

# 中国社科院报告建议 提升养老保险制度财务可持续性

□本报记者 徐昭

4月10日,中国社科院世界社保研究中心在上海发布的《中国养老金精算报告2019-2050》认为,基本养老保险制度在中长期内面临着财务不可持续的挑战。对此,报告建议,基本养老保险制度改革需要标本兼治,从制度根源和参数改革等方面,出台综合性设计方案,提升养老保险制度的财务可持续性。

## 未来30年制度赡养率翻倍

在企业缴费率为16%的情况下,根据制度内参保人数、缴费人数和离退休人数可以得到两个概念下的制度赡养率,即规定制度内离退休人数与参保人数的比率为“参保赡养率”,制度内离退休人数与缴费人数的比率为“缴费赡养率”。报告预测显示,2019年“参保赡养率”和“缴费赡养率”分别为37.7%和47.0%,然后同时缓慢上升再加速上升,从2023年后便开始一路平稳上升,到2043年后有加速迹象,到2050年分别达到81.8%和96.3%。因此,仅从制度赡养率上看(不考虑人均待遇的提高),城镇企业职工基本养老保险支付压力在不断提升,简单地说,2019年由接近2个缴费者来赡养一个离退休者,而到了2050年则几乎1个缴费者需要赡养一个离退休者。

“全国城镇企业职工基本养老保险基金当期结余将于2028年出现赤字并不断扩大。”中国社科院世界社保研究中心副秘书长齐传钧认为,2019年-2050年全国城镇企业职工基本养老保险基金当期结余在勉强维持几年的正

数后便开始加速跳水,赤字规模越来越大。

## 尽快实现养老保险全国统筹

报告建议,基本养老保险制度的改革需要标本兼治,从制度根源和参数改革等方面,出台综合性设计方案,提升养老保险制度的财务可持续性。

一是以降费为契机,扩大养老保险个人账户。当前社保增收的内在动力来自制度的激励性。一方面通过降低缴费门槛,将当前未参保的中小企业和灵活就业人员纳入进来,扩大覆盖面;另一方面鼓励参保者多缴多得,坐实缴费基。虽然税务部门征费的“外部压力”可在一定程度上解决制度的增收问题,但参保者逃费动机和“基

数之痛”(指参保者在缩小缴费基数上发生的诸多道德风险)等都没有从根本上改变。解决这些问题的一个“治本”办法是扩大个人账户比例,强化多缴多得的激励机制,这是一个制度提高收入和人们主动多缴费的内生机制。

二是尽快实现养老保险全国统筹。可以考虑两种结构性改革思路:一种是改造现行“统账结合”模式,实行国民年金+个人名义账户式的“新统账结合”制度,既可以消除统筹障碍,也可以增强制度的缴费激励性和财务可持续性。国民年金是定额式的,起到底限公平的再分配作用;而个人账户养老金则起到养老收入储蓄作用,成为养老保险收入中的主体部分。这种方式是一种调整幅度较大的结构性改

革,涉及到养老保险制度的重新定位,但推行起来制度转轨成本并不高。另一种是维持“统账结合”制度不变,改革养老金待遇计发规则,建立收入关联型养老金。

三是各项参数的合理设计和密切配合。除了结构性的制度改革之外,养老保险制度的财务精算平衡还有赖于各项参数的合理设计和密切配合。当前基本养老保险运行参数还存在诸多不合理之处,例如退休年龄低、缴费年限少、待遇指数化机制尚未建立及缺乏财务动态调整机制等,应尽快出台相应的改革方案加以改进。包括尽快出台延迟退休年龄的方案;推进基本养老保险基金投资,建立外汇型主权养老基金;完善精算制度,引入财务动态调整机制。

## 多措并举推动基本养老保险基金投资

□本报记者 徐昭

4月10日,多位专家在《中国养老金精算报告2019-2050》发布式暨养老保险降费率形势研讨会上表示,完善养老保险制度需要进一步加快基本养老保险基金投资运营,应采取多项措施推动基本养老保险基金投资,加快发展壮大基金储备规模。

“应当采取多项措施进一步推动基本养老保险基金投资,加快发展壮大基金储备规模。”全国社保基金理事会副理事长王文灵表示,养老金通过投资取得收益,不仅为养老制度提供更多资金来源,而且养老金具有期限长、规模大的特

