

**对做好金融“五篇大文章”之养老金融的理论与
实践思考**
——“政策-市场-个体”三元互动框架分析

东莞证券股份有限公司

2025 年 12 月

目录

一、 引言：研究背景、问题提出与分析框架	1
（一）金融“五篇大文章”的战略定位及其养老金融政策演进 （2023 年-2025 年）	1
（二）问题的提出：政策目标与实施效果之间的差距	2
（三）研究方法与分析框架：“政策-市场-个体”三元互动机制	4
二、 现实审视：养老金融相关政策对照分析	4
（一）“五篇大文章”中的养老金融政策与个人养老金(第三支柱) 政策对比分析	4
1. 个人养老金（第三支柱）与“五篇大文章”（养老金融） 政策部分内容分类整理	5
2. 政策目标、产品导向、考核机制与风险逻辑的冲突对比	10
3. 冲突根源分析：部门职能差异与认知分歧	12
（二）当前政策缺口：制约养老金融深化发展的政策关键瓶颈	12
1. 机构参与：激励不足与创新受限	12
2. 个人参与：激励精准度与认知度双不足	14
（三）政策完善方向建议	15
三、 理论构建：“政策-市场-个体”动态耦合框架分析和机制设计 理论“参与约束、激励相容”分析	16

(一) “政策-市场-个体”动态耦合三元互动框架分析	16
1. 政策维度：定位、传导与反馈机制	17
2. 市场维度：金融机构、金融市场与金融产品的三元角色	
19	
3. 个体维度：需求特征、行为逻辑与参与障碍	29
4. 动态耦合三元互动机制的总结	31
(二) 个人“参与约束、激励相容”分析	33
1. 参与约束分析：谁能参与第三支柱？	33
2. 激励相容约束分析：现实的激励机制能否激励投资者长期	
参与？	35
(三) 金融机构“参与约束、激励相容”分析	39
1. 参与约束分析：金融机构为何要“入场”？	39
2. 激励相容约束分析：金融机构为何要“尽力”而非“敷衍”？	
.....	41
四、 优化路径：养老金融高质量发展的建议	42
(一) 制度与机制优化：构建激励相容的政策体系	43
(二) 市场与规则优化：夯实长期价值的金融生态	47
(三) 产品与服务优化：面向用户行为的养老金融设计 ...	50
五、 结论与后续研究方向	53
(一) 政策启示与实践意义	53
(二) 研究局限与后续方向	54

一、引言：研究背景、问题提出与分析框架

（一）金融“五篇大文章”的战略定位及其养老金融政策演进（2023年-2025年）

金融“五篇大文章”是中国金融工作的重要方向指导，核心本质是金融服务实体经济。“五篇大文章”在2023年10月底召开的中央金融工作会议上被首次提出，中央金融工作会议是中国金融领域规格最高的会议，具有重要的政策指导意义。2024年3月，“五篇大文章”首次写入政府工作报告，表述为“大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融”。2024年5月，国家金融监督管理总局发布《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》，明确行业具体路线图，要求5年内形成多层次服务体系。2024年7月，党的二十届三中全会通过的《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》中，对发展这五大金融领域作出重大部署，这是新时代推动金融高质量发展的具体部署，旨在引导金融资源更好地服务国家重大战略和经济社会的关键领域。中国人民银行在2024年1月表示设立信贷市场司，重点负责金融“五篇大文章”相关工作。2025年2月，证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，推动资本市场更好满足多元化养老金融需求。2025年3月，国务院办公厅发布《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》（国办发〔2025〕8号），这份文件被业内认为是金融“五篇大文章”实施的具体路线图，主要目标是到2027年，五大领域融资可得性、

服务适配度显著提升，配套制度健全。2025 年 5 月，青海省人民政府办公厅印发《青海省做好金融“五篇大文章”实施方案》。2025 年 6 月，人民银行上海市分行等十部门联合印发《上海养老金融服务银发经济高质量发展的工作方案》。2025 年 9 月，中国证券业协会发布《证券公司做好金融“五篇大文章”专项评价办法(试行)》，截至 2025 年末，证券公司层面积极推进落实该专项评价办法。

（二）问题的提出：政策目标与实施效果之间的差距

中国特色的政策执行体系中，中央政策通过各级政府和国企的层级传导往往表现出极高的效率，这种“自上而下”的行政动员能力是中国体制的显著优势。然而，政策目标与实际效果之间常存在差距，源于政策设计发挥作用还需要充分考虑市场运行规律因素和个体行为规律因素，而这后两个因素存在复杂性（例如：信息分散、信息不对称、个体自利等），且政策落地需要时间（政策传导、市场和个人行动反应等），政策落地过程需要现实信息反馈和政策依据现实动态优化、调节的正反馈循环等。因此，如何更有效、更科学地达成政策目标是自然而然提出的问题，也是开启本课题研究的动力和价值所在。

本文以第三支柱¹的研究为切入点，它与金融机构做好“五篇大文章”的养老金融密切相关，是基金、证券等非银金融机构提供养老理财产品业务、服务的参与点，第三支柱的个人投入资金规模较低，金融机构（养老产品）产品供给较少，产品业绩表现参差不齐。中国

¹ 第三支柱是个人自愿参与的养老储蓄、商业养老保险、养老理财产品、养老目标基金等，与第一支柱（基本养老保险）、第二支柱（企业年金/职业年金）形成互补。

养老保障体系第三支柱（个人养老金）仍处于发展初期，账户开设量方面：截至 2023 年 6 月，个人养老金制度实施 7 个月，全国开户数超 4000 万人（占基本养老保险参保人数的约 4%），但实际缴费人数仅约 900 万人（占比 22.5%），缴费率偏低。资金规模方面：累计缴存金额约 182 亿元，人均年缴费约 2022 元，远低于每年 1.2 万元的缴费上限。产品结构方面：截至 2023 年 11 月 14 日，个人养老金产品目录共包括 741 款产品，其中储蓄 465 款（占比约 62.75%）、基金 162 款（占比约 21.86%）、保险 95 款（占比约 12.82%）、理财产品 19 款（占比约 2.56%）²。2023 年 161 只个人养老金基金全年平均回报为-4.06%，中位数收益率为-3.58%³。国际对比来看，2024 年中国三支柱账户规模合计约 15.7 万亿元，是中国 GDP 的 11%。其中，2024 年中国第一支柱（基本养老金结余）约 8.7 万亿元（占比约 55.41%），第二支柱（企业年金、职业年金）合计 6.8 万亿元（占比约 43.31%），第三支柱（个人养老金）暂无官方统计数据，根据 2025 年《中国养老金金融白皮书》估算规模约 0.2 万亿元（占比约 1.27%）。美国三支柱账户规模约 46.7 万亿美元，是美国 GDP 的 1.6 倍，其中，2024 年第一支柱规模约 2.7 万亿美元（占比约 5.78%），第二支柱规模约 24.5 万亿美元（占比约 52.46%），第三支柱规模约 19.5 万亿美元（占比约 41.76%）⁴。

² 平安证券（20231123）行业报告：养老产业专题研究（六）个人养老金试点首年追踪与展望。

³ 《个人养老金基金透视：华夏基金规模领跑，国泰君安资管、国寿安保基金等回撤较大》
（<https://www.jiemian.com/article/10649812.html>）。

⁴ 《中美基本养老保险一支柱替代率与美国基本持平，二三支柱有差距》
（<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1849927660350131741&wfr=spider&for=pc>）。

（三）研究方法与分析框架：“政策-市场-个体”三元互动机制

采用逻辑分析法构建“政策-市场-个体”分析框架，提出养老金融高质量发展的系统性建议。

二、现实审视：养老金融相关政策对照分析

（一）“五篇大文章”中的养老金融政策与个人养老金(第三支柱)政策对比分析

在构建中国特色多层次、多支柱养老保险体系的进程中，养老金融作为“五篇大文章”的重要组成部分，承载着优化养老资金配置、服务长期稳健增值的关键使命。个人养老金制度作为第三支柱的核心载体，与“五篇大文章”（养老金融）政策既有战略协同，也存在执行层面的复杂关联。为厘清二者间的政策脉络与实施逻辑，本文特从以下两个维度展开对比分析：其一，梳理养老金融与个人养老金在制度基础、机构管理、产品供给及激励协同等方面的政策衔接与整合框架；其二，剖析两者在政策目标、产品导向、考核机制与风险逻辑上可能存在的内在冲突。通过双向对照，旨在为政策理解、行业实践与制度优化提供参考。

1. 个人养老金（第三支柱）与“五篇大文章”（养老金融）政策部分重要内容分类整理

一级分类	二级子项	核心内容概括	具体条款要点	条款出处
1. 制度基础与参与规则	1. 养老金融定位与目标	建立适合中国国情的多层次多支柱养老保险体系。“五篇大文章”养老金融要求金融机构未来5年基本形成多层次、广覆盖、多样化、可持续的服务体系；旨在通过市场化机制，满足居民长期养老金增值需求。	1. 第三支柱养老保险规范发展，养老金融产品更加丰富，对银发经济、健康和养老产业的金融支持力度持续加大，更好满足养老金融需求。 2. 坚持市场主导，惠企利民。尊重经济社会发展规律，发挥市场在资源配置中的决定性作用。 3. 服务养老金等中长期资金稳健增值目标。 4. 推动发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金，与基本养老保险、企业（职业）年金相衔接，实现养老保险补充功能，协调发展其他个人商业养老金融业务，健全多层次、多支柱养老保险体系。	1. 《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》（金发[2024]11号，2024年5月） 2. 《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》（证监会，2025年2月） 3. 《关于推动个人养老金发展的意见》（国办发[2022]7号，2022年4月）
	2. 账户与资金管理	结合数字金融技术，优化个人养老金账户服务效率，规范投资范围，实现资金闭环管理。	1. 鼓励商业银行通过线上渠道（如手机银行）提供个人养老金账户开户、缴存、查询等服务。 2. 个人养老金资金账户资金用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的满足不同投资者偏好的金融产品，参加人可自主选择。	1. 《个人养老金实施办法》（人社部等5部门，人社部发[2022]70号，2022年11月） 2. 《关于推动个人养老金发展的意见》（国办发[2022]7号，2022年4月）

			3. 提高金融机构服务水平。商业银行要健全线上线下服务渠道。	3. 《关于全面实施个人养老金制度的通知》（人社部[2024]87号，2024年12月）
	3. 税收优惠与普惠支持	通过递延纳税优惠政策，降低个人参与成本，鼓励个人进行长期养老储备，提高制度参与率。	1. 每年1.2万元缴费额度可在个人所得税综合所得或经营所得中据实扣除。 2. 投资环节计入个人养老金资金账户的投资收益暂不征收个人所得税。 3. 领取环节，个人领取的个人养老金不并入综合所得，单独按照3%的税率计算缴纳个人所得税。	1. 《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》（财政部 税务总局[2022]34号，2022年11月） 2. 《关于在全国范围实施个人养老金个人所得税优惠政策的公告》（财政部 税务总局[2024]21号，2024年12月）
2. 养老金融机构管理要求	1. 机构准入与能力建设	通过完善组织体系和建立长效管理机制，推动银行保险机构提升养老金融业务的专业化、规范化发展水平。	1. 开办个人养老金业务的商业银行需满足量化指标（如一级资本净额超1000亿元）。 2. 机构需制定专项业务方案，完成制度建设、人员配备、系统对接等筹备工作。 3. 必须建立个人养老金业务管理系统，并与相关平台对接，且通过验收。 4. 鼓励设立养老金融事业部、专营机构或专项管理团队。 5. 建立并有效执行个人养老金业务内部监督检查和跟踪整改。 6. 机构应建立健全养老金融业务风险管控机制，并完善长周期考核等内部治理。	1. 《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》（银保监规[2022]16号，2022年11月） 2. 《银行业保险业养老金融高质量发展实施方案》（金办发[2025]26号，2025年3月）

