

□ 袁 东

社会保障性基金与证券市场关系的比较分析^{*}

对中国证券市场来说比较陌生的,正是西方发达市场上人所皆知的机构投资者,即合同性储蓄(CONTRACTUAL SAVINGS),主要包括保险基金和共同基金,两者总资产规模占GDP的份额到90年代已超过90%(世界银行,1995),这些机构掌握了大部分资本,主要投资于证券市场,对于市场运行起着举足轻重的作用。

中国的社会保障体系除了社会保险以外,还包括社会求助、社会福利、社会优抚和安置。即使社会保障,也分为养老保险、失业保险、医疗保险、工伤保险和女工生育保险等。但就资金的规模与运用影响看,主要还是社会保险中的养老保险基金。因此,这里探讨的主要是养老保险基金。

一、国际的经验和启示

随着经济发展水平的提高和人口老龄化问题的日益突出,人们开始越来越注重对没有劳动能力的老龄人口的社会保障体系的建设,在近乎整个20世纪,各个国家的政府采取和试行着各种不同的模式。

就世界各国的现存制度看,以支付方式是“以支定收”(DEFINED-BENEFIT)还是“以收定支”(DEFINED-CONTRIBUTION)分而有“现收现付式”(PAYS-AS-YOU-GO VERSUS FUNDED STATUS)和“资本积累式”(CAPITAL FUNDED)两种保险制度,前者主要是由工薪税或社会保险税作为资金来源,后者主要是来自于非税收性质的“个人交费”。关于养老保险基金与证券金融市场的关系,也主要是就资本积累式养老金运营而言的,因为以税收为来源的以支定收的制度,其资金纳入政府预算管理,与资本市场的关系是间接的。所以,值得注意的是,资本积累式养老金是一种追求资本增值的储蓄方式,而且是一种增加长期国民储蓄的力量,是一种融资制度,因而也就成为机构基金的主要来源,在一国资本市场发展与现代化过程中产生一定的作用。为此,下面重点就这种制度下的养老保险基金与证券金融市场的关系谈几点看法:

(一)养老保险基金的数量越来越庞大,已经成为一国甚至全球资本市场的重要推动力量和融资来源

无论是经合组织(OECD)的西方发达国家,还是拉美的发展中国家以及东亚的新兴市场

^{*} 本文为国家自然科学基金委员会“九五”期间重大课题(“金融数学、金融工程与金融管理”)的子课题(“国债管理与利率研究”)系列研究成果之一。

国家,保险基金的积累越来越大。经合组织的这一基金占 GDP 的份额均在 35%以上,东欧国家也在 10%以上(世界银行,1997)。显然,这一基金已经成为国民经济投资的重要来源。或者说,这部分基金如何运用将对资本市场运营产生较大影响,也涉及到一国资本配置效率状况。

(二)增加了长期国民储蓄

很显然,不管是强制性的还是自愿性的养老保险,它都增加储蓄总量,而且因养老保险本身的性质,即只是在人老需要社会保障之时才予以支付,所以,它是一种长期储蓄。养老保险基金的增长,无疑提高了一个国家的长期国民储蓄率,这当然有利于增加生产性投资和国民经济产出量的提高,反过来也有利于增强人们的福利水平,对于达到和维持帕累托最优的资源配置是积极的。

(三)资本市场的发展是支撑资本积累式养老保险制度的重要前提条件

养老基金如果不是以保险税或所得税为来源、由国家预算安排支出,而是成为一种以非税收形式集中的资本积累,尤其是以个人帐户为基础而由竞争性私营机构营运的保险基金时,如何保持一定的收益率、确保养老基金的既定给付率,是基金管理者所首要考虑的问题,即要将庞大的基金作何运用,才能取得资本增值的目的,应是该种基金制度生存与发展的基础。而这个基础条件就是一国资本市场的一定发展,因为只有一个竞争有效的资本金融市场才使庞大的养老基金找到合适的投资运营渠道,才能使以养老金形式存在的储蓄有效地转化为投资,才能谈得上促使总产出量和福利水平的提高。否则,即使现实的资本,也不一定就会产生生产性和有益的投资,因为缺乏资本市场的条件,没法使通过养老基金形成的现实资本得到有效配置,没有比照的价格依据也就没有长期可靠的收益来源,也就不可能不影响基金的生存与扩展。

