过了 70 年代的石油危机之后，欧洲既有的凯恩斯主义、贝弗里奇模式的社会保障体系实际上已经暴露出过度的福利依赖、政府责任沉重等一系列弊端，于是积极的福利政策就应运而生了。

这些年的实践我们发现几个特点：第一，不局限于现金给付的范畴，而把福利的概念延伸到培训、教育、促进就业等等非现金的服务。第二，突破了被动的救助贫困群体的这样一种后置模式，而将保障功能前移提升到人的自我生存和发展能力，以预防贫困的普遍发生。第三，重新调配政府、社会和公民责任，谋求实现福利成本的分担。第四，超越生、老、病、死、伤残这样一些社会保障传统的项目框架，把这个社会福利扩展到以工作为中心的这样一些更广阔的领域。

当然，我们国家的社会保障体系建设晚于欧美各国，在世纪之交前后这 20 多年时间，我们由政府主导，着力建立基本保障体系和扩大覆盖范围，这是正确的选择。但是发展到今天也开始遇到了当年困惑欧美等国家的矛盾，比如人口加速老龄化，享受社保福利的群体日益扩大，待遇水平持续提高但仍难以满足更多的福利需求。同时，劳动力供给出现了增量减少的趋势，而少交费、虚报冒领等社会现象滋生，这些情况在欧美都发生过，不是我们特有的。导致社保基金的缺口不断扩大，越来越难以维持长期的收支平衡，引起了社会的焦虑。

同时我们看另一个侧面，企业急切地呼吁降低社保费率、压缩劳

动力成本，这就是一对矛盾。对此已经采取了一些措施，也起到了一定作用，而从长远看，在现有的制度安排基础上，调整政策取向，推进实现更加积极的社会保障，就需要提上日程了，而养老保障制度更应首当其冲。当下应该逐步以保障功能为主，未来向更加积极的制度安排转变。我讲推进实施积极的养老保障政策，并不是把现有的制度定义为是消极的制度，我没有这个意思。实际上现在的养老保险制度设计当中已经包含了很多积极要素，比如说个人要多缴多得、长缴多得这样一种机制安排；比如说对于退休人员的基础养老金的指数化评价；还有个人账户养老金的计发系数；以及调整待遇与交费相关联的政策等等，这些都包含了积极的要素。

推进积极的养老保险政策，更主要的是考虑面对我们的社会结构变化、社会形态变化和社会主要矛盾的显著变化，作为资源配置重要方式之一的养老保障制度，也要遵循事物发展的内在逻辑，与时俱进，顺势而为。比如说，更加强调公民福利权利与责任的平衡，适当控制传统的单纯社会救济的受益范围，谋求以工作为导向的福利制度，更加注重人力资本投资，以培训和教育作为新的普遍福利形式等等。

我们进一步增强养老保障的积极因素，其实不外乎减支和增收这两条路，其中有很多方法可以逐一研究，我就不细说了。我考虑更多的是一个很基础的问题，就是今天到底应当怎么样定义老年人？我们观察到几乎所有的老龄化国家都制定了延迟领取养老金年龄的方案，而这些方案往往又引发某些社会群体的抵制。其中有许多缘由，但是归结到一点或者说最深层次的矛盾是什么，我认为是社会发展与养老

保障的理念滞后之间的矛盾。

比如说很多国家也包括我们，都在焦虑老龄化率迅速提高，说今天 15%，到某年就 20%了，到某年就 30%了，就变成两个人养一个人了，就变成一个人养一个人，这种忧患意识是值得肯定的，但是我有点不相信人类社会真的会发展到那一天。为什么？就是我们不得不考虑这样的一个问题，或者我们是不是有必要问这么一个问题，是谁告诉我们 65 岁就是老年人的。你说国际劳工组织、某个经济组织。是，有人说了，经济学界好像也都是这么分析的。但是我们再深入考察一下，这个概念是怎么形成的、什么时候形成的。我们研究以后发现，这是工业化时代的产物，因为在工业化时代，绝大多数 65 岁，开始是 60 岁，这两个年龄以上的人口，他的劳动能力衰竭了，从而丧失了收入来源，因此需要通过社会保障的制度来获取生存资源。不是这样的吗？而到了今天，已经星移斗转、时过境迁。别的国家我不论，就说我们国家，已经进入了中等收入国家的行列，也正在向后工业化时代迈进，这其中有两个显著的变化不可忽视：第一个变化，就是我们的劳动方式不再以体力劳动为主，而经验在生产和经营性中的作用越来越大，这就使得劳动者实际劳动能力的边界得以延展；第二个变化，收入来源不再是单纯的靠劳动所得，越来越多的家庭中财产性收入的比重在提高，就是说老年人并不因为退出了劳动领域而完全丧失收入来源。这两个大的变化就提出了一个问题，我们应当对什么人、以什么样的方式、在什么样的程度上来提供老年保障？是不是一直要遵循以前的方式、标准和边界呢？

我以为这至少可以寻求三个答案。第一，我们可能需要重新来定义老年人和养老保障制度相关的三个要素：人口预期寿命、人的劳动能力、人的财富获得能力，这三种都是和社会经济发展正相关的，所以一成不变按照既定的年龄来划定老年人的方式，我认为已经过时了。从宏观上讲，未来可能需要不同时期人口结构变化进行弹性的调整，比如说每隔一段时间根据人口结构的变化，按照我们整个人口当中年龄最高的那个占比一定比例，比如说 15%，当然你也可以设计宽一点，17%、18%，那个作为一个提供老年保障的群体边界，我们可以从这个角度来思考问题。而对这个群体实行普遍的保障，并且根据这样一个大的概念来进行政策设计，维持平均的交费年限和平均的领取年限之间的稳定比例，比如说我们原来设计平均交费 30 年或者 35 年可以供养 15 年、17 年，未来可能需要我们交费 40 年来供养 20 年，因为人的预期寿命延长了，如此等等。当然这些调整不应当是随意的，而应当是遵循规律、相对稳定和可以预期的。

另外第二个答案是，我们可能需要给 60 岁以上的群体更多的工作选择权。也就是说不必再硬性的规定到了年龄就退休，而只是将特定年龄作为领取基本养老金的底线，可以由当事人根据自己的终身财务平衡、利益最大化原则来做出理性的选择。当然这样肯定是有利于社保基金的长期平衡，但是更大的经济效益我认为是增强老年人的社会自信，他们不再是、也不应只是被当作消费社会资源的群体，而应被当作仍有机会成为社会建设的参与者和财富的创造者，要有这样的信心。当下很流行的一个段子说，在某国总统的竞选当中，两位

70 岁左右的男女，为了一个职位打的不亦乐乎，而我们这个年龄的中国的男女们，跳广场舞已经十几年了，所以我说这样的反差也还值得我们深思。像董秘书长和我这样年龄的人，我们听到那句话，说是“比起那两位 70 岁左右的男女，我们人生的真正黄金时段也许还在前边”，这句话是何等的励志。

第三个思考，我们应当开辟老年人财富增长的更多渠道。我前面讲了一个前提，所谓老年人并不是因为他退出劳动领域就可能完全丧失生活来源了，财富的积累已经形成。所以在我们国家社会财富增长越来越多的老年人有了一定的财产性收入的背景下，发展养老金融是避免他们单纯依靠劳动积累获取生存资源的一个积极取向，我以为这方面研究意义重大。后面两点，给老年人更多的工作权利和对他们的财富开辟更多的增长渠道，都需要政府政策的支持。

我国就业政策原来有政府安置就业的提法，后来转变成为政府引导就业；从积极的就业政策，转变为更加积极的就业政策，叫政府引导就业和创业，这给我们提供了很好的经验。养老保障如果能够确立积极的理念，制定具体的政策，就有了坚实的理论基础，并且使相关的标准确定和调整能够机制化，避免临时性、间断性的行政决策，而由此节约下来的养老基金，可以投向开发老年适宜的就业岗位，形成良性循环。

观点不一定对，完全是供大家参考的。谢谢！

汪泓：构建和完善多层次、立体养老服务体系



汪泓：中国养老金融50人论坛核心成员、上海宝山区委书记

下面汇报一下我们关于构建多层次的养老服务体系的一些想法。养老问题是我们今天论坛的一个主题，我们也看到，党中央、国务院高度重视，特别是十八大以后，我国社会保障体系改革中动作频频，最近的改革会议中明确指出，2017年要把社会保障体制的改革作为一个重点，我们今天的会议正好是非常实时来研究这个问题。

我们看到，在整个未来中国的养老体系发展当中还是会碰到很多挑战的。一方面，由于多种因素的交织，特别是老龄化的日趋加重给我们提出了挑战，养老服务多层次需求增长迅速，养老供给结构性失衡凸显，养老金供需矛盾日益尖锐；另一方面，人口老龄化通过影响劳动人口数量、家庭储蓄，对经济造成较大冲击。此外，伴随老龄化，

医疗保健支出上升，医疗资源紧张加剧，传统养老模式因家庭结构变迁，面临严峻挑战。

一、关于人口老龄化现状及养老事业发展态势研判。

从总体来看，全球人口老龄化有一系列特征。第一个特征，全球人口老龄化都在加速，2015年，全球有6.17亿人口年龄在65岁以上，到2050年将有94个国家的老龄化人口占比超过21%，其中有39个国家老龄化比例达28%以上。在出生率持续下降和人均寿命稳步增长双重作用下，到2050年，预计约20亿人年龄将超过60岁，约占总人口的22%。而年轻人所占比例将显著下降，2030年老年人口的占比将超过儿童占比。第二个特征，老龄化重心从发达国家逐渐向发展中国家转移。虽然发展中国家的老龄人口所占比例不高，但相对增长显著。目前，发达国家老龄化程度均在10%以上，明显高于发展中国家，但如下图所示，发展中国家老龄化加深的速度明显比发达国家快很多。预计到2050年，世界老年人口约有82%的老年人，即16.1亿人将生活在发展中国家和地区，3.6亿老年人将生活在发达地区。2012-2050，老龄化重心正从发达国家逐渐向发展中国家转移。第三个特征，延迟退休年龄成为各国缓解养老压力的重要举措。老龄人口比例上升大大增加了养老支出的压力，养老制度可持续性面临严峻考验，延迟退休年龄也几乎成为一种必然的趋势。尽管延迟退休、提高缴费率等措施总是引起社会的广泛争议，但都成为多数国家改革选择。欧洲、北美、大洋洲的大多数国家已经将退休年龄提高到63甚至66岁以上。

就中国人口老龄化而言，具有一系列特殊性：（1）中国老年人口基数大，截至 2015 年底，全国 60 岁及以上老年人口 22200 万人，占总人口的 16.1%，其中 65 岁及以上人口 14386 万人，占总人口的 10.5%。（2）中国人口老龄化速度快，由于我国 1949-1970 年的第一、二波婴儿潮正逐步老龄化，而 80 年代计划生育政策使得新生人口数量骤降，未来 20 年中国老龄化进入加速期，预计 2030 年 60 岁以上人口占比将接近 30%。（3）中国人口老龄化的区域差异大，我国最早进入老龄化的东部地区和最晚进入老龄化的西部相差近 30 年。与世界其他国家相反，发达国家老龄化一般城市高于农村，而我国农村老龄化高于城市；2020 年农村老龄化率先达到 20%，比城市高 5%；2030 年达到 29%，比城市高 7%，并将持续到 2040 年。（4）中国老年抚养比快速攀升，近年来，中国老年抚养比呈现上升趋势。随着老龄化不断加剧，老年抚养比将快速攀升，导致经济社会的发展将面临严峻的挑战。（5）部分人将面临“银发贫困”状态。一方面，未富先老，发达国家是在人均 GDP5000-10000 美元时进入老龄化，而我国则在 1000 美元时就进入了人口老龄化国家，属于典型的“未富先老”；另一方面，未备先老，养老服务体系 and 老龄产业发展滞后，养老难困扰着几代人；同时，未老先懒，就业参与不足，加之养老金增长快于低收入人群的工资增长的“倒挂”政策，很多人会陷入“银发贫困状态”。（6）养老服务需求巨大。根据全国老龄委公布的数据，目前我国城市老年人空巢家庭（包括独居）的比例已达 49.7%。大中城市的老年人空巢家庭（包括独居）比例更高，达到 56.1%。如果 5%的空巢老人需要

家政服务，则最低的家政需求岗位也超过 500 万个。

“健康养老”是社会养老的核心和前提，健康养老主要是为老年人提供有主的医疗、保健、康复、护理、休闲、娱乐服务。因此，大力发展健康养老服务业，是化解人口老龄化挑战的基本途径，它既是造福民生的公益事业，又是蕴含无限商机、具有广阔市场前景、推动国民经济发展的战略性新兴产业。

老龄化的人口结构带来了巨大的投资机会，按照 60 岁以上老人目前 2 亿人来计算，保守估计，需要医疗护理等高端养老服务的人群约为 5000 万左右，所有老人所需要基础消费+必要医养服务费，以及失能失智老人所需要的专门护理服务费，养老服务业市场空间 3 万亿。而这其中并没有把居住费用、休闲娱乐、重病医疗等中高端需求算进来，如果把这些也算进来，保守估计静态的养老服务业市场空间约为 4 万亿左右，而这一数字还将随着老龄化加速和人均收入水平的提升而呈现出级数增长的效应。

二、人口老龄化背景下养老问题面临的挑战

（一）养老服务多层次需求增长迅速，养老供给结构性失衡凸显

总体来看，我国养老床位平均水平远低于发达国家。2015 年全国养老服务床位数将达到 669.8 万张，每百名老人拥有的床位数达到 3.3 张。远低于发达国家每百人 5~7 张的平均水平。按照国际通行 5% 老年人养老机构入住率标准保守估计，当前时期，机构养老床位需求约 1010 万张，而目前养老机构总床位数约 669.8 万张，缺口达 340.2 万张。

（二）诸多因素交织，尤其老龄化，养老金供需矛盾日益尖锐

一方面，基本养老金缺口压力增大。我国基本养老保险基金覆盖的人数也不断攀升。到 2015 年底，我国基本养老保险已经覆盖超过 8 亿人，其中城镇职工 3.54 亿人，参加城乡居民 5.05 亿人。我国的基本养老保险基金规模也大幅增加，但养老保险基金收入增长有所放缓，而支出仍稳步攀升，从而造成原本持续扩大的养老保险基金年度收支差额出现下滑。另一方面，补充养老基金作用未能充分发挥，近年来，我国以企业年金为主的补充养老基金也呈现快速发展态势。截止到 2015 年，我国已经建立企业年金的企业有 7.48 万户，覆盖职工人数 2309 万人。2015 年，我国企业年金基金累计结存 9526 亿元与上述 35345 亿元的基本养老基金规模相比，仍然存在很大差距，企业年金未能充分发挥“第二支柱”的作用。

