

工作论文

SSL Working Paper Series

WP No. 016-20141104

中国社科院世界社保研究中心 主办



该文即将公开发表，如引用，需注明出处并征得本实验室（世界社保研究中心）或作者本人的同意——编者的话

导读：中国社会保障制度建立只有 20 多年的时间，还处于不断完善的过程中，很多配套制度还没有建立起来。其中，投资体制始终缺位，规模庞大的社会保险基金和养老保险基金只能躺在银行里睡大觉，跑不赢通货膨胀，多年来处于贬值风险之中，与实行市场化投资的全国社保基金理事会相比，收益率相差更是十分悬殊，潜在损失巨大。2010 年底，郑秉文撰写的研究报告得到了中央领导同志的批示，投资体制改革开始启动，但由于种种原因，“2011 改革”无果而终。本文对这“2011 改革”的前后经过和来龙去脉留下回忆，对经验教训和重大启示做出归纳总结，对当前“全面深化改革”的背景下如何贯彻落实十八届三中全会提出的“推进基金市场化、多元化投资运营”的战略部署提出政策建议。

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^{*}

郑秉文

（中国社会科学院美国研究所，100720）

摘要：由于社会保险基金规模逐年扩大，保值增值的压力也越来越大。虽

^{*} 本文是作者承担的国家社科基金《非缴费型养老金：原理、国际经验及中国道路》的相关研究成果之一。该项目的批准号为 09AJL002。

然基本养老保险基金投资体制“2011 改革”无果而终，但其基本经验告诉人们，改革总比不改革要好；“2011 年改革”的主要教训就是，投资体制改革本来属于专业问题和技术范畴，但却遭遇了媒体炒作，在互联网时代，非专业化的网络表达方式占据了上峰，扭转了改革进程。作为一个压力测试，“2011 改革”的主要经验是需要处理好五大关系：在现行统账结合的基本养老保险制度保持不变的条件下，要建立中央统一运行的市场化投资管理体制，首先要处理好中央和地方的关系；其次要处理好宏观经济与地方稳定的关系；再次要处理好投资收益和参保人权益的关系；再次要处理好诸多方面政府和市场的关系；最后要处理好相关的各个法律关系。在党的十八届三中全会“全面深化改革”的战略部署下，养老保险实行 NDC 是大势所趋，但由于种种原因，在现收现付的融资方式下仍需建立一个基金投资体制；与“2011 改革”所不同的是，当前面临的形势发生了根本变化：省级投资模式（包括委托投资）在此轮改革中付出水面，这无疑将固化统筹层次低下的制度弊端，因此，省级投资模式是最不利的可选模式。从改革前景来看，无论此轮改革采取哪个投资体制模式，都离不开建立养老基金管理公司这个选项。

关键词： 社会保险制度改革 基本养老保险基金投资 养老金全面深化改革 投资体制改革

- 一、引子：改革达成共识
- 二、“2011 改革”的过程：初衷与结果背离的巧合
- 三、“2011 改革”的经验：改革总比不改革要好
- 四、“2011 改革”的教训：投资改革的专业化讨论推向互联网
- 五、“2011 改革”的启示（一）：如何处理好中央与地方的关系
- 六、“2011 改革”的启示（二）：如何处理好宏观经济与地方稳定的关系
- 七、“2011 改革”的启示（三）：如何处理好投资收益和参保人权益的关系
- 八、“2011 改革”的启示（四）：如何处理好政府和市场的关系
- 九、“2011 改革”的启示（五）：如何处理好相关的法律关系
- 十、此轮养老保险制度改革：实行“名义账户制”仍需建立投资体制
- 十一、此轮基金投资体制改革：可选方案多于“2011 年改革”
- 十二、落后的省级投资体制：低下的统筹层次将得以固化
- 十三、创建养老基金管理公司：此轮投资体制改革的一个突破口
- 十四、结论：第三轮改革的前途

党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出，“加强社会保险基金投资管理和监督，推进基金市场化、多元化投资运营。”毫无疑问，在社会保障制度全面深化改革的统一部署下，此轮改革中必然要涉及到投资体制的改革，建立社会保险基金尤其是基本养老保险基金的投资体制，是十八届三中全会启动的新一轮社保改革的题中应有之意。

但是，与社会保险基金投资体制“2011 改革”相比，虽然只有短短的 2 年时间，此轮改革的时代背景却已发生了巨大变化，星转斗移，物是人非。如果业内人士还用“2011 改革”的老眼光来看待此轮改革，那就肯定会出现重大误判。

纵然，中国社会保障制度建立只有 20 多年的时间，还处于不断完善的过程

之中，但由于缺乏一揽子顶层设计，摸着石头过河的惯性导致一些重要的配套制度始终没有建立起来。其中，投资体制始终缺位，规模庞大的社会保险基金和养老保险基金只能躺在银行里睡大觉，跑不赢通货膨胀，多年来处于贬值风险之中，与实行市场化投资的任何国外基本养老保险基金收益率相比，甚至与中国的“全国社保基金”（理事会）和企业年金的收益率相比，相差都十分悬殊，潜在的损失巨大。

正是这样一个背景，“2011 改革”启动了。尽管“2011 改革”最终仅仅成为一次“压力测试”，但正是这次“压力测试”，它更成为一笔宝贵的财富，留给继任者，留给业界，留给历史。之所以说它是宝贵的财富，是因为它必将成为此轮改革中的前车之鉴。

“2011 改革”无果而终，但其经验是宝贵的，教训更是无价的。其基本经验告诉人们，改革总比不改革要好，即使走一小步，也比一步不走要好；“2011 年改革”的主要教训是，投资体制改革本来属于专业问题和技术范畴，但却遭遇了媒体炒作，在互联网时代，非专业化的网络表达方式占据了上峰，扭转了改革进程。作为一个压力测试，如果说“2011 改革”还有经验可谈的话，那就是需要处理好五大关系：在现行统账结合的基本养老保险制度保持不变的条件下，要建立中央统一运行的市场化投资管理体制，首先要处理好中央和地方的关系；其次要处理好宏观经济与地方稳定的关系；再次要处理好投资收益和参保人权益的关系；再次要处理好诸多方面政府和市场的关系；最后要处理好相关的各个法律关系。

党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》对基本养老保险制度改革指明了前进方向，提出了基本要求，框定了改革思路，那就是：“完善个人账户制度，健全多缴多得激励机制，确保参保人权益，实现基础养老金全国统筹，坚持精算平衡原则。”

在上述这些表述中，“健全多缴多得激励机制”看似十分熟悉，几十年来，它曾无数次出现在各种重要文献之中，但是，由于种种原因，它却从来没有真正实现过，比如，2009 年建立“新农保”制度以来（2014 年初与“城居保”合并为“城乡居保”），绝大部分参保人选择的缴费档次为最低档次即每人每年缴费 100 元；再比如，做实个人账户试点至今已有 13 年，但是，从职工个人到企业

单位，从地方政府到中央政府，几乎都处于“应付差事”的状态，每年出现的“继续做实个人账户试点”的标准表述持续了十几年，形式大于内容，这已是公开的秘密；终于，在三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》被“完善个人账户制度”的崭新表述予以代之。于是，如果人们将“健全多缴多得激励机制”与“完善个人账户制度”和“坚持精算平衡原则”结合起来，养老保险制度就会立即以一种崭新的制度形式呈现在人们面前，那就是，个人账户的本质是强调其多缴多得的原始功能，如同银行储蓄存款制度那样，那才是引入个人账户的真谛！如果将“银行账户”演变为“股票账户”，账户持有人未必能够得到实惠，因为利率肯定得不到保障，让参保人“享受”市场波动的收益率肯定不是引入个人账户的本来目的，也不是建立统账结合的根本目的，而多缴多得和利率保障这两条才是此次制度升级和深化改革的根本目的，是回归个人账户本质的重要举措。

这，就是 NDC，就是“名义账户”，就是至今世界已有七国实行的名义账户的基本原因和基本事实；这，也是三中全会之后一个的最大和最新时代背景！这是中国养老保险制度历史上的一次革命！此轮改革讲带来充满生机和严峻挑战的美妙前景。

那么，接踵而来的将是很多问题摆在面前，比如，在实行名义账户制（NDC）的基本前提下，还需要继续建立养老保险基金投资体制吗？换言之，在融资方式为现收现付的条件下仍需建立一个基金投资体制吗？什么样的投资体制更能与中国的名义账户制相匹配？在当前的角力格局下，为什么说省级投资模式有可能成为此轮改革的主流声音？这是前进还是倒退？是固化统筹层次底下的制度弊端还是顺应的历史潮流？

所有上述这些问题，与其他领域的全面深化改革相比，看上去似乎都是小巫见大巫，甚至与社保领域本身的其他改革项目相比，都不足挂齿。但事实不是这样！我们一定要重视投资体制模式的选择！投资体制改革方向和制度模式的选择，在一定意义上将决定着社保制度的前途和命运，甚至决定着经济体制是否活力依然。

基于上述原因，在谈到中国社会保险投资体制改革或基本养老保险基金投资体制改革这个话题之前，我们必须谈“2011 改革”，就是说，我们首先需要的

是暂短回顾，然后才是未来展望。这是研习中国养老保险基金投资体制的一个功课。

一、引子：改革达成共识

中国社会保险基金规模持续增长¹：1993年社会保险基金所有收入规模仅为461亿元（不含系统统筹部分）²，累计结存仅为288亿元（包括购买国家特种债券部分），而2013年收入达3.3万亿元，累计结余4.77亿元（含城乡养老）³，分别增长了72倍和157倍。城镇职工基本养老保险基金规模的增长幅度更令人叹为观止，1990年收入仅为179亿元，滚存结余只有98亿元，而2013年则分别高达22680亿元和28269亿元⁴，分别增长了126倍和288倍。

但是，包括基本养老保险基金在内的社会保险基金投资运营体制却始终没有任何改变，与基金增长幅度相比，与国外投资体制相比，都显得严重滞后。截止2013年12月31日，虽然全国社会保险基金累计资产总额已达4.77万亿元，占当年GDP高达8.3%，但由于多元化和市场化的投资体制没有建立起来，绝大部分基金作为财政专户存款“趟”在银行里“睡大觉”，购买国债和委托投资的合计仅为711亿元，还不到资产总额的零头⁵。由于市场化和专业化的投资运营难以建立起来，基金保值增值能力很差，长期以来年均收益率为同期银行活期存款利息，还不到2%⁶，1993-2012年中国CPI年均复合增长率高达4.8%⁷，明显处于贬值风险之中，基金缩水成为常态，并且，重要的是，低于实行市场化投资运营的

1 本文研究的基金投资体制主要是指分散在地方的养老保险基金的投资体制改革问题，因为养老保险基金的规模庞大，具有代表性，但也意指五项社会保险基金的投资问题。其他社会保险基金规模同样也逐年扩大，处于贬值风险之中：城镇职工基本医疗保险基金9117亿元（含个人账户积累），其备付能力是130%（100%意指足以支付1年）；失业保险基金3686亿元，备付能力为700%；工伤保险基金996亿元，备付能力为200%；生育保险基金515亿元，备付能力为180%。《社会保险法》规定：“社会保险基金在保证安全的前提下，按照国务院规定投资运营实现保值增值”。由此看来，除养老保险基金以外的其他社会保险基金保值增值问题也十分急迫。当然，其他社会保险基金的流动性要求高一些，资产配置要求有所不同而已。

2 这里的数据分别引自《关于1990年劳动事业发展的公报》和《关于1993年劳动事业发展的公报》，劳动部、国家统计局发布；《2012年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，人力资源和社会保障部发布，2013年5月28日；见人力资源和社会保障部官网。

3 人力资源和社会保障部2013年第四季度新闻发布会文字实录，载中国网，http://www.china.com.cn/zhibo/2014-01/24/content_31260509.htm?show=t

