

CAFF50

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

内部资料

妥善保管

养老金融评论

2017年第2期（总第15期）

- “2017 养老基金投资管理国际论坛”隆重召开
- 王忠民：现金管理对于社保基金特别重要
- 熊 军：像机构一样管理家庭金融资产
- 钟蓉萨：担纲主力军，公募基金机遇与责任并重
- 胡继晔：国际养老金改革对我国的启示
- 董登新：世界养老金体系重构动因与动向

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net

中国养老金融 50 人论坛简介

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

论坛学术顾问：

潘功胜 杨子强 王忠民

论坛秘书长：

董克用

副秘书长：

王赓宇 朱海扬 谭海鸣

秘书长助理：

孙博

《养老金融评论》简介

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

《养老金融评论》编委会

主编：

董克用 姚余栋

执行主编：

孙博

编辑组成员：

张栋 张园 张晓宇 施文凯 马媛媛

来稿、订阅及索要过刊等事宜，请发邮件至编辑部工作邮箱 caff50review@caff50.net 进行联系。

目 录

【本期重点关注】

“2017 养老基金投资管理国际论坛”隆重召开.....	5
王忠民：现金管理对于社保基金特别重要.....	7
熊 军：像机构一样管理家庭金融资产.....	13
钟蓉萨：担纲主力军，公募基金机遇与责任并重.....	16

【成员观点集萃】

胡继晔：国际养老金改革对我国的启示.....	25
董登新：世界养老金体系重构动因与动向.....	34

【养老金融资讯】

养老金融月度资讯.....	44
---------------	----

【CAFF50 大事记】

2017 年 1 月 CAFF50 动态.....	52
---------------------------	----

导读：作为关系到每位参保者切身利益的养老金，其保值增值一直备受大众关注，其投资运营也是金融界积极开拓的蓝海。特别是2015年8月以来，国务院出台《关于印发基本养老保险基金投资管理办法的通知》，为基本养老保险基金入市提供了政策指引；2016年12月，全国社保基金理事会评出21家基本养老保险基金证券投资管理机构（包括14家基金管理公司、6家保险公司和1家证券公司），养老金入市即将拉开序幕。

2017年1月15日，由中国养老金融50人论坛、中国社科院世界社保研究中心、香港投资基金公会联合主办，天弘基金管理有限公司承办的“2017养老基金投资管理国际论坛”在京举行，邀请各方高朋，交流经验，激发思维，共创养老金入市的未来。本期《养老金融评论》将重点关注论坛学术顾问、全国社会保障基金理事会副理事长王忠民，论坛核心成员、全国社保基金理事会规划研究部巡视员熊军，中国证券基金业协会副会长钟蓉萨三位专家在“2017养老基金投资管理国际论坛”的发言，以飨读者。

“2017 养老基金投资管理国际论坛”隆重召开



2017 养老基金投资管理国际论坛现场

由中国养老金融 50 人论坛、中国社科院世界社保研究中心、香港投资基金公会联合主办，天弘基金管理有限公司承办的“2017 养老基金投资管理国际论坛”1 月 15 日在京举行，本次论坛主题为“机遇与创新”。

随着《职业年金基金管理暂行办法》出台、基本养老保险基金的投资管理人与托管人的评审结果落地，中国的养老金市场化运作进入了新的历史阶段，养老金的投资管理以及保值增值受到市场的空前关注。我国未来养老金资产管理规模增长空间广阔，市场需要具有先进的投资管理理念、稳健的投资管理能力的资产管理机构投身养老金管理领域、提供支持。

本次论坛从国际视野出发，旨在借鉴境外养老金资产管理的先进经验，对国内养老基金投资管理的发展进行分析探讨，为未来行业健康发展献计献策。参会机构均在养老金管理方面有着深刻理解与丰富经验，包括领航投资、普信集团、凯雷投资集团、美盛集团、波士顿咨询、东方汇理资产管理,以及熟知的境内养老金研究、管理方面的专家，全国社保基金理事会、基金业协会、人力资源和社会保障部、众多年金理事会及管理机构。

养老基金的投资管理运作既需要监管者缜密的顶层设计，也需要不同参与主体的参与竞争与良性互动，同时配合监管政策、投资产品、管理平台等制度设计与创新。过去一段时间，社保基金和企业年金在养老金投资运作方面给我们提供了宝贵的经验，但随着我国养老金市场化投资运作规模的快速扩大，养老金投资管理机构需要借鉴国际同业优秀经验，探索适合我国国情的新型投资管理模式。

本次论坛在多方支持下，取得了圆满成功！

王忠民：现金管理对于社保基金特别重要



王忠民：中国养老金融 50 人论坛学术顾问、全国社保基金理事会副理事长

大家也知道，2016 年是全国社保基金作为一个储备型基金管理人，同时承担起基础养老金管理人的一年。在这一年当中，全国社保一直在积极准备接手基础养老金，并且把它在中国的资本市场中投资出去，获得至少和储备型养老基金相媲美的投资收益。我们在做这些尝试的时候，也有一些心得体会，我今天带来两个和大家分享的观点。

第一个，在 2016 年的实践中，我们积极的投身于现金管理中，现金具有数量庞大、管理复杂等一系列特点，因此必须把现金作为一个大类资产去管理。所以第一个观点就是作为一个大类资产的现金投资管理。

2016年下半年基础养老金开始向社保基金打款的时候，我们知道基础养老金结余三万多亿，即使委托一部分，使一部分集中到全国社保基金，也是突然到来。过去针对社保基金的管理，我们提出的策略就是消灭现金，因为过去社保基金长期资金只进不出，而且是全市场中久期最长的，只有消灭现金才能从长久期中获益。

但是我们基础养老金多到这种程度、快到这种程度，我必须把这种现金，在市场中迅速投出去，不能停留自己手中。这个背后反映了养老金这样一个巨额资金在账户之间、在投资管理体制之间、在投资法规的监管体制之间转换的时候，由于规模足够大，这一转换就是一个巨量现金，在不同的意义上转换，而且还必须在市场中寻求其他的管理人，而且让一天的闲置都不能闲置的时候，我们需要以最快的速度中在市场中实现资产管理，实现这么大规模流量的切换。

这个视角不仅是大规模资金的切换，如果从货币流动性来看，我们发现每个季度末，每个半年末，每个年末，不仅是各家银行作为现金资产统一管理的主要机构的时候，这时候的现金价格发生很大的波动，而且有时候高到比长久期资产价格还要高。

这个时候作为现金的供给方可以获得足够回报。恰好你的久期就是几天之内，你可以说我的日均回报超过久期较长的金融产品，这种情况比比皆是。把这个端口换到银行，回购的市场投放和回收，现在经常都是几千亿，单日数量在几千亿，这个不仅影响投放和回收量还影响资金的价格，在这样一个金融的、央行的产品的一个窗口中，对于现金的价格和数量已经成为一个高度关注和高度资产的窗口管理

的有效工具的时候，我们看见它已经规定了现金，从央行作为最主要的现金的流出和管理方，已经把现金作为一个大类别，因为对他来说，管流动性就是管现金，管现金流流动性的价格和流动性的总量，对他来说是一个最大的功能，体现在市场中我们称之为是一个大资产类别。

看个例，最近的乐视。我们感觉互联网场景转换很多层面已经成为生态，这要求公司整体的现金流，不仅是一个产品、一个链条、一个场景中，而且是一系列的全生态中的综合的现金流，能够交叉灵活的，但是最终是一个精确运算下的现金流入能够覆盖现金流出，可以保证这样一个庞大系统的公司不出现现金流问题，它的资产价格才能维持一个合理的水平之上，公司估值也是建立在这个维持的基础上。一旦发生现金流断裂，这个断裂首先是在现金流的覆盖，这实际上是多少个缸和多少个盖子的问题，现金流覆盖问题会迅速传导到背后资产的估值，如果你还是上市公司，如果国外还有多家的上市公司，上市公司资产价格波动，就因为这个波动更加厉害。

我们看乐视这个案例，看到短时间把一两百亿的市值不见了，是因为前端现金流管理这样一个精确度的要求和现金流作为一个生态型公司一个大类资产的管理，它没有管好没有管到位，影响到现金流的覆盖，导致资产下跌带来的问题。由此我们说一个生态型的公司，必须把现金作为自己的大类资产去管理，才可能深度的把现金流覆盖到一定的方面，而且非常精确不能允许失误。

我们再看 2016 年的“去杠杆”，宏观经济的几大目标之一，去杠杆的逻辑是杠杆率太高，那么我们一定需要回答杠杆率的高低，怎

么高怎么低，怎么是一个最合适的杠杆率？

如果从现金作为一个大类资产，一定是现金流流量流速和我的杠杆率之间，可以覆盖杠杆回报那样一个比例关系，正好是匹配的时候，不仅是原有资产的抵押时估值的比例问题，更多是现金流对杠杆可覆盖下，可回报它的及时应对这样一个覆盖角度看，如果我覆盖而且直接可以兑付，每次我不延滞就不会发生这个问题，那么我不算高，因为我用一个现金流资产可以算什么样情况下可以发挥这样的情况，在2016年要么算好大类资产，要么是杠杆利用不足，杠杆利用不足在盈利缺乏行业和缺乏产品的时候，恰恰是盈利不足，盈利不足未来可杠杆性和未来带来收入和资产估值也会下降。

所以从生态公司从央行，从商业银行从管理机构比如全国社保，这样一些角度看，2016年给我们最大的启示，特别是从全国社保也要管基础养老金，现金不仅仅是现金管理，现金管理一定是作为一个大类资产，历史发生了最重大的需求和作为大类资产管理的重要性。

