

养老金融评论

2020年第1期（总第50期）

- 党俊武：走一条符合国情的老龄社会之路
- 公平与效率的综合平衡——中国养老金体系的制度选择和实践路径
- 董克用：养老金发展现状、挑战与趋势研判——以城镇职工基本养老保险制度为例
- 杨燕绥：实现中国养老金制度均衡与充分发展
- 曹德云：着力推动保险机构在养老金管理市场充分发挥作用

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 胡晓义 王忠民 杨子强

论坛秘书长：

董克用

常务副秘书长：

张 栋 王 婷

副秘书长：

孙 博 王赓宇 朱海扬 张 兴

《养老金融评论》简介

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

《养老金融评论》编委会

主编：

董克用 姚余栋

执行主编：

孙 博

编辑组成员：

张 栋 施文凯 林佳钰 邹林娟 周 宁

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】

党俊武：走一条符合国情的老龄社会之路.....	4
公平与效率的综合平衡——中国现代养老金体系的制度选择和实践 路径.....	9
董克用：养老金发展现状、挑战与趋势研判——以城镇职工基本养老 保险制度为例.....	53
杨燕绥：实现中国养老金制度均衡与充分发展.....	62
曹德云：着力推动保险机构在养老金管理市场充分发挥作用.....	71

【养老金融观点集萃】

凯文·米尔恩：英国养老金资产管理经验借鉴与启示.....	85
费德贤：香港养老金资产管理经验借鉴与启示.....	118

【CAFF50 大事记】

2019年12月CAFF50动态	140
------------------------	-----

导读：2019年11月，中共中央、国务院印发的《国家积极应对人口老龄化的中长期规划》强调，要按照经济高质量发展的要求，坚持以供给侧结构性改革为主线，构建管长远的制度框架，制定见实效的重大政策，坚持积极应对、共建共享、量力适度、创新开放的基本原则，走出一条中国特色应对人口老龄化道路。中国作为发展中的人口大国，广泛存在着“未富先老、未备先老”等问题。为此，专家学者们从养老金制度改革、养老财富储备等方面具体分析了人口老龄化背景下我国养老金制度面临的挑战，并对未来的改革提出建议。

本期《养老金融评论》重点关注如下内容：中国养老金融50人论坛核心成员、中国老龄科学研究中心党俊武副主任从社会发展的角度解读中共中央、国务院印发的《国家积极应对人口老龄化中长期规划》；《公平与效率的综合平衡——中国现代养老金体系的制度选择和实践路径》一书的主体报告部分，介绍了中国养老金体系的成就、挑战与改革思路；中国养老金融50人论坛秘书长、清华大学董克用教授以城镇职工基本养老保险制度为例，分析职工养老金发展的运行现状与发展趋势；中国养老金融50人论坛核心成员、清华大学杨燕绥教授探讨如何实现中国养老金制度均衡与充分发展；中国养老金融50人论坛核心成员、中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云对保险机构在养老金管理市场作用的分析，以飨读者。

党俊武：走一条符合国情的老龄社会之路



党俊武：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国老龄科学研究中心
副主任

人口老龄化是社会发展的重要趋势，是人类文明进步的体现，其对经济运行全领域、社会建设各环节、社会文化多方面乃至国家综合实力和国际竞争力，都具有深远影响，挑战与机遇并存。为积极应对人口老龄化，按照党的十九大决策部署，近日，中共中央、国务院印发了《国家积极应对人口老龄化中长期规划》。《规划》近期至 2022 年，中期至 2035 年，远期展望至 2050 年，是到本世纪中叶我国积极应对人口老龄化的战略性、综合性、指导性文件。

本文摘自《健康报》2019 年 12 月 25 日。

一、“动员令”和“路线图”

根据《规划》，积极应对人口老龄化的战略总目标是：积极应对人口老龄化的制度基础持续巩固，财富储备日益充沛，人力资本不断提升，科技支撑更加有力，产品和服务丰富优质，社会环境宜居友好，经济社会发展始终与人口老龄化进程相适应，顺利建成社会主义现代化强国，实现中华民族伟大复兴的中国梦。

《规划》从老龄社会的新思维看待老龄社会，在不断提高健康长寿水平的同时，防止人口过度老龄化风险，落实相关人口、经济、社会、文化和国际战略目标，健全完善相关制度安排和政策体系。我们的未来不仅可以活得健康长寿，而且在保证物质生活水平无虞的基础上，可以追求更高层次的精神文化生活。

但整体来看，老龄社会才刚刚开始，已有的局部经验和教训只不过是应对老龄社会的初步尝试。事实上，迄今也没有在应对老龄社会上取得完全成功的国家，也不存在任何放之四海而皆准的统一模式。

《规划》充分借鉴国际经验，结合中国国情，坚持问题导向，抓住老龄社会可能出现的重大趋势性问题，作出战略性安排，即对老龄社会的系统性风险作出战略性预案。在《规划》的指引下，我国将探索出一条符合中国国情的应对老龄社会的道路。《规划》表明，中国应对老龄社会必须走“中国道路”，必须按照新时代中国特色社会主义思想的方向来进行总体部署，如此方能在解决自身问题的同时，为人类应对老龄社会贡献中国智慧。

《规划》在人口生育、经济发展、社会发展和科技支撑等方面都

作出了全面安排，是老龄社会的行动指南，也是 2050 年中国老龄社会的宏伟蓝图，更是全体人民对未来长寿健康生活美好期待的描画。

具体来说，《规划》主要从财富准备、健康准备、制度准备以及老龄产业、环境友好等方面作出部署。国家在宏观层面作出了安排，微观层面，我们每一个人也要从观念、健康、知识、技能、金融等方面作出终生性安排。《规划》既是应对老龄社会国家意志的集中体现，更是全体人民积极应对老龄社会的总动员令，也是每一个人谋求健康长寿幸福生活的路线图。

二、“堤坝”和“压舱石”

从理论上说，老龄社会的到来不以任何人的意志为转移，其核心问题在于，老龄社会将走向哪里，我们的全生命周期将如何安顿，以及如何建设理想的老龄社会等。

对此，《规划》作出了长时段、全方位的战略安排，明确了各地、各单位要按照“党委领导、政府主导、社会参与、全民行动”的老龄工作方针，树立积极的老龄社会观，按照《规划》的各项要求全面落实。《规划》以中长期老龄社会的问题为导向，在解决问题的同时，为我们勾画出一个未来的图景和努力方向。

应对人口老龄化，从根本上说还是要靠制度安排。对此，《规划》作出了全面详尽的部署。从全生命视野来看，涵盖了从生育制度、0~3 岁儿童看护制度、学前教育制度、教育制度、就业制度、社会保障制度，到退休制度、安宁疗护制度、身后事法律安排等全生命周期重大事件的连续性制度。这种安排不仅考虑出生前的生育准备，还考量

离世后的事务安排，并紧密结合经济社会发展水平，避免“高福利”和“福利不足”两种风险。这种制度安排体系的考量是未来实现中国梦、长寿时代条件下全民全生命周期生活质量的根本保障。《规划》设计的制度安排既是应对老龄社会浪潮的“堤坝”，更是每一个人对未来长寿生活充满期待的“压舱石”。

老龄社会的到来，带来的最大红利就是长寿红利，也可称之为老龄经济红利。但是，对待老龄社会带来的经济发展潜力和空间，不能用年轻社会的旧思维、旧红利观来思考。不同于年轻社会，老龄社会的经济主体、经济结构、经济发展的组织方式及其运行机制将会有新的重大变化。对此，《规划》也作出许多新的表述和设计，并在发展银发经济上作出部署安排，着力推动为老服务和产品有效供给。

三、“重拳落实”与“社会治理”

为了保证政策全方位落到实处，《规划》要求，坚持党对积极应对人口老龄化工作的领导，坚持党政主要负责人亲自抓、负总责，强化各级政府落实规划的主体责任，进一步完善组织协调机制。

今后，各级政府制定五年规划要充分落实《规划》的战略安排，还要从制度安排和政策体系上按照《规划》要求做好落地配套；各市场主体也要落实好《规划》，从事老龄经济的市场主体更要按照《规划》要求制定中长期发展战略，赢得主动；其他事业、公益单位等社会组织也要制定落实《规划》的配套办法；每个家庭也要做好家庭战略安排，做好不同队列家庭成员长寿生活的健康、财富、资源等方面的预案。笔者认为，《规划》的落实重于出台，各类社会主体要统一

思想，提高认知，共同行动。

老龄社会的本质是人类社会治理问题，不仅充满风险挑战，也充满机遇机缘。应对老龄社会既是对人类的考验，也是人类更新治理体系和提高治理能力的重大机会。如何从治理体系和治理能力现代化方面应对老龄社会，《规划》也作出全面安排和考量。学习和落实《规划》，我们要把应对老龄社会纳入社会治理战略，完善动员政府、市场和社会三大部门的协同机制，动员全体社会成员齐心协力，共同应对。逐步构建适应老龄社会要求的法律体系，加快建立应对老龄社会重点领域的相关立法。完善基层民主制度，培育发展各类老年人社会组织，引导老年人社会组织健康有序发展。

需要强调的是，老龄社会既是中国自身的问题，也是全球性问题。因此，应对老龄社会必须要有国际视野。《规划》立足中国，放眼世界，把应对老龄社会纳入国际发展战略，强调统筹利用国际国内两种资源解决自身老龄社会的相关问题。学习和贯彻落实《规划》，我们必须提早谋划，制定审慎的国际战略，并把应对老龄社会作为国际合作和交流、建立国际战略合作伙伴关系的重要议程；树立负责任大国形象，合理利用国际资源，不断探索、积累应对老龄社会的模式和经验；积极参与联合国框架下应对人口老龄化的国际行动计划等。

公平与效率的综合平衡——中国现代养老金体系的制度选择和实践路径



《公平与效率的综合平衡——中国现代养老金体系的制度选择和实践路径》新书发布会

一、中国养老金体系框架、发展成就与面临挑战

(一) 中国养老金体系框架

中国现行养老金制度体系包括三个层次，第一层次是国家主导的基本养老保险制度，包括城镇企业职工基本养老保险制度、机关事业单位基本养老保险制度（这两个制度在模式上是相同的，但是，两个

本文摘自《公平与效率的综合平衡——中国现代养老金体系的制度选择和实践路径》一书的主体报告，作者为董克用、赵光毅、段家喜。部分有改动。

制度仍然分开运行，制度名称仍然保留)和城乡居民基本养老保险三大制度；第二层次是单位主导的职业养老金制度，包括企业年金和职业年金，前者适用于企业的雇员，采取自愿方式；后者适用于政府机关及事业单位的雇员，采取强制方式；第三层次为个人主导的个人自愿参加的税延养老金制度，还包括其他商业养老保险及养老储蓄计划。这三个层次分别对应国际通用的三支柱养老金体系中的第一、二、三支柱，如图 1 所示。

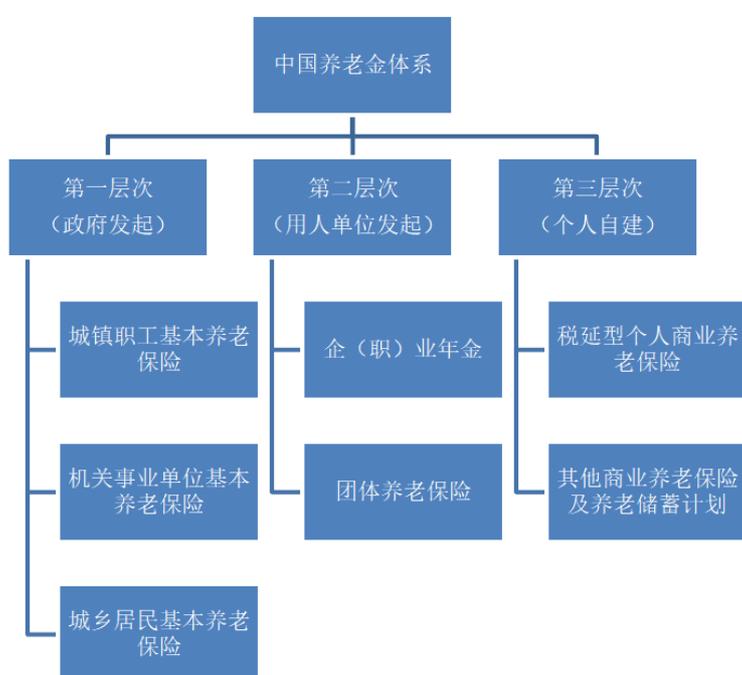


图 1 中国现行养老金体系构成

（二）中国养老金体系的改革发展历程

1949 年新中国成立后，就开始逐步建立养老金制度，以解决职工养老问题。1949 年 9 月，政协通过的《共同纲领》第 32 条规定，在企业中“逐步实行劳动保险制度”，1951 年政务院颁布《中华人民共和国劳动保险条例》（1953 和 1956 年进行了修订）和 1955 年国

务院出台的《国家机关工作人员的退休制度暂行办法》，分别对企业职工、政府机关和事业单位的工作人员的退休制度和养老金制度予以明确规定，并奠定了计划经济时期中国养老金体系制度框架，这是一个以国家和集体责任为主导的养老金制度。

1978 年改革开放后，旧的劳动保险制度越来越不适宜经济发展的变化，养老金制度改革提上了议事日程，大致经历了三个阶段，一是初建期（1978~2008 年），核心是解决从计划经济体制向市场经济体制转轨时期城镇企业职工的保障问题；二是扩展期（2009~2014 年），核心是解决养老金制度的覆盖面问题；三是攻坚期（2015 年至今），核心是解决养老金制度的公平性和可持续性问题。经过长时期的改革，虽然还有很多工作要做，但是，可以说具有中国特色的养老金体系的制度框架已初步形成。

综上所述，具有中国特色的养老金体系改革与建设大致可划分为四个阶段。

第一阶段：计划经济时期（1949~1977 年）

在计划经济时期，“企业职工的养老保险费由企业负担”，企业向国家按照企业工资总额的一定比例缴纳养老金，机关和事业单位不用缴纳，由财政直接负担。职工退休待遇取决于工资和工龄两个因素，退休待遇与退休前最后一个月的工资挂钩；工龄越长，退休金越高。由此可以看出，计划经济体制下的城镇职工是典型的现收现付和 DB 模式。当时，职工的退休年龄，女职工、特殊工种、重体力劳动者最低，往往在 50 岁，女职员通常为 55 岁，男职工为 60 岁。领导干部、

高级知识分子退休年龄最晚。这是一个典型的“国家—单位”保障型养老金体制。

农村实行了合作社制度，土地不再归个人所有。但农村老人仍然以家庭养老为主。无子女的老人由农村合作社集体负责，这一办法主要靠 1956 年中共中央《1956 年到 1967 年全国农业发展纲要》提出的“五保”制度来落实。

随着“文革”的到来，原本以总工会为主导的城镇职工养老保险体系被冲垮。1969 年财政部颁发了《关于国营企业财务工作中几项制度的改革意见（草案）》，规定国营企业一律停止提取劳动保险金，由单位直接支付退休员工的退休金，“国家—单位”保险蜕化成纯粹的单位自保。当然，在计划经济制度下，企业不是自负盈亏，所以，对养老负担并不敏感。在“文革”时期，农村的五保户制度没有受到很大冲击。

第二阶段：中国特色养老金体系的初建期（1978~2008 年）

十一届三中全会通过了《关于经济体制改革若干问题的决定》，随后从农村开始了经济体制改革，1984 年后以企业改革为核心的城市经济体制改革成为重点，国有企业成为自负盈亏的市场主体，同时多种所有制的新企业层出不穷。旧有的劳动保险制度越来越不适应形势的变化和经济的发展。改革初期，由于城镇就业问题突出，鼓励提前退休曾是安置新成长劳动力的重要手段，养老金的问题并不突出。随着企业改革的深入，特别是随着国有企业改革“自主经营、自负盈亏”原则的提出，对于那些退休人员多的老企业，退休金负担重的矛

盾就显露出来。各地区为适应经济体制改革的需要，开始陆续进行以退休费用社会统筹为主要内容的改革，并为进一步深化改革总结经验。

1978~2008 年是养老金制度的初建期，主要以 1991 年和 1997 年先后发布的《关于企业职工养老保险制度改革决定》、《关于建立统一的企业职工基本养老保险制度的决定》为标志。改革从企业养老金制度入手，主要是解决当时的养老金体系与经济体制改革不相配套的问题，重点是建立城镇职工基本养老保险制度。在 1991 年中国就提出要逐步建立起基本养老保险与企业补充养老保险和个人储蓄性养老保险相结合的多层次养老保障体系。1997 年在城镇企业中正式建立起统一的社会统筹和个人账户相结合的城镇企业职工基本养老保险制度，该制度在 2005 年进一步完善。与此同时，2004 年《企业年金试行办法》的颁布标志着中国企业年金制度的正式建立，试行办法的出台，不仅明确了企业在养老体系中应发挥的作用，也标志着现代化、规范化的第二层次养老金制度建设开始起步。

第三阶段：中国特色养老金体系的扩展期（2009~2014 年）

2009~2014 年是中国养老金制度的扩展期，以 2009 年、2011 年先后推出《关于开展新型农村社会养老保险试点的指导意见》、《关于开展城镇居民社会养老保险试点的指导意见》以及 2014 年《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》的颁布为标志，重点是建立城乡居民基本养老保险制度，进一步拓展了养老金制度覆盖面。中国城镇职工养老保险制度与许多国家不同，该制度没有关联家庭中的非就业者，因此，城镇中的非就业者的养老保障处于空白中，

与此同时，依赖农村集体经济的农村“五保”制度在实行家庭联产承包制度之后几乎停顿。于是，现实的困境开始呼唤新的城乡居民养老保障制度的建立。中国在2009年开始新型农村社会养老保险试点，原计划用十年时间逐步推开，但是，由于政策深受农村居民的欢迎，仅仅两年多时间就在全国全面实施了。在农村试点的同时，2011年城镇居民开始了同样的试点。由于城镇与农村的模式基本相同，2014年政府将两个制度合并，成为统一的城乡居民基本养老保险制度。至此，中国养老金制度实现了对全国适龄人口的制度全覆盖。

第四阶段：中国特色养老金体系的深化改革期（2015年以来）

党的十八届三中全会提出“全面深化改革”的战略部署。自2015年以来推出的一系列的改革为标志，中国特色养老金制度建设进入深化改革期，旨在解决养老金体系长期发展的不平衡不充分问题，让制度更加公平、可持续。在这一阶段，主要有以下举措：第一，启动机关事业单位养老保险制度改革，破除“双轨制”弊端。2015年《机关事业单位工作人员养老保险制度改革决定》的颁布标志着全国范围内的城镇职工养老保险制度双轨制改革正式开始，解决了多年来双轨制所带来的困扰。第二，完善城镇职工基本养老保险制度，为解决转制成本问题出台了划转部分国有资产充实社会保障基金的政策，以保障养老金制度的可持续性。第三，城镇职工基本养老保险的全国统筹提上日程，虽然一开始没有实现全国基本养老保险的统收统支，仅仅是采取中央调剂金制度，但毕竟是迈开了向全国统筹进展的第一步。第四，《机关事业单位职业年金办法》、《企业年金办法》相继出台，

第二支柱制度更加完善。第五，开始试点个人主导的第三支柱个人养老金。

从上述一系列改革措施的出台可以看出，中国养老金制度已经进入深化改革的攻坚期、深水区，正处在最关键的历史时期。

（三）中国养老金体系改革取得的成就

一是平稳实现了制度转轨。1991 年中国就提出要逐步建立起基本养老保险与企业补充养老保险和个人储蓄性养老保险相结合的多层次养老保障体系。1997 年正式建立统一的社会统筹和个人账户相结合的城镇企业职工基本养老保险制度，并在 2005 年进一步完善。2015 年深化机关事业单位养老金制度改革。2009 年、2011 年先后推出了新型农村社会养老保险和城镇居民社会养老保险，并于 2014 年将两个制度合并为统一的城乡居民基本养老保险制度。2004 年正式建立企业年金制度，2014 年着手建立适用于政府机关和事业单位工作人员的职业年金制度，2018 年开始试点税延型商业养老保险。

二是公共养老金实现制度全覆盖。2009 年以前，中国的养老保险制度只覆盖城镇职工群体，截至 2008 年底，有 2.19 亿中国人有基本养老保险；2009 年新型农村养老保险制度开始试点并全面推开，2011 年城镇居民基本养老保险制度开始建立，养老保险基本上实现了制度上的全覆盖。随后中国的养老保险覆盖面迅速扩大。

根据 2018 年人力资源和社会保障事业发展统计公报数据，截至 2018 年底，中国的基本养老保险参保人群已超过 9.42 亿。其中，年末全国参加城镇职工基本养老保险人数为 41902 万人，其中，参保职

工 30104 万人，参保离退休人员 11798 万人，城镇职工基本养老保险基金累积结存 50901 亿元；城乡居民基本养老保险参保人数 52392 万人，实际领取待遇人数 15898 万人，全年城乡居民基本养老保险基金累计结存 7250 亿元。

三是养老金待遇水平不断提高。中国城镇企业职工基本养老金待遇已经十多年连续上调，其中 2006 年涨幅最大，达到 23.7%，养老金有 10 年涨幅都在 10%左右，2016 年养老金涨幅回落到 6.5%，2017 年涨幅为 5.5%，2018 年为 5%。城乡居民中中央政府发放的基础养老金在建立初期每月只有 55 元，2014 年首次上涨到每月 70 元，2018 年再次提高到每月 88 元。除了中央政府，30 个省市和自治区以及 2835 个县级财政都进一步给予补贴，城乡居民基础养老金水平进一步得到提升。

四是第二层次养老金稳步发展。中国第二层次养老金制度包括企业年金制度和职业年金制度。自 2004 年中国《企业年金试行办法》和《企业年金基金管理试行办法》明确了企业年金的具体操作规范以来，中国企业年金制度有了很大发展。参与企业年金的企业户数从 2006 年的 2.4 万户上升到 2018 年的 8.74 万户，参加企业年金的职工人数也从 2006 年的 964 万人上升到 2018 年的 2388 万人，企业年金基金累计结存从 2006 年的 708 亿元增加到 2018 年的 14770 亿元。

根据国务院办公厅印发的《机关事业单位职业年金办法》规定，从 2014 年 10 月 1 日起实施机关事业单位工作人员职业年金制度，由于职业年金制度具有强制性，目前中国机关事业单位工作人员将近

4000 万人，据此，目前职业年金参保人数也在 4000 万左右。根据该办法规定，财政全额拨款的机关事业单位职业年金单位缴费部分采取记账的方式，非财政全额供款的单位，单位缴费实账积累，截至 2019 年 5 月，实账积累规模将近 6100 亿元。

五是第三层次养老金试点已经开始。中国自 20 世纪就提出要研究推出个人税延养老保险政策，党的十八届三中全会对其进一步明确。2014 年的新国十条提出适时推出个人税延商业养老保险。2018 年 4 月 2 日，财政部、税务总局、人力资源社会保障部、中国银行保险监督管理委员会、证监会发布了《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，决定自 5 月 1 日起在上海等地实施个人税收递延型商业养老保险试点，试点采取 EET 的税收优惠政策（在购买个人税延养老保险时，缴费阶段和投资运营阶段免税，在领取养老金阶段纳税），每人每月税收优惠额度是 1000 元，投资收益免税，达到退休年龄提取时按规定缴纳个人所得税。试点办法同时规定，试点期为一年，试点结束后，银行、基金等金融机构都可以参与，并通过统一的平台进行管理。

（四）中国养老金体系面临的困境与挑战

经过数十年的发展改革和演变，中国已经建立起了一个广泛覆盖、多方参与、规模庞大、制度复杂的养老金体系，但仍然面临诸多挑战。

1. 人口老龄化加速，供需矛盾长期存在。

人口老龄化是养老金体系面临的最大的系统性风险。2000 年中国进入人口老龄化社会，此后人口老龄化速度逐步加快。根据预测，

65 岁以上人口占总人口比重将从目前的 12%，通过 30 多年的时间迅速提高到 30%，在 2060 年前后老年人口数量有可能下降，但 65 岁及以上老年人口占比依然会在相当长的一个时期内保持在 33% 的高位，一直要持续到 21 世纪末，并且很难逆转，可以说，中国将进入人口老龄化“高原”期（见图 2）。

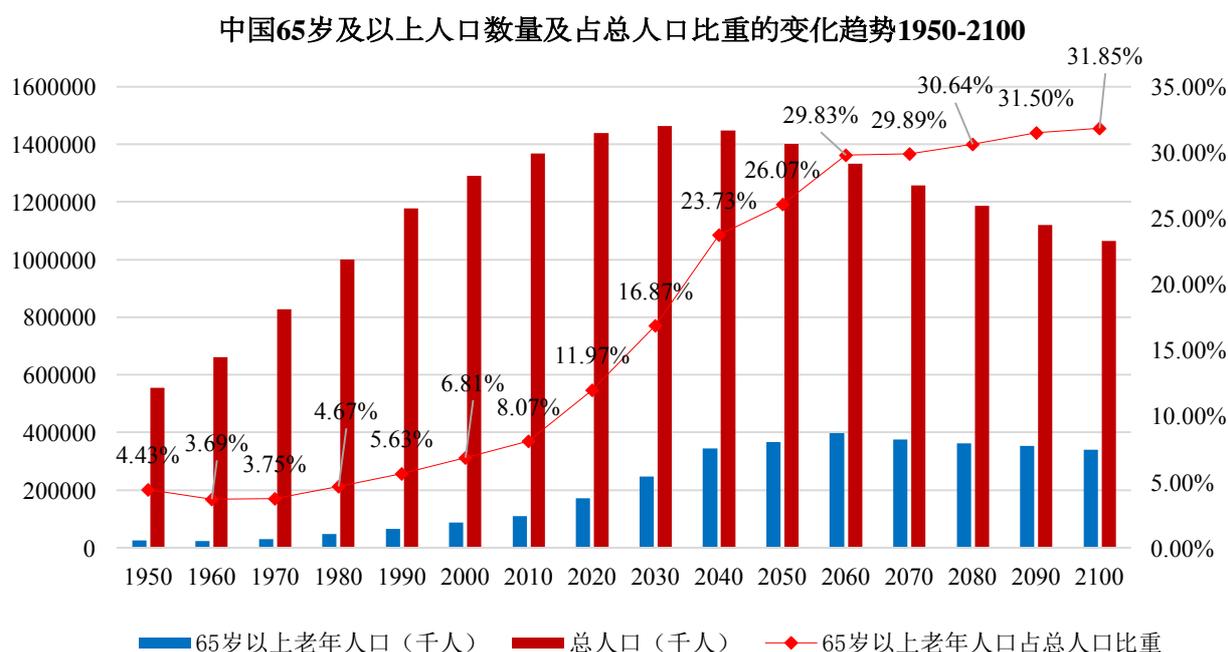


图 2 中国 65 岁及以上人口数量及占总人口比重的变化趋势 1950~2100

资料来源：United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2019). World Population Prospects: The 2019 Revision, custom data acquired via website.

