

工作论文

SSL Working Paper Series

WP No.169-20240607

中国社科院世界社保研究中心 主办



这期刊发的《工作论文》是由郑秉文撰写的《个人养老金一周年评估与前瞻——基于一个理论框架的分析》，该文已公开发表。如引用，请注明上述期刊出处——编者。

个人养老金一周年评估与前瞻 ——基于一个理论框架的分析

郑秉文

中国社会科学院世界社保研究中心主任

摘要：全面建成多层次、多支柱养老保险体系是贯彻落实党中央国务院关于积极应对人口老龄化决策部署的重要举措。在个人养老金正式实施一周年之际，本文试图构建一个理论评估框架，对个人养老金一年来的市场表现做多维度评估。根据该评估框架提出的“模式评估法”，个人养老金覆盖率的表现超出预期，已基本实现“可替代模式”的制度目标；根据“本土政策评估法”，覆盖率达20.2%，成绩不俗；根据“国际流行评估法”，覆盖率为15.2%，差距不大。与试点五年半的税延型商业养老保险相比，个人养老金覆盖率出现一个质的飞跃。但是，波动的资本市场致使个人养老金制度正陷入一个怠惰性有余、活跃性不足的低效状态，抵消良好的覆盖率表现的制度功能，对未来个人养老金替代率的负面影响

将是深远和致命的。个人养老金的制度属性和市场特征意味着，中国养老金体系改革将从完善制度设计的纯粹“单轮驱动”正向完善制度设计与完善资本市场相结合的“双轮驱动”阶段转变，未来可期。

2023 年是中国第三支柱个人养老金制度正式落地运行的元年，也是中国养老金改革的一个新起点，三支柱养老金制度架构正式搭建起来并开始运转。在 36 个先行城市及地区个人养老金制度实施一周年之际，必要对个人养老金制度运行状况、尤其对覆盖率做一个多维的综合评估，分析个人养老金制度面临的主要风险，评估当前所处的基本态势，明确下一步推向全国时面对的主要任务，展望未来的发展前景。

本文的主要贡献在于，一是在笔者以往提出的第三支柱养老金模式分类的“模式两分法”理论分析框架基础上，提出评估第三支柱养老金覆盖率表现及其意义的“评估两分法”，据此建立一个适用于中国个人养老金制度特征、较为完整的理论评估框架；二是建立起由相对标准与绝对标准构成的“综合评估标准”，并引入“评估理论基础”，以此作为诠释“评估两分法”及其“综合评估标准”的理论依据；三是通过对一年来个人养老金投资收益出现大面积浮亏的分析，提出养老金体系改革将开启从以往主要靠完善制度设计的“单轮驱动”向完善制度设计与完善资本市场相结合的“双轮驱动”转变的新阶段。

本文的主要发现在于，一是由本文构建的评估框架提出的三个评估法得出的结果显示，个人养老金制度落地一年来取得显著成就，覆盖率指标表现较好，超出预期，基本达到制度设计目标；二是养老金与资本市场具有共生共赢和相随相伴的互利关系，但一年来个人养老金的实践也显示出个人养老金与资本市场还具有互为条件和相互制约的束缚关系，面对低迷与波动的资本市场，个人养老金正成为一个怠惰的低效制度；三是相较于同为市场化运作的第一支柱基本养老保险基金和第二支柱企业年金，当资本市场出现剧烈波动时，第三支柱个人养老金对资本市场的敏感性和依赖性更大，与生俱来的脆弱性和怠惰性更强。

鉴于评估框架的重要性，本文首先在前两个部分用较大篇幅构建个人养老金评估框架的“大厦”，并详述该评估框架的理论渊源和理论基础；第三部分运用三个评估法着重对第三支柱个人养老金覆盖率取得的成就及其意义进行评析，对

不同方法下的覆盖率表现进行解析；第四部分的主要任务是评估个人养老金投资收益率大面积浮亏造成的制度怠惰性及其未来对养老金替代率造成的深远影响；第五部分集中在对养老金与资本市场的共赢关系和制约关系的理论探讨，对未来发展个人养老金驱动方式转变的深层思考，对个人养老金的市场表现特征进行理论归纳等；第六部分是结束语，笔者提出五点思考。

一、个人养老金：政策回顾与理论评估框架

回顾个人养老金的政策过程及其历史渊源，第三支柱个人养老金制度的发展可分为三个阶段：一是 2008 年至 2018 年的酝酿阶段。原中国保险监督管理委员会（以下简称“中国保监会”）提出在天津滨海新区、上海市、深圳市试点个人税收递延型补充养老保险，但由于种种原因未果；二是 2018 年 5 月至 2022 年 11 月的试点阶段。原中国银保监会等五部门决定在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区等三地进行个人税收递延型商业养老保险试点，但覆盖面很低，只有几万人；三是 2022 年 11 月个人养老金正式启动至今的先行阶段。“升级版”的第三支柱个人养老金制度在 36 个先行城市及地区实施正好一周年。

笔者试图运用传统的“事后”政策评估法，建立一个适合中国具体国情和中国个人养老金制度目标特征的理论评估框架。第三支柱养老金在国外的建立与推广始于 20 世纪末与 21 世纪初，至今大约四分之一世纪，绝大多数国家的覆盖率不尽理想，成为困扰国外第三支柱发展的主要难题之一。考虑国际上第三支柱养老金覆盖率的现状，结合中国个人税收递延型商业养老保险试点五年半来由于覆盖面太低而不得不将其并入个人养老金的结果，本文提出个人养老金评估框架主要集中在对于覆盖率的有效分析上。

（一）政策过程与制度描述

第三支柱养老金的雏形及其提出可溯源至 2008 年。2008 年 6 月，中国保监会发布《关于印发〈天津滨海新区补充养老保险试点实施细则〉的通知》（保监厅发〔2008〕32 号），该文提出“补充养老险”包括个险和团险、建立个人账户、个人缴费税前扣除 30% 等制度设计细节；2009 年 4 月，为应对国际金融危机，国务院发布《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》（国发〔2009〕19 号），提出在上海适时开展“个人税收

递延型养老保险产品”试点；2010年3月，中国保监会和深圳市政府签署《关于深圳保险创新发展试验区建设的合作备忘录》，再次提出推动“个人税收递延型养老保险产品”试点的设想。

由于种种原因，上述三个城市关于“补充养老险”和“个人税收递延型养老保险产品”试点的设想没有实质性进展。2014年国务院颁布《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（国发〔2014〕29号），正式提出“适时开展个人税收递延型商业养老保险试点”；2018年4月财政部等五部门印发《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》（财税〔2018〕22号），宣布从当年5月1日起在上海市等三地试点个税递延型商业养老保险，试点期限暂定一年。由于试点效果很不理想，覆盖人数始终没有突破5万人，从2020年开始，中央多次在重要会议和重要文件中反复提到“规范发展第三支柱养老金”，有关部门开始着手重新设计和制订新方案。

2022年4月印发的《国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见》（国办发〔2022〕7号）（以下简称“7号文”）标志着第三支柱养老金正式诞生。该文一锤定音，将中国第三支柱养老金定名为“个人养老金”，并对其制度框架做出基本规定：适用范围为中国境内参加第一支柱基本养老保险的劳动者；采取DC型完全积累的个人账户制度；采取EET型税优模式；缴费上限为1.2万元/年；可投资产品范围为符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等四类金融产品；等等。

2022年11月财政部和国家税务总局发布《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》（2022年第34号），规定从2022年1月开始实施个人养老金EET型税优政策，税率为3%，不并入个人综合所得。与此同时，人社部和财政部等五部门联合印发《个人养老金实施办法》（人社部发〔2022〕70号），对参加流程、信息管理、账户管理、个人养老金机构和产品管理、信息披露和监督管理等做出详细规定。

至此，中国个人养老金制度的所有案头工作准备就绪。2022年11月25日，人社部、财政部和税务总局的办公厅联合印发《关于公布个人养老金先行城市（地区）的通知》（人社厅函〔2022〕169号），公布36个先行城市及地区的名单，宣布个人养老金制度正式启动。根据7号文的规定，个人养老金制度先试行1

年，再逐步推开。

（二）理论分析框架与理论评估框架

鉴于第三支柱养老金覆盖率始终是国际实践和中国本土试点中的焦点和难点，尤其考虑中国 2008 年提出补充养老保险试点以来一波三折，在历经十年酝酿和五年试点之后，其覆盖率依然低到微不足道，本文提出的理论评估框架将覆盖率作为考察第三支柱个人养老金的主要指标。其实，笔者两年前对第三支柱养老金分类时提出了“模式两分法”的理论分析框架，即从覆盖率的角度将第三支柱养老金分为“可替代模式”与“附加模式”，在此基础上又将养老金三支柱体系结构区分为“哑铃型”与“金字塔型”；进而提出中国养老金的前途命运只能寄希望于前者，即中国第三支柱只能选择“可替代模式”、三支柱养老金体系只能选择“哑铃型”的制度目标与模式选择；最后对中国第三支柱只能选择“可替代模式”、三支柱养老金体系只能选择“哑铃型”的现实要求、社会条件和理论依据进行了详细分析。

笔者两年前提出的“模式两分法”是从覆盖率角度对养老金模式进行分类的一个极具中国特色的分析框架。基于这个理论分析框架，本文提出一个理论评估框架，即在“模式两分法”基础上提出对个人养老金的“评估两分法”，以期从“相对评估标准”和“绝对评估标准”两个维度对中国第三支柱个人养老金运行一年来的绩效（覆盖率）进行考察。“相对评估标准”即“模式评估法”是对“模式两分法”的测度，“绝对评估标准”是指本文建立的“本土政策评估法”和引入的“国际流行评估法”（图 1）。

