

# 养老金融评论

---

2016 年第 10 期（总第 11 期）

- CAFF50 核心成员闭门研讨会正式召开
- 王忠民：经济新常态下社保基金配置的几点思考
- 姚余栋：养老金融：应对超老龄社会之道
- 党俊武：“投资于老”是全国全民全行业的未来战略
- 郑秉文：养老金三支柱全面深化改革
- 胡继晔：三支柱养老金相继入市推动养老金融化
- 董登新：正确理解美国 IRA 双重功能

中国养老金融 50 人论坛

[www.caff50.net](http://www.caff50.net)

## 中国养老金融 50 人论坛简介

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

### 论坛学术顾问：

潘功胜 杨子强 王忠民

### 论坛秘书长：

董克用

### 副秘书长：

王赓宇 朱海扬 谭海鸣

### 秘书长助理：

孙博

## 《养老金融评论》简介

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

### 《养老金融评论》编委会

**主编：**

董克用 姚余栋

**执行主编：**

孙博

**编辑组成员：**

张栋 张园 施文凯 马媛媛

---

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

## 目录

### **【本期重点关注】**

CAFF50 核心成员闭门研讨会正式召开 .....	5
王忠民：经济新常态下社保基金配置的几点思考 .....	8
姚余栋：养老金融：应对超老龄社会之道.....	15
党俊武：“投资于老”是全国全民全行业的未来战略.....	22
郑秉文：养老金三支柱全面深化改革——金融市场影响力的视角	28

### **【成员观点集萃】**

胡继晔：三支柱养老金相继入市推动养老金融化 .....	39
董登新：正确理解美国 IRA 双重功能——IRA 是私人老金计划的“收容所” .....	50

### **【CAFF50 动态】**

2016 年 9 月 CAFF50 动态 .....	59
----------------------------	----

**本期导读：**我国已经进入人口老龄化快速发展阶段，且面临着未富先老的压力，迫切需要构建一个有效的养老体系，其中一个重要发展方向就是养老金融。然而，我国养老金融业总体处于初期发展阶段，金融部门对于养老服务业的认识和投入也刚刚开始，针对居民养老的金融产品和服务品种单一，养老资产管理的理念和机制比较滞后，养老金融市场尚不发达，与居民养老和养老服务主体多层次、多样化需求还有很大差距，因此有必要在完善我国养老体系的基础上，进一步支持养老金融的快速发展。

本期《养老金融评论》重点关注如下内容：CAFF50 核心成员闭门研讨会会议概要；论坛学术委员会主席姚余栋博士关于发展养老金融应对超老龄社会的观点；论坛核心成员、中国老龄科学研究中心副主任党俊武在“2016 清华养老产业高端论坛”上讲话的主要内容；论坛核心成员、中国社会科学院美国研究所所长郑秉文教授关于养老金三支柱全面深化改革的观点，以飨读者。

## CAFF50 核心成员闭门研讨会正式召开



CAFF50 核心成员闭门研讨会现场

2016年9月26日，中国养老金融50人论坛（CAFF50）核心成员闭门研讨会在吉林市成功举办，论坛主题是“金融支持养老产业的定位与思考”。论坛由中国养老金融50人论坛主办，建信养老金管理有限公司承办。

CAFF50 学术顾问、社保基金理事会王忠民副理事长，CAFF50 秘书长董克用教授，中国建设银行副行长、建信养老金管理有限公司董事长余静波，建信养老金管理有限公司董事长（候）石亭峰、总裁冯丽英，吉林市人民政府副市长陈胜，CAFF50 学术委员会主席姚余栋，中国老龄科学研究中心副主任党俊武，中国医促会健康保险分会会长

李珍，兴业银行副行长陈锦光，盈诚投资副董事长兼 CEO 甯辰，浙江大学人口与发展研究所执行所长米红，普信集团公司北亚区总经理林羿，武汉科技大学金融证券研究所所长董登新，天弘基金养老金产品市场部总经理浦鹏举，佐佑管理顾问有限公司高级合伙人罗青华等嘉宾及多位 CAFF50 成员和论坛秘书处成员参加了本次研讨会。

会议中，中国建设银行副行长、建信养老金管理有限公司董事长余静波代表承办方致欢迎辞。他表示，CAFF50 论坛针对金融支持养老产业定位的研究在当今老龄化日趋严峻的时代具有战略性、引领性和前瞻性。建信养老金管理有限公司致力于多层次养老体系建设，为养老事业提供综合性的服务平台，从战略高度为促进金融支持养老产业发展提供思路和解法。吉林市人民政府副市长陈胜在致辞中结合吉林市地理和产业特质，强调了养老产业发展的意义和前景，提出了吉林市发展养老产业的自然资源和人力资源优势，同时表达了吉林市政府对于促进金融支持养老产业发展的重视。

会议中，与会嘉宾针对老龄化问题、解决机制和金融支持养老产业发展的可行模式进行了深入分析和热烈讨论。社保基金理事会副理事长王忠民、论坛学术委员会主席姚余栋、中国老龄科学研究中心副主任党俊武、浙江大学人口与发展研究所执行所长米红、中国医促会健康保障分会会长李珍等嘉宾，从制度设计层面、政策学术层面出发，针对长期护理和相互保险问题展开了讨论，探讨了适合中国老龄化现状的金融支持养老产业发展突破口，分析了老龄化社会的挑战和应对举措，呼吁建立和完善养老第三支柱，也对相应的政策、机制方案进

行了设计和剖析。兴业银行副行长陈锦光、盈诚投资副董事长兼 CEO 甯辰、普信集团公司北亚区总经理林羿等嘉宾基于行业实践经验，提出了金融支持养老产业发展的可行模式和创新方向，他们认为，金融支持养老产业发展有多种形式，包括完善社区养老系统，丰富养老产品和服务，尝试采用创新模式推进养老金管理，实现养老金融与产业的捆绑式和一站式结合，加强与政府合作等路径。建信养老金管理有限公司董事长（候）石亭峰致闭幕词。

此次会议实现了深入讨论行业发展、增进论坛成员内部交流的目的。CAFF50 也将继续在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方面贡献力量。

## 王忠民：经济新常态下社保基金配置的几点思考<sup>1</sup>



王忠民：中国养老金融 50 人论坛学术顾问、全国社会保障基金理事会副理事长

经济下行带来的投资收益率减少与“资产荒”困扰着资管机构。尤其是低利率带来更严峻的挑战，即便是社保基金，也需要与其他资管机构一样在无风险利率迅速下降的时候拓展更多风险类投资领域。在这种情况下，资产配置与风险对冲显得尤为重要。

目前，中国资产管理市场呈现出一种市场正在形成、市场正在构建，以及市场管理工具呈现多维度展现的情况。作为资产管理市场中典型的资管机构，2015 年社保基金投资收益率为 15.19%，过去十五

<sup>1</sup> 原文刊于《清华金融评论》2016 年 10 月 8 日。

年中平均年化收益率高于 8.8%，取得了不错的成绩。然而，仅从社会保障的角度来看，很多应该管的社会保障类资金还在闲置着，比如基础养老金的 3 万多亿与几万亿其他类别的社会保障资金。

从资金来源来看，目前社保基金管理的储备性养老金与三笔受托管理的基金约合 2 万亿元。目前社保基金已经做好组织架构、人才储备等方面的准备，积极与相关部门洽谈受托管理地方基础养老金部分结余的相关交易结构与委托办法。未来，随着受托管理资产规模的扩大，社保基金新受托的地方基础养老金的投资范围将从存款、国债等拓展到社保基金原有更广泛的投资领域，提高基础养老金的投资收益的同时，对社保基金来讲也将会产生一种新的配置规则和投资需求。

### 一、经济新常态对资管机构资产配置带来挑战

中国经济进入新常态，经济增长率逐年下滑，投资机会随之减少。社保基金与其他类型的资管机构均面临着投资收益率不断下滑的挑战。同时，“三去一降一补”显示经济依然处于调整与结构转换过程中，去产能、去库存、去库存的过程不会一蹴而就，这为经济形成新增长动能带来阻碍，投资难度也较之于以往快速增长期不断加大。比如去杠杆过程中金融风险频繁暴露、去产能将涉及企业的破产清算、去库存意味着折价销售等，这所有的一切都反映了投资回报率在新常态中必须要降低。然而这并不是最难的选择，最难的是我们进入了一个低利率，甚至有一天很有可能是零利率的时代，谁也不敢保证是否有一天会不会变成负利率。这个时期已经到来并不断演化，成为资产管理机构要面对的最难的挑战。

对社保基金来讲，以往配置于固定收益的资产规模在 50% 左右，随着无风险收益的不断下滑，配置于固定收益的收益也从过去五六年的 6% 左右不断下滑。例如如今 5 年期协议存款的利率为 3.85%，社保基金几千亿元配置于协议存款，在利率下行期间，通过配置固定收益所获得的回报必然不断下降。而如果通过提前锁定利率来获取不再下行的收益，则又增大了产品的风险度。

且目前不仅仅是中国的利率在不断下行，2008 年全球金融危机之后，主要发达国家将政策利率均降至接近零的水平，目前全球已经有五大主要央行实施了负利率政策，他国利率水平对国内造成压力。同时中国经济下行过程中解决实体经济的难题亦需要将资金成本再度降低。因此，利率水平持续降低的预期下，资管机构做资产配置就会面临趋势性的判断：即未来无风险投资的空间逐渐变小，甚至未来所有的投资都会是有风险的，因为只有有风险的投资才能获得正回报，无风险投资获得的正回报将会屈指可数。因此，资产管理行业正在面临的不仅是新常态的经济增速下滑带来的实体经济问题，而且是金融市场利率下降趋势甚至零利率的趋势，这将使得资管业无风险回报的空间迅速收窄和减少，所有投资都必须承担风险。

## 二、社保基金如何配置风险类资产

社保基金过去相对较高的回报来源于较高收益率的固定收益与提前布局在风险投资市场的收益。风险类资产领域投资提升了社保基金投资能力、锻炼了产品与团队，且在证券市场、直接股权投资市场、私募股权市场的整体回报率远远超过固定收益。如今，面对比以往更

多风险、更少收益的市场，“资产荒”成为资产管理机构讨论的难点话题。投资者发现投资比以往更加难做，这是因为大家都需要在更多风险的各类市场中去做投资才能获得回报。未来，资管机构只有把握好金融市场、股票市场、私募股权、证券市场、权益市场等各个市场的特点，才能即便在利率降到零的情况下，也可以在风险类投资中通过资产配置获得相应的回报，并通过投资决策不断地认识风险、规避风险和转移风险。

