

Working Paper
Number 12/05

中国私人养老保险发展前景展望

Economic Analysis
Madrid, April 2012

中国私人养老保险发展前景展望

Authors: Javier Alonso, Miguel Angel Caballero, Hui Li, María Claudia Llanes, David Tuesta, Yuwei Hu, Yun Cao¹.

Date 2012

摘要

尽管中国实际上已是世界上最重要的经济体之一，但它仍有许多艰巨的任务亟待履行。实施一个综合全面的社会保障计划便是其中之一，该计划应解决老年人退休后经济收入减少的问题。考虑到快速改变的生育率和长寿趋势，各方人士预测，若不能为老年人提供一个完善的安全保障体系，可能会妨碍中国经济和社会的可持续发展。从这个意义上讲，本文的主要目标旨在就中国养老保险制度的前景展开初步讨论，同时考虑到政府对这个社会问题负有不可推卸的责任以及私营部门可能采取的积极参与行动。综上所述，本研究报告将会介绍中国养老制度的历史背景；讨论中国现有的养老保险计划，以了解不同地区的未来发展趋势；分析实施缴费型养老金计划的潜在市场；并试图建立一个模型来预测 2020 年社会保险制度有可能取得的成果。

关键词: 养老金，其他私营金融机构，社会保障，公共养老保险

JEL: H55, G23.

1: 鸣谢：我们衷心感谢 Stuart Leckie 和 BBVA 研究部的首席经济学家为本报告做出的重要贡献。此外，我们还要感谢 Latam BBVA 的养老金特别研究组（成员包括 Jose Maria Aragone、Monica Forero、Javier de León、Mauricio Quiroz、Edgar Wilson、Daniel Oliva、Gabriel Chaufán 和 Federico Ayagarragay）。该研究组针对中国私人养老金管理行业以及中信集团内的潜在商机展开了全面的端到端研究。

第1章：引言

近三十年来，中国凭借经济规模及其在世界贸易和资本流动中的影响力已成为世界上最重要的经济体之一。不过，中国还有许多未完成的重要任务亟待政策制定者们履行。其中一个可能最紧迫的任务便是建立一个全面的社会保障体系，以便解决中国公民可能面临的诸多风险。其中一种风险与老年人以及退休后减少的经济收入有关。

就这一点而言，制定一个正常运转的养老金制度对中国而言是一个不小的挑战，因为老年人问题主要由亲属和后代来解决，而后代将面临日益减少的跨代资源问题。更有甚者，考虑到快速改变的生育率和长寿趋势，各方人士预测，若不能为老年人提供一个完善的安全保障体系，可能会妨碍中国经济和社会的可持续发展。为了迎接这一挑战，有必要参照全球经验，不仅需要政府积极参与，个人和私营部门（家庭和养老金管理公司）也需要积极参与进来。一个合理的解释是，政府没有足够的能力独自应对全民养老金覆盖提出的巨大挑战，从而必须鼓励人们积极储蓄并让私人金融专家参与进来。让这些金融专家参与进来等想法旨在对养老金储蓄进行管理，以便产生更多的附加值，增加员工退休后的经济收入。

综上所述，本文的主要目标旨在就中国养老金制度的前景展开初步讨论，不仅考虑政府对这个社会问题负有不可推卸的责任，还考虑私营部门采取的积极参与行动。因此，我们组织了报告结构，在本部分介绍中国养老金的历史背景。我们将在第2章讨论中国现有的缴费型或非缴费型养老保险计划，以了解不同地区的政府和私营部门的未来发展趋势，然后，在第3章中，我们将通过分析缴费型计划的潜在市场进一步扩大讨论范围。这种分析可巧妙地通过制作一个模型来预测到2020年时各个市场可能取得的成果，第4章会进行相关介绍。最后，第5章将阐述本工作报告得出的主要结论。

1.1. 中国养老金制度历年所发生的变化

1951年颁布的《劳动保险条例》可以被视为1949年新中国成立后出台的第一个社会劳动保障法案。它为城镇职工制定了一个可终身受益的制度体系。这项法律涵盖的城镇人口包括SOE（国有企业）和大型COE（集体所有制企业）员工、公务员以及大学、医院等其他公共机构的工作人员。这套系统采取现收现付(PAYG)的形式，由企业独自按工资总额3%的比率支付。虽然3%的缴费率非常低，但考虑到年轻化的人口结构，在经济上是可行的。养老基金由市级地方工会负责管理。中央政府于1954年成立了中华全国总工会(ACFTU)，由它负责管理全国的养老基金。

该条例一直在不断修正和改进：例如，最初要求基本养老金在当前工作岗位的最低工作年限是10年，1953年减少到了5年。与此同时，1951年男女工作年限分别要求达到25/20年才能获得全额养老金，1958年这一要求降低到了20/15年。在此期间，退休年龄始终不变，即男性60岁，女性50岁。不过担任管理岗位的女性可以55岁退休。此外，那些从事危险行业的员工也可以比正常情况提前5年退休。鉴于20世纪50年代的平均寿命较低，例如1958年平均寿命只有50岁左右，60/55岁相对而言是较高的退休年龄，这是不恰当的。

不过，该制度已于1966年“文化大革命”爆发时被废弃。这个中国当代历史上无法磨灭的灾难使经济停滞不前，全国人民全部投身到经久不歇的政治斗争中，社会局面一片混乱。在这种情况下，曾经负责养老金管理和准备的工会也一同被废除和解体。因此，地方和国家过去所积攒的养老基金盈余遭到了侵吞并被挪作它用。鉴于政府各个部门处于一片混乱的局面，企业（而不是国家）不得不肩负起提供员工福利的全部责任。这时，所有风险都由各个企业承担。企业和地区之间没有交叉补贴和风险分担。国有企业制定了一套慷慨的社会保障体系，也被称为“铁饭碗”，在中国一直沿用到1976年后，即“文革”结束时。这套慷慨的制度确保员工可享受终身聘用制待遇以及稳定的收入和其他福利，如养老金、医疗保健、子女教育、住房补贴等。费用主要取自企业收入，没有任何员工缴费要求。

1978年，养老金条例再次经过了数次修订，新规定允许连续工作10年的员工享受养老金待遇，而不必再等待25/20年。同时10-15年工龄的养老金替代率（即养老金收入占退休前收入的百分比）提高到了60%，20年工龄的替代率则提高到了75%。条例中还介绍了许多其他优惠政策：例如

，不仅确保工人享受终身聘用制待遇，在他/她退休时，还可以让其中一个子女继承其工作岗位。20 世纪 70 年代的新规定提供了更多的福利，增加了加入福利体系的便利，其设计意图明确，旨在鼓励员工提早退休，以适应当时中国数以百万计民众从农村涌入城市的大环境。而，值得注意的是，这套制度只限于城镇地区，并且主要涉及国有企业和集体所有制企业的员工。对于当时约占全中国人口 80% 农村人口，则尚未建立一套正式的养老金制度，因此，家庭的支持起到了举足轻重的作用。

在 20 世纪 80 年代期间，养老金资格放宽：1951 年规定男性工龄需达到 25 年，1958 年则减少为 20 年，1978 年进一步减少为 10 年。考虑到人口老龄化趋势，这意味着，1978 年到 1988 年这 10 年间退休人数和养老金支出均有了显著的增长。退休人数从 1978 年的 214 万人增长到了 1988 年的 2120 万人。同期养老金支出名义上增长了 20 倍左右，不过如果考虑通货膨胀因素，此增长率会略小一点（此期间的平均通胀率为 5%）。此外，抚养率（退休人数与职工人数的比例）也从 1978 年的 3.3% 上升至 1988 年的 15.6%。意识到养老和人口老龄化的压力越来越大，中国政府实施了重大的改革：1986 年，政府当局公布了暂行规定，要求国有企业员工将工资的 3% 投入到养老保险计划中。此外，企业交纳的金额占工资的 15%。这是实现多支柱养老保险制度的第一步。与此同时，政府当局成立了一个新的机构，即社会保险局。作为监管机构，它主要负责社保资金的日常管理和监督，以及有关法规的起草和实施。在此期间，社保资金仍然以企业为单位运转，各个企业统筹并分配养老金资产。它由雇主出资，收益已预先确定，并随着为当前雇主服务的年限增加而相应增长。如果支付的养老金大于缴费额，则差额以公司利润弥补。如果出资方宣告破产，国家将通过社会保险局承担养老金支付责任。

从 20 世纪 90 年代开始，此后中国的养老保险制度发生了几次重大的改革，下面将进行简要介绍：

1.1.1 1991 年的改革

这项改革的标志事件是国务院发布有关企业职工养老制度改革的第 33 号决议（劳动和社会保障部 1991 年发布），对多支柱养老保险制度若干暂行规定从法律上正式确定。第 33 号决议要求职工个人缴费。它规定，如果缴费率按工资的百分比计，员工应向支柱 1 缴纳不超过工资 3% 的费用，这些费用预计将随工资增长而增加。该支柱按现收现付的方式进行管理，因为第 33 号决议指出，每年收取的退休金资产的金额应以同年预计的退休金支出金额为基础。预期养老金替代率介于 60% 到 75% 的范围之间，取决于不同的职业类型。支柱 2 以企业为基础，并需要由雇主和员工同时出资，第三支柱作为补充储蓄账户，仅由员工出资。这两个支柱旨在确保获得充分的资金，所有款项均存入个人账户。然而，第二和第三个支柱不具有强制性，根据企业的盈利能力和员工的意愿决定是否参加。因此，在此期间，没有一家企业设立支柱 2，极少数人选择了支柱 3。

1.1.2 1995 年的改革

1995 年，政府发布了第 6 号通告，即国务院有关深化企业职工养老保险制度改革的决议。为了统一养老金业务，第 6 号通告为市政当局提出了两项举措，但是任何一项举措的实施均需要获得省级人民政府的批准。这两项举措都涉及养老保险制度的支柱 1。第一项举措指出员工应至少将工资的 3% 存入自己的账户中，此缴费应每两年增加 1%，直至达到 5%。此外，企业预计缴费率占工资的 11%。关于第二项举措，尚未制定个人和企业之间共同缴费的规范，由地方当局自行决定。另一个不同之处是，根据第一项举措，个人账户包括所有缴费，即 5% 的员工缴费和 11% 的企业缴费，而根据提出的第二项举措，个人账户可能只包含组合缴费中的一部分，个人账户的相对大小取决于地方政府/企业的特征。同时存在两项举措产生了许多问题并进一步导致分裂产生。世界银行(1997)研究表明，这在很大程度上归咎于地方政府想让自己的计划与众不同，从而实现自身利益最大化。

1.1.2 1997 年的改革

1997 年发布了一个划时代的养老金法规，即国务院第 26 号文件，旨在建立一个统一的企业职工基本养老保险制度。该法规主要受到了世界银行(1997)要求建立一个多支柱体系的建议影响。根据新标准，中国应于 2000 年前在省级基础上建立统一的养老保险制度。该制度应涵盖所有城镇工作人员，无论员工所属的企业或组织属于何种所有制形式。支柱 1 由 1A 和 1B 两部分组成。支柱 1A 按现收现付方式运行。缴费由省级政府确定且不得超过总工资报酬的 20%。退休后，员工将领取当地年平均工资乘以 20% 的养老金。作为个人账户进行管理的支柱 1B，相当于员工工资总额的 11%，个人缴费将逐渐从 4% 增加至 8%，差额则由企业支付。当目标替代率为 38.5% 时，支柱 1B 的每月派息通过退休时的账户余额除以 120 计算得出。这两个组成部分都具有强制性，目标替代率总和为 58%，即支柱 1A 为 20%，支柱 1B 为 38%。这两个组成部分都具有可操作性，但支柱 1B 只是名义上的个人资金计划，因为个人账户有时是空的。支柱 1B 的个人账户中的累计资金经常被用来支付当前退休人员的养老金或者市政府（中央政府委托市政府直接管理 1B 资产）设立的其他非养老项目。除了支柱 1 以外，第 26 号文件还鼓励政府设立另外两个支柱。支柱 2 类似于西方国家的职业养老金，属于自愿性质。该支柱旨在让雇主和职工同时缴费。事实上，只有利润非常好的企业才愿意为员工参加职业养老保险计划，因为大多数企业将此类缴费视为额外的人力相关成本。参保企业的数量相当少，部分归因于税优政策力度欠缺。支柱 3 用作个人补充储蓄账户。它专为那些希望为退休后的生活储蓄更多资金的人而设计。由于通过支柱 3 储蓄的资金享受不到个人所得税优惠政策等原因，基本上没有人选择此方案。完整的基本养老保险（支柱 1）的适用工龄为 15 年。缴费历史记录不足 15 年的员工，养老金仅来自其个人账户-支柱 1B。然而，自 2011 年 7 月 1 日起生效的新社会保险法规定，如果退休时，基本养老保险累计缴费支付期间不足 15 年，参保个人只要持续缴纳保费直到其缴费期满 15 年便能获得每月基本养老金。另外，他也可以将其基本养老保险转入新型农村社会养老保险计划或城镇社会保险计划，以便享受相应的养老金福利。此外，关于投资，该文件明确表示，支柱 1A 中的所有盈余和支柱 1B 中的余额只能通过银行存款和购买国债的方式进行投资。另外，从理论上来说，员工可从一个计划转到另一个计划。然而，由于中国养老保险制度的分散性，这一行为必然带来个人养老金福利的重大损失。

1.1.3 辽宁省的改革

然而，实际上，支柱 1B，即个人账户计划，大体上名存实亡。主要原因是该支柱的累计资产经常被用作它途（如前所述）。意识到这一问题后，政府开始于 2001 年在辽宁省开展养老金试点改革。2000 年，辽宁省人口占中国总人口的 3%，总退休人员占中国的 7%。辽宁省改革的一些主要特点包括：首先，支柱 1A 的资金全部由企业提供，占 20%，支柱 1B 的资金由员工提供，占 8%。个人账户只能由支柱 1B 提供资金，支柱 1A 中的累计资金只能用于社会统筹目的；其次，支柱 1A 和支柱 1B 中的资金必须分开管理。主要目的是为了避免当支柱 1A 出现赤字时，资金从支柱 1B 转移到支柱 1A 中。为了促进分离，中央政府使用预算转移来满足支柱 1A 中出现的任何赤字需求。第三，为了促进补充养老金（即企业年金）的发展，支柱 2 的缴费享受免税待遇，但上限为税前工资总额的 4%。截至 2003 年，辽宁有 1124 家企业参与该计划，受益人数达到 60,000 人，累计资产总额约 14 亿人民币（TP Pension 2005 年公布的数据）；第四，为了实现更高的回报，政府鼓励将补充养老保险积累的资产投资于高风险、高回报的金融产品，例如股票。不过，支柱 1A 和 1B 中的养老金资产仍应投资于银行存款和国债。辽宁省的改革是有前途的，因为它认识到现收现付和资金账户必须分离，从而避免资金从前者转移到后者。此外，还允许考虑其他投资机会，例如股票，这可能会增加支柱 2 的长期投资回报率。然而，我们看到，由于社会统筹部分的缴费率过高，导致发生逃避缴费行为。同时，4% 的雇主缴费免税上限太低。此外，税收优惠只与雇主缴费有关，这可能会阻碍养老金资产的快速增长（如果雇主和职工双方的缴费均免税则不会这样）以及打消市民参保的意愿。

试点改革产生了积极的效应，2004 年试验范围已被扩大到黑龙江和吉林两省，2006 年又扩大到另外八个省份，到目前为止，已覆盖 13 个省。最终，改革将有可能被扩展到全国各地。如今，养老保险统筹工作正在省级或市级展开。

