

养老保险体系研究（六）

海外养老保险体系改革：历史实践与经验启示

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
chenxiaoxiao397@pingan.com.cn

郝博韬 投资咨询资格编号
S1060521110001
haobotao973@pingan.com.cn

石艺 投资咨询资格编号
S1060524070003
shiyi262@pingan.com.cn



平安观点：

- 随着中国加速进入深度老龄化社会，养老保险体系的可持续性面临严峻挑战。本报告通过分析英国、德国、加拿大和智利等国的改革经验，为中国养老保险制度改革提供参考。
- 英国作为现代福利国家的鼻祖，其养老保险体系的改革围绕消除老年贫困的成本收益效果展开。自 1945 年起，英国就希望通过建立统一的国家保险消除老年贫困。在实际操作过程中，英国不断打补丁方式，形成了“免费福利（兜底保障）+基本国家养老保险（现收现付）+分级退休福利（补充收入）”的三层体系。其间，调整缴费率、延迟退休、调整养老金待遇等改革层出不穷，但复杂的改革成效不甚理想，老年贫困率居高不下。直到 1999 年，英国直接引入老年收入保障机制，才以更加低廉、有效的方式快速降低了老年贫困率。2016 年，英国也在此基础上，进一步将各级养老保险制度统一成全新的新国家养老金 NSP。
- 经验来看，英国改革的成功，主要在于通过自动注册机制、建立国家职业储蓄信托（NEST）等方式促进了职业养老金制度的发展；在此背景下，英国基本养老保险制度的兜底性目标更加明确，政策设计更加具有针对性。从教训来看，过于复杂的养老金体系会导致激励机制的缺失和效率的下降，最终损害可持续性；过于慷慨的待遇调整机制（如三重锁机制）虽然有助于降低老年贫困率，但也可能导致食利阶层的出现，降低效率。明确国家养老的兜底目标，是建立高效养老保险体系的前提。
- 德国和加拿大分别在养老保险改革中提出了一些创新型的思路：德国方面，德国作为养老保险体系的鼻祖，在二战后同样采用了现收现付制的养老保险体系，并面临可持续性问题。在改革中，其创新性地引入了可持续性因子，有效降低了养老保险体系的支出压力。加拿大方面，通过在收入端创新性地引入分年龄提升缴费率、对应提升待遇水平的改革措施，在不激化代际矛盾的前提下，实现了缴费率的平缓提升，为缓解养老金收支压力提供了有力支持。
- 智利作为完全积累制社会保障体系的先行者，虽然不面临可持续性问题，但却面临着社会保障体系保障职能的损失。突出体现在：经济发展水平有限的背景下，完全积累制天然将中低收入群体排除在外，灵活就业和自雇人员普遍存在断缴、少缴、逃缴倾向，导致覆盖面不足。同时，由于完全积累制缺乏转移支付性质，智利养老金的养老金替代率整体偏低，且具有加剧贫富差距的倾向。受此影响，智利的养老金管理机构一度成为居民针对的对象，引发了一些社会矛盾。
- 就中国而言，国际养老金改革的经验可以被总结为：第一，可以参考英国的自动注册机制，建立强制性第二支柱补充养老金，从而明确基本养老保险的兜底作用，进而采取针对中低收入群体的高效改革措施，降低老年贫困率。第二，参考德国和加拿大的经验，在开源节流方面进行针

- 对性改革，一方面可以考虑在待遇调整方面引入更加有效的可持续性因子，防止基本养老保险支出压力增长过快；另一方面，如果需要提升缴费率，则可以参考加拿大的经验对应上调未来的养老金待遇水平，缓解代际转移引发的矛盾。第三，需要进一步明确个人养老金的定位，如果希望个人养老金能够起到普适性的补充养老作用，则需要修正税惠政策、扩大税惠力度，同时考虑加入收益保底机制，强化制度吸引力。
- 风险提示：1) 本报告的目标是整理重点国家第一支柱养老保险的改革历程，以及其中具有启发性的改革措施，而非提出具有实操意义的政策建议，各类结论及政策建议仅供参考。2) 各国历史统计数据存在口径变化，报告中自行测算结果可能官方统计结果不一致，所有数据以官方统计数据为准。3) 本报告仅作为对公开资料的整理展示，不涉及投资建议，也不涉及对未来改革方向及措施的判断和暗示。

正文目录

引言 6

一、 英国：兜底养老是消除老年贫困的最优解 6

1.1 英国现代养老保险体系的建立：福利国家的建立 6

1.2 英国现代养老保险体系的扩张：福利国家的调整期 11

1.3 英国现代养老保险体系的整合：福利国家的合并期 16

二、 德国、加拿大：养老保险体系的可持续性如何保证？ 19

2.1 德国养老金体系改革的创新：支出端，可持续因子的引入 19

2.2 加拿大养老保险体系改革的创新：收入端，新老划断提升缴费率 22

三、 智利：完全积累制是改革的方向吗？ 25

3.1 智利的养老保险体系：兜底保障+完全积累制的养老保险体系 25

3.2 智利养老保险的成效：低覆盖、低替代率，几乎丧失了社会保障性质 27

四、 政策建议 30

五、 风险提示 31

参考文献 32

图表目录

图表 1 20 世纪初，英国劳资矛盾严重 7

图表 2 社保政策缓解贫困，中老年死亡率下降（‰） 7

图表 3 二战前英国的养老金体系（1942） 7

图表 4 英国养老金缓解了老年贫困问题 8

图表 5 但同时，英国养老金成本十分高昂 8

图表 6 大萧条期间，英国失业率高涨（%） 8

图表 7 二战前，英国社保覆盖增长缓慢（千人） 8

图表 8 英国早期社会保障管理分散（1942） 9

图表 9 调查结果看，英国民众对贝弗里奇的实际内容并不了解（1944） 10

图表 10 早期 BSP 的缴费标准（1951） 10

图表 11 BSP 的全额待遇标准 10

图表 12 GRB 理论上所能积累的养老金单位上限 11

图表 13 英国物价攀升，但养老金单位价格不变 11

图表 14 英国养老金补助支出（百万英镑，2024/2025 财年不变价） 13

图表 15 BSP 待遇水平的调整模式 13

图表 16 BSP 待遇标准持续上涨 14

图表 17 BSP 的待遇水平，经历了慷慨-收紧-慷慨变化 14

图表 18 BSP 待遇水平的调整模式 14

图表 19 英国延迟退休年龄计划 14

图表 20 当前退休年龄 14

图表 21 S2P 的分级规定示意 15

图表 22 英国养老金领取人数（千人） 16

图表 23 英国老年福利支出占 GDP 比重 16

图表 24 NSP 待遇水平 17

图表 25 NSP 待遇水平与平均工资和中位数工资之比 17

图表 26 英国 NSP 长期来看有利于降低养老金运行成本（老年福利占 GDP 比重） 17

图表 27 建立养老金最低收入保障制度后，英国老年人贫困率显著下降（以相对低收入和绝对低收入划分） 18

图表 28 英国养老金支出（2024/2025 年不变价，百万英镑） 18

图表 29 德国 1957 年改革确立的初始养老金计算公式 19

图表 30 德国 20 世纪 70-80 年代出生率和生育率下滑 20

图表 31 德国 20 世纪 80 年代劳动力占比见顶 20

图表 32 德国 20 世纪 80 年代劳动力成本不断攀升 20

图表 33 东西德合并后，养老金支出占 GDP 比重攀升 20

图表 34	1992 年之后德国养老金缴费率显著提升	21
图表 35	1996 年之后德国养老金领取年龄有所上升	21
图表 36	1991-2018 年德国养老金支出与占比	22
图表 37	1980-1995 加拿大老年贫困比率	错误!未定义书签。
图表 38	1960-2022 年加拿大老年人赡养比率	23
图表 39	1997 年改革前后 CPP 规定对比	24
图表 40	CPP 改革后不同年份缴费率变化	25
图表 41	可缴费收入新设上限（万加币）	25
图表 42	早期智利养老金的缴费率	26
图表 43	1980 年改革后，智利的养老保险体系框架	26
图表 44	智利养老金覆盖人数（RP）	27
图表 45	智利领取兜底型养老金的人数多于普通养老金	27
图表 46	OECD 总结的智利居民缴费概率	28
图表 47	智利养老金领取人数和平均领取金额（RP）	28
图表 48	智利养老金平均替代率计算（RP）	28
图表 49	OECD 预测的各国 2060 年养老金替代率（%）	29
图表 50	智利各类养老金的投资收益率	29
图表 51	智利养老金各类产品年化投资回报率	30

引言

工业革命推动了公共养老金制度的形成。工业革命带动了人口迁移和社会结构变化，大量农民离开乡村和田野，进入城镇和工厂工作，成为工人阶级。相较于农民，工人没有土地，家庭规模也显著缩小，不再能通过耕作和子女支持进行养老，老年贫困风险更高。随着工人阶级的壮大，因贫困引发的社会矛盾也愈发突出。直到 19 世纪，在经历大规模工人运动后，德国时任宰相俾斯麦推动建立了一系列社会保障制度。其中，1889 年通过的《老年和伤残保险法》，提出了覆盖中低收入工人的养老金制度。这一制度被视为世界上首个由国家主导、立法设立的公共养老金制度。德国之后，英国、法国等其他欧洲国家也逐渐建立起相似的养老金制度。

大萧条和两次世界大战，推动了福利国家及全民养老金制度的出现。第一次世界大战、大萧条及第二次世界大战期间，欧洲陷入广泛的失业和贫困。1942 年，英国相关政府部门在“福利国家之父”贝弗利奇爵士的带领下，完成了名为《社会保险及相关服务》的报告，提出要构建一个由国家主导、覆盖全民、能够应对多种风险的社会保障制度。就养老金而言，相比于当时欧洲各国实际运行的养老金制度，贝弗利奇的方案具有诸多改良，如覆盖了更多的人口、设计了更加统一的执行体系、确立了更加合适的待遇发放标准等等。

第二次世界大战结束后，全民养老金制度在西方发达国家普遍建立起来。二战结束后，西方国家原有的养老金制度几乎全部破产。借此机会，西方国家普遍参考贝弗里奇的模式，通过现收现付的方式，快速建立起了全民养老金制度。然而，随着经济发展，人均寿命增长、出生率下降，全球老龄化水平快速提升，现收现付制养老金的可持续性面临较大挑战。本篇报告，将通过回顾世界上首个“福利国家”英国的养老保险体系建立与改革历程，考察哪些改革最具成效。同时，粗略考察其他国家的养老保险体系改革的经验，为中国养老保险体系的未来发展提供参考。

一、英国：兜底养老是消除老年贫困的最优解

英国是福利国家和现代社会保险体系的发源地。长期以来，英国一直以消除老年贫困为养老保险体系的目标。时至今日，英国的养老保险体系经历了长足的改革，其发展历程具有借鉴意义。

1.1 英国现代养老保险体系的建立：福利国家的建立

1.1.1 二战前的英国养老金体系：分散、低效的系统

二战前，贫困问题在英国引发了广泛关注，并被视为国家进步的阻碍。两次工业革命，一方面令英国国力飞速增长，坐上了日不落帝国的宝座；另一方面也令新的社会问题不断产生，成为进一步发展的阻碍。其中，新兴工人阶级面临的贫困问题被认为是重中之重：第一，恶劣的卫生和营养条件限制了人力资本的进一步积累。存量方面，大量工人居住在逼仄、拥挤、脏乱的环境中，导致疾病的发生和传播概率显著增加，部分城市的工人病死率甚至成倍增长。增量方面，营养不良令青少年瘦弱、矮小，无法成长为合格的劳动群体，这不仅限制了工业产能的进一步扩张，还限制了国防力量的强化。第二次布尔战争期间（1899-1902 年），大约 40%-60% 的应征男性被认为不适合服军役¹。第二，贫富差距扩大令劳资关系紧张，限制了工业产出效率。自 1911 年“劳工大动荡（Great Unrest）”开始，英国每年大约有 1000 起左右的罢工事件发生²，甚至在第一次世界大战期间都未得到显著改善³，国家产出受到了一定影响。

英国曾出台一系列分散的社会保障政策以缓解贫困，并取得了一定成效。自 19 世纪至第二次世界大战之前，英国对其社会保障体系进行了诸多改革，如 1834 年《济贫法》改革、1908 年《养老金法案》出台、1909 年《儿童宪章》推出、1911 年

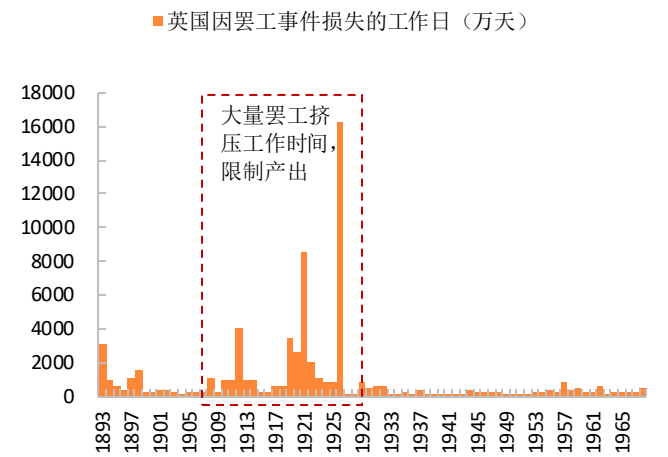
¹ Almeric W. Fitzroy et al. Report of the Inter-Departmental Committee on Physical Deterioration[R/OL]. 1904 [Fitzroy Report \(1904\)](#)

² Béliard, Yann. (2014). *Introduction: Revisiting the Great Labour Unrest, 1911-1914*. *Labour History Review*, 79(1), 1–17. doi:10.3828/lhr.2014.1

³ Southall, H., Aucott, P., Gilbert, D. R. (2022). Great Britain Historical Database: Board of Trade/Ministry of Labour Strike Register, 1903-1938. [data collection]. UK Data Service. SN: 8994

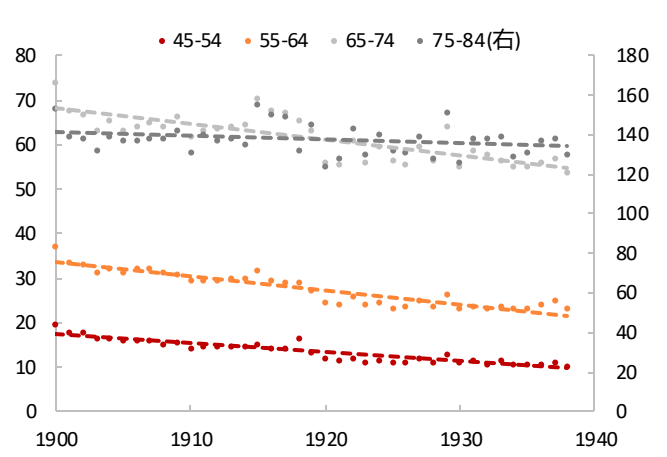
的《国民保险法案》推出、1925 年《寡妇、孤儿与老年人缴费养老金法案》的颁布及其后的修正等。各类社会保障政策出台后，英国贫困问题有所缓解，并直接体现在寿命延长、死亡率的下降上⁴。

图表1 20 世纪初，英国劳资矛盾严重



资料来源：DEP⁵，平安证券研究所

图表2 社保政策缓解贫困，中老年死亡率下降（%）



资料来源：B.R.Mitchell & P. Deane⁶，平安证券研究所

养老金制度作为社会保障政策的重要组成部分，也迎来了快速发展。二战前，英国具有三类养老金：第一是非缴费型养老金，由 1908 年《养老金法案》建立，70 岁及以上老人在经过经济状况调查后，可以领取每周 1-10 先令的养老金。第二是缴费型养老金，由 1925 年《寡妇、孤儿与老年人缴费养老金法案》引入，男性 65 岁、女性 60 岁的老人，在缴费的情况下可以领取每周 10 先令的养老金。但是，此类养老金仅承担 5 年的支付义务，5 年后相关老人将转入非缴费型养老金，但无需经济审查。第三类是补充养老金，由 1940 年《寡妇、孤儿与老年人缴费养老金法案》修正案引入，对没有其他收入来源的老人，可以将所有养老金（包括缴费和非缴费养老金）领取金额提升到每周 22 先令，对于家庭而言可以提升到每周 37 先令。

图表3 二战前英国的养老金体系（1942）

养老金	建立年份	覆盖人群	缴费水平（周）	领取年龄	待遇水平(周)	政策文件
非缴费型养老金	1908	所有人	无需缴费	70 岁+经济审查	1-10 先令	《养老金法案》
缴费型养老金	1925	所有在职人员	男：自行负担 1 先令 1 便士，雇主负担 6.5 便士 女：自行负担 8.5 便士，雇主负担 5 便士	男 65-70 岁 女 60-65 岁	10 先令	《老龄、寡妇和孤儿法案》
补充性养老金	1940	所有人	无需缴费	基于需要	补充至 22-37 先令	《老龄、寡妇和孤儿法案》