	2. 业务操作与数字赋能	严格规范个人养老金基金销售环节的业务操作，落实适当性管理、风险揭示与合规销售要求。	1. 需通过自有平台或合作渠道向投资者充分揭示产品的长期属性与相关风险。 2. 禁止误导销售、虚假宣传，规范展示产品业绩信息。 3. 对产品风险等级进行审慎评估，确保将合适的产品销售给合适的投资者，并对销售流程实施全过程留痕管理。 4. 加强养老金融业务科技赋能，探索运用人工智能、大数据等技术，提升数字化经营服务能力，丰富服务场景。 5. 建立健全信息保护管理机制，对养老金融消费者个人信息实施全流程管理。	1. 《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》（证监会公告[2022]21号，2022年11月） 2. 《银行业保险业养老金融高质量发展实施方案》（金办发[2025]26号，2025年3月）
3. 产品供给规范	1. 产品范围与养老属性	个人养老金产品需具备运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值等特征，且类型覆盖储蓄、理财、保险、基金等，以满足长期养老投资需求。	1. 个人养老金产品主要包括特定养老储蓄、养老理财产品、商业养老保险、公募基金（含养老目标基金、指数基金）等。 2. 产品应符合长期养老投资特征，如养老目标基金设有1年、3年、5年等多种持有期，引导投资者长期投资。 3. 2024年12月起，进一步将国债、特定养老储蓄、指数基金纳入产品范围。 4. 产品需具备运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值等特征。	1. 《个人养老金实施办法》（人社部等5部门，人社部发[2022]70号，2022年11月） 2. 《关于全面实施个人养老金制度的通知》（人社部发[2024]87号，2024年12月） 3. 《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》（银保监规[2022]16号，2022年11月）
	2. 产品备案与动态管理	建立个人养老金基金与理财产品的多维度准入与动态管理机制；明确产品与机构的退出条件和流程，	1. 个人养老金基金：名单由证监会确定并每季度发布；出现不符合存续条件、发生重大变化等情形时，将被不定期移出名录；被移出后暂停申购。 2. 个人养老金理财产品：名单由理财行业平台定期公布。对不满足监管要求的机构，可责令改正、停止新业务、移出	1. 《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》（证监会公告[2022]21号，2022年11月） 2. 《商业银行和理财公司个人养老

		持续保障产品质量。	名单；对不满足要求的产品，不定期移出名单、暂停申购。 3. 相关机构需在规定期限内向监管部门报告业务开展情况。 4. 基金销售机构：出现连续 2 年不符合条件、业务资格被终止、存在重大风险等情形，将被移出名录，不得新增业务。	金业务管理暂行办法》（银保监规[2022]16 号，2022 年 11 月）
4. 激励约束与协同机制	1. 机构激励	通过完善激励约束机制，引导银行保险机构加大对养老金融业务的资源投入与产品供给，将养老金融纳入“五篇大文章”战略规划，实现协同发展。	1. 支持创设养老专项金融债券，募集资金主要用于养老相关领域（如养老产业、养老服务设施等）。 2. 鼓励将养老金融纳入机构经营发展战略和年度重点任务，建立专项领导协调机制。 3. 探索适当提高商业养老金融业务在分支机构和高级管理人员绩效考核中的占比，形成长效激励导向。 4. 坚持激励与约束相结合，根据养老金融业务发展动态完善激励约束机制。	1. 《关于金融支持中国式养老事业服务银发经济高质量发展的指导意见》（中国人民银行等九部门，2024 年 12 月） 2. 《银行业保险业养老金融高质量发展实施方案》（金办发[2025]26 号，2025 年 3 月） 3. 《银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》（2024 年 5 月 9 日）
	2. 机构约束与风险防控	建立健全养老金融业务全过程风险管理体系与消费者权益保护机制，明确违规行为的约束措施与机构退出机制。	1. 建立全面风险管理体系：机构应建立健全养老金融业务风险管控机制，覆盖市场、信用、流动性、操作、声誉等各类风险，并建立风险早期纠正硬约束制度。 2. 强化数据安全与消费者保护：机构应建立健全信息保护管理机制，对养老金融消费者个人信息实施全流程管理；强化金融消费者权益保护，加强产品适当性管理。 3. 风险准备金要求：养老保障管理基金需计提风险准备金，专项用于弥补因违规等原因造成的损失。	1. 《银行业保险业养老金融高质量发展实施方案》（金办发[2025]26 号，2025 年 3 月） 2. 《中国银保监会关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》（银保监规[2022]8 号，2022 年 4 月） 3. 《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》（银保监规

			4. 持续监管与退出机制：监管部门对不符合要求的产品和机构进行持续监管，情节严重的，停止新开展业务、移出名单或暂停业务。	[2022]16号，2022年11月) 4. 《养老保障管理业务管理办法》 (保监发[2015]73号,2015年7月)
	3. 跨部门协同机制	明确人社、税务、财政、金融监管等部门在个人养老金制度中的协同分工，建立信息共享平台与联合监管机制，保障政策落实与跨部门协作。	1. 人社与税务部门信息交换：通过个人养老金信息管理服务平台，将个人养老金涉税信息交换至税务部门，支持享受税收优惠。 2. 证监会与多部委监管协调：证监会加强与人力资源社会保障部、财政部、国家税务总局、银保监会等部门的沟通配合，建立信息共享机制，加强监管协调。 3. 金融监管总局与地方政府的协同：各金融监管局加强与地方政府部门的沟通协调，推动政策落地实施。 4. 商业银行的纳税申报义务：商业银行对开立个人养老金资金账户的纳税人进行全员全额明细申报，保证信息真实准确。 5. 多部门联合落实与反馈：各级财政、人社、税务、金融监管等部门密切配合，及时向上级主管部门反映实施中的问题。 6. 行业自律组织参与：鼓励行业自律组织积极整合资源，开展宣传教育、标准制定、行业自律等工作。 7. 证监会动态监管协同：证监会定期对基金管理人、基金销售机构开展个人养老金投资基金业务进行动态监管，结果用于业务创新评估。	1. 《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，2022年4月） 2. 《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》（证监会公告[2022]21号，2022年11月） 3. 《关于在全国范围实施个人养老金个人所得税优惠政策的公告》（财政部 税务总局公告[2024]21号，2024年12月） 4. 《银行业保险业养老金融高质量发展实施方案》（金办发[2025]26号，2025年3月）

2. 政策目标、产品导向、考核机制与风险逻辑的冲突对比

冲突维度	“五篇大文章”政策导向与出处	“个人养老金”政策导向与出处	核心冲突摘要
1. 目标冲突	导向：资本市场强调“服务中长期资金稳健增值”与“推动中长期资金入市”，打通社保、保险、理财等中长期资金入市卡点堵点。 出处：《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》（2025 年 2 月）。	导向：强调“个人养老储备”与“稳健保值”，认为个人养老金是政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营、实现养老保险补充功能的制度。 出处：《关于全面实施个人养老金制度的通知》（人社部发〔2024〕87 号）及相关解读；《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）。	根本目标不同：一方旨在为资本市场引入长期活水，另一方则聚焦于保障个人养老金储备。
2. 产品冲突	导向：推动将符合条件的指数基金等权益类公募基金纳入个人养老金投资范围。 出处：《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》（2025 年 2 月）；《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》（2025 年 1 月）。	导向：个人养老金基金应当具备运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值等特征。鼓励金融机构研发符合长期养老需求的中低波动型或绝对收益策略基金产品。 出处：《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》（证监会公告〔2022〕21 号）；《关于全面实施个人养老金制度的通知》（人社部发〔2024〕87 号）。	风险偏好错配：一方鼓励供给高风险属性的权益类产品，另一方则强调产品须具备“运作安全、成熟稳定、侧重长期保值”特征，偏好中低波动型产品。

冲突维度	“五篇大文章”政策导向与出处	“个人养老金”政策导向与出处	核心冲突摘要
3. 考核冲突	导向：对国有保险公司经营绩效全面实行三年以上的长周期考核，净资产收益率当年度考核权重不高于 30%，三年到五年周期指标权重不低于 60%。 出处：《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》（2025 年 1 月）。	导向：基金管理人、基金销售机构应当建立长周期考核机制，对个人养老金投资基金业务、产品业绩、人员绩效的考核周期不得短于 5 年。 出处：《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》（证监会公告[2022]21 号）。	评价周期标准不一：商业保险资金（三年以上）与个人养老金基金（不得短于五年）面临不同的考核周期要求，对跨行业运营的机构形成差异化压力。
4. 风险逻辑冲突	导向：打通中长期资金入市卡点堵点，推动各类专业机构投资者建立健全长周期考核机制，提高权益投资比重。其底层逻辑是市场化的风险收益匹配。 出处：《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》（2025 年 2 月）；《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》（2025 年 1 月）。	导向：加强养老金融产品设计和投资管理。支持建立养老金融产品多重风险缓释机制，规范运用收益平滑基金，优化产品估值规则，降低养老资金配置风险。 出处：《关于金融支持中国式养老事业服务银发经济高质量发展的指导意见》（2024 年 12 月）。	风险逻辑冲突：一方遵循市场化原则，鼓励资金入市隐含风险收益并存；另一方则试图通过金融工程、估值方法等手段最大限度地隔离和控制风险，降低养老资金配置风险。两者在“是否需要通过承担市场风险来获取长期收益”这一根本问题上的逻辑导向存在差异。

3. 冲突根源分析：部门职能差异与认知分歧

目前缺乏一个更高层级的、统一的“国家养老金融管理部门”来统筹协调不同部门、发挥不同部门的能力和资源实现国家养老体系建设的终极目标。整体上看，政策制定上覆盖较全面，但部门职能与政策初衷存在天然分野，例如：证监会的职能是发展资本市场，其政策自然倾向于扩大资本市场的长期资金来源；人社部/财政部的职能是保障社会稳定和民生福祉，其政策自然倾向于养老资金安全和财政可持续。

对“养老资金”属性的认知差异：一方将其视为“耐心资本”（认为是“长钱”），可以承受周期性波动以换取长期高回报，其实这类资金不一定是“耐心资本”，反而受到短期波动影响更大（担心亏本）。另一方将其视为“保命的钱”，对本金损失几乎是零容忍。这种认知差异导致了从产品设计到风险管理的全线分歧。叠加市场发展阶段与投资者成熟度的不匹配，政策希望复制海外“养老金与资本市场双赢”的模式，现在仍缺乏现实基础。

