

工作论文

SSL Working Paper Series

WP No.136-20211029

中国社科院世界社保研究中心 主办



本期刊发的《工作论文》是由刘珍、郑秉文撰写的《文献综述：养老基金与经济增长传导机制》。如引用，请征得作者或本实验室的同意——编者。

文献综述：养老基金与经济增长传导机制

刘珍

中国社会科学院大学博士生

郑秉文

中国社科院世界社保研究中心主任

摘要： 本文通过回顾养老基金与储蓄、资本积累、人力资本积累三种因素之间互动关系的研究，分析养老基金与经济增长之间的内在传导机制。国外学者虽然一致认为养老基金累积的长期储蓄会成为资本市场和实体经济发展的资金来源，但在不同筹资模式下，养老基金和储蓄的具体关系有所差异；学者们普遍认为养老基金投资和资本市场之间存在良好的互动关系，养老基金投资在扩充资本市场规模、减少资本市场波动以及刺激金融产品创新等方面有重要作用。同时，资本市场的成熟和发展也为养老基金投资和管理提供了良好的平台；养老基金与人力资本积累方面，大量研究以内生经济增长理论为基础分析养老基金对于人力资本积累和长期经济增长的影响。基于此，本文认为养老基金规模的扩大可以通过增加国民长期性储蓄、促进资本市场发展以及提高人力资本积累等因素的传导

间接贡献于经济增长，并结合目前中国养老基金的发展现状，得出具体结论和相关启示。

关键词： 养老基金； 经济增长； 储蓄； 资本市场； 人力资本积累

2019年我国基本养老保险基金（下文简称为养老基金）总收入57026亿元，基金总支出52342亿元，当期结余4684亿元，累计结存62873亿元^①。面对巨额的基金结余，养老基金如何应对金融风险 and 通货膨胀，以及实现保值增值对于确保基础养老金按时足额发放和维持我国养老金计划的稳定至关重要。本文通过梳理养老基金与储蓄、资本积累以及人力资本积累之间互动关系的相关研究和文献，分析养老基金与经济增长的内在传导机制。

一、养老基金对储蓄结构的影响

索洛模型（Solow）将储蓄作为研究经济增长的切入变量，形成了储蓄增加——物质资本增加——经济增长的传导路径。长期储蓄只有在资本市场中通过金融媒介转化成生产性投资，形成实际资本时才能实现经济增长。世代交叠模型（OLG）对索洛模型进行了扩展，将储蓄作为研究经济增长的中间变量，认为养老基金通过影响储蓄间接促进经济增长。资本市场中长期储蓄（养老基金、寿险等）占比增加能有效促进契约式储蓄行业（经营养老基金和公积金计划、保险、医疗救助计划、集体投资计划等）动员个人和家庭进行长期储蓄；这使契约式储蓄行业在优化储蓄结构的同时，还能以长期投资的形式实现当前购买力从盈余部门到赤字部门的转移，进而更好地实现储蓄资金的有效配置。

理论研究方面，现收现付制和基金积累制筹集的养老基金都会通过积累资本的方式促进经济增长。不同之处在于基金积累制下筹集的养老基金所形成的长期资本在资本市场的投资中更加有利，投资效应更为明显，进而整体上更加有利于经济增长。尽管养老基金与国民储蓄的关系仍未有定论，但可以确定的是养老基金投资规模的增长可以向资本市场注入更多的长期资金，间接促进经济增长。Hu（1979）引入了包含遗赠动机的新古典经济增长理论，并对养老金制度在经济增长中发挥的长期效应进行了分析，认为适度的养老基金积累和投资能够通过引起

^① 《2019年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，见人力资源和社会保障部官网。

资本收益率收敛到黄金律路径的方式增进福利^①。索洛—斯旺经济增长模型也证明，国民储蓄是经济增长的相关变量，在很大程度上决定了投资。养老基金投资可以通过增加可用于投资的储蓄总额来间接促进经济增长^②。“费尔德斯坦—霍里奥卡难题”相关的大量文献也证明了封闭经济体中储蓄与投资的正向关系，指出国内储蓄率的持续增长会导致国内投资率的增长，而国内投资是一国经济增长的主要部分，因此养老基金筹集带来的储蓄增加会间接促进经济增长^③。Barro（2000）也认为养老基金可以通过增加储蓄率的方式促进经济增长。机制如下：养老基金的积累将导致更高的储蓄率，增加的储蓄将会转化为更多的生产性投资，而生产性投资将导致产出增加^④。Vittas（1999）则认为，储蓄率的提高或储蓄结构的改善，是经济发展的源泉。即使储蓄率保持不变，养老基金规模的扩大也会改善储蓄结构，增加长期储蓄资金的比例，进而在优化投资结构的同时推动经济增长^⑤。

