



养老金投资与 资本市场

国际经验及中国的选择

伊志宏 张慧莲 等著

中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

养老金投资与资本市场: 国际经验及中国的选择/伊志宏等著.

北京: 中国人民大学出版社, 2009

(管理学文库)

ISBN 978-7-300-10590-1

I. 养…

II. 伊…

III. 退休金-投资-研究-世界

IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 060752 号

管理学文库

养老金投资与资本市场

——国际经验及中国的选择

伊志宏 张慧莲 等著

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京山润国际印务有限公司

规 格 155 mm×230 mm 16 开本

版 次 2009 年 4 月第 1 版

印 张 19.75 插页 2

印 次 2009 年 4 月第 1 次印刷

字 数 283 000

定 价 39.80 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换



前 言

在人口老龄化不断加深的背景下，养老金制度改革及其对社会经济的影响自 20 世纪 70 年代以来就受到世界范围的广泛关注。尽管各国采取的应对措施不尽相同，但增加养老金的积累、构建多支柱的养老保障体系成为世界性的共同趋势。而随着养老金积累的不断增长，养老金投资与资本市场的关系成为引人关注的重要研究领域。一方面，为了防范养老风险，不断积累的养老金需要保值增值，资本市场能否提供适合养老金投资的足够多样化的金融工具？如何规避资本市场的波动对养老金投资造成的风险？另一方面，不断积累的养老金成为资本市场上重要的机构投资者，其投资行为对资本市场的价格波动、公司治理以及金融创新将产生怎样的影响？这些都是值得深入研究的重要问题。21 世纪以来，人口老龄化的继续加深对各国的养老金制度形成了更大的压力，金融市场的动荡对各国养老金投资也造成很大的影响，其中既有英美等成熟的金融市场，也有智利等新兴市场。如何



借鉴国外养老金投资和资本市场发展的经验与教训，推动中国养老金体系和资本市场的发展是我们着重关注和研究的问题。

本书是国家社科基金课题的研究成果。全书内容分为两部分，上篇国际比较，下篇中国养老金投资若干问题研究。在国际比较中，我们选取了美国、英国、智利、日本、韩国等五个国家，对其养老金体系的主要特征、发展过程及养老金投资与资本市场的关系进行了比较系统、深入的分析，并试图从中找出一些对研究和解决中国问题有益的启示。选择这几个国家的主要考虑是，美国和英国是金融市场最发达的两个国家，其养老金体系积累的资金规模很大，养老金投资与资本市场的关系密切，金融市场在金融体系中占重要地位，其养老金投资与资本市场发展的互动模式有很强的代表性；智利在发展中国家中是成功实现养老金制度转轨的典范，在过去 20 多年的发展中，其完全积累的养老金模式既经历了快速发展并推动资本市场的成长，也经历了金融市场波动对养老金积累的冲击，其经验对于从现收现付制向积累制转轨的国家有较强的借鉴作用；日本、韩国是中国的近邻，其文化传统与中国相近，经济增长模式和金融发展模式对中国都有很大的影响，特别是其养老金体系的建立和完善时间并不长，资本市场发展的程度要大大低于美英等国，因而对中国有特别的借鉴意义。在中国养老金投资若干问题研究中，我们总结和分析了中国养老金制度沿革的历史和目前的现状，并利用最新的数据对中国养老金投资的总体状况，以及养老金体系的主要组成部分——社会保障基金、企业年金和商业保险的发展情况及其对资本市场的影响进行了分析。本书是为数不多的系统研究养老金投资与资本市场发展关系的著作，选取的国家有很强的代表性和借鉴意义，采用了最新的数据，资料翔实丰富，对研究人员和政府部门有一定的参考价值。

全书框架结构由伊志宏负责，各章的分工是：第 1 章：张慧莲、伊志宏；第 2 章：张慧莲、伊志宏、黄巍；第 3 章：曹淮阳、伊志宏；第 4 章：徐扬、张慧莲；第 5 章：汤小华、伊志宏、张慧莲；第 6 章：张慧莲；第 7 章：张慧莲、伊志宏；第 8 章：张慧莲、伊志宏；第 9 章：张慧莲；第 10 章：张慧莲；第 11 章：张慧莲。全书由伊志宏、张慧莲统稿。



