



中国金融四十人研究院  
CHINA FINANCE 40 INSTITUTE

# CF40工作论文

—CF40 WORKING PAPER—

## 积累型养老金与长期资本形成

李波 国际货币法委员会委员  
陈安弟 清华五道口金融学院博士  
郑秉文 中国社科院世界社保研究中心主任

李波、陈安弟、郑秉文（2023），“积累型养老金与长期资本形成”，新金融评论工作论文，2023年第3期（总20期），中国金融四十人论坛。

发表日期：2023.05.19 | 更新日期：2023.05.19

# 积累型养老金与长期资本形成

◎李波 陈安弟 郑秉文

**摘要：**改革开放以来，中国实体经济所需要的股权资本总体上处于稀缺状态，下一步更加依靠科技创新的高质量发展阶段，最紧缺的也不是短期债权资金而是长期股权资金。养老金具有长期缴费、延期支付的特点，是一个国家长期资本的重要来源。我国现行的养老金制度本质上是依靠代际人口红利转移应对当前的支出需求（现收现付型），当期缴纳的养老金当期就花掉了，很少有积累，养老保险基金积累规模占GDP比重大大低于发达国家的平均水平。同时我国长期资本（尤其是股权资本）稀缺，与我国经济总量世界排名第二的地位很不相称，也不利于支持科技创新和控制宏观杠杆率。本文指出，养老金可作为经济系统的重要内生变量来考虑：推动养老金体制转型，逐渐增加养老金积累规模，一方面有利于养老金分享经济发展成果，提高保障能力，妥善应对人口老龄化，另一方面也有利于解决我国长期资本的制度性缺位问题，为我国的经济发展提供长期资本支持。本文建议，大力发展积累型养老金，将第一支柱、第二支柱和第三支柱养老金放入统一的政策框架考虑，通过建立必要的激励机制，提高各支柱养老金的缴费意愿，推动第一支柱从现收现付型向统筹积累型转变，同时提高第二、第三支柱的积累规模，加快各支柱养老金进入投资体制的步伐，促进积累型养老金向长期资

---

作者李波系国际货币法委员会委员，陈安弟系清华五道口金融学院博士，郑秉文系中国社科院世界社保研究中心主任。本文为作者个人观点，不代表供职机构，文责自负。

本的转化，形成养老保障、资本市场、科技创新、经济发展相互促进的良好局面，以积累型养老金体系应对未来的各种挑战，同时，为长期资本形成和控制宏观杠杆率做出贡献。按照上述思路，养老金体制改革的核心要义是优化储蓄结构：将一部分沉淀在银行和房地产中的居民储蓄动员到养老金账户中，并通过高效的投资体制转化为支持经济发展和科技创新的长期资本（尤其是将其中一部分转化为股权资本）。

**关键词：**养老金改革 资本市场 长期股权投资 长期资本 社会保障

自19世纪80年代俾斯麦在德国建立强制性社会养老保险制度以来，经过一百多年发展，全世界有一百多个国家建立了强制性养老金制度。建立该制度的初始目的是为老年人口建立一个社会共济的收入保障机制，确保普通人退休后可以由养老保险中持续获得相当于工作期间一定“替代率”的持续收入，从而避免因劳动能力退化而陷入经济困顿。近几十年来，为应对人口老龄化，实现向退休人口持续支付养老金的目标，各国政府根据不同的理念和具体情况对各自的养老金计划进行了改革。

按照正常人口情况估算，个人养老金缴费从参加工作时即开始，直至退休领取养老金，缴费年限可长达30至40年，但随着人口老龄化的加剧，领取养老金的年限越来越长。从第二和第三支柱个人养老金账户的资金流动情况看<sup>①</sup>，必然是前期逐渐积累，后期逐渐流出；从养老金体系看，由于养老金计划的参与者多、时间跨度长，单个养老金账户的缴费汇总起来就形成了社会财富的蓄水池，对社会财富在时空上的生产和分配形成长期储蓄效应，对世界各国的经济发展具有重要影响。

---

<sup>①</sup> 本文关于第一、第二、第三支柱养老金的定义沿用国内相关文件和学术文献的用法，即第一支柱为国家建立的基本养老保险制度，第二支柱为自愿参加的企业补充养老保险制度，第三支柱为个人自愿建立的账户型养老金制度，与OECD和世界银行的定义有所不同。

由于世界各国在养老金制度的具体设计上差异很大，本文仅就中国现行养老金制度面临的问题以及养老金制度与国内长期资本的关系进行讨论。

## 一、我国现行养老金制度特征是强调集体保障的人口红利型制度

我国现行的养老金制度是在借鉴现代福利国家制度的基础上建立起来的，又考虑了中国当代的具体国情，有非常强的中国特色。主要体现在以下几个方面：

### （一）在立法地位上强调集体保障是我国现行养老金制度的主要特点

和某些发达国家的三支柱养老金体系不同，我国的养老金体系具有非常强的“集体保障”的特点。在基本养老金的设计上，美国经济学家马丁·费尔德斯坦认为<sup>①</sup>，中国的养老保障制度属于一种独特的养老保险制度，即DC型统筹积累制与DB型现收现付制相结合。具体而言，构成基本养老金的缴费端由社会统筹账户和个人账户构成，其中，社会统筹账户的缴费约是个人账户缴费额度的2-2.5倍；在基本养老金的支出端，社会统筹账户采取现收现付，实际上是一种代际转移的集体所有制度；而个人账户的支付水平则与个人缴费形成的账户储蓄额有关。其中，三个支柱中最强调“社会保障”性质的基本养老金得到了国家的强力推动和发展，在国家层面立法并制订了《社会保险法》。据人社部的官方统计<sup>②</sup>，截至2021年底，全国参加基本养老保险人数为10.29亿人，考虑到同期全国就业人口仅为7.5亿，养老金领取人数为3.0亿人，基本养老保险覆盖率与发达国家已十分接近。

