



【养老问题研究】

多支柱养老保险体系、 家庭风险性资产配置与流动性约束

曹信邦 刘潘婷

【摘要】居民家庭资产配置失衡所导致家庭普遍面临流动性约束问题，显著影响家庭的经济福祉。多支柱养老保险体系通过提供稳定的未来收入预期，有效激励家庭增加风险性资产持有量、优化金融资产结构，增加家庭抵御风险的能力，缓解家庭流动性约束。其中，第一支柱基本养老保险发挥着重要的基础性保障作用，第三支柱商业养老保险则提供了有效的市场化补充，二者均对缓解家庭流动性约束产生显著作用，而第二支柱企业年金与职业年金的效果因其覆盖面及制度设计特性，其作用尚不明显。此外，多支柱养老保险体系的福利效应具有显著的普惠性特征，相较于城镇与高收入家庭，其对农村和中低收入家庭流动性约束的改善效果更为突出，体现了促进社会公平正义的积极作用。健全和完善多支柱养老保险体系，对于优化家庭资产配置、增强家庭经济韧性、释放消费潜力具有重要的理论与现实意义。

【关键词】养老保险体系；流动性约束；家庭金融；风险性资产

【基金项目】国家社会科学基金项目（24BGL256）；江苏省社会科学基金重点项目（24ZHA006）

【作者简介】曹信邦，南京信息工程大学法学与公共管理学院教授，博士生导师；刘潘婷，南京信息工程大学管理工程学院博士研究生。

【中图分类号】F842.6 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1001-6198（2025）06-0099-12

一、问题的提出

随着我国社会老龄化问题的不断加剧，现行养老保险体系面临支付压力增大、基金可持续性日益脆弱、政府财务负担压力加重等诸多问题。国家统计局统计数据显示，截至2023年，中国65岁及以上老年人口数已达2.17亿，占总人口的15.4%。^{〔1〕}到2050年，我国65岁及以上老年人口将达3.8亿，占总人口比例将近30%。^{〔2〕}人口老龄

化趋势不仅不利于养老保险制度可持续发展，而且对保障老年人的生活质量构成威胁。此外，迅速提升的老年人口比例、不断延长的平均寿命以及持续下降的生育率也不利于劳动力市场稳定，影响市场整体经济活力。当前，我国正处于经济高质量发展的关键时期，养老保险制度需要适应经济结构和增长方式的变化，并且经济的快速发展还带来了民众对于社会保障体系，尤其是养老保险制度多样化和福利水平的更高期待。在当前



的社会背景下,中国的养老保险体系正面临诸多挑战,需要进行适应性的改革和优化。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》明确指出,要“发展多层次、多支柱养老保险体系,提高企业年金覆盖率,规范发展第三支柱养老保险”。尽管这一指导方针旨在构建一个更加完善和多元化的养老保险体系,但现实情况是,我国养老保险体系呈现第一支柱基本养老保险独大的格局,第二、三支柱发展较为滞后,单一养老保险保障能力的薄弱、财务可持续性的不足与民众个性化、多层次的保障需求间的冲突和矛盾日益凸显,亟须探索有效的优化策略促进第二、三支柱发展,完善多支柱养老保险体系。

与此同时,中国家庭资产配置结构严重失衡,2021年家庭资产配置中住房资产比重较高,约占65%,而金融资产占比仅为16%^[3],相较于世界主要发达国家,中国居民家庭财富配置过度集中于实物资产,金融资产等流动性资产配置处于较低水平。住房资产的过度配置以及金融资产的有限配置导致家庭资产流动性所能提供的缓冲作用下降,可能无法应对突发事件和不确定性支出,致使家庭存在财务风险。^[4]家庭资产配置的失衡造成中国家庭面临严重的流动性约束问题,约40%的家庭存在流动性约束。在当前经济市场尚不完善、居民储蓄居高不下和金融投资受限的情况下,家庭尤其容易受到流动性约束限制,影响居民家庭的生活质量和经济福祉。鉴于多支柱养老保险体系的框架设计不仅提供了基础的生活保障,增强了居民应对不确定性风险的能力,还拓宽了家庭的财务管理选择,提升了家庭在储蓄、消费与投资决策中的灵活性。因此,参与养老保险会影响其风险态度和资产配置行为。基于此,本文将探讨多支柱养老保险体系参与行为如何通过影响居民家庭的风险性金融资产配置,进而对流动性约束产生作用。

对于家庭而言,流动性约束反映了家庭在短期内没有足够的流动性资产或无法通过借贷来满足当前消费需求时所面临的限制。^[5]目前,关于流动性约束的影响研究中,学者发现存在流动性约束的家庭储蓄率较高,消费水平下降。^[6]养老保险的预期收入保障机制直接影响了个体生命周

期内的储蓄行为与消费决策。然而,鲜有文献关注社会养老保险制度对于流动性约束的影响,尤其是多支柱养老保险体系如何通过不同支柱的制度设计提供经济保障、增强家庭的风险应对能力,从而影响家庭面临的流动性约束限制。为此,利用中国家庭追踪调查(CFPS)数据,本文研究了居民家庭多支柱养老保险体系参与行为对于流动性约束的影响,并进一步分析了多支柱养老保险体系通过风险性金融资产配置作用于流动性约束的机制以及对于不同群体的差异化效果。

