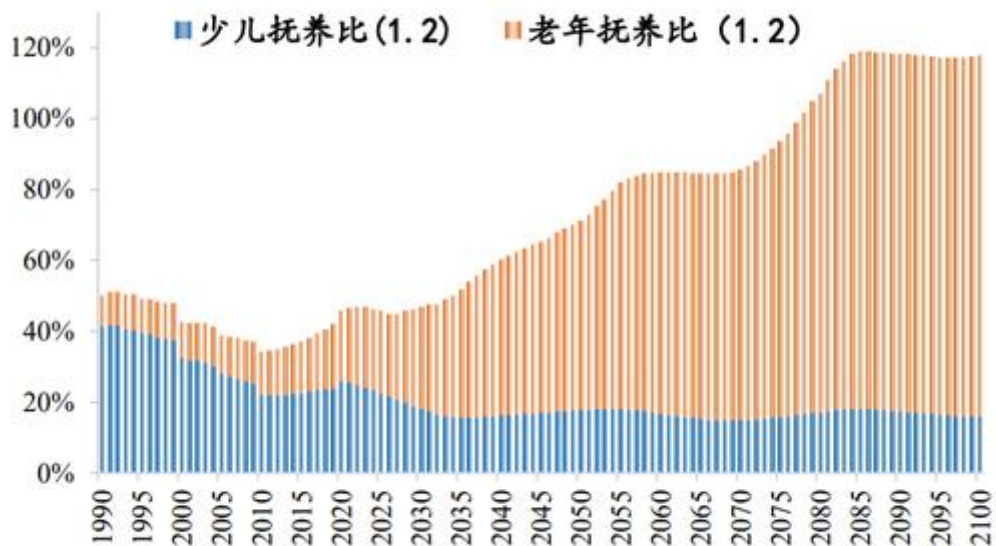


中国老龄化研究报告 2022

任泽平团队

图表：老年抚养比上行（假定生育率 1.2）



资料来源：国家统计局年鉴，第七次人口普查资料数据，育娲人口，泽平宏观

摘要

2022年《政府工作报告》提出：“积极应对人口老龄化，优化城乡养老服务供给，推动老龄事业和产业高质量发展”。应对人口老龄化已上升为国家战略。

“十四五”时期的人口老龄化压力比“十三五”时期要大。1962-1976年婴儿潮人口在未来5-10年进入老龄化。预计2033年左右进入占比超过20%的超级老龄化社会，之后持续快速升至2060年的35%。

1、人口老龄化已成为全球普遍现象，但中国人口老龄化规模大、程度深、速度快。

中国人口老龄化趋势将呈现五大特点：

1) 老年人口规模庞大。2020 年我国 65 岁以上老龄人口达到 1.91 亿，占总人口比重为 13.5%，全球每 4 个老年人中就有一个中国人。预计 2057 年中国 65 岁以上人口达 4.25 亿人的峰值，占总人口比重 32.9%-37.6%。

2) 老龄化速度快。2001 年中国 65 岁以上人口超过 7%，标志进入老龄化社会，用了 21 年的时间即 2021 年步入深度老龄化，届时 65 岁及以上人口占比超 14%，时间短于法国的 126 年、英国的 46 年、德国的 40 年。

3) 高龄化、空巢化问题日益突出。2020 年中国 80 岁及以上人口 3660 万，预计 2050 年将增至 1.59 亿，高龄老人可能面临更为严峻的健康问题，空巢老人和独居老人的增长将弱化家庭养老的功能。

4) 老年抚养比大幅上升，养老负担加重。2020 年老年抚养比 19.7%，预计 2050 年突破 50%，意味着每两个年轻人需要抚养一位老人。抚养老人和养育小孩成本高昂，年轻人两头承压。

5) 未富先老。中国人均 GDP 接近发达经济体下限，但 13.5% 的老龄化程度已经超过中高收入经济体 10.8% 的平均水平，将面临经济增长和养老负担双重压力。

2、人口既是经济增长的红利，也是社会共担的负债。养老保障体系尤其是养老金体系至关重要，微观上影响每个人一生的财富分配，宏观上关系到经济可持续发展的动力、社会稳定的根基。

中国短短三十年建立起覆盖 10 亿人口、参保率超过 90% 的基本养老保险体系，并保持养老金水平连续十七年上涨，为人民创造美好生活奠定了坚实基础。

当前我国养老保障体系呈现四大特点：1) 总量上看，基本养老保险覆盖约 10 亿人，养老金总储备达 13 万亿元，参保率超过 90%，但整体储备不足，养老金收支矛盾日益突出。2) 结构上看，第一支柱占比近 70%。我国养老金体系建设起步较晚，养老金第一支柱加上全国社保基金占比近 70%，覆盖广，但尚未实现全国统筹、替代率不足；第二支柱占比约 30%，民营企业参与意愿低；第三支柱仍在探索，账户制和成体系的税收优惠政策尚未出台。3) 养老金区域和城乡差距拉大。人口流出区域养老金收不抵支，2021 年全国仅 7 个省级行政区实现了对中央调剂基金的净贡献；2020 年农村养老保险人均领取额每月不足 200 元，较城镇职工基本养老保险人均领取额相差约二

十倍。4) 养老金市场化投资运营程度较低。入市资金体量不到 20%，大量养老金只能投向国债和银行定期存款，长期面临贬值压力，养老金投资运营机构缺乏长周期考核机制。

3、国际经验：建设多层次养老保障体系是大势所趋，但各支柱如何协调统筹发展，需充分考虑国情。一是以第一支柱为主的德日模式，德国通过实施包括延长退休年龄、提高缴费费率、调整养老金计算公式及引入一项新的养老保险，完善第一支柱，并通过税收补贴等方式大力发展第二三支柱。而日本养老金制度改革滞后错过时间窗口。二是以第二支柱为主的英美模式，成熟的资本市场为发展第二三支柱提供多样化的养老基金产品，税收优惠、自动加入机制、合格默认投资工具（QDIA）机制和账户转换成为推动美国二三支柱发展的重要因素。三是养老金私人化的智利模式，智利采取 DC 型强制性个人账户养老金计划，不利于养老保险制度发挥互济性和公平性的社会调节作用。

4、启示：面对老龄化形势，应建设多层次养老保障体系，在顶层设计、部门协调、区域协调、激发市场主体积极性方面统筹推进。一是制度层面，合理界定政府、企业和个人的养老责任，三大支柱形成差异化定位。做大做强第一支柱以满足基本养老保障，积极发展第二三支柱，满足更多元的养老保障需求。二是筹集与投资方面，推进渐

进式延迟退休政策，通过财税政策、自动加入、默认投资工具、便携性等手段大力鼓励二三支柱发展。构建养老金与资本市场协同发展体系，引导养老金等长期资金入市，夯实金融机构资产配置与风险管理能力。三是养老产业层面，加大养老产业金融支持探索，优化养老服务供给。积极培育银发经济，推动老龄事业的高质量发展。四是养老模式层面，大力发展“互联网+养老”的智慧养老服务体系，推进适老化改造，保障老年人高质量、有尊严的退休生活。

