

# 养老金融评论

---

2020 年第 11 期（总第 60 期）

- 董克用：关于我国养老金制度中长期改革的思考
- 王忠民：做实个人账户，加快构建养老金“第三支柱”
- 米 红：我国第三支柱养老保险覆盖人群界定与参保规模政策仿真
- 苏 昱：加快科技赋能步伐 助力养老金管理高质量发展
- 董克用 等：中国老金融发展现状、挑战与趋势研判
- 胡 兵 等：养老金金融：体量持续增长 投资收益良好

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

### 论坛学术顾问：

潘功胜 王忠民 胡晓义 宋晓梧

### 论坛秘书长：

董克用

### 常务副秘书长：

张 栋 王 婷

### 副秘书长：

孙 博 王赓宇 朱海扬 张 兴

## 《养老金融评论》简介

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

### 《养老金融评论》编委会

**主编：**

董克用 姚余栋

**执行主编：**

孙 博

**编辑组成员：**

张 栋 施文凯 林佳钰 周 宁 尤 杨

---

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：关于我国养老金制度中长期改革的思考.....	4
王忠民：做实个人账户，加快构建养老金“第三支柱”.....	14
米 红：我国第三支柱养老保险覆盖人群界定与参保规模政策仿真 .....	23
苏 昱：加快科技赋能步伐 助力养老金管理高质量发展.....	41

### **【养老金融观点集萃】**

董克用、孙 博、张 栋：中国老金融发展现状、挑战与趋势研判 .....	52
胡 兵、孙 博：养老金金融：体量持续增长 投资收益良好.....	72

### **【CAFF50 大事记】**

2020 年 10 月 CAFF50 动态 .....	96
-----------------------------	----

**导读：**随着我国老龄化程度不断加深，养老问题受到了越来越多的关注。同时，经济社会的不断发展也使国民对老年生活质量有了更高的期盼和要求。根据《中国养老金融调查报告（2020）》，当前已有一定数量的居民除了参与国家主导的养老保险制度外，还参与了多元化的养老金融市场，已经开始进行养老财富储备。养老财富储备对保障老年生活质量、实现养老的美好愿景都具有重要意义。当前，要引导国民形成养老规划意识，管理好自身养老资产，实现养老财富保值增值，也需要高效的政策工具和金融工具。社会各界的专家从多个维度对这一问题进行了深入的研究和分析。

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、清华大学董克用教授分享对我国养老金制度中长期改革的思考；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原副理事长王忠民先生分析做实个人账户、加快发展第三支柱养老金的路径；中国养老金融50人论坛核心成员、浙江大学米红教授采用政策仿真技术对第三支柱养老金参保问题进行研究；中国养老金融50人论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司党委书记、董事长苏罡先生关于科技赋能助力养老金管理的思考和研究，以飨读者。

# 董克用：关于我国养老金制度中长期改革的思考



董克用：中国养老金融 50 人论坛秘书长

## 一、养老金制度“十四五”规划期的改革重点

### (一) 加快实现城镇职工基本养老保险全国统筹

城镇职工基本养老保险实现全国统筹是我国养老金制度改革的关键。只有完善和稳定了第一支柱的城镇职工基本养老保险，才能给第二、三支柱的发展释放更大的空间。之所以在国家政策反复强调推进之下，城镇职工基本养老保险至今仍未完成，其主要原因是现行城镇职工养老保险制度的碎片化程度过深、制度参数和运行机制没有统

一标准。因此要想真正落实城镇职工养老保险制度的全国统筹，前提是要做到五个统一，即统一缴费基数计算办法、统一缴费率、统一待遇计发办法、统一资金池和统一信息管理和服务系统。

首先是统一缴费基数计算办法。为公平分配单位和个人的缴费负担，必须逐步完善并统一基本养老保险缴费基数政策，以促进基本养老保险全国统筹。具体过程分为两步：第一步，规范并统一不同人群应缴费工资核定方式；第二步，要在全国范围内逐步统一各类参保人员的个人缴费基数政策，统一不同地区和不同类型单位的单位缴费基数。

其次是统一全国各地基本养老保险制度的缴费率。缴费率的参差不齐是地区间不公平和制度碎片化的另一个重要体现，缴费基数计算办法的统一只有加上缴费率的统一才能形成统一的基本养老保险缴费制度。

三是统一待遇计算办法。统一待遇计算办法是实现基本养老保险全国统筹的关键。如果说统一缴费基数主要解决企业之间负担不公平问题的话，那么统一待遇计算办法，实现参保人员无论在何地工作，只要缴费额相同则待遇相同。只有这样，才能将以省为单位的分割的养老保险制度改革成全国统一的基本养老保险。由于待遇计算办法涉及所有参保人的切身利益，其改革难度高于统一缴费基数。

最后是统一基本养老保险的资金池和信息管理服务系统。只有全国的缴费进入统一的资金池才意味着具备了基金统筹使用的条件，包括统一投资增值、统一调配、统一计发等。与此同时，建立一套统一

的基本养老保险基金信息管理服务体系作为保障机制也是必不可少的。

## （二）整顿夯实缴费基数，推动降低缴费率

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保险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。“十四五”期间，如能规范统一基数核算办法，夯实缴费基数，将能为进一步降低企业缴费率创造可能。

缴费基数的确定分为两个层面，个人缴费基数和单位缴费基数。

首先是个人缴费基数的确定。要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。为确保用人单位和职工个人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。可以维持缴费基数上限比例不变，要以当地最低工资为缴费基数下限。这样能保证单位和参保职工按实缴费、即时缴费，保证同期的工资性收入和基本养老保险缴费的一致性。

其次是单位缴费基数的确定。本文建议在做实个人应缴费工资和调整缴费基数上下限范围的基础上，将全国各地单位缴费基数核定方式统一为单基数法，即以单位职工个人缴费基数之和作为单位缴费基数。

## （三）加快启动延迟退休方案，鼓励延长实际缴费年限



十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中提出“研究制定渐进式延迟退休年龄政策”。然而由于延迟退休具有很强的社会敏感性，政策至今仍未推出。鉴于中国人口平均预期寿命持续增加的现状和人口老龄化程度不断深化的事实，本文建议“十四五”时期加快启动渐进式的推迟退休方案，例如可通过将退休年龄和养老金领取比例挂钩的方式，增加延迟退休的吸引力。

此外，要缓解“断保”现象，需要解决两个问题：第一是15年的最低缴费年限过短，对于一个30岁参加工作的男职工来说，连续工作15年后才45岁，距离60岁退休还有15年之久；第二是持续缴费对提高退休待遇的影响作用不及预期，远没有每年待遇提高的幅度大，“多缴多得、长缴多得”的激励机制无法体现。因此，未来要突出“多缴多得、长缴多得”的激励机制，加强待遇计发公式中个人缴费的比重，从而鼓励参保人延长缴费年限，待时机成熟可适当提高最低缴费年限，逐步完善基本养老保险的领取资格。

#### （四）完善国有资本划转制度，推动养老保险基金投资运营

眼下划转国有资本充实社会保障基金力度仍显不足，“十四五”阶段需要进一步完善制度设计，加大国有资本划转力度。本文建议做好以下几点：第一，应该立足长远设计方案，瞄准未来养老金缺口；第二，在确定划转对象时，应该系统规划中央与地方划转的国有资本，与深化国有企业改革目标紧密结合；第三，划转的比例可以更灵活一些，并根据需要进行动态调整；第四，承载主体需要管好用好划转的股权，确保其获得比较理想的资本收益。

伴随基本养老保险制度的全国统筹，基金结余将逐渐全部实施投资增值。届时单一的投资模式将很难实现养老保险基金的保值增值，因此需要改进投资模式，丰富投资方式。除了继续发挥全国社会保障基金理事会的作用外，可以建立新的基本养老保险基金中央投资运营机构。新的机构与全国社会保障基金理事会形成既分工协作又相互竞争的局面，共同促进基本养老保险基金的保值增值。当然，即使不直接参与投资运营，作为委托人的省级政府也需要成立专业化的机构，切实承担起委托人的责任。

#### （五）建立居民养老保险待遇调整机制和个人缴费激励机制

“十三五”规划中已经明确提出需要建立基础养老金正常调整机制，且给出了调整依据、标准确定方法和决策机制等原则性内容。下一步需要加快明确具体的调整依据和决策机制。包括城乡居民基础养老金如何与居民收入挂钩，城乡居民基础养老金如何与物价水平挂钩，城乡居民基础养老金如何与职工基本养老保险挂钩，以及城乡居民基础养老金的调整周期如何等。调待方案的设计需要在兼顾公平性、充足性和可持续性原则基础上进行严谨的数据精算。

此外，要进一步完善财政补贴对缴费的激励作用，健全参保缴费激励机制，积极引导参保居民选择更高档次缴费，促进城乡居民基本养老保险制度可持续发展。针对目前农村缴费水平普遍偏低的现象，财政补贴应该主要集中对农村和农业人口的激励。

#### （六）降低企业年金建立门槛，扩大第二支柱覆盖面

“十四五”时期，第二支柱的改革也需要同步进行，需要解决的

核心问题是扩大制度覆盖面。据此本文提出如下几点改革建议。

第一，降低甚至取消企业年金建立门槛，引入自动加入机制。依法参加基本养老保险并按时足额缴费、已建立集体协商机制和企业要有盈利三条企业年金建立门槛显然已经不合时宜，自动加入机制是扩大制度参与率的突破口。

第二，适当放开个人投资选择权。中国企业年金制度属于 DC 制度，实行企业统一投资模式，其制度特征是不同的风险偏好和不同年龄的人群不加区分地只由一个统一的产品计划覆盖，全体职工享受一个比较低的养老金收益水平，产品缺乏多样性和灵活性，同质化严重，缺乏市场服务意识。实施“有限放开选择权”可以将年金基金的投资期限区分开来，将长期投资基金分离出来，资本市场可获得几十年期限的长期基金，这将有利于资本市场的建设，减少市场波动，抑制市场投机行为。

第三，完善 EET 型税优政策。包括退休后领取企业年金时应设计税起征点；对投资收益部分是否在领取阶段征税要十分慎重；企业年金转为商业年金产品后应考虑给予一定税优政策；进一步提高税优比例等。

第四，进一步扩大企业年金基金投资范围。包括进一步扩大企业年金投资品种；放开企业年金参与金融衍生品交易，形成多元化投资策略；放开权益投资上限；扩大企业年金投资区域，适时开展境外投资等。

第五，建立第二、三支柱之间自由转换机制。结合第三支柱建设，

可在第二、三支柱的顶层设计中建立自由转换通道机制，满足劳动力资源的流动。当进入中小微企业成为雇员时账户就成为企业年金账户，当回乡务农或自主创业时就可转换成为个人养老保险账户。

### （七）加快建立第三支柱个人养老金

第三支柱个人养老金体系的建立对于中国建成多支柱养老金体系至关重要。在进一步完善第一支柱基本养老保险制度和第二支柱年金制度的同时，“十四五”时期要尽快建立起第三支柱个人养老金体系。

推进第三支柱的建立有三个关键点，第一是制度模式以“个人账户”为核心，包括设立具有唯一性识别的个人账户，依托多方载体提高第三支柱个人养老金的覆盖面，以及依托社会保障卡建立第三支柱个人账户信息平台等。

第二是设计合理的税收优惠模式，包括合理运用 EET 或是 TEE 的税延模式，设置合理的税优比例或者额度，同时配合个人所得税改革，提高税优标准，适时推出将第三支柱缴费纳入附加扣除范围。

第三是多元化的参与产品和投资渠道，考虑将银行、基金、保险等多类养老金融产品纳入选择范围，以及考虑建立产品准入制度和默认投资工具机制等。

## 二、我国养老金制度长期改革方向

（一）第一支柱城镇职工基本养老保险“统账分离”，回归现收现付

中国养老金体系未来的改革方向是实现定位清晰，功能明确的多

支柱养老金体系。而现行第一支柱采用的“统账结合”模式暴露出一系列的问题，尤其是个人账户。社会各界对于个人账户的存留以及未来的改革方案也一直存在争议。

一些专家认为，个人账户应保留，甚至账户比例应当扩大，但不积累实际资金，最终改革目标是转型成为瑞典的名义账户制度(NDC)。其理由有三点，一是减轻了“坐实”个人账户的当期财政压力；二是个人账户作为养老保险“多缴多得”的制度载体，能够激发参保人的缴费积极性；三是改为名义账户后，可以引入预期余命自动平衡机制，有助于实现养老金财务平衡。名义账户制看似美好，但在中国国情下却很难解决以下几个问题：第一，中国现行个人账户存在继承性质，而名义账户制不可继承；第二，名义账户如不进行投资，便与现在的空账无异，如进行投资便需要坐实；第三，自动平衡机制根据总体余命调节，对寿命较长的个体来说，养老金会提前领完，违反了终身保障原则；最后，名义账户制失去了第一支柱的共济功能，挤占了第三支柱的部分功能，不利于建立清晰的养老金三支柱体系。

因此，本文认为实现城镇职工基本养老保险“统账分离”是最为合适的改革方案。一方面，统筹账户回归现收现付制度，雇主与雇员共同缴费，能够实现代际和代内调节，保有其“互助共济”、“社会公平”的性质。另一方面，在承认原来个人账户积累额的前提之下，分离出第一支柱，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。

(二) 正确认识城乡居民基本养老保险，统筹部分建立零支柱

城乡居民基本养老保险与城镇职工基本养老保险存在本质区别，需要正确认识并理清关系。从缴费端看，居民养老金由于没有雇主，因此只有个人缴费；个人自愿选择缴费标准，大多数参与者选择了按照最低标准缴费。从支付端看，它是普惠性公共养老金为主体，个人养老金为辅助的制度。可见城乡居民基本养老保险制度确切地应该定位为普惠制养老金制度。

未来改革的路径应该是分离基础养老金和个人帐户养老金。将社会统筹部分待遇给付直接定位于零支柱，通过中央财政和地方财政给付为城乡居民提供普惠式的、保障底线的养老金，且仍然保持中央财政和地方财政双层负担模式，但是需要统一标准计算方法，建议与当地居民基本消费水平挂钩。个人帐户按照其自愿原则，纳入即将建立的第三支柱，并通过税收优惠等激励措施，激励城乡居民加入养老储蓄式的第三支柱个人养老金。

### （三）核算历史欠账，厘清补贴责任

无论是第一支柱的“统账分离”改革，还是出于提高养老保险制度财政可持续性和控制财政支出规模，需要做的一件事都是妥善处理制度转型遗留下来的历史欠账问题，同时划清财政补贴的合理边界，厘清补贴责任。

历史欠账问题是 1997 年制度改革导致的，其内容是老人的养老金和中人视同缴费的个人账户部分。首先，不论中人视同缴费的个人账户还是新人实际缴费的个人账户，都必须承认其账户积累，且产权归缴费人所有，这部分资金来源理应由财政负责。其次是欠款的核算

问题。以 1997 年改革为界，改革前的老人和新人是虚账；改革后的新人是实账，通过准确核算改革后的欠账金额，同时以此为标准倒推改革前老人中人的欠账规模，即可明确财政需要承担的补贴总额。

最后，国家需要明确制度的补贴责任，在人口老龄化加深和宏观经济下行的背景下，财政支出压力逐渐加大。未来养老保险制度的改革目标应以自我平衡为主，因此现阶段应以加快推动财务可持续的养老金制度体系建设为核心，建立过渡时期的财政补贴机制，转换兜底补贴为辅助补贴，合理控制补贴增速和规模，以保障制度转型的顺利完成。

## 王忠民：做实个人账户，加快构建养老金“第三支柱”



王忠民：中国养老金融 50 人论坛学术顾问、全国社会保障基金理事会原副理事长

### 一、人口老龄化——预期寿命增长叠加人口出生替代率下降

从影响经济的长期因素来看，人口是最关键的因素之一；在城镇化叠加生育政策的背景下，我国的人口老龄化具有：未富先老、加速老龄化、老龄化程度地区差异大等特征。

一方面，进入城市化、工业化以后，整个医疗水平、经济水平和



生活水平提高，人口平均寿命显著延长；这意味着退休支取养老金的时间段拉长。人口老龄化势必带来养老服务中的规模需求、结构需求、质量需求等几个方面地大大提升。这个问题不仅出现在中国，乃至全球范围内人口老龄化都会愈加严重。

另一方面是出生率的问题。出生率的下降，促进了老龄人口的比重加大。我们自 2013 年起开始调整原有生育政策，事实上，在不断充分放开生育的过程中，生育率并没达到设想的提升。因为对于适龄生育人口来说，不仅是可不可生的问题，还是愿不愿意生的问题。随着工业化和城市化的深度发展，生育意愿变成对个人的时间价值、抚养成本等各方面的衡量。

目前的现状是，一方面老龄化快速到来，65 岁以上的人口占比越来越大，另一方面是即使放开了生育，甚至一些鼓励生育的政策陆续出台，出生率问题依然赶不上时代对年轻人口的需求。从“现收现付制”的养老金角度，缴存的人数不断减少，支取的人数还在增大，随着时间的积累，养老金的难题就会充分暴露出来。

从短期看，突如其来的新冠疫情带来的短期影响也很大。为了减轻面临困境的中小企业负担，在本身五险一金支取压力很大的情况下，允许符合条件的中小企业缓缴或免缴五险一金。面对失业人群，还要发放失业救济金。减少收入的同时增大了支出压力。

据 2019 年 4 月中国社科院世界社保研究中心发布的《中国养老金精算报告 2019-2050》研究显示：未来 30 年间全国城镇企业职工基本养老保险基金当期结余在勉强维持几年的正数后便开始加速跳

水，赤字规模越来越大，到 2035 年将耗尽累计结余。

而 2035 年，恰好是上世纪 80 年代推行社会保障制度时出生的一代人到了退休的年龄。这一部分人也恰好也出生在计划生育的年代，现在又是适龄生育人口。基本上是“上有老，下有小”，两头压力最大的时候。从养老的概念中，是一个漏斗形，这一部分人处于中间最细的节点。如果没有其他的社会政策、经济政策的支撑，这一代人的压力非常大。

## 二、从“现收现付制”到“积累制”下的养老金投资逻辑

在 2000 年，党中央、国务院感觉到这是一个未来的问题，所以成立了全国社会保障基金理事会，负责管理中央财政预算拨款、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，达到保值增值的目的，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。从成立到现在，社保基金的平均年化回报率是 8% 左右。

这里我们可以想象，原有的按照现收现付制管理的资金，更多的被简单的存在银行，如果按照投资的逻辑积极的管理假以复利积累的时日，就可以使池子里的资金更多。

这当中还有一个衍生出的内容。如果养老金等长期资金投在中国私募股权市场、股份制改革、证券市场、市场化债券和现金管理市场中的资金越多，越是推进了中国资本市场、证券市场、债券市场和现金市场的改革和发展。这与中国金融体制改革和金融市场化发展的逻辑相匹配，越参与其中，得到的回报就越充分，同时推进了中国金融

投资市场的改革和进步。

基金累积制的好处是过去是在社保基金账户里体现出来的，把这个逻辑延伸到其他养老金管理模式中，是重要的养老金增效逻辑。

### 三、“第二支柱”企业年金需要提高覆盖的深度和广度

作为养老金的补充手段，“第二支柱”企业年金和职业年金的覆盖率不一样。职业年金是强制性的，一旦在机关事业单位推行，职工必须要参加，覆盖率是百分之百。企业年金并非强制性，而是可选择的，即使是在同一企业，不同职工之间也可以根据工资比例和资金渠道有多样化的安排。目前来看，企业年金的覆盖率是不够的。

同时企业年金中存在另外两个问题。一是如果企业参与到企业年金中，能否作为抵税的减扣。如果是用资本利得做，可否免收资本利得税；如果用企业利润做，可否减少利润所得税。企业主体在参与第二支柱的时候，也完成了一部分社会保障的功能，是社会应该鼓励的。我们过去没有相应方案。在民营企业和外资机构，利润分配首先是按照股东权益，而不是按照职工工资分配，没有有效激励措施，就不会有吸引利润分流到企业年金中。再其次，如果这部分资金参与了企业年金，并用来投资，投资收益回报能否延税？

