



快 訊

SSL Express

2019 年第 09 期 (总第 316 期 , 1 月 31 日) 中国社科院世界社保研究中心 主办



2018 年 12 月 28 日,由中国社科院世界社保研究中心与中国证券投资基金业协会联合主办、华夏基金管理有限公司承办的中国社会科学院社会保障论坛暨《中国养老金发展报告 2018》发布式在北京隆重举行。本次论坛主题为“主权养老基金国际比较与战略定位”。本次会议共分 6 个单元,我们将依次连续推出每一单元的发言集锦,分享嘉宾的精彩观点。

《中国养老金发展报告 2018》发布式

会议集锦系列之六:

第六单元 理论探讨

一、房连泉(中国社科院世界社保研究中心秘书长)主持发言

前面几个单元都是通过政府部门和业界来谈这个观点。今年最后一个单元是放在理论界这一块进行探讨。我从一个案例讲一点个人的感受。前两个月的时候,挪威国王一行到访社科院,他们演讲的题目主题就是挪威和中国社会福利保障的比较,这里面的课题就是主权养老基金。刚才也有黄王慈明总裁讲到挪威的主权养老基金,它的规模是 GDP 的 100%多,我们当时跟挪威的学者进行交流的时候他就提到一个观点,挪威比较幸运,北欧国家里面比较幸运,也一个石油基金,石油储备非常大,这个基金他们怎么用?作为储备养老金将来用。我们问他,为什么不像其他国家,像芬兰那样的国家似的,做一个非缴费型养老基金,一个

红利，一个国民的养老金，都给大家发一份钱，那也很好。当时老百姓会拍手欢迎事情，但是他的学者就谈到一个观点，他说我们为接下来的子孙后代的福祉考虑，GDP 储备基金这一块已经是 100%多了，我们还要不要做大做强？进一步对比我们国家的储备基金，大家感慨很多。



中国社科院世界社保研究中心秘书长 房连泉

我们今年选择了主权养老基金的课题，我们刚才听到这么多精彩的观点，主权养老基金的定位是什么？国外的法律定位定下来，筹资来源有哪些？报告没谈到这一点，好像在座的专家没有谈到这一点，媒体和公众都非常关心主权养老基金和将来社保的可持续的问题。这些问题需要理论界的学者来回答。

下面的五位学者是研究保险和社会保障资金投资的专家，都有非常专门的研究。第一位先邀请孙永勇教授，他也是我们中心的执行研究员，对每年的基本养老保险做一个信息的披露，大家欢迎华中师范大学副教授孙永勇。

二、孙永勇（华中师范大学副教授）发言

各位来宾下午好！很高兴再次站在这里，八年来报告的基本养老保险部分基本都是我来负责编写。我今天向大家汇报的是基本养老保险基金面临的主要问题和它的前途。

作为世界上最大的发展中国家，中国现在面临最严峻的挑战就是人口老龄化，老年人口数量大，老龄化速度快，而我们经济发展水平仍然比较低，我们用来应对人口老龄化的机遇期比较短。在这样一种情况下，基本养老保险制度面临很重要的挑战，因为他要完成它的历

史使命，他必须保证绝大部分人的基本生活。到目前为止，事实上它已经覆盖了大部分的人口，2017年末的时候参保人数占了总人口的65.86%，这个比例是占总人口的比例，因为未成年人、小孩都不在范围之内，所以说实际上我们的扩面工作基本上主体部分都已经完成了。



华中师范大学副教授 孙永勇

与此同时，它提供的养老金水平，目前替代率不到50%，职工养老保险，城乡居民的养老保险水平就更低了，所以整个社会有一个呼声，这个呼声就是要提高这个水平。在这样一种情况下，我们必须另外筹很多的资金，另外建立一只基金储备在那里才能完成这样一个历史使命。全国社保基金理事会这么多年的发展取得了很不错的业绩，收益率是不错的，累计的投资收益率已经超过了一万亿元。所以说它这么多年积累的经验 and 探索为我们后面在建大规模的基金做了很好的准备。

基本养老保险面临着—系列的比较严峻的问题：开支很快上升，留给基本养老保险基金充分发展的时间是非常有限的，我们没有很长的时间慢慢去建这些大规模的基金储备，我们需要尽快地采取行动。这是整个人口结构变化决定的，我们42号文的政策没有什么效果，不太明显。后面的人口老龄化高峰会很快过来。

从财政收支增长率来看，过去这十年，只有三个年份收入的增长率是高于支出的增长率，累计结余和当期结余，当期结余是很不稳定的，政府推一把结余就很多，另外一个年份结余就没那么多，当期结余已经有几个年份是负的，整个的累计结余增长率是朝下走的，我们虽然还有很多的基金放在那里，但是整个趋势是累计结余增长速度是下降的。

基金收入的增长面临着风险。不管是职工基本养老保险征缴收入还是城乡居民基本养老

保险缴费收入增长速度都是下滑的。职工基本养老保险，随着扩面期结束，参保人数将进入低速增长时期。缴费人数在参保职工人数中的比例是不断下滑的，随着经济增长速度的下滑，工资增长速度会下滑，也就是说作为缴费基数那一块增长速度会下滑。同时越来越多的企业可能情况不太好，征缴率会下滑。所以说这些都会使得职工基本养老保险未来的征缴收入的增长面临挑战。

居民养老保险近年来整个的趋势是越来越依靠财政补贴，基本上超过 2/3 是财政补贴的收入。同时高速扩面期结束，参保人数处于低速增长，随着城镇化的推进，未来参保人数和缴费人数会逐渐减少，从缴费水平来看，大部分省份的缴费水平都很低，如果整个经济再降速的话，缴费水平上升的速度很可能就会受到抑制。

财政补贴，近些年整个基金有大量结余的很重要原因就是财政转移支付，但整个国家的财政收入的增长速度是下滑的，整个经济是下行的，财政收入的增长速度是下滑的，就意味着财政转移支付是很难可持续的，因为整个财政收入都在下降，你还按照每年百分之十几、百分之二十几的速度转移是不可能持续的。

基本养老保险的储备基金越来越多地交给全国社保基金理事会做，我们刚才讲了全国社保基金理事会的历史业绩是很优异的。但是随着经济增长的降速，我们把越来越多的基金交给一个机构以后，很难取得那么高的收益率，需要找的投资机会、投资机遇要求会越来越高，所以说这样一种发展，把钱都塞给全国社保基金理事会的结果是未来很可能达不到原来我们所说的投资收益率。

在投资运营上，首先投资运营主体的问题。现在省级这一级政府是作为委托人而存在的，作为一个委托人，他同时也不一定在很多方面都准备得很好，专业人才的问题、提建议的问题等等，从整个基金业的监管来看，到现在为止多头监管，很多部门都要参与进来监管的局面没有彻底地改变，整个社会的监督机制仍然是不健全的，怎么解决这些问题？基本养老保险基金的前途在哪里？

