

养老金投资对经济金融稳定性影响研究综述

陈 晓 张 明^①

摘要：长期以来，学界和市场对于养老金投资管理改革的评价以正面居多，包括实现养老金保值增值、应对老龄化挑战、增强资本市场稳定性等。但随着养老金市场化投资改革不断深化，养老金投资可能给相关市场主体及经济金融体系的稳定性造成的影响，同样值得关注。本文通过梳理总结相关文献，发现有三方面的风险值得关注：第一，养老金进入资本市场开展投资，既可能由于自身局限性与投资偏好，对上市公司经营产生负面影响，也可能由于羊群效应、短视行为、全球化投资等操作，加大资本市场的波动性。第二，养老保险制度与养老金投资对经济增长的影响存在争议，而不同国家迥异的宏观经济环境与金融市场结构，使得养老金投资对资本市场与经济增长的影响存在异质性。第三，养老保险体系在自身设计、收支制度、投资管理行为等方面存在的缺陷，也可能造成养老金自身偿付能力下降，影响经济社会与金融稳定。鉴此，在我国金融市场发展尚不成熟的情况下，有关部门应出台相应的政策举措，循序渐进地推进养老金投资改革，并对养老金权益投资比例、公司治理参与程度以及海外投资行为等方面进行一定程度的限制。

关键词：养老金投资；经济稳定；金融稳定；风险；异质性

中图分类号：F831

文献标识码：A

一、引言

根据第七次全国人口普查数据，截至2020年11月1日零时，全国总人口为14.1亿人，其中65岁及以上人口数量1.9亿，占比13.5%，较第六次人口普查数据提升4.6个百分点，且高于当前9.3%的世界老龄化平均水平。与此同时，我国总人口增长率自2016年起不断下滑，到2022年全国总人口减少85万，增长率跌至-0.06%。老龄人口的不断提升与总人口增速下降，意味着我国人口总规模的拐点或许已经到来，老龄化程度将不断加深并成为国民经济稳定运行的严峻挑

^① 陈晓，金融学博士生，北京师范大学经济与工商管理学院，电子邮箱：chen_8803@sina.com；张明，经济学博士，研究员，中国社会科学院金融研究所，电子邮箱：zhangmingcass@vip.126.com。作者感谢匿名审稿人的意见，文责自负。

战。面对这一形势，推动我国养老保险体系建设与养老金投资管理的改革刻不容缓。

近年来，我国在养老金投资管理方面实施了一系列重大改革举措，取得了令人瞩目的成效：第一支柱基本养老保险基金（以下简称“基本养老金”）与第二支柱年金基金的保值增值效果显著，第三支柱个人养老金也在逐步落地。

从第一支柱基本养老保险基金来看，2015年之前，我国的基本养老金曾经长期由省级及以下较低层级统筹管理，并以银行存款和购买国债两种投资方式为主，投资收益率在大部分时间低于同期通胀水平。2015年8月，国务院发布《基本养老保险基金投资管理办法》，明确了我国第一支柱的基本养老保险基金实行中央集中运营、市场化投资运作，由各省级政府统一归集后，委托给国务院授权的养老金管理机构进行投资运营。此后，各省市陆续将基本养老金委托给全国社会保障基金理事会（以下简称“全国社保基金”或“社保基金”）进行管理，至2021年底规模已达1.46万亿元，且2017—2021年平均投资收益率达6.49%，取得了出色的保值增值效果。截至2022年底，我国基本养老保险基金结余为6.98万亿元，并在名义上实现了全国统筹。未来，随着全国统筹的实质落地与基本养老保险基金投资管理改革的继续推进，将有更多规模可观的基本养老金进入资本市场投资。按照30%上限的监管要求，6.98万亿元基本养老金最高可有2.09万亿元资金进入资本市场投资权益资产。

从第二支柱年金基金来看^①，我国企业年金累积基金规模从2007年的154.6亿元持续攀升至2022年底的2.87万亿元，企业账户数由3.2万个增加至12.8万个，覆盖职工人数从929万升至2010.3万，第二支柱的规模与覆盖范围不断扩大。我国企业年金的投资管理采取信托管理的模式，委托具有资格的投资运营机构作为投资管理人，包括养老金管理公司、信托公司、基金管理公司、保险资管公司等。到2022年底，已有22家企业年金基金管理机构，管理着5097个企业年金投资组合，且2007—2022年平均年投资收益率达6.58%，整体投资收益率表现出众。2020年12月，人社部印发《关于调整年金基金投资范围的通知》，允许年金基金投资港股通标的股票，并将年金基金投资权益类资产比例的政策上限提高10个百分点至40%。但从2022年底企业年金产品资产配置状况来看，固收类资产占比高达87.2%，权益类资产占比仅为6.2%，远低于40%的上限要求。若按此上限测算，2.87万亿元规模的企业年金中，最高有1.15万亿元资金可以进入资本市场投资权益资产，潜在入市空间巨大。

从第三支柱个人养老金来看，其建立与发展进程显著落后于第一、二支柱。为推动个人养老金的发展，政府在2007—2016年间持续表态支持商业养老保险的发展，并于2018年5月在上海、福建和苏州工业园区落地了个税递延型商业养老保险试点，又于2022年4月正式出台了标志第三支柱个人养老金制度顶层设计正式落地的《关于推动个人养老金发展的意见》，到2022

^① 第二支柱包括企业年金与职业年金，但由于后者缺乏详细数据，本文仅分析企业年金的情况。

年底其总缴费规模为142亿元。这是完善我国多层次养老保险体系的重要一环。在此之前，第三支柱以各类商业养老产品为主，例如各地试点的税延型商业养老保险产品，截至2021年10月，累计规模在6亿元左右；又如具备个人储蓄养老功能的养老目标投资基金，截至2022年一季度末，累计规模在1000亿元左右。总体上，当前个人养老金产品的整体规模较小，难以发挥补充养老的作用。不过，随着个人养老金配套细则的出台、税收优惠方式的确定等改革的深化推进，相信第三支柱也将逐渐发展壮大，并成为资本市场重要的长期投资力量。

