

# 俄罗斯强制型养老基金个人账户投资管理启示

陈志国, 冯梦如

(西南财经大学 保险与社会保障研究中心, 四川 成都 610074)

**摘要:** 本文对俄罗斯第二支柱基金制个人账户养老基金投资管理模式、资产配置、治理结构、政府监管等方面进行比较分析, 认为清算所集中管理模式适合俄罗斯国情, 默认基金账户投资管理是包括俄罗斯在内的较多国家养老基金个人账户投资的有效选择, 俄罗斯公共养老个人账户投资管理资本与担保要求、资产受托人强制责任制度方面值得借鉴。我国基本养老个人账户目前不具有实账投资基础, 基于生命周期的收益保证型默认基金名义账户管理模式应该成为我国基本养老个人账户投资管理的模式。

**关键词:** 强制基金型个人账户; 投资管理; 中国启示

**中图分类号:** F840.67    **文献标识码:** A    **文章编号:** 1000-4149 (2012) 05-57-08

## The Mandatory Funded Individual Account Investment Management in Russia and Its Enlightenment for China

CHEN Zhi-guo, FENG Meng-ru

(Research Center of Insurance and Social Security, Southwestern University of  
Finance and Economics, Chengdu 610074, China)

**Abstract:** Based on the study of the investment management model, asset allocation, governance and government regulation of the Russian 2<sup>nd</sup> pillar's funded individual account, the paper concludes that the main achievements of the Russian 2<sup>nd</sup> pillar's funded individual account investment management include the effective choice of clearing house investment management model with the setting of default fund account, the minimum capital and guarantee requirements for pension fund managers, and the mandatory liability insurance requirement for asset depository. The reality of partial empty individual account of basic pension of China determines the solid individual account investment model is unsuitable for China and investment pattern of the centralized default fund with yield guarantees based on life cycle for different individual account holders may be the appropriate model choice.

**Keywords:** mandatory funded individual account; investment management; China's enlightenment

收稿日期: 2012-03-19; 修订日期: 2012-06-04

基金项目: 教育部人文社会科学研究基金规划项目“公共养老储备基金投资营运及监管研究”(10YJA790027)。

作者简介: 陈志国(1968-), 四川南充人, 西南财经大学保险与社会保障研究中心副教授, 经济学博士。研究方向: 养老基金与风险管理。

2002年俄罗斯接受世界银行建议,同时借鉴智利、瑞典等国养老保险制度改革经验,建立了“三支柱”的养老保险制度。第一支柱为最低保证养老保险和社会救助养老金;第二支柱为强制型劳动养老保险制度,包括名义账户型和基金型个人账户养老保险制度,这是三支柱中最重要的部分;第三支柱为自愿型养老保险计划,包括职业年金计划和个人养老金计划。俄罗斯第二支柱强制型养老保险制度结构类似中国基本养老保险制度的统账结合制度。本文以俄罗斯第二支柱中的强制基金型个人账户养老基金投资管理为研究主线,重点从投资管理模式、资产组合及其配置、治理结构、政府监管等方面进行分析,以期为中国基本养老个人账户基金投资管理提供借鉴与参照。

### 一、俄罗斯强制基金型个人账户养老基金投资管理模式

2002年俄罗斯在第二支柱中引入了强制基金型个人账户养老保险制度,新制度刚引入时要求所有正规就业劳动者均要参加,2005年以后仅要求1967年以后出生者强制参加。制度费率从2002年的3%提高为2008年的8%,2002~2009年,该费率整合在统一社会税中,税务机构征收后划转给俄罗斯国家养老基金(Pension Fund of Russia,简称PFR)。从2010年起,统一社会税征收方式还原为以前的社会保险费形式。截止到2009年12月,大约有5000万人被纳入了该计划,累积资产总计5700亿卢布<sup>[1]</sup>。

