



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

保险业运行

阎建军

刘云龙

2020 年 7 月

《NIFD季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

后疫情与后人口红利时代的养老金体系建设

摘 要

2020 年上半年，中国银保监会等 13 个部门联合发布了《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》，强调要支持养老金第三支柱发展，完善个人税收递延型商业养老保险试点。但是，我国养老金体系建设正面临着一系列复杂挑战，主要来自人口结构、养老金结构、金融结构、财富结构、经济结构五个方面。仅仅依靠第三支柱的改革推进，恐难取得明显成效。

基于养老金融学派理论和 20 世纪 80 年代以来的全球养老金改革实践，我们概括出结构化改革总体框架：一是参数式改革，减轻第一支柱养老金为财政带来的压力，对“福利主义”适当纠偏。二是筹资模式改革，大力发展二、三支柱，强调参与者“多缴多得”的正向激励。三是 EET 税制引导，鼓励个人养老金积累。四是基金化投资，与资本市场互动。

在“十四五”期间，引入结构化改革思路，将养老金发展改革提升为国家战略，是应对后人口红利时代和后疫情时代叠加影响的重要举措，有利于优化养老金结构、金融结构和财税结构，有利于发展以资本市场为代表的直接融资方式，有利于推动消费发展、民生发展和创新发展，提高社会凝聚力和国家竞争力。

具体举措包括：第一，养老金体系建设不宜拖延，应尽快完善养老金发展的顶层架构，成立高级别的“国家养老金发展改革办公室”。第二，进一步提高国有资本的划转比例，加强基金积累和市场化投资管理，实现第一支柱的可持续发展。第三，补足短板，协调推动第二和第三支柱发展。

本报告负责人：阎建军

本报告执笔人：

● 刘云龙

中再资产固定收益部总经理

● 阎建军

国家金融与发展实验室
保险与发展研究中心主任

【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国资金流动

地方政府债务

宏观杠杆率

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

财富管理市场

目录

一、我国养老金体系建设面临的挑战	1
二、养老金结构化改革框架与国际经验	4
（一）养老金结构化改革框架.....	4
（二）结构化改革的综合影响：国际经验.....	6
三、深化我国三支柱养老金体系改革的思路	8
（一）养老金体系建设不宜拖延，应尽快完善养老金发展的顶层架 构	8
（二）加强基金积累和市场化投资管理，实现第一支柱的可持续发 展	9
（三）补足短板，协调推动第二和第三支柱发展.....	9
参考文献：	11

2020 年上半年，中国银保监会等 13 个部门联合发布了《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》，强调要支持养老金第三支柱发展，完善个人税收递延型商业养老保险试点，力争到 2025 年，商业保险为参保人积累不低于 6 万亿元养老保险责任准备金。但是，我国养老金体系建设正面临着复杂挑战，仅仅依靠第三支柱的改革推进，恐难取得明显成效。有必要引入结构化改革思路，将养老金体系建设提升为国家战略。

一、我国养老金体系建设面临的挑战

我国已进入后人口红利时代，养老金体系建设面临着复杂挑战，主要来自人口结构、养老金结构、金融结构、财富结构、经济结构五个方面。

第一，人口结构失衡。

按照 65 岁以上老龄人口占总人口比重超过 7% 的标准，2001 年我国进入老龄化社会，2018 年，我国 65 岁及以上人口比例 11.9%，相当于日本 1990 年的水平（参见图 1）。根据联合国最新预测数据显示，在悲观、中性、乐观三种假设下，我国老年人口占比都将在 2035 年左右突破 20%，届时老年人口抚养比率都将突破 30%。由于人口自然增长率持续低迷、人口寿命继续延长，未来 20 年将是我国人口加速老龄化的时期。

