

# 工作论文

## SSL Working Paper Series

WP No. 001-20130508

中国社科院世界社保研究中心 主办



该文尚未公开发表，如引用，需注明出处并征得本实验室（世界社保研究中心）或作者本人的同意——编者的话

### 养老金融：理论界定及若干实践问题探讨

胡继晔

中国社会科学院社会保障实验室（世界社保研究中心）特邀研究员

中国政法大学法和经济学研究中心教授

Email: [hujie@sina.com](mailto:hujie@sina.com)

**内容提要：** 本文着重从发达国养老金融发展的经验研究其对中国的借鉴意义。在回顾了 OECD 各国的养老金发展之后发现：欧债危机的重灾区国家都是私营养老金资产很少的国家，只能依靠公共养老金从而加剧了债务危机。根据中国三支柱养老金的现状，本文对中国发展养老金融的基本框架进行初步的理论界定，即中国养老金融的核心是大力促进个人账户养老金、企业年金、职业年金进入资本市场，一方面解决养老金的保值增值问题，另一方面为资本市场引入长期稳定的机构投资者，实现中国养老金融长期稳定、可持续发展。针对社会统筹养老金可发行特种国债，其余支柱养老金通过投资资本市场、基础设施信托产品、住房反向抵押产品等养老金融创新来丰富中国的金融产品，促进金融发展。在监

管领域，借鉴国际上金融业综合监管的理念来对未来的养老金融进行有效监管，以防范养老金投资风险，促进未来养老金融稳健发展。

**关键词：**养老金融 资本市场 个人账户养老金 职业年金

### Abstract

This paper focus on how China learns the experience from developed countries on pension financial development. After reviewed pension development in OECD countries, it could be found that the current European debts crisis countries all have less private pension assets; so they have to rely on public pension, aggravate the debts crisis in turn. Based on the current situation of China's three pillars pensions, this paper try to definite the theoretic framework of pension finance. The core issue of pension finance is to promote indavdule account pension and occupational pension invest into capital market, which will preserve and increase the value of pensions; to introduce pension funds as a long term stable institutional investor for the capital market, as well as benefit the sustainable development of pension finance. The first pillar social pool pension can only invest state Treasury bond; at the same time to promote the other pillars pension invest in the capital market, the financial innovation of infrastructure trust and house reverse mortgage, to benefit the development of financial market. To meet the trend of integrated financial supervision in developed countries, China must regulate its pension finance system efficiency, reduce and take precautions against risks of pension investment, promote the healthy development of pension finance in the future.

**Key Words:** Oldage Finance, Capital Market, Indavdule Account, Occupational Pension ,HU Jiye, Professor of Law and Finance, China University of Political Science and Law

## 一、西方养老金融及其监管的发展

养老金融，或曰养老金金融，是养老金理论与金融学理论结合形成的新兴交叉学科，主要研究养老金在金融市场投资，以实现自身保值增值，同时促进金融市场发展的理论和实践问题。按照布莱克（Blake, 2006）在其专著《养老金金融（Pension Finance）》中的观点，养老金融的主要研究对象是养老基金投资于金融资产（主要包括货币市场证券、债券、贷款、股票、集合投资工具）、不动产、衍生工具和另类投资。除此之外，本文认为在中国发展养老金融，还应当包括养老金投资于信托产品（主要是基础设施信托类产品）、期货（主要是股指期货）等金融产品，并通过住房反向抵押实现补充养老，以及对养老金筹集、运营和发放全过程进行有效监管。

### （一）养老金融在美国、英国的发展

养老金融理论是在美英养老金投资实践的基础上逐渐形成的。早在 1875 年，美国运通公司就创建了世界上第一个私营养老金，但直到至 100 年后，美国的私营养老金才真正开始发展壮大。国会 1974 年颁布的《雇员退休收入保障法案》是美国私营养老金制度中最重要的一部法律，该法为美国私营养老金计划的大规模发展和安全奠定了坚实基础。此后 1978 年税法修订后所诞生的 401(k) 计划为私营养老金大发展铺平了道路：雇员、雇主可以每月从其工资中拿出一定比例存入养老金账户，规定限额内的缴款可在个人所得税前扣除，投资收益不征收资本利得税。70 年代的这些法律保障了此后数十年成为美国养老金融发展的黄金年代。由于私营养老金可以享受递延纳税的待遇，造就了其爆炸性增长，成为美国养老金融大发展的根本性制度因素。

与德国、日本等以间接融资为主的国家不同，美国居民储蓄率一直不高，银行体系无法满足实体经济发展需要的巨大胃口，只能借助资本市场的直接融资。在 20 世纪 80 年代新技术革命的“第三次浪潮”中，以微软、IBM、苹果等为代表的 IT 业发展成为新技术革命的领头羊，造就了美国企业的核心竞争力。这些企业的“种子资金”大多数来源于资本市场的私营养老金。借助于养老金这一长

期资本，美国不仅实现了实体经济大发展，股票市场、债券市场、金融衍生品市场也因此而一片繁荣。经过几十年的大发展，私营养老金已经成为美国资本市场最重要的机构投资者：1974 年底全美养老金资产仅 1500 亿美元（德鲁克，2009），而根据经济合作与发展组织（OECD, 2012a）统计，到 2010 年 6 月底，美国私营养老金资产已经增加到 17.38 万亿美元，占美国当年 GDP 的 119.4%，占 OECD 各国养老金资产总额的一半以上。由此可见，养老金发展一方面为资本市场提供了重要的资金来源，推动经济结构转型，特别为新技术革命提供了充裕的资金支持；另一方面养老基金的良好业绩表现又刺激了更多的雇主和雇员加入该计划，养老金自身资产不断增加，形成了良性循环。养老金融的发展成为打通美国实体经济和金融市场的最重要通道。

