

# 养老金融评论

---

2018年第4期（总第29期）

- 席恒：养老金制度责任分担模式的分野与选择:实践模式与价值取向
- 董登新：中国两大基本养老保险差异比较
- 董克用：完善企业年金制度,增强职工“三感”
- 杨燕绥：发展企业年金需要国家“输血”
- 胡继晔：划转部分国有资本充实社保基金的缘由与路径
- 曹卓君：养老产业金融：行业并购兴起，多元发展仍是趋势

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 杨子强

### 论坛秘书长:

董克用

### 副秘书长:

王赓宇 朱海扬 张 兴

### 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 王振振 李佳宁 凌 燕 孙 玥 王梦晨 霍丽雅

---

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】

- 席恒：养老金制度责任分担模式分野与选择:实践模式与价值取向.. 2
- 董登新：中国两大基本养老保险差异比较..... 16
- 董克用：完善企业年金制度，增强职工“三感” .....23
- 杨燕绥：发展企业年金需要国家“输血” .....28

### 【养老金融观点集萃】

- 胡继晔：划转部分国有资本充实社保基金的缘由与路径..... 33
- 曹卓君：养老产业金融:行业并购兴起,多元发展仍是趋势..... 39

### 【养老金融资讯】

- 养老金融月度资讯..... 77

### 【CAFF50 大事记】

- 2018年3月CAFF50动态..... 87

**导读：**我国已经进入人口老龄化快速发展阶段，且面临着未富先老的压力，迫切需要构建一个有效的养老体系，其中一个重要发展方向就是养老金融。养老金融是一个涵盖养老金金融、养老服务金融和养老产业金融的一个综合性的概念框架。目前我国养老金融业总体处于初期发展阶段，一方面，养老金金融在养老金体系尚未完善的背景下受到诸多限制；另一方面，金融部门对于养老服务业的认识和投入也刚刚开始，针对居民养老的金融产品和服务品种单一，养老资产管理的理念和机制比较滞后，养老金融市场尚不发达，与居民养老和养老服务主体多层次、多样化需求还有很大差距，因此有必要在完善我国养老体系的基础上，进一步支持养老金融的快速发展。

本期《养老金融评论》重点关注如下内容：论坛特邀成员、西北大学公管学院教授席恒对养老金制度责任分担模式的研究；论坛核心成员、武汉大学金融证券研究所所长董登新关于中国两大基本养老保险差异的比较；论坛秘书长、中国人民大学教授董克用提出的完善企业年金制度的建议；论坛核心成员、清华大学教授杨燕绥对发展企业年金的提议；论坛核心成员、中国政法大学教授胡继晔关于划转部分国有资本充实社保基金的缘由与路径的相关研究；论坛特邀研究员、和君集团健康养老研究中心副主任曹卓君与和君集团健康养老研究中心研究员秦婧对养老产业金融行业的分析，以飨读者。

## 席恒：养老金制度责任分担模式的分野与选择： 实践模式与价值取向



席恒：中国养老金融 50 人论坛特邀成员、西北大学公管学院教授

养老金制度是基于社会互助的价值追求，以国家、企业和个人为责任主体，通过实现缴费责任与福利待遇之间的均衡，为退出劳动领域或丧失劳动能力的公民提供社会福利的制度安排，以保障其生活水平不致因劳动收入减少而下降。1883 年，德国俾斯麦政府率先将商业保险机制引入社会福利领域，形成了包括养老保险在内的现代意义上的社会保障制度。养老保险制度的本质是一种拥有不同资源与要素

禀赋主体合作下参保人延期支付与消费的社会保险方式。从广义上讲，养老金制度是政府、企业和个人等主体之间通过责任分工形成的合作机制。而由于受到不同价值取向的影响，各国对养老金制度中不同责任主体的责任划分有不同的认识与定位，并因此分别通过正式制度安排形成了不同的养老金制度责任分担模式。

### 一、自由主义模式：个人选择下的责任独担

养老金制度设计的初衷是通过物质资源的个人积累与社会再分配机制化解养老风险，实现社会总福利水平最大化。在 17 世纪“自由主义”思潮的冲击下，全球出现了养老金制度“反公共化”的浪潮。受此影响最为明显的是美国，其以雇主和雇员出资为主的养老金个人账户制度已成为其多层次养老金体系的重要组成部分，其中以 1978 年规定、1980 年实施的 401 (k) 计划最为典型。依据 401 (k) 计划的规定，雇主为雇员创建一个固定的个人退休账户，雇员每月缴纳收入的固定比例到该退休账户进行积累，雇主则采用两种形式进行一定程度的缴费补贴，包括匹配供款与利润分享。同时，雇主会为雇员设计不同的投资方式并让其根据自身情况进行挑选，投资的全部收益均放入退休账户进行积累，但同时相应的投资风险也需要由雇员自己承担。个人退休账户积累额取决于个人缴费额、投资收益与市场经济发展水平。可以看出，美国养老金制度中个人承担大部分的缴费及运营风险责任，雇主只在一定程度上通过利润分享或投资选择等方式进行辅助性分担，而政府对于缴费型养老金制度仅负有有限的监管责任。这一制度模式充分体现了自由主义对个人经济与财产权利的重视，坚

持个人有自由缔结契约关系及支配自己劳动与财产的权利。同时强调经济个人主义与企业自由意志，强调市场经济以及国家较少地干预和控制经济。这一价值取向决定了养老金制度中个人责任的最大化，集中表现为养老金缴费义务与投资运营风险的个体承担。

同时，在自由主义的影响下，个人账户模式在养老金制度体系中的作用日益凸显，尤其是以当前实行中央“大账户”模式的新加坡和“完全个人积累”模式的智利最为典型。新加坡养老金中央公积金制度（Central Provident Fund System）始于 20 世纪中期，目的是向雇员退休后因退出劳动领域或丧失劳动能力提供经济支持与保障，是一种强制性退休储蓄计划。目前，新加坡中央公积金账户包括了住房、投资、教育、医疗健康、养老保险等多个项目类型，并分别采用普通账户、专门账户、医疗储蓄账户、退休账户等进行分类积累、专项使用。新加坡中央公积金制度的缴费完全由企业和职工个人承担，并按年龄、职业类型与工作年限分类规定缴费比例。对于私营企业雇员，雇员个人需承担大部分的缴费责任，而政府作为雇主对于政府雇员的养老金支持力度则要大得多。

智利养老金制度建立的标志是 1980 年 11 月 4 日通过的“建立明确定义资产权益可自由选择的退休金个人储蓄账户”法案，即《养老保险法》。智利养老金制度实行完全积累下的个人账户制度模式。除灵活就业人员外，每个雇员必须自己选择具有资质的养老基金管理公司并开办个人账户。雇主没有缴费责任，只是协助雇员将个人工资总额的一定比例缴纳给养老基金管理公司。按照《养老保险法》相关规



定，智利成立了一个专业私营金融机构（Administration de Fondos de Pensiones）对养老基金进行管理，并负责个人账户资金的征收、管理和发放。雇员可以根据需求选择不同的账户管理公司开设个人账户，并能够自由选择从一家公司转换到另一家公司。若雇员退休时个人账户积累额仍未达到最低待遇标准，只要缴费期满 20 年，政府就会提供最低补贴来保障其老年生活。智利养老金模式的典型特征为个人积累与市场运作相结合，养老保障责任主要由雇员个人承担。

新加坡与智利养老金模式的责任分担理念包含了如下两个方面：第一，养老金责任应是个人主义的，养老金制度中的个人主体地位与责任相较于其他主体是置于首位的；第二，养老金制度应是起点平等的，或者说至少在道德和法律层面上每个人应该享有平等的养老金积累权利，不因族群、阶级等不同而导致养老金积累权利的差别，而养老金积累水平的差异则完全取决于个人的能力。这两个理念与自由主义的核心观点十分契合。自由主义的核心是个人主义的，也是平等主义的。它试图最大限度地将个人权利置于首位，同时强调个体间不应有等级之分，在道德意义上所有人应具有相同的地位，否认人与人之间在法律地位或政治地位上的不同。从 18 世纪启蒙运动起自由主义的触角开始延伸至经济领域，关注政府以何种方式参与市场经济活动、调节市场经济行为。自由主义者认为，自由意志是人们在日常生活中进行判断、选择和行为的依据，是不可让渡的天赋权利，因此应最大化地发挥个人自我禀赋功能及市场调节机制，国家和企业仅需承担有限的基本保障责任。在自由主义思潮的影响下，形成了当代以美

国、新加坡、智利为代表的基于个人选择的养老金责任独担模式，即由个人承担主要责任、企业承担补充责任、国家仅承担有限兜底责任。

## 二、合作主义模式：主体均摊下的责任分担

与强调个人承担养老金责任的自由主义不同，以英国、法国等为代表的欧洲大陆法系国家秉持养老金责任应各主体共同应对、平均担责的理念，在养老金制度的运作与实践**中强调各责任主体应承担相对对等的缴费责任**。英国养老金体系在 2012 年进行了调整和改革，在原来 3 个层次的基础上又增加了半层，形成了目前复杂的多层次养老金体系。第一层养老金由中央政府提供，包括基本国家养老金和养老金补贴。这一层级的养老金计划面向每一个参与缴费或有权利领取基本养老金的个人，向其提供最低水平的保障性退休收入。英国国民保险缴费是以周为基础的。在 2011 /2012 财年，缴费门槛 (Primary Earnings Threshold) 为周收入 139 英镑，较低收入线 (Lower Earnings Limit) 为周收入 102 英镑，较高收入线 (Upper Earnings Limit) 为周收入 817 英镑。对于雇员收入低于缴费门槛的部分不需要缴费，收入高于缴费门槛低于较低收入线的部分雇主缴纳 13.8%、雇员缴纳 12%，收入高于较高收入线的部分雇员缴纳 2%、雇主不缴纳第二层养老金也由中央政府提供，旨在使养老金与个人收入水平进一步挂钩，其收入分配效应与第一层养老金相比更弱。第一、二层养老金都实施非积累的现收现付制；第二层半养老金 (Tier 2) 是公私合作的个性化养老金，其具体运作与第三层私人养老金类似，但是通过雇主和雇员的缴费和政府税收减免进行积累。这层养老金是在 2005 年养老金委员会报告

的建议后以法律形式确立的，其自动注册模式自 2012 年 10 月起已向大多数雇主推广，并将于 2018 年 2 月前在所有雇主中进行实施；第三层是私人养老金，即所有自愿性的养老金计划。私人养老金并不直接由政府出资，缴费来自雇主和（或）个人，实行完全积累制。私人养老金的基本目标并不是调节贫富人群的收入差距，而是对个人生命周期中不同阶段收入差别的熨平。通过多层次养老金制度的建立，政府、企业与个人均在不同层次上承担水平大致接近的保障或缴费责任，体现了养老金制度中主体责任均担的特征。在英国养老金制度中，政府通过财政补贴、税收优惠等方式与雇员和雇主共同分担养老保障责任。英国养老金制度责任分担的“合作主义”理念，本质是化解劳资之间可能产生的阶级冲突，也代表了劳动者对劳资关系之间特有冲突能够施加政治影响力的一种形式。这一理念被米什拉称为“主要利益集团之间的制度化合作”。

法国所有私人企业部门雇员参加的养老保障体系一般包括两个层面，即基本保障（DB 型）与补充保障（DC 型）。其中个人养老金的总缴纳率为 22%，由雇员和雇主共同承担。雇员退休后养老金替代率最高能够达到 75%，但必须满足养老金缴费年限至少达到 37.5 年与达到 60 岁法定退休年龄的条件。21 世纪初法国进行了养老金制度深层次改革，将特殊制度与普通退休制度相结合。2003 年，法国将劳动者最低缴费年限延长至 40 年，并且提高了退休年龄，增加了公共部门劳动者养老金个人缴纳比例。2010 年 6 月，法国进一步实施了将退休年龄由 60 岁延长到 62 岁，把领取全额养老金的年龄由

65岁推迟到67岁，养老金最低缴费年限延长至41年，提高公共部门劳动者养老金缴费比例等养老金制度改革举措。法国养老金制度经过一系列改革，政府、雇主与雇员的缴费比例差别不大，均在10%—12%之间，三方共同承担起了劳动者的养老保障责任。

上述责任均担模式的思想基础即为合作主义“普天之下皆为兄弟”的博爱精神，即以强制性与排他性的互助理念与社会福利的法制化为代表。相对于自由主义强调形式自发、多数量大范围参与和竞争、充分相信体制的自平衡功能对社会主体竞争的控制和约束作用，合作主义更加强调主体均衡力量的博弈对制度实施的约束与控制作用。合作主义认为，合作能够产生社会经济活动的资源规模效应，国家也可以从这种制度化的参与机制中获取权力稳定的合法性与控权。合作主义者认为，自由主义潮流的发展严重侵蚀了社区、责任等传统和价值，对于公民个体社会保障权利的维护，国家、企业、社区、家庭、个人等所有参与主体都必须共同承担应有的责任与义务。一个由自私的个体所组成的社会根本就不构成社会，也根本不存在公民。

### 三、社会民主主义模式：制度共同体下的责任共担

走在“责任独担”与“责任均担”道路之间的是受社会民主主义思想影响的“责任共担”模式。日本、瑞典等国家的养老金模式的实践，就将养老金责任分担看作是一项社会性的责任共担。日本的养老金制度包括三层结构：第一层是国民年金制度。这一制度要求所有国民必须强制参加，目的是保障老年人最基本的生活水平。这部分养老金的缴费来源约50%由国库负担，其余50%则由其他制度如厚生年金

保险、各种共济组合以及国民年金等分别根据其所属的加入人员数量分担。这一层次体现了养老金责任分担中国家或政府责任的承担。第二层是被用者年金制度。其核心是以企业雇员为对象的厚生年金保险制度，目的是使老年人能够享受较为充裕的生活。厚生年金的缴费率为雇员个人月收入的 15.704%，由雇主和雇员各承担一半。不过，由于人口老龄化的原因，每年 9 月份都以 0.354% 的速度提高保险费率，直至最后的保险费率固定在 18.3%。第三层是企业年金制度，主要包括厚生年金基金、免税退休年金、公司年金、缴费确定型年金和给付确定型年金等。企业年金制度以企业雇员为参保对象，目的是进一步提高雇员退休后的生活水平。这两个层次体现了企业作为雇主的养老金社会责任的承担及劳动者作为雇员的养老金个人责任的承担。日本作为东亚福利国家的代表，各主体的经济支持与缴费比例体现了其在养老金制度责任分担中的重要作用。但显著的是，在容许“人们扩大对生产资料支配权和决策权的民主公共监督”的前提下，政府作为养老金供给方的角色功能正在逐渐弱化，更符合劳动市场规律的雇主与雇员二元负担模式承担了更大比例的养老金责任。

与日本类似，瑞典的养老金模式也更强调雇主与雇员的责任，并通过引进名义缴费确定型个人账户（Notional Defined Contribution，以下简称 NDC）对雇主和雇员的缴费进行名义积累。这种名义个人账户采取的是现收现付的筹资方式，用来支付收入型养老金，即以现阶段劳动力人口来负担已退休人口的养老金支出。在瑞典，每个参保人都须缴纳工资和津贴总收入的 7% 作为个人养老金缴费，雇主养老

金缴费率则为雇员工资总额的 10.21%。NDC 账户的积累额主要来源于 10.21%的雇主缴费（雇主缴费有一部分会被转移到国家养老基金，转移比例每年会进行调整）、7%的个人养老金缴费及一定比例的国家养老金缴费（从政府预算中直接转移）。在瑞典名义个人账户制度下，雇主和雇员的缴费均计入雇员的个人账户里，但仅以名义记账利率进行积累，实际的缴费用来支付当前的养老金支出，其中名义记账利率为全国人均实际工资增长率。在雇员达到法定退休年龄后，根据退休时点上退休的那一代人的平均余命，按照年金化的公式计算相应的养老金。为了避免基金公司管理成本过高而向参保人收取较高的费用，瑞典成立辅助养老金管理局（Premium Pension Authority）作为结算中心集中管理雇员的个人账户，并通过管理资金在个人账户和基金公司之间的集中划转，极大地减少了不必要的资金划拨及由此产生的成本。明显地，在瑞典以 NDC 账户为代表的养老金制度中，雇主与雇员承担了大部分的养老金缴费责任，其中雇主的缴费份额较雇员更高，而政府的缴费责任则相对较低。

对于日本、瑞典等发达国家或地区，由于雇主和雇员均具有较强的物质生产能力，其天然地承担了较多的包括负担养老金在内的养老保障责任，政府则主要承担组织、监管、兜底、保障弱势群体的职能。而对于经济欠发达的国家和地区来说，政府则应承担起更多的养老保障责任，以减轻雇主和雇员的负担。在社会民主主义视野下，不仅人们的正义观念是社会物质生产发展到一定阶段的产物，公平分配的正义原则本质上也是由物质生产所决定的。因此，相应地，这种“责任

共担”的理念被认为更能保护个人养老保障的权利，是真正体现社会公平与正义的标志。

自由主义、合作主义与社会民主主义的核心分歧在于对个人、雇主、政府等责任主体的地位认识论的不同，这直接反映在对于公民社会保障权利的保护主体各应承担原则的认识与实践差异。在养老金制度实践中，责任分担最明显的差别即为各主体承担的缴费责任，即缴费比例的差异。将各国养老金各主体缴费比例进行汇总与对比，可以很明显地看出3种不同价值取向影响下养老金责任分担模式的区别。

