

新时期我国养老保险基金投资渠道与应对策略

王 静

(首都经济贸易大学 劳动经济学院 北京 100026)

摘要: 社会养老保险基金如何得以保值增值是目前我国理论界和实际工作部门研究的热点问题之一。它对我国养老保险制度的稳定与发展,社会的安定都会产生重大影响。

本文对我国目前社会保险基金的运作模式进行了剖析,认为单一的投资手段使保险基金根本不具备规避利率风险和抵御通货膨胀的能力。提出我国应借鉴国外成功的保险基金投资的经验,稳步发展并逐步扩大投资渠道,实现多元化的投资组合是基金保值增值的必然选择。

关键词: 社会养老保险基金; 投资运营; 保值增值

中图分类号: F840.67 文献标识码: A 文章编号: 1000-4149(2001)06-0074-05

The Investment Ways and Corresponding Countermeasures of Insurance Funds of Supporting the Old in China during the New Period

WANG Jing

(Institute of Labor Economics, Capital University of Economics and Business, Beijing, 100026)

Abstract: How to make social insurance funds of supporting the old to remain and rise in value is a hot research issue for both academic and practical experts. It has great effects on safe operation and development of social insurance of supporting the old, and on the stability of a society.

This paper analyzes the operation models of the current social insurance funds and argues that single investment means does not have the sufficient ability to avoid the risks of interest rate and resist inflation. The author suggests that we should study the successful experiences from other countries for reference, gradually build up and expend investment ways. Choosing poly-investments is necessary.

Keywords: social insurance funds of supporting the old; investment operation; remain and rise in value

我国养老保险制度自建立至今已有 50 多年的历史,目前正由以企业保险为主逐渐转向社会统筹。但是,

收稿日期: 2001-06-15

作者简介: 王静(1962-),女,北京人,首都经济贸易大学劳动经济学院副教授,经济学硕士,主要研究方向:人力资源和社会保障的定量分析。

其养老保险金的运作模式几乎一成不变,一言以蔽之为“代际转嫁”,即下一代养上一代的现收现付式。这种方式随着人口老龄化进程的加速,已经成为越来越沉重的负担。1995年中央决定将个人账户制度引入中国养老保险制度,单一的社会统筹制度转向社会统筹与个人账户相结合制度,基金管理方式也由现收现付式过渡到部分积累式。这种模式与现收现付模式的最大不同在于:现收现付采取代际转移形式,不存在贬值的风险。而部分积累模式却是以个人账户储蓄形式的积累,即职工从开始工作起,按工资总额的一定比例由单位和个人缴纳保险费,记入个人账户,到法定退休年龄后再按个人账户积累总额以年金方式逐月发给个人。这种模式时间上跨度很长,要经历30~40年的时间,因而就必须考虑基金的保值增值问题,否则,储备基金有可能早在能够支付之前就大大贬值了^[1]。

一、单一的投资渠道不具备规避风险保值增值的能力

社会保险基金是一笔数额巨大的长期资金,是为了保障广大劳动者老有所养,病有所医,业有所敬而建立起来的。由于社会保险基金在支付上存在较长的支付周期,参保者有权要求基金的经办机构做到基金的保值增值,这是避免基金财务危机,使保险制度得以为继的关键所在^[2]。

社会保险基金分为两部分,个人账户积累和社会统筹基金。统筹基金部分,据不完全统计,截至1997年底,全国共收缴各种社会保险基金(不含失业保险基金)1393.54亿元,支出1313.66亿元,累计结余685.88亿元。其中,基本养老保险基金收入1321.68亿元,支出1261.76亿元,累计结余634.09亿元。由于经济大气候的影响,部分企业保险基金收缴困难,1998年养老基金已经入不敷出;收入1459亿元,支出1511.6亿元,比上年减少10.4%;1997年基金收不抵支的城市有5个,到1999年扩大到25个。且目前失业与下岗形势更加严峻,这都给保险机构增添了沉重的压力。目前个人账户保险基金主要投资渠道绝大部分还仅限于银行存款和购买国债。但从以下分析可以看出,这两种方式都难以使基金保值和增值。

1. 存入银行看保值。1988~1997年银行存款利率与全国零售物价指数的对比,可以分析基金在银行的保值增值情况。从表1历年保险基金存入银行的利率与当年物价指数上涨率的对比关系可以看出,在1988~1997年10年中,就有5年(1988、1989、1993、1994、1995)基金,长达五年期的存款利率难以抵消通货膨胀的上涨幅度,甚至1988、1989、1994年8年期的存款利率也低于同年的通货膨胀率。就是说,按最长期限(8年)定期存储也难以保值。