在对国际养老基金个人账户管理模式充分研究的基础上,特别是通过对智利和瑞典养老保险个人账户进行比较,俄罗斯强制养老基金个人账户管理选择了瑞典基本养老个人账户管理模式,即以默认基金账户为主要特色的政府集中管理的清算所管理模式。

俄罗斯强制基金型个人账户养老基金投资管理可以由俄罗斯国家养老基金(PFR)管理或者可以由非政府养老基金(Non-state Pension fund,简称NPF)进行管理。2009年12月,大约85%的缴费者选择国家养老基金的默认基金账户管理,大约10%的缴费者选择国家养老基金的资产管理,大约5%的缴费者选择由非政府养老基金管理。国家养老基金的默认基金账户资产、资产管理资产和非政府养老基金管理的养老金资产比例分别为84%、3%和13%<sup>[2]</sup>。

#### 1. 俄罗斯国家养老基金(PFR)管理方式

俄罗斯国家养老基金(PFR)管理的养老基金有两种投资管理方式。第一种,如果账户所有人能够自主选择投资,可选择由与国家养老基金签订资产管理协议的资产管理人(Asset Manager,简称AM)为其投资,即PFR-AM管理方式;第二种,如果账户所有人不选择或无法选择其投资方式,其养老基金则由国家养老基金指定的国家开发银行(简称VEB)的默认投资账户进行管理,即PFR-VEB管理方式。

PFR-AM管理方式复制了瑞典和拉脱维亚的清算所管理模式,国家养老基金承担养老基金投资管理的清算所功能,国家养老基金与提供养老金投资的基金公司签订合同,集中缴费者个人的养老基金投资指令,然后对养老基金进行统一购买,并对买卖净差额进行转移,每天收集并公布基金投资的可用信息,提供个人账户的投资记录。

由政府养老基金管理的养老基金资产在法律性质上属于俄罗斯联邦资产,因此,账户所有人在缴费期或者在给付期死亡,其养老金账户权益不能继承。

#### 2. 非政府养老基金(NPF)管理方式

俄罗斯《非国家养老基金法》规定,公民可以和非国家养老基金签订非国家养老保险合同。被保险人每年有一次自由选择权,可以把交由国家养老基金管理的养老基金转到非政府养老基金公司(NPF)管理,非政府养老基金也可以转回国家养老基金,且无任何限制。2009年以前,非政府养老基金公司将其养老基金资产委托给市场中的资产管理人进行管理,2009年起,俄罗斯政府准许非政府养老基金直接对养老基金进行投资。

非政府养老基金是公司和行业协会的职业基金。截至2008年底,俄罗斯国内向所有非国家养老基

金缴费的人数仅相当于向国家养老基金缴费人数的5%。金融危机发生后，非国家养老基金管理的养老基金的收益率大幅下降，客户流失比较严重，造成非国家养老基金的数量不断减少。截至2009年10月1日，俄罗斯联邦金融服务管理局在册的非国家基金仅余169家，比年初时减少了46家。非国家养老基金的实力也不均衡，天然气基金掌握了非国家养老市场几乎50%的份额；2009年末，市场中存在约110个非政府养老基金，其中最大的十个养老基金占有68%的会员和70%的资产<sup>[3]</sup>。

非政府养老基金管理的账户所有人资产在法律性质上属于缴费者的个人财产，因此，该养老基金在权益上具有可继承性。

## 二、俄罗斯强制基金型养老基金投资组合、资产配置与投资绩效

### 1. 国家养老基金默认账户（PFR-VEB）投资管理

默认账户养老金基金投资的相关法律规定，以卢布发行的俄罗斯政府债券，投资比例上限没有限制。以外国货币发行的俄罗斯政府债券比例不超过80%，抵押债券投资比例不超过20%，在银行金融机构的存款以及结算账户余额不超过20%，禁止对股票、不动产、零售投资基金、私人投资基金和贷款的投资。从2009年开始，准许默认基金投资于地方债券和金融机构债券，同时提高银行金融机构的存款比例。但地方政府债券比例不超过10%，没有政府做担保的俄罗斯为发行主体的债券不超过40%，国际金融机构的债券不超过20%（2009年该项规定才准许），以卢布发行的俄罗斯政府债券以及没有政府做担保的俄罗斯为发行主体的债券总体占比不小于50%，在银行金融机构的存款以及结算账户余额不超过80%<sup>[4]</sup>。

