

# 中国养老金改革与资本市场

章剑锋

(厦门大学, 厦门 361005)

\*

[摘要] 本文描述了我国养老金体制的特征及缺陷和我国将要面临的人口老龄化高峰,提出了改革的思路,并为新的养老体系下的养老金基金与原有的基金投资的限制不同做一番解释,指出养老金基金与资本市场的紧密联系,并就养老金基金的如何进入和参与资本市场的深度作出分析。

[关键词] 养老金基金;资本市场;投资;社会统筹

[中图分类号] F840.67 [文献标识码] C [文章编号] 1004-6232(2003)02-0073-04

我国现行的养老保险体制是基于城市的,现收现付的和限定福利的养老保险体制。1995年确立了社会统筹和个人账户相结合的模式,强调确立多层次的社会保障必要性。1997年《国务院关于建立统一的企业职工基本养老保险制度的规定》明确了这种混合模式。这从形式上产生利于实行基金制的个人账户,但新的体制并没有从根本上实现养老保险体制从现收现付制向基金制转变,仍然在一定程度上阻碍着我国经济的改革和发展。1. 阻碍劳动力的流动,在目前的现收现付制下个人账户在很大程度上是一个记录手段,实际上并没有基金可供离开的员工带走,员工的流动将意味着失去自己的养老金福利,这样目前中国进行的国有企业重组将很难进行。2. 统筹水平较低,缺乏标准支付水平,各省相同类型的企业工资税存在较大差异,这样使资源的分配由于受税收的不恰当干预有利于退休者较少的地区而不是运营效率较高的企业。3. 养老金管理体制高度分割,不同的人群和不同的部门由不同的政府机构管理,造成养老金的政府垄断和内部分散管理成本高的局面并存。4. 资金缺口大。目前累计拖欠达 166 亿元,而且由于老龄化社会的来临(1999 年 2 月 20 日已进入老年型社会。2000 年 65 岁以上

的人口占总人口的人数比例升至 7.4%。2030 年退休人员达到高峰期,届时退休人员占在职人员的 40%),增长势头强劲。未来 30 年累计达 2.8 万亿元。5. 个人账户与社会统筹分界不清,造成个人账户资金由于其隐性负债而被社会统筹的那一块挪用形成空账运行。据有关人士估计,1997 年“空账”规模为 140 亿元,1998 年为 450 亿元,1999 年超过 1000 亿元。“空账”使个人积累成空谈,这使我们清醒认识到,我国目前实际上仍然实行现收现付制的养老运行模式。

## 一、改革模式

我们改革的方向是参考世界银行的建议根据我国的具体国情而建立有三重支柱的新型养老金体制。第一重支柱是基本养老金,目标是使退休者的生活高于贫困线,这层社会统筹的养老金在某种程度上实施从较高向较低工资收入者的收入再分配。这是由政府管理的实行现收现付制的养老金计划,基本运作是政府管理部门通过对受益标准和受益人口与缴费人口的计算得出规定费率,向社会强制征收社会保障税,这层资金力保平衡,与资本市场联系不大。第二重支柱是强制性的个人账户,利用完全积累的方式解决大部分的

\* 收稿日期:2002-09-18

作者简介:章剑锋(1980-),男,厦门大学财政金融系财政学硕士。

养老金资金,应把这层基金投资于政府债券和其他经批准的项目,由政府对其监控以保证养老金的最低回报率。政府在这个层次已从亲自参与转为间接监控,这时基金与资本市场的联系较充分,成为市场上的长期机构投资者。第三重支柱是按个人意愿建立自愿的私人保险或养老金账户。这个层次的基金充分活跃于资本市场,政府通过中央银行对其进行监控,他可以自由的将资金运用于金融项目,政府不应对它限制过严。