为个人账户注入资金后，我们所面临的问题将是如何对这些资金进行投资和管理，以便日后实现保值和增值。目前这些省份采取的基本做法是将资金存入银行或由中央政府委托国家社保基金会(NSSF)管理。国家社保基金会确保资金最低回报率不低于存款利率。这些资金和国家社保基金资金组合，得到同样的回报率。

到目前为止，参加个人账户注资试点计划的 13 个省已经积累了 1300 亿人民币。然而还有 1.3 万亿人民币资金没有做实。除存入银行外，这些资金应该还有其他投资方式。国家社保基金会模式对于个人账户中的资金投资是受益的可行的模式，但为了填补已有的 1.3 万亿人民币和迅速增长的空帐，一种更专业的管理和投资模式对于该模式的可持续发展是必不可少的。支柱 1B 的最佳模式可能是将这些资产交给专业的养老基金管理公司并在政府严格监管下运作。

于 2000 年创立的国家社保基金会(NSSF)在新世纪的中国养老金制度改革中发挥着重要的作用。作为 NSSF 监督和管理机构的国家社保基金委员会也于此时成立。NSSF 资产主要有四个来源：中央政府预算财政拨款、国有企业国有股销售所得资产、国家彩票收入和投资收入。主要的资产来源是中央财政拨款。第二大来源是国有企业公开发行新股所得的收益转让。为了建立 NSSF，中国决定于 2001 年将部分国有企业中的国有股转让给 NSSF。特别是在国内外证券交易所进行首次公开发行时，国有企业应在市场上出售 10% 的国有股，并将由此产生的收益转让给 NSSF。在基金管理方面规定，NSSF 可以由内部团队进行投资，也可以将其外包给专业的基金管理公司。前者仅限于银行存款、国债和其他具有高流动性和安全性的金融工具。后者则受各种定量投资限制。银行存款和国债的最低投资限额为 50%，至少应将其中的 10% 投资于银行存款。非国债，即公司债券及其他金融债券的投资额不得超过总资产的 10%。此外，股票和证券的最大投资限额为 40%。

下面有必要详细介绍一下补充支柱（即“企业年金”）的发展。2004 年，中国劳动和社会保障部公布和实施了《企业年金基金管理办法》（第 23 号法令）。借鉴早期养老金制度改革（如辽宁省的改革）的经验，该法规详细介绍了业务覆盖范围、资金来源等。根据该法规，企业缴费不会超过工资总额的 1/12，企业加个人的缴费不得超过工资总额的 1/6。所有缴费都被记入个人账户，个人账户储备缴费全额。此外，参保企业应该成立一个委员会负责监督养老保险基金的运作，委员会代表由员工和/或计划参保者组成。另外，允许雇主报税时从总收入中最多扣除工资总支出的 4%，用于养老金缴费。员工缴费则没有任何重要的税收优惠。由于养老基金管理和调控至关重要，2004 年发布了另一项专门针对企业年金的调控政策。它规定了对合格资产管理人的最低要求。具体来说，银行存款及固定收益证券的投资上限为总资产的 50%，但国债的投资下限为 20%。股票的投资上限为总资产的 30%。与 NSSF 基金规定一样，不允许投资国外资产和其它资产。

2004 年至关重要，因为企业年金(EA)法规已出台，投资规则随之发生了改变。根据法规规定，中国新的 EA（企业年金）基金应按内部或外部信托模式来管理。目前由保险公司管理的资产不被视为企业年金资产，因此不享有税收优惠。政府的计划是要移交目前由一些地方政府掌控的 EA 资产。因此，企业年金管理实体由地方政府机构转移为独立的商业服务提供商（受托人、托管人、账户管理人和投资管理）。例如，深圳市行政中心将所有资产转移到中国招商银行（托管人和账户管理人）以及平安人寿公司（受托人和投资管理）。

正如我们所看到的那样，大部分的改革和政策的实施对象都是城镇人口。对于农村地区，2009 年之前，中国某些农村地区只开展了两个小规模公共养老保险计划。一个是采用自愿缴费方式的养老保险计划，另一个是非缴费计划，针对范围极小的农村老年人提供当地特定的福利。养老保险计划首次于 20 世纪 80 年代末在一个省展开试点，并于 1992 年正式扩展到其他省份。参保者（如乡镇企业工人）自愿缴费，其资产将累积到个人账户中。在中国的大部分地区，特别是中部和西部的欠发达地区，农民是其账户的唯一缴纳者。不过，在较富裕的东部地区，乡镇企业的某些工人会收到雇主资助的缴费，而不受雇于他人的工人有时会收到当地社区资助的缴费。此外，一些省政府（如北京市和江苏省）还会向农村参保者提供额外的财政补贴。从 60 岁开始，便会根据由账户累计金额决定的福利支付年金型养老金。县级政府将负责对这些福利的管理、投资和分配进行监督。中国开展的第二项小规模公共养老保险计划是一项无须缴费的社会援助方案，被称作“农村五保救助”计划。它适用于没有工作能力，并且既没有收入和资产，也没有孩子的农村老人。可通过集体安置在养老院，或分别安置在当地家庭为“农村五保救助”计划的受益者提供援助。中国现行的农村养老保险制

度的覆盖范围有限，意味着中国绝大多数农村老年人既不参加任何形式的养老金缴费，也无权享受任何形式的养老金福利。

2009 年，中国推出了一个全国性的农村社会养老保险试行计划。政府官员表示，他们预计此计划到 2009 年底将覆盖 10% 的农村地区，2012 年底将覆盖 50% 左右，2020 年底将 100% 覆盖整个农村地区（《中国新闻》2009 年公布的数据）。这项计划的一个主要特点是，在历史悠久的中国，政府将首次在农村养老保险计划中采用直接缴费的方式。这种新式养老金由以下两部分组成：基本养老金部分，由中央和地方政府拨款；个人账户部分，主要由参保个人缴费（详情请参阅第 2 章）。

自 2009 年以来已经实现了一些目标（参与此计划的省份数目、由政府分配的总资产）。另外，一个新的城镇居民搭配型固定缴费养老保险计划也已经建立起来，并正在全国范围内推广开来。第 2 章将进一步详细介绍农村社会养老保险计划所取得的成果以及新的城镇居民搭配型固定缴费养老保险计划的发展形势。

1.2 目前中国养老保险制度面临的主要挑战

1.2.1 结构问题

养老保险制度的分散设置导致整个体系高度分散，并且严重缺乏透明度。由于中央政府只规定主要原则，具体内容（即政策和行政问题）由地方当局决定，因此系统内存在巨大的差距和不平等现象。不仅各省、市、自治区的缴费率各不相同，还受企业类型的影响。某些行业也存在行业特定的统筹体制。

覆盖面也相当不均。最初只有国有企业参保。现在，一些城市已将覆盖面扩大到集体、私营和外商独资企业。然而，特别是一些以年轻劳动力为主和来自蓬勃发展行业的公司正在试图抵制参保到此系统中，因为他们觉得他们的资金正在弥补其他企业的亏损，同时承受着显著增高的工资负担，导致竞争力削减。所有社会保障投入（即养老、医疗、失业保险、工伤保险、生育、住房公积金）的财务成本总和约占工资总额的 40%。正如我们看到的那样，由于缺乏激励机制，阻碍了覆盖范围的扩大。降低工资替代率或提高缴费率也可能会增加逃避缴费的行为。

另一个问题是养老金的可转移性，即员工可以在换工作时保留并转移他在原公司的养老金，在这样一个断层的系统，这几乎是不可能实现的。因此，它将阻碍劳动力的流动，使国有企业在大量裁员时的重组变得相当困难（因为福利是与工作挂钩的）。这反过来会使投资和资源分配发生偏离。

1.2.2. 严重的财政压力

基本养老保险制度目前面临的一个主要问题是严重的财政压力。

早在 2005 年，中国劳动和社会保障部(MOLSS)便发表了一份研究报告，其中指出中国未来 30 年的养老金缺口可能会达到 6 万亿人民币。这一财政压力主要来自中国快速呈现的人口老龄化趋势以及养老金相对较低的覆盖面和低缴费率。此外，在基本养老保险制度中，未缴保费或者缴费不足现象都很常见。低覆盖面和低缴费率均会给总体资金积累带来负面的影响。

1.2.3 低效的养老保险基金管理

主要表现在两个方面：投资渠道狭窄和监管不力。换言之，其实是缺乏现代金融投资知识和技能以及相应的风险管理能力。根据调控政策，基本养老保险基金的投资受严格管制。因此，他们可以投资于国债和国内银行存款。两者均具有苛刻的投资条件，意味着回报率相对较低，低于平均工资的增长率。此外，由于中国资本市场尚未成熟以及政府各个决策部门缺乏管理当地基本养老保险基金的知识和技术基础，也遏制了该行业的发展。

在监管不力方面，我们来回顾一下下面的丑闻：上海市劳动和社会保障局官员被指控从预扣税基金中借给私人房地产开发商 32 亿元城镇居民养老保险基金，这笔钱几乎全额损失。此事件曝光后，国家审计署便开始对社会保险基金展开了大规模的审计工作。审计结果相当惊人，共有 71.35 亿人民币管理不当。显然，资金监管方面存在严重的漏洞。在中国，法律未明确规定养老基金拨款的有效约束机制。同时，监管力量仍相当薄弱。全国只有 11 个省成立独立的基金监管部门。全国只有少数几家市级和国家级专业资金监管机构。

1.2.4 新型农村养老保险计划的缺陷

如前所述，中国已经实施了一项新的政策来应对农村人口的养老相关问题。到目前为止，新计划虽然已经取得了一定的进展，但是中国的新型农村社会养老保险计划可能仍然存在一些不足：首先，新型农村养老保险计划的覆盖面各不相同，主要取决于各县的经济发展水平。例如，北京于 2008 年 1 月开始开展新型养老保险计划试验。截至 2008 年底，据报道，居住在北京郊区的农民共有 1,065,000（80%以上）人参加新型农村社会养老计划（Yuan, 2008 年公布的数据）。这种参保程度部分归因于北京郊区相对较高的生活水准，以及高于正常水平的中央和地方政府财政拨款（每位退休人员每月 280 元）。但是，中国大多数农村地区要比北京郊区贫穷得多。此外，它是一个自愿参保计划，要求农民缴纳的费用为往年当地平均收入的 4%到 8%之间。农村劳动者能否支付这么高的费用，以便参与此计划？中国有约 8000 万人生活在贫困线以下水平。农村地区的贫困老人是城镇地区的三倍（中国新闻网，2009）。由于经济发展水平和收入存在显著的地区差异，许多贫困地区的贫困家庭将无力支付必要的保费。这将使最贫穷的人民无法参与养老保险计划。新计划能否成功将在很大程度上取决于广泛的覆盖面和较高的参保率。这些反过来将取决于农民对政府的信任度以及政府对此计划的财政拨款力度。其次，新型养老保险计划的实施和管理相关问题：在城镇地区实施社会保障相对简单明了，因为雇主和员工支付的养老保险费受法律保护。相比之下，农村养老保险计划最初是建立在自愿参保的基础上的。只有农民相信政府，相信他们缴纳的保费将为其带来更多的益处，他们才会决定参保。因此，至关重要的一点是，政府能兑现自己作出的收益承诺，并以足够透明的方式管理基金账户，使养老金领取者始终对该计划充满信心。此外，根据公布的报告，县政府将负责设立个人账户、管理当地养老基金并向全县退休人员分配收益（摘自中国新闻网，2009 年）。正如所有发展中国家那样，和城镇政府和行政机构相比，农村地区的基层政府官僚机构的效率和效能十分低下。出于这个原因，成功实施新型农村养老保险计划并不容易。第三，中国新型农村养老保险计划的收益水平较低，大部分受益人获得的养老金福利非常低。大多数人每月将从该计划的基本组成部分领取约 55 元（8 美元），但是，这些农村地区的老人平均每月支出近 200 元（29 美元）（Zhang 和 Tang, 2008）。虽然 55 元确实能够帮助他们支付一些必要的开支，但却无法满足其生活所需。按目前的经济发展水平来看，我们有理由相信中国日益增长的经济水平可以为农村老人提供更高的最低生活保障。

第 2 章：中国养老保险制度体制： 缴费和非缴费支柱。整个系统

在很大程度上由于农村和城市之间经济和社会部门的明显划分所突显出的中国经济的双重性，中国也一直存在两个不同的养老保险计划体系。

2.1 农村养老保险制度

最新的全国人口普查初步结果表明，截至 2010 年，中国约有一半的人口拥有农村户口，剩下一半拥有城镇户口。对于约 6.7 亿庞大的农村人群，他们已加入不同的养老保险计划，一些计划已经存在一段时间，另一些计划正在试行阶段。

2.1.1 新型农村养老保险计划（非缴费型和缴费型）：NRPS

20 世纪 90 年代，国家首次尝试在选定的地方推行新型农村养老保险计划。中央政府于 2009 年 6 月宣布引进并在全国范围内推广自愿参保的新型农村养老保险计划，这很大程度上归功于该计划在地方取得的成功。最初，它计划于 2020 年前实现覆盖全国的目标。然而，意想不到的快速实施以及农民对该计划的欢迎，使得政府更快实现了这一目标。

该计划的主要特点是使新的农村养老保险制度与城镇企业养老保险制度（在下面各章节中介绍）的基本结构保持一致，即由两个支柱组成：一个是社会统筹，另一个是个人账户。采取一致结构主要考虑到中国未来农村养老保险制度和城镇养老保险制度之间最终将实现衔接和整合。同时，与早期农村养老保险计划相比，新计划可从中央和地方政府获得更多的财政援助，因此，希望地方政府或农民对改革起到的阻力会较小。表 1 显示该制度的基本结构和主要特点。

表 1.
中国新型农村社会保险/养老保险制度

支柱	模式	强制 (M) 或自愿 (V)	缴费	福利	缴纳金额的税 收减免	主要监管机构
支柱 0	社会援助	不适用	国家预算	最低生活保障	不适用	民政部 (MOCA) 和农业部 (MOA)
支柱 1a	社会统筹和现收现付	V (自愿)	国家和地方各级政府预算	每月最低 55 元人民币	不适用	人力资源和社会保障部
支柱 1b	个人账户	V (自愿)	个人；地方政府和农村	个人账户中的累计资金总额	完全免税	人力资源和社会保障部

资料来源：各官方网站和作者

两个组成部分：

支柱 1a：社会统筹和现收现付的运作模式。融资方式因地区而异。对于那些中西部省份，费用全部由中央财政承担，而对于东部和较富裕的省份，中央财政承担 50% 的成本，其余 50% 由地方政府承担。收益偏低，最低保障为每月 55 元人民币。

支柱 1b：个人账户和资金充裕。此支柱的资金主要有三个来源，即农民个人、地方政府和集体。具体而言，农民个人缴纳金额范围从 100 元到 500 元人民币不等，每年递增 100 元；地方政府—主要是市级和县级政府，每年至少需要缴纳 30 元人民币；而集体缴纳的费用不作强制要求。收益是账户余额除以 139，假设平均寿命为 12 年。

享受收益的条件：只要农民向系统缴费满 15 年，他/她将享受应有的福利。同时对于年满 60 岁的员工，只要其子女缴费，他们将自动享受此固定福利。

基金管理：支柱 1b 中的累计资产由当地社保部门管理，并将余额按一年期银行存款利率存入个人账户。

人力资源和社会保障部 2010 年最新统计数据表明，截至 2010 年，新型农村养老保险计划 (NRPS) 已扩展到 27 个省和 838 个县。参保总人数已达到 1.03 亿人，其中受益人数达 2900 万人。同时，年末余额为 423 亿元人民币。

新型农村养老保险计划由人力资源和社会保障部(MOHRSS)负责调控和监管，此外该部门还负责中国社会保障体系的其他组成部分。

2.1.2 社会援助部分（非缴费）

可满足养老需要的中国农村社会福利制度除上面介绍的养老保险计划外，还包括其他组成部分。

最低生活保障（或低保，即中国人所说的铁饭碗）是其中最重要的组成部分之一。但是值得一提的是，它是针对所有弱势群体（包括老人、残疾人士、儿童等）的计划。

根据国务院第 19 号法令（MCA 2007 年发布），目标人群是那些年收入低于当地最低生活保障的人们，而法令规定的主要群体是指那些由于疾病、年老体弱、残疾和极端的自然条件一直生活在贫困中的人们。农村低保福利水平反映了各省之间的差异不足为奇，这不仅反映了不同的生活标准水平和成本，还反映了不同地方的财政状况。

第 19 号法令还规定了资金来源，应该主要来自县级地方政府，而省级地方政府应加强对该体系的财政支持。中央政府将对不能建立该体系的地区/地方进行补贴。

2.2 城镇养老保险制度

2.2.1 多支柱模式（非缴费+缴费）

中国城镇养老保险改革始于 20 世纪 90 年代初。1997 年在对不同的改革方案进行充分的讨论后，中央政府决定在城镇地区实施多支柱养老保险制度。

当前的城镇养老保险制度由三大支柱组成，其中支柱 1 包括两部分（摘要详见表 2）：

表 2.

