

## 也说“养老金”入市

俞慧君 电话：(86) 13911534993

邮箱：yuhuijun@chinastock.com.cn

养老金制度是世界上绝大多数国家作为保障、改善和提高国家公民退休后生活水平的公共政策，是一项基本的国家制度。自1891年世界上第一个养老金制度在德国建立后，有关养老金的话题就从未间断。如今，世界各国人口老龄化加速、养老金支付逐年增加，非正常退休人数增多，以及为避免高通胀而采用适度从紧的财政政策等因素，都使得各个国家的养老金制度正在遭受严峻的考验，中国也不例外。

自去年年底开始，“养老金入市”一经提出，如同一石激起千层浪，“活命钱”、“羊入虎口”、“股市亏钱”等关键词，频频出现在各种媒体上。仔细分析这些关键词后面的观点与评论，笔者认为难免有失偏颇的，要真正理解“养老金入市”的本质意义，首先应该明白下面三个“到底”：“养老金”入市到底指哪块，到底为哪般，以及到底入的什么市？

### 一、“养老金”入市到底指哪块？——说说我国养老金体系构成

教科书或者媒体常常这样定义养老金：养老金也称退休金，是一种最主要的养老保险待遇。在劳动者年老或丧失劳动能力后，根据他们对社会所作的贡献和所具备的享受养老保险资格或退休条件，按月或一次性以货币形式支付的保险待遇，主要用于保障职工退休后的基本生活需要。但在任何一个国家，养老金都不可能仅仅由一块构成，通常都是一个相对完善的多支柱体系，我国亦然如此。养老金制度自1951年2月建立，经历三次重大变革，根据世界银行的建议，建成了现行的多支柱养老保障体系<sup>1</sup>。其中“零支柱”即最低生活保障制度，由政府支持，

<sup>1</sup> 本文讨论的主要是城镇企业职工的养老金体系。

为无收入来源的老人提供最低生活保障，以防止贫困；“第一支柱”由国家储备型的全国社会保障基金和统账结合的基本养老金构成。“第二支柱”指企业补充养老保险，即“企业年金”，由企业根据国家指导政策下，自愿为职工建立。“第三支柱”属于个人储蓄型，通常由个人通过购买商业保险公司养老保险产品等方式，以实现退休后能享有较高的养老水平。在这个体系中，社保基金、企业年金以及商业保险基金早已参与资本市场，经过长期的实践已获得了较好的投资收益，而作为养老保障体系中最大且最核心的部分——基本养老金，按照现行的投资办法，只能投资国债和银行存款，正面临贬值的风险，所以“养老金”入市指的是基本养老金部分。

## 二、“养老金”入市到底为哪般？——说说支付危机与养老水平

### （一）基本养老金面临支付危机，要求养老金保值增值

基本养老金面临支付危机，究其原因最主要的有两个：人口老龄化和隐性债务显化。先看第一个因素：“人口老龄化”，基本养老金现行的筹资方式为“社会统筹+个人账户积累”两部分构成，两种制度安排特点完全不同。其中，社会统筹部分属于现收现付，当期征收当期支付，不受通胀和利率波动的压力，理论上缴费率的调整相对灵活易操作，却缺乏缴费激励，而且极易受到人口结构剧烈变动的冲击。个人账户部分是基金积累制，通过在在职年份缴费，积累金融资产形成基金（即个人账户），然后在退休后从基金账户中支取。从缴费率的角度上看，统筹部分是主体，缴费率为 20%，个人部分为 8%，所以整个基本养老金易受人口老龄化冲击，中国 2000 年进入人口老龄化，仅仅 10 年，65 岁以上老人从 8837 万人增长到 11883.2 万人，增长了 3046.2 万人，平均每年增长 304.62 万人，比重由 7% 增长到 8.87%。经测算，人口老龄化将于 30 年后到达高峰平台期，老龄人口比重可达 22%，老龄化的增速尚未完全释放。中国将快速遭遇“人口赡养率迅速提高的困境”。根据研究数据表明，2050 年人口赡养率将会达到 48% 左右的水平，与此同时，受中国在职人员提早退休等其它因素，实际的养老负担日益加重，2033 年退休人口与在职人口比将降至 1:2.5，领取养老金的年老一代人口比例逐年增加，而提供养老金的年青一代人口比例逐年减少，由此产生的支付危机，迫切要求基本养老金的结余部分进行保值增值。

再看第二个因素“隐性债务”显化，伴随经济体制改革，养老金制度转轨，由于在原养老

金制度下，政府作出的对职工退休时的养老金支付承诺，因为没有相应的资金积累，所以只能以隐性债务（Implicit Debt）的形式存在，而隐性债务日渐显化，将随原养老金制度下的“老人”<sup>2</sup>和“中人”们的逐步退休呈现出先上升后下降的趋势，根据学者的测算，隐性债务显化始于1998年，终于2056年，并于2024年达到峰值。不考虑货币时间价值，平均每年债务量为2113亿元。而在2009-2036年债务量均超出了平均水平。隐性债务附加人口老龄化带来的支付危机，更要求基金结余应该尽快进行保值增值。