总的来说,基金制的养老金制度离开资本市场的支持是不可能生存下去的,政府如果强行将其与资本市场割裂开,则完全积累以应付老年人口的高峰是不可能的。如果将养老金的使用限定在购买国债和批准的基础设施项目和福利项目的话,将会造成基金回报率低下。将可能有以下不良后果:1. 本该基金制的养老金制度实质上转变为现收现付制,政府通过国债吸收养老资金,而在养老金成熟以后又不得不通过向当代人课税以偿还国债补充养老资金。这在某种程度上使养老基金变成政府实行现收现付制的中介。这不仅加大了政府的责任,也徒自增加了养老体系的运行成本。2. 国债虽然没有违约风险,但是它却无法避开利率风险,可以在二级市场上交易的长期国债尤其如是,投资者一般不会无视价格的波动而将其持有到到期日为止,如果为了避开利率风险而转于投资于短期国债,则养老基金又不得不承受息票风险(coupon - rate risk),短期国债的息票风险是指由于每期债券的息票率不同而产生的风险。退休者如果完全依靠国债的息票收入将不可能获得稳定的生活消费支出。3. 使政府增加一笔国债收入,在财政状况不佳的情况下,国债资金一般会用于弥补财政赤字,或用于发放基本工资等一些消费性支出,而不是投放于可以产生效益的基础项目,这不仅使基金发展跟不上人口老龄化的进程,而且造成财政风险,危及国家的财政安全。因而基金在国家的适当监控下与资本市场发生紧密联系是必要的。

## 二、养老金基金与资本市场的相互关系

养老金在资本市场上的绩效主要可由两个方面来具体考察:1. 基金回报率的高低。2. 基金本身以及基金在资本市场上运作的管理成本占资产比例的高低。根据世界银行在 20 世纪 90 年代初

的研究显示,由政府管理的基金因被要求投资限定于政府国债和国有企业贷款等而回报率大大低于资本市场参与度较高的基金,戴维斯提供的数据表明,以扣除通货膨胀后的回报率为计算依据,从总体上说,在资本市场上的投资比重较大有广泛的资产组合分布和投资工具的选择的基金有正的回报率,如智利的 AFPs,在减去开支后的平均回报率 20 世纪 80 年代为 12.3%。而国债投资比重很大的基金连正的回报率都难以维持。从管理成本上看竞争性的基金可能因为较高的广告费用 and 市场营销费用而在发展初期支出较多,但市场竞争会使基金逐步降低成本,如智利 AFP 的管理成本 1982 年占总缴费的 23%,占所管理资产的 15%,但随着市场竞争的加剧,到 1990 年两个比重已分别降到 14% 和 2.3%。关于市场竞争降低管理成本的论断也可以从我国今年市场上的开放式基金的管理费率和资金进入门槛的不断走低得到论证,今年相继上市的有华安,南方元宝等十多家基金,最低投资额从 10 000 元降到 1000 元,收费方式也从前端收费转为后端收费,而且年限 5 年以上收费率为 0。

养老金基金是一个长期性的机构投资者,对于资本市场的效率、结构、稳定性以及创新等有重大的影响,首先,它影响资本市场的需求。1. 它通过提高人们的储蓄而直接或间接的增加资本市场的资金供给。在中国目前较高的自愿储蓄率下,强制储蓄计划对自愿储蓄的边际替代率小于 1,这将导致个人储蓄增加。因为强制养老计划储蓄替代的只是自愿储蓄中与养老相关部分,并且参加强制养老计划的个人还可以自愿参加养老保险,享受税收优惠,而且强制性的个人账户养老储蓄对为支付子女未来教育费用和购房及预防不测而进行的储蓄的替代性很小。这表明,强制性的养老储蓄会增加个人的储蓄总量。2. 在中国有相当一部分比例的居民对原来的“单位养老”的体制存在依赖性,对人口老龄化造成的原有养老金体制保障不足及可能出现支付危机的将来缺乏了解,新的养老体系的建立将强化人们的养老意识,进一步增加个人储蓄。总的来说,养老基金对个人储蓄的“替代效应”和“收入效应”哪个大应看一国的经济的具体情况而定,但有一点可以肯定,一个风险适中和有信用的强制性养老金计划会提高个人储蓄率。3. 基金的市场运作会减轻政府负担,改

