

## 中国养老金与资本市场互动的必要性分析

俞慧君 ☎: (86) 13911534993

(86) 1083574569

✉: yuhuijun@chinastock.com.cn

社会保障体系由社会救助、社会保险、社会福利三大系统及商业保险、慈善事业等补充保障构成。其中，非缴费型的社会救助是整个社会保障制度的基础性制度安排，旨在免除国民生存危机，保障国民的起码生活，避免困难群体陷入绝境；缴费型的各项社会保险构成整个社会保障体系的主体，旨在解除劳动者的后顾之忧，增进劳工福利，同时促进劳动关系的和谐、稳定；而普惠性的社会福利系统则是满足国民特定生活需求，并实现全体国民参与分享国家发展成果的基本途径。在这一体系中，养老保障、医疗保障、社会救助及相关社会服务等构成了支撑整个社会保障体系的基本骨架。而其中作为社会保障体系重要骨架的养老金制度，其投资运行与管理正在遭遇前所未有的挑战与危机，合理有效地与资本市场互动，不仅符合国际经验，而且是现阶段保障养老制度可持续运转的最可行途径。从另一方面，我国资本市场的发展现状也迫切需要长期机构投资者的参与来改善资本配置效率和金融市场结构，从而协助转变经济增长方式，促进实体经济发展，实现经济增长。与此同时，作为资本市场服务主体的券商将面临重大的机遇与挑战。简要分析如下：

### 一、现行养老金制度与运行现状要求参与资本市场保值增值

我国的养老制度建立于1951年2月，经过多年的改革发展，已经初步建成多支柱养老

保障体系，第一支柱由全国社会保障基金和基本养老金<sup>1</sup>构成，第二支柱为企业年金，第三支柱<sup>2</sup>为商业养老保险。全国社会保障基金于2000年8月成立，重点用于补充、调剂人口老龄化高峰时期的社会保障支出，属于国家战略储备性基金，经过十多年市场化投资运作，已经初步形成了与我国国情相适应的管理模式。基本养老金经过三次重大变革，已由原来的完全现收现付制转化为统帐结合的部分积累制，是我国养老保障制度中最重要、最核心的部分，担负着实现企业职工退休后的基本生活保障和收入替代的功能，具有重大的保值增值意义。企业年金于1991年建立，属于自愿性补充养老保险，旨在提高企业职工养老水平，自2006年正式开展市场化运营以来获得较快发展。商业养老保险早在1983年就已出现，近年来发展日益专业化、精细化，亦为养老保障的有益补充。这三大支柱承担不同的功能，肩负着不同的职责，因此在筹资方式、投资运作与管理、资金使用等方面也各有区分。就目前来看，全国社会保障基金、企业年金和商业养老保险在一定程度上已经进行了“市场化”和“专业化”的运作，唯独基本养老金的投资运行受到严格限制，尚未进行市场化和专业化投资运作。

### 1. 我国基本养老金面临支付危机-----必须依托资本市场保值增值

我国是世界上老龄人口总量最多、增量最大的国家，作为强制性收入转移制度的基本养老金制度，正将面临支付危机，必然会威胁养老金制度的可持续性。具体体现在：人口老龄化加速，降低了养老金积累的规模与速度、人口预期寿命延长与旧养老体制下的隐性债务<sup>3</sup>显化，增加了未来养老金的支付，养老金制度面临巨大支付缺口。既不表现为当期养老金赤字，也无明确偿债时间和具体偿还金额约束的转轨成本，缺失明确的承担主体与办法，一是使得现行“混账管理”下的“空账”成了基金收支之间的合法缺口，统筹基金不断透支个人账户，用个人账户偿还显化的债务，“寅吃卯粮”的现象屡见不鲜，“空账规模日益扩大”，二是作为“最后担保人”的政府，将面临财政清偿危机。除此之外，牺牲“市场效率”追求“过于安全”的基金投资指导原则，使得投资限定于银行存款与国债单一品种的养老基金收益率，都无法抗击通胀的压力，更不能用于减轻人口老龄化等因素对养老基金平衡的压力，也更无从谈及通过增值来实现其制度设计的目标。

