

# 养老金融评论

---

2016年第11期（总第12期）

- 人民网：个税改革在即，个人养老账户税收抵扣已迫在眉睫
- 陈锦光：积极应对人口老龄化，加快发展老龄金融
- 郑秉文：供给侧结构性改革——商业养老保险发展的历史机遇
- 杨燕绥：中国企业年金的价值、挑战和发展
- 林 羿：美国养老金体制第一支柱：社会养老保障制度初探
- 王彦杰：目标风险投资策略——养老规划的优质选项

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 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】**

- 人民网：个税改革在即，个人养老账户税收抵扣已迫在眉睫 .....5
- 陈锦光：积极应对人口老龄化，加快发展老龄金融 .....11
- 郑秉文：供给侧结构性改革——商业养老保险发展的历史机遇 .....22
- 杨燕绥：中国企业年金的价值、挑战和发展 .....29
- 林 羿：美国养老金体制第一支柱——社会养老保障制度初探 .....35

### **【成员观点集萃】**

- 王彦杰：目标风险投资策略——养老规划的优质选项 .....44
- 董登新：职业年金入市的真相与影响——职业年金将倒逼企业年金大  
发展.....53
- 朱海扬：发展第三支柱是改革养老金投资模式的切入点 .....59

### **【CAFF50 动态】**

- 2016年10月 CAFF50 动态 .....69

**本期导读：**我国人口老龄化速度的不断加快，迫切需要立足中国实际、借鉴国际经验，建立符合中国国情的养老体系。按照三支柱养老体系来看，我国第一支柱“一支独大”且存在结构和参量上的问题；受第一支柱挤压及其他因素的影响，我国养老体系的二、三支柱发展缓慢。面临严峻的老龄化趋势，必须构建符合国情的三支柱养老体系，推进基本养老保险制度、企业年金和职业年金、以及自愿性储蓄养老账户和商业养老保险等协调发展，在此基础上加快发展养老金融，积极应对人口老龄化趋势。

本期《养老金融评论》重点关注如下内容：人民网关于个人养老账户收税抵扣问题；论坛核心成员、兴业银行副行长陈锦光先生 10 月 31 日受邀在全国老龄办召开的“学习贯彻习近平总书记关于加强老年工作讲话精神高层论坛”上发言的主要内容；论坛核心成员、中国社会科学院美国研究所所长郑秉文教授从供给侧结构性改革角度探讨商业养老保险发展的历史机遇；论坛核心成员、清华大学就业与社会保障研究中心杨燕绥教授关于中国企业年金发展问题的研究；论坛核心成员林羿教授关于美国养老金体制第一支柱的介绍。以飨读者。

## 人民网：个税改革在即，个人养老账户税收抵扣已迫在眉睫<sup>1</sup>

近日，有关个税改革的消息引发热议，预示着我国税收领域的一项重大改革即将到来。同时，人社部对外宣布，被称作是我国老百姓“养命钱”的基本养老保险基金，被允许在年内启动投资运营。借助个税改革的东风，让老百姓的“养命钱”增值保值，似乎显得非常迫切。

有效应对我国人口老龄化，事关国家发展全局，事关亿万百姓福祉。然而，业界和学界寄予厚望的养老体系第三支柱——“个人储蓄养老”却一直发展滞后。其中一个重要原因在于税收制度的约束，即税收优惠政策迟迟不能出台。专家认为，当前个税改革是发展中国养老保障“个人储蓄养老”建设的重要窗口期。

### 一、养老金三大支柱失衡，基本养老保险“独木难支”

国际普遍的养老金体系大致分三部分：政府主导的公共养老保险是第一支柱，大多采用现收现付的筹资模式；雇主建立的补充养老计划是第二支柱，采用基金积累的筹资模式；自我积累的个人储蓄型养老计划是第三支柱。

与之相同的是，二十年前左右，我国对养老体系已提出了“养老三支柱”的顶层设计，即第一支柱的基本养老保险，第二支柱的企业年金（职业年金），第三支柱的个人储蓄养老账户。

<sup>1</sup> 本文出自人民网-金融频道，记者李海霞，2016年10月28日。

事实上，从目前来看，养老三支柱发展并不均衡，政府主导的、作为养老金制度主体的城镇职工基本养老保险“一支独大”，挤压了第二支柱和第三支柱的发展。由于基本养老金缴费比例过高以及缺乏税收优惠激励，企业年金发展缓慢，而个人储蓄养老账户更是没有建立。

央行金融研究所前所长、大成基金首席经济学家姚余栋在接受采访时介绍，中国现在的养老资金中第一支柱中国大概是 3.1 万亿元人民币，美国是 2.8 万亿美元；第二支柱中国是 0.77 万亿元人民币，美国是 15 万亿美元；第三支柱中国还没开始，美国是 7.44 万亿美元。中国三大支柱合计为 3.87 万亿元人民币，但主要还是靠第一支柱。

然而，被称作是第一支柱的基本养老保险，也面临着在筹资端和替代率端的双重挤压。

在 2016 年 5 月 1 日之前，我国由企业和个人共同承担的基本养老保险缴费率为 28%，在全球处于高位。中国养老金融 50 人论坛（CAFF50）指出，从世界范围来看，OECD 国家公共养老金缴费率平均水平在 20%左右，我国公共养老金名义缴费率偏高。

虽然，5 月 1 日后，各地实行阶段性降低企业职工基本养老保险单位缴费比例，由之前的 20%降至 19%，个人缴费比例仍为 8%。但在经济下行压力不减的背景下，企业负担加重，基本保险扩大覆盖面的空间接近用尽，第一支柱筹资端存在着较大的压力。

从支出端来看，CAFF50 秘书长、中国人民大学公共管理学院董克用教授的研究显示，在制度建立之初，基本养老保险替代率，即退

休后可以获得的养老金占退休前工资的比例，维持在 70%左右。然而 2000 年以后，基本养老保险替代率持续下降，从 1997 年的 70.79% 下降到了 2014 年的 45%。也就是说，退休时的领取的养老金不足退休前工资的一半，已经低于国际劳工组织公约养老金替代率为 55% 的最低标准。

人社部社会保险事业管理中心发布的《中国社会保险发展年度报告 2015》披露的数据显示，2015 年，平均每 2.87 名职工赡养 1 名退休者。全国养老金平均可支付月数仅为 17 个月，在黑龙江、吉林、青海等 8 省，职工养老金可支付月数低于 10 个月，黑龙江仅 1 个月，从侧面反映出基本养老保险所面临的困境。

不仅如此，被寄予厚望的第一支柱，在增值保值方面也处于较为艰难的局面。一般情形下，基本养老金结余往往存于银行或购买国债。2015 年，职工养老金的收益率为 3.1%，已是 2009 年以来的最高值。2009-2014 年的企业养老保险基金收益率分别为 2.2%、2.0%、2.5%、2.6%、2.4%、2.9%。

一份由央行副行长陈雨露担任总顾问，姚余栋、董克用为组长的《“老龄化陷阱”及其应对》的课题报告显示，以美国为例，美国约 27 万亿美元的养老金资产中超过 80% 通过资本市场投资运营实现保值增值。与之相反，2015 年底我国养老金现有存量尚不足 7 万亿人民币，其中市场化运营的尚不足 50%。

多数人退休后的收入主要还是政府提供的基本养老金，但这部分养老金目前又面临着独木难支的尴尬困局。长此以往，国家财政将面



临巨大压力。

## 二、加快构建第三支柱养老金体系，抓住个税改革的窗口期

中国养老的问题出在哪里？姚余栋认为，主要出在第三支柱上。养老问题能不能解决，关键是要把“水”引入第三支柱，秉承“政府税收优惠、个人自愿参加，市场化运作”原则执行。

第三支柱是自愿性个人储蓄养老金计划，采取完全积累制，由个人自愿缴费，国家给予税收优惠。在资金上体现为先积累后使用，即年轻时逐步积累资金，市场化投资运营以保值增值，退休后使用资金。

从世界范围来看，典型的养老金第三支柱是美国的 IRA 制度，由政府提供税收支持，个人自愿参与。IRA 的一个主要优势就在于：享有税收递延或免税等多种税收优惠政策。大部分 IRA 参与者每年可将一定免税额度的资金存入账户，投资收益免税，只在退休领取时缴纳个人所得税。同时，存放在个人账户的资金可以投向各类金融产品，有自主选择的权利。

灵活自愿、税收优惠的第三支柱，让养老金资产可以“活”起来。近日在 CAFF50 主办、建信养老金公司承办的“金融支持养老产业的定位与思考”闭门研讨会上，美国普信集团副总裁、北亚区总经理林羿透露，截至第二季度，美国全国净资产是 89 万亿美元，金融资产是 72 万亿美元，其中，30%是养老金资产，近 22 万亿美元，远远超过银行、保险、资产管理公司的资产总和。

在美国，养老金公司就是第一大金融机构，大多是长线投资，养老金参加计划人并不因为市场波动、大的金融危机而停止缴费。《“老

龄化陷阱”及其应对》课题报告显示，国际经验表明，养老资金的资产配置呈现国际化、多样化趋势，股票的配置比例在欧美国家高达60%。

对照来看，中国个人养老的痛点之一就在于，税优政策还未出台。目前，个税改革的整体方案已经提交国务院，《个人所得税法》修订草案也已上交全国人大审议。“抵扣”为此番个税改革的核心内容之一。姚余栋表示，不过，当前个税改革方案中，个人养老账户的税收抵扣并未引起太多重视。

姚余栋认为，虽然目前个税改革进展巨大，成效斐然，但下一次修改个税法的机会是2025年，如果那时候才补入第三支柱税收优惠，将会白白错失良机。

“因建立养老个人账户是较复杂系统工程，2030年才能全面实施并开始积累，而2035年中国已经进入超老龄社会，时间上就有点晚。”姚余栋表示，当前个税改革是发展中国养老体系第三支柱的重要契机。

同时，虽然目前国际上有延迟交税和直接税前抵扣两种方式，但姚余栋认为，就国内现实情况而言，税前抵扣可能是一种更好的方式，税前抵扣可以让纳税人早点吃到甜头，更有动力充实自己的个人账户。

根据他的测算，收益率若按十年国债率加一个百分点计算，如果一个青年人自25岁开始月交1000元，65岁退休进养老账户的资产可达120万元，其中投资获得的收益占到60%；45岁的中年人月交

2000 元，65 岁退休时为 80 万元，增加的投资收益在 40%左右；55 岁的老人若允许补交每月 3000 元至 65 岁，那么退休时资产可达 40 多万元，为 20%的增值率。所以，早建第三支柱账户比晚建好。

同时，他认为，第三支柱个人账户的税优政策可谓“一石三鸟”：一是国家收取的个人所得税不但不会减少反而可能会增加，因为税基会更加广泛；二是个人养老账户不仅可以实现保险保障目的，也兼备家庭资产管理和配置的功能，逐渐老龄化的中国社会也亟需第三支柱的壮大；三是把第三支柱做起来，将长钱引入资本市场，可以更好地为实体经济去杠杆。

《“老龄化陷阱”及其应对》课题报告估算，如果 2020 年我国 GDP 达到 100 万亿元，家庭金融资产将达到 200 万亿元。按照家庭资产负债表的结构，30%的家庭资产将用于养老，因此养老资金规模大概 60 万亿元。其中，第三支柱个人账户留存的资金约为 40 万亿元。交给专业机构进行运营，如果配置 20%进入股权融资市场，那么资金约有 8 万亿元。可以形成“长钱”，实现养老基金长钱和企业股权融资的期限的匹配，是企业部门去杠杆的重要驱动力。这样才能保证中国经济长期繁荣，我们的老龄生活富足美满。

不仅如此，上述报告也指出，不应将第三支柱的税收优惠视为单一的行业性政策单兵突进，而应该从改善我国养老金体系结构，实现可持续发展的大局出发，统筹考虑财政、税收、银行、基金、保险等多方面因素，做好个人养老金制度的顶层设计，才能保证相关政策落到实处，提高国民自我养老保障能力，增进国民养老保障福祉。