第二支柱养老金——企业年金在我国的实施依据是《企业年金办法》，由人力资源和社会保障部、财政部负责联合制定，属于行政规章，其法律地位远低于基本养老保险所依据的《社会保险法》。企业年金没有强制性，由企业

---

① 马丁·费尔德斯坦：《重建中国的社会保障体系》，载《财经》杂志，2004年9月。

② 《2021年人力资源和社会保障事业发展统计公报》，人力资源和社会保障部官网。

自行主办，职工自愿参加，税收优惠上也设定了上限。从企业年金的覆盖范围看，2022年我国参加企业年金的职工人数仅为3010万，约占同期城镇企业职工基本养老保险参保人数的8.3%；领取年金的职工人数仅有226万，不到同期领取基本养老金的城镇职工人数的1.8%<sup>①</sup>。

第三支柱个税递延型商业养老保险自2018年开展试点，在保险产品层面给予一定的税收优惠<sup>②</sup>。但试点至今，第三支柱商业养老保险投保人数只有几万人，保费收入只有几亿元，规模非常小。2023年11月第三支柱个人养老金正式实施，半年来开立个人账户人数达3000万，取得骄人业绩，参加人数不仅远远超过个税递延型商业养老保险，而且赶上运行19年之久的企业年金人数。但由于种种原因，个人养老金缴费资金仅为180亿元。

从养老金资产四个板块的存量看，据最新数据，第一支柱基本养老金结存7.1万亿元（含城乡居保，2021年底），第二支柱企业年金2.87万亿元，职业年金1.9万亿元，第三支柱商业养老保险规模太小可忽略不计，全国社保基金管理的储备基金2.6万亿（去重后）<sup>③</sup>，总计14.5万亿元。其中，第一支柱和战略储备基金占67%，而第二、第三支柱合计仅占33%。由此看来，我国养老金资产的绝大部分来自基本养老金（第一支柱）和国家战略储备，而第二和第三支柱养老金占比很小。

反观发达国家的养老金体系，三个支柱养老金的法律地位基本平等，都是社会保障体系的一部分。以美国的养老金体系为例，强制性的第一支柱基本养老金的依据是《社会保障法案》；而等二、三支柱养老金则分别有《雇员收入保障法》、《国内税收法》等法律、法规予以保障<sup>④</sup>。在相对平等的制度安排下，具有个人储蓄性质的第二、三支柱养老金得到了充分的发展。从美国养老金资产的占比看，第一支柱基本养老金约占10%（美国没有战略储备基金）；第二、三支柱约占90%。

① 《2022年度全国企业年金基金业务数据摘要》，人力资源和社会保障部官网。

② 2018年4月，银保监会、财政部等五部门共同发布《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）和配套政策。目前仅在部分城市试点，而且税前抵扣的金额不超过1.2万元/年。

③ 全国社会保障基金理事会：《社保基金年度报告（2021年度）》，全国社保基金官网。

④ 吴孝芹：《美国补充养老金计划税收优惠政策经验及启示》，载《山东工商学院学报》，2018年第2期。

综上，从不同的立法层次和养老金资产所占比例可以看出，我国的养老金制度在法律安排上并没有将三支柱并列起来。企业年金和商业养老保险等以个人保障为特点的补充养老金在制度安排中没有作为社会保障的一部分予以定位，而是作为个人养老规划的补充事项，政策上给予有限的优惠。

## （二）中国养老金体系的积累十分有限，而居民总储蓄率较高

由于我国基本养老金融资方式主要采取现收现付制，在快速人口老龄化趋势下，对应实际的养老抚养负担，未来将面临严峻挑战。根据国家统计局数据，2022年我国处于16-59岁的劳动力人口8.76亿，60岁以上老年人口2.8亿，老年赡养率为32%。据预测<sup>①</sup>，全国城镇企业职工基本养老保险制度里，领取养老金的人口将从2019年的1.02亿人，分别提高到2025和2035年的1.37亿和1.90亿人，到2050年上升到2.78亿人。在现行退休政策不变条件下，养老保险抚养比将从2019年的2.65人养1人，下降到2050年的1.03人养1人；据权威预测，全国企业职工基本养老保险基金预计到2029年当期出现收不抵支，到2036年累计结余出现赤字<sup>②</sup>。

另外，为应对新冠疫情带来的冲击，中央决定在连续5年阶段性降费的基础上，2020年再次大幅实施“减免缓”养老保险缴费政策，城镇职工基本养老保险基金已经出现收不抵支，收入4.44万亿元，支出5.13万亿元，全年赤字6900亿元<sup>③</sup>。按大口径计算，这是自1997年全国统一城镇职工养老保险制度以来首次出现当期收不抵支<sup>④</sup>。

① 郑秉文：《中国养老金精算报告2019-2050》，中国劳动社会保障出版社，2019年4月。

② 编写组：《党的十九届五中全会<建议>学习辅导百问》，学习出版社、党建读物出版社联合出版，2020年11月。

③ 《2020年人力资源和社会保障事业发展统计公报》，人力资源和社会保障部官网。

④ 2020年首次出现收不抵支是按大口径计算的，即城镇职工基本养老保险收入包括财政补贴。根据人社部发布的历年统计公报，从1997年统一制度以来，每年均有财政补贴注入，1998-2020年财政补贴总计5.7万亿元（其中，2020年为作者估计数），近10年来，财政补贴额稳定在当年支出的15%左右。如按小口径计算，即不包括财政补贴，首次出现收不抵支的年份是2002年，此后，2003年、2014-2020年均出现收不抵支。从20多年的制度演变来看，除雇主和雇员以外，财政部门已成为相对固定的第三方缴费者。