（二）当前政策缺口：制约养老金融深化发展的政策关键瓶颈

尽管现有政策构建了基础框架，仍存在多方面不足，难以完全匹配机构创新动力与个人多元需求，制约养老金融从“基础发展”向“高质量发展”跨越。

1. 机构参与：激励不足与创新受限

参与机构与牌照的受限：就第三支柱产品供给的参与机构而言，业务牌照需具备公募牌照和个人养老金融牌照，参与机构主要是保险公司、银行、公募基金。对于券商而言只有极少的几家券商资管机构有产品进入个人养老金产品目录。政策针对券商主要是定位于融资和资产支持证券 REITs 等，证券机构网点和 APP 适老化改造，以及老年人的投教和权益保障。第三支柱养老金融产品方面，政策主要是鼓励公募基金及其专营养老金融服务子公司参与产品供给。现有政策是就现有既定的行业业务对养老金融工作做了初步的分工，但是并未考虑行业发展中其他参与机构的相关牌照规则的演进。例如：券商资管发展尚未系统纳入养老金融产品供给方的视角（其缺乏公募牌照和个人养老金产品业务资格的情况下如何直接参与养老金产品供给）。

长期激励机制缺失：现有激励多集中于监管评级倾斜、试点资格授予，缺乏对金融机构的直接的财政或税收支持（如养老产品风险准备金税前扣除优惠、创新产品研发补贴等）；个人养老金业务前期投入大、回报周期长，机构盈利压力大，导致部分中小机构参与积极性不足。《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》引导“完善行业机构定位和治理。强调证券期货经营机构端正经营理念，把功能性放在首位，将做好“五篇大文章”纳入经营发展长期战略。”但是长期战略的定力和可持续性来自于市场中持续盈利的正反馈，目前暂无任何机制能够保证存在这种“正反馈”。

产品创新空间受限：当前养老金融产品的创新边界、创新的方向尚不清晰。现有产品规范仍聚焦于传统四类（储蓄、理财、保险、基

金)的优化,产品期限、费率结构等规范较刚性,缺乏针对养老金融专项设计的基金产品规则,难以匹配不同年龄段人群的风险偏好与养老规划。

风险分担机制空白:第三支柱的养老金融产品具有长期属性,而需要面临金融市场投资的所有风险,现实情况中,对于基金产品仍是投资者独自承担风险敞口,养老金融基金产品并无区别于普通基金产品的特殊的风险分担机制或者风险降低效果。

2. 个人参与:激励精准度与认知度双不足

税收优惠力度与覆盖度有限:1.2万元年度扣除额度对高收入人群激励不足,对低收入人群(年收入低于6万元)则因未达纳税起征点,无法享受税收优惠,难以形成全人群覆盖的激励效应;税收优惠形式单一、优惠力度有限,缺乏更直接的普惠激励方式。

信息披露与投教体系不完善:现有政策仅要求机构披露产品基本信息,缺乏针对不同群体的差异化解读机制(如为老年人提供线下咨询、为年轻人制作可视化科普内容);个人对养老金长期投资逻辑、产品风险收益特征认知不足,导致“短期观望”心态普遍;年轻人备老意识和知识不足,对养老规划不积极甚至抵触。

账户与产品流动性管理刚性过强:根据现行政策,个人养老金资金账户实行封闭运行,仅在达到法定条件(如达到领取基本养老金年龄、完全丧失劳动能力、出国定居)下方可领取;2024年12月起,已新增“患重大疾病”等特殊情形作为提前领取条件,体现了政策的

持续优化。当前流动性安排仍相对有限（如缺乏类似购房、大额教育支出等更多紧急需求的支取机制）；产品收益不确定，产品期限多为长期封闭，提前赎回限制严格，降低部分个人的参与意愿。

（三）政策完善方向建议

强化机构激励与创新支持：面向金融机构出台养老金融业务税收减免、研发补贴等政策；放宽创新型产品备案限制（监管沙盒等），鼓励金融机构探索“养老+”跨界产品试点机制；设立行业风险补偿基金，用于分担机构长期风险。建立养老金融产品创新和长期业绩评价体系；搭建“第三支柱”机构间的信息共享与资金衔接平台；加大全覆盖、普惠性的政策倾斜，开发适用于灵活就业群体的专属产品。

优化个人激励与服务体验：实行差异化税收优惠，对免税人群增设普惠性缴费补贴（如按收入档次设定扣除额度，例如：对于年收入小于6万元的免税人群，可取消1.2万元的扣除上限并考虑给予定额财政补贴；对于年收入6万元以上的人群，根据年收入区间可划分1.2万元、1.8万元、2.4万元不同的扣除额度上限）；构建多层级信息披露与教育体系，强化线下线上联动服务；适度放宽账户流动性限制，明确紧急支取规则。

综上，现有政策已为养老金融发展奠定制度基础，但需通过更加细致的“强化激励、释放创新”填补缺口，才能充分激发机构与个人的参与活力，推动养老金融实现高质量发展。

三、理论构建：“政策-市场-个体”动态耦合框架分析和机制设计理论“参与约束、激励相容”分析

（一）“政策-市场-个体”动态耦合⁵三元互动框架分析

养老金融的本质是通过金融机制实现养老资源的跨期配置与高效利用。政策是方向引领者，需在保持强传导性的同时，建立市场化的反馈机制；市场和金融机构是效率提升者，需在政策引导下破解收益困境，构建商业可持续模式；个体是需求驱动者，需通过金融教育与激励机制激发参与热情。三者的动态耦合是实现养老金融高质量发展的关键。这一过程中，政策提供制度规则保障、市场完成资源匹配、个体释放需求信号，三者形成相互依存、相互制约的有机整体。不同于单一维度的线性思维，动态耦合强调三者互动中实现“政策定调不越位、市场发力不缺位、机构参与有动力、个体参与不被动”的均衡状态，共同支撑养老金融体系的长期稳健运行。

理想的动态耦合状态表现为“政策引导-市场响应-个体参与”的闭环机制：政策通过明确规则（如长周期考核制度）与激励措施（如税收优惠），为市场提供稳定的预期；市场基于政策导向，开发符合个体需求的产品服务，通过竞争提升供给质量降低供给成本；个体在

⁵ 耦合（Coupling）：物理学上指两个或两个以上的体系或两种运动形式间通过相互作用而彼此影响以至联合起来的现象。在系统、软件工程中耦合表示两个子系统（或类）之间的关联程度，当一个子系统（或类）发生变化时对另一个子系统（或类）的影响很小，则称它们是松散耦合的；反之，如果变化的影响很大时，则称它们是紧密耦合的。耦合的强弱取决于模块间连接的复杂性、信息的传送方式等。模块间的耦合度直接影响子系统、整体系统的可理解性、可测试性、可靠性和可维护性。养老金融作为一个整体系统的视角下，政策、市场和个体三者可视为三个子系统，子系统之间的政策、机制（市场机制）、机构/个人等相当于模块。

政策激励与市场供给的双重作用下，主动参与养老规划，形成“需求牵引供给、供给创造需求”的良性循环，呈现出双向耦合的特征。

1. 政策维度：定位、传导与反馈机制

作为推动养老金融“五篇大文章”的现实起点，国家上层政策要发挥其最核心三方面功能：一是，确立发展定位，如九部门联合印发的《关于金融支持中国式养老事业服务银发经济高质量发展的指导意见》明确将养老金融作为应对人口老龄化的战略举措，界定其内涵外延并设定 2028 年、2035 年阶段性目标；二是，构建制度框架，通过完善养老保险三支柱体系、出台税收优惠政策、建立风险防控机制，为养老金融发展划定规则边界；三是，强化资源引导和调动，通过货币政策工具倾斜、监管考核激励、税收优惠等方式，推动金融机构加大养老金融供给。

上层政策对市场中的金融机构是一种相对紧密的耦合，影响较大、较为直接。中国政策具有强传导性，通过党政国企系统能快速动员资源，金融机构作为政策和市场衔接的中介主体，发挥至关重要的作用。但强传导也有缺陷：一是，政策节奏与市场规律可能出现错位，过度干预易压制金融机构信号和市场信号的正常反馈，形成“政策单边主义”，或可能导致部分地区为完成养老金融考核指标，推动金融机构“运动式”发行养老产品，导致产品同质化严重，或者敷衍式地完成一些显性指标，与市场真实需求脱节；二是，金融机构和市场机制发挥作用需要时间，市场发挥作用的过程包括复杂的自适应过程、也会

产生对政策新的期待和诉求，统计监控与反馈机制的不完善，使得政策调整缺乏精准的数据支撑，难以及时响应市场变化与个体需求。

因此，政策与适当的动态互动中，在定位明确的基础上，要特别重视过程中阶段性信息的反馈：统计监控与信息反馈路径设计。并根据信息的变化调整完善制度框架，灵活调整和调动资源，因势利导金融机构逐步加大养老金融的投入。

统计监控与信息反馈路径设计是政策与市场双向紧密耦合的关键，要满足准确性、及时性，但又不能增加金融机构以及市场主体的信息反馈成本。相关建议：一是，反馈频率不宜过高，例如：可以设定每半年或者最好每一年报送一次养老金融工作发展情况；二是，在现有监管报送体系中增加相关报送报告或报表，充分利用现有报送机制，前提是自动化数据采集和报送，以保障报送效果和效率；三是，制定政策部门或掌握信息部门，可组织推动代表性金融机构典型成功经验的宣传推广，例如：人民银行、证监会、证券业协会、基金业协会等牵头组织；四是，对业务开展进行指导帮扶，由于机构间业务能力有差距，政策主管部门可以从更高层面调动研究资源、机构成功经验，对机构进行分类，根据机构需求，有针对性地辅导；五是，政策目标要求不宜过高，目标要根据市场机构真实情况的反馈进行不断的微调，避免由于压迫感过强，机构疲于应对、敷衍推动养老金融工作，务虚不实、造成资源浪费；六是，政策在明确长期方向的基础上，在与市场的双向互动反馈中，不断补齐政策缺口、修正阶段性的小目标，循序渐进引导符合条件的金融机构推进养老金融。例如：养老金融在

2028 年、2035 年分别设置了目标⁶，对目标完成的认定标准可以有修正的弹性和宽容度，否则会造成造假和揠苗助长式的资源浪费。

上层政策往往具备“结果导向”特征，即给出“起点”和“终点”，而两点之间的“路径”、到达终点需要的“客观时间”、过程中遇到的障碍（现实障碍、制度障碍等）等，是在政策发挥作用与实践活动的互动中逐步校正、清晰的。政策要根据实践过程弹性地修正，以实现面向目标的持续引导。

2. 市场维度：金融机构、金融市场与金融产品的三元角色

市场经济会自发地将资源导向具有经济效益的地方，养老金融具备社会效益，但经济效益短期内不足仍需要政策等非市场因素的引导和驱动。

对于市场维度的分析主要聚焦三点：一是金融机构；二是金融市场；三是金融产品。

（1）金融机构作为连接政策与市场、个体的核心枢纽，是实现三元动态耦合的关键。金融机构存在三个功能：一是，连接政策的主体，政策发挥作用的中介机构：同时连接政策、市场和个体的枢纽，并且会对三者产生直接影响；二是，市场信息的生产者，政策效果的现实情况、市场的真实反应、养老群体需求行为表现等，这些最关键的信息都是金融机构生产，也只有金融机构可以生产出来，并且金融

⁶ 《关于金融支持中国式养老事业服务银发经济高质量发展的指导意见》设置：2028 年目标：养老金融体系基本建立，养老金融产品和业态逐步丰富，养老金融意识普遍形成，养老金融供给水平有效提升，人民福祉得到有效增进。2035 年目标：各类养老金融政策效果充分显现，养老金融产品和服务更加精准高效、养老资金投资管理更加成熟稳健，基本实现中国特色金融和养老事业高质量发展的良性循环。