在英国，私营养老金的发展几乎与美国同步，到 2011 年底，英国私营养老金资产额达 2.1 万亿美元，在世界各国中仅次于美国，占英国当年 GDP 的 88.2%（OECD, 2012b）。英国比美国更进一步的是根据《2008 年养老金法案》，自 2012 年 10 月起所有的在职者都将“自动加入”职业养老金计划，雇主将缴纳雇员工资的 3%，雇员本人缴纳 4%，政府以税收让利的形式计入 1%，合计 8% 的缴费注入雇员的个人账户。政府设立了国家支持的低成本养老金储蓄计划——国家职业储蓄信托（NEST），所有私营养老金、个人寿险会更多地和第二支柱的职业养老金融融合，统一使用 NEST 平台，构成英国养老金融体系的主体。由于职业年金领域英国的改革比美国的自愿年金计划更具法律强制性，相信未来英国的养老金融会因此次改革而有更大的发展。

## （二）养老金融在经合组织（OECD）各国的发展

除了美、英两国养老金融的出色表现之外，经合组织内其他国家也都越来越重视私营养老金的发展和规范。OECD 早在上世纪 90 年代就设立了专门的养老金部门，2008 年的全球金融危机确实给各国的私营养老金资产带来了负面冲击，但 OECD 各国职业年金、个人账户养老金等私营养老金资产自 2009 年开始温和回升，不仅仅将 2008 年金融危机所造成的损失全部弥补，2011 年私营养老金资产的总额还达到创纪录的 29.5 万亿美元，其中养老基金管理公司持有 68.4%，达

20.1 万亿美元；银行和投资公司持有 5.4 万亿美元，养老保险合同和寿险公司持有 3.7 万亿美元，其余 0.3 万亿美元。（OECD, 2012a）

在投资工具选择中，按照 OECD 的预测，如果养老金投资按照 60%股票+40%长期国债的投资组合，以 2010 年各国资本市场为基准，日本、德国、美国、英国四国未来 40 年预期年均收益率分别能够达到 2.8%、4.2%、4.4%、5.8%。但由于次贷危机、欧债危机的影响，为规避风险，近几年各国投资股票的比例实际上有所下降，所有国家中养老金投资股票比例最高的澳大利亚为 49.7%，养老金融最发达、最具代表性的美国养老金投资股票比例仅次于澳大利亚，为 48.1%。OECD 各国私营养老基金资产加权平均占 GDP 的比例 2011 年达到 72.4%，其中荷兰、冰岛所占比例居前两位，分别高达为 138.2%和 128.7%；法国、希腊叨陪末座，分别仅为 0.2%和 0。（OECD, 2012b）

一个发人深省的“巧合”是：此次欧债危机“重灾区”的希腊在 OECD 全部 34 国中是唯一的一个无私营养老金的国家，而政府公共养老金的替代率却是所有国家中最为慷慨的 110%，即养老金待遇比退休前工资水平还高。考虑到老年公民往往是选票集中地，世界各国退休待遇普遍有所谓的“棘轮效应”，即退休待遇只能增加不能减少，希腊所有增加的养老金支出只能由公共财政负担，养老金支出成为希腊债务危机的最重要来源之一。另外几个欧债危机重灾区西班牙、葡萄牙、意大利等国私营养老基金资产占 GDP 的比例仅为 7.8%、7.7%、4.9%，（OECD, 2012b）也仅仅是比希腊略强而已。欧盟各国退休待遇整体水平相差不大，而这些以希腊为代表的欧债危机国家由于私营养老金的不发达，不足的部分只能主要依靠财政补贴，随着欧洲老龄化的不断加剧，各国养老待遇债务将成为沉重的财政负担。

由此可见，私营养老金和养老金融市场的相对不发达，与政府的债务危机之间存在着密切联系。那些近几年发生较大规模骚乱的西方发达国家如法国、西班牙、希腊等，几乎每场骚乱背后都有民众对该国养老保险体系发泄不满的因素。健全的养老金体系、特别是可以投资资本市场的足额私营养老金已经成为社会稳定的“定海神针”和“压舱石”。

### （三）欧美发达国家对养老金融的监管

在欧美各国养老金融大发展的同时，均通过有效监管来促进养老金规范发展，以保障退休者的基本权益。

美国联邦政府根据 1974 年的《雇员退休收入保障法案》设立了“退休金待遇保障公司”（The Pension Benefit Guaranty Corporation, PBGC），用于保障雇员退休后因原雇主的待遇确定型（DB 型）养老金计划失败而获得退休金保障，该公司的董事长由劳工部长亲自担任。根据 2006 年国会通过的《退休金保护法案》，要求 DB 型退休金计划存在问题的企业向 PBGC 支付更高的保费，填补存在的潜在漏洞，防止利益冲突，并赋予了雇员管理自己养老金账户更大的自主权。税务部门通过《税收法》对私营养老金的税收优惠资格进行认定，设立了“雇员计划自愿纠正程序”，通过自我约束、自我审查，减少私营养老金计划在税务检查时被取消优惠的可能性。《劳工法》对基金管理人是否符合“审慎人”监管原则、是否将计划资产置于一个独立的信托之中、公开批露和年度报告是否符合法律要求进行监管。与此同时，根据《证券交易法》、《投资公司法》、《投资顾问法》等法律，美国证券委员会（SEC）更是按照对投资银行、共同基金等金融机构的严格标准，对私营养老金投资的全过程进行有效的有效监管。健全的法律、全方位的监管确保了养老金融的健康发展。

为促进养老金的规范发展，英国下议院在 1973 年通过的《社会保障法案》中设置了职业养老金管理委员会，以保护养老金领取人的利益。为规范养老金融市场，根据《2000 年金融服务和市场法案》成立的综合性金融监管机构“金融服务委员会（FSA）”内专门设立了“养老金审核部”，这是一个率先把将养老金监管提高到与银行、证券、保险同等重要位置进行监管的政府部门。与此同时，英国还拥有独立监管机构——养老金监管局，业务上受 FSA 和内阁的工作与养老金部指导。基于《2004 年养老金法案》，近年来英国颁布了一系列养老金监管指引作为配套规章。如 2008 年 1 月颁布了“雇主自愿养老金计划指引”，2008 年 5 月颁布了“养老金受益人自愿退休年龄选择指引”，2008 年 10 月颁布了主要针对小型养老金计划的“利益冲突解决指引”，2009 年 6 月颁布了“养老金清算指引”，2010 年 6 月颁布了“养老金数据记录保护指引”等，这些指引实现了对

