

投资回报率与中国养老体系的基金制改革

Investment Performance, Grow Rate of Wage and Chinese Funded Pension System

曾令波^{*}

(复旦大学理论经济学博士后流动站, 200433)

(200433, Post doctor in Theoretical Economics, Fudan University, Shanghai)

摘 要: 西方学者主张养老金体系进行基金制改革的两个重要理由是基金制体系的投资回报率要高于现收现付体系的内含投资回报率, 以及基金制体系能够提高国民储蓄率。但是这两者都不构成我国实行基金制改革的理由。本文指出我国基金制改革具有高储蓄率、高工资增长率、低投资回报率、高赡养率的背景, 并通过一个基金制体系的微观模型说明在高工资增长率、低投资回报率的情况下, 基金制改革难于取得预期成效。因此, 提高我国养老金的投资回报率是我国基金制改革能否成功的关键, 本文最后就如何提高我国养老金的投资回报率提出了五点建议。

关键词: 投资回报率、工资增长率、替代率、基金制体系

Abstract: Many researchers of west countries support the funded pension system just because the investment performance of funded system is much higher than the inner investment performance of the Pay-as-you-go system, which means the cost of funded system is lower than the PAYG system. But in China, this is not true. At current stage, Chinese pension are different with many western countries with high grow rate of average wages, low investment performance, high rate of saving. With a micro model about funded system, we found that a funded system with high grow rate of average wages won't success until the investment performance is comparatively high. As conclusion, we make five suggestions about how to improve the performance of Chinese pension funds.

Keywords: Investment Performance, Grow Rate of Wages, and Substitution Ratio, Funded System.

由于国情的不同, 西方学者主张养老金体系进行基金制改革的理由往往并不适用中国。基于我国养老金体系具有高储蓄率、高工资增长率、低投资回报率、高赡养率的特点, 本文通过一个基金制体系的微观模型说明在这种情况下, 基金制改革难于成功。因此, 提高我国养老金的投资回报率是我国基金制体系能否成功的关键。

^{*} 曾令波, 男, 1976 年 3 月生于湖北宜昌, 汉族, 2004 年获经济学博士学位, 现在复旦大学理论经济学博士后流动站工作, 主要从事全球养老金体系改革与投资管理的比较研究。通信地址为 200433 复旦大学北区 100 号楼 701A 室; 电话 021-55073347, 13761627096; [电子邮件 lingbozeng@yahoo.com.cn](mailto:lingbozeng@yahoo.com.cn)。

1. 投资回报率与养老保险体系基金制改革的理由

自上个世纪中叶以来，西方学术界出现了主张对养老体系进行改革，尤其是主张由现收现付养老金体系向基金制养老金体系转变的潮流。

萨缪尔逊(Samuelson,1958)用在一个储蓄型叠代模型论证了现收现付制公共养老体系运行机制，并指出在一个纯粹储蓄型（即不存在生产和投资）经济中，养老基金的增长主要取决于人口的增长。当人口按 n 速率增长时，每一代人实际上是按 n 比率向上一代人的储蓄支付利息，因此在一个纯储蓄并通过现收现付的代际转移来维持养老保险的社会里，养老储蓄的利率等于人口增长率。^[1]

艾伦（Aaron，1966）在叠代模型中引进生产和投资，通过劳动生产率的增长这一因素来修正萨缪尔逊的模型。在艾伦的叠代模型中，养老金的增长取决于两个因素：人口的增长率和劳动生产率的增长率。艾伦同时证明，如果萨缪尔逊的“生物回报率”（人口增长率+ 实际工资增长率）大于市场利率，现收现付制能够在代际之内进行帕累托有效的配置；基金制将会带来一个使各代的生命期效应都要减少的跨时配置。^[2] 由于 Aaron 是把实际工资增长率和市场利率作为一个外生变量来对待的，因此他所指的经济被称为是一个小型的开放经济，而现收现付制赖以达到帕累托有效的外生前提也被称为“艾伦条件”。

