

# 养老金融评论

---

2016年第6期（总第7期）

- 洪 崎：创新养老金融模式
- 董克用：国外三支柱模式演进及对我国的启示
- 姚余栋：发展养老金融，落实供给侧改革
- 苏 昱：员工持股计划的设计和实操
- 郑秉文：第三支柱商业养老保险顶层设计
- 胡继晔：养老金如何持续？
- 董登新：为什么美国人可以终身不退休？

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 刘桂梅

---

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】**

洪 崎：创新养老金融模式 .....	5
董克用：国外三支柱模式演进及对我国的启示 .....	14
姚余栋：发展养老金融，落实供给侧改革 .....	21
苏 昱：员工持股计划的设计和实操 .....	27

### **【成员观点集萃】**

郑秉文：第三支柱商业养老保险顶层设计 .....	47
胡继晔：养老金如何持续? .....	67
董登新：为什么美国人可以终身不退休? .....	77

### **【CAFF50 动态】**

2016 年 5 月 CAFF50 动态 .....	81
----------------------------	----

**本期导读：**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。然而，我国养老金融业总体处于初期发展阶段，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：论坛核心成员、中国民生银行洪崎董事长关于养老金融的观点；论坛秘书长董克用教授关于我国养老体系建设的观点；论坛学术委员会主席姚余栋所长在“首届北京中国式养老需求高峰论坛”上的讲话；论坛核心成员、长江养老保险公司总经理苏罡在 CAFF50 专题论坛上关于《员工持股计划的设计和实操》的发言，以飨读者。

## 洪崎：创新养老金融模式<sup>1</sup>



洪崎：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国民生银行董事长

应对人口老龄化已经成为世界各国面临的共同挑战。我国于 1999 年提前进入老龄化社会，目前已成为世界老年人口最多的国家，预计将于 2020 年后逐步迈入重度老龄化社会。在跨越“中等收入陷阱”和全面建成小康社会的大背景下，加快发展养老产业已成为我国深入推进经济结构调整、切实改善民生福祉的客观要求和重要支撑，而养老金融作为支持产业发展的重要一环，面临着新的发展机遇，未来发展空间巨大。但与发达国家相比，我国养老产业发展水平较低，且与之配套的金融服务相对滞后，亟需借鉴发达国家的经验做法，结合我国

<sup>1</sup> 原文刊于《中国金融》2016 年第 7 期。

国情，加快养老金融创新，促进改善民生福祉。

## 一、我国养老金融亟待加快创新发展

随着我国人口老龄化加速发展，老年人口迅猛增加，预计 2020 年我国 60 岁以上的人口比重将超过 17%，我国将进入重度的老龄化社会。相对于发达国家来说，我国人口老龄化具有以下三个特点：一是提前到来。我国人均 GDP 处于世界中下等水平时，老龄化程度却已步入发达国家行列。二是加速发展。相对于发达国家长达几十年甚至一百年的老龄化历程，我国仅用 18 年就已进入老龄化社会，而且老龄化速度仍在进一步加快。三是基数最大。我国是世界上老年人口最多的国家，并且老年人口的数量还在继续增加。因此，加快养老金融的创新发展，对全面建成小康社会、切实改善民生福祉具有重大意义。

### （一）发展养老金融是切实改善民生福祉的重要支撑

随着经济发展进入新常态以及人口老龄化进一步加剧，我国面临滑入“中等收入陷阱”的严峻挑战。世界上成功跨越“中等收入陷阱”的国家都是在人口老龄化加速之前迈入高收入行列的。从这个意义上来说，发展养老产业、应对人口老龄化，不仅是“后人口红利时期”我国成功跨越“中等收入陷阱”的战略选择，也是“十三五”时期全面建成小康社会的现实需要。

作为养老服务体系的重要组成部分，发展养老金融是秉承供给侧结构性改革思路、切实改善民生福祉的重要支撑。在利率市场化和金融脱媒化的大背景下，养老金融将为金融机构的改革发展提供新机遇

和新空间。一方面，养老金融将成为金融机构业务发展的“新蓝海”，为金融机构带来长期稳定的业务收入来源和新的利润增长点；另一方面，它将成为金融机构转型升级的“助推器”，推进金融机构的服务模式和产品创新。

## （二）我国养老产业发展水平较低，与之配套的金融服务滞后

与发达国家相比，我国养老金融产业的发展尚处于起步阶段，还存在着较大的差距和不足，集中体现在金融支持养老服务设施建设力度不足、养老金管理水平偏低等方面。

首先，从养老服务设施能力来看，我国养老服务设施还存在着社区养老服务 and 养老机构床位严重不足，设施较为简陋、功能单一，区域、城乡发展不平衡等一系列问题。截至 2013 年底，我国养老床位数为 500 多万张，每百名老年人拥有 2.5 张，远低于发达国家 5~7 张的平均水平。我国养老服务设施建设主要依靠政府财政投入，银行信贷资金和民间资本的支持力度较为有限，随着需要照料的失能、半失能老人数量的剧增，养老服务设施建设资金缺口将不断拉大。

其次，从养老金管理状况来看，长期以来，我国基本养老保险基金主要用于购买国债和存入财政专户银行，但这两种方式的收益率都较低，难以实现保值增值的预期目标。据统计，2014 年，我国养老金总体规模超过 5 万亿元，预计 2018 年将达到 12 万亿元，保值增值压力巨大。随着老龄化人口的不断增加、养老金缺口的拉大，我国养老金市场化运营刻不容缓。

因此，我国养老金融产业的发展亟需借鉴发达国家的经验，同时



结合我国国情，加快养老金融创新，促进改善民生福祉。

## 二、发达国家发展养老金融的经验做法及启示

多数发达国家在上世纪 60 年代前后进入老龄化社会，并于 1975~1990 年先后进入重度老龄化社会。为应对人口老龄化问题，发达国家在养老产业及养老金融方面针对本国国情开展了一系列举措，其成功经验对我国发展养老金融具有重要启示。

### （一）发达国家发展养老金融的经验做法

瑞典和日本是世界上开展养老服务较为成功的国家，其成功之处在于拥有最健全的养老服务体系和最完善的养老服务设施。瑞典是典型的高税收、高福利国家，养老服务费用主要来源于政府财政拨款，居民仅需要承担不到 10% 的费用。为缓解养老的财政压力，瑞典政府逐步引入了市场化机制，确保了养老服务设施的有效供给，满足了全国老年人的养老需要。为更好解决社会老龄化问题，日本政府分别于 1989 年和 2000 年实施养老的《黄金计划》和介护（即看护）制度。经过 30 多年的探索与实践，日本已建成全方位的社会养老介护服务体系，其中民间资本的有效参与起到了至关重要的作用。

从全球范围看，包括美国、德国在内的主要发达国家都进入了养老金资产管理时代。由于投资渠道更为广泛、投资收益更为稳定，美国在养老金投资方面有很多值得借鉴的地方。20 世纪 80 年代初，美国政府推出了养老金入市的“401K 计划”。目前美国养老金已成为股市最大的机构投资者，并开始拓展新的投资渠道，如基础设施、房地产、私募股权投资基金等。德国是实施养老保险制度最早也最完善的

国家，1889年就已颁布《伤残和老年保险法》。为了提高运行效率，德国选择独立的社会保险公司作为养老保险事务的管理主体，进行市场化运作。自实施以来，德国养老保险制度保持了长期的规范化运行，已覆盖超过90%的雇佣劳动者和独立经营者。

## （二）对我国发展养老金融的启示

由于经济发展水平以及老龄化程度方面的差异，我国难以直接照搬发达国家的做法。但通过对发达国家成功经验的分析，可为我国发展养老金融提供经验借鉴。

一是政府主导，构建全方位养老服务体系。加快养老保障体制改革，加强政府在制度安排、规划设计以及市场监管等方面的职责，逐步完善土地供应、税费优惠和补贴支持等方面的政策，统筹规划发展养老服务设施，从顶层设计角度构建全方位养老服务体系。

二是社会参与，打造多层次养老金融体系。开放社会养老服务市场，充分发挥市场在资源配置中的基础性作用，引导和规范社会资本进入养老服务领域，培育和扶持养老服务机构和企业的发展，形成政府财政和民间资本互相协作、互为补充的养老金融体系。

三是专业化运营，满足多样化养老服务需求。设立养老金专业运营公司，建立符合养老金管理行业特点的组织架构、业务模式和风控机制，提升养老金的专业化水平，满足养老企业、老年人日趋多样化和个性化的养老需求。

## 三、从供给侧结构性改革入手创新养老金融供给

近年来，党中央、国务院高度重视养老金融的发展，并陆续出台

了多项相关的政策法规。2011年12月，国务院印发《社会养老服务体系建设规划（2011-2015）》，明确指出“金融机构要创新产品和服务方式，改进和完善养老金融服务”。后续颁布的《关于加快发展养老服务业的若干意见》和《基本养老保险基金投资管理办法》又分别从加快产品服务创新和加强养老金管理的角度，进一步强调了加大养老金融供给的重要性和紧迫性。

相对于养老产业巨大的发展空间和市场需求，我国养老金融的发展较为滞后，目前仅在养老服务设施建设和养老金管理方面开展了一些探索。从金融供给侧改革入手，创新养老金融供给可以从以下几个方面解决金融服务的供需错位问题。

### （一）拓宽融资渠道，助力养老服务设施建设

针对养老服务设施建设面临的“融资难”问题，着力拓宽养老服务设施建设的融资渠道。一是创新担保方式，拓宽养老产业的信贷抵押担保物范围，满足养老服务日益增长的信贷需求；二是鼓励和支持保险资金、社会资本投资养老服务产业，完善银行、担保、保险、信托等机构的合作机制，拓宽养老服务设施建设的多元化融资渠道；三是加快多层次资本市场建设，大力支持符合条件的养老产业中的优质企业发行上市，提高直接融资占比。

### （二）拓宽投资渠道，确保养老金保值增值

针对养老金投资收益偏低的问题，着力拓宽养老金投资渠道，确保养老金保值增值。一是健全养老保险制度，以及养老资金长期积累及增值机制，确保社会养老资金充足储备；二是依托商业银行在金融

服务、资金融通、网点渠道等方面的优势，提供综合金融解决方案，进一步推进养老保险市场化进程；三是建立健全养老金入市机制，稳步推进养老金投资保值增值运营，逐步探索和实践养老金投资在不同市场资产类别方面的多元化配置。

### （三）加快产品服务创新，提供针对性金融服务

针对养老产业和老年人日益多元化、个性化的服务需求，加快产品和服务创新，提供有针对性的金融服务。一是根据养老产业投资周期较长、收益回报较慢、资金成本承受能力不高的特点，加快业务模式创新，开发符合养老产业特点的信贷产品和金融工具；二是根据老年人的养老服务需求，提高精细化管理水平，为不同类型的客户提供专属化、个性化的养老金融产品及服务；三是加强与医疗、保健、信息、看护等机构的跨行业合作，通过跨行业的资源整合和服务创新，为客户提供更完善的金融服务。

## 四、创新养老金融模式

为贯彻落实国务院关于“发展养老金融、助力养老产业发展”的指示精神，各商业银行在养老金托管、养老产业金融以及老年人金融业务等多方面都进行了积极的探索。中国民生银行是较早涉足养老金融产业的商业银行之一，2007年，民生银行获得企业年金账户管理与托管业务资格。近年来，为切实加大养老金融供给、促进改善民生福祉，民生银行不断加大养老金融领域的投入力度，在企业年金托管、养老保障托管体系等方面进行了积极探索和有益尝试，并从养老资产托管业务、养老对公金融业务、养老零售金融业务三个方面，着力构

建养老金融新模式。

### **（一）积极发展养老资产托管业务，确保养老金保值增值**

立足养老资产托管业务，着力构建养老金金融新模式，确保养老金保值增值。一是立足大资管条线，依托大托管业务平台，以养老金资产管理和产品化为主要发展方向，提供高效率、低成本的养老金托管运营服务；二是基于风险可控的原则，拓宽养老金投资渠道，提升专业化运营水平，提高养老金的投资收益率；三是以个人全生命周期的养老服务需求为脉络，资产管理、零售、对公等业务板块联动，发行了专业养老金资产管理产品，实现了养老资金与银行资产的高效对接。

### **（二）加快发展养老对公金融业务，提供综合性金融服务**

立足养老对公金融业务，着力构建养老产业金融新模式，为养老产业发展提供综合性金融服务。一是立足养老产业链，针对养老服务设施建设、老年用品生产、养老地产、老年出行、老年医疗等环节的发展特征和服务需求，开展有针对性的金融服务；二是鼓励、支持和引导经营机构加大对养老产业支持力度，实施信贷优先支持、内部考核激励等，支持产业发展；三是深入研究企业的经济活动和服务需求，便捷、专业、高效地为其提供“贷款+以账户管理为核心的结算服务+以资产管理为核心的增值服务+非金融增值服务”的综合性金融服务，满足各类企业全生命周期的需求。

### **（三）大力发展养老零售金融业务，满足老年人服务需求**

立足养老零售金融业务，着力构建养老服务金融新模式，满足老年人

多样化、个性化的服务需求。一是充分发挥民生银行 4000 多家小区支行的网点优势，深耕社区，将金融服务贴近老年人的养老服务需求，有针对性地开发了多层次、个性化、真正符合老年人需求的养老金融产品，为老年人提供覆盖面更广、可信赖的金融服务；二是借助大数据、云计算等信息技术手段，通过标准化、专业化、便捷化的服务，不断提升老年客户的体验和满意度。

## 董克用：国外三支柱模式演进及对我国的启示<sup>1</sup>



董克用：中国养老金融 50 人论坛秘书长，中国人民大学教授

国际经验证明，现收现付制在人口结构年轻、经济发展较快、工资增速较高的情况下，具有一定优势。而在经济发展趋于平缓、工资增速放缓，特别是人口老龄化的背景下，将面临巨大挑战。基金积累制在工资收入达到一定水准、资本市场建设具有一定基础时，对促进养老金体系可持续性以及改善国民养老保障能力优势显著。但是，基金积累制也存在资金运作的风险。可见，采用任何单一模式都不是养老金体系的最优选择。从国际经验来看，随着人口老龄化进一步加剧以及资本市场不断发展，各国越来越多地选择多支柱养老金模式。

<sup>1</sup> 原文刊于《中国劳动保障报》2016年4月5日理论版。

## 一、三支柱养老金模式内涵及发展

在 20 世纪 80 年代逐步显现的人口老龄化危机影响下，以现收现付模式为主的养老金制度面临财务平衡难以持续。在此背景下，世界银行总结智利等国家的养老金改革经验，在 1994 年提出了三支柱养老金改革模式。主要观点如下：

第一支柱是由政府立法强制实施的公共养老金计划，旨在给退休人员提供最低养老保障。政府对第一支柱负有最终责任。一般采取现收现付制，由当期工作一代人通过税收融资，给付退休一代人的养老金待遇，体现代际之间的社会再分配。就业者缴费水平由宏观政策确定的养老金替代率通过精算平衡决定。