中国现有的城镇养老保险制度

模式	强制 (M) 或自愿 (V)	缴费	福利	税收减免	主要监管机构	模式
支柱 0	社会援助	不适用	国家预算	最低生活保障	不适用	民政部 (MOCA) 及人力资源和社会保障部 (MOHRSS)
支柱 1a	社会统筹和现收现付	M	工资的 20%	当地平均工资的 59.2%	完全免税	人力资源和社会保障部
支柱 1b	个人账户	M	工资的 8%		完全免税	人力资源和社会保障部
支柱 2: 企业年金 (EA)	个人账户	V (自愿)	多种	多种	非常有限; 最多只有 5% 的工资	人力资源和社会保障部
支柱 2: 其他	个人账户	V (自愿)	多种	多种	非常有限	不适用
支柱 3	保险产品	V	多种	多种	唯一入选的保险产品	中国保监会 (CIRC)
NSSF	战略储备基金	不适用	国家预算; 国有企业的国家所有权转让; 彩票收入	不适用	不适用	财政部 (MOF) 人力资源和社会保障部
支柱 0	社会援助	不适用	国家预算	最低生活保障	不适用	民政部 (MOCA) 及人力资源和社会保障部 (MOHRSS)
支柱 1a	社会统筹和现收现付	M	工资的 20%	当地平均工资的 59.2%	完全免税	人力资源和社会保障部

资料来源：各官方网站和作者

- 支柱 1A。此支柱按现收现付(PAYG)的方式运行，并发挥社会统筹的作用。完全由雇主缴费，缴费率为工资的 20%。预计 35 年缴费期的替代率是当地平均工资的 35% 左右。
- 支柱 1B。该支柱是强制性个人账户，旨在积累充裕的资金。缴费率是员工工资的 8%，全部由员工承担。预计替代率为 24.2% 左右。为了享受支柱 1A 和 1B 所提供的福利，需要满足若干要求，尤其要满足至少 15 年的缴费期、达到退休年龄 60 岁（男）和 55 岁（女）等等。
- 支柱 2。最著名的计划类型是企业年金（EA）计划，这相当于西方国家的职业养老保险计划。这一支柱纯属自愿参保。到目前为止，主要在大型国有独资企业(SOE)中建立了该体系，且各企业的缴费率均不相同。除 EA 外，中国还存在一些支柱 2 类型的不同计划，这些计划主要由金融机构设计和提供，目的是为了规避繁琐的 EA 法规。最有名的案例包括福利养老保险计划和 Quasi-EA（类年金）计划等。值得注意的是，支柱 2 类型计划的其他形式通常不享受税收优惠。

- 支柱 3。它是指自愿参保的个人储蓄/养老保险计划，旨在满足想要在退休后获得较高收入的人士的需要。

监管框架

与农村养老保险制度一样，城镇养老金也主要由人力资源和社会保障部负责监管和调控。在这方面值得一提的是，2010 年 10 月通过了第一个“社会保险法”，并已于 2011 年 7 月 1 日生效。预计法律水平的提高将帮助中国的养老保险制度得到进一步的改善，如通过更广的覆盖面、高履约率等。

关于支柱 1a 和 1b，应将账户中累计的所有资产投资于银行存款或国债。然而，据报道，鉴于目前的低回报率，人力资源和社会保障部已考虑放宽支柱 1b 资产的投资政策。

EA 法规首次于 2004 年发布，企业年金市场以往的快速增长极大程度上归功于此。根据有关规定，所有企业年金资产应由专业金融机构投资和管理，这方面会涉及四个授权方，即受托人、托管人、资产管理人和账户管理人。投资政策遵循定量资产限制规则，即强制实施特定资产类别的投资限制。然而，2011 年 5 月，人力资源和社会保障部发布了企业年金资产管理法规的修订版本，其中规定了更加开放的投资政策。

支柱 2 类型的养老保险计划和支柱 3 类型的养老保险计划的其他形式受不同的法规约束，因此具有不同的监管机构。保险监管机构（即中国保监会）是中国另一个主要的监管和调控机构，因为寿险公司在养老基金管理市场一直相当活跃。在这种情况下，其他金融监管机构，例如：中国银行业监督管理委员会(CBRC)和中国证券监督管理委员会(CSRC)也在中国养老金监管领域占据了一席之地。最后，国家税务总局(STA)和财政部具有相当大的影响力，因为税收政策对促进中国私人养老金市场的发展至关重要。

2.2.2 社会援助方案（非缴费）

1999 年，中国国务院发布了第 271 号法令，旨在解决在城镇地区建立最低生活保障制度（在中国简称“低保”）的问题。目标群体指：（a）那些没有收入来源，没有工作能力，且没有成年家属（家人）或上述家属不能够照顾老年亲属的人群（b）有一定的收入，但收入低于最低生活保障标准。考虑到吃、穿、住等一系列因素，最低生活保障标准由当地县级人民政府决定。费用完全从政府预算中支取。

2.2.3 城镇失业居民的养老保险试点计划（非缴费 + 缴费）

针对城镇失业居民的养老金试点计划已于 2011 年 6 月 13 日公布，国务院最近提出的这一举措旨在改善国家养老保险制度，并致力于为城镇地区的失业居民提供更好的养老保险机制。截至 2011 年 7 月 1 日，年满 16 岁的城镇失业居民（不包括学生）将被纳入此计划中。参保者年满 60 岁后将开始领取每月退休金。

根据 2011 年 7 月 1 日推出的新计划，年满 60 岁的失业市民不需要缴纳个人保费，便可以领取每月 55 元人民币的基本养老金。年龄在 45 岁至 60 岁之间的居民必须向其个人账户存入不超过 15 年的保费，而 45 岁以下的居民必须至少缴纳 15 年保费。新养老保险计划的参保者可以选择 10 种缴费方案，从每年 100 元到 1000 元不等。他们付费越多，年满 60 岁时得到的回报便越多，除了自己账户中的存款外，他们还开始每月领取 55 元的基本养老金。同时，地方政府每年还需要向每位参保者发放至少 30 元的补贴。地方政府每年还至少要向重残人士支付每年 100 元人民币补贴的部分或全部。社会鼓励其他经济和社会组织以及个人积极参保，所有个人保费和补贴都将存入参保者的个人账户。

针对城镇失业居民的养老保险计划与农村居民的养老保险计划类似。这两项计划都专门针对大部分低收入人群量身定制，将有助于缩小收入差距。预计超过 5000 万人会从这项计划中受益。

2.3 事业单位（PSU）部门和公务员的退休金

在中国，政府和事业单位(PSU)的工作人员享受一套独立和健全的养老金制度，从而使他们能够享受高达 90%的养老金替代率，相比之下，城镇企业标准养老金的替代率仅为 60%。同时，它采用无需个人出资的现收现付制度，主要由国家或雇主出资，员工通常不需要出资。目前的公务员和事业单位养老保险制度产生的财政成本已相当高，预计未来几十年内此负担会持续递增。

考虑到在对中国事业单位部门进行整体改革的情况下，财务体系无法实现可持续性发展，中央政府决定于 2008 年开始改革事业单位养老保险制度。目的是为了使其事业单位养老保险制度与目前的城镇企业养老保险制度实现齐头并进、共同发展的目标。经过讨论和试验，人力资源和社会保障部首选的新模式是一个或多或少与当前的城镇养老保险制度一致的系统，即社会统筹加个人账户。同时，缴费率和收益水平也与城镇养老保险制度类似。鉴于改革后的收益水平(60%)预计将会低于目前的水平(90%)，政府一直在讨论促进企业年金型自愿参保的职业养老保险计划的重要性和必要性，以使改革后的整体收益水平保持在 90% 左右。

2009 年 2 月，人力资源和社会保障部选择在五个省份实施事业单位养老保险试点计划。据悉，该试点计划并未提供具体的设计细节，因而由当地政府自行裁决。

中国约有 1000 万名公务员，3000 万名事业单位员工。数据仅供参考。

2.4 国家社会保障基金 (NSSF)

除了城镇和农村养老保险计划外，中国养老保险制度还有另一个重要组成部分：全国社会保障基金(NSSF)。鉴于日益增加的老龄人口和未来几十年隐现的财政压力，中央政府于 2000 年设立了社保基金。实际上，中国社保基金类似于其他某些国家的国家养老储备基金，如挪威的政府养老基金和爱尔兰的国家养老储备基金，但与新加坡、马来西亚和香港设立的公积金不同。

社保基金主要有四个资金来源，即中央政府预算财政拨款、国有企业国有股销售所得资产、国家彩票收入和投资收入。在基金管理方面，社保基金资产目前主要由内部团队进行投资，也可以将其外包给第三方基金管理人。内部管理人进行的投资仅限于银行存款、国债和其他具有高流动性和安全性的金融工具以及最近已经启动的私人股权相关产品。外包第三方管理人一般管理具有高风险的资产，如国内股票、互惠基金。

截至 2010 年，社保基金的管理资产为 8570 亿元人民币（NSSF2010 年公布的数据），其中 58.1%由内部团队管理，其余 41.9%由第三方资产管理人管理。9 年期间的名义年均回报率为 9.17%。

第三章：中国缴费型养老金计划的市场组织

新型农村养老金计划包括一个重要的缴费部分：由农民个人、当地政府和集体共同资助的累积基金个人账户。然而，由于还处于起步阶段，没有信号表明在不久的将来这些养老金账户可以由私人来管理。同时城镇的养老金制度已经立法，市场也正在形成。改革解决了两个主要问题：分别是支柱 1B 的空账户的再充值和通过企业年金制度引入职业年金。

3.1 第一支柱的市场组织

正如我们讨论的，支柱 1 是一个国家管理计划，分为两部分：支柱 1A 和支柱 1B²。然而，根据近来从不同的养老金利益群体收集回来的可靠信息，中国政府正主导一个内部的调研，调研关于支柱 1B 的不同管理体制的可行性和实施范围。预计支柱 1B 的新的组织架构将会被设计成与企业年金的牌照准入制度相似。然而，和四个独立的服务提供商（受托人，托管人，账户管理人和投资管理人）不同，通过整合这四类运营商的功能，牌照数量将减少。

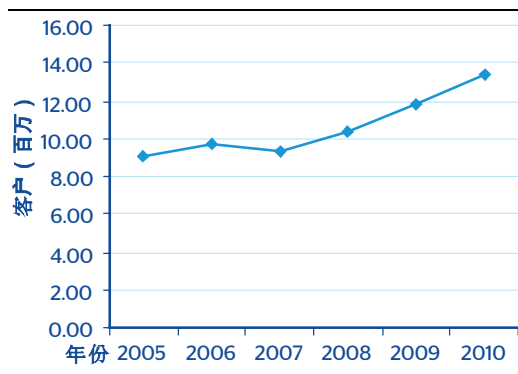
3.2 第二支柱的市场组织

3.2.1 整体市场数据

2000 年国务院颁布了 42 号令，政府开始要求企业给员工建立企业年金计划。随后又发布了条例 23 条和 11 条，企业年金得到了相对快速的发展，预期将变成中国最有前途的养老金子类市场。2000 年，企业年金计划覆盖了 560 万名城镇职工，管理的企业年金资产合计大约 190 亿人民币。到了 2006 年，企业年金计划覆盖了 929 万名城镇职工，资产也达到了 910 亿人民币。据统计，到 2010 年底，3 万家公司的 1300 万职工参与了企业年金计划。托管资产达到 28 0924 亿人民币。获授权机构³管理的受托资产达到了 1474.65 亿人民币。监管的投资资产达到了 2452.98 亿人民币，加权平均的投资回报率是 3.41%，共 1504 种投资组合。

表 31

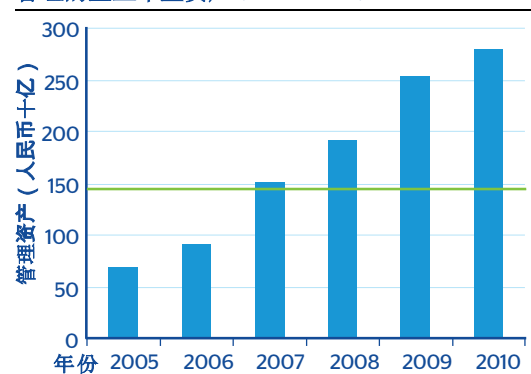
企业年金客户数量 (2005-2010)



数据来源：人力资源和社会保障部

表 32

管理的企业年金资产 (2005-2010)



数据来源：人力资源和社会保障部

2. 三种不同的管理模式设想：政府实体投资管理，有牌照数量限制的私有运营商或取决于供求因素的私有运营商

3. 根据人力资源和社会保障部 11 号令，受托人可以是一个企业的年金委员会，或授权机构（信托公司，商业银行，养老保险公司）。

3.2.2 竞争格局

截止到目前，共有 37 家金额机构获得 58 张牌照在这个市场上操作，更多的牌照可能在不久的将来被批准。下表概括了企业年金牌照持有者，按不同的机构类型进行分类。

表 3

企业年金牌照在运营商中的分布

受托人	托管人
保险公司 中国人寿养老保险 平安养老保险 长江养老保险 泰康养老保险 太平养老保险	银行 中国工商银行 中国建设银行 中国招商银行 中国银行 上海浦东发展银行 中国光大银行 交通银行 中国民生银行 中国农业银行 中信银行
银行 中国工商银行 中国建设银行 中国招商银行	
信托公司 中信信托(CITIC Trust) 华宝信托(Hubao Trust) 中诚信托有限责任公司 上海国际信托有限公司	投资管理
账户管理人	保险公司 中国人寿基金管理 平安养老保险 长江养老保险 太平养老保险 中国人保基金 华泰基金管理
保险公司 账户管理人 中国人寿养老保险 平安养老保险 长江养老保险 泰康养老保险 中国太平洋人寿 新华人寿	基金管理公司和证券公司 中国工商银行瑞信资产管理 华夏基金管理 中国招商基金管理 嘉实基金管理 泰康基金管理 博时基金管理 中国南方基金管理 易方达基金管理 海富通基金管理 中信证券 银华基金管理 广发基金管理 富国基金管理 国泰基金管理 中国国际金融公司
银行 中国工商银行 中国建设银行 中国招商银行 中国银行 上海浦东发展银行 中国光大银行 交通银行 中国民生银行	
信托公司 中信信托 华宝信托(Hubao Trust)	

