

养老金融评论

2021 年第 10 期（总第 71 期）

- 董克用：优化三支柱养老金体系结构，权衡资本市场风险
- 郑秉文：我国养老金与公募基金协同发展研究：回顾、评析与展望
- 苏 昶：推动养老金与资本市场迈向高质量发展新格局
- 朱俊生：完善政策环境，促进养老金融发展
- 程 昊：推动养老理财发展，夯实养老财富储备

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net

中国养老金融 50 人论坛简介

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

论坛学术顾问：

潘功胜 王忠民 胡晓义 宋晓梧

论坛秘书长：

董克用

常务副秘书长：

张 栋 王 婷 汪 旭

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 尤 杨 于东浩 褚松泽

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】

董克用：优化三支柱养老金体系结构，权衡资本市场风险	4
郑秉文：我国养老金与公募基金协同发展研究：回顾、评析与展望	9
苏 昱：推动养老金与资本市场迈向高质量发展新格局	44
朱俊生：完善政策环境，促进养老金融发展	49
程 昊：推动养老理财发展 夯实养老财富储备	54

【养老金融观点集萃】

袁绪超、丁诗聪：海外个人养老金的配套税收优惠制度安排	62
罗智行、李 斐：巴西第三支柱个人养老金制度的经验借鉴与启示	94

【CAFF50 大事记】

2021 年 9 月 CAFF50 动态	118
----------------------------	-----

导读：夯实社会财富储备，尤其是养老财富储备，是积极应对人口老龄化的重要基础。在我国人口老龄化形势日益严峻的背景下，积极推行养老保险体系改革，建设多层次多支柱的养老保险体系是我国实现养老财富储备和积累的重要举措。当前，我国应全方位重视养老金融的发展，完善制度的顶层设计，与各类金融机构实现协同发展，创新业务，扩大供给，为积极应对老龄化挑战做好准备。

本期《养老金融评论》重点关注如下内容：中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授提出，我国养老保险体系改革应第一支柱回归保基本，第二、三支柱加快积累，并权衡资本市场风险；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在研究公募基金参与养老金市场化投资的基础上，提出我国养老金与公募基金协同发展的建议；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、董事长苏罡分析了养老金和资本市场如何通过良性互动共同迈向高质量发展新格局；中国养老金融 50 人论坛特邀成员、清华大学五道口金融学院中国保险与养老金研究中心研究总监朱俊生建议通过完善政策环境来促进养老金融发展；中国养老金融 50 人论坛特邀成员、兴业银行养老金融中心总经理程昊从银行参与养老金融的角度解读如何推动养老理财发展，夯实养老财富储备，以飨读者。

董克用：优化三支柱养老金体系结构，权衡资本市场风险



董克用：中国养老金金融 50 人论坛秘书长

改革开放四十年来，中国养老金制度取得了很大成就，覆盖人数达到 9 亿人。其中，城镇居民 4 亿人，城乡居民 5 亿人。目前对于养老金的关注聚焦于城镇职工基本养老保险制度，而非城乡居民基本养老保险制度，这两个制度内涵差异极大。

关于形成城镇职工养老金多支柱格局的想法其实很早便已被提出。1991 年国企改革时，就有人提出将来城镇职工养老不能光靠国家。计划经济时期，退休金是企业缴费而个人不缴费，当时企业隶属

国家，基本相当于由国家负担，所以叫退休金制度。虽然当时企业工资很低，但退休金的依据是现收现付制，取决于城镇职工最后一个月工资的百分比，因此退休金待遇很好。1991 年退休制度改成了基本养老保险，个人开始缴费，当时提出来国家、企业、个人都要缴费的理念。这一提法比世界银行（以下简称“世行”）1994 年提出的“多支柱”概念还早。政府借鉴经合组织（OECD）的称谓，引入了“多层次”一词。因为中国改革的过程比较复杂，提出多支柱、多层次的理念后没有太多推进，主要还是依靠第一支柱。

一、养老金现收现付制度的最大挑战是老龄化

如果没有老龄化，人口结构呈现“钟型”，每年既有人进入劳动力队伍，也有人退出劳动力队伍，现收现付的存续没有太大问题。寿命增加就稍微延迟，晚领一点养老保险即可。但是由于面临老龄化的挑战，如同现在的“菱形”人口结构，现收现付则将难以持续。

面对老龄化的挑战，现收现付制度的维持大约有四种办法。第一，延迟退休。延迟一年，从整体上看，是多缴费一年，少领取一年。但按照中国的养老金待遇计算办法，晚退休一年个人可以增加养老金收入，所以延迟退休最终能不能缓解现收现付制度的压力，各国情况并不完全一样。第二，提高缴费率。美国目前雇主和雇员各 6.2% 的缴费率也是从当年的 1% 一直涨上来的。第三，降低待遇水平，减少支付。降低待遇水平比较难。在中国，已经连续十七年提高养老金水平，其中有近十年提高幅度为 10%。近年来调待幅度下降到 6.5%、6%、5.5%、5.0%，2021 年的调待幅度进一步降至 4.5%。第四，增加财政

补贴。中国第一支柱养老金的维持，得益于财政支持。

但以上四种办法都不十分具备可持续性。就延迟退休的办法而言，退休年龄能提到 75 岁吗？不可能。提高缴费率的办法也没有多大空间，目前 24% 的缴费率（企业支付 16%，个人支付 8%）已经不低了。就降低调待增幅的办法而言，涉及 1 亿多退休人员的利益。至于增加财政补贴的办法，也是捉襟见肘。

二、第一支柱回归保基本，第二、三支柱加快积累

世界各国慢慢走向了多支柱思路，第一支柱回归保基本，即吃饭、房租、水电费等，然后用第二、第三支柱来增加养老金待遇水平。第一支柱是公共养老金，由政府财政保底；更好的生活则依靠积累型的第二、三支柱。美国第二支柱的职业年金，开始也是现收现付型，后来走向了积累型（DC）。在美国税收体制下，二、三支柱通过税收优惠（以下简称“税优”）方式鼓励积累。发展至今，积累型养老金相当于美国 GDP 的 140%。美国居民在银行的储蓄存款可能并不多，但美国政府通过二、三支柱的制度建设为老百姓存了一大笔钱，说美国人民储蓄率低其实误导了大众。

中国下一步面临的更大问题是还没有开始大面积积累，而老龄化已经到来。联合国经社理事会人口司每隔一年做一次人口预测，按照 2019 年预测的中间方案，中国 65 岁及以上人口占全部人口的比重到 2020 年底接近 12%，而刚刚公布的七普数据是 13.5%。按照联合国的预测，中国 65 岁以上人口占全部人口的比重将从 2020 年的 12% 逐步上升，十年一个台阶，到 17%、24%、27%、30%。现在看来，

速度比联合国的预测更快，联合国预测是中国 65 岁及以上人口占全部人口的比重在 2060 年到 30%，现在看来 2050 年就会达到 30%，届时可谓“三人行必有一老人”。更重要的是，中国 65 岁以上人口占全部人口的比重不是到了 30%以后就会下降，而是进入高原期。虽然总人口下降，但老龄人口所占的比重不会下降。根据联合国预测，30%这一比重会一直持续到 21 世纪末 2100 年，我称之为“人口老龄化高原”。

改革迫在眉睫。第一支柱回归保基本，第二、三支柱加快积累。第一支柱回归基本需要实现全国统筹。现在表面上看第一支柱缴费率较高，但实际上税基很低。根据调研获得的到 2017 年全国 36 个省会城市及单列市的全部数据，70%的企业职工全是按照当地最低标准缴费。实现全国统筹之后，如果基数做大，缴费率可以降下来。鼓励采用各种方式加紧推进二、三支柱结构性改革。现在中国养老金的第二支柱由两部分组成，企业年金和职业年金，企业年金在企业的普及率还有待提高。第三支柱需要进一步扩大试点，让更多的人能够缴费，现在灵活就业的人群太多了。

三、权衡资本市场风险

现在各界都比较关注养老金改革，有些是从金融角度，认为养老金改革与资本市场是一个良性的互动关系。这种说法有一定道理，像美国、英国等国家的养老金制度改革确实会推动资本市场的发展，美国股市的一半资金来自养老金。但养老金与资本市场的互动并非都是良性的，也有养老金在资本市场遭遇比较大的挫折。以智利为例，智

利于 1981 年进行养老金改革，按照芝加哥学派的改革建议，没有采取多支柱的办法，而是雇员拿出工资的 10%、雇主不缴费的完全积累型。但其养老金投资却接连遭遇拉美金融危机、亚洲金融危机和全球金融危机。资本市场毕竟是资本市场，需要警惕和小心，遇上坏的资本市场，养老金就首当其冲遭殃。积累型养老金是长钱，怎么长投、长管仍是未解之题，需要警惕投资陷阱。

郑秉文：我国养老金与公募基金协同发展研究： 回顾、评析与展望



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

上海证券交易所和深圳证券交易所于 1990 年、1991 年先后成立，标志着我国开启了对现代资本市场的探索。公募基金作为资本市场中重要的专业机构投资者，经过 22 年的发展，在“独立运作、组合投资、强制托管、公开披露、严格监管”的制度安排下，投研水平不断提高，产品种类日渐丰富，管理规模快速增长，持有人户数约 6 亿，已发展成为我国资本市场中投研水平领先、管理规模最大、市场化程

本文摘自《经济研究参考》2020（20），原作者为郑秉文、李昆。

度最高的资产管理机构。

公募基金公司是我国养老金市场化投资的主力军。2003 年以来，其先后成为全国社保基金、企业年金、基本养老保险基金、职业年金、养老目标基金等养老金的投资管理机构，2020 年 6 月末管理养老金规模达 2.87 万亿元，为养老金创造了优异的投资回报，也成为养老金与资本市场间的重要桥梁。展望未来，养老金与公募基金的合作在模式设计、投资方式、考核机制、产品创新等方面仍有优化和完善的空间，公募基金、养老金和资本市场有望实现相互促进、共建共享、协同发展。

一、公募基金发展回顾

1997 年 11 月，国务院证券委员会发布《证券投资基金管理暂行办法》，拉开了中国公募基金发展的序幕。1998 年 3 月，中国第一家公募基金公司——国泰基金管理有限公司成立。同月，“南方开元基金”和“国泰金泰基金”成立，标志着中国公募基金行业正式启动。截至 2019 年末，公募基金公司管理各类产品规模合计 25.7 万亿元(占比 23%)，是资金管理规模最大的资管细分行业（见图 1）。我国公募基金行业的稳健发展既促进了资本市场运行效率的提高，也为广大居民提供了公平、普惠、专业的金融服务。

公募基金公司的业务模式从起步阶段单一的封闭式公募基金发展为目的的多资产综合性资产管理。除传统的公募基金产品外，当前公募基金公司的管理产品还包括各类养老金、单一资产管理计划、集合资产管理计划等。公募基金的投资范围和产品种类不断丰富，目前

已经覆盖股票、债券、商品、金融衍生品、信托、债权计划等各类资产，投资区域范围也拓展至全球市场。公募基金管理公司在过去 22 年沉淀的各类产品已成为我国资本市场中重要的“基础设施”，高效连接着各类资本与实体经济。

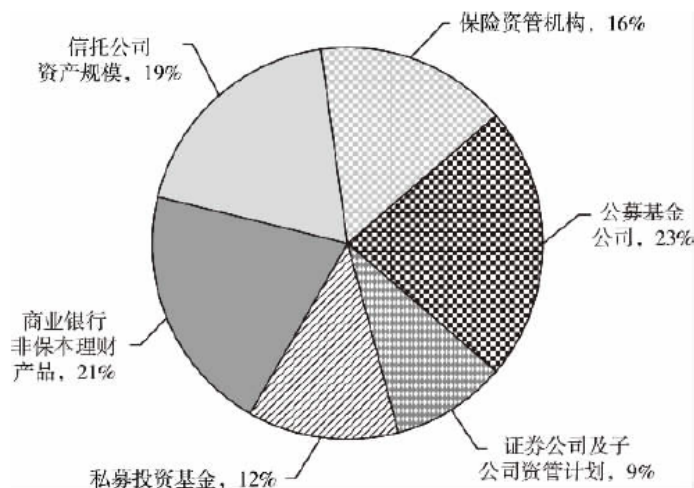


图 1 2019 年末中国各类资管机构资产管理情况

注：不同金融机构的资产管理业务规模按各自公开的口径加总，未剔除重复计算部分；证券公司及子公司资管计划数据中不含证券公司管理的养老金；公募基金管理公司的养老金数据包括基金管理公司管理的全国社保基金、基本养老保险基金、企业年金、职业年金和目标日期基金，不包括境外养老金。

资料来源：《资产管理业务统计数据（2019 年四季度）》、《中国银行业理财市场报告（2019 年）》、中国信托业协会官网、《2019-2020 年保险资管业综合调研数据》。

公募基金管理公司的数量保持稳步增长。Wind 资讯数据显示，截至 2019 年末，已成立 140 家公募基金公司，管理基金数量超过 6500 只。作为专业机构投资者，公募基金为各类客户创造了明显的超额收益。根据《公募基金成立 20 年专题报告》，1998~2017 年，偏股型公募基金产品 20 年的年化收益率平均为 16.18%，超出同期上证综指的平均涨幅（8.5%），超额收益明显；截至 2017 年末，公募基金产品累计向持有人分红 1.66 万亿元，为客户创造了丰厚回报。

公募基金公司作为国内首批专业机构投资者，积极、全面地参与了各类养老金资金的投资管理，是目前国内管理公共养老金规模最大的资管细分行业。截至 2019 年末，公募基金直接管理养老金规模 2.43 万亿元，占公募基金总管理规模约 10%，此外传统公募基金产品也是养老金的间接投资工具。截至 2020 年 6 月，共有 16 家公募基金公司参与了“第一支柱”和“第二支柱”养老金的投资管理，43 家公募基金公司创设并管理了“第三支柱”中的养老目标基金。

回顾公募基金 22 年的发展历程，其作为养老金投资的主力军，通过多种产品形式为养老金投资创造了优异回报。随着我国养老金规模增长、居民养老金投资意识的增强、养老金市场化投资程度的提升和资本市场成熟度的提高，公募基金、养老金和资本市场三者共生共长、共建共享，均有巨大的发展空间。

二、公募基金全面参与养老金市场化投资

自 2003 年 6 月全国社会保障基金理事会(以下简称社保基金会)将全国社保基金委托公募基金公司管理开始，公募基金先后成为企业年金、基本养老保险基金、职业年金和养老目标基金的投资管理机构，全面见证了我国养老金市场化投资的发展和完善。本文从多个维度回顾了公募基金与各类养老金合作的历史，发现经过 17 年的摸索，我国各类养老金的投资政策日趋完善，投资流程和途径通畅，公募基金产品体系和投资经验更加成熟。

(一) 公募基金全面参与各类养老金投资的制度框架

我国养老保险采用三支柱模式，本文从三支柱维度对各类养老金

进行了划分。表1列示了各类养老金的参与人、资金来源、资金用途、投资方式等信息，也列示了公募基金参与各类养老金投资的起始时间、监管法规、参与形式、参与机构、管理规模等情况。

表1 公募基金参与各类养老金的相关情况

项目	第一支柱		第二支柱		第三支柱
	全国社保基金	基本养老保险基金	企业年金	职业年金	养老目标基金
发起者	中央政府及地方	地方政府	建立企业年金计划的企业	中央及地方政府	居民
投资/受托机构	全国社会保障基金理事会	全国社会保障基金理事会	企业年金理事会或者法人受托机构	法人受托机构	居民
投资公募基金时间	2003年6月	2016年12月	2005年8月	2018年8月	2018年9月
与公募基金相关的法规	《全国社会保障基金投资管理暂行办法》等	《基本养老保险基金投资管理办法》	《企业年金试行办法》《企业年金基金管理机构资格认定暂行办法》	《机关事业单位职业年金办法》	《养老目标证券投资基金指引（试行）》
资金来源	中央财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益和以国务院批准的其他方式筹集的资金	单位和个人缴费、国家补贴	企业与员工缴费	全国机关事业单位及员工缴费	居民税后收入
资金用途	应对未来养老保障的缺口	现收现付制的基本养老保险结余	补充基本养老保险、提高企业员工退休生活水平	补充基本养老保险、提高公务人员退休生活水平	个人养老金积累
公募基金参与形式	社保基金专门组合	基本养老保险专门组合	企业年金计划或受托直投，也可通过二者间接投资公募基金或养老金产品	职业年金计划，也可通过职业年金计划间接投资公募基金或养老金产品	FOF为主、直投为辅，主要投资于公募基金产品
投资方式	主动投资、被动投资	主动投资	主动投资	主动投资	主动投资、被动投资
公募基金参与范围（家）	16	14	11	11	43
公募基金公司管理规模（亿元）	8853（2018年）	—	6203（2019年）	—	358（2020年6月）
对应委托规模（亿元）	12438（2018年）	6239（2018年）	17331（2019年）	6100（2019年5月）	358（2020年6月）
公募基金占比（%）	71.2	—	35.8	—	—

资料来源：根据公开资料整理。

注：（1）表中公募基金参与范围数据的截至时点为2020年6月。（2）括号中数据表示对应数据截止时点。（3）FOF，即fund of funds，基金中基金。

基本养老保险基金作为第一支柱的主体由国家主办，是我国养老保险体系的最主要部分，2019 年末覆盖人数达 96754 万人。第二支柱为企业和雇员、机关事业单位和员工共同主办的年金，是补充养老保险的重要组成部分。其产品形式分别为企业年金和职业年金，分别覆盖 2548 万人和 2970 万人。第三支柱为由个人主导投资、具有税收优惠特性的养老保险产品。目前个人税延型养老保险仍处于探索阶段，发展相对缓慢；公募基金公司发行的养老目标基金虽尚未纳入税收优惠范围，但规模增长较快。

基本养老保险基金采用统账结合的管理模式，实际运行中以现收现付制为主。其结余资金是目前我国养老金体系中占比最大的资金，2019 年末规模达 6.29 万亿元。长期以来基本养老保险基金，因“除按规定预留必要的支付费用外，全部存入银行和购买国债”，故市场化投资程度低，造成较大规模资产性收益损失（张盈华，2019）。2015 年 8 月，《基本养老保险基金投资管理办法》发布后，基本养老保险基金启动市场化投资。基本养老保险基金委托全国社会保障基金理事会进行管理，后者通过直接投资和委托投资进行管理，14 家公募基金公司成为首批基本养老保险基金管理人。

此外，我国还有一只养老储备基金即全国社保基金，是我国最早进行市场化投资的养老金，其运行时间最长、历史业绩优异。依据《全国社会保障基金投资管理暂行办法》，全国社会保障基金理事会于 2013 年 6 月开始将资金委托给公募基金公司进行市场化投资。截至 2019 年末，全国社保基金规模合计达 2.63 万亿元，委托投资规模 1.59

万亿元，包括 16 家公募基金公司在内的 18 家资管机构承担了境内标准化资产投资工作。

构成第二支柱的企业年金和职业年金采用完全积累制。2004 年劳动和社会保障部发布的《企业年金试行办法》提供了我国企业年金的基本框架，并于 2005 年 8 月评选出 15 家企业年金基金投资管理人，其中含 9 家公募基金公司。职业年金于 2015 年《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》发布后开始运作。中央在京国家机关事业单位职业年金于 2018 年 8 月进行投资管理人招标，是首个进行投资管理人招标的职业年金计划，标志着职业年金的市场化投资启动。公募基金公司也是职业年金的重要管理人。

我国的养老金第三支柱仍处于起步摸索阶段。2018 年 4 月，财政部、税务总局、人社部、银保监会、证监会联合发布了《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》。2018 年 5 月，个人税延型养老险在上海市、福建省和苏州工业园区开始试点，但发展速度较慢。证监会于 2018 年 3 月发布了《养老目标证券投资基金指引（试行）》，同年 9 月公募基金公司成立首只新规下的养老目标基金。虽然公募基金公司发行和管理的养老目标基金尚未纳入税收优惠范围，但产品数量和资金规模保持较快增长，具备成为第三支柱主要组成部分的潜力。

（二）全国社保基金与公募基金投资

本文所分析的全国社会保障基金理事会管理的资金（统称全国社保基金）涵盖三类细分资金：全国社会保障基金、个人账户基金和地

方委托基金,2019 年末三者的权益金额分别为 18104.55 亿元、1321.33 亿元和 1147.68 亿元。

全国社保基金使用直接投资与委托投资相结合的方式进行投资。2019 年末,直接投资资产为 10410.17 亿元,占比 39.60%;委托投资资产为 15875.49 亿元,占比 60.40%。委托投资由社保基金会委托外部资管机构进行管理,投向包括境内外股票、债券、证券投资基金以及境外用于风险管理的掉期、远期等衍生金融工具等,公募基金公司 是委托投资最主要的承接主体。

《2003 年全国社会保障基金年度报告》提出,“2003 年 6 月,社保基金会将全国社保基金委托资产分别委托南方基金管理有限公司、博时基金管理有限公司、华夏基金管理有限公司、鹏华基金管理有限公司、长盛基金管理有限公司、嘉实基金管理有限公司 6 家投资管理人管理,委托交通银行和中国银行 2 家托管行托管。”首批 6 家投资管理人均为公募基金公司。后续社保基金会又进行了数轮投资管理人资格评选,目前共有 18 家机构具有全国社保基金境内证券投资基金管理人资格,其中包含 16 家公募基金管理公司。

公募基金公司管理全国社保基金的主要方式为社保基金专户,根据投资方向分为货币型、债券型、混合型、股票型等账户类型。养老基金专户投资以股票、债券等基础资产为主,也会少量通过公募基金产品进行投资。由于全国社保基金的特殊性,公募基金公司重视产品长期业绩,一般选用资深投资经理负责账户管理。

截至 2018 年末,公募基金公司管理全国社保基金委托投资规模

为 8853 亿元，占全国社保基金委托投资的 71%。2011~2018 年公募基金公司管理全国社保基金的规模和比例变化如图 2 所示：管理规模呈现稳步增长态势（虽 2018 年管理规模有所缩减），占委托规模的比例均超过 70%，这说明公募基金公司是全国社保基金委托投资最主要的管理人。

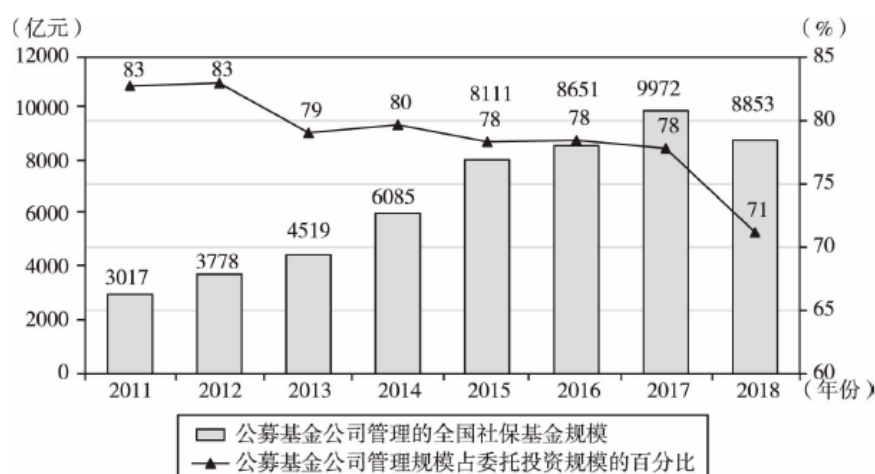


图 2 2011-2018 年公募基金公司管理全国社保基金规模及比例

资料来源：《中国证券投资基金业年报（2019）》、全国社会保障基金理事会社保基金历年年度报告。

（三）基本养老保险基金与公募基金投资

基本养老保险累计结余部分是我国养老金资产中最大规模的存量资产。截至 2019 年末，基本养老保险累计结余规模 62873 亿元，但这部分资金统筹层级较低，市场化投资的比例低。2015 年 8 月，国务院印发施行《基本养老保险基金投资管理办法》。各省级人民政府依据该办法，与社保基金会签订委托投资管理合同，将基本养老保险部分结余资金及投资收益委托社保基金会管理（2016 年 12 月开始委托管理）。社保基金会对受托管理的基本养老保险基金单独管理、集中运营、独立核算。

截至 2018 年末，累计已有 17 个省（直辖市）委托社保基金会管理 8580 亿元基本养老保险基金，实际到账资金达到 6050 亿元，权益金额 6239 亿元，市场化投资规模占基本养老保险结余资金总规模的比例仅为 10.73%。

社保基金会对管理的基本养老保险基金通过直接投资和委托投资两种方式进行投资。2016 年 12 月，社保基金会公布的首批 21 家基本养老保险基金证券投资机构中含 14 家公募基金公司，公募基金公司以养老金专户的模式对基本养老保险基金委托资产进行管理。

2018 年末，社保基金会管理的基本养老保险基金资产中，直接投资资产规模为 2456 亿元（占比 34.92%），委托投资资产规模为 4576 亿元（占比 65.08%）。考虑到 2018 年全国基本养老保险委托社保基金会管理的规模占基本养老保险基金总规模的比例仅为 10.73%（见表 2），未来基本养老保险基金的市场化投资仍有很大的提升空间。