当前养老基金资产存量不足以应对未来的人口老龄化。例如，城镇职工基本养老保险个人账户基本为空账，公众对我国养老金体系的安全感不足，被迫采取预防式储蓄以应对养老需求。因此，我们看到，我国居民存款早已超100万亿元，即使扣除居民户贷款（约54万亿元，主要是购房贷款）后<sup>①</sup>，还有约46万亿元的净储蓄；而且除银行存款外，居民部门还拥有约26万亿元银行理财产品<sup>②</sup>。两者相加，居民部门的金融资产净储蓄应该不低于70万亿元。很多居民买房投资，也是一种储蓄行为，用于抵御养老风险。

我国居民目前的总储蓄率并不低，但储蓄结构存在明显缺陷：绝大部分居民储蓄都是银行存款或房地产，这导致三方面问题。第一，大量储蓄没有形成长期资本，而是通过银行转化为贷款，科技创新缺乏股本支持；第二，企业融资大量依赖贷款，股权融资严重不足，企业杠杆率高，经济金融面临的波动风险大；第三，大量居民储蓄进入房地产市场，导致房价高企，增加了经济和金融的风险，降低了实体经济的竞争力和活力。

### （三）我国养老基金储备与发达国家相比存在巨大差距

OECD成员国的养老基金规模具有代表性，但同时也体现出不均衡性。在非洲大陆，南非的养老基金规模首屈一指，超过了2000亿美元，纳米比亚排名第二，养老基金占其GDP的50%。在拉丁美洲，巴西和智利的养老基金规模排名分别为第一和第二，而智利养老金相对于其GDP规模比例而言排名第一。

OECD目前38个成员国，截至2021年底，第二和第三支柱养老基金总规模高达58.9万亿美元。其中有7国养老基金规模合计占全部OECD成员国养老基金总规模的90%以上，常被业内称之为P7，分别是：美国拥有全球最大的养老基金市场，排名第一，养老基金总计40万亿美元，占比67.3%。英国排名第二，养老基金规模3.8万亿美元，占比6.3%。加拿大排名第三，3.2万亿

① 《其他存款性公司资产负债表（2019年度）》，中国人民银行官网。

② 《中国银行业理财市场年度报告（2020年）》，www.chinawealth.com.cn。

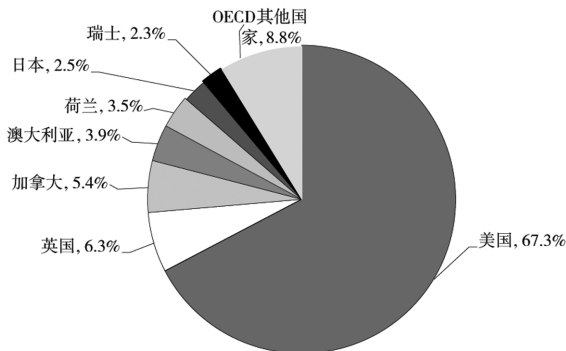


图1 2021年养老金“七强”占OECD各成员国比重

资料来源：Pension Markets in Focus 2022, OECD, 6 February 2023, p.10, figure 1.2.

美元，占5.4%，澳大利亚排名第四，2.3万亿美元，占比3.9%，荷兰第五名，拥有2.1万亿美元，占比3.5%，日本排名第六，1.5万亿，占比2.5%，瑞士排名第七，1.4万亿，占比2.3%。其余31个成员国合计占比8.8%。

当我们将2008年国际金融危机以来15年的养老基金发展变化进行考察时会发现，OECD很多国家养老基金规模都增长十分明显，有的增加了将近一倍，有的甚至翻了两番以上，只有芬兰、匈牙利、日本、西班牙等少数国家呈下降趋势。

从养老基金占GDP比重来看，2008年只有加拿大、丹麦、冰岛与荷兰等4个国家的养老基金规模超过了其GDP的100%，但2021年有9个国家养老基金超过了GDP，增加了澳大利亚、瑞士、英国、美国和瑞典。在P7（养老金七强）里，只有日本的养老基金是31.4%，没有超过GDP的100%，虽然丹麦、冰岛的养老基金由于体量的原因超过GDP的100%，但从规模的角度看却没有进入P7。

从P7或其他养老基金发达的经济体可以看到这样一个规律，凡是建立多支柱养老金体系并且第二、三支柱养老金发达的国家，尤其是第二、三支柱从传统的DB型向DC型完全积累制转型较快的国家，养老基金规模增长都非常迅速。反之，养老基金规模就比较小，有的国家甚至从零开始。例如，希



希腊养老金制度是单支柱的，与很多其他欧洲国家相比，希腊养老金制度很不合理，第一支柱的公共养老金负担沉重。为改变这种结构畸形的失衡状况，希腊2002年开始建立第二支柱自愿型养老金“职业保险基金”，由雇员和雇主共同缴费，实行的是DC型积累制，但发展缓慢，到2007年参与人数仅为1.18万人<sup>①</sup>，占492万劳动人口的0.2%；全部资产仅为2460万欧元，占当年2289亿欧元GDP的0.01%，在OECD成员国中倒数第一。在2010年爆发欧洲主权债务危机之后，希腊加快了发展第二支柱的步伐，在2013年占GDP比例才达到0.5%，到2021年还不到1%<sup>②</sup>，在OECD成员国里仍处于“垫底”的位置。

中国多层次养老基金储备与OECD国家相比只略好于希腊，远远落后于其他国家。OECD成员国养老基金资产占GDP的简单平均比例为49.7%，加权平均为126%。很显然，无论从哪个角度看，我国养老基金资产规模大大落后于OECD国家的平均水平，与我国经济总量世界排名第二的地位很不成比例，存在巨大反差。

## 二、新时代我国养老金制度应该向资本红利型养老金转变

长期资本不足已越来越成为制约我国科技创新、妨碍发挥增长潜力、加大经济周期性波动的重要因素。从各国经验看，养老金是长期资本，尤其是长期资本增量的最重要来源。新时代，我国的养老金制度必须提升养老金的储蓄性质，增加养老金储备规模，并建立市场化的养老金投资体制，以有效发挥养老金的长期资本功能。

### （一）增加养老金储备规模是应对老龄化高峰的迫切需要

如前文所述，建立基本养老金的首要目标是保证退休人员养老金的及时足额发放。在我国现行养老制度建立的初期（2000年前后），城镇职工退休工

① OECD, *Private Pension Outlook 2008*, OECD, 2009, pp.201-202, p.61, figure 2.5, p.243.

