

工作论文

SSL Working Paper Series

WP No.114-20201012

中国社科院世界社保研究中心 主办



这期刊发的《工作论文》是由高庆波撰写的《基本养老保险基金投资：规模、约束与政府选择》。如引用，请注明出处并通知作者——编者。

基本养老保险基金投资：规模、约束与政府选择

高庆波

中国社科院社会发展战略研究院

【摘要】历经二十年的争论，基本养老保险基金终于确定了统一受托投资模式。虽然各界几乎一致认同基金投资在经济上更为有利，但实践中却出现了基本养老保险基金投资规模远低于基本养老保险基金累计结存金额的现象。本文探讨相关制度约束问题。研究发现，导致基金投资规模不足的主要原因包括，一是相关制度存在显性和隐性约束，周转性质的资金预留以及收付实现制与养老保险制度长期运行之间的隐性冲突导致可投资规模下降；二是政府履行社会保障职能相关决策受预期影响，且养老保险基金投资决策目标并非完全基于社保制度自身，而是在多维目标体系中权衡。鉴于未来十年养老保险累计结存仍将继续攀升并达到历史高位，建议尽快明晰各方主体权利与义务，并提升统筹层次与明晰相关制度安排，尽力消除基金投资中的各种制度约束，以从源头上提升基本养老保险制度的财务可持续性。

【关键词】基本养老保险基金；制度；科层制；政府行为

一、引言

关于基本养老保险基金投资问题的相关探讨已持续了二十余年。早在统账结合的基本养老保险制度建立之前，章连桥（1994）已建议通过建设社会保险银行等手段，推动社会保险基金走向由市场解决保值增值问题。此后各界围绕基本养老保险基金是否投资问题，从保值增值、制度缺陷、潜在福利损失与制度优化等多个角度展开了探讨（蔡兴扬，1997；于洪，2002；郑秉文，2004；胡继晔，2007；郑秉文，2014）。

在探讨的初期，基本养老保险累计结存金额很小，2000 年底全国基本养老保险基金滚存结余只有 947 亿元^①。但累计结存增加速度极快，2010 年末基本养老保险累计结存已达 15365 亿元^②。2015 年，国务院明确了基本养老保险累计结存投资模式——《基本养老保险基金投资管理办法》（国发〔2015〕48 号）规定，“由省级政府将各地可投资的基本养老保险基金归集到省级社会保障专户，统一委托给国务院授权的基本养老保险基金管理机构进行投资运营”。^③2016 年《全国社会保障基金条例》明确，由全国社会保障基金理事会（后文简称为社保基金会）作为接受省级人民政府的委托的机构^④。争论多年的基本养老基金投资与否问题至此落幕。

经过二十余年的投资争论之后，无论基本养老保险基金投资的支持方还是反对方，对基金投资在经济上更为有利这一判断基本一致。社保基金自成立以来的年均投资收益率达 8.82%^⑤，其稳健表现极大地打消了对投资安全性与回报水平的顾虑，各界对基本养老保险基金投资发展多持乐观态度。如魏霄与倪娟（2016）判断，中央批准社保基金投资运营地方养老金，将改变当下的投资约束效应。自 2015 年基本养老保险基金统一集中投资、专业化运作原则确立以来，相关文献探讨主要集中在投资技术、风险控制与监管等领域。如丁建定与任志强（2015）

^① 人力资源和社会保障部：2000 年度劳动和社会保障事业发展统计公报，http://www.mohrss.gov.cn/SYrlzyhshbzb/zwgk/szrs/tjgb/200603/t20060301_69895.html。

^② 人力资源和社会保障部：2010 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报，http://www.mohrss.gov.cn/SYrlzyhshbzb/zwgk/szrs/tjgb/201107/t20110720_69907.html。

^③ 人力资源与社会保障部：国务院印发《基本养老保险基金投资管理办法》，http://www.mohrss.gov.cn/SYrlzyhshbzb/dongtaixinwen/buneyaowen/201508/t20150823_218734.htm。

^④ 人力资源与社会保障部：《全国社会保障基金条例》，http://www.mohrss.gov.cn/SYrlzyhshbzb/zcfg/flfg/xzfg/201604/t20160428_239052.html。

^⑤ 全国社会保障基金理事会基金年度报告(2015 年度)，

http://www.ssf.gov.cn/cwsj/ndbg/201606/t20160602_7079.html。

利用模糊层次综合分析法探讨基本养老保险基金投资的五种风险；丁怡与邓大松（2016）探讨构建最低的收益担保制度，从而提升基金抵御风险的能力；易沛与张伟（2019）通过探讨社保基金的投资风格是否符合长期、稳健原则。

现有研究已论证了基本养老保险基金投资的经济性（郑秉文，2017）。遗憾的是，基本养老保险基金投资规模远小于其累计结余。2016年12月，社保基金会开始受托运营基本养老保险基金。但截至2018年末，各地实际划入委托资金本金只有6050亿元^①。在基本养老保险基金投资两年之后，委托投资金额仅相当于基本养老保险基金累计结存（58152亿元）的10.4%，城镇职工基本养老保险基金累计结存的（50901亿元）11.89%。^②但现有研究没有解释为什么会出现基本养老保险基金投资规模不足的问题。

理论上的经济性与现实中投资规模未及预期的冲突成为思考的起点。投资规模不足现象的特殊性在于，其委托人是各地政府（社保机构），受托人是社保基金理事会。基本养老保险基金投资不足现象，必然存在着隐含的制度约束要素。因而，相关探讨还需要从更宏观的角度找寻切入点。

在既有研究中，刘军强（2011）在探讨税费征收部门之争时提出的一个问题，为研究基本养老保险基金投资规模不足问题提供了借鉴。早在1998年，国务院已禁止从社会保险基金中提取管理费，表面上征收社会保险并没有太多利益，究竟是什么驱使税务部门和社保部门争取征收权？刘军强认为，部门利益是影响部门决策的根本动力。部门利益由两部分组成，一是“权”，即职权范围及其所对应的部门权威；其二是“利”，即与权力伴生的实际利益。郁建兴与高翔（2012）关于发展型政府的论述，从更宏观的视角提供了探讨政府履行社会保障职能时的分析基础。他们认为，“属地管理”和“行政发包”是中国政府体系的典型特征，中央政府采用委托-代理方式，授权地方政府履行政府职能，形成了以推动经济发展为主要目标，以长期担当经济发展的主体力量为主要方式，以经济增长作为政治合法性主要来源的“地方发展型政府”模式，财政收益最大化逐渐居于支配地位。