第二支柱是职业养老金计划，一般由企业和个人共同缴费，体现企业和个人养老责任，在有些国家成为三支柱养老金体系的主体。与现收现付制的第一支柱不同，职业养老金一般采取积累制。完全积累制还会促进资本积累和金融市场的发展，并减少人们对第一支柱的依赖。以美国为代表的部分国家，第二支柱的职业养老金是自愿实施，国家通过税收优惠政策给予扶持和引导。同时，还有很多国家实施强制性的职业年金计划。

第三支柱是自愿型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。目标是为那些希望有更多老年收入的人提供经济来源。

世界银行三支柱模式提出以后，在许多国家得到推广和应用，但也受到一些质疑。主要集中在两点，一是三支柱养老金模式以就业缴



费为前提，将没有就业经历的贫困人群排除在外；二是老年人除了需要经济补偿外，还需要照料看护、精神慰藉等非物质服务。因此，世界银行在 2005 年提出了五支柱的改革思想，在原有三支柱基础上，增加了零支柱和第四支柱。

零支柱是非缴费型养老金计划，由政府财政负担，旨在消除老年贫困，为终身贫困者以及没有资格领取正式养老金的退休工人提供最低水平保障。第四支柱是指家庭成员之间对于老年人的非正式支持。

## 二、完善费基和计发办法第一支柱发挥再分配功能

按照十八届三中全会的精神，我国应当“坚持社会统筹和个人账户相结合的基本养老保险制度，完善个人账户制度，健全多缴多得激励机制，确保参保人权益”。如何贯彻实现全会精神，笔者认为，应对现行城镇职工基本养老保险制度进行改革。改革重点是将第一层次的社会统筹与个人账户进行分离，将社会统筹部分转化为第一支柱。将分离后的个人账户养老金与企业年金、职业年金合并，形成第二支柱。在推进第一和第二支柱建设的同时，加快推进第三支柱的建设。

在各种三支柱模式中，第一支柱的核心都在于促进社会再分配，以防范老年贫困为目标。现收现付制是促进社会再分配的有效手段，因此，我们建议将目前基本养老保险中的社会统筹部分独立，改造为公共养老金，使其成为第一支柱。

从世界范围来看，由于公共养老金都以防范老年贫困为目标，所以替代率水平相对较低。2012 年经济合作与发展组织国家（OECD）公共养老金的平均缴费率为 21%，替代率水平为 42.2%。2014 年我

国基本养老金的社会统筹账户缴费率为 20%，与 OECD 国家公共养老金基本相同，而所提供的替代率达到 48%左右，高出 OECD 国家约 6 个百分点。

建议公共养老金维持当前社会统筹账户 20%的缴费率不变，在完善第二和第三支柱之后，将第一支柱待遇水平调整到与 OECD 国家基本相当，即 40%左右。在此情况下，基本养老金替代率水平将比现在有所下降，下降部分将由提高的个人账户养老金水平来补偿。

目前政策规定，养老保险缴费基数可在当地社平工资的 60%-300%之间确定，许多企业就以最低水平确定缴费基数。在公共养老金制度下，应当消除当前基本养老保险缴费基数不实的问题，否则养老金收支将受到较大影响，不利于真实评估养老金运行情况。实现缴费基数的真实化，意味着缴费效率提高，为降低缴费负担提供可能。

第一支柱的核心功能之一是实现收入再分配，主要体现在养老金给付方式上。目前，基本养老保险社会统筹部分养老金的计发方式，使养老金待遇与当地社平工资关联，能在统筹区域内实现一定社会再分配。但是，由于不同区域的社平工资不同，各统筹区域间参保职工的养老金待遇相差悬殊，在跨统筹区域间没有任何社会再分配功能，这也是当前职工养老保险关系转移困难的根本原因，因此，应改革基本养老金计发方式，在更大范围内实现收入再分配，并解决养老保险的可携带性问题。可参考美国养老保险第一支柱——老年、遗属和伤残保险（OASDI）计划的养老金计算办法。首先，OASDI 计划的

养老金只与参加者本人的指数化月平均工资有关，与居住地的社平工资没有关系，也不管在何地缴费、何地领取。因此，参保者退休后的养老金待遇不会因为居住地变化而产生差异，不存在养老金转移问题。待遇水平仅与个人指数化月平均工资挂钩，与当地社平工资脱钩，避免了区域差异。计发时根据平均指数工资进行分段、分比例发放，如果参保者指数化月平均工资较低，养老金给付比例就较高；如果参保者指数化月平均工资较高，养老金给付的比例就越低。那么，高工资者养老金替代率水平相对较低，而低工资者养老金替代率水平相对较高，从而实现不同收入者之间的收入再分配。

### 三、做实个人账户与企业年金合为第二支柱

在三支柱体系中，第二支柱的职业养老金往往是参保者退休后的主要收入来源，待遇水平依赖缴费规模及投资收益。在我国三支柱养老金体系中，应当在多渠道补充个人账户缺口的基础上，将其与企业年金、职业年金计划合并，组成第二支柱养老金计划。

目前，我国上市国有公司股权（含境外）市值 20 万亿元左右，划转国有股权做实个人账户所需资金规模约 3.5 万亿，具备做实的可能性。建议区分行业属性，按照不同比例确定国有股划拨规模，对于能源石化、飞机制造、金融服务等需要国家绝对控股的战略性行业，保持 51% 的国有股权，其余划拨至个人账户；对于交通运输、电力、环保等涉及国计民生的公用事业行业，可保留 34% 的相对控股权，其余划拨个人账户；对于纺织服装、轻工制造、医药生物、房地产等竞争性行业，可以划拨较大比例至个人账户，保留 10% 或者完全划拨。

按照上述思路，目前可供划拨国有资产规模能够补足个人账户已有的空账。

在多渠道补充个人账户资金缺口的基础上，将其与企业年金、职业年金合并，组成第二支柱养老金计划，分别成为强制性的个人账户养老金和自愿性质企业年金计划。对于个人账户养老金，保持当前8%的缴费率不变，实账运行，通过市场化的投资运作，实现保值增值。

事实上，我国资本市场经过多年发展，具备养老金投资增值的客观条件。首先，资产管理行业的规模和专业水平逐年提高。目前我国资产管理行业管理规模已超过50万亿元，约占全年GDP的80%。其中，集合信托的历史收益率范围为7%-10%，股票型证券资产管理产品的历史收益率范围为10%-15%。利用资本市场实现财富保值增值的观念被广泛接受。其次，资本市场具有长期投资价值。决定股市回报的关键因素是上市公司的盈利能力。一般情况下，上市公司的整体盈利一般为正数，长期来看，盈利的逐渐累积使得整体市场的价格指数逐步上涨，带来稳定的长期回报。此外，我国企业年金和全国社保基金市场化运作以来，取得了良好的投资收益，企业年金历年年化收益率为7.97%，社保基金历年收益率为8.38%。根据测算，按照缴费35年、领取约14年，参考国外第二支柱养老金长期平均6%的年化投资收益率计算，个人养老金可以实现30%左右的替代率水平。

#### 四、制定灵活政策大力发展第三支柱个人养老金

以美国IRA为例，为鼓励个人更多地为其退休进行储蓄，尤其

是方便个体经营者和不参加 401K 计划的雇员为其退休进行储蓄，1974 年，美国国会通过的《雇员退休收入保障法案》推出了税收递延型个人退休账户计划，政府给予税收优惠政策，个人缴费和投资阶段不征税，仅在领取阶段征税。以 2014 年为例，50 岁以下者的税收优惠额度为 5000 美元，50 岁以上者为 5500 美元。IRA 还具有比较灵活的管理机制，一个人从单位离职后，如果工作的下一个单位没有 401k 计划，则允许其将资金转入 IRA 账户，这些措施都推动了 IRA 的发展。

个人账户资金长期存续，通过合理方式进行投资增值，既是应对通货膨胀的要求，也是实现资产壮大的需要。第一是要有合适的投资标的与个人养老金对接，从国外来看，个人账户资金投资选择范围比较广，由于其长期资金的性质，普遍配置基金较多，特别是近年来以目标日期基金、生命周期基金为代表的产品开发，为个人养老金投资提供了丰富的选择。我国第三支柱的发展，应允许个人根据不同风险偏好，选择保险产品、理财产品、基金、股票产品。第二是要有中介机构的发育壮大。普通老百姓不具备专业的投资能力，需要专业投资顾问机构为其提供专门指导。我国第三支柱未来的发展，也需要中介机构的培育。

## 姚余栋：发展养老金融，落实供给侧改革



姚余栋：中国养老金融 50 人论坛学术委员会主席，中国人民银行金融研究所所长

习近平总书记在 2016 年 2 月曾强调，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。要立足当前、着眼长远，加强顶层设计，完善生育、就业、养老等重大政策和制度，做到及时应对、科学应对、综合应对。李克强总理也做出批示，要围绕科学应对人口老龄化问题，结合“十三五”规划编制实施，抓紧研究提出相关政策建议，并注重可操作性。

### 一、老龄化社会的宏观背景

人口老龄化是一个全球现象，根据联合国的统计资料，2013 年

全球 60 岁以上的老人达到了 8.37 亿,超过总人口的 10%,预计到 2050 年全球 60 岁及以上的人口将达到 20.2 亿,所占比例将超过全球总人口的五分之一。根据经济社会等综合指标评价,应对人口老龄化已经成为发展中国家的重要任务,预计发展中国家 21 世纪上半叶后期将迅速老龄化。

具体到我国的情况,根据 2010 年第六次人口普查,我国总人口为 13.7 亿,其中,60 岁及以上人口占 13.26%,65 岁及以上人口占 8.87%。根据中国养老金融 50 人论坛宏观模型的定义,超老龄社会的基本特征是:年龄超过 80 岁以上的老人占总人口比例达到或者超过 5%。根据该模型的统计和预测,日本在 2006 年已经进入超老龄社会,我国将在 2030 年左右进入超老龄社会。2014 年日本出现超老龄社会的特征是老人尿片数量超过婴儿尿片数量,所以我们也预计,2035 年时,中国老年人需要的尿片数量也将超过婴儿所需尿片数量。到 2035 年,我国 80 岁及以上的老年人将接近 8 千万。

## 二、超老龄社会的特征

超老龄社会是一个全球现象,全球已经有 14 个国家和地区进入超老龄社会。我国面临的不光是未富先老,还有未“城”先老,预计 2035 年超老龄社会到来时,中国将有一半超老龄人口在农村,很容易引发贫困。社会要形成一个共识,尽可能为 80 岁以上的老年人提供服务,不光要方便居家养老,还要营造方便老年人就业、创业的社会文化。我国老龄人口还有一个特征,就是身体健康水平偏低,截止 2014 年底,高龄老年人口以年均增长 100 万以上的态势,已经上升

到 0.24 亿，失能半失能老年人口已经增长到 3500 万，慢性病老年人持续增多并已突破 1 亿大关。我国已经开始初步显示一些超老龄社会的现象，虽然我们还有大概 20 年才会进入超老龄社会。

### 三、养老金融的涵义

在应对超老龄社会方面，许多学者长期以来非常重视公共政策、公共财政方面的问题，但对养老金融的关注不多，我们国家对养老金融领域的支持也只是刚刚开始。就养老金融的定义而言，养老金融就是以养老为根本目的的金融活动的总和，这里强调三个方面：一是养老金融的本质还是金融，所以它适用于金融学的一般原理；二是养老金融的核心是以养老为根本目的，决定了养老金融的基本出发点和落脚点；第三，养老金融是老年学、人口学和金融学等学科的交叉学科，有可能激发出更多的思考和实践的火花。从公共政策角度来看，养老问题自工业革命以来，就备受各国政府和社会各方面的重视，新中国成立以后，特别是改革开放以来，我国已经逐步建立起了多层次的养老保险制度，并在 2012 年基本上实现了制度上的全民覆盖，取得了举世瞩目的成就。

然而，当前我国养老保险制度还有诸多缺陷和问题。十八届三中全会决议提出要建立公平、可持续的社会保障制度，具体包括完善个人账户制度、推进机关事业单位养老保险制度改革、研究制定渐进式延迟退休年龄政策等，实际上为养老金融的顶层设计明确了方向。

从金融角度来看，养老金融本质还是金融问题，存在着跨期、跨地域、跨时间的资产配置需求。我国目前的养老金融产品主要还是集



中在银行储蓄类产品上，保险类产品有一定的开发，证券类产品相对较少，基金类和信托类的产品几乎是空白，房地产类产品，如以房养老正在积极地进行试点。截止到 2014 年底，中国的老龄人口已经超过 2 亿，但是从潜在的养老金融需求看，40 岁到 59 岁人口近 4 亿，30 岁到 59 岁人口近 6 亿，预计未来涉及养老的资本将会呈现爆发性增长，中国的养老金融产业将是未来全球最大的养老金融产业。

#### 四、我国发展养老金融的重要意义

从整个养老金融产业链条来看，养老金融产业既可以看作是一个独立的部分，也可以看作是一个核心环节，它已经远远超过了养老服务业和养老地产业。从某种意义上，把养老金融做好，可以牵一发而动全身，可以把养老整个的棋盘给盘活。所以人民银行、民政部、银监会、证监会、保监会今年出台了《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》（银发[2016]65 号），对我国的养老金融做了一个顶层设计，这对于养老金融而言，意义十分重大。

十八届三中全会提出建立公平可持续的社会保障制度，其中，可持续就涉及到养老金融问题。以美国为例，2013 年底，美国的养老金融体系（不一定是养老金）总的资金量约为当年美国 GDP 的 140%。预计到 2025 年，或者是更远一点到 2035 年，我国的国民财富可能是 GDP 的 3 倍，保守估计我们的 GDP 将来是 100 万亿人民币，其中用于养老的至少有 100 万亿，养老产业将会爆发式地增长，它涉及养老基金的投资，涉及到银行、保险、证券、基金、信托、房地产等所有金融领域，所以这是一个全球最大的，最有潜力的养老金融市场。

当然，开发养老金融业还要着眼于宏观经济体系，这主要是指我国经济发展进入了新常态，已经无法保持两位数的经济增长，经济发展进入到中高速，“十三五”到“十四五”可能要进入到中速。因此我们要善用“新常态”，趁经济增长还比较好时候，抓紧积累养老金融资产，用多元化、多层次的养老金融产品发展养老金融业。同时，这也是一个实践窗口期，养老资金投资也是证券投资基金的重要组成部分，在一些资本市场较为发达的国家，养老基金是非常重要的资本市场的参与者，可为资本市场提供稳定的资本来源，一个长期稳定的资本市场也对实体经济有更好的促进作用。中国的资本市场缺乏真正的长期基金和长期机构投资者，养老金融涉及的基金带有长期性，恰好可以弥补这种缺陷。养老基金的期限往往是超过一般银行存款期限，可以更长远地投资我国的资本市场。同时，养老金市场管理也需要更好的制度设计和监管环境，需要稳健的长期投资理念和配套的考核激励措施，以积极促进我国资本市场发展，为我国养老金进入长期资本市场提供一个合理的回报、稳健安全的预期。