总体而言，养老金投资管理改革不但能够实现养老金的保值增值，有助于通过养老保险体系的完善应对老龄化挑战，还能为资本市场引入长期投资者，增强资本市场运行的稳定性。因此，长期以来学界和市场对养老金投资管理改革的评价以正面居多。在风险层面，现有文献研究较多的是养老金入市投资后自身可能面临的风险，包括委托代理风险、操作风险、宏观经济风险、金融风险、投资风险、监管风险等，多是从养老金自身保值增值的角度去研究。本文认为，除养老金自身面临的风险，养老金投资管理对经济金融体系运行以及对资本市场可能造成的负面影响，应予以关注。随着养老金市场化投资改革的不断深化，有必要厘清养老金进入资本市场投资可能给相关市场主体以及经济金融体系的稳定性造成的潜在影响，为未来的政策制定与改革推进提供参考借鉴。

本文后续安排如下：第二节梳理了养老金投资对资本市场稳定的潜在影响，包括资本市场主体和资本市场运行两方面，并总结了这些影响的异质性；第三节阐述了养老金投资对经济增长的潜在风险；第四节分析了我国养老保险体系本身的制度设计缺陷，以及由此可能对经济金融稳定运行产生的负面冲击；第五节根据文献评述得出结论，并提出了对我国养老金改革的政策建议。

二、养老金对资本市场稳定的潜在影响

迄今为止，国内外研究大都认为，养老基金基于长期投资者对投资稳健性、安全性和长期性的考虑，有助于维持资本市场稳定，促进资本市场可持续发展。例如，养老金通过跨国多样化投资实现资金保值增值，有助于扩大资本市场规模（Davis，2002）；养老金通过调整资产组合，能够帮助资本市场优化结构和完善制度（张雪，2017）；养老金投资的长期性能够为资本市场提供持续的流动性，从而促进资本市场稳定（刘婉婷和刘明显，2014）。此外，养老金入市后对安全、收益、流动性等的多样化需求，还能够刺激金融机构开发相应的投资产品，从而促进金融创新并提高金融服务质量（郑秉文，2006）。

本文认为，养老金投资在促进资本市场可持续发展的同时，其对市场主体与资本市场运行可能带来的风险同样不容忽视。本节将从两个角度来分析这些风险，一是养老金投资对资本市场主体的影响，二是养老金投资对资本市场运行的影响。此外，本文还对养老金投资对资本市

场影响存在异质性的原因进行了归纳和总结。

(一) 养老金投资对资本市场主体的影响

1. 养老金投资对上市公司经营治理可能产生负面影响

理论上,养老金在入市后需要处理与上市公司经营层以及监管者之间的关系,并全面参与上市公司治理。对此,部分学者认为,养老金管理机构参与公司治理,不仅可以促进股票市场更加规范有序地发展,而且为保障自身投资利益,其还会通过抑制控股股东资金占用、增加机构调研次数等途径改善上市公司质量(李春涛等,2018)。刘永泽等(2011)通过对A股上市公司2009年公开数据的实证分析,得出了相同结论。

然而,也有相当数量的研究对此持否定态度,认为并没有系统性的计量结果表明来自养老基金的监督可以显著改变企业业绩(曾显荣,2007),甚至认为养老基金的参与可能对被投资企业产生负面影响:一方面,以基金公司为代表的养老金投资管理人通常擅长资本经营,却往往难以准确判断上市公司的经营管理情况,从而难以通过监控来促进上市公司走向良性循环(孟涛等,2015);另一方面,养老基金可能出于政治考量而对上市公司的生产经营产生负面影响。就后者而言,并非所有的养老基金都将保值增值作为唯一目标,如美国部分州养老金的投资管理就纳入了其他政治和社会目标(Bradley等,2016)。因此,当养老基金对上市公司的影响力过大时,上市公司可能难以约束其政治考量(Jiao和Ye,2013),即不能完全以上市公司财务业绩的提升为导向。这就会产生新的委托代理问题,进而有损上市公司的股东价值(Wang和Mao,2015)。

此外值得一提的是,我国的基本养老保险投资管理制度,设置了委托资产投资于单个企业的股票比例、不得买入ST股票和严重违规的上市公司股票、不得买入近两年涨幅超过100%的股票以及流通市值小于3亿元的股票和流通股少于3000万股的股票等诸多限制,以保障投资安全(孔令锋和黄乾,2004)。这些限制导致当前养老金入市后实际上并未深入参与上市公司治理,因而其给上市公司经营治理带来的风险可能并不大。

2. 养老金的投资偏好可能对市场资金有效配置产生影响

从投资标的选择来看,养老金投资至少有以下三方面的偏好:

一是偏好规模大的公司。公司规模较大代表其过往经营情况较好,并在一定程度上能为公司信誉背书,从而成为养老金投资选择的首要因素。Gompers和Metrick(2001)通过对1980—1996年期间养老基金等机构投资者所投资的企业进行统计分析后发现,风险较大且通常较少发放股利的小公司很难获得养老基金投资。这一偏好导致大公司的股价水平相对偏高,而小公司则面临资金匮乏的局面,从而出现了所谓的“麦克米兰缺口”(Davis,1998)。廖理和石美娟(2008)收集了2003—2005年我国上市公司的有关数据,并从安全性、谨慎性、流动性和交易成本、公司业绩、投资风格等五个角度对社保基金的投资偏好进行了研究,发现公司规模也是

我国社保基金投资选择的最重要因素之一。

二是偏好股价高、市盈率低的公司。多位学者在实证研究中发现,作为资本市场公允价值的主要体现,股价同样是社保基金选择公司进行投资的重要参考因素之一。朱伟骅和廖士光(2012)对2008年我国社保基金持股数据进行实证检验后发现,股价较高、市盈率较低的股票更受社保基金的欢迎。

三是偏好上市时间长的公司。上市时间较长,在一定程度上说明企业能够经得住资本市场的考验,且经营模式较为成熟(Guercio, 1996);此外,选择上市时间较长的企业还可以帮助养老基金避免单个股票出现较大损失。这导致养老基金的持股比例与企业上市时间之间往往存在显著的正相关关系(Falkenstein, 1996)。

