

## 我国养老保险基金多元化投资面临的风险及对策

虞应平

摘要：本文认为在我国金融市场存在发育不良、结构不合理，资本市场制度缺陷、发展滞后，股票市场投资环境不佳、投资风险偏大，债券市场分割、品种单一、市场化程度低等问题，在分析我国养老保险基金投资资本市场面临着很大的困难和风险基础上，提出解决我国养老保险基金多元化投资问题的建议。

关键词：养老保险基金；资本市场；多元化投资；政策建议

### 一、我国养老保险基金投资资本市场面临的风险

#### (一)我国的金融市场发育不良，结构不合理

1.金融结构与养老保险基金投资。金融结构与养老保险基金投资相互影响。一方面金融结构决定了养老保险基金在金融市场可选择的投资工具和投资比例；另一方面养老基金作为金融市场的机构投资者，其投资行为影响国家的金融结构。基金管理人根据情况调整资产组合，会引起金融资产价格的变动，价格的变动会影响金融资产的供给，进而影响金融结构。为了保证在长期内能够支付养老金的需要，养老保险基金还要求投资具有相当大的安全性，这就使它对金融市场中的各种金融工具的风险分布以及收益分布产生了重新归整的内在要求，从而推动了金融工具创新，相应地也会影响国家的金融结构。

2.我国的金融结构不合理阻碍了养老保险基金多元化投资。近几年来，有价证券在金融总资产中的比重持续下降。与之相反，货币性金融资产在金融总资产中的比重持续上升。货币性金融资产比重上升，主要表现为各项对公存款和居民储蓄存款在金融总资产中比重的上升，而与之对应的是我国连续 8 次降低银行存款利率。

存款利率的降低并没有使得存款数量降低，反而增加。这说明了我国目前资金投资渠道的匮乏，资本市场还不是资金理想的投资场所。资本市场发展的滞后，影响了我国金融结构的优化，也阻碍了我国养老保险基金投资资本市场的步伐。目前，将养老保险基金存入银行和购买国债也是无奈之举。

#### (二)我国资本市场制度缺陷，发展滞后

我国资本市场经过十几年的改革探索，资本市场从无到有，从小到大，从不完善到逐步完善。但资本市场近几年的发展明显滞后于整个国民经济的发展，原因主要应归结于资本市场存在的制度缺陷，制度缺陷破坏了资本市场的基本功能，也制约了资本市场的进一步发展。制度缺陷主要体现在：

1.体制缺陷。体制缺陷是我国资本市场主要的制度缺陷。我国资本市场按理说它应全力贯彻市场经济的规则，但行政权力和行政机制的大规模介入，我国资本市场被一定程度地行政化，已经成为可随意调控的资本市场。

2.结构缺陷。我国资本市场内在结构存在着明显的制度缺陷：一是在总体设计上，我国的资本市场只有现货市场，即股票、债券等的现货交易，缺乏期货期权及其他金融衍生品市场。这种单方向的结构设计在现实中最明显的弊端是我国资本市场上只有做多机制，而不具备做空机制，没有期货期权市场中特有的价格发现功能，套期保值功能和风险规避功能，这就大大抵消了资本市场本身所固有的优点和优势。二是股票市场和债券市场结构不合理。在我国资本市场的发展过程中，一直呈现“强股市弱债市”特征，债券市场相对于股票市场一直处于弱势。

3.机制缺陷。由于资本市场的发行主体缺乏明确的产权关系，导致我国资本市场竞争机制、约束机制和激励机制的三重缺失，资本市场在很大程度上失去了发展和进取的动力源泉。

4.功能缺陷。在市场经济条件下，资本市场最主要和最核心的功能是资源的配置和再配置。通过具有独立意志和利益的经济主体之间竞争来形成市场价格，并通过市场价格来引导社会资金的流量、流向、流速和流程，从而完成资源优化和合理组合的配置过程。我国资本市场上价格形成的市场机制还不具备，价格的起落并不是供求关系的真实反映，资本市场的功能也就无从实现。另外，融资投资机制不健全，也制约了资本市场功能的实现。



5.规则缺陷。资本市场正常运行和有效运行的一个重要前提，是必须有一套反映市场经济本质要求和资本市场内在规律的完善法律制度和健全的法律体系。但是，我国许多应有的法律和规则不具备，而且已有的一些法律也偏离了市场经济的基本原则。

### (三)我国股票市场投资环境不佳，投资风险偏大

股权分置是指上市公司的一部分股份上市流通，一部分股份暂不上市流通。

股权分置是我国在由计划经济向市场经济转型时国有企业股份制改造的一个独特现象，即上市公司的股票被分为不可流通的国有股和法人股以及可上市流通的社会公众股。股权分置问题是造成我国股票市场投资环境不佳、投资风险偏大的重要因素。

