

养老金融发展与家庭金融资产配置的国际经验借鉴※

○朱文佩^{1,2} 林义³

1.西南财经大学公共管理学院 四川成都 611130

2.西南财经大学科研处 四川成都 611130

3.西南财经大学中国金融研究院 四川成都 611130

摘要:我国即将迈入深度老龄社会,预期寿命延长、生育率下降导致老年人口抚养比上升。在此背景下,传统的以现收现付制为主的养老金体系面临可持续性挑战,推动养老金体系由政府主导向多元主体责任共担转型是必然发展方向。为应对老龄社会需求转变,需要加快构建第三支柱养老保险,完善金融支持体系,有效整合养老资金,同时改善国民家庭金融资产配置结构。发达国家步入老龄化社会较早,在养老金融与家庭金融资产配置方面已积累丰富的经验,本文以美国、荷兰、日本为例,在总结发达国家养老金融发展特征及优势的基础上,分析了我国养老金融发展现状及制约因素,为进一步推动我国养老金融发展,优化家庭金融资产配置提供有益借鉴。

关键词:养老金融;家庭金融资产;资产配置;第三支柱;养老金制度;养老金投资;社会保障;人口老龄化

中图分类号:F840.67;F063.4 文献标识码:A 文章编号:1009-4350-2022(07)-0003-15

基金项目:国家社会科学基金十九大专项“全面建成多层次社会保障体系的实施难点与路径优化研究”(18VSJ095)。

作者简介:朱文佩,女,西南财经大学公共管理学院博士研究生,研究方向:社会保险;林义,男,经济学博士,西南财经大学中国金融研究院教授、博士生导师,研究方向:老龄金融和养老保障。

引言

预计到2024年,我国将正式迈入深度老龄社会,届时老龄人口规模将达到约2.95亿人,与发达国家相比,我国从老龄社会到深度老龄社会仅用时25年,远远快于世界上其他国家(原新、金牛,2021)。发达国家进入老龄社会与实现经济现代化同步,而我国的社会发展滞后于经济发展。“未富先老”“老龄人口规模大”等问题给以现收现付制为主的养老金体系带来了严峻的可持续性问题。在此背景下,建立健全第三支柱养老保险,充分发挥市场机制在养

老金体系中的重要作用刻不容缓。相较之下,发达国家的第三支柱养老保险发展较为成熟,在金融服务养老方面积累了丰富的经验,对我国完善养老金融体系,推动家庭金融资产配置从满足即时需求向满足全生命周期需求转变有一定借鉴意义。

随着世界各国人均预期寿命的延长,为了尽可能缩小“健康寿命”“资产寿命”与“生命寿命”间的差距,学界逐渐将老年学研究与金融学研究相结合,诞生了老年金融学(Financial Gerontology)。老年金融学在20世纪80年代末就已经成为一个学术领域,其

研究内容跨金融、生物、保健、医疗、教育、心理、社会学等多个领域,是从学术上正确认识老年期和老龄化过程的学科,也是贯穿21世纪的长期研究课题。此后,Blake(2006)最早正式提出了养老金金融的概念,他认为养老金金融的研究内容主要包括养老基金持有的金融资产、衍生工具、另类投资的保值增值、个人养老资产配置、DB和DC型企业年金的投资与管理、养老金风险管理、养老金投资绩效评价、养老基金保险等多个方面。

近年来,随着人口老龄化加剧,我国政府和学界逐渐开始重视养老金融发展。养老金融不仅是应对老龄社会的社会学议题,也是实现金融资源跨期优化配置的金融学问题。郑秉文(2011)将“养老金融”的概念界定为人口老龄化背景下,以老年人为目标群体,以老年服务为产品开发的金融服务产业。党俊武在已有研究的基础上首次提出了老龄金融的概念,认为老龄金融是个体在年轻时期通过金融工具储备自己的劳动价值,在进入老年期后将其置换为可供享受的商品或服务的金融运作机制,由养老金融、养老服务金融、养老产业金融三部分构成。其中,养老金融指的是为储备制度化的养老金所进行的金融活动,其对象是养老金资产;养老服务金融指个人为了满足自身养老需求所采取的消费、储蓄及其他衍生的一系列金融活动,其本质是通过金融资产配置来满足多元化的养老需求;养老产业金融则指的是为与养老相关产业提供投融资支持的金融活动。养老金融可以通过金融途径整合个人养老资金,改善个体生命周期资产配置,引导个体将传统的储蓄存款转换为资本市场的长期资金,进而发挥养老资金的长期投资属性,实现资产保值增值的同时促进国家金融结构完善和实体经济发展。

一、发达国家养老金融发展与家庭金融资产配置

在世界各国中,美国是最早建立“三支柱”养老金体系的国家之一,拥有全球最大的养老金市场,养

老金资产总额达35.5万亿美元,占OECD养老金总资产的65.6%;根据Mercer(美世)全球养老金指数排名,荷兰的养老保险制度已多年位列前三,养老金占GDP的比重高达212.7%,养老金融发展相当成熟^①;日本和我国同处亚洲,有相似文化渊源、人口转型模式及社会结构,而且在社会福利体系的制度构建和具体实施方面都有政府干预的东亚社会福利模式的特点,日本作为亚洲国家中最早步入老龄化、全球老龄人口占比最高、人均寿命最长的国家,在完善养老金体系,发展养老金融方面积累了丰富的经验。因此,本文选取美国、日本和荷兰作为代表国家,研究发达国家的养老金融发展及家庭金融资产配置经验,以期为我国养老保险制度的完善、养老金融的发展和家庭金融资产结构优化提供借鉴。

(一)美国养老金融发展与家庭金融资产配置

1. 美国的养老保障体系。美国的养老保障体系由三支柱构成,其中,社会保障计划为第一支柱。1935年,为了应对大萧条对美国经济造成的负面影响,罗斯福政府通过了历史上第一部社会保障法。该法律建立了联邦老年、幸存者和残疾保险(OASDI)计划,向劳动者征收强制性的社会保险税,为退休人员和残疾人,以及他们的配偶、子女和幸存者提供福利。2021年,美国社会保险税税率为12.4%,由雇主和雇员各承担50%,征收到的社会保险税放入社会保障信托基金,由美国财政部管理,按照现收现付制运行。为了控制支出,OASDI计划设定养老金最早领取年龄、全额领取年龄和延迟领取最大年龄,根据实际领取年龄设置“早减晚增”式调节机制,在基本保险金额基础上做永久性扣减或增发(董克用、施文凯,2021)。养老金待遇水平一方面与缴费水平挂钩,另一方面随着收入的增加降低养老金替代率权重,较好兼顾了公平和收入再分配。经过多年的发展,OASDI计划已覆盖超过96%的美国国民,2021年OASDI平均每月福利为1543美元,公共养老金支出占GDP的5%左右,为美国国民退休生活提供基本保障^②。

①数据来源:Mercer公布的全球养老金指数2021. <https://www.mercer.com/our-thinking/global-pension-index-2021.html>。