4 《2013年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，人力资源和社会保障部官网。

5 引自《2013年全国社会保险情况》，见人力资源和社会保障部官网。

6 记者王亚平：《全国各类社保积累额2.5万亿元，五项基金年均收益不到2%：五部委勾勒完善社会保障路线图》，载《中国证券报》，2008年11月7日，A01-A02版。

7 根据《中国统计年鉴》：<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2013/indexch.htm>

企业年金基金收益率（2007-2012 年投资收益率几何平均值 8.35%）⁸，还低于全国社保基金理事会的收益率（年均收益率 9.02%）⁹，更远远低于社会平均工资增长率（20 年来城镇社会平均工资增长率 14.85%）¹⁰，造成了巨大的资源浪费和天量的福利损失。在以上四个参照下，仅基本养老保险这一个险种在过去 20 年来的损失量化就分别为：

- 第一，以通胀率（CPI）作为基准，贬值将近千亿元；
- 第二，以企业年金基金投资收益率为参考基准，损失将高达 3277 亿元；
- 第三，以全国社会保障基金投资收益为参考基准，潜在损失将近 5500 亿元；
- 第四，以社平工资增长率作为参照，福利损失将高达 1.3 万亿元。

上述天量损失的危害，主要表现在它将侵蚀未来基本养老保险制度的支付能力，为增加各级政府财政负担埋下了定时炸弹，等于是将损失转嫁给了各级财政，最终，羊毛出在羊身上，受损的还是纳税人和全体国民。2013 年 12 月审计署公布的“全国政府性债务审计结果”明白无误地告诉人们，在 30.2 万亿的政府性债务中，地方债占大头，在中国社保统筹层次十分低下的条件下，收益率如果也十分低下，那无疑将会加大地方债务的压力；其实，在 1998-2013 年各级财政向基本养老保险制度转移支付的 18339 亿元里¹¹，中央财政是占大头的，地方只是一个零头，这就是说，基金投资收益率低下，对中央财政的压力更大。

表 1：全国政府性债务一览（万亿元）

债务承担	负有偿还责任	负有担保责任	负有一定救助责任	合计
中央政府	9.7	0.2	2.4	12.3
地方政府	10.9	2.7	4.3	17.9
合计	20.6	2.9	6.7	30.2

资料来源：《全国政府性债务审计结果》（2013 年 12 月 30 日公告），见审计署官网。

本来，中国人口老龄化趋势十分严峻，近年来，国内几个团队所做的养老保险制度隐性债务测算结果都触目惊心：

2012 年 6 月，曹远征教授（中国银行首席经济学家）领导的团队给出的测算

⁸ 《全国企业年金基金业务数据摘要 2012 年度》，人力资源社会保障部基金监督司，2013 年 4 月，第 15 页，表 8。

⁹ 郑秉文主编：《中国养老金发展报告 2013》，经济管理出版社，2013 年 12 月，第 107 页，表 1。

¹⁰ 国家统计局网站，<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/>

¹¹ 历年的《人力资源和社会保障事业发展统计公报》，见人力资源和社会保障部官网。

结果是¹²：2013年中国养老金隐性债务将高达18.3万亿元；

2012年12月，马骏教授（德意志银行大中华区首席经济学家）领导的研究小组做的国家资产负债表显示¹³：中国城镇企业职工基本养老保险制度今天已有缺口，如果假定财政补贴保持2011年的水平不变，其累计结余将于2022年消耗殆尽，此后便处于负债的状态，2013-2050年的累计缺口现值将相当于2011年GDP的83%（其中含机关事业单位的14%），而2011年的GDP为45万亿元，即2013-2050年的累计缺口现值应当是37万亿元；

2013年11月，郑伟教授（北京大学经济学院）等人的测算结果是¹⁴：养老保险基金将于2037年出现收支缺口，2048年养老保险基金将耗尽枯竭，2010-2100年90年期间的基金综合精算缺口将超过12%；

2013年12月，李扬教授（中国社会科学院）领导的团队做出的资产负债表测算结果显示¹⁵：2023年城镇企业职工（含机关事业单位）基本养老保险将出现收不抵支，2029年累计结余将消耗殆尽，2050年累计缺口将达802万亿元，占当年GDP的91%，当年养老金总支出（包括职工和居民养老保险）占GDP将达11.85%。

2014年3月，魏吉漳博士（中国社科院研究生院）对城镇企业职工基本养老保险的历史债务做了测算¹⁶，其结果是，以2012年为基准，社会统筹账户的隐性债务为83.6万亿，个人账户的隐性债务为2.6万亿，合计城镇职工基本养老保险统账结合制度下的隐性债务为86.2万亿，占2012年GDP的比率为166%。

由此，基本养老保险基金保值增值的任务非常迫切，因为投资体制改革可提高支付能力，缓解债务压力，党中央和中央政府数次提出基本养老保险基金在内的社会保险基金投资管理体制改革：

《十二五规划纲要》明确提出：要积极稳妥推进养老基金投资运营；

¹² 曹远征等：《重塑国家资产负债能力》，载《财经》杂志，2012年第15期（总324期），6月11日出版。

¹³ 马骏、张晓蓉、李治国等著：《中国国家资产负债表研究》，社会科学文献出版社，2012年12月，第198页和237页。

¹⁴ 郑伟、陈凯和林山君：《中国养老保险制度中长期测算及改革思路探讨》，提交给第五届中国社会保障论坛的获奖论文，北京，2013年11月7日。

¹⁵ 李扬等著：《中国国家资产负债表2013——理论、方法与风险评估》，中国社会科学出版社，2013年12月，第238页。

¹⁶ 魏吉漳：《中国养老保险统账结合制度的隐性债务有多少？》，载《快讯》，2014年第11期（总第60期），中国社会科学院社会保障实验室，2014年3月20日。见中国社科院社会保障实验室官网：<http://www.cisscass.org/>

十八大报告指出：建立社会保险基金投资运营制度，确保基金安全和保值增值；

十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》再次指出：加强社会保险基金投资管理和监督，推进基金市场化、多元化投资运营。

可以说，社会保险基金和养老保险基金不是需不需要投资体制改革的问题，而是如何改革、何时再次启动改革的问题。改革已经达成共识。

2013年新一届政府刚刚成立不久，人力资源和社会保障部等部门就联合启动了养老保险顶层设计的平行研究。国内四支研究团队应邀参加并提交了研究成果¹⁷。这四个平行研究几乎都主张尽快实施“名义账户”，同时，基本上都主张尽快改革投资体制，摒弃存银行的传统做法。这两点共识后来十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中都予以明确下来，为2014年社保改革指明了方向。

那么，如何看待下一阶段社会保险基金投资体制改革？

这要从四年前启动的“2011改革”开始说起。

二、“2011改革”的过程：初衷与结果背离的巧合

“2011改革”的改革过程和大事记基本如下：

2010年10月，笔者撰写的一个关于社会保险基金投资体制市场化改革和化解贬值风险的研究报告获得中央领导同志的批示。

2011年3月17日，改革的案头工作正式启动：人力资源和社会保障部基金监督司主要领导召集九名学者开会，在传达完领导同志批示之后对改革投资体制问题进行了研讨。为使中央领导同志便于了解，司领导决定将世界各国的投资体制分为“政府部门投资运营模式”、“专门机构投资运营模式”和“市场机构投资运营模式”等三种，并据此分成3个小组，每个小组负责撰写一个模式，两周后

¹⁷ 国内应邀参加研究的四支团队是国务院发展研究中心社会发展研究部、中国社科院世界社保研究中心、中国人民大学劳动人事学院、浙江大学公共管理学院。在这四支团队中有三支非常明确提出实施“名义账户制”。此外，还有三支国际团队，他们是世界银行、国际劳工组织、国际社会保障协会。当然了，在国内四支团队中，我们中国社科院这个团队提交的也是“名义账户制”的改革方案，并且，这个方案是在2008年5月应邀向劳动和社会保障部提交的名义账户改革方案基础之上加以改进的“升级版”。关于2008年提交的改革方案，相关信息可见郑秉文著《译者跋：中国社保“名义账户”改革新思路——“混合型”统账结合》，载《名义账户制的理论与实践——社会保障改革新思想》，罗伯特·霍尔茨曼、爱德华·帕尔默主编，郑秉文等译校，中国劳动社会保障出版社，2009年2月出版，第615-643页。

交稿。笔者和齐传钧博士一组，可能是由于笔者在拉美所工作的原因，承担的是撰写“市场机构投资运营模式”，评论人由韬睿惠悦（Towers Watson）的冼懿敏（Yvonne Sin）和徐建红担任。

2011年3-5月，上述三个投资模式均得到了充分的可行性研究并形成报告。其中，“专门机构投资运营模式”受到青睐；不出所料，有关领导决定成立专门机构负责基本养老保险基金投资事宜。

2011年6-10月，有关决策部门对选择“专门机构投资运营模式”的认识取得一致，筹建专门机构投资运营正式开始，相关工作也开始进行。

2011年11月，新任证监会主席郭树清开始发表言论，大力倡导和推进养老金和住房公积金进入资本市场，提高收益率，进而掀起养老金入市的舆论攻势。媒体开始炒作养老金入市，主张与反对两种意见同时出现。

2011年12月20日，全国社保基金理事会戴相龙理事长应邀参加中国社科院世界社保研究中心举办的《中国养老金发展报告2011》发布式暨“欧债危机与养老金改革”国际研讨会，在其发表的主旨演讲中呼吁正确对待养老金投资体制改革¹⁸；会上发布笔者主编的《中国养老金发展报告2011》，认为，欧债危机中有养老金等福利刚性的因素。

2011年12月21日晚上，笔者应邀到央视参加“新闻1+1”栏目的访谈，就20日发布《中国养老金发展报告2011》的内容和养老金入市问题发表看法，并对基本养老保险基金投资体制应尽快进行市场化、多元化和国际化的改革取向和国际发展趋势发表了个人观点，认为改革是大势所趋，势在必行，并对上海等有关媒体人士和媒体存在的普遍担心问题做了回应。

2012年2月2日，由于网络媒体对养老金投资体制改革一直以来争议非常大，非常激烈，养老金入市血本无归的声音不绝于耳，反对的声音十分激烈，甚至呈白热化程度，决策层最终决定，拟议半年多“专门机构投资运营模式”决定暂时放一放。

2012年3月20日，全国社保基金理事会官网公布，经国务院批准，广东省千亿基本养老保险基金委托其投资运营的协议正式签字¹⁹。至此，从一年前人力

¹⁸ 记者丁冰、陈莹莹：《养老金投资管理明年或有重大进展》，载《中国证券报》，2011年12月21日，第A01-A02版。

¹⁹ 记者高国辉、张胜波：《广东千亿养老金委托颀骨哦社保基金投资运营》，载《南方日报》，2012年3月21日，第A01版。

资源和社会保障部基金监督司召集学者开会和启动案头工作开始，投资体制改革的进程就告一段落。

当时我们就曾议论到，考虑到十八将要召开、新政府领导集体将要建立、三中全会需要部署未来 10 年改革蓝图等一系列因素的时间排序，社会保险基金投资体制改革这件事再要是“捡起来”，大约需要 3-4 年的时间，也就是到 2015-2016 年了。

上述回顾可看出，2011 年启动的改革方案是新建投资机构，但意外的是，2012 年初的收获却是委托模式即广东千亿基金委托给全国社保基金理事会。本来，这是两件毫不相干的事情，但在回顾这段暂短历史时我们可以得出这样的评论：一是改革总比不改革要好，毕竟往前迈了一步；二是他们实际上都是一次改革的压力测试，这就是下文要展开的内容了。

三、“2011 改革”的经验：改革总比不改革要好

现在回过头来看“2011 改革”，既有一些经验，也有一些教训，更有很多启示。

先说经验。“2011 年改革”的方向是正确的，这是经验。“2011 改革”的初衷是新建机构，采取“专门机构投资运营模式”，但“2011 改革”意外收获的是广东千亿委托投资。