(四)管理良好的养老保险制度对证券金融市场的安全性、规模、深度与广度的增加产生积极的推动作用

首先,如果养老保险机制健全,基金管理良好,尤其是资本积累式的养老制度,会将更多的个人节余变为长期稳定的储蓄,并通过基金管理机构和信托机构转变为资本市场上的投资,因而不仅能够增加储蓄总量,而且还能够将储蓄从地产、珠宝中转至金融市场,这对金融市场规模的扩展以及储蓄转化为投资中规模经济效益的提高显然是一种积极的推动力量。

其次,养老基金是一个资产量庞大并相对稳定的长期投资营运机构,因为基金的长期储蓄性质决定了这类机构多以长期投资为主,并以稳健为原则,因而养老基金实力的增强,也就表明证券金融市场上机构投资者的增强,他们的内在属性决定了养老基金不但是提高证券发行、二级市场运作效率的一个支柱,也是稳定市场的一支力量,这不能不说是确保证券金融市场安全性的积极因素。

第三,对于单个人而言,参与养老基金计划具有经常性支付特点,所以,人们为了满足这一基金的该种特性,需要开发新的证券金融产品,比如“年金”类产品、定期付息的附息债券,以及为了保障养老基金资产组合收益稳定性的套期保值类金融衍生产品等。可见,养老保险基金的营运还是金融市场深化的一个促动因素。

第四,出于对养老基金参与资本市场运营之需,行之有效的各种投资管理机构、保险公司、投资银行、商业银行等金融中介机构也要有相应发展,甚至基于竞争压力而导致更大的发展,这无疑对创造一个竞争有序、运作效率不断提高的资本市场是至关重要的。

仅就资本积累式养老金制度与资本市场的关系看,实践中也提出了如下使人深思的问题:

1. 人们在不同储蓄方式上的替代性,使有些国家的国民总储蓄水平能否随着资本积累式养老金的规模扩大而扩大,仍是一个值得关注的问题。一般地,不管是以税为基础的现收现付式养老金制度还是以费为基础的资本积累式养老金制度,多半都是强制性储蓄的一种方式,当然以税为基础的更直接和明显些。在人们收入水平与消费水平一定的情况下,储蓄水平也是既定的,强制性储蓄多了,人们参与商业性的自愿储蓄就少些,两者是一种替代关系。所以,强制性储蓄的增长自然带来较高储蓄水平的增长,但也不应以此为依据而将强制性储蓄说成是推动国民总储蓄水平提高的唯一因素。

2. 通过积累式养老金形成的现成资本因资本市场不健全而难以产生有效的生产性投资。这主要是指那些发展中国家市场具有新兴特征,资本市场是支离破碎的,比如各种金融工具缺乏,尤其是缺乏那种定期付息的10年期以上的长期债券,国有企业改造的过渡性使得公司债券的风险特别大,股票市场因缺乏有效监督和经济体制的内在原因而呈现异常突出的投机性,波动剧烈,这些都使积累式养老基金难以有效地组成资产,将筹集的资本用到高效率的生产性经济活动中,多半在投机领域游荡,收益的不确定性和因泡沫成份而造成的基金流失,恐怕是管理者面临的头等问题,因为很难通过资本市场确保适当的收益,说不定是置基金于瘫痪的一个因素。墨西哥与东南亚的金融危机、中国股票与期货市场的骤涨骤跌、南美证券市场的泡沫无不说明这些问题。