善公共收支状况,有利于提高公共储蓄,有利于资本市场的稳定。4. 基金运作使企业缴费率降低,减轻了企业负担,改善了财务状况,增加企业的储蓄和长远发展的后劲,有利于资本市场的发展。其次,它对于本身的资产组合有特殊的选择偏好,并通过资产组合的选择,影响资本市场中其他投资者的资产组合在银行和证券之间的分布。由于养老基金是契约型金融机构,在契约的基础上按期取得资金的,可以根据精算比较精确地算出未来年度向受益人支付的金额,在基金处于成长期的时候对流动性要求很低,负债和资产都具有长期性和稳定性的特点。在资本市场上追求投资的长期回报,养老基金一般不从事投机活动,是个战略投资者。由于规模大,可以集中投资、专家经营以分散风险,其在资金量、资讯条件、专业知识和心理承受能力方面的优势有助于增加理性投资的成分,促进资本市场健康稳定地发展。当一个养老基金高度成熟时,需要兑付养老金,则要求持有的资产具有相当的流动性,因此不会直接对工程项目进行投资,而将资金转移到证券,增加了资本市场中的证券需求。第三,养老基金的安全性要求使它对各种金融工具的风险分布和回报分布进行重新整合,这就推动了金融创新,以美国为例,息票债券、附属抵押债务以及抵押担保合同等创新都以养老基金的安全性需求有关,另外为了适应有关法律对于投资限定的严格规定,使基金的收益支付承诺与资产相匹配,养老金基金对于长期性债券的投资采取“免除战略”(immunization strategies),把养老基金对收益累积债务(ABO)的公司担保,以和该债务的现值相等的价格,投资于养老金基金所投资的期权,通过免除期权期限内的债务,可以降低期权的价格。也就是说,当资产组合的持续期与负债的持续期相匹配时,资产组合的价值变动与负债组合的价值变动就能匹配,从而免除了利率(收益率)的波动导致基金资产和基金负债的价值变动而产生的资产价值不足以补偿负债价值的风险。第四,有利于市场效率的提高。以美国的股票市场为例,从20世纪60年代到20世纪90年代,机构持有股票的市场比重从13%提高到50%,而且参与了纽约股票交易所80%的交易量。资本市场的机构化不仅对市场结构产生重大影响,促成了第三市场和第四市场的形成,以规避交易所的佣金支出,而且改变了交易

体系的设计,产生了交易台网络(upstairs market),为市场提供了流动性,促进了市场的一体化。

养老金基金作为一个长期性的机构投资者,对资本市场稳健高效运行的作用是有目共睹的,但在实际中也会对资本市场产生一些负面影响,增加资本的易变性。原因有以下几点:1. 养老基金会与托管人的委托——代理关系可能由于市场的非完全竞争性和信息不对称而导致道德风险和机会主义行为,这将使养老基金某些时候在市场上表现较为异常。减少这一不良影响需要在现有的养老基金投资管理制度上增加对投资托管人(trustee)的监督机制和一整套制度化的行为规则。2. 对养老金基金绩效的例行检查过于频繁,这迫使养老金基金的管理人将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。改革方法为在已经建立良好的金融市场秩序的国家,可以实行“最佳实践”养老金体制在自律监管的框架内运作,这需要资本市场的高度透明和对投资者权益的有力保障。3. 机构投资者之间信息不对称,在对市场的把握上存在较大的差异,同时又经常受到谣言的影响,照样存在“羊群现象”(herding),这在一定程度上产生市场的较大波动。4. 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,导致基金资产组合的最优结构产生变化,应减少股票的比例,增加固定回报的债券的比例,并且相应的增加存放的现金资产,这样一来,股票价格下降,债券价格上升,商业银行现金大量流出。导致资本市场的变动,公司融资较多靠发行债券而减少股票的发行。

相对受管制的养老金基金与相对不受管制的资本市场相结合带来了许多值得研究的问题,养老金基金首先要在资本市场上持有各种不同资产的恰当组合,使得积累在资本化的同时,避免承受非系统风险,实现既定条件下最有效率的风险——投资回报搭配,要达到这一目标,就要解决养老金基金对资本市场的信息不对称问题,随着组合的日益多样化、分工的日益加深、投资知识的不断丰富,需要选择合适的托管人并通过最优的约束激励机制来达到动态的最佳投资组合,并且,由于现实中不存在完全的资本市场,委托——代理关系可能存在市场失效,这些都需要政府适当的管制和监控。政府应对养老金基金的管理以及基