这个时期现金管理和市场性产品架构的现金管理的这样一些基金和产品，因为前期市场竞争爆发出来成长出来，而且就像天弘基金这样的，成为因为现金管理走到公募基金的最大资产的管理者，那是因为你恰好把握这个时期，现金从小类资产管理变成大类资产管理的场景，而你是这个场景有效管理的供给方，才产生了进步。恰好是现金作为一个有效的市场经营者和市场管理者的角色。

如果我们管好现金，现金能不能拿出去投资得到有效回报，而且不仅是金融的套利角度给有效回报，而且实际的产生有利的配置到资

产中，让这个资产的实体经济发展和社会资产配置，得到有效回报，再给现金资产的投资者。

我们看这个年度也出现了一些东西，这个股市的下跌，短期如果不做市场上的波动性的运行和管理，在 2016 年股市突然下跌，整个年度你就等吧。突然发现你做有效波段的时候，注意 2016 年一说什么投资，一定说什么短什么小什么，就是因为现金投资成为一种有价值的投资方式，连程序必须叫小程序才能挣钱，如果是 APP，我们说大 APP 要挣还得挣小 APP，要挣创新的 APP。

如果我们看全部市场的债券，去杠杆的背后有几个逻辑是需要用短期资金作为平议，银行说先还后贷，如果没有钱怎么先还后贷，只能通过短期借贷，用一个空壳子公司借了然后还回来。这样我们从一个较高的利润率，利息率降低到低利息率，我们叫置换杠杆的时候，短期投资恰好是置换有效的接盘和推手，如果没有的话我相信银行不良就会慢很多。

不光是大型商业银行，地方平台都要这样转换，所有的生态公司都需要转换，所有大系统的资金，在原有的杠杆结构和原有的利率结构中都需要这样转换，我们就可以看到 2016 年在实现这样一种转换过程中，现金投资的这样一种市场需求，恰好是因为他转换成功，因为他资金才能流畅，恰巧因为他促进金融市场的有效运行，最后实体经济没有中断，因此有效运行。

如果我们把投资端口不断的延伸，我们感觉不仅是 2016 年，前面几年现金管理的投资也将成为必须具有的能力和获得有效回报的

投资工具之一。供给、需求，中间的管理，2016年绽放出如此精彩的市场，正是因为如此，社保基金才敢，你来多少基础养老金我敢接多少，即使今天股票市场风险比较高，即使债券市场不能让我投资出去，我可以做到在现金管理中不仅短期收益率可以，甚至还可能战胜长期，谢谢！

熊 军：像机构一样管理家庭金融资产



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

过去十几年中国经济快速发展，人民财富迅速增长。《中国金融》杂志 2016 年 3 月份的一篇文章测算了家庭金融资产的结构，占比最高是存款，高达 51%，存款加上现金占 56% 以上；总体来看，中国家庭金融资产结构上偏保守，不愿意承担太多风险。

根据中登公司的数据，A 股市场投资者五千多万，机构投资才 6.5 万，差不多 0.1% 的水平，散户特征明显，投资者的结构可以说明市场上的金融产品还不能满足家庭管理金融资产的需求，至少是说不能较好地满足家庭的需求。

比较机构投资模式和个人投资模式，我们通常认为机构比散户具

有优势，机构有专业人才，更讲究风险控制等。但我想从另外一个角度看这个问题，个人投资模式与机构投资模式的区别，关键在于流程不一样。个人投资模式是从资金直接到金融产品，个人有钱想投资，通常是找一个熟悉的、可以得到的金融产品投出去，很少对资金进行总体规划，很少从管理风险的角度对投资的产品进行规划。机构投资者比个人投资者多一个环节，从资金到投资产品中间有一个资产配置环节，通过资产配置把波动风险控制在可以接受的程度之内。

当然，大家都希望投资收益高，风险低。长期来看，要求收益高、风险小，那么收益主要来源就只能是超额回报阿尔法。但是长期收益的主要来源是承担风险的回报，超额回报对长期收益的贡献是有限且难得的，不足以支撑投资者对较高收益率的要求。

既然投资回报主要是承担风险的回报，那么家庭在管理金融资产时就要把管理风险水平排在首位。但是普通个人投资者在处理这个问题时有不少困难，金融机构有义务去帮助大家。我提两个思路，有待实践检验。第一个思路是用目标风险基金和伞形基金为工具，目标风险基金是按照风险水平的要求来管理基金组合，明确规定基金的风险目标，以满足基金投资人的要求。风险水平可以是净值最大回撤，也可以是波动率，也可以是各类资产风险敞口范围等，基金经理的任务是在既定风险水平上战胜指数基准。产品是伞形基金，包含多个不同风险水平的目标风险基金，投资者可以几次免费转换目标风险基金，以适应市场风险水平和自身风险偏好的变化，避免调仓增加申赎费用。每一个目标风险基金都是 FOF 架构，底层资产相同，通过资产配置

反映目标风险的差异。理论上，基金公司只需要为数不多的几个基础组合，就可以构建出任何风险水平的目标风险基金，来满足投资人不同的风险偏好。其中，基础基金可以是增强型指数基金，也可以是进行主动风险控制的主动管理基金。

另一个思路是机构投资者模式简洁版。机构投资者模式实践了那么多年，总体来看非常有效，应该植入到家庭金融资产管理之中。具体想法就是，基金公司不仅提供基金产品，也提供资产配置咨询服务，先明确投资者的风险承受能力，然后将风险承受能力转化为中长期的各类资产的平均风险敞口。基金公司根据家庭的风险承受能力，建议账户资金的风险敞口中枢、调整幅度和调整规则，并统一提供各类资产的底层资产，底层资产可以采用“核心—卫星”模式。尽管这种方式没有像大型专业机构一样在每个产品里追求阿尔法，但是可以把承担风险的回报拿到手，而且把风险控制投资者可以接受的水平内，管理成本总体也是低廉的。

钟蓉萨：担纲主力军，公募基金机遇与责任并重



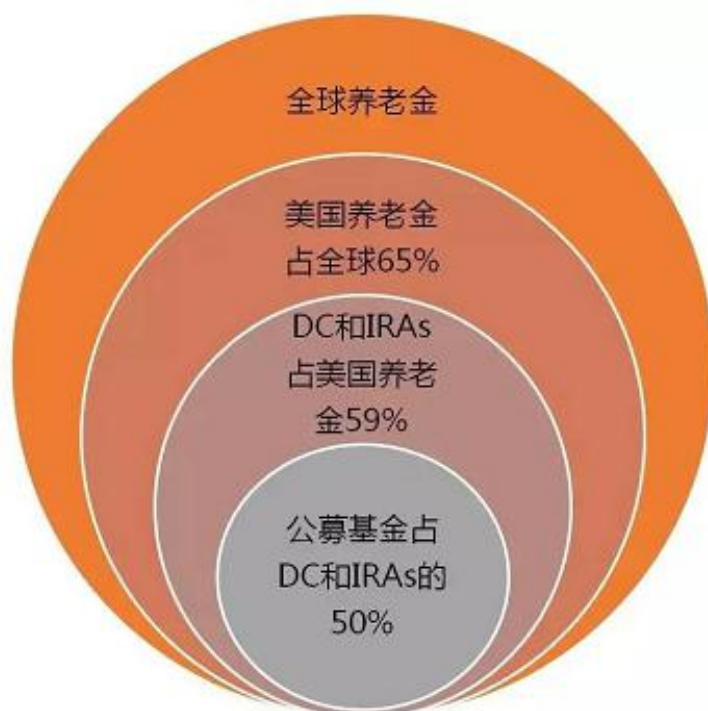
钟蓉萨：中国证券基金业协会副会长

尊敬的各位领导、各位来宾：

大家下午好！非常高兴在周末的时候大家都能来参加养老金的论坛。上午的闭门会到现在，大家都在讲养老金的投资，这是协会非常关注的话题。“担纲主力军，公募基金机遇与责任并重”是我今天的演讲主题。不管在美国还是国内，养老金的投资管理，公募基金都是主力军。所以我们需要思考的是，未来老百姓把钱拿来，我们的专业立足在哪里。希望在不同的论坛上分享新的内容，我今天会花一点时间重点介绍美国 QDIA、TDF 和目标风险基金，跟大家分享一下我们前期的研究成果。

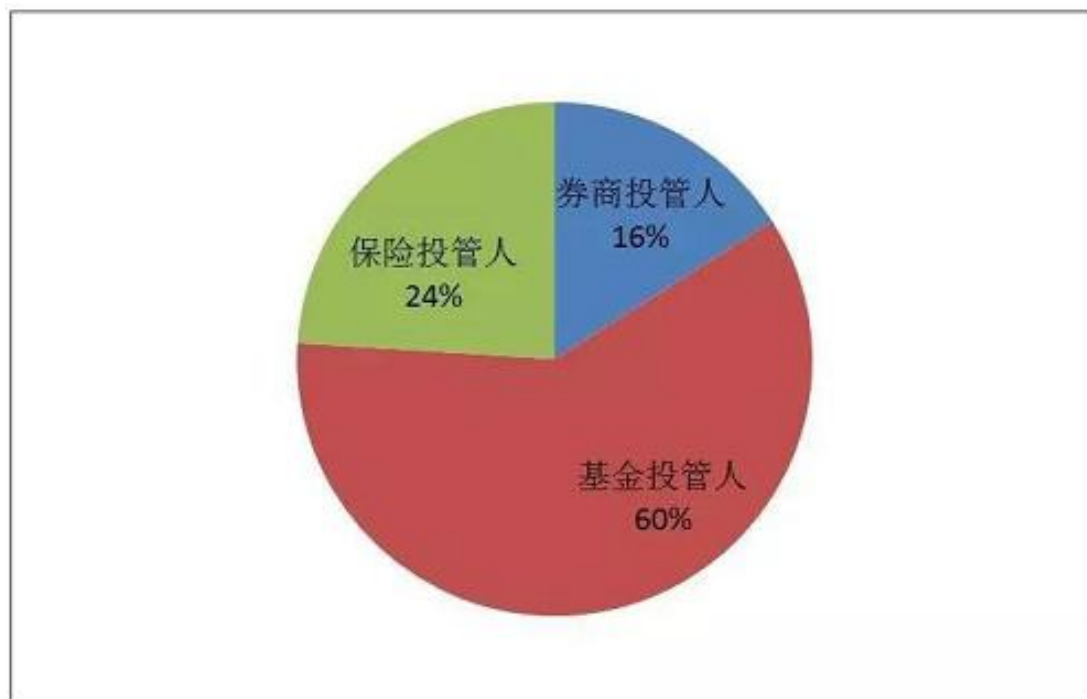
在美国，个人的养老金主要投向公募基金。大家可以看到，美国

养老金占全球养老金的 65%，美国的企业年金 DC 计划和 IRAs 占美国全部养老金资产的将近 60%，这其中公募基金占到一半的比例。所以在美国以个人养老为主的体系下，公募基金是主力。



