

## 建立名义账户是入市的理性化前提 ——美国“TSP 养老基金”入市的成功经验与启示

(2003年6月12日第11版)

### 策划人语：

社保基金即将试水股市的消息成为时下一大热点。社保基金的一举一动不仅牵动着市场几千万投资者的眼球，也关系到无数布衣百姓的切身利益。

与此同时，不少人士也很想了解国外社保基金是如何运作的，特别是发达国家中央政府管理的社保基金是否都进入了股票市场？为什么有的进了有的没进？他们在股票市场又是如何运作的？为什么《美国法典》规定联邦政府直接负责投资的基本养老基金“联邦社保信托基金”(OASDI)只能购买政府债券而不得投资于资本市场？目前对它设计的未来的入市方案有多少种？对他们经过了什么样的论证和讨论？为什么同样是联邦政府管理的另外两个规模稍小的养老基金从建立之初就可以投资于资本市场并取得了令世人瞩目的业绩？欧洲国家社保制度改革进程中有多少个国家的中央社保基金入市了？效果如何？

本报从今天起刊登中国社会科学院欧洲所副所长郑秉文撰写的系列文章。希望能为读者解答这些问题，并给我国社保基金管理带来一些启迪。

引入“名义账户”制是建立个人产权的一个便捷的过渡性措施。建立“名义账户”制基本可以解决这个“入场券”的条件问题：将“入市”的基金部分限定在“名义账户”制度之下、“名义产权明晰化”基础之上和个人账户的“名义资产”之中，在作为资产所有者的缴费者个人和作为投资管理者的国家二者之间将潜在的投资风险与收益以法律的形式固定下来，尽量不留后遗症，从一开始就进入一个符合国际惯例、在法制轨道上运行的理性化养老金市场行为模式

美国“TSP 养老基金”入市的成功经验有三点值得借鉴：第一，明晰的“个人财产权”是公共养老基金入市的理性化前提。它包括两个内容：一是一切投资活动均通过个人账户执行；二是账户余额的投资决策者及其所有者为账户持有人本人，而不是国家或基金管理人，属于

“分散性”投资。第二，成功地将基金投资行为与潜在的政治干预分开是关键；第三，设计完备的投资基金体系，同时强制性地规定它们必须实施“指数化投资”战略，甚至专门为之设立了若干垄断性的投资基金

“TSP 养老金计划”是专门为美国联邦政府的文职人员和军职人员设立的一种储蓄与投资型养老金计划,由一个独立的机构“联邦退休节约投资董事会”( FRTIB )来管理，仅对 TSP 计划的参与者和他们的受益人负责。其法律地位是补充性质的保险。与美国政府为其“联邦社保信托基金”( OASDI )设立的投资基金一样，《美国法典》对 TSP 基金的投资战略和投资范围也做了非常详实而具体的规定，在这规定之外，绝对不允许 TSP 基金投资于任何其它特殊资产。

#### 骄人的投资回报率

自 1986 年设立 TSP 养老计划以来，TSP 养老基金的回报率总的说来是令人满意的。即使在去年和今年美国股市乃至世界股市处于近 30 年来最低迷的时期，TSP 养老基金的 5 支投资基金表现得非常好，几乎都超出了过去 10 年来的平均水平，其中，C 基金回报率高达 13.23%，S 和 I 基金竟然双双超过了 15%，就连 F 基金也超过了 10%；今年头 4 个月里，在股市连创新低的情况下，甚至在 G 基金和 F 基金的回报率几乎是零的情况下，C、S、I 三支基金均超过了 8%。

截至到 2003 年 3 月 31 日，TSP 养老基金的累计余额已高达 1045 亿美元，其中，G 基金为 520 亿美元，F 基金为 130 亿美元，C 基金 377 亿美元，S 基金 13 亿美元，I 基金 5 亿美元；TSP 计划的参加者已超过 310 万人。

#### TSP 制度设计优势何在

作为中央公共养老基金进入资本市场一个成功的范例，“TSP 养老金”的制度模式已经被越来越被经济学家看作一种独特的中央养老基金成功运行的值得效法的模式。从西方经济学