②数据来源:<https://www.investopedia.com/terms/i/ira.asp>。

DB和DC型职业养老金共同构成美国养老保险的第二支柱,占美国养老保险资产的50%以上。截至2020年底,DC、DB计划养老金资产规模分别为9.65万亿美元和10.45万亿美元,占总私人养老金资产的55%以上^③。其中,DB计划缴费标准由雇主雇员协商决定,没有硬性规定的统一标准,雇员退休后按约定领取固定数量的养老金。DB计划配置的主要资产包括股票、债券、不动产,以及其他金融产品,其中股票和债券配置比例高达70%以上。DC计划为雇员建立个人账户,按期注入资金进行累计和投资,雇员退休后可得到个人账户全部本息。针对不同人群,DC计划包括401(k)计划、403(b)计划、457计划和TSP计划四种类型,其中针对私营企业和非营利组织雇员的401(k)计划覆盖面最广,占比70%以上。签署401(k)的雇员同意将工资的一定比例直接支付到投资账户中,雇主对该金额按比例或全额匹配缴纳,雇员可以在多种投资组合中进行选择,这些产品通常包括各种股票、债券共同基金及目标日期基金。根据征税方式不同,401(k)计划可以分为传统型和罗斯型,分别在缴费和提款时提供税收优惠。此外,401(k)计划还设置最高供款限额和最低提款年龄,提前提款不仅会丧失税收优惠还将面临额外的罚款。

个人退休账户IRAs为美国养老保险第三支柱。IRAs是一种具有税收优惠的储蓄账户,个人可以通过银行、投资公司、在线经纪公司或个人经纪人开设IRAs账户,并用它来进行长期储蓄和投资。与401(k)计划类似,根据征税时点不同,IRAs账户也可以分为传统型和罗斯型。此外,还有面向自雇人员和小企业主的SEP IRAs与SIMPLE IRAs。一旦开设IRAs,广泛的金融产品可供投资者选择,可以根据自身风险偏好和投资目标选择满足养老需求的金融产品,包括股票、债券、交易所交易基金(ETF)和共同基金等。IRAs计划建立以来,随着银行利率不断下调,其资产配置结构逐渐由低风险的银行储蓄类金融资产向权益类资产转变。2020年末,IRAs投资于

银行和储蓄存款占比仅5%左右,投资于共同基金的比例约45%,投资于股票和债券的比例约46%,剩余部分用于投资寿险公司资产。

2. 美国养老金融发展现状。在养老金投资运营方面,第一支柱中的社会保障信托基金不直接与股票市场关联,而是将每天支付完所有福利后的剩余资金投资于特别发行的政府债券(类似于国债但不公开发行),信托基金收益率随经济情况波动。例如2019年,该基金平均收益率为2.219%,受新冠肺炎疫情影响,2020年平均收益率仅0.990%。近年来,由于人口老龄化和失业率上升等原因,基金领取人数上升、缴费人数下降,该信托基金已在2021年停止盈余,届时需要逐步提取准备金以支付福利。由于社会保障信托基金不允许借款,若不改变现收现付的运行模式,将在储备基金耗尽时开始削减福利,预计到2033年(新冠肺炎疫情使预期提前一年),美国社会保障信托基金结余将彻底耗尽,年收益只能支付预期福利的76%,因此该基金面临严峻的可持续性挑战。

尽管公共养老金面临严峻的可持续性挑战,美国的第二、三支柱私人养老金发挥了重要的补充养老作用。以2020年为例,私人养老金支出占养老金支出总额的43%,覆盖超过一半的工作年龄人口,其中48%参加职业养老金计划,20%参加个人退休账户,养老金总资产金额高达35.5万亿美元,占GDP的比例高达169.9%,成为全球最大的养老金市场(见表1)。私人养老金的高度发达推动了美国金融市场的发展。在资金来源方面,私人养老金是重要的机构投资者,债券和股票是其持有的两个主要资产类别,通过直接投资或共同基金为资本市场注入长期资金。2020年,美国私人养老金直接投资股市和债券的比例为54.6%,通过共同基金投资的比例为32%,年投资收益高达8.1%,五年期投资收益达到5.9%,较好地实现了养老金保值增值^④。在客户来源方面,私人养老金有效推动了美国共同基金的发展,为财富管理行业吸纳了大量优质客户和长期

③数据来源:OECD网站, <https://www.oecd.org/unitedstates/PAG2021-USA.pdf>。

④数据来源:OECD网站, pension at a glance 2021。

表1 代表性国家私人养老金与公共养老金资产配置情况(2020)

国家	退休储蓄计划		公共养老储备基金	
	占GDP比重(%)	金额(百万美元)	占GDP比重(%)	金额(百万美元)
丹麦	229.4	882,109	N/A	N/A
荷兰	212.7	2,088,702	N/A	N/A
加拿大	179.7	3,081,679	25.6	438,314
美国	169.9	35,491,205	13.4	2,811,716
澳大利亚	131.7	1,794,300	8.2	110,571
英国	126.8	3,593,710	1.8	47,282
Total OECD	99.9	54,064,238	13.9	6,777,376
新西兰	34.1	80,111	13.5	28,272
韩国	31.7	560,037	45.1	795,652
日本	30.1	1,564,587	33.0	1,714,783
意大利	12.7	256,417	5.4	107,828
法国	12.2	344,114	6.7	186,400
印度	9.3	249,050	N/A	N/A
德国	8.2	338,469	1.2	45,492
俄罗斯	6.1	87,489	N/A	N/A
中国	2.2	344,259	2.9	447,239

注:退休储蓄计划指私人养老金和积累制的公共养老金。公共养老储备基金是为现收现付制养老金设立的储备基金,提供短期流动性缓冲。
数据来源:OECD网站,pension at a glance 2021。

投资资金。2020年,持有IRA账户的美国家庭占比超过35%,在这些家庭中,持有职业养老金的家庭占比超过80%,为金融机构提供了主要客户来源。且IRAs账户持有者倾向于寻求专业投资建议,委托专门投资机构管理,促进了财富管理行业专业化、规范化运营。

在养老服务金融方面,长期以来,养老服务产业化的观念已广泛被美国民众所接受。养老服务金融业务范围覆盖退休计划设计、商业化养老护理服务、投资者教育、养老房产等领域,主要包括投资者业务、长期护理保险、住房反向抵押贷款和生命周期基金四种类别。(1)投资者业务是指投资者通过购买银行、保险、信托等金融机构提供的养老金融产品来实现资产配置优化,由于美国绝大部分的家庭养老资产配置都通过私人养老金实现,个人直接购买养老金融产品相对较少;(2)美国的长期护理保险制度遵循商业化运营,个人可以购买与自身需求相匹配的护理服务,政府承担监管责任并提供税收优惠,目前美国长期护理保险占人寿保险市场份额高达30%以上(吴锡扬、黄灿云,2016);(3)住房反向抵押贷款

在贷款人存活期为其提供足够的现金流以满足其养老需求,由房产抵押反向按揭贷款(HECM)、住房持有者贷款和财务自由贷款三种类型构成,其中HECM覆盖面最广,其主要提供者是银行或抵押贷款公司等;(4)生命周期基金(属于共同基金)是根据基金持有人年龄变化不断调整投资组合的投资基金,旨在满足投资人不同生命阶段的投资目标,有目标日期基金和目标风险基金两种类型,目标风险基金预先设定预期风险水平,投资人根据自身风险承受能力选择性购买,目标日期基金一般随着到期日的临近降低投资组合中的风险资产占比,以满足投资人养老需求。

在养老产业金融发展方面,美国金融机构为养老产业注入长期资金,推动了养老产业的发展与成熟。以养老社区的构建为例,保险公司、银行等金融机构或以投资人的身份向开发商提供资金、开发养老社区,或通过发行金融产品为养老社区融资。在社区养老服务的供给主体方面,营利型养老服务机构占比达60%以上,主要包括全托管的“退休之家”、白天托管的“托老中心”、社区互助养老、上门照护等

表2 美国家庭各类金融资产参与率(%)