关于社会养老保险的福利效应研究一直是国内外学者关注的重点。部分学者从宏观角度出发全面分析了养老保险制度的整体效果及对社会经济发展和劳动力市场的影响,发现养老保险缴费会降低企业劳动力雇佣成本,影响劳动力市场配置效率,并发挥收入再分配作用。^[7]虽然养老保险的普惠性已经实现,但公平和效率问题尚未解决。^[8]民生保障问题作为经济社会发展的核心议题,关系到人民群众的生活质量和福祉水平^[9],多支柱养老保险体系为此构建起了覆盖广泛、风险分散的老年保障体系。然而,现有研究大多集中于基本养老保险制度或某一特定养老保险制度的影响,对多支柱养老保险体系整体效果的系统评估仍相对欠缺。

针对多层次、多支柱养老保险体系的研究主要集中在制度优化、协调发展与效果评估等方面。胡秋明指出,我国多层次养老保险制度改革方向需明确基本养老保险、企业(职业)年金和商业养老保险等相关功能、待遇水平以及基金管理模式上的协调发展的目标。^[10]张宗良和褚福灵认为,当前我国多支柱养老保险体系建设存在多重本土挑战,需要优化多支柱顶层设计,协调相应配套支撑措施。^[11]虽然目前学术界对于多支柱养老保险体系的理论研究已较为丰富,但有关多支柱养老保险体系对于家庭微观福利效应的实证研究仍比较匮乏。此外,流动性约束作为制约家庭经济行为的重要因素,尽管已有文献广泛讨论了流动性约束对家庭储蓄、消费、创业投资等方面的影响,但关于多支柱养老保险体系如何影响家庭面对流动性约束时的实证分析还相对稀缺。与此同时,多支柱养老保险体系不同支柱的功能定位明显影响了家庭的投资行为与风险态度,但这



种效应是否会通过影响家庭风险性资产的配置而影响流动性约束仍需进一步深入研究。在此背景下,研究多支柱养老保险体系对于居民家庭流动性约束的影响不仅拓宽了有关社会养老保险改善家庭微观福利,还增强家庭经济韧性的实证研究。在当前的制度框架和市场环境下针对优化多支柱养老保险体系建设的意见建议也将为完善我国养老保险制度提供参考。

二、理论分析与研究假说

多支柱养老保险体系通过多元化的制度安排、从不同层面对家庭流动性约束产生影响。根据全生命周期假说与预防性储蓄理论,养老保险作为一种强制性或引导性的长期储蓄工具,通过平滑家庭在整个生命周期内的收入与消费,能够显著地改变家庭的资产配置决策和流动性状况。由于多支柱养老保险三大支柱在制度属性、运行机制、覆盖对象和给付水平上存在本质差异,其影响家庭流动性约束的理论机理也有所不同。

(一)第一支柱基本养老保险的安全网效应。作为国家强制实施的公共养老金计划,第一支柱包括城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险,旨在为全体参保成员提供退休后的基本生活保障。通过提供一个稳定、可预期的未来养老金收入流,养老保险的这种确定性的未来收入替代了部分家庭为应对老年风险而持有的预防性储蓄,尤其是流动性较强的储蓄资产。因此,参保家庭可以将更多的当期资源用于消费或配置于收益率更高的风险性资产,从而缓解流动性约束。此外,基于基本养老保险的广覆盖和普惠性特征,对中低收入家庭和农村家庭而言,其提供的保障是未来收入的重要组成部分,缓解流动性约束的效果可能更为显著。

(二)第二支柱企业(职业)年金的增益器效应。第二支柱主要由用人单位发起,职工参与,国家提供税收优惠政策支持,包括面向企业职工的企业年金和面向机关事业单位人员的职业年金。与第一支柱不同,第二支柱的参与权在很大程度上取决于用人单位是否建立该制度,职工个人的自主决定权有限并呈现出被动参与的特征,一旦参与,年金账户中的资产作为家庭未来财富的一部分,能够显著提升其长期偿付能力和信用可得

性,间接缓解流动性约束。同时,年金资产的长期锁定特性也可能在短期内减少家庭可支配的流动性资产,但其产生的财富效应更能增强家庭对未来的信心,从而使其敢进行风险资产投资,优化资产结构。然而,由于企业年金和职业年金的参与决策主要由用人单位主导,受益群体有限,因此其对家庭流动性约束的影响在很大程度上是被动的、非自主选择的结果。

(三)第三支柱个人养老储蓄的自选择效应。第三支柱是以个人自愿参与为原则的养老保险计划,包括个人养老金制度和商业养老保险等,其运作完全市场化,个人根据自身经济能力和风险偏好进行决策。对于有充足流动性的家庭,购买商业养老保险或参与个人养老金是对未来养老保障的补充性投资,这种投资行为本身就是家庭资产配置决策的一部分,它将当期流动性资产转化为未来的养老金收入。长期来看,这种稳定的预期能够降低家庭对预防性储蓄的需求,鼓励其进行风险投资,从而改善流动性状况。通常而言,第三支柱存在显著的选择效应,即家庭的流动性状况决定了其是否有能力参与第三支柱,流动性充裕的家庭更倾向于也更有能力购买商业养老保险。

基于以上理论,本文提出以下待检验的研究假说:

假说1:参与多支柱养老保险体系能够显著缓解家庭面临的流动性约束。

假说2:多支柱养老保险体系通过激励家庭增加风险性资产配置,优化金融资产配置,进而缓解流动性约束。

假说3:由于制度设计和覆盖面的差异,各支柱对家庭流动性约束的缓解效应存在差异。

三、实证研究设计

(一)数据与变量

1.数据来源

本文实证分析数据来源于中国家庭追踪调查(CFPS)数据。该数据由北京大学中国社会科学调查中心发起,是反映中国家庭的收入、消费、资产以及各类养老保险特征等方面的高质量微观数据,CFPS(2020)家庭经济库涵盖了来自11620户家庭的样本信息。由于本文主要研究多支柱养



老保险体系对于居民家庭流动性约束的影响,而CFPS(2020)问卷规定与家庭金融资产相关的问题仅允许家庭的财务管理者回答,因此,当涉及个人层面的信息时,家庭代表性居民为家庭的财务回答人。在剔除了收入、金融资产与参保情况等信息缺失或明显不合理的和财务回答人为年龄小于16周岁的居民^①的家庭之后,本文最终获得有效样本家庭7446户。

2. 变量说明

(1) 被解释变量。本文被解释变量为流动性约束,当代表性居民家庭两个月的永久收入高于其金融资产的总价值时,意味着居民家庭受到流动性约束的限制,赋值为1;而当居民家庭两个月的永久收入低于金融资产的总价值时,则赋值为0。永久收入指个体或家庭在较长时期内预期能够稳定获得的平均收入,它剔除了临时的、偶然性的收入波动影响,比短期波动的当期收入更能反映家庭的真实经济状况和消费能力。关于永久收入,本文借鉴甘犁等的设定^[12],采用家庭过去三年的年平均总收入作为其永久收入的代理变量,反映家庭长期收入能力。^②

(2) 解释变量。本文核心解释变量为多支柱

养老保险体系,包括第一支柱的社会基本养老保险,第二支柱的企业(职业)年金,以及第三支柱的商业养老保险。需要说明的是,由于我国统一的个人养老金制度刚处于起步阶段,目前规模过小,因此,本文关于第三支柱养老保险的代理变量为商业养老保险。在CFPS(2020)问卷中,第一支柱的社会基本养老保险包括机关事业单位退休金、城镇职工基本养老保险、新型农村社会养老保险(新农保)、农村养老保险(老农保)和城镇居民养老保险^③,本文设定若家庭有成员参与上述某一种社会养老保险即认定为参与了基本养老保险,赋值为1,否则为0。同样,如果家庭有成员分别参与了企业(职业)年金或商业养老保险即认定家庭参与了第二或第三支柱的养老保险,赋值为1,否则赋值为0。进一步来看,以居民家庭参加多支柱养老保险体系的种类来衡量家庭的养老保险参与度,取值区间为0—3。^④

(3) 控制变量。本文控制变量为家庭特征(家庭所在地区、家庭自有住房数)和个人特征(年龄、性别、婚姻状况、工作状态和受教育程度等),具体的变量定义及描述性统计结果见表1。

表1 主要变量的描述性统计

变量名称	变量定义	均值	标准差	最小值	最大值
流动性约束	存在流动性约束=1,无流动性约束=0	0.3797	0.4853	0	1
多支柱养老保险体系参与度	居民参与多支柱养老保险的种类	0.8250	0.5395	0	3
基本养老保险	参加=1,未参加=0	0.7322	0.4428	0	1
企业(职业)年金	参加=1,未参加=0	0.0513	0.2206	0	1
商业养老保险	参加=1,未参加=0	0.0415	0.1995	0	1
家庭所在地区	东部、中部和西部分别为1—3	1.8687	0.8386	1	3
家庭自有住房	居民家庭目前自有住房个数	0.9765	0.7391	0	9
年龄	居民年龄	43.7110	12.1005	16	89
性别	男性=1,女性=0	0.5688	0.4953	0	1
婚姻状况	未婚、在婚(有配偶)、同居、离婚和丧偶分别为1—5	2.0868	0.7457	1	5
工作状态	有工作=1,无工作=0	0.8637	0.3431	0	1
受教育程度	文盲/半文盲、小学、初中、高中/中专/技校/职高、大专、大学本科、硕士和博士分别为1—8	3.2724	1.4840	1	8

从表1可以看出,流动性约束的均值为0.3797,即将近40%的家庭存在流动性约束问题,

并且多支柱养老保险体系参与度不高,其中73.22%的居民家庭参加了基本养老保险,5.13%的

①国家规定参加基本养老保险的法定年龄为16周岁以上(含)。

②即家庭收入使用中国家庭调查追踪调查CFPS(2016—2020)数据。

③虽然我国于2014年将新农保和城镇居民养老保险合并为城乡居民基本养老保险,但由于该政策在全国范围内分步推进,不少地区受访者仍较为习惯不同叫法,因此,CFPS(2020)问卷中依然保留所有选项。

④稳健性检验中进一步使用家庭人均参与多支柱养老保险体系的数量来衡量多支柱养老保险体系参与度。



家庭参加了第二支柱，商业养老保险参与率则更低，仅为4.15%。虽然我国早在1991年颁布的《国务院关于企业职工养老保险制度改革的决定》就开始了多支柱养老保险体系的改革与实践，但从目前来看，基本养老保险仍然一枝独大，第二支柱企业（职业）年金发展缓慢，企业年金实际参保率仅为3%—5%，第三支柱商业养老保险的保险深度和保险密度均较低，第二、三支柱养老保险保障能力的孱弱以及财务可持续性的不足是当前多支柱养

