

养老金融评论

2018年第2期（总第27期）

- 金维刚：中国养老金制度未来的发展方向是全国统筹
- 党俊武：“藏富于老”是国家和全民应对人口老龄化的长期金融战略
- 杨燕绥：中国进入深度老龄化 建议打造个人养老金合格计划
- 董登新：应对养老金缺口：美国经验及启示
- 胡兵 孙博：养老金金融：体量稳增长与投资低收益并行
- 孙守纪：中国企业年金待遇领取方式选择及其风险管理

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net

中国养老金融 50 人论坛简介

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

论坛学术顾问：

潘功胜 王忠民 杨子强

论坛秘书长：

董克用

副秘书长：

王赓宇 朱海扬 谭海鸣 张 兴

秘书长助理：

孙 博

《养老金融评论》简介

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

《养老金融评论》编委会

主编：

董克用 姚余栋

执行主编：

孙 博

编辑组成员：

张 栋 张 园 马媛媛 孙 玥 凌 燕 李佳宁

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】

- 金维刚：中国养老金制度未来的发展方向是全国统筹.....2
- 党俊武：“藏富于老”是国家和全民应对人口老龄化的长期金融战略
..... 10
- 杨燕绥：中国进入深度老龄化 建议打造个人养老金合格计划..... 21

【养老金融专题论坛】

- 董登新：应对养老金缺口 美国经验及启示.....26
- 胡兵 孙博：养老金金融：体量稳增长与投资低收益并行..... 37
- 孙守纪：中国企业年金待遇领取方式选择及其风险管理..... 75

【养老金融资讯】

- 养老金融月度资讯..... 96

【CAFF50 大事记】

- 2018年1月CAFF50动态..... 106

导读：由于我国经济转型和人口老龄化加速，养老金当期结余连续多年出现了“收不抵支”的情况，且随着时间推移，养老金缺口或将呈现出不断扩大之势。探索我国第二三支柱补充养老金体系的改革路径，对应对中国人口老龄化挑战大有裨益。日前，人力资源和社会保障部、财政部共同组织召开会议，会同多部门成立工作领导小组，启动建立养老保险第三支柱工作，第三支柱个人储蓄性养老保险和商业养老保险也正式进入了制度建设启动阶段。

本期《养老金融评论》重点关注如下内容：论坛核心成员、中国劳动和社会保障科学研究院院长金维刚先生在中国社会科学院人口与劳动经济研究所主办的“养老金改革：国际动态与中国实践”国际研讨会上的发言；经济网《经济》记者于1月10日对论坛核心成员、中国老龄科学研究中心副主任党俊武先生的专访；论坛核心成员杨燕绥教授关于打造个人养老金合格计划的建议。以飨读者。

金维刚：中国养老金制度未来的发展方向是全国统筹



金维刚：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国劳动和社会保障科学研究院院长

从智利养老金模式及改革讲起

1980 年代初，智利针对当时现收现付的养老金制度陷入濒临破产的危机，决定进行养老保险制度改革，引入个人账户，并在全国范围内全面实施。这项养老金模式改革在国际上引起了很大反响，曾经被称为典范。特别是在世界银行的推动下，33 个国家借鉴了智利的模式，引入个人养老金制度，对中国养老金制度的改革也产生了影响，

本文为金维刚院长在中国社会科学院人口与劳动经济研究所主办的“养老金改革：国际动态与中国实践”国际研讨会上的发言。

因为当时中国建立这个制度的时候也借鉴了国际经验。我们当时把引入个人账户作为改革设计的一个方面，形成了社会统筹基金与个人账户统筹的模式，所以我们现在也一直关注个人账户模式改革的问题。

引入个人账户制度，早期的成效还是很显著的，特别是投资回报率一直保持比较高的水平。从1981年到2005年连续24年平均水平达到20%以上，规模也是以超过20%的速度在增长，曾经取得了一些成功的经验。但是随着整个经济形势的变化，过去高投资收益率的状况发生改变，导致后来整个基金的待遇水平持续下降。

到2016年，智利的雇员退休以后，个人养老金的90%相当于最低工资的60%多一点，其中很多人的养老金水平只有最低工资的30%—40%。2016年7月和8月分别出现一次百万群众上街游行，要求智利政府对个人账户制度实行彻底改革，废止这个制度，并要求政府提出新的改革方案。目前智利政府在制定改革方案的过程中也遇到很多问题，因为改革的难度实在太大了，至少从我过去看到的政府提出的改革方案来看，很难满足民众的需求。

中国养老金制度改革：政府和企业共同承担转制成本

中国改革开放以后，借鉴国际经验，建立了社会统筹基金与个人账户相结合的制度模式，试图把国际上的现收现付制和完全积累制两种不同的养老保障制度结合在一起，深度发挥两个制度模式的优点，避开两者的缺点。但从实际运行情况来看，可能并没有达到预期的目标，因为中国是从计划经济向市场经济转变，有特殊性。智利是从现

收现付制向个人账户制转变，测算转制成本，明确历史债务，并且量化到每个人，由政府来承担。

在中国，第一，职工的规模很大；第二，当时还处于刚刚从计划经济向市场经济转变的初期，经济发展水平还很低，财政收入也很有限，很难靠这种方式来转移历史债务。我们国家在制度设计上，是采取由企业承担转制成本和政府补贴的方式来解决的。所谓由企业承担转制成本，就是说，我们现在的费率比较高，从制度建立的初期就定得比较高，单位缴费费率占职工工资的 20%。到目前为止，全国大多数地方仍然保持这样一个高水平的费率，这在全世界也是比较高的。另外，中国政府一直在承担转制成本的支出，通过财政的转移支付和直接对养老保险的补贴，来确保养老金的发放。如去年，中国财政用于职工养老保险的补助达到了 6511 亿元，数额是非常大的。

中国的养老保险制度和很多国家不太一样，政府承担很大责任，政府财政补助已经成为中国职工养老保险基金筹资的一个法定来源。我们现在是把养老保险基金的运算和财政补助的预算结合在一起，这样来确保养老金当期整体上收支平衡。扣除财政补助后，很多地方是收不抵支的。财政补助已经成为法定来源，这是社会保险法和相关的政策规定都明确了。这与很多国家有所不同。

换句话说，中国政府实际上也一直在承担转制成本，只不过这种方式是采取了适合中国经济发展水平和财政收入状况的一种特殊的制度安排。所以在中国，不可能说职工的养老保险完全像商业保险那样实现精算平衡。这个制度是政府建立的，包括养老金的调整，政府

已经连续 13 年提高企业退休人员的养老金，这些政策因素都不可能像商业保险的精算平衡那样能够解决。

现在制度运行的实际过程就是现收现付

从目前的情况来看，对于中国职工的个人账户问题存在着很大的争议。政府曾经试图做实养老保险的个人账户。从 2000 年开始，当时国务院出了一个《关于完善社会保障体系的决定》，2001 年率先从辽宁省开始做实个人账户，后来扩大到东北三省，最后扩大到全国。社会统筹基金和个人账户资金是分账管理的，这两笔资金其实放在一个基金池子里。目前征收上来的钱，很多地方还难以确保发放，还需要靠财政补助来发放。所以做实个人账户，实际上是不可行的。

我们的个人账户是积累的，事实上从一开始就演变为现收现付制，当时征缴上来的资金是放在一个资金池里的，首先是确保发放。而且在中国改革开放初期，我们是从县级和市级统筹开始做起的，即使到目前中国也只是在省级统筹，而且这种省级统筹只是低层次的省级统筹，没有实现基金的统收统支，个别地方是这样做的，绝大部分地方基金仍然是在地市一级。

事实上，我们现在制度运行的实际过程就是现收现付，而且现在已经不可能再转向完全积累制了。从智利的经验和教训来看，完全积累制有很大的风险。我个人认为，智利个人账户的养老金制度，从三支柱的养老保障体系来看，它只能算是第三支柱，不能算第一支柱，它不是公共养老金，而且它完全是由个人缴费形成的，雇主不缴费。所以，它其实是一个政府强制性个人储蓄型的养老保障。

单从这方面看，它甚至还不如新加坡，因为新加坡实行中央公积金制度，单位和个人缴费进入中央公积金。智利在运行过程中出现问题，反映了政府责任的缺失。第一支柱本来应该由政府建立一个公共养老金制度，但是政府没有承担这种责任，完全把责任推向个人，这种制度其实就是自我积累、自我保障的一种保障模式。实践证明，这种模式不符合养老保险的基本原则。

养老保险作为一项社会保险，强调社会互济性，特别是作为一项国家制度，政府应当承担起责任。从治理模式来看，中国不宜实行个人账户和大账户制度，从智利的经验来看是行不通的。中国下一步如何进行改革？目前作为中国职工的养老保险制度事实上已经是现收现付制度了，而且从国际经验来看，中国也只能采取这样一种方式来运行。因为中国的人口老龄化将会非常迅速，老龄化的速度会超过很多发达国家。现收现付制有一个前提，它要实现代际的自然转接。这方面比较困难。现在制度抚养比的状况在恶化，在职职工和退休人员的抚养比到2016年已经演变到2.73个在职人员供养1个退休人员。当中国进入人口老龄化高峰的时候，也就是到本世纪中叶的时候，可能是不到1.5个在职人员供养1个退休人员。所以，这种现收现付也存在很大的风险。

需要进一步明确各利益相关方的责任

中国职工养老保险制度的资金不完全来源于单位和职工缴费，也来源于财政补助。所以，中国未来化解这种风险主要是通过进一步明确政府的责任，包括财政补助的责任，包括划拨国有资本充实养老保

险基金，包括中国已经建立的作为国家战略储备基金的全国社会保障基金，来为职工养老保险制度的可持续发展奠定基础。

中国养老金制度的改革方向应该是很明确的。要延续目前实际上的现收现付制，没有必要继续做实个人账户。作为一项养老保险制度，应该明确个人责任，个人要对第一公共支柱的养老保险承担缴费的责任和义务。我不赞成把第一支柱——职工基本养老保险的个人账户剥离出来，划到第二支柱、第三支柱。因为其方向是不对的，等于说个人对于公共养老金，对于第一支柱毫无责任。个人账户无法做实，意味着我们不能把个人账户的部分划到第二、三支柱，因为第一支柱个人账户完全被透支使用了都还不够，这时候怎么再划出去一部分。

从国际经验来看，养老保险强调的是雇主和雇员共同承担责任。在很多国家，雇主和雇员的缴费比例基本上是相当。在中国，单位的缴费率平均水平在18%—20%，个人占8%，单位的费率是个人的2倍左右，是比较高的。在这种情况下，现在很多企业感到人工成本比较高，要求降低费率，如果我们这个时候把个人的缴费费率降下来，就意味着单位的负担会更重。所以也不可行。

中国的个人账户，可以借鉴瑞典模式，个人账户可以是名义账户，作为计发个人养老金的依据。要尽量保证这种统账结合的制度，使支柱具有稳定性和长期性。《社会保险法》明确了职工保险的个人账户具有个人属性。将来这一点是可以探讨的。借鉴瑞典的名义账户，个人账户不应该具有继承性。它是个人缴费记录的体现，只是计发养老

金的依据，不能说它是私有财产，因为它不符合社会互济性养老保险的基本属性和原则。

现在这种做法对于个人账户来说有点慷慨。一方面，明确个人账户具有私有属性，个人去世以后余额可以由法定继承人来继承；另一方面，个人的长寿风险又完全由统筹基金来承担。个人账户余额被领完之后，继续由统筹基金按照过去个人账户养老金的标准来支付个人养老金。换句话说，个人长寿的风险完全由统筹基金来承担，而个人账户的收益又完全作为私有财产由个人和家庭来继承。这意味着收益和风险是不对称的。将来应该取消个人账户的私有属性，把它作为公共的养老保险基金，体现个人缴费的责任和义务。

养老金是国家的保障而不是地方性的保障

关于全国统筹的问题，每个国家有不同的情况和特点。就中国来说，如果不搞全国统筹，现在很多地方的养老保险就已经很难持续了。像东北三省，特别是黑龙江省，它的养老保险基金的历年累计结余已经全部消耗完了，辽宁省也消耗得差不多了。像这种区域性的问题，很难靠区域性的经济发展和政府的财力来解决，包括中央财政转移支付也解决不了这些问题。中国由于各个地方经济发展极度不平衡，目前多数地方当期资金的收缴资不抵支。在这种情况下，中国不可能延续以区域性统筹为主的统筹模式，必须走全国统筹的发展方向。而且中国政府已经基本上做出了决策，要实行职工基础养老金的全国统筹。因为中国确实存在着地区的利益，一步到位实行全国养老保险基

金的统收统支，会遇到很大的社会阻力，特别是东部沿海地区积累的资金比较多，存在一些既得利益，还有很多政策性因素，比较复杂。

有一点是非常明确的：中国作为一个人口大国，作为一个人口老龄化非常快、区域发展不平衡的国家，有些责任不可能转到地方政府去承担。中国未来的发展方向，必然是朝着全国统筹的方向发展。现在暂时是实行全国调剂金的方式，未来的发展方向应该是统收统支。我们确实需要提高统筹层次来确保养老金的发放，否则不光影响到我们基金的长期收支平衡，对于各地区的经济发展也会有影响。

广东很多地方的养老保险费率很低，平均是15%，曾经有些地方只有11%或12%，导致大量资本都流向了广东。东北地方上由于基金收不抵支，导致高费率，很多企业不愿意到东北投资，这样就出现了东北地区经济相对欠发达的恶性循环。这就需要统一政策，实现基金在未来统收统支，统一解决这方面的矛盾。养老金从严格意义来讲，是国家的保障制度，而不是地方性的保障制度，应该由国家统一建立统筹管理资金的制度，这才有利于地区统筹和公平发展。

党俊武：“藏富于老”是国家和全民应对人口老龄化的长期金融战略



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

我国已经进入历史性转折新时代，同时也迈入人人期盼的长寿时代。在这个以人口老龄化为表征的长寿时代，生命不断延长的伟大盛事既是社会文明进步事业的重大成就，也隐含着金融经济的重大机遇风险。在这一背景下，我国金融体系会面临什么机遇？又面临哪些风险？我国金融业如何在成功应对人口老龄化的同时，实现金融大国向金融强国的历史性转变？为此，经济网《经济》记者专访了老龄金融学专家、中国老龄科学研究中心党俊武副主任。

本文为经济网《经济》记者于 2018 年 1 月 10 日对党俊武副主任的专访。

迈入长寿时代意味着巨大的“长寿红利”

《经济》：党的十九大明确提出，到2050年，我们要全面实现社会主义现代化强国这一中华民族伟大复兴中国梦的宏伟目标。但根据预测，随着人口老龄化的快速推进，届时我国老年人口将达到4.87亿。您如何看待这两者之间的联系？您是持悲观态度还是乐观态度？

党俊武：人口老龄化是人类从年轻社会转向老龄社会的重要标志，也是人类社会发展的客观规律，更是人类社会文明进步的必然产物和重大成就。在年轻社会条件下，人们的平均预期寿命比较短暂。实际上，年轻社会也是短寿时代的代名词。新中国成立时，我国的人口平均预期寿命也只有40岁左右。在老龄社会条件下，人们的平均预期寿命不断延长，像我国现在的人口平均预期寿命已经突破76岁，预计到2050年突破80岁已成定局。如果考察老年人口的平均余寿，老龄社会的特征就更加明显。目前，我国60岁以上老年人口平均余寿大体在20年上下，预计到2050年将达到26年以上。这说明，到2050年，我们大多数人活到80岁以上。可以说，老龄社会其实是意味着我们迈入人人可以活到高龄的长寿时代。

理论上，我们也常常把老龄社会也称作长寿社会，会带来巨大的“长寿红利”。谈到实现中国梦，许多人认为，老龄社会老年人多，不仅会影响中国梦宏伟目标的实现，而且即使中国梦实现了，我们又会陷入暮气沉沉的深度老龄社会。实际上这些看法不仅十分错误而且十分有害。首先，中国梦的实现和长寿社会的到来在内在逻辑上是共生关系。否则，中国梦实现了，我们却活不长，追求美好生活的中国

梦的价值就会大打折扣。其次，老龄社会的一个突出特征是，个体人的年轻化和总人口的结构老龄化。现在，越来越多的老年人体魄健康是年轻社会的同龄人无法比肩的。人们之所以会对老龄社会产生悲观看法，根子上是用年轻社会或者短寿时代的眼光看待老龄社会。这说明，我们的身子已经进入老龄社会的新时代，而我们的思维模式却还拖弋在短寿社会的旧时代。再说，老龄社会是人类社会发展的铁律，不以人的意志为转移，持悲观或者乐观这种简单二元观念不仅落后，而且错误。正确的态度是，扬弃年轻社会的旧观念，顺应老龄社会的新要求，满怀憧憬，撸起袖子加油干，去迎接人人健康长寿中国梦的新时代。

《经济》：您提到老龄社会将带来巨大的“长寿红利”，据我所知，“长寿红利”是一个新概念，业界没有人提到，您首提“长寿红利”有什么样的考量？“长寿红利”蕴含的“金融红利”主要有哪些？

党俊武：我们常常讲，中国的“人口红利”行将终结，这是站在年轻社会的立场上说话的。年轻社会的终结必然是年轻人口的红利终结，但老龄社会意味着我们迎来长寿时代，新的“长寿红利”也随之降临。这是站在老龄社会的立场上说话的，也是从长寿时代的新思维来考虑问题的。我之所以提“长寿红利”，主要的考量是提请人们转变观念，要从老龄社会的新视角来思考我们面临的问题。否则，我们就会在思想上纠缠于年轻社会的旧观念，进而产生对老龄社会的负面社会情绪，也会因此而一叶障目，看不到长寿时代新的巨大红利。

当然，“长寿红利”包括方方面面，但从金融经济的角度来说，

主要是三个方面：第一个是年轻人口做好老年期生活准备的巨大刚性金融需求。老龄社会在本质上就是金融社会。在年轻社会，“养儿防老”可以解决一切养老问题。但在老龄社会条件下，除了亲情，我们必须依靠银行、证券、保险、信托、基金等金融产品，年轻时购买年老时置换产品和服务，这是所有人老年期问题的根本制度安排。目前，我国这一类金融人口的总量大体上在4亿左右，蕴含着海量的刚性金融需求，是下一步我国金融业的战略主攻方向。第二个是规模日益庞大的老年人口带来海量金融资产需要管理。我们知道，除少数外大多数老年人口是社会财富的拥有者。从现在到本世纪中叶，我国老年人口的总流量在10亿左右，如何管理好这10亿流量人口的海量金融资产，如何确保这些日益庞大的金融资产保值增值，这是我国金融业发展的重中之重。第三个是10亿老年人口流量带来对产品、服务和房地产的巨量老龄产业刚性需求，如何通过投融资体系的开拓创新和制度安排，使之变现，这是我国金融业发展的蓝海领域。一句话，长寿时代带来巨量长寿人口，也带来新的海量金融需求，这是老龄社会条件下以需求为核心的现代金融经济的新动能，也是我国金融业进入新时代的最大增长点。这三方面合在一起，就是我讲的老龄金融。可以说，未来，中国是老龄金融业潜力最大的市场。

不过，老实说，对此，国际金融界似乎比我们国内金融界看得更清楚。毕竟，他们是老龄社会的先行国家，对“长寿红利”的认知比我们早。

老龄社会隐藏的长寿风险值得全民警惕

《经济》：老龄社会是人类社会文明进步的产物，那么，老龄社会有没有风险？是什么？

党俊武：任何社会任何时代都既有机遇也有风险。老龄社会所蕴含的“长寿红利”的背后，就是关系每一个人切身利益的“长寿风险”。这些年，人们谈论老龄社会，主要是从风险方面去理解，包括方方面面，例如老龄社会给人口、经济、政治、文化、社会、生态以及国际竞争等诸多领域带来的风险影响深刻而持久。但对于老龄社会的“长寿风险”，人们的认识还远远不到位。前面我们谈过，我们大多数人将要经历20年以上漫长的老年期，还有一些人将要活到90岁甚至百岁以上，他们的老年期将会持续30年甚至40多年。可以说，未来的老年期将超过就业准备期，这是客观的必然趋势。和这一客观趋势相比较，我们的健康、知识、技能特别是金融准备远远不足。我们的基本养老保险目前还不能支撑这么长时间的生活需要，商业性的养老保险、养老信托、养老基金、养老证券等金融存量远远不足，存到银行里的大量养老储蓄面临贬值风险等等。一句话，如果不从当前做起，不从年轻时做起，不从人人做起，那么，未来活得漫长的高寿生活将面临钱不够用的风险。这就是我讲的金融意义上的“长寿风险”。可以说，这个“长寿风险”涉及全体中国人，是长寿时代关系每一个人、每一个家庭的长远风险，需要引起全社会的高度关注。

