

# 养老金融评论

---

2020 年第 7 期（总第 56 期）

- 贾 康：把住房公积金制度改革纳入企业降负相关配套安排
- 郑秉文：保全住房公积金的理由及其四个改革选项
- 杨燕绥：有自住房的人可将住房公积金并入企业年金、职业年金
- 董登新：建议三金合一，打造中国版 401K
- 苏 昱：固守本源，以进固稳 助力养老保障事业高质量发展

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

### 论坛学术顾问：

潘功胜 胡晓义 王忠民 杨子强

### 论坛秘书长：

董克用

### 常务副秘书长：

张 栋 王 婷

### 副秘书长：

孙 博 王赓宇 朱海扬 张 兴

## 《养老金融评论》简介

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

### 《养老金融评论》编委会

**主编：**

董克用 姚余栋

**执行主编：**

孙 博

**编辑组成员：**

张 栋 施文凯 林佳钰 邹林娟 周 宁

---

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

## 目 录

### 【本期重点关注】

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 贾 康：把住房公积金制度改革纳入企业降负相关配套安排 .....  | 4  |
| 郑秉文：保全住房公积金的理由及其四个改革选项 .....      | 12 |
| 杨燕绥：有自住房的人可将住房公积金并入企业年金、职业年金..    | 30 |
| 董登新：建议三金合一，打造中国版 401K.....        | 34 |
| 苏 罡：固守本源，以进固稳 助力养老保障事业高质量发展 ..... | 41 |

### 【养老金融观点集萃】

|  |    |
|--|----|
| 王增强、孙 瑜：个人税收递延型商业养老保险：试点成效与未来展<br>望..... | 49 |
| 杨 董：商业银行布局个人养老金融产品的思考 .....              | 75 |

### 【CAFF50 大事记】

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 2020 年 6 月 CAFF50 动态..... | 100 |
|---------------------------|-----|

**导读：**我国住房公积金制度建立运行已有 20 多年，在帮助职工解决住房问题方面发挥了重要作用。近年来，随着经济社会发展，该制度逐渐暴露出各种问题，例如定位不清晰、公平性不足、效率损失等等，已不容回避。学者们针对住房公积金制度的存续、改革路径进行了深入的研究分析，并结合当前人口老龄化背景，提出了整合住房公积金与私人养老金的改革方向。将住房公积金与私人养老金整合后，可以实现先买房、后存养老金的目标，满足个人发展需要，符合以人为本的理念，也有利于私人养老金制度发展，具有一举多得的效果。

本期《养老金融评论》重点关注如下内容：中国养老金融50人论坛核心成员、华夏新供给经济学研究院院长贾康谈如何把住房公积金制度改革纳入企业降负相关配套安排；中国养老金融50人论坛核心成员、中国社会科学院世界社保研究中心主任郑秉文教授提出保全住房公积金的理由及其四个改革选项；中国养老金融50人论坛核心成员、清华大学杨燕绥教授探讨住房公积金并入企业年金、职业年金的改革路径；中国养老金融50人论坛核心成员、武汉科技大学董登新教授整合住房公积金、企业年金、职业年金的研究；中国养老金融50人论坛核心成员，长江养老保险股份有限公司党委书记、董事长苏罡介绍保险资管业助力养老保障事业高质量发展，以飨读者。

## 贾康：把住房公积金制度改革纳入企业降负相关配套安排



贾康：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院长、中国财政科学研究院研究员

在新冠疫情冲击下，讨论如何降低企业负担问题、住房公积金制度如何改革又成为热点之一。笔者的基本看法是，这一改革确应积极考虑，正确思路是将其纳入中央十八届三中全会以来给出的战略性指导、服务于国家治理现代化的配套改革。

我国住房公积金制度始于 20 世纪 90 年代初。上海在借鉴新加坡经验的基础上率先启动，若干地区跟进试点后，1994 年开始全面推

行。以后在制度上又有修补和细化，基本规则是由职工个人及所在单位按职工工资的5%~12%共同缴纳公积金，形成日后支付职工家庭购买（或自建）住房的资金来源（带有一部分强制储蓄性质），并在支付时可酌情匹配利率优惠的公积金购房贷款。应当肯定，这一制度对于提高缴存人住房支付能力等方面具有积极作用。但近年来，随经济社会发展、改革深化进程而暴露的该制度的问题，实也不容回避。这一制度的问题如中金公司张宇、梁红等人的研究报告所总结的，主要是如下四个方面：

第一，公平性不足。公积金制度本应发挥重点支持中低收入职工住房支付能力、控抑乃至缩小贫富差距的作用。但实际其覆盖人群明显有偏且形成结构错配，不仅未能很好实现对中低收入人群的支持作用，还一定程度上加剧了收入分配的不均衡。其运行20余年至今，公积金实缴单位为292万个，实缴职工1.44亿人，仅占同期城镇职工总数的33%，也大幅低于社保养老缴费职工数（约3亿人）。实缴职工中，国家机关、国有企业和事业单位的人数占比高达51%，为7344万人，而城镇私营企业及其他城镇企业职工占比为31%，仅4464万人。职工收入越高的单位，公积金的缴存额和缴存比例往往越高，这首先加速了初次分配的不均衡。而高收入职工通过购房行为（不论是直接使用公积金贷款提取公积金，还是因种种原因放弃使用公积金贷款而仅提取公积金），进一步扩大了资产端的贫富差距及消费端的支付能力，在实际运行中对中低收入人群支持明显不足，因为他们迟迟达不到购房临界点，所交纳形成的储蓄主要体现为强制性，缺乏自

愿性、灵活性，所以住房公积金导致的对部分收入群体存在的误伤与误惠，也被称之为实际上有“劫贫济富”的逆调节特点。一方面，现实生活中的低收入群体，有没有公积金制度都不能改变无购房支付能力的客观事实。虽然制度允许因租房等其他非购房原因申请提取公积金，但实际操作中并非易事。这类人群缴交公积金既成为其即期负担，更恶化了短期消费能力。另一方面，对于高收入群体，公积金于购房支付行为而言变成了一种锦上添花或可有可无的存在。有房贷的高收入职工，鉴于可以便捷地提取公积金，他们愿意多缴，因为公积金实为一种免税福利。而对于那些没有房贷的，退休前难以合法提取公积金，同样作为免税福利来缴交虽然不一定是负担，但也未必情愿。只有具备一定住房支付能力但又不是很强的中等收入群体（或言“夹心层”），是政策意愿覆盖下无偏差的主要受益人群，也可能是仍旧支持公积金制度的主要人群。然而如对这部分群体提供购房金融支持是以牺牲低收入和高收入两个群体间的公平来完成，是十分值得商榷的，无法作出充分肯定。

第二，效率性欠佳。住房公积金制度建立的初衷是通过长期、稳定的住房储金的建立与积累，发挥资金互助功能，支持职工家庭住房消费。然而实际运行中不仅作用有限，还存在使用效率总体偏低、边际效率递减等问题。数据显示，缴费比例高而使用效率低，当前参与公积金体系的职工和单位平均实缴比率均已大幅超出5%的最低缴费率，达到了10%（个人和单位加总高至20%）。截至2018年末，住房公积金累计提取额8.8万亿元，使用比例仅60%，仍有5.8万亿

元余额在职工个人账户上，比企业职工基本养老保险结余额（5万亿元）还多，而且仍在持续增长中。导致使用率低的原因包括：一是提取条件苛刻。公积金条例要求每月缴交金额存入受规管的个人账户，除用于购房、建房、租房等用途之外，不得提取使用。实际操作中除购房外，以建房、租房用途提取公积金难度很大（还由此催生了违规提取公积金的地下产业）。2018年住房公积金提取人数5196万人，仅占实缴职工人数的36%。低收入缴费人群因住房支付能力差，往往用不上公积金贷款；高收入群体则因公积金可贷款上限额度过低（特别是在一、二线城市）、手续繁琐而大多放弃使用公积金贷款，倚赖于商业银行贷款。二是各地公积金贷款上限设置脱离房价事实。住房公积金基本上为各地封闭运行。出于存贷取资金匹配筹划的考虑，全国绝大多数城市个人公积金首套房贷款上限目前为30万元至60万元，家庭双职工公积金贷款总额为个人上限的1.5至2倍。北京目前120万元的上限为全国最高，是普通城市家庭贷款额的约2倍。然而，中心城市早已形成的高房价使得公积金的使用目的和支持效果大相径庭。大城市房价收入比高、住房支付能力差的人，需要但却得不到公积金的有效支持（可得贷款只占总房价的很小部分）。相反，小城市即使没有公积金也几乎照样不影响住房支付能力。其结果就是有些城市公积金资金池告急，同时又存在不少城市钱用不完的结构性的偏差情况。三是贷款总规模小。近几年个人住房公积金贷款发放额每年基本维持在1万亿元左右，而商业银行按揭贷款发放额已达约6万亿元，二者规模差距不断拉大，公积金贷款已愈发似锦上添花而不能很好体

现雪中送炭。四是边际效率递减。住房公积金贷款额增速明显低于平均缴存额，贷款缴存比随着人群收入水平的提高而不断降低，使用效率呈现边际递减趋势。

第三，外部性负效应明显。现行公积金系统对统一的劳动力市场和企业公平竞争环境形成一定的负面外部性影响。较突出的问题：一是封闭运行模式不利于劳动力市场的自由流通。我国城市住房公积金的使用大多是地方性的，职工流动中出现异地购房时难以申请公积金贷款，即使少数允许公积金异地贷款的城市，其贷款实际落地速度和便捷程度都远远不足以适应现实需要。这种各地独立封闭运行的模式对社会主义市场经济所客观要求的劳动力在不同地区间的流动，增加了成本与阻碍。二是公积金支付能力问题。中小微企业（基本上是民营企业）的支付能力明显低于大企业和国有企业（后者的高支付能力现阶段尚不能排除不合理垄断因素和“软预算约束”特点），相应形成的“免税福利”水平和“物质利益吸引力”，客观上表现为统一市场中上述两大不同类型企业的高低悬殊和造成对于企业公平竞争环境的销蚀。

第四，资金有安全风险。一是住房公积金归集依靠缴存人按月缴存而实现，属于分散性的小额资金流入。而无论是住房公积金提取或是住房贷款，均属于集中性大额的资金流出。存贷取不对称的制度缺陷，使得公积金体系在资金头寸管理方面的风险明显高于一般银行体系。二是公积金管理中心将存贷业务一次性地委托给由管委会指定的商业银行，银行收取手续费，资金使用受益和风险都由公积金中心承

担。这样，委托方和收益方是两个不同的利益主体，这种住房公积金个人贷款发放与回收相脱节的模式，存在管理中的道德风险。受两方各自利益驱使，在资金运作中会有差异化的价值取向和行为模式，加大住房公积金的贷款风险。公积金体系一旦出现风险，也可能传导至商业银行并对整个金融体系的稳定性造成冲击。三是监管机构独立性不足且机制不健全。公积金管委会是住房公积金管理的决策机构，并负有监督职责。但公积金管委会并非独立机构，实际执行过程中存在决策风险可能出现违规决策。部、省两级建设、财政、人民银行、银监会等多部门虽负有监管职责，但在公积金领域缺乏快速、充分、有效的协调配合机制，难以形成充分的监管合力。

对住房公积金的上述问题和弊端，显然亟需正视、重视并防止它们进一步“积重难返”。当下积极考虑推进住房公积金的改革是有鲜明现实意义和十分必要的。尽管在黄奇帆等同志结合疫情冲击下的企业减负而提出取消住房公积金的建议后，社会上反对的声音不绝于耳，但我们需认识到反对者或存在“维护既得利益”的背景，或有对于公积金制度实际效应的误解。按照公共利益最大化原则和深化改革创新发展的精神来全面看待住房公积金制度，那么亟应理性地认真考虑如下相关联的三个层次的问题：一是推进住房公积金制度改革的必要性，是否应落在以对其“取消”为目标？如取消，需以何种机制替代其仍应肯定的那一部分“帮助购房者提升支付能力”的功能？二是如有可行方案以其他机制来实现必要的功能替代情况下，取消住房公积金的实施步骤，可怎样进行合理设计？三是在“全面改革”总体要求下，

住房公积金制度改革应怎样纳入改革深水区多轮推进的“最小一揽子”式的配套改革措施？对这三个层次的问题，笔者的认识和建议简述如下。

基本观点：住房公积金制度改革的目标可以按其“取消”来设计。因为替代其肯定性功能的机制已经在实际生活中初步具备，并可进一步塑造与完善、充实。具体的改革实施步骤完全可以设计为渐进和不产生社会震动的方案。这一改革的基本特征应是按照新形势下服务于在中国的改革深水区“攻坚克难”的“最小一揽子”配套改革。

相关建议：第一，取消住房公积金所需的替代机制是近些年已相对成熟、规模上早已成为主导性资金力量的商业性住房消费信贷（居民住房按揭贷款），以及有一定经验、应进一步合理化匹配的财政资金发挥“四两拨千斤”乘数、放大效应的政策性贴息与信用担保机制。于我国全局性的住房供给框架即“保障房+商品房”双轨统筹局面中，还可积极创新发展以房地产信托投资基金（REITS）为代表的资产证券化住房金融市场，盘活存量，助力增量，打通供需双方的投融资渠道，借鉴国际经验配之以适当的税收优惠助其发展成长。第二，取消住房公积金的具体实施步骤，可以是一步或分步降低公积金缴费率至其为零，即一步或分步取消公积金的增量；还可以对存量余额让职工选择缴税后全额提取销户（可配之以个人所得税优惠措施），或全额免税并入个人社保账户。第三，取消住房公积金的改革所应考虑配套方案，亟应与“五险一金”的其他改革措施以及企业年金、职工年金等养老保险第二、第三支柱的制度建设相呼应（配之以职工个

人所得税递延等经济杠杆式引导和优惠措施)。如考虑保留培育社会成员住房支付能力方面的“自愿储蓄”机制,可研究将现行公积金中心转制为专业化住房储蓄银行的方案。特别是应积极配套推出把基本养老金缴纳形成的基本养老保障资金“蓄水池”,提升为已提出多年却一直未实施的“全社会统筹的一个蓄水池”的境界,从而可望在提升“蓄水池”互济、共济功能的同时,依据精算而确定基本养老缴费率的降低幅度。从理论上讲,取消住房公积金的降负(5%~12%以上的工资总额)加上基本养老降低缴费率(N%的工资总额)的降负,在企业层面的表现将是(N+5)%~(N+12)%以上。同时这种配套改革对于劳动力无壁垒流动的统一市场建设、企业真正公平竞争的高标准法治化市场环境建设,以及以有效制度供给支持中国高质量发展的机制创新的贡献,将功莫大焉。

2020年疫情于二季度出现全国决定性拐点,我们现在就应加紧研究和尽快出台“最小一揽子”的配套改革可行方案与具体操作措施,紧密结合打造高标准法治化营商环境和完善国家治理体系、提高治理能力,来切实地降低企业的制度性成本负担,争取在“抗疫”之年及其后,使我国国民经济有更好的表现。

## 郑秉文：保全住房公积金的理由及其四个改革选项



郑秉文：中国养老金融50人论坛核心成员、中国社会科学院世界社保研究中心主任

这次参加两会，我带来了三个提案：一个是“关于发挥失业保险作用、尽快修订《失业保险条例》的提案”，一个是“关于将网络互助行业应尽快纳入监管的提案”，第三个是“关于改革住房公积金制度的提案”。没想到，第三个提案在媒体上受到广泛关注，仅两三天，在百度认证号上阅读量已超过830万，评论的很多，绝大部分评论是

---

本文摘自微信公众号“中国社科院世界社保研究中心”2020年5月23日，原文题为《我主张保全住房公积金的理由及其四个改革选项》。

支持我的观点，转载的也很多，找我采访的媒体很多，接应不暇，但会议安排紧张，没有足够时间接待媒体采访。这又引起了我的进一步深入研究的热情，于是，我把这个关于公积金改革的提案扩展成目前这个万字长文，算是对媒体的进一步答复，也是我进一步研究的体会，供感兴趣的人和媒体参考。今天，我现场聆听了总理《政府工作报告》，感触更多，一万字的篇幅可以用一个词来归纳，那就是“千方百计惠及民生”，并且总理再次强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，这使我更加感到住房作为一项基础性民生，住房公积金是解决住房问题的一个很好的“互助金融”工具，它有利于“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”。

主张废除住房公积金制度的观点主要有三条理由：一是认为增加了企业负担，如果取消了这个制度，可明显减轻企业负担；二是认为住房公积金制度存在不公平，因为很多私企没有加入进来，即使加入进来的人群，也有相当一部分人没有购房的需求；三是认为住房公积金已经完成了历史使命，很多人已经有了自己的住房，这个制度过时了，是当初学习新加坡结果。

我认为，住房公积金制度目前还有存在的价值，应继续保留，它的历史使命并未完结；这个制度还存在很大的需求，尤其对中低收入群体来说，这个制度还很管用；这个制度的公平性确实存在问题，主要覆盖面的问题，但这个问题正在改变；这个制度确实给企业造成了一定负担，但没有企业抱怨它，因为它应成为法定福利的一部分，企业抱怨的是社保费太高。本文第一部分主要是我的提案内容，从《全

国住房公积金 2018 年年度报告》给出的数据来看看这个制度的 4 个效率和 4 个公平问题；第二部分从 5 个角度来分析一下这个制度历史使命到底是否已经完结；第三部分谈谈我对住房公积金的改革前景，提出了由易到难的 4 个改革选项。

## 一、住房公积金的制度效率与制度公平

从住建部官网公布的《全国住房公积金 2018 年年度报告》可对住房公积金的制度效率与制度公平做个鸟瞰，对这个制度有个大致的了解。根据公积金的“年报”，公积金的制度效率可归纳为 4 个特点，制度公平方面也可归纳为 4 个特点。先看住房公积金的 4 个制度效率特征。

第一，受益率比较高。建立公积金制度以来，累计发放个人住房贷款 3335 万笔（含 2 套 2 次以上贷款），其中双职工职工占三分之一，合计大约有 5500 万人受益，在 1.44 亿实缴职工中，38%的人成功成为住房贷款人。住房公积金制度的本质是一项互助制度，作为互助制度，能有 38%的成员受益，这个比例是不低的。

第二，房贷水平适宜有效。2018 年发放个人住房贷款 253 万笔，发放金额 1.02 万亿元，平均下来每笔房贷大约 40 万元，在二、三线城市够交首付就基本上可以解决贷款的问题而无须再另外组合商业性贷款了。

第三，为职工减轻沉重利息负担。公积金贷款利率较低，五年期以上 3.25%，比商业性个人住房贷款基准利率低 1.65-2 个百分点。2018 年发放的房贷可为贷款职工节约利息支出 2020 亿元，平均每笔

贷款按 10 年期计算，可为贷款人节约利息支出 8 万元。20 多年来，公积金制度为职工减轻上万亿的利息负担，这是公积金制度生命力之所在。

第四，行政管理成本完全来自提取的管理费。全国有 342 个公积金管理中心，服务网点 3439 个，全国公积金从业人员 4.4 万人，其中 40%是非在编人员，2018 年提取管理费 117 亿元，每亿元资产的综合管理成本 21 万元，包括所有从业人员的工资奖金、办公场地办公设备、公务费用等，整个公积金系统是一个自收自支的系统。在全国缴费型福利制度里，比如社会保险系统，甚至包括全国社保基金理事会，其所有运行管理成本（人员工资和办公场所办公设备等）都来自财政经费，而住房公积金制度的管理成本完全自我消化，这在我国目前缴费型福利制度里是非常少见的。本来，全国社保基金理事会是一个大型机构投资者，应该是一个企业，持有 2.4 万亿人民币资产的大型机构投资者应该很好地发挥社会责任，可是，它却一分钱责任也发挥不出来，前些年主办召开国际研讨会时竟然找一些企业给赞助，这在全世界也是没有现象。

下面，我们从《全国住房公积金 2018 年年度报告》再考察一下住房公积金的 4 个制度公平特征。

第一，覆盖面逐渐扩大。截至 2018 年，公积金缴存职工数 1.44 亿人，在我国缴费型福利制度里，覆盖面算是很大的了，例如，在具有可比性的社会保险制度中，除医疗和养老以外，失业保险覆盖 1.96 亿人，生育保险 2.04 亿，而它们强制性要大于住房公积金。其他一