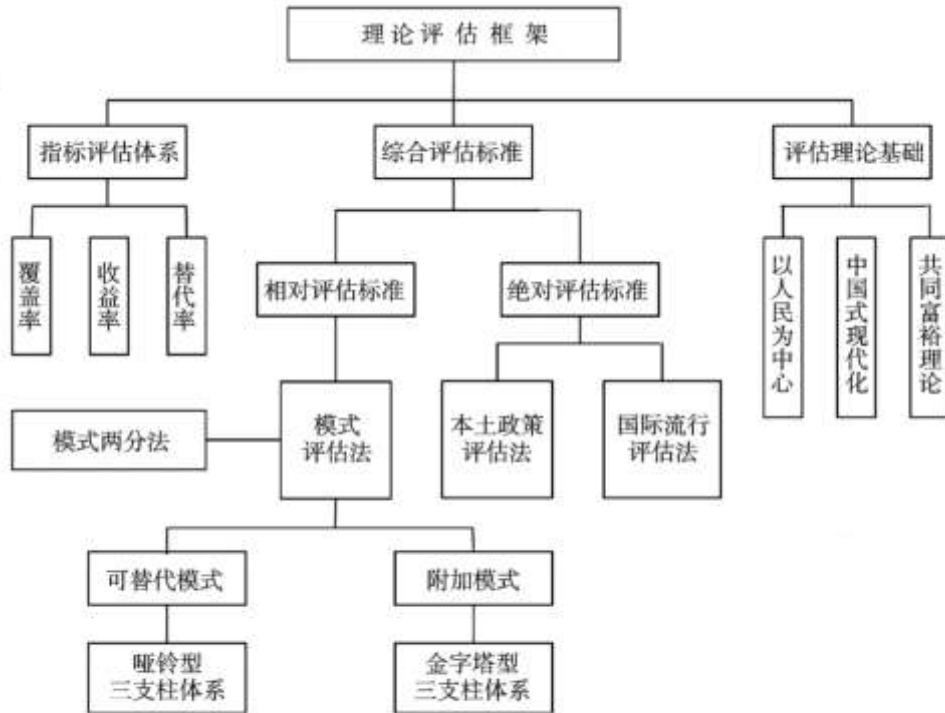


图1 第三支柱个人养老金的理论评估框架

资料来源:作者绘制。

在本文提出的理论评估框架下，“模式两分法”作为一个工具箱是建立“评估两分法”的基础。“评估两分法”是指其构建的“综合评估标准”，即“相对评估标准”和“绝对评估标准”；相对评估标准即为“模式评估法”，绝对评估标准是指“本土政策评估法”和“国际流行评估法”；本文之所以提出相对评估标准的概念并由此构建一个“评估两分法”，其目的是在测度覆盖率时以相对标准为主，以绝对评估标准为辅，以期搭建一个具有中国特色的第三支柱模式选择和三支柱养老金体系模式选择的评估框架，为2035年多层次、多支柱养老保险体系发展目标确立一个“相对基准”——中国养老金的前途在于第三支柱的“可替代模式”与“哑铃型”三支柱养老金体系。

本文提出的理论评估框架由三个部分构成，除上述“综合评估标准”以外，还包括“指标评估体系”和“评估理论基础”。其中，“指标评估体系”下设覆盖率、投资收益率、替代率等三个传统指标要素；“评估理论基础”则是评估中国个人养老金覆盖率、构建“模式两分法”和“评估两分法”、确立2035年多层次、多支柱养老保险体系发展目标的理论基础。由此看来，本文构建的评估框

架是中国话语体系下构建中国特色社会主义养老金体系必然逻辑的结果（见图1）。

二、理论评估框架：三部分构成及其详解

如前所述，本文提出的评估框架由指标评估体系、综合评估标准和评估理论基础三个部分组成。在指标评估体系三个指标要素中，覆盖率是评估的重点，其次是投资收益率，替代率情况比较复杂，给评估带来一定困难。综合评估标准和评估理论基础也是针对覆盖率这个指标要素而设计的，包括两组量化标准即相对评估标准和绝对评估标准，以及三个评估法即“模式评估法”“本土政策评估法”“国际流行评估法”。

将覆盖率作为第三支柱个人养老金政策评估的重点，这是过去几十年来国外的普遍做法，对刚刚实施一周年的中国个人养老金来说尤为重要。近期内，覆盖率这个指标要素的表现对中国个人养老金的制度可持续性具有重要意义，长期内又涉及个人养老金在多层次、多支柱养老金体系中的功能定位与制度目标，对其进行多维测度便于在更广阔的视野进行横向和纵向的国际比较。

（一）构建指标评估体系

构建指标体系的目的是为了度量和检测市场化运行的第三支柱个人养老金目标的进度和水平，作为一组定量指标，它所包括的诸多要素在对其量化之后即可获得评估结论。从经典的养老金定量指标要素来看，其基本的指标要素不外乎三个，即覆盖率、投资收益率、替代率。当然，像大多数国家那样，在指标评估体系构建中，覆盖率应是考察中国个人养老金实施一周年绩效的主要指标，是衡量个人养老金最基础和最基本的指标要素。

包括中国在内的世界各国建立的第三支柱养老金均为自愿性制度。大部分国家的第三支柱覆盖率低于同为自愿性的第二支柱养老金覆盖率，其原因可能是多方面的：一是从历史上看，第三支柱的建立晚于第二支柱；二是从激励措施上看，除税优政策支持外第三支柱没有“额外”的配比缴费的加持；三是从投资回报上看，第三支柱收益率往往不如第二支柱那样令人满意。在大部分国家，覆盖率是制约第三支柱养老金发展一个主要瓶颈，这些国家不得不在其制度设计中嵌入各种各样的可及性、激励性和灵活性的措施，尽管如此，覆盖率依然是建立和发展

第三支柱的一个主要障碍。正是从这个角度出发，尤其是 2008 年中国开始提出和酝酿第三支柱以及 2018 年试点五年来覆盖面数据的尴尬境地显示，覆盖率应是衡量和评估中国第三支柱个人养老金的主要指标。

投资收益率是评估第三支柱养老金的第二个指标要素。绝大多数国家第三支柱的制度设计为 DC 型账户制养老金，决定其最终账户资产规模的主要因素有两个，一是个人终身缴费规模即个人缴纳的“本金”规模，另一个因素是投资收益率即缴纳“本金”的增值部分。一般来说，第三支柱养老金账户资产配置及其投资收益率受制于多重因素：账户持有人的年龄、风险好恶偏好与风险容忍度、接受金融投资教育的程度和文化程度、家庭经济状况和家庭财富净值构成情况、个人职业环境与境遇、一国历史文化传统条件、资本市场的成熟与发展阶段；等等。由于影响账户投资收益率的变量和因素较多，参加人个体之间的收益水平存在较大差异，其中，在其他诸多因素既定的条件下，资本市场波动情况是影响当期和短期平均投资收益率的决定性变量。

替代率的测度比较复杂。第一支柱养老金理论替代率的测度较为简单，因为作为强制性的法定养老金制度，其缴费年限、缴费水平、缴费工资基数的上下限设有统一的要求，并已形成国际惯例；其次是第二支柱养老金分为强制性和自愿性两类，无论哪一类，作为高度“组织化”的雇主计划，其历史悠久，在国际上较为普及，统计数据十分完整；测量难度最大的是第三支柱养老金。第三支柱养老金替代率水平取决于账户持有人的缴费年限、缴费水平、投资收益率等诸多因素，在自愿性制度设计下，个体差异非常大。一般来说，在一定的缴费年限、回报率和社会平均工资等诸多假定条件下，政策设计者能够预测的只是一个“标准人”的社会平均替代率目标。重要的是，第三支柱在世界各国建立的历史平均只有 25 年左右，且由于覆盖率较低等原因，目前尚未发现政府官方公布的第三支柱养老金理论替代率数据。

更为复杂的是，很多国家在第二和第三支柱之间设有资金“转移通道”，在第三支柱养老金账户资产中有相当部分来自第二支柱，很难分清哪部分替代率归属为“纯粹”的第三支柱。因此，有些国家或国际组织在统计替代率时常常将第二和第三支柱合并统计，统称为“私人养老金替代率”。即使有些发达国家建立第三支柱达半个世纪，但也未曾发布过第三支柱替代率数据（例如，美国、加拿

大等），这个领域研究的学术论文和政策文件也鲜有看到。由于上述多重原因，第三支柱养老金替代率和充足性的研究基本处于空白状态。

（二）确定综合评估标准

政策评估标准往往是多维的、可以选择的，对个人养老金覆盖率的评估也应如此，为此，本文提出三个不同的评估法，即“模式评估法”“本土政策评估法”“国际流行评估法”。其中，“模式评估法”是相对评估标准，测度的是个人养老金覆盖人数与第一和第二支柱覆盖人数的相对标准，其目的是在三支柱体系下确立第三支柱个人养老金的功能定位，正是基于这个目的，我们姑且将其称为“模式评估法”。“本土政策评估法”和“国际流行评估法”属于绝对评估标准，前者衡量的是覆盖水平与制度设计目标之间的差距及其实现进度状况，后者的引入是为了进行跨国比较，以期寻找与发达国家之间的差距。

先看“模式评估法”。与第一和第二支柱养老金不同，作为在国家税收政策支持下建立的养老保障体系的补充性制度安排，第三支柱个人养老金与就业状态、劳动收入和收入来源没有关联，是一个独立的可确保“终身财务安全”（LFS）的个人养老金融工具，在第二和第三支柱均为自愿性制度的条件下，其覆盖范围可延伸至第二支柱参与人群以及未参与人群，其理论覆盖率应大于作为自愿性雇主计划的第二支柱。例如，以货车司机、网约车司机、快递员、外卖配送员等为代表的新就业形态劳动者规模达 8400 万人，再加上数以亿计的广大灵活就业群体和中等收入群体，第三支柱对这些群体来说个人养老金融工具的最佳选择。

基于第三支柱制度属性及其覆盖“弹力”的分析，个人养老金不应成为“金字塔型”三支柱养老金体系的最顶端、覆盖人数最少且属于富裕阶层的“附加模式”的附属层，而应成为“哑铃型”三支柱结构中覆盖面明显大于第二支柱的补充层。判断第三支柱是否是“可替代模式”、其三支柱养老金体系是否属于“哑铃型”结构的量化依据和方法在于：一是默认第一支柱基本养老保险制度为强制性制度，覆盖全民劳动者和居民（包括城镇职工与城乡居民基本养老保险制度）；二是假定第二和第三支柱养老金加入方式均为自愿性加入，个别国家建立的强制性或“准强制性”（指自动加入机制）第二支柱不包括在内；三是如果第三与第二支柱覆盖人数的差值是正值，第三支柱则属于“可替代模式”，其三支柱养老

金体系则属于“哑铃型”结构，否则，就应分别称之为“附加模式”第三支柱和“金字塔型”结构的三支柱体系。

如果说指标评估体系的诸多指标要素是工具箱里不同的量尺，评估标准就是给出的基准或目标，既有客观量化刻度，也包括主观价值判断。不同学者、不同国家、不同国际组织运用的评估框架可能相差不多，编制的指标评估体系也可能大同小异，但其设定的综合评估标准很可能南辕北辙。例如，在国际劳工组织与欧盟之间、国内学者与决策者之间、中国政府的制度目标追求与一些国外政府的官方目标之间存在巨大差异，甚至存在争执。