不过，既有文献对基本养老保险制度各方参与者选择行为探讨较少，尤其是

^① 全国社保基金理事会：《全国社会保障基金理事会基本养老保险基金受托运营年度报告（2018年度）》，http://www.ssf.gov.cn/yljztzgl/201908/t20190819_7682.html。

^② 人力资源和社会保障部：2018年度人力资源和社会保障事业发展统计公报，<http://www.mohrss.gov.cn/SYrlzyhshbzb/zwqk/szrs/tjgb/201906/W020190611539807339450.pdf>。

在社会保障领域。虽然罗遐（2011）以政府行为对农民参保选择的影响为题，但近年来对政府履行社会保障职能的行为分析常局限于政府是否提供补贴以及是否存在有效宣传，解释力度不足。本文将探讨制约基本养老保险基金投资相关制度约束因素以及地方政府决策逻辑。

二、制约投资规模的制度因素

（一）显性约束—周转性质的资金预留

近年来，在探讨基本养老保险基金未投资所造成的隐性福利损失规模的文献中，常假定将所有累计结余进行投资而得出估算结果。如景鹏与陈明俊（2018）分别按照当年通胀率、企业年金平均收益率（7.57%）与全国社保基金平均收益率（8.37%）计算，认为截至2017年底，基本养老保险基金在三种参照系下分别损失4588.8亿元、23958.8亿元与27677.1亿元。问题在于，不是所有的累计结存都可以用来投资。

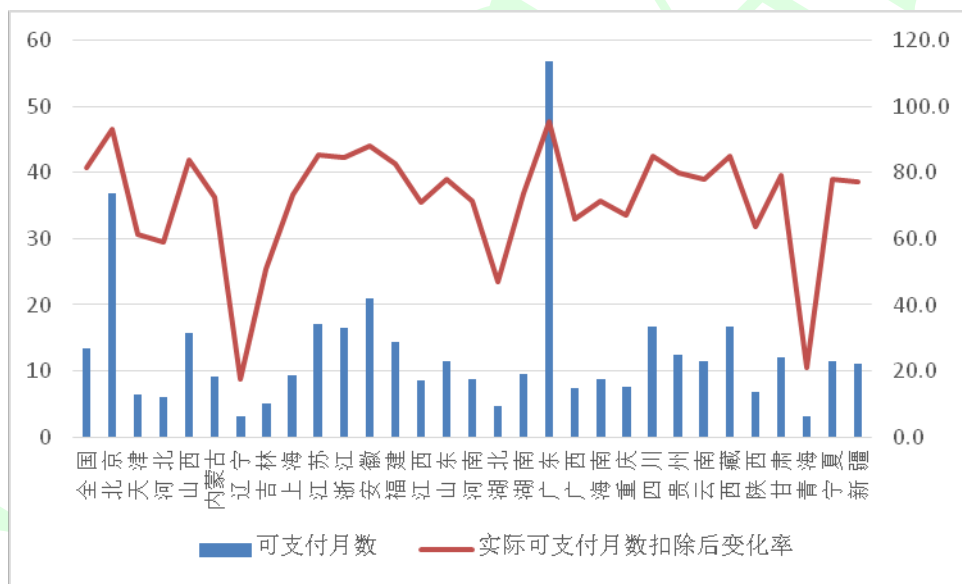
按照当前养老保险政策，有相当一部分数量的累计结存是无法用来投资的。早在《国务院关于建立统一的企业职工基本养老保险制度的决定》（国发[1997]26号）中即规定，“基金结余额，除预留相当于2个月的支付费用外，应全部购买国家债券和存入银行专户……”。1998年，财政部、劳动部、中国人民银行、国家税务总局关于印发《企业职工基本养老保险基金实行收支两条线管理暂行规定》的通知（财社字[1998]6号）重申了预留规定。2017年，《社会保险基金财务制度》（财社〔2017〕144号）再次重申这一规定。预留相当于2个月的基金支出规模这一规定被屡次重申也表明，在当前基本养老保险基金财务管理体系下，财政专户的支持对基本养老保险制度保持正常运作（保障养老金待遇平稳发放）至关重要。

此外，其它制度安排也需要预留周转资金（规模未定），其中以养老保险关系转移接续制度最为典型。2009年，国务院办公厅关于转发人力资源社会保障部财政部城镇企业职工基本养老保险关系转移接续暂行办法的通知（国办发〔2009〕66号）建立了养老保险关系转移接续制度，直接导致部分地区尤其是劳动力流出地区面临资金持续流出局面。为此，各地寄望于通过财政支持解决这一问题。如在制度出台早期，江西省社保中心要求社会保险经办机构积极争取当

地财政部门的支持，在基本养老保险基金支出户中预留 1-2 个月养老保险支付费用^①。至今，江西省仍有相当于 0.5 个月养老金待遇支出的周转资金^②。

从制度实际运行情况出发，扣除包括且不限于上述两种周转性质的预留资金在内的累计结存，才是真正可供投资的基本养老保险基金。为了方便比较，将各省累计结存金额转化为可支付月数^③，分析预留资金对基本养老保险基金投资规模的影响。

在计算得到基金可支付月数后，将基金可支付月数扣除 2.5 个月的周转资金，再次计算扣除后占比并绘制图形（图 1）。从全国总量来看，扣除周转金额后的可投资金额为初始累计结存金额的 81.4%；具体到各地，除广东与北京等少数省份所受影响较小之外，其他省份均受到一定程度的影响，尤其是青海、辽宁、吉林与湖北等地，可投资金额上限远低于原始累计结存金额。