家的角度来看，“TSP 模式”具有如下重要特点，这些特点是该基金得以成功的制度保证。

第一，成功地将基金投资行为与潜在的政治干预分离开来。

“TSP 模式”之所以能够获取较好的回报并受到参加者的欢迎，其中一个重要的制度保证被认为是成功地将基金的纯粹投资行为与潜在的政治家介入有效地分离开来，这要归功于其独特的制度模式的设计。它主要体现在三个方面。

首先，“TSP 模式”中掌管和监管其投资战略与投资行为甚至日常管理的机构是一个在法律上独立的、直接对总统和对法律负责的“联邦退休节约理事会”（FRTIB）。该理事会由五名兼职委员组成，每届 4 年；但“执行理事”是专职的。这个组织架构形成了一种内部监督机制；该理事会定期地内部审计机制和评价功能完全是独立的，是受法律保护的，不受任何外来力量的干预。

其次，理事会的唯一投资原则是该养老计划的参加人和收益人的根本利益，这个投资原则以法律的形式固定下来，受到法律的保护，并且任何偏离这个原则的行为和结果都将受到理事会任何成员和任何计划的参加人的质询，甚至可以提出刑事诉讼。

第三，TSP 的制度架构将“政治操纵”的可能性降到最地程度，因为其投资战略采用的指数化战略而不是个人股票投资战略。所谓“指数化战略”只不过是“消极管理”的一种形式，政府债券在投资组合中只是持有的市场股票和债券的一个比例而已；例如，它的政府债券投资基金多持有的是美国财政部的“特别发行”债券，而股票指数基金所追求的是类似标准普尔 500 或 Wilshire4500 的指数。

第二，保护非专业人士的投资行为和利益。

TSP 养老计划规定，参加人个人没有随意选择个股的权利，而只有在预先设立的 G、F、C、S、I 五支基金中进行选择、取舍与组合的权利。在风险与回报率上这五支基金各具特点：由于 G 基金是由联邦政府担保的短期政府债券组成，所以不存在损失本金的可能性，没有

本金的投资风险问题；F 基金是由债券指数基金构成，目前使用的是 LBA(LehmanBrothersAggregate)指数，它代表了一组范围广泛的美国政府、企业和抵押债券，对此，风险容忍度较低的参加人可以在整体上避免市场的风险。对 C 基金的投资总体上讲可以“复制”标准普尔 500 指数的市场表现；S 基金囊括了除标准普尔 500 以外是所有普通股的指数回报率，目前使用是 Wilshire4500 指数；可以说，S 与 C 基金几乎覆盖了美国股市的全部主要股票；I 基金所追求的是国际股市的行情。

除了 G 基金以外，理事会对其它 4 支基金管理人都是通过竞标的方式选择的，所以，TSP 养老计划的参加者个人无须受到来自铺天盖地的广告和专业人士的游说的“轰炸”。执行理事罗杰·梅尔说，资产管理人的资质受到了严格的审查，包括他们的目标标准、追求相关指数的能力、管理成本的高低、受托责任的历史纪录等。这样，那些根本没有任何投资经历和经验的参加者都可以放心地根据自己的风险容忍度进行简单的选择就可以了，而无须耗费大量的精力介入和学习市场投资的实务。

指数化投资组合不仅保护了非专业人士的投资行为和利益，而且还有效地保护了参加人的投资收益。这是 TSP 计划能够得以受到欢迎并使之成为成功范例的根本原因和标志。德州 A&M 大学“私人企业研究中心”的研究显示：从 1872 年至 2000 年的 128 年间，如果以 35 年为一个周期作为计算单位的话，其市场提供的年均回报率(扣除通胀率以后)为 6.4%，远高于美国基本养老保障中政府债券对缴费者工薪税所提供的年回报率水平。

#### 基本养老基金为何不仿效 TSP

从上述财政可持续性、工资替代率与 10 多年实际回报率的历史来看，TSP 的制度模式与基金投资模式基本上是成功的；既然如此，为什么美国政府的“联邦社保信托基金”没有予以模仿反而却依然死死固守着近 70 年传统的 DB 型现收现付制没有进入资本市场呢？