《经济》：看来，“长寿风险”是老龄社会条件下每一个人都要面对的重大人生战略问题，那么，它对我国金融业的挑战是什么？

党俊武：我们现在的金融业以及整个金融体系，从根子上讲，主

要是应对年轻社会的金融需要而建立的，远远滞后于我们已经迈入老龄社会、进入长寿时代的客观需要。老实说，我们关于老龄社会将给整个金融体系带来哪些重大挑战的问题，目前尚没有一个全面科学的认知清单。现在，养老金融已经成为一个热词，原因是人们仅仅关注老年人越来越多而产生的养老金问题。至于老龄社会这种年轻人口减少、老年人口增多的结构性转变，会带来哪些重大金融问题，比如在全球化框架下会给国家的国际金融核心竞争力带来哪些长远影响，我们还远远认识不到位。所以，我常常用“老龄金融”这个概念，用它来囊括养老金融，还指向更高层面的重大结构性金融问题，旨在考量全球老龄化背景下的国际金融战略问题。

至于“长寿风险”给我国金融业带来的挑战，主要是四个方面：首先是金融理念上的问题。主要是我们现行的金融理念滞后于长寿时代的客观要求。可以说，我们过去的金融主要是“短钱”金融，但老龄金融主要是“长钱”金融。理念远远比方法重要。如果金融界和国民的短钱理念不转变，应对“长寿风险”是不可能的。其次是金融体制机制上的障碍。发展老龄金融需要所有金融机构通力合作，但目前的体制机制各管一摊，协同行动十分困难。更大的问题是我们的公共财税体制机制也不适应发展老龄金融的需要。再次是金融机构自身运作存在行业不规范、老百姓不满意、不良运作现象时有发生等诸多问题，需要刮骨疗毒，重整旗鼓。再有就是老龄金融人才严重不足。我们不仅在老龄金融的融资上缺乏人才，更匮乏老龄金融这种“长钱”的投资人才。没有足够的“长钱”投融资人才，再大的老龄金融潜力

也没办法变现，应对长寿风险必然就是纸上谈兵。最后也是最大的挑战，就是发展老龄金融的时间不容错过。如果金融界发展老龄金融动作迟缓，我们不仅会丧失众多老龄金融客户，更重要的是会积攒老龄化危机，我们将会付出惨重代价。我也借你们《经济》这个平台呼吁金融界，要把应对“长寿风险”提高到国家金融战略的高度来有所作为。

“藏富于老”是应对老龄社会的金融法宝

《经济》：这样说来，和把钱存在银行的“短钱”相比，“长钱”对老百姓意义更大，也是我国金融业新的战略方向。那么，怎样才能做大“长钱”？

党俊武：长期以来，人们认为美国人不愿意储蓄，实际上这是一个极大的误解。2016年，美国老百姓的存款和现金占家庭金融资产的30.71%，而私人养老金和部分证券投资这些典型的“长钱”占比达到69.29%。简单地说，美国的“长钱”与“短钱”的对比关系是七三结构，而且“长钱”总量巨大，仅私人养老金一项就达到25.33万亿美元。客观地说，这是美国作为金融强国的重要标志，即美国拥有巨大的“长钱资本池”。相比而言，我们的家庭金融资产主要是银行储蓄，商业养老保险总量不大，“长钱”与“短钱”的对比关系最多是二八结构。事实上，美国金融资产的主体部分已经是以“长钱”为核心的老龄金融，而我们的金融仍然是以“短钱”为核心的传统金融。在全球化背景下，国际金融竞争正在演变成为“长钱”与“短钱”之间的博弈。显然，在这方面，我们尚处于弱势，拿着“短钱”和别人的“长

钱”竞争，结果无须多言。从未来国际金融竞争来说，做大“长钱资本池”应当是我国金融业新的战略主攻方向。

那么，做大“长钱”说起来复杂，其实也十分简单。这就是“藏富于老”，也叫“投资于老”。换言之，就是全体国民在年轻时购买各种老龄金融产品，为自己年老时用。说实话，道永远高于术，理念远远比方法重要。只要国家、金融机构特别是老百姓认同“藏富于老”的理念，积极“投资于老”，那么，做大“长钱资本池”就不是什么难事。只要战略层面的问题解决了，其余都是战术层面的问题。也许有些人不太认同“藏富于老”的观念，特别是少数年轻人不愿意节衣缩食，甚至会抱怨让他们年轻时受穷不公平。但历史是公正的。“纨绔子弟少伟男”的古训永远管用。同时，老年时富足才是人生的真正完胜。从老龄社会的新思维来看，老年富则国富才是硬道理。这个道理值得每一个人认真思考。

《经济》：作为年轻人，对于您的理念，感觉上认同虽然有些困难，但仔细想，理性上应当无障碍认同。不过，如何理解做大老龄金融的意义和作用？

党俊武：老实说，这是十分重要的问题，目前我们的认识还很不到位。从长远来说，我国老龄金融业实现战略转型，做大老龄金融意义重大。一是对于老百姓来说，做好老年期金融准备，这是老龄社会条件下一项新的国民责任，也是国民的长寿人生战略。这样做，可以为全体国民提高漫长老年期生活生命质量和水平做好做强金融支撑。二是对于应对人口老龄化来说，在基本保障制度的基础上，抓住老龄

金融，就抓住了应对人口老龄化的战略制高点。三是对于金融业来说，通过发展老龄金融，紧紧扭住做大“长钱资本池”的制高点，在国际金融博弈格局中我们才能占据主动，我国金融业从大变强才有希望，实现人民币国际化战略的根基也将更加雄厚扎实。四是对于宏观经济可持续运行来说，做大老龄金融，有强大的“长钱资本池”做支撑，宏观经济保持长久竞争力的动力将更加强大。一句话，进入老龄社会新时代，瞄准长寿红利，“藏富于老”，“投资于老”，这是落实十九大关于积极应对人口老龄化顶层设计的国家金融战略和全民金融战略。

全力推动巨大潜在“长寿红利”能够变现

《经济》：“长寿红利”滚滚而来，“长寿风险”不容忽视，发展老龄金融意义重大，那么，在新时代条件下，我国金融业应当如何顺势而为？

党俊武：针对未来的长寿时代，习近平总书记曾经指出：全民要做好“全生命周期养老准备”，这是习近平新时代中国特色社会主义思想的重要内容，也是指导实施应对人口老龄化的金融战略的重要指针。为了落实党的十九大关于积极应对人口老龄化的战略部署，防范“长寿风险”，开发“长寿红利”，金融业和全体国民都要积极作为，共同行动。

全民要树立应对“长寿风险”的国民责任意识和紧迫意识，树立“藏富于老”和“投资于老”的新理念，树立养老越早越主动的长寿人生战略意识，积极参与发展老龄金融产业。金融业要从实施国家战

略的高度，转变观念，把“藏富于老”和“投资于老”理念贯穿在金融业战略转型发展的各个环节，在加强自身观念转变的同时，化大力气创新开展老龄金融教育，在从观念上变普通居民、普通金融客户为老龄金融客户上取得突破性进展。

要抓紧研究制定实施国家应对人口老龄化的中长期金融战略，各金融行业也要抓紧研究制定实施应对人口老龄化的金融分行业发展战略，对发展老龄金融业的指导思想、基本原则、分阶段目标、重大任务、重大工程、保障条件作出国家层面和行业层面的战略安排。

紧盯全球金融体系转变和格局转换，加快全面深化改革，探索创新有利于发展老龄金融业的体制机制，着力改变宏观经济和应对人口老龄化所要求的“长钱”需求态势与现行“短钱”金融的错配格局，通过体制机制创新，着力使未来日益庞大的老龄金融资本服务实体经济，着力做好实体经济和包括老龄金融在内的金融经济协调发展，加强金融监管体制机制，防范老龄金融过度发展、防范相关金融系统性风险，把以“短钱”为核心的金融体系逐步转变为以老龄金融这种“长钱”为核心的金融体系。

金融机构在深化自身改革的同时，创新适应长寿生活要求的银行、证券、保险、信托、基金等各种老龄金融产品，建构和完善适应老龄金融需求的服务体系。

启动老龄金融人才计划，逐步培养一支服务意识强、业务素质好的老龄金融人才队伍。

落实习总书记关于“党委领导、政府主导、社会参与、全民行动”

的应对人口老龄化的方针，在加大全民老龄金融的同时，通过政策引导、创新激励机制和完善服务体系，动员人人积极自觉主动投身到为漫长老年期做好金融准备的行动中来，争取我国老龄金融客户总量和资产总量取得持续突破性进展。

我们有理由相信，按照这一路线图，到2050年，在我国社会主义现代化强国实现的同时，也是每一个中国人成为长寿老人并享有老龄金融保障的中国梦实现之时，届时，我国作为全球金融强国将屹立于世界民族之林！

杨燕绥：中国进入深度老龄化 建议打造个人养老金合格计划



杨燕绥：中国养老金融 50 人论坛核心成员、清华大学教授

“中国进入深度老龄化，一个切实可行的个人养老金合格计划势在必行。”在近日举行的“怎样打造中国个人养老金合格计划”主题演讲中，清华大学公共管理学院、医院管理研究院教授杨燕绥指出。

“建立一个社会保障计划并不难，就是筹集资金、确定资格标准，然后发钱。但要在战后重建一个家园，解决社会中存在的肮脏、懒惰、疾病等问题，才是最难的。”她引用了福利大师贝弗里奇在 1942 年的《社会保险与服务的报告》中提出一个观点，指出了中国社会在养老方面面临的问题和挑战。

培育老龄人口红利，积极推动大健康投资

“什么是个人养老金，什么叫合格计划。一个国家建立个人养老金合格计划的时候，必然发生一次巨大的社会进步。”杨燕绥说到。

中国从1992年就开始发动农村居民建立个人养老金计划，凡是满16岁的居民都要参与。但是，在杨燕绥看来，这个计划办得很挫折，管理也不是很好，主要依赖当时的银行保值储蓄高利率(12%)，在1998年就停止了。

目前，大众已经意识到健康投资的重要性，但是依然存在两个问题，一是健康长寿的消费需求，需求是驱动市场的主要动力；而是两个人口红利的约束。

对于两个人口红利，杨燕绥指出，第一个人口红利是投资创造的价值，也就是劳动人口红利，通过提高人力资本、科技创新提高生产力拉动经济。

当进入老年要有良好的资产结构，有了一定的抗风险能力就要消费，用消费拉动经济，这叫第二人口红利。所以我们的战略是怎么延续第一人口红利，怎么培育第二人口红利。

联合国发布的1950年—2050年的《世界人口老龄化报告》指出，美国、德国在1950年进入老龄化，分别在2015、1975年进入了深度老龄化，并在2010年进入超级老龄化。中国在2005年便已进入老龄化社会，而发展为深度老龄化则需要30年时间，而欠发达国家进入老龄化社会则是在2050年之后。

报告显示，美国进入老龄社会时人均GDP超过1万美元，深度老龄社会经过了65年，有足够的时间做到有备而老。中国2000年进

入老龄社会，人均 GDP 只有 800 美元，未富先老已成定局。

“虽然社会对于个人养老金帐户怎么建立、资产怎么组合提出了挑战，但是出于转型其中的中国能够适应金融机构的创新和变革，不可错失良机”，杨燕绥表示，2007 年，世界卫生组织进一步提出投资健康，建设安全的未来。这样一个带有信号性的建议，告诉人们第三大财富波来了，要投资健康。2015 年，中国也加入了发展大健康的行列。

信托与保险优劣并重，风险和投资收益共存

“作为第三支柱的个人养老金计划，是个人养老资产管理的金融账户，不仅指买银行理财、买基金和买商业保险产品，应该是一个合格计划。”杨燕绥表示。

但是，从目前的现状来看，主要面临两大挑战：一是投资风险加大，包括市场风险和道德风险。二是投资收益低，那就降低成本，提高效率，获得稳健收益。

对于信托和保险，谁更适合做养老金理财？杨燕绥分析称，信托和保险都是养老型产品，但是却有很大的不同。简单来说，信托就是将自己的财产托付于自己信任的人，而购买保险就是买了一个承诺，合同到期后才能看结果。

具体来说，主要表现在三个方面的不同，就产权归属来看，信托对个人所有，而保险归保险公司所有。简单来说，信托有两个帐户，一个是给客户的帐户，一个是自己的资产负债表，所以客户养老金的资产，一直是在客户手里。对于保险而言，产权归保险公司，资产变

成了保险公司的保费收入，进入保险公司的资产负债表，产权不归你。

从信息披露来看，投资信托时，产权在自己手中，所以信托型计划要及时给客户信息披露，如支付宝理财每天告诉客户净收益。投入保险变成了保险公司的保费收入，不需要定期给客户信息披露，有的产品分红、有不分红，有分红但没有红利。

从风险责任问题的角度看，信托讲风险共担。比如在 2011 年全球都在亏损，养老金市场全球都在亏损，波动率不超过 4%就是很好的机构了，所以客户要接受这个亏损。

对保险来说，保险的优势就是保险公司承担风险，不想承担风险的人可以买个保险。她同时也强调，客户买了保险公司的产品，即获得一个承诺，关键在于客户是否相信这个十年二十年才兑现的承诺，“这是个很严肃的问题”。

对于养老金是做信托还是做保险，杨燕绥称，“信托型产品要做好信息披露和客户教育；保险型产品要做好信誉，“那些欺骗客户和违规操作的公司和个人，不能进入养老金市场，一旦发生欺骗老年人的案例，要追查责任人、责任公司和监管机构的责任”。

养老机制亟待变革，资产管理要三方发力

养老金是养老的现金流和生存年金。它有一个锁定帐户到退休后来解决稳定收入问题特点，所以，养老金要跟家庭消费支出这样的指数挂钩，而且是生存年金。

美国 1974 年就开始搞职业养老金，还有个人养老金。在美国，转移支付、劳动收入和资本利得各自占三分之一，这是最理想的状态。

2010年中国第六次人口普查发现，49%的人说靠孩子养老，20%的农民说劳动养老，24%的说领养老金，5%的说领低保，2%的人说有养老准备，可见老年人口的资产结构是进入老龄社会的软实力。

从养老金结构看，美国约有23万亿美元，政府养老金交给非营利的信托基金管理，占12%；美国的401(K)计划和雇主DB计划占64%；个人养老金占到了24%；有三份养老金的人，替代率是工资的102%。同期，中国约有5万亿人民币，75%是社会养老保险；企业年金占21%，个人养老金占4%。

对此，杨燕绥指出，进入老龄社会时，劳工组织说养老金替代率可以是配置前工资的45%，OECD的国家都超过60%，做大第一支柱，全覆盖，保基本，让老人没有后顾之忧，这是国家必须做的事。

其实早在2004年，中国就推出了企业年金，只是中国企业年金变成国有企业和银行的专利，银行做得也不太多，覆盖6%职工。

最后，杨燕绥还表示，一方面，中国的第三支柱养老金，要发展个人养老的资产账户，我们就要走合格计划的路，要抓住时机，发动群众，实现老百姓(603883,股吧)、政府和金融机构的多赢。最重要的是做好国民教育，提高老百姓管理养老资产的能力。另一方面，打造服务型政府，政府要建设国民养老金帐户系统。同时，要建立严格的监管、监督机制，以及第三方机制和社会共同监督。针对有过欺诈行为和违规记录的机构和人员，在限期之内不允许它碰养老金业务。要抓住时机，启动一次老百姓参与的金融机构的创新与改革。

董登新：应对养老金缺口 美国经验及启示



董登新：中国养老金融 50 人论坛核心成员、武汉大学金融证券
研究所所长

老百姓通常所讲的“养老金”，是指公共养老金计划，即社会养老保险，或称基本养老保险，其主要功能是防止老年贫困，并为退休者提供底线保障或地板保障，它是“国家信用”、“政府保底”的一项计划。在当今世界，在现实生活中，公共养老金计划有可能存在短期性支付压力或暂时性收支缺口，但绝不可能出现破产或倒闭的情况。在这一点上，老百姓不必担心。

事实上，公共养老金是一项国民福利，也是最保值的一项资产，

本文原载于 2018 年 2 月 6 日《中国劳动保障报》理论版。

因为养老金给付水平，总是比照“在岗职工”的平均工资“水涨船高”，并随物价工资水平而变动，这样的养老金支付能力，足以抗衡任何形式的通货膨胀，并能有效抵御货币购买力下降，对退休者的老年生活能够提供基本保障。

所谓“养老金缺口”，在大多数情况下，是对一国未来养老金收不抵支的一种假想或预测，比方，美国每年都会发布一个社会养老保险(OASDI)年度报告，其中，包含了美国OASDI信托基金10年(短期)与75年(长期)的收支平衡精算，并通过预测OASDI信托基金的短期缺口(short-term gap)及长期缺口(long-term gap)来警示政府及早采取应对之策。

1935年《社会保障法》颁布，标志着美国基本养老保险(OASDI)制度的诞生，它比欧洲国家大约晚半个世纪。立法后主要工作是人工发放社会保障卡(号)，这一工作一直持续至1936年底。因此，OASDI的收入征缴及退休金发放则始于1937年1月1日。从1937年至1939年底，由于当时基金积累短缺，退休金发放方式采取的是一次性支付；直至1940年1月1日，美国人退休金才开始采用按月支付方式。

也就是说，凡在1937年前退休的人没有养老金；凡在1937年后、1940年前退休的人，一次性领取的养老金也很少，他们与当时已退休但没有养老金的人并无太大差别；1940年开始按月支付退休金，但月退休金水平仍很低，几乎是象征性的，因此，当时领取退休金的老人与没有退休金的老人，他们并无多少收入差别，也无人抗议。这就是当基本养老保险制度在一个国家从无到有，退休金水平从很少到较少

时，就不会存在什么“制度老人”或“制度中人”，当然，也不会存在所谓的“转制成本”这类历史包袱。

更何况，美国基本养老保险（OASDI）从一开始就是高起点统筹，即全国统筹，由联邦政府统收统支，不让地方政府插手，而且从制度运行开始，就采取“以税代费”，由联邦税务局（IRS）统一强制征缴 OASDI 税。这一做法极大地提高了制度运作效率及管理的规范性与透明度。因此，在没有任何历史包袱（即所谓“转制成本”）的前提下，美国基本养老保险（OASDI）在随后的近半个世纪中，基本上维持了“低缴税、低给付、全国统筹”的收支平衡格局。

直至 1975 年，美国第一次关注基本养老保险（OASDI）计划的支付风险问题（Teresa T. King and H. Wayne Cecil, 2006）。当时美国财政部的一份报告显示，到 1979 年美国 OASDI 税的收入将不能满足 OASDI 支付。为此，美国国会提高了 OASDI 税率，并扣减了养老金给付，同时采用 COLA 自动调整养老金给付标准，从而避免了 1979 年养老金的支付风险。

这一次有惊无险的缺口风险警示，引起了当时的里根政府的高度关注。在 1981 年，由美国国会及里根总统任命设立的“全国社会保障改革委员会”（National Commission on Social Security Reform），由格林斯潘担任主席，该委员会的主要任务，就是针对美国社会养老保险当时面临的短期财务危机进行研究并提出对策建议。1983 年该委员会提交的一份报告导致了《1983 年社会保障改革法案》（Social Security Reform Act of 1983）的出台。这是自 1935 年《社会保障法》颁布以

来最大规模的一次修订，也是美国政府首次采取行动，正式应对“养老金缺口风险”，这一次的社会保障法“大修”直接决定了美国基本养老保险未来半个世纪的走向与命运。实践证明：这一次社会保障法的大修是卓有成效的，也是十分成功的，进而保证了美国基本养老保险制度长达 80 年的可持续性与超稳定性。