机构具备对三者的互动沟通渠道，这是个体和政策制定者所不具备的特点；三是，使得所有政策更加有效、及时纠偏的吹哨人。“春江水温鸭先知”，作为市场的直接深度参与者，如果政策着力点与现实痛点出现较大偏差，金融机构应当有责任对真实信息进行及时反馈，并积极给出建设性建议。

机构的重要性如此之大，亦存在缺陷：一是，金融机构是市场经营主体，侧重于聚焦经济经营目标（例如：收入、利润和规模等），股东对企业经营要考虑“内部资本效率”（一元钱资本投入到不同的业务线创造的经济效益不同，内部资本效率往往要求资本流向经济效益高、收益快、确定性高的业务板块）；二是，现阶段多数金融机构缺乏养老金融领域的专业人才，对养老产业的运营模式、风险点、需求特点了解不深，大多仅能提供传统信贷、常规存款、基础理财等简单服务，难以开展长期金融市场投资和综合风险管理等复杂业务。对于养老金融产品的开发也是随行就市（跟随策略为主，导致产品同质化），很少有机构能够从个人终身理财规划、长期产品设计的维度，集中机构内有限的优势资源做长期养老产品的开发和运营管理（例如：优势资源投入养老金融专营部门）。

然而，中国金融机构既是市场中独立经营追求企业“经济价值的主体”，又是承担国家社会发展使命、配合发挥社会功能的企业“社会价值”的主体。两个主体的定位尤为重要，两个主体功能之间存在相互关联，例如：经济价值创造的好的机构（商业的可持续性可以“造血”），才有可能承担更多的社会价值（有经济实力才可以“输血”），

以经济价值成果反哺自身社会功能价值。由此，逻辑上进一步推演出：养老金融起步阶段，不是所有机构都具备同等的能力和意愿参与养老金融及其体系的建设，既然主体存在客观差异，那么，政策制定者作为重要的推动力量，应对金融机构主体在养老金融体系中的角色和参与度进行差异化管理。

如何促使金融机构在三元互动框架中发挥更积极的作用：

政策制定者应重视试点和关键少数在起步阶段的重要作用。目前政策对象是所有的金融机构，但是由于金融机构的实际情况差异较大，现阶段不是所有机构都有能力在养老金融方面倾注力量，部分机构只能有限的参与养老金融，例如：中小银行可能只能从事一些适老化的服务；仍有中小金融机构在经营困境中，让其着眼长远、肩负更多的社会功能性作用短期内不可行。政策制定者应抓典型个体，例如：四大行（五大行、六大行）、头部公募基金、头部保险机构等。从制定规则角度，就是“差异化规则”，就金融企业盈利能力、全国网点客户服务范围等条件，进行区分，有优势的机构承担更大的功能性责任和养老金融体系化建设责任。

养老金融体系作为一个公共服务体系进行建设，那么这个公共服务体系的基础架构可以由几个（例如：3-4个）头部超大型金融机构作为主导机构（几家机构最好是包含银行、保险、基金、券商这类机构）。主导机构在资金、全国网点服务覆盖度、信息技术能力、人才等方面具备条件和优势，由主导机构牵头推动养老金融体系的建设，其他机构可以在基础架构上加入这个体系，也可以做个性化的适配和

优化。这个思路是避免大中小数千机构各自做各自的养老金融服务体系，出现“大而全、小而全、各做各的”，由于资源能力投入的差异导致产品服务无法标准化、不适应市场，形成普遍的“低质量全面开花”式的浪费。例如：全国居民身份证及其背后的信息系统只有一套，身份证信息认证的使用各个端口可以有各自的用途，但是如果每个企业个体都可以自己设计和规划“身份证”体系，那么，身份信息这个基础体系将变得混乱。养老金融体系就是国家层面的养老金融基础设施，在顶层设计科学、清晰的前提下，作为顶层设计的“施工建造”需要有一个明确的“施工主体”，施工主体要有资质、有能力、有实力推动完成这个体系的建设，其他机构的定位是使用这个系统，并接入这个系统上，可以个性化改造发挥创造力更好地提供服务。

从这个角度看，上层政策部门在推动养老金融工作时，面对不同机构应当采取差异化的政策和目标导向(类似“有教无类、因材施教”)。如果参与门槛不高、且市场一片蓝海，则强调参与公平性的意义更大，目前阶段显然不是这样的市场机会状态，因为养老金融对于金融机构的作用在社会功能性方面的诉求更多，而非以充分市场竞争鼓励机构参与竞争获取经济利益。

自上而下的政策，对于金融机构而言多为 push（政策推着机构做）、而缺少 pull（市场吸引拉动机构主动做），当机构能做、想做的时候，push 一下正当时，当市场又有 pull 的力量时，政策可以加快释放有利于机构发展的宽松政策，加速发展。但是对于没有能力的机构和缺乏市场 pull 的环境的机构，单纯的 push 会扭曲资源。因

此，这里着重提出：对于机构的差异化养老金融激励政策，才能使得一部分有能力参与养老金融的机构优先释放养老金融能力。

关于养老金融第三支柱的专营部门，以及专营部门的“接管”制度安排。专营养老部门初期的业务无需追求大而全，应遵循市场需求，从阻力最小最容易实现的业务落地开始，且该业务要盈利或不亏损，否则，组织人才难以稳定。以第三支柱为例，如果投资人才可以创造持续稳定的超额正收益，养老金融投资经理作为基金行业最顶尖的专业人才，要有匹配的市场化薪酬才能留住人才。此外，应参考保险行业的“保险接管制度”“寿险保单强制转让制度”等，设计基金行业的“管理人责任终止与指定/选任新管理人制度”等。对金融机构撤销/破产等其他风险情况下，养老金融第三支柱专营部门可由其他符合资质要求的金融机构接收，以保证养老金融这一长期业务责任，不因所属金融机构经营风险或者是养老专营部门出现的风险而使得客户（投资者）受到直接影响；并且作为代客理财，其资产严格隔离和独立于公司固有资产。

机构间的客户信息优势存在差别也影响机构的参与动力。对于第三支柱而言，供给产品和客户需求匹配，高度依赖对客户信息的充分了解与评估。不同的金融机构覆盖的客户、客户信息不同，推介和匹配养老产品的能力存在差异，完整的客户画像甚至需要跨机构间的客户数据合作（这一点更难实现），因此，中小金融机构开展业务时的客户挖掘难度大。

专业能力与服务覆盖不足：一是，多数金融机构缺乏养老金融领域的专业人才，第三支柱养老金融产品也是新事物，对其运营模式、风险点、需求特点了解不深，难以开展长期金融市场投资运作和长期风险管理等复杂业务；二是，养老金融的服务普惠性不足，金融机构的服务资源多集中在一二线城市，三四线城市及农村地区的服务半径有限，同前文所述机构间能力亦存在高低，更加剧基层服务供给薄弱，而这些区域的养老金融需求同样庞大，仅靠市场自发调节难以填补服务空白。

（2）金融市场是金融产品（第三支柱产品）获取投资收益的场所，是连接金融与实体经济的纽带。金融产品的收益，归根结底来自实体产业企业发展所创造的利润、企业长期持续的发展能力和回馈机制。当投资者参与第三支柱产品长期持有时，其收益便与宏观经济状况、具体企业的微观经营绩效（营收增长、利润）直接挂钩。

关于投资者参与金融市场、长期投资的底线要求。为什么一个人在同一家商店中复购商品？因为这个商店“货真价实、童叟无欺”，同理，金融市场也要做到这两点：一是，金融市场中的投资标的主体（企业）需具备良好资质和质量，而不是“差企业”；二是，金融市场是公平公正、无欺诈的环境；三是，不断地在企业质量和市场环境上进行良性提升，对企业优胜劣汰、对欺诈不诚信行为坚决杜绝。

金融市场也存在缺陷：一是，不是天然就能够实现公平公正无欺诈，反而如果没有外力的干预，越是需要诚信的地方，就越有可能“劣币驱逐良币”出现欺诈。因此，政府要主持金融市场的公正规则，政

府在金融市场中扮演着“规则制定者”“秩序维护者”和“环境优化者”多重角色。从规则制定层面，继续不断完善金融市场法律法规体系，明确标的发行、投资、信息披露各环节的标准，同时，对于第三支柱养老金产品也同样进行标准要求，例如：要求个人养老金产品发行机构详细披露投资标的、风险等级、费用构成等关键信息，确保投资者“明明白白投资”；在秩序维护层面，需强化金融监管的协同性与穿透力，整合银行、证券、保险等多领域监管资源，运用大数据、人工智能等技术手段构建全流程监管体系，对操纵市场、欺诈投资者等行为“零容忍”，形成“违法必查、查必严惩”的高压态势，进行惩罚性处罚，强力杜绝欺诈行为，为第三支柱产品营造安全的运作环境；在环境优化层面，政府还应推动金融市场基础设施建设，完善信用评级体系、风险处置机制与投资者保护制度，例如：建立统一的金融投资者投诉处理平台，为购买第三支柱产品的投资者提供便捷的维权渠道，同时通过金融知识普及教育，提升投资者风险识别能力，从供需两端共同筑牢市场公平公正的根基；二是，金融市场中的价格对信息高度敏感，是投资者对不同信息意见“表达”的场所，因此，市场交易机制的建设至关重要，这里要关注减少暴涨暴跌、降低风险传染的控制机制，以及鼓励长期投资的税收等激励机制；三是，政府和市场自律机构对维护金融市场良性机制的不断努力，将有效消减

“熵增⁷”，避免市场走向混乱。鼓励创新，可在市场中建立养老金融相关的“沙盒⁸”（例如：养老金融监管沙盒）。

关于分红机制的重要性。大力提升上市公司质量，强化公司治理，鼓励持续、稳定的现金分红，构建“股息率>债券收益率”的资产池，为养老资金提供真正的长期价值锚点。养老金融的收益长期来看还是来自于产业利润，通胀对储蓄会有侵蚀，而企业的利润或者名义收入是跟通胀正相关的，所以，企业利润的分配对于社会而言是一种对股东的购买力（通胀的抵消）补偿⁹。养老金的保值增值是为了购买力保值增值，物价水平管理（央行）¹⁰、企业盈利分红能力（企业）和产品净收益管理（投资经理）共同解决养老金保值增值的实现。

（3）金融产品是所有现实矛盾的集合体现。例如：现有业务牌照限制表现为产品的管理机构，分业监管下不同监管体系对理财产品管理的差异表现为银行理财、保险理财、信托产品、公募基金、私募理财和券商资管计划等不同名称但本质类似的理财产品；不同管理人投资能力和金融市场行情表现为产品业绩；不诚信的欺诈行为或是经济周期所导致的企业违约表现为产品“踩雷”；投资者对产品业绩表现的不满意表现为产品被赎回，而满意则表现为产品被增持和被长期持有；宏观经济的通胀率上升表现为投资者要求更高的产品收益回报；

⁷ 熵增（无序化、混乱度提升）：任何孤立系统都会自发走向能量分散、结构消散的无序状态。无序是自然的默认趋势，而“有序”需要付出能量与智慧。

⁸ 沙盒（监管沙盒）：金融监管机构为金融科技创新提供的一个安全、受限的真实测试环境。

⁹ 例如：A 既是面包店的股东，也是面包的消费者，面包价格上涨（通胀）A 作为消费者的成本上升，价格上升营收利润增加，如果分红增加则 A 的收入增加，抵补了面包价格的上升所造成的通胀负担。