注：1 左轴为基金可支付月数（2018），单位为月；右轴为扣除必要周转金之后的基金占原基金百分比，单位为%。

2 图中不包括黑龙江，因其可支付月数为 0。

资料来源：作者计算并绘制。

图 1：基金可支付月数估计（2018）

最后，虽然中国提出构建全国统一的基本养老保险制度目标已有二十余年，

① 江西：预留养老保险支出户资金，<https://www.chashebao.com/yanglaobaoxian/2989.html>。

② 江西省人民政府，《江西省人民政府关于印发江西省企业职工基本养老保险基金省级统筹收支实施方案的通知》（赣府字〔2019〕71号）。

③ 基金可支付月数=当年度各省级统筹单位的基金累计结余金额/下年各省份实际支出金额，后文同。

但现实情况是当前大多数省份并没能实现真正意义上的省级统筹^①，各地因经济发展、人口结构与劳动力流动等因素，导致累计结存规模完全不同，各地投资决策因而存在着明显差异。不同层级统筹单位重复预留周转基金的行为将在一定程度上再次降低基本养老保险基金实际可投资规模上限。总的来看，已有确定规模与规模未定的两类周转性质的预留基金，既构成了地方政府行为的约束，也确定了地方政府保留对应规模资金的权利，在当前制度安排下，其结果是降低了总体可投资规模。

（二）隐性约束—投资时间配置与收付实现制

周转性质的资金预留降低了可投资规模，但降低幅度并不足以解释基本养老保险基金投资不足现象，仍需探讨是否存在其他限制投资行为的制度因素。分析发现，财政专户采用的收付实现制与受托投资期限配置两项要素，将共同制约各地基本养老保险基金可投资规模收缩，尤其是养老金制度中长期收支并不乐观的统筹单位。

当前基本养老保险基金的运作方式为，社保基金会和各委托省（自治区、直辖市）人民政府签署委托投资管理合同，并对受托管理的基本养老保险基金实行单独管理、集中运营、独立核算。^②委托期限原则上是五年，如有特殊情况，经人力资源和社会保障部与财政部两部门批准以后可以核准为三年。目前已委托投资的省份全部选择了五年委托期。^③

各级统筹单位存放于财政专户中的社保基金采用预算式管理，遵循我国预算会计通用记账方法——收付实现制。收付实现制以款项是否已经收到或付出作为计算标准来确定本期收益和费用，采用该方法意味着如果发生基金投资行为，将为不同时期（投资年份一次性投入的资金，只能在回收年份一次性获得本金和收益）带来大笔的费用与收益，对社保制度而言相当于一次冲击。

收付实现制作为一种追求短期横向平衡的会计记账方法，与追求长期纵向平衡的社会保障基金在运行逻辑上存在着内生冲突。由于各地需要独自对养老基金运行平衡负责，这在预算会计与投资期限配置两项要素共同作用下，将导致制度

^① 人社部部长张纪南近日接受官方媒体采访时表示，目前 13 个省份已实现基金省级统筹收支，详情参见 <http://www.chinanews.com/cj/2020/01-03/9050002.shtml>。

^② 全国社保基金理事会：《全国社会保障基金理事会基本养老保险基金受托运营年度报告（2018 年度）》，http://www.ssf.gov.cn/yljtzgl/201908/t20190819_7682.html。

^③ 中国证券报。人社部汤晓莉：养老金发展要研究解决四大问题，http://www.cs.com.cn/xwzx/hg/201812/t20181228_5909836.html。

的中期运行结果可能影响即期投资决策。如果投资期内任意时间存在制度累计结存小于必要周转资金预留的情况，无论当期有多少累计结存也无法用于投资^①；相对应的，如果投资期间制度运行结果良好却无法提升当期投资规模——可投资金额并不会凭空增加^②。

以社保基金会委托投资合同设定期限（5年）为例，分别计算2019–2024年度各省级统筹单位基本养老保险基金可支付月数情况（表1）。数据显示，随着时间的推移，多数省级统筹单位基本养老保险收支情况在逐步恶化，尤其是山西、浙江、江西、山东、湖北、陕西、甘肃与宁夏等地。由于基本养老保险基金封闭运行，未来5年中可支付月数降低到3个月以下的12个省级统筹单位，无论他们当前累计结存规模有多少，其在当前制度安排下将不存在可供投资的基金（制度已无法在预留周转基金的情况下在整个投资期内保持平衡）。显然，这将再一次降低可投资基金规模。

表1：基本养老保险基金可支付月数估计（2019–2024） 单位：月

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
全 国	12.3	11.5	11.2	11.2	11.1	10.9
北 京	47.1	50.8	55.9	61	66.1	71.2
天 津	9.9	10.3	11.4	12.9	14.6	16.5
河 北	5.6	5.5	5.8	6.4	7.1	7.9
山 西	16.3	13.6	11	8.3	5.4	2.3
内 蒙 古	0	0	0	0	0	0
辽 宁	0	0	0	0	0	0
吉 林	0	0	0	0	0	0
黑 龙 江	0	0	0	0	0	0
上 海	4.6	3.6	3.2	3.2	3.5	3.7
江 苏	12.7	11.4	10.7	10.5	10.3	9.7
浙 江	7.5	4.4	1.7	0	0	0
安 徽	18.6	17.7	17	15.9	14.3	12.6
福 建	18.8	20.6	23.3	26.4	29.3	31.6
江 西	4.8	3.8	3.1	2.6	2.1	1.3
山 东	5.6	3.4	1.6	0.1	0	0
河 南	10	9.2	8.7	8.3	7.9	7.4
湖 北	4.6	3.8	3.4	3.2	3	2.7
湖 南	17.9	18.9	20.4	22	23.4	24.9

① 这一判断对不同财力的地方政府约束作用不同。简单来说，地方政府为养老基金提供财政补贴的能力越强，越有能力不受这一约束影响。但现实情况是，绝大多数基金收支不平衡的地区财政补贴能力不足，因而该制约在大部分情况下有效。特此说明。