金融资产类别	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019
交易账户	91.4	91.3	92.1	92.5	93.2	98.0	98.2
储蓄账户	15.7	12.7	16.1	12.2	7.8	6.5	7.7
储蓄型债券	16.7	17.6	14.9	12.0	10.0	8.6	7.5
债券	3.0	1.8	1.6	1.6	1.4	1.2	1.1
直接持有股票	21.3	20.7	17.9	15.1	13.8	13.9	15.2
共同基金	17.7	15.0	11.4	8.7	8.2	10.0	9.0
退休账户	52.8	49.9	53.0	50.4	49.2	52.1	50.5
人寿保险	28.0	24.2	23.0	19.7	19.2	19.4	19.0
其他托管资产	6.6	7.3	5.8	5.7	5.2	5.5	5.9
其他	9.4	10.0	9.3	8.0	6.9	8.1	7.4
任意金融资产	93.4	93.8	93.9	94.0	94.5	98.5	98.7
间接持有股票	53.0	50.3	53.2	49.9	48.8	51.9	52.6

数据来源:美国联邦储备委员会SCF数据库。

模式,遵循差异化供给原则,美国政府只负责养老服务供给标准的制定和监管。市场化社区养老模式的优点在于运行效率较高,不会出现财务可持续性问题,缺点在于覆盖人群有限、门槛较高,对老年人的经济状况有一定程度的要求(熊亮等,2021)。

3. 美国家庭金融资产配置。美国家庭持有的金融资产类型多样(见表2),持有一种及以上金融资产的家庭由2001年的93.4%逐年上升至2019年的98.7%,基本实现普惠金融。其中,通过直接渠道持有股票的家庭占比较低,但是通过间接渠道持有股票的家庭占比在2019年高达52.6%,说明美国家庭通过集合投资信托、退休账户和其他资产管理模式参与风险性金融资产配置的比例较高。此外,2001年以来,退休账户的参与率长期保持在50%左右,人寿保险参与率约20%。说明退休账户和人寿保险在美国国民中普及率高,美国家庭重视通过购买人寿保险来抵御预期寿命不确定性带来的财务风险。

在美国家庭金融资产的构成方面,退休账户占比最高,近年来占家庭总金融资产的35%以上,且退休账户参与率在退休以后呈现出明显的下降趋势^⑤,说明通过退休账户来配置资产、实现资产保值增值是美国家庭进行养老储蓄的主要途径。此外,2001年以来,美国家庭直接持股占比下降,通过共同基金

等渠道持股占比呈显著增加趋势。共同基金根据投资者风险偏好和投资目标配置投资组合,作为养老服务金融产品的重要组成部分,在家庭金融资产结构优化中发挥了重要作用(见表3)。

(二) 日本养老金融发展与家庭养老金融资产配置

1. 日本的养老保障体系。日本的公共养老保险制度从第二次世界大战以后逐渐建立并完善,由国民年金、厚生年金和共济年金组成。其中,国民年金构成了养老保险制度的基础并覆盖全民。根据相关法律规定,20岁以上60岁以下的国民都强制加入国民年金。根据参保对象特征,将参保对象划分为以自雇人员、农民、学生为主的1号被保险人;以企业雇员、公职人员为主的2号被保险人;以家庭主妇为主的3号被保险人。1号、2号被保险人缴纳的国民年金保费占比约2/3(3号无需缴费),剩余部分由国家财政进行补贴。对于2号被保险人进行进一步细分,企业雇员在加入国民年金的基础上强制加入厚生年金,公职人员在加入国民年金的基础上强制加入共济年金,缴费比例自2017年起固定在工资的18.3%,由雇主和雇员分别缴纳50%。三种类别的公共养老金由日本政府养老金投资基金(GPIF)统一管理和发放。

^⑤退休账户参与率在65岁及以上人群中呈现明显下降趋势,在75岁及以上人群中降至40%以下。

表3 美国家庭金融资产构成(%)

金融资产类别	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019
交易账户	11.4	13.1	10.9	13.3	13.3	11.8	11.4
储蓄账户	3.1	3.7	4	3.9	2	1.5	2.2
储蓄型债券	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
债券	4.5	5.3	4.1	4.4	3.2	2.8	1.9
股市	21.5	17.5	17.8	14	15.9	13.7	14.7
共同基金	12.1	14.6	15.8	15	14.8	23.2	21.5
退休账户	29	32.4	35	38.1	38.8	35.6	36
人寿保险现金价值	5.3	2.9	3.2	2.5	2.7	2.2	2.2
其他托管资产	10.5	7.9	6.5	6.2	7.6	7.7	8.4
其他	1.9	2.1	2.1	2.3	1.5	1.3	1.5
合计	100	100	100	100	100	100	100

注:共同基金不包括货币市场基金。

数据来源:美国联邦储蓄系统(FRS)。

日本作为人口老龄化较为严重的国家,公共养老金制度运行压力较大,替代率较低,因此需要在公共养老金的基础上大力发展私人养老金。由于厚生年金要求企业代理国家行使部分支付功能,在各方面受到政府的严格监管,经济下行时期企业负担增大。在此背景下,2002年,借鉴美国经验,日本政府开始实施企业年金制度,主要包括DB和DC型企业年金计划。除DB与DC计划外,日本的企业年金制度还包括具有递延工资性质的一次性退职金制度(非常普遍)和公司外部积累的中小企业退休金互助制度。日本的政府、雇主和雇员都非常重视企业年金制度的建立,企业年金制度在日本承担了重要的补充养老责任。

为了缓解人口老龄化背景下国民年金和企业年金的运行压力,同时满足不同阶层收入群体的养老储蓄需求,日本建立了较为完善的第三支柱养老金体系,包含个人定额供款养老金计划(iDeCo)和个人储蓄账户计划(NISA)两种模式。其中,iDeCo计划是由个人发起的缴费确定型养老金计划,将投保人群分为自雇人员与学生、企业雇员与公职人员、家庭主妇三类,分别设定不同的缴费上限,计划参与者投入账户内的资金和投资收益均免税(EET模式)。iDeCo由国家养老基金会管理,该机构与签约金融机构共同设

计养老金融产品并提供给养老金计划参与者至少3种投资选择(宋凤轩、张泽华,2020)。NISA账户则面向全体国民,每人可以申请在金融机构开设一个NISA账户,并在该账户中购买各类别的金融产品,投资收益在5年内最高享受600万日元免税额(TEE模式)^⑥。两种养老金计划设立目标不同,iDeCo计划是企业年金的重要补充,而NISA账户则旨在吸引更多长期储蓄资金来促进金融市场的发展,同时满足人们多元化投资需求。

2. 日本的养老金融发展现状。在养老金金融方面,GPIF是全球最大的公共退休金基金,负责制定日本公共养老基金运行的方针路线、资产配置比例和投资策略等。2020年,日本公共养老金占GDP的比例约为33%(见表1)。2013年之前,其投资风格较为保守,以投资国内债券为主(2012年国内债券投资占比60%),收益率较低。2013年以后,GPIF逐渐调整了各项资产配置。2019年,GPIF投资于国内债券、国内股票、国外债券、国外股票的比例分别为25.89%、23.68%、17.04%、25.67%,此外还配置了7.71%的流动性资产,近十年间的年化收益率达到5%以上。与全球其他主要经济体相比,日本公共养老基金投资风险资产占比较高(张伊丽,2017)。除公共养老金外,日本的二、三支柱私人养老金规模

⑥数据来源:日本银行网站,https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/lab/lab17e05.html/。

和公共养老金规模较为接近,2020年私人养老金占GDP的比例为30%。在私人养老金投资方面,直接投资股票占比约10%,票据和国内外债券占比约28%,现金等流动性资产占比约8%,剩余部分投入其他金融资产,整体而言风险资产持有比例低于公共养老金。