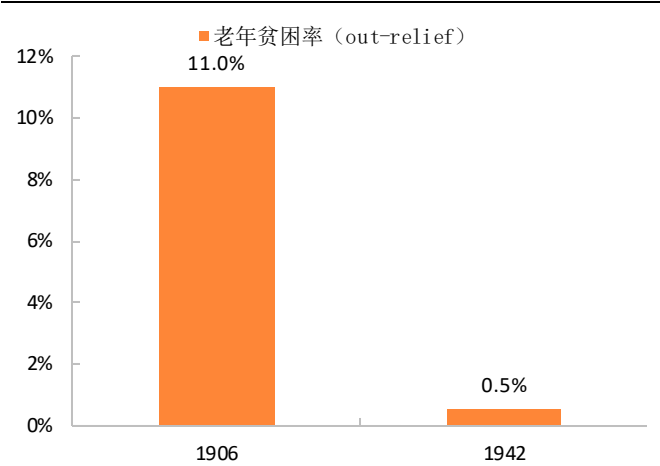
资料来源：《贝弗利奇报告》，平安证券研究所

英国的养老金制度缓解了老年贫困，但其昂贵、低效的问题也引发了广泛的重视。在养老金的帮助下，英国独立居住但领取贫困救济金(out-relief)的老年人，在所有老年人中的占比，从 1906 年的 11% 下降到 1942 年的 0.5%⁷。

但是，二战前英国的养老金系统过于昂贵。自 1909 年养老金开始发放后，英国的养老金支出开始迅速攀升，到 1935 年后相关支出占公共支出的比重维持在 6%-8% 之间。这对于刚刚经历第一次世界大战和大萧条、债务高筑的英国来说难以承受。

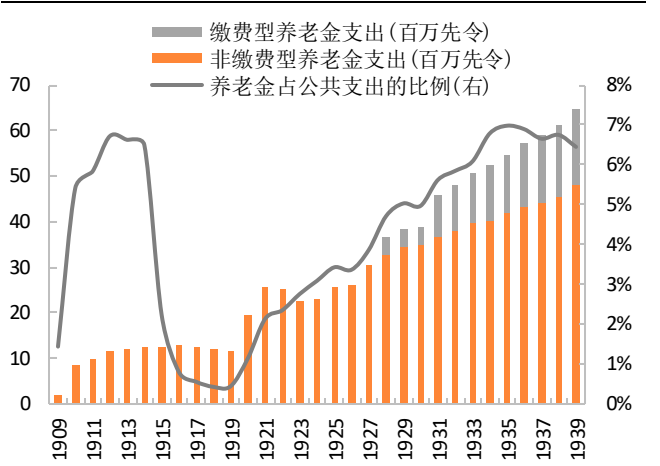
⁴ A. Walker & L. Foster, A Century of Pension Policies in the UK[J]. Review of Political Economy. 2006
⁵ Department of Employment and Productivity, British Labor Statistics Historical Abstract 1886-1968[data collection]. London, H.M. Stationery Off. 1971
⁶ B.R.Mitchell & P. Deane, Abstract of British Historical Statistics[data collection]. Cambridge University Press. 1962
⁷ Sir William Beveridge, Social Insurance and Allied Services[R].1942

图表4 英国养老金缓解了老年贫困问题



资料来源：贝弗利奇报告⁸，平安证券研究所

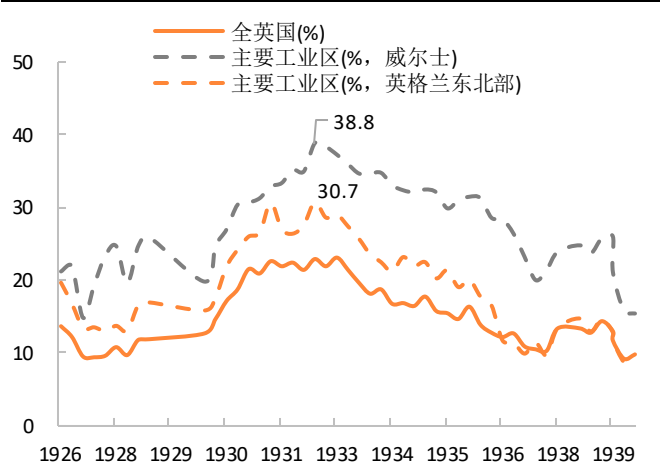
图表5 但同时，英国养老金成本十分高昂



资料来源：B.R.Mitchell & P. Deane⁹，平安证券研究所

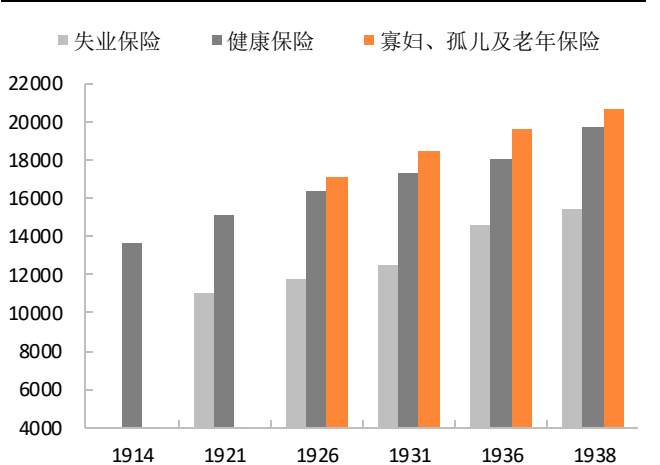
此外，分散的养老金体系也存在一系列运行低效的问题：第一，覆盖面狭窄。例如，缴费型养老金只覆盖了低收入的体力劳动者，这一设计实际将最需要保障的灵活就业人群和失业工人排除在外。尤其大萧条期间，英国失业率一度达到 20%，英格兰北部和威尔士等主要工业区的失业率峰值甚至接近 30%和 40%¹⁰。广泛的失业导致缴费型养老金覆盖不足，到 1938 年才覆盖 2000 万人左右，仅占英国总人口（4647 万¹¹）的一半不到。第二，制度设计存在缺陷。如，老年人领取非缴费型养老金前需要通过经济审查，经济审查不仅成本高昂¹²，且在英国传统观念的影响下¹³，许多老年人羞于承认自己的贫困，不愿领取；缴费型养老金仅提供为期 5 年的保障，其后老年人就只能转领非缴费型养老金，二者间的衔接并不完善，导致部分老年人返贫¹⁴。第三，管理部门分散，系统优化存在困难。任何涉及社会保险体系的改革，都进展缓慢。

图表6 大萧条期间，英国失业率高涨（%）



资料来源：Gregory I et al.¹⁵，平安证券研究所

图表7 二战前，英国社保覆盖增长缓慢（千人）



资料来源：《贝弗里奇报告》，平安证券研究所

⁸ Sir William Beveridge, Social Insurance and Allied Services[R]. 1942
⁹ B.R.Mitchell & P. Deane, Abstract of British Historical Statistics[data collection]. Cambridge University Press. 1962
¹⁰ Gregory, I., Gilbert, D. R., Southall, H. R. (2024). Great Britain Historical Database : Labour Markets Database, Government Unemployment Statistics, 1901-1939. [data collection]. UK Data Service. SN: 3711
¹¹ 不含北爱尔兰，B.R.Mitchell & P. Deane, Abstract of British Historical Statistics[data collection]. Cambridge University Press. 1962
¹² Thane, P. Poverty and the Rise and Fall of the Welfare State in Britain, 1900 to the Present. Social, 263-274 (2024)
¹³ P. Murray. Poverty and Welfare 1815-1950[M]. Hodder Murray. 2006
¹⁴ Sir William Beveridge, Social Insurance and Allied Services[R]. 1942
¹⁵ Gregory, I., Gilbert, D. R., Southall, H. R. (2024). Great Britain Historical Database : Labour Markets Database, Government Unemployment Statistics, 1901-1939. [data collection]. UK Data Service. SN: 3711

图表8 英国早期社会保障管理分散（1942）

项目	失业保险	健康保险	缴费养老金	非缴费养老金	补充养老金
中央部门	劳工部和国家服务部	卫生部；苏格兰卫生部；威尔士卫生委员会	同健康保险	海关和消费税专员	救助委员会
评估机构	劳工部地方保险官员	由被保险人所属的获批机构	相关中央部门	- 地方养老金官员调查(由海关和消费税专员负责) - 地方养老金委员会评估(由县议会、市议会负责)	救助委员会地区官员
支付机构	劳工部地方办事处	获批机构	邮局	邮局	邮局
其他行政机构	失业保险法定委员会	保险委员会，负责所在县或区的医疗福利部门	-	-	-
上诉机构	对保险官员的上诉提交给裁判法庭；对裁判法庭上诉提交给帝国裁判委员会	如果保险人与获批机构之间的争议未通过仲裁解决，可任命裁判员	裁判小组	由申诉人或养老金官员提交卫生部或苏格兰卫生部	地方上诉法庭
法定咨询或顾问机构	失业保险法定委员会	全国健康保险咨询委员会，英格兰和威尔士一个，苏格兰为一个	-	-	地方顾问委员会

资料来源：贝弗利奇报告，平安证券研究所

1.1.2 二战期间的改革筹备：全面消除老年贫困成为养老保险体系的目标

第二次世界大战期间，英国曾尝试优化社保制度。1941年，第二次世界大战期间，英国丘吉尔保守党政府为提升社会保障体系效率、提振国民及前线军队士气，委托威廉·贝弗利奇爵士对社会保障体系进行调查，并给出战后的改善方向。次年，贝弗利奇完成了名为《社会保险及相关服务》的报告（即《贝弗利奇报告》）。在报告中，贝弗利奇提出要建立一个崭新的社会保障体系：缴费端由个人、企业、国家三方共同缴费；管理端实行完全积累制，并由唯一的社保部门独立管理；支出端则提供足以使参与者“无需其他资金来源即可免于贫困”的统一、固定水平的保障待遇¹⁶。

贝弗里奇对优化社保制度的设想，在民间引发了巨大反响。虽然丘吉尔政府认为贝弗里奇的设想“不切实际”，并将其冷处理¹⁷。但是，民众却在缺乏了解的情况下¹⁸，对《贝弗里奇报告》产生了强烈支持：到1944年2月，《贝弗里奇报告》已售出超过60万份；95%的英国国民表示听说过它¹⁹，86%的国民支持推行贝弗里奇的设想²⁰。丘吉尔政府甚至因为对《贝弗里奇报告》不置可否的态度而遭受批评²¹。

最终，“消除贫困”成为了国民愿景²²，而民意最终通过选举影响了政策的走向，并成为英国养老金改革的核心。1945年，保守党败选，工党政府上台执政。作为工人阶级利益的代表，工党政府参考《贝弗利奇报告》，对英国的医疗、教育、失业等社会保障领域进行了全面的改革。就养老金而言，工党政府建立了一个覆盖全面，但与贝弗里奇的设计截然不同的养老保险体系。

¹⁶ Labor Research Department. Beveridge report : what it means: a brief and clear analysis showing how it affects various sections, what changes it proposes, its financial basis, etc. etc.[R].1942

¹⁷ The Beveridge Report and the foundations of the Welfare State - The National Archives blog

¹⁸ Public Feeling about the Beveridge Proposals, May 1944

¹⁹ Survey on the Beveridge Report - The National Archives

²⁰ 75th Anniversary of the Beveridge Report - GOV.UK

²¹ Weekly Report, 30 March 1943

²² Weekly Report, 30 March 1943

图表9 调查结果看，英国民众对贝弗里奇的实际内容并不了解（1944）

调查问题：你能说说贝弗里奇报告是关于什么的吗？	
回答内容	答案占比
改善社会环境；扶贫；帮助所有国民	21%
全民社会保障	17%
改善社会福利、疾病福利、社会服务	9%
我对其中内容有清晰的了解	9%
国家保险计划	8%
普及养老金、提升待遇水平	7%
减少失业	2%
其他，未评论	27%

资料来源：英国信息部（同脚注19），平安证券研究所

1.1.3 二战后的全面重构：税收型三级养老金制度的建立

战后英国的养老金制度共有三层：第一层为国家援助，属于无偿津贴；第二层为基本国家养老保险，为现收现付制、固定待遇的养老金，缴费和待遇水平均与收入水平无关；第三层是分级退休福利，为收入相关养老金，多缴多得。我们按照三层养老金建立的时间顺序，对其进行介绍。

最先建立的，是第二层基本国家养老保险（Basic State Pension, BSP）：固定缴费、固定待遇的现收现付制养老金。1946年，英国发布了新一版的《国家保险法（1946）》。新的国家保险（National Insurance, NI）整合了此前各种各样的失业、工伤、医疗、养老保险等，从1948年开始运行。

就养老金而言，二战前的缴费型和补充型养老金被BSP替代。BSP作为国家保险的一部分，其本质是一个固定缴费、固定待遇的现收现付制养老金，强制覆盖所有除已婚妇女以外的职工。缴费方面，职工的缴费金额为固定金额，政府决定调整频率和调整幅度。1946年时，每人每周需要缴纳的国家保险缴款为4先令11便士²³，并在随后的数年中不断上涨。待遇方面，退休人员的待遇为固定待遇、少缴少得（如式1.1，Rate为全额待遇，Q为实际缴费年限，R为法定缴费年限），固定待遇水平每5年调整一次，1948年首次发放时的待遇约每周1英镑6先令²⁴。

$$VP_t = Rate \cdot [\frac{Q}{R}, 1]$$

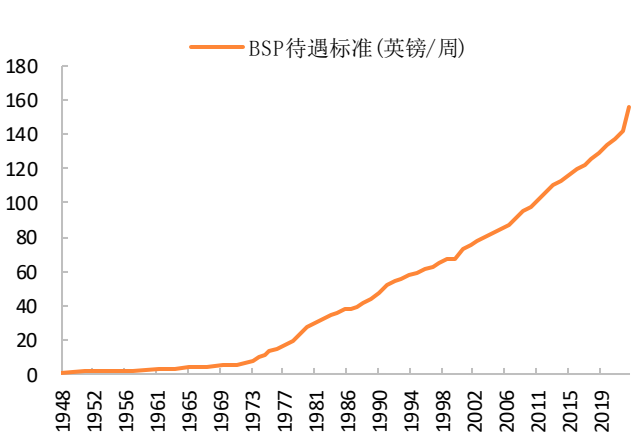
式 1.1

图表10 早期 BSP 的缴费标准（1951）

类别	缴费方	男性		女性	
		18岁及以上	18岁以下	18岁及以上	18岁以下
一类（职工）	职工缴纳	5先令1便士	2先令11.5便士	4先令	2先令5便士
	雇主缴纳	4先令4便士	2先令6.5便士	3先令5便士	2先令5便士
二类（自雇）	自行缴纳	6先令6便士	3先令9便士	5先令5便士	3先令3便士
三类（非自雇）	自行缴纳	5先令	2先令11便士	4先令	2先令5便士

资料来源：GBPS²⁵，平安证券研究所

图表11 BSP 的全额待遇标准



资料来源：DWP，平安证券研究所

²³ The Cabinet Papers | 1940's Origins of the Welfare State
²⁴ A. Bozio et al. The History of State Pensions in the UK: 1948 to 2010[R]. IFS, 2010
²⁵ CP307 Announcements.pdf

与贝弗利奇的设计相比，BSP 有诸多的改变：第一，放弃完全积累制，改为现收现付制。很显然，完全积累制无法解决已经存在的老年贫困问题。英国政府不能要求已经退休的老年人先储蓄再领钱；许多战时工作、战后失业的中青年也暂时无力储蓄。因此，英国政府选择将当期养老金缴款，直接用于当期养老金支付。第二，放弃了统一的、令所有居民都能“免于贫困”的福利待遇水平，改为兜底型养老金。一方面，由于各地区生活成本（尤其是住房成本）存在差异，统一的待遇水平要么无法满足高成本地区居民的生活所需，要么显著提升养老金制度成本并转嫁为高昂的税负。另一方面，只有适当的福利待遇水平才能形成正向的工作激励并鼓励储蓄，令居民有工作的情感和应对年老风险的意识。