首先可以考虑在制度上调整，世界社保中心好多年宣传名义账户制，从基金的角度看，如果你从政策上规定我们要走名义账户制你就可以名正言顺地把资金集中起来搞规模投资，如果不从法律上规定，总有一些人想我们去做实它，做实了会怎么样？做实了会涉及到个人的投资选择权等后面一系列的问题，所以说可以考虑从政策层面认定搞名义账户制，然后就可以名正言顺地把钱集中起来规模化投资。还有一些比较敏感的问题，比如说标准退休年龄的问题，一直拖着，最低缴费年限的问题都是比较敏感的问题。

在增加经营收入方面，目前也是一个难点，费基和费率是矛盾的，费率很高，费基很可

能是虚的，现在我们要降低费率吗？如果我们大规模、大幅度降低费率，费基我们又做不实处会产生什么结果？所以说现在这个事情是很麻烦的，做实费基的问题不是那么简单的，不是说由人保部门交给税务部门就解决了。

在财政补贴方面，到目前为止，大部分的财政补贴是来自于中央财政，我们要不要让地方政府承担一点责任？如果让地方政府承担一点责任，各个地方的财政政策差异太大了，有的地方自己都受不了了，你还让他承担责任？你不让他承担责任，有些地方是有实力的，有很多地方可能是由财政实力承担一部分责任的。

在国有资本划转方面，需要考虑的是方案、对象和我们这种调整，可能带来什么样的收益。投资监管领域可以考虑的是我们是不是需要有另外一些投资运营的主体？今年的主权养老基金实际上就包含了一些想法在里面，如果有了主权养老基金很有可能就有另外的投资运营主体产生，同样的多头监管的问题是不是可以考虑一下？比如我们建立了专门的医保局，可不可以专门考虑养老保障局？同时各个省的问题，我们刚才讲了省级在养老基金管理层面是作为委托人存在的。现在各省政府还要作为委托人，省政府很可能让下面的人保厅出面做，但是有没有可能作为一个真正的省级的养老基金的委托人的实体来做？不是那种行政单位，可以探讨，可以考虑。

谢谢大家，这就是我的汇报内容。

三、郭金龙（中国社会科学院金融研究所保险研究室主任）发言

首先感谢郑老师邀请参加这样一个论坛，实际上今天我主要是来学习的，每一次郑老师的会都邀请我参加，非常高兴，今天学习的内容比较多一些，收获很大。

关于主权养老基金我之前一直关注，我也非常想研究这个问题，后来因为我主要涉足于研究保险方面，业余研究股票，所以我就没有精力去再花很多精力研究主权养老基金，但是我研究保险的时候，我研究了一个与主权养老基金相关的问题，就是长寿风险。今天给大家汇报的几个问题，一个是关于长寿风险及其管理相关的理论探讨。另外一个解决长寿风险管理及其与养老保障体系的关系。第三个是长寿风险与主权养老基金。

什么是长寿风险？一些机构对长寿风险在十几年前就做了专门的界定，包括美国经济研究局，实际上就是因为由于老龄化的加快，我们活得比较长了，活得长的结果，一般来说我们寿命延长是社会进步的表现，实际上应该说是好事情，每个人都愿意活得长一点，活得越长越好，而且能够健康地活着，这是每个人的愿望。但是它会带来另外一个问题，就是所谓的风险，这个风险是什么？活得长了以后，我们钱不够了，因为我们知道年纪大了以后生活

也需要钱，这个钱一方面我们生活本身需要钱，这就是通过养老金解决，还有其他方面，老了以后，尤其八九十岁以后需要人照顾。还有一种情况，我们年龄大了以后还有一种风险，我们的疾病发生率会提高，在座的很年轻，现在基本上没什么病，大概五六十岁以后各种小毛病出现，这会增加你的医疗支出。



中国社会科学院金融研究所保险研究室主任 郭金龙

所以，长寿带来的风险实际上与养老生活有关的缺口之外，还有与长寿长期护理的保障，以及健康的保障有关系。这个涉及的都是钱的问题，一般来说钱的问题都是用金融的机制来解决的。金融干什么？就是把钱倒腾来倒腾去，这个地方的钱那个地方花。但是长寿风险的钱是怎么回事呢？一般来说是现在的钱未来用，所以我们从年轻的时候开始为老年的生活储备资金。比如说现有的长寿风险里面，刚才说的那几块，比如说健康风险，健康风险一般都是由健康保险提供，现有的健康风险保障体系一般由社保和商业保险共同保障，这一块基本上我们建立得是比较完整的另外还有一块就是长期护理，目前国内长期护理还是远远不够的，但是长期护理的问题主要是由长期护理保险解决的。现在缺的最主要的一块还是养老保障，我们老年之后，养老资金缺乏带来的一系列问题，包括主权养老基金也有助于解决这个问题。

关于长寿风险的内涵，既然是一种风险，这个风险的管理要遵循相应的风险管理的规则，一般学保险的时候，因为我是研究保险，这么多年也跟学生讲过保险的课程，第一课就讲什么是风险，风险怎么识别，风险分什么种类，风险如何识别？如何量化？如何采取相应的措施？风险管理的方式等等一系列的问题。长寿风险作为一种特殊的风险，实际上也应该遵循

这样的—个风险管理的基本规则和步骤。但是学术界—般把长寿风险分成两类：1，个体的长寿风险。2，群体的长寿风险。个体的长寿风险又称为个体的长寿风险是专门针对个人，在面对生存期限延长之后，所积累的财富不足以弥补个人的生活所需，群体的长寿风险—般指某—个特定的群体，他的实际生存年限超出了预期之后所带来的财务缺口或者财务风险问题。总体来说是分成两类，但是群体的长寿风险特征和个体长寿风险是不一样的，个体长寿风险不是系统性的，可以通过多元化的配置和风险的汇聚技术，实际上就是风险的管理技术来进行风险的分散，而聚合的长寿风险—种系统性的风险，这种风险是不适合大树法则的，无法用现有的风险管理技术进行分散，现在大家讨论的很多问题就是我们聚合的长寿风险。

关于这一类风险管理的方式基本上也是—个风险自留、风险控制、风险转移的方式。还有通过保险，这个保险可以通过社会保险，也可以通过商业风险以及风险市场的转移来为长寿风险进行管理。但目前像这方面的研究还是比较多的，目前国内的学术研究也正在不断地推进。长寿风险具有这样几个特征，比如它具有金融风险的特征。刚才我们已经说了，长寿风险主要就是因为—we活的时间长了，到老了钱不够了，钱不够的话实际上就完全属于金融风险的特征。为什么？因为金融实际上是一种资源的配置方式，从不同的视角可以解释金融的含义，金融是一种资源的配置方式，是一种什么样的资源配置方式，是储蓄资源的跨时空配置方式，我们结余的钱要进行跨时空的配置，实际上跨空间的配置相对来说比较容易的，比如说北京的钱上海用，我们相对是比较容易的，但是还有—个问题，时间的配置是最难的，因为尤其是长寿风险的资金跨时间的配置，因为它的配置期限非常长，—般都在几十年以上。我们现在的钱配置到几十年以后来用，—般来说我们实际上是非常难的，比如说—we做很多投资，你们在座的好多基金公司，做投资最大的困惑是因为对未来的判断是最难的，他只能根据各种分析进行判断，但是总是没有特别准确的判断，明年的股市或者十年以后的股市到底买哪—只股票能够赚钱，没有任何—个人说得准，只能根据这样—个趋势进行判断。长寿风险也是这样，要应对长寿风险，现在储蓄的钱几十年以后的用，相当于现在的钱未来用，还有—些钱是未来的钱现在用，比如贷款，贷款实际上就是—we拿未来的钱现在用，—we—笔—笔地还。所以跨时间的资源配置是解决财务问题非常核心的方式，所以如果—we把这个方式理解透彻，运用好的话实际上有助于—we实现加深财富自由。