相信经过一系列改革措施，中国一定能成功应对规模大、速度快的老龄化。

目录

1 中国人口老龄化的趋势特点

1.1 中国人口老龄化现状

1.2 中国人口老龄化五大趋势：规模大、速度快、高龄化、未富先老、养老负担加重

2 中国养老金融体系的现状和挑战

2.1 养老金储备约 13 万亿，收支平衡压力较大

2.2 公共养老金占比 70%，覆盖广，统筹层次低，替代率低

2.3 私人养老金占比 30%，覆盖率低，市场主体参与意愿不足

2.4 养老金区域和城乡差距拉大

2.5 养老金市场化投资运营程度较低，长期面临贬值压力

3 养老金制度国际经验：没有最好的模板，只有适合国情的制度

3.1 德日模式：以第一支柱为主，德国大力发展二三支柱，日本错过时间窗口

3.2 英美模式：以第二支柱为主，依赖成熟的资本市场建立完善的私人养老金体系

3.3 智利模式：发展完全积累制 DC 型养老金模式，养老金私人化

4 启示

4.1 顶层设计层面，明确三大支柱边界与功能定位

4.2 养老金筹集与投资方面，推进渐进式延迟退休政策，构建养老金与资本市场协同发展体系

4.3 养老产业层面，优化养老服务供给，推动老龄事业的高质量发展

4.4 养老模式层面，大力发展智慧养老服务体系，保障老年人高质量、有尊严的退休生活

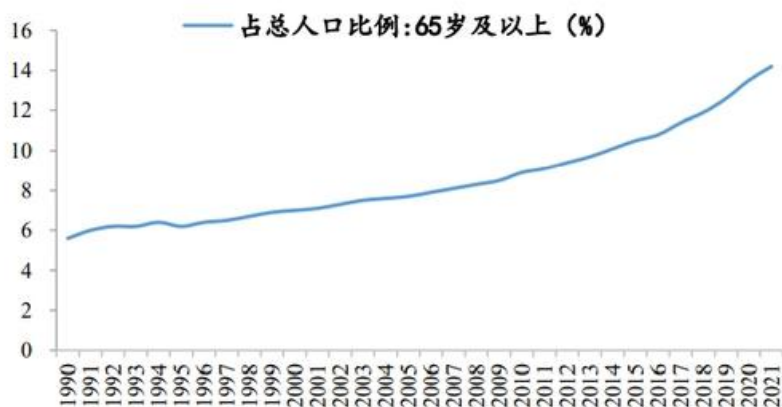
1 中国人口老龄化的趋势特点

老龄化是经济社会进步下人口再生产方式转变的结果，由低生育率和寿命延长共同作用，已成为全球普遍现象。中国人口基数更为庞大、计划生育政策严格推行，面临更为严峻的老龄化形势。

1.1 中国人口老龄化现状

中国人口老龄化程度在全球已处于中上水平。1953-2021 年中国 65 岁及以上人口从 2632 万增至 2 亿，占比从 4.4% 增至 14.2%。从历史看，1990-2000、2000-2010、2010-2020 年老龄化程度年均分别增加 0.15、0.18、0.46 个百分点，老龄化明显加快。从国际比较看，根据联合国统计，2020 年全球 65 岁及以上人口占比 9.3%，其中高收入经济体、中高收入经济体分别为 18.4%、10.8%；日本、意大利、葡萄牙老龄化居全球前三，分别为 28.4%、23.3%、22.8%。中国排名为 63 名，但仍高于全球 9.3% 的平均水平。

图表：近 20 年中国 65 岁以上人口比例快速上涨



资料来源：Wind，泽平宏观

图表：全球主要经济体的老龄化排名

排名	经济体	2020年65岁及以上人口占比 (%)
1	日本	28.40%
2	意大利	23.30%
3	葡萄牙	22.77%
4	芬兰	22.55%
5	希腊	22.28%
6	德国	21.69%
7	保加利亚	21.47%
8	马耳他	21.32%
9	克罗地亚	21.25%
10	波多黎各	20.83%
63	中国	13.50%
平均水平	全球	9.30%

资料来源：世界银行，泽平宏观

少子化和长寿趋势将使得老龄化持续加深。从少子化情况看，中国出生人口持续创历史新低。1949年以来中国先后经历了三轮婴儿潮，原本应在2010年后出现的第四轮婴儿潮因长期计划生育而基本消失，2014年单独一孩、2016年全面二孩政策对生育影响有限，出生人口短暂反弹后持续下滑，2021年降至1062万，持续创除1959-1961年三年自然灾害外的历史新低。出生人口受育龄妇女、总和生育率影响。从育龄妇女看，中国20-35岁主力育龄妇女规模在1997年达1.86亿的峰值，预计2030年将较2020年减少约25%。从总和生育率看，中国总和生育率从1970年之前的5-6以上快速降至1990年的2左右，再降至2010年的1.5左右，2014、2016年有所反

弹，但之后持续降至 2021 年的 1.15（注释 1）。在城市化推进、受教育程度提升、单身不婚等背景下，总和生育率趋势下行。

从长寿趋势看，中国平均预期寿命达约 78 岁，未来还有较大提升空间。1950-2020 年，中国平均预期寿命从约 40 岁提升至约 78 岁，过去 20 年平均每十年提升 2-3 岁。目前中国平均预期寿命已明显高于全球平均水平的 72.8 岁和中高收入经济体的 75.9 岁，但低于高收入经济体的 81.2 岁；其中，日本、美国分别为 84.8、78.9 岁。按照联合国人口预测中方案，到 2100 年全球人口平均预期寿命将达 81.8 岁，其中高收入经济体均值将超过 90 岁，日本将达约 94 岁。

1.2 中国人口老龄化五大趋势：规模大、速度快、高龄化、未富先老、养老负担加重

趋势一：中国老年人口规模大，全球每 4 个老年人中就有一个中国人，老年人口数量将长期保持世界第一位。1964-2020 年，中国 65 岁及以上人口占全球老人比重从 14.8% 升至 25.6%，相当于全球每 4 个老年人中就有一个中国人。预计到 2035、2050 年，中国 65 岁及以上老年人口将分别达 3.27、3.93 亿，占全球老人比重将分别为 21.8%、26.2%。预计中国 65 岁及以上人口将持续增长至 2057 年 4.25 亿的峰值，然后逐渐减少。在总和生育率 1.0、1.2、1.6 的假设下，2057 年中国 65 岁及以上人口比重将分别为 37.6%、35.9%、32.9%。