70 年代以来，随着西方国家人口老龄化程度的不断发展，现收现付制养老体系的赡养率不断提高，开始出现收支难以平衡的问题。经济学界有人主张逐步放弃现收现付制，建立部分个人积累制，甚至完全的个人积累制（fully funded）。

90 年代以来，以 Feldstein (1995), Kotlikoff, Smetters 与 Walliser(1998), Feldstein 与 Samwick (1998), Borsch-Supan(1998) , Homburg (1990, 1997)等人为代表，支持甚至鼓吹从现收现付养老金体系转向基金制体系，并构建了一些模型来证明这种转换能提高效率。^[3]

Feldstein (1997)进一步明确指出，从现收现付转向基金制并不是因为西方国家现行的现收现付公共养老金体系会破产（事实上通过适当提高工薪税的税率或者销减退休金待遇来实现该体系的平衡是完全可行的），真正的原因在于基金制能够比现收现付制提供更高的投资回报率。^[4] 虽然现收现付没有直接的投资行为，但是该体系下由于平均工资水平的上涨（年均 1%）和劳动力队伍的增长（年均 1%），导致该体系的受益人在退休阶段所能获得的退休金待遇要比他们在工作阶段的供款高一些，因此可以认为现收现付体系中供款的隐含年均收益率仅为 2%，但是基金制体系中的供款平均能够获得 9%的年收益率。投资收益率的差别意味着为了获得同样的退休金待遇，现收现付体系比基金制体系需要更多的供款，意味着现收现付制是比基金制更为昂贵的一个制度，因此体制转轨能够提高国民的总福利。

袁志刚（2000）利用索洛增长模型进行的研究表明：只要一个经济的最优储蓄率能够得到保证，养老金增长的物质源泉只能是下一代就业人口的增长和他们的劳动生产率的提高，采用何种养老金体系并没有本质的差别。该文同时指出，在现收现付制下一个经济的总储蓄出现不足（即利率会大于黄金增长的最优利率）的情况下，实现体制转轨可以提高储蓄率，使利率增长回复到与黄金增长相一致的利率，实现帕累托效率改进。^[5] 这表明在美国这种储蓄不足的国家，基金制改革是有必要的，而通过基金制体系的建立提高国民储蓄率则构成了支持基金制改革的另一个主要的理由。

2. 中国养老保险体系改革的特殊背景

目前，中国的养老保险体系由城镇职工养老保险体系、机关事业单位养老保险体系和农村养老保险体系这三个相对独立的体系组成，其中主体部分是城镇职工养老保险体系。

按照国际通行的三支柱划分方法，目前我国的城镇职工养老保险体系也由以下三个支柱构成：第一支柱是基本养老保险，分为基础养老金和个人账户养老金两个部分，其中基础养老金为各省市上年度职工月平均工资的 20%，与本人供款多少无关，个人账户养老金月标准为个人账户储存额除以 120，与个人收入水平和供款相关联；第二支柱是补充养老保险，其中的主体部分，也是目前正在规范化的是“企业年金”；第三支柱是个人储蓄、商业保险等。

在学术研究上，我们通常把养老保险体系划分为两大部分：现收现付制（Pay-as-you-go System）和基金制（Funded System）。我国城镇职工基本养老保险中的基础养老金是现收现付制，基本养老保险个人账户养老金和企业年金都是基金制的。我国现收现付制的养老体系面临着覆盖率低、替代率低、发展不平衡等各种问题，同时面临着人口老龄化导致赡养率提高、在职人员供款压力加大的问题，因此被迫改革。我国养老保险体系改革的总体思路就是在现收现付制体系的基础上引入基金制体系，从没有积累的养老保险体系转变成部分积累的养老保险体系。

2.1 高储蓄率

国外的养老保险体系改革一般都是希望通过建立强制性或者诱导性的基金制体系，加快养老基金的积累，从而能够提高国民储蓄率。以美国哈佛大学弗尔德斯坦（Feldstein 1974）为代表的经济学家认为，现收现付养老体系的存在会对私人储蓄带来负面的影响，他的研究表明，美国由于公共养老体系的存在，私人储蓄呈下降趋势，因此主张建立基金制养老金体系，提高储蓄率。