¹⁰ 通胀管理水平是影响养老金融的一个非常重要的因素：实际购买力 = 本金 $\times (1 + \text{养老金融产品收益率}) \div (1 + \text{通货膨胀率})$ 。养老金储备本质是购买力的储备，影响养老的价格主要包括食物、医疗、交通和住宿价格等。理论上，如果物价永久不变，有收入的时间与领取养老金的时间 1: 1，那么，只要保持 1: 1 的消费和储蓄比例，即可实现养老金融的平衡。

产品所主要投资的资产类别决定产品分类（债券、权益、混合类）。金融产品是将个体理财需求转化为现实的具体抓手，也是距离投资者最近的工具介质，是投资者最终获得养老现金流、是否实现本金保值增值，甚至跑赢物价水平的载体，是客户投资目标、投资体验、矛盾最聚集、直观的体现。可见，从宏观到中观到微观，不同矛盾均在产品端集中体现和反映。因此，不仅金融机构的业务聚焦于产品，政策制定者也要关注产品，以及产品与市场的反应。产品持续稳定优良的业绩表现是缓解所有矛盾“法门”，但产品业绩和客户体验的良好，又反过来要求机构、管理人、市场、政策、机制等多方面的长期适配支持。

“产品业绩表现”是第三支柱发展的关键显性可观察指标。目前，政策制定者和产品创设机构最需要关注和观察的：是否有产品能够满足个体养老金保值增值、持续保值增值的需求，如果有，成功的经验是什么；如果没有，为什么？从这个可观察、可测量的指标入手，才能把握第三支柱真实的发展状态。同时，从不好的实践结果也可以挖掘出产品背后的深层次原因，原因可能涉及管理人管理能力、管理机构内部管理、产品设计面临缺陷、金融市场、投资工具、投资者意识等。产品是一切现实矛盾的集中体现，从产品可以反向分析发现所有现实问题的症结，政策制定者层面要了解市场中产品层面所反馈的对于市场机制完善和相关制度健全有意义的信息。

现实产品存在的缺陷：一是，产品同质化严重且适配性差，当前第三支柱的养老金融产品多集中在储蓄、基础理财、普通保险等类型，

产品设计大同小异，缺乏针对不同年龄阶段、风险偏好、财富水平人群的差异化产品。例如：缺乏针对年轻人的长期增值型产品、针对高龄老人的低风险稳健型产品，难以满足居民多元化、个性化的养老需求。个人养老金账户适配的理财产品数量远少于公募基金。能够真正匹配不同生命周期、不同风险偏好个体的“精准高效”的创新型产品供给不足；二是，公众认知不足导致市场活跃度低，第三支柱如个人养老金属于新生事物，多数居民对其税优政策、长期收益逻辑理解不深，甚至不清楚其与普通理财的区别。同时，部分投资者存在短期投机心理，对养老金融产品的长期投资属性接受度低。这导致个人养老金出现“开户易、缴费难”的现象。而市场自发的投资者教育力度薄弱，难以改变公众的短期投资习惯，进而导致养老金融产品的市场参与深度不足，难以形成规模效应；三是，激励机制不足影响产品吸引力，当前针对第三支柱的税收优惠政策力度有限且覆盖范围较窄，个人养老金每年 1.2 万元的税优额度对中高收入群体激励不足，而对低收入群体而言，税优感知不明显。此外，金融产品的费率优惠、长期持有奖励等激励措施缺失，相较于普通金融产品，养老金融产品的性价比优势不突出，难以促使居民主动将资金投向第三支柱产品；四是，对于保值增值这一目标如何实现，是缺乏现实经验的支持的，且由于经济下行，导致金融资产收益率不断下降，带来的现实产品收益率调整更大。例如：中国股市缺乏更优的分红机制、长牛、慢牛，中国股市“牛短熊长”、波动性大，缺乏稳定的长期增值效应。“股市缺乏更优的分红机制”，使得“养老金稳定回报与资本市场稳健运行的良

性互动”这一政策愿景仍缺乏坚实的市场基础。广谱利率持续下行、债券市场收益下降，使得传统以固收类资产为主的养老产品（如储蓄存款、部分理财）收益率不断走低，难以满足长期养老所需的增值要求，对居民吸引力下降。

3. 个体维度：需求特征、行为逻辑与参与障碍

居民个体是养老金融一切的起点和终点。政策对个体维度的直接影响比较小（松散耦合），金融机构行为由于直接对客户，会有相对较强的影响力（紧密耦合）。但是，个体行动仍是出于利己动机权衡考虑的结果：个体基于局部的、私人的信息与私人利益考量做出决策，个体行为模式多元复杂，直接影响养老决策的选择，进而决定养老产品和客户需求的最最终匹配。个体维度的复杂性体现在其决策的“局部理性”特征：消费者基于自身信息禀赋做出选择，年轻群体因“养老距离感”普遍缺乏备老意识；老年群体则由于金融知识不足易受非法集资误导；中年群体养老意识相对到位，但限于每个人自身经济条件、认知水平以及有效信息获取渠道，实际参与率仍有待进一步深化提升。这种局部理性叠加信息不对称，使得个体需求难以有效转化为市场信号，进而影响养老金融产品的精准供给。现阶段来看，2028 年之前能提高社会公众的养老金融产品意识和知识普及已经是很好的目标。私人信息和禀赋，通过市场自动匹配存在难度，需要金融机构积极行动，包括：养老信息、产品信息的教育引导；客户信息首次采集和持续采集过程中信息标签的科学设计；产品标准化，给予客户信息交易

流水等的自动匹配推荐；金融终端（APP）界面养老产品和相关信息的可及性。此外，从金融产品设计角度看，面对人性的弱点：“短视、急躁、缺乏耐心等”是产品设计必须克服的挑战，当前以个人完全自主选择为核心的三支柱模式，放大了这种决策困难。养老金融产品净值波动、以及部分金融产品过往的负面事件，会动摇居民对长期投资的信任。

从更广泛的大众群体来看，养老需求是刚需，但是人的惰性、短视和对立即消费的倾向（时间偏好），特别是收入的不稳定、不连续群体，照顾当下生活已经不容易，现实不允许考虑太远。现实下，目前只有稳定收入且有存款的情况下，才有可能“定投”参与第三支柱，换言之，能够参与第三支柱的有效需求群体是部分群众。

市场供给同质化严重，缺乏针对性的群体产品适配，同时金融知识普及不足，个体难以准确识别适合自身的养老金融服务。而由于个体需求的分化，养老金融产品适应细分年龄、职业、收入等特征的创新尤为重要，这是养老金融区分普通基金产品的一个重要特征和发展条件，只有细分匹配才能激发参与热情，否则将导致养老金融“两头热中间冷”（政策热、机构热、个体冷）。举个例子：养老和健康对人生一样重要，类似生病就诊需要医生通过一系列信息包括影像学资料诊断后，才能给出针对性诊疗意见。同样，养老金融产品的匹配也需要对客户进行“把脉”后“诊断”出客户的真实有效需求（由于专业性太强，这个需求可能客户自己都无法准确清晰地判断），然后才能匹配合适的产品“药方”。

4. 动态耦合三元互动机制的总结

理想的政策机制应实现三者的动态耦合：政策提供方向与规则，市场调节资源配置，个体在适当激励下自发配合。政策的影响力：一是，政策对金融机构的影响力最大最直接，对市场和个体的影响较弱；二是，政策对机构行为在“表面有形部分”影响较大（例如：组织架构安排、战略规划和经营计划体现等），对“内核实质部分”影响较小（因为这个还需要市场和个体行为的匹配）；三是，政策目标方向上必须坚定，而具体落实上必须富有弹性，适应现实发展的需要，呼应现实的需要而灵活调整，起到“水利万物”的效果；四是，金融机构对个体的影响力相对政策较强，金融机构要借助市场的力量才能发挥其对个体的影响力，但金融机构只是市场的参与者，无法直接影响市场机制；五是，金融机构可以通过实践经验提出对政策合理的建议反馈，将有效的信息传递给政策制定者，通过推动政策迭代，促进市场规则的完善，优化市场机制向更有利于个体的角度发展，从而提升政策、市场、个体三者的耦合性。或者说，紧密的耦合性的提升非常有赖于金融机构的向上反馈与沟通的作用。个体更多的是基于外生给定的“规则”（虽然这个规则是时变的），最大化自己的利益而采取相应的行动：体现为买不买金融产品，是否追加购买，是否长期持有。

所有政策规则下，市场机构的产品设计结果使得客户个体将其能够用于投资第三支柱的资金最大化投资、且长期持有，并最终获得所期望的现金流，则政策目标最终实现。由于政策和机构投入和养老金融成果的实现呈现“长期跨期”特征，就是要很长时间才能证明做得

好不好。时间带来的不确定性的降低或消除，不能单纯和依靠市场实现，因为市场实现不了，市场充满了投机和相机抉择。养老金融体系的工作是一个国家工程，只有国家顶层设计的长期性才有可能推动现实的战略定力。这要求不得不长期投入公共资源来熨平波动，体现在金融市场机制、财政机制、国企央企分红补充机制等，属于国家社会层面的公共财富的养老定向再平衡，以及长期制度契约约定。

政策对于机构有直接影响的几个最重要的点：短期来看，就是“阵势、建构”上的表现：金融机构将养老金融纳入经营战略，有明确的归口部门、组织机制、考核机制等；中长期来看，就体现在客户层面，例如：对于服务了多少养老金融客户，客户资产多少，客户的首次投资盈利率，追加资金率，持有期限等。乃至长期来看，客户最终是否如预期收到期望的现金流情况，这些都需要更长时间的验证。但是对于政策制定者而言，当下更重要的是实现政策优化过程的科学性和有效性：政策制定者要施行常规的、系统的反馈机制，接收对来自机构、市场、个人参与情况的真实反馈，作为政策优化的基础信息，根据反馈来决定要“再做些什么有益于现实发展的制度和规则”；而避免静态地追求以往确立的目标，简单评估完成进度，因为随着信息的增加，目标和标准应积极地调整。

综上，通过对政策、市场和个体三个维度的分析，为推动其走向更高水平的耦合提供思路：

政策要根据来自机构、市场的反馈信息，动态优化养老金融体系建设性制度规则。政策对不同机构要制定差异化的目标和规则，进行

差异化的引导。机构要基于市场和与个体互动过程中发现的信息，认真积极反馈政策制定者，形成有效地双向互动。机构在产品设计层面要针对细分的养老客群做积极的创新产品尝试。

（二）个人“参与约束、激励相容”分析

以微观个体养老决策行为为出发点和分析的起点，对个人的养老金融参与机制进行分析：

1. 参与约束分析：谁能参与第三支柱？

参与约束的核心逻辑是个人参与养老金融的预期收益需不低于个人的“保留效用”，即放弃当期消费、承担投资风险等机会成本后，仍能获得可感知的实际价值¹¹。

（1）基础参与约束：资格约束、资金约束和认知与信息约束

资格约束：中国个人养老金制度（第三支柱）面向在中国境内参加城镇职工基本养老保险或城乡居民基本养老保险的劳动者。无民事行为能力人、非基本养老保险参保人员（如未参保的灵活就业者、外籍人士）暂无法参与。能够参与第三支柱的，主要是已经具备第一支柱的群体才参与第三支柱。例如：公务员、事业单位、国企、大型企业，中高收入、稳定收入的从业人员等。