表1 我国银行存款利率与全国零售物价指数对比表 %

年份	全国零售 物价指数 上涨率	城镇居民 消费价格指数 上涨率	银行存款利息					
			活期	一年	二年	三年	五年	八年
1988	18.5	20.7	—	8.64	8.18	9.72	10.8	12.42
1989	17.8	16.3	2.88	11.34	12.24	13.14	14.94	17.64
1990	2.1	1.3	2.88	10.08	10.98	11.88	13.68	16.2
1991	2.9	5.1	1.8	7.56	7.92	8.28	9.0	10.08
1992	5.4	8.6	1.8	7.56	7.92	8.28	9.0	10.08
1993	13.2	16.1	2.16	9.18	9.9	10.8	11.06	14.58
1994	21.7	25.0	3.15	10.98	11.7	12.24	13.86	17.10
1995	14.8	16.8	3.15	10.98	11.7	12.24	13.86	17.10
1996	6.1	8.8	1.98	7.47	7.92	8.28	9.0	—
1997	0.8	3.1	1.71	5.67	5.94	6.21	6.66	—
1998	-2.6	-0.6	1.44	3.78	3.96	4.14	4.5	—
1999	-3.0	-1.3	0.99	2.25	2.43	2.7	2.88	—

资料来源:《中国统计年鉴》2000年

目前我国物价指数上涨率较低,但不能因此就认为社会保险基金不再受通货膨胀冲击的影响,国家一再调低银行利率,使得基金收益率也一再降低。

2 购买国债看保值。比较而言,国家债券的年利率要高于同期银行存款利率,但从总的时期看,国家债券的利率也难抵通货膨胀率。以1993年来说,保险基金购买的国家债券大体上是1991、1992或1993年发行的,假设基金各以1/3的比例购买,那么,1993年这些国债形式存在的社会保险基金的年平均收益率约为12.0%左右,仍比1993年通货膨胀率13.2%低一个百分点,而1993年全国城镇居民生活费价格指数上涨幅度为16.1%,这样,社保基金的收益率更低。(见表2)

表2 我国国债利率与全国零售物价指数对比表

年度	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
全国零售 物价指数	18.5	17.8	2.1	2.9	5.4	13.2	21.7	14.8	6.1	0.8	-2.6	-3.0
上涨率(%)												
城镇居民消费 价格指数	20.7	16.3	1.3	5.1	8.6	16.1	25	16.8	8.8	3.1	-0.6	-1.3
上涨率%												
国债年利率%	10	14	14	10	10.5	13.06	14	14	10.96 ¹	9.18	5.38 ²	2.78 ³
国债期限(年)	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3

注1:1996年8月 注2:1998年7月 注3:1999年10月

3 从银行的保值贴补利息看。根据国家有关部门的规定,存入银行的保险基金只能取得城乡居民储蓄存款利息,享受不到银行支付给居民个人储蓄存款和国债的保值贴补利息。而1995年1月的居民存款保值贴补率已达10.38%,由此可见,存入银行和购买国债的社保基金的贬值是相当严重的。

4 从我国的银行存款和国债的计息方式看。我国的银行存款和国债的计息方式降低了基金的保值增值能力。根据国家有关政策,我国的银行存款和国库券都是以单利方式计息的,而历年我国零售物价指数是该年与上年相比的结果,即它是按复式计算的,利息以单利计算,而零售物价指数以复式增长,这一因素加剧了通货膨胀对社保基金的贬值影响,削弱了利率的保值能力。

5 从基金滚存积累看保值。截至1995年底全国基本养老保险基金历年滚存积累429.8亿元,其中,在银行养老保险基金专户存款占58.54%,购买国债占21.06%,两者之和仅为79.60%(见表3),对于存入财政专户的养老保险基金,主要是为地方财政运用,基本上只能取得同期银行活期存款利息或根本享受不到利息,被少数地方政府借用直接投资到地方性建设项目中的养老保险基金,由于这些基本建设投资周期一般较长,投资回报预期较低甚至无效益,实现基金保值增值的期望更是微乎其微。

表3 我国基金滚存积累构成表

	积累额(亿元)	比重%
历年滚存积累	429.8	100.00
其中:银行专户存款	251.6	58.54
购国家债券	90.5	21.06
地方财政专户	28.3	6.58
动用	59.4	13.83

目前,我国试行利率水平管制,银行存款利率和国债利率都是管制利率,管制利率与市场利率之间存在着巨大的利差,社保基金被剥夺了获取公正合理的以市场利率计算的投资收益,这一部分收益被转让给了银行和国家财政。而我国基本养老保险目标替代率为50%~60%左右,它是建立在个人账户记账利率等于工资增长率这一基础上的,个人账户资金只有追求市场利率才能达到工资增长率,否则,个人账户实际积累额不能达到目标积累额,国家最终要承担这种账户的利率风险。

