

促进养老金与资本市场协同发展

李东平 邱薇 孙博

养老体系比较成熟的国家和地区,养老金都是实体经济最重要的长期资金来源,推动了金融结构变迁和经济结构转型升级,这一点对我国经济发展方式转变具有重要意义。在我国现阶段,养老保障资金的结构、归集方式和管理体制还比较落后,养老资金尚未成为推动经济转型和结构调整的重要力量。

资本市场是养老基金保值增值的投资平台。不断完善的资本市场将有效促进养老金投资运营的公开化、透明化和市场化。因此,无论是从完善养老保障体系,还是从发展资本市场来看,都需要实现两者的协同健康发展。政策上可以从以下几方面入手:

(一)扩充资金来源,大力发展和完善养老保障体系

随着人口老龄化形势日趋严峻,我国的基本养老保险未来将面临巨大的养老金支付压力,因此,需要提前筹划建立稳定、可靠、多层次的养老资金来源渠道。

提高基本养老保险基金的统筹层次,建立投资运营体制,完善养老保障体系。我国基本养老保险基金除了一小部分委托全国社会保障基金理事会进行市场化投资外,其他主要购买银行存款和国债,投资收益不高,保值增

编者按:2013年中国老龄人口将达到2亿。养老问题已经成为中国经济社会发展的一块绊脚石。“养老金入市”由此提出并引发社会讨论。“养老金入市”其实是通过一整套制度安排,实现与实体经济的多层次需求有效对接。在2013年两会召开之际,探讨如何推动我国养老金与资本市场良性互动,借鉴国际成熟市场的做法和经验,进一步形成社会共识,具有十分重要的现实性和迫切性。

值压力巨大。因此,借鉴全国社会保障基金理事会及美国、新加坡、挪威等国养老金运营管理经验,可以在国家层面面对基本养老保险基金实施集中管理,市场化运作,提高基金运作效率,以获取合理回报,实现基金保值增值。

(二)进一步改革完善资本市场,为养老金投资运营、保值增值做好服务

经过多年发展,我国多层次资本市场建设取得一定成就,为养老金的保值增值搭建了基础平台。但是与国外成熟市场相比,中国资本市场起步晚,存在资本市场自身结构不平衡,投资品种不丰富等问题。因此,必须加快发展资本市场,促使市场结构更加合理和平衡,

逐步形成多层次、高效率、全覆盖的市场体系,以满足多元化的投融资需求,为养老保险基金等长期资金创造实现专业投资、分散投资、组合投资的市场基础。

与此同时,资本市场监管层也需要不断提高资本市场监管水平,增加市场的透明度,强化保护投资者机制;同时还要发展长期机构投资者,创新和丰富金融产品,为养老金保障体系建设提供更好、更成熟的平台,创造更加公平有序透明的市场环境。

(三)加大税收政策支持力度

资本市场与养老保障资金的良性互动,需要一系列的制度安排。如果我们合理借鉴发达国家相关制度安排,结

系的补充,但是近年来发展滞后、缓慢。从国外实践来看,税收优惠是企业年金制度发展的重要动力。因此,有必要明确和完善相关延迟纳税和税收优惠政策,进一步推动企业年金制度发展,使其成为多支柱养老保障体系的重要支撑。

(四)大力发展长期机构投资者

参照成熟经济体实践来看,养老金的管理一般都要经过市场化的遴选机制,选择专业的机构投资者,透明度高,运作规范,为养老金的安全运营和保值增值提供了较好的保障。

然而我国资本市场的投资者结构不合理,专业机构发展滞后。2011年底,我国股市内证券投资基金、社保基金、保险机构、信托机构等机构投资者占比为15.6%,境外专业机构只有1%。在欧美等成熟市场,机构投资者持有的股票市值达70%左右。和新兴市场相比,我们也有很大差距。国际证监会组织的数据显示,2010年马来西亚的境内专业机构持股市值占总市值的69%,境外机构占22%;韩国的境内机构占23%,境外机构占36%;阿联酋的境内机构占34%,境外机构占11%。可见,发展长期机构投资者,对于实现我国资本市场与养老金良性互动意义重大。

(五)澄清观念和认识上的误区

社会上围绕“养老金入市”的话题

进行了广泛的讨论,一些人简单理解为鼓励老百姓去买股票,甚至认为是拿老百姓的养命钱去托市。首先,养老金入市”这一提法是个别媒体或个人一种过于简单化的概括,有失偏颇。真正重要的是关于养老金管理一整套的制度安排,这套制度建议宜早不宜迟。其次,“入市”的市场,其实不只有股市,还有债市,包括最安全的国债,有国内市场,还有国外市场,在很多发达国家,养老金的投资范围涵盖十几个甚至更多不同的市场。误区之三是把养老金入市错误地理解为“救股市”。这种认识把养老金和资本市场之间互相推动、互相促进的关系对立起来。养老金进入资本市场,不仅促进资本市场的发展和完善,也是实现养老金保值增值的客观要求。

