

截至2011年三季度,美国养老金规模12.5万亿美元,占居民总资产17.6%,占美国交易所市值85%

# 美国养老基金12.5万亿美元 投资偏爱股票



穆启国 姚卫巍 李皓舒 顾益辉 谢志才

## 美国四类养老金规模达12.5万亿美元

美国居民养老的资金主要来源于个人参加的养老计划。1980年以前,美国居民储蓄承担了养老的重要角色。自20世纪80年代后,居民储蓄率不断降低。政府为鼓励居民储蓄养老,通过了一系列法案如暂时免税等,来帮助推广养老储备的理念。居民养老储备基金在总资产中的比例迅速上升,在20世纪90年代末达到顶峰。据美联储统计,截至2011年三季度,养老储备基金在美国居民总资产中的比例为17.6%,总规模达12.5万亿美元。相对地,2011年底美国居民储蓄率则降到3.5%的低位。

从养老计划类别看,美国居民养老计划主要分四种:固定缴款计划(DC, Defined-Contribution, 包括401K)、固定收益计划(DB, Defined-Benefit)、政府养老金计划和个人储蓄养老计划(IRA)。其中,最常见的是DC计划下的401K及IRA。DB和DC产品最主要的区别在于:DB是由发起人承担与所承诺的退休金相关的风险,员工取得的养老金与基金收益无关;而在DC计划中,受益人承担投资风险,其所能领取的养老金金额取决于退休账户余额。

中国养老保险和社保基金现况:

# 基本养老保险股票投资比率基本为零

## 规模:养老保险体系和社保各约21800亿和8400亿

中国的养老保险体系可分为基本养老保险、企业补充养老保险(即企业年金)、个人储蓄性养老保险。其中,基本养老保险重要性及规模均首屈一指,当前企业年金仅为以大型央企为代表的少数财力雄厚的大型企业。在金额上,截至2010年年末,全国基本养老保险结存规模为15365亿,较2005年增加11324亿,期间复合增长率为31%;2010年末企业年金结存规模为2809亿,较2006年910亿元增加1899亿,期间复合增速为33%。由于2011年经济形势较差,工资上涨幅度有限,我们以20%增速并以2010年养老保险18174亿(基本养老保险+企业年金)的基数预计2011年年末基本养老保险与企业年金总和为21800亿,与监管层对养老金存量规模的估算基本一致。

社保基金理事会管理的基金由两部分组成,分别是:1、全国社会保障基金:为中央政府集中的国家战略储备基金,由中央财政拨入资金、国有股减持或转持所获资金和股权资产、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益构成。2、个人账户基金:为社保基金会受做实个人账户试点省委托管理的个人账户资金及其投资收益。2010年年末,社保基金理事会总资产规模为8566.90亿,其中社保基金理事会直接管理的规模约占58%,委托基金公司与其他机构管理的总规模约为42%。上述总资产总额扣除负债后的权益资产总额为8375.58亿,其中全国社保基金权益7809.18亿元,个人账户基金权益566.40亿元。

## 养老保险与社保基金投资类别有参差

在资产投资模式与类别方面,

## 美国养老基金偏好股票

和其他国家相比,美国养老基金资产配置上明显表现出对股票的偏好。按OECD统计,2010年美国养老基金股票投资比重为49.3%。以401K为例,养老基金股票投资中接近80%是以股票型基金为标的,只有不到20%是采取直接股票投资。需要提示的是,美国养老基金市场主要以私人投资机构为主。而其公共养老储备基金则不允许涉足股票,完全投资于固定收益产品。

## 84%股票配置标普500成分股

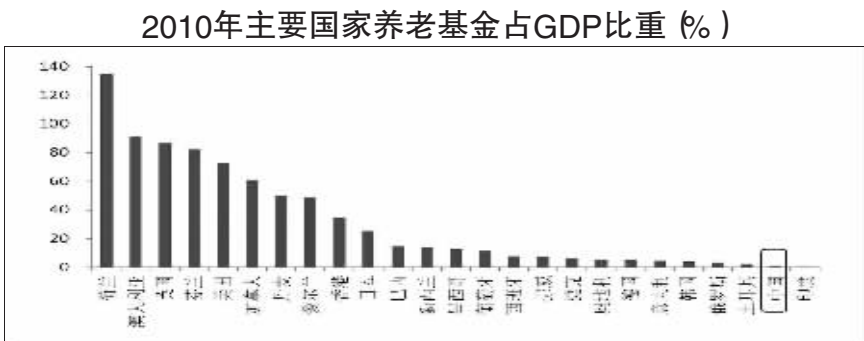
美国养老基金已成为美国股票市场上最主要最稳定的资金来源。据美联储统计,美国养老基金规模相当于美国交易所市值的85%左右。而按ICI统计,养老基金规模则超过了美国交易所市值。受益于其庞大的规模,可以在相当程度上保证资金不断地、