（三）人口老龄化通过影响劳动人口数量、家庭储蓄，对经济造成较大冲击

人口老龄化在两方面影响经济增长。一是劳动人口减少，二是家庭储蓄下降拉低投资。对 55 个国家和地区的计算模型显示，从 2015 年到 2019 年，老龄化将造成这些国家的国内生产总值下滑 0.4%，2020 年到 2025 年减少 0.9%。（1）劳动力萎缩。在出生率没有显著提高前提下，如果不延长退休年龄，人口老龄化直接后果就是劳动力萎缩。这将造成总产量锐减，除非生产力有所提高。依照联合国标准，假定所有劳动力在 65 岁退休、生产力不变，未来几年内，人口老龄化将导致发达国家经济减速三分之一至二分之一。（2）人口老龄化与储蓄

率呈现较强的相关性。从各国的历史来看，许多国家的总储蓄率和居民储蓄率的确与劳动年龄人口占比呈现正相关，从下图可以看出，自1990年至今，劳动年龄人口占总人口的比例与居民储蓄占GDP的比例显著相关。因此随着劳动年龄人口的进一步减少，储蓄余额也将继续下降。

（四）伴随老龄化，医疗保健支出上升，医疗资源紧张加剧

随着年龄的增长，人们的患病率和就诊率都会大幅上升。国家卫生和计划生育委员会统计数据显示，45岁后就诊的需求开始快速上升，55-64岁人群的两周患病率和慢性病患病率分别为32.3%和42%，65岁以上达46.6%和64.5%。伴随着老龄人口快速增长，我国城镇居民人均医疗保健支出逐年上升，对医疗保健行业的需求也处于不断增长状态。因此，中国略显紧张的医疗资源随着老龄化程度的加深承载着巨大压力。

（五）传统养老模式因家庭结构变迁，面临严峻挑战

随着计划生育政策的延续，出现了越来越多的“4+2+1”结构的家庭，即两个年轻夫妇要抚养4个老人和1个小孩。而目前中国的养老模式仍以居家养老为主，比重高达90%。而社区养老和机构养老等产业发展缓慢，分别占比6%和4%，远低于发达国家（例如，美国和英国机构养老的比例分别为20%和10%）。

三、宝山区老龄事业发展规划与思考

（一）宝山区老龄化及养老事业发展现状

就宝山区老年人口及老龄化程度而言，截至2015年底，宝山区

户籍 60 周岁及以上人口共 28.36 万人，约占全区户籍人口的 29.9%，80 岁及以上老年人口共 4.50 万人，约占户籍老年人口的 15.9%。

从全区现状养老设施基本情况来看，至 2015 年，宝山区养老设施 45 家，总占地面积 28.5 万平方米，总建筑面积 23.7 万平方米，核定床位 10088 张。其中：区级 1 家，宝山区福利院（位于长兴岛），核定 200 张床位；街镇级 44 家，总占地面积 26 万平方米，总建筑面积 23.2 万平方米，核定床位 9888 张。本区户籍 60 岁以上老年人口 28.36 万人，按照户籍老年人口 3.5% 的配比，需要养老床位 9793 张，在总量上基本满足养老需求。

此外，宝山区现状老年人日间照料中心 23 家，总建筑面积 9434 平方米，940 张床位；共有现状老年人综合助餐点 23 家，其中镇办 17 家，街道办 5 家，村办 1 家；总建筑面积 4943 平方米；按社区居家养老服务设施中心城服务半径 500 米、郊区 1000 米的范围进行分析，两类设施在各个街镇都存在较大的未覆盖面。

综合来看，宝山区养老事业发展具有如下特点：（1）设施分布不均匀。最多的一个街镇有 7 个，淞南镇、高境镇只有一个，其他一般街镇为 3—5 个。大部分街镇存在一定的缺口。（2）设施规模差异大。最大的一个养老设施用地 67900 m²，最小的只有 250 m²，一般都集中在 2500--6500 m²。（3）床均建筑面积差异明显。最小的为 10 m²，最大的为 57 m²，一般都集中在 20--40 m²。（4）运营体制多样。有 24 家为社会办，在后续运营管理中如何保证本区户籍优先，保证后续市场的平稳性；有 15 家养老设施无产证运营，难以保证持续运营。（5）

社区居家养老缺口较大。布局不合理，存在较大缺口。(6) 人口多样性下的规划和政策应对。现阶段的养老床位主要针对本区户籍老年人口，随着外区、外地来宝山人口的不断导入，外来老年人口对养老床位的诉求也在不断的增加，未来在养老床位规划应预留一定的空间。

(二) 人口和设施需求预测

1. 宝山区 60 岁以上老年人口预测

参考区民政局老年人口预测和《上海市养老设施布局专项规划（意见征询稿）》中的老年人口预测，同时，考虑罗店、顾村大居作为上海市大型居住社区，将有大量本市人口导入。在上述老年人口预测的基础上对其适当修正。此次，预测了宝山本区户籍、本市户籍（本区+外区）60 岁以上老年人口。

上海市和宝山区老年人口预测

| 年份 | 市级下发指标 | 本区户籍 60 岁以上老年人口(万人) | 本市户籍 60 岁以上老年人口(万人) |
|--------|--------|---------------------|---------------------|
| 2015 年 | | 28.36 | 36.2 |
| 2020 年 | 33.59 | 35.39 | 46.6 |
| 2030 年 | 38.03 | 43.38 | |

2. 宝山区养老床位需求预测

根据人口预测，按养老床位数占户籍老年人口 3.5%，测算养老床位的需求。宝山区现有街镇级养老床位 9888 张，区级养老床位 200 张。距离未来发展需求还存在较大缺口。

宝山区本区户籍人口预测养老床位

| 年份 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 60 岁以上本区户籍人口(万人) | 29.1 | 30.7 | 32.3 | 33.9 | 35.4 |
| 养老床位需求(张) | 10185 | 10745 | 11305 | 11865 | 12390 |

宝山区本市户籍人口预测养老床位

| 年份 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 60岁以上本市户籍人口(万人) | 38.3 | 40.4 | 42.4 | 44.5 | 46.6 |
| 养老床位需求(张) | 13405 | 14140 | 14840 | 15575 | 16310 |

(三) 对宝山区老龄事业发展的思考

1.宝山区多层次、立体养老服务体系的基本构想

(1) 多层次、立体养老服务体系的基本框架

以养老服务供给体系、需求评估体系为基础、以保障体系、政策支撑体系、行业监管体系为支撑的立体养老服务体系，构建确保“9073”养老格局，多元化、分层次、分阶段立体养老模式，逐步形成从物质保障到生活服务，从生理健康到精神慰藉，从单一主体到多方参与，有序发展的立体养老服务内容，覆盖各年龄层、各需求层的老年人口，以真正实现“老有所养、老有所居、老有所依、老有所医、老有所乐、老有所为”。

“多元化”：是指供给主体、需求主体、资金筹措、盈利机制及经营机制、服务队伍的多元化。“分层次”：是指按需求的不同纬度实现服务内容上的多层次，按照年龄层次和健康状况、收入水平、家庭类型等不同纬度，满足全体老年人多层次的需求。“分阶段”：立体养老服务体系构建一是采用“渐进式”发展，首先应对公众进行预告，二是要分步走，三是要迈小步，四是要同协作，发挥政府主导作用，五是要多举措，坚持家庭养老与社会养老相结合。

(2) 多层次、立体养老服务体系的实施方案

一是建立分层次的需求评估体系:引进需求评估机制，以年龄、身体状况、经济收入状况、家庭特点为维度，对老年人建立长效的需

求评估机制，提供不同特点的养老服务。体系共分四个维度：按服务形式划分，物质惠老和精神助老相结合。按年龄层次和健康状况划分，低龄自助志愿为主，高龄居家家庭责任共担，无法自理老人医养护结合。按收入水平划分：低端有保障、中端有供给、高端有市场。按家庭类型维度：家庭照料与社会化照料双轨并进。

二是筹划多元化的服务供给体系：供给体系的构成以政府为主体，市场、社会为支撑，家庭、自助为基础。政府主导，托底基本养老服务。政府承担“托底”和引导的作用，政策上支持社区的自行管理，多渠道筹集资金，加强管理监督职能，通过政府购买服务，推动社区养老服务的需求。

市场支撑，壮大银色产业。政府引导支持老年人生活照料、产品用品、健康服务、体育健身、文化娱乐、金融服务、旅游、高档养老地产业等养老服务业市场的发展。

社会支持，承担社会责任。引入老年基金会、慈善组织、养老产业相关企业、公共资源单位等社会化支持，整合为老服务财力、物质、人力资源，从而为社区老人提供生活照料、医疗卫生和精神慰藉服务。

家庭支持，强化家庭养老责任。通过提供丰富的社区养老服务，如对老年人赡养人或照护人员开展护理培训、志愿者与老年人结对关爱、举办老年文体活动，提升家庭养老的支撑力。

自助养老，互惠互利。开展老年人自助自救培训，组织低龄健康老年人为高龄老年人提供志愿服务（如：“老伙伴”计划），鼓励低龄老年人参与社区公益活动、完善时间银行政策。

三是政策支撑及保障体系。积极培养高素质的专业服务人员，加强养老专业化队伍建设。对社会力量兴办的养老服务设施给予在土地征用、资金补助、财政补贴、税收优惠、设施建设、市政配套、人员配备等方面提供扶持条件。完善为老服务设施，建立多层次为老服务项目。创新智能化养老服务方式，提高养老服务水平。2015年，我区探索实施“十万老人社区居家养老服务一线通——银龄居家宝”，推进智能化养老服务平台建设，并将逐步实现服务平台的全区覆盖。

四是严格规范的监督体系。一方面，建立统一的经济状况审核体系。制定享受财政养老服务补贴的标准，对符合标准的老人，依据享受财政养老服务补贴标准，由政府对其入住养老机构、购买助老服务、购买紧急救援服务等给予适当补贴。另一方面，严把行业准入标准，组件评估监管机制。严格实行行业准入制度，依据法律规定的基本条件和基本标准，做好养老机构的规划设置、资格申请和登记审批工作，确保服务机构的从业资格，维护行业的良性竞争。同时，规范公办养老机构供给标准。严格规范入院标准。统筹评估不同群体的养老需求，明确收费标准。为“三无”老人、高龄困难、弱势老年群体提供适当补贴，体现政府保障的“底线公平”。可通过网站及时公布轮候的情况及入住人员信息，接受社会监督，确保公开、公平、公正。

（3）已推进的多层次、立体养老服务体系的若干政策

第一，建立明确的养老服务需求评估体系，开展服务需求评估机制。针对宝山区各街道辖区内不同层次的老年人，依托社区，借助第三方评估平台，进行普遍式的养老服务需求登记，分类别分阶段地进

行需求评估，对付费式的养老服务费用进行调研评估制定市场标准。

第二，解决全区内的“医、养、护”一体化机构养老壁垒，加强养老机构提供基础医疗服务的能力。通过联席会议解决尚未解决的“医、养、护”的问题，将内设医疗机构的养老机构纳入医保结算范围、在无内设医疗机构的养老机构中进一步加强医疗服务、推进养老机构积极申办内设医疗机构、增加养老机构的医疗设备、加强养老机构提供基础医疗服务的能力。

第三，扶持发展不同层次民办非营利性养老机构，着力优化养老机构空间布局。广泛发动社会力量形成养老服务经费投入机制，投资发展不同层次的民办非营利性养老机构，集成高端养老服务社区建设；明确养老机构建设标准和服务规范，通过第三方评估机构依据标准和规范进行评估、考核、奖惩，提升养老服务质量与公众满意度。

第四，职业培训及培养养老服务人才，加强养老专业化队伍建设。以养老机构、老年护理院、家政公司等为载体，开展养老服务专业培训。积极联合技校等相关培训机构，鼓励当地学生选择养老服务专业。

第五，成立养老服务志愿者团体，吸收各年龄层次的志愿者服务。与青年志愿者协会对接，形成青年与老年服务的联合，以社区为落脚点鼓励青年对老年人的志愿服务。成立针对低龄健康的老年人的志愿者团队，建立老年服务志愿时间积累政策，明确近期志愿服务时间与远期养老服务时间的兑换，从而鼓励低龄老年人积极参与。

谢谢大家！

熊 军：提高养老基金长期回报



熊军：中国养老金融 50 人论坛核心成员、全国社保基金理事会规划
研究部巡视员

各位领导，各位专家，我就提高养老基金的长期汇报向大家汇报三个观点：第一，理性确定养老基金长期平均风险敞口。第二，理顺运营机制和管理体制。第三，坚持创新发展。

随着经济社会发展，人们生活水平在提高，对养老保障的要求也在提高。与此同时，中国也进入了人口老龄化的阶段，公共养老体系的支出压力不断加大。解决这个困境，在于调整养老结构，第一支柱比例降下来，第二支柱、第三支柱发展起来，这样也是现在总的水平稳定和提高基础上来减少压力。第二、第三支柱是积累的制度，这个时候投资就变成了核心的问题。简单的计算就表明，长期回报对养老

待遇的影响非常大，这个简单的案例现在说明，6.5 的回报率和 3.5 的回报率在 40 年的期限里会使得你的养老福利相差 1 倍以上。

大家都清楚，长期回报主要来自于三块，核心是第一块，长期平均风险敞口得到了市场回报。所谓长期平均风险敞口，就指在较长期限里面，养老基金投多少股票、投多少债券，这个跟资产配置的本质是一样的，但是更加突出风险这个概念。另外两个回报，主要来源于受托人的投资管理能力和投资管理人的投资能力，是通过社会的动态调整和选时、选股等实现的资产回报。

在养老基金的长期回报里面，第一部分是主要构成，第二部分是第三部分因为规模比较小很难支撑养老基金对较过长期回报的要求。

第一个观点，如何来理性确定养老基金的长期平均风险敞口。大家都清楚，收益率波动较大的资产，长期平均回报率是较高的，你要追求较高的长期回报，就必须承担一定的收益波动的代价。但是每个人承担波动的能力又是有限的，这种情况下理性的选择就是以可以承担的风险水平作为长期投资的基础，把可承担的风险水平具体化就是我们所说的长期平均风险敞口。

如何来确定一个长期平均风险敞口呢？就是要平衡好管理短期波动风险和提高长期回报两方面的要求。如果说你过于强调说不能波动，结果也是很清楚的，你的长期回报会下降，最后福利会下降。如果我不管短期波动，我只想追求较高的长期目标，显然也是无法实现长期回报目标的。所以两种情况都会导致我们的养老保障不可持续。

当前问题就是，现在法规里面把确定长期平均风险敞口的职责给

了受托人，但这个事情影响巨大，所以说我的一个建议就是，在这个上面应该多做一些调整，委托人和受托人之间应该针对不同风险敞口之间基金的长期回报这个问题高度地重视、反复地沟通，要了解不同的风险敞口之下最后的结果会是什么，把这个问题沟通清楚以后，后面整个基金的管理矛盾就会化解很多，否则它的资产就会被扭曲。