养老金投资更加青睐规模较大、股价高且市盈率低、成立时间较长的企业,源于其客观上稳健的投资目标及对风险的强烈厌恶。但养老金的这种特性,也使其很难对一些更需要资金的中小新兴企业形成有力支持,而此类企业可能恰恰是推动经济转型与产业结构升级的重要力量。

(二) 养老金投资对资本市场运行的影响

1. 养老金投资的羊群效应可能对资本市场的稳定产生负面影响

目前,国内外的许多研究均证明,养老金的投资行为可能引发羊群效应。从国外的研究看,利用不同时期OECD国家的面板数据进行的实证分析表明,养老金投资行为不但没有发挥市场稳定器的作用,反而加剧了市场波动(Gomez和Agudo, 2016; Holzner等, 2022),且新兴经济体的养老基金(以智利为典型代表)相对于发达经济体,羊群效应更加明显(Olivares, 2005)。国内方面,对全国社保基金投资组合的统计研究表明,其在投资风格、投资策略、投资行业上存在较大的相似性;进一步研究发现,各社保基金投资组合虽然均获得了高于市场平均收益率的表现,但当资本市场发生波动时,其羊群效应事实上也加剧了市场波动(陈加旭和张力, 2013)。此外,根据国外学者的研究,养老基金的羊群效应强弱不同^①,会对资本市场造成不同程度的影响。对荷兰养老基金投资交易数据的研究表明,养老金投资的弱羊群效应有助于促进金融市场稳定,而强羊群效应则会显著加大资本市场的波动(Broeders等, 2016)。

2. 养老金投资的短视行为可能对资本市场稳定产生负面影响

尽管养老金被市场普遍认定为长期投资者,但监管过度可能放大养老金的短期保值增值需求,导致其在投资决策中产生短视行为,从而加剧资本市场的波动。具体而言,养老金入市规模与市场影响的双双提升,虽然会促使政府部门加强对养老金投资行为的监管,使养老金加大

^① 弱羊群效应是投资者基于相似市场信息做出的非故意羊群行为;半强型羊群效应基于其他外部冲击而具有调节动机,例如监管政策变化;强羊群效应是指投资者有意复制他人的投资策略。

信息披露力度,从而有利于资本市场健康发展(胡继晔,2012);但过犹不及,如果监管部门对养老基金的绩效检查太过频繁,则会迫使养老金管理者不断调整投资策略以避免短期内业绩明显恶化,从而对股票市场运行产生负面影响。尤其是在养老金持有资产的市场价格显著下跌时,监管过度将加重养老金的风险厌恶,从而做出具有明显短期倾向的投资决策(陈绩,2008)。Sunstein(1996)也揭示了养老金可能受到过度监管的问题,包括养老金同时受多个机构监管,以及在一年以内受到高频率监管,都可能迫使养老金做出违背中长期投资意愿的短视行为。马冰(2006)指出,由于对资金安全性的要求较高,养老金在资产质量恶化时,相对于其他机构投资者可能更加缺乏耐心。尤其是在不健全的资本市场中,养老金难以通过有效的资产组合配置来化解风险,更容易由长期投资者退化为短期投机者,通过频繁买卖行为加剧市场波动。

3. 养老金的全球化投资可能加剧相关风险的国际传递

在经济金融全球化快速推进的大背景下,我国金融市场对外国机构投资者的开放程度逐渐上升,从而显著提升了我国资本市场与国际资本市场的相关性,使我国资本市场更容易受到国际资本流动冲击以及国际金融危机的传染(何晓霞和刘颖飞,2008)。从国际经验来看,发达经济体养老金的国际投资可能会加大新兴经济体的金融市场波动。在规模巨大的养老金进入资本市场投资后,资金供应量陡增将导致利率显著下降,并进一步阻碍投资收益率的提升。养老金为达到期望收益率,存在投资非传统资产的需求,而新兴市场资产自然会成为其重要选择之一。然而,发达国家养老金对新兴市场资产的需求并不稳定,当其面临负债端压力的时候(例如给付养老金压力增加或本国利率上升),就可能优先抛售新兴经济体的金融资产,从而给后者的经济金融稳定带来严重的负面冲击(Bonizzi和Kaltenbrunner,2019)。

(三) 养老金投资对资本市场的影响存在异质性

不同国家迥异的宏观经济环境与金融市场结构,可能是造成养老金投资对资本市场影响存在差异的重要原因。

一是金融市场结构。养老金在进行出售非流动性资产、购入流动性资产的操作时,有利于提高资本市场的流动性,促进资本市场快速发展。与银行主导型金融体系相比,市场主导型金融体系包含股票等更高比例的流动性资产,更有利于通过养老金投资来提高市场的流动性(封铁英和李梦伊,2010)。郑坚浩(2007)通过对英美德日四国的实证研究表明,相对于银行导向型金融结构而言,养老金在市场导向型金融结构中更能促进经济增长。

二是金融发展水平。养老金对股市深度、流动性和债券市场深度都有积极影响,但这种影响和金融发展水平有关。在金融发展水平较低的国家,养老金投资不会对资本市场产生显著的正面影响。因此对这些国家需要重新考虑养老金的管理和投资策略(Meng和Pfaue,2010)。刘彦磊和季成(2017)的实证研究发现,现阶段国内养老金投资对资本市场积极作用较弱,原因有二:一是国内养老体系发展较慢、融入资本市场较浅;二是国内资本市场尚不成熟,机构投

资者比重较低。

三是养老金入市程度。Catalan等(2000)的实证研究表明,OECD国家的养老金与资本市场及其流动性之间存在积极的因果关系,而发展中国家则好坏参半。例如,智利的养老金与资本市场之间呈现出积极的双向互动因果关系,而马来西亚和新加坡则没有这一关系。可能是因后两个国家的政府管制严格,限制了养老金对本国资本市场的投资。

四是监管能力和宏观经济环境。伊志宏(1999)认为,养老金发展对监管能力的要求较高,需要打破证券业和保险业的界限,因而相关监管部门需要密切配合协调,防止出现监管漏洞或重复监管。若监管能力未达到要求,或将拖累养老金的发展,并对资本市场造成负面影响。Alier和Vittas(2000)则强调了较低的通货膨胀和稳定的宏观环境对养老金稳定运行以及促进资本市场发展的重要性。