资料来源：Federal Reserve，《养老基金投资管理》

在中国，社保和年金两万亿的规模中，养老金主要委托公募基金投资管理。从规模上看，截止 2015 年底，全国社保基金、企业年金委托专业机构管理的规模约 2 万亿元，六成由公募基金管理，其中，全国社保基金约 7900 亿元，企业年金约 3600 亿元。从拿到的资格的投管人数量上看，社保的投管人，企业年金、职业年金的投管人，到现在基本养老金的投管人，获得养老金投资管理全资格的机构，公募基金占 91%。所以我们说，公募基金也是主力军。



表：养老金投资管理资格在各行业的分布情况

资格数量	四	三	二	一
基金	10	1	4	1
券商	1	1	0	0
保险	0	6	1	0
银行	0	0	1	0

为什么公募基金是主力军呢？我们觉得是因为公募基金全面借鉴了境外制度的规范，是金融行业里监管最严格的行业。公募基金的制度核心是基金法，与基金法配套的一系列信息披露、托管制度、投资者资金安全的销售机制，都是公募基金的优势。公募基金不刚性兑付，不保本保底，因此公募基金发展 18 年来，从来没有发生过重大事件。

从 1997 年至今，公募基金历经了蓬勃发展的过程，从 1999 年的老 10 家，管理规模 577 亿元，到今天的 121 家，管理规模达到 25.8 万亿元，这是一个大的资产管理的概念。即便是这样，我们跟美国相比还有很大差距，截止 2015 年末，美国的公募基金管理人有 873 家，管理规模达到 18.1 万亿美元，所以中国公募基金未来还有很大的发展空间。

除了公募基金的法律框架和监管，专业分工和责任明确也是优势，我们是以保护投资者的利益为核心来做这个事情，在整个公募基金生态里，围绕双重受托关系，让大家回归到业务的本源，发展自己的专业，以保护持有人的利益为目的，做出一整套的制度安排。

今天参加天弘的会，我们以余额宝的运作模式为例做个说明。在去杠杆的过程中，余额宝的产品并没有受到太大冲击，是因为它是以散户为主的小白产品。天弘基金的注册资本金可能只有 2 个亿，管理 7000 多亿的资产，他们能够把流动性管理做的好，也是得益于我们公募基金的双重受托关系。不同于现在市场上其他的理财产品，公募基金财产是独立于基金管理人自有财产，不进入基金管理人的资产负债表，基金管理人经营出现问题不影响持有人权益，投资者资产是不会受到伤害的。此外，公募基金与托管人的受托关系在中国是高于国外的，国外没有连带责任，但是在中国如果管理人出了问题，托管人对基金管理人的投资进行监督，复核基金净值，托管人具有赔付责任，进一步保障持有人权益。

公募基金是普惠百姓、服务养老的工具。公募基金低门槛、多样

化、小额账户管理经验丰富、运作规范等特征满足了老百姓投资理财和个人养老储蓄的需求。协会做了 10 年的投资者调查，大家可以看到，公募基金的投资者 2.62 亿户，账户金额 5 万元以下的约占 90%。美国的投资者他们把储蓄通过养老，税收的机制，参与公募基金的投资，这也是我希望努力的方向。我们希望通过税收制度的顶层设计的安排，能够把市场的短钱变成长钱，这样能够让管理人的行为长期化，能够把钱配置到更长期的更需要钱的地方去，这是我们的目标。

之前，我提到我希望把目标日期基金、目标风险基金做一点讲解。刚才黄王总讲到香港也做类似 QDIA 的机制，我们中国这么多老百姓，我们在想如何让解决他们选择困难和选择相对少，如何让他们选到适合自己养老目标的产品。那么我们看美国就是因为 TDF 和目标风险这两类基金的发展，才减少了投资者选择困难的问题。

这两类产品的核心都是资产配置。如何在市场高的时候，你有勇气把手里的券卖掉。在市场跌下来的时候，把配置不够的资产买回来，这样才能达到长期目的。我想核心就是这两个产品，我们要把配置的波动率和风险控制好，然后去实现长期的收益。我们在很多场合都讲复利的魅力，坚持配置在市场低的时候能够降低持有的股票成本，在涨起来能够获得相关市场的收益，我想这是这个产品的魅力。

这两类产品，主要是 FOF，这也是我们为什么在 2016 年积极推动 FOF 出来的原因。其中，目标日期基金是根据既定的退休日期动态调整资产配置比例，也就是资产调降曲线，逐步降低权益类比例，增加固定收益类比例，动态调整投资组合以降低资产损失概率，主要

是投股票和债券，包括今天上午谈到的海外资产。目标风险基金主要是以激进、稳健、保守等进行区分，进行大类资产配置，根据投资者特定的风险偏好设定基金的权益类资产配置比例。

目标日期基金是富达 96 年创造出来的产品，这个产品五年变换一个组合，25 岁的时候确定退休年龄是 60 岁，这个时候你的股票可能配 70%到 80%左右的比例，到 50 岁左右，它的下滑的幅度比较大，这是应对退休之后需要现金的安排。刚才讲下滑的路径和时机，对于管理人来说，是公司专业的体现。与生命周期相适应的配置管理，降低了养老投资选择的非理性，风险资产调降路径和时机，体现了专业机构的专业优势，此类产品结构简洁明晰，“一劳永逸”解决养老投资选择难题，也便利了监督管理。因此这个产品得到了快速的发展。

2006 年之前，美国市场上基金太多，造成投资者的选择困难。2006 年，美国养老金的改革法案，将目标日期基金、目标风险基金纳为 QDIA（默认模式），当投资者没有做投资选择时，雇主可以免责将个人的养老金投向这些产品，这是一个非常大的改革。美国劳工部调研发现，基金在抵御通胀风险和长寿风险上具有较明显的优势，其中，目标日期基金最受欢迎。2005 年目标日期基金占 40%，2012 年 QDIA 的 TDF 迅速上升到 73%，我们也希望在中国能够尽快的去落地这个机制，这也是我们正在考虑的问题。

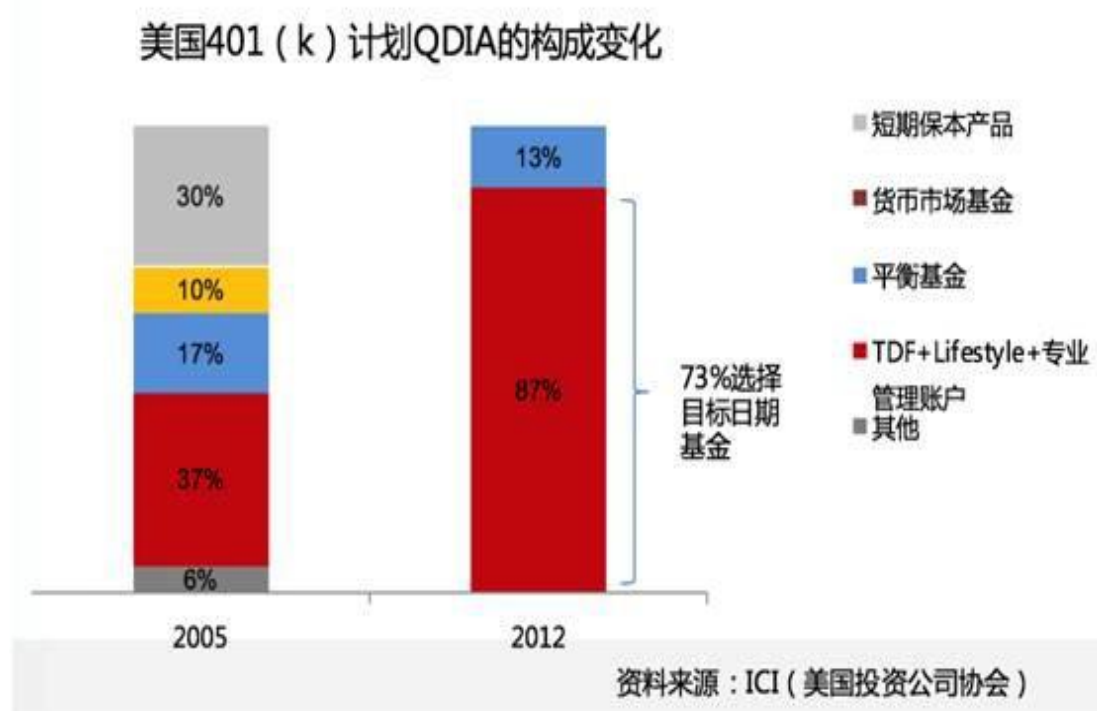


图 美国 401 (K) 计划 QDIA 的构成变化

目标风险基金、目标日期基金是和美国养老金共同发展的。目标日期基金发展 20 年来，年复合增长率超过 40%，到 2016 年已经超过 1 万亿。Fidelity 的客户有近 40% 将其全部的年金资产放入目标日期基金。目标日期基金、目标风险基金在私人养老金占比增加，推动了养老金快速发展。