实证研究方面，大部分研究成果表明基金积累制比现收现付制在促进长期资本形成方面更具有优势，储蓄结构的优化效果也更为明显。世界银行通过对美国的职业年金方案和新加坡、智利的养老金改革计划进行分析，指出基金积累制下的养老基金积累确实能增加国民储蓄，促成长期资本形成，进而拉动经济增长，而现收现付制下的养老金计划则不具有这一功能^⑥。Davis和Hu（2008）发现1960–2002年期间OECD国家和新兴市场经济体的养老基金储蓄对经济产出有积极的影响^⑦。Altiparmakov和Nedeljkovic（2018）通过对拉丁美洲和东欧国家养老金私有化改革的结果进行分析，指出养老基金与经济增长之间存在养老基金积累—长期资本增加—储蓄增加—投资增加—产出增加—经济增长的传导机制^⑧。

^① Sheng Cheng Hu, Social Security, the Supply of Labor, and Capital Accumulation, *American Economic Review*, vol. 69(3): 274-283, June 1997.

^② Apilado, V., Pension Funds, Personal Savings, and Economic Growth, *The Journal of Risk and Insurance*, vol. 39(3): 397-404, 1972.

^③ Feldstein, Martin S., Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and the Short Run, *European Economic Review*, vol. 21(1-2): 129-151, 1983.

^④ Barro, N., Reforming Pensions: Myths, Truths, and Policy Choices, IMF Working Paper WP/00/130; International Monetary Fund, 2000.

^⑤ Dimitri Vittas, Pension Reform and Capital Market Development "Feasibility" and "Impact" Preconditions, *Policy Research Working Paper Series 2414*, the World Bank, 1999.

^⑥ World Bank: *Averting the old age crisis: policies to protect the old and promote growth*, 1994.

^⑦ Davis, E. P., and Hu, Y.W., Does funding of pensions stimulate economic growth? *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 7(2): 221–249, 2008.

^⑧ Nikola Altiparmakov, Milan Nedeljkovic, *Does Pension Privatization Increase Economic Growth? Evidence from Latin America and Eastern Europe*, *Journal of Pension Economics & Finance*, Vol.17(1): 46-8, January 2018.

二、养老基金对资本积累的影响

（一）经济增长与资本市场发展

资本市场对经济增长的影响主要通过提高长期资金的投资比例和降低投资风险来实现，主要方式是作为“中介”进行长期资金的积累，并将其投入大规模的项目。在强调资本市场发展对经济增长重要性的研究方面，Levine和Zervos^①（1998）、Beck和Levine^②（2004）认为资本市场发展和经济增长之间呈正相关关系。Holzmann（1997）认为有效的资本积累可以提高经济产出，并且“内生地”增长自身，而与储蓄的变化无关^③。养老基金作为长期投资者，能有效优化资本市场的配置效率、减少资本市场波动、促进金融产品创新和推动资本市场发展。资本市场的配置行为总使得资金及时流向实际收益和利润率更高的生产部门，实现投资收益率最大化，进而促进经济增长。

历经数十年的发展，养老基金已经成为各国资本市场的中坚力量。首先，大规模的资金储备扩大了资本市场规模；其次，出于追求安全性的属性和专业管理的特性，养老基金可以有效提高资本市场配置效率、减少资本市场波动以及改善资本市场结构；再次，养老基金投资对资本市场的基础设施条件和宏观经济环境有一定的要求。可以说，养老基金投资和资本市场发展之间具有互相促进发展的协同效应。

（二）养老基金投资利好资本市场发展

第一，养老基金投资能有效扩充资本市场总体规模。Davis和Hu（2004）发现即使储蓄和国民财富没有增加，养老基金投资也会增加资本市场的长期资金供应，扩大资本市场的总体规模^④。Sanchez和Fernando（1998）研究发现，智利在实行养老金改革之后，其养老金储蓄和总储蓄占GDP的百分比皆有所增加，可以说养老金的积累为资本市场带来了高额长期资金^⑤。董克用和张栋（2017）

^① Levine, R., and Zervos, S., Stock markets, banks, and economic growth, *The American Economic Review*, vol. 88(3): 537–558, 1998.