初衷和结果不一样，为什么还说是经验？这是因为，改革总比不改革好。迈一小步总比一动不动要好！不管怎么改革，改革总比不改革要好！从收益率上看，2011 年广东千亿委托投资的收益率是 6.73%²⁰，2013 年的收益率还未公布，但从全国社保基金理事会公布的“基金年度报告（2013 年度）”披露的 6.20% 收益率来看²¹，2013 年广东委托的千亿基金收益率也不会低于 6.20%。

“2011 年改革”的初衷是新建专门机构，专司全国社会保险基金的投资运营。很显然，采用“专门机构投资运营模式”的思路是符合中国国情的，与“政府部门投资运营模式”和“市场机构投资运营模式”相比是上策。其实，所谓“政府部门投资运营模式”，实际就是国债投资模式，以美国模式为典型，全部用于购买国债。这个投资模式显然不适合中国国情，中国宏观经济环境和财税环境难

²⁰ 记者黄丽娜：《千亿养老金入市收益 6.73%》，载《羊城晚报》，2013 年 12 月 26 日，第 A8 版。

²¹ 《全国社会保障基金理事会基金年度报告（2013 年度）》，见全国社保基金理事会官网。

以承受这个模式。所谓“市场机构投资运营模式”，实际就是智利模式，也是人们常说的香港强基金模式。这个模式的特点是参保人对全部养老资产的投资决策“个人说了算”，等于把养老资产增值保值的全部责任都“托付”给了个人投资技巧和投资能力上，这显然不符合中国的国情，不符合中国的文化传统、职工现状和市场环境，不符合中国目前建立的养老保障制度结构。所以，剩下的就只有“专门机构投资运营模式”，就是新建一个统揽全国、市场化、多元化的投资机构，对全国的社会保险基金资产进行统一和集中投资。相比之下，这是上策，符合中国的国情。

从基金规模上讲，未来社保基金规模庞大，一支基金肯定是不够容纳的，至少应是三足鼎立的局面。比如，到 2020 年，全国社保基金（理事会）的规模至少要 3000-4000 亿美元的规模，十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出，“划转部分国有资本充实社会保障基金”；基本养老保险基金目前已超过 5000 亿美元；就目前世界各国已有的实践来看，还没有超过 5000 亿美元的市场化的养老基金机构投资者，所以，未来的规模预测显示，我们至少应有两、三支养老基金投资机构。其实，瑞典基本养老保险基金的机构投资者共计有 5 个，但其资产总计还不到 2000 亿美元。多支基金主体可以产生竞争，还可以各有侧重。另外，资金来源于财政的主权养老基金，与来自于缴费的养老基金的风险容忍度是不一样的，应实施不同的投资策略。所以，新建机构是早晚的事情。

虽然这个初衷没有实现，但方向是对的。这一点当时是有共识的。至于授权各省自行投资，不管是借用省级社保经办机构为基本养老保险基金的投资管理主体，还是建立省级法人机构为本省基本养老保险基金投资管理主体，抑或建立省级社会保险投资管委会，省级投资的方案显然已不适应国情，关于这一点，下文会继续论述。

四、“2011 改革”的教训：投资改革的专业化讨论推向互联网

导致“2011 改革”搁浅的主要原因之一是，投资体制属于养老保险制度的“后台”，是非常专业的技术工作，但却没有采取“技术路线”来处理，而是在“2011 改革”中被抛向社会舆论的风口浪尖，并经历了半年多媒体的非专业性

的“狂轰乱炸”，最终于 2012 年 2 月搁置起来。

养老保险基金是否应该实行市场化投资体制、如何采取市场化投资体制等等，这些都是非常专业的问题，更多地应在专业范围内进行讨论；一旦讨论决定，在高层决策之后，在组建实施阶段也应在专业范围内进行操作。在民粹主义风气盛行和网络媒体十分发达的今天，技术问题易庸俗化，专业问题易社会化，偶然问题易情绪化，孤立问题易趋势化；这样的社会舆论环境既是一个压力测试器，具有检测的激励性作用，也是一次暴风骤雨，具有妖魔化的摧毁性作用，使本来就进入深水区的改革更加艰难。所以，网络炒作有可能导致出现变局，甚至成为改革进程的一个“最大变量”。“2011 改革”搁浅其实就是这个变量的结果。

2011 年 11 月笔者随一高层代表团到欧盟参加第二届中欧政党高层论坛第二次会议。在一次大会上，一女性欧洲政党领袖在演讲中手举一本刚出版的书，说她正在阅读，对中国有启发，正式推荐给我们。担心她演讲之后就马上离开会场，话音未落笔者就移步到主席台，现场借下这本书翻看，小心记下来。后来，在国内多次讲课场合笔者都讲过此事，在中国人民大学讲课时一有心听众替笔者购买一本。这本书就是《没有领袖的革命——普通人在 12 世纪是如何掌权和改变政治的》(The Leaderless Revolution-How Ordinary People Will Take Power and Change Politics in the 21st Century)，作者是英国的 Carne Ross。作者在书中引用了大量案例，详细描述和记录了在“阿拉伯之春”中，网络是如何发挥作用推翻这些政府的，其主要思想就是告诉人们，在传统的社会运动中，人们经常看到的是振臂一呼便带领人民奋起的巨人领袖，于是，革命就成功了。但在互联网社会里，“阿拉伯之春”的出现却没有像传统社会运动那样由领袖指引，这是一场没有领袖的革命，但获得了成功。为什么？因为互联网扮演了一个特殊的功能，在这场没有领袖的革命中成功地实现政权更替。

笔者用这本书举例，是想以此来“2011 改革”搁浅的原因。网络媒体能推翻阿拉伯国家的政府，当然就能影响基金投资体制改革的进程。

在专业分工越来越细化的今天，对技术性很强的改革领域应多多召开专家会议，多借鉴国外的相关领域改革的得失，多考察国内的具体国情的适用性。社会保险基金投资体制改革的专业化程度很高，在专业领域应展开热烈讨论，公开论战，甚至，投资实务向来就只能在专业人士和专业团队中进行讨论和操作，反之，

很可能于事无补，耽搁改革进程。

互联网作为信息技术的主要表现形式，为决策者沟通社会和了解国情提供了新的工具和手段，为改革方案征求民意插上了新的翅膀，但是，一旦将专业化领域的改革推向大众，互联网就为甄别和判断社情民意、为最终采取决策带来新的严峻挑战：

——互联网的开放性，成为所有社会成员发声的平台，这一方面显示出平等性，同时又显示出片面性，因为不管是否具有专业知识，他们的权利和权重是一样的，所以，点击的数量给出的信号不一定是理性的；

——互联网的自主性，使其容易成为某些群体反复表达意愿的场所，在这里，比的是谁更有闲暇时间，因此，大量拥有闲暇时间的群体将以超过一人一票的潜规则而成为这个“舆论场”的常客；

——互联网的隐匿性，使任何人都可以随时上网发表意见，互联网可以反映各种利益诉求，也可以任意表达不满情绪，尤其是，对某一改革方案表达不满时使用的语言常常是极端的，给人们的印象是震撼的，效果是出其不意的，对决策层的影响甚大；

——互联网的迅捷性，使其在很短的时间内就能够爆发惊人的组织动员能量，对某一个改革方案的不满在网络的推波助澜下可产生“雪崩效应”，瞬间扩散升级为全国范围的一场类似投票的表态运动，使某项改革轰然坍塌；

——互联网的民粹性，这是最重要的，社会的短期利益与长期利益、人民的当前福利与长远福祉、国家发展的短期效益与长期发展可持续性常常是矛盾的，甚至是相反的，在特定的历史条件下，网络表达的往往是一面倒即倾向于前者，而非后者。

因此，如何主动适应社会信息化的大趋势，努力掌握以互联网为代表的信息技术特点规律，使其成为推动改革、宣传改革和理解改革的平台，这对未来社会保障改革乃至其他领域的改革是一个挑战。

在笔者看来，“2011 改革”搁浅的主因固然是网络媒体炒作的结果，这是毋庸置疑的，社会舆论和网络媒体的强大攻势对决策产生了作用，改革进程由此受到了影响。但是，如前所述，“2011 改革”作为一次“压力测试”，使我们面对一个两难选择：要改革就只能实行“专门机构投资运营模式”即进行市场化投资

体制改革，这是上策；但真的进入改革程序之后却突然发现不是那么容易，有很多以往想不到和看不见的困难突然显现出来，需要一个一个地加以解决，至少要予以回答，而不能采取置之不理的茫然态度。

归纳起来，这些问题就是要处理好“五大关系”：在现行统账结合的基本养老保险制度下，如果实行中央集中的市场化投资管理体制，如何处理好中央和地方的关系；如何处理好投资收益和参保人权益的关系；如何处理好政府和市场的关系；如何处理好相关的各个法律关系，等等。

五、“2011 改革”的启示（一）：如何处理好中央与地方的关系

与世界任何国家相比，中国基本养老保险制度是一个非常特殊和十分罕见的制度。

首先，基金管理的层级很低，现金流的收入与支出及其核算主要发生在县市级政府那里，真实资产也沉淀在他们那里，中央政府和省级政府只有账簿，而不掌握基金；

其次，由于统筹层次太低，各级政府对养老保险制度都有出资的义务，这就说明事权和财权是分散的，即资产的实际保管权在地方，但名义上的决策权却在中央，“夹”在中间的省级政府向中央政府负责；

再次，2011 年生效的《社会保险法》规定：“县级以上人民政府将社会保险事业纳入国民经济和社会发展规划”，“县级以上人民政府对社会保险事业给予必要的经费支持”，这意味着，从理论上讲，各级政府都拥有养老保险的财权，但事权则与之不完全匹配，在实践中，事权和财权不匹配的情况确实存在；

最后，地方政府虽然只有基金的“保管权”，没有决策权，但久而久之，基金规模不断扩大，逐渐成为地方政府的一个利益，并且越来越固化，20 多年来，这就是统筹层次难以提高的真正原因之一。

在这样一个制度环境下，一旦实行中央集中投资管理的体制，就必将触动早已形成的地方利益，于是，2011 年“新建机构”的“压力测试”第一个遇到的就是如何处理好中央和地方的关系问题，在养老保险制度中，其本质主要表现在事权与财权的关系上。这个问题涉及到基金的管理权（保管权）、投资运营权、调剂权、补贴权、监督权和决策权等，从本质上讲，它牵涉的是中国养老保险制

度的一个根本问题，就是统筹层次是提高，还是不提高的问题。

这项制度到底是中央的事权还是地方的事权，到了应该厘清的时候了，否则，除投资以外，很多制度运行中出现的问题，其根源都在此。

统筹层次是指养老基金资金流的收入、支出、核算、管理的层级。由于中国的养老制度在 20 多年前是自下而上建立起来的，是摸着石头过河一路走过来的，所以，它建立的初始状态是由地方发起的，这样，资金流的管理层级就非常低即统筹层次很低，钱都在“底下”，全国的统筹单位大约有 2000 多个，大部分为县市级政府管理层次。所以，从基金流的管理角度看，全国范围内真正实现省级统筹的只有三、四个省份。虽然全国大部分省份早就宣布实现省级统筹，但其标准是按照《关于推进企业职工基本养老保险省级统筹有关问题的通知》（劳社部发[2007]3 号）设定的“六统一”来衡量的²²，即使这样，2012 年审计署公布的《2012 年第 34 号公告：全国社会保障资金审计结果》显示，截至 2011 年底，全国仍有 17 个省尚未完全达到省级统筹的“六统一”标准²³。