不过，1983 年美国社保养老金仍出现了三个月的支付缺口（ERIC BLACK, 2005）。1983 年《社会保障法》修订，只是一个起爆点。事实上，美国政府为了应对未来养老金缺口风险，在 1980 年代采取了一系列的政策与对策，具体包括延长退休年龄；鼓励推迟退休、惩罚提前退休；雇主不允许强制要求雇员退休；公共部门养老金并轨；提高 OASDI 税率，对退休金征税；大力发展私人养老金。

（一）将男女退休年龄从 65 岁延长至 67 岁

众所周知，早在 1935 年《社会保障法》颁布时，美国就规定了男女退休年龄统一为 65 周岁，这一标准一直使用至 2002 年。1983 年《社会保障法》修订版决定，从 2003 年开始延长退休年龄两岁，分两步走：第一步，从 2003 年至 2009 年，每年延长退休年龄两个月，到 2009 年男女退休年龄将延长至 66 岁，然后暂停。第二步，从 2021 年开始至 2027 年，再次实施每年延长退休年龄两个月，直到 2027 年男女退休年龄延长至 67 岁（见表一）。

表一 美国法定退休年龄

出生年份	法定退休年龄
1937 年及以前	65 岁
1938 年	65 岁零 2 个月
1939 年	65 岁零 4 个月
1940 年	65 岁零 6 个月
1941 年	65 岁零 8 个月
1942 年	65 岁零 10 个月
1943-54 年	66 岁
1955 年	66 岁零 2 个月
1956 年	66 岁零 4 个月
1957 年	66 岁零 6 个月
1958 年	66 岁零 8 个月
1959 年	66 岁零 10 个月
1960 年及以后	67 岁

注：资料摘自美国社保局网站。

目前延长退休年龄已成为世界大趋势。在西方发达国家，延长退休年龄有两个特点：一是男女退休年龄统一；二是大多数国家的法定退休年龄已延长至 65 岁之上。

但相比之下，我国女特种工退休年龄仅为 45 岁，普通女工人退休年龄为 50 岁，女干部退休年龄为 55 岁，男性劳工及女性农民退休年龄为 60 岁。我国城镇女职工过早退休，暴露出两大严重问题：一是劳动力资源存在巨大浪费，这与人口老龄化、劳动力短缺严重矛盾；二是男女就业年龄存在歧视性，这与女性寿命长于男性 3 至 5 岁严重矛盾。为此，强烈呼吁：中国男女退休年龄应以社保弱势群体“城乡居民”60 岁为标准，实现全国统一，以达成社会公平正义。其实，上辈人过早退休，是对后辈人不负责任，它加大了晚辈对长辈的缴费负担和社会包袱。

（二）鼓励延迟退休，惩罚提前退休

在延长法定退休年龄的基础上，美国还人性化地实行“弹性退休

制度”，鼓励在法定退休年龄的基础上进一步延迟退休，最多可奖励30%的退休金；相反，如果早于法定退休年龄提前办理退休手续，则最多可扣减30%的退休金。比方，美国现行的法定退休年龄男女都是66岁，但法律允许的最早可退休年龄为62岁，在这一年龄退休则必须扣减30%的养老金；相反，法律允许的最大可奖励退休年龄为70周岁，若在这一年龄办理退休手续，则可奖励30%的养老金。如果在法定退休年龄66周岁办理退休手续，则养老金给付就不增不减。

提前退休除了按比例直接扣减养老金给付标准外，如果提前退休后继续工作，而且工作收入超过一定额度的，根据超过额度的多少，还要对提前退休已扣减的养老金标准，进行再次扣减。直至达到法定退休年龄后，再继续工作所获收入无论多少，就不再扣减养老金标准。其道理很简单：既然申请提前退休，不想再工作了，为什么还要一边领取养老金、一边继续工作呢？这岂不是很矛盾？因此，美国政府很精明，它要防止参保人利用退休制度“套利”。

为此，我国也可以借鉴美国退休制度理念，人性化地设定最早可退休年龄，也就是可提前领取养老金的最早年龄，比方，在男女退休年龄统一为60岁之后，我们可以允许参保人最早在55岁开始领取退休金，但必须扣减30%发放，以此防止制度套利。相反，我们也可以鼓励参保年满60岁后，延迟申领退休金，将来退休时给予养老金奖励。这既能人性化地满足那些老弱病残参保人提前退休的愿望，又不会鼓励人们提前退休，更不会培养懒汉意识。

（三）雇主不得强制要求雇员退休

美国法律严格规定，对于达到正常退休年龄的雇员，雇主不得存在年龄歧视，也不得强制要求雇员退休。这就是美国的非强制退休制度。美国反就业年龄歧视法充分保障人们的“劳动权”，充分展示“劳动光荣”、“劳动快乐”、“劳动幸福”的价值观及人性关怀。

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。自1986年以后，美国大多数部门都禁止强制退休。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，而雇主则不能强迫其退休，更不能采用歧视、骚扰或故意刁难的方式，逼迫雇员退休。正因如此，美国许多大公司都有70多岁、80多岁的CEO，还有90多岁的董事。

2010年底，美国社保局数据显示：美国65岁以上老年人的退休收入，大致由五个部分组成：社保养老金占36%，退休后继续工作收入占29%，私人养老金占17%，储蓄与投资收入占16%，其他收入占3%。

但在中国，只要达到法定退休年龄（女工人50岁，女干部55岁），无论你是否身体好、业务能力强，都必须强制退休。但在一些单位，如高大上、白富美的银行、保险，它们需要大量年轻漂亮的新员工，而一些效益不好的国企则需要裁员，像这样一些单位，它们往往等不及员工退休，就会游说或强制50岁以上的职工“内退”，进而剥夺其工作权。这是人力资源的巨大浪费，也是典型的就业年龄歧视，因

此，我们有必要借鉴美国经验，充分利用我国的劳动力资源优势。

（四）公共部门养老金“并轨”改革

1983年《社会保障法》修订案规定，从1984年1月1日开始，凡是新参加联邦政府部门工作的雇员，必须参加OASDI计划；但凡是在此前已在联邦政府部门工作的雇员，则可以选择继续留在老体制中，也可以选择切换至OASDI体制中。不过，在此前被老体制覆盖的参保人，一直都是缴费型的DB计划，这与中国机关事业单位养老金并轨前“不缴费”的旧体制完全不同。

凡是进入OASDI体制中的联邦雇员，除了参加OASDI计划外，还可以参加一个“职业年金”计划，即TSP。这十分类似于中国机关事业单位职工在参加基本养老保险的同时，还必须参加职业年金计划。

机关事业单位职工是收入水平和缴费能力最稳定的人群，将他们并入基本养老保险，有利于扩大基本养老保险的覆盖面，有利于提高基本养老保险基金积累能力及支付能力。

（五）提高OASDI税率，并对退休金开始征税

1983年美国《社会保障法》修订的重要成果之一，就是决定大幅提高OASDI税，对退休金开始征税，并将退休金税划归OASDI信托基金收入。这是化解养老金缺口的最直接对策，但它不适合中国，因为中国目前基本养老保险雇主费率严重偏高，因此，我们需要降费。

表二：美国 OASDI 税率 (%)

年度	OASDI 税率	年度	OASDI 税率
1937-49	2	1969-70	8.4
1950	3	1971-72	9.2
1951-53	3	1973	9.7
1954-56	4	1974-77	9.9
1957-58	4.5	1978	10.1
1959	5	1979-80	10.16
1960-61	6	1981	10.7
1962	6.25	1982-83	10.8
1963-65	7.25	1984-87	11.4
1966	7.7	1988-89	12.12
1967	7.8	1990	12.4
1968	7.6	2018	12.4

注：表中税率是指雇主、雇员双边合计税率。

美国基本养老保险的“缴费”实行“以税代费”，强制征收，全劳动所得覆盖，基本上没有制度漏损，但由于最初“缴费”是低税率起步、缓慢提高，这一过程一直持续至1990年终结。从表二可以发现，1937年美国基本养老保险税率（即OASDI税率）从低水平起步，雇主、雇员对等各缴1%，合计为2%；1959年首次突破5%；1978年首次突破10%，1990年最终定格在12.4%，即雇主、雇员各缴6.2%。这一水平至今不再调整。

众所周知，世界上大多数国家都不会对退休金征缴个人所得税，然而，在1983年社会保障法修订后，联邦政府开始对OASDI给付进行课税。当退休者综合年收入（=调整后总收入+免税债券利息收入+OASDI给付的一半）超过一定额度时，该退休者OASDI给付的50%或85%必须纳入当年的应税所得，缴纳联邦所得税。据统计，大约有两成退休者在领取退休金时，需要将其退休金的一半纳入应税所得，其课税额仅占OASDI给付额的5%以内。

据美国社保局统计，在收到OASDI给付的人群中，大约有1/3

的人的退休金需要缴纳联邦个人所得税。目前，我国基本养老保险给付（退休金）是免征个人所得税的。

（六）大力发展私人养老金计划

1974年美国颁布《雇员退休收入保障法案》（ERISA）；1978年美国税法修订并创设了401（k）计划；1981年11月，401（k）计划正式落地实施，这极大地推动了私人养老金（相当于中国的企业年金和职业年金）的全面大发展。

20世纪80年代，美国私人养老金发展呈现了两大特征：一是传统DB计划开始向DC计划转型；二是部分DC计划向401（k）计划转型。20世纪90年代，美国私人养老金计划开始由大型企业全面转向中小企业。

截止2016年底，美国私人养老金总储备高达25.3万亿美元，相当于美国GDP（18.57万亿美元）136%。2016年底我国企业年金总储备仅为1.1万亿元，相当于我国GDP（74.4万亿元）的1.5%。

作为养老金第二支柱，企业年金和职业年金总储备越大，则作为第一支柱的基本养老保险缴费率和替代率，才有下调空间。正是因为美国私人养老金不断做大做强，才能让基本养老保险替代率维持在40%左右，其缴费率也明显低于许多国家。相反，中国第二支柱发展比较滞后，基本养老保险缴费率及替代率则被迫维持在一个较高水平上。

在1983年社会保障法修订的作用下，经过近三十年的努力，美国社会养老保险基金出现了近3万亿美元的盈余。不过，在2010年

和 2011 年，美国连续出现了两个年度的“社会养老保险支出大于其非利息收入（non-interest income）”的情形。这就是美国口径的“养老金缺口”，这是自 1983 年以来再次出现的“养老金缺口”。但总体而言，美国基本养老保险制度自 1935 年立法以来，一直保持了较好的连贯性和稳定性，其中，有不少做法值得今天的中国学习和借鉴。

胡兵 孙博：养老金金融：体量稳增长与投资低收益 并行

胡兵：华夏基金养老金管理部行政负责人，董事总经理

孙博：中国养老金融 50 人论坛秘书长助理、华夏基金养老金管理部
高级副总裁

一、年度政策盘点

（一）全国社保基金条例颁布

2016 年 3 月 10 日，为规范全国社会保障基金的管理运营，加强对全国社会保障基金的监督，国务院发布《全国社会保障基金条例》（以下简称《条例》）。总体来看，《条例》主要包括如下几方面内容：

第一，明确全国社保基金的法律地位。《条例》明确规定，全国社会保障基金是“国家社会保障储备基金”，用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂。《条例》从性质、定位、投资运营、监督、法律责任等方面，对全国社保基金做了框架性的界定，目的在于规范其管理运营，加强对其监督。其次，《条例》对全国社保基金的管理运营进行规定，指出由全国社会保障理事会负责全国社保基金的管理运营，理事会应当审慎、稳健管理运营全国社会保障基金，按照国务院批准的比例在境内外市场投资运营全国社会保障

本文原载于《中国养老金融发展报告（2017）》。

基金。

第二，深化制度安排，加强监督管理。与《全国社保基金投资管理暂行办法》相比，《条例》提出理事会应制定全国社会保障基金的资产配置计划、确定重大投资项目，应当进行风险评估，并集体讨论决定，对社保基金投资运营的制度安排做了进一步的深化。此外，《条例》在基金运营的监督管理方面明确了各监管部门的监督职责，并对全国社保基金在运营过程中参与各方可能出现的违法事项做了更严格的法律规定。通过深化制度安排，加强监督管理，进一步规范了全国社保基金投资运作机制，提升了基金运作及监管效率。

第三，为基本养老保险基金受托运营提供法律依据。《条例》在附则第二十九条中提出，经国务院批准，理事会可以接受省级人民政府的委托管理运营社会保险基金；受托管理运营社会保险基金，按照国务院有关社会保险基金投资管理的规定执行。该项规定意味着在广东、山东两地基本养老基金试点的基础上，其他省份基本养老基金也可以由全国社保理事会进行委托管理，从而为基本养老基金市场化运营提供了政策依据，同时也明确了全国社保理事会养老基金受托人的角色。

（二）金融支持养老服务业政策

2016年3月21日，为进一步创新金融产品和服务，促进养老服务业加快发展，支持供给侧结构性改革，人民银行、银监会、证监会、保监会和民政部联合印发了《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，以下简称《意见》）。在养老金体系

方面，《意见》特别提出要推动完善养老保险体系建设。与养老金体系发展相关的指导意见如下：

第一，完善多层次社会养老保险体系。《意见》指出“进一步完善由基本养老保险、企业年金、职业年金、商业养老保险等组成的多层次、多支柱的养老保险体系”，“促进企业补充养老保险进一步向中小企业覆盖”。《意见》强调了完善多层次养老保险体系，大力发展补充养老保险和第三支柱个人税延养老保险的重要性。

第二，加快保险产品和服务方式创新。《意见》鼓励开展个人税收递延型商业养老保险试点，继续推进老年人住房反向抵押养老保险试点，发展独生子女家庭保障计划，丰富商业养老保险产品。

第三，创新养老资金运用方式。《意见》指出我国养老金基金投资应积极借鉴国际经验。在符合投向要求、有效分散风险的前提下，推动基本养老保险基金、全国社会保障基金、企业年金基金、职业年金基金委托市场化机构多种渠道开展投资，实现资金保值增值，提升服务能力。

第四，首次提出养老型基金产品。《意见》指出，积极开发可提供长期稳定收益、符合跨生命周期需求的差异化养老金融产品。大力发展养老型基金产品，鼓励个人通过各类专业化金融产品投资增加财产性收入，提高自我养老保障能力。这是在政策层面，首次提出“养老型基金产品”概念。随后证监会发布《公开募集证券投资基金运作指引第2号——基金中基金指引》，为目标日期基金、目标风险基金等养老属性突出FOF产品发行提供了政策依据。

（三）职业年金基金管理暂行办法

2016年9月,《职业年金基金管理暂行办法》(下称《暂行办法》)正式落地,意味着职业年金基金将实际步入投资运作阶段,开启了年金行业发展的新阶段。总体来看,职业年金借鉴了企业年金运营模式,《暂行办法》对职业年金的运作模式、参与主体职能分工、基金投资、收益分配、信息披露及监督管理等方面均做了详细规定,与企业年金基金运营的差异主要体现在如下几方面:

第一,基金运作模式。企业年金运作分为理事会模式与法人受托两种委托模式,而职业年金只有法人受托一种模式:职业年金采取集中委托投资运营的方式管理,由各省社保经办机构(代理人)行使委托职责,建立年金计划并分别委托受托机构。

第二,参与角色。职业年金运作沿用企业年金管理资格。企业年金设有专门的账户管理人,职业年金运营中取消了账户管理人角色,由“代理人”履行相关职责。代理人指的是各地社保经办机构,由代理人代表该省与受托人、托管人、投管人签订相应管理合同。同时各省成立机构评选委员会,成员7人、9人或11人,由人社、财政和人数较多的单位或基金规模较大的省辖市派代表参加,其职责是选择、更换受托人,由社保经办机构承担具体事务工作。

第三,计划建立。企业年金按照单位进行归集,一个单位设立一个计划,一个收益率。职业年金按照省级进行统筹管理,各省可建立一个或多个计划;建立多个计划的,可统一收益率,也可不统一收益率,具体由各地方自行决策。

第四，投资范围。与企业年金相比，职业年金基金明确不能投资万能险和投连险等保险产品。其他投资范围与企业年金相同，权益类资产投资比例不得超过 30%，也可以投资养老金产品。

第五，管理费用。与企业年金相比，职业年金不再收取账户管理费，其他费用与企业年金一致：投管费上限为 1.2%，受托和托管费用上限是 0.2%。风险准备金提取比例为投管费的 20%，累计达到组合净值的 10%不再提取。

第六，职责划分。与企业年金相比，代理人和受托人的权限扩大，而投管人受到约束相对更多。表现为代理人职责新增“应监督职业年金计划管理情况，建立职业年金计划风险控制机制”内容；受托人职责中增加了“提出大类资产投资比例和风险控制要求”的内容。投资管理人增加了约束性规定“建立投资组合风险控制及定期评估制度，严格控制组合投资风险”。

（四）养老保障产品监管加强

2015 年 7 月 30 日，中国保监会以〔2015〕73 号文印发《养老保障管理业务管理办法》，此后养老保障管理业务发展迅速。2016 年 11 月 15 日，保监会发布了《关于进一步加强养老保障管理业务监督有关问题的通知》（保监寿险〔2016〕230 号），加强了对养老保障业务监管力度，以防范制度套利。以下是新规的几点主要变化。

第一，提高了养老保障产品的业务门槛。73 号文规定养老保险公司可以开展养老保障业务，但是没有对注册资本和净资产进行规定。230 号文提出开展养老保障管理业务，注册资本及净资产要求要

高于 5 亿元。此外，73 号文在附则中规定：“养老金管理公司开展养老保障管理业务，应遵守本办法规定”。230 号文则特别指出开展养老保障管理业的机构包括养老保险公司及养老金管理公司。总的来看，目前的养老保险公司和养老金管理公司注册资本平均超过 20 亿元，新规对其无实质影响，但对于未来的潜在机构则形成了一定的准入门槛。

第二，债券杠杆和另类投资比例受限。首先，组合杠杆受到限制。73 号文并未对组合杠杆有所限制，而 230 号文明确封闭式组合债券正回购资金余额不超过组合资产净值的 100%，开放式组合债券正回购不超过 35%。其次，另类投资比例细化。230 号文将原规定中“基础设施投资计划、不动产相关金融产品、其他金融资产的投资余额不得超过投资组合价值的 75%，其中单一项目的投资余额不得超过投资组合价值的 50%”的规定进行了细化，针对不同开放频率的投资组合，对另类资产的投资比例设定了不同的比例控制，具体如下表。这将对养老保障产品收益产生负面影响，其中对开放式组合影响将最大。目前市场已经运行的 T+1 的类开放式货币产品，非标比例必须收缩到 20% 以下。

表 1 230 号文对开放式养老保障产品非标投资比例规定

开放频率	<30d	30d-180d	180d-360d	>360d
投资比例	20%	30%	40%	75%

第三，流动性管理更加严格。230 号文新增了产品巨额领取处理方式，降低养老保障管理业务的流动性风险。此外，为规范产品流动

性管理，反应产品真实情况，新规规定发行人不得为领取行为提供垫资。因此，养老保障业务，尤其是货币类的开放式养老保障产品将难以实现 T+0 的快速赎回。

第四，投资范围扩大，投资方式更灵活。230 号文将养老保障管理业务投资范围中的“上市权益类资产”变更为“权益类资产”，将投资范围扩展到了股权投资领域。同时新增股指期货交易，但仅限于对冲或规避风险。此外，为增加养老保障业务投资资产转换的灵活性，230 号文规定“经委托人或受益人同意，养老保障管理基金的资产类账户之间或与管理人管理的其他资产账户间，可按照市场价格相互交易。”一方面有助于减少投资的撮合成本，但是另一方面容易增加投资管理人道德风险机会。

总体来看，基于产品本身的制度优势，养老保障管理业务的市场空间广阔。团体型产品相较企业年金，产品灵活性更高更具吸引力。个人型产品相较公募基金和理财产品，投资范围更广泛、业务门槛更低。若未来税收递延与养老保障产品对接，则养老保障管理产品将享有巨大的政策红利和发展前景。

二、年度行业回顾

（一）企业年金规模破万亿，但增速持续下降

截至 2016 年底，企业年金运作资产规模首次超过 1 万亿元，运作组合达 3207 个。年金资产规模年度增长 1496 亿元，连续 5 年增量破千亿，但是受基数持续增加，以及退休参保职工逐渐增多待遇领取增加的影响，年金规模增速从 2009 年 63.2% 的高位持续下降，2016