## 五、发展养老金融的供给侧改革之路

首先，养老金融需要多种模式及产品的有效供给。要做好制度和模式的结合，我国当前的养老金制度供给结构并不合理，过分依赖第一支柱的社会统筹和个人账户，第二支柱的企业年金、职业年金和第三支柱的个人税优退休账户所占比例太少。第一支柱虽然取得很大成就，但是还有很大的改革空间。第二支柱和第三支柱从结构配比上跟第一支柱相比还是太少，导致整个养老金制度的财富不可持续。今后

我国养老制度改革应从供给侧入手，不仅要通过国有资产转持、提高投资收益等措施扩大养老资金的总规模，还要优化供给结构，扩大民营养老金，特别是私营养老金的比例，同时也要做好产品服务的有效供给，通过养老金融对社区养老、居家养老、临终关怀等养老形式给予支持，特别是可以鼓励有条件的养老机构探索利用综合化的金融平台，整合医疗、地产等实业机构进行跨界合作，实现养老服务供给和需求更好的结合。实际上就是希望养老金融为包括医养结合在内的养老产业链条服务。

第二，养老金融需要贯彻一个创新理念，需要政府和市场的通力合作。在供给侧改革的形式下推动养老金融发展，需要制度创新、管理创新和制度创新的结合和互动，也需要结合中国国情。例如我国传统的理财文化和孝道文化就十分有利于养老金融中对于个人责任和家庭责任的期待，可以在市场产品设计和政策制定时加以参考。政府还可以加大对养老金融的政策扶持力度，鼓励社会资本参与养老产业，建设制定相应的财税补贴和优惠政策等。

第三，养老金融也需要被纳入供给侧改革的系统工程之中。当前从中央的倡议到学者的解读，都特别强调供给侧改革要落到整个供给体系效力和质量方面。因此，推动和发展养老金融是一个系统工程，也是长期适应供给侧改革的重要组成部分之一，养老金融所要承担的职责、发挥的作用以及面临的风险都应该纳入全局性、系统性的设计考量之中，需要顶层设计，通过政府、企业、社会等多元主体充分互动，通力合作，形成一种引领新常态的供给机制。

## 苏罡：员工持股计划的设计和实操<sup>1</sup>



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

### 一、员工持股计划与养老金融的关系

#### （一）员工持股计划与老龄化趋势社会生产要素的关系

中国步向老龄化不可避免，当前我们所关注的重点在于：如何在老龄化社会实现中国社会结构性或者财富结构性的重要转型，如何在财富分配上与更加橄榄型的社会匹配，这两点是非常重要的。老龄化意味着社会的进步，医疗、健康产业的进步，但是老了没钱花就是相应的问题。如果大多数人老年生活都陷入一种困境，社会就会不稳定，国家就不可能强盛，所以关键在于如何建立一个更加橄榄型的社

<sup>1</sup> 该文为苏罡在 CAFF50 专题论坛《员工持股计划的设计和实操》上的演讲实录。

会，与我们未来日趋老龄化的社会相匹配。如何去建立一个橄榄型财富分布的社会，其实背后取决于社会经济发展中如何实现分配。土地资源、人力资源资本、管理技能等这些资源的分配方式决定了最后社会财富的分配。员工持股其实是有效优化这些社会财富分配要素之间关系的重要手段，从马克思主义政治经济学来讲，就是去创新生产关系。改善我们的生产关系，才能使得这些要素的分配更为合理，从而有利于形成一个橄榄型的社会经济形态。员工持股与养老金融有密切的关系，因为它是一个非常重要的优化工具。

## （二）员工持股计划与企业人力资源的关系

过去有一段争论，面对老龄化社会到底该不该延迟退休，这个问题在不同的社会角色层面、年龄阶段，得出的结论可能是截然相反的。但是如果从人类社会的演变过程和个体的生命周期变化来看，其实延迟退休恰恰有助于有效开发人力资源，有效地使大家为经济的发展、社会财富的增加创造更多有价值的东西。过早的退休其实是人力资源的一种浪费，特别是对于受过高等教育、有着丰富社会经验的人群来说，肯定是对社会资源的浪费。但是怎么才能让大家更清晰地认识到延迟退休对社会发展是有益的，是符合老龄化社会发展方向的？其实关键还是背后的技术。员工持股计划恰恰可以成为这样一个好的工具。特别是在企业里面，到年龄就得退休，似乎退休之后一切都社会化了，与企业没有关系了，实际上浪费了企业长期积累的很多优秀的人力资源。员工持股计划可以在一定程度上锁定企业这些优秀的管理层、优秀的业务骨干与企业长期共存共荣的关系，可以有效转变一退

休就割裂两者之间关系的传统模式。所以员工持股计划对于促进社会更清晰地认识到延迟退休对于企业发展的重要性，对于人力资源充分利用的重要性等方面来说，是一个比较好的方法。

### （三）关于员工持股与养老金的关系

我认为需要从资本层面去理解。养老金是资本市场的长期源头，因为养老金有各种税收政策支持（包括资金属性），使得它长期在资本市场中进行投资而不会轻易地追逐短期的市场波动。员工持股计划也具有同样的效果，从某种意义上讲，员工持股计划可以成为养老金的某种表现形式，所以员工持股计划同样也是可以通过长期持有来支持资本市场的发展、通过长期持有来推动上市公司持续稳定地创造价值。从这个角度来讲，我觉得员工持股计划与养老金融实际上具有非常密切的联系。

## 二、员工持股计划的意义和必要性

### （一）员工持股计划的发展背景

从员工持股计划发展的背景来看，所谓的 Employee Stock Ownership Plan(以下简称“ESOP”)是发达国家市场建立的一种股份制经济和证券市场的产物，它的主要目的是建立员工和企业之间长期的薪酬福利关系，使员工能够参与公司的经营决策、分享成长红利，进而提高员工工作的主动性和积极性，提升公司的效率，改善公司的治理水平，提高公司的综合实力。从这点来看，国有企业面临着调动员工积极性的问题。其实在西方国家，在私有制下同样有这个问题，因为毕竟不是所有人都是资本的拥有者。当资本家在经营企业时，也希

望更多的业务骨干与企业有一致性，所以才愿意和骨干员工分享企业的成长。

二战之前，美国经济迅速发展，促使一些公司开始尝试给雇员一些股份，让大家来分享利润，改善劳资关系，这也是资本主义国家稳定社会的一种工具。二战之后，以美国为代表的西方资本主义社会经济发展非常快，股市财富迅速增长，为员工持股计划提供了很好的发展机会。因为这些财富的增长不需要公司去掏一分钱，还可以大大地提升公司高管和骨干员工对公司的认同感和长期为公司服务的动力，所以在股票市场跟着经济增长迅速发展的情况下，股权激励问题就迅速成为大家关注的一个重点。

但是，股权激励毕竟需要法制进行规范。在美国，“ESOP”的合法化也是通过有关职工收入保障的相关法规、税收法规来予以支持的。1974年的《职工退休收入保障法》使ESOP逐渐合法化，并且能够支持在税法上提供相应的优惠，包括支持员工通过借贷的方式参与ESOP。1986年的《税收改革法》则允许雇员将员工持有的资产进行合理的分散投资，包括提供相应的税收优惠。总体来看，员工持股计划是随着经济的快速发展和资本市场的迅速膨胀而必然产生的一种企业长期激励机制。

## （二）员工持股计划的利益主体

为什么西方国家要去推“ESOP”？实际上是考虑到了不同主体之间利益一致性的问题。

从股东角度来看，首先要考虑的是设立的计划到底是不是有利于

股东价值的增长，毕竟股东释放出了一部分的股权，释放出股权是不是使得股东剩余的股权能够更加有效地增值，是不是真正提高了公司的竞争力，而不是引入了一些仅仅去分享、分红却不能够提供更多人力资源投入的计划。

从管理层角度来看，毫无疑问，管理层要去说服股东释放股权给管理层和业务骨干，目的是如何稳定员工队伍，提升企业的管理效率，让更多的人能够站在管理层的角度一起推动企业的发展。在人才高度流动的背景下，很多优秀企业必须要考虑如何稳定住自己的员工队伍，让他们能够持续为企业服务，而不是轻易转换自己的工作岗位。

从员工角度来看，员工会考虑谁能够加入这个计划，什么样的标准是合理的，员工之间也有公平性评价的问题，加入的人还会考虑加入计划后是不是一定有收益。原则上来说，员工持股计划中，资本金的支出是由员工自主的，哪怕外部有资助，可能也要员工自己去承担这个支出。另外，哪怕是有赠与或者企业的一些赞助，员工可能还要考虑增加的这部分股份到底能不能取得长期的回报，能够改善自己的财务状况，甚至能成为他将来养老重要的资金来源。

### （三）员工持股计划的实施意义

1. 可以建立起一个有效的激励机制，使得劳动者和公司的所有者角色能够相互穿插，使劳动者能够具有一定的所有者身份，来分享企业的发展成果，从而形成激励。

2. 有利于公司治理水平的提高。因为员工持股计划必定引入了以员工为角色的股东，有利于制衡董事会不同角色的股东对公司发展



的看法，有利于提高公司的治理水平。

3. 劳动者和所有者通过“ESOP”能够进行风险分担和利益共享，实际上有利于提升公司内部成长的原动力，能够加强公司对员工的凝聚力并提升公司自身的竞争力。

4. 长期稳定的员工持股计划有利于上市公司的稳定、有利于吸引长期的资金，支持资本市场的发展。

#### （四）对员工持股计划的实质性理解

1. 最初员工持股计划的主要目的就是提高员工的凝聚力和员工对公司的长期贡献，所以人力资源是员工持股计划设计的一个首要考虑要素。

2. 员工持股计划可能为公司带来增量资金。假定增发股票的话，员工持股计划实际上就是一种投资，是雇员对公司的一种长期投资，也使得社会资金通过资本市场来实现优化，促进员工分享经济发展的成果，从而改善员工和所有者的环境和氛围。

#### （五）员工持股计划与股市的正相关关系

这里仅从中国过去一段时间上市公司员工持股计划推出之后的一些数据做一个简单比较。

1. 根据我们对 wind 数据的测算，在去年股市出现暴跌见底之后，到目前为止，员工持股的独特板块指数涨幅为 35%，同时上证综指下跌为 1%，创业板的指数仅为 19%。可见，这些推行了员工持股的上市公司确实带来了自身的一个良好市场表现。

2. 员工持股计划因为有员工资金介入，使这些上市公司对投资

者来说具有一定的安全垫作用。一般市场行情好转的时候，员工持股公司反弹的强度往往也会优于大盘指数。主要是两个方面的原因：一方面，作为一种人力资源制度的安排，由于改善了一种长期的约束激励机制，对投资者来说会更有信心。市场下跌的时候，投资者对员工持股的公司也会更有信心，而不会轻易去抛售，所以市场下跌幅度在出现大幅震荡的时候，员工持股的公司价格表现就会相对稳定；另一方面，员工持股计划也是员工对公司的一种价值投资。实施了员工持股的公司，证明这些公司本身所处的行业和前景是相对比较好的，即员工持股计划的实施，能够帮助资本市场和机构投资者筛选出一些不错的公司，这些公司的表现也就会优于其他一些更广泛的指数。

#### （六）国有企业实施员工持股计划的必要性

1. 员工持股是落实混合所有制改革的重要举措。因为混合所有制改革并不仅仅是指原有的国有资本和社会民营资本的结合，实际上为公司创造价值、为国有企业创造价值的员工，是完全有权力、也有能力去参与公司治理结构优化的。混合所有制改革并不能说是仅仅敞开大门给民营资本进入，而应该充分考虑国有企业自身员工参与公司治理的诉求。

2. 员工持股计划有利于建立长期的约束机制和激励机制，提升国有企业的活力和市场竞争力。不管是垄断性的还是市场化的国有企业，大家对其本身具有的长期核心竞争力是持怀疑态度的，因为委托代理的关系可能会导致国有企业并不能够真正具有持续的市场活力，员工持股计划可能会成为一个改善的催化剂。

3. 员工持股计划会通过一种内生的制度来推动供给侧结构性改革，改善经营环境，优化发展平台。供给侧改革背后最重要的还是机制问题，因为任何经济结构的改变、产业的升级最终都是要靠人去实现的。从这个角度看，员工持股计划对于完善企业的运营机制是非常重要的，有利于供给侧改革的推进。

4. 员工持股计划有助于推动国有企业分配制度改革，对于形成一个中产阶级主导的橄榄型社会是非常有意义的。

5. 员工持股有助于国有企业在资本市场的表现，推动更优质的资源配置去支持优秀的国有企业发展。

### 三、员工持股政策发展与创新

#### （一）国有企业实施员工持股计划的政策导向

##### 1. 中共中央的政策导向。

从中共中央的政策导向来看，十八届三中全会提出了《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，明确提出要深化国资国企改革，积极发展混合所有制经济，允许混合所有制经济实行企业员工持股，形成资本所有者和劳动者的利益共同体。这个文件实际上为混合所有制经济的发展，乃至国有企业的员工持股提供了一个顶层设计和充分的政策依据。

##### 2. 国务院的政策导向。

根据中共中央的文件，国务院也发布了《有关深化国有企业改革的指导意见》，要求国企探索混合所有制企业的员工持股，来支持对于企业的经营业绩和持续发展有直接或较大影响的科研、经营管理和

业务骨干进行持股。这个文件实际上是有指向的，并不是全员持股，更多的是强调对企业经营业绩和持续发展有直接或较大影响的关键人员的持股。

2015年9月,《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》提出,要坚持激励和约束相结合,推动试点,稳步推进员工持股,优先支持人才资本和技术要素贡献占比较高的转制科研院所、高新技术企业和科技服务型企业开展试点。

2016年2月,国务院国有企业改革领导小组研究决定要开展国企改革“十项改革试点”的落实计划,也把落实“混合所有制企业员工持股试点”作为十项改革试点之一。目前来看,国有企业员工持股试点的顶层指导文件已经在国务院进行审议,相关部门正在就这个文件进行会商,当然什么时候公布很难说。实际上这是国有企业下一步改革的一个非常重要的风向标,相信最终的方案是会出台的,但可能需要一定的时机。

### 3. 国资委的具体意见。

2008年9月,国务院国资委发布了《关于规范国有企业职工持股投资的意见》(国资发改革[2008]139号),“139号文”对国企职工持股投资的指导思想、基本原则、行为规范、监督管理提出一些非常详细的安排,但其中也遇到了一些执行上的问题,所以在2009年3月,国资委又针对“139号文”发布了一个关于执行中问题的通知,明确了一些问题处理的细节,构成了现在国有企业员工持股计划一个主要的操作性文件。

#### 4. 证监会的政策导向。

证监会实际上主导着上市公司的员工持股计划工作，证监会在2014年6月20日发布了《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》，这个指导意见对于有效、稳妥地开展员工持股试点给出了最基本的规范。在这个意见之下，上交所和深交所分别出台了相关信息披露的指引和信息披露任务的备忘录，落实证监会的指导意见，明确员工持股计划的具体流程和信息披露的流程。