这些政策过去不是十分清晰，管理和落实程序比较复杂，导致企业年金的覆盖率的深度和广度相对较弱；目前为止不到两万亿的规模。

企业年金的投资管理经过几个阶段。最早的阶段是企业用自己的年金考虑是否投资自己的股票，解决自己企业的债券和现金流。如果是一个好企业，这一定会带来回报。但是一旦本企业经营不善或者现

金流断裂的话，就会造成损失。所以企业年金的管理是一个社会化的投资管理，而不只是企业内部的资源配置。

现在推行了企业年金投资管理的社会化框架后，企业可以选择投资管理人，通过管理人的投研能力和资产配置能力获得年金的好的回报。这考验对管理人的选择、对市场的认知和研究，以及通过何种激励制度设计让投资人利益与管理人的利益高度一致。目前我们已经进步了一大步，但是还不足以保证积累到池子里的企业年金都能以风险收益最大化的逻辑，投向最好的工具、市场、产品，获得最好的回报。

#### 四、做实个人账户，加快构建养老金“第三支柱”

养老金“第三支柱”的建设牵扯到养老金投资、现收现付制和基金积累制之间的制度设计、管理和运行。呼吁“第三支柱”的时间很长，但真正操作是近两年的事情。2018年4月，财政部、银保监会等五部委联合下发《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，决定在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区试点实施个人税收递延型商业养老保险（下称“税延型养老险”）。但近两年并没有更多的社会资本沿着这个逻辑快速成长。目前的试点是使用我们自己的可支配收入，并且参与税延试点的也只是某些保险产品。

现在看两件事情。首先，延税产品是否恰好是金融市场、金融工具中投资回报率最高的。如果不是，我们是否宁愿选择回报更高，缴税只占小部分的产品，况且有的金融产品虽说有税的框架设计，但是并没有执行。这就从金融市场端口解释了为什么目前“第三支柱”架构设计已经有了，金融产品已经有了，但并没有引起风起云涌的购买。

这个问题的更深层次是，我们是否有第三支柱钱的来源和制度设计。最初在设计现收现付制的时候并不是百分之百，其中也包含了部分的积累制。从职工账户看现收现付制，职工工资的20%是社会统筹账户，交由社会统一管理，用于支付当前退休职工的退休工资。社会在其中做了统筹的跨代际之间的安排。此外，还设计了一个职工工资8%的个人账户，但缴纳后，与社会统筹账户混同在一起管理与支取。

个人账户在设计时是积累制的，积累制的优势在于账户主体可以选择最好的投资管理人按照复利的逻辑追求好的投资回报，投资回报越高，退休后养老金替代率中这一部分的比重就越大，也就更加财务自由，更加从容养老。

现在回过头看，当时实际上在最早推行现收现付制的时候是考虑了积累制的，我们的建议是让初始设计真正回到“第三支柱”，回到积累制当中去完成。完成的时候，可以解决几个问题：

我们企业的税高、费高，其中费高主要是五险一金占比高。如果把职工8%的个人账户从费中拿出来，便可以降低费的部分。事实上，过去的三至五年，我们尽最大努力减少费的社会场景，用了大概五年左右的时间，减少了3.5个百分点，但还不够。企业在这当中的成本和压力仍旧很大。把8%的个人账户从费中去刨除，放到职工的个人收入里，如何让职工愿意把这部分可支配收入放到“第三支柱”账户上，就需要社会财政给予这部分资金免除个人所得税。这就变成了把个人可支配收入放到了个人特定养老账户中累积，这部分资金在金融市场中可以让专业投资管理人代为投资，也可以自己去投资。投资带来的

回报实行延税逻辑。对于给这部分资金带来回报的优秀管理人，也等于对社会保障做出了贡献，是否也可以免收其管理所得税等。

通过这些社会制度的安排，如果个人觉得 8% 不够，可以放到 10%，甚至自己没有钱，还可以让其他家庭成员将资金参与其中，这个时候才是“第三支柱”真正的个人账户逻辑。以养老为目标的资金会成为资本市场的长钱，跨越波动和周期，真正得到权益市场等高风险市场的长期可观的回报。

在发达经济体个人账户爆发的时候，催生了天使投资人、风险投资、私募股权投资和二级市场股票的大发展，催生了很多机构投资者。这些机构投资者的资金来源主要是养老金，这些长期的资金通过机构投资者专业投研能力的加持，回归到实体经济中完成资源配置的优化，特别是新经济、新领域。

通过这一过程，减低了企业的负担，增加了个人回报，充实了个人账户养老金。个人账户养老金催生了资本市场的长久期市场，增加了投向实体经济背后的权益资产的比重，使整个社会经济良性运转。政府虽然减少了个人所得税收入，给投资收益做了延税，但这些投资如果最后催生了经济的繁荣和资本市场交易的繁荣，从这其中得到的印花税，经济成长带来的税收，实际上是增多了。其逻辑是完成了“第三支柱”从定义、制度、架构、落地实施到配套的社会政策。

如果这个链条打通，可能就不需要使用额外的个人支配收入在有限的金融工具中实施延税逻辑的小循环，而是真正的大场景、大闭环。其中既减轻了企业负担，又增加了个人收益，政府也因为减税降费之

后的经济增长而税收增加，金融市场也拥有了长久期资本的注入，个人养老金的替代率得以增长，使养老金困境社会问题中的方方面面得以共赢。

这当然也需要社会配套的支持。假设现在的国有资产有 100 万亿，划拨三分之一为社保基金。若以每年 5% 的收益率计算，大约为 1.5 万亿元。把原来混同管理的个人账户归还给个人，现收现付制的压力通过划拨国有资产和这部分资产带来的回报解决，同时推动国有资产多股东、多治理、多市场化管理，提升回报，最终解决现有池子里现收现付制带来的矛盾。

这样的话，社会既解决了现收现付制目前的困境，又解决“第三支柱”真正的资金来源和运行建设，把一盘“囹圄棋”下活。如果这盘棋下活了以后，人们会被激励而更加关注个人账户的投资管理，未来生活有保障，现在的生活压力和心理压力减弱，代际之间的矛盾也就减弱了。

当我们能感受到个人账户的成长和变化，也就更愿意提高个人的投资能力，提升学习动力，这还会拉动中国资本的投入和成长的链条。形成既和谐又成长的社会场景。

## 五、年轻人可为养老做好人力资本、理财投资等合理规划

对于当前的年轻人或 80 后来说，简单梳理一下，要做好未来养老的财务准备、思想准备和社会投资准备等。

首先，对于现在的年轻人，尤其是处于学习阶段或者在工作中还没有成熟的年轻人来说，应该把人力资本成长看得比养老资本的积累

更为重要。当今社会飞速发展，产业结构不断更新。最近十年是数字化的逻辑，而往前十年是互联网，再往前十年是通讯时代，再之前是工业化。如果经过前期人力资本的积累，现在你是一个密码学或区块链能手，那无论作为一个劳动者去获得工资、奖金等现金流回报，还是投资这个领域中的独角兽公司，亦或作为大公司的合伙人，你都会感觉到通过前期人力资本积累得到的投资回报比其他阶段更为重要。所以只有继续学习和提升，才能踩准时代脉搏，真正抓住未来。

第二，做好家庭老年人和孩子的风险管理。尽早建立起基于养老的投资账户，做好家庭代际之间的有效布局，针对不同年龄的家庭成员，结合市场中提供的各种工具，进行理性的配备和架构。早投资才能早享受复利回报，才可以抓住这个时代爆发的场景。

最关键的在于第三方面，在合理的规划下，未来的养老金也可以参与到社会的优化资源配置中。无论是人力资本的积累，还是家庭账户的积累，都需要赶上时代进步的投资逻辑和账户逻辑。在中国的语境体系中，出现过很多金融市场场景成长的爆发。比如公募基金做REITs，做不动产的管理，在快速爆发中，如何参与其中？比如像今年的科创板，如何做科创类公司的选择和认购持有，这是一些创新。放眼全球场景，在新的数字化逻辑和终端的竞争下，下一代智能手机是什么样的？要不要投资？因此，要踩准时代的技术、商业逻辑，抓住未来。而对于年轻人来说，思想活跃、灵敏度高、对新事物的感知和学习显得尤为重要，可以较大比例的做相应的投资，获得实体经济快速成长带来的回报。



## 米 红：我国第三支柱养老保险覆盖人群界定 与参保规模政策仿真



米 红：中国养老金融50人论坛核心成员、浙江大学教授

“渐富快老”已成为我国的社会现实。国家统计局的数据显示：截至2018年末，我国60周岁及以上人口已达2.49亿，占总人口的17.9%。根据浙江大学人口大数据与政策仿真工作坊的测算：到2030年，我国60周岁及以上的老年人口占比将升至26%，年均增加0.67%。然而，长期以来，我国居民投资养老的积极性不高，退休人员收入结构单一，往往面临退休后收入水平堪忧的情况，其生活质量的保障也面临着巨大的挑战。随着我国经济增速的放缓以及人口“超老龄化”、

---

本文摘自《价格理论与实践》2020-07-14，原文作者是米红、朱海扬、马齐旖旎。

“超高龄化”的到来，老年人口对国家的养老依赖将导致我国第一支柱养老保险的支付压力日益增大。在严重老年人口社会到来之前，未来十年是我国应对巨大养老压力的重要窗口期，是我国完善养老保障制度以应对高速老龄化的绝佳时期。

2018年2月，人社部、财政部联合启动建立养老保险第三支柱的工作。养老金“多支柱”模式是世界银行倡导的养老保障改革的最佳方案。从国际经验来看，构建第三支柱养老保险制度已成为各国养老金体系改革的共同趋势，仅仅依赖第一支柱的国家如希腊，则从反面证明单一的养老金体系难以应对人口、经济和社会带来的多方面挑战。第三支柱养老保险制度的建设对于完善多层次养老保险制度体系、积极应对人口老龄化具有重要意义。随着个人税延型养老保险产品试点的推行，推进我国第三支柱养老保险制度的建立势在必行。

## 一、我国第三支柱养老保险的基本功能和目标定位

### （一）我国第三支柱养老保险的基本功能

我国养老保险制度遵循国际通用的“三支柱”体系。2018年人力资源和社会保障事业发展统计公报显示：截至2018年，我国参加第一支柱养老保险的人数达9.43亿，基金累计结存5.82万亿元。自2004年，我国开始建立第二支柱养老金，到2018年末，我国已有8万多户企业建立了企业年金，参保职工约2.4千万人，基金累计结存1.48万亿元。我国养老金“一柱独大”，第二支柱发展能力有限的特征明显。如图1所示，2012年后，第一支柱养老金参保率的增长逐渐放缓，年均增长0.35%，2018年参保率高达81.60%，已接近极限。

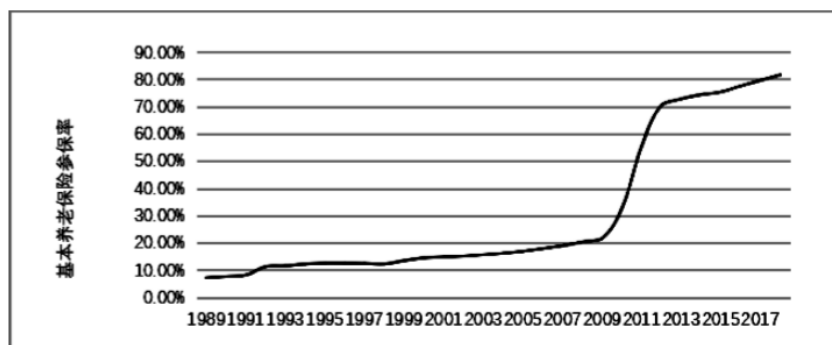


图1 我国基本养老保险参保情况 (1989-2017)

数据来源:笔者根据人力资源和社会保障事业发展统计公报公布的参保人数测算

在第一支柱已接近覆盖极限的情况下，“保基本”的职责需要靠其他的制度设计来承担。从国际经验来看，第三支柱养老保险制度更为灵活，养老金的积累以个人账户为核心，不受工作单位和地点的限制，不同工作性质、不同收入水平的群体都能参与其中。对我国而言，第三支柱养老保险对于我国养老保险制度的“广覆盖、保基本”具有重大意义。

## (二) 我国第三支柱养老保险的目标定位

作为市场管理的自愿性养老储蓄——第三支柱是由个人在国家相关政策的鼓励下自主建立的，旨在提高退休者的老年生活水平。企事业单位的职工、个体户等具有稳定工作的人群基本已被养老保险第一和第二支柱覆盖，为实现全体社会成员的“老有所养”，在以我国境内全体经济活动人口的基础上，第三支柱养老保险应以三大“不稳定”群体为覆盖重点，即流动人口、农民工及其配偶、外籍人士。这部分群体流动性强，应该成为第三支柱养老保险制度落地的原动力，成为重点保障对象。

首先，《中国流动人口发展报告 2018》显示：2017 年我国的流动人口达 2.44 亿。这部分群体因工作、求学、经商等原因，频繁变更

生活地点，只有 10%的流动人口参加了养老保险。其次，男性农民工是流动人口的主力军，其配偶有部分随其一起成为进城务工的农民工，有部分依然留守于家乡。如图 1,2011 年，农民工的参保率仅为 13.95%，85.79%的农民工并未参保。尽管农民工的参保率在 2016 年时升至 54.12%，但仍有 44.73%农民工，约 1.29 亿人未参保。由于这部分群体大多缺乏参保意识，经常发生不参保和退保的情况。考虑到新农保待遇较低，我国的第三支柱养老保险应该覆盖农民工及其配偶，为农民工家庭提供多重养老保障，防止老年贫困。最后，随着“一带一路”的发展，将有大量的外籍人士来我国经商、置业、留学，成为我国的经贸活动人口。这部分群体的收入一般都比较高的，应当被纳入第三支柱的覆盖人群范围。

表 1 农民工参加养老保险情况

	2011	2013	2016
参加	13.95%	36.73%	54.12%
未参加	85.79%	59.46%	44.73%
不清楚	0.26%	3.81%	1.15%

数据来源:根据国家卫生健康委 2011-2016 年中国流动人口动态监测调查数据整理

## 二、我国第三支柱养老保险的发展历程

世界上多数国家都正在经历着人口老龄化，我国的老龄化速度是全世界最快的。由于历史人口基数大，近年来出生人口相对较少，我国只用了 18 年就进入了老龄化社会，我国面临的养老压力尤为巨大。随着我国逐渐步入老龄化社会、人均收入的不断增长，以政府为主导的基本养老保险制度越来越难以为日益庞大的老年退休人口提供足够的生活保障。

经过多年的努力，我国已基本建立三支柱养老保险体系。但是，

我国的养老保障体系出现了明显的结构性失衡，呈现出一柱独大，第二、第三支柱发展严重滞后的特征。第三支柱的个人储蓄性养老保险未能在养老保障三支柱体系中充分发挥作用。从十多年前启动探索，养老保险第三支柱至今都没有太大的进展。长期以来，我国的个人储蓄居高不下，没有金融政策的引导，传统的个人储蓄行为无法转变为个人储蓄性养老保险，我国养老保障体系失去了重要的养老金来源。

### （一）我国第三支柱养老保险制度构想阶段

为了提高居民的养老保障水平，1991年，我国提出了构建个人储蓄性养老保险；到1997年，我国响应世界银行的号召，提出建立养老保障三支柱体系。1991年国务院发布《关于企业职工养老保险制度改革的决定》，提出要“逐步建立起基本养老保险与企业补充养老保险和职工个人储蓄性养老保险相结合的制度”，改变养老保险完全由国家、企业包办的方法，实行国家、企业、个人三方共同负担。

### （二）我国构建第三支柱养老保险的探索试点阶段

我国自提出构建第三支柱养老保险以来，一直没有出台相关的政策扶持。自2006年起，一些城市开始研究个税递延型养老保险问题，即通过降低个人的税务负担，鼓励居民购买养老保险。

上海市是我国最早开展第三支柱养老保险的探索试点地区。2006年，上海市金融办开始联合市财政局、保监局等部门，以及一些保险公司、金融机构，对实行个人税收递延型养老保险运行机制进行了研究，并于2009年正式提出在上海“鼓励个人购买商业养老保险，适时开展个人税收递延型养老保险产品试点”。因税优政策牵涉各方利

益，上海个税递延型养老保险最终的税收优惠方案一拖再拖，最后不了了之。

天津市也进行了个税递延型养老保险探索试点。2007年，出台《加快天津滨海新区保险改革试验区创新发展的意见》(保监发〔2007〕110号)，但由于国税局对其“个人购买补充养老保险的费用支出在个人工资薪金收入30%以内的部分，可在个人所得税前扣除”的个人税收优惠比例政策存在异议，该项试点工作随后便被叫停。在探索试点阶段，我国在少数发达城市开展了个税递延型养老保险研究，但都未形成较为完整的实施方案。

2012年，原中国保监会基本完成了个税递延型养老保险在制度、流程、产品和系统方面的准备工作，但由于个人养老金制度和个税递延型养老保险之间关系的认知问题，该项探索试点基本陷入停顿。

在探索试点阶段，个税递延型养老保险政策难以出台主要有以下几个因素：第一，养老金管理缺乏顶层制度设计，政府部门间缺乏协同；第二，企业年金和商业养老保险没有取得令人满意的保值增值结果，缺少示范效应；第三，财税基础设施建设不足，造成在实际操作中有较大的难度。但是，上述探索试点阐明了多方意见，并在执行层面做了大量研究探讨工作，为今后的试点启动打下了基础。

### （三）我国第三支柱养老保险制度建设启动阶段

直到2018年，我国第三支柱养老保险才正式进入启动阶段。《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》(财税〔2018〕22号)明确规定，自2018年5月起，在上海、福建(含厦门)和苏州

工业园区开展为期 1 年的个人税收递延型商业养老保险试点，暂且不征收个人商业养老资金账户的投资收益个人所得税，等到个人领取商业养老金时再予以征收。目前该项试点仍在进行中，并有望扩展到全国实施。

截至 2020 年 4 月末，全国个税递延型养老保险试点地区共有 4.7 万人投保，缴纳保费 3.03 亿元。试点取得初步成效。然而，由于试点面窄、操作不便捷等原因的存在，个税递延型养老保险覆盖面有限。

2018 年 8 月，我国个人所得税法进行了修订，实现了个税制度由分类税制向综合税制的转变。同时，国家税务总局个人所得税手机 APP 上线，困扰个税递延型养老保险多时的税延额度充分使用以及操作便利性等问题有望解决。如果投资产品的多样性和转换便利性也能加以解决，则我国个人养老金体系建设将进入新的阶段。

### 三、构建第三支柱养老保险的国际经验借鉴

西方发达国家建立第三支柱养老保险的时间较早，其经验表明：养老金的积累责任应由政府、企业和个人共同承担。在养老保障上，政府承担的是“有限财政”责任，即对保险费补贴、养老金支付风险承担限时限额的责任。推进第三支柱养老保险的建设是落实责任主体多元的体现，个人的自愿投保能够依靠社会分担长寿风险，缓解社会抚养的压力，同时政府的正向激励与引导不可或缺。

第三支柱养老保险主要以私人退休账户为主，突出的是个人责任。因为完全是个人账户，其所覆盖对象对第一和第二支柱形成了补充。第三支柱能够覆盖自由职业者和尚未参加第二支柱养老金计划的就

业者。而在国际上，众多国家都是依靠建立个人账户来推动第三支柱发展的。

### （一）德国养老保险体系

德国曾是世界上给予公民福利待遇最优厚的国家。2001年之前，德国的法定养老保险几乎是老年人的唯一退休收入来源。1999年，在实行养老金制度改革以前，退休老年人85%的收入来自法定养老保险，5%来自职业养老金，10%来自个人养老金，第一支柱占比明显过高。长期低迷的生育率给德国的养老制度敲响了警钟。德国早在20世纪50年代就步入了老龄社会，进入80年代后，少子和高龄化更为严重。随着预期寿命的不断增长，德国人口结构从2010年开始明显恶化，到2030年，劳动年龄人口将减少近1000万，赡养率将从55%猛升至115%。