1.股票市场投机盛行。股权分置使股票市场“价值发现”功能基本丧失，股价难以反映上市公司的内在价值，价格围绕价值波动的客观规律被人为割裂，股价扭曲发出错误的信号。市场上的机构投资者和广大散户投资者的投资行为都是短期化的，不可能长期持股和实行价值投资，整个市场投机盛行。养老保险基金作为一类机构投资者注重价值投资，追求长期稳定的投资回报率，显然，目前的股票市场并不适合养老保险基金投资。

2.一些上市公司质量低劣，投资价值低。上市公司的质量是稳定中国证券市场的基石，而决定上市公司质量的关键，在于是否拥有良好的公司治理结构。股权分置导致公司治理缺乏共同的利益基础。非流通股股东的利益关注点在于资产净值的增减，流通股股东的利益关注点在于二级市场的股价波动，客观上形成了非流通股股东和流通股股东间内在的利益冲突，突出表现在：上市公司受到明显的行政干预，作为流通股股东的中小投资者通常在公司治理方面没有足够的发言权，合法权益很难得到保障。由此可见，股权分置下公司治理基础的缺失，损害了流通股股东的利益，扰乱了资本市场的正常交易，最终影响了资本市场的稳定健康发展。

3.股票市场系统性风险大。股权分置使我国股票市场的发展缺乏健全的制度基础，不健全的制度基础使得市场参与主体的行为扭曲：上市公司重融资、轻回报，以圈钱为目的；投资者短期炒作，盲目跟风；各种题材、概念的炒作层出不穷；坐庄、操纵股价的行为频发。股票价格的波动幅度大，整个市场的系统性风险也大。而且股权分置与全流通问题，一直以来是国内股市最大的利空因素。当投资者发现这些好的预期一个个落空时，股指又陷入了绵绵阴跌之中，而且不断创出前期新低，二级市场投资者损失惨重，股票市场系统性风险暴露无遗。

养老保险基金作为参加者的“养命钱”，资金的安全至关重要，有强烈的风险规避倾向，我国股票市场系统性风险高，缺乏有效防范系统性风险的手段，使得当前养老保险基金不可能大比例投资入市。

### (四)债券市场分割，品种单一，市场化程度低

从世界范围看，债券是养老保险基金的主要投资工具。债券的性质比较符合养老保险基金的投资需求。然而，我国债券市场存在的问题抑制了养老保险基金对债券的投资。

1.债券市场不统一，处于分割状态。目前，我国债券市场包括银行间债券市场、交易所债券市场和商业银行柜台市场。各债券市场所发行的债券品种不同：银行间市场发行记账式国债和政策性金融债券；交易所市场发行企业债券、可转换公司债券和部分记账式国债；柜台市场发行凭证式国债和不上市的企业债券。在债券发行之后，由于转托管的限制，大多数债种在各市场之间不能自由流通，因此，二级市场上各市场交易的债券品种必然呈现很大的差异性。各个债券市场分割的状态造成了我国债券市场深入发展的诸多问题：如难以形成统一的市场基准利率；银行间债券市场流动性不足；交易所市场和银行间市场信号传导机制不畅，两市场间债券的交易价格存在差异等。

2.债券市场的品种单一、结构不均衡。我国从开始发行国债以来，国债期限以中期为主，短期国债的品种仍然十分匮乏。企业债券也存在着品种单一问题。企业债券都为担保债券，缺少信用债券和抵押债券。企业债券大多为固定利率债券，浮动利率债券少。

3.利率市场化程度低。首先，国债利率缺乏独立性。国债利率是比照银行储蓄存款利率设计的，而银



行存贷款利率是中央银行制定，故从利率决定方式看，属于行政方式确定，这样必然不能准确反映市场情况。其次，国债利率缺乏弹性。我国的国债发行利率属固定利率，国债发行利率确定后，若在发行期内银行储蓄存款利率调整，国债的票面利率也随之调整，但发行以后，不管银行储蓄存款利率如何变化，国债票面利率均不作调整。这就存在国债利率既不能反映社会资金的供求状况，也不能运用国债利率政策，灵活地调节货币流通和经济运行。

## 二、提高我国养老保险基金投资绩效的政策建议

### (一)强化资本市场的制度建设，完善资本市场体系

资本市场的制度建设和规范发展对提高我国养老保险基金的投资绩效至关重要，因为资本市场今后将是我国养老保险基金投资的主要场所，资本市场未来发展的广度和深度直接决定了养老保险基金的投资范围和投资比例。可以说，资本市场今后发展的好坏将直接决定我国目前养老保险制度的未来前景。