② OECD, *Pension at a Glance 2019*, OECD, 2019, p.211, table 9.2.

资标准较低，仅能维持基本的生活水平。即使如此，由于没有积累，很多省市的统筹养老保险基金还处于月收月清状态，甚至挪用了个人账户资金，形成了制度空账。在这种情况下，养老金制度通过高比例的集体统筹和现收现付，保障了制度转型初期的退休职工的基本收入，发挥了重要作用，这个制度延续二十多年至今。从2005年开始，我国基本养老金连续17年提高待遇水平。2020年我国城镇离退休职工1.28亿人<sup>①</sup>，对应基本养老金支出5.13万亿元，人均养老金收入约4.02万元/年，而同期全国城镇居民人均可支配收入为4.38万元<sup>②</sup>，这样的养老金待遇水平实现了较高的收入替代率。

但是，现有的保障水平高本质上是人口红利代际集体转移的结果。考虑到人口的结构因素，如果养老金制度的设计目标仍然只满足于保障“当期发放”而不提高积累规模，那么在老龄化高峰即将到来的未来，我国的养老金制度必然难以完成其保障使命。另外，随着我国经济发展，人民生活水平已经进入了全面小康时代，对未来养老金的保障水平也将提出更高的要求，这必将加剧未来养老金的支付压力。

因此，如何从人口红利型现收现付的集体保障向资本红利型积累制养老金体系转变是摆在我们面前的紧迫课题，对实现中国式现代化意义重大。因此，站在历史的高度看，未来的发展趋势是，从现收现付型养老金体系转向统筹积累型养老金体制过渡是根本出路。

## （二）我国经济发展进入新阶段，对长期资本提出了更高的要求

2012年以前，我国经济发展的主要动力对内是来自城镇化，对外来自经济全球化。2012年以后，我国经济增长进入了降速、提质的新阶段，发展动能面临结构性调整，在供给侧需要更多地依靠创新驱动，在需求侧更需要依靠消费拉动；从全球经济发展的大环境看，2015年以后经济全球化明显放缓，国与国之间的投资和贸易摩擦加剧；2020年的新冠疫情，更加速了全球

① 《2020年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，人力资源和社会保障部官网。

② 《2020年国民经济和社会发展统计公报》，国家统计局官网。

产业链调整的进程。

自改革开放以来，中国实体经济所需要的股权资本总体上处于稀缺状态：加入WTO后，在长达20年的时间内，中国经济每年吸引约500-1500亿美元的外国直接投资（FDI，很多是长期股权资本）。改革开放以来至2018年末，中国累计利用外资2.1万亿美元<sup>①</sup>；国内A股上市公司大部分留存收益都用于企业补充资本金，给股东的现金分红率长期低于30%。即便如此，国内经济发展所需要的长期资本仍然难以满足需要。

在我国的社会融资结构中，各种形式的债务融资占社会融资的绝大部分。根据中国人民银行公布的2022年末社会融资数据<sup>②</sup>：社会融资存量规模为344万亿元。其中，对实体企业的本、外币贷款折合约214万亿元，企业债券余额31万亿元，政府债券余额约60万亿元，仅以上三项占比就接近90%；而非金融企业的股票融资余额仅为10.6万亿元。如果加上人民币私募股权和创投基金投资到实体企业的项目本金余额8.05万亿元<sup>③</sup>，两者合计约为18.65万亿元，即纳入中国金融监管体系的社会融资中，人民币股权融资仅占5.4%。

一般而言，债权融资具有短期、收益固定、到期还本的特点，比较适合支持大型基础设施的项目融资和企业经营性现金周转等场景，不适合作为长期资本金使用。企业发展需要资金投入，尤其是在高速成长阶段最需要的是短期债权资金而是长期股权资金。离开了长期资本的支持，这些企业的创新发展就是无本之木，无源之水。因此，国内企业，尤其是高成长企业存在的普遍问题是，企业通过自身资本的循环难以满足资本需求，必须不断地进行外部融资。而国内企业融资环境的现实是，长期股权资本稀缺，企业被迫选择过高比例的债务融资，拉高了实体企业的正常负债水平。一旦环境出现不利变化，企业容易出现债务危机，并导致金融和经济的波动。

---

① 商务部部长钟山在纪念建国70周年第五场新闻发布会的讲话。<https://finance.sina.com.cn/china/gncj/2019-09-29/doc-iiieczueu9159070.shtml>。

② 《2022年社会融资规模存量统计数据报告》，中国人民银行官网。

③ 《2022年私募基金登记备案综述》，中国证券投资基金业协会官网。

这种情况说明我国的融资体制没有跟上经济发展的内在需要。在国家层面，如何通过制度设计，推动长期资本，尤其是长期股权资本的形成已经是经济健康发展迫在眉睫的问题。

形成反差的是，改革开放40多年来，外资大量进入中国，充分利用中国的市场和人力资源获得了丰厚的资本红利。除了来中国投资办厂的大量外国公司，中国新经济的代表企业，包括阿里巴巴、腾讯、京东、百度、字节跳动（今日头条和抖音的母公司）等从法律架构上均是境外股东控制的国内实体，最终的股东和受益人不少是国外的养老金。仅阿里巴巴和腾讯两家境外上市公司在2020-2021年高峰时期的市值之和一度接近10万亿元人民币，相当于2020年中国GDP的10%，同期所有国内A股上市公司总市值80万亿元的12.5%。而国内上市公司几乎包括了中国的金融、能源、交通、制造、房地产、消费品生产等国民经济各个重要行业的头部企业。正是由于国内长期资本的制度性缺位，客观上为外国的长期资本提供了优厚的回报空间。换句话说，由于欧美等发达国家通过储蓄型养老金体系形成长期资本的能力远远强于我国，这些外国资本为我国过去40年的发展提供长期股权资金支持的同时也获得了丰厚的回报。