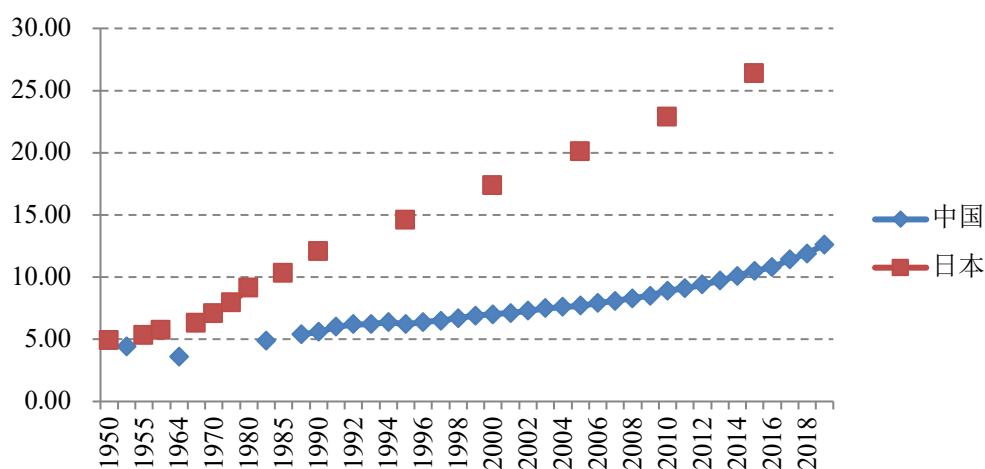


图 1 中国和日本 65 岁以上老龄人口占总人口比重（1950~2018 年）单位（%）

资料来源：中国国家统计局网站，Wind。

人口结构变迁对养老金第一支柱造成直接冲击。根据复旦大学课题组的测算,如果不对我国现行的养老金制度做进一步的改革,养老金缺口占 GDP 的比重在 2020、2030、2050 年将分别突破 5%、15%、75%¹。根据中国社科院财贸经济研究所课题组的测算:到 2050 年,累积的资金缺口占 GDP 的比重将达到 95%~122%之间,与 2009 年希腊债务危机时公共债务占 GDP 的比重相差不多。

人口结构失衡是推动养老金体系进行改革的直接原因和动力,后人口红利时代对养老金发展改革的要求更加迫切。

第二,养老金结构失衡。

一是养老金资产规模狭小。2018 年,我国基本养老保险结余金额 7.8 万亿元,仅占 GDP 的 8.6%;同期美国分别为 27.78 万亿美元、135.6%²。中美两国养老金资产规模之比为 1:20,中美两国人均养老金之比为 1:100。

二是养老金结构严重失衡。2018 年,我国第一、二、三支柱养老金占比分别为 74.7%、25.3%、0.0%;美国则为 10.2%、58.1%、31.75%³。可见,我国第一支柱承担的养老责任过重过大,在后人口红利时代将更加沉重。

三是养老金体系的充足性、可持续性、完整性均不达标。2019 墨尔本美世全球养老金指数涵盖全球 37 个国家或地区,我国以 48.7 位列总分第 30 名,低于 59.3 的平均水平。从分项的数值看,我国养老金的充足性、可持续性、完整性分别为 60.5、36.7、46.5,低于 37 国或地区均值的 60.6、50.4、69.7。其中,充足性略低于均值,是因为我国目前处于后人口红利时代的初期;可持续性和完整性的拖累明显,是因为第一支柱的偿付压力大、第二支柱的规模小、第三支柱缺位⁴。

第三,金融结构失衡。

改革开放扩大了人口红利释放的通道,计划生育加速了人口红利释放的速度,从国际经验和国际经济学家的观点来看,人口

红利时代是建立多支柱养老金体系的“机遇窗口期”。但是，由于我国未能及时建立第二、三支柱的养老金“大坝”，未能及时将人口红利转换成养老金资产，结果我国庞大的人口红利转变为庞大的货币规模和银行资产规模。

