

中国养老金融发展的 主要挑战及应对策略

张 明

内 容 提 要 在人口老龄化加剧背景下,如何加快养老金融发展是中国金融体系事业发展的重要任务之一。当前中国养老金融发展面临五方面挑战:一是养老保险三支柱发展不平衡;二是人口流动加快对以地方政府为主的养老体系造成冲击;三是资本市场“易跌难涨”给养老金保值增值带来挑战;四是老龄化少子化不婚化现象并存;五是“未富先老”的现象较明显。为更好地应对上述挑战,本文提出以下政策建议:第一,大力发展多层次、多支柱养老金制度,着力夯实基本养老保险,积极推动企业年金与个人养老金发展;第二,将基本养老金收支更多交由中央政府来统筹;第三,塑造“牛长熊短”、股指长期内不断上涨的股票市场;第四,将房地产市场发展与养老体系构建更好地联系起来,在部分有条件地区实现“以房养老”;第五,采取一系列综合措施以缓解人口老龄化少子化不婚化现象。

关 键 词 养老金融;三大支柱;以房养老;股票市场;老龄化

JEL 分类号 G22, H55

作 者 简 介 张明:中国社会科学院大学应用经济学院/中国社会科学院世界经济与政治研究所 北京市东城区建国门内大街 5 号 100732 电子邮箱:zhangming@cass.org.cn。

基 金 项 目 中国社会科学院学科建设“登峰战略”资助计划优势学科“金融与发展”(DF2023YS28);中国社会科学院金融研究所创新工程项目“以金融高质量开放,推动金融强国建设”。

一、引言

2023 年召开的首届中央金融工作会议指出，要做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”。2025 年 3 月，国务院办公厅在《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》中指出，要健全应对人口老龄化的养老金融体系，具体包括五个方面：一是持续完善养老金融相关政策，强化银发经济金融支持，促进中国式养老事业高质量发展；二是服务多层次、多支柱养老保险体系发展，为建立企业年金或职业年金的单位及其职工，以及个人养老金参加人提供更加便捷的金融服务；三是加强养老资金投资管理，推动实现养老金稳健增值；四是大力发展商业保险年金，探索与健康、养老照护等服务有效衔接；五是加强金融知识宣传教育，加大涉老非法金融活动防范和打击力度，保障老年人合法金融权益。

中国是一个人口众多的发展中大国，但也是一个快速老龄化的大国。当前，中国养老保险体系已经从现收现付制逐渐过渡至社会统筹与个人账户制相结合的模式。^① 在养老保险体系过渡进程中，如何应对人口老龄化加剧的冲击，成为中国养老保险体系面临的重要挑战。金融系统如何帮助中国政府更好地应对上述挑战，可谓当前中国养老金融发展的最重要任务。

二、中国养老金融发展面临的五大挑战

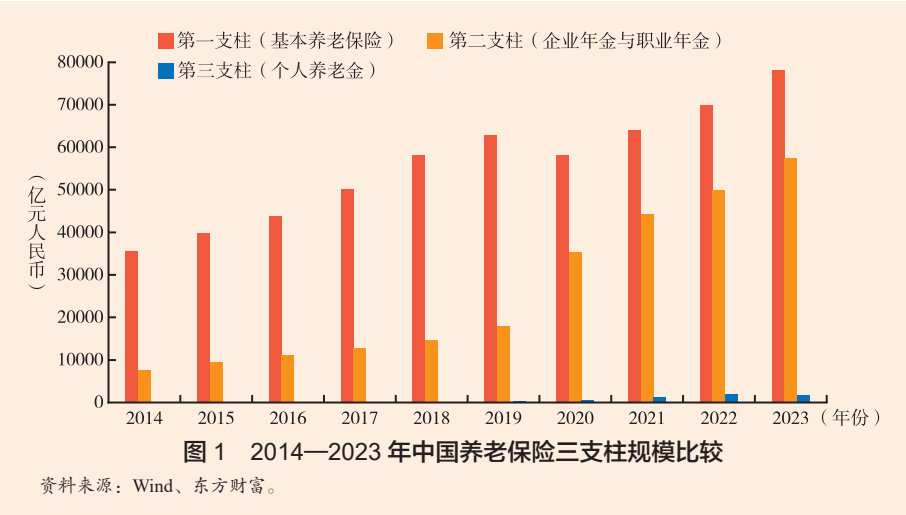
（一）养老保险三支柱发展不平衡

众所周知，一个国家的养老金有三大支柱：第一支柱是国家强制养老保险（基本养老保险），第二支柱是企业年金与职业年金，第三支柱是个人养老金。如图 1 所示，迄今为止，中国养老金三大支柱的格局为：政府基本养老保险依然是最重要的主体，个人养老金发展明显不足，企业年金与职业年金发展居中。

^① 现收现付制（Pay As You Go）是指预先计算出一定时期内一国养老保险的总支出额，然后据此确定用人单位和劳动者的缴费比例并进行征缴。该模式以实现短期内横向收支平衡为原则，实则是在在职职工的缴费支付退休人员的养老金，体现了代际转移的特点。个人账户制也称完全积累制（Fully Accumulated Model），是指将用人单位和劳动者按一定比例缴纳的养老保险费全部存入劳动者个人养老保险账户，交由某一投资基金进行管理投资以实现保值增值。该模式以养老基金的长期纵向平衡为原则。

