

■大视野

# 养老金保值增值须改革投资体制

## ——养老金入市为何是大势所趋(下)

□中国社科院世界社研中心 郑秉文

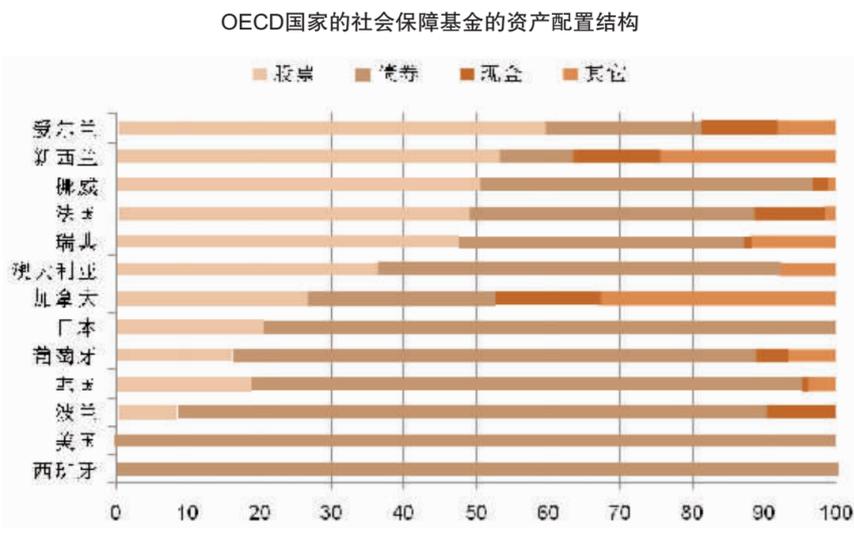
当前不少国家都面临老龄化加剧现实,养老金保值增值压力骤增,养老金逐渐走进资本市场成为大势所趋。国内养老金贬值风险之严峻,投资压力之巨大,仅次于外汇储备。减少社保基金福利损失和贬值风险的唯一出路只能依靠改革社保基金投资体制。

### 两个虚拟假设

基本保险基金规模逐年增长,但基金收益率低下造成巨大福利损失。如果担心基金多元化投资体制改革和养老金投资股市会造成损失,主张维持目前银行存款的体制不变,那么减少福利损失就只能依靠减少和控制保险基金的增长幅度,人为将之维持在较低水平。这样,减少和控制基金余额的办法只有两个——或是全国统一降低费率,或是减少甚至取消财政补贴。但细究起来,这两个假设显然都不成立。

第一,全国统一降低费率并不现实。虽然目前全国统一实行的费率是28%(职工个人8%,单位缴费20%),但这只是“名义费率”。由于执行中企业平均缴费率大大低于20%,很多省份的“实际费率”已经大大低于“名义费率”。实际执行中的“低费率”和“窄缴费基数”已使缴费收入与制度支出大体相等。比如,2010年全年缴费收入仅为11110亿元,而全年基金支出则高达10555亿元,如果没有1954亿元的财政补贴,缴费收支的余额仅为555亿元。目前在事实上执行的“实际费率”下,收支大体相等,降低“名义费率”没有任何意义。

第二,减少或取消财政补贴的假设也不现实。社会保险基金总量已超过2.7万亿元,但并不掌握在中央政府手里,而是沉淀在2000多个基层统筹单位,大多是以县市为核算单位。由于经济发展水平和人口流动等原因,各地



资料来源:OECD,数据截止2009年10月末。

注:其它主要包括贷款、不动产、私人股权基金及共同基金等投资。

基金积累情况很不平衡。比如,广东省积累基金高达3500亿元,而同时还有14个省份当期收不抵支。盈余地区的基金余额不能“一平二调”、利用行政手段调拨给其他省份,只能依靠财政转移支付来确保这些省份当期养老金足额发放。虽然养老保险基金已经超过1.9万亿元,理论上“不差钱”,但在实际宏观资金运用中却“很差钱”,逐年增加的天量转移支付是不得已而为之。既然降低基金规模的两个假设不现实,最大限度减少福利损失和贬值风险的唯一出路就只能改革投资体制。