点,是金融市场、资本市场中非常宝贵的长期资金,尤其是在当前中国经济由高速发展转向高质量发展过程中,中长期资金的作用非常关键。通过各种金融工具把长期资金配置到发展重点领域和薄弱环节,有助于加快经济结构升级,提升企业科技创新能力,从而使作为长期资金的养老金真正成为我国经济高质量发展的推进器。

人社部社会保险基金监管局巡视员张浩表示,完善养老保险制度需要进一步加快基本养老保险基金投资运营。养老金投资有助于应对老龄风险,增加制度弹性,提供降费空间。基本养老保险改革及投资运营制度对降费起了很大的促进作用,未来人社部将进一步推动重点省份尽快

启动委托投资,不仅加快基本养老保险城镇职工结余情况投资,还要推进城乡居民养老投资。

张浩认为,补充养老是养老体系重要组成部分,对改善和提高退休人员生活具有重要作用。但是自开始委托投资运营以来,发展近10余年,企业年金制度发展还是比较缓慢。2018年全国参加企业年金的职工人数仅为2388万人,年末企业年金基金累计结存14770亿元。目前人员少,补充有限,税收优惠政策支持力度不够,缺乏鼓励和激励作用。未来随着机关事业单位职业年金制度启动,应该进一步加大第二支柱的推动和扶持力度,并进一步完善税收优惠政策,促进养老保险事业发展。

## 科创板鲶鱼效应显现 IPO审核周期缩短

(上接A01版)

### 助力优质中小企业上市

“加快主业突出、规范运作的中小企业首发上市进度,需要发行人、中介机构、地方政府和证券监管机构的共同努力。”刘乃生表示,监管机构通过公开首发审核标准、提高审核效率等加快中小型企业首发上市进度,未来如果能够在发行端放开市场定价,通过定价来调节上市进度将会是一个更加有效的手段。

刘乃生强调,发行人应当充分理解现在的监管环境,摒弃过去“冲、抢、占位”的首发申请理念,一定要根据相关监管要求,对于合规性、内控有效性等瑕疵整改到位,详细披露后再申报,避免

出现在会审核期间,花费大量时间向监管机构解释而影响审核效率,更应当避免出现申报后被监管机构要求撤回材料进一步整改的情形。

“中介机构应当秉承职业操守,按照相关行业规范对发行人进行全面尽职调查,督促发行人对不规范的情形整改到位,做好申报前的准备工作。”刘乃生认为,地方政府应当做好宣传引导工作,对于有志于未来进入资本市场的中小企业,通过培训、辅导等方式帮助他们树立起规范运营的意识,引导私募资金助力企业IPO前的发展等。

卞永祖表示,应该更加注重合规性监管,关注企业的成长性,鼓励商业模式优异且符合规定的中小企业上市。同时,应鼓励更多资本进入市场,促进长效资金入市,提高市场流动性,增强市场活力,为中小企业上市营造一个良好的市场环境。

## 坚持市场化原则 让科创板行稳致远

(上接A01版)以及中介机构、投资机构等市场主体的代表为主,来自监管机构的代表为辅,具有较为充分的市场代表性。上交所关注的重点在于企业申报材料的完备性和信息披露的充分性,而企业是否具备科创板上市条件,则将更多地由委员会的专家以及来自市场的专业人士判断。

总之,科创板不会是由市场监管部门或行业主管部门选择企业,而是由市场、投资者选择企业。在整个审核过程中,交易所将更多地与保荐人打交道,重点关注保荐人对发行人的评估、判断是否客观、合理,并根据需要就发行人是否符合科创板定位,向科技创新咨询委员会咨询。与之配套,科创板将试行保荐机构相关公司跟投制度、建立执业评价机制,通过商业约束和声誉约束进一步发挥保荐机构对科创板企业的遴选功能。借助于市场化和透明度,市场各方归位尽职有望得到更好地落实。

科创板的市场化原则还体现在正式开板后的交易方式以及对上市公司的持续监管上。从制度设计上来看,科创板将引入一系列更符合创新企业实际情况和市场需求的制度安排。科创板设置了更加灵活的股权激励制度和更加市场化、更高效便捷的并购重组制度。在交易方面,科创板适当放宽涨跌幅限制,优化融券交易机制,为市场提供更高的“卖空”能力,提高市场定价效率,改善“单边市”问题,促使市场更有效地发挥价值发现功能。

