

## 我国养老保障制度优化设计

俞慧君 ☎: (86) 13911534993

(86) 1083574569

✉: yuhuijun@chinastock.com.cn

养老金制度作为保障、改善和提高国家公民退休后生活水平的公共政策，是一项基本的国家制度。我国是世界上老龄人口总量最多、增量最大的国家，我国养老金制度的可持续性和运行效率正在遭遇严峻的挑战。作为城镇职工养老制度核心的基本养老金隐性债务显化加速，覆盖率仍需提高，结余资金投资收益率持续低于通货膨胀水平，养老金支付没有规则的指数化调整机制，作为补充部分的企业年金和商业保险作用未得到有效发挥，全国社保基金行政管理色彩浓厚。多轨制养老金计划并存，发展不平衡。为了尽快落实“十二五”规划提出的“稳步促进养老基金投资运营”的战略目标，提高其运作水平和效率，实现养老金制度的健康可持续发展，我们建议重新划分养老金三支柱构成，提高基本养老金统筹层次，建立国家养老金管理机构，个人账户真正体现产权性质，推进基础养老金和个人账户基金市场化运作机制建设，参与资本市场互动，加大税收优惠力度，积极深化和完善全国社保基金、企业年金、商业养老保险的市场化运作水平，大力发展年金集合计划，实现养老金长期有效的保值增值。多轨制养老金制度遵循统一设计标准，推行弹性退休制。

### 一、海外养老金体系运行经验介绍

#### (一) 美国的养老金体系运行经验

美国的养老保障体系采用三支柱模式，由社会养老保险计划、雇主养老金计划和个人退休金计划构成。社会养老保险计划（OASDI）是由美国联邦政府强制推行的养老保险制度，具有强制性、广覆盖、低水平的特点，是最基础的养老保险制度。资金来源主要是工资税，现收现付，OASI 基金只能投资国债。美国雇主养老金计划的建立早于政府的社会保障，有公共部门的雇主养老金计划和私人部门的雇主养老金计划，其中私人部门的雇主养老金计划已经发展成为十分复杂的立体状体系，主要有三种类型，DB 型、DC 型和混合型。从筹资模式来看，有雇主承担的，也有雇主和雇员共同承担的，但大部分是由雇主承担。在税收优惠方面，几乎所有的私人养老金都获得了政府的税收优惠。大部分 DC 型计划都是在缴费环节扣减，在待遇给付环节缴税（即 EET 模式）；小部分计划在缴费环节纳税，在待遇给付环节免税（即 TEE 模式）。几乎没有在投资环节征税的计划。在养老金待遇支取方面，所有的 DC 型计划账户资金雇员均可任意提取（需确权的部分要等到确权之后），但须缴纳该环节的所得税（免税者除外），在法定年龄（59.5 岁）之前提取的还须缴纳 10%-25% 的罚金。在养老金投资管理方面，几乎所有 DC 型养老金计划都要求将资产委托一家信托机构管理，以确保这些资产能有效地与雇主的自有资产分开。几乎所有的 DC 型养老金计划都允许将其资产投资于股票、债券和互助基金等投资工具。美国还特别为 DB 型养老金组建了养老金利益担保公司（PBGC）<sup>1</sup>。在养老金计划的设计方面充分考虑了不同类型企业的养老金需求。如专门适用于小企业的 SIMPLE 类计划，其建立和管理的成本都很低。近乎菜单式的养老金计划能够让几乎每家企业都能找到一款适合自己的养老金计划。从替代率的角度来看，社会保障占 30%，60% 来自雇主养老金计划。美国个人退休账户（IRA）作为重要退休储蓄工具，鼓励美国公民储蓄养老金，个人退休账户有两个作用：一是为了没有被退休计划覆盖的个人提供税收优惠储蓄计划，二是当雇员工作变动或退休，允许雇员将雇主发起的退休计划资产转入 IRA。

## （二）智利模式

<sup>1</sup> PBGC 公司由美国政府全资拥有的公司，其在养老保险体系中的作用类似于美国联邦存款保险公司在银行体系的作用。

智利模式<sup>2</sup>开始于 1981 年，在人口老龄化加剧与国内通货膨胀居高不下的双重影响下，大胆尝试了在不发达金融体系和资本市场环境下，将原有现收现付的保险制度彻底转型为完全积累制，并将养老基金完全交由市场经营运作和管理。

