



快讯

SSL Express

2019 年第 11 期 (总第 318 期, 2 月 28 日) 中国社科院世界社保研究中心 主办



本期《快讯》发布中国社科院世界社保研究中心执行研究员张盈华撰写的“基本养老保险基金投资运营的首份答卷面世”一文。2018 年 11 月 26 日全国社保基金理事会公布《基本养老保险受托运营 2017 年年度报告》，张盈华对此解读。该文以《首份答卷展现集中运营优势》为题刊发在《中国劳动保障报》2019 年 1 月 15 日第三版，此处为原文，以飨读者。文责自负。

基本养老保险基金投资运营的首份答卷面世

文/张盈华

(一)

自上世纪 90 年代我国实行统一的城镇职工基本养老保险制度以来，社会保障取代了单位保障，退休职工不再从单位领取退休金，改从社会保险“资金池”领取养老金。这个“资金池”就是我们常说的“基本养老保险基金”。20 多年以来，基本养老保险基金规模不断扩大。2017 年底，城镇职工基本养老保险基金累计结余 43885 亿元，相当于 GDP 的 5.3%，大大超过了 1997 年制度建立初期 0.9% 的比例。庞大的资金积累增强了基本养老保险制度的支付能力，也形成了庞大的“社会资产”。然而，也正是在这 20 年里，基本养老保险基金因资产收益低、保值增值能力差，不断受到诟病。

这要从 1995 年说起。当年《国务院关于深化企业职工养老保险制度改革的通知》规定，“养老保险基金的结余额，除留足两个月的支付费用外，百分之八十左右应用于购买由国家

发行的社会保险基金特种定向债券”，单位和个人不得自行决定基金的其他用途。2006年，上海爆发社保案，监管警钟敲响，当年9月出台《关于进一步加强社会保险基金管理监督工作的通知》，规定“除按规定预留必要的支付费用外，全部存入银行和购买国债，在国家做出新的规定之前，一律不得进行其他投资”。此后，警钟长鸣。2012年3月财政部《关于加强和规范社会保障基金财政专户管理有关问题的通知》指出，“地方财政部门不得动用基金结余进行任何其他形式的直接或间接投资”。这些严格监管的文件“封死”了基本养老保险基金投资运营的道路。

基金安全性保住了，但大部分资产性收益却损失掉了。粗略估计，2000-2015年的15年间，基本养老保险基金损失掉的资产性收益超过1万亿，换句话说，如果基本养老保险基金能够像全国社会保障基金那样投资运营，积累额可再增加1万亿。这样的损失是惊人的！因此，越来越多的呼声要求放开对基本养老保险基金投资运营的限制。2015年8月，《国务院关于印发基本养老保险基金投资管理的通知》应声出台。文件规定，预留一定支付费用后可以委托国务院授权机构进行投资运营。这个机构暂定为全国社保基金理事会。2016年12月启动投资，基本养老保险基金摇身一变，成了中国新生的“主权养老基金”。

(二)

2018年11月28日，全国社保基金理事会发布《基本养老保险基金受托运营年度报告（2017年度）》，交出了基本养老保险基金投资运营的首份答卷。这份答卷有三处数据十分引人注目：一是“实际到账资金2731.5亿元”，二是“委托投资资产占基金资产总额70.38%”，三是“投资收益率5.23%”。人们可能会问：为什么基本养老保险基金累计4万多亿，而委托投资的实际到账额不足3000亿？委托投资资产占比70%代表了什么？投资收益率5.23%是高还是低？

投资规模只有6%是因为受限于各省基本养老保险基金的归集力度。“实际到账资金2731.5亿元”表示可投资规模只占基金积累总额的6%。自建制以来，中国的基本养老保险基金一直由地方政府征缴，且大多由市级政府管理、托管于市辖区内的金融机构。要“集中运营”，就得先将基金归集到省。因此，归集及时性和力度成了投资规模的关键。这里有几个限制：一是基层政府迫于支付压力，短期内无法也无力拿出大量资金委托投资；二是地方金融机构不愿“吸储”的资金流出辖区，因为那样会损失“业绩”。第一个问题客观存在，不可避免，但基金富余省份仍有较大归集空间。第二个问题的解决有赖于金融机构内部的协调。

委托投资资产占比超过70%体现了基本养老保险基金的运营理念。与2000年成立、到

2017年才将“委托投资”资产占比由24%提高到58%的全国社保基金相比，基本养老保险基金在投资运营第一年就有超过70%的委托投资资产，归功于信托投资市场的日益成熟。但也从另一方面反映了基本养老保险基金对“直接投资”的谨慎。全国社保基金的“直接投资”多现于实业投资和股权投资，在这一点上基本养老保险基金要求更严格，限于“国家重大工程和重大项目建设”和“国有重点企业的改制和上市”，反映了更加强调安全性的运营理念。

投资收益率5.23%低于“同类基金”应证了基本养老保险基金的投资策略。“同类基金”可以对标“全国社保基金”，后者2017年的投资收益率是9.68%。为什么相同年份的投资收益率有较大差别？这与投资范围相关。全国社保基金是“储备型”，无“负债”，原则上是在老龄高峰期启动支付，可在境内外投资，权益类资产投资上限是40%，加之在实业投资、战略投资、股权投资等领域的“国家队”优势，能够捕捉更多更好的投资机会。相比而言，基本养老保险基金是“缴费型”，有“负债”，要确保养老金发放，按规定只能在境内投资，权益类资产投资上限是30%，对股权投资要求更苛刻，投资策略趋于保守，投资收益自然相对低。此外，委托人对投资业绩考核的周期直接影响了资产配置与投资策略。

（三）

完善基本养老保险基金的“信托制度”分外重要。目前，基本养老保险基金的委托期限是5年，按理说，不算短期，可以为受托人的大类资产配置和投管人的投资择时提供较为宽裕的空间。但在实际运营中，委托人以“年度”为单位考核业绩，要求投资的年度回报不得低于协议值。于是，在绝对回报和短期考核的双重压力下，投资管理人不得不选择更加保守的投资策略，忍痛割舍掉长周期投资才能获得的更高风险溢价。这种现象从侧面反映出我国基本养老保险基金“治理机构不独立”的问题。

与我国基本养老保险基金性质相同的“加拿大养老金计划基金（CPP）”，在不到20年、尤其是近10年的大规模投资后，投资收益已经超过总资产的60%，成为全球主权养老基金投资运营的典范。其经验可总结为三句话：高度独立的内部管理、全球卓越的投资团队、充分自主的主动投资。毫不夸张地说，加拿大养老基金“钱生钱”的本事已经能够自如地应对老龄化，这为我国基本养老保险基金投资运营提供借鉴。

总而言之，在交出第一份投资收益答卷后，全国社保基金理事会“集中运营”的优势已经展现。未来，随着基本养老保险基金归集力度的加大，投资规模将不断扩大。强化信托，完善治理，放眼长远，不断增强基本养老保险基金增值能力，为养老金制度的可持续性而“厚积薄发”。

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