政府基本养老保险方面存在显著的城乡差距。国家统计局数据显示，截至 2023 年年底，全国城镇企业职工基本养老保险月人均 3573 元，而全国农村居民基本养老保险月人均仅为 193 元。养老保险领域的城乡差距亟待缩小。养老金水平在机关事业单位、城镇企业和城乡居民之间存在巨大差距（刘世锦，2025）。2024 年居民养老金平均每月 240 元，仅相当于农村可支配收入的 12% 和低保标准的 40%，远不能覆盖生活开支（郭树清，2025）。职工养老金约是平均居民养老金的 14 倍，存在很大差距。

虽然企业年金与职业年金的整体规模近年来增长较快，但这两类年金覆盖人数非常有限。2022 年全国企业年金的参与人数仅为 3010 万人。相比之下，同年我国基本养老保险的覆盖人数达到 10.53 亿人。前者不足后者的 3%，这说明绝大多数中国国民目前只有第一支柱的退休收入保障（常勇等，2024）。郭树清（2025）指出，我国基本养老保险形成城镇职工、城乡居民（90% 以上为农村居民）和公务人员（机关事业单位人员）三个体制系统，共有近 11 亿人参加。而第二支柱（企业年金和职业年金）合计覆盖 7000 多万人。



中国的养老金体系与美国存在鲜明的差异。2023 年，中国第一支柱（基本养老保险）规模为 7.8 万亿元人民币，占比 57%；第二支柱（企业年金与职业年金）规模为 5.8 万亿元人民币，占比 43%；第三支柱（个人养老金）规模为 0.2 万亿元人民币，占比 2%。

业年金)规模为 5.7 万亿元人民币,占比 42%;第三支柱(个人养老金)规模为 1855 亿元人民币,占比仅 1%。相比之下,同年美国第一支柱——联邦社保基金(Old Age, Survivors and, Disability Insurance Program, OASDI)规模为 2.8 万亿美元,占比 7%;第二支柱——雇主养老保险计划(DB+DC^①)规模为 22.0 万亿美元,占比 54%;第三支柱——个人退休储蓄账户(Individual Retirement Accounts, IRAs)规模为 15.9 万亿美元,占比 39%。^②不难看出,中国养老金体系是政府加企业为主,个人养老金发展明显不足;而美国养老金体系是企业加个人为主,政府扮演的角色有限。值得一提的是,中国养老金体系的格局与日本较为类似。截至 2021 年末,日本第一支柱(公共养老金,包括国民年金和厚生年金)的占比为 61.7%;第二支柱(企业养老金,包括 DB 与 DC)的占比为 29.4%;第三支柱(个人养老金,包括 iDeCo 计划与 NISA 计划)的占比为 8.9%。^③

除养老金三大支柱的相对规模外,养老金的总体规模也非常重要。如前所述,2023 年美国三大支柱养老金总额达到 40.7 万亿美元,占当年美国 GDP 的 147%;而同年中国三大支柱养老金总额达到 13.75 万亿元人民币,仅为当年中国 GDP 的 10.6%。中美养老金总体规模的差距,在一定程度上与养老保险制度有关,美国是个人账户制,而中国实施的是社会统筹与个人账户相结合的养老金制度。

(二) 人口流动加快对以地方政府为主的养老体系造成冲击

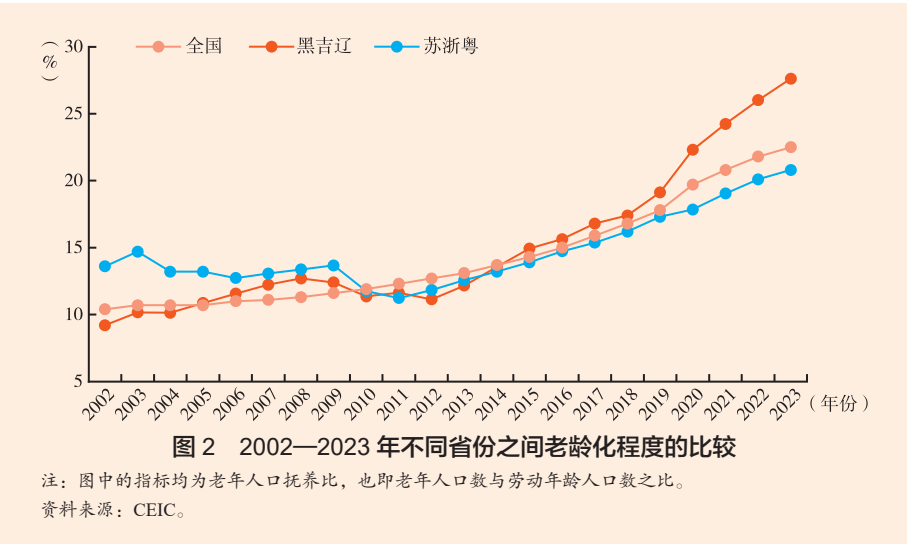
改革开放几十年来,中国人口流动现象非常突出,主要呈现出中青年劳动力从中西部地区(包括东北地区)向东南部地区流动的特点,这就造成从常住人口视角来看,中西部地区与东北地区人口老龄化加剧和东南部地区人