本文将第三支柱养老金区分为“可替代模式”与“附加模式”两个对立模式，将三支柱养老金系统划分为“哑铃型”和“金字塔型”两个对立结构，既是对学术界争议和政策面分歧的归纳，也是对现实世界两种不同养老金发展现状和趋势的素描，同时也是对建立中国个人养老金评估框架的参照，即中国第三支柱个人养老金的历史使命只能选择“可替代模式”，中国三支柱养老金体系的制度目标只能系于“哑铃型”结构。这是中国特色社会保障制度为中国式现代化夯基垒台的必然要求，也是对其他评估标准的区别和对中国式现代化道路上养老金发展前景的追求或基准的确认。

“本土政策评估法”是指某国第三支柱养老金参加人数量与该国的政策法律规定的法定参加人数量之比。各国对加入第三支柱的年龄门槛和资格条件的规定存在很大差别，其法定的参加人范围和“基数”必然也存在很大差距，覆盖率测算口径呈多样性。鉴于此，所谓“本土评估法”一般适用于考察本国第三支柱养老金覆盖水平及其与制度目标或前景预测基准之差的度量工具，其测度结果基本不具备跨国可比性。“国际流行评估法”是指国际上普遍使用的测度方法，一般来说是指参加人数量与统一规定的某个年龄队列人数（例如，15—64岁劳动年龄人口）之比，其统计口径具有国际可比性。

简言之，“本土政策评估法”和“国际流行评估法”测量给出的只是第三支柱实际覆盖人数与其相对应的某个法定参加人数作为基数的比率，不与三支柱养老金覆盖率结构进行比较，也不涉及主观价值判断。本文提出和使用上述三种评估法，旨在对刚建立一周年的个人养老金覆盖率水平进行一个全方位、多角度的

测度，既评估个人养老金在三支柱养老金结构中的功能定位，又考察中国本土第三支柱养老金制度下的覆盖率水平，并将其置于国际视野下进行跨国比较。

（三）建立评估理论基础

在国外第三支柱养老金的制度设计或评估中，人们往往可看到的是对其未来目标覆盖率做出的高、中、低等多种“前景预期”，较少看到将其置于养老金三支柱框架下进行比较分析、设定其相对标准或相对目标。当然，“前景预期”常常被视为某种“评估标准”，“本土政策评估法”和“国际流行评估法”的评估结果也常被作为“参照”，与不同“前景预期”进行比较，但是人们很难看到深层次的“理论”（理念）作为其政策制订的“基础”（依据）。

在中国语境下，“模式评估法”则不然，追根溯源，中国第三支柱个人养老金“可替代模式”的功能定位与三支柱体系“哑铃型”结构的目标取向其实是一种发展理念，它建基于习近平新时代中国特色社会主义思想，即面对新时代我国社会主要矛盾是人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，必须坚持以人民为中心的发展思想。党的二十大报告提出了“中国式现代化”的新概念，坚持以人民为中心是中国式现代化的根本遵循，在中国式现代化的五大特征中，人口规模巨大和全体人民共同富裕均对养老金制度模式的抉择发挥重要作用。

共同富裕既是中国特色社会主义的本质要求，也是一个长期的历史过程，而实现共同富裕的战略目标和实践途径必然要求养老金制度改革进程取得更为明显的实质性进展。党的十九届四中全会通过的关于推进国家治理体系和治理能力现代化的《决议》提出，构建“普惠性、基础性、兜底性民生建设”，其中，普惠性是前提，尤其个人养老金制度，只有首先做到普惠性，才能发挥其基础性和兜底性的作用，才能成为国家治理体系的组成部分，并体现出养老金治理能力的现代化，凡是不符合普惠性要求的产品，最终都将退出历史舞台。

例如，国家金融监管总局决定，试点五年多的个人税收递延型商业养老保险于2023年9月1日正式停止其投保人新开户功能，开始向并入到个人养老金制度过渡，规定2024年1月1日全面完成其试点与个人养老金制度的衔接。这意味着试点五年之久的“1.0版本”第三支柱“个税递延型商业养老保险”之所以正式退出历史舞台，并入新诞生的“2.0版本”第三支柱个人养老金，其唯一

可解释的原因就是没有实现其普惠性，成为只有几万参加人的“附加模式”的金字“塔尖”。

再如，2023年7月，国家金融监管总局还决定，对2015年试点、2017年推向全国但覆盖面(约几十万人)始终停滞不前的税优健康险不得不实行“新规”，旨在扩大个税优惠的产品范围和扩大覆盖适用人员的范围。税延型养老险也好，税优型健康险也罢，多年来它们被诟病为“富人俱乐部”，与中国式现代化道路的前进方向相背离，不符合全体人民共同富裕的中国特色社会主义的本质要求。为此，中国第三支柱个人养老金及其养老金三支柱结构只能选择“附加模式”和“哑铃型”。

三、主要成就：覆盖率的评估结果超出预期

本节根据前文提出的综合评估标准，对落地一年来的个人养老金制度覆盖率分别进行检视与评价，得出的结果较为令人满意。其中，“模式评估法”的结果显而易见，36个先行城市及地区的个人养老金参加人数明显高于自愿性企业年金的参与人数，意味着中国第三支柱养老金“可替代模式”、三支柱养老金体系“哑铃型”的制度目标与模式选择在个人养老金落地一周年时雏形初现。与税延型商业养老保险试点相比，36个城市及地区的个人养老金的先行先试是一个质的飞跃。

在绝对评估标准中，个人养老金的覆盖率也令人欣喜：“本土政策评估法”测度的结果是个人养老金在36个城市及地区先行先试的覆盖率达20.2%，成效显著；“国际流行评估法”测算的36个城市及地区的覆盖率是15.2%，虽然与大多数转型国家和发达国家还存在较大距离，但仍高于一些转型国家和发达国家。三种评估方法的结果均显示，个人养老金制度实施一年来首战告捷，其覆盖率超出预期。

(一) “模式评估法”：未来可期

根据官方2023年6月底公布的数据，在个人养老金制度落地半年之际，36个先行城市及地区开立个人账户人数为4030万人，相比之下，截至2023年9月底，运行近20年的企业年金覆盖人数为3103万人。根据前述“模式评估法”定义中关于第二、三支柱养老金加入方式均为自愿性条件来看，作为自愿性加入

的企业年金覆盖人数明显小于第三支柱，个人养老金的制度覆盖率明显超出预期，意味着个人养老金的“可替代模式”基本实现，市场潜力很大，未来可期。

图 2 数据显示，企业年金制度自 2004 年建立以来，其覆盖面曾出现过快速增长，但在经济发展进入新常态以来出现断崖式下跌：2007 年至 2014 年年均增加人数超过 200 万人，年均增长率为两位数，最高年份超过 18%；相比之下，2015 年至 2022 年年均增加人数不到 100 万人，年均增长率为 3.7%，最低年份仅为 0.3%；虽然增长率从 2019 年开始出现显著回升，但随即又开始持续下滑，总体看仍处于下行通道。在未来可预见的是，随着经济下行压力的加大，在政策不变的情况下，企业年金覆盖率的提高难有明显起色。



图 2 2007—2022 年企业年金覆盖人数及其增长率(万人,%)

资料来源:2007—2022 年的《全国企业年金基金业务数据摘要》,见人社部官网。

中国第二支柱养老金由企业年金和职业年金两部分组成。与企业年金制度相比,为机关和事业单位建立的职业年金制度在单位与职工的缴费公式、缴费比例、治理结构(例如嵌入代理人制度)等方面存在明显差异。重要的是,职业年金制度实行的是“超级自动加入”方式,由此判断,中国第二支柱年金制度实行的是“混合型加入方式”,企业年金为自愿性,职业年金为自动性。根据前述“模式两分法”和“模式评估法”的定义,非自愿性的职业年金不纳入本评估法之中,即使在国际比较中,第二支柱实行“强制性”或自动加入机制的国家也不在本文提出的模式评估法的考察范围之内。

目前，职业年金制度覆盖人数不到 4000 万人，退一步讲，即使笼统地将其纳入“模式评估法”之中，第二支柱养老金覆盖人数也只有 7000 万人左右，由于职业年金采取的是超级自动加入机制，其覆盖率已基本饱和，未来扩充空间十分有限。这是因为，事业单位人员的工资来源分为全额财政拨款和非全额财政拨款，根据政策规定，前者加入职业年金，目前已基本全部加入，后者只能加入企业年金，目前仍有部分人员由于种种原因尚未加入企业年金。根据 36 个城市及地区的覆盖率的趋势外推，2024 年个人养老金制度推向全国之后，其覆盖人数超过 7000 万人将指日可待，实现第三支柱“可替代模式”和“哑铃型”三支柱养老金体系未来可期。

从国际比较来看，据粗略的数据统计与检索，转型国家中只有波兰（第二和第三支柱覆盖率分别是 11.0% 和 65.7%）和捷克（第二支柱覆盖人数很少，第三支柱覆盖率是 63.7%）等极少数国家建立起“可替代模式”第三支柱和“哑铃型”三支柱养老金体系；发达国家中也只有奥地利（第二和第三支柱的覆盖率分别是 15.2% 和 16.5%）和意大利（第二和第三支柱的覆盖率分别是 11.5% 和 14.6%）等少数几个国家实现了这个制度目标，其中，加拿大第三支柱的“可替代模式”特征最为明显，第二和第三支柱的覆盖率分别是 32.0% 和 73.5%。此外，新西兰的养老金制度设计中没有第二支柱，第三支柱建立至今虽然只有 17 年，但由于采取了自动加入方式，其覆盖率高达 95.0%，因此，新西兰特殊的制度设计不适用“模式评估法”，不在本文研究范围。

如前所述，“模式评估法”瞄准的是第三支柱覆盖人数能否超越第二支柱覆盖人数，是两个支柱各自覆盖人数的相对标准。本文提出第三支柱两种模式和三支柱体系两种类型的评估标准，其目的是为中国第三支柱的模式选择和三支柱养老金体系的发展结构提出未来制度目标，因为在多层次、多支柱养老金体系的制度改革、制度变迁过程中，各级决策者实际上无时无刻不在面对着制度抉择的考验。