目 录

上篇 养老金投资与资本市场——国际比较

第 1 章	美国养老金与资本市场 (3)
1.1	美国养老保险体系的 主要内容 (3)
1.2	美国养老保险体系的 历史沿革 (37)
1.3	美国养老保险体系的 现状和存在的问题 (46)
1.4	美国养老金投资与 资本市场 (55)
第 2 章	英国养老金与资本市场 (72)
2.1	英国养老金制度的主要 内容 (72)
2.2	英国养老金制度的历史 沿革 (79)



	2.3 英国资本市场概况	(89)
	2.4 英国养老金的投资	(98)
第3章	智利养老金与资本市场	(104)
	3.1 智利养老保险制度概述	(105)
	3.2 智利养老保险制度的改革	(110)
	3.3 智利养老保险制度与资本市场的关系	(116)
	3.4 智利养老保险制度对资本市场作用的 深层次分析	(122)
第4章	日本养老金与资本市场	(126)
	4.1 日本养老金制度体系的构成	(126)
	4.2 日本养老金制度的历史沿革	(134)
	4.3 日本现行养老金制度的特点及面临的 问题	(143)
	4.4 日本资本市场与养老金投资	(148)
第5章	韩国养老金与资本市场	(161)
	5.1 韩国养老保险制度概况	(161)
	5.2 韩国养老保险制度改革及存在的问题	(167)
	5.3 韩国养老金投资与资本市场	(171)
第6章	世界各国养老金和资本市场	(180)
	6.1 世界各国养老保险计划的基本类型	(181)
	6.2 人口老龄化趋势与近年来养老保险改革	(188)
	6.3 各国养老基金的资产规模和影响因素	(191)
	6.4 各国养老基金的投资与资本市场	(196)
	6.5 资本市场动荡与养老金投资	(202)

下篇 养老金投资与资本市场——中国 养老金投资若干问题研究

第 7 章	中国养老金制度的历史沿革与现状	(209)
7.1	20 世纪 80 年代以来中国养老金制度 改革回顾	(209)
7.2	中国养老金制度的现状和存在的问题	(218)
第 8 章	中国养老金投资与资本市场	(231)
8.1	中国养老金的总规模及与 OECD 国家的 对比	(231)
8.2	中国养老基金对资本市场的参与及与 OECD 国家的对比	(233)
8.3	中国养老基金投资与资本市场的关系	(237)
8.4	中国养老金投资面临的问题与对策建议	(241)
第 9 章	全国社会保障基金与资本市场	(249)
9.1	全国社会保障基金简介	(249)
9.2	全国社会保障基金的资金来源	(250)
9.3	全国社会保障基金的资金使用	(255)
9.4	全国社会保障基金的资产配置与风险管理	(261)
9.5	全国社会保障基金的收益状况	(264)
9.6	全国社会保障基金与资本市场的关系	(266)
第 10 章	企业年金与资本市场	(273)
10.1	我国企业年金的规范与市场竞争	(273)
10.2	我国企业年金的规模和投资	(277)
10.3	集合年金计划	(281)
10.4	企业年金与资本市场	(282)
10.5	我国企业年金发展存在的问题和建议	(283)



第 11 章	商业养老保险与资本市场	(287)
	11.1 个人养老年金保险	(288)
	11.2 团体养老年金保险	(289)
	11.3 商业养老保险市场的发展前景和现实 问题	(291)
	11.4 商业养老保险与资本市场	(294)
参考文献		(300)

上篇 养老金投资与资本市场——国际比较



第 1 章

美国养老金与资本市场

在市场经济发展了 200 多年的美国，社会保障制度已有 100 多年的历史，而作为整个社会保障制度组成部分之一的私有养老保险制度的崛起只有短短几十年，但是如今它已经发展成为十分复杂的立体状体系，不仅使美国的社会保障制度发生了深刻的变化，而且给美国资本市场带来了深刻的影响。