^② Beck, T., and Levine, R., Stock markets, banks and growth: panel evidence, *Journal of Banking and Finance*, vol. 28: 423–442, 2004.

^③ Holzmann, R, Pension Reform, Financial Market and Economic Growth, Preliminary Evidence from Chile, International Monetary Fund Staff Papers, Washington, June 1997.

^④ Davis, E. P. and Hu, Y. , [Saving, Funding And Economic Growth](#), Economics and Finance Discussion Papers from Economics and Finance Section, School of Social Sciences, Brunel University, 2005.

^⑤ Sanchez, and Eugenio Camus-Fernando, *AFP: A Three-letter Revolution*, Edited by Juan Ariztia (Santiago: CIEDESS), 1998.

认为基金制或部分基金制有助于增加长期储蓄,并通过扩大长期投资的规模促进资本市场的繁荣^①。

第二,养老基金投资能有效提高资本市场的配置效率。理论研究方面,大部分学者认为养老基金作为机构投资者和长期投资者,具有低风险偏好和提高资本市场整体效率的优势(Vittas, 1996^②; Lakonishok, 1992^③),其具体的影响主要体现在以下四点:一是长期资金的增加;二是机构投资者数量的增加;三是资本市场“换手率”的减少;四是投资理念的优化^④。Walker和Lefort(2000)认为,养老基金具有三种降低投资和交易成本的途径。一是养老基金进入资本市场后证券的发行价格降低;二是养老基金的预期投资时间较长使得交易次数减少;三是养老基金集中积累和专业管理的特性使得风险溢价降低^⑤。Impavido等(2002)指出养老基金作为影响家庭储蓄和公司融资的机构投资者能有效促进资本市场的竞争,并在一定程度上提高贷款市场和初级证券市场的运营效率^⑥。Davis和Hu(2006)也通过文献回顾的方式关注了养老基金投资和产出效率之间的关系,认为养老基金的长期投入会增加生产性投资的占比,进而改善资源分配和提高产出^⑦。实证研究方面,Zubair(2016)使用自回归综合移动平均法(ARIMA)对2009-2016年尼日利亚的养老基金数据进行时间序列分析,发现养老基金投资显著改善了资本市场的绩效。Bayar(2016)使用土耳其十年的数据样本对个人养老基金投资与资本市场之间的互动关系进行研究,发现养老基金从长远来看确实会对资本市场发展产生积极的影响^⑧。此外,也有部分学者聚焦关注养老基金在资本市场中投资方向的选择,可以肯定的是养老基金投资对银行业、债券市场和股票市场均有正向作用。Hu(2008)使用OECD国家1985-2013年养老基金投资

^① 董克用,张栋:《中国养老金融:现实困境、国际经验与应对策略》,载《行政管理改革》期刊(月刊),2017年第8期。

^② Vittas, Dimitri., *Pension Funds and Capital Markets: Investment Regulation, Financial Innovation, and Governance*. Viewpoint. World Bank, Washington, DC, February, 1996.

^③ Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R. W., The impact of institutional trading on stock prices, *Journal of Financial Economics*, vol. 32(1): 23-43, 1992.

^④ 郑秉文:《养老基金投资利好资本市场》,载《经济日报》,2015年8月24日,第5版。

^⑤ Walker, E., and F. Lefort, *Pension reform and capital markets: are there any(hard) links?* Social Protection discussion paper No. 0201; January, 2000.

^⑥ Impavido, G., and Musalem, A. R., *Contractual savings, stock, and asset markets*, World Bank Policy Research Working Paper 2490, Washington DC: the World Bank, 2000.

^⑦ Davis, E. P., and Hu, Y., *Saving, funding and economic growth*, Oxford Handbook of Pensions and Retirement Income. Oxford University Press, 2006.

^⑧ Bayar, Y., *Individual Pension Funds and Capital Market Development in Turkey*. Review of Economic and Business Studies, vol. 9(2): 95-109, 2016.