（二）“本土政策评估法”：成就不俗

第三支柱养老金主要发端于 1994 年世界银行出版的研究报告《防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策》，至今恰好 30 年。30 年来，在世界银行这部研究报告的倡导和推动下，各国政府先后建立第三支柱养老金。从本文检索

查阅到的资料看，建立第三支柱的国家约近 50 个，每个国家第三支柱的制度设计均带有明显本土文化传统特色，在加入资格和领取资格等很多方面存在诸多差异。为适应不同群体的需求，很多国家建立起多个第三支柱计划，它们以不同形式的税优政策支持、不同的缴费比例和领取方式、不同的加入方式，为不同年龄段或不同职业状态的居民提供更多的可选择性和便利性。粗略估算起来，第三支柱养老金的数量将超过 60 个。

因此，不同国家第三支柱养老金法定参加人的“范围”和“基数”大相径庭，覆盖率测算口径不具有可比性。因此，在很多情况下，当测度一国第三支柱养老金覆盖率时只能根据该国的具体政策进行计算，这就需要了解该国的制度设计、参加门槛和参加资格。例如，加拿大第三支柱由 EET 和 TEE 两种不同税优模式的制度构成，前者要求参加人必须是领薪人，后者要求参加人的资格很宽松，只要是 18 岁以上拥有社会保险号的劳动者均可参加，因此，加拿大这两个制度的法定参加人范围相差非常悬殊。再如，新西兰 2006 年建立的第三支柱“奇异果储蓄计划”采取自动加入方式，规定自雇人员和 18 岁以下人员均可通过计划提供商加入，几乎没有年龄资格限制，法定参加人范围非常宽泛。

还有些国家对第三支柱设置很多“子账户”，其加入的年龄规定不尽一致，参加人员基数需仔细甄别，计算起来十分复杂。例如，日本的第三支柱由 EET 型的 iDeCo（延税型个人养老金）和 NISA（免税型个人养老金）两部分组成，其中，NISA 账户分为三类，每个类型的加入条件不同，普通账户和储蓄账户针对的分别是 20 岁以上居民，少年账户针对的是 0—20 岁居民。再如，英国的第三支柱养老金计划数量更多一些，其中的 ISA（个人储蓄账户）分为“成年账户”和“少年账户”，在成年账户里又分为现金、股票、创新金融和终身等四个账户，其中，终身账户只有 40 岁以下才可开立，等等。

综上所述，本文权且将“一国一策”的覆盖率测算方式称之为“本土政策评估法”。德国里斯特养老金制度设计相对简单，规定参加基本养老金制度的 25—64 岁年龄组人群可参加第三支柱，其法定参加人范围略小于中国第三支柱个人养老金的政策覆盖率。那么，根据前文关于中国个人养老金制度的参加范围和资格规定，如何从另一个视角即从“绝对评估标准”来测度个人养老金制度落

地以来的覆盖率、透过这个“本土政策覆盖率”来评估个人养老金制度运行绩效以及发展前景？

根据 36 个先行城市及地区的人社局官网公布的数据，其城镇职工和城乡居民的全部覆盖人数为 2.75 亿人，由于很多城市没有公布其中的退休人数，本文根据人社部官网公布的数据，得出全国城镇职工基本养老保险制度内退休人数与该制度全部覆盖人数（含退休人员）的比率为 27.1%，据此得出 36 个城市及地区的参保人数为 2.00 亿人（减去退休人数），进而得出 36 个先行城市及地区的个人养老金的覆盖率为 20.2%，即在 36 个城市及地区符合参加资格的劳动者中，开立个人养老金账户的人数为五分之一。这个结果充分说明，在现行制度设计下，作为“绝对评估标准的”个人养老金覆盖率已取得不俗的成绩。

（三）“国际流行评估法”：差距不大

由于“本土政策评估法”的统计口径和统计结果不适用于跨国横向比较，有些国际组织在评估三支柱养老保险制度覆盖率时试图将分母改为某个年龄队列人群，以期将“本土政策评估法”的结果予以“国际标准化”。最常见的国际流行的做法是 OECD 将 15—64 岁的年龄队列作为“法定”的参加各类养老金的范围，即将这个人群作为分母，将“本土政策评估法”测算的实际参加人数作为分子，由此得出一个可比口径的统计结果。故此，笔者暂且将 OECD 使用的这个经过无量纲化处理的测算方式称之为“国际流行评估法”。

根据上述“国际流行评估法”的公式，笔者先从 36 个城市及地区的统计局发布的 2022 年“国民经济和社会发展统计公报”中获取各城人口规模，加总后为 3.9 亿人；再从国家统计局公布的 2022 年人口统计数据中推算出 15—64 岁的劳动就业年龄人口为 9.6 亿人，得出该年龄队列占总人口的比例为 68.2%；据此得出 36 个城市及地区 15—64 岁劳动就业年龄人口规模，进而得出 36 个城市及地区的个人养老金覆盖率为 15.2%。

“国际流行评估法”的评估结果显示，在“绝对评估标准”的可比口径下，实施仅半年的 36 个城市及地区的第三支柱养老金覆盖率就超过了保加利亚、克罗地亚、马耳他、罗马尼亚、立陶宛和斯洛文尼亚等转型国家，也超过了法国、葡萄牙和南欧发达国家意大利，与西班牙仅一步之遥，而这些国家建立第三支柱的时间平均要比中国早 25 年左右，这说明中国第三支柱养老金战果初现。但同

时，图 3 显示，与大多数转型国家和绝大部分发达国家相比，中国个人养老金覆盖率还存在一定差距，在 2024 年个人养老金制度推向全国时需对其制度设计继续进行优化。

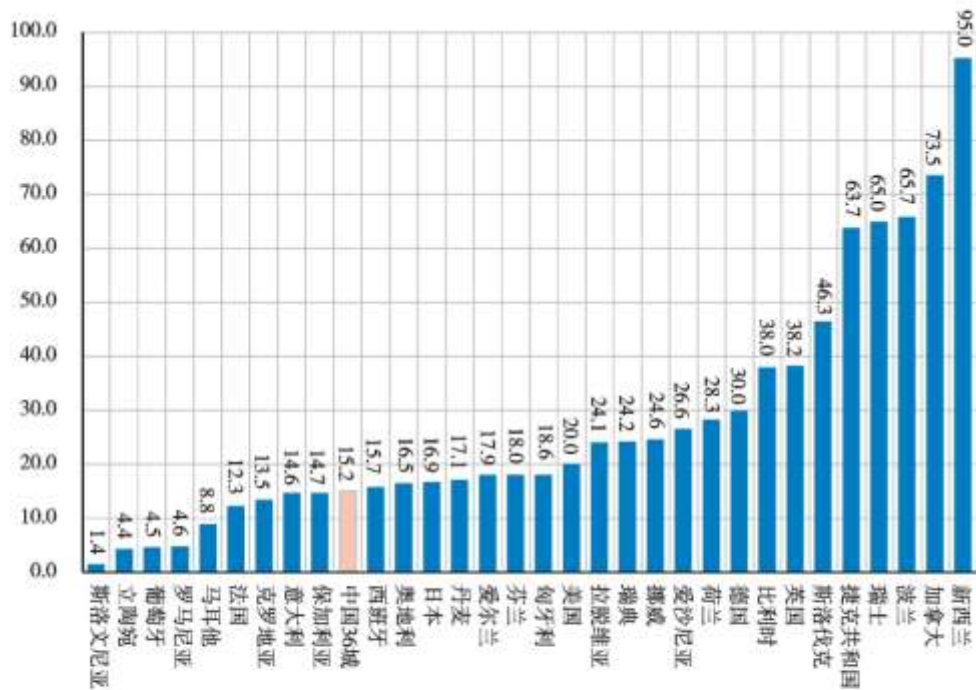


图 3 基于“国际流行评估法”的第三支柱养老金覆盖率国际比较/(%)

资料来源:OECD (2023), Pension Markets in Focus 2022, February 2023, OECD Publishing, Paris, p.15, figure 1.6;斯洛文尼亚、比利时、西班牙和葡萄牙四国的第三支柱数据引自 Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion, Pension Adequacy Report 2018; Current and Future Income Adequacy in Old Age in the EU, Volume 1, European Commission, Belgium, 2018, p. 79, table 6. 新西兰数据分别来自两个官网的计算,新西兰金融市场监管总局官网.KiwiSaver Annual Report 2022[R].FMA(Financial Markets Authority), p. 2; 新西兰国家统计局官网.National Population Estimates; at 30 June 2021[EB/OL].<https://www.stats.govt.nz/information-releases/national-population-estimates-at-30-june-2021>;加拿大第二、第三支柱数据引自加拿大金融机构监管局官网:https://www.osfi-bsif.gc.ca/Eng/oca-bac/fs-fr/Pages/rpp_rpa_2020.aspx;瑞士数据引自:Investment Solutions & Product, Private Retirement Provision: 3a Saving in Switzerland, Credit Suisse,p.9;英国数据引自皇家税务与海关总署官网:<https://www.gov.uk/government/statistics/annual-savings-statistics/commentary-for-annual-savings-statistics-june-2021>.