定期地注入美国证券市场,为美国证券市场提供了强有力的稳定机制。

由于养老基金对稳定收益的需求,其行业配置风格较为稳健。根据Jeffrey R. Brown, Joshua Pollet, Scott J. Weisbenner 2009年对20家州养老基金自1980年以来的行业配置研究发现,养老基金中84%的股票为标普500成分股。分行业来看,养老基金配置与行业市值占比高度一致,其差值在正负1.5%以内。其中,配置明显高出市值的为制造业、耐用消费品;通信和公用事业的配置则明显低于市场占比。

从美国养老金的资产配置情况来看,1998年以来的趋势是股票资产占比下降,债券资产占比提升。因为具体的行业配置数据难以获得,我们可以根据资产配置的比例变化来推测:高分红的类债股票也是其配置的重点。

(作者系华泰联合证券分析师)



■链接 | Link |

## 海外养老基金：64个国家债券配置平均占比50%

华泰联合证券策略团队

海外养老金市场规模十分庞大。按照经合组织(OECD)的统计,2010年全球64个国家(34个OECD国家和31个非OECD国家)养老基金总规模为20万亿美元。其中,OECD国家养老基金规模占比高达96%以上。按照养老基金相对规模来看,2010年主要国家如美国、英国等养老基金占GDP的比重均超过50%。根据OECD的口径,中国养老基金占GDP的比重为

0.7%。由于OECD统计的仅是实际进入市场投资领域的养老基金,中国的数据是按照企业年金的规模计算的。如果将全国基本养老保险一并纳入统计口径,2010年中国养老基金占GDP的比重为3.8%。和世界上其他国家相比,中国养老基金规模远远低于平均水平。

从资产配置上看,大多数国家养老基金资产配置以债券为主,平均占比在50%左右。而中国香港、美国、芬兰、澳大利亚等国家则明显表现出对股票配置的偏好。

## 养老金企业年金将合力为A股“添薪”

华泰联合证券策略团队

2012年1月20日,媒体进一步确认,委托社保管理的养老保险资金将参照社保权益资金的投资模式。由此,养老基金入市已经进入实际操作层面。

因企业补充养老保险已交由专业机构委托管理,已有部分投资股票,故该部分存量资金不构成市场资金增量,企业年金增量对市场资金构成无影响。个人储蓄养老保险也已通过保险机构投资,部分参与市场,对市场增量资金也无影响,因其规模较小,我们忽略其增量部分。由此,存量资金对市场影响最大的部分,还在于基本养老保险扣除已经委托社保基金管理的部分,在2010年,这部分资产规模相当于14798.6亿。

我们对2011年~2012年养老保险、企业年金进行情景分析,从而测算其对市场资金供给的影响。在这之前,我们首先以20%的增速测

算2011年及2012年基本养老保险、企业年金的存量与增量。

由此,我们预计2012年基本养老保险的规模将在22125亿左右,扣除委托社保部分的566.4亿,可投入市场的资金约在21558.6亿;2011~2012年企业年金增量累计为1236亿。因此,在2012年年底,尚可投入的总资金为21558.6亿+1236亿=22974.6亿。

我们对基本养老保险委托社保投资的比率、投资股票的比率进行情景分析,并对企业年金投资股票的比率进行情景分析,得出在不同情境下,养老保险存量及增量资金及企业年金增量资金对市场资金面的影响。在中性假设下,我们预计2012年年底基本养老保险委托社保投资比率为30%,投资股票比率为25%,则基本养老保险将为股市带来增量资金1617亿;假设增量企业年金投资股票比率仍为20%,则将为股市带来增量资金247亿。两项合计金额1864亿,约为2011年全年股票型基金发行总规模的1.5倍。