的季度数据，以股票市值、股票市场总交易额和股票周转率在GDP中的占比来衡量养老基金在股票市场中的表现^①。Melok和Ikhide（2016）通过自回归分布滞后模型（ARDL）和向量误差校正模型（VECM）对南非1975-2012年的养老基金数据进行分析，发现养老基金与股市发展之间存在正相关关系，与债券市场发展之间没有明显的相关关系^②。Stewart等人（2017）提出，大部分国家（甚至是那些养老金制度相对成熟的国家）的养老基金实际投资方向仍然高度集中在银行存款和政府债券方面，参与生产性投资所占的份额依旧较低^③。

第三，减少资本市场的波动性。养老基金具有延期支付、集中投资的天然属性以及由专业机构进行运营管理的特点，其投资的产品组合和交易手段更具有规范性和专业性，这有助于减少资本市场的波动性、增加资本市场的流动性。Davis（1988）发现，OECD国家的股票市值与投资部门的规模之间存在相关性，养老基金的投资规模普遍高于其他机构投资者，这在一定程度上可以稳定股票市值、减少资本市场的波动^④。此外，养老基金投资与银行其他业务相比，在投资中更加依赖公共信息，因此偏好于寻求相对流动的资产，这能有效减少资本市场出现大幅的价格波动（Walker和Lefort，2002^⑤，Kaniel et al.，2008^⑥）。

第四，推动金融产品创新，优化资本市场结构。产品选择方面，由于养老基金投资追求较高的安全性，养老基金进入资本市场有利于推动资本市场对金融产品的投资收益和风险组合进行有效完善，以创造出既安全又拥有收益保障的金融产品。机构选择方面，专业性强的机构投资者数量在资本市场上所占比例的提高会促进资本市场的发展。同时，受相对资产收益的驱动，机构投资者可以根据信息变动来快速调整投资组合，进而影响资本市场的结构。而养老基金投资和管理一般交付于专业的投资管理机构，这在一定程度上有助于优化资本市场结构。Bodie（1990）认为，OECD国家的养老基金投资催生了金融产品创新的发展，例

^① Davis, E. P. and Hu, Y. , Does funding of pensions stimulate economic growth?, *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. (7): 221-249, 2008.

^② Moleko, N., and Ikhide, S., Pension Funds Evolution, Reforms and Trends in South Africa, Discussion Paper PI-1608. Pensions Institute, 2016.

^③ Stewart, Fiona and Despalins, Romain and Remizova, Inna and Stewart, Fiona Elizabeth, Pension Funds, Capital Markets, and the Power of Diversification. World Bank Policy Research Working Paper No. 8136, July, 2017.

^④ Davis, E.P., Financial market activity of life insurance companies and pension funds, Economic Paper No. 21. Bank for International Settlements, 1988.

^⑤ Walker, E., and F. Lefort, Pension reform and capital markets: are there any (hard) links?, Social Protection discussion paper No. 0201, the World Bank, January, 2002.

^⑥ Ron Kaniel, Gideon Saar and Sheridan Titman, Individual Investor Trading and Stock Returns, *The Journal of Finance*, vol. 63(1): 273-310, 2008.

如零息债券和指数期货等^①。Davis (1995) 研究发现养老基金投资所要求的安全性和收益水平能助推新型金融产品的开发和风险管理技术的提高^②。Merton和Bodie (1995) 认为养老基金投资具有优势的主要原因集中在履行清算和结算付款、资源集中与份额细分、跨时空转移资源、风险管理、信息提供、激励反馈等六个方面^③。Catalan (2004) 发现养老基金投资相关的股票交易规模庞大且竞争激烈, 这会促使机构投资者进行金融工具创新以降低交易成本, 进而吸引更多的长期资金和新的市场参与者加入^④, 金融产品创新的过程自身也可以促进资本市场发展^⑤。Moleko和Ikhide (2016) 认为养老基金的投资交易具有“溢出效应”, 主要体现在增加创新可以提高交易效率、降低发行的直接成本; 机构投资者聘用的专业人才会改善资本市场的基础设施和助力信息技术的发展^⑥。

三、养老基金对人力资本积累的影响

新增长理论认为经济长期增长的源泉并非是单一的物质资本积累, 而是由人力资本积累、技术进步和知识外溢等因素共同决定的。由于对经济增长理论认识的改变, 学者对养老基金与经济增长的研究也有了新的关注点。人力资本积累是经济增长的引擎 (Lucas^⑦, 1988、Romer^⑧, 1990), 主要体现在两种效应——劳动生产率对生产起决定性影响的效应和创新促进竞争优势增长的效应。Bundell等人 (1999) 分析了人力资本对经济增长的影响, 认为经济产出的增长率和劳动生产率取决于人力资本积累和创新的速度, 其中创新的来源是人力资本积累的存量^⑨。

不同制度类型的养老金计划对劳动力市场产生的影响存在差异, 现收现付制

^① Bodie, Z., Pension funds and financial innovation, *Financial Management Autumn*, 1990.

^② Davis, E. P., Pension Funds, Retirement Income Security and Capital Markets, an International Perspective. Oxford: Oxford University Press, 1995.