3. 市场利率的不确定性难以保障积累式养老金安全高效的要求。资本积累式养老制度所形成的基金,其安全高效即其收益的稳定可靠,至少能够确保一定的给付水平,这需要通过资本市场的运营来实现,但这能否实现,归根结蒂取决于市场利率的变动。人所皆知的是,经济的波动性决定了市场利率的易变性,尤其是新兴市场国家的通货膨胀始终是困扰经济政策和社会生活一个问题,较高的通胀率不仅使实际利率较低,进而影响养老基金的实际收益,而且经济的多变性和快速增长特性也很难对未来市场利率有个准确的预期,从而也影响着基金经营管理决策的正确性和基金投资的收益水平;而且现实的实际利率能否支撑起养老基金所需的最低给付标准,还是一个问题。

4. 巨额养老基金的积累本身也对资本市场形成压力,在形成利率下降压力的同时,也为基金投资收益水平的提高制造障碍。特别是在竞争性私营机构管理积累式养老基金的情况下,为了增强竞争力量竞相千方百计增加所筹资金量,因而总的基金规模越来越大,集中了日益庞大的社会资本,然后纷纷云集资本市场,企求较高的投资收益。如果这超出了经济的应有吸收能力,势必形成对资本市场的巨大压力。当然有人也会反驳说,这在发展中国家是很难想象的,因为发展中国家的高速经济增长需要大量资本,其经济环境是资本短缺型的。这的确不错,然而资本短缺和现实资本能否转化为有效投资是两码事,即使资本短缺,但如果储蓄向投资转化的机制不健全,渠道不畅通,照样会形成资本的相对过剩和资本浪费,尤其是对那些由中央计划经济转轨过来的新兴市场国家而言(象中国),信贷计划管理的思想和体制仍在对某些领域产生影响,证券的发行受到限制,一般实行“规模额度控制”,因而在既定时间段内,资本市场以至经济对资本的吸收能力仍是有限的。尽管资本并非充裕,也不管这种有限吸收能力的状况是主观使然还是来源于客观因素的制约,反正事实总是如此。那么,巨额养老基金积累所形成的压力,有可能使利率下降,或者垄断有限的证券品种投资,而利率的下降尽管有利于刺激经济增长,却带来了养老基金投资收益水平的随之下降。对此,不能不引起政府管理者和基金营运机构的重视,因为在某些国家养老基金积累的资产毕竟已占到GDP的40%以上,而且在达到

全面支付基金之前,这一比例还会增加。更值得注意的是,私营积累式养老基金的管理者以追求高收益为重要目标,如果因本国利率水平下降而影响这一目标的实现,很可能在趋利机制的支配下流向海外,导致资本外流,这不但加重本国的资本“绝对”短缺程度,对本国资本市场的发展恐怕也是消极的。

由此,上述的对比分析说明了以下两个问题:

一是很难说现行人们讨论的现收现付式和资本积累式的两种养老保险制度哪一个更优,因而有人提出只能是两者互补、共同存在,共同发挥在积聚和配置资本过程中对补偿劳动力价值的保障作用。对此,政府的补贴性支出和税收因素不可能被完全排除在外,因为这本来就属于社会性保障和福利制度的组成部分,并非是纯粹的个人产品,而是带有公共产品性质,至少属于“混合产品”。那么,公共部门和民间私营部门都应对该种产品的生产、提供发挥作用,有所作为。

二是仅就养老保险基金与资本市场的关系而言,不容否认的事实是,养老基金是资本市场上的主要机构投资者之一,对于资本市场的发展起着补充资本甚至是某种程度的支撑作用。当然,资本市场的发展也是促进养老保险任务从由政府完全负责走向政府与民间共同张罗、减轻政府财政压力、提高这一制度效率的重要前提性条件,但不能因此而夸大养老基金对资本市场的作用,以及忽视这一基金对资本市场的不良影响,或者将养老基金的营运过份依赖于对资本市场的投资,或者为了发展资本市场而尽可能将养老基金引入资本市场,尤其是故意增加对资本市场中那些高风险组成部分的投入。否则,这对资本市场的健康运行和养老基金制度的生存都是一种危害。