<sup>1</sup> 我国的基本养老保障包括城镇职工基本养老保险、新型农村社会养老保险和城镇居民社会养老保险，由于国务院刚在2009年8月和2011年6月，才开始对后者开展试点工作，所以本报告将研究的对象确定为已有几十年历史的城镇职工养老保险。

<sup>2</sup> 第三支柱为个人储蓄性养老保险，有广义和狭义之分，广义泛指包括私人储蓄、住房等形式的储蓄和家庭成员的帮助，狭义的主要指由个人通过购买商业保险公司的养老保险产品。本报告采用狭义说法。

<sup>3</sup> 所谓养老基金的隐性债务，是指政府作出的对职工退休时的养老金支付承诺中，没有相应资金积累的那部分债务。相对于已经确认、计量并已有记录报告的养老金债务更具有隐性化的特点。

## 2. 基本养老金制度设计目标要求养老金必须保值增值

我国基本养老金现行的“社会统筹与个人账户相结合的筹资模式”。属于部分积累制，即将“现收现付制”和“完全积累制”进行有选择的组合，现收现付的统筹部分，以短期的横向收支平衡为原则，不受通胀和利率波动的压力，也没有基金营运的压力和风险，具有代内再分配和代际再分配的职能，但代际间的这种收入再分配机制，缺乏缴费激励。它的长期均衡极易受到人口结构不利变动（如老龄化）的冲击。另外，而积累制的个人账户部分，以远期的纵向收支平衡为原则，其设计要求是通过资本的增值收益来保障退休后的生活，即先由养老金制度覆盖人口通过在在在职年份缴费，累积金融资产形成基金(由个人账户组成)，然后在退休后从基金(个人账户)账户中支付养老金的制度安排。它以纵向的收支平衡为原则，却极易受到通货膨胀的冲击，因而累积基金如何进行保值增值是该模式的重点与难点，其不具备再分配职能，但能体现市场效率和激励作用。因而基本养老金参与资本市场进行保值增值是制度设计本身的要求。

## 3. 不同性质的养老金投资运作特点不同

第一，全国社保基金没有明确的负债兑付金额与期限，但鉴于其战略储备地位，应强调安全性的同时适当追求长期收益。第二，基本养老金要动态考虑需定期兑付的债务，对安全性和流动性的要求最高，应考虑引入资产负债管理<sup>4</sup>或负债驱动管理<sup>5</sup>。第三，企业年金与商业养老保险的投资收益关系到退休后生活水平的提升，更强调在一定安全性下，尽可能实现收益最大化。换句话说，对于不同性质的养老金资产管理方式是不相同的，这么对于专业投资人来讲，需要不同的投资服务。

## 二、资本市场发展现状迫切需要长期机构投资者的参与

在发达的市场经济国家，养老金作为长期机构投资者参与资本市场互动，推动资本市场改革与优化，取得了显著的成效，不仅体现在投资者结构优化方面，资本市场证券品种的结构优化方面，而且体现在对上市公司的公司治理改善等方面。总之，国外经验表明，资本市场的长期、稳定、规范化离不开包括社会保障性基金在内的机构投资者。而基于我国资本市场的

<sup>4</sup> 资产负债管理的核心要点是指：要以资产和负债的关系为轴心来管理金融资产，即所管理的资产既能履行到期兑付的责任，又能获得跨期投资的满意回报。

