

# 开辟我国外汇储备投资新渠道： 建立主权养老基金

储 峙

(上海金融学院 上海 201209)

**【摘要】** 本文基于我国养老基金体系面临未富先老、资金缺口大以及收益率低问题,阐述了借鉴国际经验,建立我国主权养老基金,从而提高外汇储备的使用效益,缓解养老基金体系的资金压力,促进资本市场发展。

**【关键词】** 外汇储备 主权养老基金 主权财富基金

主权养老基金是一只普通的政府公共基金,它的资金来源主要是外汇储备、财政收入和社保缴费。我国目前外汇储备充足,而外汇投资收益并不理想。据有关统计显示,截至2007年12月底止,我国的外汇储备达15 282.49亿美元,且继续呈增长趋势。目前我国的外汇储备主要投资于收益相对固定的债券。据估算,扣除通货膨胀率和对冲成本后,我国外汇储备投资的实际收益率仅为0.7%~1.7%。因此,建立主权养老基金可为我国外汇储备开辟一条新的投资渠道。

## 一、我国养老基金体系面临的挑战

1. 我国出现“未富先老”的状况。与发达国家相比,我国人口在收入水平低得多的情况下就进入了老龄化。日本早在1980年就达到我国2005年的中位数年龄——32.6岁,但当时日本的人均收入约为15 600美元(按购买力平价计算),是今天我国人均收入4 800美元(按购买力平价计算)的三倍多。其他发达国家也在具有较高的人均收入水平时才达到与我国类似的中位数年龄段(32~34岁)。

2. 养老基金体系存在资金压力。我国目前的养老基金体系面临三个主要问题:一是承载了大量的遗留债务;二是地方分权所导致的资金分散与非透明化;三是由于资本市场不成熟难以找到合适的投资渠道。全国社会保障基金理事会近年的报告表明,由于养老资金缺口大,多年来中央和地方政府都需要调整增加预算,以满足养老金正常支出的需要。

3. 养老基金平均收益率低。我国养老基金对存款和国债的投资比例远大于发达国家在这两项资产上的投资比例,而用于对股票和基金的投资比例却远小于发达国家的投资比例。我国养老基金的平均收益率为2.24%,远低于发达国家投资的整体水平(见右上表)。虽然这确保了养老基金投资的安全性,但是投资收益率过低会影响其整体投资收益,导致养老基金增值慢而难以偿付投保人未来的养老金。

## 二、建立主权养老基金以解决养老金问题的他国经验

对主权养老基金来说,最悠久的养老金制度起源于19世纪末的西欧,最发达的养老基金诞生于1940年的北美。发达的美国联邦信托社保基金是全球最大的主权养老基金,其近2万

中国与部分发达国家养老基金投资组合、估计平均收益及标准率

	存款	国债	债券	贷款	股票	房地产	共同基金	其他	平均收益率	标准差
中国	38.2	51.2	0	0	0.82	0	8.13	1.7	2.24	11.62
加拿大	5	18.7	0	0	3.6	3.5	6.7	2	4.28	14.26
瑞士	9.9	29.3	5	5	19.1	12.3	17.5	6.9	2.84	15.99
德国	2.6	2.5	26.6	28.1	32.2	3.8	0	4.2	7.2	14.07
丹麦	0.3	24.7	29	7.2	19.8	2.1	16.9	0	6	18.41
英国	2.5	14.7	6.8	0.5	43.4	4.3	15.4	12.3	5.8	16.15
荷兰	2.2	25.5	13.8	5.3	44.6	5	0	3.5	5.72	18.84
美国	8.3	6.4	5	0.1	35.5	0.6	30.7	13.4	4.62	13.3

亿美元的资产几乎相当于主权财富基金的总和。全球养老资产几乎全部集中在发达国家。在全球十强主权养老基金的国家排序中,美国第一(2万多亿美元),日本第二(1.3万亿美元),其余依次是挪威(近3 000多亿美元)、韩国(近2 000亿美元)、瑞典(1 000多亿美元)、加拿大(近900亿美元)、法国(近400亿美元)、西班牙(400多亿美元)、爱尔兰(240多亿美元)、澳大利亚(140多亿美元)。

1. 挪威。2005年更名的挪威“全球养老基金”,其前身是1990年建立的“石油基金”,资金来源于外汇储备。挪威政府预计未来50年石油收入占GDP的比例将下降,而日益老龄化导致的社会养老保险支出占GDP的比例将不断上升。于是“石油基金”成了挪威建立养老基金的一个“缓冲器”,以解决人口老龄化和石油收入日益减少这两个问题,为子孙后代转移一部分财富,实现石油物理储备与金融资产储备的置换。

2. 日本。建立于1959年的日本主权养老基金“年金资金运用基金”,到2007年底已具有1.37万亿美元(157万亿日元)的庞大规模,是日本国内金融市场的最大机构投资者,其13.1%投资于海外债券和股票,约1 850亿美元。根据既定规划,到2009年日本海外证券持有比例将提高到17%,约2 430亿美元,2009年之后将交由私人株式会社负责管理运营。

3. 新西兰和澳大利亚。建立于2004年9月的澳大利亚“未

来基金”,其资金来源于政府预算。为满足支付2020年养老债务的需求,在短短几年之内,该基金大约80%的资产投资于海外,已发展到与主权财富基金没有太大区别的程度。建立于2001年的新西兰“超级年金”也是为了支付未来养老债务。2007年11月底其规模已达137亿新西兰元。目前该基金的大约80%投资于海外,只有20%投资于国内。