智利养老保险制度的基本内容可概括为：政府实施立法和监控，民营机构具体操作，个人账户强制储蓄，政府承担最终风险。养老金的收入、支出、投资等工作均由养老金管理公司<sup>3</sup>负责，为了控制投资风险，智利政府对养老金的投资及管理有非常严格的规定，体现在允许投资的范围、风险分类、投资限制、投资市场限制、养老金证券的安全保管、最低收益保证、收益波动准备金和现金准备金等方面。政府在养老金管理公司投资失败，且收益波动准备金和现金准备金均不能保证最低收益时，用财政予以补偿。

智利模式的特点是，使劳动者个人纳费与其退休时领取的养老金建立直接的内在联系，有利于实现养老保险的效率机制。实行养老保险的商业经营性管理，引入竞争机制，增进了基金管理的有效性。强调政府责任，高度重视立法、规范、指导商业经营性商业保险公司，同时，确保实现对低收入劳动者的最低限度保证，以实现社会政策的基本目标。企业不直接承担养老保险费用，旨在减轻企业的压力，降低生产成本，增强企业的产品竞争能力，从而促进生产的较快发展。智利模式的不足之处，不具有互济性和公平性。一方面，智利模式由个人完全承担养老金的缴款责任，实质上取消了养老保险的责任共担机制而代之以完全的个人责任制；另一方面，每个投保人的缴款均完全记入自己私人所有的账户，由私人机构有偿运营，并承担相应的投资风险，账户与账户之间不存在任何联系，从而意味着在取消养老保险互济性的同时，也增加了个人的风险。

### （三）加拿大模式

<sup>2</sup> 所谓智利模式，其实是指智利实行的由个人缴费、个人所有、完全积累、私人机构运营的私有化模式。

<sup>3</sup> 养老金管理公司是专门为运作养老金而成立的股份公司，性质为民营机构。养老金管理公司经营不善，可以申请破产，但仅限于公司自身资产，不损失养老金资产。

肇始于 20 世纪 50 年代和 60 年代的加拿大养老保险制度,在人口老龄化的压力所推动的养老保险紧缩改革的背景下,虽然经过了多次改革,但是仍相对完整地保持了下来。加拿大养老金体系亦采用三支住:第一支柱:老年保障计划(OAS),即普惠式定额养老金,主要是提供基本的退休生活保障,由政府财政负担全部资金,企业与个人无需缴费,它包括三个部分:老年金、低保补助、补助金和遗属补助。老年保障金的各项福利都实行按季指数化,随着生活费的变化,老年保障金会及时调整,并且不受通货膨胀的影响。第二支柱为加拿大/魁北克养老金计划,加拿大所有类型的企业都必须为职工购买加拿大养老金计划,加拿大养老金计划覆盖了除魁北克省<sup>4</sup>以外的全国范围,包括四部分:退休金、遗属抚恤金、儿童福利和残疾福利,是一个与收入关联的第二层次的公共养老金,所有的资金都是来源于雇员、雇主及个体经营者的缴费,同时是一项可携带的养老保障计划,允许缴费者在加拿大境内转换工作时,仍然有权享受已缴纳部分的全部收益。缴费享有税收减免的优惠。加拿大成立了养老金计划投资委员会,协助联邦和省政府负责将账户余额在资本市场上进行投资。委员会认定资格的专家对加拿大养老金计划的缴费进行投资。投资范围涉及联邦政府公债、省政府公债、企业债券、国内以及国外的股票、固定资产投资、基础设施投资等。第三支柱为享受税收补贴的,雇主赞助的私人的注册养老金计划和个人退休储蓄账户,具有自愿性质。

#### (四) 瑞典模式

传统高福利国家的瑞典,自 70 年代起,高税收、庞大的政府机构以及过度慷慨的福利项目带来的不正当激励和福利刚性严重阻碍了瑞典的宏观经济发展,与此同时人口老龄化的加剧,致使原现收现付的国民补充养老金计划(ATP)面临未来财务将出现可持续危机,90 年代瑞典养老金制度的改革使瑞典再一次成为了世界养老金制度体系的“橱窗”,尤其是主支柱的名义账户。新制度下的瑞典养老金有三个支柱,养老金最低保障线、名义账户和实际个人账户。从本质上讲,名义账户是现收现付制与积累制、待遇确定型与缴费确定

