我国养老基金投资运营的制约性因素

Conditionality Factors of Investing and Operating of Pension Funds in China

吴宏洛

(福建师范大学公共管理学院, 350007)

(Public Administration College, Fujian Normal University, Fuzhou 350007, China)

摘要: 养老金制度成熟国家的经验证明, 资本市场是养老基金实现保值增值的重要载体和途径。由于我国养老保险制度安排上的缺陷, 以及资本市场的风险约束, 使养老基金在资本市场的投资空间极为有限。应对人口老龄化的压力, 我们需要在严格遵守风险控制的前提下实现养老基金的有效运营。

关键词: 养老基金; 投资运营; 制约因素

Abstract: Pension systems in developed countries demonstrate that capital market is a vitally important medium to realize the maintenance and appreciation of pension funds. Owing to some defects in the old-age insurance system in China and risk in the capital market, there are few chances for the investment of pension funds in the capital market. In the face of the population aging pressure, we should operate pension funds effectively and minimize possible risks on the premise of strictly following the principle of risk control.

Keywords: pension fund; investment and operation; conditionality factor

在过去二十年里, 随着人口老龄化逐步成为一个全球性的现象, 养老金制度的改革已经成为全球经济改革的中心课题之一。各国纷纷建立以基金积累制为主体的养老金制度, 养老基金的规模也随之扩大。基金积累制的养老金制度要求养老金计划的参加者, 通过他和他的雇主在其工作期间的缴费, 把一部分劳动收入交给一个集中的可用于投资的基金, 等参加者退休以后, 该基金再以投资所得的回报向他兑现当初的养老金承诺。在这种制度下, 保险金的给付取决于保险基金的积累和投资收入, 由于养老基金的投资绩效直接影响到居民退休后的收入, 越来越多的国家都很强调把养老基金进行多样化投资。在世界资本市场总额中, 大约有 20% 是养老金资产, 这极大地促进了各国养老基金和资本市场的融合与互动。在美国, 养老金资产已成为共同基金业不断发展壮大的重要资金来源, 养老金资产已占到共同基金的 36%, 占风险投资总额的 50%, 并且每年流入共同基金的养老金净现金流高达 1000 亿美元; 智利养老基金规模从 1981 年的 3 亿美元发展到 2000 年的 359.37 亿美元, 20 年间增长了近 120 倍, 年平均投资收益率高达 11% 以上。就我国而言, 一方面养老基金供给严重不足, 另一方面需求压力日趋扩大。通过多元化投资运营, 实现养老基金的保值和增值, 是应对未来支付日益增长需要的客观要求。对此, 理论界已取得了更多的共识。但在实践中, 养老基金的投资运营有诸多制约因素。为了推进养老基金投资的多元化, 必须有针对性地采取切实有

效的措施。

一、养老基金管理体制的约束

养老金制度成熟国家的经验证明，资本市场是养老基金实现保值增值的重要载体和途径。我国养老保险制度经过十几年的探索和实践，1997年，终于明确了建立由社会基本养老保险、企业补充养老保险以及个人储蓄性养老保险三支柱的“统帐结合”模式的多层次养老金体系。其中，基本养老保险部分中个人账户基金的建立，标志着我国养老保险制度由现收现付制向基金积累制转轨迈出了实质性的一步。

从理论上说，社会统筹和个人账户相结合的部分积累制有利于应对中国人口老龄化危机和促进我国资本市场的发育。如果新制度运行良好，养老基金的总资产会迅速增加。据预测我国的养老基金累积资产在2012年可达到4000亿美元，这为养老金投资提供了资金保证。但是在目前的实践中，由于新的养老保险制度安排上存在一些问题，制约了养老基金在资本市场的投资运营。