社保基金过去十五年已经为此做了铺垫和准备，社保基金会采取直接投资与委托投资相结合的方式开展投资运作，投资范围覆盖多种固定收益与风险类资产。也正是因为过去风险类别资产在社保基金投资中占比的提高，成为改革开放以来社保基金所获得的最大好处。同样，成长性的制度在完善的过程中避免不了套利空间，因此在新的市场开辟的时候，一定伴随着一定的套利空间与足够的效率空间。在国内金融市场在有序开辟新市场、新产品之际，社保基金亦可进入赚取这些利润空间。

根据 2016 年 5 月 1 日起正式实施的《全国社会保障基金条例》，全国社会保障基金理事会投资运营全国社会保障基金，应当坚持安全性、收益性和长期性原则，在国务院批准的固定收益类、股票类和未上市股权类等资产种类及其比例幅度内合理配置资产。而社保基金作为久期较长且并无负债也无流动性压力的资金，可以配置虽然短期波动较大、风险较高，但长期来看有成长空间和利润空间的投资，比如股权投资、私募股权投资、私募债等，也需要有效对冲风险的金融衍

生品。

同理，高收益债券市场或许都可以对社保开放。比如在国家的转型的政策中，“去杠杆”无非是将原有的杠杆放到市场上去交易，有人去对其进行估值，在有人愿意承担风险的同时获取相应的高收益。在这个过程中需要允许对冲风险的工具尽快存在，来反向对冲这些风险。这样一来，市场上新的金融产品的设计和金融制度的设计不仅能开辟风险市场，还能有效规避、对冲和化解风险。从而使得做活金融市场的同时，金融服务与实体经济产生更为深入的结合。在高收益债券中捡金子的人就可以有效对冲高风险。

又如在“三去一降一补”的经济大背景下，债转股后显示的是最终资产方面的问题，而非短期债务方面的问题，而债转股中的优先股是最有效的工具。因此，可考虑借鉴此前金融危机之际巴菲特以约定回购价格与回报率的形式持有大批公司优先股，并因此在董事会中掌握决定性作用的经验。这就是“救谁的命，就对谁估值，对谁未来负责任”的逻辑，是在所有的股权再次估值、再次交易的形成过程中，改变交易结构背后的公司治理结构与决策。发挥优先股的真正功能，才能促进市场快速发展。

另外，2015年社保基金配置境外市场规模占比仅为8%，而监管政策允许不超过20%，所以在全球配置趋势下，社保基金依然可以拓展海外配置的空间。在现有配置范围上，可探讨成立公司平台来进行海外私募股权投资，通过长期性投资来获得相对较高的回报等。这些投资领域均需要监管的放开，放开的同时可建立相应的奖惩机制来进

行激励或约束。

### 三、让市场快速发展来解决实体经济问题

目前，金融服务机构根据客户需要，按照资产负债特征、风险偏好等进行资产类别选择与资产配置的历史时机正在形成，每一种偏好都可找到其匹配的资产，并且随着市场价格、风险等因素变化不断调整。在这个过程中私有产权不断成长的过程表现为社会财富不断增长的过程，但同时也存在着市场不平衡等市场风险。从这个角度来看，实体经济不仅在成长期、高潮期、辉煌期，而且在市场周期下行阶段，甚至在市场的重新布置阶段，金融也在发挥着有效作用。

金融的逻辑是把所有的债权每一天都放在市场中去重新估值，或是对其所有股票每一分钟都重新估值。金融市场不断衍生、永无休止。所有前序的工具都需要衍生出另一个市场来解决风险回避，尤其是通过整体风险的承担来规避和分散个体风险，即让风险成为一个可以交易的产品，并且可转移出去。比如期货市场的产生是为现货交易提供风险对冲。金融本身通过衍生、对冲、期权的逻辑，立于不败之地。

因此，只有金融市场再衍生、再丰富、再可对冲，才可以让实体经济有更多的工具来对冲风险。只有让市场赶快发展，市场越快，我们能解决的问题就越多；市场发展越慢，我们不但解决不了问题，反而积累的问题会越来越多。在市场发展初期一定会存在套利的空间，随着市场发展与各种争议和博弈，套利空间变小，监管层赶紧将其制度化，从而就形成了规范的市场。

中国正处于人口老龄化的关键阶段，老龄化人口正在往社会保障

系统性转移，社保基金若不在正在市场化的金融市场、快速增长的GDP当中去投资，未来这些机会也在逐渐减少。因此，未来快积累、快投资才能把这个时代带来的积累性机会拿到，将快速增长带来的高回报也拿到。因此，金融所有的逻辑都是为了实体经济服务，金融既是为自己的风险转移而转换更多的衍生市场，也是为了转移实体经济的风险。金融不仅担当了过去的逻辑，也担当了未来的成长，金融才是这个时代的主战场，是供给端改革的主要领域。

## 姚余栋：养老金融：应对超老龄社会之道<sup>1</sup>



姚余栋：中国养老金融 50 人论坛学术委员会主席，大成基金首席经济学家，原中国人民银行金融研究所所长

超老龄社会是指年龄超过 80 岁以上的老年人人口比例达到或超过 5%。这是一个全球现象，日本、韩国、德国、法国等国已经进入超老龄社会。根据研究，至 2035 年左右，中国将会进入超老龄社会，届时将面临八方面挑战：经济增速下降、资产价格大幅波动、银发贫困普遍、社区养老是主流、养老金缺口的巨大压力、医保缺口长期存在、延迟退休和老年就业成为普遍现象以及老人的社会关爱缺乏等。

<sup>1</sup> 原文刊于《银行家》2016 年第 4 期，作者为姚余栋，王庚宇。

根据著名经济学家 Becker 早在二十世纪 80 年代的研究，作为市场最基本的经济单位之一，家庭行为的改变将对宏观经济运行产生长远而深刻的影响。他认为：家庭行为是宏观经济运行中的内生变量而非外生变量，家庭行为对经济发展起着很大的作用，同时经济演进也在很大程度上改变了家庭的结构与决策。基于新家庭经济学理论，家庭作为最基本的经济和社会单位的功能之一是生儿育女并完成子女早期的人力资本投资。还有研究表明：规模庞大的婴儿潮成长进入经济社会后所带来的高储蓄率将形成对金融资产的巨大需求，这是金融市场繁荣的重要因素，而当人口年龄结构转向老龄化后，金融资产需求将随之变化，可能使资产价格和股市下跌。所以我们认为，呼吁落实“全面二胎政策”不仅是人口学家、社会学家的责任，也是经济学家的责任。

“全面放开二孩”政策出台的背景是中国人口结构形势发生的历史性转变、老龄化社会和人口红利的消失等。其中，我国当前生育率过低是亟需直面的问题。2014 年，我国开始实行了单独二胎政策，之所以没有全面放开，是因为当时预测“全面二孩”将会出现生育高峰。但从最终的结果看，2014 年全年出生人口总量在 1687 万人，较 2013 年多出生了 47 万，比预想少了很多，并未达到原来的预测。国家统计局最新公布我国 2015 年的出生人口为 1655 万人，新增人口比 2014 年减少了 32 万人，与预期更是相去甚远。

放开“单独二孩”远不如当初预想的情况好，这可以合理地推出“全面二孩”的结果也是不容乐观的。

首先，我国的育龄妇女在 2015 年以后比上一年减少了 500 万人，其中 20~29 岁生育旺盛期育龄妇女数量减少了约 150 万人，而 45 岁以上的妇女再生的概率在 10% 以下。加上因为不孕不育等病症、因为剖腹产而导致的二胎生育风险极高的“疤痕妈妈”、生育意愿本身就不强或者已经合法育有二胎的妇女人数需要从育龄妇女总人数中减去，这样剩余的育龄妇女人数并不可观。可以说，中华民族的伟大母亲正在减少。

其次，新增人口数在减少。经验数据表明，我国育龄妇女生二孩的意愿在 60%~70%，可能有的人想生也不一定能生得了，还有要面临重重压力。简单的例子，作为家庭的一项重大决策，购房将在很长一段时期内影响家庭的其他决策，生育决策即为其中被影响的主要决策之一。房价对生育的作用机制涉及新家庭学模型中标准的收入效应和替代效应。首先，房价的上升降低了家庭在其他消费上的可支配收入，因此对生育需求产生了负的收入效应。因为新家庭经济学中假定小孩为正常品，负的收入效应将降低对生育的需求。其次，小孩越多，需要的住房面积也越大，因此房价直接进入了生育的影子价格，房价上升对生育产生了负的补偿性替代效应，从而强化了纯粹的收入效应。也就是说，高房价有可能会降低生育率。排除这些消极的因素，九千万育龄妇女中大概有一千万左右有积极的生育意愿，这些生育意愿经过逐年的缓慢释放，新增人口将会逐年下降。

第三，从国际经验来看，生育率的下降是一个全球现象。随着 19 世纪、20 世纪人均收入的不断提高，生育率在欧美和日本均出现

了长期下降的趋势。更引人瞩目的是，随着亚洲“四小龙”的经济起飞，其生育率在短短30~50年内以更为剧烈的速度下降，幅度高达70%~80%，这种与工业化过程相伴随的人口结构的转变已经被实践不断地证实。包括发展水平落后于中国将近20年的印度，其生育率也从1980年的4.7%“自发”地下降到2013年的2.3%。最近某基金公司通过大数据的调研方式，再次确认了中国第六次人口普查的总和生育率为1.28%，处在非常低的水平。日本通过十几年鼓励生育的政策，将总和生育率水平逐步提升并稳定到了1.4%左右，我国目前的总和生育率水平太低。按照中国养老金融50人论坛宏观模型的测算，如果全部放开二胎将会提高综合生育率，会为经济增长提高0.2个百分点，对于将来进入新常态、低增长期的中国经济，这0.2个百分点的增长速度是弥足珍贵的。所以我们要把十八届五中全会的红利落实到位。从日本和韩国的经验来看，当年日韩从放开人口生育到鼓励生育中间间隔了十年，也付出了很大的代价，鼓励生育的成本也相当高。中国应该汲取这样的经验教训，在逐步实施“全面二孩”政策的同时，就应该配套以鼓励政策，可以避免十年之后再鼓励的低边际效应。