## 国内社保基金配置侧重高分红收益率兼低PE股

华泰联合证券策略团队

社保基金对于股市的顶部和底部的把握非常准确。根据A股前十大流通股股东中出现社保基金的情况,可得到社保基金的持股及大致的加仓趋势。2006、2007年社保股票投资金额不断提高,2007年二季度达到高点326亿,三季度开始减仓。2008年三季度是市值低点88亿,四季度开始加仓。剔除价格因素,2008年下半年至今社保的持有市值不断提高,原因在于其总资产规模在不断扩大。

## 社保基金投资风格：高分红收益率、低PE

社保配置权重较高的行业的分红收益率都比较高。中国社保目前配置权重较大的行业包括金融、机械、地产、医药、交运。根据2011年三季报披露的流通股东持股情况,社保持股权重按行业加总发现:社保配置权重较高的行业的分红收益率都比较高、市盈率都比较高。

根据香港岭南大学副教授俞志友2007年做的研究,社保基金的投资风格显著倾向于低PE、高分红、低股价波动率、低Beta、资产负债率中等偏低的上市公司。而从股票的机构持有情况看,93%的股票都是机构持股超过0.1%,85%的股票机构持股超过1%。

## 社保基金行业配置趋势

上游煤炭、有色行业配置的波动比较大,三季报趋势向下。社保在2006、2007年对于煤炭的配置很低,没有获得超额收益;2009年大幅加

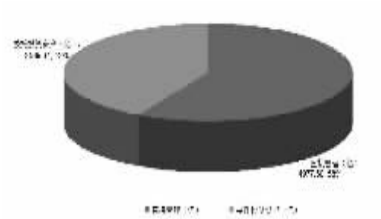
仓煤炭,2010年减仓,波段很成功;2010年底到2011年加仓煤炭也没有获得超额收益,2011年下半年开始减仓煤炭。社保对有色的波段更为成功,抓住了2006年和2009年两波,但2007年初过早减仓有色。

中游原材料行业钢铁、化工配置维持低位,建材配置趋势向下。社保对于钢铁的持有期比较短;化工除了2008年上半年大幅加仓,其他时候配置都较低;建材2010年的加仓获得了超额收益,2011年二季度开始减仓建材。中游制造行业机械、轻工、信息设备行业配置趋势向上。社保对于机械的配置较稳定,但2009年的减仓较为失败;轻工2007年大幅加仓,2008年大幅减仓;信息设备行业2008年以来配置的大趋势向上。

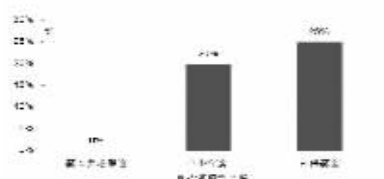
下游可选消费行业汽车、家电配置趋势向下,房地产2011年下半年开始加仓。社保在2009年大幅减仓汽车较为成功,2009年开始重新加仓,2011年开始减仓;家电从2009年开始持续加仓,2011年开始减仓。房地产2009年中开始大幅减仓,2011年下半年开始加仓。下游日常消费行业食品饮料、商贸配置趋势向下,农业、医药加仓。社保在2010年下半年开始过早减仓食品饮料,目前趋势向下;农林牧渔在2010年大幅加仓,目前仍在高位;医药从2010年下半年开始减仓,较为成功,2011年三季度开始加仓。

科技行业TMT趋势向上,信息服务配置较低,趋势向上。社保在2003年之后持续减仓TMT,2010年开始加仓,大波段较为成功;信息服务从2009年之后持续减仓,目前是历史低位,2011年三季度有加仓趋势。

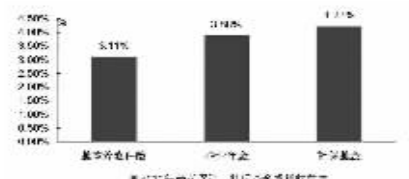
### 社保基金资产管理情况



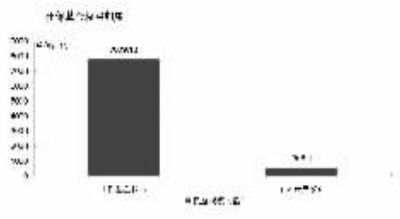
### 养老保险社保基金投资股票比率估计



### 2010年养老保险社保基金投资收益率



### 社保基金权益归属



数据来源:华泰联合证券 张常春/制图