“2011 改革”给人们很多启示，其中一个最重要的启示就是，养老制度统筹层次太低，不利于建立集中的投资管理制度，可以说，建立投资体制之所以有可能诱发如此之多的潜在风险，其主要原因就是统筹层次太低：中央政府实行集中投资的话，分散在 2000 多个地方统筹单位的基金需要“上解”到中央政府，这完全是一个“外生”行为，必然牵涉到地方养老基金支付能力和地方政府的利益，遇到“讨价还价”问题；由于地方发展水平不一致，利益诉求也不尽一致，这就增加了制度运转的交易成本和规则碎片化风险。如果允许地方政府单独投资，建立完善的法人治理结构则存在较大困难，进而存在较大投资风险，即使从 2000 多个县市级统筹单位上升到省级作为投资主体，在三十多个省级投资主体建立完善合规的法人治理结构也是非常困难的，存在很多技术问题。

因此，统筹层次太低是目前建立任何投资体制的大敌，与其相匹配的自然就是银行存款和购买国债等非市场化的投资制度。所以，要想完成市场化和多元化的投资体制改革，只有将统筹层次提高到全国水平才能使之成为一个“内生”的制度，从而消除那些“上解”资金过程中产生的种种问题。

²² 根据劳社部发[2007]3 号文件的表述，“六统一”是指统一制度，统一费率和费基，统一养老金计发办法和统筹项目，统一基金核算，统一预算，统一业务流程。

²³ 审计署：《2012 年第 34 号公告：全国社会保障资金审计结果》，2012 年 8 月 2 日，见国家审计署官网

六、“2011 改革”的启示（二）：如何处理好宏观经济与地方稳定的关系

“2011 改革”遇到的另一个较为明显的问题是，由于社会保险基金的规模越来越大，统筹层次低下使之在地方金融系统和经济发展中的作用日显突出。在实施中央集中投资的体制时，在转型过程中，我们至少要考虑到处理好以下若干关系和影响。

第一，如何处理好对地方银行存贷款的影响。这也是在征求意见会上遇到的议论较多的一个问题。虽然 1995 年颁布的《关于深化企业职工养老保险制度改革的通知》（国发[1995]6 号）规定“养老保险基金的结余额，除留足 2 个月的支付费用外，80%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”，但近 10 年来的数据显示，购买国债的社会保险基金比例很小，只具有象征意义，绝大部分基金都是以“财政专户存款”的形式存在银行里²⁴。实施中央集中投资运营后，存款减少量占原存款比例有限，大约只对 12 个省份有一定影响，其中，新疆和宁夏下降幅度可能要大一些，大约为 3%，北京和上海等 6 个省份下降要小一些，大约不到 1%，其他省份下降幅度为 1%-3%区间。鉴于本课题研究的上述结果，地方政府和金融机构的这种担心基本可以释然。

第二，如何处理好对某些金融机构的影响。由于商业银行的存贷款利率都是以中国人民银行设定的基准利率为基础，商业银行的利润主要取决于可贷资金的数量，所以，存款规模越大，贷款及其利润就越大，大型国有银行吸存能力强，利润率就高，分散在地方的社会保险基金一旦归集到中央，对大型国有银行的影响是很有限的，而只会对一些股份制商业银行产生一定的影响。如果这些社会保险基金在短时间内突然归集到中央，他们就会受到较大影响：调研发现²⁵，基本社会保险基金（五险合计，还包括一些企业年金基金等）在 ZX 银行的存款已超过千亿元，达到存款额的 5%，其中，养老保险基金超过 500 亿元，占存款额 2.5%。例如，ZX 银行的某些支行普遍超过存款额的 10%以上，个别已超过 15%。此外，JT 银行和 ZS 银行的情况与 ZX 银行相差无几。这说明，现阶段实行中央集中投资管理体制改革对某些金融机构是有一定影响的，尽管影响不是很大。

²⁴ 《2011 年全国社会保险情况》，2012 年 6 月 27 日发布；《2013 年全国社会保险情况》，2014 年 6 月 24 日发布；人力资源和社会保障部官网。

²⁵ 实地调研结果为个别谈话。

第三，如何处理好对某些地区金融系统的影响。毫无疑问，基金上解到中央之后大部分地区的金融系统受到的影响不大。但是，个别发达地区尤其是珠三角地区受到的影响比较明显。调研结果显示，2011年底广东省在“筹集”千亿元委托给全国社保基金理事会投资时就遇到了类似问题：筹集指标下达给各市时需要讨价还价，各市在给区县二次下达时也遇到这个问题，区县统筹单位有关部门在向存款银行下达时遇到的阻力更大一些。于是，广东省千亿元社会保险基金是分若干批次“上解”给全国社保基金理事会的。

第四，如何处理好对地方经济增长的影响。毫无疑问，从理论上讲，广义货币供应量（M2）对经济增长的影响较为明显。但是，如果分散在多个年份里，分期分批逐步上解或转存基本养老保险基金，把这些影响稀释和分散开来，把对地方经济增长产生的负面影响降到最小程度。所以，投资体制改革和中央集中投资对地方经济增长的影响不是很大，是可控的。但是，2012年改革测试告诉我们，投资体制越早改，对地方经济的负面影响就越小。

综上所述，中央新建机构的统一投资模式眼下还不会引发对银行系统、地方经济和金融形势的实质性影响。对这些预期，应提前通过各种渠道将研究成果和预测结果安民告示，打消疑虑。但是，随着时间的推移，基本社会保险和养老保险基金规模如果越来越大，对一些股份制商业银行而言，其存款占比将越来越高，影响也将越来越大。这说明，基金投资体制改革越早，产生的震动就越小。在目前，可以采取分批上解的办法来化解和降低这些影响。需要指出的是，基本养老保险制度提高统筹层次是早晚的事情，终有一天，即使不归集到中央，也须上解到省里，所以，股份制商业银行和地方性中小银行应早做准备，这是一个理性的选择。

七、“2011改革”的启示（三）：如何处理好投资收益和参保人权益的关系

基本养老保险基金归集到中央并实行市场化投资之后，对其收益率的分配将是一个难题，比如，参保人能直接受益吗？按照什么规则受益？如何受益？如何将受益部分分别划分到参保人的统筹养老金和账户养老金里面去？这也是一个马上需要面对的问题。

其实，这既是一个理论问题，也是一个现实问题。在统账结合制度下，尤其

是在大部分参保人的个人账户基金没有“做实”的情况下，这个问题比较复杂；重要的是，这也是一个政治决定问题。

从理论上讲，实行中央集中投资体制之后，收益率将会高于目前银行活期存款的利率水平，总体看，对参保人是有利的。假定以全国社会保障基金投资收益率为参照来计算，它意味着在总体上可为养老保险基金累计余额多贡献 5500 亿元。新增的这 5500 亿元随着不同的政策组合，将至少存在着 4 种提高参保人福利水平的可能性：第一个可能性是，它可以使所有缴费者人均多缴费 2400 元，按照个人账户和社会统筹的目前比例来分配，每个缴费者个人账户可分配 720 元，社会统筹部分人均可获得 1680 元；第二个可能性是，可以降低缴费者的缴费率，提高其当期的消费水平，这是因为，影响养老保险制度财务可持续性的主要参数有 3 个，即人口增长率、工资增长率以及投资收益率；在前 2 个参数不变和其他条件不变的情况下，投资收益率提高之后，可适当降低费率；第三个可能性是，可以提高养老金领取者的待遇水平，按 2012 年底退休人数计算，每人可获得 7400 元，或可以提高养老金领取者的整体替代率；第四个可能性是，或全部分配到缴费者个人账户之中，或全部划入社会统筹部分，用于提高制度的支付能力，减轻财政负担或未来缴费者的经济负担等。

但在现实中，实行中央统一的投资体制之后会出现很多复杂情况，涉及到职工的切身利益。这里假定，由于种种原因，如果投资策略出现失误或遇到世界范围的金融危机，真实收益率出现负值或大面积滑坡，当期退休人员的个人账户资产大幅缩水，账户养老金水平将受较大影响，这时，制度设计者将面临一个十分尴尬的局面，因此，是否需要有一个制度设计的预案？是否需要实现安民告示，让参保人有心理准备和提高承受能力？如何运用智慧去破解这个难题？其实，实行账户实账积累和投资的国家无一例外地都面临这个问题，即在分散投资决策的智利模式（包括香港强基金）里，有些国家立法强制性规定运营商（养老基金管理公司）需采取某种补偿机制；有些则没有引入和建立任何补偿机制，例如，瑞典是由名义账户和实账积累两部分组成，实账积累部分的风险完全由参保人承担，在 2009 年遇到大幅缩水²⁶；在中央公积金模式里（新加坡为例），个人账户获取的是“有管理的利率”（managed interest），每年由政府公布，与真实的

²⁶ 详见郑秉文：《金融危机对全球养老资产的冲击及对中国养老资产投资体制的挑战》，载《国际经济评论》，2009 年第 9-10 月刊（双月刊）。

市场投资回报率是“脱节”的，政府从未公布真实收益率，旨在以丰补歉，自我平滑。实行账户实账积累的补偿或担保制度大致就是这3种情况²⁷。中国在实行中央政府统一负责的市场化投资体制之后，是否需要制订一个适合中国国情、民情和社情的账户补偿与担保机制，如何制定等等，这些都是必须要面对的，必须要有预案，这是一个决定市场化投资体制成败与否的关键之一。

换言之，无论投资收益率是正值，还是负值，实行中央统一投资体制后，都是一件复杂和棘手的难题。在投资收益率是正值且收益率较高的情况下，重要的是要处理好的是中央投资机构和参保人之间、中央政府和地方政府之间、个人账户与社会统筹之间、长期和眼前、制度可持续性与当期实际需要、缴费者和养老金领取者之间的诸多关系，协调好这些关系；在投资收益率为负值或大幅滑坡的情况下，棘手的处理难题是如何或是否有必要建立担保或补偿机制，在改革投资体制的同时，这些制度建设应同步进行。

以上是“2011 压力测试”的一个重要启示：它是一个难题，尤其在民粹主义盛行的时期，投资收益率无论是正值还是负值，其处理机制的设计都是一个难题，这是制度设计中的一个核心部件。由于这些问题没有定论，所以，投资体制改革存在较大难度。

八、“2011 改革”的启示（四）：如何处理好政府和市场的关系

在社会保险基金（养老保险基金）投资体制改革中，处理好政府和市场的关系具有特殊的重要意义。在这个问题上，所谓政府和市场的关系主要体现在新建机构的法律定位上。

毫无疑问，社会保险基金资产是完全独立于中央投资机构的资产，这是非常明确的。但是，中央投资机构的法律定位却完全体现了政府和市场的关系的全部。换言之，中央投资机构是事业单位还是企业单位，这是核心问题之一；核心问题之二是中央投资机构的经费来源是来自中央财政拨款，还是列入资产运营成本；核心问题之三是中央投资机构的雇员聘用是否有较大的独立性。如果没有处理好这3个关系，那就意味着没有处理好政府和市场的关系。

其实，中央投资机构与现存的全国社保基金理事会的性质几乎完全一样。根

²⁷ 建立“风险准备金制度”，即由养老基金投资运营机构提取风险准备金，以备不时之需；二是建立市场化担保制度即运营机构购买“商业再保险制度”；三是建立政策性的再保险制度即成立“中央担保公司”。

据《全国社会保障基金理事会章程》²⁸，理事会是全国社保基金的管理运营机构，“为国务院直属事业单位”，“理事会经费由中央财政拨款，与社保基金资产分别建账、核算”。十多年的历史证明，这两个定位决定了理事会“政府附属物”的属性，与其经营的企业属性存在冲突，不利于理事会进一步走向国际和与国际接轨，在未来发展中，是制约其进一步成长的瓶颈；深层次讲，还是没有处理好和正确厘清政府与市场的关系。

十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出：实践发展永无止境，解放思想永无止境，改革开放永无止境。在社保基金投资运营体制改革进程中，实际也存在一个处理好政府和市场的关系问题，那就是运营机构的定位问题。在这方面，要突破传统的思维定势，勇于探索，大胆引入市场因素，发挥市场作用，重新界定运营机构的法律定位，把十八届三中全会关于从广度和深度上推进市场化改革和完善市场体系的精神实质落到实处，把社保基金实行市场化改革视为坚持和完善基本经济制度的一个重要组成部分。换言之，即使社会保险基金的投资体制和投资策略都选择对了，但如果机制不正确，增值保值的问题就还是没有从根本上解决，十八届三中全会关于厘清政府和市场的精神还是没有落到实处。

拟新建的中央投资机构也好，现存的全国社保基金理事会也罢，他们的法律地位和机构属性应采取完全企业的性质，与中投公司（中国投资有限责任公司）完全类似，即应成为依照《中华人民共和国公司法》设立的专门从事该项特定资产管理业务的国有独资公司，应属于“市场”的公司企业，按照市场原则运作，其行政费用应在成本支出中列支，其专业人士管理和薪酬制度应与国际惯例接轨。

在国外，在基本养老保险基金市场化运营的机构设置中，鲜有类似全国社保理事会这样的机构，无论是西方（例如加拿大的CPPIB即“加拿大养老金计划投资委员会”）²⁹，还是东方（如韩国的NPF即“国民养老基金”）³⁰，他们非常明确地将自己定位为企业的性质。正确地定位中国投资机构的法律地位，这是处理好政府和市场的第一步。2012年10月底，笔者曾在北京接待加拿大CCPIB的CEO兼

²⁸ 《全国社会保障基金理事会章程》，见全国社保基金理事会官网。

²⁹ People, Purpose, Performance: Annual Report 2013, CPP Investment Board.