## 陈锦光：积极应对人口老龄化，加快发展老龄金融<sup>2</sup>



陈锦光：中国养老金融 50 人论坛核心成员、兴业银行党委委员、董事、副行长

摘要：我国人口老龄化形势十分严峻，解决养老问题，需要充分发挥金融服务体系在社会资源配置中的调节作用。当前，我国老龄金融却是金融体系中的短板，必须加快对传统的金融业态、产品与服务的创新升级，在制度、产业、个人三个层面建立与老龄社会相匹配的金融体系。

首先，在顶层设计上要完善养老金制度安排，解决三支柱均衡发展的问题；其次，要大力发展养老产业金融，这与“供给侧改革”思路相吻合，要释放人口老龄化给国民经济发展带来的增长红利；第三

<sup>2</sup> 本文是兴业银行陈锦光副行长 2016 年 10 月 31 日受邀在全国老龄办召开的“学习贯彻习近平总书记关于加强老年工作讲话精神高层论坛”上的发言。

要注重发展养老零售金融，积极培育居民的养老金融意识，提供养老专属金融产品与服务。

四年来，兴业银行围绕老龄金融开展了一系列的探索与实践，对外而言是服务民生、履行社会责任的具体实践；对内而言是主动调整经济结构，实现转型升级的重要途径。老龄金融已经成为兴业银行集团化运营战略的重要组成部分。

兴业银行认为未来老龄金融将有三个主攻方向，一是创新经营理念，要跳出金融做金融，以混业经营为手段，实现从一般性金融服务向专业化金融服务的跨越；二是创新运作机制，把金融服务差异化与社会人口老龄化有机整合，实现自身经营发展与社会结构变化的良性互动；三是创新践行社会责任的方式，要以商业行为承担更多的社会责任，寓义于利，把企业的经营之道与人文关怀主动融入国家整体发展战略，在老龄化社会结构调整过程中找到自身的定位与价值所在。

正文：

当前，我国正在经历全球规模最大、速度最快、持续时间最长的老龄化过程，养老已经逐渐成为我国经济社会发展中最突出、最严峻的矛盾和问题之一。解决养老问题，需要全社会的共同努力，更需要完善的金融服务体系参与其中，充分发挥金融机制在社会资源配置中的调节作用。在此过程中，包括商业银行在内的金融机构不仅责无旁贷，更要有所担当。

### 一、我国人口老龄化形势十分严峻

习近平总书记明确指出“人口老龄化是世界性问题，我国是世界

上人口老龄化程度比较高的国家之一，应对人口老龄化任务最重，需要我们下大气力来应对。”

总书记的讲话高屋建瓴，解决我国人口老龄化问题现已迫在眉睫。与西方发达国家相比，我国老龄化社会的一些典型特征，使得其对中国经济社会的影响更为严峻，处理起来更为复杂。一是“未富先老”，尽管经济高速发展积累了一定的物质基础，经济规模全球第二，但人均水平不高，属于发展中国家，无论是政府还是居民的财富积累与准备均不充分，并没有完成向老龄社会财富结构的转变。二是“未备先老”，即从计划经济向市场经济转型的过程中，社会保障体制逐步建立，养老保障资金体系尚不健全，基础养老设施、养老服务体系 and 养老制度建设均处于起步阶段，准备不足，政府、社会、家庭和个人需要承担更多的养老责任。

人口老龄化是我国无法回避的客观现实，必须充分利用最后黄金10年的准备期，坚持“党委领导、政府主导、社会参与、全民行动”的老龄工作方针，向主动应对人口老龄化转变，向统筹协调转变，向加强公民全生命周期养老准备转变，向同时注重老年人物质文化需求、全面提升老年人生活质量转变，推动老龄事业全面协调可持续发展。

## 二、老龄金融是我国金融体系中的短板

长期以来，在积极应对人口老龄化问题上，我们主要强调的是物质准备不足、制度安排准备不足、体制机制准备不足，而老龄金融准备不足却一直被社会舆论与居民大众所忽视。在我看来，老龄问题的

核心也是金融问题，金融作为现代经济的核心，在应对人口老龄化过程中必须给予充分的重视，要加快发展老龄金融，建立与老龄社会相匹配的金融体系已迫在眉睫。

首先在制度层面，政府必须为即将到来的老龄化社会提前做好制度安排与准备，要在金融体系中做好养老金资产管理的结构性安排，为应对今后劳动力结构的变化提前做好养老资产的储备，保证整个国民经济体系在老龄化过程中持续平稳运行；其次在产业层面，要从“供给侧”改革的角度出发，运用多维金融工具加快推动养老产业的发展，使之具备相应的供给能力，为满足老年群体未来的生活需求、保证生活质量提供充沛的产品及服务；第三在居民层面，必须培养居民的老龄金融意识，在年轻时为未来漫长的老年期作好准备，提前通过金融工具及相关的资产安排储备养老资金，以便于老年期购买生活所需的产品和服务，而不能未备先老。

上述是老龄金融中的三个核心问题，又分别是我国当前金融体系、经济结构和居民意识的薄弱环节，必须加快对传统的金融业态、产品与服务的创新升级，弥补老龄金融的短板。

### 三、应对人口老龄化必须重视老龄金融的发展

总书记提出：“有效应对人口老龄化，不仅能提高老年人生活和生命质量、维护老年人尊严和权利，而且能促进经济发展、增进社会和谐”。这段话一语双关，既揭示了我国人口老龄化所面临的挑战，要“提高老年人生活和生命质量、维护老年人尊严和权利”，同时也指明了人口老龄化所带来的机遇，即“促进经济发展、增进社会和谐”，

的确高屋建瓴，立意深远。

首先，养老金制度安排关乎国泰民安。近来欧洲部分国家由于养老金体系发展滞后于人口和经济结构变化，从而导致整个国民经济体系发生系统性风险。例如，希腊由于养老金制度不合理，使得国民养老金入不敷出，加剧了主权债务危机，从而导致了整个社会的动荡。

而养老金在国际上是有着成熟的制度安排，世界银行在《防止老龄危机-保护老年人及促进增长的政策》一书中提出了养老金的“三支柱”模式，第一支柱是强制和非积累制的，是由政府管理的待遇确定型（DB型）公共养老金制度；第二支柱是政府提供税收优惠，雇主发起，由市场管理的缴费确定型（DC型）职业养老金制度；第三支柱是政府提供税收激励，个人自愿参加的养老储蓄计划。

从我国的情况看，到2015年末，第三支柱制度尚未实施，第一支柱基本养老金、全国社保基金和第二支柱的企业年金总规模中仅有6.25万亿人民币，占当年GDP不到10%，养老金资产的规模偏小，对养老保障的替代率不足，不仅会给国家财政带来巨大的支付压力，而且也难以保障老年人的生活品质。反观美国，同期其市场化运营的养老金资产规模达到24.7万亿美元，是GDP的1.42倍。其从1974年开始实施的IRA个人退休账户已经日臻完善。有效的养老金制度安排不仅满足了其国民多层次的养老保障需求，成为社会发展的稳定器，而且规模庞大的养老金作为资本市场最重要的长期资金，通过其价值投资的优势，也已经成为其资本市场良性发展的压仓石。这值得我国在设计养老金制度时予以借鉴。



其次，发展养老产业金融事关国家发展全局。我国从1978年开始改革开放，第一批享受了改革开放红利且相对富裕的人群已年近花甲，他们是未来社会财富的主要拥有者。伴随着老年人口的平均寿命的不断延长，老年人口总量的持续扩张，老年人口所拥有的财富占比将迅速提升。毫无疑问，人口结构的变化必然带来财富结构的变化，从而带动产业结构的调整。

普华永道援引相关机构统计称，从2016年到2020年(即“十三五”期间)，整个中国养老市场消费将超过10万亿元人民币，年均增长幅度将达17%。面对如此庞大的老龄市场需求，供给端能否匹配将成为关键。目前我国老龄产业刚刚起步，人口结构与消费观念的变化将导致市场供给与需求结构发生根本性改变，从而倒逼整个产业结构的迅速更迭，老龄用品业、老龄服务业都面临着巨大的发展机遇。大力发展老龄产业，这与中央所提出的“供给侧改革”思路相吻合，将有别于以往刺激需求端的做法，通过供给端发力破除增长困境，释放人口老龄化给国民经济发展带来的增长红利。

金融行业顺应产业结构变化相应作出战略调整将是必然，即将到来的“银发浪潮”是传统金融业态结构调整以及金融机构经营转型升级的一次重大战略机遇，金融机构在发展老龄产业方面将大有可为。

第三，养老零售金融事关百姓福祉。总书记在谈及健全老龄工作体制机制时提出，要“加强人们全生命周期养老准备”，这是在强调政府承担相应责任基础上传递的又一个积极信号，即居民个人应该对自身今后的养老问题有所准备。从个人生命历程角度来看，年轻人口

必须提前为自己的老年期做好充分准备，在现代金融体系下，这种准备也就是运用金融工具实现资源跨时空的配置，避免出现“人还在，钱花光了”的情况。这里所强调的是每个人在生命周期管理过程中都必须提前做好养老准备，也给养老零售金融提出了新的课题。

从国内金融市场的实际情况看，除了部分保险产品外，目前用于养老金融资产配置的金融工具较为稀缺，居民用于配置养老资产的产品十分匮乏。例如，截止 2015 年末，全国个人存款余额达到 50 万亿，银行理财余额接近 20 万亿，基金 15 万亿，绝大部分都是短期性质的投资理财资金，而非供今后居民养老使用的“长钱”。如何设计符合养老特征的金融产品，为居民提前进行养老资产储备提供新的工具与渠道，引导居民将“短钱”变为“长钱”，这将是今后金融机构在财富管理方面的主攻方向。我认为，这种根据养老用途而专门设计的金融产品，能够得到市场的欢迎，并且能够解决居民养老资产配置的实际问题。目前兴业银行正在做一些尝试与创新。

#### 四、兴业银行围绕老龄金融的探索与实践

兴业银行从 2012 年开始推动老龄金融的专业化经营，针对老年客户推出了专属理财、信用贷款、便利结算、法律保障等服务。兴业银行是最早涉足老龄金融的商业银行，四年来得到了包括全国老龄办、中国人民银行、银监会的大力支持，在老龄金融领域具备一定的实践经验与体会。在兴业银行看来，发展老龄金融意义重大。对外而言是商业银行服务民生、寓利于义的经营举措，是发挥专业特长、响应国家号召、履行社会责任的具体实践；对内而言是在金融市场化、

国际化和多元化趋势下，主动调整经济结构，实现转型升级的重要途径。

目前，兴业银行服务的老年VIP客户超过130万人，管理的综合金融资产接近6300亿。为老年医疗、老年医药、老年房地产与养老旅游行业的3000余家企业提供了714亿的信贷支持。与此同时，兴业银行还建设了1000余家“小而精”的社区银行，凭借老龄金融的服务理念，以革命性的创新服务形态、智能化的运营模式为老年客户打通金融服务的“最后一公里”。

为了更好的贯彻落实总书记的讲话精神以及人民银行、民政部等五部委《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》要求，在全国老龄办的指导下，兴业银行从组织架构创新入手，今年8月份在总行专门成立了养老金融中心，有效调动集团内基金、信托、租赁等子公司的金融资源，增强在老龄金融领域的服务能力。下一阶段，兴业银行将专注于养老金金融、养老零售金融与养老产业金融三大领域，加快老龄金融的市场布局，在养老金金融方面将服务于国家养老金制度安排和养老金资产管理需求，积极争取在基本养老保险、企业年金（职业年金）和个人商业养老产品等业务领域有所突破；在养老产业金融方面将服务于养老产业的经济实体，通过提供投融资金融产品与服务，以金融手段更好的支持养老服务业发展；在养老零售金融方面将努力提高居民养老金融领域的服务水平，以管理客户的综合金融资产为手段，创新与优化储备型与消费型产品与服务。

目前，兴业银行已经完成了上述三大领域的整体业务规划，正在

向国家人力资源与社会保障部申请企业（职业）年金投资人、账管人、受托人、托管人等资格，并且后续计划向银监会等监管部门申请养老金公司牌照，以便于在老龄金融领域作更多的努力，也恳请相关部委给予支持与指导。