最后，从梳理文献可以看到，近年来对新家庭经济学生育率方程的实证检验均应用协整分析工具对家庭与劳动力市场的互动展开研究，采用了生育率、女性教育水平、劳动参与率、工资率以及男性工资率等家庭行为变量与劳动力市场行为变量，其经验研究结果均与新家庭经济预测保持一致，即女性的教育水平和劳动力市场工资水平

对生育率存在显著的负影响。这也是前面几条实践经验的理论总结，可见不光要全面放开二胎，更要跟上鼓励措施。

从历史的角度看，我国总人口从1949年的5.4亿人增加到了2010年的13.3亿人。这之间有三个阶段人口增长最为迅速：第一个阶段是从1949年到1958年，人口自然增长率维持在20%左右；第二个阶段是从1962年到1973年，人口自然增长率维持在25%左右；第三个阶段是从1981年到1990年，人口自然增长率维持在15%左右。这三个阶段人口的快速增长，使得中国的人口结构发生了巨大变化，最终导致中国在改革开放三十多年来，青壮年人口占全部人口的比例不断上升，整个社会的人口抚养比即依赖型人口（14岁以下与65岁以上人口之和）与劳动年龄人口（15~64岁人口）之比不断降低——从1994年的49.33%下降到了2010年的34.2%，也就是说，为中国经济发展做出过巨大贡献的人口红利期正在消退。所以，我们认为：要千方百计呼吁中国“第四次婴儿潮”的尽快到来，这甚至有可能是中华民族的最后一次婴儿潮。

#### 下面从经济学角度提出几个具体建议：

首先，生育保险不应再单列，应该并入社会医保。十八届五中全会提出要简化合并社会保险，但现在生育保险是作为生育妇女职工的保险，还没有深入、广泛地覆盖到农村地区的妇女。将生育保险并入医保以后，能够使更广大的妇女群体享受到生育保险，产生规模效益，争取实现免费生育。根据2015年北京市的统计数据，育龄妇女在公立医院的生育费用，自付部分大概在人民币2300元左右，这部分完

全可以通过财政补贴来鼓励生育。政府每年花大量的财政补贴出口，但实际上出口补贴很多承担了国际市场的来料加工，不但附加值不高，还一定程度上导致了环境污染。现在国际大宗商品价格会长期走低，进口价格进一步回落。适当减少出口补贴，也不会较大影响出口和贸易顺差。所以，出口补贴不如生育补贴。

第二，结合个人所得税的改革方案，实施生育消费抵扣。中央对税制改革的指导精神是分项计征和综合计征相结合，我们建议以分项计征为辅，综合计征为主。可以通过综合计征来实现：凡是生育消费，包括生二孩而产生的购房、教育、婴幼儿消费等需求应该进行所得税抵扣。具体的技术细节可以再讨论，但是这些原则应该尽早确立。要防止房价、特别是一线房价的最后的疯狂。根据中国养老金融 50 人论坛宏观模型预测，中国的一线房价会缓慢地上涨到 2025 年，之后出现逆城镇化：年轻人口无法负担大城市的居住开支，回到二线城市或周边小镇居住，然后到大城市工作。诸如此类的个人消费，政府应该通过税收调节予以优惠和补贴，让利于民。这样不仅可以鼓励生育，还可以防止大城市病、阻止房地产泡沫。这不光是从提高生育率的角度考虑，也是从降成本、去库存的角度考虑的。

第三，要促进企业和社会组织参与到提高生育率、应对超老龄社会挑战的事业中来。社会力量的参与可以促进家庭消费、二孩消费，更好地落实中央政策，还体现了社会更广泛的关爱。

2025 年全球总人口预计将达到 90 亿人，而中国人口有可能将在 14 亿人达到峰值以后不断下降。在可预见的百年内，如果不及早应

对，中华民族极有可能成为一个全球范围的小众群体。母亲是财富的创造者，提高生育率也是积极应对老龄化一个非常有效的途径，所以要珍惜我们目前只有 9000 万的育龄妇女，还要全方位鼓励生育二胎，不要让中国陷入长期超低生育率的一个陷阱。落实好“全面二孩”政策，需要全社会共同的努力。要将人口视为财富而非负担，这是需要短期内尽快达成的社会共识。

## 党俊武：“投资于老”是全国全民全行业的未来战略<sup>1</sup>



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

### 一、人口老龄化的背景

#### （一）主题是迎接“十三五”但要看得更远

第一，现在讲老龄产业发展的背景，“十三五”继续往前走的背景，国家的“十三五”规划出来了，相关的老龄产业、事业规划也正在制定中。我想说一个问题，踏上新征程不能只看五年。人口老龄化是长周期现象，“十三五”之后人口老龄化形势肯定更严峻，因此我们应该看远一点，仅一个五年规划是不够的。

<sup>1</sup> 本文根据党俊武主任在“2016 清华养老产业高端论坛”的演讲整理，未经本人审阅。

第二，我认为老龄化的浪潮会提前到来。1962年第二个出生高峰，60年之后他们进入老年也就是2022年，是中国乃至人类历史上人口老龄化最大的一个浪潮。我认为这个浪潮有可能比预期时间要提早到来。众所周知，现在我们的平均退休年龄是56岁，即使政策再完善，用几年时间要达到60岁还是有一定困难。因此有一些人在58岁就会退休。人口老龄化第二次浪潮有可能不是2022年，而是在2020年全面建成小康社会之前，这点也是“迎接十三五，踏上新征程”要看到的重大国情。

第三，正如各位专家所言，中国人口老龄化形势的确非常严峻。现在老龄人口规模是两亿，未来高峰将达到4.87亿。从现在到2050年，未来几十年间的老年人口的总流量将是10个亿。这些老年人如何安排？所以我认为一个五年计划可能还不够，还要做更多的工作、要看的更远一点。

## （二）中央关于应对人口老龄化的部署

去年到今年，中央关于应对人口老龄化做出重大战略部署，一个就是2月23日习近平总书记的指示发布，然后5月27日中央政治局第32次集体学习，有五个关键词值得关注：

一是老龄社会。习近平总书记在讲话里面提到老龄社会，这是一个重大信号。现在不是简单地要解决个别或者是越来越多老年人的问题，而是要站在老龄社会的全局性角度来去思考问题。也不是简单地作为一个产业发展问题，而是从社会这个角度来构建一个新型老龄产业的问题，深入去思考如何发展？

二是顶层设计。习近平总书记在2月23日指示里面谈到顶层设计，这是关键的关键。老龄产业发展的顶层设计是什么？这些问题都需要我们去思考。我个人认为顶层设计，起码应该包括五点：（1）顶层规划。制定国家应对人口老龄化的中长期规划，包括中长期的老龄产业的规划，否则那么多的老年人该何去何从？我们怎么样应对人口老龄化的冲击？（2）制度体系。习总书记讲的应对人口老龄化形成一个应对体系，包括重大的生育、养老、退休等各方面的制度和政策。（3）体制机制。主要是动员政府、社会和市场三大部门共同应对人口老龄化的体制机制，应对人口老龄化上升为基本国策势在必行。（4）重大老龄工程。（5）国际战略。

顶层设计最起码要把这几个事情做好。包括老龄产业要发展，不能只做一个五年期的考量。借此我向全国、全社会呼吁，关于应对人口老龄化和发展老龄产业我们应该看得更远一点。

三是全民行动。全民行动是一个新提法，其第一个含义就是每个人先把自己的老年期安排好，过去讲中国应该是举全社会之力应对人口老龄化，总书记已经把这个意思讲出来了。老龄产业发展也不仅是产业界的事情，也必须全民行动。

四是全生命周期养老准备。这也是一个非常重要的新理念，未来人人都老了，如果没有钱老龄产业发展不起来，就是未富先老。只有年轻时候做好充分准备，未来老龄产业才能大有希望。

五是老龄产业的概念。习总书记提出来这一概念，这是一个重要的背景，我认为，现在应该在新的背景下考虑应对人口老龄化问题、

谋划老龄产业发展，我们必须重新思考。之前社会各界都在向中央，向高层呼吁中国老龄化形势非常严峻，我们应该如何应对。中央最高层级的指示已经出来了，将来我们国家应对人口老龄化是一个长期战略，包括老龄产业将来是一个新的增长点。现在情况发生变化，不是我们呼吁做什么，而是我们去准备落实的问题，也即中国老龄产业发展下一步应该采取的重大措施，这就是我们要研究的问题，这和过去我们呼吁时候的思维不一样。

基于这些考虑，今天讲一个新概念，叫做“投资于老”。

## 二、市场化是应对人口老龄化的根本

### （一）老龄产业发展举步维艰

老龄产业发展现在的确遇到很多问题，“以房养老”遇冷、“养老地产”搁浅，很多项目问题很多，老龄服务机构运行十分困难，居家养老服务发展缓慢。总体上，老龄金融、老龄用品、老龄服务和老龄房地产构成的老龄产业发展的大格局现在没有形成。

### （二）按照中央要求，把老龄产业作为新的经济增长点培育

我们中国老龄科学研究中心做了一个非常严谨的课题，认为未来老龄产业产值要超过百万亿，未来几十年间超过百万亿的行业或者产业还有什么？没有任何一个产业能够超过老龄产业的产值。

### （三）对老龄产业发展的市场化方向坚定不移

老龄产业是一个需要市场化的产业，，市场化最大的魅力就是如果达到充分竞争，老龄用品和老龄服务的价格会下降，质量会提升，老龄产业逐步发展起来，居民才能真正得到实惠。这是市场化的魅力

所在，也是把这个潜力变现的最好的机制。这一点一定要坚信。

### 三、市场化（老龄产业）的瓶颈和危险

由于我国处于未富先老的状态，老龄产业目前存在需求不足。同时社会上还存在认为老龄产业不赚钱，因此重视程度不够片面认识。结果导致整个社会对老龄化所需要的健康准备不足，财富准备不足，老龄金融发展滞后。

上述问题的结果是我们可能错过时间窗口，比如说5年、10年，如果再长，会犯历史性的错误。这种历史性错误如果出现，要付出惨痛的代价。这一代老年人是未富先老，及早不做金融准备，这个悲剧会在下一代老年人当中重演，不只是应对不了老龄化，那会出更大的问题。

### 四、十三五及以后的基本战略

#### （一）投资于老

“迎接十三五 踏上新征程”应该有一个基本战略，这就是投资于老。首先，每个人要为自己的老年期进行投资。这里的“投资”不仅仅是狭义的金融投资，包括健康、知识、能力，为老年期进行投资；第二，既要投资健康，更要投资财富，投资金融；第三，要投资老龄产业。我认为只有投资于老，才能确保健康富足而老，只有这样应对人口老龄化的挑战才有希望，老龄产业才能最终成长。