我们相信,只要始终秉持市场化和公开透明的基本原则,不为来自市场之外的压力所干扰,科创板就能始终与科技创新的脉动相呼应,满足中国经济持续转型升级对科技创新、对资源优化配置的需求。一个虚怀若谷、有容乃大的科创板,定能行稳致远,前程可期。

### ■ 财经观察

## 降准“靴子”会否落地

□本报记者 张勤峰

央行已连续15个工作日停做逆回购,但货币市场利率自低位全面反弹,显示流动性趋于收缩,因此,距离央行重启流动性投放往往也就不远了。问题是,央行将如何应对4月中旬的流动性缺口,降准“靴子”能否落地?近期,答案有望揭晓。

4月初流动性相当充裕,短期货币市场利率一度回到年初绝对低位,这为央行公开市场操作持续停摆提供了理由。然而,近几日货币市场利率从低位反弹,表明流动性已在收敛,近期市场资金面最宽松的时候正在过去,央行重启流动性投放的条件不断积累。

央行重启流动性投放只是时间问题。4月中旬流动性供求存在的缺口显而易见,在难以寄望于外汇占款的情况下,缺口只能由央行流动性供给填补。

4月是传统的税收大月,从近5年数据来看,4月一般税收收入约为1.35万亿元。税费清缴入库的过程是资金从金融机构流向国库的过程,会消耗金融机构超储,造成流动性回笼。4月申报纳税(费)截止日是18日,按以往经验推测,18日及其前后一两日会是4月税期

高峰。4月还有3675亿元中期借贷便利(MLF)到期,到期日是17日,恰逢税期高峰时点。除此以外,中旬往往是月内地方债发行最多的时候,政府债券发行缴款也会增加财政库款、消耗流动性。在多重因素影响下,4月中旬的银行体系流动性供求将出现较大缺口,市场对此已有预期。

应该说,在4月税期高峰及MLF到期之前,央行择机重启流动性投放基本没有悬念,那央行会采取何种方式投放流动性?

呼声最高的当属降准。理由有三:一是流动投放效果显著,降准可集中释放较多流动性,有力对冲多种因素的叠加影响,保持流动性合理充裕。二是降低市场利率效果明显,配合政策引导和激励,有助于缓解中小企业融资难融资贵。三是从2018年4月开始,央行基本保持每3个月1次降准的节奏,而上一次降准是在1月中旬。结合之前的做法,不少机构预计,央行可在4月中旬的实施降准,到期的MLF不再续做。

如果不降准,大致还有两种可能的方案。“方案一”是持续大力开展公开市场操作,通过央行逆回购和MLF操作,满足机构对中、短期限流动性的需求,这是2018年4月前央行一贯采取的做法。“方案二”是在开展公开市场操作同

时,择机开展二季度定向中期借贷便利(TMLF)操作。从1月操作来看,TMLF到期可续做,最长达3年,且利率比MLF低,意味着TMLF投放的流动性在期限和利率上都优于MLF,是宽松信号更强的工具。

由于市场对降准预期强烈,倘若央行选择后两种方案,都难免会造成“预期差”,尤其是“方案一”。而在降准与续做MLF之间,“方案二”是折中的选择。

目前看,降准的可能性不小,但也存在不确定性。春节过后,央行流动性操作频率下降,货币市场利率中枢先下后上。我国货币政策采取多目标制,相机抉择是主要特征,当前货币政策需要考虑的内部均衡依旧不少。一是年初以来经济运行的积极现象增多,经济企稳预期逐渐增强;二是猪价明显上涨,叠加部分工业品涨价,刺激通胀预期;三是部分资产价格出现较快上涨。这些可能促使央行延长观察期,也为应对未来风险留出政策空间。