养老金的安排其实就是税收的安排。为什么我们希望用 EET 模式，是因为税率是每个月拿多少钱相对应的税率，年轻的时候，收入高，税收比例高，退休之后对应的税率是低的，那时候再把钱拿出来其实收益是更高的。养老不等于保本，如果投看似安全的产品，不做投资，其实是没有收益，无法应付长寿风险的。欧洲是国家保本，保险的模式，就是大家躺在国家的身上，啃老的方式。而美国之所以高科技迅速发展和创新创业，都是因为这些钱是税收递延的。因为有

30年的周期，投资者一定会去配置长期的有前景的企业，这是一种很成熟的方式。因此在美国，公募基金服务了整个养老的体系，个人养老金制度建立30年来，个人养老金资产稳步增长，与公募基金互相促进，带来资本市场的长期繁荣，带动创业创新，美国经济持续增长。



从图中可以看出，16家有社保和年金资格的机构，公募基金的增速是波动的，但是相对而言社保和年金的钱是相对稳定的。所以说养老金也是资产管理行业相对稳定的资金来源，所以希望公募基金能够把养老金管好。

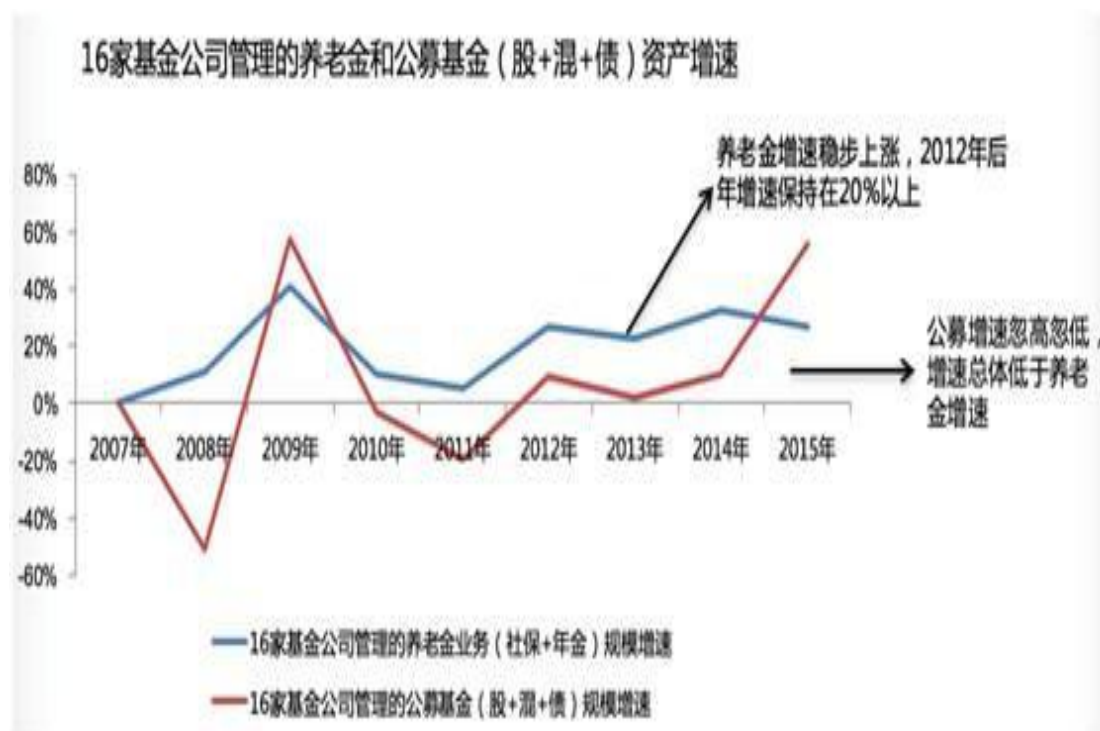


图 16 家基金公司管理的养老金和公募基金（股+混+债）资产增速

我们在做的首先就是推顶层设计的制度安排，另外我们也推FOF，完善中国的被动产品、指数基金和TDF的机制。我们也在推相关性不是那么高的不动产信托投资基金这类标准化产品的发展，协会做了一些养老金培训和专项研讨会，未来会继续努力。此外，我们也做了很多宣传，这次我们组织所有拿到基本养老金选秀拿到资格的基金管理人和托管行，把他们养老金业务的理念，陆续在公众号进行宣传。所以我们协会会继续为大家摇旗呐喊，为公募基金的养老服务做好准备。谢谢大家！

导读：成员观点集萃栏目是中国养老金融 50 人论坛成员就养老金融领域的相关问题发表的文章摘录，旨在分享观点、探究问题、启发思维、推动创新、促进交流。本期我们选编了中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国政法大学法和经济研究中心胡继晔教授，中国养老金融 50 人论坛核心成员、武汉科技大学金融证券研究所所长董登新教授的文章。欢迎大家向本栏目投稿。

胡继晔：国际养老金改革对我国的启示¹



胡继晔：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国政法大学法和经济研究中心教授

¹ 原文载于中国经济新闻网 2016 年 12 月 16 日。

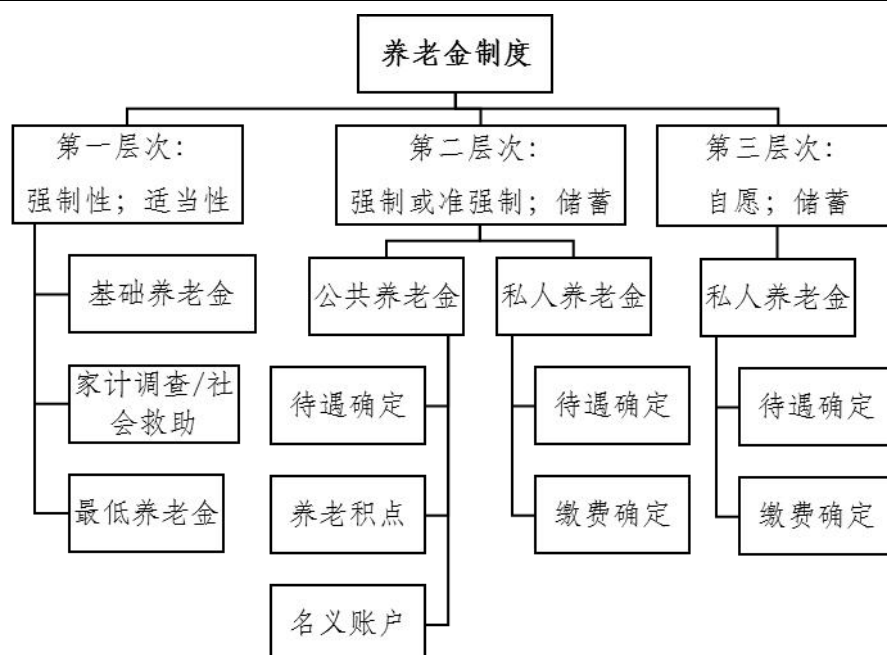
中共十八届三中全会《决定》中提出社保改革的总体目标是“建立更加公平可持续的社会保障制度”。2016年5月在中央历史上第一次就老龄化问题所进行的专题学习中，习近平总书记提出老龄化问题事关国家发展全局，事关百姓福祉，需要下大力气来应对。笔者认为，应对之策就是借鉴国际养老金改革的经验教训，改革我国现行的养老金制度。

一、近年来国际养老金改革概况

欧美、日本等发达国家的老龄化比我国更早，不得不改革其养老金制度以应对老龄化的挑战。在各重要国际组织中，成立于1961年的经济合作与发展组织（OECD，简称经合组织）对养老金制度及其改革的研究和政策建议被各国政府采纳较多，值得我国借鉴研究。

经合组织是由34个市场经济国家组成的政府间国际经济组织（本文数据不包括2016年6月刚加入的第35个成员国拉脱维亚），提供了全世界约60%的商品和服务。成员中除了英国、美国、德国、法国等老牌传统世界强国之外，还包括亚洲的日本、韩国和南美的智利等国，被称为“富国俱乐部”和“智囊团”。考虑到G20在全球治理中发挥越来越重要的作用且多个成员国与OECD重合，经合组织出版的《OECD与G20养老金指标概览2015》以及《OECD养老金市场聚焦2016》中，除OECD34国成员外还涉及了G20中的非OECD成员如中国、印度、印尼、俄罗斯、巴西、阿根廷、南非等国。

OECD各国养老金制度主要包括三个层次，如图所示。



各国养老金体制不同，但第一层次养老金均来源于强制性社保纳税（如美国）、缴费（如英国）。其中 18 个 OECD 国家提供基于居住或缴费的基础养老金，替代率（退休金与在职工资之比）为 20.1%，三分之一的国家提供与收入挂钩的最低养老金。可见第一层次养老金主要解决公平问题，是各国政府为防范老年贫困而作出的制度性安排，具有法律强制性，体现了政府责任。OECD 各国第一层次养老金的平均替代率为 22%，其中最低的韩国仅为 6%，最高的土耳其、新西兰达 40%。