伴随着人口老龄化的不断加深以及人均预期寿命的延长，中国养老金体系的制度赡养率不断增加，这意味着，领取养老金的人数将不断增加，而制度内缴纳养老保险费的成年人却在相对减少，同样数量的劳动年龄人口将要供养更多的老年人口，如果保持现有的养老金制度不变，中国养老金体系将面临巨大的负担，带来可持续性差的风险。

2. 结构性矛盾突出，公共养老金制度压力过大。

(1) 公共养老金一支独大，存在可持续性风险。

当前中国公共养老金制度一支独大，担负着养老金体系的主要责任。与美国相比，中国养老金制度结构的不平衡就更明显了。

表1 美国与中国养老金结构对比(2018年底)

美国	名称	第一支柱 公共养老金	第二支柱 职业养老金	第三支柱 个人养老金	合计
	规模 (万亿美元)	2.82	16.15	8.81	27.78
	占养老金资产比重 (%)	10.15	58.14	31.71	100.00
中国	名称	基本养老保险	企业年金	个人税延养老金	合计
	规模 (万亿人民币)	5.8	1.47	0	7.27
	占养老金资产比重 (%)	79.8	20.2	0	100

资料来源：美国数据来自 ICI、Social Security，中国数据根据人力资源和社会保障部数据计算。

从表1可以看出两个不平衡，一是养老资产储备不平衡，美国当年储备养老金资产27.78万亿美元，相当于其当年GDP的135.55%；中国当年储备的养老金资产7.27万亿人民币，只相当于当年GDP的8.08%。美国的养老储蓄远高于中国；二是养老金资产结构不平衡，美国第二、三支柱养老金占养老金资产比重近90%，而中国只占20%；美国的第二、三支柱能够发挥重要作用，而中国的第二支柱仍然很弱，第三支柱建设刚刚开始。

随着经济社会发展水平的不断提高，国民对养老金的需求也不断增加，一支独大的公共养老金制度存在巨大的可持续性风险，这一点饱受诟病，无论是德国安联养老金可持续指标，还是墨尔本美世公布的全球养老金指数，均给予中国养老金体系较差的评价。从基金收支

情况来看，中国公共养老金体系总体处于困难和不可持续的局面。长期来看，随着深度老龄化的来临，养老金缺口将进一步扩大。

(2) 私人养老金制度进展缓慢，待遇水平充足性有限。

从制度建设来说，中国养老金体系包括公共养老金（即第一支柱的基本养老金）和私人养老金（包括第二、第三支柱），然而由于第一支柱缴费率过高以及第二、第三支柱发展政策不到位等一系列因素的影响，第二支柱企业年金进展缓慢，加上刚刚建立的职业年金制度，也只能覆盖少数人群，第三支柱个人养老金制度刚刚开始试点，绝大部分退休人员仅能依靠基本养老金制度保障退休生活。然而，目前城镇职工基本养老保险的替代率已经从1997年制度建立之初的76%下降到2017年的46%左右，已经处于国际劳工组织公约40%~50%的警戒线之间，养老金待遇水平保基本的功能受到质疑，充足性更是受到巨大挑战。

3. 制度性困境没有克服，养老金体系可持续性受限。

(1) 制度管理模式存在漏洞，增加了制度的运作风险

为保持制度统一，中国三大基本养老保险制度都采取了“统账结合”的筹资模式，这种试图将公平和效率融合在同一制度中的安排在实践中遭遇了一系列困境。

城乡居民基本养老保险领域，其社会统筹部分是非缴费型的，是国家提供的普惠式的城乡居民养老金，为激励个人缴费，国家通过财政配比的方式给个人缴费账户予以补贴，但从实际成效来看，大多数城乡居民都按照最低档次的缴费标准进行缴费。与此同时，计划积累

式的个人账户并没有真正意义上的投资运作，造成了城乡居民基本养老保险制度个人账户管理成本高昂、效率偏低。

城镇职工基本养老保险领域，在建立统账结合新制度的过程中没有解决好转轨成本问题，在社会统筹和个人账户混账管理的背景下，许多地区的个人账户资金被统筹账户透支，形成空账，无法进行实际投资以保值增值。刚刚与城镇企业职工基本养老保险制度并轨的机关事业单位养老保险制度也面临着同样的风险。

(2) 领取养老金的条件过宽，加大了制度的支付压力

目前中国领取养老金的基本条件为：最低缴费 15 年并达到退休年龄（男性 60 周岁，女干部 55 周岁，女工人 50 周岁）。从国际经验来看，发达国家全额领取养老金的条件要远远高于中国，最低缴费年限更长，法国、德国分别都超过 40 年，其他一些国家如英国、西班牙、日本等国养老金的最低缴费年限也大都在 20 年以上，而中国目前规定的领取养老金的最低缴费年限偏低，仅为 15 年。由于目前中国养老金领取条件过宽，在很大程度上加大了养老金制度的支付压力。

(3) 公共养老金统筹层次低，不同地区企业负担不公平

经过多年发展，中国城镇职工基本养老保险仍然没有能实现全国统筹，甚至只有部分省份实现了省级统筹，很多省份仍处于养老金省级调剂的管理模式中。基本养老保险是保障职工基本权益和建立完善的劳动力市场的基础性制度，世界上大多数国家是全国统筹，中央政府主导。但是，由于中国经济体制转型的制约，一直未能实现全国统筹，造成两大后果。一是不同省份养老金财政状况不同导致企业缴费

负担不同，例如，东北地区退休职工多，养老负担重，企业要按照企业工资总额的 20% 缴纳基本养老保险；而广东省退休人员少，养老负担轻，企业的缴费负担为企业工资总额的 14%。这一差距不仅影响了社会资本对东北地区的资本投资热情，现存企业也想方设法离开当地以减轻负担，从而形成了养老金制度的恶性循环。二是养老金转移接续工作量繁杂。当劳动力在不同省份流动时，不仅需要转移养老保险关系，还要转移养老金，其中，个人账户部分还好统计，社会统筹部分的转移就更复杂了，工作量繁重，制度成本巨大。

（4）保值增值能力有限，降低了基金的运行效率

据《中国养老金发展报告》公布利息收入等信息综合分析，基本养老保险基金的投资收益基本维持在 2% 左右，而 2000 年到 2015 年间的年均通货膨胀率约为 2.35%，基金实际上处于贬值状态。相比较而言，全国社保基金理事会自 2000 年成立到 2015 年底，其管理的全国社会保障储备基金年平均收益率为 8.82%，形成强烈反差，表明基本养老保险基金保值增值能力还有较大的发展空间。从统计上看，城镇职工基本养老保险已经积累了 5 万多亿，加快这部分积累资金的投资运营应当是迫在眉睫。截至 2019 年底，有 22 个省（区、市）签署基本养老保险基金委托投资合同，委托总金额达到 10930 亿元，仍然有很大的委托投资空间。

二、养老金体系的国际经验

（一）养老金体系的国际分类

根据国际劳工组织的统计，2014 年在全球有数据可查的 178 个

经济体中，均建立了某种形式的退休收入保障计划，即养老金计划。养老金计划在维持老年人退休生活、降低老年贫困、调节社会分配、动员国民储蓄、推动经济增长和资本市场发展等方面发挥着日益重要的作用。各国养老金制度都有很大差异，为了更好地进行比较和交流，学者和国际组织对各国模式进行了总结，主要有以下两种分类方式。

1. 世界银行的多支柱模式

1994 年世界银行发布报告《防止老龄危机—保护老年人及促进增长的政策》，提出了著名的“三支柱”模式，倡导各国建立由三个支柱构成的老年退休收入保障体系。其中，第一支柱是指强制性的、公共管理的、由税收支持的养老金计划；第二支柱是指强制性的、私人管理的、完全积累式的养老金计划；第三支柱是指自愿性的、私人管理的、完全积累式的养老金计划。2005 年，世界银行在另一份报告《21 世纪的老年收入保障：养老金制度改革国际比较》中，又在原来的“三支柱”基础上提出了“五支柱”模式，补充添加了一个零支柱，也叫安全网计划，是一个非缴费型的养老金；还增加了一个第四支柱，即个人储蓄、家庭拥有的房产以及其他金融资产以外的退休收入保障计划。表 2 总结了世界银行多支柱体系的框架和特征。

表2 世界银行多支柱养老金体系的框架和特征

支柱	目标	对贫穷人群的意义	对非正规部门人群的意义	对正规部门人群的意义	特征	覆盖率	融资来源
0	减少老年贫困	最重要	非常重要	一般重要	无须缴费,退休后可以获得基础养老金待遇	或者全民,或者只覆盖低收入人群	公共财政
1	减少老年贫困以及平滑消费	非常重要	最重要	最重要	公共养老计划,需要缴费,常常现收现付制或者部分积累制	强制	企业、个人缴费
2	平滑消费和减少老年贫困	一般重要	非常重要	最重要	职业养老金或者个人养老金计划,完全基金积累制,或者是DB计划或者DC计划	强制	通过金融市场投资(缴费及其累计的投资收益)
3	消费平滑	一般重要	非常重要	最重要	职业养老金或者个人养老金计划,完全基金积累制,或者是DB计划或者DC计划	自愿	通过金融市场投资(缴费及其累计的投资收益)
4	减少老年贫困以及平滑消费	最重要	非常重要	一般重要	非正规的社会项目(如家庭支持)、非金融资产(例如住房)	自愿	金融或非金融资产

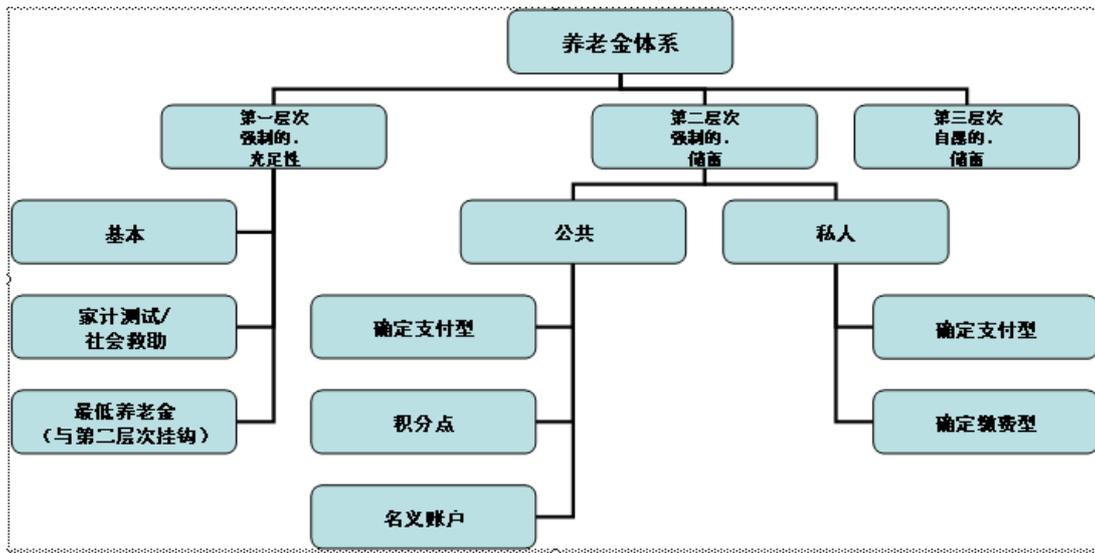
资料来源:根据公开资料整理。

2. 经合组织(OECD)多层次模式

OECD 的分类避免使用“三支柱”的概念,而代之以三个层次。

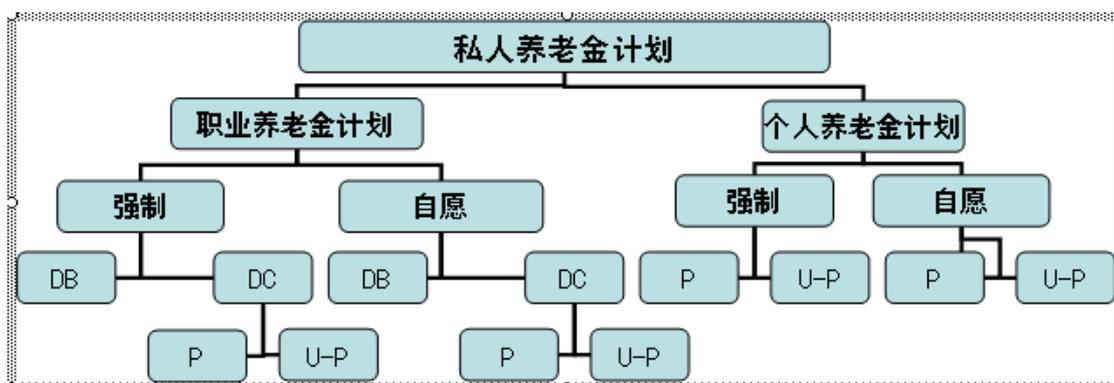
其中,第一层次和第二层次都是强制的养老金计划,但发挥的作用不同:第一层次主要发挥着再分配的作用,目的在于确保参保人在退休后能够获得基本的生活保障;第二层次则发挥着储蓄的作用,是基本保障之外能够确保退休人员获得更高生活水平的养老金。第三个层次

是自愿型的养老金，包括职业养老金或者个人养老金。在三个层次之内，养老金计划根据技术特征进一步分类，例如分成公共和私人计划、DB 和 DC 计划等。



资料来源：OECD（2009）。

2005年OECD将国际养老金体系划分为公共养老金和私人养老金两部分，并特别界定了私人养老金计划的标准（见图4）。



注：该图中，DB是指待遇确定型；DC是指缴费确定型；P是指受保护的计划；U-P：是指不受保护的计划。

资料来源：OECD（2005）。

OECD 对养老金模式的分类实际上是对世界银行、国际劳工组织分类等早期工作成果的进一步优化，其分类不仅可以覆盖尽可能多的国家，并且能够描述出尽可能多的细节。

（二）改革养老金制度以应对老龄化挑战

欧美、日本等发达国家自 20 世纪 70 年代逐步进入老龄化社会以来，不断进行养老金制度改革以应对老龄化挑战。50 多年的改革历程有成功经验，也有失败的教训。改革成功与否的标志是养老金制度是否实现了公平性、充足性和可持续性。公平性通常以制度覆盖面来衡量；充足性是指退休后的收入水平，其底线是反贫困，理想线是退休后的生活水平不下降；可持续性是指该制度可以应对人口结构、经济波动等一系列因素的影响。

值得一提的是，发挥好市场机制在养老金体系中的作用，是各国的通行的做法。这主要表现在两个方面：一是优化宏观效率，即腾出一部分空间或领域交由市场发挥作用，甚至使市场发挥基础性作用，如部分国家进行了结构式改革，将完全积累制的私人养老金制度（通常是 DC 模式）引入体系。二是提升微观效率，即在参量式改革中，将市场机制引入公共养老金领域，如多缴多得、税收激励、经办服务外包、结余基金市场化投资管理等。一般来说，市场机制作用发挥得好的国家，如澳大利亚、美国等，养老金体系存在的问题相对较少，体系可持续性较好。反之，则存在的问题相对较多，可持续性较差。

（三）建立多支柱体系是实现养老金政策目标的制度保障

从发达国家改革实践看，凡成功实现公平性、充足性和可持续性

的国家多实行多支柱的养老金体系。虽然各国对不同支柱的定义不完全一致，但大体上可以分成三个支柱，即政府主导的现收现付的第一支柱公共养老金（public pension）；政府支持、雇主主导的第二支柱职业养老金（occupational pension）；以及国家税收优惠，劳动者个人主导的第三支柱个人养老金（individual pension）。其中，第二和第三支柱多为储蓄型养老金，对资本市场建设和公民分享经济发展成果至关重要。由于职业养老金和个人养老金大多以个人账户的形式存在，政府不承担经办以及财务兜底的职责，所以也称为私人养老金（private pension）。

以 OECD 国家为例，第一支柱养老金的平均替代率为 22%，主要解决公平问题，是各国政府为防范老年贫困而做出的制度性安排。公共养老金具有法律强制性，体现了完全政府责任。第二支柱养老金在 34 个 OECD 国家中平均替代率为 53%，有 17 个 OECD 国家的第二支柱积累型养老金是强制性或者准强制型的，另外 8 个自愿型国家的覆盖率也超过 40%，第三支柱是自愿性的储蓄型养老金，有 19 个 OECD 国家提供了税优政策。

养老金体系仅仅依赖第一支柱的国家如希腊，近年来的财政危机与公共养老金入不敷出有很大的关系。曾经在 20 世纪 80 年代改革中只推行个人储蓄型养老金的智利，也遇到了问题，近年来不得不重建政府主导的第一支柱养老金。

（四）储蓄型养老金形成了庞大的金融资产

截至 2015 年底，全球私人养老金总资产达到 38 万亿美元。OECD

成员国私人养老金资产占其 GDP 的加权平均值高达 123.6%。养老金资产具有长期性、稳定性和规模性的特征。员工在职时储蓄，退休后提取，储蓄时间长，投入额稳定，再加上由专业机构投资以保值增值，不仅为劳动者增加了退休收入，而且对建设和稳定资本市场起到了重要作用。

（五）国际养老金制度的评价结果值得关注

目前国际上有两个著名指数对各国养老金体系进行评价，其评价结果值得我们关注。一是国际知名咨询公司美世推出的全球养老金指数，对全球前 27 大经济体的养老金体系进行了排名，该指数包含了养老金充足性、可持续性和制度环境三个维度，2016 年的排名中，中国排第 23 位。二是德国安联公司“养老金可持续指数”，对全球前 54 大经济体进行排名。该指数包含了人口结构、养老金制度、养老与公共财政占比三个维度，在 2016 年排名中，中国排名第 53 位，倒数第二。这两个指数中，排名靠前的国家的共同特点是有非常发达的第二支柱职业养老金和第三支柱个人养老金。相反，那些私人养老金制度薄弱的国家排名都相对靠后，如葡萄牙排名第 42 位，西班牙第 45 位，意大利第 49 位，希腊第 51 位。我们认为，由于国际上对中国养老金制度了解不够全面，引用的数据不够准确，所以，具体的排名次序不一定合理。但是，这些排名的确在一定程度上也反映了中国养老金制度存在的问题，应当予以关注。

总之，发达国家养老金制度改革的重要经验就是处理好公平与效率的关系，通过政府、雇主、雇员的共同努力，实现养老责任三方共

担，构建多支柱的养老金体系。

三、中国养老金体系改革的思路

在具体讨论改革方案之前，必须从理念上理清思路，其中，最重要的是两个问题，一是养老金体系的目标是什么；二是通过哪种思路实现这些目标。

（一）养老金体系的目标

养老金体系的直接目标是在实现广泛覆盖的基础上，应致力于为参保人提供水平充足、可负担、可持续和稳健的退休收入，间接目标是有利于促进经济发展。

1. 养老金体系的直接目标

世界银行的研究认为，“养老金制度的主要目标在于，力求以适合具体国情的方式实施能增进福利水平的计划的同时，提供水平充足、可负担、可持续和稳健的退休收入。”可见，养老金体系改革与发展的直接目标是同时实现“五性”，即广泛性、充足性、可负担性、可持续性与稳健性。

一是广泛性。养老金制度的核心目标是保障公民的晚年生活，覆盖面越广，越有利于保障更多人的晚年生活。养老金制度的覆盖面广泛与否，不仅反映对公民的保障程度，而且是社会公平的重要体现。

二是充足性。养老金制度所提供的退休收入的充足性可分为绝地水平和相对水平两个层次。其中绝对水平是以避免老年人遭受极度贫困威胁为目标，是最低层次的养老保障。相对水平是指保证绝大多数人退休后消费水平不致明显下降、保持相对稳定；同时，该目标还必

须保证养老金制度能够为那些寿命长于平均寿命的人提供长寿风险的保护。通常而言，养老金制度应确保绝对水平的充足，即要求任何养老金改革的目标都必须确保所有人，不管他们参与的是何种水平或何种形式的经济活动，都应能避免其在退休后遭受极度贫困的威胁。在此前提下，根据社会经济发展的实际情况追求相对水平的充足。在实践中，大都以替代率（退休收入与在职收入的比例）作为衡量养老金充足性的重要指标。世界银行的研究表明，一个典型的全职职工税后收入的替代率约为40%时，其退休收入才能维持该职工退休后的基本生活水平。较低收入的职工需要较高的替代率，而较高收入的职工需要的替代率也相应较低。退休年龄也是影响养老金充足性的重要因素，退休越晚，职工越不可能通过其他渠道补充自己的养老金收入。当然，养老金的充足性并不意味着养老金水平越高越好，还应考虑养老缴费水平是否在社会承受范围内以及养老基金运行是否具有可持续性等因素。

三是可负担性。可负担性是指个人与社会可以承受养老金制度的缴费，具备相应的融资能力。对个人而言，雇员个人养老金缴费率过高会加重雇员当前生活负担，对雇员当期的消费（如抚养子女）和投资需求（如购买住房）产生不利影响。另外，养老金高额缴费率也会使大量雇员为了逃避缴费而转移到非正规就业部门，这不但对养老保险的财务可持续性产生不良影响，也会限制个人的求职机会与职业成长空间。对企业而言，养老保险缴费负担过重会增加企业的劳动用工成本，企业利润空间缩小，市场竞争力下降，进而会产生资本替代劳

动的现象，导致失业率上升。对政府而言，对养老保险的过多投入会产生难以承受的财政后果，对国家预算稳定性和经济增长都会造成不良影响。世界银行的研究表明，如果强制性缴费率超过 20%，就有可能对缴费型制度的国家造成不利影响。

四是可持续性。可持续性则是指现在和将来养老金计划所应具有财务稳定性。只有建立起良好的养老金制度，才能保证财政的稳定运行，而不需要在将来突然增加缴费或是降低待遇，也无须从财政预算中进行突然的大规模转移支付。由于所有人（在职人员和退休人员）的生活都依赖于一国现有的经济总产出（GNP），所以可持续性主要是同经济总产出相关，由总产出来决定养老金计划的所有约束条件，并确定改革是否有能力在未来资源总量发生变化的情况下，不用采取任何不当的措施来为受益人提供预先承诺的待遇水平。为了确保养老金制度可持续性，在制度设计时必须决定和公布所有旨在维持财务稳定性的调整计划（包括对缴费水平、待遇水平和退休年龄的调整），并将这些计划纳入制度方案中。

五是稳健性。养老金制度稳健性是指在未来无法预知的条件和环境下，具有抵抗经济、人口和政治等风险冲击，并保持制度可行性的能力。而对稳健性的衡量通常以养老金制度是否有能力长期维持既定的收入替代率作为指标。从外部条件来说，一个社会的经济风险、人口风险或政治风险都可能对养老金制度稳健性造成冲击，使参保者遭受利益损失。因而养老保险在制度设计时应把财务稳健性作为一个重要目标，完善养老金相关的会计准则，坚持养老金缴费与给付长期精

算平衡原则，对养老保险筹资模式的选择以及对未来养老金投资收益及负债预测等都应遵循稳健性原则。

（二）养老金体系的间接目标

养老金体系及其改革的间接目标是对经济发展做出贡献。一方面发挥养老金体系的正面影响，即增加国民储蓄，促进资本市场的发展；另一方面减少养老金体系可能存在的负面影响，如避免因老年贫困而引发的社会经济矛盾，减少其对劳动力市场的可能的扭曲效应。

一是增加国民储蓄。设计适当的养老金制度可以通过资金筹集促进国民储蓄的增加。养老金制度积累的基金具有长期性、稳定性而且规模大等特点，有利于资本积累和增加投资，从而促进经济发展。现收现付制养老金模式以在职职工的当期缴费用于退休职工的即期退休消费，很难增加储蓄，为生产投资积累资本，甚至还可能对个人储蓄产生挤出效应。而基金积累制为在职职工建立个人账户，由职工和（或）用人单位按照职工工资一定比例向个人账户缴费，并将这些不断积累的资金用于投资，从而可以增加储蓄。世界银行的研究表明，积累制有增加居民储蓄，促成资本形成的潜力。

二是促进资本市场发展。首先，采用基金积累制模式的养老金制度拥有大额稳定的资金，能够成为资本市场上长期机构投资者，可以起到稳定资本市场的作用。其次，养老保险基金往往通过特定的机构投资者进入资本市场，由专业人员负责投资管理，可以促进资本市场投资理性化。

三是减少老年贫困。一方面，适度的强制性养老金制度可以消除

人们因在工作期间的短视行为而导致的老年贫困。同时，养老金制度通过对社会成员收入水平的调节，以及对社会成员基本生活提供保障，避免一部分人因生活陷入困境而发生与社会对抗的现象，缓和了社会成员的阶层矛盾，从而减少了社会动荡对经济发展的负面影响，为经济发展创造了稳定的社会环境。

四是避免扭曲劳动力市场。养老金制度需要考虑总体缴费率和待遇水平对劳动力市场的含义，应认识到高缴费率通常导致逃税和税收减少，而慷慨的待遇往往鼓励熟练劳动力从受覆盖的劳动力中退出。因此，为了尽可能降低福利损失，缴费型养老金制度要提供相对适度的替代率。另外，还必须避免向不同职业群体提供不同的养老金计划，否则，它将导致劳动力市场的分割。

综上所述，养老金体系的目标是在实现广泛覆盖的基础上，致力于为参保人提供水平充足、可负担、可持续和稳健的退休收入，并促进经济发展。要实现上述目标，关键是实现养老金体系公平与效率的综合平衡。为此，需要划分政府和市场在养老金体系中的职责边界，厘清公共和私人养老金的制度定位，通过多元化的弹性结构分散养老风险。

（二）实现养老金体系目标的关键：公平与效率的综合平衡

养老金体系要实现上述目标，关键是实现公平与效率的综合平衡。

1. 公平与效率的含义

公平与效率的含义十分广泛，在养老金领域应结合特定语境加以界定。

公平是获得养老金服务的平等权利（乃至强制性制度下的均等义务）和获得待遇的平等权利。这种权利对于不同性质的养老金来讲，含义有所不同。

就公共养老金来讲，公平是包括“鳏寡孤独废疾者”等弱势人群在内的全体民众老来“皆有所养”，所有人都有权获得平等的养老金服务。这个公平是就社会总体来讲的，消除老年贫困，实现“社会大同”，具有显著的公平意义。养老金公平主要包括（但不限于）两个方面：一是覆盖面，即不同社会人群是否能享受到养老金，这与机会公平有关。二是养老金收入的水平，即不同社会人群获得养老金的多寡是否能保障其养老需求及其对社会收入差距的影响，这与结果公平有关。

就私人养老金来讲，公平体现为养老金合同缔约方的平等地位，是个体之间的公平。在职业养老金中，企业和职工应处于平等地位；在个人养老金中，居民和金融机构应处于平等地位。养老金市场具有很大的特殊性，比如，职工和居民缔约能力的不足，常常陷入劣势地位；积累型养老金具有先缴费、后收益的逆向周期特征，由于交易期限长，养老金利益易受侵害等；这就需要对养老金交易主体的平等权利进行保护。

效率一般是指投入产出的比例关系，在养老金领域可作三方面理解：一是表现为养老金制度的参与效率，表现为养老金制度的各相关利益主体参与的积极性与主动性；二是养老金制度的资金效率，表现为缴费和给付的比例关系，即如何在投入既定的条件下，通过制度设

计的改善扩大养老金整体规模，从而实现更高的给付水平，提高国民的整体福利；三是养老金制度的宏观效率，即养老金制度的溢出效应，是对经济和金融市场和社会稳定与发展的促进作用。

2. 公平与效率的关系

公平与效率是制度设计中必须考虑的两个基本点，如果既能保障公平，又能促进效率，则皆大欢喜。但是，现实告诉我们，这两者在许多情况下是相互冲突的。如果一个养老金制度仅强调公平，人人都可以加入，人人都得到满意的待遇，该制度的参与效率和资金效率一定不高；同样，如果一个养老金制度仅强调效率，特别是主动参与效率和资金投入效率，该制度的机会公平度和结果公平度一定不高。因此，处理好公平与效率的关系，就成为养老金制度设计的关键。

世界各国的养老金制度发展的历史经验告诉我们，没有任何一种单一的养老金制度可以完美地解决公平与效率问题，所以，一个社会需要不同的养老金制度来平衡公平与效率问题，换句话说，对于不同性质的养老金，处理好公平与效率的关系着重点与方式不同。

就公共养老金来讲，需要对公平与效率做出取舍。政府以公共养老金作为社会保护网，为弱势群体提供兜底性保障，是实现社会公平，维护社会稳定的必然要求。这是社会保险制度通过强制参与、转移支付、强制进行财富再分配的法理基础。为此，对社会公平的追求就要以牺牲效率为代价。需要进一步指出，对社会公平的过度强调，特别是对结果公平的执着偏好，往往导致“大锅饭”式的效率损失，出现福利国家“养懒汉”的悲剧。因此，一个健康的公共养老金制度的重

点在于“广覆盖、保基本”。可以看出，公平与效率的关系需要结合国民经济发展阶段和社会人口等情况做出权衡。

私人养老金在处理公平与效率的平衡时往往更注重效率。诚然，养老金市场强调交易主体的平等性，要求成本和产出相匹配，收益与风险相对应，这是市场机制下交易主体地位平等、等价交换的内在属性。但是，效率对私人养老金更为重要。首先，私人养老金主要表现为资金积累型，其目标是满足社会大众在公共养老金待遇基础上追求高水平、更美好的退休生活的需要。要实现就业期间的资金积累就必须有超出个人和家庭当前消费的收入水平，当然，政府可以通过税收优惠鼓励就业者牺牲当前消费去积累养老金，但是，对于低收入群体，特别是青年低收入群体而言，满足当前消费远比满足几十年后的消费更重要。所以，社会上总会有一部分人不参加（主动或者被动）私人养老金计划，因此，私人养老金制度不以追求“全覆盖”为目标。其次，积累私人养老金需要投资，以实现保值增值。这就需要资本市场上的各类主体发挥各自的特长为投资者（养老金积累者）服务。投资有风险，不同的市场机构产生的效益不同，不可能指望所有市场机构产生同样的收益。投资额相同，收益往往不同，这正是市场效率的体现，也是市场竞争的结果，也是通过市场机制选拔优秀养老金管理者的必然要求。私人养老金制度的设计要注重效率，但是也不能不考虑公平，特别是在政府通过实施税收优惠鼓励就业者参与时，往往需要设定优惠封顶线，不容许私人养老金成为富人避税的天堂，就是这个道理。

总之，无论对公共养老金还是私人养老金而言，都需要考虑公平与效率的关系，在政策制订过程中力争实现公平与效率的综合平衡。

3. 公平效率与养老金体系目标的关系

可持续、充足性、全覆盖、防贫困是养老金制度的目标。全面覆盖和防止老年贫困构成了养老金公平性的定义，自然属于公平范畴。可持续和充足性共同决定了养老金体系的财务稳健性。一般来讲，在给定条件下，可持续性和充足性此消彼长。养老金给付水平越高，相应地可持续性就越低；反之亦然。养老金的财务稳健性取决于两个方面：一是环境变量，主要是经济和人口因素。这些变量的最大特点是客观存在，构成了养老金体系的给定环境，是养老金制度改革的外生变量。二是制度变量，主要包括退休年龄、总替代率、公共和私人养老金的组合方式及各层次（支柱）比例等。制度变量是可以选择的，而且主观选择的结果对财务稳健性有实质影响，从而为制度设计提供了空间。

制度变量虽然可以选择，但选择方式有被动和主动之分。比如，退休年龄的延长、总替代率的降低，都会降低福利水平，是财务压力下的妥协之举，属于被动选择。而养老金供给结构的调整，如改善公共养老金和私人养老金的组合方式及各层次（支柱）的比例关系，则是在不降低国民福利前提下的主动选择。主动选择可以优化养老金体系，提高制度效率。因此，制度效率的提高是养老金改革中最具积极意义的核心内容，是改善养老金财务稳健性的关键所在。制度效率提高能同时改善可持续性和充足性，是养老金制度改革的根本思路。