这种结论性认识对于目前的中国尤显重要,因为中国已经出现了不良苗头,包括:一是证券市场的管理部门和经营机构为了催促这一市场的发展,将眼光过多地集中于包括养老基金在内的社会保障基金,不切实际地认为这些机构一进入市场,就会带动市场的更大发展,甚至有时想以此作为“救市”的良方(实际是为维持市场的高投机性而作出的损害大多数社会成员利益的想法);二是各类社会保障基金的管理部门也寄望于证券投资,迫不及待地想参与一时哄涨的证券市场,捞取投机收益,或者认为只要允许其广泛参与证券市场,就能获得较高回报,就能促进保障制度的进一步发展。这两种认识都是危险的,国际上的经验教训和相应的理论研究已很好地说明了这些问题。那么,对中国的情况又应如何认识呢?

二、中国的社会保障基金与证券市场分析

作为中国社会保障制度核心部分的社会保险,主要是养老保险,其又被分为三个部分,城镇企业职工养老保险、机关事业单位职工养老保险和农村社会养老保险,往往可将前两项合并,分为城镇职工养老保险和农村社会养老保险。其中前者起始于1984年的职工退休养老金,1986年建立了合同制工人退休保险制度,1991年起国务院要求建立基本养老保险、企业补充养老保险和个人储蓄性养老保险相结合的多层次养老保险,实行国家、企业、个人共同负担,1995年起明确规定实行基本养老保险制度要实行社会统筹与个人帐户相结合的部分积累式方案;农村社会养老保险制度是从1991年开始的,当时,政府决定在一些富裕的农村地区开展以个人帐户为基础的个人储蓄积累式的农村养老保险制度的改革试点。

到1995年末,参加企业职工养老保险社会统筹的在职职工达8997万人,占全国企业职工总人数的79.3%;参加社会统筹的离退休人员2310万人,约占全国企业离退休人员总数的

97.6%；企业职工基本保险基金收入 943.27 亿元，支出为 829.5 亿元，当年结余 113.77 亿元，历年滚存结余 441.25 亿元。全国已有 1500 多个县开展了农村社会养老保险制度试点，5000 多万农民参加了这一保险，1995 年保费收入达到 62 亿元，到 1996 年超过 100 亿元。除此之外，从 1996 年起，中国还建立了企业职工失业保险制度，到 1995 年末，全国参加这一保险的在职职工 8271 万人，占全国企业职工总数的 72.8%；失业保险基金滚存结余 70.37 亿元。

就中国社会保障制度和保险基金的这一状况及其与资本市场的关系来看，有以下几点值得总结：

（一）中国的社会养老保险制度还刚刚开始，基金规模还太小

城镇职工的养老保险制度从 1984 年算起，尚不到 15 年的时间，农村的就更短，而这一制度是脱胎于原来传统的由政府和企业包揽养老的制度，传统的思维意识和体制使新型的保险制度在建立过程中进展缓慢。到 1995 年，城镇职工、农村居民的养老与失业保险加在一块，形成的中国社会保险基金余额只不过 571.82 亿元，相当于 GDP 的 0.98%，按当年保险基金收入 1037.88 亿元算，仅占当年 GDP 的 1.78%，远低于世界大多数国家的平均水平。这说明我国的社会保障制度覆盖面还太窄小，尤其是占人口总数 80% 的农村地区，建立与发展保险体系的任务还相当艰巨。但每年上亿元的保险费收入对中国国债市场而言，也已是一笔规模庞大的资金了。