第二层次积累型养老金有 17 个 OECD 国家是强制性或者准强制性的，另外 8 个自愿性国家的覆盖率也超过 40%。第二层次养老金分为公共养老金和私人养老金两大类。公共养老金一般是由政府征缴、运营、监管，包括大多数国家的待遇确定型，其管理体制明显区别于一般的政府部门，很少去套用行政机关的管理体制，而是给予这些管理机构在内部设置、薪酬体系、人员录用和经费投入方面较大的

自主权，利于其参加市场竞争。第二层次养老金在 34 个 OECD 国家中平均替代率为 53%，其中英国和墨西哥较低，在 25%—30% 之间；荷兰最高，达 90%。

第三层次则是自愿的储蓄型养老金，均为私人养老金，多为缴费确定型，和第二层次的私人养老金基本一致，主要解决养老金制度的可持续问题。有 19 个国家提供了第三层次养老金缴费时的税收优惠。

截至 2015 年年底，第二和第三层次的全球私人养老金资产达到 38 万亿美元，其中 OECD 成员私人养老金投资额达 24.8 万亿美元，总资产占 GDP 的加权平均值高达 123.6%，其中澳大利亚为 122.2%、美国为 132.9%、荷兰为 178.4%、丹麦为 205.9%，而希腊仅为 0.6%，G20 成员的中国同样口径统计数据仅为 1.4%。私人养老金一般由商业机构如保险公司、养老金管理公司等金融机构运营，金融监管机构监管，如欧盟的保险与职业年金监管局就将商业保险和养老金整合在同一个监管机构中。

可以看出，和我国一样，OECD 各国养老金制度的核心也是公平可持续。其中第一层次主要解决公平问题，当然其自身的可持续性也很重要；第二层次中的公共养老金主要解决公平，兼顾可持续；第二层次中的私人养老金和第三层次私人养老金则主要解决可持续性问题。我国在正式文件中一直使用“多层次”养老金的概念，和 OECD 一致，但“公共养老金”和“私人养老金”的分野一直并未进入官方话语体系，需要引起我们的重视。

二、我国养老金改革可以借鉴的国际经验教训

我国养老金制度在全球到底处在什么样的位置呢？

2015年墨尔本美世推出全球养老金指数对全球前25大经济体的养老金体系进行了排名,综合指数的权重分别为:养老金充足性40%、可持续性35%、整体性25%。丹麦、荷兰、澳大利亚分居前三甲,中国仅排名第22。德国安联于2014年公布了“养老金可持续指数”,对全球前50大经济体进行排名。该指数包含了人口结构、养老金制度、养老金与公共财政占比三个子项目。在PSI指数中,澳大利亚居首、荷兰第5、丹麦第6、瑞士第7、美国第8、英国第10,这些国家的共同特点是有非常发达的私人养老金,而与前述国家形成鲜明对照的就是欧债危机四国。虽然同是OECD成员,但私人养老金都很弱,如希腊的私人养老金资产近乎为0,意大利、葡萄牙、西班牙也不超过GDP的10%。葡萄牙在PSI中排名第34、意大利第39、西班牙第40、希腊第43、中国第45。

对照国际养老金制度的改革,我国现行基本养老保险制度的不可持续性体现在多方面,其中之一就是未能够足额缴费,例如深圳的企业职工共济金(即统筹部分养老保险)缴费率仅为14%,远低于其他地区的20%,造成地区之间的缴费不公平。根据国家统计局统计的近几年的全国基本养老保险征缴收入和工资总额占比情况,其比例一直都低于28%,2008—2015年的8年间平均仅为22.3%,亦即不足28%的法定数据的80%。除此之外,我国规定基本养老保险缴费的最低年限仅为15年也是不可持续的重要因素。发达国家如英国最低缴费年限为30年,德国是35年,法国从2018年开始提高为41

年半。和这些国家相比，我国的 15 年的确有大幅提高的空间。

缴费年限不足的同时，参保者比例也在下降。人社部发布的《中国社会保险发展年度报告 2015》显示，2015 年职工养老保险缴费人数占参保职工的比例为 80.3%，而这一比例在 2006 年是 90%。其中 2014 年海南省企业职工基本养老保险缴费人数占应参保人数比例仅为 59.5%，广东省也低于 70%。

我国第一层次基本养老保险缴费不足的同时，相对于发达国家第二层次私人养老金的严重缺失，可持续性更是严重不足。根据人社部网站公布的数据，截止到 2016 年三季度末，全国建立企业年金的企业 76058 家，覆盖职工 2324 万人，仅为企业职工基本养老保险覆盖 36509 万人的 6.36%，跟第一层次覆盖面迅速扩大相比，十多年来发展速度并不快，最主要的原因是企业自愿设立而非强制性的。

可以看出，在可持续性方面，我国第一层次基本养老保险缴费时间有限、参保人数有限、不能足额缴费，需要从制度上增加缴费年限，鼓励更多人参保，确保应收尽收。第二层次职业年金机关事业单位已经强制性建立，企业年金的扩面需要更多政策措施。唯有基本养老保险更加健全、职业年金覆盖面更广，才能真正实现我国养老金制度的可持续。

三、关于我国改革养老金制度的几点思考

由于共济性的社会统筹主要解决公平的问题，而个人账户主要体现效率的原则，二者目标不同，因此世界各国的社会保障制度中这二者都是分开的，唯有中国自上世纪 90 年代的社保制度建立时将二者

结合，体现了当时制度设计者希望利用两种制度优势的良好愿望，经过近 20 年的实践证明其结合是不成功的，个人账户的空账问题无法解决，成为困扰我国社会保障制度的最大难题之一。而当前在我国经济新常态的背景下，要通过提高养老保险缴费来达到公平可持续的目标是更为艰巨的任务，为减轻企业负担，在降低了失业和工伤保险的费率之后，下一步还需要降低养老保险缴费的费率。面对事关国家发展全局的养老金制度改革的诸多难题，借鉴欧美发达国家的成功经验和失败教训，实现“公平可持续”的主要着力点应当在以下几个方面。

第一，有必要对现行第一层次“社会统筹与个人账户”相结合的基本养老保险进行制度性改革，实现统账分离。借鉴 OECD 国家“公共养老金”和“私人养老金”的两分法，第一层次的公共养老金主要通过二次分配来维护社会公平，解决老年贫困问题，应当以全国统筹甚至“费改税”为载体，以现收现付制度为基础，彻底消除碎片化，杜绝养老保险统筹部分不足的省份继续挪用个人账户养老金的问题。实现全国社会统筹将在促进制度公平和可持续方面起到至关重要的作用。

第二，大力发展准强制性的第二层次私人养老金。我国的美世全球养老金指数排名 22、安联养老金可持续指数排名 45，排名靠后的最重要原因之一就是私人养老金覆盖面太低，应当引起我们的高度关注；而那些可持续性较好的国家都有强制性或者准强制性的第二层次统一的职业年金。借鉴 OECD 国家的经验，我国基本养老保险的全国社会统筹后，可以统合基本养老保险个人账户、机关事业单位职业

年金、企业年金，甚至住房公积金，可以采用准强制性的原则，统一名称与欧盟等发达国家一致，为职业年金，设定下限为原先基本养老保险个人账户缴费率的8%，体现出强制性的原则；上限设定为20%，即加上现行机关事业单位职业年金的12%。由于原先基本养老保险个人账户和机关事业单位职业年金均是强制性的，企业现行的企业年金是自愿建立的，未来所有机关事业单位职工统一改为职业年金后，企业可以根据自身状况在8%—20%的范围内确定职业年金缴费的费率，这样准强制性的第二层次职业年金将实账运行。目前养老金入市的各项准备工作已经就绪，届时职业年金可以通过投资金融市场来实现保值增值。企业职工养老保险个人账户空账明确未来由全国社保基金理事会的战略性储备支付，以消除后顾之忧。准强制性的第二层次私人职业年金制度的建立也为第一层次强制性公共养老金缴费比例从20%下降到12%—16%预留了空间，逐步解决我国养老金制度过于倚重第一层次的问题。

第三，通过税收优惠建立中国的第三层次私人养老金。目前我国的养老保险制度过于倚重第一层次的政府公共养老金，形成独木难撑的状况。第二层次企业年金发展不足，职业年金刚刚开始建立，我国第三层次自愿商业养老保险发展将成为养老金制度可持续的发力点。随着公众保险意识的觉醒，寿险产品供给不断丰富，个人储蓄型养老保险近年来获得了较大的发展，正在逐步成为养老金制度中一支不可忽视的力量。根据中国保监会公布的数据，近年来保险行业个人储蓄型养老保险业务的规模保持了较快增长，覆盖超亿人次。随着我国居

民财富不断增长，越来越多的人具备养老理财能力，税收递延寿险产品将成为第三层次发展的重点。诸多内地居民专门到香港购买寿险产品，也充分说明市场潜力巨大，需要国内寿险业开发更多适合客户要求的产品。除商业寿险外，我国还可以借鉴美国的个人退休账户发展经验，尝试开展创新型个人养老储蓄产品，推动我国“储蓄养老”向“投资养老”转化，以满足养老金投资的独特性和个人养老保障需求的多样化。

十八届三中全会《决定》中指出要让市场在资源配置中起决定性作用，在养老金制度改革中应当贯彻这一原则，尤其要大力发展第二、第三层次的私人养老金，充分发挥雇主、雇员在私人养老金发展中的积极性，通过市场化的运营来做大做强，以防范潜在的养老金危机，真正实现养老金制度的公平可持续。

董登新：世界养老金体系重构动因与动向²



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、教授

养老金体系是一国老年人体面养老、有尊严地生活的制度保障，同时，它也是发展养老金融与养老服务业的重要物质基础。养老金体系是由公共养老金计划与私人养老金计划所构成的，二者相互依存、相互促进，不可割裂。面对人口老龄化问题，世界各国都在不断地完善社会保障制度，以期构建更加安全、高效而可持续的养老金体系。