数据来源：人力资源和社会保障部

在企业年金业务的四个利基市场中，银行独占基金托管市场，在账户管理和受托上也扮演重要角色；养老保险公司领导受托市场，也得到了投资管理业务的份额，而基金管理和证券公司则在投资管理上占主导地位。详见下列数据（截止到 2010 年底的大致估计）

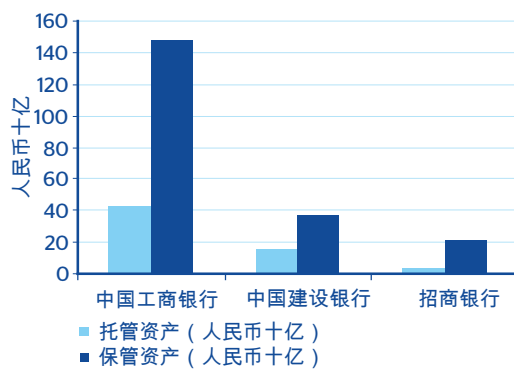
- 受托：养老保险公司占据 70% 的市场份额
- 账户管理：银行拿走了 90% 的市场份额
- 托管：银行独占
- 投资管理：基金管理和证券公司占 70%，养老保险公司占 30%

如表所示，商业银行在多领域业务处理上占主要角色。在四个提供企业年金服务的独立实体中，目前只有三个公司在所有领域都获得了牌照：中国工商银行，招商银行和中信集团。作为处于市场主导地位的机构，中国工商银行和中国建设银行已经有了三个牌照：受托，账户

管理和托管。而且，一些商业银行持有相关基金管理公司的股份也使他们的业务范围扩展到了投资领域。中国工商银行参与了瑞信资产管理业务，而招商银行参与了招商证券的业务。这样，这两家银行以整合的管理模式覆盖了整个企业年金的价值链。

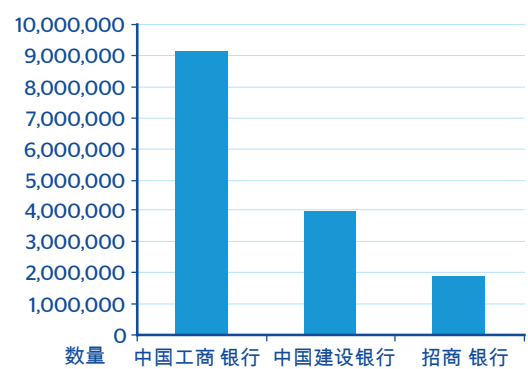
而且，银行有一些突出的优势，如广泛的企业客户，广阔的销售网点和强大的内部财政支持等等。因此，银行不仅在传统养老金业务即整个企业年金资产托管业务和大部分的客户账户管理业务中占统治地位，而且在受托资产管理上也投入了精力和资源。依据第 11 号条例，企业年金的受托人有权利选择其它服务提供商和基于客户的需求和个性设计投资组合。2007 年人力资源和社会保障部发放了第二批牌照，中国工商银行、中国建设银行和招商银行得到了企业年金的受托资格，从那时起，这三家银行开始和其他运营商竞争，以争取信托资产管理更大的市场份额。下面两个图表从受托资产、托管资产和客户数量上显示出了三家顶级商业银行的市场规模。

表 33
三家银行的受托资产和托管资产（2010 年底）



数据来源：BBVA 养老金和保险市场资讯

表 34
三家银行的客户数量（2010 年底）



数据来源：BBVA 养老金和保险市场资讯

数据来源：基于 2010 年底 BBVA 养老金团队收集的市场资讯

养老保险公司也是中国的企业年金行业中的重要利益获得者。由中国保险监督委员会透露的统计数据表明了 2011 年 1 月到 6 月的最新情况。在上半年，五大养老保险公司企业年金缴费为 2141 亿人民币，比去年同期增长 41.89%。受托资产和投资管理资产分别是 1215.9 亿和 948.7 亿人民币，分别比去年同期增长 45.86%和 56.59%。其中，中国人寿养老金和平安养老金共占企业养老金市场 75%以上的份额，分别是 51.31%和 23.22%。中国人寿养老保险以 34%的份额领先受托市场，随后是平安养老保险和长江养老保险。平安养老保险占投资管理资产市场的 52%。

表 4
养老保险公司企业年金统计（2011 年 1 月到 6 月，单位：百万人民币）

公司名称	企业年金数额	受托资产	投资管理资产
太平养老保险	2,841.59	16,411.25	20,520.24
平安养老保险	4,970.98	33,476.36	49,299.89
中国人寿养老保险	10,984.80	42,438.99	8,893.61
长江养老保险	1,656.52	25,757.92	16,159.24
泰康养老保险	956.32	3,509.19	0.00
合计	21,410.21	121,593.72	94,872.99

数据来源：中国保险监督委员会

3.2.3 佣金体系

尽管企业年金服务的佣金上限已经被制度规定，但由于竞争激烈，市场平均价格还是远低于规定的上限。下面的表概括了制度规定的收费标准和业界的实际标准。已出台了一些方法以保证运营商的利润。2011年2月，企业年金投资管理人关于佣金达成了一致：企业年金投资浮动收益产品的佣金不少于0.6%，投资固定收益产品的佣金为0.3%。

表 5

企业年金佣金方案

牌照类型	人力资源和社会保障部规定的佣金上限	市场限值	牌照类型
受托人	企业年金基金净资产值的0.2%/年	0.001	受托人
托管人	企业年金基金净资产值的0.2%/年	0.001	托管人
账户管理人	5元/户/月	1元/户/月	账户管理人
投资管理人	企业年金基金净资产值的1.2%/年	浮动收益产品投资最低0.6%，固定收益产品投资最低0.3%	投资管理人

数据来源：中国保险监督委员会

3.2.4 养老金市场细分

大型国有企业仍是这个市场的主要参与者。这不仅因为这些企业愿意执行政府的政策，而且许多传统的国有企业为他们的员工提供固定收益养老金计划。现在，这些国有企业也开始认识到固定收益计划有时需要承担巨额债务并且需要公开信息，因此企业年金计划是一个更好的解决方案。

在过去的二十年间，跨国公司蜂拥中国，然而在企业年金计划的采纳上仍落后于市场，但跨国公司有兴趣使用年金计划作为员工薪酬策略的一部分。许多跨国公司为了保留住人才，对建立一个年金计划作为人力资源管理工具感兴趣。

中小企业在中国的综合经济增长和就业中占据了很大的份额。然而，企业年金在中小企业中却发展的相当缓慢。绝大部分的企业年金由大型赢利国有企业提供，而中小企业发现这些年金计划昂贵而且管理上也很复杂。随着2011年人力与社会保障部11号令的出台，集体计划期望能够为这些问题提供最合适的年金方案。实际上，商业银行和养老保险公司已经为他们的客户设计出了集体企业年金包，现在这些计划正在由人力与社会保障部进行完善。

3.2.5 未来企业年金市场深入发展的关键因素

尽管企业年金计划在中国已经赢得了认同，但显然市场还没有照预期发展。政府预测，2010年企业年金基金应该达到2万亿（而目前实际只有2800亿）发展缓慢的原因如下：

- (i) 对雇主和职工缺乏统一的税收减免；
- (ii) 对基金可转移性的限制；
- (iii) 服务商的利润过低。

显然，企业年金仍是一个政策驱动的业务，很大程度上取决于规章制度是否足够友好。不过，如果适当的激励和政策能够到位的话，年金计划的长期发展潜力仍不可低估。从市场组织的观点来看，尽管利润较低，但竞争仍非常激烈，所有的服务提供商都在不断的寻找更好的管理方法来优化业务。

2+2 和 3+1 是普遍使用的两种模式。两者都涉及到了两个机构。在 2+2 模式中，一个机构充当受托人和投资管理人，另一个机构充当账户管理和托管人。在第二批牌照发放后，三个商业银行被授权为年金受托人，因此一种新的 2+2 模式开始流行，也就是说银行既是受托人又是账户管理人。3+1 模式中，一个机构充当受托人、账户管理人和投资管理人三重角色，而另一个机构只充当托管人。一般做法是，养老保险公司建立 3+1 模式，找一家银行做托管人。

由此而论，从长远来看，一站式的、能够把不同功能块的服务垂直整合到一个单独的公司或者一个金融集团的服务，将是养老金业务发展和扩大的关键因素。整合将在根本领域，如企业年金计划的设计，客户服务和 IT 平台等方面产生协同效应，增强竞争力。多个运营商的 IT 系统的无缝整合将大大削减协调费用。基于整合的 IT 平台，建立一个加强的多渠道的服务网络以为客户提供更多的便利将是可行的。整合的运作促进不同服务商间的互动，因此可以考虑到任何运作过程的即时反馈，以完善产品设计。

3.3 支柱 3 的市场组织

经济的飞速增长带来重大的社会变革。结果，中国的中产阶级快速扩大。Mckinsey 咨询公司估计，到 2025 年，这个阶层的每年消费将接近 1.9 万亿欧元，⁴成为世界上最大的消费群体，匹敌西欧、日本和美国。当然，大量的财富会带来养老金、人寿保险和其它长期储蓄和投资产品的需求的增长。按人寿险保费总量排序，现在中国是世界第六大人寿保险市场。据瑞士再保险集团 2011 年 7 月发布的最新报告，中国在未来的十年内可能成为世界上第二大保险市场。

尽管中国有潜在的购买力和高的储蓄率（估计是 GDP 的 40%），个人储蓄养老金市场仍没有按预期发展。最重要的原因之一是缺乏购买任何退休保险相关产品的税收优惠政策。

为了促进这个市场的发展，上海市政府已经开始研究可享受个人所得税减免的养老保险试点工程。这个试点工程鼓励个人购买商业养老保险产品，允许将缴费额从他们的相应的应纳税基数扣减。用于执行这一试点工程的规则草案已经提交到中国保险监督委员会，目前财政部和其它几个管理部门正在对此进行审核。如规则所述，产品将是多样化的，包括分红保险，万能保险，传统保险，投连险和由中国保监会批准的其它险种。⁶ 6 家保险公司，包括中国人寿，中国太平洋保险集团，平安养老保险，太平养老保险，长江养老保险，英大太和保险⁵，已经被确定开展试点方案。有些公司在运作、研发和客户上完全做好了准备，就等政府、上海财政局和保监会的批准。毫无疑问，如果此项试点工程开展起来并得到广泛的推广，不久的将来个人养老保险市场将急剧扩张。

3.4 最新的市场趋势

在 2011 年八月初中国证券监督委员会发布的文章中开始讨论关于中国引进 401(K) 计划以加速国内养老金体系发展的可能性。随后，一则新闻快速传播开来：由国务院联合中国证监会，中国保监会，中国银行监督委员会，人力资源和社会保障部，财政部建立的一支特别任务小组正研究引进中国版的 401(K) 的可行性。实际上 2004 年发布的企业年金计划就是遵循 401(K) 的结构设计的。养老金业的从业者们当时充满希望，认为企业年金能快速发展，变成中国的一个提供退休收入补充的平台。然而，由于缺乏税收激励、限制投资可能性、限制资产可转移性等因素，它远远落后于美国的 401(K)，结果是企业年金计划的覆盖面相当低。因此，企业年金怎么样才能象 401(K) 那样成熟，或者怎样才能在中国完全实施 401(K) 计划，将取决于一个有利的监管环境。

4: 数据来源：中国新兴中产阶级的价值—麦肯锡(Mckinsey)公司季报。
5: 合资企业，由美国万通人寿保险公司和中国国家电网公司共同经营。

第四章：人口和劳动力市场趋势 中国 养老金体系前景展望

4.1 预测中国养老金市场的文献回顾

中国的养老金市场依据私人养老金资产积累方式分为不同部分，主要指：a)支柱 1B，也就是个人账户；b)支柱 2，也就是企业年金。考虑到中国人口规模和老龄化进程，中国养老金市场的巨大潜力引起了广泛的关注，在国内外引发了争论。迄今为止开展了很多研究，以预测中国养老金市场规模，虽然这种测算迄今为止还主要集中在企业年金市场上。

一些估计引用自世界银行，乐观的预测到 2030 年中国的企业年金市场将会达到 15 万亿美元，而到 2010 年是 1 万亿人民币。然而从过去几年的市场发展来看，这些估计被证明是过于乐观和不现实的。

一份来自韬睿惠悦咨询公司的 2007 年的报告预测到 2020 年在企业年金市场上的资产积累将在人民币 4000 亿到 8000 亿之间，然而来自 BBVA（朱，2008 年）的更新研究表明，到 2020 年企业年金市场将达到人民币 1.2 万亿，在 2030 年增长到 5.8 万亿。在此报告中，缴费率被假设为 8%，而目前主要的缴费率是 5%，这很大程度上是因为有限的税收减免政策。同时，安联集团 2007 年进行了关于中国养老金市场潜力的研究，预测到 2015 年中国企业年金资产可以达到 498 亿欧元。

在企业年金市场规模上没有政府的官方预测，然而，中国顶级养老金管理部门的高级官员最近估计在十二五计划周期末，也即 2015 年，总资产是 5000 亿人民币。

关于中国个人账户的预测，实证结果是多样的，取决于假设条件。例如，2005 年 Sin 公司预测在最乐观的情形下，完全基金积累的支柱 1B 的余额规模在 2020 年可以达到 GDP 的 1%，2030 年达到 5%，2050 年达到 15%。报告中对结果会产生重大影响的两个假设是：a)男性退休年龄 2022 年达到 65 岁，女性也在 2034 年达到 65 岁；b)养老金收益与通货膨胀而不是名义工资挂钩，这将导致收益水平的降低。

另一份安联 2007 年的市场调研预测，到 2015 年支柱 1B 的累积资产保守估计将达到 3540 亿欧元，乐观估计达到 4144 亿欧元。

4.2 中国人口：老龄化趋势

中国是世界上人口最多的国家，2010 年有 13.41 亿。50 年中人口翻番，提供了马尔萨斯式人口增长主要在农业资源上产生压力的一个范例。因此，政府决定采取生育控制政策，并且已经在控制人口增长上取得成效，但是也造成了以严重和加速老龄化问题为特点的人口转型。生育控制政策规定，城镇家庭只能有独生子女，农村地区在头胎是女孩的情况下，可以生二胎。

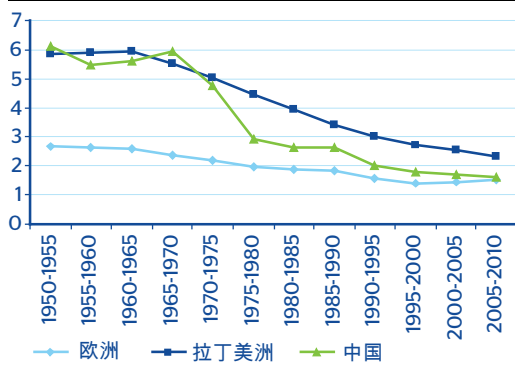
农村地区，老人通常依靠孩子养老。这就是为什么许多家庭想要一个男孩，以便理论上可以更好的满足父母的经济需求。鉴于此，怀上女孩的孕妇的流产率相当高，以便可以有机会生个男孩。最终导致在中国男女比例是 106:100，而在欧洲是 93:100。