#### （二）上市公司员工持股计划的实践情况

证监会的《指导意见》规定，上市公司员工持股计划的参加对象是公司的员工，包括管理层的人员。

从政策导向来看，国企员工持股还将会主要集中于国有企业核心人员，这一点在国务院的文件中已经明确提出，就是要针对企业的经营以及持续发展有直接关系的业务骨干。从持股对象的选择来看，一般会从人力资本的附加值、历史贡献和替代性三个评价指标确定激励对象范围。

从资金来源来看，证监会规定，员工持股计划可以通过以下方式解决所需资金，包括合法薪酬，法律、行政法规允许的其他方式。当然国资委明确提出，国有企业的员工持股计划不能通过国有企业提供贷款和其他任何方式的资助，包括为贷款提供任何的抵押、质押、保证、担保，必须是员工的自有资金或自筹资金。

从股票来源和定价方面来看，证监会的《指导意见》明确指出，员工持股计划可以通过上市公司回购公司股票提供股票来源，也可以

通过二级市场直接购买，也可以通过上市公司发行非公开的股票供员工持股来认购，当然一些民营企业可能还存在通过赠与的方式为业务骨干实现员工持股计划。

从操作方式来看，二级市场购买、上市公司回购和公司自愿赠与都不需要审批，但如果是非公开发行，就需要证监会核准。从定价来看，二级市场购买是通过市场价格来实现的；上市公司回购，本质上也是通过市场价格实现的；非公开发行股票，就要按照证监会的监管规定，按照股票定价基准日前 20 个交易日不低于 90% 的方式定价；股东自愿赠与不涉及定价的问题。

从员工持股期限来看，证监会规定，每一期员工持股计划的持股期限不低于 12 个月，如果涉及非公开市场发行则持股期限不低于 6 个月，而且上市公司如果在员工持股到期之前 6 个月，必须公告到期计划持有的股票数量。因为这涉及到员工退出对于投资者以及市场的影响问题。证监会《指导意见》和国资委《指导意见》是一致的，也是明确持股期限不得低于 12 个月，还有 36 个月的限制，这 36 个月的限制主要是涉及到上市之后以 IPO 启动为限设定 36 个月的锁定期。

从持股比例来看，证监会《指导意见》规定，上市公司全部有效的员工持股计划所持股票总数累计不得超过公司股票总额的 10%，单个员工所获得股份权益对应的股票总数累计不得超过公司股本总额的 1%。总的来说，从公司稳定性方面考虑，员工持股计划是希望持股者作为一个财务投资者，而并非变成 IPO。我们注意到，在国有企业的员工持股计划中，实际上对于股本总额的限制，未必是按照 10%

来考虑的，因为很多国有企业还不是上市公司，但是如果成为上市公司，就上市公司以后 IPO 之前是不算的，上市公司以后员工持股计划的发行份额是不能超过公司股本的 10% 的，IPO 之前的东西可能会导致超过 10% 的比例。

在股票权益的流转方面，证监会的《指导意见》规定：符合员工持股计划的约定情况下，权益可由员工自身享有，也可以转让、继承。员工持股通过持股计划获得的股份权益的占有、使用、收益和处分的权利，可以依据员工持股计划的约定行使。也就是说，如果企业通过持股计划对员工股权权益的占有、使用、收益、处分权利进行适当限制，是可以通过各方的约定进行特殊安排的，并不是说由这个员工像持有股票一样完全自由地持有。从流转价格看，需要根据持股对象发生异动的情况确定不同的转让价格，这是要通过员工的持股计划来预先做好各种方案的设计。从流转时点看，因为对于上市公司来说员工持股计划有一定锁定期，所以流转的时候要充分考虑股票的锁定期和解锁期的操作方式。从流转程序看，股票的受让方、转让属性办理、转让价格与支付以及相应股权转让的规则，都必须采取签订协议的方式。在设计员工持股计划方案的时候，必须把这些责权利约定清楚，否则比较容易产生后续纠纷。

在员工持股计划的主要管理模式方面，允许员工持股计划以所谓的持有人会议方式来形成一个集体意志，包括员工持股计划的日常管理，以及谁来代表员工持股计划持有人行使股东权益，或者是授权行使股东权益。员工持股计划的代表或者代表机构的选任，可以通过一

定的出资金额条件的限定，或者是相关公司的部门派人参加，构成员工持股计划的持有人会议。

在员工持股计划的管理机构方面，从证监会的规定来说，允许上市公司自行管理员工持股，也可以把公司的员工持股委托给具有资产管理资质的机构来管理，包括信托、保险资管、证券公司、基金管理公司以及其他符合条件的资产管理机构。长江养老保险股份有限公司（以下简称“长江养老”）具有这个资质，其实长江养老不是信托公司、不是证券公司、不是基金管理公司，而是属于其他符合条件的资产管理机构，基于这点，我们具有接受委托来管理员工持股计划的资质。

就上市公司员工持股计划的实践情况而言，自从证监会 2014 年《指导意见》出台以后，到 2016 年 3 月底一共有 443 家上市公司公告了 482 份员工持股计划，占上市公司总数的 16% 左右。在这 443 家公司里面，中小板占 163 家，创业板 122 家，上海主板 110 家，深圳主板 48 家。在这么多的上市公司员工持股计划里面国有企业占比还是较低，占比 12.6%，只有 56 家。这可能与国资委关于国有企业员工持股计划新政策没有出台密切相关。我们相信新的政策出台以后肯定会大大推动国有控股上市公司员工持股计划的推出。

从 A 股的实践来看，80% 左右的上市公司选择将员工持股计划委托给专业机构管理而不是自行管理。从国有企业上市公司的员工持股案例来看，员工持股倾向于聚焦企业核心人员，这也是政策导向的原因，无论是国务院的政策还是国资委后来下发的文件，实际上都不是倾向于全员持股，而是强调对公司的持续发展、长期业绩有重要贡献



的核心人员。

### （三）政策需进一步梳理的环节

首先，员工持股到底会不会引起国有资产流失的问题，这也是员工持股计划长期以来引起争议的一个非常重要的方面。因为在中国改革的过程之中，国有企业存在大量的流失，包括被各种 IPO 变成民营企业的案例也比比皆是。如何有效发挥员工持股计划的优势，而不是变成 IPO 的工具，确实值得监管部门关注。

其次，由于员工持股计划在分配的时候是内部分配，不是“大锅饭”，持股的比例、股份认购的金额以及对员工持股的限制，一定会导致内部利益分配的问题。利益分配不均，以及包括潜在的利益输送，都可能使得大家担心员工持股计划到底会不会对企业的发展具有长期的正效应。一方面，在监管环节，现在对于持股的对象、股本分配、新老员工的利益分配等问题，整个原则的指导方面针对性还不够强，这也使得市场主体必须要动脑筋做好产品制度的设计。在保证试点规范开展的前提下，员工持股计划到底能不能持续地发展下去，需要不断总结相关经验；另一方面，员工持股计划的会计核算、税收核算等方面也需要配套的规则，毕竟它是一种长期的利益分配方式，也必然构成员工长期薪酬的一个度，怎么才能进行有效的激励，避免产生税收上的负面影响。

### （四）关于国企员工持股的相关建议

1. 对于参与持股的员工范围，一定要通过制度设计，实现“公平公正”和“突出重点”之间的平衡。“突出重点”的问题在政策顶层设计

已经明确是对公司持续的发展、长期的绩效有贡献的人群。但是即便这样一个重点也存在着人群之间的公平公正问题，以及这些人群的范围问题。

2. 如何厘清“持有人会议”、“持有人”和“公司”间的法律关系，完善员工持股计划的管理模式。现在做法是“持有人会议”，但是“持有人会议”在法律上的定义是不清楚的，毕竟不像股东大会、董事会那样有非常严格的法律上的角色，所以这种“持有人会议”到底能不能有效地代表背后每一个持有人的利益？以及这种“持有人会议”如何发挥它的集体意志？“持有人会议”和公司之间到底是什么法律关系，会不会被公司所操作，或者与公司之间无法实现有效的利益共同的相互协同？这些是我们员工持股计划下一步需要认真思考的问题。

3. 完善监管体系架构，推进员工持股的会计处理、税收优惠等方面的配套政策，提升试点企业及员工的参与积极性。因为中国的个人所得税税率是非常高的，这种高税率之下可能会使员工持股计划能给员工带来的激励效果大打折扣，这个时候我们就必须从配套政策方面去优化员工持股计划的长期作用。

4. 处理好道德风险和有效激励之间的关系。既要规范地试点，同时也要采取相应的风险防范措施，避免国有资产的流失问题。

#### 四、员工持股计划的程序和案例

##### （一）上市公司员工持股计划的实施程序

首先是前期准备。因为毕竟涉及到公司一部分员工的切身利益，员工持股计划必须要通过职工代表大会等组织充分听取员工的意见，

包括员工持股计划涉及的范围等一些关键要素的设计，一定要听取职工大会的意见。在职工大会意见通过的基础之上，提交董事会进行审议，因为员工持股计划必然会引进公司新的股东，所以也需要独立董事来发表意见，特别是员工持股计划必然涉及到高管层的利益问题，所以独立董事的意见和监事会的意见非常有必要。在董事会通过决议的两个交易日之内需要公告，公告董事会关于员工持股计划的决议、草案的摘要、独立董事和监事会的意见，以及与资产管理机构所签订的资产管理协议。随后，需要通过律师事务所对前面通过的决议和员工持股计划的各种方案公开发布法律意见书，并且提交股东大会，股东大会要通过现场投票和网络投票的方式，经出席会议的股东所持表决权的一半以上通过即可，有关联方的股东必须要进行回避表决。股东大会通过之后两个交易日提交交易所，进行信息披露。这样的程序就不用考虑非公开市场发行股票的问题，如果要进行非公开市场发行股票，国有上市公司必须在股东大会的审议之前先通过国资委批准，国资委批准之后股东大会做出决议，证监会审核非公开市场发行股票的行为，上市公司得到证监会的核准后 6 个月内发行证券，定向增发股票交由资产管理机构进行认证。

## （二）长江养老关于上市公司员工持股的解决之道

### 1. 长江养老的创新实践。

截止 2016 年 3 月底，在已经披露的参与上市公司员工持股计划的 100 多家资产管理机构中，包括信托、证券公司、资产管理公司，长江养老是唯一一个保险系的资管机构。我们推出了国内首个专项试

点的创新型员工持股计划管理产品，即“长江养老企业员工激励专项养老保障管理产品”，与养老金融密切相关。

“养老保障管理产品”其实是保监会人身险部推出的一个非常典型的创新型保险产品，目前只有养老保险公司可以做。这样的一个养老保障管理产品也是养老保险公司业务范围的一个重大突破，也就是说它不仅仅可以去开展人社部所允许的企业年金业务，也可以在保监会监管之下，运用养老保障管理产品来进入广泛意义上的养老金业务，建立更加广泛的信托型的养老金产品，这种养老金的产品实际上与资产管理业务有非常密切的关系。

长江养老的企业员工持股计划的专项养老保障产品，目前已经完成了上海三家投资，即上港、上海建工、上汽集团，还有央行有关的中财科技这些科技型的上市公司，这些国资背景的上市公司的员工持股计划，一共规模是 55.6 亿，位列所有公告披露过的公司员工持股计划的第二位，成绩的取得是非常不容易的。

## 2. 长江养老的优势

上市公司运用我们的养老保障产品能够取得这么好的业绩，与产品和公司具有的专业优势是分不开的。首先是服务优势。长江养老可以通过这样一种员工持股的养老保障产品，提供全流程的服务，包括方案的设计、股票的投资管理、个人账户管理、权益支付服务等。这其实是与养老金公司的传统业务密切相关的，因为我们的企业年金业务要求无微不至地为企业设计方案，要考虑到每一个参与到年金计划的个人权益保护，以及将来的缴费和权益的支付、领取等问题。这套

包括信息系统、管理流程等在内的系统使我们可以把它充分地移植到员工持股计划的操作方案中。此外，养老保障管理产品有它独特的优势，我们的养老保障产品可以完全合理、合法的面向数量众多的个人，也可以建立超过 200 人的体系，而且对每个人的认购金额没有限制，这一点相对市场上的资管计划和其他信托计划具有无可比拟的优势。不管从人数上还是金额限制上，都是一个更加合理、合法的产品形式。

我们的养老保障管理产品，是由养老保险公司通过账户独立的方式设定的，能够有效规避风险，建立非常明晰的个人账户和公共账户，实现个人账户的最终权益归属，包括个人账户在最终的归属和阶段性安排，都可以通过相应方案进行设计，来满足企业在员工持股计划中的一些个性化安排。长江养老在企业年金管理方面，特别是通过为国企服务的大量操作实践，能够提供有效实现员工持股计划的方案。长江养老仅在上海的企业客户数量超过 5000 家，而且很大程度上都是国有企业，我们能够了解国有企业在经济社会方面的一些内在诉求。

### 3. 产品特点

一是信息透明，服务比较细致。我们可以通过详细的运营方案服务设计，缴费、分配、领取和支付规则，都可以清清楚楚的在方案中进行规定，并且严格按照监管要求进行信息披露，使委托人即员工持股计划的参与人能够多渠道查询自己的权益。

二是我们的产品必须要报保监会进行批准设立。除组合方面可以事后报备，其他的都是事先设计产品，也就是说，整个产品框架需要保监会进行事先核准。这样的事先核准，从法律上来说，为企业单位

建立员工持股计划提供了更加有效的监管支持。

三是我们完全采用信托的模式，有第三方监管，有银行托管，账户是独立的，资产也是隔离的。养老保障产品所对应的资产完全独立，能够完全保护委托人自己的权益，不会被上市公司所操控。产品的治理结构也比较清晰，公共账户和个人账户之间的权属非常明晰。

四是我们的养老保障产品可以根据企业的要求进行灵活设计，没有明确的限定方面的机制，可以使得养老保障产品进行非常灵活的发行，匹配企业开展员工持股计划的需求。

经过一系列创新试点之后，长江养老积累了较为丰富的经验，无论是对大型的像上海这样十几万员工参加的员工持股计划，还是对前面讲过的一些科技型企业，一两个亿左右的小型员工持股计划，我们都有丰富的经验，包括如何进行投资建仓、止损、支付管理体系，如何避免上市公司内部交易，实际上这都是对上市公司和员工的保护。

#### 4. 产品结构

这是一个简单的产品结构，试点企业将员工的委托结合起来，形成一个员工持股计划，以员工持股计划的名义，委托给上市公司作为代表人，来与我们建立这样一个员工持股专项的养老保障管理产品，这个养老保障产品背后，依托长江养老建立一个账户的体系，为每一个员工建立自己的个人账户，进而搭建员工持股计划的产品结构。