因此，在当前国情下要实现养老金制度的目标，核心就是正确处理公平与效率的关系。只有调整好这个根本关系，才能使“更加公平、更可持续”的目标获得坚实基础。

（三）理清政府与市场的职能与制度定位

为了实现养老金体系公平与效率的综合平衡，需要划分政府和市场在养老金体系中的职责边界，厘清公共养老金和私人养老金的制度定位。

1. 划分政府和市场的职责边界

划分政府和市场的职责边界，应该首先明确政府职责，根据政府在不同养老金领域的作用方式，划定职责边界。政府边界之外则全部属于市场的职能范围。

政府的主要职责是维护公平，包括提供公共养老金、实施公共政策和监管养老金运营。首先，政府通过普惠性的公共养老金保护弱势群体，实现全体民众的平等权利。其次，政府通过公共政策提高养老金的覆盖范围。比如，养老金普遍享受税收优惠政策，是正向的激励措施。公共养老金要求强制性加入，甚至通过税收征缴。职业养老金常常借助（准）强制性措施，促使企业为员工建立退休金计划。最后，政府监管养老金运营，确保养老金参与者的平等地位。

市场的主要职责是提高效率。市场机制在养老金领域的实现形式包括提供私人养老金计划、受托管理养老基金、承办公共养老金业务等，在三个效率含义上均发挥着无可替代的作用。就制度效率而言，市场机制提供更低运营成本和更高资金收益，优化了养老金的经济产

出，为财务稳健提供有力保障。就社会效率来讲，私人养老金具有多缴多得、缴费和给付激励相容的突出特点，与公共养老金的转移支付相比，具有正向激励作用，扩大了养老金的覆盖范围和缴费规模。就宏观效率来讲，私人养老金积累了大量长期资金，有利于推动居民储蓄有效转化为投资，对经济和资本市场发展产生了正向的溢出效应。

正如公平与效率相互促进一样，政府的公平职责和市场的效率职责之间也存在相互促进的关系。比如，政府的强制措施在扩大养老金覆盖面的同时，也降低了市场机构的展业成本，对提高效率有积极意义。私人养老金的积累资金扩大了投资，繁荣了金融市场，提高了政府收入，从而强化了公共养老金的财务稳健性，扩大了税优等公共政策的空间。

2. 厘清公共和私人养老金的制度定位

公共和私人养老金分别是政府和市场主要的服务提供形式，具有显著不同的制度定位。公共养老金从属于政府的公平职能，应以社会公平为目标。公共养老金采取现收现付制，具有再分配特征。无论这种再分配发生在纵向的不同代际，还是横向的不同人群，都是外部干预促成的非自愿性交易，不遵循市场机制下理性自愿、等价交换的原则。因此，公共养老金从本质上讲不仅是经济制度，而且是以公平为目标的社会政策，是对“大同”理想的不懈追求，是人类牺牲部分效率换取相对公平的抉择。相反，私人养老金是市场机制的服务提供形式，追求效率是天然属性。私人养老金以自愿性的等价交换作为基本方式，属于初次分配的范畴，并且符合帕累托最优的资源配置方式。

在市场机制有效的领域，都应当充分发挥私人养老金的效率优势，最大化养老金制度的整体福利。

在明确制度定位的基础上，确立公共和私人养老金合理的比例关系，是养老保险制度改革迫切需要解决的重大问题。十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出，市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。这就意味着在养老金领域要更加重视和强调市场的作用。在中国人均经济总量仍然不高，“未富先老”的基本国情下，解决养老问题仍然需要依靠效率优势，市场化的养老机制应当成为国民养老不可缺少的组成部分。因为，没有效率及其产生的财富，公平与理想便成了无本之木、无源之水。在发挥市场作用的同时，要更好地发挥政府的作用。政府的核心经济功能是弥补市场失灵，具体到养老金领域就是行使广覆盖、保基本的职能。因此，公共养老金的保障水平可以把消除老年贫困作为参照标准，因为消除了老年贫困，就维护了社会稳定。

四、中国养老金体系改革方案的探讨

完善中国养老金体系的核心应该是在公平与效率相结合原则的指导下，明晰多方责任边界。养老金体系的改革和完善不宜推倒重来，应当充分借鉴国际上多支柱的不同主体责任理念，按照不同主体责任划分对现有制度进行有效整合与优化，建立覆盖全体国民的多支柱养老金体系。

（一）中国式的养老金体系分类

本报告对公共计划和私人计划的分类，主要借鉴了 OECD 已有的

研究成果，并经过适当筛选和优化。图5勾勒了本报告对中国养老金体系的分类方法。主要内容是：在公平效率综合平衡目标下将养老金体系分为公共养老金计划和私人养老金计划两大类，其中公共养老金计划包括缴费型和非缴费型两种，缴费型是指养老金领取资格与缴费相挂钩；非缴费型是指养老金由政府财政收入提供，个人无须缴费就能够享受。私人养老金计划可以划分为职业养老金和个人养老金两类。职业养老金计划通常由雇主或者行业协会单独或者联合建立。成员的参保资格与雇佣关系相挂钩，即成员只有与养老金计划的发起人之间具有雇佣关系，才有资格参加该类养老金计划。在个人养老金计划中，参保资格无须与雇佣关系相挂钩。

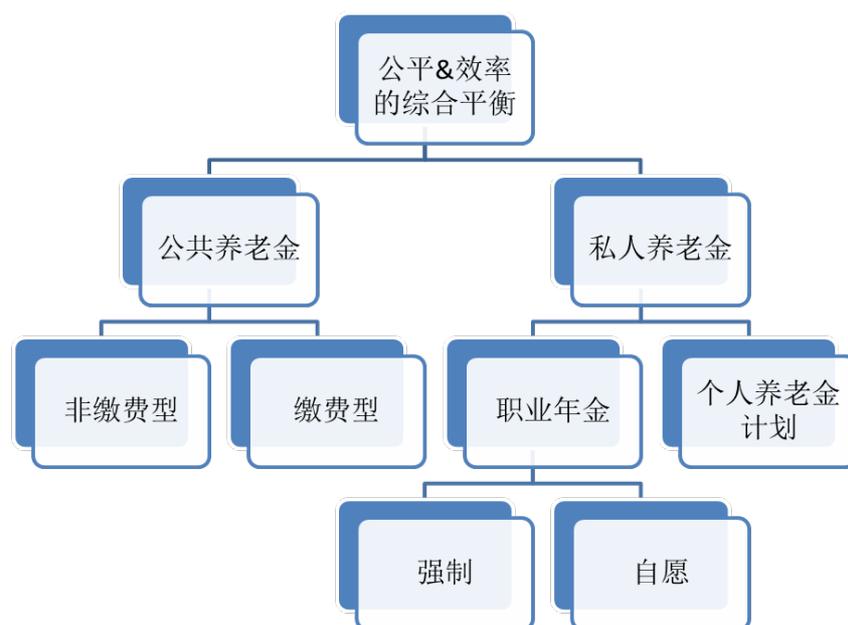


图5 中国养老金体系的分类图

还可以按照强制或者自愿的标准进一步对职业养老金计划进行划分。在强制计划下，雇主发起设立养老金计划并进行缴费，是一项强制任务；一般情况下，雇员也被要求参加该计划。在自愿计划下，

雇主是否向企业员工提供养老金计划是一种自愿行为，法律并没有强制要求。

（二）整合第一支柱养老金，体现政府责任

根据中国目前养老金体系构成以及责任划分，应将城镇职工和机关事业单位养老保险制度中社会统筹和个人账户在制度上分离，恢复其现收现付的特点，雇主与雇员继续共同缴费，但是，需要将个人账户转变为个人缴费记录，不再单独计发，也不再继承。与此同时，财政要通过划转国有资本充实养老金的方式补贴转制成本。重建后的第一支柱可以有助于尽快实现全国统筹，通过大数法则分散风险，为城镇就业者提供基本养老保障。

中国城乡居民基本养老保险的主要对象是农业劳动者，其中的基础养老金是政府财政为农业劳动者年老时提供的生活补贴。这是取消农业税之后政府为广大农民做的又一件好事，也与发达国家纷纷实行的“以工补农”政策不谋而合。为提高制度效率，优化整合城乡居民基本养老保险制度，应将城乡居民基本养老保险制度中的社会统筹和个人账户进行分离，将社会统筹部分待遇给付直接定位于公共养老金中的普惠制养老金，中央政府和地方政府共同支付。需要改进支付标准的确定，本报告建议农村可以按照当地基本生活费用确定普惠制养老金待遇标准，并且随着经济社会发展有序提高。在条件成熟时，将城乡居民个人养老金并入与即将建立的第三支柱养老金体系。在该体系中，个人有伴随整个就业生涯的专用唯一账户，包括信息账户和资金账户。城乡居民基本养老保险的个人缴费由于有财政补贴，所以该

个人账户在税收上可以采取 EEE 模式。明确了个人缴费的个人养老金性质会激励城乡居民（特别是进城务工人员）积极缴费。

随着城乡居民个人账户养老金并入第三支柱，该账户不再受地方政府管辖，劳动者流动时，个人养老金随着流动，不需要办理异地转移接续手续，会节省大量人力、物力和时间成本。同时也避免了地方政府挪用个人账户资金的可能性，避免重演城镇职工基本养老保险中的个人账户“空账”的怪现象。

（三）优化第二支柱养老金，强化单位责任

第二支柱养老金是与职业相关联的养老金制度安排，在中国区分为强制性的职业年金制度和自愿性的企业年金制度，两种职业养老金制度的不同政策给城镇正规就业者带来了新的制度不公，应在完善第一支柱养老金制度的基础上，逐步加强税收优惠等政策支持并考虑运用“自动加入”的方式完善企业年金制度。同时纠正职业年金中国国家机关的“虚账”办法，尽快实现“实账”管理。并且，在时机成熟时，应考虑将企业年金与职业年金并轨，建成统一的第二支柱职业养老金。同时，进一步完善职业养老金投资运行体制和机制，在加强监管的前提下，扩大职业养老金的投资运行范围；通过改革评价机制，鼓励企业年金和职业年金实现长期投资和价值投资，改变目前长期资金短期化的养老金资金管理模式。

（四）加快建设第三支柱养老金，发挥个人责任

第三支柱养老金制度由个人主导，能够发挥个人积极性。个人养老金一方面享受税收优惠，另一方面，由于个人养老金是长期资金，

可以投资资本市场保值增值。通过第三支柱养老金制度建设，可以把传统的“储蓄养老”观念改变为“投资养老”，不仅可以为老年人提供更多的退休收入，而且可以推动资本市场的改革与完善。当前中国正处于经济结构转型期，灵活就业群体规模不断扩大，而这部分群体难以被企业主导的第二支柱覆盖，发展第三支柱养老金制度可以有效对这部分群体形成补充保障。

（五）对基本养老保险制度的参量改革

1. 适时提高全额领取养老金年龄，缓解养老金支付压力

适时延迟退休年龄是许多发达国家应对人口老龄化、缓解养老金支付压力的重要措施。无论从国际经验，还是从中国经济社会发展的现状来看，目前中国退休年龄或领取退休金的年龄都偏低，有着延迟退休年龄的必要性和紧迫性。这一政策改革过程必须精心设计，处理好各方关系，循序渐进，逐步推进。

2. 适当提高养老金缴费年限，增强制度的可持续性

目前中国基本养老保险是强制性的，但由于法定的最低缴费年限为15年，很难避免参保人在达到法定的最低缴费年限后停止缴费。特别是在人均预期寿命不断增加以及实际工作年限提高的背景下，现行15年的法定最低缴费年限的要求过低，不仅不利于其养老资产的积累，也不利于制度的持续发展。发达国家全额领取养老金的最低缴费年限要远远高于中国，如法国为41年，英国为35年，德国为45年。为适应人均预期寿命延长的需要以及保障劳动者退休后的生活，建议明确区分可以领取基本养老保险待遇的最低缴费年限和全额领

取基本养老保险待遇的缴费年限两个政策概念。在保留 15 年最低缴费年限的政策下，制定最低待遇养老金与之相对应；与此同时，将全额领取基本养老保险待遇的缴费年限提高至 25 年或者 30 年，并且明确，这一标准今后将随着人均预期寿命的提高而动态调整。

3. 确保缴费基数真实足额，提高养老金收入水平

按照目前政策规定，中国基本养老保险缴费基数可在当地社会平均工资的 60%~300%之间确定，许多企业为降低缴费压力，选择以最低水平确定缴费基数。由于中国基本养老保险缴费基数不实，在很大程度上影响了中国基本养老保险的收支平衡并造成缴费率虚高的现象。近期，中央决定社保费由税务部门统一征收，应当利用这一有利时机，参照个人纳税基数，合理确定单位和个人基本养老保险的应缴费基数，从而保证基本养老保险缴费基数的真实化足额化。

4. 完善养老金投资体制，保障养老金保值增值

重构“三支柱”的养老金体系的重要前提是必须完善中国的养老金投资体制，第二、三支柱采取的是完全积累的方式，必须保证养老金能够在安全的前提下实现保值增值。中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，在发挥资本市场作用的同时，必须加强投资的风险控制，完善投资体制，明确投资范围、投资比例以及投资决策、管理与执行机制，并加强资金的审计和监督，为养老金投资营造一个良好的环境。

五、改革方案的实践路径

我们分别从公共养老金和私人养老金两个方面探讨实践路径。

（一）公共养老金：以全国统筹为抓手推进制度公平

公共养老金的改革难点在城镇职工基本养老保险，要实现上述改革方案，就要抓住全国统筹这个牛鼻子。基本养老保险的全国统筹，可以解决阻碍要素合理配置的体制机制问题。通过实现全国统一的缴费基数计算办法、缴费率、待遇计算办法，通过三大统一，在全国联网的信息系统支持下，消除基本养老保险的地区差异，促进劳动力合理流动和资本优化配置。通过全国统筹，为科学运用精算办法打下制度基础，以期通过精算平衡，找到解决资金长期不平衡的路径。

由于全国统筹难度较高，所以，目前正在推进中央调剂金制度。需要指出的是，中央调剂金制度只是过渡性制度，全国统筹才是城镇职工基本养老保险要实现的目标。要防止短期政策长期化，要加快部署全国统筹所需要的各项基础设施建设，包括硬件和软件。

（二）私人养老金：充分发挥市场作用，提高效率

1. 抓住契机推进私人养老金发展

当前是促进私人养老金体系发展的一个窗口时期，一是供给侧结构性改革中社会保险费普遍降低，为扩大二、三支柱养老金参与率提供了空间；二是新的《企业年金管理办法》已经出台；三是第三支柱商业养老保险试点已经开始，原计划 2019 年将全面推开。这是历史性的改革机遇，应抓住这三个契机，把国际上近些年来已经证明了的那些有利于私人养老金发展的一些做法纳入这轮改革进程之中。

（1）通过一支柱的降费和改革，为第二、第三支柱发展提供空间

目前，社会保障制度改革面临的一个结构性矛盾是基本养老保险费率过高，一方面降费面临着加大制度财务负担的压力，另一方面过高费率抑制发展二、三支柱的空间。从长远看，“一降一补”（即降低基本社保费率，补足第二、第三支柱）是供给侧改革背景下的必行之路，是政府与市场资源置换的一次制度重新安排。从可行性方面分析，当前的基本养老保险费率仍然存在着下调空间，问题的关键在于做实缴费基数和扩大覆盖面。

（2）打通第二、第三支柱养老金储蓄账户

从本质上讲，第二、第三支柱都建立在个人账户养老金基础之上，采取完全市场化的运营模式。因此，在政策设计上，应考虑打通二者的衔接设计。第二支柱的企业年金和职业年金主要面向企业和机关事业单位职工，第三支柱将面向全体就业者，特别是没有雇主和单位的个体人员。两类计划之间应在以下几个方面进行衔接。第一，在税优政策上进行衔接。现阶段企业年金和职业年金覆盖的人群有限，还有很多单位没有建立年金计划。第二支柱与第三支柱个人享受税优的比例或者额度应予打通，即：如果职工个人参加企业年金或职业年金个人缴费没有达到税优上限的比例或者额度，职工可将差额部分追加至个人账户的缴费上限；如果职工所在单位没有建立年金计划的，可以将全部比例或额度追加至个人账户的缴费上限。这一制度衔接设计的优势是充分考虑了不同群体的公平性，即将中国第二、第三支柱的个人缴费税优额度合并提供给了所有个人。第二，在投资管理上进行衔接。第二、第三支柱均采用委托人投资运营模式，由市场上专业性金

融机构（包括养老保险公司、基金公司、信托机构等）进行投资运营，在治理结构上、投资政策和待遇发放方式都方面都应实现统一，以方便参保者，建立统一的市场竞争秩序；第三，实现缴费、账户记录和基金转移接续等方面的衔接，以统一的账户管理信息系统为基础，当参保人在不同性质的单位之间转移工作，以及跨地域流动时，能够实现二、三支柱养老金账户之间的无缝对接。

（3）实行统一整合的监管政策框架

私人养老金的监管涉及税优政策、投资运营以及职工权益保护等多个环节，相比普通的金融产品监管更为复杂。从国际经验看，越来越多的国家对私人养老金采用统一的专业化监管模式，即将第二、第三支柱纳入统一的政策监管框架之中。为此，政府不同主管部门之间应明确分工、密切配合、建立部门之间关于年金政策的协调机制，共同促进年金市场的发展。一是在税优政策方面，国家税务主管部门从国家养老金体系的战略出发，加快推进支持第二、第三支柱的税优政策，与人社、金融等部门协同做好账户税收优惠标准、税务查询、账户管理和信息披露等方面的监管工作。二是人社、银保监、证监等部门应在养老金的投资运营方面建立协调监管机制，在机构准入、托管、投资和待遇发放等方面，不断完善养老金监管政策。

2. 多措施并举，加快发展第二支柱

自 2004 年建立企业年金制度至今，发展未达到预期目标，可以采取以下办法加快推进。

（1）赋予个人投资选择权

除少量金融、外资银行以及 IT 行业的企业职工享有个人投资选择权以外，绝大多数建立年金计划的企业实行的都是单一计划制，即全体企业职工在一个计划里享有一个平均的收益率，企业与受托人负责制定企业层面的投资策略和进行资产配置。这种“企业选择代替个人选择”的制度模式限制职工选择的自由，带来了投资上的种种弊端。因此，在下一步改革中，应逐步考虑“有限制”地放开投资选择权。即职工可以在一定的“养老金产品”范围内自由选择，设立合格的标准化养老金投资产品，简化职工的投资选项。

(2) 引入“合格默认投资工具”。

当“有限个人选择权”放开之后，可选择的投资范围是什么？答案就是“合格默认投资工具”。这个机制的引入、建立和普及在很大程度上将简化个人选择决策的尴尬境地，它将极大地改善因个人资产配置不合理所导致的一系列衍生问题。

(3) 拓宽年金投资范围和渠道

目前，企业年金基金投资范围还很狭小。2012 年保险资金运用实行“投资新政”以来，“放开前端、管住后端”的市场化改革大幕正式拉开，保险资金投资渠道大幅扩宽，可投资金融产品的范围不断扩大。在投资风险类资产的比例上，企业年金的上限还比较低，投资渠道有限。应当扩大企业年金投资区域，适时开展境外投资。还可以扩大企业年金投资品种，鼓励开展长期投资。也可以进一步放开企业年金参与金融衍生品交易，形成多元化投资策略。

(4) 尽快推动机关事业单位职业年金投资

党的十八大以来，机关公务员和事业单位人员的养老金并轨改革进入快车道。2015年发布的《国务院关于机关事业单位工作人员养老保险制度改革的决定》和《国务院办公厅关于印发机关事业单位职业年金办法的通知》与2016年9月颁布的《职业年金基金管理暂行办法》这三个文件奠定了职业年金的制度框架。从专业性的角度看，职业年金的委托代理与治理结构也存在一些需要进一步完善的地方。与企业年金制度相比，职业年金的委托代理模式的一个重大变化是引入了“代理人”机制。因此，代理人的职责定位与职能边界应厘清。社保经办机构作为代理人，承担的是职业年金的具体事务，包括账管人的相应职责等高度专业化的事务，在协调和决策上须具有相当的专业人才，在队伍建设上需要不断提高专业性。在职业年金的监管上，加快出台职业年金市场化投资运营的管理办法和实施细则，借鉴国外成熟的经验和国内企业年金的运营体系，建立协调监管体系，发挥保险行业在职业年金账户管理、精算分析、投资管理以及风险评估等方面的优势，尽快推动职业年金的投资运营。

3. 尽快落实第三支柱养老金制度的顶层设计

(1) 落实第三支柱税优政策：EET与TEE的“双税优”并举

第三支柱采取延税型个人账户的形式，其本质属于EET。考虑到中国实行的分类个人所得税制正在向综合和分类相结合的个人所得税制改变；还考虑到个人所得税起征点逐年提高，纳税人规模较小；再考虑到中国的非正规部门就业人数较多、自雇群体和灵活就业群体规模较大等因素，建议实行“双向税优”政策，既在实行“延税型”

的 EET 时（退休领取时纳税），同时设立“免税型”的 TEE 账户（对账户实行税后缴费，但在退休领取时实行全免的政策，对投资收益和缴费均免征个税）。国外的经验显示，有两个原因将促使选择 TEE 的人数比例越来越大。一是 TEE 账户合理规避了资本利得税，成为中产阶层的一个重要选择。当然，这就需要对个人所得税实行一揽子设计，在实行 TEE 账户的同时，对股票交易和购买基金产品课征资本利得税，旨在诱导其在个人账户里进行投资；二是 TEE 账户使用起来更加方便，领取养老金时免征个税更符合中国敬老爱幼的历史文化传统。设立 TEE 账户的好处很多：一是增加账户持有人的选择可极大地提高建立个人账户的积极性，扩大其覆盖面，提高税优政策的惠及范围，最大限度地让国民受益；二是可以整体增加退休收入的替代率，提高退休收入结构的多样性和稳定性；三是有利于扩大中产阶层的规模，构建橄榄型的社会结构，有利于社会稳定；四是有利于股市结构改善，增加长期投资基金和长期机构投资者，减少投机性资金和散户的数量，有效根除中国股市“追涨杀跌”的顽疾；五是作为一个重要契机和驱动因素，允许选择 TEE 账户将有利于促进当前分类个人所得税制向综合和分类相结合的个人所得税制转型。总之，由于 TEE 型账户具有良好的便携性、可及性与透明性等三个特征，TEE 型个人账户投资额度应高一些，供人们自愿选择的空间更大一些，实现多赢。

（2）加快开发第三支柱个人养老金产品

作为一个新业态，第三支柱商业养老保险个人账户在试点期间，一方面开发建立“个人账户”平台，另一方面，保险业应积极研发养

老保险产品，建立“保险产品超市”，为账户持有人逐步提供基于传统险、分红险、万能险、投连险开发的商业养老产品系列，满足不同风险偏好账户持有人的市场需求。试点结束之后，个人账户将进入全面铺开阶段。这时，个人账户向资管业全部开放，包括基金业，以满足不同账户持有群体的投资性需求，其中包括提供“生命周期基金”和“生命特征基金”，旨在提高个人账户的收益率预期，优化和繁荣资本市场。

此外，在分析养老金监管体系本身的同时，也应注意比较各国所处的外部因素，如宏观经济政策、金融市场发展阶段、国际经济金融环境等，在第三支柱养老金制度设计之初就给予监管高度的重视，从而保障制度的顺利发展，真正通过个人养老金的发展来实现一定程度的自我保障。

董克用：养老金发展现状、挑战与趋势研判——以城镇职工基本养老保险制度为例



董克用：中国养老金融 50 人论坛秘书长、清华大学教授

此前《中国养老金发展报告 2016》显示，2015 年中国城镇职工基本养老保险基金空账规模已经达到 4.7 万亿元。近期有媒体报道，据《人口老龄化背景下中国经济发展和养老金账户研究》显示，中国养老金缴费模型在基准情景下估算，若养老金体制不进行改革，财政补贴保持当前水平，2050 年，国内养老金账户的累计缺口将达到 43 万亿元。一系列报道引发了我国民众对于养老问题的焦虑，以及对养老金的未来支付能力、保障水平的担忧。本文以城镇职工基本养老金

本文摘自《人民论坛》2019年第26期。

为例，就相关问题进行一定的分析与探讨。

一、我国城镇职工基本养老金现状

我国城镇职工基本养老保险制度经过 20 多年（以 1997 年全国企业实现统一制度为标志）的不断调整与完善，覆盖范围持续扩大、保障水平不断提升，向参保离退休人员提供了基本生活保障，维持了其基本生活水平。而城镇职工基本养老保险制度为了能够维持其稳定的保障水平，解决参保离退休人员的养老后顾之忧，就必须拥有充足、持续、稳定的基金，城镇职工基本养老保险基金具体情况（见图 1）。

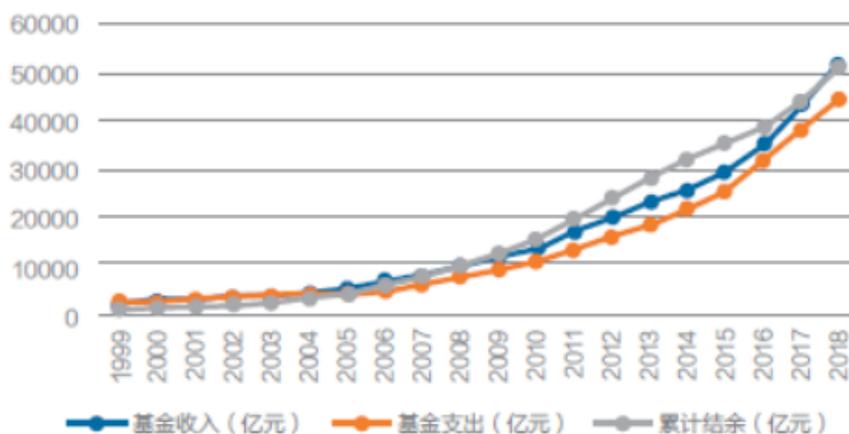


图 1:1999-2018 年我国养老金收入、支出、累计结余情况（数据来源：国家统计局网站）

由图 1 可知，从 1999 年至 2018 年，我国养老金收入与支出均持续增加，且当年基金收入一直高于基金支出，确保了基金每一年均有结余，截至 2018 年，基金累计结余已达 5.09 万亿元，充足的基金储备确保了养老金可以按时足额发放，也确保了城镇职工基本养老制度的可持续发展与健康运转。

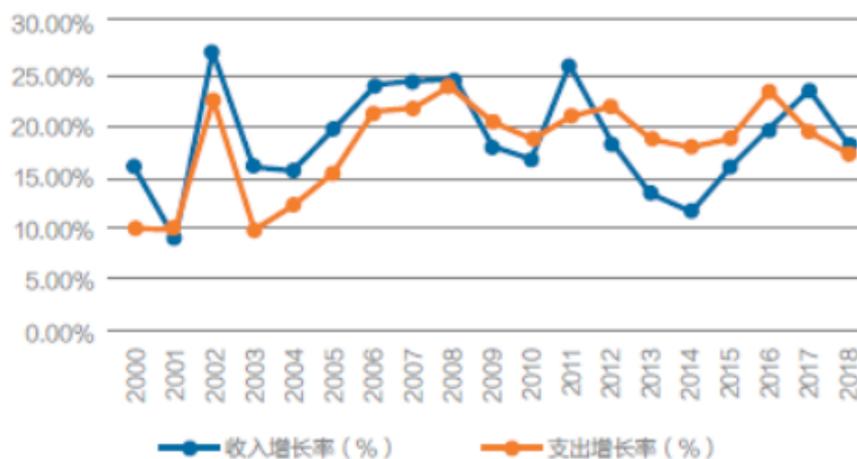


图 2：2000-2018 年我国养老金收入、支出增长率（数据来源：根据国家统计局网站整理）

虽然养老金的逐年积累确保了养老金目前可以顺利领取，但从图 2 中可以看出，从 2009 年开始，养老金收入增长率波动较大，养老金支出增长率在大多数年份均高于养老金收入增长率，意味着养老金累计结余增长率的下降，导致养老金收支不平衡问题加剧，养老金未来支付压力增加，如果继续保持这种发展趋势，养老金未来的确将出现“入不敷出”的现象。再来看一看退休人数，由图 3 可以看出，2012 年以来，参保离退休人员数增长率始终高于参保职工数增长率，且差距有被进一步拉大的趋势，意味着养老金领取人数增长率高于养老金缴纳人数增长率，养老金未来支出压力的确很大。

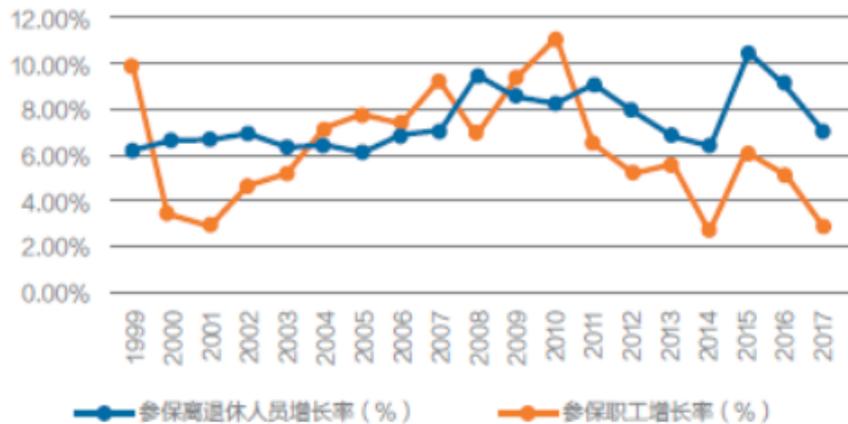


图3：1999-2018年我国城镇职工基本养老保险参保职工、离退休人员增速（数据来源：根据人社部统计公报整理）

以上的静态分析说明，基本养老保险虽然按照“收支平衡、略有结余”的原则进行筹资，但受制于人口老龄化趋势不断加剧的客观趋势，养老金支出增长率高于养老金收入增长率将导致养老金收支不平衡、养老金领取人数增长率高于养老金缴纳人数增长率将导致养老金收不抵支。但是，国家对基本养老保险具有兜底责任，同时基本养老保险制度的目标是“全覆盖、保基本、可持续”。因此必须通过科学手段和工具应对未来养老金缺口，实现养老保险制度财务可持续。

