

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

李文浩¹, 王佳妮²

(1. 中国人民银行广州分行, 广州 510100; 2. 英国加的夫大学)

摘要: 本文从养老保险基金一般投资手段入手, 分析了国内外养老保险基金运用现状, 并从投资管理模式、投资手段等方面对其进行比较分析, 得到了一些有益的启示。最后, 对我国养老保险基金投资选择提出了建议。

关键词: 养老保险; 养老保险基金; 投资

中图分类号: F840.67 文献标识码: A 文章编号: 1000-4149(2005)01-0067-05

Comparison on Investment of Overseas and Domestic Pension Funds and the Choice of China's Pension Funds' Investment

LI Wen-hao¹, WANG Jia-ni²

(1. People's Bank of China, Guangzhou Branch, Guangzhou 510100, 2. Cardiff University, UK)

Abstract: The paper begins with ordinary measures of pension funds' investment, then analyzes current situation of overseas and domestic pension funds' investment, and it gains some beneficial enlightenment after comparing the investment of overseas pension funds with domestic pension funds from the aspect of investment management and investment measures. Finally it raises the author's suggestion of rational investment of China's pension funds.

Keywords: old-age insurance; pension funds; investment

一、国内外养老保险基金运用现状及其比较分析

(一) 养老保险基金一般投资手段

社会养老保险^①是社会保险体系的核心内容, 而养老保险能否维持正常运转主要取决于养老保险费是否能够满足养老金的支出需求。为此, 养老保险基金必须投资运用, 以实现保值增值, 其投资一般分以下几类:

第一类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。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。

第二类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。

第三类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

收稿日期: 2003-10-29

作者简介: 李文浩(1974-), 男, 湖南邵阳人, 现供职于中国人民银行广州分行。主要研究领域为社会保险、通货膨胀、汇率制度等。

① 本文研究暂不包括农村养老保险。

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。

马可维兹认为投资的分散化有利于消除非系统性投资风险，养老保险基金是一笔巨大的资金，其投资理应而且可以多元化。

(二) 国外养老保险基金运用现状

国外已有 160 个国家和地区实行了各种类型的养老保险制度，养老费的筹集和支付千差万别。但总体上看，养老保险基金普遍按照前面论及的投资组合广泛地用于股票、债券（主要指企业债券）等投资，而银行存款（现金）所占比例极低。韩良诚等^[1]对德国、丹麦，加拿大等西方 13 国 1993 年底及 1983 ~ 1993 年养老保险基金投资率做了研究，发现 1993 年股票投资比例低于 1983 年的只有比利时，从 31.54% 降至 31.34%，新加坡维持不变，其他各国都有提高，其中日本、英国增 20% 左右，而丹麦增加比例最大，从 5.08% 增至 19.67%。据瑞士联合银行分析，在今后十几年乃至几十年中，股票投资收益率依然好于债券；于是各国出现了增加股票投资的趋势。根据 13 国的数据，可以发现形成实际收益率差异的主要原因是不动产投资（股票占最大份额）比例的不同，实际收益率超过 10% 的国家如澳大利亚、英国等不动产投资比例均在 55% 以上，实际收益率低于 8% 的国家，该比例均较低，最高也不过 27%。

1978 ~ 1996 年美国房地产投资收益率平均回报达 17.57%，胆票市场 1985 ~ 1994 年平均收益达 15.1%，比债券投资收益率高 6.7%。而智利虽然股票投资比例不高，但 1981 ~ 1991 年仍保持了平均 14.4%^[2] 的实际收益率。随着金融市场的发展，到 2000 年 6 月，智利养老保险基金已有 50% 投资于公司债券和股票，12% 投资于国外。

(三) 我国养老保险基金运用现状

在我国，养老保险实行了从现收现付制向部分积累制的转变，养老保险费采取“以收定支，略有结余”的原则筹集。从结余基金比重上来看，尽管养老保险基金份额呈下降趋势，

但仍占社会保险基金的 60% 以上，如 1996 年社会保险基金结余达 610 亿元，其中养老保险基金结余为 579 亿元，占 95%；2001 年社会保险基金结余达 1622 亿元，养老保险基金为 1054 亿元，占 65%。1997 年从对养老保险实行部分积累的改革以来，资金积累逐年增多（表 1），2002 年末基本养老保险基金滚动结余已达 1608 亿元。

表 1 1987 ~ 2002 年我国养老保险基金情况表

亿元				
年	收入	支出	当年结余	历年滚动结余
1987	74.26	59.62	14.64	19.94
1992	365.8	321.9	43.9	220.6
1995	950.06	847.6	102.46	429.8
1996	1171.76	1031.87	139.89	578.56
1997	1337.9	1251.3	86.6	682.8
1998	1459	1511.6	-52.6	587.8
1999	1965.1	1924.8	40.3	733.5
2000	2278	2115	163	947
2001	2489	2321	168	1054
2002	3172	2843	329	1608

