

# CAFF50

中国养老金融50人论坛  
China Ageing Finance Forum

内部资料

妥善保管

# 养老金融评论

---

2017年第3期（总第16期）

- 中国养老金融 50 人论坛北京研讨会正式召开
- 董克用：未来养老要靠“三条腿的板凳”
- 杨燕绥：弥补供给侧短板按照生命周期构建养老保险制度
- 冯丽英：养老金入市要追求风险调整后的长期收益最大化
- 苏 罡：中国养老金投资的核心理念

中国养老金融 50 人论坛

[www.caff50.net](http://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](mailto:caff50review@caff50.net) 进行联系。

## 目 录

### **【本期重点关注】**

中国养老金融 50 人论坛北京研讨会召开.....	5
董克用：未来养老要靠“三条腿的板凳”.....	7
杨燕绥：弥补供给侧短板按照生命周期构建养老保险制度.....	15
冯丽英：养老金入市要追求风险调整后的长期收益最大化.....	23
苏 昱：中国养老金投资的核心理念.....	26

### **【成员观点集萃】**

朱海扬：养老金践行者的公募雄心.....	33
孙 博：养老金融,迎来新“蓝海”.....	37

### **【养老金融资讯】**

养老金融月度资讯.....	45
---------------	----

### **【CAFF50 大事记】**

2017 年 2 月 CAFF50 动态.....	53
---------------------------	----

**导读：**新年伊始，国务院各部委在养老政策上持续推进，先后发布《关于印发国家人口发展规划（2016—2030年）的通知》、《养老服务体系建设的中央补助激励支持实施办法》、《关于加快推进养老服务业放管服改革的通知》、《智慧健康养老产业发展行动计划（2017-2020年）》等政策文件。2月5日，国务院发布中央一号文件，更是聚焦农村金融创新，鼓励和引导金融资源向广大农村地区聚集。为响应中央政策，中国养老金融50人论坛于2月25日在北京召开了主题为“聚焦农村养老问题，探讨金融支持路径”的研讨会，探讨金融支持农村养老问题的新途径。

养老问题的解决需要政策的扶持，科学政策的制定需要凝聚专家学者智慧。本期《养老金融评论》将重点关注论坛秘书长、中国人民大学董克用教授，论坛核心成员、清华大学杨燕绥教授，论坛核心成员、建信养老金管理有限责任公司冯丽英总裁和论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司苏罡总经理关于养老金融领域的观点，以飨读者。

## 中国养老金融 50 人论坛北京研讨会召开



2017年2月5日，国务院发布中央一号文件，聚焦农村金融创新，鼓励和引导金融资源向广大农村地区聚集。为积极响应中央政策指引，作为养老金融领域专业智库的中国养老金融 50 人论坛于 2017 年 2 月 25 日在北京召开了主题为“聚焦农村养老问题，探讨金融支持路径”的闭门研讨会，凝聚专家学者智慧，探讨金融支持农村养老问题的新途径。本次会议由建信养老金管理有限责任公司承办。

中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授主持本次研讨会，建信养老金管理有限责任公司冯丽英总裁致欢迎辞。做主题发言的嘉宾有中国养老金融 50 人论坛学术顾问、全国社会保障基金理事会王忠民副理事长，中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国社会保险学会胡晓义会长，中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国老龄科学研究中心党俊武副主任，中国养老金融 50 人论坛核心成员、国务院发展

研究中心社会发展研究部葛延风部长，国家开发银行扶贫金融事业部基础设施局四处陈群处长，中国养老金融 50 人论坛核心成员、浙江大学公共管理学院米红教授，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董登新所长，中国人民大学“千人百村”社会调研课题组负责人唐杰副教授。

长江养老保险股份有限公司总经理苏罡，中国人民大学社会保障研究所所长李珍教授，中国政法大学法和经济学研究中心胡继晔教授，中国养老金融 50 人论坛副秘书长王赓宇，中国养老金融 50 人论坛副秘书长、天弘基金养老金业务总监朱海扬，中国养老金融 50 人论坛秘书长助理孙博，上海师范大学社会保障与社会政策研究中心郝勇教授，西南交通大学国际老龄科学研究院杨一帆副院长，内蒙古大学公共管理学院副教授安华等嘉宾应邀参会。此外，还有来自政府、学界、企业等领域的专家、学者共 60 余人出席了本次研讨会。

研讨会通过主题发言、嘉宾讨论和互动环节，从多个角度对中国金融支持农村养老路径问题进行了深入研讨，在多方支持下，取得了圆满成功。本次内部闭门会议将形成专题报告上报相关部门，为解决我国农村养老问题提供参考。



## 董克用：未来养老要靠“三条腿的板凳”<sup>1</sup>



董克用：中国养老金融 50 人论坛秘书长，中国人民大学教授

随着人口老龄化趋势加重，中国现有的养老金体系，特别是以社会保险原则建立的城镇职工基本养老保险制度，面临诸多挑战，包括国民不断提高养老金待遇的愿望与国家财政负担越来越重的矛盾，个人账户资金被透支造成空账运行，制度转型形成的隐性债务尚未解决等。从长期来看，现行制度面临着巨大的缺口。正因如此，养老金体系的进一步改革和完善成为一个迫切的问题。

美国在养老金第二、第三支柱上存的钱相当于当年 GDP 的 150%，而中国相同口径只有 3%。

<sup>1</sup> 本文首刊于 2017 年 1 月 9 日出版的《财经》杂志，记者相惠莲采访整理。



老百姓不是理财者，手里有存款但无所适从，跟着风去股市，但散户们大多赔钱；跟着风去炒房，但房产泡沫必破无疑。由于没有制度化地存下养老金，中国的养老问题令人忧虑。

### 一、现收现付与积累制的利弊比较

在农业社会，人们依赖养儿防老，工业化之后，人们在职时拿工资，退休后怎么办？这就要求一定要做好养老的制度设计。

养老制度有不同模式，主要的区别是采用现收现付制还是积累制。通俗地讲，是劳动者在职时存钱，退休后取出自己积累的钱来用？还是通过代际转移，由在职者缴费形成基金池，同时支付给退休者的模式更好？

国际上对这两种模式都做过尝试。新加坡的公积金制度就是自己存钱养老。这套制度建立之初，老人和接近退休的人并不受益，他们没有存下钱，面临着要么一直工作，要么接受政府救济的局面。而且，如果人们存下的钱没有被管理好，也会面临贬值风险。当然，这种模式的好处是不会受到人口年龄结构变化的影响，弊端则是老人最初不受益以及资金管理压力大。

多数国家没有学习积累制，而是走了德国俾斯麦设计的社会保险模式，即现收现付制，由在职的人缴费来赡养退出劳动力队伍的老年人。这种模式的优点是不涉及大规模的基金积累和投资，同时，随着经济发展、工资水平提高，在职人员的缴费总额增加，老人的退休金也可以提高，从而分享经济发展的果实。

不过，现收现付制最大的问题是老龄化：随着生育率降低，缴费

的年轻人数量在减少，老年人的寿命在延长，领取养老金的时间增加。

应对这一问题的方法包括四种：第一，延迟退休年龄，世界上不少国家在尝试；第二，在职一代多缴费，但缴费率不可能无限提高，否则在职者负担过重；第三，减少发放待遇，老人少拿一些养老金，这在一些国家也发生过，比如修改计发方法的参数，把退休前最后一个时点的工资改为一生中的平均工资，英国曾尝试这种做法，结果引起了全国大罢工；第四，使用公共财政来补贴养老金。

比较这两种养老模式，大国很难实现完全依赖政府管理的积累制，新加坡只有 500 万人，相对好管，但中国拥有几亿的城镇缴费人群，很难想象完全依靠积累制。

那么，完全采取现收现付制呢？也不行，希腊政府破产，原因之一就是老龄化严重，养老金赤字太大。

因此，世界各国普遍采取多支柱模式，即现收现付与积累制并存。

## 二、计划经济养老的转向

我国的养老金制度有很长的历史，1952 年就建立了较完善的退休制度，工人和干部的两套制度都采用现收现付制，待遇稍有差异。

当时的养老金制度来源于前苏联、德国。那时中国的城镇化水平低，没有多少工人和干部，政府人员也不多。工人进厂时，得到的信息就是“在职低工资、退休高福利”。

中国养老金制度原本是全国统筹，由于管理养老金的全国总工会在“文革”中失去了作用，于是中央要求各企业管理各自的退休员工，养老金从全国统筹变成了企业自付。

“文革”结束后，中国从计划经济体制开始转向市场经济体制，政府提出企业要自主经营、自负盈亏。计划经济时期，企业不用算账，退休员工多无所谓，若发生亏损，记账即可。但自负盈亏后，企业不得不开始算账。问题随之出现：一家企业没有退休人员，没有养老开支负担，另一家企业则有 100 个退休人员，负担很重，认为制度不公平。企业要求平等竞争，要求恢复养老金统筹。

由于中国改革的主线是放权式改革，各地财政分灶吃饭，财权、事权都交给地方，养老金制度没有回到全国统筹模式，现实中养老金政策上由中央统一，但资金的收支分散在各级政府。