长寿风险具有系统性风险的特征。尤其是聚合的长寿风险具有系统性风险的特征。这实际上有很多学者对这个风险进行了很多研究，另外—个，长寿风险具有长期风险的特征，这个—we刚才已经解释得很清楚了，因为它主要是应对几十年以后—we面对的财务缺口，所以风险的持续期限有可能是十年、二十年，甚至三十年、五十年以上，如果—we活到一百多岁，

我们 60 岁退休，还有四五十年时间享受幸福生活，这个时候需要大量的财富支撑，如果老了之后没钱实际上也影响我们的幸福指数。所以长寿风险具有长期风险的特征，另外长寿风险还具有社会风险的特征。因为涉及的群体很大，如果弄不好会造成社会问题、社会风险，现实当中实际上出现了很多，有很多国家因为养老的问题、养老资金缺口的问题，带来了一些社会的不安定因素。

长寿风险与养老保障体系的关系。上一次专门做了一些梳理，我最后把它归纳成这样一个表格（如图），个体的长寿风险应对方式和聚合长寿风险应对方式是不一样的，一般个体长寿风险应对方式，主要的方式是加入养老保险计划，主要就是养老保险，我们可以有商业的养老保险，也可以有社会的养老保险，这都是应对个体长寿风险的主要手段，还有其他方式，比如说住房反向抵押，也是我们应对个体长寿风险的方式，包括个人的优化投资等等，但实在没办法可以做风险滞留，因为他买保险没必要，他有钱，也不需要加入特殊的养老保险计划。聚合长寿风险就和我们讨论的社会保障体系有关系，但是我们现实社会保障体系并不包含所有的应对聚合长寿风险的措施。

刚才大家讲到的时候还有一个问题，比如说养老靠政府的问题，刚才有一个专家说的，实际上我们八、九十年代的时候当时有一个口号，叫做“计划生育好，政府来养老”。但是最近这两年口号就变了，说“延迟退休好，自己来养老”。所以我们这一代正好赶上这样一个时代，当时我们只能生一个，靠政府来养老。现在又说让我们延迟退休，可能我们还不能正常 60 岁退休，这样我们只能靠自己养老，所以我们从现在开始就要进行多元化的应对长寿风险的安排。比如说我们可以多买几套房，尤其前些年，我们也赶上好时候，因为十年前我们还是有闲钱可以多买一套房，将来实在不行我们做一个反向抵押。但是还有一个问题，我们老了之后谁来照顾？一个孩子实际上是很难的，最近我在研究这个问题发现有一种方式就是互助养老，找一个地方，我们大家共同养老，你送我走、我送你走，一百多岁、九十多岁也是挺幸福的生活方式，大家没事可以炒炒股票、锻炼身体、旅游旅游都可以，这是不同的应对聚合长寿风险的方式，但是这种应对方式应该是超出了我们现有的养老保险范围的，所以我们只要去思考这些问题，我相信是可以有解决方案的，包括现在商业机构愿意做这样的工作。

另外，说一点长寿风险与主权养老基金。主权养老基金我们前面已经解释过了，可以为长寿风险提供重要的资金的来源，但是还有一个问题，就是主权养老基金，比如保险基金是对应一种负债，但是我们的主权养老基金对应的负债是或有负债，或有负债是不明确的，不是一个刚性的约束，这样的话，我们主权养老基金投资虽然具有一种长期的投资要求，可以

进行长期投资，没有一个显性的债务约束，从这个特点来看，和其他的主权财富基金应该说没有特别本质性的差异，因为我们知道养老基金，因为我们是搞金融的，我们知道，一般一个基金的要求是与资金的来源有密切的关系，一般对应一个负债，对应这个负债的话有总量匹配的要求，还有结构上，期限的结构、流动性的要求，都是有这样的要求。实际上主权投资基金是没有这样一个刚性约束的，这样就给我们的投资提供了巨大的空间。比如社保基金理事会，他什么时候用是不清晰的，但是一般来说要评估这一类基金投资的话是有一个期限的要求，比如未来什么年份，我需要你提供这样一个流动性的要求，另外我需要你支出多少，这方面还是有巨大的研究空间，但是这个方面我觉得国内，因为郑老师原来提出来过要有精算约束，养老基金的精算约束，精算约束是和对应的负债风险的分布有关系，就是说和养老长寿风险的风险分布有关系，这一块恰恰是我们缺乏的东西。我提出这样一个问题，这需要研究收入、研究不同制度的差异等等一系列的问题，包括死亡率、生育率都是非常复杂的，我建议大家如果有兴趣的话，包括社保研究中心可以做一些这方面的研究和探索。但是我个人觉得以主权养老基金目前在国内的研究空间是很大的，尤其是借鉴国际的经验，使得这一块的基金尽量地把它做大。

但是还有一个问题，前面祁斌总讲到一个问题，现在如果给我们搞几十万亿的主权养老基金，我们怎么配置？现在的资本市场，我们国家现在资金的主要提供者实际上是银行，如果我们搞出来规模巨大的养老基金的话，它会面临几个问题，首先可能会影响我们的银行体系，这也是一个需要考虑的。另外我们投资在哪个地方，因为现在的金融市场实际上很难有足够的长期资产配置，我们没有足够的长期的资金，而且投资资本市场，我们的动静可以直接影响资本市场的变化，因为我们主要市场就这么大一点规模，稍微风吹草动就会对他们产生影响。这个方面就需要我们综合地，包括金融体系的建设，包括实体经济的发展，还有一部分，如果要配非标资产的话，就需要我们的专业能力。目前来说我个人觉得这方面需要提高的地方还有很多。

以上是我的一些认识，不对的地方请大家多多包涵。

四、朱俊生（国务院发展研究中心金融研究所研究室副主任）发言

今天应着这个题目讲一个观点，主权养老基金改革的方向，怎么从官僚管理走向利润管理。我讲三个内容：第一，全球主权养老基金的状况。第二，非缴费型主权养老基金的改革方向。第三，是否建立缴费型的主权养老基金。