表 2 2010~2019 年基本养老保险基金规模及委托投资情况

年份	城镇职工 (亿元)	城乡居民 (亿元)	基本养老保险 合计 (亿元)	委托社保理事会 管理规模 (亿元)	委托社保理事会 规模占比 (%)
2010	15365	423	15788		
2011	19497	1231	20728		
2012	23941	2302	26243		
2013	28269	3006	31275		
2014	31800	3845	35645		
2015	35345	4592	39937		
2016	38580	5385	43965		
2017	43885	6318	50202	2819	5.62
2018	50901	7250	58152	6239	10.73
2019	54623	8249	62873	—	—

资料来源：人力资源和社会保障事业发展统计公报。

（四）企业年金与公募基金投资

企业年金作为基本养老保险的重要补充部分，采用完全积累制，是我国多层次养老保险体系中第二支柱的重要组成部分。1991 年《国务院关于企业职工养老保险制度改革的决定》提出鼓励企业实行补充养老保险；2004 年发布的《企业年金试行办法》对企业年金的运行进行了规范，这标志着我国开始全面推行企业年金制度。

2004 年发布的《企业年金基金管理机构资格认定暂行办法》对参与机构的资格进行了规定。首批获得企业年金投资管理资格的 15 家机构中含 9 家公募基金公司，占比 60%。目前共有 22 家投资管理机构具有企业年金投资管理资格，其中 11 家机构为公募基金公司。

在实际管理中，企业年金既可以直接投向股票、债券、银行存款、非标等基础资产，也可以通过公募基金产品、养老金产品等进行投资。资产配置方面，《企业年金基金管理办法》规定了权益类资产 30% 的上限，在实际管理过程中权益类资产的比重大多在 10%~20% 之间。固定收益投资方面，企业年金更注重非公开发行债券、非标、定期存款等成本计价类资产的配置，以实现组合的稳健回报。

随着企业年金业务的发展，年金养老金也日趋成熟。截至 2019 年末，实际运作的年金养老金产品达 456 只，覆盖了 15 种细分策略。2013 年发布的《关于扩大企业年金基金投资范围的通知》和《关于企业年金养老金产品有关问题的通知》，为促进养老金产品标准化作出了贡献。公募基金公司也开发了丰富的年金养老金产品，显著提高了企业年金及 2018 年启动市场化投资的职业年金的管理效率。

公募基金公司管理的企业年金规模持续增长，从 2011 年的 1445 亿元增长至 2019 年的 6204 亿元（见图 3）。2019 年末，公募基金管理规模占企业年金基金总规模比重为 36%，自 2011 年以来呈现持续下降态势，这主要是由保险类投资管理机构的增多对资金形成分流造成的。

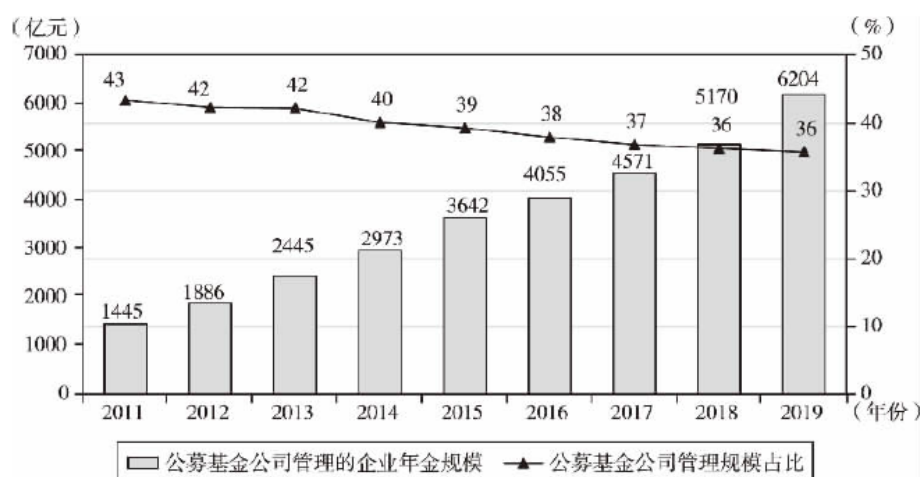


图 3 2011~2019 年公募基金公司管理企业年金规模及占比

资料来源：历年全国企业年金基金业务数据摘要。

（五）职业年金与公募基金投资

2015 年 1 月发布的《国务院关于机关事业单位工作人员养老保险制度改革决定》提出，建立机关事业单位养老保险制度，“机关事业单位在参加基本养老保险的基础上，应当为其工作人员建立职业年金。单位按本单位工资总额的 8% 缴费，个人按本人缴费工资的 4% 缴费”。2015 年 4 月发布的《机关事业单位职业年金办法》明确了职业年金制度采取缴费确定型管理方式。

职业年金的投资管理人与企业年金投资管理人相同。2018 年是职业年金市场化运作的元年，各省（直辖市）陆续开展职业年金基金

受托人、托管人和投管人的招标工作，职业年金资金自 2019 年 5 月起陆续入市。职业年金采用专户模式投资。管理方式方面，各省（直辖市）又分多个计划（不同计划的受托人不同），每个计划下又设置多个组合。投资模式方面，职业年金组合均为主动投资，直接投资各类基础资产或通过配置年金养老金资产进行间接投资。

截至 2020 年 6 月，全国多数省（自治区、直辖市）的职业年金计划已完成受托人和投管人的招标。各家公募基金公司的中标情况呈现出分化特征，部分长期业绩优异的公募基金公司中标组合较多。截至 2019 年 5 月，职业年金累积结余规模约 6100 亿元；参与职工共计 2970 万人，在参与基本养老的 3612 万机关事业单位工作人员中占比超过 82%；参与职工中缴费人数达 2867 万，缴费率超过 96%。

（六）公募基金管理养老目标基金

养老目标基金在国内的发展可以分为两个阶段：2006 年开始的初步探索阶段和 2018 年开始的重启阶段。在初步探索阶段，汇丰晋信基金管理有限公司和大成基金管理有限公司先后共发行三只目标日期基金，表 3 列示了探索阶段成立的三只养老目标基金的基本要素。“汇丰晋信 2016”经过 10 年运作于 2016 年 5 月 31 日到达了设定的目标日期；“大成财富 2020”运作 15 年，已临近 2020 年 12 月 31 日的目标日期；“汇丰晋信 2026”也已运作 12 年。这三只产品是养老目标基金初步探索阶段理想的分析样本，并为今后养老目标基金的运转提供参考。

表 3 初步探索阶段三只养老目标基金基本要素

单位：%

基金名称	成立日	目标日期	累计收益率	年化收益率	累计超越基准收益率	权益比例		
						初始期	末期	到期后
汇丰晋信 2016	2006 年 5 月 23 日	2016 年 5 月 31 日	173	10.5	55.58	0~65	0~10	0~5
大成财富 2020	2006 年 9 月 13 日	2020 年 12 月 31 日	157	7.1	-57.39	0~95	0~50	0~20
汇丰晋信 2026	2008 年 7 月 23 日	2026 年 8 月 31 日	296	12.2	237	60~95	10~40	0~20

注：（1）累计收益率和年化收益率的计算口径为：对于已经到达目标日期的“汇丰晋信 2016”为成立日至目标日期的区间，对于尚未到达目标日期的另两只基金计算区间为成立日至 2020 年 6 月 30 日。（2）“汇丰晋信 2016”的累计超越基准收益率的计算区间为成立日至 2016 年 6 月 30 日，较目标日期长一个月；另两只基金的计算口径为成立日至 2020 年 6 月 30 日。

资料来源：各基金年度报告及募集说明书。

三只目标日期基金的投资方式均为直接投资于股票、债券等资产，业绩与投资管理人员的主动投资能力联系紧密。三支基金的下滑曲线的设计存在较大的差异，“汇丰晋信 2016”和“大成财富 2020”初始阶段权益比例分别为 0~65%和 0~95%，投资管理人员具有较大的调整空间，更加主动地进行大类资产配置；而稍晚成立的“汇丰晋信 2016”则将初始权益比例设置为 60%~95%，对资产配置的约束性更强，资产配置的可预期性更高。三款产品的投资收益率整体较优，最低的年化收益率也超过 7%，最高的年化收益率为 12.2%，均达到了保值增值的投资目标。由于下滑曲线、投资能力、成立时间等方面的差异，三只产品的风险收益特征也存在较大差异。

初步探索阶段的三只养老目标基金都没有设定锁定期，投资者能够自由申赎。从三只产品份额的变化情况看，并没有发挥长期投资、定期投资和到期日锁定等目标日期基金的特点。如图 4 所示，三只基金的份额自发行后均有较大幅度的波动，没有呈现出份额持续增长的

趋势，这反映出投资者更多是将目标日期基金作为一种短期的投机工具，而非当作满足养老需求的投资工具。

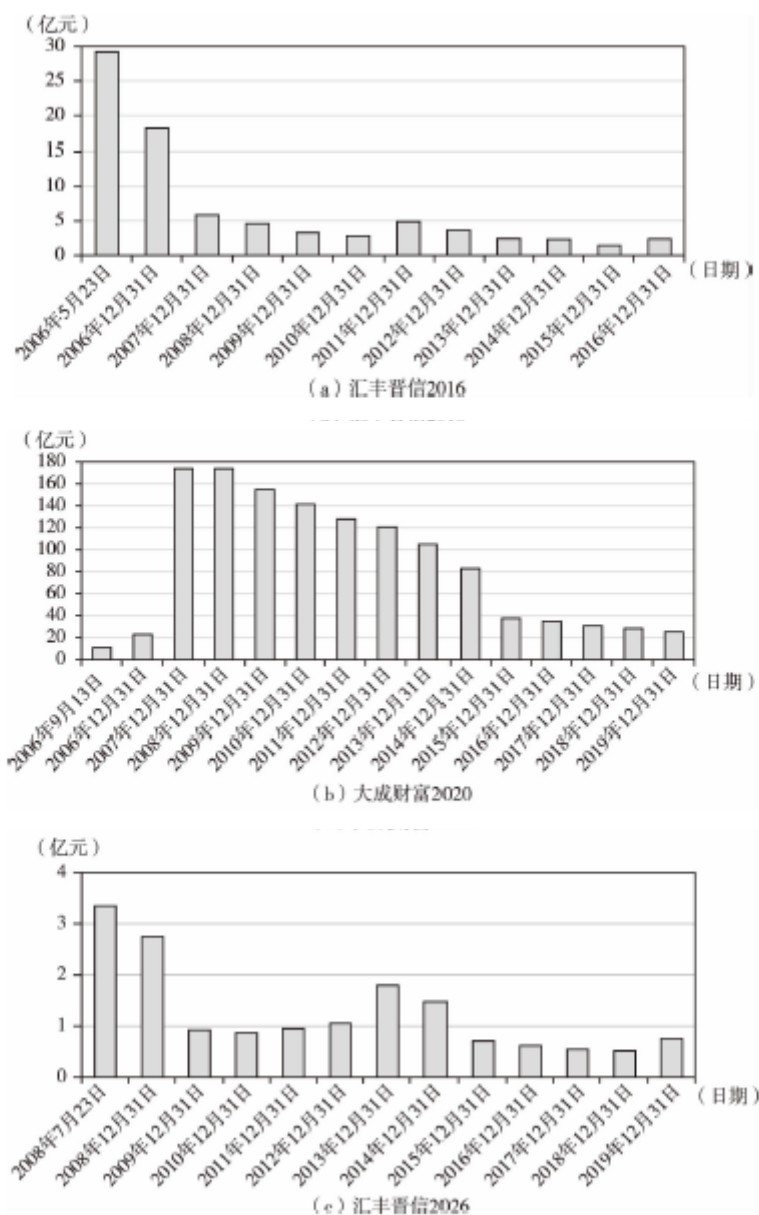


图4 初步探索阶段三只养老目标基金规模变化

资料来源：wind 资讯。

在初步探索阶段，目标日期基金的发展形成“高开低走”之势。虽然长期看产品实现了理想的收益率，但并未能发展成为成熟的品种。其主要原因如下四点：（1）参与公募基金公司和产品数量均较少，

产品在投资者中的渗透率较低；（2）产品采用开放申赎的方式，未能对“目标日期”进行锁定，投资者的短期参与心理强而长期养老储蓄动机弱；（3）产品采用直接投资各类资产的方式，对投资管理人主动管理能力要求较高；（4）产品作为养老目标基金的初步尝试，缺少监管机构的政策指导或税收优惠政策支持。

2018 年，证监会发布了《养老目标证券投资基金指引（试行）》，这可以看作养老目标基金重启的标志。该文件对养老目标基金的定义为：“以追求养老资产的长期稳健增值为目的，鼓励投资人长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险的公开募集证券投资基金。”养老目标基金的定位是为养老金投资提供一站式的“一揽子”解决方案，通过目标日期策略、目标风险策略等资产配置策略，为不同年龄段的投资者寻求与其退休年龄相匹配的养老金产品。养老目标基金运作方式为以基金中基金（Fund of Funds，FOF）为主，在大类资产和投资经理两个层面分散风险；产品采用定期开放的封闭运作期或投资人最短持有期限应当不短于 1 年。2018 年 9 月发行的“华夏养老目标日期 2040 三年持有期混合型基金中基金（FOF）”，是新规下的首只养老目标基金。

公募基金公司作为养老目标基金合适的管理机构，主要是因为：（1）公募基金公司在股票、债券等细分资产上均有专业的投研团队，积累了丰富的投研经验，具有成熟的主动管理型、指数跟踪型、行业主题型等基金产品；（2）公募基金公司在混合型养老金、股债混合基金等产品的管理过程中培养了成熟的资产配置能力，与养老目标基金重视

资产配置的特点相匹配；(3) 公募基金公司可以通过销售渠道、销售平台等方式向投资者宣传养老目标基金，进行投资者教育。

目标日期基金和目标风险基金两类养老目标基金发展均较为快速。截至 2020 年 6 月，已有 24 家公募基金公司发行 44 只目标日期基金，合计净资产规模 123.3 亿元，平均规模 3.1 亿元。新规下单只最大规模的目标日期基金为“中欧预见养老目标日期 2025 一年持有期混合型基金中基金（FOF）”，规模 8.8 亿元，这反映出投资者对于三年或五年的锁定期接受度较低，仍偏好于锁定期较短的品种。目标日期基金投资以 FOF 形式为主，2020 年 6 月其持有基金市值占基金资产净值比例平均为 84%。

从美国较为成熟的目标日期基金看，每家公募基金公司通常依托同一条下滑曲线，设置“目标日期”不同的一系列基金，形成面向不同年龄段投资者的解决方案。目前，国内有 9 家公募基金公司已经发行三只或以上目标日期基金，产品系列初具雏形（见表 4）。

表 4 各公募基金公司目标日期基金产品矩阵（截至 2020 年 9 月 30 日）

单位：只

表 4 各公募基金公司目标日期基金产品矩阵（截至 2020 年 9 月 30 日）								
基金公司	产品数量	2025 年	2030 年	2035 年	2040 年	2045 年	2050 年	2055 年
工银瑞信基金	5			*	*	*	*	*
华夏基金	4		*	*	*	*		
南方基金	4		*	*	*	*		
中欧基金	3	*		*			*	
银华基金	3		*	*	*			
易方达基金	3			*	*			
汇添富基金	3		*		*		*	
嘉实基金	3		*		*		*	
广发基金	3			*	*		*	

注：星号表示基金公司产品期限分布。

数据来源：Wind 资讯。

目标风险基金的参与机构相对较多，产品以一年锁定期品种为主，发行规模较目标日期更大。截至 2020 年 6 月 30 日，共有 32 家公募基金公司发行 46 只目标风险基金，合计规模 234.3 亿元，单只平均规模 6.2 亿元。单只规模最大的目标风险基金为“民生加银康宁稳健养老一年持有期混合型基金中基金（FOF）”，规模达 58.6 亿元。未来目标风险基金的风险策略仍需不断多元化，更好满足不同风险偏好人群的养老金投资需求。

（七）年金养老金产品体系日趋完善

2011 年 2 月人社部发布的《企业年金基金管理办法》首次提出“养老金产品”的概念，目的在于提高企业年金的投资运营效率。2013 年 3 月，人力资源和社会保障部、银监会、证监会、保监会联合发布的《关于企业年金养老金产品有关问题的通知》对养老金产品的设计和运营进行了规范，企业年金的运作形成“专户+产品”的格局。

养老金产品指“由企业年金基金投资管理人发行的、面向企业年金基金定向销售的企业年金基金标准投资组合”。养老金产品的种类多样，包括股票型，混合型，固定收益型，货币型，产品名称显示投资方向的固定收益型养老金产品，商业银行理财产品型、信托产品型、基础设施债权投资计划型养老金产品。2019 年职业年金陆续入市时，年金养老金产品已经运作成熟，也成为职业年金投资的重要工具，提高了职业年金的投资效率。

年金养老金产品的发行人为 22 家具有年金管理资格的资管机构。截至 2019 年末，养老金产品已经形成丰富的产品体系，产品数量 456

个，资产净值合计 9054 亿元（见表 5）。其中，公募基金公司是最重要的年金养老金产品管理机构。

表 5 2019 年末各类年金养老金产品的数量及净资产

资产类型	产品类型		实际运作产品数（个）	期末资产净值（亿元）
权益类资产	股票型		131	468
	股权型		2	61
	优先股型		3	40
	股票专项型		5	28
	小计		141	597
资产类型	产品类型		实际运作产品数（个）	期末资产净值（亿元）
固定收益资产	混合型		98	1495
	固定收益型	普通	97	3071
		存款	12	930
		债券	15	327
		债券基金	—	—
		商业银行理财产品	1	4
		信托产品	37	951
		债权计划	22	710
		特定资产管理计划	—	—
		保险产品	1	8
		其他	—	—
	小计	185	6002	
小计		283	7496	
流动性资产	货币型		32	961
其他投资资产	其他型		—	—
合计			456	9054

资料来源：《2019 年度全国企业年金基金业务数据摘要》。

在年金养老金产品推出之前，企业年金采用专户管理模式。对于同一企业年金组合的投资者，虽然其在年龄、风险偏好等方面存在差异，但年金的投向、资产配置比例等均相同，无法满足不同投资者的个性化需求。年金养老金产品的设计为将来年金计划层面，甚至年金各个投资者层面进行个性化投资提供了可能。但从实际经验看，“专

户+产品”同时运行的格局发展并不平衡，根据相关估算，截至 2018 年 6 月 30 日，企业年金计划层面配置养老金产品只占养老金产品总规模的 5%，其余 95%都是投资管理人在组合层面的配置。养老金产品现阶段更多体现归集管理的优势，但满足个性化投资需求的作用尚未被充分利用，未来仍有优化空间。

三、公募基金与养老金相互促进、共同发展

2003 年养老金市场化投资伊始，公募基金公司即参与其中，全程见证了我国养老金市场化投资的启动、发展和完善，也成为养老金市场化投资落地的重要抓手。公募基金公司的规范化和专业化发展也优化了我国养老金的投资体系，助力养老金投资实现优异业绩；养老金投资体系的健全完善也使公募基金公司积累了丰富的投资经验，开拓了投资品种，提高了资产配置和投研能力。养老金投资公募基金 17 年来，两者在投资业绩、机制建设等方面相互促进、共同发展。

（一）养老金市场化投资顺利推动

各类养老金通过公募基金进入资本市场，投资运作更加市场化。在养老金进行市场化投资之前，存量养老金多通过银行存款和国债进行投资，虽然收益率稳定，但投资收益率难以达到保值增值的目的。根据现代投资组合理论，将更多投资品种纳入投资范围能够扩大组合投资的有效边界，进而优化组合投资的风险收益。养老金以公募基金公司的重要途径进入资本市场，借助公募基金公司的专业投资能力，投向股票、债券、非标等多类资产，市场化运作程度不断提高，并取得了优异的回报。

在推进市场化投资的同时，养老金管理的合规性、透明度和标准化也不断提高。公募基金公司凭借“独立运作、组合投资、强制托管、公开披露、严格监管”的制度安排，形成规范、透明、安全、合规的运营体系，既能够满足养老金市场化投资中对信息披露的要求，也为养老金投资的内部管理提供了借鉴。例如，与公募基金定期报告类似，目前运作时间较长的全国社保基金、企业年金和基本养老保险基金定期披露的投资报告或审计意见，提升了养老金管理的透明度；年金养老金产品采用类似公募基金每日估值的方式，通过数据终端向市场发布，投资运营标准化程度提高。

（二）各类养老金的投资业绩优异

2011~2019 年，各类养老金的投资收益率如表 6 所示。长期来看，各类基金均取得了理想的投资业绩。全国社保基金自 2002 年运作以来，截至 2019 年末的年均投资收益率为 8.14%，累计投资收益额 12464.06 亿元。2011 年以来，仅 2018 年为负收益率，其它各年均为正收益率。公募基金公司管理了全国社保基金 70%以上的委托投资基金，为社保基金的突出业绩作出了贡献。

企业年金 2007~2019 年的年化收益率为 7.07%，投资收益表现出较突出的绝对收益风格；2011 年~2019 年间仅 2011 年的收益率为 -0.78%，其他年份收益率均为正值。与全国社保基金收益率比较，企业年金近九年的平均收益率相对较低，而收益率稳定性更高。上述收益率的差异与全国社保基金投资范围更宽、权益投资占比更高、委托投资关系更简单等因素有关。基本养老保险基金和养老目标基金运作

时间较短，收益率的代表性较弱。从有限的运作年度收益分析，基本养老保险基金投资风格更偏向于企业年金的稳健投资；目标日期投资基金由于距离目标日期较远，投资风格更类似权益比例更高的全国社保基金。

表 6 2011-2019 年各类养老金收益率

单位：%

年份	全国社保基金	基本养老保险基金	企业年金	目标日期基金	目标风险基金
2011	0.84		-0.78		
2012	7.01		5.68		
2013	6.20		3.67		
2014	11.69		9.30		
2015	15.19		9.88		
2016	1.73		3.03		
2017	9.68	5.23	5.00		
2018	-2.28	2.56	3.01		
2019	14.06	—	8.30	13.49	9.08

资料来源：人力资源和社会保障部官网，全国社会保障基金理事会官网，中国证券投资基金业协会官网。

（三）公募基金投资收益整体优异，业绩分化

综合目前各类养老金投资收益数据的披露情况和观测区间长度，企业年金是分析各类资管机构及各家公募基金公司业绩的合适品种。表 7 列示了公募基金公司、保险（资管）公司和证券公司所管理企业年金各年的收益率情况，公募基金公司的年均收益率较另两类机构有 0.20% 左右的优势。

企业年金的市场化投资已发展十余年，各家公募基金公司管理企业年金的收益率和规模出现了较为明显的分化。2012~2019 年，不同公司年均收益率的最高收益与最低收益差距接近 2%。虽然公募基金公司整体管理的企业年金总份额从 2012 年的 42.4% 下降至 2019 年的

35.8%，但长期业绩较为突出的公募基金公司的市场份额大都实现逆势增长。

表 7 各类型资管机构管理企业年金收益率

单位：%

年份	公募基金公司	保险（资管）公司	证券公司
2012	6.02	5.58	5.55
2013	3.59	3.83	2.87
2014	10.04	9.88	9.42
2015	10.45	10.71	9.76
2016	2.90	2.55	2.70
2017	5.61	4.79	5.30
2018	2.27	2.53	3.94
2019	9.07	8.71	8.80
2012~2019 年均值	6.24	6.07	6.04

资料来源：历年全国企业年金基金业务数据摘要。

注：以年末管理规模加权计算各类型机构收益率。

企业年金组合的投向主要为股票、债券、非标资产等。我们选用中债信用债总财富指数和沪深 300 指数表征固定收益资产和股票资产投资，这两个指数能够反映两类资产的平均投资收益率情况。在企业年金的实际投资中，股票资产的投资上限为 30%，组合实际运行中权益仓位一般在 10%至 25%间波动。我们选用 20%的权益资产和 80%的固收资产构建年金投资的模拟组合，组合 2012~2019 年的平均收益率为 6.29%（见表 8），与公募基金公司管理企业年金组合的平均收益率水平相当。

表 8 拟合收益率及公募基金公司管理企业年金组合收益

单位：%

年份	中债信用债总财富 指数收益率	沪深 300 指数 收益率	模拟组合收益率	公募基金管理 企业年金组合收益率
2012	6.21	5.73	6.10	6.02
2013	1.70	-7.12	-0.10	3.59
2014	9.96	49.59	17.90	10.04

续表

年份	中债信用债总财富 指数收益率	沪深 300 指数 收益率	模拟组合收益率	公募基金管理 企业年金组合收益率
2015	9.25	8.28	9.10	10.45
2016	2.27	-11.28	-0.40	2.90
2017	2.31	21.78	6.20	5.61
2018	7.43	-25.31	0.90	2.27
2019	4.99	33.59	10.70	9.07
平均收益率	5.52	9.41	6.29	6.24