上世纪 80 年代，为了解决就业难，政策鼓励工人退休，还曾经提高替代率，最高的养老金替代率可以达到 90%。

上世纪 90 年代中后期，国企纷纷走下坡路，时任国务院总理朱镕基提出改造国企，要求设备更新，减员增效，而减员的主要障碍就是退休制度。私有企业没有退休制度，职工不愿去工作，怕今后拿不到养老金。所以，改革的一个目标就是尽快建立一个覆盖全体劳动人口的退休制度，替代过去主要覆盖全民所有制企业的退休金制度；改革的另一个目标则是通过改革把替代率降下来，在代际抚养的制度中，老人的待遇太高，年轻一代会受不了。当时我国就提出了建设多层次的养老保险设想，比世界银行提出多支柱的理念还要早，但之后没有真正去落实好这个思路。

计划经济时期，养老上职工个人不缴费，仅企业缴费，职工享受退休待遇，因此职工会认为养老是国家的事情。上世纪 90 年代改革

中，最重要的一点是让职工开始缴费，职工也接受了，这是第一次让职工知道养老和自己缴费有关。为了促进缴费，我国职工基本养老保险中设计了社会统筹加个人账户的制度。

### 三、养老金政策走向

1997年建立的这套养老金制度需要充分肯定，它帮助国企转型，扩大了养老金制度的覆盖面，将民企、外企等也囊括进来。现在的基本养老保险虽有财政补贴，但从全国范围看仍然可以做到收支平衡，不改变目前的制度，三五年内也没有大问题。

但是，养老金制度不能只看三五年，要看未来几十年，看几代人。

在原先的设想中，养老金制度应是部分积累制，由社会统筹和个人账户组成，前者用于现收现付，后者用来积累，但在实施中遇到了问题。

按照国际标准，1999年中国就进入了老龄化社会。1997年养老金制度转型后，退休的老年人逐年增加，财政负担也在慢慢增加。在职一代又要给老年人支付退休金，又要给自己攒钱，缴费时企业出工资总额的20%，个人出工资的8%，28%的缴费率就是这么来的。职工基本养老保险制度本身也不完善，社会统筹和个人账户两部分资金之间不封闭，留了通道，而且是双向的通道。退休领取待遇时，社会统筹部分依据社平工资和缴费年限等因素来发放，个人账户部分则是将累积额除以139个月来发放，超过139个月后，个人账户部分领取完毕，可以继续从社会统筹的大盘子里拿钱，这就留下了缺口。同时，社会统筹部分不够支付退休金时，也会从个人账户中取钱。这样一来，

个人账户的8%又没真正存下来,大部分地区挪用于发放当期养老金。

由于这两个制度之间有通道,再加上没有解决转轨成本和隐性债务问题,部分积累的目标没有实现。所以从总体上看,我国城镇职工养老金还是现收现付制。

目前国家财政已经做出大量补贴,若去除财政补贴,当期有不少省份收不抵支。所以说,建立近20年的养老金制度再次面临变革,学界对未来的制度选择大致有三种观点。

第一种观点是维持现收现付制,不进行积累。其理由是,只要经济继续增长,夯实缴费基数,不用担心支付问题。但是,中国的老龄化进程不是只有三五年,最高点在2050年,如果生育状况不发生重大变化,未来70年都会是老龄社会。完全依靠现收现付不可行,会产生非常大的财政压力。

第二种观点是实行名义账户制,由企业和职工共同缴费,政府记账,并且计息。这个办法名义上是个人积累,实际上还是现收现付,支持者认为,为个人建立账户可以激励人们多缴费,我认为该办法也不可行。名义账户源于瑞典,但瑞典的名义账户只是整个养老金多支柱的一个部分,不是主干,并且其待遇水平可能降低,中国仅靠这种办法不可行。另外,没有投资还记利率的后果,可能是接下来几代的缴费人群还要背上利息的包袱。

第三种观点是学习发达国家多支柱的做法,把对第一支柱(公共养老金)的依赖慢慢降下来,把第二支柱(职业养老金)、第三支柱(个人养老金)尽快建立起来,让老百姓有三条腿的、稳定的板凳坐。



中国正从农业社会转向工业社会、后工业社会，大批农民要进城转为工人，绝大多数劳动力进入民营企业，应该根据这种形势来发展多支柱的养老金制度。

为此，统账结合的模式也需要改变。社会统筹就是社会统筹，只发挥保基本、反贫困、再分配的作用。企业如实将工资总额作为基数来缴纳，不用与社会平均工资挂钩。夯实企业缴费基数后，缴费率也能够降下来。

在统账分离之后，现在个人账户所缴的8%应该如何处理，对此也有三种观点：一是缩小个人账户比例，充实社会统筹；二是分步进入第二支柱；三是直接进入第三支柱。

我主张第二种观点，即刚开始可以留一部分在基本养老保险中，比如留2%，实现个人和企业一起交社会统筹养老金，企业缴费基数的真实性渐渐高了，资金够支付当期需要了，个人缴费部分再退出。

为什么这样做？因为我国的第二支柱面临着制度不公平问题，机关事业单位都有职业年金，而企业中只有7%的职工有企业年金。如果个人账户的6%能进入第二支柱，再让企业配套缴费3%，企业年金就能广泛地建立起来了。

#### 四、制度化地化解养老忧虑

养老金改革是增量改革，二三支柱发展起来了，第一支柱待遇才能降低。缴费基数清晰化之后，加上财政补贴，企业的缴费率不再需要20%那么高。

对于现在40岁的这代人来说，可能第三支柱的替代率是10%，

对于 30 岁的这代人可能就是 20%。将来一二三支柱的最终比例应为 4: 3: 3，整个替代率通过三个支柱达到 70%—80%。

从改革节奏看，第一、第二、第三支柱的比例只能慢慢变化。由于多数人还没有开始往二三支柱存钱，需要设计一个转变的过程，将第一支柱逐渐缩小，最后稳定在期望值上，并将第二三支柱慢慢扩大。

从制度建设看，第三支柱严重滞后，应尽快建立。进城农民工要加入基本养老保险，企业可能不会给农民工建第二支柱，那么就on应该建立第三支柱给农民工免税，比如让他们每月将一部分钱存放到个人养老金账户里，交由机构来管理，每年按照 4%—5% 的收益给予回报。第三支柱的建立还可以推动“薪酬清晰化”，这反过来有助于推进第一支柱缴费基数的夯实。所以，必须将三支柱统筹考虑，共同建设。

养老金二三支柱的共同特点在于都是资本积累，劳动者 20 岁左右开始缴纳，60 岁之后领取，积累将近 40 年，形成了一笔稳定的长期资本。二三支柱要发挥效率，必须能保值增值，这又需要金融市场的介入，由投资机构分散去做，让老百姓参与到决策中，政府的职责是监管，这样，才能有更大的风险承担力。

中国已经有了养老金投资运营的基础和经验，全国社会保障基金和企业年金这些年的表现都不错，已经有许多银行、保险公司、基金公司参与到了企业年金的投资管理中，积累了经验，接下来是如何进一步发展的问題。

此外，这个行业发展还需要有一套完整的监管体系，如何将养老金运营的监管和“一行三会”的体系联系起来，这也有许多工作要做。



## 杨燕绥：弥补供给侧短板按照生命周期构建养老保险制度<sup>2</sup>



杨燕绥：中国养老金融 50 人论坛核心成员、清华大学教授

2016 年 4 月，人社部、财政部联合发布了《关于阶段性降低社会保险费率的通知》，企业职工基本养老保险基金累计结余可支付月数高于 9 个月的省（区、市），可以阶段性将单位缴费比例降低至 19%。养老金支付保证期为 9 个月是否充足，费率调低 1 个百分点，企业是否就能经营好转并能坚持参保缴费？这是一个收支两难的问题，暴露出了我国养老保险制度供给侧存在短板。

### 一、当前养老保险制度存在的问题

我国养老保险供给侧出现制度短板的历史原因，主要是源自老

<sup>2</sup> 本文刊载于《中国人力资源社会保障》2017 年 01 期

人、中人的转制成本，劳动人口年龄低，提前退休等问题。

### （一）重短期财务平衡、忽略长期战略导向

将养老金视为政府对退休人员和居民的给予，忽略人均 GDP 的福利相关性问题，现行制度在促进就业和再分配公平性上不足。纵观国际养老金制度，1942 年，福利大师贝弗利奇提出：“社会保障需要国家和个人的合作。国家在尽职尽责时，不能扼杀对个人的激励机制。”20 世纪 70 年代末期，工业强国陆续进入了深度老龄社会，代际利益冲突日趋明显，降税费和保支付成为焦点，需要供求两个方面进行结构调整，实现公平与效率的有效结合。对此，福利经济学者提出，国民收入分配的公平性不仅在于克服贫困（最低生活保障），还包括维持原有生活水平不下降（抑制社会风险）和平滑收入与消费（尊重生命周期的就业与福利）。国民收入分配的效率性包含三个原则，即在宏观上 GDP 与国家福利相关、在微观上对福利资源和福利项目进行有效分配、福利对就业和储蓄的负面影响应当最小化，从而处理好劳动就业人口与养老人口的代际关系，制定具有应对人口老龄化的积极的养老金制度。为此，英国脱离了收入关联的养老保险计划（take-out），保留国民养老保险（基础养老金），大力发展职业年金和个人账户，并建立了个人养老金账户登记局和养老金战略投资委员会。美国在 1935 年建立了老遗残持续收入制度之后，在 1974-1980 年间完善了支持职业年金发展的法律制度和延期征税政策。德国从 2005 年开始，加速修建发展职业养老金的快车道。从政府、企业和个人三个积极性出发，从制度进口（筹集资金）建立三者责任机制，