从2003年~2009年10月，国家开发银行管理的默认账户养老基金投资于俄罗斯政府债券的比例平均在80%以上，2007~2008年间增加了政府债券比例，从2005年的80%提高到2008年的97%，后来该比例在2009年下降至80%。2009年11月起默认账户养老基金采用改进的资产组合，该组合可投资于包括政府债券、俄罗斯公司债券、俄罗斯地方债券、抵押债券、由国际金融机构发行的债券（在俄罗斯上市发行），但不能投资于股票。大约6万账户所有人继续选择早期的传统组合，其他参与者包括新进入者选择了新的改进型资产组合。2010年国家开发银行改进型投资组合增加了高信用级别的公司债券投资比例，公司债券市场价值由占2010年初资产组合的3.7%提高到2010年末的17%，政府债券的份额从占2010年初的80.3%降低为年末的71.9%<sup>[5]</sup>。

### 2. 国家养老基金资产经理（PFR-AM）投资管理

国家养老基金管理下账户所有人自主选择的资产经理投资的相关法律规定，俄罗斯政府债券投资比例无限制，地方政府债券、市政债券和抵押债券分别不超过养老基金资产价值的40%，俄罗斯为发行主体的债券不超过80%，国际金融机构的债券不超过20%，银行存款以及贷款机构的结算账户余额不超过80%，股票资产的配置比例不超过65%。禁止对零售投资基金、私人投资基金、贷款和不动产的投资。

相对于默认基金账户而言，资产经理管理的养老基金投资组合呈现多元化特征，2004~2009年间，联邦政府债券配置比例为5%~17%，地方政府债券配置比例为20%~30%，市政债券配置比例为0%~3%，公司债券配置比例为12%~40%，股票资产配置比例为18%~30%，现金银行存款资产配置比例为12%~20%。资产配置总的特征体现为，联邦债券和地方政府债券配置比例降低，公司债券配置比例总体增加，股票和现金银行存款的配置比例相对稳定。次贷危机期间，股票配置比例有所降低，公司债券、联邦与地方政府债券、现金银行存款资产配置比例增加。

### 3. 非政府养老基金（NPF）投资管理

非政府养老基金的投资法律规定同俄罗斯联邦国家养老基金资产经理投资法律规定相同。2009年9月非政府养老基金投资的相关法律规定放宽，非政府养老基金可以不通过资产管理公司自行在证券市场投资；养老基金总额的80%可存入银行，但是在一家银行的存款额不得超过养老基金资产价值的

25%；参股合股投资基金不超过养老基金资产价值的70%（之前规定为50%）；允许投资同一个证券发行人的证券不超过其证券投资总量的25%（之前是10%，投资国家证券和股份投资基金的股票除外）；养老基金资产价值不超过10%的部分可投资属于避险型的封闭型合股投资基金的股份<sup>[6]</sup>。

国家养老基金资产经理（PFR-AM）投资和非政府养老基金（NPF）投资组合相近似，因为国家养老基金资产经理通常与非政府养老基金的资产管理公司相同。2005~2007年间，国家养老基金资产经理投资增加了商业债券配置，非政府养老基金投资增加了股票资产配置。非政府养老基金可以增加长期股票投资，其管理的养老基金流动性需求相对较弱。

#### 4. 养老基金投资绩效

默认账户投资实际回报收益率低。表1显示，2005年和2009年该类账户真实回报率分别为1.2%和0.6%，2005~2010年间其他年份的实际收益率为负。一方面是因为其投资策略比较保守，另一方面俄罗斯通货膨胀率较高，此外，也与风险管理水平与资产配置能力相关。