### 五、关于完善老龄金融政策制度的建议

我认为在未来数十年里，发展老龄金融将有三个主攻方向，一是创新经营理念，要跳出金融做金融，以混业经营为手段，以大格局谋划老龄金融市场，把金融与老龄服务业的结合点作为突破口，实现从一般性金融服务向专业化金融服务的跨越；二是创新运作机制，要充分发挥市场化配置资源的决定性作用，把金融服务差异化与社会人口老龄化有机整合，有效调度金融资源服务于老龄化社会，实现自身经营发展与社会结构变化的良性互动；三是创新践行社会责任的方式，在服务老龄化社会过程中要以商业行为承担更多的社会责任，学会“寓义于利”，把企业的经营之道与人文关怀主动融入国家整体发展战略，在老龄化社会结构调整过程中找到自身的定位与价值所在。落实到政策制度层面，以下三个问题亟待解决：

首先要尽快完成养老金金融的顶层设计。要从优化养老金资产管理及体系结构的角度出发，解决现行三支柱运行不均衡的问题，包括第一支柱养老金压力大，远期面临巨大的养老金缺口，第二支柱企业（职业）养老金和第三支柱个人养老金发展滞后等问题。具体对策包括：一是在养老金资产管理方面，通过市场化投资运营实现养老金资产积累壮大，加快推进包括“养老金入市”等制度的探索；二是扩大

第二支柱企业养老金的覆盖面，加快推进职业年金制度；三是参考美国的 IRA 政策，尽快出台个人退休账户税收递延政策，由政府提供专门的税收优惠，鼓励个人参加，提高居民自我养老保障能力。

其次要加快推动养老产业金融的发展。一是要明确产业标识，当前对养老产业暂无明确界定，建议出台养老产业指引，细化养老医疗、养老地产、养老服务等细分产业边界，明确产业标识，提高金融服务针对性；二是要加大政策扶持力度，建议政府通过成立担保基金、风险补偿金等模式，用于企业的贴息、担保、风险补偿等，降低企业的融资风险与成本压力，引导银行加大对此类客户的金融支持；三是加快养老金融产品创新，推广政府与社会资本合作 PPP 模式或组建养老产业发展投资基金。通过项目股权投资，带动社会资金投入养老基础产业，开展债券品种创新，支持企业申请发行养老产业专项债券等；四是提供政策的激励，参考日本、德国等国家涉老产业金融实施的政策激励，加大涉老产业投融资方面的政策支持，如对于金融机构对涉老产业的投融资活动，给予税收减免优惠等。

第三要鼓励养老金融和养老产业的融合。支持、推动具有条件的商业银行探索利用综合化金融平台，整合医疗、保健、房地产等实业机构异业合作，综合运用信贷、投行、资管、股权投资、债务融资、产业基金、信托计划，为养老产业发展提供“捆绑式”和“一站式”综合金融支持。同时，支持商业银行等金融机构参与举办规模化的养老机构，并制定出台支持发展养老服务业的土地政策，通过综合化经营模式，提升老龄金融全产业链服务能力。

我注意到，就在10月11日，习近平总书记主持召开的中央全面深化改革领导小组第二十八次会议时，又再次提及养老话题：“养老服务业既是关系亿万群众福祉的民生事业，也是具有巨大发展潜力的朝阳产业。要求全面放开养老服务市场，引导社会资本进入。”党中央对于发展老龄产业决心已十分坚定。鉴于目前我国的金融体系、产品与服务模式，乃至金融理念还不适应急速发展的老龄社会的客观需要，亟待按照老龄社会的新思维、新理念、新战略给予重构，使之转型发展成为能够适应老龄社会要求的新型金融体系。在此，我呼吁能够有更多的金融同业以及有识之士，积极响应国家政府的号召，与兴业银行一道开发老龄金融，为即将到来的老龄化社会做好充分的金融准备。

## 郑秉文：供给侧结构性改革——商业养老保险发展的历史机遇<sup>3</sup>



郑秉文：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国社会科学院美国研究所所长

2015 年 12 月召开的中央经济工作会议提出，2016 年及今后一个时期，“要在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革。”这对社保改革具有深远的指导意义。供给侧结构性改革将有利于促进商业养老保险的发展，其制度设计要遵循便携、透明、可及、独立和激励 5 个原则，给予税收鼓励和优惠。

2015 年 12 月召开的中央经济工作会议提出了很多新思想：稳定经济增长，要更加注重供给侧结构性改革；推进供给侧结构性改革，是适应和引领经济发展新常态的重大创新，是适应国际金融危机发生

<sup>3</sup> 该文刊登在《中国劳动保障报》2016 年 5 月 27 日第 003 版。

后综合国力竞争新形势的主动选择，是适应我国经济发展新常态的必然要求。会议还指出，2016年经济社会发展特别是结构性改革任务十分繁重，战略上要坚持稳中求进，把握好节奏和力度；战术上要抓住关键点，主要抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板5大任务。

上述关于供给侧结构性改革的论述，为2016年养老保险制度改革勾勒出背景，指明方向，并对社保改革的重点画龙点睛，指出要“降低社会保险费”，并将其定位为降低制度性交易成本，降低企业税费负担。

### 一、从供给侧改革来看社会保险的本质

改革开放以来，社保制度的建立和改革均来自需求侧，而非供给侧。近10多年来，从需求侧来改革社保制度已形成一个思维定式，即需求引领社保改革，需求推动社保改革。但当我们转到供给侧来看社保改革的时候，就会发现几个完全不同于以往的重大问题。

（一）社保待遇既是职工的福利，也是企业的成本。因此，缴费要有成本意识

在社保改革与研究当中，很少有人提及“成本”这个概念。但在国外，这一概念在社保实践中是很常见的。比如美国的基本养老保险“老遗残信托基金”（OASDI）就直接使用“成本”这个概念，并有很多由其派生出来的专有词汇。例如，“制度成本”（program cost）是指养老金支出和制度行政运行成本等；“成本率”（cost rate）是指一年的制度成本支出占当年的工薪税基数的比例；“收入率”（income



rate) 指除养老基金投资利息收益之外的收入, 主要指工薪税和养老金个人所得税的收入(在美国, 领取基本养老金时需要缴纳个税); 收入率减去成本率就是余额。

由此可见, 在很多国家, “成本”概念及由其建立的分析框架早已有之, 并成为预测长期财务可持续性的主要工具。

我国之所以建立社保制度 20 多年来一直没有引入“成本”概念, 思维中也没有这个概念, 在很大程度上是因为我们更多地是从需求侧来考虑, 更多地考虑替代率水平、缴费率水平、养老金的收入预期、对拉动内需的作用等。

总之, 如果单纯从需求侧来看, 社会对它的期待永远是不够的, 但当从供给侧来看时就会发现, 社保制度是一把双刃剑, 既是职工福利, 也是企业成本, 一味提高待遇水平会增加企业的成本, 不利于企业提高竞争力, 特别在新常态下, 缴费水平太高将不利于经济增长。

(二) 社保缴费既是企业的成本, 也是制度性交易成本。因此, 降费率要有长期意识

降费率不是权宜之计。进入新常态, 经济将进入中高速增长阶段, 企业面临利润压力, 财政面临减收的压力, 因此, 降费率要有长期意识, 要有长期思想准备。

这是因为: 其一, 我国的社保费率在全世界的社保制度中居于前列, 要将降费率视为供给侧改革的重要措施。这是适应新常态的重要调整; 其二, 我国经济的制度性交易成本居高不下, 对企业构成压力。在这方面, 我们应该有一个长期意识, 为企业创造一个良好的微观经

济环境，减轻制度性交易成本，增强企业竞争力。其三，费率一旦降下去，就难以再恢复。降费率也有刚性，社保制度的缴费水平和待遇水平应有稳定的预期，如果在经济景气时缴费水平高，待遇水平也高，经济不景气时费率降下来，替代率随之下降，预期就会受到极大影响，在供给侧就会遭遇反弹。

所以，中央经济工作会议指出降低“制度性交易成本”，提醒我们对降费率要有一个长期意识。

（三）结构性改革既针对经济体制，也针对社保制度，完善社保制度也要有结构性改革意识降费率对社保制度改革来说属于参数性改革，但从适应新常态的角度看，从当前和今后一个时期我国经济发展的大逻辑来看，属于结构性改革。

近半个世纪以来，学界认为养老保险改革有两类：一类是结构式改革，一类是参数式改革。

参数式改革就是调整三个参数，比如面对人口老龄化，很多国家提高退休年龄，目的是为了调节赡养率，而调节赡养率的目的是为了在不提高缴费率的情况下，替代率不下降。如果从供给侧结构性改革来看，问题就复杂了，这就不仅仅是参数式改革：其一，降费率属于供给侧结构性改革的重要组成部分，供给侧的所有参数式改革均构成经济运行的结构性改革；其二，在目前五项保险制度中，降费率几乎都需要将调整制度结构放在首位，至少要同步进行。也就是说，降费率倒逼全面深化改革。否则，将有可能引发财政风险，最终引发需求侧出现异动。因此，社保制度参数式改革，实质上构成了供给侧结构

性改革的重要组成部分。

## 二、降费率是商业养老保险大发展的历史性机遇

降费率作为适应新常态的一项供给侧改革，对大力发展商业养老保险是非常有利的。可以说，这是一个罕见的历史机遇。

虽然我国城镇职工基本养老保险制度为统账结合，属于部分积累制，但其融资方式主要还是现收现付制。从理论上讲，在 DB 型（待遇确定型）现收现付制下，缴费率、替代率、赡养率三者是函数关系：在赡养率既定的条件下，降费率的结果将导致替代率降低。

我国 2000 年到 2015 年的职工基本养老保险替代率呈下降趋势，2015 年，替代率降到 42% 左右。在替代率逐年下降的趋势下，如果养老保险再降低费率，无疑将加剧下降趋势，不利于参保人的消费预期，不利于稳定国内消费和拉动内需，不利于促进经济增长。所以，一方面要降费率，一方面要保证退休收入的替代率。应该换个思维方式，从供给侧改革的角度看待退休收入的结构改革，即从养老保险供给侧来看，应利用这次降费率的机会，大力发展三支柱，让商业养老保险真正成为退休人员的收入来源之一，使退休收入结构多样化。

从第二支柱企业年金的作用来看，它建立至今已有 12 年。截至 2015 年底，职工参与人数只有 2300 万人，人均账户资产不到 4 万元。重要的是，领取企业年金的人数还不到 50 万人，参与率非常低。在短期内，由于制度设计复杂等种种原因，企业年金的扩面很难有质的飞跃，使提高养老金替代率很难有突破性进展。

第二支柱企业年金不甚理想的发展现状，为第三支柱商业养老保

险迅速发展以填补这一“真空”创造了条件。商业养老保险在中国呈现发育不足的现状：保险密度非常小，仅为185元人民币/人，而美国则高达1258美元/人；保险深度也非常低，仅为0.4%，而美国是2.3%；商业养老保险资产规模非常小，占GDP比重仅为2.6%，而美国则高达42.5%。由此看来，我国商业养老保险的市场潜力巨大。

那么，商业养老保险如何才能成为退休收入结构中不可或缺的重要一极？两个因素在促进商业养老保险发展中发挥决定性作用。商业养老保险能否腾飞，能否搭上供给侧改革的“顺风车”，从而进入发展“快车道”，有两个因素将发挥决定性作用。

第一个因素是在设计商业养老保险时，要吸取企业年金制度设计的教训，吸收国外第三支柱设计的先进经验。理论上讲，企业年金扩大覆盖面的激励性要大大好于商业养老保险，因为企业年金是双方缴费，雇主对雇员有配比缴费，而商业养老保险则没有，只有购买人单方缴费。因此，商业养老保险的激励性和覆盖范围很难赶上企业年金。这是商业养老保险的劣势。但从另一个角度看，商业养老保险与雇主无关，可以单独进行市场交易，相较于企业年金，商业养老保险的这个特征是一个优势。因此，最大限度地发挥优势，避免劣势，是第三支柱制度设计面对的一个重大挑战。如果商业养老保险不能扬长避短，其覆盖范围和替代率肯定不如企业年金。因此，第三支柱的制度设计十分重要。