一、世界人口老龄化及原因

除了部分经济落后的非洲国家外，无论是发达国家，或是发展中

² 原文载于《中国社会保障报》理论版 2016 年 12 月 20 日。

国家，它们都正面临着人口老龄化的巨大压力和冲击。世界养老金体系正在遭受着前所未有的挑战与考验，如何选择适合本国国情的养老保障体系，如何提高现行养老金体系的有效性和可持续性，成为世界各国共同研究的课题。

据联合国及 OECD 预测，全世界 65 岁以上人口的比例将从 2015 年的 8% 增长至 2050 年的 18%；全世界 75 岁以上人口的比例将接近于现在 65 岁以上人口比例（8%）。作为发展中人口大国的中国，同样步入了老龄化社会。早在 2000 年底，中国 60 岁以上人口占比首次突破 10%，达 10.46%；65 岁以上人口占比恰好为 7.0%，两个指标双双同时达标“老龄化社会”。2014 年底中国 60 岁以上人口占比上升为 15.54%，65 岁以上人口占比为 10.06%，明显超过 OECD 国家的平均水平。人口寿命不断延长，以及生育率在低位徘徊，是加剧人口老龄化的最重要影响因素。

人口寿命不断延长，是社会生活水平及医疗水平不断提高的结果。预期寿命大幅提高，是 20 世纪人类最伟大的成就之一。20 世纪 50 年代初，全球总人口平均预期寿命仅 46.5 岁，半个世纪以来，人类平均寿命已延长了 20 多岁。人口平均预期寿命显著提高，意味着老年人所占比重就会大幅上升，这是人口老龄化加剧的重要原因之一。

总和生育率（Total fertility rates）是指育龄妇女终身平均生育的孩子数。这一指标的下降，也是导致人口老龄化的重要影响因素。目前大约有 55 个国家的总和生育率高于 3，它们绝大多数都是非洲国

家。在全球 224 个国家或地区中，总和生育率低于 2 的国家或地区共有 98 个，其中，中国大陆总和生育率只有 1.55，我国香港 1.17，台湾 1.11，澳门 0.93。

人口平均预期寿命延长，以及总和生育率下降，其结果必然造成“少子高龄化”问题更加严重，65 岁以上老年人口占总人口的比例不断攀升，人口年龄结构老化。人口老龄化给各国经济和社会带来诸多不良影响。“少子高龄化”的直接后果是劳动力供给不足，劳动力价格上涨，雇主用工成本将会大幅上升，将导致经济潜在增长力降低。同时，由于劳动年龄人口的减少，国内的生产和服务也随之减少，导致投资和消费低迷，企业和家庭收入也将随之降低。此外，人口老龄化将导致老年人口比重不断上升，养老金给付的财务负担及老年贫困压力日益加大，而且人口老龄化将会直接影响现收现付的养老金筹资方式，即使是缴费确定型计划也会受到较大冲击。

二、养老保障三支柱架构不断固化

三支柱，也称三条腿或三层次，它是当今世界各国养老金体系最流行的结构。“三支柱”养老思想最早是由美国总统富兰克林·罗斯福于 1934 年提出来的。二战后美国学者将三支柱养老保障体系概括为“三条腿的板凳”，以示坚固稳健之意。1994 年，世界银行主张构建“三支柱”养老保障体系，它与美国人的“三条腿”理念是完全吻合的。20 世纪 90 年代，美国学界开始出现“第四条腿”的提法，他们将“退休后继续工作”作为第四条腿，但其本质仍应归属第三支柱。2005 年，世界银行建议设立非缴费养老金、缴费养老金、个人

储蓄账户、自愿性储蓄、非正规的保障形式等“五支柱”老年收入保障模式。这是对三支柱的进一步分解与细化。

不过，对三支柱的分解与细化，无论是五支柱，抑或是十支柱，但归根结底，它还是三支柱的本质与内核，其责任主体分别为国家、雇主和个人。只要正确理解了三支柱的本质与差异，就不会混淆五支柱或十支柱的分类与归属。

第一支柱计划是由国家发起设立的、各类缴费型或非缴费型养老金保障计划，通称“公共养老金”计划，其主要特点是：国家设立、广覆盖、保基本、国家财政兜底，其作用是底线保障。

第二支柱计划是由雇主（含工会、行业协会）发起设立的、各类DB型（待遇确定）或DC（缴费确定）型养老金计划，它也可以划分为单一雇主计划与多雇主计划两类，其主要功能是补充保障与激励作用。这类计划在欧洲称为职业年金，在美国称为私人养老金。在我国，根据雇主身份不同区分为两类：由企业提供的称为“企业年金”；由行政机关和事业单位提供的称为“职业年金”。第二支柱养老金计划大多是自愿的，也有强制的（mandatory），或准强制的（quasi-mandatory）。一般地，参加DC计划大多是自愿的，而参加DB计划大多是准强制的，但参加者必须符合一定的资格要求。目前有9个OECD国家强制实行DC型职业年金计划，缴费直接进入个人账户。在丹麦和瑞典，除强制计划外，还有准强制DC型职业年金。

第三支柱计划是由家庭或个人发起设立的、各类养老储蓄计划，它不同于第二支柱的最重要标志是没有“雇主缴费”，它完全依赖家

庭或个人缴费进行储蓄，它包括退休目的储蓄与投资、商业养老保险计划、以房养老，以及家庭和代际基础上的非正规保障形式等。

养老保障体系的三支柱作用，最终体现在老年收入来源构成上。第一支柱的收入来源是公共养老金给付；第二支柱的收入来源是职业养老金给付；第三支柱的收入来源则是储蓄积累、退休后继续工作的收入及家庭财产性收入等。在老年人收入来源中，公共养老金占比超过 70% 的国家，包括匈牙利、比利时、奥地利、爱尔兰、卢森堡、希腊、捷克、斯洛文尼亚、葡萄牙、斯洛伐克、意大利等国，很显然，在这些国家，私人养老金规模很小，基本上没有太大的发展空间。相反，在芬兰和法国，私人养老金占比约为 70% 左右，这表明两国公共养老金作用相对较弱。此外，墨西哥老年人收入的 50% 以上，来自退休后继续工作，这表明其公共养老金与私人养老金供给极度短缺，它使得退休后继续工作的收入成为老年人最重要的收入来源。这是 OECD 成员国中唯一的例外。

三、养老金“私有化”改革的多种尝试

20 世纪 70 年代末、80 年代初，当资本主义世界终于走出十年“经济滞胀”后，国家干预主义受挫，经济全球化步伐进一步加快，经济私有化与金融自由化思潮抬头，养老金“私有化”（Privatization）改革浪潮就是这一时代的产物。

起步于 20 世纪 70 年代末期的养老金“私有化”改革，主要有三种模式：

第一类模式，是以美国 401(k) 为代表的私人养老金规模快速做大

做强，部分替代公共养老金的重要性。1978年美国税法改革，创设401(k)计划，成为私人养老金大发展的重要契机与推手，它不仅带来了美国私人养老金储备的快速扩张，而且还驱动了美国资本市场的迅速做大做强。目前美国养老金总储备高达26.81万亿美元，其中，私人养老金储备高达24万亿美元，而公共养老金储备仅有2.81万亿美元。从规模上看，私人养老金储备占据了绝对的优势，成为了公共养老金的重要补充与支撑。

第二种模式，是以1981年智利改革为起点，共有11个拉美国家将强制性储蓄以“私营化”个人账户形式纳入其养老金体系。在这一轮系统性模式改革之后，1990年代至2000年代初，中欧、东欧和中亚的13个国家，包括保加利亚、克罗地亚、爱沙尼亚、匈牙利、哈萨克斯坦、拉脱维亚、立陶宛、前南斯拉夫马其顿共和国、波兰、罗马尼亚，俄罗斯联邦、斯洛伐克和乌克兰，它们实施的多层次系统改革，基本上是缩小版的拉丁美洲模式。不过，2008年金融危机导致一些国家的养老金政策再次进行改革调整。比如，阿根廷和玻利维亚有效地扭转了基于个人账户的模式。在中欧和东欧，一些国家，如克罗地亚、匈牙利、波兰等正在调整他们养老金体制中私人层面的规模[①]。2011年，国际劳工组织对已运行30年的智利养老模式作出了如下评价：“面临风险最大的个人是自谋职业者、农业工人、临时工和妇女。这个私有化制度加剧了在获得现有福利方面的性别不平等，而且没有解决覆盖面和福利适度的问题。”

第三种模式，是以美国代表，企图在现收现付基础上创设“私有

化”个人账户，但经多次尝试、最终失败。在克林顿总统（1993—2001）和小布什总统（2001—2009）执政时期，他们先后以极其类似的手法，希望进一步推动美国公共养老金（OASDI）的“局部”私有化，即在现收现付的公共养老金计划中，切割出一小部分构建一个“私有化”个人账户，并实现社会统筹与个人账户并存的养老保险模式，实际上，这极其类似于中国现行的“统账结合”的部分积累制。只可惜，两任总统的努力最终白费。这一改革的支持者和游说者，主要是华尔街利益集团，他们希望通过“私有化”的个人账户将公共养老金部分导入股市。

事实上，养老金“私有化”改革浪潮，是针对公共养老金对财政造成的过大压力的一种减压办法。在养老金体系日渐完备的情况下，公共养老金与私人养老金的分工与定位也不断明晰。私人养老金是做大养老金储备规模的重要支柱，它是公共养老金的必要补充；而公共养老金则以财政保底为依托，以广覆盖、保基本为原则，对老年人养老安全实现底线保障。私人养老金重视长期积累，公共养老金重视收支平衡，实际上，二者互为补充、缺一不可。

