

养老金资产的本土化投资偏好分析——OECD 国家的 投资经验对中国的启示

Analysis on the Localized Investment Preference of Old - age Pension Assets ----Enlightenment of the Investment Experience of OECD Countries on China

雷霆¹，许晓辉²

LEI Ting¹，XU Xiao - hui²

(1. 新疆大学政治与公共管理学院，乌鲁木齐 830049；

2. 武汉大学社会保障研究中心，武汉 430072)

(1. School of Politics & Public Mangement , Xinjiang University , Urumchi
830049 , China ;

2. The Center of Social Security Study , Wuhan University , Wuhan 430072 ,
China)

[摘要]随着世界各国养老保障体系的完善，养老金资产规模迅速扩大，各国都将规模庞大的养老金资产投资于金融市场进行保值增值。从 OECD 国家和新兴市场国家两个方面分析了 OECD 国家养老金资产在进行投资时存在本土化投资偏好的原因。为了借鉴国外养老金投资管理的经验，逐步完善我国养老保障体系，提出一些有关投资管理的政策建议。

Abstract: As the improvement of the old - age security system in all over the world, the assets size of pension is getting a rapid expansion, the pension assets are invested in the financial markets to maintain and increase assets value. On the aspect of OECD countries and emerging market countries, this paper analyses the pension funds' investment preferences of localization and its causes in OECD countries. With the purpose of drawing lessons from the foreign pension plans investment and management, perfecting the old - age security system in China, the paper give some

suggestions about the investment and management of the pension plans.

[关键词]养老金；本土化；投资偏好；合理性

Key words: pension ; localization ; investment preference ; rationality

[中图分类号]F20**[文献标识码]**A**[文章编号]**1004-972X(2009)07-0030-04

[作者简介]雷霆(1970—)，女，新疆喀什人，新疆大学政治与公共管理学院教授，博士。

本文所论述的养老金资产主要是指政府强制计划养老保险制度以外的、由企业发起施行补充养老保险计划积累的资产，主要包括职业养老金(即我国的企业年金)、个人年金和其他私人的养老金。养老金资产通过信托计划由资产管理者委托投资管理人进行投资管理，实现资产的保值增值。这种养老金资产实际上是企业为员工提供的一个退休收入保障，是企业基于社会责任所提供的“递延工资”，作为员工退休后的生活费用。^[1]

由于养老金资产的特殊性质，在进行投资管理时，必须遵循其特定的原则。首先，安全性是养老金投资的首要基本原则。养老金资产的安全与完整关系到养老保险计划目标的实现，关系到整个社会经济的健康发展，因此，养老金投资首先必须注重安全性。其次，养老金进行投资时必须遵循流动性原则。养老金资产是对退休者的负债，需要进行持续支付，因此在投资过程中，所选择的资产配置要与其支付期限相匹配，保持充分的流动性以应对资产的支付要求。第三，养老金在进行投资时还要遵循收益性原则。收益性是安全性的保证，是指在确保养老金资产的安全性的前提下追求收益的最大化。只有通过投资收益的实现，才能切实保障养老金资产的保值增值。第四，养老金投资要遵循多元化的原则。依据风险分散的要求，资产必须分散于不同的投资工具和不同的市场。第五，由于其重大的社会影响和社会责任，养老金投资还应该注重社会经济效益，更多地关注于推动社会经济发展的方面。基于养老金资产的重要性和特殊性，养老金资产在进行投资时，必然会面临各种各样的问题，本文基于对 OECD 国家养老金投资行为的分析，提出一些可供我国养老金投资管理借鉴的政策和建议。

一、OECD 国家养老金资产的本土化投资偏好

在全球化投资组合理论风靡的今天，国际化分散组合投资被一致认为能够降

低风险，并且可提高(风险调整后的)预期收益。证券投资分配方面的国际资本资产定价模型表明，在不考虑显著的交易成本和信息不对称存在的情况下，证券投资的国际分散化程度会很高，资本会流向风险收益状况最好的市场。然而在现实投资中，投资者分配于国际市场的资金规模远远低于模型所做出的估测，更多的投资人谨慎地选择了本土资产进行投资。作为谨慎投资者代表的养老基金管理者们，在选择养老金资产的配置分布时，更加明显地表现出这种趋势。近几年，OECD国家的养老金资产投资同样明显地倾向于本土市场，这种选择趋势即为本土化投资偏好。