#### 5. 个人账户管理

个人账户管理是员工持股计划中必须要实现的重要内容，就是要确保每一个员工通过员工持股计划有效对应他所持有的股票资产，有

效记录这些资产是归属到员工名下的。所以员工持股计划的管理人、托管人要实时进行财产核对，确保计划总账跟员工总账账户保持一致性。在分红解锁的时候，个人账户如果要进行支付，必须要有详细的方案，确保个人能够从员工持股计划中有效退出。按照员工持股计划约定，要能提供多途径、全方位的信息查询服务。所谓信息查询服务就是监督机制，确保员工利益不在整个员工持股计划、运行过程中受到任何侵害，查询目的主要还是为了保护员工利益。

### （三）长江养老的案例实践

长江养老的员工持股计划在上海的首单，是通过上港集团建立的。上港集团是一个国有控股的上市公司，率先实行了员工持股。目前来看，上港集团的员工持股还是具有一定的全员持股意义的，因为参与人数比较多，占了公司员工总人数的 70%。从这样一个大的案例来看，如果后续再进行推动的话，今后的难度可能比较大，因为国资委的政策是更多地倾向于核心的业务骨干，意味着不可能是大范围的员工去参与员工持股计划。当时，上港集团的员工持股计划就是通过我们长江养老的企业员工持股计划专项养老保障产品进行认购的，总金额 18 亿，认购的股本金额占总股本金额的 1.81%。从这个角度来说，企业一方面是希望为持续的员工持股计划保有空间，另一方面也是确保员工持股计划实现长期激励的目标，而不是对上市公司的股权结构产生重大影响。

**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、中国社会科学院美国研究所所长郑秉文教授，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 人论坛特邀成员、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。

## **郑秉文：第三支柱商业养老保险顶层设计：税收的作用及其深远意义<sup>1</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

<sup>1</sup> 原文刊于《中国人民大学学报》，2016 年第 1 期。



经过多年的不懈努力，商业养老保险税收优惠政策即将落地，这意味着，1991年中央首次提出的多层次养老保险架构，经过25年的努力，终于梦想成真。

在绝大多数国家，养老保障制度由三个支柱构成：第一支柱为国家举办的基本养老保险制度；第二支柱为企业举办的企业补充养老保险，在中国包括企业年金和职业年金；第三支柱为个人购买的商业养老保险。在过去的25年里，第一支柱在我国得到了长足发展，成为退休人口的主要收入。中共十八届三中全会以来，养老保险全面深化改革的步伐加快：2013年12月第二支柱企业年金的税优政策出台<sup>1</sup>；此次公布第三支柱商业养老保险的税优政策，标志着三支柱养老保障体系雏形在中国正式形成。

### 一、中国第三支柱商业养老保险严重缺位

截至2014年，我国养老保险第一支柱的城镇职工参保人数为3.4亿人，养老金支出为2.2万亿元，而2014年第二支柱养老保险的待遇领取还不到50万人，支出总计不到200亿元；基本养老保险基金历年累计余额高达3.6万亿元（含城乡居保基金），而第二和第三支柱养老保险合计还不到2万亿元。这些数据表明，基本养老保险“一柱独大”，是我国养老保险制度的骨干制度。目前，第二支柱税优政策日趋完善，实行市场化运行10年来，其DC型信托制的运行机制逐步走向正轨；而第三支柱，由于税收优惠政策始终没有落地，所以，个人参与商业养老保险的积极性不高，在三支柱框架中显得很协调

<sup>1</sup> 1991年颁发的《国务院关于企业职工养老保险制度改革的决定》（国发[1991]33号）首次提出：“逐步建立起基本养老保险与企业补充养老保险和职工个人储蓄性养老保险相结合的制度”。

调，与美国等发达国家比较，更是相差悬殊，具体数据见下表。

表 1 中国和美国三支柱养老基金的比较（截至 2014 年底）

	中国（万亿人民币）		美国（万亿美元）	
	规模	占 GDP%	规模	占 GDP%
第一支柱	3.6	5.7	2.79	16.0
第二支柱	0.77	1.2	6.8(DC)+10.4(DB)=17.2	39.1(DC)+59.8(DB)=98.9
第三支柱	1.64	2.6	7.4	42.5
GDP 总量	63.6		17.4	
股市市值	63.0		24.0	

资料来源：中国的数据引自人力资源和社会保障部等相关官网；美国的数据引自美国社保总署 SSA 的官网和 ICI 的官网。

首先，第三支柱商业养老保险密度非常小，仅为 185.56 元/人。保险密度是指一国以总人口计算的当年人均保费收入。2014 年我国保费收入为 20234.81 亿元，保险密度是 1479.04 元/人。其中，寿险公司保险保费收入为 12690.28 亿元，即人寿保险密度是 927.77 元/人。如果按养老保险占寿险 20% 的比例来推算，那么，2014 年养老保险收入应为 2538.06 亿元，商业养老保险密度应为 185.56 元/人。相比之下，美国第三支柱个人退休账户 (IRA) 的养老保险密度高达 1258.7 美元/人。

其次，第三支柱商业养老保险深度非常低，仅为 0.4%。保险深度是指当年保费收入占 GDP 的比重，依此可算出 2014 年的保险深度为 3.2%；人寿保险深度为 2.0%。如果剔除 80% 的理财产品，按 20% 的收入结构来推算养老保险的收入，那么，2014 年养老保险深度仅为 0.4%。相比之下，美国第三支柱个人退休账户的保险深度为 2.3%。

再次，第三支柱商业养老保险资产占 GDP 的比重非常小，仅为 2.6%。近年来，人寿保险增长速度惊人。根据保监会发布的《2014

年保险统计数据报告》，2014年全国保险业总资产为101591.47亿元，其中，寿险公司82487.20亿元，占总资产的81.2%。但根据多年来的比例规律，在寿险资产中有80%属于理财产品，大多为分红型养老保险，只有20%为年金保险和生存保险等产品，这些产品是传统的养老保险资产。按照这个比例推算，2014年我国真正的养老保险资产仅为1.64万亿元，占当年GDP的2.6%。相比之下，2014年美国第三支柱个人退休账户资产为7.4万亿美元，占当年GDP的比重高达42.5%。

上述数据显示，中国第三支柱商业养老保险规模太小，可以忽略不计，这与我国经济总量世界排名第二的地位很不相称。在三支柱养老保险架构严重失衡的情况下，退休人员的收入结构单一，收入水平难有根本改善，国家负担较为沉重，这既不利于拉动内需，也不利于提高人民的生活水平。延税型商业养老保险政策出台，意味着中国三支柱养老保障体系将走向快车道，在新常态下，为降费减税和提高企业竞争力创造了条件，为提高百姓福祉打下了基础。由此，养老保障制度作为一个重要的软实力，将成为大国之道与大国崛起的重要体制性保障。

## 二、第三支柱商业养老保险制度设计与实施的关键

除新加坡等少数几个国家以外，大多数国家建立的均为多支柱养老保障体系，其中第三支柱（常常也包括第二支柱）个人养老保险体系可大致分为两种模式：一是以欧洲大陆国家为代表的“保险型”体系，即无需建立个人账户，只需在银行或保险公司开设一个户头，

购买的产品主要是保险公司的各种寿险产品或年金保险，税收优惠政策以个税递延为主。在这些国家，第一支柱的替代率很高，国家负担较大，第二和第三支柱个人养老金发挥的作用很小，尤其是第三支柱，参与率很低，在退休收入中所占比重很低。二是以美国和英国为代表的“投资型”体系，个人账户较为普及，参与率较高，既可购买年金保险产品，也可对个股、债券和养老金产品以及共同基金产品进行投资。这种模式的税收优惠政策既有 EET 型，也有 TEE 型。由于个人养老金十分发达，再加上第二支柱参与率较高，所以，第一支柱的替代率不高，国家和企业的负担较轻。

20 世纪 90 年代以来，欧盟官方连续发布指导性文件，鼓励各成员国将历史悠久的第二支柱企业年金由 DB 型计划逐渐转向 DC 型；对第三支柱养老金，很多欧洲大陆国家开始效法美英模式，试图建立个人账户，推动原本很不发达的保险型制度改革为投资型制度，但总体看效果欠佳，与美英模式相比差距很大。

国际经验教训表明，税收优惠政策的出台可以一挥而就，但制度模式的选择与设计却很费思量。在税收优惠政策公布的关键时刻，我国应对第三支柱商业养老保险制度进行顶层设计与可行性研究，要结合国情，取长补短，尽量防止使其成为“富人俱乐部第二”，建立一个具有中国特色的个人养老账户。具体来讲，在设计商业养老保险制度时须注意以下几点：

第一，实施产品和账户的双重管理。自 2007 年提出“延税型养老保险产品”这个概念以来，“产品延税”的观念根深蒂固，约定俗成。

其实，养老金的受益主体和纳税主体应是人，不是产品。因此，在分类所得税制下，“个人养老账户”（individual pension account, IPA）既是个人连续几十年投资的工具，也是终生纳税的依据；既是享有税收政策的载体，也是国民基本权利的象征。因此，“账户管理”的含义是：个人养老账户系统是第三支柱养老保险的操作平台，个人账户系统的后台与税务部门实行对接，是第三支柱实现终生跟踪和防止税源流失的重要基础设施；所有养老基金的交割与交易均通过个人账户进行，在达到法定退休年龄之前，账户资产不得变现领取；“个人养老账户”的编码和使用具有唯一性，通过密码进入个人账户，在全国建立统一的账户系统。“产品管理”的含义是：建立“合格默认投资产品”（QDIA）制度，以最大限度地规避市场风险、投资风险和道德风险，账户内进行交易和投资的只能是“产品”，二级市场的个股和债券不得在个人账户内进行交易；所有可交易的产品需在有关部门进行备案，即实行严格的产品备案制；通过备案的产品将列入“产品目录清单”予以公布，列入“清单”的产品为“合格默认投资产品”。

第二，实现保险与投资的双重功能。个人养老账户兼有保险和投资两种功能。个人养老账户的投资决策人是账户持有人本人，而不是任何机构或第三方。因此，保险和投资的双重功能设计既要考虑到根深蒂固的中国传统文化中的稳健性，还要兼顾到中华民族历史中的进取性，以满足不同群体的不同需求，满足账户资产的配置个性需求。保险功能主要体现为可以购买保险产品，其特点是收益低但稳定，不能一次性领取，但年金产品可终生支付，如此兜底的保险特征符合年

龄偏大、收入水平有限和思想偏保守的群体。投资功能主要体现在基金产品上，其产品特征是收益率透明、高风险高收益，带有明显的市场进取性，适合年纪轻、受教育程度高的群体和白领阶层。账户持有人既可以只购买保险产品或共同基金，也可以二者同时购买并持有，资产配置比例完全由个人根据自己的风险偏好和经济条件自主决定。保险产品既包括保守的传统险和分红险，也包括激进的万能险和投连险及其各种衍生保险产品；基金产品包括各种指数基金，其中，生命周期基金即目标日期基金将成为个人账户投资的主要默认产品；即将退休的个人（例如 55 岁）应规定只能购买传统险和分红险等保障型产品，而不能购买其他风险型与投资型产品。

第三，制订 EET（税前缴费）与 TEE（税后缴费）的双向政策。EET 型“个人养老账户”是指税收递延政策，即达到退休年龄领取养老金时再缴纳个税。因此，EET 型个人账户非常适合正规部门就业群体，因为他们作为纳税人，其单位“代扣代缴”成为这个群体建立账户和享有税收优惠的方便条件和“福利特权”。但是在中国，纳税人规模太小，绝大多数劳动者是非纳税人，EET 型个人账户与他们无缘。这个数以亿计的庞大群体主要是指非正规部门的灵活就业人员（如保姆和小个体工商户）、服务型行业雇员（如餐馆和理发馆等）、流动性较大的季节工人（农民工）等 3 个群体。因此，在非正规就业群体庞大和实行分类所得税制的条件下，建立 TEE 型个人账户将具有巨大的需求：每月由个人独立缴纳“本金”，几十年后，在达到退休年龄领取养老金时，账户内所有资产均免税，正是因为有这个特点，在有些国家，人

们干脆将 TEE 账户直接称之为“免税”账户。此外，TEE 账户对农民群体也是适合的，因为这个群体没有雇主，EET 账户将他们完全排除在外，而他们是最应该享受国家税优政策的群体。TEE 账户灵活方便，上述 4 个群体可以离开雇主而独立建账并实施缴费，甚至失业人员都可正常缴费，所以，第三支柱的“福利特权”将不仅仅属于正规就业人口，通过 TEE 型账户还有可能延伸到劳动力市场非正规就业人口，使之成为名副其实的大众福祉。综上，开放 TEE 账户是扩大个人养老保险参与率的重要举措。根据国外的经验，每个公民可同时持有 EET 和 TEE 两个账户，两个账户之间的资产可以转换。

第四，实行试点与全面铺开的“两阶段推进”战略。鉴于第三支柱“个人养老账户”是一个新生事物，人们对个人养老账户的作用有一个认识的过程，金融市场和金融机构应对个人账户的产品需求进行研发，个人账户制度建设应从易到难，由简渐繁，循序渐进，分两阶段推进：第一阶段为保险业试点阶段，为时 3 年，这期间仅开启“保险功能”，重心放在个人养老账户系统的制度构建上，账户系统只对保险产品开放，因为保险产品风险小，有兜底的功能，属于保障型的试点阶段；第二阶段为全面铺开阶段，在试点结束之后，个人账户向投资型和信托型产品放开，个人账户可以购买基金产品。至此，个人养老账户的“双重功能”才算完全到位。

### 三、税收政策调整与第三支柱商业养老保险的发展

建立和推广第三支柱“个人养老账户”成败与否的关键是覆盖人数能否达到最大化。众所周知，第二支柱企业年金制度建立于 2004

年，11年来，其覆盖人数为2310万人，被视为大型垄断型国有企业的“富人俱乐部”。如果第三支柱的覆盖面及发展速度与企业年金相差无几，其覆盖的目标群体没有超出第二支柱的人员范围，两个福利制度重复地发生在同一个群体身上，他们第二次享受养老金税收优惠的好处，而数以亿计的其他社会群体与之无缘，这样的第三支柱必将被诟病为“富人俱乐部第二”，必定被认为是不成功的，必然被视为加剧了社会不平等，受到社会的质疑和谴责。七、八年来，商业养老保险税收优惠政策之所以迟迟不能落地，除其他因素外，对加剧不平等的担心也是重要原因之一。

与企业年金比较起来，就吸引力而言，第三支柱具有一定的劣势：它不像第二支柱那样享有雇主的配比缴费，这就丧失了一定的激励性。但是，第三支柱也有一定的优势：任何居民都可随意单独建立，可以离开雇主而独立存在，不受雇主的制约。在制度设计中，应充分发挥这个制度优势，最大限度地避免第三支柱“个人养老账户”成为“企业年金第二”，更要防止其成为正规部门变相的“团险第二”。为此，在制度设计中要强调其具有便携性（可全国漫游自由携带）、透明性（可利用任何媒介查询账户资产变动情况）、可及性（可向股票交易那样利用网络建立账户并进行交易）、独立性（可离开单位和离开雇主而单独操作，个体工商户和任何个体均可平等地独立享受税收政策）、激励性（税收优惠比例要大，要看到实惠）的特点。这五个制度特征的塑造均有赖于个税改革的力度和税收政策大环境的改革予以配套。可以说，税收政策是撬动个人养老金制度的“杠杆”，是决定