共同应对经济全球化和人口老龄化的挑战。

个人养老金在 20 世纪 70 年代以后兴起，其战略意义逐渐显露。有实际账户（DC）与名义账户（NDC）两类。2013 年，OECD 机构投资者年累计资产总计 92.6 万亿美元，其中 24.7 万亿美元来自养老基金，5.1 万亿美元来自公共养老储备基金，占总计资产的 32.18%；养老基金资产占 GDP 比例加权平均值从 2012 年的 77.1% 上升到 84.2%；其中荷兰到达最高值，为 166.3%。德鲁克断言，静悄悄的养老金改革使美国工人拥有大量资产，在实际上进入了社会主义。截至 2013 年，在 16 个 OECD 成员国中，养老金年均净投资收益为 4.5%，其中美国最高为 11.7%，丹麦最低为 4.7%。此外，为避免投资风险，也有少数国家尝试名义账户，将雇主缴费、个人缴费，税收减免和投资收益均作为权益计入个人账户，待退休后由计划发起人兑现。名义账户依赖严格的法制和精算基础取得参保人的信任，少有成功经验。

## （二）重宏观经济调控、忽略微观经济平衡

根据生命周期理论，在日常开支的基础上，人们循序做好四件事，即买房子、养孩子、买健康、买养老。以人为本的建立社会保障制度，应当尊重个人生命周期，按照先买房、后存养老金的顺序制定相关法律和政策。目前，一方面，我国青年人从参加工作即由单位和个人缴纳占工资总额 28% 的养老保险费，虽然在名义上职工缴费计入个人账户，但仅有等同银行定期储蓄的记账利息，且低于通货膨胀率；另一方面，由于没有完善的首住房的限价政策，商品房价远远高出工薪层的购买能力。这直接影响了家庭的生育计划、财务规划乃至个人事业

发展计划。这是违反生命周期规律的。

### （三）重部门意见轻宏观决策、导致创新能力不足

伴随养老金制度改革，法制国家强化了养老金立法机制、养老金法令修订频率和社会沟通渠道。养老金制度改革的决策权不在政府部门。

养老金管理服务的执行系统也发生了变化。例如，英国适时的取消了社会保障部，建立了劳动与养老金部。美国建立了社会保障总署以及与海关总署信息共享系统。澳大利亚建立了整合各类公共服务的中联机构（central-link）。

## 二、建立养老金与住房公积金的互动制度

国际经验证明，进入老龄社会时要完善社会保障制度，以解除国民后顾之忧；深度老龄社会时要调整制度结构，降低基础养老金水平和鼓励发展职业年金及个人养老金；超级老龄社会时要实现社会合作与精细化管理。

中国预期在两年内实现降费保支，应对养老金制度实施“夯费基、降费率，用存量、提效率，三支柱、建机制，促就业、增收入”式的改革。清华大学课题组基于个人生命周期理论提出“夯实基础养老金、做大职业养老金、管好个人养老金”的架构，特别是“职业养老金（含企业年金）与住房公积金互动”的改革方案，是一举多得的举措。在现行政策基础上，可降低五险一金费率 10%-20%，并确保养老金制度和住房公积金制度的持续发展。

**夯实基础养老金。**职工基本养老保险实现全国统筹，单位缴费费

率为 10%。方案如下：从 2017 年开始筹备城镇职工基础养老金（养老金第一支柱）实行中央统筹，由国家社会保险事业管理中心直接经办，自 2018 年开始运行；以非私营企业职工平均工资为缴费基数，增长率为 6%（2021 年以后降至 5%），总费率 18%；单位费率 10%（原费率 20%，降低 10%）、职工费率 4%（原计入个人账户）、国家筹资等同费率 4%（ $2178.86 \times 4 = 8715.42$  亿元）；原计发政策不变，在参保人增长率 4%、领取人增长率 6.5%、养老金增长 5.5% 的条件下，2018 年基础养老金平均支付额为 2667.82 元/月（2016 年约为 2385.60 元），确保实现中央统筹基础养老金与原社会养老保险的平稳对接；养老金增长率每年降低 0.5%，直至 2023 年降至 3%，与 CPI 对接建立正常调待机制；2018 年，基础养老金基金结余约为 3866.33 亿元，以后逐渐减少，直至 2033 年出现当期资金缺口；届时以往养老基金累计结余，加之延迟退休和二胎政策的实施，可以支持劳动力供给和参保缴费人数上升，基础养老金可以进入平稳发展期间。

降费率 10% 的合理性：确保基础养老金支付水平不下降；实现普降原则，发达地区少降（从 13% 降至 10%）、欠发达地区多降（从 20% 降至 10%）；依法明确了政府筹资和职工个人的缴费责任。

关于国家筹资的建议：中央统筹基础养老金的发展趋势不是社会保险，是公共品。应当建立国家、单位和个人的三方筹资机制，且依法界定责任边界，减少三方筹资的不确定性，避免财政兜底导致的未来支付风险。本文建议将国家责任界定为等同费率的 4%。国家可以从以下多种资源中选择一种或者组合选择：国企红利划拨、国有股转



持、国有资产划拨兑现、国家发行养老金特种债、财政依法预算；对国企实行高费率，维持原费率 20%。特别是资源型老国企沿用的福利金相当工资总额的 14%，这部分资金原来用于建设职工福利住房的资金，现用于支付高管们的统筹外养老金、补充住房公积金等，应当停止使用并转入中央统筹基础养老基金。

完善个人账户和保障受益人利益问题：淡化“职工基本养老保险个人账户”提法（在十八届三中全会报告中未提这个定义），4%进入中央统筹基础养老金，依法明确职工的缴费责任（等于养老金税），不设个人账户、不投资、不继承；4%进入职业年金个人账户、可投资、可继承，让参保职工见到当期收益。

**做大年金（含企业年金），与住房公积金互动发展。**先买首住房、后存养老金，可实现参保人一生收入效用最大化。拟行方案如下：坚持强制与自愿相结合原则做大职业年金（养老金第二支柱），减少基础养老金支付压力；激励中小企业建立职业年金计划；职业年金 1 为公务员计划、职业年金 2 为事业单位计划、职业年金 3 为企业职工计划、职业年金 4 为灵活就业人员计划。职业年金 1 委托国家社会保险事业管理中心管理，其余委托法人机构管理，借鉴企业年金计划实行市场化运行；由人社部基金监督司联合相关部门实施监督；单位缴费 4%-8%（原自愿费率为 5%）、职工费率 4%，二者均在所得税前列支，并由单位代扣代缴；单位缴费在工资总额 25% 以内的，可以税前列支；劳动关系双方协商决定如何增加缴费；职业年金在退休时按月领取，可以继承；职业年金计入个人账户实帐运营，可以用于支付

首住房的首付款和偿还贷款，支持青年职工和城镇化新职工和新居民购房；还清首住房贷款的、拥有宅基地或房产的参保职工，可以将住房公积金缴费转入职业年金账户，单位和职工双方费率从职工工资的4%开始协商，职工个人缴费率1%，单位配款1%，直至20%封顶；按照养老基金运营规则锁定账户，任何人和机构均不得提前支取，委托优质的法人受托人管理，按照个人生命周期进行资产配置和市场化运营，提高参保人养老金的充足性。

对于机关事业单位而言，距离退休还有20年的职工，多数拥有首住房，如果住房公积金转化职业年金，可以解决机关事业单位实施职业年金计划的资金来源，弥补与企业职工养老保险并轨之后的待遇差距。以2018年为例，在职业年金费率达到28%（强制8%+住房公积金转入20%）的条件下，职业年金领取额为4149.92元（未计算当年利息收入），加入基础养老金后的总养老金为6817.76元。对于青年职工而言，在购买首住房后，再用20年积累职业年金，个人每缴费1%，单位配款1%，国家税收让利加市场收益达到5%，退休时个人养老金账户收入颇丰。

对于中小企业而言，基础养老保险费率10%，职业年金费率4%，加总费率为14%，低于以往全国养老保险最低费率。

**管好个人养老金，延期征税培育老龄人口红利。**目前，中国居民已经拥有多个养老金账户，如城镇职工基本养老保险个人账户、城乡居民养老保险个人账户、职业年金和企业年金个人账户、个人商业保险年金账户、个人购买的其他养老金融产品账户等。管好个人养老金，