二、养老金缺口的应对措施

为应对基本养老保险可能出现的缺口状况，我国在宏观层面均作出了多种政策调整，以避免或者缓解可能出现的资金缺口问题。

第一，国有资本划转社会保障基金，增加战略储备。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），决定继续划转部分国有资本到社会保障基金，增强基金的战略储备能力。2018年在中央层面，完成两批24家企业的划

转工作。2019年7月对35家中央管理企业实施划转，预计中央层面59家企业划转国有资本总额6600亿元左右。目前，这些划转的资本都集中到了全国社会保障基金理事会管理的全国社保基金。不包括划转的资本，截至2018年底，全国社会保障基金已经形成2.2万亿元的战略储备。今后随着继续加大划转部分国有资本充实社保基金的力度，该基金还将进一步增大。该基金自成立以来，投资业绩良好，年化收益率超过了8%。虽然全国社会保障基金不等于养老金，但该基金作为我国社会保障的储备金，一旦养老金出现缺口、支出出现问题时，社会保障基金一定会成为民众养老的“救命钱”，确保民众可以及时、顺利领取足额养老金。

第二，社会保障费由税务部门统一征收，完善征缴制度。2018年7月20日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《国税地税征管体制改革方案》，明确从2019年1月1日起，将基本养老保险费、基本医疗保险费、失业保险费、工伤保险费、生育保险费等各项社会保险费交由税务部门统一征收。相比于其他部门，税务部门具有更强的征缴能力，税务部门容易掌握用人单位的经营状况和工资发放情况，所以，可以有效地治理各地普遍存在的缴费基数不实的问题。虽然这项工作在目前企业，特别是中小微企业经营困难的情况下遇到了一些困难，但是从长远看，缴费基数一方面影响职工退休后的待遇水平，另一方面对企业当前负担影响较大。所以，为了确保职工的切身利益，降低企业负担，必须在做实缴费基数的基础上，同时降低企业缴费费率，双轮驱动，缺一不可。完善征缴制度，可以确保养老金来源渠道

更加稳定，资金更加充实。

第三，建立中央调剂金制度，逐步实现全国统筹。2018年6月，国务院发布《关于建立企业职工基本养老保险基金中央调剂制度的通知》（国发〔2018〕18号），决定建立养老保险基金中央调剂制度。实行部分养老金中央统一调剂使用，是由于我国区域间经济发展不平衡，各地养老保险抚养比相差悬殊，养老保险政策、待遇水平也存在巨大差异，因此为了均衡地区间养老金负担，实现基本养老保险制度可持续发展，体现基本养老保险的互助性，运用“大数法则”实现养老保险的地域公平。需要指出的是，建立中央调剂金制度不是终极目标，而是过渡性措施。城镇职工基本养老保险全国统筹是党的十九大提出的任务目标，但是，由于我国养老金省级统筹还没有完全实现，很难在短时间内实现全国统一收支，因此中央调剂金制度有助于推进基本养老保险在全国层面实现统筹，全国统筹的实现也将有利于基本养老保险制度的科学、可持续发展。

第四，探讨延迟退休政策。从发达国家的经验看，随着生活水平、医疗水平、教育水平的不断提高，人类预期寿命在延长，人口老龄化在加剧。因此，延迟退休政策成为不得不认真考虑的问题。但由于延迟退休政策对职工工作与生活产生影响较大，因此，各国延迟退休政策办法也各不相同，比较多的做法是确定全额领取基本养老金的年龄或者缴费年限，将何时退休的决定权交给劳动者个人，通过经济手段，鼓励延迟退休。延迟退休政策通过延长养老金缴费期并相应缩短养老金领取期，即增加养老金收入的同时减少养老金支出，确保养老金“蓄

水池”存有足够的基金用来支出。

第五，安排积累的养老金“入市”，实现保值增值。目前，我国城镇职工基本养老保险仍处于省级层面管理。有些地区，养老金收大于支，形成了积累资金。长期以来，80%以上的这些积累的养老金都是“银行存款”，投资收益率较低。2015年8月17日，国务院印发了《基本养老保险基金投资管理办法》（国发〔2015〕48号），准许养老金“入市”，寻求更高的收益率。几年来，各地积累的养老金正在逐步集中到中央来统一投资，据统计，委托运营的资金已经超过6000亿元。数据显示，作为全国首个试点养老金“入市”的地区，2012年广东委托全国社保基金理事会投资运营1000亿元，至2016年，该笔资金累计投资收益已达到331.57亿元。未来预计会有更多的养老金进入市场进行投资，确保养老金保值增值。

三、完善与优化多支柱养老金体系

前面所谈的城镇职工基本养老保险，属于多支柱养老金体系中的第一支柱，其职能是覆盖全体城镇就业者，保障其退休后的基本生活。从国际经验看，除了第一支柱，还要有积累型的第二支柱、第三支柱。我国已经初步建立起三支柱的养老金体系，第一支柱中除了城镇职工（企业、机关事业单位）基本养老保险制度之外，还包括城乡居民基本养老保险制度；第二支柱是职业养老金，包括企业年金制度与职业年金制度，第三支柱是个人养老金，即个人自愿税延养老金制度（如图4）。

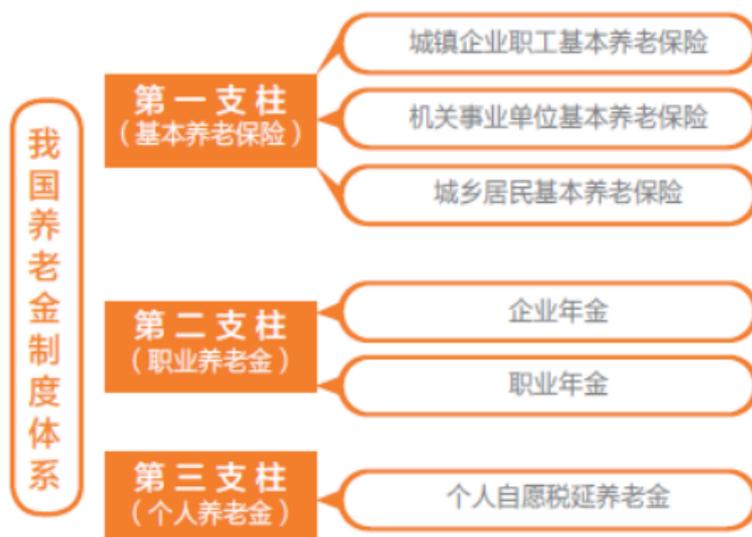


图4：中国现行养老金体系构成

我国养老金体系虽然制度框架基本形成，但结构不平衡，相较于第二、三支柱，第一支柱在规模与占比上遥遥领先，形成了第一支柱一家独大的局面。第一支柱的基本养老保险占养老金资产比重过高，其替代率（退休待遇与缴费工资水平之比）超过 60%，远高于 OECD 国家公共养老金 41%（2013 年）的平均水平，意味着我国参保人员退休后的支出将过于依赖于第一支柱，过高的替代率使得企业和个人高度依赖政府保障，在基本养老保险待遇标准不断上调的情况下，养老金制度的财务可持续性压力越来越大。同时第二支柱的企业年金由于基本养老保险缴费负担过重等原因，导致企业自愿建立企业年金积极性不高，制度发展滞后，无法为第一支柱有效分担基金的支出压力。

为了完善与优化多支柱养老金体系，国家针对机关事业单位建立强制性职业年金。据测算，该制度将覆盖 3600 万机关事业单位工作人员，每年带来约 1000 亿元至 1500 亿元的固定缴费规模，极大充实

第二支柱的基金储备。并且财政部于2018年4月联合四部门发布《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》（财税〔2018〕22号），决定自5月1日起在上海市、福建省（含厦门市）、苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点，试点地区个人可以根据实际需求自由抉择投资何种养老金产品，政府提供税收优惠，养老金实行市场化运作，通过多元化的投资渠道实现资金的保值增值。“雇主帮你养老”第二支柱的完善与“自己给自己养老”第三支柱的建立，将有效分担“国家帮你养老”第一支柱基金压力，丰富了养老金的来源渠道，确保了养老金的储备厚度。

总之，就目前政策实践而言，我国养老金短期内并无支付压力，但随着人口老龄化加剧，养老金收支平衡将面临挑战，有可能出现收不抵支的状况。对此国家已经通过一系列改革举措加以应对，包括拓宽养老金来源渠道、建立多支柱养老金体系、加强养老金投资运作等，旨在形成各方责任共担的养老金体系，提升养老金保值增值能力，最终促进养老金制度的可持续健康发展。因此，民众应以更加积极、理性的态度去面对老龄化所带来的养老金问题。

杨燕绥：实现中国养老金制度均衡与充分发展



杨燕绥：中国养老金融 50 人论坛核心成员、清华大学教授

坚持党的领导、国家统一，生产资料公有制为主体的多种所有制经济共同发展，把社会主义制度和市场经济有机结合起来，不断保障和改善民生、增进人民福祉、走共同富裕道路，是新中国 70 年发展的核心价值与显著优势。

新中国成立之初，1951 年我国颁布实施了《劳动保险条例》，为企业职工建立了医疗保险、工伤保险、生育保险和退休金制度。改革开放后，我国 2004 年《宪法修正案》第 14 条规定，“国家建立健全同经济发展水平相适应的社会保障制度”，此后建立了工薪费和地方

本文摘自《中国党政干部论坛》2019 年 12 月。

统筹的职工基本养老保险、政府补贴和个人账户的居民基本养老保险，2018年，国家基本养老保险覆盖人口达到94293万，其中领取基本养老金的职工人数为11798万人，月平均养老金为3153.5元人民币；领取养老金的居民人数为15898万人，月平均养老金约为152.3元人民币。在出现人口老龄化后，我国2018年《宪法修订案》第44条规定：“退休人员的生活受到国家和社会的保障。”

当今世界正经历百年未有之大变局，我国处于实现中华民族伟大复兴关键时期，同时要面对未富先老和快速老龄化的挑战。近日中共中央和国务院印发的《国家积极应对人口老龄化的中长期规划》提出，中国进入社会财富储备期。养老基金是社会财富中最重要的组成部分之一，以各类养老基金总资产占当年GDP的比例计算养老资产总储备率，经合组织成员国家的平均值超过70%，我国不足10%。

一、我国养老金制度发展面临均衡与充分的挑战

均衡是博弈论的核心概念，表示一种稳定和完善的状况，没有利益冲突和重大改革倾向。如果社会福利制度的运行处于均衡状态，说明其在政治上各方利益相对平衡，在微观经济分析中供需平衡，这种福利制度的民生保障作用和社会稳定效应是充分的，可以持续发展。本文以我国养老金制度为例，讨论均衡充分发展民生的问题。

目前我国养老保险制度面临如下8个方面的挑战。

一是人口老龄化导致赡养比不断降低，已从建制初期的3:1降为2.55:1。2011年—2017年间企业参保职工人数的年均增长率约为5.5%，而同期企业参保离退休人数的年均增长率约为7.2%。实际

缴费人数占比下降、领取养老金的人数占比在上升，到 2022 年，1963 年出生高峰的男性人口进入 60 岁领取养老金的年龄，这个问题将更加严重。

二是企业费率高、费基不实。2019 年以前，我国职工基本养老保险企业费率为 20%，个人 8%，合计 28%，大多数经合组织国家均通过立法将养老保险费率限定在工资的 20% 以内。根据国务院办公厅印发的《降低社会保险费率综合方案》，2019 年 5 月 1 日起各地可将职工基本养老保险单位费率从原规定的 20% 降至 16%，合计费率为 24%。由于很多企业以降低费基的方式减少企业成本，现行企业养老保险费基约为应缴费基数的 60%。

三是缺乏合理调待机制，支付水平趋高。2017 年当年企业离退休人员人均养老金占当年城镇单位就业人员加权平均工资的比例为 48.21%，高于同期经合组织国家的平均值 40%。某些地区因养老金增长快于工资增长而诱发提前退休。

四是基金养老保险基金支出增速快于收入，财政补贴快速增长。2006—2017 年间财政补助平均增长率为 23.7%，比基金征缴收入年均增长率 18.7% 高 5 个百分点。2016 年有 7 个省份出现当期收不抵支，黑龙江的养老基金累计结余已经为负数。2017 年剔除财政补助收入后，有更多省份出现当期缺口。2018 年国家建立了中央调剂金制度，暂时解决部分省的“保发放”问题。

五是职工个人账户性质不清，记账利率高增加长期支付压力。职工如何履行缴费义务、个人账户属性在现行法律政策中是模糊的。目

前企业与职工缴费的比例是 2.6 : 1，民营企业和小微企业普遍认为负担重。很多省份已将个人账户资金用于当年发放，2016 年以后记账利率提高至 8.31%，至今记账总额已超过 5 万亿元人民币，给现行养老保险政策带来的压力越来越大。

六是对“历史欠账”的认识不统一，成为基本养老保险制度可持续发展的隐患。1997 年，我国城镇职工基本养老保险制度转制时已退休人员视为“老人”，转制前已参加工作、转制后退休人员视为“中人”，他们的工龄被视同缴费，由此形成转制成本，关于偿还方案尚未达成共识。

七是机关、事业单位和企业及其职工的基本养老保险并轨之后，待遇差距仍然很大。加之职业年金发展快于企业年金，截至 2018 年，企业年金覆盖职工人数为 2388 万，不到基本养老保险参保职工的 10%，这导致养老金差距还会加大。

八是国家养老金结构存在缺陷。我国与时俱进地建设了国家养老金的三个支柱，但是基本养老保险费率高、一柱为大，企业年金发展缓慢、个人养老金起步艰难，职工总养老金替代率不高。以美国为例，三支柱养老金分别占比为 40%、40%和 20%，努力工作和连续缴费的人的养老金替代率超过退休前的工资。

综上所述，在地区之间、职工群体之间、代际之间存在均衡利益的改革诉求，在养老保险基金收支平衡和供需关系方面也存在不均衡问题，最终导致职工养老金的充足性和国家养老金制度的可持续性遇到挑战，对此进行系统化改革的呼声越来越强烈。

二、我国养老金制度均衡与充分发展需要创新思维

新思维。针对我国养老金制度的主要问题，需要从顶层设计、体制机制两个方面创新思维、深化改革，完善国家养老金制度体系，以满足人民对美好生活的向往。

（一）创新顶层设计理念

新时代国家养老金制度的顶层设计，立意要高、眼光要远、措施要实，进入党和国家决策层面，不能局限于部门职责。可以维持我国职工统筹制和居民个账制的制度架构，顺应互联网的时代潮流，关注各类职工、各地居民和灵活就业人口的需求，统筹兼顾历史遗留问题、近期运行问题和未来发展问题，坚持“全覆盖、保基本、多层次，兼顾公平与效率”的基本原则，按照“存量改革、结构调整”的思路进行“一揽子”顶层设计，均衡各方利益、促进养老金制度充分发展。

一是全国统筹职工基本养老保险。十九届四中全会再次提出加快建立基本养老保险全国统筹制度，包括统一政策与调待机制、统一筹资与基金管理、统一经办与组织建设、统一信息系统与监督机制。这需要基于创新思维和治理能力解决如下问题。一是夯实税基建立税制。夯实工资基数、建立养老金工薪税制，由国家税务机构统一征收，覆盖各地的参保机构和职工个人，做到应收尽收，是实现全国统筹养老保险的必要条件。二是三方筹资解决遗留问题。有测算结果显示，基于目前在职职工平均工资水平和现行养老金计发政策，如果夯实税基，税率 20%可以满足支付需要。为此建议企业承担 12%，大幅减轻企业负担；职工承担 5%，从原个人账户转出，职工个人账户制转化为个

人缴费制，剩余 3%划入企业年金个人账户，企业年金覆盖范围可以速达 3 亿多职工；国家承担 3%，将视同缴费转制成本，确定下来可化解多方风险，建立稳定的筹资机制，由中央财政、地方财政和国企红利上缴分担。建立地方财政人头税制，即按照当地上年度领取基础养老金的人数上缴养老金税，约束地方政府严格审核养老金领取资格。三是建立基础养老金调待机制。现行养老金计发政策不变，达到法定缴费年限的领取全额养老金，早领酌减、晚领酌增，实现精算平衡。养老金增长要关联物价增长率，且低于工资增长水平，以促进就业和保障退休人员生活水平。

二是全国统管国民个人养老金账户。我国已经统一了城乡居民的基本养老保险，实行个人储蓄和政府补贴制，但个人账户记账利息低于银行储蓄利率，居民参保积极性不高。可以整合居民个人账户为国民个人养老金制度，覆盖各类职工、灵活就业人员和居民；规范各类政府补贴，包括各个部门养老金补贴和居民养老金地方补贴等；用人单位福利供款，甚至打通职工住房公积金和企业职业养老金，按照个人生命周期先完成首住房付款（单位费率 12%+个人费率 12%），再降低费率（6%+6%）转入企业职业年金账户，增加个人养老金积累。整合后的国民个人养老金必须在具备资质的银行开设“合格计划养老金账户”，委托专业机构投资运营或者个人在规定的范围内进行资产配置。政府的责任是做好如下四件事：一是遴选银行账户管理机构；二是建立综合养老金信息平台，覆盖基础养老金和个人养老金；三是处理税费事务；四是基于养老金大数据促进立法、制定政策和实施监督。

（二）养老金管理体制机制创新

三分政策七分执行，培育国家治理能力不仅需要科学决策，更需要高效的执行力，这涉及国家行政体制改革和服务型政府建设。

全国统筹职工基本养老金是互联网社会大家庭的“团结饭”。互联网时代人员流动加剧、地区间经济差异加大，对地方统筹的养老金政策提出了挑战。有学者研究我国地方经济竞标赛和财政分灶吃饭体制下的央地府际关系时发现，发达地区企业养老保险费基实、费率低，覆盖广、待遇水平高，有利于地区提高经济竞争力；欠发达地区的情况则截然相反。美国在 1935 年颁布的《联邦老遗残持续收入保障法》即解决了这个问题，德国在 1989 年实现统一时也解决了这个问题。事实证明，全国统筹基础养老金是进入互联网时代后促进社会公平、民族团结、经济发展的公共品。

生产基础养老金公共品需要体制机制创新，借鉴国家医疗保障局的做法，在国务院组建国家养老全局（或者社会保险局）。在管理体制上做到中央政府对政策公平性、科学性和可持续性负责；地方政府对信息系统建设和政策执行承担责任；基层政府做好居民教育、沟通和服务；由此形成垂直（国家社会保险局向地方派驻监督政策执行的官员）水平（地方政府任命组织操作执行的官员）对接的网格化管理体制。省市社会保险局的主要负责人工作绩效的 30%对上级负责、40%对本级政府责任、30%对下级负责。在运行机制上做到信息向上集中、服务向下派送，支持中央顶层设计、国家税费征收、地方数据管理和基层信息管理，打造全国统一的社会保险公共服务平台，建立记录一

生、服务一生的社会保障权益管理的纵向系统，包括养老金（含全国统筹基础养老金和国民个人养老金）、医疗保障（含生育保险，国家医保局的主要责任是打造有效使用医保基金的定价采购和监管的横向平台）、失业保险、工伤保险等，实现一窗式管理。方便参保人、提高工作效率、防止欺诈冒领。

管理国民个人养老金需要建立政府—社会—市场有效结合的运行机制，打造生产准公共品的合格计划。合格计划具有如下特征：一是有法可依，规范政府、社会组织、当事人和商业机构的行为，确保实现共同目标和各方利益；二是政府合力使用胡萝卜加大棒的策略，一方面以税收减免、准入、团购等措施激励居民、社会企业和商业机构进入，与政府合作生产准公共品；另一方面建立智能监控系统，抓取相关信息和大数据，打造利益相关人信用和自律环境，对违约违规违法行为予以制裁。

1964年，美国在修订《联邦社会保障法》时设立了联邦社会保障总署，直接隶属总统办公室。我国应考虑在国务院设立国家社会保障总局，下设国家社会保险局（或者养老金局）、医疗保障局（已完成）和地方社会保障事务局，统一建设国民社会保障信息平台，实现电子社会保障卡号与居民身份证、居住证、健康卡、电子医保凭证的信息共享。我国居民在任何地区尽可以通过APP输入社会保障号码完成申报、登记、缴费、查询、转移社保关系等工作。同时，政府可以随机采集居民信息、管理国民大数据和推动国民信用制度建设，为提高国家治理能力奠定基础。

我国距离深度老龄社会和 2022 年男性职工退休高峰（1963 年出生人口高达 2900 万）的窗口期仅有 3 年，我们没有试错时间。我国缺乏社会契约文化基础、法制尚不健全、社会治理起步较晚，要战胜前进道路上的各种风险挑战，必须坚持党的领导和中国特色社会主义制度，创新思维，打破不合理的体制机制和部门利益，基于社会主义公共资源生产保障民生的公共品，动员社会资源生产提高民生的准公共品，这需要在推进国家治理体系和治理能力现代化上下更大功夫。

曹德云：着力推动保险机构在养老金管理市场充分发挥作用



曹德云：中国养老金融50人论坛核心成员、中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长

养老问题始终是各国政府、社会公众和金融市场共同关注的大问题，涉及千家万户、涉及社会稳定、涉及国家发展。我国自2000年起进入老龄化时代，截至2018年末，我国60岁以上人口接近2.5亿人，占我国人口总量的18%。预计到2050年，这一比例将增长到35%，60岁以上老人将达到4亿人，占亚洲老年人口的五分之二。这将是人类社会发展史上所没有出现过的最庞大的老龄群体，对我们的社会

本文摘自《中国保险资产管理》2019年第六期。

治理、社会管理和社会发展提出巨大挑战。

养老金管理体系是养老保障体系的重要组成部分。从国际看，养老基金管理体系发展已有近百年历史，世界银行总结并倡导的多支柱模式成为各国养老金体系发展的主流。经过多年努力，我国也基本构建起具有中国特色的三支柱养老金体系：第一支柱是由政府主导，社会统筹账户建立的公共养老金，旨在为退休者提供基本生活保障，采取现收现付模式；第二支柱为企业年金和职业年金，由国家提供一定税收优惠，企业发起，由企业和个人共同缴纳；第三支柱为个人养老金制度。在三支柱养老金体系中，除第一支柱外，第二、第三支柱对国民养老保障的作用日益突出，需求愈加迫切，但目前我国第二、三支柱建设仍比较滞后，处于起步阶段，面临着资金缺口巨大、结构不合理、管理效率低等问题，这既为保险机构大力发展养老业务提供了新的机遇和空间，也提出了艰巨挑战。

作为我国金融体系的重要组成部分，保险业始终是我国养老保障体系建设、养老金管理和养老产业投资中最具有活力和潜力的行业。近些年来，党中央国务院和银保监会（含原保监会）发布了一系列旨在促进和引导保险业积极参与养老保障体系建设，大力发展养老保险、养老金管理和养老产业投资等业务的政策。保险机构充分利用这些政策制度，不断创新、积极进取，发挥长期资产配置管理的专长和优势，受托管理各类养老金，为养老金保值增值发挥积极作用。

一、保险机构是养老金管理市场的重要主体

目前，保险机构已成为养老金融体系的主要组成部分，是企业年

金、职业年金等重要受托管理人和养老产业的重要投资人。保险机构充分发挥在长期资金管理、大类资产配置、长期资产创设、审慎稳健投资等四方面独特核心优势，服务一二三支柱养老金的投资管理。

从第一支柱看，截至 2018 年底，基本养老保险基金参保人数 9.4 亿人，累计结余 5.82 万亿元，基本养老保险基金的市场化运作加快推进。人社部数据显示，截至 2019 年 6 月底，累计已有 18 个省（区、市）委托投资基本养老保险基金 8630 亿元，已经到账的资金达到 7062 亿元。同时，社保储备基金作为战略性的储备基金，截至 2018 年底累计结余 2.2 万亿元，其中近 1 万亿元为投资收益。

保险机构积极参与第一支柱建设，2016 年 10 月，全国社会保障基金理事会发布基本养老保险基金证券投资机构名单，首次将华泰资产、泰康资产、人保资产、长江养老、平安养老和国寿养老等 6 家保险资管机构和养老保险公司纳入范围。

从第二支柱看，企业年金制度建设与投资运营日趋规范和成熟。截至 2019 年一季度，全国企业年金建立企业数达 8.92 万家，覆盖职工 2438.64 万人，年末基金累计结存 15596.35 亿元。职业年金基金管理人评选有序推进，基金投资运作正式起航，截至 2019 年 5 月底，基金累计结余 6000 亿元左右。截至 2019 年 7 月，全国 33 个职业年金计划中，已有中央、各省市自治区及新疆生产建设兵团，共 27 个项目完成职业年金计划受托人评选；已有中央国家事业单位、山东省、湖北省、北京市和新疆维吾尔自治区和湖南省等 6 地职业年金计划相继投资运营，后续其他各省市职业年金资金也将陆续投入市场，成为

对接实体经济发展的新窗口。

保险业在企业年金市场保持领先地位，保险机构一直是主要的投资管理人，受托管理和投资管理资产增速均高于企业年金市场整体增速。截至 2019 年第一季度，第二支柱企业年金基金管理机构中，包括长江养老、国寿养老、平安养老、太平养老、人保养老、新华养老、泰康资产、华泰资产、人保资产、建信养老在内的 10 家银行保险资管机构管理了 2580 个年金组合，占有年金组合的 66.7%，管理组合的资产规模为 8388 亿元，占有年金组合资产规模的 55.5%。

保险机构在职业年金市场也发挥着重要作用。截至 2019 年 5 月底，职业年金累计结余约 6100 亿元。目前，职业年金招标进程已过半，27 个省份已完成受托人招标工作，剩余省份的职业年金招投标预计会在年内完成，其中只有 5 家金融机构保持全中标记录，除工商银行外，其他四家机构均为保险机构即国寿、平安、长江和泰康。职业年金受托人中保险及银行机构成为主力，承担制定职业年金基金战略资产配置策略，提出大类资产投资比例和风险控制要求，选择、监督、更换职业年金计划托管人和投资管理人等重要职能。

从第三支柱看，目前可列入第三支柱的各种养老金总规模在 1.7 万亿元左右，仍处于初级阶段。个人税延养老保险试点于 2018 年 5 月正式启动，后续试点范围有望在全国范围内得到拓宽；同时，2019 年 6 月，人社部表示正会同财政部及其他相关部门研究制定养老保险第三支柱政策文件，后续将推动多类金融产品的纳入，养老保险第三支柱将迎来开放竞争新格局。随着后续个人税延有望在全国范围内推

广，且更多养老金融产品能够享受税收优惠，制度性的第三支柱养老金储备将会迎来新的增量，进一步充实养老金市场。

保险是第三支柱建设的主要组成部分。保险业以养老保险机构为主体，积极探索第三支柱业务，助力养老业务全面发展。截至 2018 年末，已开业的养老保险公司共有 8 家（恒安标准养老保险公司正在筹建中），主要经营企业年金、团体保险和养老保障管理业务。养老保险公司养老保障管理业务管理资金余额 1232 亿元，同比增长 70%。同时，近年来我国商业养老保险发展总体也保持了持续稳健发展的态势。按照通常比例规律，保险业总资产中的 20%左右属于养老保险保费形成的资产，个人养老保险资产截至 2019 年 6 月预计约 3.9 万亿元、到 2020 年底将达到 4.6 万亿元。未来一个时期，在一系列政策推动下，商业养老保险将进入快速增长期。

从参与养老金管理的机构主体来看，呈现出银行、保险、基金、证券、信托等混业竞争的格局，特别是在第三支柱发展的过程中，将把各类金融机构放在一个更加公平、开放的平台竞争。同时，随着金融业对外开放的进程不断加快，外资机构的介入将进一步丰富市场参与主体，加速养老金管理行业竞争格局的形成。

二、保险机构具有养老金管理的核心特长和专业优势

养老金应当具有储蓄、保险和再分配三大功能，个人养老账户则应当兼有保险和投资两大属性。保险机构不仅具有保险保障方面的独特优势，同时在投资、托管、运营、服务方面也毫不逊色于其他金融机构，已经成为养老金账户管理、投资管理、产品供给以及提供养老

金融综合服务的主力军。

一是基于年金化产品设计和供给上的绝对优势。保险机构长期以来不断开发养老保险及养老金产品，提升服务能力，并积累了大量客户数据，为客户提供覆盖全生命周期的保险保障。在养老金产品设计方面，保险业是唯一能够提供终身年金产品的行业，年金化领取可帮助参保人合理安排养老金收入，化解长寿风险，真正实现老有所养，解决人均寿命不断延长后的长期养老问题。

二是基于长期资金管理的专业化投资优势。保险业有着丰富的长期资金管理经验，并逐步形成了长期稳健的投资风格与投资理念，非常契合养老金资产稳定保值增值的需求。从企业年金投资管理的实践来看，保险公司历年的投资业绩也较为出色，特别是近几年来投资范围的逐步拓宽，投资能力提升很快，并不落后于公募基金等其他金融机构，有些领域甚至还处于领先地位。同时，保险业也在积极寻找资产端与负债端的最佳连接，希望能够从养老产业投资等方面切入，更好地推动资产端、负债端的双向驱动。