第三支柱命运的关键，甚至有些著名的养老金计划就直接源自税法条款（如“401k 计划”就直接来自美国《国内税法》的第 401 条第 k 款）。

运用税收杠杆撬动和强力推动个人养老账户制度前行，应设立近期、中期和远期三个目标。

第一，“近期目标”是指在 3 年试点阶段，在推进普及 EET 型个人账户的同时，着手设计实施 TEE 型制度。如前所述，在当前的分类所得税制下，EET 账户对上述 4 个非正规就业群体来说是失效的。从国际经验来看，德国建立的李斯特养老金采取的是“负所得税”制，即以提供财政补贴的办法鼓励建立个人账户，这在一定程度上可以覆盖分类所得税制下实行 EET 政策的上述 4 个群体盲区。但实践证明，李斯特养老金的参与率很不理想，重要的是，中国采取“负所得税”的可行性很小，因此，开设 TEE 型账户制度应是最优选择。前面提到的 TEE 账户对其很有优势的 4 个群体均为非正规就业的低收入阶层，其实，开设 TEE 账户对中产阶层也很有吸引力，因为中产阶层有一定的经济实力，持有一定的金融资产，TEE 账户无疑是一个合法避税的场所，他们或将成为 TEE 账户的主要持有者，尤其是在 EET 和 TEE 双向税优政策可以同时享受的政策下，中产阶层大部分人将会同时持有这两个账户。实行 TEE 的“免税”账户制度，需要制定一个统筹安排“个税一揽子安排”。在目前的个税政策下，投资股票和购买基金既不用缴纳资本利得税，又可随时变现和赎回，这就形成巨大反差：TEE 型个人养老账户显得没有任何优势。因此，引入 TEE 型个人账户的前提是在顶层设计上进行两项重大税收制度改革：一是

对买卖股票和基金等投资理财所得课征资本利得税。既然开征资本利得税是大势所趋，就应该将其利用起来，在“十三五”期间把开设 TEE 型个人账户与开征资本利得税“绑定”，一揽子公布。二是在开征遗产税的预期下，TEE 型个人养老账户应免征遗产税，这两个政策预期也应予以绑定。这两项税收配套改革作为杠杆，可以撬动资金从股票与公募基金市场“挤向”个人养老账户，TEE 型个人养老账户的避税优势和吸引力得以显现。此时，股票和基金的市场规模与资金流并没有很大变化，只是它们的身份变了：以前是散户手里具有追涨杀跌特点的短期资金，而现在则通过个人账户变成了资本市场上机构投资者的长期资金（不到 60 岁法定退休年龄不能提取）。因此，建立 TEE 型政策是一个较为复杂和“牵一发，动全身”的税收政策调整，3 年试点阶段作为过渡期是完全必要的，以便使人们对税收政策调整做好心理和制度上的准备。

第二，“中期目标”是指在“十三五”期间适时调整个税起征点，提高涉税福利项目覆盖面，利用个税杠杆推动个人养老账户参与率的提高。在过去的 30 多年里，个税法修订过 6 次，随着民众收入水平的不断提高，每次修订起征点都得以明显提高。最后一次调整在 2011 年，个税起征点提高到 3500 元，纳税人的数量由 8400 万人骤减到 2400 万人，工薪收入者的纳税面由 28% 下降到 7.7%，当年国家减少所得税收入 1600 亿元。近年来，随着工资收入水平逐年提高，目前纳税人规模回升至将近 1 亿人。上调个税起征点的初衷是为了让广大工薪阶层在国民经济高速发展中得到实惠，减轻他们的经济负担，实

现社会公平。但是，上调起征点是一把双刃剑，随着工薪收入者纳税面缩小和纳税人数量减小，问题也随之暴露出来：越来越多的地区将购房、购车、落户、入学等消费权和福利权与个税记录绑定起来，没有纳税的低收入群体本应获得的福利权受到限制，而纳税群体则独享这些涉税福利权，反而降低了低收入群体的福利水平。例如，在日前公布的《北京市积分落户管理办法》（征求意见稿）里就将纳税指标作为落户加分的一个重要项目。发达国家的发展历程表明，经济社会发展水平越高，涉税福利项目就越多，这是一个发展趋势。EET型个人账户是一个十分重要的涉税福利项目，起征点越低，覆盖范围就越广，受益群体就越大，第三支柱养老保险就显得越重要。涉税福利项目增加是加强社会基础设施的需要，是资本市场建设的需要，也是增强纳税意识的需要，从长远看，降低个税起征点是大势所趋。但是，降低起征点并不意味着会加大工薪阶层的税赋负担。目前个税改革的思路应是“低起点、广覆盖、低税率，多阶梯”，其政策含义是，在降低起征点的同时，要大幅降低税率，在超额累进税率中增加税率的阶梯。“双降”之后，对纳税人来说，虽然起征点降低了，纳税人数量增加了，但税率刚好可以抵扣掉建立个人账户的税优比例，个人的经济负担并没有增加；对国家来说，要掌握好一个度，那就是，与下降之前相比，总体税收水平既没有下降，也没有提高，因为虽然税基扩大了，但涉税福利项目具有抵消效应；对公民意识来说，纳税人数量增加后，纳税意识得以增强，对国家财政关注度得以提高；就公平性来说，与纳税权相对应的福利权得到扩展之后，涉税福利的社会不公得

以避免；对 EET 型个人账户来说，降低起征点和降低税率之后，虽然纳税额度很小，每个阶梯之间级差也很小，但其敏感度却很高，对建立 EET 型个人账户具有较好的激励性，这是因为，对收入偏低的群体来说，“双降”的边际效用要高于高收入群体。

第三，“远期目标”是指在“十四五”期间对养老保险三个支柱的缴费率统一进行调整，适当降低第一支柱缴费率，提高第二和第三支柱缴费率。2015 年国务院召开常务会议，降低了失业、工伤和生育三项保险的费率；中共十八届五中全会通过的“十三五”规划《建议》指出，“要适当降低社会保险费率”，这意味着降低养老和医疗缴费率的工作已经列入“十三五”规划的日程。目前，我国养老保险第一支柱的缴费率是 28%（个人 8%+单位 20%），实行的是 EEE 全程免税政策；第二支柱是 9%（个人 4%+单位 5%），实行的是 EET（税前缴费）；第三支柱的缴费率也很低。我国第一支柱缴费率水平在世界名列前茅，在新常态下，多年来下调缴费率的呼吁终于成为现实，这是减轻企业负担、提高企业竞争力、促进经济增长的重要举措。同时，通过调整三个支柱的缴费率来调整三个支柱的替代率，这不仅有助于理顺养老保险制度中国家与市场之间的关系，还意味着对三支柱养老保障制度进行顶层设计势在必行。养老保障三个支柱分别由不同的部门负责运转，而个税优惠是决定养老金缴费比例的源头，所以，由税务主管部门对三支柱缴费率和相对应的替代率进行通盘考虑，将有利于个税优惠资源的统一调配。根据十八届三中和五中全会的精神，基础养老金应在“十三五”期间实现全国统筹，这就为在“十四五”期间下调第

一支柱缴费率创造了条件,继而为适当上调第三支柱(包括第二支柱)缴费率带来了可能。

#### 四、第三支柱商业养老保险是保障国民福祉的社会基础设施

在发达国家,多层次养老金制度早已被视为社会基础设施的组成部分,与市政基础设施具有同等重要的地位,尤其是第二和第三支柱养老金制度,明晰的个人产权和量化的账户资产等特征使之在家庭财富中独立出来,成为一个重要成分。这里以英国和美国为例来分析家庭财富中个人养老金的地位,具体数据参见表 2。

表 2 个人养老金在英国、美国和中国家庭财富净值构成中所占的比重及其比较

	家庭财富净值	不动产	实物财产	金融资产	个人养老金
英国(英镑)	9.5 万亿	3.5 万亿	1.1 万亿	1.3 万亿	3.6 万亿*
	100%	36.8%	11.6%	13.7%	37.9%
美国(美元)	85.7 万亿	24.6 万亿	5.6 万亿	34.4 万亿	21.1 万亿**
	100%	28.7%	6.5%	40.0%	24.6%
中国(美元)	21.0 万亿	7.0 万亿	3.0 万亿	10.6 万亿	0.3 万亿***
	100%	33.3%	14.3%	50.5%	1.5%

注:(1)英国的数据截至 2013 年底,引自: Office for National Statistics. Private Pension Wealth, Wealth in Great Britain 2010-12, chapter 1, chapter 2 and chapter 6, 2014-05-15; 美国的数据截至 2015 年 6 月,引自: Board of Governors of the Federal Reserve System. Financial Accounts of the United States-Second Quarter 2015, 2015-09-18.和 2015 Investment Company Fact Book-A Review of Trends and Activities in the US Investment Company Industry, 55th edition, ICI; 中国的数据较为复杂。(2)\*: 含第二支柱; \*\*: 含第一、二支柱和非营利组织的财富; \*\*\*: 0.8 万亿人民币企业年金+1 万亿商业养老保险约等于 3 000 亿美元。

在英国,家庭财富由不动产、实物财产、金融资产、个人养老金(不包括公共养老金即现收现付的基本养老保险)四个部分构成。截至 2012 年底,全英家庭财富净值(财富总资产减去家庭债务,如购房按揭和教育贷款等,下同)是 9.5 万亿英镑,其中,不动产 3.5 万亿英镑,实物财产 1.1 万亿英镑,金融资产 1.3 万亿英镑,个人养老金 3.6 万亿英镑(含第二支柱)。英国家庭财富净值构成说明,养老

金地位十分重要，其规模几乎是金融资产的3倍，比金融资产和实物财产的合计还要多。如果剔除养老金，全英家庭财富净值仅为5.9万亿英镑，或者说，英国家庭财富净值里有三分之一是养老金。从养老金分布来看，76%的家庭拥有个人养老金，其中，私人部门40%的雇员拥有个人养老金，人均市值中位数为2.4万英镑；公共部门雇员拥有养老金的比例高达85%，人均中位数高达4.3万英镑。

美国联邦储备银行发布的最新数据（截至2015年6月底）显示，美国家庭财富毛值为99.99万亿美元，减去家庭负债14.28万亿美元（其中，住房按揭9.4万亿美元，教育贷款3.4万亿美元，其他1.5万亿美元），其家庭财富净值（含非营利组织的财富）为85.7万亿美元；在85.7万亿美元净值里，包括不动产24.6万亿美元，物质财富5.6万亿美元（主要是耐用消费品和设备等），金融资产34.4万亿美元（主要是存款、股票、共同基金和寿险等），养老金资产21.1万亿美元；在养老金资产里，第二支柱企业年金（例如，典型的401k）资产是17.2万亿美元，57%的家庭拥有企业年金，每个家庭平均22万美元；第三支柱“个人退休账户”（IRA）7.4万亿美元，34%的家庭建立了个人退休账户，每户平均18万美元。

英美两国的案例显示，美国家庭财富的成分构成中，金融资产比重大大高于英国，是英国的3倍多，而养老金、不动产和实物财产等都比英国略低一些，换句话说，美国的养老金财富大致占其家庭财富净值的四分之一左右，而英国则占三分之一多。

由于中国家庭财富的情况目前还没有看到官方统计数据，在此，

我参考瑞士信贷《全球财富报告 2015》中的相关数据。该报告显示，中国家庭财富总值为 22.81 万亿美元，位居世界第二，仅次于美国；日本位列第三，为 19.84 万亿美元；英国第四，为 15.6 万亿美元；法国和德国分列第五和第六位，家庭财富总值分别为 12.7 万亿美元和 11.9 万亿美元。在中国家庭财富总值 22.81 万亿美元中，剔除债务 7.9%，家庭财富净值为 21.0 万亿美元，其中金融资产占 52.1%，非金融财富占 47.9%。“金融资产”是减去个人养老金之后得出的；“不动产”是从“非金融财富”中占 69.2%的比例推算出来的。

与英美两国相比，中国家庭财富净值具有如下特征：一是存款占比太高，定期和活期存款合计占“金融资产”的 70.7%；二是不动产占比太高，财富流动性不好；三是个人养老金规模在家庭财富净值中占比偏小，几乎可以忽略不计。这三个特征说明，中国家庭财富构成严重失衡，因此，应有针对性地通过调整税收政策，达到调整家庭财富结构的目的：一是个人养老金比例太小，应大力发展个人养老金，这是一国之重要的社会基础设施。个人养老金在家庭财富中属于长期财富，回报率稳定，有利于家庭和社会的稳定，有利于国家长治久安。二是作为家庭财富的重要构成，扩大养老金比重意味着相对缩小不动产占比份额，这是调整家庭财富结构的主要手段，其目的在于降低由于老龄化而导致的不动产的贬值风险预期，使个人养老金能够成为其重要的替代性财富，真正发挥社会基础设施的作用。三是应利用税收手段，诱导居民银行存款“搬家”到个人养老账户，这样财富形式“转换”的结果，既可通过提高回报率增加居民财富总值，同时又等于将

存款“转换”为资本市场的长期投资基金，有利于股市的社会基础设施建设。

### 五、第三支柱商业养老保险是资本市场的“压舱石”

多层次养老保险体系和第二与第三支柱养老金的建立与完善，不仅是国民福祉的社会基础设施，也是资本市场的“压舱石”。中国股市 25 年的发展历程，同时也是中国经济保持两位数高速增长、创造世界经济奇迹的过程，但是，中国股市却处于与经济高速增长完全脱节的“两张皮”状态：长期低迷、熊多牛少、十分不稳定。尤其是 2015 年 6 月发生的股灾发人深省，引起人们对股市如何全面深化改革的深入思考。在强力救市之后，学术界和政策面开始反思中国股市存在问题的深层原因，这些分析非常深入，见仁见智，应予高度重视。

毫无疑问，中国股市最主要的缺陷之一是投资者结构失衡，即长期资金的机构投资者太少，90%为“大妈”散户投资者，具有鲜明的投机性。例如，在 2015 年 4 月和 5 月的大牛市期间，居民存款分别流走 1.05 万亿元及 0.44 万亿元，估计肯定流向股市，热钱的投资性对追涨杀跌起到了推波助澜的效应：在牛市时，散户投资者不惜代价，蜂拥而至，形成泡沫，股市很快就处于危卵之势，稍有动静，便竞相抛售，相互踩踏，一泻千里，股市随即就进入长熊状态。这充分说明，不成熟的股市缺少“压舱石”，这个“压舱石”就是长期基金及其机构投资者。因此，从这个角度看，个人养老金系统是资本市场的社会基础设施。一个股市如果严重缺乏养老基金的机构投资者，等于一个城市严重缺乏市政基础设施建设。



美国股市市值 24 万亿美元，而第二支柱与第三支柱养老基金合计为 24.6 万亿美元，与股市市值几乎相等。推算起来，美国股市里有一半以上为养老基金，且主要由机构投资者持有，它们占股市投资额的 90%；作为股市的“压舱石”，机构投资者追求的是长期持有和价值投资，对“刚性兑付”具有相当的抑制缓解作用，短期的异常波动难以导致投资者“集体跳水”，这就是“成熟股市”与“大妈股市”的本质区别。