具体来看，需要充分利用全国 / 全民 / 全行业（三大部门）+ 第四部门（传媒）共同发展。

第一，从全国角度来看。从政府有关部门、中央都已经部署了，

正在研究顶层设计，除了民政部门、工商部门，相关部门都应该动起来，所有政府部门都应该动起来。

第二，全民应该重视起来，为自己的老年生活做准备。现在年轻人给老年人做事问题，不是简单的“孝”问题，除了“孝”之外，每一个人还要把自己的老年生活安排好。

第三，全行业需要共同行动。第一、第二、第三产的大部分行业几乎跟老龄产业都有关系，所有行业都应该考虑老龄社会到来在产业上有哪些发展机遇，实际上有些行业和企业已经做的很好了。

全国、全民、全行业主要指的是政府、社会和市场三大部门都应该包括在内，都要应对人口老龄化，都要主动在发展老龄产业上积极作为，这不是紧急预案而是一项长期战略。

最后，传媒非常关键。投资于老要想落地，主要还得要靠我们的传媒多呼吁。

希望大家能够大力营造宣传氛围，倡导全国全民全行业在中央应对人口老龄化顶层设计的引领下，坚定市场化主攻方向，排除困难、积极行动、投资于老，打造世界上最大的老龄产业市场，为实现全体国人人人拥有美好晚年生活的中国梦而积极作为。

## 郑秉文：养老金三支柱全面深化改革——金融市场影响力的视角<sup>1</sup>



郑秉文：中国养老金融 50 人论坛核心成员、中国社会科学院美国研究所所长

我国养老金三支柱改革进入“深水区”。从历史上讲，第一支柱 3 万多亿元将首次进入投资改革的轨道，第二支柱以修订 20 号令与制度结构调整升级为改革主要目的，第三支柱以建立和实施“个人养老账户”为改革主要内容。

从第一支柱的情况看，基本养老保险基金的投资改革到今年底呼之欲出。

从第二支柱的情况看，《企业年金试行办法》（20 号令）即将修

<sup>1</sup> 原文刊于《当代金融家》2015 年第 7 期。

订，借着修订 20 号令的“东风”，企业年金、职业年金的年金基金管理结构和体系将有一次重大的跳跃和升级。

从第三支柱的情况看，个人养老税优政策落地指日可待。早在 2008 年国际金融危机时，国内已经有一些地方开始对个税递延型养老保险进行讨论和论证，当年 12 月国务院颁布《关于当前金融促进经济发展的若干意见》，提出将个税递延型养老保险纳入国家决策以及“研究对养老保险投保人给予延迟纳税等税收优惠”的具体议题，其后一直没有出台相关政策。据悉，相关配套政策在今年年底之前也将落地。

总之，我国养老金第一支柱、第二支柱、第三支柱的改革在今年年底都会“亮相”。

### 一、第一支柱：年底开始进行市场化投资

进入 21 世纪以来，我国养老金第一支柱以每年约 30% 的速度快速增长，为投资带来了巨大压力。在过去几年里，我国对基本养老保险基金投资模式进行了三次改革尝试。

第一次是在 2008 年，主要围绕应该由各省自行对基本养老保险个人账户基金进行分散投资还是应该由中央政府进行集中投资的方式展开讨论，没有上升到政策面，但是第一次政策面与学术界的互动。

第二次是在 2011~2012 年，主要是对我国基本养老保险基金投资体制进行改革尝试，改革方案共有三种，最后选择了“专门机构投资运营模式”，即由政府出面建立一个统揽全国的、市场化和多元化的投资机构。

第三次是在 2015 年，这次改革的可选择方案更多，如各省分散自行投资模式（包括地方政府直接控制的“行政受托”方式和地方政府间接控制的“法人受托”方式），统一委托给全国社保基金理事会投资模式，建立养老金管理公司进行分散化、竞争性市场投资模式，建立全国独立投资机构交由专门机构投资运营模式，等等。据悉，本次改革最终仍倾向由中央集中管理基本养老保险基金投资，而不是分散给各省。

## 二、第二支柱：20 号令修订促进年金制度升级

我国养老金第二支柱改革以修订 20 号令与制度结构调整升级为主要目的，是企业年金制度在中国再度升级的极好机会，加上今年 4 月初正式实施了《机关事业单位职业年金办法》改革，可以在调整修订 20 号令的时候一揽子解决，否则很可能产生一些法理上的问题。

第一，建议建立或者引入“自动加入”制度，旨在扩大年金参与率。目前，中国纳税人口约为 2400 万人，企业年金缴纳人数约为 2200 万人，如何才能实现数量上的突破？美国 2006 年通过的《养老金保护法案》（Pension Protection Act, PPA）为扩大参与率采取了很多措施，其中就包括“自动加入”制度。“自动加入”制度可以解决很多问题，如机关事业单位改革后即实现年金的全覆盖，必然涉及公平问题，如果引入“自动加入”制度，私人部门和公共部门站在一个平台上，等于为机关事业单位年金全覆盖提供了政策依据；又如由于企业工人年金只在几千万人口内建立，不能覆盖到几亿人口，绝大多数人的退休收入就会减少一大块。可见，“自动加入”制度是机关事业

单位改革建立职业年金制度的一个理论依据，也是提高企业年金参与率的一个重要举措。

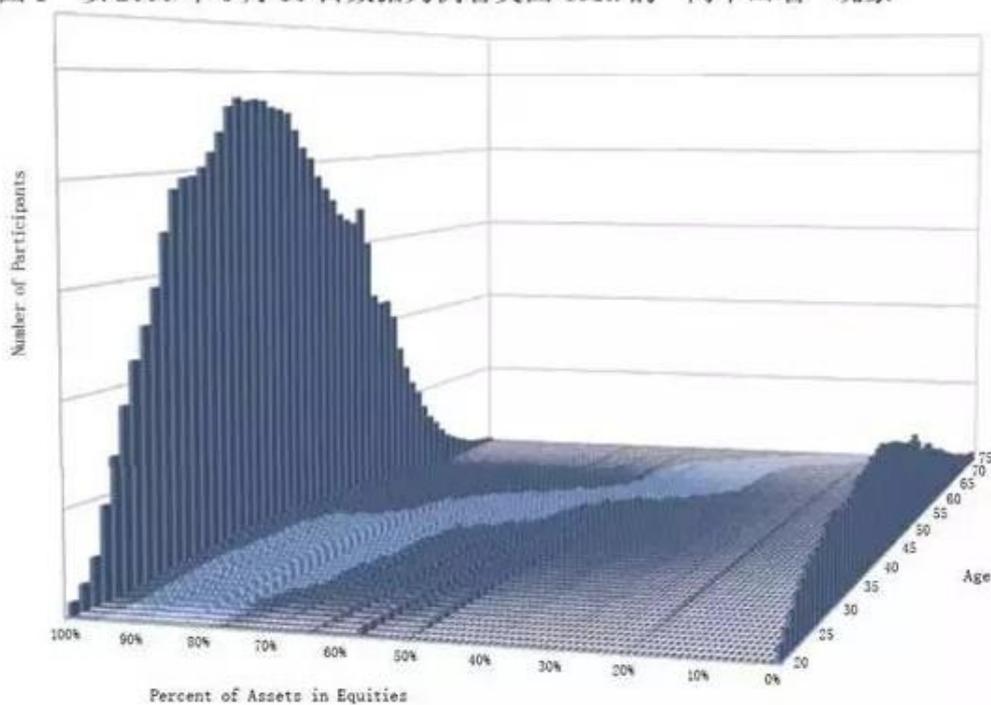
第二，建议放开“有限个人选择权”，提高总体收益水平。个人资本化账户的投资模式在全世界共有四种：第一种是由中央政府决定全国所有养老金账户资产的投资，也称为“中央公积金制度”，目前新加坡等十几个国家均实行这种制度；第二种是由账户持有人决定的“完全个人选择模式”，相当于香港地区的强基金模式和智利模式实行的制度；第三种是由账户持有人在雇主提供的标准化产品范围内进行“有限个人选择模式”；第四种是中国独有的模式，即由年金发起人或年金受托人统一投资的“企业统一模式”。

概括而言，“企业统一模式”有六个缺陷：第一，不能同时满足所有人的风险偏好；第二，不同风险偏好和不同年龄的人群不加区分地只由一个统一的产品计划进行覆盖，因而只能降低风险容忍度，甚至将其作为最大公约数，实施保本战略；第三，低风险低收益，保本战略的低风险偏好必然降低整体收益水平，意味着全体职工都只能享受一个比较低的养老金收益水平；第四，养老基金是长期投资基金，这样的短期化运作显然不利于提高其收益水平，尤其对青年人来讲是吃亏的；第五，全国按照一个基本格式进行配置，将很难发挥出投资管理人各自的独特性；第六，产品缺乏多样性和灵活性，同质化严重，缺乏市场服务意识。

美国 401k 计划等 DC 型计划（缴费确定型）在 2006 年以前实行的就是“完全个人选择模式”，当时存在两个极端现象：或者百分之

百持有股票，或者百分之百持有货币和债券，很少有人根据持有人的不同年龄、不同风险偏好对资产进行有效配置，这就是“两个山墙”现象（见图 1），是“完全个人选择模式”的缺陷，即账户持有人不可能理性地根据年龄等风险偏好有效配置账户资产。于是，美国于 2006 年立法通过了《养老金保护法案》，此后，“两个山墙”的现象得到逐渐缓解（见图 2），而根据年龄和风险偏好持有权益类资产比例的人数越来越多。从图 2 可见，浅色部分越来越多，异军突起，就是随着年龄变化而持股比例相应发生变化的人群，其与图 1 相比形成巨大反差，越年轻，持股比例越大，人数也越多。重要的是，浅色部分还显示随着人们年龄的增长，持股比例越来越少，资产配比日趋理性。