② 五年期限所导致的问题还有长期资金短期化问题。短期化投资将导致投资收益降低，进而影响长期决策。由于后者对短期可投资理论上限影响有限，故本文不展开探讨。

广 东	58.9	62.4	67.7	74	80.9	87.5
广 西	5.7	5.7	6.5	8.1	10.3	12.9
海 南	16.1	17.3	18.9	20.3	21.6	23
重 庆	11.6	11.2	11.2	11.3	11.2	10.9
四 川	13.5	13.1	13.2	13.2	13.1	12.7
贵 州	26.1	27.9	30.6	33.9	37.1	40.3
云 南	26.5	28.6	31.9	35.7	39.9	44.7
西 藏	67.1	77.6	90.9	106.1	122.5	140.9
陕 西	6.3	5.2	4.4	3.7	2.9	2.1
甘 肃	5.4	3.9	2.8	2	1.2	0.4
青 海	0	0	0	0	0	0
宁 夏	4.6	2.5	0.7	0	0	0
新 疆	30.7	31	32.3	33.6	34.4	34.6

注：可支付月数由历年累计结存除以下年度预计支出计算得出，当该省级统筹单位养老保险结存降低为 0 或负值时不再计算可支付月数（以 0 表示）。本表中不包含 2018 年下半年开始实施的中央调剂金制度，特此说明。

数据来源：由作者根据历史数据模拟而来。

以累计结存为标准，各省级统筹单位在投资能力方面分为三种不同类型。

第一类是没有可供投资资金的省级统筹单位^①。黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古与青海五个省级统筹单位在 2019 年时基金可支付月数已经为 0，宁夏、山东与浙江三个省级统筹单位在未来五年内基金可支付月数将下降到 0，甘肃、江西、湖北与陕西四个省级统筹单位未来五年内基金可支付月数将下降到 3 以内。这 12 个省级统筹单位基本没有可供投资资金。

第二类是投资资金有限的省份。包括上海、安徽与河南三个省级统筹单位。他们虽然有一定规模的可投资资金，但规模在持续下降。随着时间的推移，三者也将步入第一类省级统筹单位的行列。

第三类省级统筹单位是投资的主力，他们基金收支总体保持平稳，部分省级统筹单位如广东与北京等地累计结存规模日渐增大，两地 2018 年累计结存金额已接近全国累计结存的 40%（高庆波，2019）。

对于基本养老保险基金投资而言，上述隐性约束与显性约束是各类地方政府需要共同面对的，其在规范地方政府社会保障基金存放行为的同时，也赋予了地方预留相应规模基金的权利，对于基本养老保险基金投资而言则等同于降低了可供投资规模。不过，上述约束对三类结余规模明显不同的省级统筹单位而言，其

^① 计算假定当前制度不发生变革，且不考虑中央调剂金制度的影响。关于中央调剂金制度的影响分析详见后文。特此说明。

影响并不相同。

三、影响地方政府基本养老保险投资决策的因素

相关资料显示，基本养老保险基金成立运行两年来，2017 年共有广西、北京、河南、云南、湖北、上海、广西、安徽八个省份签订了委托投资协议，2018 年浙江、江苏、西藏、四川、甘肃、重庆、广东、新疆等九个省份签订了委托投资协议。^①

（一）中央调剂金制度的影响

在前文的分析中，位列第一类统筹单位的湖北、浙江与甘肃三个省级统筹单位，理论上并没有可供投资的累计结存，但是三地却做出了投资的决策^②。三地决策是否属于旨在改变财富分配的决策（基金失衡可能获得中央财政补贴），换言之，是否符合郁建兴与高翔（2012）提出的地方政府以财政收益最大化为主要目标的判断？

按照社会保障转移支付的惯例，中央财政对于符合规定的项目，为西部地区提供 100% 补贴，中部地区提供 50% 的补贴，东部地区不提供补贴。三地刚好分别属于东中西部地区，如果基本养老保险制度收支失衡，只有湖北和甘肃有可能获得中央财政补贴，浙江无论是否出现社保收支不平衡问题，都不可能获得中央财政补贴。因而，三者不可能同时符合财政收益最大化目标的判断，即不可能全是以改变财富分配情况为出发点的决策。

从制度设计的角度出发，影响地方政府对收益预期判断的因素，首推 2018 年建立的基本养老保险基金中央调剂基金制度（后文简称为中央调剂金）。中央调剂金由各省份养老保险基金上解的资金构成，按照各省份职工平均工资的 90% 和在职应参保人数作为计算上解额的基数，上解比例从 3% 起步；中央调剂金实行以收定支，当年筹集的资金按照人均定额拨付的办法全部拨付地方。^③制度在 2018 年 7 月 1 日起开始实施，当年调剂基金总规模为 2422 亿元。^④2019 年，企

^① 文中 2018 年签约九个省份，但原文中却只有八个省，非笔误，特此说明。资料出自，中国证券报：《人社部汤晓莉：基本养老金委托投资到账资金 6050 亿元》，http://www.cs.com.cn/sylm/jsbd/201812/t20181228_5909835.html。

^② 翻遍各公开资料，找不到实际投资到账金额。特此说明。

^③ 中华人民共和国人民政府网，国务院印发《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》，http://www.gov.cn/xinwen/2018-06/13/content_5298321.htm。

^④ 人力资源和社会保障部：2018 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报，<http://www.mohrss.gov.cn/SYrlzyhshbzb/zw/gk/szrs/tjgb/201906/W020190611539807339450.pdf>

业职工基本养老保险基金中央调剂比例提高到 3.5%，基金调剂规模为 6303 亿元。^①

假定中央调剂金上解比例按照每年提升 0.5% 的速度提升，计算得到各省累计结存可支付月数（表 2）。表 2 显示，甘肃和湖北因持续受益于中央调剂金制度，在投资决策期内（2018-2023），已从第一类转化为第二类省级统筹单位，具备了投资的可能性。

浙江的情况有所不同。虽然其同样受益于中央调剂金制度，但基本养老保险基金累计结存可支付月数仍将在第三年降到 3 个月以下，仍属于第一类省级统筹单位。不过，浙江的城乡居民基本养老保险运作良好，2016 年城乡居民基本养老保险基金总收入 150.09 亿元，基金总支出 143.62 亿元，基金年末滚存结余 150.8 亿元，同比增长 4.5%^②。