图表：中国 65 岁及以上老年人口规模预测（万人）

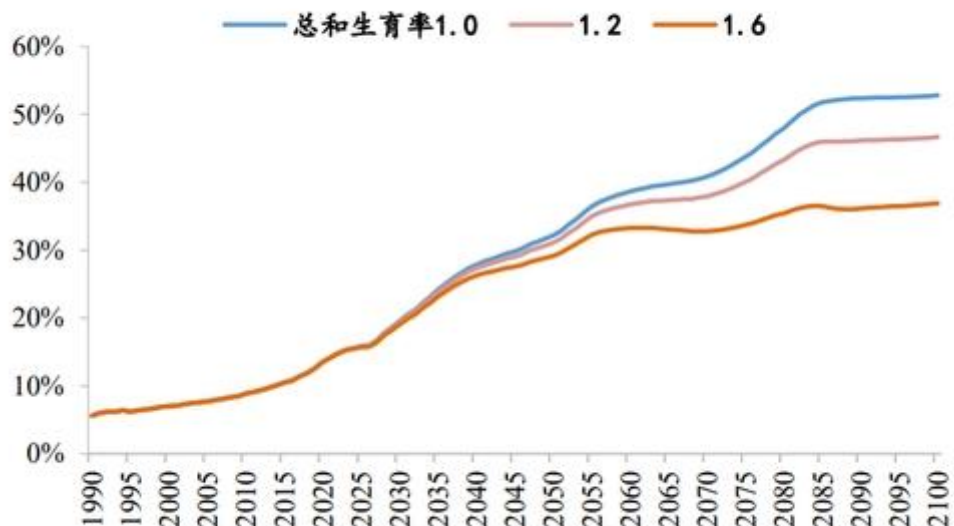


资料来源：第七次人口普查资料数据，育娲人口，泽平宏观

趋势二：中国老龄化速度快，未来 30 多年处于老龄化快速深化期。随着 1962-1975 年第二轮婴儿潮出生人口逐渐衰老并进入生命终点，未来 30 多年中国人口老龄化程度将快速深化。中国 2000 年进入 65 岁及以上人口占比超过 7% 的老龄化社会，并且已于 2021 年、即用 21 年进入老年人口占比超 14% 的深度老龄化社会，预计再 11 年后即 2032 年前后进入老年人口占比超 20% 的超级老龄化社会。从发达经济体情况看，从老龄化到深度老龄化，法国用了 126 年（1864-1990 年）、英国 46 年（1929-1975 年）、德国 40 年（1932-1972 年）、日本 24 年（1971-1995 年）；从深度老龄化到超级老龄化，法国用了 28 年（1990-2018 年），德国用了 36 年（1972-2008 年），日本用了 11 年（1995-2006 年）。在总和生育率 1.0、1.2、1.6 三个方案下，预

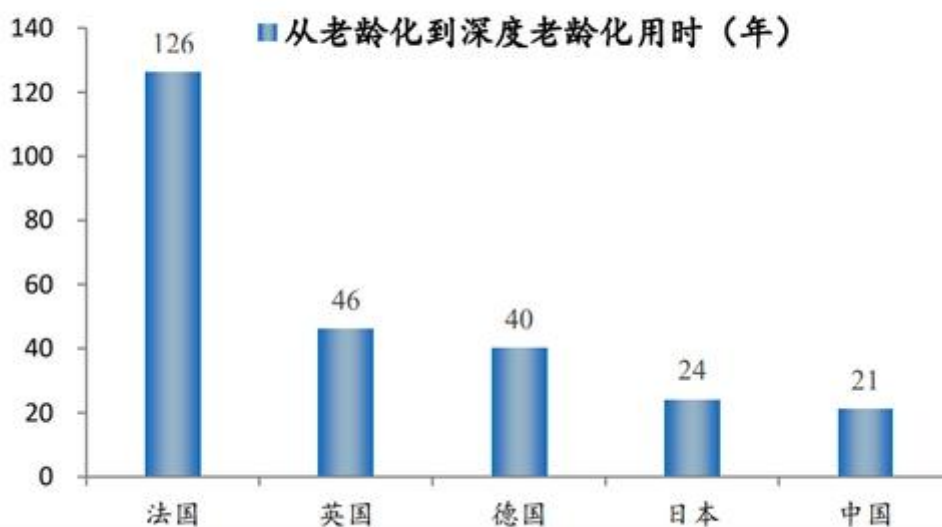
计 2050 年老年人口占比将分别为 32.1%、31.1%、29.1%，到 2100 年将分别为 52.8%、46.7%、36.9%。

图表：中国未来 30 年多年将处于老龄化快速深化期



资料来源：第七次人口普查资料数据，育娲人口，泽平宏观

图表：进入老龄化和深度老龄化的用时



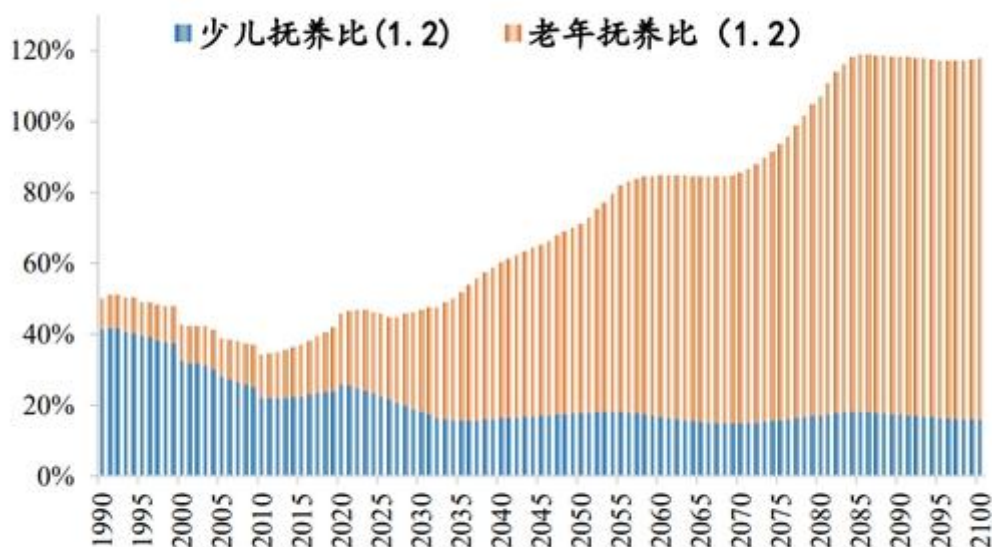
资料来源：世界银行，泽平宏观

趋势三：高龄化、空巢老人问题日益突出，80岁及以上人口将持续增至约2074年的2.1亿，空巢老人尤其是独居老人增长。老年人口分为80岁以下的低龄老人和80岁以上的高龄老人，前者健康水平较高，后者健康水平较低。2010-2020年，中国80岁及以上人口从2099万增至3660万，占总人口比重从1.6%增至2.6%。预计到2035、2050年，中国80岁及以上人口将分别增至8256、15962万，占总人口比重分别达约6%、约12%。根据《第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查成果》，2020年我国失能老年人达到4200万，空巢和独居老年人已达到1.18亿。这将严重弱化家庭养老的功能，祖辈和子代两地分居，子代对祖辈的照顾多来自于经济支持，而生活照护、情感支持等家庭养老保障减少。