与美国基本养老制度相比较，“TSP 养老基金”制度设计在许多方面存在着一些独有的特

质性，成为前者难以完全模仿的障碍；除了转型成本等其它因素以外，仅就管理来说，前者的参加者超过 1.48 亿人口，是后者的近 50 倍，规模上的巨大差异在客观上对其适用范围的扩大具有一定的限制；且前者参加人在收入基数的计算、薪水的纪录、雇员的职业类型和就业岗位的多样性等许多方面都存在着非常大的差异性，这些都为基金的管理和实际操作带来了很大的困难。

“TSP 养老基金”制度对美国联邦政府管理的“联邦社保信托基金”来说在目前阶段没有什么可以借鉴的东西，其根本障碍在于“联邦社保信托基金”制度是建立在没有个人财产权的 DB 型基础之上，而 TSP 则是建立在完全的个人所有权之上的 DC 型计划或称个人储蓄型计划，而不是 DB 型计划；在后者中，参加人完全是自愿的而非强制性的，如果对某个基金不满意或对其表现不满意，既可以选择别的基金也可以终止其缴费，特殊情况下还可以抽回其全部账户积累。这样，在基金之间就造成了一种真正的竞争局面。

美国覆盖全体就业人口的基本社保制度（OASDI）是现收现付制，所以联邦政府才有可能“集合”了一个“联邦社保信托基金”。现收现付的制度特点是，缴费人以往的缴费累计与未来的给付之间不存在一种必然的紧密型的“精算”联系，即缴费人对其未来的给付只享有一种法律上的指数化承诺，这实际上仅是一种由政府担保的“权利预期”而已，可以说，国家扮演着“最后出资人”的角色，承担着基金增值和支付风险的“无限责任”，国家像个经营保险业务的“无限责任公司”；对投保人来说，其承担的法律责任已经完成（指缴费），剩下的只有享受“权利预期”的义务。缴费人与国家之间在风险与责任上的这种不对称现象必然导致国家在进入资本市场之前对风险所承担的“无限责任”应该做出承诺。所以，现收现付制下，将“集合”起来的基金通过“集中”的方式以“集体”的形式进入资本市场，既存在着法理上的问题，又存在着受益人与担保人之间不对称的市场风险的责任问题。于是，现收现付制下“社保个人财产权”的“缺位”就成为社保基金“入市”的一个“门槛”；否则，强行“入市”之后的潜在风险将由

国家单方面承担着财政上和法理上的“无限责任”。

相比之下，DC 型积累制的“TSP 养老基金”则具备了“入市”的资格，因为他们具有明晰的“个人财产权”：个人财产所有权与投资管理决策权是对称的，风险的责任者与收益的拥有者的统一的，国家的角色仅是网络服务和优惠政策等这些“公共物品”的提供者。全部收益与风险均由财产所有者一人拥有与承担，财产所有者既对潜在收益享有着全部权利（只有在退休领取时才缴税），又对未来风险承担着无限责任，这就是建立社会保障的“个人财产权”或称“产权明晰化”的真正含义。它是公共养老基金进入资本市场的理性化前提，是“入场券”。

建立社会保障“个人财产权”的前提是建立个人账户；而建立一种投资型的个人储蓄账户是“产权明晰化”的关键，在该账户中如果是 DC 型完全积累制且个人拥有完全的投资决策权，那么，这种个人账户制度下的养老基金就是“账户轴心”式的。

类似美国私人市场 401 ( k ) 的 TSP 公共养老基金就具备了上述诸多条件，就个人所有权来说它是公共养老基金制度的一种“极致”，其重要标志体现在“账户轴心”的作用上。这里使用“账户轴心”这个名词的目的在于强调个人账户在公共养老基金的资本市场运行中所起的关键性作用。我们赋予“账户轴心”以下两个重要的内容：一是个人账户是基金投资的唯一“通道”，即一切投资活动均通过个人账户执行，资金的流动以个人账户为轴心；二是账户余额的投资决策者及其所有者为账户持有人本人，而不是国家或基金管理人，属于“分散性”投资。“账户轴心”的这两个作用将“社保财产权”以法律形式固定下来。

我们知道，就投资战略来说，《美国法典》对“TSP 养老基金”和“联邦社保信托基金”这两个养老基金的规定是一样的，都强制性地规定它们必须实施“指数化投资”战略，甚至都分别为之专门设立了若干垄断性的投资基金；但是，它们具有本质上的区别：前者的账户是投资型账户，它在一切投资活动中发挥着“轴心”的作用，而后者的个人“账号”仅是一个“号码”而已；前者的投资决策人是资产所有者本人，而后者则是资产担保人国家；由此决定了这两