年增速仅为 16.2%。具体如下图：

图 1 企业年金运作规模与增速情况

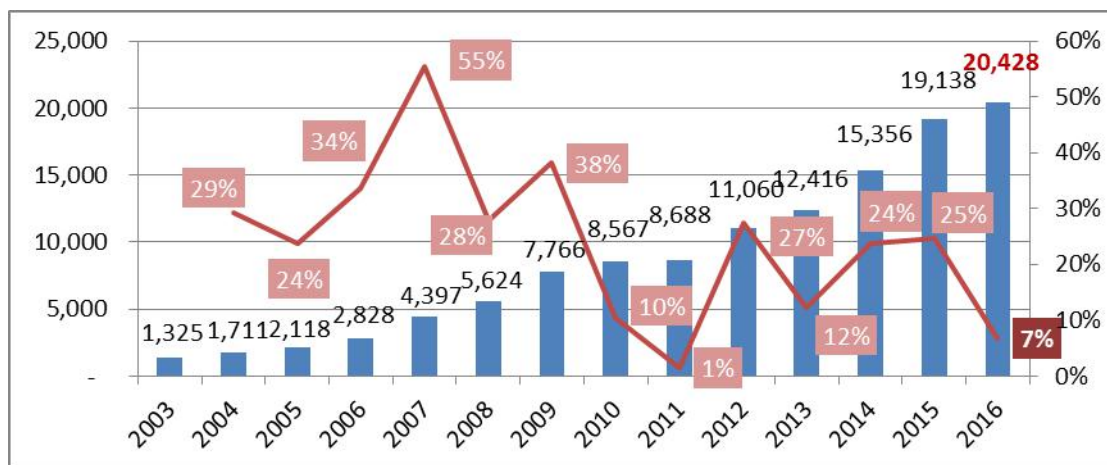


数据来源：人社部。

（二）全国社保基金规模达到 2 万亿

经过 15 年发展，2016 年底，社保基金会管理的资产总额 20423.28 亿元。其中，基金权益 19488.07 亿元。在基金权益总额中，全国社保基金权益 16,042.58 亿元，个人账户基金权益 1,181.51 亿元，地方委托资金权益 2,263.98 亿元。这是全国社保基金首次突破 2 万亿大关，为应对老龄化高峰期养老金支出奠定了基础。

图 2 全国社保基金管理资产规模



数据来源：全国社保基金理事会。

（三）职业年金投资运营相关基础工作推进

2016年9月，人力资源和社会保障部、财政部联合印发《职业年金基金管理暂行办法》，标志着作为基本养老保险有益补充的职业年金正式启航。随后为完善职业年金计划顶层设计，并细化计划实施方案，人社部又先后发布了《关于职业年金计划备案和编码规则等有关问题的通知》、《关于印发职业年金计划管理合同指引的通知》、《关于印发职业年金基金管理运营流程规范的通知》、《关于印发职业年金基金数据交换规范的通知》等一系列文件，对职业年金基金备案编码、合同签署、运营流程及数据交换等方面做了相关规定和统一。

但是总体来看，除顶层设计之外，关于职业年金受托计划设立、管理机构筛选、基金运营管理和计划监督管理、相关信息系统建设等细节工作尚在进行中，职业年金基金实际投资运营还需一段时期准备。

（四）基本养老金管理机构完成遴选

2016年3月10日，《全国社会保障基金条例》发布，附则第二十九条规定“经国务院批准，理事会可以接受省级人民政府的委托管理运营社会保险基金；受托管理运营社会保险基金，按照国务院有关社会保险基金投资管理的规定执行。”为基本养老保险基金入市提供法律依据。该项内容实则对于此前出台的《基本养老保险投资管理办法》中规定的基本养老保险基金受托人的角色进行了明确，确认了全国社保基金理事会为基本养老保险基金受托人。

为承接上述工作，全国社保基金理事会根据工作需要增设养老金管理部、养老金会计部两个部门。其中，养老金管理部主要负责养老基金综合管理，研究提出资产配置计划并组织实施和养老金投资政策和资本市场研究等；养老金会计部则主要负责养老基金的资产、账户管理和独立的会计核算和养老基金资产的托管业务等。

在上述工作基础上，2016年11月和12月，全国社保基金理事会根据《基本养老保险基金投资管理办法》（国发〔2015〕48号）和全国社会保障基金理事会相关评审规定，选出4家基本养老保险基金托管机构和21家基本养老保险基金证券投资管理机构。至此，基本养老保险基金相关管理人招标工作完成，基本养老保险入市正式进入倒计时阶段。

表2 基本养老保险基金托管机构

中国工商银行股份有限公司	交通银行股份有限公司
中国银行股份有限公司	招商银行股份有限公司

资料来源：全国社保基金理事会网站。

表3 基本养老保险基金证券投资管理机构

博时基金管理有限公司	南方基金管理有限公司
长江养老保险股份有限公司	鹏华基金管理有限公司
大成基金管理有限公司	平安养老保险股份有限公司
富国基金管理有限公司	泰康资产管理有限责任公司
工银瑞信基金管理有限公司	易方达基金管理有限公司
广发基金管理有限公司	银华基金管理股份有限公司

海富通基金管理有限公司	招商基金管理有限公司
华泰资产管理有限公司	中国人保资产管理有限公司
华夏基金管理有限公司	中国人寿养老保险股份有限公司
汇添富基金管理股份有限公司	中信证券股份有限公司
嘉实基金管理有限公司	

资料来源：全国社保基金理事会网站。

（五）养老险公司扩容，新华养老开业，人保养老批筹

2016年9月，新华养老保险股份有限公司（简称“新华养老保险”）正式成立，成为我国第7家养老险公司。新华养老注册资本5亿元，由新华人寿和新华资产共同发起设立，其中新华人寿持股比例99%，为公司控股股东。2017年1月6日，保监会批复人保集团独家出资设立人民养老保险有限责任公司，注册资本40亿元，成为国内第8家养老险公司。

以经营业务范围分类，可将养老险公司划分为三种类型：第一类是安邦养老，由于没有年金或者基本养老金业务资格，公司主要开展传统的商业保险业务和养老保障产品业务。第二类是国寿养老、长江养老，具备年金和基本养老金业务资格，专门从事养老金和养老保障产品等业务，并不开展传统保险业务，定位为养老金资产管理公司。第三类是平安养老、泰康养老、太平养老，业务相对多元，业务涉及商业保险、养老金资产管理、养老保障产品等。

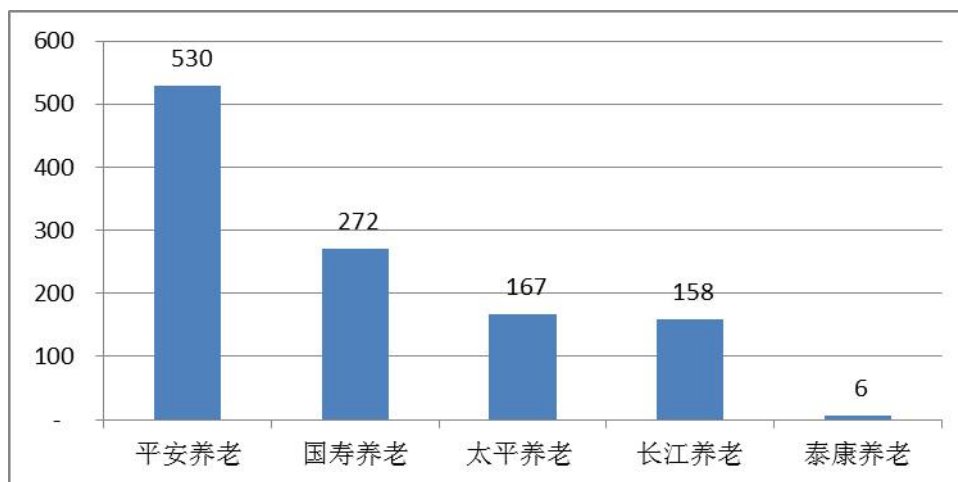
从新华养老业务范围来看，涵盖了年金业务、人寿保险和健康保险业务等；人保养老业务范围相对较小，包括团体养老保险、个人养

老保险、年金业务等，没有健康保险业务。可见上述两家养老保险公司未来仍将参考平安养老业务模式，兼顾传统保险、年金资产管理和养老保障产品等。这种业务模式具有较高的借鉴价值，原因在于参与年金业务需要获取业务资格，养老保障产品尚处于起步发展阶段，通过传统商业保险业务对于支撑公司初期发展具有必要性。

（六）养老保障管理产品规模过千亿

目前具有养老保障管理业务资格机构共有 6 家养老保险公司和建信养老金管理公司。目前，保监会并未对外披露养老保障管理业务相关情况，从各家管理人年度信息披露报告的数据，截至 2016 年底，全市场养老保障产品规模超过 1100 亿元。具体来看，平安养老凭借较早产品布局和诸多销售渠道，管理规模超过 530 亿元，较 2015 年增加 140 亿元。紧随其后的是国寿养老，其养老保障产品规模达到 271.59 亿元。其中，国寿与微信理财通合作的国寿嘉年华货币型养老金产品，因其第一个与互联网巨头合作具有先发优势，且收益率略超货币基金收益率，产品规模上涨迅速，对国寿养老的养老保障管理业务规模贡献良多。太平养老与长江养老发力稍晚，规模都在 160 亿元左右。泰康养老的养老保障管理业务规模仅为 6 亿元，与其他各家差距较大。

图 3 养老保障管理业务年末管理规模



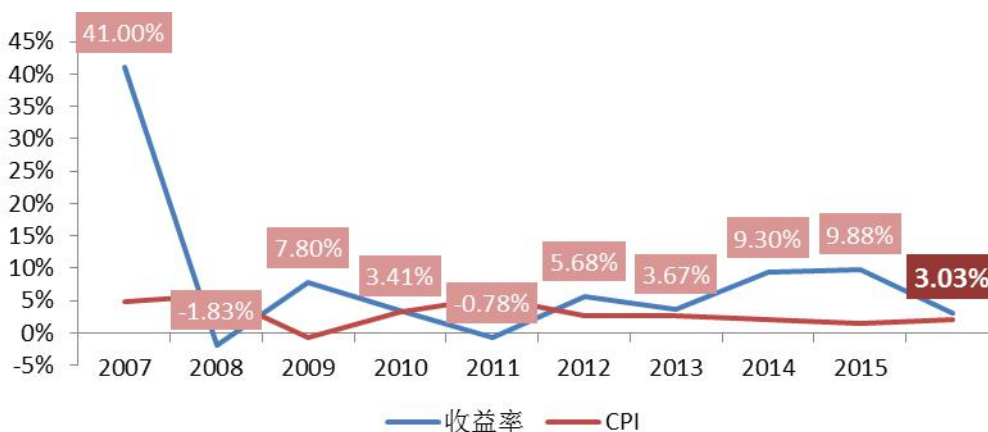
数据来源：各养老保险公司官网；截至 2016 年末。

三、资产管理情况

(一) 企业年金、全国社保基金投资收益均创新低

企业年金方面，2016 年企业年金全市场平均收益率 3.03%，其中含权组合加权收益 2.68%，固收组合达到 4.7%。受此影响，2007 年以来市场平均年化收益率为 7.58%。尽管年金投资连续 5 年实现了正收益，但是投资收益创近 5 年以来新低。

图 4 企业年金历年投资收益率

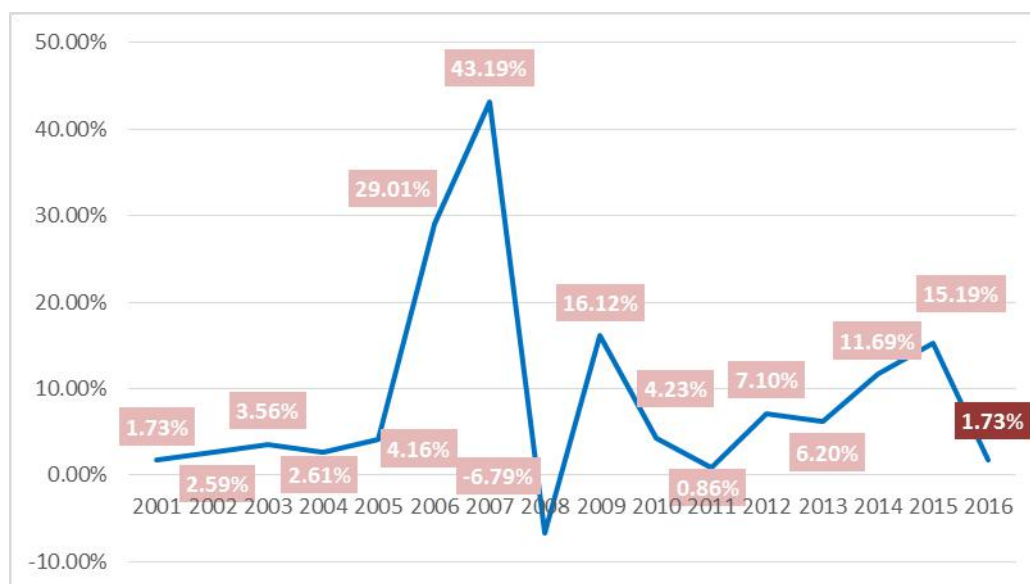


数据来源：人社部，Wind 资讯。

2016 年社保基金投资收益总额 313.18 亿元，收益率 1.73%，是

2001年以来年度收益率的第三低，仅高于2008年的-6.79%与2011年的0.86%。2016年全国社保基金收益率较2015年的15.19%大幅下跌。

图5 全国社保基金投资收益率



数据来源：全国社保基金理事会。

企业年金与全国社保基金收益率下行的主要原因在于2016年权益类和固定收益类市场双双走低。权益市场方面，2016年我国上证综指下跌12.31%，全年下跌435.54点，报收3103.64点，在全球主要股市中表现最差。2016年美国三大指数全线上涨，道琼斯工业指数上涨13.74%、标普500指数上涨为10.05%、纳斯达克指数上涨8.48%。欧洲三大股市中，英国富时100指数上涨14.06%、德国DAX30指数上涨6.59%、法国CAC40指数上涨4.34%。亚洲股市中，香港恒生指数与日经225指数基本持平。

债券市场方面，2016年年初国开债发行利率触及3%，此后随着四月信用事件频发引发债市收益率上行，中债总财富指数4月下跌80bp。临近年末，在强监管背景下，银行冲规模需求叠加委外业务赎

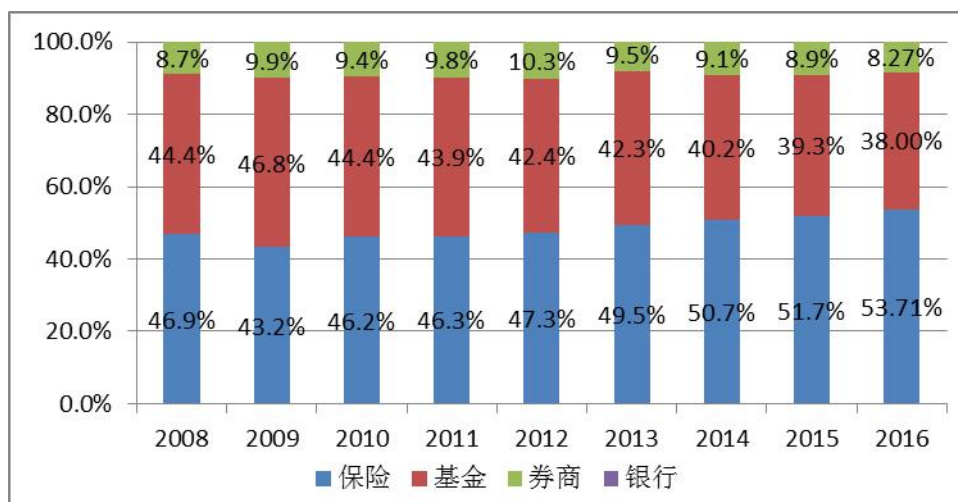
回需求导致债市流动性紧张，中债财富指数在 11 月、12 月下跌 2.4%，全年收益率以 1.31% 收官。虽然与美国、加拿大、欧盟等相比，2016 年我国债市表现并不是最差，但是相比我国 2014 年、2015 年中债总财富指数收益率的 11.23% 和 8.03%，2016 年债市仍然创三年新低。

应该指出的是，企业年金相对全国社保基金的收益率较高的原因在于，年金资产配置更加稳健，其中权益类资产占比在 10% 以内，而全国社保基金权益类占比达到 30% 左右。长周期来看，资产配置结构不同导致最后获取的回报也有所不同。年金投资总体来看波动较小，平均回报较低：2007 年最高收益率 41%，2008 年最低收益率 -1.83%；2007-2016 年平均年化收益率 7.57%。全国社保基金波动较大：2007 年最高收益率 43.19%，2008 年最低收益率 -6.79%。2001-2016 年平均年化收益率为 8.37%。

（二）企业年金投管市场保险业份额持续扩大

企业年金运作初期，基金系和保险系投资管理人市场份额基本平分秋色，2010 年以来保险系投资管理人市场份额持续扩大，2014 年突破 50%，2016 年规模占比接近 54%。而基金行业市场份额逐步下降到 38%，券商市场份额从 8.9% 微降至 8.27%。保险系管理资产份额稳步上升主要原因在于保险机构兼具受托、投管和账管业务资格，业务协同度较高，人员配置也比较充足。

图 6 保险、基金和券商的年金市场份额比较

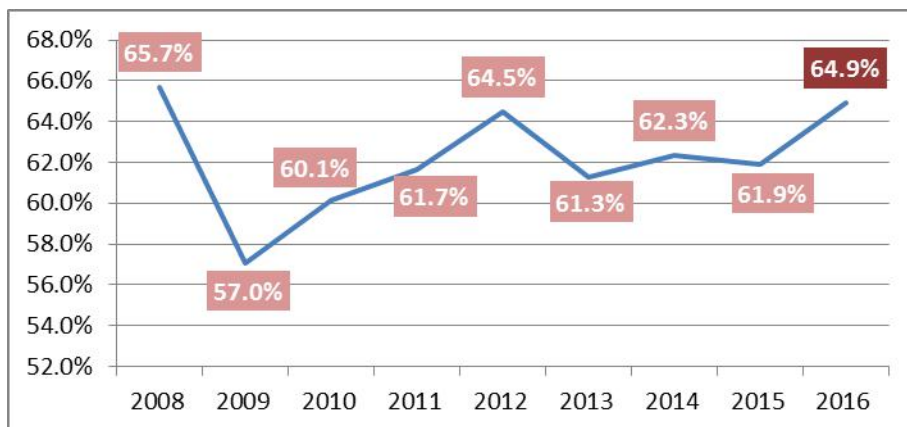


数据来源：人社部。

（三）法人受托份额进一步增加，业务集中度持续加剧

企业年金的受托市场的集中度仍然在进一步提高，主要表现在两个方面。第一，法人受托机构的整体市场份额增加，从2009年的57%逐渐提高到了2016年的64.9%，达到近年来的最高水平。法人受托机构占比提高主要有两个原因。首先，企业年金政策出台至今已有十年历程，具有建立企业年金能力的央企、国企、外资企业、经营较好的民营企业已经建立完毕，新建立计划的企业规模往往较小，不具备独立建立年金理事会的条件。相比之下，法人受托机构能够帮助中小企业建立企业年金计划，并发挥规模效应为企业提升收益和节省成本。其次，随着管理年金规模越来越大，法人受托积累了更多的管理经验和专业技能，相比单个年金理事会，其在管理架构、人员储备、梯队建设方面更具有比较优势。此外，随着年金规模越来越大，部分小型理事会已经转为法人受托模式。从2012年到2016年，理事会数量从242个减少到178个，减少了26%。

图7 企业年金基金法人受托机构管理规模占比



数据来源：人社部。

第二，从法人受托内部情况来看，市场集中度也进一步提高。从行业层面来看，保险机构和银行占据绝大部分市场份额，分别占 74.5% 和 24.1%；信托机构逐渐销声匿迹，市场份额仅为 1.3%。从机构层面来看，市场份额前三位的法人受托机构分别为国寿养老、平安养老和工商银行，其市场份额分别为 30.86%、23.9%、13.33%。近年来，三者市场份额持续平稳增加，2016 年末三者份额总值超过 68%，达到近 5 年来的最高水平。2008 年至今企业年金法人受托市场份额发展情况如图所示：