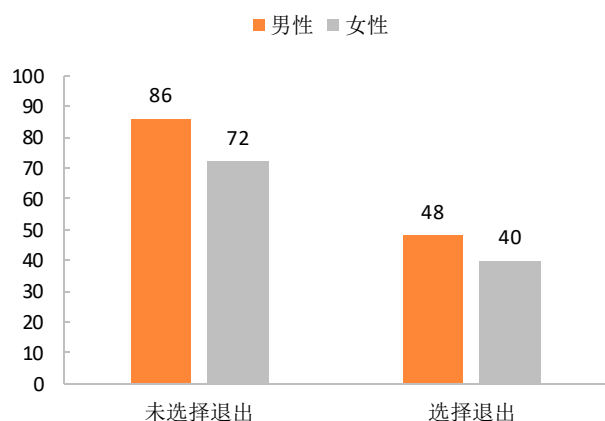
随后建立的，是第一层国家援助（National Assistance，NA）：财政支持的无偿经济援助。由于 BSP 仅覆盖了职工，没有覆盖失业人群等无法参与的居民。因此，工党政府又在 1948 年通过了《国家援助法》，为所有未能参加 BSP 的低收入老年人提供无偿经济援助²⁶。国家援助并未取代二战前的国家养老金。

最后建立的，是第三层级退休福利（Graduated Retirement Benefit，GRB）：完全积累制的收入相关养老金。到 20 世纪 50 年代末，英国约三分之二的职工并不具有职业养老金计划，只能依赖 BSP 保障退休后收入。同时，BSP 待遇水平偏低；且作为完全的固定缴款、固定待遇养老金，养老金待遇与收入无关，无法形成有效的储蓄激励。

因此，1959 年英国修订《国家保险法》时，又新设为名为 GRB 的养老保险制度，从 1961 年开始运行。GRB 的设计，主要是通过让职工额外缴纳一定规模的养老金，这些缴费可用于购买“养老金单位”，养老金单位的价格根据需要进行调整，从而建立起普适性的职业年金制度，作为 BSP 的补充。

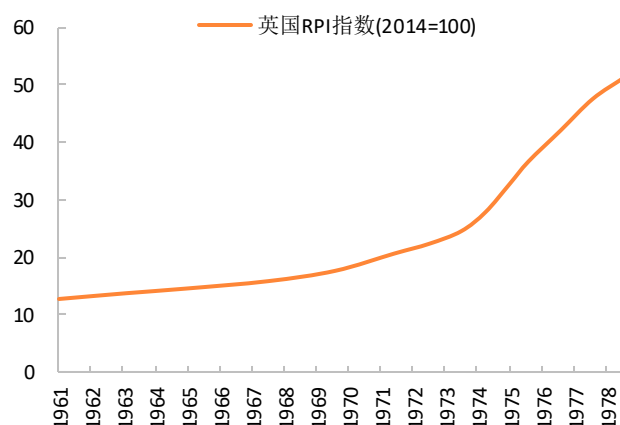
缴费方面，所有缴纳 1 类国家保险的人，需要进一步增加缴纳分级养老金。对于男性而言，每缴满 7.5 英镑后，就会获得 1 个养老金单位；女性由于退休更早、预期寿命更长，需要缴满 9 英镑才会获得 1 个养老金单位。待遇方面，当参与 GRB 的职工退休后，会根据养老金单位的价格领取养老金。养老金单位的价格，由社会保障福利上调命令确定。然而，出于控制成本的考虑，英国在 1961 年至 1978 年间并未提高养老金单位的名义价值²⁷，导致该计划在 1975 年被新制度取代。

图表12 GRB 理论上所能积累的养老金单位上限



资料来源：IFS²⁸，平安证券研究所

图表13 英国物价攀升，但养老金单位价格不变



资料来源：DWP，平安证券研究所

1.2 英国现代养老保险体系的扩张：福利国家的调整期

自国家援助、BSP 和 GRB 的框架建立之后，英国的养老保险体系雏形便基本确立。此后数十年间，兜底型福利、BSP 和分级退休福利分别经历了一系列改革。其中，兜底型福利的调整更加偏重于在建立最低保障的同时，避免形成负向储蓄激励。

²⁶ A. Walker & L. Foster, A Century of Pension Policies in the UK[J]. Review of Political Economy. 2006

²⁷ A. Bozio et al. The History of State Pensions in the UK: 1948 to 2010[R]. IFS, 2010

²⁸ A. Walker & L. Foster, A Century of Pension Policies in the UK[J]. Review of Political Economy. 2006

1.2.1 兜底型福利的调整：从国家援助到 Pension Credit

1948-1999 年，专门针对老年人的养老救济制度并未出台，兜底型福利主要是覆盖全民的兜底类保障。1948 年《国家援助法》建立的国家援助制度，广泛覆盖所有国民，并非针对老年人。二战前的非缴费型养老金仍然运行，用于给从未参与国家保险的已退休老人发放兜底型养老金。但在 1961 年后，国家救济金被补充福利替代。补充福利包括向低于国家养老金年龄（SPA）的人提供补助金，以及向超过 SPA 的人提供补充养老金（supplementary pension）。1988 年至 2003 年，养老金领取者可通过收入补助（Income Support, IS）获得最低收入保障。其中，养老金领取者可获得额外补助（extra premiums）。

1999 年，英国政府正式引入针对老年人的最低收入保障制度，并在 2003 年衍化为双层型兜底福利。1999 年，英国政府正式确立针对养老金领取者的最低收入保障（Minimum Income Guarantee, MIG），以确保养老金领取者的基本收入水平。MIG 的待遇水平较好，但是并不能很好地形成激励作用。2003 年，英国政府将 MIG 替换为养老金补助（Pension Credit, PC）。

养老金补助是一个创新性的设计，它希望通过分级制度实现两个看似矛盾的目标：通过基于收入测试的保障补助（Guarantee Credit, PCGC），为养老金领取者提供最低收入保障；并通过激励型的储蓄补助（Savings Credit, PCSC），鼓励职工进行储蓄。

其中，保障抵免 PCGC 替代了 MIG，即确保所有养老金领取者的最低收入水平。保障抵免的运行方式，是由政府设定一个最低收入目标，如果居民收入低于这个收入目标，则会收到政府的补贴。如式 1.2 所示

$$\text{Guarantee credit} = \text{Appropriate amount} - \text{Income} \quad \text{式 1.2}$$

式 1.2 中，适用金额（Appropriate amount）= 标准保障抵免金额 + 额外补贴（如残疾补贴、护理补贴）+ 住房费用，每年按照收入水平进行调整。

养老金储蓄补助 PCSC 的设立则旨在鼓励居民进行储蓄。由于 PCGC（以及此前的 MIG 等）在实际运行过程中，居民收到的养老金补助会随着收入的增加而减少，实际导致了负向的储蓄激励作用。因此，英国政府希望通过设立 PCSC，鼓励居民进行储蓄。PCSC 的运行模式，是为那些满足一定收入条件的老年人，根据收入水平提供额外的养老金补助。具体如式 1.31-1.33 所示：

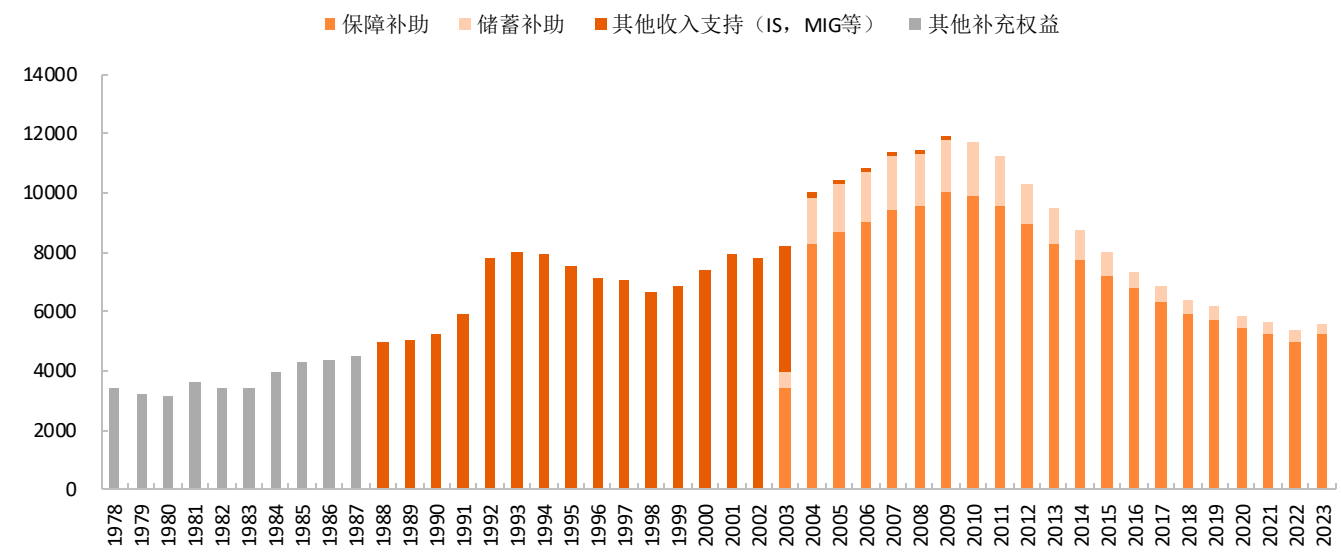
$$\text{if } QI \leq SCT, \text{ savings credit} = 0 \quad \text{式 1.31}$$

$$\text{if } QI > SCT \text{ and } TI > AA, \text{ savings credit} = a - b \quad \text{式 1.32}$$

$$\text{if } QI > SCT \text{ and } TI > AA, \text{ savings credit} = a - b \quad \text{式 1.33}$$

其中，QI 是符合资格的收入（qualifying income），SCT 是储蓄抵免门槛（savings credit threshold），TI 是总收入（total income），AA 是适当金额（appropriate amount）， $a = \min\{0.6 \times (QI - SCT), 0.6 \times (AA - SCT)\}$ ， $b = 0.4 \times (TI - AA)$ 。在 PCSC 刚开始运行时，SCT 被设定为与 BSP 金额相当。

图表14 英国养老金补助支出（百万英镑，2024/2025 财年不变价）



资料来源：DWP，平安证券研究所

1.2.2 BSP 的调整：待遇水平从慷慨到收紧再到更慷慨

与兜底型福利相比，BSP 制度的持续时间更久，改革基本围绕待遇水平的可持续性展开。其中，涉及的改革措施主要包括待遇水平的确定机制以及退休年龄。

待遇水平确定机制方面，BSP 经历了“慷慨-收紧-更慷慨”的调整模式：在 BSP 刚刚建立时，其人均待遇水平的调整机制并不明确，主要由根据政府公告进行确定。1975-1980 年，工党政府领导下的 BSP 改为根据物价（RPI）及平均工资增速间的较大值确定；1980-2001 年，保守党政府将其改为锚定物价水平（RPI），由于工资增速高于通胀增速，养老金的慷慨程度有所下降；2001-2011 年，工党政府再次将 BSP 改为根据物价（RPI）和 2.5% 的较高者调整，养老金的慷慨程度提升；2011 年起，养老金改为由根据物价（CPI）、工资和 2.5% 之间的较高者调整，养老金的慷慨程度再次提升。

整体看，与英国养老金制度的建立一致，保守党政府倾向于收紧养老金待遇水平，而工党倾向于提升养老金的待遇水平。然而，到 2011 年时，保守党和工党联合政府均认为需要保证养老金的待遇水平。这主要是由于，工党的福利理念即为保障弱势群体的待遇；而保守党虽然更加务实，但其支持者中年长者偏多，为了选票考虑，需要改变此前的福利态度。

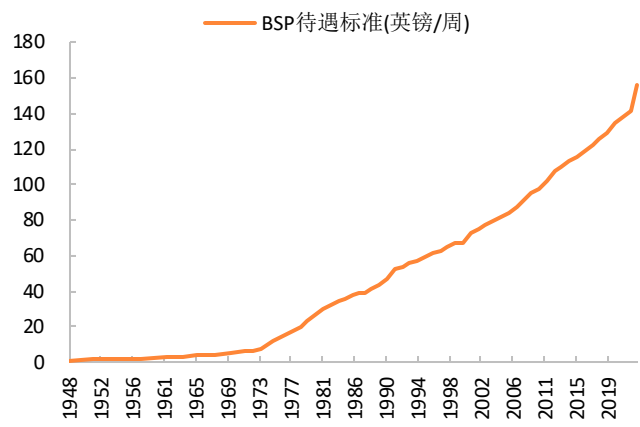
图表15 BSP 待遇水平的调整模式

时间	主要执政党	调整机制	慷慨程度
1948-1974	保守党	无固定机制	实际较慷慨
1974-1980	工党	工资或通胀（较优）	慷慨
1980-2001	保守党	仅与通胀（RPI）挂钩	收紧
2001-2011	工党	RPI 或 2.5%（较高者）	慷慨
2011 至今	保守党	“三重锁”（工资、CPI 或 2.5%）	更慷慨

资料来源：DWP，IFS，UK.GOV，平安证券研究所

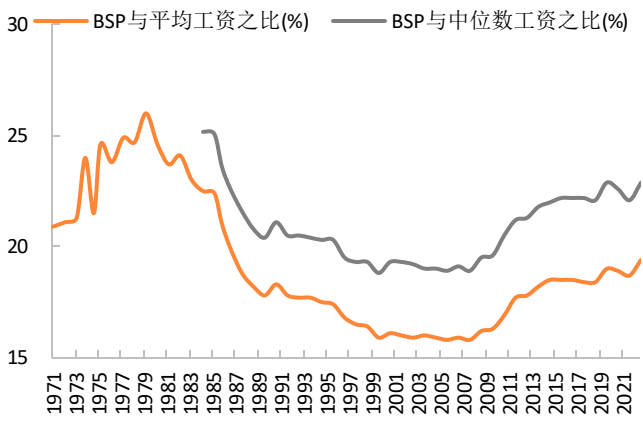
从实际效果看，虽然英国 BSP 待遇水平逐渐上涨，但自 80 年代起确实经历了待遇水平逐渐收紧的情况。尤其在 21 世纪初期，BSP 待遇水平甚至不到平均工资的 20%，老年贫困问题十分严重。这也导致了最低保障制度（MIG 等）的出台，以及“三重锁”机制的诞生。自 2011 年起，BSP 的待遇水平改为根据工资、CPI 或 2.5% 的最高值进行调整后，BSP 的待遇水平快速提升。

图表16 BSP 待遇标准持续上涨



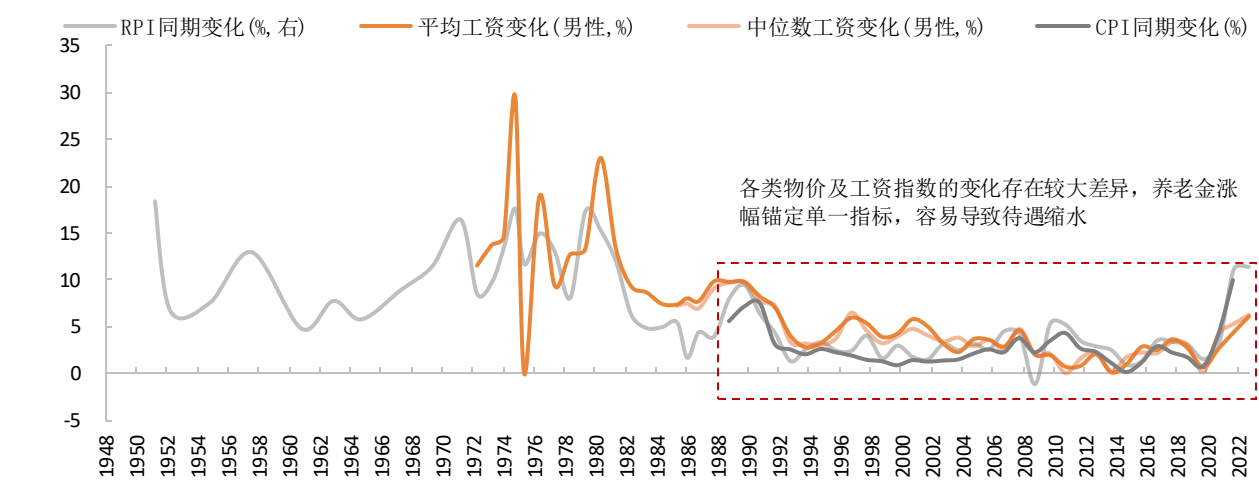
资料来源：DWP，平安证券研究所

图表17 BSP 的待遇水平，经历了慷慨-收紧-慷慨变化



资料来源：DWP，平安证券研究所

图表18 BSP 待遇水平的调整模式



资料来源：DWP，平安证券研究所

随着待遇水平愈发慷慨、老年人口不断增加、预期寿命不断延长，控制养老金支出成为英国政府的政策目标。自 1995 年起，英国便开始尝试提升退休年龄，最初设定的目标是男女均为 65 岁，到 2020 年实现。2007 年，英国进一步将目标退休年龄提升至 68 岁，到 2046 年实现。但随着养老金支出水平的快速提升，延迟退休的进程不断加快。当前，英国男性和女性的退休年龄已经延长至 66 岁。同时，68 岁退休的时点也自 2046 年提前至 2039 年。