趋势四：老年抚养比攀升、少儿抚养比下滑，养老负担加重。2020年老年抚养比为19.7%，所谓老年抚养比，是指人口中65岁及以上人口数与劳动年龄人口数之比，这意味着目前平均5名年轻人要抚养一位老人。假设鼓励生育引起全社会广泛响应，财政支出达到其他发达国家平均水平，总和生育率1.2是最有可能发生的一种情形，预计2050年老年抚养比达53.2%，即每两个年轻人需要承担抚养一位老人的责任。除沉重的养老负担外，中国小孩高昂的养育成本也让年轻人

“两头承压”，社会生育意愿不强导致少儿抚养比的下滑，年轻人口规模萎缩，社会养老负担进一步加重。

图表：老年抚养比上行（假定生育率 1.2）



资料来源：国家统计局年鉴，第七次人口普查资料数据，育娲人口，泽平宏观

趋势五：未富先老问题突出。中国在 2001 年进入老龄化时，人均 GDP 仅处于 4000 美元的水平，中国在追赶阶段已进入老龄化，2021 年中国人均 GDP 为 1.25 万美元，接近高收入国家下限水平，但中国 65 周岁及以上老年人口占比 13.5%，高于中高收入经济体 10.8% 的平均水平。反观发达经济体，大部分都是在物质财富积累到一定程度后，才开始进入人口老龄化阶段，瑞典、日本、英国、德国、法国等发达经济体在进入老龄化时，人均 GDP 大约在 1 万至 3 万美元。相应地，这些国家有足够的财力来解决老年人的养老问题。

2 中国养老金融体系的现状和挑战

中国短短三十年建立起覆盖 10 亿人口、参保率超过 90%的基本养老保险体系，并保持养老金水平连续十七年上涨，为人民创造美好生活奠定了坚实基础。但严峻的老龄化形势对多层次养老保障体系提出更多挑战，需在顶层设计、部门协调、区域协调、激发市场主体积极性方面统筹推进。

2.1 养老金储备约 13 万亿，收支平衡压力较大

我国拥有世界上规模最大的社会保障体系，基本养老保险覆盖约 10 亿人，但养老金投资规模仍远低于发达经济体水平。

从我国情况看，我国养老金建设起步较晚，自 1991 年 6 月国务院发布《关于企业职工养老保险改革的决定》后，开始探索建立基本养老保险、企业补充养老保险和个人储蓄型养老保险相结合的多层次养老保障体系。过去三十多年，基本养老保险在覆盖面上大幅提升。2020 年末，基本养老保险参保人数合计 9.99 亿、参保率超过 90%。总体来看，2021 年我国养老金储备约 13 万亿元，养老金第一支柱加上全国社保基金占比近 70%，第二支柱占比约 30%，第三支柱仍在探索。

图表：2020 年我国三支柱养老金体系构成

类型	构成		资金来源	参与人数 (万人)	累计结余 (万亿元)
第一支柱	基本养老保险	城镇职工基本养老保险	单位缴纳比例为 16%，个人 8%	47409	4.9
		城乡居民基本养老保险	由个人缴费、集体补助、政府补贴等构成	54734	1.0
第二支柱	企业年金		企业缴费不超过职工工资总额的 8%，企业和职工个人缴费合计不超过 12%	2718	2.3
	职业年金		单位缴费比例为本单位工资总额的 8%，个人缴费比例为本人缴费工资的 4%	4235	1.3
第三支柱	个人储蓄型养老金		个人自愿参与	-	-
国家储备金	社会保障基金		由中央财政预算拨款、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构成	-	2.5

资料来源：全国社会保障理事会、人力资源和社会保障部

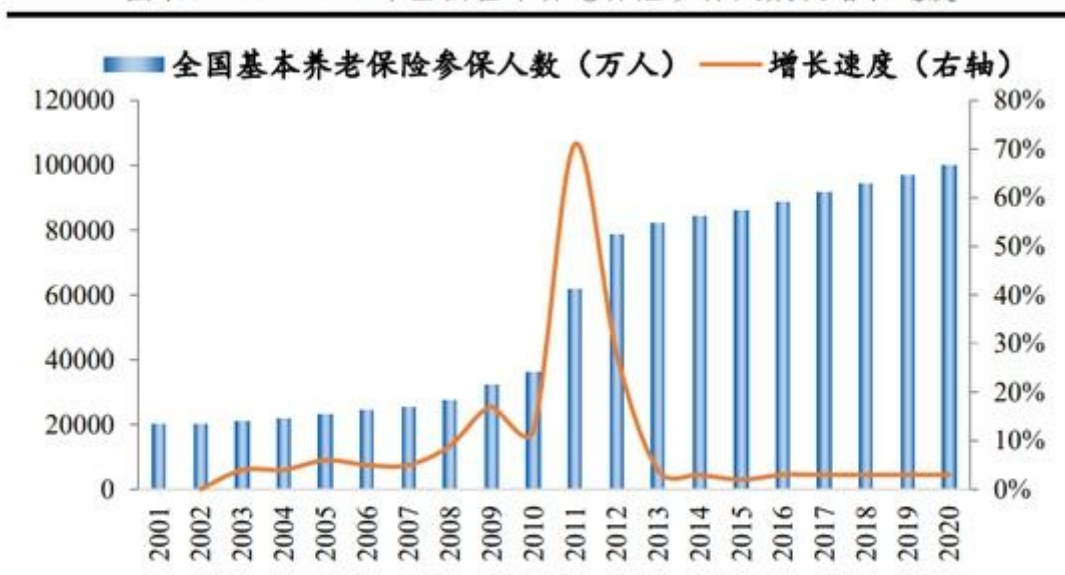
伴随人口老龄化加速到来，养老金维持收支平衡的压力较大。过去在人口年龄结构均衡且长期不变的情况下，目前的养老金收支体系能够发挥良好的养老保障功能，但随着老龄化加速到来，作为养老金筹集来源的劳动力规模持续缩减，而支取需求的老年人口规模迅速扩大，养老金将不可避免地出现收支缺口，威胁制度的可持续性。中国社科院《中国养老金精算报告 2019-2050》预测，养老金收不抵支出现在 2028 年，到 2035 年将耗尽累计结余。

2.2 公共养老金占比 70%，覆盖广，统筹层次低，替代率低

第一支柱为基本养老保险，包括城镇职工基本养老保险、城乡居民基本养老保险等，参保人数约 10 亿。城镇职工基本养老保险覆盖城镇单位职工，实行统账结合制，用人单位缴纳比例 16%，用于社会