三是基于层次分明、权责明确的风险管理技术优势。在多年的经营管理实践中，保险业逐步建立了层次分明、权责明确、涵盖全面的矩阵式风险管理体系：横向覆盖市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险等各类风险；纵向涵盖受托管理、账户管理、投资管理、产品开发、系统运维、运营保障、预算管理等各个环节。风险管理能力是保险机构有别于其他金融机构的特色优势之一。

四是基于全面、专业、标准化的运营服务优势。保险机构在产品

设计、销售流程、资金运用、风险管理等方面有着严格要求，形成了一套全面、专业、标准化的服务体系。年金产品时间跨度长，其覆盖全国的营销网络及客户服务人员，能在第一时间响应客户需求，为客户提供覆盖产品积累期与领取期的全生命周期、一体化的服务。

三、养老金管理市场发展面临的问题及挑战

截至2018年底，我国三支柱养老金制度性储备已超过11万亿元，占GDP的12%左右，人均养老金资产为7900元。同期美国养老金资产规模为30万亿美元，占当年美国GDP的146%，人均养老金资产为8万美元。相较而言，我国的养老金资产规模约为美国的4.6%，占GDP的比重约为美国的8%，人均养老金资产为美国的1.2%。我国养老金市场无论是GDP占比还是人口比都存在着较大的差距。《2019中国私人财富报告》中指出，2018年中国个人持有的可投资资产总体规模达到190万亿元，这意味着我国养老金市场有着巨大的增长潜力，最重要的是如何吸引个人将自身可投资的资产真正转化为养老金资产。但从养老金运行情况看，除社保储备基金外，所有的养老金资产都面临着长期资产负债平衡的压力，目前基本养老保险基金已经存在缺口，第二、三支柱在短期的积累期红利之后，也会面临长期持续的领取支付压力。同时，低利率的市场环境预计还可能长期持续，通过更好的产品设计和多元化的投资方式提高收益，实现养老金的保值增值，也面临着较大的挑战。

从养老金市场发展形势看，银行、保险、基金、证券、信托等金融机构都十分重视养老金市场，新进年金管理人与银行理财子公司的

强势入局，使得行业对于资金、资产、人才的争夺日趋白热化。企业年金市场规模增长放缓，对于存量客户的争夺愈发激烈；职业年金基金正式启动运作，各类机构直接竞争，对机构内在实力与服务能力提出巨大挑战；个人商业养老保险对于机构的产品设计能力、服务能力等更是提出了个性化、多样化的要求。同时，此次金融业对外开放的11条措施中允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司。越来越多的境外机构希望能够参与到境内养老金市场的业务中，争夺目前潜力巨大但规模尚小的养老金市场份额。对此，既要保持开放的心态，也需要不断提升行业自身的能力，平衡好行业之间的竞争合作关系，努力推动养老金市场的良性发展。

从境外成熟市场发展经验看，构建起更加均衡、各有侧重的多层次养老保障体系是共同的趋势，而我国养老保障体系却仍为基本养老保险“一支独大”的局面，需要加快发展第二、三支柱补充养老保障，但也面临一些难点。如第二支柱年金市场增长乏力，并存在短期化考核问题。目前，企业年金制度门槛较高，大量中小企业无法参与，以及员工参与积极性不高，与职业年金强制缴纳、缴费率稳定的制度设计下持续保持的增速形成对比。若维持现状，同一年龄段人口在退休时，第二支柱的替代率也会出现明显差距，将可能出现新的“双轨制”，带来一定风险。同时，由于委托人方面存在考核短期化的现象，年金投资的短期化和同质化问题严重，这使得受托人的大类资产配置及投资人的长期资金管理无法发挥作用，为了满足委托人对于短期收益率的要求，无法选择短期波动但长期表现更加良好的优质资产。

再如，第三支柱个人商业养老账户税优政策和市场机制仍不完善。一是税收优惠政策目前没有贴近真正需要税延养老的客群，无法覆盖全体劳动人口。税优政策对于产品推广有着非常重要的影响，从试点情况来看，2018年10月1日个税新政后客户群体明显减少。二是面向市场推介的过程中，销售渠道和路径狭窄，目前主要是通过企业代购，若通过代理人销售，又缺少专业的销售流程与系统化规范化的培训。三是投保流程复杂，较为影响用户体验。四是产品定价利率不高，目前个人税延养老产品的利率对于用户的吸引不大，从根本上很难满足退休生活需要。

四、大力推动保险机构加快拓展养老金管理市场的建议

面对养老金管理市场的机遇和挑战，保险业一方面要充分利用当前有利的政策环境和专业优势，积极参与第三支柱养老金体系的构建和探索，并发挥中流砥柱的作用；另一方面，要采取有效措施，从政策、制度、机制、业务等领域，稳妥应对养老金市场的挑战。

（一）监管层面：完善政策制度，做好养老金管理市场的顶层制度设计

一是建立统一业务平台。保险业作为最全面参与养老保障三支柱建设的行业，在养老金投资、运营、产品供给等方面功能最为齐全，并且通过寿险、养老金等业务与银行、基金等同业机构建立了长期合作关系。随着越来越多的养老金融产品被纳入到第三支柱，保险业应当发挥核心主导作用，融入自身长期以来对于客户需求的深刻理解。为此，金融监管部门要从促进保险业发挥整体作用出发，建设统一业

务平台和业务标准。

二是推动税优政策完善。保险业在第三支柱中先行先试个人税延商业养老保险，能够先于其他行业总结税收优惠政策在实际推行过程中的难点和真实需求。目前税优政策惠及的人群不够全面，优惠力度较小，适用的产品也较少。从保险业现有业务出发，可以进一步推动税制改革，如所在单位未建立企业年金的，可允许将企业年金中给予个人的税收政策转移叠加至个人养老金，保险业可凭借自身在养老金数字化运营方面的优势，将相应的信息及时反馈给税务部门。同时，推动保险业更加丰富多元的产品进入第三支柱税收优惠的范畴，如纳入个人养老保障产品、第二支柱养老金产品等，以满足客户更加多元化的需求。

三是扩大养老金投资范围。保险业与其他行业相比，一大优势在于拥有保险资金运用的丰富经验。保险资金和养老金一样具有规模大、周期长，追求稳定长期收益的特征。目前养老金投资范围存在着诸多局限，从国外经验来看，多元化的资产配置有利于养老金的保值增值，建议逐渐放开养老金的投资范围。保险业借助保险资金在境外投资、保险资管产品、不动产债权计划等方面的投资经验，可进一步推动探索放开养老金在相应领域的投资。

四是加快现有政策完善统一。与职业年金强制缴纳，缴费率相对稳定的特征不同，当前企业年金为自愿参与、个人缴费率可在一定范围内自由选择，后续应当讨论引入自动注册机制等方法，进一步提升第二支柱年金的参与率。保险业作为年金受托领域的主力军，能够借

助多年来积累的经验数据，更加清晰描绘出微观的企业年金参保数据，计算与职业年金之间的替代率实际差距，为这一政策的完善和改革提供更加具有建设性的建议。

五是建立行业标准及数据共享机制。保险业在服务养老保障三支柱建设过程中掌握了较为全面的养老金数据信息，包括各类养老金的业绩数据、行业管理信息、年金投资的久期数据，以及各类养老金参保人口的年龄、积累期、领取期等数据。今后若要深入推动养老金市场的发展和研究，标准化的数据必不可少。需要行业内机构共同努力，协助监管建立起统一的行业标准，并在这一标准之下做好所有数据的汇总和分析，为养老保障制度建设、行业建设等提供强有力的标准化数据支撑。

（二）市场层面：强化优势补短板，打造保险业更加完善的综合服务链条

一是完善公司治理和良好激励机制。如何更好地健全有中国特色的现代公司治理机制是深化银行业和保险业改革的重点任务。保险业在公司治理推进过程中，对于股东、受益人、员工等各方关系的理解日渐加深，未来除继续加强“三会一层”建设外，需要进一步探索员工持股、专业化、扁平化的设计，建立更好的激励机制，在企业文化、公司经营和发展战略等方面形成更长的链条，实现养老金管理机构的良性发展。

二是打造市场平等竞争的完整产品体系。养老金产品需要关注不同收入、不同年龄、不同性别、不同风险偏好的长期储蓄行为特征，

设计出满足不同人群需求的产品。保险机构对于生命周期特点的把握要优于其他行业，能够在产品设计和市场调研的过程中发挥积极作用。

保险业可考虑养老金积累期和领取期的不同功能，在保险产品长期稳健特点之上，开发设计积累期产品（流动性要求低）与领取期产品（流动性要求高），充分参与和覆盖信托型养老金产品体系，帮助个人做好养老资产的总体配置目标。保险机构可进一步发挥服务优势，提供综合性的养老解决方案，为投资者提供养老规划、固定资产配置、养老健康服务等增值服务，这也是保险机构长期积累的优势所在。

此外，目前不同产品的切换往往涉及到公司之间，甚至行业之间的切换，难度非常大。未来保险业应在提供全方位、多层次的产品基础上，借助完整的产品链做好产品转移和衔接的条款设计，为投资者提供便捷的产品转换选择，更好地推动养老金产品快速覆盖需求人群。

三是在资金安全基础上提升获取风险溢价的能力。目前，保险资金以固定收益类资产为主要配置方向，保险机构在运用复杂金融工具获取风险溢价的能力方面有所欠缺，建议未来保险业可从自身资源禀赋出发，通过探索扩大股权投资比例、优化另类投资结构、适当加大跨境投资等方式，实现保险资产配置结构的全球化和多元化，提升整体的风险投资收益率。这一实践也将同步为养老金的多元化和全球化配置提供发展方向，更好地分散投资风险，并应对低利率市场环境和老龄化的长期压力。

四是以金融科技助力养老金管理市场发展。中国的养老金融科技尚处于起步阶段，但对于养老金机构本身而言，这是提升投资者用户

体验并推动养老金产品迅速普及的重要手段。同时，金融科技的发展，将会在信用管控、风险管控、交易撮合等方面发挥更加重要的作用，需要在这一技术领域投入更多资源。目前，大型保险机构都持续加大对金融科技的投入，提供智能投顾等服务，提升投资者的用户体验。保险业在年金系统建设、区块链设计等方面已发挥重要作用，为将来进一步延伸至整个养老金领域，打造了数字化基础。

五是持续做好养老金持有者投资教育。要真正做好养老金市场，必须培养起个人的养老投资意识，并且做好投资者教育，特别是在今后第三支柱赋予了个人充分的投资选择权的情况下，能够更好地实现个人养老金资产的合理配置。未来可充分发挥保险机构庞大的展业人员队伍优势，将养老金产品的风险收益形成标准化的宣传，主动承担起宣传的责任，向投资者普及相关的养老金融知识，使得投资者认同在养老金长期管理过程当中，只有接受短期波动，才能够更好取得风险收益补偿。

（三）协会层面：推动各方协同和共享，共同推进养老金市场健康持续发展

一是强化养老金管理专委会、医养健投资专委会、产品专委会、股权投资专委会等平台的作用，从业务板块协同发展出发，通过大力发展负债端与资产端、资产管理与产业投资、资产配置与产品创新等业务，共同推进养老金管理市场健康运行。

二是促进境内外、业内外的养老金管理领域的交流合作，与协会国际资产管理专家咨询委员会和中国养老金融 50 人论坛、中国财富

管理 50 人论坛等高端平台合作，加强相关业务培训和市场研讨，探索市场趋势，解决现实问题，提升行业能力。继续做好税延养老保险投资组合经理的注册工作，从行业自律角度，推动行业挖掘培养更多优质人才。

三是推动养老金管理产品创新，发挥保险资产配置的专业优势，利用创设债权计划、股权计划、资产支持计划等中长期产品，开发保险养老金管理产品，有针对性地服务养老金持有群体的投资需求和养老金资产保值增值的需要。

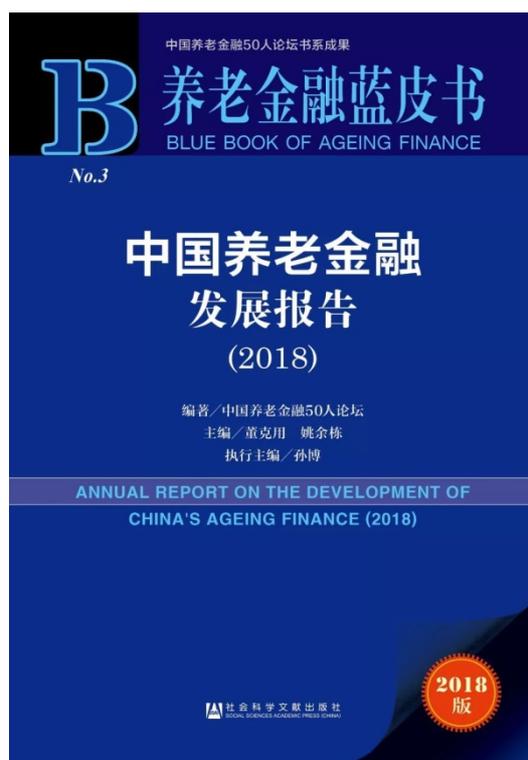
四是加强与财政部、人社部、民政部、全国社保等相关部门的沟通协调，争取更多理解和政策支持，拓展保险机构养老金管理市场空间，将更多保险资产管理产品纳入各类养老金投资配置范围。

五是深入研究国际养老金资产配置特点和趋势，推进以养老金投资为试点，尽快开放黄金、大宗商品等战略性资产的投资政策开放，为提升养老金配置效能创造有利的政策性条件。

养老金管理市场的发展，需要打破监管、行业、机构之间的藩篱，保险业要不遗余力地推动各个层面形成合力，共同推动养老金市场的融合与协同发展。在监管之间形成合力，将统一的监管导向和目标传递给养老金管理机构，避免浪费社会成本；在行业之间形成合力，在经过多年市场竞争之后逐渐趋向平稳，未来需要达成更多在养老金市场中分享提升，互促共赢的共识；在各方与行业协会之间形成合力，通过协会下设的养老金专委会等形式，汇聚行业力量，更好讨论和开展相关的课题研究，为监管部门提供决策思路和政策建议。

导读：养老金融观点集萃栏目是中国养老金融50人论坛成员或研究员就养老金融领域的相关问题发表的文章摘录，旨在分享观点、探究问题、启发思维、推动创新、促进交流。本期我们选编了由中国养老金融50人论坛编著的《中国养老金融发展报告2018》中，由凯文·米尔恩独著的《英国养老金资产管理经验借鉴与启示》，由费德贤独著的《香港养老金资产管理经验借鉴与启示》两篇文章。欢迎大家向本栏目投稿。

凯文·米尔恩：英国养老金资产管理经验借鉴与启示



《中国养老金融发展报告（2018）》

本文摘自《中国养老金融发展报告（2018）》第308-333页。

一、英国养老金制度概况

目前的英国养老金制度始建于 20 世纪 40 年代，经过历届政府的多轮改革后，形成了今天较为复杂的多支柱养老金体系。尤其过去几年，在经历了诸多重大结构性和监管体系改革后，英国养老金制度的各个方面几乎都受到了影响。值得指出的是，尽管许多改革本意是为了消除英国养老金制度的复杂性，从而提高参与率，并解决潜在的养老金缺口问题。但是，包括 2015 年实施的《养老金自由选择条例》在内的改革却给原有的制度带来了新的复杂性。大体来看，英国养老金制度分为三大支柱，即国家养老金、职业养老金、个人养老金。

（一）第一支柱：国家养老金

英国国家养老金为“现收现付”制，其资金来自雇员和雇主缴纳的国民保险税。在 2016 年改革之前，英国国家养老金包括两部分：

（1）国家基本养老金，领取资格以个人的国民保险税缴费年限为基础，如果缴费年限达到 30 年，则可领取全额养老金；（2）国家补充养老金，该项养老金给付水平与个人参加国民保险税缴费年限及其收入水平相关。2016 年，为简化养老金制度，英国政府对 2016 年 4 月之后退休人员推出了新的单一国家养老金。缴费比例主要分为两档，缴费基数也随着通胀与工资等水平变化而调整。譬如，2018/2019 税收年度，月收入在 702 至 3863 英镑之间，国民保险税率为 12%；3863 英镑之上部分，税率为 2%。此外，特殊人群，如已婚女性、自由职业者等执行较低的缴费比例。

由于这项新的国家养老金致力于实现整个社会财富的再分配，并

保障每个人的最低生活标准。因此，只要缴费年期数相同，无论个人缴费金额多少，都将领取同等水平的养老金。国民保险税缴费记录达到 35 年的个人将有资格领取每年（2018/19 年度）8,546 英镑的全额养老金，大致相当于 31% 的收入替代率（年均收入 26,728 英镑；2018 年 1 月数据）。但缴费年限低于 10 年的人则不能领取任何国家养老金。

国家养老金领取年龄是指可申领国家养老金的最低法定年龄，自 2018 年 11 月起，该年龄将统一为 65 岁（此前为男性 65 岁、女性 60 岁）。同时，为了提高国家养老金制度的财务可持续性，英国政府规定国家养老金领取年龄将于 2018 年 12 月至 2020 年 10 月期间逐步提高至 66 岁，2026 年至 2028 年再提高至 67 岁。此外，2017 年 3 月发表的一份第三方评估报告建议，考虑到预期寿命的稳步增长，英国国家养老金领取年龄应在 2037 年之前进一步提高至 68 岁。需要指出的是，参保人可以在达到法定领域年龄时，不领取国家养老金，继续工作。但是，一旦参保人决定退休并领取国家养老金，养老金额度将相应提高。

（二）第二支柱：职业养老金

在英国，职业养老金也被称为单位养老金（Workplace Pensions），指雇主为雇员提供，双方共同缴费，且缴费一般享有税收优惠的养老金制度。英国职业养老金建立的时间并不算太长。1993 年通过的《养老计划法案 1993》标志着英国正式在全国范围内建立职业养老金制度。此后，《养老金法案 1995》、《养老金法案 2008》进行了不同程度的修订与完善。根据《养老金法案 2008》，英国政府决定建立“全国

职业储蓄信托” (NEST, National Employment Savings Trust), 以方便自由职业者等人群加入。

在英国, 职业养老金是强制性的制度安排。但同时, 相关法律规定, 如果雇员的月工资低于 503 英镑, 雇员仍可以加入由雇主提供的养老金计划, 但是后者可以不进行匹配缴费。

1. 职业养老金类型

英国职业养老金计划主要分为收益确定型 (Defined benefit) 与缴费确定型 (Defined contribution) 两大类, 如图 1 所示。

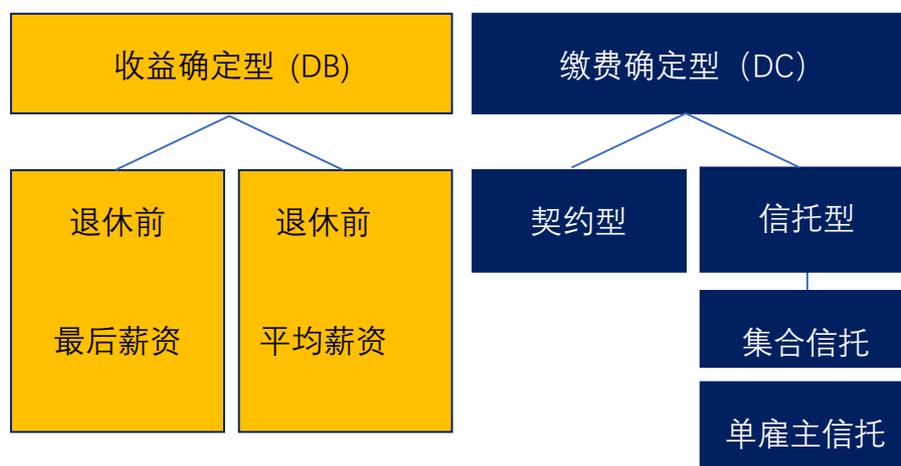


图 1 英国职业养老金分类

(1) 收益确定型 (DB)

与世界其他地方做法相同, 英国的 DB 计划为退休人员提供一笔确定的养老金, 通常是退休时一次性领取。养老金水平主要基于个人的历史收入和缴费年限, 而不直接依赖投资回报。但是在过去 20 年左右时间里, 鉴于寿命延长、投资回报率下降以及低利率环境等因素, 使得 DB 计划越来越缺乏吸引力。尽管雇主也试图通过调整收入计算等方式来降低成本, 但财务负担持续增加。

在此背景下，英国的 DB 计划正在逐渐减少。数据显示，DB 计划数量已经由 2006 年底的 7800 个（活跃成员 350 万）下降到 2017 年底的 5588 个（活跃成员仅 150 万）。此外，更多 DB 计划也正在停止新成员的加入或继续缴费。目前，只有 12% 的 DB 计划面向新成员开放，47% 允许现有成员继续缴费。

（2）缴费确定型（DC）

尽管自 20 世纪 80 年代英国已有 DC 计划，但其主要是作为 DB 计划的补充安排。然而，随着 DB 计划的逐步退出以及“自动加入”制度的施行，DC 计划逐渐从第二支柱的补充角色发展成为主要角色（见图表 1）。

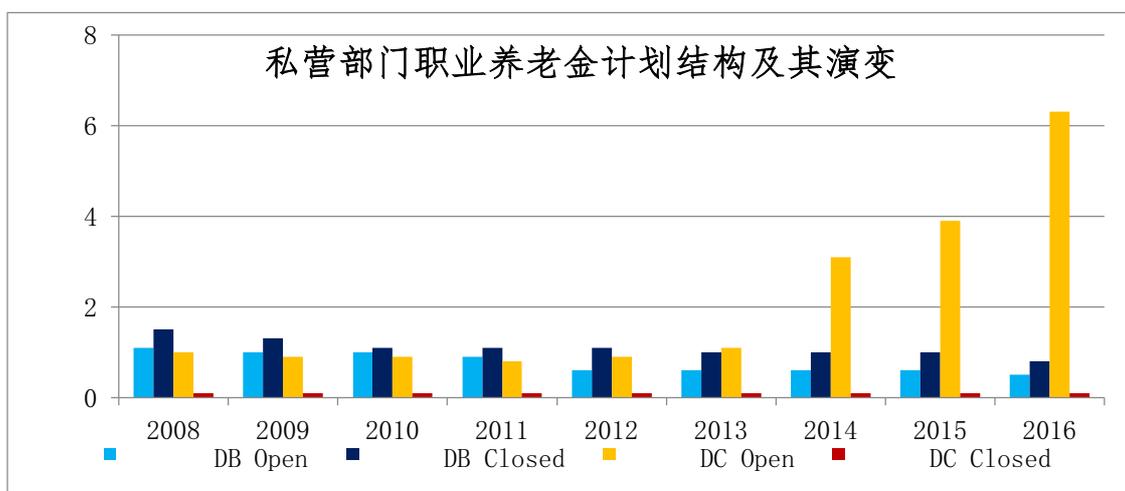


图 2 私营部门职业养老金计划结构及其演变（百万人）

数据来源：国家统计局，2016 职业养老金计划调查

英国的 DC 计划分为两大类，即信托型与契约型。虽然二者具有相同的目标与特征，但其法律监管框架及雇主参与水平/责任不相同。

表 1 英国 DC 计划及注册会员数量

	信托型	契约型
计划	31,940	2,190
开放计划	25,150	1,960
成员	11,364,000	N/A
活跃成员	6,778,000	5,188,000

数据来源：英国养老金监管局

2. 缴费率

正如之前所强调的，随着雇主由 DB 计划转向 DC 计划，英国职业养老金已经发生了重大改变。驱动此改变的因素之一是相对于 DC 计划而言，DB 计划的成本在上升。根据英国国家统计局（ONS）数据，DB 计划的平均缴费率已升至参缴成员年薪的 22.7%，其中 16.9%来自雇主缴费。而 DC 计划的总缴费率为 4.2%，其中雇主平均缴费率仅为参缴成员年薪的 3.2%。

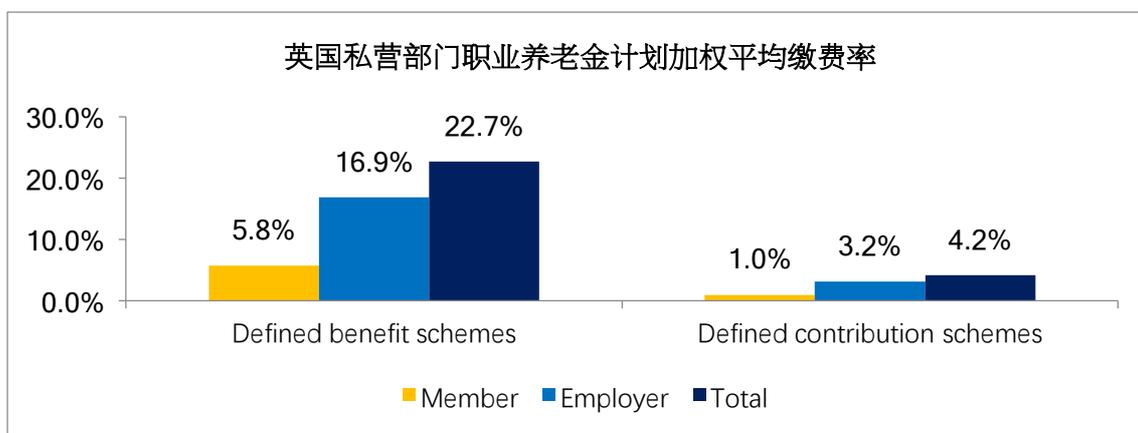


图 3 英国私营部门职业养老金计划加权平均缴费率

数据来源：国家统计局 2016 年养老金计划调查

但需要指出的是，改革初期将 DC 计划的最低缴费率设置为 2% 的较低水平，主要是为了避免对员工产生“工资冲击”，既担心如果设定的缴费率太高将会影响员工参与积极性。因此，随着时间的推移，最低缴费率将从 2018 年开始提高至 5%，然后在 2019 年提高至 8%。

此外，养老金计划、雇主、机构参与者和政府都在努力寻找鼓励个人更多缴费的方法。

总体来看，在公共部门职业养老金的参与率较高，2012 年为 88%，2016 年上升至 92%。相比，私营部门较低，2012 年参与率只有 42%，仅为公共部门的一半左右。但是，自从 2012 年开始施行“自动加入”制度后，参与率快速提升。截至 2016 年，私营部门的职业养老金参与率已经达 73%，如表 2 所示。

表 2 2012-2016 年职业养老金适格雇员参缴情况

	2012	2013	2014	2015	2016
公共部门（如地方政府， 国民医疗保健署）	88%	90%	91%	91%	92%
私营部门	42%	46%	63%	70%	73%
总计	55%	58%	70%	75%	78%

数据来源：DWP

（三）第三支柱：个人养老金

英国养老金制度的第三支柱由个人安排（即不通过雇主）的储蓄计划组成，通常是基于个人和养老金机构之间直接签订合约的 DC 计划。雇主仍然可以为个人养老金缴费，且缴费可税收抵扣。英国个人养老金包括以下几类：

（1）Stakeholder 养老金：限定投资选择且投资管理人收费上限为管理规模的 1%

（2）个人养老储蓄计划：与 Stakeholder 养老金类似，但不限制管理人收费费用，且投资选择范围更广泛。

（3）个人自助投资养老金（SIPPs）：在可投资资产类型方面提供了更大的灵活性。可以包含共同基金、复杂且/或未上市的投资、

个人资产以及房地产等。

2001 年 4 月之前，个人养老金仅适用于未参加职业养老金计划的个人。但是，自 2006 年 4 月起，个人养老金的准入条件得以拓宽，开始面向所有 75 岁以下的所有人群开放。个人养老金缴费可享受税收抵免，但是总额度将与职业养老金缴费一并计算。根据相关规定，2018/19 年度，如果参保人私人养老金账户（即包括职业养老金与个人养老金）的缴费超过当年收入与 4 万英镑的低值，将不能享受税优。此外，如果参保人的私人养老金账户总余额超过 1.03 百万英镑，也将不能再享受税优。

英国私人养老金的领取年龄相对较为灵活，主要由养老金提供商来规定，但一般不早于 55 岁。对于个人养老金账户资金，参保人可以最多一次性提取余额的 25%，且享受免税，剩余的 75% 部分需缴税。此外，对于剩余的养老账户余额，有三种领取方式，即现金、终身年金、分期支付。

（四）英国养老金资产

英国金融行为管理局 2018 报告显示，英国养老金资产约为 2.1 万亿英镑，这也是世界上最大的养老金市场之一。其中，第二支柱职业养老金计划的资产约占总资产的 81%，第三支柱个人养老金占 19%，如图 4 所示。

此外，尽管英国市场上 DB 计划的数量在下降，但其资产规模仍将接近 1.7 万亿英镑，在英国养老金总资产中占比最大。同时，DC 养老金资产中，契约型资产 1680 亿英镑、单雇主信托计划 1650 亿英镑

及集合信托计划 180 亿英镑。应当注意的是，尽管目前集合信托计划的资产总额相对较低，但随着集合信托成为“自动加入”中最常用的计划，未来更多的单雇主信托型计划将向集合信托型转变。