<sup>5</sup> 负债驱动管理：把负债的实现确定为主要的投资目的，更加注重资产与负债联系。

发展现状，就迫切需要长期机构投资者的参与来促进和完善资本市场的发展，体现在：

### 1. 发展长期机构投资者用于改善资本市场投资者结构失衡

在欧美发达市场的证券交易所，养老基金的持股比例，都超过了 30%，成为证券市场中最大的机构投资者。美国养老金投资占其基金业投资的比重高达 55%。尽管，中国证监会提出了“超常规发展机构投资者”的战略构想<sup>6</sup>，以证券投资基金为代表的机构投资者近年来迅猛发展，合格境外机构投资者（QFII）、保险资金、社保基金等机构投资者投资资本市场的规模进一步增加，但是机构投资者所占比例仍相对偏低，长期资金的比例相对偏少，市场的波动性偏大，投资行为短期化现象还比较突出。为了促进证券市场的规范、健康、稳定的发展，形成了更合理的多元化机构投资者格局，QFII、保险资金、社保基金、企业年金等各类机构投资者仍需要继续壮大规模和提升质量。尤其是养老金还未参与资本市场，远未发挥国际研究和实践经验证明的，养老金参与资本市场，与资本市场互动带来的双赢效应。

### 2. 发展长期机构投资者改善证券市场品种结构失衡，促进金融创新

资本市场的三大基本证券品种是公司债券、政府债券和股票。在美国，这三种证券所占市场份额为，公司债券 50%~60%，政府债券 20%多，股票 20%左右。而在我国，股票成为人们关注的焦点，忽视了资本市场中债券市场的发展，使得我国资本市场本身，存在着品种结构方面的严重缺陷。而长期机构投资者的参与不仅可以改善品种结构失衡的问题，而且可以促进金融创新。这是因为，长期机构投资者对“收益性”和“安全性”侧重点不同，那么在进行长期投资时，会对投资品种选择有所侧重，像养老金这样的长期机构投资者，会将“安全性”放在首位，所以对固定收益产品的投资比例有所偏重，这就有助于发展债券市场，进而改善品种结构失衡状况。另外，长期机构投资者对风险管理的特殊要求，会强调另类投资的比重，这有助于推进金融制度与金融产品创新。

### 3. 发展长期机构投资者完善上市公司的公司治理

除此之外，我国证券市场中，上市公司治理结构不健全也是一个突出问题。那么类似社会保障性基金这样的机构投资者，通过资本市场的投资，以代理投票的机制参与公司的决策过程，也将在完善公司治理结果方面发挥不可或缺的积极作用。

## 三、国际经验与国内实践

<sup>6</sup> 2000年5月23日时任中国证监会主席的周小川在“基金发展国际研讨会”上的讲话。

## 1. 国际经验

养老基金通过参与资本市场以获得保值增值的目标在国际上不仅是历史悠久而且是经验丰富，主要体现在投资运作的阶段性特征和资产配置多元化特征等方面。

### (1) 养老金参与资本市场互动呈现阶段性特征

从养老金参与资本市场互动开始，养老金投资运行经历了三个主要的阶段，如下表所示：

表 1 海外养老基金投资运行的三个阶段<sup>7</sup>

阶段	投资的主要特点
20 世纪 80 年代前	养老基金投资的特点是投资方式简单，投资收益不高，在资金运用上，主要是用于购买国债和存入银行获取利息收入。
20 世纪 80 至 90 年代	养老基金的投资运营正式走向证券化。越来越多的养老基金投向证券市场，购买企业股票和债券，成为证券市场上举足轻重的力量。到了 20 世纪 80 年代，养老基金投资于伦敦证券交易所和纽约证券交易所上市公司股票的比例都超过了 30%。
20 世纪 90 年代至今	养老基金投资运作国际化的特点开始凸显，各国纷纷放开养老基金投资海外证券市场的比例限制，养老基金投向海外证券市场的比例顺势提高。

其实这种阶段化特征在各国都很明显，以智利为例，智利作为养老制度私有化改革的典型代表，在养老金建立初期，基金全部投资于固定收益证券，1985 年开始允许投资股票类资产，到了 1998 年，允许投资的品种已包括外国证券、共同基金、对冲工具和股票等高风险、高收益的品种，呈现了多元化的趋势。截至 2007 年，智利养老基金在政府债券的投资比例为 7.84%，抵押债券为 9.43%，企业债券为 7.95%，定期存款 18.38%，股票 14.51%，投资基金 3.7%，国外股票和对冲基金为 34.68%，其他占 9.32%<sup>8</sup>。而收益率的表现如何呢？在经济高速增长期，中等投资风险级别的养老金的实际年均回报率为 12.63%，在经济增长放慢时，收益率出现了持续下降，根据智利养老金管理委员会的主管胡利奥·布斯塔门斯的解读，投资收益在一定程度上依赖于经济增长，那么对于高速发展的中国，提高多元化投资获得高收益是可行的。