表1 不同养老金责任分担模式下各国养老金制度主体缴费责任差异比较

养老金责任分担模式	国家	缴费责任(缴费比例)		
		政府	企业	个人
自由主义模式	美国	有限监管责任	匹配供款, 利润分享	6.2%—12.4%
	新加坡	监管与运营	3.5%—14.5%	5%—20%
	智利	监管私营机构	没有缴费责任	最低10%
合作主义模式	英国	定额发放(占同期社会平均工资17.9%)	13.8%	12%
	法国	10.55%	10%	12%
社会民主主义模式	日本	国民年金的50%	7.5%	7.5%
	瑞典	政府预算拨款的一定比例	10.21%	7%

在自由主义模式下，政府一般承担对养老金市场进行监管的职责，不承担或仅承担极低比例的缴费责任。企业的缴费责任也并不固定，一般通过间接方式（如利润分享等）对雇员进行补偿。即使存在一定的缴费责任，与个人的缴费比例相比也有明显差别（如新加坡私营企业雇员在工作第一年的养老金缴费比例比雇主高1%—1.5%，在工作第二年比雇主高4%—6.5%，到工作3年以后比雇主高5%—7.5%）。或者直接免除雇主的缴费责任（如智利）；在合作主义模式下，政府、企业、个人三方均需承担养老金缴费责任，且缴费比例的

差别不大（控制在6%以内）；在社会民主主义模式下，较为普遍的做法是政府承担基础养老金的给付与发放，保证养老金覆盖面的广度及对弱势群体的兜底责任，企业和个人共同承担相应的缴费责任，在政府、企业、个人各负其责的制度安排下兼顾养老金制度运行的公平与效率。

当今世界各国养老金制度面临的制度风险不仅仅是单一的经济波动风险，还包括由于人口老龄化带来的人口结构风险及贫困国家及地区的收支失衡风险等。养老金制度创设之初，是为了帮助退休后在生活上因突发情况而陷入困境的人们，随着社会的发展与制度的演化，养老金制度开始通过制度的分配效用帮助穷人面对老年风险，摆脱生活贫困。养老金制度的目标瞄准从单一的风险源到多重复杂的风险集合，需要构建多方合作的制度模式，这要求养老金制度参与主体的多元化，同时各方承担的养老保障责任也应明确与合理。我国养老金制度安排需要沿袭从互济到合作的发展理念，结合我国自身发展特点与现实状况进行合理有效的模式选择。

#### 四、我国养老金制度主体责任分担的现实选择

我国养老保障制度的正式起源可以追溯到1951年《中华人民共和国劳动保险条例》的出台，是基于国家兜底与单位保障的养老保障模式，不存在自由主义个人独担养老责任的制度基础；同时，当前我国各地区经济发展水平仍很不均衡，社会主要矛盾已转化为人民日益增长的美好生活需要与不平衡不充分发展之间的矛盾，而面对发展程度不均的地区采取人人均担养老金责任的合作主义模式条件也并未



成熟。因此，面对我国当前养老保障制度的发展条件与运行环境，将个人、企业和政府纳入面对养老风险的制度共同体，以社会民主主义“责任共担”的价值取向制定和实施养老金政策，是当前符合我国国情的适应性选择。具体来看，应从以下3个方面构建“以国家为依托、以企业为助力、以个人为抓手”的养老金责任分担模式：

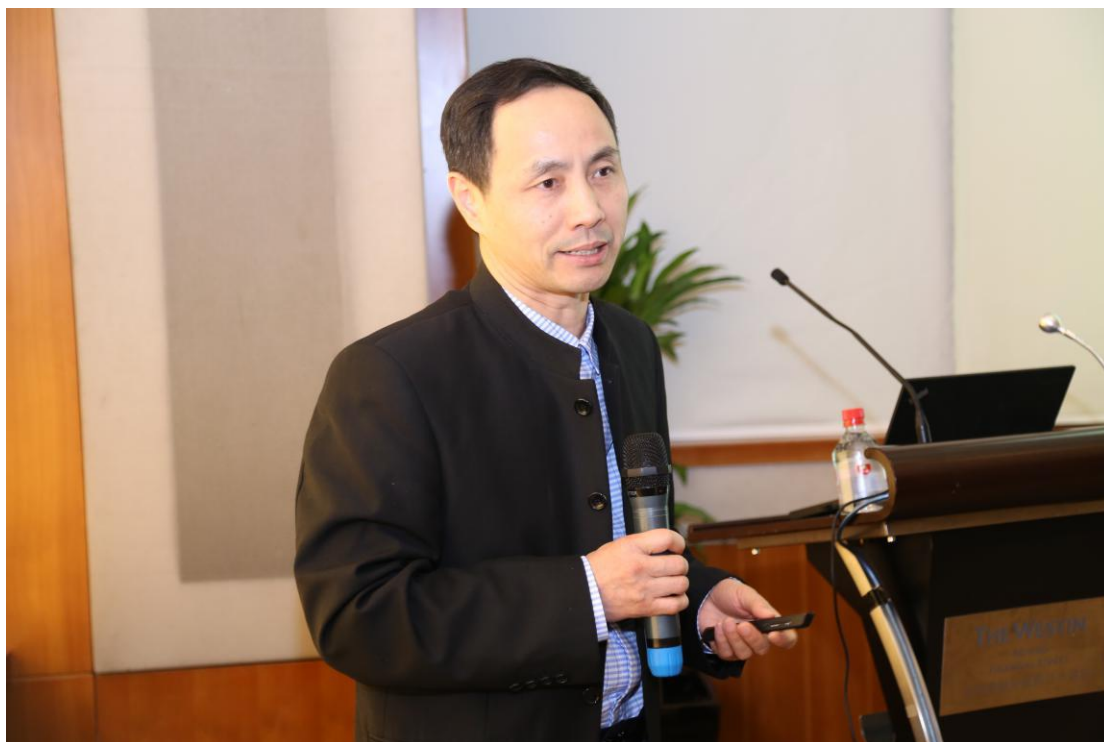
第一，对于体现国家责任的基本养老保险制度，应做小基本养老保险制度中个人账户规模，同时降低养老金缴费率，延长缴费年限，延迟退休年龄。个人账户是个人责任在养老风险化解中的体现，但不能作为放大个人责任的制度出口。同时，目前我国企业职工基本养老保险的费率为企业20%，个人8%，共计28%，而世界上其他国家的基本养老保险企业和个人缴费平均费率为15%左右，我国基本养老保险的费率明显过高，使得雇主和雇员承担了过多的缴费责任。延长缴费年限和延迟退休年龄，是为了在降低缴费率的同时，保持适当的养老金替代率。我国目前的养老金缴费年限为15年，这一年限显然过低，按照一个人25岁参加工作，分别在55岁和60岁退休来计算，最长缴费年限可达30年和35年，因此，很多人的缴费年限都能够超过15年，延长缴费年限是比较容易实行的。延迟退休年龄能够提高退休后的养老金水平，由此提高养老金替代率，在费率和费基降低的同时，养老金替代率水平不下降，甚至还会可能上升。由此，对于企业职工而言，当前的缴费压力降低了，未来的养老金收入增加了，实际上是对自我整个生命周期中收入的一种再分配，与此同时，也能够减轻政府的财政压力，保证基本养老保险制度的可持续性。

第二，对于体现企业责任的职业年金制度，应通过制度安排充分释放职业年金的保障能力与保障水平。我国职业年金的供款主体和供款比例可按照不同职业类型人群进行划分：（1）公务员年金的责任主体为雇员+中央或地方政府，对应的供款比例为4%+8%。缴费4%部分通过提高的工资进行支付，缴费8%部分由国家或地方财政进行支付。（2）事业单位职工按照所属事业单位性质划分行政执行类事业单位年金责任主体为雇员+中央或地方政府（根据单位隶属确定），供款比例为4%+8%，雇员缴费4%部分通过提高的工资进行支付，缴费8%部分由单位所隶属的政府通过财政进行支付；公益类事业单位年金的责任主体为雇员+中央或地方政府（根据单位隶属确定），供款比例为（2—4%）+（4—8）%，雇员缴费费率为2%—4%（来自雇员个人收入），单位缴费费率为4%—8%（来自单位的自营收入），不足部分可以由财政进行补贴；经营开发类事业单位年金责任主体为雇员+雇主，供款比例为（2—4）%+（4—8）%，雇员缴费费率为2%—4%（来自雇员个人收入），单位缴费费率为4%—8%（来自单位自营收入）。（3）企业年金的责任主体为雇员+雇主，供款比例为（2—4）%+（4—8）%。雇员缴费费率为2%—4%（来自雇员个人收入），单位缴费费率为4%—8%（来自单位自营收入）。

第三，对于体现个人责任的私人养老金计划，应鼓励个人参与基于个体需求的商业保险与个人储蓄积累等养老保障模式。私人养老金计划需要最大化地释放个体在市场中的养老需求，通过市场的自发调节机制使得养老保障的个体责任能够与瞄准率更高的市场制度要素

相匹配。在这一层面，政府可利用有效的政策工具对市场进行引导与监管，如对个人养老金积累额的投资收益实施 EET 模式的递延纳税政策，以充分发挥税收政策工具对个人养老金积累与养老保险的扶持力度，鼓励公民个人对自己未来的养老事务承担责任。同时，要规范商业保险市场，以《保险法》为准绳增强保险市场参与主体的法制观念，促进依法经营。相关商业保险机构也应建立和完善严格的内控制度，定岗定责，充分发挥内部稽核、监察部门的约束作用，并通过完善高级管理人员管理制度强化对保险机构高级管理人员的监管。

## 董登新：中国两大基本养老保险差异比较



董登新：中国养老金融 50 人论坛核心成员、武汉科技大学金融证券研究所所长

目前，我国基本养老保险制度分为两大序列：一是职工基本养老保险；二是城乡居民基本养老保险。然而，由于缴费能力及缴费水平相差悬殊，两大基本养老保险制度的退休金给付待遇存在较大差距。但可以肯定的是，两大序列的基本养老保险制度，先实现全国统筹，然而再走向统一并轨，这是大方向，不过，何时可以实现这一目标，仍具有较大的不确定性。

### 一、制度设立时间及背景比较

---

本文原载于养老与金融微信公众号。

1997年，我国开始在全国范围内统一推行企业职工基本养老保险制度，其模式为社会统筹与个人账户相结合（俗称“统账结合”）的部分积累制。这是我国改革开放后建立的第一个全新的缴费型基本养老保险制度。从2014年10月1日起，所有机关、事业单位职工结束非缴费型的传统退休金制度，将他们统一并入企业职工基本养老保险制度，这一改革俗称“养老金并轨”。从此以后，机关、事业单位职工、企业职工及城镇灵活就业人员开始进入同一个基本养老保险制度之中，这就是现行的职工基本养老保险制度。

2009年，我国农村开始试点新型农村社会养老保险制度（简称“新农保”），这是我国首次为农民建立退休金制度，原本打算2020年底前完成农村全覆盖，结果，实施效果超出预料，2012年底就实现了农村全覆盖。为此，我国城镇居民也于2011年开始复制“新农保”做法，建立城乡居民养老保险制度（简称“城居保”），结果速度更快，2012年底城镇居民养老保险也实现了全覆盖。2014年2月21日，《国务院关于建立统一的城乡居民基本养老保险制度的意见》发布，国务院决定，将新农保和城居保两项制度合并实施，在全国范围内建立统一的城乡居民基本养老保险制度。

## 二、覆盖对象及参保人数比较

职工基本养老保险覆盖对象为：行政机关、事业单位、企业职工及城镇灵活就业人员。

城乡居民基本养老保险覆盖对象分为两类：一是年满16周岁未在读的农民，以及未参加职工基本养老保险的农民工；二是拥有城镇

户籍、年满 16 周岁未在校，且未参加职工基本养老保险的城镇居民。

截止 2017 年底，我国基本养老保险参保人数总计为 9.15 亿人，其中，职工基本养老保险参保人数为 4.02 亿人，城乡居民基本养老保险参保人数为 5.13 亿人。

### 三、缴费标准及账户设立比较

职工基本养老保险缴费是按参保人实际工资收入来计算的，它分别设定的雇主、雇员的缴费率，为了“限高保低”，制度还设定了缴费工资基数的上下限。雇主缴费率为 20%，雇员缴费率为 8%。其中，雇主缴费放入社会统筹账户，个人缴费放入个人账户。在职工基本养老保险中，灵活就业人员总缴费率为 20%，其中，8%放入个人账户，其他放入社会统筹账户。

职工基本养老保险缴费工资基数还设定了上下限：上限为当年上年度社会平均工资的 300%，下限为当地上年度社会平均工资的 60%。

城乡居民基本养老保险没有雇主缴费，只有个人缴费，个人缴费一般不按参保人收入的百分比来缴费，而是由各省设定几档固定数额的缴费标准，让参保人自主选择缴费水平。个人缴费是象征性的“低缴费”，它没有雇主缴费，也没有设立社会统筹账户，参保人缴费全部放入个人账户。

2014 年，国务院统一设定的城乡居民基本养老保险个人缴费年度标准为：100 元、200 元、300 元、400 元、500 元、600 元、700 元、800 元、900 元、1000 元、1500 元、2000 元，共计 12 个档次。省（区、市）人民政府可以根据实际情况增设缴费档次，最高缴费档

次标准原则上不超过当地灵活就业人员参加职工基本养老保险的年缴费额，并报人力资源社会保障部备案。人力资源社会保障部会同财政部依据城乡居民收入增长等情况适时调整缴费档次标准。参保人自主选择档次缴费，多缴多得。

#### 四、最低缴费年限及退休年龄比较

职工基本养老保险与城乡居民基本养老保险二者都设置了最低缴费年限为15年，但都强调建立多缴多得、长缴多得的激励机制。

不过，在法定退休年龄规定上，却存在着较大差别。城乡居民基本养老保险规定退休年龄：男女都是年满60周岁；然而，职工基本养老保险的法定退休年龄却五花八门：男性退休年龄为60周岁，女特种工为45岁，女工人为50岁，女干部为55岁。

很显然，城乡居民退休年龄男女都已统一至60周岁了，而女职工退休年龄却仍为45岁、50岁和55岁，女职工退休太早，这是制度的不公平，女性职工的退休年龄应该与女性城乡居民完全统一。

#### 五、基本养老保险基金收入来源比较

职工基本养老保险基金收入来源：（1）雇主缴费形成社会统筹账户积累及其投资收益；（2）个人缴费形成个人账户积累及其投资收益；（3）财政补贴收入（中央财政和地方各级财政补贴）、转移收入、上级补助收入、下级上解收入、其他收入等。

城乡居民基本养老保险基金收入来源：（1）个人缴费形成的个人账户积累及投资收益；（2）集体补助。有条件的村集体经济组织应当对参保人员缴费给予补助，补助标准由村民委员会召开村民会议

民主确定，鼓励有条件的社区将集体补助纳入社区公益事业资金筹集范围。鼓励其他社会经济组织、公益慈善组织、个人为参保人员缴费提供资助。补助和资助总金额不得超过当地政府设定的年度最高个人缴费档次标准。（3）政府补贴。省和地方政府对参保人员缴费给予补贴。对选择 100 元档次标准缴费的，补贴标准不低于每人每年 30 元；对选择 200 元至 400 元档次标准缴费的，补贴标准不低于每人每年 45 元；对选择 500 元及以上档次标准缴费的，补贴标准不低于每人每年 60 元。缴费补贴由省和地方政府按 2:1 负担。鼓励有条件的地方适当增加补贴标准，具体办法由各地人民政府确定。对重度残疾人等缴费困难群体，各地政府为其代缴全部最低标准养老保险费。

## 六、退休金计算公式及构成比较

职工基本养老保险与城乡居民基本养老保险二者的“退休金”构成是大体一致的，它们都是由两个部分组成的：退休金=基础养老金+个人账户养老金。但主要差别则在于“基础养老金”的确定方法完全不同，也就拉开了两者的差距。在基础养老金的确定上，职工基本养老保险是“高缴费、高给付”，而城乡居民基本养老保险则是“低缴费、低给付”。职工基本养老保险“基础养老金”计算公式：

职工基础养老金月标准=【（当地上年度在岗职工月平均工资+本人指数化月平均缴费工资）÷2】×缴费年数×1%。

但城乡居民“基础养老金”却没有类似计算公式，而是由中央统一设定全国最低基础养老金标准并由中央直接拨款，然后再由各地政府根据自己的财力自主追加而成。



由于城乡居民男女法定退休年龄统一为 60 岁，因此，个人账户养老金的月标准等于账户余额除以 139。

## 七、退休金待遇调整机制比较

企业职工基本养老保险退休金待遇已经过连续 14 年上调，前 11 年连续 11 次调高 10%，近三年又连续分别上调 6.5%，5.5%和 5%左右。从 2005 年至 2017 年，企业职工基本养老保险退休金已经实现“13 连涨”，全国企业退休人员月人均退休金也从 2005 年的 714 元提高至 2012 年的 1686 元，再提高到 2016 年的 2362 元，年均增长 11.5%。

截至 2017 年 12 月底，职工基本养老保险领取待遇人数 1.14 亿人；城乡居民基本养老保险领取待遇人数 1.56 亿人，月人均待遇 125 元，其中基础养老金 113 元。在城乡居民基本养老保险实施的 8 年中，城乡居民基础养老金全国最低标准仅调整过两次：一次是 2009 年试点“新农保”时，中央确定全国最低基础养老金为 55 元，并由中央直接拨款支付，但对地方政府自主追加的部分没有作出明确规定；2014 年中央首次将全国最低基础养老金提高至 70 元，各地政府的追加补贴标准则开始出现分化。

