

养老金入市的国际经验借鉴与我国的政策选择

刘俊棋

(福建江夏学院 金融系, 福州 350108)

摘要:针对国内各界对我国养老金入市的忧虑问题,本文通过对国际主流国家养老金入市的具体做法进行比较分析,认为我国养老金入市有其必要性,同时也具备一定的可行性,我国养老金入市是大势所趋,重点在于政策方面的选择,应该尽快设置独立的监管机构,放松“数量限制”规则并向“谨慎人”规则转变,推出独立的养老金个人账户,增加个人选择的自由度,并以资本市场为主要的投资领域,谨慎向其他市场拓展。

关键词:养老金入市;国际经验借鉴;政策选择

中图分类号:F832.48 **文献标志码:**A **文章编号:**1671-1807(2012)09-0135-05

我国采用社会统筹与个人账户相结合的养老金制度的本质是部分积累制,社会统筹采用现收现付制,个人账户采用完全基金积累制,最近关于养老金入市的问题中所谈及的养老金指的是后者。老百姓的养命钱投资风险较高的资本市场引起国人的热议甚至更多是担忧,但养老金入市是当前世界主流国家的普遍做法,中国也不例外。本文试图分析我国养老金入市的现实意义,借鉴国际经验,并对我国养老金入市的政策选择提出必要的建议。

1 我国养老金入市的需求:理论与现实

1.1 养老金入市的文献综述

1.1.1 认同态度

近年来,国内外专家学者对养老金入市的认同态度主要基于养老金入市能提高回报率、减轻政府的养老负担,以及促进资本市场的发展甚至是稳定宏观经济的角度展开。Robert Poehn^[1]认为资本市场能够促进养老金计划的顺利实行,不仅能减轻政府的负担,而且对促进股市的健康发展、金融工具创新以及健全公司治理等都有积极的作用。Yu-Wei Hu^[2]通过对 17 个新兴市场国家和 22 个经济合作组织国家的社保基金进行分析,认为要想获得更高收益,社保基金必须将更大比例的资金投资于股权和国外资产。国内学者李绍光^[3]在《从分形市场假说看养老金入市》一文中指出养老金进入资本市场是最终选择;黄进^[4]认为投资就有风险,风险的管理在于分散、通过科学的方法寻找最佳投资组合使得养老金保值增值。

1.1.2 反对态度

当然,反对的声音也比较激烈,争论的焦点在于养老金入市存在的高风险。如 Deborah Lucas^[5]并不主张养老金进入资本市场,他通过总结智利和拉美国家的养老金经验,指出不管是发达国家还是发展中国家都要对养老金进入股市保持谨慎,养老金入市必然是受到股市高回报率的吸引,但也必然带来高风险。Brunner^[6]认为养老金入市虽然可能提高回报率,但少数几次金融危机的发生必将让一大部分的参与者损失惨重。国内学者朱青认为在中国资本市场不完善的背景下冒然让养老金入市弊大于利,想要实现养老金的高收益又无风险很难做到。李扬提醒资本市场的复杂易变性有可能会侵蚀养老金自身功能。

1.1.3 综合展望

尽管谨慎的反对派对养老金入市的风险进行了诸多的提醒,但当前主流国家养老金通过资本市场谋求保值增值却是普遍的做法,而且从运行效果来看也比较理想,除了投资收益率明显提高外,其风险控制能力和专业运作水平也得到了大幅度的提升,并形成了资本市场稳定发展的中间力量。这些国家的养老金运作较为成功后开始谋求向海外发展,包括对我国证券市场的投资,如加大拿年金计划、荷兰家庭医生退休基金等境外养老机构获得 QFII 资格,直接投资我国 A 股市场。