① DB (Defined Benefit) 是指确定给付型计划,也即企业首先确定员工在退休后能够享受到的待遇,再反过来确定企业目前应该缴纳的保险费用。DC (Defined Contribution) 是指确定缴费型计划,也即企业首先确定养老保险缴费水平,未来领取的养老金金额并不确定。在 DB 计划下,企业主要承担投资风险。而在 DC 计划下,职工主要承担投资风险。DB 与 DC 两种计划各有利弊,应该相互补充共同发展。

② 以上数据引自 <https://zhuanlan.zhihu.com/p/10902935855>。

③ 以上数据引自 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1825078422688332365&wfr=spider&for=pc>。

口相对年轻的特征事实。然而，中国养老体系目前仍以地方政府为主，这就造成在中西部地区和东北地区，上缴养老金的人数少但领取养老金的人数多；而在东南部地区，上缴养老金的人数多但领取养老金的人数少的不平衡问题。如图 2 所示，近年来广东、江苏、浙江的老龄化程度显著低于全国水平，而东三省老龄化程度则显著高于全国水平。省级老龄化程度的差异进一步造成人口集中流入地区社保收支持续盈余，而人口集中流出地区社保收支持续亏损的局面。



2018 年 7 月，我国建立养老保险基金中央调剂制度，适度平衡省际之间养老保险基金负担，迈开全国统筹的第一步。根据政府发布的数据，2023 年养老金调出的主要省份为：广东调出 1158 亿元、北京调出 364 亿元、江苏调出 177 亿元、安徽调出 116 亿元。同年养老金调入的主要省份为：辽宁调入 844 亿元、黑龙江调入 829 亿元、内蒙古调入 220 亿元、吉林调入 219 亿元。^①不难看出，人口流入最多的广东省是每年养老金的主要调出方，而人口大量外流的东北地区是每年养老金的主要调入方。如果没有中央层面养老金的调剂，那么人口流出省份的养老体系将难以为继。

① 以上数据引自 https://news.sohu.com/a/786233153_121124569。

（三）资本市场“易跌难涨”给养老金保值增值带来挑战

国际经验显示，一个国家金融市场的深化与开放是促进其养老金体系发展壮大的先决条件。养老金投资集中于长期内能够带来较为稳定收益的金融资产。为了能够长期跑赢通货膨胀率，一国养老金必然会有部分比例投资于股权资产。因此，股权资产能否在长期内带来可观收益，将会显著影响一国养老金的可持续性。如图3所示，从21世纪初至今，美国道琼斯工业平均指数呈现出显著的上涨趋势，尤其是在2008年全球金融危机之后，美国股市呈现出“牛长熊短”、指数长期内不断上升的趋势，这种情形自然有利于美国养老金的保值增值。相比之下，上证综指呈现出更大的波动性，且长期来看总体上涨幅度显著低于道琼斯工业平均指数。

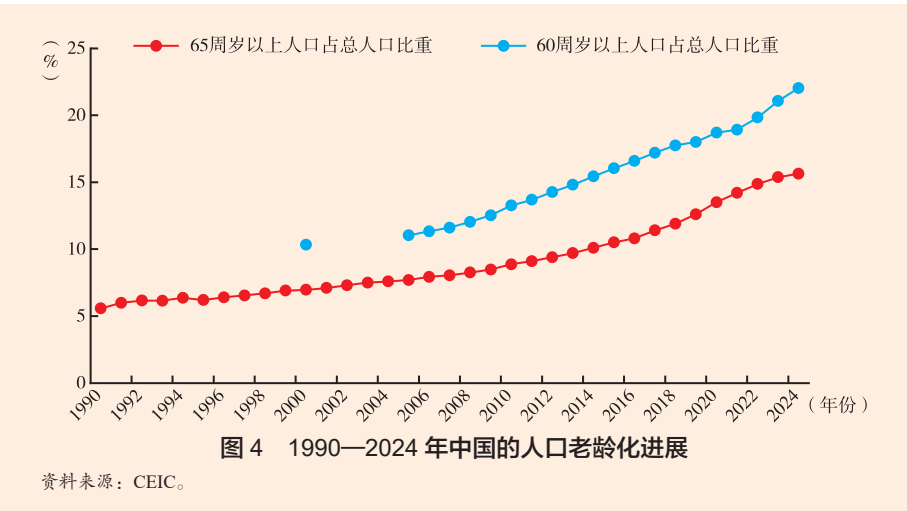


中国股市呈现出“易跌难涨”“牛短熊长”的特征，如果不能改变这一特征，中国养老金的保值增值无疑将会面临更大压力。一方面，在“牛短熊长”的股市里，长期投资者和价值投资者难以获得可观收益，收益率甚至可能跑不赢通货膨胀率，这就使得养老金的第二支柱与第三支柱难以发展壮大。另一方面，如果以养老基金为代表的长期投资者迟迟发展不起来，散户与投机性很强