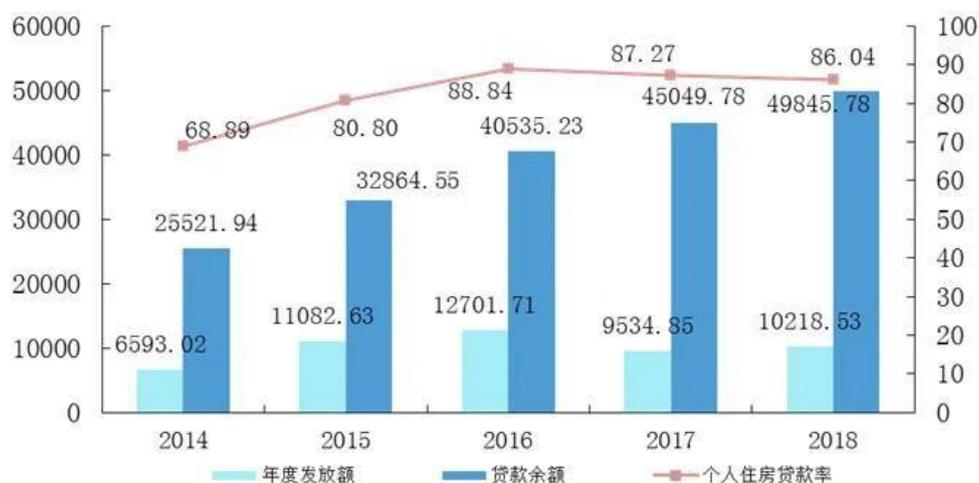
些缴费型制度覆盖人数很少，例如，企业年金覆盖不到 2400 万人。从发展速度看，也是令人满意的，例如，实缴单位在 2014 年是 207 万个，实缴职工人数仅是 1.19 亿人，但到 2018 年分别提高到 292 万个和 1.44 亿人。



资料来源：《全国住房公积金 2018 年年度报告》，图 4。

第二，房贷率越来越高。在 1.44 亿缴存职工中，机关事业单位人员 31%，国企 20%，私企 31%，外资 8%，其余 10%为民非、集体企业和其他类型单位等。我国的正规部门就业有狭义和广义之分，狭义是指城镇公司制机构和城镇集体单位，就业 1.7 亿人；广义是指还要加上 1.4 亿城镇私营就业人员，即经营地址设在县城关镇以上的私营企业就业人员。失业保险和工伤保险、公积金覆盖的主要是狭义的正规部门就业人员。公积金的房贷率逐年提高，2014 年是 69%，2018 年提高到 86%，说明这个制度的效率越来越高，这与覆盖面逐渐扩大都可说明，这个制度的效率都是说的过去的。

图 2： 2014—2018 年个人住房贷款金额及个人住房贷款率（亿元）



资料来源：《全国住房公积金 2018 年年度报告》，图 3。

第三，制度透明性很好。住房公积金制度的信息披露和透明性始终做的比较好。2015 年住房和城乡建设部、财政部、中国人民银行联合发布了《关于健全住房公积金信息披露制度的通知》(建金(2015)26 号)。此外，住建部、财政部和央行每年联合向全社会公布的“全国住房公积金年度报告”，信息齐全，非常透明。例如，缴存职工按单位性质划分比例情况(公务员、事业单位、国有企业、集体企业等)、按类型公积金提取情况(提取原因、人数、比例金额)、各种类型贷款情况(房屋类型、面积、套数等)、支持保障性住房建设试点贷款情况、业务收支及增值收益情况、各省住房贷款和增值收益分配情况、资产风险情况等，在全国的缴费型福利制度里，公积金的透明度是最高的。

第四，住房公积金作为一只互助性质的基金对我国住房建设发挥了 3 个外溢效应。一是在住房市场中占有一席之地。例如，2018 年

住房公积金住房消费类提取、发放个人住房贷款和公转商贴息贷款共 2.2 万亿元（含将近一半的偿还贷款本息提取），占全国商品住宅销售额的 17%，在个人住房贷款市场占有率 16%。再如，支持贷款职工购建住房面积 2.87 亿平方米，占全国商品住宅销售面积的 19%。二是在租房市场、房屋修缮市场中作用明显。公积金对暂时没有购房需求的职工在他们的租房和房屋修缮等需求方面提供了支持，已有 766 万租房职工提取金额达 730 亿元，人均年提取金额为 1 万元。三是在保障性住房建设中作用巨大。住房公积金为保障性住房建设项目提供贷款支持，截至 2018 年末累计向 373 个保障性住房建设试点项目发放贷款 872.15 亿元。此外，部分住房公积金的增值收益也为城市公共租赁住房（廉租住房）建设提供了补充资金，累计共提取公租房建设资金 3365 亿元。再如，北京住房公积金至今累计发放项目贷款 36 个，贷款额度 201 亿元，建筑面积 94 万平方米，潜在解决中低收入职工家庭住房困难达 9 万多户。

## 二、住房公积金的使命并未完结

上述公积金制度的效率和公平两个角度看，它在诸多缴费型福利制度里是表现较好的，起码不是很差的，为住房制度转型和解决职工住房难发挥了作用。在未来一段时期里，住房公积金的历史使命尚未完结，它主要表现在如下几个方面。

第一，从需求端来看，住房公积金还可以发挥一定的作用。在三、四线城市对工薪阶层缓解住房难的作用是十分明显的。最具说服力的是房贷率即年末个人住房贷款余额占年末住房公积金缴存余额的比

率。例如，中西部大部分省区的房贷率都是 70%至 80%，低于 70%的只有西藏（68%）、青海（69%）和新疆建设兵团（38%）。一、二线城市几乎都是 85%以上，例如，北京是 95%，上海 96%，天津几乎 100%，江苏、浙江、安徽、福建、贵州是 95%以上。重要的是，一、二线城市房价高，机关事业单位每年录用的员工的买房压力太大，而这些群体都是百里挑一通过“国考”考进去的，他们承担着国家机器运行的职能，在科研教学第一线，住房公积金对他们的边际效用最高，在二、三线城市可完全依靠公积金解决购房问题。如果取消公积金，对中央部委或有些部门来讲就意味着他们录用优秀人才存在较大障碍。中低收入群体是大多数，这才是“大需求”，如果取消了这个公积金制度，机关事业单位的精英和广大的中低收入群体将永远失去这个法定福利。我们不应从个别人的感受出发，也不应该从个别能够给员工分房子的企业的角度出发，认为住房公积金的历史使命已经完结，归根到底这还是个小角度。

第二，从我国初次收入分配的格局看，保留公积金可提高劳动收入份额。众所周知，在我国初次收入分配格局中，劳动收入份额太低。改革开放以来，劳动收入份额指标发生过波动，从上世纪 90 年代 60%以上，到 2008 年国际金融危机前下滑到 50%以下，后来又有所回升，这 10 年来有所改善，但比发达国家要平均低 15 到 20 个百分点，甚至比有的发展中国家还要低。十九大报告明确指出：“坚持在经济增长的同时实现居民收入同步增长、在劳动生产率提高的同时实现劳动报酬同步提高”。2020 年 5 月 18 日刚刚发布的《中共中央国务院关

于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》再次指出：“增加劳动者特别是一线劳动者劳动报酬，提高劳动报酬在初次分配中的比重，在经济增长的同时实现居民收入同步增长，在劳动生产率提高的同时实现劳动报酬同步提高。”从贯彻落实中央精神角度看，公积金制度本是一件好事。主张取消公积金的观点主要是出于为企业减负的考虑，出发点也是好的，但问题的关键在于，重点应该是减税和降低社保费。我国的税收收入主要来自间接税，直接税只占10%左右，长期看，应该逐渐向以直接税税收收入为主，但如果劳动收入份额始终太低，那就始终是一句空话。所以，从整个国民初次收入分配的格局来看待公积金的定位和功能，这才是“大格局”，是“大思路”。

第三，从职工的获得感来看，公积金的效果是非常明显的。在缴存公积金时，老百姓从来也没抱怨说基数太高了，比例太高了，他们抱怨的是社保费费率和基数太高了。老百姓和企业社保“逃费”现象非常严重，而公积金不是这样，几乎没有人和企业对公积金“逃费”！为什么呢？因为公积金的“税收楔子”是“零”，百分之百都成为职工及其家庭的可支配收入，私人属性十分明显，就是说，这个制度“直来直去”，用今天总理《政府工作报告》的话来说，就是“资金直达县市基层”，企业主缴纳的都完完整整地成为缴存职工的一项法定收入，雇主没有理由去藏匿，也不敢藏匿，不敢逃费，职工就更欢迎了，没有缴纳1万，获得1万的配比缴费，再加上利息，获得感当然是满满的了，有什么反对的理由呢？正是由于获得感满满，所以，雇主才不敢藏匿，也不敢抱怨，因为是“愿打愿挨”。

表 1 2018 年中国与 OECD 国家税收楔子及其结构和贡献率排序 (%)

| 排序 | 国别             | 税收楔子  | 税收楔子结构 |       |       |       | 税收楔子贡献率 |        |        |       |
|----|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|---------|--------|--------|-------|
|    |                |       | 家庭津贴   | 工薪税   | 个人社保费 | 企业社保费 | 家庭津贴    | 工薪税    | 个人社保费  | 企业社保费 |
| 1  | 比利时            | 45.06 | -3.83  | 16.80 | 11.03 | 21.06 | -8.50   | 37.29  | 24.48  | 46.73 |
| 2  | 德国             | 42.60 | 0.00   | 9.30  | 17.07 | 16.23 | 0.00    | 21.83  | 40.07  | 38.10 |
| 3  | 法国             | 42.44 | -1.77  | 9.75  | 8.86  | 25.61 | -4.18   | 22.97  | 20.88  | 60.33 |
| 4  | 意大利            | 41.73 | -1.19  | 11.70 | 7.21  | 24.00 | -2.85   | 28.05  | 17.29  | 57.52 |
| 5  | 奥地利            | 40.31 | -5.12  | 9.36  | 14.01 | 22.06 | -12.70  | 23.21  | 34.75  | 54.73 |
| 6  | 瑞典             | 39.13 | -3.11  | 13.01 | 5.32  | 23.91 | -7.96   | 33.26  | 13.61  | 61.10 |
| 7  | 希腊             | 38.42 | -1.38  | 6.96  | 12.79 | 20.04 | -3.59   | 18.13  | 33.30  | 52.16 |
| 8  | 芬兰             | 37.12 | -2.69  | 14.13 | 8.06  | 17.62 | -7.24   | 38.06  | 21.71  | 47.48 |
| 9  | 斯洛伐克           | 36.73 | -2.15  | 5.14  | 10.25 | 23.49 | -5.84   | 13.99  | 27.91  | 63.94 |
| 10 | 土耳其            | 36.43 | 0.00   | 9.48  | 12.89 | 14.05 | 0.00    | 26.03  | 35.39  | 38.58 |
| 11 | 西班牙            | 36.33 | 0.00   | 8.43  | 4.89  | 23.02 | 0.00    | 23.20  | 13.45  | 63.35 |
| 12 | 立陶宛            | 36.27 | -2.95  | 8.58  | 6.86  | 23.78 | -8.15   | 23.66  | 18.92  | 65.57 |
| 13 | 匈牙利            | 36.20 | -3.82  | 7.37  | 15.29 | 17.36 | -10.54  | 20.37  | 42.23  | 47.94 |
| 14 | 葡萄牙            | 35.49 | 0.00   | 7.41  | 8.89  | 19.19 | 0.00    | 20.88  | 25.05  | 54.08 |
| 15 | 斯洛文尼亚          | 35.37 | -3.28  | 5.74  | 19.04 | 13.87 | -9.26   | 16.24  | 53.81  | 39.20 |
| 16 | 拉脱维亚           | 34.88 | -2.07  | 8.64  | 8.86  | 19.44 | -5.93   | 24.78  | 25.41  | 55.74 |
| 17 | 捷克             | 34.79 | -2.55  | 3.75  | 8.21  | 25.37 | -7.32   | 10.78  | 23.60  | 72.94 |
| 18 | 挪威             | 32.52 | -2.07  | 15.82 | 7.26  | 11.50 | -6.36   | 48.66  | 22.32  | 35.38 |
| 19 | 冰岛             | 31.91 | -0.06  | 25.29 | 0.35  | 6.32  | -0.20   | 79.27  | 1.11   | 19.82 |
| 20 | 丹麦             | 30.99 | -3.89  | 34.88 | 0.00  | 0.00  | -12.55  | 112.55 | 0.00   | 0.00  |
| 21 | <b>中国</b>      | 30.81 | 0.00   | 5.19  | 6.41  | 19.22 | 0.00    | 16.85  | 20.79  | 62.36 |
|    | <b>OECD 平均</b> | 30.81 | -2.22  | 10.57 | 8.09  | 14.37 | -7.21   | 34.32  | 26.27  | 46.63 |
| 22 | 爱沙尼亚           | 30.33 | -3.67  | 7.54  | 1.20  | 25.26 | -12.10  | 24.85  | 3.94   | 83.30 |
| 23 | 荷兰             | 29.95 | -2.04  | 11.06 | 10.52 | 10.41 | -6.82   | 36.93  | 35.13  | 34.77 |
| 24 | 日本             | 29.64 | -2.40  | 6.25  | 12.53 | 13.26 | -8.11   | 21.07  | 42.29  | 44.74 |
| 25 | 波兰             | 27.13 | -6.26  | 3.97  | 15.31 | 14.10 | -23.09  | 14.65  | 56.45  | 51.99 |
| 26 | 澳大利亚           | 26.96 | 0.00   | 21.33 | 0.00  | 5.63  | 0.00    | 79.11  | 0.00   | 20.89 |
| 27 | 英国             | 26.51 | -2.48  | 11.59 | 8.09  | 9.31  | -9.34   | 43.73  | 30.52  | 35.10 |
| 28 | 卢森堡            | 26.29 | -6.72  | 9.95  | 10.77 | 12.29 | -25.57  | 37.85  | 40.97  | 46.74 |
| 29 | 爱尔兰            | 24.66 | -3.88  | 15.14 | 3.61  | 9.79  | -15.74  | 61.41  | 14.64  | 39.70 |
| 30 | 加拿大            | 24.12 | -5.07  | 12.74 | 6.48  | 9.97  | -21.02  | 52.82  | 26.87  | 41.32 |
| 31 | 美国             | 23.95 | 0.00   | 9.17  | 7.06  | 7.72  | 0.00    | 38.28  | 29.48  | 32.25 |
| 32 | 韩国             | 20.71 | 0.00   | 3.55  | 7.70  | 9.46  | 0.00    | 17.15  | 37.16  | 45.69 |
| 33 | 墨西哥            | 18.20 | 0.00   | 5.85  | 1.17  | 11.19 | 0.00    | 32.12  | 6.43   | 61.46 |
| 34 | 新西兰            | 17.09 | 0.00   | 17.09 | 0.00  | 0.00  | 0.00    | 100.00 | 0.00   | 0.00  |
| 35 | 以色列            | 16.08 | -1.51  | 5.71  | 6.90  | 4.98  | -9.40   | 35.51  | 42.91  | 30.98 |
| 36 | 瑞士             | 16.08 | -3.72  | 8.08  | 5.86  | 5.86  | -23.14  | 50.24  | 36.45  | 36.45 |
| 37 | 智利             | 6.67  | -0.33  | 0.00  | 7.00  | 0.00  | -5.01   | 0.00   | 105.01 | 0.00  |

资料来源：OECD, Taxing Wages 2019, p.33, Figure 1.4, 2018；我国税收楔子数据来自作者测算，详见郑秉文、陈功：《“税收楔子”视角下的社保降费：抗击疫情与长远改革》，载《税务研究》期刊（月刊），2020年第4期。

剔除公积金，我国社保缴费（包括工薪税）的税收楔子高达 30.81%，正好等于 OECD 国家平均值，相比之下，北欧福利国家丹麦的税收楔

子才仅是 30.99%，仅比我国高出一点点。税收楔子比我们低的发达国家有很多，比如，有日本（29.64%）、澳大利亚（26.96%）、英国（26.51%）、卢森堡（26.29%）、爱尔兰（24.66%）、加拿大（24.12%）、美国（23.95%）、新西兰（17.09%）、以色列（16.08%）、瑞士（16.08%）等。重要的是，在个人和企业的社保缴费中，企业的缴费税收楔子高达 19.22%，个人缴费和个税的税楔分别为 6.41%和 5.19%，就是说，在税收楔子的结构中，企业的社保缴费占比竟高达 62.36%（个人缴费是 20.79%，个税是 16.85%），这么大的税收楔子，与职工利益割裂开来，企业当然可以“名正言顺”地逃费了，职工得不到实惠，没有获得感，当然也愿意“配合”企业逃费了，所以形成职工和企业的“合谋”，全国人民一起“逃”社保费就成为一个潜规则，最终“吃亏”的就是社保制度。这就是缴存公积金比缴纳社保费更受欢迎的主要原因。

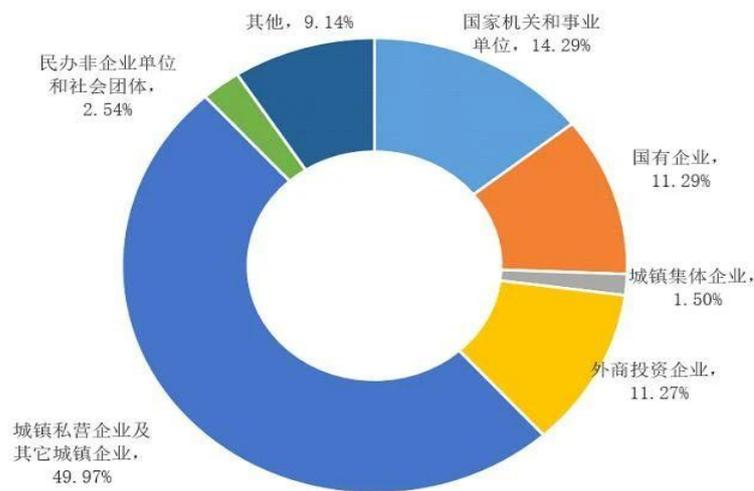
第四，公积金的中低收入阶层贷款人占 95%，在贫困地区尤其受到欢迎。主张废除公积金的主要理由之一是认为这个制度不公平，穷人补贴了富人。2018 年发放的 1 万亿元的 253 万笔房贷中，95%的借款人是中低收入者，高收入者只占 5%。根据《全国住房公积金 2018 年年度报告》，这里的中低收入是指收入低于上年当地社会平均工资 3 倍，高收入是指收入高于上年当地社会平均工资 3 倍（含）。再看年龄和购买房屋情况：40 岁以下的借款人占 76%，购买 144 平方米以下的建筑面积占 89%，首套占 85%。很显然，上述这些数据说明购房者基本都是刚需阶层，公积金制度实实在在的为中低收入群体购房提

供了保障和支持。再用 2017 年几个典型的贫困地区缴存基数来看看他们对公积金的态度和行为（数据均来自他们官网发布的住房公积金报告）：甘肃定西的缴存基数是其社平工资的 101%，广西百色市是其社平工资的 110%，甘肃张掖的实际缴存基数最高，是其社平工资的 113%。这说明，贫困地区职工的缴存基数是非常“实”的，甚至都超过了当地社平工资，因为他们得到了实惠。

第五，缴存职工人数越来越多，尤其私企职工缴存人数占比越来越大。我们再看看“体制内”和“体制外”的公平问题。在现实生活中，这一对概念可以有两种理解。一种是指机关事业单位和国企被视为“体制内”，其他被视为“体制外”。在 1.44 亿实缴职工中，机关事业单位 4452 万人，国企 2928 万人，合计 7380 万人，这说明，“体制内”的缴存职工数量基本处于“饱和”状态；另一种理解是“体制内”指正规就业部门，“体制外”指非正规就业部门，而正规就业部门有广义和狭义之分。在机关事业单位和国企基本处于饱和状态下，私企将成为当前和未来参加公积金的主力军，例如，2018 年公积金新开户 1990 万人，其中私企占 50%（994 万人），这说明，在未来的扩大时覆盖面过程中，私企占比逐渐提高，而且速度还是挺快的，在 2014 年，当年新开户的缴存职工中，来自私企的比例仅占 13%。在正规就业群体中，对没有参加公积金的职工来说是不公平的，但覆盖面的扩大需要一个过程，国家在扩大公积金覆盖面方面多次发布文件，需要雇主和雇员以及全社会的共同努力，社会保险覆盖面也经历了这样一个过程。例如，城镇企业职工基本养老保险在 20 年前覆盖人口