我国养老金的入市也是大势所趋,因为这既有客观的必要性,也有现实的可行性。

1.2 我国养老金入市的现实意义

入市之前的我国养老金只能存银行和买国债,近

收稿日期 2012-06-05

作者简介:刘俊棋(1979-),男,福建莆田人,福建江夏学院金融系讲师,金融学硕士,研究方向:证券投资学。

十年养老金的年收益率不足 2%，这和 20 世纪 90 年代改革养老金时设定的 14% 的收益率相去甚远，即使是相比年均 2.2% 的 CPI 水平，养老金也一直处在贬值状态；况且过去十年我国社会平均工资增长率达到 8.1%，低回报率的养老金目标替代率很低。因此，探索养老金增值的问题已不容忽视。

1.2.1 必要性：提升收益率的需要

首先，要坚持这样的观念：养老金入市的目的主要不是为了所谓的“托市”或者“救市”。因为养老金入市带来的力量相对庞大的资本市场存量还是很渺小的。截止 2011 年底，我国养老保险累计结余高达 1.92 万亿元人民币，养老金入市初期进入资本市场的比例应该会比较低，参考企业年金 30% 的入市比例，即使全部投资股票，入市的资金数额也只有大约 0.576 万亿或者更少，只占 2011 年底股票市值 21.47 万亿的 2.68%。最多只是起到管理层要稳定资本市

场的信号而已。况且 2011 年底 13 个试点做实个人账户的省市养老金积累才达到 2 700 多亿元，如果从这个角度来看，能在短时间内入市的资金更是有限。

其次，要坚信这样的理念：养老金入市的首要目的是基金自身的保值增值，以保障养老金受益人的退休生活。国外养老金入市时间长达数十年，而其相当可观的收益率还是很有说服力的，Davis and Stsll 统计了部分国家养老金从 1970—1995 年的收益率表明，英国的收益率为 5.9%、美国为 4.5%，德国为 6.0%、加拿大为 4.8%、日本为 4.4% 等等。且国内方面，社保基金从 2003 年 6 月开始投资股票以来，除了 2008 年受百年一遇的金融危机的影响收益率为负外，其余 8 年全部为正数，并有 7 年超过通货膨胀，这 9 年的年平均收益率达到 11.25%，可以说收获颇丰，具体情况见表 1。

表 1 全国社保基金收益表

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
基金规模(亿元)	1 325	1 711	2 010	2 827	5 161	5 130	7 766	8 566	8 698
投资收益率(%)	2.71	3.32	3.12	9.30	43.19	-6.79	16.12	4.23	5.58
通货膨胀率(%)	1.20	3.90	1.80	1.50	4.80	5.90	-0.7	3.30	5.40

资料来源：中国社保基金理事会年度报告(2001—2011)

再次，要坚定这样的信念：养老金入市通过采用适当的策略确实可以提高其收益率。在养老金积累的初始阶段，以债券和货币等无风险资产构建投资组合也许比较普遍，但随着养老金的积累规模不断扩大，投资回报率的高低将直接影响着养老金的支付水平，这时关于养老金的最优投资问题变得更为突出。20 世纪 90 年代初期，著名基金管理人和金融分析师嘉里(布里森(Gary Brinson)等人对 82 家大型养老金统计结果表明，基金收益波动的 90% 以上归功于资产配置，而只有不到 10% 归功于时机选择和证券选择。由此可见，合理的资产配置，这些资产组合既包括货币、债券等固定收益产品，也包括股票、金融衍生工具等权益类产品，甚至可能包括实业投资，将决定基金业绩的高低。提高业绩的策略就是在组合中加入波动性大收益率高的权益类产品，入市是一个不错的选择。

1.2.2 可行性：养老金入市拥有牢靠基础

一方面，不断做实且规模不断庞大的养老金基金积累。1997 年养老保险体制改革推动下尝试从现收现付制向社会统筹和个人账户相结合的基本养老保险转变，但由于统筹基金可以向个人账户透支，一度