我国的情况与此不同，我国是高储蓄率的国家，我国并不存在“储蓄不足”的问题，相反我国面临着“过度储蓄”的问题。但是总体上的“过度储蓄”与养老基金的“储蓄不足”同时存在，或者说，养老保险体制外的高额储蓄与养老体制内的储蓄缺口并存。基于这种国情，中国养老体制的基金制改革，其初期目标应该是建立制度化的养老储蓄体系，将“体制外储蓄”引导到体制内来，把隐性的养老储蓄显性化，转变为“体制内储蓄”。也就是说，我国基金制养老体系的成功与否，不在于能否提高总储蓄率，而在于能否实现既有储蓄量的“身份转变”。“体制外储蓄”转变为“体制内储蓄”，在当前阶段甚至可能会降低个人和家庭对未来的不确定性预期，进而导致总储蓄率走低、边际消费倾向提高。当然这只是一种假说，但是可以肯定的是，通过建立基金制提高储蓄率并不构成我国实行基金制改革的理由。

2.2 高工资增长率

随着我国经济的高速发展，我国职工平均工资水平也呈快速上涨的态势。

表 1 我国城镇单位在岗职工平均工资，1992~2004

年度	年平均工资	月平均工资	增长率	实际增长率 (扣除价格因素)
1992	2711	226	15.90%	6.70%

1993	3236	270	19.37%	2.80%
1994	4538	378	40.23%	7.70%
1995	5500	458	21.20%	2.80%
1996	6210	518	12.91%	3.80%
1997	6470	539	4.19%	1.10%
1998	7479	623	15.60%	7.20%
1999	8346	696	11.59%	13.10%
2000	9371	781	12.28%	11.40%
2001	10870	906	16.00%	15.20%
2002	12422	1035	14.28%	15.50%
2003	14040	1170	13.03%	12.00%
2004	16024	1335	14.13%	10.50%
平均	8247.46	687.29	16.21%	8.45%

数据来源:劳动和社会保障部、国家统计局:《劳动和社会保障事业发展统计公报》1992~2004年各期。

从上表可以看出,全国城镇在岗职工工资平均工资在1992~2004年期间的平均增长率为16.21%,即使扣除物价因素,实际平均增长率也有8.45%。

以北京市社会平均工资水平为例,1991年月平均工资为240元,2004年月平均工资为2362元;从1992年到2004年的工资增长率最高为44.59%,最低为11.49%,平均为19.56%。

表2 北京市社会平均工资水平,1991~2004

年度	年平均工资	月平均工资	增长率
1991	2877	240	—
1992	3402	284	18.25%
1993	4523	377	32.95%
1994	6540	545	44.59%
1995	8144	679	24.53%
1996	9579	798	17.62%
1997	11019	918	15.03%
1998	12285	1024	11.49%
1999	13778	1148	12.15%
2000	15726	1311	14.14%
2001	18092	1508	15.05%
2002	20728	1727	14.57%
2003	24045	2004	16.00%
2004	28348	2362	17.90%
平均	12792	1066	19.56%

数据来源:北京市劳动和社会保障局统计资料。

再以上海市社会平均工资为例,从1993年到2004年的月平均工资从471元上涨到2033元,年增长率最低为5.57%,最高为31.00%,平均为14.45%。

表3 上海市社会平均工资，1993~2004

年度	年平均工资	年月均工资	增长率
1993	5652	471	—
1994	7404	617	31.00%
1995	9276	773	25.28%
1996	10668	889	15.01%
1997	11424	952	7.09%
1998	12060	1005	5.57%
1999	14148	1179	17.31%
2000	15420	1285	8.99%
2001	17764	1480	15.18%
2002	19473	1623	9.66%
2003	22160	1847	13.80%
2004	24398	2033	10.07%
平均	14154	1180	14.45%