图表19 英国延迟退休年龄计划

年份	男性	女性
1948	65	60
1995	65	65 (自 2010-2020)
2007	68 (自 2024-2046)	68 (自 2024-2046)
2010	68 (2020 年至 66)	68 (2018 年至 65 ; 2020 年至 66)

图表20 当前退休年龄

出生年份	退休年龄
1945 年及之前	65 岁 (男性)
1950 年-1953 年	60-63 岁 (女性)
1954 年-1959 年	63-64 岁 (女性)

2014	68 (2028 年至 67)	68 (2018 年至 65 ; 2028 年至 67)	1960 年及之后	66 岁 (男女)
2017	68 (2037-2039 年)	68 (2037-2039 年)	1970 年及之后	67 岁 (计划)

资料来源: Paul Lewis²⁹, DWP, 平安证券研究所

资料来源: UK.gov, 平安证券研究所

1.2.3 分级退休福利的调整：从 CRB 到 S2P

20 世纪 70 年代，英国的职业养老金计划快速发展，导致依靠国家保险（BSP 和 GRB）的职工，与具有职业养老金计划的职工在退休后收入差距巨大。1975 年，英国修订《社会保障法》，将 GRB 改为与收入挂钩的养老金计划（State Earnings-Related Pension Scheme, SERPS），并于 1978 年 4 月生效。其目的是通过额外的国家养老金计划或私人职业养老金计划，为每个人提供一个抗通胀的、与收入挂钩的养老金。

SERPS 要求职工缴纳额外的养老金缴款；待遇水平，则是职工职业生涯中收入最高的 20 年中，所缴纳的养老金缴款的指数化平均值的 25%。SERPS 的待遇水平，在职工退休时进行计算，而后按照国家规定的方式进行调整。

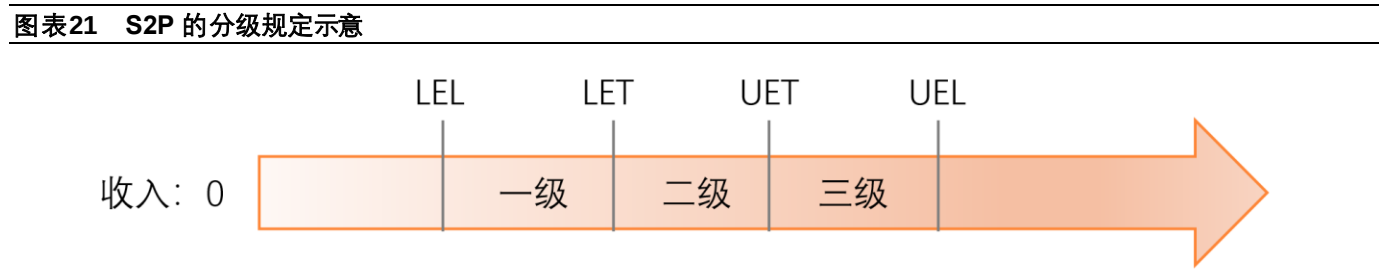
具体如式 1.4.1 所示：

$$AP = \frac{1}{20} \times (\sum_{best20years} [(E_t \times \rho_{tT}) - LEL_{T-1}] \times 0.25)$$
 式 1.4.1

其中， E_t 是第 t 年的收入，上限为最高收入限额（UEL）， ρ_{tT} 是重估因子（revaluation factor），其数值等于收入获得年份 t 与个人达到国家养老金年龄（SPA）年份 T 之间的平均收入增长率； LEL_{T-1} 是个人达到 SPA 前一个税收年度的年度最低收入限额。

由于 SERPS 的待遇水平仍然比较有限，因此在 2000 年，英国又通过了《子女抚养、养老金和社会保障法案 2000》，确定自 2002 年建立国家第二养老金（State Second Pension, S2P），取代 SERPS。与 SERPS 相比，S2P 将职工按照收入水平分为了三级，并给予了差异性的待遇积累系数。其中，收入位于国家最低收入限额（LEL）和低收入门槛（LET，约为全国平均收入水平的一半）之间的职工，属于一级职工，积累率为 40%；收入位于 LET 和高收入门槛（UET，大约为 3 倍 LET 和 2 倍 LEL 的差额）之间的职工，属于二级职工，积累率为 10%，收入超过 UET 的职工为三级职工，积累率达到 20%。这实际上是通过降低中高收入职工的养老金待遇水平，来提升低收入职工的养老金待遇水平，并实现转移支付。S2P 的待遇水平计算方法如式 1.4.2 所示：

$$S2P = 1/N_2 \sum_{2002-2003}^{SPA-1} [(B1E_t \times \rho_{tT} \times 0.4) + (B2E_t \times \rho_{tT} \times 0.1) + (B3E_t \times \rho_{tT} \times 0.2)]$$
 式 1.4.2



资料来源: IFS, 平安证券研究所

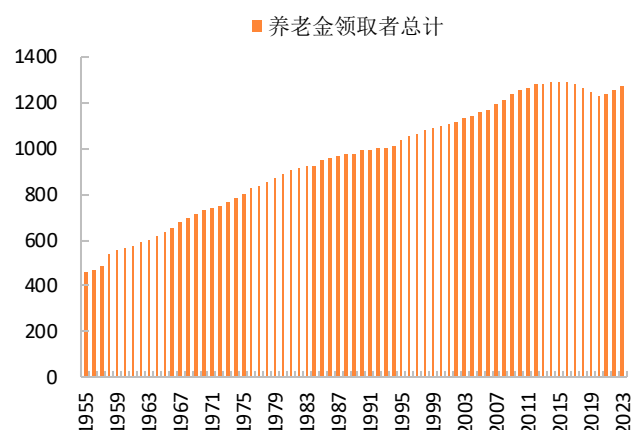
需要说明的是，无论 GRB、SERPS 或者 S2P，其设立的初衷都是为广大没有职业养老金的职工提供补充性养老金收入。因此，具有职业养老金的居民，可以选择自 BRB、SERPS 或 S2P 中退出（contract out）。这导致了英国养老金收入的匮乏，并成为了英国养老保险体系整合的导火索。

²⁹ Paul Lewis, History of State Pension Age[R/OL]. Paul Lewis, 2011 Paul Lewis Writing Archive - Wilkie Collins

1.3 英国现代养老保险体系的整合：福利国家的合并期

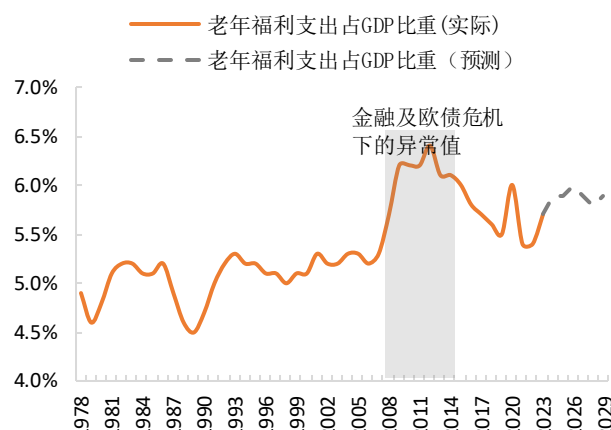
随着老年福利支出金额越来越高，英国希望降低居民对国家养老金计划的依赖。进入 21 世纪后，英国的老龄化率不断攀升，养老金领取人数也快速上涨；同时，08 年金融危机及欧债危机的影响下，老年福利支出占 GDP 比重快速跃升，可持续性面临一定挑战。因此，英国希望通过发展职业年金，降低国家养老金支付的压力。

图表22 英国养老金领取人数（千人）



资料来源：DWP，平安证券研究所

图表23 英国老年福利支出占 GDP 比重



资料来源：UK.gov，平安证券研究所

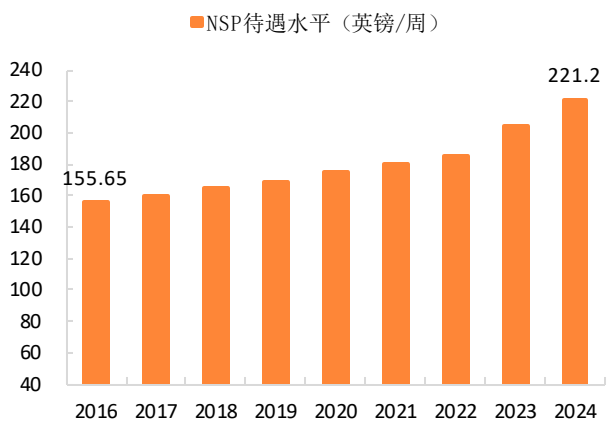
2012 年，英国为职业年金计划引入“强制提供”和“自动注册机制”机制。“强制提供”即在法律上强制要求雇主提供至少一个职业养老金计划。“自动注册机制”，是指雇主有法律义务把年龄在 22 岁和基本养老金领取年龄之间、年收入高于 1 万英镑且从未加入过任何养老金计划的雇员“自动加入”到一个职业养老金计划中，之后雇员进行默认缴费，雇主匹配缴费，国家提供税收减免，雇员可以主动申请退出计划。雇员被“自动加入”职业养老金计划后，有一个月的选择退出期；若雇员在此期间退出，可以取回已经缴入的费用；若在选择退出期之后退出，则要等到 55 岁之后才能取出已存入的资金。这改变了过去企业雇员自愿选择参与职业年金计划的做法，转而实施强制性或半强制性的参保办法³⁰。根据英国就业和养老金部的估计，近 1100 万雇员将自动注册参加一项职业养老金计划，提高了职业年金的覆盖率和保障水平。

同时，英国还成立国家职业储蓄信托（NEST）。NEST 是英国政府为配套“自动加入”机制建立的国家层面职业养老金计划，以信托结构运作，由国家职业储蓄信托公司（National Employment Savings Trust Corporation，NEST Co）这一非政府部门公共组织受托管理，NEST 日常经营决策不受政府部门的干预。英国政府建立 NEST 的目的是在“自动加入”机制的基础上，为广大企业、尤其是中小企业提供简单、收费低廉且高质量的职业养老金管理服务，从而进一步扩大第二支柱职业养老金的覆盖面。

2016 年，英国为了进一步提升养老保险体系的运行效率，并降低养老金成本，开始进一步将 BSP 和分级退休福利进行整合，建立起全新的养老保险体系：新国家养老金（New State Pension，NSP）。NSP 取代了 BSP 和 S2P，开始为全体居民提供兜底型养老金。NSP 的运行模式与 BSP 基本一致，只是待遇水平有所优化，且职工不再能通过退出分级退休福利来降低养老金的缴费率。英国政府认为，NSP 从长期来看可以提升养老保险体系的缴费率，并扩大养老保险覆盖面，更有利于系统的持续。

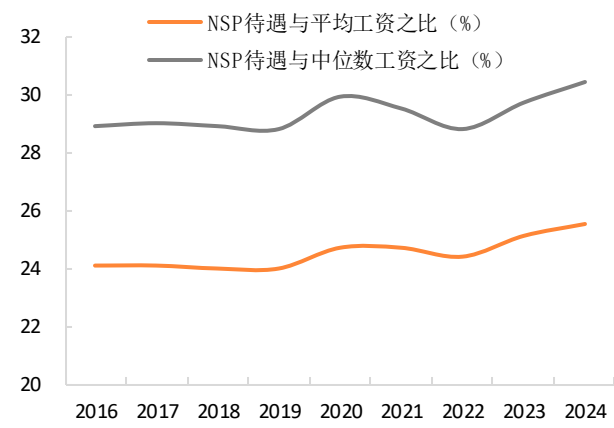
³⁰ 张松彪,黄宇轩.英国改革养老金制度应对人口老龄化挑战[R/OL].中国社会科学网-中国社会科学报.2023
https://www.cssn.cn/skgz/bwyc/202304/t20230403_5617561.shtml

图表24 NSP 待遇水平



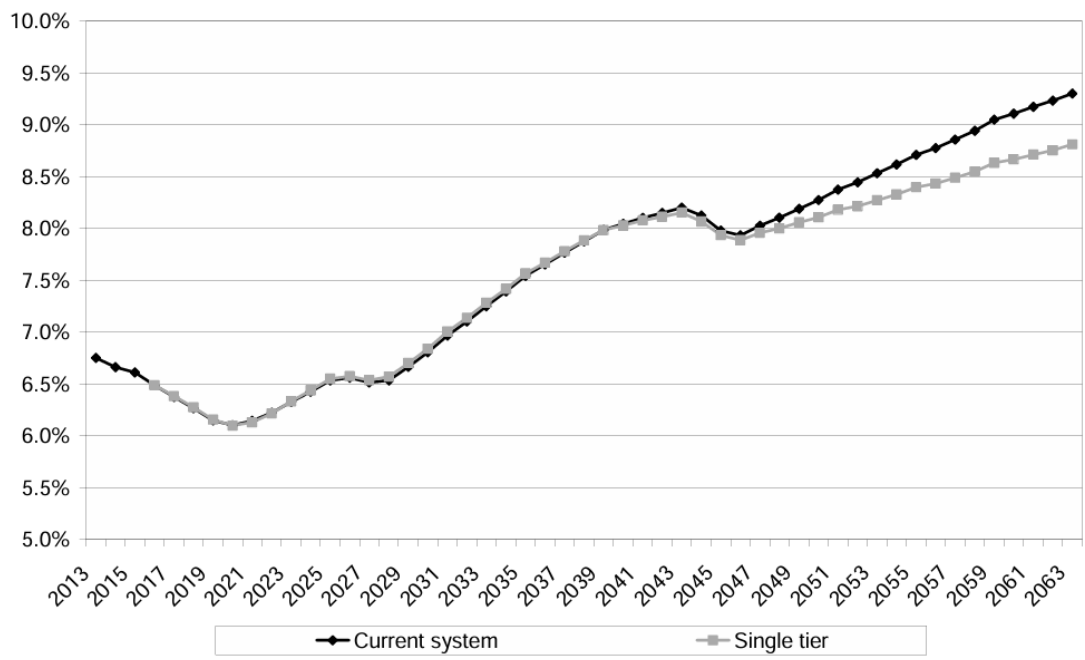
资料来源: Paul Lewis³¹, DWP, 平安证券研究所

图表25 NSP 待遇水平与平均工资和中位数工资之比



资料来源: UK.gov, 平安证券研究所

图表26 英国 NSP 长期来看有利于降低养老金运行成本 (老年福利占 GDP 比重)

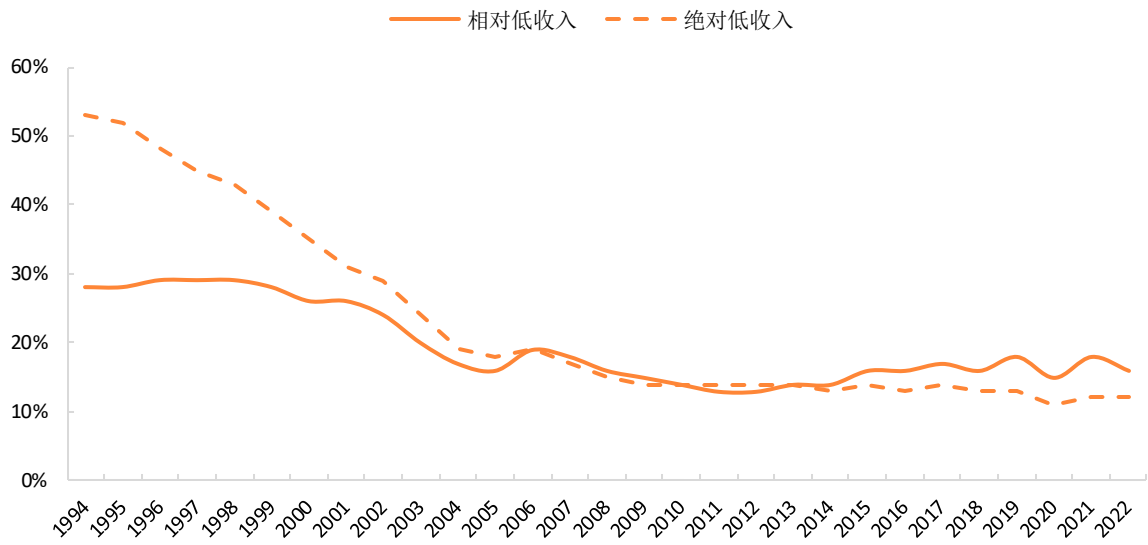


资料来源: House of Commons Library³², 平安证券研究所

整体看，英国的改革采用的是老人老办法、新人新办法的制度设计，其整体影响仍需观察。但是，通过设立专门的兜底型养老金，以及提升养老金待遇标准，英国的老年贫困率确实在进入 21 世纪后显著下滑。与此同时，英国的养老金支出虽然快速增长，但是占 GDP 的比重仍然相对可控（如图表 23），相关改革取得了一定成效。