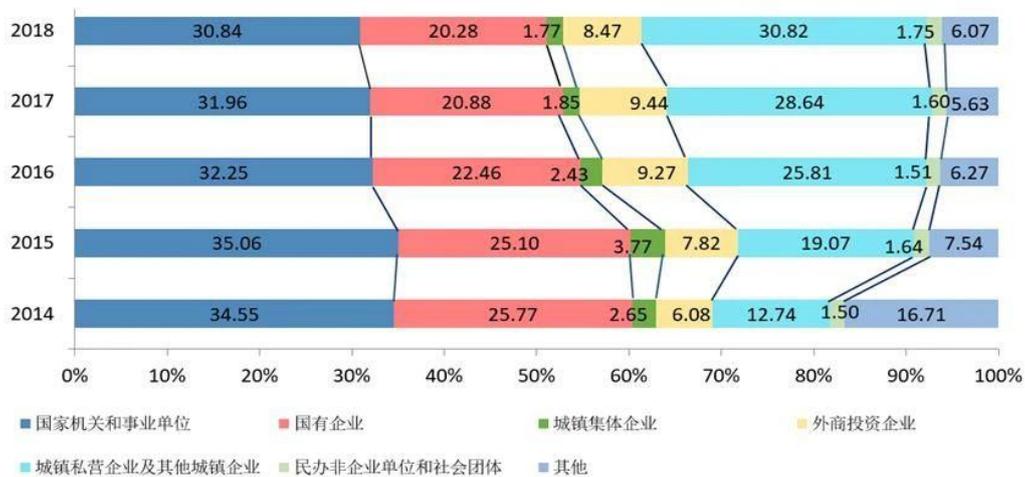
只有 1.36 亿，而 2019 年高达 9.67 亿。但如果取消了公积金，没有加入的职工和已经加入的职工就都永远失去了机会，只要这个制度存在，机会就存在。

图 3： 2018 年按单位性质分新开户职工人数占比



资料来源：《全国住房公积金 2018 年年度报告》，图 6。

图 4： 2014—2018 年按单位性质分缴存职工人数占比变化



资料来源：《全国住房公积金 2018 年年度报告》，图 5。

### 三、住房公积金制度存在的 2 个主要问题和 4 个改革方案

上面我们对保全公积金制度存必要性做了分析，下面我们考察一下公积金制度存在的主要问题。2020 年 3 月 18 日刚发布的《中共中央国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》指出：

“改革住房公积金制度”。我个人认为，这是中央对住房公积金最有权威的最新的定调，态度是十分明晰的，那就是“改革”，而绝不是什麼“取消”，我表示完全赞同。既然中央态度依然明朗，要改革，我们就应该先明确公积金存在问题是什麼，然后再讨论解决问题的办法是什麼，而不是什麼取不取消的问题，也是什麼改不改革的问题，问题是一定要改革，只有改革才有出路。

公积金存在的问题可能很多，比如，无购房需求的年龄偏大的职工是否有权利退出、在上限之内缴存比例职工个人是否有权利选择，等等。但是，我觉得，住房公积金一直以来存在的最大问题有两个：一是投资手段单一，收益率太低，例如，2018年增值收益率仅为1.56%；增值收益率太低直接导致的后果是职工缴存款利息太低，仅按1.5%计息。如按市场化投资收益率来算，损失巨大。以2018年结余资金8023亿元为例，假如将其委托给全国社保基金理事会来投资并假定收益率按6%来计算，这一年的利息收入将高达280亿。所以，二十多年下来，利息损失要有几千亿元。对职工个人来讲，1.5%的计息水平远没能跑赢通胀率，贬值风险十分明显，账户缴存资金眼睁睁看着每年在缩水；1.5%的计息水平低于社会平均工资增长率至少10个百分点，造成的“福利损失”每几年就翻一番，在过去的22年里，单位配比缴费几乎相当于“白交”。在过去的22年里，工资增长率加上人口增长率超过14%，这是“生物收益率”，也叫做“内部收益率”（我们大致可将其理解为实际购买力），减去1.5%的计息水平，每年的“福利损失”至少要在12%以上，22年下来，职工的福利损失是

天文数字。从全社会的角度看，这是巨大的社会福利损失，是社会财富的“转移”。第二个问题是统筹层次太低，贷款率高的地区（比如，天津 99.5%）和低的地区（比如，青海 78%）之间不能在全国范围内调剂使用结余资金，从全社会的角度看，资金管理层次太低和地区割据降低了结余资金的“互助”效率。

鉴于上述分析，我的看法是，公积金制度存在问题，但我们不能因噎废食，对公积金存在的问题要尽快解决，不能视而不见，否则就是对缴存职工的不负责任，从某种角度讲，是用价格低廉的优质资产“养肥”了国有银行。既然有学者提出了取消公积金的动议，决策者就应该有紧迫感，抱着对人民利益负责的高度责任感尽快行动起来，不要让一个很好的民生制度长期成为一个“软肋”。为割除上述两个主要弊端，我提出四个改革思路或说四个改革选项，这四个选项由易而难，第一个改革思路最容易，最后一个改革最难。

第一，在不改变住房公积金中心目前行政事业单位性质的条件下扩容功能和优化结构。这是一个改良方案，是最容易、最便捷的方案，现存体制机制不做任何改变。“改良”的领域包括：在目前体制机制一切都不变的情况下，完全可以搞协议存款，这样起码可将利率提高到 3.5%左右，实行起来很容易，很简单，完全是决心问题，不是体制机制问题。待过渡一段时间之后，可进一步改革投资体制，比如，可采取城镇职工基本养老保险基金委托全国社保基金理事会投资的模式，由各省分别与全国社保基金理事会签约并商定投资收益率等具体事项，真实投资收益全部作为利息分配给缴存职工。在业务范围上，

允许一、二线城市公积金中心利用增值收益等资金直接投资持有租赁住房，支持缴存职工通过租赁解决住房问题；在缴存上扩大覆盖面，覆盖城市务工者、甚至自由职业者等人群；在统筹层次上提升到全国统筹，加强各城市间资金互融互通，缴存职工可以异地接续缴存、异地提取使用、贷款；在提取使用上建立新的配贷机制，向中低收入群体倾斜，加大对租赁住房支持力度；在运行机制上提升效率，简化提取使用手续；在监管上加强依法公开，定期披露信息。

第二，改组成立全国独立法人的政策性非银行金融机构“国家住房公积金管理公司”（美国“两房和吉利美”的思路）。国家住房公积金管理公司以国家信用在资本市场发行债券和证券，做大资金池，为老百姓使用住房公积金提供流动性支持和政策性担保；在资金使用上，国家住房公积金管理公司不直接发放贷款，而是采用为缴存职工提供低息、长期信用担保的方式支持缴存职工基本住房需求，缴存职工在获得公积金管理公司担保后可以选择任何一家公积金中心和商业银行获得贷款。此方式可促进公积金中心和商业银行之间的竞争，提升缴存职工获得住房贷款的效率和服务水平。同时，国家住房公积金管理公司通过批量收购公积金中心和商业银行的住房抵押贷款资产为其源源不断的提供资金。在房价较高的一、二线城市，通过贷款或直接投资方式支持租赁住房建设运营，促进“租购并举”。建立全国统筹机制和全国住房公积金资金管理平台，实现全国通存通兑和同业拆借；在运行机制和监管机制上，按照金融机构法人治理结构的方式运行，并接受监管。

第三，改组成立政策性国家住房银行（中国邮政储蓄银行的思路）。这是在借鉴发达国家住房储蓄银行模式的基础上，将全国公积金中心改组为全国统一的独立法人金融机构，各省市公积金中心改组为国家住房银行的分支机构，并以国家信用在资本市场发行债券和发行证券；开展政策性住房储蓄业务，建立差别信贷机制，向中低收入群体提供更优惠的住房金融支持，可异地缴存接续，异地提取使用、贷款；向租赁住房建设发放项目贷款。在运行机制上按照现代金融机构法人治理结构运行，建立激励机制，促进效率提升、风险可控；在监管机制上按照政策性金融的监管机制，住建部负责住房政策规则的制定和监管，央行、银监会负责银行业监管规则的制定和监管。

第四，与企业年金合并，整合为综合公积金制度（新加坡中央公积金的思路），这是最难的一个选项，因为涉及到部际协调。凡是涉及部际协调的，都是难度非常大的。这项改革还难在职业年金和企业年金的属性存在很大差异性，因为职业年金对机关事业单位人员来说，属于工资的组成部分，为了改革，从工资里硬是人为分离出来一个层级“职业年金”，所以，它可以被视为是“强制性”的职业年金，是人手一份的。而企业年金则是“外生”的，是自愿的，是附加上去了一个福利，重要的是，覆盖范围很小，目前参与职工全国还不到 2400 万人，尤其是，近五年来，扩大覆盖面的进程基本处于停滞状态，五年了几乎处于“零增长”状态。从理论上讲，为了应对人口老龄化，应遵循全生命周期原则，公积金制度可以兼顾城镇居民在住房、养老两方面资金需求，在全国建立统一的个人公积金账户，按照住房和养

老分设两个子账户，住房账户实行“低存低贷”，租赁住房或购买住房的可提取使用住房账户资金，当职工无公积金贷款或无住房消费需求时，住房账户资金转移至养老账户。成立政策性非银行金融机构，统一负责综合公积金资金池的投资运作，发挥目前住房公积金和企业年金的双重作用。但是，事实上，由于这项合并设计到两个部委，很难协调，别说涉及到两个部委，就是职业和企业年金都属于一个部门负责的事情，合并也是很难的，因为他们的属性存在较大差异性。

表 2：住房公积金改革面临的 4 个选项方案

|                                | 方案一：<br>原地改革   | 方案二：<br>国家住房公积金<br>管理公司                     | 方案四：<br>国家住房银行                        | 方案五：<br>综合公积金制度                           |
|--------------------------------|--|---|---------------------------------------|---|
| 住房公<br>积金改<br>革面临<br>的可供<br>选项 | 这是一个改良方案，是最容易、最便捷的方案，现存体制机制不做任何改变，只是进行“功能性”改良  | 美国“两房和吉利美”的思路，在运行机制和监管机制上，按照金融机构法人治理结构的方式运行 | 中国邮政储蓄银行的思路，将全国公积金管理中心转制为全国统一的政策性专业银行 | 与企业年金合并，建立综合公积金制度，下设住房子账户、企业年金子账户，可相互转移资金 |
| 难易程度                           |  |   |                                       |   |

资料来源：作者制作。

鉴于上述分析，我的意见是先易后难，从最容易改革的第一个方案入手，就地改革，原封不动，体制机制和单位属性都不做改变，只是增加功能，这可以叫做“功能性”改革，这种改革，在住建部内部就可以实施，基本不用申报批准，过渡一段时间，在这个过渡期内，在中央统一部署之下，看下一步如何改，是准银行金融机构的路子，还是一步到位改组为国家住房银行，或强行与企业年金合并？到那个时候听中央的决定。那么，眼下，刻不容缓地是立即就地改革，先把协议存款等业务搞起来。

## 杨燕绥：有自住房的人可将住房公积金并入企业年金、职业年金



杨燕绥：中国养老金融 50 人论坛核心成员、清华大学教授

### 一、从公共政策的视角看住房公积金制度

公共政策有三个角度，即社会背景、政策目标、政策措施。

一看社会背景。在 20 世纪九十年代，我国结束了“福利分房”，开启“福利售房”，逐步走向住房准市场化。福利售房有两个含义，即保障住房、准市场化运营。通常有两个选择——“补人头”或“补砖头”。“补人头”是政府给需要买房的人提供补贴；“补砖头”是通过控制地价房价保障居民买得起住房。作为公共政策，“补人头”

---

本文选自微信公众号“网易研究局”2020年6月16日。

要精准掌握有购房需求和资格的人；“补砖头”可能会导致市场投机行为，有些人会买第二套、第三套房，甚至去炒房地产。届时中国选择了“补人头+互济”的形式，建立了住房公积金制度，通过税收减免、单位供款和个人缴费的公积金方式，补贴供养家庭的职工积累购房款，带有社会互济性质。可以说，住房公积金制度是中国福利分房进入住房市场化改革的配套措施，是住房保障的制度安排之一。按照郑秉文老师的调研报告，有 1.44 亿缴存者，私营企业职工占 30%以上，约有 5500 万人受益，并享有较低的贷款利息。

目前，有声音建议取消住房公积金，也有人认为住房公积金还未完成使命，不能取消。二者均从一个方面看问题，准确的说，对于还没有解决自住房的人来说，住房公积金制度没有完成使命；对于已经有自住房的人来说，其使命已经完成。

二看政策目标。住房公积金到底要解决什么问题？住有所居是社会保障面临的七大社会风险之一，保障内容是自住房（首套用于居住的房子），通常由家庭供养人口、人均面积、购房还贷需要多少年等条件组成。20 世纪九十年代，出台住房公积金政策，可以看作是结束福利分房，向住房市场化过渡的权宜之计。

是住房保障措施、还是职工福利，一开始就不太清楚，那时候公共政策比较粗放，只有进入规定，没有退出机制。1999 年颁布的《住房公积金管理条例》第 24 条规定的提款内容很宽泛；“偿还购房贷款本息的规定”与“建造、购买、租赁自住房”是并列项；在退休、出国定居、死亡等条件下均可以一次性提款。当时，有很大一部分人

参加者已经拥有福利房；后来很多人购买住房后还继续缴费，以获得单位配款。我这些年利用 PMA 课堂进行问卷访谈，发现很多人已有自住房，将住房公积金视同附加工资和沉睡的福利。今后，有些人自出生即拥有房产，他们还要参加住房公积金计划吗？如果放弃住房公积金，可能具有被录用的优势。

## 二、以权益置换的方式进行改革具有帕累托改进效果

三看政策措施。住房公积金何去何从？有保留、改革和取消三个声音。福利具有刚性，不宜取消，何况还有很多人需要它。我的建议是，按照个人财务生命周期，先买房、后存养老金，与企业年金和职业年金打通，这属于存量福利改革，通过重新优化资源让很多人受益，即福利经济学的帕累托改进。在明确政策目标之后，就涉及到如何去完善制度安排。

第一，保留住房公积金制度。但需要依法明确其保障自住房的政策目标，完善相关的制度安排，如提高统筹到省一级、异地购房提款等、拥有自住房后如何退出等。

第二，对于拥有自住房问题的人，建议将住房公积金（福利权益 A）转为企业年金或职业年金（福利权益 B），通过权益置换实现帕累托改进效果。20 世纪 70 年代以来，伴随人口老龄化和经济发展放缓，各国计入存量福利改革阶段，帕累托（意大利福利经济学家，18—19）改进理论研究比较丰富，即指在不减少一方福利的同时，通过改善资源配置提高更多人的福利。如此改革方案的好处如下：一是解决 2 亿多企业职工拥有企业年金的问题，提高企业年金覆盖面，解决

养老金第二支柱新双轨制问题；我国企业年金运营了 15 年，覆盖率较低，今年可能职业年金规模会超过企业年金，这不正常；在企业年金发展后劲不足的社会情况下，通过住房公积金权益置换的方式支持企业年金发展，也算是亡羊补牢。二是解决机关事业单位为职业年金的筹款问题。单位职业年金配款约占工资的 8%，有些小型事业单位如职业学校，筹集这笔钱很困难，为此需要涨学费，通过权益置换可以解决事业单位筹款问题，少涨学费；解决机关筹款问题，减少纳税人的负担。

第三，保留低费率。目前住房公积金的费率为个人工资的 5%-12%，双方共计 24%，这笔钱用于购房是杯水车薪，储存养老金要看时间价值，不需要给用人单位和养老金市场太大压力。保留 5%费率，双方缴费共计 10%，约为 1.5 万亿元人民币/年进入养老金市场，由此给用人单位较少供款负担 7%，增加职工年可支配收入 7%。

综上所述，中国在 2025 年之前进入深度老龄社会。在 2022 年以后要面对“63 婴儿潮”男职工退休高峰（2012 年是女职工退休高峰）的冲击。中国需要通过改革创新解决持续发展问题，粗放的、不均衡的福利政策需要改革。先买房、后存养老金，关注个人财务生命周期是以人为本的改革，符合民生需求。如果能够抓住这个时机，把一个沉睡的福利唤醒，助力企业年金和职业年金的发展，从而完善国家养老金制度结构和体系，提高更多人的养老金充足性，就是积极老龄化的创举，具有一举多得的公共选择效果。

## 董登新：建议三金合一，打造中国版 401K



董登新：中国养老金融 50 人论坛核心成员、武汉科技大学教授

2020 年 5 月 18 日，中共中央、国务院发布《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》，该《意见》在“完善覆盖全民的社会保障体系”部分，明确指出：大力发展企业年金、职业年金、个人储蓄性养老保险和商业养老保险；加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，改革住房公积金制度。

今年两会召开之际，关于住房公积金存废与改革争议，再次浮出水面。实际上，早在 2012 年，我提出了将住房公积金与企业年金合并的政策主张；在 2015 年职业年金推广后，我又提出将住房公积金

---

本文选自微信公众号“养老与金融”2020 年 5 月 21 日。

与企业年金、职业年金三个制度合并为一个制度，取名“强制公积金”。

众所周知，我国“缴费型”社会保障制度，主要包括“五险三金”。

“五险”是指基本养老保险、医疗保险、失业保险、工伤保险、生育保险；“三金”是指住房公积金、企业年金、职业年金。其中，“五险”属于社会保险，是基本保障或底线保障，“三金”则是补充型保障。

从表面上看，“五险三金”名义费率确实很高，但由于企业年金覆盖面窄、形同虚设，再加上“五险”费基缩水（打6折），还有一些中小企业拒绝参保，因此，高名义费率背后，实际上低参保、低缴费，形成了苦乐不均、鞭打快牛的不公平现象，从而导致制度的公平性和可持续性严重受损。

自2015年下半年国务院决定社保降费以来，社保降费力度不断加大，截止2019年底，职工基本养老保险用人单位缴费累计下调4个百分点至16%，失业保险、工伤保险及生育保险三个“小险种”合计的总费率已从5%降至2%左右，但不排除职工基本养老保险单位缴费最终将有可能降至12%，如此大幅的社保降费，一定会导致补充型保障制度“三金”之间的整合，三金长期“分立”、“并存”的可能性不大。因此，社保降费是重大历史机遇，我们必须主动出击，进行顶层设计，整合“三金”制度。

### 一、三金并存：制度重复建设、两极分化叠加

住房公积金是我国城镇职工的一项社会保障福利，由国家住建部

分管，它具有住房保障和补充养老的双重功能，自 1991 年试点以来，尤其是自 1998 年我国房改及房地产大开发启动以来，该项福利制度深入人心，形成了较高的社会知名度，在三金中，它的覆盖面与参加率是最高的，其中，它在国家机关、事业单位实现了百分之百的全覆盖，在国企和上市公司，甚至包括其他大中型企业也基本上实现了全员覆盖，不过，大多数中小企业并没有缴存住房公积金。

企业年金则由人社部分管，它具有单一的补充养老功能，只能适用于企业，在实施上它不具有强制性。企业年金同样是从 1991 年开始试点的，但与住房公积金相比，它一直发展缓慢，几乎形同虚设。企业年金社会知名度低，覆盖面窄，只有少数大企业执行，这再次叠加并放大了收入分配的两极分化。

职业年金也属人社部分管，同属补充养老功能，它是机关事业单位职工的补充养老金。作为性质完全相同的补充养老计划，我们却设立了企业年金和职业年金两套制度，人为形成了补充养老“双轨制”：企业年金是自愿的，而职业年金是强制性的全覆盖，对企业工人来讲也是制度的不公平。

表 1 “三金” 并存费率水平

| 三金    | 雇主缴费    | 雇员缴费    | 合计费率     |
|-------|---------|---------|----------|
| 住房公积金 | 5%至 12% | 5%至 12% | 10%至 24% |
| 企业年金  | 0-8%    | 0-4%    | 0-12%    |
| 职业年金  | 8%      | 4%      | 12%      |

注：职业年金单位缴费又分区为两类账户管理。

很显然，上述“三金”制度虽然都是补充型社会保障福利，但三者却是各自独立的，并分属国家住建部及人社部管理，各自为阵，相

互之间无法进行有效整合，从客观上讲，这使得三项制度从一开始就存在制度上的重复建设、多头管理、苦乐不均的“病根”。

实际上，“三金”作为补充社会保障福利，大企业雇员大多拥有不菲的住房公积金和企业年金，机关和事业单位职工也拥有全覆盖的住房公积金和职业年金，而大多数中小企业雇员则基本上没有住房公积金，更不要谈什么企业年金了。因此，从补充型社会保障制度来看，它不仅存在地区之间与行业之间的巨大差别，而且还存在企业之间与雇员之间的巨大悬殊、苦乐不均。