但有一点是明确的,流动性不会持续收紧。面对4月流动性缺口,央行会适时“出手”,平抑流动性波动。

不管怎样,近期将是重要的观察期,央行有望做出选择。

## 投服中心将公开质询失信评估机构和评估师

□本报记者 周松林

元和22.97亿元相比分别下降8.9亿元和8.32亿元,下降幅度分别为48%和36.22%。

2018年10月,投服中心在参加紫光学大重组媒体说明会时,针对天山铝业承诺业绩增长的可实现性进行质询。天山铝业回复称,公司采取多重措施确保承诺实现,承诺业绩无法实现属于极端情形。但目前的事实证明,如果前次重组成功实施,无法完成承诺却成了大概率事件。

上述两次围绕天山铝业的重组,其独立财务顾问均为华泰联合证券,评估机构均为北京天健兴业资产评估有限公司。投服中心表示,上述情况至少说明,在前一次围绕天山铝业的重组交易中,标的资产的估值和业绩承诺均存在严重问题。如此随意调整估值,显然是在透支广大投资者对中介机构和重组标的公司的信任度。

投服中心强调,在并购重组的实际操作中,某些中介机构以客户需求为导向,评估价格向交易双方协商的价格靠拢,缺乏专业、独立、全面、客观的判断,使得评估值无法准确反映交易标的真实价值。中介机构如不能独立、客观、专业地发表中介结论,必然会使失信于投资者,最终将丧失资本市场的执业空间。

投服中心表示,拟在媒体说明会现场针对天山铝业前后两次估值和业绩承诺存在大幅差异的问题,向相关中介机构提出质询。后续,投服中心将对随意变更评估结论,以及重组后无法完成业绩承诺或承诺期满后马上业绩变脸的案例进行集中梳理,对有不当行为的评估机构和评估师,将在中国投资者网上进行披露,同时通过网上行权的方式,公开质询。

## 首批科创板基金呼之欲出

(上接A01版)还有的机构希望挑选主动管理能力优秀的基金管理人,对公司整体实力更为看重,且注明打新产品底仓波动不能特别大,整体做法偏保守。

在产品整体规模上,上述机构客户态度惊人一致,均希望基金规模越小越好,如此一来,打新收益能更多体现在产品净值中。雷忻提到,1.5亿元-2亿元的产品规模对于这一策略较为合适。

已申报的科创板基金按运作方式主要分为封闭式的科创板基金和开放式。雷忻分析,封闭式产品适合看好科创板、对其有认知并有一定风险承受能力的客户,优点是在战略配售环节,劣势在于客户要牺牲一定流动性。对于每日开放的科技主题基金,业内人士认为必须采取精选策略。

渠道方在前期产品准备上并不局限于已上报的科创板基金上。雷忻表示,零售客户对产

品业绩的稳定性要求较高,因此对这类客户的产品定位是“固收+科创板打新”。“这类产品只需让底仓满足科创板打新的资产要求,其余做债券投资,产品业绩趋向平稳,例如3个亿左右的偏债型产品,或灵活配置型产品,是在存量的公募基金中进行甄选,而非局限于已申报的科创板基金。”他说,挑选这类产品时,通常对管理人打新团队的成熟度有很高要求,那些补充了具有港股打新经验人员的投研团队,会更加受青睐。

### 公募开足马力

除渠道方在抓紧时间预热外,基金公司相关团队也“加班加点”。

某基金人士称,头部基金公司肯定会争取首批发行,这是需要战略布局的板块,通常哪些公司申报的产品越多,说明其在该板块上的投入越大,部分基金公司早已找托管行及一些重

要的代销渠道做过较为详细的沟通,包括发行档期、渠道培训等。

即使是首批获批概率不大的基金团队也如此。不止一家后期上报科创板基金的基金公司人士告诉记者:“虽然我们公司不一定首批获批科创板基金,但所有前期准备已就绪,包括推介材料以及主销渠道的大行都已落地,直销和其他券商第三方等辅助销售渠道也一同沟通完善。”

整体来看,各路“人马”参与科创板投资热情高涨,但针对个人投资者而言,一家大型基金公司的投资总监表示,科创板开板后上市公司数量的增加是循序渐进的,刚开始可投标的可能不会很多,所以前期基金会面临持股集中度较高的情况。此外,科创板企业的定价体系与主板不同,不是所有的基金管理人都有一套成熟的投资方法能够胜任科创板企业投资,如果普通投资者担心风险,可以等待相应的科创板基金运行一段时间后再进行评估。