资金约束：在满足资格约束的前提下，需要有多余的钱才能参与

¹¹ 由于人的耐心不足，虽然养老投资资金理论上是一种长期资金，但是实际上，人们需要满足的“可感知的实际价值”是非常短期的，例如：每年或者每半年就要观察一下产品收益，即心理上需要“感知一下价值如何”。因此，即使资金真是闲置资金，投资可用于10年、15年甚至更长时间以后的使用，但是人们还是关注短期内产品（资金）每期（例如：一年）的价值增值。这反映出对产品的业绩要求在现实情况下不仅是长期要求保值增值，在短期依然要保持良好的具有吸引力的收益。

第三支柱。这个多余的钱（这是一个比较高的条件），即满足日常必要消费和个体偏好的非必要消费品后，储蓄存款扣除可预见的中长期需要必须支付的确定性支出（例如：教育费用、房屋抵押贷款月供支持等），仍有多余的钱可以用于养老投资，且这块多余的钱是预期可持续存在的，如果打破了这块多余的钱是“永久收入”的信念、预期，则持续参与养老金融的行为将非常脆弱。

认知与信息约束：个体要能够充分了解第三支柱相关政策，并有效获得第三支柱产品、服务的信息，以及便捷参与的端口。

（2）核心参与约束：产品的经济收益约束，即收益水平与稳定达标性

即使满足了基础的参与约束条件，个体也并不必然会选择第三支柱范围内的金融产品。因为，第三支柱产品之外仍有大量的理财产品、公募基金、资管产品可以选择，且产品期限/流动性更加灵活，部分个体也会选择自己直接投资。如果第三支柱范围内的金融产品与范围之外的产品并无系统性的差异（核心是风险收益差异：第三支柱产品的业绩要明显、系统性地优于普通的基金产品），完全是可替代的，那个体不会选择第三支柱，因为第三支柱产品对资金的锁定期¹²还要长于非第三支柱产品（存在流动性劣势）。个人参与养老金融的核心诉求是实现养老金的长期保值增值，其参与意愿直接取决于“实际收

¹² 由于个人养老金账户实行：封闭运行，缴费阶段和投资阶段的资金不得提前支取，仅在达到领取条件时可领取。账户资金只能投资符合监管要求的个人养老金产品，包括：1. 个人养老金储蓄存款 2. 个人养老金理财产品 3. 个人养老金保险产品 4. 个人养老金公募基金产品（禁止投资高风险非标资产、场外衍生品等）。与个人将闲置资金自由选择各类储蓄、基金投资不同，个人自由选择的投资可以灵活选择投资期限；养老产品存在专款专用属性和封闭限制性。

益能否稳定达到收益目标¹³，或覆盖机会成本”。当前这一约束的显性表现的是：至少以年度期限来看，所投资的产品的绝对收益水平达到了目标收益水平¹⁴。当个人感知到参与养老金融的长期收益无法弥补当期资金占用成本，或收益水平低于普通理财、存款等替代产品时，会选择放弃参与或仅形式化开户而不实际缴费。

2. 激励相容约束分析：现实的激励机制能否激励投资者长期参与？

激励相容的核心是让个人在追求自身利益最大化的同时，实现政策与市场的长期目标，即“个人理性决策与养老金融发展目标同向”。在养老金融领域，第三支柱个人养老金制度的政策目标是：鼓励居民主动积累养老资金（不要冲动消费、透支未来消费，要未雨绸缪），缓解基本养老保险（第一支柱）的支付压力，完善多层次养老保障体系；而个人参与的核心利益诉求是：获得养老资金增值、享受税收优惠、保障和提升老年生活质量。当然除了养老储备目标，现实中对于养老金融定位的政策目标还有长期资金进入股市这个目标。那么激励相容约束就要保证个人理性决策后，愿意主动、持续、长期参与养老金融产品。

核心激励相容约束：绝对收益效果的实现和保障机制，让参与者对投资的结果有信心。但是由于这个核心激励相容约束在事前无法验证，现实环境下更多的激励相容是通过税收优惠、账户封闭运行、投

¹³ 实际收益率是指名义收益率扣除通胀预期后的收益率，这个收益率至少不为负数或为正，才是投入本金时的购买力的保值增值。

¹⁴ 名义的目标收益水平可能是一个绝对的数值（例如：3%），或者是一个相对于通胀率的绝对数值（例如：超过通胀率2%以上），是超越本金的正收益，而不是相对排名逻辑下的相对排名占优（例如：相对排名前10%，但绝对收益-2.5%，这种情况个体投资者很难接受，也很难对长期持续投资产生信心）。

资产品适配、账户唯一性等其他制度安排实现，这些工具的激励相容作用有限，因此仍可进一步探索如何深化和灵活使用，发挥更大的激励作用，这里分析如下：

约束类型	核心设计	个人利益诉求	政策目标实现	激励相容逻辑
税收优惠 激励相容 约束	1. 缴费环节：每年最高 12000 元缴费额税前扣除，降低当期个税税负；2. 投资环节：账户资金投资收益暂不征税；3. 领取环节：按 3% 税率单独计税，远低于综合所得税率（3%-45%）。约束：只有实际缴费、长期持有账户，才能享受全流程税收优惠。	降低个税成本，提升养老资金的税后收益。	吸引纳税人群体主动缴费，扩大第三支柱覆盖范围。	个人为享受税收优惠而主动缴费 → 政策实现养老资金积累的目标，双方利益一致。税收优惠是增加养老金的“收益”这一块直接来源，是一个增加收益和确定性的工具，可以进一步探索：更加充分和灵活地运用。
账户封闭 运行激励 相容约束	1. 账户封闭管理，缴费和投资阶段资金不得提前支取；2. 仅满足退休、完全丧失劳动能力等几个具体条件可领取。约束：短期无法套现，资金必须长期用于养老储备。	避免短期消费挪用，确保老年时有专属养老资金；长期封闭运行有利于投资复利增值（如长期持有公募基金、定期存款）。	防止养老资金“短用”，确保资金专款专用，真正发挥养老保障作用。	帮助个人管住“短用”的冲动，个人为获取长期复利收益而接受封闭约束 → 政策实现养老资金长期保值增值的目标，形成“长期持有 - 收益提升 - 养老保障增强”的正向循环。（这里一个强假设前提：长期投资=长期保值增值）
投资产品 适配激励 相容约束	1. 限定可投资产品范围为符合规定的银行理财、储蓄存款等，且产品需标注“个人养老金专属”；2. 约束已从单一低风险产品，扩展至涵盖指数基金等权益类产品，但通过风险等级标识和适当性管理控制风险。	养老资金追求稳健增值，规避本金损失风险；专属产品的费率优惠（例如：基金管理费、托管费打折）降低成本。	控制养老资金投资风险，防止因高风险投资导致个人养老储备受损，维护制度公信力。	个人为保障养老资金安全而选择合规产品 → 政策实现养老资金风险可控的目标，既满足个人稳健增值需求，又避免系统性风险。

约束类型	核心设计	个人利益诉求	政策目标实现	激励相容逻辑
账户唯一性与继承激励相容约束	1. 每人只能开立一个个人养老金账户，账户终身有效，可跨地区、跨机构转移；2. 参保人身故后，账户资金可由继承人全额继承；约束：禁止多头开户，避免监管套利；继承规则明确，消除个人“资金归属”顾虑。	账户唯一性降低管理成本，转移便捷性提升使用体验；继承条款保障资金权益，避免“钱白交”的担忧。	实现账户统一监管，精准统计第三支柱规模；继承规则提升制度吸引力，鼓励中青年群体早缴费、多缴费。	个人为保障资金权益和便捷性而接受账户唯一性约束 → 政策实现第三支柱规范化管理的目标，推动制度可持续发展。

（三）金融机构“参与约束、激励相容”分析

在机制设计中，核心问题是如何设计一套规则（政策、市场环境、监管框架），使得金融机构自愿（满足参与约束）且自发地（满足激励相容）将资源长期投入到第三支柱养老金融产品的开发、销售与服务中，并以此作为其可持续的商业模式，而非仅仅完成政治任务。

1. 参与约束分析：金融机构为何要“入场”？

参与约束：指代理人（金融机构）从接受契约（参与养老金融业务）中获得的期望效用，至少不低于其保留效用（即不参与该业务、将资源投入其他领域所能获得的最佳效用）。若此约束不满足，机构将选择“用脚投票”，消极应对或形式化参与。

当前，制约中国金融机构（尤其是泛资管机构）参与第三支柱的“参与约束”主要因素包括：

（1）经济收益（回报率与成本）是否达标：

收入端：第三支柱产品（如养老目标基金、养老理财）如果未来没有单独的政策设计，就是一类标准化的基金产品，且通常管理费率较低（出于普惠性要求），且规模在培育期难以快速上量。第三支柱产品与公募基金中的热门赛道（如科技、消费主题基金）或银行的高息差信贷业务相比，短期经济回报缺乏吸引力。

成本端：前期系统开发、账户服务、投资者教育、产品研发、专营团队建设等投入巨大。养老金融业务具有典型的“高固定成本、长

回报周期”特征。第三支柱的参与有“门槛”，应当根据机构的能力不同予以差异化定位，以不同的角色功能参与养老金融业务。

考核周期：金融机构的考核周期是年度考核，如果第三支柱长期的社会效益大于短期的经济效益，假设业务板块在展业初期，连续亏损多年则业务条线难以持续存在，也无法留住优秀人才。

（2）风险与责任不对等：

长期投资风险：养老资金要求长期稳健增值，但 A 股市场波动性大、缺乏稳定的长期回报锚（如持续高股息资产）。且由于人性的弱点，通常产品净值短期的亏损时，机构面临巨大的声誉风险、客户投诉压力乃至其他不可预计的问题出现，而市场系统性风险并非单家机构所能控制。换句话说，长期稳定的保值增值的业务产品，无论从短期还是长期都是一门难做的生意，也不是人人能做到的生意。

“保本”预期与净值化管理的矛盾：中国居民对养老资金有强烈的“保本”或“低波动”诉求。但符合长期增值需求的权益类资产天然具有波动性。机构在“满足监管要求配置权益”和“应对客户赎回压力”之间陷入两难，承担了巨大的行为扭曲风险。

长寿风险、通胀风险转移不足：目前产品设计中，这些长期风险几乎完全由个人投资者承担，间接转化为对产品业绩的不满和对管理机构的追责，机构缺乏有效的金融工具（如长寿风险对冲衍生品、通胀挂钩债券）来管理和转移这些风险。

（3）牌照与准入限制：

当前第三支柱产品供给牌照主要集中于商业银行、理财子公司、

保险公司、公募基金。大量券商资管、信托等具备资产管理和客户服务能力的机构被排除在核心产品供给方之外，其“参与权”受限，无法将自身投研和客户优势直接转化为第三支柱业务。

（4）内部资源配置冲突：

在机构内部，资本和人力资源是稀缺的。券商机构的养老金融业务若无法在内部考核中证明其优于其他业务板块（如财富管理、投行、自营投资）的风险调整后收益，就难以获得战略优先级和资源倾斜，形成“战略重要、战术边缘”的窘境。

2. 激励相容约束分析：金融机构为何要“尽力”而非“敷衍”？

激励相容约束：指在委托人（政策制定者）目标（发展高质量、可持续的第三支柱）下所设计的机制，能使代理人（金融机构）在追求自身效用最大化的同时，其自发选择的行为恰好也能实现委托人的目标。简单说，要让机构觉得“好好做养老金融业务，对自己最有利”。当前机制在“激励相容”方面存在的主要错位包括：