表 1 OECD 国家养老金资产在本国资产上的配置分布

	2004	2005	2006	2007	总增长率	年均增长率
美国	10632563.63	11368889.21	12507563.37	13162557.33	43.6 %	5.45 %
德国	170700.89	178537.55	170700.89	178537.55	42.5 %	5.3 %
法国	10291.84	11282.03	10291.84	11282.03	77.9 %	9.74 %
意大利	11.11	12.02	11.11	12.02	69.8 %	8.73 %
西班牙	331.35	355.18	331.35	355.18	84.5 %	10.6 %
瑞典	61927.09	68893.60	61927.09	68893.60	60.0 %	7.5 %
日本	1073190.60	1085534.69	1073190.60		25.4 %	3.63 %

数据来源:OECD 官方网站统计数据库([http:// stats.oecd.org/](http://stats.oecd.org/))。

注:(1)货币单位为百万美元,原有货币单位为各国基本货币单位,作者根据国家外汇管理局网站《各种货币对美元折算汇率表 2002 年第 1 期》折算成美元;(2)总增长率和年均增长率数据是作者自己根据相关数据计算的。

从 OECD 官方的养老金统计数据来看,2001 年到 2007 年,OECD 国家的养老金在投资中所持有的本土资产逐年增加(具体各年份的数据详见表 1),其中西班牙养老金持有的本土资产增长最高,总增长率达到 84.5%,年均增长率达到了 10.6%,其他国家(除日本)的养老金持有的本土资产的增长率都在 40%以上,年均增长率也都在 5%以上。从相关数据来看,OECD 国家养老金资产投资的本土化偏好在逐年增强。此外,从具体的投资工具的选择上,也同样反映出这种趋势。

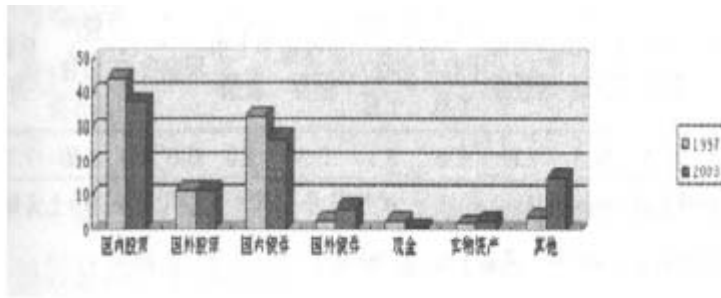


图1 OECD国家机构投资者的养老金的资产配置

资料来源:《Global Financial Stability Report :Market Developments and Issues 》September 2005 ,IMF ,第69页。

注:(1)主要国家包括德国、法国、日本、英国、美国。(2)“其他”包括商业贷款和信贷;金融衍生品;短期投资;投资于对冲基金、私人股权、商品和其他资产。

从 OECD 国家机构投资者的养老金的资产配置情况可以看出,养老金资产管理者们在国内外投资工具的选择上,国内投资工具的比例明显高于国外,尤其是国内股票和债券的投资比例,远远大于国外的股票债券和其他的投资工具的比例,强烈表现出这种本土化投资偏好。

二、本土化投资偏好的形成原因分析

(一)基于养老金资产性质所决定的投资行为

养老金资产不同于一般性的投资基金,它是一种“递延工资”,是对参加计划的劳动者的一种负债,它不仅是追求保值增值的投资基金,更重要的是它代表了一种社会责任。

养老金投资首先注重的是其安全性目标,即收益率超过通货膨胀率。实现资产的保值是投资的第一目标,其次才是投资收益最大化目标。此外,养老金资产的所有者是企业员工,同时,员工还掌握了个人账户资产的投资决定权,这使得养老金资产的投资管理者面临着比一般性基金投资人更多的约束。一般性的投资基金经理几乎掌握着基金的全部投资决策权,为了提高基金的市场竞争力,收益最大化通常是他们的第一目标甚至是唯一目标。因此,相比一般性投资基金经理,养老金资产的投资管理者通常采取更加审慎的投资风格,这与他们的信托契约的要求是一致的。

此外，养老金的负债期限结构与其他资产不同，养老金计划的负债期一般长达几十年，而且面临持续性的支付要求，所以养老金特别关注资产的实际购买力。实际上，面对通货膨胀或紧缩，养老金资产的实际购买力和购买力平价之间长期存在着偏离。通货风险会对投资组合计划中设定的投资比例做出部分修正，甚至为了避免膨胀风险而减少投资比例。尤其当养老金资产更多用于消费非交易性商品时，养老金资产将会继续对本土化投资工具有着很高的依存度。^[2]