2018 年，我国广义货币（M2）规模达到 183 万亿元，与美国私人养老金资产规模基本相当。2018 年，我国银行业总资产（境内）达到 261 万亿元，银行业在金融资产中的占比达到 80%。以商业银行为代表的间接融资方式仍然是目前我国金融结构的突出特点。

第四，财富结构失衡。

由于养老金发展不足，导致“以房养老”的预防性动机被激发，于是推高房地产价格，进而导致土地金融、土地财政、流动性过剩。《2017 年中国家庭财富调查报告》数据显示，2016 年在全国家庭的人均财富中，房产净值的占比为 65.99%⁵。《地方政府对土地财政的依赖度报告》数据显示，2018 年土地财政收入占地方财政收入的 51.0%⁶。财富结构的资产失衡和代际失衡，不但加重了“中等收入陷阱”的政治压力，而且削弱了长期增长的经济动力。

第五，经济结构失衡。

养老金资产对消费有直接影响。在人口红利时代，投资和出口对我国经济增长的贡献较大，消费的贡献相对有限。近年来，因为投资和出口的贡献下降，消费对经济增长的贡献显著提高。但是，在后人口红利时代，即人口负债时代，出于对养老的担心，消费降低和内需不足的现象将长期存在。

而且，人口结构变迁将对投资、贸易、资本流动、资产价格、金融市场产生重大的不利影响，将持续拖累未来的经济增长。相关研究的测算显示：过去 20 多年间，人口红利为我国 GDP 增速做出了 25% 左右的正贡献；2020 年前后，人口红利的贡献将由正转负⁷。

值得注意的是，今年以来，新冠肺炎疫情将对经济社会发展产生重大影响。一是影响企业生产和居民消费，导致企业破产、倒闭数量增加，进而导致社会失业率上升。二是全球产业链、生产分工体系将被迫进行调整，分散化布局、大而全、小而全的预防性布局将难以避免。三是经济增长率将会进一步放缓。这样，税收收入减少、财政支出增加，使得财政压力雪上加霜；金融市场、资本市场服务经济转型升级的任务更加繁重，积累长期资本减轻企业融资压力的需求更加紧迫。

养老金制度既具有影响再分配的民生性、消费性、财政性的特点，也具有推动经济增长的生产性、积累性、金融性的特点。在后人口红利时代与后疫情时代的叠加影响下，养老金体系建设亟需新思路。

二、养老金结构化改革框架与国际经验

（一）养老金结构化改革框架

20 世纪 80 年代开始，全球开启了养老金结构化改革浪潮，结构化改革的出发点是为第一支柱减压减负；落脚点在于发展第二三支柱；EET 税制推动养老金资产积累；汇聚长期资本，发展金融市场。

养老金结构化改革的理论源流是以费尔德斯坦教授为代表的“养老金融学派”，后者提出了人口结构、资本形成、税制改革、金融发展、经济增长五位一体的思路。养老金同时兼有财政属性和金融属性，但这两个属性有着截然不同的表现形式，财政属性往往是显性的，具有可计算性；金融属性往往是隐性的，可计算的难度很大。这样，讨论养老金体系建设的公共政策，容易重视财政属性而轻视金融属性，养老金融学的贡献在于把养老金的金融属性纳入分析视野。

我们可以从四个方面概括养老金结构化改革框架：

一是参数式改革，减轻第一支柱养老金为财政带来的压力。

改革对象是现收现付制的基本养老保障制度，核心是实现代际之间的收支平衡和精算平衡，实现财务可持续，守住基本养老金的底线。主要措施包括：提高退休金缴费率、降低退休金替代率、延迟退休年龄、制定宽松的移民政策等。

表 1 20 世纪 80~90 年代日本养老金参数式改革

时间	举措	特点
1985 年	《年金修改法》	确立妇女的“年金权利”
1989 年	设立“国民年金基金”	覆盖年满 20 岁的在校学生
1994 年	引入月工资浮动制	降低养老金支付金额
1997 年	实施“基础年金账户”制度	
1998 年	将行业组织的“共济组合”统一为“厚生年金”。	涉及铁路（JR）、电信电话（NTT）、烟草公司（JT）等
1999 年	引入在职养老年金	将“厚生年金”和“共济年金”的给付水平减少 5%