后果是快速降低了中国的生育率。直到 70 年代前半期，中国的生育率非常接近拉丁美洲，一个典型的发展中国家的生育率。

独生子女的政策加速了转型过程，偏离了拉丁美洲生育率趋势，接近目前欧洲的水平。90 年代中期中国出现了生育等值替换点。

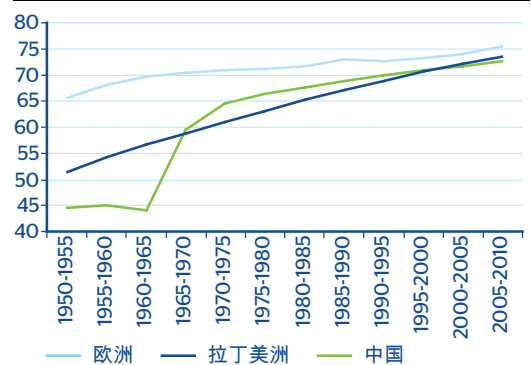
而且在中国，和其它地区如拉丁美洲一样，在平均寿命上也趋近于发达国家。

表 4.1
生育率趋势（每个妇女的孩子数量）



数据来源：联合国（2011）和 BBVA 调研

表 4.2
出生时的预期寿命（男性和女性）



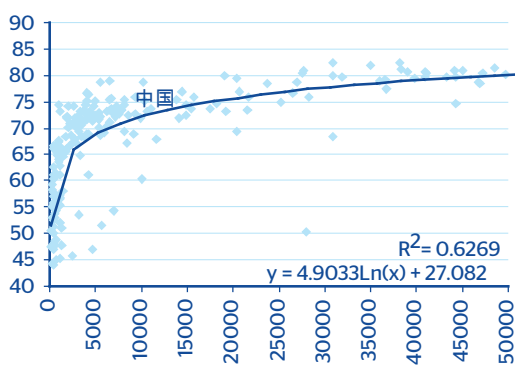
数据来源：联合国（2011）和 BBVA 调研

总之，我们看到了中国的快速的人口转型，数字上接近欧洲水平，因此，将来也有相似的老齡化问题。

然而，尽管在过去数十年中中国有高速的经济增长，人均 GDP 与欧洲发达国家仍有较大的差距（欧洲 3 万美元，中国 3400 美元）。因此，中国与欧洲相似的人口指标会引起一个疑问，由于健康和养老费用的增长，中国是否有足够的可持续利用的资源来负担老齡化的人口。

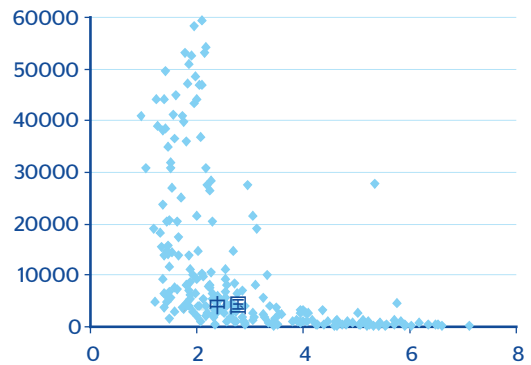
即使用中国的人口数据与相近经济发展水平的国家做对比，中国仍将面临严重的老齡化问题（见图表 4.3 和 4.4）GDP 每年 3000 到 4000 美元间的国家的男女平均平均寿命是 69.9 岁，而中国是 73.2 岁。还有，这些国家的生育率是每个妇女 2.65 个孩子，而中国是 1.6 个。

表 4.3
人均收入和平均寿命关系（%）



数据来源：联合国（2011）和 BBVA 调研

表 4.4
人均收入和生育率关系



数据来源：联合国（2011）和 BBVA 调研

联合国人口预测（2011）表明中国男性和女性的平均寿命都在增长，2050 年达到 79.1 岁（目前是 73.8 岁），这将近似于拉丁美洲的平均寿命 79.3 岁，仍低于欧洲的 81.7 岁。

至于生育率，根据联合国的数据（2011），未来十年中国每名妇女的孩子数量会保持高度的稳定，到 2050 年达到每个妇女 1.77 个孩子，目前是 1.6 个。这与拉丁美洲届时的水平（1.79 个）相近。欧洲生育率将上升，从目前的 1.53 个提高到 2050 年的 1.93 个，这可能会减少人口老齡化的影响。

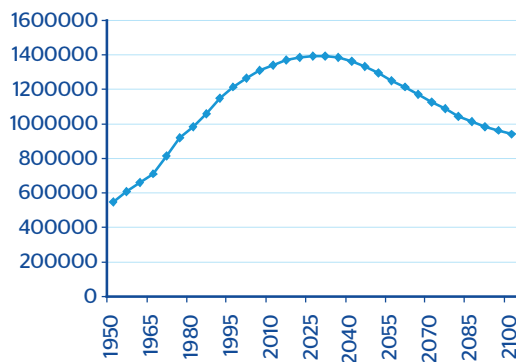
预测中国人口将持续增长到 2025 年，达到 13.95 亿。在这个日期以后，长期的低生育率不能保证下一代的人口等值替换上代人口，更多的老年人持续的死亡会不断降低人口数量，在 2100 年达到 941 万（参见表 4.5）

到目前为止，中国 65 岁以上的人口比例在最近十年中稳定在 5% 左右，与拉丁美洲相似。加速的预测寿命的增长和出生率的降低会导致改变这种模型，加速老龄化进程，脱离拉丁美洲模型迅速接近欧洲水平。

照此发展，中国的潜在的退休人口比例（65 岁以上）将在 2050 年后达到欧洲水平，甚至在随后的 50 年中达到总体人口的约 30% 的水平（参见图表 4.5）

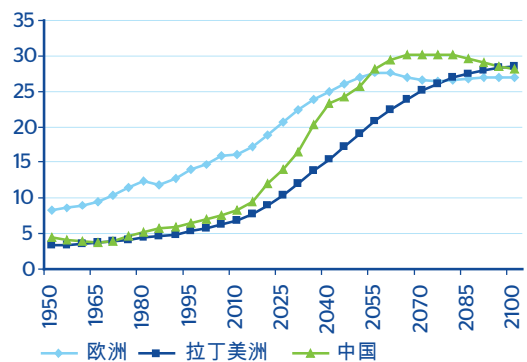
这种加速的、强烈的、持续的老龄化进程意味着中国将面临为不断增加的庞大退休人口保持适当生活水准的重大挑战。

表 4.5
中国人口预测（单位：千）



数据来源：联合国（2011）和 BBVA 调研

表 4.6
65 岁以上人口比例预测



数据来源：联合国（2011）和 BBVA 调研

据联合国预测（2011），中国人口数量将在 2020 年到 2025 年之间被印度赶超，不再是世界第一。接着，老龄化将导致很快形成一个人口的倒金字塔，在 2070 年老年人口负担比率（65 岁以上人口数/15-64 岁人口数）将增长到 73%，而到时全球平均水平是 57%，欧洲和拉丁美洲都是 57%。这会使中国成为世界是老龄人口最多的国家之一，随之会导致需要采取紧急变革确保财政上能持续支撑养老金体系，为未来的退休人群提供充足的合适收入。

4.3 中国城镇的发展及对养老金体系的影响

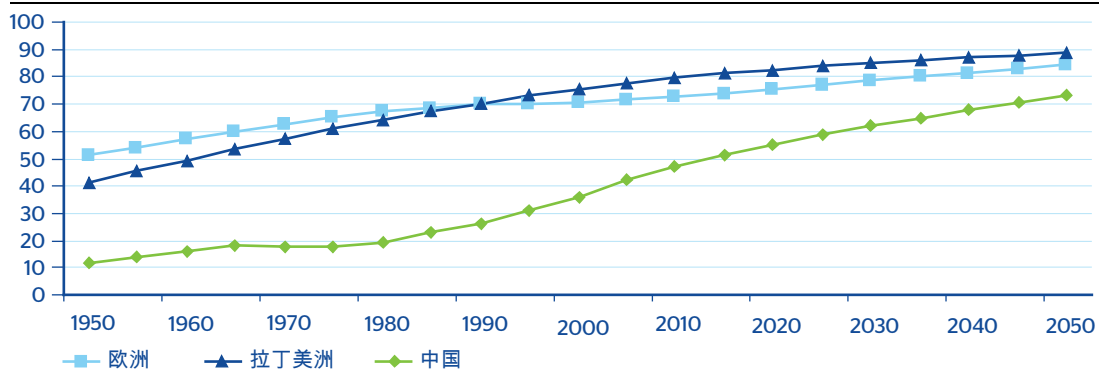
4.3.1 城镇发展

根据 Kojima(1995)的报告，从 20 世纪的最初的 25 年到 70 年代末，中国城镇的规模和区域取决于可供的粮食定量和政府为城市居民提供住房的能力。城镇因此也被限制到相当小的区域。1960 年后的二十年政府成功的控制住了城镇人口增长，到了 1975 年中国城镇居民只占总人口的 17.4%，而欧洲当时是 65.3%（见图表 4.7）

从 90 年代开始中国开始了大规模的产业结构的调整。传统中国农业以高度的劳动密集型为特征，因此生产力水平相当低下。一方面，逐步的农业机械化和从乡村到城镇的人口迁移限制的放宽，促进了中国城镇化发展的惊人速度。另一方面，刺激经济发展使城镇在制造业和服务业上提供了工作机会，加剧了城乡收入差距，从以前的 2.2 倍扩大到了 2009 的 3.3 倍。随着城镇创造了大量的工作机会，吸引了农村的劳动人口，城镇工作人口在 1998 年到 2009 年间增长了 9500 万，而农村劳动人口减少了 2150 万。联合国（2009）对未来几十年的预测指出，这个进程将会持续并逐步靠拢欧洲和拉丁美洲的水平，到 2050 年会有超过 70% 的人生活在城镇（见表 4.7）。

表 4.7

城镇人口比例走势和预测：2009（单位：百万，百分比）



数据来源：联合国（2009）和 BBVA 调研

针对城镇的产业结构的变化也使中国原来的几代同堂的垂直家庭模式逐步消失，在旧模式中，年轻人为家人提供经济支持以赡养老人，同时年轻人指望自己的后代也遵循家庭分配模式为他们将来的退休生活提供资助。目前，80 岁以上的老人一半以上的收入来自家人汇款。据 Gile et al(2010)的研究，在农村家庭，迁移到城镇的男性向父母的汇款可能会减少甚至消失，导致一大部分农村人口陷入赤贫。因此，政府希望避免这种情形的发生，需要找到额外的资金来资助这部分人群。

表 6

社会指标：城镇和农村（百分比，年）

	农村地区	城镇地区
贫困线下人群的比例	12.5%	0.5%
文盲比例	11.5%	3.6%
老年人比例	70%	30%
平均受教育年限	7	10

数据来源：经济合作与发展组织

可见的其它重要变化包括城市相对农村的年轻化，来自农村的年轻人迁移到城市，身后留下的是老龄化并且贫穷的农村。更有能力的人群的迁移，加之在城市比在农村更容易进入高等教育体系，有利于提高城市的工作效率（也导致更高的薪水）。整个过程会促成中产阶级的壮大和发展。

4.3.2 劳动力市场

中国城镇地区的劳动力市场模型是复杂的。一方面，由于技术进步和劳动力所受的更好的培训，在制造业和服务业中的工作以不断提高的附加值为特征。另一方面，到目前还取之不尽的来自农村的低技术劳动力开始出现枯竭的迹象，人们怀疑到了中期是否还能持续提供。由于所有这些因素，再加上缺乏公开的统计信息，做出一个详细的模型来远期预测养老保险金是不可能的。

为了预测中国私人养老金体系可发展的潜在市场部分，我们需要预估将来生活在城镇的处在就业年龄的人口数量。为了分析，我们建议依照下列顺序预测近年来的趋势（如下面所示）：

1. 我们通过一个二次方程式来预估就业率（就业人数/总人数 15.64）； 图表 4.8
2. 我们预估城镇就业人数比例（城市就业人数/总就业人数）和农村就业人数比例（农村就业人数/总就业人数）（图表 4.9）
3. 养老保险缴纳人数/城镇就业人数比例通过使用一个覆盖率来预估（5.3 点）。

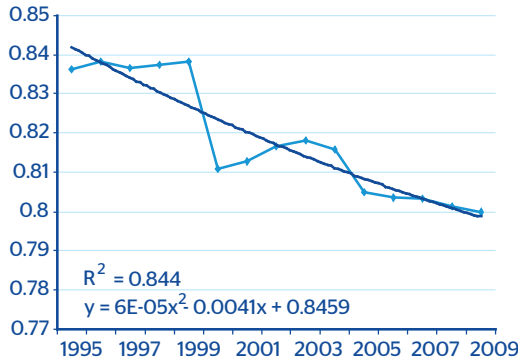
正如表 4.8 显示的，在最近几十年中国的就业率逐年下降。这可能是由于生产率的提高，城镇年轻人受教育程度普遍提高，带来了接近发达国家水平的异常高的就业率。

图表 4.8 也显示了中国就业率的趋势。我们看到，最好的趋势估计是一个二次方程，R 的平方有较好的平差 (0.84)

在城镇工作比例图上我们也采用了同样的方法，我们预估最好的趋势线是一个线性回归线，相关系数表明了两个变量间有大的平差 (0.98)。

表 4.8

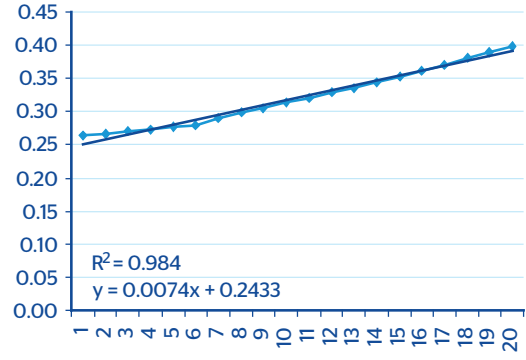
中国就业率变化趋势 (%)