三、养老金投资对宏观经济增长的潜在影响

除资本市场外,学术界针对养老保险制度与养老金投资对经济增长的潜在影响也有较多讨论,但迄今为止仍然存在较大争议。

(一) 养老金投资对个人储蓄的影响

现有文献比较了两种不同的养老保险制度——现收现付制与完全积累制(基金制)——对个人储蓄的影响。虽然目前尚无一致性结论,但较为普遍的观点是:现收现付制对个人储蓄具有一定的“挤出效应”,而完全积累制受多种因素影响,可能对个人储蓄的影响较小。

早期研究大多认为,养老保险制度对个人储蓄存在“挤出效应”。这主要是指由于养老金计划的存在,人们可以减少为了退休期消费而在工作时积累财富的需要,从而导致个人储蓄下降(Feldstein, 1974)。有很多学者通过储蓄的生命周期模型,得出了社会保险制度将会减少个人储蓄,并减少封闭经济中资本存量的结论(Modigliani和Brumberg, 1954; Ando和Modigliani, 1963; Kotlikoff, 1979)。尤其是对现收现付制的养老金制度而言,更容易减缓资本积累率、减少稳态资本存量(Diamond, 1965)。

也有部分学者认为,上述影响存在不确定性。Barro(1978)指出,遗产动机的存在使得社会保障对个人储蓄的挤出效应为零。Leimer和Richardson(1992)则发现,尽管社会保障财富的减少将会增加私人储蓄,但同时也会导致消费者福利的重大损失。Slate(1994)认为,社保制度的建立对个人储蓄没有显著影响。周成等(2007)通过实证检验证明,现收现付制养老金计划对个人储蓄的“挤出效应”规模,取决于一国的经济增长率、物质资本报酬率和年轻人的学习能力,因此存在比较明显的国际异质性。柏杰(2000)利用无限期世代交叠模型进行的相关研究表明,养老保险制度对经济增长和帕累托有效性的影响,取决于强制储蓄利率与自然

储蓄利率的比值、现收现付缴费率,以及强制储蓄占个人总储蓄的比例。

对完全积累制而言,由于存在基金余额积累与投资管理操作,该制度对个人储蓄可能并无负面影响,甚至存在正面激励作用。具体而言,由于养老金的投资收益存在不确定性,及其非流动性对个人自由借债行为构成限制,因此个人储蓄可能并不会被养老金的缴纳和积累所“挤出”。Davis(1998)认为,养老金对个人储蓄是否存在挤出效应,实际上取决于养老金对个人造成的强制储蓄与个人自愿储蓄之间的边际替代率的大小:如果边际替代率等于1,则养老金对个人的全生命周期储蓄并无影响。在此基础上,他基于12个OECD国家数据进行了实证研究,并未发现养老金对个人储蓄的影响存在规律性。然而,世界银行对美国、澳大利亚、智利等国家年金方案的研究则发现,这些国家的完全积累制养老金制度能够增加居民储蓄、促进资本形成(世界银行,1997)。

(二) 养老金投资对经济增长的影响

部分学者论证了养老金投资行为对经济增长的积极作用。李珍等(2001)基于美国的研究发现,养老金可以刺激国内消费增长:一是养老金运作促进了老龄人口消费的增长;二是养老金通过保障公众的未来退休生活,在稳定大家对经济前景的信心方面发挥了重要作用。邹瑜(2002)认为,养老金投资对宏观经济具有改善社会福利、调整国民经济布局、促进效率提高和促进市场化改革等多项作用。Davis和Hu(2004)考察了38个国家的数据,发现养老金投资对经济增长具有显著的正向影响,且这种影响在OECD国家中更为显著。徐景峰等(2006)利用多种计量方法得出的结论是:养老金投资对经济增长具有正效应,但并不十分显著;养老金投资对产出的贡献要远小于对固定资产投资的贡献。

然而,也有些学者认为,上述积极作用需要一定的前提并存在不确定性,甚至可能体现为负面效应。田存志等(2006)通过建立简单的内生增长模型,证明了养老金投资比例与经济增长率的正相关关系,但前提是养老金投资进入CES型生产函数且与资本品不是完全替代的;若存在完全替代,则其对经济的影响是中性的。Zandberg和Spierdijk(2013)发现,并没有实质性证据表明养老金投资能够带来更高的经济增长,因为一旦在实证模型中控制住资本市场回报率这个指标,养老金对经济增长的积极作用就几乎不存在。这意味着一些研究发现的养老金对经济增长的积极效应,很可能是由于养老金资产数量与经济增长率之间的虚假相关性造成的。Cavallini等(2013)对OECD国家面板数据进行实证研究后指出,难以证明养老金投资与人均产出之间的正相关关系。米红等(2020)认为,如果参与养老储蓄、养老投资的居民过多,将致使全社会消费水平下降,进而减弱通过内需拉动经济增长的能力。尤其是在当前我国人口老龄化程度不断加深的背景下,第三支柱参保人数过多可能显著影响我国经济增长。

四、我国养老保险体系制度设计的缺陷

养老保险体系是养老金进行投资管理的基础。在老龄化程度不断加深的背景下,养老保险体系制度的缺陷可能造成收支缺口不断扩大,导致自身偿付能力下降。这不仅会动摇养老金投资的根本,还会对经济社会与金融体系的稳定运行产生负面冲击。这一点国际上已有诸多先例:智利上世纪70年代现收现付制下的养老金的缺口,不仅导致养老体系难以为继,甚至引发了社会矛盾和群体冲突(M·因方特等,2000);美国州和地方政府的公共养老金计划曾面临严重危机,底特律因无法承担巨额养老金负债而宣告破产,这也是美国历史上最大的城市破产案(刘浏等,2014);欧洲PIIGS五国^①过于慷慨的养老政策,最终导致养老金收支失衡,进一步加重了这些国家的公共债务危机(赫国胜等,2016)。

就我国而言,养老保险体系的制度缺陷同样是学术界长期以来讨论的重点。近年来,养老金改革路径也是基于此而制定和推进。但迄今为止我国养老保险体系与养老金投资管理仍存在以下三大制度缺陷。