---

<sup>4</sup> 魁北克省自行管理其养老金,有自己单独的计划,称为“魁北克养老金计划”,与加拿大养老金计划相似,其规定的条件和福利水平也基本一致。

型的混合模式，即  $DC+DB=NDC$ 。筹资方式是现收现付，但每个工人拥有名义个人账户<sup>5</sup>，但在养老金支取时，退休金的给付标准原则上却是严格按“缴费确定型积累制”规则<sup>6</sup>运行的。在运行名义账户的过程中，引入了三种机制：基金自动平衡机制、缴费激励机制、退休引导机制。由于名义帐户制抗风险的能力较弱，瑞典为此设立了储备基金，专门用于弥补名义帐户制在未来出现的收支缺口，储备基金来源于过去的养老基金积累。为有效地控制养老金支出的增长速度，瑞典又进一步规定，如果养老金隐性债务达到一定水平，就立即中止养老金的指数化调整机制。个人积累制账户，是一个规模仅为个人缴费工资2.5%的积累制个人账户计划（Premium Pension, PP）。个人积累制账户由新成立的养老基金管理局（PPM）管理，从2000年12月开始进行市场化投资，采取自我管理，即参保人可以从注册的国内和国际基金公司中的多种基金中进行选择。

## 二、我国养老金体系运行现状

现阶段，我国已基本建立起城镇职工养老保障体系，由三支柱组成，第一支柱是全国社会保障基金和基本养老金<sup>7</sup>，第二支柱是企业年金，第三支柱<sup>8</sup>是商业养老保险。在广大农村，正在探索建立新型养老保险模式。此外，还有在计划经济体制的基础上建立并基本延续下来，仍然以工作单位为依托，由财政提供养老资金的机关事业单位养老保险制度。全国社会保障基金属于国家战略储备性基金，用于补充、调剂人口老龄化高峰时期的社会保障支出。基本养老金由社会统筹账户和个人账户两部分组成，是我国养老保障制度的核心，担负实现企业职工退休后的基本生活保障和收入替代的职能。企业年金和商业养老保险属于自愿性补充养老保险，旨在提高企业职工养老水平。

根据人社部的统计，截至2011年底，全国参加城镇职工基本养老保险人

<sup>5</sup>名义账户”制的账户系统仅仅是一种“记账”的管理方式，而不需实际存入资金。

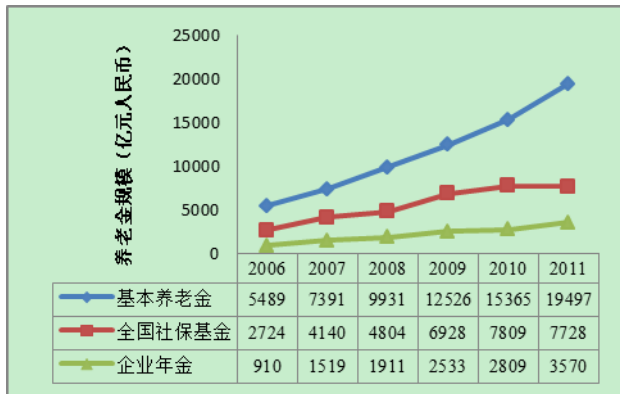
<sup>6</sup>就是说，在退休领取养老金的时候个人账户中的“名义资产”即刻便被年金化了。

<sup>7</sup>我国的基本养老金包括城镇职工基本养老保险、新型农村社会养老保险和城镇居民社会养老保险，由于国务院在2009年8月和2011年6月分别对后者开展试点工作，故本文所指基本养老金指城镇职工养老保险。

<sup>8</sup>第三支柱为个人储蓄性养老保险，有广义和狭义之分，广义泛指包括私人储蓄、住房等形式的储蓄和家庭成员的帮助，狭义主要指由个人通过购买商业保险公司的养老保险产品。本文采用狭义说法。