我给了几个案例，加拿大的 CPPIB (Canada Pension Plan Investment Board, 退休金计划投资委员会)，过去十年的平均回报是 7.3%，大家看看风险敞口，长期平均风险敞口，股票资产占了 65%，本国国债 30%，外国国债 5%，当然它的收益率也是波动的。

大家再看看，挪威的政府养老金全球基金，它的长期平均风险敞口定义的是股票及股权 60%，固定收益 35%、房地产 5%，当然它的收益率波动也很明显。

日本的国民 GPIF (Government Pension Investment Fund, 政府退休金投资基金)，它的回报不是太好，2.7%，但是相对来看也是不错的，因为 2001 年以来工资增长率只有 0.1%，它的目标是战胜工资增长率。在 2012 年以前投资非常保守，所以说它的权益风险敞口加起来境内的和境外的只有 20%，其他的是固定收益率。但是它在 2012 年以后逐步地认识到这个问题所带来的危害性，做了政策上大的调整，所以现在来看，它的权益风险敞口已经提高到 50%了。当然 2012 年以后，正好赶上市场的机会，取得较好的回报，但是波动加大，在 2015 年取得了负的收益。

要提高养老基金的长期回报，第一个要深入思考的问题就是，我

们现在长期平均风险敞口是否合理。多数人都把波动风险看成是已实现的投资损失，所以无论是监管部门还是委托人，都是强调不能出现年度甚至季度的负收益，但是我们要想，这样的要求是不是真的符合养老基金的利益。如果说你强调不能出现一个负的收益的话，就相当于说要把风险资产的敞口压得很低，当期资金安全是很高的，但是长期收益率低下是无法避免的。而且市场上普遍采用的策略，我们称之为保本策略，通过固定收益做一个安全垫，看风险资产趋势出来的时候，再逐步加大风险资产的敞口，这样做正好是做成了顺周期的投资，这就是标准的追涨杀跌，结果把一个长期性的资金变成一个非常短期的资金行为，反而不利于资金的安全。而且在这种理念指导之下，大家都是相机决策，但是相机决策投资者在市场来说有多少真正的占领市场呢，也加大了主动风险。

另外一个问题，因为年金化里面有年轻人、年老人参与，他们承担风险的能力不同，有个别化的需求，因为一刀下去以后，可能有老年人难以承受风险的问题，这个问题很容易解决，分层来确定资产配置，这个时候考虑用一个基金架构，管理上不增加难度，底层资产管理组合不受影响，做一个处理就可以。

第二点个观点，完善运营机制和管理体制，主要谈三点：

第一，明确委托人、受托人和监管部门的职责界限。现在能很明显地观察到，委托人直接干预或者过度干预基金运营情况是比较普遍的，出现这种情况的原因是对长期平均风险敞口本身没有定义，说把整个投资过程变成了一个相机决策的过程，当委托人和受托人对市场

的理解不一样的话，就发生了分歧，分歧就要干预。

解决这个问题，我觉得最重要的应该是委托人基于受托人管理合同，应该把大量的精力放在长期合作目标、可承受风险能力、长期平均风险敞口、绩效评估办法等非常实的内容上，涉及到风险管理等一系列问题。通过这些内容来体现对基金投资的要求，监管部门也应该尽可能地减少对具体运营业务的审批，完善现有的投资运营法规，重点放在促进信息披露，促进受托人提高投资管理能力上面。避免利用现有的法规直接管到投资组合层面，因为那个是受托人职责，避免出现直接的定义和审批投资管理人，因为这也是受托人职责。在法治和管理合同和相关法规明确规定的范围之内，要理顺体制、运营机制，要赋予受托人投资决策权。

第二，用相对回报体系来代替简单绝对回报。我说的相对回报，以长期风险投资敞口作为长期投资的锚，针对经济市场变化进行有限调整，有效控制养老金的风险水平。相对回报体系是将长期投资目标经资产配置转化为长期风险平均敞口，用长期平均风险敞口的市场回报作为基金的中长期投资目标，最后各类资产的市场回报落实到投资组合上去。我们说的简单的投资回报，是指预先预设中短期的投资收益目标，把事先的目标交给受托人和投资管理人来相机决策。

比较一下，相对回报体系有一个很明显的优点。第一，因为你的风险敞口明确了锚，所以资金安全有保障。第二，是用市场的回报来评价你的管理业绩的，充分反映市场的环境，客观性很强。相对回报有一个很强的内在风险控制机制，举一个例子简单说明。假如你的长

期风险敞口是 30%的股票和 70%的债券，你现在股票涨了很多了，你变成了 45%的股票和 55%的债券了，这个时候所有的管理人面临的问题就是，你要用这个组合战胜你的评价基准的话，你要防的不是上行风险，而是下行风险，这个机制就会引导你把风险敞口从 45%拖到朝 30%靠近，把风险降下来。

与此相同，如果市场大跌了以后，假如跌了一半，风险敞口从 30%变成了 15%，拿 30%考核你的时候，你面临的是资产价格上行的风险，因为一旦上行考核评价机制会指引投资者去把股票的风险敞口从 15%逐步往上加，朝着你的 30%靠近。所以说这个过程是有很强的指引作用，而且和长期投资目标联系非常密切，可操作性也非常强。简单的绝对回报我就不细说了，缺乏这一系列的优点。

第三，要学习借鉴海外公共养老金管理体制，采用适应资本市场竞争要求的管理体制。尽管养老基金的投资管理是一个属于公共服务的范畴，但是在海外研究西方发达国家的公共养老金的管理体制是明显的区别于一般的政府部门，很少去直接套用行政机关的管理体制，而是给予这些管理机构在内部设置、薪酬体系、人员录用和经费投入方面较大的自主权。这么做，就是因为公共养老金管理机构要参加资本市场的竞争，必须采用适合资本市场竞争要求的管理体制。具体的执行上面，相当一部分直接采用了公司制。还有一部分采用的是董事会受托的模式管理公募养老金，采用受托模式的时候普遍都采用的是决策职责和执行职责相分离的双层架构。决策层是依法设立的基金理事会，通常由公共养老保障利益关联方代表组成，是基金受托

人，是基金管理责任主体，负责制定基金投资管理重大政策，包括投资目标、投资基准、风险政策、战略资产配置、投资指引等等。执行层面上，一般是由理事会下面组建的或者专设的资产管理机构，这些机构采用公司制，它的职责主要是来执行受托人制定的投资决策，为受托人提供意见，接受受托人的监管。

最后一个观点，关于创新投资理念。说到创新，过去我们在管理养老基金的时候经常关注的是某一类资产风险，现在大家更多的是从单一资产类别放到资产整体进行考虑，理念发生转变，而且从过去说管理资产的时候严格的控制波动风险、应用风险，转变成为把风险看作是获取收益的一种资源，在既定的风险水平上去获取市场的回报。

投资模式的创新也出现了新的态势，比如说过去大家讲的是以资产类进行划分做资产的配置，现在越来越多领先的机构是从风险驱动因素划分，打开资产类别的限制，以风险驱动因素配置来解决整个基金的风险管理的问题。

投资领域的创新更是如此了，养老基金的发展里程，从固定收益到股票、到 PE 等等，这个过程体现了体现养老基金投资的时候从高效市场朝低效市场迈进，试图通过在低效市场里面取得超额回报。

投资工具创新，从过去以预期收益率为导向管理资产，逐步变成以可承受风险为导向管理资产，以适应所有人的风险偏好的要求。

投资策略的创新，更是要适合整个经济和市场变化来制定相应的投资策略。

我就给大家报告这么多。谢谢大家！

钟蓉萨：推动长期投资，共建养老金融生态



钟蓉萨：中国证券投资基金业协会副会长

非常感谢今天有机会来中国养老金融 50 人论坛的一周年年会，在一年的时间里能取得这样的成就是非常不容易的，我也非常荣幸能和董老师他们一起成长，一起来推动中国的养老金融事业。刚刚王理事长讲 REITs，汪书记讲到的养老服务，我接下来想从资产管理行业为养老金和养老服务提供供给侧服务的角度发表一些看法。

大家知道，我们在推动短钱变长钱，上次在论坛上海峰会上党俊武主任跟我不谋而合地谈到，我们如何能够把市场里的短钱通过第三支柱的机制变成长钱，这可能是我们的目标。我们接下来要研究的，是把短钱变成长钱之后，这个钱往哪儿配置。刚才熊主任也讲到，我们的长钱不能以绝对回报为目的，那我们去配什么东西呢？去年以

来，我们办论坛，做第三支柱及其他相关的课题研究，今年上半年我们还做了跟 REITs 相关的路径研究，下半年我们在做 REITs 在中国如何落地的相关规则的研究。

为什么做这种研究呢？大家也看到，其实整个养老金资产配置多元化是一个必然的趋势，不管是美国、加拿大还有其他的国家，都进行了养老金资产的多元配置。大家看到我们其实固定收益和股票以外，实际上有很大的一部分是另类，另类里边有很多，包括 PE 和很多其他的东西，但是我们发现事实上在我们整个配置的资产里边缺少了一类的，也就是说，除了一些结构化的对冲产品以外，很重要的一部分也是房地产的投资以及房地产基金的这种形式。刚才王理事长也在讲，他上次在我们 9 月份的 REITs 论坛上也提到用基金架构来搭建我们 REITs 的结构。未来我们可以通过搭建这样的架构，让养老金或者包括长期的保险资金，一些慈善基金，能够配置到相对固定的、有稳定收益的产品，这是我们这半年来做的研究。

大家也知道，包括耶鲁基金、哈佛的捐赠基金，他们的配置都是非常多元化的，包括 PE、VC、不动产的投资，也包括绝对回报的资产，来支撑他们长期资金资产配置的需求。

前两天我参加一个会，大家开玩笑说，耶鲁基金的 PE、VC16% 的风险投资比哈佛要成功很多，哈佛花很多的钱将投资经理请到哈佛，而哈佛获得诺贝尔奖的教授都没有拿到这些钱，哈佛花这么多钱从华尔街请了这么多人还跑不过耶鲁。其实耶鲁 VC 很多是他们的校友，校友在很早期就投入到了他们的项目上，后来的包括 Facebook、

苹果、雅虎的项目，包括国内的高瓴投的京东，都是非常好的项目。我们要找到适合养老金相对更长期的、可能流动性看似不是那么好的一些资金的配置，借鉴国外一些长期性资金配置的经验。

但是相对而言我们国内养老金的资产配置就比较单一，主要还是在投二级市场的股票和债券，对于一些长期配置的比例相对就比较低一些。我们也看到了，包括基本养老和企业年金、职业年金，实际上大家已经开始在尝试直接投资，包括一些基础设施的债券，这方面的资金比例逐渐在提高。这种安排的目的正是为了长期资金配置，否则都跟二级市场关联性太高，无法来满足刚才我们的这种风险长期的收益。

从 2008 年以后，包括我们国家 2009 年的 4 万亿，全球其实都还是在量化宽松的大环境下。总体来讲，在这种大环境下各种钱都在找长期资金的解决方案。看一组数据，就对冲基金的新兴市场这一块相关的收益而言，大家看到，其实它在前几年的时候都是排在第一、第二、第三、第四，第一名其实排了好几年，从 2008 年金融危机之后就掉到下面负的收益，现在整体的收益也不是那么好的。光在市场里寻求这样股票或者债券的风险还是比较大的，以此形成长期收益还不是那么容易的。

我们为什么研究 REITs，我们国家 30 年的改革开放，30 年以来我们的房地产可能涨的非常高了。现在 20 多岁，30 多岁的年轻人未来 20 年如何有相对的保障呢？我们发现这种 REITs 的产品，我们把 REITs 虽然叫房地产，但是现在我们希望在整个住宅的房地产其实涨

的非常高的情况下，不仅仅要赢得房地产的基金（我们界定为是不动产的基金），而且还应该关注在土地上能够涨起来的，能够有固定的租金收益的这样的资产，包括刚才王理事长讲到的如何盘活我们现有的培训中心等国有资产以及汪书记讲到的养老院和相关资产，都可以做成我们的标的，这些东西也能够服务我们的养老产业。除此之外，包括一些其他的养老资产，比如大数据中心、云平台，手机通讯站，这些基础设施都是可以拿来作为投资标的的。我们最近在研究 REITs 过程中也有人跟我们说，REITs 实际上是一种股票上市，我现在也逐渐在找证据说不是，当然我也希望能够说服大家理解这个东西不是。为什么？它实际上是用租金收益来满足基金的收入，股票的 IPO 实际上是买未来的，买这个上市公司未来的成长，但是 REITs 本身来解决的是基金，就是所投的这个资产本身的现金流来满足我们这种需求，所以我觉得这两个东西是不一样的。

另外，我在上次的 REITs 论坛做主持的时候问过国外的一些专家，因为美国实际上是有公司型基金的，我们都是契约型基金。我们所谓的基金架构，新加坡的模式实际上是在《资金法》下面特别法来做的 REITs，但是在美国看似比较权益型的、IPO 型的 REITs，我们觉得它可能是公司型基金下的运营解决方案，但是我还没有完全得到证明，这是我努力在证明的。这种结构他是把应税所得的 90% 以上拿来分配的，就是租金的 90% 按照半年或者一年的方式，分给我们的 REITs 的持有人，剩下的没有分配的部分，会按照公司相关的税率来缴。

所以过程中我们也发现，我们说第三支柱的税收递延实际上是一种税收的制度安排，其实 REITs 本身在美国也是在七八十年代的时候的一种税收的制度安排。我们大家都非常关注这些东西，刚才姚所说有研究课题，我们也希望这个课题也能作为我们的研究课题，希望能够积极来参与推进这方面的工作。

接下来组织架构和上市要求，既有公司型，也有基金型，契约型的，两种都存在的，既可以上市，也可以不上市，一般情况下类似我们封闭型基金的上市安排。但是在封闭型基金里面其实是可以增发份额的，如果不上市每年至少要进行一次允许大家赎回的安排。我们现在也在研究 REITs 本身，如果它能够保证收益的话，很大程度上允许它有杠杆。新加坡这种模式的，规定他的杠杆不能超过 45%，在美国其实没有具体的规定，但是他实际上的操作里头应该也不超过 46%。

我们为什么说 REITs 是长期资金投资的一个重要标的呢？刚才我也讲了它的特点。首先，在美国的方式或者新加坡的方式里 REITs 基金是一个非常低门槛的产品。其次，刚才说是一种税收安排，是避免双重征税的。另外，刚才讲 90%要分红，所以实际上是高分红的产品，而且不管是通过房地产的专业管理人来提升房地产的价值，还是说通过基金的管理人来提升它的资金运用的价值，它都是通过专业的管理人来进行管理的，同时，它是在二级市场可以交易的，所以流动性非常好，信息披露也非常好。此外，它是严格监管的，而且运作是透明的。而且它跟传统的资产关联性是非常低的，大家都知道我们的

配置要取得收益就需要让它的相关性低，房地产总体与股票、债权的相关性是非常低的。就是因为有这些特点，它提供了长期稳健的现金流的回报，这个特点契合了我们包括养老金、慈善基金这些长期资金的需求。