## 二、三金整合时机及可行性

在社保降费、企业减负的大背景下，为了提高社会保障资源的利用效率，我们有必要进行制度整合、顶层设计。

大家知道，住房公积金、企业年金、职业年金同属缴费型、补充型社会保障福利，三金都具有“补充养老”功能，但三金并存，存在明显的制度重复建设，它会进一步扩大收入分配两极分化，因此，三个制度各自修修补补的意义和作用均不大。我们有必要抓住社保降费的历史机遇，对三金制度进行整合，将“三金”合并为“强制公积金”（简称“强积金”），统一强制执行，有利于广覆盖、均贫富，这更有利于制度设计的公平、效率与可持续性。

事实上，在美国，以401(k)为代表的补充养老金制度（相当于我国的企业年金和职业年金），可为财务困难的受益人提供首套房、租房、医疗、教育贷款，或者允许“困难提取”。这十分类似于我国住房公积金制度的功能。因此，将“三金”整合为“强制公积金”，

可借鉴美国 401 (k) 经验，将“住房保障”功能放在前端，将“补充养老”放在终端。

表 2 中国住房公积金与美国 401 (k) 计划比较

|        | 中国住房公积金        | 美国 401 (k) 计划 |
|--------|----------------|---------------|
| 性质     | 补充型社会保障        | 补充型社会保障       |
| 功能     | 住房保障/补充养老      | 补充养老/住房保障     |
| 强制性    | 强制             | 自愿            |
| 缴费形式   | 雇主、雇员缴费        | 雇主、雇员缴费       |
| 正常退休年龄 | 50 岁、55 岁、60 岁 | 66 岁          |
| 罚税提取年龄 | 无              | 不足 59.5 岁     |
| 购房贷款   | 允许             | 允许            |
| 提取条件   | 购房、租房、退休       | 首套房、租房、退休     |
| 税制     | EEE            | EET           |

注：401 (k) 计划拥有“房贷”功能。

他山之石，可以攻玉。在中国，我们完全可以采用制度嫁接、制度整合的方式，将企业年金、职业年金和住房公积金制度“三合一”，构建一个统一的、强制的、普惠的补充保障制度。通过制度整合，我们借助住房公积金制度现有的人气和知名度，可弥补现行企业年金制度形同虚设、无法全面推广的缺憾；同时，我们借助企业年金和职业年金的补充养老属性找到了住房公积金为什么“退休提取”的充足理由。通过“三金”制度整合，既能有效降低企业福利成本，又能最大限度确保雇员福利的公平与规范。整合后的强制公积金，既具有住房保障功能，更具有补充养老功能。这就是中西合璧的中国特色的“强制公积金”。

### 三、三金整合路径与制度安排

只有“三金合一”，才能打造高起点的“强制公积金”，从而形成兼顾住房保障与养老保障双重功能的补充保障制度。

笔者建议，强制公积金制度设计的基本思路，可作如下安排：

(1) 制度定位：住房保障、补充养老双重功能。

(2) 强制设立、强制参与。所有用人单位或雇主必须为其雇员设立强制公积金账户。参加者的资格标准：年满 18 岁，而且工龄满一年。

(3) 缴费方式、缴费标准。强制公积金缴费是税前缴费，由雇主与雇员匹配缴费，双边费率均设定为雇员工资的 8%—13%，并同时设立年度缴费最大限额（各年标准按 CPI 涨幅进行指数化调整）。

(4) 账户开放规定。雇员在 45 岁之前，个人账户允许对外开放、社会统筹、互助共济，但直系亲属之间有优先调剂权。账户资金统筹使用或相互调剂产生的“增值收益”应该划归账户所有者，而且增值收益计入个人账户时不征税。

(5) 账户封闭规定。当雇员年满 45 周岁后，必须封闭个人账户，不再对外开放、不再对外调剂，但仍需继续缴费至退休为止。这时，住房保障功能自动转换为补充养老功能。

(6) 购房或租房贷款规定。强制公积金缴存人可以向自己的个人账户贷款，贷款只能用于购买首套房或改善性住房，也可用于支付自住房租金，但借款必须按照既定利率按季或按月还本付息，并直接归还至自己的个人账户。

(7) 正常提取年龄规定。为了照顾弱势群体，正常提取年龄设定一般早于正常退休年龄。考虑到延迟退休的需要，强制公积金正常提取年龄可设定为 55 岁。也就是说，当年满 55 周岁提取公积金时，只需要缴纳个人所得税，但不会罚税。强积金强调补充养老的长期储

蓄功能，不鼓励提前支取。但只有一种情形可以例外，这就是“困难提取”。

(8) 困难提取规定。当雇员出现首套房购买、租房、医疗、教育等支出困难时，如果没有强积金贷款记录，可以从个人强积金账户中进行“困难提取”，但提取金额必须缴纳个人所得税。此外，如果账户所有人不满 55 周岁（正常提取年龄），则需要加征 10% 的惩罚税。

(9) 退休提取规定。如果雇员退休时，可以一次性提取账户中的全部余额，或是转换成“人寿年金”分期按月提取。由于强制公积金缴费是税前缴费（E），投资收益同样免税（E），因此，退休提取时，应缴纳个人所得税（T），这就是所谓的 EET 税制。

笔者认为，中国养老金的最大缺口，是体制性缺口或结构性缺口，而不是单一的社会养老保险基金的收付缺口。若要弥补这一缺口，最根本的对策就是要降低“五险”费率，做大做强补充养老金（包括个人储蓄性养老金）。最后需要说明的是，中国特色的强制公积金在性质上属于社会保障体系的第二柱，它同时具有住房保障与补充养老的双重功能。整合后的强积金，既有现行住房公积金的强大人气和制度基础，同时又有现行企业年金和职业年金的补充养老功能。由此可见，这种“三合一”的制度整合与改造，有利于提高社会福利资源的整体效率，充分有效地体现社会公平与正义，同时，还能在短期内快速做大做强中国式补充养老总储备，这是一举多得的制度整合。

## 苏 罡：固守本源，以进固稳 助力养老保障事业高质量发展



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

我国经济正处于由高速发展转向高质量发展的关键期。面对当前常态化疫情防控、金融结构性改革以及中美贸易摩擦等复杂多变的内外部环境，如何进行有效配置资源、持续增强资源要素市场的核心竞争力，是广大金融从业者必须充分思考和努力完成的重要任务。党的十九大以来，我国经济金融运行保持战略定力，市场约束机制发挥更大作用，审慎经营理念不断强化，多层次资本市场构建继续完善，金

---

本文选自微信公众号“中保登业务”2020年5月29日。

融服务实体经济效果明显，金融对外开放步伐加快。在当前全球经济衰退压力显著、各国推出大规模财政和货币政策刺激计划的背景下，我国经济保持稳健运行，监管部门围绕“六保”、“六稳”精准施控，各市场主体活力得到激发。

展望未来，高质量发展要求金融行业的经营改变过去粗放管理和监管套利的思维定式，不断精益求精，通过差异化发展和合理风险承担下的价值挖掘，与实体经济共同成长。随着我国改革开放进入深水期，各行业自主创新、技术研发突破和商业模式探索将逐渐成为发展的主流模式，实体企业对长周期资金、金融基础设施建设、综合融资模式、风险管控等方面的复合金融服务要求不断提高。包括养老金在内的保险资金具有资金来源稳定、久期长等特征，是新形势下服务实体经济的主导金融力量之一。在转换新旧动能、市场化配置资本市场要素等方面，保险资管应继续聚焦聚力服务实体经济。保交所、中保登、银保信等保险业重要基础设施的建设发展，为保险资管机构提供了一个深入对接市场、服务实体经济的平台。今后，各类型机构将在产品、机制、服务等方面不断加强协同，提升保险资管业的服务水平和运作效率。

## 一、保险资管业实现稳健发展

### （一）中国资产管理业的发展态势

过去十年，我国大资管行业发展迅速，整体规模从 2009 年的 10.64 万亿元增至 2019 年的 116.12 万亿元。其中，2013-2016 年的高速发展期，影子银行和表外通道业务导致一定程度的资金空转，模

糊了资管与资金池业务的界限，产生了期限错配、风险错配、融资成本错配等系列问题，降低了服务实体经济的效率。随着我国经济的发展，这种粗放管理方式的弊端越发明显。

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》系列政策发布以来，大资管环境逐步得到规范，资管生态趋向多元化，在统一监管和功能监管的背景下，包括理财、保险、基金、信托在内的大资管融合发展，将在产品设立、资产配置和养老产业等领域打开广阔合作空间。保险资管作为资管行业的重要组成，其规模占比也走出 U 字形，从 2018 年 11.4% 的低位升至 2019 年的 15.6%。未来，保险资管将持续不断的秉承服务实体经济发展的理念，审时度势地优化保险资管配置结构，在久期匹配、绝对与相对收益平衡、资产负债管理、大类资产配置、多元化分散投资等方面加强能力建设，高质量服务保险和第三方业务，积极拥抱科技创新，不断探索自身商业模式和体制机制的创新。

## （二）保险资管业的资金运用特征

截至 2019 年，35 家中资协调研的保险资管机构管理总资产规模达 18.11 万亿元，较 2018 年末总资产管理规模增长 16.45%，为近四年来最快增速。资金来源方面，保险资金规模达 14.01 万亿元，占比 73.95%，相比 2018 年下降 3.19 个百分点。而第三方资金占比持续上升，共计 4.93 万亿元，占比 26.05%，其中第三方保险资金 1.17 万亿元，银行资金 0.63 万亿元，养老金管理投资规模共计 2.64 万亿元。得益于职业年金市场化运作和养老保障产品的发展，2019 年养老金

市场规模增速比其他类型资金增速高出近 30 个百分点，增速排保险资管行业首位。资产配置方面，保险资管整体结构稳定，主要配置有：银行存款占比 13.3%，债券占比 37.7%，股票直投占比 7.6%，公募基金占比 4.3%，以债权投资计划为主的金融产品占比 19.3%，各类股权投资占比 6.9%等。

### （三）养老金管理的政策机遇期

保险资管资金的一个重要组成部分是养老金。近几年，我国养老金市场化运作步伐加快。第一支柱方面，截至 2018 年末，社保基金资产总额 2.235 万亿元，基本养老保险累计结存 5.815 万亿元，且 2019 年的基本养老保险基金委托投资到账金额已达 9081 亿元。另外，国有资本划转基本养老保险的工作稳步推进，目前划转资产已达 1.1 万亿元。第二支柱方面，2019 年企业年金积累规模 1.799 万亿元，职业年金实际投资管理规模近 5000 亿元。第三支柱方面，个人养老金市场处于发展的萌芽阶段，目前个人税收递延型养老保险和目标养老基金的合计规模在两百多亿元。整体上，预计 2019 年末我国的养老金整体规模达 12 万亿元，市场化运作规模在 7 万亿元左右，成为资本市场不可忽视的长期资金。

在我国经济由高速发展向高质量发展转变的过程中，我国面临着人口老龄化、城乡一体化、城市群发展和社会新业态发展等新形势、新问题。应对人口老龄化已上升为国家战略；推进市场化要素配置，推进养老金二、三支柱市场发展成为政府重点工作。银保监会等印发的《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》和《关于促进

社会服务领域商业保险发展的意见》等政策，形成了养老金三支柱顶层设计方案。新形势下，养老资金将积极应对，兼顾绝对收益与相对收益要求。通过不断加大对多资产配置探索，以长期资金促进实体经济高质量发展。积极运用股权、债权投资计划等各类保险资管产品的形式，形成多套处于收益风险有效前沿的组合方案，满足不同类型投资人的风险偏好，提升养老金融服务能级。

## 二、保险资管业积极服务实体经济

### （一）保险资金在新冠疫情下展现责任担当

在政府和监管部门的领导下，保险资管业众志成城，凝心聚力，全力以赴打赢打好疫情防控阻击战。通过勇担社会责任，发挥长期资金稳定市场的功能，为支持经济社会恢复发展提供了强有力的金融支持，为保障经济平稳运行和行业可持续发展做出贡献。长江养老从管理养老金等长期资金的角度出发，从根本上维护受益人利益，冷静应对市场短期波动，保障所管理的长期资金稳健运行，助力资本市场稳定大局。同时，我们聚焦疫情最严重的湖北地区，开展多举措支持企业复工复产，履行公司在特殊时期的使命担当，其中包括：认购三项合计约2亿元的中小企业专项疫情防控债；向湖北某高科技企业提供5亿元融资，帮助其恢复日常经营生产；对涉及方舱医院等疫情防治的项目，公司快速响应开启产品设立绿色通道等。

### （二）保险资管行业聚力服务实体经济

保险资管业除通过标准化金融市场为实体企业提供资金支持外，主要还通过另类投资和纾困专项产品等方式助力国家战略项目和工

程。针对这类保险资管产品在交易透明度、流动性、信用增信等方面的问题，中保登通过提供全流程电子化处理、储架式发行机制、净值化处理以及打通与银行等代销机构的信息通道等措施，有效增强了机构服务实体经济的效率和深度。在债权计划方面，稳定性较高的保险资金与体量大的实体经济项目能够天然对接，形成的产品结构透明简单，不存在嵌套并且信用风险较低。在公路、交通、能源、城市建设等行业，各家保险资管公司的投资计划对“一带一路”、高铁建设、战略性交通网建设等领域加以有力支持。股权投资方面，总体上，截至2019年6月，保险资管在服务国家战略方面涉及支持长江经济带建设5641.55亿元，支持棚户区改造1848.36亿元，支持京津冀协同发展2439.72亿元，支持振兴东北老工业基地政策469.12亿元，绿色金融方面融资近8000亿元，并且形成了一批体量达千亿元的针对高端制造和中小微企业的支持项目。

### （三）养老金管理持续探索对接实体经济

近年来，在监管部门的大力支持下，养老金管理行业在服务实体经济方面进行了诸多积极探索。第一支柱方面，基本养老保险基金持续加大实业投资力度。基本养老保险基金投资范围中包括可以通过适当方式参与国家重大工程和重大项目建设投资。近年来，全国社保基金理事会作为受托人，切实加大了实业投资力度，通过21家投资管理人的积极参与，投资规模和质量持续提升。第二支柱方面，企业年金、职业年金直接对接实体经济的产品通道顺利打开，助力实体经济效果显著。在职业年金市场中，养老金发挥资金属地特性，系统地服

务于地方经济发展，推动职业年金对接地方优质项目。例如，长江养老在山东职业年金5号计划中，以职业年金投资湖北交投的基础设施债权计划，成为了全国省级职业年金对接地方经济的首单。另类产品发行方面，养老金管理机构在政策指导下不断探索服务形式的创新。例如，长江养老成立至今通过发行债权投资计划累计已募集资金约1000亿元，这其中30%左右为企业年金基金提供了配置机会。2019年12月，“长江养老-中和农信支农支小资产支持计划”在中保登完成注册，成为中国银保监会实施资产支持计划注册制后，中保登正式审批的全行业首单资产支持计划产品。该产品为长江养老积极响应国家关于金融机构加大扶贫力度、积极服务实体经济相关号召而设立的创新产品，通过资产证券化形式助力中和农信开展“支农支小”的小额信贷业务，是保险资金助力解决社会融资难、融资贵与社会信用体系建设的重要尝试。

未来，养老金管理机构将按照银保监会政策方向，探索其他形式的有效服务实体经济方式，例如将研究配置金融资产投资公司发行的债转股投资计划等。

### 三、保险资管业的未来展望

#### （一）资本市场终将重回长期趋势

总结2008年金融危机前后的市场表现可以看到，即便全球股市最深跌幅达到50%，但是两年后主要市场也基本恢复至危机前的点位。债券市场中，大部分利率债和高等级债在危机中表现强势，高收益债虽然回撤幅度达到25%左右，但仅在半年内就基本收复回撤。

## （二）保险资管业的商业模式逐步清晰

在资管新规和金融结构性改革的背景下，保险资管业走上规范发展快车道。随着保险资管新规的发布，保险资管业对管理保险内部资金和第三方资金的理解逐渐深入，通过平衡绝对回报和相对回报的关系，可以形成不同的商业模式。未来，保险资管业将保持以受益人利益为核心和发展出发点，不断完善自身经营特色，在大资管环境下通过差异化竞争，逐步理清适合保险资管业的潜在商业模式。

## （三）保险资管业的金融基础设施建设迎来机遇期

保险资管业的发展，离不开底层基础设施的建设。2017年，根据国家发展要求设立的中保登，成为保险资管业的主要基础设施平台，为保险资管业提供发行、登记、托管、交易、结算等服务，有效提高了资产管理效率，未来将有效提升资产标准化、业务透明化、运用规范化程度。另外，近年来人工智能、5G等科技快速发展，金融科技可落地场景丰富。保险资管机构将积极思考科技在机构运作和金融基础设施方面的应用场景，助力保险资管业牢固基础设施根基。

**导读：**养老金融观点集萃栏目是中国养老金融 50 人论坛成员或研究员就养老金融领域的相关问题发表的文章摘录，旨在分享观点、探究问题、启发思维、推动创新、促进交流。本期我们选编了由中国养老金融 50 人论坛编著的《中国养老金融发展报告 2019》中，由王增强、孙瑜合著的《个人税收递延型商业养老保险：试点成效与未来展望》、由杨董独著的《商业银行布局个人养老金融产品的思考》两篇文章。欢迎大家向本栏目投稿。

## 王增强、孙瑜：个人税收递延型商业养老保险： 试点成效与未来展望



王增强：中国人寿养老保险股份有限公司发展规划部/综合金融部高级主管

本文摘自《2019 中国养老金融发展报告》第 200-222 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

2018年4月2日，财政部等五部门印发《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》，标志着酝酿十年之久的第三支柱税延商业养老保险正式进入政策实践阶段。试点一年来，税延商业养老保险总体实现运行平稳，但是保单总量和保费收入与市场预期还有一定差距，主要存在税优力度较小、受惠群体较少、抵扣流程复杂、投资者教育不足、保险公司营销投入不足等问题。2019年以来，监管部门积极组织行业机构研究论证第三支柱全国试点扩面工作，公募基金、银行理财等金融产品也将纳入个人商业养老账户投资范围。在此背景下，税延商业养老保险要发挥试点先机和保险产品独特优势，加快优化税优制度，扩大覆盖群体，改善税优体验，丰富产品供给，加强营销推广和投资者教育，强化监管与信息披露，把握全国扩面历史发展机遇，推进第三支柱个人养老金提速发展、做大做强。

### 一、税延商业养老保险试点背景与意义

人口老龄化问题已成为日益严重的全球性问题，为应对人口老龄化问题，建立多层次养老保障体系已经成为全球应对老龄化挑战的普遍做法。目前，我国基本形成了三支柱的养老保障制度体系，但是三支柱发展严重失衡，其中第一支柱独大、第二支柱覆盖面小且发展滞缓、第三支柱严重缺位。为推动多层次养老保障体系均衡发展，形成政府、企业、个人共担养老责任的良性机制，加快推动第三支柱建设势在必行。

2018年4月，财政部等五部门联合印发《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》（以下简称《通知》），标志着酝酿十

年之久的第三支柱税延商业养老保险正式进入政策实践阶段。随即，监管部门陆续出台了《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》（以下简称《产品开发指引》）、《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》（以下简称《业务管理暂行办法》）和《个人税收递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》等配套制度，对税延商业养老保险产品开发、税延抵扣、经营管理、产品管理、资金运用等内容进行了规定。

表 1 税延商业养老保险试点制度情况

|   | 试点制度  | 规定内容                                       |
|---|---|--|
| 1 | 《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》（财税〔2018〕22号）             | 明确了试点地区、时间、产品、信息平台以及税优政策等。                 |
| 2 | 《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》（银保监发〔2018〕20号）              | 明确了产品设计原则、产品要素、产品管理等规范要求。                  |
| 3 | 《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点有关征管问题的公告》（国家税务总局公告2018年第21号） | 明确了试点产品缴费税前扣除环节和领取征税环节流程。                  |
| 4 | 《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》（银保监发〔2018〕23号）            | 明确了产品经营管理的规范要求。                            |
| 5 | 《个人税收递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》（银保监发〔2018〕32号）          | 明确了养老保险资金运用在投资范围和比例、投资能力、投资管理、风险管理方面的规范要求。 |

数据来源：根据监管机构公开信息整理。

作为第三支柱个人养老金建设的重要部分，税延商业养老保险试点有助于缓解养老金收支压力。由于基本养老保险实行政府兜底，在收不抵支时需要进行财政补贴，随着人口老龄化不断发展，我国政府财政养老负担不断加重。新一轮减税降费改革已经开始，城镇职工基本养老保险缴费基数的下降，意味着政府补贴压力将进一步加大。推动第三支柱商业养老保险建设，加快建立健全多层次养老保障体系，