从制度公平性与可持续来讲，城乡居民基础养老金也应该与职工基本养老保险一样，必须要建立一种自动化调整机制，并最终与 CPI 涨幅挂钩，而不是主观“拍脑袋”的结果。

## 八、两类基本养老保险全国统筹及并轨统一

职工基本养老保险全国统收统支后，城乡居民基本养老保险也应该实现全国统收统支，然后，再择机合并两类基本养老保险，实现全

国大一统。目前障碍基本养老保险全国统筹的原因主要有两个：一是职工基本养老保险缴费率过高，导致其给付替代率过高，进而加大了职工基本养老保险全国统收统支及收支平衡的难度。二是城乡居民基础养老金在地区之间的差距不断拉大，这将给城乡居民基本养老保险全国统筹设下制度障碍。比方，上海市城乡居民基础养老金月标准已高达 850 元，而湖北省城乡居民基础养老金仅为 80 元。很显然，城乡居民基础养老金水平高的地区参保人，不愿实现全国统筹；而城乡居民基础养老金水平低的地区参保人，则愿意实现全国统筹。

不过，与职工基本养老保险相比，城乡居民基本养老保险全国统筹与收支平衡更容易实现的原因，因为城乡居民基础养老金全国最低标准是由中央制定，而且也是由中央直拨的，再加上低缴费、低给付，财政补贴负担并不重。因此，城乡居民基本养老保险实现全国统筹更容易。相反，职工基本养老保险实现全国统筹及收支平衡的难度更大，主要原因是高缴费率与高替代率，如果实现全国统收统支，则中央财政补贴的负担就会十分沉重。

当然，两类基本养老保险实现全国统筹后，接下来的难题就是二者的合并与统一，也就是让全中国国民享受同一个基本养老保险制度，并按多缴多得、长缴多得的理念，实现基本养老保险全中国大一统。在这一点上，我们完全可以借鉴城镇灵活就业人员参保的政策经验，将城乡居民全部纳入职工基本养老保险体制之中。到那时，不仅基本养老保险“费改税”水到渠成，而且男女退休年龄统一至 60 周岁将变成现实。

## 董克用：完善企业年金制度，增强职工“三感”



董克用：中国养老金融 50 人论坛秘书长、中国人民大学教授

党的十九大报告指出，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。当前，我国养老金体系建设中也存在发展不平衡不充分的问题。

早在 1991 年，《国务院关于企业职工养老保险制度改革的决定》就提出，要逐步建立起基本养老保险、企业补充养老保险（在 2000 年更名为企业年金）和职工个人储蓄性养老保险相结合的制度。

经过多年建设，我国基本养老保险覆盖人群 3.8 亿人，积累基金规模 3.85 万亿元，成为国民养老主要来源。

---

本文原载于《金融经济》，2018（3）。

2004年《企业年金试行办法》（以下简称20号令）发布，充实了多层次养老金体系。截至2016年底企业年金积累基金1.1万亿元，覆盖职工2325万人，对广大职工养老保障发挥了积极作用，但是发展仍然滞后。

随着我国老龄化趋势不断加剧，基本养老保险面临的压力将逐步增大，在此背景下，企业年金作为最重要的补充养老保险，对改善国民养老保障意义更为凸显，是我国养老金体系平衡发展、充分发展的重要内容。

应该看到，我国企业年金制度取得长足发展的同时，也面临一些新的挑战和问题，核心是基金积累规模仍然较小，覆盖人群仍然较少，待遇水平仍然不足，与养老金体系第二支柱的要求存在较大差距。

从规模来看，典型的养老金第二支柱——美国401k计划，2016年底规模是4.8万亿美元，占当年GDP比重为25.8%，是第一支柱联邦养老金规模的1.7倍。而我国企业年金规模占GDP比重不足2%，仅是第一支柱基本养老保险基金规模的29%。从覆盖人群来看，企业年金参与者2327万人，仅占参加基本养老保险的6%，绝大部分职工没有补充养老保障。

企业年金发展缓慢的原因主要有如下两点：

一是与国外普遍将职业养老金作为企业重要的激励和吸引员工措施不同，我国长期劳动力供大于求，大部分企业通过企业年金计划吸引员工的积极性不足，建立企业年金计划动力有限。

二是尽管国家给予了企业年金税收递延优惠政策，但是对企业而

言，建立企业年金计划总是一笔额外财务成本，而目前我国五险一金费率已经较高，企业负担已经较重。比如我国基本养老保险企业缴费比例是20%，而美国则为6.2%。在此背景下，尽管企业职工养老需求强烈，但是大部分企业仍然没有建立企业年金。在此背景下，人社部、财政部等部门根据企业年金业务十多年来的实践和新情况，制定了《企业年金办法》（以下简称《办法》），从多方面对企业年金相关政策进行了修订，主要内容包括如下几方面：

第一，《办法》从多方面完善了相关政策，将推动企业年金进一步发展。首先，《办法》将企业年金定义，由20号令的“自愿建立”改为“自主建立”，并增加“国家鼓励企业建立企业年金”的表述。淡化了企业年金自愿的性质，体现了国家鼓励用人单位建立企业年金的导向，有利于调动企业及其职工建立企业年金的积极性。

此外，《办法》还扩大了适用范围，规定参加企业职工基本养老保险的其他用人单位及其职工建立补充养老保险的，参照该办法执行。这样就为一些社会团体及其工作人员，比如行业协会、机关事业单位的编制外工作人员参加企业年金建立了政策依据，扩大了企业年金制度群众基础。

第二，《办法》就实践中具体问题制定了针对性政策，增强了制度灵活性和吸引力。首先，企业在经营过程中，可能会出现一段时期的亏损，在此情况下确实存在中止缴费要求，后续经营好转后又存在恢复缴费的动力。因此，《办法》明确了企业年金可以缴费中止，还可以进行补缴的相关政策。更加符合企业经营实际，也更有利于维护

职工的补充养老权益。

其次，《办法》还放宽了 20 号令规定的待遇领取条件，新增允许职工在完全丧失劳动能力时可以领取的内容；同时，在领取方式上，《办法》倡导长期领取，允许分次领取，保留了一次性领取方式，还允许职工购买商业养老商业保险产品，更加满足不同职工个性化领取需求。

第三，《办法》注重与职业年金的衔接，有利于建设完善养老金第二支柱。企业年金与职业年金共同构成我国养老金体系第二支柱。但是由于政策出台时间不同，相关规定存在差异。

而《办法》对相关内容进行了修订：首先缴费企业缴费每年不超过本企业职工工资总额的 8%，企业和职工个人缴费合计不超过本企业职工工资总额的 12%。这与职业年金保持一致，体现了第二支柱内部制度公平。其次，《办法》还增加了企业年金与职业年金转移接续的规定，有利于人才在企业和机关事业单位优化配置和流动。

第四，《办法》注重公平和效率兼顾，有利于企业年金长远可持续发展。从促进公平角度出发，《办法》明确企业当期缴费计入个人账户的最高额与平均额不得超过 5 倍。这有助于在保持适当激励的基础上，引导企业控制合理差距，防止企业内部出现不公平。

此外《办法》还明确，职工企业年金个人账户中的企业缴费及投资收益，可以随着职工在本企业工作年限的增加逐步归属于职工个人，全部归属于职工的期限不超过 8 年，既有助于企业吸引人才、稳定队伍，也明确了职工享有企业年金权益方式，体现了职工和企业之

间的公平。

党的十九大报告指出，要全面建成覆盖全民、城乡统筹、权责清晰、保障适度、可持续的多层次社会保障体系。进一步完善企业年金制度是着力解决养老保障领域发展不平衡、不充分问题的重要举措，有助增强广大职工的获得感、安全感、幸福感。我们有理由相信，随着我国养老金体系进一步完善，企业年金也将发挥更加积极的作用，进一步提升广大职工养老保障能力，增进广大职工养老福祉。

## 杨燕绥：发展企业年金需要国家“输血”



杨燕绥：中国养老金融 50 人论坛核心成员、清华大学教授

企业年金，也称雇主养老金，是工业经济与企业人才竞争的产物，以适当的企业成本换取员工的安全感和忠诚度。中国企业年金逢时而建，目前进入发展的低谷期。笔者认为，促进企业年金健康发展，增加职工养老金充足性，化解政府支付养老金的压力，需要国家对职工福利制度进行存量式改革，降低企业养老保险费率、转移住房公积金，为发展企业年金“输血”。

### 企业年金的现状和趋势

2004 年 5 月 1 日起，《企业年金试行办法》施行。当时有学者

本文原载于《金融经济》，2018 年。



预测，如果能适度降低职工养老保险的费率，给企业年金一定的发展空间，在未来15年里中国企业年金资产总额将达到10万亿元人民币，为此后参保退休职工增加养老金30%以上，大大缓解基本养老保险的支付压力，提高退休职工的支付能力，部分职工具备延期纳税能力，并带动中国养老服务业发展，可谓中国的老龄人口红利。

然而，在1997年以来的20年里，职工基本养老保险（政府养老金）一直未解决计划经济时代的“国有企业缴费责任”以及“视同缴费工龄的转制成本”等问题。用人单位费率高达工资总额的20%以上（少数沿海城市除外）；职工缴费责任不明确，虽然向基本养老保险个人账户缴纳个人工资总额的8%，但概念十分混沌且空账运行。2010年出台《社会保险法》仍然维持原退休和领取全额养老金的年龄、费率和缴费15年的规定。而参加缴纳基本养老保险是建立企业年金计划的前提条件，自然大多数民营企业和中小企业无力举办企业年金计划，实力国企成为参与企业年金的绝对主力。

国家统计局数据显示，2015年我国企业法人数目超过1259万，其中大部分为中小企业，已经建立年金计划的企业仅有76298家，以大中型企业为主。2016年底，年度新建企业年金计划的企业844家，增速约为1%，创2010年以来新低；参加企业年金计划员工人数仍停留在2300万，增速下降至0.37%。《养老金融蓝皮书》披露，截至2016年底，企业年金投资运作规模已达1.1万亿元，但基金规模增速从2009年的64%逐年下降至2016年的15%。《企业年金试行办法》施行10多年，企业年金仍然是“曲高和寡”。

对于中国企业年金未来发展趋势的主要判断如下：一是进入领取高峰。2013年，1963年出生的国有企业女职工达到50岁，进入退休和领取养老金的峰值期，是未来新增企业年金的企业个数和员工数量增速进一步放缓的主要原因之一。二是进入发展停期。2016年，中国人均GDP达到8865.99美元，已进入工业化的高级阶段。在这个阶段里，企业面临更加激烈的国内国际竞争压力，并追求通过智能化降低企业成本，多数企业无力举办企业年金计划。

现在企业职工养老金的充足性和储备水平仍然偏低，退休职工的养老金完全依赖政府的当期支付。而中国在2025年左右进入深度老龄化社会，领取养老金的人口可能超过3亿。在我国老龄化加速，经济下行压力加大，财政收入增速放缓的大背景下，未来养老金支付压力必然加大。面对这一形势，我们要未雨绸缪，大力发展企业年金以激励就业和增加养老金，就是应对方法之一。

### 新规能否促进企业年金发展

2017年12月，人社部、财政部联合发布《企业年金办法》（以下简称36号令），新规是对《企业年金试行办法》的扶正和修补。

一是将“自愿建立”改为“自主建立”，显示逐渐走向强制的立法意向，但与职业年金的强制性相距甚远，主要原因在于多数企业无力举办年金计划。

二是企业年金委托受托人管理，将理事会后置，与企业弱化年金理事会的发展趋势相吻合。

三是明确规定企业年金缴费上限为本企业职工工资总额的12%，

其中企业缴费上限为 8%（原来为 5%），职工供款为个人工资总额的 4%。看似提高了合格计划的供款额度，企业年金与职业年金的筹资规模取得一致。但在税前列支的延期征税政策未出台之前，尚难以调动企业和职工积极性，可能还是部分国有企业不惜成本增加供款。

四是设立企业账户，用于向职工分配年金权益，规范其操作规程，限期不得超过 8 年，以保护职工的合法权益；规范零星权益归属企业年金计划。

五是规定企业供款的最高额与平均额不得超过 5 倍，强化了合格计划的公平原则。

六是规定按月、分次或者一次性领取企业年金，强化了年金的养老金特征。还有关于平等协商、计划中止、争议处理等方面的规定。

综上所述，36 号文件力争通过鼓励、强制、增资、规范等措施推动企业年金健康发展，但促进作用有待观察，可能十分有限，因为在职工个人参与投资决策、加大税前列支额度等方面没有重大突破。

笔者认为，要持续发展企业年金，更加重要的条件是国家制定通过企业年金培育老龄人口红利的战略，给企业和职工“输血”。一是降低企业缴纳基本养老保险的负担，增加企业年金发展空间。二是加大延期征税的力度和增加职工税前列支的额度，甚至鼓励在企业遇到困难时期，职工可以自愿缴费；在做空职工基本养老保险个人账户之后，实实在在地通过企业年金增加职工养老资产的储备。

### 打通“二金”可扩大企业年金发展空间

对于当前企业年金覆盖面过窄问题，一是要对企业年金本身进行

必要改革。二是要对现有“统账结合”基本养老保险制度进行改革，体现多缴多得、长缴多得的激励机制，为基本养老保险的“降费”留出空间。当前有企业连基本养老保险费都欠交、漏交，或者钻制度“漏洞”，和职工一起“合谋”短缴、少缴，而守法企业的缴费成本一直居高不下。三是甚至还要对整个社会保障（比如住房公积金等）进行重构。

中国经济已进入降速增质的发展期。在“五险一金”名义费率高达企业工资总额60%左右的情况下，改善福利制度要走存量改革之路。如果打通住房公积金和企业年金，推动“二金”互动发展，将扩大企业年金的发展空间。一旦“二金”打通，职工先用“二金”购买首住房，再用于积累企业年金，可以降低单位费率，支持企业发展，促进更多企业建立企业年金制度。对于拥有首住房的人，在就业创业时可以直接加入企业年金计划，多存养老金。为此，需要在托管银行设立国民福利账户，支持企业和职工适时转移“二金”福利资金。

而要进行这项改革，不是人社部、住建部等部委根据分管业务进行相互协调就能解决的，需要中央作出顶层设计，推出协调一致的一揽子改革方案，对住房公积金和企业年金进行存量式的“帕累托改进”，以最低的社会成本实现“一举解千难”的改革效果。调整养老金结构是国家社会生活中的一件大事，我国养老金制度框架日趋完善，目前基本养老保险基金运行总体平稳，为养老金结构调整争取了时间。

**导读：**成员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。本期我们选编了中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国政法大学胡继晔教授，中国养老金融 50 人论坛特邀研究员、和君集团健康养老研究中心副主任曹卓君的文章。欢迎大家向本栏目投稿。

## 胡继晔：划转部分国有资本充实社保基金的 缘由与路径



胡继晔：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国政法大学教授

在企业职工基本养老保险制度逐步完善过程中，受多种因素影响，形成了一定的基金缺口。在推动国有企业深化改革的同时，通过划转部分国有资本充实社保基金，既可以使全体人民共享国有企业发展成果，增进民生福祉，也是促进改革和完善基本养老保险制度，实现代际公平，不断增强基本养老保险制度可持续性的重要途径。

2017年11月，国务院发布《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》(国发〔2017〕49号)，这一举措使我国社会保障基金具备更加制度化的资金来源，极大地增强了未来我国养老金的可持续性。

### 划转部分国有资本充实社会保障基金的缘由

在计划经济时代，中国长期实行低工资制度，劳动者的工资中并未包含社会保险资金，国家把本应用于职工未来养老的社保资金先用于投资，形成了庞大的国有资产。据统计，从1952年到1978年，职工实际平均工资每年只递增0.38%，这期间工资总额占国民收入的比重仅为18.9%，可见国有资产是过去长期实行低工资、低消费、高积累政策条件下形成的，主要是老职工劳动贡献的积累。划转部分国有资本的基本目标就是弥补因实施视同缴费年限政策形成的企业职工基本养老保险基金缺口，促进建立更加公平、更可持续的养老保险制度。可以看出，划转部分国有资本未来用于社保支出，是一个负责任的政府对于当年的社会保障隐性债务进行弥补的必然选择。

我国政府于2000年筹建成立了全国社会保障基金理事会，作为中央政府掌握的社会保障基金，是稳定中长期国家财政状况、确保社

会保障体系的可持续性，从而保证各项改革开放措施顺利进行的重要物质保证。全国社会保障基金理事会所管理的资产系中央政府专门用于社会保障支出的补充、调剂基金，应当具有弥补社会保障债务的功能和“蓄水池”作用。此次 49 号文的发布，核心在于推动国有企业深化改革的同时，通过划转部分国有资本充实社保基金，使全体人民共享国有企业发展成果，增进民生福祉，促进改革和完善基本养老保险制度，实现代际公平，增强养老保险制度的可持续性。