个基金的投资行为和投资范围具有天壤之别，前者投资于资本市场，主要是市场行为，而后者投资于政府债券，主要是行政行为。由此可见，美国这两支公共养老基金投资行为的差异性取决于是否建立个人账户、如何确立账户的法律地位和个人是否拥有账户资产的投资权利等等，这些是关乎养老基金能否“入市”、是采取市场行为还是行政行为的决定性因素。由此看来，个人账户是建立“社保财产权”制度的一个“法律载体”，而个人投资决策权在“账户轴心”中所确立的法律地位则是“社保产权明晰化”的一个“法律保障”。

根据上述对“账户轴心”作用的内涵界定，我们可以将养老基金进入资本市场划分为高级和初级两个阶段与四个模式：资本市场中以“TSP 养老基金”为代表的“账户轴心”式的公共养老基金是“入市”的高级阶段或称“模式一”，因为它既具有上述的那个“法律载体”，又有“法律保障”。对于已经建立个人账户并发挥一定或部分作用且仅将一部分缴费进入资本市场的某种公共养老基金，例如，对于仅有“法律载体”而没有或部分拥有“法律保障”的某种组合模式，我们可以将之称为初级阶段；资本市场中处于初级阶段的养老基金可以分为以下三种模式；换言之，人们对初级阶段中的公共养老基金在以下三种模式中进行选择。

“模式二”属于“半积累制模式”，在该模式中，投资于资本市场的缴费仅是个人账户的缴费部分而不是全部缴费（雇主与雇员），且投资行为仅在个人账户之内进行；个人账户内的缴费累计可能完全来自雇员的缴费，也可能从雇主缴费中划入一部分；美国政府目前设计的三种改革方案（布什方案）就属于“半积累制模式”，可以被看作是“模式二”；虽然“模式二”中既有“法律载体”又有“法律保障”，但它仍然属于低级阶段，因为这种“半积累式”且部分缴费进入资本场所形成的个人所有权仅是部分所有权。

“模式三”和“模式四”属于“名义账户模式”，即欧亚六国近几年来引入的养老保险“名义账户”制度。这种模式比较灵活，可塑性很强，可以既有“法律载体”又有“法律保障”；进入个人账户的缴费既可以是全部的（雇主与雇员）也可以是部分的。之所以我们将之称为低级阶段，

是因为它们只是部分地或称基本上解决了“产权明晰化”问题，就是说，“名义账户”制度所确立的这种“名义产权”或称“模拟产权”也可能是“全部名义产权”，也可能是“部分名义产权”，这主要取决于在名义上划入个人账户的缴费是占一定的比例还是 100%。我们可以将缴费（雇主与雇员）完全划入个人账户的模式称为“完全名义产权”，这就是“模式三”，而将部分缴费划入个人账户称为“部分名义产权”，即“模式四”。

在“模式三”和“模式四”的“名义产权”制度下，养老基金的投资特点是，个人拥有的“名义产权”与其投资决策权可能完全吻合，也可能不完全吻合，就是说，个人名义账户中的名义资产可能完全由个人负责投资，也可能是其中的一部分；而政府拥有的是账户以外的“统筹”基金的投资决策权和执行权，或者相反；但是，个人账户与统筹基金的资产投资决策权一般情况下是“分而治之”的；“名义账户”制还存在着一种可能性即政府拥有个人账户与社会统筹基金全部的资产投资决策权与执行权；但不管是那一种情况，虽然账户是“空的”，但在未来退休金给付的计发上却是“实的”，缴费的累计余额等于个人缴费加上投资回报，属于精算型的。

欧亚六国率先引入的“名义账户”制所形成的“名义产权”为包括我国在内的那些从现收现付制向积累制转型的国家克服转型成本的困难提供了一个比较理想的过渡性制度安排：与现收现付制相比，它为社会保障的主体——既是缴费者又是所有者——至少确定了一种“名义产权”，尽管是虚拟的；它的意义在于为进入资本市场发放了一张“入场券”。