将有效减轻养老金收支压力、弥补养老资金缺口，进一步保障和改善民生，促进社会和谐稳定。

作为保险业服务个人养老的重要工具，税延商业养老保险为保险业发展提供刚性支撑。根据国际经验，运用税收优惠政策，积极引导和鼓励居民购买商业养老保险，将直接推动商业养老保险保费扩张，为保险行业发展带来长期资金，提供刚性支撑。根据《中国养老金融发展报告 2018》测算，按照 70% 的参与度，全面落地后每年保费增量在 1500 亿~2000 亿元。这一测算规模，与 2018 年企业年金积累基金规模增量 1891 亿元基本持平，约占 2018 年我国寿险业务原保费收入 20722.86 亿元的 7.2%~9.7%，规模较为可观。

作为个人自主养老的产品载体，税延商业养老保险的推广能有效提高个人未来的养老保障水平。税延商业养老保险是指可以将保费进行税前列支，在领取养老金时再缴纳个税，实质上是国家给予商业养老保险投保人的税收优惠政策，能够在有效缓解个人当下税收负担的同时，进行养老金储备，对第一、二支柱养老金形成有效补充，可以帮助投保人有效抵御长寿风险，避免进入养老金无法满足晚年养老资金需要的困境。

## 二、税延商业养老保险试点政策简析

### （一）试点地区与覆盖群体

#### 1. 试点地区

《通知》决定，自 2018 年 5 月 1 日起，在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点工作，

试点期限暂定一年。

## 2. 覆盖群体

在试点地区，年满 16 周岁并且尚未达到国家规定退休年龄的以下两类人群可以进行投保：

(1) 取得工资薪金、连续性劳务报酬所得的个人，其个人所得税扣缴义务人位于试点地区。

(2) 取得个体工商户生产经营所得、对企事业单位的承包承租经营所得的个体工商户业主、个人独资企业投资者、合作企业自然人合伙人和承包承租经营者，其工资薪金、连续性劳务报酬的个人所得税扣缴单位，或者个体工商户、承包承租单位、个人独资企业、合伙企业的实际经营地均位于试点地区内。

其中，取得连续性劳务报酬是指连续 6 个月及以上为同一单位提供劳务而取得的所得。

## (二) EET 税优模式

税延商业养老保险试点采取的是 EET 模式，即对个人参加商业养老保险时的缴费环节可以按照一定标准税前列支保费，投资环节暂不征收个人所得税，领取环节再按照规定税率征收个人所得税。

### 1. 缴费环节

缴费环节保费可以税前扣除，如果个人在试点范围内两处或两处以上取得所得时，只能选择在其中一处进行保费税前扣除。投保人可选按月或按年交费。

#### (1) 扣除限额

取得工资薪金、连续性劳务报酬所得的个人，其缴纳保费扣除限额为当月工资薪金、连续性劳务报酬收入的6%和1000元孰低办法确定。

取得个体工商户生产经营所得、对企事业单位的承包承租经营所得的个体工商户业主、个人独资企业投资者、合作企业自然人合伙人和承包承租经营者，其保费扣除限额为当年应税收入的6%和12000元之间孰低办法确定。

经测算，月收入在16667元以上的个人可以享受1000元的最高税延金额，年收入在20万元以上的个人经营者可以享受12000元的最高税延金额。

表2 不同收入扣除标准对应表

| 适用人群                | 收入情况（元）      | 扣除标准（元）  |
|---------------------|--------------|----------|
| 取得工资薪金、连续性劳务报酬所得的个人 | 月收入在0~16667  | 月收入*6%   |
|                     | 月收入≥16667    | 1000/月   |
| 个体工商户业主等个人经营者       | 年收入在0~200000 | 年应税收入*6% |
|                     | 年收入≥200000   | 12000/年  |

## （2）扣除流程

取得工资薪金、连续性劳务报酬所得的个人，购买税延商业养老保险，需在中保信平台进行注册登记。个人购买时需自行下载扣除凭证并交由企业经办人员协助办理，企业团体购买时由企业经办人员批量下载扣除凭证并统一办理报税。

取得个体工商户生产经营所得、对企事业单位的承包承租经营所得的个体工商户业主、个人独资企业投资者、合作企业自然人合伙人和承包承租经营者，购买税延商业养老保险，需在中保信平台进行注

册登记，自行办理报税。

## 2. 投资环节

投资环节中计入个人商业养老保险账户内的投资收益，暂不征收个人所得税。

## 3. 领取环节

### (1) 领取条件

到投保时约定的开始领取日，并且达到国家规定的退休年龄时即可领取养老年金。

### (2) 领取方式

可以选择“保证返还账户价值终身领取月领（年领）”或“15年或20年固定期限领取月领（年领）”领取养老年金。

此外，税延商业养老保险包括养老年金、身故保险金和身体全残保险金等保险责任。除到期领取养老年金外，当个人身故、发生保险合同约定的全残或罹患重大疾病的，可以一次性领取商业养老金。

表3 领取方式和给付方式

| 领取方式             | 给付方式  |
|------------------|---|
| 1. 保证返还账户价值终身领取  | 1. 若参保人在领取日后生存，则按固定标准给付养老年金，直至身故或身体全残；<br>2. 若参保人在领取日后身故或身体全残，且已给付养老年金小于首次领取时账户价值，则按照差额一次性给付。 |
| 2. 固定期限15年或20年领取 | 1. 若参保人在领取日后生存，则按固定标准给予养老年金，直至领取期限届满；<br>2. 若参保人在固定领取期届满前身故或身体全残，则按照固定领取期内尚未给付的养老年金之和一次性给付。   |

数据来源：根据《产品开发指引》内容整理。

### (3) 领取缴税

领取养老年金、身故保险金或身体全残保险金等税延商业养老保险金时，其中 25%部分予以免税，其余 75%部分按照 10%的比例税率计算缴纳个人所得税。也就是说，领取需要实际缴纳 7.5%的个人所得税，并由保险公司负责代扣代缴领取人应缴的个人所得税。

#### （4）节税与领取测算

下面，以上海市一位 30 周岁男性投保人进行测算。

**节税测算：**按照上海地区社保和公积金共计扣除工资收入 17.5%，并且没有专项抵扣等其他税前扣除项测算。当月均收入为 10000 元时，每月可税前扣除保费 600 元，少缴个税 35.5 元，缴费 30 年共计节税 12780 元。当月均收入为 20000 元时，每月可税前扣除保费 1000 元，少缴个税 100 元，缴费 30 年共计节税 36000 元。数据表明，收入越高，节税效果越好。

**领取测算：**按照连续缴费 30 年，全部购买中国人寿 B1 类产品（初始费用为 1%，保证利率为 2.5%，最高演示利率为 4.5%）测算。如表 4 所示，月交保费 600 元时，按照年复利 4.5%计算，选择终身领取，则每月可领取 1949 元。月交保费 1000 元时，每月可领取 3248 元。

表 4 领取方式和给付水平

| 月交<br>保费 | 利率（年复<br>利） | 缴费 30 年  |          | 领取方式（月领） |        |
|----------|-------------|----------|----------|----------|--------|
|          |             | 累计保费     | 账户价值     | 终身领取     | 15 年领取 |
| 600 元    | 2.5%        | 216000 元 | 317160 元 | 1388 元   | 2027 元 |
|          | 4.5%        |          | 445387 元 | 1949 元   | 2847 元 |
| 1000 元   | 2.5%        | 360000 元 | 528600 元 | 2313 元   | 3379 元 |
|          | 4.5%        |          | 742311 元 | 3248 元   | 4745 元 |

### （三）产品类型与特点

#### 1. 产品类型

保险期间包括积累期和领取期两个阶段。根据积累期收益类型不同，个人商业养老保险产品主要确定为三类，包括 A 类收益确定型、B 类收益保底型、C 类收益浮动型。

表 5 产品类型与说明

| 产品类型       | 产品说明  |
|------------|---|
| A 类收益确定型产品 | 积累期提供确定收益率（年复利）的产品，每月结算一次收益。                                      |
| B 类收益保底型产品 | 积累期提供保底收益率，同时根据投资情况提供额外收益的产品。其中，按月结算收益，为 B1 类产品；按季度结算收益，为 B2 类产品。 |
| C 类收益浮动型产品 | 积累期按照实际投资情况进行结算的产品，至少每周结算一次。                                      |

数据来源：根据《产品开发指引》整理。

## 2. 设计原则

《通知》规定，税延商业养老保险产品按稳健型产品为主、风险型产品为辅的原则选择，税延养老保险产品开发设计应符合“收益稳健、长期锁定、终身领取、精算平衡”原则，满足参保人对养老资金安全性、收益性和长期性管理要求。

其中，“收益稳健原则”强调风险控制，确保养老金保值增值。“长期锁定原则”强调账户资金长期锁定直至退休才可领取，确保用于养老需求。“终身领取原则”强调采用终身领取或不少于 15 年的领取方式，确保应对长寿风险。“精算平衡原则”强调科学确定保障领取水平，确保提供有效保障。

## 3. 产品转换

《产品开发指引》规定，投保人在开始领取养老年金前，可以向保险公司申请并通过中保信平台进行产品转换。产品转换是指将产品

账户价值进行转移，可以在同一保险公司进行，也可以跨保险公司进行。投保人可以灵活选择、组合和转换产品，既可以满足不同投资偏好的投保需求，也有利于市场良性竞争。

此外，《产品开发指引》指出，在试点结束后，投保人向保险公司提出转换为其他金融产品的要求，保险公司应给予支持，为后续公募基金等其他产品纳入个人商业养老账户投资范围留出了政策空间。但是，对于试点结束后，保险产品与其他金融产品之间如何转化等相关问题暂无明确规定。

#### 4. 产品费用

税延商业养老保险产品收取初始费、产品转换费和资产管理费等三类费用。其中，A类、B1类、B2类产品收取初始费、产品转换费，C类产品收取初始费、资产管理费、产品转换费。费率上限如表6所示。

表6 产品费用说明及上限

| 费用项目  | 费用说明                 | 适用产品            | 费率上限                  |
|-------|----------------------|-----------------|-----------------------|
| 初始费   | 按照参保人每笔缴纳保险费的一定比例收取。 | A、B1、B2         | 2%                    |
|       |                      | C               | 1%                    |
| 资产管理费 | 按照产品账户价值的一定比例收取。     | C               | 1%                    |
| 产品转换费 | 同一保险公司               | 同一保险公司内产品转换时收取。 | A、B1、B2、<br>C         |
|       | 跨保险公司                | 跨保险公司产品转换时收取。   | A、B1、B2、<br>C         |
|       |                      |                 | 0.5%                  |
|       |                      |                 | 前3年按3%、2%、1%递降，第4年起为0 |

税延商业养老保险产品作为准公众产品，在产品费用上充分体现了让利于民原则。根据精算规定，万能险收取初始费、死亡风险保险费、保单管理费、手续费、退保费，投连险收取初始费用、买入卖出

差价、死亡风险保险费、保单管理费、资产管理费、手续费、退保费，分红险同样收取一定的附加费用。比较而言，税延商业养老保险产品仅收取初始费、资产管理费和产品转换费，费用项目少，并且费用水平低。以初始费为例，万能险、投连险的基本保险费初始费首个保单年度费用上限是 50%，第五个保单年度后费用上限为 5%。此外，个人分红型年金保险附加费用上限为 16%（分期交费），团体分红险年金保险上限为 10%（分期交费），均明显高于税延商业养老保险产品费用水平。

值得注意的是，《业务管理暂行办法》规定，在销售过程中 C 类产品不得进行利益演示。并且，制度规定年龄大于 55 周岁的人无法购买 C 类产品。参保人每次缴费时，购买 C 类产品不得超过其当次缴费的 50%；进行产品转换时，C 类产品账户价值不得超过其全部产品账户价值的 50%。

#### （四）资金运用管理

账户管理方面，保险公司应当根据税延商业养老保险业务和资金特点，按照“普通账户”和“独立账户”管理要求，实行分账户的资产配置管理和资产负债管理。其中，A 类、B 类产品设立普通账户，C 类产品设立独立账户。

投资范围方面，税延商业养老保险资金投资资产划分为流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产等五大类资产，适用于现行保险资金运用监管政策。

投资比例方面，税延商业养老保险普通账户与其他保险产品普通

账户的投资比例应遵守保险资金运用的比例监管规定，同时单独计算的税延商业养老保险普通账户的投资比例应当不高于大类资产监管比例上限和集中度风险监管比例上限。

委托规则方面，保险公司优先选择具有长期资金管理经验、资产配置体系完善、投资经验丰富、风险管控机制健全的投资管理人。投资管理人应当切实履行主动管理职责，不得进行转委托。

估值管理方面，保险公司及投资管理人应当制定税延商业养老保险投资账户和投资资产的估值管理制度，明确估值程序和技术，健全估值决策体系。C类产品投资账户的估值，应坚持公允价值原则，鼓励使用市值计量，并应当使参保人在产品转换时能够以反映公允价值的产品账户价值进行转换，保障参保人的合法权益。

信息披露方面，投资管理人应当向保险公司主动、真实、准确、完整、及时披露税延商业养老保险投资账户的信息，主要包括资金投向、杠杆水平、收益分配、托管安排及主要投资风险等内容。

### 三、税延商业养老保险试点情况简析

#### （一）机构与产品情况

##### 1. 经营机构

保险公司积极参与税延养老保险试点，截至2019年6月30日，先后5批税延商业养老保险经营机构获得银保监会批准，共计23家保险公司。

表7 税延商业养老保险经营机构情况

| 批 次 | 数 量  | 机 构 名 称  |
|-----|------|--|
| 第一批 | 12 家 | 中国人寿、太平洋寿险、平安养老、新华保险<br>太平养老、太平人寿、泰康养老、泰康人寿<br>阳光人寿、中信保诚、中意人寿、英大人寿 |
| 第二批 | 4 家  | 人保寿险、民生人寿、工银安盛人寿、东吴人寿  |
| 第三批 | 3 家  | 建信人寿、恒安标准人寿、交银康联人寿   |
| 第四批 | 1 家  | 光大永明人寿   |
| 第五批 | 3 家  | 利安人寿、复星保德信人寿、合众人寿  |

数据来源：根据银保监会公开信息整理，截至2019年6月30日。

## 2. 试点产品

截至2019年6月30日，银保监会批准的23家税延商业养老保险经营机构中，已有前四批的20家机构开发的66款产品获准销售。如表8所示，四类产品全部在售的包括中国人寿、太平洋保险、泰康养老等9家保险公司。20家保险公司全部在售A类和B1类产品，B2类有14家机构在售，C类产品仅有12家保险公司在售。

表8 税延商业养老保险在售产品情况

| 保险公司   | A 类 | B1 类 | B2 类 | C 类 |
|--------|-----|------|------|-----|
| 中国人寿   | √   | √    | √    | √   |
| 太平洋寿险  | √   | √    | √    | √   |
| 平安养老   | √   | √    |      | √   |
| 新华保险   | √   | √    | √    |     |
| 太平养老   | √   | √    |      |     |
| 太平人寿   | √   | √    |      | √   |
| 泰康养老   | √   | √    | √    | √   |
| 泰康人寿   | √   | √    | √    | √   |
| 阳光人寿   | √   | √    |      | √   |
| 中信保诚   | √   | √    | √    | √   |
| 中意人寿   | √   | √    | √    |     |
| 英大人寿   | √   | √    | √    | √   |
| 人保寿险   | √   | √    | √    |     |
| 民生人寿   | √   | √    |      |     |
| 工银安盛人寿 | √   | √    | √    | √   |
| 东吴人寿   | √   | √    | √    |     |
| 建信人寿   | √   | √    | √    |     |

| 保险公司   | A 类 | B1 类 | B2 类 | C 类 |
|--------|-----|------|------|-----|
| 恒安标准人寿 | √   | √    | √    | √   |
| 交银康联人寿 | √   | √    |      |     |
| 光大永明   | √   | √    | √    | √   |

数据来源：根据银保监会网站批复信息整理，截至 2019 年 6 月 30 日。

### 3. 竞争态势

各家保险公司的产品形态基本一致，仅在保证收益、产品费用、额外给付等方面存在一定差异，对市场竞争影响不明显。比如，在保证收益方面，A 类产品保证年利率多为 3.5%，中信保诚等为 3.8%；B 类产品保证年利率多为 2.5%，太平人寿 B1 类产品为 2.0%、中意人寿 B2 类产品为 2.25%。在费用收取方面，A 类产品初始费用多为 1%，中信保诚等为 1.5%；多数保险公司内部产品转换不收取费用，中意人寿等收取 0.5%。在额外给付方面，制度规定对 60 周岁之前领取身故保险金和身体全残保险金的投保人额外给付 5.0% 的产品账户价值，中国人寿等则额外给付 7.5%，相当于为投保人缴纳了个税。

根据行业交流数据（以下分析部分均基于交流数据），截至 6 月 30 日，中国人寿、太平洋保险、平安养老、泰康养老等 4 家保险公司保费收入市场份额合计达到 84%。这一方面说明头部保险公司凭借良好的品牌形象、强大的营销渠道和较强的投资能力，在税延试点“跑马圈地”中抢得了市场先机，同时也反映出市场集中度过高，良性的市场生态尚未形成。

## （二）地区承保比较

### 1. 地区特点

上海市、福建省（含厦门市）、苏州工业园区等试点地区集中位

于我国东部，具有经济发展水平较高、城市化水平较高、金融保险市场较为成熟、养老金融需求较强、人均收入较高等特点，有利于税延商业养老保险试点推广。

其中，上海市如今已跃升全国甚至世界经济重要中枢，拥有发达的金融行业；苏州市是江苏省第一经济城市，特别是现代工业非常亮眼；而福建省的民营经济是中国的典型代表。三地发展水平存在一定梯度，又各具特色，分别集中了金融白领、工业蓝领和个人经营者等人群，作为先行试点具有典型意义，也为在全国推广积累了不同经验。

## 2. 保费收入与保单件数比较

截至6月30日，试点地区共计保费收入1.55亿元，承保保单4.45万件，地区差距明显。其中，上海市累计保费收入1.20亿元，累计承保保单2.92万件，市场份额分别达到78%和66%，保费收入和保单件数均大幅领先其他试点地区，市场份额占主导地位；福建省（除厦门市）累计保费和保单数量市场份额分别为13%和21%；苏州工业园区、厦门市保费收入合计仅千万元左右，分别累计承保0.23万件和0.38万件。

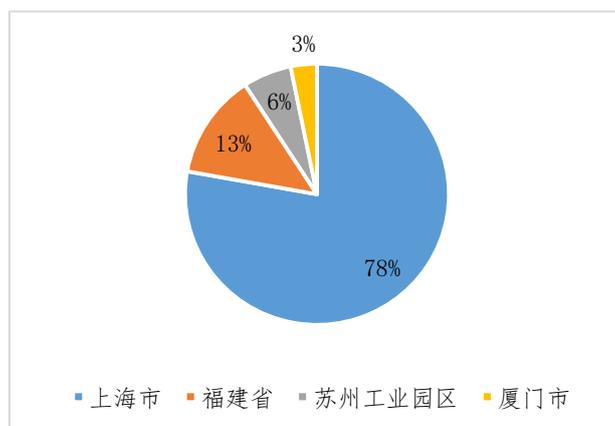


图1 试点地区保费收入情况

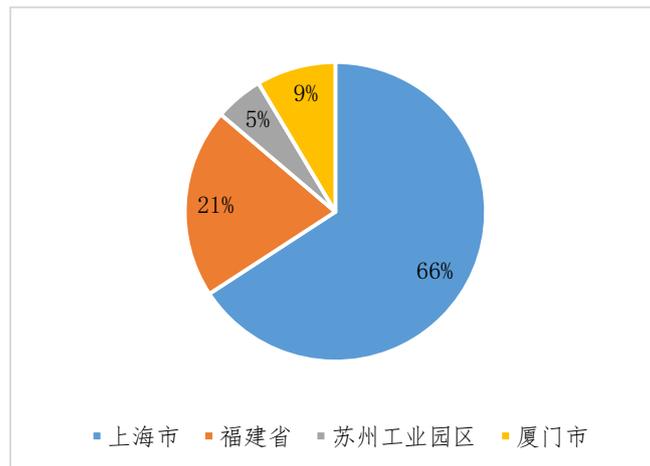


图2 试点地区承保单数情况

### 3. 件均保费收入比较

截至6月30日，上海市、苏州工业园区、福建省（除厦门市）件均保费收入分别为4118元、4006元、2201元。根据试点地区2018年国民经济和社会发展统计公报数据，三地城镇居民人均可支配收入分别为68034元、71191元、42121元，可见地区居民收入水平与件均保费收入基本呈正相关：经济发展程度较高、居民收入水平越高的地区，税延商业养老保险市场潜力越大，特别是一、二线城市正在逐渐形成的新兴中产阶级，他们有更多的财富管理和养老管理需求，在未来或可形成制度推广的“蓝海”，也理应成为营销的潜在重点。