(一) 养老保险体系设计问题

第一,多层次养老保险体系结构失衡,尤其是第三支柱建设薄弱。当前,我国已初步搭建起国际上普遍采用的三支柱养老保险体系(世界银行,1994),但发展尚不均衡:第一支柱(即基本养老保险体系)“全覆盖、保基本”的目标已大致实现;第二支柱(即企业和职业年金)覆盖的范围有限,尚未形成对第一支柱的有力支撑(董克用和施文凯,2020);第三支柱(个人养老金)于2018年5月启动个税递延型养老保险试点^②,2022年4月国务院发布个人养老金顶层设计^③,但目前的运行效果并不尽如人意(郑秉文,2021)。

第二,统筹层次偏低是持续困扰我国养老保险体系运作的一大难题。统筹层次偏低在基本养老保险制度发展初期成为迅速扩大覆盖面和确保基金征缴的重要基础,但也给后续发展带来了诸多问题,包括养老金异地结算困难、资金运用效率低、地区间财务可持续性失衡等(郑秉文,2018)。因此,中央政府从2018年7月起实施了中央调剂制度,旨在平衡基本养老金的地区间差异^④。然而,目前仅有少数省份可以做到统收统支省级统筹,大部分省份尚处于地市级统筹层面,在具体执行上面临来自地方政府的强大阻力(方乐,2020)。

^① PIIGS 五国,指经济不景气、出现债务危机的五个欧洲国家:葡萄牙(Portugal)、意大利(Italy)、爱尔兰(Ireland)、希腊(Greece)、西班牙(Spain)。

^② 2018年4月,财政部、税务总局、人社部、银保监会、证监会等五部委联合下发关于《开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》,决定自2018年5月1日起,在上海市、福建省(含厦门市)和苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点。

^③ 2022年4月21日,国务院办公厅发布《国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见》。

^④ 《中华人民共和国社会保险法》第六十四条和《国务院关于建立企业职工基本养老保险基金中央调剂制度的通知》(国发〔2018〕18号)

第三,养老金的可携带性较差,加剧了区域与城乡之间的差距,且在一定程度上限制了人才流动。我国基本养老保险体系一直存在跨区域转移不便的问题,尽管人社部在2010年已明确了养老金账户转移规则^①,但实际仍难完全落地。这使得人口流入地区受益而人口流出地区受损(王震,2017)。尤其是地区间的养老保险制度差异以及无法异地结算等问题,无疑将会制约农村劳动力的流动效率,并进一步扩大城乡收入差距(邹铁钉,2021)。

(二) 养老金收支制度问题

老龄化程度加深是导致养老保险体系收支缺口扩大的最重要原因,但收支制度的设计缺陷也是增大养老保险体系偿付风险不可忽视的重要因素。具体而言,养老金增长过快会导致巨大的制度成本和财务压力(巴尔和戴蒙德,2013);养老金支出占财政支出比重的上升,则可能降低资本回报率和工资水平,进而减少养老金收入(严成樑,2017)。

我国的养老保险在制度设计层面存在以下三方面缺陷:

一是支出水平过高且增长过快。若以养老金替代率(养老金收益与个人临退休前工资的比例)衡量养老保险支出的相对水平,OECD(2019)统计的OECD国家平均养老金替代率为49.0%,而我国则高达71.6%。曹信邦(2017)指出,相比老龄化而言,功利化价值取向下的制度性风险是养老金制度财务危机的内在根源;而我国基本养老保险采取固定收益与固定缴费相结合的制度,存在更多功利色彩,因此加大了养老保险体系的支付压力。

二是名义缴费率畸高而真实缴费率偏低。由于缴费基数较低,再叠加一些逃费漏费现象,我国社保的真实缴费率远低于名义社保总和缴费率(路锦非,2016)。真实缴费率过低导致社保保费收入明显不足,加大了养老保障制度在财务上自给自足的难度(穆怀中等,2020)。

三是历史债务与空账问题。我国的基本养老保险在1997年实行“统账结合”的新制度后,长期存在的历史债务及个人账户空账运行,加重了养老保险体系本就突出的财务问题。据测算,养老金面临的隐性债务可能要到2042年才能彻底解决(贾康等,2007)。总体而言,不断恶化的制度赡养率、养老金超额支出、较高的给付水平、较低的保费征缴率等问题,导致了养老金财务压力的进一步加剧(李连芬和刘德伟,2011)。

(三) 养老金投资管理行为问题

对养老金进行投资管理是实现其长期保值增值的重要手段。我国的养老保险体系近年来在投资管理方面进行了深刻改革,但在这一过程中,养老金投资机构的行為可能会加大养老金本身的偿付风险。这主要体现在委托-代理问题上,以及养老金投资管理责权不匹配等问题。

一是委托-代理问题。当前,我国的养老金投资已有相当一部分采取委托管理模式进行运

^① 根据2010年正式生效的《城镇企业职工基本养老保险关系转移接续暂行办法》规定,个人在进行基本养老保险关系转移时,个人账户储蓄额可全部计算转移,而统筹账户(单位缴费)部分则以各年度实际缴费工资为基数,按12%的总和转移。

作,但由于受资本市场不完全竞争和信息不对称因素的影响,委托人与托管人之间的委托-代理关系可能导致双方利益倾向不同,容易诱发机会主义行为与道德风险(梁君林,1999)。尤其是在受托管理人及其利害关系人存在恶意行为或不良企图的情况下,养老金投资发生事故的几率将会显著增加,进而造成养老金的偿付风险(曹信邦,2001)。

二是权责不匹配问题。地方政府、社保基金等养老金管理者对市场化投资有决策权与记账权,却仅在极端情况下承担养老金兜底责任;养老金受托投资管理机构具有直接投资以及委托投资权,却仅仅承担行政责任或以微量准备金对冲风险,并不对其投资行为可能导致的风险承担损失赔偿责任(张春丽,2016)。相对而言,养老金受益人并无上述权利,却要最终承担养老金投资管理的大部分实际风险(沈澈和邓大松,2014)。按照我国的现行制度,基本养老保险基金、国家养老储备基金投资管理的最终风险由政府承担(实际即全民承担),而企业年金、个人养老金的投资风险则由养老金投保人自行承担。