资料来源：Wind 资讯，人力资源和社会保障部官网。

公募基金公司管理的企业年金组合收益率在各类管理机构中相对较优，考虑费用后略优于市场指数构建的模拟组合。近十年的收益率表现反映出以下四个特点。（1）公募基金公司管理的企业年金收益率与模拟组合相近，且波动性较小，基本实现了在现有约束条件下的最优化投资，达到了企业年金保值增值的目的。（2）企业年金管理中存在较强的绝对收益思维，控制组合波动幅度要求较高，并尽量避免出现当年收益率为负的情况。（3）大类资产配置的比例相对固定，灵活性较差，权益资产 20% 的平均仓位水平受年金投资监管规定中权益资产比例上限影响。（4）长期来看，企业年金的收益率水平、资产配置比例等存在较强同质化，与参与职工的年龄分布、风险偏好等的相关性较弱。

（四）养老金通过公募基金投资的规模加速增长，促进资本市场繁荣发展

近年来，公募基金公司管理的全国社保基金和企业年金规模持续增长，基本养老保险基金和职业年金的入市带来大量新增资金，养老目标基金再次启动，公募基金管理的各类养老金规模维持快速增长。截至 2020 年 6 月 30 日，各类养老金通过公募基金公司投资的规模达 2.87 万亿元，为 2011 年末的 6.3 倍。公募基金公司作为连接养老金和资本市场的重要桥梁，通过股票、债券、非标等金融工具为实体经济提供了大量长期资本，提高了资源配置的效率。

未来，基本养老保险基金市场化投资的比例预计仍将持续提高，企业年金和职业年金规模稳步增加，再度起航的养老目标基金具有较大发展潜力，这些源源不断的新增养老金将持续向资本市场提供稳定的长期资金。

四、我国养老金投资公募基金的“瓶颈”

（一）第二、第三支柱积累型养老金发展不足

我国第二、三支柱所积累的养老金规模较少。截至 2019 年末，构成养老金第二支柱的职业年金和企业年金的规模约 2.5 万亿元，覆盖人口数仅约 5500 万人；第三支柱养老目标基金和个人税延型养老保险合计规模较小。相比而言，美国养老金第二、三支柱的规模分别达 19.3 万亿美元和 13.3 万亿美元，规模是中国的 80 余倍，人均水平的差距则更为悬殊。我国第二、三支柱养老金无论从覆盖人群还是积累规模角度，均有巨大的发展空间。从美国市场的发展经验看，第二、

第三支柱养老金的发展能够为资本市场提供充足的长期资金，在这个过程中公募基金将是养老金重要的投资工具。

（二）养老目标基金的税收优惠政策至今未到位

根据前文对养老目标基金的分析及美国相关产品的发展经验，公募基金公司运作的养老目标基金具有成为第三支柱重要投资工具的潜质。目前养老目标基金的制度框架主要是证监会在 2018 年 3 月发布的《养老目标证券投资基金指引（试行）》，其立法层级较低，养老目标基金尚未被纳入税收优惠政策的范围。虽然养老目标基金近两年发展较快，顶层制度设计的缺失使得养老目标基金的发展面临诸多障碍。

首先，税收优惠政策的缺失降低了参与者的积极性，容易使养老目标基金发展变形，成为普通的混合型基金，而不能成为预想的为养老准备的长期投资基金。其次，缺少税收优惠政策的养老目标基金难以设定与退休日期相互匹配的锁定日期，目前发行产品所设置的一年或三年锁定期更偏向于形式，这使养老目标基金无法成为真正的养老储备资金。再次，养老目标基金的资金并不稳定，具有长期资金之名、无长期资金之实，极不利于资本市场获得长期资金。最后，未来税收优惠政策的制定及流程的设定也值得深入研究。为避免出现政策与实际激励脱节的情形，可以借鉴个人税延型商业养老保险的经验教训，通过优化流程、简化计算、增强激励等方式提高居民的参与度。

（三）第二支柱与第三支柱没有打通

第二支柱和第三支柱养老金均为积累制养老金，但目前两类养老

金在政策角度和实际运行中仍各自独立运作，未来若能打通二者之间的通道将能够提高养老金运行及投资的效率。以美国养老金第三支柱个人养老金（Individual Retirement Account, IRA）为例，其 95% 的资产来自第二支柱的转账。IRA 账户的转账归集功能保留了第二支柱养老金在税延优惠政策方面的连续性，解决了职工跳槽、计划终止等情形下养老金的转移和延续。截至 2019 年末，美国 IRA 账户合计投资公募基金规模 4.8 万亿美元，占 IRA 总规模的 43.7%，可见公募基金是美国第三支柱养老金的重要投资工具。

目前，我国第二支柱中企业年金和职业年金已经初具规模，职工在更换工作时年金账户的转移和承接仍有不确定性，对职工参与造成了一定的困扰，如从具有年金计划的单位更换至没有年金账户单位的情形。第二支柱和第三支柱的打通将能够提高养老金运行的市场化程度，降低由于员工流动或企业变化带来的养老金摩擦成本。此外，第二、第三支柱养老金的分割运作减少了“三支柱”的资金来源，不利于多层次养老金保障体系的建设。

（四）企业年金和职业年金职工没有被赋予投资选择权

企业年金和职业年金的投资管理采用了专户管理模式，同一管理组合内的资金采用同样的资产配置策略，而不会考虑参与职工的年龄、风险承受能力、风险偏好等。职业年金和企业年金的参与职工没有被赋予投资选择权，在投资过程中为被动参与者，不能够决定资金的投向、管理人或投资风格，也降低了职工的参与感。公募基金公司等年金管理机构，无法根据投资者的风险偏好制定差异化投资策略，而只

能够提供各类投资者所能够接受投资结果的交集，即波动较小、自然年份内为正值、相对收益尚可的投资回报率。从更深层次来看，上述因素损害了资金的配置效率，将部分本应是长期资金的养老金资金进行了短期投资，降低权益资产的投资比例，进而损害了资本市场的效率和年金参与者的投资收益。

（五）年金养老金的产品作用发挥不充分

目前年金养老金产品已经形成了完善的产品体系，但多数情况是管理人将所管理组合投资于自家管理的养老金产品，跨机构投资养老金产品并非主流。一方面，由于《关于企业年金养老金产品有关问题的通知》规定投资管理人在组合层面投资养老金产品时，不得就该部分资产计提管理费；另一方面，养老金产品的申购资金多为同一机构管理的养老金，外部机构占比较少，无法实现投资者结构的多元化，容易造成养老金产品结构不稳定，使各家年金养老金产品对外部投资管理人的申购较为排斥。上述问题制约了年金养老金产品的市场化发展，也对未来年金投资者利用养老金产品实现个性化投资造成不利影响。

（六）年金组合的权益投资比例上限偏低

《企业年金基金管理办法》和《职业年金基金管理暂行办法的通知》对年金组合中权益资产的比例进行了规定，投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品的比例合计不得高于组合资产净值的30%。长期来看，权益资产的投资收益率优于债券、非标、货币基金等固定收益类资产，如偏股型公募基金产品1998~2017年的年化收

益率平均高达 16.18%。从国际经验来看，美国个人养老金计划和 DC 型养老金计划投资的公募基金中，股票基金和混合基金的合计占比超过了 75%。2020 年人社部已对提升年金投资中权益资产比例上限至 40%公开征求意见，并讨论将港股通标的纳入组合投资范围，若该项制度修订预计将能够优化年金投资组合长期风险收益特征。

（七）养老金的长期资金属性与考核短期化存在矛盾

社保基金会是国内养老金长期投资的典范，其通过加强资产配置、侧重长期考核等机制的设计取得了优异的长期投资业绩。但在企业年金和职业年金管理中，由于存在多层次的委托-代理关系，委托人、代理人、理事会、受托人等多类主体均存在各自的收益比较或竞争关系，年度业绩考核则将日常考核周期进一步压缩。养老金作为长期资金，最大的优势是通过较长的持有周期平滑部分资产的价格波动，在市场波动中逆势投资，长期实现较高的投资收益。如果考核周期过短或过于频繁，将造成养老金长期属性和短期考核之间的扭曲，最终损失效率。

（八）养老金投资管理人资格具有“门槛现象”

目前，国内养老金的投资管理人资格存在较为明显的“门槛现象”。自 2003 年公募基金公司参与养老金产品管理以来，在第一支柱和第二支柱养老金投资管理中，具有直接管理资格的公募基金公司仅 16 家，2010 年前后占全国公募基金公司总数约 1/4，但在目前 145 家公募基金公司中仅占 11%；与此同时，公募基金公司管理的各类养老金规模从 2011 年末的 4550 亿元发展到 2020 年 6 月末的 2.87 万亿元，

管理机构数量的控制与委托管理资金规模快速增长间的矛盾有所显现。2016 年以来，基本养老保险基金和职业年金投资管理人资格招标中，大多将具有全国社会保障基金境内证券投资管理经验或企业年金基金投资管理经验为前提条件；而全国社保基金和企业年金的投资管理人近年也未再扩招；在养老目标基金的资格规定中，也将管理规模设为投资管理人资管前提之一。

控制具有养老金管理资格公司的数量，一定程度能够实现避免无序竞争、降低管理成本、提高沟通效率等目的，但随着公募基金公司的快速发展、格局演变和养老金投资规模增长，养老金管理资格的门槛问题有所凸显。一方面，门槛的规则是否应该有所改变，投资管理人资格的“收”与“放”值得监管机构、委托人及公募基金公司关注；另一方面，一些目前不具备全国社保基金或年金投资管理人资格的公募基金公司利用养老目标基金、特色化公募基金产品等提高养老金市场参与度，在现有制度框架构成了“门槛”标准。据调研，如中石油等大型企业年金委托人在选择公募基金公司作为投资管理人时已经感到“门槛效应”所带来的局限，这种局限对年金的市场化运行造成了一定障碍。综合养老金规模持续增长、种类不断增多、潜在投资策略不断丰富、市场管理机构日益多元化等因素，未来监管机构应考虑增加资格牌照的数量，提高投资管理人的市场化运行程度。

（九）目标日期基金存在完善和优化空间

下滑曲线是目标日期基金的重要参数，对目标日期基金在各阶段的资产配置进行指导，可以看作目标日期基金的风险管理和资产配置

方案。不同投资管理人对下滑曲线的认知不同,体现在初始权益比例、退休日权益比例、稳态比例、下滑速度等方面。下滑曲线的设计是各目标日期基金的核心竞争力,参数的设置要综合资产特点、退休年龄、缴费率、赎回年龄、工资增长率等因素。根据晨星对美国目标日期基金的统计,在 70 年的运作区间中,风险水平最高和最低的下滑曲线间权益资产比例平均差值为 24%,在到达目标日期当年最大和最小权益资产比例差值也近 30%(中国证券投资基金业协会和晨星资讯, 2020)。

目前目标日期基金在我国仍处于发展初期,目标日期基金设计仍存在优化的空间。第一,下滑曲线的设计仍需更多数据积累和分析,以更好适应我国资本市场的特点、投资群体行为特征和风险偏好等,但下滑曲线的优劣需要较长的时间进行验证。第二,根据目前对目标日期基金的规定,产品采用定期开放的封闭运作期或投资人最短持有期限应当不短于 1 年,因此存量基金大多有三年或五年的封闭期。但封闭期的设计并不能锁定投资者的赎回年龄,也很难确保投资者形成按期申购的习惯;从投资管理机构角度来看,封闭期后可赎回的机制增加了资金的不稳定性,使管理人难以按照目标日期进行长期资产配置。第三,养老目标基金未被纳入税收优惠政策范围,若纳入将能促进参与率的提高。

五、展望与思考

我国公募基金行业经过 22 年的探索和发展已进入相对成熟阶段。全国社保基金、基本养老保险基金、企业年金、职业年金等各类养老

金市场化投资程度也不断提高。在过去 17 年的合作过程中，公募基金是各类养老金市场化投资的主力军，养老金推动了公募基金规模的增长和投研能力的提高，二者形成相互促进、共同发展之势。目前，我国第一支柱养老金市场化投资仍具有提升空间，第二支柱养老金初具规模且潜在增长空间巨大，第三支柱养老金仍处于发展初期。公募基金公司等各类资管机构在养老金未来的发展中任重道远。未来通过完善政策制度、提高投资能力、树立长期投资理念、优化考核方式、创新基金产品、加强投资者教育等方式，养老金行业将能够维持稳健发展，成为我国资本市场中最重要的力量。

（一）优化机制，提高养老金第二、第三支柱渗透率

我国养老金第二、第三支柱发展不均衡与制度设计有一定的关系。从美国养老金第二、第三支柱发展经验看，自动加入机制和养老金合格默认投资工具的推出直接推动了个人养老金计划和 DC 型养老金计划的快速发展，并使养老目标基金成为增速最快的公募基金产品。未来，在我国企业年金、养老目标基金、个人税延型养老保险等养老金的发展中，需要在自动加入机制、税收优惠、默认投资工具等方面进行政策和制度的优化，为养老金第二、第三支柱的发展提供支持。

（二）加强合作，公募基金配合养老金规模快速增长

目前，我国基本养老保险基金的市场化投资仍有较大提升空间，企业年金和职业年金渗透率仍较低，第三支柱养老金尚处于起步阶段，未来养老金规模预计将保持快速的增长。公募基金公司服务养老金投资 17 年来，在资产配置、细分资产投研、风险管理、投后服务等方

面建立了较为成熟的体系，积累了丰富的经验，有能力承接规模不断增大的养老金投资。未来公募基金公司既可以通过委托投资、公募基金产品等形式服务养老金市场化投资，也可以通过发展养老目标基金壮大养老金第三支柱。

（三）加强创新，开发更多针对养老金特点的基金产品

公募基金公司投资品种、投资方式、投资策略等都在不断丰富和创新，在 22 年的发展过程中表现出较强的创新能力。针对养老金资金具有长期性、稳定性强、产品化比例低、第二和第三支柱养老金渗透率低、可投资品种不断丰富等特点，公募基金可以开发更多针对养老金特点和我国养老金体系变化的产品，例如在低成本指数基金、养老目标基金、多策略投资、境外投资养老金产品等方向进行创新探索。

（四）淡化短期排名，养老金投资考核注重长期业绩

养老金作为长期资金，在投资过程中应发挥其稳定性和长期性的优势，通过长期策略、逆势策略等获取超额收益，也能够成为资本市场的稳定器和压舱石。对于养老金投资收益的考核，应该更关注长期业绩，而不应过度关注短期收益波动或相对排名。无论是公募基金公司内部对各投资经理的考核，还是各年金计划相关方对投资组合的考核，抑或个人投资者对养老金产品的评价，均应该树立长期考核的思路，避免投资短视化。加拿大养老基金等养老金管理机构的优异投资回报也验证了坚持长期投资理念是获得超额收益的重要因素。在我国养老金的投资管理中，公募基金等机构投资者应该立足于长期投资，通过长期资产配置、持有优质资产等方式在长期决策中提高胜率，减

少短期投机行为。

（五）公募基金公司提高对境外资产的覆盖广度和研究深度

根据组合投资理论，将境外资产纳入组合投资范围能够优化组合的风险收益特征。美国、加拿大、挪威等发达国家的养老金也均逐步提高境外资产的配置比例。近年来，全国社保基金已经持续加大对境外资产的投资，而其他养老金目前尚未进行境外资产的投资。全国社保基金披露的境外资产委托投资管理人多数为境外资管机构，仅有 4 家为境内资管机构。长期来看，我国各类养老金投资境外资产的规模将不断增大，投资品种的种类将更加丰富。在此背景下，公募基金公司等投资机构需要加强对境外资产的研究，提高投资能力，更好地服务于养老金的境外资产投资。

（六）利用渠道优势，加强对投资者进行养老金教育

目前公募基金产品的持有人户数超过 6 亿，是国内渗透率最高的资管产品之一，公募基金公司也通过营销网络、第三方平台等渠道加强宣传。国内大众目前对养老金的概念仍更多地停留在第一支柱，对第二支柱和第三支柱的认知较为陌生，投资者教育和养老金的概念宣传工作任重道远。公募基金公司可以利用成熟的宣传渠道对投资者进行养老金投资教育。公募基金公司通过对养老目标基金的持续营销，提升了投资者对该品种的认可度。2019 年 6 月至 2020 年 6 月养老目标基金销售份额季度环比增速平均达 7.8%，部分产品季度环比超过 20%。参考美国个人养老金计划自 1980 年以来的规模增长和资产投向变化，我国养老金产品的投资者渗透率和管理规模仍有巨大的发展

空间。

（七）公募基金与养老金的互动对资本市场产生的影响深远

经过 22 年的发展，我国公募基金和养老金已初具规模，但从总量还是人均角度来看仍略显不足。笔者比较了中国与美国养老金及公募基金相关规模的情况，通过对比可以看出我国养老金行业仍有巨大的发展空间，尤其是积累制的第二支柱和第三支柱（见表 9）。

表 9 中国和美国第二、第三支柱养老金及公募基金规模比较（2019 年末）

	中国	美国	中国占美国比例
第二支柱	约 2.5 万亿元	134.3 万亿元	低于 2%
第三支柱	小于 500 亿元	93.1 万亿元	低于 0.1%
公募基金	25.7 万亿元	148.6 万亿元	17.3%
养老金投资公募基金	2.43 万亿元	超过 69 万亿元	低于 3.6%
养老金占公募基金比例	9.5%	46.7%	-

注：（1）2019 年末美国养老金及公募基金规模按照 2019 年 12 月 31 日中国外汇交易中心公布的人民币对美元中间价 6.9762 进行换算。（2）美国养老金投资公募基金规模仅为 DC 型养老金计划和个人养老金账户合计持有公募基金规模，第二支柱中还包括 DB 型养老金产品。

资料来源：中国人社部、社保基金会、Wind 资讯、Investment Company Institute。

养老金长期稳定的资金属性使其具有成为资本市场压舱石的先天优势，养老金规模的增长将持续为资本市场注入长期资金。公募基金公司专业的投研能力使其在长期投资中更具优势，透明规范的运作方式使其成为养老金市场化投资的重要工具。养老金投资公募基金 17 年来，已通过公募基金为资本市场注入 2.87 万亿元中长期资金，成为我国资本市场发展的重要推动力。未来，随着养老金的多元发展、资本市场的深化改革和公募基金专业能力的提高，三者将能形成良性循环，广阔天地，大有可为。

苏 罡：推动养老金与资本市场迈向高质量发展新格局



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

2020 年，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》提出“发展多层次、多支柱养老保险体系”和“实施积极应对人口老龄化国家战略。”2019 年 12 月，中央和国务院联合发布《国家积极应对人口老龄化中长期规划》。加强养老财富储备、应对人口老龄化已经上升为国家战略。与此同时，我国多层次资本市场建设迈向关键阶段。从 2020 年初的新三板综合

改革渐次实施和首批新三板精选层企业挂牌，到创业板注册制改革落地，再到市场全面推行注册制具备条件，在党中央国务院的关心支持下，多层次资本市场建设不断开创新格局。

国民经济逆势下的稳健表现，为养老金和资本市场的改革发展提供了稳定的环境；与此同时，养老金和资本市场的良性健康发展，也为国民经济的发展提供强有力的支撑。

一、新发展格局下的良性互动

2021年，是我国建党100周年，也是我国“十四五”开局之年。在我国迈向建设全面小康的高质量发展阶段，养老保障制度建设的重要性日益凸显。未来，我国养老金与资本市场的健康互动发展，可以从几个方面着手，打造高质量发展新局面。

优化顶层设计，加快充实与国民经济发展和社会养老需求相匹配的养老财富储备。2020年，相比于国内生产总值突破100万亿元，我国制度性养老财富的储备大约12万亿元，占比刚刚超过10%，和OECD国家养老财富储备占GDP的比重平均达到80%以及美国占比达到150%的情况相比，我们的养老财富储备充足率仍有较大的上升空间。职业年金制度的稳步实施以及职业年金投资运作以来取得的良好回报，让我们看到了养老金市场进一步扩面增容的广阔前景和发展信心。在国家加快养老保障制度改革的背景下，希望不久的将来，我们可以看到基本养老保险基金的全国统筹、个人养老金账户的统一建立、养老税收政策的统一规划，以及养老金融产品设计的统一规范。

打通资金通路，引导养老金积极参与资本市场建设。养老金是长

期资金，资本市场是长期市场，二者天然属性的高度匹配，决定了必须相互依存、有机互动。

一方面，建议不断完善养老金的投资范围和投资比例限制，放开前端、管住后端，将更多的资产配置与投资选择权交由专业机构，为养老金流入资本市场提供更多的通路和载体。关于调整年金基金投资范围的新规已于 2021 年 1 月 1 日起正式施行，其中将年金基金的权益类资产比例上限提高至 40%，并且新增了同业存单、ABS、国债期货、港股通等投资品种，理论上将为资本市场带来 3000 亿元增量资金。随着养老保障三支柱的不断完善和资本市场的不断成熟，将会打开更多的市场空间。

另一方面，建议发挥养老金“资本市场压舱石”的特殊角色，不断提高养老金作为重要的机构投资者在资本市场的占比，逐步改变“散户化”“短期化”的投资格局，为国家战略的长期实施、企业发展的长期经营提供最为优质的直接融资来源，充分发挥养老金的跨时风险分散效应，有效克服市场的短期震荡。建议可探索以明确的制度或指导意见的形式，鼓励养老金优先参与投资项目资质好、投资回报稳的国家重大项目、重点企业，早日推动养老金在资本市场占比达世界平均水平。

完善制度框架，以更加健康有序的资本市场为养老金的长期管理保驾护航。历经 30 年的发展，中国多层次资本市场体系逐步成型。为适应中国特色社会主义市场经济发展的需要，更好地发挥资本市场作为国民经济“晴雨表”的功能与定位，下一个 30 年呼唤更加健全、

更加开放的资本市场。建议完善以注册制和退市制度为抓手的基础制度改革，进一步健全多层次的资本市场体系，并且积极加大投资者教育和投资者保护工作。只有更加健康有序的市场环境，才能够更加有利于吸引养老金等长期优质资本走进来、留下来。同时，建议加快培育养老金管理机构等专业资产管理人，形成多元化、专业化、市场化的资产管理人体系，为养老金科学理性地参与资本市场建设提供金融媒介。

二、专业价值与使命担当

多年来，养老金管理机构积累了丰富的养老金管理经验，包括积极参与第一支柱基本养老保险的投资运营，深耕细作第二支柱企业年金和职业年金业务，不断探索第三支柱个人养老金的服务方式。在新的发展格局之下，养老金管理提出更高质量要求，资本市场带来更多发展机会。伴随着当前社会经济将会继续增长的良好预期，将居民养老金与国家发展、资本市场紧密结合，使居民充分享受国家发展红利，是养老金管理机构责无旁贷的使命。

（一）坚持长期投资和专业化管理，寻找资本市场新机会

养老金管理周期往往长达数十年，从养老金的积累期到领取期，需要陪伴受益人几乎一生的时间。对于从业机构而言，讲的是责任情怀，考的是专业能力。最重要的是坚持长期投资理念，引导长期考核机制，在监管部门的制度规范牵引下，通过不断的沟通交流和投资者教育，逐步使得委托人、代理人等了解养老金的长期性规律特征，形成更加科学合理的考核评价体系，促进投资绩效的提升。机构也可以

通过制度、人员、系统的完善，更好地适应年金扩大投资范围等政策的调整，在资本市场发展中不断寻找养老金增值的新空间。

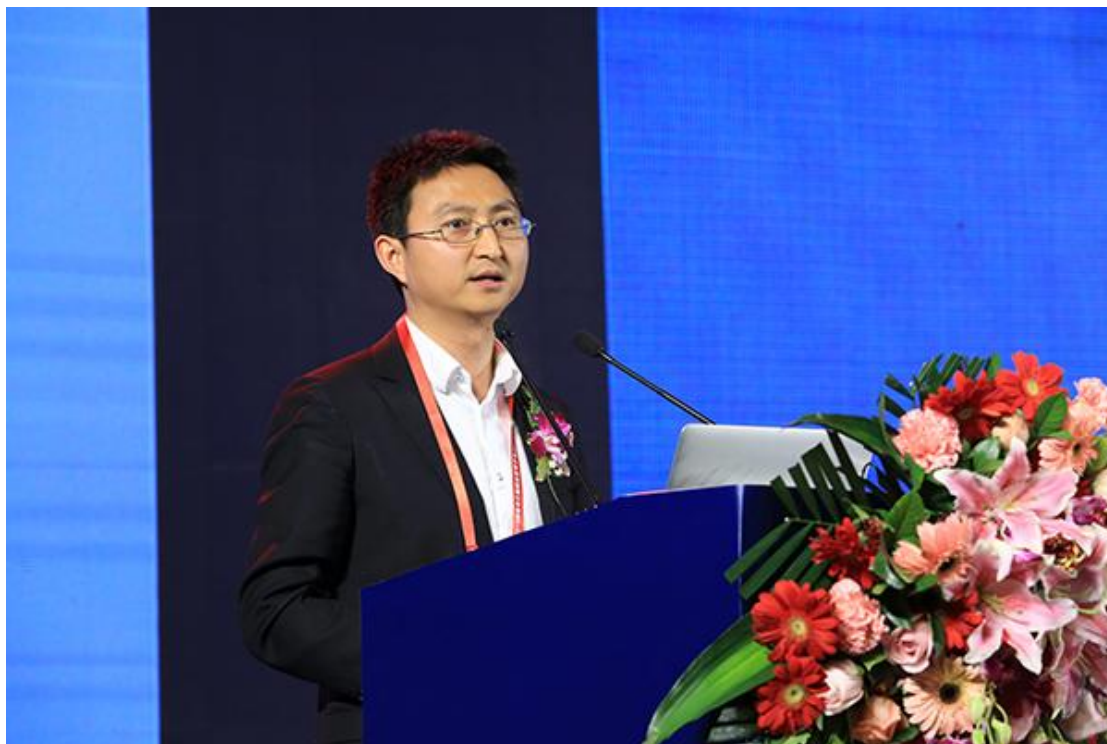
（二）把握“十四五”新机会，深化科技赋能和服务实体经济

“十四五”规划中对科技创新自立自强以及实体经济发展等内容都做了战略性的布局。面对养老金管理复杂流程、安全保障和平衡回报关系的管理属性和特点，科技是帮助我们避免由人的因素所产生的无效风险承担和资产波动的有效路径，是实现养老金机构降本增效、提升能级的管理工具，将会成为推动和牵引整个养老金市场发展的重要力量。同时，面对长期低利率市场环境带来的养老金资产配置难题，“十四五”规划建议中所提及的科技创新、现代产业体系等重点领域以及近年来国家确定了六大区域发展战略，将会有效促进养老金与实体经济的良性互动。