我们也看到，美国上市 REITs 的 75% 的市值都是由养老金、机构投资者和共同基金以及 ETF 来拥有，这就是为什么我们希望在我们的中国能够尽快推出类似 REITs 这样的产品。

最成功的 REITs 应该是美国，其次主要是在亚太，亚太主要是新加坡和香港，这两种模式。从他们这种投资范围来讲，其实都是覆盖了包括公寓、写字楼，工业的一些用地，数据中心、医院、仓储，尤其像印度比较成功的，实际上是专门有基础设施的 REITs，所以其实像这些东西都是可以作为标的来做这样的不动产的基金的。

另外，我们最近也参与了国务院发展研究中心关于怎么用 PPP 来降低政府的债务、化解政府债务、盘活存量资产、提供长期工具等方面的研究。我们上次的论坛之后也给证监会专门写了一个报告，领导其实也希望我们能够积极地去研究，把它落地。上次在我们论坛上，包括财政部金融司的司长也在我们的会上进行了发言，也非常积极支持我们，希望我们能够用 REITs 来做 PPP 的相关项目，这些项目本身在未来也是我们的养老金或者长期资金其实能够配置的标的，这个方面我们也在努力的尝试。

我们上半年其实也做了 REITs 的这种路径研究，应该讲，如果从远期的目标来讲，确实应该是一种税收的安排，REITs 本身其实也是

一种税收递延，就跟我们说个人账户递延是比较像的，在这个时点上不收税，只有在未来真正的资产出让的时候才会去收税。所以实际上这个长远目标在我们中国目前也在积极地游说包括财政部一些相关部门他们更好的理解这个结构。实际上我们也看到，其实我们财税部门的领导他们已经有七八年的时间来关注 REITs 这个产品，比我们理解得更深，我觉得可能需要一个契机，需要我们大家一起来去游说这样的产品。这是长期的目标，让大家怎么能够理解这样一个税收递延的机制在我们中国落地。

其实中期的目标，我们原来也想，是不是能够在中期推出相对权益型的 REITs 产品，但是在制度上，因为大家也知道，《证券法》本身对于证券的范围还是比较有限的，把一些资产放进去目前在法律的授权上有一些限制。所以我们目前中期的目标也还在努力地研究。我们最近在研究，能够通过上面 REITs，底下 ABS 这样的结构，包括 PPP 的资产证券化，也包括很多资产的证券化，这种方式是不是通过 REITs 的方式投资资产证券化的模式。但是这中间可能存在的问题就是 ABS 毕竟是私募的东西，如果我们搭了一个公募的架构，是不是把这样一个风险外溢。前段时间我们去法国做了一个中法论坛，所以大家也看得见，尤其在欧洲这样一个基金的架构下，他们有很多的基金，实际上是一个机构投资者基金或者专业投资者基金。零售有一类基金叫零售基金，零售基金就是给散户的，所以我们现在也在想，是不是在中国也能推出一类基金投资者基金，大家看美国的年报的时候有一类就是机构投资者基金，那样我们在推试点的时候是不是可以通过这

样的架构，让我们机构投资者去尝试下 ABS 这种结构产品，我们也在积极地论证研究。大家也看到除了做养老金以外，越来越多的机构投资认可我们公募基金现在的一个制度优势，大家也能看得见今年有那么多银行理财委托基金管理公司来进行管理。我们觉得如果有类似这样一个产品，会对我们基金行业未来的发展有很好地推动作用，我们也会努力在这个路径上进行探索和安排。

我也大概讲了一下这个结构，未来也许是我们的子公司或者证券公司，他们在 ABS 上来做一些资产证券化的安排，在上层架构上能够去搭 REITs 的结构，能够让我们的养老金做这种安排。我们在下层的资产可以把刚才说的养老社区这些不动产作为我们的标的，来搭成这一架构去解决这样的问题。

我自己觉得在这种结构下，可能不一定是公募基金，也可以是私募基金，大家也知道私募基金目前也是我们基金业协会的会员，所以其实我们两种模式都可以加，来符合机构投资者他们的诉求。

最后，我们非常乐意今天跟大家一起，来推动养老整体的金融生态的完善和发展，我们是一个大的买方协会，也是大的资产管理协会。刘主席上周末在我们会上讲了，是一个资产管理行业的协会，我们希望跟在座的各位一起，共同努力，把我们的养老事业推向更美好的未来。

曹德云：保险资产管理要坚守先进经验



曹德云：中国养老金融50人论坛核心成员、中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长

今天下午听了前面几位专家的发言，增强了我对于养老金融的认识，以后更好地为养老金融服务，这对我们行业来说有很大的借鉴意义。最近几天大家也都知道，保险资金又得到了前所未有的高度关注，这对于一个行业、一个市场或者一个企业来说是必不可少的。当然我理解为，这种关注大约分两个维度，第一个是，如果你行业发展得很快、很好，也容易受到大家的关注，你在市场上这种影响力和话语权优势是不一样的。第二个关注，有可能你在运行的过程当中出现了这样或者那样的问题，也得到了市场的关注。我想这两种关注的结果，我觉得对于一个行业发展都应该说是好事，这就属于辩证法所谓的转

换。

我从第一个维度讲，的确保险业这几年，无论是发展的速度、发展的质量、发展的规模上讲，都取得了引人注目的成绩。

我们先来看几个关键性的指标。第一个指标是保费，到今年的10月底，保费规模2.7万亿，9月底已经超过了去年全年的水平，到今年年底3万亿肯定没有悬念，这是一个指标，同比增长了30%多。第二个指标是资金运用的规模。现在资金运用的规模大概12.9万亿，比年初增长了16%。第三个指标是资产的规模，到现在应该14.6万亿，到年底我想可达15万亿，应该也没什么问题，比年初增长幅度20%多。从收益的角度也是，我们大致做了一个统计，从2004年到2016年的10月底，整个实现了同比投资收益在3.6万亿左右，年均贡献度应该是2千亿元的收益，年均收益率是5.3%。我觉得从这四个指标可以看出，大家关注这几年保险资金的快速发展，对于在市场上一个机构投资者的身份，或者说实体经济当中以支持和促进实体经济和民生建设的这么一个角色，引起了从上到下的关注。

此外，资产的质量比较令人放心。我们也做过统计，无论是从存款市场、基金，还是债券，包括我们实体经济的项目，都处在一个比较安全、比较优质的状态，同时，市场的影响力也在逐渐的提高。比如说基金市场，最大的机构投资者，股票市场，第二大机构投资者，债券市场，我们第三大金融机构投资者，另外在实体经济当中，这几年我们总共投资达1.6万亿，凡是大家所熟悉的比较好的重大的国家项目背后都有保险基金的身影，无论是高铁、还是西气东输、还是南

水北调等等这些项目背后都有保险基金。这个情况下它得到了社会的关注，我觉得这种关注对我们行业来说更多的是一种鼓励，因为毕竟周围的保险业处在一个发展的初级阶段，实际我们有很多事情需要做。

从第二个维度看，的确不是没有问题。我觉得从保监会历次对外的表态来说，行业的运行当中的确是有问题的，比如说我们管理粗放的问题，特别是在保险经营过程中，由于管理的粗放导致负债成本始终降不下来，负债成本下降的速度远远低于市场利率的下降速度，所以这是一个令人很忧心的问题。很快把负债端的压力传导到资产端，我觉得这是一个。再比如说，有些个别公司在投资上的一种盲目和一种冲动。这个东西在社会效益上的确不好。保监会和整个行业都对这种现象早已注意，并且采取了很多措施。通过调整保险产品的结构来优化负债，通过对于一些个别公司的警告，甚至最近停止了他们的投资资格和主营业务资格，一直在采用很多措施。从这个维度讲，大家的这种关注对我们行业未来的发展我觉得是一种督促。一个行业发展过程中，很可能遇到这样那样的问题，还希望无论各行各业包括我们市场，对一个处于初级阶段行业的发展，一定要有一个客观的、公正的、适宜的态度去观察它。

当然我们也有一些好消息，6日我对接到了全国社保基金理事会，我们有6家机构入选，这的确也是一个很令人高兴的事。实际上6家入选机构恰恰也是第一个维度关注的结果，现在的企业年金市场总共9千多亿，我们管理的规模大概应该在4550亿左右，占总市场规模

业绩在 53%，占法人机构管理的企业年金规模大致是在 73%。我想这几家机构的入选也占了整个入选规模的大概 87%，这也是全国社保基金为代表的社会资金对我们行业的信任，对我们同样来说也是一种鼓励。

今天为什么在养老金融论坛上谈到保险的问题，因为我始终认为，养老金跟保险之间有一种天然的、直接的、密切的联系。比如说它们都属于长期性资金，他们的投资理念和风格上很相近，比如说我们经常要强调，保险资金的投资理念是在资产负债匹配管理基础上的长期投资、价值投资和稳健投资，追求的是收益类的长期、稳定、可持续，这是对我们保险投资理念的一个概括。但是想一想，我跟王理事长在一起谈，实际上我们的投资理念跟全国社保基金很像，这两种资金之间有一种天然的联系。我想保险资产管理机构还是我们的养老金的管理机构，作为基本养老保险基金或者是全国社保基金，以及未来的职业年金或者企业年金的管理，我觉得有天然的这种优势，它理念的相同。

而且我们这个行业，我觉得最大的优势可以概括为三个方面：

第一，投资领域十分广阔。刚才包括钟会长讲到，国外比如说无论是耶鲁大学基金，还是其他的基金，它们配置的范围就很广泛，同样，实际中国目前保险资金的运营范围，与国际没有太大的差距。我们把它概括为，从传统到另类，从公募到私募，从境内到境外，从虚拟到实体，这就是我们概括了整个的投资范围。

第二，保险资金始终强调的是战略配置或者长期配置。这种跟其

他各类管理机构有很大的不同，因为保险资金我们强调必须有战略配置，上午也有专家讲到，实际上战略配置或者长期配置恰恰决定你最后回报的八九成。

第三，这个行业最大的优势就是信用风险的管理能力。现在我们所有大的资产管理公司和保险公司都有自己内部设立的信用评级的部门，而且这些信用评级、内部评级的部门所采用的标准和模型，可能属于是国际化的。所以说我们现在对固定收益类的投资基本上是以我们内部的信用评级为主的，我觉得这是我们很大的优势。

在纷繁变化的市场面前，无论是保险资金还是养老金，在投资理念上一定要坚守住自己固有的价值倾向。我把它概括为一个长期投资、价值投资、稳健投资和责任投资，就是说我们始终要意识到，我们这种长期资金的管理，所承担的责任，与其他的资金还有很大的水平。比如我们承担的对社会公众的责任，所以无论是养老金，还是保险资金，实际上都是大家的养命钱，或者是跟大家的生活密切相关的资金，所以你必须要对社会公众负责，你要保证它的保值增值，你要维护好这些资金持有人的利益。第二个责任是对市场的责任。你作为一个成熟理性的机构投资者，对市场承担的价值取向的引导、市场的稳定运行、市场的建设责任，这是你作为一个机构投资者必须要承担的这么一个责任。还有社会责任，我们最近跟人民银行连着开了两次绿色金融的会，这方面保险资金始终还是很重视。比如无论是投资基础设施、投资不动产，还是投资股权，我们明确规定，凡是国家产业政策限制的我们是不能投的，包括高污染、高耗能、高投入，这些项

目是不能投的，最后导致我们投资的项目必须要有社会责任意识，我们也做了一个统计，目前为止我们 600 多个产品当中，有 180 多个项目在人民银行、发改委所列的绿色金融、绿色投资的范围之内，占到总项目的 33%。从投资规模超过了 5 千亿，占我们实体经济投资的 40%，后来我跟人民银行，跟马首席谈，他觉得是很惊讶的。所以说社会责任对我们来说也是很重要的。

无论市场怎么变化，我们要坚守我们的投资理念，无论是保险资金，还是养老金，特别是我们的保险机构作为养老金的受托管理机构，更应该意识到自己肩头的责任。无论市场环境怎么变化，你要有同和不同、变与不变、为和不可为，这三个关系一定要科学地把握好，这样才能履职尽责，才不愧对国家、不愧对社会公众、不愧对我们这个市场！我就简单的给大家汇报这么多。

导读：养老金融观点集萃栏目是《养老金融评论》近期就养老金融领域的相关研究和观点的摘录，旨在分享观点、探究问题、启发思维、推动创新、促进交流。本期我们选编了对外经贸大学保险系副教授、牛津大学访问学者孙守纪对于斯坦福大学经济系教授 Raj Chetty 关于自动缴费机制比税收补贴政策对养老金储蓄影响的研究评述。欢迎大家向本栏目投稿。

孙守纪：鼓励退休储蓄政策哪家强？——积极和消极储蓄者的视角



孙守纪：对外经贸大学保险系副教授、牛津大学访问学者

面对席卷全球的人口老龄化，为了鼓励人们增加养老储蓄、积累养老金，避免陷入老年贫困，各国政府也真是操碎了心。学术界也为此献计献策！归纳起来，鼓励人们增加养老储蓄的方式主要有两种。第一是方式是提供税收优惠，对养老储蓄免征或者少征个人所得税。该政策背后的逻辑是每个人都是精明的理性人，税收优惠使得养老储蓄的收益增加了，或者从另一个角度而言是养老储蓄产品的价格降低了，这样自然会吸引人们增加养老储蓄。这是信奉新古典经济学理论的专家推荐的政策建议。第二种方式是设立自动缴费机制或者称之为默认缴费机制，每个人在工作之初，政府就已经为其开设好养老储蓄账户了，每个人缴纳规定比例的养老金，除非个人明确选择不缴纳，才可以退出该计划。这一政策背后的逻辑是大部分人都具有某种惰性的，如果政府让个人主动选择开设养老储蓄账户，由于惰性的原因，大部分人可能都不会开设，同样，如果政府让个人主动选择退出已经开设好的账户，大部分人都不会选择退出。因此，这种自动缴费机制能够增加人们的养老储蓄。这意味着增加养老金储蓄需要政府的“助推”（Nudge），这是行为经济学家极力推荐的政策。

讲到这里，大家自然会问这两种政策的实际效果哪个更好呢？斯坦福大学经济系明星级教授 Raj Chetty 使用丹麦拥有 4100 万观测值的大数据（administrative data）巧妙地给出来令人信服的结论。总的结论是自动缴费机制比税收补贴的效果更好，而且好了很多！税收补贴政策主要影响那些高收入、金融知识丰富、最不需要政府干涉养老规划的少部分人群。而自动缴费机制会增加大部分人的养老储蓄。

具体而言，政府对养老储蓄每补贴 1 美元，增加的储蓄仅为 1 美分。在增加退休储蓄方面，自动缴费机制比税收补贴更加有效，主要有三个原因：一是真正受到税收补贴影响的人群极少；二是税收补贴产生了很大的挤出效应，储蓄只是在不同储蓄账户之间转移，并不能增加储蓄；三是税收补贴并不能增加大多数消极储蓄者的储蓄，而他们恰是最需要增加退休储蓄的群体。