（二）城镇职工的基本养老保险基金是以“隐形税收”形式统筹的

我国尚未开征社会保险税，个人所得税的征收额也非常小，这主要是因为企业职工工资并不包含退休以后劳动力价值补偿的必要费用（尽管这种状况在逐渐改变，但速度是缓慢的），因而社会统筹的养老基金多半是由企业以计入成本的公益金形式提取的，但因计入成本而实际上还是转移给消费者负担，仍是对个人收入的一种预先扣除。所以，我在此称其为“隐形税收”。只不过这种转移会造成不公平状况，尤其农村中的工业品消费者承担了一部分工业工人的养老费，而由于农村养老保险覆盖面尚非常小，并且农村养老保险基金是以个人帐户为基础的积累式，这就更加剧了不公平程度。另外，政府从其财政收入中也相应有所补贴，并且因企业成本上升而相应减少积累上交，亦即成为国家财政的一种隐形支出。所以，实际上多半是企业 and 政府的负担。

（三）中国养老保险制度与基金的覆盖率和规模扩展迅速

从过去几年和今后的情况看，中国处于高速增长期，又处于向市场经济过渡的阶段，前者使国民收入和人均收入水平上升较快，1978—1995 年间，城市居民收入年均以 15.9% 的速度增长，居民储蓄存款余额以年均 34.3% 的速度增长（《中国统计年鉴 1996 年》），为无论是以税收为来源还是以费为来源的养老保险基金规模的扩大奠定了现实基础；后者，即市场经济改革尤其是加快企业体制改革的要求，为企业优胜劣汰、破产机制真正发挥作用准备了条件，其中养老保险制度的建立与发展是实现这一目标而必须加快进行的工作。而且我国也有来自人口老龄化的压力，世界银行的统计显示，中国 60 多岁以上人口所占比例目前已超过亚洲平均水平 2.1 个百分点；到 2026 年，这一比例将达 18%，全世界近 1/4 的老龄人口将集中在中国。所以，城镇和农村养老保险制度的覆盖率在近年增长迅速，农村社会养老保险基金由 1992 年的 8 亿元到 1996 年的 100 多亿元，以年均 65.7% 的速度递增，就是明证。

（四）管理体制不统一，甚至有点混乱

尽管从 1996 年起中国政府就明确要求对各项社会保险基金按预算外资金管理暂行办法管理，

纳入社会保障基金财政专户,实行专户存储、专项管理、专款专用的收支两条线管理,但目前看来,仍存在管理体制不顺、多部门管理、政事不分、职责不明的问题。比如,城镇职工养老保险基金由劳动部门、人事部门和财政部门共同管理,农村社会养老保险基金由民政部门管理,不仅在各部门间相互扯皮,政策制定、实施的成本高、效率低;而且上下级政府对这些社会保险基金的管理意见也不统一,各有各的政策,尤其是对基金结余的运用更是体现了各级政府、不同部门的利益倾向。这种状况,一是说明中国的社会保险基金是政府部门公营的;二是说明基金管理是混乱的,很难确保基金运用的合理有效,长此以往,会危及保险制度本身的有效性。

(五)社会保险基金的投资尽管在政府政策上仅限于国债,但实际上有多种多样的运用

中国政府在 1994 年就明确规定,社会保险基金的绝大部分用于购买国债,于是在实践中,财政部每年向城镇职工养老基金和失业保险基金(简称“两金”)私募定向发行特种国债,因而从政府政策上看,中国社会保险基金与证券市场的关系在目前也仅限于国债。但问题在于,一是由于每年“两金”认购的国债量太少,不足以对国债市场产生什么影响;二是由于对“两金”发行的国债多半是不可流通且利率相对较低的国债,带有某种行政摊派的强制成份,不但不利于基金投资收益水平的提高,也谈不上充分发挥基金作为机构投资者对国债市场参与的积极作用。所以,仅就社会养老保险基金参与国债市场投资而言,在目前也是不完全的。然而实际情况是,每年除了将少量结余认购国债外,大部分基金的结余被各级政府(因为是分级管理的)已经用于本地的贷款、产业投资等多种用途,即被作为当地政府掌握的一块经济建设资金给安排了,这从每年私募定向国债的认购并不顺利的情况就可以得到验证;甚至也不排除投向股市、期货市场等风险投机领域的可能性,但这种状况并不符合目前养老保险基金的合理投资之要求。