为最大限度地避免商业养老保险成为“企业年金第二”，防止其成为正规部门变相的“团险第二”，在制度设计中，要考虑以下五个

原则：便携性，能自由携带和全国漫游；透明性，可以任意利用网络媒介随时随地查询账户资产变动和收益率的变动；可及性，可像股票交易那样在家里非常方便地建立账户，进行购买交易、更换公司、变换产品；独立性，完全可以离开单位和雇主而单独在市场上购买与投资，个体工商户等均可平等地独立享受税优政策；激励性，税收优惠比例要大一些，让购买人看到实惠，让各类人群根据自己的经济条件选择。在这些方面，美国的 IRA 是一个较为成功的案例，可以给我们很多启示。

第二个因素是在设计商业养老保险时要让制定税收政策部门发挥作用，使税优政策成为促进第三支柱快速健康发展的杠杆。第三支柱能否成功的关键指标就是普及性问题。除制度设计要遵循上述五个原则之外，税收政策的设计也是非常关键的，具有决定性作用。延税型商业养老保险实行 EET，但我国实行的是分项所得税制，起征点较高，非纳税人的数量远远大于纳税人的数量，因此，个税政策设计应做较大幅度调整，并且要为第三支柱专门设计一个 TEE 型个税政策模式，让 EET 和 TEE 平行发展，给投资者多一个选项，以最大限度地扩大投资者范围。

在这方面，财税政策制定部门应高度重视第三支柱的建立，大胆尝试引入美国罗斯账户的 TEE 税收政策，甚至在降费率的供给侧改革中，财税部门应统揽三支柱税优政策比例，为第三支柱和第二支柱让出更多的个税优惠比例空间。从某种意义上说，财税部门提供的税收政策将发挥决定性的作用。

## 杨燕绥：中国企业年金的价值、挑战和发展<sup>4</sup>



杨燕绥：中国养老金融 50 人论坛核心成员、清华大学就业与社会保障研究中心主任

企业年金是用人单位依法自愿或者强制半强制举办的，向退休人员提供养老金的员工福利计划，包括雇主供款（等于员工福利）和职工供款（等于养老储蓄）。企业年金是中国第一个员工福利计划。在 2003-2004 年间，《企业年金试行办法》和《企业年金基金管理试行办法》颁布，（2011 年修订为 11 号令），自 2004 年 5 月 1 日开始实施。

### 一、企业年金实践的公共价值和战略意义

按照老龄社会发展的时间表，在国家进入老龄社会时，要完善养

<sup>4</sup> 原文刊于《中国人力资源社会保障》，2016 年第 10 期。

老金制度，确保老龄人口的基本生活和购买力；在国家进入深度老龄社会时，要调整制度结构，国家夯实基础养老金，积极发展职业年金和个人养老金，激励就业和增加养老金充足性；在国家进入超级老龄社会时，要相对降低国家基础养老金，增加大龄人员就业和职业年金与个人养老金，确保养老金制度的持续发展。为此，中国企业年金实践的价值如下：启动了合格的员工福利计划，开拓了养老金信托文化和治理模式，培育了养老金受托人制度和队伍，打造了中国养老金市场和养老金文化。其战略意义在于，在中国进入老龄社会之际，用最具有风险承受能力的人群（以国有企业和职工为主），进行了风险最大的实验，找到建立企业年金制度和培育养老金市场的最佳路径，为中国进行养老金结构调整奠定了基础。以下实践是中国改革开放以来的最宝贵的东西。

打造了养老金受托人的治理结构。《企业年金实行办法》第十五条规定：“建立企业年金的企业，应当确定企业年金受托人(以下简称受托人)，受托管理企业年金。受托人可以是企业成立的企业年金理事会，也可以是符合国家规定的法人受托机构。”第十八条规定：“确定受托人应当签订书面合同。合同一方为企业，另一方为受托人。”这是中国非政府的养老金受托人制度建设的起点。受托人可以委托具有资格的企业年金账户管理机构作为账户管理人，负责管理企业年金账户；可以委托具有资格的投资运营机构作为投资管理人，负责企业年金基金的投资运营。受托人应当选择具有资格的商业银行或专业托管机构作为托管人，负责托管企业年金基金。受托人与账户管理人、

投资管理人和托管人确定委托关系，应签订书面合同。

坚持信托原则，确保企业年金资产独立。《企业年金基金管理办法》第八条规定：“企业年金基金财产独立于委托人、受托人、账户管理人、托管人、投资管理人和其他为企业年金基金管理提供服务的自然人、法人或者其他组织的固有财产及其管理的其他财产。”这确保年金资产不同于保险产品成为保险公司的保费收入，进入保险公司的资产负债表，缴费人只得到一个保险公司的支付承诺；也不同于城镇职工基本养老保险，缴费人只得到一个空账记录和政府的支付承诺；企业年金计划成员，永远是年金资产（含单位缴费、个人缴费和投资收益）所有者，拥有选择受托人、投资决策和获得信息披露报告的权利。

## 二、步履艰难的主要原因

养老基金运行具有雪球效应的发展规律（假设每期受托人合同1-3年），即第一期合同亏损、第二期合同持平、第三期合同盈利，此后坐享其成。伴随养老基金雪球规模的不断增大，在受益人和受托人之间可以共享的收益空间不断增大，养老金信托计划是一个均衡多方利益的结果。截至2013年底，全球企业年金和个人养老金的总资产达到36万亿美元，其加权平均值占OECD成员国GDP的84.2%。2005-2015年间，我国建立企业年金计划的范围主要集中在大型国有企业、金融机构中，企业年金基金规模不足预期的1/10。受托人及其服务商吃不饱、长期亏损，养老金市场行为扭曲，出现非理性竞争等问题，部分优质机构由于难以承受亏损压力而退出市场。与发达国家



的情况相差甚远（见附表），赶不上晚于中国进入企业年金市场的德国。

附表 部分发达国家目前职业年金的覆盖率

国家	覆盖率
丹麦、法国、瑞士、澳大利亚	几乎 100%
荷兰	85%
英国、美国、加拿大、德国等国	50%左右
爱尔兰	40%
西班牙	15%

主要原因如下：

政府挤出了企业年金的发展机会。在中国养老金政策中，政府和市场定位尚不清晰，缺乏顶层设计，政府包揽和承诺过多，对企业年金和个人养老金及其养老金市场发生“挤出效应”，国家基本养老金制度支付压力日趋加重，且可持续性差。养老保险高费率挤压了发展企业年金的空间。城镇基本养老保险的企业费率达到企业工资总额的20%，是德国的200%；多数科技企业无力举办年金计划；很多小微企业甚至不参加基本养老保险；近年来退保断保现象频发。

缺乏延期征税政策支持。如果延期征缴个人所得税的政策规定，在退休时从零基数开始征税，对于大多数中等收入职工而言（5000-8000元/月）是不划算的，职工关注和参加企业年金计划的积极性不高。

大型国有企业委托人垄断。一些政府部门和地方政府存在寻租行为，也在干扰企业年金受托人的工作，甚至在扭曲受托人制度建设。

受托人在缺乏奖励和惩罚的状况下依靠自律发展，企业年金市场不可避免地进入了恶性竞争状态。企业年金市场呈现出一味追求低费率的恶性竞争局面，每期合同终止时，受托人都在叹息，面对有“激”无“励”的企业年金市场，路还能走多远。

养老金市场监管模式尚未确定。暂由人社部社会保险基金监督部门根据下位阶法实施监督，且缺乏专职监督人员，只能履行一般检查职能。

创新发展不足。养老金受托人制度应当伴随信息化和智能化的发展进行创新。企业年金市场发展十几年了，受托人应当有能力兼做账户管理人，账户管理人也应当有能力做受托人；信息化风控系统健全的银行，还可以兼做受托人和资产托管人，以不断简化流程、降低成本、增加收益。总之，企业年金仍停留在初期发展阶段，甚至退休时可以一次性支取，脱离养老金计划的意义；多数受托机构尚不能为个人提供综合性养老金服务，不能成为职工心中的真正意义的养老金受托人。

### 三、统一并做大职业年金

企业年金其实也是职业年金，应当统一中国年金制度。基于资金来源的差异，为机关和公务员设立职业年金计划，为事业单位和职员设立职业年金计划，为企业和职工设立企业年金计划。目前，只有做大职业年金，才能激励就业和降低基础养老金的支付压力。

设计福利制度应当尊重个人生命周期，先买首住房、后存养老金，实现参保人收入效用最大化，从而得到社会认同；一举解决养老金和

住房公积金两个计划的困境，需要合理利用福利资源。首先，允许职工将职业年金先用于购买首住房；其次，在还完住房贷款后，职业年金和住房公积金都进入职工个人账户投资运营。在单位缴费 4%、职工费率 4% 的条件下，2018 年支付额为 1192.80 元/月（合并基础养老金的总额为 3578.4 元）。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金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，市场收益 5%，退休时个人养老金账户收入颇丰。对于中小企业而言，如果中央统筹基础养老金费率控制在 10% 以下，举办企业年金计划是负担得起的。

总之，中国亟待调整养老金制度结构，建立中央统筹的职工基础养老金，做大职业年金和管好个人养老金，为职业年金（含企业年金）发展留出空间，在发展中完善制度建设。

## 林羿：美国养老金体制第一支柱——社会养老保障制度初探



林羿：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国人民大学兼职教授

美国养老金三大支柱之一是由美国政府所提供的社会养老保障制度。中国目前正在对其退休养老体制进行改革和完善，并且在探讨如何建立适应中国社会特点的社会养老保障制度。比如：中国政府去年年中和今年年初分别颁布了《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》和《全国社会保障基金投资管理暂行办法》等法律文件，就筹集社会保障资金及社会保障基金投资管理等提出新的要求和规定。为了给中国的广大读者在探讨如何建立符合中国特色的社会养老保障制度提供一些可借鉴的资料和信息，本文将对美国社会养老保障制

度做一简单的介绍。

### 一、美国社会养老保障制度简介

美国的社会养老保障制度与其私有养老金制度最根本的区别在于私有养老金制度完全是建立在自愿的基础之上的。企业雇主完全有自由决定是否为其雇员建立私有养老金计划。政府和法律对此没有任何强制性的规定。而美国的社会养老保障制度则是建立在法律规定的基础之上的。美国社会养老保障制度是美国联邦及州政府所提供的五种社会保障福利之一。这五种社会保障福利是：（一）社会养老保险；（二）社会永久残疾保险；（三）社会医疗保险；（四）社会失业保险；和（五）工人赔偿金。虽然这五种社会福利各有特点，但它们共同目的都是为美国公众提供最基本的社会福利保障。美国的《社会保障法》于1937年1月1日生效。该法创立了由美国联邦政府所提供的社会养老保险，社会医疗保险，社会永久残疾保险及社会失业保险等制度。工人赔偿金则是由美国各州的州级法律所建立的。

美国的社会养老保障金来源于社会保障税。按照美国《社会保障法》的有关规定，美国的雇主和雇员每年分别要向财政部缴纳相等于雇员年工资“基数”的一定百分比的社会保障税。比如：雇主和雇员在2001年所缴纳的社会保障税的百分比同是6.5%；年工资基数是76500美元。也就是说，在2001年期间，雇主和雇员必须分别向美国财政部缴纳相等于雇员年薪76500美元的6.5%的社会保障税。社会保障税在缴入美国财政部之后被存入老年退休保障账户——即社会养老保障信托基金之中。

美国社会养老保障金的支付是采取“现收现付”的形式。也就是说，美国政府并不将每一个雇员和雇主为该雇员所共同缴纳的社会保障税记入到该雇员的个人账户中。根据按需随付的支付方式，美国的社会保障署将目前从现职雇主和雇员所征收的社会保障税来支付已经退休的人。如果目前所筹集到的社会保障税的金额超过需要支付的社会保障金的金额，那么剩下的部分将全部投资于国债。

更详细地讲，雇主定期向美国财政部缴纳社会保障税。其中包括雇主和雇员分别缴纳的社会保障税和社会医疗保障税。当财政部收到税款后会将社会保障税额记入由老年、抚恤保障基金和伤残保障基金组成的社保信托基金<sup>5</sup>账户。建立社保信托的目的有两个：一、为记录资金的纳入、付出提供财会上的记账；二、持有所积累的相应资产。