（1）考核周期错位：

政策要求长期化 vs. 机构考核短期化：监管鼓励 5 年以上的长周期考核，但金融机构内部对业务部门、基金经理的考核多以年度甚至季度为单位，且与薪酬、晋升强挂钩。这导致投资经理行为短期化（追逐热门板块、频繁交易），这显然与养老资金的长期资产配置需求背道而驰。

（2）激励工具单一与力度不足：

正向激励不足：目前的激励多限于“监管评级加分”、“试点资格”等软性荣誉，缺乏直接的、可观的财务激励，例如：针对养老金融业务的专项税收减免（如管理费收入所得税优惠）、资本占用优惠、风险准备金补贴、政府引导性资金跟投等。

风险收益不匹配：机构承担了长期的业绩压力、声誉风险和巨大的客户教育成本，但未能分享到养老金长期投资可能带来的超额收益（业绩报酬比例受到限制）。“风险承担”与“收益获取”不匹配，削弱了“尽力做好”的经济动机。

（3）产品同质化竞争下的“躺平”激励：

由于投资范围、产品形态受限，且客户比较基准模糊，容易导致产品同质化。在这种情况下，机构的最优策略可能不是投入资源进行差异化创新，而是“跟随策略”，发行与市场同类产品相似的产品，控制成本，避免成为“出头鸟”。这导致了市场缺乏真正满足多样化需求的有效供给。

四、优化路径：养老金融高质量发展的建议

本课题报告第一、二部分通过现有制度的对比分析，以及制度和现实的对比分析找到政策缺口和需要完善的方向；第三部分通过理论分析进一步找到政策的缺口和需要完善的方向，前述几部分结合，提出如下优化建议：

（一）制度与机制优化：构建激励相容的政策体系

通过“政策赋能”降低参与门槛和风险，通过“市场改革”提升长期收益潜力和商业可持续性，通过“行为引导”帮助个体克服决策偏差并建立信任。

优化维度	具体优化建议
1. 政策与监管层面	1. 建立高层级跨部门协调机制： 成立更高层级的统筹机构，例如：中央就业与养老局¹⁵（优化设想建议），统筹人社部、财政部、人民银行、金融监管总局、证监会等部委，统一养老体系的建设目标、标准等，以及国家养老与消费发展银行（政策性银行）¹⁶（优化设想建议）。 2. 实施精准化、差异化的经济激励： 对机构：对养老金融业务产生的管理费收入给予所得税优惠；对用于养老产品投资的专项资本，降低风险权重；设立“国家养老金融创新引导基金”（优化设想建议），对优质产品和策略进行跟投，跟投获得基本收益以上的超额收益可以作为专项基金（例如：养老金融产品风险平滑基金）的来源之一，或者反哺第一支柱等养老基金需求。 对个人：优化税收优惠，“个人养老金递延纳税优惠政策”明确约定：在领取环节，个人领取的个人养老金不并入综合所得，单独按照 3% 的税率计算缴纳个人所得税，例如：一定条件下 3% 的税率可以全部免征（例如：持有满 15 年），以最大化激励和让利个人。灵活缴费：例如个人养老金每年 1.2 万元的额度，如果当年没有缴纳用足额度（例如剩余 6000 元额度），剩余额度可以累计到下一年（则下一年额度 1.8 万元）。 3. 构建多层次风险分担机制： 推动设立行业性的“养老金融产品风险平滑基金”，在市场极端波动时通过直接参与市场提供临时性价值支撑，或者为养老产品提供质押式回购的流动性支持；鼓励研发能够对冲长寿风险、通胀风险的金融衍生品，并探索建立养老产品再保险机制。 4. 拓宽市场参与主体，设立创新沙盒： 上层政策对不同类型和层次的金融机构有引导性地树立不同机构不同的养老金融的参与目标，避免一刀切，用同一个要求和目标给到所有金融机构。在严格风控和准入标准下，向符合条件的券商资管、信托公司等开放个人养老金产品投资管理资格（牌照管理）。设立“养老金融产品

¹⁵ 中央就业与养老局层级要比较高，可以调动央行和财政部，其货币政策、财政政策工具皆为中介目标，最终目标是促进就业、管理养老，平衡国家发展、国防和政府的预算开支。国务院部门众多，主要部门间平行部门居多，平行部门之间跨部门调动资源有难度。国务院所属央行、财政部是具备“类似生产性质”的部门（其他大部分是“类似支出性质”的部门），央行、财政部对经济总量增长和经济结构、产业结构有直接和长期影响，用好、协调好这些有生产性质的部门对于就业和养老至关重要。

¹⁶ 国家养老与消费发展银行，为促进就业和养老提供专项金融贷款等金融支持。

优化维度	具体优化建议
	创新沙盒”，明确产品的试点规范和容错机制。 5. 国有企业有必要加强利润的国民分享，助力养老保险体系的建设。 如通过国有资本的利润分成，充实“养老金融产品风险平滑基金”等。
2. 市场与机构层面	1. 深化资本市场改革，培育长期投资文化： 大力提升上市公司质量，强化公司治理，出台政策鼓励并规范上市公司持续、稳定的现金分红，构建“股息率 > 债券收益率”的优质资产池，为养老资金提供可靠的长期收益来源。 2. 强制推行并内外联动长周期考核： 监管端：将“短期和长周期考核（如 5 年以上）相结合机制落实情况”纳入金融机构公司治理评价，并与业务准入、监管评级、再融资等硬性挂钩。 机构端：示范并鼓励将对养老金融业务部门及投研团队的考核，与 5 年以上滚动业绩、客户资金留存率、定投参与率等长期指标强关联，并配套递延薪酬、股权等长期激励计划。 3. 鼓励产品差异化与服务生态化： 针对年轻人、灵活就业者、临近退休者等不同群体，鼓励设计不同风险收益特征、投资门槛和期限结构的产品。 支持金融机构参与整合养老社区、医疗护理、康复等服务资源，打造“金融+服务”生态圈，提升产品综合价值。 4. 推广“低固定费率+后端业绩报酬”模式： 在严格约束条件下，允许对超长期持有（如 3 年或 5 年以上）的养老产品探索后端收费模式，使机构收入与为客户创造的长期绝对收益挂钩，实现激励相容。 5. 鼓励机构创新“类养老产品”¹⁷： 在持牌的养老机构和养老基金产品之外，可以建立“（监管沙盒）养老金融观察层机构和产品”，对观察层给与规范：理财产品/券商资管计划中，再细分一个“类养老产品”给予政策规范，就是给非养老业务的持牌机构的产品，但经过 3-5 年观察业绩好的，能满足养老金长期保值增值的产品，开通一个进入养老产品名录的“绿色通道”。

¹⁷ 个人养老金产品清单中养老产品需要业务牌照等资格要求，“类养老产品”指能够满足长期资金长期保值增值的广义金融理财、基金产品等。

优化维度	具体优化建议
3. 个体与行为层面	1. 全面推行“默认投资选项”机制： 强制要求个人养老金账户提供基于生命周期的“养老目标日期基金（TDF）”作为默认投资选项，利用行为经济学的“惰性”原理，帮助个人自动完成与其年龄匹配的资产配置，克服选择困难。 2. 构建多层次投资者教育与信任体系： 打造官方统一、权威易懂的养老金融信息服务平台，整合政策、产品、账户查询等功能。 金融机构在满足合规性前提下，主动分析客户信息，推送相匹配的养老产品信息。 大力发展专业的养老投资顾问队伍，提供中立、个性化的资产配置建议。 强制要求产品信息披露采用标准化、通俗化、可视化语言。 3. 引入有限弹性的流动性安排： 在严格审核与规定补回机制的前提下，进一步探索纳入“购房首付”、“大额教育支出”等更多紧急需求的有限、有条件的支取机制，增加制度弹性。 4. 利用机制设计引导长期持： 政策建议：对连续缴费、长期定投（如超过 10 年、15 年）的账户，给予额外的税收优惠抵扣额度或直接收益奖励，将客户利益与长期持有深度绑定。

（二）市场与规则优化：夯实长期价值的金融生态

下述优化建议旨在为养老资金创造长期、稳定、可靠的投资环境，并使各类市场主体的长期理性行为成为其最优选择。通过改革上市公司行为和资产供给，并补齐市场工具短板，从源头为养老资金创造可投资、可依赖的长期价值来源，从根本上解决收益从哪来、风险怎么管。通过重构考核指挥棒和灵活运用财税政策，力图扭转市场主体（机构与个人）的短期行为模式，使其追求长期价值的行为成为理性且有利可图的唯一选择。

优化维度	具体优化建议
1. 夯实长期价值基础	1. 建立上市公司“长期股东回报”指引： 将上市公司行为从“融资导向”扭转为“股东回报导向”，创造符合养老资金风险收益特征的底层资产。 要求连续盈利的上市公司明确并披露与利润挂钩、行业特性差异化的分红政策（如“分红比例不低于可分配利润的 20%或 30%”），并将其纳入公司治理评价和再融资审核的正面清单；构建“股息率>债券收益率”的稳定分红机制（特别是有债券公开融资的上市公司）。对长期稳定提高分红比例的公司在再融资、并购重组审核中给予“绿色通道”便利。
	2. 改革新股发行（IPO）与再融资定价机制： 从源头提升资产供给质量，避免高估值发行对后续长期投资回报的侵蚀，使长期持有优质新股成为有利可图的策略。 引入更多长期专业投资者（如养老基金、保险资金）参与询价，并对其报价给予更高权重。 要求主承销商在定价报告中必须包含长期（如 5-10 年）的盈利预测与股息回报分析，引导定价回归长期价值。
2. 重构考核与评价体系	1. 统一并强化“长周期考核和短期达标¹⁸‘双约束’”的监管硬约束： 机构内部对投资团队的考核，或将“短期考核与长期考核”相结合，短期为 1 年，长周期设置为不低于 5 年的滚动业绩评价，短期侧重保值（严控回撤）、长期侧重增值；短期达标率作为考核之一，例如：3 年中 2 年达标、5 年中 4 年达标。 监管部门或将“短周期+长周期考核机制落实情况”作为对资管机构（公募、理财子公司、保险资管）监管评级、业务牌照续展和新产品审批的核心评价指标。
	2. 建立基于“夏普比率”与“最优回撤控制”的长期业绩排行榜： 为个人投资者提供一个清晰、可靠的产品筛选和比较标准，降低选择成本。

¹⁸ 长期和短期考核并重，我们不能期望连续亏损 2 年的基金经理第三年实现大幅盈利并抹平过去 2 年的亏损（即使现实中存在这样的基金产品），仅仅强调长周期和最终时点的考核机制会挑战人性的弱点，激发投资经理最后一年疯狂“搏收益”（求生欲下期望力挽狂澜的非理性行为），导致长期考核下因缺乏过程管理，而最终反而加剧产品投资的风险。