表 2：引入中央调剂金制度后基本养老保险累计结存可支付月数概况（2019-2024）

	可支付 9 个月以上						可支付 3 个月以下					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	西藏	西藏	西藏	西藏	西藏	西藏	内蒙古	山东	浙江	浙江	浙江	甘肃
2	广东	广东	广东	广东	广东	广东	吉林	上海	宁夏	宁夏	宁夏	浙江
3	北京	北京	北京	北京	北京	北京	辽宁	内蒙古	山东	山东	山东	宁夏
4	新疆	新疆	新疆	新疆	新疆	新疆	青海	吉林	上海	上海	上海	山东
5	云南	云南	云南	云南	云南	云南	黑龙江	辽宁	内蒙古	内蒙古	内蒙古	上海
6	贵州	贵州	贵州	贵州	贵州	贵州		青海	吉林	吉林	吉林	内蒙古
7	安徽	安徽	安徽	安徽	安徽	安徽		黑龙江	辽宁	辽宁	辽宁	吉林
8	湖南	湖南	湖南	湖南	湖南	湖南			青海	青海	青海	辽宁
9	山西	山西	山西	山西	海南	海南			黑龙江	黑龙江	黑龙江	青海
10	海南	海南	海南	海南	福建	福建						黑龙江
11	福建	福建	福建	福建	四川	四川						
12	四川	四川	四川	四川	重庆	重庆						
13	重庆	重庆	重庆	重庆	江苏	天津						
14	江苏	江苏	江苏	江苏	河南	河北						
15	河南	河南	河南	河南	天津	广西						
16	天津	天津	天津	天津	河北	江苏						
17				河北	广西	河南						
18					山西	湖北						

注：1. 上解比例按照每年递增 0.5% 计算，利用精算结合历史数据推演得出。

2. 省级统筹单位中未包含新疆生产建设兵团。

^① 人社部：2019 年末基本养老保险基金累计结存 62873 亿，<http://news.sina.com.cn/c/2020-06-05/doc-iirczymk5393935.shtml>。

^② 浙江省人力资源和社会保障厅，2016 年度浙江人力资源和社会保障事业发展统计公报 2016，http://www.zjhrss.gov.cn/art/2017/5/31/art_1390154_14360279.html。

资料来源：郑秉文等，《养老金精算报告 2019-2050》，中国劳动出版社，2019；作者根据相关内容计算编制。

综合对比表 1 和表 2，可见中央调剂金制度明显改善了地区间基本养老保险收支不平衡的现状——制度实施后，第一类省级统筹单位数量有所减少，第三类省级统筹单位数量有所增加。不过，中央调剂金制度虽然改善了基本养老保险基金地区间收支不均衡问题，但短期内却并不会增加可投资总量——其既不改变制度征缴收入，也不改变制度支出。

从长期来看，中央调剂金制度对基本养老保险基金投资规模的影响可能有三项：一是由于中央调剂金制度上解只考虑在职应参保职工人数，地方政府可能会更加积极的促进非正规就业人员参保，导致养老保险制度收入增加；二是中央调剂金制度支出只考虑地方实际待遇支付人数，地方增加退休者（如饱受争议的特殊工种提前退休）的成本下降，可能激励地方增加制度支出规模；三是中央调剂金制度对基本养老保险基金的总体影响偏向于提升既有资金的使用效率，而制度累计结存与财政补贴高度近似的现实表明，提高制度内资金使用效率基本等同于降低财政补贴规模。

由于不同地区的人口结构与就业结构存在明显差异，中央调剂金制度对各地养老保险投资规模将产生不同的影响，并将显著改变各地政府对基本养老保险基金收支情况的预期。

（二）累计结存性质的认知分歧

在经典产权理论研究中，产权明晰是一项重要的工作，或直接作为研究基础假定（Harold Demsetz, 2011）。但累计结存性质问题在国发〔2015〕48 号文件中并未找到答案——其不仅没有明确参与投资的基本养老保险基金的性质，也没有明确投资收益的使用方式。地方政府相关权利界定远未完成，这极大地影响了地方政府的决策行为。

中国养老保险制度由两部分组成，一部分是社会统筹（现收现付制），另一部分是个人账户（名义账户），各界对养老保险累计结存归属存在着明显的认知分歧。关于这一问题，以杜乐其与刘志国（2012）为代表的学者们认为，统筹账户结余有限，且即使结余存在，统筹账户基金也应为参保人所共有，而个人账户基金所有权当然完全归属于个人。历史上支持做实个人账户的学者多持此观

点^①。

在基本养老保险基金投资规模的决策中，地方政府占据主导地位。在笔者与多地相关部门政府工作人员进行的社保基金投资相关主题座谈时发现，无论实际累计结存规模，各地社保部门多支持累计结存应归属于个人账户的提法。如有地方工作人员直接表示，“累计结存这个说法本身就不准确，当前只有个人账户有明确的计算方式，对应着明确的个人账户规模，扣除这部分之外(个人账户积累)，剩下的才是社会统筹部分的结余。”^②

各地政府(社保机构)对累计结存性质问题的观点，折射的是对资金可能被上级政府统筹使用的担忧。以企业职工基本养老保险制度累计结存金额为例，其规模存在着两个近似现象：一是全国累计结存金额与历年财政补贴总额大体相当。该制度财政补贴数额从1998年的24亿元一路上升到2017年的8004亿元，二十年来各级财政补贴总额为4.1万亿元，而当年累计结存为4.3万亿元；^③二是累计结存与个人账户记账总额大体相当。2014年末基本养老保险基金累计结存3.6万亿元，同期个人账户空账规模同为3.6万亿元^④。既然三者高度接近，那么累计结存到底应该归属于谁？

不过，虽然基本养老保险基金总量上存在三个近似的数据，但实践中累计结存总量规模近似与空间分布上的不均衡却同时存在。一是财政补贴虽与累计结存金额相当，但有大量累计结存的地区恰恰没有享受财政补贴；二是个人账户记账规模虽与累计结存总量接近，但有大量累计结存的地区的个人账户记账规模要远小于结存总量，如广东与北京。