如果从更宏观的视野看，长期资本还不仅仅是经济、金融问题，也影响社会治理的方方面面。近期，我国政府围绕互联网和新经济领域进行的一系列市场秩序整顿，比如：个人数据保护、成瘾游戏、规避金融监管的互联网金融、临时用工的劳动力保护、过度的校外教育辅导、文化领域的综合治理等，就与企业运营方的行为背离公共利益有关，自然也影响了投资到这些企业的外国资本。这些现象背后，一个可讨论的视角是全球化背景下，中国与西方发达国家非对称性资本安排（中国没有建立西方发达国家的积累型养老金体系）与商业的相互作用问题：由于本土“在岸”的长期股权资本缺位，在经济全球化和技术创新的过程中，新的技术与商业模式首先吸引了周期长、风险承受力高的“离岸”长期资本，迅速将中国巨大的市场潜力转化为新的业态。这些新业态在一定程度上改变并影响了既有的社会公共利益和治理秩序，形成了巨大的社会张力。

按照拉佐尼克（Lazonick）的创新理论<sup>①</sup>，真正有价值的创新是在现行要素条件下以更低的成本提供更高品质的产品，唯有价值创造和价值实现才是创新。企业需要通过战略、组织和财务安排等公司治理体系来加以应对。长期资本制度对于企业而言，就是财务安排的外部制度，它需要和战略、组织等要素结合起来才能真正产生对社会有价值的创新。企业作为社会的一员，其创新活动应该符合社会价值取向。反过来，社会提供的资本制度也需要和其他的治理要素一起，促进企业的创新。

因此，在经济双循环的背景下，如何在制度层面补充“在岸”的长期资本形成机制并与社会发展的大框架相适应是一个需要认真研究的课题。

### （三）积累型养老金与良性资本市场相辅相成

早在2003年，我国政府就提出要建立多层次资本市场。2004年我国推出了中小板，2009年设立了创业板。2013年党的十八届三中全会《决定》更明确指出，健全多层次资本市场体系，是完善现代市场体系的重要内容，也是促进我国经济转型升级的一项战略任务。2019年，上海科创板正式推出。2021年9月2日，习近平主席在2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会致辞中宣布，为深化新三板改革，设立北京证券交易所。应该说，中央高度重视资本市场建设，相关部门也做了非常多的工作。

但同时也应看到，这些工作基本都是围绕如何丰富和健全股票市场本身而展开的，重点关注的是股票如何发行、交易和流通，我们还应加强对于股权资本最初如何归集、后续如何循环、风险如何分担等问题进行深入系统的研究。近年来有关资本市场改革的讨论越来越多，但人们往往忽略股权资本市场与股票市场的区别、长期资本与短期资本的区别，往往只是笼统地讲发展资本市场、发展直接融资，关注的重点其实是已经发展成熟的企业（近年来，对于上市企业的要求有逐步放松的趋势，但总体上还是

---

<sup>①</sup> 威廉·拉佐尼克、玛丽·奥苏丽文著，黄一义译：《公司治理与产业发展》，北京，人民邮电出版社，2004年。

相对成熟企业为主) 发行股票和上市公司的监管这类涉及散户投资者利益的问题, 缺乏对股权资本市场, 尤其是对国内长期股权资本供给机制的深入讨论, 很少探讨长期股权资本市场如何在企业创建、发展、破产和重组的各个环节发挥资源配置作用, 以及长期股权资本市场和股票市场的相互关系。

严格地说, 在股票市场的投资资金除了少量认购新发股票转化为长期资本进入实体经济外, 其他大部分资金都是以股票和资金交易的方式在证券资产的层面循环。“长期”投资于股票的资金也不必然等同于“长期资金”, 所以, 各个层次的股票市场尽管非常重要, 但并不是资本市场的全部, 甚至不是资本市场最根本的部分。

在谈到养老金的功能时, 正如彼得·德鲁克在《养老金革命》中所指出的, 人们对养老金的讨论“很少提及养老金对经济的影响, 比如对资本市场或则资本构成的影响, 它们讨论的仅仅是各种精算问题和投资组合管理问题”。德鲁克还进一步认为: “企业养老金过去一直都在形成资本, 现在依然在形成资本……企业养老金一直都是美国真正资本形成的两大机构之一, 能够与之相提并论的只有企业留存收益”<sup>①</sup>。德鲁克之后, 学界对养老金与资本市场的关系进行了不少补充和讨论, 但就中国经济高度依赖债权融资、短期融资、缺乏其他有效的长期资本补充机制的具体国情而言, 养老金的长期资金属性对社会资本结构的影响尚未得到足够的重视。

随着我国市场经济体制的逐步深化, 我国政府提出要发挥市场在资源配置中的决定性作用, 而资本市场正是长期资本配置的关键场所。对于我国经济体系而言, 积累型养老金就像是燃烧热值高的高标号汽油, 资本市场就像发动机, 宏观经济则像开行的汽车。秩序良好的资本市场发动机可以将高标号汽油燃烧(生产要素)产生的动力源源不断地提供(配置)给宏观经济这部汽车; 反过来, 如果没有发动机的转化, 汽油也无法发挥其功能。

<sup>①</sup> 彼得·德鲁克:《养老金革命》, 东方出版社, 2009年, 第33-34页, 第70页。

另一方面，对积累型养老金来说，其配置的最佳去处之一就是资本市场，尤其是长期股权市场。随着我国资本市场良性秩序的逐步建立，养老金投资于资本市场的系统风险将进一步降低。可以说，我国积累型养老金和资本市场相生相长的时代正在到来。