综上,从国外成熟经济体的发展历程和我国已有的实践经验来看,养老金和资本市场之间,是一个互相推动、互相促进的过程。如果没有资本市场的规范发展和健康成长,实现养老金保值增值的目标就无从实现。如果没有养老金等长期资金的支持,资本市场就缺少专业、大型的长期机构投资者,资本市场也不可能健康发展。因此,要汇集各方力量,加强顶层制度设计,共同促进养老金与资本市场的良性互动和协同发展。

国际经验表明,企业年金和个人养老计划往往是养老保障体系的主体。以美国为例,2010年底401(K)资金规模达到3.1万亿美元,占美国养老金总资产31%,占当年国内生产总值(GDP)的21%。而我国2011年底企业年金累计结余3570亿元,仅占当年养老金总资产的10%左右,占当年GDP比重不到1%。企业年金计划是我国养老保障体

系的重要组成部分,也是我国养老保障体系的重要支柱。建立和完善企业年金和个人养老计划,对于实现我国养老保障体系的可持续发展具有重要意义。

事实上,除了养老金的支付水平,原有养老金制度的不公平也是改革获得广泛支持的重要原因。通过改革,智利建立起一套较为公平的收入分配体系,提高了养老金体系运行的效率和公平性,对于智利走出80年代的经济危机起到了关键的支撑作用。

部分国家和地区养老保障制度的借鉴与启示

智利:新老平稳过渡 实现社会公平

李东平 姚远 孙博

智利于20世纪80年代初开始对养老保障体系进行彻底改革,确立了可持续发展的养老保障体系,并通过多种投资组合选择、最低收益保证、强制准备金制度以及参保者最低保障等制度安排,实现了新老制度的平稳过渡,促进了社会公平正义,优化了劳动力市场结构,开辟了参保人员投资国家经济、分享经济改革成果的新渠道,成为发展中国家建立现代养老保障体系的成功典范。

经过改革,智利养老保障体系的覆盖程度从1980年的60%提高到现在的100%,专业运作的个人账户投资收益受到保护,分享了经济改革的成果;同时,养老金投资也成为推动国民经济发展的力量。有研究预测,智利养老金占GDP

的比重将在2020年达到80%左右。近年来我国养老保障体系的建设取得明显进展,但发展水平仍相对滞后,以现收现付的传统模式为主,收支不平衡矛盾日益突出,智利养老保障制度的改革转型经验无疑具有重要借鉴意义:

(一)公平、可持续的养老保障体系是维持社会稳定和经济发展的长远大计

智利虽然早在60年代末期就出现改革的提议,但其养老保障体系的彻底改革真正开始于80年代初,而此时也正值拉美经济出现严重的债务危机。一方面,严重恶化的经济对于弱势群体和低收入人群的影响更大,进一步激化各种社会矛盾,促使政府下决心废旧立新,对智利深层次社会制度进行调整。

事实上,除了养老金的支付水平,原有养老金制度的不公平也是改革获得广泛支持的重要原因。通过改革,智利建立起一套较为公平的收入分配体系,提高了养老金体系运行的效率和公平性,对于智利走出80年代的经济危机起到了关键的支撑作用。

(二)顶层设计是养老保障体系协调发展良好运作的重要前提

智利的养老保障体系在20世纪70年代还是单一的大锅饭模式,由于管理不当引起诸多社会矛盾。智利政府下定决心统筹考虑,分离第一和第二支柱,建立第三支柱,自此形成较为完善的、适合其国情的养老金体系。为解决新旧制度过渡产生的改革成本,智利政府作了长远的测算并提供财政支持,确保了改革的持续推进和深化。

(三)做好风险防控体系,保证弱势群体的最低收入

养老体系的改革必然面临多重困难和风险。因此,建立一个多层次的风险防控体系,明确政府和个人的责任,是建立一个完善的养老保障体系所不可或缺的。同时,对于特殊人群(如残疾人、失能老人、极低收入者等),政府有义务实行最低保障原则。

(四)投资限制与市场发展阶段和积累经验程度相适应,逐步扩大投资灵活性

智利政府对于养老基金的投资品种和投资范围的限制,在长期探索中逐步放开,养老基金获得越来越多的投资决策权,市场化运作经验逐步积累,投资手段也越来越成熟,充分实现了养老金的保值增值。