注:覆盖率是指参加人数/就业年龄人口(15—64岁),英国的覆盖率指参加人数/18—64岁人口,德国为参加人数/25—64岁人口;中国个人养老金覆盖率来自作者测算。

四、面临挑战：投资收益率浮亏导致制度运行进入怠惰状态

在本文提出的理论评估框架中，指标评估体系中覆盖率指标要素测度的是个人养老金参加人数在其相对应的法定参加人数范围中的占比。这个指标要素的表现跟制度设计具有高相关，因为它涉及制度的可及性、便利性、销售适当性等。如果说制度设计是仅对覆盖率负责的内生条件且目前表现较好的话，那么，当引入外生因素即资本市场的表现时就会发现它对覆盖率也具有高相关：资本市场活跃和投资收益率较为理想则可激励扩大覆盖率，反之则不利于扩大覆盖率，甚至在既定的覆盖人群中将致使制度产生“怠惰性”。

发达国家的经验表明，就第三支柱养老金的替代率而言，投资收益的贡献率远大于个人的缴存金额，因此，怠惰的资本市场必然导致怠惰的个人养老金制度，最终必将影响养老金替代率。个人养老金制度自面世一年来，资本市场始终处于波动、下行的低迷状态，投资收益率受到明显影响，“三高”和“三低”的怠惰表现十分明显。

（一）国内外资本市场剧烈波动，个人养老金投资收益压力巨大

早在个人养老金制度启动之前，2022 年在全球经济衰退、通胀飙升、乌克兰危机和供应链紧张等多重不利因素冲击下，各国金融市场和资本市场动荡，主要发达国家的债券市场和股票市场出现下跌，其养老金投资收益普遍出现大规模回撤。例如，美国第三支柱“个人退休账户”（IRAs）的市值从 2021 年的 13.9 万亿美元，降至 2022 年的 11.5 万亿美元，缩水 2.4 万亿美元；同期，第二支柱 401（k）市值从 7.7 万亿美元降至 6.6 万亿美元，缩水 1.1 万亿美元。一些头部大型养老基金投资收益率出现大面积浮亏，例如，挪威政府全球养老基金（GPIF）收益率为-14.1%，瑞典国民养老基金（AP1）收益率为-8.5%，韩国国民年金基金（NPS）收益率为-8.2%。

在国际市场的冲击下，2022 年中国经济下行压力继续加大，在内需收缩、供给冲击、预期转弱的压力下，资本市场股债双跌，养老基金投资面临前所未有的困难：第一支柱基本养老保险基金委托投资收益率仅为 0.33%，是 2016 年委托投资运营以来最低点，最高收益率是 2020 年取得的 10.95%。第二支柱企业年金录得-1.83%，成为自建立以来第三次负收益，2023 年前三个季度收益率为 1.45%，前两次出现负收益率是 2008 年和 2011 年，分别为-1.83%和-0.78%，最

高收益率为 2020 年的 10.31%（2007 年的 41.00% 被视为特殊情况）。全国社保基金在 2022 年也罕见出现负收益率（-5.07%），投资收益额为亏损 1380.90 亿元，这是全国社保基金成立以来第三次遭遇负收益，前两次是 2008 年和 2018 年，分别是 -6.79% 和 -2.28%，最高收益率为 2006 年取得的 29.01%（2007 年的 43.19% 被视为特殊情况）。2022 年全国保险资金年化综合收益率虽为正值（1.83%），但也是多年来的新低。

一年来，个人养老金投资收益率表现逐渐出现分化。在四类金融产品中，各类各款银行储蓄产品的年化利率大约在 2.0%~3.5% 的理性区间，养老保险产品实现了较为理想的收益，年化结算利率区间平均为 3.0%~6.0%，银行理财产品全部取得正收益，收益率平均超过 2.3%。总体看，上述三类产品的年化收益率受到投资市场的认可。但是，由于资本市场出现波动，权益市场震荡下行，公募基金产品的投资收益率成为个人养老金账户持有人的关注焦点：无论是目标日期基金，还是目标风险基金，无论是一年、三年短持有期产品，还是五年或没有设置持有期的产品，绝大部分公募基金产品的收益率都跌破净值。在目标日期基金中，越是远期的产品跌幅越大，因为远期产品的权益类产品仓位较高；在目标风险基金中，越是偏股型和激进型的产品跌幅越大，偏债型或混合型情况稍好，因为前者的权益类产品配比较高。通观 2023 年全年，全市场的个人养老金产品公募基金九成跌破净值，最高跌幅为 -17.8%，平均收益率为 -4.47%。

在分析四类金融产品各自投资收益率的基本情况之后，如进一步评估个人养老金制度一年来的总体盈亏情况，则需分析四类产品在可投资资金中的分布结构。由于目前尚未公布一年来 36 个城市及地区的个人养老金账户资金对四类产品的购买分布数据，笔者根据对五家开户银行和某省某银行的调研结果，在剔除没有投资的沉淀于银行的缴存资金之后，对已投资资金的产品结构的分布情况进行推算，以期获得一年来个人养老金市场的投资收益情况。

（二）四类金融产品分布情况推算及其总体投资绩效估算

根据制度设计，个人养老金账户可投资的产品为银行储蓄、公募基金、商业养老保险和银行理财等四类金融产品。截至 2023 年 11 月初，符合规定的四类金融产品总计 715 种，其中，银行储蓄产品 465 只，公募基金 162 只，养老保险产品 69 只，银行理财产品 19 只。由于目前尚未公布一年来 36 个城市及地区的个

人养老金账户资金对四类产品的购买分布数据，笔者对五家开户银行和某省某银行进行调研的结果显示，在剔除没有投资的缴存资金以后，已投资资金的产品结构分布情况见表 1。

表 1 五家银行与某省某银行的四类产品投资资金分布/(%)

商业银行	银行储蓄产品	公募基金产品	养老保险产品	银行理财产品
银行 A	70	20	10	
银行 B	76	23	1	0
银行 C	56	38	2	4
银行 D	90	6	4	
银行 E	68	30	2	0
银行 F	42	55	0.4	2.6
平均	67	29	4	

资料来源:作者调研数据。

其中，银行 A 至银行 D 的数据为四家银行总行提供的数据，银行 E 为某银行在某大型城市分行提供的数据，银行 F 为 2023 年 6 月笔者参与对某省个人养老金专项调研时某银行分行现场提供的数据。上述六家银行（剔除一家没有开立账户人数的数据以外）的开户总人数约占全国 4030 万开户人的 43%，六家银行的缴存资金总量超过全国 182 亿元缴存额的 60%以上，这两组数据显示的四类产品的资金分布具有一定代表性，已投资金的产品分布结构可基本反映全国个人养老金账户持有产品结构的比例情况，据此外推可得知，在全国范围内，已投资金的四类产品分布中，银行储蓄产品约占 67%，公募基金占 29%，保险产品和银行理财产品合计为 4%左右。

根据官方数据和相关统计报道，在个人养老金制度落地半年之际，在 36 个城市及地区开立个人养老金资金账户的 4030 万人中，有实际缴存行为的人数为 900 万人，实际缴存金额为 182 亿元，已实际投资金额为 110 亿元。基于上述已投资账户资金的产品流向分布，并鉴于半年的缴存额十分有限（即使在个别账户持有人缴存额上限全额缴存的情况下），假定每个已投资的账户资金仅配置某一类产品（调研结果也大致如此），即在已投资的 110 亿元中大约三分之一即 30 亿—40 亿元持有的是公募基金产品并基本处于浮亏状态，如果将已投资金额

中持有公募基金的比例直接换算为已投资的账户持有人比例，大约有三分之一即150万—180万人处于浮亏状态。上述数据和估算结果显示，在参加人数、缴存人数与投资人数之间出现的断崖式下降台阶，在实际缴存额、实际投资额与持有权益类产品金额之间存在的梯度式下降趋势，是应对市场低迷的必然反应，虽然这种“怠惰式止损”行为导致的实际亏损人数及其产生的实际亏损金额不是很大，但对推进发展个人养老金制度产生的负面影响却是非常大的。

（三）观望情绪弥漫，制度运行进入明显的怠惰状态

个人养老金账户的缴存金额是长期资金，只有在退休日才能支取，短期波动在长期内会得到烫平，放在10年或15年甚或20年的周期来看，其长期收益将高于短期投资产品和固收类产品的收益，这是一百多年发达国家资本市场呈现的一个规律。但是，一年来资本市场波动导致个人养老金账户公募基金产品投资收益普遍亏损的现状，对刚刚落地的个人养老金制度及其开立个人账户的投资人来说无疑具有较大的负面影响。尤其是，虽然企业年金已运行20年，但由于个人账户投资选择权始终没有放开，在广大居民没有养老金账户投资经验和面对资本市场剧烈波动的情况下，几千万账户持有人的投资行为必然陷入茫然与怠惰，整个市场情绪必然弥漫着踌躇与彷徨。

于是，个人养老金制度落地一年来出现的“三高”和“三低”现象十分明显。所谓“三高”现象（来自笔者率领调研小组在某省个人养老金基层专项座谈与访谈）主要是指：在个人养老金参加人中，为获得开户行提供的“权益奖励”（奖券）而开立个人账户的人数比例较高；开户以后立即申请销户并打算再转到其他银行开户以获取二次“权益奖励”的人数比例较高；账户资金缴存之后立即申请“退款”遭拒后提出投诉甚至对簿公堂的人数比例较高。“三高”现象说明，很多人对参加个人养老金制度的意义及其认知还存在差距，对个人养老金制度设计的了解还很不深入，开户行和相关部门对个人养老金制度的宣传贯彻还不到位，同时还说明，开户人对养老金投资信心不足。

所谓“三低”现象主要来自统计数据：一是相对于开户人数而言，实际缴存人数比例过低，仅为22%。在4030万开户人数中，实施缴存的活跃参加人仅为900万人左右，大大低于开立账户的人数。二是相对于税优政策规定的缴存额上限来说，实际缴存金额比例太低，仅为2.5%。截至2023年6月底的统计公布，

每人缴存上限应为 0.6 万元与上年度的 1.2 万元之和，即 1.8 万元，4030 万参加人的缴存额上限应为 7254 亿元，但实际缴存额是 182 亿元，仅为政策规定的最高缴存额的 2.5%，在实际缴存人数中人均 2022 元，在开立账户人数中人均仅为 452 元。三是相对于缴存额来说，实际投资的资金比例较低，约为 61%。实际缴存额相对于税优政策规定的缴存上限本来已经太低，而实际有投资行为并购买产品的资金比例更低，仅为 110 亿元左右，占 182 亿元实际缴存额的 61%，39% 的缴存资金沉淀为开户银行的活期存款。

虽然个人养老金覆盖率的表现出色，但其反差巨大的“三低”现象受到业界的广泛关注，在资本市场难以在短期内改善的外部条件下，如果个人养老金在推向全国后“三高”和“三低”现象继续持续下去，路径依赖的结果将使之成为一个怠惰的制度，处于长期低效状态。在发达国家建立的自愿性 DC 型的第二和第三支柱补充养老金制度中，类似“三低”的怠惰性也较为常见，一些国家不断出台一些措施进行校正和治理。例如，澳大利亚允许个人开立多个账户，但试图对账户余额不足 6000 澳元且一年以上不活动的账户予以合并处理。在加拿大第三支柱养老金中，TEE 型税优模式的“免税储蓄账户”（TFSA）也存在很多怠惰现象。例如，2020 纳税年度该制度的账户持有人为 1609 万人，缴费人数占 58.1%；按最高缴费额度进行缴存的人数仅占账户持有人的 8.9%，占缴费人数的 15.3%；没有投资交易行为的人数占账户持有人的比例高达 73.1%，占缴费人数的 126%。尽管加拿大自愿性第三支柱养老金的覆盖率在世界各国中属于最高的国家之一，但上述数据显示，其怠惰性对其未来替代率的影响将是长期的。