养老金管理工作的全方位指导和监督，由养老金监管局来具体实施。

除美国、英国的多个专门监管立法外，2010年OECD《职业养老基金监管原则——评估的方法及实施》颁布，对以前的诸多养老金监管指引进行修订，明确了养老金监管的核心原则，即确保对养老金的监管和相关法律要求是足够有效率的，对于养老金计划的供款人和受益人影响的评估均应当是正面的(OECD, 2010)。欧洲议会及欧盟理事会2003年发布了《关于职业养老金计划运营机构的活动和监管的指引》(2003/41/EC)，要求欧盟各国修改其国内法以适应整个欧共体的养老金监管框架，促进欧盟内部金融发展、创造更多就业机会，特别是在面对职业养老金的运营机构均为重要的金融机构的情况下，必须有一个统一的欧共体内的法律框架，确保统一、高效和充分流动性的养老金融市场。所有与养老金业务有关的金融结构均须审慎运营，并接受该指引的监管(EU, 2003)。根据该指引，2003年11月成立了欧盟保险与职业年金监管局，把养老金提高到了和银行、证券、保险等传统金融产品同样重要的位置来进行监管，由此可见养老金在欧盟金融领域的重要性。由于欧盟保险与职业年金监管局委员会的有效监管，欧盟各国养老金虽然在席卷全球的金融危机中出现资产缩水的现象，但复苏也很快，并未发生系统性风险。

从欧美发达国家养老金融的发展、政府对养老金融监管近几十年的发展来看，养老金融的发展及监管已经革命性地改变了金融市场的面貌。按照牛津大学克拉克教授(Clark, 1998)的观点，养老金已经成为发达国家，特别是普通法系国家异常重要的金融机构，养老金资产已“富可敌国”，使得传统金融业的版图发生了深刻变化，养老基金已经成为资本市场的主导者。这充分说明欧美发达国家对养老金融问题的重要性，一方面是因为这些国家大都面临着严重的老龄化挑战，不得不重视养老问题；另一方面养老金在金融体系中的作用发展到如此强大，使得这些国家的决策者不得不从更深层次来审视养老金融问题，并不约而同地建立养老金融的有效监管体系，以促进整个金融体系的稳定。

## 二、养老金融理论的逐步形成及其在国内外的的发展

在欧美发达国家养老金市场本身发展的同时，对养老金融的理论研究也成为

经济学和金融学研究的基础课题。追寻其发展脉络，对我国养老金融理论的形成和发展具有重要参考价值。

### （一）养老金融理论的形成及其在国外的的发展

诺奖得主 Modigliani (1963) 等人提出生命周期理论认为：理性消费者追求的是生命周期内平滑跨时消费的效用的最大化，工作时的储蓄或投资为老年时所用，个人对养老问题的金融安排构成了养老金融的微观经济学基础。不同的金融体系中养老金制度也不同：在英美等国等金融结构以直接融资市场为主导的国家，养老金供给更多的依赖私营养老金计划，而在德国、法国和意大利等金融结构以银行为主导的国家，人们更多的依靠公共养老金系统来获取养老收入来源 (Allen & Santomero, 2001)，因此养老金融发展更好的国家主要是以直接融资为主导的国家，在养老金自身发展的过程中，也促进了金融市场自身的深化和发展。

有关养老金投资资本市场的理论研究近些年来一直是养老金融学界的重点领域之一。莫顿和博迪 (2000) 所著的美国主流教材《金融学》中，有大量篇幅用于探讨养老金和资本市场结合的养老金融问题，可见西方金融学界已经越来越重视养老金在整个金融体系中作用的发挥、与资本市场的互动。在微观金融领域，Blake (2003) 认为在私人部门养老金投资中，相对于金融市场的结构等宏观框架而言，养老金管理者投资适当的金融工具、采取合适的投资策略是更为重要的因素，养老金管理人所采取的积极进取型的策略不一定能够战胜市场，而采用消极的指数化投资由于管理费用低廉，对长期投资的养老金而言是更恰当的投资策略。Hu (2005) 通过对 OECD 国家的实证研究发现：养老金资产与经济增长、金融发展之间呈正相关的关系，养老金是一个很好的预测经济增长的“预报器”，养老金资产的增长与经济发展呈正相关关系。Meng and Pfau (2010) 对 32 个国家的养老金资产和资本市场的指标之间的联系的研究发现：在金融市场较发达国家，在金融发展水平和养老金资产之间存在着统计学上显著的关系，养老金资产数量及其流动性对股市产生积极的影响。Hu (2012) 通过对亚洲 10 个国家养老金资产增长的实证研究发现：养老金资产与银行业的发展呈竞争性的关系，养老金