### 两个巨大压力

国内外基本养老保险基金投资体制都面临着逐渐走进资本市场,趋向多元化和市场化投资的大趋势。国外发达国家社保基金投资体制改革压力主要来自老龄化加剧导致支付能力和支付预期逐渐下降。国内社保基金投资改

革的压力主要源自两方面。

一个改革内生压力是“双高”问题。所谓“双高”,一“高”是指社保基金高速增长,另一“高”是城镇就业人员平均工资高速增长。改革开放以来,中国经济增长迅速,1995-2009年平均GDP增长率为9.9%。同时,居民收入也呈高速增长态势,1995年城镇单位就业人员平均工资仅为5348元,2010年则上升到36539元,16年提高了近7倍,平均工资增长率是14.1%,剔除通胀因素后,实际增长率为11%。平均工资高速增长极大地提高了城乡人民生活水平,例如1995年城镇居民家庭恩格尔系数高达50.1%,2009年则下降到36.5%,但也为社保基金保值增值带来了极大压力。

就目前来看,社保基金贬值风险之严峻,投资压力之巨大,仅次于外汇储备。换言之,社保基金投资体制改革压力主要来自老龄化加剧导致支付能力和支付预期逐渐下降。国内社保基金投资改

据萨缪尔森定律和艾隆条件,还要承受一个“生物收益率”的福利损失。这个所谓的“生物收益率”大约相当于社保基金(积累制)的实际投资收益率与工资增长率(在中国,人口增长率的因素暂可忽略不计)之差。1995年-2009年,国内平均工资增长率为14.1%,社保基金收益率却不到2%。这意味着着社保基金年年处于贬值状态,没有实现资源配置的代际帕累托最优,还意味着参保人没有分享到国民经济快速发展的经济成果。针对“双高”客观现实,要想战胜通胀,最大限度降低“生物收益率”的福利损失,只能改变投资体制,尽量提高基金收益率。

第二个改革压力来自外部,即世界各国现收现付制公共养老金市场化投资的巨大压力。20世纪90年代之前,DB型(待遇确定型模式,Defined Benefit)现收现付制基本养老金进入市场的途径大多采用“间接方式”,即通过个人账户的方式进入股票

市场。实行“间接方式”进入资本市场的制度大约分为两类,一类是战后以来兴起的以新加坡为代表的中央公积金制,目前实行此制度的国家大约有十几个;另一类是上世纪80年代以来开始流行,以智利和中国香港地区为代表的完全积累制,目前实行该制度的国家也有十几个。总体来看,实行“间接方式”投资股市的市值大约不超过1万亿美元。

上世纪90年代中后期以来,迫于老龄化不断加剧等因素,越来越多的DB型现收现付制公共养老金绕开个人账户,采取“直接方式”进入股市投资。十几年来,这些国家排着队纷纷走上市场化投资的改革之路。

比如,1997年,加拿大现收现付制的基本养老保险基金采取提高缴费率的办法形成一定积累,将基金余额投资于资本市场;2000年,瑞典实行了名义账户制改革,将事实上采取现收现付制融资方式的基本养老保险基金也投入到资本市场;2001年,日本基本养老保险基金(GPIF)一改半个世纪以来的实业投资策略,在改革投资管理体制的同时,对国内外证券市场进行投资;2001年,韩国基本养老保险制度在基本完成全覆盖之际,对基金实行渐进式市场化投资改革,开始对股票市场进行投资。

从上述“直接方式”诞生以来的十几年历史看,DB型现收现付制基本养老金基金进行股票投资是世界范围内社保制度的一场革命,涉及的养老保险基金总规模近2.5万亿美元。其中,其规模仅次于美国的世界第二大基本养老保险基金日本“年金积立金”(GPIF)高达1.5万亿美元,它的改革是社保制度历史上一个具有标志性的事件。发达国家的经验为国内社保投资提供了可借鉴思路。