显然,单一的投资手段使保险基金根本不具备规避风险和抵御通货膨胀的能力^[3]。1999年10月国务院批准保险公司以购买证券投资基金的方式间接进入证券市场。这一重要举措一方面说明中国的保险监管已从对市场行为为主开始逐步转向以保险公司盈利能力为主的监管,另一方面也为保险公司迅速的发展壮大,

有效解决“利差损”提供了切实的保证。但同时，管理部门应对保险基金的风险防范和管理予以高度重视，尽快采取措施，开辟新的投资渠道。国家也应对社保基金予以必要的扶持和优惠政策，以确保基金的保值增值。

二、多元化的投资组合是保险基金有效增值的途径

完善现行的基金保值增值方式，尝试开辟新的投资渠道，是解决基金增值问题的有效途径。

在国外，大部分允许社会保险基金投资的国家和地区都以法律或法规的形式对保险基金的投资做出规定，对于任何一项投资比例都予以一定的限定。一份由国际劳工组织提供的资料表明，允许社会保险基金投资的国家，基金投资比例一般为60%的公司股票，17%的公司债券，6%的政府债券，3%的短期贷款，11%为有担保贷款。从投资趋势看，发达国家的基金投资中不动产比例提高，国际投资增加。这就更进一步分散了投资风险，提高了投资安全性，使得这些国家的基金投资实际收益率大大高于通货膨胀和工资增长率。

在用保险基金进行投资时，应遵循以下投资原则：（1）安全性原则。保险基金不同于其他资金，它是为了保障投保者日后的生活消费而建立起来的，是广大投保者的“活命钱”。因而保险基金投资必须以安全性为首要原则，我们在投资保险基金时必须通过科学的分析预测及调查研究。（2）效益性原则。保险基金投资的最终目的就是为了保值增值，保险基金不同于财政资金，没有扶持的义务，要投资就必须有收益，没有收益的投资决不予考虑。投资时最低限必须使投资收益高于同期物价上涨的幅度，即剔除通货膨胀因素后仍有收益才能投资。投资以追求最大收益为目的，但这种投资必须是合法的，要有利于促进经济和社会发展。（3）变现性原则。在研究保险基金如何进行投资时，还要考虑基金的变现性。由于社会保险基金应该随时保证支付，保险基金必须有一部分资产具有完全的流动性。保险基金的资产构成应形成梯级结构：即具有高度流动性的部分以应付保险基金的随时支取；具有相对流动性的部分以保证保险基金的正常支付；具有中、长期性可用于储备并投资的部分以应付将来的支取。三种基金的划分，其目的在于总积累基金的运用上既可以保证保险基金的正常支付，又利于基金积累的一部分用于中、长期性的投资。当然，保险基金的收支是一个连续不断的过程，需要通过精确的计算和预测来确定各部分的具体比例。

一个多元化的资产组合能够有效地减少其中每一种资产所面临的风险⁴，保险基金的资产组合形式取决于资本市场的发育程度，即要看资本市场中有多少具有比较稳定回报率的金融工具可供基金选择。如果资本市场是不发达的，那么政府通常会对保险基金的投资加以比较严格的控制，限制它们向风险较高的金融工具投资。随着资本市场的发育，成熟的金融工具越来越多，保险基金的资产组合也就可以越来越多样化。例如，澳大利亚养老基金的资产组合情况为：国内股票40%，国际股票20%，国内定息15%，国际定息10%，房地产10%，现金5%。多元化的资产组合使保险基金成为资本市场上的一支重要力量，对于减少投机，稳定经济和促进增长起到了积极作用。

由此可见，在发达的资本市场上有多种多样的投资工具可供保险基金选择。除将基金存入银行生息和购买国债两种传统的投资工具之外，还可以参与股票市场、债券市场、信托贷款市场、房地产市场和海外的投资。根据投资组合原则，结合我国实际情况，可供选择的方式有：

1. 购买国债等有价证券。有价证券是指依照法定程序发行，可交易转让、在一定期限内还本付息的证券，如国库券、国家重点建设债券（包括交通、电力、矿产、建筑等行业的基础设施）等。购买有价证券的好处是：一是有国家财政、银行做后盾，风险较小；二是其利率比银行存款利率高；三是急需变现时可以将证券兑现和转让。

2. 委托银行短期贷款。委托银行短期贷款的优点：一是风险由金融机构承担，贷出资金回收安全；二是委托贷款利率高于存款利息，且可在政策允许范围内上浮一定比例；三是金融机构作为中介人能利用制约力加强监督管理，有力把握基金投向。委托银行贷款业务一般是短期的，少则几个月，多则一年，可较安全地保证其资金的回收。