### 国有资本充实社会保障基金如何划转

将中央和地方国有及国有控股大中型企业、金融机构纳入划转范围。尤其是金融机构中的国有资产量大质优，未来将为社保基金提供更优质的资金来源。不论是哪种国有股都存在着投资与收益的对应关系，按照实际控制权划分，国有资产分成中央政府国有资产和地方政府国有资产。也正是因为情况复杂，在划转对象上 49 号文明确规定：将中央和地方国有及国有控股大中型企业、金融机构纳入划转范围。对中央和地方企业集团已完成公司制改革的，直接划转企业集团股权；中央和地方企业集团未完成公司制改革的，抓紧推进改革，改制后按要求划转企业集团股权；同时，探索划转未完成公司制改革的企业集团所属一级子公司股权。

在几十年的历史变迁中，国有资产权属曾发生过多变动，各级地方政府财政为支持所属国有企业的发展也曾进行过诸多投资。如果不考虑到各级地方政府的利益要求，不仅不合情理，而且将促使一些地方政府加快逆向选择步伐。例如，当年国有股减持政策出台后，有

的地方政府就先尽可能多地将国有股协议转让给其他机构，将获得的资金留在本级财政。这些情况之所以频频出现，与中央和地方利益主体不同有关。此次划转部分国有资本涉及对原有的国有资产产权关系的重组和一种新的所有权关系的形成，划转部分国有资本之后社保基金一方面具有明确的产权关系，没有“全民所有”那种缺乏明晰产权的缺点；另一方面，社保基金又确实具有公众所有的性质，是一种更接近于理想的准公有制形式。随着未来基本养老保险全国统筹的实现，在划转部分国有资产方案实施过程中中央和地方利益主体不同的矛盾也基本上得以化解。

划转部分国有资本充实社会保障基金，一方面有利于国有资产管理体制的改革，因为除了原有的国有资本控股股东之外，转持国有资本后新增加的社保基金股东促使原先“一股独大”的公司治理结构优化；另一方面社保基金股东将来的转让股权也有利于发展混合所有制经济，促进国有企业本身转变经营机制。

划转部分国有资本程序的规范化，还可以提供一个新的政策工具：政府可以根据国家安全和经济发展的需要，通过调整上市公司中的持股比例，实施产业之间“有退有进”的战略决策，完善各类国有资产管理体制，改革国有资本授权经营体制，加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组，建立中央政府和地方政府分别代表国家履行出资人职责，享有所有者权益，权利、义务和责任相统一，管资产和管人、管事相结合的国有资产管理体制。上市公司作为现代企业制度建设的先行者，由于从改制、上市时股权就已经非常清晰，可以在国



有资产管理体制改革方面作为试点，按照国有资产“国家所有，分级管理，授权经营”的原则，将原来代表国家所有的部分股权划转社保基金会。

划转工作先在国务院国资委监管的中央管理企业、中央金融机构中进行试点，分批划转符合条件的中央管理企业、中央行政事业单位所办企业以及中央金融机构的国有股权。在划转的具体操作中，对于那些中央政府认为在国有经济需要控制的行业和领域，如军工企业，可以为了保持国有控股的地位而长期持有，没有特殊情况一般不转让、变现，而是通过持有资产的分红来体现作为股东的权益。由于这些行业和领域代表了中国企业的发展水平，长期持有这些股权可以享受国家经济发展而带来的增长成果。

### 社会保障基金如何处理划转的国有资本

社保基金会及各省(区、市)国有独资公司等承接主体作为财务投资者，享有所划入国有股权的收益权和处置权，不干预企业日常生产经营管理，一般不向企业派出董事。必要时，经批准可向企业派出董事。这一规定明确了社保基金在持股公司中的作用：社保基金持有划转来的国有资本与原国有企业集团或其他国资系统持股不一样，通常并不追求对公司治理的权力，更多的时候像一个“睡着”了的股东，所追求的是国有资本带来的分红，以及资产的增值。

获得划转国有资本后的社保基金其持股行为会更像一个战略投资者，由于追求股权增值的目标相对单一、明确，在重新配置股票组合时会增加市场的流通性；由于其持股权重比一般的基金大，还能起

到一般基金和散户起不到的作用。同时，由于国有股股权资产是非常优良的资产，社保基金会在其投资组合中还会增持国有股股权，近年上千家上市公司的股东名单中已经多次出现了全国社保基金的身影就是明证。

国有资产的划转属于存量划转，不管原公司的质量如何，都明确统一的划转比例 10%，防止因厚此薄彼而产生的寻租现象。通过统一比例的划转，社保基金会将逐步持有国内上市和非上市公司股权的一定份额，这样做一个潜在的好处是：由于不少上市公司的股票都含有国有股，等比例地划转国有股后社会保障基金持有的股权所组成的投资组合就非常接近股票指数，形成最大的一个“指数基金”，抵御股票市场非系统风险的能力最大限度地得到强化。与此同时，划转来的国有资产是上市公司股权，社保基金就与流通股股东的利益诉求趋于一致，其持股行为会更像一个长期战略投资者，由于追求股权增值的目标相对单一、明确，在重新配置股票组合时会增加市场的流通性；同时，由于其持股权重比一般的基金大，还能起到一般基金和散户起不到的作用，成为股市波动时的“定海神针”。

## 曹卓君 秦婧：养老产业金融：行业并购兴起， 多元发展仍是趋势



曹卓君：中国养老金融 50 人论坛特邀研究员、和君集团健康养老研究中心副主任

### 一、养老产业发展历程和现状

#### （一）新历史时代下养老产业的萌发

目前关于养老产业的定义以及内涵和外延并不统一，中国老龄科学研究中心副主任党俊武博士把养老产业称为“老龄产业”，并定义为面向全体公民老年期生产提供产品和服务的各相关产业部门组成的业态总称。而全球养老产业研究中心（OLDAGE）提出养老产业是

---

本文原载于《中国养老金融发展报告（2017）》，作者为曹卓君，秦婧。

针对不同地理环境、社会环境、社会发展水平和经济发展水平等为基础，针对个体提供的生命保障产业。闫晓慧认为，养老产业是为老年人群提供产品和服务的特殊产业。在此基础上，我们把养老产业分为广义的养老产业和狭义的养老产业，其中，广义的养老产业是指政府、企业、社会组织等围绕老年人的物质生活、精神生活等各方面需求提供的各类产品和服务的生态系统。狭义的养老产业是指围绕机构、社区、居家三类供给主体，为老年人提供包括日常照顾、医疗康复、精神援助、殡葬服务等覆盖整个老龄生命周期的产品和服务的集成。本文所用“养老产业”主要指的是广义的养老产业。

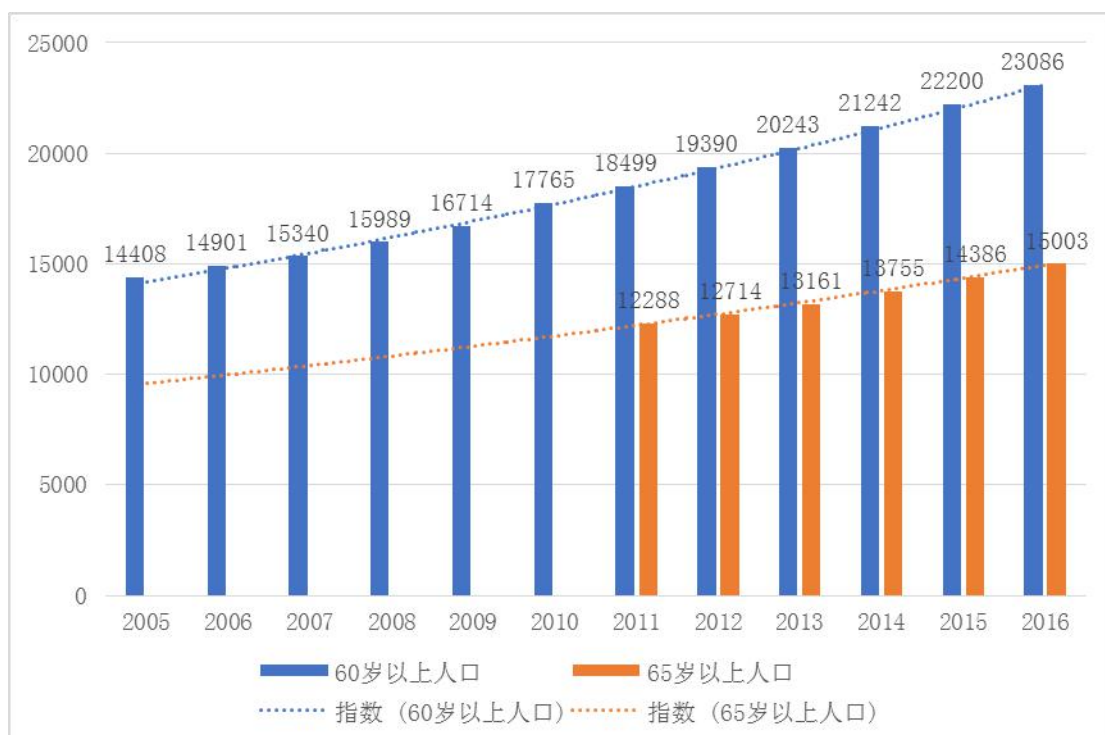


图1 2005-2016年中国老年人口变化趋势

资料来源：国家统计局 2005-2016年国民经济和社会发展统计公报。

我国养老产业发展与我国老龄化进程密切相关。我国在2000年65岁以上人口占总人口比重超过7%，开始进入老龄化社会。此时，

中央和国务院陆续出台了《中共中央国务院关于加强老龄工作的决定》、《中国老龄事业发展“十五”计划纲要（2001-2005年）》等涉及养老产业的一系列重大政策，这意味着我国养老产业进入萌芽期。此时养老产业主要以政府为主导，但社会参与程度不足。随着我国老年人口不断增多，仅仅依靠政府设立的公办养老机构难以满足老年群体日益多元化的需求。

## （二）自由生长的初创阶段（2013年以后）

进入2012年，我国65岁以上老年人口超过1.2亿，政府开始积极引导社会资本参与养老产业的构建，出台了《民政部关于鼓励和引导民间资本进入养老服务领域的实施意见》及《民政部 国家开放银行关于贯彻落实〈支持社会养老服务体系建设规划合作协议〉共同推进社会养老服务体系建设的意见》等政策，促进养老产业的进一步发展。到2013年，国务院发布《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，即开启养老产业初创阶段的“35号文”，政府从投融资、土地供应、税费优惠、补贴支持、人才培养和就业及公益慈善组织支持六个方面提出对养老产业的政策支持，提高了养老产业化的进程。

从产业经济学来看，产业演进分为初创、规模化、集聚、平衡和联盟四个阶段。与其他社会服务业相比，养老产业从业企业数量众多，但产业集中度极低，整体处于产业发展早期。现阶段，虽然国家及地方不断出台相关政策，但产业参与者尚未探索出成熟的商业模式，至今仍处于初创阶段。

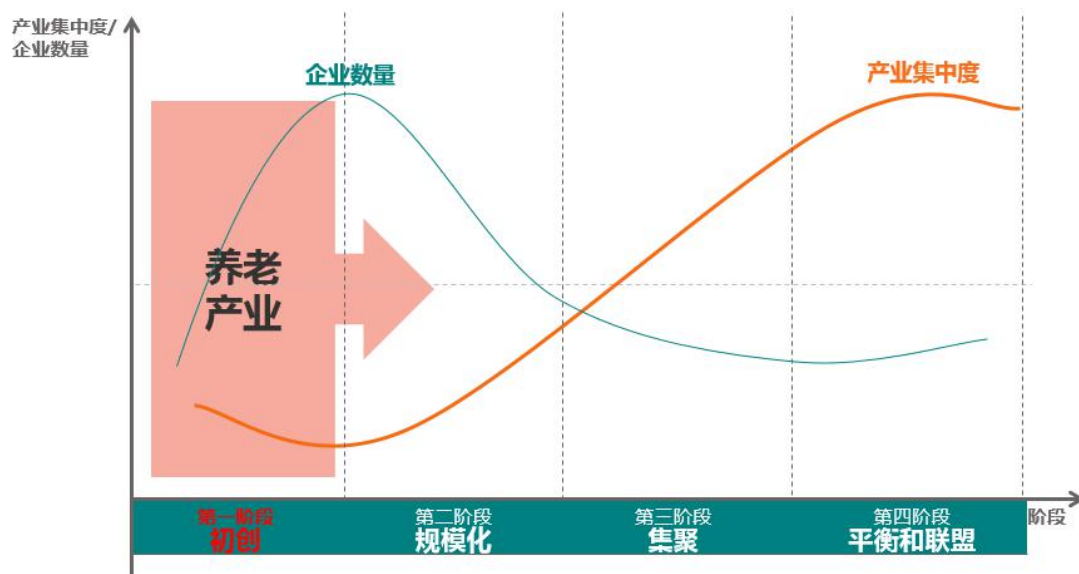


图2 养老产业发展阶段图

在产业初创阶段，典型的特征是客户群体消费能力弱、市场供给呈现“散、乱、弱、差”的局面、金融产品发展较为缓慢等。养老产业经过近几年的逐步发展，已经从以政府为主导的养老事业中分离出来，走向产业化和市场化。

### 1、政府转变自身定位，变身产业引导方

2013年以后，政府开始转变角色，从养老产业的“运动员”过渡为养老产业的“守门员”。这一角色定位的转变，降低了企业与政府部门之间的沟通成本，同时对养老产业的结构调整起到了巨大的推动作用。

特别是在机构养老领域，政府开始着手宏观引导，公办养老机构完全承担兜底责任，而不再参与市场化角逐，如北京的第一与第五社会福利院等原中高端公办养老机构均改为接受高龄、失能或失独老人。公办养老机构角色的转变，将引导大量高净值人群走进民办养老

机构，无疑会将更大市场拱手让给民营养老机构。

2015年国务院出台《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》中，明确限定了公办养老机构的价格与服务对象，促进公办养老服务的改革，为其他养老服务机构的发展留出更大空间。其次，将政府购买服务列入公益性服务的改革进程中，通过财政支出对公益性养老服务进行支持与调整，同时扩大民办养老机构价格自主权，促进民办养老服务业的进一步市场化。同一年，养老机构改为后置审批，这标志着运营能力将成为养老机构的重要审核标准，对于服务和运营的能力要求将超过对于硬件设施的要求，也是养老机构未来发展的重点所在。面对养老机构发展良莠不齐的情况，进一步加强监管，尤其是各部门之间的合作监管是政府引导养老产业发展的手段之一。

## 2、国企开始大举进入养老市场，养老产业竞争格局逐步转变

2013年以后，国有企业开始逐步进入养老市场，在承担企业社会责任的同时，为养老产业提供优质的养老服务。特别是2016年，以北京市为代表的地区，超过10家国有企业以不同方式进入养老产业各个领域。大型国企进入带来大量资源与资金，同时能够更好应对养老产业投资额度大、回报周期长的问题，进一步推动养老产业快速布局和扩张。

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以及PPP等方式进入养老产业。从政府对产业的引导上来说，各类国有企业的参与，无疑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。通过发挥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，将使得我国整个养老产业更加体系化，产业竞争也将逐渐走向理性与有序。但从另一个角度来看，国有资本的全面参战，带来了民营企业生存空间的骤减。养老产业本身就是一个“大资本”企业主导竞争规则的产业，小企业的生存空间本来就小，而国企及大型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。

### 3、居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养相结合的养老服务体系逐步形成

我国传统的养老观念就是“原居安老”，即老年人可以独立地在自己熟悉的环境（家庭或者社区）度过老年期，享受社区提供的生活服务和基本医疗服务。《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》明确提出我国要建立以居家为基础、社区为依托、机构为支撑的养老服务体系。2016年《国务院关于印发“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划的通知》进一步将“医养结合”作为养老服务体系的一个组成部分。通知中提出要建设以居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养相结合的养老服务体系，满足各种健康情况下的老年人养老需求。

随着政策的不断出台与市场的不断摸索，居家和社区养老配套服务逐步成为市场焦点，居家养老和医养结合逐渐成为政策制定的新主角以及市场角逐的新战场，发挥其为老人提供服务的重要市场角色。与此同时，机构养老在养老服务体系中的地位与职能则经历了“补充



——支撑——补充”的回归过程。这一转变,标志着我国的养老服务体系将在一系列政策与市场的双重调整中日趋完善。

#### 4、养老金融市场尚待完善

总体来看,我国养老金融产品尚不丰富,养老金融市场亟待进一步发展。一方面,由于老年人消费能力受限,对金融产品的风险承担能力较低,使得大部分老年人选择银行储蓄方式养老;另一方面,从产品供给来说,针对老年人群的养老服务金融,如储蓄、保险、信托等金融产品数量少,品种单一,限制了我国养老服务金融的发展。

我国养老产业处于初级发展阶段,根据产融互动理论,与养老产业相对应的资本市场也处于初步发展阶段,不管是政策性金融工具还是市场性金融工具都在探索符合养老产业发展阶段的创新模式。政府通过激发社会资本活力,带动社会资本进入养老产业,促进养老产业波浪式上升发展。

## 二、养老产业金融工具与手段

### (一) 政策性手段：政府引导与发力

#### 1、PPP 项目风行，政府信誉与社会资本合力共促养老产业发展

PPP 模式是 **Public-Private-Partnership**, 即公共私营合作制的缩写, 它是指政府与私人组织之间为了合作建设城市基础设施建设项目, 或是为了提供某种公共物品和服务, 以特许权协议为基础, 彼此之间形成一种伙伴式的合作关系, 并通过签署合同来明确双方的权利和义务, 以确保合作的顺利完成, 最终使合作各方达到比预期单独行动更为有利的结果。