二是筹资模式改革，大力发展二、三支柱。核心是从 DB（待遇确定型）计划向 DC（缴费确定型）计划转变，强调参与者“多缴多得”的正向激励。对第一支柱而言，意味着将部分的养老金给付责任由政府转移给个人。对第二、三支柱而言，实现了养老金资产的可积累、可投资、可携带。

筹资模式还包括：基金积累制、个人账户制、市场化运营、年金化领取等机制。筹资模式改革引入激励机制，体现效率原则，凸显个人责任，保障就业自由，是对“福利主义”“民粹主义”⁸的纠正，是对个人责任和政府责任的再次平衡。

三是 EET 税制引导，鼓励个人养老金积累。少数国家或地区采取强制性政策来发展私人养老金制度，例如，1981 年智利养老金改革和 2000 年中国香港地区建立强积金制度。绝大多数发达国家采取自愿的方式来发展，为了鼓励雇主发起和个人参与，国家对私人养老金计划往往采取以税收递延为特征的 EET 税制，以替代传统的 TTE、TEE 税制。于是，EET 税制成为养

老金发展的第一推动力。

以美国为例，1981 年，里根总统修订了《税收收入法》（1978 年）的第 401（k）条款，明确雇员可以通过工资收入进行税前缴款。1982 年，第一个 401（k）计划诞生。比照 401(k)计划，403b 计划、457 计划一并得到迅速发展。从 1982 年开始，美国迎来了持续至今的养老金发展浪潮。

四是基金化投资，与资本市场互动。基金投资、权益投资、全球投资，旨在提升养老金资产的收益水平。有“枫叶革命”之称的加拿大养老金改革（1997 年）⁹、有“东京金融大爆炸”之称的日本养老金改革（2001 年）、以及德国“里斯特改革方案”（2001 年），都把结构化改革、基金化投资视为养老金改革的核心内容。

表 2 2018 年各国养老金（基金积累制）资产总额及占当年 GDP 之比

		亿美元	占 GDP 之比%			亿美元	占 GDP 之比%
G7 国家	加拿大	25,243	155.2	北欧国家	丹麦	6,771	198.6
	法国	2,807	10.4		芬兰	1,519	57.2
	德国	2,676	6.9		挪威	400	9.8
	意大利	1,978	9.8		瑞典	4,706	88
	日本	14,001	28.3	金砖国家	巴西	4,493	25.5
	英国	28,091	104.5		中国	2,155	1.7
	美国	275,494	134.4		俄罗斯	815	5.5

资料来源：OECD 养老金数据库。

（二）结构化改革的综合影响：国际经验

第一，人口、养老金、金融、财政、经济的结构变迁形成共振。首先是人口结构的变迁导致养老金结构的变迁，从现收现付制、DB 模式的公共养老金，转向基金积累制、DC 模式的私人养老金。其次是在 EET 税制的引导下，养老金成为家庭财富结构的主体，推动了消费增长和财富增长。再次是养老金推动资本形成和金融发展，养老金资产成为金融市场和资本市场的奠基石，引起金融结构发生变迁。最后是以养老金资产为代表的社会

财富，成为国家经济安全和本土金融安全最重要的屏障。

第二，养老金发展改变金融体系和金融格局。以 401(k)、IRAs 为代表的基金积累制养老金快速发展，推动了美国银行储蓄向养老金资产的转变。1980 年，美国三支柱养老金资产规模为 0.85 万亿美元，2009 年为 15.96 万亿美元，2018 年为 27.78 万亿美元。从 1980 年到 2009 年的 30 年间，资产规模增长近 20 倍；从 1980 年到 2018 年的 39 年间，资产规模增长近 35 倍。于是，养老基金发展后来居上，超越商业银行、证券投资基金、商业保险，居美国四大金融支柱之首。