³⁰ Working Together for Better Tomorrow-2012 the NPS Fund Management Report, NPS (National Pension Service).

总裁 Mark Wiseman 先生和香港办事处总经理 Mark G.A.Machin 先生。总裁 Wiseman 见面跟笔者说的第一句话就是“我是公司的 CEO，是经营者，不是政府官员”。CCPIB 管理的资产仅为 1833 亿美元，与中国的全国社保基金理事会受托管理的资产规模差不多，但加拿大的 CPPIB 实行公司化管理，其雇员数量多达 900 人（包括伦敦办事处 51 人和香港办事处 32 人），是全国社保基金理事会的 3 倍。

另外，中央投资机构在投资决策上应具有较为独立的裁量权，其治理结构是，理事长和副理事长由国家任命；理事会成员应采取席位制，应包括财政部、人力资源和社会保障部、审计署、工会、雇主（全国工商联）、机构管理人的代表，还应包括若干专家和专业技术人士；按照规定的投资范围和投资比例进行投资管理活动并建立风控机构；独立制定“准入标准和审批程序”，挑选并委托各种金融机构参与基本养老保险基金投资管理活动；作为机构投资者，与其他金融机构是一样，接受人力资源和社会保障部的行政监督，其市场经营活动接受证监会和保监会等市场监管机构的监管。

最后，在中央政府制订的有关原则规定下，中央投资机构应实行市场化的薪酬制度体系，专业人才的聘用规则与国际接轨，实行绩效考核。

九、“2011 改革”的启示（五）：如何处理好相关的法律关系

建立社会保障制度以来，涉及到基本养老保险基金和社会保险基金投资的政策法规和规定大约有 5 个：1995 年国务院《关于深化企业职工养老保险制度改革的通知》（国发[1995]6 号）；1997 年国务院《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）；1999 年财政部和劳动保障部《社会保障基金财务制度》（财社字[1999]60 号）；2006 年劳动和社会保障部《关于进一步加强社会保险基金管理监督工作的通知》（劳社部发[2006]34 号）；2012 年财政部《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》（财社[2012]3 号）。

上述政策法规的内容可归纳为 3 个要点：第一，养老基金结余须留足相当于 2 个月的支付额；第二，其余的全部存入银行和购买国债；第三，不得进行任何其他形式的直接或间接投资，不得从事任何其他金融和经营性事业。因此，投资体制改革需要处理好若干相关的法律关系。

面对这样一个一成不变的投资管理体制，要使它走上市场化和多元化，尤其是按照十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》对养老保障改革的部署进行改革，就必然遇到如下不同法律问题需要解决，这也是“2011年改革”遇到的问题：

第一，尽快制订“投资管理条例”，理顺与现行非市场化投资的政策规定相冲突问题。近五、六年来，上至《社会保险法》，下到“十二五”规划纲要；从十七大和十八大乃至十八届三中全会文献，到国务院的常务会议精神和发改委、财政部、人力资源和社会保障部等部门会议文件，推进社保基金投资运营和拓宽投资渠道等提法已经司空见惯；但是，从理论上讲，中央建立专业机构进行集中投资遇到的与现行政策的冲突问题仍然纹丝未动，全部都在那里。《社会保险法》第六十九条规定，“社会保险基金在保证安全的前提下，按照国务院规定投资运营实现保值增值”。投资体制改革，应立法现行，国务院制定“中国基本养老保险基金投资管理条例”应尽早提到案头。

第二，尽快制订“投资理事会条例”，为新建的投资机构进行定位。“投资管理条例”是《社会保险法》的下位法，但却是制订“中国养老保险基金投资理事会条例”的上位法。因此，为理顺投资机构若干法律关系，该“投资管理条例”的主要内容应包括：对中央投资机构的基本性质、法律地位、功能属性等，做出原则规定；对社会统筹基金和个人账户基金应做出不同的投资策略和基准等；如果决定投资对象包括其他五项社会保险基金（包括新农保和新农合等），由于医疗、失业、工伤和生育保险基金对资产流动性的要求不同，支付规律和周期等不同，须对准备金预留的数量、资产配置原则和投资策略等分别做出规定，对投资理念和投资原则等做出规定。

第三，在目前养老保险制度结构框架不变的情况下，“投资管理条例”应界定中央投资机构和省级统筹单位、参保人等各方关系。中央投资机构受中央政府委托，行使的是基金受托人和投资管理人的责任，省级统筹单位应行使委托人的责任（尽管还没有实现省级统筹），因此，“投资管理条例”应对其与省级统筹单位的各自义务和责任做出基本规定，对投资收益与个人账户资产的关系作出原则规定，对是否建立投资收益损失的补偿机制做出规定；如果建立，对建立补偿机制的类型及其基本原理作出规定；对是采取真实利率还是“有管理的利率”

(managed interest) 作出规定，如果采取“有管理的利率”，问题就复杂了，对一些基本原则就要作出规定，因为涉及到制度设计层面的很多细节。

第四，即使实行“名义账户制”(NDC)，也需制定“投资管理条例”。这时，需对“有管理的利率”的确定原则、公布机制等做出规定；对投资的年报制度、资产和未来债务的动态测算、“名义资产”与名义利率的关系、名义利率与真实利率的关系、名义资产的独立性与账户资产的关系等做出规定，对名义资产的法律地位做出规定。这些内容涉及到基本制度结构的改革取向和顶层设计，不是投资体制单项改革能够完成的，也不是“投资管理条例”所能大包大揽的，所以，养老保障体制顶层设计中应包括投资体制改革的内容。

十、此轮养老保险制度改革：实行“名义账户制”仍需建立投资体制

13 年来做实账户试点的部分积累制目标不能实现，这肯定说明制度目标或制度设计存在问题。党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》一改 13 年来“继续做实个人账户试点”的惯常表述，代之以全新的“完善个人账户制度”。毫无疑问，中国养老保险制度实行名义账户制是一次重大变化，是前文提到的 2013 年国内四支研究团队应邀提交顶层设计主张实施名义账户制的必然延续，是 2001 年辽宁开启的做实个人账户试点的历史转折，是对名义账户制这一新生事物的认识不断深化的客观结果，它预示着，在不久的将来，中国会加入到世界上目前已有 7 国实施的名义账户大家族之中。

如果说此轮改革实施名义账户制是对 2008 年中国社会科学院提交名义账户制改革方案的继续的话，那么，此轮投资体制改革便是对“2011 改革”的继续。

名义账户的重要特征是在融资方式上采取现收现付制，制度设计上不要求有积累，只要求收支平衡，所以，从理论上讲是没有资产积累的，无需建立投资体制，这是现收现付制与积累制的重要区别。但在向名义账户制转型之后，我国的养老保险制度仍需建立市场化和多元化乃至国际化的投资体制，这是由以下三个原因所决定的：

第一，养老基金存量规模庞大，在适当与新制度“切割”之后仍需尽快建立投资体制。目前累计结余养老基金 2.8 万亿元，明年超过 3 万亿已无悬念。向名义账户转型之后，作为旧制度的“遗产”，庞大的养老保险基金理所当然应由新

制度继承并进行投资运营，这是国际惯例。但是，这个养老基金池的投资运营应当适当与新制度进行“切割”，需要独立投资和封闭运行，在较长时期内实行多元化和市场化的投资体制，以提高这个资金池的保值增值的能力。就是说，这个资金池应作为养老保险制度的重要战略储备，作为名义账户制的“自动平衡基金”，如同瑞典 2000 年实行的改革模式。瑞典当年向名义账户制转型时也“接手”了此前 ATP 制度“遗留”的规模庞大养老基金，由此建立起缓冲基金。

第二，社会统筹离不开财政补贴，养老基金规模由此将继续增长。向名义账户制转型的方案还未确定，但可以肯定地是，只要保留社会统筹部分，提高统筹基金管理层次就几乎是不可能的，这是地方利益所决定的，这时，中央财政对欠发达地区的转移支付就是不可避免的，由此“置换”成发达地区的基金畸形积累；统筹部分的比例越大，转移支付的规模就越大。只有将统筹部分降到零，个人账户扩大到 28% 的极致，才有可能最终无需财政介入。个人账户与社会统筹的比例方案至今还未确定，但其可能性不外乎有三个：一是个人账户扩大到 28% 的极致，取消社会统筹；二是个人账户保持目前的 8% 不变；三是个人账户扩大到 8% 和 28% 之间的某个点，比如 16%，社会统筹剩下 12%。第一可能性最小，但其结果最好；第二种可能性最大，但却是最不理想的；第三种可能性是存在的，问题是看博弈的结果。

第三，覆盖面还有扩大的空间，这将推动养老基金规模继续增长。截止目前，基本养老保险的覆盖面还有一定的扩大空间，估计潜在参保数量在 1-2 亿人左右（截止 2013 年底，全国基本养老保险参保人数为 6.0 亿人，全国就业人员是 7.7 亿人）³¹，他们主要是农民工群体。按照以往城镇企业职工覆盖面扩大的速率来推算，未来七、八年将是覆盖面持续扩大的历史时期，所以，年轻缴费人数的不断持续加入将推动养老基金规模继续增长下去。

基于上述分析，建立名义账户制与建立基金投资体制是不冲突的，应该齐头并进，尽快实施。

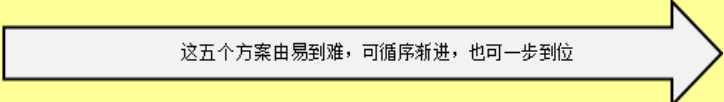
十一、此轮基金投资体制改革：可选方案多于“2011 年改革”

如前所述，在“2011 年改革”可供选择的思路中，当时有“政府部门投资

³¹ 引自《2013 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，见人力资源和社会保障部官网。

运营”、“市场机构投资运营”和“专门机构投资运营”三个模式。但在此轮改革中，可供选项范围更大了，这是因为，与两年前相比，形势发生了变化，其中，一个最大的变化是新的领导集体作出庄重承诺即财政供养人员只减不增，这样，似乎两年前“新建中央机构”的改革思路似乎受到限制，于是，除了“2011 改革”面临的三个思路可供选择之外，多年前的“大口径”选项范围似乎再次呈现在决策者面前，从投资主体的角度看，此轮投资体制改革至少还存在着五个方案。