^③ Merton, R. C., and Z, Bodie, A Conceptual Framework for Analysing the Financial Environment; Cambridge, Mass; Harvard Business School Press, pp.12-16, 1995.

^④ Catalan, M., Pension funds and corporate governance in developing countries: What do we know and what do we need to know? *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 2(3): 197-232, 2004.

^⑤ Hans Blommestein, Ageing, Pension Reform, and Financial Market Implications in the OECD Area, CERP CERP Working Papers 09, Center for Research on Pensions and Welfare Policies, Turin (Italy), 2001.

^⑥ Moleko, N. and Ikhide, S. Pension Funds Evolution, Reforms and Trends in South Africa, Discussion Paper PI-1608. Pensions Institute, 2016.

^⑦ Lucas, R., On the mechanics of economic development, *Journal of Monetary Economics*, vol. 22, pp. 3-42, 1998.

^⑧ Romer, P, Human capital and growth: theory and evidence, *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy* vol.32, pp. 251-286, 1990.

^⑨ Bundell R., Dearden Lorraine, Meghir C., et al., “Human Capital Investment: The Returns from Education and Training to the Individual”, *The Firm and the Economy, Fiscal Studies*, vol. 20, pp. 1-23, 1999.

养老金计划由于忽略养老金收益水平和缴费之间的关系，不仅不利于人力资本积累，而且容易造成劳动力市场的扭曲。相反，基金积累制养老金计划将收益水平与缴费水平直接挂钩，能有效避免劳动力市场的扭曲。《应对老龄化的危机》（1994）提到实行基金积累制养老金计划的国家的经济增长率高于非基金积累制的国家，主要原因在于前者劳动力市场的扭曲水平较低、储蓄率较高以及资本积累的程度较高^①。基金积累制下的个人账户在缴费期间的缴费额和投资收益决定其退休后领取的待遇水平，即缴费与收益直接相关。在此状态下，养老基金的积累和投资能够减少劳动力市场的扭曲，促进劳动力的合理流动和劳动生产率的提高。

目前，养老基金是否对教育投资有“挤出效应”、不同制度设计对教育投资和经济增长的影响是否存在差异仍有争论。第一，关于养老基金是否对教育投资有“挤出”。部分研究认为养老金制度的设计对人力资本积累具有不同程度的激励作用，养老基金的积累和投资并不会制约人力资本积累，即如果将养老金的待遇领取水平与缴费水平、工作年限等因素相关联，在一定程度上反而会促进个人加大对自身或子女的人力资本投资。Morten和Panu（2001）强调在养老金计划中嵌入激励机制的重要性，他认为个人的养老金收益与缴费之间的联系会激励个体的人力资本投资，如果在缺乏联系机制的情况下，即使均衡中不存在再分配也会出现扭曲^②。Docquier和Paddison（2003）也认为只有当养老金福利水平与缴费水平部分或全部挂钩时，养老基金的积累和投资才能增加人力资本投资和促进经济增长^③。Lau和Poutvaara（2006）则通过构建模型发现，增加养老金福利与缴费之间的联系会鼓励个人增加人力资本投资^④。张璐琴和景勤娟（2007）等人建立了新增长理论模型，提出设计合理的养老金计划可以通过刺激人力资本投资的方式来获得更高水平的经济增长。达到这种效果需要满足两个条件，一是养老基金个人积累的部分需要关注激励性，即养老基金的给付水平要与个体的收入相挂钩，使劳动者不断关注自己的人力资本水平，进而达到养老金计划间接刺激个人进行人力资本投资的目的；二是个人的人力资本水平在很大程度上与父辈的人力

^① World Bank: Averting the old age crisis : policies to protect the old and promote growth, 1994.

^② Morten I. Lau, and Panu Poutvaara, [Social Security Incentives and Human Capital Investment](#), [CESifo Working Paper Series](#) 438, CESifo, 2001.

^③ Docquier, F. and O. Paddison, Social Security benefit rules, growth and inequality, *Journal of Macroeconomics* vol. 25 (1), pp. 47–71, 2003

^④ Lau, M. I., and P. Poutvaara, Social Security Incentives and Human Capital Investment, *Finnish Economic Papers*, vol. 19 (1), pp. 16–24, 2006.