关于全球主权养老基金，我给各位分享的是 OECD 今年的一份报告，我用的数据是后面

的部分。我给大家看四张图，图很细，我直接对图做一些归纳。规模上大家可以看到，在这份报告当中，全世界的主权养老基金大概是 5.6 万亿美元左右，排第一位的是美国的，第二位的是日本的，中国的规模其实也不算小，跟美国和日本差很大，我们也在往前面赶。跟中国有点类似，从 2000 年以后一共有 13 个国家建立主权养老基金，美国有超过 75 年了。

另外一个角度看数据，这些基金占 GDP 的加权平均比例是多高呢？17.7%，中国是什么概念呢？2.7%，排全球第一位的是什么概念呢？比如韩国 32.8%，这是几个数据跟各位分享我们的差距以及全球分布的状况。

主权财富基金和主权养老基金的界线确实在弱化，我们也看到，我们的报告中也提到，现在有些主权财富基金主要用于养老，比如大家提到的挪威、俄罗斯，挪威是全球最大的，它的基金是占 GDP 的 245.6%，全世界最大的主权财富基金，这是第一张图。



国务院发展研究中心金融研究所研究室副主任 朱俊生

第二张图看看投资和资产配置的问题，首先想跟各位讲说基金的目标会影响资产配置与投资组合。如果你去看芬兰，芬兰的基金基本上是作为一个缓冲的基金，平衡第一支柱的，所以它的投资状况你就会发现不会太多用股票，也不会太多用于什么另类投资，更多还是比较保守的。有的国家，像德国，就平滑养老金融资的中短期波动，所以基本上它更多的投资还是相对保守。但是我想说绝大多数的主权养老基金是长期投资的授权，所以基本上是应对养老金支付的长期的缺口，有点类似于全国社保基金。看澳大利亚、加拿大报告里都有。各国的情况大概是这样的，受目标的影响特别大。我不想展开讲，但是我想说一个共性的趋势因为是长期投资，所以它的固定收益率的资产比较低，高回报风险大一点的资产占比比较高，

比如说股票，比方说利率投资。过去五年资产配置的整体趋势如果我做一个概括的话，从固定收益类的越来越多的更多地转向股票和利率投资。大家关注日本，日本政策有改变，整个资产配置结构到 2015 年底发生了非常大的改变。

再给各位报告一个数据，刚刚的表给我们展示的，简单的投资组合，全球所有的主权养老基金固收类的大概不到 60%，上市公司的股票将近 30%，另类投资和其他投资加在一起已经达到 13.5%，这个差异也非常大。比如政策面投资包括对冲基金、房地产、未上市的资产投资、社会资源包括自然资源的投资，各个国家差别还是比较大的。

第三张图是讲境外投资怎么样，因为我们的主权基金，投资是一个问题，主权基金更多的是在境外投资这一块的比例是比较大的，海外投资这一块，我们发现绝大多数主权基金都是通过股票或者是固定收益类资产来做海外投资的，有些基金还投资于海外的另类投资，主要集中在发达市场，我想跟各位讲有一些基金投资新兴市场的上市公司的股票和固定收益类资产，比方说大家非常熟悉的加拿大的养老金。郑老师的团队翻译的那本书非常好的一本书《拯救未来》，我前两天见加拿大大使馆的官员还聊到这本书，他评价非常高，他原来在加拿大财政部工作的时候，马丁的部长就是财政的部长，非常有兴趣聊到这本书。

第四张图整个投资的收益状况怎么样？OECD 报告过去五年实际年化投资收益率做了一个梳理，基本上收益率还是比较可观的，特别是投资权益比较大，多元化投资组合的空间比较大的基金回报率比较高，比如新西兰五年年化超过 11.8%，加拿大 10.3%，其他国家也是这样。

这部分简单做一个总结，这个报告给我一个启示：

第一，建立主权养老基金体系是很多国家的做法，而且很多国家不光是一只，还是多只，所以我叫体系。

第二，对我们来讲，我们联系到中国的人口老龄化，联系到中国养老基金目前的状况，我们可能需要扩大主权养老基金的规模。

第三，特别重要的是这些基金基于长期投资，它需要提高它的投资效益。

第二个，回到中国的问题上，我们有非缴费型的主权养老基金，它是储备型的，社保基金的权益，去年底超过 1.8 万亿，我们把个人账户剔除掉，把地方委托的剔除掉，我们单单看储备型的，整个投资收益率的状况平均是八点几，整个资产的分布，境外投资有，但是非常有限，主要是境内投资，这是我们做国际比较的时候会发现非常不一样的地方，境外投资的占比非常有限。你再看整个资产的类别上看，我们可能在固收类的更多一些，比如在另类，在股权也有但是占比非常低。

所以回到我的主题上来，我们报告有一章写得非常好，非常核心的问题就是主权养老基金的治理问题，主权养老基金非常容易受政治影响，所以通过什么样的治理来摆脱这种影响，我特别想跟各位分享，我去读米塞斯的这本书，在《官僚体制》里面提到一个概念“从官僚管理走向利润管理”，我特别想跟各位还原一下这个说法，什么叫官僚管理？大家不要否定官僚管理，官僚管理是必要的，而且官僚管理是中性的，不是负面的。什么叫中性？官僚管理是一种行政事务管理的手段，这种行政的结果不具有市场上的现金价值。不是说公共管理没有价值，而只是说它没有市场价值，没有市场价值意味着它的价值没有办法落实到市场交易当中，没有办法用金钱来衡量，所以它是需要的，比如政府管理就是官僚管理，没有问题，但是不能延伸到一些需要市场交易里的，那问题就大了，所以他提出另外一种方式是利润管理。

什么叫利润？就是市场的盈亏，这是消费者或者说我们这些委托给主权基金的人，一切活动戴上的紧箍咒。从这个意义上我想说，我们要重塑市场机制跟官僚体制的边界，如果你承认是市场经济，如果你承认主权养老基金是整个市场体系的一部分，应该实行的是利润管理。官僚管理是可以的，在某些领域存在，这个没有问题，但是官僚管理必然比利润管理效率低下。

米塞斯的原话我想引用，避免大家引起误解，他说：“许多人视为罪恶的东西不是官僚体制”，我刚才讲了官僚体制是中性的，是需要的，“某些领域只能是官僚体制，但是罪恶的东西是官僚管理领域的扩张，这种扩张最后的结果就是日益限制公民自由，以及用政府管制去取代私人举动精神最后的结果”。我们要从官僚管理走向利润管理，因为这是符合市场经济体制的。

另外一方面基于我对国际的表示，我们要扩大市场投资范围，必须有境外投资的比重，特别是另类投资。第三个拓宽融资渠道。大家可以看一下，我们整个的融资的状况，三千多亿来自于中央财政，国有股减持这块大概是 2800 多亿，彩票的公益金是 2600 多亿，也就是说，我们整个社保基金其储备金主权基金筹资结构是这样的状况，这个状况大家自然会觉得有问题，刚才孙老师讲得特别好，从趋势来看也是不稳定的，所以我们特别想在这方面提出来，我们把这种储备性的养老基金跟国企改革结合起来，大家知道国企改革是市场经济必须推行的，怎么进一步划转国有资本，去充实现在的储备型的主权基金，怎么提高国有资本收益的上缴，我想跟国企改革这个大背景结合起来。