出现因收不抵支而挪用个人账户使得个人账户“空帐”运转。“空帐”运转的危害性不言而喻，中央政府也下定决心要做实个人账户。2006 年至今，包括天津、上海、山西、山东、湖北、湖南、浙江等 13 个省份加入到做实个人账户的试点中来，以后陆续将有更多的省份加入这个行列。随着养老金个人账户的做实，养老金基金积累规模是一笔数量可观的大资金。2011 年底全国余额已达 1.92 万亿，并且随着养老金制度的不断发展和深化，在未来数十年的时间里，养老金积累的数额有增无减，规模不断扩大，可达数十万亿。做实养老金是一个基本方向，规模庞大的养老金积累既提供了牢靠的资金基础，也可发挥规模效益，提升收益率。

另一方面，资金的长期稳定性。各国政府积极鼓励并支持长期资金入市，这不仅对投资收益有帮助，而且对促进资本市场稳定发展甚至是经济社会良性循环都意义重大。养老金对大多数人而言直到退休才能支取，最长可达三五十年以上的资金沉淀，这决定了养老金供给的长期稳定性。这一特性有利于强化资本市场的中长期投资，而中长期投资是降低养老金投资风险并提高收益率的有效方法，这一点马孝

先^[7]在《股票市场风险与养老金制度的选择》一文中通过经验分析得出了结论。

2 世界范围内养老金入市的比较与借鉴

2.1 养老金入市的比较分析

2.1.1 养老金市场准入的规定

通过对经济合作与发展组织主要国家养老金入市的考察发现,对养老金的入市虽然秉持着开放的态度,但在一些具体做法上还是存在一定的差异,大致可以分为两种情况:①对入市养老金的类型没有具体的限定。被称为“积立金”的日本国民年金储备基金在2001年被改造成社保信托基金,即政府养老投资基金(GPTF)进入资本市场进行投资运作。韩国对入市投资的养老金也没有额外的限定。②基本养老金不能入市,而补充养老金入市的限定。美国的基本养老保险基金不允许进入资本市场,只能用来购买政府的特种国债;但401K下私人养老金可自由选择入市,允许投资股票基金的比例达到50%。英国养老金主要由国家养老金、职业养老金和私人养老金三大支柱组成,规定除了国家养老金外均通过资本市场谋求保值增值。新加坡20世纪80年代允许公积金(退休后的收入来源)投资有风险的金融资产,但对于专门用于养老的特殊账户基金只能投资于保险、单位信托、基金管理账户。

2.1.2 资产类别限制的规定

养老金入市投资的资产类型限制主要是对于股权投资、海外证券投资以及实业投资等方面的限制。采取“谨慎人”监管规则的国家对养老金入市股权投资方面以及海外证券投资方面均没有限制,但是采取“数量限制”监管规则的国家股权投资方面的限制差异较大,从0(墨西哥)到65%(比利时)不等。海外证券投资有严格的限制,但各国规定也不同,如瑞典规定外国资产投资比例在5%~10%,且要求与货币相匹配;德国规定6%非欧盟投资限制,且80%与货币相匹配。而限制股权投资的国家对实业投资方面的限制也较为严格,如墨西哥、波兰、冰岛等国家甚至不允许进行实业投资。

2.1.3 个人选择权的规定

从世界范围看,养老金投资运营的个人选择权大致呈现三种模式:一是个人有自由选择模式,养老金参保人可以从国家核准的基金管理人中自由选择受托人,委托其管理自己的个人账户。比较典型的国家有智利、瑞典等。智利是第一个允许个人进行投资选择的国家,但对个人投资选择权一直有着严格的规定。从2002年起,一个账户可以选择两支基金。瑞

典则允许个人在第二层次的强制性个人账户养老金上做出投资选择权,且参保人员的投资是完全自由的,这大概是由于在养老方面个人账户并不是发挥绝对主导作用的缘故。二是没有个人选择权的模式。中央政府将参保人缴纳的养老金通过社保部门直接投资资本市场,参保人无权选择投资方式。比较突出的国家有韩国、新加坡、马来西亚等。如韩国通过国民年金管理公司直接负责具体的投资运营工作。三是个人有适度选择权的模式。养老金的政府监管机构选择符合标准的基金管理机构,委托其管理养老金基金,也可以由参保人个人选择几家基金公司进行投资运营。比较有代表性的国家有英国、美国等。如英国养老金参保人可以自己选基金管理机构,也可以让养老金管理署决定基金投资管理机构。