#### 我国养老基金入市的政策选择

上述分析表明，“账户轴心”作用的强弱和在养老制度中法律地位的差异性是最终决定其养老基金能否“入市”、如何“入市”的关键因素，所以，就目前世界范围内各国中央养老基金“入市”的类型来看，以智利为代表的 10 几个完全私有化国家的公共养老基金采用的是类似美国联邦“TSP”基金的“入市”模式，属于高级阶段，是“模式一”；而“布什改革”的三个方案（“半积

累模式”)和欧亚六国(“名义账户模式”)则属于“初级阶段”的其它三个模式。

就目前我国社保制度来看,如果采用类似美国联邦“TSP 基金”的“完全积累制”的“高级阶段”的“模式一”的基金运作模式是不可能的,因为它涉及到几万亿人民币的转型成本;甚至对实行现收现付制的欧洲发达国家来说,向完全积累制转型所需要的成本也是难以承受的:其预酬基金相当于工资总额的 645%的,几乎等于欧盟 GDP 的 300%,欧盟全部资本存量的 1/2。所以,摆在我国面前的现实选择只能是“初级阶段”三个模式中的某一个。

那么,根据我国目前社会保障制度实行的“统账结合”架构,如果让一部分养老基金进入资本市场,在“初级阶段”的三个模式中,如果选择“模式二”即“半积累制模式”,那么它首先需要“做实”个人账户,然后让其“入市”(根据以上的论述,统筹部分“入市”显然不是理性化的基金投资行为),但根据辽宁试点的数据推算,如果将其“做实”个人账户的经验在全国推广开来恐怕也需要近万亿人民币(或 6--7000 亿人民币)的预酬基金;此外,还需要解决其它两个问题:一是由谁来“做实”个人账户,另一个是“入市”的中央社保基金资金来源问题,即应来自个人账户部分的累计余额,而不应来自统筹的那部分。概而言之,选择“模式二”的困难在于如何预酬资金,说到底是个“钱从哪里来”的问题。如果不能解决这个困难,就只能在“模式三”和“模式四”中进行选择,它们可以很好地避免预酬基金的问题。

对于后面这两个模式,不管采用那一种,其优势都是不需要转型成本就可以尽快完成“入市”的法律准备工作,并且可以像欧亚六国那样,“入市”养老基金的比例与划入个人账户的缴费比例可以对称,也可以不对称,具有较大的灵活性。与“半积累模式”比较起来,“名义账户模式”的养老基金“入市”方案对我国的具体国情似乎更为适合一些。但不管怎样,这两种模式都为我国“社保基金”进入资本市场、实行初级阶段的公共养老基金“入市”消除了门槛这个障碍,获得了“入场券”。至于“模式三”还是“模式四”,就要看决策者的制度设计目标的选择了:前者的特点具有一定程度的再分配作用,后者可以将政府的财政责任降到最低点。

在目前阶段，总体上看，我国养老基金采取比较保守的传统现收现付制的基金增殖方式即投资于一组政府特别发行的债券应该是上策。因为，资本市场不发达，规章制度不健全，金融机构不发育，国民信用体系尚在构建之中，专业人才匮乏，基本养老保险制度没有理顺等外部条件可能会影响入市的效果。

从内部条件看，目前我国社保制度中“个人财权”明晰化的问题还没有真正地解决。目前的统账结合架构中，个人账户部分比较小，且大多为“空账”。笔者建议，引入“名义账户”制是建立个人产权的一个便捷的过渡性措施。建立“名义账户”制基本可以解决这个“入场券”的条件问题：将“入市”的基金部分限定在“名义账户”制度之下、“名义产权明晰化”基础之上和个人账户的“名义资产”之中，在作为资产所有者的缴费者个人和作为投资管理者的国家二者之间将潜在的投资风险与收益以法律的形式固定下来，尽量不留后遗症，从一开始就进入一个符合国际惯例、在法制轨道上运行的理性化养老金市场行为模式，从养老基金“入市”的初级阶段逐渐向高级阶段过渡，就是说，从“模式三”和“模式四”逐渐向“模式二”过渡，最终实现“模式一”。

从几年来预酬基金（国有股减持等）大起大落的结果来看，真正的积累制所需的基金数额太大，所以“名义账户”这个过渡期很可能是一个比较漫长的历史阶段。