1.1 美国养老保险体系的主要内容

美国的社会保障体系是一个大致包括养老、失业、残疾、社会福利等多种制度工具的组合，其中，美国的养老保险制度只是整个社会保障体系的组成部分之一。而养老保险体系自身又大致可以分为三个部分：社会养老保险计划、雇主养老金计划和个人退休金计划。



一、美国社会养老保险计划及其特点

美国的社会养老保险^① (social security) 计划正式开始于 1935 年颁布的《社会保障法案》(Social Security Act), 此项法案规定了美国政府必须提供的四种社会福利: (1) 社会养老保险; (2) 社会永久伤残保险; (3) 社会医疗保险; (4) 社会失业保险。作为美国整个养老保险体系的主要支柱之一, 美国的社会养老保险可以定义为: 由联邦政府通过社会保险税的征收来积累资金, 然后以年金的形式, 由总部位于马里兰州巴尔的摩的美国社会保障署 (Social Security Administration, SSA) 向符合“完全受保”要求的受益人支付退休金的一种养老保险形式, 它主要包括两个规定: “完全受保”和“完全退休年龄”的要求。所谓“完全受保”的要求, 是申请人在其达到退休年龄之前, 必须积累满若干个社会保险分 (quarter of coverage, QC)。每一年度, 美国社会保障署都会规定一个最低工作收入数额 (此数额随平均工资水平自动调整), 只要申请人本年度的收入超过了这个底线, 就可以获得一个社会保险分。例如 2007 年, 要想得到一个积分, 申请人的收入必须超过 1 000 美元^②, 一年最多可以获得 4 个积分。得到完全受保所需的社会保险分数等于雇员年满 21 岁 (或 1950 年, 选后出现者) 至其年满 62 岁 (残疾或死亡, 选先出现者) 之间的年份数。如果计算出来的年份数小于 6, 则自动提高至 6。所有雇员必须得到 6 分才能获保, 1991 年或此后满 62 岁的人需要积满 40 分才能完全受保。在 62 岁之前残疾或死亡者完全受保所需的积分取决于他残疾或死亡时的年龄。通常, 如果受保人在满足完全受保之前死亡, 且死亡时处于“当前受保” (currently insured) 状态 (指在死亡之前最后 13 个季度积满 6 分者), 则其养老金可以支付给遗属 (包括其子女和照顾未满 16 岁子女的配偶, 或

^① 一些文献将美国的社会保险制度翻译为“社会保障”。在美国, “社会保障”或“社会保险”对应的“social security”主要就是我们这里讨论的“养老保险”的范畴。

^② 2000—2006 年分别是 780 美元、830 美元、870 美元、890 美元、900 美元、920 美元、970 美元。

者已经残疾的配偶)。

当社会保险受益人达到完全退休年龄 (full retirement age, FRA) 时, 将每月获得基本养老保险金 (primary insurance amount, PIA)。完全退休年龄又称为正常退休年龄, 是取得全额养老保险金的最早年龄, 例如, 一名 1942 年出生的雇员其完全退休年龄是 65 岁 10 个月。PIA 是计算提前退休、延迟退休以及遗属养老保险金的基础。20 世纪 70 年代末期, 通常用月平均工资 (average monthly wage, AMW) 作为计算 PIA 的依据; 1978 年以后, 使用指数化的月平均收入 (average indexed monthly earnings, AIME) 计算 PIA。PIA 随生活成本调整 (cost of living adjustments, COLAs) 指数^①进行调整, 以确保养老保险金在各代之间的替代率不至于下降。未达到完全退休年龄但年满 62 周岁的人可以提前退休, 但在完全退休年龄之前的最近 36 个月中, 每月实际发放的养老保险金要从 PIA 中扣除 0.555 6% (1% 的 5/9), 其他每月扣除 0.416 7% (1% 的 5/12); 对那些 2022 年达到 62 岁的雇员 (此时 67 岁是其完全退休年龄), 最大扣除总额将从 20% 提高到 30%。在 2005—2016 年达到 62 岁的雇员, 其最大扣除总额为 25%。如果延迟退休, 则可领到追加的养老保险金。对于 2005 年及以后年满 62 岁的雇员, 每年最多可以获得 8% 的追加保险金。受保人也可以一边领取社会养老保险金, 一边继续工作; 但是根据美国《社会保障法案》下的年收入检测条款, 未达完全退休年龄且收入超过一定金额的受益人将减少全部或部分社会养老保险金。这一金额随平均工资变动而变动, 例如 2007 年, 对于未达完全退休年龄的人, 这一金额为 12 960 美元, 在此之上的收入, 每增加 2 美元, 则社会养老保险金减少 1 美元; 对于已经达到完全退休年龄的人, 这一金额为 34 440 美元, 在此之上的收入, 每增加 3 美元, 则社会养老保险金减少 1 美元。如果受益人已经达到完全退休年龄, 则年收入检测条款不再适用。