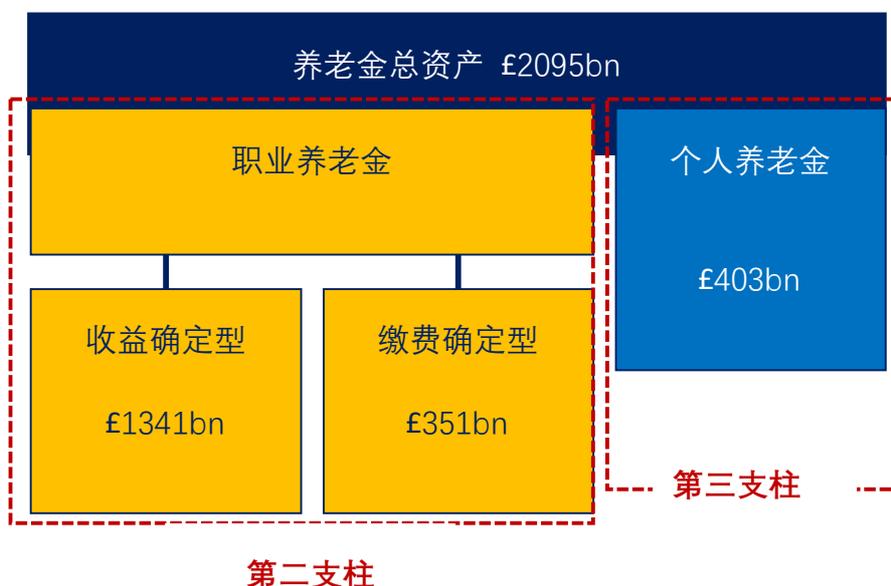


图 4 英国养老金资产概况

数据来源：英国金融行为管理局

二、英国养老金市场资产管理

（一）运营模式与行业介绍

英国养老金监管局数据显示，英国目前有职业养老金计划约 40,000 个，每一计划都有与其特定需求所匹配的运营模式和投资结构。概括而言，英国养老金行业主要由以下市场参与者组成：

表 3 英国养老金市场参与者及其角色情况

参与者	特征/角色	市场参与人数
顾问	<p>英国市场的中介参与度非常高，绝大多数计划和个人都愿意听取养老金方面的专业建议，专业顾问是英国资管产品的主要分销渠道。</p> <p>顾问可以帮助雇主、受托人和个人（就第三支柱个人养老金而言）做出一系列决策，包括方案设计、投资选择以及资管公司/供应商或管理人的选择。</p>	<p>市场上顾问数量非常多，但并没有一个统一的数据。据英国公平交易局（OFT）2013 年估计，英国养老金顾问达数百个。</p> <p>另外，机构型</p>

	<p>顾问分为多种不同类型，以满足不同计划及个人的需要：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 机构型顾问：此类顾问通常为 DB 型及大型 DC 计划提供较为复杂的专业高端咨询。通常由投资专家/精算师/雇员福利咨询公司（其中许多提供全球性服务）以及其他大型专业服务公司担任，也为客户提供其他服务（如会计或审计）。 ● 独立财务顾问（IFAs）：此类顾问通常是总部设在国内、为个人及中小企业 DC 计划提供财务咨询的公司。既有专为养老金计划服务的大型 IFA，也有仅将养老服务作为部分业务的小型 IFA。 ● 其他：即为个人及企业养老金计划（较少）提供咨询服务的金融机构（如银行）或专业人士（如律师、会计师）。 	<p>顾问相对较少，只有不到 30 个，但集中度高。据市场预测，2017 年规模最大的前三家咨询公司对 DB 咨询市场的占有率高达 80%。</p>
<p>养老金供应商</p>	<p>养老金供应商管理契约型、捆绑型信托和集合信托型 DC 计划。具体职责包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 账户管理：包括登记注册成员、记录参保人员投资决策、收取保费、管理账户等。 ● 设计投资组合，譬如为不做投资决定的参保成员设计提供默认方案。 ● 设计和提供一系列基金，以便计划自行设计默认方案或个人可根据自身特定需求量身定做投资方案。 ● 审查基金和投资组合的表现，确保其符合计划/个人的预期。 <p>养老金供应商往往是大型保险公司或多雇主的集合信托，但也可以是基金平台、资产管理公司或专门的个人自助投资养老金（SIPPS）。</p>	<p>英国为养老金计划及个人提供服务的大型传统养老公司不到 30 家。</p> <p>但是，向个人提供自助投资养老金的小型供应商约 50 个。</p> <p>根据英国养老金监管局数据，目前英国获批的集合信托计划有 23 个。</p>
<p>第三方管理人</p>	<p>尽管一些养老金计划（通常大型计划）会采取内部管理模式，但许多非捆绑模式的计划采取第三方外包管理模式。第三方管理人提供专业的独立管理服务，这一点与养老金供应商服务类似。但是，第三方管理人不</p>	<p>根据英国公平交易局（OFT）估计，2013 年为 DC 市场提供第三方管理服务的小型机构很</p>

	<p>提供投资或默认方案设计等任何其他捆绑服务，这意味着其主要服务于大型信托型 DC 计划和 DB 计划。另外，一些养老金供应商（例如集合信托）也会将管理外包给第三方。</p> <p>第三方管理人往往是大型的专业管理公司或全球性商业银行集团。同时，一些大型咨询机构也提供此服务。</p>	<p>多，但大型管理人仅有 10 个。</p>
<p>资产管理公司</p>	<p>一些大型养老计划拥有自己的投资团队，但绝大多数计划将资产管理外包给一个或多个专业管理人，或者使用养老金供应商提供的投资方案。</p> <p>资产管理公司直接向养老金计划提供各种专业投资服务，或向养老金供应商提供服务，再由供应商为 DC 计划和个人进行捆绑设计。许多供应商拥有内部资产管理公司，但也会通过基金平台向第三方资产管理公司管理开放。</p> <p>资产管理公司通过共同基金或隔离账户按照计划/供应商者拟定的托管协议中规定的特定要求进行管理服务——由于投资起点较高，隔离账户通常只适用于规模较大的计划。</p> <p>为英国养老金市场服务的资产管理公司规模差异很大，有提供多种资产类型和投资方式的大型跨国公司，也有专门从事特定资产类别的小而精的公司。</p>	<p>2016 年，英国有 138 家资产管理公司。但是，市场集中率较高，据估计，前 10 大管理人负责管理了英国客户 56% 的资产。</p>

根据计划类型、规模大小、雇主/受托人的知识与专业度等，以上的市场参与者可以有多种组合或合作方式。但一般而言，主要体现为以下两种运营模式：

- **非捆绑式模式：**即养老金计划选择多个供应商以提供特定的资产管理服务。在该模式中，计划通常指定一名管理人，同时根据所选投资方案指定数家资产管理人（例如，单一管理人管理的“多资产基金”以负责全部投资组合及资产配置，或不同管理人分别管理单个类型的基金）。

- 捆绑式模式：即计划选择单一供应商提供管理、投资和治理服务。养老计划对捆绑式模式的控制力较弱，但由于与供应商关系单一，流程相对简化，因此更容易管理。

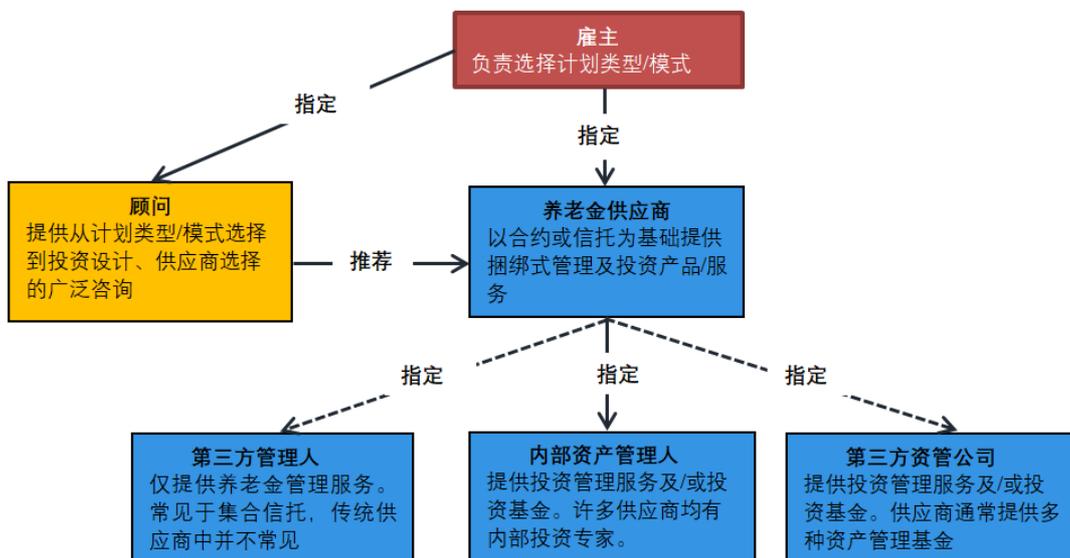


图 5 契约型 DC 计划示意图

契约型 DC 计划与第三支柱个人养老金普遍通常采取捆绑式模式，即由养老金供应商提供所有的管理和投资服务（尽管在某些情况下，供应商可将某部分业务外包给专业机构）。

资产管理服务是以养老金供应商创建的每日定价的养老基金形式进行，并可为投资者提供一系列涵盖单一资产类别或多资产类别组合的投资策略。尽管供应商负责创建、定价和管理基金，但其所持有资产通常由专业资产管理人通过供应商授权的直接证券投资组合或由多家第三方资产管理人管理的共同基金而代为管理。

DC 养老金计划成员及个人养老金中的个人可以在提供商提供的范围内选择基金，以建立属于自己的投资组合。然而，大多数成员/个人并非投资专家，也不具备建立和持续管理投资组合的知识、时间或意

愿。因此，供应商也提供“打包”的投资方案组合，使成员不必做出复杂的投资决策。通常投资方案组合的设计是为满足特定的目标（例如为退休而储蓄），可以在供应商提供的基金范围内进行组合。由于这些投资方案组合均受到专业管理及政府监管，成员/个人可以较为放心的进行选择，使其更适合自己的实际情况。

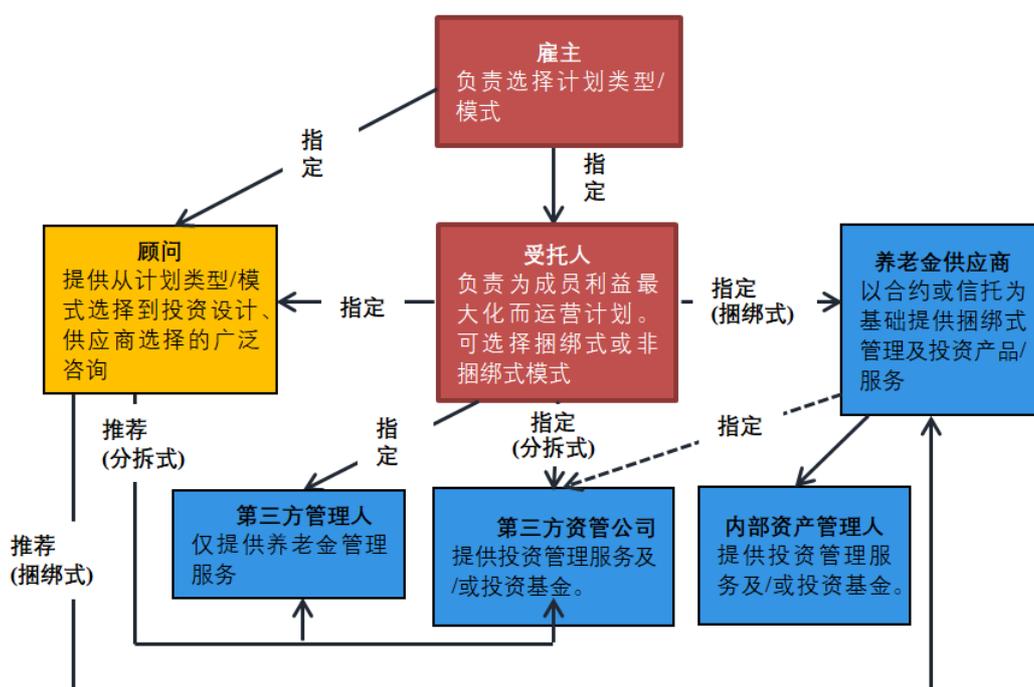


图6 信托型DC计划示意图

信托型DC计划受托人通常选择捆绑式或非捆绑式两种模式。

非捆绑式对于受托人来讲具有更多的控制力，但因为同时有多个服务供应商，导致管理复杂性较高。由于大型计划具备更多资源与专业人士，因此非捆绑式更受青睐，而不具备前述资源和专业知识的中小计划则更倾向捆绑式。

选择捆绑式的信托型计划在资产管理安排上与上文所述的契约型计划类似。唯一的关键区别在于不同的提供商所提供的基金范围显

著不同。例如，保险公司通常会提供投资组合以及大量基金以供选择，而一些集合信托提供的投资组合则可能更加集中，额外的基金选择很少。

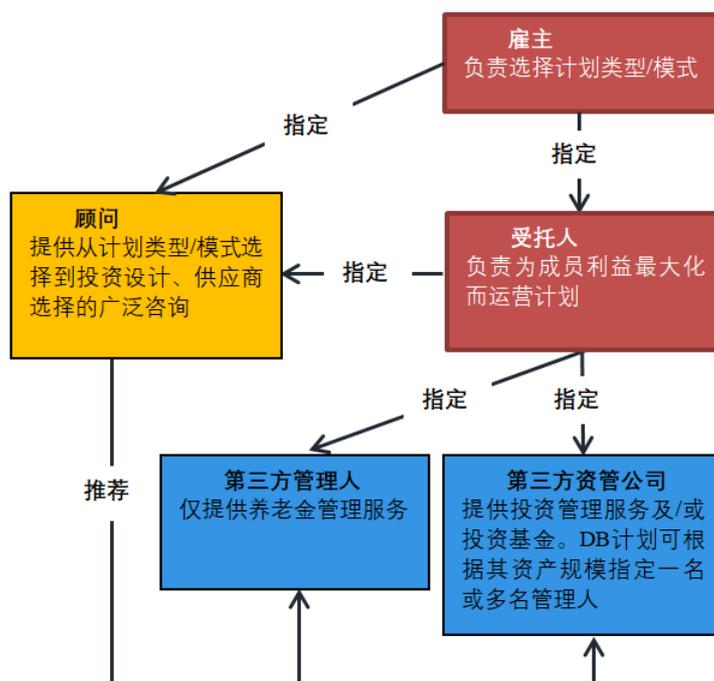


图 7 DB 型计划示意图

DB 养老金计划须满足对计划参缴人员的收益“承诺”，因此，DB 计划更需要建立可根据其具体要求定制资产管理安排的非捆绑式。大多数大型 DB 计划的资产管理服务设有独立帐户，但也经常使用组合投资工具以获取更多的特定资产类别。通常计划指定管理人管理特定资产类别和策略，但近年来多资产配置逐渐增加。

规模较小的 DB 计划更多利用组合基金或多资产投资以确保其投资组合多元化，并降低复杂性和潜在成本。几乎所有 DB 计划都会聘请顾问来协助选择资产管理人，评估计划的负债状况和充足率等精算服务，以提出适合该计划的资产配置方案。

（二）投资流程与业绩基准管理

英国养老金计划数量众多，投资流程也不尽相同。但是，大体上可以按照计划模式，即 DC 和 DB 来划分。

1. DC 计划

如前所述，DC 养老金计划普遍提供“默认”投资选项。英国相关监管制度要求，默认方案应满足大多数计划成员的需求，并须考虑成员的风险偏好及退休时的养老金提取方式等。尽管在默认选项之外，DC 计划也提供一系列备选方案，但由于大多数计划成员不太有信心自己做出投资选择，默认方案往往持有养老金资产的绝大比例。

默认方案可采取多种形式，但目前为止最常见的是“打包”的投资方案组合（即“生命周期策略”，或较为少见的“目标日期基金”）；其主要特征是随着时间推移、根据参缴成员的年龄和距离目标退休日期而改变资产配置和风险水平。譬如，当参缴成员处于积累资产阶段，应将更多资金投资于偏增长型的投资组合；随着退休日期临近，应开始逐步降低风险，直至成员的投资组合与其退休需求/计划相匹配，如图 8 所示。

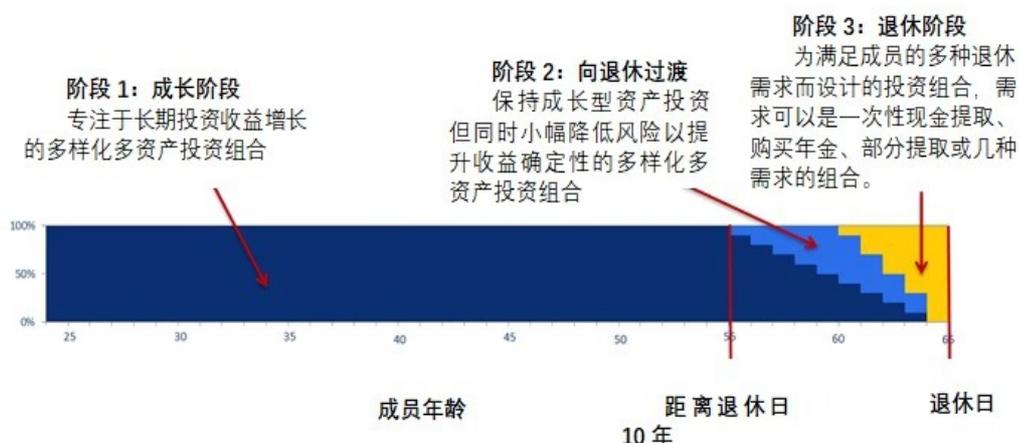


图 8 退休日期与资产配置组合安排示意图

一般来讲，契约型计划的养老金供应商以及信托型计划的受托人（与投资顾问一起）负责对生命周期型投资方案进行设计，然后任命一名资产管理人对生命周期投资方案的各组成部分进行管理——须注意的是，除非是目标日期基金，一般由供应商或第三方管理人进行大类资产配置及其切换，而不是资产管理人。

通常投资方案是由不同风险水平的多资产组合构成。过去，此方案体现为由股票和债券构成的“平衡”组合，其目标是获得比同类养老金计划投资组合更好的业绩。这意味着资产配置决策与平均资产配置相关，通过比较一个计划的投资组合与平均值的差异对风险进行考量，并根据同类投资组合的平均回报情况对资产管理人的业绩进行考核。尽管多年来这种策略一直都较为成功，但不可避免导致投资组合的“羊群效应”（即聚焦于投资表现优于其他养老金计划，因此，为了减少低于同业的風險，所有计划均倾向于同时做同样的事情，而不是更专注于满足成员的真实需求）。

本世纪初，特别是互联网泡沫造成养老金市场的巨大损失后，英国政府委托前 Paul Myners 对机构投资市场进行了评估（即 Institutional Investment in the UK: A Review; 简称 Myners 报告）。Myners 报告建议养老金计划由同业业绩作为基准转变为指数基准。这也促使资产管理人改变了战略资产配置的流程，以通过多资产组合，期望在既定风险水平下实现收益最大化。同时，资产管理人在引入新的资产种类方面也拥有更大自由度，以帮助实现多元化收益，以及提高投资组合的风险效率。鉴于此，越来越多的养老金计划开始采取不

同的投资方式以满足成员需求，投资组合也变得越来越多样化。

以上投资理念是许多英国养老金计划的标准方案。但是，最近我们注意到，养老金计划开始从综合基准（即反映战略资产配置中资产类别的混合指数）进一步发展到结果导向或目标导向——例如在市场周期中跑赢通货膨胀的回报目标。

就资产管理人采取的资产管理方案而言，大多数 DC 养老金资产采用主动型投资策略（即管理人通过股票选择或通过策略性资产配置来寻求高于市场的平均回报）。但近年来，在某些资产类别中，开始对低成本的被动投资策略（即跟踪市场加权指数）越来越感兴趣。数据显示，目前英国养老金总资产中大约三分之一是以这种方式管理的。

2. DB 计划

过去，大多数 DB 计划采取了与上文所述 DC 计划类似的同类业绩比较方式。这一策略在 20 世纪 80、90 年代股市牛市阶段是有效的，但更多研究表明，不同的 DB 养老金计划千差万别，同类业绩比较基准并不合适。

1995 年实施的《养老金法案》强调了资产负债匹配的必要性，并导致由同类业绩基准向计划定制的资产配置转变，而后者每一资产类别均以市场指数为基准，且更加注重负债端与资产端的匹配。在此背景下，负债驱动型投资策略开始兴起。

在采用这种策略时，养老金计划必须提升其所持有资产和治理结构水平。传统债券并不能很好地匹配养老金计划的长期负债（通常与通货膨胀挂钩），因此，为了满足既定目标，计划不得不允许资产管

理人使用一系列复杂的投资工具（包括金融衍生品）以作为传统资产的补充。最初，这些复杂的投资策略只用于投资银行的大型计划，但是，随着过去几十年间市场的发展，这些策略已经越来越多地由资产管理人向更多计划提供——包括通过集合方式投资的中小型计划。

（三）资产结构

1. 第二支柱 DC 计划与第三支柱个人养老金计划

不同供应商及计划的资产配置不尽相同。为了反映英国养老金市场的整体情况，我们整理了英国排名前十大供应商默认的生命周期策略，及其所采取的（成长阶段）资产配置数据。

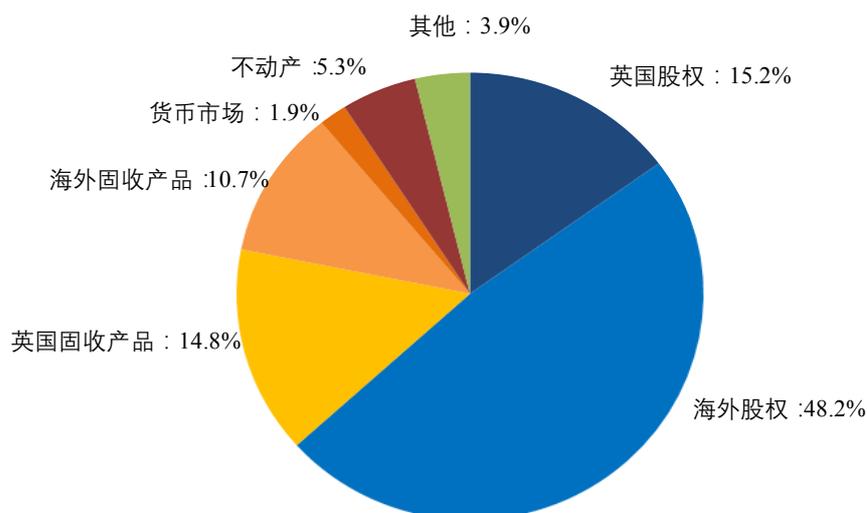


图9 英国前10大供应商DC计划默认生命周期策略的资产配置(2018年1季度)
数据来源：标准人寿

样本组内的配置情况显现较高的差异性。例如，对股权的投资占比普遍最高，平均值为63%，但从45%到85%不等。另类资产（如绝对收益策略或大宗商品）的配置比例最低为0%，最高13%，差异非常明显。

我们注意到过去5年，英国DC计划养老金市场发生新变化。英

国许多倾向于建立内部“默认”投资组合的大型 DC 计划，在不断优化其资产配置，以提高组合多样化。

- 股权敞口有所减少，且对境内股权的偏好逐渐减少，对海外股权的配置比例在加大。

- 固定收益敞口有所增加，尽管这里指的固定收益可能与 DB 计划所指有所不同，例如，DC 计划中可能更多地利用高收益及新兴市场债券以提高投资组合的多样化。

- 引入或增加更多的资产类别，包括房地产及其他另类资产。

在某种程度上，包括增加另类资产敞口在内的以上变化可能是源于英国 DC 计划更多地使用“多样化增长基金（DGFs）”。目前英国市场上有 40 多个 DGFs，吸引了大量资金。该基金本质上各不相同，但大多数是分散化的多资产基金，其目标以结果为导向，而不寻求超越传统的以指数为导向的基准业绩。例如，DGF 会追求超过现金或通胀的特定长期回报水平。除了通过资产类别选择提升分散程度以外，一些 DGFs 会通过利用更复杂的投资技术（通常使用衍生策略）以进一步提高投资组合的风险效率，并实现其相对于传统多资产方案波动性更小的目标。

2. DB 计划

大多数 DB 计划现在已经不再接纳新成员，并且投资策略的重点开始从长期增长转向降低风险，以及资产负债匹配转变，这导致了与十年前相比，目前 DB 计划持有的债券类资产比例增大，而股权类资产减少。债券的平均配置比例由 2008 年的 26.5% 增加到 2017 年的 41%，

而同期股权配置从 50.2% 下降到 34.5%，如表 4 所示。同时，DB 计划资产配置也受计划规模、财务状况及成熟度影响。规模最大、财务状况最好且最成熟的计划往往将其资产的更大比例投资于债券。相比，有资金缺口或负债程度高的计划可能更多持有成长型资产，以更好满足其回报需求。

表 4 2008-2017 年英国 DB 型养老金计划资产配置及其他类投资明细

年份	资产配置			“其他”类的投资明细				
	股权	债券	其他	房地产	现金	保单	对冲基金	其他*
2008	50.20%	26.50%	23.30%	2.90%	4.40%	13.00%	n/a	2.90%
2009	46.60%	29.20%	24.20%	2.80%	5.60%	12.40%	0.70%	2.60%
2010	43.10%	32.60%	24.30%	2.60%	5.70%	12.30%	0.90%	2.80%
2011	43.70%	32.60%	23.70%	2.70%	4.90%	11.80%	1.00%	3.30%
2012	43.70%	36.10%	20.20%	3.50%	5.50%	4.40%	3.70%	3.20%
2013	40.60%	39.10%	20.30%	3.60%	6.20%	2.00%	5.00%	3.50%
2014	39.40%	39.00%	21.60%	3.50%	6.40%	1.80%	6.20%	3.90%
2015	38.80%	39.40%	21.80%	3.60%	5.70%	1.70%	7.30%	3.70%
2016	36.80%	41.10%	22.10%	3.70%	5.40%	1.20%	7.90%	3.90%
2017	34.50%	41.40%	24.10%	3.70%	3.60%	0.70%	7.90%	8.10%

数据来源：2017 紫皮书，养老金保护基金。表格与计划报告的资产分配权重简单平均值相关联。

在债券类配置中，企业债券比例由 2008 年的 33% 增到 2017 年的 46.8%，国债比例上升到 25.9%，尽管仍低于 2008 年 47.2% 的平均水平。其余债券类资产为指数型债券，这也是一些负债驱动投资策略的重要组成部分)，其占比为 27.3%。一般来讲，中小型计划持有的国债与企业债比例高于指数型债券。

在股权类配置中，英国本土股票投资的比例从 2008 年的 60.4% 下降到 36.3%，而海外股票比例从 2008 年的 39.6% 上升到 2017 年的 61%。小型计划比大型计划更倾向于持有英国股票。例如，资产规模低于 500 万英镑计划的股票配置比例中英国股票占比为 50.5%，而资

产超过 10 亿英镑的计划其比例仅为 16.6%。未上市/私募股权的比例也在持续增加，现在达到 2.7%，而 2008 年为 0%。

在过去十年中，尽管投资类别已经发生了重大变化，但债券和股票以外的投资工具的比例仍保持相对不变。例如，对冲基金的持有比例从 2008 年的 0% 上升到 2017 的 7.9%。

（四）养老金投资与运营监管

英国有三个养老金监管机构，分别是养老金监管局（TPR）、金融行为管理局（FCA）和审慎监管局（PRA），每一个监管机构侧重不同的领域，如图 10 所示。

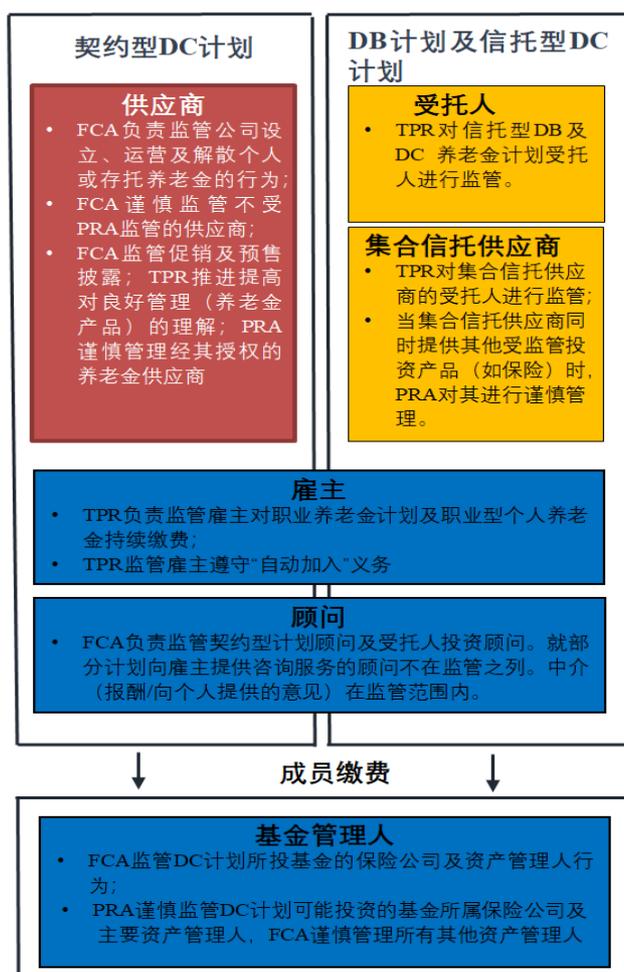


图 10 英国不同类型养老金计划投资与运营监管流程中的监管职能
数据来源：FCA，2014 年缴费确定型养老金计划监管工作指引

1. 养老金监管局（TPR）

TPR 是职业养老金的法定监管机构。TPR 致力于保护职业养老金计划参缴成员的利益，降低养老金计划失败的风险，促进职业养老金计划的良好管理，并确保雇主遵照《2008 养老金法案》履行其职责。