作者的估计表明，大约 15% 的个人是“积极的储蓄者”，他们对税收补贴的反应是把资产在账户之间转移；大约 85% 的个人是“消极的储蓄者”，他们对税收补贴反应不灵敏，但是其行为受自动缴费机制影响极大。如果政府采取自动增加缴费的政策，诸如雇主自动向退休账户缴费，即使个人不采取行动，对退休账户资产积累的影响也是非常巨大的。

在详细了解其论证之前，我们先来简单介绍一下 Raj Chetty 教授。Raj Chetty 目前任职于斯坦福大学，24 岁获得哈佛经济学博士学位，随后任教于加州大学伯克利分校，28 岁时获得哈佛大学的终身教职（tenure），成为哈佛大学经济系历史上最年轻的教授。他在 2012 年获得麦克艾瑟天才奖（MacArthur Fellow），2013 年获得有“小诺贝尔经济学奖”之称的克拉克奖（John Bates Clark Medal）。目前，Raj Chetty 教授研究的领域主要是公共经济学，具体研究领域包括代际流动与不平等、教育、税收、社会保险等。

一、理论上怎么说：消极储蓄者和积极储蓄者

面对两种鼓励养老储蓄政策的孰优孰劣问题，首先需要给出一个

理论分析。为了把问题说清楚，作者把养老金分成三部分：

$P_i = P_i^I + P_i^E + P_i^G$ ，分别表示个人自愿向退休账户的缴费、企业向退休账户的缴费和政府要求个人向退休账户的缴费。作者假设企业缴费和政府强制缴费是外生的，重点研究个人缴费对储蓄的影响。同时，为了更好地分析储蓄政策对个人的影响，作者把个人分为两类：积极的储蓄者（active savers）和消极的储蓄者（passive savers）。积极的储蓄者符合新古典经济学假设，他们是个人效用最大化的理性人，对各种激励（价格变化）会作出积极调整。而消极的储蓄者并不完全符合新古典经济学假设，他们对这些激励（价格变化）不敏感，存在惰性，这是近年来行为经济学研究的典型个体，但是他们也受到预算约束的影响。

首先，作者分析了自动缴费机制对两类不同储蓄者在养老金储蓄和总储蓄的不同影响。针对养老储蓄，对于积极的储蓄者而言，自愿的个人缴费(PI)对自动缴费（PG or PE）存在一对一的完全替代，增加自动缴费必然相对应地减少自愿缴费，因此对总的养老金储蓄没有影响。与之相反，被动的储蓄者由于自愿储蓄是固定的，增加自动缴费必然会增加消极储蓄者的总的养老金缴费。

针对总储蓄，同样，对于积极的储蓄者而言，由于存在完全替代，自动缴费不会增加总储蓄。而对于被动的储蓄者而言，自动缴费对储蓄的影响是不确定的。在一种极端的情况下，如果消极储蓄者个人消费是固定的，那么自动缴费（PG or PE）将会使得个人的储蓄账户余额变小，总储蓄不变。在另外一种极端情况下，如果消极储蓄者每月

设定的储蓄额是固定的，那么自动缴费将会使得个人消费变小，增加 1 美元的自动缴费（PG or PE），总储蓄相对应的增加 1 美元。因此，自动缴费机制对消极储蓄者的影响是不确定的，增加比例介于 0 到 1 之间，取决于设定固定储蓄的人群的比例（伏笔之一，下文将估计出固定储蓄额个体的比例）。

表 1：积极储蓄者和消极储蓄者对不同退休储蓄政策的不同反应

| | 自动缴费机制 | | 税收补贴 | |
|-------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|
| | 增加总养老金储蓄 P^G+P^I ? | 增加总储蓄 P^G+P^I+S ? | 增加总养老金储蓄 P^G+P^I ? | 增加总储蓄 P^G+P^I+S ? |
| 积极储蓄者 (新古典主义者) | NO | NO | YES | 不确定 |
| 消极储蓄者 (行为经济学者) | YES | 不确定 | NO | NO |

其次，再来分析一下税收补贴政策对两类储蓄者的不同影响。对于被动的储蓄者而言，税收优惠政策对其没有影响，他们对价格变化几乎不作出反应。对于积极的储蓄者而言，增加税收优惠通过三个渠道影响个人养老金缴费：一是减少了个人养老缴费（ P^I ）相对其他储蓄（ S_i ）的价格，导致账户之间的替代；二是减少了个人第二期消费相对第一消费的价格，减少第一期消费，因此总储蓄增加；三是增加了整个生命周期内的财富，导致第一期消费增加，因此减少了储蓄。因此，储蓄是否增加取决于价格效应和财富效应哪个占据主导地位。目前的经验证据表明，税收补贴会增加养老金缴费，这表明价格效应超过财富效应。

对于积极的储蓄者而言，税收补贴对总储蓄的影响是不确定的。如果跨期替代弹性（Elasticity of Intertemporal Substitution, EIS）很小，

税收补贴增加的个人养老金缴费主要来自账户之间的转移，对总储蓄的影响很小。如果跨期替代弹性（EIS）很大，增加税收补贴，会增加总储蓄（伏笔之二，下文将验证这一结论）。

总之，不同的养老储蓄政策对不同的储蓄者的影响是不一样的。自动缴费机制更多地影响消极储蓄者的养老缴费，而税收补贴更多地影响积极储蓄者的养老缴费。因此，对两种政策优劣的分析就转化为了消极储蓄者和积极储蓄者占比多少的问题（伏笔之三，这是下文实证分析的重点）。如果人群中消极储蓄者占大多数，那么自动缴费机制效果会更加明显；否则，税收补贴政策效果会更加明显。

二、为什么是丹麦：管理数据和养老金政策变化

作者在实证研究中，选择丹麦作为研究对象，主要有两个原因。第一原因是可以获得大样本的管理数据（administrative data）。与调查数据（survey data）不同，收集管理数据的目的是为了行政管理的需要而不是研究的需要，一般是由政府机关或者相关机构在注册、交易和信息保存过程中提供服务的同时收集的数据。相较于调查数据，管理数据主要有三个优点。一是管理数据提供的信息质量较高，不像调查数据那样容易出现缺失（non-response）、测量错误（measurement error）和数据磨损（attrition）问题；二是管理数据可以纵向追踪更长的时间；三是提供的样本量更大，真正发挥大数据的优势。正式由于管理数据比调查数据有很多优势，目前主流经济学期刊发表的使用调查数据的论文越来越少，而使用管理数据的论文越来越多。本文作者的数据主要来自丹麦行政管理部门产生的注册数据（administrative

register), 包括收入所得税部门的数据、人口注册部门的数据和丹麦劳动力市场研究综合数据 (Danish Integrated Database for Labor Market Research, IDA)。作者对这些数据进行了筛选, 首先排除了年龄在 18 岁以下和 60 岁以上的; 其次, 作者排除了自雇人口 (self-employed)。最终, 作者获得了 400 万个体大约 4100 万的观测值。

第二个原因是丹麦在 90 年代末期的两次养老金政策变动, 正好和本文要研究的主题非常契合。社会政策研究很难像自然科学家那样在实验室里通过人为的实验开展研究, 但是相关政策变动恰好为社会科学家提供了难得的社会实验。第一个政策变化是丹麦在 1998 年引入了强制储蓄计划 (Mandatory Saving Plan, MSP), 正好可以借此机会研究自动缴费机制对养老储蓄的影响。该计划要求个人把劳动收入的 1% 自动存入一个独立的退休储蓄账户, 对于年收入低于 34500 克朗个人, 可以不需要参加该计划。

第二个政策变化是 1999 年丹麦减少了对资本金账户的税收补贴, 正好可以借此机会研究税收补贴对养老储蓄的影响。丹麦养老金制度主要有三支柱组成: 政府提供 DB 型养老金、雇主提供的 DC 型养老金和个人自愿参加的个人账户养老金。其中, 二三支柱都包含两类账户: 资本金账户 (capital pension accounts) 和年金账户 (annuity pension accounts)。两者的区别是支付方式和税收优惠不同。资本金账户是一次性支付, 需要交纳 40% 的税; 而年金账户支付方式是定期的, 诸如 10 年或者以终生年金的形式, 税收政策是把这类收入当做

普通收入对待。从1999年开始，政府对资本金账户的税收减免从每克朗59分减少为45分，主要针对年收入超过251200克朗（约为38600美元，1998年数据）的人群，大约有20%的人口受到影响。对低于该收入线人群的税收减免没有变化，养老金领取阶段的税收政策也没有变化。

总之，高质量大样本管理数据的可获得性和政策变动的匹配性使得作者选择丹麦作为研究对象。

三、实证结果之一：自动缴费机制的影响

那如何检验自动缴费机制对养老储蓄的影响呢？理想的实验设计是随机选择人群，让他们自动向养老金账户缴纳一笔金额，然后减少他们带回家同样的金额，以保持他们的总薪酬不变。理想的实验可遇而不可求，只能退而求其次，作者很巧妙地选择了两个准实验进行研究。一是研究那些转换工作后雇主养老金缴费（PE）发生变化的群体，即作者选择了那些换工作之后雇主养老金缴费增加的群体作为研究对象，即雇主养老金缴费增加对个人养老金缴费有什么影响呢？二是研究丹麦引入强制性政府储蓄计划（MSP）对缴费、储蓄的影响。

（一）以转换工作后企业养老金缴费增加者为研究对象

这一部分的研究分为两部分，第一部分是采取事件研究方法方法，第二部分进行回归分析。

1、事件研究（Event Studies）

（1）积极储蓄者的比例：2%

为了保持样本构成固定不变，作者选择的样本是转换工作前后各

4年都有数据的个体，即样本中的个体至少要有9年的数据记录。在图1中，我们可以看到，转换工作后，雇主养老金缴费（PE）平均增加了5.57%，即缴费占劳动收入(labor income)的比例增加了5.57%。那么问题来了，雇主养老金缴费的增加对个人养老金缴费有什么影响呢？图1也给出了个人养老金缴费（ P_i^j ）变化，即从转换工作的前一年到转换工作这一年之间个人养老金缴费平均下降了工资收入的0.11%。这意味着雇主养老金缴费（PE）每增加1克郎，个人养老金缴费（PI）将减少2%（ $0.11/0.57$ ）。根据前面的分析框架，这就意味着积极的储蓄者大约为2%，他们通过减少个人养老金缴费来抵消雇主养老金缴费的增加。

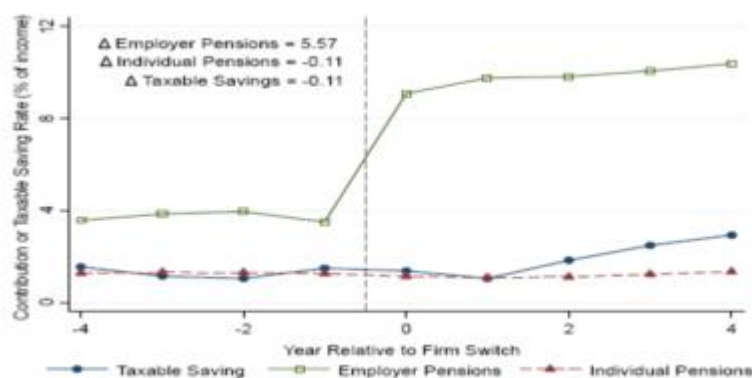


图 1：雇主养老金缴费超过 3%的工作转换者

由于存在角点（corner）或者说极限情况，该值受到两方面的影响。第一，在图1中，大约62.2%的个人处在角点上（corner），即他们没有任何个人养老金缴费（ $P_{i,t-1}^j = 0$ ），这意味着即使他们想抵消雇主养老金缴费的增加，他们也没有办法减少个人养老金缴费。第二，在图1中，大约7.6%的个人总养老金缴费达到了养老金缴费的上限

($P_{i,t-1}^I + P_{i,t-1}^E = P_{max}$), 这意味着即使一些消极的储蓄者不想改变个人养老金缴费来抵消雇主养老金缴费的变动, 但是由于上限的存在, 他们不得不改变个人养老金缴费。第一个因素会低估积极储蓄者(2%), 而第二个因素会高估。

为了消除角点数据的影响, 作者在图 2 中复制了图 1 的结果, 只是把样本限制在转换工作之前个人养老金缴费大于零的情况。在这个新样本中, 只有 12.1%的个人在转换工作之后 个人养老金缴费为零, 但是通过率 (pass-through) 仍然高达 90% ($1-0.56/5.64$), 这意味着大约 90%的人即使可以抵消雇主养老金的增加, 但是仍然保持个人养老金不变, 这意味着他们是消极的储蓄者。

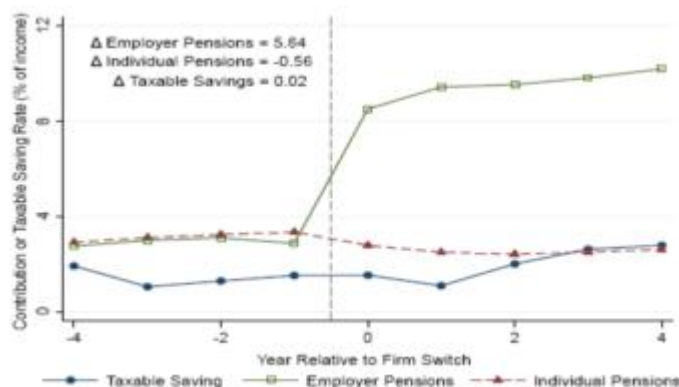


图 2: 个人养老金缴费大于零的工作转换者

(2) 积极储蓄者的比例: 5.2%

为了进一步估计出积极储蓄者的比例, 作者计算那些总养老金缴费 ($P_i^I + P_i^E$) 超过转换工作后雇主缴费的个体的比例 (ft)。例如, 在 0 年, 一个人的雇主缴费从 2000 克郎增加到 5000 克郎, 那么 ft 就是每年总养老金缴费都超过 5000 克郎的个体的比例。这样就排除了角点上的个体, 避免了对积极储蓄者比例的低估。这同样避免了因为

62.2%的个体没有个人养老金而导致的对积极储蓄者的高估问题。作者把这种限制研究样本的方法称为门槛研究法（Threshold-based Approach），在回归分析中，作者称之为门槛设定（Threshold Specifications）。作者计算出的通过率为 0.948（25.8/27.2），这意味着积极储蓄者为 5.2%，即他们不受到角点的限制，积极地应对雇主养老金缴费的变化。