第一，从养老体系的制度设计上看，目前我国养老保险制度已由现收现付制转变为社会统筹和个人账户相结合的部分积累制度。但在现行的制度结构中，并没有真正实现向部分积累制的转轨。一方面，空账问题严重，由于政府没有明确旧制度下累积债务的补偿方式，1995年体制改革前退休的“老人”没有基金积累，改革前参加工作，改革后才退休的“中人”也存在相当大的养老金缺口，这一问题的直接后果是导致当前个人账户“空账运行”——统筹账户不足以支付养老金支出，便透支个人账户资金，个人账户中的大部分都用来支付当前离退休人员的养老金，从而出现规模巨大的“空账”。劳动和社会保障部的统计数据显示，2004年我国养老金空帐达6000亿元。养老金的巨额缺口不得不继续由国家财政拨款解决。现行的养老保险制度实际上仍然是现收现付的旧模式，这种状况如果持续下去，新制度将无法实现通过养老金储蓄的自我积累和投资增值。

另一方面，社会统筹部分的替代率仍高达80%以上。按目前国际通行的惯例，基本养老金的替代率在40%左右，企业年金的替代率应达到30%以上。我国作为发展中的大国，其目标替代率显然不能超过这个百分比，甚至要低一些。过高的工资替代率，加剧了基金支付压力，使可用于长期投资的积累不足，也使企业补充养老保险和个人储蓄性养老保险难以发展起来。事实上，企业年金和个人储蓄性保险是养老基金投资运营的主要资金来源。

第二，从养老基金管理政策看，一直以来，我国政府从养老基金的安全性考虑，采取强制性的法规政策，对基金的投资范围进行严格限制。规定养老基金结余额除预留相当于2个月的支付费用外，应全部购买国家债券和存入银行专户，严格禁止投入其它方面。表面上看规定有利于控制风险，银行存款和国债可以取得稳定的利息收益，但事实上却暗藏着以下的风险：一是使养老基金面临巨大的利率风险和通货膨胀风险，当通货膨胀率高于银行存款和国债利率时，养老基金将贬值；二是随着金融改革的不断深化，金融竞争将日趋激烈，商业银行可能出现严重亏损甚至倒闭，使养老基金面临安全风险。

国际经验表明，养老基金的资产组合应当在资产的收益和风险之间作权衡，政府管制要不断进行调整。按马克威茨的资产组合理论，取决于预期收益与风险的比较。对于建立之初的养老金制度而言，养老金主要以长期投资为主，流动性资产比例不会太大，随着养老金

体系成熟程度的提高和退休人口比例的增加,养老金资产组合中的流动性资产的比例将随之增加,养老金的投资策略开始倾向于流动性目标,追求更高的回报。20世纪70年代以前,西方各国养老基金承受支付压力并不大,其运营也未受到足够重视。这一阶段养老基金投资的方式比较简单,主要用于购买国债、保险和存银行,投资效益不高。70年代以后,在人口老龄化浪潮的冲击下,现收现付制度、确定待遇(DB)的企业养老金计划都面临支付危机,养老基金的运营逐步从简单化走向多元化、证券化和国际化,2002年,美国10.15万亿美元养老基金中有60%投资于股市,21%通过共同基金进行投资。

受当前存款利率以及国债发行方式和期限等因素的影响,我国目前无论是银行存款或国债都难于实现养老基金的保值增值。从银行存款看,1985~1995年11年间,银行存款一年期定期存款加权利率和国库券收益率有7年低于当年通货膨胀率(1985,1987~1989,1993,1994,1995年)¹。按规定,存入银行的养老基金只能取得城乡居民储蓄存款利息,享受不到保值贴补利息。而且由于存款以单利计息,而通货膨胀以复式计算,这加速了通货膨胀对养老保险基金的贬值影响,削弱了银行存款的保值能力。1996年以来,存款利率始终维持在1996年5月8次降息后的历史低位,目前一年期储蓄存款利率水平为2.25%,明显低于当前的通货膨胀水平,也远低于货币工资增长率,这说明眼前养老基金存入银行处于贬值状态,退休人员显然无法分享经济增长的成果。从国债投资情况看,我国国债品种较少,国债的主体为3~10年国库券,没有适合养老基金特点的20~30年国债。1996年国债发行总额为1847.77亿元,其中国库券1813.27亿元,占98.13%;国债累计余额为4361.43亿元,国库券累计余额达4141.67亿元,占94.96%。2001年国债余额已经高达15618亿元,然而养老保险基金对其投资仍微不足道²。从收益率看,1995年,基本养老保险基金历年滚动结余429.8亿元,用于银行存款为251.6亿元,占58.84%;购买国债90.5亿元,占21.06%;当年投资收益率8.14%,实际收益率为-2.84%³。以“个人账户做实”试点的辽宁省,2002年年底,个人账户基金年收益只有2%,远远低于7%的平均工资增长率。2001年全国企业年金的平均收益率也只有2.79%⁴。而1995年到2002年,国内股票市场年平均收益率高达14.45%。