数据来源：联合国和 BBVA 研究报告

表 4.9

城镇就业比例趋势

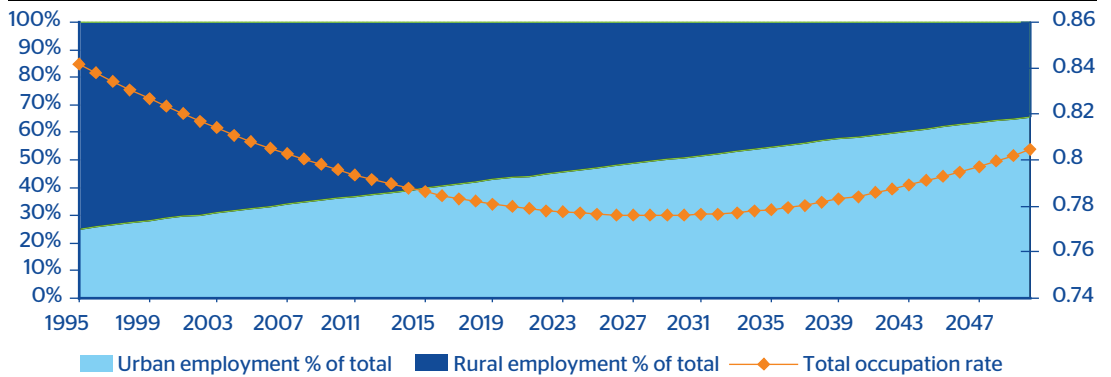


数据来源：联合国和 BBVA 研究报告

通过图表 4.8 和 4.9 的方程，还有他们的趋势方程，我们得到了中国就业率和城镇就业者比例的预测。作为补充，农村就业者比例也在下图中给出（见图表 4.10）

表 4.10

就业率预测



数据来源：国家统计局和 BBVA 调研

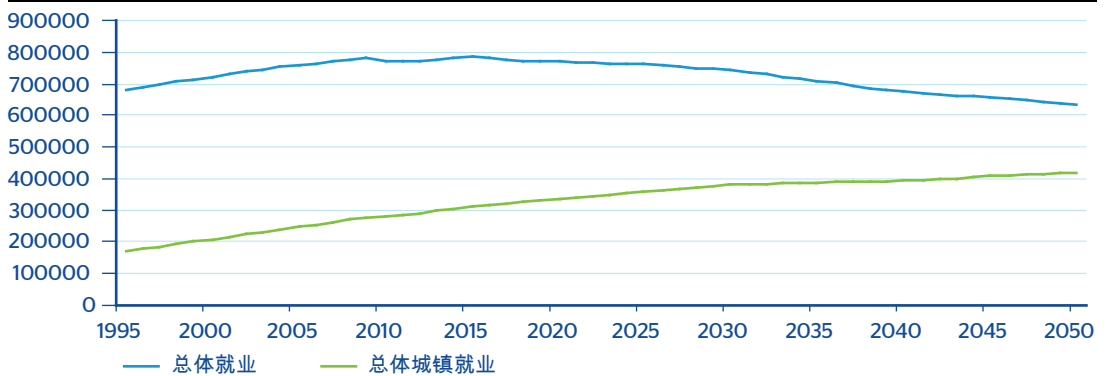
根据中国就业率趋势的二次方程式，我们看到就业率持续下降直到大约 2025 年，这让我们想起，在上面的人口预测中中国的最大人口数量也在这年。从这个时候开始，劳动力开始逐渐缺乏，老龄化影响日趋严重，这将带来就业率的增加，例如，通过延长工作年限，就像目前在发达国家所做的那样。这样，这种趋势与二次方程式的预测一致。

基于图表 4.5 中显示的中国人口的预测，图表 4.9 中显示的城镇就业率，我们可以得出中国就业者数量，特别是城镇就业者数量。

图表 4.11 显示总体就业者预测量从 2015 年开始减少，一个原因是就业率降低，另一个是劳动力数量停止增长，到 2050 年减少几乎 2 亿劳动人口。

然而，对于城镇就业者，我们看到持续的增长，从目前的 2.8 亿到 2050 年的 4.17 亿，这归功于劳动力持续地从农村迁移到城镇，也使城镇就业率一直增长直到 2027 年（参见图表 4.11）。

表 4.11
总体和城镇就业预测 (单位: 千)



数据来源: 国家统计局和 BBVA 调研

4.4.中国养老金体系预测

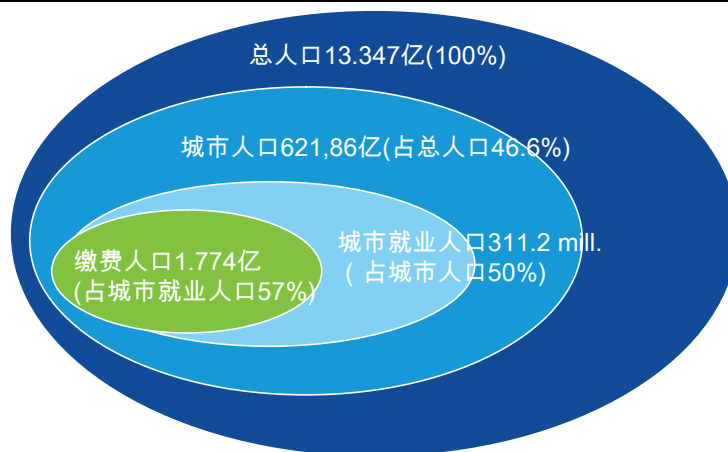
我们的中国养老金市场预估基于确定在 2010 年到 2020 年间的养老金缴纳金额, 预测分为三部分, 每部分针对一种养老金系统。第一部分是支柱 1b 的预估, 第二部分是企业养老金的预估, 第三部分是自愿缴纳养老金预估。

支柱 1b 预估:

这份报告中, 我们基于预计的缴纳者数量、平均缴纳薪金和 5% 的固定缴纳率, 预测现有和未来的缴纳金额。

支柱 1b 的预估基于支柱 1 的缴纳预测, 使用上面陈述的人口和劳动力市场预测。预估基于支柱 1 在 2009 年的城镇就业人口缴纳比率 (57%), 预期 2020 年增长到 65%。2009 年初始的城镇缴纳人口是 1.77 亿, 同年城镇就业人口是 3.11 亿 (表 4.12)

表 4.12
基于城镇化水平和城镇就业人口缴纳比率的中国人口: 2009 年 (百万, 百分比)



数据来源: 国家统计局和 BBVA 调研

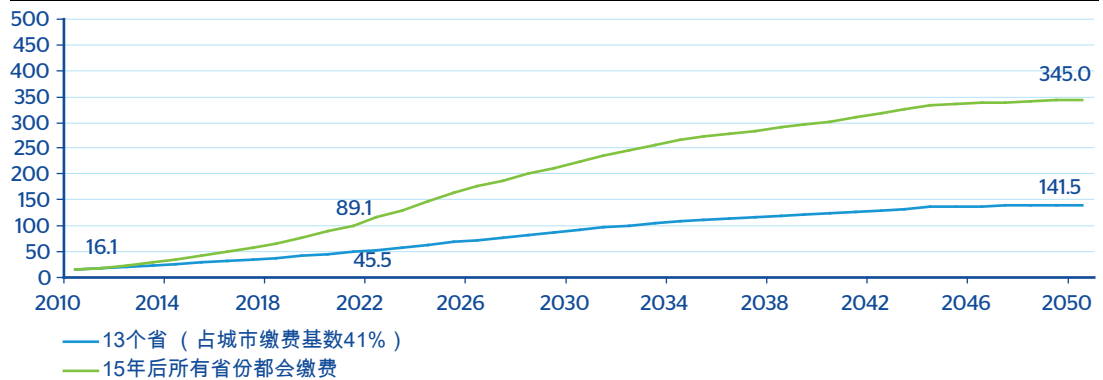
城镇就业人口缴纳比率和城镇化水平的提高将带来缴纳人员数量 136% 的增长, 到 2050 年应该是大约 4 亿左右 (目前是 1.77 亿)。

据估计，目前支柱 1b 的缴纳者占整个支柱 1 缴纳者的 41%，也就是自 2009 年来采用 1b 支柱的 11 个省的缴纳者占支柱 1 的总体缴纳者（所有城镇）的 41%。江苏和浙江最近开始推进支柱 1b，但从覆盖面上看他们的渗透力很小，可以在短期内计算缴纳者数量时不予考虑。

在计算 2010 年到 2020 年间的缴纳者数量时估计了两种可能的情形，首先是情形 1,支柱 1b 没有扩展到其它省，因此仍然占城镇支柱 1 缴纳者的 41%。情形 2 是，支柱 1B 在 15 年内覆盖了所有支柱 1 的省份。因此，在情形 1 中，支柱 1b 的缴纳者数量在 2020 年达到 8900 万，而在情形 2 中是 1.75 亿。

表 413

支柱 1b 的缴纳金额：2010-2050（按 2010 年美元不变价格计，单位十亿）



数据来源：国家统计局和 BBVA 调研

在情形 1 下，缴纳金额⁶将从 2010 年的 161 亿美元增长到 2010 年的 455 亿美元，2050 年的 1415 亿美元。在情形 2 下，缴纳金额将从 2010 年的 161 亿美元提升到 2020 年的 891 亿美元，2050 年的 3450 亿美元（见图 4.13）⁷。

除了估算缴纳金额，我们也预测支柱 1b 的余额。然而预测需要一些假设，因为可用信息不充分。在管余额基于以下公式计算：

$$(1b \text{ 余额})_t = (1b \text{ 余额})_{t-1} * (1+r) * (1-\text{退休率}) + \text{缴纳金额}_t$$

相关信息缺乏，退休率假定是 16%。接着，虽然官方公布的缴纳率是 8%，但从经验证据来看，5%是更实际的。最后我们使用 5%的资金回报率来计算余额⁸。

表 7

每年的支柱 1b 余额—情形 1 支柱 1b-情形 2 (按 2010 年美元不变价格计，单位十亿)

13 provinces	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014		
余额美元十亿	25.0	41.9	61.3	83.7	109.2	余额美元十亿	25.0	41.9	63.1	89.3	121.6	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	138.3	171.3	208.4	249.8	293.1	347.5	160.9	208.3	264.7	331.2	409.2	500.3

数据来源：国家统计局和 BBVA 调研

预估表明，情形 1 下的余额从 2010 年的 250 亿美元提高到 2020 年的 3475 亿美元，情形 2 下，2020 年提高到 5000 亿美元（表 6）。

企业年金预估

为预测企业年金市场，我们从预测年金体系的可能缴纳者数量开始。既然企业年金是企业计划，我们聚焦在那些有大的发展潜力，员工有好的薪酬，平均工资水平在城镇平均工资水平以上的公司。此外，我们使用国家统计局的城镇就业人员数量和按公司和行业分类的平均工资数据，我们发现在 10 个行业，员工的平均工资更高，涉及 6180 万人。

6: 缴费基于下列公式计算:

缴费 $t = \text{平均城镇工资} * \text{缴纳者数量} * \text{缴费率}$

7: 用于估算缴费的基本缴费工资是由国家统计局发布的城镇平均工资，假设实际每年增长 9%，符合这个变量的线性趋势。

8: 这个回报率与全国社会保障资金的回报率相符合，由 BBVA 的养老金观察团队在 2010 年 3 月 10 日测算。

表 8

平均工资高于城镇平均水平的城镇就业者数量预测（按公司和行业分类）：2009（百万和百分比）

项目	国有企业	城镇集体所有企业	其它企业类型所有权
农业，林业，畜牧业和渔业	3.6	0	0.1
采矿业	2.4	0.2	2.9
制造业	4.4	1.5	29.1
电、气和水的生产和配送	2	0.1	1
建筑	2.6	1.6	7.5
交通，运输，存储和邮递	4.1	0.2	2
信息传输，计算机服务和软件	0.6	0	1.1
批发和零售贸易	1.4	0.5	3.2
宾馆和餐饮服务	0.6	0.1	1.4
金融中介	1.5	0.5	2.5
房地产	0.4	0.1	1.4
租赁和商业服务	1.3	0.4	1.3
科学研究，技术服务和地质勘探	2.1	0.0	0.6
水资源保护，环境	1.8	0.1	0.2
家政和其它服务	0.3	0.1	0.2
教育	14.9	0.2	0.4
健康，社会保障和社会福利	5.3	0.5	0.2
文化，体育和娱乐	1.1	0.0	0.2
公共管理和社会组织	13.8	0.0	0.1

低于城镇平均工资的行业(红色)

高于城镇平均工资的行业(绿色)

数据来源：国家统计局和 BBVA 调研

因此，这是今年的增长潜力点。换句话说，我们的分析说明，潜力市场的 77.5%来自国有企业（统计数据没有包括私有企业，私有企业占城镇就业的大约 16%）为了更形象的表示年金计划的的可能参加者的数量（按行业和公司分类），红绿灯表（表 7）用绿色突出显示平均工资高于城镇平均水平的企业员工数量。

目前企业年金缴纳者的数量是 1300 万，占城镇养老金缴纳者的大约 8%，就是上面所说的 1.7 7 亿人。市场预测还是基于城镇缴纳者数量预测。基于缴纳者的数量，分为四种情形。情形 1：企业年金缴纳者的增长符合支柱 1 缴纳者的预计数量，到 2050 年达到 6500 万；情形 2,3,4: 这个潜力水平分别在 5 年，10 年和 15 年后达到（意味着在这些时期其覆盖率为支柱 1 缴纳者的 40%），缴纳者在 2050 年达到 1.68 亿。

情形 1 下,2020 年的企业年金缴纳金额将达到 166 亿美元，2050 年达到 860 亿美元，情形 4 下，2020 年达到 533 亿美元，2050 年达到 2220 亿美元。

年金的余额也用类似支柱 1b 的方法进行计算。计算公式是：

年金 $t = \text{年金 } t-1 * (1+r) * (1-\text{退休率}) + \text{缴纳金额 } t$ ，此处

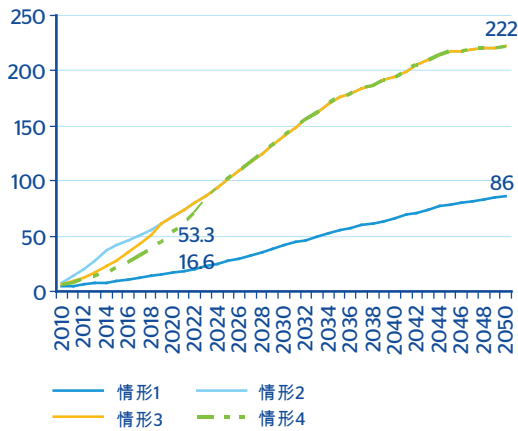
EA 代表余额，r 是 5%的资金回报率，等于近年来的全国社会保障基金回报率（2009 年 3 月 Pension Watch 公司的假设）

每年的退休率是常量等于 1.6%（2009 年 3 月 Pension Watch 公司的假设）

值得指出的是，此处缴纳率假设值是 8%，公司缴纳 4%，员工缴纳 4%。还假定在绝大多数省份对雇主都有 4%的减税，员工缴纳金额与雇主相同（2009 年 3 月 Pension Watch 公司中的假设）

同时，余额在情形 1 下到 2020 年会增加到 1725 亿美元，在情形 4 下会增加到 3531 亿美元。值得注意的是，类似于支柱 1b，企业年金预估需要做相当多的假设，因为可用的信息是很少的。

表 4.14
向企业计划缴纳的金额：2010-2050（按 2010 年美元不变价格计，单位十亿）



数据来源：国家统计局和 BBVA 调研

表 9
向企业计划缴纳的金额：情形 1 和情形 4（按 2010 年美元不变价格计，单位十亿）

情形 1	2010	2011	2012	2013	2014
余额 (十亿美元)	41.2	47.8	55.6	64.4	74.6

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
余额 (十亿美元)	86.4	99.7	114.7	131.7	150.9	172.5

情形 4	2010	2011	2012	2013	2014
余额 (十亿美元)	41.2	50.7	63.1	79.1	99.2

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
余额 (十亿美元)	124.4	155.1	192.3	236.9	290.1	353.1

数据来源：国家统计局和 BBVA 调研

自愿养老金支柱预估

中产阶级是自愿养老金的天然市场。因此，潜在市场的规模应该一方面基于确定中产阶级的规模，另一方面基于模拟在中国这个社会阶层中自愿储蓄养老金行为的渗透水平，还基于相关信息充裕的更发达的国家的经验证据。

据估计，中产阶级有 2.94 亿人，其中城镇中产阶级是 1.37 亿人。中产阶级的测算基于联合国经济发展研究收入分布数据的十分位数 (decile)。每个十分位 (decile) 收入的平均值基于这些数据测算，并引用由国家统计局发布的城镇家庭的人均年可支配收入。

2010 年，中国城镇家庭的人均年收入是 2822 美元，而十分位 8 的平均收入恰好超过 3500 美元⁹。发展中国家的中产阶级是指年收入超过 3600 美元的人群（每天 10 美元，2002 年世界银行为发展中国家设定了这样的水平），这意味着中国中产阶级的人数覆盖了十分位 8 的部分，十分位 9 和 10 的全部。2010 年中国城镇人口是 6.22 亿，其中 1.37 亿是中产阶级。考虑总体人口而不只是城镇人口，中产阶级有大约 2.9 亿。