图 8 企业年金法人受托市场份额情况

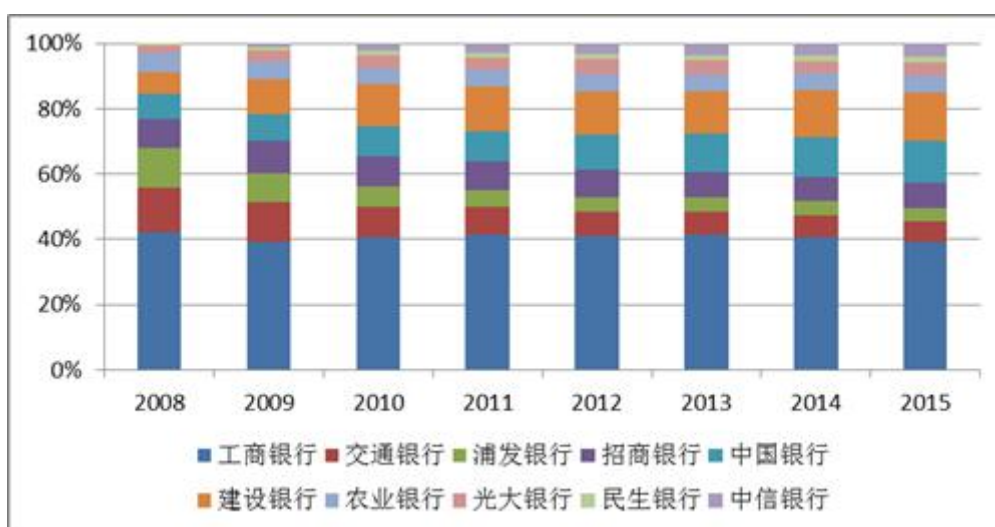


数据来源：人社部。

（四）托管和账管业务的市场集中度均有所下降

企业年金成立之初，其托管业务呈现较大的集中度，10家托管人市场份额差异非常大，其中仅工商银行一家市场份额就超过42%。工商银行、交通银行和浦发银行以前三名的规模占据企业年金托管业务近70%的份额，而份额较小的5家托管人占比合计不超过15%。随着企业年金的不断壮大，托管业务市场集中度有所下降，原份额较小的中国银行、建设银行、中信银行及光大银行市场份额均有了显著提升；而工商银行、交通银行和浦发银市场份额被不断压缩，从2008年的近70%下降到了2016年的不足50%。但从整体结构和行业门槛来看，企业年金托管业务仍然处于集中度较高的状态。

图9 企业年金托管业务市场份额情况

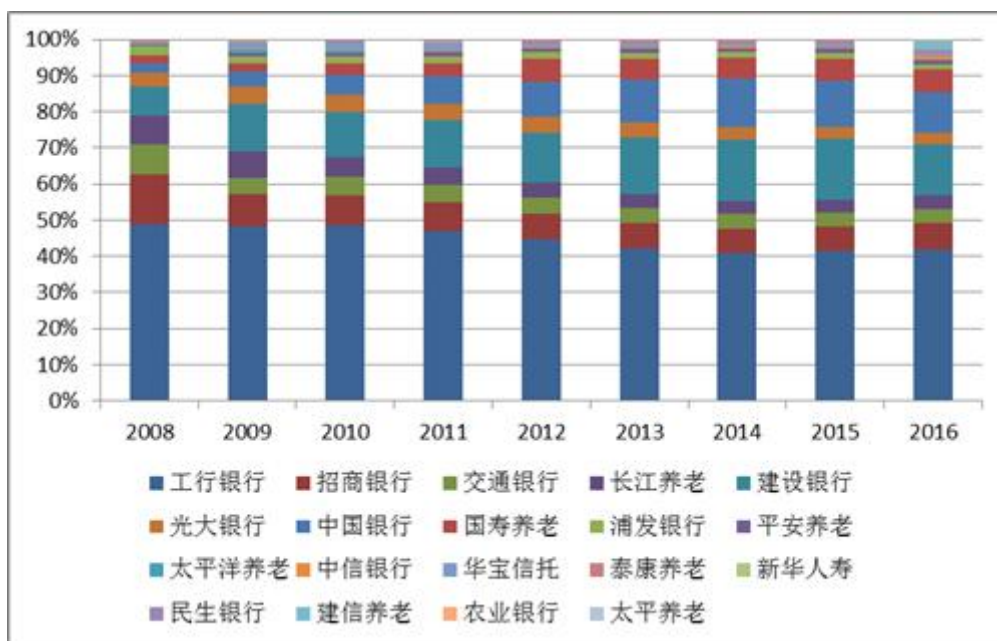


数据来源：人社部。

从企业年金账户管理业务来看，初期也呈现较高的集中度。2008年，工商银行管理个人账户数938万个，占据总数的48.83%；长江养

老、招商银行、交通银行及光大银行分别位居其后。市场上前5家账户管理人业务规模占据市场份额的近90%，剩下14家账户管理人市场份额合计不足10%。到2016年，账管人市场份额集中现象有所缓解，以国寿养老、中国银行、建设银行为主的机构不断提升市场份额，而2008年市场份额前五大账户管理人的市场份额总额则逐年下降，由当年的87%下降到2016年71%，减少近16个百分点，市场化竞争程度逐渐提升。

图10 企业年金账管人管理的个人账户占比情况



数据来源：人社部。

（五）养老金产品：规模持续增加，收益率优势初显

随着企业年金市场步入低增长阶段，资产配置重要性与日俱增。养老金产品作为吸引增量资金和实现资产配置的重要工具越来越获得投资管理人、法人受托机构、理事会和委托人的重视。2016年底，

全行业已运作养老金产品 179 只，分别比上年增长 51.69%；已运作养老金产品规模达到 2214 亿元，年度增长 85.15%。

相比企业年金基金增速放缓，养老金产品则继续高速发展。受益于其职业年金和基本养老金基金投资管理规定的规定，养老金产品发展并不局限于企业年金，未来的市场空间和发展潜力将更加巨大。

图 11 养老金产品发展情况



数据来源：人社部。

从产品投资收益情况来看，2016 年养老金产品的整体投资收益率为 3.49%，其中固定收益型为 4.83%，货币型为 3.28%，混合型为 2.65%，权益型为 0.32%。其中混合型养老金产品资产配置与普通年金组合比较类似，两者的收益率具有一定可比性。总体来看，2014 年至今，混合型养老金产品投资业绩大多数时候高于企业年金含权组合行业平均水平，体现出了养老金产品在运营效率和投资收益提升效果显著。

图 12 混合型养老金产品与年金组合投资收益对比情况



数据来源：人社部。

混合型养老金产品收益高的原因有以下几点：一是提升资源获取能力。尤其对小账户年金基金，养老金产品能够通过规模效应充分参与银行间债券品种交易和场外品种交易，有效降低小账户投资门槛以增加收益来源。二是快速启动投资流程，提升投资效率。如果以组合形式运作企业年金计划，则受托人与投资管理人需在运作前签订投资管理合同，为年金资产开立各项账户，并实行3个月的建仓期策略，投资阶段准备时间较长。通过养老金产品则可以减少开户环节，省去建仓期环节，进一步提升基金运作效率和投资收益。三是分散投资，减少集中度过高引起的业绩波动。小型年金组合规模有限，无法实现风险充分分散，而通过投资养老金产品，能够在资产类别、细分资产等更大范围内，进一步实现分散投资。四是分享市场最优秀的投研力量。养老金产品信息披露高度透明，投管人对其投资业绩高度重视，往往聘任最优秀的投资经理进行管理。而目前优秀投资经理有限而年金组合众多，养老金产品成为享受优质投研资源的又一便捷途径。

（六）基本养老金外部委托投资启动

2016年基本养老金外部托管人、外部投管人选聘进行的同时，全国社保基金理事会也陆续与各地方政府签署了基本养老金委托投资合同，外部投管人确定后随即启动了资金外部委托工作。截至2017年第一季度末，已有北京、上海、河南、湖北、广西、云南、陕西等7个省份与社保基金理事会签约，签约规模达到3600亿元，已经实际到账并投资运营规模为1370亿元。其他资金将按合同约定分年、分批到位。但是，基本养老金结余规模超过3000亿元的广东、江苏、浙江三省中，除了广东在2012年单独委托全国社保运营1000亿元之外，江苏（2016年底结余规模3114亿元）和浙江（2016年底结余规模3009亿元）尚未进行资金委托。从收益率来看，基本养老金来自于各地委托，委托有期限，而且基本养老金面临短期支付需求，因此波动率不大，收益率也相对比较低。事实上，对于受托的基本养老保险基金，社保基金理事会要求95%以上的概率当年不发生亏损，所以配置股票比例也相对社保基金比较低。

四、存在问题与挑战

（一）基本养老金收支压力进一步加剧

随着我国老龄化趋势不断加剧，退休人口占比不断上升，工作人口占比逐渐下降，近十年来基本养老金缴费增速始终小于基金支出增速。从基金规模来看，如果扣除财政补贴因素，仅考虑缴费收入和基金支出，可以发现2014年基本养老保险就已经出现当期收支缺口652亿元，此后不断扩大。2016年的征缴和支出缺口达到4354亿元，加上当年各级财政补助的6511亿元，才确保当年结余0.3万亿，历年累

计结余 3.86 万亿。即便加上每年的财政补助，基本养老保险当年结余在 2012 年达到顶峰之后，也已经连续 4 年下降。特别是 2016 年以来，为了应对经济下行，国家实施了阶段性降低社保缴费的政策，用人单位养老保险缴费比例也有所下调，上述措施帮助企业减轻用人成本和财务负担同时，但对基本养老金收支产生不利影响。按照目前参保人数、缴费规模和领取人数的发展趋势，基本可以确定，未来基本养老金当期收支缺口还将进一步扩大，财政的补贴压力也将持续增加。

表 4 基本养老保险基金历年收支情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
参保人数	21891	23550	25707	28391	30427	32212	34115	35361	37930
基金征缴收入	8016	9534	11110	13956	16467	19270	21100	23717	27500
增速		18.94%	16.53%	25.62%	17.99%	17.02%	9.50%	12.40%	15.95%
基金收入	9740	11491	13420	16895	20001	22484	25252	29250	35058
增速		17.98%	16.79%	25.89%	18.38%	12.41%	12.31%	15.83%	18.06%
基金支出	7390	8894	10555	12765	15562	18417	21752	25799	31854
增速		20.35%	18.68%	20.94%	21.91%	18.34%	18.11%	18.60%	22.39%
当年	2350	2597	2865	4130	4439	4067	3500	3452	2104

结余									
----	--	--	--	--	--	--	--	--	--

注：1.数据来源于人社部；

2.单位：人数（亿人）；规模（亿元）。

（二）地方政府对基本养老金委托投资运营意愿不强

截至 2017 年 3 月底，地方政府已经委托全国社保基金理事会进行运作的资金为 1370 亿元，占 2016 年底基本养老金结余 3.86 万亿的 3.5%。其余省份基本养老基金尚未开始委托运作。总的来看，基本养老金投资运营进展较为缓慢，地方委托投资的动力不强。主要原因有如下几点：

首先，从基金安全性来看，基本养老基金是国民养老主要收入来源，安全性至关重要。因此，各地基本养老金在市场化运作过程中较为慎重。同时，在目前实体经济增速放缓，资产收益率下行且波动增大情况下，可能部分地方政府还存在观望情绪。如果基本养老金投资初期，收益率表现不佳，可能影响各地方后续的委托积极性。其次，就地方政府而言，在目前地方经济下行，财政增收难度加大背景下，相对于将基本养老金结余委托给全国社保基金投资运营，各地对养老金留存当地意愿可能更为强烈。原因在于，基本养老金如果委托给全国社保基金，虽然能够带来一定的投资收益，但是对于当地则意味着资金的净流出。与此相反，如果这一体量庞大的资金留存在当地金融体系中，仍会通过银行等渠道间接支持当地社会经济发展。再次，从基金归集来看，《基本养老保险基金投资管理办法》规定受托人应制定养老基金归集办法，将投资运营的养老基金归集到省级社会保障基

金财政专户。我国基本养老保险基金统筹层次较低，真正实现省级统筹的省市并不多，大部分还在地市层面，基金在省内归集也是影响委托投资工作进度的重要原因。

（三）养老金长期资金优势始终未能发挥

不同于公募基金容易受到市场情绪变化影响，导致规模变动较大。养老金在较长时间内收支和规模变动相对明确，不可预期的提取需求相对较少，资金规模稳定且具有较强的长期属性，在短期内风险忍耐程度更高。因此，区别于短期投资者做顺周期投资，养老金可以进行逆周期性投资。对于权益类资产，逆周期投资可以更加关注企业长期盈利能力而非短期价格波动，以分享企业长期增长价值。对于固定收益类资产，养老金则可以通过参与投资周期较长的基础设施建设等国家重大工程、项目建设以获取较高的投资收益。总之，长期属性使养老基金能够以“时间”换“空间”的形式，通过长周期投资，克服短期资产波动和流动性低等风险以获取长期风险溢价。

从国外实践来看，海外典型的养老金投资普遍注重长期视角，权益类投资比例较高，同时重视在全球范围内进行资产配置。比如加拿大养老金计划（CPPIB）投资于权益类资产比例长期超过 50%，且海外资产配置比例保持在 50%左右，1999 年至今的平均年化收益率达到 7.3%。美国第二支柱的 401k 计划投资于权益类资产比例也长期保持在 60%左右，过去 10 年的平均收益率也在 7%以上。

然而，从我国实践来看，多种因素导致养老金尚不能完全发挥长期资金优势。以企业年金为例：首先，企业年金由于个人选择权未能

开放，整体投资风格偏向保守，权益类资产实际投资占比在 10%上下波动，远远未达到 30%的政策规定上限。第二，企业年金业务实践中，合同期以三年为主，而且普遍采取年度考核的方式，而且部分委托人在年度考核中采取投管人淘汰机制，也导致投管人只能着眼于短期业绩排名。第三，部分委托人对投管人评价考核的制度化科学化水平不足，在公开、透明、规范等方面也有所欠缺。也可能导致投资管理人短期投资行为。第四，企业年金和基本养老金尚不能进行海外投资，也制约了养老金资产配置空间，不利于分散风险和提高收益。而全国社保基金作为储备养老金，资金没有短期给付压力，可以更高比例投资权益类资产，但是过去权益类资产的实际配置比例约在 20-30%之间，距离 40%的政策上限尚有较大空间。

（四）全国社保基金规模发展不及预期

扣除广东、山东基本养老金委托规模，以及东北三省个人账户基金委托规模，2016 年底全国社保基金权益 16,042.58 亿元。2009 年全国社保基金理事会的课题研究曾对全国社保基金规模进行规划预测：2010 年达到 1 万亿，2015 年达到 2 万亿，2020 年达到 3 万亿，2030 年达到 6 万亿（戴相龙，2013）。按照这个规模预测结果来看，目前全国社保基金规模增长相对偏慢。

而另一方面，我国人口老龄化速度极快，65 岁以上人口占比从 7%到 10%所用的时间，美国为 30 年（1942-1972），中国为 14 年（2000-2014）。从发展趋势看，2000 年中国与世界同步进入老龄化社会，2050 年中国 65 岁以上人口占比达到 30.81%，与发达国家的

32.03%基本持平，而届时世界平均水平仅为 19.7%。我国呈现出未富先老，未备先老的格局。在此背景下，国民养老面临极大压力，根据高培勇、曹远征、马骏等人测算，未来我国养老金缺口达到几十万亿。因此，全国社保基金作为储备养老金，目前的基金规模仍然偏小，应该抓住当前的时间窗口，多渠道扩充基金规模。

（五）企业年金发展趋于停滞

经过 10 多年的发展，企业年金发展趋于成熟。截至 2016 年底，企业年金投资运作规模已达万亿，但基金规模增速从 2009 年的 64% 逐年下降至 2016 年的 15%。从制度设计上看，企业年金为企业自愿建立的补充养老制度，其中要求建立的企业须依法参加基本养老保险并履行缴费义务、具有相应的经济负担能力并建立集体协商机制。据统计局数据显示，2015 年我国企业法人数目超过 1259 万，其中大部分为中小企业。目前已经建立年金计划的企业有 76,298 个，以大中型企业为主。在经济基本面下行，实体经济增长回落等内外因素影响下，大部分中小企业建立企业年金可能性不高。因此，企业年金整体覆盖面偏低的现状，得到明显改善的难度较大。

2016 年底，年度新建企业年金计划的企业 844 家，增速约为 1%，创 2010 年以来新低。受此影响，参加年金计划员工人数仍停留在 2300 万人，增速下降至 0.4%。预计未来几年内，新增的企业年金的企业个数和员工数量增速将进一步放缓。

图 13 建立企业年金计划企业数量及增长情况



数据来源：人社部；单位：亿元。

图 14 建立企业年金计划人数及增长情况



数据来源：人社部。

此外，在经济下行背景下，企业盈利能力下降导致缴费能力下降，部分受影响较重的行业中的企业甚至出现了中断缴费的现象。而随着参与企业年金计划的企业退休人口增多，年金领取人数逐年上升，基金流出持续增加。在基金流入逐渐平缓甚至出现缴费停止时，企业年金领取人数稳定上升，基金的支付规模却不断增加，对企业年金基金积累造成了巨大压力。企业年金发展将告别高速发展时期，步入低增

长时代。

（六）养老保障产品的养老功能不足

根据养老保障产品定义，其设立的目的在于为参加者提供养老保障以及相关的养老资金管理服务。因此，理论上讲，养老保障产品设计应该着眼于国民养老规划，重点开发长期投资理财产品。然而，从目前已经发行的养老保障产品来看，封闭式产品期限大都以1年内为主。比如国寿养老发行国寿福寿丰年养老保障产品共12期，福寿嘉年养老保障产品共67期，期限都在一年以内。开放式养老保障产品中，能够体现养老金长期优势的股票型、混合型产品同样较少，主要以流动性产品和固定收益产品为主，只有平安养老发行了实力派股票配置型股票型产品。可见，目前的养老保障产品实际上成为一种类似银行理财的短期理财工具，而与养老保障关系不大，未能发挥其服务国民养老的制度目标。

五、行业发展的趋势与思考

（一）企业年金增长依赖存量，投资业绩重要性凸显

2016年新增建立企业年金的企业数仅844家，相比2015年的2193家大幅度下降。从参加职工人数来看，2016年新增人数仅为8.6万人，创5年新低。由此可推断，2016年年金新增1496亿元中，扣除281亿元投资收益，其余1215亿元新增缴费，绝大部分来自于已经建立年金计划的存量客户。预计未来一段时期，未来企业年金规模增量主要依赖于存量计划缴费和投资收益。

在此情况下，由于已建立企业年金计划的委托人逐步成熟，对投

管人的考核更加注重投资业绩与客户服务。2016年，21家投资管理人中，市场份额增加的有7家，其余14家市场份额普遍下降，市场集中度进一步提高。市场份额增加的7家获得资金追加的主要原因在于近几年业绩相对较好。可见，在以存量为主的年金市场中，马太效应将更加明显，良好的投资业绩日益成为企业年金投管人的核心竞争力。因此，各投管人必须更加重视投资能力建设，下大力气提升和稳定投资业绩，以此作为获取年金规模增量的抓手。

（二）全国社保基金规模有望快速扩容

如前所示，虽然2016年全国社保基金规模已达2万亿，但是仍旧不达预期目标，这也受到政策层持续关注。十八届三中全会报告提到“划转部分国有资本充实社会保障基金”。十八届五中全会、2016年《政府工作报告》等中也多次提到划转部分国有资本充实社会保障基金。2016年3月，国务院公布了《全国社会保障基金条例》（以下简称《条例》）中也明确规定全国社保基金来源包括了国有资本划转。2017年5月，楼继伟在全国社会保障基金理事会第六届理事大会第一次会议上也指出：未来几年将加快推进，做大全国社保基金规模，包括推动完善划转部分国有资本充实社保基金实施方案，争取方案尽快出台并抓好落实，抓紧研究国有资本划转后的管理运营问题；推进中央财政预算拨款、彩票公益金、国有股减持资金划拨工作，积极研究开辟新的资金来源渠道等。

