

# 补充养老金、资本市场、实体经济： 良性互动与协同发展

◎沙 雁

**摘要：**国际经验表明，大力发展补充养老金是各国应对老龄化挑战的核心举措，且补充养老金能够支撑资本市场与实体经济良性互动。重视长期投资权益类资产、赋予个人投资选择权，发挥专业机构投资者的作用，是市场化导向的补充养老金制度的三大核心设计。针对我国补充养老金改革，主要提出以下四点建议：提升各类养老金的权益类投资比例；壮大第三支柱个人养老金，推动个税递延商业养老试点转常规；推进企业年金、职业年金实施个人投资选择权试点；充分发挥公募基金补充养老金投资主力军的作用。

**关键词：**补充养老金 资本市场 实体经济 权益类资产 公募基金

二十多年来，我国资本市场取得了长足发展，为实体经济提供了有力支持，但也长期面临投资者结构失衡、缺乏中长期资金、短期波动较大等问题。而随着老龄化不断加剧，我国养老金保障体系发展不均衡问题突出，基本养老“一支独大”，补充养老金发展严重不足，养老金保障体系可持续性亟须加强。

---

作者沙雁系中国证监会证券投资基金机构监管部主任。

从国际经验来看，具有长期性、规模性、规范性特征的养老金是资本市场最为重要的长期资金来源。推动养老金制度改革，大力发展补充养老金，并通过市场化手段进行投资运营，可为资本市场提供源源不断的稳定资金，实现长期资金与资本市场健康发展的有效匹配。同时，借助于资本市场发展红利，可实现养老金保值增值与实体经济发展之间的良性互动，是国际社会应对老龄化的核心举措。

## 一、补充养老金、资本市场、实体经济良性互动的国际经验

### （一）补充养老金是近年来各国应对老龄化的核心举措

近年来，人口老龄化已成为世界性问题。联合国定义，发达国家或地区65岁以上人口占总人口比重超过7%，或者发展中国家或地区60岁以上人口占总人口比重超过10%，即进入老龄化社会。按此标准，2017年全球60岁以上人口数约为9.2亿，占总人口的比重为13%，已全面进入老龄化社会。传统现收现付制养老的核心是代际转移，在职职工缴费，为退休一代支付养老金。随着老年人口比重逐年提升、在职人口比重不断下降，现收现付制养老面临日益严峻的可持续发展压力。为应对这一挑战，在世界银行的倡导下，发展由公共养老金、职业养老金和个人养老金共同构成的三支柱养老金，建立政府、单位、个人责任共担的养老保障体系，逐步成为各国养老金改革的普遍趋势。据OECD统计，近十年来全球补充养老金规模增长约21万亿美元，是养老金规模增长的主要来源。

### （二）补充养老金、资本市场和实体经济的良性互动

以美国为例，20世纪70年代以来，美国通过税收激励、鼓励参与资本市场投资等政策，推动补充养老金持续壮大。截至2017年底，美国补充养老金规模达到26万亿美元，占全球补充养老金规模的60%以上，占美国GDP的134%，为美国基本养老金规模的9倍，成为美国国民的主要养老金来源，极大减轻了第一支柱公共养老金的压力。与此同时，40年间，补充

养老金持有资本市场市值增加近9万亿美元，占同期增量市值的30%，促使美国的直接融资体系更加规范而有韧性，抗风险能力不断增强。得益于以补充养老金为主的长期资金持续注入资本市场，美国实体经济也得到了长足发展。美国资本市场在1978—1999年、2002—2007年、2009年至今三个持续上升期，催生了互联网、高端制造、生物科技三个重大经济动力源，成就了微软、谷歌、亚马逊、苹果、辉瑞制药等一大批全球领先的上市公司。