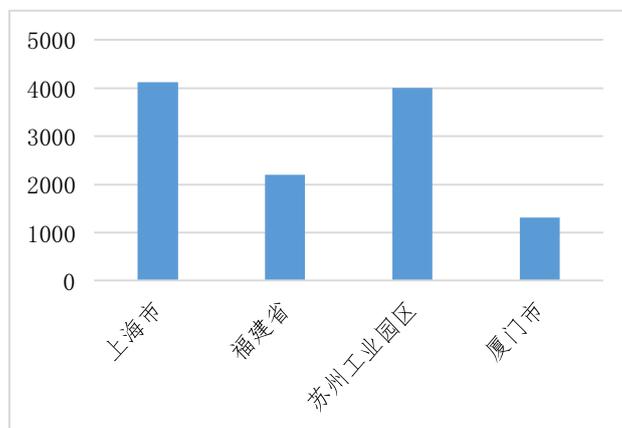


图3 试点地区件均保费收入情况

### （三）产品承保比较

#### 1. 保费收入与保单件数比较

截至3月18日，A类和B1类产品占市场主导地位，保费收入和保单件数市场份额占比合计均达到84%；C类产品保费收入和保单件数市场份额均为12%；B2类产品保费收入市场份额仅为4%。这诚然与政策对C类产品的购买比例限制有一定关系，还体现出大众一直习惯储蓄理财等具有绝对收益保障、低波动特定金融产品，因此在参与第三支柱过程中仍然对“保本”属性情有独钟。

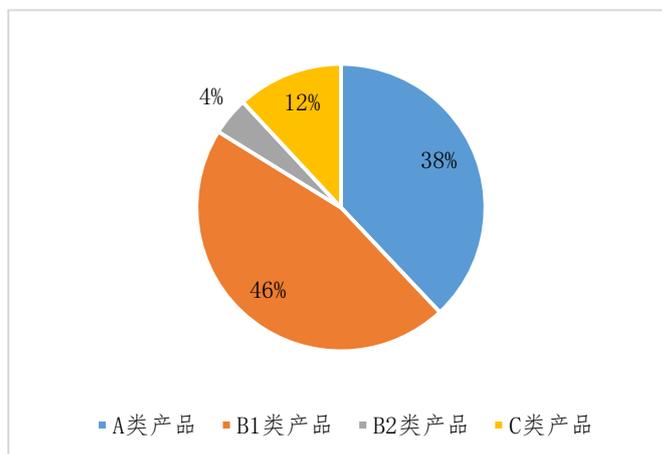


图4 产品保费收入情况

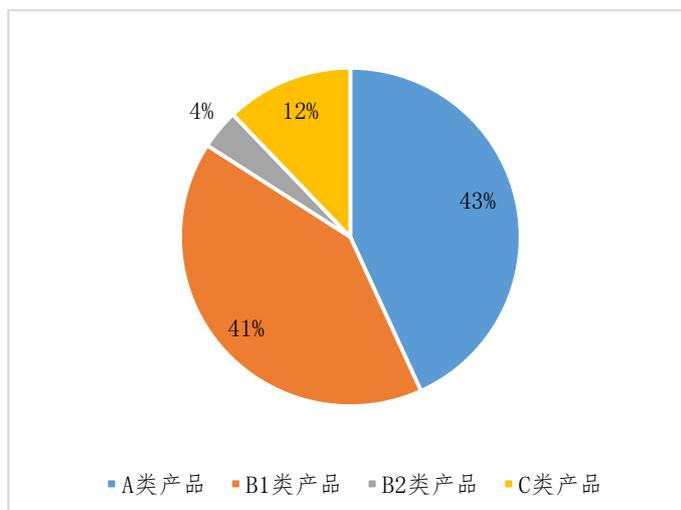


图5 产品保单件数情况

## 2. 件均保费收入比较

截至 3 月 18 日，B 类产品件均保费收入明显高于其他产品，表明消费者将较多税延保费分配到 B 类产品。如图 6 所示，B2 类产品和 B1 类产品件均保费为 2026 元和 2009 元，明显高于 C 类产品的 1757 元和 A 类产品的 1578 元。

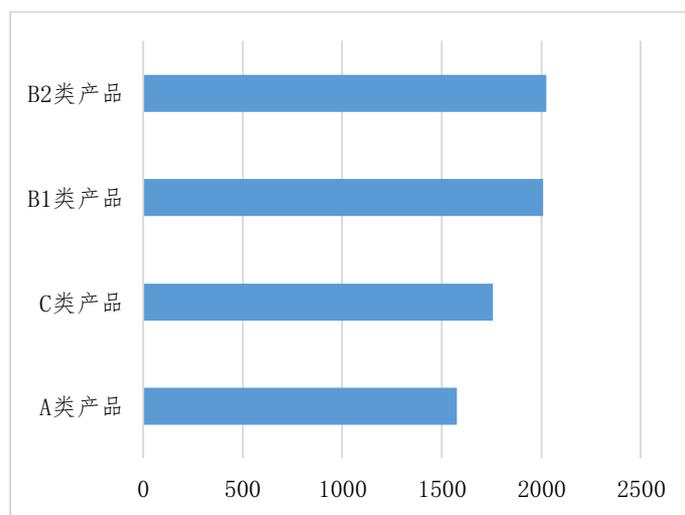


图 6 产品件均保费收入情况

### (四) 投保年龄分布特点

#### 1. 保单年龄分布情况

截至 3 月 18 日，如图 7 所示，16~25 岁区间人群收入较低，个税人群占比小，缺乏养老紧迫感，养老金融知识匮乏，导致投保意愿不强；在 25 岁之后的参保人数迎来快速增长：26~50 岁之间投保人相对集中，占比达到 87%，这部分人群家庭责任重、保险意识强、养老需求大，同时较高的收入可以享受较多税延保费，因此投保意愿强，其中 31~35 岁投保人达到峰值；50 岁之后增长开始明显下滑，这部分人群虽然养老需求最大，但因为临近退休，缴费年限较少，税延激

励不明显，或其他养老资产充足，税优吸引力不足，投保意愿偏弱。

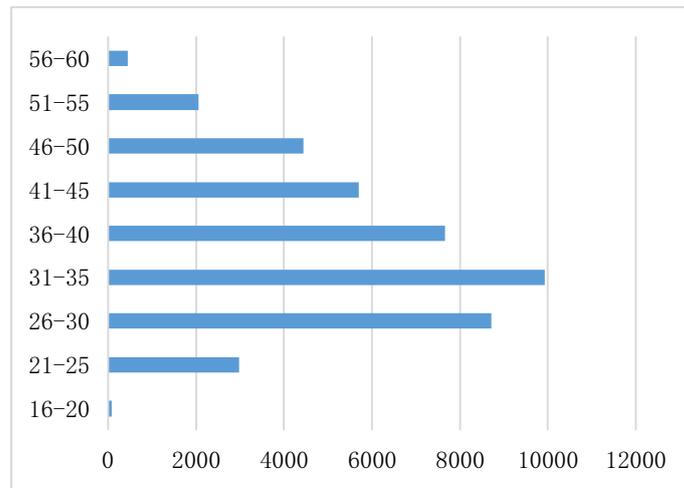


图7 年龄阶段与参保人次

## 2. 人均保费收入年龄差异

投保能力与居民收入水平呈正相关，一般而言年龄越大，收入越高，人均保费收入越高。截至3月18日，16~25岁投保人收入较低，人均保费较少；26~30岁区间，收入开始增多，人均保费超过1000元；31岁之后人均保费收入开始快速增长，41岁之后人均保费收入逐步稳定，并趋向峰值，大致稳定在4000元左右，如图8所示。

综合考虑投保人次分布、人均保费水平以及投保缴费年限等方面，推测年龄在26~40岁区间的80后、90后消费者，是税延商业养老保险产品的重点客户。

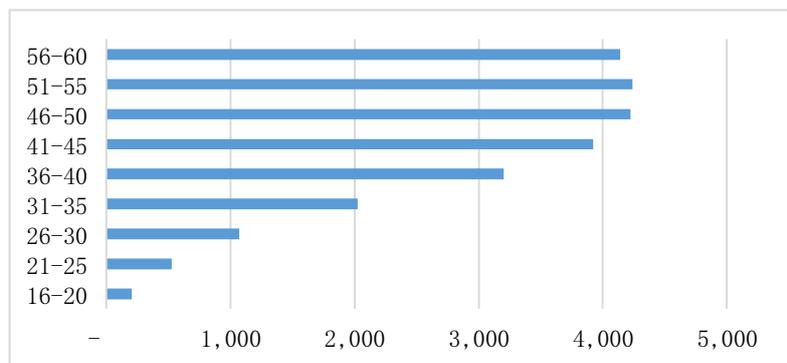


图8 年龄阶段与人均保费（元）

#### 四、税延商业养老保险试点存在的问题

试点以来，税延商业养老保险总体实现了平稳运行，保单覆盖了所有试点地区、试点产品以及各年龄阶段，保费收入过亿元，但是与市场预期仍存在明显差距，主要原因在于制度覆盖面窄、税优力度较小、抵扣流程繁琐、产品相对单一、营销推广不足等问题。

##### （一）制度覆盖面窄，制约第三支柱作用发挥

目前，税延商业养老保险试点制度的实际覆盖群体主要是企业职工，由于我国工资、薪金所得的纳税人规模较小，因此税延商业养老保险相对于第二支柱企业年金，对参与群体的养老保障水平有所提升，但养老金的覆盖面难有扩大，无法充分覆盖到城乡居民、自由职业者以及低收入群体，有违广泛参与的初衷。

特别是试点期间，税延商业养老保险产品缴费扣除少、领取缴税高，这也是影响税延养老保险试点成效的最主要原因。在缴费环节，按照月收入的6%或1000元较低者确定税延金额，在领取环节按照7.5%缴纳个税，达不到个税起征线或者对应税率低于7.5%的个人购买没有意义，对于边际税率为10%的人群，吸引力也相当有限；而对于中高收入群体税优额度太小，同样造成吸引力不足。并且，在个税起征点提高至5000元，加入税前专项附加抵扣政策之后，税优吸引力进一步下降，潜在目标客户数量大幅减少。有关机构测算，个税改革后有购买潜力的人群，可能由8000万人下降到不足2000万人。

##### （二）抵扣流程复杂，节税体验大打折扣

税延商业养老保险产品保费抵扣需要保险公司、投保人、投保人

所在单位以及税务机关多方相互配合，抵扣流程较长且十分繁琐，降低了个人购买意愿和企业推广积极性。对于投保人而言，既要在中保信平台进行激活，每月还要自行在中保信平台下载凭证并提交给所在企业经办，月收入浮动较大的投保人还需要每月变更缴费金额。对于企业经办而言，汇总全部投保员工抵扣凭证进行报税的工作量很大，在实践中有些经办人员存在抵触情绪。

### （三）产品相对单一，难以满足多样化需求

由于监管部门统一出台了《产品开发指引》和《业务管理暂行办法》，保险公司只能在产品保证收益、产品费用等方面有一定的自主权，并且产品保证收益必须满足下限要求、产品演示和产品费用不能突破上限要求，因此试点期间的税延养老保险产品同质化问题较为突出，税延试点可供选择购买的商业养老保险产品品种相对单一，尚不能满足消费者多样化的养老保险需求。

### （四）产品费用较低，导致营销推广动力不足

我国发展商业养老保险时间还比较短，居民主动购买商业养老保险意识还不强，特别是税延商业养老保险仍处于试点阶段，必须通过强有力的营销推广，才能打开税延市场发展局面。但是，目前行业整体推广效果并不理想，主要原因在于：一方面，由于税延养老保险产品费用水平较低，缺乏针对保险公司的税优激励政策，保险公司为平衡成本与效益，一定程度上存在营销投入不足等问题。另一方面，由于产品销售端佣金费用较低，业务员营销推广动力普遍不足，加之产品演示复杂，个单牵扯精力很大，即便保险公司采用一定的奖励措施，

也难以激发业务员队伍的营销热情。

## 五、展望与建议

2019年两会期间，养老问题备受关注，相关议案密集提出，税延试点扩面的呼声很高，试点运行平稳也为扩面打下了良好基础，在减税降费大环境下，税延养老的减税成本低、社会效果好，监管部门今年以来积极召集行业机构研究扩面工作，税延养老业务有望在全国范围实现扩面。据人社部有关负责人介绍，第三支柱拟考虑采取账户制，并建立统一的信息管理服务平台，符合规定的银行理财、商业养老保险、基金等金融产品，通过市场长期投资运营，实现个人养老金的保值增值。由此可见，保险、银行、基金公司等金融机构将在个人养老金市场建立长久的竞合关系，共同推动第三支柱建设驶入快车道。

在第三支柱个人养老金市场竞争中，保险、银行、基金公司各有优势与不足。一方面，相比保险公司而言，基金公司有出色专业的投资能力和FOF产品，银行有遍布全国的服务网点，以及账户管理和托管经验，并拥有可以大量二次开发的储蓄客户。基金公司不足之处在于缺少强有力的自营渠道，而银行的投资能力相对不足。另一方面，保险公司的优势在于具有出色的产品营销能力，并且商业养老保险产品的终身领取和精算平衡特点，使保险产品在抵抗长寿风险方面具备独特竞争优势，这也是目前税延商业养老保险产品的最大卖点。一般而言，个人养老金在积累期和领取期等不同阶段，对养老金的保值增值和风险管理各有侧重。在积累期，更加强调保值增值，实现长期投资收益；在领取期，更加强调风险管理，特别是长寿风险管理，因此

在领取期的保险产品优势明显。此外，中国人寿、中国平安、泰康保险等头部保险公司均在全方位、集团化布局养老金融与养老产业，在全生命周期保险保障服务提供和养老产业链整合方面的能力也不容小觑。

下一步，税延商业养老保险要发挥试点先机和保险产品独特优势，建议加快优化税优制度，扩大覆盖群体，改善税优体验，丰富产品供给，加强营销推广和投资者教育，强化监管与信息披露，把握全国扩面历史发展机遇，推进第三支柱个人养老金提速发展、做大做强。

#### （一）研究双重税优模式，扩大受惠覆盖面

虽然英美等海外发达养老金市场第三支柱多存在 EET 模式，但以美国为例与中国作比较可以发现，中国 2018 年个税改革后，纳税人口大约有 6000 多万，占工作总人口（约 4.2 亿）的比重较小；美国纳税人口达到 1 亿四千万人，工作人口几乎人人纳税。因此，美国个人养老金制度几乎让所有人受惠，但中国如果采用 EET 模式，真正能够享受税收优惠的是少数人，与个人养老金的全民参与目的有所违背。

为解决税延商业养老保险试点覆盖面窄的问题，建议研究建立 EET 和 TEE 相结合的税优制度，收入达到个税起征点的个人采取 EET 模式，收入未达到个税起征点或城乡居民等低收入群体可以选择参与 TEE 模式。如果试点扩面后继续采用 EET 模式，建议针对领取阶段出台差别化税收激励政策，鼓励参保人选择终身领取，最大化发挥长寿风险保障作用，并考虑逐步降低当前税率，不断向 EEE 模式转变。

#### （二）提高税优力度，改善节税体验

### 1. 纳入个税专项扣除进行定额扣除

建议直接将税延养老保险扣除纳入个税专项附加扣除项，通过“个人所得税”APP平台，与其他六项专项附加扣除项目一并实现税前扣除，可以有效简化扣除流程，改善个人和企业节税体验。建议取消比例规定，直接采用1000元的税延额度，既可以一定程度上提高税优额度，扩大潜在目标客户数量，又可以避免“累退效应”，体现制度公平性。

### 2. 降低领取环节的个税税率

对于领取养老年金，建议将目前7.5%的领取税率降低到3%，可以有效提高养老金领取时待遇水平，激发消费者购买热情；对于一次性领取身故保险金和身体全残保险金的，建议推广中国人寿等保险公司做法，将额外给付5.0%上调至7.5%，或者对于一次性领取身故保险金和身体全残保险金的，直接予以免征个税，同时减轻投保人和保险公司税负。

### 3. 引入税优扣除标准动态调整机制和追加缴纳额度

建议借鉴IRA等外国成熟经验，建立税延保费标准动态调整机制，根据经济发展、通货膨胀以及生活水平的提高，动态调整税优标准，满足未来更高的居民养老需求，确保激励人们广泛参与个人养老金储备。税优标准也可以考虑与个税改革或其他个税专项扣除项标准同步研究和调整，调整周期和具体调整幅度应符合经济社会发展实际。此外，建议对于达到一定年龄（如50岁）的参与者，可以在1000元定额的基础之上每年再给予一定的追加缴纳额度（如10000元），鼓励

临近退休的参与者（特别是临近退休的初次参与者）积极参与进来，通过更多积累为退休生活做好准备。

### （三）丰富产品供给，引导资金分配

#### 1. 放宽养老金融产品供给

建议考虑将养老年金和终身寿险等优秀商业养老保险产品纳入税延商业养老保险产品名录，丰富税延商业养老保险产品选择。加快将公募基金、银行理财以及养老保障产品等多种养老金融产品纳入个人税延投资范围，共同带动第三支柱个人养老金市场实现快速发展。

#### 2. 引导税延养老金分配

试点期间，税延商业养老保险产品按稳健型产品为主、风险型产品为辅的原则进行选择，明确规定 C 类收益浮动型产品缴费和账户价值不能超过 50%，这是由养老金特点决定的。建议在个人税延养老金可投资的多种产品中，对风险较高的浮动收益产品的缴费和账户价值进行一定比例的限定，确保个人客户将较多份额的资金购入稳健型产品，以发挥养老保障作用。

### （四）瞄准目标客户，加强营销推广

#### 1. 加大重点区域、重点客户营销力度

地区经济发展水平和居民收入水平，直接关系着税延商业养老保险的投保意愿和投保能力。保险公司应将营销资源向经济发达地区倾斜，重点瞄准 80 后、90 后以及中高收入客户群体，不断强化线上、线下自营渠道优势，同时加强与获客能力较强的第三方平台合作。

#### 2. 重视和加强投资者教育

税延商业养老保险作为准公众产品，产品属性相对复杂。保险公司要加强面对消费者的养老金融教育，帮助居民认清税延商业养老保险在资产保值增值和风险管理方面的重要作用与独特优势。要加快培育专业养老保险营销队伍，发挥投资顾问作用，引导不同年龄阶段的消费者提高对税延商业养老保险产品的认同感和投保意愿。

### 3. 出台保险公司税优激励制度

建议针对保险公司研究出台税优激励制度，在保持较低产品费用的同时，引导保险公司加强营销投入，激发业务员营销积极性，初期可以加强团险的开发，先打造市场口碑。

#### （五）强化监管与信息披露

对于税延商业养老保险，监管部门要实行更高质量的专业监管，加强税延商业养老保险产品风险管理工作，充分掌握保险公司在负债管理和资产配置等方面的投资能力和业务开展情况，切实保护参保人的合法权益。同时，进一步加强税延商业养老保险产品信息披露机制建设，明确和规范信息披露的具体内容。此外，在税优吸引力不足、税延政策走向不明晰的背景下，多数消费者目前持观望态度，因此尽快加大税优力度，明确试点结束后的税延政策显得至关重要。对于试点制度中提出的跨金融产品转换等问题也要抓紧研究出台相关政策，铺平道路。

## 杨董：商业银行布局个人养老金融产品的思考



杨董：招商银行股份有限公司资产管理部职员

### 一、银行个人养老金融产品概述

#### （一）银行在个人养老金融产品方面的实践

商业银行不但长期在全国社保基金和企业年金的管理中承担受托、托管、账管人的重要责任，多角度为养老金融、养老产业提供金融支持，而且《关于个人税收递延型商业养老保险试点的通知》（财税[2018]22号）印发前，各家商业银行就有发行养老类题材产品的实践。

2009年4月交通银行推出国内首款养老理财产品“得金宝·久

①本文摘自《2019中国养老金融发展报告》第223-244页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

久添利”。产品主要投资于固定收益类资产和权益类资产，每月开放申购、每季开放赎回，并伴随现金分红。产品的收益由基础收益和浮动收益两个部分组成，在保障投资人本金和基础收益的同时提升浮动收益的部分。随后浦发、招商、兴业等银行亦有“夕阳红”、“金颐养老”、“心愉”等养老题材的产品系列推出。但整体上来说，银行个人养老金融产品的规模和数量有限，且具有明显理财产品的特征。