统筹、实行“现收现付制”，个人缴纳 8%，进入个人账户、实行“积累制”。2021 年 9 月参保人数 47409 万人，基金累计结存 49485.5 亿元。城乡居民养老保险覆盖 16 岁以上、在校生意外、未参加城镇职工基本养老保险的人群，资金由个人缴费、集体补助、政府补贴等构成，2021 年 9 月底参保人数 54734 万人，基金累计结存 10861.9 亿元。基本养老保险参保人数合计 10.21 亿、参保率超过 90%。

图表：2001-2020 年全国基本养老保险参保人数及增长速度



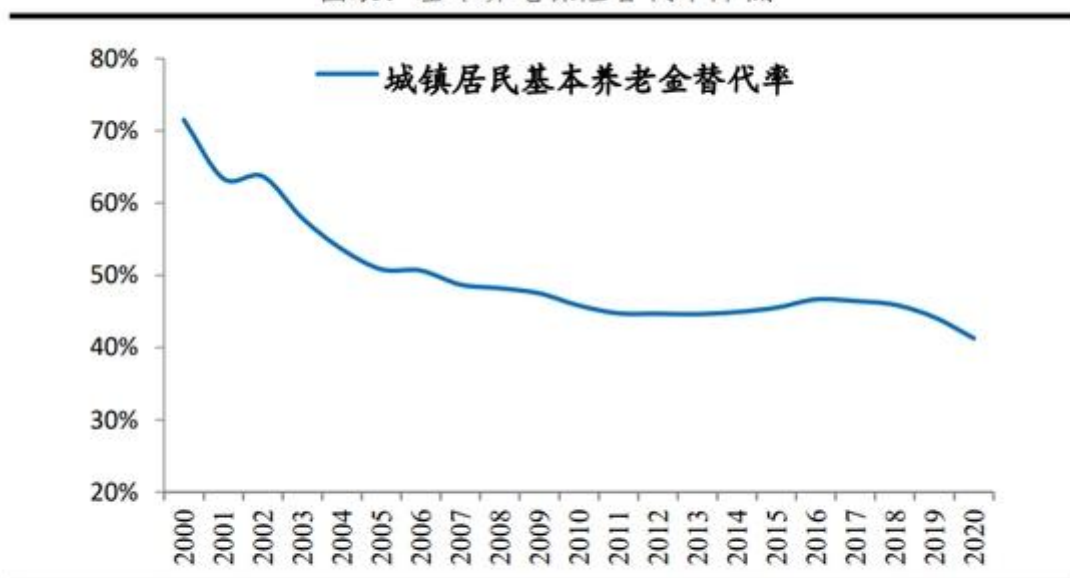
资料来源：人力资源和社会保障部，泽平宏观

基本养老保险统筹层级较低，增加协调成本。长期以来，我国养老保险基金分散在全国 2000 多个以县市为主的统筹单位之中，人口流出区域养老金收不抵支，需要靠中央调剂维持平衡；同时，县、市和省逐级收缴发放的模式和投资运营之间衔接存在困难，限制了市场

化投资运营。提高统筹层次已经写入“十四五”，2020年我国基本养老保险实现省级统筹，目标2025年实现全国统筹。

我国养老金水平连续十八年上涨，但养老金替代率水平仍不足。21世纪以来，我国养老金水平连续十八年上涨，由最初人均572元/月上升到3450元/月。但基本养老金替代率近年来却下降，全国平均或不足50%，而国际公认的比较适合的养老金替代率为70%~85%，我国较低的养老金水平离满足体面养老的需求还有一定差距。

图表：基本养老保险替代率降低



资料来源：Wind，泽平宏观

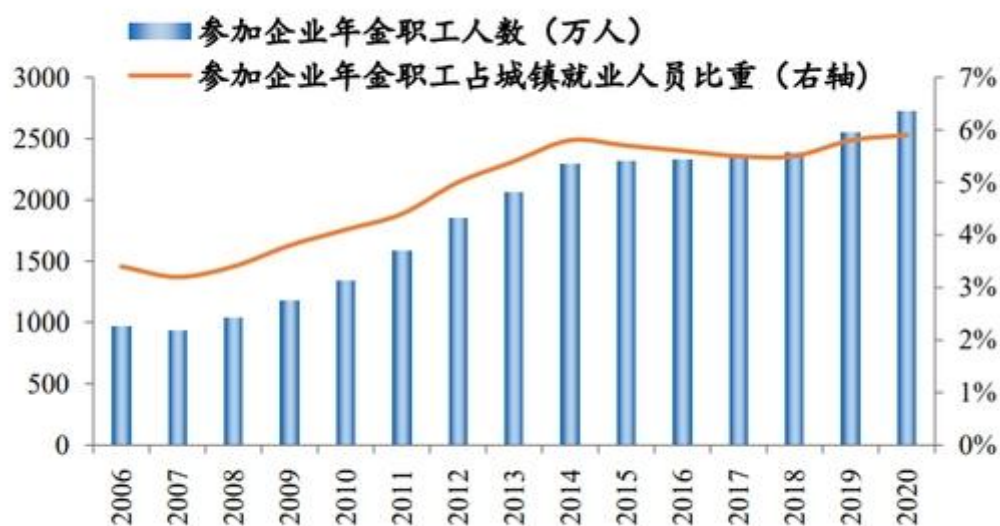
注：替代率=城镇职工基本养老保险基金支出/参加基本养老保险人数/就业人员平均工资

2.3 私人养老金占比30%，覆盖率低，市场主体参与意愿不足

私人养老金主要分为企业主导的第二支柱和个人主导的第三支柱，是公共养老金的重要补充。

我国第二支柱参与人数近 7000 万，由企业年金和职业年金组成，覆盖率低，民营企业参与积极性不高。企业年金要求由企业与企业一方集体协商、自主确立，实行完全积累制。2007-2014 年企业年金参保人数从 939 万迅速增至 2293 万，年均增速超过 10%，但 2015 年后增速明显下滑。截至 2020 年底，企业年金参与企业数为 10.5 万个，参与人数约 2718 万，积累基金约 2.3 万亿元。从行业看，建立企业年金制度的企业大多集中在能源、电力、铁路、交通等行业，且大约 3/4 为国有企业，民企占比很小。职业年金面向机关事业单位及人员，截至 2020 年末参与人数约 4235 万人、基本实现全覆盖，金额约 1.3 万亿元。

图表：全国参加企业年金的职工人数及占城镇就业人员比重



资料来源：人力资源社会保障部社会保险基金监管局，泽平宏观

我国第三支柱建设尚处起步阶段，尚未出台账户制。近年来，我国主要在产品端对第三支柱建设进行了积极探索，在政策推动下保险、银行、基金已开始推进产品建设，但第三支柱的账户制度、税收优惠、产品标准等顶层设计尚未出台。2018年，我国试点税延商业养老保险，所谓“税延”，是指个人所得收入用于购买指定养老金融产品时，延缓缴纳个人所得税，到领取环节再收税的“税收延期制度”。但目前试点的税延商业养老保险2020年末规模仅4亿，该政策对仅缴纳3%税率和不缴税的中低收入人群存在负向激励，而对税率在10%及以上的中高收入人群吸引力不足。