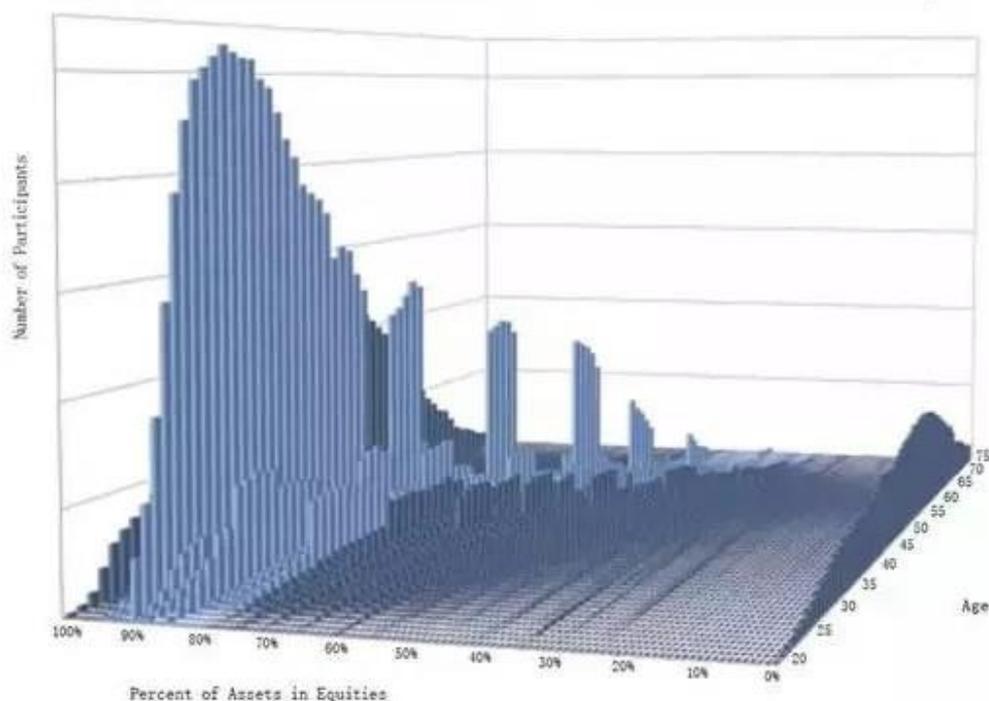
图 1 以 2000 年 6 月 30 日数据为例看美国 401k 的“两个山墙”现象



资料来源：美国富达公司 (Fidelity)。

图 1 以 2000 年 6 月 30 日数据为例看美国 401k “两个山墙”现象

图2 以2014年6月30日数据为例看美国401k“两个山墙”现象得到缓解的趋势



资料来源：美国富达公司(Fidelity)。

图2 以2014年6月30日数据为例看美国401k“两个山墙”现象得到缓解的趋势

第三，建议引入和建立 QDIA，即“合格默认投资选择”，克服传统 401k 的“山墙病”。为什么 2006 年之后美国治好了 401k 的“山墙病”？这是美国 2006 年改革为我国带来的一个重要启发，那就是引入 QDIA！目前，除美国以外，英国、澳大利亚、瑞典、爱尔兰、意大利等都引入了“合格默认投资选择”（Qualified Default Investment Alternative, QDIA），一些新兴市场国家如智利、墨西哥、捷克、秘鲁、拉脱维亚等也都相继引入了 QDIA。建立 QDIA 实际上意味着在原有的有限选择之外，由雇主再为雇员提供两个选择：一个是“生命特征基金”，另一个是“生命周期基金”。这两个系列基金的建立和提供，治好了 401k 的“山墙病”。所以，建立中国版 QDIA

应是修订 20 号令的一项重要任务，是企业年金制度升级改革的一个重要组成部分。

第四，建议建立和提供“生命周期基金”和“生命特征基金”，它们是 QDIA 的载体。“生命特征基金”（Life Style Funds）也称为“目标风险基金”（Target Risks Funds），是根据预先确定的风险程度将股票基金、债券基金、货币市场基金等按一个固定的比例混合在一起组成一个新基金，多冠名为“进取型基金”、“稳健型基金”、“保守型基金”等。雇员可以根据自己的经济情况和风险偏好在这些标准的平衡型基金里自由选择，而无须亲力亲为进行资产配置。“生命周期基金”（Life Cycle Funds）也称为“目标日期基金”（Target Date Funds, TDFs），其特点是只要选择之后，就可以“放置一旁”，随着年龄增长及生命周期的变化，其资产配置比例会自动发生变化，权益类的产品比例越来越少、固收类的产品比例越来越多。

在美国 401k 市场上，2006 年改革的效果非常好。2006 年“目标日期基金”资产仅占 401k 市场总资产的 5%，2013 年这一比例就达到 15%；401k 账户持有人在 2006 年只有 19% 持有目标日期基金，而到 2013 年底已高达 41%。截至 2014 年底，生命周期基金的资产总额已达 7030 亿美元，生命特征基金达 3940 亿美元，二者合计高达 1.1 万亿美元，占当年 DC 型养老金 6.8 万亿美元的 16%。显然，2006 年以来，美国的“两金”有了一个飞跃，这是美国 2006 年企业年金制度改革成果，也是图 2 中浅色图形快速发展的主要原因，是“两个山墙”逐渐缩小和消失的主要原因。

第五，建议大幅度提高股票投资比例上限，为建立和发展“生命周期基金”和“生命特征基金”创造条件。当前企业年金股票投资比例上限的规定是30%，其适应的是目前实行的“企业统一模式”投资策略和体制，一旦将生命周期基金作为合格默认投资工具，其体例在QDIA之下投资组合资产配置动态调整空间将会很小，“下滑航道”坡度也会过于平缓，甚至无法设计，达不到国外同类产品的效果。原因是在“企业统一模式”下，如前所述，其最大公约数是退休群体，因而只能降低风险容忍度，实施保本战略。因此，放开“有限个人选择”和引入“两金”将要求必须提高股票投资比例的上限。

第六，建议制订一些补充性措施，弥补103号文制定的EET税收政策。2013年12月人社部发布的《关于企业年金职业年金个人所得税有关问题的通知》（103号文）对发展企业年金、完善中国版401k的EET税优政策（后端纳税模式，即缴费及投资阶段均不纳税，仅在退休后领取阶段纳税）起到了非常好的作用，是一个历史性跨越。但由于我国实行的不是综合所得税制，在实行纯粹的EET时存在一定的困难，这是始料未及的，因而需要一些补充性措施来“补台”，对103号文进行完善。比如：在领取退休年金时设定免税额；职工个人缴费超过4%但没有超过8.33%的部分在领取时不得进行重复征税；在不存在“资本利得税”的情况下，不对企业年金投资收益部分征税，否则不利于调动企业员工参加年金制度的积极性；将2014年1月1日划断为税收政策界限，对期限之前的缴费实行“老政策”，之后的缴费实行“新政策”，以保证公平等等。

第七，建议建立中国版的“罗斯账户”，即建立 TEE 税收政策（前端征税模式），作为年金税优政策的“替代性措施”。为扩大年金参与率，发展年金市场，中国还应开辟 TEE 税收政策。美国 401k 实行的是 EET 优惠政策，但决策人发现，美国仍有相当一部分人需要前端征税的 TEE 政策，因此，1994 年美国议员罗斯建议并最终通过立法，建立了 TEE 政策，即“罗斯账户”。截至目前，美国 401k 中选择加入罗斯账户的人数超过了总人数的 15%。由于中国实行的是分项所得税制，TEE 更适合分项所得税制，因此建立中国版“罗斯账户”非常必要。尤其是随着个人所得税和资本利得税不断完善的情况下，加入“罗斯账户”将拥有更多优势，也更易于调动人们加入养老金的积极性。

### 三、第三支柱：个人养老税优政策年底出台

第三支柱全面深化改革的主要内容是建立和实施“个人养老账户”，即“个人商业养老保险”。这是中国养老保障体系建设中的一个重要领域，需要通力合作，需要顶层设计，需要长期发展战略，需要吸收国外的经验教训。因此，至少应明确以下四个问题。

第一，要明确个人养老税优政策的标的物。个人养老税优政策不应该与某类产品绑定，也不应该与某些行业的机构绑定，更不应该与雇主绑定。个人养老体系应该是市场化的，可以在窗口零售的，与雇主分离的。否则，个人养老金就会变成“企业年金第二”，失去个人养老体系的本来意义，其“消费群体”就会缩小到两三千万建立企业年金的职工范围，而无缘于数以亿计的广大居民、流动人口和灵活就业人口、农民工和农民，从而背离了建立个人养老体系的设立宗旨。

第二，要明确个人养老税优惠政策的人群范围。从本质上讲，在中国建立个人养老税收优惠系统实际上是对个税体制的一次改革。尽管2011年我国个税起征点提高到3500元之后，纳税人数量陡降至还不到3000万人，但是，能够享受个人养老体系税收优惠的范围却远远大于当前纳税人的范畴。换言之，泱泱数以亿计的城镇和乡村劳动就业人口虽然不是纳税人，却享有个人养老体系的税优待遇，因而从本质上，个人养老税优惠政策改革涉及的是中国个税体制的重塑问题和个税体系改革的方向问题。同时，它还为从目前的分类征收所得税制向综合征收所得税制转型、或向分类与综合相结合的混合型征收税制转型奠定了基础。

第三，要明确个人养老税优惠政策的实施载体。个人养老税优惠政策的载体是一个个人账户，在美国叫“个人退休账户”（Individual Retirement Accounts, IRAs），在中国则可以称为“个人养老账户”（Individual Pension Accounts, IPAs）。

IPAs应该具有如下基本特征：是在中国境内就业人口统一在登记机关登记注册的个人账户，在号码上具有唯一性，但在不同金融机构使用时则是开放式的；是一个资本化的账户，账户持有人可以对账户资产实施资产投资行为。通过这个账户，持有人可以在市场上购买不同的标准化的养老金产品，包括生命周期基金，也包括生命特征基金；是一个信托账户，既是账户持有人个人的资产，具有明确的个人私有性质，又与其他个人家庭财产是分离的、独立的；账户投资的产品既是提供商所提供的产品，但与产品提供商的资产又是相分离的，

独立于提供商的资产（如生命周期基金或生命特征基金）。

所以，IPAs 不是一个养老产品而是一个投资账户，不是一个契约合同而是一笔信托财产，不是一个静态的保险单而是一个终生不断的投资行为（投资者）。IPAs 实际就是个人享受养老税优政策的一个载体，通过这个载体，人人都可成为投资者，享受国家提供的税优政策。

第四，要明确同时提供两种税优政策的必要性。中国实行 IPAs，一定要同时提供 EET 型个人养老账户和 TEE 型即中国版罗斯账户的两种税优政策，供普罗大众根据自己的条件进行选择。