资产与股票市值之间存在很强的正相关性，养老金资产对股票市场的交易额和市场发展产生了长期的积极影响。

近十几年来，La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, and Vishny (LLSV, 1998) 所提出的“法律起源假说”在法学界、金融学界均引起很大反响，该假说认为相对于法国民法国家而言，普通法国家由于对投资者和债权人的法律保护更为完善而取得了更好的金融发展，从而促进经济增长。法律起源假说固然可以解释诸如英国、美国、澳大利亚等普通法国家的金融发展和经济增长，但源于法国民法传统的智利在上世纪 80 年代以来的金融发展、经济增长，成为法律金融理论无法解释的“例外”。包括诺奖获得者 Diamond (2010) 等多位学者 (Brooks, 2007) 的研究均认为，智利金融发展和经济增长的主要原因是其在全球率先进行的养老金制度改革，而与其法国民法传统无关。Davis and Hu (2008) 通过对 19 个 OECD 国家和 19 个转轨国家的数据统计后发现：养老金资产规模能够解释经济增长的国别差异，尤其对于转轨国家更为明显。在养老金制度改革中，建立了某种程度的积累制养老金计划可以改变一国金融发展落后的局面，促进经济增长。由此可见，从法和经济学层面来看，基于养老金在一国经济发展中的独特作用，LLSV 的法律起源假说从养老金融的角度应当予以修正：以智利为代表的实行基金制养老金的国家，由于养老金投资资本市场为实体经济提供了充裕的资金支持，虽然不是普通法起源的国家，也可以通过养老金融的发展促进经济增长，智利 2010 年成为 OECD 南美洲唯一的成员国，就是其养老金融大发展的必然结果。

目前，随着各国养老金投资资本市场实践的发展，相关的理论问题也变得越来越多维。布莱克 (Blake, 2006) 在其专著《养老金融》中认为需要“养老金融学家”来综合律师、会计师、理财师、精算师、基金经理等各方面专家的智慧，协调处理所有与养老金、金融市场相关的问题。这是一个能够胜任处理多学科性质养老问题的金融学家，需要广博的法学、经济学、金融学、社会学、统计学等学科背景知识，能够高屋建瓴地综合处理养老金融各领域的多学科交叉的问题。

## (二) 我国学界对养老金融理论的探索

目前中国国内学界有关养老金融的研究尚处在初级阶段,相关学术文献中涉及养老金融理论与实践的不多,但已经有经济学和社会保障领域的专家学者开始重视这方面的问题。郑秉文(2009)认为养老保险社会统筹部分应由中央政府统一发行定向特种社保债券,以确保其“保值”。他在招商银行主办的“2012 中国养老金融论坛”中指出:把养老和金融这两个概念放在一起,是一个非常有创意的崭新的尝试,而养老金融的提出正好符合我们养老事业的发展和社会保障制度的深入改革和建设的需要。针对个人账户养老金部分,郑功成(2002)认为通过投资运营来实现保值增值在国际上是一个必然趋势,探索个人账户实账运行后形成的养老基金与资本市场结合的方式和途径已经具有紧迫性。关于中国的第二支柱养老金,杨燕绥等(2012)认为目前中国政府、市场和社会均提出了延税型养老储蓄问题,目前达成了的关于养老与金融协调发展的社会共识。

养老金融的核心是养老金与以资本市场的为主的金融市场的结合。针对这一问题,胡继晔(2006)认为:资本市场为养老金投资提供了工具,尽管中国股票市场风险较大,但养老金部分投资股票市场,不仅可以享受经济增长的红利,而且可以通过投资组合取得分散风险的结果,养老金不仅仅应当、而且必须与资本市场相结合。刘云龙等(2012)的研究发现:由于人口结构变迁、养老金制度变迁,养老金已经成为继银行、证券、保险之后现代金融体系中的第四大支柱,我国应当通过大力发展养老金以推动金融结构的优化。胡继晔(2012)明确提出养老金融应当成为国家层面的发展战略,养老金融的发展将解决养老金本身保值增值、资本市场缺乏超长期战略投资者两方面的困境,实现养老金和资本市场的“双赢”。

从国内外学者对养老金融的研究可见,养老金由于其本身所具有的长期协调性、稳定性、规模性及追求长期稳定投资回报的特点,对资本市场结构、效率以及稳定性将产生极其重要的正面影响。国外关于养老金与金融市场结合的相关研究已经取得了很大进展,中国学者也开始充分认识到养老金对促进金融发展的重要作用,开始关注中国的养老金融问题。然而,但由于现阶段我国存在资本市场不尽完善、养老保险基金隐性负债较大、现有养老金投资效率不高等问题,造成

我国私营养老金资产与发达国家相比完全不在一个数量级，养老金很难以发挥对金融发展、经济增长的正面作用。因此，从我国养老金融发展的现状入手，对这一事关每个人未来养老的重要问题进行认真研究就非常有必要了。

### 三、中国养老问题的现状和大力发展养老金融的必要性

从欧美发达国家的经验教训可以看出，欧盟作为老龄化严重的地区，养老金已经成为其金融体系最重要的部门之一。1997 年我国正式建立的“社会统筹与个人账户相结合”的养老保险制度经过十几年的运行，取得了很大成就，随着《社会保险法》于 2011 年 7 月 1 日开始实施，加上近年来中央政府陆续推出的新农保、城市居民养老保险等，使得我国养老保险上实现了广覆盖。我国养老保险事业的发展有目共睹，但养老保险制度建设还远远没有完善。近年来，推迟退休年龄、养老金个人账户空账与缺口的话题引起社会的巨大反响，民众对未来养老金的担忧日益加剧，核心就是现有的养老金将来到底能不能保障公民有尊严的退休生活。

#### （一）中国老龄化加剧的现实凸显养老金的不足

2010 年我国第六次人口普查数据显示：中国是世界上惟一的一个老年人口超过 1 亿的国家，而且每年还以 3.2% 的速度增长。中国 60 岁及以上的老年人已达 1.85 亿人，占人口总数的比重的 13.7%；65 岁及以上的老年人已达 1.23 亿人，占 9.1%。（国家统计局，2011）国际上通常认为：当 65 岁的人口占总人口 7% 意味着进入老龄化社会，占 14% 进入深度老龄化社会，20% 则是超级老龄化社会。预计 2035 年前后，中国的老年人口规模将比现在翻一番，进入超级老龄化社会。考虑到全球独一无二的“独生子女”政策的刚性，未富先老的中国，在未来的数十年里养老的压力会越来越大。面对全世界老龄化人口第一的现实，中国养老保险制度远未完善，积累的养老金更是十分有限。截至到 2011 年底基本养老保险基金累计结存 19497 亿元，企业年金基金累计结存 3570 亿元，（国家统计局，2012）加上全国社保基金资产 11083 亿元，（全国社保基金理事会，2013）所有养老金