老保险体系制度建设面临的重要难题。^[13]

表2进一步列出了有无流动性约束家庭的多支柱养老保险体系参保情况的描述性统计结果。根据分组描述性统计和组间均值差异的t检验结果可知，存在流动性约束的家庭与不存在流动性约束的家庭之间存在显著差异。具体而言，无流动性约束家庭的多支柱养老保险参与度、基本养老保险、企业（职业）年金和商业养老保险参保比例均明显高于受到流动性约束的家庭。

表2 流动性约束分组的描述性统计

变量名称	无流动性约束	存在流动性约束	均值差异
多支柱养老保险参与度	0.858	0.771	0.087***
基本养老保险	0.748	0.706	0.042***
企业（职业）年金	0.059	0.039	0.019***
商业养老保险	0.051	0.025	0.026***

注：***为在1%水平上显著。

（二）模型设定

为探究多支柱养老保险体系参与度对居民家庭流动性约束的影响，本文构建如下模型：

$$LiquidityConstraints_i = \alpha_0 + \beta_1 PensionParticipation_i + \gamma X_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

其中， $LiquidityConstraints_i$ 为二元变量，表示第*i*个居民家庭是否受到流动性约束，取值分别为0或1。 $PensionParticipation_i$ 为多支柱养老保险体系参与度，取值区间为0—3。 X_i 为控制变量，包含居民个人特征和家庭特征， ε_i 为随机扰动项。

四、实证结果与分析

（一）基准回归分析

表3展示了使用Probit模型估计的多支柱养老保险体系对于居民家庭流动性约束影响的基准回归结果。在控制了家庭层面和个体层面的特征因素后，第（1）列结果显示，多支柱养老保险体系参与度对流动性约束的回归系数显著为负，这意味着参与社会养老保险可以显著改善居民家庭的流动性约束，并且居民家庭参与多支柱养老保险体系的种类越多，其存在流动性约束的概率就越低。具体而言，家庭成员每多参与一种养老保险，家庭流动性约束的概率就降低4.9个百分点。第（2）—（4）列分别为三支柱养老保险的回归结果。可以发现，居民参与基本养老保险和商业养

老保险均能显著改善家庭面临的流动性约束且商业养老保险的改善效果更大。这可能与二者的保障水平存在差异有关，虽然基本养老保险保障范围广，但其保障力度和待遇给付水平均较低，而商业养老保险保费与待遇挂钩，一般高缴费高保障，因此对家庭的流动性约束改善效果较好。与此同时，企业（职业）年金对居民家庭流动性约束的影响并不显著，这与当前覆盖范围有限有关，截至2024年，企业年金仅覆盖3242万职工，主要为大型企业尤其是国有企业职工，而职业年金则覆盖党政机关事业单位人员，这种覆盖结构的特点导致其普惠性不足，且企业（职业）年金由用人单位或制度安排主导，个人参与选择性较弱，故而统计效应不显著。

家庭层面和个体层面的大部分控制变量对居民家庭流动性约束也会产生显著影响。家庭所在地区会显著增加居民家庭陷入流动性约束的概率，相比于东部地区，西部地区的居民家庭更有可能存在流动性约束。家庭自有住房数可以有效改善居民家庭面临的流动性约束，当家庭面临流动性约束限制时，拥有住房多的家庭可以通过资产变现、出租收租等方式加以缓解。个体层面，家庭财务管理者的年龄越大，家庭流动性约束越高，并且相较于未婚和已婚，处于同居、离婚和丧偶状态的居民家庭流动性约束也越高。与女性相比，



家庭财务管理者为男性的家庭面临流动性约束的概率更低。工作状态、受教育程度与流动性约束显著负相关,这可能因为有工作并且受教育程度

越高的居民收入与金融素养就越高,因此会更好地配置家庭金融资产,降低家庭陷入流动性约束的概率。

表3 多支柱养老保险体系对流动性约束影响:基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
多支柱养老保险体系参与度	-0.049*** (0.010)			
基本养老保险		-0.042*** (0.013)		
企业(职业)年金			-0.026 (0.026)	
商业养老保险				-0.113*** (0.029)
家庭所在地区	0.051*** (0.007)	0.051*** (0.007)	0.047*** (0.007)	0.046*** (0.007)
家庭自有住房	-0.022*** (0.008)	-0.024*** (0.008)	-0.027*** (0.008)	-0.026*** (0.008)
年龄	0.002*** (0.001)	0.002*** (0.001)	0.001*** (0.001)	0.001*** (0.001)
性别	-0.045*** (0.011)	-0.045*** (0.011)	-0.044*** (0.011)	-0.044*** (0.011)
婚姻状况	0.028*** (0.008)	0.028*** (0.008)	0.028*** (0.008)	0.028*** (0.008)
工作状态	-0.032* (0.016)	-0.034** (0.016)	-0.039** (0.016)	-0.038** (0.016)
受教育程度	-0.059*** (0.004)	-0.061*** (0.004)	-0.062*** (0.004)	-0.061*** (0.004)
观测值	7446	7446	7446	7446