资本水平相关^①。Kemnitz和Wigger（2000）认为父母养老金的给付水平在一定程度上由子女未来的收入水平决定，父母为了得到更高的养老金水平，会选择增加子女教育方面的投资，进而促进代际间人力资本的积累^②。

第二，关于何种制度设计对教育投资和经济增长的影响更为显著存在争议，部分学者研究发现基金积累制下的养老基金对人力资本投资和经济增长的正向影响更为显著。在人口老龄化和技术进步的背景下，养老基金作为企业的税费负担在用工成本中所占的比例越来越高。现收现付制下雇主为节约成本必然会减少低层次、可替代劳动力的用工需求，迫使劳动者不断增加教育投资以期获得不可替代的工作岗位，这在一定程度上“倒逼”了整个社会人力资本的投资和优化。Casarico等（2008）研究发现，现收现付制转向基金积累制在增加物质资本和人力资本的同时也会加大不同阶层之间的收入差距^③。Kemnitz和Wigger（2000）也认为现收现付制下的养老基金是政府纠正市场失灵的有效手段，使得市场整体的人力资本水平达到最优，而基金积累制下则会出现个体人力资本差距较大的现象^④。Echevarria和Amaia Iza（2006）认为现收现付制养老金计划对于教育和人力资本的投资虽然有明显的正向影响，但在现收现付制下人们会倾向于选择提前退休，进而带来劳动人口比例下降，劳动力供给、人均GDP和经济增长减缓等负面影响^⑤。Hachon C（2010）使用资本积累模型对养老金制度和经济增长之间的关系进行分析，发现一国养老金的制度设计越是偏好于贝弗里奇式，其经济增长率就越高^⑥。

四、结论与启示

养老基金是资本市场的长期资金来源，对实体经济的发展和资本市场的完善至关重要。本文以影响经济增长最关键的三个因素为切入点，通过回顾养老基金

^① 张璐琴，景勤娟：《养老保险制度与经济增长的关系——基于新增长理论模型的思考》，载人口与经济，2007年第三期。

^② Alexander Kemnitz, and Berthold U. Wigger, [Growth and Social Security: The Role of Human Capital](#), [CSEF Working Papers](#) 33, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), University of Naples, Italy, 2000.

^③ Alessandra Casarico, and Carlo Devillanova, Capital-skill complementarity and the redistributive effects of Social Security Reform, *Journal of Public Economics*, vol. 92(3-4), pp. 672-683, 2008.

^④ Kemnitz, Alexander, and Berthold Wigger, Growth and Social Security: The Role of Human Capital. *European Journal of Political Economy*, No.4, Vol.16(16), pp. 673-683, 2000.

^⑤ Echevarría, Cruz A. and Iza, Amaia, Life Expectancy, Human Capital, Social Security and Growth, *Journal of Public Economics*, 2006.

^⑥ Hachon C. Do Beveridgian pension systems increase growth, *Journal of Population Economics*, vol. 23 (2)pp.825-831,

和储蓄、资本积累以及人力资本积累的代表性研究成果来厘清养老基金与经济增长之间的传导机制，进而得出以下结论。

一是养老基金在本质上是一种长期且刚性的储蓄资金。可以肯定的是，任一制度下的养老基金都能使累积的大额资金流入资本市场，并通过资本市场的中介效应助力于实体经济的发展，进而促进经济增长。二是养老基金投资对资本市场的稳定发展和创新完善有重要意义。养老基金进入资本市场，在形成规模效应的同时能提高资本市场的配置效率、减少资本市场的波动，并通过其专业化的投资管理推动金融产品创新和资本市场的整体发展，进而促进经济增长。同时，资本市场与养老基金是协同发展的关系，资本市场健全的基础设施是养老基金投资的重要条件，大量国别的实证研究也表明资本市场的发展情况与养老基金的投资回报率正相关。三是养老基金的制度设计对人力资本投资具有不同程度的激励作用。若养老基金在积累和投资的过程中强调个体差异性，即待遇水平与个体的收入相挂钩时，会间接使劳动者持续关注自己的人力资本水平，进而激励其进行人力资本投资。四是尽管国内外研究表明养老基金投资与影响经济增长的各因素之间存在良好的互动关系，养老基金投资规模的扩大可以通过增加国民长期性储蓄、促进资本市场发展以及提高人力资本积累等因素间接贡献于经济增长。但这种互动关系并不是必然的，往往会受到养老基金投资管理体制、资本市场发展现状以及宏观经济环境等诸多限制。

通过研究回顾发现，养老基金对储蓄结构、资本积累以及人力资本积累等因素具有积极影响，并在传导机制的作用下与经济增长存在正向联系。当前，扩充养老基金规模、加快养老基金市场化投资的改革步伐以及完善养老金计划自身的激励机制对我国养老金体制的可持续发展、市场资源的优化配置以及经济增长具有重要意义。