（三）树立和强化风险意识，不断稳健激发创新活力

我们看到养老保障体系经历了从无到有，并正在从高速发展转向高质量发展，没有持续的制度创新、业务创新，就没有长期发展的活力，包括当前正在推进的企业年金自动加入试点、第三支柱个人养老金账户建设和养老金融产品开发等等，都必然会带来很多新的变化。但今年新冠疫情和部分 AAA 级国企违约事件的发生，也让我们持续提升危机意识和风险意识。在养老金管理行业和资本市场快速发展的同时，只有守住不发生系统性金融风险的底线，才能够实现更加健康稳健的发展。

朱俊生：完善政策环境，促进养老金融发展



朱俊生：中国养老金融 50 人论坛特邀成员、清华大学五道口金融学院
中国保险与养老金研究中心研究总监

近年来，在老龄化加速、养老保障需求提升以及政策推动下，保险、基金、银行、信托等各类金融机构都致力于探索以第三支柱为主的养老金融服务市场，初步形成了开放竞争的格局。但由于养老金结构、税收激励政策以及监管制度等方面尚存在提升空间，养老金融服务发展的潜力未充分释放。为促进养老金融服务发展，可充分吸收国际经验，发挥市场机制在养老金体系改革中的作用，完善多支柱养老金体系。

一、养老金融服务市场初具开放竞争格局

本文摘自《中国银行保险报》2021-03-29。

第一，保险业是参与养老金融服务的先行者。保险机构凭借全面的牌照资质、出色的保险产品服务能力和长期险资管理经验，在第三支柱建设中具有明显的先发优势。一是积极开展个人税收递延型商业养老保险试点。截至 2020 年末，共有 23 家保险公司参与试点，19 家公司出单，累计实现保费收入 4.3 亿元，参保人数 4.9 万人，保费收入与参与人数都有待进一步提升。二是大力发展具有养老属性的各类商业保险。截至 2020 年末，具有养老属性的商业保险已积累责任准备金约 3.3 万亿元。三是加大老年人保险产品供给。丰富 65 岁及以上老年人的产品种类，开发老年人专属保险产品。拓宽保障范围，提升 65 岁及以上老年人的保险渗透率。四是清理和规范发展养老保障管理产品。

第二，基金业是养老金融服务的重要提供方。公募基金业于 2016 年开始布局第三支柱养老基金。2018 年，中国养老目标基金正式启动。截至 2020 年年底，养老 FOF 共 117 只，规模达 526.77 亿元。目前养老目标基金的发行量较为有限。与其他金融机构相比，基金公司的产品通常投资回报更高，设计更为多元灵活，能够有效满足消费者在养老金投资方面的差异化需求，可以成为第三支柱潜在的核心产品提供方。

第三，银行业（含信托）具有参与养老金融服务的潜在优势。银行养老理财产品发展已近十年，市场规模已逾千亿元。截至 2020 年年底，24 家银行系理财子公司获批筹建。理财子公司可依托母行资源，大力发展真正具备养老功能的专业养老产品。银行具有客户资源、

账户管理、渠道布局、品牌信誉等优势，将银行业纳入第三支柱养老金体系，不仅有利于满足第三支柱账户持有人不同的风险偏好，实现产品配置的互补，而且有助于加速整合统一账户平台的进程，迅速推广普及第三支柱。

二、养老金融服务市场尚存在不少制约因素

第一，养老金结构失衡，不利于发展养老金融。据笔者测算，2019年，在我国养老金总资产中，第一支柱为 6.29 万亿元，占 65.45%；第二支柱为 1.80 万亿元，占 18.73%；第三支柱为 1.52 万亿元，占比 15.82%，养老金体系呈现第一支柱独大的结构特点。养老保障改革中市场机制作用发挥不足，造成市场化个人养老金发展不充分。同时，基本养老保险缴费率仍然较高，不利于建立多支柱的养老金体系。另外，养老金体系不同支柱之间的个人账户功能重叠，缺乏资金流动的通道与对接机制。

第二，税收优惠政策有待完善。目前的税收递延政策存在税前扣除额度过低、税延额度计算方式较为复杂、领取阶段 7.5%的实际税率过高、税延操作流程复杂等问题。另外，EET 递延征税模式对于高收入群体有一定的激励作用，但中低收入群体可能因收入达不到起征点而无法享受，税收优惠方式也有待拓展。

第三，财税政策的实施载体有待从产品制转换为账户制。影响从产品制到账户制转型主要有两个因素，一是中国银保信、中登公司以及人民银行征信系统三个平台分别代表保险业、基金业和银行业，尚没有建立面向各金融行业的统一信息平台。二是目前基金、银行、信

托尚没有被纳入税收优惠范围，参与的金融机构与产品范围有待扩大。

第四，养老金融服务监管体系有待完善。养老金融服务监管涉及人社、财政、税务、保险、证券、银行等多部门职责，各监管部门之间良好互动和顺畅沟通是促进个人养老金制度健康发展的重要基础。

三、促进养老金融服务发展的四条建议

第一，对养老金体系进行结构性改革，释放养老金融服务发展空间。要发展养老储蓄存款、养老理财和基金、专属养老保险、商业养老金等多种形式的养老金融服务，构建多支柱结构相对均衡的养老金体系。要适当降低基本养老保险的缴费比例，为提高第二、三支柱缴费率创造条件，着力提高第二支柱、第三支柱替代率。要建立养老金体系三支柱之间对接机制。可将基本养老保险个人账户、企业年金、职业年金、个人养老金打通，实现税收优惠政策、投资管理、缴费、账户记录和基金转移接续方面的衔接。

第二，优化财政和税收激励政策。一是要完善 EET 的税收递延政策。在新个税提高起征点、增加专项扣除的背景下，应适当提高税延养老保险税前抵扣标准，并建立抵扣额度与社会平均工资增长指数化挂钩的动态调整机制，动态提高税前抵扣额度。统一按照固定标准税前扣除，方便员工投保以及企业人力资源部门协助办理税收递延手续。降低领取阶段的实际税率，鼓励中低收入的纳税群体参与。将税前抵扣纳入个人所得税专项扣除项目，进一步简化税前抵扣流程。二是探索直接补贴式个人养老金。对于年收入没有达到起征点的群体参加第三支柱，可以给予一定比例的财政补贴使政策惠及中低收入人群，

提升制度的公平性和覆盖面。

第三，完善账户制经营模式。一是建立统一的第三支柱制度和管理服务信息平台。以银保监会的中保信平台与证监会的中登平台为起点，从“双平台”向“统一平台”转型，建立面向所有金融行业统一的个人养老金制度平台，与税收管理系统对接，为金融机构参与第三支柱提供支撑。二是扩大参与的金融机构与产品范围。第三支柱覆盖的范围应该包括商业养老保险、基金产品、银行理财、信托等适合投资的金融产品。扩大参与的金融机构与产品范围，有助于促进个人养老金账户市场的竞争，丰富产品形态，从而增加公众的选择权，提高个人养老金账户市场的运行效率。

第四，完善个人养老金运行监管体系。人社部门统筹完善第三支柱的制度设计，财政财税部门要完善个人养老金税收优惠政策及其调整，银保监会、证监会等金融监管部门对参与第三支柱的金融机构实施功能监管与主体监管。建立部门间沟通机制，形成监管合力。稳步放开养老金投资范围，促进多元化养老金资产配置，逐步由数量限制监管向审慎监管过渡。同时，通过设立相对收益率担保机制、合理化考核机制等，完善风险承担机制。

程 昊：推动养老理财发展 夯实养老财富储备



程昊：中国养老金融 50 人论坛特邀成员、兴业银行养老金融中心总经理

在我国老龄化率逐步上升的大环境下，为了满足居民老年优质生活的期望，我国正在逐步建立健全多层次、多支柱的社会养老保障体系，夯实居民养老财富储备是其中的关键内容之一。不久前，金融监管部门已就养老金融改革发展提出了具体的指导意见：“总的方针是两条腿走路，一方面抓现有业务规范，要正本清源，统一养老金的产品标准，清理名不符实的产品。另一方面是开展业务创新，大力发展真正具备养老功能的专业养老产品，包括养老储蓄存款，养老理财和基金等”。

本文摘自《中国银行业》2021 年第 4 期。

推动养老理财参与养老财富储备，不仅符合广大居民的需要和最根本利益，也是银行业金融机构积极贯彻落实国家积极应对人口老龄化中长期战略规划的一项具体举措。为了进一步推动养老理财的发展，贯彻落实《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）统一监管的理念，建议监管部门可以在税收政策、投资运营方式等方面对养老理财给予适当的政策支持。

一、银行参与养老财富储备建设的必要性和优势

由四部委联合制定的资管新规发布之后，商业银行理财业务迈入了高质量发展的新阶段。截至 2020 年 9 月末，理财是我国境内规模最大的资管产品种类，占到了所有资管产品总规模的 21.6%。特别是在面向普罗大众的公募资管产品中，理财产品的占比更高。另外，相较于其他类型的金融机构，银行通过理财子公司创设养老类理财产品、支持养老金第二支柱、第三支柱发展方面具有一定优势。

（一）有助于促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金。

2020 年 1 月，银保监会在《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》（银保监发〔2019〕52 号）中提出“促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金”的目标。养老资金天然具有投资期限长的特点，不同于其他金融机构资管产品仅能间接将潜在增量的居民储蓄转化为资本市场长期资金，银行作为居民储蓄最直接的接收方，可以通过理财子公司发行的养老理财，更为直接地促进增量和存量的居民储蓄转化为资本市场长期资金。

（二）有利于增强商业银行自身资金来源的稳定性。

为了实现分散化投资，除了将养老理财转化为资本市场长期资金外，银行也可以发挥自身优势投资于长期限银行存款。这样既降低了养老理财的风险，还可以优化银行流动性指标，平滑短期经济波动对于金融稳定性的影响，有利于对实体企业提供中长期限融资支持。

（三）与其他金融机构优势互补，为居民提供更优质的养老金投资服务。

银行理财在固收和债权类资产的投资方面有着突出的比较优势，若能将银行理财产品纳入养老金第二支柱（企业年金、职业年金）、第三支柱的范畴，就可以与其他更关注于资本市场的金融机构所发行的产品形成差异化互补，形成健康、有序的竞争市场，最终达到丰富投资选择的目的。另外，参考境外经验，随着养老类资管产品提供机构的增多，在充分竞争的情况下，相关资管产品的销售、手续等中介费用也会逐步降低，使居民更多享受到财富积累和增值的红利。

二、适当给予政策支持推动养老理财整体发展

回顾美国资管产品的发展历程，非货币类的资管产品中有超过50%的投资资金来源于养老金。因此，发展养老理财业务对于加快理财产品转型，有着深远的影响与意义。然而，与其他机构创设的资管产品比，基于现有税收政策和资管新规的配套细则，银行养老理财产品缺乏相应的政策支持。比如，人力资源和社会保障部所颁布的有关服务第二支柱养老金产品的规则，并不适用于资管新规。为了更好地推动养老理财发展，带动银行理财业务的转型升级，建议有关监管部门借鉴境内外相关经验，适当给予养老理财一定政策支持：

（一）给予银行理财子公司发行的养老类理财相应的税收优惠。

由于历史原因，长期以来理财产品和公募基金税收征管政策存在一定差异，相较于理财产品，公募基金具有一定的税收优势。2018年营改增后，公募基金相较于理财产品享有免征资本利得增值税等一系列税收政策优惠。此前，《中国金融稳定报告（2019年）》中提出要推动解决各类资管产品在税收政策方面的平等待遇问题，可以预见，在资管新规统一监管的大框架下，消除公募基金、理财产品之间的税收政策差异将成为必然。若能将养老类资管产品的税收政策改革作为试点，将有助于理财、基金等各类资管产品在养老金第三支柱这一全新赛道上获得公平竞争的待遇，促进养老金第三支柱体系长远健康发展。

（二）参照养老类基金，允许理财子公司发行的养老类理财产品投资本公司所发行的理财产品。

根据国际经验和我国养老目标基金的实际设计，为了实现大类资产动态配置的目的、降低资管产品管理人的调仓难度，以养老目标基金为代表的养老类资管产品多采用 FOF/MOM 模式。在此模式下，养老类资管产品管理人会根据投资收益、手续费等多方面因素选择投资的产品或受托管理人。尤其是在投资收益相当的情况下，FOF/MOM 管理人更倾向于选择本公司发行的产品，以达到节省手续费的目的，更好地让利于民。我国采取 FOF 模式的养老类基金也多投资于本公司的产品。但根据《商业银行理财子公司管理办法》，除银保监会另有规定外，理财子公司发行的理财产品不得直接或间接投资于本公司

发行的理财产品。这意味着若采取 FOF/MOM 模式，养老理财的管理人仅可以选择其他公司发行的理财产品和基金产品，这既难以投资于更高收益的产品，也无法让利于金融消费者。建议监管部门考虑对于采取 FOF/MOM 模式的养老类理财产品豁免不得投资本公司发行理财产品的限制，进一步夯实养老财富的储备。

（三）适当放宽限制，允许理财子公司发行的公募养老类理财投资部分符合标准的私募基金。

从国外经验来看，养老金通常是未上市企业股权投资、另类投资等的资金来源之一。这是由于养老金投资期限较长，且归集投资的养老类资管产品规模较大，具有分散化投资的特点，可以降低投资过程中的非系统性风险，保障养老金以较低风险获取较高收益。然而，受制于精力和专业能力，养老类资管产品管理人多通过创业投资基金等私募基金间接进行投资。若参照当前养老金第三支柱的税收优惠政策，对接该类资金的资管产品绝大部分只能为公募资管产品。但有关政策规定，公募理财产品是无法投资创业投资基金等私募基金的。一方面，阻碍了养老基金对接创投基金、政府出资产业投资基金等私募基金；另一方面，也使得养老资金无法分散化另类投资获得高额回报，从而难以获取足够有吸引力的收益。为了更好地推动养老理财的发展，建议监管部门考虑允许公募类养老理财等资管产品，在一定限额内投资于满足国家产业导向的创投基金等私募基金。

三、完善养老理财设计与监管，助力养老理财行稳致远

在实践中，虽然已有部分银行开始发行养老类理财产品，但由于

缺乏明确的指引和标准，致使相关理财产品在投资策略、底层资产等方面与普通理财产品差异较小，特点不够鲜明、缺乏足够的竞争力，难以满足居民养老财富储备和积累的需求。建议监管部门进一步完善养老理财设计与监管，制定相关指引或规则，明确养老理财的形态、特点以及相应的准入制度。

（一）稳妥有序推进试点，合理设置创设发行养老理财机构的准入门槛。

养老金的积累与投资关乎居民养老财富储备的安全与规模，从满足居民需求和维护社会稳定的角度来看，应合理设置养老理财创设机构的准入门槛。比如，发行养老理财的机构、以及标注“养老”字样的理财产品必须经由银保监会批准或核准备案。而且只有这些获得批准或备案的养老理财产品才可纳入享受政策、税收优惠支持的养老金第二支柱、第三支柱的投资范围之内。考虑到理财业务的整体转型情况，首先，建议明确仅有理财子公司才能设立养老理财产品；其次，在试点前期，充分考虑到银行投研能力等因素，在兼顾充分竞争的情况下，先行试点在大中型银行的理财子公司创设该类理财产品。为了公平客观的确定试点范围，还可以将银行的规模、监管评级、系统重要性等因素纳入试点考量因素。比如，可以考虑在试点初期先行批准国内系统重要性银行（D-SIBs）设立的理财子公司向银保监会申请发行养老理财。

（二）明确养老理财形态特点，通过封闭期、回购机制等设置完善养老理财流动性安排。

养老理财有两大类：一是基于每月定投、定期分红的签约型开放式产品，以及现金管理类产品；二是长封闭期的养老目标基金等产品。从当前居民的生命周期来看，绝大多数居民的工作时长不低于 30 年，与此相匹配，建议将养老类理财的存续期设置为不得低于 30 年，同时通过设置赎回费等方式降低短期的流动性。在此设计下，未上市股权等长期限的高收益资产可以作为养老理财的底层资产。除此之外，考虑到存量已就业人员距离退休时长小于 30 年，且部分居民因家庭困境等情况可能面临的提前提取养老资金的情况，监管部门和金融机构可以通过建立和完善理财转让平台，并在特殊情况下允许银行合理定价回购养老理财的方式，为该产品提供流动性。为了在养老理财存续期较长，以及转让、回购需要参考估值之间达成平衡，可采取每周甚至每月对养老理财公布一次公允估值的估值频率。

（三）合理设置各类资产投资上限，通过分散化投资降低养老理财风险。

为了实现居民养老财富储备、增厚养老理财收益，建议允许养老理财适当投资于上市股权等高收益资产。但为了控制潜在风险和市场波动，应明确投资于流动性较差的未上市股权等资产不得超过单一养老理财产品总规模的比例。与此同时，建议明确养老理财应投资不少于一定比例的长期限储蓄存款，一方面可以夯实养老金的低风险收益，降低养老理财的收益波动；另一方面可以充分发挥养老金的长期限特性，帮助银行在流动性指标约束下提供更多的中长期贷款，支持实体经济发展的同时，降低资金期限错配的风险。

（四）动态开展业绩评级，对养老理财创设和管理机构进行奖优惩劣。

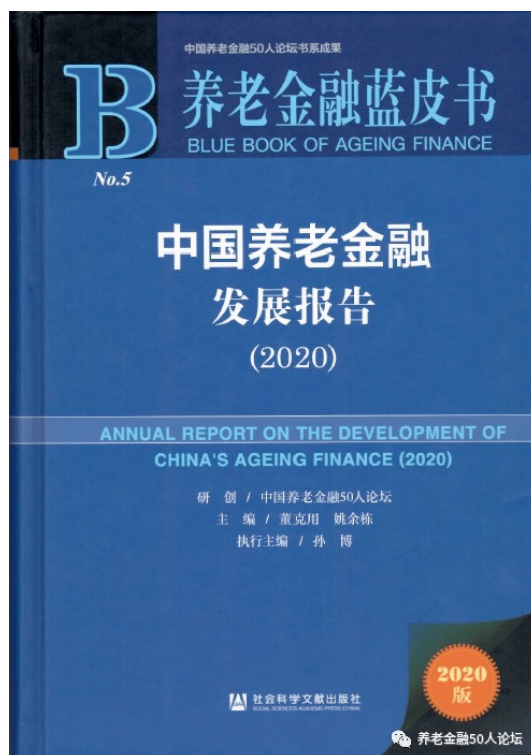
在养老理财准入门槛、产品结构等确定之后，为了促进养老理财市场的充分竞争，兼顾养老理财投资的长期性，建议参考国内外养老金投资机构较为成熟的评价方式，在机构层面和投资经理层面，根据不同投资期限收益水平和净值波动表现进行评级和表彰。具体的投资期限，可以参照社保基金理事会设置为10年、5年、3年等多种期限的评价。对于表现优异且展业合规的机构，适当予以政策倾斜，优先审批新产品；对于表现较差且有重大行政处罚的机构，适当限制新产品审批。

（五）关注金融消费者保护，严格规范养老理财产品信息披露及营销行为。

以美国为代表的发达经济体，其养老金第二支柱、第三支柱体系已经积累了超过50年的积累，当前其对于养老金第二支柱、第三支柱资管产品的监管重点在于投资者保护与信息披露。虽然随着我国“刚性兑付”常态化的打破以及“卖者尽责、买者自负”理念的落实，理财产品的信息披露和营销行为等消费者保护监管力度已有所加强。但是，考虑到养老类理财投资期限较长，且其运作与居民养老财富储备、老年生活质量息息相关，从满足居民需求和维护社会稳定的角度，养老类理财的信息披露、营销行为等的监管应更为严格审慎。

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 2020》中，由袁绪超、丁诗聪合著的《海外个人养老金的配套税收优惠制度安排》、由罗智行、李斐合著的《巴西第三支柱个人养老金制度的经验借鉴与启示》两篇文章。欢迎大家向本栏目投稿。

袁绪超、丁诗聪：海外个人养老金的配套税收优惠制度安排



《中国养老金融发展报告（2020）》

本文摘自《中国养老金融发展报告（2020）》第 366-396 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

一、个人养老金税收优惠制度概述

从海外养老金体系的发展现状来看，在老龄化日益严峻的背景下，个人养老金作为居民养老投资储蓄的重要补充，与基本养老金和雇主养老金一道，构成了完整的三支柱养老保障体系。目前，世界上较多的国家已建立适应本国国情的三支柱养老保障体系。

与基本养老金和雇主养老金往往强制征缴不同的是，个人养老金一般具有自愿缴纳的特点，且主要由个人承担缴费义务。如何使个人积极参与其中，成为促进个人养老金发展的关键问题之一。由此，配套的税收优惠制度便应运而生，即通过给予参与者一定的税收优惠，激励居民动用薪酬所得进行个人养老投资储蓄，并取得了较好的效果。这也是目前养老金体系相对成熟的国家，在个人养老金发展上的通行措施。

需要指出的是，一些国家的个人养老金计划也有企业参与缴费（例如美国的雇主型 IRA），与传统的个人养老金制度存在明显差异，本报告将暂不讨论这类特殊的情况。

（一）个人养老金的税收优惠模式

1. 税收优惠的三个环节

个人养老金计划的整体运作一般包含三个环节，即缴费环节、投资环节和领取环节。在综合所得税制下，个人的所有收入都应纳入征税范围，也就是以上三个环节均涉及征税问题。

在无税收优惠的情况下，个人养老金缴费是从已被征收个人所得税的税后收入中提取，个人养老金在投资运作中累积的投资收益也应

缴纳个人所得税，最终达到约定条件领取个人养老金时同样需要缴纳个人所得税。

税收优惠政策则对三个环节的征税情况进行调节，包括对缴费环节免税（部分免税）或递延缴税，对投资环节免税（部分免税），以及对领取环节免税（部分免税）。

2. 税收优惠的八种模式

通过对个人养老金的不同环节进行征税调节，税收优惠可分为八种模式，即 EET、TTE、TET、TEE、ETT、ETE、EEE、TTT。需要注意的是，字母 E 代表的是该环节完全免税，即不存在任何税收；字母 T 代表的是该环节需要征税，可能征税过程中有部分减免（如税前扣除或税收抵扣等），但这并不改变需要征税的事实。由此，本报告对各国的税收优惠模式进行了严格的区分。表 1 整理了 36 个 OECD 国家的 39 个个人养老金计划及其税收优惠模式。

表1 OECD国家个人养老金各环节税收优惠情况

国家		缴费环节	投资环节	领取环节
澳大利亚		T	T	E
奥地利		T	E	T
比利时		E	T	T
加拿大		E	E	T
智利	方案A	T	E	E
	方案B	E	E	T
捷克		T	E	E
丹麦		T	T	E
爱沙尼亚		T	E	E
芬兰		T	E	T
法国		T	E	T
德国		T	E	T
希腊		T	T	E
匈牙利		T	E	E
冰岛		E	E	T
爱尔兰		E	E	T

续表

以色列		T	E	E
意大利		E	T	T
日本		E	E	T
韩国		T	E	T
拉脱维亚		E	T	E
立陶宛		T	E	E
卢森堡		E	E	T
墨西哥	LONG-TERM	E	E	E
	SHORT-TERM	T	T	E
荷兰		E	E	T
新西兰		T	T	E
挪威		T	E	T
波兰		E	E	T
葡萄牙		T	E	T
斯洛伐克		T	T	E
斯洛文尼亚		E	E	T
西班牙		E	E	T
瑞典		E	E	T
瑞士		E	E	T
土耳其		T	T	E
英国		E	E	T
美国	传统IRA	E	E	T
	罗斯IRA	T	E	E