地方政府对基本养老保险基金累计结存性质认定的担忧，更多的是体现在财政补贴和累计结存总额相近这一问题上。有观点认为，“累计结存其实就是财政补贴的另一种形式”，如果基于这一判断进行累计结存投资，那么无疑将剥夺地方政府现有权利。地方政府力主的累计结存性质应为个人账户积累金额的根源在

^① 不支持做实个人账户的学者多从个人账户空账的现实出发，基于“艾伦条件”等相对收益判断，认为不做实个人账户是更为理性的选择。不过，这些学者很少探讨累计结存的性质问题。特此说明。

^② 2014-2015年间，作者曾受托前往各地调研累计结余事项。在各地调研中，这一论述极具典型性。由于内容不便公开，故省去调研地区与发言人相关信息。

^③ 数据分别出自：《人力资源和社会保障事业发展统计公报2018》，《社会保障绿皮书：中国社会保障发展报告(2019) No. 10》。

^④ 人社部：《中国劳动保障发展报告(2016)》，转引自搜狐网，《养老金个人账户空账规模近3.6亿，入不敷出》，https://www.sohu.com/a/115187090_442483。此后，人社部不再发行中国劳动保障发展报告。特此说明。

于，基本养老保险个人账户资金具有私有属性，这一属性有助于各地继续保管相关资金。在中央政府近年来持续推进基本养老保险基金全国统筹的大背景下，各地对中央政府收回资金保管权限的担忧日益强烈。

因而，累计结存性质不清问题可能导致地方政府存在着不同的判断，并对中央政府可能采取的举措有着不同的认知，进而影响其决策行为。事实上，从各地历年来累计结存规模变化速度可知部分省级统筹单位已经采取措施改变累计结存规模，这必然改变投资决策。^①

为了降低改革阻力，国发〔2015〕48号文件明确，委托人“应当根据受托机构提交的基本养老保险基金收益率，进行基本养老保险基金的记账、结算和收益分配”，明确了地方政府的投资收益权，但仍需中央政府对累计结存性质尽快做出认定，否则地方政府的担忧以及后续收益分配等问题依旧存在。

（三）基本养老保险基金投资决策的外部性分析

前文基本解释了制度约束原因导致的基本养老保险基金投资总规模缩减，以及第一类省级统筹单位的行为模式，但对第三类省级统筹单位投资规模不足问题解释力度仍有所欠缺。数据显示，当前社保基金会与地方签订的 8580 亿元基本养老保险基金委托合同中，北京委托投资规模为 2000 亿元，江苏和广东各是 1000 亿元。^②而同期广东基本养老保险制度累计结存金额规模位居全国第一，其规模早已超过 1 万亿元，北京累计结存金额位居全国第二，北京和广东两地养老保险累计结存金额之和接近 2 万亿元，但二者委托投资规模却远低于累计结存额^③。

在当前的中央地方财权事权分配关系下，社会保障制度的最终支付责任事实上已经落到（部分落到）地方政府身上——当社保制度出现收支失衡现象时，由于没有（缺少）中央财政补贴，需要东中部地区地方政府动用财政资源加以弥补。换言之，东中部地区的基本养老保险基金投资决策并不属于旨在改变财富分配情况的决策，其出发点主要在于降低交易费用，需要在比较投资收益与其他预期收益的基础上进行。

此外，社保基金会的投资收益水平一直存在争论。如，王凯（2015）认为，

^① 浙江省已经从第三类省级统筹单位转化为第一类省级统筹单位。详情参见：高庆波.中国养老金发展指数(2018)[J].经济研究参考,2019(14):22-36.

^② 中国证券报. 人社部汤晓莉：养老金发展要研究解决四大问题，http://www.cs.com.cn/xwzx/hg/201812/t20181228_5909836.html.

^③ 数据源自：郑秉文主编，《中国养老金精算报告 2019-2050》，中国劳动出版社，2019年4月第一版。

我国社保基金投资的平均收益率低于上证综合指数的平均收益率，社保基金投资的风险大于上证综合指数的投资风险。为了降低投资收益的不确定性，当前所有委托投资基本养老保险基金均选择了有保底收益的委托合同^①。显然，这将进一步降低未来的投资收益水平。

数据显示，2017 年基本养老保险基金投资收益额 87.83 亿元，投资收益率 5.23%，其中已实现收益额 76.42 亿元，已实现收益率 4.55%。2018 年基本养老保险基金权益投资收益额 98.64 亿元，投资收益率 2.56%。其中已实现收益额 145.27 亿元，已实现收益率 3.81%。与社保基金自成立以来的年均投资收益率 7.82% 相比，当前基本养老保险基金的投资回报水平并不具备太多吸引力。^②

与直接的投资回报相比，地方政府在国发〔2015〕48 号文件出台之前的行为模式（养老保险累计结存不投资）所对应的是一个综合的回报体系。按照科层制的基本逻辑，由于基本养老保险累计结存掌握在各级地方政府手中，因而地方政府自然具备了相应的“权”与“利”。长期以来被广为诟病的社保基金投资收益过低问题，换另一个角度来看，可以理解为地方政府选择通过将累计结存以活期存款的方式长期存在地方商业银行的行为，以此换取商业银行支持地方发展。

其所能获取的收益主要体现为：一是推动地方经济增长。关于投资对经济增长的作用，郭庆旺与贾俊雪通过分析 1979—2004 年间我国经济增长因素，得出结论为当时主要依赖要素投入增长，期间全要素生产率增长率及其对经济增长的贡献率较低；二是培育地方金融主体发育。地方金融主体发育又有助于再次带动经济增长。谭儒勇（1999）证明，中国金融中介体发展和经济增长之间有显著的、很强的正相关关系，金融中介体的发展有可能促进经济增长，同时也意味着金融中介体的发展不能滞后于经济增长；三是通过财政收入的方式再次分享经济增长的成果。

在既有文献中，郑秉文（2014）以 GDP 增长率作为潜在福利损失的比较对象，认为过往二十年（1993-2012）潜在福利损失规模高达 1.3 万亿元。按照郭庆旺与贾俊雪的结论，其中很大一部分相当于基本养老保险基金不投资决策给地方经