资料来源：《中国劳动统计年鉴 2002》；《中国统计年鉴》各期有关数据。

然而，这两种方式都无力实现保值增值。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），银行存款 1992 年，国库券 1996 年也低于通货膨胀率。按规定，存入银行的养老保险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，这更加速了通货膨胀对养老保险基金的贬值影响，削弱银行存款的保值能力。尽管 1996 年以来，银行存款利率高于通货膨胀率，但却明显低于货币工资增长率，这说明养老保险基金存入银行虽然不至于贬值，但退休人员显然无法分享经济增长的成果，这不利于社会安定团结。

我国国债品种较少，国债的主体为 3 ~ 10 年国库券，没有适合养老保险基金特点的 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%；

1996 年国债累计余额为 4361.43 亿元，其中国库券累计余额达 4141.67 亿元，占 94.96%。1995 年我国国债年末余额 3300.3 亿元，而当年购买国债仅 90.5 亿元，仅占当年基金结余额的 21.06%^[3]。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。

我国养老保险基金规模逐年增大，但是投资运用的情况令人担忧。国家对养老保险基金的运用规定较严格。2001 年前的规定只允许养老基金存入银行或购买国债。2001 年《全国社会保障基金投资管理暂行办法》将社保基金投资的范围增加了具有良好流动性的金融工具一项。在投资渠道方面，可包括国债、银行存款、股票、企业债券等，在入市比例方面，上限可定为 20%~30%。我国为此设立了开放型基金，并成立了南方等 6 家基金公司，为社保基金投资管理做了物质准备，但由于股市 2001 年以来陷入大熊市，社保基金入市因此搁浅，养老保险基金长期来仍仅投资于银行存款和国债。2004 年，养老保险基金才真正意义上入市，但投资规模偏小，投资股票的选择也十分严格。

我国养老保险基金基本上存入银行或购买国债。如 1995 年，养老保险基金历年滚动结余 429.8 亿元，用于银行存款的 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%。2002 年社会保障基金^① 1241.86 亿元，用于银行存款的 939 亿元，占 75.6%，国债 274 亿元，占 22.06%，股票、金融债券、企业债券等 18.66 亿元，占 1.5%，投资收益率为 2.75%^[4]。

总体分析，目前由于我国养老保险基金投资运用的途径所限，收益率偏低，这一方面使基金呈逐渐贬值的趋势，另一方面使得目标替代率无法实现，从而动摇我国社会养老保险制度。而且，我国 2002 年中央财政已经补贴 317 亿元^[5]，如果养老保险基金不能增值，中央财政将不堪重负。如不及时调整养老保险基金的投资组合，提高收益率，我国的养老保险在不久后将陷入“被迫提高缴费率——企业不堪重负，个人无力投保——养老保险制度崩溃”的

危机之中。

（四）国内外养老保险基金投资运用比较分析

1. 投资管理模式

美国的基本养老保险基金和补充养老保险基金采用不同的管理模式。前者由财政、劳工、卫生三部长和总统任命的两名公众代表组成的托管委员会的下属机构——联邦老年和遗嘱保险信托基金管理，并全部用来购买政府的特种国库券。后者由基金会管理，按市场要求投资运营，以获取较高收益率。同时设立类似于保险公司的养老金福利担保公司，负责保证雇主所承诺的养老金。在企业倒闭或养老基金严重不足时，可先查封该公司 30% 的资产，用于填补养老金的不足。

德国 1957 年养老金制度进行了改革，成立由 12 人组成的社会顾问委员会作为管理养老保险基金的常设机构，成员包括企业、工人代表和联邦银行及经济学家等。委员会充分考虑退休人员利益，而且投资手段先进、组合完善，收益率较高。德国是公认的高福利国家，其养老金支付因为人口老化等原因陷入支付危机，目前顾问委员会拟进行降低养老金待遇的改革^[6]。

新加坡也是建立养老保险基金会的模式，但基金会既负责养老保险基金的日常支付，亦管理养老基金的投资事宜。新加坡养老基金的投资一般 95% 以上用于国家债券。

智利则完全实行商业化管理的基金模式，在政府的宏观调控下，让各私营养老保险基金管理公司在竞争中提高增值率，降低管理费。如智利全国共有 14 家养老保险基金管理公司，竞争相当激烈，目前最大的三家管理公司 Provida、Santa Maria 和 Habita 所覆盖的人数已分别占总覆盖面的 29%、21.7% 和 17.1%^[7]。