## （二）养老水平的提高，要求养老金保值增值

未来的养老水平取决于什么？仍主要取决于基本养老金的状况，具体地说，取决于固定支付型（DB）社会统筹账户基金的支付标准以及指数化调整规则<sup>3</sup>，以及固定缴费型（DC）个人账户基金的投资收益结果。其次取决于职工所参加的企业年金计划、团险计划以及补充储蓄养老计划等。那么从基本养老金的运营现状来看，如果统筹账户和个人账户仍然不分开，那么人口老龄化和隐性债务的显化加速带来的必然结果是“寅吃卯粮，甚至寅吃辰粮、未粮，空帐规模越来越大”，个人账户失去其制度安排的意义，更无从谈及投资收益。如果是将个人账户做实（目前全国已有十三个省市开始试点实行），那么个人账户的投资运营成绩将部分决定未来养老水平的高低。所以对于统筹基金的结余和个人账户的基金都必须将“保值增值”作为首要目标提到日程上来，统筹基金结余保值增值的目标在于服务于降低人口老龄化和隐性债务显化带来的支付危机，个人账户基金保值增值是服务于基金制制度安排的本质目标。

## 三、“养老金入市”到底入的什么市？--说说养老基金的投资目标与风险管理

既然养老金要保值增值，那么肯定要与资本市场相结合，资本市场是一个可以实现快时间财富管理的平台，但资本市场不等于股票市场，“养老金入市”入的是资本市场，并非单一的股票市场，所以要真正理解养老金的投资原则、目标以及风险管理，这样才不会在熊市下，谈虎色变。

<sup>2</sup> 凡是国发[1997]26文件实施前入职的，被称为“中人”，在该文件实施前已离退休人员，被称为“老人”。

<sup>3</sup> 指养老金支付随平均工资增长率或通货膨胀进行调整的规则。

养老金与资本市场结合要遵循三个基本原则，第一：组合投资，即根据不同性质养老金的安全性要求和风险承受程度，在包括国债、公司债和股票等多个金融市场中进行不同资产类别的组合投资，进行不同比例的配置。第二：专业投资，即通过筛选和委托专业机构投资者进行投资。第三：长期投资。美国养老体系的大规模建设始于八十年代初期，30 年后才显现强大的社会效果，在过去 30 年中，美国普通老百姓的“401K”计划中的养老金与美国道琼斯指数的相关系数达到 90%以上。

养老金不同于一般的公募基金、私募基金，养老金所管理的资产既要履行到期兑付的责任，又要获得跨期投资的满意回报。不仅强调投资收益，更强调其资产与债务的匹配，对风险管理的要求高，国际上多采用资产负债管理方法，而公募基金、私募基金无明确地、甚至就没有到期兑付的债务，主要强调跨期的投资回报，方法上看重资产配置。另外，养老金投资属于长期投资，投资期限远长于一般基金的投资期限，更看重长期投资收益回报，所以不该用短期的股市行情来妄加判断养老金的投资业绩，也不应该将一般基金投资的“功”与“过”直接投射于养老金的投资。

最后说说，养老金投资的风险管理，从养老金的国际投资运营经验来看，资产负债管理的核心就是以资产和负债的关系为轴心来管理金融资产。对于固定支付型养老金，即社会统筹账户，未来支付就是负债，用将来的目标支付进行贴现计算，资产价值用市场价值计算。当资产价值超过负债价值，养老金存在盈余，养老金制度可持续，相反养老金面临赤字。那么在对养老金进行投资前，需要设定养老金财务稳健指标-----基金比(或者基金提存比)(funding ratio)，即养老金的资产与负债的比率，是衡量养老金满足负债能力的指标。一般情况下，基金比设定值都大于 1，作为投资运行的第一道安全网。对于成熟的资本市场，基金比可以设置的低些，如荷兰设为 1.05，对于资本市场发育还不成熟，或者对养老金安全性要求较高的国家，可以采用提高基金比的方法管理风险。养老金投资的第二道安全网，是监管方式，在养老金投资运行初期可采用数量限制模式(Quantitative Portfolio Regulation)，该模式比较适用于大陆法系国家和发展中国家，这种模式下的监管机构独立性强，监管机构权力较大，除要求投资管理人达到最低的谨慎性监管要求外，对基金的结构、运作和绩效等具体方面有严格的限量监管，而且对投资品种、投资比例有硬性约束，对信息有严格的披露制度。

总之，养老金保值增值、与资本市场有效结合，是实现养老金制度可持续发展的最佳途径。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话: (86) 13911534993

传真: 010-66568641

中国银河证券网址: [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

中国银河证券博士后科研工作站网址: <http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>