## 央行: 经济具备长期向好条件

央行网站10日消息,4月8日,中国人民银行召开2019年研究工作会议。会议指出,当今世界面临百年未有之大变局,机遇与挑战并存。我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期,经济韧性强、潜力足、回旋余地大,具备长期向好和深化改革开放的条件和基础。

会议指出,人民银行研究系统要提高政治站位,加强政治建设,把党对金融工作的集中统一领导贯穿到研究工作的全过程和各方面。深刻把握当前重要战略机遇期的新内涵,紧密围绕高质量发展和构建现代金融体系的中心任务,以深化金融供给侧结构性改革为主线,着眼现代金融体系效率性、稳定性、普惠性、开放性四大核心要素,主动作为,聚焦重点难点问题,深化特色研究,进一步提高研究工作的针对性和有效性,多出高质量研究成果,更好地为科学决策提供可靠智力支撑。(彭扬)

## 猪肉价格明显反弹 3月CPI料回“2时代”

国家统计局11日将公布3月CPI、PPI数据。业内人士预计,受猪肉价格上涨影响,3月CPI同比涨幅可能反弹至2.4%左右,重回“2时代”。

“3月份以来,蔬菜供应量充足导致蔬菜价格略有下降,而猪肉价格出现明显上涨。受此影响,预计3月食品价格环比将继续出现小幅上涨,预计涨幅在2.8个百分点左右。”交通银行首席研究员唐建伟表示,此外,近期国际油价底部回升,3月份国内成品油价经历一次小幅上调,预计3月非食品价格同比涨幅与上月基本持平,继续维持在2%以内。另外,3月翘尾因素将有所回升。“综合以上因素,预计3月CPI同比涨幅可能在2%-2.4%左右,取中值为2.2%,涨幅相比上月会有明显回升。”

海通证券首席经济学家姜超预计,3月CPI或明显上行至2.4%。他认为,虽然3月起猪价大涨或导致通胀上行,但4月即将实施的增值税下调,又可能拖累物价涨幅,并部分抵消食品价格上涨压力。(倪铭娅)

## 报告预计 民企融资环境将改善

中国东方资产管理股份有限公司10日发布2019年度《中国金融不良资产市场调查报告》(下称“报告”)。报告收集了资产管理公司、商业银行等不良资产市场参与者对金融不良资产市场的看法和判断。大多数受访者认为,2019年我国商业银行不良贷款余额、不良贷款率将出现“双升”态势,未来3-5年银行业不良资产缓慢上升将是大概率事件。

报告显示,大多数受访者认为,关于支持民企融资的政策将在2019年呈现一定效果,民营企业的融资环境有望得到改善。银行业新增不良资产最显著的行业可能将集中在建筑和房地产业,但制造业的不良贷款仍值得关注。2019年金融不良资产成交价格相对账面价格折扣的下行趋势将得以延续,预计较多维持在三折至四折水平。商业银行受访者认为,预计2019年我国商业银行关注类贷款迁徙率在20%-40%,不良贷款见顶时间在2020年或以后,银行关注类贷款规模变动大体同步。(欧阳剑环)

## 房企发债融资成本显著降低

(上接A01版)  
融资门槛未降低

“融资门槛一直未降,这是各家信托公司坚守的底线。”王烨透露。某城商行对公业务人士告诉中国证券报记者,其所在公司对房企放贷的审核标准一直没有降低。

“我们的融资门槛没有降低,目前只为一些大型房企提供融资。尽管房企融资渠道增多,但大型房企的融资需求一直有,无需通过降低门槛吸引业务,合规与安全是第一位的。”李洋坦言。

中国证券报记者了解到,2018年以来,各家信托公司纷纷提高融资门槛。王烨称,2018年以来公司便对地产业务保持谨慎,一些激进的房地产企业坚决不碰,哪怕这些房企的排名或经营业绩靠前。2018年年中,公司提高了风控门槛:年初时,公司还为房企百强提供融资;下半年,基本只做房企前50强业务。

在融资门槛并没有降低的情况下,中小房企的融资依旧困难。穆迪最新发布的报告预计,一些评级为B及以下、财务实力较弱的小型开发商将比其他受评开发商面临更高的再融资风险。