如果受保人的配偶达到获得配偶养老保险金的完全退休年龄, 则无论受保人实际获得的保险金额多少, 均可获得受保人 PIA 50%

^① 2006 年 12 月这一指数为 3.3%。



的保险金。他可以选择在 62 岁时就领取养老保险金，则在完全退休年龄之前的最近 36 个月保险金每月扣除 0.694 4%（1% 的 25/36），其他每月扣除 0.416 7%（1% 的 5/12）。到 2022 年（此时 67 岁是其完全退休年龄），最大扣除总额将从 25% 提高到 35%。结婚满 10 年后离婚 2 年以上、年满 62 岁未再婚的投保人前配偶也可以获得社会养老保险金。完全受保人死亡后留下的鳏寡人员在达到完全退休年龄时可以领取全额养老保险金，也可以选择于 60 岁时（残疾人可以于 50 岁时）开始领取减额养老保险金。

美国社会养老保险计划的主要特点如下：

1. 强制性、广覆盖、低水平

美国社会养老保险（OASDI）是由美国联邦政府强制推行的养老保险制度。2007 年覆盖人群达到 16 300 万人，占美国 96% 的劳动人口。目前，不包含在 OASDI 计划的人主要分为五种情况：1984 年 1 月 1 日前参加工作的联邦政府雇员、铁路工人（有专门的养老金计划）、某些州和地方政府雇员（他们各自有雇员退休金计划）、不满足最低收入标准的家政人员和农业工人^①、净收入很低的自雇主（年收入一般低于 400 美元）。除此之外，几乎所有从事有酬劳动的人员都必须参加，所以，OASDI 是美国覆盖面最广、最基础的养老保险制度。

2. 资金主要来源于工资税

根据美国《联邦保险税法》（Federal Insurance Contributions Act, FICA）和《自雇主税法》（Self-Employed Contributions Act, SECA）的规定，每个雇主和雇员都要缴纳工资税（payroll taxes）或自雇主税（self-employment taxes）。工资税存在纳税上限，超过纳税上限的年收入不再计入应税范围，此上限随国民平均年薪自动调整。2008 年这一上限为 102 000 美元。由于从事兼职收入而超过此上限的雇员可以获得超额工资税的返还。1994—2007 年应税收入上限及税率如表 1—1 所示。2000—2007 年，雇主和雇员适用的 OASDI 工资税均为 6.2%（其中，老年和遗属保险（OASI）为

^① OASDI 对工商业者没有最低收入要求，都可以参加。

5.3%，伤残保险（DI）为0.9%，自雇主税率为12.4%（其中，OASI为10.6%，DI为1.8%）。

表 1—1 1994—2007 年美国社会养老保险年应税收入上限及税率

年份	年应税收入 上限（美元）	雇员和雇主各自税率（%）				自雇主税率（%）			
		OASI	DI	HI	合计	OASI	DI	HI	合计
1994	60 600	5.26	0.94	1.45	7.65	11.20	1.20	2.90	15.30
1995	61 200	5.26	0.94	1.45	7.65	10.52	1.88	2.90	15.30
1996	62 700	5.26	0.94	1.45	7.65	10.52	1.88	2.90	15.30
1997	65 400	5.35	0.85	1.45	7.65	10.70	1.70	2.90	15.30
1998	68 400	5.35	0.85	1.45	7.65	10.70	1.70	2.90	15.30
1999	72 600	5.35	0.85	1.45	7.65	10.70	1.70	2.90	15.30
2000	76 200	5.30	0.90	1.45	7.65	10.60	1.80	2.90	15.30
2001	80 400	5.30	0.90	1.45	7.65	10.60	1.80	2.90	15.30
2002	84 900	5.30	0.90	1.45	7.65	10.60	1.80	2.90	15.30
2003	87 000	5.30	0.90	1.45	7.65	10.60	1.80	2.90	15.30
2004	87 900	5.30	0.90	1.45	7.65	10.60	1.80	2.90	15.30
2005	90 000	5.30	0.90	1.45	7.65	10.60	1.80	2.90	15.30
2006	94 200	5.30	0.90	1.45	7.65	10.60	1.80	2.90	15.30
2007	97 500	5.30	0.90	1.45	7.65	10.60	1.80	2.90	15.30