注:***为在1%水平上显著,**为在5%水平上显著,*为在10%水平上显著,括号内为标准误,Probit模型报告的结果为平均边际效应,下文同。

(二) 应对反向因果和遗漏变量导致的内生性问题:工具变量法

仅根据基准估计结果可能无法准确识别多支柱养老保险体系对于居民家庭流动性约束的影响,二者之间可能存在因遗漏变量或反向因果关系而造成内生性问题。一是居民家庭的多支柱养老保险体系参与行为受到多种因素影响,基于一些不可观测的偏好,例如家庭的保险意识、消费观念等因素会影响家庭参保行为,并且这些因素可能与家庭受到的流动性约束有关,从而导致遗漏变量。二是前文分析结果表明居民参与多支柱养老保险体系可以改善家庭流动性约束限制;但反过来,家庭受到的流动性约束可能会影响多支柱养

老保险体系的参与行为,受流动性约束限制的家庭可能会减少参与多支柱养老保险体系的种类,甚至不参保,由此就产生了反向因果关系。为了解决内生性问题,本文使用居民家庭所在社区平均参与多支柱养老保险体系的种类作为多支柱养老保险体系参与度的工具变量。社区层面的养老保险参保情况可以反映出同群效应和地区政策推广力度,并且社区层面的参保情况显然与居民家庭参保情况相关,满足工具变量的相关性。另外,社区层面的养老保险参保情况不直接影响居民家庭是否存在流动性约束,故满足工具变量的外生性。表4给出了使用IV-Probit方法对模型的内生性和工具变量的有效性进行检验的估计结果。由表4

结果可以看出，Ward 检验的 P 值均为 0.0000，在 1% 水平上拒绝了家庭养老保险参保情况为外生变量的原假设，并且第一阶段估计结果表明不存在弱工具变量问题。具体而言，多支柱养老保险体系参与度对居民家庭流动性约束的影响系数为

-0.211，在 1% 的水平上显著，其绝对值大于基准回归系数，表明内生性问题可能导致对养老保险作用的低估。基本养老保险和商业养老保险的系数在 1% 水平上显著为负，而企业（职业）年金的结果不显著，基准回归的结果依然成立。

表 4 多支柱养老保险体系对流动性约束影响：工具变量法

	(1)	(2)	(3)	(4)
多支柱养老保险体系参与度	-0.211*** (0.072)			
基本养老保险		-0.224*** (0.084)		
企业（职业）年金			0.058 (0.131)	
商业养老保险				-0.500*** (0.191)
一阶段 F 检验	295.34	295.23	426.57	298.19
（P 值）	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Ward 检验 Chi2	498.79	497.12	491.56	496.24
（P 值）	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
控制变量	控制	控制	控制	控制
观测值	7446	7446	7446	7446

（三）稳健性检验

前文的分析结果表明，多支柱养老保险体系可以有效改善居民家庭受到的流动性约束，接下来为了检验结果的稳健性，我们将通过替换解释变量和被解释变量进一步检验多支柱养老保险体系对于流动性约束影响效果的稳健性。

1. 替换被解释变量

本文参考汪伟和崔亚东的研究^[14]，根据主观

融资约束重新定义流动性约束，如果 CFPS（2020）问卷中回答问题“您家借钱金额较大时（如用于买房、经营周转等），有没有被拒绝的经历”为“有”则表明家庭面临流动性约束限制，赋值为 1；若回答为“没有”，则赋值为 0。由表 5 实证结果可见，替换了被解释变量之后，多支柱养老保险体系参与度的提高仍然显著缓解了家庭流动性约束，再次证实了基准回归结果的稳健性。

表 5 稳健性检验一：替换被解释变量

	(1)	(2)	(3)	(4)
多支柱养老保险体系参与度	-0.025** (0.013)			
基本养老保险		-0.042*** (0.015)		
企业（职业）年金			-0.026 (0.030)	
商业养老保险				0.045*** (0.031)
控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	5,155	5,155	5,155	5,155

2. 替换解释变量

考虑到基准回归中多支柱养老保险参与度的

定义可能会遗漏部分家庭成员参保行为对于居民家庭流动性约束的影响，因此选择家庭人均参与



多支柱养老保险体系的数量以及各支柱养老保险的家庭平均参保率进行稳健性检验。表6中Panel A回归结果显示,家庭人均参保水平的提升显著降低了家庭面临流动性约束的概率。由此可见,用家庭人均参保率替换解释变量后,结果依然稳健。考虑到家庭财务决策者的重要性,Panel B进一步将家庭财务管理者的个人参保情况作为代理变量,

可以发现,多支柱养老保险体系对于流动性约束影响的平均边际效应系数依然显著为负。此外,本文进一步根据居民家庭是否有成员领取养老金以及领取养老金金额替换解释变量,并将结果显示在表6中,回归结果证实领取养老金的家庭受到流动性约束的概率较小。因此,本文的研究结论较为稳健。

表6 稳健性检验二:替换解释变量

Panel A: 家庭人均参保情况					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
多支柱养老保险体系参与度	-0.043*** (0.014)				
基本养老保险		-0.034** (0.015)			
企业(职业)年金			-0.028 (0.045)		
商业养老保险				-0.160*** (0.055)	
家庭是否有人领取养老金					-0.041*** (0.013)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	7446	7446	7446	7446	7446
Panel B: 家庭财务管理者参保情况					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
多支柱养老保险体系参与度	-0.047*** (0.011)				
基本养老保险		-0.041*** (0.012)			
企业(职业)年金			0.008 (0.033)		
商业养老保险				-0.119*** (0.036)	
家庭领取养老金金额					-0.006*** (0.001)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	7446	7446	7446	7446	7446