发挥第三支柱的作用，国家应当做好如下几件事：一是依法建立国民福利账户制度，实现职业养老金和住房公积金的适时转移；二是针对个人养老金账户分别设定年度和终生享有的免税和延期征税待遇的额度，而非针对某个产品给予税收待遇；三是完善个人养老金的受托人制度，市场化投资运营和保值增值，鼓励国民积极就业和积累养老金，从而改善老龄人口的资产状况和购买力。四是广泛开展国民人口和养老金教育。

**推动社会保障管理服务一体化。**中央统筹基础养老金是我国中央政府提供的第一个公共品，需要建立专门机构确保基础养老金的顶层设计和计划运行。基于社会保障卡的权威性，整合居民的居住登记、劳动合同、工资报告、参保登记等信息，建立多制合一的社会保障管理服务体系，打造一体化的、动态管理的居民信息管理服务体系，提高社会保险参保率和夯实缴费基数、适度异地就医、方便异地领取养老金，支持人员合理流动。

实现职业养老金与住房公积金互动计划，需要建立国民福利账户，方便国民适时转移和有效配置福利资源。

社会保障经办机构是服务型政府的执行机构，可以通过信息化、智能化和购买服务解决小马拉大车问题，加强政府的公共服务能力。商业机构介入社会保障公共服务应当坚持微利原则，建设不上市的社会企业，由政府购买服务。

## 冯丽英：养老金入市要追求风险调整后的长期收益最大化<sup>3</sup>



冯丽英：中国养老金融 50 人论坛核心成员、建信养老金管理有限责任公司总裁

从整个投资发展形式来看，养老金资产管理对金融行业和实体经济影响深远，养老金是资本市场重要的投资者，未来将成为资产管理行业的新高地。养老金投资的目标就是要追求风险调整后的长期收益最大化。养老金将成为资产管理行业的新高地，主要体现在两个方面：

第一，资产规模的整体增量。2015 年，34 个 OECD 国家养老金的资产规模已经相当于 GDP 80% 以上的比例了，美国养老金的规模已经超过了 25 万亿美元，相当于 GDP 152%。根据人社部统计数据，截止 2015 年底，我国养老金资产规模是超过了 6 万亿人民币，相当

<sup>3</sup> 本文为建信养老金总裁冯丽英女士在智道金服发起的首届智道私募峰会上的发言改编。

于我国 GDP 比例的 6.5%，这两个数据的比较可以看到在我国养老金市场规模方面和国际数据相比还有很大的差距。

第二，三支柱养老金结构。一支柱主要由政府主导，作为基本养老保险通常是由政府来兜底，旨在解决老年贫困问题。与此相对应的是我国基本养老保险以及全国社保基金理事会战略储备金。第二支柱主要是由雇主主导的企业年金和职业年金，对应的是未来的补充养老保险的领域。第三支柱是个人自愿缴费参加的储蓄性的养老保险，我国当前情况下第三支柱养老保障产品也是刚刚起步。未来国家要解决养老保障资金问题，除了依托于政府的责任以外，企业和个人的努力也是不可分割的。在我国现有的养老金中，真正投资于市场运作的规模，目前看仅仅由社保基金和第二支柱当中的企业年金，这两块资金加起来仅仅只有 3 万亿。2016 年底国家基本养老保险金要进入到市场化运作，可以预见未来养老金将可能实现数量级上的重大增长。

在结构上，如果将三支柱拆开看，我国养老金体系在结构上与国际发达国家一二三支柱的比例有很大的差距，与英美等发达国家 70% 左右的养老金替代率相比，我们国家主要还是差在了第二支柱和第三支柱发展比较缓慢。美国 25 万亿养老金总资产当中，三支柱的比例分别为第一支柱 11%，第二支柱 59%，第三支柱 30%，但是我们国家第一支柱是绝对优势，超过 80%。有效地提升养老金的替代率，未来我们要快速发展第二支柱和第三支柱养老金。主要是采取市场化的运作方式，累计，即使将第一支柱 80% 的比例降低到 50%，打开了一个超过 4 万亿规模的资产总量，其中蕴含的市场机遇对于各类资产管

理机构都是未来无比巨大的发展空间。

同时，养老金是资本市场重要的投资者。养老金资产管理对金融行业和实体经济影响深远，从国际经验来看，巨量的养老金资产已经成为资产管理行业重要的资产来源之一。首先，从投资比例来看，在过去 30 年的时间里，养老金已经成为美国股市当中最大的机构投资者，它的资产规模已经占据了半壁江山，其中共同基金的投资占比也已经超过了三分之一。由于养老金的资产性质，机构通常秉持着理性和谨慎的投资理念，资产配置更倾向于长期投资，从而减弱了市场的羊群效应，有效地降低和平滑了市场的波动率，这是从整个投资的比例来看的。第二，从国际养老金发展趋势来看，养老金的产品化投资一定是未来的投资发展趋势。美国 401K 资产当中，高达 91% 的比例都投资于共同基金，在我国社保基金会一直是强调以其作为受托人，它主要选择的核心仍然是投资管理人所提供的产品，在企业年金投资领域，养老金产品的直接投资已经成为一个重要的投资模式，各家投资管理人目前都已经开始大力配置产品线，调整投资结构，打造自己的拳头产品。可以预见，未来私募基金的机构都可以通过产品合作的方式参与到未来的养老金投资管理当中，共同为养老金资产的保值增值做出贡献，未来养老金在产品化的投资方面是全社会、全机构的。

对于养老金投资的目标，就是要追求风险调整后的长期收益最大化。第一，养老金的投资是追求绝对收益最大化的。第二，收益的最大化追求的是长期性的。第三，养老金追求长期性的收益最大化的投资一定是在风险可控的情况下实现的。



## 苏 罡：中国养老金投资的核心理念<sup>4</sup>



苏 罡：长江养老保险股份有限公司党委书记、总经理

为解决养老保险制度的种种问题，中国于 1980 年代启动养老保险制度改革。1991 年，在原有养老保险制度及相关改革试点经验基础上，国务院发布《关于企业职工养老保险制度改革的决定》，明确建立基本养老保险、企业补充养老保险和个人储蓄性养老保险相结合的养老保险制度，改变养老保险由国家、企业包揽的状况，实行国家、集体、个人 3 方共同负担，由此形成了我国三支柱养老金体系的雏形。

进入 21 世纪，随着改革开放的不断深入以及社会主义市场经济体制的日益完善，三支柱养老金体系得到了不同程度的发展，真正意义上的养老金市场逐步形成并取得了长足进步。

<sup>4</sup> 本文刊载于《上海国资》2016 年 07 期

## 一、现状

### （一）资产规模不断壮大

第一支柱基本养老保险基金委托投资拉开帷幕，为养老金市场带来体量庞大的新增资金，2015年底养老基金累计结余约3.8万亿元，预计起步阶段将有4000-6000亿元委托机构投资。

第二支柱企业年金自2004年市场化运作以来取得了较快发展，2015年底资产规模达到9526亿元；机关事业单位职业年金制度也于2015年建立，近期在京中央机关职业年金将率先启动，全国职业年金每年预计新增缴费1000亿元左右。

第三支柱商业年金发展迅速，2014年保险公司商业年金保费收入2822亿元，保额达到1.44万亿元，2001-2014年保费收入年均增长17%。同时，个人税延养老保险抓紧推进中，有望年内取得重要进展。

除此之外，全国社会保障基金作为国家社会保障储备基金，自2000年设立以来，取得了一系列令人瞩目的成绩，资产规模由成立之初的200亿元跃升至2015年底的1.9万亿元，增长超过90倍。

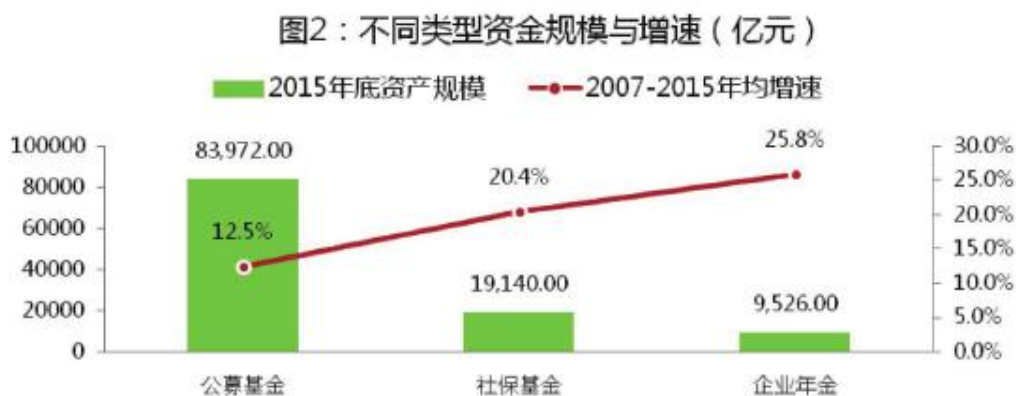
图1：全国社保基金与企业年金基金规模（亿元）



数据来源：人社部、全国社保基金理事会信息披露

## （二）令人瞩目的增速

尽管目前养老金资产规模与公募基金存在一定差距，但从市场增速来看，受益于持续稳定的新增资金以及相对稳健的资产运作，养老金资产展现出更加积极的上升势头。2007-2015年，企业年金基金年均增速达到25.8%，全国社保基金年均增速也达到20.4%；但同期公募基金资产规模年均增速仅为12.5%，明显落后于养老金资产增速。今年第一季度随着资本市场下行，公募基金资产规模也由2015年底的8.4万亿快速缩水至7.8万亿。