作为一个现收现付的系统，美国社会保障的福利是从当前的税款中支付的。美国财政部代表美国社保局每月即接收社会保障的税款，又支付社保的福利，并对税额中专属于社会保障税的额度进行估算，然后将估算的额度在社保信托中“记账”。之后，财政部再将当月支出的社会保险福利的额度从社保信托的余额中“扣除”。实际上，在这个过程中，财政部一直持有资金直到其被全部用于支付社会保障福利或被政府用于其它花费，在此期间没有现金真正被放入社会保障信托基金的账户，信托账户的余额实际上只是财政部在社会保障上收支差额的纪录。

当社会保障税收大于支出，余额便被记入社会保障信托基金并投

---

<sup>5</sup> 社会保险信托基金的财务运作由一个受托人委员会监管，该委员会每年向国会报告信托基金的财务和精算现状。

资于特殊系列的，不可在市场销售的美国政府债券。这些“特殊”债券也仅是财务记录，并没有现金交手。社会保障信托基金持有的债券是以美国政府的信用作担保的，并由美国政府负责偿清所欠债款。美联邦政府将这些债券一并归入国债计算。

虽然这些“特殊”政府债券的利息是由债券市场决定，但是它们不能在二级市场销售。然而，它们可在到期前任何时候以面值卖回给美国政府。

按照美国《社会保障法》的有关规定，任何美国公民和已获得移民身份的外国公民在达到美国《社会保障法》所规定的退休年龄之后，如果符合该法所规定的所有条件，都有权申请领取社会养老金。目前《社会保障法》所规定的退休年龄是 65 岁。要符合领取社会养老金的条件，申请人必须达到“完全受保”的要求。如果一个人从 21 岁到 62 岁之间这段时期里每年都获得 1 个“社会保障分”，或积累了 40 个社会保障分的话，他就达到了完全受保的要求。比如，根据美国社会保障署的有关规定，1993 年要想获得 1 个社会保障分的话，一个人必须在这一年当中起码有 670 块钱的收入。如果一个申请获得社会养老金的人在达到退休年龄之后仍继续工作的话，该申请人将无权申请领受社会养老金。

美国的社会养老金是以年金的形式支付的。退休的人每个月从社会保障署领取社会养老金直到去世时为止。

## 二、美国社会保障制度潜伏的危机和问题

虽然美国的公共社会保障制度是最受美国人民欢迎的社会

福利和制度，它仍有潜在的危机和问题。这主要是由于自从该体制在 20 世纪 30 年代建立以来，社会环境和经济环境已发生巨大的变化，致使美国社会保障制度无法满足目前和将要退休的这一辈人的退休收入要求。

当美国公共社会保障制度初建时，成千上万的美国公众刚刚经历了大萧条，丧失了其一生的积蓄而且没有很快就业的可能性。最初的社会社会保障制度是针对这样一种经济和社会状况来设计的。但如今的情况却完全不同了。比如，美国目前的人均收入要比社会保障制度初建时增长了四倍之多。绝大部分工人家庭退休之后都会从其雇主所资助的私有养老金计划之中领取相当数量的养老金，等等。对那些过去几十年中退休的人来说，他们从社会保障制度中所获得的退休福利要远远超过他们及其雇主所缴纳的社会保险税的总和。这主要是因为社会保险税的税率从社会保障制度初建的仅 2% 已增长到如今的 12.5%。由于社会养老保险金是采纳按需随付的支付形式，对社会保险税税率的提高使社会保障制度的进一步改进并在该制度下大量的提高社会养老金的金额成为可能。

可对绝大多数未来的退休者来说，社会养老保险金就不会像以前那样丰厚了。在过去十年中开始工作和即将开始工作的年轻工人们期待将来退休之后所获得的社会养老保险金的金额将远远不如将这笔钱投资于国债、公司债券或证券所获得的收入。由于美国的社会养老保险金的支付是按需随付，这就意味着社会保险金的投资回收率要远比将这些资金投资于证券市场或其它投资工具所获得的回收。



此外，美国目前的社会保障制度还因强迫那些想获得社会保险金的人过早退休而降低这些人的生活水平。比如，根据目前的《社会保障法》，如果一个工人不想在达到 65 岁时就退休而想继续工作的话，那么他将丧失享有社会养老保险金的权利。虽然对推迟退休的人来说，法律所规定的社会养保险金将有些微的增长，但这微小的增长却远远不能满足退休收入的需要。在很多情况下，六十五岁后继续工作并不能为一个老年人的总收入增加多少。因此，在美国目前的社会上，虽然健康水平和寿命有显著的提高和增长，但绝大部分人在达到六十五岁之后，就都决定退休。

从美国全国来看，现在所提供的社会保险福利实际上减少了个人的储蓄和企业雇主所提供的私有养老金收入。由于社会保险金是采取按需随付的支付方式，社会保险的资本金就没有投资积累，也就无法弥补私有资本金积累的减少。其结果是，美国全国的资本金储蓄从绝对的意义上缩减。由于工人们不得不接受社会保险金所获得的很低的回报，并且由于全国资本金储蓄的减少而导致生产力的降低及工资的减少，这就使工人们面对很大的经济困难。

在美国目前所开展的对其社会保障制度进行适当改善的各种尝试中，中心环节是如何将以上所谈到的社会保障制度的缺陷同为老年退休之的公众提供基本的退休保障这一目标相平衡。

### 三、美国目前正在进行的社会养老保障制度的改革

据美国社会保险署的有关统计，到 21 世纪初，美国社会保险金的支付额将远远超过现实征收的社会保障税的额数。也就是说，美国

的社会保障制度从经济的角度来讲濒临破产。为了挽救这一严重的形势，美国政府一直在研究和探讨如何对美国的社会保障制度进行改革。到目前为止，已出现了三种改革的建议。第一个建议是将所征收的社会保障税中的一部分由政府投资于私有的资本市场，从而使政府拥有美国私有证券市场将近百分之十的股份。这一建议除了对美国社会保险信托资金的投资方式将有巨大的影响之外，还会对美国的私有证券市场产生巨大的影响。

第二个建议是通过法律强制所有纳税人必须为其将来社会养老保险金设立个人储蓄账户并由政府对这些账户的资金进行投资管理。

第三个建议是允许缴纳社会保障税的个人对自己缴纳的社会保障税直接进行投资管理。

布什总统就任以后，把对美国现有的社会养老保障制度进行改革作为其执政期间的首要任务之一，并立即组成了一个“总统社会保险研究委员会。”这个委员会成立以后，对美国目前社会保障制度各方面所存在的问题和潜伏的危机进行了深入的调查和研究，并于2001年12月27日公布了其调查研究的结果并就如何对美国社会保障制度进行改革提出了建议。

建议的中心是通过建立自愿的个人退休账户来弥补美国社会保障制度的缺陷并将这种自愿的个人账户包括进美国的社会保障制度之内。该委员会在报告中还就个人账户的结构和设置做了专门和详细的推荐，目的是控制管理这种账户的费用，减少账户资产投资的风险，并为账户拥有者提供最大的灵活性，使这一账户制度能够更有效地对

社会保障制度做以补充。该委员会在其报告中推荐了三种模式。这三种模式除了个人账户年度分担额缴纳的限制上有所不同之外，其它方面的设制基本上都是一样的。

比如，第一种模式是允许个人自愿的将其当期应税收入中的 2% 缴纳于一个个人退休账户之中。第二种模式则允许个人每年自愿的将其当期应税收入的 4% 缴入个人账户。这一年度限额会根据工资的增长而增长。而根据第三个模式，每个人将可以自愿的将其应税收入的 1% 缴纳于自己的退休账户之中，并由政府缴纳相当于其当期应税收入 2.5% 的对等分担额。该委员会建议，这种社会保险体制中的自愿个人账户的投资管理建立在一个“双层架构”的基础上，利用现存的征收工薪税的制度纳税，个人自愿缴纳的分担额集中交给一个由政府指派的中央管理机构进行投资管理。该中央管理机构将负责保管所有个人账户的记录并将所收集的分担额按个人的选择投资于第一层架构中所提供的各种投资工具之中。而在这些个人账户的资产积累到一定数额之后，账户拥有者就可以将自己的资产投资于第二层架构中的投资工具之中。

该报告还建议，将这种自愿个人账户的中央管理机构称为“个人储蓄账户制度管理董事会”。该董事会应负责制定对个人储蓄账户进行管理的各种规章制度，并负责同私有投资管理界中的不同投资管理机构谈判和签订管理资金的合同。该董事会还负责将个人储蓄账户中的资金进行合理的多元化投资部署；负责确定为这种账户所必须达到的、可以将其资金投入第二层架构中各个投资工具中的基本数额，

并为账户拥有者提供金融投资方面的顾问和咨询。

关于个人储蓄账户的投资方法，该委员会建议，账户拥有者首先从该制度中第一层架构中所提供的投资工具进行投资选择。在其账户的金额达到了一定规定的额数之后，账户拥有者可以将其账户的资金转移到二层架构中所提供的由私有投资机构管理的投资工具当中。这些投资工具必须符合由个人储蓄账户管理董事会所规定的严格的规章制度和条件之后才能将其管理的投资工具纳入第二层架构中的投资范围之内。每一个投资选择都必须保证其投资范围多元化，都要包括公司债券，公司股票和政府债券。该委员会建议，每个账户拥有者对其账户投资改变的次数为每年一次。关于个人账户的情况和投资收益或损失必须每天都有确切的记录，账户拥有者随时都可以通过网络或电话查询自己账户的情况。

根据该委员会的建议，一个纳税者在退休之前，不得从这个储蓄账户中提款；而达到退休年龄之后，必须在规定的数额之内以“年金”的形式或分期提款的方式进行提款，也可在规定的限额之上进行一次性的提款。当该账户拥有者去世后，其账户中的所有资产将作为遗产传给其配偶或后代。

在人口不断老化的社会上，如何妥善解决退休养老的社会福利问题是世界上许多国家，包括中国和美国，所面临的重大课题之一。在寻求和探讨这一问题的答案的过程中，各国即应针对本国的特殊情况，也应借鉴别国的可取、可用的经验。这正是本文试图达到的目的。

**编者按：**成员观点集萃栏目是中国养老金融 50 人论坛成员近期就养老金融领域的相关问题发表的文章摘录，旨在分享观点、探究问题、启发思维、推动创新、促进交流。本期我们选编了中国养老金融 50 人论坛核心成员、泰达宏利基金管理有限公司副总经理兼投资总监王彦杰先生、武汉科技大学金融证券研究所所长董登新教授、天弘基金管理有限公司养老金业务总监朱海扬先生的文章。欢迎大家向本栏目投稿。

## 王彦杰：目标风险投资策略——养老规划的优质选项



王彦杰：中国养老金融 50 人论坛核心成员、泰达宏利基金管理有限公司副总经理兼投资总监

## 一、前言

资产配置，是影响长期投资回报的关键因素。也因此，诉求资产配置方法的目标风险和目标日期两种资产配置的投资策略，在美国养老金的投资选项中，成为主流产品。宏利金融集团 (Manulife Corp.) 透过在美国的全资子公司 John Hancock 人寿保险公司所发行的“确定提拨制”年金所选投资组合的回报，进行为期 10 年的研究。研究显是将所有提拨金投入单一目标风险基金的参与者(目标风险参与者)，比选择其他投资策略的参与者(混合型参与者与非目标风险参与者)获得较好的投资回报。在十年研究期内，目标风险参与者的平均年回报高出非目标风险参与者 1.72%。这样的回报差异，在 40 年的养老准备期间，期末累积的养老金差异将近一倍(98%)。

## 二、摘要

1. 目标风险参与者是将所有提拨金投入单一目标风险基金的参与者，混合型参与者是指结合目标风险基金与其他投资选项的参与者。非目标风险参与者是指选择目标风险基金以外的其他投资选项。

2. 参与者被以年龄及投资组合风险评分来分组。投资组合风险评分取决于参与者投资组合期初持有类权益(equity-oriented)投资的百分比。参与者被依投资组合风险评分分类为保守型到积极型的五个风险分组之一。