国家养老基金资产经理管理账户养老基金投资收益相对较高。具有一定风险资产的投资组合其投资收益水平相对于默认基金账户收益要高，同时收益也体现出较高的波动性。2008年次贷危机期间投资收益为-41%，而2009年其投资收益为27.5%，详见表2。

非政府养老基金的实际回报率也难以令人满意。2007年其实际收益率低于国家养老基金资产经理投资收益，2008~2009年间其实际亏损比国家养老基金资产经理投资损失略低<sup>[7]</sup>。

表1 默认账户养老基金的实际收益率和名义收益率

年份	名义收益率	通货膨胀率	实际收益率
2010	7.62%	8.7%	-1.08%
2009	9.5%	8.8%	0.6%
2008	-0.3%	13.3%	-12.0%
2007	5.6%	11.9%	-5.7%
2006	5.5%	9.0%	-3.2%
2005	12.2%	10.9%	1.2%
2004	7.3%	11.7%	-3.9%

资料来源：俄联邦国家开发银行2010年度报告。[http://www.veb.ru/common/upload/files/veb/reports/annual/VEB\\_Annual\\_2010\\_e.pdf](http://www.veb.ru/common/upload/files/veb/reports/annual/VEB_Annual_2010_e.pdf)。

表2 国家养老基金资产经理管理账户的实际收益率

年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009
收益率	-6.1%	10%	8%	-5.9%	-41%	27.5%

资料来源：俄联邦金融服务管理局（FFMS）2010年度报告。[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1734615](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1734615)。

### 三、俄罗斯强制型养老基金投资监管

#### 1. 强制型养老基金个人账户投资监管其他相关规定

俄罗斯相关立法对第二支柱的养老基金投资进行了法律限制，具体情况如下。

(1) 在资产种类方面，非政府投资公司资产经理准许投资于俄联邦的政府债券、市政债券、本土发行的公司债券、俄罗斯股份公司发行的股票、抵押证券、金融机构的本币和外币活期存款、金融机构本币定期存款、国外指数投资基金。而政府投资公司国家开发银行的投资仅限于俄联邦政府债券、俄联邦政府担保的抵押贷款，以及金融机构的本外币活期存款。

(2) 投资数量限制方面的规定。投资于银行的比例限额为20%，投资于境外投资的比例限额不超过20%（从2010年开始）。在单一企业实体（含关联企业实体）的投资份额不超过其管理养老基金资产价值的5%。对被投资企业有产权控制的股份应控制在其流通市值的30%以内。

(3) 境外投资的法律规定。境外发行人投资工具仅限于境外指数投资基金单位。在境外投资选择下，俄罗斯资产经理必须与境外某投资基金的资产经理签订合同。法律规定了境外基金经理标准：境外基金经理在其本土国具有经营资质，养老基金指数基金投资的经验不低于5年，有10年养老基金机构投资者的资产管理经验。欧盟地区养老基金公司还应该满足相应的资本充足率要求，同时遵守俄罗斯财政部和金融服务管理局的其他相关规定。

#### 2. 资产经理和受托人的监管要求

俄罗斯联邦政府规定，为国家养老基金提供投资服务的资产经理以及受托人必须强制购买责任保

险，以应对基于资产经理和受托人（包括其员工）的错误、过失以及故意违法所导致的损失。在责任保险经营方面，俄罗斯联邦政府相关部门对责任保险条款费率以及参保要求进行了规定，对责任保险公司的资本金规模以及经营该类责任风险的资历有相应的法律要求（比如要求至少有3年以上的经营经验）。

资产经理、受托人和非政府养老基金必须遵守保障账户所有人养老金权益的职业道德规范。投资管理失误的风险由受托人所控制，投资经理每天需向受托人进行财务报告。受托人控制资产经理管理的资产种类及其结构，一旦资产经理管理出现违规，受托人需要向国家养老基金和联邦金融服务管理局报告。