综上所述,在内外共同压力下,加强国内社保基金投资多元化和市场化,改革投资体制是社保基金保值增值的必由之路。

## 未来企业年金应唱“入市”主角

□武汉科技大学 董登新

地方养老金“入市”近期成为市场议论焦点。据报道,酝酿已久的地方养老金入市获得重大突破,南方某省已经获准将1000亿元基本养老保险金转交全国社保基金理事会运营,一季度将开始投资。事实上,截至2010年底,全国已有566亿元资产的“个人账户”交由全国社会保障基金理事会代为托管。因此,从制度创新与操作技术上来看,将全国部分省份的“社会统筹账户”中具有储备、积累、稳定滚存性质的部分资金统一交由全国社会保障基金理事会代为托管,同样可行。但是养老金投资必须坚持“长期投资、价值投资和责任投资”的原则,坚守在“安全第一”的前提下实现保值增值。此外,国外资本市场上贡献最大的是企业年金或职业年金,而不是公共养老金。中国资本市场长远发展仍有待于私人养老金规模扩大。从长远看,企业年金才应是养老金入市的主力军。

目前,我国社会保障基金入市办法明确规定,银行存款和国债投资的比例不得低于50%;企业债、金融债投资的比例不得高于10%;证券投资基金、股票投资的比例不得高于40%。很显然,尽管全国社会保障基金可以投资证券市场,但真正入市的比例不足50%。由此看来,全国社会保障基金的投资管理仍属比较稳健、安全模式。

在我国企业年金投资管理方面,法律明确规定:投资银行定期存款、协议存款、国债、金融债、企业(公司)债、短期融资券、中期票据、万能保险产品等固定收益类产品以及可转换债(含分离交易可转换债)、债券基金、投资连结保险产品(股票投资比例不高于30%)的比例,不得高于投资组合企业年金基金财产净值的95%。其中,投资股票等权益类产品以及股票基金、混合基金、投资连结保险产品(股票投资比例高于或者等于30%)的比例,不得高于投资组合企业年金基金财产净值的30%。由此可见,企业年金投资高风险基金和股票的比例也是受到严格限制的,应该说投资风险也属稳健型、安全型。

### 哪些养老金可以入市

在我国,养老金积累与储备可大体分为三部分:第一部分是中央政府负责管理的全国社会保障基金,2010年底约8000多亿元;第二部分是地方政府负责管理的的地方社会养老保险基金,2010年底约1.4万亿元;第三部分是企业自主举办的企业年金(补充养老金),2010年底只有3000多亿元。由于第一部分和第三部分早已“入市”,因此,大家所议论的所谓养老金入市问题,指的是第二部分——地方社会养老保险基金。

其实,地方社会养老保险基金是由两部分构成:一是社会统筹部分。这部分积累主要来自雇主缴纳的职工工资的20%或更高的比例缴费形成,其产权是全体参保人共享,互助共济、社会统筹,并实行以收抵支、留有余地的“现收现付”制;二是个人账户部分。这部分积累来自雇员按自己工资的8%缴费形成,其产权属于个人所有,原则上不能调剂借用,个人账户实行的是“长期封闭积累、产权个人所有的‘完全积累’制”。

从理论上讲,社会统筹部分如果能有较大节余且长期不必动用,显然具有保值需要,因此可以考虑安排其中部分资金“入市”。至于个人账户,由于其积累更具有长期性、储备性,也可以安排其中部分资金“入市”。

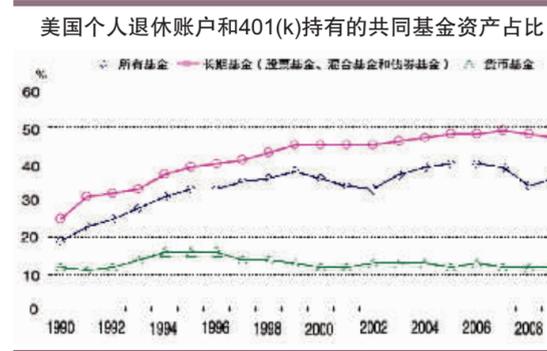
然而,在社会保险省级统筹的背景下,由于全国区域经济发展不平衡,导致各省社会保险基金积累在劳动力流入较多的省份,其社保基金积累规模大,增长也较快,节余相对较多。相反,在经济落后或者劳动力流出较多的地区,其社保基金积累规模就较小,甚至经常出现收不抵支的现象。