（二）养老金投资监管的限制

由于养老基金是非盈利机构，享受政府赋予的税收优惠，养老基金通常会迫于压力按照非财务性目标、以“对社会负责”的方式进行投资。政府通常将养老金资产视为吸纳政府债务和维持国内储蓄的一种手段，通过严格地控制养老金资产流向实现对财务状况不佳银行的资源分配，并针对工业发展重点地区进行支持。因此养老金资产在进行投资的时候，尤其是海外投资时，政府管理部门设置了很多限制，主要包括投资组合限制、数量限制、货币匹配限制等。OECD 国家的养老金资产投资于海外的品种主要集中在股票、债券和外汇上，而且对于投资工具的信用和数量也有着严格的限制。此外，很多国家还增加了货币匹配和投资地区方面的限制。

出于对资产安全性和流动性目标更多的考虑，除了美国、英国、日本、荷兰之外，其他很多 OECD 国家对养老金资产投资都设定了相当严格的限制，明确限定了投资类型和持有限额，OECD 国家以外的投资（主要针对新兴市场）一般限制在 10%左右。^[3]此外，德国、意大利、瑞典和芬兰还设置了货币匹配限制，这种货币匹配限制是为了应对投资收益到期支付时面临的偿付风险，当汇率发生波动时，养老金资产投资收益可能遭受贬值的风险，通过设定一定的货币匹配限制，可以适当降低贬值风险。这种限制在保护养老金资产的同时，也阻碍了养老金的海外投资。

这一系列对养老金资产配置的限制是出于降低投资风险、保证资产安全的考虑，对养老金资产的国外投资采取严格控制，同时也变相地鼓励较高比例的国内资产投资，使养老金资产的本土化投资偏好更加显现出来。

（三）海外投资风险阻碍了养老金资产的流动

1. 国家风险。国家风险包括政权风险和政治风险：政权风险主要是指国家政

权不稳定所带来的风险；政治风险主要是指由于有关政府政策或行为的变化而造成的投资收益的变化。^[4]新兴市场国家政治风险比发达国家严重得多。例如 1997 年和 1998 年发生的亚洲金融危机和俄罗斯金融危机，就伴随着巨大的国家风险。要避免国家风险，养老金资产应至少分散投资于 6 个国家，并且不能集中于某一地区，这些国家的资本市场的相关性应比较弱，这将增加分散投资的成本和预期收益的不确定性。政治风险的不可规避性和投资预期收益的不确定性，大大地降低了 OECD 国家养老金资产对新兴市场的投资需求。

2. 资本市场风险(市场价格风险、利率风险、流动性风险、系统风险)。在既定的资本市场上，面对各种投资风险，养老金资产的投资决策必须做出很多适应性的改变，以有效的投资组合管理来实现最优效率的风险投资回报，保证养老金资产的增值。但是当养老金投资于新兴资本市场时，必然会面临其资本市场的成熟所带来的各类风险，这些风险主要包括：

(1) 市场价格风险。由于新兴资本市场的成熟性和不完全性，投资工具的缺乏，尤其是长期债券市场发展得不完全。国有企业处于改革的过渡时期，致使公司债券风险特别高，加之监管制度的不健全，导致资本市场中投机性较强，市场价格波动剧烈，资本资产价格不能比较真实地反映公司的价值。养老金资产无法形成有效的投资组合，并且因为收益的不确定性和市场泡沫膨胀造成养老金资产的流失，甚至影响养老保险制度的生存和发展。

(2) 利率风险。由于受到经济波动的影响，新兴市场的利率呈现出很高的波动性，尤其是其一向较高的通货膨胀率，直接导致养老金资产投资的实际收益降低。此外，利率的较大波动也会在很大程度上干扰投资者的预期，难以形成有效决策。

(3) 流动性风险：由于新兴资本市场的发展尚未达到一定的规模，以容纳养老金资产的巨额投资。市场的深度(交易指令数量)、宽度(交易指令规模)和弹性(交易指令连续性)不足，^[5]无法保证养老金资产的流动性，无法保证养老金资产对各种不确定性的需要。一旦养老金资产进入或者撤离市场，必定引起市场的震荡，严重的可能酿成金融危机。