挪威:资源支撑 弥补未来

李东平 姚远

面对人口老龄化挑战,全球都在进行养老金制度的探索和改革。利用本国的资源禀赋优势建立养老储备基金,是一种国际通行的有效做法。其中,挪威政府利用石油资源建立全球养老基金,是一个成功的范例。截至2012年6月30日,挪威全球养老基金的总资产约合5940亿美元,持有全球1%的股票,成为全球第二大主权财富基金。挪威建立石油资源支持型养老基金的成功经验,对改变我国养老金积累不足、管理相对落后、运行效率不高等状况具有重要借鉴意义。

根据第六次全国人口普查数据,我国60岁及以上老年人口已达1.78亿,占总人口数的13.6%。预计2020年老年人口将达2.4亿,占总人口数的17.2%,面临深度老龄化问题和养老金支付高峰风险。挪威建立全球养老基金的经验,对解决我国养老保障问题具有重要的借鉴意义。

一、利用优势资源扩充养老金来源

挪威政府利用不可再生的石油资源收益,成立专门的资源支持型养老基金,不仅为人口老龄化提前建立了丰富的储备,也是“弥补未来”造福后代的重要举措。“弥补未来”是挪威全球养老基金建立的基本信念。

我国养老保障资金来源不足、不可

持续的矛盾日益突出。借鉴挪威经验,可以根据不可再生资源的储备与消耗情况,利用我国经济资源优势,建立以资源为支撑的养老金补充渠道。

二、集中管理与专业化管理相结合

挪威全球养老基金在集中管理的基础上,通过外包服务等方式,提升了专业管理水平,节约了管理成本,提高了运营效率。具体包括将证券托管外包给摩根大通和花旗银行;将风险管理外包给全球领先的信息技术服务提供商。挪威全球养老基金实行集中管理、专业化运作的做法,有助于实现基金规模增长、投资范围扩展与投资管理经验积累之间的平衡。

三、引入定期评估机制,适时调整投资范围

挪威每隔三年就要修订一次全球养老基金的投资政策,投资范围从最初的国债逐步扩展到债券、股票、房地产以及新兴市场等多个领域。定期评估调整的做法,有助于实现基金规模增长、投资范围扩展与投资管理经验积累之间的平衡。

投资范围法定,并辅以行政控制是我国养老保障资金管理的重要特征,已很难适应形势发展的需要。建议引入定期评估调整机制,根据市场变化、管理模式、经验积累等因素,定期调整投资范围。

新加坡:政府主导 市场运作

李东平 孙博

新加坡采取“国家资本主义”模式,强调政府在经济社会运行中的调控和主导作用。在中央公积金制度运行中体现政府集中管理的特点。各社会保障项目都集中到中央公积金计划中来,由政府统一提供。不仅包括住房、养老、医疗等项目的制度设计,而且包括政府统一提供的产品和服务,如政府出资建设的组屋、经营的医疗机构等。在公积金的归集和管理上,中央公积金由雇主和雇员缴费,但是必须由中央公积金局作为政府代表,负责相关制度规则的制定,由中央公积金局下属的政府投资公司负责大部分资金的投资运营。

新加坡中央公积金计划是储蓄型保障模式的典型代表,其核心特征是参保者在就业期间,按照储蓄方式积累养老保险基金,以此作为退休后的经济来源。新加坡中央公积金大部分由新加坡政府投资公司负责具体投资运作,通过200多名投资专家在世界范围内进行资金投资,其中大部分资金投在北美,其次是欧洲和东亚国家。

新加坡中央公积金对我们的启示:

一、强化社会保障资金的市场化运作

2011年底,我国基本养老保险基金结余累计1.95万亿,医疗保险基金结余累计4015亿元,失业保险基金结余累计2204亿元、住房公积金结余累

计2.1万亿,合计约4.6万亿。现行体制下上述资金只能进行银行储蓄和购买国债,机会成本很高,隐性损失巨大。可借鉴新加坡中央公积金管理体制,将具有一定相似属性的资金,尤其是长期结余的资金,集中起来,通过市场化方式,进行投资运营,减少管理成本,发挥规模效应。

二、加强储蓄型养老保障体系建设

除了新加坡的中央公积金制度外,在养老保障体系发达的国家,基金积累的储蓄型养老金计划往往成为养老保障体系的主体。我国基金积累制的企业年金计划发展滞后,个人税收递延型养老计划缺失,成为我国养老保障体系建设的短板。借鉴新加坡储蓄式的养老金计划,可大力发展企业年金和个人税收递延养老计划,并依托多层次资本市场,市场化运作,实现保值增值。