数据来源：上海市劳动和社会保障局统计资料。

2.3 低投资回报率

根据劳动部 2004 年对企业年基金的不完全统计，在企业年金基金的投资对象中，近 50% 为银行存款，债券占 13.7%，财政专户占 1.8%，发放贷款占 1.9%，证券投资基金占 0.8%，股票占 0.3%，其他为购买保险。投资回报率的情况是：东部地区平均 4%，中部地区不到 1%；30 家中央企业抽样调查的平均投资回报率为 2.6%。

而我国基本养老保险个人账户基金的投资收益率更低。由于基本养老保险个人账户基金大多数为银行存款，或者为财政专户，少量投资于国债，平均来看仅仅能够获得银行存款利息，扣除有关费用之后净投资回报率比银行存款收益率更低。

不仅我国目前养老金的投资收益率比较低，就是从未来我国证券市场的发展来看，投资收益率也不会太高。高经济增长率、低的利润率是我国现阶段经济发展中的一个突出特点，这是由我国粗放型的经济增长方式决定的；短期内这种粗放型的经济增长方式难于改变，因此我国的资本回报率仍然将维持在一个相对国际市场而言较低的水平。

2004 年我国 1349 家 A 股上市公司的平均净资产收益率为 2.67%，平均红利收益率更低。这意味着如果不考虑市场波动的因素，我国股市的整体投资回报率极低。

2.4 高赡养率

在现收现付体系中，赡养率是一个非常重要的指标，赡养率是领取退休金的退休员工数量占缴费员工数量与的比值，赡养率提高意味着缴费负担加重，或者是退休金待遇降低。我国从 1996 年到 2003 年的赡养率从 26.17% 提高到 33.14%。早已超出国际上 20% 的警戒水平。

表4 全国基本养老保险的发展状况

年度	总参加 人数 (万人)	在职职工 数(万人)	退休职工 数(万人)	赡养率	总收入 (亿元)	总支出 (亿元)	总结余 (亿元)
----	-------------------	---------------	---------------	-----	-------------	-------------	-------------

1996	11100	8800	2300	26.17%	1200	1080	550
1997	11204	8671	2533	29.21%	1338	1251	683
1998	11203	8476	2727	32.17%	1459	1512	612
1999	12486	9502	2984	31.40%	1965	1925	734
2000	13618	10448	3170	30.34%	2278	2115	947
2001	14183	10802	3381	31.29%	2489	2321	1054
2002	14736	11128	3608	32.42%	3172	2843	1608
2003	15506	11646	3860	33.14%	3680	3122	2207

数据来源：劳动和社会保障部和国家统计局，《劳动和社会保障事业发展统计公报》1996 - 2003 年各期。

3. 基金制养老体系的一个微观模型

养老金计划的总体目标是要实现一定水平的替代率，即退休后收入占退休前收入水平的比率。假定我们总是按照工资的固定百分比来向企业年金个人账户供款，那么，年金基金的平均年投资收益率和工资年增长率的相对大小是决定我们企业年金替代率高低的关键指标。

这里我们采用个人账户基金作为例子，来建立一个供款——投资——消费的基金积累微观模型。

模型的假设如下：

(1) 该员工从退休前 n 年开始建立个人养老金账户，并且在退休之前的每个月都按照当月收入的一个固定比率 c 向个人账户供款直至退休，退休之后不再供款。

(2) 该员工的工资每年调整一次，为简单计，我们假设该员工当前每月工资为 W ，每年年内 12 个月的工资都相同，但是工资每年的增长率都为 a ，即当年月工资为上一年月工资的 $(1+a)$ 倍。