1、从投资范围来看，主要以债券、债权等固定收益类资产为主，很少甚至完全不涉及权益、衍生或另类资产。

2、从产品形态来看，业绩比较基准较明确；开放式产品的封闭期至多六个月，产品起售金额较低，定期分红的特性明显。

3、从客群定位方面来看，产品主要面向50岁以上的老年客户或者年金类客户发行，不涉及其它年龄段或其它特征属性的客户群体。

2018年5月，应银保监会要求，银行业协会牵头各家商业银行着手银行个人养老金融产品的课题研究，结合资管新规和理财新规提出的新的监管要求，完成并向银保监会呈送《商业银行个人商业养老账户管理指引》、《个人商业养老银行产品管理指引》、《商业银行个人商业养老技术规范指引》（以下简称《指引》）初稿。《指引》将银行个人养老金融产品分为养老储蓄型产品和养老理财产品两大类型。养老储蓄型产品为个人养老金账户的默认产品选项，养老理财型产品为可选产品选项。

此后，中国银行在原有“中银平稳—智荟系列”和“中银策略—稳富系列”的基础上开辟养老专属“福”、“禄”、“寿”三个系列的产

品（详见下表）。其中“福”系列产品期限1年半，“禄”系列2年，“寿”系列3年。产品风险评级均为2级，即属于较为稳健安全的产品。在产品起售额方面，“福”、“寿”系列产品5万元起售，而“禄系列”1万元起售。

表1 中国银行养老理财产品要素

| 产品名称      | 产品系列     | 产品代码            | 投资起日      | 到期日       | 期限    | 业绩比较基准（年率）  | 风险级别 | 起售金额 |
|-----------|----------|-----------------|-----------|-----------|-------|-------------|------|------|
| 中银平稳—智荟系列 | 养老专属—“福” | AMZYPWHQ192058  | 2019/3/15 | 2020/9/10 | 545天  | 4.10%       | 2    | 5万   |
| 中银策略—稳富系列 | 养老专属—“禄” | AMZYCLWF2019003 | 2019/3/28 | 2021/3/29 | 732天  | 3.95%-4.45% | 2    | 1万   |
| 中银平稳—智荟系列 | 养老专属—“寿” | AMZYPWHQ192136  | 2019/4/9  | 2022/4/14 | 1101天 | 4.30%       | 2    | 5万   |

在费用收取方面，养老专属“福”、“禄”、“寿”三个系列的产品均不收取固定管理费、认/申购费，并对超过业绩比较基准的部分，收取浮动投资管理费。

在产品投资范围方面三个系列的产品较为类似，其中，货币和固定收益类投资工具占比0-80%；非标准化资产占比0-30%；其它金融投资工具占比0-50%。

5月，浦发银行也推出“启臻逐月”系列养老产品，产品主要投资于固定收益类资产（包括带有回购条款的股权类资产）。产品业绩比较基准4.75%，每季分红，期限3年，期间封闭，每年偿还部分本金。

## （二）银行个人养老金融产品的市场定位

商业银行参与养老金融产品市场的建设，不仅有助于提升制度的公平性和覆盖面，丰富产品体系，为保险和基金产品形成有效的补充；而且对银行自身负债短成本控制、结构调整以及缓解资金来源于运用

周期不匹配的情况都有重大的意义和价值。

对于表内存贷业务来说，养老储蓄产品是商业银行新的存款和客户来源。商业银行通过养老储蓄产品以相对低的价格锁定较长期的负债端成本，便于行内的成本控制。同时，个人养老储蓄产品拉长了银行负债端久期，缓释期限错配的问题，克服银行资金来源短期化、资金运用长期化的情况，对行内流动性管理起到正向作用。而从更长远的角度看，负债端期限结构的改善，也有利于资产端资金更合理地运用，对提升国家产业结构的调整亦有帮助作用。

对于表外理财业务而言，养老理财产品同样可以缓解并改善期限错配的问题，使理财在转型中进一步优化投资者结构。事实上，经历了十五年发展，银行理财规模逾 22 万亿，商业银行在资产管理业务领域不仅积累了丰富的经验和资源，而且在投资管理、风险控制、系统建设、产品销售、投资者教育等方面已形成自身独特风格和范式。2018 年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》、《商业银行理财业务监督管理办法》的相继出台，银行理财子公司成立在即。从业务范围看，理财子公司除可发行公、私募产品外，还可以提供顾问、咨询等服务，比公募基金、信托拥有更广阔的市场；从投资范围来看，放开了公募理财产品直接投资股票，并取缔非标资产余额不得超过本行上一年度审计报告披露总资产的 4% 要求；从产品销售来看，不设置销售起点，并放开了代销渠道。银行理财子公司即将拥有更广阔的业务空间，将会使银行养老产品更具竞争实力。

从银行养老金融产品的特性来说，首先应该满足安全性的要求、

然后才分别是收益性、多样性和流动性。

（一）保险公司的产品在安全性方面有比较好的体验，保险公司在养老产品方面的优势主要有三点，一是不受到资管新规的约束，非标、权益类资产投资的自由度相对较大；二是、三是养老保险产品可以终身领取，使投保人终身享用。但不得不承认，保险产品在收益性方面就略有欠缺。

（二）基金公司最大的卖点是收益。基金公司长期以来在权益类资产二级市场积累的投资管理、风险管控的经验和资源，确实使其确有通过增加权益资产配置为产品带来优于保险、银行的收益回报的能力。据中欧基金对我国股票基金进行的业绩归因，放长持有期限（10年），我国主动股票型基金的平均年化收益高达 10.4%。因此，养老基金产品在收益性方面的体验更好。但是，由于公募基金关注自身行业排名，追求相对收益，在市场表现好的时候可能获得丰厚收益回报的期间，在市场不好的时候产品也可能出现有较大的回撤。

（三）银行是可以兼顾养老产品安全性、收益性和多样性和流动性的金融机构。

1、在既有产品类型方面，银行同时有养老储蓄型产品和养老理财型产品，可以从表内保本保收益的产品覆盖到非保本浮动收益的产品，能较好满足不同风险偏好的客户的需求。并且，目前 5 年期个人储蓄存款的利率 2.75%，在收益回报上比保险 B 类产品更具竞争优势。

2、在投资管理方面，1) 商业银行长期积累的对信用风险的管理经验以及银行间市场的做市商地位使其拥有更大获取优质高收益资

产的可能；2) 银行良好的信用以及庞大的资金使其在流动性管理方面较其它金融机构更具优势；3) 通过前期对 FOF、MOM 组合的管理，银行不但积累了管理经验，更积累了大量，优秀的管理人和合作机构资源。

3、在客户基础方面，银行在公司、零售、同业等渠道业务的开展中的积累，同时拥有资产和负债两端的客户使其较基金、保险、信托，拥有更广泛、更多层次的客户群体，而现有企业客户、储蓄客户、理财客群都将是将来银行养老客群的腹地。

4、在服务场景方面，银行在养老产品的账户管理、产品销售、投资者教育等方面，更具有场景优势（例如银行可直接通过代发工资业务对接养老产品，提供一站式的金融服务）。

因此，从收益定位来看，银行产品一贯以绝对收益为投资目标，不追求业绩排名，注重长期稳健增长的投资回报。因此，银行养老金融产品的业绩不必像有基金那么显著但产品收益率曲线应该相对平滑，风险收益水平适中。

如果说个税递延型养老保险 B 款产品 2.5%的保底收益率即为养老产品市场的无风险收益率，以我国主动股票型基金平均年化约 7.0%~7.50%的收益率为上限，那么 2.5%-7.5%之间的地带，即为银行养老产品的收益市场定位区间。

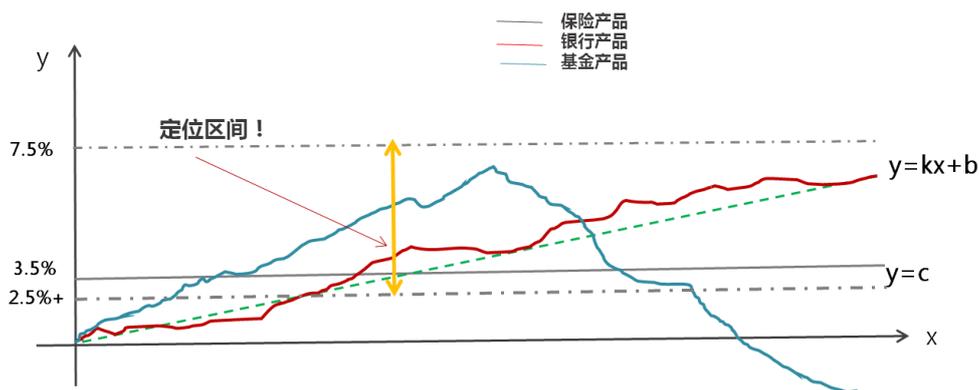


图1 银行个人养老金融产品收益市场定位图

从“竞品”来看，能与银行养老产品形成竞争的是保险公司的C款浮动收益型产品和基金公司的目标风险型基金。

C款产品类似股债混合型的银行理财产品。就管理经验来说，银行发行股债混合类产品的时间更长久，经验更丰富，客户市场的认知度也相对高，而保险公司在产品形态、资产配置、风险管理还是客户接受度等方面都还在探索中。但是保险公司的C款养老产品不受资管新规制约，不管产品以何种频率开放，其债券部分资产仍然可以摊余成本法估值，对产品净值的波动起到较好的平滑作用，客户体验相对好。

对于目标风险型的养老基金来说，基金和银行都具备发行实力。区别在于银行在策略方面相对擅长资产配置而基金擅长二级市场交易。在投资范围方面，银行可以投资的非标债权类资产，对于平滑产品收益具有更积极的作用。

综上，银行需要充分利用好自身表内，外资源，不断提升自身的投资研究和风险管理能力，寻找差异化的竞争优势，在高风险高收益的基金养老产品和低风险低收益的保险养老产品的中间地带，寻找突

破点，成为个人养老产品市场中保险公司和基金公司的有效补充。

伴随老龄化趋势的加剧，社会整体的风险偏好也将随之下降，从长远角度来看，银行稳健的投资风格和丰富的产品体系应更契合社会对养老产品的要求。

## 二、银行个人养老金融产品的策略选择

根据现有《个人商业养老银行产品管理指引》对银行个人养老金融产品的类型划分，分别对养老理财型产品和养老储蓄型产品的未来发展提供可选策略。

### （一）养老理财型产品

#### 1、传统策略

传统策略即前文所述现有银行代客理财产品市场中占比最高的固定收益类产品所采用的策略。该种策略不考虑生命周期、风险恒定、择时等的因素，以主动投资为主，追求绝对收益，主要投资于固定收益类资产或辅助有少量其它类资产。传统策略下的银行养老金融产品的投资管理和风险控制模式较成熟。产品结构简单、易理解，净值波动较小，费率低廉，因此，市场接受程度较高，口碑也较好，非常适合作为银行养老金融产品的起点，引导客户由“储蓄”养老的行为，向“投资”养老的行为转化。

传统策略的投资模式先对固化，因此建议未来在发展方向上更加凸显养老概念的特征，提供两条可选思路如下：

1)“抵御通胀”概念：养老的基本诉求就是保证当前资金在未来购买力，因此以抵御通货膨胀为作为产品的投资目标具有合理性。引

入抗通胀的概念还需要考虑两点，第一选择能够合理代表通货膨胀的指标，如“CPI+”、“商品指数”等作为产品业绩比较基准。第二、在产品的投资管理过程中，探求合理抵御、对标通胀的资产。

2) “他益”型养老概念：即投资人与受益人相分离的养老产品，比起普通养老产品的区别在于“他益”养老产品投资期由委托人进行养老资金积累，而在进入领取期时由指定受益人进行领取享有投资回报。产品适合向中、年轻群体，宣扬“敬老”、“爱老”的传统理念。但由于个人养老金融产品非法律主体，在受益权转让方面可能会存在法律瑕疵。

## 2、目标风险策略

目标风险策略在早期欧、美养老产品市场中比较常见，它是一种试图通过恒定的资产比例来保持投资组合风险水平恒定的一种策略（例如通过将股、债两类资产的投资比例恒定地控制在 20%和 80%来对产品整体风险形成约束和控制）。根据不同的风险水平，目标风险策略又可划分为“激进型”、“成长型”、“稳健型”、“平衡型”、“保守型”等的多个类型。在产品设计方面，遵循“确定风险水平”——“构建投资组合”——“管理与再平衡”的路径或步骤。目标风险的策略中可用来表达风险水平的指标非常多，常用的包括 Standard Deviation、Value At Risk、E-Shortfall 几种，不同的风险指标都兼有各自的优点和不足，因此风险指标合理性论证和选择成为了该策略在实践中的核心。

目标风险策略可以较好地来约束投资人不够理性的投资行为，防

止根据市场波动进出市场的非理性行为，但目标风险策略相对被动，对于超额收益的获取能力也较弱。

基金公司在目标风险策略方面的实践要比银行早，2018年10月，泰达宏利成立了国内首只养老目标基金“泰和养老(FOF)基金”，权益类资产和非权益类资产采用50%:50%的恒定配置比例。基金以“中证全指指数收益率\*50%+中证全债指数收益率\*50%”作为业绩比较基准。不过从业绩情况看，基金未能跑赢自身业绩基准，整体表现低于同类平均水平，且进入2019年后，基金实际业绩和业绩比较基准间出现较大偏离。

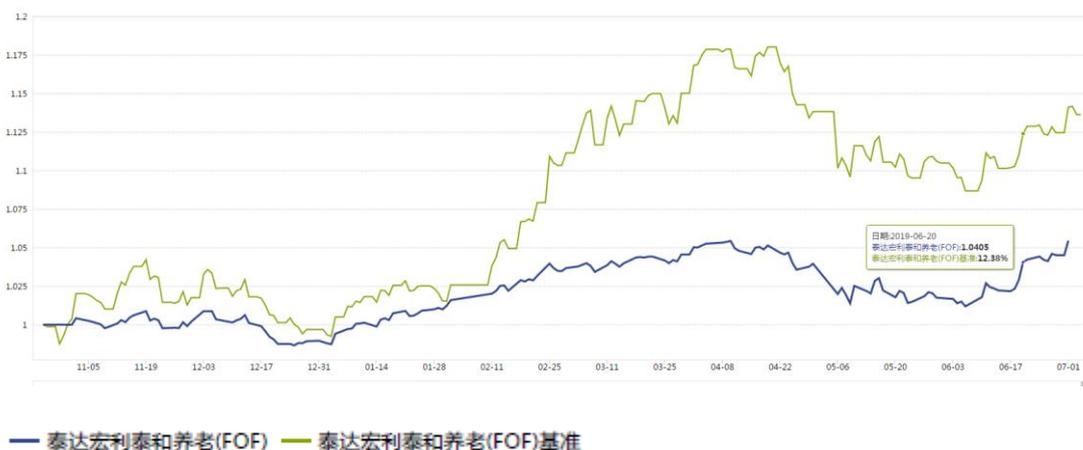


图2 泰达宏利泰和养老(FOF) (006306.0F)-业绩回报

表2 泰达宏利泰和养老(FOF) (006306.0F) - 收益/风险指标

| 基金       | 成立以来收益率 | 今年来收益率 | 年化波动率 | 最大回撤  | ALPHA  | BETA | Information Ratio | Sharp | Calmar |
|----------|---------|--------|-------|-------|--------|------|-------------------|-------|--------|
| 泰达宏利泰和养老 | 5.45%   | 6.56%  | 6.22% | 4.02% | -3.16% | 3.12 | 0.56              | 0.86  | 1.67   |

就自身实力而言，商业银行也具备目标风险策略的开发和管理能力，甚至部分商业银行已开始先行先试，例如，招商银行2018年发行的“睿远平衡”产品（股、债比例为40%/60%）就尝试采用均值方差模型进行风险管理和监测。但整体来说，银行在对该策略下的模型

合理性的论证、投资纪律遵守以及细化产品风险分层方面的工作还做得很不充分。未来银行还需要结合客户市场的体验，建立健全该策略下的管理和决策体系，并根据客户的风险偏好对产品做进一步的风险分层。

### 3、多资产策略

多资产策略的推出的初衷是希望能够应对多变的市场环境，提高组合应对系统性风险的能力，它相对侧重中长期回报，弱化年度收益。一个成熟的多资产策略组合中，除了股票、债券之外，还包括商品、不动产、股权、债券等资产等的资产。

多资产配置策略通常遵循“确定投资目标和风险政策”——“建立投资组合”——“执行资产配置方案并对资产权重进行调整”——“回检和调整”。

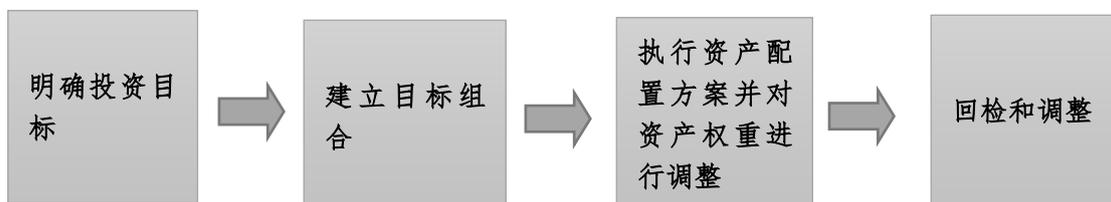


图3 多资产策略执行路径图

最典型的多资产策略投资组合就是全国社会保障基金。社会保障基金是政府为完善社会保障体系在2000年筹资设立，以应对未来人口老龄化高峰期可能的社会保障支出。根据《全国社会保障基金投资管理暂行办法》规定，全国社保基金可投境内和境外包括银行存款、各类债券、股权、掉期、远期等的多种资产。

根据平安证券对全国社保基金进行的资产配置调研情况来看，2010年后，社保基金在固定收益、权益和实物资产方面的配置比例

日益均衡。

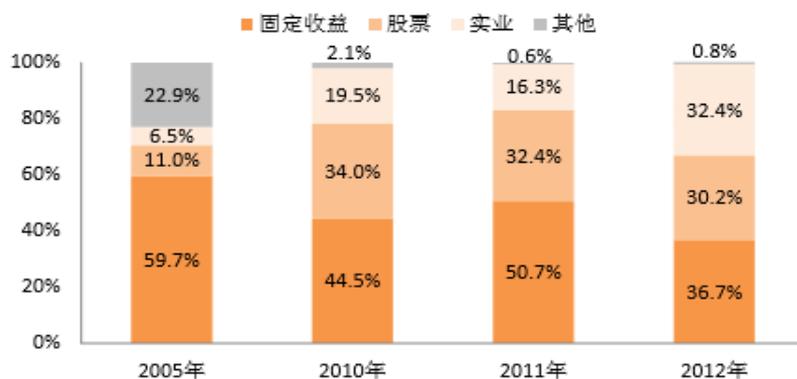


图4 全国社保基金进行的资产配置（2005~2012）

图片来源：平安证券

在投资目标方面，社保基金中长期目标是年平均投资收益率超过“通货膨胀率+2%”，短期目标为战胜复合投资基准。

在投资流程方面包括战略资产配置计划、年度战术资产配置计划和季度资产配置执行计划，其中：

战略资产配置的期限是五年，每年重新审视一次，分析未来五年影响战略资产配置的重要参数是否仍然合理，如果认为重要参数即将发生变化，则需要对战略资产配置进行调整。

战术资产配置年度调整，主要分析宏观经济状态、国家的宏观经济调控政策、股票和债券市场走势等重要因素，在参考战略资产配置比例的基础上，结合对市场走势的判断，提出未来一年的投资策略，明确未来一年里大类资产的配置比例。