由此看来，在成熟的股市里，养老基金既是股市的主要投资者，也是股市的受益者，还是股市的支撑者，几十年无需兑付的养老金离不开高风险高收益的股市，股市也离不开养老基金为其坐镇压仓，养老基金与股市互为所需，相得益彰。

发达国家股市较为成熟，除其他因素以外，机构投资者发展迅速是重要原因之一。例如，1981 年 OECD 的机构投资者规模仅为 3.2 万亿美元，占当年 GDP 的 38%；到 1995 年就达到 24.3 万亿美元，首次超出 GDP 的规模，是当年 GDP 的 106%，大大超过当年 OECD 的全部股票市值（14 万亿美元）。2012 年骤升至 83.2 万亿美元，是 GDP 的 180%，其中，共同基金 30 万亿美元，保险公司 24.5 万亿美元，养老基金 21.8 万亿美元，社会保险基金和主权养老金等合计 6.9 万亿美元。

机构投资者由共同基金、保险公司和养老基金组成。在中国，共同基金和保险虽然分别只有 7 万亿元和 12 万亿元，但毕竟初具规模，相比之下，只有养老基金是“严重瘸腿”。重要的是，“机构投资者”与

“长期投资”往往不是一回事，例如，中国的基金管理公司已经超过百家，但基金公司受托管理的基金主要是短期的，散户投资者可以随时赎回。而从国际范围来看，机构投资者和长期投资的重要性近年来愈发显现，2012年2月，OECD专门设立了“机构投资者与长期投资”工作小组，定期出版研究报告，并联合APEC和G20共同采取行动，以期协调对基础设施的绿色投资，实现“绿色增长”，促进发展“大型机构投资者”。OECD认为，大型机构投资者可以提供稳定的长期投资资本，目前，OECD已有86个大型机构投资者，管理资产超过10万亿美元。

运用税收杠杆建立和推动第三支柱养老保险的发展还可调整金融结构。改革开放以来，中国居民储蓄率始终处于不断提高的过程中，目前是全球储蓄率最高的国家：在改革开放之初的1982年仅为36.3%，到1993年达到41.8%，2006年达到52.3%，2009年达历史最高点为53.3%，近几年虽略有回落，但仍超过50%。建立完善的EET和TEE型个人养老账户，可以引导居民将银行存款“搬”至资本市场，这既能降低居民储蓄率，又可以将银行存款“置换”为资本市场的长期投资资金，对金融结构的调整具有重要的意义，在新常态下，还有利于改革中小企业直接融资方式和降低融资成本，有利于基础设施的长期融资渠道建设，有利于促进经济增长。

## 六、结语

从养老金制度的布局来看，建立第三支柱是较长时期内中国最后一个“缴费型”养老金制度，决策层对其制度设计应高度重视，在第一

支柱基本养老保险替代率不断走低的背景下，尤应高度重视第三支柱，将其作为大部分国民退休收入结构的一个重要组成部分。

从养老金制度模式的划分来看，作为唯一的市场化养老金机制，第三支柱在养老金多层次架构中具有标志性意义，意味着选择什么模式、走什么道路的大问题，关系到企业竞争力和国家竞争力的长期发展模式，关乎未来经济发展的后劲。

从养老金制度的发展源头来看，税收制度是促进养老金制度发展和市场发育的关键，从某个角度看，没有税法就没有养老金，或说有什么样税法就有什么样的养老金，因此，要充分认识到税收政策的重要性，认识到税收制度顶层设计对养老金制度的巨大影响。

从养老金制度的行政管理角度来看，不同支柱养老金由不同部门负责，事无巨细的行政管理固然重要，但没有自身部门利益的税收政策制订部门显得更为重要，利用税收杠杆调节三个支柱养老金之间的此消彼长是制度模式选择的关键环节，其调节力度是任何部门都难以替代的，它体现的是社会福祉的长期利益和体现国家主流价值观的主观意志，符合大多数人的根本利益。

从养老金制度的功能来看，它一方面构成家庭财富的重要组成部分，成为四大家庭财富之一，对家庭福祉和社会稳定具有重要意义；另一方面，它客观上对股市结构具有重要影响，甚至成为甄别股市是否成熟的一个标尺，即发达的养老金成为家庭财富的重要组成部分，成为股市的“压舱石”，是家庭福祉和股市稳定的社会基础设施。

## 胡继晔：养老金如何持续？<sup>1</sup>



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

中共十八届三中全会通过的《关于全面深化改革若干重大问题的决定》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”。如何做到养老保险制度的“公平”，又如何让养老金体系“可持续”，成为未来中国养老金改革的重中之重。

从现状来看，中国在“公平”方面取得的成效是十分显著的：2014年2月，国务院决定在已基本实现新型农村社会养老保险和城镇居民社会养老保险全覆盖的基础上，将这两项制度合并实施，在全国范围

<sup>1</sup> 原文刊于《中国经济报告》2016年第5期。

内建立统一的城乡居民基本养老保险制度，实现了制度全覆盖，也同时实现了城乡居民之间养老保险的公平。2015年初，国务院颁布《关于机关事业单位工作人员养老保险制度改革的决定》，改革方案将政府公务员也进入了社保体系，实现了真正的“并轨”，在养老保险制度“公平”方面迈出了决定性的一步。

然而，在“可持续”方面存在的问题仍然十分严峻。根据中国社科院发布的《中国养老金发展报告 2015》，全国 31 个省份中只有 8 个当年结余为正数，其他省份都出现了亏空，全年有 800 亿养老金被挪作他用，个人账户记账累计额减去各省的累计结余形成了“空账”。截至 2014 年底，个人账户的空账额已经超过了 3.5 万亿元。与此同时，退休人员的养老金发放实现了连续 12 年的上涨，在这一边亏空、一边上涨中，现行养老保险制度的可持续性堪忧。

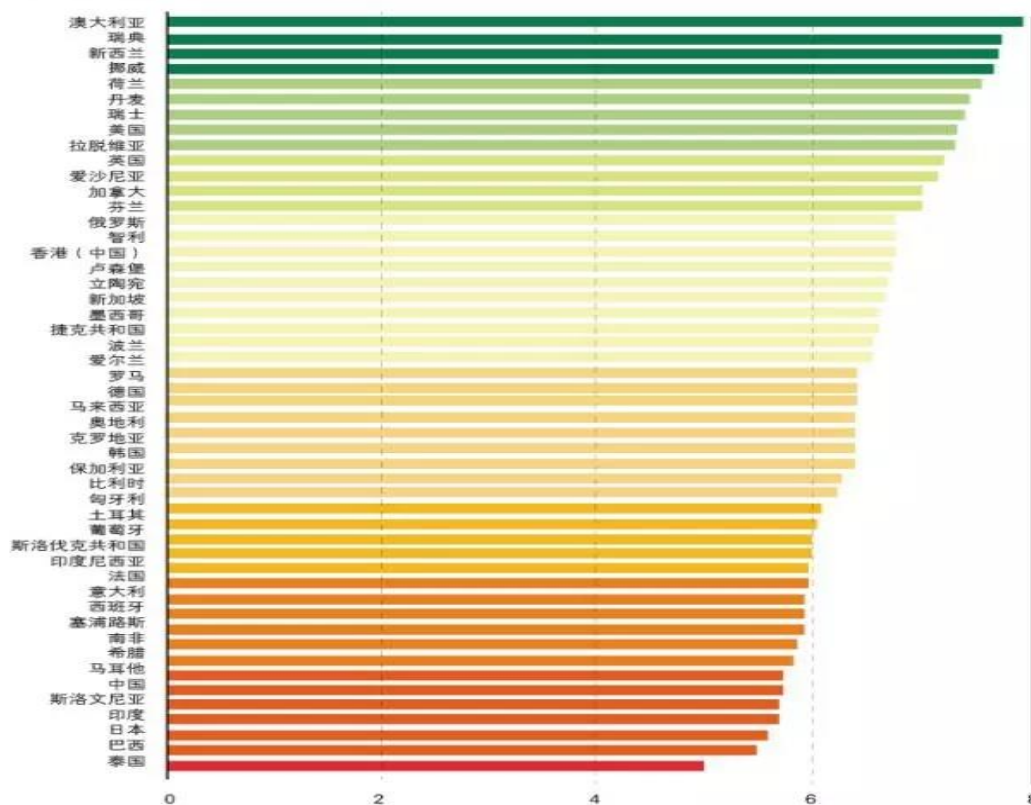
### 一、养老金“可持续”的国际经验教训

从国际角度来看，养老金可持续性问题可以从最近的两大金融危机中看出端倪。2007-2008 年，美国爆发次贷危机，并蔓延全球，成为全球性的金融危机。一波未平一波又起，2009 年欧债危机爆发。两次危机的爆发性、连续性、传染性，以及在不同国家、不同类别金融资产中的跨国界影响，在世界金融史上绝无仅有。两次危机接踵而至，危机后的复苏却大不相同：美国资本市场很快于 2009 年开始反弹，几年来屡创新高，就业数据和宏观经济表现良好；而欧债危机虽然有所缓和，但 2009 年陷入欧洲债务危机的葡萄牙、意大利、希腊、西班牙四国（因其国名首字母为 PIGS，又被称为“欧猪四国”）复苏

乏力，重灾区希腊的债务再平衡直到 2020 年以前都只是一个梦。究其背后的原因，养老金制度的可持续性是一个重要因素。

在对各国养老金制度的可持续性问题的评价中，全球最大的保险公司之一安联对全球前 50 大经济体的养老金体系可持续状况做了统计，并于 2014 年公布了“养老金可持续指数”（Pension Sustainability Index, PSI）。该指数是一国养老金体系可持续性的综合性指标，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指标。由于各国养老金体系不尽相同，各国养老金体系的可持续性就成为综合评价指标。图中的 PSI 指数反映了全球前 50 大经济体在老龄化时代养老保险制度的长期可持续性，排名越靠前说明可持续性越好，越靠后则养老金可持续性越不好。

图 2014年养老金可持续指数排名



从1-10：代表养老金制度的完善程度，数值越大代表制度越完善，数值越小代表制度越需要改革。

在50个国家或地区养老金可持续发展指数排名中，澳大利亚位列第一，中国大陆则排在第45位。

中国经济报告

数据来源：安联国际养老金论坛2014年第一期

在 PSI 指数中，澳大利亚高居榜首。如果不考虑北欧高福利的几个小国，在我们熟悉的主要国家中，PSI 排名靠前的还有：荷兰第 5、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第二支柱私人养老金。瑞士早在 1986 年就在全球第一个通过立法强制性建立私人养老金；排名首位的澳大利亚更是在 20 世纪 90 年底就建立了强制性的“超级年金”；荷兰的私人养老金资产与 GDP 之比十多年来高举全球榜首；英国、美国具有上百年的私人养老金传统，在近几年来又先后通过立法，私人养老金制度采取“自动加入”

（Auto-Enrolled）政策，即新就业者自动缴纳私人养老金，没有特别理由不得退出。这些养老金可持续指数 PSI 进入前十的国家，一个共同的特点就是第二支柱私人养老金发达，真正实现了养老金的多支柱体系，养老基金结构更为合理。

与前述国家形成鲜明对照的就是 PIGS 四国。虽然它们也都是发达国家俱乐部的 OECD（经合组织）成员，但养老金第二支柱都很弱。根据 OECD 在 2014 年的统计，如希腊的私人养老金资产几乎为 0，欧洲大国中意大利养老金资产也仅占 GDP 的 2.1%，葡萄牙为 8.3%，PIGS 四国中最高的西班牙也不过 11.1%。退休金过于倚重第一支柱，是 PIGS 四国发生债务危机的主要原因之一。PSI 排名更能够充分说明问题：葡萄牙在 PSI 中排名第 34，意大利第 39，西班牙第 40，希腊第 43。希腊仅靠公共养老金、几乎没有私人养老金资产的窘境是其在该指数中排名靠后的主要原因。这从另外一个侧面可以看出：养老基金结构的差距不仅仅影响了 PIGS 各国的公共财政结构，也影响

了养老金体系的可持续性。中国的养老金可持续指数 PSI 排名第 45，甚至低于深陷债务危机的希腊的 43，应当引起我们的高度关注。

## 二、中国的养老金可持续：建立多支柱体系

国际 PSI 指数虽然可能存在着不够全面的问题，但至少从一个侧面反映了 50 个主要经济体养老金制度的可持续性，PSI 名列前茅的国家都是第二支柱私人养老金比较发达的国家，而 PSI 落后者如中国和希腊则需要大力发展第二支柱私人养老金，以提高可持续性。

中国在养老保险制度“公平”性取得重大进展的基础上，“可持续”成为下一步养老保险制度改革的重点。实际上，早在 1990 年代中国社会保障制度改革方案的设计阶段，世界银行向中国政府的建议就是建立“三支柱”的养老金体系：第一支柱是保证所有退休职工生活在贫困线以上的基本养老保险；第二支柱是基金积累制的强制性个人账户；第三支柱是对期望目标做补充的自愿缴费。此后，世界银行于 2005 年在原来“三支柱”的基础上增加到“五支柱”体系，不同的支柱分别应对不同风险，多个支柱相互配合以分散风险，增强养老金制度的可持续性。

世界银行的上述建议来源于实践，已经建立社会保障制度的发达国家大多是多支柱的。在 OECD34 国中，第一支柱都比较健全，其中 18 个国家第二支柱也很完善，具有准强制性缴费的特征，如澳大利亚、荷兰、瑞士、英国等国第二支柱覆盖率均在 70% 以上，其中荷兰近 100%，其 2013 年的养老金资产高达 GDP 的 150%；而近年来欧债危机重灾区的葡萄牙、意大利、希腊、西班牙四国虽然也都是



OECD 成员，但第二支柱都很弱，政府强制性要求很低，如希腊第二支柱覆盖率几乎为 0，其余三国也低于 10%，养老金资产也都不足 GDP 的 10%，养老保险体系过于倚重第一支柱，加剧了财政和债务危机。

目前，中国的养老保险制度过于倚重第一支柱，形成独木难支的状况。根据人社部发布的统计数据，2014 年末全国参加第一支柱城镇职工基本养老保险人数为 34115 万人；由于中国的第二支柱企业年金是企业自愿建立的，同期参加企业年金的职工 2292 万人，仅为第一支柱的 6.7%，和欧债危机各国同列。正是认识到这个问题的严重性，2015 年 3 月 27 日，国务院通过的《机关事业单位职业年金办法》明确，将强制性建立第二支柱的职业年金，所需费用由单位和员工个人共同承担，费率分别为工资的 8%、4%，缴费基数与基本养老保险缴费基数一致。中国强制性职业年金的发展可望带动企业加快建立企业年金的步伐，中国第二支柱养老金的发展将迎来新的历史机遇。通过投资资本市场保值增值，可逐步完善中国养老金多支柱体系，增强其可持续性。