美国的罗斯账户之所以广受欢迎、发展迅速，是因为其对中产阶级来说是一个很好的可以规避资本利得税的工具。对中国来说，有三个预期则是必须考虑到的：一是实施资本利得税是迟早要发生的事情，因此，建立 TEE 账户是“个人养老账户”扩大覆盖率的动力所在和需求所在；二是作为国际上的新兴市场，中国中阶层的发展前景不可限量，TEE 型个人养老账户无疑将是他们避税的一个重要选择，中阶层将成为 TEE 型个人养老账户的主要需求群体；三是尽管中国正在向综合所得税制的方向努力，但仍需时日，在这个漫长的过程中，在当前分类征收个人所得税制的环境下，TEE 型的 IPAs 将是更受欢迎的，也是更加简便的。换句话说，在当前中国实行分类所得税的体制下，TEE 型账户的便携性、可及性与透明性的三个特征将更加突出。

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

### **胡继晔：三支柱养老金相继入市推动养老金融化<sup>5</sup>**



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

<sup>5</sup> 原文刊于《行政管理改革》，2015 年第 10 期，作者为胡继晔、于焯。

春江水暖鸭先知。自 2014 年下半年开始，我国新一轮资本市场的变化给实体经济的发展带来了机遇，很多企业通过股票市场融资获得发展。然而，2015 年 6、7 月间股市的快速下跌也提出一些现实问题：在资本市场的长期发展中机构投资者可以扮演什么样的角色？近年来企业年金和全国社保基金已经入市，基本养老金即将入市，未来养老金将与资本市场、银行体系、保险体系如何深度融合？养老金融的发展和深化将给养老保险体系、金融市场带来什么样的发展机遇？

### 一、第一支柱基本养老保险基金如何入市

2015 年两会期间，人力资源和社会保障部部长尹蔚民在记者会上明确表示：按照目前的规定，基本养老保险基金结余资金只能购买国债、存银行，处于一种贬值的状态。未来将坚持多元化的投资方向，一部分资金将进入股市。2015 年 6 月 29 日，人力资源社会保障部和财政部会同有关部门起草的《基本养老保险基金投资管理办法》开始向社会公开征求意见，基本养老保险基金可以投资不高于基金资产净值 30% 的股票、基金等权益类资产。此前由于投资渠道的限制，养老保险基金的收益根本跑不赢 CPI。按照中国社科院世界社会保障中心主任郑秉文的测算，以 CPI 作为基准，养老金在过去二十年贬值近千亿元。

2014 年末城镇职工基本养老保险基金累计结存 3.18 万亿元，加上城乡居民养老保险基金累计结存 3845 亿元，全国基本养老金滚存超过 3.5 万亿元。基本养老保险基金入市已成定局，目前所应该考虑的是如何安全运营这笔庞大的资产，让养老金和资本市场深度结合以

实现保值增值，避免出现由于运营不善而大规模亏损的情况。

根据投资管理辦法的规定，在国有重点企业改制、上市时养老基金可以进行股权投资，但投资国家重大项目和重点企业股权的比例合计不得高于养老基金资产净值的 20%，投资股票、基金比例不高于 30%。为确保养老基金的流动性，该办法规定以后存款比例不低于 5%。可以看出，第一支柱基本养老保险基金比第二支柱企业年金的投资范围更宽，特别是国家重大项目和重点企业股权投资由于有国家背书，其安全性、收益性都可超过二级市场上的股票和基金。

很多人关心个人账户养老金投资股市的具体比例问题，如果以美国 50 年间所罗门兄弟 AAA 级债券的收益率标准差 10% 左右作为参考标准，可以计算中国的资本市场中股票、国债、银行存款三大类金融工具不同投资组合的预期收益和标准差，则在股票比例投资 30% 以下时都是相对安全的，标准差在 10%-15%。如果进行海外投资，按照以美国标普 500 作为标的进行的养老金海外投资模拟投资组合计算，在股票投资中选择“60% 上证指数+40% 标普 500 指数”的投资组合，则可以在同样收益水平下降低风险 20% 左右。因此，基本养老金投资目标应该以股票、债券等金融产品为主，同时股票投资可以考虑部分海外资本市场，以分散单一市场投资的风险。

可以预期，在《基本养老保险基金投资管理办法》正式实施后，由于第一支柱基本养老保险基金可以投资一年期以上的银行定期存款、协议存款、同业存单、剩余期限在一年期以上的国债、政策性（开发性）银行债券、金融债、企业（公司）债、地方政府债券、可转换

债（含分离交易可转换债）、短期融资券、中期票据、资产支持证券、国家重大项目和重点企业股权、股票、基金、股指期货、国债期货等几乎全部金融产品，养老基金将与金融市场深度融合，成为金融市场的真正长期战略投资者。

## 二、第二支柱养老金投资资本市场促使养老金融深化

根据世界银行对我国社会保障制度改革的“三支柱”建议，我国的养老保险第二支柱是企业年金和职业年金，这部分资金应当且必须投资资本市场，是养老金融发展的主体。

在中国资本市场二十多年的历史中，缺乏长期机构投资者一直是制约其发展的瓶颈。美国股市能够快速收复次贷危机的失地，以投资基金和养老基金为代表的机构投资者作为中流砥柱是一个重要因素。根据经合组织（OECD）2014年发布的机构投资者报告，美国共同基金、保险资金和养老金三大类机构投资者投资股票的总市值高达19.48万亿美元，占股票总市值的81%；而根据中国证券投资基金业协会、保监会、人社部、全国社保基金理事会的统计，按照美国同样口径计算同期中国的证券投资基金、保险资金、企业年金和全国社保基金这些资本市场的机构投资者拥有股票总市值2.87万亿人民币，占比12%。这鲜明的对比充分表明，美国是以机构投资者为主的股市，而中国是以散户为主的股市。次贷危机之后自2009年起美国股市快速反弹并屡创新高，而中国的上证指数在一年来反弹近翻番的情况下最高达到5100多点，也只是2007年高点6000多点的2/3。而在6月中下旬到7月初的股市暴跌中几乎没有像样的反弹，股市缺乏能够

屹立不倒的中流砥柱是最重要的原因之一。中美资本市场表现的巨大差距中，机构投资者的差距巨大。

到 2013 年底，美国积累制的第二支柱养老金资产高达 16.89 万亿美元，是美国当年 GDP 的 100.7%，可谓“富可敌国”，其中投资股市比例高达 50.7%。同期中国可投资股市的企业年金和全国社保基金资产只有 1.845 万亿人民币，投资股市比例为 23.2%，美国是中国的 55.8 倍。长期以来股票始终是美国养老基金投资的最重要资产，养老基金一直在其资本市场中起到了中流砥柱的作用。虽然中国宏观经济发展速度比美国高很多，但资本市场上由于没有大规模的养老金投资，2009-2014 年间股市表现逊色美国很多。

虽然中国股市前几年并未走牛，但投资股市的养老金却取得骄人成绩。根据人社部基金监督司最新公布的 2014 年度全国企业年金基金业务数据摘要，截至 2014 年底有 73261 个企业建立了企业年金，参加职工 2292.78 万人，积累基金 7688.95 亿元，实际运作资产金额 7402.86 亿元，当年投资收益 581.31 亿元，加权平均收益率达 9.30%，其中权益类资产收益率达 30.58%。从 2007-2014 的 8 年间的年均收益率达 7.87%。根据全国社保基金谢旭人理事长在 2015 年 3 月召开的第五届理事大会第二次会议上的报告，截止 2014 年底，社保基金会管理的基金资产总额达到 15289.60 亿元，其中全国社会保障基金权益 12350.04 亿元，比 2013 年末增加 2438.97 亿元；社保基金投资收益总额为 1392.09 亿元，收益率达到 11.43%。自社保基金会成立至 2014 年末，基金累计投资收益额 5580 亿元，年均投资收益率 8.36%。

可见不管是企业年金还是全国社保基金，其年均投资收益率都远远跑赢了CPI。不足十年的中期数据已经表明：中国的资本市场完全可以和养老金结合，过去那些认为中国资本市场不成熟、不能够保证养老金安全性的观点在投资实践面前未被证明。

资本市场是一个预期的市场。2014年5月《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（“新国九条”）之后，中国的资本市场开始启动，在近一年时间里上证综指实现了翻番。目前全面深化改革取得诸多重大进展。在宏观经济下行压力加大的“新常态”背景下，货币政策已经做出了适当调整。央行通过降准、降息保持流动性稳定、防止融资成本过快上升。2014年全年新增贷款高达9.78万亿，甚至超过了2009年“四万亿”时代创纪录的9.59万亿。在投资领域通过加大基础设施建设和一系列促增长改革保证新常态下经济平稳运行。以“沪港通”、“深港通”为代表的资本市场双向开放，不仅吸引了国外投资者，更助长了国内投资者对股市的价格预期，吸引增量资金入市，形成了一轮预期“自我实现”的循环，中国资本市场发展面临难得的机遇。

“新国九条”提出的大力发展包括企业年金、职业年金在内的机构投资者，是资本市场长期稳定发展的“定海神针”。美国资本市场长期发展有赖于其庞大的养老金长期资本，中国养老金入市也将为资本市场发展奠定制度性基础，而资本市场的发展也为养老金保值增值提供了绝无仅有的投资工具，养老金与资本市场结合而形成的养老金融未来发展前途远大。养老金作为资本市场中流砥柱的价值将逐步凸

显，类似 2015 年股市暴涨暴跌的现象将大大减少，股市长期慢牛的走势可期。

### 三、强制性职业年金制度促进养老金融发展

2015 年在社会保障领域最重要的改革就是 1 月份的《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》（国务院 2 号文件），该决定实现了机关事业单位和企业的养老金“并轨”并强制性为机关事业单位职工建立职业年金。并轨之后，机关事业单位人员与企业职工的基本养老保险制度、缴费标准、计发方式保持一致。由于企业职工基本养老保险只能提供 30%-50%的养老替代率，而此前机关事业单位的替代率可达退休前工资的 80%-90%。强制性建立职业年金的主要目的是保障在“增量改革”的原则下，“并轨”之后机关事业单位群体的养老待遇不会降低，这和企业年金的自愿建立机制不同。