- 监管 DB 和信托型 DC 养老金计划，包括其筹资、治理及运营
- 监管职业类个人养老金计划
- 为下列人员提供有关职业养老金计划的信息、培训及援助：
 - ◆ 参与计划治理和管理的人士
 - ◆ 为受托人提供咨询意见及管理养老金计划运作的人士
 - ◆ 雇主及为雇主提供咨询意见的人士

● 监管 Stakeholder 养老金计划注册登记，及其是否符合 Stakeholder 养老金计划的条件

● 监管职业养老金的受托人、管理人、雇主及其它各方主体的责任

2. 金融行为管理局（FCA）

FCA 负责规范金融市场、批发零售行为的标准并监管相关金融基础设施。FCA 一个重要的战略目标是确保金融市场平稳运作。该目标分为以下三个具体运营目标：保护消费者利益；保护和加强英国金融体系的稳健性；促进金融市场有效竞争。就养老金计划而言，FCA：

- 规范契约型 DC 养老金计划的建立、运营和清算
- 监管提供、营销、咨询或销售契约型 DC 养老金的公司

- 监管向信托型职业养老金计划提供投资及投资服务的公司，从而间接监管信托型职业养老金计划
- 监管不受 PRA 监管的个人养老金公司的审慎风险
- 在若干重要领域，对金融申诉服务机构（FOS）负责，该机构负责处理有关契约型 DC 养老金的投诉——FOS 与养老金申诉专员共同分担该投诉处理的角色
- 负责金融服务补偿计划，包括但不限于经 FCA 授权提供契约型 DC 养老金或为其提供顾问服务的公司负债。

3. 审慎监管局（PRA）

PRA 是英格兰银行的一部分，负责对超过 1700 家金融公司（包括银行、购房互助协会、信用合作社、主要投资公司和保险公司）进行审慎监管，并确保金融市场稳定。PRA 的主要法定目标在于促进和确保其所监管的公司安全健康，避免公司经营不善可能导致的潜在损害，以及保护保险公司的保单持有人利益。

三、英国养老金资产管理趋势

英国正在进入一个新的退休储蓄时代，新的现象与趋势正在出现。包括但不限于 DB 的逐渐消失、“自动加入”制度的施行，以及养老金自由与选择制度的引入等。

（一）新的默认组合设计

在新的环境下，英国养老金计划出现以下特征：成员的个人需要变得更为重要且多样化；DC 作为退休收入来源的依赖性在增加，缴费水平也在提高，且成员更多参与。基于此，我们需要回答以下问题：

未来成员将需要/想要什么，默认组合应该是什么样子，以及在更广泛的投资选择中其默认组合的作用到底是否应当发生变化？这些问题与挑战将使得我们不得不更关注成员退休后的收入，而这由取决于两个因素，即缴费阶段的投资回报，以及成员的缴费水平（后者也许更重要）。

过去，许多成员不愿意在法定额度之外再缴费，造成这种现象的原因有很多，包括更看重当前消费、对自身养老金需求缺乏知识或了解以及缺乏对养老金的信任。因此，为了帮助成员提高退休收入，养老金计划与供应商一直在努力提升成员的参与度，并鼓励成员更多缴费与储蓄。但关键是，只有成员所持有的投资方案能够达到预期回报才能帮助他们建立起对计划的信任和信心。

英国工作和养老金部（DWP）研究发现，68%的参与者认为即使可能回报更高，养老金投资最好不要冒险，这也与标准人寿的经验相符。在完成风险偏好评估的客户中，超过四分之三的人选择中等或低风险，这也超出了养老金监管机构对默认组合设计需考虑成员风险偏好的要求。这也告诉我们，不符合预期的投资方案或不好的体验可能意味着成员信任和信心的丧失。

但是，如果成员只能承担较低投资风险，恐怕只有通过高缴费才能实现轻松退休。在施行“自动加入”计划后最低缴费水平有所增加，但2019年将达到的缴费水平也仅约理论研究所建议的缴费水平（15%到16%）的一半。尽管可以劝说成员在最低额度基础上储蓄更多，但成员一生中很可能有其他的财务压力，这意味着他们不太可能在未来

储蓄和当前支出需求中优先考虑前者。因此，投资方案所提供的潜在回报水平将对退休收入起到非常重要的作用。我们认为，良好的投资方案是一种折衷，一方面它要在成员可以接受的风险范围内寻求收益最大化，另一方面它要降低成员的养老金缺口问题。

- 额外成长阶段或长期下滑曲线

一般来讲，英国养老计划根据成员不同阶段的需求将储蓄或生命周期分解成不同阶段，以更好满足成员需求。

- ◆ 基础阶段：为了帮助成员在早期建立信任，一些计划/供应商引入低风险的“基础”阶段，以使成员的养老资产在此阶段不会经历明显波动。支持者指出，由于初期的成员拥有很少投资经验，该阶段失去信任/信心的风险是最高的。因此，如果糟糕的初始体验导致成员失去信心并停止继续缴费，这将会对以后的资金积累造成很大困难。

- ◆ 早期成长阶段：该阶段成员距离退休日期尚久，所以其风险承受能力很高。因此，理论上，投资组合可以是激进的，以期实现高回报。一些计划确实在该阶段提高风险偏好，譬如 100%投资于被动型股权。但同时，FCA 也指出，一些养老金计划的默认投资组合过于激进，远远高于成员可能承受的风险偏好。

- ◆ 晚期成长阶段：当成员接近退休年龄时，其需求开始改变。许多成员在退休前从养老金储蓄中取款，因此他们承受风险能力很低。因此，一些默认组合开始向更分散的混合资产组合转变。其中，通过适当的投资策略进行波动性管理。此外，通常此阶段的过渡是渐进的，可以在 45 岁左右或是计划退休日期之前 20 年左右。

◆ 退休阶段：随着成员临近退休，情况可能会变得更加多元。这一阶段的累积资产将处于最高水平，因此收益变动将对最终结果产生最大影响。对于打算购买年金或者一次性提取的人来说，随着投资期限的减少，承受损失的能力也会降低。反之，打算分期提取（即将其储蓄作为长期收入或不定期提取）的成员仍被视为长期投资者，其承受风险能力仍较高。

（二）投资选择

如上所述，从 DB 到 DC 的转变以及自由选择权的引入改变了英国养老金储蓄的性质。现在，更加需要关注的是个人成员本身及其需求。因此，一些计划和供应商（如标准人寿）为个人提供更多的投资选择，以便帮助成员定制其储蓄计划、满足其个人需求。主要方案曾经有以下两种：

- “打包”的默认方案，提供“放手”体验；资产配置、风险和基金等选择均由投资组合管理人/供应商负责
- 一系列涵盖不同资产类别的投资基金

然而，对于成员来讲，提供最多的投资选项并不一定是好事，因为我们所观察到，面对众多的选择，计划成员往往是不选择。现在养老金计划投资选择所应努力满足的需求不应是为成员提供构建自己的投资组合，而是帮助他们找到与其退休计划相匹配的投资方案。

因此，应该以一种计划成员有能力参与并能够理解的方式为那些希望定制方案的成员提供帮助、引导和鼓励。这就是为什么许多计划及供应商实施了“投资选择架构”。我们自己的经验表明，成员通常

会根据自身情况作出以下选择。

- 替我做：此群组成员最不愿意或擅长参与投资决策，他们通常会主动避免参与投资选择。因此，该群组倾向于选择默认方案。

- 帮我做：该群组成员愿意更多参与，譬如对风险程度或退休金提取方式的选择，以符合其个人需要，但他们不会参与到基金选择或投资组合管理。他们只想知道投资是按照他们的需求来管理的。

- 让我做：该群组成员参与度非常高，他们明确知道想从投资中得到什么，并愿意做出投资决策，但他们也需要一系列投资选项并从中定制投资组合。

（三）更加分散的投资

之前我们提到，对成本的关注推动了英国养老金计划被动投资的流行。但市场普遍认为在承认成本重要的同时，为成员进行最佳投资选择也是完全合理与必要的。过分强调成本可能导致所做出的决策不能最大限度保护计划成员的长远利益。

在过去几年中，股票和债券价值大幅上升。因此，由股票和债券等传统资产类别构成的默认投资组合方案带来了可观的回报。尽管没有人能够预测未来，但市场普遍认为，目前全球股市已接近历史最高水平，债券收益率也接近历史低点，这些资产的预期增长将低于历史水平。因此，为提高连贯性、减少特定资产类别风险敞口，并提供长期所需的回报，一些计划开始拓宽其资产配置，以确保组合风险的适当分散性。

因此，在低收益环境下，养老计划对于可能增强多元化和回报的

投资策略有更大的兴趣。过去五年中，另类资产配置主要包括绝对收益与大宗商品等流动性较好的资产，但近期养老计划开始对流动性较弱资产关注并配置。这些资产可以为长期机构投资者提供非流动溢价，以实现更高回报。

譬如，过去未构成养老金计划资产配置的资产类别，如基础设施、私募股权和私人债务等正在受到更多关注。特别是基础设施，英国政府一直在关注如何通过养老基础设施平台等来鼓励养老金计划参与基础设施建设。但截至到目前，只有少数英国 DB 养老基金直接投资于基础设施项目。此外，DC 计划面临的挑战更大，因为 DC 计划需要为成员提供更多的流动性，这意味着 DC 计划对非流动性资产类别的配置在一定程度上会受到限制。

另外，我们看到一些资产管理人（如安本标准投资）开始在私募市场领域进行业务创新。譬如，通过单一金融工具为养老金计划投资者提供多个私募市场资产类别的集合安排。这些金融工具将允许计划（特别是小型 DB 和 DC 计划）通过投资非传统资产类别敞口来实现资产配置分散化，并帮助计划保持合理回报水平。

（四）基于环境、社会和公司治理（ESG）价值及影响力的投资理念

环境、社会和公司治理因素对投资的影响正成为英国养老金市场日益关注的问题，主要原因如下：

- 潜在的监管变化。例如，新的欧洲监管要求，2019年1月之前需在计划中说明与 ESG 因素相关风险的管理措施。

- 一些计划/受托人/供应商/资产管理人担心某些 ESG 因素给计划带来长期可持续性风险，譬如 ESG 较差的公司未来回报可能减少，从而导致计划财务状况的恶化。

- 计划成员（特别是年轻成员）对于环境和社会问题的重视程度越来越高，这导致对责任投资方案的更大需求。

- 受托人/供应商认识到基于 ESG、价值及影响力的投资策略可能会使成员更多参与到养老金储蓄中，且该方式比传统的投资策略更加有效。

- 慈善机构和同行机构的努力提升了“责任投资”的形象，并且越来越影响了政府、计划、资产管理人和供应商。

目前，ESG 并没有标准定义，英国养老金计划于 ESG 也有不同的解释，且其引入 ESG 的方案也各有不同。另外，目前英国政府正在考虑如何将“影响投资”更广泛地纳入养老金计划投资战略中。此投资策略不仅寻求长期财务回报，也追求社会或环境目标。事实上，已经有一些计划在其投资组合中采用影响投资策略，例如国家职业储蓄信托（NEST）就通过影响投资策略配置了 10% 的股权资产。

（五）因子投资

正如此前所强调的，投资者越来越关注投资成本，因此人们会问有没有一种投资策略，它不仅成本低，且能够同时兼顾主动投资与被动投资策略。“聪明贝塔”就是其中的一个代表。作为一种介于主动与被动之间的投资策略，它类似于传统的被动投资，但同时追求跑赢市场大盘，并期望更高回报。

“聪明贝塔”是一个涵盖多种不同策略的宽泛术语，有些管理人使用“因子”基金，其他人则使用诸如“智能贝塔”、“战略贝塔”、“替代贝塔”或“更优贝塔”等术语。但无论使用哪种术语，通常他们都试图通过使用市场加权指数成分的替代方法以追求更优化的风险与回报平衡，这种替代方法是基于特定特征或“因子”，且管理人相信长期看，这种方法的业绩表现会更好。

尽管聪明贝塔策略通常试图系统性地利用一个或数个管理人认为随着时间推移可以跑赢基准和/或降低风险的因子，但不同的管理者在投资组合的建立和优化中会应用不同的因子并采取不同的方案。例如，一个“简单”的单因子聪明贝塔投资组合可能只简单地跟踪其选择的替代加权指数，而多重因子策略不仅跟踪指数，管理人还随着时间推移“主动”调整指数/投资组合中的特定因子，以增加未来的收益和/或降低风险。

聪明贝塔策略在英国仍处于起步阶段，该策略也并非没有风险。另外，也尚不清楚聪明贝塔因子策略能否很好的应用到固定收益投资组合中。但数据显示英国机构顾问及养老金计划客户对此策略越来越感兴趣。根据晨星报数据，截至2017年12月，全球范围内采取聪明贝塔策略的管理资产规模达1万亿美元，其中英国资产约占10%。

四、对中国养老金改革的借鉴价值

中国和英国养老金制度在支柱设计、发展阶段、监管制度和人口结构等各方面均有很大不同。但是，两种制度在满足国民退休需求方面的最终目标是一致的，此外两者也面临着许多相同的挑战。因此，

中国养老金制度仍可以从英国制度的变迁中吸取经验教训，借鉴英国改革的基本思路与理念。

（一）以结果为导向，根据不同人群需求制定投资策略

在与养老金计划相关的资产管理策略的发展过程中，往往有不同的参与者，这些参与者经常有不同甚至矛盾的观点。但是，计划成员是承担风险与回报并最终受到影响的人群，因此将资产管理的决策重点放在如何为他们服务，这可能是英国在此方面迈出的最大一步。例如，对于 DB 计划，投资策略开始向负债端转变，旨在确保其资产负债匹配，并能有效的将无法支付足额养老金，或雇主不得不额外缴费的风险降到最低。就 DC 计划而言，决策重点在于默认投资方案的设计，需要满足成员在其生命周期不同阶段的不同需求。对于中国而言，这意味着需要考虑养老金制度的各个支柱需要满足哪类人群的需求，并在此基础上制定策略。例如，如果第二支柱是一种 DC 型的安排，由个人承担投资风险并依赖投资回报来增加个人储蓄、以便在退休时能获得合理的收入水平，那么该投资策略应更多集中于个人的需求。

（二）适当放宽投资范围和比例限制，承受短期波动风险

提到风险，人们会自然联想到与投资策略相关的收益波动性。尽管波动性风险很重要，但它只是一个方面，并不是风险的全部。特别是当以结果为导向时，策略不能实现所期望结果的风险也同样重要。例如，如果需要相对较高的增长水平，以便为 DC 计划成员保持足够大的养老储蓄资产池，那么投资策略的制定需随着成员生命周期的变化而变化。这表明如果能够最大可能地实现长期目标，短期内适度的

波动应是可接受的。随着成员生命周期的变化（即当成员距离退休日期越来越近，短期波动可能变得更加重要，因此可在一定程度上降低风险），波动幅度应随之变化。尽管近期中国在放松养老保险基金的投资监管，但是投资范围仍相对保守。因此，有必要进一步放宽投资比例限制，以便资产管理人能使用更多的金融工具，帮助实现计划成员的利益最大化。

（三）拓宽养老金投资资产类别，强化分散化投资

如前所述，现在英国养老金制度所采用的投资策略包含了更广泛的资产类别，且降低了国内偏好。此外，更加复杂的、专为提高收益而设计的投资策略被更多地采用。通过分散的投资组合，英国养老金计划正在做两件事：一是提高投资组合回报的一致性（分散投资的增强意味着维持回报水平且波动更小），二是缩窄可能出现的结果的范围，从而提高实现期望结果的可能性。毫无疑问，分散投资在投资组合中的重要性已经得到充分认识，对此我们没有更多的具体建议，但值得考虑的方向是引入新的资产类别，特别是海外资产，以及先进的投资策略，以帮助中国投资者带来更多分散化投资的好处。

（四）提供多元化投资选择方案，给予个人适度选择权

正如上文所强调的，对于任何国家中的大众群体而言，其投资的知识、经验和理解水都相对较低。因此，提供一种允许个人参与养老金投资并以适合的“安全”方式做出决定的架构选择是有意义的。在英国，可选择架构的形式各不相同，从传统的单一默认投资组合加上一系列基金，到根据个人行为特征（替我做、帮我做、让我做）

定制的不同层次选择。我们认为，制度安排一定要有默认投资方案（以保护不能选择的人），且该方案应为大众成员的需要而设计（根据所需回报及可承受风险水平）。但同时需注意，选择的范围不应太广，否则将产生消极作用。

费德贤：香港养老金资产管理经验借鉴与启示



费德贤：美国信安国际公司香港业务总经理

一、香港养老金制度概述

与其他发达经济体一样，香港也面临着预计会持续的人口老龄化趋势。过去的 20 年间（1996-2016 年）香港老龄人口仅增加了 50 万人，目前香港 65 岁及以上老年人口数量约为 116 万人，占总人口的比重为 16.6%。随着战后婴儿潮一代进入晚年，未来数十年间香港 65 岁及以上的老龄人口将会进一步快速增长，预计在 2036 年前后将达到 237 万人，占总人口的比重将上升到 31.3%，值得注意的是，此后至少 30 年内，老龄人口会继续维持在这一水平，2066 年老龄人口预计达 259 万，占总人口的比重约为 36.6%。在人口老龄化的影响下，

本文摘自《中国养老金融发展报告（2018）》第 334-354 页。

经过一系列改革和完善，香港形成了三支柱的养老金体系，第一支柱为公共养老金，第二支柱为以强积金为代表的职业养老金，第三支柱为私人退休计划自愿储蓄。

（一）第一支柱：公共养老金体系

作为第一支柱的公共养老金体系，旨在为贫困者提供社会安全网，公共养老金完全由政府预算资助，不涉及资产管理。香港的公共养老金体系包含了多个层次，囊括了综合社会保障援助计划（CSSA）和公共福利金计划（SSA）。不同计划的津贴水平和资格标准各不相同（包括居住要求、经济状况调查等），能够支持不同的老年群体。不同计划的主要功能在于为那些无法通过其他支柱或生活费补助而获得足够退休保障的老人提供安全网，进而减少贫困。

1. 综合社会保障援助(CSSA)

综援计划(Comprehensive Social Security Assistance, 简称 CSSA)为经济无法自立的人群提供安全网。综援计划旨在使该群体收入达到规定水平，以满足其基本之需。香港首个公共援助计划始于 1971 年，是香港社保体系的根基。1971 年之前，社会救济大体上皆具局限性和临时性，直至 1958 年才成立社会福利署，且港府限制其作用，强调家庭所起的社会福利作用。1965 年发布的首份社会福利白皮书强调，增强家庭支持是政府在援助方面的必要职责。在港督卫亦信(David Wilson)于 1991 年成立的工作组公布白皮书后，公共援助计划于 1993 年更名为综合社会保障援助计划(CSSA)，福利金得以增加。自 CSSA 成立以来，案例数从 1993 年的 92,000 宗稳步升至 2017

年的 236,522 宗。同期，政府支出从 20 亿港元增至 210 亿港元。在此期间，CSSA 支出约占政府每年预算的 6%-10%。

申请加入综援 (CSSA) 计划申请人须为香港居民，并持有居民身份 1 年以上，且自获得居民身份以来需在港居住至少 1 年。申请人还须通过资产测试和收入测试，才被视为有资格获得综合社会保障援助。个人资产包括房产或土地、现金、银行储蓄、股票投资及其他公认资产的总值。资产所在地不只限于香港，还包括澳门、内地和海外国家。为了满足 CSSA 资格，个人资产须低于规定资产限额。

2. 公共福利金 (SSA)

公共福利金计划 (Social Security Allowance, 简称 SSA) 旨在向严重伤残或年龄满 65 岁的香港居民提供月度津贴，以满足残疾人士或老龄群体的特殊需要。该计划包括普通伤残津贴、深度伤残津贴、高龄生活津贴 (OALA)、高龄津贴 (OAA)、广东计划、福建计划和伤残补贴 (DA)。除了高龄生活津贴申请人、65 至 69 岁的广东计划申请人和 65 至 69 岁的福建计划申请人之外，申请 SSA 计划项下津贴的人士无须接受经济状况审查。资格方面，申请人须为香港居民，持有居民身份逾 7 年，且自获得居民身份后须在港持续居住至少 1 年。申请人不能获取 SSA 计划项下其他津贴和 CSSA 计划的援助。并且申请人必须符合 SSA 项下各计划的其他资格要求，包括年龄、身体状况或伤残情况、其他居住身份和/或收入/资产测试。

3. 其他计划

其他公共计划覆盖公务员、司法人员、学校教师和公立医院和诊

所的工作人员。然而，在 2000 年或以后入职的公务员无法加入旧有的公共养老金计划，他们须首先加入强积金(MPF)制度。公务员只有在获得长期合同后才有资格参加公务员公积金计划。该计划的缴费由政府承担，随服务年限而增加。

（二）第二支柱：职业养老金计划

香港是全球最低生育率地区之一，每名妇女生育 1.2 个孩子，而港人预期寿命为世界之最，2015 年达 84.3 岁。为帮助大龄劳动力做退休储蓄，香港政府于 1995 年颁布了强制性公积金计划条例（The Mandatory Provident Fund Schemes Ordinance，简称 MPFSO），并分别于 1998 年、1999 年和 2000 年通过附属法例加以补充，于 2000 年 12 月正式颁布强积金制度。

职业养老金计划（Occupational Retirement Schemes Ordinance，简称 ORSO）先于强积金制度存在，但是属于自愿性的并且覆盖面有限，两者共同构成了香港第二支柱职业养老金。这两个制度皆为市场导向型，鼓励私营管理的养老金受托机构及资产管理公司间的竞争。强制性公积金计划管理局(MPFA)作为独立监管机构来规范并监督该行业，并教育公众退休储蓄之需。MPF 有 310 万成员，共计 320 万个账户，与 ORSO 一起近乎覆盖 100%的劳动人口，资产规模持续增长，MPF、ORSO 合计管理资产规模达 1.2 万亿港元。

（三）第三支柱：自愿储蓄性私人退休计划

自愿类支柱第三支柱养老金指的是自愿储蓄性私人退休计划，如投资于退休储蓄保险或其他金融产品。香港税收环境利于自愿类储蓄

和投资。全港平均有效税率只有 8%，既无资本利得税，也无遗产税。此外，香港金融市场发达，投资者可选择投资于股票、单位信托基金、债券、保险产品、外汇以备退休之用。根据政府统计处 2012 年所做一项调查，未来一代退休人员中，约 50% 认为其储蓄或投资可满足退休后的财务需求。该调查和其他间接证据表明，在中产或上层阶级退休人员的退休生活维持方面，私人储蓄起关键作用。特别是，未来 10 年内退休群体中，有些人赶上早前香港发展大潮，获益于香港经济腾飞和资产价值增值，已累积一笔财富。因此，许多“婴儿潮”退休人员的私人储蓄高于前代。

二、第二支柱养老金资产管理

（一）强积金(MPF)概况

作为第二支柱，强积金（Mandatory Provident Fund，简称 MPF）是强制性的、私营管理的、雇主发起的，完全积累型缴费确定型计划。颁布以来，积金局（MPFA）还指导了几个时期聚焦于强积金制度的养老保险改革，直至推出“默认投资策略”这一业内标准化默认投资选项并将其囊括在内，同时执行 0.75% 管理费用上限，且总费率上限为 0.95%。该措施旨在规范那些无意做出投资选择的强积金成员的投资结果，同时鼓励全行业更广泛降低费率。在实施强积金制度之前，仅有大约三分之一的香港劳动者拥有某种形式的退休保障，此后，就业人口中总数中的 85% 拥有某种退休保障。过去 15 年间，强积金制度持续改进，发展持续令行业整合、收费降低。这些举措可根本性地改变未来强积金模式。

强积金计划有 3 种，即集成信托计划、雇主发起型计划和行业计划。集成信托计划最为常见，对参与雇主的雇员、自雇人士及有从其他计划转入的累积福利的人士开放。集成信托计划将不同雇主及其雇员、自雇人士的缴费加以汇集，并因规模经济而实现高效的计划管理。雇主发起类计划的成员仅限于单个雇主及其关联公司的雇员。因其成员资格限制，雇员人数庞大才能令雇主发起类计划实现运行成本效益。行业计划专为餐饮业和建筑业雇员，特别是临时工（即按日结算的工人或雇期少于 60 天的工人）而设立。

表 1 强积金 (MPF) 概要统计对比

	2017 年 12 月	2001 年 3 月
MPF 制度下的群体规模	加入水平 (单位: '000)	加入水平 (单位: '000)
雇主数量	280	247
相关雇员数量	2,581	1,813
自雇人士数量	205	299
强积金 (MPF) 计划		
获批准的受托机构数量	18	20
已注册的计划数量	32	51
管理资产总规模	8440 亿港元	120 亿港元

(二) 强积金计划的基金类型

强积金制度下，各受托方提供一个或多个强积金计划，各计划均设多个投资选项，称为成分基金，供计划成员选择。法律规定，每一强积金计划最少提供一支 MPF 保守基金和两支构成默认投资策略 (DIS) 的基金。此外，市场上的强积金计划可提供其他投资基金选项，从提供保本的低风险选项到具有更大增长潜力的高风险选项皆有涉及，以适应各计划成员的个人风险容忍度。

强积金计划含有如下类型基金：

(1) 货币市场基金——常投资于短期、高质量有息证券，旨在赚取高于储蓄存款的利息。

(2) MPF 保守基金——法律规定，每一强积金计划均须最少提供一支 MPF 保守基金。MPF 保守基金本质上是货币市场基金，专门投资于港元资产，如短期银行存款或短期债券。

(3) 保本基金——向投资于基金的计划成员对所投资金或最低回报率提供某种形式的担保。担保人通常就担保服务收取担保费或保管费。强积金市场中多数担保基金皆属于有条件担保，需满足一系列条件，而无条件担保不附任何条件。

(4) 债券基金——投资于政府、公共机构、银行、商业机构或超国家机构（如世界银行）发行的债券或债务工具。

(5) 混合资产基金——主要投资于债券和股票组合。混合资产基金风险水平不同，视股票和债券配置比例而定，风险通常位于债券基金和股票基金之间的水平，偏于股票投资时风险更高。

(6) 股票基金——通过股票资本增值寻求更高回报率，主要在已批准的证券交易所进行交易。

(7) 指数基金——跟踪特定市场指数（如恒生指数或标普 500 指数）这一单一投资目标。

(8) 默认投资策略——强积金默认投资策略（Default Investment Strategy，简称 DIS）是一项新的立法规定，要求每一强积金计划自 2017 年 4 月 1 日起向成员提供 DIS。每项强积金计划

均须提供两支成分基金，即核心累积基金和 65 岁+基金。这两种成分基金将以多元方式投资于全球，但因高风险资产（如股票）和低风险资产（如债券和货币市场工具）的构成差异，其风险敞口也不同。核心累积基金和 65 岁+基金须满足法律规定的收费上限，管理费和经常性现金支出不允许超出这两支成分基金每年净资产价值的 0.75% 和 0.2%。在 DIS 项下，新的缴费（包括转入资金）会根据不同成员年龄变化改变配置比而实现自动投资。成员年龄在 50 岁到 64 岁之间时，每年会自动采用新的百分比，如表 2 所示。

表 2 不同年龄段群体强积金投资配置比例变化

年龄	核心累积基金	65 岁+ 基金
50 岁以下	100%	0.0%
50	93.3%	6.7%
51	86.7%	13.3%
52	80.0%	20.0%
53	73.3%	26.7%
54	66.7%	33.3%
55	60.0%	40.0%
56	53.3%	46.7%
57	46.7%	53.3%
58	40.0%	60.0%
59	33.3%	66.7%
60	26.7%	73.3%
61	20.0%	80.0%
62	13.3%	86.7%
63	6.7%	93.3%
64 岁或以上	0.0%	100%

强积金计划下，由雇主选择强积金供应商。雇员换工作时，应加入新雇主的强积金供应商。雇员收入高于强积金供应商所经营的基金最低门槛值时，雇主和雇员各缴纳 5% 的雇员工资。截至 2017 年 12 月 31 日，缴费总额上限为每月 3000 港元。强积金供应商可通过不同基金，向其成员提供在指导下构建的多个投资选项，因此员工可从其

雇主所选供应商提供的基金中搭建自己的投资组合。累积福利金仅能在 65 岁或法律规定的其他限定条件下才可提取。

（三）强积金资产结构与投资回报

强积金制度下的投资选项涵盖跨各资产类别的全球多元化选项。股票基金是最受香港强积金投资者欢迎的资产类别，2017 年底占强积金基金总额的 42.9%。混合资产基金次之，占比 37%。截至 2017 年 9 月底，总计 69% 的强积金资产通过股票基金和混合资产基金投资于股票。

表 3 强积金投资类型

日期	股票基金	混合资产基金	强积金保守基金	保本基金	债券基金	货币市场基金和其他基金
2001 年 3 月	14.6%	46.3%	14.6%	21.4%	0.7%	2.4%
2017 年 12 月	42.9%	37.0%	9.2%	7.4%	3.1%	0.4%

投资区域方面，本地投资者仍看好香港和中国市场，在股票、现金和固定收益资产投资中整体权重为 59%，北美和欧洲各占 MPF 基金配置总额的 15%、13%。

表 4 强积金投资区域

截至 2017 年 9 月	存款和现金	债务证券	股票	总计
香港	12%	9%	38%	59%
日本	<0.5%	1%	3%	4%
亚洲	<0.5%	1%	9%	10%
北美	<0.5%	5%	10%	15%
欧洲	<0.5%	3%	10%	13%
总计	13%	18%	69%	100%