数为 2.83 亿人，参加新型农村社会养老保险的人数为 3.58 亿人，参加城镇居民社会养老保险人数为 539 万人。2011 年，全国城镇职工基本养老保险基金累计结存 19497 亿元；新农保试点基金累计结存 1199 亿元；国家城镇居民社会养老保险试点基金累计结存 32 亿元，三项合计约为 2 万亿元。全国社保基金和企业年金资产规模分别为 8688 亿元<sup>9</sup>和 3570 亿元；商业养老保险 2010 年销售额 1215 亿元，我国养老金资产规模总量超过 3.2 万亿人民币（见下图），约合 0.55 万亿美元，占 GDP 的 7.5%；同期，美国和英国的养老金资产规模分别为 10.6 万亿美元和 2.15 万亿美元，分别占到本国 GDP 的 70.5%和 88.2%。相比之下，我国养老金资产规模偏小（见下表）。

图：我国多支柱养老金资产规模变化趋势



数据来源：人力资源与社会保障部、全国社保基金公布的数据

表：主要国家及中国养老金资产规模

国家	养老金资产(万亿美元)	占 GDP 的比重%
美国	10.7	70.5
英国	2.2	88.2
加拿大	1.1	63.7
澳大利亚	1.4	92.8
荷兰	1.2	138.2
日本	1.5	25.1
瑞士	0.7	110.8
中国	0.55	7.5

数据来源：OECD 全球养老金统计

就运作方式来看，全国社会保障基金由全国社会保障基金理事会通过直接和委托投资的方式，在海内外资本市场上进行多元化投资，自 2000 年以来，累计投资收益额 2845.93 亿元，年均投资收益率达 8.40%<sup>10</sup>。企业年金于 2004 年确立了“信托型”管理模式和市场化运作机制，通过在境内进行多元化资产配置，获得了不错的投资收益，2007-2011 年投资收益率达 8.87% 的平均水平<sup>11</sup>。商业养老保险资金由商业保险公司进行投资运作，截至 2010 年底，专业商业养老保险公司如平安养老受托管理资产的平均收益率为 13.5%，太平养老 10.3%，长江养老 4.7%。截至 2011 年底，基本养老金的平均收益率仅为 2.35%<sup>12</sup>，

<sup>9</sup> 权益总额 7728 亿元。

<sup>10</sup> 引自全国社会保障基金理事会发布的《2011 年全国社会保障基金年度报告》。

<sup>11</sup> 引自人力资源和社会保障部基金监督司陈良司长在“共赢未来 长江行”养老金资产管理高峰论坛上的发言。

<sup>12</sup> 引自《2011 中国养老金发展报告》。

扣除通货膨胀率后的实际收益率为负，处于贬值风险中。

### 三、我国养老金体系运行中存在的问题

**（一）我国养老金三支柱发展不均衡。**在世界人口老龄化加剧、世界经济环境发生变化后，原现收现付的养老体制需要变革，多数国家还是借鉴了世界银行提出的多支柱体系。多支柱体现相辅相成，国家承担最基础的养老保障。就国外主要发达国家的情况来看，美国养老金总资产中，政府养老金占比 12.5%，企业年金占比 64%（包括 401K），个人养老金占比 23.5%。而我国政府养老金占养老金总资产比例为 78%，作为补充养老金的企业年金和商业养老保险仅为 14%和 8%<sup>13</sup>，与国外相比，三支柱的比例极不对称。外国政府根据养老金的不同性质承担不同的职能。企业年金和个人养老金投资实行商业化原则，投资者依据不同的风险收益偏好选择不同风格的基金管理人，国家不承担政策责任，只需给予一定的税收优惠政策。而我国由于补充养老金发展滞后，使中央政府在第一支柱的基本保障中负担过重。

**（二）基本养老金隐性债务显化，缺口日益增大、偿债机制不明确。**我国人口老龄化日趋严重，人口红利逐渐减少，基本养老金中用于现收现付的统筹账户积累规模和速度受到较大冲击。随着旧体制下的“老人”和“中人”<sup>14</sup>们已经开始大批进入退休年龄，隐性债务日渐显化，据测算<sup>15</sup>，该部分债务将于 2024 年达到峰值，不考虑货币时间价值，平均每年隐性债务量高达 2113 亿元。基本养老金个人账户空账额继 2007 年突破万亿元大关后，2011 年突破 2 万亿元大关，达 2.22 万亿元(2.2156 万亿元)<sup>16</sup>。