³¹ Paul Lewis, History of State Pension Age[R/OL]. Paul Lewis, 2011 [Paul Lewis Writing Archive - Wilkie Collins](#)
³² Parliament UK, The New State Pension Background[R/OL]. House of Commons Library, 2016 [The new State Pension](#)

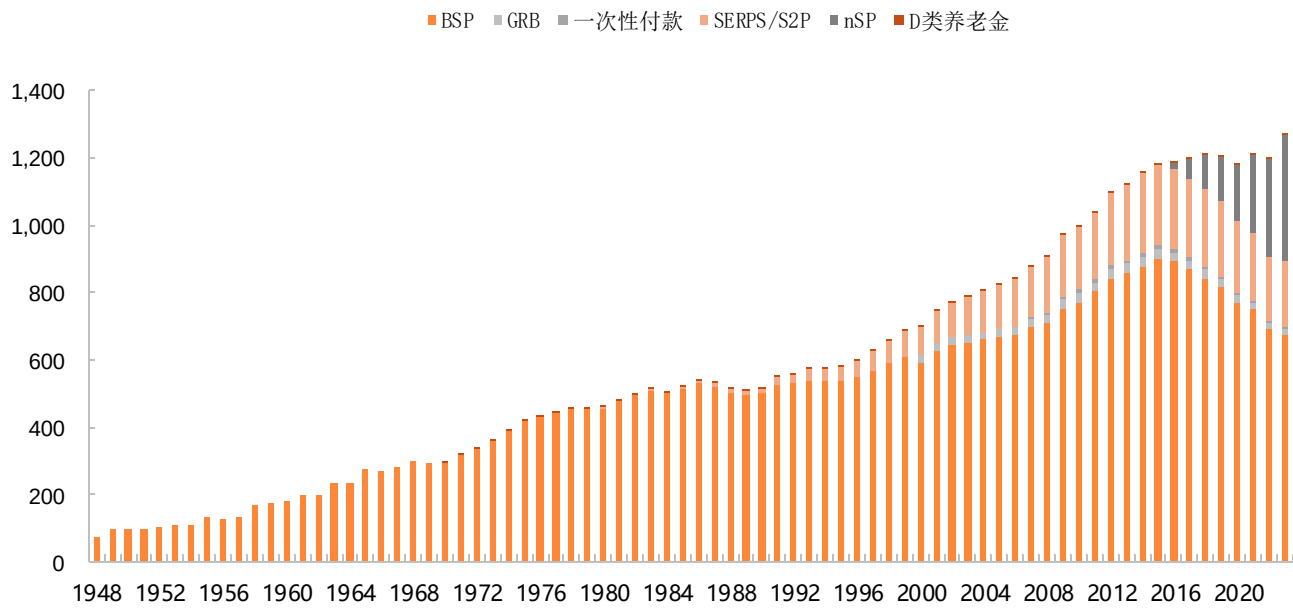
图表27 建立养老金最低收入保障制度后，英国老年人贫困率显著下降（以相对低收入和绝对低收入划分）



资料来源：House of Commons Library³³，平安证券研究所

注：相对低收入定义为收入低于当期中位数收入的 60%；绝对低收入定义为低于 2010/2011 财年中位数收入的 60%

图表28 英国养老金支出（2024/2025 年不变价，百万英镑）



资料来源：DWP，平安证券研究所

注：D 类养老金是 BSP 的一部分，针对于低收入人群，免缴国家保险费用。

³³ Parliament UK, The New State Pension Background[R/OL].House of CommonsLibrary, 2016 [The new State Pension](#)

二、德国、加拿大：养老保险体系的可持续性如何保证？

英国的养老保险体系的改革手段，被世界其他国家所广泛借鉴。然而，部分国家在进行改革时，还采用了一些创新的改革措施，其中，德国与加拿大分别在养老保险体系的收支两端进行了创新。支出端，德国在确定待遇水平的过程中创新性地引入了人口因子，通过灵活调整待遇水平的方式提升养老保险体系的可持续性；收入端，加拿大则通过增加特定养老金以及针对高收入居民征收新缴费的方式，尽可能降低了老年贫困率，并强化了养老金的再分配功能。

2.1 德国养老金体系改革的创新：支出端，可持续因子的引入

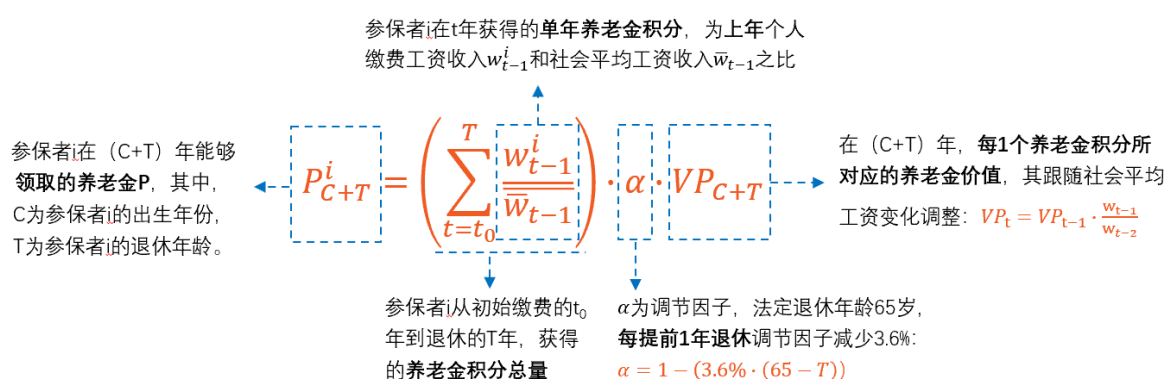
德国是全国性职业养老金的发源地。19 世纪中叶，欧洲各国工人为争取更好的工作条件、更平等的政治权利和经济权益，而发动了一系列武装革命，最著名的包括英国“宪章运动”、法国二月革命、德国 1848 年革命等。19 世纪中后期，俾斯麦通过发动三次王朝战争，最终统一了德国；但在其执政时期，德国社会矛盾更加尖锐。为解决这些社会问题，俾斯麦启动了以社会保障制度为核心的改革，相继在 1883 年推行《健康保险法》、1884 年推行《工伤事故保险法》、1889 年颁布《伤残和老年保险法》，建立了较为完善的社会保障体系，意在通过健康、医疗、养老等保障来减少工人运动的压力，维持社会秩序的稳定。其中，于 1889 年颁布的《伤残和老年保险法》是德国养老保险体系发展的开端。

两次世界大战之后，德国经历了经济危机和金融秩序的混乱，原本通过积累制储备的养老资金消耗殆尽，养老保险体系的运作无法持续。因此，1957 年德国政府启动了第一次养老保险体系改革，核心是将积累制转变为现收现付制。具体内容包括三方面：第一，将养老金制度从基金积累制转变为现收现付制；第二，规定养老金领取的标准年龄，在缴费满 15 年后，男性可以在 65 岁、女性可以在 60 岁领取全额养老金；第三，将养老金水平与工资变动挂钩，确立了德国养老金的计算方法，并明确养老金计算公式中的养老金积分价值（VP）增长率为毛工资增长率³⁴，即：

$$VP_t = VP_{t-1} \cdot \frac{w_{t-1}}{w_{t-2}}$$

此次改革之后，一方面，德国养老金制度模式实现了彻底切换：到 1969 年，德国的养老保险体系已经完全转变为纯粹的现收现付制。另一方面，退休人群的养老金待遇明显提升：养老金的动态调整与工资变动挂钩，使得老年人能够分享德国经济发展的成果；到 1960 年，德国标准养老金替代率从改革前的 40% 左右升至 1969 年的 66.8%³⁵，并在 1972 年进一步达到 70% 的高位，一度成为全球最慷慨的公共养老金体系³⁶。

图表29 德国 1957 年改革确立的初始养老金计算公式



资料来源：杨俊《德国养老金待遇确定机制研究》，平安证券研究所

³⁴ 杨俊. 德国养老金待遇确定机制研究[J]. 社会保障研究, 2018, (01): 96-104.

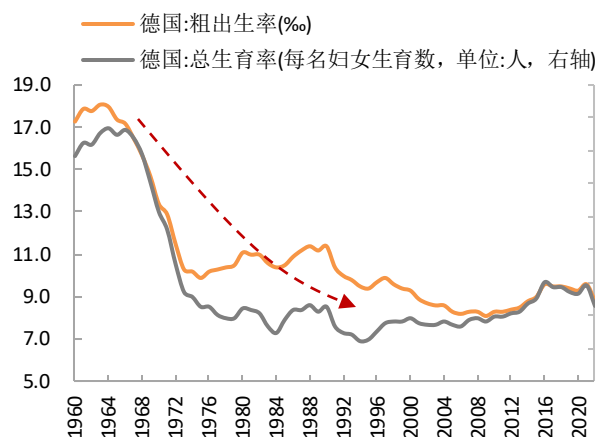
³⁵ 王琼. 德国养老保险体系改革具有借鉴意义[EB/OL]. 社科院专刊总第 292 期, 2015-4-17.

http://www.cass.cn/xueshuchengguo/jingjixuebu/201504/t20150417_1590182.html

³⁶ 华颖. 德国 2014 年法定养老保险改革及其效应与启示[J]. 国家行政学院学报, 2016, (02): 139-143. DOI:10.14063/j.cnki.1008-9314.2016.02.050.

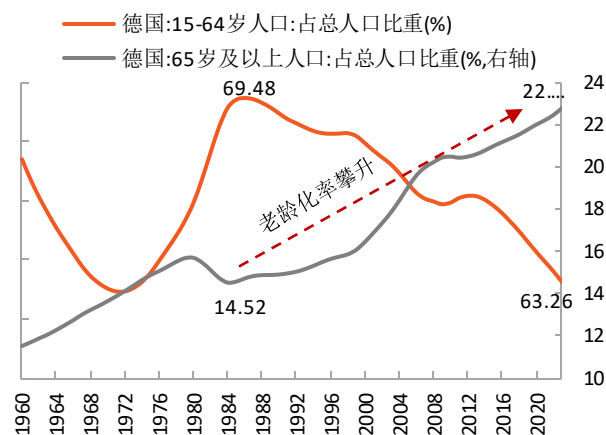
20 世纪 80-90 年代，德国经济社会与人口结构进一步发生了一系列变化，促使德国政府加快了养老保险体系改革的步伐。其一，德国出生率和总和生育率在 60 年代达到顶峰后，在 70-80 年代开始迅速下降，其中总和生育率在 1994 年降至历史最低点；与此同时，15-64 岁人口占总人口的比重于 80 年代中期见顶，而 65 岁以上人口占比迅速攀升，老龄化带来的问题逐步凸显，养老金体系面临的收支压力增大。其二，德国 80 年代劳动力成本不断走高，其工资和收入指数持续大幅攀升至 90 年代初的阶段高点；而由于德国养老金支出与工资变动挂钩，这也在一定程度上加大了养老金支出的压力。其三，东德西德于 90 年代初合并之后，政府的社会保障支出压力进一步增大，东德地区的大规模失业和提前退休潮给养老保障制度造成巨大压力³⁷；德国养老金支出占 GDP 的比重从 1991 年起持续攀升并在 21 世纪初升至 11.36% 的高点。

图表30 德国 20 世纪 70-80 年代出生率和生育率下滑



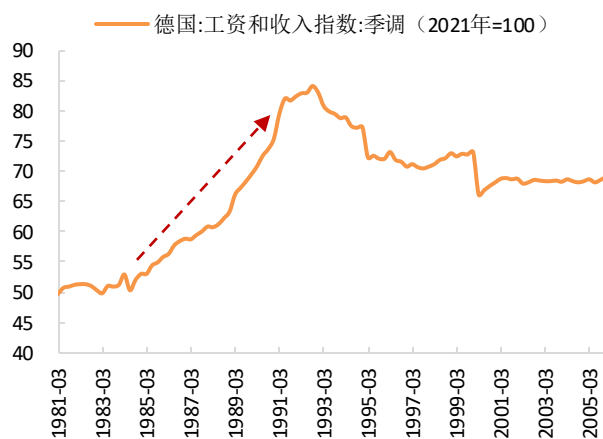
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表31 德国 20 世纪 80 年代劳动力占比见顶



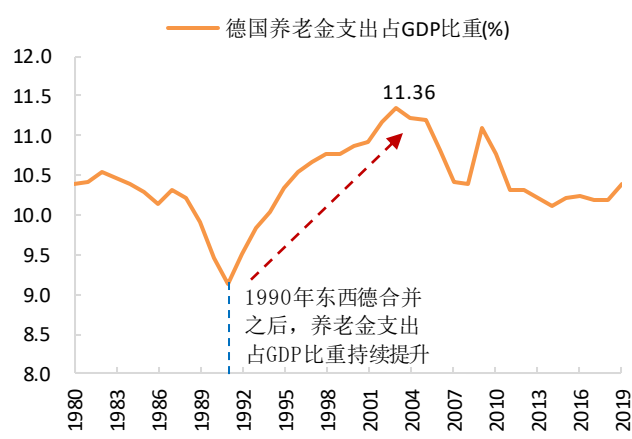
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表32 德国 20 世纪 80 年代劳动力成本不断攀升



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表33 东西德合并后，养老金支出占 GDP 比重攀升



资料来源：OECD，平安证券研究所

1992 年，德国为应对上述经济社会与人口结构变化给养老金体系带来的挑战，颁布了《1992 年养老金改革法》，为养老保险体系实施了一系列“开源节流”的改革措施。

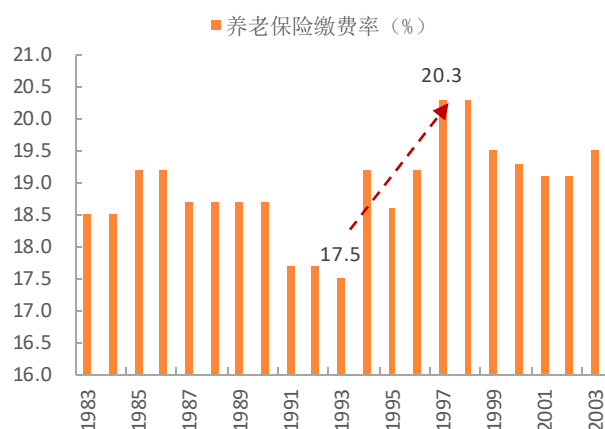
具体来看，此次改革主要涉及三方面内容：**第一，延迟法定退休年龄**，改革规定，将从 2001 年起废除原男性 63 岁退休和女性 60 岁退休的政策，并将法定退休年龄统一调整为男女同为 65 岁。**第二，提高养老金缴费率**，以起到直接补贴养老金累计结余的作用；从实际情况看，德国养老金缴费率从 1993 年 17.5% 的低位持续升至 1997 年 20.3% 的高点。**第三，调整养老金积分公式**，养老金增幅由挂钩毛工资增幅转变为挂钩净收入增幅，具体来看，将养老金积分公式调整为：

³⁷ 朱宇方.不只是老龄化——德国养老保障的改革动因[J].社会科学文摘, 2015(11):3.DOI:CNKI:SUN:SHGC.0.2015-11-021.

$$VP_t = VP_{t-1} \cdot \frac{w_{t-1}}{w_{t-2}} \cdot \frac{1-b_{t-1}}{1-b_{t-2}}$$

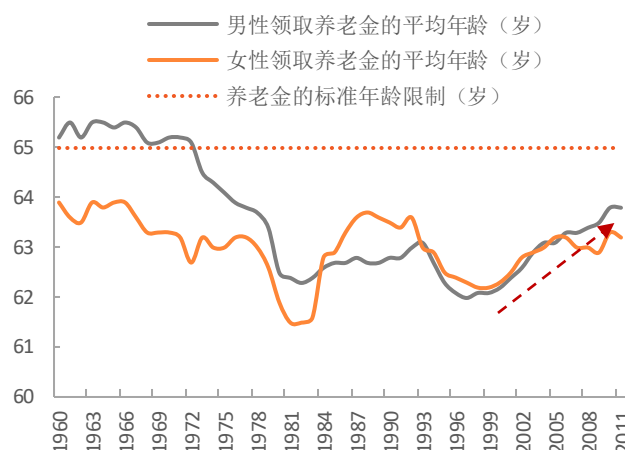
其中，b 表示个人承担的社会保险缴费率和所得税的综合税率。这项举措改善了养老金积分价值由于跟随毛工资增长率变化，而导致其增长明显过快的问题，在使退休者分享经济成果的同时减轻政府财政负担。

图表34 1992 年之后德国养老金缴费率显著提升



资料来源: sozialpolitik-aktuell.de, 平安证券研究所

图表35 1996 年之后德国养老金领取年龄有所上升



资料来源: demografie-portal.de, 平安证券研究所

1999 年，德国进一步在养老金公式中创新性加入“人口因子”，应对人口寿命增加而导致的养老金领取增加。考虑“人口因子”的养老积分公式调整为：

$$VP_t = VP_{t-1} \cdot \frac{w_{t-1}}{w_{t-2}} \cdot \frac{1-b_{t-1}}{1-b_{t-2}} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \left(\frac{LE_{t-2}}{LE_{t-1}} - 1 \right)\right)^{38}$$