总体分析,过于保守的投资限制并不安全。随着中央银行8次下调银行存款利息率,养老基金实际上处于贬值的风险之中,养老金收、支的巨额缺口不得不继续由国家财政拨款解决,2004年中央财政补贴已达522亿元,如果养老基金不能增值,中央财政将不堪重负。而对投资的限制,又势必使现收现付制向基金制的转变失去意义,并对今后养老金的积累与发放形成巨大的隐患。

第三,从养老基金管理运营看,存在着制度性缺陷。其一,现行的养老保险制度存在着“所有者缺位”或“所有者悬空”的缺陷。当前,我国个人账户中的养老基金实质上是缴费人的资本或劳动力的一部分,从经济学产权明晰这一原则出发,理应成立一个代表受益人利益的组织来对这部分基金进行管理。而我国目前的情况却是个人账户中的养老基金完全是由

¹ 李文浩,王佳妮. 国内外养老保险基金运用比较分析及我国养老保险基金的投资选择(J)人口与经济,2005(1)

² 刘俊霞. 养老社会保险基金投资多元化的制约因素与对策(J). 中南财经政法大学学报,2003(3).

³ 李文浩,王佳妮. 国内外养老保险基金运用比较分析及我国养老保险基金的投资选择(J)人口与经济,2005(1)

⁴ 支燕. 政府对养老基金投资管制的国际比较与借鉴(J). 商业研究,2004(4).

政府的社会保障管理部门管理的，政府是监管者，同时又是账户的直接管理者。这种“所有者缺位”的现象，很大程度上是政府直接管理过度的结果。在这种情形下，要使得个人账户积累的基金能够有效地运作，是难于实现的。其二，基金管理的信息披露制度不健全，各种监督机制不完善，投资管理透明度低，各种违规问题无法及时发现和制止。基金结余资金的使用具有浓厚的地方与部门利益倾向，基金被擅自挪用、挤占，投资于房地产、期货与股票；通过委托理财方式收取利息及收益分成，多提管理费，提供贷款的抵押担保等一系列风险事件时有发生，严重威胁基金的安全。这个问题的实质是基金管理的行政性集分权体制与管理环境的市场化之间的矛盾所致。其三，在目前分散监管、集中运作的模式下，大部分地方政府是掌管养老基金的机构，无论从其治理结构、内控体制、外部监管、信息披露、专业素质、以及投资管理体制和技术等方面，都还不是一个有能力和有资格进行资本运作的市场主体。在这种情况下进行投资运作，必然会产生极大的操作风险，其中也包括道德风险。基金的保值增值经常被其管理者解释为本金的维护管理，而忽视资金的时间价值和实际购买力的维护，更谈不上对基金资产的风险实行动态评估和客观的投资绩效评价。

二、资本市场的投资风险约束

养老基金的投资运营目标是保值增值。保值可以解读为本金的安全；增值的含意是获得收益实现投资利得。保值增值的投资运营包含着一个双重目标：在严格遵守风险控制的前提下实现超额收益。这个双重目标需要我们在其中确定一个平衡点。保值和增值实际上是风险与收益率之比的问题。不顾及收益率的风险控制是毫无意义的。反之，忽略风险控制而盲目追求收益也只会放大风险。

世界各国养老基金的资产分布随着各种资产的风险——收益状况以及政府管制的变化而不断调整。其投资一般分以下几类：一是将养老保险基金存入银行或其他信用机构，利用逐年积累的利息来达到保值增值的目的。但在通货膨胀率较高的情形下，此种方式无力实现保值增值。二是将养老保险基金作为资本投入生产流通领域，具体有购买房地产、购买公司股票和债券、或委托专门的投资机构进行投资等。此方式风险大，但有可能实现高回报。三是将养老保险基金借给国家或地方政府，以购买政府发行的有价证券，如国库券、特种国债、国家经济建设债券、国家基础设施或重大工程项目特种债券等。该投资方式安全有效，在无或低通货膨胀或政府对通货膨胀实行相应贴补的环境下，能有效实现保值并在一定程度上增值。此外，期货期权等金融衍生工具在西方发达国家也成为养老保险基金的投资方式。