回到郑老师团队的主报告里面，外汇储备应该成为主权养老基金新的资金来源，截止到上个月，整个外汇储备超过三万亿，我算了一下，2017 年中国的 GDP 按照美元折一下 12.24

万亿，外汇储备是 GDP 的 1/4，外汇储备是公共资产，外汇储备有一些储备的传统的职能是没有问题的，但是三万亿的规模，大家研究的共识是超越了传统的外汇储备的职能，所以超越之上的部分要不要分离出来去补充现在的主权养老基金？甚至去设立新的主权养老基金，外汇型的养老基金，这里面也不同的路径选择。

第一种选择就是我保持不动，我把现在的外汇储备一部分或者它的收益直接划拨到既有的主权养老基金，报告当中那个图其实体现了这样一个想法。也就是外汇储备你的管理、投资和使用要分离，你把使用那一部分充实到这儿。另外一种不同的选择就是我们要建立一家或者是多家主权养老基金，让这种外汇储备更好地还汇于民。

第二种选择，孙老师刚才提到这个问题，如果我们提高资金使用效率的角度来讲，也许第二种选择更值得考虑，为什么？今天的外汇储备的货币当局的管理遵循的目标是这样的，首先是安全性，然后是流动性最后是收益性，刚刚看国际经验，主权养老基金才是长期的，也关注安全性，但是要关注长期投资，要关注收益性，这个目标是不一样的，我们做这种分离的话会提高资金的使用效率。另外引入竞争机制，让主权养老基金的资产管理机构之间有更多的竞争，让这种外汇型主权养老基金如果建立多家的话，它们之间也有竞争，我们相信这种竞争会提高效率。

我们第一点和第二点都有一个前提，我们报告中所强调的治理结构，我这里所强调的就是所有的前提应该是利润管理，而不是官僚管理，我们不是再成立一个类似于全国社保基金再搞一套班子，我想这个可能不是我们的目的。我们的目的是让它走向利润管理。

最后还有几分钟时间，我提一个问题，我们是否建立缴费型的主权养老基金？关于基本养老保险基金，截止到去年底大家都知道，整个的基本养老保险基金的权益两千多个亿开始投资了，我们拿出九个省，拿出了 2700 多亿交给全国社保基金理事会。

我特别想和各位分享这张图，如果你纵向地看中国社保基金的基本养老保险的收入和阶层你可以得出一个结论。第一个结论，我们的基金收入现在超过 4.3 万亿了，去年底，如果分析它的收入结构，你会发现我们的财政补贴收入已经增加到将近 18.5%了，也就是说我们整个的收入当中，财政这一块的补贴占了 18.5%，征缴收入下降为 77%，利息收入不到 4.4%，而且我告诉各位，动态地看数据，利息收入的占比从 5.2%下降到 4.4%，这个结论让我们对我们基金的收入结构做这样两点判断：

第一，我们对财政补贴依赖程度越来越大。我们养老基金理念以来的累计结存差不多 4.4 万亿，历年来财政补贴的累计收入超过 4 万亿，什么概念？相当于基金的结余很大程度上是过去财政补贴，如果剔除掉财政补贴我们是没有结余的。另外一个特点就是我们的利息

收入和其他收入占比少，这就是下降的趋势。所以我们都知保值增值是一个大问题，大家都很清楚这样的概念。

我以广东省给各位做一个例子，各地基金广东算做得好的，但是看这里的数据，看一下2009—2015年整个广东投资收益，七年的平均投资收益率只有2.41，你考虑到广东省有一部分资金委托给社保基金理事会，你把这个考虑进来也不过是3.5%，你更别谈大量的其他地方，在县市一级统筹的，它的收益率可能不到2%，甚至低于1%，所以我们也做了一个简单的测算，如果你考虑到目前各种各样的投资测算，你去看，我们真的把这些资金有效使用，整个没有有效投资造成的潜在损失非常大。我不展开讲。

怎么办？我们既然分析了这样一个形势，我们首先要做的是统筹基金与账户基金的分离，我非常同意郑秉文老师的判断，统筹基金理论讲最有资格成为主权养老基金，因为政府要担责任的，但是目前情况之下是难以成为现实的主权养老基金。再回到郑老师他们一直以来改革的建议上，我们需要对统筹基金和账户基金进行结构的调整，扩大账户，让统筹基金遵循精算平衡的原则。关于账户基金是否建立缴费型的主权养老基金呢？这一点我是提出问题，有人说账户基金应该分散化投资，每个账户持有人自己决策，这种情况下就不叫主权基金，那是个人的，只有在集中投资的模式下才有真正的主权基金，所以我们面临一个问题是，你是让账户持有人自己决策，不让他成为主权养老基金，还是政府决策集中投资，让它成为缴费型的主权养老金，这是第一个选择，第二个选择，如果你选择是集中投资的模式，想把它变成主权养老基金，你还会面临一个问题，你是让地方省级政府运营还是中央政府运营？我最近几天一直在思考这些问题，我没有答案，放在这儿。但是我也给各位一些倾向性的观点，我觉得基本保险制度和投资管理体制改革非常重要，我个人倾向一个观点就是给个人以投资选择权，同时建立合格的默认投资工具，建立分散的竞争型的市场投资模式，让它更具市场化，让个人角色在中间发挥更大的作用。

总结：我为什么这么强调？一个常识告诉我，我推荐米塞斯的另外一本书《货币方法与市场过程》，他在这本书里也同样谈到一个问题，说我们其实只有两种选择，没有第三条路，要么你就是市场经济，要么你就是非市场经济，两个最大的区别是什么？市场经济当中是消费者主权，就是消费者需求决定了你的生产，简单套用一下，是我的钱，我要做主，我要有决策，我要参与，这是第一个。第二个是非市场经济，非市场经济大家很熟悉，过去的计划经济的历史，一个个体要依赖当局的意愿，并服从当局的指令，当局决定你生产什么、你消费什么，这是两个非常不一样的选择，没有其他中间的路可走。

再次重复一下我的观点，主权养老基金的改革方向从官僚管理走向利润管理，让它更适

应市场经济的要求。谢谢大家。

五、胡玉玮（中证金融研究院研究员）发言

尊敬的领导、专家、朋友：

大家下午好！

今天非常高兴再次来参加社科院养老金年度报告的发布会。我来自中证金融研究院。今天我的主题是主权养老基金，当我看到这个主题我感到特别亲切，因为我刚好 2010 年在经合组织工作，今天看到很多专家学者都用到了 OECD 的数据，所以我想结合我一点点的工作经验，给大家简单还原一下当时我们提出，我也有幸能够从提出概念到之后讨论，到最后确定的全程参与的工作，非常荣幸给各位领导专家汇报一下。