总的来看，在人口老龄化背景下，公共养老金面临财政压力日益增加，全国社保基金作为国家养老储备基金，确实存在扩容的迫切需

求。在政策密集出台和相关部门推进之下，国有资产划转充实全国社保基金的工作正在稳步进行之中，社保基金扩容逐渐加速，未来几年后，社保资金增量有望实现较大提升。

（三）养老金产品将继续保持快速发展

养老金产品推行初期，旨在解决企业年金多账户弊端，实现后端集合以提高企业年金基金投资运营效率。但随着中小企业年金组合归集工作逐步开展并完成，养老金产品从后端归集角色逐渐发展成了企业年金乃至未来职业年金、基本养老金的资产配置工具，未来还将进一步快速增长，原因主要如下：

从委托人角度出发，一是相对普通组合业绩优势明显，对委托人有较大吸引力。从2014到2016年三年间，混合型养老金产品平均年化收益率达8.66%，显著高于单一计划含权组合的7.65%。同理，固定收益型-普通型养老金产品近三年的平均年化收益率为7.59%，远高于单一计划固收组合的5.96%。二是可以实现资产配置功能。在原有组合运作模式下，一个计划尽管有多个投管人，但是受制于政策限制，每个投管人只能采取类似的资产配置策略，无法发挥各自的比较优势。然而，由于养老金产品类型丰富，投管人也愿意在养老金产品上发挥自身长处，年金计划可以根据自身需要进行大类资产配置，并选择在类属资产上表现良好的养老金产品。

从投管人角度出发，一是可以实现投管人小账户归集。随着企业年金的发展壮大，年金组合数不断增加，由2008年的586个增加至2016年的3207个。这意味着2016年底每家投管人平均管理年金组合

数达 152 个，对组合投资管理和运营服务造成较大压力。尤其随着大型中型企业已经逐渐覆盖，新增年金呈现“小账户”趋势，使得其投资管理、估值核算、信息披露等工作量剧增。养老金产品通过后端集合的方式，能够有效归集小账户，提升年金组合运营投资效率。二是产品成为争取资金增量的抓手。随着企业年金市场趋于成熟、新增计划数量减少、建立企业规模较小，年金市场新增资金主要来源于现有年金客户的新增缴费，而年金客户对养老金产品认知程度和接受度不断提升。因此，养老金产品成为投资管理人在突破原有体系下争夺资金的利器。此外，养老金产品定期披露的制度设置使得产品信息、投资业绩十分透明，能够充分有效为市场认知，也对投管人提出了更高要求，从而使得投管人更加重视养老金产品运作。

与此同时，也应该注意到，在养老金产品快速发展过程中，定制化养老金产品将进一步增多。截至 2016 年底，在已运作的 179 只养老金产品中，有 19 只产品的持有人仅为 1 人，基本可确定为定制化养老金产品。但是如果定制化产品大幅度增加，对于养老金产品后端集合的意义将减弱，远期也可能出现类组合的多账户运营趋势，可能增加每个年金计划对应的组合数。

（四）个人税延养老金：核心是产品还是账户？

第三支柱个人养老金近年来受到各方关注，2017 年两会期间，财政部表示相关部门就第三支柱涉及的政策和技术问题进行了深入研究，相关政策建议基本成型。可以说，我国第三支柱个人税延养老金正处于政策成型的关键期。从目前养老金第三支柱政策进展来看，在

给予税收优惠支持上各方已取得共识，为第三支柱最终落地奠定了良好基础。但是在养老金第三支柱的应该采取产品制还是账户制方面还存在不同认识。账户制指的是设立专门账户，税收优惠与递延征收等都在账户层面展开。产品制则指的是税收优惠直接面向特定投资产品。从国外养老金第三支柱发展历程来看，采取账户制更有利于其长远发展。

第一，个人税延养老金采取账户制与基本养老金、职业养老金一脉相承。2015年《国家十三五规划纲要》指出将“推出税收递延型养老保险”，2016年《人力资源和社会保障事业十三五规划纲要》再次指出要“推出个人税收递延型养老保险”，并将其与基本养老保险、企业年金和职业年金并列。众所周知，我国的第一支柱的职工基本养老保险和第二支柱的企（职）业年金采取的典型账户模式。因此，个人税延养老金采取账户制也与养老金体系建制理念一脉相承。

第二，国外第三支柱个人税延养老金大都采取了账户制。从国外第三支柱较为发达的美国、澳大利亚、英国、智利等国家来看，无一例外都采取了账户制模式。美国、澳大利亚第三支柱名字直接称为“个人退休账户（Individual Retirement Account）”。各国竞相采取账户制原因主要有以下几点，一是通过账户能准确反映个人养老的缴费规模和投资收益，在退休领取阶段能够更为准确进行征税。二是依托账户，个人第二和第三支柱的养老储蓄可以无间断地转移，有利于劳动力流动和配置。

第三，采取账户制还具有多项外部正效应。一是通过专门的个人

养老账户,能培育个人对养老责任认知,提高自我养老意识和参与度,增强国民自我养老保障能力。二是账户层面的税收递延制度的整体安排,有助于实现参加者收入的显性化,实现社会保险缴费基数真实化,最终促进社会保险缴费和待遇发放的准确化。三是账户制也有助于税务部门精准掌握参加者真实收入情况,进一步完善个人所得税征缴机制。

与此相反,如果养老金第三支柱采取产品制模式,则存在一些先天性弊端:

一是产品制下难以实现投资渠道多元化的目标。从国际经验来看,大部分建立第三支柱个人养老账户的国家,对其账户资金投向不做过多限制,鼓励个人在多种养老金融产品中进行选择。比如2016年美国第三支柱的个人退休账户中,共同基金占比达到46.8%,股票和债券比例达到40.5%,银行储蓄占比为7.6%,商业保险产品占比为5.1%,体现了产品多元化趋势。其逻辑是,个人养老账户所有权归个人所有,应该在国家合理监管下,由参加者根据自身风险偏好自主选择投资标的。与之相反,如果仅仅以某类产品作为第三支柱唯一选择对象,则限制了个人的产品选择权,不利于其实现效用最大化。

二是如果选择流动性差的产品,政策灵活性受到极大制约。以美国的第三支柱为例,个人退休账户投资中,共同基金、股票、债券等标准化可交易的有价证券占比达到90%,其好处在于,如果参加者认为该证券不具有吸引力,可以随时在公开市场交易并重新选择其他产品。但是如果第三支柱税收递延优惠仅仅限于某类产品,而这类产品

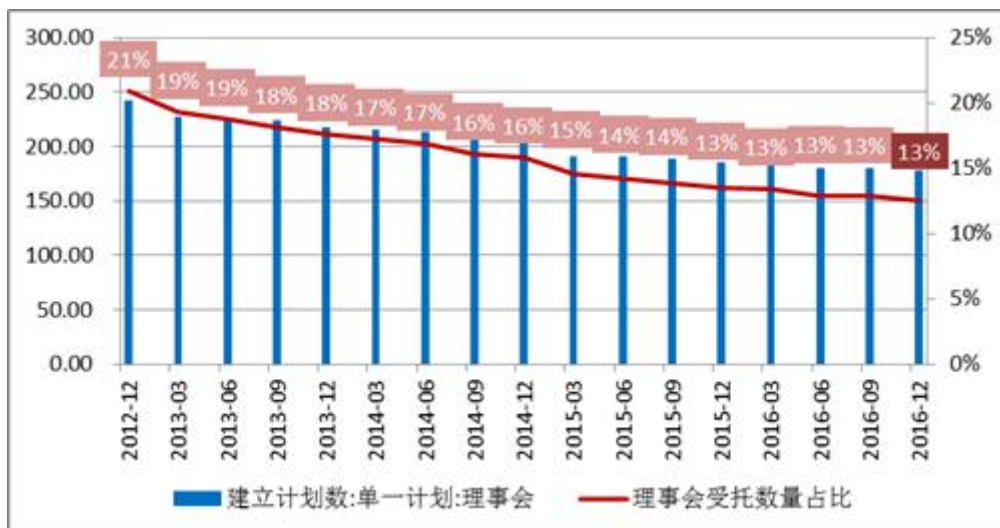
如果交易不够方便或者不可交易，会增加参加者交易成本。比如某参加者在购买某一只商业年金保险 A 产品 10 年后，发现另一只 B 产品更具吸引力，这时如果想要转换为 B 产品，则面临较高退保支出，产品转换成本高。另一方面，为了鼓励人们积极参与第三支柱，各国赋予个人养老账户多种用途。比如，美国 IRA 计划允许参加者在购房、教育、医疗等紧急支出时可以将该账户资产变现，以贷款形式支取。上述安排增强了第三支柱的灵活性和实用性，特别是对年轻人而言，兼顾了远期的养老需求以及近期的购房教育等需求，有利于激发年轻人参与积极性。如果第三支柱只局限于不可交易产品，那么参加者面临紧急情况下流动性不足的困境。

可见，我国养老金体系的第三支柱在政策制定过程中，应该以账户制为核心，才能建立适应我国国情的第三支柱个人税延养老保险制度。

（五）年金理事会需要谋划新出路

近年来，企业年金市场发展过程中，年金理事会数量持续下降，受托资产规模占比也逐年下降，从 21% 下降到 13%。同时在职业年金市场化投资运营政策中，受托人仅局限于法人受托机构，理事会模式已经取消。这在一定程度上可以视为理事会模式在发展中遇到了困境，需要探索新的发展路径。

图 15 建立理事会受托的企业年金单一计划数量及占比



数据来源：人社部；单位：个。

从理事会内部来看，一是理事会属于由企业代表、职工代表以及少数企业以外的专业人员组成，人员的专业性较低；第二，由于只受托管理单一企业的年金基金，缺乏规模效应，运营效率较低；第三，理事会是由企业主导建立，独立性较差，易受企业干扰，从而导致基金委托投资的非理性。第四，年金理事会在受托管理、投资监督、风险监测等方面系统建设不完善。第五，年金理事会实质上是从事资产管理行业的相关工作，属于人力资本密集行业，具有高度市场化特点，难以吸引金融专业人才。

从市场外部来看，第一，年金管理规模增加以及投资范围扩大，使得年金基金资产配置需求增加，在专业化人员配备不足的情况下，年金委托投资和监管管理难度加大；第二，随着实体经济增速放缓，资产收益下行，信用风险剧增，年金资产的风控要求增加，管理难度加大。第三，养老金产品快速发展为理事会实现大类资产配置提供了可能性。但与此同时，理事会对于养老金产品和管理人评价、选择等能力有所欠缺。

在上述背景下，年金理事会必须探索新的发展路径，才能保持生命力，以适应年金行业的新形势、新变化。总体来看，随着年金行业多年发展，法人受托机构日益成熟，对于小型的年金理事会而言，人员配备、系统建设等方面要追赶法人受托机构，经济上缺乏现实意义，同时基础条件也差距较大，可以考虑从理事会模式转向法人受托。对于少数规模在百亿以上量级的大型年金理事会，因为其成立时间一般较长，资金规模较大，受托管理经验也较为丰富，在人员配备上也相对充足专业，同时系统建设也有较好基础。可以借鉴国外典型养老金机构，比如加拿大安大略省教师养老金（OTPP）、美国加州公务员养老金（CalPERS）运作机制，考虑将理事会转型为独立的法人机构，向专业化和市场化方向发展。

（六）职业年金将为年金行业带来新机遇

在企业年金步入低增长阶段，年金行业发展乏力的背景下，职业年金市场化运营将为年金行业带来新增长点。首先，由于自愿建立的制度设置和我国中小企业居多的现实约束，企业年金发展缓慢，截至2016年才覆盖2300多万职工。而职业年金属于强制参加，起步阶段覆盖约3000万事业单位人员和700多万机关公务员，覆盖面显著大于企业年金。同时从缴费比例看，职业年金缴费率为12%，而企业年金享受税收优惠为9%，税收优惠力度相对较大。第三，从缴费规模看，2016年全国城镇非私营单位就业人员年平均工资为67,569元（包含国有企业和机关事业单位两部分，其中机关事业单位工资较低）。假设机关事业单位单年均工资6万元。按照事业单位12%，机关单位4%

总缴费比例计算（实际上，财政供养人员单位 8%部分可以采取记账制，但部分省市可能将记账部分做实。）估计职业年金每年缴费规模在 1500-2000 亿之间，考虑投资收益部分，职业年金规模增速可观。另一方面，考虑到年金新增职工减少及领取人数增加等因素，其规模增长还有放缓趋势，预计未来 5 年，职业年金规模有可能追上企业年金。

（七）经济新常态下养老金资产管理难度加大

企业年金 2007-2016 年平均年化收益率为 7.58%，全国社保基金自成立以来到 2016 年的平均年化收益率为 8.36%。然而，2016 年养老金资产投资回报率大幅回撤，企业年金收益率为 3.03%，全国社保基金仅为 1.73%。综合判断未来宏观经济情况和资本市场环境，我们认为养老金资产管理难度还将持续加大。究其原因，一是随着年金投资范围纳入一级市场和另类资产，未来还可能投资境外资产，对于投资管理人的资产配置能力、风险管理能力提出更高要求。二是随着经济逐步下行，无风险利率下行，养老金投资收益率也出现不断走低趋势，在此情况下为了实现养老金资产保值增值，权益类资产比例将被动增加，年金投资风险和波动都将进一步放大。三是随着养老金资产规模持续扩大，在资本市场占比逐步提高时，想获取超额收益的难度加大，为了实现收益同时控制波动，这就要求更加多元化、精细化的资产配置和投资管理，对受托人和投管人的能力提出了新挑战。

孙守纪：中国企业年金待遇领取方式选择及其 风险管理



孙守纪：中国养老金融 50 人论坛特邀研究员、对外经济贸易大学保险学院副教授、社会保障系主任

完整的养老金计划一般包括三个阶段——缴费阶段、投资阶段和待遇领取阶段。待遇领取阶段是把计划成员前期积累的养老基金转化成退休收入的过程。在这一转换过程中，计划成员面临多项选择和一系列风险。这些选择包括年金产品、分期领取和一次性领取等。这些风险包括长寿风险、投资风险、通胀风险、低利率风险和金融知识不足风险等。因此，在待遇领取阶段，如何帮助老年人选择合适的退休产品和管理面临的各项风险，保障老年人获得稳定可靠、满足其退休需求的退休收入至关重要。

本文原载于《开发研究》2017年第4期。

一、中国企业年金待遇领取现状分析

随着中国企业年金制度的不断改革和完善,企业年金资产积累规模不断增加,越来越多的退休人员开始领取企业年金,因此中国养老金领取问题也逐渐受到广泛重视。建立完善的退休金产品市场对保障退休人员生活具有重要意义。

近年来,中国企业年金无论是领取人数还是领取金额都有了较快发展。在领取人数方面,2012年企业年金领取人数为50.55万人,其中一次性领取32.84万人,占比64.97%,分期领取17.71万人,占比35.03%,2015年企业年金领取人数为89.70万人,其中一次性领取22.47万人,占比25.05%,分期领取67.23万人,占比74.95%。在领取金额方面,2012年领取金额148.49亿元,其中一次性领取127.59亿元,占比85.92%,分期领取20.90亿元,占比14.08%,2015年领取金额260.57亿元,其中一次性领取111.31亿元,占比42.72%,分期领取149.26亿元,占比57.28%(见表1)。总体而言,中国企业年金领取人数和金额都有较大增长,与此同时,一次性领取逐步下降,而分期领取逐步增加。

表 1 2012—2015 年中国企业年金领取情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
当年领取人数/万人	50.55	57.83	47.60	89.70
比上年增长/率/%	-	14.40	-17.69	88.45
一次性领取/万人	32.84	37.41	20.22	22.47
占比/%	64.97	64.69	42.48	25.05
分期领取/万人	17.71	20.42	27.38	67.23
占比/%	35.03	35.31	57.52	74.95
当年领取金额/亿元	148.49	196.05	141.27	260.57
比上年增长/率/%	-	32.03	-27.94	84.45
一次性领取/亿元	127.59	169.01	91.6	111.31
占比/%	85.92	86.21	64.84	42.72
分期领取/亿元	20.90	27.04	49.67	149.26
占比/%	14.08	13.79	35.16	57.28

资料来源：根据人力资源和社会保障部基金监督司《全国企业年金基金业务数据摘要 2012—2015》数据计算所得。

中国企业年金领取方式的改变与税收政策密切相关。2013 年 12 月，财政部、人力资源社会保障部和国家税务总局联合发布了《关于企业年金、职业年金个人所得税有关问题的通知（财税〔2013〕103 号）》，该通知对企业年金税收优惠模式由以前的 TTE 模式转变为 EET 模式，这就意味着现在企业年金领取阶段也需要缴纳个人所得税，而且分期领取适用税率相对较低。该通知第三条第 3 项规定“对个人因出境定居而一次性领取的年金个人账户资金，或个人死亡后，其指定的受益人或法定继承人一次性领取的年金个人账户余额，允许领取人将一次性领取的年金个人账户资金或余额按 12 个月分摊到各

月，就其每月分摊额，按照本通知第三条第1项和第2项的规定计算缴纳个人所得税。对个人除上述特殊原因外一次性领取年金个人账户资金或余额的，则不允许采取分摊的方法，而是就其一次性领取的总额，单独作为一个月的工资薪金所得，按照本通知第三条第1项和第2项的规定，计算缴纳个人所得税。”

由此可见，103号文对于分期领取与一次性领取规定了不同的税收规则。除了出境定居或者死亡外，一次性领取不允许分摊纳税的方法意味着一次性领取适用税率更高。同时，无论是分期领取还是一次性领取，都视为一次性工资薪金所得，且不减除工资薪金所得3500元的费用扣除标准。

该通知对企业年金领取情况造成了两个重要影响，分别是短期的影响和长期的影响。短期内，由于领取阶段需要缴纳个人所得税，导致2014年领取人数和金额大幅下降，分别比前一年下降了17.69%和27.94%，而2015年又出现了恢复性增长。长期以来，由于税收的影响，退休人员更倾向分期领取，一次性领取的人数和金额都有大幅下降。2015年分期领取人数和金额首次超过一次性领取。而在购买年金方面，由于缺乏公开的统计数据，退休人员购买年金的比例不详。

就目前情况而言，我国企业年金一次性领取比例过高，虽然存在下降趋势，但是占比仍然较高，这不利于老年人应对长寿风险。很多退休人员缺乏理财意识和知识，企业年金一次性领取后很快就花光，难以达到养老的目的，还造成了很多家庭成员内部以及退休人员和企业之间的纠纷。因此，当前我国企业年金市场发展的一个重要方向是

向退休人员提供丰富的退休产品和科学专业的企业年金领取咨询服务。

二、养老金领取阶段面临的风险及其养老金产品

一般而言，在养老金领取阶段，主要存在三种方式可供选择：一是年金产品（annuities），二是分期领取（drawdown or programmed withdrawals），三是一次性领取（lump sums）。除此之外，就是上述方式的混合（hybrid product）。在分析这些产品特点之前，先总结一下养老金领取阶段退休者面临的各项风险以及各类产品的风险特征。只有审慎全面评估面临的各项风险，退休者才能够更好地选择适合自己的产品。

（一）养老金领取阶段存在的风险

在养老金领取阶段，退休者同样面临各种各样的风险。这些风险主要有长寿风险、投资风险、通胀风险、低利率风险、金融机构破产风险和金融知识不足风险等。

长寿风险是指退休者个人实际寿命超过预期寿命，或者退休者作为整体，其实际寿命超过预期寿命导致的风险。应对长寿风险的主要措施是购买终生年金，使得收入流和预期寿命能够相匹配。当然，过度年金化也会导致流动性不足。此外，对于养老基金金额较少的退休者而言，购买年金的成本较高，每年的待遇水平也不高，充足性难以保障。

投资风险是指投资收益率低于预期，或者投资收入和退休时消费特征不匹配的风险。投资风险的一个典型例子是序贯回报风险

(sequence-of-returns risk)，退休者在选定的退休时点的养老金的投资回报率较低，对其退休后的养老金高低会产生极大的影响。应对投资风险的主要措施是分散投资风险，随着年龄的增长逐步降低高风险资产，增加低风险资产。

通胀风险是指通货膨胀率超过预期造成的风险。应对通胀风险的主要方法是购买待遇水平和通胀率挂钩的年金产品。这需要政府和私人机构提供较为充足的和通胀率挂钩的债券产品。另外一种方法是购买待遇水平递增的年金产品，例如每年增长3%~5%，在一定程度上能够应对通胀风险。

低利率风险是指退休者在购买年金时，如果利率较低，为了获得相同的年金水平需要付出更高的费用。应对低利率风险的办法可以是延迟购买年金，先采取其他的领取办法，在等待一段时间后再购买年金产品。

虽然所有的金融产品都可能面临金融机构破产风险，但是该风险对年金产品的影响最为突出，因为年金产品是一项长期契约，不可撤回不可携带，这更加需要监管机构建立审慎稳健的监管制度，建立金融机构破产担保机制。

金融知识不足风险是指退休者由于缺乏足够的有关金融方面的知识，容易导致在信息不足的情况下做出决策。为此，需要加强对退休人员的金融知识教育，培育高素质的专业咨询队伍。

总之，上述风险是退休者在领取阶段最常见的风险，但是每个退休者具体面临的风险存在很大差异，而且每个退休者对风险的忍受程

度也各不相同。与此同时，每一类的退休产品面临的风险特征也不一样，每类产品都有自身的不足之处，通常情况下不同产品之间的组合是一个不错的选择（见表2）。因此，退休者在选取各类养老金产品时，既需要综合评价各类产品的风险特征，也需要综合评价自己面临的风险及其承受能力，这样才能做出最优的选择。

表2 各类退休产品面临的风险特征

退休产品	能够抵御的风险			能够提供的待遇	
	长寿风险	投资风险	通胀风险	遗产馈赠	流动性
定额终生年金(实际)	是	是	是	有限额度	否
定额终生年金(名义)	是	是	否	有限额度	否
递增终生年金(实际)	是	是	优	有限额度	否
递增终生年金(名义)	是	是	部分	有限额度	否
保证待遇的可变终生年金	是	是	可能	有限额度	否
分红型可变终生年金	共担	共担	共担	有限额度	否
投连型可变终生年金	共担	否	否	有限额度	否
终生的分期领取	否	否	可能	是	否
定期年金	否	可能	可能	是	否
一次性领取	否	可能	可能	是	是
自我年金化	否	可能	可能	是	是

资料来源：Roberto Rocha，Dimitri Vittas，Heinz P.Rudolph，Annuities and Other Retirement Products：Designing the Payout Phase，The International Bank for Recon-struction and Development，The World Bank，2011，p.23.