注：T: Taxed,即征税；E: Exempt,即免税。

资料来源：OECD, Financial Incentives for Funded Pension Plans in OECD Countries。

39 个个人养老金计划中，有 18 个在缴费环节免税，有 29 个在投资环节免税，有 16 个在领取环节免税。可见，在投资环节给予免税政策是绝大多数个人养老金计划的选择，其后是在缴费环节，最后是在领取环节。从表 2 的税收优惠模式统计结果来看，在 OECD 国家中，EET 的税收优惠模式采用最为广泛，被 39 个个人养老金计划中的 14 个采纳，其后是 TEE、TET 和 TTE 模式。相对而言，ETT、ETE 和 EEE 模式则不够主流，仅为比利时、意大利、拉脱维亚和墨西哥的相关个人养老金计划分别采用。值得注意的是，墨西哥的

“Long-Term Voluntary Contributions”是 39 个个人养老金计划中唯一对三个环节均免税的例子。

表2 OECD国家个人养老金计划的税收优惠模式统计

单位:个

税收优惠模式	计划数
EET	14
TEE	7
TET	7
TTE	7
ETT	2
ETE	1
EEE	1

资料来源: 根据 Financial Incentives for Funded Pension Plans in OECD Countries 中相关数据整理。

另外, 还有部分国家设立了多个个人养老金计划, 采用了不同的税收优惠模式, 比如美国的传统 IRA 和罗斯 IRA 就分别采用了 EET 和 TEE 两种截然不同的模式。

需要指出, 个人养老金计划的税收优惠政策并非一经制定便固定不变的。各国会根据经济状况、财政状况、人口结构等多种因素的变化, 对税收优惠政策的细节进行调整, 甚至直接改变税收优惠模式。

(二) 个人养老金税收优惠政策的作用

税收优惠政策是个人养老金发展的必要配套制度, 但同任何制度一样, 税收优惠政策既能起到积极的作用, 又可能带来消极的影响, 需要政策制定者审时度势相机抉择。

1. 个人养老金税收优惠政策带来的积极作用

税收优惠政策可以提高居民养老投资储蓄的积极性。个人所得税在某种程度上会造成经济活动的扭曲, 降低养老投资储蓄的回报率, 抑制居民投资储蓄的意愿。对投资收益免税或进行税收递延, 有助于

消除个人所得税对投资储蓄行为的抑制作用，鼓励居民长期稳定地将收入所得投入个人养老金中，从而平衡三支柱养老保障体系，减轻第一、二支柱日益增加的支付压力。

税收优惠政策还能够促进税收体系的横向公平，提高居民终生福利水平。横向公平意味着居民的终生税负应当取决于其终生经济状况，若允许居民拿出一部分收入直到退休再缴税，则有助于平滑生命周期内收入变化导致的税负分布不均衡，提高居民的养老投资储蓄积极性。税收优惠政策中的税收递延政策，正起到了这样的作用。

2. 个人养老金税收优惠政策面临的问题

在大部分国家实行的累进制税制下，收入更高的居民将面临更高的边际税率。基于这一点，若对个人养老金计划设定统一的税前扣除限额和领取税率，那么高收入居民则在每一单位的缴费中获取了更高的边际税收福利。且个人养老金计划的参与群体往往已经在基本养老金和雇主养老金的惠及范围内，若税收制度设计不当，税收优惠的福利很有可能在高收入群体中累积，进而造成贫富差距扩大，破坏社会公平性。

另外，个人所得税收入是国家财政的一大来源，若针对个人养老金计划的税收优惠过于激进，即便有利于扩大个人养老金计划的规模与覆盖面，也会对国家财政造成巨大压力。长此以往，将会损害国家财政支出对第一支柱的支持，更为严重的情况下，会影响现收现付制下基本养老金的可持续发放，破坏养老金体系的代际公平。

二、海外个人养老金的税收优惠制度

（一）美国个人养老金的税收优惠制度

1. 美国 IRAs 制度概况

个人退休账户制度（IRAs）是美国个人养老金的典型代表，是一种个人自愿参与的养老金计划。自 1974 年诞生以来，IRAs 制度发展迅速，截至 2019 年末，已有 54% 的美国家庭参与了至少一类 IRA 计划，各类型 IRA 的资产规模合计达到 11.03 万亿美元（见表 3）。

表 3 各类型 IRA 的基本情况

IRA 类型	创立年份	资产规模		持有家庭	
		金额 (十亿美元)	占比 (%)	持有户数 (百万户)	占比 (%)
传统 IRA	1974	9350	85	36.1	28
SEP IRA	1978	655	6	7.8	6
SAR - SEP IRA	1986				
SIMPLE IRA	1996				
罗斯 IRA	1997	1020	9	24.9	20
合计		11025	100	68.8	54

资料来源：ICI, The Role of IRAs in US Households' Saving for Retirement, 2019；ICI, 2019 Investment Company Fact Book, 2019。

由于 SEP IRA、SAR - SEP IRA、SIMPLE IRA 均属于雇主发起型 IRA，不具备单纯个人缴费的特点，故仅选择传统 IRA 与罗斯 IRA 作为美国个人养老金税收优惠政策分析的对象，二者恰好也是 IRA 体系中参与人数最多、资产规模最大的两类。

2. 美国 IRAs 制度相关税收政策的演变及影响

（1）美国 IRAs 制度相关税收政策的演变

自 20 世纪 70 年代以来，与 IRA 相关的税收政策和税收激励措施不断变化调整，经历了一个由松到紧，又逐步走向宽松的过程。

20 世纪七八十年代：税收激励政策逐渐宽松。美国政府于 1974 年颁布《雇员退休收入保障法》，创立了个人退休账户制度（即传统 IRA），以 EET 税收优惠模式激励没有参与公共养老金及雇主养老金的居民进行个人养老投资储蓄。居民可以以个人或家庭联合的形式向 IRA 缴费，但前提是个人或家庭成员均未参与雇主养老金计划。IRA 计划诞生之初，居民享受的上限为每年 1500 美元且不超过年收入 15% 的税前扣除。1981 年，美国国会通过《经济复苏税收法案》，提出了针对 IRA 缴费环节税收优惠的“普遍适用”原则，将税收优惠政策的覆盖面扩大到已参与雇主养老金计划的个人和家庭中，并将税前扣除限额提高至每年 2000 美元。

20 世纪 80 年代中后期：税收激励政策有所收紧。税收激励政策收紧的标志是 1986 年颁布《税收改革法案》，该法案实质上取消了“普遍适用”原则，对 IRA 的家庭联合缴费做出限制：夫妻双方中如有任何一方参与了雇主养老金计划，则该家庭被视为参与了雇主养老金计划，只有当收入低于一定标准时该家庭向 IRA 缴费才可以享受税前扣除，且超出缴费上限的部分还将被加征 15% 的惩罚税。

20 世纪 90 年代后：税收激励政策不断完善。1997 年生效的《纳税人减免法案》取消了基于家庭的税前扣除限制，明确夫妻双方中只要有任何一方未参与雇主养老金计划，该家庭即可向 IRA 缴费。该法案同时放宽了对个人参与者的要求，满足一定收入要求的个人，无论是否参加雇主养老金计划，均可参与 IRA。《纳税人减免法案》的另一创举是建立了“罗斯个人退休账户”（Roth IRA）。与传统 IRA 不

同，罗斯 IRA 采取 TEE 税收优惠模式。2001 年颁布的《经济增长与税收减免调整法案》提出，将根据物价水平逐步上调 IRA 的税前扣除限额，并且对 50 岁以上的参与者提供每年额外 1000 美元的税前扣除额度。此外，该法案还放宽了雇主养老金与个人养老金账户之间资金互相转入的限制。

（2）税收优惠政策变化对 IRA 缴费的影响

为研究税收优惠政策是否会对居民向 IRA 缴费的意愿产生影响，我们整理了 1975~2007 年美国传统 IRA 缴费规模数据（见图 1）。

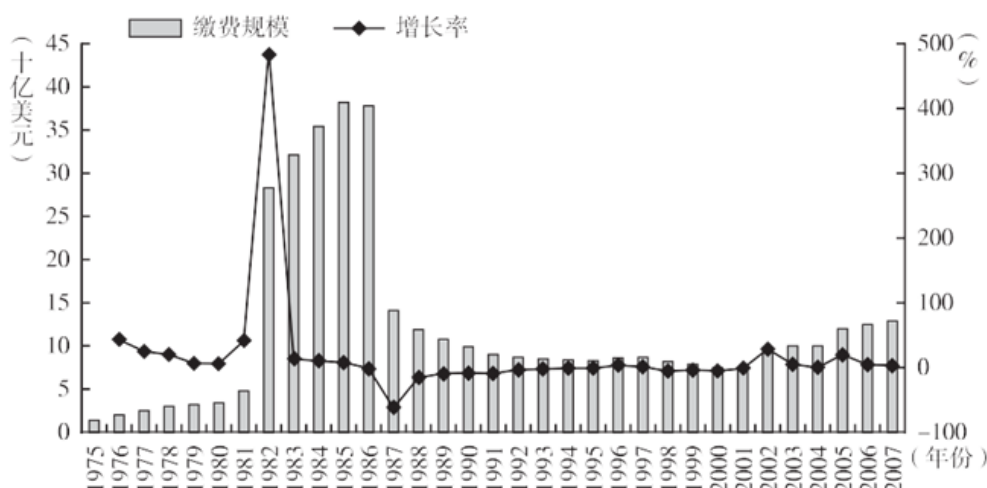


图 1 1975~2007 年传统 IRA 年缴费规模及增长率

资料来源：ICI, The Individual Retirement Account at Age 30: A Retrospective; ICI, Evolving Roles of IRA in U. S. Retirement Planning。

从较长的周期来看，传统 IRA 的年度缴费规模呈现一定的波动性。在某些连续年份，传统 IRA 的缴费规模出现了趋势性的增长或下降，而在其中极个别年份则出现了相对极端的趋势性逆转。对比发现，在这些特殊年份（或其前后），均出现了税收优惠等与个人养老金相关的政策变化（见表 4）。

表 4 政策措施对传统 IRA 缴费规模的影响

年份	法案	措施	影响
1981	《经济复苏税收法案》	确立“普遍适用”原则	次年传统 IRA 缴费规模激增 498.6%，创下 IRA 成立以来最大增幅
1986	《税收改革法案》	实质取消了“普遍适用”原则	次年传统 IRA 缴费规模下滑 62.7%，创下 IRA 成立以来最大降幅，并且这种下滑趋势持续了十年之久
1996	《小企业就业保护法案》	创立 SIMPLE-IRA	自1996年，传统IRA缴费规模连续两年同比增长，终结了此前十年的下滑趋势，但由于1998年亚洲金融危机，这一进程很快被终止
1997	《纳税人减免法案》	取消了基于家庭的税前扣除限制并创立罗斯 IRA	
2001	《经济增长与税收减免调整法案》	规定逐年调整税前扣除限额	次年传统 IRA 缴费规模增长 28.4%，结束了此前连续四年的下滑，且自 2002 年至 2007 年，传统 IRA 的缴费规模未再出现下滑

资料来源：根据相关法案资料整理。

可以看出，传统 IRA 缴费规模的变化与税收优惠政策有一定的关联性。这种关联性或许可以证明放宽税收优惠政策，能够快速刺激个人养老金缴费规模增长，并且这种增长往往具有一定的延续性。观察还发现，越早出台的税收优惠政策的激励效果越显著。

3.传统 IRA 与罗斯 IRA 的税收优惠政策比较

传统 IRA 与罗斯 IRA 的税收优惠模式分别为 EET 与 TEE，二者均对投资环节免税，因此本部分仅讨论缴费环节和领取环节的相关税收政策。

（1）缴费环节

IRA 缴费的年龄要求。在 2020 年以前，传统 IRA 做出“申请年年末时参与者年龄不超过 70.5 岁”的要求，但在 2020 年取消了这一限制。而罗斯 IRA 则始终没有对申请者的年龄做出限制。

IRA 缴费的收入及婚配状况要求。缴费环节仅传统 IRA 给予税收优惠。但并非所有居民的缴费都可以享受相同的税收优惠幅度，居

民收入的多寡以及是否参与雇主养老金计划是享受传统 IRA 税收优惠幅度的主要区分因素。2019 年的具体标准如表 5 所示。

表 5 2019 年传统 IRA 缴费的税前扣除规则

	状态	调整后年收入	扣除限额
未参加雇主养老金计划	单身/户主/丧偶	无限制	缴费上限 6000 美元内全额减免
	已婚且配偶未参加雇主养老金计划	无限制	缴费上限 6000 美元内全额减免
未参加雇主养老金计划	已婚、配偶参加雇主养老金计划且联合申报	≤193000 美元	缴费上限 6000 美元内全额减免
		193000~203000 美元	部分减免
		≥203000 美元	无减免
	已婚、配偶参加雇主养老金计划且单独申报	<10000 美元	部分减免
		≥10000 美元	无减免
已参加雇主养老金计划	单身/户主	≤64000 美元	缴费上限 6000 美元内全额减免
		64000~74000 美元	部分减免
		≥74000 美元	无减免
	已婚且联合申报/丧偶	≤103000 美元	缴费上限 6000 美元内全额减免
		103000~123000 美元	部分减免
		≥123000 美元	无减免
	已婚且单独申报	<10000 美元	部分减免
		≥10000 美元	无减免

注：该扣除规则针对年龄在 50 岁以下的参与者，如年龄超过 50 岁，则允许追加缴费；调整后年收入指在综合计算薪酬收入和投资收益、分红等其他收入并减去一些税法规定的可扣除项后的收入。

资料来源：IRS, Publication 590 - A (2019), Contributions to Individual Retirement Arrangements (IRAs)。

罗斯 IRA 缴费环节不能享受税前扣除且缴费上限会根据参与者的收入水平有所变化，具体标准如表 6 所示。可以看出，罗斯 IRA 对已婚参与者缴费的收入要求参照了传统 IRA 的相应规则，但是罗斯 IRA 对单身参与者的收入要求更加宽松。由于不存在税前扣除，罗斯 IRA 对计划参与者是否同时参与雇主养老金计划不做约束。

表 6 2019 年罗斯 IRA 缴费的收入限额规则

状态	调整后年收入	缴费限额
已婚且联合申报/丧偶	<193000 美元	可达缴费上限 6000 美元
	193000~203000 美元	缴费上限随收入变化并在 6000 美元以下
	≥203000 美元	不可缴费
已婚、单独申报且与配偶同住	<10000 美元	缴费上限随收入变化并在 6000 美元以下
	≥10000 美元	不可缴费
单身/户主/已婚单独申报且与配偶分居	<122000 美元	可达缴费上限 6000 美元
	122000~137000 美元	缴费上限随收入变化并在 6000 美元以下
	≥137000 万美元	不可缴费

注：该规则针对年龄在 50 岁以下的参与者，如年龄超过 50 岁，则允许追加缴费。

资料来源：IRS, Publication 590 - A (2019), Contributions to Individual Retirement Arrangements (IRAs)。

IRA 缴费上限的要求及其调整。传统 IRA 与罗斯 IRA 的缴费上限保持一致，2020 年二者均为每年 6000 美元。根据《经济增长与税收减免调整法案》，自 2001 年起，IRA 会根据物价水平、薪酬水平不定期调整缴费上限。近 20 年来，IRA 的缴费上限历经五次调整，从 2001 年的每年 2000 美元调整到 2019 年的每年 6000 美元（见图 2）。收入水平是调整 IRA 缴费上限的重要依据。观察 2001~2019 年缴费上限的调整情况与历年美国人均可支配收入增长率的变化情况后，我们发现，在缴费上限上调的前一段时间，往往会出现人均可支配收入增长率连续上升的情况，四次上调中有三次出现了这一现象。并且，无一例外，在缴费上限上调的当年，人均可支配收入的增幅都会较前一年有所下降，甚至出现负增长。我们猜测，缴费上限的提高促使多数参与者相应地提高了缴费金额，故导致可支配收入减少，具体如表 7 所示。

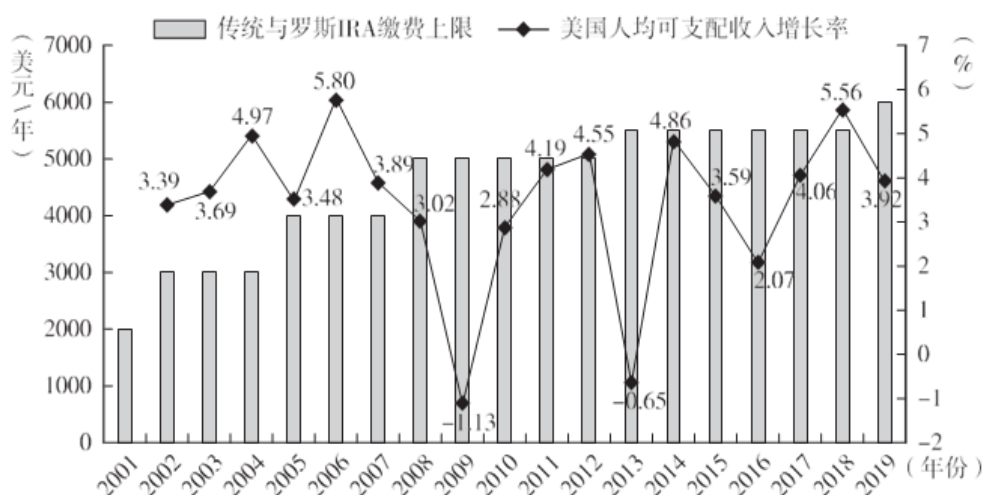


图 2 2001~2019 年美国人均可支配收入增长率与 IRA 缴费上限

资料来源：根据美国税务局（IRS）、万得资讯相关数据整理。

表 7 缴费上限的调整与人均可支配收入增长率的变化

年份	缴费上限上调幅度	当年人均可支配收入增长率同比变化幅度	此前人均可支配收入增长率变化情况
2005	上调 1000 美元	下降 1.49 个百分点	2002~2004 年连续上升,且增长率均在 3%以上
2008	上调 1000 美元	下降 0.87 个百分点	2005~2007 年未连续上升,但三年增长率均在 3%以上,且 2006 年增长率为 5.8%,是近 20 年来最高增幅
2013	上调 500 美元	下降 5.20 个百分点	2009~2012 年连续上升,且 2011 年和 2012 年的增长率均在 4%以上
2019	上调 500 美元	下降 1.64 个百分点	2016~2018 年连续上升,且 2017 年和 2018 年的增长率均在 4%以上

资料来源：根据美国税务局（IRS）、万得资讯相关数据整理。

此外，传统 IRA 与罗斯 IRA 均给予 50 岁以上参与者缴费追加的权利，二者的追加上限相同。最初追加缴费上限为每年 500 美元，自 2006 年调整为 1000 美元后没有再变化。

（2）领取环节

传统 IRA 与罗斯 IRA 在领取环节的税收优惠政策。领取环节仅有罗斯 IRA 给予税收优惠，相应地，传统 IRA 与罗斯 IRA 的领取规则存在较大差异，但二者均对不合规则的领取设置了一定的税收惩罚机制，具体标准如表 8 所示。

表 8 领取环节传统 IRA 与罗斯 IRA 的比较

项目	传统 IRA	罗斯 IRA
合格领取条件	59.5 岁以上	同时满足以下条件： ①连续缴费五年以上； ②年满 59.5 岁或身残、身故
合格领取条件下的征税情况	累计本金和投资收益均需缴纳个人所得税	免税
强制领取要求	72 岁以上必须每年足额领取,不足额部分需缴纳 50%的额外税款	无强制领取要求
提前领取的惩罚机制	59.5 岁以下领取,征收 10%的惩罚税金,但在首次购房、身残失业等其他经济损失情况下可以豁免	合格领取部分免税； 非合格领取部分征收 10% 的惩罚税金,但部分情况可豁免:年满 59.5 岁、永久性身残、首次购房、医疗支出超过调整后收入 7.5%等

资料来源：ICI, Publication 590 - B (2019), Distributions from Individual Retirement Arrangements IRAs。

罗斯 IRA 在领取环节是免税的，但必须达到合格领取条件；而传统 IRA 则需要在领取环节征税，并对一定年龄以上的参与者做了强制领取的规定。但这一规定并非一成不变，2020 年将强制领取的起始年龄从 70.5 岁调高至 72 岁。

税收政策与 IRA 的领取情况。根据美国投资公司协会（ICI）统计，截至 2019 年末，美国传统 IRA 的参与人群中，年龄在 59 岁以下的占 56%，年龄在 59~69 岁的占 23%，年龄在 70 岁及以上的占 21%。59 岁以下的参与者占比过半，后两个年龄层参与者的占比较小且比例相近。

在 IRA 领取环节，税收政策的差异主要基于年龄区隔，为判断税收政策对参与者领取行为产生的影响，我们整理了传统 IRA 中上述三个年龄层有领取和无领取所占的比重，如图 3 所示。2019 年末，年龄 59 岁以下的传统 IRA 参与者中，有领取和无领取的比例分别为 5%和 95%。原因相对容易理解，59 岁以下的人群较少有养老金的领取需求，且面临高额的提前领取惩罚税。而 59~69 岁的传统 IRA 参与者中，有领取和无领取的比例分别为 22%和 78%。70 岁以上的传统 IRA 参与者中，有领取和无领取的比例分别为 86%和 14%。这两类年龄层的参与者在传统 IRA 中所占比重相近，但领取情况相差甚远。这除了受 70 岁以上参与者大多失去了工作能力，对养老金更加依赖影响之外，可能还与 70 岁以上存在强制领取制度及相关惩罚税有关。

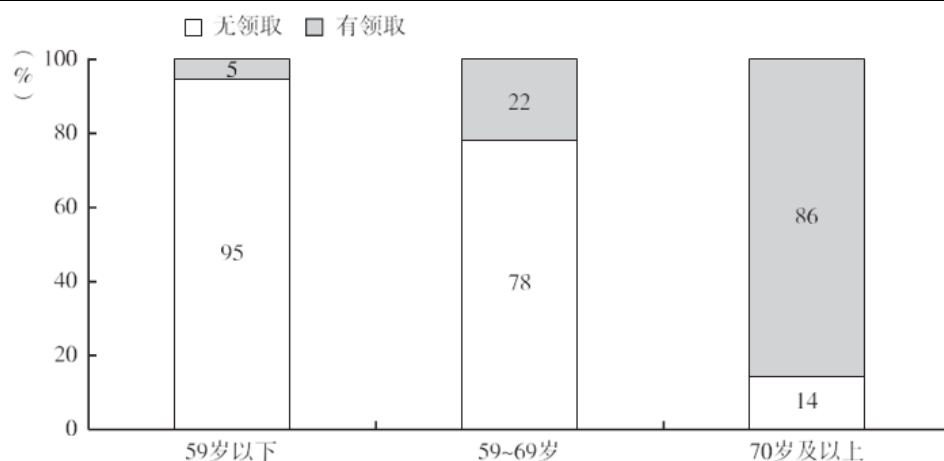


图3 2019年来传统IRA中不同年龄层的领取情况

资料来源：根据ICI, The Role of IRAs in US households' Saving for Retirement, 2019 相关数据整理。

综上所述，征税政策对IRA参与者的领取行为可能会产生一定的影响。特别是惩罚税制度，能够抑制参与者的提前领取行为，保证养老金领取的必要性和可持续性。

4.传统IRA与罗斯IRA税收优惠政策的综合比较

上文我们总结了传统IRA与罗斯IRA税收政策的异同，如表9所示。

表9 传统IRA与罗斯IRA税收政策对比

项目	传统IRA	罗斯IRA
参与者年龄限制	不超过70.5岁*	无限制
税收优惠环节	缴费环节与投资环节	投资环节与领取环节
对已有雇主养老金计划的参与者是否有区分	有	无
对单身和已婚参与者是否有区分	有	有
是否有缴费上限	有,每年6000美元	有,每年6000美元
是否允许追加缴费	是,上限为每年1000美元	是,上限为每年1000美元
是否有提前领取惩罚	有	有
免惩罚税领取年龄	59.5岁	59.5岁
是否有强制领取要求	有,72岁以上必须每年领取一定金额	无

注：*2020年起取消这一限制。

传统 IRA 和罗斯 IRA 存在很多相似之处,比如均存在缴费上限,均允许追加缴费,对提前领取均有惩罚税机制,对参与者的家庭状况均有所区分等。在差异方面,除了税收优惠模式分别为 EET 和 TEE 外,传统 IRA 的政策限制较多,比如对年龄、收入相关的限制,更加注重公平性;而罗斯 IRA 的限制相对较少,更具有灵活性。