的机构投资者就会继续主导股票市场的交易，这会强化股市的投机性，延续“易跌难涨”与“牛短熊长”的特征。

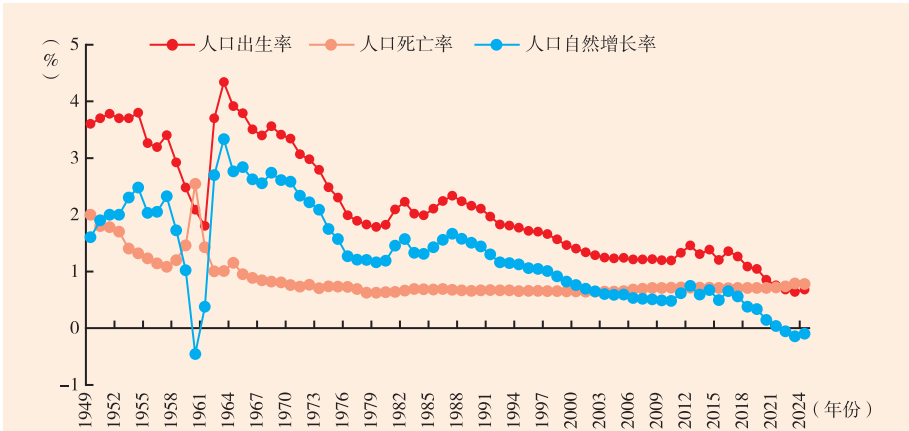
（四）老龄化少子化不婚化现象并存

中国目前已处于深度老龄化社会，且老龄化程度仍在不断加深。衡量老龄化社会的标准大致有两种：一是 60 周岁以上人口占到总人口的 10%，二是 65 周岁以上人口占到总人口的 7%。用第一种标准来衡量，中国在 1999 年进入老龄化社会。用第二种标准来衡量，中国在 2000 年进入老龄化社会。如果一个国家 65 周岁以上人口占总人口比重超过 14%，那么该国就进入了深度老龄化社会。用该标准来衡量，则中国在 2021 年正式进入深度老龄化社会。2021—2024 年，中国 65 周岁以上人口占总人口比重进一步从 14.2% 上升至 15.6%（见图 4）。如果一个国家 65 周岁以上人口占总人口比重超过 20%，该国就被认为进入了超级老龄化社会。预计中国将在 2030 年前后进入超级老龄化社会。

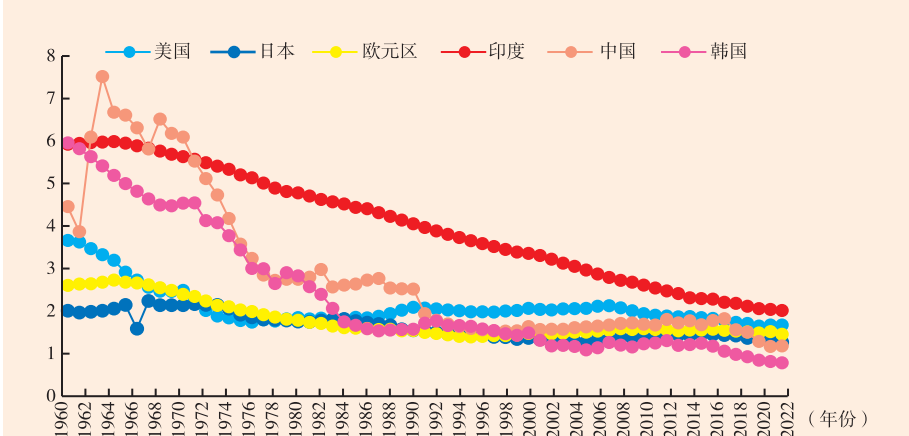


从少子化角度来看，如图 5 所示，中国的人口出生率已经由 1978 年的 1.8% 下降至 2024 年的 0.7%。值得注意的是，2022 年至今，由于人口死亡率持续超过人口出生率，导致中国人口的自然增长率已经连续三年为负，这意味着 2021 年成为中国人口总数的历史性峰值。另一个用来衡量生育率的通行指

标是总和生育率（Total Fertility Rate, TFR），也即平均每对夫妇生育的子女数量。国际上通常把 2.1 作为总和生育率的人口世代更替水平。然而，中国的总和生育率已经由 1960 年的 6.00 下降至 2010 年的 1.69。到 2022 年，中国的总和生育率进一步下降至 1.18，在全球主要经济体中位居倒数第二，仅略高于韩国（见图 6）。值得一提的是，2024 年中国出生人口为 954 万人，与 2023 年相比增加了 52 万人，这是自 2016 年以来出生人口连续七年下降后的首次回升。不过，这一趋势能否持续，仍面临着很大的不确定性。



资料来源：CEIC。



资料来源：世界银行。

从不婚化来看,中国的年度结婚对数在 2013 年达到 1346.9 万对的历史性峰值,到 2024 年已经下降至 610.6 万对。后者是自 1978 年以来的历史新低。除结婚数量下降之外,中国年轻人的初婚年龄也持续攀升,由 2010 年的 24.9 岁上升至 2023 年的 30.1 岁。一方面,年轻人口下降、适婚人群萎缩是中国结婚数量下降的客观原因;另一方面,育儿负担加剧、思想观念变化、婚育年龄推迟等主观因素也进一步影响了中国年轻人的结婚意愿。