### 三、应跳出保障看我国养老金改革并将之作为生产要素改革的一部分

养老金改革不仅关乎社会保障的长期财务可持续性，也是中国特色社会主义市场经济长期生产要素改革的一个重要部分。近年来，养老金改革在增收、节支和调剂等方面都有很多有效措施，取得了较好效果，比如，延长退休年龄、建立中央调剂制度、实现全国统筹，国资划转、提高缴费激励性、做大蛋糕、扩大第二支柱、建立第三支柱，等等。在理论探讨中，也有观点认为，个人账户养老金和企业年金等具有储蓄特点的养老金，自我保障属性较强，与第一支柱基本养老金的共济性质（尤其是统筹账户资金）和社会财富的再分配在方向上不一致，认为鼓励做大储蓄型养老金会加剧社会的不公。

这些顾虑看似有一定道理，但忽略了两个基本问题；一是我国当前以“集体保障”为主的养老金体系是在起步时一穷二白条件下的不得已的选择，空账运行也是客观条件约束的结果。如果无视人口老龄化，未来代际红利为负的事实；不考虑通过积累、储备和增值建立真正可持续养老金制度，必将在未来陷入老龄化的集体困境。其次，目前第一支柱养老保险制度存有一定的基金结余，这说明前期的人口红利在一定程度上已产生相当规模的累积效应。按照现行的法规，20年来，这些资金的绝大部分仅获取低风险的债权收益，失去了长期资金本应分享的经济高速增长成果，实际上是一种很大的浪费。

由于制度性缺位，我国的经济体系实际上处于长期资本的赤字状态：一方面，中国现有的绝大部分第一支柱养老金结余既没有分享中国经济高速增长成果，也没有用于当期支付，处于一种沉淀和闲置状态；另一方面，中

国经济发展极缺的长期资本又无法在原有的体系中得到足额的补充，导致经济处于长期资本赤字状态。具体表现是，我国金融体系每隔若干年就来一次系统性的债转股操作，其根本原因正是没有长期股本金的补充机制。这种系统性的债转股容易鼓励道德风险，隐含了较大的制度成本，对社会正常的生产活动也容易造成不必要的扰动。

从2013年左右开始大规模开展的银行资产管理业务中，不少银行将理财资金进行“资金池”运作，将部分短期资金配置到长期资产中以获得更高的理财产品投资收益。在高峰期30万亿元的理财产品总规模中，配置到长期股权的规模估计在万亿数量级。资金池的运作模式，客观上起到了将短期小额资金汇聚成长期资本的效果；但这种做法存在一定的流动性风险，影响金融体系的稳定。2018年实施资管新规后，银行理财产品必须期限和产品匹配。从金融监管角度看，这些政策措施是正确的，但在实践中，单个的个人投资者极少会购买产品期限在5年以上的长期理财产品。从金融资源的宏观配置的角度看，居民储蓄向长期股权资本的转化事实上难以完成。过去几年银行理财市场的实践表明，如果没有一个合理的制度安排，再多的短期资金也难以自发汇集成长期资本，就像无法将众多小舢板依靠捆绑做成航空母舰一样。

因此，养老金改革不仅是社会保障体系的历史演进，也是涉及社会主义市场经济长期生产要素改革的重要命题。对此，周小川指出“养老金是资本市场长期稳定资金的重要来源，对金融资源有效配置至关重要；……养老金改革主要与生产率密切相关，还关系到我国能否顺利跨越中等收入陷阱”<sup>①</sup>。

总的来看，养老金改革不能仅仅就保障谈保障，还须站在整个社会经济发展所必须的长期储蓄需求和长期资本供给的角度看问题；站在中国社会经济进入新的历史阶段需要更有效的生产要素市场看问题；只有这样，才能登高望远、全局谋划，真正解决问题。

<sup>①</sup> 周小川：《养老金改革考验我们经济学的功底和智慧》，《金融研究》，2020年第1期。



#### 四、对我国养老金改革的四项建议

如前所述，养老金是最优质的长期资本，具有长期属性并具有财富储蓄的特点，政府应该通过合理的制度安排引导养老金的积累和向长期资本的转化，其具体思路是将第一支柱、第二支柱和第三支柱养老金都放入统一的政策框架考虑，通过建立必要的激励机制，提高各支柱养老金的缴费意愿，推动第一支柱从现收现付型向统筹积累型转变，同时提高第二、第三支柱的积累规模，加快各支柱养老金进入投资体制的步伐，促进积累型养老金向长期资本的转化，以积累型养老金体系应对未来的各种挑战，同时，为长期资本形成和控制宏观杠杆率做出贡献。按照这样的思路，养老金体制改革的核心要义是优化储蓄结构：将一部分沉淀在银行和房地产中的居民储蓄动员到养老金账户中，并通过高效的投资体制转化为支持经济发展和科技创新的长期资本（尤其是股权资本）。基于这样的认识，对养老金改革我们提出如下四项具体改革建议：

##### （一）要在制度安排上扩大积累型养老金涵盖范围和做大养老金存量规模

从制度安排上扩大积累型养老金体系的涵盖范围，做大养老金的存量规模。除第一支柱基本养老保险外，应将第二支柱企业年金和职业年金、第三支柱个人养老金制度覆盖的各种养老金产品正式纳入养老保险制度框架内，并提高立法层次，以国家立法的名义正式将三支柱养老金架构纳入社会保障体系。我国三支柱养老金体系有三个账户，除税收优惠外，可以考虑更多的激励机制，提高透明度，按照自愿的原则，提高养老金的储蓄意愿和累积存量。第一支柱基本养老保险个人账户具有强制性储蓄功能，如果缴费比例过高必然挤占其他支柱养老金的发展并减少个人的可支配收入，不利于经济发展；第二支柱和第三支柱养老金是自愿储蓄型制度，只要能通过税收优惠的制度设计将其覆盖的养老金产品纳入进来并界定为养老目的，那么整个社会养老金存量就有大幅提高的可能，这是应对人口老龄化高峰的必然选择。总之，做大养老金存量规模的解决之道从根本上看在于向统筹积累型转变和大力发展第二、第三支