(3) 该个人账户的基金每年年底汇集起来进行投资运作，并且投资收益率保持不变，每年的年收益率均为 r 。

(4) 该员工在退休前不从个人养老金账户中提取任何资金，并按照退休后生活 m 年的预期逐月支取退休金，没有支取的个人账户基金仍然进行投资运作，投资收益率不变。

根据上述假设，我们来计算该个人账户基金所能实现的目标替代率——退休后每月退休金占退休前月工资水平的比率。

模型求解：

首先我们计算退休时个人账户基金积累的资金总额 V 。

$$V = 12cw(1+r)^n + 12cw(1+a)(1+r)^{n-1} + \dots + 12w(1+a)^{n-1}(1+r) + 12w(1+a)^n$$

$$\text{当 } r \neq a \text{ 时, } V = 12cw \times (1+r) \times \frac{(1+r)^n - (1+a)^n}{r-a}$$

$$\text{当 } r = a \text{ 时, } V = 12cwn(1+r)^n$$

然后，我们计算退休后每月支取的退休金的数额 P 。

我们把退休后每年提取的退休金按照投资收益率都折算成退休当年的现值，应该等于

V，于是我们有

$$V=12P+\frac{12P}{1+r}+\frac{12P}{(1+r)^2}+...+\frac{12P}{(1+r)^{m-1}}$$

求解上述方程，可

以得到

$$\text{当 } r \neq a \text{ 时， } P = \frac{crw \left[(1+r)^n - (1+a)^n \right]}{(r-a) \left[1 - (1+r)^{-m} \right]}$$

$$\text{当 } r = a \text{ 时， } P = \frac{rcwn(1+r)^{n-1}}{1 - (1+r)^{-m}}$$

再次，我们计算该个人账户基金的目标替代率 S。我们用退休后每月领取的退休金占退休前该员工的工资水平 $W_p = w(1+a)^n$ 的比率来计算目标替代率。

$$\text{当 } r \neq a \text{ 时， } S = \frac{P}{W_p} = \frac{cr \left[(1+r)^n - (1+a)^n \right]}{(1+a)^n (r-a) \left[1 - (1+r)^{-m} \right]}$$

$$\text{当 } r = a \text{ 时， } S = \frac{P}{W_p} = \frac{rcn}{(1+r) - (1+r)^{1-m}}$$

推论 1：基金制养老金体系能够实现的替代率与供款比率、供款年限正相关关系，但是同退休后生活年限是反相关关系。

为了更清楚的说明每个百分点的供款率所能够实现的目标替代率的大小，我们引入一个新的指标，姑且称为“供款回报率”，计为 f，计算公式为替代率 S 除于供款比率 c。

带入上面的计算结果，我们得到如下函数：

$$\begin{aligned} f=f(r, n, m, a) &= \frac{r \left[(1+r)^n - (1+a)^n \right]}{(1+a)^n (r-a) \left[1 - (1+r)^{-m} \right]} \quad (\text{当 } r \neq a \text{ 时}) \\ &= \frac{rn}{(1+r) - (1+r)^{1-m}} \quad (\text{当 } r = a \text{ 时}) \end{aligned}$$

下面我们用上面的结果来讨论现实情景，我们设定了四种情景来进行分析，领取退休金的年限为固定不变的 20 年，供款比率为固定的 20%；但是工资增长率 a 有 5% 和 10% 两种情况，分别代表工资增长慢和增长快；供款年限 n 有 30 年和 15 年两种情况，分别代表年青人和中年人。上述四种情形在不同投资收益率情况下的模拟结果见下表。

表 5 投资收益率与基金制体系的替代率

情景设定		投资收益率 r	替代率 S	供款回报率 f
工资增长缓慢的 年青人	a=5%	2%	24.80%	1.24
	n=30	4%	38.00%	1.90

	m=20 c=20%	5%	45.80%	2.29
		8%	55.40%	2.77
		10%	145.20%	7.26
工资增长快的年青人	a=10% n=30 m=20 c=20%	2%	14.20%	0.71
		5%	25.00%	1.25
		8%	44.00%	2.20
		10%	64.00%	3.20
		12%	97.40%	4.87
工资增长慢的中年人	a=5% n=15 m=20 c=20%	2%	15.00%	0.75
		4%	20.40%	1.02
		5%	23.00%	1.15
		8%	36.60%	1.83
		10%	48.20%	2.41
工资增长较快的中年人	a=10% n=15 m=20 c=20%	2%	10.80%	0.54
		5%	16.60%	0.83
		8%	25.00%	1.25
		10%	32.00%	1.60
		12%	42.00%	2.10