### 3. 养老基金管理公司的资本要求与担保规定

监管机构对资产经理以及特定的受托人有相应的最低资本要求，来保证养老基金管理公司的偿付能力和应对养老基金管理公司因投资交易方欺诈对养老基金投资形成的损失。联邦金融服务管理局设定的资本充足率比较灵活，但监管机构有权根据实际情况进行调整。

根据相关司法解释，管理个人账户的养老基金管理公司应对缴费者养老金账户的价值进行担保。

此外，有关法律对养老基金管理公司的信息披露、财务报告以及公司管理中的费用标准也进行了相关规定。法律授权养老基金资产管理公司资产管理费上限为其投资收益的10%，非政府养老基金可以对投资净收益部分征收上限为15%的管理费用。

## 四、俄罗斯强制基金型养老基金投资管理评价

### 1. 管理相对集中的清算所管理模式适合俄罗斯的国情

俄罗斯第二支柱的强制型劳动保险制度与瑞典第一层次的公共养老保险制度的功能和结构相类似，第二支柱的强制劳动保险制度具有公共养老保险制度属性，公共养老保险基金管理总体而言更适宜于政府集中管理。俄罗斯在经济转型中养老保险制度改革产生了大量隐性债务，国内通货膨胀居高不下（尽管总体上通货膨胀率呈现降低趋势），金融市场不够完善，金融产品与金融储蓄方式选择十分有限，强制基金制个人账户不具备完全市场化管理的各种条件。俄罗斯政府、联邦卫生与社会发展部和社会保障专家通过对发达国家瑞典个人账户投资管理模式和拉美国家智利个人账户投资管理模式进行充分比较研究，选择了适合自身国情的相对集中的清算所养老保险基金投资管理模式。

### 2. 默认基金账户投资选择模式是基金制个人账户管理的有效选择

默认基金账户投资选择模式是基金制个人账户（包括公共养老金和私营养老金）投资管理的一种创新，是较多OECD国家、拉美国家、公积金制度国家基金制个人账户所有人的一种自主选择。2010年瑞典公共养老个人账户养老金默认账户投资者占95%，丹麦强制型基金制个人养老金默认账户选择比例为99%<sup>[8]</sup>。澳大利亚建立默认基金账户使雇主成本最小化，瑞典默认基金投资策略反映普通投资者的资产配置，中东欧国家默认基金按照无风险基金来设计，拉美默认投资选择反映了生命周期特征，即随着养老金个人账户持有人变老默认基金的风险水平降低<sup>[9]</sup>。默认基金账户投资模式尽管不是投资优化理论中的最优投资选择，却是养老基金个人账户投资有效的现实选择。

### 3. 俄罗斯养老保险制度改革的综合配套措施为基金制个人账户投资选择提供了制度支持

（1）弥补历史遗留的养老金隐性债务。为消除退休人口的贫困，俄罗斯政府规定2010年4月1日开始，劳动退休金增加6.3%，保险保障型养老基金增加12%，至2010年底，平均劳动退休金增加达7902卢布，这使公共养老基金财务收支缺口加剧<sup>[10]</sup>。政府必须承担历史上遗留的隐性债务，保证强制基金制个人缴费账户能够实账投资，避免出现类似中国个人账户空账的情形，具体可以继续从外部资源方面如扩大石油和天然气等能源收入以及征收特定增值税等方式填补养老金隐性债务。

（2）抑制提前退休，渐进提高退休年龄。政府未提高养老金领取年龄，提前退休目前还比较普及甚至合法化。2007年俄罗斯社会政策研究中心调查结果表明，提前退休导致男性和女性养老金给

付的实际年龄分别降低了6年和3年。提前退休使养老基金收入失衡的缺口进一步扩大，同时助推社会公众提前退休的逆选择。许多人选择提前退休后继续工作，2008年28%的退休人员仍处于工作状态，致使退休者拥有两份收入，对养老金支出、社会就业以及企业的就业选择均产生不利影响。因此，俄罗斯政府可能会提出渐进提高退休年龄的政策。