1980 年~2009 年，养老基金的发展导致美国商业银行资产占金融资产的比重从 62.7%快速下降到 33.9%；德国和日本由于养老基金没有得到有效发展，该比重下降十分缓慢。德国从 89.7%下降到 77.6%，日本从 63.7%下降到 51.8%。

从中可以发现：由英美模式和德日模式所代表的两种金融结构，其背后存在着养老金制度的巨大差异，其中英美两国的私人养老金占据主导地位，德日两国的公共养老金占据主导地位，养老金制度差异成为金融结构差异的重要“分水岭”¹⁰。

表 3 英美德日四国养老金制度差异的比较

	基本养老金替代率	税收优惠力度	养老金计划形态	养老基金管理的市场化程度	养老基金投资资本市场比重
美国、英国	低	大	DC 占主导	高	高
德国、日本	高	小	DB 占主导	低	低

从 1980 年至今，经过 40 年的养老金改革发展，全球金融体系由当初的商业银行、证券投资基金、商业保险三大支柱，发展成为养老基金、商业银行、证券投资基金、商业保险四大支柱。

第三，养老金的发展改革影响和改变国家竞争力。结合资本形成理论和国家竞争优势理论，研究 G7 成员国（美国、日本、德国、法国、英国、加拿大和意大利）的养老金发展改革，可以发现：20 世纪 80 年代，G7 成员国的经济特点是“英国病，美国滞，日本热”。1981 年开始，美国获得了强大的养老金、金融、

科技和美元，进而收获了强大的经济增长动力，实现了资本形成和金融深化，受益最为显著。以养老基金促进资本市场发展和科技创新为例，养老基金是美国风险资本市场和纳斯达克市场的主要资金来源。1980年，养老基金投资占当年风险资本总额的29%，成为第一推动力，至今仍然保持着30%~40%的比重。

1981年开始，英国实现了养老金改革发展与金融改革发展的互动互益，确保资本形成和金融发展，成效显著。2001年，日本和德国滞后英国20年推动结构化改革，收益逐渐显现。法国和意大利，至今尚未有效地推行结构化改革，政治经济发展受到政府沉重养老金负担的显著拖累，处于“改不动”境地，叠加今年新冠肺炎疫情影响，可能促发新一轮“欧债危机”。

三、深化我国三支柱养老金体系改革的思路

在“十四五”期间，引入结构化改革思路，将养老金发展改革提升为国家战略，是应对后人口红利时代和后疫情时代叠加影响的重要举措，有利于改变当前的养老金结构、金融结构、财税结构、财富结构、经济结构，有利于发展以资本市场为代表的直接融资方式，有利于推动消费发展、民生发展、创新发展，提高社会凝聚力和国家竞争力。我们提出以下方案：

（一）养老金体系建设不宜拖延，应尽快完善养老金发展的顶层架构

我国在“未富先老”之时，已经快速进入人口老龄化社会，需要增加紧迫感，发挥后发优势，完善顶层架构。

第一，将养老金发展改革的“长期资本战略”列入“十四五规划纲要”，提升为国家发展战略。

第二，尽快成立高级别的“国家养老金发展改革办公室”，统筹养老金发展改革工作，对我国养老金发展改革进行顶层设计。

第三，适时出台《退休收入保障法》《养老金监管法》，并且

适时成立“中国养老金监管委员会”。

（二）加强基金积累和市场化投资管理，实现第一支柱的可持续发展

第一，通过发行长期限的特别国债方式，进一步做实个人账户。

1997 年开始的我国基本养老金个人账户制度，代表第一支柱内部的结构化改革，其改革目标在于建立激励机制和分担养老责任。个人账户可以通过资金账户和名义账户两种方式来建立，我国做实个人账户即建立资金账户的实际效果并不理想，2013 年之后开始转向名义账户，每年按照 8.31% 的利率水平进行计息，但是，经济学中所谓的“艾伦条件”一旦不能超过 8.31%，则付息压力由财政来承担。对此，建议发行 30 年期的特别国债来做实个人账户，然后构建投资组合来管理个人账户投资，当投资收益扣除特别国债利息后能够保持在一个适当的水平，则建立个人账户的改革初衷就可以实现，而且个人账户投资还具有推动资本形成、金融和经济发展的效果。