分析来看，补充养老金、资本市场和实体经济可形成三方共赢的良性互动机制：补充养老金通过资本市场投资运营分享经济发展成果，实现自身保值增值；补充养老金为资本市场提供长期稳定资金来源，提升了资本市场稳定性和吸引力；实体经济借助于资本市场获得了养老金源源不断的资金支持，成就了一大批高质量企业。

## 二、补充养老体系建设的三大核心安排

综观成熟市场补充养老金制度，三项安排尤为关键。

### （一）重视长期权益类资产投资

早在20世纪50年代，美国就提出养老金计划要“根植于美国的生产能力”，“建立在生产性资源的所有权而不是债权之上”，并将相关原则写入美国1974年补充养老金发展法案。1974年以来，美国补充养老金持续加大权益类资产投资，目前，美国最大的两类补充养老金计划〔包括雇主发起的401(K)计划以及个人自愿参加的IRAs计划〕权益类资产配置比例平均超过50%。2008年金融危机发生后，2009年、2010年美国补充养老金仍以超过15%的增幅继续增持美股，成为市场稳定的压舱石和经济复苏的启动器。积极投资权益市场为美国补充养老金带来了较好的中长期回报，据统计，美国补充养老金长期收益率在年化6%以上。与之相比，如果补充养老金过于注重固定收益类资产的投资，较低的长期收益将难以抵御通胀风险，也难以形成

规模的增长。以德国为例，其补充养老金中投资固定收益类资产比例高达52%，权益类资产投资比例仅为6%，2017年末实际收益率为2.1%。由于长期积累和收益不足，德国补充养老金资产占本国GDP的比重仅为6.9%。

### （二）赋予个人投资选择权

在补充养老金中引入个人投资选择权，本质上是建立个人养老金账户，实现个人账户资产以个人为主导，允许不同生命周期和风险偏好的参与者选择不同的养老金融产品，激发个人养老意识，鼓励个人承担养老责任。相比而言，引入个人投资选择权会提升补充养老金的权益资产投资比重，进而提升长期收益水平。如果排斥个人选择权，由企业或者第三方集中委托投资运营，则容易导致投资风格短期保守，影响长期收益水平，也影响养老金计划的吸引力。

以美国为例，第二支柱职业养老金有两类，一类是企业主导的确定给付型（DB）计划，一类是赋予个人投资选择权的确定缴费型（DC）计划，此外第三支柱的IRA计划也赋予个人投资选择权。1998年到2017年的20年间，DC计划和IRA计划资产占补充养老金总资产的比重从51%上升到65%，而DB计划的资产规模比重则从49%下降到35%。

### （三）注重发挥专业机构投资者的作用

美国补充养老金DC计划和IRA计划均注重发挥专业机构投资者的作用，借助公募基金等集合资管计划实现投资行为的长期化、组合化，解决个人投资者自行投资风险过高的问题。2006年，美国通过《养老金保护法》，建立了合格默认投资选择制度，进一步支持将养老目标公募基金（如目标日期基金、目标风险基金）列为默认投资产品，降低广大个人投资者选择基金产品的难度，进一步激发了个人参与补充养老金计划的热情。据统计，目前美国超过60%的家庭持有补充养老金计划，以401（K）为主的DC计划以及IRA计划规模合计达到17万亿美元，其中约一半投向了公募基金。

### 三、深化我国补充养老体系改革的建议

结合前述分析，以下针对深化我国养老金制度改革，推动养老金与资本市场、实体经济良性互动提出以下政策建议。

#### （一）进一步提升各类养老金投资权益类资产比例

从我国养老金投资实践看，权益投资对提升中长期收益水平效果明显。2007年以来，全国社保基金年均投资收益率（9.29%）较企业年金（7.34%）高出近2个百分点，主要原因就在于全国社保基金坚持长期投资和价值投资理念，权益投资比例更高。据统计，2017年全国社保基金权益投资比例为20%~30%，企业年金权益投资比例仅为10%左右，均有进一步提升的空间。建议总结全国社保基金十多年来市场化投资运营的成功经验，进一步提升各类养老金的权益投资比例。