私人养老金产品层面，缺乏统一规范的标准、养老金融产品有效供给不足。一是我国还缺乏养老金融产品的统一法规，对产品标准、业务范围、从业机构、服务标准、业务流程等内容进行界定和规范。二是在金融分业监管背景下，银行主营存款、固定收益类理财，证券主营券商集合理财，保险主营寿险和健康险，分业运营制约了“一站式”财富管理的发展，具有长期养老功能、符合生命周期管理特点的养老金融产品有效供给不足。从实践情况看，银行及理财子公司过去推出的养老储蓄存款、养老理财产品由于养老属性弱，受监管指导已全面取消。在基金业，截止2022年1月14日，我国已经成立178只养老目标基金（FOF），最新规模1157亿元，据不完全统计，户数突

破 332 万户，但仅占总人口比重 0.24%。同时，养老信托和养老保险整体上也并没有形成规模。

图表：个人养老金融产品情况

行业	产品	基本情况
银行储蓄	养老储蓄存款、养老理财产品	过去养老理财产品中投资期限在 1 年以下和 3 年以下的产品数量占比分别为 87% 和 94%，资产投向集中于高流动性、短期固定收益类资产。2020 年中开始受监管要求，若发行含有“养老”字样的理财产品必须获得监管部门认证，2020 年 2 月 20 日，光大理财首款公募理财产品“阳光金养老 1 号”面向公众正式发售。2021 年 12 月 6 日，工银理财、建信理财、招银理财和光大理财 4 家试点机构首批银行理财产品面向公众正式发售。
保险	商业养老年金保险	过去养老年金保险的短期理财属性强、养老属性弱。2015 年原保监会《人身保险公司保险条款和保险费率管理办法》、2017 年《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》等进行了规范。2020 年末，商业养老年金保险保费收入 712 亿元，责任准备金超过 5800 亿元。
	老年人住房反向抵押保险	2014 年 6 月原保监会发布《关于开展老年人住房反向抵押养老保险试点的指导意见》开始试点，2018 年全面推行。截至 2019 年 9 月末，反向抵押保险期末有效保单 129 件，共 129 户家庭 191 位老人参保，参保老人平均年龄 71 岁。
	个人税收递延型商业养老保险	2018 年 4 月财政部等五部门发布《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》（财税[2018]22 号），自 2018 年 5 月 1 日起在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区开展试点。到 2020 年底共有 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。
	专属商业养老保险	2021 年 5 月银保监会印发《关于开展专属商业养老保险试点的通知》，宣布自 2021 年 6 月 1 日起由 6 家人身险公司在浙江省（含宁波市）和重庆市开展为期一年试点。
基金	养老目标基金	2018 年 2 月证监会《养老目标证券投资基金指引（试行）》要求，以 FOF 方式操作，定期开放的封闭运作期或投资人最短持有期限不低于 1 年，包括目标日期、目标风险两类。截至 2021 年 12 月 7 日，我国养老目标基金达 168 只，封闭期为 1 年、3 年、5 年，规模合计 1115 亿元。

资料来源：银保监会、证监会，泽平宏观

2.4 养老金区域和城乡差距拉大

区域不平衡程度越发突出，呈现“强者越强、弱者越弱”的格局。

从财政部公布的《2021 年中央调剂基金缴拨差额情况表》来看，只有广东、北京、福建、江苏、浙江、上海、山东在内的 7 个地区实现了对中央调剂基金的净贡献，其中广东养老金收入 4532 亿元，净贡献 726 亿元，均位列第一，而辽宁与黑龙江分别领取下拨基金 625 与

547 亿元，连续多年成为受补贴最多的省份。此外，2021 年中央调剂基金缴拨差额预算数均超过上年执行数 100%，这意味着受补贴区域的养老金收不抵支情况越发严重，而养老金结余地区将进一步增加养老金净贡献，区域差距进一步拉大。

城乡养老金差距值得关注，农村养老保险人均领取额每月不足 200 元。2020 年城镇职工基本养老保险人均领取额 40198 元/年（折合 3350 元/月），而城乡居民养老保险人均领取额仅有 2089 元/年（折合 174 元/月），相差约二十倍。造成城乡差距的直接原因是养老保险“双轨制”。其中城镇从业人员养老金缴费标准高，退休金水平高。而城乡居民养老保险个人缴费标准更低，主要依靠国家补贴。若要缩小城乡养老金差距，降低职工养老金待遇将引起不满，而提高农村居民养老金待遇，财政无法负担，因此短期内上述差距仍将存在。

2.5 养老金市场化投资运营程度较低，长期面临贬值压力

我国养老金投资总体比较保守，权益类资产欠配。2021 年，人社部调整年金基金投资范围，流动性资产占比不低于 5%，固定收益类资产占比不高于 135%，权益类资产不高于 40%、目前实际占比可能在 10%-20%左右。但从国际上看，据 WillisTowersWatson 统计，全球养老金资产最多的七个国家（美国、英国、日本、澳大利亚、加拿大、荷兰、瑞士），权益投资占比达到 43%。

养老金入市比例约 20%，大量沉睡资金将跑输通胀。2020 年基本养老保险委托投资到账金额 1.05 万亿元，入市资金体量不到 20%，2016 年 12 月-2020 年年均投资收益率 6.89%。没有入市的基本养老金只能投向国债和银行定期存款，将大幅跑输通胀。社保基金 2020 年投资收益率为 15.84%，自 2000 年 8 月成立以来年均投资收益率 8.51%。企业年金 2020 年投资收益率为 10.31%，自 2007 年以来年均加权平均收益率为 7.30%。