在养老服务金融方面,为了应对从老龄化社会向超老龄化社会过渡给现行社保体系带来的压力,日本政府正推动社会保障体系由以“公助”为主的模式向鼓励个人“自助”转型,为金融服务养老提供了更加广阔的发展空间。根据目标群体不同,养老服务金融产品分为针对退休后的老人和针对工作期的中青年两种。对中青年而言,各类金融机构推行了丰富的养老金融产品,帮助该群体进行长期投资,提前做好养老准备。以保险公司为例,目前日本市场上的商业养老保险产品多达120余种,商业医疗险家庭参保率超过90%,商业长期护理保险家庭参保率约20%。此外,养老金融服务走进社区,与居家养老相结合,养老服务机构与保险公司合作运行,由养老服务机构支付长期护理保险费并购买护理服务。

在养老产业金融方面,1981年,日本首次推出住房反向抵押贷款,发展至今已较为成熟。日本的住房反向抵押贷款由政府直接主导、厚生劳动省与国土交通省主导、私营机构主导三种模式构成。其中政府直接主导属于社会福利范畴,所规定的每月反向贷款融资上限较低,且资格限制较为严格;厚生劳动省与国土交通省主导的住房反向抵押贷款对房屋价值等条件要求较高;相对而言,私营机构主导模式则更为灵活,且成为房屋销售的补充渠道,三种模式功能互补,满足“多层次”需求。日本的银行、保险、证券等金融机构积极参与养老产业,通过为养老服务产业提供低息贷款、提供资金支持、直接并购并参与养老机构运行等方式来支持养老产业的发展。

3. 日本家庭金融资产配置。受传统文化观念影响,日本家庭金融资产配置较为保守,长期以来,现金和存款占据家庭金融资产的绝大部分。尽管近年来日本持有风险性金融资产的家庭占比有所提升,但不持有任何风险性金融资产的家庭仍占据大多数。与普遍研究发现的的风险性金融资产持有比例随

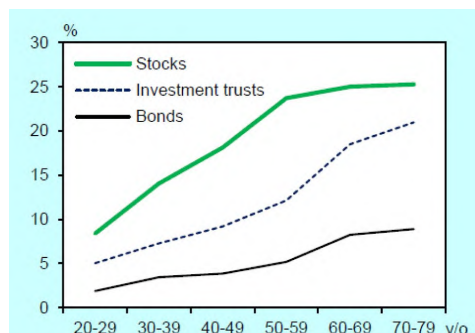


图1 日本不同年龄段家庭风险性金融资产占比

数据来源:日本银行网站, https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/rev_2017/data/rev17e03.pdf。

着年龄的增长而下降不同,日本家庭持有的风险性金融资产比例随着户主年龄的增加而上升(如图1所示)。究其原因,一方面是由于年轻时期绝大部分收入都投资于房产、子女教育等领域,可用于投资的资金较少,导致日本的老年群体掌握了社会的大部分财富;另一方面,随着年龄的增加,日本投资者善于积累投资经验,加之较完善的养老保障体系支撑,老年群体风险承受能力并未呈现明显下降趋势。据统计,2020年日本家庭金融资产构成中,现金和存款占比约54.3%,债券占比1.4%,投资信托占比4.3%,股票占比10%,保险、养老金和标准担保占比27.4%,剩余部分为其他金融资产。

(三)荷兰养老金融发展与家庭金融资产配置

1. 荷兰的养老保障体系。长期以来,荷兰的养老金体系被视为“世界上最好的养老金体系”之一,其养老金替代率高达70%以上,老年贫困率处于欧盟国家最低水平。荷兰的养老金体系同样由三支柱构成,在推行普惠制公共养老金的同时大力推动市场化养老金改革。其中,公共养老金计划(AOW)为第一支柱。荷兰政府于1957年颁布《一般老龄养老金法》,确定了AOW计划按照现收现付制运行并覆盖全民。AOW计划资金来源于所有工作人口缴纳的个人所得税,并规定缴费上限(个人收入的18.25%),不足的部分由公共财政补足。AOW储蓄基金成立于1997年,是国家财政收支平衡表的重要组成部分,但它是一个不持有资产的名义基金。与其他国家公共养老金制度中养老金待遇与收入和缴费年限挂钩不同,AOW计划普惠性更强。所有年龄大于65岁的居民或年龄小于65岁但在该国居住超过50年的居

民都可以领取公共养老金^⑦,若年限不足,则养老金待遇按比例减少。达到退休年龄以后即使继续工作也可以领取足额养老金,但提前退休阶段则没有任何养老金给付。由于低利率和预期寿命延长等因素的影响,AOW计划面临沉重的财务负担,养老基金充足率近年来长期低于100%,养老金待遇涨幅跟不上通胀速度(张浚,2015)。2012年起,荷兰政府采取将养老金领取年龄与预期寿命挂钩等措施来缓解可持续性压力,退休年龄已提高至目前的67岁,未来将根据预期寿命情况进一步调整。

和欧洲其他国家一样,为了减轻政府财政压力,荷兰政府通过立法强制建立了职业年金计划,由雇主和雇员分别承担1/3和2/3的缴费责任,政府通过税收优惠等政策向职业年金间接注资,并承担监管责任。经过多年的强制推行,荷兰的职业年金计划在雇员中的覆盖率超过90%,占整体养老金金额的50%左右,且绝大多数职业年金计划都按照DB模式运行^⑧。近年来,小型养老金面临参与人数少、收益较低等问题,无法持续运行,养老基金数量持续下降,大型养老基金覆盖人群增加。当前,荷兰正在完成将准强制性职业养老金从DB向DC过渡,将更多的养老责任转嫁给个人,减轻养老基金运行负担。此外,荷兰政府开始探索更加灵活的养老金制度(WVP),参与了第二、第三支柱中的DC计划的养老金领取者可以选择将养老金财富投资于变额年金,在退休后可以持续投资风险性金融资产。从定额年金向变额年金的转变给养老金领取者提供了养老金财富增值的选择,也将宏观长寿风险由养老金管理者向养老金领取者转移。在第三支柱方面,荷兰的个人养老金通常由寿险公司提供,包括养老年金、寿险等,可以享受相应的税优政策。荷兰第三支柱养老金占比较小,仅占整体养老金的5%左右。

2. 荷兰养老金融发展现状。荷兰养老金体系的发展成熟离不开发达的金融系统支持。2020年,荷

兰的养老金资产总额占GDP的比重高达212.7%,位居世界第二(见表1)。在荷兰排名前十的养老基金中,绝大多数都是行业养老金,其中排名前三的分别为荷兰公共部门养老金(ABP)、卫生保健基金(PFZW)和金属行业养老金(PMT),行业养老金覆盖人口占总劳动人口的88%。从养老金投资组成结构来看,2020年度,约34%的养老金投入股票,约44%的养老金投入票据和债券,投入存款和货币的养老金占比仅3%左右,剩余部分投入其他金融资产。

与其他国家的区别在于,荷兰政府未对养老金投资资本市场的份额做出任何强制限制,使养老金投资有更大的灵活性。以ABP为例,ABP投资战略组合由40%左右的低风险固收类投资和60%左右的高风险股票与另类投资组成。投资范围不仅仅局限于本国,而是积极实施海外投资战略,投资地域包括欧洲、北美及亚洲新兴国家(特别是中国),有效分散投资风险。2020年,荷兰养老金海外投资资产份额占比高达91%,外币资产份额占比高达60%,位列世界第二。其中,固定收益投资对象主要为欧美国债,股票类投资以苹果、谷歌、腾讯等科技公司为重点,紧跟市场热点,近年来取得了亮眼的投资成效。2020年,即使受到新冠肺炎疫情影响,荷兰养老基金的实际投资回报率也高达6.5%,扣除成本后的平均回报率高达10.2%,其中利率对冲回报最高,因为利率在一年中跌至历史低点^⑨。