LE 表示的是人口预期寿命，如果预期寿命上升，则有 LE_{t-1} 大于 LE_{t-2} ，式中最后一项数值小于 0，从而使养老积分价值下调。 $\frac{1}{2}$ 系数的确定综合考虑了代际公平原则，使退休者和缴费者各分担预期寿命提高导致的养老金负担的一半。

然而，这一改革仍然不够。2002 年，德国的社会福利开支占据近国内生产总值的三分之一，其中，养老金支出又占据了社会福利支出的一半。2010 年，德国退休金支出高达 2110 亿欧元，占社会福利费用的 87%，占德国财政支出的 18%，庞大的社会保险账户出现亏空，德国联邦政府债务也因此连年超过 3%（占 GDP 比例）的警戒线³⁹。

2004 年，德国颁布《养老金可持续法》，在养老金计算公式中引入“可持续发展因子”，养老金积分价值调整公式为：

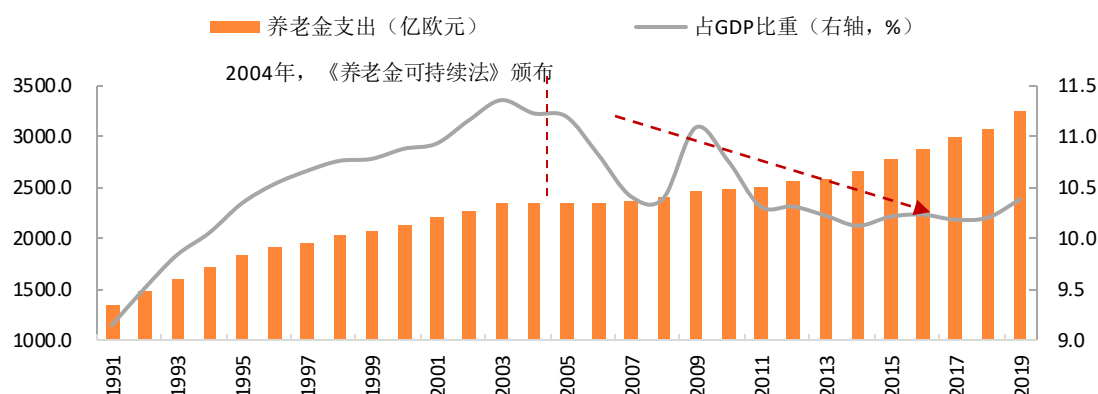
$$VP_t = VP_{t-1} \cdot \frac{w_{t-1}}{w_{t-2}} \cdot \frac{1-\tau_{t-1}-\mu_{t-1}}{1-\tau_{t-2}-\mu_{t-1}} \cdot \left[1 + \alpha \left(1 - \frac{DR_{t-1}}{DR_{t-2}}\right)\right]$$

其中 DR 是养老保险制度的负担比，即退休者占缴费者的比重。当人口老龄化导致养老保险制度的负担比上升的时候，即 DR_{t-1} 大于 DR_{t-2} 时，养老金积分价值将调减。 α 是退休者要分担的比例。在引入可持续发展因子后，德国养老金支出占 GDP 的比重得到了一定控制。

³⁸ 杨俊.德国养老金待遇确定机制研究[J].社会保障研究,2018,(01):96-104.

³⁹ 梁云凤.德国经验系列报告之六德国的养老保险制度及其改革趋势[J].经济研究参考,2011,(61):62-66.DOI:10.16110/j.cnki.issn2095-3151.2011.61.014.

图表36 1991-2019 年德国养老金支出与占比



资料来源: Statista, 平安证券研究所

2.2 加拿大养老保险体系改革的创新: 收入端, 新老划断提升缴费率

1870 年, 加拿大便实施了《超级年金法》, 旨在为联邦政府的特定雇员群体提供退休金福利, 在该计划中, 员工仅需支付象征性的供款。继 1870 年立法之后, 加拿大在 1874 年迎来了首个私人养老金计划即企业年金, 由大干线铁路公司 (Grand Trunk Railway) 引入。这一计划要求员工缴费, 但仅限于 37 岁以下的文职员工, 而非文职员工则仅能享受工伤、疾病和死亡保险。1887 年, 加拿大联邦政府颁布了《养老金公司法》, 允许在联邦层面注册的公司设立自己的养老金计划。随后, 包括多伦多银行和皇家银行在内的一些加拿大金融机构也开始实施了相似的养老金制度。1908 年《加拿大政府年金法》的推出, 正式建立了加拿大公共养老金体系, 政府提供了比私营保险公司更优惠的年金利率, 旨在激励个人储蓄以备退休之用。尽管这一法案标志着联邦政府对私人养老金的介入, 但它本身并不等同于现代意义上的退休金计划, 而是作为一种为退休人群提供收入的经济手段。

2.2.1 养老保险制度早期改革 (1915-1927 年)

在第一次世界大战和工业化浪潮背景下, 1916 年加拿大联邦政府成立了负责处理退伍军人退休和伤残事宜的养老金专员委员会, 为退伍军人及其家人设立了遗属抚恤金和残疾抚恤金。但是加拿大政府仍未解决老年人的援助问题, 1908 年所提出政府年金计划很多人无法承担缴费负担而没有参加, 国家养老金制度的需求仍然强烈且日益增长。

1927 年, 加拿大通过了第一个《老年养老金法》, 创建了一个全国性的非缴费型和基于家庭收支状况调查的养老金体系。该法首先规定由联邦和各省共同分担养老费用, 旨在为所有退休人员提供最低限度的养老金。其次, 规定了最高养老金额度为每月 20 加元。最后, 明确了养老金的领取条件: 领取者年龄最低为 70 岁, 且为加拿大居住满 20 年的英国臣民 (印第安人被排除在外), 同时年收入 (包括养老金福利) 低于 365 加元 (由经济调查状况决定)。尽管养老金领取资格较为苛刻, 但该法案是全国范围内为贫困老年人提供福利的开端。

1952 年, 加拿大推出了首个全民养老金计划——老年保障金(OAS)。1950 年, 加拿大议会任命了一个养老金委员会, 该委员会向政府提交了一份实行“全民皆有”的公共养老金计划的可行性报告, 以作为 1927 年“家计调查”式养老金计划的补充。加拿大政府据此于 1952 颁布了《老年人保障法》和《老年人救助法》, 取代了 1927 年的《老年养老金法》, 这是加拿大首次建立的统一给付标准、覆盖全民的全国性养老金体制。与之前的法案相比, 第一, 提高最高养老金额度, 由每月最高 20 加元提高为每月 40 加元。第二, 取消“经济状况调查”, 老年人首次无需接受“经济状况调查”即可领取养老金。第三, 原来被排除在计划外的印第安人也包括在全民养老金计划内。

2.2.2 养老保险体系构建核心时期 (1960—1989 年)

尽管加拿大已经建立覆盖全民的养老金计划, 但是对于大多数人来说, 退休意味着生活水平大幅下降。1960 年加拿大全国有公共部门和私有养老金计划近 9000 个, 一些计划与特定工作挂钩, 不可转移, 而且通常需要很长的缴费期。公众对更具

可携带性、更高收入替代率的养老金计划呼声越来越高。基于上述情况，联邦政府开始考虑修宪，对养老金进行改革，这些改革措施具有里程碑的意义。

1966 年，基于收入的强制缴费型养老金计划——加拿大养老金计划(CPP)和魁北克养老金计划(QPP)成立，旨在为退休工人、因工致残者和死亡员工家属提供保障。1966 年，莱斯特·皮尔逊政府推出了加拿大养老金计划（CPP）。这是一项针对 18 至 70 岁之间的工薪和自雇工人的强制性缴费计划。同年，一项姊妹计划——魁北克养老金（QPP）计划出台，覆盖魁北克工人及其家属。两项计划内容非常接近，共存的原因是因为魁北克政府希望在该省社会福利领域保持主导地位，并控制养老金储备以投资于省级发展。这些计划的内容包括保护工人及其家人免受退休导致的收入损失、提供死亡、遗属和残疾福利以及根据受助人的缴费金额制定其领取福利水平。《老年人保障法》（OAS）与《加拿大养老金计划》（CPP）构成了加拿大现代社会保障体系的两大基石，提供了一个福利体系的基本框架。

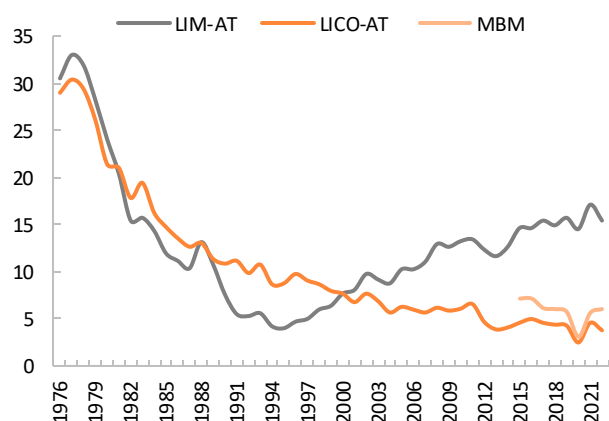
但在 20 世纪 60 至 70 年代期间，老年人贫困的问题并未得到根本解决。因此，**加拿大联邦政府于 1967 年引入了《收入保障补贴》（GIS）制度，旨在进一步减少老年人的贫困。**首先，GIS 作为老年保障计划的一部分，为那些领取养老金的低收入退休人士提供额外经济支持；其次，GIS 也向那些不符合“加拿大养老金计划”（CPP）资格要求的退休人员伸出了援手。最后规定补助金金额会随着收入增加而减少，单个申请人收入若超过 720 加元便不能获得补助资金。

到 20 世纪 60 年代末，加拿大老年贫困率已经显著下降，但仍有部分老年人生活在贫困中。加拿大对公共养老金制度进行了许多改革，旨在帮助妇女、低收入工人、残疾人和其他最容易陷入贫困的群体。其采取的一系列改革措施包括：**1973 年规定老年保障金（OAS）的福利水平与消费价格指数（CPI）挂钩，以实施更好的通货膨胀保护；1975 年，加拿大正式实施了《配偶津贴》制度，旨在为老年人的配偶提供额外的财务支持；1985 年，政府进一步扩展了这一福利体系，引入了《鳏寡津贴》制度，为丧偶的老年人提供经济援助；1987 年引入了弹性退休制度，允许加拿大养老金计划缴款人选择在 60 岁时领取养老金。**

2.2.3 养老保险体系改革完善时期（1990-2000 年）

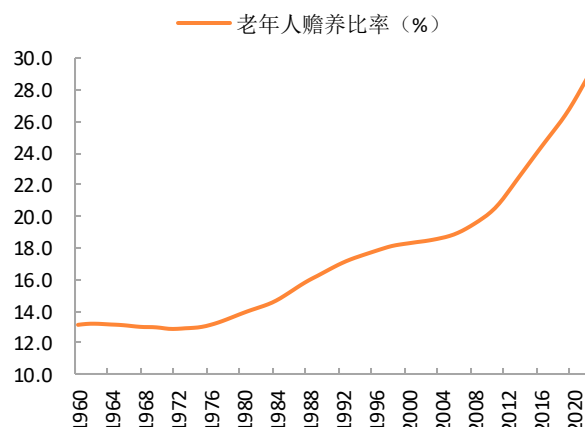
截至 20 世纪末，加拿大公共养老金在缓解老年人贫困问题上已取得显著成绩，使大量老年人摆脱了贫困。低收入老年人的比例从 70 年代末的 30% 左右降至 90 年代的 10% 左右。1998 年，加拿大国内低收入群体的基本养老保险替代率接近 90%，在 OECD 成员国 11 个国家中位居前列，仅次于卢森堡和法国；而平均收入群体的基本养老保险替代率也高于美国、英国和日本等国家⁴⁰。然而，加拿大公共养老金可持续性在 20 世纪 90 年代发展成为一个重要的政治问题：随着老龄化水平快速提升，加拿大 65 岁及以上老年人的赡养比率快速增长，从 1986 年的 15.3% 逐渐上升至 1996 年的 17.8%。越来越多的人对养老金可持续性表示担忧。

图表 37 加拿大老年人贫困率



资料来源：加拿大统计局，平安证券研究所

图表 38 1960-2022 年加拿大老年人赡养比率



资料来源：世界银行，平安证券研究所

⁴⁰ 郑秉文,何树方. 加拿大社保制度改革与建立“主权养老基金”10 年回顾与评价[J].当代亚太, 2008

在这样的背景下，联邦和各省区两级政府联合发布了一篇关于“加拿大养老金计划”（CPP）的咨询报告，任命国会议员沃尔克作为联邦政府的代表负责举办听证会，经过深入的讨论和精心的准备，加拿大国会于1997年通过了一项法案，对基础养老保险制度“加拿大养老金计划”（CPP）实施了重大改革，并推出了一系列引人注目的重要措施。

1997年的改革重点针对的是“加拿大养老金计划”（CPP），其核心改革措施主要包括六个关键点：第一，提升缴费比例，从原先的5.85%增加至6.0%，并按照既定的时间表逐年递增，直至2003年达到9.9%，此后保持稳定。**第二，储备基金增长到五年支出规模，并成立加拿大养老金计划投资管理局。**储备基金的资金来源于缴费收入的结余，其规模大约相当于五年的养老金支出。独立于政府的“加拿大养老金计划投资管理局”（CPPIB）负责实施对该基金的市场化投资管理。**第三，年度基本免税额维持3500加元水平不变。****第四，对残疾津贴的发放标准进行了严格审查，并适度降低了津贴金额。（5）把**年最高养老金收入基数由三年延长为五年，提高了门槛。**（6）联邦及各省财政部长每三年对“加拿大养老金计划”（CPP）及其投资管理局（CPPIB）进行审查⁴¹。**

图表39 1997年改革前后CPP规定对比

具体项目	改革前 CPP	改革后 CPP
储备基金	相当于两年养老金规模，并不断减少	增加到五年养老金支出规模
缴费率	到2016年上升到10.1%	到2003年上升到9.9%，然后保持稳定
年度基本免税额（YBE）	改革前在3500加元水平且与工资挂钩	冻结在3500加元
年度最高养老金收入（YMPE）	与工资挂钩	保持不变
投资政策	基金投资于不可流通的省级债券	基金可投资于多元化证券组合
省级借款政策	各省以联邦利率借款	某些省级借款可按照自身市场利率计算
退休金以及残疾和遗属津贴中与收入相关的部分	基于过去3年YMPE的平均值	基于过去5年YMPE的平均值
残疾福利金领取资格	必须在过去三年中工作两年或者在过去十年中工作五年	必须在过去六年中工作四年
残疾受益人的退休金	根据领取者年满65岁时的年度最高养老金收入（YMPE），之后与物价指数挂钩	基于失效时的YMPE，并随后进行价格指数化
幸存者残疾综合福利金	上限等于最高退休养老金加上两个统一费率组成部分中较大的一个	最高限额是最大残疾抚恤金
死亡抚恤金	6个月退休金，最高3580加元，随工资增长	6个月退休金，最高2500加元且冻结

资料来源：IMF⁴²，平安证券研究所

2012年，加拿大又采用了新老划断的方法，提升缴费率和替代率。2012年，加拿大财政部研究结果显示：在所有临近退休家庭中，约有24%的家庭将在退休后面临超过40%的收入下滑，退休储蓄不足的风险极大⁴³；同时，加拿大人预期寿命的延长、私人部门养老金改革及长期低利率，令年轻人也面临较大的养老储蓄缺口。为提升加拿大退休人员的收入水平，2016年，加拿大政府通过了加拿大养老金计划增强方案（CPP Enhancement），自2019年起将CPP的替代率自25%逐

⁴¹ 郑秉文,何树华.加拿大社保制度改革与建立“主权养老基金”十年回顾与评价[J].当代亚太,2008,(01):88-107.