**（三）基本养老保险基金覆盖率不足，社会统筹层次低，基金使用效率低下。**尽管我国城镇职工基本养老保险制度的扩面工作已经取得显著进展，但是覆盖率仅为 58.29%，还有超过三分之一的城镇就业人员没有被覆盖进来，

<sup>13</sup> 人力资源与社会保障部。

<sup>14</sup> 根据“国发[2005]38 号”文件，基本养老金支付时，凡是“国发[1997]26 号”文件实施前已离退休的人员（被称为“老人”），仍按原规定支付基本养老金，并执行养老金调整办法，“国发[1997]26 号”文件实施前入职的（被称为“中人”），除了支付基础养老金和个人账户养老金之外，还要支付过渡养老金。

<sup>15</sup> 汪朝霞. 我国养老金隐性债务的显性化分析[J].北方经贸, 2008,(03)。

<sup>16</sup> 《中国养老金发展报告 2012》。

与美国社会保险 96% 的覆盖率相比，相差甚远。另外，我国基本养老金的统筹层次基本为省级统筹，即基本养老金在省内规定统一标准的企业缴费比例，统一管理和调度资金，对社会保险经办机构实施省级垂直管理。但实际操作中，省级统筹形大于实，各个县市是养老金收入和发放的主体，造成管理碎片化和资金零散化，管理成本攀升，监管困难，资金被挪用、滥用等问题比较突出，资金保值增值能力不强，资金积累和调度受到制约。另外，各个省份标准差异很大，不仅带来了社会不公等问题，也阻碍了劳动力的自由流动。

**（四）基本养老金投资受限严格，投资收益难以战胜通货膨胀。**基本养老金现行的“社会统筹与个人账户相结合的筹资模式”中，现收现付的统筹部分，以短期的横向收支平衡为原则，满足现阶段养老金的支出；积累制的个人账户部分，以远期的纵向收支平衡为原则，通过资本的增值收益保障退休后的生活。出于安全性的考虑，基本养老金的投资渠道受到严格限制，只能投资于国债和存入银行专户，而属于本应限制略宽松的个人账户养老金可长线投资的增值作用未能实现。据测算<sup>17</sup>，在实际利率为负环境下，2011 年我国基本养老金实际贬值约 500 亿元。

**（五）作为补充养老金的企业年金和商业养老保险作用未显现。**究其原因主要为：第一，资金规模偏小。2012 年上半年，我国企业年金投资管理机构实际投资运作的企业年金基金金额 3966.68 亿元，投资组合数 2090 个，所有组合的平均基金规模仅为 1.9 亿元左右。第二，税收优惠不明显。国外经验表明，有力的税收优惠政策是企业年金和商业养老保险飞速发展的源动力，但目前我国企业年金仅对企业缴费一定比例部分进行税前扣除，税收优惠不明显，客观上抑制了企业和个人参与企业年金的积极性，亦不利于建立消费信心和扩大内需。第三，企业年金投资限制较多，股权投资、大宗商品、股指期货以及另类投资产品等都不被允许进行投资，且不能进行海外投资，仅能投资法律明确列举的几类具体投资产品，而国外大多数国家对企业年金的投资规定较为宽松。第四，企业年金集合计划发展缓慢。第五，商业养老保险创新能力有待加强，同质化现象较为普遍，业务开发、市场营销和开拓力度不够且社会公众对

<sup>17</sup> 测算数据来源：中国人民银行网站、人力资源与社会保障事业统计公报。



商业养老保险产品的保障作用认知有待加深。

**（六）养老金支付的指数化调整仍存在一定的随意性。**养老金支付的指数化调整仍存在一定的随意性，表现为调整时间和调整水平具有不确定性，调整方法也无明显差异性，未能将不同退休群体之间养老金水平的差距维持在合理范围内，制度性、规律性的调整规则尚未建立，这种临时性的政策介入，实际效果并不理想，如果调整幅度过大，致使财政压力、在职职工负担压力加重，如果调整幅度过小，养老水平不能弥补通胀压力，不能充分保障退休人员的基本生活需要，则失去调整的意义。

**（七）基本养老金未参与资本市场，难以发挥机构投资者的作用。**国外经验表明养老金作为长期机构投资者与资本市场互动，不仅可以改善资本市场效率，而且可以促使资本市场创新产品以满足养老金的需求。养老金作为长期机构投资者进入资本市场，既可以改善投资者结构，又可以为资本市场提供稳定的资金来源，有利于优化资本市场的资金配置，促进资本市场的发展；另一方面，发达成熟的资本市场能为养老金提供多样的投资和收益兑现通道，确保养老保障体系的良好运转。国外资本市场成熟发展的重要原因之一就在于其聚集了大量的养老金机构投资者。