在养老服务金融方面,荷兰发达的金融系统为养老金融产品的提供创造了良好的先天条件。住房反向抵押贷款源于荷兰,阿姆斯特丹更是共同基金、期货市场和期权市场的发源地,养老年金、人寿保险等养老金融产品为国民所广泛接受,养老金融资产占据家庭金融资产的60%以上。

在养老产业金融方面,荷兰的养老产业主要包括康复中心、养老公寓、传统养老院、失智老人养老院、日托中心、护理宾馆、居家护理服务、高端养老院

⑦独居者养老金待遇为最低工资的70%,夫妻养老金待遇各为最低工资的50%。

⑧2016年DB模式占比94.2%。荷兰的DB模式事实上是CDC模式(集体缴费确定型),在资金短缺时,风险并不完全由雇主承担,也会临时适当降低养老金待遇,直到在政府的监督下予以恢复。

⑨AMEER VAN ALFEN, Dutch pension funds return an average 10.2% for 2020[N/OL]. IPE magazine, [2022-03-20]. <https://www.ipe.com/news/dutch-pension-funds-return-an-average-102-for-2020/1005173.article>.

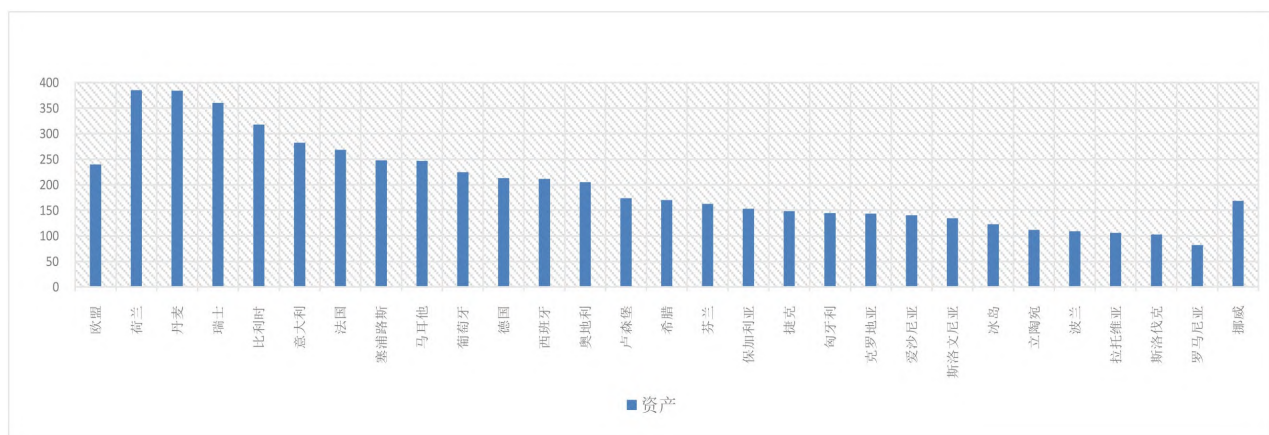


图2 2020年欧盟各国家庭金融资产占GDP的比重

数据来源:EUROSTATICS网站。

8种模式,将普惠性养老与市场化养老有效结合,满足了不同收入群体的养老护理需求。

3. 荷兰家庭养老金融资产配置。根据欧盟统计网站显示,2020年,欧盟国家家庭金融资产总额为321570亿欧元。德国、法国、意大利、荷兰和西班牙五国占欧盟金融资产总额的73.0%。其中,德国家庭持有的欧盟家庭金融资产占比最高(22.3%),其次是法国(19.2%)、意大利(14.5%)和荷兰(9.6%)。在家庭金融资产占GDP的比重方面,欧盟国家家庭平均金融资产占GDP比重为240.1%,其中荷兰排名第一,家庭金融资产占GDP比重高达385.2%(如图2所示)。在家庭金融资产构成方面,欧盟国家家庭金融资产主要包括货币和存款、股权和投资基金、保险和养老金、借款、其他金融资产五种类型。就各欧盟成员国平均数据而言,保险和养老金占家庭金融资产比重最大(33.0%),其次是货币和存款(32.5%),以及股权和投资基金(29.6%)。荷兰家庭保险和养老金占比显著高于其他金融资产,2020年占比为总家庭金融资产的68.50%,货币和存款占比仅13.38%,说明持有保险和养老金融资产是荷兰家庭进行资产配置的主要渠道。

二、我国养老金融发展及家庭金融资产配置

(一)我国的养老保障体系

从发达国家的经验可以看出,养老保障体系多支柱、多层次化是必然发展趋势。一方面,人口老龄

化加重了政府主导的基本养老保障体系的财政负担,单一层次的养老金体系面临可持续性挑战,在此背景下,需要调动个人和市场力量参与,重新划分养老责任;另一方面,随着经济的发展,保障基本养老生活需求的公共养老保险难以满足不同收入阶层的个性化需求,多层次需求必须由多层次供给来匹配。因此,构建多层次、多支柱的养老保障体系可以有效化解政府财政压力与人们福利需求扩张的矛盾,推动社会的可持续发展(郑功成,2019)。

根据第七次全国人口普查数据,目前我国60岁及以上人口占比18.7%,老龄化深度相对较低,低龄老人占比较大。预计到2030至2060年间,我国老龄化速度会明显加快,65岁以上老年人口占比将在2040年左右超过20%,总老年人口数将在2060年左右达到顶峰,其后老年人口数将呈现出下降趋势,但老年人口占比仍会在相当长的一段时间内保持在30%左右的高水平,我国将跻身于高度老龄化国家行列。与发达国家相比,我国老年人口规模最大,老龄化速度最快,面临着“未富先老”“未备先老”的局面。目前,我国初步建立起包括基本养老保险、企业年金和个人储蓄性计划在内的三支柱养老保险体系,且各支柱发展存在严重不平衡。

第一支柱:基本养老保险。我国基本养老保险制度是按国家统一政策规定强制实施的保障广大离退休人员基本生活需要的养老保险制度,由城镇职工基本养老保险与城乡居民基本养老保险两部分构成。截至2020年底,我国基本养老保险覆盖约

99865万人,覆盖率达90%以上。城镇职工基本养老保险以企业职工、机关事业单位员工为主要覆盖对象,由企业和职工共同承担缴费责任。制度设计上,城镇职工基本养老保险制度将社会统筹与个人账户相结合,其中社会统筹账户按照现收现付制运行,个人账户按照基金积累制运行,既强调了社会共济,也凸显了个人劳动贡献差异和自我保障意识。2019年以来,为了减轻企业运行负担,全国各地区企业缴费率统一降至16%,其中个人承担的8%划入个人账户,其余部分划入社会统筹账户。当个人累计缴费时间满15年,达到法定退休年龄(目前男性60岁,女性55岁)并办理了退休手续,则可以按月领取按规定计发的基本养老金并享受养老金待遇调整计划,直至死亡。截至2020年底,城镇职工基本养老保险参保人数为45621万人,全年城镇基金总收入44376亿元,基金支出51301亿元,累计结存48317亿元^⑩。在人口老龄化背景下,我国城镇职工基本养老保险面临着缴费年限过短、退休年龄过早、统筹层次较低等问题。近年来,我国政府已着手探究渐进式延迟退休、提高最低缴费年限等政策,以减轻养老基金运行压力,虽然在短期内可以有效延缓养老基金结余耗尽的时间节点,但长期来看并不能从根本上解决可持续性问题。