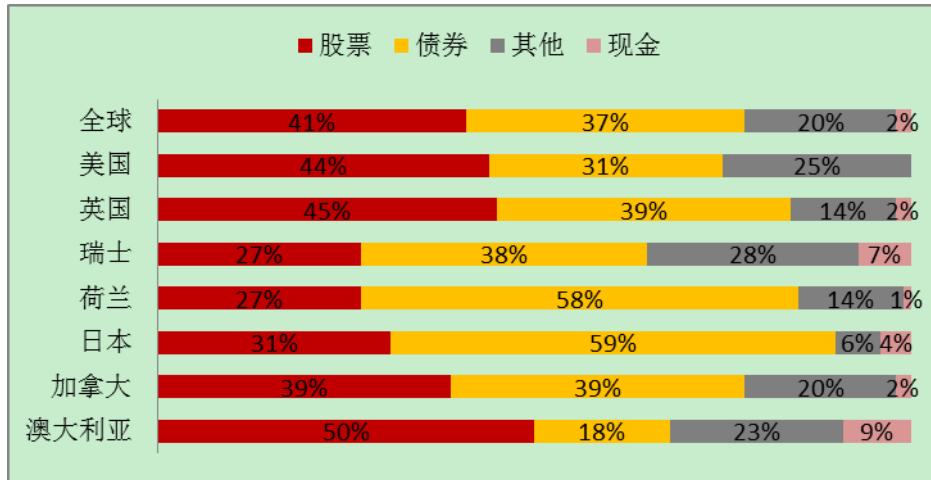
### (2) 养老金在资本市场投资呈现多元化特征

通过在资本市场上多样化投资来平衡收益与市场风险，在 OECD 国家中，养老基金投资呈多元化现象显著，见表 2 和图 1。其中债券和股票成为养老基金投资的主要品种。

<sup>7</sup>于博洋.养老基金资产配置研究[D],2007,上海交通大学

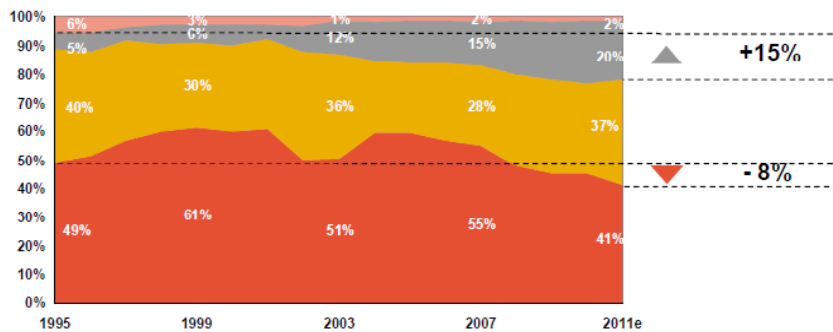
<sup>8</sup> 数据根据 Superintendency of Pension Fund Administrators(<http://www.safp.cl>)整理

表 2 2011 年世界发达国家养老金资产配置情况



资料来源: Towerwastons

图 1 1995-2011 年世界发达国家养老金资产配置变化



资料来源: Towerwastons

## 2. 国内实践

就目前来看, 全国社会保障基金、企业年金和商业养老保险在一定程度上已经进行了“市场化”和“专业化”的运作, 并取得了不错的投资收益, 具体来看, 全国社会保障基金由全国社会保障基金理事会通过直接和委托投资的方式, 在海内外资本市场上进行多元化投资, 取得了较好的投资业绩。自成立以来, 累计投资收益额 2845.93 亿元, 年均投资收益率达 8.40%<sup>9</sup>。企业年金于 2004 年确立了“信托型”的管理模式和市场化运作机制, 有力地推动了此后数年企业年金规模的大幅增长和企业年金市场的长足发展, 通过在境内进行多元化资产配置, 亦获得了不错的投资收益, 2007-2011 年企业年金投资收益率达到 8.87% 的平均水平<sup>10</sup>。商业养老