第二，进一步提高国有资本的划转比例，由当前统一规定的 10% 逐步提高到 20%，不断充实全国社保基金，坚定养老金信心。

第三，实现基本养老保险的中央统筹和中央集中投资，既实现基金资产的专业化和市场化管理，又推动我国金融市场和资本市场的发展。

建议在中央层面设立类似于全国社保基金的投资管理机构，实施集中统一的基本养老保险基金投资管理。主要投资于国债市场和债券市场，允许开展长期股权投资，允许不超过 15% 的资金投资于股票市场，构建一个风险-收益适度的投资组合，通过专业化、市场化的投资管理来提高收益水平。

（三）补足短板，协调推动第二和第三支柱发展

日本、法国和意大利等国第一支柱公共养老金长期“一枝独

大”，在进入快速老龄化阶段之后，为财政带来沉重压力，扭曲了劳动力市场激励机制，也不利于资本市场发展。我国也存在着养老金体系结构失衡问题，第二和第三支柱养老金的资产规模过小，需要加大政策支持力度，实现养老金市场、资本市场和劳动力市场发展的良性互动。

第一，推动第二支柱的长期投资。以鼓励长期投资为导向，完善企业年金基金和职业年金基金的考核激励机制，与资本市场和科创企业的发展形成良性互动，推动经济向高质量发展转型。同时，支持个人根据自身风险偏好自主开展养老金投资，切实建立市场化的养老金投资管理体系。

第二，通过税收优惠政策发展第三支柱。一是完善个人税收递延型商业养老保险的配套政策，尽快由局部试点推广到全国。二是比照个人税收递延型商业养老保险制度，推出新型的可携带的个人账户型养老金计划（IRAs），针对不同收入人群采用税收递延、政府补贴等多种激励方式，提升参与率，符合条件的基金管理公司、保险资产管理公司可以开展相关业务。实现企业年金账户和个人账户型养老金计划之间的有序接转，便于劳动力流动。

参考文献：

- [1]马骏等,《化解国家资产负债中长期风险》,《财经》,2012年6月,第324期。
- [2]张忆东、张博,《美国养老体系及养老资金投资研究》,兴业证券经济与金融研究院,2019年。
- [3]张忆东、张博,《中国三支柱养老金体系及资产配置研究》,兴业证券经济与金融研究,2020年。
- [4]经济日报中国经济趋势研究院,《中国家庭财富调查报告(2017)》,2017年。
- [5]上海易安居房地产研究院,《地方政府对土地财政的依赖度报告》,2019年。
- [6]蔡昉,“人口红利与中国经济可持续增长”,《甘肃社会科学》,2013年第1期。
- [7]刘鹤主编,《两次全球大危机的比较研究》,中国经济出版社,2013年版。
- [8]布鲁斯·利特尔,《拯救未来:加拿大养老金“1997改革”纪实》,中国劳动社会保障出版社,2017年版。
- [9]楼继伟,“加拿大养老金改革的启示”,《比较》,第89辑,2017年。
- [10]刘云龙、肖志光,《养老金通论——关于人口结构、养老金结构、金融结构变迁的一般理论》,中国财政经济出版社,2012年。
- [11]刘云龙,《养老金帝国 II》,中国财政经济出版社,2012年。

版权公告:【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有,未经版权所有人许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登,如有违反,版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点,不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位:国家金融与发展实验室。