柱，长期看，这是中国养老金制度安排的理想选择。当然，加拿大第一支柱CPP没有个人账户的“DB型部分积累制”作为一个新范式也可达到做大养老基金存量规模的目的，这也是一个选项，同样需要极大付出，砥砺前行。

### （二）要高度重视养老金除保障功能之外的社会储备功能

站在社会生产要素的组织和长期资本增值的高度，必须重视养老金除保障功能之外的社会储备功能，合理制定养老金的投资政策。如周小川所指出，养老金改革是一个多维复杂的系统<sup>①</sup>。随着中国经济的发展，养老金问题不能将其视为经济发展的外生变量；其长期储备性质和巨大的规模效应，已经成为经济体系的重要内生变量。养老金制度设计将对整个社会的经济产出产生重大影响。这种影响反过来也会影响养老金的社会保障功能。换言之，推动养老金体制转型，逐渐增加养老金积累规模，一方面有利于养老金分享经济发展成果，提高保障能力，妥善应对人口老龄化，另一方面还有利于解决我国长期资本的制度性缺位问题，为我国的经济发展提供长期资本支持。因此，面对新的形势，政策制定者须直面真正的长期保障需求，结合国内长期资本的制度安排，重新审视养老金（尤其是积累型养老金）的投资政策。就是说，长期看，既要重视养老金的保障功能，又要高度重视养老金的社会储备功能。兼顾了保障功能和储备功能，就基本可以解决长期资本制度性缺位问题，进而解决我国经济发展的后劲和长期资金支撑的难题。反过来，良好的经济发展环境和资本市场条件又可反哺养老基金的增长，养老基金就可以分享社会经济发展的成果，为应对人口老龄化提供物质保障，这样，就可形成养老保障、资本市场、科技创新、经济发展相互促进的良好局面。

### （三）待条件成熟时应逐渐发挥个人账户的储蓄功能

20多年前，决策者们将城镇企业职工基本养老保险设计成社会统筹和个人账户相结合的制度，旨在既要发挥社会共济和再分配的功能，又要“楔

<sup>①</sup> 周小川：《养老金改革考验我们经济学的功底和智慧》，《金融研究》，2020年第1期。

入”实账积累的功能，调动个人积极性，提高制度的财务可持续性。但由于种种原因，特别是由于GDP高速增长带动社会平均工资高速增长，在银行存款利率较低的情况下，各级政府均无做实账户的积极性，因为这样的发展阶段和增长背景意味着不能满足艾伦条件<sup>①</sup>，部分积累型的养老金制度将面临巨大福利损失。虽然2000年到2012年十几个省份先后加入做实个人账户试点，但最终仍不尽人意。针对这个现状，2013年中央果断作出决定，将“做实个人账户”转变为“完善个人账户”，将实账的FDC转变为记账凭证的NDC。展望未来，随着经济增速逐渐放缓，社会平均工资增速也必将逐渐进入稳态，待条件成熟时，逐渐发挥个人账户储蓄功能的问题应适时提到议事日程。如果因为目前实行的是名义账户就取消个人账户，那就意味着未来养老金储蓄功能的载体被人为丢弃。鉴于此，目前统账结合的制度结构应坚持下去，不应取消个人账户。相反，应抓紧研究如何实现个人账户的储蓄功能。事实上，为增强制度缴费激励性和提高储蓄功能，个人账户规模和比例应逐渐提高，而不是缩小。实现养老金制度从现收现付向预筹积累型转变<sup>②</sup>，这是很多国家积极转型的一个方向，我国在条件逐步成熟时择机做实个人账户也是中央提出“完善个人账户制度”的题中应有之义。

#### （四）第一支柱基本养老保险基金应加快进入投资体制，并适当调整其投资政策

国际实践证明，在养老金全球改革趋势中，建立和改革养老基金投资体制越发显示出其重要作用。先看我国的全国社保基金理事会。自2000年建立

---

<sup>①</sup> 根据艾伦条件，生物收益率是社会平均工资增长率与人口自然增长率二者之和，当生物收益率大于实际利率时，DC型完全积累制的养老金制度将导致福利损失，是不可取的，这时，DB型现收现付制则是有效率的，可实现资源配置的代际帕累托最优。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》，载《华中科技大学学报》期刊，2021年第3期。

<sup>②</sup> 吴素萍、曹滔编：《养老金改革的分析框架与路径选择——周小川有关论述汇编》，中国金融出版社，2020年10月，第17页。

全国社保基金至2021年，全国社保基金权益高达27005亿元<sup>①</sup>，年均收益率8.3%，其中，2020年投资收益率高达15.84%，累计投资增值余额高达17958亿元，而累计财政性净拨入为10271亿元，超出了本金投入额。再看加拿大养老基金公司（CPPIB）投资的重要作用<sup>②</sup>：1997年之前加拿大养老金计划（CPP）的基金投资策略是购买国债，总缴费是6.10%（雇主3.05%，雇员3.05%），但由于老龄化的原因，缴费率将不断提高，预测到2030年将提高到15.43%才能满足收支平衡。但1997年实施市场化和国际化的投资体制改革之后，总缴费率设定为9.90%（雇主4.95%，雇员4.95%），这个费率水平可一直持续到2100年而无须提高缴费率，就是说，投资的市场风险回报为加拿大参保人“降低”了缴费率，为抵御人口老龄化发挥了重要贡献。加拿大1997年改革至今已有二十多年，其养老基金制度运行各个参数良好，与二十多年前的预测十分吻合，甚至要略好于当年的预测。我国的全国社保基金和加拿大养老基金的两个案例显示，国家基本养老保险基金应尽早建立起一个专业化和市场化的投资管理体制，中央作出的我国城镇基本养老保险基金“入市”的战略决策是非常正确的，这是提高其制度财务可持续能力的一个重要途径，同时，对转化为长期资本也具有重要意义。