老龄化、少子化、不婚化三个现象是彼此关联、互为因果的。年轻人的不婚化自然会加剧少子化,而少子化将在一段时间之后进一步加剧老龄化。虽然从国际比较来看,少子化是一个全球性趋势,但不容否认的是,中国总和生育率的下降在主要经济体中是非常突出的。老龄化的加剧无疑将对中国养老保险体系的可持续性带来挑战。2010 年通过的《中华人民共和国社会保险法》规定,中国的基本养老保险实行社会统筹与个人账户相结合的模式,基本养老保险基金由用人单位和个人缴费以及政府补贴等组成。但在该法律实施之前,中国实施的主要是现收现付制。这就意味着,在较为漫长的过渡期内,随着老龄化的加剧,养老金的缺口以及由此产生的政府财政补贴压力将会显著加大。

(五)“未富先老”的现象较为明显

与其他主要发达经济体不同,中国的老龄化还面临着“未富先老”的挑战。如表 1 所示,在美国、日本与韩国各自达到深度老龄化社会的时候,其人均 GDP 分别约为 5.3 万美元、4.0 万美元与 3.5 万美元;而在中国达到深度老龄化社会时,其人均 GDP 仅约为 1.3 万美元。“未富先老”的现象至少将为养老体系带来两大挑战:第一,对个人而言,其积累的储蓄或资产相对而言更难以满足老龄时期的需求;第二,考虑到金融市场发达程度与人均 GDP 水平高度相关,“未富先老”国家的金融市场发展程度可能较其他发达经济体更为落后,因此也就更难以满足一国通过养老金融的发展来应对老龄化社会冲击的需要。

表 1 不同国家达到深度老龄化社会的时点与人均 GDP 比较

	美国	日本	德国	韩国	中国
达到深度老龄化社会的年份	2013	1994	1972	2018	2021
该年份的人均 GDP（美元）	53235	39872	3824	35360	12886

注：德国的人口老龄化问题受第二次世界大战影响太大，属于异常值。

资料来源：CEIC 以及作者的计算。

三、应对策略

（一）大力发展多层次、多支柱养老金制度，着力夯实基本养老保险，积极推动企业年金与个人养老金发展

如前所述，目前中国养老体系三大支柱资金规模占 GDP 的比重，仍然显著落后于美国等发达经济体。因此，如何进一步发展中国养老体系，尤其是扩大各种养老金规模是当务之急。

一方面，中国政府应该大力夯实基本养老保险。其一，中央政府应该通过发行特别国债的方式募集资金，显著提高农村居民的养老保险。刘世锦（2025）指出，如果农村居民的养老金支出能够增加 1 万亿元，预计可以拉动 GDP 增长约 1.2 万亿元。其二，可以考虑将农村土地流转改革与农村养老金改革两者有机结合起来。比如，村集体应将流转土地收益的一部分用于帮助本集体的村民缴纳额外的养老保险。其三，中央政府应该增加央企税后利润划归社保的比重，甚至将部分央企资产划归社保。郭树清（2025）指出，应统筹基本养老保险改革和国资国企改革，在做实专业化法治化承接机制的前提下，划拨更高比例国有资本充实基本养老保险基金。例如，根据徐高（2025）的估算，如果能够将 10 万亿元非金融国有资本权益划入社保（仅占 2023 年中国国有非金融国有资本权益的 1/10），就可以让社保基金新增 21 万亿元的管理资产规模，每年可让社保资金投资收益增加 1.5 万亿元。其四，中国政府可以效仿其他主要经济体，建立中国的主权养老基金，通过在全球范围内进行多元化投资来提高养老资金的收益。其实，中投公司在一定程度上提供了这一功能，不过需要进一步明确中投公司的主权养老金属性。

另一方面，中国政府应该加大养老金第二支柱与第三支柱的发展力度。其一，应该通过各种制度优惠（如税收优惠等），鼓励不同行业、不同类型的企业为所属员工设立企业年金与职业年金。例如，需要进一步加大税收补贴力度，同时可以考虑变企业自愿设立为准强制设立，并效仿英国、美国经验采用“自动加入”机制（张明、曹鹏举，2024）。其二，应通过各种手段鼓励个人养老金体系的发展，如提高年度个人养老金的上缴额度，为不同收入水平的个人弹性制定个人养老金年度上缴额度，对购买个人储蓄养老产品时无法享受税收激励政策的人群进行直接的财政补贴等。其三，从金融产品与服务的供给层面来看，应鼓励各种类型养老基金的建立，这些养老基金应该能够针对投资者的不同风险偏好提供不同类型的养老金融产品，监管部门应对养老基金实施更长期限的投资绩效考核模式。其四，与其他国内机构投资者相比，应允许中国养老金将更高比例的资产投资于全球资本市场。这样做一方面有助于养老基金更加有效地在全球范围内对冲风险，另一方面也有助于养老基金在全球范围内捕捉更高的投资收益。

（二）将基本养老金收支更多交由中央政府来统筹

《中华人民共和国社会保险法》（2011年实施，2018年修正）第六十四条规定：“基本养老保险基金逐步实行全国统筹，其他社会保险基金逐步实行省级统筹，具体时间、步骤由国务院规定。”虽然基本养老保险基金正在向全国统筹过渡，但其他社保基金，如基本医疗保险基金、工伤保险基金、失业保险基金和生育保险基金等，目前还是由省级进行统筹管理。换言之，社保基金的管理和统筹层次在不同保险类型之间存在差异。