中证金融研究院研究员 胡玉玮

结合我个人的经历主要汇报三点，第一个是主权养老基金的内涵与定义，主要是给大家汇报一下当时我们为什么提出这个概念，为什么对这个问题想进一步研究。第二，过去十多年时间，主权养老基金国际发展的趋势，刚才朱老师有几个表格我看着很亲切，我今天也拿出来用了，如果重复的话不多讲。第三是对中国的启示。

我在 OECD 工作的时候从 2013 年开始关注主权养老基金，但是当时关注主权养老基金是一个次生概念，更主要关注的是主权财富基金。当时有一个背景，主要是全球金融危机，大家知道全球金融危机带来风险的同时又带来很多机遇，基于这一点，主权财富基金在全球进行了非常大规模的并购和收购行为，因为我们日常跟踪大型的基金，我们感觉到它有一些变

化，而这些变化引起了各个成员国，经合组织发达国家，包括欧美日也关注，他们要求对 OECD 进行相关的研究。当时我们研究是先研究主权财富基金的，研究到中间我们感觉要分类。因为有结构性的区别，有一类就是今天谈的主权养老基金，大概有一半以上来源或者建立的目的是养老，所以我们当时提出了主权养老基金，但这是翻译问题，我们提出来的第一个概念，是公共养老储备基金，这个概念已经延续到现在，但是后来在陆陆续续其他同事把概念延伸或者改变，就变成了第二个概念。现在通常用主权养老基金，但是不管名词怎么改变，但是定义是一样的，还是由政府或者是当地国社保机构设立，并且主要是为了现收现付制在未来阶段出现问题的时候进行补充的一个基金。这种基金有两种分类，一种是各位专家提了很多次的，一个是缴费型的，我们简单认为是缴费型的，就是第一类，叫社会保障储备基金，SSRF，意思就是社保基金结余基金。因为有些国家年龄化比较年轻，结余规模比较大，暂时不需要，所以进行了这方面的安排，包括比较典型的日本、韩国、美国。第二点就是所谓的通过其他渠道，非社保渠道缴费的，叫非缴费的基金，我们定义为主权养老基金，两个 S 是不大一样的，大概分成这两类。

两个主权养老基金和主权财富基金的同与不同，同是规模非常巨大，当时为什么经合组织、一些发达国家监管机构对这个问题非常重视？2007、2008 年以后，还有一个背景是当时的原油价格，2008 年全球原油价格增长非常快，最高达到 147 美元，那是非常高的，达到了历史的峰位。但是很多发展中国家，包括新兴市场国家，包括俄罗斯、中东地区，包括挪威，正因为原油价格大幅提升导致外汇储备增长非常快，所以规模增长非常快，也引起了监管机构的重视。

第二个原因，主权养老基金和主权财富基金都是公共基金，或者是向政府负责，是由政府设立的，或者是由政府注资的，或者是有社会保障体系的结余。但是主权养老基金与财富基金还有很大的不同，我今天也学习了一下蓝皮书，蓝皮书团队对于 2018 年 OECD 定义也基本认可，也说到概念的模糊，确实是模糊，在此基础之上确实还有很大的不同，或者最起码我们当时设计的时候也是有意地把这个分开，一会儿我会讲一下背景，为什么把这两个概念要分开，也是背后的一些花序。

不同的，第一个是目标不同，我们当时强调主权养老基金目的还是跟定义吻合的，还是向现收现付制，这个养老基金如果在未来某一段时间出现危机的时候能把钱拿出来，这是 2000 年我国成立社保基金理事会的一个重要原因，而主权财富基金不一样，它的目的是不同的，目的是不一的，有一些国家也把养老作为一个目的，但是不是作为最主要的目的。第二个是筹资来源不一样，主权财富基金来源更多一点，比如说外汇储备、财政支出等等，实

际上主权财富基金在更广泛的情况下，很多机构甚至把国企定位为主权财富基金，大家看到文献能感觉到主权财富基金的定义或者内涵会更加丰富一点。

另外，投资渠道不一样，主权财富基金很多人都提到挪威的养老基金，他基本全部投到境外，或者欧盟，或者欧盟之外的，当时为什么国际社会对主权财富基金比较重视呢？就是因为他往国外投，不是往国内投，结合当时的背景是 2008 年金融危机，导致国际社会对主权财富基金比较重视。

而主权养老基金不大一样，这个基金可以说两面都有，一边是国外投，刚刚朱老师讲到的国际化趋势这个没有问题。但是有一部分钱是往国内投，而国内投是有背后的理论跟实际意义的。理论意义我讲到养老基金有一个叫做本国倾向、本国的偏好趋势，为什么这样讲？因为第一比较了解本国，第二跟资产负债匹配，因为我们钱最终还是要支付本国人的养老支出，如果投海外的话，特别是投到新兴市场国家涉及到汇率问题，而汇率问题是非常大的问题。所以很多学者，包括实操界都认为主权养老基金目前应该投在国内，当然还有一些政治考量，认为我们的钱应该扶植当地经济本国经济，不应该投到海外，背后有很多逻辑在里面。

简单一个趋势，第一个是资金规模稳步增长，这实际上刚才朱老师用到大型基金和养老基金的年报，之前我参与过这个工作，列出三类机构投资者，一个是养老基金，中间那个，最上面的是保险公司，最下面是主权养老基金，从 2005 年开始到 2015 年有一个稳步提升的过程。2008 年的时候，养老基金损失比较大，我记得应该是 25%左右资产规模，但是之后由于股市慢慢回暖，现在规模已经慢慢起来了，但是股权养老基金还是相对比较稳定的，因为跟投资策略是相关的，这是资产规模的稳步增长。

第二个是大类资产配置，刚才实际已经简单的说过了，大概分三类，一块是固定收益，一个是股票，公开市场发行的股票，第三类是大类资产，大类资产比较稳定，大概维持在 11%、12%的幅度，范围也比较广，这是第二个特点。

我先讲一下收益率，提到全国社会保障基金理事会，现在应该是 8.4，我看到一些专家介绍，这应该是名义，如果要扣除通胀的话，真实收益 6%，跟全球比较最优秀的主权养老基金比的话还是有一定的差距，第一个是加拿大，谈得比较多的 CCPIB 是五年是 10.3%，是真实的，扣除通胀之后的收益率，下面是新西兰基金，但是如果考虑到过去十多年中国经济的快速发展，为什么我们搞储备型的基金？一个重要的原因是我们希望储备型基金投资收益率大于人口增速，加上 GDP 增速，这就是我们所说的艾伦规则。全国社保基金理事会包括其他基金提升空间还是很大的，差距还是有一点点的，未来投资的提升空间还是非常大的。

绿色投资是看到时间非常多，在全球机构投资者，不仅仅是养老基金或者主权财富基金

等等越来越重视，我们看到中间是荷兰，占全部资产的大概 29%，这个主要是绿色证券，因为绿色包括的范围比较广，包括绿色债券，等等，非常多。这个比较极端了，29%。欧洲对于绿色投资非常重视，这是国际上目前大概发展的趋势。