2014年,我国正式建立全国统一的城乡居民基本养老保险制度,由此前的新型农村社会养老保险和城镇居民社会养老保险合并而成。城乡居民基本养老保险以年满16周岁,非国家机关和事业单位工作人员及不属于职工基本养老保险制度覆盖范围的城乡居民为主要覆盖人群。在缴费机制上,城乡居民养老保险基金收入来源由个人缴费、集体补助、政府补贴三部分构成,参保人员可以自主选择缴费档次,多缴多得。在待遇领取方面,年满60周岁、累计缴费满15年的参保人可以按月领取养老金。截至2020年末,城乡居民基本养老保险参保人数达54244万人,其中,实际领取待遇人数16068万人。

全年城乡居民基本养老基金收入4853亿元,基金支出3355亿元,累计结存9759亿元^⑪。虽然暂未出现基金入不敷出的情况,但城乡居民基本养老保险基金很大一部分来源于财政补贴,在农村人口老龄化更加严峻的背景下,该制度运行压力增大。此外,与城镇职工基本养老保险相比,城乡居民基本养老保险存在缴费力度不足、基金规模小、养老金待遇较低、统筹层次低、保值增值困难等一系列问题,难以较好地满足城乡居民的基本养老需求。

第二支柱:企业年金。2004年,劳动保障部制定了《企业年金试行办法》,意味着我国正式展开企业年金补充养老保险模式的探索。2017年,《企业年金办法》出台,政府从顶层设计层面鼓励企业自主建立企业年金。相关政策规定,企业年金由企业和职工共同缴费,企业缴费每年不超过本企业职工工资总额的8%,企业和职工个人缴费合计不超过本企业职工工资总额的12%,具体费用由双方协商决定。企业缴费按比例计入个人账户,职工缴费全部记入个人账户并按照DC模式运行。我国企业年金的管理采取信托模式,企业成立企业年金理事会作为受托人,委托具有企业年金管理资格的账户管理人、投资管理人和托管人负责企业年金基金的账户管理、投资运营和托管。自政策推行以来,我国企业年金实践效果并不理想,只有依靠政府财政支持的机关事业单位职业年金和国有企业年金发展较快,民营企业参与率低,参保人数占比增长缓慢(从2014年的2.97%增长至2020年的3.62%)。长此以往,会进一步加大中小微企业与大型国有企业、机关事业单位的待遇差距,加大养老保险制度待遇差距,不利于实现共同富裕。据统计,截至2020年末,全国有10.5万户企业建立企业年金,参加职工2718万人,仅占基本养老保险参保人数的2.7%;企业年金积累基金22497亿元,占总养老金资产比重不足30%,尚不能较好地发挥补充养老作用^⑫。

第三支柱:个人养老储蓄计划。狭义层面上,我

⑩数据来源:《2020年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》。

⑪数据来源:《2020年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》。

⑫数据来源:《2020年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》。

国推动第三支柱养老保险发展主要聚焦税延型商业养老保险。早在2007年,原保监会就提出了建立“延税型商业养老保险”的构想;2018年,财政部发布《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》,在上海市、福建省和苏州工业园区实施税延养老保险试点。自2018年5月试点至2020年第一季度末,共有23家保险公司参与税延型商业养老保险,实现保费收入约3亿元,参保人数仅4.76万人,远低于此前的市场预期(郑辉,2021)。目前,制约我国税延型商业养老保险发展的因素主要包括覆盖范围窄、税收优惠额度低、领取时税率高、产品同质性强、消费者对产品不了解等。广义层面上,居民储蓄和包括股票、债券、信托、保险等在内的金融资产都属于第三支柱个人养老储蓄计划范畴。我国居民储蓄长期处于领先水平,但真正转化成养老金融资产配置的比例相当低,具有长期稳健投资收益的个人养老金融产品供给严重不足,难以满足市场需求。另外,受传统观念影响,我国居民整体风险厌恶程度高,金融素养水平较低,对养老金融产品接受程度有限。

与发达国家的多支柱养老体系相比,我国养老保障体系发展不平衡,第一支柱基本养老保险占比高达72.44%,第三支柱发展还处于起步阶段,占比可以忽略不计。目前政府承担的基本养老保险运行

负担过重,尚未发挥市场机制的作用。在整体养老金规模上,我国养老金总额占GDP的比例仅8.13%,与发达国家的标准相差甚远。在养老金替代率方面,近年来城镇居民基本养老保险替代率呈现出下降趋势,2020年的替代率约为43.58%,城乡居民基本养老保险替代率更低,整体养老金替代率远低于OECD国家平均水平(52%),难以较好地满足国民养老生活需求(见表4)。

(二)我国养老金融发展现状

总结发达国家的养老金融发展经验,可以看出发达国家都是在经济高度发达、养老金制度完善、养老储备充分的背景下步入老龄社会,养老金融发展背后有发达的金融体系支撑。金融机构提供的养老金融产品和服务是金融服务养老的基本路径,既提供了养老金保值增值的主要渠道,为国民养老金融资产配置提供了多元化的选择,也为养老产业的发展提供了长期的资金支持。与发达国家相比,我国的养老金融发展还处于起步阶段,具体发展现状如下:

在养老金融方面,全国社保基金理事会负责基本养老保险基金的投资运营,投资运营模式包括直接投资和委托投资两种。截至2020年末,基本养老保险基金权益总额高达12444.58亿元。其中,直接投资占比37.77%,由全国社保基金理事会直接管

表4 美、荷、日、中四国三支柱养老金体系规模与结构对比(截至2020年底)

国家	名称	第一支柱	第二支柱	第三支柱	合计	替代率
美国	规模(亿美元)	2.81	20.1	15.39	38.3	39.20%
	占养老金资产比重	7.34%	52.48%	40.18%	100%	
	占该国GDP比重	13.40%	95.85%	73.39%	182.64%	
荷兰	规模(亿美元)	—	1.9	0.19	2.09	69.70%
	占养老金资产比重	—	90.91%	9.09%	100%	
	占该国GDP比重	—	193.36%	19.34%	212.70%	
日本	规模(亿美元)	1.71	1.1	0.46	3.27	32.40%
	占养老金资产比重	52.29%	33.64%	14.07%	100%	
	占该国GDP比重	33.00%	21.24%	8.88%	63.13%	
中国	规模(亿美元)	0.92	0.35	0.00007	1.27007	43.58% ¹
	占养老金资产比重	72.44%	27.56%	0.01%	100%	
	占该国GDP比重	5.89%	2.24%	0.00%	8.13%	

注1:根据国家统计局2021年发布的数据,2020年全国企业就业人员月平均工资为6654元。根据人社部公布数据,2020企业职工月人均养老金数据2900元,城镇职工基本养老金替代率粗略估算为:(2900/6654)×100%=44%。城乡居民养老保险替代率估算较为困难,所以基本养老金替代率实际上更低。

数据来源:国外数据来源于OECD数据库 <https://data.oecd.org/netherlands.htm>,中国数据来源于人社部统计数据。

理运作,投资对象包括银行存款、信托贷款、股权投资、股权投资基金、转持国有股和指数化股票投资等;委托投资占比62.23%,由全国社保基金理事会委托投资管理人管理运作,投资对象包括境内外股票、债券、证券投资基金,以及境外用于风险管理的掉期、远期等衍生金融工具等。根据人社部相关规定,我国年金基金投资权益类资产投资比例不得高于委托投资资产净值的40%。基本养老保险基金自2016年12月受托运营以来,累计投资收益额达到1986.46亿元,年均投资收益率6.89%,2020年度投资收益率高达10.95%^⑬。整体而言,我国基本养老保险基金投资收益和风险性资产配置比例均高于世界平均水平,较好地实现了基本养老保险基金的保值增值。