(二)年金产品

年金产品是一个持续的支付流，种类繁多，根据不同的标准有不同的分类方法。根据期限长短可以分为两类。一是终生年金(lifetime annuities, LTAs)，二是短期或者固定期限年金(short or fixed-term annuities, FTAs)。顾名思义，终生年金从退休时开始支付，直到受益人死亡为止，能够有效应对长寿风险而短期或者固定期限年金的支付期限是固定的，相对而言期限较短，缺乏应对长寿风险的安排。在两种传统年金产品之外，根据不同条款又衍生出诸多其他类型的年金产品。

根据是否提供通货膨胀担保，可以分为名义年金和实际年金。根据待遇水平是否变化，可以分为定额年金和变额年金。定额年金是待遇水平固定不变的，变额年金可以是递增型的也可以是递减型的，也可以是根据某些条件而变化，诸如担保待遇的、分红型的和投资连接型的。提供年金产品的机构除了保险公司外，很多国家的养老基金本身也可以提供年金产品，在一些国家甚至由政府提供年金产品。

1. 传统终生年金(life annuity)

终生年金能够为计划成员(单一年金, single life annuity)或者计划成员及其配偶(联合年金, joint life annuity)提供终生的有保障的支付流。根据待遇水平的差异，终生年金分为两类，一是水平年金，即支付水平确定后在整个期限内保持不变；二是指数化年金，即支付水平根据指数诸如通胀率变化而不断调整。在英国，当保险公司因破产等原因导致年金违约时，由金融服务赔偿计划(the financial service compensation scheme, FSCS)全额赔偿。

终生年金最大的好处是能够提供终生的有保障的支付流，能够有效应对长寿风险。但是，终生年金也存在几点不足之处：一是支付水平相对固定，缺乏灵活性和变通性。二是在单一终生年金计划中，不存在剩余基金(residual fund)，当年金领取人死亡时，没有任何遗产可以馈赠给遗属。三是年金产品投资收益率较低，一般以债券投资收益率为基准。这是因为，为了确保年金支付，寿险公司往往把收取的年金保费投资于低风险低回报的债券产品，提供年金产品的关键不是投资收益管理，而是长寿风险管理。此外，为提供有保障的支付流，保险公司收取的年金保费面临更加严格的资本金限制(capital requirement)，这些成本自然会转嫁到年金购买者身上。四是在年金市场不发达的国家，年金产品价格较贵。由于年金产品较少，因此无法实现规模经济节约成本，也无法在更大的范围内分散风险。在非强制性年金化的国家，年金产品市场上存在较严重的逆向选择问题，自愿购买年金的人群预期寿命往往更长。

2. 短期或者固定期限年金(short or fixed-term annuities)

短期或者固定期限年金通常包括两种形式：一是 DC 型养老基金全部购买短期或者固定期限年金产品。二是养老基金一部分购买短期或者固定期限年金产品，另一部分继续以投资基金的形式存在。短期或者固定期限年金提供的支付流期限是固定的，诸如 5 年为期。在合同到期后，保险公司将最初保费的一定比例作为到期值(maturity value)返还给年金购买者，例如 5 年之后返还保费的 80%。当然，返还的具体金额取决于所选择的年金领取期限和领取水平。短期或者固定期限

年金的优点是获得定期的稳定支付流的同时还具有一定程度的灵活性，其缺点是还将面临长寿风险、低利率风险和投资风险等。

3. 更具灵活性的终生年金

为了克服终生年金支付水平固定的缺陷，很多机构建议设立支付水平更加灵活的终生年金。第一方式是设立支付水平逐年降低的终生年金，这样能够满足购买者多样化的需求，例如当购买者领取的年金水平低于某一金额后，就可能有资格领取国家养老金。第二种方式是设立一次性领取和终生年金的组合。这种安排有利于满足购买者的一些特定的大额支出，诸如看病就医等情况。第三种方式是根据退休者不同的退休阶段建立生活类型年金(lifestyle annuities)，待遇支付水平可以是U形的，也可以是J形的，这样可以更好地满足退休者在退休早期、中期和末期不同的需求。

除了待遇水平更加灵活外，年金的条款也可以更加灵活。例如，购买年金后可以适用于冷静期或者犹豫期条款，或者可以更换年金类型，或者可以更换年金提供商以及年金产品可以在市场上再交易。

4. 有保证的年金产品(annuities with guarantees)

有保证的年金产品类型很多，其中保本年金(annuities with capital protection)是一个典型的例子，该年金也被称为返还型年金(value-protected or money-back)。该年金的设计思路就是在一定期限内逐步年金化。在开始退休的初期，只有一小部分资金进行年金化，然后逐步提高年金化的比例，在80岁时实现全部的年金化。只有在达到80岁以后，购买者死亡之后才会失去养老基金剩余的资金，以此获得一

个稳定的终生收入流。保本年金最大的优点是可以打消消费者如下的忧虑:如果我退休后过早死亡, 保险公司获得我积累的所有养老金, 遗属无法继承。

5. 投资连接型年金(investment-linked annuities, ILAs)

在整个年金市场上, 投资连接型年金所占比例在 5% 左右。投资连接型年金主要分为两类, 一类是分红年金(with-profits annuities), 另一类是单位连接型年金(unit-linked annuities)。前者投资于分红基金, 后者投资于年金购买者所选择的单位连接型基金, 该基金可以是主动管理的也可以是被动投资的(指数化的)。长期平均而言, 投资连接型年金的投资收益率要高于终生年金, 因为后者全部投资于债券, 当然投资连接型年金的投资波动率也较高。在其他特征方面, 投资连接型年金和终生年金一样, 可以是单一年金, 也可以是联合年金: 可以具有保证期限, 也可以有不同的支付水平。

6. 延期年金(deferred annuities)

所谓延期年金, 就是购买者支付保费后, 并不立即开始领取年金, 而要等若干年之后才开始领取。在一些情况下, 当购买者在 80 岁或者 85 岁开始领取年金时, 此类年金被称为高龄延期年金(advanced life deferred annuity, ALDA)。在标准的情况下, 当购买者在开始领取年金之前死亡时, 其保费是不予退还的(non-refundable)。在分期领取计划中, 延期年金是一个非常理想的产品工具。

7. 国家年金(state annuities)

在某些情况下, 国家也可以通过基本养老保险计划提供年金产

品。这种方式一般通过自愿缴费或者补缴的形式来实现，国家提供的年金产品能够更好地抵御通货膨胀的侵蚀。这种措施往往是临时之举，当然在一定情况下也可以作为一项长期措施而存在，部分弥补自由年金市场的不足。

(三)分期领取产品

标准的分期领取(phased withdrawals, PWs)在退休的任何阶段都不涉及购买年金的问题。分期领取产品的购买者可以一次性领取一部分资金，剩余的部分可以留在基金里继续投资，等需要的时候再领取。剩余基金的投资管理可以由寿险公司也可以由投资经理负责管理；可以直接管理，还可以通过一个投资平台间接管理，也可以由购买者自己构建投资组合。投资管理可以采取积极的投资策略，也可以采取被动的投资策略。如果领取的金额超过了基金的投资收益，那么该基金将会不断萎缩。因此，分期领取不像年金产品那样可以获得一个终生的稳定收入，而是存在领取者在死亡之前就可能把基金领取完毕的情况。因此，分期领取并不必然包含长寿保险的因素。

分期领取的优点主要体现在以下几个方面：第一，对投资策略拥有主动权；第二，领取金额具有灵活性，每年可以改变领取金额；第三，与投资于债券的年金产品相比，分期领取在投资于高风险资产的情况下能够获得更好的收益率；第四，存在死亡津贴，当购买人死亡后，其遗属可以继续领取津贴或者一次性领取剩余基金；第五，可以延迟购买年金产品，理论上在某个时点购买年金总是有足够吸引力的，而分期领取可以让购买者自主选择某个时点购买年金产品。

当然，分期领取的缺点也非常明显。第一，容易在信息不充分的情况下做出决策，无论是监管机构还是自由市场上的咨询机构很难提供充足的信息以便购买者在有关领取水平和税收待遇方面做出正确的决定；第二，分期领取可能是一项成本高昂的产品，很多成本是不可见的。一般而言，分期领取的成本包括四个部分——提供商的运营管理成本、投资管理成本、平台成本和咨询成本；第三，如果不购买长寿风险，那么分期领取者总是会面临长寿风险，即在死亡之前花光基金储蓄；第四，如果考虑各项成本，分期领取的投资收益率并不必然会高于年金产品，随着年龄的增长，预期寿命的下降，投资风险可能逐步增加，因为购买者面临更短的时间从股票市场低迷状态中恢复过来。

分期领取一般包括三个部分的内容：第一是投资策略，养老基金需要根据事前达成的投资协议进行投资管理；第二是养老金的递送策略(delivering)，是转移到自我投资的个人养老金计划(self-invested personal pension scheme)还是从原来的养老金计划中(scheme drawdown)领取；第三是领取策略，即如何规划将来每期的领取金额。以下是几种常见的确定每期领取金额的办法。

1. 4%法则

在美国的金融理财规划圈子内，大家已经形成了一个安全领取率(safe / sensible / sustainable withdrawal rate, SWR)的概念，该概念是基于美国理财规划师 William Bengren 在 1994 年提出的 4%法则。该法则的主要内容是退休者在第一年领取养老基金的 4%，随后的每年都领

取同样金额的同时，根据通货膨胀进行调整。根据不同时期的历史数据，William Bengren 研究表明该基金最少可以领取 30 年。随后，很多学者采用不时期的数据和不同的方法，对 4% 规则进行了检验，基本上认同 William Bengren 的结论，养老基金大约能够领取 30 年。4% 法则的好处是简单明了、易于理解。当然，该法则也存在一些缺点，诸如忽视了长寿风险，忽略了不同个体对风险不同的承受能力，没有考虑金融市场的变化及其波动，特别是没有根据金融市场的波动进行动态调整。

2. 等价年金法(equivalent annuity)

该办法是使用基金价值除以年金因子来计算每年能够领取的金额，公式为 $p_x = F_x / a_x$ 。其中， p_x 为 x 岁时退休者领取的金额， F_x 是 x 岁时基金的价值， a_x 为年金因子。对该公式的一个修改是把 x 岁时的预期寿命 E_x 作为年金因子。因此，这时每年领取的养老金就是 $p_x = F_x / E_x$ 。该方法的好处是在退休者死亡之前，养老基金里的钱永远不会取完。

3. 自然收入法(natural income)

自然收入法是指每年领取的金额恰好是支付的股息、债券利息和租金等。该办法的好处是不会导致基金规模的萎缩，但是由于不兑现本金部分，导致每年能够获取的收入波动很大。

4. 自动平衡法(auto-rebalancing)

该办法的核心内容是在过去的一年中，兑现那些增长率最好的资产类别。一个极端做法是每年都重新平衡一下投资组合，以保持固定

的资产比例,实现平衡的方法就是卖出高收益资产,买进低回报资产。

此外,还有其他方法来确定领取金额,核心还是对资产配置的调整。需要说明的是,除了4%法则和等价年金法外,其他几种办法都难以应对长寿风险,除非在某个年龄阶段购买年金保险。

(四)混合模式

混合产品就是把分期领取和长寿保险结合起来向购买者提供终生收入保障。因此,混合产品本质就是部分分期领取,部分终生年金,只是结合程度有差异而已。年金成分较多的产品往往由寿险公司来提供,而分期领取成分较多的产品往往由投资银行、投资基金来提供。混合产品主要有两类,一类是可变年金,另一类是有保障的分期领取。

1. 可变年金(variable annuities)

可变年金是一个典型的介于年金保险和逐期支取之间的混合产品,最初1950年出现在美国,近10年来在英国也逐渐流行起来。和年金保险、逐期支取都不同的是,可变年金分为积累阶段和领取阶段,购买者只有在领取阶段才可以自由使用该产品。因此,可变年金既提供生存津贴又提供死亡津贴。保单持有者可以在生存期间获得生存津贴,具体内容包括以下几个方面:保证最低积累津贴(guaranteed minimum accumulation benefits, GMABs)、保证最低收入津贴(guaranteed minimum income benefits, GMIBs)、保证最低领取津贴(guaranteed minimum withdrawal benefits, GMWBs)、保证最低解约津贴(guaranteed minimum surrender benefits, GMABs)以及部分自由领取津贴(free partial withdrawals, FPWs)。部分自由领取津贴是指在一定条

件下，保单持有者可以领取一部分基金，而不需要支付解约赔偿金。

死亡津贴是以保证最低死亡津贴 (guaranteed minimum death benefits, GMDB) 的形式提供，即当保单持有人死亡后，其受益人可以获得部分权益。其中最常见的形式是部分返还保费。当可变年金保单持有人死亡后，特定受益人可以获得基金余额、最初投资收益减去已经领取的部分。

2. 有保障的分期领取 (guaranteed drawdown)

一些保险公司开始提供有保障的分期领取产品。该产品提供有保障的可变的领取金额，以即期支付和延期支付的形式存在。购买者可以把所有的 DC 型养老基金集中起来放到一个预先领取 (pre-drawdown) 产品中，并且在退休之前锁定领取率。如果延迟领取，那么有公式来提高领取率。虽然该产品的领取率要比年金保险低 30% 左右，但是它提供更加灵活的获取方式、有保障的现金收入和死亡津贴。

一旦购买了该产品，消费者未来有保障的现金率是锁定的。如果消费者选择推迟领取的年龄，他们可以灵活性地选择领取日期，并且获得一个更高的领取率，例如从 65 岁的 4% 提高的 66 岁的 4.01%。如果每年有保障的收入都被延迟领取，保险公司将把有保障的领取基数提高 5%。如果购买者选择一次性领取，那么有保障的收入水平将会等比例减少。例如，假设 100 000 美元的投资在 65 岁时可以获得 4 000 美元的保证收入，如果保单持有者一次性领取 10% 的资金，那么保证基数将减少 10% 为 90 000 美元，相应地，保证收入将减 10% 为 3

600 美元。

上面分析了养老金领取阶段主要的三类产品的特征。在养老基金到产品之间，还存在一个递送系统或者转换系统。一般而言，主要存在三种渠道实现这种转换，一是机构化的直接递送(institutional)，二是自由市场上的零售购买(etail)，三是这两种方式的混合(hybrid)。所谓机构年金化(institutional annuitisation)，即 DC 型计划直接向退休人员支付养老金直到其死亡为止。所谓零售递送，就是退休者把他们积累的资金直接地或者通过一个平台转移给分期领取提供商，并且以灵活的方式建立一个自我投资型个人养老金(self-investment personal pension, SIPP)。机构和零售的混合递送是指职业养老金在积累阶段提供服务，在领取阶段，把计划成员交给领取服务提供商，这里的计划成员以零售的方式接受相关服务。很多信托型 DC 养老金计划不愿意自己提供分期领取计划，而是鼓励成员转到一个自我投资个人养老金(ISPP)，或者每年最多提供两次一次性领取服务。这主要是出于节约成本的考虑。

三、中国企业年金职业年金待遇领取的政策建议

随着企业年金领取人数和领取金额的增加，中国企业年金领取政策也在逐渐发生变化。2004 年，中国《企业年金试行办法》第十二条规定，“职工在达到国家规定的退休年龄时，可以从本人企业年金个人账户中一次或定期领取企业年金”。

2016 年 6 月，人力资源和社会保障部公布的《企业年金规定征求意见稿》中的第五章第二十一条规定，“(一)职工在达到国家规定

的退休年龄时,可以从本人企业年金个人账户中按月或者分次领取企业年金,直至个人账户资金领取完毕为止;也可以将本人企业年金个人账户资金用于一次性购买商业养老保险产品,依据保险契约领取待遇并享受相应的继承权。(二)出国(境)定居人员的企业年金个人账户资金,可以根据本人要求一次性支付给本人。(三)职工或者退休人员死亡后,其企业年金个人账户余额可以继承”。

从上述两份文件的变化可以看到,企业/职业年金一次性领取的条件更加严格,除非出国(境)定居、死亡等特殊情况外,一般情况下应该按月领取或者购买商业养老保险产品。这是因为一次性领取不利于克服个人长寿风险和投资风险,企业年金和职业年金的养老保障功能尚未完全发挥。因此,中国企业年金领取的发展趋势应该是继续鼓励分期领取,大力发展年金产品,鼓励购买年金,限制一次性领取,帮助退休人员更好地管理长寿风险。在完善企业年金的领取过程中,应该做好以下几个方面的工作。

首先,完善税收政策,鼓励分期领取和购买年金产品。国家相关政策,特别是税收政策对企业年金职业年金领取方式有着重要影响。税收政策应该发挥指挥棒的作用,通过税收减免和税收优惠,引导退休人员购买年金产品、分期领取,以便有效应对长寿风险,避免过早花光所有资金。在首次领取养老金时,应该给予一定比例的豁免金额。特别是针对能够有效应对长寿风险的年金产品,应该给予更大力度的税收优惠政策。

其次,积极发挥政府引导作用和机制创新,建立年金产品交易平

台，建立信息透明、竞争激烈、产品丰富、服务完善的年金产品集中交易机制。目前，我国年金产品发展较为滞后，既有政策的原因，也有产品的原因，还有退休人员购买意识的原因。就目前发展形势而言，国家相关政策越来越倾向于鼓励退休人员购买年金产品。随着寿命延长和风险意识加强，企业年金积累金额越来越高，退休人员越来越认识到购买年金产品的必要性。因此，目前推动年金产品发展的一个切入点是保险公司提供类型多样的年金产品。为了更好地鼓励年金产品创新，政府和相关机构应该建立年金产品交易平台。通过该平台，保险公司可以将各自年金产品在平台上展示，退休人员可以通过该平台比较选择符合自己需求的产品。该平台的关键特点是信息透明、竞争充分、产品丰富、服务完善，这样才能够吸引更多的退休人员购买年金产品，促进年金市场发展，有效管理长寿风险。