3. 购买企业债券。企业债券主要是新办企业或老企业需上大的更新改造或改建项目，因资金短缺，经批准在一定范围内发行的债券。这种债券因发行单位资金短缺，又急需上项目和投产，回报率一般都较高，但没有政府、财政、银行做后盾，风险较大。国债虽利息稳定，风险小，但相对于企业债券来说，回报率较低。因此，成熟的保险基金管理机构，持有企业债券的比例一般高于国债持有的比例，管理机构可先对这些企业的资金、

偿付能力、现有经济效益等作详细的调查了解,从而做出决断。为利于增加回报和转移风险,可选择那些可以上市交易的品种进行投资。

4 参与股票投资。参与股票投资有以下优点:一是持有股票者能参加公司决策,决策权的大小,视股票多少而定,只要公司经营良好,每年可获得一定数量的股利,是一笔较稳定的收入;二是市场流通变现性强,并有可能获得较高的收益;三是通过增股获取收益。但投资股票风险很大,因为投资股票不能退本金,投资者能否获利,完全取决于公司的盈利情况,利多多分,无利不分,公司破产就有可能血本无归。因此,投资股票应学会采取分散风险的办法和策略。在西方发达国家以及智利等拉美国家,养老基金已经成为资本市场上的主要股票持有者,构成了机构持股者的主体。我国保险基金要进行此类投资的前提必须是股票市场的规范性和健全性。规范性是指股票的市场价格要符合公司的实际市场价值,健全性是指要有一个完善的一级市场和二级市场,使股票能够得以有序地流通。原则上讲,由于保险基金要作长期性投资,应首选进入一级股票市场,成为上市公司的稳定持股者,然后再根据基金法人的投资策略和流动性需求,决定是否以及如何进入二级市场。

5 投资参股于银行。这是一种较稳妥的增值方法。股份制是适应市场经济需要的财产组成形式,是构建社会主义市场经济体制所必须借鉴的产权制度。社会保险基金可通过向银行参股,取得比银行利息高的经济效益。

6 参与海外投资。海外资本市场近年来为发达国家的社会保险基金所关注。保险基金进入海外资本市场的优点是,可以利用资产组合的国际多样化来减少国内资产组合的风险。缺点是由此而要承担国际政治经济关系变化而带来的风险。由于海外资本市场难以控制,因此往往在基金投资领域排在较后的位置。如果国际政治经济关系稳定的话,进入海外市场的风险就会小些。

保险基金还可以向其他金融工具投资,例如住房抵押贷款、房地产、期货、期权等,但对这些方面的投资要与金融机构和资本市场的发育程度相适应,这样才能从资产组合多样化中获利。特别是对新出现的衍生金融工具要持谨慎态度,只有当这些金融工具本身具备较为稳定的风险转移机制后,才可以成为保险基金的良好选择对象。

目前,我国资本市场发育水平尚低,可供选择的较为成熟的投资工具少,缺乏相关的高素质人才和经营管理经验,因此,可先进行小规模试点。随着我国资本市场的发育,投资工具的进一步完善,再逐步降低国债购买和持有比例,积极而稳步地发展和扩大投资渠道。总之,无论从理论上还是实践上,保险基金通过投资运营来保值增值都是必然选择,我们应借鉴国外成功的保险基金投资的经验,加强对保险基金的管理和监督,努力确保保险基金的保值和增值。

参考文献:

[1-4] 厉以宁. 中国社会福利模型——老年保障制度研究. 上海: 上海人民出版社, 1997.

[责任编辑 崔凤垣]

(上接第 42 页)

参考文献:

[1] Hicks, J. R., *The Theory of Wages*. London, Macmillan, 1932 76. /内田忠寿翻译. 工资理论. 东洋经济新报社, 1952. 68.

[2] 馆稔. 日本的人口流动. 古今书院, 1961. 171.

[3] Schultz T. W., *Agriculture in an Unstable Economy*, New York, McGraw-Hill, 1945. 101.

[4] 郭庭柏. 我国流动人口的现状及宏观调控. 人口学, 1991, (3).

[5] 北京市外来人口普查办公室编. 北京市外来人口普查资料. 北京: 中国商业出版社, 1997.

[6] 沈益民等. 中国人口迁移. 北京: 中国人口出版社, 1992. 216.

[7] Harris, J. R., Todaro, M. P. and "Migration Unemployment and Development: A Two Sector Analysis", *American Economic Review*, Vol. 60, No. 1, 1970. 126-142.

[责任编辑 王树新]