当前很多地方面临地方政府债务高企的问题。债务高企的根源之一，是中央政府与地方政府的财权与事权不平衡，使得地方政府在土地出让金发生永久性萎缩的情况下，很难实现财政收支平衡。要从根本上解决这一问题，就要通过调整央地财税关系来平衡地方政府的财权与事权。除了向地方政府让渡更多的财权（如让地方政府开征新的税种，或者提高地方政府在存量税收中的获取比例）外，由中央政府承担更多的事权也是题中应有之义。因此，由中央来

统筹养老金收支，除了能够解决地区养老金盈余缺口不平衡的问题之外，还有助于缓解地方政府债务压力（张明，2023）。

2022年1月1日，企业职工基本养老保险全国统筹正式实施。但由于我国地区之间差异太大，一步到位进行养老保险基金的统收统支并不现实。在未来很长一段时间内，我国养老保险基金仍然会实行两级管理，地方要为收支平衡负责，缺口由中央和地方两级共同进行补贴。2024年，《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》提出，完善基本养老保险全国统筹制度，健全全国统一的社保公共服务平台。这无疑是中国养老金体系改革的关键一步。

在人口频繁、大规模流动的背景下，由中央政府来统筹与人头有关的养老保险与医疗保险，无疑是更好的解决方案。一种可以考虑的模式是，将各地社保局统一划归中央进行垂直管理，各地社保收入直接进入中央相关账户，各地社保支出也从中央相关账户进行列支。在此基础上，搭建全国统一的线上社保公共服务平台。然而，这种模式遇到的一大困难是，各地基本养老保险待遇之间存在一定差别，由全国来统一管理将会面临如何处理地区间养老保险待遇差别的问题。建议可以设定一定时间的过渡期，在过渡期内，分阶段逐渐实现各地区基本养老保险水平与该地区人均生活成本相挂钩的模式。

（三）塑造“牛长熊短”、股指长期内不断上涨的股票市场

为将中国股市由“易跌难涨”“牛短熊长”的市场改造为“牛长熊短”的市场，有关部门需要做好三件事情。

第一，改造股市的治理机制与监管环境。比如，持续提高顶格处罚的力度以加强对违法行为的威慑力，^① 加大对财务造假与虚假信息披露的打击力

^① 证监会顶格处罚是指按上市公司披露信息（或报送有关报告）虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏裁定对上市公司所做处罚金额的上限，过去的处罚金额上限为60万元。2024年上半年，中国证监会作出处罚决定230余件，合计罚没款金额85亿余元，平均每件3600余万元。不难看出，证监会已经明显提高对上市公司的处罚力度。最为知名的案件是，2024年9月23日，中国证监会宣布，依法对普华永道恒大地产年报及债券发行审计工作未勤勉尽责案作出行政处罚，没收普华永道涉案期间全部业务收入2774万元，并处顶格罚款2.97亿元，合计罚没3.25亿元。证监会与财政部对普华永道的协同罚款共计4.41亿元（以上数据均引自中国证监会网站）。

度，^① 加大对上市公司关联操作与大股东违规减持的处罚力度等。

第二，加大鼓励长期资金入市力度，培育长期投资者。具体包括：加大地方社保资金通过全国社保理事会代管而间接入市的力度，^{② ③} 鼓励保险公司资产管理资金进入股市，^④ 建立中国版股市平准基金等。^⑤ 事实上，养老金投资占比上升与股市稳定增长之间存在相互促进、互为因果的关系。

第三，提高中国上市公司的质量，培养上市公司的分红文化。要建立常态化的 IPO 操作与退市机制，避免股市涨跌对 IPO 机制的影响，让优质企业更快地进入股市，更加顺畅地淘汰劣质企业。由于长期投资者会给高分红股票一个额外的市场溢价，这也会鼓励上市公司将更多税后红利回馈股票投资者。此外，中国政府还应考虑将国有上市公司估值体系建设、长期投资者建设与养老金融建设三者有机结合起来（张明、曹鹏举，2023），实现统筹联动、协同发展。

① 2024 年 7 月 5 日，国务院办公厅转发中国证监会、公安部、财政部、中国人民银行、国家金融监管总局、国务院国资委《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》（以下简称《意见》）。《意见》共 20 项内容，从打击和遏制重点领域财务造假、优化证券监管执法体制机制、加大全方位立体化追责力度、加强部际协调和央地协同、常态化长效化防治财务造假 5 个方面提出 17 项具体举措，进一步加大对财务造假的打击力度，为推动资本市场高质量发展提供有力支撑。

② 2024 年 10 月 12 日，全国社会保障基金理事会发布的《全国社会保障基金 2023 年度报告》显示，2023 年末，全国社保基金资产总额达到 3.01 万亿元，自成立以来的年均投资收益率高达 7.36%；社保理事会受托管理的地方养老基金规模为 2.23 万亿元，自受托运营（2016 年 12 月）以来的年均投资收益率为 5.00%。