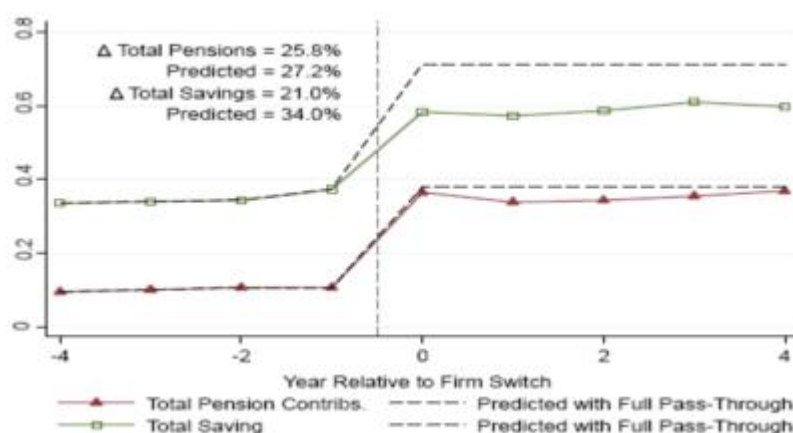


图 3：新养老金缴费超过雇主缴费的工作转换者

总之，通过事件研究可以发现，积极储蓄者所占比例不超过 10%，消极储蓄者所占比例超过 90%。

2、企业养老金回归分析（Regression Estimates of Pass-Through）： 6.1%

为了把事件分析的结论进一步一般化，作者继续采取回归分析来估计通过率（Pass-Through），这样不仅能够把雇主养老金缴费变化情况包括进来，而且能够控制收入效应。

为例避免角点效应，作者回归的样本中只包括那些个人养老金大于零的工作转换者，使用 OLS 估计的结果是，在控制总收入不变的

情况下，当企业养老金 (P_i^E) 缴费增加 1 克朗，总养老金 ($P_i^I + P_i^E$) 增加 0.949 克朗；在控制企业缴费不变的情况下，而当收入增加 1 克朗时，储蓄仅增加 0.7 分 (cents)。当作者加入一些控制变量，诸如性别、年龄、婚姻状况、教育状况和职业指标之后，估计结果没有变化。这表明积极储蓄者的比例为 5.1% (1-94.9%)。

为了进一步避免角点效应，作者采用门槛设定，使用 2SLS 进行估计，估计结果为当企业养老金 (P_i^E) 缴费增加 1 克朗，总养老金 ($P_i^I + P_i^E$) 增加 0.939 克朗。这表明积极储蓄者的比例为 6.1% (1-93.9%)。

对储蓄的影响方面，在保持总薪酬 (W) 不变的情况下，当企业养老金 (P_i^E) 缴费增加 1 克朗，总储蓄 (Stot) 增加 77.7 分 (cents)；劳动收入增加 1 克朗，总储蓄增加 11.8 分 (cents)。对比前面的估计结果，可以发现即每增加 1 克朗的企业缴费，总养老金增加金额为 94.9 分，而储蓄增加金额为 77.7 分。这就意味着大约 82% (77.7/94.9) 的消极储蓄者是设定固定的储蓄目标 (应税储蓄账户)，而不是设定固定的消费目标 (对应伏笔之一)。

这表明大部分人在应税账户中 (Taxable saving) 都会设定一个固定的储蓄目标，并不随着企业养老金缴费的变化而变化，这就解释了为什么自动缴费机制在增加储蓄方面是非常有效的。也就意味着自动缴费机制减少了可支配收入，进而减少了消费，因此使得总储蓄增加。当增加控制变量或者使用门槛设定时，估计结果变化不大，这表明估计结果非常稳健。

3、长期效应

这里大家自然会会有一个问题，自动缴费机制能够增加储蓄是暂时的呢还是长期的呢？下图是从转换工作第一年到第10年间，企业缴费增加对储蓄影响的估计系数。第一年是0.784，即增加1克朗企业缴费，增加78.4分的储蓄，此后该系数并没与显著下降的趋势，总体而言比较平稳。

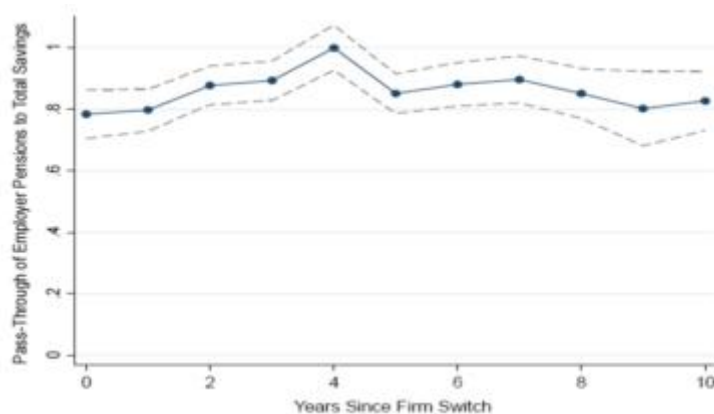


图4：转换工作之后雇主养老金缴费对储蓄的长期影响

换一个角度，从退休财富的积累规模可以判断增加企业缴费对储蓄的长期影响。这次作者选定的人群是那些46-54之间转换工作，然后到达60岁时有养老金财富数据的群体。图5中纵轴是60岁时退休账户和非退休账户积累的储蓄，横轴是转换工作时雇主养老金缴费的变化情况。当一个转换工作时，其雇主缴费偶然增加5%，那么60岁时积累的养老金财富将超过年工资收入的25%。这一结果给出了最直接的证据，表明自动缴费机制能够增加长期的储蓄，能够极大地增加退休时的养老金财富。

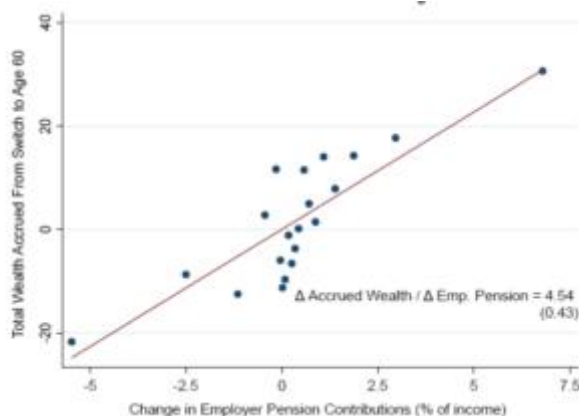


图 5:转换工作者 60 岁时养老金财富积累情况

(二) 以政府强制储蓄计划 (MPS) 为例: 15.5%

除了作者主动选择工作转换这一准社会实验以外,丹麦政府也进行了一场真实的社会实验:引入强制储蓄计划(MSP)。1998年,丹麦政府为了降低经济过热的风险,通过引入强制储蓄计划(Mandatory Saving Plan, MSP)来减少消费。该计划要求个人把劳动收入的1%自动存入一个独立的退休储蓄账户,由一个独立的养老基金进行管理。对于年收入低于34500克朗个人,可以不需要参加该计划。这一场真实的社会实验为研究自动缴费机制的影响提供了极好的机会。那下面的问题就是,当引入政府强制养老储蓄计划,对个人养老缴费和企业养老缴费有什么影响呢?

作者使用 OLS 进行估计,估计结果为通过率(pass-through)为 88.3%,该结果和前面使用企业养老金缴费估计的结果非常接近(94.9%)。这意味着大约 88.3%的个人是消极储蓄者。为了消除角点效应,作者使用门槛设定进行估计时,作者估计出的结果为 84.5%。

总之,在作者所偏好的门槛设定估计中,根据雇主养老金缴费估计的结果是积极储蓄者的比例是 $1-93.9\%=6.1\%$ (原文表 III, Panel C);

而根据政府强制养老金缴费估计的结果是 $1-84.5\%=15.5\%$ (原文表 IV, Column 4)。这两个准社会实验表明, 只有很小一部分个体, 大约不超过 15%, 对自动缴费进行积极的应对, 相应地减少个人储蓄。而大部分个体都是被动的储蓄者, 当企业养老金缴费或者政府强制性养老缴费增加时, 个人并不相应地减少个人养老金缴费, 因此总养老缴费和储蓄都会增加。

四、实证结果之二：税收补贴的影响

在研究了自动缴费机制对个人养老储蓄的影响之后, 作者进一步研究税收补贴对养老储蓄的影响。

正如前文提到的, 丹麦个人退休账户有两个类型: 资本账户 (capital pension, CP) 和年金账户 (annuity pension, AP), 前者是一次性支付的, 后者是年金支付的。从 1999 年开始, 对于那些收入处于最高等级 (1998 年最高收入线是年收入为 251200 克朗) 的个人而言, 向资本账户缴费的税收优惠由每克朗的 59 分下降到 45 分。这一政策变化又是一次绝好的社会实验, 恰好可以评估价格补贴对个人养老缴费和储蓄的影响。

这里作者主要使用的是双重差分方法 (Difference-in-Difference)。这是近年来及其流行的估计方法。这里的控制组 (control group) 是那些年收入在 251200 克朗之下的人群, 他们不受这次改革的影响; 实验组 (treatment group) 就是那些年收入高于该收入线的群体, 他们直接受到该政策的影响。另外, 对照时间就是 1999 年改革前后。因此, 使用双重差分方法评估这次改革非常恰当。

（一）税收补贴对资本账户缴费的影响

从图中可以明显的看到，在 1999 年改革之后，收入超过最高收入线（top tax cutoff）的群体向资本养老金账户的缴费明显下降。

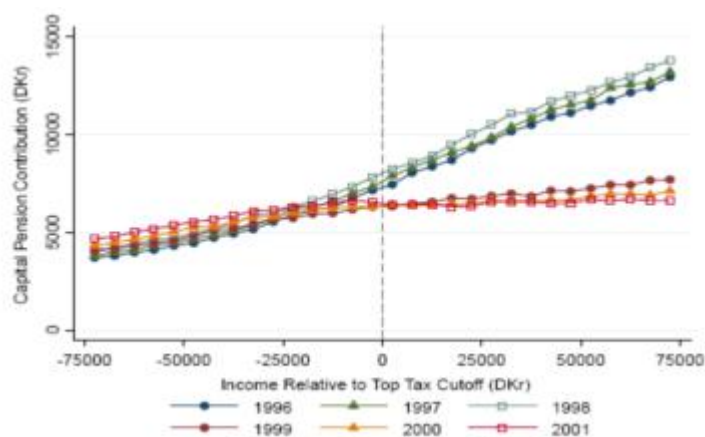


图 6：养老金总缴费情况

为了量化这一变化，作者分别使用两个估计量（estimator）进行双重差分估计。第一个估计量是向资本账户缴费的金额（ P_i^{C} ），即在最高收入线（top tax cutoff）之上和之下的群体向资本账户缴费，以及 1999 年改革前后的数据。第二估计量是储蓄的边际倾向（Marginal Propensity to Save, MPS），即缴费金额对收入的微分（ $\frac{dP_i^{C}}{dY_i^{m}}$ ），个体同样分为最高收入线之上和之下者，时间为 1999 年改革前后。第一个估计量表示的是平均缴费金额的改变，第二个估计量是养老金缴费斜率的改变。

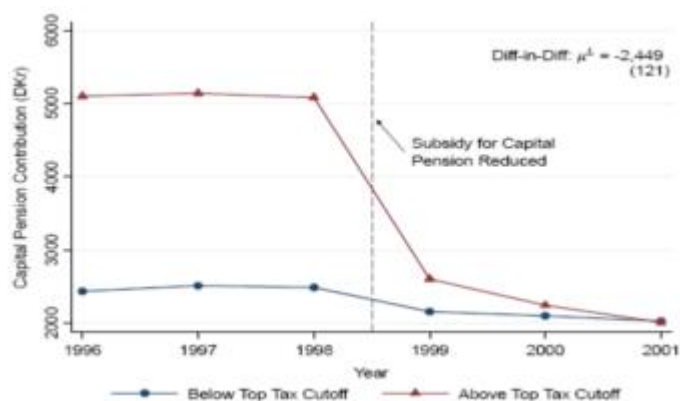


图 7：个人养老金缴费情况

在缴费金额方面，使用双重差分方法，估计结果表明，在最高税收线之上、其收入比最高收入线高出 25000—75000 克朗、资本账户缴费均值为 5113 克朗的个人，减少税收补贴后，资本账户缴费下降了 2449 克朗，即下降比例约为 48%。

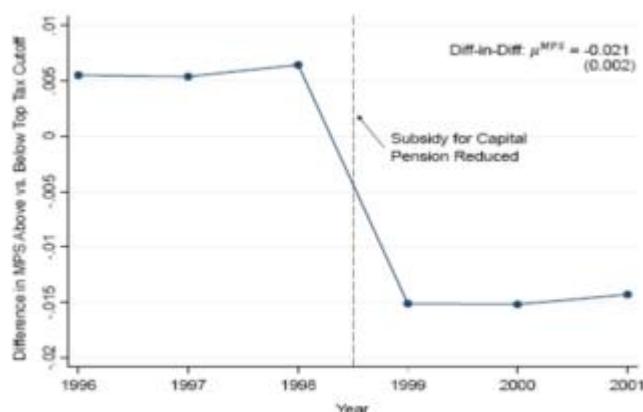


图 8：资本养老金账户中边际储蓄倾向（MPS）差异

在边际储蓄倾向方面，同样使用双重差分法，估计结果边际储蓄倾向为 $\mu^{MPS} = -0.021$ ，意味着在 1999 年之前，政府额外补贴 0.136 克朗，收入每增加 1000 克朗，将额外增加 21 克朗的养老金缴费。在政策改变之前，关注组（treatment group）的边际储蓄倾向（MPS）为 $\beta_0^S + \beta_2^S = 0.019 + 0.0058 = 0.025$ 。因此，税收补贴的减少使得向资本账户缴费的边际储蓄倾向减少了 84%（ $0.021/0.025$ ）。

总之，无论以缴费金额还是以边际储蓄倾向来衡量，税收补贴的下降导致先资本养老金账户的缴费大幅下降，前者是 48%，后者是 84%。

（二）估计积极反应的程度

税收补贴的减少对资本账户养老金缴费的影响因人而异，个体之间存在较大差异。1999 年改革导致的一个结果是很多人完全退出了资本养老金账户。但是，与此同时，大约有 26.1% 的个人并没有因为这次补贴减少而改变他们的缴费。这一比例可以看做消极储蓄者的一个下限。因为，其他 74% 的个体改变养老金缴费并不是完全因为补贴下降导致的。

在这次改革过程中，很大一部分个体在改革前后保持资本养老金账户的缴费不变 ($P_{it}^{I,C} = P_{it-1}^{I,C}$)，作者首先估计补贴减少对这类群体的影响。估计的结果表明，相对于改革前一年，改革后那些保持资本养老金账户缴费不变的比例下降了 3.3 个百分点，而在 1998 年，实验组中 (treatment group) 大约 29.2% 的个人的资本养老金账户的缴费没有发生变化。这表明在那些不改变资本账户养老金缴费的群体中，大约有 11.3% (3.3/29.2) 的个人是因为 1999 年改革而积极做出反应的。11.3% 可以看做 1998 年那些不愿意因为税收原因而改变养老金缴费子群体中 (subgroup) 的积极储蓄者的比例。其次，根据进一步的估计，结果显示大约 15.9% 的个人因为这次改革退出了资本账户 (capital pension)。这表明只有少部分个体对补贴减少的反应是激烈的 (intensive margin)，大部分要么认识到了补贴的减少而完全停止