五、结论与政策建议

近年来,我国已经在养老金投资管理方面实施了一系列重大改革举措,包括第一支柱基本养老保险入市、第二支柱企业年金投资管理范围放宽、第三支柱个人养老金落地及相关基金业务试点启动等,逐步完善了多层次养老保险体系的建设,并且在养老金的保值增值方面取得了显著成效。当前,三支柱养老金入市投资权益资产的比例均低于其监管上限,从理论上说,仍有规模可观的养老资金具备潜在入市投资的可能性。本文认为,继续大力推进养老金投资管理改革、推动养老金参与资本市场投资,对于实现养老金保值增值意义重大,也有助于通过引入长期资金促进资本市场的健康稳定发展。

但是,根据本文对国内外相关文献的分析,养老金投资在以下三方面的潜在风险值得关注:

其一,养老金投资可能给市场主体与资本市场运行带来负面影响。在对资本市场主体的影响方面,一是养老金投资可能对上市公司的经营治理造成负面影响;二是养老金投资可能难以对更需要资金的中小新兴企业提供有力支持。在对资本市场运作的影响方面,一是养老金投资的羊群效应可能放大资本市场波动;二是监管过度可能放大养老金在短期内的保值增值需求,导致其投资决策中的短视行为;三是养老金全球化投资可能加剧国际风险的传递。此外,对于不同国家而言,不同的金融市场结构、金融发展水平、养老金入市程度、监管能力与宏观经济环境等,都会影响养老金投资对资本市场作用的异质性。

其二,养老保险制度与养老金投资对经济增长的影响尚未形成统一认识。现收现付制对个人储蓄有一定的“挤出效应”,而完全积累制对个人储蓄的影响较小。虽然完全积累制养老金的投资行为可能通过促进老龄人口消费、稳定经济前景信心、增加居民人力资本投资等渠道促

进经济增长,但也有研究认为,尚无法证明养老金投资对经济增长的上述积极效应。

其三,养老保险体系在制度设计方面存在的缺陷,可能造成养老金收支缺口不断扩大、自身偿付能力下降,最终对经济社会与金融体系的稳定运行产生负面冲击。这在我国主要体现在三方面:一是养老保险统筹层次偏低、第三支柱薄弱、不便携性等问题突出;二是养老金支出占比过高与增长过快、名义缴费率畸高、历史债务与空账问题亟待解决;三是养老金投资管理面临顺周期性、委托-代理问题、权责不匹配等挑战。

综上所述,面对我国总人口增长进入拐点、老龄化程度不断加深的严峻挑战,继续推进养老保险体系与养老金投资管理改革,是确保我国养老体系稳定可持续的必要之举。但考虑到养老金投资对经济金融稳定性可能造成的潜在影响,在改革推进过程中也应关注其推进的节奏与强度,以尽量规避上述风险。

一方面,要循序渐进地推动养老金投资管理改革。在我国金融市场发展尚不成熟的情况下,养老金投资管理改革的步伐应循序渐进:一是审慎提高养老金投资权益资产比例上限,以避免养老金投资的羊群效应加剧市场波动;二是适度拉长养老金投资的监管考核期,防止因其短期保值增值需求而造成养老金投资决策的短视行为;三是谨慎推动养老金投资机构参与上市公司治理,以避免其对上市公司的经营治理造成负面影响;四是慎重评估并把握好放开养老金投资海外市场的节奏,以防范养老金全球化投资可能引起的国际风险传染。总体而言,稳妥推进养老金投资管理改革,既是出于对养老金自身安全保值的考虑,也是为了避免养老金投资可能对资本市场带来的负面冲击。

另一方面,要加快推进养老保险体系制度改革。应当尽快通过制度改革弥补养老保险体系的设计缺陷,包括实现真正意义上的基本养老保险全国统筹,做实基本养老保险个人账户,提高基本养老金账户的可便携性,继续建立、健全第三支柱个人养老金制度等。这些都是政府近年来始终努力的方向,也是在中长期避免养老金收支缺口对经济金融稳定运行造成负面影响的必要手段。

参考文献

1. 柏杰, 养老保险制度安排对经济增长和帕累托有效性的影响, 经济科学, 2000年第1期, 78-88。
2. 曹信邦, 我国养老保险私营管理模式运行机制的设计, 财政研究, 2001年第5期, 53-56。
3. 曹信邦, 中国养老金制度创新的价值取向与风险化解, 中国行政管理, 2017年第7期, 123-126。
4. 陈绩, 养老保险基金投资对资本市场影响分析, 科教文汇(旬刊), 2008年第20期, 198。
5. 陈加旭和张力, 养老基金投资中的行为异象及其制度规范, 求索, 2013年第6期, 40-42、224。
6. 董克用和施文凯, 加快建设中国特色第三支柱个人养老金制度: 理论探讨与政策选择, 社会保障研究, 2020年第2期, 3-12。