4. 俄罗斯。俄罗斯原主权财富基金“稳定基金”是为适应原油价格下跌至基准值时保证联邦预算收支平衡的需要而建立的。虽然“稳定基金”为俄罗斯经济发展做出了很大的贡献,但是为应对俄罗斯日益尖锐的老龄化危机,俄罗斯政府已于2008年2月将其改造为主权养老基金的“国家编制基金”,旨在保证老年人未来的生活,为子孙后代留下更多的财富和储蓄,而不是将其仅仅用于当前发展。

### 三、我国建立主权养老基金的必要性和可行性

1. 解决养老基金体系面临的问题刻不容缓。目前我国养老基金体系面临人口老龄化加速、资金运用缺口大、基金投资回报率低、社会保障覆盖率低等问题。由于目前尚未建立全国性的统筹体系,以致我国政府无法利用一个省的储备资金来为其他省的缺口提供融资。资金问题在那些工业逐渐衰退和老龄工人越来越多的省份会变得更严峻。扩大养老金覆盖范围的要求必然对现行养老基金体系增加资金压力。而建立主权养老基金、实行专业化运作、参与全球投资,可以满足养老基金的增值需要,从而缓解未来养老金偿付的压力。

2. 巨额的外汇储备为建立主权养老基金提供了资金来源。主权养老基金的资金来源主要是外汇储备、财政收入、社保缴费、政府财政转移等。我国外汇储备继续保持增长趋势,而随着美元不断贬值,多元化运用外汇储备、提高外汇储备的投资收益、藏汇于民的建议不断被提出。建立主权养老基金,在国际资本市场上建立投资组合,实现官方储备的多元化投资,不仅可以缓解养老基金体系的资金压力,让更多的公民享受到经济发展带来的好处,增加社会福利,而且可以化解美元贬值所造成的损失,提高外汇储备资产的回报率。

3. 主权养老基金透明度高,便于公众监督。几乎所有主权养老基金都有自己独立的、更新非常及时的网络主页和年报制度,可供民众随时查询,同时向民众和国会、议会进行定期报告。其治理结构、财务状况、资产组合和资金来源等的信息披露比较完善。现阶段我国仍然存在养老基金管理诚信体系缺失、自律不够、信息披露制度不健全、私自挪用养老基金等问题。近年发生的挪用社保基金的案件,从反面说明了增强社保基金运作透明度、加强公众监督的必要性。

4. 主权养老基金应成为重要的机构投资者,积极参与证券市场交易,促进我国资本市场发展。主权养老基金在资金规模、信息获得条件、专业知识以及心理承受能力等方面所具有的优势,不仅可以获得长期稳健的投资回报,而且对于培育证券市场理性投资理念会起到促进作用,而其长期机构投资者的特征又有利于降低金融市场的波动性。主权养老基金在资金和人才方面均具有较大的优势,在收益、风险、交易成本、资产负债的匹配等方面既有多样化需求,又有较强的操作能力,

因此它投入到资本市场,必将推动产品创新、技术创新和制度创新,成为推动我国资本市场健康发展的重要因素。

5. 避免产生类似于对主权财富基金的疑虑。由于主权养老基金是由政府组建的,因而对它的监管可以纳入与其他养老基金和金融机构同等的监管框架之中。而主权财富基金是一只面向海外投资的基金,其投资结构和风险头等信息秘而不宣,对其监管无章可循。因敏感政府背景和信息披露不透明,主权财富基金容易被认为带有政治色彩和特殊的战略动机,也容易引起当事国的种种疑虑。而主权养老基金不同于主权财富基金,其商业化运作透明度高、处于金融监管体系之中,因此它不会引起类似的无端猜疑。

### 四、对我国建立主权养老基金的几点建议

1. 建立健全组织机构,实行专业化、市场化运作。建立主权养老基金:首先,应建立健全组织机构,明确养老基金及其董事会与出资人、中央银行、财政部、相关部委、投资对象和参股及控股子公司之间的关系,建立科学的决策制度,突出董事会与专业投资委员会的决策职能与自主权,提高决策水平。其次,在运营模式上除了自营业务以外,可以尝试外包一些业务,与境外的投资银行、资产管理公司等合作进行金融产品组合投资,以提高投资收益。最后,在运作方法上可借鉴国外的一些好的做法,可通过公开招标的方式,将主权养老基金的一定比例委托给国际知名的资产管理公司进行运作。

2. 实行多元化配置与全球投资。我国应允许主权养老基金通过分散投资、降低投资风险、提高收益水平,充分发挥养老基金在促进资本市场发展和经济增长方面的作用。主权养老基金除了用一定比例投资于证券市场,目前还可在房地产、私募股权、银行贷款、风险投资、基础设施类信托产品等领域进行投资。同时,应放宽对其投资国际金融市场的限制,可以灵活地调整养老基金资产组合结构,有效降低投资风险,以适应国际资本市场一体化的发展需要。为了加强主权养老基金国际投资的监管工作,应严格规定在持有国外资产一定比例的情况下,要求其外币投资品种相匹配。

3. 加强监管和提高基金管理的透明度。养老基金的安全性、收益性与退休人员的收入密切相关,因此必须强化主权养老基金的金融立法和建立科学的监管体系,更好地保护受益人的利益。养老基金管理者的责任和基金的投资策略、投资组合的风险程度、所选择的投资资产类型和投资品种的比例都应向公众发布,对养老基金的管理质量、运作效益及信息披露应加强审计监督,同时应发挥社会监督的作用。

【注】本文系上海市教委重点学科建设课题(项目编号:J51601)的阶段性成果。

### 主要参考文献

1. 宁钟,王宇.中国养老基金的投资监管模式与OECD国家的比较研究.社会保障制度,2008;2
2. 郑秉文.建立主权养老基金应对“中国威胁论”.中国证券报,2008-02-19
3. 蒋庆洋.国际外汇储备管理研究及对中国的启示.上海金融,2008;3