总资产仅 3.4 万亿元,如按照 OECD 的统计口径不包含第一支柱养老金结余的话,后二者的养老金资产仅占当年中国 GDP 的 2.7%,与土耳其和斯洛文尼亚相当。(OECD, 2012b)

为确保社保基金不被挪用,基本养老保险结余绝大多数存在各地的财政专户中,主要以银行存款为主,甚至很多是活期,收益率年均不到 2%,而 2001-2011 年的居民消费价格指数(CPI)为 2.47%,基本养老保险结余巨额的贬值主要原因就是没有充分认识到养老金的金融产品属性,以为存在财政专户就是安全的,结果隐性损失更大,按照郑秉文的估计损失超过 6000 亿元(雷宇, 2012)。2011 年基本养老保险个人账户“空账”额突破 2.22 万亿元,在 32 个统筹单位中(31 个省份加上新疆建设兵团),收不抵支的有 14 个,如果没有相应的财政补贴,支付缺口将达 767 亿元(郑秉文, 2012),因此累计结存的第一支柱养老金随着人口红利的逐步减少而减少,甚至成为负值。尤其是第一支柱养老金个人账户部分,由于和统筹账户“混账”运行,当面临“养老金按时足额发放”且近几年每年增长 10%这样的硬指标时,由于收不抵支,很多地方不得不挪用个人账户养老金来用于当期发放,个人账户养老金“空账”近期内难以弥补且有扩大的趋势。

按照黄益平等(Huang et al, 2013)执笔的研究报告,长期来看中国政府最大的财政风险是养老金缺口,养老金总负债占 GDP 的 62%-97%,随着养老金支出的迅速上升,甚至有可能超过国有资产总额,人口老龄化将进一步扩大养老金缺口,而目前的养老保险制度正在严重损害财政可持续性。经济学家胡祖六也认为虽然目前中国财政支出状况良好,但随着以后社会福利的上升,环境、公共医疗等各种“欠债”的追赶,财政支出可能将达到 GDP 的 50%,未来是否可持续,应当审慎。(南都, 2013)未雨绸缪,为避免目前欧债危机在中国重演,发展以企业年金、职业年金为主的私营养老金应当成为国家的战略选择。

## (二) 中国资本市场需要长期的稳定机构投资者

在中国的金融市场、特别是资本市场上,2012 年上证综指创下 1949 点的新低,甚至低于 12 年前的点位,股票市场不仅没有成为实体经济的“晴雨表”,反而成为上亿股市投资者的伤心地。中国资本市场的发展远远落后于实体经济的

发展，原因很多，但缺乏真正长期投资的机构投资者是重要的因素之一。除了个人投资者跟风严重之外，即使证券投资基金等机构投资者也因为熊市时面临赎回的压力而不得不采取与个人投资者相差不大的追涨杀跌策略。实体经济长期的良好预期已经奠定了中国资本市场长期向好的基础，当今中国发展金融市场、资本市场最为迫切的任务，就是通过真正长期战略投资者的引入，夯实市场基础，提振投资者长期投资的信心。

很多人认为中国的资本市场不健全，并不适合养老金投资，但中国自己已有的经验表明养老金投资资本市场可以获取良好回报。作为战略储备基金的全国社保基金 2003 年 5 月起即可以进入股票二级市场，自 2006 年底受托管理中央财政补助 9 个试点省市做实个人账户资金 543.62 亿元，虽然经历了 2008 年股市大跌的困难时期，截至 2011 年底年均投资收益率高达 10.27%。（何雨欣、侯雪静，2012）企业年金由于可以部分投资资本市场，近 5 年的总体收益率达到 8.87%（韩宇明，2012）。可以看出，养老金进行市场化运营带来了良好业绩，可以作为未来个人账户养老金、职业年金投资的重要参考。全国社保基金和企业年金都通过招投标来选择运营机构，可以投资包括股票在内的金融产品，市场化运营是其投资成功的主要根源。相对于第一支柱养老金结余部分的隐性贬值形成巨大的反差，而是否利用金融市场是最大的分野。

养老金由于其长期积累的特征，与资本市场需要长期战略投资者的现实完全契合，养老金融发达国家的历史经验、中国十年来的经验也充分说明资本市场的稳健发展需要养老金投资。要消除民众对未来的不确定性的忧虑，迫切需要建立制度化的、可信赖的养老金体系，而该体系的核心就是养老金筹资与运营模式如何才能不仅仅适应未来养老的需要，也能够通过投资资本市场来实现保值增值。一旦在国家战略层面认识到资本市场对实体经济的重要作用，认识到养老金可以成为资本市场长期投资的中流砥柱，发展养老金融就可以成为政府、学界、民众的共识。

### （三）中国发展养老金融的必要性

改革开放来经济增长一直一枝独秀的中国，市场在资源配置中的基础性地位

越来越加强。养老金改革也应注重市场的力量，特别是个人账户养老金的筹集贯穿劳动者职业生涯的始终，必须投资资本市场才能实现保值增值。目前中国的养老金资产与发达国家相比十分悬殊，老龄化的巨大压力逼迫我们不得不去认真反思我国养老金融发展的现状，充分认识发展养老金融的必要性。

首先，从经济发展更有效率、社会更加公平、养老保障体系可持续发展、完善社会保障制度的角度来看，完善第一支柱基本养老保险可以为劳动者解除后顾之忧，而通过养老金制度进一步改革的顶层设计可以确保宪法规定的公民权利的落实。养老金制度改革应当把目前公务员、参照公务员管理人员、事业单位职工纳入到养老保险制度中来，加上新农保、新型城市居民养老保险等新纳入的参保人员，以建立养老金个人账户为基础，增大养老金融体系中资金来源的基础，尽可能消除养老保险制度的“碎片化”问题，尽快做到真正的养老金全国统筹。