资产配置执行季度调整，主要审视上一个季度资产配置的执行情况，分析当前资产配置比例是否合理，分析下一个季度的资本市场走势，提出相应的投资决策。

全国社保基金的整体业绩表现可圈可点，从2001年2017年末，

年均高达 8.44%，与美国代表性的公共养老金加州退休基金相比，在长期收益和风险控制能力上都胜出一筹。

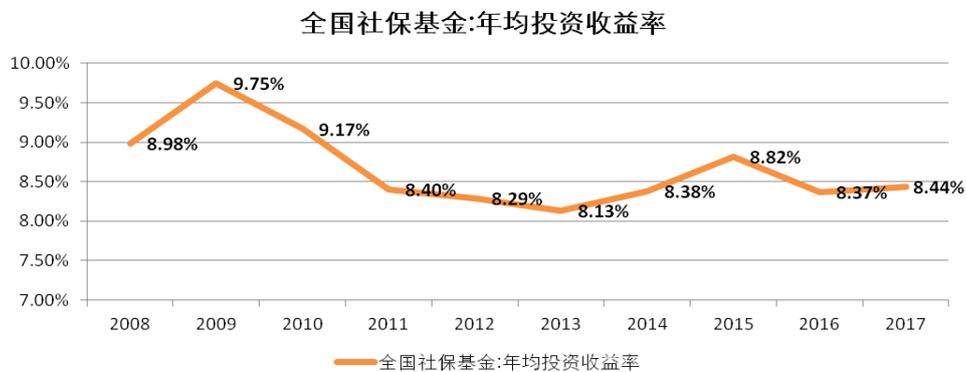


图 5 全国社保基金年均投资收益（2008~2017）

辅助进行资产配置的模式也有很多,因此,资产配置模型的选择、合理性论证、实践以及单一策略的开发能力,是该策略实践中的难点。商业银行在宏观政策解读、流动性管理、资产配置、MOM 组合管理、以及同业机构合作等方面的优势和积累使其对该种策略的开发和应用成为可能。事实上,招商银行卓远系列股债混合产品已经在采用资产配置的理念,构建战略性资产配置(SAA),+战术性资产配置(TAA)+单资产择时(MT)的模型框架进行管理。未来可以大类资产配置型的FOF型产品为该策略下产品应用的实践,视客户市场的成熟情况推出。

#### 4、目标日期策略

目标日期型产品是目前欧美养老市场的主流产品类型。经历二十多年的发展后,至2017年末,美国目标日期基金规模已至1.1万亿美元。

目标日期型的产品根据投资者的退休日期而创设,投资者只要根

据自己退休的年份，选择相应的产品（如“2035”为适合2035年退休的人）。

目标日期基金的核心是下滑曲线（Glide Path）的构建。下滑曲线即为投资管理人所大类资产长期配置比例随时间调整的路径。目标日期基金遵循下滑曲线的指导在整个生命周期跨度下进行战略资产配置，为养老金投资者在各个年龄段平衡风险承受能力和预期收益，使得基金的投资效果能符合长期的养老投资目标。

下滑曲线，是以时间为横轴，以大类资产配置比例为纵轴。有的机构在下滑曲线的构建时只将资产划分为权益和固定收益两大类（如Vanguard和T. Rowe Price）。但也有将下滑曲线将资产类别进行了更细致的划分的机构，例如，Fidelity将权益资产又细分为美国国内权益资产和海外权益资产，将固定收益资产又细分为债券资产和短期现金资产等等。

商业银行在目标日期的策略方面是没有实践经验的。

2018年9月起，我国华夏、中欧、南方等基金公司先后发行了FOF型的养老目标日期基金。从几只目标日期型基金的收益走势图上可以明显看到和汇丰普信以及大成财富同样的结论，即基金业绩的同向性变动也较显著，且基金业绩收到权益市场的变化较大。从目前基金的收益/风险指标情况来看，收益波动和回撤情况控制较好，但由于目标日期型基金的周期较长，且伴随三年后的开放期，基金收益获取、风险控制以及客户市场的认可度等等都还有待观察。

收益走势图

2018-09-25 ~ 2019-06-30



回撤走势图

2018-09-25 ~ 2019-06-30

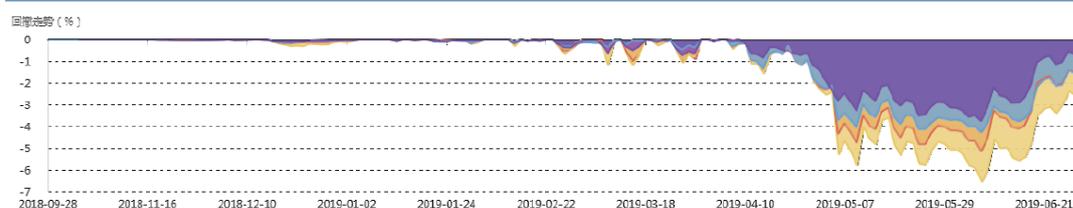


图6 南方基金、中欧基金，华夏基金，工银基金目标日期养老基金“收益/回撤”走势图

表3 南方基金、中欧基金，华夏基金，工银基金目标日期养老基金“收益/风险”指标

| 产品名称      | 南方养老 2035 混合(FOF) | 中欧预见养老 2035 三年持有混合(FOF) | 华夏养老 2040 三年持有混合(FOF) | 工银养老 2035 三年持有混合(FOF) |
|-----------|-------------------|-------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 收益率       | 6.10%             | 9.99%                   | 3.99%                 | 3.06%                 |
| 年化收益率     | 9.55%             | 14.07%                  | 5.03%                 | 4.65%                 |
| 年化波动率     | 6.97%             | 9.01%                   | 5.39%                 | 4.32%                 |
| 最大回撤      | 5.12%             | 6.55%                   | 4.24%                 | 3.72%                 |
| Sharpe 比率 | 1.29              | 1.66                    | 0.85                  | 0.74                  |
| Calmar 比率 | 1.86              | 2.15                    | 1.19                  | 1.25                  |

目标日期策略对投资者的要求最低而对投资管理的人的要求最高。制定出合理并有实际成效的权益资产下滑路径是目标日期产品的研发的关键和难点。由于产品期初的权益类资产占比较大，产品整体风险较高，考到，一方面我国资本市场的有效性不足，且市场参与主体多为个人；另一方面，从银行养老产品的市场定位，以及银行客户群体的风险偏好情况来看，目标日期型策略在短期内适宜以研究和关注为主。

## （二）养老储蓄型产品

储蓄型产品相对小众，不过商业银行在养老储蓄型产品方面也有所实践，早些时候，建行就向有养老需求客户推出过专属储蓄产品“月月享”。产品分1号、2号两款，其中，1号起存金额5万元，2号起存金额20万元。产品存期分3年和5年两种，每张银行卡只可购买1笔。在收益方面，客户最高可获得人行基准利率上浮40%的收益。客户在存入时，可设定首次领取的时间及每月领取金额，此后按月领取。到期后剩余本金和余额结息自动转成活期。

2016年时，兴业银行也推出“安愉”系列两款5年期的养老储蓄产品。“安愉分期付息”和“安愉智能定期”。两款产品都是5万起存，其中，“安愉分期付息”按起存额的不同获得不同的收益率，起存金额越高，利率越高。产品每月付息，利息自动转入活期账户；“安愉智能定期”则可以支持无限次的提前支取，并根据实际存期按对应的定期利率，靠档计息。这两款产品在老年客户中也具有较好的口碑。

养老储蓄产品以“整存零取”的形式居多，即，期初存入既定金额，既定期限的本金，随后逐月领取，对于提前支取采用“靠档计息”的办法。从合理性来说，“整存零取”适合“已老”群体，而“零存整取”则相对来说，和“未老”群体想要“谋老”的意图更契合，更符合“养老”行为由前期积累到后期领取的过程要求。

养老储蓄产品的优势在于资金的安全性很高，对于中国这样一个高储蓄率的国家来说，养老储蓄型产品在个人养老产品市场发展初期极具客户的价值认同。因此，可以考虑将养老储蓄型产品作为个人养

老账户的默认养老产品，以便为不具备养老产品选择能力的人群，以及风险厌恶程度极其高的人群提供基础养老的选择。

然而，从养老金替代率的角度出发，要实现国际公认的，能较好保障退休后生活的水平的70%~85%的养老金替代率，单纯依靠“储蓄”产品是远远不够的。因此，银行养老储蓄型的产品或者作为风险厌恶程度极其高的人群的养老启蒙类产品，可以作为养老金融产品更换间隙的过渡产品，以及养老金融产品的补充，但不宜作为长期、单一养老投资的全部选择。

储蓄型产品受到商业银行经营范围以及央行对个人储蓄存款利率的限制，产品创新相对有限。建议可在如下几个方面探索尝试：

1、以“人”为单位的总额上限的做法，即在个人总额上限内的养老储蓄型产品可获得较目前普通储蓄产品更高的收益。

2、在养老储蓄型产品的收益方面，建议与通货膨胀指数或者与物价指数相挂钩，采用“浮动收益”或者“固定+浮动的收益”形式；

3、考虑到养老储蓄型产品建议在产品提前支取方式更便捷，对于提前支取情况下的收益计算能够较目前普通储蓄型产品更优厚。

### 三、银行养老金融产品发展面临的问题

#### （一）新的监管要求降低了银行养老产品的竞争力

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》和《商业银行理财业务监督管理办法》的出台在防范和化解行业目前存在的“跨监管套利”、“刚性兑付”、“资金池流动性”等方面的问题确实起到了积极的作用，但同时也弱化了银行原有优势，降低了银行养老金融产品的

市场竞争力，这主要体现在：1、产品净值波动加大，收益摊薄。公募产品投资非标资产比例的限制，封闭期或开放周期在半年以内的产品采用市价法估值的要求，都加大了产品存续期的净值波动；而“非标资产的终止日不得晚于封闭式产品的到期日或者开放式产品的最近一次开放日”，“采用摊余成本法估值的，久期又必须控制在 1.5 倍以内”等的要求，增加了投资组合配置期限长、收益相对优厚的资产的难度；而 140%的杠杆比例限制也在一定程度上限制了产品获取更高收益的可能。

2、可发行的养老产品类型有限。这主要是指过渡期内，商业银行公募理财产品不得投资权益类资产的限制，所以理财子公司成立之前，银行养老产品只能投资债券和非标，而受到信用评级、集中度以及非标资产总额的限制，差异化的投资策略较难开发，养老产品与普通银行理财产品间的差异性也较难体现。而如果发行私募的养老产品，又受到私募产品 200 人的人数限制，和较高的产品起售金额的要求约束，与养老产品“公益”、“普惠”的宗旨不相契合。

3、管理效率降低、成本上升。在原有管理模式下，资产入池和产品发行是相对独立的两个过程，对于资产投放来说，只要资金池里有富余充足的资金，就可以为融资客户放款；对于产品发行来说，银行可以较灵活地根据客户的需求来安排产品期限和发行节奏。而资产负债一一匹配的监管要求，使得投资了长期限非标资产或股权类资产的养老产品来说，只能采取以募定投的管理方式。对融资人来说，等待放款的时间较之前要多 20-40 个工作日，而且一旦产品募集失败，

即相当于融资失败。对于购买养老产品的客户来说，可选择的产品期限减少，只有流动性较低的长期限产品。因此两端客户的体验都是下降的。

## （二）相关的制度和办法有待完善

目前各家商业银行只能参照现有监管制度发行养老产品，然而新近出台的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》和《商业银行理财业务监督管理办法》都未能对养老产品的特性给予充分考虑，为业务开展带来诸多困难：

1、在产品类型方面，106号文第四条“在产品成立后至到期前，不得擅自改变产品类型”的要求，未充分考虑目标日期型产品的情况。目标日期产品随所设定目标日期的临近，逐步降低权益类资产的配置比例，增加非权益类资产的配置比例。因此，产品必定先由股票型基金过渡到混合型基金再过渡到固定收益性基金。

2、在产品适合度评估方面，现有监管制度亦未能对基于生命周期考虑而创设目标日期型养老产品给予充分考虑。该类产品在成立初期大量配置的是权益类资产，初发时产品风险评级至少在R4-R5。按照现有监管制度对于产品销售时的适合度评估的要求，只有高风险偏好的客户才能能够购买该类产品，而事实上，该类产品才很可能是最适合所有客户类型的一种产品。

3、在管理人资格方面，四大行的理财子公司已相继挂牌成立，母行与子公司已是两个独立的法人，而银行个人养老金融产品的投资管理（产品管理人）资格却一直没有明确。究竟母行是管理人，还

是子公司是管理人？亦或者母行与子公司据各自职能分工，都可以是银行个人养老金融产品的投管人？

### （三）国民“投资”养老意识薄弱，观念局限

2018年，我国国内生产总值（GDP）90.03万亿，公募基金规模13.03亿，基金深度（基金规模/同期GDP）14.47%，而美国的基金深度为114%。考虑到美国没有银行理财这样的金融投资品，因此，再加上我国特有的22万亿的银行表外理财，“基金+理财”的占比也只有同期GDP规模的38.9%。金融产品的深度不足反映了我国国民整体缺乏金融投资意识。

在我国国民认知度最高的养老方式是“储蓄”和“保险”。有意识通过投资金融产品使当前财富长期稳定增长，实现未来养老目的的人，少之又少。这种观念使得除“储蓄”外的银行其它金融产品很难被用作“养老”的目的来向客户进行推广。

除“投资”养老的意识薄弱外，国民对于“养老”的理解也相对局限。认为“养老”是只有65岁以上人群才需要考虑和面对的问题。甚至许多金融从业人员也存在这样的理解误区。由于这个年龄段的客户风险承受能力较低，只适合买储蓄、保险或者纯固定收益类的金融产品，这使得银行很难将养老金融产品的投资范围向权益、衍生等更广阔的资产市场延伸。

### （四）银行自身实力有待提升

除上述客观原因之外，商业银行自身实力也仍有待进一步提升。主要包括：

## 1、策略开发与产品管理能力

银行养老金融产品发展速度缓慢，很大程度上也受限于自身的策略开发能力和产品管理能力。一方面，受惠于政策红利，银行的优势主要体现在一级市场，而对于二级市场交易策略开发能力较薄弱，对于恒定风险、和生命周期等真正契合“养老”逻辑的产品策略都未进行过深入研究，可提供给客户的产品策略也相对较少，客户可选择的产品种类也相对较少。另一方面，前期规模为导向的粗放式的业务经营模式使得银行较少地关注到后期的产品精细化管理。包括持续地业绩表现跟踪，归因分析、策略回检、调整等都未形成体系化的管理机制。

未来，银行在提升多元化的策略开发能力的同时还需要健全产品管理的流程和制度，不断提升自身的产品管理能力。

## 2、IT 系统建设

目前，辅助银行金融产品发行和管理的系统功能主要以操作性的功能为主，甚至单操作系统而言，许多银行还不具备“定投”、“定赎”、“分红”、“浮动管理费计提”等最基础，最能直观地体现养老产品特点的功能。

未来，银行不但要进一步优化现有系统功能，为配合大类资产配置和生命周期型养老产品策略的开发，银行还需要开发投资决策系统，并统筹各类资产实现从“研究-投资-业绩监控”的信息共享。用信息化手段提高投研和决策支持的工作效率。

## 四、银行养老金融产品的建议与思考

### （一）尽快出台银行养老金融产品的专项政策

一方面，各家银行根据自己对于养老产品的理解和认知进行产品创设和投资管理，散乱的产品标准大大弱化了养老产品的特性；另一方面，现行《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》和《商业银行理财业务监督管理办法》都未给予银行个人养老产品充分的考虑，不宜作为未来银行个人养老产品发行的制度依据。建议尽快针对银行个人养老产品出台专项管理制度

在管理人资格方面，建议将商业银行作为银行养老储蓄产品的产品理人（投资管理人），银行理财子公司作为银行养老理财产品的投资管理人（产品管理人）。

在投资限制方面，建议能够基于养老产品特性出发，在产品投资非标资产的比例、开放式养老产品的估值方法、资产与负债相错配容忍等的方面能够与现有资管新规有所区别，充分体现出商业银行的自身优势，便于银行个人养老产品与基金、保险的行业竞争中体现出差异化的优势。

在产品适合度评估方面，建议为基于生命周期考虑而创设的养老产品留出余地。

在税收征收方面，建议银行个人养老金融产品能够与公募基金享有同样的税收待遇，对于资产端投资收益部分的增值税以及产品端的个人所得税方面都能够给予免除。

### （二）加快创新，布局银行养老金融产品

就目前的监管环境，结合商业银行自身的实力，银行个人养老产

品金融产品可作如下几点考虑：

### 1、养老理财产品创设和策略选择

基于我国金融体系特点及国民的传统观念，未来购买养老产品的客群将首先从现有银行储蓄、理财客户中来。因此银行个人养老理财产品在发展初期适合以追求绝对收益的投资策略为主，从稳健、简单、低风险的产品开始，逐步向复杂、多样化、多层次的产品过渡。根据银行理财客户对各类投资策略的认知，并结合前文介绍的 5 类策略，未来银行养老理财产品体系可划分为已具备客户基础的产品和待培育客户基础的产品两大类其中：

已具备客户基础的产品包括前文传统策略和简单的单一策略产品。例如，交通银行的“久久添利”、招商银行的“金颐养老”等。该类产品的管理模式已相对成熟，市场接受程度较高，适合作为银行养老金融产品的起点，引导客户由“储蓄”养老的行为，向“投资”养老的行为转化。

待培育客户基础类型的产品相对前一类型的产品来说产品策略要相对复杂，主要包括前文提及的目标风险策略、大类资产配置策略、目标日期策略以及较复杂的单一策略下的产品。该产品收益波动的可能性相对大，现有客户市场的保有率也相对低。因此建议该产品提前布局。而在此三类策略中，建议商业银行优先尝试目标风险策略和多资产策略产品的研发，对于目标日期型产品保持持续的关注和研究，并加强对较复杂的单一策略的开发。

### 2、养老产品形态

养老理财产品需要更加注重在产品形态中体现出“养老”特性。不同于现有理财产品期初“一次性投资”，期末“一次性给付”的产品形态，养老类理财产品分为投资期和领取期(或给付期)两个阶段。在投资期仅开放产品申购，以资金积累和投资为主。除去首次认购，产品的申购以“定投”形式实现。产品到期后进入客户资金领取的阶段，领取期以给付为主，原产品自动转换成为低风险每日开放申购赎回的产品。客户在随后的多次、分散的赎回行为实现养老资金的领取。同时，辅助产品形态体现，商业银行还需要在系统功能方面，提前进行安排。

### 3、具体资产投向

整体上说，银行养老金融产品应以稳健的投资风格将为主，因此在信用风险方面，宜主要承担中高信用评级主体的信用风险。在市场风险方面，宜适度承担股票、债券等资产价格波动的市场风险。在投向方面，建议能够切实服务国家实体经济建设，符合国家战略和产业政策要求、符合国家供给侧结构性改革政策，侧重国家重大民生工程、绿色环保等的优质资产。

对冲基金、大宗商品、艺术品、实物资产、商品期货、权证这些资产收益随市场变化程度较大，或资产收益不确定性较高的资产，不建议作为银行养老产品或作为银行养老产品的投资资产范畴。涉及衍生类投资工具的，建议以避险为主。

### (三) 培育国民“投资”养老、及早养老意识

国民“养老”观念会直接影响未来养老金融产品走向何方。“投

“投资”养老观念的形成需要长期的引导和教育，也需要社会方方面面共同的努力。对于银行来说，发行个人养金融老产品并不断完善个人养老产品体系，就是不断向客户进行“投资”养老理念宣导的践行。银行不应只对老年的客户群体进行灌输“投资”养老的理念，而是要通过不同的产品，引导年轻的团体也树立“投资”养老的意识。此外，“养老”是一件政策性特征较强的事业，因此呼吁决策层在政策层面能够出台更直接、更优惠的政策，例如在个人总额限制条件下，变个人税收递延为个人税收减免；或者等，以鼓励国民“投资”养老意识和行为的养成。

## 2020年6月CAFF50动态

1. 6月1日，中国养老金融50人论坛秘书处月度工作例会在腾讯会议线上平台召开。会议由论坛秘书长董克用教授主持。会议重点讨论了上海峰会筹备事宜以及论坛6月份线上会议等工作安排，同时对《中国养老金融报告（2020）》出版事宜进行了讨论。论坛常务副秘书长张栋、王婷，副秘书长孙博、王赓宇、朱海扬、张兴，秘书处邹林娟、李嘉璇参加了本次例会。

2. 6月10日，中国保险资产管理业协会组织业界专家和机构高管召开两会精神专题研讨会。中国养老金融50人论坛核心成员、中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云出席会议并发表讲话。

3. 6月20日，由中国养老金融50人论坛主办的“美国联邦政府禁止其养老金投资中国股票及相关问题之分析”线上专题研讨会顺利召开。中国养老金融50人论坛核心成员、中国人民大学兼职教授林羿博士以“美国联邦政府禁止其养老金投资中国股票及相关问题之分析”为题发表了专题演讲。会议由中国养老金融50人论坛秘书长董克用教授主持，论坛核心成员、研究员以及其他部分来自政府、学界、业界嘉宾共60余人在线与会。



秘书处联系人：张栋 Email: [zhangdong@caff50.net](mailto:zhangdong@caff50.net)

---

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

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

---

中国养老金融50人论坛

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