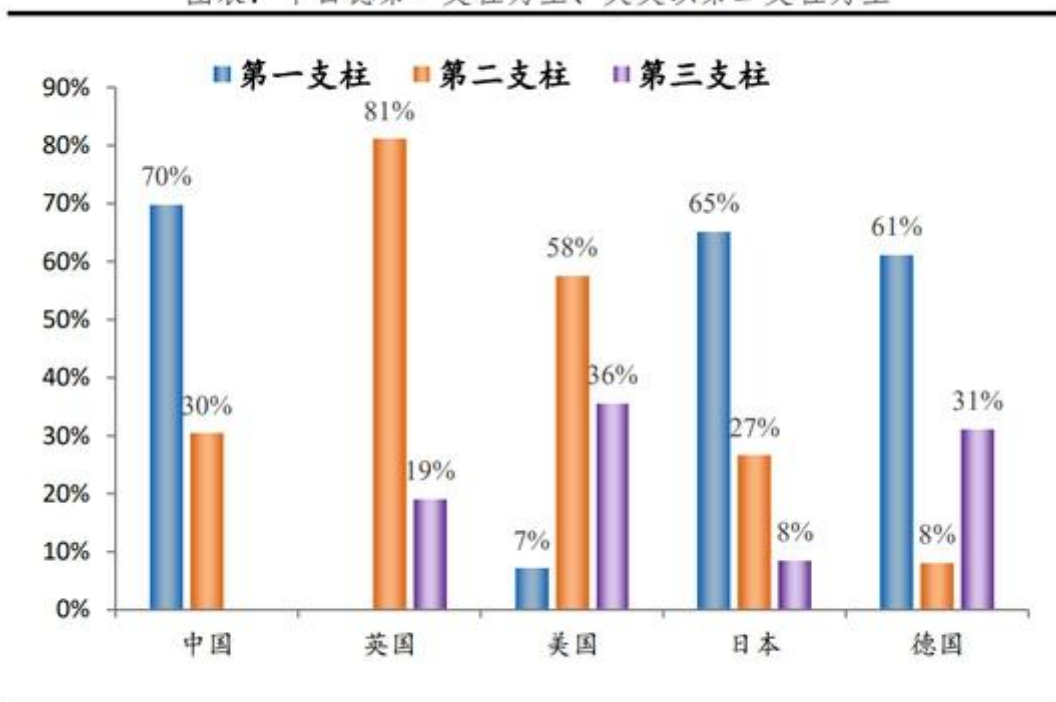
缺乏长周期考核机制，交易过程呈现“散户化”的倾向，不符合养老金长期投资的基本特点。一些企业年金和职业年金甚至进行月度、周度排名。这种做法使投资短期化，极大削弱了长期资金的优势，在强大的考核和业绩压力下，一些机构“追涨杀跌”的短期行为仍较为普遍。

3 养老金制度国际经验：没有最好的模板，只有适合国情的制度

建设多层次养老保障体系是大势所趋，但各支柱如何协调统筹发展，需充分考虑国情。德日模式以第一支柱为主，德国通过实施包括延长退休年龄、提高缴费费率、调整养老金计算公式及引入一项新的养老保险，完善第一支柱，并通过税收补贴等方式大力发展第二三支柱。而日本养老金制度改革滞后错过时间窗口。英美模式以第二支柱为主，成熟的资本市场为发展第二三支柱提供多样化的产品，税收优

惠、自动加入机制、合格默认投资工具（QDIA）机制和账户转换成为美国二三支柱发展的重要推动因素。智利模式以第三支柱为主，智利采取 DC 型强制性个人账户养老金计划，不利于养老保险制度发挥其本应具有的社会调节作用。

图表：中日德第一支柱为主、英美以第二支柱为主



资料来源：OECD，泽平宏观

3.1 德日模式：以第一支柱为主，德国大力发展二三支柱，日本错过时间窗口

德国养老金制度由“一枝独秀”到多层次模式。传统的德国养老保险制度包含“三个支柱”：法定养老保险（第一支柱），企业年金保险（第二支柱）和个人养老保险（第三支柱）。人口老龄化给德国现收现付制的基本养老保险的可持续性带来了严重挑战，2019年，

德国养老基金规模为 2855.22 亿美元，占 GDP 的 7.4%，低于 OECD 成员 60.1% 的平均水平。为此，德国对养老金制度进行一系列改革，一是对于第一支柱，在法定养老保险方面，实施包括延长退休年龄、提高缴费费率至目前的 19% 左右、调整养老金计算公式、完善缴费优待办法等方案。并于 2004 年引入的一项新的养老保险——吕库普养老金，与法定养老保险的作用类似，是为了保障人们的养老基本需求。不同的是法定养老保险采用的是现收现付制，资金主要来源为法定养老保险的保费和联邦政府补贴，吕库普养老金采用基金积累制的融资结构，享受政府减税和一定的免税政策。二是大力推动第二三支柱建设。其中最核心的是通过以劳动部长里斯特命名的养老金改革法案，以期通过政府的财税补贴政策激励民众购买商业养老金产品，并引入企业补充养老金来稳定法定养老保险缴费费率达到减轻企业负担的目标，缓解老龄化对现收现付制社保养老金的冲击。

日本养老金体系以公共养老金主导，改革滞后错过时间窗口。日本养老金体系的特色是以公共养老金为主导的三支柱养老金体系，公共养老金资产规模占 GDP 的 34.7%（2020 年财年），私人养老金占 GDP 的 28.6%（2019 年，OECD 统计）。公共养老金规模明显高于私人养老金。在人口红利期，日本公共养老金运作良好，政府缺乏足够动力进行相关改革。1990 年代以来，人口快速老龄化和经济衰退使日

本公共养老金收支状况逐渐恶化，但直到 2000 年后才陆续对养老金制度进行大幅改革，错过时间窗口。

3.2 英美模式：以第二支柱为主，依赖成熟的资本市场建立完善的私人养老金体系

美国建立了较为完善的私人养老金体系，税收优惠、自动加入机制、合格默认投资工具（QDIA）机制和账户转换成为推动美国二三支柱发展的重要推动因素。第一支柱为强制性联邦公共养老金计划，即社会保障计划（OASDI），为居民提供基本养老生活保障，仅占 7%；第二支柱为自愿型雇主养老金计划，包括 DB 计划和 DC 计划；第三支柱为个人养老储蓄计划，包括个人退休金账户计划（IRA）以及其他个人储蓄和投资计划。第二支柱的 DC 计划和第三支柱 IRA 计划是美国养老金主体，目前二者合计占养老金比重约 60%。其中 DC 计划又以 401（k）计划为主体，该计划下企业和雇员均缴纳一定款项用于养老金计划的投资，风险由雇员承担，并引入自动加入机制和合格默认投资工具（QDIA）机制。同时，401（k）在企业层面和个人层面均给予缴费税收优惠，投资获得的增值部分也获得税收减免。得益于二三支柱转移制度以及税收优惠，第三支柱 IRA 快速增长。IRA 账户被赋予了转账功能，允许退休和变换工作的雇员将雇主养老金计划中的资产转存并继续享受税收优惠，目前 96% 的资金来自转存。此外，美

国基金产品发展较为成熟，形成了目标日期基金、目标风险基金等能实现资产长期保值增值的基金产品，为发展第二三支柱提供多样化的产品。

英国养老金制度“自动加入机制”和“默认投资工具”等配套工具，抓住惰性、选择困难等人性特点，解决了个人非理性投资的问题。英国的养老金融体系按照责任主体不同，大体可以分为公共养老金和私人养老金，公共养老金即由国家提供的基本养老保险，而私人养老金则包括了雇主为雇员提供的工作型养老金计划以及个人养老金计划，其中第二支柱职业年金占养老金规模的比例约 80%。第二支柱职业年金 2012 年开始分企业规模分阶段实施“自动加入”机制后参与率由 47%提升至 2020 年的 78%；并设立全国职业储蓄信托（NEST）解决中小企业参与成本高、资金规模小等问题。上述制度设计有力地促进了 NEST 资金规模的快速增长，截至 2019 年，NEST 管理的资产规模约 60 亿英镑，其会员人数占“自动加入”职业养老金计划总人数的比例超过 60%，是英国参与人数最多的职业养老金计划。