目前，我国资本市场发展有待进一步完善。首先，我国债券市场发育尚不健全，国债期限结构不合理，没有适合养老金投资特点的中长期国债，且国债交易品种少，国债衍生品市场空白。第二，我国股票市场尚不规范，投资者结构不合理，机构投资者数量缺乏，股票市场投机性突出，市场波动剧烈，股票价格难以反映企业的真实价值。上述原因导致我国资本市场目前缺乏适合养老金投资的高安全性的金融品种，间接限制了养老金的投资范围，无法为分散养老金风险提供多样化投资选择。

#### **四、关于我国养老金有关问题的建议**

**（一）重新划分养老金体系支柱构成，第一支柱为基础养老金和战略储**

备基金，第二支柱为强制的雇主养老金计划，即个人账户，第三支柱为企业年金和商业养老保险计划。基础养老金由原来的统筹账户承担，但只划拨部分比例的缴费额度(例如 12%)，实行现收现付，基础养老金水平全国统一。战略储备基金要确实承担人口老龄化导致的支付缺口的弥补责任。第一支柱实现退休后的基本生活保障职能。第二支柱的强制性雇主养老金计划，即强制所有雇主为员工建立个人账户，账户资金由企业和个人共同缴费构成，将原来总共 28% 的缴费减去划拨给基础养老金的余额部分全部转入个人账户。实现退休后的收入替代职能。第三支柱的企业年金和商业养老保险充分发挥补充养老的职责。

(二) 基础养老金实现全国统筹。从“初步”统筹到“真正”统筹，“工作地缴费、分段记录；退休地发放，全国结算”，流动就业者社保关系随走随转，就能实现全国共担社会风险，从一定意义上就实现了社会保险全国统筹。全国统筹也是解决“城镇企业职工基本养老保险关系转移接续”难点的根本出路，是解决劳动力流动时“便携性问题”的内生机制。同时推进户籍制度改革，不仅可以推动全国统筹，而且可以更好地实现市民化。

(三) 建立明确的隐性债务偿付机制。针对隐性债务问题，需要建立明确的偿债机制，从偿债主体上明确划分中央政府和地方政府的责任；从偿债时间上要重点考虑隐性债务显化的阶段性特征；从资金来源上，除财政预算之外，可考虑划转部分国有资产、发行养老金特种国债以及发行福利彩票。在基础养老金出现支付缺口时，充分发挥战略储备基金---全国社会保障基金的作用。

(四) 建立国家养老金运行机构，确立基础养老金运行机制。组建独立、高效的国家级养老金管理运营机构。将“法定性、独立性、公益性、专业性”作为自身运行特征，是为受益人利益服务的信用组织。政府对理事会的监管采用行为控制而非结果控制。针对基础养老金承担的基本养老职能，余额投资应考虑安全性，建议多配置固定收益类资产，针对基础养老金现收现付的特点，资产配置策略要动态考虑其负债兑付。

(五) 建立规则的基础养老金指数化调整机制。变临时性政府介入式调

整为规则的养老金长效调整机制，建立复合调待指标（统筹考虑工资增长、物价指数变化等），合理确定调整幅度和水平，调整的形式，调整时间及频度，应继续向重点人群倾斜，但倾斜程度要适当，以免再一次造成群体间差距过大。

（六）个人账户强调产权性质，强调积累，强调可携带性。个人账户的资金来源由企业和个人共同承担。目前可将原来企业缴纳的 20%划分为两部分，12%划给统筹账户作为基础养老金，剩下的 8%划给个人账户，个人账户为企业和个人各交 8%，同时设定最低缴费率，先不做上限限制，享受税收优惠，后可根据实施情况，再考虑是否设定上限。个人账户强调产权性质，即强调个人贡献，缴得多就拿得多，强调可携带性，可随走随带，但支取需满足一定条件。

（七）个人账户的养老金运行，采用信托模式，市场化、专业化投资运作。由建立的国家养老金运行机构为受托人，投资管理人引入竞争机制，国家养老金运行机构通过制定严格的个人账户管理规则，投资委员会对账户上的资金投资进行约束，个人账户收益率必须高于基准收益率。政府承担监管职责。待资本市场发育更为成熟，个人账户资产可采用自我管理，即参保人可以从注册的国内和国际基金公司中的多种基金中进行选择。