三、政府发挥合理的主导作用

当前养老保障体系改革,可以借鉴新加坡政府在中央公积金制度中功能定位。如可以考虑划拨国有资产及其红利,转移优势资源税收收入,为养老保险确立长期稳定资金来源,并做实个人账户。对社会统筹的社会保障资金,以安全性和流动性为基础,由政府专门机构集中管理,市场化运作;对企业年金及职业年金,在规则公平的基础上,坚持市场化原则,扩大参保者自主选择权,确保保值增值目标。

香港: 强制积累与市场选择结合

李东平 邱薇 孙博

2000年,香港开始实施覆盖全港的强制退休保障计划——强积金制度。这个制度快速稳定地实现了从自愿性的退休保障体系向强制性的转换,顺应香港“回归”后人口老龄化发展趋势。2011年香港65岁以上人口占总人口比例约为13%,预计2040年该比例会快速上升至30%;现在约6个就业人员承担1名老人的退休开支,届时将降为2个就业人员承担,压力倍增。根据香港国际金融中心特色,以强制积累和市场选择为核心,着力打造香港养老保障“第二支柱”,对香港资本市场的发展和社会经济的持续繁荣起到重要的稳定作用。诚然,香港的情况,与中国内地有诸多的不同,但其立足实际,尊重规律,依托资本市场建立养老保障体系的顶层设计思路,对仍在努力探索的中国内地养老保障制度及投资运作模式来说,香港经验无疑很有借鉴意义。

中国内地在人口规模、经济规模、地域差异以及经济发展阶段、金融基础设施条件等方面均与香港存在较大差异,我国的养老保障体系存在多种制度并存、区域发展极度不平衡、资金管理分散和运营效率不高等问题,不可能照搬香港模式。但香港强积金的制度建设和运营管理经验,为我们提供了很多有益的启示:

一是未雨绸缪,完善养老保障体系刻不容缓

中国已于2000年左右开始进入“老龄化”社会,未来30年老龄人口将呈现加速增长态势,面临“未富先老”的严峻形势。由于历史原因和特殊国情,我国的养老金缺口也颇受争议。根据曹远征和马骏研究团队关于国家资产负债表

的计算,养老金缺口是我国国家资产负债最大的中长期风险。在现有养老制度不变的情况下,今后38年中,养老金累计缺口占GDP比重将高达75%,其收支压力来自自制度的转轨成本和老龄人口的急剧增加。因此,养老保障体系的改革关乎亿万退休人员福祉,关乎社会和谐建设,也关乎我国经济的健康发展,必须加强研究,未雨绸缪。

二是完善养老保障体系,需要倡导市场竞争,提高运作效率

香港的退休保障制度并没有照搬世界银行1994年倡导退休保障三大支柱,

而是采取了强制性的完全积累制,既覆盖了所有就业人口的退休保障,又充分发挥了香港市场竞争的优势。账户持有人可以根据投资收益和风险的高低自由选择投资组合,促进了投资管理人的竞争,为账户持有人提供更丰富和更合适的投资选择,保证养老金的保值增值要求。此外,即将推行的“雇员自选安排”允许账户持有人在一定程度上可以选择受托人,通过引入市场竞争来降低收费标准,提高服务水平。香港的这些经验,或许正反映了我们现行社保制度的局限和缺陷,因而值得借鉴。

三是完善养老保障体系,需要专门管理机构的努力,更需要加强与金融监管机构协同配合。香港积金局是根据《强制性公积金计划条例》于1998年9月成立的独立政府机构,负责强积金制度的立法和规管。积金局与香港金融管理局、保险业监督、证券及期货事务监察委员会明确分工,各司其责,建立了一套完整的监管体系,既维持了公平自由的市场竞争,又降低了政府的监管成本。

四是养老保障体系的制度设计需兼顾安全与效率目标,符合成本效益原则。在香港强积金制度中,除了受托人和投资管理人不得为同一机构外,其他角色可以兼任,因此受托人、账户管理人、托管人多为同一主体,运营效率非常高,客户服务质量也得到较好的保证。这也许为我国的

企业年金制度提供了一些启示,合理的制度安排,既可以相互制衡以维持资产的安全性,又可以提高运作效率,减少缴纳人的成本。

五是完善养老保障体系,需要不断更新理念,调整运作方式。我国的基本养老保险制度创新地采取了现收现付型社会统筹与完全积累制型个人账户相结合的部分积累制度。由于我国所处的经济发展阶段和制度不完善因素,不仅基本养老保险的缴费率较高,而且各级财政补贴的力度也很大,在财政收入增速放缓的趋势下,改革和完善养老保障体系的要求越来越迫切。能否降低强制性缴费的门槛,并由部分积累制向完全积累制转型,以减少对政府财政的依赖,需要不断更新我们的思想理念,积极借鉴国内外养老基金参与资本市场实践的经验和教训。

(本版文章作者供职于中国证监会研究中心、北京证券期货研究院)