首先，养老基金是规模最大的储蓄资金，在实际运营过程中需要通过合理的优化配置将其转换为投资回报，即形成养老基金规模扩大—储蓄增加—长期资本增加—投资增加—产出增加—经济增长的传导机制。其次，为应对人口老龄化对养老基金财务可持续性的冲击，有效缓解基本养老保险收支不平衡、个人账户“空账”运行等问题带来的消极影响，我国应不断完善养老基金参与市场化投资的相关制度建设，以实现有效配置和保值增值，并从提高养老保险基金规模、专

业化投资运营、风险管控等方面予以实现。养老基金投资为实现“安全性”和“收益性”的双重目标，健全的资本市场是养老基金投资和进行合理资产配置的基础。目前我国资本市场与发达国家相比，其监管制度和法律规范尚不健全，养老基金投资于资本市场存在一定的风险。在此现实背景下，我国应加快完善资本市场基础设施建设、强化风险投资管理、适当放宽养老基金的投资限制以及实施审慎人监管模式，进而为养老基金参与市场化投资创造良好的宏观经济环境。再次，经济产出的增长率和劳动生产率取决于人力资本积累量，而具有激励性的养老金计划能有效提高社会整体的人力资本积累量。因此，我国的养老金体制的改革需要关注激励性，将缴费水平与待遇水平相挂钩，不断激励劳动者提高个体人力资本水平和劳动生产率，进而促进经济高质量发展。

主要参考文献：

董克用，张栋：《中国养老金融：现实困境、国际经验与应对策略》，载《行政管理改革》期刊（月刊），2017年第8期。

郑秉文：《养老基金投资利好资本市场》，载《经济日报》，2015年8月24日，第5版。

张璐琴，景勤娟：《养老保险制度与经济增长的关系——基于新增长理论模型的思考》，载《人口与经济》期刊（双月刊），2007年第三期。

Apilado, V., Pension Funds, Personal Savings, and Economic Growth, *The Journal of Risk and Insurance*, vol. 39(3): 397-404, 1972.

Alexander Kemnitz, and Berthold U. Wigger, Growth and Social Security: The Role of Human Capital, CSEF Working Papers 33, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), University of Naples, Italy, 2000.

Alessandra Casarico, and Carlo Devillanova, Capital-skill complementarity and the redistributive effects of Social Security Reform, *Journal of Public Economics*, vol. 92(3-4): 672-683, 2008.

Barro, N., Reforming Pensions: Myths, Truths, and Policy Choices, IMF Working Paper WP/00/130; International Monetary Fund, 2000.

Bayar, Y., Individual Pension Funds and Capital Market Development in Turkey. *Review of Economic and Business Studies*, vol. 9(2): 95-109, 2016.

Beck, T., and Levine, R., Stock markets, banks and growth: panel evidence, *Journal of*

Banking and Finance, vol. 28: 423–442, 2004.

Bodie, Z., Pension funds and financial innovation, *Financial Management*, Autumn, 1990.

Bundell R., Dearden Lorraine, Meghir C., et al., Human Capital Investment: The Returns from Education and Training to the Individual, *The Firm and the Economy, Fiscal Studies*, vol. 20: 1-23, 1999.

Catalan, M., Pension funds and corporate governance in developing countries: What do we know and what do we need to know?, *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 2(3): 197-232, 2004.

Davis, E. P., and Hu, Y.W., Does funding of pensions stimulate economic growth? *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 7(2): 221–249, 2008.

Davis, E. P., Pension Funds, *Retirement Income Security and Capital Markets, an International Perspective*. Oxford: Oxford University Press, 1995.

Davis, E. P. and Hu, Y. , Saving, Funding And Economic Growth, *Economics and Finance Discussion Papers from Economics and Finance Section*, School of Social Sciences, Brunel University, 2005.

Davis, E. P., and Hu, Y., Saving, funding and economic growth, *Oxford Handbook of Pensions and Retirement Income*. Oxford University Press, 2006.

Davis, E. P. and Hu, Y. , Does funding of pensions stimulate economic growth?, *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. (7): 221-249, 2008.

Davis, E.P., Financial market activity of life insurance companies and pension funds, Economic Paper No. 21. Bank for International Settlements, 1988.

Dimitri Vittas, Pension Reform and Capital Market Development "Feasibility" and "Impact" Preconditions, Policy Research Working Paper Series 2414, the World Bank, 1999.