3. 在五年研究期内，目标风险参与者获得 4.03%的平均年回报，而混合型参与者和非目标风险参与者则各为 3.11%及 3.14%。在十年研究期内，目标风险参与者获得 4.59%的平均年回报，而混合型参与

者和非目标风险参与者则各为 3.45%及 2.87%。

4. 在五年的研究其间有 66%的非目标风险参与者(十年研究期为 82.1%)，如果在期初选择了符合自身风险分组的单一目标风险基金，而非自己决定的投资策略，则可以获得较高的期末余额及较好的投资回报。

5. 对于偏好权益投资的参与者来说，五年的研究期间，有 78.4%的目标风险参与者累积的账户余额及投资回报，高过将所有提拔金额投入 S&P 500 总报酬指数；以十年研究期来说，更高达 92.1%。

6. 目标风险参与者的平均月提拔金额及平均期初余额较混合型参与者和非目标风险参与者相对低得多，显示出目标风险参与者的收入较混合型参与者和非目标风险参与者来得低。

7. 在相同的年龄组别里，非目标风险参与者较目标风险参与者，倾向选择极端风险型态的投资策略(保守型或是积极型)。

8. 将近 40%的 60 岁以上非目标风险参与者(过度)积极地投资。相反的，63.6%的 60 岁以上目标风险参与者，选择投资一般或是平衡型目标风险基金。60 岁以上目标风险参与者在五年研究期内获得 4.24%的平均报酬率，而 60 岁以上非目标风险参与者则是 2.77%。此两者间报酬的差距在十年研究期则更大，60 岁以上目标风险参与者获得 4.71%的平均报酬率，而相同年纪的非目标风险参与者则是 2.33%。

### 三、研究方法

#### (一) 研究对象

在超过 27 万名投资者样本中，有 34%属于目标风险参与者、31%属于混合型参与者，35%属于非目标风险参与者。

## （二）投资组合风险评分之计算

为将参与者依投资风险属性分组，投资组合风险评分以研究期初每个参与者账户内的投资选项(基金)来计算。投资组合风险评分就是参与者账户内持有的类权益证券的百分比。每一投资选项被依基金投资组合内的权益证券百分比来检视。股票及股票取向的基金，包含房地产投资信托基金，被视为 100%持有股票。平衡型基金则视投资组合实际配置，由 22%-94%的股票组成。固定收益基金，包含保证利率账户则被视为未持有权益证券。参与者的投资组合风险评分是研究期初账户内持有类权益证券的加权平均百分比。

目标风险基金有特定的股票持有比率，从保守型投资组合的 20%到积极型投资组合的 100%。目标风险参与者的风险评分是参与者所选的目标风险基金股票持有比率。

为比较不同形态参与者的投资报酬，研究将风险评分划分为五个组别。每个风险分组内的最低及最高风险分数是每个目标风险基金的中位数。

表 1 风险分组

风险组别	保守型	一般型	平衡型	成长型	积极型
最高风险分数*	30.00	50.00	70.00	90.00	100.00
最低风险分数	0.00	30.01	50.01	70.01	90.01
*风险分数是参与者账户内权益证券的百分比					
对应之目标风险基金	保守型	一般型	平衡型	成长型	积极成长型
权益配置目标值	20.00	40.00	60.00	80.00	100.00



混合型和非目标风险参与者之投资报酬，依投资风险分组与目标风险参与者之投资报酬做比较。

#### 四、参与者特性分析

目标风险、混合型和非目标风险参与者的平均期初余额及平均月提拨金额有显著差异。与混合型和非目标风险参与者相比，目标风险参与者有着相对小的期初余额及平均月提拨金额。目标风险参与者的平均期初余额是\$21,572 而混合型和非目标风险参与者则分别是\$41,368 跟\$32,407。目标风险参与者的平均月提拨金额是\$352 而混合型和非目标风险参与者则分别是\$592 跟\$464。

由于三个组别的年龄分布非常相似，尽管研究并没有取得参与者的收入数据，平均期初余额及平均月提拨金额的差异隐含目标风险参与者的收入较混合型和非目标风险参与者来得低。

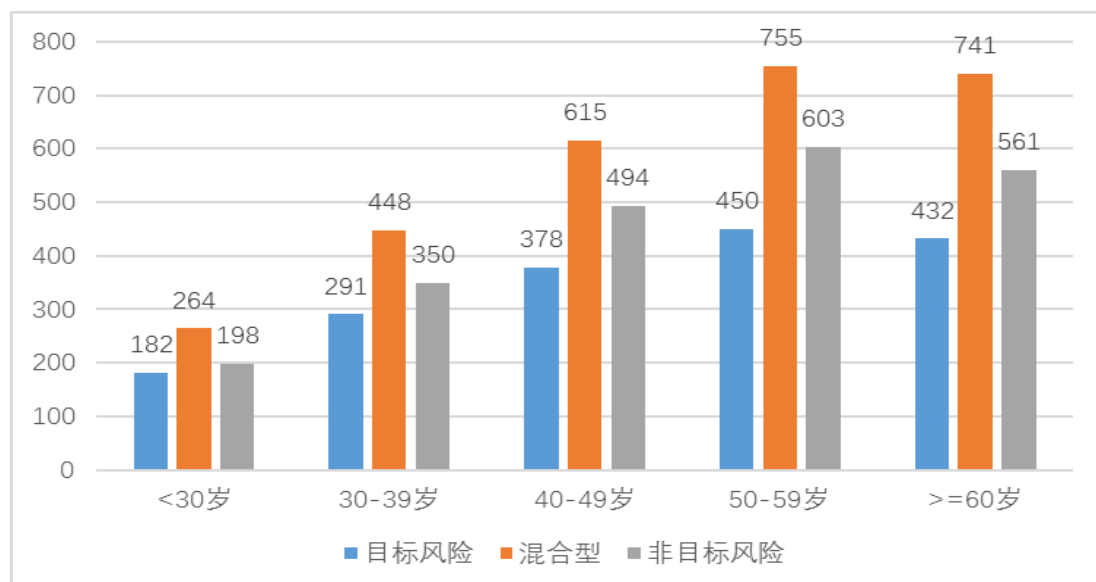


图 1 平均月提拨金额

非目标风险参与者较目标风险参与者，有较强倾向选择风险分组的两极(积极型或保守型)投资策略。研究发现：47.2%的非目标风险参与者选择了最高风险组别(积极型)的投资策略而仅有10.2%的目标风险参与者选择此组别。相反，24.0%的非目标风险参与者选择了最低风险组别(保守型)投资策略，而仅有6.9%的目标风险参与者选择此组别。重要的是，这样的模式可以在每个年龄组别有类似的发现。

有相当大比例较年长的非目标风险参与者采用积极的投资策略。60岁以上的参与者中，有38.6%的非目标风险参与者积极地投资，而只有4.9%目标风险参与者如此做。这样的比较值得留意，考虑参与者的年龄，显示目标风险基金能协助参与者选择适合投资策略以降低风险的效果。

## 五、依年龄分组之投资报酬

目标风险、混合型和非目标风险参与者的投资报酬依年龄而不同。

在混合型和非目标风险组别中，无论是五年或十年研究期，60岁以上参与者的投资报酬都是最低的。相反，目标风险组别中60岁以上参与者的投资报酬是最高的。由于混合型和非目标风险参与者，无论年龄分别都有较高的倾向去投资风险分组的两极(积极型或保守型)，所以较年长的目标风险参与者获得较高报酬并不令人意外，因为他们倾向选择较平衡的策略，同时迭加了2008年股市暴跌的影响。

在五年及十年研究期中，每个年龄组别的目标风险参与者都较混合型和非目标风险参与者获得较高报酬。由表2及表3的总计栏可看

出：五年研究期内，目标风险参与者的报酬较混合型和非目标风险参与者高出年化0.92及0.90个百分点而在十年研究期内则分别高出年化1.13及1.71个百分点(表2)。

表2 十年投资表现依年龄分组

投资表现						
年龄组别	<30	30-39	40-49	50-59	>=60	总计
目标风险	4.68%	4.45%	4.60%	4.66%	4.71%	4.59%
混合型	4.12%	3.71%	3.43%	3.29%	3.19%	3.45%
非目标风险	3.56%	3.18%	2.84%	2.64%	2.33%	2.87%
百分比差异						
目标风险与混合型	0.56	0.74	1.17	1.37	1.52	1.13
目标风险与非目标风险	1.11	1.27	1.76	2.02	2.38	1.71

## 六、依风险评分分组之投资报酬

在五年研究期中，除了积极型的组别外，目标风险参与者获得较混合型和非目标风险参与者高的报酬。保守型、一般型跟平衡型组别的报酬差距相当的大，而成长型与积极型组别的差距则相对较小。在十年研究期中，目标风险参与者在每一个风险组别均获得较混合型和非目标风险参与者高的报酬(表3)。保守型跟一般型组别的报酬差距较大，而积极型组别的差距则是最小。

表3 十年投资表现依风险评分分组

投资表现						
风险组别	保守型	一般型	平衡型	成长型	积极型	总计
投资组合风险分数	0.0%-30.0%	30.1%-50.0%	50.1%-70.0%	70.1%-90.0%	> 90.0%	0%-100%
目标风险	4.93%	5.03%	4.98%	4.46%	3.81%	4.59%
混合型	3.61%	3.70%	3.91%	3.63%	3.08%	3.45%
非目标风险	2.80%	3.25%	3.21%	2.92%	2.83%	2.87%
百分比差异						
目标风险与混合型	1.33	1.32	1.08	0.83	0.73	1.13
目标风险与非目标风险	2.13	1.78	1.77	1.54	0.98	1.71

研究显示，目标风险参与者所选的投资表现较混合型和非目标风险参与者的投资表现好。

## 七、假设性分析

假设混合型和非目标风险参与者将提拨金投入单一目标风险基金之结果

在五年研究期组别中，有 66% 的非目标风险参与者，如果他们将所有提拨金额投入与自身实际风险评分相符的单一目标风险基金，将会获得较高的期末余额及较好的投资报酬。平均而言，这些参与者藉由采用目标风险基金策略，将会获得较原来高出 1.7% 的期末余额及较原来高出 0.43 个百分点的投资报酬。

在十年研究期组别中，有相当大比例的混合型和非目标风险参与者藉由投资目标风险基金会获得较高的报酬。表 4 显示有 82.1% 的非目标风险参与者及 75.3% 的混合型参与者会获得较好的报酬。平均而言，非目标风险参与者藉由选择目标风险基金策略，将会获得较原来高出 7.7% 的期末余额及 1.14 个百分点的投资报酬率。类似的结果可以在每个风险分组里都可以发现。

表 4 假设混合型和非目标风险参与者投资单一目标风险基金之结果  
十年研究期组  
参与者选择符合自身风险分组之目标风险基金之假设余额及报酬

风险组别	保守型	一般型	平衡型	成长型	积极型	总计
投资组合风险分数	0.0%-30.0%	30.1%-50.0%	50.1%-70.0%	70.1%-90.0%	> 90.0%	0%-100%
以生活方式基金获得较高期末余额之百分比						
混合型	78.3%	86.4%	90.0%	75.0%	65.7%	75.3%
非目标风险	92.9%	93.5%	94.5%	88.2%	77.1%	82.1%

## 投资报酬

风险组别	保守型	一般型	平衡型	成长型	积极型	总计
投资组合风险分数	0.0%-30.0%	30.1%-50.0%	50.1%-70.0%	70.1%-90.0%	> 90.0%	0%-100%
<b>平均实际报酬</b>						
混合型	3.61%	3.70%	3.91%	3.63%	3.08%	3.45%
非目标风险	2.80%	3.25%	3.21%	2.92%	2.83%	2.87%
<b>平均假设报酬</b>						
混合型	5.12%	5.03%	5.07%	4.41%	3.77%	4.31%
非目标风险	5.04%	5.11%	5.08%	4.35%	3.72%	4.01%
<b>百分比差异 (假设报酬减去实际报酬)</b>						
混合型	1.52	1.33	1.16	0.77	0.69	0.86
非目标风险	2.24	1.86	1.87	1.43	0.90	1.14