数据来源：保监会、证券投资基金业协会、社保理事会、人社部信息披露，长江养老整理

## （三）稳健回报

2015年，全国社保基金投资业绩达到15.14%，成立以来年均收益率达到8.8%，超过同期年均通货膨胀率6.47个百分点，全面跑赢通货膨胀，其2008-2015年累计收益率达到66.26%，显著超越同期股票型基金（含指数基金）和混合型基金的累计收益。企业年金2015年投资业绩也达到9.88%，2008-2015年累计收益率达到43%，同时业绩波动率仅为4.09%，投资业绩超越股票型基金的同时，投资回报的稳健程度也明显好于股票型、混合型以及债券型公募基金。



表1：养老金与公募基金累计收益率与波动率比较

		2008-2015年累计收益率	同期业绩波动率
养老金	全国社保基金	66.26%	7.14%
	企业年金	42.84%	4.09%
公募基金	股票型(含指数基金)	2.33%	39.99%
	混合型基金	53.28%	33.06%
	债券型基金	66.26%	6.28%

数据来源：全国社保基金理事会历年报告、人社部全国企业年金基金业务历年数据摘要、保监会公开数据统计、Wind数据、长江养老整理统计。

## 二、养老金投资的核心理念

养老金投资必须深刻理解养老金投资的终极目标，那就是为国家、社会与个人积累养老财富，主动应对人口老龄化危机，努力实现老年人“老有所养”的共同梦想。对于养老金投资终极目标的充分认识最终提炼形成养老金投资的核心理念。

### （一）“客户需求导向”与“客户利益导引”的有机结合

养老金投资的本质是“受人之托、代人理财”，必须坚持以客户为中心，以客户需求为导向，努力实现受益人利益最大化。具体来说，要把握好四个方面：

一是关注生命周期、风险与收益需求的演变。养老金与生命周期具有天然的匹配性。每个人在生命不同阶段呈现出不同的风险偏好和收益需求，养老金投资贯穿投资者职业生涯的几十年时间，其间可以通过多元化的专业投资组合，根据不同生命周期阶段的风险偏好，动态调整养老金的资产配置，实现投资者利益的最大化。

二是发掘长期复利的投资价值。养老金很重要的一项投资理念在

于资金的长期复利增长，由于采取复利计息，养老金长期投资的收益相当可观，是个人养老财富积累的重要实现方式。因此，养老金投资要努力确保获得正收益，通过持续不断的复利滚存，在几十年跨度的较长周期内获得价值增长。

**三是追求风险调整后的投资收益率。**养老金天然具有风险厌恶属性，养老金投资需要在确定投资者风险偏好的前提下，在各类风险资产之间进行科学合理的配置，进而有效控制养老金投资的总体风险，实现在可承受风险水平之下的收益最大化。

**四是对企业行使个人选择权的代理人矛盾进行疏导。**个人选择权是养老金投资管理的发展趋势。目前我国企业年金制度中，企业统一决策机制承担了相当大的代理责任，这对养老金长期资产配置提出更大挑战。为此，养老金管理机构可以通过提供有特色、多元化的个人产品，吸引不同年龄段、风险偏好和收益期望的客户需求，积极引导个人选择权的探索实践。

## （二）坚守“追求绝对收益基础上的相对收益”的投资原则

养老金的长期资金属性和信托责任要求决定了“追求绝对收益基础上的相对收益”的投资原则。养老金作为老百姓“救命钱”的这一资金特质决定了既需要确保其获得稳定的绝对收益率，实现保值，也要努力战胜通胀，获得增值。养老金的投资运作不能够单纯基于风险性资产的操作能力追求短期的相对的高收益，这种模式蕴含很大的潜在风险敞口和大幅的收益率回撤，已经在数次股债双杀和短期大幅波动的市场下遭遇了激烈挑战和投资者的质疑。因此，养老金投资必须基

于“追求绝对收益基础上的相对收益”的投资原则，正确处理好以下三对关系。

**一是绝对收益和相对收益之间的关系。**绝对收益和相对收益是相互矛盾而又辩证统一的，绝对收益是养老金投资的根本，相对收益是补充。在一定的收益期内，首先要取得绝对收益，在绝对收益基础上再与市场同类组合的相对指数进行比较，与市场整体平均水平进行比较，进而追求平稳、可持续的相对收益。

**二是短期收益和长期收益的关系。**养老金投资一方面要考虑长期稳定收益，另一方面不能因为重视长期投资而忽视短期市场波动，尤其不能忽视短期内较大的下跌风险，需兼顾到每一年以及每个委托期的收益。为此，必须安排好跨周期的资产配置，争取依据对于未来三到五年市场状况的判断进行资产配置，尤其控制好权益资产比例。

**三是投资收益和风险控制的关系。**风险与收益总是相伴相生，忽视风险一味追求收益，或者放弃收益单纯规避风险都不可取。确保养老金投资收益和风险的平衡要更加关注风险管理，尤其是对下行波动的控制。在投资管理过程中，通过绝对收益基准、本金安全、风险容忍度与止损点“三道防线”的严格风险控制来防范养老金资产净值大幅下行的风险。

### （三）优化投资、研究、风控三方的互动机制

养老金投资是一项系统性工程，需要投资、研究、风控三个维度有机互动，从不同环节着手把控，共同实现投资目标。

**首先，实现投资与研究的充分互动。**养老金投资管理应当具备宏

观策略研究和跨周期资产配置能力，以系统化、多维度、数量化的投资研究方法和研究模型，注重跨周期基本面研究，注重全球视野下资产配置，为资产配置提供前瞻、严谨、灵活、风险可控的的决策依据。为此，养老金投资部门和研究部门需要开展多方面的合作与互动，促进投资管理能力和效率的提升，包括开展宏观分析、行业研究、协同调研、数据分析、研究报告、策略交流等，实现内外部投研资源共享。

### 其次，形成投资与风控的有机互动。

一是建立矩阵式的风险管理架构。横向形成“业务部门-风控部门-审计部门”的“三道防线”，一道道把控养老金投资风险；纵向形成“董事会-专业委员会-执行部门”的“三个层次”，以董事会对养老金投资风险管理负最终责任为起点，逐层落实风控职责。

二是建立全程参与的投资风险管理流程。围绕事前控制、事中监督、事后评价的风险监控评价体系，对养老金投资进行全程监督。

三是不局限于投资环节的市场风险，建立覆盖各种风险类型以及各类业务领域与工作流程的全面风险管理体系。横向覆盖市场风险、系统风险、政策风险、利率风险、信用风险、操作风险、流动性风险等各类风险；纵向涵盖企业年金业务、养老保障业务、保险资管业务等不同业务领域，以及养老金受托管理、账户管理、投资管理、产品开发、系统开发、运营保障、公司治理、预算管理、会计核算、印章管理、档案管理等各个工作环节。

**导读：**成员观点集萃栏目是中国养老金融 50 人论坛成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。本期我们选编了中国养老金融 50 人论坛特邀成员、天弘基金管理有限公司养老金业务总监朱海扬和中国养老金融 50 人论坛特邀成员、论坛秘书长助理孙博的文章。欢迎大家向本栏目投稿。

### 朱海扬：养老金践行者的公募雄心<sup>5</sup>



朱海扬：中国养老金融 50 人论坛特邀成员、天弘基金养老金业务总监

<sup>5</sup> 原文刊载于 2017 年 1 月 23 日中证网。



“针对委托人的需求来做资产配置，这是未来养老金管理的一个核心，在这方面，公募基金会有更大的发挥空间。”在天弘基金日前承办的2017养老基金投资管理国际论坛间隙，中国养老金融50人论坛副秘书长、天弘基金养老金业务总监朱海扬在接受上证报独家专访时称。

### “资产配置”是养老金管理核心

在朱海扬看来，作为国内资产管理规模最大的公募基金公司，天弘基金在互联网养老金融领域具有不可比拟的优势。其在养老金融方面主要打造两个能力：一是大类资产的管理能力，二是针对委托人的需求来做资产配置的能力。

作为投资管理人，公募基金在货币类资产、固收类资产、权益类资产等方面的资产管理能力很重要，如果能力足够好，就能接受委托人的委托。目前，社保基金、基本养老保险基金和企业年金都在选择合适的投资管理人。

从实践上看，资产配置会带来大部分的收益。从国外的基金来看，公募基金在养老金中的占比超过50%，且更多的是在做资产配置。而在这一方面，国内公募基金参与养老金管理与投资仍有相当大的空间。