表 2：中国基本养老保险基金投资体制“两轮改革”面临的可供选项的比较

“2011 改革”面临的可供选项	方案一： 政府部门投资运营模式：		方案二： 专门机构投资运营模式：		方案三： 市场机构投资运营模式：
	指国债投资模式，养老保险基金全部用于购买国债，典型代表国家为美国、西班牙等		指由政府出面建立一个统揽全国、市场化和多元化投资机构，直属国务院，典型模式为加拿大、日本和韩国等		指参保人为个人账户持有人，对账户资产具有完全的投资决策，典型模式为智利和我国香港强基金模式等
此轮改革面临的可供选项	方案一： 借用省级社保经办机构	方案二： 建立省级独立法人机构	方案三： 统一委托给全国社保基金理事会	方案四： 新建若干养老基金管理公司	方案五： 新建全国独立投资机构
	省级政府作为受托人，这是“行政受托”，属于地方政府直接控制	建立省级国有独资法人机构，这是“法人受托”，具有完善的治理结构，属于地方政府间接控制	延续和改造 2006 年部分省市账户做实试点的中央补助受托管理的做法，委托为全国社保基金理事会	由全国社保经办机构将养老保险基金“分配”给若干投资机构或养老基金管理公司进行投资	新建一个独立法人投资机构，直属国务院，负责全国基本养老保险基金（社会保险基金）的投资运营
难易程度					

资料来源：作者制作。

方案一和方案二是多年前在劳动保障部系统最为流行的一个政策主张，这是世人皆知的一个事实³²。但很显然，如前文所述，这两个方案的最大问题在于三十多个省级投资主体的法人治理结构难以完善，许多重大问题难以解决，比如，谁来决定资产配置，各省收益率可能存在巨大差别和攀比如何处理，收益率为负值将如何面对，如何面对各省分散投资的利益输送风险点太多等问题，不仅投资风险加大，而且有可能增加对资本市场的冲击和不确定性；重要的是，省级作为投资主体不仅会强化早已形成的地方利益，而且与提高统筹层次背道而驰，南辕

³² 2005 年以来的研究文献显示，相当一部分政策主张赞同省级投资管理体制。

北辙；一旦这一步迈出去，在可预见到的时期内，全国统筹水平将不可能真正实现，如同 1999 年确立的社会保险费双重征缴体制那样（社保部门和税务部门同时征缴），重建单一征缴体制将面临水火不容的利益博弈，即使在《社会保险法》多年的立法过程中都未推进半步，因此，一旦省级投资体制确立，中国的社保制度碎片化必将被彻底“固化”，届时，在世界各国社会保险基金投资体制中，中国将是唯一一个由省级地方政府主导投资的国家（加拿大魁北克省除外）。上述分析显示，建立省级地方投资体制是“下下策”，这是笔者始终以来一贯反对地方作为投资主体的主要原因。省级投资体制不利于提高统筹层次，而统筹层次低下是目前很多制度缺陷的根源。下文将专门分析统筹层次低下导致的制度运行质量恶劣的种种表现。

方案三是中策，因为全国社保基金理事会虽然可以作为（唯一或主要）受托投资管理人，但早晚要解决这样一个问题：其资金来源不同，基金性质不同，用途不同，风险容忍度不同，流动性和资产配置要求也都不同，随着时间的推移，规模将越来越大，一分为二是迟早的事情，与其将来拆分，不如现在就新建机构。

方案四的可能性也是存在的，即或是组建若干养老基金管理公司，或是以目前若干具有资格的投资机构为主体，形成基本养老保险基金的一级投资市场，这些资金池作为名义账户制的缓冲基金，具有竞争性的关系

方案五就是“2011 改革”的方案。所以，虽然这显然是“上上策”，但可能性却似乎比 2011 改革小了很多。如果继续实施这个方案，那就意味着，中国届时将有两只主权养老基金，一只以财政资金为主而形成，一只以参保人缴费形成，他们可以实行不同的投资策略，甚或不同的国际投资区域。至于增加事业人员编制的问题，新建机构可完全遵照市场规律和国际惯例行事，应给予完全的企业地位，不需要事业编制，行政费用也不需要财政拨款，甚至，现存的全国社保基金理事会也应如此统一改为企业建制，这样，这两个机构投资者既可建立与国际接轨的机构投资者的薪酬福利待遇，也可解决人才流失问题，还可解决正常的运营费用问题，重要的是，不但没有增加事业编制，反而腾出大量事业编制，可谓一举多得。

上述分析说明，既然此轮投资体制改革方案的可选范围大于“2011 年改革”，那么，情况就将更加复杂，考虑的因素就更多起来，且，基本养老保险的制度结

构改革需要投资体制的呼应。凡此种种，都是此轮改革中遇到的新情况和新问题。

十二、落后的省级投资体制：低下的统筹层次将得以固化

统筹层次是指养老基金资金流的收入、支出、核算、管理的层级。由于中国的养老制度在 20 多年前是自下而上建立起来的，是摸着石头过河一路走过来的，所以，它建立的初始状态是地方化的碎片化制度，这样，资金流的管理层级就非常低即统筹层次很低，钱都在“底下”，全国的统筹单位大约有 2000 多个，大部分为县市级政府管理层次。所以，从基金流的管理角度看，全国范围内真正实现省级统筹的省份不是很多，只有三、四个，他们是北京、上海、天津和陕西省等。虽然全国大部分省份早就宣布实现省级统筹，但其标准是按照《关于推进企业职工基本养老保险省级统筹有关问题的通知》（劳社部发[2007]3 号）设定的“六统一”来衡量的³³，即使这样，2012 年审计署公布的《2012 年第 34 号公告：全国社会保障资金审计结果》显示，截至 2011 年底，全国仍有 17 个省尚未完全达到省级统筹的“六统一”标准³⁴。

第一，统筹层次太低不利于建立投资管理制度。“2011 改革”给人们很多启示，其中一个最重要的启示就是，养老制度统筹层次太低不利于建立投资管理制度。可以说，建立投资体制之所以有可能诱发如此之多的潜在风险，其主要原因就是统筹层次太低：中央政府实行集中投资的话，分散在 2000 多个地方统筹单位的基金需要“上解”到中央政府，这完全是一个“外生”行为，必然牵涉到地方养老基金支付能力和地方政府的利益，遇到“讨价还价”问题；由于地方发展水平不一致，利益诉求也不尽一致，这就增加了制度运转的交易成本和规则碎片化风险。如果允许地方政府单独投资，建立完善的法人治理结构则存在较大困难，进而存在较大投资风险，即使从 2000 多个县市级统筹单位上升到省级作为投资主体，在三十多个省级投资主体建立完善合规的法人治理结构也是非常困难的，存在很多技术问题。因此，统筹层次低下是目前建立任何投资体制的大敌，与其相匹配的自然是银行存款和购买国债等非市场化的投资制度。所以，要想完成市场化和多元化的投资体制改革，只有将统筹层次提高到全国水平才能使之成为一

³³ 即使实现了这“六统一”，也不是真正意义上的省级统筹。关于“六统一”的表述和内容，请见前注。

³⁴ 审计署：《2012 年第 34 号公告：全国社会保障资金审计结果》，2012 年 8 月 2 日，见国家审计署官网。

个“内生”的制度，从而消除那些“上解”资金过程中产生的种种问题。

统筹层次低下不仅为建立投资体制带来重重困难，而且也为整个制度运行带来很多问题，严重影响了制度的运行质量。

第二，统筹层次低下导致基金管理割据。人口流动跨越统筹地区时存在障碍，制度“便携性”很差，退保和重复参保问题比较严重。2009年国务院办公厅发布的《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）出台之后，退保的行为被禁止了，规定异地打工只能转移接续，但跨统筹地区的流动和接续问题还是非常不方便，手持介绍信的传统人工转移接续很不适用现代社会的需要。虽然退保现象看不见了，永远成为中国社保制度中一个记忆，但是，重复参保的现象多了起来，“断保”现象又开始突显出来。李克强总理2013年11月在中国工会第十六次代表大会上做的形势报告中说³⁵，全国有3800万人断保，相当于当年全国城镇企业职工参保职工的16.5%。

第三，统筹层次低下导致地区间两极分化。统筹层次低下使基金不能在全国层面统收统支，于是就出现一个奇特的现象，一方面，基金沉淀在发达地区越来越多，规模越来越大：2010年有4个省份的累计结余超过千亿元，他们是广东（2471亿），江苏（1272亿），浙江（1162亿），山东（1078亿）³⁶；2011年超过千亿元的省份增加到5个：广东（3108亿），江苏（1658亿），浙江（1520亿），山东（1382亿），四川（1260亿）³⁷；2012年又增加到7个：广东（3880亿），江苏（2146亿），浙江（1964亿），山东（1639亿），四川（1464亿），北京（1225亿），辽宁（1055亿）³⁸；2013年超过千亿的省份又增加到9个：广东（4673亿），江苏（2516亿），浙江（2297亿），山东（1858亿），四川（1749亿），北京1671亿元，辽宁（1227亿），山西（1125亿），上海（1077亿）³⁹。但另一方面，这些省份的基金却不能用于那些欠发达省份，反而，从全国范围看，财政补贴的数量每年增加：2010年为1954亿元⁴⁰；2011年2270亿⁴¹；2012年2650

³⁵ 李克强在中国工会第十六次全国代表大会上的经济形势报告，《工人日报》，2013年11月4日第1版。

³⁶ 郑秉文主编：《中国养老金发展报告2011》，经济管理出版社，2011年12月，第30页，表7。

³⁷ 郑秉文主编：《中国养老金发展报告2012》，经济管理出版社，2012年12月，第54页，表6。

³⁸ 郑秉文主编：《中国养老金发展报告2013》，经济管理出版社，2013年12月，第79页，表11。

³⁹ 郑秉文主编：《中国养老金发展报告2014》，即将出版。

⁴⁰ 郑秉文主编：《中国养老金发展报告2011》，经济管理出版社，2011年12月，第25页。

⁴¹ 郑秉文主编：《中国养老金发展报告2012》，经济管理出版社，2012年12月，第44页。

亿⁴²，2013年是3019亿元⁴³。这说明，欠发达省份收不抵支，只有靠财政补贴才能保证养老金足额发放，且补贴规模越来越大，进而导致全国范围内基金累计规模越来越大。这是典型的资金宏观运用低效的表现，即财政资金转换为利率很低的银行存款而遭受贬值，等于变相地将财政资金补贴给了银行。

第四，统筹层次低下还导致一个致命的缺陷，即制长期处于空帐运转状态。一方面，我们有相同规模的基金（2013年底全国城镇基本养老保险基金累计结余28269亿元），但另一方面，我们却不能做实大致相同规模的空帐（2013年底空帐额高达30955亿元），2013年底做实账户规模仅为4154亿元⁴⁴。这个结果意味着，13年来13个省份做实账户试点基本处于流产状态：一方面，财政补贴逐年增加，但另一方面，空帐额却越来越大，就是说，统账结合的制度目标长期不能实现，每天早上太阳升起的时候空帐额就有所增加，制度公信力下降，政府公信力受到影响，空帐成为制度的一个软肋。

表 3: 2006-2013 年城镇企业职工基本养老保险个人账户基金变化（亿元）

	2006	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013	
	a	a	b	a	b	a	b	a	b	a	b	a	b	a	b
记账额	9994	11743	17.5	13837	17.8	16557	19.7	19596	18.4	24859	26.9	29543	18.8	35109	18.8
做实账户规模	-	786	-	1100	39.9	1569	42.6	2039	30.0	2703	32.6	3499	29.41	4154	18.7
空帐额	-	10957	-	12737	16.0	14988	17.7	17557	17.1	22156	26.2	26044	17.5	30955	18.9
养老金余额	5489	7391	34.7	9931	34.4	12526	26.1	15365	22.6	19497	26.9	23941	22.8	28269	18.1