优化维度	具体优化建议
	由行业协会或中立第三方发布养老目标基金等产品的 3 年、5 年、10 年期风险调整后收益（夏普比率）排名，并突出展示其在极端市场下的回撤控制能力。 引导销售渠道和媒体宣传重点从“短期涨幅榜”转向“短期回撤榜”和“长期稳健榜”。改变市场的评价“指挥棒”，奖励那些真正为投资者创造稳定长期回报的管理人，树立行业标杆，重建信任。
3. 完善市场基础设施与工具	1. 加快发展长期限、低波动的利率锚定资产： 为养老产品提供能够锁定长期利率、对冲通胀风险的“压舱石”资产，从根本上稳定产品净值，缓解个人对长期贬值的焦虑。 财政部定期、滚动发行超长期（如 30 年、50 年）特别国债，并探索发行与 CPI 挂钩的通胀保值国债（TIPS）。 鼓励开发以这些国债为标的的 ETF、指数基金，为养老资产配置提供久期匹配和通胀对冲的基石工具。
	2. 推动开发并试点“长寿风险”衍生品市场： 借鉴国际经验，由监管部门牵头，联合保险、再保险及金融机构，研究设计以人口死亡率指数为标的的长寿风险相关衍生品合约。 允许养老产品管理人使用此类工具对冲其年金类、终身领取类产品的负债端风险。
4. 交易成本、税收优化和流动性互助	1. 对长期持有实施“交易成本减免”与“税收递延强化”： 研究对个人养老金账户内持有超过 5 年的金融资产买卖，免征证券交易印花税。 研究将个人养老金领取时的税率与持有期限挂钩，持有越久税率越低（如持有 15 年以上领取，税率降至 0）；同时，可以给予连续缴费满若干年（如 15 年）的账户持有者一次性奖励。
	2. 建立“养老金融产品流动性互助机制”： 在极端市场情况下（如股债双杀引发大规模赎回），允许符合条件的养老产品管理人向央行或行业互助基金申请有条件的短期流动性支持，以资产抵（质）押换取流动性，避免在最低点“踩踏式”抛售。为管理人和投资者提供“安全垫”，防止因流动性危机导致的产品净值非理性下跌和信心崩溃，增强整个体系的韧性。

（三）产品与服务优化：面向用户行为的养老金融设计

优化养老产品设计的核心思想是：从“以产品为中心”转向“以用户行为和需求为中心”。通过金融工程、机制设计和科技赋能，主动管理投资者的行为偏差（短视、惰性、损失厌恶），对冲其面临的长期风险（长寿、通胀），并创造超越纯财务回报的复合价值（服务、保障）。最终目标是打造出让投资者“愿意买、拿得住、有获得”的养老金融产品。

优化维度	具体优化建议
1. 收益平滑与感知优化	1. 引入“收益平滑机制”或“波动准备金”： 依据《关于金融支持中国式养老事业 服务银发经济高质量发展的指导意见》关于“建立养老金融产品多重风险缓释机制，规范运用收益平滑基金”的要求，推进产品层面的收益平滑机制。探索允许从养老金产品费用或部分收益中计提准备金，在市场下跌时用于平滑净值，控制回撤；在市场上涨时部分留存，以丰补欠。探索允许采用特殊估值方式，例如：一定条件下允许采用摊余成本法估值。
2. 生命周期与智能适配	1. 推广“养老目标日期基金（TDF）”作为默认选项： 产品资产配置随预设退休日期自动调整（“下滑曲线”），从进取渐趋保守。将个人利益（年龄增长需降低风险）与产品自动调整机制绑定，引导超长期投资。为缺乏专业知识的个人提供“一站式”自动化解决方案，实现与年龄适配的动态资产配置。
	2. 进一步丰富“养老目标风险系列基金（TRF）”： 提供“保守”、“稳健”、“平衡”、“进取”等不同风险等级的产品线，并附有清晰的场景描述（如“适合距离退休 15 年以上的人士”）。降低因产品风险不匹配而导致的早期退出或不敢参与。让不同风险承受能力和规划的投资者都能找到明确适配的产品。
3. 流动性创新与应急安排	1. 探讨设定“有条件应急支取”条款： 在 2024 年 12 月已新增“患重大疾病”等可提前领取情形的基础上，进一步探索纳入“购房首付”、“大额教育支出”等更多紧急需求的有条件的支取机制（如可支取一定比例或额度），增加制度弹性。显著降低参与的心理门槛，使产品更具人性化和吸引力。在保障资金“养老专用”主体功能的同时，增加制度弹性，降低因担忧“钱被锁死”而拒绝参与的顾虑。
	2. 探讨设计“份额分级”或“定期开放”结构： 如设置每持有满 5 年可赎回一定比例，其余时间封闭运作。既满足部分流动性需求以吸引参与，又通过大部分时间的封闭实现长期投资目标。给予投资者可预期的流动性出口，同时保障管理人大部分资金的长期稳定性。
4. 费用结构与激励机制	1. 推行“低固定管理费+后端业绩报酬”模式：

优化维度	具体优化建议
	大幅降低日常管理费（如打折），但约定若持有期超过 10 年且年化收益超过特定基准（如 5%），管理人可提取一定比例（如 50%）的超额收益作为业绩报酬。确保管理人努力的方向（追求长期高收益）与投资者利益高度一致。将管理人与投资者的长期利益深度绑定，激励管理人全力以赴追求长期绝对收益，而非追求短期规模；后端业绩报酬需严格设定计提条件和上限，防止过度激励。
	2. 实施“持有期递进式费率优惠”： 持有时间越长，管理费率越低（如持有满 3 年费率 5 折，满 5 年 4 折，满 10 年 3 折）。将投资者“长期持有”的理性选择转化为可见的成本节约，形成正向循环。
5. 延伸产品功能和价值	1. 嵌入“风险保障期权”： 与保险公司合作，为产品提供可选附加险，例如“重大疾病费用补偿”，提供传统投资之外的风险管理功能，增加产品综合价值。
	2. 开发“场景融合型”产品： 将金融投资与实体服务权益结合，如“养老基金+优先入住权/服务折扣”（对接优质养老社区）、“养老储蓄+护理服务券”。产品价值超越纯金融范畴，解决养老的核心痛点，极大提升参与动力和长期持有意愿。
6. 信息披露与投教融合	1. 采用“投资者语言”进行投教和信息披露： 在法定文件外，提供简洁明了的“产品卡片”，用图表展示历史最大回撤、不同持有期正收益概率、费用对长期收益的影响等。通过信息透明化降低因“看不懂”而产生的畏惧和不信任感。
	2. 在申购流程中嵌入“个性化风险提示”： 根据投资者填写的年龄、风险测评结果，动态生成提示语（如“您当前 30 岁，此产品权益配置较高，适合长期持有以平滑波动，短期或有较大回撤风险”）。帮助投资者建立合理预期，减少因短期波动与预期不符导致的非理性赎回。在交易环节再次进行精准的风险教育和行为引导。

五、结论与后续研究方向

本文基于“政策—市场—个体”三元互动框架，对我国养老金融第三支柱的发展现状、制度冲突与机制障碍进行了分析。研究发现，养老金融的发展并非单一政策或市场行为所能推动，而是政策引导、市场响应与个体决策三者动态耦合的结果。当前，我国养老金融第三支柱仍处于发展初期，面临政策目标冲突、市场激励不足、个体参与意愿不强等多重挑战。

为破解上述困境，本文提出应通过差异化政策引导、市场化激励机制、行为适配型产品设计三位一体的系统改革，推动养老金融从“政策驱动”向“市场内生”与“个体自觉”相结合的高质量发展模式转变。

（一）政策启示与实践意义

本研究对政策制定者、金融机构与个人参与者均具有启示意义：

对政策制定者：应超越部门界限，探讨在国务院层面建立跨部门协调机制，统一长期考核标准与风险容忍度，实施差异化、精准化的制度规模和激励机制，并设立“养老金融创新沙盒”鼓励机构、产品与服务创新。

对金融机构：应转变角色，从政策执行者转向价值创造者，结合自身禀赋找到自己参与养老金融的切入点，做好信息反馈影响政策发展，通过长周期考核、后端收费模式、生态化服务等方式，关键是构

建可持续的养老金融商业模式。

对个人参与者：应通过针对性的投教、自动化养老规划匹配、默认投资选项、应急支取机制、阶梯式费率优惠等设计，降低参与门槛，引导长期持有，增强养老投资的获得感与安全感。

（二）研究局限与后续方向

本研究主要聚焦于第三支柱个人养老金，对第一、二支柱及其联动机制讨论有限；框架分析偏重机制设计，实证数据与案例支撑仍有深化空间；本课题拟对 FOF/MOM 产品在养老金融中的重要作用以及需要完善的产品设计限制规则进行研究，由于时间精力有限尚未开展。

附件 1：本课题研究所涉及部分主要政策文件

1. 《养老保障管理业务管理办法》（保监发[2015]73 号），2015 年 7 月发布
2. 《基本养老保险基金投资管理办法》（国发[2015]48 号），2015 年 8 月 17 日发布
3. 《关于推动个人养老金发展的意见》（国办发[2022]7 号），2022 年 4 月 21 日发布
4. 《中国银保监会关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》（银保监规[2022]8 号），2022 年 4 月 28 日发布
5. 《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》（证监会公告[2022]46 号），2022 年 11 月 4 日发布
6. 《个人养老金基金名录》（证监会），定期发布
7. 《财政部 税务总局关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》（财政部税务总局公告[2022]34 号），2022 年发布
8. 《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》（银保监规[2022]16 号），2022 年 11 月发布

9. 《国务院办公厅关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》（国办发[2024]1号），2024年1月15日发布
10. 《国家金融监督管理总局关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》（金发[2024]11号），2024年5月9日发布
11. 《关于推动中长期资金入市的指导意见》（中央金融办、中国证监会联合印发），2024年9月发布
12. 《人力资源社会保障部 财政部 国家税务总局 金融监管总局 中国证监会关于全面实施个人养老金制度的通知》（人社部发[2024]87号），2024年12月12日发布
13. 《关于金融支持中国式养老事业服务银发经济高质量发展的指导意见》（中国人民银行等九部门联合），2024年12月13日发布
14. 《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》（中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局联合印发），2025年1月发布
15. 《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》（中国证监会），2025年2月7日发布
16. 《国家金融监督管理总局办公厅关于印发〈银行业保险业养老金融高质量发展实施方案〉的通知》（金办发[2025]26号），2025年3月发布
17. 《证券公司做好金融“五篇大文章”专项评价办法(试行)》（中证协发[2025]192号），2025年9月5日发布
18. 《国家金融监督管理总局办公厅关于促进养老理财业务持续健康发展的通知》（金办发[2025]83号），2025年10月27日发布

附件 2：课题报告思维导图



参考文献：

1. 周言. 人口老龄化背景下我国养老金融产品发展研究[J]. 新金融, 2020.
2. 梅进健. 构建商业银行养老金融产品体系的研究[J]. 现代商业, 2016.
3. 郑路. 传统家庭观念抑制了城镇居民商业养老保险参与吗?[J]. 金融研究, 2021(6).
4. 郭金龙. 养老金融产品国际比较研究[J]. 价格理论与实践, 2022.
5. 董克用, 从养老金到养老金融：中国特色的概念体系与逻辑框架[J], 公共管理与政策评论, 2021.
6. 董克用, 张栋. 中国养老金融发展报告 2016[M]. 北京：社科文献出版社, 2016.

7. 董克用,加快建设中国特色第三支柱个人养老金制度[J],社会保障研究,2020.
8. 董克用,中国养老金融_现实困境、国际经验与应对策略[J],行政管理改革,2017.
9. 任泽平,中国老龄化报告,2023
10. 陈瑞昕,武汉市城镇居民养老金融产品投资行为影响因素研究(硕士论文),2022.