(4) 系统风险。资本市场的系统风险是市场内资产价格指数波动的风险，任何资产都无法避免，养老金资产本身同样无法避免。新兴的资本市场由于管理经

验的缺乏、市场规模小等原因，市场波动幅度较大，其系统风险处于一个较高的水平。尽管养老金资产在新兴市场的投资收益一向表现不错，但同时，与 OECD 国家的本土市场相比，新兴市场的高波动性也大大增加了交易成本，其风险与收益的对比，会让谨慎的投资管理者在配置低风险关联要求的养老金资产时，更加倾向于选择国内资产。

3. 金融法律体系不健全(信息披露制度、投资行为约束)。新兴市场国家金融法律体系的不健全对养老金资产投资的影响主要来自两个方面：信息披露机制的不健全和对投资行为的约束力不够。第一，和发达的资本市场相比，新兴市场在投资信息披露的数量和质量、披露方式和披露程度上都存在着很大的差异，这便增加了养老金资产投资的交易成本，并且降低了投资收益的可预测性。第二，新兴市场的金融法律对投资行为的约束力度不够，违约行为的成本较低，甚至没有，直接导致违约风险的加剧。尽管有着高收益的诱惑，但养老金资产的投资管理者往往望而却步。

三、本土化投资偏好的合理性评价

OECD 国家的养老金投资者将主要资产集中投资于本土，尤其是本土股票和债券。以美国为例，将养老金资产的 66.1%投资于股票上，如此高度集中化的投资策略，大大提高了养老金资产的风险，尤其是资产-负债风险。由于养老金资产所持有的证券的市场价格的波动，导致资产价值出现波动，当这种波动趋势向下运行时，养老金计划的资产价值下降，对养老基金的基金化状况产生负面的影响；此外，工资、通胀率、死亡率和在职退休人口比率的变化，会导致养老金计划的负债产生相应的影响，严重的话，有可能导致相关计划无力偿还债务。

世界银行养老金业务曾运用恒等相关矩阵法和相应的风险管理软件，对美国养老金各类资产关于基准风险的贡献率进行过评估，结果显示如表 2，美国养老金的资产配置中，本土股票对基准风险的贡献率高达七成，风险贡献为所有资产之首。

表 2 养老金配置资产关于
基准风险百分数贡献率 (%)

资产 品种	美国 股票	非美国 股票	新兴市 场股票	美国固 定收益 工具	非美国 固定收入 工具	高收益 债券	非上市 股票	现金	合计	资产 组合 总方差	标准 差
贡献率	71.5	21.5	1.6	1.8	0.1	0.5	3.0	0.0	100	0.60	7.73

资料来源: Arun. S. Muralidhard 著, 沈国华译, 《养老基金管理创新》上海财经大学出版社, 2004 年 1 月第 1 版, 第 165 页。

美国养老金计划的投资者将资产高比例地投资于本土股票上, 必然大地增加投资组合的风险。尽管投资者们在选择资产配置时也遵循了风险分散原则, 选择了本国不同的股票、债券和一定比例的海外资产, 但是, 与本土化资产相比, 海外资产的配置比例过低, 无法真正实现合理有效的风险分散。在危机发生之前, 本国股票和债券投资确实给他们带来了很高的收益, 当然其波动性也很大, 但是, 考虑到此前的高通货膨胀率, 经过扣除通胀率影响的调整后的实际收益并没有表现出来的那么可观。此外, 危机前几乎所有市场的超强走势, 回报率几乎都大大超过了历史上的回报率, 这种局面是无法维持的, 将风险大规模地集中在本国市场上有可能使投资者倾家荡产。

衡量养老金计划的资产-负债风险及其偿付能力的一个很重要的指标是基金化比率。基金化比率是用来反映 DB 或 DC 养老金计划是否有足够的资产偿付负债以及养老金计划依赖发起人偿付负债程度的一项指标。OECD 国家的养老金计划的目标基金化比率一般为 100%, 监管部门通过对基金化比率指标的监测, 对养老金计划的投资政策和缴费政策做出动态调整。根据 Arun. S. Muralidhard 的研究表明, 养老金资产的投资策略、基金化比率和缴费比率是相互影响的, 当股票配置比例低于最高水平(即 90%)时, 股票配置额随计划的基金化比率的提高而上涨, 基金化比率上涨, 表明计划所能承受的风险较大, 股票配置额会随着风险承受能力的提高而增加。同时, 好的投资业绩的表现会提高了基金化比率, 降低了计划的缴费率; 相反, 一旦投资出现亏损, 计划的基金化比率便会降低, 为维持计划的持续性, 管理层不得不提高计划的缴费率。