<sup>9</sup> 引自全国社会保障基金理事会发布的《2011 年全国社会保障基金年度报告》。

<sup>10</sup> 引自人力资源和社会保障部基金监督司陈良司长在“共赢未来·长江行”养老金资产管理高峰论坛上的发言。

保险资金由商业保险公司进行投资运作，遵循保监会保险资金运用相关监管要求。截至 2010 年底，专业商业养老保险公司如平安养老受托管理资产的平均收益率为 13.5%，太平养老为 10.3%，长江养老为 4.7%。可以看出，合理的参与资本市场，进行市场化、专业化投资在我国现在的资本市场状况下获得保值增值是可行的，况且养老金属于长期资金，强调的是长期受益。如上文所提，投资收益与经济增长是密不可分的。

#### 四、现状与政策动向为券商带来机会与挑战

##### 1. 养老金这个市场不可小觑

截至 2011 年底，我国养老金资产规模总量超过 3.2 万亿人民币，约合 0.55 万亿美元，占 GDP 的 7.5%，而同期，美国和英国的养老金资产规模分别为 10.6 万亿美元和 2.15 万亿美元，分别占到本国 GDP 的 70.5%和 88.2%。相比之下，我国养老金资产规模偏小，也正是说明这个市场的发展空间的巨大潜力。

表 3 主要国家养老金资产规模

国家	养老金资产(万亿美元)	占 GDP 的比重%
美国	10.7	70.5
英国	2.2	88.2
加拿大	1.1	63.7
澳大利亚	1.4	92.8
荷兰	1.2	138.2
日本	1.5	25.1
瑞士	0.7	110.8
中国	0.55	7.5

数据来源：国外数据引自 OECD 全球养老金统计

根据养老金体系的发展规律，随着三个支柱体系的资产规模不断扩大，养老金市场的规模将急速增长，有专家称到 2035 年，我国养老金总资产将达到 79 万亿<sup>11</sup>，占 GDP 的 47.3%，成为全球第二大养老金市场。

##### 2. 相应的政策动态与消息

中国经济需要转换经济增长方式，需要重视人力资本对经济增长的影响作用，而完善的社保体系建设不仅是选择内需驱动型经济增长模式的基础，而且是人力资本的保障基础。“十二

<sup>11</sup> 刘云龙.长期资本战略下的养老金发展[J]养老金.2012.8: 38-41

五”规划提出“稳步促进养老基金投资运营”。基本养老保险基金投资管理体制改革方向是，实现资产组合多元化、委托投资市场化、监督管理法制化。从去年年底到今年，证监会郭主席，全国社会保障基金理事会戴理事长，以及人保部发言人都在不同的场合、不同的时间，提出了养老金入市问题。而且广东将 1000 亿基本养老金转交全国社保基金理事会运营，以及笔者参加汇金的课题，了解到，养老金入市是必然的，这将有利于作为中介机构的国内证券行业的发展。

### 3.对于券商来说是机会与挑战并存

老话说的好“机会永远都与挑战并存，而机会永远是留给有准备的人。”而对于券商来说，是否做好了抓住机会的准备呢？包括战略层面的准备，业务层面的准备，根据长期资金入市的阶段性特征，做好不同阶段的准备，资源如何整合，相应的机制如何设计（包括人力、物力、财力、绩效等等方面），专项资金如何配置等，如何与公募基金竞争等方方面面，而这些恰恰为本课题的研究方向和研究重点提供了最最重要的视角和出发点。

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) 83571404, 13911534993

传真：010-66568641

中国银河证券网址：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>