金在资本市场的运行制定完善的规则,分为负债管制,投资管制和管制结构。这旨在弥补市场失灵,但是,也有可能因为地方政府部门是投资管理者,有的计划可能有政治导向的倾向,而并非以成员的最大利益为目标。所以,托管人在提高透明度的同时,也应有能力迫使投资管理者采取正确的行动,法律重视、强制处理及有效的审计制度将保证对受托人群体的公正及对养老金计划的正确监控。这些对于中国这样的从计划向市场转型的国家而言尤为重要,政府对市场的调节应与市场对政府的监督相结合。

养老金基金参与市场的程度应该是渐进有序的。在改革的初期,法律法规不完善,市场透明度不高,金融市场不成熟,养老金基金只能投资于银行储蓄账户和政府债券,当养老金基金不断积累,政府逐渐开放投资项目,托管人可将基金资产用于购买公司债券,当股票市场的值为正数时,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,养老金基金可以购买部分发展稳定的公司的股票。随着股票市场机构化,效率不断提高,股票市场高度成熟,养老金可选择的股票的范围不断扩大。当投资金额积累到一定程度养老金基金可以选择资产抵押贷款,将长期

性资金用于长期资产投资项目。当国内市场趋于饱和,原有的技术已经很先进而新技术的开发前景又极不明朗时,养老金基金应向海外寻找投资机会,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特有风险。当然,在养老金基金与资本市场的关系处于不同的阶段时,政府可以因势利导,积极利用国内国际以及经济文化等各种有利因素,推动养老金基金与资本市场关系的不断深化。

#### 参考文献:

[1]韩大伟,历放,吴家享. 养老金体制——国际比较、改革思路、发展对策[M]. 北京:经济科学出版社,2000.

[2]伊志宏. 养老金改革模式选择及其金融影响[M]. 北京:中国财政经济出版社,2000.

[3]李绍光. 养老金制度与资本市场[M]. 北京:中国发展出版社,1998.

[4]哈伯特·E. 道格尔吉克·E. 葛马尼兹原著李颖等译[M]. 资本市场与机构. 北京:中国展望出版社,1990.

[5]沈莹. 托管的理论与实务[M]. 北京:经济科学出版社,2000.

(责任编辑:秦少卿)

(上接第72页)

### 三、健全监管体系

为了保证我国信托投资公司发展战略选择能得到实施,必须加强我国信托业的监管,完善监管体系,吸取历史教训,避免信托业再次陷入全面困境。

#### (一)尽快出台信托法

应制定《信托业法》,以规范金融信托机构的组织结构,经营管理,对业内公开竞争进行保护。防止金融欺诈、过度投机发生。规范信托投资公司的法人治理结构,确立信托市场的良好秩序和其他金融法规一起共同维护金融体系稳高效运行。

#### (二)建立信托业的监管机构

为了保证信托市场的各项法规得到严格的执行,确保金融体系稳定,应该建立监管机构,对信托公司进行监督。确保信托投资公司的信息披露

真实、完整,对于不合格的公司予以取消经营资格。

#### 参考文献:

[1]方迈. 我国信托投资公司新的市场定位和发展设想[J]. 山东经济,2002,(3)

[2]曾晖. 我国信托投资公司发展中的问题与展望[J]. 金融与经济,2002,(5)

[3]耿留琪. 对信托投资业发展的几点分析[J]. 济南金融,2002,(4)

[4]盖永光. 浅谈现代信托在我国的发展策略[J]. 济南金融,2002,(2)

[5]王磊. 证券公司受托管理业务对信托业影响不容忽视[J]. 上海金融,2002,(3)

[6]葛红玲. 我国信托业发展问题探讨[J]. 北京工商大学学报,2002,(2)

[7]吴士君. 信托公司的重新定位与开拓重点研究[J]. 上海金融,2002,(6)

(责任编辑:薛之)