就我国而言，养老基金的规模逐年增大，但是投资运营的情况不佳，很大程度上受制于我国尚处于初级发展阶段的现实资本市场环境，使养老基金的资本运营面临很大的投资风险。从总体上看，我国资本市场的发展仍然存在一些问题。

首先，投资工具有限，缺少避险工具。养老基金是强烈风险规避的机构投资者，基金的保值增值要求决定了基金投资的长期性、分散性和流动性。而目前的情况却是，一方面国债发行市场化程度低，收益率也偏低，品种单一，期限结构不合理，缺乏具有稳定回报的中长期品种，可上市流通的国债数额有限，且债券融资市场远远落后于股票融资市场。由于缺乏具有稳定回报的中长期品种，市场投机气氛较浓。另一方面无论是投资债券还是股票，都缺乏相应的套期保值工具来处理资产的风险暴露，缺乏用来回避市场风险的股票指数期货和用

来回避利率风险的国债期货品种。再一方面，缺乏适合于养老金投资风格的金融产品，公司债、资产证券化、认股权证等很不发达，无法为分散风险提供多样化的投资选择。

其次，是证券市场的风险问题。引发我国证券市场风险的因素多种多样，而证券市场制度性缺陷是导致系统性风险的主要因素。其一，股票市场被分割为两个不同流通方式的组成部分，股票无法在交易所内全部公开流通，造成定价、并购、表决等机制扭曲。此前出台的全流通试点办法不仅没有消除市场的不确定性，反而加剧了市场在定价上的不确定性，如此可能造成养老资金更大的被动与损失。其二，我国股市中国有股尚未流通，公司上市尚未市场化，上市公司的退出机制还没有真正建立起来，上市公司的信息披露也极不规范。要建立规范的证券市场，必须对上述方面进行彻底改革，在规范化过程中将会出现何种情形，难以预料。其三，依照加入 WTO 的承诺，我国必须在规定的时间内对外开放证券市场，随着中国资本项目的逐步开放，境内外资本的流动成本将逐步降低。2003 年中国证监会推动了 QFII 的实施，人民银行资本项目自由化的进程也在不断推进。然而，无论是 1997 年的东南亚金融危机，还是历次南美金融危机，都表明了国际游资的集中流出对资本市场估值水平、债券资本成本和国家风险溢价将造成巨大的冲击。国际游资的冲击和国际金融市场的波动将增加我国证券市场的不确定性。其四，市场监管者普遍存在重融资轻投资的倾向，使市场在政策制定、制度设计等方面向融资方倾斜，投资者缺乏对前者的有效约束机制和手段，其利益无法得到有效保护。养老基金与其他投资者一样，面对这样一个不规范的证券市场，入市的风险不仅在于证券市场的波动风险及其不规范造成的信用风险，而且在于缺乏有效机制为其规避风险提供条件，尤其在利益受到侵害时无法获得有效的司法与行政手段实现救济与平衡。

第三，是上市公司的经营风险。按照现代资产组合理论，上市企业的经营风险是非系统性风险，而非系统性风险通过合理的资产组合是可以基本消除的。但是，其前提条件：一是资本市场上既有好企业，又有差企业，上市企业总的效益为正（舍去二级市场上的转让收益，如果资产组合中亏损企业超过盈利企业数，亏损额超过投资收益额，整个资产组合也就为负）。二是为了避免个别上市企业的经营风险，组合资产的数量必须足够大，但这可能增大组合管理的成本。在我国，上市公司基本上都脱胎于传统的国有企业，大量质量低下的企业并没有真正转换经营机制，只是经过“包装”通过行政审批或核准而上市，上市公司质量普遍不高，市盈率有的高达 60 倍。从 1995 年到 2002 年，中国股票的年平均收益率为 14.45%，而年风险则高达 32.81%，这说明养老基金的安全运营，需要改善股票市场结构，提高上市公司质量。只有进一步改善上市公司的股权结构和内部治理结构，提高资产质量，增强市场竞争能力，才能为养老基金入市提供长远发展的基础。