#### 4. 默认账户实际投资收益低甚至为负，资产管理账户收益稳定性差

默认账户实际收益率在目前的通货膨胀率条件下为负，意味着养老基金未能实现保值。俄罗斯相关研究表明，假设有40年的积累、20年的支付阶段和3.5%的年工资实际增长率，一个收益率为零的长期平均实际收益率将只能为参与者提供大约6%~7%的替代率；4%的长期平均实际收益率将使第二支柱达到13%~14%的替代率，而6%的长期平均实际收益率将使第二支柱达到20%的替代率<sup>[11]</sup>。资产管理账户（包括国家养老基金和非国家养老基金）收益波动幅度大，一是因为遭遇了次贷危机的负面影响，二是因为目前养老基金资产配置总体的风险管理能力相对不足，养老基金股票资产配置策略的随意性偏大。默认基金投资管理缺乏基于战略资产配置下的投资绩效基准，导致其养老基金投资绩效评估缺乏合理的标准。

#### 5. 资产组合向政府债券的集中将引发政府债券投资过度而形成的负面关联风险

在俄罗斯养老保险制度的三支柱制度结构中，第一支柱最低保证养老保险和社会救助养老金是现收现付制度，第二支柱强制的劳动保险制度由名义账户制和基金制个人账户组成，名义账户制本质上属于现收现付制度，而基金制个人账户养老基金投资管理的默认账户管理（PFR-VEB）、资产管理（PFR-AM）和非政府养老基金管理（NPF）三种方式中，默认账户投资管理以政府债券为主（所占比例在80%以上）的投资管理方式依然近似于名义账户的制度结构，这使2002年改革后的具有基金制导向的养老金制度本质上还主要是现收现付制度结构，基金制度参与者是用自己的保费为政府的养老金负债融资，总体上多层次的制度功能（再分配、保险、储蓄）难以有效体现。如果第一、第二支柱养老金主要是投资于政府债券，未来的养老金领取将过分依赖本国公共财政的偿付能力，进而加大养老金的支付风险，同时可能降低制度参与人的养老保障水平。

### 五、俄罗斯强制基金型养老基金投资管理对中国的启示

#### 1. 我国基本养老个人账户目前不具有实账基础，俄罗斯实账管理模式不适合于中国

俄罗斯基本养老个人账户的实账投资管理模式在我国目前不具备现实性。俄罗斯尽管存在较高的隐性债务，但政府一方面提高退休职工的养老金水平，另一方面加大对养老金制度隐性债务的承担，2010年财政养老保障预算支出占当年GDP的9.6%<sup>①</sup>。

我国基本养老个人账户还不能进行市场化的实账投资，其根本原因在于目前个人账户空账化程度较高，即使部分地区如广州、深圳等地个人账户资金有一定的积累，但由于目前统筹水平较低，这一部分累积资金也难以在全国集中。我国曾经在东三省和另外八个省市进行了做实个人账户的试点，由于诸多原因特别是地方政府财力不足，个人账户做实步入停滞状态。特别在八省市的试点中，中央政府做实个人账户资金由社会保障基金理事会代为投资管理，地方被准许动用个人账户资金而继续出现空账化。我国基本养老个人账户严峻的现实是：不但个人账户空账的存量不能做实，连基本养老个人账户资金的增量也继续出现空账化。

部分学者以社会保障基金理事会管理基金以及企业年金基金投资方式为依据，要求我国基本养老保险个人账户基金实行市场化运营投资。其实，我国基本养老个人账户投资与社会保障基金理事会以及企业年金基金投资模式选择也不具有可比性。因为我国社会保障基金理事会基金以及企业年金基金都是实账资金，而基本养老个人账户因其部分空账而不具有实账投资基础。除此之外，社会保障理事