“天弘基金这几大块都能做：一方面，在投资能力上，去年天弘基金取得了较好的业绩；在资产配置方面，天弘基金具备互联网基因，更能理解客户的需求。”谈及天弘基金在养老金业务上的布局，朱海扬透露称。



在资产配置上，朱海扬认为，产品具体可分两大类：第一类是“目标风险基金”，委托人有什么需求，可依据其风险承受能力来设计产品；天弘基金可通过大数据观察其风险特征和风险承受能力，进而找到与其风险收益特征相匹配的产品。第二类是“目标日基金”，客户可以根据其距离退休的具体年限来选择不同的产品。除此之外，客户也可以根据自己的风险承受能力去配置各种各样的主题基金和主题养老产品。

### “第三支柱”领域大有可为

天弘基金长期跟踪国家养老金政策、关注养老金行业的发展，目前正在积极布局养老金业务，除各类养老金的委托投资管理外，力争通过公司在大数据方面和互联网方面的优势，助力并积极参与中国“第三支柱”养老金的发展。

谈及养老金的“第二支柱”职业年金和企业年金，朱海扬认为，目前其模式还是由单位或者社保中心作为委托人，个人并不具备选择权，公募基金要做的是一个“目标风险基金”，可能其收益率就会受到一些影响，但是它会更加安全。

相比而言，“第三支柱”中个人具备选择权，既然是个人的资产，将来一定可以由个人来选择配置什么样的产品，这是未来的一个趋势，但个人是否具备配置资产的能力是一个很大的问题，而标准化的智能投顾恰是一个解决方案。

“第三支柱”的标准写法是“个人储蓄性养老保险”，但个人储蓄性养老保险并不是商业保险，在海外真正通过保险公司来做个人第三支

柱养老金的比例，并不是特别高，而这恰恰也给了公募基金一个难得的机会。

对于个人用户而言，如何规划自己的养老金投资？朱海扬给出的建议是：一方面要有意识，需要早做准备，因为随着“第一支柱”替代率下降，个人承担养老的责任比会越来越大；其次，要坚持长期投资，不要“追涨杀跌”，避免短期的投资行为。

据了解，美国在 2006 年颁布养老金保护法案后，在很大程度上引导了个人投资行为遵循长期投资的原则。在这方面，朱海扬也希望国家能够出台一些政策，比如税收优惠、默认条款、自动加入等条款，来引导人们的长期投资行为。

## 孙 博：养老金融,迎来新“蓝海”<sup>6</sup>



孙 博：中国养老金融 50 人论坛特邀成员、秘书长助理

说起养老金融，大家既熟悉又陌生。熟悉，是因为“养老”和“金融”都与人们的生活息息相关；陌生，是因为“养老金融”这一词汇不常听到。

其实，养老金融指的就是为了应对老龄化挑战，围绕着社会成员的各种养老需求所进行的金融活动的总和，主要包括三方面内容。

一是养老金金融，指的是为储备养老资产进行的一系列金融活动，主要包括养老金制度安排和养老金资产管理。

<sup>6</sup> 本文刊载于《金融博览（财富）》2016年12期

二是养老服务金融，指的是社会机构围绕老年人的消费需求进行的金融服务活动。

三是养老产业金融，指的是为养老相关产业提供投融资支持的金融活动。

上述三者都是养老金融的组成部分，但是各有侧重：养老金金融的对象是养老资金，目标是通过合理的制度安排，积累养老资产并实现保值增值；养老服务金融的对象是老年人，目标是满足其年老后的金融消费需求；养老产业金融的对象是养老产业，目标是满足养老产业的各种投融资需求。

通俗地讲，养老金融在整个金融链条中，涉及社保资金的运作和管理，年金及类年金的资产管理，养老的财富管理，养老融资服务，养老保险、信托、基金、证券、支付结算和专项服务，等等。

可以说，养老金融涵盖了与养老有关的所有金融活动，发展养老金融具有十分重大的意义。

## 一、养老金融，在路上

### （一）养老金金融：当前热点

由于老龄化趋势加剧，我国养老金体系可持续发展受到挑战，因此养老金金融成为社会各界关注的热点。

在养老金制度安排方面，普遍看法是我国远期面临较为严重的养老金缺口，除了人口老龄化等原因外，制度结构不合理是我国养老金体系可持续性差的重要原因。

总体来看，社会各界对我国养老金制度改革方向逐渐达成了共

识，未来制度改革的重点是大力发展第二支柱职业养老金和第三支柱个人税延养老金，建立养老金的市场化投资运营体系，逐步降低企业缴费负担和适当延迟退休年龄等。

在养老金资产管理方面，养老金将是资产管理行业新的增长极。美国约 24.8 万亿美元的市场化运营的养老金占 GDP 的比重约 150%；OECD 国家市场化运营的养老金规模占 GDP 比重达到 80%；我国目前投入运作的养老金规模仅占 GDP 的 6%，发展空间巨大。

## （二）养老服务金融：初步发展

伴随着我国逐渐进入老龄化社会，老年人群的金融需求日益凸显，金融行业开始重视养老服务金融。

银行业内，有银行提出“养老金融服务专家”战略发展目标，比如兴业银行成立“养老金融部”，通过养老金融支行等形式，为老年人提供专属服务，开发了针对老年人的金融服务方案，涵盖理财产品、养老增值服务、便利结算等内容。

总体来看，各个金融机构已经开始探索养老服务金融，并逐渐考虑将其与养老资产管理、养老服务业融合。比如，建设银行刚刚成立的养老金公司，旨在参与养老金资产管理业务的同时，向多元化养老金融综合服务转型，为社会提供养老、医疗、住房、教育等多方面的金融服务。保险业除通过寿险、养老险机构提供传统保险业务外，还建立了养老服务业机构，介入养老社区、养老服务业等领域。

总体而言，我国养老服务金融还处于市场机构初步探索阶段，尚



未形成成熟的金融业态。未来，伴随着我国老龄化程度不断加深，养老服务金融将迎来快速发展，养老服务金融机构的业务将逐渐深入到养老产业的全产业链，将金融服务推进到实体经济领域。

### （三）养老产业金融：亟待加强

养老产业先天性对金融资本的吸引力不足。

原因有二。一是老年人处于经济收入的收缩阶段，消费能力有限，决定了大部分养老行业只能微利经营。美国、日本等国家的养老产业的平均利润率仅在 5% 上下，对金融资本吸引力不足。二是养老产业在我国作为新兴产业，盈利状况具有较大不确定性，这也导致资本的参与意愿下降。

然而，养老产业却发挥着显著的社会效益，因此必须兼顾政策性和市场化手段来发展养老产业金融。

具体来看，一方面是政策性金融支持，指的是政府及政府性金融机构，不以营利为目的，对养老产业和养老机构提供金融支持活动，这可以看做是政府对养老产业社会效益的补偿。政策性融资支持主要包括政策性贷款、担保，政府引导基金、专项扶持基金等。

如前所示，由于养老产业难以获得市场化资金的青睐，因此政策性金融对养老产业发展至关重要。日本、德国等国家都对从事养老产业的机构提供了不同程度的税收减免、贷款优惠等措施。

我国近年来也出台了一系列政策，旨在通过政策性金融支持养老产业发展，包括支持地方政府设立专项扶持资金，探索建立产业基金、PPP 等模式，支持发展面向大众的社会化养老服务产业。

虽然我国目前出台了多项政策性金融政策，但是在具体落实层面，还没有成型的模式。

另一方面是市场化融资支持，指的是市场主体按照市场机制，通过直接或者间接融资手段为养老产业提供资金支持，市场化融资支持能提升金融资源的配置效率。

总体来看，国外市场化融资支持养老产业比较发达，除了常规的信贷、IPO、债券融资外，还有一些创新融资手段。最典型的是 REITs（房地产投资信托基金）和私募基金，美国养老社区或者养老机构的融资主要通过 REITs，在美国前十大养老社区中，有五家被 REITs 持有。此外，私募基金也是养老产业金融的重要参与者。2009 年黑石公司收购了一家养老社区运营商，成为全美第十二大养老社区拥有者。

我国养老产业处于产业发展的早期阶段，大部分养老产业企业以中小企业的形式存在，加上产业成长期的高竞争性，使得老龄产业投资的高风险特征非常明显。而且前些年我国的无风险利率高企，也间接降低了养老产业对金融资本的吸引力。

因此，我国养老产业金融无论是和国外的发展程度相比，还是相对于我国养老产业的需求，都处于滞后状态。这是养老金融的短板，需要进一步通过政策和市场化手段予以加强。

## 二、新“蓝海”，万亿级体量

### （一）养老金金融市场规模有望达到 10 万亿元

三支柱模式是当前国际养老金发展的共同趋势。

从国际视角看，第一支柱是政府兜底的基本养老金，旨在防止老年贫困。第二支柱是政府提供税收优惠，由企业发起，企业与个人共同缴费的职业养老金制度。第三支柱是政府提供税收优惠，个人自愿参加的个人税延养老金制度。