三、简单的结论性总结

根据中国经济社会的现实与发展趋势,以养老保险为核心的社会保障制度将会迅猛发展,养老保险基金越来越积累起相当量的社会资本,不仅成为劳动力价值补偿的重要支撑,也会对资本资源配置与金融市场运行产生日益明显的影响。由过去政府和企业负担的养老制度转向通过税收和收费形式、主要由个人和雇主承担,将是大势所趋。中国的养老保险制度不可能是完全的现收现支式,也不可能是完全的资本积累式,在相当长的时期内也不会转由私营部门营运,现收现付式和资本积累式相结合的制度是适应我国现实与今后发展需要的,应当集中精力健全完善这种有机结合的制度。只不过资本积累式作为一种不同于传统体制下政府与企业统包的制度,会有明显的增长,也需要不断学习、探索有效的管理经验和方式。集中统一管理,特别是将来随着企业制度、工资分配制度的改革进展,将以“隐形税收形式”转化为以“社会保险税”或“工薪税”为基础的社会基本养老保险基金统一纳入政府财政的社会保障预算进行管理,也将是不可避免的方向。在目前中国资本市场机制不健全、金融工具不丰富、市场投机性强烈、股份制度及其相应的信息披露、会计标准与其他监管水平不尽如人意的时期,养老保险基金结余全部投资于国债的政策限定还是合理的,但应当取消原来那种仅是将“两金”作为国债行政分配渠道的作法,将养老保险基金、失业保险基金作为一种具有长期储蓄和投资性质的机构投资者,由其根据本身基金营运之需自由选择各种政府债券,既可以购买持有不可流通债券,也可投资可流通债券,既可参与一级市场认购,也可参与二级市场交易,还可利用不同的国债交易方式进行组合投资管理,并针对这类基金的性质发行 10 年期以上的定期付息的附息债券,

为基金资产的保值增值服务,这样才能培育起养老保险基金和国债市场间相互促进的良性作用机制。最后,随着中国证券市场机制的健全和管理制度的完善,待其发展到一定阶段时,应当允许养老保险基金,特别是积累式养老金进入包括股票、公司债券在内的整个证券市场组合投资,但应以长期投资为主,不能以获得短期投机差价收入为主,而且届时养老保险基金也会是证券市场上举足轻重的机构投资者,证券市场的运行与发展战略也不能不考虑养老金积累的资本规模和对利率、市场结构所带来的影响。这恐怕是今后中国证券市场发展过程中需要大力研究的重大课题之一,也是今后资本配置机制所面临的重大转变的一种形式。

参考文献:

1. 张馨:《比较财政学教程》,中国人民大学出版社,1997年。
2. 世界银行:《2020年的中国》,中国财经出版社,1997年。
3. 民政部:《农村社会养老保险基金基本方案论证报告》,1995年12月。

(作者系财政部科学研究所研究生部特聘副教授;单位邮编:100820)

上海财经大学自学考试办公室获全国荣誉称号

上海财经大学自学考试办公室近日荣获“全国(高等教育)自学考试工作先进集体”称号。上海财经大学成人教育学院常务副院长管一民教授和该院自学考试办公室范正威主任同时双双荣获“全国高等教育自学考试工作先进个人”称号。

上海财经大学自学考试先后开设会计学等六个专业,从1982年开考以来,至今已有15年。在籍考生中已先后有4988人通过自学考试获得大专和本科毕业的学历。近年来,每次报考人数高达2.5万余人。报考人次达4.9万并有明显继续增长的趋势。

多年来,上海财经大学自学考试办公室坚持对每一位考生做到“有信必回,有问必答”,他们已成为一个“团结奋进,善于思考,勇于改革,勤于服务,严于管理”的先进集体,为办好“没有围墙的大学”尽心尽力。

(朱)