③ 2015 年 8 月 17 日，国务院颁布了《基本养老保险基金投资管理办法》，允许养老基金进入资本市场进行投资。但当前我国社保基金主要由各省自主运营，考虑到安全性等问题，地方养老金大多存于银行或购买国债，收益较低，难以实现保值增值。近年来，尽管基本养老保险委托投资运营的年化收益率超过 5%，但委托投资比例总体上仅为 20%，其他基本养老保险结余资金大多是银行存款。因此，2024 年职工基本养老保险基金总体收益率仅为 2.2%。无论是国内比较还是国际比较都有较大提升空间（郭树清，2025）。

④ 截至 2024 年年底，从中国保险公司的资金运用来看，投资股票与权益性资金占比为 12%，投资未上市企业股权资金占比为 9%，两者之和为 21%。2025 年 1 月 23 日，国家金融监管总局副局长肖远企在国新办发布会上表示，将进一步优化完善保险资金投资政策，鼓励保险资金稳步提升股市投资比例，特别是大型国有保险公司要发挥“领头雁”作用，力争每年新增保费 30% 用于投资股市，力争保险资金投资股市比例在现有基础上继续稳步提高（上述数据引自 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1822008384188745630&wfr=spider&for=pc>）。

⑤ 笔者团队提出的建立中国股市平准基金的基本方案是，通过发行 2 万亿元特别国债来筹集资金，建立跨金融监管部门的平准基金管理机制，由专业团队进行运营，建立长期绩效评价机制，通过对指数基金、行业 ETF 与蓝筹龙头股的低买高卖来稳定市场（张明等，2025）。

（四）将房地产市场发展与养老体系构建更好地联系起来，在部分有条件地区实现“以房养老”

中国房地产市场的特色是家庭自持房地产的比率很高。在房地产市场蓬勃发展的几十年来，很多家庭省吃俭用，并通过举借银行贷款完成了房产购买。当前房地产市场进入深度调整期，未来中国房地产市场的逻辑也将完成重构。笔者认为，至少对那些在一二线核心地区持有住房的家庭而言，未来可以将自持房屋与养老保障更好地结合起来。一方面，位于这些区域的住房有望面临持续的租赁需求（考虑到在人口老龄化的背景下，年轻人依然会向一二线城市聚集）；另一方面，居住在这些房屋中的老年人对医疗服务与个人护理的需求更加强烈。因此，将上述家庭将所持房屋转交给专业运营公司（可以是金融机构），并以此作价来换取更高质量的养老医疗服务的模式是可行的。

老年家庭将自己的住房反向抵押给金融机构，从金融机构处获得稳定资金，并将其用于支付养老院费用的模式也是可行选项。房地产的反向抵押贷款（Reverse Mortgage, RM）是住房价值转换（Home Equity Conversion, HEC）的产品之一，是一种以住房为抵押的借贷，并以此为核心来拉动养老、医疗等行业发展的模式。反向抵押贷款的对象为有住房所有权的老年人，他们将房产抵押给金融机构，从金融机构处获得现金流，再将其用于日常生活、长期护理或养老等。老年人既可以选择搬离住房（住进养老院），也可以选择搬离住房。所有债务（包括本金、利息和费用）将在住房出售、房主永久性搬离或借款人死亡时支付，借款人也可以选择在任何时候自愿偿还所有款项。反向抵押贷款最早起源于荷兰，运作最完善、最具代表性的是美国，加拿大、新加坡、英国、法国的住房反向抵押贷款也发展得较为完善。

常勇等（2024）提出，可以考虑构建围绕“以房养老”为核心的“养老年金支付 + 居家适老化服务 + 养老医疗服务 + 健康管理”产业链。保险公司成为这一产业链的资金支付商，来反向整合医疗、居住、护理、食品、娱乐等诸多服务场景，建立一站式居家养老方案。该产业链不仅有助于实现存量房屋“去库存”，而且有利于将存量资产变现产生的现金流用于带动上下游联动的实体产业发展。

（五）采取一系列综合措施以缓解人口老龄化少子化不婚化现象

人口老龄化的趋势无法逆转，政策只能缓解老龄化的速度。这具体包括：一是进一步取消针对生育的各种限制，如彻底取消对一个家庭生育子女的数量限制；二是继续完善延迟退休政策，如对女性退休年龄的选择可以采取更加灵活的方式。

为了缓解少子化与不婚化现象，关键是要降低年轻人生育与抚养子女的各种成本，这又包括：第一，在一二线城市向年轻人提供更多的公租房与廉租房，而房屋的来源可以通过政府在这些城市收购部分闲置商品房，并将其转换为保障性住房来实现；第二，进一步完善教育制度，降低教育“内卷化”程度以及普通家庭接受教育的真实成本；第三，进一步完善医疗制度，在不降低疗效的前提下继续降低普通家庭的药品与医疗器械成本；第四，进一步完善养老制度，实现居家养老与社区养老的融合发展。