数据来源：笔者根据假设条件和文中模型计算。

对上表的数据进行分析，我们可以发现，当投资收益率高于工资增长率的时候，个人账户基金所能够实现的目标替代率比较高；当投资收益率低于工资增长率的时候，个人账户基金所能够实现的目标替代率比较低。尤其是当投资收益率大幅度低于工资增长率的时候，个人账户基金的目标替代率极低，这种情况下员工参与养老储蓄的积极性就会受到打击。

当企业年金基金的投资收益率低于工资增长率的时候，企业年金维持退休生活水平的作用会大打折扣，由于基金积累速度赶不上工资水平上升的速度，过去的供款（及其投资收益）对维持未来的生活水平贡献很小。拿我们身边的情况来看，1980年某员工40岁，当时的工资为300元/月，到2000年该员工退休，退休前工资水平为10000元/月，如果当初该员工每月拿出60元供款进入年金个人账户，则当时的生活水平会受很大的影响，但是这60元如果以比较低的投资收益率积累到2000年，同2000年的工资水平比起来，这笔钱几乎是微不足道的。因此，在投资收益率远远低于工资增长率水平的情况下，员工肯定是没有兴趣参与企业年金计划的。相反，投资收益率等于或者高于工资增长率的情况下，员工参与企业年金计划的积极性就会大大提高。

4. 提高投资回报率是基金制改革成功的关键

综合前面两个部分的内容，我们可以发现，在我国高工资增长率、低投资回报率的情况下，“人口增长率+实际工资增长率>实际利率”的艾伦条件能够得到满足，这就意味着在我国目前阶段，现收现付体系仍然是有效的。从这个角度来讲，我国的现收现付体系仍然具有可持续性。

袁志刚（2000）认为我国在现收现付体系内部仍然具有多种调节手段，包括提高供款率、

降低替代率、延迟退休等，同时指出在我国目前二元经济的结构下，有可能通过青年农民不断流向城市和农村地区不断城市化的道路，均衡地扩大城镇现收现付体系的供款人数（使得城镇现收现付体系的赡养率降低或者缓慢上升），从而实现城镇现收现付体系的可持续发展；同时推进农村较低保障水平的现收现付体系，这样全国养老保险体系可以在一段相当长的时期里维持均衡。

何樟勇，袁志刚(2004)采用多种实证方法考察了中国宏观经济的动态效率，认为当前我国宏观经济处于动态无效的状态，因此现收现付体系比基金制体系更适合当前中国的实际情况。^[6]

本文的微观模型表明，在投资回报率远远低于工资增长率的情况下，现阶段我国养老金体系实行基金制改革的实际意义并不大。如果假设我国参与个人账户积累的职工平均年龄为 45 岁，平均供款比率为 20%，并且在 60 岁退休，净投资回报率平均为 3%，工资年增长率平均为 15%。按照上述微观模型，我们可以计算出来，我国基金制体系所能实现的平均替代率目标仅为 9.4%。如此低的平均替代率意味着在我国当前情况下，采用基金制养老金体系的条件并不成熟，现阶段我国基金制体系的建立对解决中国养老体系的问题并没有太大的实际帮助。

现在的问题是，虽然短期内现收现付体系仍然可持续，同时基金制体系没有实际的帮助，因此短期内对现收现付体系进行改革和优化是十分必要的。但是长期来看，基金制体系对我国养老保障体系的健康发展，尤其是提高养老保障水平、应对人口老龄化危机、提高制度灵活性等方面，仍然具有非常重要的意义。

但是我国基金制改革能否成功，或者说能否取得预期的效果，关键要看两个指标，一个是基金制体系的覆盖率，即参与基金制体系的职工的多少；另一个是投资回报率的高低。在这两个指标中，投资回报率是关键，只有实现了比较高的投资回报率，参与基金制体系的职工的积极性才会提高，基金制体系的覆盖率才会提高。