四、第一支柱养老托底作用正在不断增强

一直以来，国际劳工组织（ILO）十分重视国家对低收入人群及弱势群体的社会保护责任。事实上，早在1952年，国际劳工组织就通过了《社会保障最低标准公约》。2001年国际劳工组织主张通过扩大缴费型计划覆盖面、发展非缴费型计划及发放特定津贴等方式，为体制外的群体及家庭提供保障。2009年6月国际劳工组织通过了

《全球就业契约》，它呼吁各国通过建立最低社会保护加强并扩展其社会保护制度。2011年国际劳工组织提出了“社会保障最低标准”概念，通过多举措实现制度全覆盖。2012年国际劳工组织通过了《关于国家社会保护底线的建议书》，它重申社会保障权利是一项人权，并承认社会保障对于防止和减少贫困、不平等、社会排斥和社会不安全，对于促进机会均等和性别平等及种族平等，以及对于支持从非正规向正规就业过渡，都是一个重要工具，“社会保障是一项对人民的投资”，并提出了“国家社会保障扩展战略”：在没有最低水平社会保障担保的国家，将优先实施社会保护底线作为起点，并作为其国家社会保障制度的基本要素。

实际上，国际劳工组织一直倡导构建社会保护底线机制，其宗旨是要不断强化第一支柱的保底或托底作用，具体包括两个方面：一是基本养老金全覆盖及缴费扩面；二是在基本养老金之外，建立与社会福利及减贫机制相关联的非缴费型计划。这些改革措施更强调社会公平与社会正义，以及对社会弱势群体的底线保障，这使得第一支柱在养老保障中的基础地位和托底作用被进一步强化和突显出来。

在世界主要国家，第一支柱计划即公共养老金计划，大体可细分为四类：

(1) 基本养老金 (Basic pensions)。它有两种不同的形式，第一种形式：凡是满足一定居住标准的人，无论受益人如何缴费或缴费多少，都可获得固定额度的基本养老金给付。第二种形式：养老金给付完全取决于缴费年限，但与收入无关。在 OECD 中，共有 11 个国

家设有居住年数要求的基本养老金计划，另有 6 个国家设有缴费年数要求基本养老金计划。前者包括澳大利亚、新西兰、加拿大、智利、荷兰、瑞典、丹麦、挪威、芬兰、希腊、冰岛；后者包括英国、卢森堡、冰岛、捷克、爱沙尼亚、日本。以色列则同时采用居住标准和缴费年限设定基本养老金。在 OECD 以外的国家中，南非设有基于居住时间要求的基本养老金，阿根廷和俄罗斯则设有基于缴费年限要求的基本养老金。

(2) 最低养老金 (Minimum pensions)。也称缴费型最低养老金 (contributory minimum pensions)。它既可以是指某种缴费型计划的最低养老金，也可以是指所有计划加总的最低养老金。与家计调查计划 (means tested schemes) 不同，它不受家庭储蓄收入影响，但最低养老金积分是与工作收入相关的，其给付水平可能还要考虑其他养老金收入。共有 13 个 OECD 的国家在其收入关联计划之内设立了最低养老金，它们分别是法国、意大利、比利时、卢森堡、瑞士、葡萄牙、西班牙、波兰、匈牙利、捷克、斯洛文尼亚、土耳其、墨西哥。此外，中国、印度、巴西、阿根廷、沙特阿拉伯也设立了最低养老金。

(3) 老年救助 (Social assistance)。这是一种财力检测待遇 (resource-tested benefits) 或家计调查待遇 (means-tested benefits)，几乎所有国家都设立了这类“狭义”的社会安全网 (social safety-nets)，它们主要针对养老金权益严重不足的老年人给予社会救助。其中，最典型的老年救助计划包括低保和医疗救助，比如，美国的老保 (SSI) 及医疗救助 (Medicaid)，社会救助给付额度主要取决于家庭收入和

家庭财产检测结果。

(4) 老年福利。有将近一半的 OECD 国家，为老年人提供附加的现金支付、服务或实物，比如，住房、供热成本、健康与照顾保障、电视收视免费、交通费减免等。大多数老年福利是不需要收入检测的，不过，对其中一些支付引入家计调查，有利于降低该项福利未来的支出费用。

近年来，世界养老金体制性变革，主要是针对其中有损制度的有效性和可持续性而展开的一系列改革措施，比如，养老金覆盖扩面与缴费成本控制，养老金给付的充足性与替代率设计，削减并解决老年贫困问题（降低老年贫困率及老年人申领低保的比例）、养老金给付水平自动化调整机制、延长法定退休年龄及养老金税制安排等。

[①] M.Queisser: 养老金改革与国际组织：从冲突走向融合，《国际社会保障评论》，第 53 卷(2000 年)，第 2 期，第 31-45 页。

养老金融月度资讯

(2017年1月, 总第2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

- ✚ 国务院 | 发文促进养老等民生领域公平竞争、健康发展
- ✚ 国务院 | 印发《国家人口发展规划(2016-2030)》

➤ 养老金金融

- ✚ 陕西 | 与社保基金理事会签署合同 今年实施养老基金投资运营
- ✚ 报告 | 居民退休准备指数4年来首跌

➤ 养老服务金融

- ✚ 光大银行 | 实现全国养老金集约化管理
- ✚ 商业银行 | 发力养老金融 竞逐养老金融蓝海

➤ 养老产业金融

- ✚ 全国 | 我国PPP资产证券化有望进入加速期
- ✚ 山东 | 首支养老产业债券获国家发改委核准批复

➤ 学界观察

- ✚ 董克用 | 养老金融市场规模5年内有望达10万亿
- ✚ 巴曙松 | 中国“养老金融”空间巨大

➤ 国际视野

- ✚ 美媒 | 中国在全球老龄化风险最严重国家中居第五
- ✚ 芬兰 | 政府提供细致家庭服务

本月概览

政策动态

国务院 | 发文促进养老等民生领域公平竞争、健康发展

1月23日，国务院发布《关于印发“十三五”市场监管规划的通知》（国发〔2017〕6号）。在推动养老市场发展上，该通知主要提出以下三点意见：（1）放宽市场准入。破除民间投资进入电力、养老、医疗、教育等领域的不合理限制和隐性壁垒，取消对民间资本单独设置的附加条件和歧视性条款，保障民间资本的合法权益。

（2）加强反垄断和反不正当竞争执法。促进医疗、养老、教育等民生领域公平竞争、健康发展。（3）加强重点人群消费维权。维护老年人消费权益。（来源：国务院网站）

国务院 | 印发《国家人口发展规划（2016-2030）》

1月25日，国务院发布《关于印发国家人口发展规划（2016—2030年）的通知》（国发〔2016〕87号）。规划指出，今后15年人口变动主要有如下趋势：（1）人口总规模增长惯性减弱，2030年前后达到峰值。（2）劳动年龄人口波动下降，劳动力老化程度加重。

（3）老龄化程度不断加深，少儿比重呈下降趋势。“十三五”时期，60岁及以上老年人口平稳增长，2021—2030年增长速度将明显加快，到2030年占比将达到25%左右，其中80岁及以上高龄老年人口总量不断增加。0—14岁少儿人口占比下降，到2030年降至17%左右。

（4）人口流动仍然活跃，人口集聚进一步增强。（5）出生人口性别比逐渐回归正常，家庭呈现多样化趋势。（6）少数民族人口增加，

地区间人口变化不平衡。（来源：国务院网站）

国务院 | 出台土地规划纲要 推动健康养老等产业发展

2月4日，国务院印发《全国国土规划纲要（2016—2030年）》。纲要指出，支撑生产性服务业和生活性服务业集聚区建设，加快健康养老、教育培训、文化娱乐、体育健身等产业发展，促进大中城市尽快形成以服务经济为主的产业结构。继续开展国家服务业综合改革试点，推动国家服务业发展示范区建设。（来源：人民网）

三部门 | 发布《养老服务体系建设中央补助激励支持实施办法》

近日，发展改革委、财政部、民政部三部门联合印发《养老服务体系建设中央补助激励支持实施办法》。《实施办法》明确了发展改革委、民政部有关中央预算内投资激励支持措施和财政部、民政部有关福利彩票公益金激励支持措施。三部门将按照相关措施考核各省（区、市）本年度有关工作实施情况，遴选出西部地区前2名的省市、中部地区前2名的省市和东部地区前2名的省市，由国务院办公厅统一予以表彰。同时，三部门将在安排年度相关中央补助时，将对表彰省市予以资金倾斜支持。（来源：网易）

国家发改委 | 资源型城市培育壮大旅游、养老等特色服务业

1月6日，国家发展改革委发布《国家发展改革委关于加强分类引导培育资源型城市转型发展新动能的指导意见》（发改振兴〔2017〕52号）。该指导意见提出，要构建多元化产业体系。优先发展现代物流等与当地资源型产业相关的生产性服务业，充分发掘本地自然山水和人文资源，培育壮大旅游、养老等特色服务业。打造若干特色优

势明显、技术水平先进、具有较强竞争力的接续替代产业集群，选择符合条件的城市创建接续替代产业示范市。（来源：国家发改委网站）

养老金金融

陕西 | 与社保基金理事会签署合同，今年实施养老基金投资运营

日前陕西省已与全国社会保障基金理事会正式签署了《委托投资合同》，虽未透露具体数据，但走在了全国基本养老保险基金委托投资运营的前列。自今年初，广西 400 亿元基本养老保险基金委托投资合同签订，拉开了基本养老金集中托管的序幕。近日，北京也与全国社会保障基金理事会正式签约，如此，已经有 3 省市与全国社会保障基金理事会签约。（来源：证券日报）