⁴² C.F. Kramer & Yutong Li. Reform of the Canada Pension Plan: Analytical Considerations[R]. IMF, 1997 Reform of the Canada Pension Plan: Analytical Considerations

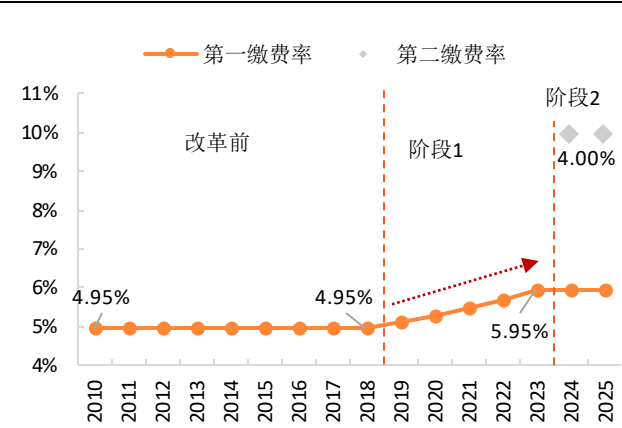
⁴³ Archived - Backgrounder: Canada Pension Plan (CPP) Enhancement - Canada.ca

渐提升至 33.3%。与替代率的提升相对应，缴费水平也需要随之调整。

CPP 缴费水平根据可缴费收入及缴费率确定。其中，在改革之前，雇员缴费率长期稳定在 4.95%，可缴费收入跟随工资水平逐年上涨。具体而言，CPP 的可缴费收入（YMCE, year's maximum contributory earning）为缴费收入年上限（YMPE, year's maximum annual pensionable earning）及免缴收入（YBE, year's basic exemption）之差，可简单理解为在上下限收入之间的部分。缴费收入年上限跟随加拿大平均工资水平不断上涨，但不跟随平均工资下跌，免缴收入基本不变。

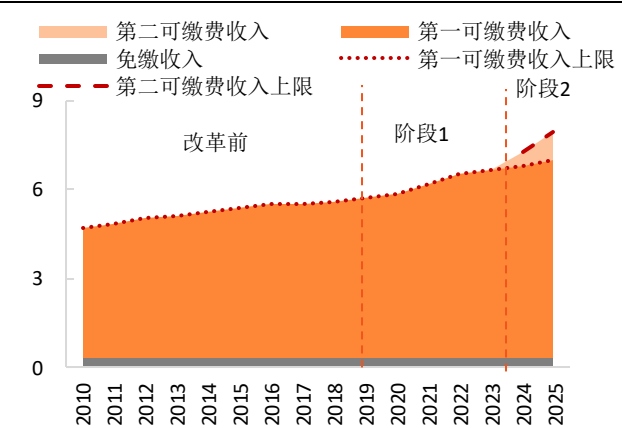
CPP 分两阶段提升可缴费收入及缴费率，以提升缴费水平。第一阶段为 2019 年至 2023 年，在现有缴费收入范围内将缴费率自 4.95% 逐步提升至 5.95%，缴费收入年上限与原上涨方式一致；第二阶段为 2024 年及其后，新设一个额外缴费收入上限，对新老缴费收入上限之间的部分进行额外缴费，缴费率为 4%。**加拿大通过逐渐提升替代率和缴费率的方式，尽可能避免了养老金成本的快速跃升；同时，通过引入第二缴费上限，在尽可能不影响中低收入居民的情况下，自高收入居民处获得了增量的养老金来源，进一步强化了养老金的再分配功能。**

图表40 CPP 改革后不同年份缴费率变化



资料来源: Canada.ca⁴⁴, 平安证券研究所

图表41 可缴费收入新设上限 (万加币)



资料来源: Canada.ca⁴⁵, 平安证券研究所

三、智利：完全积累制是改革的方向吗？

可以看到，对多数国家而言，现收现付制养老金无可避免地面临可持续性挑战；尽管实施了提升缴费率、延迟退休、调整待遇计算方法等改革手段，但养老保险体系的支出压力仍然存在。与现收现付制不同，完全积累制以收定支，不存在可持续性挑战，曾被认为是养老保险体系改革的重要方向。1980 年，智利便对其养老保险体系进行了大刀阔斧的改革，将现收现付制养老金改为完全积累制养老金。但是，实践效果表明，完全积累制容易将中低收入群体排除在外，且存在逆向再分配的缺陷，只适合作为现收现付制的补充，而不适合作为社会保障制度的基石。近期，中国的个人养老金制度发展缓慢，实际也反应出完全积累制的固有缺陷。如果希望个人养老金制度能够成为中国居民退休收入的重要补充，就需要通过加大税惠力度进一步提升制度吸引力、强化再分配职能。

3.1 智利的养老保险体系：兜底保障+完全积累制的养老保险体系

智利是西半球最早建立社保制度的国家之一。早在 19 世纪初，智利就已存在为公务员和铁路工人建立的职业养老金计划。1924 年，智利开始实施社会保障法，引进了当时欧洲流行的社会保险模式，创立了拉美地区最早的社会保障体制，它广泛涵盖了养老金、伤残、抚恤金、疾病补助和健康津贴等社保项目。就养老金而言，当时智利采用了分散管理的现收现付制

⁴⁴ CPP contribution rates, maximums and exemptions – Calculate payroll deductions and contributions - Canada.ca

⁴⁵ 同脚注 44

计划架构；其中最为重要的计划有三个：针对手工劳动者和自雇人员的 SSS、针对私营部门雇员的 EMPART 和针对公共部门雇员及新闻工作者的 CANAEMPU。但是，这三个养老金缴费率高昂，到 20 世纪 50 年代，失业率上升、逃缴增多，养老金体系难以持续⁴⁶。

图表42 早期智利养老金的缴费率（%）

	SSS			EMPART			CANAEMPU		
	个人	雇主	合计	个人	雇主	合计	个人	雇主	合计
1968-1973	7.25	14.25	21.5	9	17	26	11	5	16
1974-1977	7.25	15.95	23.2	9	17	26	11	5	16
1978	7.25	15.95	23.2	10.16	15	25.16	11	5	16
1979-1980	7.25	15.7	22.95	10.16	14.75	24.91	11	4.75	15.75

资料来源：郑秉文&房连泉《社保改革“智利模式”25 年的发展历程回眸》，平安证券研究所

20 世纪 80 年代，智利进行了大刀阔斧的养老金改革，并被世界银行视为养老保险体系改革的模范。1980 年，奥古斯托·皮诺切特（Augusto Pinochet）军政府颁布了《养老金制度改革法》（3500 号法令，以下简称“1980 年改革”），宣布以老人老办法、新人新办法的方式废除现收现付制，引入完全积累制的个人账户养老金计划，改革的基本内容包括：

第一，为每个雇员建立养老金个人账户，雇员缴费全部存入个人账户；第二，成立单一经营目标的养老金管理公司（AFPs），负责对账户养老基金进行管理；第三，雇员自由选择 AFPs，退休时养老金给付由账户积累资产转化为年金或按计划领取；第四，成立养老基金监管局（SAFP），负责对 AFPs 的监管，并且由政府对最低养老金进行担保。第五，改革推行后，原养老金计划中的职工，可自主选择转入新制度或留在旧制度内；一旦转入新制度则不能返回旧制度。同时，新的就业人员只能加入新制度。

改革后，除了强制性的个人账户养老金计划外，智利的社会养老保障制度还有其它四种形式。一是原现收现付计划，改革后，旧体制下的分属于 32 个养老保障管理机构的养老金计划统一到一个称为“标准化研究所”（INP）的社保机构来管理。二是最低养老保障金（MPG）制度，“1980 年改革”将最低养老金制度引入到个人账户养老金计划，在个人缴费期满 20 年，而账户资产积累额低于法定标准的情况下，由政府财政给予补贴，使个人退休金达到社会最低养老金标准。三是“家庭调查”型的“社会养老救助金（PASIS）”。这项制度建立于 1975 年，伤残人员以及年龄超过 65 岁的老年人，在收入低于最低养老金的 50% 以上时，可以享受政府提供的救助养老金；四是军职人员养老金计划。80 年改革时，一些军职人员提出了反对意见，出于政治原因考虑，“1980 年改革”并没有触及到军职人员。至此，智利建立了以兜底保障+完全积累制的养老保险体系。

图表43 1980 年改革后，智利的养老保险体系框架

制度	特点
旧制度	DB 型现收现付制
第一支柱	家庭调查型的养老救济金（未加入养老保险计划者） 最低养老金保障（加入养老保险计划者）
第二支柱	新的 DC 型完全积累制

资料来源：郑秉文&房连泉《社保改革“智利模式”25 年的发展历程回眸》，平安证券研究所

⁴⁶ 郑秉文,房连泉.社保改革“智利模式”25 年的发展历程回眸[J].拉丁美洲研究,2006

智利养老金改革，一度被认为是社会保险体系的范本。20 世纪 80 年代智利的养老金改革，被认为能够降低政府在养老事务方面的财政压力、提升整个养老金系统的运行效率，并通过投资私人储蓄、带动当地资本市场的发展。当时，世界银行、经合组织等均对智利的养老金改革大加赞赏^{47,48}。一时之间，智利成为养老金的“模范”。

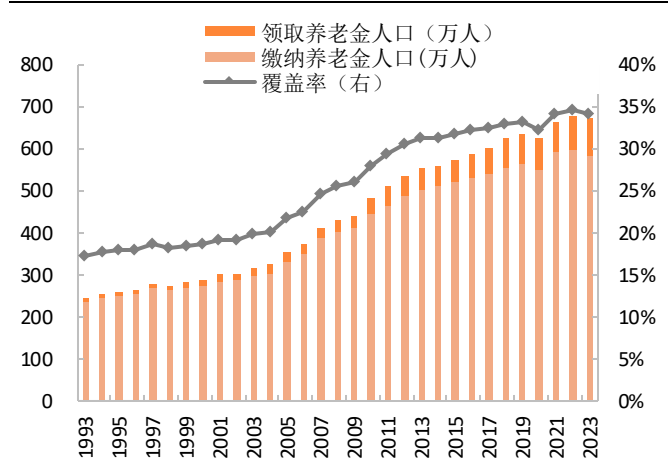
2008 年，智利又对其养老金体系进行了改革，建立了全新的团结养老金机制（SPS）。SPS 取代了原本的社会救助养老金（PASIS）和最低养老保障金制度（MPG），为低收入者提供最低养老金。SPS 由基础性团结养老金（PBS）和老年团结养老金（APS）组成。其中，基础性团结养老金为无缴费能力且无收入来源的贫困老年人提供养老金，老年团结养老金为有缴费记录但未达到最低养老金水平的贫困老年人提供养老金。2019 年，SPS 被公民保障养老金（PGU）替代，待遇水平有所调整。

3.2 智利养老保险的成效：低覆盖、低替代率，几乎丧失了社会保障性质

随着制度的运行，智利养老保险体系的弊端不断暴露。其中，覆盖率和替代率过低是最为重要的问题，二者共同导致了社会保障制度的社会属性和保障属性的缺失。

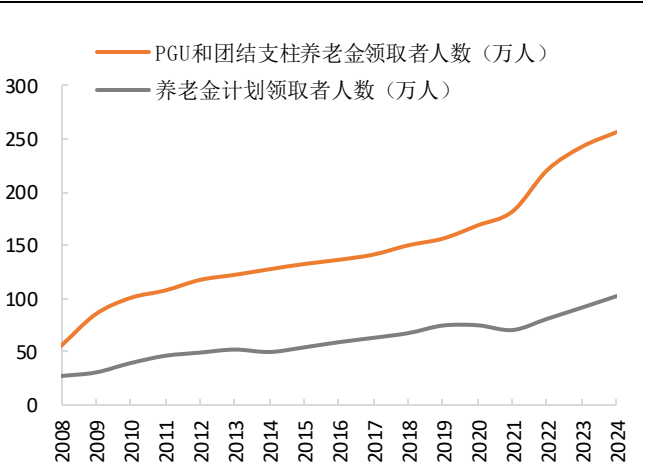
第一，智利的养老保险体系覆盖率过低，难以作为社会保障使用。由于智利的经济发展水平有限，居民的工作稳定性不高，自雇人士和灵活就业人士很容易出现断缴。截至 2023 年，智利领取养老金计划人数（不含领取 PGU 人数）约为 92 万人，缴纳养老金人数约为 581 万人，二者合计在 670 万人左右，仅占同期智利居民（1966 万人）的 34%。OECD 研究认为，在 2020 年时，智利男性缴纳养老金的概率只有 60%，女性则仅有 50%⁴⁹。

图表44 智利养老金覆盖人数（RP）



资料来源：SP，平安证券研究所

图表45 智利领取兜底型养老金的人数多于普通养老金



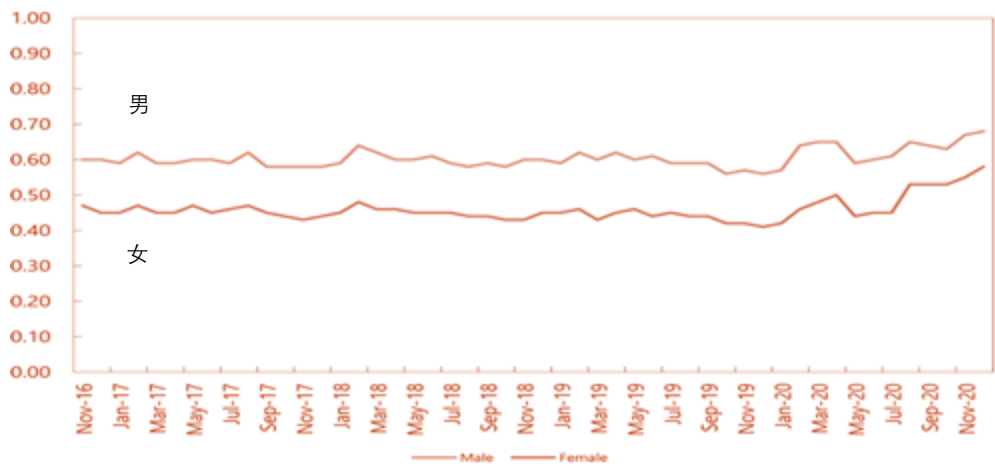
资料来源：SP，SII，Wind，平安证券研究所

⁴⁷ World Bank. Averting the Old Age Crisis[R]. World Bank, 1994

⁴⁸ OECD. The Chilean Pension System[R]. OECD, 1998

⁴⁹ C. Evans & S. Pienknagura, Assessing Chile's Pension System: Challenges and Reform Options[R]. IMF, 2021

图表46 OECD 总结的智利居民缴费密度（工作月数的百分比）

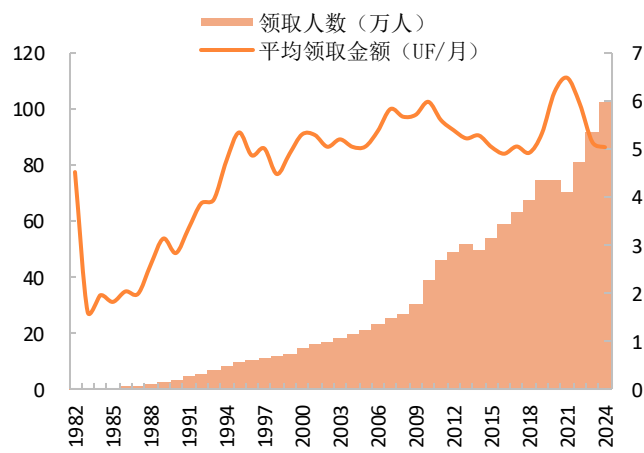


资料来源：Superintendencia de Pensiones via IMF⁵⁰，平安证券研究所

第二，智利养老保险待遇的替代率过低，保障属性不足。以实际待遇及平均收入计算，2024 年智利养老金平均待遇水平约为 206 美元/月，替代率已经降至 20% 以下。这也导致领取兜底型养老金（PGU 等）的老年人，比领取一般养老金的人数还要多。根据智利政府的统计，2022 年，智利退休人员中，72% 的人养老金待遇水平低于最低工资水平，25% 的人养老金待遇水平低于贫困线⁵¹。

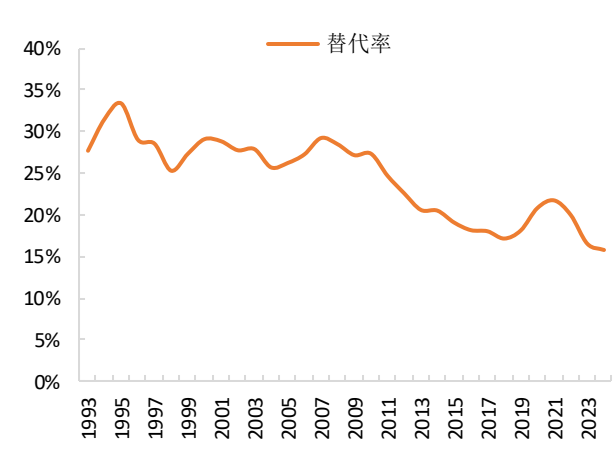
根据 OECD 的预测，到 2060 年，智利养老金替代率将仅在 30% 上下，几乎在 OECD 国家中垫底。同时，逆向再分配广泛存在。许多中低收入职工只能缴纳最低缴费，复利效应下导致了老年贫富差距扩大；还有人无法缴足法定最低缴费年限，不能领取养老金，相当于为他人做了嫁衣⁵²。