运用与预估 2010 年中产阶级相同的方法和收入分布，我们估计 2020 年城镇中产阶级的人数是 2 亿。中产阶级人数从 1.37 亿增长到 2 亿的动力是 2010 年到 2020 年间增长的人均家庭收入和预期的城镇化进程（城镇化率将从 2010 年的 47% 提高到 2020 年的 56%）。从国家总体水平上看，到 2020 年中产阶级将达到 3.58 亿人。然而，我们也应该注意到，为了考虑中国 2010 年和 2020 年的发展水平的差异，到 2020 年将采用更高的收入门槛计算中产阶级的数量。我们将使用世界银行 2002 采用的发达国家的收入门槛，每天 20 美元。正如本部分一开始就指出的，不是所有的中产阶级都自愿储蓄养老金。自愿储蓄和收入水平呈正比关系。例如，在西班牙，在最高十分位上的家庭有 67.2% 有自愿养老金储蓄，而最贫穷的占总数 20% 的家庭只有不到 10% 有养老金储蓄（见图表 4.15）。

⁹每个十分位上的平均可用收入按如下测算：

$Yd_j = Yd_j / pobj$ ，其中

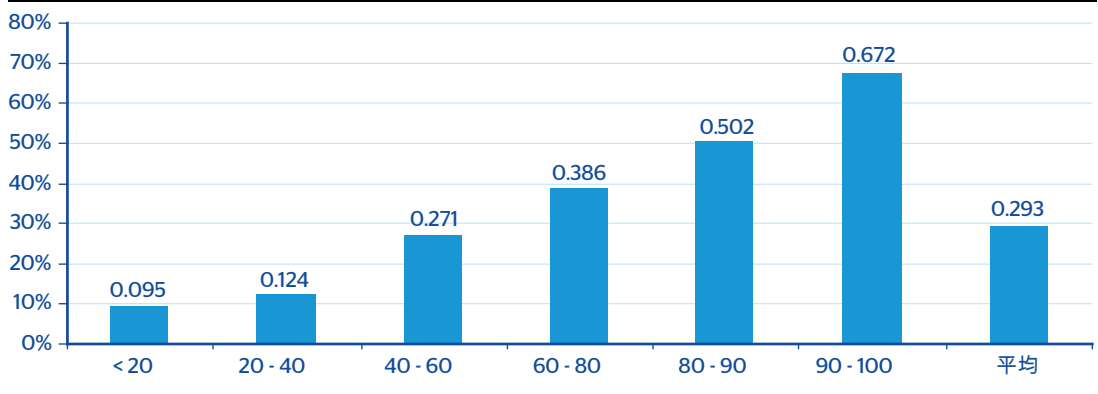
YD=实际城镇可用收入，按 2010 年的美元数据测算

Dj=集中在十分位 j 上的总收入占比

Pobj=十分位 j 上的人口数量，是总人口的十分之一。

表 415

按收入百分位划分的西班牙自愿储蓄覆盖率（家庭储蓄百分比）



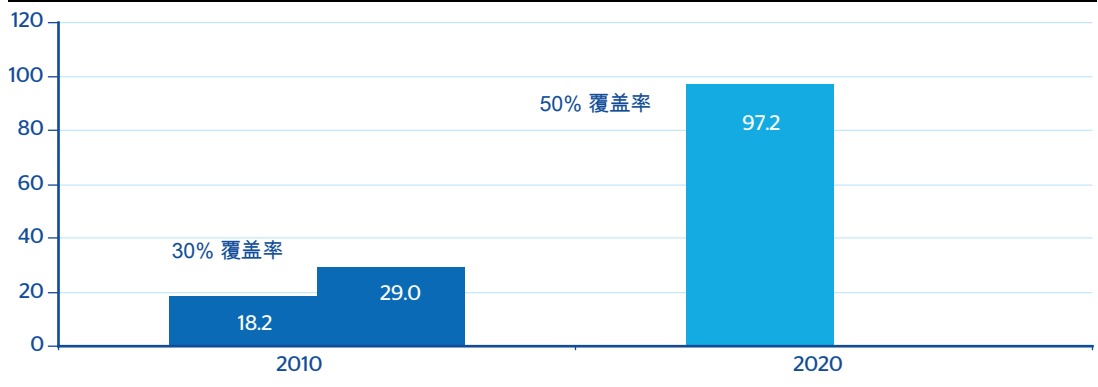
数据来源：2008 年西班牙家庭财政状况调查

在中国，我们设定 2010 年自愿养老金储蓄渗透比例在 30%–50%，2020 年提高到 70%。这些设定是为了简化模拟自愿养老金的不同渗透水平，但也意味着大的发展会带来更大的市场渗透。因此，我们认为到 2020 年国家更发达，自愿养老金也有更大的渗透。2010 年，渗透率在 30%到 50%间，那么有 4100 万到 6800 万城镇人口有自愿养老金，到 2020 年，渗透率到了 70%，那么会有 1.4 亿城镇人口有自愿养老金。

按 5%的缴纳率计算，2010 年的缴纳金额是 180 亿美元到 290 亿美元（对应的渗透率是 30%和 50%）随着中国人口的增长，城镇化水平的提高，收入的大幅提高，到 2020 年，会形成一个 970 亿美元的市场，实际增长为 2010 年的 3 到 5 倍（图表 4.16）。

表 416

自愿养老金支柱的缴纳金额：2010 年和 2020 年（按 2010 年美元不变价格计，单位十亿）



数据来源：2008 年西班牙家庭财政状况调查

上述测算指出了中国养老金市场的潜力。例如，支柱 1b 的缴纳金额一般情形下 2020 年是 2010 年的三倍，乐观情形下是 6 倍。同时，目前的企业养老金市场有相当大的潜力，因为它目前覆盖了 1300 万就业人口，估计会发展到 6000 万。因此，在情形 1 和情形 4 下，2020 年的缴纳金额会分别达到 166 亿美元和 533 亿美元。最终，中国的人口增长，城镇化和收入的大幅增长都会使 2020 年的自愿养老金市场（970 亿美元）达到 2010 年的 3 到 5 倍。

第五章：综述

本文综合评论了中国正面临的养老金的主要问题和随着私人机构的加入养老金可能的发展情况。为了实现这些评论，报告的第一部分对中国养老金体制的历史做了尽量全面的回顾，给出了对现有制度最新的调查结果。这一章分为两部分：第一部分对养老金体制做了回顾，回顾从 50 年代刚刚出现老年供养开始直到最新实施的政策和制度，第二部分试图找出与现行养老金体系相关联的问题。

我们观察到，中国的养老金体制在 50 年代初开始建立，是一个“按劳所得”制度，只有公务员和国有企业和集体企业中的城镇工作人员才能参与。养老金资金实行全国统一管理。然而，在 60 年代后期，由于文化大革命——中国历史上难以忘却的灾难，养老金体制被废弃了，积累起来的养老金被侵占和贪污了。1976 年后情况开始好转，“铁饭碗”政策采用了，保证了终身制的工作和其它优惠的福利，但这也只限于城镇工作者。从 80 年代开始，由于养老人员和养老支出的大幅增长，进行了许多改革。中国开始快速老龄化了。在世界银行的指导下，中国官方在 1997 建立了一个多支柱的养老金体制，被认为是养老金变革上的一个里程碑。2000 年以后，中国开始推动基本的多支柱体制：辽宁省的改革，全国社会保障基金的建立，补充支柱的发展，频繁修订制度和法规，表明了中国的决心。2009 年，中国在全国范围内实施了一个试验性的农村社会养老金计划，在中国悠久的历史中，第一次由政府对农村的养老金做出了规划。然而，尽管做了诸多努力，目前养老金体制仍存在一些問題：农村地区覆盖率低，结构问题严重，财政压力大等等，仍需要今后更多的关注。

然后，第二章，报告谈及到了中国现有的养老金结构。养老金体制分为城镇体制和农村体制，进一步，分为缴费型的和非缴费型的计划。而且，公务员和公共服务部门工作人员享受一个独立的、更有利的养老金方案。同时，2000 年中央政府建立了养老金储备资金，叫全国社会保障基金。在城镇体系中，目前的企业养老金体制包括两种模式，社会统筹—支柱 1A，个人账户—支柱 1B。这两种模式都强制参与，缴纳金额一共是工资的 28%，20%企业负担，8%员工负担。支柱 2 通常是指企业年金，参与是自愿的。这种支柱下有其它相似的规划，例如，福利养老金计划，但目前没有相关立法规定，也没有得到发展。支柱 3 主要集中在养老金保险产品。对于农村地区，新农村养老金计划与城镇体制相似，这也是从长远考虑，最终农村和城镇要整合到一起。它也包括两种支柱，支柱 1A—社会统筹，支柱 1B—个人账户。新体系比较旧体制的优点是为增强吸引力，中央和地方政府都大力资助。

在农村和城镇体制下，都有财政预算社会支援项目，包括养老金福利。主要为任何有需求的人提供基本的保障，不考虑他们的缴纳历史。为公务员和公共服务部门的人员建立了一个单独的养老金体制。它无需个人缴费，来自财政预算。根据工龄和职称等参数，养老金最高为原工资的 90%，然而，政府也在开始对公共服务部门人员的养老金制度进行改革，以与城镇企业制度相一致。其它重要方面是，自 2000 年启动以来，全国社会保障基金增长很快。例如，资产规模从起初的 200 亿增长到了目前的 8000 亿。全国社会保障基金作为中国最大的养老金基金和国际化、体制化的投资者，其经验对正考虑改革体制的其它部分的中国养老金监管机构来说是一笔财富。

第三章聚焦于市场发展，得出如下结论：缴费型计划是城镇和农村养老金计划中社会保险体系的重要部分。计划基本突出了两种组织形式：省市层面的政府管理和金融机构的私营管理。2009 年中国政府实施的新型农村养老金体制是一个缴费型的计划。计划的初始反响是十分鼓舞人心的，政府的目标是 2015 年把农村个人缴纳计划推广到整个中国人口。

支柱 1B 的城镇养老金是强制性的，是一个中央政府委托省政府进行公共管理的缴费型计划。需要注意的是，这种模式积累的资金绝大部分被使用在了当前退休人员的养老金上，而不是注入个人基金账户。中国当局意识到了这个问题，正采取一系列措施解决支柱 1B 的资金问题。目前，旨在为空帐户注资的试点工程（新型支柱 1B）已经在 13 个省开展，正在向其它省市逐步推进。一旦个人账户得到正确注资，关键问题就是怎样投资和管理这些资金以便保值和增值。根据住房市场资讯，中国政府正在内部研讨支柱 1B 资产的私营管理的可行性，正在考虑的方案之一是把企业年金的监管框架运用到支柱 1B 上。

金融机构在中国的企业年金市场上竞争激烈，到今天为止，37 家金融机构在四个不同的领域被批准运作，近 5 年以来商业银行和养老金保险公司提供综合的无缝服务，在市场上占据主导份额。2010 年底，有大约 3 万家企业的 1300 万就业人员参与了企业年金计划，总在管资产达到 2800 亿人民币。虽然企业年金计划在中国越来越被接受，但显然，这个市场仍没有按预期发展。一方面，需要出台更有利的激励政策以刺激市场需求，如提高免税幅度和加大企业年金的可转移性。另一方面，服务商也需要使用更有效的管理手段以面对激烈的市场竞争和低盈利问题。一个一站式的方案，也就是把企业年金服务的四个功能垂直整合到一个实体中，从长远来看是一个年金发展的可行而且可持续的模式。最后但也很重要的一点，支柱 3 即个人养老金产品有大的发展空间。随着中产阶级的扩大，中国在十年内有可能成为世界第二大养老金市场。一些市场参与者，主要是人寿保险公司正通过金融工具探索这块市场。养老保险公司看起来最适合抓住额外的市场份额。

最后，我们在第四章中建立了一个模型，以预测未来几年中国养老金市场的可能的发展结果。为此，我们考虑了主要的人口统计数据、政策和观察到的市场趋势。中国推行的独生子女政策造成了人口转型，将产生人口的倒金字塔，2070 年人口负担比例（65 岁以上人口数/15-64 岁人口数）将达到 73%。这将使中国成为世界上最老龄化的国家之一，因此需要进行改革以保证养老金体系的财政可持续性和为将来的退休人员提供足够的收入。

联合国对中国人口的预测指出，中国人口持续增长直到 2025 年，达到 13.95 亿。由于城镇创造了大量的工作机会，吸引了处于就业年龄的农村人口，中国的城镇化将持续推进，逐步达到欧洲和拉丁美洲的水平：超过 70% 的人居住在城市。因此对劳动力市场的预测指出，虽然从 2015 年总体就业人口开始下降，但城镇就业人口却将从目前的 3.11 亿涨到 2050 年的 4.17 亿。

综合考虑以上因素，我们预计养老金市场集中在城镇，支柱 1B，企业年金和自愿养老金。支柱 1B 的预估基于支柱 1 的缴纳者数量的预测：2009 年缴纳者占城镇就业人员的 57%，到 2020 年将增加到 65%。2009 年城镇缴纳者是 1.77 亿，同年城镇总就业人口是 3.11 亿。在两种情形下预测支柱 1B 的缴纳者数量，一个是支柱 1B 没有扩展到其它省份，另一个是到 2020 年支柱 1B 扩展到所有省份。

企业年金的测算基于该体系内的潜在缴纳者的数量，集中在能提供良好薪水的潜力巨大的公司。一旦确立了潜在缴纳者的数量，我们根据不同的方式模拟了四种情形，以达到支柱 1 缴纳者的 40% 的潜力水平。最后，对自愿养老金进行了模拟。中产阶级是自愿养老金的天然市场。因此，潜在市场的规模应该一方面基于确定中产阶级的规模，另一方面基于模拟在中国中产阶级中自愿储蓄养老金行为的渗透水平，还基于能提供大量相关信息的更发达国家的经验证据。

上述测算指出了中国养老金市场的潜力。例如，支柱 1b 的缴纳金额一般情形下 2020 年是 2010 年的 3 倍，乐观情形下是 6 倍。同时，目前的企业养老金市场有相当大的潜力，因为它目前覆盖了 1300 万就业人口，估计会发展到 6000 万。因此，在情形 1 和情形 4 下，2020 年的缴纳金额会分别达到 166 亿美元和 533 亿美元。最终，中国的人口增长，城镇化和收入的大幅增长都会使 2020 年的自愿养老金市场达到 970 亿美元，是 2010 年的 3 到 5 倍。