从20世纪90年代起，为了缓解国家养老的压力，德国进行了几次改革：如2001年里斯特养老金改革、2004年重新定义养老金体系的两次重点改革，2005年德国的“三支柱”被重新定义为“三层次”体系。通过国家补贴、减税、提高退休年龄等措施，德国不断调整养老金缴费率的上限，以及养老金替代率的下限，建立里斯特养老金和吕鲁普养老金等个人储蓄性养老保险计划，通过税收优惠和直接补贴的方式激发了个人购买储蓄性养老保险计划的热情。德国从一个走在世界前列的高福利国家，逐渐成为削减养老福利的先驱者。总体而言，德国的改革是比较成功的。国家能够保障公民基本生活，但如果想和退休前一样过体面的生活，那就需要自己投资。通过改变人们的观念，



激励人们参与私人养老，德国构建了较为“主动的”养老保险体系。

## （二）美国养老保险制度

美国养老保险的三个支柱发展较为均衡。美国的第三支柱养老保险由两部分组成，即个人退休账户（IRA）和商业寿险。IRA 由联邦政府发起，政府通过税收递延优惠鼓励个人自愿参与。截至 2017 年年底，IRA 覆盖了至少三分之一的美国家庭（见图 2），资产规模达到 8.9 万亿元。

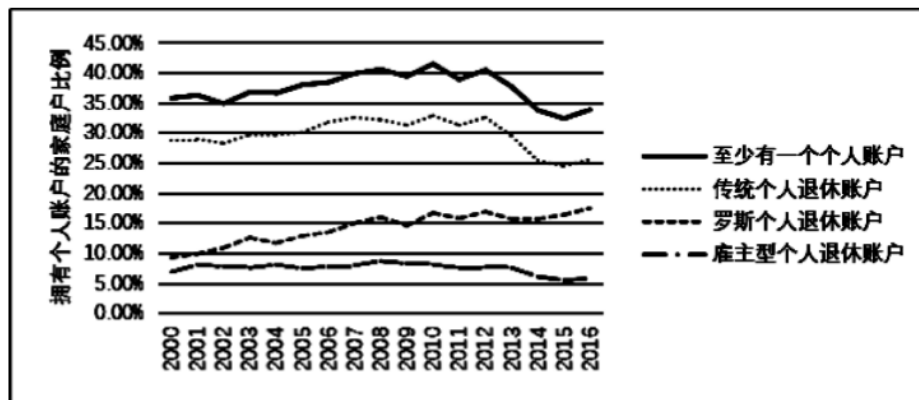


图 2 美国家庭个人账户拥有情况 (2000—2016)

数据来源：投资公司协会年度共同基金股东追踪调查（2000-2012）和美国人口普查局  
<https://www.ici.org/pdf/per23-01a.pdf>

1974 年以前，美国实行确定给付制，养老金体系以确保退休金计划为主。DB 制度具有较强的再分配作用，能够调节各阶层的收入差距。但美国当时也面临着人口快速老龄化与养老金收不抵支的现实。因此，自 1974 年起，美国开始推行 IRA 计划，一方面，采用信托管理模式，将托管人扩大至银行、基金、保险、券商；另一方面，美国对个人退休账户实行税收递延，大力发展第三支柱养老保险。在税收优惠上，美国规定，50 岁以下个人享受免税额度 5500 美元/年，50 岁及以上个人享受 6500 美元/年。这项优惠政策不仅造就了 IRA 的广泛覆盖，还成功帮助美国公民树立了“养老要靠自己投资，越早投资

越早受益”的观念。如今，美国的养老金资产规模已成为资产管理市场最主要的资金来源，占据了 60%的比重。

### （三）国际经验对我国构建第三支柱养老保险的启示

我国三支柱养老保险体系的结构失衡特征与德国相似，都是第一支柱“一柱独大”。但是，德国的养老保险改革越来越重视国家和公民个人的“社会伙伴”关系，并以此为理念，在责任承担上，强调第三支柱养老保险政府、企业、个人的责任共担。从美国经验来看，美国尤为重视“家庭”的观念，这表明个人和家庭在养老金积累方面具有重要的作用。政府有责任对公民养老提供保障，但一味地依赖政府并不现实，国家和公民应共同承担养老责任。总之，政府在第三支柱养老保险更多的只是起“引路”作用，公民个人才是推动第三支柱发展的关键环节。由此，通过对比第一和第二支柱养老金，我国第三支柱养老保险制度的属性特征逐渐凸显（见表 2）。

表 2 我国三支柱养老保险制度的属性特征

	第一支柱	第二支柱	第三支柱
实行时间	1991 年	2004 年	2006 年
主要内容	基本养老保险	企业年金	个人储蓄性及商业养老保险
基本特征	强制性	自愿性	自愿性
责任主体	国家+企业+员工	企业或企业+员工	个人
运作方式	政府管理	市场化运作	政府支持+市场运作
发展状况	一柱独大，截至 2017 年底，全国有超过 9 亿人参加基本养老保险，积累基金 4.6 万多亿元	截至 2017 年底，全国已有近 8 万户企业建立企业年金，参加职工人数达 2300 多万人，积累基金近 1.3 万亿元	2018 年进入制度建设启动阶段

数据来源：根据公开数据整理

因此，在目前的国情、市场环境下，我国第三支柱养老保险的发展目标应是覆盖全体公民，建立与第一和第二支柱衔接的个人养老金账户，通过实行个人养老金税优计划，发展养老存款、养老基金、养老保险等多种产品等刺激性措施，引导公民个人的主动性投资行为，

从而完善我国多层次养老保险体系，实现第三支柱补充养老金的目的。只有做到“谁的养老资金谁投资”，才能匹配个体的风险收益，发挥个人账户的实质性作用。

#### 四、我国第三支柱养老保险制度仿真研究

##### （一）我国第三支柱养老保险参保规模粗略估计

个人储蓄性养老实际上是一种家庭行为，对于农民工群体，第三支柱应考虑将其配偶纳入覆盖范围，以家庭为单位，实现个人账户的捆绑，增加参保人数。2017年，我国的农民工数量高达2.87亿，考虑到农民工及其配偶是流动人口的主力军，因此，农民工及其配偶的数量以流动人口的2.44亿代替。

第六次人口普查显示，有102万境外人士（含港澳台三地）居住在我国境内并接受了普查登记。其中，居住时间长达5年及以上的有25万人，以定居为目的的约有18.7万人。随着“一带一路”的发展和城市化水平的提升，我国境内的经贸活动人口的强度和频度都将大幅提升。目前，我国境内有约50万留学生，据中国移民局估计，上海的外籍移民将达80万，加上各地的经贸活动人口，保守估计，未来三年内，我国将有400万外籍人士来华成为经贸活动人口。根据《中国统计年鉴2018》中城镇职工、城乡居民基本养老保险参保情况的计算，2018年我国城镇职工与城乡居民基本养老保险的缴费人数达6.49亿，加上流动人口、农民工及其配偶、外籍人士这部分新覆盖群体的2.48亿，通过政府的引导和政策的正向激励，我国第三支柱的缴费人数有望达到9亿人。

## （二）第三支柱养老保险参保规模仿真

2019-2022 年是我国完善养老保险政策的重要窗口期。2022 年后我国 60 周岁及以上老龄人口的增长速率开始加快（见图 3），我国的人口将进入加速老化期，老龄人口在总人口中的占比将达到 20%。由于三年自然灾害，我国在 1959-1961 年的出生人数较少（见图 4），处于“第二次生育高峰”的人口步入老年之前，我国应抓住这一段短暂的“窗口期”，加快第三支柱养老保险的建设，为应对人口超老龄化社会的到来做好准备。

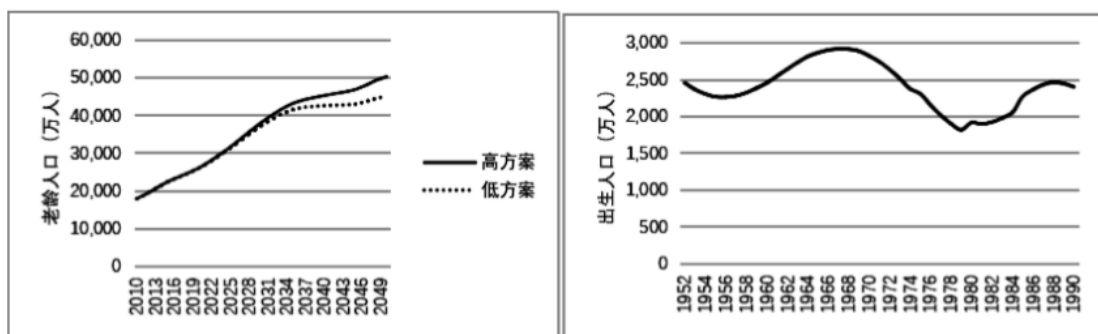


图3 我国老龄人口规模(2010-2050年)

图4 我国历年的出生人口(1952-1990年)

数据来源:根据联合国人口司数据整理

1. 可能-满意度指标体系构建。本文运用“P-S可能满意度方法”测算在经济、社会、人口三大系统约束下，我国第三支柱养老保险的最适度参保率。“可能度(Possibility)”和“满意度(Satisfiability)”是决策过程中的两个关键性指标，前者反映客观的容许性和可行性，后者反映主观的意愿与期望。如果某事肯定能够做到，那么其“可能度”最高，可以将其定义为  $P=1$ ；若某事肯定办不到，则“可能度”最低，可以将其定义为  $P=0$ 。同理，如果某事完全让人满意，“满意度”最高，此时  $S=1$ ；若某事让人无法接受，则满意度最低，此时  $S=0$ 。通过确定两个边界值可以得到 S 型曲线，对

于每对指标的“可能度”曲线与“满意度”曲线进行弱并合运算，最后就能得到总的“可能-满意度”曲线。

如表 3 所示，本文选取经济、社会、人口三个系统的指标，在经济系统中，以国民生产总值、第三产业产值、财政收支、固定资产投资、社会消费品零售总额为经济发展程度的代表性指标。为避免线性相关，并没有将第一产业和第二产业产值纳入模型。我国第三支柱养老保险试点以税延的方式推行，财政税收是影响第三支柱养老保险的重要指标。固定资产是投资全部经济活动的起点，维系经济增长水平。在社会系统中，居民收入与消费支出影响着居民的储蓄水平，第三支柱养老保险作为一种储蓄性投资将受其影响。在人口系统中，受教育水平高低对于政策的理解、接纳有重要影响，本文选取受大专及以上学历的人口作为人口素质的指标；16-59 岁的劳动年龄人口是参加第三支柱养老保险的重要群体，加上 60 周岁及以上的老龄人口即是全体经济活动人口，本文以此作为年龄结构的表征指标。

2. 可能-满意度指标体系极值预测。对指标体系极值的定量取值法采用回归模型，对于无历史数据支持或不适合建立预测模型的指标，本文结合国际经验、比较历史增长趋势等定性分析的方法确定相应的极值。参保人均 GDP 指标为本文的定义，因无历史数据参照，本文用以下的公式间接确定满意度指标。

表3 第三支柱养老保险的可能—满意度指标体系

指标体系	指标性质	指标名称
经济系统	可能度	GDP (亿元)
	满意度	参保人均 GDP (元)
	可能度	第三产业产值 (亿元)
	满意度	参保人均第三产业产值 (万元)
	可能度	财政收入 (亿元)
	满意度	参保人均财政收入 (元)
	可能度	财政支出 (亿元)
	满意度	参保人均财政支出 (元)
	可能度	全社会固定资产投资 (亿元)
	满意度	参保人均固定资产投资 (元)
	可能度	社会消费品零售总额 (亿元)
	满意度	参保人均社会消费品零售额 (元)
社会系统	可能度	居民收入总和 (亿元)
	满意度	参保人均收入 (元)
	可能度	居民消费支出总和 (亿元)
	满意度	参保人均消费性支出 (元)
人口系统	可能度	受大专及以上学历的人口 (万人)
	满意度	参保人中受大专及以上学历的人口比例
	可能度	劳动年龄人口 (万人)
	满意度	劳动年龄人口占参保人口的比例

首先，将第三支柱养老保险参保率定义为：

$$\text{参保率} = \frac{P_{\text{参保}}}{P_{\text{应覆盖}}} = \frac{P_{\text{参保}}}{P_{\text{经济活动人口}}} \quad (1)$$

然后，运用以下公式计算满意度：

$$\begin{aligned} \frac{\text{GDP}}{P_{\text{参保}}} &= \frac{\text{GDP}}{P_{\text{总}}} \times \frac{P_{\text{总}}}{P_{\text{经济活动人口}}} \times \frac{P_{\text{经济活动人口}}}{P_{\text{参保}}} \\ &= \text{人均 GDP} \times \frac{P_{\text{总}}}{P_{\text{经济活动人口}}} \times \frac{1}{\text{参保率}} \end{aligned} \quad (2)$$

对式(2)中参保率的处理可以参照历史经验进行定义。2001年德国开始的养老保险改革——里斯特养老金计划，通过国家财政的直接补贴和免税方式予以资助个人储蓄性养老保险计划。2005年时其参保率达到13%，2010年的38%，参保率扩大了近3倍。2009年9月，

我国开始推行城乡居民社会养老保险，2010-2012 年参保率分别为 9.33%、29.88%、43.23%，此后保持缓慢增长，2018 年参保率为 45.34%。由此，本文定义 2030 年我国第三支柱养老保险的参保率分别小于 40% 满意度为 0，大于 90% 满意度为 1。表 4 显示了各项指标的极值点。

表 4 第三支柱养老保险参保率可能-满意度各指标极值

指标体系	指标名称	2030 年	
		低点值	高点值
经济系统	GDP (亿元)	1,338,015	2,055,780
	参保人均 GDP (元)	163,842	251,733
	第三产业产值 (亿元)	602,504	1,187,151
	参保人均第三产业产值 (万元)	73,777	145,368
	财政收入 (亿元)	321,994	438,802
	参保人均财政收入 (元)	39,429	53,732
	财政支出 (亿元)	379,864	486,604
	参保人均财政支出 (元)	43,724	59,585
	全社会固定资产投资 (亿元)	701,370	1,803,409
	参保人均固定资产投资 (元)	85,884	220,830
	社会消费品零售总额 (亿元)	611,412	997,931
	参保人均社会消费品零售额 (元)	74,868	122,198
社会系统	居民收入总和 (亿元)	610,594	1,149,247
	参保人均收入 (元)	74,768	140,727
	居民消费总和 (亿元)	648,423	1,210,030
	参保人均消费性支出 (元)	79,400	148,170
	受大专及以上教育人口 (万人)	27,124	41,231
人口系统	参保人受大专及以上教育的人口比例	33.03%	43.07%
	劳动年龄人口 (万人)	81,665	84,671
	劳动年龄人口占参保人口的比例	68.21%	70.61%

3. 第三支柱养老保险参保规模可能-满意度仿真结果分析。经过测算，可以得到在经济、社会、人口系统制约条件下，第三支柱养老保险参保率的可能-满意度结果，结果如图 5。假设可能-满意度 0.8 为最佳线，0.6 为及格线，则得到如下结果：2030 年第三支柱养老保险最佳的参保率为 51%，参保人口规模为 4.2 亿人；较为满意的参保率为 81%，参保人口规模为 6.6 亿。

第三支柱养老保险是个人储蓄性养老保险和商业养老保险，不仅

包括税延型养老保险，如果进行养老储蓄者、养老投资者过多，那么全社会的消费水平就会下降，通过内需拉动经济增长的能力就会减弱。尽管我国已成为世界第二大经济体，与2006年时美国的GDP发展水平相当，但根据美国的经验，美国2006年时GDP增速达到峰值为5.97%，但此后美国的GDP年均增速降为3.36%。日本在2012年达到GDP的历史峰值后，也经历了GDP下滑，甚至出现了连年负增长，2013年的GDP增速更是高达-16.89%。与此同时，我国的劳动年龄人口也在发生减少。从人口预测的高方案与低方案综合来看，2019—2030年间，我国的老龄人口增加了近50%，劳动年龄人口减少了近9%。即使考虑到退休延迟，经济活动人口的主体部分还是发生了减少，此时如果第三支柱的参保人数过多，我国的经济发展将受到严重影响。因此，第三支柱养老保险的参保率不能过高，需要保持在一定范围内。

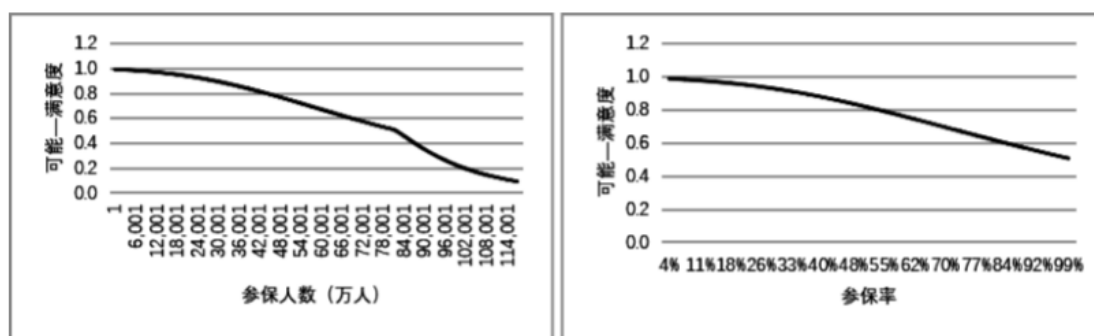


图5 我国第三支柱养老保险参保人数与参保率(2030年)

## 五、结论与建议

家庭是生产和消费的基本单位，“9073”的养老服务体系也说明，家庭是提供养老保障最主要也是最重要的行为体。第三支柱养老保险的建立是养老由社会赡养向家庭、个人赡养的回归与过渡，不仅能够将家庭短期性的储蓄与投资行为转换为一种长期的养老储蓄与投资



行为，而且还将改变家庭的理财方式及金融资产的配置结构。

但是，本文的研究表明，因为第三支柱养老保险不仅包括税延型养老保险，还包含商业养老保险，个人储蓄过高对于经济社会的发展不利。因此，我国第三支柱养老保险首先要确定重点的覆盖群体，即流动人口、农民工及其配偶以及外籍经贸活动人口等第一支柱和第二支柱难以覆盖的人群，并且要尽可能地鼓励这部分群体参与税延型养老保险；对于其他群体，参保率要控制在一定的范围之内，在保证经济发展不受重大影响的情况下鼓励群众参保。因此，本文认为，构建我国的第三支柱养老保险可以分“四步”走，即制度覆盖、制度吸引、制度公平、制度宣传。

首先，在制度覆盖上，要放低参保门槛，增强制度对重点覆盖群体的吸纳能力。养老金面向的群体是我国境内所有的经济活动人口，既要考虑拥有稳定工作的群体，又要考虑大多数没有加入现有社保体系的灵活就业人口，尤其是农民工，并以此为重点覆盖群体，提高参与率，弥补养老保险第一和第二支柱的不足。此外，对于在我国境内就业的外籍人士，也可以考虑纳入制度的覆盖范围，通过给予其平等的居民待遇，淡化文化冲突和社会割裂风险，维护社会的和谐与稳定。

其次，在制度吸引上，既要注重群体间的差异性，又要保障投资的安全可靠性。对于税延型养老保险而言，一方面，可以学习德国经验，对于低收入群体，直接实施财政补贴使其达到个人所得税起征点，提高其第三支柱养老保险的参与能力，防止老年贫困；另一方面，应建立可操作的个人养老金投资管理操作平台，加强政府监管，确保投

资过程的规范性与信息的公开性，保证投资安全。

再次，在制度公平上，不仅要防止低收入群体被排除在制度之外，又要避免第三支柱养老保险成为高收入群体的“富人俱乐部”，防止贫富差距过大。对于企业职工等高收入群体，应考虑缴费定额，并在领取时实施梯级税率，不挫伤群众参与第三支柱养老保险的积极性。