其次，从深化金融体制改革、推进金融创新、维护金融稳定的角度来看，发展养老金融可以降低我国金融体系过于依赖银行的风险。目前我国的融资体制过于倚重间接金融体系的银行，直接融资相对不足，2011 年全年金融机构新增贷款 7.47 万亿元（中国人民银行，2012），当年股票融资 5073 亿元，上市公司债券融资 1707 亿元（中国证监会，2012），可以计算出三种融资方式占比分别为：91.7%、6.2%、2.1%。而金融市场发达的美国，在 1970-2000 年间，三种融资方式占比分别为 56%、11%、32%。（Mishkin, 2010）与美国相比，我国直接融资，特别是企业债券融资严重不足，其背后的原因包括企业信用评级体系尚未健全、完善等，缺乏真正具有“定海神针”效能的机构投资者是更为重要的原因。由于企业年金覆盖人群有限，目前我国发展养老金融的重点是将积存的个人账户养老金从财政专户中分离出来，规范地进入资本市场，参与企业股票、债券发行的直接融资，一方面解决了我国融资结构中轻直接融资、重间接融资的不均衡状况，另一方面也为自身的保值增值创造了条件，这一部分应当成为养老金融的核心和重点。

第三，从继续推进社会保障制度改革、完善金融监管的角度来看，发展养老金融可以对建立中国金融业综合经营、综合监管的体制提供试点。中国的第一支柱基本养老金、第二支柱企业年金基本上由人力资源和社会保障部主导监管，重点放在了养老保险基金的筹集和发放，而运营才是确保养老金保值增值最为重要

的环节。从国际趋势来看，越来越多的国家开始金融业的综合经营、综合监管，养老金融作为中国的新生事物，可以在最初阶段就开始综合经营、综合监管的试点，以保证养老金融体系的健康发展，防范可能出现的金融风险对未来老年保障的侵袭。

#### 四、中国养老金融发展与监管的重点方向

基于欧美发达国家养老金融及其监管体系的发展，结合我国养老保险事业发展的现状，可以初步建立我国养老金融体系和监管的分析框架。

由于养老金融在国内还是新生事物，而国外养老金融发展较早、运行规范、投资经验丰富、监管体制完善，因此现阶段我国首要的任务就是透彻研究国外养老金的运行机制，分析养老金投资、监管过程中成败得失的经验教训，根据我国不同性质养老金的现状，考虑到在国外已经比较成熟的住房反向抵押贷款养老、养老金基础设施信托等金融产品，中国养老金融发展与监管的重点方向应当包括：

一是大力发展养老金融的核心，即投资资本市场的养老金。以国家统计局公布的城镇单位就业人员 2011 年的工资总额 5.995 万亿元为基数（国家统计局，2012），假设个人账户养老金可以达到工资总额的 8%，则每年进入城镇职工个人账户的养老金总额将达到近 4800 亿元。随着职工工资的逐步增加、农民工和新型农村养老保险的普及，以及公务员、参照公务员管理人员、事业单位人员养老保险制度改革并轨中个人账户养老金的建立，未来进入养老保险个人账户的资金量每年将达到上万亿元甚至更高。第二支柱养老金的企业年金、第三支柱个人寿险以及全国社保基金等几类养老金本来就已经进入了资本市场，未来养老金融大发展将是历史的必然，其中企业年金、职业年金将发挥越来越重要的作用。目前参加企业年金的企业数量占企业总数量不足 1%，资产仅三千多亿元，和国际上数十万亿美元的私营养老金资产无法相提并论。公务员、事业单位职工的职业年金还处在制度设计的最初阶段，未来发展潜力巨大。如果按照目前中国经济发展的趋势，到 2030 年中国在 GDP 超过美国的同时，养老金总资产将以十万亿美元计，能够达到美国的 50% 甚至更高，养老金在金融市场中将占据远比今天重要得

多的地位。

二是夯实社会统筹养老金的基础，充分发挥银行体系在养老金融发展中的作用。在基本养老保险基金征收中，中国可以借鉴美国联邦社保基金、英国国民保险基金的模式，将基本养老保险的社会统筹部分全国统一征收，一方面加快养老保险全国统筹，尽早消除碎片化，保障社会公平；另一方面也可以使得统筹部分养老金的保值增值问题不再成为问题，以彻底的现收现付制度为基础，杜绝养老保险统筹部分不足的省份挪用个人账户养老金的问题。基于养老金安全至上的要求，基本养老保险基金社会统筹的结余部分应当由财政部定向发行社会保险特种国债，核心是实现保值。为确保养老金流动性需要、经办机构按时发放的要求，养老金必须有一定数量存在商业银行、邮储机构，这方面银行具有网点众多、接近民众社区的优势，是养老金融发展中最接近普通养老金领取者的重要环节。

三是在养老金融发展中加快金融创新的步伐。Bodie（1990）发现美国的养老金在资产证券化、金融衍生品、零息债券、期权及远期合同等金融创新中起到了关键性的推动作用。中国养老金融创新可以体现在投资基础设施信托、企业债、金融债等产品，以打通实体经济和虚拟经济之间的藩篱，获取长期固定收益，应对经济周期、市场周期。住房反向抵押是实现以房养老的重要金融工具，即老年人以拥有的产权房屋做抵押，从银行或其他金融结构贷款用于自身消费以作为养老金的补充。住房反向抵押养老产品在国外已经发展多年，基于多数中国人个人资产中房产占据很大比例的实际，随着中国老龄化的加剧，未来住房反向抵押养老可以为老人提供重要的养老金补充，虽然目前尚处于初级阶段，未来发展住房反向抵押养老金融产品前景广阔。