参考文献

- Allianz (2007). Asia-Pacific Pensions. Allianz Global Investor.
- Chen, Vivian Y., 2004, A Macro Analysis of China Pension Pooling System Incentive Issues and Financial Problem, International Conference on Pensions in Asia: Incentives, Compliance and Their Role in Retirement.
- CIRC (2011), Quartely statistics report of pension insurance companies, (<http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab61/i173178.htm>)
- Dunaway, Steve and Vivek Arora, 2007, Pension Reform in China: The Need for a New Approach, International Monetary Fund (IMF) Working Paper, WP/O7/109. Washington DC.
- Ebbers Haico, Hagendijk Rudolf, and Smorenberg Harry, "China´s Pension System"
- Gregorio Impavido. Hu, Yu-Wei & Li. Xiaohong, 2009, Governance and Fund Management in the Chinese Pension System, IMF Working Papers 09/246, International Monetary Fund
- Giles, J., Dewen Wang, Changbao Zhao (2010) "Can China's rural elderly count on support from adult children ? implications of rural-to-urban migration. *Policy Research Working Paper 5510. The World Bank Development Research Group Human Development and Public Services Team*
- Hu, Yu-Wei, 2006, Pension Reform in China - A Case Study, Working paper, Brunel University, London
- Hussain, A. 2003, Urban Poverty in China: Measurement, Patterns and Policies, Working paper, International Labour Office, Geneva
- James, E. 2002, How Can China Solve its Old Age Security Problem? The Interaction between Pension, SOE and Financial Market Reform, Journal of Pension Economics and Finance, Vol. 1, No. 1.
- MCA (2007). State Council Decree No 19: Notice on establishing the minimum living standards system in China's rural areas (<http://dbs.mca.gov.cn/article/ncdb/zcfg/>)
- MOHRSS (2010). Annual report on China's human resources and social protection. (<http://www.mohrss.gov.cn/page.do?pa=402880202405002801240882b84702d7&guid=e60c0ef72ddd4e8eb968ac5f11900f59&og=8a81f0842d0d556d012d111392900038>)
- NSSF (2010). Annual report (2010). (http://www.ssf.gov.cn/ndbg/201105/t20110519_3184.htm)
- Salditt, Felix, Whiteford, Peter & Willem Adema, 2008, Pension reform in China, International Social Security Review, Volume 61, Number 3, July/September 2008 , pp. 47-71(25).
- Sin, Yvonne., 2005, China: Pension Liabilities and Reform Options for Old Age Insurance, Working Paper No. 2005-1, World Bank, Washington DC.
- Sin, Yvonne, Mao, Leslie, and Zhang, Wei (2007). Can enterprise annuities flourish in China? Tower Watson.
- Sin Yvonne (2008), "Understanding China´s Pension System-Yesterday, Today and Tomorrow", Watson Wyatt
- UN (2009): World Urbanization Prospects. The 2009 Revision (<http://esa.un.org/unpd/wup/index.htm>)
- UN (2011): World Population Prospects. The 2010 Revision. (<http://esa.un.org/unpd/wpp/index.htm>)
- Wang, Dewen, 2006, China's Urban and Rural Old Age Security System: Challenges and Options" China & World Economy, Volume 14, Number 1, February 2006 , pp. 102-116(15)
- World Bank, 2006, China: Evaluation of the Liaoning Social Security Reform Pilot, Report No. 38183-CN, December.
- Zheng, Bingwen, 2006, Assessment for Social Security Pilot in Jilin and Heilongjiang of China, China & World Economy, Vol. 14, No.5, 2006
- Zhu Yuande (2008), Liu Ligang, "Pension Oservatory" BBVA
- Zhu Yuande (2009), "Pension Observatory", BBVA

Working Papers

09/01 **K.C. Fung, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Production Sharing in Latin America and East Asia.

09/02 **Alicia García-Herrero, Jacob Gyntelberg and Andrea Tesei:** The Asian crisis: what did local stock markets expect?

09/03 **Alicia García-Herrero and Santiago Fernández de Lis:** The Spanish Approach: Dynamic Provisioning and other Tools.

09/04 **Tatiana Alonso:** Potencial futuro de la oferta mundial de petróleo: un análisis de las principales fuentes de incertidumbre.

09/05 **Tatiana Alonso:** Main sources of uncertainty in formulating potential growth scenarios for oil supply.

09/06 **Ángel de la Fuente y Rafael Doménech:** Convergencia real y envejecimiento: retos y propuestas.

09/07 **KC FUNG, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Developing Countries and the World Trade Organization: A Foreign Influence Approach.

09/08 **Alicia García-Herrero, Philip Woolbridge and Doo Yong Yang:** Why don't Asians invest in Asia? The determinants of cross-border portfolio holdings.

09/09 **Alicia García-Herrero, Sergio Gavilá and Daniel Santabárbara:** What explains the low profitability of Chinese Banks?

09/10 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Tax Reforms and Labour-market Performance: An Evaluation for Spain using REMS.

09/11 **R. Doménech and Angel Melguizo:** Projecting Pension Expenditures in Spain: On Uncertainty, Communication and Transparency.

09/12 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Search, Nash Bargaining and Rule of Thumb Consumers.

09/13 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta y Joaquín Vial:** Reforma de las pensiones y política fiscal: algunas lecciones de Chile.

09/14 **Máximo Camacho:** MICA-BBVA: A factor model of economic and financial indicators for short-term GDP forecasting.

09/15 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta and Joaquín Vial:** Pension reform and fiscal policy: some lessons from Chile.

09/16 **Alicia García-Herrero and Tuuli Koivu:** China's Exchange Rate Policy and Asian Trade.

09/17 **Alicia García-Herrero, K.C. Fung and Francis Ng:** Foreign Direct Investment in Cross-Border Infrastructure Projects.

09/18 **Alicia García Herrero y Daniel Santabárbara García:** Una valoración de la reforma del sistema bancario de China.

09/19 **C. Fung, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** A Comparative Empirical Examination of Outward Direct Investment from Four Asian Economies: China, Japan, Republic of Korea and Taiwan.

09/20 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero y David Tuesta:** Un balance de la inversión de los fondos de pensiones en infraestructura: la experiencia en Latinoamérica.

09/21 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero y David Tuesta:** Proyecciones del impacto de los fondos de pensiones en la inversión en infraestructura y el crecimiento en Latinoamérica.

10/01 **Carlos Herrera:** Rentabilidad de largo plazo y tasas de reemplazo en el Sistema de Pensiones de México.

- 10/02 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazabal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero, David Tuesta and Alfonso Ugarte:** Projections of the Impact of Pension Funds on Investment in Infrastructure and Growth in Latin America.
- 10/03 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazabal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero, David Tuesta and Alfonso Ugarte:** A balance of Pension Fund Infrastructure Investments: The Experience in Latin America.
- 10/04 **Mónica Correa-López y Ana Cristina Mingorance-Arnáiz:** Demografía, Mercado de Trabajo y Tecnología: el Patrón de Crecimiento de Cataluña, 1978-2018.
- 10/05 **Soledad Hormazabal D.:** Gobierno Corporativo y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). El caso chileno.
- 10/06 **Soledad Hormazabal D.:** Corporate Governance and Pension Fund Administrators: The Chilean Case.
- 10/07 **Rafael Doménech y Juan Ramón García:** ¿Cómo Conseguir que Crezcan la Productividad y el Empleo, y Disminuya el Desequilibrio Exterior?
- 10/08 **Markus Brückner and Antonio Ciccone:** International Commodity Prices, Growth, and the Outbreak of Civil War in Sub-Saharan Africa.
- 10/09 **Antonio Ciccone and Marek Jarocinski:** Determinants of Economic Growth: Will Data Tell?
- 10/10 **Antonio Ciccone and Markus Brückner:** Rain and the Democratic Window of Opportunity.
- 10/11 **Eduardo Fuentes:** Incentivando la cotización voluntaria de los trabajadores independientes a los fondos de pensiones: una aproximación a partir del caso de Chile.
- 10/12 **Eduardo Fuentes:** Creating incentives for voluntary contributions to pension funds by independent workers: A primer based on the case of Chile.
- 10/13 **J. Andrés, J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Job Creation in Spain: Productivity Growth, Labour Market Reforms or both.
- 10/14 **Alicia García-Herrero:** Dynamic Provisioning: Some lessons from existing experiences.
- 10/15 **Arnoldo López Marmolejo and Fabrizio López-Gallo Dey:** Public and Private Liquidity Providers.
- 10/16 **Soledad Zignago:** Determinantes del comercio internacional en tiempos de crisis.
- 10/17 **Angel de la Fuente and José Emilio Boscá:** EU cohesion aid to Spain: a data set Part I: 2000-06 planning period.
- 10/18 **Angel de la Fuente:** Infrastructures and productivity: an updated survey.
- 10/19 **Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, David Tuesta y Javier Alonso:** Simulaciones de rentabilidades en la industria de pensiones privadas en el Perú.
- 10/20 **Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, David Tuesta and Javier Alonso:** Return Simulations in the Private Pensions Industry in Peru.
- 10/21 **Máximo Camacho and Rafael Doménech:** MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting.
- 10/22 **Enestor Dos Santos and Soledad Zignago:** The impact of the emergence of China on Brazilian international trade.
- 10/23 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic y David Tuesta:** Elementos que justifican una comisión por saldo administrado en la industria de pensiones privadas en el Perú.
- 10/24 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic y David Tuesta:** Reasons to justify fees on assets in the Peruvian private pension sector.
- 10/25 **Mónica Correa-López, Agustín García Serrador and Cristina Mingorance-Arnáiz:** Product Market Competition and Inflation Dynamics: Evidence from a Panel of OECD Countries.
- 10/26 **Carlos A. Herrera:** Long-term returns and replacement rates in Mexico's pension system.
- 10/27 **Soledad Hormazabal:** Multifondos en el Sistema de Pensiones en Chile.
- 10/28 **Soledad Hormazabal:** Multi-funds in the Chilean Pension System.

- 10/29 **Javier Alonso, Carlos Herrera, María Claudia Llanes y David Tuesta:** Simulations of long-term returns and replacement rates in the Colombian pension system.
- 10/30 **Javier Alonso, Carlos Herrera, María Claudia Llanes y David Tuesta:** Simulaciones de rentabilidades de largo plazo y tasas de reemplazo en el sistema de pensiones de Colombia.
- 11/01 **Alicia García Herrero:** Hong Kong as international banking center: present and future.
- 11/02 **Arnoldo López-Marmolejo:** Effects of a Free Trade Agreement on the Exchange Rate Pass-Through to Import Prices.
- 11/03 **Angel de la Fuente:** Human capital and productivity
- 11/04 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Los determinantes de la migración y factores de la expulsión de la migración mexicana hacia el exterior, evidencia municipal.
- 11/05 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** La Migración Mexicana hacia los Estados Unidos: Una breve radiografía.
- 11/06 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** El Impacto de las Redes Sociales en los Ingresos de los Mexicanos en EEUU.
- 11/07 **María Abascal, Luis Carranza, Mayte Ledo y Arnoldo López Marmolejo:** Impacto de la Regulación Financiera sobre Países Emergentes.
- 11/08 **María Abascal, Luis Carranza, Mayte Ledo and Arnoldo López Marmolejo:** Impact of Financial Regulation on Emerging Countries.
- 11/09 **Angel de la Fuente y Rafael Doménech:** El impacto sobre el gasto de la reforma de las pensiones: una primera estimación.
- 11/10 **Juan Yermo:** El papel ineludible de las pensiones privadas en los sistemas de ingresos de jubilación.
- 11/11 **Juan Yermo:** The unavoidable role of private pensions in retirement income systems.
- 11/12 **Angel de la Fuente and Rafael Doménech:** The impact of Spanish pension reform on expenditure: A quick estimate.
- 11/13 **Jaime Martínez-Martín:** General Equilibrium Long-Run Determinants for Spanish FDI: A Spatial Panel Data Approach.
- 11/14 **David Tuesta:** Una revisión de los sistemas de pensiones en Latinoamérica.
- 11/15 **David Tuesta:** A review of the pension systems in Latin America.
- 11/16 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** La Migración en Arizona y los efectos de la Nueva Ley "SB-1070".
- 11/17 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Los efectos económicos de la Migración en el país de destino. Los beneficios de la migración mexicana para Estados Unidos.
- 11/18 **Angel de la Fuente:** A simple model of aggregate pension expenditure.
- 11/19 **Angel de la Fuente y José E. Boscá:** Gasto educativo por regiones y niveles en 2005.
- 11/20 **Máximo Camacho and Agustín García Serrador:** The Euro-Sting revisited: PMI versus ESI to obtain euro area GDP forecasts.
- 11/21 **Eduardo Fuentes Corripio:** Longevity Risk in Latin America.
- 11/22 **Eduardo Fuentes Corripio:** El riesgo de longevidad en Latinoamérica.
- 11/23 **Javier Alonso, Rafael Doménech y David Tuesta:** Sistemas Públicos de Pensiones y la Crisis Fiscal en la Zona Euro. Enseñanzas para América Latina.
- 11/24 **Javier Alonso, Rafael Doménech y David Tuesta:** Public Pension Systems and the Fiscal Crisis in the Euro Zone. Lessons for Latin America.
- 11/25 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Migración mexicana altamente calificada en EEUU y Transferencia de México a Estados Unidos a través del gasto en la educación de los migrantes.
- 11/26 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Highly qualified Mexican immigrants in the U.S. and transfer of resources to the U.S. through the education costs of Mexican migrants.

- 11/27 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Migración y Cambio Climático. El caso mexicano.
- 11/28 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Migration and Climate Change: The Mexican Case.
- 11/29 **Ángel de la Fuente y María Gundín:** Indicadores de desempeño educativo regional: metodología y resultados para los cursos 2005-06 a 2007-08.
- 11/30 **Juan Ramón García:** Desempleo juvenil en España: causas y soluciones.
- 11/31 **Juan Ramón García:** Youth unemployment in Spain: causes and solutions.
- 11/32 **Mónica Correa-López and Beatriz de Blas:** International transmission of medium-term technology cycles: Evidence from Spain as a recipient country.
- 11/33 **Javier Alonso, Miguel Angel Caballero, Li Hui, María Claudia Llanes, David Tuesta, Yuwei Hu and Yun Cao:** Potential outcomes of private pension developments in China.
- 11/34 **Javier Alonso, Miguel Angel Caballero, Li Hui, María Claudia Llanes, David Tuesta, Yuwei Hu and Yun Cao:** Posibles consecuencias de la evolución de las pensiones privadas en China.
- 11/35 **Enestor Dos Santos:** Brazil on the global finance map: an analysis of the development of the Brazilian capital market
- 11/36 **Enestor Dos Santos, Diego Torres y David Tuesta:** Una revisión de los avances en la inversión en infraestructura en Latinoamérica y el papel de los fondos de pensiones privados.
- 11/37 **Enestor Dos Santos, Diego Torres and David Tuesta:** A review of recent infrastructure investment in Latin America and the role of private pension funds.
- 11/ 38 **Zhigang Li and Minqin Wu:** Estimating the Incidences of the Recent Pension Reform in China: Evidence from 100,000 Manufacturers.
- 12/01 **Marcos Dal Bianco, Máximo Camacho and Gabriel Pérez-Quiros:** Short-run forecasting of the euro-dollar exchange rate with economic fundamentals.
- 12/02 **Guoying Deng, Zhigang Li and Guangliang Ye:** Mortgage Rate and the Choice of Mortgage Length: Quasi-experimental Evidence from Chinese Transaction-level Data.
- 12/03 **George Chouliarakis and Mónica Correa-López:** A Fair Wage Model of Unemployment with Inertia in Fairness Perceptions.
- 12/04 **Nathalie Aminian, K.C. Fung, Alicia García-Herrero, Francis NG:** Trade in services: East Asian and Latin American Experiences.
- 12/05 **Javier Alonso, Miguel Angel Caballero, Li Hui, María Claudia Llanes, David Tuesta, Yuwei Hu and Yun Cao:** Potential outcomes of private pension developments in China (Chinese Version).

The analysis, opinions, and conclusions included in this document are the property of the author of the report and are not necessarily property of the BBVA Group

BBVA Research's publications can be viewed on the following website: <http://www.bbvarresearch.com>

Contact details

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 - 7th floor
28046 Madrid (Spain)
Tel: +34 91 374 60 00 and +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@grupobbva.com
www.bbvaresearch.com