据统计,截至2010年底,全国仍有14个省份的社会保险基金收不抵支。而社保基金节余最多的广东省,其社保基金累计余额已达2276亿元。事实上,早在五年前的2006年底,广东全省社保基金累计余额已经达到1506亿元。据测算,截至2011年底,广东省社保基金累计余额可能会超过4400亿元。这部分社保基金节余较多的省份,的确有保值增值的需要。

此外,全国个人账户还有许多空置空转,这是历史的欠账。尽快做实个人账户,仍有待想办法解决。笔者认为,已经做实的个人账户可考虑交由全国社会保障基金理事会代为托管。

### 养老金入市投向何方

在国外成熟市场,养老金入市的首选投资对象是证券投资基金,其次才是股票和债券。以美国401K为例,其资产分布大体如



资料来源:ICI

# 养老基金为美国资本市场稳定基石

□田向阳 张磊

美国社会养老体系的发展已有上百年历史,而作为整个养老体系重要组成部分的私人养老金计划的异军突起只是最近几十年的事。当前美国养老制度已经发展成一个灵活的有弹性的多支柱养老体系,不仅对美国社会经济产生深刻的影响,也给美国资本市场带来了重大发展机遇。

### 社会养老保险“安全第一”

美国现行的养老金体系由三大支柱组成。政府强制执行的社会保障计划面向全社会提供基本的退休生活保障,覆盖全国96%的就业人口,是多个多层次体系的基石;由政府或者雇主出资,带有福利的养老金计划构成了养老保障体系的第二支柱。前者为公共部门养老金计划,是指联邦、州和地方政府为其雇员提供的各种养老金计划。后者为雇主养老金计划,则是指企业及一些非营利组织和机构为其雇员提供的养老金计划;第三支柱是个人自行管理的个人退休账户,是一种由联邦政府通过提供税收优惠而发起、个人自愿参与的补充养老金计划。第二支柱的企业雇主养老金与第三支柱也常常被称为私人养老计划。

社会养老保险坚持以安全性为原则的保守投资策略。美国社会养老保险与资本市场的关系不大,其持有的资产全部都是联邦政府债券或特种国债。美国强制性社会保障养老信托基金由美国社会保障署管理,其管理职能包括:决定收益金的享受资格,并以大量个人的收入记录为依据计算受益额;维持拥有地方办事处机构的广泛体系,向现有和潜在的

受益人提供服务;通过精算每年向信托基金管理委员会提供社会保障体系短期和长期的财务状况评估报告,经信托基金管理委员会对报告进行审议后提交国会。而基金的投资管理则由财政部负责,按规定,社会保障信托基金只能将支付福利后的所有余额投资到由美国政府债券以及为社会保障基金特别发行的非上市国债,从不越“雷池半步”。

在金融危机爆发的2008年,由于采取最保守的投资限制和策略,美国社会养老基金仍取得高达5.1%的年度投资收益率。截至2008年底,OECD国家公共养老储备基金余额为4.3万亿美元,其中美国社会养老基金规模就占了2.4万亿美元。

### 养老基金促进市场发展与创新

养老基金是资本市场上最大的机构投资者。地方政府及企业雇主发起的DB型(待遇确定型模式,Defined Benefit)养老基金大多投向股票资产。以2009年为例,在州及地方政府高达2.68万亿元的养老资产中,公司股票就占据了58.3%的比重,共同基金资产占比8.5%;联邦政府养老计划中,股票资产占比较低,仅为9%。同时以美国最大的地方政府公共养老基金——加利福尼亚公共雇员养老基金(CalPERS)为例,2010年底其养老资产规模为2200亿美元,其中股票投资占比就接近70%。企业雇主DB型养老计划也大多投向共同基金和股票资产,其总体资产配置结构与DC型(缴费确定型模式,Defined Contribution)养老计划非常接近。

企业DC型养老计划中最具代表性的401(k)计划参与者不仅

更偏好股票资产,而且股票投资方式更加分散化。计划参与者投资股票资产的力度与其年龄有着密切关系,一般来说,年轻参与者倾向持有更高比例的股票,年老参与者倾向持有较高比例的固定收益类资产。

居民个人退休账户(IRA)中近一半的资产用来购买共同基金。2009年底,IRA资产中的2万亿美元,占比约46%配置在共同基金产品上。IRA参与者通过证券经纪商持有大量的证券资产,如股票和债券等,证券类资产占比达到36%,其比例在近20年来一直保持稳定。