（二）法国个人养老金的税收优惠制度

1. 法国的养老金体系

法国的养老金体系由基本养老金、雇主养老金和个人养老金三个部分构成。基本养老金按参与对象的职业划分为普通制度、农业制度、自由职业制度和特殊制度四个模块。雇主养老金最初由各行各业自行发起,相对较为碎片化,后来逐渐形成了以管理人员补充养老金制度 (AGRIC)、雇员补充养老金制度 (ARRCO) 和公共部门补充养老金制度 (RAFP) 等为代表的现收现付制养老金计划,以及其他多个基金积累制养老金计划,如 2003 年菲永改革建立的集合型员工退休储蓄计划 (PERCO) 和强制型补充退休金“83 条款”。

个人养老金方面,1994 年马德林合同 (le contrat Madelin) 形成,首次以个人自愿缴费和基金积累制的形式为自雇人群建立补充养老计划。2003 年菲永改革后,面向全体居民的自愿缴费的大众退休储蓄计划 (PERP) 成立。除了 PERP 和马德林合同外,法国的个人养老金体系内还包括面向公共部门的“Pr é fon”、面向医护人员的“CRH”以及互惠养老金计划 (COREM) 等 (见表 10)。本报告将选择 PERP 和马德林合同这两种主要的个人养老金计划进行讨论。

表 10 法国现行的代表性养老金制度

基本养老金(强制型)	雇主养老金(强制型、自愿型)	个人养老金(自愿型)
普通制度	AGRIC	PERP
农业制度	ARRCO	马德林合同
自由职业制度	RAFP	Préfon
特殊制度	PERCO	CRH
	83 条款	COREM

2. 大众退休储蓄计划（PERP）与马德林合同

作为法国个人养老金计划的主要类型，PERP 和马德林合同均采用 EET 的税收优惠模式，但在具体操作上存在一定的区别（见表 11）。

表 11 PERP 与马德林合同的税收优惠政策对比

项目	PERP	马德林合同
缴费年龄	无统一规定,由各家经办机构自行设置参与年龄限制	无统一规定,由各家经办机构自行设置参与年龄限制
税收优惠环节	缴费环节与投资环节	缴费环节与投资环节
税前扣除上限	①若前一年个人年收入低于前一年 PASS, 则税前扣除上限为: 前一年 PASS 的 10%; ②若前一年个人年收入为前一年 PASS 的 1-8 倍, 则税前扣除上限为: 前一年个人收入的 10%; ③若前一年个人年收入高于前一年 PASS 的 8 倍, 则税前扣除上限为: 8 倍前一年 PASS 的 10%	①若当年个人年收入低于当年 PASS, 则税前扣除上限为: 当年 PASS 的 10%; ②若当年个人年收入为当年 PASS 的 1-8 倍, 则税前扣除上限为: 个人收入 $\times 10\% + (\text{个人收入} - \text{当年 PASS}) \times 15\%$; ③若当年个人年收入高于当年 PASS 的 8 倍, 则税前扣除上限为: 8 倍当年 PASS $\times 10\% + 7$ 倍当年 PASS $\times 15\%$
合格领取年龄	达到法定退休年龄 62 岁	达到法定退休年龄 62 岁
领取方式	①全部养老金以终身年金的方式领取: 先将领取金额的 10% 减免扣除 (需在上下限内, 按照 2019 年的标准, 下限为每人 393 欧元, 上限为每户 3850 欧元), 余下的部分缴纳个人所得税; ②部分养老金 (最高 20%) 一次性领取, 其余部分以年金方式领取: 一次性领取部分可选择按照累进税制征税, 也可选择一次性缴纳 7.5% 的固定税率	全部养老金以终身年金的方式领取: 先将领取金额的 10% 减免扣除 (需在上下限内, 按照 2019 年的标准, 下限为每人 393 欧元, 上限为每户 3850 欧元), 余下的部分缴纳个人所得税

续表

提前领取条件	①非自愿失业且失业救济期满； ②PERP 账户被强制清算； ③身体残疾； ④配偶过世（仅限 PERP 账户与配偶合并的情况）； ⑤过度负债； ⑥账户金额较少（需少于 2000 欧元且领取前四年内未曾缴费）	①非自愿失业且失业救济期满； ②PERP 账户被强制清算； ③身体残疾； ④配偶过世（仅限 PERP 账户与配偶合并的情况）； ⑤过度负债
--------	---	---

注：年度社会保障最高限额 (PASS)：每年根据保险精算确定的反映工资变化的一笔金额，用作某些社会福利的最高金额以及养老金、保费的税前扣除计算。2020 年的 PASS 为 4113.6 欧元。终身年金：法国的一种针对基本养老金和部分个人养老金的待遇领取方式，在这种领取方式下，可以享受一定额度的税前扣除。

资料来源：<https://www.service-public.fr/particuliers/vosdroits/F10259>。

从表 11 可以看出，PERP 与马德林合同的最大差异在于缴费和领取环节。在缴费环节，马德林合同的最高税前扣除上限明显高于 PERP。但需要指出的是，PERP 允许将本年度未使用完的税前扣除额度在未来三年内继续使用，马德林合同则不存在这一政策。在待遇领取环节，PERP 的条件更为宽松，允许部分金额一次性领取。

需要指出的是，PERP 与马德林合同、PERCO 等养老金计划的税前扣除优惠不能同时享受。比如，若已享受了一定金额的马德林合同的税前扣除，那么在计算 PERP 税收减免时需将该笔金额扣除。

3. 法国养老金体系的再改革与个人退休储蓄计划 (PER individuel)

2019 年，马克龙政府颁布旨在提振法国经济的《支持企业增长与企业转型行动计划法》，其中包含了一系列养老金改革方案。

该法案设计了全新的补充养老金制度框架，将碎片化的养老金计划逐步整合起来，形成退休储蓄计划 (PER) 制度，具体包括个人退休储蓄计划 (PER individuel)、集体型企业退休储蓄计划 (PER

d'entreprise collectif) 和强制型企业退休储蓄计划 (PER d'entreprise obligatoire)。其中, 个人退休储蓄计划用于整合并替代 PERP、马德林合同等个人养老金计划。改革后的个人退休储蓄计划延续了原 PERP 和马德林合同的制度框架, 但在具体的税收优惠政策上进行了一些改进。

一是给予计划参与者选择税收优惠模式的权利。个人退休储蓄计划默认执行 EET 税收优惠模式, 在一定限额内的缴费可以享受税前扣除。但参与者在签订合同时也可选择不执行 EET 模式。对于收入水平在起征点以下的人群来说, 由于无须缴纳个人所得税, 缴费环节的税前扣除吸引力不大, 而领取环节的税收优惠更具激励效果, 他们会倾向于选择不执行 EET 模式。因此, 提供税收优惠模式选择权利能够兼顾不同收入水平的人群, 有助于提高个人养老金的覆盖率。

二是对于选择不执行 EET 模式的参与者, 在领取环节引入了按领取年龄确定征税基数的举措。对于首次领取年龄在 50 岁以下、50~59 岁、60~69 岁、70 岁及以上的情形, 征税税基分别定为领取金额的 70%、50%、40%和 30%。这一举措既可以给予税收优惠, 又能引导参与者在合适的年龄领取养老金待遇, 促进个人退休储蓄计划更好地发挥养老投资储蓄作用。

(三) 日本个人养老金的税收优惠制度

1. 日本的养老金体系

日本的养老金体系分为三个层次: 第一层次国民年金和第二层次厚生年金, 均为政府主导的公共养老金, 前者面向全体国民, 后者面

向全体工薪阶层和公务人员；第三层次则为非政府主导的雇主养老金和个人养老金。

日本第三层次养老金中最初只包括雇主型 DB 计划,2001 年颁布《缴费确定型企业养老金法案》后,日本开始建立 DC 型养老金计划,分为雇主型 DC 计划和个人型 DC 计划 (iDeCo)。其中,个人型 DC 计划 (iDeCo) 即我们定义的个人养老金,具备自主自愿和个人缴费的主要特征。

2.iDeCo 及其税收优惠政策

iDeCo 诞生之初,仅针对 20 岁以上的个体经营户和没有参与雇主养老金计划的人群。近年来,iDeCo 进行了大刀阔斧的改革,自 2017 年 1 月起,公务员、家庭主妇和拥有雇主养老金的员工都可以加入 iDeCo。自此,该计划几乎适用于 20~59 岁的任何日本居民。

参与群体扩大后,iDeCo 发展较快,参与人数从 2017 年 3 月末的 45.1 万快速增至 2019 年 3 月末的 121.2 万,合计资产规模达到 1.90 万亿日元。但由于日本个人养老金的发展起步较晚,目前的覆盖率依然相对较低。

缴费环节的税收优惠政策。iDeCo 采用 EET 税收优惠模式的,在规定限额内的缴费金额可享受税前扣除。iDeCo 针对不同人群设置了差异化的税前扣除上限,如表 12 所示。除缴费上限外,iDeCo 还对缴费下限进行了规定,即各类人群的缴费金额不得低于每月 5000 日元。

表 12 不同人群的 iDeCo 税前扣除上限

参与人群		每月税前扣除上限
自我雇佣人士(个体经营户)		68000 日元 (与国民年金共享额度)
公司和政府雇员	未参与任何雇主养老金	23000 日元
	已参与雇主型 DC 计划	20000 日元
	已参与雇主型 DB 计划和厚生年金	12000 日元
	既参与雇主型 DC 计划又参与雇主型 DB 计划	12000 日元
	公务人员	12000 日元
全职家庭主妇/夫		23000 日元

资料来源: <https://www.ideco-koushiki.jp/>。

领取环节的税收政策。iDeCo 对于领取年龄的规定较为严格,参与者不仅要年满 60 岁,还必须连续缴费十年,否则领取的起始年龄将被推迟,具体如表 13 所示。

表 13 iDeCo 不同缴费年限的可领取年龄

单位:岁

缴费年限	可领取养老金年龄
达到或超过 10 年	60
达到 8 年但不满 10 年	61
达到 6 年但不满 8 年	62
达到 4 年但不满 6 年	63
达到 2 年但不满 4 年	64
达到 1 年但不满 2 年	65

资料来源: <https://www.ideco-koushiki.jp/>。

在达到领取年龄后, iDeCo 计划的参与者可以选择两种方式领取养老金,即一次性全额领取和在一定年限内分期领取。分期领取的年限最少不低于 5 年,最多不高于 20 年。在退休阶段,居民的全部养老金收入将被合并征收个人所得税以及 2.1%的复兴特别税,①但会提供一定额度的税前扣除。iDeCo 两种领取方式的税前扣除方法不尽相同。若计划参与者选择一次性领取,那么会根据工作年限计算税前扣除额度,但最低不少于 80 万日元,如表 14 所示;若计划参与者选

择分期领取，那么可以首先享受每年 50 万日元的定额税前扣除，然后根据年度养老金待遇对应的税前扣除比例进行累进扣除，如表 15 所示。针对分期领取，日本还设计了税前扣除的最低保障金额，65 岁以下为每年 70 万日元，65 岁以上为每年 120 万日元。实际税前扣除金额，在表 15 计算所得金额和最低保障金额中取较高者。此外，除上述养老金领取税前扣除项目外，分期领取方式还可享受抚养、伤残、鳏寡、医疗、灾害等多种情形下的其他扣除，这些都是一次性领取方式所不具备的。

表 14 iDeco 不同人群待遇领取时的税前扣除上限（一次性领取）

单位：日元

工作年限	税前扣除额度
最低扣除额度	80 万
20 年以下	40 万×工龄
20 年以上	70 万×(工龄-20)+800 万
因身残退休	在上述扣除基础上额外增加 100 万

资料来源：彭维瀚：《日本养老金制度演变、税收政策及经验借鉴》，2019。

表 15 iDeco 不同人群待遇领取时的税前扣除上限（分期领取）

(扣除 50 万定额后的)养老金待遇(日元/年)	税前扣除比例(%)
360 万以下的部分	25
达到 360 万不满 720 万的部分	15
720 万及以上的部分	5

资料来源：彭维瀚：《日本养老金制度演变、税收政策及经验借鉴》，2019。

根据上文，可以粗略估计分期领取方式比一次性领取方式所承担的税负更低，这也符合政府通过税收激励方式引导居民享有长期的可持续养老金待遇的初衷。

（四）智利个人养老金的税收优惠制度

1. 智利的养老金体系

智利的养老金体系带有浓厚的新自由主义色彩，1981 年的智利养老金改革便是一个养老金私有化的过程，将原先社会统筹、现收现付制的养老金制度改为以个人账户制为基础、基金积累制的缴费确定型养老金制度。在这种制度下，养老金完全由私有化机构管理运作。

针对覆盖率低、不同人群待遇差距日益扩大、养老金待遇水平不足等问题，智利养老金体系在 2008 年再次改革，在保持个人账户制、市场化运营等特征的基础上，更加注重社会公平，形成了现行的三支柱养老金体系。

（1）团结支柱：2008 年改革后诞生，采用现收现付制，是由政府提供的最低保障水平的养老金，带有救助和普惠性质，旨在保障占全国人口总数 60% 的中低收入者的养老生活。

（2）强制支柱：原养老金体系的主体部分，在 2008 年改革中得到强化，个体经营者和非正规部门就业者被强制纳入。采取基金积累的个人账户制，并实行市场化运营。

（3）自愿支柱：主要由自愿养老储蓄计划（APV）和共同自愿储蓄计划（APVC）两部分构成，前者采取居民自愿缴费的方式，后者采取自愿缴费和雇主配比缴费的方式。旨在鼓励居民进行个人养老投资储蓄，参与者不仅可以享受税收激励，而且可获得国家补贴。

目前，智利的养老金全部由六家市场化运营的养老金管理公司（AFPs）进行管理运作。截至 2018 年末，六家公司管理的养老金资产规模合计 132.8 万亿智利比索。

2. 自愿养老储蓄计划（APV）的税收优惠政策

APV 即智利的个人养老金计划，具备自愿参加和个人缴费的特点。值得注意的是，APV 为计划参与者提供了两种完全不同的可选方案，两种方案的税收优惠模式分别基于 TEE 和 EET，具体如表 16 所示。

表 16 APV 两种方案的税收优惠政策比较

项目	方案 A（TEE 模式）	方案 B（EET 模式）
缴费环节是否征税	是	否
缴费上限	无	月缴:50UF;年缴:600UF
额外激励	政府额外向 APV 账户中补贴缴费金额的 15% (不超过 6UTM)	无
领取环节是否征税	否	是, 税率: $(ICR-ISR)/R$
合格领取年龄	男:65 岁 女:60 岁	男:65 岁 女:60 岁
是否允许提前领取	是	是
提前领取惩罚措施	取消 15% 的政府补助, 且投资收益超过 30UTM 的部分将被征税	征收惩罚税金, 税率: $3% + [1.1 \times (ICR-ISR)/R]$

注: ①UF:发展单位,用于房贷、车贷、养老、医疗等各类保险以及企业投资额的价值确定,以比索为单位,每日根据消费者价格指数变化情况调整。2020 年 1 月,50UF = 1415543 智利比索。②UTM:月度税收单位,主要用于税收和罚款,以比索为单位,根据消费者价格指数每月调整。2019 年 2 月,6UTM = 48305 智利比索。③ICR:个人本财年的其他应纳税所得额加上领取后必须缴纳的个人所得税额;ISR:不提前领取的情况下个人必须支付的个人所得税额;R:领取额。

资料来源: <https://www.afphabitat.cl/ahorro-voluntario/apv/que-es/>; OECD, Financial Incentives for Funded Pension Plans in OECD Countries。

智利的个人养老金计划,是为数不多的向参与者提供税收优惠模式选择且直接进行财政补助的例子,旨在最大限度激励居民参与个人养老投资储蓄。

两种税收优惠模式针对不同的人群,方案 A 带有一定的福利性质,对收入偏低的人群更加友好;方案 B 则由于具备税收递延优势,

税率较为灵活,则更受到中高收入人群的青睐。根据 AFP 公司 Cuprum 测算,年收入在 330.2 万智利比索(个人所得税边际税率为 13.5%)以上的人群会倾向于选择方案 B,其获得的税收优惠将更大。而在这一收入水平之下的人群,则更适合方案 A。

三、我国个人税延养老险试点的税收优惠政策

2018 年 5 月 1 日,个人税收递延型商业养老保险(简称“个人税延养老险”)试点启动,标志着我国个人养老金制度探索的起步。我国多层次养老保障体系建设也由此加快推进速度。

2019 年 10 月 21 日,银保监会新闻发布会透露,全国共有 23 家保险公司参与个人税延养老险试点,共推出 66 款产品,累计实现保费收入约 2 亿元,参保人数 4.52 万人。试点一年多以来,个人税延养老险的发展速度与业界预期存在一定差距。

(一) 个人税延养老险的税收优惠政策设计

个人税延养老险采用 EET 税收优惠模式,即仅在领取环节征税,在缴费环节和投资环节均免税,具体政策如表 17 所示。

个人税延养老险的税收优惠设计,体现了鼓励发展个人养老金和提高参与者积极性的政策出发点,兼顾了公平性,设置了税前扣除上限,并对领取方式和提前领取等进行了约束。

总体上,政策设计较为完整,对个人税延养老险的发展具有积极的促进作用。但是,在一些具体的细节方面也有探讨的空间。例如,就缴费环节来说,目前我国尚有大量人口的月收入未达到个人所得税起征点,这部分人实际上无法享受缴费环节的税收优惠。在税前扣除

标准方面，个人税延养老险每月 1000 元的税前扣除上限相对不高。并且，如果参与者是工薪族，其季度、年度绩效奖金等承受更高边际税率的收入如何享受税收优惠尚存在不确定性，因而对中高收入人群的激励作用相对有限。而这部分人本应是个人税延养老险重点拓展的目标。

表17 个人税延养老险税收优惠政策

项目	内容	
试点地区	上海市、福建省(含厦门市)、苏州工业园区	
针对人群	试点地区内的纳税个人、个体工商户业主、个人独资企业投资者、合伙企业自然人合伙人以及承包承租经营者	
缴费限制	16周岁以上,退休年龄以下	
税收优惠环节	缴费环节与投资环节	
税前扣除上限	取得工资薪金、连续性劳务报酬所得的个人	月收入不超过16667元时,上限为当月工资收入的6%
		月收入在16667元及以上时,上限为每月1000元
	个体工商户业主、个人独资企业投资者、合伙企业自然人合伙人以及承包承租经营者	年收入不超过200000元时,上限为当年应税收入的6%
		年收入在200000元及以上时,上限为每年12000元
是否允许超额缴费	允许,超过上限部分的缴费不予税前扣除	
领取年龄	达到国家规定的退休年龄	
领取方式	终身领取或固定期限领取(15年或20年)	
领取环节缴税	领取的养老金收入中25%的部分予以免税,其余75%的部分按照10%的税率缴纳个人所得税,即实际税率为7.5%	
是否允许一次性领取或提前领取	参保人在领取期间身故	一次性给付剩余养老金
	参保人已满60岁,在领取前身故或全残	一次性支付产品账户价值并按7.5%的税率征收个人所得税
	参保人未满60岁,在领取前身故或全残	一次性支付产品账户价值并按7.5%的税率征收个人所得税,再额外给付5%的保险金

资料来源：根据相关法规资料整理。

此外，在我国暂无资本利得税的情况下，个人税延养老险的领取环节对本金与投资收益均征收个人所得税，且实际税率达到 7.5%，一定程度上可能会降低参与者的积极性。

（二）个人税延养老险与海外个人养老金税收优惠政策比较

为研究我国个人税延养老险与海外个人养老金在税收优惠政策上的异同，我们选取了同样采用 EET 模式的海外个人养老金计划进行比较分析，包括美国的传统 IRA、法国的 PERP 和马德林合同、日本的 iDeCo 以及智利的 APV（方案 B）（见表 18）。

表18 EET税收优惠模式下的横向比较

国别	美国	法国		日本	智利	中国
计划类型	传统IRA	PERP	马德林合同	iDeCo	APV (方案B)	个人税延 养老险
缴费年龄限制	70.5岁以下	无统一规定， 一般不高于62岁	无统一规定， 一般不高于62岁	20~59岁	退休年龄以下	16~60岁
税前扣除限额的影响因素	个人收入、家庭收入、婚配情况、其他养老金计划的参与情况	个人收入、全社会收入水平、其他养老金计划的参与情况	个人收入、全社会收入水平、其他养老金计划的参与情况	职业、其他养老金计划的参与情况	全社会收入水平、物价水平	个人收入
合格领取年龄	满59.5岁	法定退休年龄	法定退休年龄	60岁起，且与缴费年限挂钩	法定退休年龄	法定退休年龄
领取方式	终身领取或分期领取	终身领取或部分一次性领取	终身领取	分期领取(最少5年，最多20年)或一次性领取	终身领取或分期领取	终身领取或15年/20年分期领取
可否提前领取	是，但有惩罚税金	否	否	否	是，但有惩罚税金	否
领取环节征税方式	累进税率	累进税率与固定税率相结合	累进税率	累进税率	与收入及领取额度相关的非固定税率	固定税率10%
待遇领取可否部分免税	否	终身领取时，领取金额的10%免税	终身领取时，领取金额的10%免税	一次性领取时：80万日元起，与工龄挂钩；分期领取时：50万日元起，与领取金额挂钩	否	领取金额的25%免税

各国个人养老金计划均对参与者在缴费环节和领取环节的年龄进行了一定的限制。大部分个人养老金计划将缴费年龄上限约束在60岁上下，与本国的法定退休年龄一致。但美国的传统IRA例外，满70.5岁以前均可缴费，且2020年70.5岁的年龄限制也将被取消，即传统IRA的缴费不再有任何年龄限制。在合格领取年龄的规定上，各类计划较为一致，均在60岁左右，只有日本的iDeCo额外做出了缴费年限的要求。即在缴费年龄和合格领取年龄上，我国个人税延养老保险与海外个人养老金计划的普遍做法基本一致。

关于对缴费环节税前扣除限额的设置，我国个人税延养老保险仅将其与个人收入挂钩，而其他国家则普遍将其与个人收入、社会平均收入水平、物价水平、参与者是否同时参与其他养老金计划以及参与者的职业等多种因素挂钩。相对而言，我们在税前扣除限额的设置上似乎过于简单化，未能充分考虑参与者的综合财务状况和养老保障状况。

在领取方式上，和大部分国家一样，我国个人税延养老保险可以终身领取，也可以分期领取，只是分期领取的期限选择仅有15年和20年两种。较为特殊的是日本的iDeCo，它不允许终身领取。此外，除了美国和智利，大部分国家的个人养老金计划都不接受除身故、身残、重疾、破产等特殊情况以外的提前领取。

在领取环节征税上，仅我国个人税延养老保险完全按照固定税率对待遇领取进行征税，海外个人养老金计划或采用累进税率或将累进税率与固定税率相结合进行征税。除了美国和智利外，其他国家的个人养老金计划均对待遇领取金额的一部分豁免征税。

四、海外个人养老金税收优惠制度对我国的启示

（一）加快推出中国的个人养老金制度

随着老龄化程度的加深，我国养老保障第一支柱面临的支付压力日益显现，尽快完善三支柱养老保障体系迫在眉睫。从海外的经验来看，个人养老金能够在三支柱中发挥较为重要的作用，理应得到充分重视。

个人税延养老险是我国个人养老金制度探索的第一步，还不是真正意义上的个人养老金制度，建议在试点的基础上加快顶层设计，尽早推出面向广大国民的个人商业养老账户制度，并通过科学的税收优惠机制调动个人的参与积极性。同时，可以适度扩展个人商业养老账户的可选投资范围，将公募基金，特别是养老目标基金纳入其中，引导个人做好全生命周期养老规划和准备，以长期投资和专业投资应对养老压力。

（二）探索多种税收优惠模式并行

我国个人税延养老险采用的是 EET 税收优惠模式，这一模式的税收激励效果已得到海外个人养老金实践验证，但依然存在部分问题。比如，对收入在个人所得税起征点以下人群的激励作用相对不足等。

从美国和智利等国的经验来看，在个人养老金中同时提供 EET 和 TEE（或 TTE）两种互补的税收优惠模式供参与者选择，既是可行的，也是有益的。收入相对较高的群体可以从 EET 模式中享受缴费环节的税前扣除，收入较低的群体则可以选择 TEE 模式，在领取环节获得实质性的税收优惠。在兼顾高收入群体和低收入群体的情况

下，扩大个人养老金的覆盖面，惠及更多的人。

我国城乡和东西部发展差异较大，在个人养老金的具体框架设计中提供多种税收优惠模式选择非常必要，不仅关系到大众对个人养老金的参与意愿，而且关系到社会的公平性。

（三）灵活设置税前扣除上限并制定调整机制

首先，我国个人税延养老险的税前扣除上限仅与个人收入挂钩，参考因素过于单一。根据海外经验，在设计我国个人养老金制度时，可尝试将社会收入水平、物价水平、参加其他养老金的情况、个人家庭状况、从事职业等因素纳入税前扣除上限的计算模型。这样既能较全面地根据参与者的实际经

济状况确定税前扣除上限，体现对个体特性的尊重，又有利于在保障社会公平的前提下最大限度地发挥税收优惠的激励作用。

其次，随着我国税制向综合所得税制方向迈进，在确定税前扣除上限时，应考虑以年收入（或年收入与月收入相结合）为标准，以家庭（或个人与家庭相结合）为单位，增强税收优惠政策设计的科学性和公平性。