在剔除处于非活跃期的失业人员、哺乳期女性、患病人员等群体之后，“三低”现象长期持续下去就意味着个人养老金制度进入怠惰阶段。比照一些发达国家账户养老金制度的情况，针对中国个人养老金制度建立初期和资本市场的现状，笔者试图在较宽口径下对个人养老金的怠惰表现进行描述并给出量化参照（表 2）。

表 2 个人养老金制度怠惰现象的类型及其量化参照

怠惰类型	怠惰表现	当年怠惰量化参照	制度怠惰量化参照
空账型	仅开立银行账户,没有缴存金额,或只象征性缴费	缴存金额为“0”,或象征性缴存即低于年度政策缴存额的1%	不缴存与象征性缴存人数合计低于开立账户人数的70%,即空账率超过60%,缴存人数低于40%
低缴存型	缴存金额远低于开立账户人数应缴金额	缴存金额不到缴存上限的20%	人均缴费额低于开立个人账户人数应缴金额的10%
低投资型	没有投资行为的人数和金额比例过高	没有投资行为的人数超过开立账户人数的50%,或没有投资的金额占缴存金额的30%	没有投资行为的人数占开立账户人数的50%,没有投资行为的金额占全部缴存额的30%

资料来源:作者编制。

五、理性前瞻：养老金改革的逻辑、悖论与策略

在 2023 年, 36 个先行城市及地区的的几千万人在几百家银行网点和金融机构开设资金账户, 在 700 多种养老金融产品中进行投资交易, 这是中国养老金体系建立 37 年来首次出现的波及人口达 3.9 亿人的一次养老金融国民教育活动。同时, 一年来个人养老金制度覆盖率的良好表现与收益率的尴尬遭遇为个人养老金学术研究和政策研究带来很多启发和沉思, 对第三支柱和养老金三支柱体系的感悟更为透彻, 并平添了一分“客户体验感”。

这些感悟和体验归纳起来有四个方面: 一是更加认识到养老金与资本市场的关系息息相关, 相融相伴, 它们的发展逻辑是共生双赢, 不可须臾离; 二是深刻感悟到养老金制度的悖论, 即资本市场严重匮乏中长期资金, 但作为典型中长期资金的个人养老金却因为市场不活跃而陷入怠惰, 由此成为一个谜题; 三是一年来个人养老金市场运行的表现说明, 个人养老金不同于其他类型养老金, 它对资本市场的敏感性和依赖性、与生俱来的脆弱性和怠惰性都十分明显; 四是如果说在第一和第二支柱养老金的发展中制度设计占主导作用, 第三支柱的诞生则意味着养老金体系改革进程从制度设计的“单轮驱动”从此将转变为完善制度设计与完善资本市场相结合的“双轮驱动”的历史发展阶段。

(一) 养老金逻辑：养老金与资本市场共生共存，实现双赢

在过去的一年里, 动荡的国际金融市场和波动的国内资本市场不仅使扩大内需和稳定外贸受到影响, 个人养老金制度也承受着巨大压力和严峻考验。2023 年 7 月 24 日, 中央政治局召开会议, 研究和分析当前经济形势和经济工作, 提出“要活跃资本市场, 提振投资者信心”; 2023 年 10 月 30 日至 31 日, 中央金融工作会议召开, 再次提出“活跃资本市场, 更好支持扩大内需”, 做出“尽快

建设金融强国”战略部署，提出“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”。

2023年下半年以来，国家金融监管总局和证监会等监管部门为贯彻落实中央精神多次召开会议和机构座谈会，出台一揽子措施，包括推动股票发行注册制走深走实、加强各项基础制度和机制建设、加大投资端改革力度、吸引更多中长期资金、降低印花税等市场交易成本、优化交易环境、提高上市公司质量、培育一流投资机构、推进公募基金费率改革、延长国有保险公司考核周期，等等。近来，监管层还表示，在活跃资本市场、营造各类中长期资金入市的政策环境、加快推动中长期资金入市的步伐等方面将提出更多务实举措。

中央提出活跃资本市场的目的是为了提振投资者信心，而个人养老金账户持有人是资本市场的重要投资者群体。养老金通过对各种金融工具的投资为经济增长做出贡献，成为一种生产要素，尤其在支持基础设施、技术创新等风险投资领域发挥独有的功能；同时，通过提供投资回报的机会使养老金获取超额风险回报。资本市场作为养老金的一个投资平台，可提供股票、债券、房地产和另类投资等不同资产类别，降低和分散养老金投资风险；同时，养老金产品通过行业分析和尽职调查做出正确的投资决策，进而有助于价格发现。

中央在关键时刻如此密集和明确地提出活跃资本市场和提振投资者信心，表明养老金与资本市场相辅相成的逻辑关系从上到下早已形成全社会的共识：繁荣的资本市场需要发达的养老金，发达的养老金离不开活跃的资本市场；提振投资者信心自然包括提振个人养老金的投资者信心，活跃资本市场会唤醒怠惰的个人养老金，并为其带来丰厚的风险回报，从而提振养老金账户持有人投资信心，进一步扩大个人养老金覆盖率、提高实际缴存率和投资活跃率，形成养老金与资本市场的正向互动与良性循环。

（二）养老金悖论：养老金与资本市场互为前提，彼此制约

在2023年7月以来中央决策部门提出活跃资本市场一揽子措施中，最引人注目的是多次提到加快中长期资金入市步伐、扩大中长期资金源头活水、吸引更多的中长期资金等，呼吁“各类中长期资金与资本市场相互促进、协同发展”，明确指出各类中长期资金中包括养老金、保险资金、银行理财等，尤其认为发展权益投资正当其时，因为中国资本市场持股占比太低，还不足6%。过去半年来，

中央相关部门的公开表态越来越明确无误地告诉人们，包括养老金在内的中长期资金匮乏是影响资本市场健康发展的主要原因之一。

决策部门的这个判断其实是在解释这样一个逻辑关系：养老金作为长期资金，天然契合长期投资、价值投资、责任投资理念，是资本市场资本形成的主要贡献者和压舱石，而资本市场可为养老金提供多样化的投资机会，并能实现养老金资产组合的多元化和长期回报。养老金通过参与资本市场的证券交易，可促进资本市场的流动性，进而提高资本市场的效率，同时，可通过长期持有资产来为资本市场提供稳定性，减少市场波动性反过来又可提高养老金投资回报的稳健性。

但是，养老金与资本市场的这个逻辑在 2023 年个人养老金实施过程中却遇到一个悖论：资本市场由于匮乏养老金等中长期资金而长期低迷，导致刚落地的个人养老金制度陷入“三高”和“三低”的怠惰状态，反过来，怠惰的养老金制度不能为资本市场带来新的中长期资金的源头活水，资本市场匮乏养老金的窘境又得不到缓解，养老金与资本市场的互动由此而陷入怠惰的循环之中。个人养老金与资本市场的发展互为条件，相互制约，彼此尴尬，呱呱落地的养老金“睡”在资本市场的门口，究竟谁先“激活”谁——这成为一个问题。

2023 年见证的这个养老金悖论看似一个迷思，有“蛋生鸡鸡生蛋”之妙。其实，根据笔者的早前分析，全球 68 国仅养老基金持股占比平均水平就达 20%，发达国家平均 30%左右，有些国家个别年份甚至接近或超过 40%。达成共识比较容易，关键在于如何理解这个迷思和破解这个悖论。2023 年 12 月召开的中央经济工作会议指出：“在政策实施上强化协同联动、放大组合效应，在政策储备上打好提前量、留出冗余度。”

（三）养老金改革：个人养老金诞生后，“单轮驱动”将转向“双轮驱动”

2023 年首次见证的养老金悖论所揭示的是个人养老金与资本市场互为条件的制约关系，意味着在个人养老金诞生之前，养老金体系改革面对的问题和各方面的关切主要聚焦在养老金自身的制度设计上，彼时，外部资本市场与养老金体系的联系还不是那么紧密，资本市场的表现对养老金产生的影响还不那么大。如前所述，虽然其他各类养老金投资收益率有些年份（例如，2022 年）也遭遇过

挫折和回撤，但总体看，它们的投资回报表现普遍受到业内的赞许，从未像 2023 年个人养老金那样遭遇过如此尴尬。

例如，第一支柱基本养老保险基金成立以来采取的始终是银行储蓄的保值增值方式，直至 2017 年才实行市场化的委托投资，六年来年均收益率为 5.44%，远高于此前的银行协议存款利率；再如，第二支柱企业年金自建立以来就实施市场化投资，年均收益率为 6.58%，在国内投资界被普遍认为是佼佼者；再如，全国社保基金成立以来的年均投资收益率为 7.66%，被国内机构投资者视为翘楚，即使与国际一流养老基金机构投资者的业绩相比也属于第一方阵。

但是，一年来个人养老金实践中出现的“三低”显示，中国养老金体系改革从 2023 年起踏上新的征程：与其他支柱养老金不太一样，同为市场化运作的个人养老金既要在制度设计上历经个税递延型商业养老保险的“连续试错”，又要经受住来自资本市场的外部考验；既要“摸着石头过河”、不断实施制度创新的探索，还要直面资本市场波动的不确定性；既要接受自身制度设计的“内生风险”测试，还要勇于应对资本市场波动的“外生风险”。因此，个人养老金制度的发展与成长既要依靠自身制度的不断完善，还要依赖资本市场的不断完善，“两个完善”缺一不可。

个人养老金制度一年来的实践还向业界显示，2023 年不仅是中国第三支柱个人养老金的元年，也意味着是中国养老金体系完善制度设计与完善资本市场“双轮驱动”的元年，甚至从某种意义上说，完善资本市场“轮子”的重要性不亚于完善制度设计“轮子”的重要性。个人养老金制度要真正落地扎根需同时应对来自制度内外两个方面的挑战。对个人养老金而言，如果说完善制度设计是其“生存”的必要条件，主要为扩大覆盖面负责，完善资本市场就是其充分条件，主要为制度活跃性负责，以防止个人养老金陷入怠惰性的循环之中。

