

我国养老社会保险基金供给严重不足，而需求压力日趋扩大，通过多元化投资，实现养老社会保险基金的保值和增值，是缓解养老社会保险基金供求矛盾的重要措施。对此，理论界已取得基本一致的认识。但是，实际管理中，我国养老社会保险基金的投资至今仍受到严格的限制，其主要原因在于实际经济中存在诸多制约养老社会保险基金多元化投资的不利因素。为了推进养老社会保险基金投资的多元化，必须有针对性地采取切实有效的措施。

一、养老社会保险基金投资多元化的制约因素

当前，制约我国养老社会保险基金投资多元化的因素，归纳起来有两类：一是养老社会保险基金的累计余额规模不大，且采取分散管理方式，可用于投资的资金不多；二是我国资本市场发育不完善，多元化投资的风险较大。

1. 投资资金来源的约束。

我国现行的养老社会保险制度的基本框架是按国务院 1997 年 7 月颁发的《关于建立统一的企业职工养老社会保险制度的决定》确立的。其基本内容是将原来的现收现付制改变为“社会统筹与个人账户相结合”。在由现收现付制向“社会统筹与个人账户相结合”制度的转变过程中，多元化投资受到了来自如下几方面的约束：

第一，制度性资金缺口。实行这种体制，对于新参加工作的职工（新人）来说，他们可以通过个人账户的资金积累来解决退休后的养老问题；对于实施个人账户前已经参加工作的职工（中人）来说，在过去的工作年限里并没有个人账户的养老金积累。已退休的老人更是没有个人账户的资金积累。这样，企业统筹缴费就要同时承担退休职工养老和为在职职工积累养老金的双重任务。这种制度设计本身留下了养老社会保险的资金缺口。实际执行中就只能挪用在职工个人账户中的资金来保证已退休职工的养老金发放，由此造成个人账户的“空账运行”，而且当年的收支也难以平衡。

第二，老龄化的压力。老龄化是指一个国家或地区老年人口比重不断上升，并达到一定水平的过程。一般以人口年龄结构中 60 岁以上的人口占 10% 或 65 岁以上的人口占 7% 为进入老龄社会的标志。我国 1999 年 10 月，60 岁以上的老年人达到 1.26 亿，约占总人口的 10%，标志着我国开始进入老龄社会。人口老龄化带来的直接影响是加重在职职工的赡养负担，提高赡养率。1995 年，我国赡养率为 19.5%；2000 年提高为 22.2%。在不久的将来，我国还将出现一对夫妇得赡养四位老人，出现“1-2-4”的情形，即一个孩子，二位父母，四位祖（外）父母。值得指出的是，发达国家的老龄化问题通常发生在工业化完成以后，而我国的老龄化问题则发生在工业化的过程中。低收入水平与高赡养率交织在一起，就加大了我国养老社会保险的难度。

第三，就业与企业经营业绩下降的压力。社会统筹和个人账户养老金的积累是以职工就业为前提的。但是，在我国社会总需求不足条件下，失业人口比例居高不下。随着关税税率的逐渐降低和外国产品进入的增加，我国的失业率在今后一段时间内将呈提高的趋势，这将进一步降低在职职工与领取养老金人员的比例。同时，由于社会总供给的相对过剩，近年来各类物价指数持续下降，社会商品零售物价指数从 1995 年的 114.8% 持续下降到 1999 年的最低点 97%，至 2001 年才略有上涨。在物价水平下降的牵引下，企业的资产收益率随之下降。据财政部门的统计，1997—2000 年，全国国有企业净资产利润率分别为 1.7%、0.4%、



2.1%和4.9%。2000年。国有企业亏损面为50.7%，亏损企业亏损额达1846.0亿元。O这些亏损企业不可能及时足额上缴养老保险费，一大批破产企业职工提前退休，使退休人员加速增长。