四是中国资本市场自身的改革，对于确保养老金的安全和收益极其重要。金融是现代经济的核心，而资本市场是金融市场的重要组成部分，各国的经济发展水平都与资本市场的发达程度密切相关。大力发展资本市场将有助于实现金融资源的有效配置，健全金融体系，维护金融安全，完善市场经济体制，加快经济增长方式的转变。2005年中国资本市场开始了股权分置改革，2010年4月正式推出了股指期货，这些改革措施使得我国“新兴+转轨”的资本市场从原先庄股横行、基金黑幕肆虐逐步向规范、稳定的方向发展。未来中国资本市场的法律制度和监管体系将更加完善，机制健全、透明高效、运行安全的市场体系将基本建成，



资本市场成为更加公开、公平、公正的市场，将为养老金所必需的安全性、收益性、流动性提供制度性保障。

五是建立养老金融监管新体制。金融风险无处不在、无时不在，应当在发展养老金融的同时建立健全养老金融监管体制。目前我国养老金融监管体制分散在不同政府机构，各自为政，养老金贬值的风险无人承担就是这种弊端的表现。可以借鉴 OECD、欧盟金融监管体系的经验，结合未来中国大部制改革的思路，将养老金融的监管分别从现在的财政部、人力资源和社会保障部、银监会、证监会、保监会等各分散部门集中到国家层面进行监管，以消除监管不足和重复监管。在具体操作层面，考虑到未来养老金融的大发展和金融综合经营、综合监管的要求，应当在大部制的“国家金融监管委员会”内设养老金融监管局，专门负责养老金融体系的组织、协调、监督和管理的工作，通过监管体制创新，探索基于养老金融风险防范的法规配套、税收配套、投资环境配套，促进养老金融发展，应对老龄化危机。

## 五、 结语及下一步的研究方向

目前，由于养老金融的理念正在形成，相关学界研究、政府政策、民众心理都处在初级阶段。作为引玉之砖，本文提出的养老金融理论界定，是希望在布莱克《养老金金融》观点的基础上，提出中国发展养老金融的基本框架：中国养老金融的主要研究对象是养老基金投资于资本市场，主要投资品种包括国债、企业债券、股票、证券投资基金、基础设施信托类产品、股指期货等，在金融创新领域，养老金还可以通过住房反向抵押实现补充养老。考虑未来金融业综合监管的趋势，必须对养老金筹集、运营和发放全过程进行有效监管。当然，这一养老金融框架只是初步的探讨，一定存在不成熟、不现实之处，下一步养老金融研究应当集中在以下几个方面：

首先是养老金融的核心体系——养老金与资本市场的结合尚无法律规范，个人账户的空账问题无制度性弥补来源。目前养老金的核心主力——个人账户养老金的空账问题一直没有明确的制度性解决方案，上万亿元的庞大资金只是基于风险防范的要求存在财政专户，实际上贬值的风险更大。由于没有投资资本市场的

法律规范，空账和法律缺失将严重制约个人账户养老金的发展，更是养老金融发展的必须克服的巨大障碍。

其次是养老金融创新体系——养老信托、住房反向抵押养老产品目前缺乏国内先例可循。基于信托法的《企业年金试行办法》、《企业年金基金管理办法》2004年就正式推出，但到2011年底，全国上千万家企业中仅有4.49万家企业建立了企业年金（国家统计局、人力资源和社会保障部，2012），不到企业总数的0.5%，绝大多数企业并未建立企业年金，数年来发展并不十分顺利。养老金投资基础设施信托等产品目前尚无突破性进展，住房反向抵押养老产品更需要严密的制度设计，目前这方面的研究成果、实践经验仍然十分缺乏，需要认真研究。

第三是目前的养老金融监管体制分散。英国在统一的监管机构“金融服务局”FSA下专门设立了养老金监管部，欧盟“保险与职业年金监管局”把养老金提高到了和银行、证券、保险等传统金融产品同样重要的位置来进行监管，我国由于监管体制的不统一造成各自为政、五龙治水，养老金贬值的风险无人承担、无人监管，使得我国的养老金融事业发展远远落后于实体经济的发展，更落后于老龄化的迫切要求。养老金融监管体制问题因此而成为下一步养老金融发展的重点，需要国家层面的战略规划，才能为金融市场注入活力，保障中国公民的未来。

### 参考文献：

[美] 彼得·德鲁克著，刘伟译：《养老金革命》，东方出版社，2009年版，pp. 12

[美] 博迪，[美] 莫顿著，伊志宏等译校：《金融学》，中国人民大学出版社，2000年版。

国家统计局：《2010年第六次全国人口普查主要数据公报》（第1号），2011年4月28日。

国家统计局、人力资源和社会保障部：《2011年度劳动和社会保障事业发展统计公报》，2012年6月5日。

国家统计局：《中国统计年鉴 2012》，第四章：就业和工资，中国统计出版社，2012年。

国务院：《中国老龄事业发展“十二五”规划》，2011年9月23日。

何雨欣、侯雪静：《全国社保基金 11 年来年均收益率 8.41%》，新华网，2012 年 3 月 15 日。

胡继晔：《养老金融：未来国家层面的发展战略》，《中国社会保障》，2012 年第 10 期，pp. 34-35

胡继晔：《保障未来：社保基金投资资本市场》，中国社会科学出版社，2006，pp. 238-240.

雷宇：《郑秉文：社保基金投资体制不改革将致天价损失》，《中国青年报》2012 年 10 月 22 日。

刘云龙 肖志光：《养老金通论：关于人口结构、养老金制度、金融结构变迁的一般理论》，中国财政经济出版社，2012，pp. 138-140.

全国社会保障基金理事会：《全国社会保障基金理事会第四届理事大会第三次会议召开》，2013 年 4 月 3 日，官方网站：[www.ssf.gov.cn](http://www.ssf.gov.cn)

南都：《胡祖六称新债务危机或在中国 遭多位专家反驳》，《南方都市报》2013 年 4 月 7 日，AA12 版。

杨燕绥、闫俊、刘方涛：《中国延税型养老储蓄政策的路径选择》，《武汉金融》，2012 年第 8 期，pp. 8-11。

郑秉文：《金融危机对全球养老资产的冲击及对中国养老资产投资体制的挑战》，《国际经济评论》2009 年第 9-10 期，pp. 5-29.