笔者认为，为了提高我国基金制体系的投资回报率，需要从以下几个方面努力。

第一、将基本养老保险个人账户同企业年金个人账户合并。目前我国基金制体系包括两部分，基本养老保险个人账户基金和企业年金基金。目前企业年金已经采用规范化的信托模式，以市场化的运作进入资本市场，因此有望获得相对较高的投资回报率，但是基本养老保险个人账户基金仍然由社保部门进行管理和运作，以银行存款，甚至是活期存款为主要投资对象，投资回报率极低，在很多情况下实际收益率均为负。因此，将基本养老保险个人账户基金同企业年金合并，既能够简化我国养老保险体系，提高效率，也能够提高总体的投资回报率。基本养老保险中的收入关联部分同第二支柱进行合并，也是目前全球养老金体系改革的一个趋势。

第二、对企业年金给予全国统一的税收优惠。税收优惠能够提高企业年金的税后投资收益率。纵观全球的企业年金体制，主要有两种主流模式，强制性模式和诱导性模式。强制性模式就是通过立法规定满足一定条件的企业必须建立企业年金计划；诱导性模式就是对建立企业年金计划的企业和职工给予税收优惠，鼓励企业年金的发展。我国目前缺乏明确、统一的税收优惠政策，既不“强制”，也不“诱导”，企业和职工参与的积极性不高，同时企业年金基金的投资收益还要缴税，使得企业年金的税后投资收益率更低。^{[7][8]}

第三、逐步将企业年金的投资决策权交给个人。^[9]

理论上讲,在企业年金的市场化投资管理过程中,投资决策权的分配可有如下有三种模式:(1)集中决策模式,即一个企业年金计划统一进行投资决策,参与该计划的受益人(企业在职员工和退休员工)并没有进行投资决策的权利,个人账户基金按照整个计划资产的投资收益率计算投资收益。(2)个人决策模式,即参与企业年金计划的每个受益人(企业在职员工和退休员工)可以在发起人或者受托人提供的产品范围内自行选择投资产品并可在产品间自由转换,个人拥有相当大的投资决策权。由于个人账户的投资决策不同,个人账户基金的投资收益率可能各不相同。(3)混合决策模式,即前两种模式的结合,比如一部分具有投资决策能力的员工可以自行进行投资决策,而余下的不愿意个人决策的个人账户基金仍然集中起来,由发起人或者受托人进行集中决策;再比如企业年金基金一般都有个人供款和企业供款两部分组成,可以把企业供款部分集中决策,而个人供款部分允许个人决策。

西方国家的 DB 计划(Defined Benefit, 给付确定型计划)一般都进行集中决策模式,由于雇主承担投资风险,因此由雇主统一进行投资决策;但是 DC 计划(Defined Contribution, 供款确定型计划)一般都采用个人决策模式,个人进行投资决策,个人承担投资风险。

在我国企业年金发展的初期,由于员工缺乏投资决策相关的知识、培训和经验,同时投资管制比较严格,集中决策模式可能是主流。但是我国的企业年金计划属于 DC 计划,集中决策的投资风险仍将由个人承担。此外,参与年金计划的每个人的年龄、收入状况、基金积累情况、家庭负担、健康状况、知识积累、风险偏好都有差别,决定了每个人能够承担的企业年金基金的投资风险不同,每个人年金债务的久期不同,因此每个人选择的投资产品应该有差别。在集中决策的情况下,决策者只能按照风险承受能力最低的那些人的要求来进行低风险的投资。在一个企业年金计划中,只能按照风险承受能力最低的那些人的要求来进行投资决策,从而只能获得最低的收益率,这是“木桶理论”的一个典型范例。因此笔者认为,集中决策虽然是暂时的权宜之计,但是长期来看是缺乏效率的一种方式;要改变这种状况,最好的办法就是把“大桶”变成若干个“小桶”——个人分散决策。允许个人根据自身情况进行投资决策,自己对投资决策负责,必然会激发广大职工参与企业年金的积极性,也必然会获得比集中决策模式下更好的投资业绩。