了向资本养老金账户的缴费，要么就是什么也不做。

（三）免税退休账户对应税储蓄账户的挤出效应（Crowd-out）

由于 1999 年改革降低了对资本养老金账户的补贴，那么积极的储蓄者会减少向该账户的缴费，那么他们是如何处置这些资金呢？作者为此估计两类挤出效应，一是资本养老金账户（CP）向年金养老金账户（AP）的转移力度，二是退休储蓄账户（retirement accounts）向应税储蓄账户（taxable accounts）的转移力度。和上节一样，估计转移力度时使用两个指标，一是估计缴费金额（levels of contribution），二是估计边际储蓄倾向（MPS）。

1、退休账户之间的挤出效应

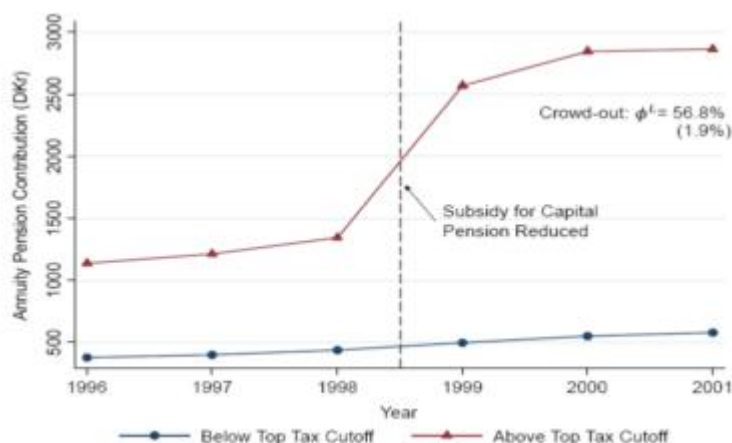


图 9：个人年金养老金账户缴费金额

从图中可以看到，收入超过最高收入线的实验组中，年金养老金账户缴费金额大幅增加，而收入低于最高收入线的控制组中，该账户缴费金额变化不大。这表明，实验组中资本养老金账户（CP）下降的缴费主要转移到了年金养老金账户（AP）中来了。

为了量化这种挤出效应，作者使用 2SLS 方法，以交互项

$post_{i,t} \cdot treat_{i,t}$ 作为资本养老金账户缴费 $P_{i,t}^{C}$ 的工具变量 (IV)，使用双重差分 (DD) 进行估计。当使用年金养老金账户 (AP) 缴费作为被解释变量 (dependent variable) 时，估计结果为 -0.57，这意味着当每减少 1 克朗的资本养老金账户，将增加 0.57 分的年金养老金账户的缴费。当使用全部养老金缴费作为被解释变量时，估计的结果为 0.43，这验证了减少 1 克朗资本养老金账户缴费，总养老金缴费减少 0.43 分。

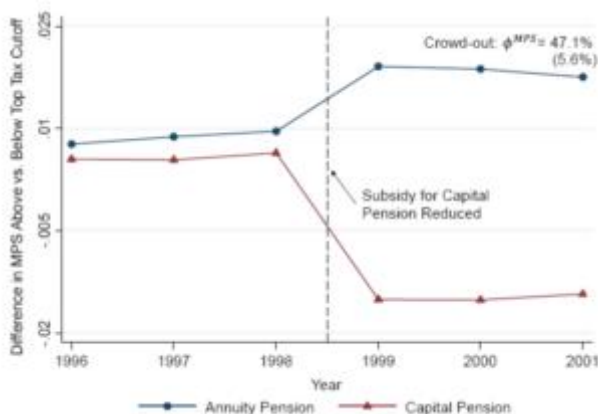


图 10: 资本养老金账户和年金养老金账户中边际储蓄倾向 (MPS) 差异

除了可以估计挤出效应的金额，也可以估计挤出效应对边际储蓄倾向的影响。图 10 可以直观地看到年金养老金账户 (AP) 的边际储蓄倾向增加了，而资本养老金账户 (CP) 的降低了。

为了量化这种挤出效应，作者同样使用 2SLS 方法，以交互项 $post_{i,t} \cdot treat_{i,t} \cdot Y_{i,t}^{m}$ 作为资本养老金账户缴费 $P_{i,t}^{C}$ 的工具变量 (IV)，使用双重差分 (DD) 进行估计。当使用年金养老金账户缴费作为被解释变量 (dependent variable) 时，估计结果为 $\psi_{MPS}^{AP} = -0.47$ ，这意味着个人将从资本养老金账户向年金养老金账户转移了 47 分。

2、应税储蓄账户的挤出效应

在估计了退休账户之间的挤出效应外，下面作者将估计退休账户向应税储蓄账户（非退休账户）的转移情况。

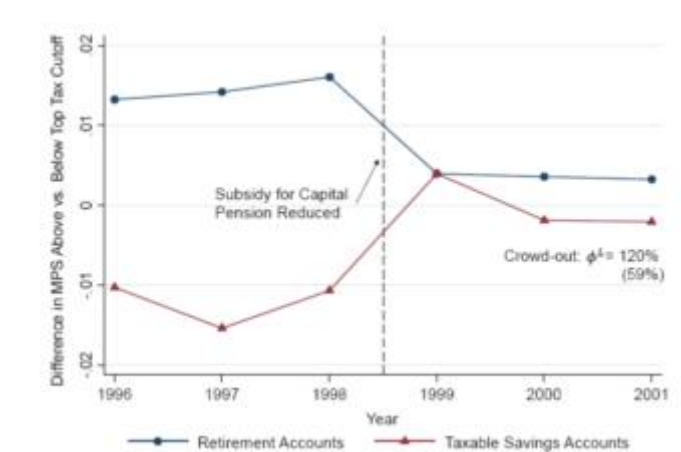


图 11：退休账户和应税储蓄账户中边际储蓄倾向（MPS）差异

从图 11 可以看到，在 1999 年降低资本养老金账户缴费补贴之后，该退休账户的边际储蓄倾向下降很快，而应税账户的边际储蓄倾向有了很大提高。这表明，在改革之后，个人把退休账户的储蓄转移到了应税储蓄账户。

为了量化这种挤出效应，作者同样使用 2SLS 方法进行估计，把应税账户储蓄作为被解释变量，总养老金缴费 (P_t^f) 作为内生变量 (endogenous variable)。作者首先估计出的结果是 $r^2 = -1.2$ ，但是该结果不太准确，主要是由于应税储蓄分布中存在较大的极端值 (outliers)。为此，作者采用两种方法进行修正。第一种方法是去掉极端值后再估计，得出的结果为 $r^2 = -0.98$ ，这意味着每克朗中有 0.98 克朗从退休储蓄账户中转移到应税储蓄账户。第二种方法是使用中位数 (medians) 代替平均数 (means) 进行估计。估计的系数为 0.010，即补贴的减少使得应税储蓄中位数者的边际储蓄倾向增加了 1%。作

者使用门槛设定进行估计 (threshold-based estimate), 估计的结果是 -0.994, 置信区间为 (-1.47, -0.52)。增加控制变量后, 估计结果没有显著变化, 估计结果较为稳健。

总之, 一旦排除了极端值 (outliers) 的影响, 作者得到的挤出效应的点估计值超过了 90%, 在 95% 的置信区间上最低值 (lower bound) 是 50%。

3、税收补贴对总储蓄的影响

根据前面的估计结果, 下面可以计算出政府每补贴 1 克朗对退休储蓄的影响。根据前面的估计结果 (原文表 V 第一栏和表 VI 第 5 栏的), 1999 年减少税收补贴使得总养老金缴费下降金额为 $2449 \times 0.529 = 1295$ 克朗, 这使得税收可支配收入增加了 $1295 \times (1 - 0.6) = 518$ 克朗。而根据前面的估计结果 (原文表 VII 第 5 栏), 应税储蓄账户增加了 $0.994 \times 518 = 515$ 克朗。因此, 由于补贴减少, 税收总储蓄的净减少金额为 3 克朗。

作者估计, 在 1999 年减少补贴的改革中, 政府从对照组中获得税收的平均现值为 883 克朗。因此, 补贴减少 1 克朗导致总储蓄减少的金额为 $3/883 = 0.003$, 不到 1 分。在 95% 的置信区间下, 补贴减少每克朗导致总储蓄减少的上限金额为 28 分。如果考虑到补贴的财政成本, 点估计的结果仍然不到 1 分, 95% 置信区间下的上限为 10 分。总之, 补贴对储蓄的影响很小, 这主要有两个原因。一是因为这是一个超边际的转换 (infra-marginal transfer), 对大部分消极储蓄者没有影响, 二是因为积极储蓄者对补贴的反应显示出储蓄的利率弹性很低

（对应伏笔之二）。

五、实证结果之三：消极和积极储蓄者的特征

自动缴费机制和税收补贴对积极储蓄者和消极储蓄者分别有什么不同影响呢，其各自的特征有哪些呢？作者通过异质性检验来回答这一问题。

首先，对于 1999 年新开设资本养老金账户的个人而言，该年度减少补贴的改革对其影响比那些已经开设账户多年的个体影响更大，这表明惰性行为（inertial behavior）是很明显的。对于已经开设账户的储蓄者而言，补贴减少使得向资本账户养老金缴费金额下降 15%；而对于新开设账户的储蓄者而言，下降比例为 23%。因此，对于那些最近采取积极措施者而言，他们更容易受到价格补贴的影响。

其次，那些改变养老金缴费更加频繁的个体对补贴变化更加敏感，他们更可能通过改变个人账户养老金缴费来弥补自动缴费机制的影响。估计结果显示，大约 17.6% 的个人会退出资本账户养老金缴费而增加年金养老金缴费，他们每年都会调整他们的养老金缴费；而那些重来都不调整养老金缴费的个体，完全退出的比例为 5%。

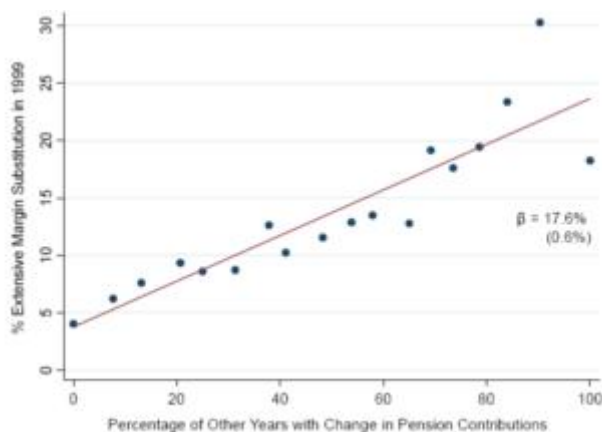


图 12：调整账户缴费频率与退出资本养老金账户的相关性

最后，那些更富有、更年长和接受更多经济金融训练的个体对补贴变化更加敏感，他们更可能通过改变个人账户养老金缴费来弥补自动缴费机制的影响，他们更可能已经制定好了养老储蓄计划。因此，从这个角度而言，具有讽刺意义的是，税收补贴对那些最不需要政府干涉其养老规划的人群影响最大，而那些最需要政府干涉养老金规划的群体反而不容易受到税收补贴的影响。

总之，那些积极的储蓄者更多地受到价格补贴的影响、更少地受到自动缴费机制的影响，他们能够更好地规划其退休储蓄计划，更不需要政府操心其养老储蓄，但是这类人群的比例不超过 15%。因此，大部分消极储蓄者需要政府通过自动缴费机制来助推其增加养老储蓄、完善退休规划。

六、结论和政策建议

回到本文开头的问题，作者的研究表明，自动缴费机制比税收补贴对增加储蓄的效果更加明显，这主要有三个原因。第一，大约 85% 的个人是被动行为者，他们因为自动缴费机制的引导而增加储蓄，他们对价格补贴完全没有反应。第二，对价格补贴作出反应的个人往往是把储蓄在账户之间转移，而不是增加储蓄。第三，对价格补贴作出反应的往往是那些已经制定了储蓄规划的个人。因此，价格补贴对那些已经做好储蓄规划者而言，并不能有效增加储蓄。相反，自动缴费机制影响消极储蓄者的行为，他们的金融成本更低，挤出效应更小，对那些不太关注养老储蓄者的影响更大。

因此，这篇文章对中国企业年金政策也具有借鉴意义。目前，中

中国企业年金发展缓慢，截止到 2016 年第一季度，中国企业年金参加职工 2,319.65 万人，建立企业 75,709 家，积累基金 9,741.60 亿元；相较全国参加城镇职工基本养老保险人数为 35361 万人，企业年金参保职工占比约为 6.6%，参保范围相对较小。目前，学术界对鼓励企业年金发展的政策建议中，呼声较高的一条是加大对企业年金的税收优惠力度。根据本文的结论，更有效的办法是建立某种自动缴费机制，而自动缴费机制更合适个人账户养老金计划。

来源论文：

Raj Chetty, John Friedman, Soren Leth-Petersen, Torben Nielsen, and Tore Olsen, Active vs. Passive Decisions and Crowd-out in Retirement Savings Accounts: Evidence from Denmark, *Quarterly Journal of Economics* 129(3): 1141-1219, 2014.