最后，在制度宣传上，由于农民工的受教育水平偏低，而这部分群体规模巨大，对于国家政策的认识、理解弱于普通大众，政府要帮助群众认识到制度的减税效果以及第三支柱养老保险对于提高养老生活品质的重要性，并开创多种渠道为广大人民群众提供更多学习金融知识的机会，既引导其树立养老投资的主动性意识，又培养其主动投资养老的能力，实现第三支柱养老保险的广覆盖。

## 苏 罡：加快科技赋能步伐 助力养老金管理高质量发展



苏罡：中国养老金融 50 人论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司党委书记、董事长

未来，我国养老金市场将保持较快发展、有序竞争的格局，养老保障三支柱的规模将持续增长。金融科技在养老金管理投研、风控、服务等领域都有着十分广阔的应用场景。养老金管理业需充分认识行业发展规律，总结经验，不断探索，持续提升金融科技赋能养老金管理的成效，开创养老金事业高质量发展的新局面。

### 一、金融科技赋能养老金管理的必要性

本文摘自“长江养老保险股份有限公司”公众号 2020 年 10 月 28 日。

### （一）养老金市场发展对机构管理能力提出更高要求

2019年，应对人口老龄化上升为我国国家战略。当前三支柱养老金加总规模达到11.8万亿元，已成为资本市场中重要的长期资金力量。2020年8月，银保监会主席郭树清在《求是》刊文指出，“不断完善资本市场基础制度……要加快养老保险第二和第三支柱建设，推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平。”随着国有资本划转社保基金、职业年金市场化运作和个人养老金改革试点等多方位政策出台推进，中国养老金市场将迈入更加广阔的发展阶段。

人口老龄化趋势和养老金市场化改革推动了市场规模的快速增长，也带来了市场的快速演化，对于养老金管理机构的核心能力提出了更高要求。助力养老保障事业的发展，构建良性的健康养老生态圈，是养老金管理机构责无旁贷的使命。养老金管理机构如何在确保养老金主业稳健经营的前提下，通过运用新技术突围当前发展瓶颈，提升运营和风险管理效率，提升客户满意度，探索新业务和产品模式，形成可持续发展，是当前的一项重要任务。

### （二）养老金管理特有属性对金融科技提出多样化需求

从历史发展来看，科技赋能有效提高金融运作效率。法国学者Philippon对美国140年金融行业发展的研究显示显示，美国金融中介的单位成本稳定在2%左右。进入21世纪，通过科技赋能，金融中介单位成本降至1.5%左右的历史低位。养老金管理牵涉面广，同时具备风险保障和投资增值功能，面对复杂流程、安全保障和平衡回报关系的管理属性和特点，更需要发挥金融科技的降本增效功能，在投资、

风控、运营等方面提升发展能级，提供更优质、更高效的服务。

**1. 赋能客户服务，解决管理角色多元且流程复杂的问题。**养老金管理机构既需要发挥受托人职能，规划员工整体养老方案并打造全生命周期的养老金融服务体系，又需要承担投资管理人的角色，实现养老钱的稳定保值增值，还需要通过账管人和托管人角色，保证养老资金的记录正确、储存安全。相对应的，不同性质的委托人/代理人在资产监督、账户管理、养老金产品管理、资金支付和领取等方面都对养老金管理机构所发挥的职能寄予了多方面的需求和较高的期望。未来，随着市场规模的增大，其管理复杂度也将呈现指数级的增长。

**2. 赋能稳健投资，实现绝对回报与相对回报的平衡。**养老金管理是一项长周期、跨周期的资金管理工作。资金在长期保值增值运作过程中，将形成较为复杂的服务链条和海量数据的频繁交互处理。养老金市场中，各家机构既面临着激烈的同业竞争，又面临着委托人对于业绩考核的较高要求，需要通过金融科技手段来平衡长周期、跨周期中绝对回报与相对回报之间的关系。

**3. 赋能风险管控，始终强调和保持资金的安全属性。**作为百姓的“养命钱”，养老金是人们“安享晚年”的兜底保障。养老金管理既要注重资金的绝对安全，避免资金出现非市场风险，如操作风险、经营风险、道德风险等；也要注重资金的相对安全，通过合理承担信用、流动性等风险，获取较为稳定安全的回报。在长期的资金管理过程中，养老金管理机构始终需要坚持“受益人至上”的根本原则，有“专业、可信赖、有情怀”的使命感。

## 二、金融科技创新发展及实践探索情况

### （一）金融科技创新发展迅速并受到监管高度重视

21 世纪，以人工智能、大数据等为代表的新技术发展日新月异，深刻地改变着经济社会的运行模式。全球数据存量呈现指数级增长，2019 年全球数据总量有望达到 41ZB，同时计算机软硬件技术显现出革命性突破的迹象。从国际方面来看，全球监管部门重视金融科技的创新，并对发展方向加以规范。英国、新加坡、澳大利亚、美国等国家先后制定了金融科技发展指南或行业白皮书，通过“创新工程”或“监管沙盒”等举措鼓励创新商业模式。从我国来看，2017 年，中国人民银行成立金融科技（FinTech）委员会，旨在加强金融科技工作的研究规划和统筹协调。2019 年 8 月，央行印发《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021 年）》，对金融机构的科技场景落地、运作效率调高和风控质效把控等阶段性重点任务做出明确部署。2020 年 5 月，中央印发的《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》明确了资本、劳动、数据等生产要素要“由市场评价贡献、按贡献决定报酬”，科技的重要程度日益凸显。今年突如其来的新冠疫情，推动金融线上业务的蓬勃开展，进一步加速了科技赋能金融业的进程。

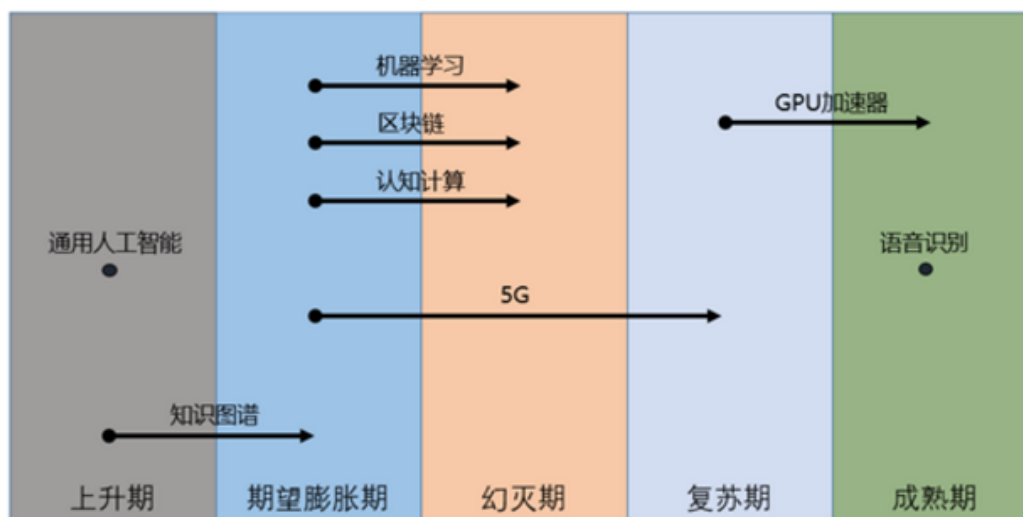
### （二）金融科技在保险和资管行业的落地场景分析和探索

#### 1. 探索养老金管理与金融科技发展周期的关系

全球知名 IT 研究与咨询公司高德纳（Gartner）自 1995 年开始，每年会根据分析预测发布“新兴技术成熟度曲线”。根据 Gartner 的理解，新兴技术落地应用前通常要经历一轮“上升-期望膨胀-幻灭-

复苏-成熟”的完整周期。每项科技根据其本身复杂度，发展周期长度也有所不同。因此，养老金管理可结合科技成熟周期和受托、投管等职能来挖掘可落地技术场景。

图 1：与金融相关的主流新兴技术发展阶段变化（2016-2020）



资料来源：Gartner 新兴技术成熟度曲线：2016-2020 年报告，长江养老整理

分析以上“新兴技术成熟度曲线”中的几类代表性技术：第一类是最近五年已进入成熟期的技术，如语音识别和 GPU 加速器等。语音识别进一步丰富了人机交互的渠道，经过养老金领域的语音识别模型训练后，可研发专业型工具，提高沉浸式客户服务能力和受托、投研体系的运作效率。GPU 性能相比普通 CPU 提高了数十倍，应用 GPU 能够显著提高养老金管理机构处理重复数据的效率，提升通过大数据整合碎片化、长链条信息的能力。第二类是由期望膨胀期转入幻灭期或复苏期的技术，如机器学习、区块链、认知计算和 5G 等。这一类技术可列入养老金管理机构的重点跟踪科技名单。近期央行数字货币试点区域扩容就是一个典型的案例。第三类是处于上升期或进入期望膨胀期的大量技术。这类技术兴起和消失的迭代最为活跃，养老金管理

机构需对技术应用的大趋势保持关注，比如知识图谱在风险控制上的应用等。

## 2. 金融科技概念获得市场持续认可

美国 Indxx 公司编制的金融科技指数涵盖了以美国为主的发达国家在移动支付、众筹、区块链、交易科技等主题下的 100 家上市公司。与宽基指数比较发现，该指数表现持续好于美股大盘和整体金融业，并且在疫情后超额回报不断增大。

图 2：金融科技指数的相对表现好于大盘



资料来源：彭博

注：数据标准化 2017/1/1=1

## 3. 金融科技在资管业务中持续应用落地

新科技的运用，在各维度提升了金融和资管业务的运作效率。

(1) 前台：客户服务。疫情推动下，客户服务加速线上化。资管机构不断加大电子流程化管理，并通过语音识别、人脸识别等技术来满足监管和风险管理的要求。通过智能分析已有线上业务的海量数据，形成从客户到数据的正反馈循环。



一是智能营销方面。例如，新加坡的 Sqreem 公司通过人工智能技术获取并分析投资者的行为数据，识别宏观行为与微观行为的异常特征，形成高净值客户画像，为金融机构提供最需要的产品和服务。当前，Sqreem 的客户包括贝莱德、富国银行等多个国家的金融机构。

二是智能投顾方面。根据 Statistica 统计，2019 年智能投顾的全球管理规模达到 1.44 万亿美元，较 2018 年增长 47%。目前，国外智能投顾产品提供商包括 Wealthfront、Betterment、Future Advisor 等。

三是智能客服方面。蚂蚁集团等金融科技公司的智能客服系统竞争力较强。早在 2017 年，支付宝智能客服的自助率已达到 96%-97%，智能客服的解决率达到 78%，比人工客服的解决率高出 3 个百分点。

**(2) 中台：投资管理和风险管理。**目前，新技术在一些金融机构中台应用场景主要在投资和风控两个方向：

一是投资决策方面。自然语言处理技术（NLP）和高级分析技术是两项热点应用技术。安永在其金融科技报告中指出，目前已有大型资产管理机构运用 NLP 和机器学习方法处理年报、研究报告等非结构化的信息报告，提升研究效率。此外，78% 的投资公司已将另类数据运用到投资决策中，通过分析在线零售数据、社交媒体数据、卫星数据等，洞察投资机遇，产生超额收益。贝莱德 Aladdin 平台系统将投资和风控信息系统一体化，形成了影响全球数十万亿美元决策的大数据共享平台。

二是智能风控方面。各大保险集团利用自身数据累积，深度挖掘

科技风控的管理效率。例如，2019年新成立的中国太保集团子公司太平洋医疗健康，凭借太保集团长期积累的客户医疗数据，独立研发了健康风险识别模型，在保护客户个人隐私的情况下，快速识别客户的个人健康情况，支持健康体检客户快速核保通过。平安金融壹账通提出“智能闪赔+”的风控理念，在智能闪赔系统的基础上完成车理赔从报案到结案所有线上线下环节的端到端闭环管理。

**(3) 后台：运营管理。**金融科技有助于提高机构运作效率和透明度。首先，科技监管手段督促金融机构提升科技应用能级。当前，监管部门加大对大数据处理、爬虫信息搜集、区块链、知识图谱等新技术的使用力度，促使资管机构提高运营管理科技能级。其次，资管机构的中后端数据中心虚拟化将不断得到加强。近期，道富银行将基础设施正逐步向云端转移，2010年建成私有云、2016年建成混合云、目前正在建设 Any Cloud，使运营管理过程富有互动操作性、可拓展性和灵活性。另外，多家资管公司正在研究部署通过利用 RPA 等技术，探索云端服务建设，通过与阿里、华为等领先平台建设科技公司的交流，探索更为安全的合作方式或逐步建设自有的云平台。

### 三、长江养老在金融科技赋能养老金管理方面的思考与探索

当前，中国太保集团积极推动在战略转型 2.0 进程中的科技创新生态建设。通过设立金融子公司，引进科技领军人才，加大与头部科技企业和高校建立科技战略合作，积极探索运用人工智能、大数据、云计算、区块链、生物识别等一系列前沿技术，推动业务创新转型发展。长江养老作为中国太保集团旗下的养老金管理平台，将以建立

“国内一流、国际知名的科技型养老金管理公司”为目标，近年来不断加大科技投入，持续探索通过外部资源转化、核心技术积累以及金融行业联合创新等形式，增强养老生态圈建设的科技能级。

### （一）聚焦“人才+科技”，持续强化受托和投研核心能力

人才是养老金行业最核心的资本，是决定养老金管理机构未来发展高度的基石；而科技则是将个体智慧转化为公司智慧的最佳载体，是决胜未来的内核竞争力。依靠金融科技，一是可以将优秀投资经理的能力固化在投资平台和管理系统中，投资团队面临人员交替和风格漂移等问题。金融科技可以将投资经验固化在公司投研平台上，形成养老金管理机构的专有优势；二是通过金融科技挖掘投资机会，与人为主动管理形成互补，金融科技在另类数据处理和非线性关系识别方面具备显著超越人类的能力，如何与主动管理操作相结合是未来投研体系发展的一项重要课题。

长江养老将人才与科技的有机结合视作是公司形成面向未来长期竞争力的航标与基石，在数字化建设方面取得了多项创新成果，全面提升了受托、投研板块的运营效能。受托能力建设方面，打造了面向B端和C端的一站式综合服务平台、受托资产管理及投资监督系统平台，并打造了“必盈”职业年金一体化运作平台，助力全国企业年金业务快速启动和稳定运营。投资能力建设方面，基于大数据、人工智能等新技术，构建了行业领先的投资管理系统，自主研发投资绩效系统，全面实现银行间市场交易的电子化接口对接。另外，长江养老依托集团太保云的强大算力和外部的合作资源，持续积极探索各类新

技术在养老金主业的应用，建设金融大数据平台和人工智能平台。

## （二）以客户需求为导向，全流程打造“在你身边的一流养老金融专家”

“以客户需求为导向”需贯穿在金融科技赋能养老金管理的过程中，将新技术与养老金业务有效整合，优化流程、改变方式、提质增效，为受益人创造更大的价值。一是做好底层数据的收集、分析和挖掘，提供更多定制化的服务。养老金管理机构已经记录和积累了大量的运营数据、客户数据等。随着养老金管理的服务对象从政府、机构客户拓展至个人客户，需进一步解决在受托和投资领域的数据来源分散、全局信息概览缺失的问题，利用认知计算、知识图谱等先进金融科技，做好海量数据的分析，更加精准细致地了解 and 刻画客户行为，制定一系列个性化、差异化的专业养老金管理方案。二是持续打通信息孤岛链接，实现自动化的服务流程。养老金管理的各个环节不是孤立的，需要借助大数据、物联网、人工智能等技术支持，联通现有的信息平台，通过系统自动对照提供最优的养老金管理方案，进一步提升养老金管理机构的管理水平和服务效率。

长江养老持续探索全流程的养老金管理，力求使客户时刻感受到“贴心”、“在身边”的养老金服务。目前正在逐步探索通过构架养老金平台实现“养老金一站式”的管理模式，使用数字化的信息查询平台，生动地向客户实时展示养老金积累情况，并且运营协同健康服务、养老社区、财富管理等相关的养老金融服务，构建客户视角下的“养老金积累—投资—领取—保险产品对接—养老服务供给”完整

养老生态圈。

### （三）保障安全稳健运营，提升数字化内控管理水平

面对实体经济承压和长期利率下行的趋势性风险，以及类似新冠肺炎疫情这样的偶发性风险，必须加快完善更加全面风险管理体系，形成常态化机制。同时，随着养老金业务越来越快速地线上化，对于实时风控、交易预警和反欺诈等业务都需要实时计算的支撑，还需持续积极探索人工智能、区块链等金融科技手段在养老金风险管控方面的应用场景，利用 IT 系统智能化处理和改进风控工作。

长江养老近年来在风险管理系统建设方面不断完善，逐步提升风险管控的系统化、自动化、智能化水平。一是搭建核心风险管控系统。通过恒生投资风控系统、衡泰风险管理系统、股指期货风控系统、投研绩效系统等平台，设置、分析风险计量监控指标体系，实时控制风险阈值，实现风险提示预警、比例敞口和集中度控制、自动化审批等功能。二是建立信用评级系统。将评级流程线上化、评估实现定量模型化，提升评级效率和精准度。三是积极探索智能化“AI+风控”。顺应大数据、人工智能发展趋势，尝试运用人工智能、深度学习等技术甄别财务造假和财务报告质量，开展智能舆情监控，强化信用风险和流动性风险监控的时效性和前瞻性。

**导读：**养老金融观点集萃栏目是中国养老金融 50 人论坛成员或研究员就养老金融领域的相关问题发表的文章摘录，旨在分享观点、探究问题、启发思维、推动创新、促进交流。本期我们选编了由中国养老金融 50 人论坛编著的《中国养老金融发展报告 2020》中，由董克用、孙博、张栋合著的《中国养老金融发展现状、挑战与趋势研判》、由胡兵、孙博合著的《养老金金融：养老金金融：体量持续增长 投资收益良好》两篇文章。欢迎大家向本栏目投稿。

## 董克用、孙博、张栋：中国养老金融发展现状、挑战与趋势研判



董克用：中国养老金融 50 人论坛秘书长

本文摘自《中国养老金融发展报告（2020）》第 1-16 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

在政府和市场通力合作的背景下，我国养老金融得到进一步的发展。其中，养老金金融体量持续增长，投资收益丰厚；养老服务金融稳步发展，各行业广泛探索；养老产业金融政策不断明晰，金融实践不断创新。但是，发展的同时也面临诸多挑战，如制度设计有待完善、资产管理能力仍需提升、养老服务金融市场活力不足以及养老产业难以获得金融支持等。尽管如此，我国养老金融发展的前景依然广阔。未来应进一步完善养老金结构，提高养老金资产管理效率；从供需双方提升养老服务金融发展动力，培育和扩大养老服务金融市场，加大养老产业金融支持力度，鼓励行业积极创新，促进养老产业金融的快速发展。

养老金融(Ageing Finance)指的是为了应对老龄化挑战，围绕社会成员的各种养老需求所进行的金融活动的总和，包括养老金金融、养老服务金融和养老产业金融三部分。其中，养老金金融指的是为储备制度化的养老金进行的一系列金融活动，其对象是制度化的养老金资产，目标是通过制度安排积累养老资产，同时实现保值增值；养老服务金融指的是除制度化的养老金以外，社会成员为了满足自身养老需求所采取的财富积累、消费及其他衍生的一系列金融活动，其本质是通过金融活动参与来满足多元化的养老需求；养老产业金融则指的是为与养老相关产业提供投融资支持的金融活动；其对象是养老产业；目标是满足养老产业的各种投融资需求。结合养老金融的概念；本报告将进一步分析探讨中国养老金融的发展现状、面临的挑战以及未来发展趋势。