图表47 智利养老金领取人数和平均领取金额（RP）



资料来源：SP，平安证券研究所

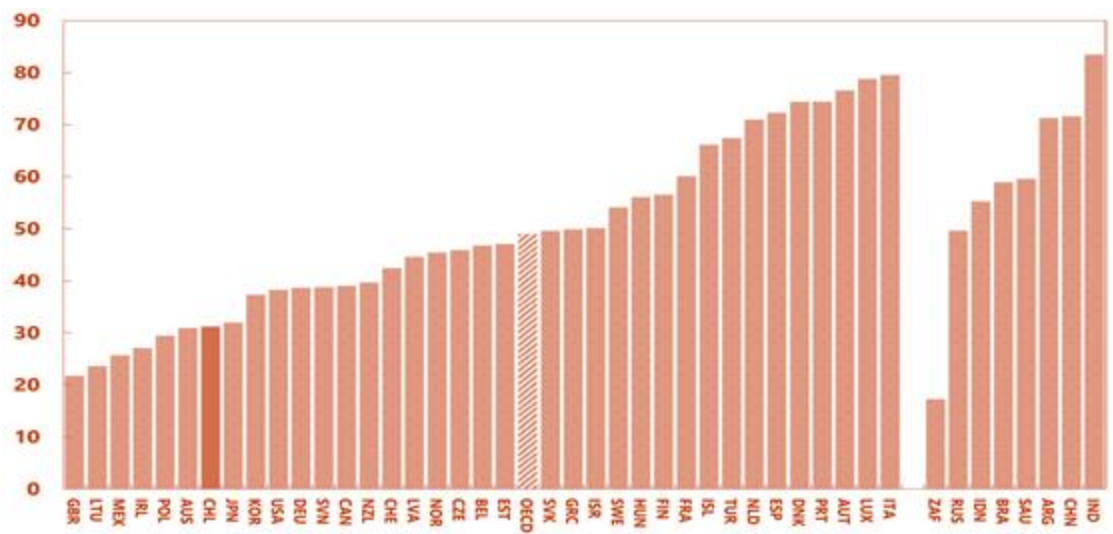
图表48 智利养老金平均替代率计算（RP）



资料来源：SP，SII，Wind，平安证券研究所

⁵⁰ C. Evans & S. Pienknagura, Assessing Chile's Pension System: Challenges and Reform Options[R]. IMF, 2021
⁵¹ Gob.cl, Find Out More about The Pension Reform and How It Will Substantially Increase Pensions in Chile[NOL]. Gob.cl, 2022 Find out more about the pension reform and how it will substantially increase pensions in Chile - Gob.cl
⁵² World Bank. A World Bank Country Study. Household Risk Management and Social Protection in Chile [R]. 2005

图表49 OECD 预测的各国 2060 年养老金替代率 (%)

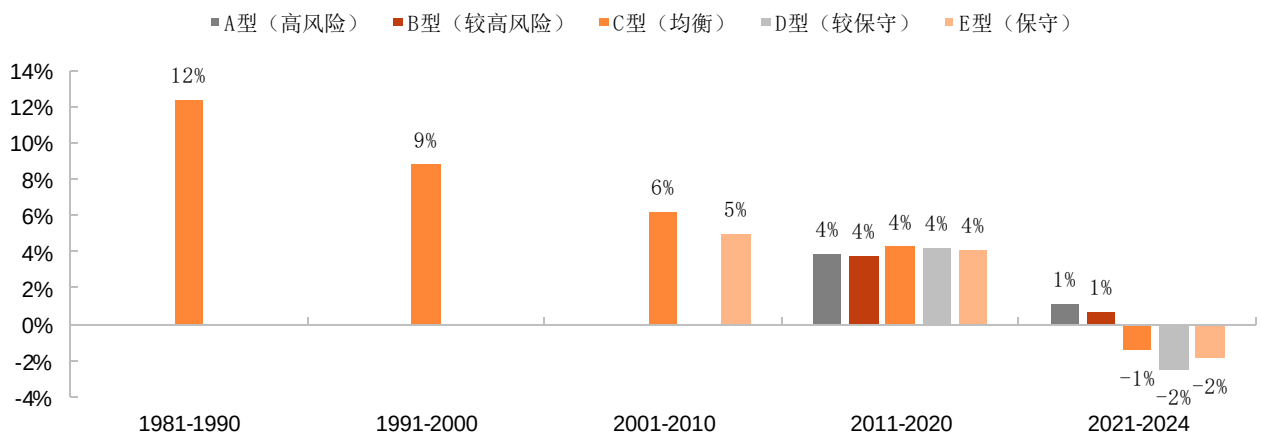


资料来源：OECD via IMF⁵³，平安证券研究所

此外，智利养老金体系主要由 AFP 机构进行管理，但各类基金投资收益率不断下滑，引发了一系列社会冲突。各家 AFP 的产品均由 A、B、C、D、E 五类养老金组成，但是产品同质化较为严重，近年来投资收益率也不断下滑。自成立以来，风险偏好最高的 A 类和 B 类养老金年化投资收益率均在 5% 左右；风险偏好最低的 D 类和 E 类养老金年化投资收益率不足 4%；只有风险偏好较为均衡的 C 类养老金，在早期时代红利背景下，年化投资收益率达到了 7.11%。

从区间年化收益率来看，各类养老金的投资收益率均不断下滑。2011-2020 年间，各类养老金的年化投资收益率均未超过 5%；2021-2024 年，除 A、B 类养老金外，C、D、E 类养老金的年化投资收益率均为负。这导致智利居民对未来养老金的充足率产生了巨大担忧，许多居民将养老金不足的问题迁怒到 AFP 身上，并引发了“NO-AFPs”的运动，形成了社会冲突。

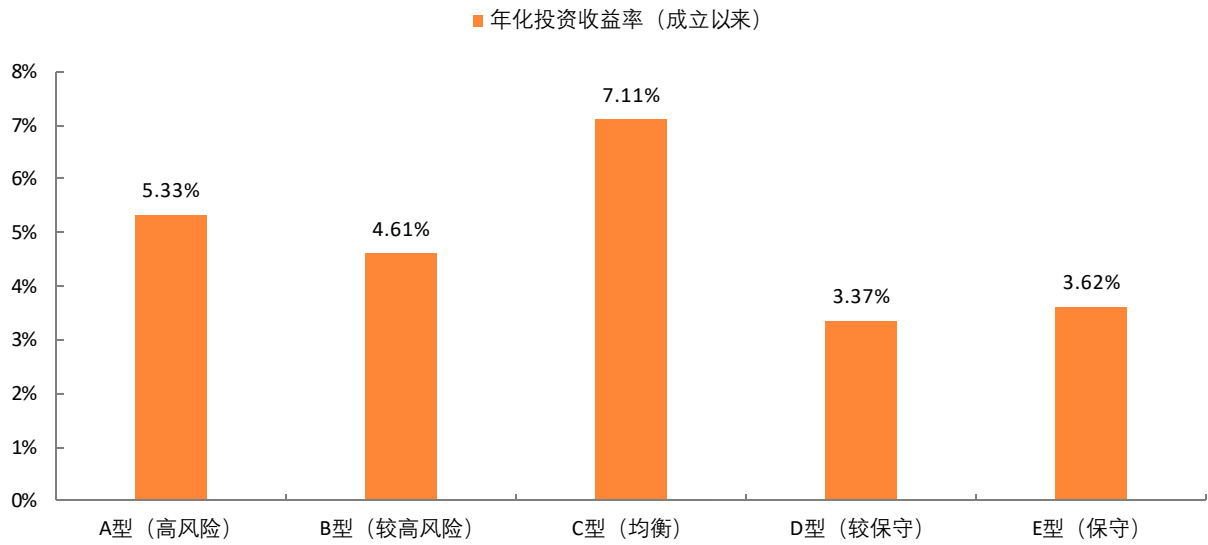
图表50 智利各类养老金的投资收益率



资料来源：SP，平安证券研究所

⁵³ Evans C & Pienknagura S. Assessing Chile's Pension System: Challenges and Reform Options[R]. IMF, 2021

图表51 智利养老金各类产品年化投资回报率



资料来源：SP，平安证券研究所

实际上，智利养老金的问题是**完全积累制的固有劣势**：与现收现付制相比，完全积累制天然具有参与门槛，由于没有风险共担机制、缺乏正向的收入再分配功能，很容易将低收入者排除在外，导致覆盖率不足的问题。同时，低收入者、非正规就业者金融知识相对匮乏，在不完善的资本市场中，自身账户的增值也无法保证，容易导致选择不合适的养老金产品，导致替代率不足。此外，由于复利效应、机制设计（如最低缴费年限）等因素的影响，完全积累制的养老金系统，还可能导致贫富差距的扩大。因此，完全积累制，**不适合作为社会保障体系的主体，而是更适合作为补充制度存在。**

四、 政策建议

参考英国、德国、加拿大和智利的改革，我们认为中国的养老保险体系改革有以下潜在的改革措施：

- 第一，实施自动注册机制，扩大企业年金制度覆盖面。**英国通过“自动注册机制”，成功提升了第二支柱养老金的覆盖面，为基本养老保险的制度调整提供了空间。我们认为，可以参考英国的自动注册机制和 NEST 运作模式，为广大缺乏企业年金建立和运作能力的企业，提供标准化企业年金产品，促进第二支柱养老金发展壮大，从而为突出基本养老保险“兜底”性质、引入针对中低收入老年人的收入补贴提供条件，从而更好地减少老年贫困的现象。
- 第二，优化基本养老保险待遇调整机制。**当前，中国基本养老保险的待遇调整依赖行政决策，缺乏透明性和长期可持续性。因此，可以参考英国和德国经验，根据当前中国国情，确定基本养老保险待遇涨幅与物价和特定增长比率之间的最大值挂钩；并引入“动态调整公式”，将待遇水平与可持续性挂钩，从而控制养老金支出压力的过快上涨。
- 第三，参考加拿大经验，考虑分层提升养老金缴费率。**加拿大 CPP 采用新老划断提升缴费率、差异化风险偏好、独立核算的模式，实现了对年轻群体的缴费率提升，且没有显著激化代际矛盾。中国可以参考这一模式，小幅上调部分年龄居民的基本养老保险缴费率，并配套提升退休后待遇，促进基本养老保险基金的收入增长。
- 第四，扩大基本养老保险投资管理比例，通过投资收益补充基本养老保险。**加拿大 CPP 采用独立运营、全球化配置的投资管理模式，10 年年化收益率维持在 8% 左右，有力帮助了养老金的长期保值增值⁵⁴。当前，中国基本养老保险基金的大部分

⁵⁴ Annual Report 2024 - CPP Investments

结余仍然处于“留存吃息”的状态，不利于资金的保值增值。因此，可以考虑进一步提高基本养老保险基金的委托投资比例，进一步增厚养老金结余水平。

第五，适时尝试调整个人养老金制度税惠政策，增加投资选项，扩大投资收益来源。当前，个人养老金制度发展相对缓慢，体现出完全积累制养老金对低收入群体并不友好。因此，需要优先考虑调整个人养老金税惠政策，取消对中低收入居民的零及负税惠政策，并加强税惠力度，强化再分配职能。此外，还可以考虑通过增加投资选项扩大投资收益来源。例如，通过 QDII 渠道，允许个人养老金资金投资于全球高股息股票（如美股科技巨头）和基础设施 REITs，分散风险并获取稳定收益。参考美国“QDIA”规则，为未主动选择投资产品的参保人默认配置“生命周期基金”（随年龄增长自动降低股票比例），避免投资惰性导致的低收益等。

五、风险提示

1.本报告的目标是整理重点国家第一支柱养老保险的改革历程，以及其中具有启发性的改革措施，而非提出具有实操意义的政策建议。各国改革过程中老年贫困率的下降，除可能受益于第一支柱养老保险的优化外，还可能与宏观经济发展、其他各类社会保障政策改善、其他支柱养老金制度调整等因素相关。本报告没有对这些因素进行讨论，分析过程不足以产生因果推断。因此，政策建议及各类结论仅供参考。

2.西方国家的第一支柱养老保险建立时间较早，各国历史统计数据无可避免地经历了口径变化。本报告已经尽可能使用官方最新口径的数据来展示改革成效，但仍可能存在因错漏、口径调整等因素导致的偏误。同时，报告中部分数据为我们基于官方数据自行测算，可能存在因四舍五入导致与官方统计结果不一致的现象。因此，各类数据结论仅作为展示使用，所有数据以官方统计数据为准。

3.本报告仅作为对公开资料的整理展示，不涉及投资建议，任何基于报告信息所衍生出的投资建议，均与本报告无关。同时，本报告也不涉及对中国各类养老保险未来改革方向及措施的判断和暗示，报告中的政策建议仅供参考。任何基于报告中的政策建议所产生的判断，同样与本报告无关。

参考文献

- [1] Almeric W. Fitzroy et al. Report of the Inter-Departmental Committee on Physical Deterioration[R/OL]. 1904 Fitzroy Report, 1904
- [2] A. Walker & L. Foster, A Century of Pension Policies in the UK[J]. Review of Political Economy. 2006
- [3] Béliard, Yann. Introduction: Revisiting the Great Labour Unrest, 1911-1914[J]. Labour History Review, 2014
- [4] Bozio et al. The History of State Pensions in the UK: 1948 to 2010[R]. IFS, 2010
- [5] B.R.Mitchell & P. Deane, Abstract of British Historical Statistics[data collection]. Cambridge University Press. 1962
- [6] C. Evans & S. Pienknagura, Assessing Chile's Pension System: Challenges and Reform Options[R]. IMF, 2021
- [7] C.F. Kramer & Yutong Li. Reform of the Canada Pension Plan: Analytical Considerations[R]. IMF, 1997
- [8] Department of Employment and Productivity, British Labor Statistics Historical Abstract 1886-1968[data collection]. London, H.M. Stationery Off. 1971
- [9] Gob.cl, Find Out More about The Pension Reform and How It Will Substantially Increase Pensions in Chile[N/OL]. Gob.cl, 2022
- [10] Gregory, I., Gilbert, D. R., Southall, H. R. (2024). Great Britain Historical Database : Labour Markets Database, Government Unemployment Statistics, 1901-1939. [data collection]. UK Data Service. SN: 3711
- [11] Labor Research Department. Beveridge report : what it means : a brief and clear analysis showing how it affects various sections, what changes it proposes, its financial basis, etc. etc.[R]. 1942
- [12] OECD. The Chilean Pension System[R]. OECD, 1998
- [13] Parliament UK, The New State Pension Background[R/OL]. House of Commons Library, 2016
- [14] P. Lewis, History of State Pension Age[R/OL]. Paul Lewis, 2011
- [15] P. Murray. Poverty and Welfare 1815-1950[M]. Hodder Murray. 2006
- [16] Secret Ministry of Information Home Intelligence Weekly Report[R/OL]. MOI Digital, 1943
- [17] Sir William Beveridge, Social Insurance and Allied Services[R]. 1942
- [18] Southall, H., Aucott, P., Gilbert, D. R. Great Britain Historical Database: Board of Trade/Ministry of Labour Strike Register, 1903-1938. [data collection]. UK Data Service, 2022
- [19] Survey on the Beveridge Report[R/OL]. The National Archives, 1942
- [20] Thane, P. Poverty and the Rise and Fall of the Welfare State in Britain, 1900 to the Present. Social, 263-274 (2024)
- [21] The Beveridge Report and the foundations of the Welfare State[R/OL]. The National Archives, 2017
- [22] World Bank. Averting the Old Age Crisis[R]. World Bank, 1994
- [23] World Bank. A World Bank Country Study. Household Risk Management and Social Protection in Chile[R]. World Bank, 2005
- [24] 华颖.德国 2014 年法定养老保险改革及其效应与启示[J].国家行政学院学报,2016,(02):139-143.DOI:10.14063/j.cnki.1008-9314.2016.02.050.
- [25] 梁云凤.德国经验系列报告之六德国的养老保险制度及其改革趋势[J].经济研究参考,2011,(61):62-66.DOI:10.16110/j.cnki.issn2095-3151.2011.61.014.
- [26] 王琼.德国养老保险体系改革具有借鉴意义[EB/OL].社科院专刊总第 292 期,2015-4-17.
- [27] 张松彪,黄宇轩.英国改革养老金制度应对人口老龄化挑战[R/OL].中国社会科学网-中国社会科学报.2023 https://www.cssn.cn/skgz/bwyc/202304/t20230403_5617561.shtml
- [28] 杨俊.德国养老金待遇确定机制研究[J].社会保障研究,2018,(01):96-104.
- [29] 郑秉文,房连泉.社保改革“智利模式”25 年的发展历程回眸[J].拉丁美洲研究,2006
- [30] 朱宇方.不只是老龄化——德国养老保障的改革动因[J].社会科学文摘, 2015(11):3.DOI:CNKI:SUN:SHGC.0.2015-11-021.

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层 邮编：100033