PPP 模式具有以下四个方面的内涵：第一，PPP 模式是一种新型的项目融资模式，项目 PPP 融资是以项目为主体的融资活动；第二，PPP 融资模式可以有助于民营资本降低风险、提高效率；第三，PPP 模式可以在一定程度上保证民营资本有利可图；第四，PPP 模式可在减轻政府初期建设投资负担和风险的前提下，提高基础设施建设的服务质量。

养老产业与 PPP 项目对接，具有可行性和必要性。首先，国家出台政策鼓励 PPP 模式对接养老服务产业。比如，放宽市场准入，积极鼓励社会资本投资健康养老服务工程；新增健康与养老服务项目优先考虑社会资本；在公共资源丰富的地区，鼓励社会资本通过多种途径采取 PPP 的模式，参与医疗、养老、体育健身设施和公立机构改革等。

除政府政策支持外，PPP 模式与养老服务产业还具有许多共通点。例如：养老产业属于公共服务领域，而 PPP 模式适用于基础设施建设和公共服务领域，因而两者在适用领域方面具有一致性。第二，养老产业和 PPP 模式具有相同的投入产出特征，即两者都具有投资金额较大，收益缓慢的特征，因此 PPP 模式和养老服务产业具有相同的对接基础。除此之外，PPP 模式和养老服务产业都具有长期性、稳定性和安全性的特点。

截至 2017 年 4 月，国家财政部政府和社会资本合作中心公布出来的养老 PPP 项目共计 292 个，我国东部地区以山东省、江苏省、北京市三省市项目数量名列前三，分别为 47 个、15 个和 9 个；中部

地区以河南省为首，有养老 PPP 项目 26 个，江西省以 14 个项目排列第二，湖南省排第三，共有 9 个养老 PPP 项目；西部地区贵州省以 42 个养老 PPP 项目排名第一，新疆维吾尔自治区排第二，共有 21 个项目，四川省和内蒙古自治区以 20 个养老 PPP 项目，并列第三。综合全国来看，山东省、贵州省和河南省的养老 PPP 项目数量之和为 115 个，占据了全国养老 PPP 项目总数额的 39.4%。

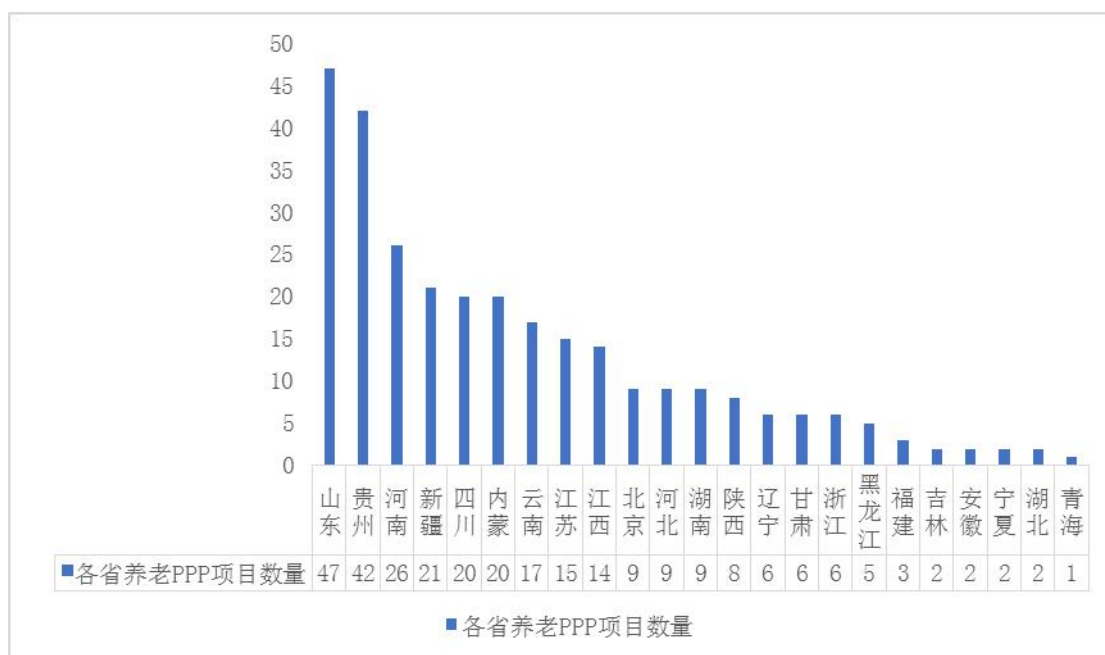


图3 PPP 养老项目地域分布

资料来源：财政部政府与社会资本合作中心。

目前我国的养老 PPP 项目呈现出以下特点：首先，养老 PPP 项目主要集中在养老服务业和医养结合的领域，其他领域涉及较少。而当前养老服务业呈现出综合性发展趋势，除去传统的生活照料、康复护理和专项用品开发以外，还包括老年食品、用品、保健、保险、旅游、文化教育等诸多领域。因此，政府应该集合社会多方资本，鼓励建立大型的养老服务机构，把资源和专业人员统一起来，形成养老服务综合产业园。第二，现有的养老 PPP 项目以 BOO 和 BOT 为主要

运营方式，养老服务领域的机构应该根据项目实施的具体情况，选择合理的收益模式，使得经济收益和社会收益都能够尽力达到最大化。除此之外，养老 PPP 项目由于初期投资金额大，获取收益消耗时间长，应从多方面下手，注重项目的风险管理。

## 2、地方政府纷纷建立养老产业投资基金

政府养老产业引导基金一般是由地方政府设立，并按市场化方式运作的政策性基金，也是政府与社会资本合作的一种较为普遍的方式，这扩充了政府扶持养老产业的财政支持方式。基金由地方政府成立，以政府的信用为背书，向社会资本筹集基金，带动社会力量，发展养老产业，一方面为养老产业的新进入者提供了发展方向，另一方面为运营模式清晰的成长期养老企业提供资金支持。同时，基金通过市场化运作方式，对市场上的养老企业进行淘洗，加快产业整合，最终将促使每个细分领域出现龙头企业，完成养老产业的市场化。

2014 年，财政部和商务部联合开展市场化养老试点，两部门发文提出将在 2014-2016 年三年间，每年中央财政下拨专项资金 24 亿元，在吉林、山东、安徽、江西、湖南、湖北、甘肃及内蒙古 8 个省区试点。中央财政每年为每省拨款 3 亿元，再由当地银行或社会资本按照不低于 1:4 的比例，出资 12 亿以上配套资金，成立每年投入 15 个亿的养老服务业投资基金。基金存续期限一般为 7+2、7+3 形式，通过基金化管理、银行托管、专业基金团队的运作方式，保证基金的回报率和周期。并且在基金存续期满，财政资金退出后，政府继续做好养老事业，做好养老产业托底部分，把养老产业的产业化部分交给

市场,由市场满足老年人的中高端需求,带动本省养老产业繁荣发展。

三年试点结束后,这8个省份分别成立了养老产业引导基金,加快了当地养老产业市场化进程。在试点城市的影响下,北京、江苏、福建等全国其他省市也纷纷成立养老产业投资基金,吸引大量社会资本投入养老产业。

表1 八大试点城市养老产业引导基金情况一览表

基金名称	成立时间	首期规模	主要投资领域
湖南省 健康养老产业投资基金	2015.08.14	4亿	面向大众的养老服务产业,重点做好社区居家老人信息库、社区互助养老中心和家庭式互助养老点的建设,开展大众化养老服务
甘肃省 养老服务产业发展基金	2015.08.21	7亿	医养结合、居家养老、社区养老等养老服务
江西省 养老服务产业发展基金	2015.12.28	60亿	居家养老、社区综合服务、大众化集中养老等面向大众的养老服务产业项目
福建省 养老产业投资基金	2016.01.07	60亿	养老综合体建设,主要包括养老地产、老年旅游、老年文化、老年康复辅具、老年文化用品、老年体育用品等;养老服务类,主要包括养老信息服务、养老家政服务、养老从业人员教育培训及其他养老服务;与养老产业相关的其他具有一定成长性的项目
安徽省 健康养老服务产业投资基金	2016.01.15	45亿	支持建设居家养老、社区养老服务体系,培育有竞争力的品牌服务养老企业,发展有活力的中小养老服务企业,研发养老服务产品,推动养老服务与家政、医疗等生活性服务融合发展。
江苏省 养老产业基金	2016.04.06	20亿	医疗护理、康复保健、文化教育、休闲娱乐、养老社区及各类老年产品的研发生产等领域
湖北省 养老服务业发展引导基金	2016.04.26	6亿	以社区为依托的居家养老服务体系、以医疗机构为支撑的集中养老服务机构、以互联网为纽带的养老信息服务网络
吉林省 养老产业股权投资基金	2016.10.21	10亿	建设养老综合服务中心、老年医院或养老养生休闲基地,以及养老产业相关项目,打造医养综合体

资料来源:各省市政府官网网站。

### 3、各地城投公司引领发行养老产业专项债

2015 年国家发改委发布《养老产业专项债发现指引》后，各地城投公司纷纷开始筹备发行养老产业专项债券，地方政府发行养老产业专项债，具备以下优势：首先此类专项债属于国资委“加快和简化审核类”项目；其二发债的城投公司不受国家发债指标的限制；其三允许企业使用不超过 50% 的募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金；最后发债企业以出让方式获得的养老服务设置用地，可以计入发债企业资产。因此，在中央限制地方政府扩大债务规模的大形势下，养老产业专项债成为地方政府向社会募资发展养老产业的理想方式。目前，该政策刚刚落地，实施主体还在探索合理合规的运营模式，因此只有湖南、浙江、辽宁、贵州和四川五个省份的部分城市发行了养老产业专项债，且投资标的多为当地专门为老年人提供生活照料、康复护理等服务的机构。

表 2 各地养老产业专项债发行情况一览表

债券名称	发行时间 (非审批时间)	发行 金额	发行 期限	资金用途
2016 年湖南郴州市百福投资集团有限公司养老产业专项债券	2016. 03. 22	14. 9 亿	10 年	12 亿元用于郴州市百福综合养老产业项目，2. 9 亿元用于补充流动资金
2016 年湖南邵阳都梁投资发展有限公司养老产业和城市停车场建设专项债券	2016. 04. 13	11. 1 亿	7 年	5. 1 亿元用于邵阳市武冈综合养老产业项目、3 亿元用于邵阳市武冈城市停车场建设项目、3 亿元用于补充流动资金

2016年贵州黔东南州凯宏资产运营有限责任公司养老产业专项债券	2016.04.29	14亿	10年	黔东南州养老大健康产业及配套设施建设项目
2016年湖南宁乡县城市建设投资集团有限公司养老项目专项债券	2016.06.02	10.3亿	10年	宁乡阳光养老社区项目
2016年湖南宜章县兴宜建设投资有限责任公司养老产业专项债券	2016.09.02	8亿	8年	6亿元用于宜章县综合养老产业建设工程项目, 剩余2亿元用于补充流动资金
2016年辽宁大洼县临港生态新城投资建设发展有限公司养老产业专项债券	2016.10.19	14.7亿	8年	11.6亿元用于大洼县红海滩温泉湿地养老产业基地综合开发建设项目, 3.1亿元用于补充流动资金。
2016年浙江淳安县新安江开发总公司养老产业专项债券	2016.11.04	6.9亿	7年	5.4亿元拟用于千岛湖生态养老建设项目, 另外1.5亿元拟用于补充发行人的流动资金
2017年四川遂宁市天泰实业有限责任公司养老产业专项债券	2017.03.20	10亿	7年	7亿元投资项目为川中养老康体休闲中心项目, 3亿元用于补充营运资金。

资料来源：中国债券信息网。

养老产业专项债一经推出，收到了投资者的热捧，首先推出的湖南郴州市百福投资集团有限公司养老产业专项债首单8亿元的发债规模，获得2.18倍的认购倍数，9月发行的湖南宜章县兴宜建设投资有限责任公司养老产业专项债，也达到1.71倍的认购倍数。这为地方养老产业发展，带来了充沛的低成本的现金流量。地方养老专项债如此受热捧，一方面是相对于其他理财产品，养老专项债发行规模小，

供给远远小于需求。另一方面，国家大力支持养老产业发展，使得投资人在认知上已经把养老产业作为未来的投资机会，同时又有地方政府做背书，这几方面的原因导致养老产业专项债认购倍数较高。

在如此高的投资者认购倍数下，资金募集不成问题，地方城投公司的难题在于如何利用这笔资金投资成长性较强的养老项目。鉴于现在老年人消费观念陈旧、消费能力不高的现实困境，如何在10年内使募集资金的收益率跑赢通货膨胀率，同时获得投资收益，是地方城投公司下一步要思考的问题。与政府养老产业引导基金不同，养老产业专项债由地方城投公司来管理，这对城投公司的资金投资管理能力和所投项目的盈利能力提出了更高的要求。城投公司接下来要做的就是补齐短板，在聚集养老行业人才的同时，强化自身投资队伍的能力建设，并在项目投资时保持长远眼光，不追逐短期投资收益，在获得超额投资收益的同时，带动地方养老产业发展。

#### 4、政策性银行的养老项目专项贷款

政策性银行是指由政府发起、出资成立、为贯彻和配合政府特定经济政策和意图而进行融资和信用活动的机构。现阶段，在我国国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行三大政策性银行中，只有国家开发银行推出了针对养老项目的专项贷款。这为推动形成“政府引导、金融支持、社会参与、市场运作”的社会养老服务发展体制机制提供了金融资金支持。

区别于商业银行的流动资金贷款，国家开发银行的养老项目贷款以《民政部 国家开发银行关于开发性金融支持社会养老服务体系建



设的实施意见》为基础进行放款和项目筛选。该意见对国家开发银行贷款支持养老项目的重点支持方向、贷款条件及与民政部门的职责进行细化。

国家开发银行的贷款支持养老项目主要集中在以下五个方面，一是包括城市社区日间照料中心、老年食堂、老年活动中心和养老服务信息平台在内的社区居家养老服务设施建设项目，此类项目主要以市、县（区）为单位，实施整体的融资支持项目，如 2015 年 10 月 22 日国家开发银行陕西分行向汉中市发放 8000 万元养老项目贷款，支持汉中市的文体、餐饮、家政、设施修缮等居家养老服务建设。二是居家养老服务网络建设项目，此类项目主要通过统贷方式批量化进行支持，如 2015 年 6 月国家开发银行江西分行向赣州市章贡区发放 1.3 亿元贷款和 1300 万元专项建设基金，支持全区 72 个社区养老服务中心建设，依托网络平台为老年人提供各类养老服务。三是包括养老院、社会福利院、老年养护院、敬老院、养老社区等养老机构建设项目，如 2016 年 11 月国家开发银行广西分行为南宁市第二社会福利院项目授信 2.3 亿元，用于项目的开发建设。四是养老服务人才培养基地建设项目。五是包括直接为老年人提供生活照料、健康服务和产品用品的养老产业相关项目，如 2016 年国家开发银行河南分行为燕达国际健康城提供 18 个亿的贷款。

国家开发银行的贷款以利率较低，期限较长，主要支持商业银行在初始阶段不愿意或涉及不到的领域为特点。本轮国家开发银行对养老项目的专项贷款期限最长为 15 年，还可宽限 3 年，对于养老机构

的养老企业来说，属于长期资金。对借款人的自有资金要求为 20%，且项目需要当地民政部门的推荐，这些支持性政策都为尚未上市、依靠债券融资的地方大中型养老企业提供了长期、低成本的资金来源，将助推地方养老产业发展。

## （二）市场性手段：资本市场的助力

### 1、养老地产金融创新模式：REITs 基金

REITs 基金全称是房地产信托投资基金，是伴随地产的繁荣而延伸出的金融产品，是资产证券化的重要手段。通过 REITs 基金，可以把流动性较低的、非证券形态的地产投资直接转化成资本市场上的具备流动性的证券资产。

从我国大型养老地产的转型发展来看，不管是万达进军医疗行业还是万科、华夏幸福等大型地产企业大举布局养老产业的举措来看，养老地产的发展思维正在由“卖房子”走向“卖服务”；从初期的地产概念运作，到重视养老服务的养老+地产模式；从以区位为重到区位、服务双轮驱动，这一切说明养老地产正摆脱传统地产思维，走向以消费者需求为核心的服务化。但同时，养老地产也面临运营困境，如果只是依靠提供的养老服务，难以覆盖地产公司前期的拿地成本和建设成本，同时养老服务的微利性和长期性拉长了地产项目的投资回收期。这使得前期投资资金长期被占用，因此，找到长期稳定的投资资金成为制约养老地产前期建设的关键因素，而 REITs 基金正好能解决养老地产的长期资金需求。

从发达国家的经验来看，世界上第一只 REITs 基金于 1960 年诞

生在美国，经过 50 多年的发展，美国的 REITs 基金模式已经成熟，养老地产的 REITs 基金也应运而生，这也使得美国养老地产走向地产+金融的模式，即地产的开发建设由地产公司向金融机构转移。美国的 REITs 基金通过将房地产物业租金或其他稳定长期收入作为证券收益，将房地产股本投资权益进行证券化。对于大众投资者来说，可以以很少的资金进入地产投资领域，并且 REITs 还可以在二级市场上交易，增加了资产的流动性。对于养老地产企业来说，增加了融资渠道并相应降低了税收费用，也进一步使得 REITs 基金成为一种效率较高的筹资方式。