#### 1.强化资本市场的制度建设，坚持市场化的发展目标

近年来，我国政府愈加重视资本市场的制度建设，启动股权分置改革，不仅为治理中国证券市场存在的历史积弊开辟了道路，同时也为未来市场的发展提供了制度创新空间。股权分置改革不仅在宏观层面上有利于完善价格形成机制，稳定预期，为资本市场的深化改革和市场创新创造条件，而且在微观层面上也有助于建立健全上市公司治理结构、制约机制及估值体系，形成成熟的股权文化和股东意识，从而有效地保护中小股东的合法权益。上市公司管理层真正转变为公司价值管理者，有利于公司可持续发展。而公司大股东更加关心股价的长期增长，将成为上市公司价值管理的重要参与者。

#### 2.着力推进股权分置改革与养老保险基金投资股票市场的互动

目前，正在进行的股权分置改革为减持国有股筹集养老保险基金提供了一个良好的机会和平台。股权分置改革以对价的方式使国有股、法人股获得上市流通的权利。今后，国家可以通过在二级市场出售国有股获得的资金划入养老保险基金，直接用以弥补养老保险的历史欠账和做实个人账户，然后，既将这部分资金以委托投资方式投资于股票市场获取较高的收益率，也可以将国有股划拨给养老保险基金管理机构持有，每年的分红收益用于弥补养老金的收支缺口和做实个人账户。这样做，不仅有助于完善我国的养老保险制度，而且有助于我国股票市场从以散户为主的结构转向以机构投资者为主的结构，从短期投机为主转向长期投资为主，从不成熟逐步走向成熟。因此，应着力推进股权分置改革与养老保险基金投资股票市场的良性互动。

#### 3.大力发展债券市场，完善资本市场体系

(1)建议发行特种国债，为养老金收支缺口融资。鉴于目前养老保险基金缺口比较大，国家应多方面筹措资金，除了财政转移支付、出售国有资产外，还可考虑发行特种国债筹集资金来弥补我国养老金的收支缺口，做实个人账户。

(2)发展市政债券。发展市政债券可以为城市建设和基础设施建设提供融资便利。同时，市政债券是机构投资者控制投资风险、增强资产流动性和资金使用效率、实现有效的资产负债管理的重要工具，比较适合养老保险基金投资。而目前我国市政债券尚属空白，市政建设所需的资金通过发行企业债券、资金信托、政府补贴、中央政府代地方政府发债等准市政债券形式筹集。

(3)建立和发展真正意义上的公司债券市场。公司债券的理想投资主体是养老基金等机构投资者。而目前我国真正意义上的公司债券市场还未形成。公司债券市场的形成和发展，首要的是尽快制定和出台相关法规，明确公司债券的发行、交易、信息披露和监管。在公司债券市场的形成和发展中，要运用市场机制，避免走股票市场的弯路。

### (二)以市场化、私营化为目标，建立新的养老保险基金投资管理模式

养老保险基金通过多元化投资来提高投资收益率，必须以市场化、私营化为目标，建立新的养老保险



基金投资管理模式，利用市场机制和竞争机制来促使基金保值增值。

#### 1.管理模式市场化、私营化

我国的基本养老保险统筹账户基金可采取集中管理模式，统筹账户结余的基金由政府社会保障部门存入银行和购买国债，不进行市场化、多元化投资。同时，还应提高基本养老保险统筹账户基金的统筹层次，由目前的市、县级统筹提升为省级统筹，最终实现全国统筹。

对做实后的个人账户基金，我国可采用相对集中管理模式。将个人账户基金的经营权从政府职能中分离出来，降低由政府直接投资运营所带来的效率损失，而行政管理权由政府集中行使，可有效降低管理成本。

#### 2.投资运营市场化、多元化

养老保险基金的投资绩效与基金的资产配置密切相关。目前，我国资本市场的不发达，抑制了养老保险基金投资的多元化。养老保险基金多元化投资除股票和债券外，还可考虑以 BOT 的方式进入基础设施建设领域，或投资于开放式基金、信托产品、抵押贷款等。在投资比例上，社会统筹账户结余基金应全部投资于风险较小、收益率较低的固定收益类资产。企业年金基金因对投资收益率的要求较高、风险承受能力强于基本养老保险基金，可考虑将一半左右的资金投入风险和收益较高的权益类资产。个人账户基金则应将小部分资金投入权益类资产，大部分资金投入固定收益类资产。

#### 参考文献：

- [1]王国刚.中国资本市场的深层次问题研究[M].北京:社会科学文献[中华论文网欢迎您!]出版社,2004.
- [2]林义.养老基金与资本市场互动发展的制度分析[J].财经科学,2005,(4).
- [3]马勇,张阳.养老基金与资本市场互动关系研究:实证及基于中国的具体分析[J].重庆社会科学,2004,(1).
- [4]马君潞,牛凯龙.中国资本市场结构矛盾和系统风险[J].南开经济研究,2004,(1).
- [5]任熹真,李艳华.中国企业债券市场存在的问题与发展前景[J].哈尔滨工业大学学报(社会科学版),2004,(7).
- [6]郑秉文.社保制度改革取向与社保基金入市的途径[J].社会保障制度,2004,(4).