参考文献

常勇、吕继飞、王艳：“逆周期增长视角下再析‘以房养老’住房反向抵押业务”，《清华金融评论》2024年第3期。

郭树清：“深化养老保险改革需要关注的几个问题”，博鳌亚洲论坛，2025年3月26日。

刘世锦：“通过财政补贴和国有资本划转，大幅提高农村居民养老金水平”，新经济学家智库，2025年3月24日。

徐高：“中国经济的逻辑与出路”，<https://mp.weixin.qq.com/s/nNI224s5PYax8r9qsWDyYg>。

张明：“中国地方政府债务：典型特征、深层根源与化解方案”，《比较》2023年第3期。

张明、曹鹏举：“构建中国特色估值体系：特征事实、实现路径与潜在风险”，《财经智库》2023年第5期。

张明、曹鹏举：“中国养老金融：现状、问题与建议”，《债券》2024年第4期。

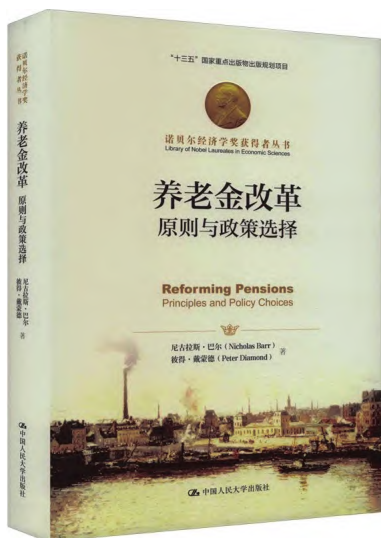
张明、张鹏、王瑶：“关于加快推行股市平准基金的对策建议”，《中国社会科学内部文稿》2025年第1期。

（责任编辑：心 地）

相关文献介绍

尼古拉斯·巴尔（Nicholas Barr）、彼得·戴蒙德（Peternal Diamond）：

《养老金改革：原则与政策选择》，中国人民大学出版社 2024 年。



强制性养老金是一个世界性现象。然而，在给定的固定缴费率、月度性给付以及法定退休年龄下，养老金制度与三个长期趋势（死亡率下降、生育率下降以及提前退休）之间呈现出了不一致性。本书为养老金设计的经济学原理提供了一个广泛的非技术性解释。其理论观点主要有三个要素。一是养老金系统有多重目标，包括消费平滑、保险、减贫以及再分配。好的制度设计必须时刻牢记它们。二是好的养老金分析必须在一个次优分析框架下进行：在一个存在不完美信息与决策、不完备市

场以及税收的世界里，简单的经济模型对于政策设计而言就是一个糟糕的指南。三是养老金系统的任何选择都有风险分担与再分配的后果，本书明确地意识到了这一点。

巴尔与戴蒙德的分析包括了劳动力市场、资本市场、风险分担以及性别与家庭的问题，将现收现付制系统与积累制系统进行了比较，并意识到积累制的合适采纳程度取决于一个国家的具体国情。与良好制度设计的经济学原理一样，养老金政策必须也要考虑一个国家执行制度的能力。因此，在理论分析的基础上，本书讨论了许多国家养老金制度或好或坏的执行经验，特别是智利与中国的养老金制度。

appeal of traditional business districts due to home delivery services, the impact of new production and sales integration models on the traditional wholesale and retail system, and the absence or degradation of capital functions in commodity operations. To accelerate domestic economic cycle, it is imperative to prioritize and vigorously promote the high-quality development of wholesale and retail trade. Key measures include ensuring fair competition between online and offline platforms, guiding the integration of the traffic economy with the real economy with a focus on the industrial and supply chains, exploring new self-operated retail models through digital empowerment, encouraging intermediaries to develop their own brands, cultivating comprehensive large wholesalers through the combination of wholesale and retail and the integration of wholesale and logistics services, and optimizing employment and entrepreneurship mechanisms in the wholesale and retail trade to continuously increase the labor income share.

Key words: Wholesale and Retail Industry, Domestic Economic Cycle, Modern Distribution System, High-Quality Development

JEL: P21, O24

Major Challenges and Policy Recommendations of Chinese Pension Finance

ZHANG Ming (Institute of World Economics and Politics Chinese Academy of Social Sciences/
University of Chinese Academy of Social Sciences, 100732)

Abstract: As China confronts an aging population, accelerating the development of pension finance becomes a critical task facing its financial system. At present, China's pension finance faces five fundamental challenges: 1) the development of the three pillars of the pension system is

heavily imbalanced; 2) large-scale population migration is challenging the sustainability of local government-dominated pension system; 3) the “easy-to-fall, hard-to-rise” characteristic of China’s stock market undermines the stability and long-term growth of pension fund investments; 4) the convergence of population aging, declining fertility and marriage rates; 5) China risks growing old before getting rich. To address these challenges, the following policy recommendations are made. First, expand support for the first pillar of the pension system while encouraging the development of the second and third pillars. Second, enhance the central government’s role in first-pillar pension management. Third, strive to build an “easy-to-rise, hard-to-fall,” long-term, slow-bull stock market. Fourth, strengthen the connections between the real estate market and the pension system, and implement the house-for-pension program in areas where conditions permit. Fifth, implement systematic measures to mitigate population aging and to raise fertility and marriage rates.

Key words: Pension Finance, Three Pillars, House-for-Pension, Stock Market, Population Aging

JEL: G22, H55

Exploration and Application of Artificial Intelligence in Enhancing Social Science Research

LOU Feng (Chinese Academy of Social Sciences Library, 100732)

Abstract: This article focuses on the deep integration path of artificial intelligence and social sciences research, explores the practical value of building a “social sciences digital intelligence AI platform”, and based on cases such as “large language model+economic forecasting”, “large language model+policy simulation”, and public opinion dissemination analyses,