上市公司的经营风险还来自其治理结构。我国的上市公司大部分是由国有企业改造而来的，国有股、法人股在上市公司总股份中所占的比重达到 60 % 以上，国有股和法人股属于非流通股份，非流通股作为中国特色的历史遗留问题，不仅扭曲了流通股的估值水平，使作为流通股的中小投资者的利益很难得到保护，而且还构成了优化公司治理的重要障碍。同时，一部分由国有企业改造而成的上市公司只有现代企业制度之名，而无现代企业制度之实，管理体制、决策机制、激励机制等并没有按照股份公司的要求发生根本性的转变。此外，上市公司的母公司重筹资轻治理，表现为再融资冲动，通过关联交易掏空上市公司资金，并在财务上做假，大股东及其代理人控制董事会及管理层，公司内部控制演变为内部人对公司的控

制,引发风险事件,严重侵害了其他股东的利益。扭曲的上市公司治理结构损害了中小投资者的利益,扰乱了资本市场,诱致市场风险。

第四,基金管理风险。从养老基金的监管模式上看,养老基金实行多元化的投资营运,不仅需要支付相应的管理成本,还要承担相应的管理风险。这种风险主要包括三类:一是经营决策风险;二是因为委托代理关系可能导致的道德风险;三是基金资产的管理风险。

从经营决策风险看,随着养老基金的成熟度变大,基金资产的流动性管理越来越重要。由于基金资产组合的结构产生变化,如果减少股票的比例,增加固定回报的债券比例,并且相应的增加存放的现金资产,将可能导致股票价格下降,债券价格上升,商业银行现金大量流出,易引起资本市场的波动。

从道德风险看,我国的基金管理公司大多由证券公司发起设立,基金管理公司治理结构不健全,很容易出现为证券公司经纪业务、自营业务服务而损害投资者利益的行为。主要表现:一是仍存在较严重的利益冲突。如基金内部人建暗仓,动用基金资产为控股股东的新股承销、配股甚至自营业务服务,通过高买或低卖等方式向控股股东输送利益等。二是操控市场,做庄或与其它金融机构联手做庄博取高额收益。三是目前契约型基金的制度设计存在一个致命缺陷,即混淆托管人和信托人的区别,导致信托人缺位,基金及其投资者的利益无人代表和保护。

从基金资产的管理风险看,养老金一旦进入资本市场,就需要实施科学化、专业化的管理,诸如确定投资目标、投资风格、投资策略、控制风险等等。由于政府担当确保养老金按期按量发放的最终职责,为了保证养老基金进入资本市场后的经营绩效,政府必然要对养老基金的运营实行严格的监管措施。对基金绩效的例行检查如果过于频繁,将迫使基金管理人把长期目标短期化以避免经营业绩的明显下降,从而有可能对资本市场的正常运行产生不良冲击。因此,建立行之有效的激励约束机制,以保证投资安全性和收益性,就成为养老金资本化进程中必须解决的一个重要而复杂的问题。同时,养老基金管理还必须考虑另外一个问题:是实行公共管理,还是实行市场化管理?前者一般由政府实施,后者则由专业基金管理公司承担。一般认为,政府管理往往服从于政治目标而不是经济目标,运营效率不高,而且容易出现腐败问题。竞争性的市场化管理模式的管理效率较高,有利于降低管理成本。从发展趋势看,我国养老基金投资体制应从由政府统一管理,逐步过渡到由投资基金进行市场化运营和管理。

三、推动养老基金与资本市场的和谐发展

养老基金是职工年老退休之后的养命钱,必须本着安全性、流动性、效益性的原则,对其进行有效运营使之保值增值。对这一问题我们既不能消极回避,也不能盲目冒进,必须积极运作,有效投资。鉴于我国受管制的养老基金投资体制与不成熟的资本市场,迫切需要建构和完善以下几个方面的工作,使养老基金能够融合于资本市场并有效运营,保证低风险下的收益最大化。