2.2 养老金入市监管制度借鉴

2.2.1 监管机构的设置

设立专门的养老金投资运营监管机构是世界各国养老金入市监管的普遍做法:美国基本养老保险基金由联邦老年和遗嘱保险信托基金管理,401K下私人养老金通过设立基金会独立管理;英国根据《1995年养老金保障法》建立了养老金管理署来监督管理养老金,以防范养老金市场中的不当管理和欺骗,甚至授予了一定的司法权;德国1957年进行养老金制度改革,成立了由12人组成的顾问委员会作为管理养老保险基金的常设机构。日本2001年成立了年金基金运用公司管理养老金,负责制定养老金投资计划,然后委托经过核准的基金管理投资公司运营;韩国设立国民基金管理委员会负责制定基金重大投资策略与战略并对基金投资绩效进行考核;新加坡建立起由中央公积金局集中管理的公积金制度,公积金的投资由中央公积金局集中投资。

2.2.2 投资监管规则的选择

全球养老金投资监管已经形成了“数量限制”规则和“谨慎人”规则这两种基本的监管模式,同时,也将二者结合形成混合监管模式。

“数量限制”规则(quantitative portfolio regulation draconian regulation)是指养老基金对特定资产的持有进行简单的数量或者比例限制。主要用在大陆法系国家。数量规则通过对养老金投资的资产进行比例限制,这些资产的特点是价格风险较高,该规则限制风险的同时也对收益产生一定的负面影响。当前多数国家采用“数量限制”规则对养老金投资进行约束。

“谨慎人”规则(prudent person rule)是指受托人

在进行投资时,必须像处理自身事务一样对受益人的资产进行谨慎、精明和小心处理。主要应用于英美法系国家。谨慎人规则要求受托人忠于职守、业务精通、谨慎投资、保护受益人。英国、美国、日本以及澳大利亚遵循“谨慎人”原则。

加拿大、意大利等国在“谨慎人”规则的基础上也融入了“数量限制”的因素,也就是混合监管模式。

2.2.3 对受托人的监管

除少数几个国家通过监管机构下属的投资部门进行养老金投资运营外,其余国家基本都通过受托人进行投资运营,有受托人的国家对受托人的资格标准都进行严格的把关,选择资本实力雄厚、抗风险能力强、市场运作经验丰富且业绩较佳的管理机构作为受托人。

一旦选定受托人后,只要受托人不违背监管机构与其订立的投资策略的前提下,受托人可以自主开展投资管理操作。英国养老金受托人只要作出对受益人有利的投资,并说明其投资决策的原则,就可以付诸投资行动,有较大的主动权,这从某种意义上也是为使受益人的利益最大化考虑的。

3 适合我国养老金入市的政策选择

3.1 尽快设置独立的养老金管理机构

当前,我国养老金的管理机构是劳动和社会保障部,其下属的社会保险基金监督司制定监督制度,并通过地方各级社会保险基金管理机构来监管本地区的社会保险基金运营。2011年《中华人民共和国社会保险法》第八十条规定“统筹地区人民政府成立由用人单位代表、参保人员代表,以及工会代表、专家等组成的社会保险监督委员会,掌握、分析社会保险基金的收支、管理和投资运营情况,对社会保险工作提出咨询意见和建议,实施社会监督。”这样的养老金监督构架存在着行政监督和社会监督职能不清、监督委员会性质不明等问题,最终导致监管机构缺失、监管无法到位、养老金违法违规案件时有发生的问题出现。

