



刘尚希：思考养老问题始终 需要风险思维



个人养老金问题相当复杂，随着中国的老龄化速度加快、程度加深，养老保障问题成为愈发重要的战略性问题。如何在养老大框架里认识个人养老金账户以及个人养老金融问题？养老问题从性质上来说是一个风险问题，贯穿于各个层面和各个环节，所以思考养老问题始终需要风险思维、风险理念，政府以及机构参与者对未来风险前景的预判就变得至关重要。

第一，养老制度应有利于推动农民市民化。从社会角度来看，全国 14 亿人口中，农民占 53%，大约是 7.5 亿人；据统计，全国有 4 亿中等收入群体，主要在城市；全国缴纳个税的大概 6000 万人，都在城市。这些数据从不同维度反映出中国人口结构、收入结构。讨论养老的问题不能局限在城市里，需要从全国人民的养老来做公平的整体设计，包括农民。现在虽然有全覆盖的养老制度安排，但这种制度安排是碎片化的，对农民来说是一种附带性的考虑，并没有从动态的角度，即市民化的角度把农民纳入到全国养老保险体系之中。农民市民化是一个过程，这个过程如何纳入养老制度之中？在制度设计里要有动态的思维，也需要风险的思维，要防止养老制度对农民市民化产生阻碍。现有的制度设计是不利于人口流动、家庭迁徙和农民市民化的，至少没有任何激励的作用。

第二，防范化解养老风险的制度设计理念是共治和共担。这一点上世界都是一样的，差异是在具体模式和参数的设计上。养老风险的防范化解，其实是基于养老的风险矩阵。从主体来看，养老风险矩阵涉及到政府、企业和个人；从内容来看，涉及到收入养老风险和生活养老风险。在这里讨

论的主要是收入养老风险。有没有钱，是养老的第一大风险。另外，还有生活养老的风险问题，涉及到养老服务、养老设施、养老社区等，要保障老年人生活，仅有钱是不够的，这就是生活养老的风险。这也涉及到政府、企业和个人。把这两方面的内容结合起来，形成了一个养老风险矩阵。

怎么对冲养老风险？从收入角度来说，收入养老风险对冲也形成一个矩阵，从环节来说，是缴费、投资、领取三个环节。从方式来说，有政府的财政补助、税收优惠；社会保险，即基本养老保险；个人养老金融，包括了二支柱和三支柱。这有三种方式：政府财政方式，社会保险方式、个人自愿的方式。这当然都离不开政府的引导和组织。自愿的方式就是市场化运作的养老第二、第三支柱。

从财政角度来说，缴费、投资、领取三个环节都涉及到财政问题，尤其是税收优惠，在不同的环节怎样设计？比如参与个人养老金融，是在缴费环节提供税优，在投资环节税优与产品分离开，在领取环节仍然要征税，这实际上是一种税收递延的措施，国际上称之为 EET。当然，也可以设计为 TEE。这种 EET 税收优惠仅对目前看不足 6000 万个税的纳税人有一定激励作用。这相对于 14 亿人是少数，相对于七八亿的劳动者来说，更是少数，所以，个人养老金在制度设计上怎样拓宽覆盖面是需要考虑的重要问题。只有个人养老金制度覆盖面达到一定程度，第三支柱才能真正对第一支柱有补充的作用。否则，就会形成这样一种格局：大多数人靠基本养老保险，少数人靠第二、第三支柱补充，在社会上会形成一种不平衡，也会

带来不公平。这种不公平不是税收方面的，而是养老风险上的。如果基本养老保险的替代率下降，意味着大多数人的养老风险会上升，少数人有了第二、第三支柱补充以后，养老风险是下降的，这种风险分配可能会成为一个严重的社会问题，衍生出新的公共风险。从风险防范来看，个人养老金制度还需要从人口结构，尤其是城市化过程中人口结构的多维度变化来考虑，要把个人补充养老纳入到养老制度总的框架里来设计。

建立个人养老金制度，需要养老金融为载体。当前发展养老金融意义重大，影响深远，意味着中国的财富管理进入新的阶段。养老金融的一个重要功能，是形成一个长期资本市场。我们国家现有的资本市场可以说是短期的资本市场，长期投资、权益投资、价值投资这样的资本市场还没有完全成形。个人养老金融毫无疑问是长期资金，有利于促进价值创造，同时分享经济成长的成果，有利于金融和产业之间形成良性循环，并通过金融，实现社会与经济的良性循环。但在中国现阶段，发展养老金融同时面临着巨大挑战。

第一，社会在养老问题上对于政府的期望和依赖性比较大，可能影响个人养老金融的发展。在养老问题上，大众对政府期望值比较高，可能与计划生育宣传有关，为了打破传统“养儿防老”的观念，宣传国家养老，这种宣传是深入人心的，让社会大众对政府的期望值难以很快降下来。如果基本养老替代率下降，影响到养老的基本生活，可能带来社会稳定风险。即使养老金融发展良好，但在大多数人无法参与的情况下，可能会带来诸

多的新风险。从金融操作上来看，也会导致高成本。这是一个挑战，即怎样让更多的人参与到个人养老金融中来。这涉及到对低收入者的激励、金融税制优化和税优激励的选择等多个方面。

第二，资本市场当前发育不充分，是否能承载养老金融的功能面临着诸多挑战。中国金融市场化程度有待提升，现在资本市场上竞争与垄断并存，一些基础设施是不完善的，如资产定价基准等。资产的估值、专业服务的水准和能力还有待提高。现阶段，资本市场与产业成长的良性循环还没有完全形成，价值投资的理念还不强，股市基本上是炒作，长期价值投资的机构投资者也不多。在这种情况下，与养老金融所要求的长期投资，尤其是价值投资，并且要与经济增长的成果挂钩，这就形成了一个挑战。

第三，养老金融的风险管理。养老金融在产品设计、资产配置、信息披露、投资顾问等方面有长足的进展，但是风险是不对称的。机构或者银行基本稳赚不赔，在打破刚兑背景下，个人是要承担风险的，这就形成了风险的不对称。老百姓怎样来看待这个问题？这也需要相关参与者转变理念、提升能力。养老金融的风险管理是一个新问题，而如果还是按照传统

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43656