五、机制检验与异质性分析

(一) 机制检验: 基于家庭风险性资产配置的视角

多支柱养老保险体系通过提供未来收入保障,降低了家庭的预防性储蓄动机,从而激励家庭将更多资产配置于高风险、高收益的金融产品,进

而通过财富增值效应和资产结构优化来缓解流动性约束。接下来,我们将进一步通过对家庭风险资产配置的分析验证可能的影响机制。借鉴易行健等的研究,本文从家庭是否投资风险性金融资产以及投资风险性金融资产价值两个维度来衡量家庭风险性资产配置。^[15] 家庭风险性资产配置不仅反映了家庭的风险偏好和金融素养,还是家庭

应对短期流动性需求的重要金融缓冲机制。风险性金融资产主要包括股票、基金、债券、金融衍生品、财产性保险等金融投资产品，这些资产相对于现金、活期存款和定期存款等传统安全资产，具有较高的“收益—风险”特征，研究样本中约11.3%的家庭持有某种形式的风险性金融资产，风险性资产在家庭总金融资产中的平均占比为3.9%，这与我国家庭整体资产配置偏向保守的特征相符。表7中Panel A显示了多支柱养老保险体系对家庭风险性资产配置影响的估计结果，其中第（1）—（4）列是对家庭是否投资风险性金融资产的回归结果，第（5）—（8）列是对家庭投

资风险性金融资产价值的Tobit估计结果。可以发现，多支柱养老保险体系显著促进了家庭持有风险性金融资产的概率，增加了家庭风险性金融资产的价值。具体而言，参与基本养老保险、企业（职业）年金和商业养老保险均可以提升家庭风险性资产配置，并且相较于基本养老保险，企业（职业）年金与商业养老保险的促进效果更好。这与理论预期一致，即第一支柱主要满足基础保障需求，对风险投资的激励相对温和，而第二、三支柱作为补充和市场化选择，其财富效应更为显著，更能鼓励家庭承担适度风险以追求更高回报。

表7 机制分析：多支柱养老保险体系对家庭风险性资产配置的激励作用

Panel A: 多支柱养老保险体系对家庭风险性资产配置的影响								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
多支柱养老保险参与度	0.044*** (0.006)				0.557*** (0.076)			
基本养老保险		0.036*** (0.008)				0.408*** (0.076)		
企业（职业）年金			0.040*** (0.012)				0.698*** (0.224)	
商业养老保险				0.069*** (0.013)				1.073*** (0.259)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	7446	7446	7446	7446	7446	7446	7446	7446
Panel B: 家庭风险性资产配置对流动性约束的影响								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
家庭风险性资产配置	-0.390*** (0.026)	-0.393*** (0.026)	-0.395*** (0.026)	-0.392*** (0.026)	-0.042*** (0.003)	-0.042*** (0.003)	-0.042*** (0.003)	-0.042*** (0.003)
多支柱养老保险参与度	-0.037*** (0.010)				-0.035*** (0.010)			
基本养老保险		-0.033*** (0.012)				-0.032** (0.013)		
企业（职业）年金			-0.008 (0.026)				-0.007 (0.026)	
商业养老保险				-0.089*** (0.030)				-0.087*** (0.030)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	7446	7446	7446	7446	7446	7446	7446	7446

接下来，本文将进一步分析多支柱养老保险体系通过促进家庭增加风险性资产配置对流动性约束产生的影响，相关结果显示在表7的Panel B中。分析结果表明，无论是从家庭是否持有风险性金融资

产的广度，还是从家庭持有风险性金融资产的深度来说，家庭风险性资产配置的系数在所有模型中均显著为负，说明家庭风险性资产持有水平的提升显著降低了居民家庭存在流动性约束的概率，家庭风



险性资产配置是多支柱养老保险体系影响流动性约束的重要渠道,且第三支柱的促进效应更为显著,第二支柱受覆盖范围与参与方式所限,效果并不明显。此外,我们还估计了家庭风险性资产占家庭总

金融资产比例对流动性约束的影响,从表8可以看出,家庭风险性资产占比的系数显著为负,进一步说明通过参与多支柱养老保险体系可以优化家庭金融资产配置,缓解家庭受到的流动性约束限制。

表8 多支柱养老保险体系与家庭风险性资产对流动性约束的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
家庭风险性资产占比	-0.829*** (0.106)	-0.839*** (0.106)	-0.844*** (0.107)	-0.836*** (0.107)
多支柱养老保险体系参与度	-0.042*** (0.011)			
基本养老保险		-0.038*** (0.013)		
企业(职业)年金			-0.011 (0.026)	
商业养老保险				-0.100*** (0.030)
控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	7446	7446	7446	7446

(二) 异质性分析

前文分析结果表明,参与多支柱养老保险体系确实可以显著地改善居民家庭的流动性约束限制,虽然我国养老保险制度具有普惠性,但多支柱养老保险体系的参与门槛与可及性对于拥有不同生计资本的家庭是不同的,从而造成这种改善效果也存在差异。一方面,城镇职工基本养老保险的保障水平远高于城乡居民基本养老保险,能够参加第二支柱的企业(职业)年金的居民主要为有正规就业关系的城镇就业人员,而第三支柱的商业养老保险虽然理论上向所有居民开放,但