我国第二支柱企业年金采取信托制的基金管理模式,2007年以来年平均投资收益约为7.3%^⑭。2020年,固定收益类企业年金计划当年加权平均收益率为5.3%,含权益类企业年金计划当年加权平均收益率11.28%,整体平均收益率达到10.39%。受托法人中保险公司占比近半,受托管理资产占总额的80%以上。从投资收益率来看,我国企业年金自建立以来取得了良好的投资成效,但由于整体规模较小且增长缓慢,难以有效发挥补充养老作用。

在养老服务金融方面,近年来,我国政府高度重视建立健全养老金融服务体系,2016年出台的《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》中提出,“到2025年,要基本建成覆盖广泛、种类齐全、功能完备、服务高效、安全稳健,与中国老龄化进程相适应,符合小康社会要求的金融服务养老体系”。2019年,《国家积极应对人口老龄化中长期规划》中也提到“要夯实应对人口老龄化的社会财富储备,鼓励家庭、个人建立养老财富储备,稳步增加全社会的养老财富储备”。面对巨大的市场需求,各金融行业都更加重视并积极探索开发养老服务金融产品。从发展现状来看,目前我国养老金融产品的需求依旧

集中于低风险的银行储蓄类金融产品,即使是中高收入群体,投资倾向也趋于保守,并未进行多元化的养老金融资产配置。以寿险产品的购买为例,保险深度和保险密度较低,其中商业养老保险深度不足1%,不能较好满足养老需求(刘妍,2020)。在养老金融产品的供给方面,我国银行体系中积累了大量的短期储蓄,但缺乏将短期储蓄存款转换为长期养老金融资产的途径。尽管养老金融、智慧养老等概念层出不穷,养老理财产品、养老类保险产品在数量上呈现大幅增加趋势,但服务提供者更多是谋求短期利益,大部分是打着“养老”旗帜的大众化金融产品(林义等,2020)。中长期养老金融产品缺乏,难以发挥养老金的长期优势。此外,信托、基金类养老金融产品的发展还处于萌芽阶段,且市场上现有养老金融产品设计趋同、创新性不足,不能满足不同收入阶层消费者的需求。例如,我国的住房反向抵押养老保险于2014年开始试点,将住房抵押与终身养老年金相结合,但受到房产价格波动较大、缺乏相应担保机制、缺乏医养护理服务提供等原因,多年的发展并未取得较好的覆盖效果,仅承保138户。此外,我国养老金融产品的供给还存在监管机制不健全、账户投资不够透明、产品设计未将现金给付与老人护理相结合、费率较高、代理人与消费者信息不对称等问题,制约了消费者购买养老金融产品的积极性。

在养老产业金融方面,我国目前推行的养老模式为“9073”模式,以家庭养老为主,即90%的老年人由家庭自我照顾,7%享受社区居家养老服务,3%享受机构养老服务。但在人口抚养比上升、家庭规模小型化的背景下,未来家庭养老占比呈现出下降趋势,机构养老要承担更大的养老责任。在巨大的潜在市场需求和政府扶持政策的推动下,我国养老产业市场规模呈现持续上涨趋势,2020年我国养老产业市场规模达到7.4万亿元^⑮。银行、保险公司等金融机构都在积极探索商业化养老社区构建,为中高收入的消费者提供多元化的养老、医疗和护理服务。

⑬数据来源:全国社会保障基金理事会基本养老保险基金受托运营年度报告(2020年度),<http://www.ssf.gov.cn/portal/yljgl/webinfo/2021/09/1634298253544726.htm>。

⑭数据来源:全国企业年金基金业务数据摘要(2020年度)。

⑮数据来源:华经产业研究院,《2021—2026年中国养老服务行业市场供需格局及投资规划建议报告》。

尽管如此,目前养老机构在全部养老模式中的占比仅1%,尚存在严重的结构配置失衡。此外,目前国内养老机构市场两极化趋势明显。一方面,民办的养老机构费用门槛较高,仅针对中高收入群体,受众有限,不具备普惠性特征;另一方面,公办的养老机构服务能力有限,供不应求,长期存在“一床难求”现象。因此,现有的养老产业金融普惠性较低,更需要多样化、专业化、针对性的市场开发,提升养老机构数量和服务质量。

(三)制约我国养老金融发展的原因

从需求侧因素来看,其一,社会习俗可能对人们的退休规划和储蓄行为造成很大的影响。例如中国传统家族观念强调“养儿防老”理念,以家庭的形式承担养老责任会降低个人进行养老资产配置的积极性。其二,金融素养限制。随着金融市场的发展,储蓄和投资产品变得更加复杂,在养老金计划向DC模式转型的背景下,个人对自身老年金融福祉承担了更多的风险与责任。然而,对于长期的储蓄和投资养老产品来说,边买边学的机会减少,金融素养低下直接降低了消费者参与养老金融资产配置的意愿。其三,缺乏金融信任也是人们不愿意购买养老金融产品的原因之一。我国居民对资本市场的信任程度较低,可能是由于资本市场波动性较强,居民对上市公司披露的信息不信任、对投资顾问的专业程度不信任,直接表现为股票市场参与程度低,风险性金融资产配置比例小。此外,产品的销售渠道也是产生金融不信任的原因之一,人们难以清晰界定销售和投资顾问的区别。

从供给侧因素来看,其一,基本制度尚不完善。养老、医疗、长期护理保险是老年金融发展的制度基础,但目前我国基本养老保险、医疗保险面临财务可

持续性不足、城乡发展不平衡等问题,且长期护理保险的发展还处于萌芽阶段,制度基础尚不牢靠,对养老金融发展引导力度不够。目前,我国第三支柱养老保险是基于产品制建立的,个税递延型商业养老保险税优仅覆盖约5000万人,不具有普惠性,且办理流程复杂,难以发挥激励作用。其二,养老服务金融普惠性较低。缺乏长期资本注入制约了我国金融市场的发展,金融资本运营的机制体制不健全,导致养老金融产品供给不足,同质化严重、渗透率偏低、针对性不强、创新性不足,难以满足消费者多元化的养老需求。其三,监管机制尚不完善,养老服务金融的行业标准、服务流程和风险监控等尚未规范和统一,信息披露机制不健全,导致消费者金融信任度低。其四,销售流程不规范。我国保险业发展之初,保险产品熟人售卖模式使保险产品渲染上“传销”色彩,行业形象受到影响,目前这种现象虽有改观但并未完全消除。养老金融产品销售人员专业度有待提升,应进一步加强咨询和信息披露工作。

(四)我国家庭金融资产配置

据估算,我国居民家庭金融资产约65.5%集中于现金、银行活期及定期存款,居民储蓄率处于较高水平。现有研究普遍认为我国居民长期以来的高储蓄率是出于以下几个原因:一是由于人口结构变化,家庭养老功能弱化和长寿风险增加了家庭储蓄动机;二是医疗、住房、教育、社保、金融体系等制度不完善可能导致未来收入和支出不确定,从而迫使居民进行预防性储蓄;三是基于过去的习惯和文化来解释高储蓄率(甘犁等,2018)。在其他金融资产的配置方面,我国家庭持有的风险性金融资产占比显著低于发达国家。一方面,房产在家庭资产中占比过高挤占了可用于投资的金融资产份额;另一方面,