养老金融月度资讯

编者按：“养老金融月度资讯”栏目是《养老金融评论》就养老金融领域月度重点资讯的摘编，主要分为政策动态、养老金金融、养老服务金融、养老产业金融、学界观察和国际视野共六个板块，旨在养老金融领域同读者分享最新的政策动向、理论发展、实践探索和国际经验，以飨读者。

➤ 政策动态

- 国务院 | 政策组合拳支持养老，养老金融市场前景好
- 财政部 | 创新信贷产品和金融服务，为养老提供金融支持

➤ 养老金金融

- 全国社会保障基金理事会 | 基本养老金投管机构名单公布
- CAFF50 | 《中国养老金融发展报告（2016）》正式发布

➤ 养老服务金融

- 信托 | 信托业“发力”养老金融
- 广发银行 | 发力养老金融特色服务吸引中老年人

➤ 养老产业金融

- 深圳 | 首家公办养老机构 PPP 试点项目签约万科
- 中投顾问 | 养老产业发展给银行带来诸多机遇

➤ 学界观察

- 吴晓求 | 养老金入市优化结构，传递市场信心
- 董登新 | 养老金入市应求稳求安全

➤ 国际视野

- 美国 | 养老地产的金融生态系统
- 全球 | 养老资产多元化配置趋势显著

本月概览

政策动态

国务院 | 政策组合拳支持养老，养老金融市场前景好

12月23日，国务院办公厅印发《关于全面放开养老服务市场提升养老服务质量的若干意见》，意见提出，发展适老金融服务，规范和引导商业银行、保险公司等金融机构开发适合老年人的理财、保险产品，满足老年人金融服务需求，鼓励金融机构建设老年人无障碍设施，开辟服务绿色通道。强化老年人金融安全意识，加大金融消费者权益保护力度。稳步推进养老金管理公司试点，按照国家有关规定，积极参与养老金管理相关业务，做好相关受托管理、投资管理和账户管理等服务工作。（来源：新华社）

财政部 | 创新信贷产品和金融服务，为养老提供金融支持

财政部在关于“对微利性质的养老服务机构适当予以财政贴息”建议的答复中称，将鼓励和支持各金融机构在遵循市场规律，认真开展各项业务的基础上，努力推动降低社会融资成本，创新信贷产品和金融服务，为养老服务等领域提供金融支持。（来源：财政部网站）

民政部、国家发展改革委 | 《民政事业发展第十三个五年规划》

民政部、国家发展改革委印发《民政事业发展第十三个五年规划》，强调要创新养老服务投融资机制，从需求出发加大养老服务金融支持力度，拓宽养老服务业投融资渠道，满足养老机构信贷需求，支持符合条件的企业发行养老产业专项债券，募集资金用于建设养老

服务设施设备和提供养老服务。推动政府购买养老服务，改善养老领域金融服务，提升金融支持养老服务业发展能力。大力推广政府与社会资本合作，通过建立合理的“使用者付费”机制等方式，增强吸引社会资本能力。（来源：中央政府门户网站）

陕西 | 保监局推进金融支持养老服务业发展

近日,陕西保监局联合省民政厅、人行西安分行、银监局、证监局等单位印发《关于金融支持陕西省养老服务业加快发展的实施意见》，明确保险支持养老服务业发展政策措施。《意见》提出，要完善促进居民养老和养老服务业发展的多层次金融组织体系。鼓励在陕设立养老、健康等专业性保险公司法人及分支机构。还要完善多层次的养老保险体系。大力发展商业养老健康保险;支持保险机构拓展企业年金等补充养老业务，并进一步向中小企业覆盖。（来源：金融时报）

养老金金融

全国社会保障基金理事会 | 基本养老金投资管理机构名单公布

全国社会保障基金理事会 12 月 6 日发布公告称，根据《基本养老保险基金投资管理办法》和全国社会保障基金理事会相关评审规定，经过严格的评审程序，评出了 21 家基本养老保险基金证券投资管理机构，包括 14 家基金管理公司、6 家保险资产管理机构及 1 家券商。据基金业内人士预期，该名单公布后，入选的投资管理机构还将与全国社保就具体管理产品的合同进行磋商，并签署管理合同。由

于此此前相关管理人都有社保或年金管理经验，预计后续的沟通工作不会延续很长时间，基本养老金就可以进入正式运作阶段。（文章来源：新华网）

中国养老金融 50 人论坛 | 《中国养老金融发展报告（2016）》正式发布

中国养老金融 50 人论坛 2016 年会于 12 月 10 日在京召开，本次年会发布了我国首部养老金金融蓝皮书《中国养老金融发展报告 2016》。蓝皮书指出，养老金融是为应对老龄化挑战，围绕着社会成员的各种养老需求所进行的金融活动总和，包括三方面：一是养老金金融；二是养老服务金融；三是养老产业金融。

报告指出，五年后养老金规模有望达到 10 万亿规模；同时养老服务金融会逐渐引起银行、信托等行业的高度关注，实现初步发展；而养老产业金融尚未形成成熟的业态，需要政策性和市场化手段予以支持。（来源：人民网）

中国社会科学院 | 《中国养老金发展报告 2016》正式发布

12 月 24 日，第六届“中国社会科学院社会保障论坛暨《中国养老金发展报告 2016》发布式”召开，主题聚焦“年金制度改革与道路抉择”。报告提出十点政策建议：扩大参与率是当前年金制度改革的首要任务，引入“自动加入”机制是扩大年金参与率的关键，放开个人投资选择权是引入“自动加入”的条件，建立“合格默认投资工具”是放开个人投资选择权的必然选择，扩大投资范围是提高风险收益的重要途径，进一步完善税收优惠政策是扩大参与率的根本动

力，建立养老金管理公司是拉动年金市场的重要举措，职业年金有效运行的制度保障在于完善委托代理制。（文章来源：中国经济网）

人社部 | 养老金入市渐近,2017 年稳健推进养老金投资运营

全国人力资源和社会保障工作会议 12 月 28 日召开，人社部尹蔚民部长表示，2016 年基本养老保险基金投资管理启动，全民参保计划加快实施，2017 年将进一步确保养老金按时足额发放，稳步推进基本养老保险基金投资运营。（文章来源：中金网）

养老服务金融

信托 | 信托业“发力”养老金融

随着中国老龄化人群大幅增长，养老金融渐渐成为理财市场的热点。近年来，养老信托创新不断，业内人士表示，信托公司及信托制度在家庭养老资产规划的优势可归结为资产隔离的安全性、特定目的性和管理运作的灵活性。在信托公司的努力下，养老金融信托、养老消费信托、养老产业发展信托是当前信托公司支持养老产业发展的业务重点。兴业银行在国内推出了首款养老金融信托产品“安愉信托”。中信信托推出国内首只养老消费信托——中信和信居家养老消费信托。（来源：上海金融报）

广发银行 | 发力养老金融特色服务吸引中老年人

据广发银行日前对 900 位 50 岁以上人群展开的深度调研，78% 表示他们在选择银行时，最关心养老金的安全与保值。广发银行洞悉先机，面向 50 岁以上客户推出“自在卡”，打通理财服务、支付结算、

增值服务、商超优惠等多重领域，推出适合中老年人的“五心”服务。在金融服务方面，广发银行为中老年人搭建了专属金融服务平台。通过全面整合各项金融产品，兼顾中老年客户对流动性与安全性的理财需求，为其筛选并定制合适自己的投资理财产品，如定期存款专项利率上浮优惠、智能储蓄产品“灵活息”、以及专享理财产品等理财方案等。（来源：中国经营报）

养老产业金融

深圳 | 首家公办养老机构 PPP 试点项目签约万科

12月28日，深圳市福田区民政局与浙江万科随园嘉树老年公寓管理有限公司举行了福田区福利中心 PPP 试点项目协议签署仪式。2017年1月1日，万科将正式接管福利中心，接收原有运营服务团队，负责现有老人的日常照护服务。同时，将启动对福利中心的适老化改造和医养设施设备的全面更新，改造后的新福利中心将打造集托养、日间照料、居家养老、医养结合“四位一体”的“没有围墙的养老院”，通过实践摸索出一套行之有效的政企合作养老模式，使福利中心成为公办民营养老改革试点的成功范本。（来源：证券时报）

中投顾问 | 养老产业发展给银行带来诸多机遇

养老产业是指为有养生需求人群和老年人提供特殊商品、设施以及服务，养老产业属于资本密集型产业，随着我国养老产业发展步伐的逐步加快，其对于资金的需求也将日益加大，从而对于银行带来较多的介入机会。银行可以通过代销养老保险、开发养老理财产品、开

展住房反向抵押贷款等多种方式参与介入养老产业，但也需要防范养老产业空间布局无序、产业有效需求不足、老龄产业政策系统性不强等行业不规范因素所带来的潜在风险。（来源：中国投资咨询网）

中国太平 | 首只大健康养老产业股权投资基金成功签约

12月14日，中国太平保险集团旗下太平养老产业管理有限公司与大连一方集团在北京签署“太平一方大健康养老产业股权投资基金”合作协议，标志着中国太平首只大健康养老产业股权投资基金正式成立。太平一方大健康养老产业股权投资基金总规模为8亿元，该基金将以股权投资的形式收购、开发大连天鹅湖医养结合护理中心项目。项目定位为医养结合护理中心，将覆盖全护理、一般护理和自理生活老人。（来源：中国太平官网）

学界观察

吴晓求 | 养老金入市优化结构，传递市场信心

养老金入市对中国资本市场投资者结构的改善具有非常重要的作用。我们市场机构投资者并不是很发达，公募基金由于的确有一些“老鼠仓”的出现，它的公信力问题受到投资质疑。养老金作为机构投资者显而易见改善了市场的结构，更为重要的是传递了一种信号，过去我们称之为“养命钱”的资金都可以进入资本市场，实际上表示这个市场是很具有投资价值的。（来源：和讯网）

董登新 | 养老金入市应求稳求安全

中国养老金融50人论坛核心成员、武汉科技大学金融证券研究

所所长董登新表示，养老金入市应将流动性与安全性双重目标放在首位，应首选固定收益证券，其次是股权类资产。此外，还必须保有相当比例货币市场产品，以满足更高流动性目标需要。（来源：中国证券报）

巴曙松 | 养老金融关系到金融业未来的发展方向

未来中国养老金制度改革的重点是大力发展第二、第三支柱养老金，建立养老金投资运营体系等。而二三支柱的兴起将为中国金融资产管理行业带来发展空间。在养老金资产管理上，主要集中在个人银行储蓄，银行代发养老金，企业年金的运营管理以及商业养老保险等。养老金与金融市场有效对接有助于同时带动养老产业及金融行业。养老金融不仅涵盖养老金金融，还包括养老服务金融和养老产业金融，分别针对养老金资产保值增值需求、老年金融消费需求以及养老产业投融资需求而出现。（来源：21世纪经济报道）

胡继晔、孙博 | 放开个人选择权是发展补充养老保险的关键

我国基本养老金压力不断加大，从企业减少成本的角度看，又要求社会降低保险费率。在这种矛盾下，构筑多层次养老保障体系迫在眉睫，而个人投资选择权能否放开尤为关键。中国政法大学法和经济学研究中心教授胡继晔表示，从国外第二支柱职业养老金与第三支柱个人税延养老金的发展历程来看，只有通过授予个人选择权，才能将不同风险偏好的人群加以分类，投资管理人也能据此制定匹配各类风险偏好的投资产品，实现不同人群的不同投资需求。中国养老金融50人论坛特邀成员孙博表示，把年轻人和老年人捆绑到一起，采取

同样的投资策略和资产配置，虽然资金安全得到保障，但实际上可能拉低年轻人的潜在收益，当然，投资选择权放开后，企业年金参加者个人是否具备自主投资的能力，即个人能否挑选适合自身需求的产品，也是必须重点考虑的问题。（来源：华夏时报）

国际视野

美国 | 养老地产的金融生态系统

在美国，养老地产不是一类房屋，也不是一种收费模式，它是一个完整的金融生态系统，由开发商、运营商、房地产投资基金（REITs）和私募基金共同构建。其中，养老地产的开发商通常是由其他类型的开发商演化而来，他们根据运营商或投资商的要求为其定制开发养老社区，然后按事先约定的价格卖给运营商或投资商。在这一过程中，运营商或投资商以担保等形式为开发商提供一定程度的融资便利和财务安排。当然，也有不少运营商自己充当开发商，或与开发商组建合资公司来共同开发项目。（来源：中国商网）

全球 | 养老资产多元化配置趋势显著

20世纪80年代，为应对人口老龄化、财政困难、全球化挑战等问题，全球掀起了养老保险制度改革热潮。随着多支柱体系、私有化改革、积累制改革等养老保险制度改革的不断深化，海外养老金市场呈现出长期高速增长的态势，与此同时，养老金资产的多元化资产配置趋势显著。（来源：和讯网）

2016 年 12 月 CAFF50 动态

1. 在中国养老金融 50 人论坛（CAFF50）成立 1 周年之际，论坛于 12 月 10 日在北京昆仑饭店隆重召开 2016 年年会。本次年会由兴业银行股份有限公司承办，主题是“引领中国养老金融新纪元、新蓝海、新征程”，旨在深化社会对养老金融的认识，不断推动养老金融市场完善，促进中国养老事业健康发展，满足国民多层次、多样化的养老需求。

中国养老金融 50 人论坛学术顾问、全国社会保障基金理事会副理事长王忠民，中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国社会保险学会会长胡晓义，中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨等领导莅临本次年会并发表主旨演讲。论坛秘书长、中国人民大学教授董克用，论坛核心成员、华夏新供给经济学研究院首席经济学家贾康，论坛核心成员、全国社保基金理事会规划研究部巡视员熊军，论坛核心成员、上海市宝山区委书记汪泓，论坛核心成员、中国保险资产管理业协会执行副会长曹德云，论坛核心成员、建信养老金管理有限责任公司总裁冯丽英，论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司总经理苏罡，论坛核心成员、汇添富基金管理股份有限公司董事长李文，论坛核心成员、兴业银行副行长陈锦光，论坛核心成员、瑞晖丽泽资本管理有限公司董事长王金晖，论坛核心成员、泰达宏利基金管理有限公司副总经理王彦杰，平安养老保险股份有限公司副总经理鞠维萍等嘉宾应邀参

会。此外，还有来自监管层的领导、学术专家和行业精英等 200 余人出席本次年会。

2. 2016 年 12 月 23 日，中国养老金融 50 人论坛秘书处会议在中国人民大学召开。会议主要对 2016 年相关工作进行了回顾，并对接下来的几项重点任务进行了筹备与安排。会议的主要内容如下：一是讨论了论坛研究团队常态化、扩大化的相关事宜。会议决定在董克用秘书长的学生资源和教师资源中，根据自身研究方向和自愿原则，组建一个常态化的研究团队，通过设立不同的研究课题，分由不同的人员承担，定期或不定期进行研究总结和汇报，以丰富论坛的研究内容。二是讨论了《中国养老金融发展报告 2017》课题的初步构想，确定了课题报告由政策制定者、学界和机构多方参与，根据各自不同的特长，在坚实的理论支撑下，力求报告更加具有实践指导意义。三是讨论了 2017 年重大课题《中国养老金融调查（CAFF50 Survey）》的初步构想，讨论了与中国家庭金融调查中心建立合作关系的初步意向，近期将进一步推进双方合作方式与合作内容，并计划在春节成立课题组赴成都讨论《中国养老金融调查（CAFF50 Survey）》的启动事宜。四是进一步深入讨论了论坛年度大会的组织形式。论坛峰会、年会等将根据实际情况选择闭门研讨或开放式大会的方式组织，适当时候可以增加新闻发布或开放提问环节，以保证会议收到最大的效果。会议还讨论了其他一些相关议题。论坛秘书长董克用教授，论坛秘书长助理孙博，论坛秘书处张栋、马媛媛参加了会议。

3. 12月10日，第二届中国银色经济论坛--“老龄金融服务创新与发展”在江苏苏州举行。论坛核心成员、清华大学杨燕绥教授出席并发表演讲。

4. 12月24日，中国社会科学院社会保障论坛暨《中国养老金发展报告2016》发布式在京召开。胡晓义、郑秉文、董克用、汪泓、熊军等多位论坛核心成员出席并发表演讲。



秘书处联系人：马媛媛

Email: mayuanyuan@caff50.net

报：华夏新供给经济学研究院理事长、研究院院长；中国养老金融 50 人论坛学术顾问。

送：中国新供给经济学 50 人论坛成员、特邀成员；中国养老金融 50 人论坛核心成员、特邀成员、特邀研究员，存档。

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net