最后，根据海外实践经验，个人养老金的缴费期限较长，可能跨越多个经济周期，因此根据经济增长速度、物价水平、工资水平等经济指标的变化适时调整缴费环节的税前扣除上限和领取环节的豁免金额是非常必要的，也更有助于个人养老金制度的可持续发展。

（四）改进领取环节的税收设计并提供更多的特殊领取情形

在 EET 税收优惠模式下，个税起征点以下的低收入人群将无法

实质性享受缴费环节的税收优惠。尤其在新个税法落地后，个税起征点上调，能够实质性享受税收优惠的人进一步减少，将降低广大低收入群体参与个人养老金的意愿。在不改变 EET 税收优惠模式的前提下，可以考虑在领取环节对低收入群体进行适度的税收减免，比如设置较为优惠的税率或提高领取时豁免征税的比例。

我国个人税延养老险在领取环节按照统一税率（实际 7.5%）进行征税，与国际通行做法有较大差异。固定税率的问题在于养老金积累较少（收入较低）的参与者税负过重，而积累较多（收入较高）的参与者税负过轻，破坏了税收优惠的公平性，而且无法吸引个人所得税边际税率在 7.5%以下的人群参与。建议在设计我国个人养老金制度时，考虑按累进税率对领取环节进行征税，这样既能发挥税收的再分配作用，又能促进税收优惠向中低收入人群倾斜，提升个人养老金制度的普惠性。

对于合格领取以外的情况，个人税延养老险仅允许在身故和身残两种情形下提前领取，灵活性稍显不足。借鉴海外经验，建议将重疾、失业、破产等严重的个人困境也纳入特殊领取的范围，加强个人养老金的保障功能。

此外，个人税延养老险非终身领取的期限选择只有 15 年和 20 年两种，建议设置更多领取期限选择，从而可以更好地满足参与者的个性化养老需求。

（五）探索在领取环节设置惩罚税机制

部分国家个人养老金制度中的惩罚税机制，也是一个非常有益的

设置。惩罚税制度往往和放宽领取条件有关，其目的并不在于惩罚。

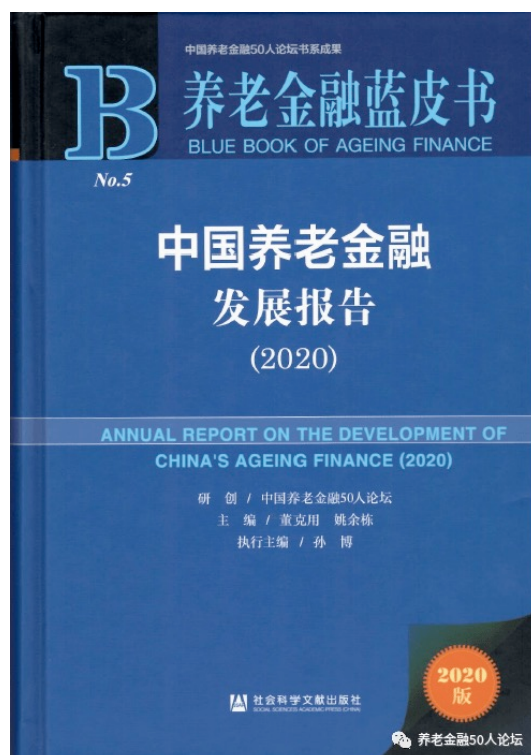
允许提前领取、超额领取等特殊情形的出现并对之征缴惩罚税，可以满足经济条件较好的参与者多样化的需求，更兼顾了某些参与者在特殊情况下的紧急资金需求。既能体现个人养老金的适度灵活性，又坚守了其养老保障的主要功能，总体上利大于弊。

（六）打通第二、三支柱的税收优惠政策

各国个人养老金制度建立的初衷大多是为无雇主养老金人群提供替代性的补充养老金，因此普遍在税前扣除上限等政策设计上将雇主养老金与个人养老金合并计算，确定一个共用的额度，发挥二者的互补作用。

我国第二支柱中企业年金多年来发展不温不火，职业年金覆盖人群又相对有限，不妨探索打通第二、三支柱的壁垒，合并二者的税收优惠政策，确定一个第二、三支柱共用的税前扣除上限。一方面，可以规避重复享受二、三支柱税收优惠所带来的不公平，另一方面，最大限度地促进第二、三支柱补充养老金的发展。

罗智行、李斐：巴西第三支柱个人养老金制度的经验借鉴与启示



《中国养老金融发展报告（2020）》

一、巴西养老金制度发展现状

巴西现代养老金制度起源于 20 世纪 20 年代，最初仅覆盖大型机构的雇员，几经变革后，于 1974 年覆盖了巴西全部人口。1977 年，巴西建立了个人养老基金的法律框架，1988 年出台《宪法》时，巴西将社会保障的概念范围、资金来源、养老金制度的指导原则、退休福利保障等都纳入其中，借由宪法来保证退休福利。2012 年，巴西

本文摘自《中国养老金融发展报告（2020）》第 397-418 页；文章内容后期略有修订，以最终出版物为准。

又通过新的联邦立法为联邦公务员设立了补充养老基金。如今，巴西养老金体系形成了以下基本框架：

- 零支柱：辅助福利（BPC）；
- 第一支柱：

公共的强制性现收现付体系，即一般社会保障制度（RGPS）；

公务员的强制型养老金制度，即联邦公务员养老金制度（RPPS）。
- 第二支柱：仅面向公务员的补充养老基金（Funpresp）；
- 第三支柱：补充性个人养老金制度（RPC）。

（一）零支柱：辅助福利（BPC）

辅助福利（Benefício de Prestação Continuada, BPC）旨在帮助家庭人均收入低于最低工资 1/4 的 65 岁及以上的老年人或残障人士。

无缴费记录的老年人或残障人士在 65 岁时可领取辅助养老金，金额相当于每月最低工资，即 1045 雷亚尔（约 195 美元）。但申请需要一定条件，例如，要求家庭人均收入低于最低工资的 1/4，其个人状况信息每两年更新一次。目前该制度下有 480 万受益人。

（二）第一支柱：一般社会保障制度（RGPS）与公务员养老金制度（RPPS）

1. 一般社会保障制度（RGPS）

一般社会保障制度（Regime Geral de Previdência Social, RGPS）由国家社会保障局管理，是一项公共的、强制性现收现付计划，向私企雇员、自雇职业者和公务员支付待遇的确定型养老金。目前有 3030

万受益人。

一般社会保障制度的资金来源包括工资缴费（由雇主和雇员共同承担）、销售税收入、私企利润和弥补系统资金不足的联邦转移支出。其中，雇员缴费率根据不同收入水平占工资总额的 7.5%至 14%不等，缴费上限为 671.1 雷亚尔，雇主缴费率为 20%且上不封顶；自雇职业缴费者可以选择 11%至 20%不等的缴费率，缴费上限为 1220.21 雷亚尔。该制度下，目前退休人员每月领取的最高养老金为 6101.06 雷亚尔（约合 1220.00 美元），相当于最低工资的 5.8 倍，对于收入相对较低的个人而言，替代率相对较高。

一般社会保障制度的重点是针对贫困老年人较大力度的再分配。该制度以相互支持理念为基础，意味着现在就业的人支持已达退休年龄的人。有些不同的计划具有非缴费性质，并提供经收入调查确定的、相当于最低工资的养老金，要通过免除低收入者和某些部门的缴费及降低缴费率来实现。例如，60 岁以上的农村劳动者有资格领取相当于巴西最低工资，即 1045 雷亚尔（约 195 美元）的养老金，但他们需要向该制度缴费至少 15 年。

此外，巴西的一般社会保障制度还提供了广泛保障，包括带薪产假福利、伤病津贴、失业保险和伤残抚恤金以及法律规定的其他福利。另外，医疗卫生系统也是公共、免费的且惠及全民，不过效率有些低。因此，具有经济实力的人大多会选择购买额外的商业医疗保险。

2. 公务员的养老金制度（RPPS）

第一支柱针对公务员群体有特别规定，即联邦公务员养老金制度

(Regimes Próprios de Previdência Social, RPPS)。与私营机构计划相比，此制度下公务员领取的养老金更高，而缴费率更低。国家和州一级的武装部队亦有差别化的、基于职业的养老计划，资金主要来源于一般预算。目前 RPPS 制度下有 800 万受益人。

最早涵盖联邦公务员的养老金制度出现于 1926 年，随着与职业相关的退休和养老金机构 IAPs(Institutos de Aposentadorias e Pensões) 的创建而设立。1988 年《宪法》的颁布，进一步明确了公务员群体的退休保障。一是公务员因工致永久性伤残、职业病、严重传染病或不治之症的可获得全额养老金，其他情况按比例支付；二是公务员满 70 岁强制退休，所领取养老金与其工龄成比例；三是自愿情形，男性工作满 35 年、女性工作满 30 年可选择退休，且领取全额养老金；教师在已履行教学职责前提下，男性工作满 30 年、女性工作满 25 年可自愿退休，且领取全额养老金；男性工作满 30 年、女性工作满 25 年可自愿提前退休，领取的养老金与工龄成正比；男性年满 65 岁、女性年满 60 岁也可自愿退休，领取的养老金与工龄成正比。

1990 年，针对所有就职于公共管理部门、政府机构和基金会的联邦政府公职人员的独特成文法 (RJU) 通过。这标志着一次变革开始，因为 RJU 规定，养老金由公务员和联邦政府共同出资缴费，而此前公务员从未向养老金体系缴费。变革后的缴费率起初为公务员工资的 6%，1993 年之后，根据收入等级，以 9%、10%、11%、12% 四种税率代替，缴费额不设上限。

尽管所有公务员的资格标准相同，但联邦政府、各州和自治市管

理的具体养老金计划有 2400 多项，在社会保障秘书处联合协调下，各有各的具体筹资方式。一般来说，这些养老金计划是按现收现付制缴费的。2003 年，政府通过新的联邦立法，针对未来几代公务员推行了第一支柱的改革，力图将现有的公共部门和私营部门养老金计划的规则统一起来，全面调整现收现付制标准，涉及年龄限制、替代率、退休者的缴费等内容。例如，以前领取养老金没有工作年限限制，现在则需在政府内工作满 18 年才有领取资格。养老金数额的公式也从最终工资方案改为参考该成员在服务至少 5 年的职位上所获最高工资的方案。

3.2019 年改革

根据未来巴西人口老龄化预测，巴西的老龄化速度会比一些工业化国家快得多，因此用以调整养老金制度以适应人口变化的时间也少得多，养老金制度可持续性前景必将恶化。当前巴西每名养老金领取者仍对应两名以上缴费者，但在不到 20 年的时间里，缴费者人数将与领取者人数相同。

另外，在现收现付制度下，2016 年巴西的一般社会保障制度（RGPS）和联邦公务员养老金制度（RPPS）（包括军队养老金制度）的总赤字约占 GDP 的 3.7%（见图 1）。而 2019 年该项赤字已达 3184 亿雷亚尔，大约为 GDP 的 4.4%。如再不改革，到 2066 年仅一般社会保障制度的赤字估计将达到 GDP 的 16%，公共养老金制度在财政上将难以为继。

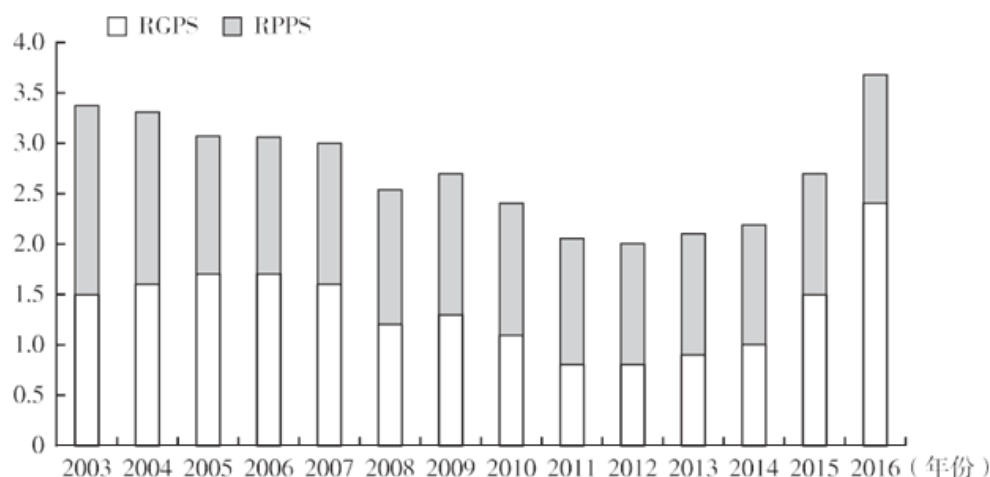


图1 RGPS和RPPS养老金综合赤字（占GDP比重）

资料来源：Rudolph, Heinz P., Zviniene, Asta, Olinto, Pedro: “Summary Note on Pension Reform in Brazil: Why Is It Needed and What Will be Its Impact?”, 2017, <http://documents1.worldbank.org/curated/en/552181491971723170/pdf/114183-replacement-PUBLIC-13-4-2017-15-46-47-SummaryNoteonPensionReform.pdf>。

在这样的情况下，2019 年巴西开启了数十年来最深远的公共养老金制度改革。2019 年的改革提案为一般社会保障制度（RGPS）和联邦公务员养老金制度（RPPS）的缴费者引入了统一规则，适用于所有 50 岁以下男性和 45 岁以下女性，大于此年龄的人则适用过渡规则。提案中规定，要享受全额的公共部门养老金待遇，男性法定退休年龄仍为 65 岁，女性则由 60 岁提升至 62 岁。个人的缴费率则改为渐进式，从 7.5% 到 22% 不等，最有效费率为 16.11%。同时，提案废除了按缴费年限领取相应养老金的权利，而将领取条件改为，企业男性雇员至少缴费 20 年，女性雇员至少缴费 15 年，公务员至少缴费 25 年。但缴费年限不足也会获得社会养老金，目前金额等于最低工资。

对于私企雇员，达到最低退休年龄且缴费满足最低年限要求后，退休可获得 60% 养老金。在最低缴费年限基础上，每增加一年的缴费，

养老金待遇水平增加 2%。因此，若想获得 100%的养老金，男性雇员至少要缴费 40 年，女性雇员至少缴费 35 年。缴费更久的雇员所领取的待遇可能比缴纳的金额多，但不会超过每月 6101.06 雷亚尔（约 1220.00 美元）。不过要达成目标还需要一定的过渡期，预计将在 2031~2033 年全面到位。不同的缴费年限对应的养老金如表 1 所示。

表1 2019年改革后巴西雇员养老金缴费年限与待遇

缴费年限	养老金待遇
不满20年(男性雇员) 不满15年(女性雇员)	最低工资1045雷亚尔(合195美元)
满20年(男性雇员) 满15年(女性雇员)	计划参与人自1994年7月以来月平均缴费额的60%
满20年不足40年(男性雇员) 满20年不足40年(女性雇员)	计划参与人自1994年月以来月平均缴费额的60%,且最低缴费年限之上,每多缴一年养老金待遇水平增加2%
满40年(男性雇员) 满35年(女性雇员)	100%缴费额或更多,但不超过每月6101.06雷亚尔(约1220.00美元)

资料来源：巴西《第103号宪法修正案》。

对于 2004 年 1 月 1 日起入职的公务员，其养老金待遇计算方式与改革后的一般社会保障制度相同。而在 2003 年 12 月 31 日之前入职的公务员，退休后则可享受等同于最后薪酬的养老金待遇，但前提是要满足过渡规定的要求。

2019 年改革带来的影响是，在每一时间点逐步增加缴费人数，加上降低总替代率，意味着未来一般社会保障制度养老金赤字会显著减少，未来 10 年内，预计减少 8000 亿雷亚尔，这是恢复财政可持续性的关键因素。此项改革使巴西公共养老金制度更公平、更可持续并且更趋近国际基准。

（三）第二支柱：公务员补充养老基金（Funpresp）

巴西并没有设立针对企业的年金制度，但在 2012 年，巴西政府为增强公务员养老金的可持续性再次迈出重要一步：通过新的联邦立法为联邦公务员设立了公务员补充养老基金（Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal, Funpresp），并由国家补充性个人养老金监管司 Previc 负责监管运营，该监管司也负责个人养老金计划的监管。此举旨在规范 2003 年批准的、力图将公共部门和私营部门养老金计划相结合的养老金改革。

根据这项改革，2013 年及之后入职的公务员（2012 年之前入职的公务员不受影响），不但缴费有了上限——671.1 雷亚尔，领取也有了新规——再无资格领取与他们最终工资等额的养老金，而是可获得相当于一般社会保障制度的养老金待遇水平上限额，即每月为 6101.06 雷亚尔（约 1220.00 美元）。一般社会保障制度之外，他们将享有一笔由自愿缴费累积的缴费确定型补充性养老金。为了获得更高退休养老金待遇，这些公务员必须向 Funpresp 缴费，缴费率自定。政府机构作为其雇主，匹配相同缴费，但不超过其工资的 8.5%。公务员在退休后将根据 Funpresp 账户余额领取年金。还有，新计划也收紧了遗属配偶的福利规定。

短期来看，2012 年这项联邦立法为地区政府管理的养老金计划的变革铺平了道路，巴西一些重要的州，如圣保罗州，已为公务员设立了专有的补充养老基金。长远来看，所有这些规定均意在节省公共部门成本。Funpresp 对财政的影响长期而言颇为正面，但因存在过渡成本，初期会对政府金库有负面影响。一项研究表明，建立和实施

Funpresp 的前两个 10 年左右，预算会受到负面影响。这是因为新加入 Funpresp 的公务员会减少对一般社会保障制度的缴费，联邦收入相应减少；二是因为政府也要向 Funpresp 匹配缴纳与公务员缴费相等的金额，联邦支出又相应增加，所以政府的净平均成本每年会上升 0.1% 的 GDP。但从第三个 10 年开始，政府将开始从改革中获益，随着新制度下公务员加入 Funpresp 的人数占到一定比重，养老金支出的成本将低于过渡成本。

新规还将为大型私营养老基金铺平道路，寻求长期投资，并为本地资本市场乃至整个经济带来正的经济外部性。此外，就私营和公共部门劳动者养老金待遇而言，更为平衡的社会保障成本可能利于收入分配。

（四）第三支柱：补充性个人养老金制度（RPC）

1977 年，巴西建立了个人养老基金的法律框架，这些基金以制定个人养老金计划为目标，资金可来自计划参与人，也可来自其雇主，亦可二者同时，最终目标是与公共养老金制度相辅相成。

补充性个人养老金制度（Regime de Previdência Complementar, RPC）是自愿型养老金制度，养老基金在完全积累制下运作，包括待遇确定型计划、缴费确定型计划以及混合型计划。在待遇确定型计划中，养老金待遇水平通过定期调整缴费额来实现精算平衡；在缴费确定型计划中，养老金待遇水平取决于该基金投资所获回报；在混合型计划中，基金一般会对养老金待遇承诺一个最低金额。

补充性养老金产品有两种类型：封闭式养老金产品和开放式养老

金产品。补充性封闭式养老金产品通常由资源丰富的大公司独立管理，只对单一公司或商业团体的雇员开放，通常对公共养老金体系支付的待遇加以补充。开放式养老金产品正如其名，向任何愿意参加的人开放。但由于大公司的数量有限，目前封闭式养老金产品的增长几乎停滞，而面向个人的开放式养老金正逐渐增加。

补充性养老金的管理机构也分为两类：封闭式养老金实体（Entidades Fechadas de Previdência Complementar, EFPC）和开放式养老金实体（Entidades Abertas de Previdência Complementar, EAPC）。开放式养老金实体提供的养老金计划不一定与就业相关，因为它们不仅向企业雇主、雇员提供服务，也向自雇职业者甚至失业者提供服务。这种计划多由中小型雇主选择并提供给雇员。

封闭式养老金实体和开放式养老金实体的监管部门不同。隶属社会保障部的补充性养老金国家监管司负责监管封闭式养老基金，包括治理、披露、投资和收费等内容，而补充性养老金国家委员会负责颁布重要监管决策。另一方面，隶属财政部的个人保险监管司监管开放式养老金实体，个人保险国家委员会负责制定相关法规。

补充性个人养老金制度的另一机制是 1986 年建立的个人劳动者退休账户 PAIT。PAIT 是为私营公司设立的自愿储蓄账户，提供缴费确定型计划以补充退休待遇。如参与者需要，PAIT 中的份额可从一只基金转移到另一只基金。1988 年之前，该制度提供税收优惠，应纳税所得额可从净收入中扣除缴费额（上限为 30%），且对 PAIT 的盈利免税。此后，这些激励措施取消，PAIT 也就风光不再，再无新

基金问世。

尽管巴西的养老金体系采用了世界银行的多支柱体系，但第一支柱参与人数约占全国人口的 1/4，而近年来，随着财政危机的到来和人口老龄化进程不断加快，第一支柱的赤字也在不断上升。同时，第二支柱仅覆盖公务员且面临转轨压力，而与职业紧密挂钩的企业年金则没有启动，难以满足广大巴西人民养老保障的需求。为了缓解这一问题，巴西逐渐将压力转移至以补充性个人养老金为特征的第三支柱。

二、个人养老金制度的设计与运营

（一）个人养老金制度的产品设计

1. 封闭式养老金实体（EFPC）

巴西封闭式养老金实体属于非营利组织，可在单一雇主或多雇主层面上，由工会和行业协会建立。投管人与托管人依据法律相互分离，且须遵守特定会计、融资和精算条例。从历史上看，该行业发展的根基是遵循俾斯麦传统的国有大型跨国公司中的雇佣关系，但没过多久，私营企业也开始向员工提供养老金计划。

2003 年改革后又实施了一些创新举措，将中小企业、工会、行业协会和公务员等群体覆盖进来。同年，自由行权承诺也改为三年法定等待期，资产在不同养老金计划间的可转移性得到提升。

截至 2019 年 9 月，巴西共有 261 家封闭式养老金实体，覆盖 747 万人（包括计划参与人、退休人员和赡/抚养人），管理资产规模约 2240 亿美元，占 GDP 的 13.3%（见表 2）。封闭式养老金实体提供待遇确定型计划、缴费确定型计划或混合计划，混合计划即包含某些待遇确

定型条款要素的缴费确定型计划，如现金余额计划、最低待遇计划和目标待遇计划。大多数计划还提供风险福利，如伤残抚恤金、死亡抚恤金等。

表 2 封闭式养老金实体数量、管理资产规模及覆盖人群

发起类别	养老金实体数量(家)	占比(%)	管理资产规模(百万美元)	占比(%)	计划参与人(人)	占比(%)	赠/抚养人(人)	占比(%)	退休人员(人)	占比(%)
机构	17	6.5	2309	1.0	230217	8.7	450850	11.4	7453	0.9
私营	159	60.9	84520	37.8	1669945	63.0	2128674	53.7	367435	42.8
公共	85	32.6	137026	61.2	750676	28.3	1381357	34.9	483411	56.3
总计	261	100.0	223855	100.0	2650838	100.0	3960881	100.0	858299	100.0

注：据 2019 年 6 月 19 日发布的季度统计数据，补充性养老金国家监管司按发起类型划分的有效封闭式养老金实体数量：机构 21 家，私营 185 家，公共 90 家，总计 296 家。

资料来源：巴西封闭式养老金协会：《综合统计》。

2. 开放式养老金实体（EAPC）

开放式个人养老金计划可由保险公司、银行子公司和非营利组织运营，面向雇员、雇主、自雇职业者和无业者。它可以由雇主承包，作为对其雇员的附加福利，但更常见的是由个人直接投资。截至 2019 年 11 月，巴西开放式养老金实体管理资产规模为 2250 亿美元。目前主要的开放式养老金产品包括以下几种。

（1）自选个人养老金计划（PGBL）

在巴西社会保障行业的多年呼吁下，1998 年，巴西个人保险业的监管机构个人保险监管司批准了开放式养老金产品 PGBL（Plano Gerador de Benefício Livres），即“自选个人养老金计划”，该计划具有以下特点。

第一，个人账户制。PGBL 是计划参与人通过自己的个人养老金

账户，自主选择并投资于不同资产配置公募基金产品，用于养老储蓄。这不同于市场上在金融机构的一般账户中管理产品的模式。

采用个人账户制不仅有助于推广基金产品，也增强了市场竞争。因为最终待遇水平并不固定，而是取决于基金业绩，基金公司要在市场上脱颖而出，就既要规范运营、追求投资业绩，又要提升客户体验、扩大客户规模。另外，那些过去总销售待遇确定型计划类产品的公司，也能够风险管理方面受益。不过这只是针对累积期间，而一达到退休日期，产品继而提供其他投资方案，例如根据利率将累积的养老金转换为精算年金。

第二，税收激励。PGBL 最突出的特点在于税收激励，这与老产品即所谓的传统型计划相关。尽管是一种缴费可变型产品，即对计划的缴费金额无限制，但 PGBL 的计划参与人仍能从所得税基数中最高扣除其年收入的 12%。这是一项递延扣除，当计划参与人领取养老金时，无论形式是定期领取、部分领取还是全部领取，本金和投资产生的收益都要纳税。而要想享受税收优惠，前提是计划参与人必须向一般社会保障制度缴费，并在申报所得税的两个选项——简化申报和完整申报中，选择完整申报。