比较管理模式，可以发现成功的养老保险基金运作模式的共性：

第一，各国社会养老保险的数据来源可靠。如美国由社会保障管理局提供，德国由联邦银行和联邦统计局提供，英国由政府精算协会提供。

^① 社会保障基金是与社会保险基金不同的两个概念，但其投资运用对养老保险基金有指导和借鉴作用。

第二、各国普遍建立顾问团体或类似机构来参与养老保险基金投资决策。

我国目前采用的管理模式与新加坡类似。劳动与社会保障部（以下称劳社部）下属的社会保险机构兼有行政、事业和投资职能。由于劳社部缺乏投资的经验，其投资运营的绩效值得怀疑。必须切实提高养老保险基金投资收益率，以维系养老保险制度。委托专业投资公司投资是必要的，但采取美国模式或照搬智利模式都是不行的。因此我国可以考虑运用大的银行，保险公司等合资入股的方式组建股份制非银行金融机构——社会保障基金管理局（以下简称社基局）作为专门投资者，实行企业化运作。劳社部委托社基局对养老保险基金进行投资，二者可以约定固定收益或比例分成，激励代理人（社基局）努力工作，切实提高基金投资收益率^[9]。

2. 养老基金总资产与 GDP 的比值

西方 13 国中比利时养老金资产与 GDP 的比值最小，仅为 2.5%，而英国该比值最大，为 77.2%。智利 1981 年该比值为 0.86%，1993 年，1994 年已增加到 39.39% 和 43.10%^[9]，1996 年荷兰该指标达 79%。而中国该比例最低，1995 年仅不到 2%。有人认为，我国养老保险基金收益率低是因为基金规模小，但比利时仍取得了 9.5% 的实际收益率，而新加坡该比值高达 66.4%，实际收益率也仅为 2.3%，这说明该比值和养老保险基金投资收益率不相关。

3. 投资手段

西方 13 国养老保险基金运用手段广泛，涉及债券、股票、不动产和现金等，实际收益率也从新加坡的 2.3% 到澳大利亚的 12.1% 不等。智利养老基金的运用从 1981 年几乎集中在政府公债发展到 2000 年广泛运用于公司股票等多种工具上，其实际收益率保持了 14.4% 的高水平。

由于智利养老保险处于高速发展时期，股票等投资比例增加幅度极快，缺乏统计上的稳定性。故本文只对 13 国数据进行统计分析。对 13 国平均实际收益率（S）与含股票不动产投资比例（K）进行回归，得到： $K = 4.7145781 * S$

(11. 612379)

其中 $R^2 = 0.634858$ ， $D-W \text{ stat.} = 1.429296$

从回归结果可以看出，投资收益率与不动产投资比例（含股票）相关程度很高。要想实现养老保险基金的高收益率，增加不动产尤其是股票的投资比例是必要的。西方国家投资比例的变化情况也证实了这一点。而我国不动产投资比例为零，养老基金实际收益率也极低。如不对养老保险基金进行更有效的投资，养老金支付必将出现危机，到时不是替代率下降，就是在无法增加缴费比例的情况下增加财政支出，而最终结果都是社会保障体系的崩溃。

有人认为，我国资本市场不成熟，养老保险基金用于股票和公司债券投资风险过大，尤其是 2002 年以来中国股市陷入大熊市，投资易遭受损失。笔者认为，短期看来，股票等不动产投资收益率变化大，意味着风险较大。但如果运用养老保险基金进行长期投资，实际收益率仍相当可观。刘俊霞^[10] 计算出 1993 ~ 1999 年深交所和沪交所股票指数年平均收益率为 21.57% 和 11.55%。唐旭，巴尔吉特等^[11] 认为，认购新股基本没有风险，而且在一级市场其年平均收益率可达 30%。郑秉文^[12] 指出，自美国标准普尔 500 指数 1926 年问世以来，年平均收益率为 7%，如果以 30 年为一个周期，收益率从未跌过 4.4%。美国在 1964 ~ 1999 年退休的职工如将养老金缴费全部投资于股票，平均实际收益为 6.4%，而投资于债券，收益仅为 0.9%。

但收益、风险双高的资产比例仍不宜过高，且不动产投资等工具的期限搭配应合理，长期投资要占较高比重，否则会增加养老保险基金投资的投机性，不利于实现稳定经营的要求。

二、我国养老保险基金的投资选择

（一）投资手段的选择

如前所述，养老保险基金可以运用于房地产、公司股票和公司债券、国债和银行存款等，在我国，养老保险基金到底应如何运用呢？

在我国，由于资本市场的固有缺陷，养老保险基金的投资方式与发达国家应有所区别。笔者认为可以根据养老保险基金适合长期性投

资的特点, 将其部分投入基础设施的建设, 既支持国家建设, 又保证较高的收益率; 随着人寿保险市场不断发育, 购买长期寿险保单成为养老保险基金投资的另一可行渠道。养老保险基金涉足海外市场, 理论上可以进一步分散风险, 但易受当地政府政策的影响, 可能遭受政治风险, 诱发不利后果。而且, 我国经济增长迅猛, 1992 ~ 2001 年 GDP 年平均增长率为 9.9%, 大大高于世界同期平均的 3.3% 和发达国家平均的 2.7%。因此, 目前我国养老保险基金不宜涉足海外市场。对期货、期权等金融衍生工具也应持审慎的态度。