第四、放松对企业年金基金的投资管制。

2004 年 2 月 23 日劳动和社会保障部、银监会、证监会、保监会联合发布的《企业年金基金管理试行办法》中对企业年金基金的投资进行了严格的管制,不仅对投资范围进行了严格限制,对投资比率也进行了严格的限制。比如其中规定企业年金基金投资于银行定期存款、协议存款、国债、金融债、企业债等固定收益类产品及可转换债、债券基金的比例,不高于基金净资产的 50%;投资于股票等权益类产品及投资性保险产品、股票基金的比例,不高于基金净资产的 30%。

这种投资比率的限制对初期防范投资风险可能是有所帮助的,但是这种限制也决定了企业年金的投资收益率不可能太高。以高流动性品种和固定收益类品种为主要投资对象的话,长期的实际投资回报率可能较低,甚至为负。我国 20 世纪 90 年代曾出现过银行储蓄存款负收益的情况;美国 1966 年至 1981 年期间,长期政府债券和短期政府债券的实际收益率也均为负增长,这说明,银行存款、国债投资并不是无风险的,而股票、金融衍生品等投资

工具虽然短期风险水平较高,但是从长期投资的角度来看,实际收益率较高,而风险未必高。

因此,企业年金的投资需要逐步放松上述管制,在控制风险的前提下,在货币、债券、股票、其他资产类别之间进行灵活、有效的配置和组合。

第五、鼓励企业年金投资海外资本市场。

袁志刚(2002)从宏观经济的角度,对我国养老金体系改革的模式选择、时机选择、改革所需的条件等问题进行了深入的研究。^[10]该文利用索洛式的封闭经济增长模型证明了投资回报率取决于一个经济的就业人口的增长率以及劳动生产率的增长率;同时指出在一个开放经济中,随着中国金融市场的对外开放,中国的养老金可以投资于国外金融资产,其投资回报率可以与国内的就业人口增长率和劳动生产率的增长率相分离。因此经济的全球化为养老体系从现收现付制向积累制的转轨又提供了一个有利的支持。

在我国国内资本市场不够规范,制度性缺陷和公司治理质量没有得到根本改善的情况下,如果仅仅通过在国内资本市场的投资很难满足企业年金基金积累的需要,为了分散投资风险,提高投资回报率,加快我国资本市场的对外开放和允许企业年金投资海外资本市场是必然的选择。

参考文献:

1. Samuelson, P. A. A n Exact Consumption- Loan Model of Interest with o r without the Social Contrivance of Money[J]. *Journal of Political Economy*, 66, 1958, pp. 467-482.
2. Aaron ,H. J. The Social Insurance Paradox [J]. *Canadian Journal of Economics*, 1966, 32.
3. Kotlikoff ,L. J . , Shoven ,J .B. and Spivak, A. The Effect of Annuity Insurance on Savings and Inequality [J]. *Journal of Labor Economics*, 1986, 4.
4. Martin Feldstein, Andrew Samwick. The Economics of Prefunding Social Security and Medicare Benefits [R]. NBER Working Paper 6055, 1997.
5. 袁志刚, 宋铮. 人口年龄结构、养老保险制度与最优储蓄率[J], *经济研究*, 2000(11), 24~32, 79.
6. 何樟勇, 袁志刚. 基于经济动态效率考察的养老保险筹资模式研究[J], *世界经济*, 2004(5), 3~12, 80.
7. 曾令波. 没有税收优惠的“企业年金”不是企业年金[N]. *上海证券报*, 2005年5月13日, 第9版.
8. 曾令波. “放养”还是“圈养”企业年金两难[N]. *中华工商时报*, 2005年08月11日, 第5版.
9. 曾令波. 企业年金的投资决策权应交给谁? [N]. *中国证券报*, 2005年4月17日, 第11版.
10. 袁志刚. 中国养老保险体系选择的经济学分析[J], *经济研究*, 2001(5), 13~19.