郑秉文主编：《中国养老金发展报告 2012》，经济管理出版社 2012 年版。

郑功成：《中国社会保障制度变迁与评估》，中国人民大学出版社，2002 年版。

中国人民银行：《2011 年金融机构贷款投向统计报告》，官方网站公布。

中国证券业监督管理委员会：2012 年度统计数据，官方网站公布。

Allen, Franklin Anthony M. Santomero, What do financial intermediaries do? *Journal of Banking & Finance* 25, 2001, pp. 271-294.

Blake, David, *Pension Finance*, Chichester: John Wiley & Sons Ltd, 2006.

Blake, David, *Financial System Requirements for Successful Pension Reform*, Discussion paper: UBS Pensions Series 014, 463. Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, London, UK, June 2003.

Bodi, Zvi, *Pension Funds and Financial Innovation*, *Financial Management*, Vol.

19, No. 3, 1990, pp. 11-22.

Clark, Gordon L., Pension Fund Capitalism: A Causal Analysis. *Geografiska Annaler. Series B, Human Geography*, Vol. 80, No. 3, 1998, pp. 139-157.

Davis, E. and Y.-W. Hu. Does funding of pensions stimulate economic growth? *Journal of Pension Economics and Finance*, No. 7, 2008, pp. 221–249.

EU, DIRECTIVE 2003/41/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL, on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision, L 235/10, *Official Journal of the European Union*, 23.9.2003.

Franklin Allen, Anthony M. Santomero, What do Financial intermediaries do? *Journal of Banking & Finance*, No. 25, 2001, pp. 271-294.

Hu, Yu-Wei, Pension Reform, Economic Growth and Financial Development - An Empirical Study, *Economics and Finance Discussion Papers 05-05*, 2005.

Hu, Yu-Wei, 2012. Growth of Asian Pension Assets: Implications for Financial and Capital Markets. ADBI Working Paper 360. Tokyo: Asian Development Bank Institute.

Huang, Yiping, Jian Chang, Steven Lingxiu Yang, China: Beyond the Miracle (Part 8 – Can China manage its fiscal risks?) Barclays Emerging Markets Research, 28 January 2013.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny, 1998, Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106 (6), pp. 1113-55.

Meng, Channarith and Wade Donald Pfau, The Role of Pension Funds in Capital Market Development, National Graduate Institute for Policy Studies (GRIPS) Policy Research Center Discussion Paper 10-17, Oct. 2010.

Mishkin, Frederic S., *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 9th ed., The Addison-Wesley Series in economics, 2010, pp.169-171.

Modigliani, Franco and Ando, Albert, The “Life Cycle” Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 1, 1963, pp. 55-84.

Nicholas Barr, Peter Diamond, Reforming Pensions: Lessons from Economic Theory and Some Policy Directions, *Economía*, Vol. 11, No. 1, 2010, pp. 1-23.

OECD, 2010, OECD Principles of Occupational Pension Regulation, OECD publishing.

OECD, 2012a, OECD Pensions Outlook 2012, OECD Publishing.

OECD, 2012b, Pension Markets in Focus, Issue 9, September 2012.

Sarah M. Brooks, Globalization and Pension Reform in Latin America, *Latin American Politics and Society*, Vol. 49, No. 4, 2007, pp. 31-62.

CASS  
CASS

**声 明：**

中国社会科学院调查与数据信息中心（简称“调查与数据信息中心”），英文为 The Information Center for Survey and Data of Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 ICSD CASS, 成立于 2011 年 12 月，是由中国社会科学院建设和领导的规模化、规范化调查、研究和咨询机构，是面向国内外各类政府部门、研究机构、高等院校、新闻媒体、社会团体的综合性信息发布中心。

中国社会科学院世界社保研究中心（简称“世界社保研究中心”）英文为 The Centre for International Social Security Studies at Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 CISS CASS, 成立于 2010 年 5 月，是中国社会科学院设立的一个院级非实体性学术研究机构，旨在为中国社会保障的制度建设、政策制定、理论研究提供智力支持，努力成为社会保障专业领域国内一流和国际知名的政策型和研究型智库。

中国社会科学院社会保障实验室（简称“社会保障实验室”）英文为 The Social Security Laboratory at Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 SSL CASS, 成立于 2012 年 5 月，是我院第一所院本级实验室。“社会保障实验室”依托我院现有社会保障研究资源和人才队伍，由“世界社保研究中心”和“调查与数据信息中心”联合发起设立，受“调查与数据信息中心”直接领导，日常业务运作由“世界社保研究中心”管理，首席专家由“世界社保研究中心”主任郑秉文担任。

“社会保障实验室”于 2013 年 2 月开始发布《快讯》、《社保改革动态》、《社保改革评论》和《工作论文》四项产品。其中，《快讯》、《社保改革动态》和《社保改革评论》三项产品版权为“社会保障实验室”所有，未经“社会保障实验室”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，如需使用，须提前联系“社会保障实验室”并征得该实验室同意，否则，“社会保障实验室”保留法律追责权利；《工作论文》版权为作者所有，未经作者许可，任何机构或个人不得以抄袭、复制、上网和刊登，如需引用作者观点，可注明出处。否则，作者保留法律追责权利。

如需订阅或退订《快讯》、《社保改革动态》、《社保改革评论》和《工作论文》，请发送电子邮件至: [cisscass@cass.org.cn](mailto:cisscass@cass.org.cn)。

**地址：**北京东城区张自忠路 3 号，北京 1104 信箱（邮编：100007）

**电话：**( 010 ) 64034232

**传真：**( 010 ) 64014011

**网址：**[www.cisscass.org](http://www.cisscass.org)

**Email:** [cisscass@cass.org.cn](mailto:cisscass@cass.org.cn)

**联系人：**薛涛