限于城乡收入差距和金融服务可及性等因素,农村居民的实际参与率较低。另一方面,不同收入水平的居民家庭其多支柱养老保险体系参与结构和依赖程度不同,多支柱养老保险体系对于改善高收入人群和中低收入人群流动性约束的效果可能存在差异。城镇居民与农村居民、高收入群体与中低收入群体面临的流动性约束的成因与程度亦有所不同。基于此,本文将从城乡状况、家庭收入高低等方面对样本家庭进行分组,讨论多支柱养老保险参与度对居民家庭流动性约束影响的异质性。

表9 多支柱养老保险体系对流动性约束影响:异质性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	城镇	农村	高收入	中低收入
多支柱养老保险参与度	-0.040*** (0.013)	-0.043*** (0.018)	-0.030** (0.014)	-0.060*** (0.016)
控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	3816	3321	3723	3723

通过表9给出的异质性分析的回归结果,可以发现,无论是城镇还是农村家庭,提升养老保险参与度均能显著缓解流动性约束,但从系数的绝对值来看,其对农村家庭的改善效果略大于城镇家庭。按收入分组后发现,多支柱养老保险参与

度可以显著降低不同收入家庭面临流动性约束的可能性,尤其对中低收入家庭流动性约束的改善效果更显著。由此也可以看出,多支柱养老保险体系对于居民家庭流动性约束的改善效果在不同群体之间存在差异。



六、结论与讨论

近年来,随着国家大力推进多层次、多支柱养老保险体系的建设,有关社会养老保险对于居民家庭的微观福利效应研究成为社会关注的热点议题。基于CFPS数据,本文就多支柱养老保险体系参与对居民家庭流动性约束的影响进行分析,并进一步探究了多支柱养老保险体系作用于家庭流动性约束的传导机制以及对于不同群体的差异化效果。研究发现,一是居民参与多支柱养老保险体系可以显著改善家庭流动性约束,并且参与种类越多的家庭面临流动性约束限制的可能性越小,其中第一支柱的基本养老保险与第三支柱的商业养老保险均能显著缓解居民家庭流动性约束,但第二支柱的企业(职业)年金的影响不显著。在进行内生性讨论、稳健性检验后,本文结论依然成立。二是多支柱养老保险体系通过激励家庭增加风险性资产投资、优化金融资产配置,能够有效改善家庭流动性约束。三是多支柱养老保险体系对居民家庭流动性约束的缓解效果存在显著的群体异质性。相较于城镇地区居民、高收入群体,其对农村地区居民与中低收入群体缓解家庭流动性约束的效果更好。以上结论说明,完善的多支柱养老保险体系对于优化家庭资产配置、增强家庭经济韧性、释放消费潜力有着重要的现实意义。本文在家庭流动性约束的视角下,研究多支柱养老保险体系的影响效应,相应理论与实证结果不仅丰富了有关多层次社会保障体系研究的文献,还为推动多支柱养老保险体系建设提供了重要启示。

第一,协调多支柱养老保险体系结构均衡发展,厘清各支柱养老保险制度功能定位。目前,我国多支柱养老保险体系呈现出层次错位、制度挤出效应的明显结构特点,第一支柱基本养老保险占据绝对主导地位,无论是覆盖范围、资金规模还是支付能力都远超于其他支柱,对第二、三支柱的发展空间有所挤占,客观上反而拉大了第一支柱与第二、三支柱之间的差距。与此同时,第一支柱基本养老保险给付待遇过度依赖政府财政补贴,基金财务可持续性严重不足,而第二、三支柱市场发展被动、缺乏供给能力,单支柱养老保险保障能力孱弱。为此,需优化顶层设计,

明确各支柱功能定位,调整养老保险体系的结构和养老金待遇的结构,将原来基本养老保险制度的部分责任转移到第二、三支柱,从而降低基本养老保险待遇水平,减轻国家财政养老支出负担。第一支柱定位应当是“保基本”,为国民提供退休后的基本生活保障;第二支柱企业(职业)年金应扩大覆盖面,成为提升职工养老待遇水平的重要补充;第三支柱则要满足居民个性化、差异化的养老储蓄与投资需求。通过加强基本养老保险的普惠性与可持续性,大力促进第二、三支柱的发展,形成结构均衡、功能互补的多支柱养老保险体系。

第二,激发企业和个人参与第二、三支柱养老保险的积极性,提升多支柱养老保险体系整体保障水平。第二支柱企业(职业)年金的覆盖率长期偏低,主要集中于机关事业单位、大型国有企业和效益较好的用人单位,中小企业参与意愿和能力均严重不足。第三支柱的个人养老金制度虽已建立,但公众认知度、税收优惠的吸引力以及金融产品的丰富性仍有待提升。当前,第二、三支柱未能成为第一支柱的有效补充,在多支柱养老保险体系中所占比例依然较低。为此,应加大政策激励力度,针对第二支柱可以通过优化税收优惠、补贴或提供额外福利、简化设立流程等方式,鼓励中小微企业为职工建立企业年金,针对中小企业职工、灵活就业人群积极发展企业年金集合计划、团体养老保险、地方政府主导的补充养老保险、集体养老金等,以便进一步扩大第二支柱覆盖面。针对第三支柱,应深入了解不同层次居民的养老保险需求和参与意愿,积极推动养老保险产品的创新与多样化发展,提高产品的吸引力和竞争力,满足不同群体的差异化需求,充分发挥第三支柱个人养老金和商业养老保险的补充作用。