落实中央一再提出的活跃资本市场、提振投资者信心，不但可活跃个人养老金、提振参加人信心，还可扩大中长期资金源头活水，进而形成资本市场与个人养老金的良性循环。因此，个人养老金制度改革实施“双轮驱动”，既是一个趋势，对决策者来说也是一个策略。这就自然提出一个问题：为什么在同一个资本市场环境下，个人养老金包括投资收益率在内的相关参数表现不如其他各类养老金？很显然，这与第三支柱养老金独有的一些特征高度相关。

（四）养老金市场：相较于其他各支柱，个人养老金独有的四个特征

相较于第一和第二支柱养老金，第三支柱个人养老金制度属性的特征主要有四个：运转流程上的去中心化、劳动关系上的去组织化、激励约束机制上的去雇主化、待遇计发上的完全精算中性。一年多的市场化运作实践证明，当个人养老金遇到资本市场不活跃时，上述四个制度属性特征就会很快衍生出分别与其相对应的敏感性、依赖性、脆弱性和怠惰性四个特征。下面主要以市场化运作的企业年金为参照进行比较分析。

第一，对资本市场的敏感性更高一些。这是由于两个制度的不同设计所决定的。一是决策模式不同。企业年金采取的是集中决策模式，职工个人没有投资选择权，资产配置由受托人决定并与投资管理人和委托人进行会商，而个人养老金采取的是分散决策模式，账户资产配置由参加人个人决定，市场上出现的任何异动都会引起账户持有人的极大关注并迅速反映在投资行为上。二是委托代理结构不同。企业年金实行的是多层委托代理，在参加人与资本市场之间存在多层“缓冲垫”，职工对市场的敏感性逐渐衰减，而个人养老金的委托代理只有一层，参加人直面市场波动，市场上所有风吹草动都会直接传导到每一个参加人，进而影响每一个参加人的投资行为。

第二，对资本市场的依赖性更大一些。这主要表现为两个方面。一是在账户资产规模中来自投资收益的比例占“大头”。经过几十年的积累和复利效应之后，在正常的回报率条件下，退休时个人养老金账户资产规模主要来自投资收益，因此，参加人对市场表现和投资回报的依赖性较大，而企业年金个人账户资产结构中有雇主配比缴费部分，投资收益对账户资产规模的贡献率小于个人养老金。二是个人养老金投资收益率更加依赖于“外生”的资本市场表现。绝大部分账户持有人是非金融投资专业人士，接受的金融教育十分有限，对资产配置、投资策略和产品选择等专业知识较为陌生，主要是“靠天吃饭”，而企业年金的打理主要由企业内设的专职业务人员、外包的专业人士和市场不同角色的专门金融机构来完成，情况稍好一些。

第三，天生的脆弱性更明显一些。投资收益率的决定方式存在差异性。一是在集中决策模式下，大中型企业的年金投资收益率是经过多个组合平滑之后在计

划层面再次平衡的结果，最后再计入到职工个人账户，其收益率是经过多道“集体缓冲”之后统一调整的结果，而分散决策模式下的个人养老金投资收益率将直接承受来自市场的波动，个人之间的收益率差距很大。二是大中型企业年金计划作为委托人的话语权较大，投资管理人在其激烈竞争中只能追求“绝对收益”，并将之作为一个不二的业界潜规则才能生存下去，因此，企业年金的收益率嵌有一定的“柔软的刚性”因素。这也许就是投资选择权 20 年来始终难以放开的主要原因之一。而个人养老金则不存在多层委托代理下“绝对收益”的“柔软的刚性”因素，其脆弱性必然大于企业年金。

第四，内在的怠惰性更强一些。作为雇主计划，企业年金的个人账户收益由三部分构成，即个人缴费、雇主缴费和投资收益，其中，根据制度设计，雇主提供的缴费率高于雇员缴费率水平，作为一种“福利”对雇员具有明显激励性。但个人养老金没有任何来自外部配比缴费的支持，在市场波动或遭遇下挫时，参加人为了及时止损会迅速调整其缴存行为或停止其投资行为，其“制度遵缴率”呈明显下滑状态，整个制度自然会陷入怠惰状态。此外，在制度初创时期，参加人数量和账户缴存额都有限，单一产品在单一金融机构形成的资金池也都很小，不利于资产配置和优秀投资经理的调配，影响产品收益率，进而成为诱发账户持有人怠惰性的主要原因之一。

总之，即使在发达国家，当资本市场出现剧烈波动时，第三支柱养老金的社会平均收益率也低于同期该国第二支柱养老金的投资收益率。

六、结语

第一，关于本文提出的评估框架的评估。本文建立的理论评估框架中提出的“评估两分法”与两年前笔者提出的“模式两分法”一脉相承，相对评估标准的建立只是评估中国本土第三支柱养老金模式的一个独特视角而已，因为第三支柱存在“模式选择”问题就是从中国学者和中国国情的独有角度提出的一个命题，当然也可运用于对国外第三支柱养老金模式的评估，而绝对评估标准的建立和纳入则是对中国个人养老金进行跨国比较的一个“频谱仪式参照”。中英文检索中鲜有涉及第三支柱养老金评估框架的信息，作为一个学术探索，笔者构建这个理论评估框架的目的旨在体现国家和决策者的价值判断与发展理念，观察和跟踪制

度运行的客观进展。本文的评估结果显示，中国个人养老金制度覆盖率一年来在36个城市及地区的表现较为理想，其制度目标预期已基本实现，前景喜人，2035年多层次、多支柱养老保险体系发展目标可期。

第二，关于覆盖人数的“活跃性”与缴存投资行为的“怠惰性”的评估。个人养老金制度运行一年来的实践说明，一方面，覆盖人数超出预期，显示出其制度设计中的“活跃性”，另一方面，参加人的缴存和投资行为表现出浓厚的“怠惰性”，极大地抵消了制度覆盖率的较好表现。很显然，参加人的“怠惰性”来自现实中资本市场的“不活跃”，长此以往，个人养老金有可能成为一个怠惰性有余、活跃性不足的低效制度，对几十年后个人养老金替代率的负面影响将是深远和致命的。这说明，个人养老金制度的建立与发展在相当程度上将取决于资本市场这个“外生条件”改革的成功与否，多层次、多支柱养老保险体系的改革从此将从制度设计的单纯“单轮驱动”转向制度设计完善与资本市场改革相结合的“双轮驱动”发展阶段。

第三，关于制度设计完善在“双轮驱动”中作用的评估。与试点五年多的个税递延型商业养老保险相比，2023年个人养老金覆盖率的表现堪称质的飞跃，但当面对怠惰的资本市场就随之也陷入怠惰状态，这是否意味着未来个人养老金改革进入“双轮驱动”之后就可以“坐等”资本市场的发展、作为“内生条件”的制度设计就没有改革的空间和必要？很显然，正确的答案：一是个人养老金的四个制度属性和四个运行特征相较于其他类型养老金更需要“双轮驱动”；二是国外第三支柱养老金在制度设计上有些做法值得中国根据具体国情予以吸纳和扬弃；三是当若干经济体资本市场处于同一发展水平且绩效表现旗鼓相当时，制度设计就自然成为第三支柱养老金表现的决定性因素；四是中国个人养老金制度设计在很多方面存在进一步完善的空间，既不可掉以轻心，也不应一蹴而就，笔者对此将另文专述。

第四，关于养老金逻辑与养老金悖论的评估。中国资本市场长期消沉不振，需要引入包括养老金在内的中长期资金，而各类养老金从投资资本市场获得的超额风险回报说明，资本市场与养老金相辅相成，这是发展养老金的一个重要逻辑，关于这一点全社会上下早已达成广泛共识。但同时，个人养老金实施一年多的实践则提出了一个悖论，资本市场不活跃对初露头角的个人养老金具有严重的负面

影响,尤其在比较分析同为市场化运营的第一支柱基本养老保险基金和第二支柱企业年金时发现,第三支柱个人养老金对资本市场的敏感性和依赖性明显大于第一支柱已投资的基本养老保险基金,其与生俱来的脆弱性和怠惰性明显大于第二支柱企业年金。中央及时提出活跃资本市场、提振投资者信心,其中包括提振个人养老金投资者信心,完善资本市场不仅可扩大“当期内需”,也可扩大“中远期内需”,对提高全民退休收入和稳定消费预期意义重大。重要的是,个人养老金的发展壮大可同步“反哺”资本市场,而怠惰的资本市场则有可能“反对”甚至“反噬”养老金。

第五,关于个人养老金在中国养老金体系金融化改革进程中前景的评估。中国养老保险制度肇始于20世纪80年代中期,进入21世纪以来,市场化投资的企业年金和职业年金先后建立,城镇职工基本养老保险基金余额和城乡居民当期收支的部分结余也逐渐进入市场投资体制,养老保险制度金融化改革进程不断深化。第三支柱个人养老金的启动标志着中国多层次、多支柱养老保险体系中最后一个完全市场化运营的支柱搭建起来,金融化演变进程中的养老金体系从此进入一个新阶段。在中央金融工作会议提出的五篇金融大文章中,个人养老金制度作为资本市场的一支重要中长期资金的源头活水,在养老金融“链接”普惠金融与数字金融的制度安排中发挥的作用愈发显示其不可替代的重要作用,必将为中国养老保险体系金融化改革进程做出应有贡献。

参考文献

- [1]郑秉文. 养老金三支柱理论嬗变与第三支柱模式选择[J]. 华中科技大学(社会科学版), 2022(2):20-37.
- [2]中国政府网.《关于印发〈天津滨海新区补充养老保险试点实施细则〉的通知》(保监厅发〔2008〕32号)[EB/OL]. (2008-06-21)
[2023-12-11]. https://www.gov.cn/gzdt/2008-06/21/content_1023419.htm?from=814e.com.
- [3]中国政府网.《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》(国发〔2009〕19号)

[EB/OL]. (2009-04-14) [2023-12-11],

https://www.gov.cn/gongbao/content/2009/content_1303637.htm.

[4]中国新闻网. 秦利: 深圳有望试点个人税收递延养老保险

[EB/OL]. (2010-09-08)

[2023-12-15]. <https://www.chinanews.com/cj/2010/09-08/2519871.shtml>.

[5]广东省人民政府官网. 中国保监会与深圳市政府将加紧合作 正式签署合作协议[EB/OL]. (2010-03-29)

[2023-12-15]. https://www.gd.gov.cn/gdywdt/tzdt/content/post_66771.html.

[6]中华全国总工会第九次全国职工队伍状况调查领导小组办公室编. 第九次中国职工状况调查·报告卷[M]. 北京: 中国工人出版社, 2023: 34-35.