^① 全国社保基金理事会：《全国社会保障基金理事会基本养老保险基金受托运营年度报告（2018 年度）》，http://www.ssf.gov.cn/yljztzgl/201908/t20190819_7682.html。

^② 资料源自：全国社会保障基金理事会基本养老保险基金受托运营年度报告（2017 年度）、全国社会保障基金理事会基本养老保险基金受托运营年度报告（2018 年度）、全国社会保障基金理事会社保基金年度报告（2018 年度）。详情参见 <http://www.ssf.gov.cn/>。

济带来的收益。以北京为例，2018 年 GDP 增长 6.6%，三项预算收入占 GDP 比率为 25.93%，这意味着将带来 1.7% 的三项预算收入增长。1.7% 的回报中的相当一部分系投资产生。详情参见表 3。

表 3：北京预算收入三项与 GDP 增长概况（1999-2018）

年份	预算收入三项* 亿元	GDP 总额 亿元	预算收入占 GDP%	GDP 增长率 %	GDP 对应的三项预 算收入增长%
1999	320.4	2713.5	11.81	11.0	1.3
2000	398.4	3212.8	12.40	12.0	1.5
2001	507.7	3769.9	13.47	11.8	1.6
2002	601.0	4396.0	13.67	11.8	1.6
2003	665.9	5104.1	13.05	11.1	1.4
2004	830.0	6164.9	13.46	14.3	1.9
2005	1007.4	7141.4	14.11	12.3	1.7
2006	1235.8	8312.6	14.87	12.8	1.9
2007	1882.0	10071.9	18.69	14.4	2.7
2008	2282.0	11392.0	20.03	9.0	1.8
2009	2678.8	12419.0	21.57	10.0	2.2
2010	3810.9	14441.6	26.39	10.4	2.7
2011	4359.1	16627.9	26.22	8.1	2.1
2012	4512.9	18350.1	24.59	8.0	2.0
2013	5566.1	20330.1	27.38	7.7	2.1
2014	7214.5	21944.1	32.88	7.4	2.4
2015	6813.8	23685.7	28.77	6.9	2.0
2016	6462.5	25669.1	25.18	6.8	1.7
2017	8625.2	28014.9	30.79	6.7	2.1
2018	7860.6	30320.0	25.93	6.6	1.7

注*：三项预算收入分别为：一般预算收入、政府性基金预算收入与国有资本经营预算收入。

资料来源：根据《北京统计年鉴 2019》相关数据加工整理得来。详情参见 <http://nj.tjj.beijing.gov.cn/nj/main/2019-tjnj/zk/indexce.htm>。

北京的分析显示，在基本养老保险基金投资之前，其可以获得两份直接收益，一是按照社保基金财务管理规定运作（投资之前）产生的基金收益^①，二是可以通过分享经济增长的方式获得财政收入。除此之外，对地方政府而言，将基本养老保险基金低息存放于地方金融体系以支援地方经济发展的举措，既可以促进地方金融主体发育，又有利于政府与地方经济活动主体获得金融机构的信贷支持，还可以将地方政府短期无法支配的、只能存放于地方财政专户中的固定资金转化

^① 历史上的社保基金收益率（投资之前）大体和当年 CPI 相当。

为实际可见的短期财政收入增长,这种多维度的收益组合与社保基金会的单纯投资收益相比,谁更具吸引力一目了然。这也符合阿尔钦(1973)提出的逆命题,降低成本的收益在决策时未必完全有效。

除此之外,地方政府基本养老保险基金投资决策问题还面对着一个更直接的风险——对地方商业银行系统的冲击。如果在短时间内快速抽调资金,甚至会对部分地方商业银行带来系统性风险。这一问题也是在社保基金投资政策出台之前部分地方政府所强烈担心的问题。为此,他们提出了资金不出省的建议。

总的来看,当前基本养老保险基金投资的外部性收益明显高于直接投资的收益。因而,与其说地方政府基本养老保险基金投资决策不够理性,还不如说他们是从整个地区发展的角度来看待基本养老保险基金投资决策,而不是仅考虑基本养老保险基金投资自身的经济回报。从这个意义上讲,基本养老保险基金投资决策已经在某种程度上成为地方政府的总体决策的一个组成部分,需要在多重目标体系间权衡。换言之,在当前制度条件下,无论是资金的归集难度与系统性风险应对,还是潜在福利损失,都不支持第三类省级统筹单位迅速做出快速足额投资的决策。

四、结论与建议

在基本养老保险基金投资问题上,地方政府是基金投资政策的接受者,也是当地基金投资规模的决策者,还是当前基金利益的直接相关者。一项经济上明显有利的交易(基本养老保险基金投资)在现实中没能发生(未达到最优配置)的事实表明,其中必然存在着隐性的制度约束因素。因而,投资规模不足问题,既体现了当前确定的制度安排所带来的约束效应,也体现了权利界定不清晰乃至制度缺失导致的隐性制约,还体现了各方立场偏差。

本文认为,导致基本养老保险基金投资规模不足的主要因素包括四方面。一是制度存在软硬约束,周转性质的资金预留以及统筹层级低导致的重复预留将至少导致20%以上的投资规模缩减;二是收付实现制与基本养老保险制度长期运行之间的隐性冲突,导致制度中长期不利运行结果直接影响短期决策,再次降低基金可投资规模;三是中央调剂金制度的多重效应将对地方政府决策行为产生不同的影响;四是地方政府履行社会保障职能决策目标构建在多维目标体系中,缺失

的产权安排导致地方政府不能只考虑基金投资的经济性。

针对当前基本养老保险基金投资存在的主要问题，从由易到难的顺序建议：一是利用信息化技术优化当前业务流程，以提升资金使用效率并缩减周转性质资金规模；二是建议优化社保基金会受托运营流程，使制度既能保证投资的长期性，又具备一定的灵活性；三是建议提升统筹层次以缩减重复预留资金规模；四是明晰中央和地方之间的社会保障财权与事权，减少阻碍地方政府投资的潜在约束。