到目前为止，我国养老地产还没有 REITs 挂牌。究其原因，一方面是由于在我国挂牌将面临双重征税的问题，即同时需要交营业税和企业所得税，另一方面还是我国养老地产尚未达到产业发展瓶颈。要想加快我国 REITs 基金的发展速度，在挂牌时双重征税问题的同时，还需耐心等待养老地产发展走向成熟。

对于正在以养老服务作为主要盈利途径的地产项目来说，REITs 基金的发起和设立，可以使项目尽快度过前期亏损期，通过稳定的资金收益改善资产结构、提升服务品质，真正为入住的老年人提供优质贴心的服务。同时，由于 REITs 的设立，不同于银行贷款的高利率、私募基金高投资回报率要求或是民间资本的不稳定，其长期性和低成本能在很大程度上缓解项目前期的建设资金来源问题。随着金融创新的不断推进，相信养老 REITs 也会逐步出现。

## 2、风起云涌新市场：新三板

2016年资本市场最受关注就属全国中小企业股份转让系统(俗称新三板),新三板被看作是中国未来的纳斯达克,由于其上市条件较为宽松,吸引了众多中小企业挂牌,截至2017年4月底,新三板挂牌企业达11,070家,远超主板、中小板和创业板企业数量。其中,涉及养老行业的企业有26家,其主业覆盖养老服务、家政、医疗、旅居、保健品和养老机构信息化系统的设计等领域,大部分新三板企业是在原有的消费者结构上进行调整,把重点消费群体扩大至老年人和养老机构,其主营业务都不是养老行业的关键业务。但以雅达养老、朗高养老和爱依养老三家新三板企业为代表的养老服务运营企业,开始进入投资者的视野,通过新三板的挂牌,增加企业信用背书,借助资本市场的力量,获得股权投资,进行连锁化规模化,又反过来增加企业在资本市场的估值。通过一轮一轮的产融互动,成为行业龙头。总体来看,从智慧养老方向切入养老行业的新三板上市企业占大多数,而养老行业的关键领域如康复理疗、护理人才培养等企业较少,这一方面是由于我国未富先老,整体来看老年人消费水平较低,导致大部分养老服务提供商盈利能力薄弱,资金上不能负担新三板挂牌前的股份化改制和第三方机构进行尽职调查的费用,另一方面是股转系统通过负面清单的方式设立隐形挂板要求,对挂牌企业的现在和未来的盈利能力有一定要求,使得部分养老机构运营商挂板失败。但2016年底至2017年初的朗高养老、爱依养老和业务转型的雅达养老使得养老服务运营商看到了生机。这类商业模式清晰,具备一定盈利能力,并在当地多点布局,快速连锁化复制的企业,受到新三板市场的青睐。

### 3、上市公司理性涉入主板市场

而纵观 A 股市场，共有 58 家企业准备或已经布局养老行业，其中，信息系统领域 6 家，智慧养老领域 7 家，养老地产领域 11 家，养老服务领域 11 家，医疗服务领域 9 家，养老器械领域 5 家，医药保健领域 5 家，金融投资领域 2 家，医疗体检领域 2 家。

在上市公司纷纷进军养老市场的热潮之后，如今开始趋于理性，谨慎对待向养老产业的多元化扩张。比如以虚拟养老院方式切入养老产业的某上市公司，关闭了其在部分地区的虚拟养老中心，仅保留了核心区域的虚拟养老服务中心。该机构以无线电通讯设备起家，通过非相关多元化切入养老，在经历初期的扩张期后，正在逐步关闭亏损严重、难以吸引消费者、没有客户流量虚拟养老中心，停止扩张，而把重点转为专心运营好已有的养老服务中心。这充分体现了上市公司有钱不任性，务实不烧钱的对待养老产业的态度。

从上市公司涉及的行业来说，包含了信息系统、智慧养老、养老地产、金融投资、医药、保健品、养老器械、医疗体检、养老服务和养老保险，几乎覆盖了整个养老生态链体系。从这些上市公司的主营业务看出，转型切入养老行业的公司主要分布在信息系统、地产、保险和医药四种类型的行业。一方面是这些企业在各自产业发展初期实现了资本积累，获得了行业的超额利润率，因此拥有了可以进行多元化的产业资本，另一方面，这些行业与养老有天然的协同性，其行业资源可以直接用于发展养老板块业务，而不用完全另起炉灶。但从上市公司对养老业务的重视程度来说，由于养老产业还处于发展初期，

盈利模式还不成熟，除了宜华健康完全由地产业务转为养老业务外，绝大部分上市公司对养老业务都处于理性涉入阶段。更多的情况是，上市公司的母公司成立专门的子公司发展养老业务，而不把养老业务装入上市公司，以防拉低上市公司的利润率。

我们认为，通过资本的助力，养老行业将逐渐度过起步期。养老机构在做好服务的同时，要关注上市公司的动态，保持借船出海之心，通过被并入运营稳定的上市公司，解决现阶段资金和客流难题，做深产业，做大规模，做强实力，为更多的老年人提供优质贴心的养老服务。对上市公司来说，要想分享养老产业的巨大蛋糕，重资产投入重新开始建立养老机构或做养老服务提供商是不明智的。最明智的选择是通过并购切入养老行业，在养老产业发展初期开始布局，等到养老产业蓬勃发展的时期，赢取超额利润。

### 三、年度养老产业金融事件盘点

#### （一）国内并购事件不断

继 2016 年年初安康通被南京新百收购后，掀起了一阵资本投资养老产业热潮。深耕一线城市多年、运营较为成熟的养老机构纷纷被并购。现就 2016 年 4 大并购案例进行简要介绍。

##### 1、宜华健康收购亲和源

2016 年 1 月 18 日，宜华健康发布公告，以 4.08 亿现金收购亲和源股份有限公司的 58.33% 的股份，成为亲和源的控股股东，这是宜华健康进军养老行业的一个重大举措，主要利用亲和源在健康养老产业内多年积累的良好运营模式、经验以及品牌价值，为下一步在健康

养老产业内布局打下基础。虽然在收购发生后，宜华健康股价下跌，股票市场短期不看好本次收购的表现，但经过近一年的发展，宜华健康在卖出地产业务后，始终保持稳定的盈利能力，使得市场恢复了对企业的信心。到 2016 年 11 月 5 日，宜华健康的股票价格已经和年初时的股价持平。

宜华健康股价的回升，充分表明产业外企业进军健康养老的模式已经从收购运营不良机构进行整合与提升变为收购拥有良好品牌与运营能力的机构，借助其多年发展积累，谋求进一步扩张。收购的目的不在于短期内的盈利，而是占据关键市场份额，谋求长期发展空间。

对于亲和源来说，投资近 6 个亿，经历十年的经营后，在入住率已达到 95%的情况下，其市值仍然只有 7 个亿。这一情况无疑折射出了目前健康养老产业大型机构现金流不畅，市场估值过低的困局。在本次收购案之前，亲和源一直在寻求新三板上市未果，此次收购案无疑为亲和源解决了较长一段时间内的资金问题，保证其良性运转。

## 2、光大控股收购北京汇晨

北京汇晨养老机构管理有限公司成立于 2007 年，一直致力于建设以养老机构为体系支柱、以老年医疗为区域核心、以小区服务为实施基础的集中养老、护理、医疗、康复四位一体的老年健康服务产业集团管理式公司。截至 2016 年 10 月，汇晨在北京布局了六家老年公寓，一家日间照料中心，并且在威海市建立了面向旅居养老的汇晨荣成老年公寓。作为一家民非机构，汇晨以运营社区中型养老机构为核心，通过租赁的方式进行连锁化经营，走的是以运营为核心的轻资产

运作道路。中国光大控股有限公司于1997年在香港成立，是中国光大集团的金融子公司，公司秉承大资产管理理念，专注发展跨界资产管理及投资，投资涉及多个行业，在2015年开始考虑布局养老产业，在考察多个养老机构后，最终选定北京汇晨养老机构管理有限公司作为投资标的。

2016年5月13日，光大控股宣布收购汇晨养老67.27%的股权，投资界预计本次交易估值大约4个亿左右，通过此次收购，光大控股将充实大健康版块，并且以汇晨养老作为实体与公司的融资租赁和保险业务进行协同，发挥“金融+实业”的优势。从此次并购金额和控股比例来看，光大并购汇晨并不是一次短期的财务投资行为，而是一次对未来大健康产业的布局。

对于汇晨养老来说，在经过近十年的发展后，通过轻资产的运营模式，已经度过生存危险期，达到年盈利10%的规模，但由于养老运营仍是微利，汇晨的连锁扩张速度较慢。通过此次光大资本的注入，汇晨资金实力大增。在提升自身养老运营和服务水平的同时，未来3-5年将加快连锁化进程，先覆盖北上广深一线城市，以此为基础，快速向二线城市进军。以自身养老机构运营能力为核心，以“养老机构+旅居养老”的方式，覆盖本地和候鸟旅居人群，打造连锁化养老集团。

### 3、中金瑞华收购夕悦养老

中金集团旗下中金瑞华（上海）健康产业投资有限公司收购上海夕悦老年颐养服务机构60%的股权，成为上海夕悦老年颐养服务机构



的最大股东。中金瑞华（上海）健康产业投资有限公司成立于 2014 年 9 月，是中金集团布局健康养老产业的一个重大举措。自成立初期，中金瑞华开始按照集团公司战略，积极探索养老产业，已在上海、宁波、南通等城市通过新建、并购或委托经营方式运营 12 家养老院，以连锁的养老机构为核心，开展社区居家养老、专业养老人才培养、智慧养老信息化平台建设及养老机构托管运营服务等业务，形成“佰仁堂”专业健康养老品牌。

上海夕悦老年颐养服务机构成立于 2011 年，是一家依托于上海本地专门提供居家上门服务的养老服务机构。经过 5 年的发展，夕悦已在上海建立 12 家服务网点，4 家护理站，其居家上门服务覆盖全上海市。根据老年人不同的身体状况和对上门服务的需求情况，夕悦提供的服务包括家庭护士服务、专业中医上门咨询、营养师上门咨询、家政照料等项目，主要为自理老人、术后康复人群及特需人群提供服务。

通过此次并购，夕悦向并购方借力扩展市场，把自己的专业居家上门服务嵌入到中金瑞华的健康养老服务体系中，将夕悦的服务范围从上海市扩展到华东地区，并且借助中金瑞华已经建立的连锁养老服务体系，扩大养老服务覆盖人群。这样，夕悦可以聚焦于提供优质的居家养老服务，将市场扩展体系交给中金瑞华，走专业化道路，打造华东地区居家养老服务专业提供商。而中金瑞华通过并购，丰富了养老板块的业务体系，将机构养老和居家养老相结合，形成养老服务体系闭环，借助夕悦专业的居家上门服务能力，为入住老人提供更为专

业的服务。双方属于强强联合，共同打造连锁化经营体系，铸造华南地区养老全生命周期服务链。

#### 4、北京首开寸草养老服务有限公司成立

2016年7月15日，北京首都开发控股（集团）有限公司与北京寸草关爱咨询有限公司共同合作成立北京首开寸草养老服务有限公司。

首都开发控股（集团）有限公司成立于2005年12月10日，主要以房地产开发的经营业务为主营的北京市市属大型企业集团。在今年国企纷纷步入养老行业的大背景下，首开紧随大势，积极布局养老产业，通过与民营养老机构合资成立专业养老公司，借助其在地产和物业方面强大的实力和其上市公司的资本运作能力，响应国家政策，支持养老产业的发展。

北京寸草关爱咨询有限公司成立于2011年，是一家专业做失能失智老人的专业护理型养老机构。经过5年的发展，其专业化服务水平不断提升，养老床位供不应求，但由于拿地成本高昂，公司资金实力有限，寸草春晖没有走连锁化道路，而是在运营养老机构的同时，一方面承接政府的“老年餐桌”项目，另一方面制定养老服务标准化文件，努力打造业内失能失智护理机构的标杆。此次和首开共同成立新公司，可以借助首开的地产和物业业务和其强大的资金实力，开始进行连锁化扩张之路。借由已经形成了护理专业化服务和运营标准，进行标准和服务的输出，打造京城专业失能失智养老护理连锁机构。

#### 5、小结

从资本市场对养老标的的态度转变来说，2015年资本方还在观望是否进入养老产业，随着2016年宜华健康对亲和源的收购，拉开了资本收购优质养老标的的热潮。2016年，北京、上海等一线城市运营成熟的养老机构纷纷被并购，优质的养老标的成为资方眼中的“香饽饽”。总体看来，被并购方一般具有三大核心特点：

一是轻资产运作模式。从2016年几个主要资本并购案可以看出，自行购置地产来开办养老机构的重资产运作的养老标的已不再吸引资本的目光，反而靠租赁地产提供机构养老服务或直接提供居家上门养老服务的轻资产运营模式受到资本的青睐。养老产业是个资金回报周期较长的产业，并且产业的盈利点在于服务的满意度而非硬件的投入，因此，以轻资产运作并着力于养老服务的机构才能在养老行业普遍难以盈利的情况下，获得利润，增强长期生存的能力。

二是成熟可复制的商业模式。资本对于产业的发展产生助力。资本具有逐利性，并且对资产的长期回报率有要求，这意味着只有拥有成熟的商业模式才能受到资本的青睐。对于养老产业来说，由于其福利性特质，养老机构大都依靠政府补贴度过发展的萌芽时期，一旦抓住养老产业的刚需，摸索出成熟的商业模式，定会收到资本的关注。不管是汇晨的以运营管理为主的社区中型养老模式，还是夕悦的居家上门服务模式，又或是寸草春晖专注于失能失智老人照护的模式，都是经过多年的市场检验而建立起的成熟商业运作模式，这些商业模式得到了其服务覆盖范围之内老年人的认可，并在多年的运营中获得稳定的现金流量。因此，拥有此类特质的养老机构才会受到资本的关注。

三是标准化的服务体系和制度体系。养老机构快速扩张和服务输出是建立在标准化的服务体系和制度体系之下的，因此资本并购养老标的的一大特色就是建立起了标准化的体系。从今年的六个并购案例也可以看出，汇晨、夕悦、寸草春晖无一不是通过多年的运营管理经验，总结出一套完善的标准化体系，并能够进行标准的输出。因此，想要引进战略投资者的养老机构，建立完善的养老服务标准化体系是必须要做的基础工作。

## （二）海外并购兴起

### 1、信泰资本与合众人寿收购 Welltower 美国养老地产和长期/急症后期护理设施资产包

这是一桩典型的国内保险机构携手我国本土基金的联合并购行为。信泰资本是一家以引导、协助及保护中国资本的海外投资为宗旨的私募股权投资机构。作为此次并购的共同投资者，信泰资本为此次国际并购提供交易前期的尽职调查、谈判融资、风险控制等服务，保证交易流程的顺利高效完成，因此信泰资本更多是作为财务投资者的角色参与本次并购。

此次并购的主要战略投资者为合众人寿。合众人寿是国内率先采取国际并购方式，介入养老产业的人寿保险公司之一。合众人寿以“成为国际一流的多元化投资控股型企业集团”为目标，打造“大金融、大健康、文化旅游”三大业务板块。公司一方面通过在武汉、南宁、沈阳等地建设养老社区、养老公寓项目积极布局国内大健康产业，另一方面通过国际并购的方式扩展其大健康产业的海外资产配置。为保

证海外并购交易的顺利进行，合众人寿成立专门的海外并购部门，吸引具备国际并购经验和国际视野的人员加盟，以强化国际并购的能力。近两年内，合众人寿已经在美国养老产业领域投资约 2 亿美元，

此次并购是合众人寿大健康产业海外布局的新举措，通过其在美国的子公司——幼年有限责任公司，联合信泰资本和 Welltower 共同成立合资公司，收购 Welltower 在美国 13 个州的 39 家养老社区。我们认为，此次海外并购一方面扩充了合众人寿海外养老资产，另一方面是为上市所做的准备之一。通过扩充海外资产，达到国内主板市场上市的资产和利润要求，加快其上市的步伐。当然，评价此次并购是否成功，还要看合众人寿并购后的资产整合运营能力，看其能否把美国养老社区的运营经验复制到国内的项目中，完成本土化改造，真正把投入的资金转化为具有生产力的资产。

## 2、中国泛海控股集团收购 Genworth 金融集团（Genworth Financial, Inc.）

2016 年 10 月 24 日，中国泛海宣布拟斥资约 27 亿美元收购在纽交所上市的美商大型综合金融保险集团 Genworth Financial, Inc（以下简称 Genworth 金融集团）的全部已发行股份。并于 2017 年 4 月正式向美国外国投资委员会（CFIUS）提交了收购申请。中国泛海控股集团是一家以房地产、金融、能源、综合投资为主营业务的跨国企业集团，控股和投资了泛海控股（000046.SZ）、民生控股（000416.SZ）、中泛控股（00715.HK）和民生银行（600016.SH、01988.HK）、联想控股（03396.HK）等多家上市公司。中国泛海收购 Genworth 金融集

团是一起典型的海外并购交易，是一次财务投资行为，同时也是中国泛海金融保险业务的一次战略布局。在此次收购中，除了现金收购股份外，中国泛海还承诺在债务到期或到期前向 Genworth 金融集团注资 6 亿美元以偿还其在 2018 年到期的债务，并将 5.25 亿美元现金注入美国寿险业务。与此相对应，Genworth 金融集团也已承诺将 1.75 亿美元现金注入美国寿险业务。在交易完成之后，Genworth 金融集团将成为中国泛海的全资子公司，中国泛海将保持其现有业务组合和运营方的独立性。