第二和第三支柱旨在改善参保者老年生活，体现的是政府、单位和个人三方共担养老责任，一般都通过市场化手段来投资运营，并以实现基金的积累和壮大为目的。

近几年来，我国养老金改革加速，基本养老金市场化运营已成定局，第二支柱职业年金正在落地，个人税延养老金政策也在紧锣密鼓地制定中。我国将逐渐迎来三个支柱全面发展的历史性局面，养老金市场规模有望快速迈上新的量级。

根据我们的预测，未来 5 年我国养老金市场化管理规模有望达到 10 万亿元，其中基本养老金 3 万亿元，全国社保基金 3 万亿元，企业年金 2 万亿元，职业年金 1 万亿元，个人税延养老金 1 万亿元。

## （二）养老服务金融市场规模 10 万亿元以上

2015 年全国 60 岁以上老年人达到 2.21 亿，老年人口比重达到 16%，平均每年递增 0.54 个百分点。

随着我国养老金体系的逐步健全及养老金待遇的逐步提高，老年人的消费能力逐步得到改善。2014 年，城镇老年人年人均收入为 23930 元，农村老年人年人均收入达到 7621 元，分别比 2000 年增加了 16538 元和 5970 元。

根据全国老龄办公布的第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查结果,2014年,中国老年人人均消费支出为14764元,据此估计,我国老年人消费规模已经超过3万亿元。同时,根据预测,2020年老年人口将达到2.43亿,2025年将突破3亿。在此过程中,伴随着老年人消费能力的增强,预计我国老年人的消费规模将达到6万亿元。

其实,老年消费中的金融消费,主要包括养老信托、以房养老、消费贷款、老年理财等内容。事实上,金融既是养老消费的载体,也是养老消费的主要方向,加上我国人民具有储蓄偏好,特别是老年人已经成为银行理财的主要群体,因此养老服务金融市场潜力巨大。

针对老年人的金融服务已成为金融行业的重要发力点,比如兴业银行针对老年人推出的“安愉人生”综合金融服务方案,从2012年推出以来,受到市场广泛认可,目前管理的金融资产接近6300亿元。按照这个体量推算,我国养老服务金融市场规模也在10万亿元数量级。

### (三) 养老产业金融也将达到万亿级别

养老产业一般包括老龄用品业、老龄服务业、老龄房地产业和老龄金融业等四大板块。根据相关部门预测,到2020和2030年,养老用品、养老地产、养老服务业的规模将分别达到8万亿元和22万亿元,对GDP拉动作用分别达到6%和8%。同时,养老产业具有产业链长、涉及领域广等特点,并对上下游产业具有带动效应,前景十分可观。而老龄用品、老龄地产等行业的发展都离不开金融支持。

近年来，养老产业通过政府产业基金支持、PPP 模式、政策性贷款等政策性手段得到了扶持和发展。同时，部分养老企业也通过新三板上市、并购等市场化方式获得了资金支持，逐步进入快速发展阶段。我们认为，随着金融资本与养老产业的进一步融合，养老产业金融市场也将达到万亿级的体量，并成为金融行业和资本市场的重要力量。



## 养老金融月度资讯

### (2017年2月, 总第3期)

**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

- ✚ 人社部 | 《2016年人力资源和社会保障统计快报数据》公布
- ✚ 民政部等 | 《关于加快推进养老服务业放管服改革的通知》

#### ➤ 养老金金融

- ✚ 人社部 | 多地养老金上调
- ✚ 养老基金 | 首批资金已分配到中标基金配组合内开始投资

#### ➤ 养老服务金融

- ✚ 养老信托 | 靠不靠谱?
- ✚ 兴业银行 | 办老年大学帮中老年人安心理财

#### ➤ 养老产业金融

- ✚ 北京 | 平谷2宗养老用地挂牌
- ✚ 东英 | 携磁晖设30亿元产业基金 布局养老等九大领域

#### ➤ 学界观察

- ✚ 金维刚 | 部分地区养老金已穿底 需加速养老金全国统筹
- ✚ 洪磊 | 推进产品制度设计 推动养老金投资公募REITs

#### ➤ 国际视野

- ✚ IMF | 希腊养老金制度应当进行更深入的改革
- ✚ 信泰 | 近10亿美元完成交割美国39个顶级养老地产社区

本月概览

## 政策动态

### 人社部 | 《2016 年人力资源和社会保障统计快报数据》公布

2月15日，人力资源和社会保障部发布《2016年人力资源和社会保障统计快报数据》。数据显示，2016年我国城镇职工基本养老保险期末参保人数为37862万人，基金收入34531.9亿元，基金支出31576.0亿元；城乡居民基本养老保险期末参保人数为50847万人，基金收入3038.6亿元，基金支出2291.9亿元。（人社部网站）

### 民政部等 | 《关于加快推进养老服务业放管服改革的通知》

近日，民政部、国家发展改革委等13部门印发了《关于加快推进养老服务业放管服改革的通知》。《通知》明确要坚持问题导向，创新工作思路，尽快破除养老服务业发展瓶颈，激发市场活力和民间资本潜力，促进社会力量逐步成为发展养老服务业的主体。通过规范养老服务投资项目审批报建手续、简化优化养老机构相关审批手续来加大简政放权力度；通过强化监督管理能力、提升政府服务水平来强化“管”的能力和“服”的水平。（国家发改委网站）

### 工信部等 | 《智慧健康养老产业发展行动计划（2017-2020年）》

近日，工业和信息化部、民政部、国家卫生计生委三部委发布《智慧健康养老产业发展行动计划（2017-2020年）》。该计划提出以下发展目标：到2020年，基本形成覆盖全生命周期的智慧健康养老产业体系，建立100个以上智慧健康养老应用示范基地，培育100家以上具有示范引领作用的行业领军企业，打造一批智慧健康养老服务品

牌。健康管理、居家养老等智慧健康养老服务基本普及，智慧健康养老服务质量效率显著提升。智慧健康养老产业发展环境不断完善，制定 50 项智慧健康养老产品和服务标准，信息安全保障能力大幅提升。

（工信部网站）

### **保监会 | 重点推动保险业更好地服务经济社会发展**

2 月 22 日下午，国务院新闻发布会上，中国保险监督管理委员会主席项俊波表示，今年保监会将重点推动保险业更好地服务经济社会发展。一方面，更好地发挥风险保障的核心功能，推动保险业服务脱贫攻坚战略；服务实体经济发展，支持“三去一降一补”，加快科技与保险结合创新试点；推动商业保险积极参与多层次养老和医疗保障体系建设。另一方面，更好地发挥保险资金的长期投资优势，引导保险资金坚持价值投资、长期投资、稳健投资原则，不断加大对实体经济和国家重大战略的资金支持力度。

保监会陈文辉副主席提到，截止到 2016 年末，保险资金累计通过债权计划、股权计划等方式，直接投资国家重大基础设施建设，养老社区、棚户区改造等民生工程，累计金额超过了 4 万亿元。2015，发起设立了中国保险投资基金，以它为平台来整合行业资金，主要投向国家重大基础设施。（养老那些事儿微信号）

## **养老金金融**

### **人社部 | 多地养老金上调**

2 月 16 日至 17 日，全国社会保险局长会议在广西南宁召开，会

上，人力资源和社会保障部副部长游钧指出，养老金连续调整后，月人均超过 105 元，城乡居民基本医疗保险补助提高到人均 420 元。对于社会各界关注的社保基金投资运营管理的情况，人社部副部长游钧表示，基本养老保险基金投资管理已正式启动。据人社部统计，全国共有北京、上海等 7 个省份，共计 3600 亿元基本养老保险基金开始委托社保基金理事会开展投资运营。（凤凰网）

### **养老基金 | 首批资金已分配到中标基金配组合内开始投资**

经过今年 1 月初的首轮招标后，中国养老基金首批资金已分配到中标的基金组合内，并开始投资股票。同时，第二轮招标在 2 月开始，但目前未知哪一家基金公司中标及资金分配情况。报导指，首批中标的权益类基金共有 4 只，规模约 100 亿元人民币。市场估计，养老基金作为长期稳定投资基金，将有利投资者对 A 股重拾信心，并可望推动蓝筹股向上。此举亦可扩阔养老基金的投资渠道，并提高其回报。（同花顺）

### **西安 | 养老保险“金融管控平台”试点运行**

陕西省西安市着力提升经办管理服务能力，按照统一要求和安排，积极推进城乡居民养老保险“金融管控平台”省级试点工作。“金融管控平台”成功实现了保险费的扣缴、资金对账和数据回写，运行顺畅。这标志着西安市在全省率先完成城乡居民养老保险“金融管控平台”扣缴保险费省级试点任务，对在全省的推广应用具有引领示范作用。下一步，西安将在 7 个区县复制推广这一经验。（中保网）

## 养老服务金融

### 养老信托 | 靠不靠谱？

国投泰康信托研究发展部总经理和晋予表示，养老信托是信托制度在养老领域中的运用，既体现在养老的需求端，即老年人养老财产的管理和养老服务的消费，又体现在养老产业的供给端，即养老基础设施的发展和养老医疗服务的提供。目前，我国养老信托刚刚起步，产品还比较少。中信信托相关负责人表示，从需求端看，涉及养老资金管理及理财投资的养老信托，门槛较高；如果是涉及养老服务消费方面则门槛较低。（经济日报）