表5 各国家庭金融资产配置比较

国家	现金及存款	债券	投资基金	股票	保险及养老金	其他
美国	13.30%	4.20%	13.20%	37.80%	29.00%	2.50%
日本	54.30%	1.40%	4.30%	10.00%	27.40%	2.60%
欧元区	34.30%	1.80%	9.60%	18.20%	33.80%	2.30%
中国	65.50%	0.73%	3.74%	8.67%	3.41%	17.94%

注:中国数据根据CFHS2017调查结果计算得出,其中其他金融资产主要包括银行理财产品、公积金、黄金和非人民币资产;养老金为基本养老保险与企业年金中的个人账户养老金金额。

数据来源:美国、日本、欧元区数据来源 Bank of Japan, Flow of Funds; 中国数据根据中国家庭金融调查2017数据整理所得。

金融市场发展不够成熟、投资渠道较为单一、监管机制不完善、居民金融素养低等问题也制约了家庭风险性金融资产配置。

此外,我国居民家庭保险和养老金等养老类金融资产配置占比仅3.41%,远低于世界平均水平(见表5)。目前,我国商业养老保险产品覆盖人群有限、投保门槛较高、税优力度较小导致吸引力不足,产品设计难以满足不同人群养老需求。在个人养老金方面,目前个人积累的养老金是指被动积累的个人账户养老金,缺乏主动积累个人养老金的有效渠道。对比分析我国和发达国家家庭金融资产配置结构可知,若将现金及存款的50%左右转移至保险及养老金,家庭资产配置结构更加合理。

三、结论与启示

从国际经验来看,在养老金融较为发达的国家,政府在养老金融的发展中扮演了重要角色。其一,构建了多层次的养老保障体系,基于账户制的第二、三支柱私人养老金占据重要地位,养老金占GDP的比重较高;其二,通过税收优惠、现金补贴等方式鼓励私营养老金的发展;其三,不断推进养老金融模式创新,推动投资工具多元化,目前主要包括以长期护理保险为代表的保障型养老金融产品、以住房反向抵押贷款为代表的融资型养老金融产品和以养老目标基金为代表的投资型养老金融产品。

虽然我国已基本构建了三支柱养老保险体系,但各支柱发展不平衡是导致我国养老金面临可持续性挑战的主要原因。与养老金融发展较为成熟的国家相比,我国以现收现付制为主的基本养老保险占比过大,第二、三支柱发展滞后,缺乏例如个人账户等规范化的私人养老金积累和投资渠道。在养老金融方面,城镇职工基本养老保险基金和企业年金投资均取得了较高的收益率,但近年来人口老龄化加剧使多省城镇职工基本养老保险基金入不敷出,累计可投资金额呈现出下降趋势。企业年金由于规模过小且覆盖面扩张缓慢,较高的投资收益也难以发挥普惠性的补充养老作用。此外,我国基本养老保险城乡差异较大,城乡居民基本养老保险替代率不能满足基本养老生活支出,养老保险尚未

实现全国统筹。在养老服务金融方面,养老金融产品集中于银行理财产品,商业养老保险推广不足、产品同质性强。在养老产业金融方面,我国养老产业的发展尚处于起步阶段,存在公立养老机构供不应求,私立养老机构门槛过高、受众有限等问题。由于养老产业具有初期投入大,盈利状况不确定性高,收益周期较长的特点,导致对金融资本的吸引力不足,养老产业投融资市场化程度较低(董克用等,2021)。此外,我国家庭金融资产配置集中于低风险资产,养老资产占比较低,缺乏合理的养老资金投资渠道。

为了进一步推动金融业服务养老,首先,政府要从顶层设计层面大力推进养老金第三支柱发展,探索个人退休账户制度,引入私人养老金竞争机制,将合规的银行存款、理财、商业养老保险、基金等金融产品纳入资产配置范围,完善养老金投资的监督与管理,保障养老基金持有人权益。在宏观经济政策设计方面,要充分考虑跨期效应,衡量长期的成本与收益,充分考虑代际公平,实现稳增长与防风险的长期均衡。其次,银行、保险、证券等金融机构要加大养老金融产品的研发力度,提高产品异质性,加大营销人员素质教育,加强信息化平台建设,以智慧养老提升养老服务效能,从而促进养老服务的公平性。此外,政府对养老产业的政策支持应该更加精准,政策支持应结合养老产业投资回收期较长的特点,在激发社会资本投资活力的同时注重防范化解养老产业金融风险,规范养老产业金融的监督与管理。最后,在个体层面,从小培养长期财务规划意识,加强国民金融素养培养,强化个人养老责任,加强教育、医疗、住房等基础配套设施和政策的完善,消除未来不确定性支出带来的后顾之忧,降低国民的预防性储蓄动机,推动家庭金融资产由短期储蓄向长期养老金融资产转变。

参考文献:

- [1]原新,金牛.在国家战略体系中积极应对老龄社会问题[J].人口研究,2021,45(2).
- [2]Blake D. Pension Finance[M]. New York: John Wiley & Sons, 2006.
- [3]郑秉文.上篇:欧债危机对养老金改革的启示——养老金过度慷慨是希腊主权债务危机的重要诱因[J].中国社会

保障,2011(12).

[4]董克用,施文凯.美国社会保障退休金确定机制——方法、特点与启示[J].人口与经济,2021(1).

[5]吴锡扬,黄灿云.国际养老金融发展经验及启示[J].福建金融,2016(5).

[6]熊亮,罗杰,陈岳堂.我国失独群体“社区+”精准扶助模式构建研究——基于国外社区养老服务实践的启示[J].湘潭大学学报(哲学社会科学版),2021,45(4).

[7]宋凤轩,张泽华.日本第三支柱养老金资产管理:运营模式、投资监管及经验借鉴[J].现代日本经济,2020,39(4).

[8]张伊丽.日本公共养老基金的投资运营研究[J].现代日本经济,2017(4).

[9]张浚.荷兰的养老金改革:政府主导下的市场参与[J].欧洲研究,2015,33(6).

[10]郑功成.多层次社会保障体系建设:现状评估与政策

思路[J].社会保障评论,2019,3(1).

[11]郑辉.中国商业养老金市场发展挑战与应对[J].中国保险,2021(4).

[12]刘妍.养老服务金融助推我国养老金第三支柱发展问题研究[J].税务与经济,2020(6).

[13]林义,刘斌,刘耘初.社会治理现代化视角下的多层次社会保障体系构建[J].西北大学学报(哲学社会科学版),2020,50(5).

[14]甘犁,赵乃宝,孙永智.收入不平等、流动性约束与中国家庭储蓄率[J].经济研究,2018,53(12).

[15]董克用,孙博,张栋.从养老金到养老金融:中国特色概念体系与逻辑框架[J].公共管理与政策评论,2021,10(6).

责任编辑:冯晶

International Experience in Aging Finance Development and Household Financial Asset Allocation

Abstract: China is about to enter a deeply aging society. Longer life expectancy, declining fertility rates lead to a rise in the elderly dependency ratio. In this context, the traditional pay-as-you-go pension system is facing sustainability challenges, and it is an inevitable development direction to promote the transition of the pension system from government-led to multi-subject responsibility sharing. In order to cope with the changing needs of the aging society, it is necessary to speed up the construction of the third pillar pension system, improve the financial support system, effectively integrate pension funds, and at the same time improve the financial asset allocation structure of households. Developed countries entered aging societies earlier, and have accumulated rich experience in aging finance and household financial asset allocation. This paper takes the United States, the Netherlands, and Japan as examples to summarize the development characteristics and advantages of aging finance in developed countries. This paper provides a useful reference for further promoting the development of China's aging finance and optimizing the allocation of household financial assets.

Keywords: aging finance; household financial assets; asset allocation; the third pillar; pension system; pension investment; social security; population aging