[7]国家金融监管总局官网.《国家金融监督管理总局关于个人税收递延型商业养老保险与个人养老金衔接有关事项的通知》(金规〔2023〕4号)[EB/OL], (2023-09-05)

[2023-12-16]. <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/governmentDetail.html?docId=1125910&itemId=861&generaltype=1>.

[8]国家金融监管总局官网.《国家金融监督管理总局关于适用商业健康保险个人所得税优惠政策产品有关事项的通知》(金规〔2023〕2号)[EB/OL]. (2023-07-06)

[2023-12-16]. <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/governmentDetail.html?docId=1115898&itemId=861&generaltype=1>.

[9]人力资源和社会保障部官网. 人社部举行 2023 年二季度新闻发布会[EB/OL]. (2023-07-21)

[2023-12-20]. http://www.mohrss.gov.cn/SYrlzyhshbzb/dongtaixinwen/fbh/202307/t20230721_503273.html.

[10]人力资源和社会保障部官网. 2023 年三季度全国企业年金基金业务数据摘要[EB/OL]. (2023-11-29)

[2023-12-29]. http://www.mohrss.gov.cn/xxgk2020/fdzdgknr/shbx_4216/shbxjjg/qynjjd/202311/t20231129_509684.html.

[11]21 世纪经济报道网. 郑嘉意: 历时 17 年、参与员工超 2 万、满意度达 90%……我国首份企业年金计划运行至今, 成效如何? [EB/OL]. (2023-12-05) [2024-01-03].

<https://www.21jingji.com/article/20231205/herald/1911b04d5129092d55187418695ce50c.html>.

[12]OECD, Pension markets in focus 2022[R], OECD Publishing, Paris, 2023 (6) :15.

[13]加拿大金融机构监管局官网. Registered Pension Plans (RPP) and Other Types of Savings Plans—Coverage in Canada [EB/OL]. (2021-03-01) [2023-12-03]. https://www.osfi-bsif.gc.ca/Eng/oca-bac/fs-fr/Pages/rpp_rpa_2020.aspx.

[14]新西兰金融市场监管总局官网. KiwiSaver Annual Report 2022[R]. FMA (Financial Markets Authority), p. 2.

[15]新西兰国家统计局官网. National Population Estimates: at 30 June 2021 [EB/OL]. <https://www.stats.govt.nz/information-releases/national-population-estimates-at-30-june-2021>.

[16]世界银行. 防止老龄危机——保护老年人及促进增长的政策[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 1995.

[17]加拿大金融机构监管局官网. Registered Pension Plans (RPP) and Other Types of Savings Plans—Coverage in Canada [EB/OL]. (2022-04-06) [2023-12-13]. https://www.osfi-bsif.gc.ca/Eng/Docs/rpp_rpa_2022.pdf.

[18]新西兰政府官网. KiwiSaver [EB/OL]. (2022-03-18) [2023-12-03]. <https://www.govt.nz/browse/tax-benefits-and-finance/kiwi-saver/>.

[19]日本金融厅官网. FSA Weekly Review No. 521, January 19, 2023 [EB/OL]. <https://www.fsa.go.jp/en/newsletter/weekly2023/521.html>.

[20]英国政府统计局官网. Commentary for annual savings [EB/OL]. (2021-06-15) [2023-09-21].

<https://www.gov.uk/government/statistics/annual-savings-statistics/commentary-for-annual-savings-statistics-june-2021>.

[21]人社部官网. 2022 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报 [EB/OL]. (2023-06-20) [2023-12-03].

http://www.mohrss.gov.cn/xxgk2020/fdzdgknr/ghtj/tj/ndtj/202306/t20230620_501761.html?eqid=cc7d66eb0000061e00000003649658ab&wd=&eqid=c2bebb0200004cf80000000664df2c61.

[22]ICI. 2022 investment company fact book (the 62nd edition), the investment company institute [M]. Washington DC, 2022: 139.

[23]ICI. 2023 investment company fact book (the 63rd edition), the investment company institute [M]. Washington DC, 2023: 99.

[24]挪威央行投资管理机构官网. Returns [EB/OL]. (2023-06-30) [2023-08-20]. <https://www.nbim.no/en/the-fund/returns/>.

[25]瑞典国民养老基金 (AP1) 官网. AP-Fonden annual report 2022 [EB/OL]. (2023-03-14) [2023-12-03]. https://www.aplse.cdn.triggerfish.cloud/uploads/2023/03/ap-fonden-ar-2022-klickbar_eng-final.pdf.

[26]韩国国民年金基金官网. Investment performance [EB/OL]. (2023-10-31) [2023-12-01]. https://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/mcs_e/mcs_e_03_01.jsp.

[27]国家金融监督管理总局官网. 2022 年 4 季度保险业资金运用情况表 [EB/OL]. (2023-02-15) [2023-12-01]. <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=1095978&itemId=954&generaltype=0>.

[28]界面新闻. 吕文琦等: 个人养老金一周年“新期待”: 产品更好挑, 收益更稳健, 提取更灵活 [EB/OL]. (2023-11-25) [2023-12-01]. <https://www.jiemian.com/article/10443702.html>.

[29]澳大利亚政府官网. Treasury laws amendment (protecting your superannuation package) Act 2019 [EB/OL]. (2020-6-23)

[2023-12-01]. <https://www.legislation.gov.au/C2019A00016/latest/text>.

[30]加拿大政府官网. Benefit and credit statistics[EB/OL]. (2022-12-29)

[2023-12-01]. <https://www.canada.ca/en/revenue-agency/programs/about-canada-revenue-agency-cra/income-statistics-gst-hst-statistics.html>.

[31]中共中央政治局召开会议,分析研究当前经济形势和经济工作[N]. 人民日报, 2023-07-25.

[32]中央金融工作会议召开,习近平李强做重要讲话[N]. 人民日报, 2023-11-01.

[33]樊融杰. 活跃资本市场一揽子政策措施确定[N]. 中国银行保险报, 2023-08-22.

[34]吴晓璐,毛艺融. 中国证监会召开部分证券基金私募机构座谈会 还有一批活跃资本市场的措施正在加紧推动[N]. 证券日报, 2023-08-19.

[35]吴晓璐. “四管齐下”活跃资本市场 更好发挥枢纽功能[N]. 证券日报, 2023-11-03.

[36]樊融杰. 学习贯彻中央金融工作会议精神 加快建设中国特色现代资本市场[N]. 中国银行保险报, 2023-11-03.

[37]杨雨萌. 财政部加强国有商业保险长周期考核[N]. 中国银行保险报, 2023-10-31.

[38]中国政府网. 人民银行、金融监管总局、证监会主要负责人谈金融工作, 传递重要信号[EB/OL]. (2023-12-05)

[2023-12-08]. https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202312/content_6918477.htm.

[39]樊融杰. 证监会党委传达学习贯彻中央金融工作会议精神 加快建设中国特色现代资本市场[N]. 中国银行保险报, 2023-11-03.

[40]中国证监会官网. 中国证监会召开机构投资者座谈会[EB/OL]. (2023-08-24) [2023-12-1].

<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7427954/content.shtml>.

[41]梁银妍. 中国证监会召开机构投资者座谈会提出 为中长期资金参与资本市场提供更有利保障[N]. 上海证券报, 2023-08-25.

[42]证监会官网. 证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问[EB/OL]. (2023-08-19) [2023-12-01].

https://www.gov.cn/lianbo/fabu/202308/content_6899063.htm.

[43]郑秉文. 面向 2035 和 2050: 从负债型向资产型养老金转变的意义与路径[J]. 华中科技大学学报(社会科学版), 2021(3):20-37.

[44]中央经济工作会议在北京举行 习近平发表重要讲话[N]. 人民日报, 2023-12-13.

[45]全国社保基金理事会. 全国社会保障基金理事会基本养老保险基金受托运营年度报告(2022年度)[R/OL]. (2023-11-04)

[2023-12-03]. <https://www.ssf.gov.cn/portal/xxgk/fdzdgknr/cwbg/yljjndbg/webinfo/2023/11/1700669400777267.htm>.

[46]人力资源和社会保障部. 2022年度全国企业年金基金业务数据摘要[R/OL]. (2023-03-21) [2023-12-01].

http://www.mohrss.gov.cn/shbxjjjds/SHBXJDSzhengcewenjian/202303/t20230321_497095.html.

[47]全国社保基金理事会. 全国社会保障基金理事会社保基金年度报告(2022年度)[R/OL]. (2023-09-28)

[2023-12-03]. <https://www.ssf.gov.cn/portal/xxgk/fdzdgknr/cwbg/sbjjndbg/webinfo/2023/09/1697471208931405.htm>.

声明:

中国社会科学院世界社保研究中心(简称“世界社保研究中心”),英文为 The Centre for International Social Security Studies at Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 CISS CASS, 成立于 2010 年 5 月, 是中国社会科学院设立的一个院级非实体性学术研究机构, 旨在为中国社会保障的制度建设、政策制定、理论研究提供智力支持, 努力成为社会保障专业领域国内一流和国际知名的政策型和研究型智库。

中国社会科学院社会保障实验室(简称“社会保障实验室”), 英文为 The Social Security Laboratory at Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 SSL CASS, 成立于 2012 年 5 月, 是我院第一所院本级实验室。“社会保障实验室”依托我院现有社会保障研究资源和人才队伍, 由“世界社保研究中心”直接领导, 日常业务运作由“世界社保研究中心”管理, 首席专家由“世界社保研究中心”主任郑秉文担任。

“社会保障实验室”于 2013 年 2 月开始发布《快讯》和《工作论文》两项产品。其中, 《快讯》产品版权为“社会保障实验室”所有, 未经“社会保障实验室”许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登, 如需使用, 须提前联系“社会保障实验室”并征得该实验室同意, 否则, “社会保障实验室”保留法律追责权利; 《工作论文》版权为作者所有, 未经作者许可, 任何机构或个人不得以抄袭、复制、上网和刊登, 如需引用作者观点, 可注明出处。否则, 作者保留法律追责权利。

如需订阅或退订《快讯》和《工作论文》, 请发送电子邮件至: cisscass@cass.org.cn。

地址: 北京东城区张自忠路 3 号院东院北楼。

电话: (010) 84083506

传真: (010) 84083506

网址: www.cisscass.com

Email: cisscass@cass.org.cn

联系人: 董玉齐