总体来看，无论从短期还是长期来看，强积金投资于股票基金和混合资产基金的投资回报都远远高于配置于其他的资产类别，如表 5 所示。香港强积金也是经过长期的资产配置经验，将近 80% 的强积金配置于股票基金和混合资产基金，因此为强积金获取了相对较好的投资收益。

表 5 强积金(MPF) 投资回报

基金类型	1 年期	3 年期	5 年期	自发起日起(2000 年 12 月 1 日)
股票基金	34.4%	8.8%	7.5%	5.5%
混合资产基金	22.3%	6.3%	5.9%	4.6%
强积金(MPF) 保守基金	0.1%	0.1%	0.1%	0.7%
保本基金	3.0%	0.8%	0.6%	1.2%
债券基金	4.8%	0.8%	0.1%	2.7%
货币市场基金和其他基金	2.5%	0.4%	0.3%	0.6%
同期消费物价指数 (CPI) 的变化				
年化综合 CPI 变化百分比	1.7%	1.7%	2.9%	1.8%

注：按基金类型和期限分（截至 2017 年 12 月）

（四）强积金计划投资监管

鉴于强积金是一项强制性长期退休投资，投资于强积金计划受到严格监管，以保障计划成员免遭不当投资风险。强积金投资必须由那些在有关监管当局注册的投资管理公司完成。强积金基金受托人及投资管理公司受法律规定的强积金基金管理及投资管理详细职责和权力的约束。

通常，对任何证券和个人发行的可投资项目的投资总额不得超过成分基金总金额的 10%。强积金计划的资金可投资于在经批准的证券交易所上市的股本缴足类股票、投资级债务性证券或某种形式的可转换债务证券，以及有限的程度的上市权证。为确保强积金行业内强积金受托人和服务商遵守立法规定，并为计划成员争取最大利益，各种措施和管理机构配置到位。

1. 强制性公积金计划管理局 (MPFA)

积金局 (Mandatory Provident Fund Authority, 简称 MPFA) 为一法定机构，根据强制性公积金计划条例 (MPFSO) 第六部分规定于 1998 年 9 月 17 日成立。积金局负责对强积金受托人和产品进行整体审批，确保强积金法例中的相关规定得到完全遵守。

积金局有权规范并监督强积金制度的实施及强积金受托人的法规遵守情况。强积金受托人须定期提交报税表、财务报表及内部控制报告。积金局亦实施实地检查，可委托专门的审计和调查机构，对违反相关要求的强积金受托人施以处罚。在机构监管制度下，强积金中介机构由其各自行业的监管部门进行监管，如果注册中介人不符合业务要求或被指控违反强积金法例，积金局可对其给予强力制裁。强积金中介人须每年向积金局提交报税表。

2. 证券及期货事务监察委员会（SFC）

证券及期货事务监察委员会（Securities and Futures Commission，简称 SFC）是 1989 年成立的独立法定机构，旨在监管香港证券期货市场。香港证监会负责审核并批准强积金产品的发行文件和营销资料，还负责审批投资管理公司，并持续监督其在强积金产品投资管理过程中的行为。

（五）职业退休计划条例(ORSO)计划

除强积金之外，香港的职业养老金计划还包括职业退休计划条例(Occupational Retirement Schemes Ordinance，简称 ORSO)计划。截至 2018 年 3 月，香港共有 4,322 个 ORSO 计划。与强积金计划一样，ORSO 计划同样是为香港本地雇员设立的退休保障计划。但这两种计划的操作有所不同。ORSO 计划作为强积金的前身，是由雇主自愿建立的，为其雇员提供退休福利。因此，这些计划是高度个性化的，适用的规则和条款由单个雇主与 ORSO 提供商起草。不像强积金需要依法公开基金信息，ORSO 计划的相关信息是非公开的，只有通过询问

ORSO 提供商才能获得。ORSO 计划由积金局按照法规、准则和指导原则进行监管，存在以下投资限制：

1. 禁止以 ORSO 计划的资产向 ORSO 计划的关联人提供贷款。
2. 受限制投资不得超过计划资产的 10%。
3. 至多 15% 的计划资产可以投资于该雇主在证券交易所公开上市的法人的股票。这种投资必须配置为共同基金公司的可赎回的份额。
4. 不得投资于该雇主未在公认的股票市场上市的法人的股本。

自 2000 年推出强积金制度后，积金局已根据豁免规定免除了一些满足相关要求的 ORSO 计划（即，MPF 豁免类 ORSO 计划）。MPF 豁免类 ORSO 计划的雇主需向符合资格的新员工提供一次性选项，要么加入强积金计划，要么加入 MPF 豁免类 ORSO 计划。

表 6 ORSO 概要统计对比

ORSO 概要	2017 年 12 月	2001 年 3 月
计划数量（包括豁免计划）	4,394	6,406
ORSO 注册计划		
• 计划数量	3,766	6,406
• 雇主数量	5,957	8,794
• 所覆盖的雇员数量	371,420	597,000
• 总资产规模	3150 亿港元	1520 亿港元

三、第三支柱养老金资产管理

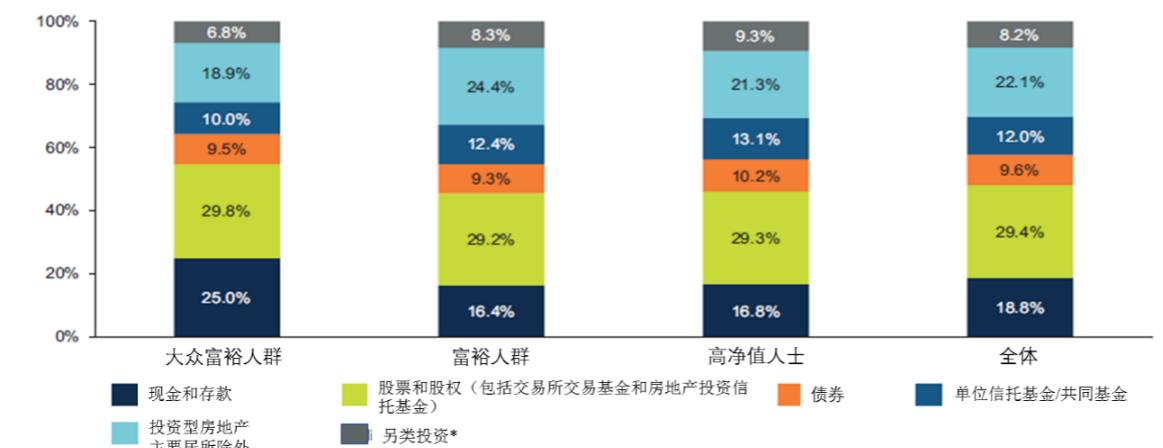
（一）香港第三支柱养老金投资偏好

香港第三支柱养老金指的是自愿储蓄性私人退休计划，包括投资于退休储蓄保险或其他金融产品。香港整体金融知识和能力颇为不错，多数港人意识到，在作出财务管理决定前，需要清楚自身的生活目标。香港证监会 2013 年 6 月发布的报告中“香港金融知识和能力”一章

显示，一名典型的香港居民拥有 4.52 个金融产品，列表前几类产品包括港元存款、MPF/ORSO、信用卡和寿险。

投资者教育中心公布的 2017 年散户投资者研究报告显示，香港投资人平均持有 43 万港元流动资产，其中 45% 投资于金融产品。随着年龄和经验的的增长，人们对不同金融产品愈加熟悉，开始认识到其益处。因此，中年（30~49 岁）和成熟（50~64 岁）群体组有比年轻人群持有更多金融产品。18~64 岁的港人中，不到一半（47%）在过去 12 个月中从事过投资活动，平均投资 1 到 2 个产品。

资产明细方面，香港投资人不太青睐共同基金。其大部分投资组合涉及现金、股票和房产。香港投资人的股票投资约是共同基金的 2.5 倍，反映出香港投资者偏向于直接投资（见图 1）。

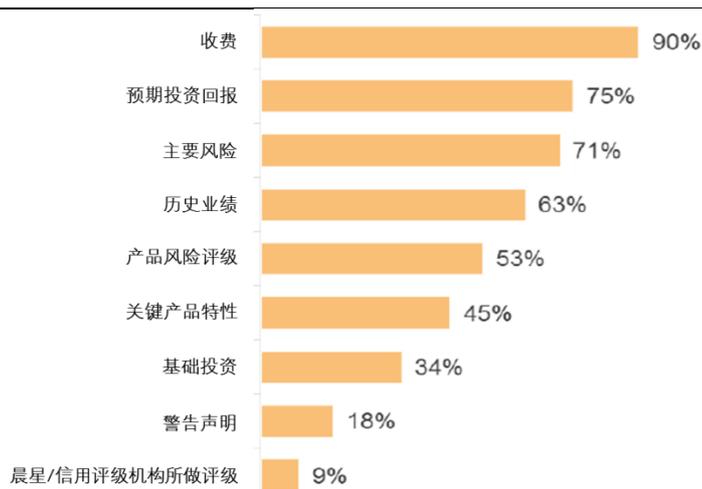


*另类选项包括结构性产品、衍生品、大宗商品、对冲基金、和激情投资。

图 1 2015 年香港投资者当前金融投资组合持有情况

来源：Cerulli Associates

投资决策方面，收费、预期收益、主要风险和历史业绩是选择基金时的最重要考虑因素。不到一半的人关心产品特性（见图 2）。



注：投资于基金的群体（main+booster）n=500

图2 基金选择的重要信息因素

1. 储蓄相关类保险产品

港人购买寿险并不少见。在香港，有效人寿保险单逾 1100 万份，总保额逾 4.723 万亿港元，长期商业保险密度（人均保费）达 40832 港元，保险深度（保费占国内生产总值的百分比）为 13.1%^①。

2. 共同基金

香港投资者的共同基金组合中，股票基金为首选，占 33.2%；债券基金占比略高于 25%。因多数投资者瞄准高回报率并愿意承受高风险水平，货币市场基金不获港人青睐。

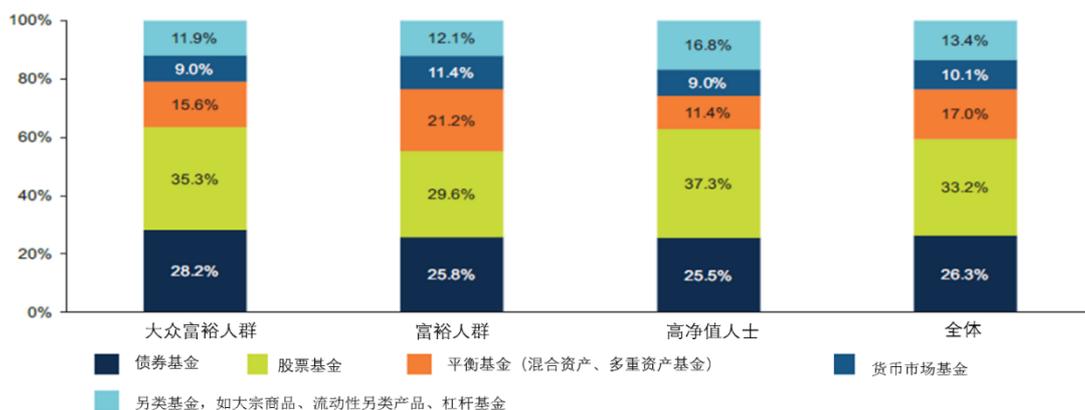


图3 2015年香港投资者共同基金组合情况

来源：Cerulli Associates

^① 政府统计处 2012 年所做的《老年人养老规划和财务状况专题住户调查》。

3. 股票投资

2017年，几乎所有股票投资者投资于香港主板，其中，46%亦投资于创业板。中国内地和海外股市的投资比例有限，各为8%、3%。第二/三级股票最受欢迎，在2017年，投资率为70%；其次是蓝筹股，为61%；38%的人交易小盘股。2017年，约13%的股票投资者投资于首次公开募股(IPO)。

(二) 第三支柱养老金投资回报

根据香港证监会数据，2016年，在港授权基金的净资产值达1.28万亿美元，年均同比增长1.6%。增长主要来自FOF（17.1%）、指数基金（10.1%）和债券基金（5.8%）。

香港投资人期望高投资回报，如图4所示，78%的人期望年回报率至少高于1年期储蓄存款利率5%，为亚洲最高。仅有2.6%的投资者将1年期储蓄存款利率定为年收益目标。数据显示，56.8%的香港投资人对其实际年收益率表示满意，8.2%的人甚至声称其回报率高于预期，有32.8%的投资人表示实际回报低于预期。

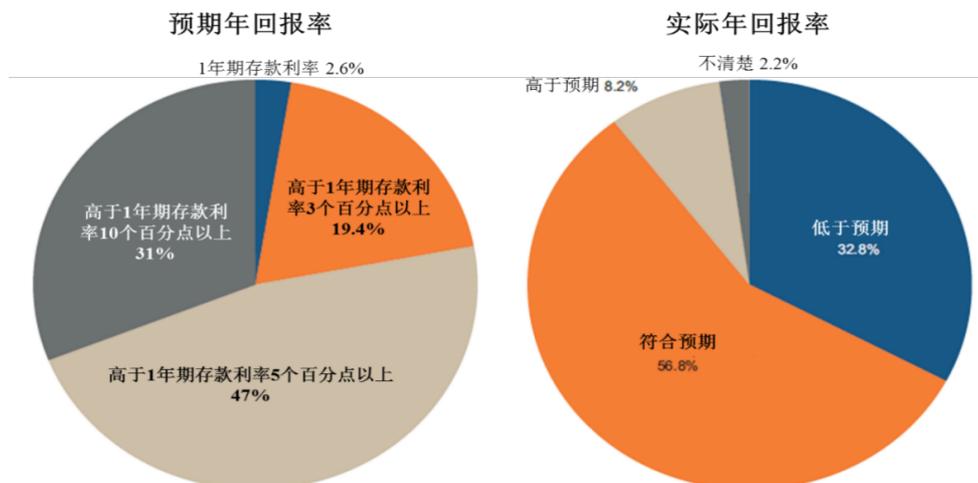


图4 2015年香港投资者投资组合的预期及实际年度投资回报对比

注：编制报告时，通行的1年期储蓄存款利率为1.15%。

来源：Cerulli Associates

四、香港养老金资产管理的特点和趋势

（一）第二支柱投资的问题及改进措施

因强积金制度历史较短，近期退休或即将退休的老人所累积的福利金有限。但随着强积金制度渐趋成熟，所积累的缴费和福利会增加。改进措施包括：确保雇主和受托人遵守立法规定，以保护计划成员的福利；精简强积金计划的管理和操作程序，以降低成本；披露强积金计划的业绩、费用及服务，以增强透明度；实施雇员选择安排以增强雇员对强积金投资的管控，并允许退休后分期支取强积金累积福利金，以提升灵活性。

因强积金计划由私人管理，受托人收取服务费。收费过高饱受指责。积金局数据显示（图5），包括2012年推出的“半携带”在内的一系列减费措施，已令强积金成分基金的基金费率均值从2007年末的2.10%降至2018年3月的1.54%，降幅24%，创2007年推行基金费率以来的历史新低。此外，现有强积金成分基金中，约40%为低收费基金，即基金费率不高于1.30%，或管理费率不超过1%。

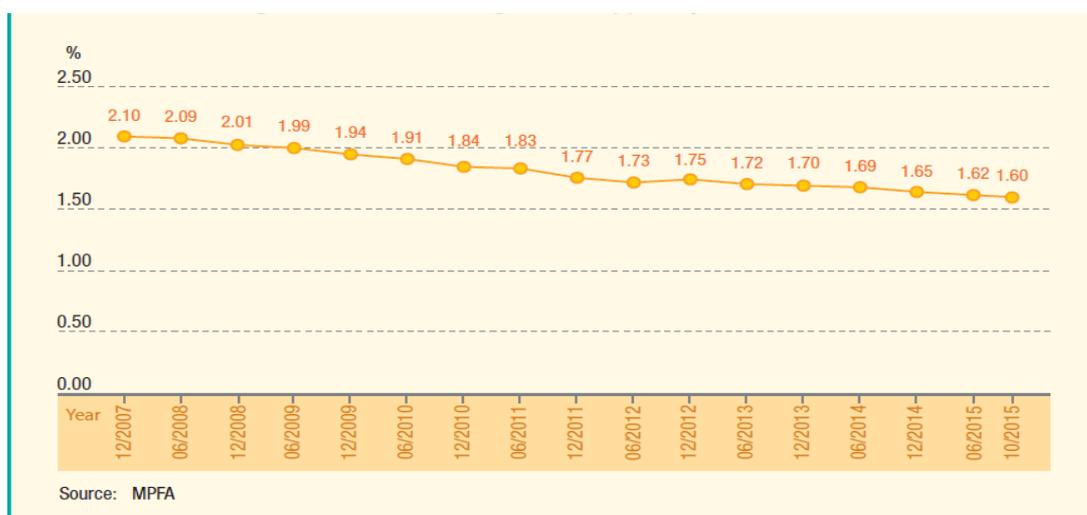


图5 2007年以来，基金费率均值降幅达24%

1. 投资限制和产品创新

积金局对强积金投资的每个资产类别设定了严格的投资准则。这导致强积金的标的范围比其他公众投资小得多。强积金计划管理局设定了 14 类投资准则。其中一些是关于具体资产类别，例如关于债务性证券、股票、保本基金的准则，证券被视为“待上市”的要求，跟踪指数的集合投资计划和保证金的要求。对于债务性证券，积金局已批准一个评级机构名单，也有最低信用评级要求（表 7）。

表 7 强积金的信用评级

强积金计划管理局批准的信用评级机构	长期债券（≥1 年）	短期债券（<1 年）
惠誉评级	BBB-	F2
Rating & Investment Information, Inc.	BBB-	a-2
穆迪投资者服务公司	Baa3	Prime-2
标准普尔公司	BBB-	A-2

某些限制是关于具体策略，即关于融资融券、回购协议、收益保障型产品的风险储备标准、价差要求及默认投资策略的准则。例如，对于回购协议，对于担保品有严格的要求。对于债务性证券的支付必须采用现金形式，债务证券的剩余期限应当在一年或一年以下；对于担保品必须保持回购协议下债务证券市场价值 5% 的最低保证金要求，等等。

对于强积金基金批准的交易所、投资管理人以及合格境外银行和授权金融机构也有严格的指导方针。例如，强积金基金仅被允许投资于在批准的香港境外被视为“公认”的交易所上市的股票和期货。名单上有 33 个国家的 40 个证券交易所和 11 个国家的 15 个期货交易所。由于积金局设定的严格投资限制，强积金资产管理的产品创新面临挑战。

2. 香港投资者更高的风险偏好与强积金计划管理局保守的方法

香港投资者有相对较高的风险偏好和对于投资收益的高预期。相对于风险较低的资产，他们更偏好股票。如前述中提到的，在共同基金投资组合中，股票基金是香港投资者的首选，整体权重为 33.2%。

但是，由于积金局保守的方法，强积金基金有时很难满足他们的需求。例如，MSCI 在 2018 年 6 月将约 230 只中国 A 股纳入其新兴市场指数，很多香港投资者希望抓住内地股市的机会。但是，上交所和深交所迄今为止尚未被列入强积金计划管理局批准的证券交易所名单。强积金基金可能需要较长时间才能最终投资于 A 股。

（二）第三支柱的改进措施

政府可通过各种途径进一步鼓励自愿储蓄。首先，政府可加强宣传推广工作，提高公众对各类保险及金融产品的认识，这有助于人们规划退休生活或管理自身财富。其次，政府可创造一系列有利的政策环境，鼓励市场开发更多适合养老投资和财富管理的金融产品，如发行更多的长期零售债券、鼓励私募市场开发更多的含有长期要素的金融产品或终身年金计划等，有助于人们将储蓄转化为退休后的持续稳定收入源，进而利于有效管理长寿风险。第三，政府可提供税收优惠，鼓励人们为自身和家庭成员增加自愿类退休储蓄。

除了将强制性缴费与收入挂钩外，雇主、雇员或自雇人士可选择向强积金帐户做额外缴费。雇主所作的自愿缴费，是雇员薪酬的一部分，有助于留住员工。对雇员来讲，如果他们发现所选的强积金投资组合为优质投资，自愿缴费可令其储蓄更多。

积金局数据显示，强积金自愿缴费额近年涨幅显著，从 2007 年

的 41 亿元（占同年总缴费额的 13%）升至 2014 年的 128 亿元（占同年缴费总额的 21%），涨幅 200%。由此，强积金自愿缴费安排已成为另一自愿储蓄选项，有助于强化第三支柱的退休保障职能。因此，政府可为强积金计划下的自愿缴费或就业人士为非工作配偶所做的自愿类强积金缴费提供税收优惠。

此外，香港证监会对其报告指出的分销渠道集中、高收费、收费缺乏透明度投以更多关注。为化解投资产品销售方面的利益冲突，证监会实施进一步方法来管控中介机构使用“独立”条款，加大对销售服务费、佣金和其他货币收益信息的披露。一方面，可以完善在线基金销售平台，内地已开先例，近年来第三方线上基金分销商和电商平台已吸引了大量资产流，这些在线平台对那些市场上知名度低或无法从银行获取货架空间的中小型基金管理公司尤为有益，香港证监会已在其报告中指出，网上基金平台清晰呈现各基金信息，使投资者对基金及其费用结构更加一目了然，例如，如何计算和收取销售服务费；另一方面，加快发展非金融中介，特别是拥有强大在线业务的中介机构，也利用其固有商品分销链来引入货币市场基金服务，手段包括汇集庞大客户群的余额并快速搭建管理资产规模。此外，金融科技亦列入香港证监会议程。证监会在其报告中提及，技术发展已能令技术搅局者挑战现状，令竞争加剧以满足终端客户需求，这涉及借助互联网提供服务，向客户推出更具创新性的客户解决方案，有些方案提供个人推荐服务，有些则不。证监会报告指出，智能理财 (Robo-Adviser) 属于一种财务顾问，提供在线投资组合管理服务，人为干预最少。智

能理财服务增多，迫使传统管理公司重新评估既有的面对面业务模式及客户常愿直接与顾问讨论其投资选项这一假设。

五、香港养老金资产管理的经验借鉴与启示

（一）必须做好充分准备迎接人口老龄化挑战

面对人口老龄化、经济增长放缓和寿命延长的趋势，对各国政府来说，通过第一支柱提供覆盖面广的充足养老金的挑战日增。对那些面临出生率较低、老龄化日益严重等严峻人口挑战的国家来说尤其如此，这给以子女赡养为主的传统养老保障体系带来巨大压力，因此，必须做好充分准备迎接人口老龄化挑战。

（二）养老金制度与劳动人口挂钩，劳动人口需要接受教育及早开始储蓄

强积金覆盖率的成功表明，以就业为基础的、强制性缴费确定型第二支柱体系能最有效地覆盖广大就业人口，对于以正规经济部门为主导的经济体而言尤为如此。虽然这一定程度上限制了非就业人口或灰色经济，但其优势在于帮以就业为主的体制降低了监控治理复杂度。

由于缴费确定型制度供资充足，在满足养老金义务方面，政府储备或预算压力较小。该制度下，教育异常重要，因为个人需对自身退休肩负更大责任。包括教育人们早期着手，留出足够储蓄以及分散风险等所有重要因素，以切实做到向第二支柱退休账户缴费，直至养老金余额的替代率达到适宜水平。同时，可在强制性制度以外，完善第三支柱的税收优惠等手段鼓励人们提早进行退休储蓄，这对于实现充足退休的退休储蓄至关重要。

（三）缴费率初始水平和调整方案需精心设计，以免受到“黏性”影响

上调第二支柱强制性缴费的缴费率对各国政府来说皆具政治挑战性。缴费率一旦确定，具有较强的“黏性”。自第二支柱建立以来，香港已多次上调缴费率，但仍未达到能令第二支柱自身实现充足替代率的适宜水平。如在推出第二支柱制度时就实施等同于充足替代率的缴费水平，颇有难度。而从较低缴费水平起步，并设计一个经过早期沟通的明确路径上调缴费率，或许能减少障碍或阻力。

（四）产品设计考虑不同风险偏好，错配会导致投资者寻找其他储蓄类型

对于强积金的一个主要批评是其过于保守。由于其强制性，一些人认为在次优投资方面他们被束缚了手脚。强积金保持谨慎是正确的，但是也让人担心强积金无法通过这样低的收益率来帮助个人满足他们的退休需求。从建立之初到2016年，强积金的年化收益率为3.1%。这仅仅小幅击败同期通胀率1.8%。ORSO计划在2017年及五年期间在所有基金类型中收益率较好，表明可以设计收益率更好的退休工具。

香港人是亚洲地区最市场化的人，目前56%的劳动者拥有保险或年金产品。目前多数劳动者（77%）期望在退休后获得来自金融资产的收入，接受调查的人中63%的人已经购买了那些资产。决策者应当考虑本地市场的金融头脑和风险容忍度，设计更好匹配消费者需求的投资工具。在风险、收益和退休目标之间行走是一项精细活动，但是任何养老基金的设计必须着眼于帮助人们退休。为此，应当仔细考虑

和研究实现有竞争力的收益率的目标。

（五）多样激励方式鼓励储蓄，人们希望退休资金用途更多样

有些采用强制性养老金计划的国家，在如何在退休之前使用养老储蓄金方面，提供了灵活案例。例如，新加坡允许个人利用他们的一些养老储蓄来购买政府组屋或健康保险。英国、美国等国家也存在类似的计划。香港已经计划允许首次购房者使用他们的强积金储蓄，但是这一计划可能需要多年才能实现。必须指出的是，灵活选择的适用最终取决于缴费规模。在新加坡，雇员和雇主的月缴费率被设定在10%，从而形成更大的资金池可以提取。寻求实施灵活选择的决策者不仅需要记住消费者的需求，而且要记住他们可以动用多少资金。不论提供什么选择，确保个人不能危及他们的退休储蓄也是很重要的。

2019 年 12 月 CAFF50 动态

1. 12 月 5 日，中国保险资产管理业协会在北京举办“2019·第四届保险资产管理业公开市场投资业务交流会”。论坛核心成员、中国保险资产管理业协会党委书记、执行副会长兼秘书长曹德云出席会议并致辞。

2. 12 月 8 日，2019 养老金融行业发展峰会暨中国养老金融 50 人论坛年会在北京顺利拉开帷幕。本次会议由中国养老金融 50 人论坛主办，永新华控股集团、华韵四季养老产业有限公司承办，新浪财经提供战略支持。来自养老行业相关的政府部门、学界、业界机构 200 余名嘉宾共聚一堂，共商养老金融行业发展大计。本次峰会发布了中国养老金融 50 人论坛和美世中国的合作成果《墨尔本美世全球养老金指数-中国版 2019》，并举行了 2019 养老金融行业评选颁奖典礼。

3. 12 月 8 日-9 日，由《中国企业家》杂志社主办的 2019（第十八届）中国企业领袖年会在北京举行。论坛核心成员、泰康保险集团创始人、董事长陈东升出席并发表演讲，并成为中国企业领袖终身成就奖获得者。

4. 12 月 14 日上午，由中国人民大学公共管理学院举办的《扩展第三支柱个人养老金资金来源渠道研究》课题中期研讨会在中国人民大学求是楼 439 会议室顺利召开，会议由论坛核心成员、中国社会保险学会养老保险专委会主任委员周红主持，中国养老金融 50 人论坛核心成员、秘书长董克用教授出席会议，课题组代表对课题进展情

况进行汇报，汇报结束后，现场专家学者针对国内现有消费养老模式进行讨论，为课题下一步的开展建言献策。

5. 12月17日，由中国老龄协会指导，中国老龄科学研究中心主办的“2019 老龄科学年会”在北京召开，本次研讨会以“加强老龄科学研究科学应对老龄社会”为主题，紧紧围绕近日中共中央、国务院印发的《国家积极应对人口老龄化中长期规划》和老龄科学学科建设等内容展开深入研讨。论坛核心成员、中国老龄科学研究中心副主任党俊武出席会议并围绕“我国应对老龄社会需要理论自觉更需要理论自信”这一主题发表演讲。

6. 12月17日，中国国债协会、中国银行、中国建设银行和交通银行在京联合举办“地方债研讨会”。论坛核心成员、中国建设银行副行长纪志宏出席会议并作发言。

7. 12月26日，2019 中国社会责任公益盛典暨第十二届中国企业社会责任峰会在京举行。峰会上，论坛核心成员、第十一届、十二届全国政协委员和政协经济委员会委员、华夏新供给经济学研究院首席经济学家贾康发表了主题演讲。

8. 12月26日，中国民生银行在北京举办第三届中国直销银行联盟峰会暨直销银行集团钱包生态系统发布会，正式发布了“集团钱包生态系统”。此次峰会以“数智云，享无限”为主题，论坛核心成员、中国民生银行董事长洪崎出席峰会致欢迎辞。

9. 12月27日，中国养老金融50人论坛秘书长董克用应邀参加中国银行养老金融业务专家指导委员会第一次会议，并受聘担任专家

委员会委员。同时担任该委员会顾问和委员的有养老金融 50 人论坛的学术顾问胡晓义会长、王忠民副理事长，核心成员党俊武主任、杨燕绥教授。

10. 12 月 31 日上午，论坛秘书长董克用教授接受了《搜狐财经》的专访。专访中，董克用教授分析了国际上养老金不同筹资模式的利弊，强调了我国养老金多支柱体系建设的必要性，提出了我国养老金第二支柱与第三支柱建设与发展中存在的问题与挑战，表达了对我国养老金事业发展越来越好的期望。



秘书处联系人：张栋 Email: zhangdong@caff50.net

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

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

中国养老金融50人论坛

www.caff50.net