在 2007 年美国次贷危机爆发以来, OECD 几个主要成员国的养老金由于投资亏损, 资产缩水一半以上, 根据 MILLIMAN100 年金指数最新统计, 截至 2009 年 1 月, 美国养老金资产缩水 490 亿美元, 基金积累率由 2007 年 10 月的 110%, 下

降到 74.9%。2009 年度，为维持计划的支付能力，企业和雇员必须加倍缴费，这样才能维持计划的正常持续运营。^[6]如此严重的损失很大程度上应该归咎于他们的这种不合理的本土化投资偏好，养老金的投资过度集中于本土资产上，使得风险无法得到有效分散，加重了计划的资产-负债风险和支付压力，很多计划甚至濒临破产边缘，给雇员、企业和社会带来了巨大的损失。

四、对我国的启示

我国养老保险基金市场化和基金化的发展才刚刚起步，但其发展速度却很快。2008 年，我国企业年金计划的受托管理资产已经达到 473.6396 亿元，而投资管理资产已经达到 377.3747 亿元。随着养老金市场规模迅速扩大，很多方面还需要完善。OECD 国家养老金资产管理和投资方面的经验和教训，对我国养老金资产管理和市场发展具有很大的启示作用。

第一，我国企业年金投资的监管，要遵循审慎监管和严格限量监管相结合的原则，适当放宽股票等权益类资产的投资限制。《企业年金基金管理试行办法》中对企业年金基金的投资做出了明确的规定，企业年金基金的投资仅限于银行存款、国债和其他流动性好的金融产品，包括短期债券回购、货币市场基金、信用评级在投资级以上的金融债和企业债、投资性保险产品、证券投资基金、股票等。其中股票的投资比例不高于基金净资产的 20%，权益类资产的投资比例不高于基金净资产的 30%。如此严格的投资限制显得安全有余，但过于保守，长期来看，可获得的投资收益有限，无法有效地实现年金基金的增值目标，应该逐步放宽股票等权益类资产的投资限制。在监管上遵循审慎监管和限量监管相结合的原则，给予资产投资管理者更大的决策空间和权限，使其能够通过相对独立的市场化决策，实现企业年金基金的投资目标。

第二，我国企业年金基金应遵循分散化投资原则，实现本土化资产和海外资产的合理配置。由于监管限制，我国企业年金基金现在还不能直接向海外资本市场进行投资，企业年金资产除了投资于境外投资基金以外，绝大部分都投资于本土，这样就无法防御国内市场的系统风险。尽管近几年我国经济的高速发展和资本市场的迅速成长使企业年金投资受益不少。但是 2007 年 11 月以后，年金市场受股票市场的大幅回落和通货膨胀率持续走高的威胁，也出现了相应的回落。目前我国企业年金基金的主要投资对象为国债和金融债券等固定收益类资产，2008

年下半年以来,持续的利率下调,年金基金的固定收益投资必然面临巨大的亏损。同时,我国国债市场容量有限和流动性不足,也使年金基金的资产面临流动性风险。因此,要真正实现年金基金的分散化投资,减少投资组合的风险,就必须放开海外投资的限制,拓宽年金基金的投资渠道,让年金基金可以通过海外投资,规避单一市场的系统风险,提高资产组合的抗风险能力,有效地抵御市场波动带来的冲击。

总之,我国养老保险基金的监管体制、相关的法律法规和年金市场中介组织等还需要进一步的发展完善,为养老保险基金的发展提供更完备的环境,尤其是在当前金融危机的背景下,对刚起步的我国养老金投资市场提出了更大的压力与挑战。我国养老保险基金的投资要吸取 OECD 国家的惨痛教训,充分分散风险,实现养老保险基金的安全性和收益性目标,为退休员工提供切实的退休保障,这需要政策、制度的完善和市场的发展相配合。

[参考文献]

- [1]殷俊. 中国企业年金计划设计与制度创新研究[M]. 北京: 人民出版社, 2008. 15.
- [2]B Fischer. Pension Fund Investment From: Ageing to Emerging Markets[R]. OECD Development Centre Policy NO.9.
- [3]OECD. Survey of Investment Regulations of Pension Funds[R]. OECD, 2007.
- [4]郭士征. 社会保险基金管理[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2006. 159.
- [5]耿志明. 养老保险基金与保险市场[M]. 北京: 经济管理出版社, 2000. 147.
- [6]Jhon Ehrhardt, Zorast Wadia. Milliman100 Pension Funding Index[EB/OL]. www.milliman.com. 2009.