报告 | 居民退休准备指数 4 年来首跌

近日，清华大学经济管理学院中国保险与风险管理研究中心联合同方全球人寿保险有限公司在京发布《2016 中国居民退休准备指数调研报告》。报告从中国居民对退休生活的愿景和预期、中国居民的退休准备、中国居民的退休规划和相关专题研究等四个方面，阐述了中国居民的退休准备现状。报告显示，2016 年中国居民退休准备指数为 6.0，这较 2015 年的 6.51 出现显著下滑，也是指数四年来首次止涨走跌。报告还显示，我国居民对企业年金计划和具有长期护理功能的金融产品的需求有所增加。（来源：中国保险报）

养老服务金融

光大银行 | 实现全国养老金集约化管理

依托中国光大集团金融全牌照优势，目前中国光大银行已形成涵

盖企业年金、职业年金、薪酬延付、福利管理、养老金融等多项产品和服务的“养福全程通”综合金融服务体系，管理的养老金资产总规模逾 420 亿元，管理的企业年金、薪酬延付及弹性福利个人账户数逾 88 万户。（来源：大众网）

商业银行 | 发力养老金融 竞逐养老金融蓝海

我国养老金融发展尚处于起步阶段，以养老储蓄为代表的传统养老金融服务依然处于银行类老龄金融产品的主流地位。我国市场上为未退休人群提供的养老储备型金融产品，以及为退休后人群提供的金融服务，均十分匮乏。多家商业银行选择在养老零售金融上发力，发行专属于老年客户的理财产品和综合金融服务方案。以广发银行为例，该行今年九月面向 50 岁以上客户推出“自在卡”，打通理财服务、支付结算、增值服务、商超优惠等多重领域，推出适合中老年人的“五心”服务。（来源：搜狐财经）

养老产业金融

全国 | 我国 PPP 资产证券化有望进入加速期

去年 12 月末，国家发展改革委、证监会联合印发《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》。该通知一方面明确了 PPP 项目资产证券化的范围和标准，规定了 PPP 项目资产证券化的工作机制；另一方面，还要求各省级发展改革委于 2017 年 2 月 17 日前，推荐 1 个至 3 个首批拟进行证券化融资的传统基础设施领域 PPP 项目，报送给国家发展改革委，这也被市场解读为 PPP 项目资产证券化破冰在即。（来源：新华网）

山东 | 首支养老产业债券获国家发改委核准批复

近日，国家发改委发布了对《高密市城市建设投资集团有限公司养老产业专项债券》的核准批复，这种利用债券市场撬动养老产业发展的创新性举措在山东省尚属首例，也是全省首支养老产业债券。该债券募集规模为5亿元，发行年限为7年，所募集资金将全部用于建设占地225亩的高密市养老产业项目，建设老年人养护中心、康复中心等设施。该项目包含老年公寓1500套、老年人康复床位1200张，以及疗养客房200间，建成后可满足4500位老人的养老需求。（来源：山东省商务厅网站）

学界观察

董克用 | 养老金融市场规模5年内有望达10万亿

中国养老金融50人论坛秘书长、中国人民大学教授董克用在1月7日召开的“华夏新供给经济学研究院2017年会”上表示，5年内养老金资产有望接近10万亿。其预测依据是，基本养老金五年后要达到3万亿，企业年金现在规模1万亿，今后如果快速增长有达到2万亿的可能。职业年金已经开始，职业年金对象是政府的公务员和事业单位也就是4千多万人，而这4千多万人都是高收入的，他们的增长率会很快。全国社保基金目前接近2万亿，5年后达到3万亿我们认为没问题。个人延税养老金最近推出政策。所以5年后10万亿是有可能的，养老金在这方面也是有大的作用的。（来源：新华网）

巴曙松 | 中国“养老金融”空间巨大

在全球老龄化的大趋势下，中国的老龄化速度更快，由此造成的

负担也会更重。老龄化将对经济金融产生一些基础性影响，如降低居民储蓄、改变消费结构、影响金融机构格局等。未来养老金融也面临着广阔的发展空间。（来源：中国台湾《中国时报》）

国际视野

美媒 | 中国在全球老龄化风险最严重国家中居第五

美国彭博社近日报道，涵盖全球 178 个国家的彭博夕阳指数 (Bloom berg Sunset Index) 显示，中国平均 3.5 名在职人员承担 1 位退休者的养老金。中国在全球人口老龄化风险最严重的国家中名列第五。调查指出，法国和新加坡是人口老龄化最严重的两个国家，平均 2.2 名在职人员养 1 位退休者。排在第 3、4 位的分别是俄罗斯(2.4:1) 和泰国(2.6:1)。报告指出，亚洲可能面临更加严峻的资源分配问题。未来该地区的老年人口将增长 71%，相比之下，北美为 55%，欧洲为 31%。中国的 65 岁以上人口几乎占到全球 65 岁以上人口的 22%。而中国的法定退休年龄为男性 60 岁，女性 55 岁。在中国，平均 3.5 名在职人员承担 1 位退休者的养老金，而更为合理的数据应该是 7.3 人支持一个老人。（来源：中国网）

美国 | 老年公寓什么都管

美国有比较好的退休养老制度，主要的生活方式是老人住在老年公寓里独立生活。也有一些老人是住在有各种辅助设备的生活区，当然也有小部分住在有人照料的退休社区，岁数再大一些的住在护理院。以前在 80 岁以上的美国老人中，60% 以上希望住养老院；而现在，越来越多的美国老人喜欢住在老年公寓，因为公寓环境比较安静，

还能结交新的老年朋友。规模大一些的老年公寓有人管理，也称“退休社区”或“退休之家”。除了租赁房屋外，这些老年公寓还提供就餐、清扫房间、交通、社会活动等便利服务，这个也是其一大亮点。典型的设施和服务还有：医务室、图书室、计算机室、健身房、洗衣房、紧急呼叫系统、外出购物、组织参加社会活动等。美国依据老年人所需社会服务支援的程度，按照健康活力老人、需要协助老人和需要长期医疗护理老人来划分适合不同老年人的养老模式。（来源：中国信息报）

芬兰 | 政府提供细致家庭服务

芬兰社会卫生部制定的最新目标是，使超过 90% 的 75 岁以上老人能够独立地在自己家中养老。为此，各地方政府的社会福利部门都要提供尽可能细致完善的家庭服务。以首都赫尔辛基市政府为例，其居家服务主要有四大方面，每个方面细化为若干小项，每个小项下列举一系列具体内容。例如，在保健和护理方面列有 8 个小项：体检和疾病控制、医学护理、夜间护理和夜间医院、健康风险防控、记忆力衰退者护理、康复期看护、牙医护理和自我护理器械。这些服务通常由具有专业资格的家庭护理团队完成。赫尔辛基全市有 73 个服务区，每个服务区都有 2-3 个护理团队，每个团队约有 15 名专业人员。护理团队工作强度很大，平均每人每天上门服务十多次，每次服务 10 分钟到半小时不等。（来源：中国信息报）

2017年1月CAFF50动态

1. 1月11日晚，中国养老金融50人论坛于中国人民大学召开学术内部会议，简要回顾了2016年的工作成果，重点介绍和部署了2017年的主要学术任务。论坛秘书长董克用教授主持会议，孙博、张栋、宋湛、崔鹏等近二十人参加了会议。会上，董克用教授对CAFF50的价值理念和运行状况进行了简要介绍。孙博博士介绍了2017年论坛在学术研究上的四大重点任务：第一，开展《我国第二、三支柱补充养老金体系改革研究》课题。第二，撰写和出版2017年《养老金金融发展报告》。第三，进行中国养老金融调查。第四，开展做实社保缴费基数的工作。

2. 1月15日，由中国养老金融50人论坛、中国社科院世界社保研究中心、香港投资基金公会联合主办，天弘基金管理有限公司承办的“2017养老基金投资管理国际论坛”在京举行，本次论坛主题为“机遇与创新”。

3. 1月18日，中国养老金融50人论坛秘书长董克用、论坛核心成员胡继晔、特邀成员孙博等人员与西南财经大学经济与管理研究院院长、中国家庭金融调查与研究中心主任甘犁、西南财经大学李凤老师等人就中国养老金融调查项目的开展进行了会谈。

4. 1月21日，应华盛顿大学 MARK S.Wrighton 校长的邀请，董克用秘书长参加了该校在上海举办的“人口老龄化”论坛。美国著名老年学教授 Nancy Morrow-Howell 女士在论坛上做了“Global Aging:

Challenges and Opportunities ”的主旨报告，董克用秘书长应邀参加了对主旨报告的圆桌讨论。董克用秘书长向与会者介绍了我国养老金制度建设取得的成就和存在的充足性和可持续性问题的政策建议。

5. 1月22日下午，CAFF50 专题论坛《关于全面放开养老服务市场提升养老服务质量的若干意见》政策解读会在泰康国际大厦中国保险资产管理业协会成功举办。此次专题论坛的主讲嘉宾是国家发改委社会发展司社会服务处张明处长，会议由论坛特邀成员段家喜主持，中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用、中国保险资产管理协会会长曹德云、北京瑞晖丽泽资本管理有限公司董事长王金晖、天弘基金管理有限公司养老金业务总监朱海扬、中国政法大学教授胡继晔、华夏基金养老金管理部高级副总裁孙博、上海工程技术大学管理学院副教授王宇熹等 30 余位嘉宾参加了本次活动。



秘书处联系人：马媛媛

Email: mayuanyuan@caff50.net

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

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

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net