1、多渠道补充养老基金,做实个人账户。养老基金投资运营的前提是解决养老金隐性负债问题。做实养老金的资金来源有三:一是政府目前和今后的财政收入。财政具有再分配的功能,主要是用来补助社保资金的不足,可从新增税收及调整财政支出结构的节余中多拿

一些钱用于对空帐的补助,但总体来说,政府的责任是有限的,所有资金缺口不可能由政府包揽下来。二是通过在资本市场上发行长期特种债券以及发行福利彩票筹集资金来消化部分转制成本。三是国有资本变现。通过国有资本存量变现来负担转轨成本,这是对老职工劳动贡献的一种补偿。短期来看,国有资本变现必须解决股权分置问题,在具体操作中必须考虑国有资本的变现能力和市场的承受能力。

2、构建适宜养老基金资本化运营的基本框架。首先,应建立规范的基金管理组织——养老保险基金会,基金会董事会一般应由政府、企业、职工和专家四个方面的代表共同组成,负责保管养老基金。其中,政府代表负责执行政府规定的各项管制政策和措施。其次,大力发展机构投资者,形成一个托管人市场。在一个自由成熟的资本市场中,商业银行和保险公司都不是养老基金首选的投资托管机构,而一般应由投资银行和专业基金管理公司担当。目前,除了继续发展封闭式基金以外,还要积极进行开放式基金试点,为将来养老基金的运营提供广泛运作的空间。

3、根据资本市场不同的发育阶段,设定养老基金投资目标。近期看,由于法律法规不完善,市场透明度不高,金融市场不成熟,养老基金应主要投资于银行储蓄账户和政府债券。中期看,当养老基金不断积累,政府逐渐开放投资项目,股票市场的值为正数,也就是在股票市场上所得到的投资回报与所承受的系统性风险显著相关时,托管人可将基金资产用于购买投资基金、公司债券和部分发展稳定的公司股票。随着股票市场趋向成熟,机构化、效率不断提高,养老金可选择的股票投资范围可不断扩大。远期看,当投资金额积累到一定程度,养老基金可以选择资产抵押贷款和金融衍生品的投资;当国内市场趋于饱和,养老金基金亦可寻找海外投资机会,以证券投资的方式进入海外资本市场,通过国际化的市场分散国内风险。

4、建立和完善系统化的养老基金监管体系和监管机制。必须建立起适应市场要求、以内部制衡和外部监管为核心的委托—代理管理体制,明确各监管机构的部门职责,避免出现职责不清,重复监管的现象,保证监管体系的高效和协调运行,发挥政府机构监督、委托人对受托人的监督、管理运营机构相互监督、社会中介机构监督等多层次监督机制的作用,动态地修正养老基金监管内容,正确处理发展与监督的关系,为最终保护受益人利益,对养老基金投资建立一套科学合理的风险补偿机制。

调整政府监管的侧重点。随着市场的变化,政府在对养老基金规定投资方式的同时,应采取较有弹性的监管机制,并将监管的侧重点放在养老基金的给付能力和基金运营的安全性上。将投资管理纳入监管机构和受益人的双重监督之下,通过对不同的证券投资基金管理人、投资对象与市场整体走势的比较,分析基金的实际收益与预期收益;审查投资收益水平、数量、管理费、托管费、其他中介费用的合理性;监控证券投资组合、产品选择、管理人选择等方面的差异或缺陷,规避养老基金运作风险。

参考文献:

1. 赵宇,董西明.我国养老保险基金运行问题的思考[J].人口与经济,2003(6).
2. 刘晓敬.我国养老基金的投资模式[J].市场与人口分析,2003(5).

3. 刘芳, 欧阳令南. 养老金改革与资本市场发展: 智利的经验及中国的现实选择[J]. 上海综合经济, 2003 (10) .
4. 曹红辉. 证券市场投资: 社会保障资金面临的问题及对策[J]. 中国经贸导刊 2005 (11) .
5. 哈里·马克威茨. 资产的选择——投资的有效分散化(第2版)[M]. 北京:首都经济贸易大学出版社, 2000.
6. 世界银行. 老年保障——中国的老年保障体制改革[M]. 北京:中国财经出版社, 1998.