7. 方乐, 养老保险费改税目标下统账结合规则改进刍议, 税务与经济, 2020 年第 3 期, 76-84。
8. 房连泉, 全面建成多层次养老保障体系的路径探讨——基于公共、私人养老金混合发展的国际经验借鉴, 经济纵横, 2018 年第 3 期, 75-85。
9. 封铁英和李梦伊, 金融危机背景下养老基金与资本市场的互动效应及启示, 统计与决策, 2010 年第 9 期, 124-126。
10. 韩俊强, 农民工养老保险参保行为与城市融合, 中国人口·资源与环境, 2017 年第 27 期, 135-142。
11. 赫国胜和柳如眉, 少子老龄化、养老金均衡与公共债务危机——PIIGS 五国的经验与教训, 中央财经大学学报, 2016 年第 1 期, 3-15。
12. 何晓霞和刘颖飞, 浅析养老基金与资本市场的互动关系——推动养老基金与资本市场的和谐发展, 金融经济, 2008 年第 16 期, 21-22。
13. 胡继晔, 养老金监管的法经济学分析, 政法论坛, 2012 年第 4 期, 62-71。
14. 贾康、张晓云、王敏和段学仲, 关于中国养老金隐性债务的研究, 财贸经济, 2007 年第 9 期, 15-21、128。
15. 孔令锋和黄乾, 美国养老基金参与公司治理的实践对我国的借鉴, 经济经纬, 2004 年第 2 期, 89-92。
16. 李春涛、薛原和惠丽丽, 社保基金持股与企业盈余质量: A 股上市公司的证据, 金融研究, 2018 年第 7 期, 124-142。
17. 李连芬和刘德伟, 我国养老金 "多支柱" 模式存在的问题及改革方向, 财经科学, 2011 年第 3 期, 108-116。
18. 李珍和杨玲, 养老基金制度安排与经济增长的互动——以美国为研究对象, 金融研究, 2001 年第 2 期, 101-106。
19. 梁君林, 养老保险基金与资本市场, 山西财经大学学报, 1999 年第 2 期, 75-77。
20. 廖理和石美娟, 我国养老基金投资偏好研究, 统计研究, 2008 年第 8 期, 50-53。
21. 刘浏、孙韦和薛晓倩, 美国州和地方政府公共养老金危机的启示, 金融发展评论, 2014 年第 10 期, 39-42。
22. 刘婉婷和刘明显, 社保基金与资本市场互动关系探索, 经济界, 2014 年第 3 期, 28-31。
23. 刘彦磊和季成, 养老保险基金投资与资本市场的互动关系研究, 现代管理科学, 2017 年第 11 期, 72-74。
24. 刘永泽、唐大鹏和丛中岳, 社保基金持股对上市公司盈余管理的治理效应, 财政研究, 2011 年第 11 期, 64-68。
25. 路锦非, 合理降低我国城镇职工基本养老保险缴费率的研究——基于制度赡养率的测算, 公共管理学报, 2016 年第 1 期, 128-140、159。
26. M·因方特、J·阿里斯蒂亚、J·R·温杜拉加和班颖杰, 智利社会保障改革历程, 经济社会体制比较, 2000 年第 6 期, 39-46。
27. 马冰, 养老保险基金进入资本市场问题研究, 河北金融, 2006 年第 4 期, 60-63。

28. 孟涛、焦捷和田园, 机构投资者治理作用与公司过度投资——基于内生性视角的重新审视, 清华大学学报(自然科学版), 2015年第4期, 452-461。
29. 米红、朱海扬和马齐旖旎, 我国第三支柱社保覆盖人群界定与参保规模政策仿真, 价格理论与实践, 2020年第4期, 25-30、163。
30. 穆怀忠、范璐璐和陈曦, 养老保障制度“优化”理念分析, 社会保障研究, 2020年第1期, 3-10。
31. 尼古拉斯·巴尔、彼得·戴蒙德, 郑秉文等(译), 养老金改革: 理论精要, 中国劳动社会保障出版社, 2013年。
32. 沈澈和邓大松, 养老金投资运营风险的识别与对策, 经济纵横, 2014年第3期, 96-100。
33. 世界银行, 劳动部社会保险研究所(译), 防止老龄危机: 保护老年人以促进增长的政策, 中国财政经济出版社, 1997年。
34. 田存志和杨志刚, 养老金投资对经济增长的影响研究——一种新的理论视角, 财经研究, 2006年第2期, 138-144。
35. 王震, 人口流动与养老金地区差距: 基于回归的不平等分解, 劳动经济研究, 2017年第1期, 61-82。
36. 徐景峰和田存志, 中国养老金投资与经济增长的实证研究, 经济管理, 2006年第6期, 82-89。
37. 严成樑, 延迟退休、财政支出结构调整与养老金替代率, 金融研究, 2017年第9期, 51-66。
38. 伊志宏, 中国养老金制度改革模式选择及其金融影响, 中国人民大学博士学位论文, 1999年。
39. 曾显荣, 社保基金入市与公司治理机制的变迁: 美国经验与中国实践, 生产力研究, 2007年第3期, 177-179。
40. 张春丽, 我国养老基金投资的审慎投资人规则, 中国法学, 2016年第5期, 239-259。
41. 张雪, 养老基金与资本市场的互动分析, 改革与开放, 2017年第14期, 30-31。
42. 郑秉文, 财富储备与“资产型”养老金体系转型研究, 中国人口科学, 2021年第1期, 23-37、126。
43. 郑秉文, 中国社会保障40年: 经验总结与改革取向, 中国人口科学, 2018年第4期, 2-17、126。
44. 郑秉文和房连泉, 智利养老金改革25周年: 养老金投资与资本市场, 国际经济评论, 2006年第6期, 57-60。
45. 郑坚浩, 两种金融结构下的养老基金与经济增长, 保险研究, 2007年第9期, 86-89。
46. 周成和刘子兰, 养老金计划、人力资本及经济增长: 理论和实证研究, 北京大学中国保险与社会保障研究中心(CCISSR), 民生保障与和谐社会: 保险、社会保障与经济改革的视角——北大CCISSR论坛文集·2007, 北京大学出版社(Peking University Press), 2007年, 18。
47. 朱伟骅和廖士光, 投资者行为与市场波动, 上海人民出版社, 2012年。
48. 邹铁钉, 养老保险可携带性、农村劳动力流动与农村返贫困, 统计研究, 2021年第8期, 45-58。
49. 邹瑜, 社保基金投资研究, 湖南大学硕士学位论文, 2002年。
50. Alier, M., and D. Vittas, Personal Pension Plans and Stock Market Volatility, World Bank Publications, 2000。