中国第三支柱自愿商业养老保险发展应成为重要补充。中国较高的储蓄率源于民众对未来生活一系列不确定性因素的担忧，尤其是担心老年生活风险。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发展，正在逐步成为养老保险三支柱体系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，

2001-2014 年保费收入年均增长 16.9%；2014 年的年金寿险保费收入 2822 亿元，有效保单 6934 万件，覆盖 1.01 亿人次，保额达到 1.44 亿元。依靠寿险为自己未来的养老增加保障，成为更多人的理性选择，这也客观上促进了养老保险第三支柱的发展。

### 三、“可持续”的现实选择：划转国有股充实养老保险

中国三支柱体系尚未完善，甚至第一支柱都存在巨大的隐性缺口。虽然在不同的预设情境下对养老金缺口的估算结果不同，但正如国务院副总理马凯 2014 年底接受全国人大常委会专题询问时所言：如果我们的养老保险体制不改、机制不转、政策不调整，缺口是必然的，不是一星半点的缺口，而是巨大的缺口。根据中国社科院世界社保研究中心发布的“中国养老金发展报告 2014”，中国现行统账结合模式下的这个“巨大缺口”高达 86.2 万亿元。缺口主要来源于计划经济时代的企业职工工资微薄、但有着终身福利的制度承诺，其养老费用均由企业直接承担。

据统计，从 1952 年到 1978 年，中国职工实际平均工资每年只递增 0.38%。1978 年，全国职工的年均货币工资才 615 元，居民人均储蓄存款只有 21.88 元，国民财富的积累率却由 1952 年的 21.4% 增长到 1978 年的 36.5%。这期间有的年份积累率高达 43.8%，工资总额占国民收入的比重仅为 18.9%。所以，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。20 世纪 90 年代，为帮助国企脱困，政府努力解决“企业办社会”问题，将职工养老责任从企业转移到新的社会养老保险制度，最初的责任承诺者政府及国有企业，却未将

相应的资金注入养老保险的统筹基金，这一笔历史债务至今未获清偿，成为计划经济向市场经济转轨的隐性成本。由于转轨成本没有明确，目前在职职工缴纳的养老保险费远远不够发放退休者的养老待遇，只能挪用在职工个人账户资金用于发放养老金，结果造成个人账户一直无法做实。

未雨绸缪，中国 2000 年建立的全国社保基金理事会就是因应转轨成本的养老金“战略储备”。2007 年 7 月，国资委和证监会发布《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》，其中专设“国有股东所持上市公司股份的无偿划转”一章，为社保基金转持国有股奠定了法律基础。2009 年 6 月，财政部、证监会、国资委和全国社保基金理事会联合发布《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》，而交通银行、中国银行、工商银行、建设银行、农业银行在香港和上海上市时，全国社保基金理事会已经得以转持国有股股权。到 2015 年年底，社保基金会管理的基金资产总额达到 19139.76 亿元，投资收益总额 2287.04 亿元，收益率达到 15.14%。2001-2014 年间的年均投资收益率 8.36%，超过同期年均通货膨胀率 5.94 个百分点，取得了较好的成绩。

中共十八届三中全会决定提出，“划转部分国有资本充实社会保障基金”。未来通过转持大量国有股，全国社保基金理事会将逐步持有国内上市含国有股公司一定份额的股票。这样做的一个潜在好处是：由于很多上市公司的股票都含有国有股，等比例地转持国有股后，社保基金持有的股权所组成的投资组合就非常接近股票指数，形成中

国股市中一个最大的“指数基金”，股票市场抵御非系统风险的能力最大程度地得到强化。2007年沪市6124点时中国股票总市值占GDP的比例曾经超过100%。随着中国资本市场的稳健发展，这一比例将来有望进一步提高，全国社保基金理事会持有的资产也将水涨船高，虽然目前不足2万亿，但未来达到GDP的10%甚至更高，就可以为养老金缺口的弥补奠定基础。那时，全国社会保障基金理事会的资产实力就基本可以满足其作为中央政府专门用于社会保障支出的补充、调剂基金的定位，大大增强养老金体系的可持续性。

除全国社保基金理事会一直在筹集弥补缺口所需的资金外，各地方也有所动作。其中，山东省在全国一马当先，于2014年6月出台《关于深化省属国有企业改革、完善国有资产管理体制的意见》，明确“划转部分国有资本充实省社会保障基金”，并提出“设立山东省社保基金理事会，承接管理划转的省属企业国有资本，行使投资者职能”。2015年3月，山东省政府下发了《省属企业国有资本划转充实社会保障基金方案的通知》，将省属471家国有企业30%的国有资本划转充实省社会保障基金。当省社保基金理事会登记成为适格法人后，省政府将划转范围内的国有资本“一次性转由省社保基金理事会持有”，同时授权省社保基金理事会履行划转股权出资人职能。尚未完成公司股改的企业力争2016年年底完成，并及时完成国有资本划转。山东省国有资本的划转比例达到30%，可谓“开天下风气之先”，是地方弥补社保缺口的创举。

未来，央企国有股划转全国社保基金，地方国企也可以山东为榜

样划转省级社保基金理事会，将逐步弥补第一支柱基本养老金的缺口，这些股权可以直接进入资本市场以保值增值。职业年金的强制性建立、企业年金的扩面，将使第二支柱养老金在养老保险体系中的作用越来越重要。2014年5月发布的《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》指出：“壮大专业机构投资者。支持全国社会保障基金积极参与资本市场投资，支持社会保险基金、企业年金、职业年金、商业保险资金、境外长期资金等机构投资者资金逐步扩大资本市场投资范围和规模。”这为中国资本市场的发展奠定了基础，也为三支柱养老金入市奠定了基础。养老金和资本市场的结合越来越密切，彼此促进、共同发展，将真正促进中国养老保险制度可持续性不断提高。

## 董登新：为什么美国人可以终身不退休？<sup>1</sup>



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

在中国，一旦达到法定退休年龄，雇主就会强制要求退休，社保也会开始强制性支付退休金。只有极少数人群可以延迟三、五年退休，例如，大学教授一般要求 63 岁或 65 岁退休。

在中国，只有两大人群的男女法定退休年龄统一为 60 周岁，一是农民；二是有城镇户口但没有工作的城镇居民。城镇职工的法定退休年龄却相对“优惠”：女工人年满 50 周岁，必须强制退休；女干部年满 55 周岁，必须强制退休；男职工年满 60 周岁，必须强制退休。

<sup>1</sup> 文章来源于微信公众号“董登新专栏”。

因此，在中国，法定退休年龄男女统一的，只有农民及非从业城镇居民。

下面我们再看看不一样的美国退休制度：

众所周知，美国实现的是弹性退休制度，但国内却很少有人知道，美国人在达到法定退休年龄后，雇主是不能强制要求雇员退休的，也就是说，雇员有“不退休”的权利。有人会说：你到退休年龄却不退休，老板有的是办法整你、逼你主动提出退休，但这是非法的。

在法定退休年龄设计上，美国实行的是弹性退休制度，它最初是为社会养老保险（OASDI）而设计的。弹性退休制度设定了三个法定退休年龄的概念：最早可提前退休年龄（Early retirement age）、正常退休年龄（Normal retirement age）、最大可奖励延迟退休年龄（Delayed retirement age）。美国人现行的正常退休年龄为 66 岁，到 2027 年，美国人的正常退休年龄将要提高至 67 周岁。

目前，美国人法定的最早可退休年龄为 62 周岁，最大可奖励延迟退休年龄为 70 周岁。也就是说，在达到 66 周岁时办理退休手续，可以拿到 100% 的正常退休金，如果想提前退休，最早只能在 62 周岁办理提前退休手续，退休金只相当于 66 岁正常退休金的 70%，越靠近 66 岁退休，则扣减越少；相反，如果你年满 66 周岁，却不办理退休手续，也不领取退休金，而是继续工作并继续缴纳社保税，那么，你将来退休时便可获得一定比例的退休金奖励。不过，最大奖励工作年龄为 70 岁，如果你工作到 70 岁才办理退休手续，并开始领取退休金，你就能获得比 66 岁正常退休金还多 30% 的退休金。如果你年满

70 周岁后仍不办理退休手续的，将来领取退休金时，就不再有额外的追加奖励，因为 30% 的奖励已封顶。

必须说明的是，美国法律允许的最早可提前退休的年龄为 62 周岁，而且办理退休手续还必须同时满足另一个条件：即参保人缴纳社会保障税必须达到至少 40 个积分，法律规定每个参保人每年最多只能获得 4 个积分，也就是说，要达到 40 个积分，至少需要缴费社会保障税 10 年以上。当然，在拿到累计 40 个积分后，参保人有权选择不再工作，但不满 62 周岁就不能办理退休手续，也就无法拿到社保退休金给付。

为了防止就业歧视，美国很早就有相关立法保障公民就业权利。1964 年美国国会颁布《民权法》(Civil Rights Act)，创设了一个十分重要的就业保护机构——美国公平就业机会委员会 (U.S. Equal Employment Opportunity Commission, EEOC)，该法明确禁止雇主对某些人存在就业歧视，但该法并不包括就业年龄歧视。

为了弥补这一疏忽，1967 年美国又出台了《反就业年龄歧视法》(Age Discrimination in Employment Act of 1967, ADEA)。该法明确规定，禁止雇主对雇员存在就业年龄歧视，雇主给予年老雇员的工资不得因为年龄原因而低于年轻雇员，而且雇主也不得因为年龄原因解雇年满 40 周岁、不满 70 周岁的雇员。不过，年满 70 周岁的雇员不在保护之列。

1986 年美国国会对《反就业年龄歧视法》进行修订，将年满 70 周岁的雇员也纳入保护之列，并且规定，对于年满 70 周岁的雇员，



雇主也要为他提供像年轻雇员一样的健康保险，不得中断。该法明确规定，雇主在招工条件、工作环境、工作权限上，都不得因为年龄原因而歧视老年雇员，如果雇主在招聘、解雇、晋升、裁员、报酬、福利、工作分配及培训等方面，因为年龄原因而歧视老年雇员，则是非法的，并可能被起诉。该法适用于雇员达到或超过 20 人的所有雇主，包括州地政府、联邦政府、职业介绍所及劳工组织等。

1978 年 ADEA 修订，颁布了《反强制退休法》(Mandatory Retirement Act)，并规定只有少数行业或雇员不足 20 人的雇主，可以设定基于年龄的强制退休，其他大多数行业不得要求雇员强制退休，否则，就是非法的。

自 1986 年以后，美国大多数部门都禁止强制退休，并逐渐取消终身职位雇员的强制退休，例如，1993 年取消大学教授强制退休规定。不过，在少数高体力或高脑力要求的特殊行业，允许基于年龄的强制退休，例如，美国部队要求现役士兵年满 62 岁应该退休，根据各州政策，法官年满 70 岁时应该退休，2007 年联邦法将商业飞行员的退休年龄提高至 65 岁。

此外，只有少数人群没有特定的退休年龄，只要定期健康检测 (Physical Fitness Tests) 合格，他们就可以继续工作。例如，警察、卡车司机、消防员及其他高强度体力劳动者。

由此可见，在美国，如果劳工达到法定正常退休年龄后，劳工有权利不办理退休手续，不领取社保给付，而是继续工作，雇主不能强迫其退休，更不能采用歧视、骚扰或故意刁难的方式，逼迫雇员退休。

## 2016年5月CAFF50动态

1. 5月4日，论坛学术委员会主席姚余栋所长受邀参加“首届北京中国式养老需求高峰论坛”，他从“发展养老金融，落实供给侧改革”的角度，全面阐述了金融与养老的关系、我国发展养老金融的重要意义。

2. 5月6日，由中国保险行业协会养老保险专业委员会、新华社中国经济信息社、新华社中国金融信息中心和平安养老保险股份有限公司共同主办的2016中国养老金投资论坛在北京举行。论坛核心成员郑秉文教授、胡继晔教授、熊军主任，受邀作为专题发言嘉宾与参会代表深入交流。

3. 5月8日，论坛秘书长董克用教授出席华夏新供给经济学研究院发起人大会，商议理事会换届等重大发展事项。

4. 5月12日，中国老龄科学研究中心副主任党俊武受邀成为中国养老金融50人论坛核心成员。

5. 5月12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：一是讨论完善论坛工作计划方案；二是确定本月主要工作计划；三是讨论了关于论坛设立国际专家和青年学者人才库的提议；四是进一步细化了《养老金融年度报告》的分工情况及其进度。会议还商议了其他相关议题。论坛秘书长董克用教授，论坛秘书长助理、《养老金融评论》执行主编孙博，论坛秘书处刘桂梅、张栋等参加了本次

会议。

6. 5月15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。会议首先介绍了5月19日即将举办的专题论坛的筹备情况；随后讨论了赴兴业银行调研养老金融的调研方案。此外，会议还讨论了其他相关议题。论坛秘书长董克用教授，论坛副秘书长王赓宇，论坛秘书长助理、《养老金融评论》执行主编孙博，论坛秘书处刘桂梅、张栋等参加了本次会议。

7. 5月19日，CAFF50专题论坛《员工持股计划的设计和实操》在北京太平洋保险大厦成功举办。论坛核心成员、长江养老保险股份有限公司总经理苏罡担任主讲嘉宾，论坛秘书长董克用教授和论坛学术委员会主席姚余栋所长担任点评嘉宾。保监会寿险部廖晓飞，论坛特邀成员段家喜，论坛副秘书长、特邀成员王赓宇，论坛特邀研究员闫化海、浦鹏举，以及来自相关机构、媒体单位和研究机构的共50余位嘉宾参加了本次活动。

8. 5月19日，论坛秘书长董克用教授与论坛核心成员、全国社保基金理事会规划研究部主任熊军先生举行会晤。董克用教授向熊军先生颁发了论坛首届学术委员会委员聘书。

9. 5月21日-23日，由中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授带队，中国人民银行、民政部等相关部门人员组成的课题组赴福州市，就《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》（银发[2016]65号）落实情况，对相关机构进行实地考察和深入访谈。在为期3天的调研行程中，调研组分别对兴业银行、西园

老年公寓、海都公众服务股份有限公司、福建省福龄金太阳健康养老股份有限公司进行了专题调研。论坛秘书长董克用教授，核心成员胡继晔教授，副秘书长王赓宇博士，副秘书长朱海洋，特邀成员叶向峰博士，论坛秘书处张栋等人参加了本次调研。调研结束后，课题组及时总结相关情况，向论坛学术顾问人民银行杨子强行长助理及相关部门提交了调研报告。

10. 5月26日，论坛秘书长董克用教授会见安邦养老保险股份有限公司副总经理周沛先生，双方就中国养老金融等领域相关问题进行了探讨，并商谈了双方未来的合作意向。

11. 5月30日，论坛秘书长董克用教授同中国养老金国际研讨会创始人 Harry Smorenberg 教授举行了会晤，双方就国际会议相关合作事宜进行了研讨。

秘书处联系人: 刘桂梅

Email: [liuguimei@caff50.net](mailto:liuguimei@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)