资料来源：根据 2011-2014 年出版的《中国养老金发展报告》，经济管理出版社。

注：a 为亿元；b 为增长率。

上述分析说明，统筹层次低下是目前养老保险制度一个致命的缺陷，它导致制度运行质量永远处于一个亚健康的状态，中国养老保险制度的很多弊病皆来自这个缺陷，它几乎是一切弊病的根源。既然我们知道，一旦建立省级投资体制，统筹层次低下就得以固化，那么，省级投资体制就毋庸置疑是一个落后的、应该摒弃的投资体制。

十三、创建养老基金管理公司：此轮投资体制改革的一个突破口

⁴² 郑秉文主编：《中国养老金发展报告 2013》，经济管理出版社，2013 年 12 月，第 58 页。

⁴³ 见《2013 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，人力资源和社会保障部官网。

⁴⁴ 郑秉文主编：《中国养老金发展报告 2014》，即将出版。

早在 2007 年，在企业年金投资体制刚刚运行两年的情况下，笔者就提出建立“养老基金管理公司”的改革取向问题⁴⁵，旨在规避市场角色“分散化”和受托人“空壳化”的现象，建立以受托人为核心的年金市场，遏制恶性竞争的无序状态。但是，由于几个相关部门在监管主体和养老基金公司定位等方面存在不同看法，此议案在国务院层面暂时被搁置起来。作为替代性的措施，在已有两家养老保险公司（平安和太平）的基础之上，同年国务院又批准成立了 3 家养老保险公司（国寿、泰康、长江）⁴⁶。

七年后的今天，在十八届三中全会全面深化改革的战略部署下，社保改革的新形势和新任务再次提出建立养老基金管理公司的时代呼唤。所不同的是，与七年前相比，此次建立养老基金公司的意义更加深远。

第一，是促进基本养老保险投资体制改革的一个充分条件。以上对“2011 改革”中三个改革模式的分析比较和对此轮改革中五个潜在方案的利弊权衡显示，在基本养老保险基金投资体制改革取向上，不管选择哪个方案（除了以购买国债为主的“政府部门投资运营模式”以外），都需要投资载体，准确地讲需要大量外部投资管理人。例如，全国社保基金理事会委托投资需要外部投资管理人，新建直属国务院的投资机构需要投资管理人，实行省级投资的体制也需要外部投资管理人；换言之，在新的改革起点上，当机关事业单位加入进来之后，我们需要数量足够多、规模足够大、更加专业化的投资载体作为其外部投资管理人，而目前现有的企业年金运营机构和全国社保的外部投资管理人则远不能满足这个巨大的投资市场的要求。于是，筹建养老基金管理公司这个“老问题”依然是个“新办法”，在投资体制最终决定之前，应同时将其列入到议事日程中来。

⁴⁵ 见郑秉文撰写的如下 2 篇文章：《企业年金受托模式的“空壳化”及其改革的方向——关于建立专业养老金管理公司的政策建议》为题，在第二届中国社会保障论坛征文中获三等奖并载于《建立覆盖城乡的社会体系：第二届中国社会保障论坛文集（2007）》（上册），中国社会保障论坛组委会编，中国劳动社会保障出版社出版，2007 年 10 月，第 115—135 页；《当前中国养老金信托存在的重大问题及其改革方向》，载《中国政法大学学报》，2008 年第 1 期（双月刊，总第 3 期，1 月 10 日出版），第 30-48 页。在这几篇论文里，笔者分析了理事会内部受托模式和外部受托模式中面临的问题和改革的出路，指出外部受托人“空壳化”和市场角色“分散化”是发展企业年金的重要障碍之一，它导致价格大战和超低收费，无序竞争，这非常不利于企业年金的发展和中小企业的参与。认为改革的出路在于建立专业化捆绑式一站服务型的受托人机构即养老基金管理公司，以期为中小企业提供集成信托产品，降低其进入市场的门槛。进而，笔者指出了我国建立养老金管理公司的意义、定位、需要注意的 8 个问题和需要解决的诸多制度障碍等，认为建立养老金管理公司可以很好地解决这些问题，即通过专门化的道路，把企业年金市场带动起来，对做大做强养老基金管理公司进行试点，使之成为企业年金市场中的旗舰。当时，笔者在这些文章里还对建立养老基金管理公司的监管模式和制度框架做了分析。

⁴⁶ 在已有五家养老保险公司的情况下，2014 年初又批准建立了安邦养老保险股份有限公司，至此，全国共计拥有六家。

第二，是机关事业单位养老金改革的必要条件。机关事业单位养老金改革的基本原则显然是“基本养老+职业年金”的“两层设计”原则，目的是为了保证与企业职工养老制度的一致性，彻底消除“双轨制”。但是，与企业相比，机关事业单位的明显特征是工作环境相对稳定（长期聘用合同），人员素质较高（学历较高且全部严格考试入门），工资增长机制平滑稳定（不是大起大落），工作岗位重要（掌握国家行政管理、医疗卫生教育和上层建筑等重要部门），而目前企业年金的“社会基础设施”跟不上建立职业年金的实际需要，不能满足机关事业单位建立职业年金的现实要求。建立若干旗舰养老基金管理公司之后，机关事业单位的职业年金可形成“两层市场结构”：一个是“一级市场”，是指若干养老基金管理公司实行有限竞争态势，成为机关事业单位职业年金的一站式服务的提供商；一个是“二级市场”，是指养老基金管理公司将大量投资“外包”给有资质的大量金融机构，包括6个养老保险公司，实行充分的市场竞争。众所周知，上世纪90年代和2008年事业单位养老金两轮实行改革，但均未有结果，主要原因之一就是未将构建职业年金制度纳入到顶层设计之中，而建立职业年金的“核心技术”就是建立养老基金管理公司，这是一个牛鼻子。此次第三轮事业单位养老金改革正在顶层设计之中，前两轮改革的失败要成为前车之鉴。

第三，是撬动企业年金发展的重要引擎。世界各国的企业年金发展模式可大致分为“市场竞争型”和“政府推动型”。“市场竞争型”是指以美国为代表的发达国家实行的企业年金发展模式，其特点主要有，起步建立较早，甚至早于其基本养老保险制度，所以，DB型计划比较发达，比重较高；上世纪70年代以来，DC型信托制计划开始兴起，逐渐成为资产管理业的一个组成部分，尤其是以401(k)为代表的职业年金计划在美国蓬勃发展，其规模已开始超过DB型计划；绝大部分养老计划的运营是由市场相关金融机构承担的，监管部门无需发行特许经营资格和设置准入门槛，受托人、托管人、账管人和投管人的角色比较分散，竞争较为充分；DC型职业年金计划较为发达的国家基本为信托传统深厚的不成文法国家，他们构成了当今世界“市场竞争型”企业年金发展模式的主体国家。

“政府推动型”是指拉丁美洲80年代以来、中东欧90年代以来、新兴市场经济体近年来建立起来的跨越式超长发展的一个模式，其重要的标志和关键就是建立大型养老基金管理公司，后者在推动养老金业起到了不可替代的引擎作用。

例如，2011 年底的数据显示⁴⁷，就拥有养老基金管理公司的数量来讲，玻利维亚有 4 个，智利 6 个，哥斯达黎加 7 个，墨西哥 14 个，巴拿马 7 个，秘鲁 4 个，乌拉圭 4 个，波兰 14 个，罗马尼亚 9 个，哈萨克斯坦 11 个，保加利亚 9 个，克罗地亚 4 个，斯洛伐克 6 个，匈牙利 12 个，科索沃 9 个，拉脱维亚 10 个，西班牙 69 个，俄罗斯 428 个。在养老基金管理公司的推动下，这些国家的养老基金业发展非常快，墨西哥 1997 年参与人数仅为 777 万人，2011 年则高达 4251 万人，基金积累增长从 1997 年的 6 亿美元一跃增加到 2011 年的 1208 亿美元；西班牙 1989 年参与人数仅为 32 万，2011 年增加到 1065 万人，基金累计规模从 1989 年的 8 亿美元激增至 1074 亿美元；俄罗斯从 2005 年的 61 万人增加到 2011 年的 1188 万人，基金累计从 2002 年的 15 亿美元激增至 2011 年 488 亿美元。

中国是一个后发的新兴市场，企业年金刚刚起步，又是一个大陆法系传统的国家，应吸取拉美和中东欧这些国家和地区的经验，构建一个“政府推动型”的发展模式，赶上这趟历史班车，利用养老基金管理公司这个杠杆去撬动年金市场：作为企业年金的航母和引擎，建立若干养老基金管理公司，在全国不同区域的年金市场上有序竞争，形成“一级市场”；除部分自营以外，大部分投资业务外包给目前有资质的众多投资管理人，形成充分竞争的二级市场。

机关事业单位养老保险制度改革涉及的是建立职业年金“两层市场结构”问题，企业年金市场涉及的也是“二级市场”问题，这是此轮改革养老金改革的一个重点制度建设。

十四、结论：第三轮改革的前途

基本养老保险基金投资体制改革最初是从个人账户基金开始的。

早在 2005 年，原劳动和社会保障部便开始探讨基本养老保险个人账户基金投资运营问题，当时，有关部门与做实个人账户试点省份的看法相左，学者之间的看法也存在较大差异性，在多次学术研讨会上，均没有形成主流看法。当时正值扩大做实个人账户试点，在原东北三省做实账户试点的基础上，中央决定再选择 6-8 个省份进入到试点行列中来⁴⁸。这样，随着做实账户省份的增加，账户基

⁴⁷ 这些养老基金管理公司的数据引自：<http://www.fiap.cl/>

⁴⁸ 2005 年底劳动和社会保障部等联合出台的《关于扩大做实企业职工基本养老保险个人账户试点有关问题的通知》规定，“做实的个人账户基金由省级统一管理。中央财政补助部分可由省级政府委托全国社会保障基金理事会投资运营并承诺一定的收益率”。2006 年 12 月，全国社保基金理事会与天津、山西、吉

金的规模也必将扩大，投资问题便自然提到案头。但是，投资体制最终还是没有建立起来，最后的结果是，2006年12月中央财政给予做实个人账户的补助资金的9个省份正式委托给全国社保基金理事会来投资运营。于是，“2006年改革”的结果与“2011改革”差不多，也是以委托全国社保基金理事会投资而告终。

如果说“2006改革”是建立养老保险制度以来首次提出社会保险基金投资体制改革并以委托全国社保基金理事会而告终的话，那么，“2011改革”便是第二次“试水”，其结果也与“2006改革”惊人地相似，即以广东千亿基金委托全国社保基金理事会而终结。目前将要进行的改革是第三轮投资体制改革，其命运如何？如果说“2011改革”的舆论压力和部门博弈是两个最大的变数的话，前者主要集中在是否实施市场化改革上，后者主要集中在采取什么投资模式上，那么，此轮改革的情况就显得更加复杂了。

这涉及到对养老保险制度的选择问题及其福利损失的看法问题，涉及到养老保险制度与养老保险基金投资之间的关系问题，因此涉及到建立养老保险基金投资体制的必然性和必要性的问题。

众所周知，纵观我的学术心路历程，我对基本养老保险基金投资体制的看法曾发生过转变。早在2004年我发表《建立社保基金投资管理体系的战略思考》⁴⁹，看法和观点与现在不大一样。当时，我将国内的养老保险基金投资策略分为三大块：全国社保基金作为“储备基金”，其投资策略应完全走向国际资本市场；统账结合的“账户基金”应实施完全市场化的资本市场的投资策略，由中央政府负责投资管理，封闭运行，自我平衡；统账结合的“统筹基金”实行省级统筹和“三离开”的投资原则（离开资本市场，离开基础设施和不动产，离开其它产业等投资领域），而采取全部购买特种国债的投资策略，具体设想是持有中央政府发行的特种社保国债（可交易与不可交易的）和省级地方政府发行的债券和金融债券，由此创建和形成“两个市场”即“准债券市场”和“金融债市场”。于是，在上述储备基金、账户基金和统筹基金这三支基金之间便形成一个专门的“社保信用合作体系”。当时，笔者还对上述三支基金各自的法律定位、支付功