<sup>①</sup> 根据俄罗斯2011年4月11日新闻报道，2010年俄罗斯财政养老保障预算实际支出占其GDP的9.6%，www.pfrf.ru/ot\_en/april/18007.html

会基金、企业年金基金和基本养老个人账户基金这三种基金在制度功能、投资期限、资产配置方式和风险特征等方面也具有差异。

### 2. 给予个人账户所有者投资选择权的分散模式也不适合中国国情

俄罗斯公共养老金个人账户投资的最大制度创新点在于其在吸收智利、澳大利亚、英国、瑞典等国个人账户投资经验教训的基础上而引入的尊重账户所有者投资权、由政府出面管理的相对集中的投资管理模式，该模式避免了英国、智利个人账户的高制度成本的缺陷，进而成为运行成本较低的个人账户投资管理模式。尽管给予了账户所有人投资选择权，但更多的账户积极投资者逐步转向默认账户管理，使俄罗斯公共养老金个人账户管理模式实际上演变为集中管理模式，这也是社会公众通过自主投资选择机制所形成的一种效率较高的公共养老金个人账户投资管理制度。

由于我国金融市场成熟程度和监管能力与国外发达国家相比还有较大差距，金融产品特别是更适用于养老基金的投资产品还相对有限。因此，我国基本养老保险个人账户投资管理不能选择给予账户投资者投资选择权的分散型投资管理模式。即使我国未来步入金融市场和社会公众金融理念的成熟期，也不能采取基本养老个人账户分散投资的模式；即使赋予账户所有人投资选择权，也只能是采用类似清算所机制的集中型投资管理模式。

### 3. 收益保证型默认账户集中投资管理的名义账户管理模式是中国基本养老个人账户投资管理的较佳模式

中国目前个人账户还无法做实，只能维持目前的名义账户制度<sup>①</sup>。在目前制度条件约束下，笔者建议将名义账户设置成三种不同的默认账户结构，分别适应于18~34岁、35~54岁、55岁及以上人口群体的账户所有人。默认账户的投资收益以生命周期条件下的实账投资策略为基准，给予养老金账户所有人高于通货膨胀度的名义收益率（即实际收益率为正），三种默认账户的设置应部分体现或者充分体现账户所有人的生命周期特征，保证账户所有人获得不同投资期限条件下的实际正投资收益。

个人缴费部分不管在当地社会保险机构是实账还是空账，根据账户所有人的年龄选择其投资收益基准，如18~34岁的群体选择A默认账户，其收益根据该账户收益基准确定，相当于该部分缴费基金购买政府的通胀保护特种国债。当账户所有人进入35~54岁年龄段时，其账户收益按照B默认基金账户进行收益确定，当账户所有人进入55岁以后，则按照C默认基金账户进行收益确定，详见图1。

设置三种不同的默认账户，主要体现生命周期策略下不同的投资期限以及账户所有人不同生命周期阶段时的风险承受力。如A默认账户主要适合于18~34岁群体，根据生命周期理论和人力资本理论，该类群体风险承受力较强，因为个人账户养老金只有到退休时才可以领取，参与者

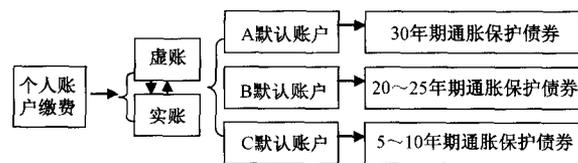


图1 目前条件下基本养老个人账户投资管理模式

越年轻，该个人账户的投资期限越长，因而越需要获得较高的风险收益。在目前个人账户仍是名义账户的情形下，其资产配置可以设定为30年期的特种国债，其收益基准有两种设定方式：一种是最低保证的固定收益制，即以30年期特种国债收益为基准，但不能低于同期CPI指数；另一种是采用浮动的收益率，即CPI+实际收益率。如果以后我国个人账户能够部分或者完全做实，可以采用基础设施收益担保或者完全化的市场化投资。即配置较高的股票资产比例，减少银行存款和国债比例，同时配置一定的选择性投资比例（如基础设施投资）。但目前名义账户下还只能采用通胀保护的特种国债投资。