简化申报和完整申报的区别在于，完整申报的个人纳税额可降到最低。例如，2020 年简化申报规定可将总收入的 20% 作为可扣除项，上限为 16754.34 雷亚尔（约为 3350 美元）；而完整申报规定个人可使用法律规定的所有可扣除项，比如，为父母、配偶、子女等支付的人均 2275.08 雷亚尔（约 455 美元）的赡养费或抚养费，为前配偶子

女支付的抚养费，向学校支付的人均 3561.50 雷亚尔（约 712 美元）的学费，无限额的健康保健费，向国家社会保障局和 PGBL 或封闭式养老金缴纳的在总收入 12% 之内的养老金缴费等。2018 年，在向巴西联邦税务局提交的 3000 万份申报中，42% 的申报采用了完整财务申报表，58% 采用简单财务申报表。

除了对计划参与人的税收激励外，PGBL 也对给雇员发起养老金计划的公司提供激励，但这仅适用于按实际利润纳税的公司。在巴西，公司适用两种税收制度：要么为实际利润纳税，要么为推定利润纳税。大多数巴西中小企业根据推定利润纳税，因为该利润值简单得多。在这种制度下，由于收益是推定值，为员工制定集体养老金计划没有益处，因为没有什么支出可从税收中扣除。按照实际利润纳税的公司能为其员工的养老金计划缴费，上限为参与该计划的员工薪酬的 20%，并将其计入经营支出，从而降低税基。而且与工资缴费不同的是，该缴费无须缴纳劳动税。这类激励措施同时适用于开放式养老金实体和封闭式养老金实体中提供计划的养老金公司。

第三，缴费匹配。当雇主为雇员发起养老金计划时，除了税收激励之外，他们也希望通过这种方式提供额外薪酬，以此吸引人才。通常，雇主会根据雇员缴费金额进行匹配缴费，同时，为了使雇主和雇员利益一致，养老金计划采用“归属权”规则，雇员在计划期间如要领取雇主匹配缴纳的养老金可能要缴纳罚金。

（2）自选人寿保险计划（VGBL）

也有一些人不符合享受 PGBL 税收优惠的条件，他们如果向

PGBL 缴费，日后领取养老金时仍然需要纳税，这样就出现被双重征税的情况，而这类情况时有发生，市场对此也在持续关注。鉴于此，巴西监管机构于 2001 年审批通过了 VGBL（Vida Gerador de Benefícios Livres）产品，即“自选人寿保险计划”。

VGBL 产品适用于三种情形：达到 PGBL 要求的 12% 缴费上限，还需要储蓄更多的个人的税后缴费情形；使用简单财务申报而导致个人高额纳税的税后缴费情形；不向国家社会保障局缴费的个人（包括企业主、非正式劳动者等）的税后缴费情形。

VGBL 是一种税后激励型产品，当客户领取养老金时，只有在获得投资收益时，才需为累积养老金纳所得税。尽管 VGBL 具有补充性养老金的特点和宗旨，但因被划归为寿险，其缴费不能从所得税基数中扣除。尽管这是个明显劣势，但获得累积养老金时需要缴纳的所得税额仅取决于与所持计划相关的基金收益率。

值得补充的是，PGBL 和 VGBL 不像巴西国内传统的固收基金那样，每 6 个月对投资收益扣缴一次税款，而是只在领取养老金或赎回以实现更高收益时才适用所得税。

此外，PGBL 和 VGBL 也被视为重要的财富传承规划。因为如果计划参与人不幸身故，累积的养老金将转移给计划参与人指定的受益人，而无须走完清点流程，这为受益人节省了时间和成本。

VGBL 自问世以来，对选择简化申报所得税的人群和养老金缴费高于 PGBL 激励上限的人群颇具吸引力，已成为市场上最受欢迎的产品。2019 年，开放式个人养老金市场中 89% 的产品为 VGBL。

图 2 显示了，传统类产品、PGBL 产品以及 VGBL 产品规模的增长情况，其间 VGBL 的缴费额年均增速达 19%，截至 2019 年末达 1150 亿雷亚尔，占巴西 GDP 的 1.8%，客户数达 1020 万。

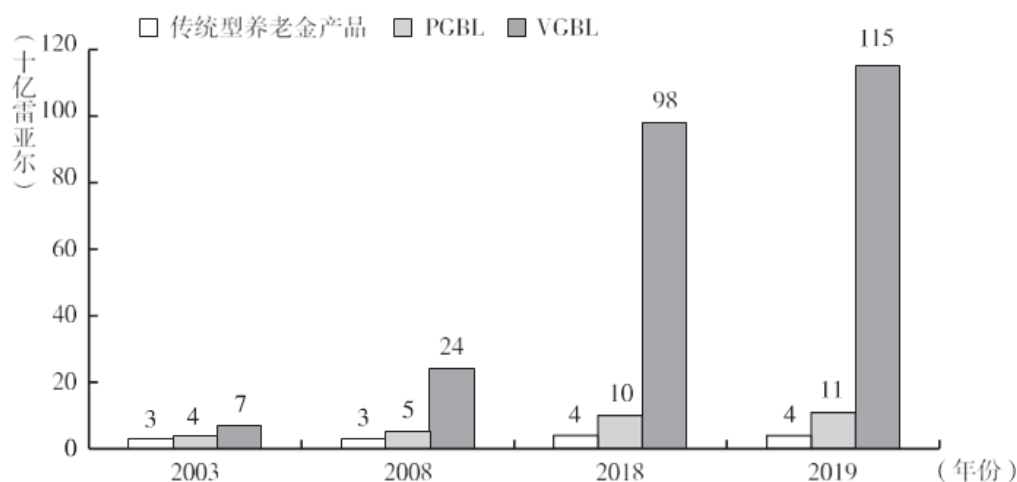


图 2 开放式基金不同产品缴费额

资料来源：Brasilprev（信安巴西养老金公司）整理。

自愿性是这类产品的特性，能够便利地领取累积养老金也对投资者具有吸引力，这一点已经得到了印证。尽管计划参与人在入职时预估了退休年龄，但整个累积期内，都可以领取并将其转移到其他公司运营的同类产品中。值得注意的是，由于允许养老金在同类产品中转移，计划参与人就可以在不受税收影响的情况下，转换基金产品或机构。2019 年，市场上不同竞争者之间的交易量约为 310 亿元，占总管理资产规模的 3.4%。

（二）个人养老金制度的税收设计

个人养老金制度的一个重要里程碑是其独有的税收创新的设计。

截至 2004 年，巴西个人养老金行业的所有产品皆被纳入累进税制。按累进税制规定，从养老基金获得的收入将被加到个人其他收入

中，并对总金额采用所得税税率，目前税率从 0 到 27.5% 不等。如前所述，从 PGBL 产品中领取的全部金额都要计入应纳税额，而对于 VGBL 产品，仅涉及与盈利相关的金额。针对累进养老金计划预扣的税费将以年度申报为准，根据每人收支情况，也有可能退还。

2005 年，为了强化产品的社会保障和长期储蓄功能，推出了所谓的递减税制。该税制提供了一个发生率表格，只关注缴费投资于产品的时间段，而不计入个人其他收入应纳税额。适用于 PGBL 和 VGBL 相同税基的预测税率从 35% 到 10% 不等，每两年下调 5 个百分点。投资者可随时采用该制度，一旦采用则不可逆转，期限从做出选择的一刻开始计算。选择递减税制的计划参与人，一旦收到累积养老金，即要遵守适用税项，每笔缴费应根据存续期，遵循先进先出的会计准则适用税率。

尽管也可以将产品和制度相结合来减轻税负，但这样做颇为复杂，因为这要就何时使用养老金、人们未来的收入水平等因素，对这套规则有全面的理解并付出长期实践。从巴西个人养老金市场管理规模最大的公司 Brasilprev（信安巴西养老金公司）的经验来看，2019 年底，约 72% 的管理资产规模与选择此税收制度有关。这揭示了当前投资者的偏好，因为在此税收制度下一方面长期来看可获得较低税率，另一方面由于其属于一种最终确定的税，还可以预测将要支付的税项情况。

（三）投资选择

随着 PGBL 和 VGBL 的推出，投资者现在必须决定其养老金储蓄采用哪些投资策略。21 世纪初，巴西的利率水平一如既往地高（见

图 3)。这种特殊性导致大多数参与者选择投资于短久期的固定收益类基金，而市场提供的其他投资策略选项很少。

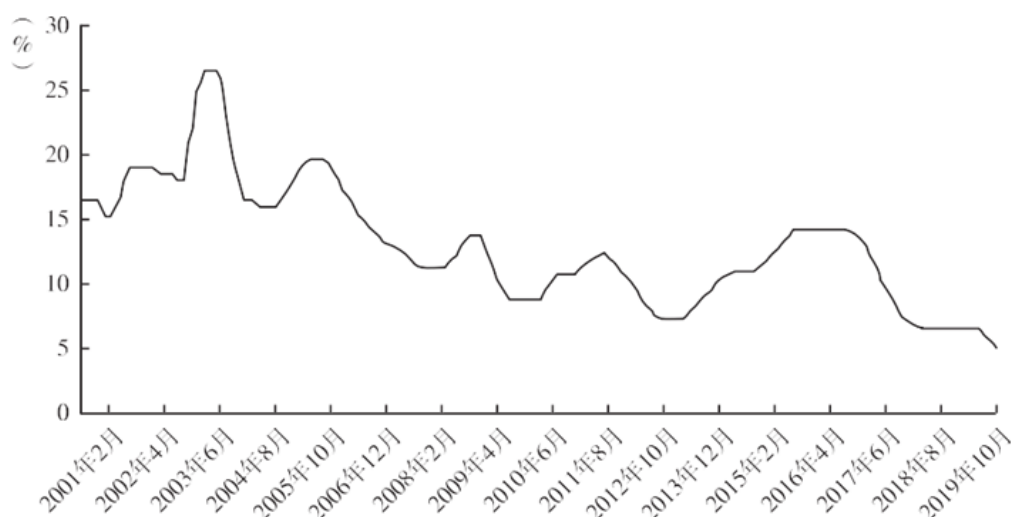


图 3 2000~2019 年巴西短期名义利率

资料来源：Brasilprev (信安巴西养老金公司) 整理。

随着经济日臻成熟，加之预期利率持续下降，巴西个人保险监管司与国家货币委员会于 2015 年发布第 4444 号决议，开启了更多资产类别投资规则的修订进程。从此，养老金公司在选择配置高风险资产方面获得了更大灵活性，增加了多元市场投资基金的供应。例如，除了允许申请交易所交易基金（ETF）、结构化票据和房地产信托投资基金（REITs）外，在岸股票配置上限从 49% 增至 70%，离岸投资比例可以达到 20%。而“合格投资者”群体（个人可投资资产超过 100 万雷亚尔，约 20 万美元）在投资时具有更高的灵活性。

尽管众多公司仍主要配置固收产品，但多元市场投资基金的市场份额增长最快。2017 年开放式养老金产业的管理资产中，仅有 9% 配置于多元市场投资基金，固定收益基金占 91%，到 2019 年底，多元市场投资基金占管理资产规模的比例已达 20%（见表 3）。

表 3 2019 年巴西养老基金投资最大配置项比例要求

单位：%

（按资产类别分）	普通投资者	合格投资者
固定收益	100	100
股票	70	100
房地产	20	40
多元市场投资基金	20	40

注：某些特定资产投资比例的披露可能性较低。

资料来源：巴西中央银行。

在日益激烈的竞争中，随着客户对行业了解的不断深入，提供更适当的价值型投资选择已成为主要策略。由此，2018 年该行业面临的变化之一是降低或取消产品的手续费和赎回费。当前只有少数市场参与者持有 PGBL 和 VGBL 的旧产品，这类旧产品仍对申购或赎回收取费用。除此之外，该行业的收入几乎全部仰赖于资产类收费。

（四）行业变革

开放式养老基金 PGBL 和 VGBL 产品在很大程度上显示了该行业的发展趋势，即在投资多样化、税收筹划、股票继承和补充收入方面为投资者服务。过去 15 年，该市场的年增速一直保持在 20% 左右，比通胀率高出 12 个百分点。到 2019 年底，该市场的管理资产规模达 9580 亿雷亚尔，约合 1791 亿美元，占巴西 GDP 的 13%（见图 4）。

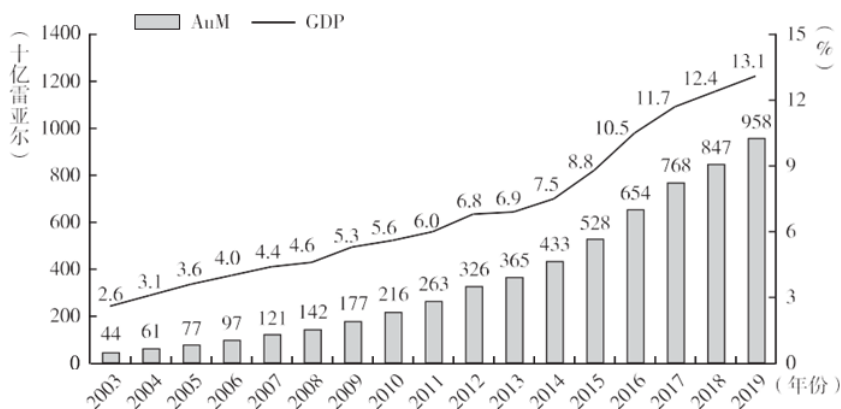


图 4 开放式养老市场规模及占 GDP 比重

资料来源：《2019 年 12 月监管市场月报》，巴西个人监管司官网，2020 年 2 月 10 日。

（五）银行在个人养老金制度有序发展中的关键作用

持续开发产品解决方案是个人养老金市场规模增长的原因之一，但仅依靠新产品是无法实现上述显著增长的，因为保险产品对有效的分销渠道要求很高。根据巴西的经验，银行在促进养老金行业发展壮大方面发挥了重要作用。根据巴西养老金行业联合会 Fenaprevi 的数据，2019 年 93% 行业管理资产规模在与银行相关的养老金机构中，其中 80% 的管理资产规模由巴西三大银行管理。

从巴西个人养老金市场排名第一的公司 Brasilprev（信安巴西养老金公司）的发展或许可窥见一斑。1993 年末，Brasilprev 作为巴西银行旗下的开放式养老金公司问世。而巴西银行成立于 1808 年，是巴西历史最悠久的银行，也是规模最大的银行，目前在巴西各地拥有 6000 多万客户和多家分行。巴西银行的股票在巴西圣保罗证券交易所上市，政府控制其 50% 以上的股份。

1999 年，美国信安金融集团收购了 Brasilprev 其他股东的股票，将其转变为合资企业，并借助巴西银行分销渠道来销售养老金产品。自此，Brasilprev 的业务持续增长，年增速保持在 32%，管理资产规模自 2015 年以来一直在巴西市场处于领军地位，截至 2019 年底，达 2920 亿雷亚尔（约 546 亿美元），客户数量逾 210 万。

需要指出的是，近年来趋势有些微变化。一方面，过去四年中，非银行相关实体吸纳的养老金存款从 3.7% 增至 6.8%。这是因为，过去曾是股票经纪商和基金经纪商的公司开始通过自己的保险公司或小型养老金公司提供养老金计划，而这类公司正努力成长，比如

IcatuSeguros, 在四年内将其市场份额翻了一番(见图5)。另一方面, 由于行业新秀开始采用数字化开放平台, 提供多家金融合作伙伴的产品, 新客户也更愿从只提供自家产品的传统银行转向这些金融机构。

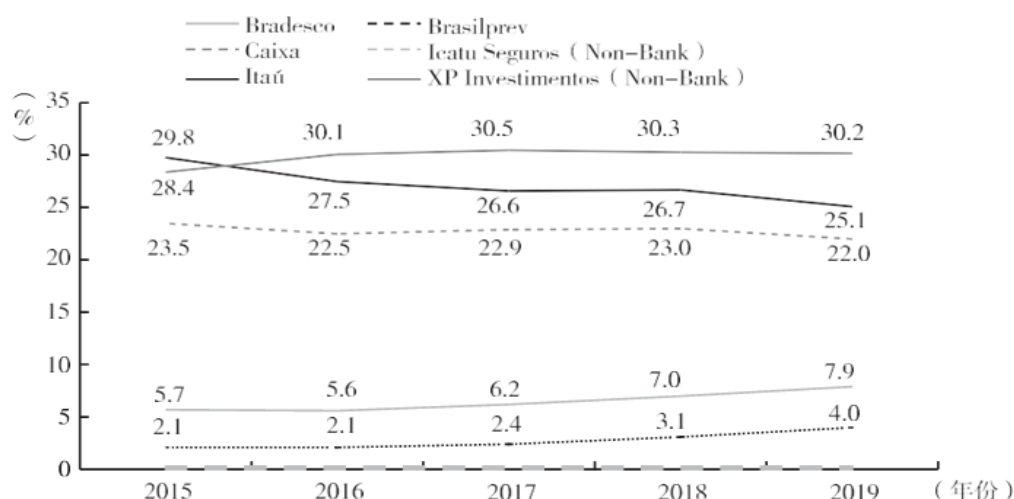


图5 巴西个人养老金市场管理资产规模市场份额

资料来源: 巴西国家私人养老金联合会。

三、可资中国借鉴的经验

与其他拉美国家不同, 巴西尚未用强制性补充养老金计划取代基本的公共现收现付制度, 但以加强第一支柱的再分配作用为导向推进改革, 并逐步发展补充养老金制度, 为中高收入劳动者提供了一种选择, 以保障这类人群退休后的生活水准。

(一) 制定税收激励措施, 鼓励长期储蓄

巴西的个人税率在 25%~30%, 巴西个人投资者之所以青睐第三支柱的开放式基金, 除了有投资多元化的需求, 也是为了筹划合理避税。中国个人养老金制度起步较晚, 此前个人税收递延型商业养老保险试点暂将参与资金限定于涉税收入, 并且税优额度有限, 每年约为 1.2 万元。由于中国纳税人数仅占总人口的 10% 左右, 本身不会形成

很大规模。如果参照巴西模式，同时适用于无税优的资金，相当于为第三支柱多增加一条渠道。

另外，从试点启动开始，短短两年中尚未探索出对个人具有强吸引力的税优激励政策，既难以实现普遍化的自愿储蓄，又抑制了一部分中等收入人群购买养老保障产品的动力。因此，必须制定足够的财税激励措施，以便建立促进长期储蓄的机制，从而真正为退休生活提供保障。

如今，“80后”“90后”的投资能力正逐渐上升，这一代人更加依赖通过互联网渠道购买投资产品。而根据波士顿咨询公司和陆金所联合发布的《全球数字财富管理报告 2018》的数据，82%的互联网理财客户青睐1年期以内的投资。当这种投资偏好形成投资习惯，推出长期的养老金产品会有一定阻力。为了培养更多养老金投资者长期持有的习惯，第三支柱在制定税收优惠政策时，或可参考巴西个人养老金制度中“累进”和“递减”的双重设计。累进税制从资金量出发，投资金额越高，免税额将越高；递减税制从时间出发，持有越久，免税额越高；从而鼓励投资者尽量多缴费、长持有。

（二）创新产品和投资解决方案

好的产品是立足之本。让人人都成为财务专家并不现实，因此，专业从业者有义务在产品设计时为投资者考虑周全，让人们可以实现“傻瓜”操作，用最简便的方式一站式解决各项需求。甚至，要想得更多，不仅要想到投资者的整个生命周期，还要想到他们生命的延续。

例如，如何帮助投资人规避领取养老金后的资金管理风险，专业

机构在设计产品时也应充分考虑后期产品的设计。在巴西养老金市场，投资者的后续投资有多元选择，既可以到期后一次性全部领取，也可以选择将钱留在账户中，让投资者整个退休阶段都能不断享有收益。此外，还可以选择用一部分已积累的养老基金做投资，购买年金产品。当然也可以是三种方式的结合。如此灵活的方式能够帮助投资人真正实现养老保障。

另外，养老金产品从某种角度而言，是财富的积累。中国有着悠久的财富传承传统，如何合理规避未来可能会有的遗产税、过户税、资产转移税等诸多税收，为养老金的传承预铺好轨道，也应是养老金产品设计中的重要考量。

也可参考巴西第三支柱的养老金产品的传承方式。一是如果参与人不幸发生意外，而其参与第三支柱的资金来自税后，那么其累积的资产就可以通过非常便捷的方式，立刻转移给家人；如果是税前资金，则需要首先论证确为税前资金，之后再传予家人。与此同时，也可探索为子女缴纳的养老金产品，例如父母可以设立子母账户，为子女从小单独缴纳养老金，等到他们长大乃至退休后可以领取使用，从而避免转移所带来的折损。

（三）减少投资范围限制，提高投资组合效率

巴西在经历短期名义利率不断下滑之后，放宽了对投资的范围限制，此后，多元市场投资基金的市场份额获得了最快增长，这也体现了投资者对于多元化投资的需求。

目前我国针对养老金产品的投资限制措施适用于短期投资组合

产品，它们未实现充分多元化且存续期较短。而从我国利率趋势来看，无论是房地产和基建融资规模回落，还是经济增速回落、资本回报率下降，都会导致我国利率仍将长期处于下行通道。在此背景下，增加养老金资产投资类别，提高资产配置灵活性，挖掘多元市场投资基金机会也将有助于个人养老金市场的发展。例如，可提高权益类产品配置上限，增加交易所交易基金（ETF）、房地产信托投资基金（REITs）等资产类别。

（四）适度限制领取个人养老金

根据经验，如果完全不对自愿型养老金的领取设限，养老基金将更倾向于投资短期产品，进而限制了对具有长期较高风险、高回报收益率的非流动资产和另类策略进行投资的能力。另外，限制过于严格又会成为个人投资者配置养老基金的阻碍。

因此，在设计个人养老金产品的领取方式时，也可参考巴西的经验，既要使计划参与人在整个累积期内能够便利地将累积金额转移到其他同类产品中，又要对其从账户中提取做出相对严格的限制。这样计划参与人可以脚投票，自由转换基金产品或机构，既不影响自身税费，还可以增强市场竞争。

综上所述，相比发达的欧美市场，同为新兴国家的巴西或许更贴合我国的情况——人口大国、老龄化严重、第一支柱压力日增、第二支柱发展滞后、第三支柱任重道远。鉴于以上，了解巴西在发展个人养老金制度中的做法或许能为我国个人养老金制度的建立与发展带来一些参考。

2021 年 9 月 CAFF50 动态

1. 9 月 1 日，中国养老金融 50 人论坛召开秘书处述职工作会，秘书处全体员工分别就 2021 年 8 月工作进行了述职总结，秘书处领导对 9 月重点工作进行部署和分工。

2. 9 月 1 日，由汇添富基金与民生磐石联合主办的“用心前行·悦享养老”主题直播活动在京举行，中国养老金融 50 人论坛秘书长董克用教授应邀参加对话访谈，分享如何积累养老财富储备。

3. 9 月 10 日，中国养老金融 50 人论坛召开秘书长工作会议。本次会议分别就研究员加入论坛事宜、养老金融调查报告发布会策划事宜、以及推进与贵州金融局合作事宜进行讨论，论坛秘书长董克用教授就未来工作进行分工部署。论坛秘书长董克用教授、常务副秘书长张栋、王婷、汪旭，副秘书长王赓宇、朱海扬，秘书处陈瑶等参加了会议。

4. 9 月 22 日，中国养老金融 50 人论坛在京举行《中国养老金融调查报告（2021）》发布会，并在会上与新浪财经签署战略合作框架协议。

5. 9 月 23 日，2021 中挪社会政策论坛正式举行，该论坛由中国（海南）改革发展研究院和挪威城市区域研究所联合主办，主题为“应对高龄少子化挑战：国际经验与制度安排”。中国养老金融 50 人论坛学术顾问、中国经济体制改革研究会原会长、学术委员会主席宋晓梧，

论坛秘书长董克用教授，论坛核心成员、浙江大学国家制度研究院求是智库研究员金维刚，论坛核心成员、国务院发展研究中心研究员葛延风，论坛核心成员、中国老龄科学研究中心副主任党俊武应邀出席本次论坛。

6. 9月24日，第十届中美公共管理国际学术研讨会养老金超级分论坛在京举行，聚焦养老金制度改革的国际经验，启发中国多支柱养老金制度的建设与发展。论坛秘书长董克用教授，论坛核心成员、中国政法大学商学院胡继晔教授等专家学者应邀出席，论坛国际峰会联合主席、国际养老金专家 Harry Smorenberg 通过线上与会。

7. 9月29日，中国养老金融50人论坛召开秘书处述职工作会，秘书处员工分别就2021年9月工作进行了述职总结，秘书处领导对10月重点工作进行部署和分工。



秘书处联系人：张栋 Email: zhangdong@caff50.net

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

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

中国养老金融 50 人论坛

www.caff50.net