2015 年 3 月 27 日，国务院通过了《机关事业单位职业年金办法》，明确职业年金所需费用由单位和个人共同承担，费率分别为工资的 8%、4%，缴费基数与机关事业单位工作人员基本养老保险缴费基数一致。对实账积累形成的职业年金基金，实行市场化投资运营，按实际收益计息。对于职业年金的管理方式，《办法》提出将采用个人账户方式管理，单位、个人缴费都计入职业年金个人账户。其中，个人缴费实行实账积累；而单位缴费方面，对财政全额供款的单位，单位缴费根据单位提供的信息采取记账方式，每年按照国家统一公布的记账利率计算利息；对非财政全额供款的单位，单位缴费实行实账积累。

职业年金办法的出台，标志着我国强制性的职业年金制度正式开始形成，职业年金的市场化运营将催生养老金融步伐加快。

首先，“实账积累”避免了第一支柱个人账户形成“空账”的窘境。职业年金办法规定机关事业单位职工个人的职业年金缴费部分的4%是真金白银的实账。按照机关事业单位3800万职工平均年缴费基数5万元这样的低标准计算，每年最少可以积累760亿元的职业年金；如果加上非财政全额供款单位缴费8%实行的实账积累，保守估计每年可以有1000亿元的积累。随着职业年金投资运营办法的出台，一定有相当大一部分资金可以投资股市。

其次，强制性职业年金的发展速度和积累速度将远远高于企业年金。企业年金经过十多年的发展仅2292万职工参与，积累了7402亿元的资产，职业年金的强制性参与将追溯至2014年10月1日，相信很快就有3800万职工参与，积累资金数量也会很快追上甚至超过企业年金。

第三，职业年金的发展会带动企业年金的发展。目前企业年金的参与者大部分还是大型国企，2014年度全国企业年金基金业务数据中，在人社部备案的单一计划及加入集合计划的央企参加职工人数只有876.7万人，占总数的38.2%，积累的资金却高达4116.7亿元，占53.5%。职业年金的覆盖对象可以一直到县乡一级的公务员，这将对地方中小企业、民营企业起到示范作用，再加上已有的税收优惠政策、企业年金独有的员工激励机制，未来企业年金的发展将逐步扩展，不再为大型国企所独享，而成为更多普通中小企业职工的养老福利。

职业年金办法的出台还打通了第二支柱和第三支柱养老金之间的藩篱。该办法第九条规定：机关事业单位工作人员在达到国家规定的退休条件并依法办理退休手续后，由本人选择按月领取职业年金待遇的方式，可选择按照本人退休时对应的计发月数计发职业年金月待遇标准，发完为止；也可一次性用于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。由于商业养老保险属于第三支柱，这里在领取阶段给予职工一次性领取并投入商业养老保险的选择权，打通了养老金的第二和第三支柱，对于寿险公司更是一个大大的利好，养老金和保险业的结合将更上层楼。

可以看出，机关事业单位职工强制性的职业年金制度不仅仅造就了资本市场的长期机构投资者，也为保险市场增添了新的资金来源和业务拓展空间，成为养老金融发展中一个不可或缺的重要力量。

#### 四、养老金与银行、证券、保险、信托全面融合

未来养老金和金融业发展相向而行、全面融合的养老金融化将成为越来越明显的趋势，促进各自自身发展的同时也加速形成新的养老金融形态。

养老金与银行业融合初露曙光。2015年，中国建设银行已获得养老金公司试点资格，并有望在今年设立国内首家“银行系”养老金公司。目前我国银行业面临的金融脱媒的严峻挑战，银行业亟待改变过于依靠利差收入的传统盈利模式，进一步改善业务结构，把握养老金融发展的历史机遇，根据金融市场未来的发展趋势，拓宽银行业对养老服务的领域，发展围绕各支柱养老保险缴费、养老金管理和投资

运营、养老保险待遇发放的全过程业务，促进银行经营模式的转型升级。

养老金与证券业融合成效显著，养老金投资资本市场经验需要推广。2014年的“新国九条”明确鼓励企业年金、职业年金入市，2015年《基本养老保险基金投资管理办法》推动基本养老保险基金入市，将不仅仅是证券业的长期利好，更是国家的长期资本战略。据证监会新闻发言人介绍，截至2014年底，基金、券商受托管理的社保基金、企业年金规模合计达到1.01万亿元，占据了养老金受托管理市场的半壁江山。企业年金和全国社保基金投资资本市场已经有十多年的历史，成绩斐然，其经验值得即将入市的基本养老保险个人账户基金、职业年金学习借鉴。

养老金与保险业融合天衣无缝。职业年金办法已经打通了第二支柱和第三支柱养老金之间的藩篱，也将成为企业年金办法未来修改的方向。第三支柱的自愿养老保险在我国多数选择了保险公司的寿险，寿险经营养老金业务已经有二十多年的历史。同时，社会保险本身就有保险的属性，欧盟于2003年建立了“欧盟保险与职业年金监管局”，把职业年金与保险集中在同一机构中监管。根据中国保监会的统计，截止2014年底，太平、平安、国寿、长江、泰康五大养老保险公司受托管理的企业年金资产达3160亿元，占企业年金总规模的41%。

养老金组织形式绝大部分是信托。由于养老金贯穿员工职业生涯的全部，全球绝大部分的养老基金均采用信托的模式就是明证。我国信托法的传统虽然很短，但养老基金的组织形式需要长期的委托和受

托关系，受托人必须履行审慎义务、信义义务，方可确保在数十年的长期管理中真正受人之托、忠人之事。

由此可见，三支柱养老金与银行、证券、保险、信托融合的趋势越来越明显，养老金成为金融界“跨界”最多的“新金融”产品。当前中国的货币市场、多层次资本市场、保险市场都快速走到全球前列。面对如此快速成长的金融市场，所有三个支柱的养老金都应当参与其中。让各支柱养老金参与不同类别的金融市场，共成长、共进步，将凝合成中国特色的养老金融体系。养老金融化将彻底改变传统社会保障制度的面貌，各类养老金在金融市场中可以实现保值增值，以保障13亿中国人的未来。

## 董登新：正确理解美国 IRA 双重功能——IRA 是私人养老金计划的“收容所”<sup>6</sup>



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

IRA 是美国个人退休帐户 (individual retirement account) 的简称，其创设依据是 1974 年颁布的《雇员退休收入保障法》(ERISA)。IRA 从诞生开始就设定了两大基本功能：一是转账功能。对于不同雇主提供的养老金计划，雇员在跳槽或退休时可以将它们“存放”到自己的 IRA，这一功能称为转帐 (rollover)；二是储蓄功能。对于没有被雇主养老金计划覆盖的雇员或自雇者，当他们的年收入低于一定额度

<sup>6</sup> 文章来源于微信公众号“养老与金融”，主体内容刊载于《中国社会保障》杂志 2016 年第 9 期。

时，允许他们向 IRA 进行低水平的缴费。截止 2015 年底，美国私人养老金总资产高达 24 万亿美元，其中，IRA 持有养老金资产约为 7.3 万亿美元，占比接近 1/3。目前，国内学者对美国 IRA 的认识和理解，存在比较大的偏差和误解，有必要进行澄清、纠正。

### 误解一：IRA 是美国最大的一种养老金计划

#### 纠正：IRA 资产的绝大部分来自转帐，而不是 IRA 缴费

美国 IRA 持有的养老金资产，主要由三个部分组成：一是 IRA 转帐；二是 IRA 缴费；三是 IRA 投资收益。其中，“转帐”是 IRA 资产的最大来源，它是雇员在跳槽或退休时从雇主养老金计划转帐过来的资产，比方，从 401(k)、403(b)、457(b) 等计划转帐到 IRA 的资产。相反，IRA 缴费则主要来自低收入者，而且缴费标准非常低，因此，IRA 缴费在 IRA 资产积累中贡献份额较小。这正是国内许多学者容易误解的地方，他们误以为 IRA 是一种独立的计划，而且错误地认为 IRA 资产都是 IRA 自身缴费积累的结果，正因如此，他们得出了一个错误的结论：IRA 是美国规模最大的一种养老金计划。传统 IRA 各年缴费及转帐统计（单位：亿美元）

年度	缴费额	转帐额
1996	141	1140
1997	150	1215
1998	119	1600
1999	103	1999
2000	100	2256
2001	92	1878
2002	124	2044
2003	123	2050
2004	126	2149

2005	134	2285
2006	143	2820
2007	144	3166
2008	134	2721
2009	128	2573
2010	128	2884
2011	123	2975
2012	155	3346
1996-2012 合计	2167	39101

注：IRA 转帐是指因跳槽或退休而从雇主养老金计划转入 IRA 的资产。

实际上，从上表统计数据不难看出，IRA 的资产积累主要来自转帐，而不是来自 IRA 缴费。从 1996 年至 2012 年的 17 年间，总计转帐到 IRA 的雇主养老金资产将近 4 万亿美元，而 IRA 缴费累计只有 0.2 万亿元，缴费形成资产大体相当于转帐形成资产的 1/20，也就是说，在 IRA 总资产中，IRA 缴费总额仅占 5%，而转账总额却占 95%。

事实上，据美国投资公司协会（ICI）联合首席律师 Anna Driggs 研究表明：IRA 主要功能是用来“转账”的，但也有少量主动缴费。在所有开设 IRA 个人中，91%的人对于他们的 IRA 没有任何缴费，只有 9%的账户持有人进行主动缴费，而且缴费水平较低。因此，IRA 不是一类独立的养老金计划，它是雇主养老金计划的“收容站”或“避税所”。

## 误解二：美国 IRA 属于第三支柱

**纠正：**美国 IRA 是第二支柱及第三支柱的合成体，归属私人养老金

从 20 世纪 40 年代开始，美国学者就将美国人的养老保障体系称

为“三条腿的板凳”，这种形象的称呼类似于当今国际社会所说的“三支柱养老保障体系”。其中，第一支柱，或称第一条腿，是指由国家主办并强制推行的社会养老保险，它是养老保障的“精神支柱”，是底线保障，主要功能是广覆盖、保基本。第二支柱或称第二条腿，是指由雇主自愿设立并运行的私人养老金计划，其中最有代表性的私人养老金计划，就是 401(k)，第二支柱既是雇主责任，也是一种雇员福利，更是一种“补充养老”形式。第三支柱或称第三条腿，是指个人或家庭自发自愿的退休储蓄行为，它包括以养老为目的存款、投资、购房、购买商业人寿保单等，第三支柱的退休储蓄是“非制度化”的，没有统一规范，完全是个人或家庭行为。