说明：自 1994 年起，HI 不设应纳税收入上限。

资料来源：美国社会保障署。

这些税收被归集到三种信托基金中：OASI 基金、DI 基金和医疗保险（Medicare Hospital Insurance, HI）基金^①。除了税收，OASI 和 DI 信托基金收入还包括信托资产的利息收入、对发放的保险金征收的所得税、某些技术性转移支付和社会赠与。按照法律，OASI 和 DI 信托基金的支出内容仅限于：每月对退休雇员和家庭的退休金、残疾受益人的康复费用、管理费用（目前为总支出的 1%），以及合格遗属的一次性死亡抚恤金。

^① 自 1994 年起，医疗保险缴费收入上限被取消。



3. 采用“现收现付”的支付方式

美国政府并没有将雇员所缴纳的社会养老保险税记入该雇员的个人账户中，而是在缴入美国财政部之后被全部统一存入“老年退休保险账户”——社会养老保险信托基金之中，然后直接支付已退休雇员的养老金，即用现在雇员的缴费来支付已退休雇员的养老保险金。如果一段时期内，所缴纳的社会养老保险税数额大于这一时期需要支付的数额，那么差额部分将全部投资于国债。

截至 2006 年底，美国 65 岁以上的老年人中有 91% 的人在领取社会保险金，其中，66% 的受益人以此为重要收入来源（占全部收入的 50% 以上），33% 的受益人以此为主要收入来源（占全部收入的 90% 以上），还有 21% 的人以此为唯一收入来源。同年，美国有 16 200 万雇员、自我雇佣人员和雇主缴纳了总计 6 260 亿美元的相关纳税；有 4 910 万人^①领取了 5 462 亿美元^②的社会保险金（其中，退休工人及其配偶和子女占 69%，死亡工人遗属占 13%，残疾工人及其配偶和子女占 18%），占美国 GDP 的 4.3%^③。2006 年 12 月，平均每位退休人员领取养老保险金 1 044 美元，其中，男性平均每人 1 178 美元，女性每人 905 美元。受益人获得的社会保险金中的大约 85% 需要交纳联邦所得税，这主要取决于他的收入、婚姻状况以及社会保险登记状况。

1937 年，美国 OASI 基金的资产只有 7.66 亿美元，1950 年增长到 137.21 亿美元，差不多增长了 17 倍；此后除了 60 年代上半期偶尔出现下降，一直持续增长至 1974 年的 377.77 亿美元。但是，1975—1983 年 OASI 基金出现收不抵支，资产萎缩至 196.72 亿元，仅相当于 1966 年的水平。其中，1982 年、1985 年和 1986 年还出现从其他基金借入资金发放保险金的情况。1987 年后，由于覆盖率增加，收支盈余快速增长（见表 1—2）。

① 其中，领取养老保险金的退休工人为 3 090 万人。在这些领取养老保险金的退休工人中，有 73% 的人由于未达完全退休年龄，领取的是减额养老保险金（其中女性占比为 76%，略高于男性占比 71%）。