(二) 对投资比例的建议

由于养老保险基金是退休人员的“保命钱”, 各国政府都会对之进行干预, 尤其对投资比例会有各种规定。美国、英国、荷兰等国对养老保险基金的组合分布限制较少, 仅要求他们(运营人)谨慎地选择最能分散风险的组合。而德国、瑞士等国则限制较严。如, 德国规定养老保险基金的资产组合中证券、房地产和外国资产的比例不能超过 20%、5%、4%^[13]; 瑞士规定国内股票、房地产和外国资产的最高比例为 50%、50%、20%; 波兰、智利分别对规定股票投资比例上限为 40% 和 37%^[14] 等。

各国对国外投资有放松管制的趋势, 如加拿大 1999 年规定养老金投资于国外的上限为 20%, 2001 年提高至 30%。1999 年, 爱尔兰养老金投资于海外资本市场的比例已达 33%。根据西方 13 国 1983 ~ 1993 年的资料及其他国家的经验, 瑞士联合银行认为适宜的投资比例应为: 不动产(含股票) 55% ~ 60%, 债券 35% ~ 40%, 现金 5%。一份由国际劳工组织提供的资料表明, 养老保险基金投资比例一般为: 公司股票 60%, 公司债券 17%, 政府债券 6%, 短期贷款 13%, 有担保贷款 11%。而韩良诚、施明才^[15] 运用 WILKIE 模型和 18 个国家和地区养老保险基金投资运用的资料, 认为有效组合为: 债券投资 40% ~ 60%, 股票约 30%, 其他投资 10% ~ 30%, 国际投资分散于这三大类中, 约占 5% ~ 10%。

我国 1997 年统一企业养老保险制度后, 将养老金的目标替代率定为 56%。据推算实

际收益率应保证为 6% ~ 7%^①, 根据前文回归的结果, 我国养老保险基金不动产的投资比例应为 28% ~ 33%。据此, 我国养老保险基金投资比例可定为: 银行存款 5% ~ 10%, 国债 20% ~ 25%, 企业债券 15% ~ 20%, 抵押贷款 10% ~ 15%, 公司股票 20% ~ 25%, 基础建设投资 5% ~ 10%, 购买长期寿险保单 5% ~ 10%。随着资本市场的进一步成熟, 可以逐步提高公司股票和企业债券的比例。

参考文献:

- [1] 韩良诚、焦凯平. 企业养老保险制度的统一与实施. 北京: 中国人事出版社, 1997.
- [2] 李绍光. 养老金制度与资本市场. 北京: 中国发展出版社, 1998.
- [3] 李文浩, 胡章灿. 养老保险基金的投资手段及其管理. 当代经济研究, 1999, (5).
- [4] 劳动与社会保障发展公报. 社会保障制度, 2003, (9).
- [5] 同 [3].
- [6] 王佳妮, 李文浩. 养老金改革与欧洲民众的概念. 国际贸易译丛, 2003, (3).
- [7] 同 [2].
- [8] 李文浩. 调整机构: 提高我国养老保险基金投资收益率的前提. 人口与经济, 2000 (5).
- [9] Pension Supervision Bureau. "The Chilean Pension System", The Chilean Government Report 1995, P138.
- [10] 刘俊霞. 养老社会保障基金投资多元化的制约因素与对策. 中南财经政法大学学报, 2003 (3).
- [11] 唐旭, 巴尔吉特(美)等. 中国养老基金的投资选择. 金融研究, 2001, (11).
- [12] 郑秉文. 围绕美国社会保障“私有化”的争论. 国际经济评论, 2003, (1—2).
- [13] 同 [4].
- [14] 同 [1].
- [15] 同 [4].

[责任编辑 崔凤垣]

① 我国货币工资 1978 ~ 2001 年平均增长率为 12.9%, 而要保持 56% 的替代率, 养老保险基金投资名义收益率应为 12.9%, 而我国同期通货膨胀率(以 CPU 计算)为 7.1%, 则养老保险基金实际收益率需为 5.8%。据统计, 1996 年全国退休职工替代率为 83%。考虑到目前我国补充养老保险尚未充分开展起来, 替代率不宜下降过快, 应维持略高于 56% 的水平; 而且考虑到人口老龄化的压力, 养老保险基金实际收益率也应略高于 6%。综合以上两方面, 养老保险基金实际收益率可以确定为 6% ~ 7% 之间。