## 八、结论

多数将全部账户余额配置到单一目标风险基金的参与者，较采用其他策略的参与者获得较高的投资报酬。多数的混合型和非目标风险参与者，可以藉由将所有的金余配置到与自身投资组合风险属性相符的目标风险基金，获得较高的期末余额及投资报酬率。

研究显示：目标风险基金方便于投资者评估风险提供给养老计划参与者。参与者风险评分比较，支持了这样的结论。目标风险参与者较倾向于选择适于他们年龄的投资策略，而非目标风险参与者无论年龄分组均较倾向于选择风险两极的(保守型与积极型)投资。结论是，有多数的非目标风险参与者积极地投资。在较平衡的投资策略范畴内(一般型、平衡型及成长型)的参与者获得较好的报酬，特别是投资目标风险基金的参与者，所以整体而言，目标风险参与者较非目标风险参与者获得较好的报酬并不令人意外。

## 董登新：职业年金入市的真相与影响——职业年金 将倒逼企业年金大发展<sup>6</sup>



董登新：中国养老金融 50 人论坛特邀成员、武汉科技大学金融证券  
研究所所长、教授

作者按：职业年金入市究竟能给资本市场带来多大的资金增量？有人预测三、五百亿，有人预测有万亿，更有人预测两万亿，当然，这些预测更多只是炒作，却缺乏科学的依据。

2016 年 9 月 28 日，人社部及财政部正式发布《职业年金基金管理暂行办法》。这意味着自 2014 年 10 月 1 日开始实施的职业年金制度又向前迈出了关键的一步。与企业年金相比，职业年金对资本市场

<sup>6</sup> 本文来源与“养老与金融”微信公众号，原文为中国新闻网特约稿。

可能会产生更大的正面效果与影响。

职业年金制度是机关事业单位职工养老金改革的重要成果。国务院决定从2014年10月1日起,机关事业单位职工必须强制参加城镇职工基本养老保险,并同时设立职业年金制度。众所周知,职业年金与企业年金同样属于补充养老金制度,但企业年金早起步25年,不过,25年来我国企业年金制度覆盖面仍很窄,参加率也很低。截止2015年底,企业年金计划覆盖职工仅有2300万人,企业年金结余基金仅为9625亿元。由此可见,在我国企业推广企业年金制度是一件十分困难的事情。

那么,这次创设的职业年金与企业年金有何区别?它将对资本市场产生多大的影响?

### (一) 覆盖对象与参加资格比较

根据《企业年金试行办法》规定:符合下列条件的企业,可以建立企业年金:(1)依法参加基本养老保险并履行缴费义务;(2)具有相应的经济负担能力;(3)已建立集体协商机制。

根据《机关事业单位职业年金办法》规定:职业年金是机关事业单位及其工作人员在参加机关事业单位基本养老保险的基础上,建立的补充养老保险制度,它适用的单位和工作人员范围与参加机关事业单位基本养老保险的范围一致。

二者的主要差别在于:企业年金是自愿的,目前主要覆盖大企业职工,包括部分央企、金融企业及上市公司职工;但职业年金却是“准强制性”的,它要求覆盖机关事业单位全部职工。目前,企业年金覆

盖企业职工约 2300 万人，而职业年金覆盖机关事业单位职工至少超过 5000 万人，因为我国广义财政供养的机关事业单位职工大约为 5000 万人，再加上非财政供养人员，可能数量更大。因此，从这一点来看，职业年金起步阶段的参加人数，将是已有 25 年历史的企业年金参加人数的两倍多。

## （二）缴费标准及记账方法比较

根据《企业年金试行办法》规定：企业年金所需费用由企业和职工个人共同缴纳。企业缴费的列支渠道按国家有关规定执行；职工个人缴费可以由企业从职工个人工资中代扣。企业缴费每年不超过本企业上年度职工工资总额的 1/12。企业和职工个人缴费合计一般不超过本企业上年度职工工资总额的 1/6。企业缴费应当按照企业年金方案规定比例计算的数额计入职工企业年金个人账户；职工个人缴费额计入本人企业年金个人账户。企业年金基金投资运营收益，按净收益率计入企业年金个人账户。

根据《机关事业单位职业年金办法》规定：职业年金所需费用由单位和个人共同承担。单位缴纳职业年金费用的比例为本单位工资总额的 8%，个人缴费比例为本人缴费工资的 4%，由单位代扣。单位和个人缴费基数与机关事业单位工作人员基本养老保险缴费基数一致。职业年金基金采用个人账户方式管理。个人缴费实行实账积累。对财政全额供款的单位，单位缴费根据单位提供的信息采取记账方式，每年按照国家统一公布的记账利率计算利息，工作人员退休前，本人职业年金账户的累计储存额由同级财政拨付资金记实；对非财政



全额供款的单位，单位缴费实行实账积累。实账积累形成的职业年金基金，实行市场化投资运营，按实际收益计息。

二者的主要差别表现在两个方面：一是能够享受税收递延待遇的最大缴费率不同。企业年金雇主与雇员双边合计缴费率为 16.67%，而职业年金为 12%，很明显，职业年金总缴费率低于企业年金。二是记账方法不同。企业年金全部缴费同时计入个人账户，并且均为实账积累；而职业年金的单位缴费则分两种情况记账，非财政全额供款的单位缴费实行实账积累，但财政全额供款的单位缴费只记账计息、无实际资金，等退休时再拨付本息到账做实。

由此可见，企业年金缴费率高，并实账积累，但职业年金缴费率低，且有部分缴费不能形成实账基金，当然，其投资基金规模也会大打折扣。

### （三）投资范围与投资比例比较

根据《企业年金基金管理办法》规定：企业年金基金财产限于境内投资，投资范围包括银行存款、国债、中央银行票据、债券回购、万能保险产品、投资连结保险产品、证券投资基金、股票，以及信用等级在投资级以上的金融债、企业（公司）债、可转换债（含分离交易可转换债）、短期融资券和中期票据等金融产品。其中，投资股票等权益类产品以及股票基金、混合基金、投资连结保险产品（股票投资比例高于或者等于 30%）的比例，不得高于投资组合企业年金基金财产净值的 30%。

根据《职业年金基金管理暂行办法》规定：职业年金基金财产限

于境内投资，投资范围包括：银行存款，中央银行票据；国债，债券回购，信用等级在投资级以上的金融债、企业（公司）债、可转换债（含分离交易可转换债）、短期融资券和中期票据；商业银行理财产品，信托产品，基础设施债权投资计划，特定资产管理计划；证券投资基金，股票，股指期货，养老金产品等金融产品。其中，投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品的比例，合计不得高于投资组合委托投资资产净值的 30%。

二者主要区别在于：企业年金投资范围包含了万能保险产品和投资连结保险产品，而职业年金的投资范围则不包含这些。除此之外，职业年金与企业年金有关投资范围与投资比例的其他规定基本相似。

#### （四）入市进程与投资规模比较

目前我国企业年金基金结余总额不足 1 万亿元，并已全部进入市场化运作，在短期内，企业年金规模不会有太大的增长。

那么，我国正在建立的职业年金制度将会给资本市场带来多大的增量资金？这仍是一个未知数。养老金并轨后，公务员基本工资标准进行了调整，同时将部分规范津贴补贴纳入基本工资。调整后，内地公务员体系中最高的正国级官员最高基本工资，由 7,020 元增至 11,385 元，最低的办事员基本工资，由 630 元增至 1320 元。此外，在规范津贴补贴标准后，省部级正职官员津贴补贴减少 650 元，办事员减少 220 元。新的工资标准将构成职业年金的缴费基数。

不过，职业年金基金的初期规模究竟有多大，主要取决于两个因素：一是全国机关事业单位建立职业年金制度的时间进度会有很大差

别，比方，在职业年金个人账户设立并开始缴费的时间上，中央行政机关明显会早于地方行政机关；各地行政单位要普遍早于各地事业单位；财政全额供款的单位也会普遍早于非财政全额供款的单位。此外，机关事业单位社保缴费会普遍早于职业年金缴费。二是机关事业单位筹资与补缴的难易程度不容乐观。目前，距离职业年金法定起步时间（2014年10月1日）已过去整整两年，但大多数行政事业单位仍未设立职业年金个人账户，也并未开始缴费。其中，主要的原因可能是单位筹资有难度，或是一次性补缴困难大，当然，还有一些地区在等上级政策，或仍在观望。

由此可见，职业年金要想形成一定规模的基金或结余，仍需要一个过程，比方，三、五年或可完成全面筹资和补缴，然后，才能谈得上投资托管或入市问题。

不过，无论职业年金将来规模有多大，但有一点可以肯定，职业年金的规范运作与普及，一定能发挥重要的示范效应，它将倒逼我国企业年金加速发展，并刺激企业年金快速扩大覆盖面，大幅提升企业年金基金的积累规模。只有职业年金与企业年金的同步大发展，才能为我国资本市场的做大做强提供足量的“长钱”及庞大的机构投资者，并为国民养老提供重要的补充保障机制。因此，职业年金入市安排，其短期效果并不明显，但长远意义十分重大。

## 朱海扬：发展第三支柱是改革养老金投资模式的切入点<sup>7</sup>



朱海扬：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

### 一、中国养老金第三支柱发展现状

“养老三支柱体系”最早是由世界银行提出来的。在上世纪 90 年代初，结合世界银行的研究，我国开始发展具有中国特色的养老三支柱体系。

根据全国老龄工作委员会公布的数据，2015 年到 2035 年，中国将进入急速老龄化阶段。我国人口老龄化形势严峻的同时，相比其他国家还有一些更为复杂的问题，比如绝对规模过大的老年人口、过快的

<sup>7</sup> 本文系《上海保险》2016 年第 9 期文章《发展第三支柱是改革养老金投资模式的切入点》改编而来。

老龄化速度、未富先老等难题。而目前我国的养老金三支柱发展极为不均衡：第一支柱基本养老保险由于缺乏市场化运作，长期面临投资收益低、落后于通胀水平的问题；第二支柱企业年金目前市场规模尚小，覆盖面窄；第三支柱则尚未规范建立。

与美国等发达国家相比，我国的第三支柱基本还是一片空白。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计划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。

为解决这个问题，实现第三支柱在中国的真正落地，2008年以来，上海市金融办、上海市财政局、上海保监局等有关部门组织有关金融机构对在上海开展个人税收递延型养老保险运行机制进行了研究，并形成了较为完整的实施方案，相关政策也有望出台。但与世界通行意义上的个人退休账户 (Individual Retirement Accounts, 简称 IRA, 以美国为代表) 相比，两者还有很大区别：

第一，IRA 计划是以信托型的方式运作，而个人税延保险是契约型的；第二，税优层面不同，IRA 税优体现在账户层面，而税延保险只针对保险产品；第三，转移的接续不同，转移税延保险资金的前提是退保，而 IRA 是能够和企业养老金对接的；第四，流动性不同，IRA 计划灵活性十足，允许提前取款或借款，个人税延养老保险则缺乏流动性；最后，两者对资本市场的意义不同，美国资本市场中养老金占 35% 左右，而中国资本市场养老金仅占 5% 左右。