#### （二）加快推动个税递延商业养老试点转常规

改革开放40年来，我国居民财富快速增长，个人具备自主积累养老金、提高退休生活水平的基础。建议以养老第三支柱个人养老金为突破口，加快壮大补充养老金，及早激发个人养老意识及养老责任。2018年5月，作为我国个人养老金制度探索的个税递延商业养老制度试点启动。建议推进相关制度尽快试点转常规，同时进一步加大税收激励力度、提高涉税操作便利性，有效激发居民参与热情。

#### （三）在企业年金和职业年金中实施个人投资选择权试点

现在我国第二支柱的企业年金和职业年金，均采用集中委托投资运营管理的模式，投资风格偏保守偏短期，不利于发挥养老金的长期优势，无法实现良好的投资回报。建议借鉴国际成熟经验，选择一些地区或者行业作为试点，支持企业年金和职业年金引入个人投资选择权，通过投资公募基金等养

老金融产品，激发个人借助第二支柱积累养老资产的积极性。

（四）发挥公募权益基金作为养老金投资主力军的作用，探索引入个人养老账户的默认投资机制

一方面，公募基金产品已经积累了较好的中长期收益，据统计，截至2018年底，偏股型基金近10年平均年化收益率达7.9%。但受基金投资中投资者盲目“追涨杀跌”因素影响，面临“产品盈利、投资者不赚钱”的困境。如充分发挥个人养老金的长期性特征，促使个人长期持有基金产品，不仅可通过分享国民经济发展成果提升中长期收益，也有助于将短期交易性资金转化为中长期配置性力量，进一步优化专业机构的投资行为。另一方面，从投资者的投资习惯看，无论是个人的第三支柱投资账户，还是个人拥有投资选择权的第二支柱补充养老金账户，让其完全自行选择投资标的进行投资并定期操作，对个人的投资经验和专业能力要求较高。建议借鉴国际经验，在个人投资选择权的基础上，探索在相关账户中引入默认投资机制，将养老目标基金等产品作为默认投资标的，在进一步提高资金流入稳定性的同时，将促进个人养老金有效保值增值，提高个人养老保障能力。

总的来说，发展补充养老金体系，建立补充养老金和资本市场的良性互动机制，对提高直接融资比重，建设更有韧性的资本市场，支持实体经济发展等战略目标均具有十分重要的意义。因此，建议尽快推进我国的补充养老金体系建设，构建其与资本市场和实体经济良性互动与协同发展机制。

### 参考文献

- [1] 王桦. 中国人口老龄化社会发展与应对策略[J]. 中国社会医学, 2014(4).
- [2] 董克用, 姚余栋. 中国养老金融发展报告 2017[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2017.
- [3] 世界银行. 防止老龄危机: 保护老年人及促进增长的政策[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 1998.
- [4] 郑秉文. 中国养老金发展报告 2016[M]. 北京: 经济管理出版社, 2017.
- [5] OECD Pension at a Glance: OECD and G20 Indicators 2017.

## Supplementary Pensions, Capital Market and Real Economy

SHA Yan

(China Securities Regulatory Commission)

**Abstract:** International experience has shown that vigorously developing supplementary pensions is the core measure for countries to cope with the challenges of aging. Supplementary pensions can support the positive interaction between the capital market and the real economy. There are three core designs of the market-oriented supplementary pension system, namely attaching importance to the long-term investment equity assets, granting individual investment options and playing the role of professional institutional investors. As for the reform of supplementary pension in China, the following four suggestions are put forward: increasing the proportion of equity investments in all types of pensions; expanding the third pillar of personal pension and promoting individual deferred commercial insurance; carrying out trials of individual investment options for enterprise annuities; giving full play to the role of public funds as the main force in supplementing pension investment.

**Keywords:** Supplementary Pensions, Capital Market, Real Economy, Equity Assets, Publicly Offered Funds