为解决养老金监督管理问题,特别是养老金入市后监管将变得更加复杂,笔者建议应该尽快成立独立的养老金管理机构,这也是大多数国家在考虑养老金监管时的普遍做法。我国可以仿效社会保障基金理事会的做法,成立“社会保险基金理事会”。社会保险基金理事会是独立的法人机构,向财政部、劳动和社会保障部负责,其职责是制定社会保险基金监管的法律、规章和规则;监管社会保险基金经办机构的运营情况;制定全国社会保险基金的投资经营策略并组织

实施;选择并委托全国社会保险基金投资管理人、托管人;负责社会保险基金的财务事务等问题。同时,各省市设立社会保险基金理事会派出机构,负责地方社会保险基金的日常监管事务。

3.2 逐步放松“数量限制”并向“谨慎人”规则转变

3.2.1 初期以“数量限制”规则为主并逐步放松

由于我国资本市场的波动性高、内部人操纵时有发生、投资经理人队伍水平有待提高以及信息披露有待规范等原因,在我国养老金入市的初期,“数量限制”规则是监管的较好选择。适当控制养老金入市的比例,从谨慎原则以及平息大众质疑角度出发,都是必须的。要制定好各类资产的具体投资比例,对波动大、收益高的权益类资产初期投资比例不要太高,毕竟个人账户养老金是参保人的养命钱,风险由自己承担,等运作效果比较良好,运作手段比较成熟时,可以适当考虑放宽其投资风险资产的比例,因为对风险资产投资限制太严格,对投资收益也不利,这与个人养老金入市的初衷相违背。

3.2.2 最终向“谨慎人”规则转变

“数量限制”规则是为了降低投资风险并保护参保人的利益考虑,但从实际经验数据表明这两方面的效果甚至都不如“谨慎人”规则。通过对OECD国家养老金投资组合的绩效评估来看,采取“数量限制”规则监管模式国家的平均收益率为5.8%,风险为11.4%;采取“谨慎人”监管模式的国家的平均真实收益率为7.8%,风险为9.5%。可见,“数量限制”并不能构建最优的资产组合,不利于养老金的保值和增值。因此,在相关市场环境比较成熟时,如资本市场稳定成熟、投资经理人水平和责任意识较高、司法制度较为完善等情况下,考虑养老金投资规则应逐步考虑向“谨慎人”规则转变。

3.3 初期集中决策并逐步向个人决策过渡

出于养老金账户没有做实、个人投资能力差以及发挥规模优势等原因的考虑,养老金个人账户的投资决策由地方养老金管理机构集中决策,参与养老金计划的参保人并没有选择的机会,这样的安排较为普遍,在养老金入市的初期似乎也可以接受。不过,这样的安排显然存在着问题,不像社会保障基金的投资由社保基金理事会运行,投资风险由政府承担;而养老金投资由地方养老金管理机构运行,投资风险却要由参保人承担,这违背了“谁承担风险谁决策”的基本原则。且由于权力和责任的不对称,很难保证投资收益水平,受托人可以不顾委托人的实际情况,贸然投资风险较高的资产给养老金资产带来较大损失,也可

能出于保守考虑,只投资风险较低的资产从而只能获得较低的投资回报率。

为解决以上问题,应考虑集中决策逐步向个人决策的过渡。个人决策应该是让养老金参保人具有较大的投资选择权,促进他们积极参与养老金计划,自愿承担投资风险,获取较高投资回报有积极意义。我国应该采取个人有适度选择权的模式,在养老金监管机构选定符合标准的受托人后,一方面可以把个人账户养老金委托给监管机构,由监管机构选择不同类型的委托人,发挥规模优势,共同经营,共担风险;另一方面,可以自己选择一个受托人或者多个受托人,其风险由参保人自己承担。同时,应该赋予养老金参保人选择并更换投资管理人的权利。当然,在资产的配置方面也可以有不同的选择,如风险厌恶者,不愿自己的养命钱投资股票,就应该委托受托人进行保守投资;对风险承受能力强并愿意配置权益类资产的参保人,在组合中就可以加入股票等风险较大的权益类资产。