最后，对中国的启示。第一点是主权基金与养老储备，今年的主题是主权养老基金，我简单讲应该分两部分看，一个是主权，一个是养老，现在我们是更强调主权还是更强调养老？我个人认为我们应该更强调养老，刚才黄王慈明提到这个问题，可以讲一个小的花序，当时我们 2007、2008 年提出这个概念之后只是内部写了一个报告，引起了美国政府的重视，当时我写完之后记得特别清楚，美国财政部一个负责国际经济事务的助力部长专门跑到巴黎跟我讨论这个问题，说为什么你们把主权财富基金和主权养老基金一定要分开？说明这个问题非常重视。

另外还有一个问题，另外一家全球非常知名的所谓的主权养老基金，我就不点名了，那家基金多次找到我们，说是我希望把我们基金定义为主权养老基金，我不希望把我们定义为主权财富基金，为什么？主要怕监管，因为国际组织的话语权为什么大？就大在这一点，他认为这个基金能够引起全球性的风险等等，他在监管上肯定会进行一些更加严格的要求，包括信息披露、包括投资范围等等，这个要求会越来越严格的。

这两个例子能看出来，定义实际上引起了非常大的国际社会的重视。有一个表格，最下边这一行是谈得比较多的，是挪威的政府养老基金全球，挪威实际上有两家主权财富基金，如果按照刚才定义的话，一个是政府养老基金全球，一个政府养老基金国家，这两个不太一样，挪威政府专门找我们，就说我们需要怎么定义这个东西，他说我们也想定义为主权养老基金，但是如果主要目的是养老的话，我们就定义为主权养老基金，如果主要目的不是养老的话定位其他类，或者主权财富基金，为什么单列出来？我们确实有一个 pension 这个词，说我们想定义为主权养老基金，但是你他是专门拎出来的，挪威这个基金，但是他投资规模非常大，管理规模非常大。

基于这点我个人认为，如果我们要走出去，因为我们钱越来越多，这个钱肯定要走出去，走出去肯定涉及到投资风险，现在确实国际环境错综复杂，一些发达国家对我们走出去的投资监管越来越严格，包括欧洲、包括美国等等，我感觉个人认为有淡化主权概念，强调养老，当时我们定义的时候已经考虑到这一点，比如我们定义，我们最初用词就不是主权养老基金或者主权财富资金，我们用的是公共养老储备基金，当然这个词比较绕口，我看到咱们蓝皮书讲到了。但是从对外投资来讲，或者从对外提供某些便利来讲，更多强调养老储备，没有必要扣上主权、财富，可能容易引起当地国、政府的关注或者不必要的干扰，这是我个人的

一些观点。

第二个是投资分散化、多元化，这个大家谈到比较多的，我们看到加拿大、澳大利亚这些国家采用的是审慎监管，因为养老金投资大概分为两种，一种是审慎监管，一个是数量限制性，这些国家是采用审慎监管，在这种模式下收益率会更高一点，特别是长期的角度来看。

第三个是更加重视国际最佳实践，加强责任投资。责任投资现在确实在国内也是越来越重视，我们对这个概念也越来越接受，因为现在中国发行绿色债券，全球是名列前茅的，这个时候我们国家市场在这方面走得还是比较符合国际趋势的。

最后一个是加强我国主权基金对外投资时的协调与合作。从海外来讲，他们把主权养老基金定义的范围比较广，包括所谓外汇型的基金或者是能源型的，或者是养老型的等等，还包括国企投资等等，都定义为主权基金。所以对于投资者，刚才有些专家建议是不是基金这么多，不是中间再分几只，每个基金的定义不一样，渠道不一样，要求也不一样，所以走出去是不是在全国层面有一个顶层设计，这方面能够更好地实现国家作为一个整体的战略，而不是某一只基金单独出去，这点我感觉还是，未来走出去步伐为什么快的话，这点还是越来越重要，需要提前做一些相应的准备。

这是我简单跟大家分享我对这个问题的看法，谢谢大家。

六、张盈华（中国社科院世界社保研究中心执行研究员）发言

尊敬的符司长、张院长、各位领导、各位业界朋友：

大家下午好！

我讲一点感受，其实是一个很小的领域，但是也可能是一个隐含着比较大的问题，抛砖引玉一下。大概是这三个方面的内容。主权养老基金有代表性的有三只，它们分别代表着三种管理的模式，比如说大家都知道的挪威政府全球养老基金，它的管理或者它的治理特征是内部管理，我们都知道它是由挪威的中央银行下属的机构来负责投资运营，向财政部长负责的。另外它是被动投资，它的主要投资特点，刚才有些专家也讲了，全部投资在国外，而且是以流动性资产为主的，我这里也给出了它最新年份投资的比例，我们可以看出来股票的比例是比较高的，可是我更希望大家看到的是不动产的投资比例经过多年的增加之后，现在达不到 3%。

第二只是澳大利亚，它是外部管理，不是政府机构，它是一个独立的外部机构管理，而且是主动投资。在这样一个投资的或者治理理念下面，它的不动产、另类资产的投资比例是非常高的，接近于 30%。



中国社会科学院世界社保研究中心执行研究员 张盈华

还有就是全球为之称道的加拿大养老基金，它是实行内部管理和主动投资，由独立机构管理的。在加拿大的养老基金 CPP 的投资里面，股票的投资比例也比较高，不动产的投资比例也比较高，这也符合现在主权养老基金的发展趋势，逐渐地向流动性的股票资产和另类的资产两边扩展。对比三种管理模式我们可以看出来主动投资的模式，它们敢于去投资那些另类的资产，敢于持有较高的比例，为什么这样？可能他们敢于承担这样一种风险，有这样一种自主性。这个自主性也正是我下面要讲的问题，就是关于主权养老基金的独立性的问题，我看到了一些资料也是挺令人担忧的，就是主权养老基金面临的一种侵蚀风险，这是我给它的定义，不一定准确，这个风险来自于什么？上一次的 2008、2009 年的全球金融危机，我们都知道欧盟在 1992 年有一个马斯特里赫特条约，这个条约里对欧盟成员国的赤字率、债务率都有一个规定，这是一个红线，当触及这个红线的时候，主权养老基金有的时候被拿来当了冤大头，比如法国在 1999 年建了储备型的养老基金，它的资金也和我们一样，来自于缴费的结余，来自于财政的拨款，来自于国有股减持，它叫私有化。它的基金规模和我们现在很相近，GDP 的 2%，但是在金融危机冲击的情况之下，政府面临着债务的压力，不得不去从基金里面拿钱来递减财政赤字，把其中的 20% 拿了出來。还有波兰，波兰也是一样，波兰在 2010 到 2011 年期间，两次提取的资金占了基金规模的一半。西班牙，我们知道西班牙是南欧国家，受金融危机冲击非常严重，曾经一度政府赤字达到了 11%，而欧盟规定赤字率是 3%，如果要得到欧盟拯救计划资助的话，欧盟提出来必须要对你现有的债务进行重组，所以他们从基金里面提，虽然提的规模不大，三次提取了 16%，但是我们看下面西班牙政府要求