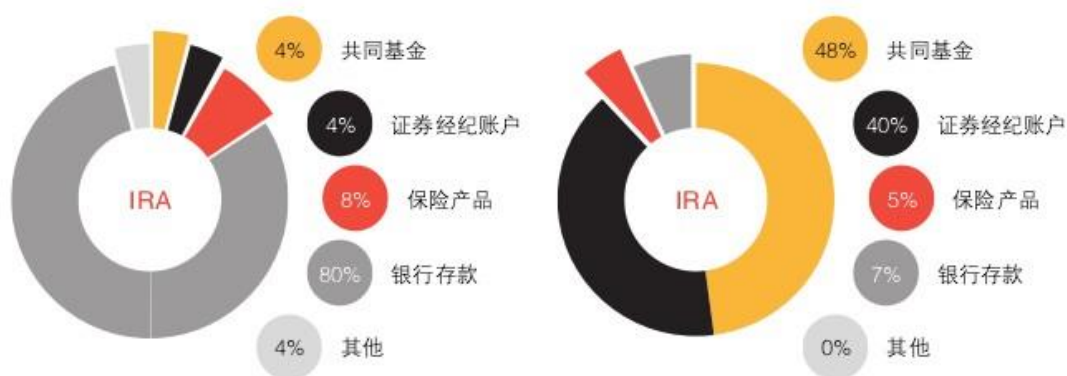
如果不考虑 35% 的养老金，美国资本市场跟我国二级市场的散户

状态是比较类似的,可以看出,通过机构管理长期资金可以克服资本市场短期资金顺周期特征带来的波动性过大的影响。

## 二、国外养老金模式比较分析

### (一) 美国 IRA 个人退休账户

IRA 是由美国政府提供税收支持、个人自愿参与的退休储蓄计划。在产品模式方面,IRA 计划可投资于股票、债券、共同存单、共同基金、免佣金的共同基金、变动年金、免佣金的变动年金及房地产等领域。在投资模式方面,IRA 计划的参与者直接负责个人退休账户资产的投资管理,不受雇主或任何机构控制,即计划参与者拥有个人选择权。



► 图1 美国 IRA 个人退休账户投资情况

### (二) 智利个人账户养老金计划

1980 年,智利政府 3500 号法令的颁布对完全积累制的个人账户制度进行了改革。2008 年国会通过了新一轮改革法令,扩大了第三支柱的参与范围,取消低收入者提前支取的税收惩罚等。2008 年的改革重新引入了公共养老金,但保留原有了体制框架,即个人账户完全积累和市场化运行为基础的缴费确定型个人养老金制度。

在投资产品方面,智利政府采取较严格的监管模式。最初的投资

品种主要包括政府债券、可抵押债券等,后来投资范围逐渐扩展到公司债券、股票、基金以及国外金融证券等产品。

与美国类似的是,智利的个人账户参与者同样可以对投资组合进行自主选择。与美国最大的不同在于智利政府规定一家养老金管理公司只能管理一只基金,个人一旦选择了某家养老金管理公司,就相当于选择了一种投资组合。

智利的主要监管机构包括社会保障监管局、养老基金管理局(SAFP)、预算理事会、公共财政部、规划部、养老金标准化局以及其他市政当局与公共机构。其中,养老基金管理局成立于1980年,是专门对养老金管理公司进行监管的机构。

### (三) 新加坡中央公积金

新加坡的养老金制度与美国、智利的模式截然不同,其中央公积金采用集中管理的模式,以政府机构为主导,由中央公积金局和新加坡政府投资公司进行管理。

中央公积金制度最初只是一项简单的养老储蓄制度,现已逐步演变为一个包括养老、住房、医疗的综合性制度。公积金由雇主和雇员共同缴纳,公积金局每月收缴的公积金经过计算后计入每个会员的个人账户中,在缴纳及投资环节均无需纳税(类似美国的EET模式)。

另一区别体现在中央公积金的领取制度上,即在任何年龄段,新加坡人都可以使用个人账户中的养老金支付购房和医疗费用。达到退休年龄后,新加坡人必须把一定数量养老金留在账户内以作为晚年生活的支出来源,其余的养老金则可由个人自由支配。

相较于前两个国家养老金的投资模式而言,新加坡的中央公积金是由会员根据自身情况,在中央公积金局提出的投资计划范围内自主选择进行选择的模式。公积金局向会员提供了四项投资计划,分别是基本投资计划与增进投资计划、新加坡巴士公司股票计划、非住宅产业计划及填补计划。不同计划可投资的品种包括:股票、基金、黄金、政府债券、人寿保险、房地产及基础设施项目等。

### 三、发展第三支柱是改革养老金投资模式的切入点

从国外经验可以看出,要积极应对老龄化、完善养老体系建设,必须充分发挥政府的主导作用,大力发展养老第三支柱,尽快推出税延型第三支柱配套政策,调动社会各主体的积极性,提升养老保险资金的总积累水平,并发挥个人在养老金积累方面的重要作用,共同承担养老责任。

1. 发展第三支柱能够促进养老金资产规模的增长,有助于解决我国目前面临的居民养老保障需求难以得到满足的问题,从而减轻国家负担。

2. 发展第三支柱,可以有效提高养老资金的运作效率。我国企业年金发展了十年,截至目前总规模一万亿元左右,平均年化收益率超过8%,2007年大牛市时甚至超过了40%,但覆盖率仅有7%,主要原因在于企业和员工没有获得足够的激励去参加年金计划。只有通过建立养老第三支柱实现个人选择权加以国家税优政策的激励,通过产品化实现个人风险收益的匹配,才能实现每个个体的退休养老目标。

3. 发展税延型第三支柱可以保障公平的财富分配。养老保险体



系是国家通过国民收入进行强制性再分配来保障社会安全和经济发展的的重要举措,其再分配功能及对公平和效率的影响是养老保险制度改革的核心。养老体系的再分配不公平问题应通过整个养老体系内部协调来解决,更重要的是,通过第三支柱的建立,可以加快落实个人账户与个人选择权等在中国市场多年来尚未实现的制度模式,并且能够起到以点带线的作用,促进整个中国养老金市场投资模式的改革创新。不论是从国外还是我国的历史经验来看,居民个人养老资金归集统一管理往往会导致效率不高的问题。只有做到“谁的资金谁投资”,发挥个人账户的实质作用,回归个人管理,才能有效提高投资效率,匹配每个个体的风险收益。由于目前直接对第一、第二支柱个人账户进行改革的条件尚未具备,因此需要从第三支柱切入,落实个人账户与个人选择权,以点带线改革养老金投资模式。

#### 四、我国第三支柱发展路径

从目前我国实际情况来看,如果第三支柱要配合未来税延政策的出台、实施,可能会涉及顶层设计、配套监管制度、投资产品、统一账户管理平台以及互联网渠道创新等问题。

##### (一) 顶层设计

发展第三支柱,需要确定税优政策、个人账户模式、投资模式等顶层设计方案。在税优政策方面,从国际经验来看,养老第三支柱的发展须政府出面营造良好的外部环境,通过提供财税支持等方式鼓励第三支柱发展在发达国家相当普遍。

在个人账户模式方面,基于我国国情及市场现状,建立第三支柱

应选择建立完全积累制的个人账户的发展道路,而非仅在某类产品层面实施税优。该种模式优势包括:首先,建立个人退休账户可以保证居民个人养老账户的唯一性,便于监管以及税收优惠的安排;其次,采用个人账户制可以扩大资金的投资范围,可投资标的包括银行存款、共同基金、保险年金产品等等,而非仅限于某个单一子行业的产品。

在投资模式方面,为匹配不同投资需求,应该给投资者以多样化选择。从发达国家成功的养老金融管理经验来看,个人账户至少应包含两大类可投资产品:一种是各类风格鲜明的成分基金,由机构或者个人进行资产配置,形成目标风险基金;另一种是以目标日期基金为代表的生命周期基金,提供给个人做简易选择,满足个人在自身投资能力不足的情况下委托专业机构长期管理的需求。如果是不擅长投资理财的普通居民,自己做资产配置有一定难度,就可以直接选择对应退休日的目标日期基金。从图2可以看出,美国近些年来目标日期基金的市场规模增速是相当快的。



► 图2 美国市场目标日期基金市场规模

## （二）配套监管制度

发展第三支柱,需要完备的配套监管制度,有一个统一监管的机构就显得非常重要,比如澳大利亚的养老金行业就是由专门的审慎监管局进行监管。加之养老金的投资涉及到各个金融子行业,第三支柱的发展也需要相应的资本市场监管法规的完善。从美国 IRA 的监管来看,主要监管部门为美国税务局,但美国证券交易委员会、银行、保险监管机构对 IRA 也有间接监管职责。美国证券交易委员会和银行、保险监管机构需对 IRA 计划的投资对象,如证券、共同基金、保险产品和提供相关服务的金融服务机构进行法规监管。最后,公开、标准的信息披露是必不可少的,需要有专业的监管机构对个人养老产品报备、对从业人员管理,尤其是在信息披露等方面进行有效监管,保证公平透明。

## （三）投资产品

养老资金的特殊性质,决定了它更加适合配置长周期、有稳定现金流回报的资产,如:基础设施、商业地产、REITs 等。但目前,该类资产尚未被纳入养老金投资范围,若能实现养老资金对接,养老基金的持有人将获得长期、稳健的收益。

若第三支柱在我国落地,建议向投资者提供多样的产品选择,囊括多行业,纳入更多创新投资品种,充分发挥各行业优势,为投资者提供个性化服务。

## （四）统一账户管理平台

发展第三支柱,需要有统一的账户管理平台,应当为每个社会成

员提供一个养老金税优计划账户,除却国家给予的税收优惠缴费,也允许个人自愿向该账户缴费。建立统一的个人养老金税优计划账户,一方面可以对税优额度进行统一管理,避免税收流失;另一方面也是对于个人养老信息的统一管理需要,个人可以根据基本养老、补充养老以及个人税优退休金的额度,来评判其未来退休金的替代率水平。

个人账户是面向全体公民的一项福利,应以每个缴费公民的利益最大化为管理目标,故应选择一个覆盖面广、公平公正的第三方平台进行开户,该账户在一定限额内享有税收优惠。个人账户编码、缴费、投资、提取、税收等信息由全国统一的授权机构管理,通过该账户能够实现身份校验与退休校验等功能,避免出现重复避税、延期领取等问题。

#### (五) 互联网渠道创新

在当今互联网时代,可以充分利用互联网金融手段助力第三支柱的发展,用现代化方式促进养老金管理的模式创新。一方面,可以通过日渐便利的移动互联网为广大居民提供更好、更便捷的养老运营与客户服务另一方面,随着大数据投研与智能投资顾问的兴起,可以对每个用户的个性化需求进行分析、刻画,用贴合用户实际需求的养老金产品更好地服务大众。天弘基金深耕大数据研究,成果包括余额宝情绪指数、余额宝流动性管理、信鸽系统、鹰眼系统等,利用大数据助力投资研究能力的提升,为客户带来更好的服务体验。

总结三支柱养老保险体系是我国现行的养老保险模式。目前,第三支柱税延型个人储蓄性养老保险在我国还未规范建立。在目前的国

情、市场环境下,只有建立以账户为核心的第三支柱个人养老金税优计划,将存款、基金、保险等多种产品纳入产品池,同时提高账户的灵活性与便捷性,才能够真正达到第三支柱补充养老的目的。推广个人养老金税优计划,不仅有助于国家应对老龄化社会、构建多层次养老保险体系,同时也可以此为抓手来改革整个养老金体系的投资模式,提高投资效率,为资本市场提供长期稳定资金,从而促进我国资本市场健康发展。

## 2016年10月CAFF50动态

1. 10月10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。会议主要讨论了以下几个议题：一是详细讨论了论坛2016年年会的主题、时间以及相关的细节问题；二是讨论了中国养老金融50人论坛2016年11月份专题论坛相关事宜；三是进一步讨论和修订了论坛国际专家和青年研究员管理办法；四是初步研究了论坛承担的保监会国际部课题的相关内容。会议还商议了其他相关议题。论坛秘书长董克用教授，副秘书长朱海扬，谭海鸣，秘书长助理、《养老金融评论》执行主编孙博，秘书处张栋、马媛媛等参加了本次会议。

2. 10月24日，中国养老金融50人论坛（CAFF50）国际专家和国际峰会联合主席 Harry Smorenberg 在中国人民大学同董克用秘书长进行了会谈，主要商讨了2017年在深圳举办中国养老金融50人论坛国际峰会的相关事宜，同时双方对论坛吸纳国际顶级养老金融专家交换了意见。论坛副秘书长王赓宇，秘书处张栋、马媛媛等参加了会谈。

3. 10月17日，平安资产管理有限责任公司资产解决方案部总经理张雨萌经申请和成员推荐、秘书处审议，成为中国养老金融50人论坛特邀研究员。

4. 10月31日，中国养老金融50人论坛2016年年会筹备会议在金融街举行，论坛副秘书长王赓宇同本次年会的承办方兴

业银行相关负责人进行了商谈，详细讨论了本次年会相关的细节问题。



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)