一旦向个人决策转变后,个人账户的独立设置就显得很有必要。

3.4 适时推出独立的养老金个人账户

可以仿效美国、日本、新加坡、香港的做法,建立独立透明的养老金个人账户。以香港的大学为例,养老金一般是由教授自己出5%的薪水,学校出15%,每个人建立自己的账户,如何投资有你自己决定,然后可以委托机构帮你进行具体的操作。且账户中的钱是实的,不能挪用,你可以查看账户基本情况,每个月的投资盈亏你都会知道,因为每个月都有账单邮寄给你,账单会清楚记录你账户的投资情况以及账户还剩下多少钱。这样,保证养老金安全的情况下,对自己的未来退休养老规划有一个总体的规划和提前的防范。

建立独立的养老金个人账户后,应该学习美国纽约证交所推行的“适宜性”做法,即充分了解投资者的信息,其中最重要的是清楚投资者的投资目标,投资者不应该接受不适于实现他所要求的投资目标的投资指导和建议,否则经纪人可能承担一定的责任。我国养老金个人决策应该借鉴“适宜性”概念,在委托投资管理人进行运作时,应该充分提供自己的资料并表明自己的投资目标,投资管理人应该根据他们的不同偏好构建不同的资产组合。

3.5 培育成熟的国内资本市场,谨慎进军国际市场

国内各界对养老金入市的忧虑主要是基于我国资本市场不成熟可能会给养老金投资带来较大的风

险,并建议等我国的资本市场发展完善之后,养老金才开始入市,这样不但有利于降低风险,而且还有利于提升回报率。同时,也有一些学者认为养老金是长期资金,进入资本市场,有利于资本市场的稳定,在推动资本市场的发展,也提升养老金投资回报率。笔者认为养老金入市与资本市场发展二者是相互促进、互动双赢的。养老金入市确实需要一个成熟的资本市场作为支撑,这需要资本市场的监管者不仅从制度安排、市场运行、法制建设等硬件方面创造必要条件,而且对价值投资理念的培育以及投资者素质的提高等软件方面给予足够的重视。但养老金也不应该等各方面条件完全成熟后再进入资本市场,只要对初期的投资比例有合理限制的情况下,养老金的尽早入市不仅有利于自身探索有效的投资机制,且对资本市场的成熟发展也有很大的帮助。等我国的资本市场真正迈向成熟阶段,逐步提升养老金入市的比例,相信这时有关于养老金入市的质疑声应该会小很多。

而鉴于国内很多学者认为我国的养老金应该向海外拓展的问题,笔者本着谨慎的态度建议至少目前阶段还没有这个必要。从2007年上市的首批四只QDII运作的情况看较不理想,截至2011年12月31日,运作4年有余的南方全球、华夏全球、嘉实海外和上投亚太4只QDII的累计净值分别为0.603元、0.722元、0.514元和0.506元,这样糟糕的表现不仅解释为投资管理人的管理水平问题这么简单,在时机把握以及对国外市场的熟悉程度等方面也应该值得深刻检讨。养老金资产事关参保人养命问题,对不甚熟悉市场的投资就是不负责任的投资,何谈投资安全,更不要说较高收益率了。

参考文献

- [1] ROBERT POZEN. Conditional Performance Measurement Using Portfolio Weights: Evidence for Pension Funds[J]. Journal of Financial Economics, 2002(6): 55-60.
- [2] YU-WEI HU. Pension Fund Investment and Regulation-a Macro Study[M]. London: Brunel University, 2006: 58-66.
- [3] 李绍光. 从分形市场假说看养老金入市[J]. 经济社会体制比较, 2004(4): 44-48.
- [4] 黄进. 养老金投资风险管理研究[J]. 北京计划劳动管理干部学院学报, 2003(11): 33-36.
- [5] DEBORAH LUCAS. Investment Public Pension in the Stock Market Implication For Risk Sharing[J]. International Review of Finance, 2001(2): 121-127.
- [6] BRUNNER. Optional dynamic portfolio selection[J]. Journal of Economic Dynamic and control, 2005(8): 56-72.