美国养老改革的方向是让个人为养老承担更多的责任,并赋予更多投资选择,激发了对养老产品的旺盛需求,产品创新随之蓬勃发展起来。最典型的例子就是生命周期基金、生命风格基金和FOF等。

### 养老基金是市场稳定基石

有秉持长期价值投资理念的养老基金“臂膀”,美国股市在历次危机中都能屹立不倒,并在危机后迅速恢复。养老基金性质具有“唯其有源头活水来”式的长期性和稳定性,其为共同基金业注入了源源不断的资金,资金的沉淀性和增量性都很强。最近10年,私人DC型计划和IRA年均净流入共同基金的资金规模为1238亿美元,成为推动共同基金业持续成长的不竭动力。即使在2008年遭遇到百年不遇的金融危机,养老金净流入共同基金的资金仍保持正值。

养老基金已成为美国资本市场稳定的基石。如果把美国资本市场看成是一个资本地层,其地质图谱可以这样描绘:最底层为投资存续时间最长的养老

基金,第二层是时间相对稍短的保险基金,第三层就是规模庞大的共同基金(很大一部分养老金直接投资于共同基金,使得本来由短期资金汇聚的共同基金变成了长期资金),第四层是信托基金,第五层是产业资本,再往上就是商业银行资金以及随波逐流、快进快出的短期资金。每一次金融危机或经济危机来临的时候,金融市场上首先“逃跑”的就是这一批短期资金,但是一旦金融浪潮退却到整个资本市场的基石——养老金水位时,很快就会止跌回升。

### 美国养老体系发展经验

世界上并不存在养老制度的标准模式,美国的养老制度也并非尽如人意,时常受到来自其国内各方面的批评或质疑。尽管如此,美国养老体系的运行从总体上看是非常平稳的,其体制框架、组织过程和功能目标都有突出特色,其发展经验能够给中国的养老制度改革以重要的启示。

一是美国养老体系实现了政府保障与雇主保障、个人保障的有机结合。美国的三支柱养老体系是分别由政府、雇主和个人作为行为主体实施的。第一支柱强制计划的行为主体是政府,第二、三支柱的行为主体则分别是雇主和个人。这种制度背后的一个基本理念是:包括养老在内的社会保障不是政府保障,不能由政府包揽一切,而是政府、雇主和个人的共同责任。政府保障计划的基本职能是确保绝大多数老年人的基本生活。要想获得更高的保障水平,则必须依靠雇主和个人的进一步努力。结构均衡的多层次养老体系,使得美国既享受

了适度的福利制度带来的正面效应,也避免了过于慷慨的福利制度所产生的负面激励。

二是联邦政府的政策支持是第二、三支柱养老金计划发展的关键基础。70年代以来,以401(k)计划和私人退休金账户(IRAs)为代表的私人养老金制度从无到有地发展壮大,并成为美国养老体系的中坚支柱,联邦政府的税收优惠政策(即对缴费和投资收益免税、但对领取征税的EET税制)是其获得发展的主要刺激手段。

三是投资管理是养老金制度流程的中心环节,离开强大的资本市场,就不可能建立起强大的养老基金体系。作为个人长期储蓄工具,“保值增值”是私人养老金面临的重大问题。养老基金的良好运作,不仅需要有效率的投资管理机构、畅通的投资渠道和灵活丰富的投资方式,更需要有严格的投资管理体制,以防范风险,确保投资安全。

四是养老体系与资本市场互相促进的关系。美国养老制度的改革目标之一就是引入个人账户积累制以应对老龄化的压力,而要实现基金积累并且保持新制度的顺利运行,基本前提之一就是完善资本市场。从美国经验来看,需要强调的是,虽然养老金投资的顺利运行取决于资本市场发展,但并不意味着非要等到资本市场完善后才能够发展积累制的养老制度,二者之间是相互促进的关系,养老制度改革离不开稳定发展的资本市场及其良好的投资环境,资本市场的进一步发展又需要养老体系的支持和配合。(作者供职于证监会研究中心,本文仅代表个人观点)