他的这只基金去投资到帮助政府融资的一些领域，比如说让他逐渐收回国外的投资，开始转为购买国内债券，持有债券的比例不断提高，也是便于政府发债去平衡赤字。

爱尔兰在 2001 年建制度，当时是非常有决心，一年 GDP 一个百分点放进去，到 2007 年的时候达到 GDP 的 13% 的规模，可是，最终结果是，这个基金被取消了，原因是政府让他去参与银行的重组，同样也是因为各种各样的债务的问题，金融的问题，让它去完成政治的任务，这里面有一个数据，2011 年的时候，政府要求它投资两个最大银行的重组上面，这个钱占到了基金总额的 60%，当年的收益是 -58%，而剩的 40% 基金即使在不好情况下也达到正 2.1% 的收益。可是为了完成政府这样一种政治任务，他们不得不投到亏损率非常高的领域，到 2013 年以后，政府把这个基金的使命转变了，从此这个基金就退出了历史的舞台。还包括波兰等等这样一些国家，他们把一些，也许不是主权养老基金，比如说他们强制性的第二支柱的基金，也用来完成政府的投资项目。我所说的这些是要讲如果一只主权养老基金或者是储备型的公共养老基金如果不独立于政治干预的话，即使定位时说基金要用来减缓后代的养老压力，可是还没等后代成长起来能够发言和投票的时候，这届政府就把基金花掉了，用掉了，消耗掉了，或者叫侵蚀掉了。因此如果要为后代管理这样一个基金，这个机构必须是独立的。

中国的全国社会保障基金是非常不容易的，经过我们的机构改革之后，现在由财政部来管理，取消了行政级别，这是一个很大的历史性的进步，因为它独立一些了，没有行政级别，至少我个人认为，楼理事长管理基金的自由度大了一些。全国社保基金理事会承担着缴费型和储备型两只主权养老基金，既有挪威政府养老基金内部管理的特征，有加拿大养老基金的主动投资的特征，也有澳大利亚未来基金的绝对收益的特征，我们也知道，澳大利亚政府给他的外部投资人，说你怎么去投资配置你的资产？我给你划定一个风险的基准，这个风险的基准要求达到一定的收益，保证 CPI 之上的 4-5% 的收益率，我看到的资料是这个基金跑了 7 年、8 年之后才出现了基准之上的收益，但是澳大利亚政府也允许外部投资人七八年时间达不到他的基准收益，给了他非常宽裕、非常长的时间，让他慢慢跑，现在跑出来的情况是他逐渐地收益在增加。

全国社会保障基金理事会面临的长期投资的干扰因素是什么？我说得很简单，缴费型主权养老基金主要是面对着来自地方政府的干扰，因为地方政府也很为难，他一方面是参保人结余基金的代理人，他必须替地方参保人把钱看好，另外又是全国社保基金理事会的委托人。又是代理人，又是委托人，夹层于老百姓对养命钱投资收益的高回报的要求，和全国社保基金在追求长期投资的这样一个诉求之间，他得要抉择，他的抉择当然是倾向于前者，因此他

就影响或者干扰他的代理人，就是全国社保基金理事会，要求有绝对收益，结果引发了对短期回报的追求。对于储备型主权养老基金，也就是全国社保基金这一块，他是内部管理，我们说内部管理有一个最大的优势就是成本节约，ISSA 的数据也显示出来，会员国家内部管理的多，所以成本就低，要比主动投资的这样一些外部管理的投资成本低得多，就是这样一种成本节约可能会限制了外部管理所带来的面向国外资本市场和面向创新投资工具延伸的机会。

全国社保基金与三只基金的收益对比，最近十年的，最近五年的和最近一年，看起来最右边那个蓝色的柱子是 SSF，看起来 SSF 的收益还是不错的，平均起来不错。但是大家要清楚，我们的全国社保基金 93% 是投资于国内，你看一下最近十年收益率平均 6.6%，这是一个简单平均，是没有跑赢我们的 GDP，但是看一下澳大利亚，澳大利亚是灰色那根柱子，澳大利亚的十年的平均收益率是 8.5%，但是国内的 GDP 增长不到 3%，就是说他用了不到 3% 的 GDP 对比着他的基金收益是 7%、8%，为什么？因为它从国外、从国际、从新兴经济体或者发达市场获得了红利，而我们中国，我们的 SSF 在一种管理体制或者治理结构下面是从中国人这里赚来的钱。我不是重商主义者，但是我觉得我们应该享受全球发展的红利，应该有这样一种追求。

最后，关于 SSF 全国社保基金的定位，我想让大家看一下我刚才说的那三只基金的定位，我分别从他们的官网上摘到了他们的理念或者他们的目标任务，挪威是说为后代守护和创造财富，澳大利亚说为后代利益进行长期投资，加拿大说为 2000 万加拿大人提供退休收入保障。加拿大是缴费型的主权养老基金，这些钱要确保这一代人退休金持续。而我们的全国社保基金是怎么定位呢？是专门用于人口老龄化高峰期社保指出支出的补充和调剂。我翻译成老百姓能明白的话，SSF 的定位就是补缺口，能不能这样理解呢？高峰来了之后，不够了我就补，但是你得让全国社保基金明白缺口是多少，缺口什么时候发生。在这个定位下，什么时候缺口发生不知道，缺口规模多大不知道，要补多少也不知道，如何规划长期投资、责任投资和价值投资，甚至于让他去搞独立管理和外部投资。我觉得还得需要做一些前期的工作。这个前期的工作就是我们世界社保研究中心的另外一项重要的任务，就是做基本养老保险基金的精算。我们已经发布了一本精算报告，我们马上还要发布第二本精算报告，我们就想把基本养老保险的精算，到底它什么时候会出现缺口，在中国这个社保制度还在不断改革进程中，把这些因素都考虑进去之后，测算缺口什么时候发生，我们就知道什么时候 SSF 开始要支取，未来的负债会有多少。在精算出支取时间点之后，全国社保基金能够清楚地知道自己的任务。为了后一代，所以我又提出来了最后一句话，确保老龄化进程中未来一代也能得到

充分的社会保障。不要让我们这一代的消耗，却给未来一代带来压力，不要把这个压力代际转移下去。当然这寄希望于我今天所说的话题，就是全国社会保障基金理事会作为一个内部管理的机构，应该有自己的独立性。

谢谢。

(文字整理：高庆波)

CSS CLASS

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, 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》。《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》《工作论文》, 请发送电子邮件至: cisscass@cass.org.cn。

地址：北京东城区建国门内大街 5 号

电话：(010) 84083506

传真：(010) 64014011

网址：www.cisscass.org

Email: cisscass@cass.org.cn

联系人：董玉齐