51. Ando, A., and F. Modigliani, The " Life Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests, *The American Economic Review*, 1963, 53(1), 55-84.
52. Barr, N., and P. Diamond, *Reforming Pensions: Principles and Policy Choices*, Oxford University Press, 2008. ISBN 978-0-19-531130-3, 352.
53. Barro, R.J., and M. Feldstein, *The Impact of Social Security on Private Saving: Evidence from the U.S. Time Series*, AEI Press, United States of America, 1978, <https://policycommons.net/artifacts/1295666/the-impact-of-social-security-on-private-saving/1898903/>.
54. Bonizzi, B., and A. Kaltenbrunner, Liability-Driven Investment and Pension Fund Exposure to Emerging Markets: A Minskyan Analysis, *Environment and Planning A: Economy and Space*, 2019, 51(2), 420-439.
55. Bradley, D., C. Pantzalis, and X. Yuan, The Influence of Political Bias in State Pension Funds, *Journal of Financial Economics*, 2016, 119(1): 69-91.
56. Broeders, D., D. Chen, P. Minderhoud, and W. Schudel, Pension Funds' Herding, DNB Working Papers, 2016, No.503. <https://www.dnb.nl/media/llglnxpx/working-paper-503.pdf>.
57. Catalan, M., G. Impavido, and A. R. Musalem, Contractual Savings or Stock Market Development: Which Leads?, *Journal of Contextual Economics—Schmollers Jahrbuch*, 2000 (3): 445-487.
58. Cavallini, P., G. Carmeci, and G. Millo, Are Funding of Pensions and Economic Growth Directly Linked?, *New Empirical Results for Some OECD Countries*, DEAMS Research Paper 7, 2013. <https://www.openstarts.units.it/server/api/core/bitstreams/afdc5d78-7473-4a6f-8f90-aea07a2d1f8c/content>.
59. Davis, E. P., and Y. W. Hu, Is There a Link Between Pension-Fund Assets and Economic Growth? —A Cross-Country Study, *Public Policy Discussion Papers*, 2004, <https://bura.brunel.ac.uk/bitstream/2438/978/1/04-23.pdf>.
60. Davis, E.P. Institutional Investors, Corporate Governance and The Performance of The Corporate Sector, *Economic Systems*, 2002, 26(3), 203-229.
61. Davis, E.P., *Pension Funds: Retirement-Income Security and Capital Markets: An International Perspective*, OUP Catalogue, 1998, 8(2), e64596-e64596.
62. Del Guercio, D., The Distorting Effect of The Prudent-Man Laws on Institutional Equity Investments, *Journal of Financial Economics*, 1996, 40(1), 31-62.
63. Diamond, P.A., National Debt in A Neoclassical Growth Model, *The American Economic Review*, 1965, 55(5), 1126-1150.
64. Falkenstein, E.G., Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings, *The Journal of Finance*, 1996, 51(1), 111-135.
65. Feldstein, M., Social Security, Induced Retirement, and Aggregate Capital Accumulation, *Journal Of Political Economy*, 1974, 82(5), 905-926.
66. Gomez, J.A., and L. F. Agudo, Are Pension Funds Determinants of Financial Market Stability? A Dynamic Analysis of OECD Countries. ERN: Social Security & Public Pensions (Topic) (2016): n. pag.
67. Gompers, P.A., and A. Metrick, Institutional Investors and Equity Prices. *The Quarterly Journal of*

Economics, 2001, 116(1), 229-259.

68. Haldane, A.G. and I. Goldin, "Procyclicality and Structural Trends in Investment Allocation by Insurance Companies and Pension Funds: A Discussion Paper by the Bank of England and the Procyclicality Working Group", 2014. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/paper/2014/procyclicality-and-structural-trends-in-investment.pdf>

69. Holzner, M., S. Jestl, and D. Pichler, Public and Private Pension Systems and Macroeconomic Volatility in OECD Countries, *Scottish Journal of Political Economy*, 2022, 69(2), 131-168.

70. Jiao, Y., and P.Ye, Public Pension Fund Ownership and Firm Performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2013, Vol.40, 571-590.

71. Kotlikoff, L.J., Social Security and Equilibrium Capital Intensity, *The Quarterly Journal of Economics*, 1979, 93(2), 233-253.

72. Leimer, D.R., Richardson D H. Social Security, Uncertainty Adjustments and The Consumption Decision, *Economica*, 1992, 311-335.

73. Meng, C., and W. D. Pfau, The Role of Pension Funds in Capital Market Development, *Grips Discussion Papers*, 2010, 10:10-17. <https://www.grips.ac.jp/r-center/wp-content/uploads/10-17.pdf>.

74. Modigliani, F., and R. Brumberg, Utility Analysis and The Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data, *Franco Modigliani*, 1954, 1(1), 388-436.

75. OECD, Pensions at a Glance 2019: OECD and G20 Indicators, OECD Publishing, Paris, 2019, <https://doi.org/10.1787/b6d3dcfc-en>.

76. Olivares, J.A., Investment Behavior of The Chilean Pension Funds, *Financial Management Association European Conference Paper*. 2005, 360419.

77. Slate, S., The Impact of Government Budget Deficits and Social Security on Private Savings: Experimental Evidence, *University of Colorado*, 1994.

78. Sunstein, C.R., Congress, Constitutional Moments, and the Cost-Benefit State, *Stanford Law Review*, 1996: 247-309.

79. Wang, Y., and C.X. Mao, Shareholder Activism of Public Pension Funds: The Political Facet, *Journal of Banking & Finance*, 2015, 60, 138-152

80. World Bank. Averting The Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth. Summary, *The World Bank*, 1994.

81. Zandberg, E., and L. Spierdijk, Funding of Pensions and Economic Growth: Are They Really Related?, *Journal of Pension Economics & Finance*, 2013, 12(2), 151-167.

Abstract: For a long time, the academic community and the market have been mostly positive on the evaluation of pension fund investment management reform, including achieving pension preservation and appreciation, coping with the challenges of aging, and enhancing the stability of the capital market. However, with the deepening of market-oriented pension fund investment reform, the impact that pension fund investments

may have on the stability of relevant market players and the economic and financial system is also worthy of attention. By combing and summarizing relevant literature, this paper finds that there are three risks worth paying attention to: First, pension fund investments in the capital market may have a negative impact on the operation of listed companies due to their own restrictions and investment preferences; They may also increase the volatility of the capital market due to herd effect, short-sighted behavior, global investments and other operations. Second, the impact of pension insurance system and pension fund investments on economic growth is controversial. And the divergent macroeconomic environments and financial market structures across different countries make the impact of pension fund investments on the capital market and economic growth heterogeneous. Third, the pension insurance system itself has defects in system design, revenue and expenditure structure, and investment management practices, which may also lead to a decline in pension solvency, subsequently affecting economic, social and financial stability. Therefore, in the case that China's financial market is still immature, it is more prudent to promote the reform of pension fund investment step by step, and impose certain restrictions on the proportion of pension equity investment, the degree of participation in corporate governance and overseas investment behavior.

Key Words: Pension Fund Investment; Economic Stability; Financial Stability; Risk; Heterogeneity

(编辑: 关天颖; 校对: 邢翠鑫)