Genworth 金融集团是美国第一大长期护理保险公司，并经营寿险和年金业务，位列美国财富 500 强，在福布斯全球保险业排名第 77 位。公司前身为 1871 年创立的弗吉尼亚人寿保险公司，拥有员工为 3,865 人，在美国、加拿大、澳大利亚、墨西哥、印度等国家有分支机构。根据 Genworth 金融集团公布的数据，截止 2016 年 6 月 30 日，Genworth 金融集团的总资产为 1082 亿美元，其中可投资资产总额为 776 亿美元，净资产为 170 亿美元。

中国泛海通过对 Genworth 金融集团的收购，可介入国内长期护理险市场，把美国的成功经验和商业模式引入国内，开拓国内市场。从并购目标达成方面来说，要想保证此次收购的成功，泛海集团需要把并购后的重点放在治理机制上，通过与 Genworth 金融集团董事会定期进行公司战略、运营和公司财务的讨论，最大限度地降低财务和经营上的风险，提高该项业务的盈利水平。

### 3、安邦保险集团收购加拿大 Retirement Concepts 24 家养老“社

区”

安邦保险集团对 Retirement Concepts 的并购，是延续其在加拿大的不动产投资策略。从 2015 年开始，安邦保险就大举进入加拿大的不动产市场，不管是以 1.1 亿加元收购多伦多 70 York Street，还是以 6.6 亿加元收购温哥华市中心 Bentall Centre 资产，近年来，安邦保险在加拿大的商业地产并购事件不断。此次，安邦保险一改其收购商业地产的并购风格，开始向大健康养老领域的优质地产倾斜。

Retirement Concepts 是加拿大本地的安养院家族企业，经营着 24 处养老“社区”，是加拿大不列颠哥伦比亚省（British Columbia）最大连锁安养院。此次并购，Retirement Concepts 将会保留小部分股权，但依然主要负责安养院的运营。

通过此次并购，可以看出安邦保险集团的海外并购不在于速战速决，即并购后强势快速介入被并购方的管理层且把被并购方纳入自身的管理体系，而是采取稳中求胜的方式。通过并购，获得 Retirement Concepts 的养老“社区”和旗下地产，保持运营管理的稳定和独立的前提下，在运营模式和标准化服务等方面可能产生协同效应的领域进行战略协作，打造渐进式整合的最终目的。

#### 4、小结

从并购主体来说，本轮养老产业海外并购浪潮的主角是国内大型险资企业。众所周知，养老产业项目投资期限长、盈利能力较为薄弱，难以吸引资本市场目光。但险资以其庞大且稳定的资金流量为基础，与养老产业长期性、高资金投入的特点有天然的契合点。国内险资通

过并购国外成熟养老标的，实现财务投资和对接后端养老运营服务的双重效果。从并购目的来说，除了部分出于财务投资目的外，险资企业主要为增加其寿险产品后端兑付方式。通过保险+养老模式，把服务打包进后端兑付中，为其高端客户群体提供国际化养老服务及产品体验。这样一方面能在前端增加对高净值客户的吸引力，另一方面能解决后端服务兑付问题，达到为其寿险产品开拓市场的目的。

从并购后整合来说，国内企业普遍存在缺乏跨国运营人才及整合不成系统等问题，这可能造成中企并购后的水土不服，不能把被并资产优势发挥到最大。对于养老产业跨国并购来说，这就要求企业在并购前就设定好详细的并购计划，珍惜每一次跨国并购机会，通过跨国并购打造出一支自己的跨境运营和并购整合队伍，把被并购方的优势转换为企业自身的优势。

### （三）智慧养老企业受到资本追捧

根据《智慧健康养老产业发展行动计划（2017-2020年）》，智慧健康养老是利用物联网、云计算、大数据、智能硬件等新一代信息技术产品，能够实现个人、家庭、社区、机构与健康养老资源的有效对接和优化配置，推动健康养老服务智慧化升级，提升健康养老服务质量效率水平。智慧养老企业以轻资产运营为主，投资体量大都在千万量级，且大部分停留在A轮阶段。由于此类企业处于创业初创期，急需大量资本投入，而私募基金也需要寻找新的投资标的来增加项目的多样性，以此来降低投资风险，两者一拍即合。近期的智慧养老企业及终端产品的融资状况如下图：



表 3 智慧养老企业融资情况（部分）

公司/品牌名称	融资轮次	融资金额	投资方
三开科技	新三板挂牌	/	/
	A	1200 万元	深圳豪识鼎泰
幸福 9 号商城	B	1 亿元	正和磁系资本
	A	1 亿元	浙商创投
小鱼在家	B+	数千万美元	光速中国、创新工场、成为资本
	B	2600 万美元	成为资本、鸿海集团等 5 家
	A	440 万美元	光速中国、创新工场
阿姨来了	B	数千万美元	北京生活性服务业基金
	A	数百万美元	清科创投
麦麦养老	A	3000 万元	招商局
	天使	数千万美元	同渡创投
倍磅康复	A	800 万元	国发创投
一格信息	Pre-A	1000 万元	十方创投
华人照护	天使	数千万	未透露
二毛照护	天使轮	200 万美元	蓝驰创投
糖豆广场舞	B（追加）	500 万美元	IDG 资本、祥峰投资
	B	1500 万美元	顺为资本
健租宝	天使轮	1100 万	达晨创投、钱璟康复、龙之杰

资料来源：IT 桔子网站。

私募基金更多看重的是短期能够退出的产品和平台，区别是专注于养老产业的战略投资者，私募基金投资具有短期性。资本的逐利性和养老行业的长期性有天然的矛盾，因此，此类资本会选择运营互联网平台的智慧养老项目，这类项目可以借助资本来快速增加端口流量，占领细分市场，通过扩大在企业产业内的话语权和市场地位，打压竞争对手，获得竞争收益。流量端口的快速占领，对此类轻资产企业至关重要。

拥有流量优势的智慧养老企业，获得私募基金的 A 轮融资并度过前期的烧钱阶段后，能否占领流量端口，占据市场份额，获得持续性发展至关重要。智慧养老企业的主要客户是养老运营机构，通过养老运营机构来服务老年人，因此在市场扩张中，需要紧跟成熟养老运营机构的需求，通过和运营机构的深度合作，探索老年人刚性需求，提高产品更新换代速度，增强企业的市场竞争力。

2016 年是大量智慧养老企业通过 PE、VC 进行融资扩张的时期，由于互联网的基因是赢者通吃，因此这些企业在大量烧钱后，能否通过前期的宣传和对用户的补贴，让老年消费者开始使用企业的产品，并进一步增加产品使用频次，以此来增强客户粘性，抢占市场份额，是智慧养老企业存活的关键。预计未来将会出现智慧细分市场的少量赢家，但具体花落谁家，还待观望。

#### 四、养老产业金融面临的问题与挑战

##### （一）养老产业金融支持政策制定不够精准，难以落地

纵观国内发布的众多支持养老金融发展的政策，大部分停留在方向引导上，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，但并没有出台对资本进入养老产业的进一步细化的措施。

养老产业金融政策更多是站在金融角度，没有根据养老产业的特性提出针对性的解决措施。养老企业或养老项目一般分为建设期和运营期，由于产业的特殊性，企业或项目的运营期对资金的需求量不亚于其在建设期的资金需求，但这部分需求往往不是政策的主要支持方

向。另外，养老产业投资回收期长，与之相适应的资本手段较少，政策对投资期限没有明确的鼓励。这都导致政策对养老产业金融支持的精准性较低，金融支持养老产业发展的政策难以落地。

## （二）养老金融市场不成熟，企业融资渠道单一

在我国金融市场不成熟的大环境下，养老金融市场处于初级发展阶段。从市场环境上来说，存在着金融结构失衡、金融创新乏力等问题。从国际经验来看，一个成熟的资本市场的主要标准是，优质的企业能随时通过各类的融资渠道获得资金来源、价值投资者能获得长期稳定的回报、金融产品的价格稳定合理。

从上文所对养老产业金融市场情况基本介绍可以看出，我国养老金融市场的主角是政府，民间资本参与程度并不高，整个市场金融产品种类单一，企业融资渠道匮乏。这使得大部分产业从业者只能按照政府的要求进行产品和服务设计，只是为了拿到政府微薄的补贴，度过艰难的初步发展阶段。

由于大量的 PPP 项目和养老产业投资基金投向自然环境优质、经济条件较弱的地区，因此在项目建成后，如何吸引人流，政府和社会资本的投资能否获得相应回报都难以预知。

## （三）养老产业缺乏理性的长期投资者

实体企业一般把股权投资者分为两类，一是战略投资者（投资着眼长期回报），二是财务投资者。从目前的养老产业金融市场来看，大部分都属于财务投资者，以获取短期收益回报为主要目的。从养老产业这样的长周期行业来看，财务投资者难以带来优质产业资源和长

期资本，不利于养老企业长期战略发展。

养老产业的长期性和低盈利性决定企业的首选是可以相伴一路走下去的战略投资者。这类投资者不要求企业快速盈利，而是通过资本注入，导入人才和标准化模式等养老产业资源，摸索出本地客群的刚性需求，提供让长者满意，让女子放心的产品服务，然后快速复制模式，做到标准化、连锁化运营。提供这类真正符合市场需求产品和服务才能立于不败之地，才有机会成就企业的基业长青。因此，战略投资者才是养老金融市场最稀缺的资源。

#### （四）企业运营能力不足，难以消化并购资产

从近年来的并购事件来看，养老产业“资金荒”在一定程度上是个伪命题，随着国内利率市场化进程的加速，更多呈现出“资产荒”的特征。资本在大量寻求优质的投资标的，然而企业在并购后普遍存在“消化不良”的问题。由于养老产业属于新兴产业，市场也是近年来才放开，企业普遍缺乏运营能力。这导致企业并购优质养老标的后，只是作为企业战略布局的一环，不能深入参与到被并企业的运营中，难以为被并企业提供契合的资源对接。这样，一方面难以提高被并企业的价值，另一方面对于并购方来说，并购后运营能力的缺乏，会使资本市场对养老产业并购信心下降，降低对并购方的估值，影响其市值和市盈率，不利于并购方对自身市值的管理。

因此这就要求企业在并购前就设定好详细的并购计划，珍惜每一次产业并购机会，通过产业并购打造出一支自己的养老产业运营和并购整合队伍，把被并购方的优势转换为企业自身的优势，以养老产业

运营为基础，以资本运营为催化，不断提升自身的市值和资本市场的影响力。

## 五、养老产业金融未来的趋势研判

### （一）产业为本，金融为器是养老产业金融发展的原则

不管是政策性融资手段还是市场性融资手段，金融都是作为工具而存在，是活跃养老市场的一种手段。养老金融发展需要建立在养老产业的蓬勃发展的基础上，产业的发展是促进养老金融市场繁荣的基本。按照投资周期来看，如果以一年为周期来思考养老产业金融，需要关注资本市场的波动、政策的变化；如果以三年为周期来思考养老产业金融，需要关注市场参与者经营水平和战略布局；如果以十年以上的周期来思考养老产业金融，则需要关注养老产业的变迁和走向。

站在长期来看，养老产业的持续发展和养老产业效率的提升才能促进养老企业永续经营能力，此时企业才有更多的融资需求，才能促进金融资本向产业资本的转移，养老产业金融才能支撑养老产业的发展，走向实际意义上的产融互动。站在养老产业的角度看金融市场，必须树立“产业为本，金融为器”的基本原则，才能促进养老产业金融的良性发展。

### （二）政府角色向服务型政府转变

服务型政府是具备现代服务意识和能力、提供满足社会需求公共服务的现代政府。养老产业具备事业性和产业性双重性质，因此在养老产业金融的支持方面，政府需要转变社会角色，向服务型政府迈进。

在养老金融的发展中，政府需要在产业方向上指引道路，但要把

市场的参与权交给金融机构和养老企业，充分发挥市场的自由竞争机制，让资本流向使其价值最大化的企业中。对于政府承担托底功能的养老机构，大力发展“公办民营”和“公建民营”的方式，政府投入少部分种子基金，成立产业引导基金，吸引社会资本投入、运营和建设养老机构，通过资本的力量，促进社会力量介入，提高养老机构和项目的运营效率。服务型角色的另一方面，是指政府需要退居资本市场幕后，做好监管者的角色，规范资本市场行为，防范系统性风险的发生。

### （三）PPP 将成为养老产业主流融资模式之一

PPP 作为政府和社会资本合作的一种新形式，受到热捧，成为养老项目的新型融资、建设、运营方式。PPP 模式的核心在于利益共享、风险共担和提高效率，重点在减低项目运作成本，降低项目运作风险。

市场上流传着这么一句话“PPP 模式不是一场婚礼而是一段婚姻”，这意味这 PPP 不是一个简单的程序和流程，而是一个设计好交易规则的长期投资及运营过程。由于这种模式的特殊性，集合了政府和社会资本的双重优势，项目周期长、资金投量大，和养老产业长周期、资金需求量大、投资回收期长的特性相匹配，在此基础上开发的养老小镇项目，将成为未来的热点项目。

对于地方政府来说，PPP 项目投资额度不能超过每年政府一般公共预算的 10%，因此地方政府对 PPP 项目的立项领域进行严格把控。现阶段，PPP 项目一般为市政及基础设施建设项目为主，通过使用者付费、政府付费或缺口补贴的方式产生盈利。PPP 项目不允许投资暴

利产业，项目收益率维持在 6%-7% 之间，而养老项目既是民生工程，又能通过使用用户付费方式让社会资本收回投资，因此是地方政府鼓励的领域之一。这都预示着，PPP 模式将成为未来养老项目的主要融资模式之一。

#### （四）并购事件激增，资本市场将助推养老产业领袖的出现

产业经济学理论中，产业演进将从小散乱差的初步发展期逐步走向规模化的成熟期，而资本市场将会加速这一过程。从今年产业并购频繁来看，优质的养老标的已经被争抢。资本的注入，可以使得企业能够进行连锁化复制，快速扩大规模，从本地化模式走向全国模式。这会促进一大批中小企业在竞争中走向成熟，首先会在区域内出现养老行业的龙头企业，成为政府扶持对象和其他企业争相模仿的对象。规模较小的企业将被并入龙头企业的麾下，产业整合不断。资本的助力，使得龙头企业只需紧抓自身核心能力，其他由资本市场导入资源和能力，不管是做平台还是做机构，资本市场都将加速养老产业领袖出现的速度。

#### （五）上市公司将通过长周期资本平台切入养老产业

随着主板上市的条件逐步放开，公司从首次预披露到获得 IPO 批文的时间开始由 771 天左右缩短到 420 天左右，一年内通过上市审核将成为常态，这也是国家放开上市门槛的一个表现。目前，深交所和上交所上市的公司达 3205 家，但介入养老产业的只有 58 家，数量不到 2%。这些企业受到市场风潮的影响，开始布局养老产业。我们认为，类似其他产业的上市公司，要想在养老产业长期布局，上市公司

需要培育自身的长周期资本平台。

大部分上市公司是把养老作为新业务领域来扩展，自身并不具备养老产业发展所需要的资源和能力，而融资并购整合是上市公司进入养老产业最为快捷的方式之一。上市公司通过在组织结构中设立一个长周期资本平台，培育自身的直接融资、间接融资、并购重组和战略投资能力。通过资本平台的建立，借助资本市场的力量，运用融资并购方式整合市场中已经成熟的标的，培育自身养老板块的业务，比如宜华健康的投资战略布局。这种方式可以使企业在保证主营业务稳定提供现金流的同时，积极开阔新兴养老产业市场，寻找产业内新的投资机会，还能保持企业在二级市场上的估值水平和流动性。



## 养老金融月度资讯

(2018年3月, 总第16期)

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

### ➤ 政策动态

- 证监会 | 正式发布养老目标基金指引
- 人社部 财政部 | 同步提高退休人员基本养老金水平

### ➤ 养老金金融

- 厦门 | 平均养老金 3422 元 已连续 13 年上调养老金
- 安徽 | 城乡居民养老金最低标准今年将提高 50%

### ➤ 养老服务金融

- 三亚 | 开启 2018 年度领取养老金资格认证
- 民生银行 | 为老年客户提供贴心的服务

### ➤ 养老产业金融

- 江苏 | 助力养老产业 江苏股权交易中心“康养板”启动
- 大爱城投资控股有限公司 | 发布大爱书院养老产品

### ➤ 学界观察

- 胡晓义 | 职业年金和企业年金指向中等收入群体
- 王忠民 | 大数据充分运用 将为养老和社会保障带来福利

### ➤ 国际视野

- 巴西 | 兴起“退休潮”
- 澳大利亚 | “零工经济”隐患或致百万劳工痛失养老金

本月概览

## 政策动态

### 证监会 | 正式发布养老目标基金指引

3月2日，为支持公募基金行业服务个人投资者养老投资，在养老金市场化改革中更好发挥公募基金专业投资的作用，证监会正式发布实施《养老目标证券投资基金指引（试行）》（以下简称《指引》），并于2017年11月3日至11月18日向社会公开征求意见。从反馈意见情况看，社会各界对《指引》总体认同，普遍认为当前制定《指引》并推出“养老目标基金”，有利于发挥公募基金专业理财在居民养老投资中的作用；形成专门养老投资的基金产品类别，便于投资者识别选择投资；有利于养老目标基金长期持续健康发展。（中新经纬网）