② 其中，OASI 基金支付了 4 545 亿美元，比 2005 年增长了 4.4%。

③ 美国社会保障部，www.ssa.gov。

表 1—2

1990—2006 年美国 OASI 基金的

收支状况

单位：百万美元

年份	收入总额 ^a (1)	支出总额 ^b (2)	当年增加额 (3)=(1)-(2)	年末资产 余额
1980	105 841	107 678	-1 837	22 824
1981	125 361	126 695	-1 334	21 490
1982	125 198	142 119	598 ^c	22 088
1983	150 584	152 999	-2 416	19 672
1984	169 328	161 883	7 445	27 117
1985	184 239	171 150	8 725 ^c	35 842
1986	197 393	181 000	3 239 ^c	39 081
1987	210 736	187 668	23 068	62 149
1988	240 770	200 020	40 750	102 899
1989	264 653	212 489	52 164	155 063
1990	286 653	227 519	59 134	214 197
1991	299 286	245 634	53 652	267 849
1992	311 162	259 861	51 301	319 150
1993	323 277	273 104	50 173	369 322
1994	328 271	284 133	44 138	413 460
1995	342 801	297 760	45 041	458 502
1996	363 741	308 217	55 524	514 026
1997	397 169	322 073	75 096	589 121
1998	424 848	332 324	92 524	681 645
1999	457 040	339 874	117 167	798 812
2000	490 513	358 339	132 174	930 986
2001	518 100	377 546	140 554	1 071 540
2002	539 706	393 749	145 957	1 217 497
2003	543 811	405 978	137 833	1 355 330
2004	566 338	421 047	145 292	1 500 622
2005	604 335	441 920	162 415	1 663 037
2006	642 231	460 965	181 266	1 844 304

a. 收入总额包括社会保险的各项税收（工资税、自雇主税、保险金给付环节征收的所得税）、利息收入和财政部缴纳的军人保险费。

b. 支出总额包括保险金的支付、管理费用和向铁路退休计划的转移支付。

c. 1982 年、1985 年和 1986 年的当年增加额 = 收入总额 - 支出总额 + 从其他基金借入金额 - 当年返还其他基金金额。这反映了美国社会保险系统内各基金（OASI 基金和 DI 基金）之间的资金调剂。

资料来源：美国财政部。



二、美国铁路退休养老保险计划

在美国，铁路退休工人适用的养老保险计划是专门的铁路退休养老保险计划（railroad retirement system）。该计划和社会养老保险计划有许多相似之处，也提供养老保险、残疾保险、配偶和遗属保险，而且保险金的计算方法也大体相同。该计划由铁路退休局（Railroad Retirement Board, RRB）负责管理，铁路退休局是独立的联邦级机构，总部在伊利诺伊州芝加哥，目前在全美设有 50 多家办事机构，并在美国北部边界设置一个专门处理加拿大及在美铁路部门雇员相关事务的机构，在华盛顿特区设置了一个法律事务所。美国铁路退休养老保险金分为两档，第一档相当于雇员或受益人在社会养老保险计划下可以获得的养老保险金数量；第二档是在此基础上增加的部分。RRB 提供的第二档养老保险更接近私人养老保险。

2008 年雇员对第一档和第二档养老保险的税率分别为 6.20% 和 3.90%，第一档纳税收入上限为 102 000 美元，第二档为 75 900 美元。铁路雇主（包括公路公司及其分支机构、铁路联合会和铁路劳工组织）对第一档养老保险缴费的税率也为 6.20%，但第二档税率为 12.10%，第一档税率与社会养老保险一致，但是第二档税率基于 RRB 的资产状况可能大幅波动。

铁路退休养老保险计划将部分资金通过国民铁路退休投资信托（National Railroad Retirement Investment Trust, NRRIT）进行私人投资。NRRIT 是独立于联邦政府的机构，由铁路劳工组织和铁路管理人员选派的 3 名成员组成的受托人委员会负责营运。在 2007 财年，NRRIT 向财政部转移了 13.9 亿美元用以支付保险金。为了避免因破产导致养老保险待遇无法兑现，NRRIT 需要保留足够支付 4~6 年保险费的储备资金，一旦储备资金减少到这一金额以下，则提高雇主支付的第二档保险费税率。

2007 财年，RRB 向大约 616 000 个受益人支付了 98 亿美元的退休保险金和遗属保险金，向 10 100 人支付了 2 780 万美元（净值）的失业保险金，向 19 500 人支付了 4 620 万美元（净值）医疗保