第四，财政负债风险的压力。近年来养老保险的资金缺口是靠财政弥补的。2001年，财政用于社会保障的支出就达982亿元，是1998年的5.16倍。但是，财政债务风险的压力也越来越大。目前人们所使用的参照体系主要是两类：一是国际经验，如不少学者提到，从国际经验看，国家财政债务依存度大体上是15—20%，中央财政为25—30%；国债偿债率应控制在10%；国债负担率为40—50%。另一类是借鉴（欧洲经济与货币同盟条约）（又称（马约））中提出的所谓赤字—债务“参照值”与“指导线”，即政府赤字率不能超过当年GDP的3%、债务率不能超过当年GDP的60%。近几年我国实施积极财政政策包括积极弥补养老保险金缺口，导致财政赤字增加，政府债务规模扩大。2001年预算赤字（含债务利息支出）为2598亿元，占GDP的比重接近欧盟规定的3%的标准；2001年国债发行4000多亿元，国债余额达15000多亿元，占GDP的比重为16%左右，我国还存在大量隐性债务，隐性债务和显性债务之和也已接近欧盟规定的60%的标准。

2.投资风险约束。

我国证券市场是在企业制度、银行制度仍不健全，政府职能尚未彻底转变的条件下发展起来的，迄今为止还很不规范，养老保险基金入市的风险较大。这种风险主要来自于如下几个方面。

第一，上市公司的经营风险。按照现代资产组合理论，上市企业的经营风险是非系统性风险，而非系统性风险通过合理的资产组合是可以基本消除的。但是，其前提条件：一是资本市场上既有好企业，又有差企业，上市企业总的效益为正。舍去二级市场上的转让收益，如果资产组合中亏损企业超过盈利企业数，亏损额超过投资收益额，整个资产组合也就为负。二是为了避免个别上市企业的经营风险，组合资产的数量必须足够大，但这可能增大组合管理的成本。在我国，上市公司基本上都脱胎于传统的国有企业，大量质量低下的企业并没有真正转换经营机制，就经过“包装”通过行政审批或核准而上市，上市公司质量普遍不高。据统计，2000年我国股市缴纳的印花税和投资者交给券商的佣金共900多亿元，但上市公司的利润总额只有500多亿元，其中用来分配的含税红利只有140亿元，仅占交缴税费的15%。这表明，我国股市总体上尚无投资价值。

第二，证券市场风险。我国股市的投资风险也较高，而且潜在的市场风险还没有充分表现出来。首先，我国股市价格波动幅度大。据孙永勇的计算，1993—1999年，深圳证券交易所股票指数年均收益率为21.57%，年收益率的标准差76.59%；上证指数年均收益率为11.55%，年收益率的标准差为29.87%；同期美国纽约道琼斯指数的年均收益率为19.96，但收益率的标准差仅为10.21%。其次，我国股市中国有股尚未流通，公司上市尚未市场化，上市公司的退出机制还没有真正建立起来，上市公司的信息披露也极不规范。要建立规范的证券市场，必须对上述方面进行彻底改革，在规范化过程中将会出现何种情形，难以预料。其三，依照加入WTO的承诺，我国必须在规定的时间内对外开放证券市场，国际游资的冲击和国际金融市场的波动将增加我国证券市场的不确定性。

第三，基金管理风险。养老基金实行多元化的投资营运，不仅需要支付相应的管理成本，还要承担相应的管理风险。这种风险主要包括两类：一是经营决策风险；——是因为委托代理关系可能导致的道德风险。我国的基金管理公司大多由证券公司发起设立，主要采取封闭运行方式，而且基金管理公司治理结构不健全，很容易出现为证券公司经纪业务、自营业务服务而损害投资者利益的行为。按管理条例规定，目前基金的托管人仅限于四大国有商业银行和交通银行，竞争不充分，不能代表投资者利益而有效地实施监管。因此，基金投资委托代理中的道德风险较高。在“基金黑幕”受到批评后。情况稍有好转，但离规范化的要求还相距较远。



二、积极创造条件，逐步推进养老保险基金投资的多元化

针对我国现阶段经济运行的实际，为了有效地推进我国养老基金投资的多元化，应采取如下措施。

第一，以稳定收入预期、增加低收入阶层的收入为基本取向。以 1997 年为转折点，我国社会总需求与总供给的对比关系已由总供给不足转变为总需求不足，突出的问题是边际储蓄倾向过高。边际消费倾向持续性下降。造成边际消费倾向持续性下降的主要原因是预期收入不稳定和收入分配差别过大。这和智利、美国实施改革时国民储蓄不足的情况相比有着明显的区别，因而我国的改革不必以提高储蓄率为取向，而应以稳定收入预期、增加低收入阶层的收入和缩小收入分配差别为基本取向。在具体措施上，我国不必采取美国以税惠方式鼓励个人养老储蓄的政策，而应在提高起征点的基础上，加大对高收入阶层个人所得税的征收力度，因此所增加的财政收入主要应用于弥补养老金的不足。