(下转第148页)

问题[J]. 统计研究, 2006(5): 29—35.

[3] 杨飞虎. 1978—2007 年江西省全要素生产率研究[J]. 价格月刊, 2009(6): 32—35.

[4] 张军, 章元. 对中国资本存量 K 的再估计[J]. 经济研究, 2003(7): 35—43.

[5] 张军, 吴桂英, 张吉鹏. 中国省际物质资本存量估算: 1952—2000[J]. 经济研究, 2004(10): 35—44.

[6] 王浩. 1991—2008 年四川经济增长因素的实证分析[J]. 宜宾学院学报, 2010(9): 32—34.

[7] 国家统计局. 2011 中国统计年鉴[M]. 北京: 中国统计出版社, 2011: 109.

[8] 宋冬林, 王林辉, 董直庆. 资本体现式技术进步及其对经济增长的贡献率(1981—2007) [J]. 中国社会科学, 2011(2): 91—105.

An Empirical Analysis on the Factors of Economic Growth in Yibin City: 1991—2010

WANG hao

(School of Government Administration, Yibin University, Yibin Sichuan 644000, China)

Abstract: At This paper According to Cobb-Douglas production function and method of solow' remaining value, took a certain index of the percentage of number of employed persons in tertiary industry to aggregate employed persons as an alternative variable of technological standing variation, based on my previous study estimated Yibin capital stock between 1990—2010, combined with relevant statistical data, using EXCEL software make regression analysis to estimate aggregate production function and different factors' s contribution of the Yibin City between 1991 and 2010. The conclusions is obtained that Yibin City' s economic growth model is still in serious capital—driven and suggestions were put forward.

Key words: Solow' remaining value; capital stock; total factor productivity

(上接第 139 页)

[7] 马孝先. 股票市场风险与养老金制度的选择[J]. 上海财经大学学报, 2011(6): 75—81.

[8] 张健. 关于做实养老金个人账户的研究[J]. 金融研究, 2008(9): 128—133.

[9] 张初兵, 荣喜民, 常浩. 西方养老金最优化管理研究综述[J]. 保险研究, 2011(9): 121—124.

[10] 韩燕, 曾令波. 资本市场投资回报率与我国养老金体系改革[J]. 证券市场导报, 2007(9): 23—29.

[11] 孙建勇, 杨长汉, 等, 译. 养老金治理与投资[M]. 北京: 中国发展出版社, 2007.

[12] 冯卓, 冯恩新. 试论我国养老金投资监管模式的选择[J].

国际金融, 2011(7): 70—73.

[13] 李道滨. 欧盟国家养老金改革: 反思和借鉴[J]. 广东金融学院学报, 2006(9): 75—82.

[14] 肖汉平. 国外养老基金投资规则与绩效的比较[J]. 证券市场导报, 2006(4): 28—38.

[15] 钟耀仁. 养老保险改革国际比较研究[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2004.

[16] JOSA-FOMBELLID R, RINCON-ZAPATERO J P. Optional asset allocation for aggregated defined benefit pension funds with stochastic interest rates[J]. European Journal of Operational Research, 2010(7): 201.

International Experience Learnings about Pension Funds into the Capital Markets and Chinese Policy Choice

LIU Jun-qi

(Department of Finance, Fujian Jiangxia University, Fuzhou 350108, China)

Abstract: In view of the public concerns about pension funds into the capital markets in China, this paper comparatively analyzes the methods of pension funds into the capital markets in major countries and points out the necessity and feasibility of pension funds into the capital markets in China. Pension funds into the capital markets is an inevitable trend. The point is the policy choice. An independent supervisory authority should be set up as soon as possible. “quantitative limitation regulation” should be relaxed and converted into “prudent person rule”. Independent personal pension account should be opened and the freedom of personal choice should be increased. While capital market is still a major investment area, other markets should be explored with discretion.

Key words: pension funds into the capital markets; international experience learning; policy choice