## 一、中国养老金融发展现状

### （一）养老金金融：体量持续增长，投资收益丰厚

#### 1. 养老金规模持续增加，势头仍然强劲

在《关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》《基本养老保险基金投资管理办法》《职业年金基金管理暂行办法》《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》等一系列政策指导下，养老金市场化投资运营实现有序推进。截至2019年末，在全国社会保障基金方面，国有资本划转提速，资产规模持续增长，全国社会保障基金资产总额2.6万亿元，自成立以来年均增长率约为21.3%。在基本养老金方面，城镇职工基本养老保险基金累计结余5.46万亿元，但受《降低社会保险费率综合方案》的影响，累计结余增速降至5.90%，是近年来的历史新低。在企业年金方面，建立企业年金企业数增速9.84%，职工数增速6.69%，企业年金积累基金近1.80万亿元，较2018年增长3214.95亿元，增速达21.77%，创近四年新高。在职业年金方面，2019年，职业年金的受托人、投管人评选工作快速推进，目前已经逐步进入收官阶段。在个人养老金方面，已有67款个人税收递延型商业养老保险产品获批上市，实现保费收入约12.4亿元，累计参保人数4.7万人。从试点情况看，个人税延型商业养老保险试点进展相对缓慢。

#### 2. 受益于资本市场整体向好，各类投资运营的养老金均取得较好回报

在经济从高速发展迈向高质量发展、市场利率逐步下降的大背景下，2019年我国各类投资运营的养老金取得了较好回报。全国社保基



金全年投资收益额超过 3000 亿元,投资收益率约 15.5%,一扫 2018 年的投资亏损状况,也创下社保基金最近十年(2010~2019 年)的历史新高。社保基金理事会已与 22 个省(区、市)签署基本养老保险基金委托投资合同,委托总金额达到 10930 亿元,已受托管理的基本养老保险基金投资收益率约为 9.6%,与委托前相比得到了大幅提升。企业年金 2019 年的平均收益率达 8.3%,为近四年最高水平。

## (二) 养老服务金融:行业广泛探索,养老服务金融稳步发展

### 1. 业界广泛实践,养老财富积累产品日益多元

2019 年 11 月 21 日,《国家积极应对人口老龄化中长期规划》从国家战略层面提出,要夯实应对人口老龄化的社会财富储备,鼓励家庭、个人建立养老财富储备,稳步增加全社会的养老财富储备。在一系列政策支持和巨大的市场潜在需求的推动下,各金融行业纷纷布局,关注养老与金融行业的结合,不少金融机构也开始积极探索养老服务金融的发展路径与产品。在银行业,除了国内部分商业银行较早推出的养老储蓄产品和养老理财产品以外,自资管新规发布以来,商业银行纷纷成立理财子公司,踏上资管业务转型之路,将养老理财作为公司开业首发的理财产品成为众多理财子公司的首选。在基金业,养老目标基金作为养老服务金融行业的一次重大突破,为国民养老储备增加了新的选择,截至 2020 年 4 月底,共有 94 只养老目标基金获批,已获批的养老目标基金中共有 74 只基金已经发行,认购户数达 1070017 户,认购规模达到 228.31 亿元。在保险业,商业养老保险产品是保险业养老服务金融最主要的表现形式,近年来,我国商业养老保险有了

较快发展,各保险公司也纷纷推出了针对不同人群、满足不同需求的包括传统型、分红型、万能型保险和投资连结保险等类别的多元商业养老保险产品,同时在养老保障管理产品方面也为团体和个人开发了多样化的养老财富积累产品。在信托业,目前市场上养老信托的主要产品是养老金融信托,由受托人给委托人提供养老经济保障或者服务保障等,目前市场上的养老金融信托产品类别偏少且门槛过高,其市场参与极为有限。

## 2. 养老财富消费产品受到重视,助力老年需求的满足

养老财富消费是国民参与养老服务金融的目标实现阶段,是处于退休期的老人将工作期积累的财富转化为养老需求的满足并保障整个养老期需求的实现。各金融机构结合老年人的财富和养老服务需求探索开发一系列养老财富消费产品,这些产品在一定程度上为老年人的养老经济保障和服务保障需求的满足提供了更为丰富的渠道,如银行业养老财富消费实践中的住房反向抵押贷款和综合性养老金融服务、保险业养老财富消费实践中的住房反向抵押养老保险产品、信托业养老财富消费实践中的养老消费信托产品。但是,各金融机构在实践中不尽如人意,如目前只有少数银行开展了住房反向抵押贷款业务、推出了综合性养老金融服务产品;对于住房反向抵押养老保险,其仅属于一个小众业务,自2014年7月开始试点至2019年9月末,住房反向抵押养老保险有效保单129件,191位老人参保,参与度较低,仅为更多老年人增加了一个养老的选择;信托在解决养老问题方面有独到的优势,有不少信托公司开展了养老消费信托业务,但其较高的门

槛限制导致其市场需求相对有限。

（三）养老产业金融：政策不断明晰，养老产业金融实践创新

1. 政策支持不断完善，养老产业金融发展迎来新方向

2019年4月，国务院办公厅发布《关于推进养老服务发展的意见》（以下简称“国办5号文”），文件针对养老机构建设期、运营期和扩展期提出不同的金融支持思路，进一步扩宽企业融资渠道，推动养老产业发展。其中，在养老机构建设期，金融支持产业阶段前移，重点加强对机构建设期的资金支持；在养老机构运营期，规范机构运营期的模式创新，包容审慎，明确限制条件；在养老机构扩张期，鼓励处于扩张期的养老机构通过上市融资方式扩大资金来源。2019年6月，国家发改委及商务部联合发布《鼓励外商投资产业目录（2019年版）》，将养老机构、老年人服务机构列入新的鼓励外商投资产业目录中，对外资投资者举办的养老服务机构不区分营利性与非营利性，全面放开，在政策补贴和优惠上一视同仁。此外，为最大化发挥金融对养老产业的支持，北京市领先于全国其他区域，于2019年9月由北京市民政局、北京市地方金融监督管理局等四部门发布《关于金融支持养老服务业发展的实施意见》，培养和发展适应首都功能定位的养老金融服务体系，促进养老产业多样化发展。

2. 政策性、市场性金融工具各有侧重，养老产业金融实践有新的突破

为了培育养老产业，以实现养老服务的普及和供需平衡，以PPP、产业专项债、政府产业引导基金为代表的政策性金融工具向第二、三

梯队省市倾斜，市场性金融手段向第一梯队省市集中。目前，我国健康养老产业发展已形成相对明显的产业发展阶梯化发展特征，如，北京、上海、天津、江苏、浙江、福建、广东7个省市作为养老产业发展第一梯队省市，已进入产业发展“成熟期”阶段；山东、内蒙古、湖北、重庆、陕西、辽宁、吉林、宁夏、湖南9个省市作为养老产业发展第二梯队，已经进入健康养老产业化发展的“成长期”阶段；其余省市在可预见的未来，作为产业发展第三梯队，仍然处于健康养老产业化进程的“投入期”阶段。处于产业第一梯队的省市，养老产业市场化程度较高，主要依靠市场性金融手段吸引了大量社会资本，资本又反过来促进产业走向规模化；第二、三梯队的省市大部分面临“未富先老”的困境，地方财政压力较大，主要通过政策性金融工具，引入优质社会资本方，在项目建设阶段保障资金流稳定供应，在运营阶段可以借助专业运营管理人才，培养本地服务团队，提升项目运营质量和当地养老服务水平。此外，养老产业金融实践方式也不断创新，如世行贷款支持经济欠发达的省份安徽、贵州建设养老服务体系，2019年国家发改委牵头推出普惠养老城企联动专项行动，中央财政提供14亿专项资金重点支持“社区、医养、学习、旅居”4类养老床位建设以及城企合作共同发起产业基金，鼓励和带动大健康生态链企业发展，这种“政府引导、市场运作”的方式为大健康产业发展提供长期持续的资金支持。

## 二、中国养老金融发展面临的挑战

（一）养老金融：制度设计有待完善，资产管理能力仍需提升

### 1. 第三支柱迟迟未能全面推开，顶层设计仍有待明确

2018年5月，我国开始了个人税收递延型商业养老保险试点工作。但从试点情况来看，仍存在着一系列的不足，如税收优惠力度有限、参与产品范围不足、产品制的设计给各方带来诸多不便等等。当时明确提出，个人税收递延型商业养老保险试点期为一年，旨在为第三支柱个人养老金进行前期探索，但从试点至今已经超过两年时间，而试点转常规政策尚未出台，不利于尽快健全我国三支柱养老金体系，也与社会预期有一定落差。此外，按照政策要求，基金行业、银行业都在紧锣密鼓地推进相关前期工作，但是目前由于缺乏统一的顶层制度设计，三个行业只能在本行业内分别使用本行业账户和信息平台进行探索，但相关平台之间互联互通尚未建立，未来参加者同时选择保险、基金和银行理财产品时就存在诸多不便。因此，若第三支柱推进缓慢，顶层设计不明确，将加大既有试点工作的整合难度。

### 2. 投资权益资产的比例长期较低，难以实现基金的合理增值

养老金基金投资运作目标是要实现长期保值增值，那么，养老金投资收益仅战胜CPI或者以国债收益率为目标是不够的，而应该与养老金长期要面对的支付需求挂钩。在我国经济和工资增长率长期高企的情况下，养老金投资理应要求更高的回报率。而要实现较高的回报，就必须提升投资组合风险的容忍度，配置相当比例的权益类资产。但是从我国实践来看，除了全国社保，无论是基本养老保险还是企业年金，其投资都过于保守，风险承受能力不能适应资金的养老属性，权益类资产配置明显不足。特别是，目前市场利率逐步下降，各类资产

的回报率也不断下行，特别是2020年新冠疫情在全球范围内爆发引起的经济失速和阶段性衰退，使得世界各国纷纷推出更大力度的财政刺激政策和宽松货币政策，又将进一步拉低各类资产回报率，这势必给养老金投资增值带来更大难度，最终只能通过提升权益资产比例，在承担一定波动基础上，实现基金合理增值。

（二）养老服务金融：供需双方面临多重制约，养老服务金融市场活力不足

### 1. 主客观多因素共同作用，养老服务金融需求空间受限

养老服务金融的目标是满足全体国民更高水平的养老需求，其发展的必然前提是良好的经济基础和财富积累。其一，收入是国民参加养老服务金融进行养老财富储备的经济基础，目前相当大一部分居民的可支配收入有限，在很大程度上制约了其参与养老服务金融的能力，从而导致养老服务金融需求乏力。其二，在儒家思想的影响下，传统的“家庭养老”、“养儿防老”模式成为中国长期以来老年生活保障的关键手段，加之近年来我国基本养老保险制度不断完善，广大国民对自身的养老保障预期又增加信心。在此背景下，广大国民养老金融储备意识严重不足。其三，根据中国养老金融调查（2020）的数据，目前国民养老金融知识水平的自我认知得分仅处于及格线水平，居民普遍对养老金融产品缺乏认识，对理财产品普遍要求“低风险”和“高收益”，对金融政策法规、金融市场、金融产品和金融风险等尚未形成良好的认知。因此，在可支配收入有限、养老金融储备意识不足和养老金融专业认知有限等多重困境下，导致广大居民养老服务金融需

要不足、投资参与度低，使得目前养老金融市场参与仍就以银行储蓄或理财等渠道为主，多元化的养老金融市场参与深度相对不足。

## 2. 产品设计存在偏差，严重影响养老服务金融的有效供给

近年来，我国各金融行业积极发行养老金融产品，但总体来看，养老服务金融发展还处于起步阶段，发展经验不足。一方面，养老金融产品业务起步较晚，产品供给和市场知晓度受限。中国于2000年前后才开始进入老龄化社会，起初各行业对养老问题的重视程度也不高，直到中国老龄化发展速度开始加快，银行、保险、基金、信托等各个行业的金融机构意识到养老金融产品的重要性，并开始开发出各种不同类型的养老金融产品，但总体来看，养老金融产品的供给还很有限，且由于建立和发展的时间不长在广大国民众的知晓度也有所不足。另一方面，养老服务金融产品同质化现象严重，养老功能名不副实，银行、保险、基金等金融机构日渐认识到老年人养老金融服务具有巨大的市场价值，并根据实际情况，开发了诸多针对老年人的专有金融产品和服务，但从本质上看，现有养老金融产品没有实现养老金融服务需求导向，大多数金融机构只是在“养老”的旗帜下推出大众化金融产品。

（三）养老产业金融：机遇与风险叠加，养老产业投融资和运作面临挑战

1. 全国性养老产业金融专项政策仍是空白，已有部分政策也存在落地难的困境

“十三五”期间，人民银行等五部委联合发布《关于金融支持养

老服务业加快发展的指导意见》，个别省市逐步出台专项金融支持养老服务业发展的实施意见，聚焦养老服务业的发展，对于整体养老产业金融的专项政策仍是空白，尤其是对新兴养老细分产业，特别是老年文娱、智慧养老、养老用品方面金融支持工具单一，此类企业仍面临融资难、融资贵的发展难题。同时，国内关于金融支持养老产业发展政策也不断出台，总体来看，大部分政策文件都停留在宏观的方向引导层面，比如鼓励和引导民间资本进入养老服务业、鼓励外国投资者设立营利性养老机构或鼓励金融支持养老服务业发展等，对如何鼓励、如何支持等金融支持养老产业发展的细化措施并没有明确规定，导致现有政策多、针对性不强，养老产业相关企业在建设和运营过程中具体可获得的支持不明确，出现企业需求方与政策支持内容不一致或错配，导致养老产业项目实践中相关政策难以落地，不利于真正发挥政策的实际作用。

## 2. 中小企业难以获得金融支持，社区和居家养老领域缺乏金融资本关注

和养老产业有关的中小企业融资难的问题突出。盘点各类政策性金融工具的投向，以地方城投公司、地方性国企和大型民营企业为主，中小企业在融资渠道和融资方式仍旧单一。由于中小民营企业大部分没有明确抵押物，其企业信用难以支持政策性金融工具投资。同时，在中小民营企业在开业初期，运营较为艰难，同时政府建设补贴和运营补贴下放速度较慢，一般是在当地申请补贴后，往往要等1年左右，补贴才能给到机构，导致中小企业起步难。其中，在这些中小企业中



的社区和居家养老服务企业，面临物业难找、租金高、前期投入大等三大核心难题。目前，资本更青睐机构养老模式，此类盈利模式更清晰，入住机构人群支付意愿相对较高，导致社区和居家养老难以获得资本支持，发展举步不前。

### 三、中国养老金融发展未来趋势研判

（一）养老金金融：基本养老金委托规模空间有限，养老金投资管理难度加大

1. 城镇职工养老保险委托空间不大，将主要依靠城乡居民养老保险

目前，城镇职工基本养老保险已处于紧平衡状态，继续委托投资的空间不大。这是因为，部分地区要求基本养老金结余的留存金额必须满足一年的资金支出，在此前提下，才能将超出部分进行委托投资运营。若考虑到社保降费每年带来的基本养老保险基金收入减少，将进一步降低基本养老金的结余，这将意味着城镇职工基本养老保险可以继续委托投资的体量有限。而城乡居民养老保险委托投资运营具有一定潜力，2019年底基金累计结存8249亿元；同期19个省（区、市）已启动城乡居民基本养老保险基金委托投资，合同金额达到2123亿元，占比25.74%，已经超过城镇职工基金养老保险基金委托投资占比。如果同样按照基金结余保证一年支出后的资金才能用于投资运营来看，城乡居民养老保险的委托规模具有一定潜力。

2. 养老金资产管理难度加大，增配权益资产将是养老金投资必然选择

随着全球逐步进入低利率环境，养老金收益率也有不断走低趋势。在此情况下，养老金资产管理的难度将大大增加：一是随着年金投资范围纳入一级市场和另类产品，未来可能投资境外资产，对资产配置能力、风险管理能力提出更高要求。二是在市场利率下降的背景下，为了实现养老金资产保值增值，权益类资产比例将被动增加，年金投资风险和波动都可能进一步放大。受 2020 年的新冠疫情影响，短期来看，股市下行反而增加了权益类资产的安全边际，也提升了其配置价值。因此，从养老金的长期资金属性出发，应该考虑提前布局，适度增配权益类资产，以对冲未来各类资产回报率下降的风险。

（二）养老服务金融：养老需求多元，养老服务金融市场空间广阔

### 1. 老年群体数量、需求质量升级，养老服务金融市场前景广阔

据预测，未来数十年间我国还会继续面临着人口老龄化的加速发展，在 21 世纪 50 年代前后达到最严重的时期，但并不会在此之后发生逆转，而是将长期持续下去，这对老年人的养老生活以及整个社会的养老事业带来严峻挑战。伴随着经济社会的发展和人民生活水平的逐步提高，老年人的生活观念和消费观念也在逐渐变化，消费需求升级态势明显，正在从“少花、不花、存起来”向“花钱买健康、花钱买开心”转变，这些需求的满足都需要一定的养老财富储备作为基础。因此，为满足多元化的养老需求打好经济基础，这将为养老服务金融的快速发展提供新的窗口，养老服务金融需求将面临爆发。

### 2. 养老财富储备战略发布，将助力推养老服务金融快速发展

2019年，中共中央、国务院印发了《国家积极应对人口老龄化中长期规划》，首次明确提出要夯实应对人口老龄化的社会财富储备，要求在健全更加公平更可持续的社会保障制度和完善国民收入分配体系的基础上，进一步优化政府、企业、居民之间的分配格局，稳步增加养老财富储备。这表明，除了在制度化的初次分配和再分配安排之外，国家还鼓励发挥企业和个人作用，通过多元化手段增加养老财富储备。可以预见，在夯实应对人口老龄化的养老财富储备体系战略目标下，国家将会进一步强化市场作用，推出一系列的政策支持养老金融事业的发展，这将为养老服务金融发展提供新的助力。

### 3. 养老服务金融产品不断创新，跨界合作将进一步深化

随着老龄化的快速发展，各类金融机构逐步认识到养老金融发展的重要作用，不少金融机构开始设立专门的养老金融部门，以应对人口老龄化背景下对金融行业提出的新要求。首先，金融开始根据客户群体特征研发设计个性化、多元化、多层次的养老服务金融产品，满足不同群体的养老需求；第二，银行、保险、信托等金融行业机构在业务手段、产业领域、业务范围上既有很大的重合之处，各自又具有各自独特的优势之处，通过跨界合作，由单一产品向综合化产品方案转变，将有效推动养老服务金融产品创新，更好地契合养老服务金融需求。此外，通过不同业态融合推动产品创新，特别是将养老服务金融与养老产业结合发展，是跨界合作的另一重要趋势，养老产业初期投入高、投资回报低，需要长期资金的支持，而参与养老服务金融的资金也有长周期特点，因此金融机构可以开发与养老产业匹配的保险、

理财、基金等新型产品,用金融连结养老供需端,有效实现双赢目标。

(三) 养老产业金融: 政策性和市场性金融工具共发力, 养老产业发展进入快车道

1. 市场性金融工具将从第一梯队向第二、三梯队的省市拓展延伸

由于人口、经济和社会等产业发展程度的不同, 我国健康养老产业发展已形成相对明显的第一梯、第二梯队以及第三梯队的产业发展特征。落到金融工具, 市场性金融工具集中在产业发展“成熟期”阶段的第一梯队省市, 政策性金融工具集中在产业发展“成长期”、“投入期”阶段第二、三梯队的省市。随着产业要素的扩散以及核心城市对周边产业影响力的加强, 市场性金融工具将呈现从第一梯队省市向第二梯队省市延伸的发展趋势。政策性金融工具以建立区域基础保障功能为主, 将持续聚焦于第二、三梯队省市, 以此逐步提升第二、三梯队省市基础养老服务能力, 保障养老产业发展的区域平衡。

2. 中小企业将逐渐减少, 养老产业将逐步向规模化和集中化迈进

从现阶段来看, 我国养老产业从业企业数量众多, 但产业集中度极低, 特别是中小企业。由于和养老产业相关的中小民营企业难以在较快时间内达到运营收益平衡, 同时, 中小企业在融资渠道和融资方式仍旧单一, 物业难找、租金高、前期投入大仍旧是其面临的三大核心难题, 导致中小民营企业仅能依靠“情怀”进行支撑、发展举步不前。随着养老产业的逐步发展, 大量国有企业通过, 收购与并购、成立专业公司、与成熟养老品牌合作, PPP 等方式进入养老产业, 给