（八）促进基础养老金、个人账户资金作为长期机构投资者与资本市场的良性互动，创建适合基本养老金投资的外部市场环境。一方面，建议丰富养老金投资品种，可适时推出具有通胀保护功能的债券产品如与通胀挂钩的债券（TIPS 债券<sup>18</sup>）、丰富国债及国债衍生品的交易品种，允许基本养老金投资大额协议存款、货币市场基金、债券基金等长期、低风险的品种，为基本养老金个人账户的投资提供更加充分的选择。在资本市场趋于成熟时，允许适度配置部分股票、实业投资、基础设施、另类投资等长期投资品种，充分改善资产配置，实现风险收益的最优组合。另一方面，建议积极培育具有良好信誉和较强投资能力的养老金专业运营机构，采取市场化的激励约束机制，提高资产配

---

<sup>18</sup> TIPS 债券是由美国财政部发行的政府债券，TIPS 的本金根据通货膨胀系数（一般选取 CPI 指数）进行不断地调整，支付的利息根据调整后的本金计算，按债券上规定的固定票面利率每半年支付一次。TIPS 债券本金根据通胀指标调整为真实本金，其债券收益率体现为真实收益率，以此来规避通货膨胀的风险。

置能力和专业人员素质。

（九）多轨制养老金体现统一设计准则，共同发展实现全覆盖。从国际上看，许多国家都采用多轨制养老金计划，公共部门、私人部门的养老金制度是分开的，并没有存在问题，关键是要把握好多个养老金制度的设计准则，确定合理的筹资模式（尤其要考虑公职人员、农民等收入的特殊性）缩小待遇差距，参照同样的设计准则：基础养老金部分完成基本生活保障，个人账户部分体现缴费积累和投资回报，完成收入替代，补充养老部分强调自愿性、个人选择性，旨在提高养老水平。建立适应于不同群体的养老金制度亦可提高运行效率。同时，积极推动城镇居民社会养老保险制度、新农保试点工作，能够实现全覆盖。

（十）完善企业年金与商业养老保险的市场运行机制，充分发挥对养老保障体系的补充作用。一是完善配套税收优惠政策，实现 EET<sup>19</sup> 税收政策，大力推动和促进补充养老金市场整体发展。二是大力发展企业年金集合计划，考虑中小企业特点，降低中小企业建立年金计划的运行成本，真正体现企业年金的公平性、开放性和普及性。三是借鉴国外经验，投资者根据不同收益偏好选择不同风格的基金管理人，使基金管理人得以充分竞争，提高投资水平。四是调整企业年金和保险资金的投资产品和比例，逐步放开投资限制。五是丰富商业养老保险产品形态，提升公众对商业养老保险的认知力，加快设计符合个人需求的个性化产品，提高市场营销和开发能力，进一步发挥商业养老保险公司的专业优势，为养老保险体系做出有益补充。

（十一）实行弹性退休制，建立退休引导机制，间接延长退休年龄。延长退休是人类预期寿命延长和人力资本投资年限不断延长的必然要求，是维护代际公平的必然选择。但各国的改革经验表明通过直接禁止或者惩罚的措施往往容易遭到民众的反对，因此可不断通过各种间接措施来控制提前退休、鼓励和引导延迟退休和减少养老金支出。借鉴瑞典模式，通过养老金计发标准与平

<sup>19</sup>目前世界范围内企业年金税收模式主要有：后端征税的 EET、前端模式的 TEE 和终端征税的 ETE（企业年金个人所得税征收主要涉及缴费筹资、基金运营和养老金领取三个环节。E 表示免税，T 表示征税）

均余命相挂钩，允许实行弹性退休的办法。加大“柔性延领养老金”的试点范围”。柔性延领除了体现在退休年龄上，应该考虑行业、区域特性。应该充分体现“越晚申领养老金越多、缴费时间越长养老金越多、缴费基数越高养老金越多。人力资本低、风险大的不建议延长，人力资本高的建议延长。可以根据不同行业、不同区域的情况实行弹性退休。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话: (86) 83574569, 13911534993

传真: 010-66568641

中国银河证券网址: [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

中国银河证券博士后科研工作站网址: <http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>