区分第三支柱与第二支柱的唯一标志，主要看其资产构成中是否包含雇主缴费。很显然，第三支柱不存在雇主缴费，而第二支柱一定含有雇主缴费。

国内许多学者误以为美国 IRA 是个人专用的退休储蓄计划，而且他们误以为 IRA 总资产全部来自 IRA 缴费及其投资，据此，他们错将 IRA 列入第三支柱。实际上，IRA 并非单纯个人退休储蓄的工具，它既有个人单独缴费的 IRA，也有雇主缴费的 SEP-IRA 和 SIMPLE IRA，当然，更重要的是，IRA 总资产的绝大部分主要还是来自雇主养老金计划的转帐，因此，IRA 本质上是第二支柱与第三支柱的合成体，并一直被官方纳入“私人养老金”(private pension)统计之列。

事实上，1974 年国会立法创设 IRA 主要有两个原因：一是当时私人养老金计划覆盖面较窄，无法兼顾大量非正规就业者和低收入

者，因此，需要设立一种个人退休储蓄工具，以税收优惠激励这部分弱势群体自己进行退休储蓄，这就是 IRA 创设的一个原因。二是由于雇员流动性大，为了确保雇员跳槽或计划终止时不改变养老金计划的税收优惠待遇，每个雇员有必要开设一个万能的“个人退休帐户”，以便随时接收各类雇主养老金计划的“转帐”资产。这后一种原因才是 IRA 资产规模快速扩张的根本原因。

后来为了鼓励小企业为雇员建立养老金计划，国会先后于 1978 年和 1996 年两次对 IRA 规则进行修订，分别创设了 SEP-IRA 和 SIMPLE IRA 两类全新的 IRA 计划。其中，SEP-IRA 适用于各类企业，包括独资企业、C 类和 S 类股份有限公司、合伙企业、有限责任公司（LLC）及自雇者等，它们均可设立 SEP-IRA，并为业主自己及其雇员提供退休计划。SIMPLE IRA 则只适用于雇员不足 100 人的小企业，它对雇主缴费要求非常严格。很显然，这里的两类 IRA 又演变成了第二支柱的养老金计划。

综上所述，得出两个结论：其一，IRA 资产的最大来源，不是 IRA 自身的缴费，而是从其他养老金计划转帐过来的资产（如上表），因此，IRA 资产的主体构成来自第二支柱。其二，IRA 不仅适用于个人行为的退休储蓄，而且也适用于各类中小企业，尤其是小企业和自雇者。换句话说，IRA 并不是一个封闭的个人退休帐户，它是雇主养老金资产“存放地”，而且雇主也可以建立 IRA 计划并参与缴费。

**误解三：美国 IRA 是十分普及的个人退休储蓄工具**

**纠正：IRA 缴费对象是低收入者，而且缴费标准很低**

1974 年 IRA 刚诞生的时候，除了“转帐”功能，另一个目的就是为那些“没有被雇主养老金计划所覆盖的工人”提供一个可享受税收优惠的退休储蓄机会，不过，每年最大缴费不能超过 1500 美元。直至 1981 年底，IRA 缴费资格及缴费水平一直是固定不变的。

从 1982 年开始，IRA 缴费人扩展至三类：被雇主养老金计划覆盖的工人（年度缴费限额为 2000 美元）、没有被雇主养老金计划覆盖的工人（年度缴费限额 2000 美元）、没有工作的配偶（年度缴费限额 250 美元）。这一 IRA 缴费标准一直持续到 1996 年底没有变动。1997 年开始将上述三类人缴费标准进行统一，最大限额为 2000 美元，并一直持续到 2001 年底没有进行过任何调整。后来 IRA 缴费标准虽有所提高，但又开始实行“逐渐淘汰”规则的缴费方式，将 IRA 缴费人限定在如下两类人群之中：一是有工作且被雇主养老金计划覆盖的工人；二是有工作但未被雇主养老金计划覆盖的工人。

以 2016 年为例，IRA 缴费最大年度限额为 5500 美元，年满 50 周岁的人可额外追加缴费 1000 美元。这与 401(k) 缴费水平相比，差距十分悬殊。2016 年 401(K) 计划的最大年度缴费为 53000 美元，年满 50 周岁雇员还可以额外追加缴费 6000 美元。这表明 IRA 缴费水平确实很低。

IRA 缴费主要适用于低收入者，根据缴费人身份不同，传统 IRA 缴费标准也不同，与此同时，缴费人纳税申报方式不同，则 IRA 缴费资格及缴费标准也不同。

先看第一类 IRA 缴费人：有工作且被雇主养老金计划覆盖的工

人，根据报税方式不同，他们是否有缴费资格，还要看他们的年收入水平高低，例如单身或户主身份报税者，如果其年收入不足 6.1 万美元，则 IRA 全年最大缴费为 5500 美元，相反，如果年收入达到 7.1 万美元，则没有资格向 IRA 缴费。相应地，其他不同报税方式，也有不同缴费要求。

2016 年传统 IRA 缴费规则（一）：有工作且被雇主退休计划覆盖

纳税申报方式	修订调整后年收入	IRA 缴费标准
以单身或户主身份申报	6.1 万美元及以下	最大限额 5500 美元
	6.1-7.1 万美元	部分缴费
	7.1 万美元及以上	不能缴费
已婚联合纳税申报或以合格鳏夫（寡妇）身份申报	9.8 万美元及以下	最大限额 5500 美元
	9.8-11.8 美元	部分缴费
	11.8 万美元及以上	不能缴费
已婚单独纳税申报	不足 1 万美元	部分缴费
	1 万美元及以上	不能缴费

注：如果已婚单独申报、但当年未曾与配偶生活在一起，则按单身纳税申报方式缴费。

再看第二类 IRA 缴费人：有工作但未被雇主养老金计划覆盖的工人，如果是单身或户主身份报税，则 IRA 全年最大缴费标准为 5500 美元。不过，对于已婚单独报税的工人来说，如果其配偶有工作且被雇主养老金计划所覆盖，那么，只要该工人年收入达到 1 万美元，他就没有 IRA 缴费资格。

2016 年传统 IRA 缴费规则（二）：有工作但未被雇主退休计划覆盖

纳税申报方式	修订调整后年收入	IRA 缴费标准
单身、户主、合格鳏寡	没有收入限制	最大限额 5500 美元
已婚联合申报或已婚单独申报（有工作但无计划覆盖的配偶）	没有收入限制	最大限额 5500 美元
已婚联合申报（配偶有工作且被养老金计划覆盖）	18.4 万美元及以下	最大限额 5500 美元
	18.4-19.4 万美元	部分缴费
	19.4 万美元及以上	不能缴费
已婚单独申报（配偶有工作且被养老金计划覆盖）	不足 1 万美元	部分缴费
	1 万美元及以上	不能缴费

注：如果已婚单独申报，且在当年没有与你的配偶生活在一起，则 IRA 缴费就按单身申报来确定。

由此可见，IRA 缴费资格及缴费水平都有着极其严格的收入限制和报税身份规定，不过，美国 IRA 并非专为低收入者设计的“个人退休帐户”，因为美国所有雇员均有资格开设 IRA，但不一定缴费，其主要功能是用以随时接收雇主养老金计划资产的“转帐”，也就是说，IRA 资产主要来自雇主养老金计划转帐，而非 IRA 缴费，因此，IRA 资产积累本质上来自第二支柱，而不是第三支柱。

**最后建议：借鉴美国经验，引入 IRA 机制。**

在我国，由于企业年金计划仅在大企业执行，而职业年金计划仅在机关事业单位执行，而城乡自雇者、灵活就业人员及广大中小企业雇员却没有补充养老计划，因此，为了达成制度公平，我们完全有必

要借鉴美国经验，引入 IRA 机制，为那些没有企业年金或职业年金计划的社会劳工提供补充养老工具，同时也为劳工流动提供补充养老帐户“转续”的机会。

实现养老金制度设计公平的基本逻辑如下：

- (1) 大企业雇员：    基本养老保险+企业年金；
- (2) 机关事业单位职工： 基本养老保险+职业年金；
- (3) 其他劳工：    基本养老保险+IRA。

## 2016年9月 CAFF50 动态

1. 9月5日，中国养老金融50人论坛秘书处月度会议在中国人民大学召开。会议主要讨论了以下几个议题：一是确定本月主要工作计划；二是进一步讨论和完善了关于论坛设立国际专家和青年研究员的工作办法；三是讨论了 CAFF50 年会的筹备事宜。会议还商议了其他相关议题。论坛秘书长董克用教授，副秘书长王赓宇、朱海扬，秘书长助理、《养老金融评论》执行主编孙博，专题论坛召集人段家喜，秘书处张栋、马媛媛等参加了本次会议。

2. 2016年9月26日，中国养老金融50人论坛（CAFF50）核心成员闭门研讨会在吉林市成功举办，论坛主题是“金融支持养老产业的定位与思考”。论坛由中国养老金融50人论坛主办，建信养老金管理有限公司承办。CAFF50 学术顾问、社保基金理事会王忠民副理事长，CAFF50 秘书长董克用教授，建设银行副行长、建信养老金管理有限公司公司董事长余静波，建信养老金管理有限公司董事长（候）石亭峰、总裁冯丽英，吉林市人民政府副市长陈胜，CAFF50 学术委员会主席姚余栋，中国老龄科学研究中心副主任党俊武，中国医促会健康保险分会会长李珍，兴业银行副行长陈锦光，盈诚投资副董事长兼 CEO 甯辰，浙江大学人口与发展研究所执行所长米红，普信集团公司北亚区总经理林羿，武汉科技大学金融证券研究所所长董登新，天弘基金养老

金产品市场部总经理浦鹏举，佐佑管理顾问有限公司高级合伙人罗青华等嘉宾及多位 CAFF50 成员和秘书处成员参加了研讨会。

3. 2016 年 9 月，兴业银行党委委员、董事、副行长陈锦光先生受邀成为中国养老金融 50 人论坛核心成员。

4. 2016 年 9 月，泰达宏利基金管理有限公司副总经理、投资总监王彦杰先生受邀成为中国养老金融 50 人论坛核心成员。

5. 2016 年 9 月，人民网财经部主任柴哲彬经申请、成员推荐、学术委员会投票，成为中国养老金融 50 人论坛特邀成员。

6. 2016 年 9 月，经过两个月修改与完善，《中国养老金融发展报告 2016》修订稿交付出版社，为该书的如期出版奠定了良好基础。



秘书处联系人：马媛媛

Email: [mayuanyuan@caff50.net](mailto: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](http://www.caff50.net)