整个养老产业注入了资金、人才、技术等资源，激活了产业发展的活力，通过国企实力和资本的撬动力量，以及“政策+国企+落地机构”的系统化“筑底”作用，使得我国整个养老产业更加的体系化，而国企及大资本企业集团的陆续进入，无疑将会使得一大批中小从业企业被迫转型，甚至退出产业角逐，这将促进养老产业向规模化迈进。

#### 四、中国养老金融发展的建议与思考

##### （一）进一步完善养老金结构，提高养老金资产管理效率

##### 1. 加快个人养老金政策试点转常规，健全三支柱养老金体系结构

加快第三支柱个人养老金政策试点转常规对健全我国三支柱养老金体系意义重大。但是目前我国第三支柱试点中的税收优惠力度有限，未来应进一步加大我国第三支柱养老金制度的税收优惠力度，例如，第一，将目前领取阶段 7.5% 的税率降至 3% 以下，改变试点政策对部分人群存在负激励的缺陷，确保税收优惠对所有纳税人群都有吸引力；第二，取消试点政策中税收优惠上限为工资总额 6% 的限制，将税优从比例制改为额度制；第三，打通第二和第三支柱的税收优惠。同时，我国第三支柱个人养老金试点是基于产品制建立的，在税收优惠的实施以及操作方面都存在极大的不便。为更好地推动各行业协同参与第三支柱个人养老金制度建设，就必须加快第三支柱个人养老金顶层设计，在结合我国国情的基础上借鉴国际经验，明确账户制为基础，进入专门的第三支柱账户的资金都能享受税收优惠，而不区分资金具体流向，操作和监管都比较便捷，也利于不同行业以同样的标准参与。最终，通过顶层设计推动第三支柱个人养老金制度的快速发展，

以完善我国政府、单位和个人责任分担的三支柱养老金体系结构。

## 2. 培育积极的养老金投资理念，提高养老金保值增值能力

2020年，新冠疫情在全球范围内爆发引起了经济失速和阶段性衰退，世界各国纷纷推出更大力度的财政刺激政策和宽松货币政策，又将进一步拉低各类资产回报率，势必加大养老金的投资增值难度，这是养老金投资运营必须关注的长期挑战，将深刻影响其投资运营理念和资产配置结构。对于我国而言，第一支柱降费趋势明显，亟待大力发展第二、第三支柱以及储备支柱发挥补充保障功能。而投资增值是这类积累型养老金计划发挥保障功能的关键，但各类资产回报率不断走低的现实，将对其投资运营带来巨大挑战。要实现较高投资回报的就必须提升投资组合的风险的容忍度，因为风险容忍度偏低的直接影响就是会限制投资机构主动投资能力的发挥和获取长期高收益的可能性。因此，未来我们应该培育积极的养老金投资理念，必须加大长期权益资产投资比例，提高养老金保值增值能力，分享经济增长和资本市场发展的成果。

### （二）加大支持力度，提高养老服务金融供需双方动力

#### 1. 提高国民养老金融素养和能力，提振养老服务金融有效需求

目前，国民养老储备意识不足主要源于传统养老观念的制约以及相对欠缺的养老金融素养。未来应通过多元化的养老金融教育来提高国民养老金融素养，政府部门、行业协会和金融机构各司其职，积极发挥各自的宣传、引导、培训等功能，更好地让国民了解养老金融知识的本质，提高其养老金融素养。除此之外，国民收入水平是其参与

养老服务金融的前提和基础，收入限制成为国民养老服务金融活动参与的重要阻碍，需要多方发力，拓展收入来源渠道，提高广大国民的收入。在初次分配方面，要规范收入分配秩序，完善收入分配调控体制机制和政策体系，增加低收入者收入，扩大中等收入者比重，努力缩小城乡、区域、行业收入分配差距，逐步形成橄榄型的分配格局；在再分配方面，需要不断完善养老金制度体系，通过参量改革优化第一支柱公共养老金制度，给国民提供坚实的、保基本的养老金待遇保障，同时通过结构性改革，以收税优惠等激励机制推动二三支柱养老金制度的发展，为国民提供更高水平的养老金待遇。只有不断提高国民养老金融素养和收入水平，才能提振养老服务金融有效需求，为养老服务金融的发展提供稳定的基础。

## 2. 探索多元化金融产品和服务，丰富养老服务金融供给

养老服务金融行业的一个重要特征就是需求的多元化、专业化，不同群体由于经济水平差异、对风险认知的不同等因素的存在，导致对于养老金融产品的需求和偏好呈现出不同特征。未来随着养老金融市场竞争日益激烈，金融机构将改变目前养老服务金融人群细分不足的问题，不断重视客户的细分和精准服务，这样可以强化养老金融产品和服务的专属性，以应对不同群体多元化的养老金融需求。只有市场上开发出满足不同群体需求的养老金融产品，才能更好地满足不同群体的养老金融需求。金融机构应及时、广泛进行社会调研，切实了解国民的养老服务金融产品需求特征，根据个人实际经济、年龄、性别、婚姻、工作、健康和教育等情况细分客户群体，对不同类型客户

设计不同的期限、资产配置及风险偏好产品以满足其不同需求，从而刺激其进行有效的养老金融投资。此外，随着互联网和移动支付的普及，大大提高了国民获取金融服务的便利性，金融机构可以通过官方网站、网上银行、手机APP、第三方平台等互联网平台，提供丰富多样的金融产品。

### （三）加大养老产业金融支持力度，鼓励行业积极创新

#### 1. 优化养老产业发展环境，明确养老产业发展方向

养老产业金融的发展需要政府出台专项的政策细则进行支持，实现金融对健康养老产业的积极促进作用。目前，我国养老产业金融相关政策主要集中在方向引导方面，政策规定不够细化，难以落地，导致养老产业相关企业需求难以和相关政策形成有效对接。在全面建设服务型政府背景下，通过第三方评估，精准把脉，制定契合市场发展需要的养老产业相关政策。一方面，在国家层面，加快养老产业金融领域专项政策的出台，将养老产业资本的关注方向，从养老服务业扩展至整个养老产业，加强对老年文娱、智慧养老、老年用品等新兴产业的金融支持，促进产业业态走向多元化。另一方面，在指引养老产业发展方向的同时，逐步进行细化，提高政策的灵活性、可操作性，以提高政策对养老产业金融支持的精准性，更加有力地促进政策落地，提高金融对养老产业的支持力度和效率。

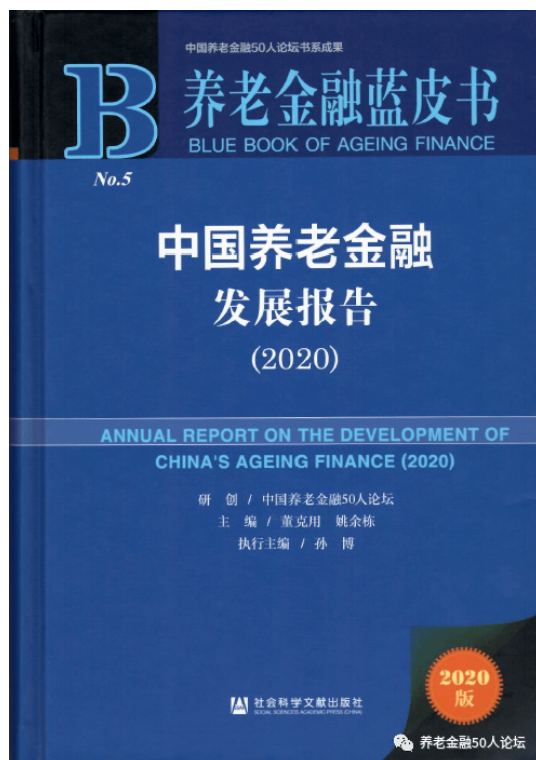
#### 2. 鼓励养老产业金融产品创新，破解中小企业融资难、融资贵难题

要创新和丰富养老产业金融产品体系，满足中小企业融资需求。



有条件的区域，可采取对养老产业中小企业实施融资担保降费奖补政策，支持养老产业中小企业通过债券、票据融资等方式解决融资难题。积极落实国务院办公厅发布的《关于促进中小企业健康发展指导意见》中的相关政策措施，进一步降低养老产业中小企业融资实际利率，统筹运用多种金融工具，支持中小企业发展，降低企业融资成本。针对信息不对称带来的交易成本高的难题，可通过完善养老中小企业的征信和担保体系，如建立养老企业白名单/黑名单、发展第三方征信等多种方式，提升企业信用水平，鼓励养老产业金融向中小企业倾斜。

## 胡 兵、孙 博：养老金融：体量持续增长 投资收益良好



《中国养老金融发展报告（2020）》

### 一、年度行业概况

（一）全国社保基金：国有资本划转提速，资产规模持续增长

截至 2019 年末，全国社会保障基金资产总额 2.6 万亿元，自成立以来始终保持高增长，年均增长率约为 21.3%。为进一步扩大我国储备养老金规模，《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》明确规定，将中央和地方国有及国有控股大中型企业和金融机构的 10% 国

---

本文摘自《中国养老金融发展报告（2020）》第 18-38 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

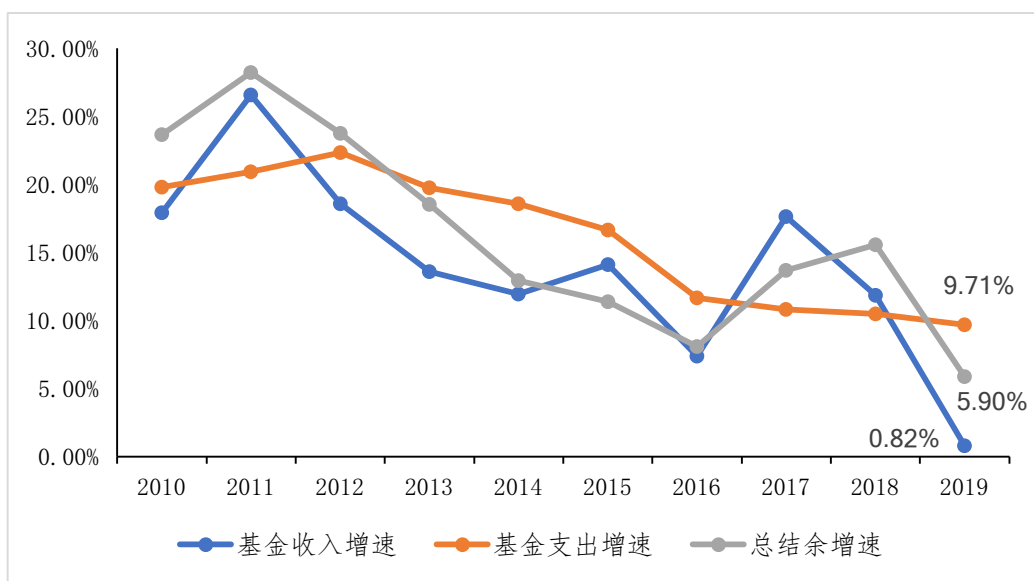
有股权划拨入全国社保基金，专项用于弥补企业职工基本养老保险基金缺口。2019年9月，财政部、人力资源社会保障部、国资委、税务总局、证监会等五部门发布《关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》，明确了国有资本划拨的时间安排：具备条件的中央企业于2019年底前基本完成，确有难度的企业可于2020年底前完成；地方企业于2020年底前基本完成划转工作。

从具体工作开展看，2018年共完成了18家中央企业股权划转，规模合计750亿元。2019年股权划转增速明显，全年中央企业和中央金融机构已划转国有资本1.3万亿元，占同期社保基金资产规模的50%，尽管这部分国有资本只能作为财务投资获取分红，但是由于体量巨大，分红对提升社保基金规模仍有较好帮助。

## （二）基本养老金：降费政策效果明显，结余增速下降

2019年4月，国务院办公厅印发《降低社会保险费率综合方案》。方案指出基本养老保险企业缴费率高于16%的地区可降至16%。2019年5月1日实行，2019年5-12月，企业职工基本养老保险降费2915亿元。截至2019年末，城镇职工基本养老保险参保人数4.35亿人；全年基金收入为5.29万亿元，支出4.92万亿元；城乡居民养老保险参保人数5.33亿人；全年基金收入为0.41万亿元，基金支出0.31万亿元，基金收入大于基金支出。2019年企业基本养老保险基金累计结余5.46万亿元。与2018年相比，企业基本养老保险基金收入增速出现显著下滑，降至0.72%。2017年和2018年收入增速分别为17.6%和11.9%。而基金支出仍保持着较高增长，2019年支出增速为9.7%，

2017 年和 2018 年分别为 10.8% 和 10.5%，累计结余增速降至 5.90%，是近年来的历史新低。



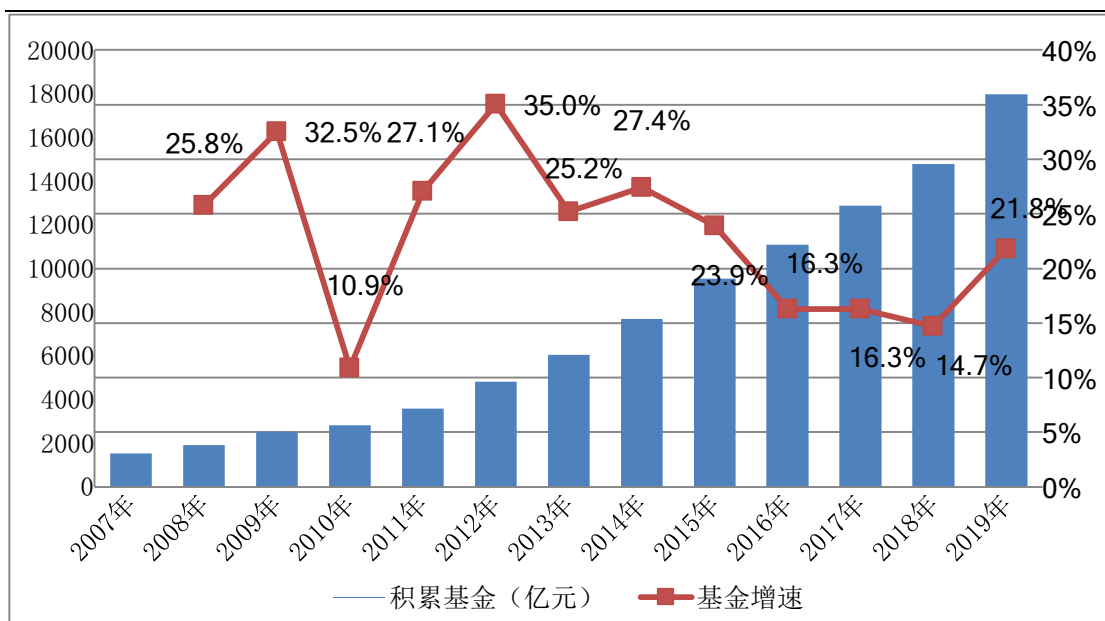
资料来源：Wind 及公开数据整理

图 1 企业职工基本养老保险基金收支及总结余增长情况

在降费背景下，考虑到部分地区基金收支压力，为均衡各省之间养老保险基金负担，保障养老金按时足额发放，《降低社会保险费率综合方案》也明确 2019 年基本养老保险基金中央调剂比例从 2018 年的 3% 提高到 3.5%，全年调剂规模 6303 亿元，是 2018 年调剂规模 2422 亿元的 2.6 倍。

### （三）企业年金：规模持续增长，势头仍然强劲

截至 2019 年末，全市场建立企业年金的企业数 95,963 个，参保职工数 2547.94 万人，企业数增速 9.84%，职工数增速 6.69%，均达到近五年最高水平。企业年金积累基金近 1.80 万亿元，较 2018 年增长 3214.95 亿元，增速达 21.77%，创近四年新高。



资料来源：人社部

图2 企业年金历年积累基金规模及增长情况

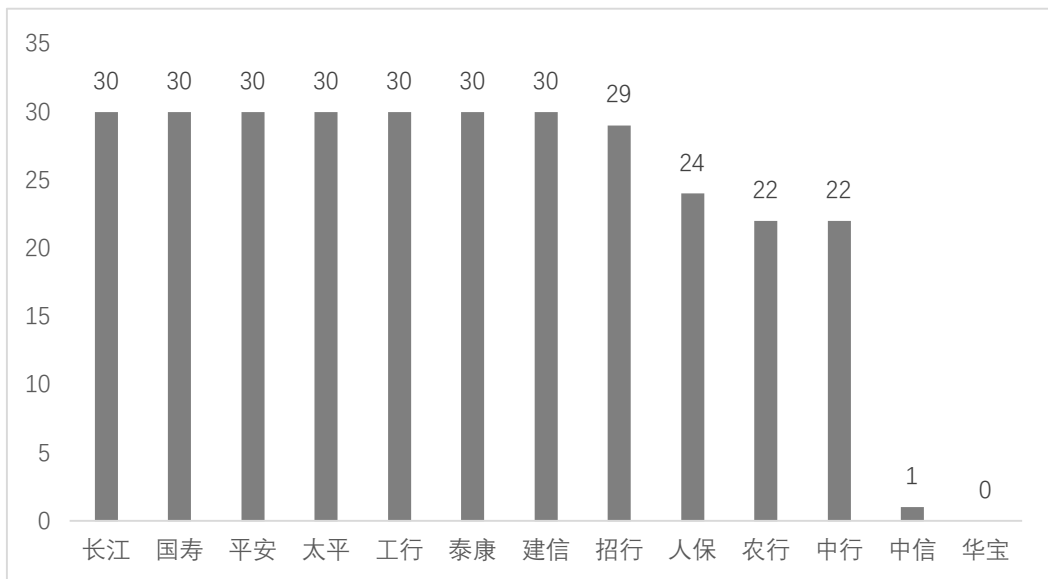
从受托管理规模看，截至2019年底，理事会受托的计划数量降至128个，受托规模0.55万亿元，占比不足30%。法人受托管理规模近1.25万亿元，规模占比超过70%。法人受托机构中，国寿养老、平安养老、工商银行受托规模位列行业前三，分别为3725.36亿元、2746.03亿元和1353.61亿元。

从投资管理规模看，泰康资产、平安养老、国寿养老三家保险类机构企业年金管理规模位列行业前三。基金公司中工银瑞信与华夏基金管理规模双双超千亿，规模排名分列行业第4和第5位。

#### （四）职业年金：受托人和投管人遴选趋近收官

2019年，职业年金的受托人、投管人评选工作快速推进，目前逐步进入收官阶段。在受托人评选方面，截至2019年末，已有包括中直机关、新疆维吾尔自治区、山东省在内的共计30个职业年金项目完成受托人评选工作，尚未完成受托人评选的是广东省、浙江省和西

藏自治区。其中国寿养老、平安养老、工商银行、太平养老、长江养老、泰康养老、建信养老共计 7 家机构均获得全部地区的受托资格。招商银行、中国人民养老保险、中国银行、农业银行分别获得 29 个、24 个、22 个和 22 个地区的受托资格，信托系受托人仅中信信托获得辽宁省的备选资格。