第三,完善多支柱养老保险体系各支柱间的衔接制度,加强养老保险市场和产品的监管机制。多支柱养老保险体系作为一个有机整体,其内部各支柱应相互协调、互动发展。为此,需建立健全各支柱间的衔接和协调措施,促进各支柱养老保险协同发展。政府应通过政策引导和立法规定,推动不同支柱之间的信息共享和资源整合利用,确保参保者在不同养老保险领域保障权益的无缝



衔接和福利获取的连贯性。鼓励养老保险基金在风险可控的前提下进行专业化、市场化投资运营,实现保值增值。同时,为确保多支柱养老保险体系的可持续性和稳健性,应加强对养老保险产品设计、销售和运作的监督管理,规范市场秩序,防范金融风险,提高市场透明度和效率,通过设立统一的监管框架和运行机制,促进各支柱相互支持、相互补充,实现资源的有效配置和风险共担。

第四,提升国民金融素养与金融服务可及性,夯实家庭优化资产配置的能力基础。当前,我国居民金融素养总体水平有待提高,尤其是对于金融知识相对匮乏的农村与中低收入家庭而言,他们往往面临更高的信息壁垒和市场参与门槛,风险识别与承受能力也相对较弱,这在一定程度上制约了养老保险制度风险分担功能的充分发挥,可能导致部分家庭或因风险厌恶而不敢进行合理的风险性资产配置或因盲目投资而承担过度的金融风险。为此,应构建多层次、广覆盖的金融知识普及体系,在基础教育阶段适度融入金融通识教育,在高等教育与职业培训中强化专业化金融理财知识的传授,并依托社区、工会、媒体等面向广大城乡居民开展形式多样、通俗易懂的金融知识普及活动,重点提升居民对不同金融产品收益特征的认知和对生命周期财务规划的理解以及对自身风险承受能力的评估,帮助民众树立长期、理性的投资观念。同时,大力发展普惠金融,推动养老金融服务的数字化、普惠化转型,鼓励金融机构借助数字化技术手段,创新开发低门槛、个性化、智能化的养老投资顾问服务与资产配置工具,为公众提供更为便捷、专业的投资决策支持,充分释放养老保障体系的微观福祉效能。

〔参考文献〕

〔1〕国家统计局:《中华人民共和国2023年国民经济和社会发展统计公报》,2024年2月29日, https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202402/t20240228_1947915.html, 2025年3月5日。

cn/sj/zxfb/202402/t20240228_1947915.html, 2025年3月5日。

〔2〕中国发展研究基金会:《中国发展报告2020:中国人口老龄化的发展趋势和政策》,2020年8月3日, https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzIzNjAyMTgxNg==&mid=2653463427&idx=4&sn=a1688c87da98aab7d6a0e7f601ad1732&chksm=f30232d4c475bbc26f3c27c11ea4c343a8ed8f56b084d0b9f9026b84ebb40d749e4f9bf87f4a&scene=27, 2025年3月7日。

〔3〕益普索(中国)咨询有限公司长城人寿保险股份有限公司、清华大学五道口金融学院:《中国家庭风险保障体系白皮书(2023)》,2023年11月22日, <https://max.book118.com/html/2023/0426/8060062030005062.shtm>, 2025年3月7日。

〔4〕余若涵、沈悦:《住房金融化能否影响风险金融投资?——来自中国家庭的微观证据》,《中央财经大学学报》2023年第9期。

〔5〕Zeldes S. P., "Consumption and Liquidity Constraints: An Empirical Investigation," *Journal of Political Economy*, vol.97, no. 2(1989), pp.305-346.

〔6〕Lee J., Sawada Y., "Precautionary Saving under Liquidity Constraints: Evidence from Rural Pakistan," *Journal of Development Economics*, vol.91, no.1(2010), pp.77-86.

〔7〕张克中、黄永颖、何凡:《社保缴费的转嫁效应与劳动力市场再分配》,《管理世界》2023年第9期。

〔8〕华颖、郑功成:《中国养老保险制度:效果评估与政策建议》,《山东社会科学》2020年第4期。

〔9〕林闽钢:《新时代民生保障话语体系的建构》,《阅江学刊》2023年第2期。

〔10〕胡秋明:《多层次养老保险制度协调发展探讨》,《财经科学》2000年第3期。

〔11〕张宗良、褚福灵:《多层次、多支柱养老金体系:改革回顾与优化思路》,《中国特色社会主义研究》2024年第1期。

〔12〕甘犁、赵乃宝、孙永智:《收入不平等、流动性约束与中国家庭储蓄率》,《经济研究》2018年第12期。

〔13〕林义:《中国多层次养老保险的制度创新与路径优化》,《社会保障评论》2017年第3期。

〔14〕汪伟、崔亚东:《流动性约束与农民工劳动供给——兼论农民工过度劳动现象》,《财经研究》2022年第12期。

〔15〕易行健、周聪、米特、周利:《商业医疗保险与家庭风险金融资产投资——来自CHFS数据的证据》,《经济科学》2019年第5期。

〔责任编辑:李 阳〕