第二，严格控制企业税费负担的增长，将财政支出优先用于社会保障支出。我国养老保险基金主要来源于企业。按国家规定缴费最高目标限额，养老、医疗、失业、工伤、生育五项保险费总起来达工资总额的 29.6%（养老 20%+医疗 6%+失业 2%+工伤 1%+生育 0.6%=29.6%）。另一方面，我国企业的税负不仅没有降低，实际上还有所增加。在 1997 年前，我国税收收入的增长率一直低于 GDP 的增长率，即税收弹性系数小于 1，其中 1990—1996 年间税收的弹性系数平均为 0.61。但是，1997—2000 年，税收弹性系数大幅度提高，这 4 年分别为 1.98、2.40、3.33 和 3.32，平均为 2.76，这就是说税收增长率是 GDP 增长率的 2.8 倍。企业是容纳劳动力就业、创造国民收入的基本单位，税费过高，企业效益下降，竞争能力衰退，失业和提前退休人员增加，如此构建养老制度无异于“竭泽而渔”。目前世界范围内减轻企业税费负担，以提高本国企业的国际竞争能力及对外国投资者的吸引力，已成为一个趋势。加入 WTO 后，我国企业直面国际竞争，没有技术优势的我国企业，如果没有成本优势，将无法迎接外来的冲击。

事实上，养老保险费与费率的关系，如同税收与税率的关系一样，在适度的范围内，费率的提高可以增加养老保险费；但超过临界点即企业的承受力，费率过高，从长远看，反而会导致保险费的下降。为了构建新的养老保险体系，必须把立足点放在扩大就业，增加在职职工的数额上；把立足点放在扩大职工缴费工资总额的增长上。这样才能形成企业发展——就业增长、缴费基数扩大、拒缴和逃费的比例下降——养老负担降低、保险费总额增长的良性循环。

国务院制定的《关于完善城镇社会保障体系的试点方案》规定：企业依法缴纳基本养老保险费，缴费比例一般为企业工资总额的 20% 左右，目前高于 20% 的地区，可暂时维持不变，企业缴费部分不再划入个人账户，全部纳入社会统筹基金，职工依法缴纳基本养老保险费，缴费比例为本人缴费工资的 8%。个人账户规模由本人缴费工资的 11% 调整为 8%。总起来看，这个方案的实质是想通过将企业缴费全部纳入社会统筹来缓解统筹资金不足的矛盾。这不仅没有降低企业负担，还可能带来两个问题：一是降低职工退休后养老金的工资替代比例；二是会实际提高在职职工的缴费率，因为许多地区实际只有 4—5%，而这一负担最终有可能转嫁到企业头上。为了减轻企业负担，首先，应对缴费比例作出限制性规定，将企业养老保险费率严格控制在 20%。养老社会统筹保险基金当期收支的缺口，应主要通过调整财政支出结构来解决。为此，财政应厉行节约，大力压缩行政支出；财政投资应从竞争性部门彻底退出；要严格禁止为领导干部政绩和城市形象而大规模、超标准进行城市广场、行政办公楼、剧院等的建设。对确有困难的地区，应通过中央政府转移支付解决。其次，可以 2003 年为起点，将职工个人账户分新人、中人和老人三类情况。对于新参加工作的职工，法定缴费率起点可定为 5%，超额部分由个人自愿缴纳，在一定范围内由政府予以税收优惠。对于已参加工作的中人，由政府按实际工龄的长短及 1997 年缴费工资的 8% 补充个人账户的资金；2003 年起由个人按新人办法缴纳。已退休的人员仍按国家原来的规定发给养老金。这个方案的核心是让政府承担更多的养老保险之责，在减轻企业负担的同时，不降低原定的保险水平，具体细节可作进一步的研究。