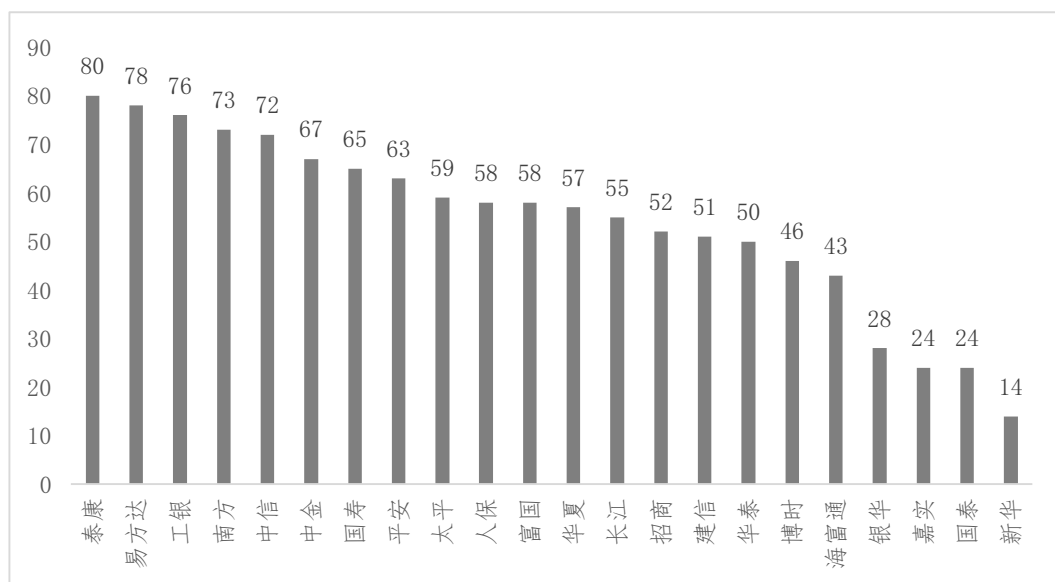


资料来源：根据公开数据整理

图 3 职业年金受托人资格分布情况

在投管人遴选方面，截至 2019 年末，29 个职业年金项目已完成投管人遴选工作，尚未完成的是云南省、浙江省、广东省和西藏自治区。泰康资产、易方达、工银瑞信三家投管机构职业年金中标组合数最多，分别为 80 个、78 个和 76 个，位于行业前三。结合各投管机构企业年金业绩数据来看，泰康、易方达、工银 2015-2019 年近 5 年单一含权收益率分列行业第 2 位、第 3 位和第 1 位。上述数据表明在职业年金投管人遴选中，投管人企业年金管理经验及投资业绩情况是重要考量因素。另一方面，具有受托背景的国寿、长江、平安，虽然近

五年单一含权业绩位于行业后 1/3，但在职业年金评选过程中表现良好，表明随着职业年金业务开展，受托人话语权提升，具有受托背景的投管人在投管资格的获取上具有一定协同优势。



资料来源：根据公开数据整理

图 4 职业年金投管人中标组合数情况

#### （五）个人养老金：税延商业养老保险试点进展缓慢

我国于 2018 年 5 月在上海市、福建省（含厦门市）以及苏州工业园区开展个人税收递延型商业养老保险试点。截至 2019 年末，共有 67 款个人税收递延型商业养老保险产品获批上市，实现保费收入约 12.4 亿元，累计参保人数 4.7 万人。从试点情况看，公众更为看重养老金管理的安全性，普遍选择具有确定或保底收益的产品。

但是，受制于税收优惠力度不足，参与过程复杂等因素，个人税延商业养老保险试点进展相对缓慢。对此，可以从两方面来看：一方面，第二支柱的企业年金制度在 2007 年推出，两年后的 2009 年底，参与人数达到 1179 万人，基金规模达到 2533 亿元。另一方面，与同在 2018 年推出，且没有税收激励的养老目标基金参与情况相比，个

人税延商业养老保险发展也相去甚远：2019 年末养老目标基金规模达到 264 亿元，投资人达到 128 万户。

#### （六）养老金融产品：行业参与热情高涨，规模持续增长

随着国家养老保障政策不断完善，以及国民自我养老保障意识的不断提升，各金融行业对养老金融的重视程度也不断加强，纷纷加大了养老金融产品创设和发行力度。2019 年全市场养老保障产品总规模超过 1.1 万亿元，同比增速达到 69.7%。2019 年全市场养老金产品 456 只，运作总规模 9054.4 亿元，同比增长 89.8%。养老目标基金 2019 年底规模达到 263.8 亿元，同比增速超过 642%；其中目标日期基金 34 只，规模 68.9 亿元；目标风险基金 30 只，规模 194.8 亿。2019 年银行及其理财子公司发行的养老理财产品数量达到 442 只。总体来看，各类养老金融产品都较好满足了市场需求，发展势头比较强劲。

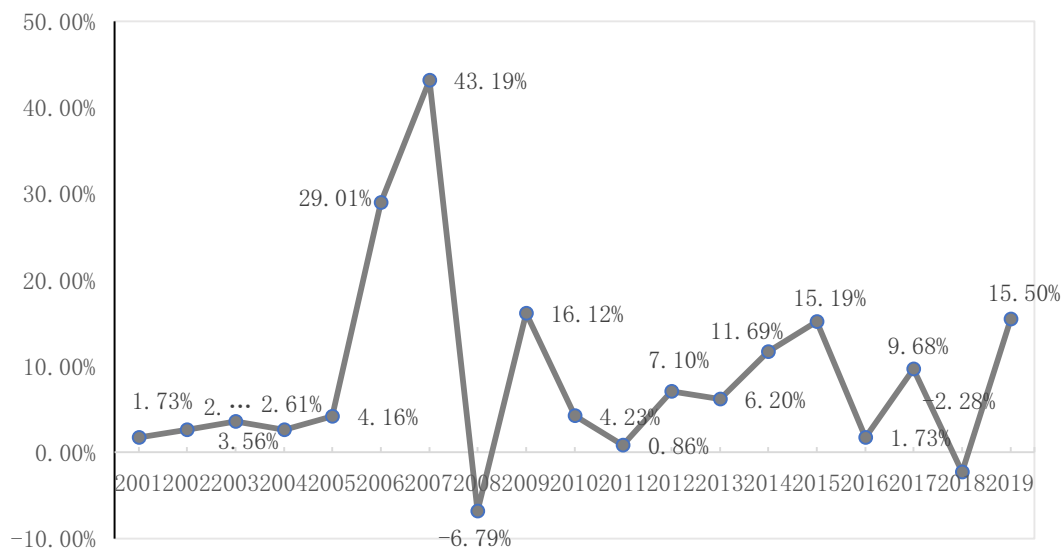
## 二、投资运营情况

### （一）全国社保基金

2019 年全国社保基金投资收益额超过 3000 亿元，投资收益率约 15.5%，一扫 2018 年的投资亏损，也创下社保基金最近十年收益的历史新高，超越其在 2015 年 15.19% 的高收益率。

社保基金中短期支付压力较小，具有较高的风险容忍度，并始终践行价值投资与长期投资的理念，长期收益也十分可观。自成立以来，社保基金累计投资收益额 1.25 万亿元，年均投资收益率达 8.2%。





资料来源：全国社会保障基金理事会及公开数据整理

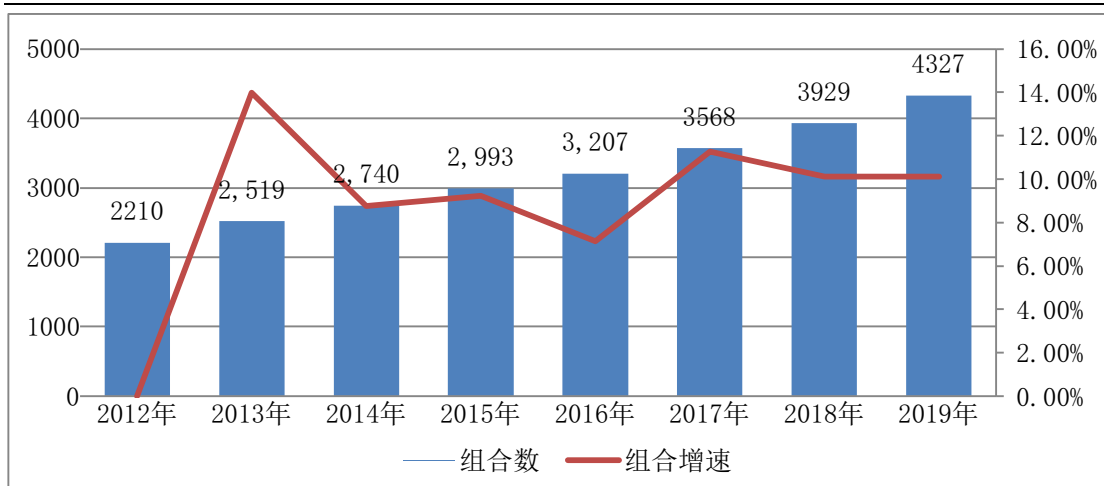
图 5 历年全国社保基金投资收益率

## （二）基本养老金

截至 2019 年底，已有 22 个省（区、市）签署基本养老保险基金委托投资合同，委托总金额达到 10,930 亿元，实际到账资金 9081 亿元。2019 年社保基金会受托管理的基本养老保险基金投资收益率为 9.6%，远超过 2017 年的 5.23% 和 2018 年 2.56%，创历史新高。自 2016 年底受托运营以来，基本养老保险基金累计投资收益额为 894 亿元，年均投资收益率 5.76%，与委托前相比得到了大幅提升。

## （三）企业年金

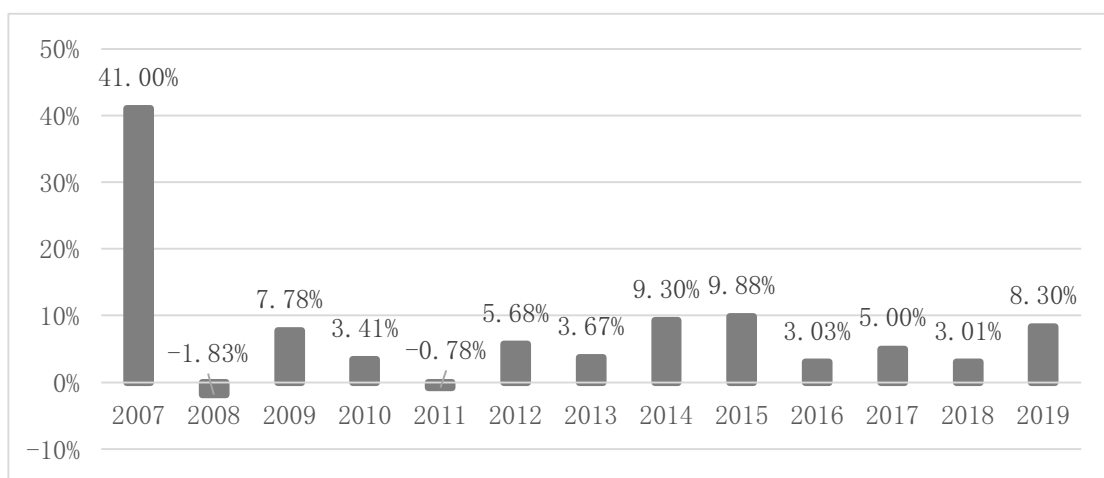
2019 年全国企业年金建立投资组合数 4327 个，较 2018 年末增加 398 个，增速 10.13%，近年来组合增速始终保持 10% 以上。



资料来源：人社部

图6 企业年金建立组合数及组合增速情况

2019年企业年金市场平均收益率达8.3%，为近四年最高水平，其中单一含权收益率8.92%，单一固收收益率5.65%。2007年以来企业年金累计收益达143.08%，年化平均收益为7.07%。



资料来源：人社部

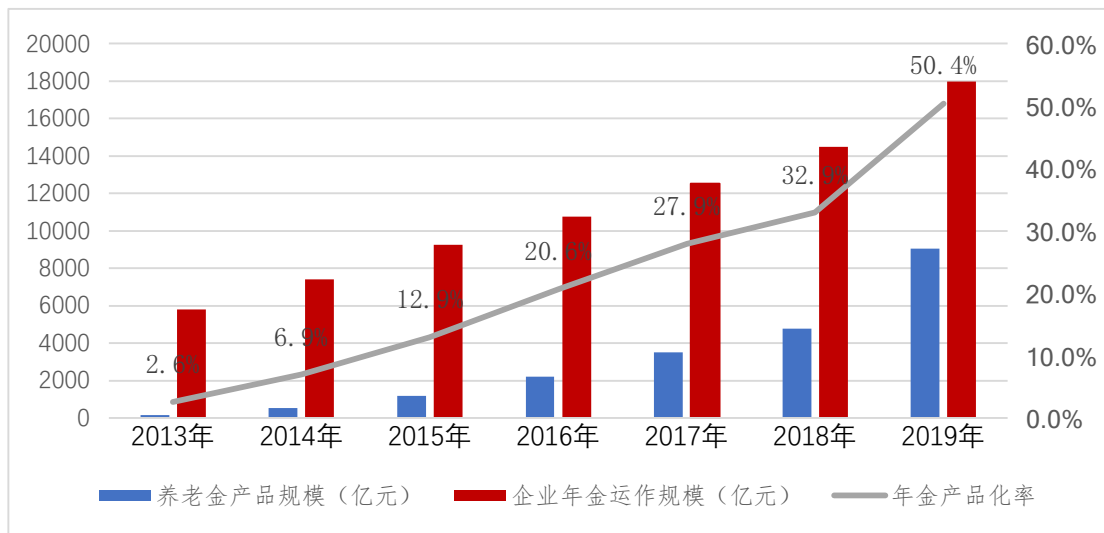
图7 企业年金全市场平均收益率

2019年企业年金集合计划平均收益率为7.06%，其中集合固收收益率为5.73%，略高于单一固收收益率；集合含权收益率为8.49%，低于单一含权组合的收益率。

#### （四）养老金产品

2019年全市场已运作养老金产品456只，同比增长40.7%；运作

总规模 9054.4 亿元，同比增长 89.8%。此外，养老金产品作为年金组合配置工具的作用不断加强，企业年金的产品化率达到历史新高，为 50.4%，同比增长 20%。

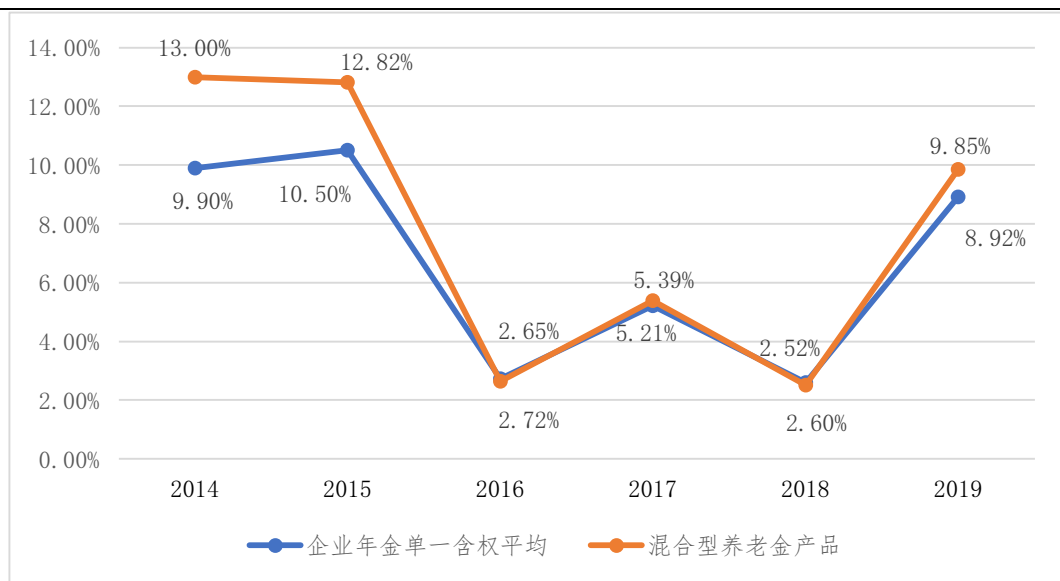


资料来源：人社部及公开数据整理

图 8 全市场历年企业年金产品化率

从产品业绩来看，2019 年全市场养老金产品整体投资收益率为 7.99%，其中股票型为 42.05%，混合型为 9.85%，固定收益型为 6.03%，货币型为 3.68%。

混合型养老金产品与单一含权组合资产配置相似，业绩具有一定可比性。2019 年混合型养老金产品收益率为 9.85%，高于单一含权组合平均收益率 8.92%。从长期业绩来看，2014-2019 年，混合型养老金产品平均收益率为 7.61%，高于单一含权组合平均收益率 6.59%。尤其是业绩较好的年份，比如 2014、2015 和 2019 年，混合型养老金产品收益率显著高于单一含权组合，这也体现出养老金产品在运营效率和投资收益提升上的作用。



资料来源：人社部

图9 混合型养老金产品与普通年金组合投资收益对比情况

### （五）养老目标基金

2019年以前成立的养老目标日期基金共8只，均为三年锁定期，2019年的收益率均在11%以上，算术平均波动率-6.47%，算术平均最大回撤-4.19%，总体呈现出高收益高波动的特征。

表1 运作满当年的养老目标日期基金收益情况（%）

基金名称	基金成立日	成立以来收益率	2019年收益率	2019年波动率	2019年最大回撤
中欧养老2035三年	10/10/2018	25.25	18.54	8.24	-6.55
南方养老2035三年	11/6/2018	17.06	15.69	7.31	-5.12
华夏养老2040三年	9/13/2018	18.31	12.62	6.7	-4.25
银华养老2035三年	12/13/2018	15.8	12.09	5.99	-3.53
工银养老2035三年	10/31/2018	15.12	11.46	6.41	-3.72
鹏华养老2035三年	12/5/2018	15.31	11.45	4.81	-1.97
汇添富养老2030三年	12/27/2018	11.53	10.73	8.78	-7.1
易方达养老2043三年	12/26/2018	12.69	10.63	3.48	-1.3

数据来源：wind

2019 年以前成立的养老目标风险基金 4 只，三年锁定期与一年锁定期产品各两只，2019 年的收益率均在 6% 以上，算术平均波动率 3%，算术平均最大回撤-1.8%。

表 2 运作满当年的养老目标风险基金收益情况（%）

基金名称	基金成立日	成立以来 收益率	2019 年收 益率	2019 年波 动率	2019 年最 大回撤
泰达宏利平衡养老三年	10/25/2018	9.21	10.27	5.5	4.02
广发稳健养老一年	12/25/2018	9.5	8.16	3.39	2
万家稳健养老三年	12/13/2018	8.19	6.62	1.86	0.75
富国稳健养老一年	12/13/2018	9.25	6.28	1.24	0.42

数据来源：wind

总体来看，无论是养老目标日期基金还是养老目标风险基金，都体现了其作为养老金融产品，具有较高收益风险比，实现稳健增值的优势。

### 三、问题与挑战

#### （一）低利率下养老金保值增值难度加大

近年来，随着我国经济从高速发展迈向高质量发展，市场利率逐步下降，各类资产的回报率也不断下行。养老金投资管理的难度加大，收益率已经呈现下降趋势，从企业年金来看，2007 年至今的年化收益率 7.07%，2012 年至今的年化收益率为 5.95%，近五年年化收益率下降为 5.81%。从全球经济来看，2019 年全年各国央行累计下调利率超过 30 次，以欧洲为代表的发达经济体已经进入零利率甚至负利率的区间。由此，中国经济由于其相对的增长优势，资本市场投资价值明显，全球资金持续涌入中国市场，也在抬升资产价格。

特别值得注意的是，2020 年的新冠疫情在全球范围内爆发引起

了经济失速和阶段性衰退，世界各国纷纷推出更大力度的财政刺激政策和宽松货币政策，又将进一步拉低各类资产回报率，势必给养老金的投资增值带来更大难度，这是养老金投资运营必须关注的长期挑战，将深刻影响其投资运营理念和资产配置结构。

对我国而言，第一支柱降费趋势明显，亟待大力发展第二、第三支柱以及储备支柱发挥补充保障功能。而投资增值是这类积累型养老金计划发挥保障功能的重要来源，而各类资产回报率不断走低的现实，将对其投资运营造成更为显著的影响。

## （二）年金制度模式与投资模式存在结构性矛盾

第二支柱职业养老金可以分为 DB（待遇确定）和 DC（缴费确定）两种制度模式，分别对应不同的投资模式。DB 制度模式根本上是雇主负责制，企业负有按照事先约定保障其退休待遇水平，并负责基金投资运营的责任，而员工仅有缴费义务。因此，DB 制度下的投资模式要点有两个，一是所有员工及雇主的缴费在一个账户，企业负责投资运作，并承担投资盈亏结果。二是员工个体没有独立的投资账户，也没有参与基金投资运营的权利。因此，DB 模式下养老金资产具有“池化资金”的性质，一方面员工不关注资金的短期运作收益和亏损情况。基金投资时较少受到短期市场波动影响，可以较高比例参与权益市场分享长期收益。