Docquier, F. and O. Paddison, Social Security benefit rules, growth and inequality, *Journal of Macroeconomics*, vol. 25 (1):0 47-71, 2003

Echevarría, Cruz A. and Iza, Amaia, “Life Expectancy, Human Capital, Social Security and Growth”, *Journal of Public Economics*, 2006.

Feldstein, Martin S., Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and the Short Run, *European Economic Review*, vol. 21(1-2): 129-151, 1983.

Hans Blommestein, Ageing, Pension Reform, and Financial Market Implications in the OECD Area, CERP Working Papers 09, Center for Research on Pensions and Welfare Policies, Turin (Italy), 2001.

Holzmann, R., Pension Reform, Financial Market and Economic Growth, Preliminary Evidence from Chile, International Monetary Fund Staff Papers, Washington, June 1997.

Hu, Sheng Cheng, Social Security, the Supply of Labor, and Capital Accumulation, *American Economic Review*, vol. 69(3): 274-283, June 1997.

Impavido, G., and Musalem, A. R., Contractual savings, stock, and asset markets, World Bank Policy Research Working Paper 2490, Washington DC: the World Bank, 2000.

Kemnitz, Alexander, and Berthold Wigger, Growth and Social Security : The Role of Human Capital, *European Journal of Politic Economy*, No.4, Vol.16(16): 673-683, 2000.

Lau, M. I., and P. Poutvaara, Social Security Incentives and Human Capital Investment,

Finnish Economic Papers, vol. 19 (1): 16–24, 2006.

Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R. W., The impact of institutional trading on stock prices, *Journal of Financial Economics*, vol. 32(1): 23-43, 1992.

Levine, R., and Zervos, S., Stock markets, banks, and economic growth, *The American Economic Review*, vol. 88(3): 537-558, 1998.

Lucas, R., On the mechanics of economic development, *Journal of Monetary Economics*, vol. 22: 3–42, 1998.

Merton, R. C., and Z, Bodie, A Conceptual Framework for Analysing the Financial Environment; Cambridge, Mass; Harvard Business School Press, pp.12-16, 1995.

Moleko, N., and Ikhide, S., Pension Funds Evolution, Reforms and Trends in

South Africa, Discussion Paper PI-1608. Pensions Institute, 2016.

Morten I. Lau, and Panu Poutvaara, Social Security Incentives and Human Capital Investment, CESifo Working Paper Series 438, CESifo, 2001.

Moleko, N. and Ikhide, S., Pension Funds Evolution, Reforms and Trends in South Africa, Discussion Paper PI-1608. Pensions Institute, 2016.

Nikola Altiparmakov, Milan Nedeljkovic, “Does Pension Privatization Increase Economic Growth? Evidence from Latin America and Eastern Europe”, *Journal of Pension Economics & Finance*, Vol.17(1): 46-8, January 2018.

Ron Kaniel, Gideon Saar and Sheridan Titman, Individual Investor Trading and Stock Returns, *The Journal of Finance*, vol. 63(1): 273—310, 2008.

Romer, P, Human capital and growth: theory and evidence, Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, vol.32: 251-286, 1990.

Sanchez, and Eugenio Camus-Fernando, *AFP: A Three-letter Revolution*, Edited by Juan Ariztia (Santiago: CIEDESS), 1998.

Stewart, Fiona and Despalins, Romain and Remizova, Inna and Stewart, Fiona Elizabeth, Pension Funds, Capital Markets, and the Power of Diversification. World Bank Policy Research Working Paper No. 8136, July, 2017.

Vittas, Dimitri., Pension Funds and Capital Markets: Investment Regulation, Financial Innovation, and Governance. Viewpoint. World Bank, Washington, DC, February, 1996.

Walker, E., and F. Lefort, Pension reform and capital markets: are there any (hard) links?, Social Protection discussion paper No. 0201, the World Bank, January, 2002.

Walker, E., and F. Lefort, Pension reform and capital markets: are there any (hard) links?, Social Protection discussion paper No. 0201; January, 2000.

Willem H. Buiters, and Kenneth M. Kletzer, Capital Mobility, Fiscal Policy, and Growth under Self-Financing of Human Capital Formation, *Canadian Journal of Economics*, *Canadian Economics Association*, vol. 28: 163-94, November., 1995.

World Bank: Averting the old age crisis : policies to protect the old and promote growth, 1994.

人社部官网: <http://www.mohrss.gov.cn/>

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.org

Email: cisscass@cass.org.cn

联系人：董玉齐