第三，为保险公司开发年金产品提供制度基础设施建设，研究设计开发长寿债券(longevity bonds)，更多地发行与通胀挂钩债券，以更好地应对系统性长寿风险和通胀风险。对于随机性长寿风险，保险公司根据大数法则通过风险汇聚就可以解决。但是，对于系统性长寿风险，需要政府提供系统性的对冲工具，特别是开发长寿债券。长寿债券是指其息票或面值与生存概率相关联的债券，通过长寿债券，养老基金和保险公司可以将长寿风险转移给其他金融机构或更为广泛的投资者，达到分散长寿风险的目的。与此同时，政府及其私人机构应该大力发展与通胀挂钩的债券，方便金融机构提供与通胀挂钩的退休产品，以应对通胀风险。因此，长寿债券以及与通胀挂钩债券对于确

保年金市场效率非常重要，对确保通过资本市场转移长寿风险意义重大，有利于实现代与代之间的风险分担。

第四，政府应该加强监管，建立审慎稳健的监管制度。无论是年金产品还是分期领取，这些金融产品提供商都可能面临破产风险。政府应该建立良好的监管框架，指导金融机构在审慎稳健的基础上运作。建立透明公开高效的产品市场，维持市场秩序，避免营销误导和营销欺诈。建立破产风险分担机制和担保机制，保障退休产品购买者在提供商破产时能够得到充足的保障。在建立担保机制的过程中，应该采取多种措施防范道德风险，诸如采取共同保险的方式，采取基于风险的保费定价模式，监督提供商高风险的投资行为。

第五，加强对退休人员的金融知识教育，提高其风险意识，增强管理长寿风险的能力。有关调查显示，老年人在做出和退休相关的决策时总是面临诸多障碍，导致难以做出最优的决策。老年人面临的主要问题有缺乏金融知识和技能，对相关金融相关问题缺乏理解，低估了预期寿命和长寿风险，短期行为明显，缺乏长期规划，盲从心理，缺乏自信和主见。为此，需要利用各种途径和方式，加强对退休人员的金融知识教育，大力发展养老金融咨询业，为老年人提供更好的金融咨询服务。

第六，大力发展养老金融咨询业，建立知识丰富、服务周到的专业咨询服务队伍。根据退休人员的知识结构、资产规模、需求层次不同，建立更加具有针对性的咨询服务。鼓励退休人员和咨询服务人员建立长期的合作关系，建立产品营销和咨询服务合二为一的经营机

制。制定咨询服务人员的进入资格标准，加强培训开发，加强认证管理，不断提高咨询人员的专业技能和服务标准，加强咨询服务人员的信义责任，建立专业敬业具有职业荣誉感的咨询队伍，制定公开透明科学合理的资费收费标准。

养老金融月度资讯

(2018年1月, 总第14期)

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

➤ 政策动态

- 人社部、财政部 | 联合印发《企业年金办法》
- 温州 | 企业人才退休后可领“第二份养老金”

➤ 养老金金融

- 社保基金监督局 | 13个省份养老金投资金额将达5800亿元
- 湖南 | 企业职工养老保险缴费基数基准值暂定4491元/月

➤ 养老服务金融

- 东北 | 首单“以房养老”在大连推出
- 农行 | 哈密分行发放新疆首笔农户“养老贷”

➤ 养老产业金融

- 广西 | 投入1000万元资金用于支持养生养老小镇建设
- 南京 | 养老护理员入职补贴全面发放

➤ 学界观察

- 社科院 | 建议养老金改革调整收支端
- 尹蔚民 | 全面建成多层次社会保障体系

➤ 国际视野

- 日本 | 新版老龄化对策力推高龄就业
- 欧盟 | 养老金体系濒临破产 3.26亿资金缺口亟待补齐

本月概览

政策动态

人社部、财政部 | 联合印发《企业年金办法》

近日，人社部、财政部联合印发《企业年金办法》（人力资源社会保障部令第36号，以下简称《办法》）。《办法》是贯彻落实党中央、国务院关于建立多层次社会保障体系、大力发展企业年金要求的具体举措，是在我国社会保障制度不断健全和企业年金市场持续发展的基础上，对2004年《企业年金试行办法》的修订和完善。《办法》明确，企业年金是指企业及其职工在依法参加基本养老保险的基础上，自主建立的补充养老保险制度。《办法》将自2018年2月1日起施行。（人力资源社会保障部网站）

温州 | 企业人才退休后可领“第二份养老金”

根据近日出台的《温州市企业人才集合年金试行办法》（以下简称《办法》），企业人才退休后可领“第二份养老金”。据悉，企业人才集合年金计划是在企业年金的相关政策基础上，结合区域实际，面向企业中高端人才，由企业和个人共同缴费设立年金基金，是企业人才养老金的一种补充计划。通过政府牵头，企业参加，养老金公司、银行为运作平台，既有效地减轻企业负担又能吸引并留住人才。该《办法》自今年2月1日起施行。（温州都市报）

江苏 | 千亿养老金委托投资运营

1月11日，江苏省对外公布了《省政府办公厅关于归集企业职工基本养老保险基金委托投资运营资金的通知》（以下简称《通知》）。《通知》指出，江苏省企业职工基本养老保险基金委托投资运营额为

1000 亿元，采取保底收益方式委托投资，投资期限 5 年。《通知》明确，投资资金由留足 12 个月备付期后结余 100 亿元以上的省本级、设区市本级以及结余 50 亿元以上的县（市）筹集。其他市、县可根据本地基金运行情况，在保证养老金及时足额发放的前提下，自愿确定是否委托投资运营，并将拟投资金额及时报省财政厅、人力资源和社会保障厅。（新华日报）

养老金金融

社保基金监管局 | 13 个省份养老金投资金额将达 5800 亿元

1 月 3 日，在《中国养老金精算报告 2018-2022》暨社保基金投资管理研讨会上，人社部社会保险基金监管局副局长汤晓莉透露，13 个省份养老金投资金额将达 5800 亿元，年收益率超 5%不成问题。据汤晓莉介绍，到目前为止，已有 9 个省份和社保基金理事会签订养老保险基金委托投资合同，委托投资金额为 4300 亿元。此外，西藏、甘肃、浙江、江苏也打算委托投资运营，可以增加投资金额约为 1500 亿元。不过，汤晓莉指出，第一年作为“打底年”，社保基金理事会采取了审慎的投资原则，并没有很激进地大量投资股票市场。（新民晚报）

湖南 | 企业职工养老保险缴费基数基准值暂定 4491 元/月

1 月 6 日从湖南省省人社厅获悉，由于 2018 年度企业职工基本养老保险缴费基数基准值、2017 年度全省在岗职工平均工资尚未确定，为方便参保单位和个人及时缴纳养老保险费，湖南省人社厅日前

发布通告，明确了 2018 年度企业职工基本养老保险缴费基数基准值暂定 4491 元/月。个体工商户、灵活就业人员按高档 4491 元/月(即暂定缴费基数基准值的 100%)、低档 2695 元/月(即暂定缴费基数基准值的 60%)为基数缴费，当年的养老保险费一次缴清，也可待缴费基数基准值发布后缴费。（湖南日报）

人社部 | 基本养老保险基金投资运营稳步推进

人社部于 1 月 26 日举行 2017 年第四季度新闻发布会，表示基本养老保险基金投资运营稳步推进，北京、安徽等 9 个省（区、市）签署了 4300 亿元的委托投资合同，2731.5 亿元资金已经到账并开始投资。江苏、浙江、甘肃、西藏 4 省（区）政府已审议通过委托投资计划，深入开展全国社保基金监管和监督检查。（证券时报网）

养老服务金融

东北 | 首单“以房养老”在大连推出

日前，幸福人寿保险股份有限公司在大连签订老年人住房反向抵押养老保险首单。这是东北首单“以房养老”“房来宝”产品，是大连保险业把“保险姓保”落到实处，发挥保险业在社会保障体系建设和脱贫攻坚建设中重要作用的体现。据悉，幸福人寿“房来宝”产品是一种将住房抵押与终身养老年金保险相结合的创新型商业养老保险产品，老年人将房产抵押给保险公司后，可继续住在原有房屋中选择居家养老，并按约定条件领取养老保险金直至身故。这满足了老人“居家养老+提高老年生活水平+终身领取”三大需求。（大连日报）

农行 | 哈密分行发放新疆首笔农户“养老贷”

近日，农行哈密分行成功发放首笔农户“养老贷”，金额8万元，这也是农行新疆分行发放的首笔农户“养老贷”，标志着该行金融服务“三农”工作取得新突破。（金融时报）

广发银行 | 掘金“银发经济” 实施“一二三”发展战略

广发银行副行长宗乐新11日在银监会举行的银行业例行新闻发布会上介绍了广发银行服务养老金融的情况。据介绍，广发银行在养老金融领域正实施“一二三”发展战略，即围绕“自在卡”一条主线、实现“产品创新”、“服务提升”两轮驱动、协同“养老金金融”、“养老服务金融”和“养老产业金融”三大领域持续发展，打造特色优势。据悉，广发银行“自在卡”主要针对50岁以上中老年客户，整合了理财服务、支付结算、增值服务、商超优惠等金融服务，并提供一系列金融综合解决方案。截至2017年12月末，广发银行“自在卡”已服务超过28万中老年客户。（中国证券网）

南京 | 2018年南京民政蓝皮书发布 全年新增养老床位4000张

1月30日，南京市民政局发布《2018年南京民政蓝皮书》（以下简称“蓝皮书”）。蓝皮书确定了提升养老服务质量就是南京市民政局创新富民的重点任务之一。蓝皮书指出，今年南京要深入推进“养老服务业综合改革、居家和社区养老服务改革、医养结合”三项试点，重点发展社区居家养老，加快医养结合，探索智能养老，打造社区养老服务综合体，发展社区嵌入式养老机构，实施养老机构服务质量建设专项行动，全面提升养老服务质量。全年将新增养老床位4000

张，其中家庭养老床位 1660 张，养老机构民营化率将达到 80%。

（现代快报）

重庆 | 新增 17 个社区养老服务设施

重庆市渝北区的户籍人口中，已有近五分之一的人口进入老年，养老服务成为当前渝北区最现实的民生需求。1 月 30 日，渝北区民政局表示将在今年打造一批标准化、适老化、品牌化的社区养老服务设施，新增 15 个社区养老服务站、创建 2 个社区养老服务中心市级示范点，搭建起社会养老与居家养老的桥梁，为辖区内老年人提供健康档案、数据采集、信息咨询、评估评价及居家老人日常照护等公共服务。（华龙网）

养老产业金融

广西 | 投入 1000 万元资金用于支持养生养老小镇建设

记者从广西壮族自治区财政厅了解到，自治区财政厅日前下拨 1000 万元资金用于支持广西 5 个养生养老小镇的创建工作。在本次下拨的资金中，自治区财政厅在 2018 年彩票公益金预算中分别给予每个养生养老小镇一次性 200 万元奖励，专项用于小镇的养生养老服务公共基础设施建设和维护。（新华网）

南京 | 养老护理员入职补贴全面发放

随着老龄化社会趋势加剧，养老护理员的短缺问题更加凸显。据了解，南京老年人口数量已突破 130 万，养老护理员缺口达到上万人，养老形势十分严峻。为激励更多专业人才从事养老护理工作，2017

年6月，南京市民政局出台奖励暂行办法，大学生从事养老护理可享受一次性入职奖励。近日，南京市首批91位养老护理员入职奖励逐渐发放到位。根据学历水平和入职年限，这91名养老护理员将获得7500元~4万元不等的奖励。南京市民政局希望通过这一次的入职补贴，能够鼓励引导大中专院校毕业生及专业人才进入养老服务行业，推进养老护理员队伍“稳心留根”，促进养老服务质量水平提升。（老年周报）

湖南 | 首个医养融合社区落户长沙 建成后可提供千户养老单元

1月30日，湖南省首个大规模、全功能、国际标准的高品质医养融合社区——泰康之家·湘园落户长沙，该地块占地约197亩，全部建成后可提供千户养老单元并将以二级(含)以上标准配套建设医疗机构，并搭建起了急救、康复、健康管理三层级医疗体系。据悉，该社区将以医养结合、持续照护为核心特色，为居民提供全生命周期的医养健康服务。（华声在线）

学界观察

社科院 | 建议养老金改革调整收支端

中国社科院世界社保研究中心3日发布《中国养老金精算报告2018-2022》(简称《精算报告》)指出，养老金改革(含制度框架结构改革与参数式改革)的进程是一个动态的过程，应根据人口、经济社会和基金收支情况的变化，适时进行收支两端的调整，进行一揽子的系统设计，控制制度的平稳运转。《精算报告》指出，基于精算结果

分析,我国城镇企业职工基本养老保险制度未来5年的财务状况并不乐观,简单总结起来有以下几点判断:第一,扩面速度下降到5%以下区间,制度赡养负担持续加重,制度参保赡养比上升到1:2.5之上,部分地区参保人口结构恶化;第二,基金收入增速下降到10%以内区间,基金支出增速仍高位运行,虽然全国基金当期收支仍能维持基本平衡,但基金累计结余增速下滑到5%的水平,基金备付能力相比过去5年下降1/3;第三,地区间财务失衡矛盾更加突出,“收不抵支”省份接近半数,个别省份隐现累计基金结余耗尽风险,同时基金结余向少数省份集中的趋势也越来越明显。(新华网)

尹蔚民 | 全面建成多层次社会保障体系

1月9日,人社部部长尹蔚民在人民日报发表了题为《全面建成多层次社会保障体系》的署名文章,阐释全面建成多层次社会保障体系的重大意义和主要任务。文章指出,中国特色社会主义已经进入新时代,必须适应我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾这一客观要求,根据十九大报告精神全面建成多层次社会保障体系。文章提出了全面建成多层次社会保障体系的六项主要任务,包括全面实施全民参保计划;完善城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险制度,尽快实现养老保险全国统筹;完善统一的城乡居民基本医疗保险制度和大病

保险制度;完善失业、工伤保险制度;建立全国统一的社会保险公共服务平台;统筹城乡社会救助体系,完善最低生活保障制度,完善社会救助、社会福利、慈善事业、优抚安置等制度。(人民日报)

党俊武 | “藏富于老”是国家和全民应对人口老龄化的长期金融战略

近日，经济网记者专访了老龄金融学专家、中国老龄科学研究中心党俊武副主任。党俊武副主任在采访中表示，老龄社会的到来意味着我们迈入人人可以活到高龄的长寿时代，而目前我国基本养老保险尚不能支撑老年人长时间的生活需要，且商业性的养老保险、养老信托、养老基金、养老证券等金融存量也不足，未来活得漫长的高寿生活将面临钱不够用的“长寿风险”。他进一步指出，进入老龄社会新时代，瞄准长寿红利，“藏富于老”、“投资于老”是落实十九大关于积极应对人口老龄化顶层设计的国家金融战略和全民金融战略。并提出了倡导全民树立“藏富于老”和“投资于老”的新理念积极参与发展老龄金融产业、抓紧研究制定实施国家应对人口老龄化的中长期金融战略在内的多项应对策略。（经济网）

北京 | 2017 年中国职工养老储备指数提升

2017 年中国大中城市职工养老储备指数 (PRICE) 在京发布。大中城市职工养老储备指数研究项目会由中国保险行业协会联合中国劳动和社会保障科学研究院、中国社科院世界社保研究中心、中国经济信息社主办，由平安养老险承办，是国内首个职工养老储备指数。该指数研究针对职工养老储备稳定度、充足度、认知度进行衡量，并对其效益评价进行系统调查和全方位数字化测量。相比上一次发布的 2015 年，2017 年这一指数提高了 1.1，达到 60.8，整体处于“基本水平”区间的下限位置，基本符合中国目前经济社会发展现状，未来进

一步提升空间仍然巨大。（中国金融新闻网）

国际视野

日本 | 新版老龄化对策力推高龄就业

日本政府 17 日在自民党会议上提交了作为中长期高龄者政策指针的“老龄社会对策大纲”方案。其中提到，为了促进有工作欲望的高龄者工作，将研究讨论制定允许选择 70 岁以上才开始领取公共养老金的制度。方案还设定了量化目标，要在 2020 年将 60 至 64 岁人群的就业率提升至 67%。在此基础上，大纲方案提出了改进高龄者工作环境的建议。政府认为促进高龄者就业能够提高国内经济生产率，希望加快推进对策。（读卖新闻）

欧盟 | 养老金体系濒临破产 3.26 亿资金缺口亟待补齐

近日，针对欧盟议员的欧盟养老金体系面临破产威胁，3.26 亿欧元资金缺口亟待纳税人补齐。根据欧盟内部统计数据，目前所持欧盟养老金最晚将于 2026 年用完。欧洲议会秘书长预算控制委员会发言人克劳斯·韦尔称：“养老金体系资金缺口高达 3.26 亿欧元。”报道称，此养老金体系已于 2009 年关闭，但超过 700 名前欧盟议员有权从养老金体系中支出资金。截至 2016 年，该养老金体系剩余 1.46 亿欧元资金。但这些前议院索赔金额高达 4.72 亿欧元。（时代周报）

2018年1月CAFF50动态

1、1月3日，由清华老龄社会研究中心、中国社科院世界社保研究中心主办的《中国养老金精算报告2018-2022》发布式暨社保基金投资管理研讨会在北京清华大学召开。论坛核心成员中国社会保险学会会长胡晓义、中国社科院世界社保研究中心主任郑秉文中国人民大学统计学院副院长王晓军、中国政法大学法和经济学研究中心胡继晔、论坛特邀研究员对外经贸大学保险学院社保系主任孙守纪出席会议并发言。

2、1月4日，论坛1月工作例会在金融街论坛秘书处举行。会议对《养老金融发展报告（2018）》的启动工作进行了讨论，并对2018年北京峰会的筹备工作进行了相关部署。中国养老金融50人论坛秘书长董克用，副秘书长王赓宇、朱海扬，秘书长助理孙博，秘书处张栋、马媛媛、凌燕、李佳宁、孙玥、施文凯、王振参加会议。

3、1月10日，经济网记者专访了中国养老金融50人论坛核心成员、养老金融专家、中国老龄科学研究中心党俊武副主任。党俊武副主任接收专访并就“藏富于老”、“投资于老”等主题做出相应回答。

4、1月17日，论坛秘书长董克用教授在金融街秘书处办公室会见了天弘基金养老金产品市场部总经理蒲鹏举一行，双方就2018年北京峰会的相关事宜进行了讨论，暂定了会议主题和基本流程，秘书

处马媛媛、凌燕、李佳宁、孙玥参加会议。

5、1月18日，泰康人寿保险股份有限公司成功运营的第4家持续照护医养社区泰康之家·蜀园在成都正式落成。中国养老金融50人论坛核心成员、泰康保险集团董事长兼首席执行官陈东升在泰康之家·蜀园养老社区落成仪式上发表关于“养老革命”的主题演讲。

6、1月21日，2018中国金融理财创新与发展论坛暨第八届“金貔貅奖”颁奖盛典在北京京都信苑饭店隆重举行。中国养老金融50人论坛核心成员、中国保险资产管理协会执行副会长兼秘书长曹德云受邀出席论坛并发表演讲。

7、1月23日，由中国发展研究基金会主办的博智宏观论坛第二十六次月度例会举行。会议主题为“如何防范化解地方债务风险”。中国养老金融50人论坛核心成员、华夏新供给经济学研究院首席经济学家、财政部财政科学研究所原所长贾康出席论坛会议并发表演讲。

8、1月29日，深圳市社会科学联合会主办深圳学术沙龙系列活动，中国养老金融50人论坛核心成员、清华大学公共管理学院、医院管理研究院杨燕绥教授接受记者采访时提出发展“第三支柱”个人养老金合格计划。

9、1月31日，中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授、核心成员、建信养老总裁冯丽英女士受邀参加发改委就业与收入分配司组织的“全面建成多层次社会保障体系座谈会”并发言。



秘书处联系人：马媛媛 Email: mayuanyuan@caff50.net

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

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

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net