3.3 智利模式：发展完全积累制 DC 型养老金模式，养老金私人化

智利养老金模式采取 DC 型强制性个人账户养老金计划。纵观世界各国社会养老金制度的不同制度模式，按再分配效果可分为两种：

一是现收现付制社会养老保险计划一般实行待遇确定（DB）型给付方式，养老金数额取决于缴纳金额，社会再分配性功能较强，是各国发展第一支柱的主要模式；二是完全积累制一般适用的是缴费确定（DC）型，养老金数额取决于投资业绩，采取自我储蓄式的个人账户养老金计划，缺乏社会群体间的养老金转移支付功能，智利养老金制度是典型代表。智利采取 DC 型强制性个人账户养老金计划，所有的参保者都必须按月缴纳养老保险费至少 20 年，由养老基金管理公司进行投资运营，每个参保者都拥有自己的养老金账户，参保者所缴纳的养老保险费与投资所得收益全部计入该账户，逐年积累。退休时，参保者可领取其个人账户所积累的资金。

养老问题由个人负责是智利养老模式的主要特点。私人养老模式虽然能提高居民储蓄率，有利于经济建设资金的筹集，但是不利于养老保险制度发挥互济性和公平性的社会调节作用，不利于整个社会的稳定和共同富裕。一方面，智利的不平等程度极高，基尼系数高达 0.47，在 OECD 国家排名垫底。另一方面，智利的养老金替代率水平较低，2021 年智利养老金替代率仅有 30%，远低于经合组织国家 58.7% 的平均水平，如果个人缴费不足或基金收益不佳，养老金替代率将会进一步下降，老年生活将无法得到保障。

4 启示

4.1 顶层设计层面，明确三大支柱边界与功能定位

养老金管理涉及面广，目标多元，既要满足低收入者的基本保障，又要符合中高收入者差异化需求；既要满足当下养老金发放，又要谋求长远养老储备保值增值。需要合理界定政府、企业和个人的养老责任，三大支柱形成差异化定位。这种差异化需要体现在强制与自愿、现收现付与积累制、税收优惠等一系列政策安排上。

针对第一支柱，做大做实基本养老保险个人账户，继续推动基本养老保险全国统筹和国有资本划转社保，有序推动国有资本划转社保基金，同时保持适度的替代率水平，为第二、第三支柱发展提供空间。

针对第二支柱，对于企业年金探讨自动加入机制以及“合格默认投资工具”制度设计，探讨建立国家层面集合计划平台的可能性，鼓励中小企业参与。

针对第三支柱，加快推动个人养老金账户体系建设，明确界定合格金融产品的标准，进一步探讨打通第二、第三支柱个人账户的可行性，促进税收优惠、投资管理、缴费、账户记录和基金转移接续。

4.2 养老金筹集与投资方面，推进渐进式延迟退休政策，构建养老金与资本市场协同发展体系

推进渐进式延迟退休政策，考虑将最低缴费年限提高至 20 年以上，并实行“早减晚增”的退休金领取政策。

完善二、三支柱税收政策。一是考虑对中小企业参与企业年金实行更优惠的税收政策。二是探讨建立第二、第三支柱个人综合税优额度制度，对未能参与企业年金计划的个人，允许其在第三支柱享受年金的税优额度。三是继续提高第三支柱税优力度，建立对低收入人群政府配比补贴机制，促进社会公平、提升第三支柱参与度。四是参照基本养老保险、社保基金投资业务税收政策，明确对年金、合格个人养老金融产品投资业务的利息收入和金融商品转让收入免征增值税。

进一步放宽养老金等长期资金的权益比例。鼓励社保基金、企业年金、职业年金等养老金机构入市，提升资管机构专业能力，通过目标日期基金、目标风险基金等产品推动短期资金向长期资金的转变。

从全生命周期特征产品创新、适老化改造、整合资源打造“金融+”生态等方面加大个人养老金融产品供给。加强长寿风险研究，根据不同阶段的风险偏好、财富积累、收入现金流等特征，形成不同年龄客群的差异化、系统化产品组合。

持续推进资本市场高质量发展，为养老金提供优质多元的投资标的与工具。一是稳步推进注册制改革。始终坚持市场化法治化方向，贯彻以信息披露为核心的证券发行注册制，为全市场推行注册制积极创造条件。借鉴成熟市场经验，在把好入口、引入优质公司的同时，

探索创新退市方式，从增量和存量两方面提升上市公司质量。二是加快构建功能互补、有机联系的多层次股权市场体系。引导、鼓励养老金等长期资金“投早、投小、投新”，使更多资金流向研发周期长但符合国家战略发展方向的行业，为国内的科技创新提供源源不断的动力。三是发展金融衍生品市场。稳步推出场内、场外期货、期权等风险管理工具，进一步丰富养老金机构风险对冲的手段，增强抵御风险的能力。

4.3 养老产业层面，优化养老服务供给，推动老龄事业的高质量发展

加大养老产业金融支持探索，优化养老服务供给。大力发展养老机构综合责任保险，为养老机构运营提供风险保障；发挥保险资金长期投资优势，以投资新建、参股、并购、租赁、托管等方式，积极兴办养老社区和养老服务机构，并推动各种社会养老资源的优化整合，提升专业化综合服务水平；在风险可控的前提下，通过股权、债权、基金、资产支持计划、保险资产管理产品等多种形式，为养老服务企业及项目提供中长期、低成本的资金支持。

推动老龄事业的高质量发展。积极培育银发经济，加快制定老年用品和服务的质量标准。利用各地不同的资源禀赋优势，发展具有比较优势的特色老龄产业。

4.4 养老模式层面，大力发展智慧养老服务体系，保障老年人高质量、有尊严的退休生活

多措并举推动适老化改造，增强老年人社会和居家生活的安全性和便利性。将无障碍环境建设和适老化改造纳入城市更新、城镇老旧小区改造和农村危房改造等项目，让老年人参与社会活动更加安心方便。对特殊困难老人家庭予以政策补贴，支持购买适老化用品和家庭适老化改造，让老人居家养老更安全。

结合信息科技的优势与力量，发展“互联网+养老”的智慧养老服务体系。一是智慧养老的产品研发要以老年人为中心，紧紧围绕养老服务难点、痛点、堵点，以实现照护失能老年人为标准，以降低成本提高效益为目标，研发更多老年人“易上手”、“用得起”的智慧养老产品。二是利用数字化技术，将闲置的医疗及养老资源有机结合，实现资源的有效利用，实现医养结合，既解决了老年人的养老问题，又解决了老年人的医疗问题。三是加快养老服务队伍专业化建设步伐。完善为老服务人才的培养和就业体系，增加掌握专业服务技能人才的供给。

[1] 梁建章：中国经济和人口的双重下行压力的对策。

（原文链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/GMa3h0F66Ucaw9RteEdq3g>）