由于历史的原因，我国城镇职工基本养老保险试点是从基层开始起步的，基金统筹层次以市县为主，这将有利于压实基层政府社保费的征缴责任，提高地方政府的征缴积极性，维持地区的基金收支平衡。但由于劳动力流动等原因，地区间养老保险基金累计储备余额必将出现失衡，沿海发达地区沉淀的基金较多，而欠发达地区则往往收不抵支，不仅导致各级财政每年提供大量补贴，而且也为基金集中投资带来困难。虽然《基本养老保险基金投资管理办法》实施近8年，但在目前我国城镇职工基本养老保险基金已积累的6万亿元中，各地归集和委托给全国社保基金理事会投资的规模只有1.7

① 全国社会保障基金理事会：《社保基金年度报告（2021年度）》，全国社保基金官网。

② 郑秉文：《加拿大养老金“DB型部分积累制”新范式20年回望与评估——降低养老保险费率的一个创举》，载《经济社会体制比较》期刊，2017年第6期，第87-117页。

万亿元，未进入投资体制的协议银行存款利率仅为3%，如以全国社保基金受托投资运营的城镇职工基本养老保险基金平均收益率5.6%为基准来计算的话，每年未进入投资体制的基金投资收益损失就达千亿元左右。鉴于2022年1月城镇职工基本养老保险已实现全国统筹（调剂性质），建议加快基本养老保险基金的投资进程，以最大限度地提高基本养老保险的财务可持续性。

另外，需要特别指出的是，由于监管理念、现收现付的制度设计等原因，我国养老金体系已经实行市场化投资的几万亿元养老金（部分委托的基本养老保险基金、企业年金、职业年金、养老保险产品）的投资政策基本都是按照可当期给付的流动性要求来制定的，实际上是长枪短打，没有发挥长期资金的优势。有一句形象的话描述了我国养老金的投资配置现状，就像“长跑运动员不断进行着短跑训练”。积累型养老金如果长期处于高流动性配置状态，就无法将宏观意义上的储蓄转化为长期投资，就无缘分享经济增长中最具价值的部分，在某种程度上也失去了积累型养老金的意义。下一步，可研究适当调整养老金投资政策使其充分发挥其长期资金的投资功能。

### 参考文献

- [1] 彼得·德鲁克：《养老金革命》，东方出版社，2009年。
- [2] 编写组：《党的十九届五中全会<建议>学习辅导百问》，学习出版社、党建读物出版社联合出版，2020年11月。
- [3] 马丁·费尔德斯坦：《重建中国的社会保障体系》，载《财经》杂志，2004年9月。
- [4] 威廉·拉佐尼克、玛丽·奥苏丽文著，黄一义译：《公司治理与产业发展》，北京，人民邮电出版社，2004年。
- [5] 吴孝芹：《美国补充养老金计划税收优惠政策经验及启示》，载《山东工商学院学报》期刊，2018年第2期。
- [6] 吴素萍、曹滔编：《养老金改革的分析框架与路径选择——周小川有关论述汇编》，中国金融出版社，2020年10月。
- [7] 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》，载《华中科技大学学报》期刊，2021年第3期。
- [8] 郑秉文：《加拿大养老金“DB型部分积累制”新范式20年回望与评估——降低养老保险费率的一个创举》，载《经济社会体制比较》期刊，2017年第6期。
- [9] 周小川，《养老金改革考验我们经济学的功底和智慧》，《金融研究》期刊，2020年第1期。
- [10] 国家统计局官网。
- [11] 全国社保基金理事会官网。
- [12] 人力资源和社会保障部官网。
- [13] 中国人民银行官网。
- [14] Pension Markets in Focus 2019, OECD, 20 Oct.2019.
- [15] Pension at a Glance 2019, OECD, 2019.
- [16] Private Pension Outlook 2008, OECD, 2009.

# Accumulated Pension System and Long-term Capital Formation

Li Bo, Chen Andi and Zheng Bingwen

**Abstract:** Since the Reform and Open-up Policy carried on, China's economy has been, in general, short of long-term equity capital. When China enters into a new high-quality developing stage, long-term equity capital is scarcer than short-term debt. Pension is one of the important resources of long-term capital because of long contribution term and deferral payment. Currently, China's pension system is a Pay-As-You-Go (PAYG) system relying on transferring demographic dividend to support the pay demand. In such a system, the contributions of pension has been used off and less saved. The percentage of China's pension saving amount to GDP is far less than the average level of developed countries and not matching to the status of the world second largest economy. The scarcity of long-term capital (especially long-term equity capital) is not supportive to technical innovation and macro leverage curbing. This paper argues that pension systems could be regarded as an important internal viable of an economy model. On one hand, stepping up pension system reform and increasing pension savings would help the pension system benefiting from the economic development, improving social insurance capacity to cope with aging problem; on the other hand, it would help to fill up the gap of long-term capital supplement mechanics and provide long-term capital for the economy. This paper suggests that Chinese government should promote to developing an funded-type of pension system to put the pillar 1, 2 and 3 of pension system into a unified frame work. Through building up incentive-compatible mechanics to improve the contribution willingness, Pillar 1 of the pension system would transfer from PAYG to half-funded-type of pension(to finance the individual accounts) while pillar 2 and 3 would increase. Based on these measures, facilitating pension investment and promoting funded-type of pension to transfer into long-term capital could help to create the win-win solution to social insurance, capital markets development, technical innovation and economic development. It could also deal with challenges in future through long-term capital formation and curbing macro leverage ratio. In conclusion, the key points of pension system

reform are optimizing saving structure: facilitating a portion of savings from real estate market and commercial banks transfer into pension accounts and becoming long-term capital (especially long-term equity capital) to support economic development and technical innovation through high efficient investment system.

**Keywords:** pension reform, capital market, long-term equity investment, long-term capital, social security