<sup>①</sup> 此处名义账户指的是基本养老个人账户的特征，与国外一般指的名义账户现收现付实质的名义账户（中国称统筹）不一样，因为我国个人账户缴费中部分被用于目前退休金的支付，个人账户收益只能以其投资于国债和银行存款的收益计算，因而只能是名义收益。

#### 4. 政府应义不容辞地承担中国养老金改革的隐性债务

收益保证型默认账户集中投资管理的名义账户管理模式，实质是把基本养老个人账户保值增值的责任直接让政府承担（即以政府发行的通胀保护特种国债为收益基准），其内在逻辑是让政府承担因隐性债务导致个人账户空账化的直接责任和派生责任（派生责任即因个人账户空账导致的个人账户养老金无法保值增值的责任）。

我国曾经运用国有股减持、做实个人账户试点等方式渐进填补隐性债务，但国有股减持的有效机遇已经失去，做实个人账户已经处于停滞状态。政府成立的社会保障储备基金（即社会保障理事会基金）诚然是应对人口老龄化高峰期养老金支付缺口的专项基金，2010年我国社会保障储备基金占当年GDP仅为2%，低于很多国家储备基金同比水平。当然，还可以运用特种税或者直接的财政转移支付渐次填补目前的隐性债务缺口，而我国目前社会保障全口径支出仅相当于GDP的6%左右，较发达国家差距很大；我国社会保障支出占国家财政支出的比重约为12%左右，高收入国家普遍在35%甚至45%以上，中等收入国家也普遍在25%甚至30%以上<sup>[12]</sup>。

我国即将步入人口老龄化高峰期，人口红利也渐近消失，养老金隐性债务缺口越来越大。由于目前的基本养老个人账户资金空账化，名义账户收益难以抵御通货膨胀，部分基金制的基金制功能难以有效发挥。在既定的制度替代率目标水平下，较低的投资收益水平将会导致制度缴费率提高，而我国社会保险缴费水平已经居于国际高位，通过提高缴费率来填补养老金隐性债务和保证制度替代率的途径也难成现实。

因此，笔者认为，基本养老个人账户默认账户的收益保证投资模式，能在目前名义账户制度下保证账户所有人的养老金权益，把隐性债务的一部分直接显性化让政府承担。

#### 参考文献：

- [1] Heinz, R. and Peter Holtzer. Challenges of Mandatory Funded Pension System in the Russian Federation [R]. World Bank Policy Research Working Paper, 2010, No. 5514.
- [2] 同 [1].
- [3] 同 [1].
- [4] OECD. Survey of Pension Investment Regulation [EB/OL]. <http://www.oecd.org/dataoecd/9/1/48094890.pdf>, 2010-01-01.
- [5] VEB. Annual Report [EB/OL]. [www.veb.ru/common/upload/files/veb/reports/.../veb\\_annual\\_2000\\_eng.pdf](http://www.veb.ru/common/upload/files/veb/reports/.../veb_annual_2000_eng.pdf), 2010-01-01.
- [6] 高际香. 俄罗斯新一轮养老保障制度改革解析 [J]. 俄罗斯与中东亚研究, 2010, (4).
- [7] 同 [1].
- [8] Heinz Rudolph. The Multi-pillar Pension System in the Russian Federation: Competing the Reform [EB/OL]. <http://www.pfrf.ru/userdata/presscenter/docs/Prezentation/RudolphENG.ppt>, 2011-01-01.
- [9] 同 [6].
- [10] Waldo Tapia and Juan Yermo. Implications of Behavioral Economics for Mandatory Individual Account Pension Systems [R]. OECD Working Paper, 2007.
- [11] 同 [1].
- [12] 郑功成. 收入分配改革与中国社会保障发展战略 [J]. 中国社会保障, 2010, (10).

[责任编辑 冯 乐]