第三，稳步推进将国有资产转化为养老保险基金的工作，尽快补偿转制成本。由于我国财政负债已经较重，不具备智利实行转制还有财政盈余的条件，通过大规模发行认可债券的方式补偿转制成本，具有较大的风险。比较可行的方式是将国有资产转化为养老保险基金。在传统的体制下，企业的利润全额上交国家财政。由于劳动者的报酬中没有包含养老保险等社会必要劳动，企业上缴的利润不仅包含劳动者剩余劳动，也包含劳动者的社会必要劳动。这部分必要劳动被用于国有企业固定资产的投资。为了补偿转制成本，必须将国有资产中用劳动者必要劳动形成的部分价值归还给为其做出过贡献的劳动者。

在我们看来，对已上市的公司，可以考虑根据补偿转制成本的需要，将一部分国有股通过协议方式转交给养老保险机构，规定在一定年限内不得出售，只获取红利收益；达到一定年限（如5年）后，养老保险机构可根据支付养老金的实际需要，将不超过10%的股份通过市场交易变现。对于新上市公司，可规定一定比例的国有股份交由养老保险机构持有，公司上市3年后，社会保险机构可根据需要进行转让交易。这是一种渐进的减持方式，既可以实现上市公司产权主体的多元化，促进上市公司治理结构的合理化，从而使上市公司的行为更为规范、公开和透明；可以弥补养老保险基金的不足，并且不会造成对股市的不利影响。

第四，大力推进证券市场的规范化进程，促进证券市场健康发展。规范的基本目标是让股票价格成为企业价值的综合反映，股价变动整体上能够反应企业内在价值的变化；股市的价值投资成为市场的主流，投机炒作不致过于活跃。为此，首先要进一步改革公司上市制度。要逐步放开对上市公司的数量控制，严格对上市公司资格的审核，对符合上市条件的公司应允许其上市，并按市场价格发行股票。其次，应严格上市公司的信息披露制度，对制造和传播虚假信息的公司及相关的中介机构要严格追究经济以及法律责任。再次，严格执行上市公司的退出制度，对于达到退市标准的上市公司应坚决让其退市。复次，应完善证券市场的结构，积极发展企业债券市场，推进“二板市场”的建立，并应允许场外交易市场的存在。此外，还应积极完善上市公司治理结构，并推进证券交易所及证券公司体制的改革。

第五，尽快制定有关养老保险基金投资多元化的法律和实施细则，稳步推进养老保险基金投资的多元化。就整个养老金的多元化投资而言，应优先放松对商业养老保险金的投资领域的限制；其次是放松对企业补充养老金投资领域的限制。对于养老保险基金，则应先放松对个人账户基金的投资领域限制，再放松对统筹结余资金的投资领域限制。为了提高养老保险基金多元化投资的效益，并有效地防范风险，应通过招投标的方式交由社会保险基金管理公司或基金投资公司来以市场化的方式运作。近期由财政部、劳动和社会保障部颁布的《全国社会保险基金投资管理的暂行规定》对代理机构和投资工具的选择作了原则性的规定，如基金管理公司实收资本不能少于5000万元人民币，近3年不能有违规行为，购买股票和金融、企业债券的比例不得超过总资产的40%等，这为养老保险基金的营运提供了基本的制度框架，但还应制定详细的实施细则。

在投资策略的选择上，养老保险基金应优先用于电力、通讯、供水、交通等垄断性部门的投资，以BOT的方式进行，由政府提供最低收益保证；在股票投资中，应优先考虑指数化投资。这是因为：其一，垄断部门的投资收益具有稳定性，加上政府的最低收益担保，投资风险较低。前些时，我国以BOT方式吸引外商投资，外商一般都获得了较高的投资回报。在我国国民储蓄相对充裕的条件下；应优先使用国内资金，至少不应国内投资采取歧视政策。同时，我国证券市场的规范化有一个过程，优先投资于垄断部门，可以减少投资的风险。其二，我国证券市场总体上处于发展过程中，虽然一些上市公司因经营管理不善将退出市场，但一些质量高的公司则会不断发展壮大，指数化投资可以规避上市企业的经营风险，并相对降低基金的经营成本。