### 兴业银行 | 办老年大学帮中老年人安心理财

近日，杭州首个由银行推出的以养老金融为主题的老年大学——兴业银行杭州分行老年大学将正式开始运行。老年客户将在这里学习到专业的书法、绘画、摄影、手工等艺术类课程，今后还将获得定向理财、健康管理、财产安全保障、24小时免费法律顾问服务等一系列专业化服务和产品。（杭州网）

## 养老产业金融

### 北京 | 平谷 2 宗养老用地挂牌

近日，北京市规土委推出平谷 2 宗机构养老设施用地，总面积超过 10 万平方米。据了解，这是本市今年首次大规模推出养老设施用地，保民生、重保障的供地意图明显。根据出让公告，这两宗机构养



老设施用地相邻，均位于平谷区夏各庄新城。其中 2-11-2 地块建筑面积约 44100 平方米，2-11-3 地块建筑面积约 58400 平方米，合计 10.25 万平方米，地块规模较大，优先供应民生保障用地的供地意图明显。

（北京晚报）

### **东英 | 携磁暄设 30 亿元产业基金 布局养老等九大领域**

日前，香港交易所主板上市公司-东英金融投资有限公司宣布，东英金融与磁暄资本签订战略合作协议，成立合伙企业，将专注投资传统产业，助力其进行互联网改造。该基金首期规模为 30 亿元，其中有中意投资的幸福 9 号主营健康养老业务，是上海幸福九号养老投资集团有限公司旗下养老品牌，通过网上商城、居家养老服务店、老人乐园三大平台，全面满足老年人休闲、娱乐、购物、养生、社交等物质与精神需求，形成线上线下联动，利用互联网思维撬动养老产业，构成完整的养老生态系统，为老人缔造了一个全新的幸福养老平台。（证券时报）

## **学界观察**

### **金维刚 | 部分地区养老金已穿底 需加速养老金全国统筹**

近日，人力资源和社会保障部社会保障研究所所长金维刚表示，尽管目前全国养老基金有大量结余，但地区间并不均衡，有的地区养老金已经穿底，需要加速推进职工养老金全国统筹，切实实行基础养老金全国统筹。金维刚指出，建立可持续的养老金制度，首要是加速推进职工养老金全国统筹。切实实行基础养老金全国统筹，才能够增

强养老保险基金的筹资能力、互济功能和抗风险能力。“而实现基础养老金全国统筹的关键则在于，合理划分中央与地方对基本养老金的筹资和支付责任，明晰双方的事权与财权相对应，共同支撑养老保险制度以及基金的平稳运行。”（澎湃新闻）

### **洪磊 | 推进产品制度设计 推动养老金投资公募 REITs**

中国证券投资基金业协会党委书记、会长洪磊在 23 日召开的 2017 陆家嘴资产证券化论坛上如是表示，基金业协会将在《基金法》框架下推动公募 REITs 产品制度设计，推动养老资金投资公募 REITs，完善资产管理市场三层架构。（人民网）

### **北京 | 第三届全国社会保障学术大会召开**

日前，由中国社会保障学会主办、平安养老保险股份有限公司协办的第三届全国社会保障学术大会在北京顺利召开。本届会议的主题聚焦在“社会保障与经济发展”，与会政府领导及行业专家就养老保险、医疗保障、贫困与救助、福利与服务、慈善与公益等分论题进行了热烈讨论。（东方网）

### **北京 | 《拯救未来：加拿大养老金“1997 改革”纪实》中文版发布会召开**

2 月 20 日，“建立可持续社保基金管理体制”研讨会暨《拯救未来：加拿大养老金“1997 改革”纪实》中文版发布会在京举行。中国社会保障学会会长、人力资源和社会保障部原副部长胡晓义先生、全国社会保障基金理事会副理事长王忠民先生等致辞并发表演讲。（社科院社会保障实验室网站）

## 北京 | 《中国健康养老产业丛书》发布

2月25日，2017健康养老产业发展趋势论坛暨中国健康养老产业丛书发布会在北京举行。会上发布的中国健康养老产业丛书包括全国及地方省市政策汇编、中国特色养老模式研究、养老机构设立指南等，共约400万字。（新华网）

## 国际视野

### IMF | 希腊养老金制度应当进行更深入的改革

欧元区官员表示，希腊和国际债权人2月20日达成一致，由专家团队拟定关于希腊养老金、所得税和就业市场的改革计划。据悉，IMF、欧元区及希腊在经济和公共财政上的看法存在分歧，该协议则是三方就分歧达成的妥协。此外，IMF认为希腊的养老金制度应当进行更深入的改革，可是希腊表示无法接受。（中金网）

### 信泰 | 近10亿美元完成交割美国39个顶级养老地产社区

2月21日，信泰资本管理有限公司（“信泰资本”）试水投资美国养老地产行业的 Welltower 养老资产包当日全部完成交割。该项目囊括美国11个州的39个优质养老社区物业，信泰资本于2016年11月2日联手合众人寿签订总价约9.3亿美元的收购合同。继去年12月23日完成交割了28个承租并负责运营专业护理资产的 GEnesis 部分，此次又完成交割了剩余11个承租并负责运营生活自理型、生活辅助型以及老年记忆力护理资产的 Brookdale 部分。（东方网）

## 2017年2月 CAFF50 动态

1. 2月7日下午，中国养老金融 50 人论坛在中国人民大学召开举办“PPP 支持养老产业发展”课题研讨会。会议由 CAFF50 秘书长、中国人民大学教授董克用主持，国务院参事室、中国证券投资基金业协会、大成基金、兴业银行等机构的十余位领导和嘉宾出席了研讨会。

2. 2月20日-21日，“PPP 支持中国养老产业发展”课题组赴上海调研。中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用，中国基金业协会副会长钟蓉萨，长江养老保险股份有限公司总经理苏罡，济邦投资咨询有限公司总经理张燎，兴业银行养老金融中心总经理刘建宇，兴业银行养老金融中心总经理助理李志淦，中国证券投资基金业协会理财及服务机构部总监助理黄钊蓬，中国证券投资基金业协会公募基金部沈宁，大成基金赵海宇，兴业银行与社会科学院金融研究所博士后张岚，中国人民大学公共管理学院博士张栋等参加调研。调研组参观了闵行区快乐家园养老社区、宝山区星堡家园养老院和罗甸镇公立养老院等机构，并与宝山区区政府相关政府部门、以及研究机构、金融机构、PPP 咨询公司、养老保险公司、养老院运营企业等社会各界进行了座谈。

3. 2月25日上午，CAFF50 在北京召开了主题为“聚焦农村养老问题，探讨金融支持路径”的内部闭门研讨会，本次会议由建信养老金管理有限责任公司承办。中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授主持本次研讨会，建信养老金管理有限责任公司冯丽英总裁致欢迎

辞。做主题发言的嘉宾有全国社会保障基金理事会王忠民副理事长，中国社会保险学会胡晓义会长，中国老龄科学研究中心党俊武副主任，国务院发展研究中心社会发展研究部葛延风部长，国家开发银行扶贫金融事业部基础设施局四处陈群处长，浙江大学公共管理学院米红教授，武汉科技大学金融证券研究所董登新所长，中国人民大学“千人百村”社会调研课题组负责人唐杰副教授。

4. 2017年2月25日下午，中国养老金融50人论坛养老金融调查课题小组会议在中国人民大学召开。会议主要对2017年即将开展的中国养老金融调查（CAFF50 Survey）相关事宜进行了讨论。论坛秘书长董克用，中国家庭金融调查中心副主任李凤，论坛秘书长助理孙博，论坛秘书处张栋参加了会议。

5. 2月26日上午，“我国第二三支柱补充养老金体系改革研究”项目启动会在中国人民大学求是楼320会议室召开。会议由中国养老金融50人论坛秘书长、中国人民大学教授董克用主持。美国信安金融集团信安国际公司北亚区负责人张维义，美国信安金融集团信安国际公司基金总监保罗，美国信安金融集团信安国际公司北京代表处首席代表崔素芳，建信基金管理有限责任公司总裁特别助理赵乐峰，建信基金管理有限责任公司创新发展部总经理符林杰，建信养老金管理有限责任公司综合管理部谭晓，中国人民大学教授李珍，中国政法大学教授胡继晔，武汉科技大学教授董登新，中国人民大学重阳研究院研究员胡玉玮，中国养老金融50人论坛秘书长助理孙博，中国养老金融50人论坛副秘书长王赓宇，中国养老金融50人论坛青年研究员



张栋等项目组成员出席会议并发言。

6.2月28日晚，论坛秘书处每月例会在中国人民大学求是楼举行。中国养老金融50人论坛秘书长董克用，秘书处朱海扬、王赓宇、孙博、马媛媛、张栋、赵阳等成员参加了会议。会议对2017年年初工作进行了总结，并对近期论坛工作进行了部署和安排。



秘书处联系人：马媛媛

Email: [mayuanyuan@caff50.net](mailto: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](http://www.caff50.net)