DC 制度模式从根本上而言是员工负责制，每个员工都有一个独立账户，且具有投资选择权，其退休后的待遇依赖于该账户资金的积累情况。而雇主仅负有缴费匹配义务，不负责运作，也不承担基金保

值增值压力。这种情况下，年轻雇员风险承受能力较强，倾向于选择权益资产占比较高的投资组合；而临近退休的雇员则会选择固收资产较多的稳健投资组合。

比照国外实践来看，我国企业年金存在制度模式与投资模式不匹配和错位问题。企业年金在制度上采取了 DC 模式，即每个职工都有一个账户，由单位和员工共同缴费，账户产权归个人所有。但是在投资运作上采取了 DB 模式，即个人没有投资选择权，基金由企业集中委托投资。但是由于每个员工的账户互相独立，不具备池化资金的长期投资优势，计划整体的投资目标设定取决于风险偏好水平最低的临近退休人员，对短期波动缺乏承受能力，投资风险偏好趋于保守，导致长期资金短期运作，投资权益资产的比例长期较低，难以实现基金合理增值。

### （三）年金短期考核的不利影响进一步扩大

理论上讲，以年金为代表的养老金缴费期长达几十年，且规模稳定增长，具备长期投资的良好条件。事实上，长期投资能够在显著降低短期市场波动影响，获得合理回报。但众所周知，企业年金投资运作始终存在短期考核的弊端，部分年金计划中，年度考核，半年度、季度考核成为常态，极大地限制了年金基金资产配置和投资运作空间，也损失了潜在的长期收益。特别是市场大幅波动情况下，因为短期考核压力，往往出现追涨杀跌的情形，在市场低点减配权益资产，看似短期内有利于资金安全，但是长期回报损失明显。这方面比较明显的是社保基金和年金的对比：2018 年 A 股大幅走低，社保基金由于权

益资产配置较高，当年收益为-2.28%，但是在2019年的市场回暖行情中获得了15.5%的收益，2017-2019年的平均收益率为8.15%。企业年金因为短期考核的要求，权益资产配置较低，2018年取得3.01%的收益率，但是2019年的收益率8.33%，2017-2019年的平均收益率为5.42%，显著低于社保基金。而且，A股市场波动尤其剧烈，如果委托人仅仅关注短期业绩，始终采取短期考核，可能让年金失去在低位配置权益资产的机遇，影响长期回报。

#### （四）第三支柱个人养老金迟迟未能落地

近年来随着我国人口老龄化趋势不断加快，以及第一支柱基本养老保险面临的收支压力不断加大，大力发展第三支柱个人养老金以完善我国养老金体系，提升国民养老保障能力，逐渐成为社会共识。在此背景下，2018年5月我国推出了个人税收递延型商业养老保险试点，旨在为第三支柱个人养老金进行前期探索。当时明确试点期为一年，但是从试点至今已经超过两年时间，而试点转常规政策尚未出台，不利于尽快健全我国三支柱养老金体系，也与社会的预期有一定落差。

从全球来看，在人口老龄化背景下，世界养老金体系改革的主流思路是大力发展第二和第三支柱，通过国家、单位和个人三方责任共担，实现养老金体系长期可持续发展。从我国来看，前两年开始的企业减税降负政策，将基本养老保险单位缴费率降到16%，每年缴费减少3000亿元，导致第一支柱长期收支平衡面临更大挑战。在第二支柱覆盖面增长乏力的情况下，发展第三支柱，能对第一支柱形成一定的补充作用。同时也能够培养国民的养老财富储备意识，提升国民的



自我养老保障能力。但是，第三支柱迟迟不能全面推出，不利于我国养老金体系长足健康发展。

#### 四、发展趋势

##### （一）基本养老金委托投资规模增长空间有限

从城镇职工基本养老保险来看，截至 2019 年底，已有 22 个省（区、市）签署城镇基本养老保险基金委托投资合同。其中职工基本养老保险委托总金额达到 8807 亿元，占同期基金结余累计 5.46 万亿元的 16.13%，看似还有较大潜力，但是实际上由于城镇职工基本养老保险已处于紧平衡状态，继续委托投资的空间不大。

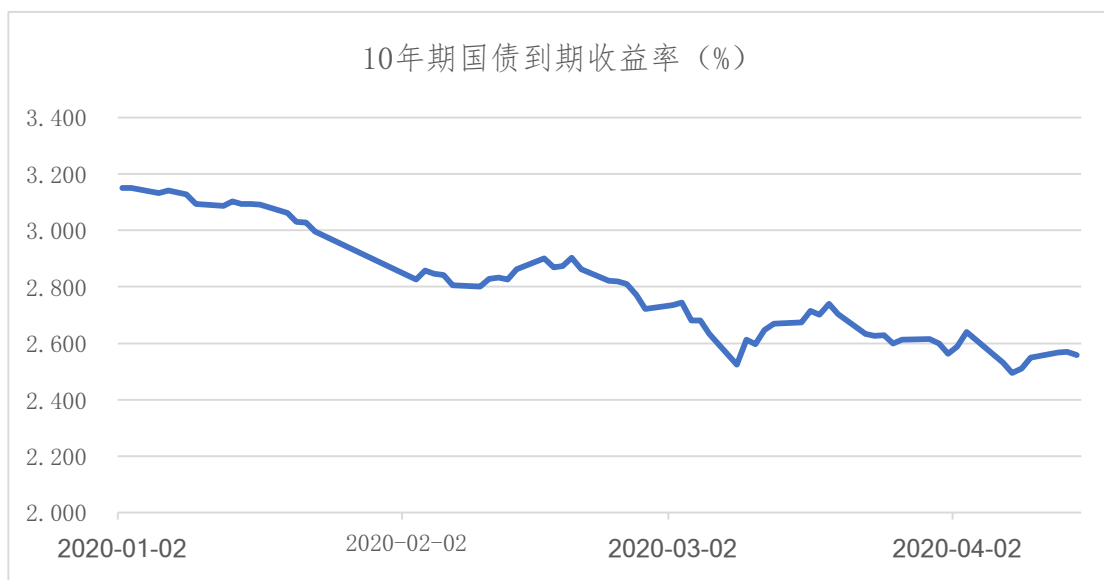
这是因为，部分地区要求基本养老金结余的留存金额必须满足一年的资金支出，在此前提下，才能将超出部分进行委托投资运营。比如 2017 年江苏省《省政府办公厅关于归集企业职工基本养老保险基金委托投资运营资金的通知》明确规定，委托投资资金由留足 12 个月备付期后结余 100 亿元以上的省本级、设区市本级以及结余 50 亿元以上的县（市）筹集。按照这个标准，2019 年全国基金结余 5.46 万亿，如果扣除已经委托投资运营的 0.88 万亿，实际尚未委托资金为 4.58 万亿元，按照 2019 年支出规模 4.9 万亿元，未委托资金仅能满足约 11 个月的资金支出。如果考虑到社保降费每年带来的 3000 亿元基本养老保险基金收入减少，将进一步降低基本养老金的结余，因此可以继续委托投资的体量有限。

城乡居民养老保险委托投资运营还具有一定潜力，2019 年底基金累计结存 8249 亿元。同期 19 个省（区、市）已启动城乡居民基本

养老保险基金委托投资，合同金额达到 2123 亿元，占比 25.74%，已经超过城镇职工基金养老保险基金委托投资占比。如果同样按照基金结余保证一年支出后的资金才能用于投资运营来看，城乡居民养老保险基金最多还有 3012 亿元可用于委托投资。

## （二）增配权益资产是养老金投资必然选择

如前所述，近几年全球已经逐步进入低利率环境。而 2020 年新冠疫情的爆发，给全球经济带来巨大拖累。尽管各主要经济体纷纷出台经济对冲政策，但是长期来看，未来经济发展可能呈现“三低”趋势：经济低增长、货币低利率、资产低回报。比如，3 月底美联储推出无限量 QE 以及 G20 宣布启动总价值 5 万亿美元的经济计划，直接拉动无风险收益率下行，美国 10 年期国债收益率从 2020 年年初 1.88% 下降到四月初的 1% 以下。



注：数据来源于 wind

图 10 我国 10 年期国债到期收益率走势

我国也及时出台了一系列财政和货币政策予以对冲，减轻实体经济负担，引导市场利率下行：2020 年以来 10 年期国债收益率持续下

行，从年初 3.15% 下降到 4 月 16 日 2.55%，略高于沪深 300 指数 2019 年的股息率 2.42%。

无风险收益率下降，会促使各类资产预期回报率走低。部分资金，比如 DB 模式养老金将不得不扩大权益资产的配置权重，以对冲收益率下行。这意味着权益类资产估值中枢在未来将被抬升，进而拉低权益资产的长期投资回报率。因此，养老金要保持以往的投资收益水平难度大大增加，这是其长期面临的巨大考验。

但是短期来看，受疫情影响，股市下行反而增加了权益类资产的安全边际，也提升了其配置价值。因此，从养老金的长期资金属性出发，应该考虑提前布局，适度增配权益类资产，以对冲未来各类资产回报率下降的风险。事实上，我国各类养老金配置权益资产比例一般都在 30% 以下，与国外养老金相比（全球前 7 大养老金投资计划的股票配置比例，都超过 40%），仍有进一步配置的空间，这也是实现养老金长期保值增值的必然选择。

### （三）养老金产品的配置价值将日益显著

养老金产品对年金投资的配置作用，与年金投资模式的进化密不可分。在年金投资早期，采取的是传统的权益和固收投资经理分仓管理模式。但是近年来，弊端逐渐显现：一是单个投资经理的投资风格无法匹配多变的市场风格和板块轮动，其能力边界不足以应对年金投资范围不断扩大；二是投资经理需要同时考虑择时和择券，加之随着管理组合数量增加，难以做到精细化管理。因此，部分机构开始探索以配置为核心的分层投资模式。在组合层，投资经理重在发挥配置作

用，根据资产配置方案，基于市场风格等因素，对组合进行类属资产配置，主要通过若干个策略明确的养老金产品来实现，以获取组合 $\beta$ 收益为主。在产品层，由产品投资经理对各个产品进行投资运作，主要目标是获取超越基准的 $\alpha$ 收益。

分层模式对于年金投资管理来说具有多方面优势：一是通过多个投资经理的分工协作，能够降低单个投资经理的管理半径及管理难度，提高组合投资效率。二是投资经理权责和管理边界清晰，即组合投资经理对组合业绩负责，产品投资经理对产品业绩负责，各司其职。三是将过往简单的股债标准配置，进化成以产品为载体的多元化配置，能更好的把握市场机会，提升年金投资的精细化水平。

由上可见，分层投资模式具有多方面优势，而在此模式下养老金产品的配置作用更为明显。与此相适应，养老金产品也需要按照多策略、多风格的方向进行全面布局。

## 五、思考与建议

### （一）用参考组合引导养老金科学考核

以参考组合作为评价投资业绩和投资管理人能力的基准，逐渐成为海外养老金的选择。参考组合的出现主要基于如下背景：养老金，尤其是DB模式的养老金，往往是根据养老金计划未来的负债情况，推算出其绝对收益率要求，比如CPI+3%等，并以此作为长期投资基准。但是，在一定时期内，宏观经济形势与资本市场的走势具有不确定性，并不会配合养老金计划的负债要求，实现其预期收益。如果仅仅以此为考核基准，一定时期内可能导致投管人的投资行为与最佳路

径产生偏离，从而影响养老金风险控制和长期收益。

而参考组合则根据该养老金的战略资产配置的中枢水平，由股票和债券等类别资产组成，并以被动投资方式模拟运行，比如加拿大养老金 CPPIB 的参考组合由 85%全球股票+15%加拿大债券构成，新西兰超级年金 NZSF 的参考组合由 80%全球股票+20%全球债券构成。设立参考组合的目的在于为投资建立一个更加贴合市场实际走势的业绩基准，以反映该养老金的预算和偏好，并考察投管人在实际组合运作中的主动管理绩效。从我国来看，社保基金、基本养老金和企业年金都可以建立参考组合，以更好衡量投资运行绩效，并引导外部投管人的行为。以下以企业年金为例加以说明。

从过往历史来看，企业年金的权益和固收资产的中枢配比一般为 10%和 90%。因此可以建立 10%股票+90%债券的参考组合，按照被动投资模式运行，并且以年为周期进行动态再平衡。其中股票选择沪深 300 全收益指数，债券选择中债综合财富指数。结果表明，如果扣除 2007 年当年 41%的超高收益率，2008 年-2019 年期间，企业年金参考组合的年化回报率为 6.2%，显著超过同期企业年金实际平均回报 5.01%，但是参考组合的波动也大于实际组合。这也说明，当前的年金投资运作是以放弃一定的收益回报为代价，来实现基金增值的稳健性。如果从年金的长期属性出发，应该以参考组合为基准，允许投管人业绩的一定波动，能够实现更好的保值增值效果。

## （二）设置临近退休组合促进年金投资长期化

年金投资面临的一大困境是个人投资选择权尚未落地，年金组合

的风险敞口往往由临近退休人群的风险偏好决定，结果就是年金投资偏稳健和保守，难以发挥长期资金优势。考虑到企业年金参与职工缺乏金融理财知识，而且短期难以普遍放开个人选择权的情况下，可以针对临近退休人员设置特别组合，以实现不同年龄职工的风险偏好分层。具体思路如下：

首先在企业年金计划的原有标准组合中，设置一个针对临近退休人员风险偏好的投资组合（以下简称“临近退休组合”），当员工年龄达到离退休的一定时间点时，比如退休前3年，该员工的年金资产自动从标准组合转入临近退休组合，该组合不参与权益投资，仅投资于债券和信托等固收类资产，核心是实现组合稳健增值，避免净值大幅波动。这样一来，在员工接近退休那几年，即便资本市场大幅下跌，其年金资产大概率能够避免负收益。而另一方面，其余在标准组合内的职工，由于其离退休时间还较长，抗风险能力较强，对于组合净值回撤的承受度也较高。因此，标准组合的权益资产的风险敞口可以适当增加，以获得更长期更好回报。同时对投管人的考核将不再拘泥于年度正收益的要求，也能够促进投管人真正践行长期投资理念。

### （三）职业年金投资运营初期应稳健起步

2015年出台的职业年金政策，基本采取了与企业年金相同的制度架构，但是也存在一些不同点。一是与企业年金由企业自愿建立相比，职业年是各机关事业单位普遍建立，具有一定的准强制属性；二是企业年金是完全意义上补充养老金，而职业年金在一定程度上是对机关事业单位工作人员因养老保障制度改革导致的养老待遇下降的

补偿。因此，与政府在企业年金中仅作为引导者和监管者角色不同，政府在职业年金中还负有一定程度的兜底责任。

从基金运营来看，职业年金基金 2019 年才逐步投入投资运营，且其运作模式与企业年金存在一定不同，因此代理人、受托人及投管人都在探索过程中。特别是对于代理人和机关事业单位工作人员来说，职业年金基金的市场化投资运营是新生事物，对收益波动和净值回撤还缺乏了解，如果在基金运营初期就发生阶段性亏损，可能会影响参与人员对职业年金投资运营的信心，不利于职业年金投资运营长期发展。从这个意义上讲，相对于企业年金投资要兼顾新冠疫情带来的短期的“危”与长期的“机”，在承受短期波动基础上，保留未来向上的弹性不同，职业年金在投资运营初期，其投资策略应该比企业年金更为稳健，以获得确定性收益为主要目标。

#### （四）加快个人养老金政策试点转常规

建立第三支柱个人养老金制度对健全我国三支柱养老金体系意义重大，建议从税收优惠政策、制度设计等多方面加以完善，尽快推进个人养老金政策的试点转常规。

税收优惠方面的建议包括：第一，将目前领取阶段 7.5% 的税率降至 3% 以下，改变试点政策对部分人群存在负激励的缺陷，确保税收优惠对所有纳税人群都有吸引力。这是因为试点政策规定“对个人达到规定条件时领取的商业养老金收入，其中 25% 部分予以免税，其余 75% 部分按照 10% 的比例税率计算缴纳个人所得税”。按照个人所得税政策，扣除五险一金和各种专项扣除项后，月收入在 8000 元以上者才

有税收优惠效应（个税税率在 10%及以上），而收入在 8000 元以内的职工，其所得税税率仅为 3%，参加第三支柱反而增加了其税收负担。

第二，取消试点政策中税收优惠上限为工资总额 6%的限制，将税优从比例制改为额度制。这是因为，按照工资比例制会导致纳税人群中，收入相对较低的群体享受税收优惠力度反而不如高收入群体，不利于发挥税收的收入调节作用。此外，工资比例制在征税过程中需要核算工资，相对繁琐，如果采取额度制则简单易行，而且能与个人所得税专项附加扣除政策相衔接，简化个人养老金的税收优惠流程。

第三，打通第二和第三支柱的税收优惠。我国第二支柱的年金制度中个人工资 4%以内的缴费可以税前扣除。但是由于年金计划必须由企业发起，导致没有建立年金计划企业的职工即便有积极性也无法参与。因此，对于没有参加企业年金计划的职工，应允许其在参加第三支柱时，除了使用原有的递延额度外，还可以使用第二支柱企业年金的税收优惠额度，具体可以由监管部门根据当年社平工资，将 4%的比例折算成具体额度，与前述额度制保持一致。这样能在不增加补充养老金总体税收优惠的条件下，提高个人参加第三支柱的积极性，进一步增强制度吸引力。

从第三支柱的制度设计来看，一是借鉴国际经验，坚持以账户制为核心进行顶层设计，特别是要注重建立具有跨行业属性，能够包容各类金融机构和各类养老金融产品的第三支柱资金账户和投资账户体系。二是秉承多样化和开放性原则，将养老目标基金、银行养老理财产品等具有一定实践经验和市场基础的养老金融产品纳入政策范



围。三是采取审慎监管思路，充分发挥市场机制在第三支柱中的作用。第三支柱本质上是政府税收优惠支持下，金融机构提供养老金融产品和解决方案，个人为自己养老进行投资的行为。因此，应该在加强养老金融教育和充分保护个人权益前提下，发挥市场主体积极性，推动第三支柱长期健康发展。

## 2020 年 10 月 CAFF50 动态

1. 10 月 11 日，中国养老金融 50 人论坛联合中国银行业协会养老金业务专业委员会举办了养老财富储备银行业专场直播讲座（以下简称“讲座”）。讲座由中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授主持，中国人民银行研究局副局长张雪春女士，中国农业银行养老金融中心总裁史静欣女士，中国光大银行深圳分行党委委员宋纲先生，兴业银行养老金融中心总经理程昊先生等作为专家发表演讲，讲座由《中国银行业》杂志平台直播，上万余名观众在线直播互动。

2. 10 月 18 日，受“网易研究局”栏目邀请，董克用教授发表《关于我国养老金制度中长期改革的思考》的“十四五”特约专稿，受到社会各界的广泛关注。

3. 10 月 19 日，中国养老金融 50 人论坛秘书处月度工作例会在中关村 SOHO 大厦办公室召开，会议由论坛秘书长董克用教授主持，论坛常务副秘书长王婷首先汇报了近期的工作进展情况以及接下来的工作计划。会上着重讨论了 11 月 08 日的“养老金融基金专场活动”的细节问题，并对 2020 年论坛年会的承办单位、时间、议题等进行了讨论。论坛常务副秘书长张栋、王婷，副秘书长孙博、王赓宇、朱海扬、张兴，秘书处李嘉璇、尤杨参加了本次例会。

4. 10 月 26 日，中国社会保险学会、河北省人力资源和社会保障厅、河北雄安新区管理委员会共同举办的“雄安新区社会保障”研讨会在雄安新区召开。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 人论坛学术顾问、中国社会保险学会会长胡晓义先

生，中国养老金融 50 人论坛核心成员、社科院世界社保研究中心主任郑秉文教授，中国养老金融 50 人论坛核心成员、劳科院院长金维刚研究员，中国养老金融 50 人论坛核心成员、浙江大学米红教授，中国养老金融 50 人论坛核心成员、清华大学杨燕绥教授，中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国社会保险学会养老保险专委会主任周红女士等受邀出席并发言。



秘书处联系人：张栋 Email: [zhangdong@caff50.net](mailto: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](http://www.caff50.net)