未来十年，基本养老保险基金累计结存金额仍将快速攀升并达到历史高位。在人口老龄化压力日渐增大且经济增长放缓的情况下，面对基本养老保险基金投资决策中因制度设计因素导致的多重制约以及相关权利界定不清晰导致的制度缺失问题，明晰相关方的权利与义务有助于缓解基金投资规模不足问题，从源头上提升养老保险制度的财务可持续性并降低财政压力。

[参考文献]

- [1] 蔡兴扬. 基本养老保险基金投资运营是社会保障制度改革的重要课题[J]. 金融研究, 1997, (12): 57-59.
- [2] 丁建定, 任志强. 基于模糊层次综合评估法的养老保险基金投资风险研究[J]. 社会科学辑刊, 2015, (3): 39-44.
- [3] 丁怡, 邓大松. 构建我国基本养老保险基金投资最低收益担保制度的思考[J]. 湖北社会科学, 2016, (4): 106-111.
- [4] 杜乐其, 刘志国. 基本养老保险基金投资运营模式构建——以基金所有权为视角[J]. 财经科学, 2012, (7): 1-9.
- [5] 段国圣, 段国辉. 年金投资管理: 评价、问题与建议[J]. 保险研究. 2020, (4): 3-15
- [6] 高庆波. 中国养老金发展指数(2018)[J]. 经济研究参考, 2019, (14): 22-36.
- [7] 郭庆旺, 贾俊雪. 中国全要素生产率的估算: 1979—2004[J]. 经济研究, 2005, (6): 51-60.
- [8] 郭席四, 陈伟诚. 分账制下基本养老保险个人账户基金投资研究[J]. 中国软科学, 2005, (10): 58-65.

- [9] 景鹏, 陈明俊. 基本养老保险基金投资管理困境及对策研究[J]. 金融理论与实践, 2018, (9):99-103.
- [10] 刘军强. 资源、激励与部门利益:中国社会保险征缴体制的纵贯研究(1999-2008)[J]. 中国社会科学, 2011, (3):139-156+223.
- [11] 罗遐. 政府行为对农民参保选择影响的实证分析——基于新农保试点的调查[J]. 山东大学学报(哲学社会科学版), 2012, (2):128-133.
- [12] 史宇鹏, 周黎安. 地区放权与经济效率:以计划单列为例[J]. 经济研究, 2007, (1):17-28.
- [13] 谈儒勇. 中国金融发展和经济增长关系的实证研究[J]. 经济研究, 1999, (10):53-61.
- [14] 王凯. 我国社保基金投资收益评价模型构建及实证检验[J]. 求索, 2015, (7):45-48
- [15] 魏霄, 倪娟. 我国基本养老保险基金与金融发展间的协同效应研究[J]. 现代经济探讨, 2016, (6):50-54.
- [16] 易沛, 张伟. 风格偏好、业绩回报与社保基金投资组合优化. 经济与管理评论[J]. 2019, (1):110-121
- [17] 于洪. 养老保险基金投资管理中的委托代理问题[J]. 财经研究, 2002, (9):47-52+60.
- [18] 郁建兴, 高翔. 地方发展型政府的行为逻辑及制度基础[J]. 中国社会科学, 2012, (5):95-112+206-207.
- 章连桥. 社会保险基金保值增值难的原因及对策[J]. 中国社会保险, 1994, (6):18-20.
- [19] 郑秉文. 建立社保基金投资管理体的战略思考[J]. 公共管理学报, 2004, (4):4-21+93.
- [20] 郑秉文. 全国社会保障基金理事会管理体制的转型与突破——写在基本养老保险基金投资进入市场之际[J]. 辽宁大学学报(哲学社会科学版), 2017, 45(3):1-25.
- [21] 郑秉文. 社会保险基金投资体制“2011 改革”无果而终的经验教训与前景分析[J]. 辽宁大学学报(哲学社会科学版), 2014, 42(5):1-19.
- [22] Armen A. Alchian, Harold Demsetz. The Property Right Paradigm[J]. The Graduate School of Business Administration of New York

University, 1973, 33(1), <https://www.doc88.com/p-9716122668768.html>.

[23] Harold Demsetz .R. H. Coase and the Neoclassical Model of the Economic System. The Journal of Law & Economics. Vol. 54, No. 4, Markets, Firms, and Property Rights: A Celebration of the Research of Ronald Coase (November 2011), pp. S7-S13.

SSL
CASS

声 明：

中国社会科学院世界社保研究中心(简称“世界社保研究中心”)英文为 The Centre for International Social Security Studies at Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 CISS CASS, 成立于 2010 年 5 月, 是中国社会科学院设立的一个院级非实体性学术研究机构, 旨在为中国社会保障的制度建设、政策制定、理论研究提供智力支持, 努力成为社会保障专业领域国内一流和国际知名的政策型和研究型智库。

中国社会科学院社会保障实验室(简称“社会保障实验室”)英文为 The Social Security Laboratory at Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 SSL CASS, 成立于 2012 年 5 月, 是我院第一所院本级实验室。“社会保障实验室”依托我院现有社会保障研究资源和人才队伍, 由“世界社保研究中心”直接领导, 日常业务运作由“世界社保研究中心”管理, 首席专家由“世界社保研究中心”主任郑秉文担任。

“社会保障实验室”于 2013 年 2 月开始发布《快讯》和《工作论文》两项产品。其中, 《快讯》产品版权为“社会保障实验室”所有, 未经“社会保障实验室”许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登, 如需使用, 须提前联系“社会保障实验室”并征得该实验室同意, 否则, “社会保障实验室”保留法律追责权利; 《工作论文》版权为作者所有, 未经作者许可, 任何机构或个人不得以抄袭、复制、上网和刊登, 如需引用作者观点, 可注明出处。否则, 作者保留法律追责权利。

如需订阅或退订《快讯》和《工作论文》, 请发送电子邮件至: cisscass@cass.org.cn。

地址：北京西城区鼓楼西大街甲 158 号。

电话：(010) 84083506

传真：(010) 84083506

网址：www.cisscass.org

Email: cisscass@cass.org.cn

联系人：董玉齐