### 人社部 财政部 | 同步提高退休人员基本养老金水平

日前，人力资源和社会保障部、财政部联合下发《关于2018年调整退休人员基本养老金的通知》，明确从2018年1月1日起，为2017年底前已按规定办理退休手续并按月领取基本养老金的企业和机关事业单位退休人员提高基本养老金水平，总体调整水平为2017年退休人员月人均基本养老金的5%左右。此次调整进一步体现了机关事业单位和企业养老保险制度的“并轨”，预计将有1.14亿名退休人员受益。（央广网）

### 上海 | 贯彻关于加快发展商业养老保险的实施意见

上海市人民政府办公厅于3月15日发布了贯彻《国务院办公厅关于加快发展商业养老保险的若干意见》的实施意见（以下简称《实施意见》）。《实施意见》鼓励商业养老保险机构在全国率先开展个

人税收递延型商业养老保险试点。《实施意见》还提出，要发展创新型个人长期养老保险产品，鼓励商业保险机构提供多样化、创新性的养老保险产品和服务。探索发展具有抵御通货膨胀风险功能的长期商业养老保险、生命周期型养老保险等产品，设计符合上海特点、适老性强的综合养老保障计划，鼓励创新养老金支付方式、提供长期养老保险产品短期融资服务等，满足人民群众多层次、个性化的养老保障需求。（第一财经日报）

### **人社部 | 完善建立城乡居民基本养老保险四大机制 超5亿人将受益**

3月30日，人力资源和社会保障部、财政部联合印发《关于建立城乡居民基本养老保险待遇确定和基础养老金正常调整机制的指导意见》（以下简称《指导意见》）。《指导意见》明确，我国将完善建立城乡居民基本养老保险的四大机制，超过5亿人将从中受益。

《指导意见》明确几大主要任务：第一，要完善待遇确定机制；第二，建立基础养老金正常调整机制；第三，建立个人缴费档次标准调整机制；第四，建立缴费补贴调整机制。根据文件精神，人社部门还将对65岁及以上参保的城乡老年居民、重度残疾人、建档立卡贫困家等特殊人群给予政策倾斜，确保参保居民共享经济社会发展成果。（央广网）

### **养老金融**

**厦门 | 平均养老金3422元 已连续13年上调养老金**

根据厦门市人力资源和社会保障局官网的数据，目前，厦门企业退休人员平均养老金为 3422 元，继续保持福建省第一、全国前列。厦门已连续 13 年提高企业退休人员基本养老金。在国家和福建省方案基础上，厦门用足政策，全市企业退休人员人均月增发约 199 元，总调整比例为 6.04%，实现了调整标准最大化，并且向养老金水平较低群体适当倾斜。调整范围涵盖 2016 年 12 月 31 日前纳入厦门市企业基本养老保险统筹范围且已办理退休、退养手续的人员，共涉及 20 多万人。（海峡导报）

### **安徽 | 城乡居民养老金最低标准今年将提高 50%**

3 月 21 日，安徽省政府出台《关于促进经济高质量发展的若干意见》。今年，安徽省将持续加大财政对民生的投入力度，继续调整企业和机关事业单位退休人员基本养老金，全省城乡居民养老保险基础养老金最低标准在现有基础上提高 50%，适度提高城乡低保标准和优抚补助标准，加强对特困人员、残疾人、优抚对象等群体的兜底保障。同时，引导和鼓励服务业人员、中小微企业职工、灵活就业人员、农民工、新业态就业人员等群体参保缴费。（江淮晨报）

## **养老服务金融**

### **三亚 | 开启 2018 年度领取养老金资格认证**

为了确保从业人员基本养老保险基金安全，保障广大离退休（退职）人员（以下简称退休人员）按时足额领取养老金，根据海南省基本养老保险及离退休人员社会化管理的有关规定，三亚市于 2018 年

3月1日启动2018年度领取基本养老金资格认证工作，并且已全面推广使用人脸识别认证系统开展养老金领取资格认证工作，高龄、行动不便的退休人员，可向现居住地认证点提出申请上门认证（或建模）服务。（三亚日报）

### **民生银行 | 为老年客户提供贴心的服务**

民生银行广州东山支行地处老城区，老年客户居多。为了更好地提升服务质量，东山支行开辟“爱心专窗”，专门为老年客户或特殊客户办理业务。此外，东山支行定期举办老年人金融知识讲座，宣讲金融安全知识，教会老年客户开通账户信息即时通，使用账户安全锁，帮助老年客户进一步掌握防范电信及网络诈骗的相关知识，提升老年客户的服务体验。（中国产业经济信息网）

## **养老产业金融**

### **江苏 | 助力养老产业 江苏股权交易中心“康养板”启动**

为进一步发挥金融支持实体经济发展的作用，推动江苏健康养老产业发展，3月15日，江苏股权交易中心与省养老产业投资基金在南京举行战略合作签约，12家大健康养老企业与服务机构签署推荐挂牌协议，标志着“大健康养老板块”（简称“康养板”）正式启动。本次“康养板”将不局限于养老护理与日常照护领域，而是围绕康养相关的吃、穿、住、行、医、养等，整合资源，构建消费场景，助力康养企业，进一步发挥金融支持实体经济发展的作用，推动江苏健康养老产业发展。（中国江苏网）

### 大爱城投资控股有限公司 | 发布大爱书院养老产品

为落实《政府工作报告》中提出“要发展居家、社区和互助式养老，推进医养结合，提高养老院服务质量”的相关要求，大爱城投资控股有限公司作为中国健康老龄产业运营商在3月22日发布了大爱书院旗舰养老产品。大爱书院项目位于香河大爱城社区内，是实践“书院式养老”模式的核心服务运营平台，覆盖居家养老、机构养老、旅居养老三大业务，并提供千余套精装安养套房，按照不同生活服务功能，规划了独立生活区、协助生活区、专业护理区与记忆照护区等四大区域，提供全生命周期、专业科学护理的养老服务。（东北新闻网）

### 慈度康养国际 | 入驻“环华西国际智慧医谷”

为推动中国康养产业的国际化发展，实施健康中国战略，宣传推动“环华西国际智慧医谷”建设，促进成都市武侯区大健康产业发展，武侯区与四川大学于2018年3月28日举办2018“环华西国际智慧医谷”建设研讨会暨武侯区大健康产业招商推介会，中日合资的康养企业慈度康养国际正式入驻“智慧医谷”。此次大会的举办，标志着武侯区正式向大健康产业精准发力，以医养结合及大数据增值应用与生态产业集群为主体的“华西国际智慧医谷”正式进入全面建设阶段。慈度康养公司将以设在成都市武侯区的产业总部，为全国康养产业培训输送相关专业技术服务人才，为中国养老及护理行业提供可分享复制的开拓性示范基地及实践案例。（重庆时间网）

## 学界观察

### 胡晓义 | 职业年金和企业年金指向中等收入群体

“最需要职业年金和企业年金的不是富人。富人可以通过投资；也不是穷人，穷人有托底，指向其实恰好是中等收入群体。”3月3日，在中国养老金融50人论坛北京峰会上，中国社会保险学会会长胡晓义发表演讲，阐述了关于养老金第二支柱的设计和逻辑问题。他表示，现在第二支柱中的职业年金遵循自愿原则和不自愿原则。希望职业年金遵循强制原则，范围可锁定企业(单位)从业者。关于实行强度，可以采取强制或半强制形式。胡会长强调，最需要职业年金的是中等收入群体。（财新网）

### 王忠民 | 大数据充分运用 将为养老和社会保障带来福利

3月3日，在中国养老金融50人论坛北京峰会上，全国社会保障基金理事会原副理事长王忠民指出，养老和社会保障数据的经济价值、金融价值和链条中的账户价值、账户的衍生价值是最没有大数据逻辑运用的数据。如果把它的大数据充分展开应用，将会对养老和社会保障带来莫大的福利。

王忠民认为，区块链可以解决信息紊乱、信息不负责任，信息纠结和信息扭曲的问题。如果这个时代到来，可以真正用新技术、新产品、新市场解决如今养老社会保障中的综合问题和基础逻辑层面的问题。（21世纪经济报道）

### 黄洪 | 应率先发展税延型商业养老险

3月24日，中国银行保险监督管理委员会副主席黄洪在中国发展高层论坛的老龄化社会与养老产业分论坛上表示，商业养老保险应

该成为第三支柱的主要提供者，现阶段要率先发展税收递延型商业养老保险。并且分析目前的社会基本养老保险的替代率约为 40%-50%，远低于发达国家平均值的 64%，而第二支柱的企业年金覆盖面较小，无法满足灵活就业、弹性就业、新型就业人群的养老保障需求，应当从战略上重视第三支柱的作用。根据世界银行和国际货币基金组织的测算，如果退休后养老金的替代率大于 70%，老年人可以维持退休前的生活水平，低于 50%，则较退休前的生活水平将有大幅下降。在国际上，发达国家的第一、第二养老支柱的替代率平均值为 64%。远高于目前国内的社会基本养老保险的替代率水平。而在企业年金方面，目前国内仅有 2300 万企业职工参与。

黄洪表示，终身领取、互助共济的养老产品，应该成为第三支柱的主流。商业养老保险有终身领取、互助共济、保证收益等优势，能够有效对生命周期进行管理，帮助参保人有效规避投资风险，有利于保障参保人退休后的生活水平，应该在第三支柱中发挥举足轻重的作用。不过，发挥好第三支柱养老保险的作用，离不开税收政策的支持，应该率先发展税收递延型商业养老保险。（中国经济网）

### **张树华 | 加快构建我国智慧养老服务体系**

2018 年全国两会上，全国政协委员、中国社会科学院信息情报研究院院长张树华表示，我国已步入人口快速老龄化阶段。我们应加大投入，推动智能化养老技术和产品研发，并完善养老服务补贴制度，为老年人提供健康舒适的生活环境和优质高效的社会服务。我国养老产业发展存在一些主要问题：首先，养老服务供给不足，占比过低。



其次，养老服务从业人员缺口较大，养老服务配套机构发展不均衡。另外，市场上新型养老用品和设备种类少、质量差、价格高、安装使用不方便。高技术含量产品、无障碍设备、生活自助类产品、家居环境改造、文体娱乐等方面的产品和服务基本处于空白。

为加快推进多层次智慧养老体系建设，要加大投入，推动智能化养老技术和产品研发。一方面，面向养老需求，加紧突破智慧养老的关键技术，鼓励企业研发制造实用型居家养老产品。另一方面，进一步丰富智能健康养老服务产品供给，满足多样化、个性化健康养老需求。其次，借鉴经验，加快平台和标准体系建设。最后，完善养老服务补贴制度。（中国经济网）

## 国际视野

### 巴西 | 兴起“退休潮”

2016年底，特梅尔政府向国会递交了改革方案，其中延迟最低退休年龄、修改养老金领取年限等政策，遭到了来自巴西社会的强大阻止。近日，巴西劳动者中悄然兴起了一股“退休潮”，许多劳动者为躲避养老制度改革，不少劳动者申请提前退休。巴西社保局数据显示，2017年批准退休的巴西女性的平均年龄由2016年的53.25岁降至52.8岁，男性平均退休年龄由2016年的55.82岁降至55.57岁，中断了10年来巴西人平均退休年龄逐渐增加的趋势。2017年，巴西社会保险金赤字达到破纪录的1842.5亿雷亚尔。经合组织调查显示，如果巴西延续当前的养老金规则，到2050年该国的养老金支出将占

GDP 的 17%，成为 G20 国家中养老负担最重的国家。（经济参考报）

### 澳大利亚 | “零工经济”隐患或致百万劳工痛失养老金

澳大利亚养老金系统的覆盖面正在被下列 3 大方面破坏：首先，随着零工经济的崛起，不断增多的劳工没有被归为雇员，因此无资格获得雇主发放的具有强制约束力的养老金；其次，价值数十亿澳元的退休储蓄金每年通过无需支付的养老金流向了企业雇员；第三，在劳动力市场中，未能积攒重组退休储蓄金的低收入或无保障工作占据了重大份额。依照法律，澳大利亚雇主必须向所有月收入超 450 澳元的雇员支付养老金。但澳大利亚有 100 万名劳工并没有被划归为雇员，而是作为独立合同工工作。因此，在大部分情况下，这些劳工没有资格获得强制性养老金。（中国新闻网）

### 美国 | 退休金结余不足 贫穷老人成趋势

根据人口普查局调查，三分之二的美国人不向退休帐户提拨任何资金。当婴儿潮世代进入退休潮，越来越多的老年人发现住房与医疗成本急剧上升，自己却没有足够储蓄。许多届龄退休的人退休金没有上一代多，美国 55~64 岁的人退休帐户金额中位数只有 1.5 万美元。没有足够的钱，代表老年人要么选择大幅度削减开支，不然就是继续工作。美国每天有 8 千至 1 万名美国人进入 65 岁，根据人口普查局数据，2015 年至 2016 年间，美国老年人是唯一一个在统计上贫困率显著增加的族群。根据人口普查局的贫困标准，18 岁以下以及 18~64 岁的人贫困率降低，但 65 岁以上人口贫困率增加 14.5%。（科技新报）

## 2018年3月CAFF50动态

1、3月3日，由中国养老金融50人论坛主办、天弘基金管理有限公司与兴业银行股份有限公司共同承办的中国养老金融50人论坛2018北京峰会在北京顺利举行。本次会议以“应对人口老龄化的金融探索：从理论到实践”为主题，对养老金体系和三大支柱等课题展开了全面而深入的研讨。来自政界、学界、商界的300余名嘉宾参加了会议。会后，BTV财经、中国网财经、新浪财经在内的近50家媒体对本次峰会进行了报道。

2、3月3日，天弘基金与兴业银行在中国养老金融50人论坛北京峰会上共同发布了国内首个养老金融联名服务品牌——“红叶养老金融”，宣布双方将合力打造养老金融综合服务方案，实现渠道互通和合作共建，进一步提升养老金融服务的能力和水平。

3、3月5日，论坛核心成员、华夏新供给经济学研究院首席经济学家贾康在北京“全国两会全媒体访谈室”接受了南方日报记者的专访，解读政府工作报告，建言广东经济社会发展。贾康认为，中国经济未来要着力打造经济高质量发展的升级版，适应高科技发展大潮，培育发展新业态。

4、3月7日，论坛3月工作例会在金融街论坛秘书处举行。会议对2018年北京峰会进行了工作总结，汇报了《养老金融年度报告（英文版）》和《养老金融发展报告（2018）》的编纂进度，并讨论

了论坛建设、论坛活动及课题研究的最新进展。中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用，副秘书长王赓宇、朱海扬、张兴，秘书长助理孙博，秘书处张栋、李佳宁、凌燕、孙玥、王梦晨、王振、施文凯参加会议。

5、3 月 7 日，中国经济网举办“中经两会之夜”活动。论坛核心成员、中国社会科学院世界社保研究中心主任郑秉文受邀做客，围绕“新时代养老新课题”对养老金发放、发展养老服务、顶层设计展开深入探讨。

6、3 月 9 日，湖北省委副书记、武汉市委书记陈一新与论坛核心成员、泰康人寿保险股份有限公司董事长陈东升及数名企业家在武汉举行座谈会。泰康保险集团及多个企业联合发起、成立并投资“校友经济投资集团公司(筹)”，致力于发展武汉长江新城的创新金融、生命科技、智慧城市、环保及养老等产业。

7、3 月 12 日，第一财经对论坛核心成员、中国社会科学院世界社保研究中心主任郑秉文进行了专访。郑秉文主任表示，应尽快启动《社会保险法》的修订工作，并建议对“缴费满十五年可领养老金”、“趸交养老金”等规定重新讨论，做出符合世界改革潮流的规定。

8、3 月 13 日，建信养老金管理有限责任公司与大成基金管理有限责任公司经友好协商确定战略合作伙伴关系。论坛核心成员、建信养老金管理有限责任公司总裁冯丽英，建信养老金副总裁施宇平一行及大成基金总经理罗登攀，大成基金副总经理兼首席战略官温智敏，论坛

首席经济学家、大成基金副总经理姚余栋一行共同出席了签约仪式。

9、3月14日，第一财经对论坛核心成员、清华大学教授杨燕绥进行专访，杨教授表示，应尽快升格养老保险机构，推进养老金全国统筹，养老保险管理机构的升格也应尽快纳入决策层视野。

10、3月17日，2018第二届中国国际养老产业博览会在京圆满闭幕。此次养老产业博览会以“新时代、新产业、新发展、新养老、新生活”为主题。论坛核心成员、全国老龄办副主任吴玉韶在2018中国国际养老产业发展高峰论坛上发表重要讲话。

11、3月21日，论坛核心成员、上海宝山区委书记汪泓带队到宝山区委政法委开展大调研。汪泓书记视察了宝山区综治信息中心，听取全区综治信息化建设有关工作推进情况，并在调研中听取了工作汇报。

12、3月24日，中国发展高层论坛2018“新时代的中国”在北京举行。论坛核心成员、蚂蚁金融服务集团总裁井贤栋在“金融创新与区块链革命”的圆桌会议中就区块链的核心问题发表讲话。

13、3月26日，第三届江苏老龄产业发展论坛暨江苏省老龄产业协会一届四次理事扩大会议在南京举行。论坛核心成员、中国老龄科学研究中心副主任党俊武就新时代老龄制造业的发展与创新进行了主题演讲。



秘书处联系人：李佳宁      Email: [jnli@caff50.net](mailto:jnli@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)