林、黑龙江、山东、河南、湖北、湖南和新疆等9个省区签署协议，其结果是委托运营基金大约每年100亿元，委托期限最短为5年。在5年的委托期内，社保基金会将根据投资运营情况每年分红一次，5年期满时结算；全国社保基金理事会承诺每年3.5%的保底收益率。

⁴⁹ 见郑秉文：《建立社保基金投资管理体系的战略思考》，载《公共管理学报》（哈尔滨工业大学管理学院主办），2004年第4期（季刊，总第4期），第4—21页。

能、融资渠道和行政隶属关系等制度框架提出了具体的政策建议，对其回报率做了对比，认为基本可以逼近平均社会工资增长率的水平；为配合上述投资体系的建立，还提出了调整社保缴费比例的设想，认为这个基本框架既符合国际惯例，又符合具体国情，具有中国特色；既有制度创新，又为未来诸如地方开放地方债市等发展留下了空间；既保持了职工收入替代率没有降低，又增强了社保制度的财政可持续性，同时还减轻了国家的财政负担。

笔者上述对中国养老保险基金投资体制的看法可以归结为一点，就是统账结合制度下，账户基金应实行市场化的投资体制，而统筹基金则主要是以国债投资为主。

但是，后来的发展趋势却残酷地显示，这些想法离现实存在很大差距，尤其是，现实世界中的三个“没想到”促使笔者彻底改变了对中国养老保险基金投资体制改革的想法。

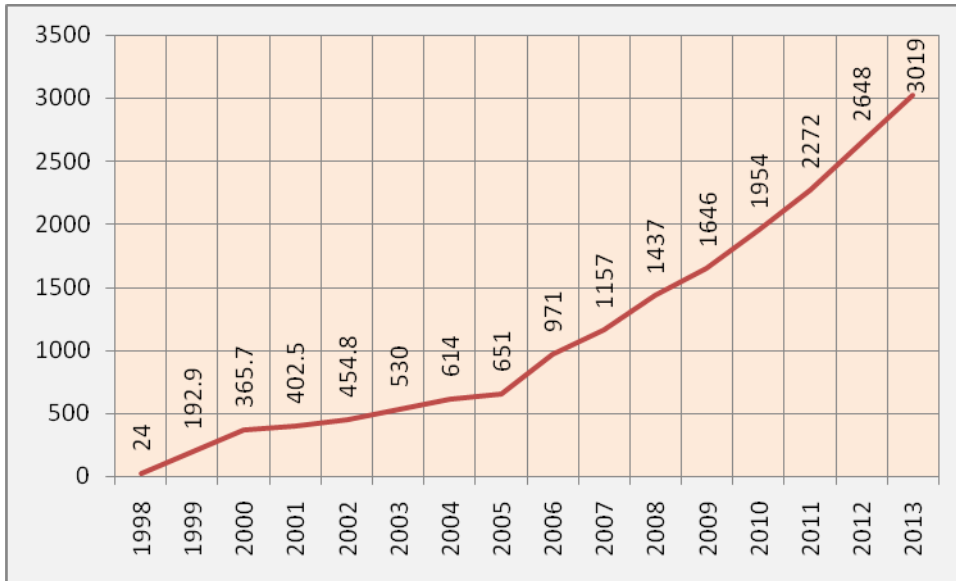
第一个“没想到”是，虽然笔者“认识到”了“艾伦条件”和“生物收益率”的铁律⁵⁰，但“没想到”做实账户最终还是流产了，于是，账户基金市场化投资体制的建立便成为泡影。艾伦条件告诉人们，存银行和买国债的保值增值方式离社会平均工资增长率与人口增长率之和更远，差距更大，只有建立市场化的投资体制才能更加逼近或缩小这个差距，这样，减少“生物收益率”损失的办法就是尽早建立市场化投资体制；于是，在轰轰烈烈的做实账户试点的“运动”下，账户基金规模必然会越来越大，这已成为全社会的一个预期；相反，统筹基金的比重必然会不断萎缩，越来越小，就是说，统筹基金将不断被转换为账户基金，这样，统筹基金实行国债投资策略的收益率虽然低于账户基金，但不会对整个养老保险基金的收益率形成巨大影响。但是，“没想到”的是，做实个人账户试点的13个省份积极性逐年下降，新的省份不愿意加入进来，做实账户试点陷入流产状态；相对应地是，基金都留在了账户之外，即形成了规模庞大的统筹基金。退一步讲，即使账户基金规模远不如预期，其市场化投资体制也没有建立起来，账户基金与统筹基金实行的都是银行存款的增值保值方式。于是，这个“没想到”导致笔者2004年撰写和设想的投资体制改革“三足鼎立”的设想彻底陷入虚无

⁵⁰ 在积累制度下，如果投资收益率小于人口增长率与工资增长率之和，积累制就是不可取的，这时就应该放弃积累制而实行现收现付制，因为现收现付制是有效率的，它能够在代际之间进行帕累托有效配置，这就是内部收益率，这个内部收益率就是人口增长率和工资增长率之和，也叫生物收益率。这就是“艾伦条件”，常常也被称之为萨缪尔森定理。

状态。

第二个“没想到”是，虽然笔者“意识到”了随着覆盖面的扩大，养老保险基金规模将不断扩大，投资压力也将随着增加，但是，“没想到”的是，统筹层次始终没能提高，由此“逼使”财政转移支付不得不大规模介入，对养老保险进行的转移支付一年比一年多：1998 年仅为 24 亿元，占当年的 GDP 的 0.02%，但到 2013 年则高达 3019 亿元，占 0.5%。1998 年以来，财政转移支付合计高达 18338 亿元，而 2013 年基本养老保险基金历年累计余额也就是 28269 亿元，就是说，在滚存余额中，大约有 64%是财政补贴形成的。每年财政补贴之所以不得不大规模介入，其主要原因之一是养老保险基金的统筹管理层次低下导致的，收不抵支的地区为保证发放养老金不得不“理直气壮”地把手伸向财政。我们知道，早在 1991 年发布的《国务院关于企业职工养老保险制度改革的决定》（国发〔1991〕33 号）就规定，“尚未实行基本养老保险基金省级统筹的地区，要积极创造条件，由目前的市、县统筹逐步过渡到省级统筹。”习惯上讲，在中国特定文化背景下，文件规定的动作一般来说就肯定形成预期，这是制定政策的基本依据。但这次却不是这样，这件事却没有形成预期，二十多年过去了，统筹层次还是原封没动，这个预期没有实现，这是谁也“没想到”的。于是，财政转移支付就成为必然，在客观上“帮助”养老保险基金快速发展，使其增值保值的压力陡然增加。至于为什么统筹层次经过 20 多年之后还是没有提高，这就是另外一个问题了。

图 1：1998-2013 年各级财政对城镇企业职工基本养老保险基金的转移支付（亿元）



资料来源：作者根据历年《人力资源和社会保障事业发展统计公报》绘制。

第三个“没想到”是，虽然笔者“意识到”了1997年加拿大改革、2000年日本和韩国改革冲破了以美国为首的DB型现收现付制条件下保险基金不能进入资本市场进行市场化投资的“禁忌”⁵¹，但是，万万“没想到”这三个国家的改革形成了一个宏大的历史潮流，不仅冲破了人们的思维桎梏，更带来了一场颠覆性的历史变革，甚至对传统的引入个人账户的双重目的都产生巨大影响，即建立个人账户的目的之一是为了进行市场化投资的假定已被三国改革的成功实践所彻底摒弃。随着时间的推移，三国的投资实践显现出的是逐年向好，尤其是，加拿大“1997改革”显示出其引领性的示范作用，通过个人账户进行市场化投资的信条无疑已沦为历史窠臼。这个“没想到”的冲击力也是非常大的，尽管美国基本养老保险“联邦社保信托基金”（OASDI）依然故我，我行我素，仍全部持有政府债券，但是，外部世界的变化与实实在在的投资收益率已经证明，DB型现收现付制的两种投资体制完全可以并行不悖，相互竞争。

主观决定于客观。上述三个“没想到”使笔者的心路历程发生转变，使笔者的主观认识出现变化。虽然多元化和市场化的投资收益率仍不能跑赢社会平均工资增长率（与人口增长率之和），但毕竟高于银行存款利率，也高于国债利率，是目前能够看得到的减少福利损失的最佳办法。于是，改革投资体制自然成为上

⁵¹ 美国相关部门和一部分学者始终认为，DB型现收现付条件下的养老保险基金如果直接进行资本市场进行投资的话，将会带来很多负面影响，一般来说只能建立个人账户并通过个人账户进行市场化投资。关于这些理念的介绍，请见郑秉文：《DB型现收现付制社保基金的危机与投资理念——美国“联邦社保信托基金”治理结构及其不可持续性的解决途径》，载《世界经济》，2003年第11期（月刊），第46-69页。

策，这是对社保基金安全性和收益性更加负责的体现。从另一个方面讲，中国采取市场化的改革取向，这完全符合世界改革潮流，继加拿大、日本、韩国之后，如果中国成为市场化改革的第四个国家，这将是一个创举，也是一个发展趋势。

实际上，上述三个“没想到”带来的冲击是非常大的，它不仅改变了笔者作为一个学者的心路历程和学术观点，也改变了中国养老保险制度的运行质量和支付能力，甚至，还改变了决策层前两次投资体制改革的政治决心。但不管怎样，改革的趋势是不会改变的，散落在 2000 多个统筹地区的基本养老保险基金终有一天要进行投资的，这一天必将出现在此轮或称第三轮改革中，问题只是在于采取什么模式而已。

主要参考文献：

曹远征等：《重塑国家资产负债能力》，载《财经》杂志，2012 年第 15 期（总 324 期），6 月 11 日出版。

李克强：《在中国工会第十六次全国代表大会上的经济形势报告》，《工人日报》，2013 年 11 月 4 日，第 1 版。

李扬等著：《中国国家资产负债表 2013——理论、方法与风险评估》，中国社会科学出版社，2013 年 12 月，第 238 页。

马骏、张晓蓉、李治国等著：《中国国家资产负债表研究》，社会科学文献出版社，2012 年 12 月，第 198 页和 237 页。

魏吉漳：《中国养老保险统账结合制度的隐性债务有多少？》，载《快讯》，2014 年第 11 期（总第 60 期），中国社会科学院社会保障实验室，2014 年 3 月 20 日。见中国社科院社会保障实验室官网：<http://www.cisscass.org/>

郑秉文：《金融危机对全球养老资产的冲击及对中国养老资产投资体制的挑战》，载《国际经济评论》，2009 年第 9-10 月刊（双月刊）

郑秉文：《建立社保基金投资管理体系的战略思考》，载《公共管理学报》（哈

尔滨工业大学管理学院主办), 2004 年第 4 期 (季刊, 总第 4 期), 第 4—21 页。

郑秉文主编:《中国养老金发展报告》, 2011-2014 年, 经济管理出版社。

郑伟、陈凯和林山君:《中国养老保险制度中长期测算及改革思路探讨》, 提交给第五届中国社会保障论坛的获奖论文, 北京, 2013 年 11 月 7 日。

历年《人力资源和社会保障事业发展统计公报》

声明：

中国社会科学院调查与数据信息中心（简称“调查与数据信息中心”），英文为 The Information Center for Survey and Data of Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 ICSD CASS, 成立于 2011 年 12 月，是由中国社会科学院建设和领导的规模化、规范化调查、研究和咨询机构，是面向国内外各类政府部门、研究机构、高等院校、新闻媒体、社会团体的综合性信息发布中心。

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”和“调查与数据信息中心”联合发起设立，受“调查与数据信息中心”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》、《社保改革动态》、《社保改革评论》和《工作论文》四项产品。其中，《快讯》、《社保改革动态》和《社保改革评论》三项产品版权为“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》、《社保改革动态》、《社保改革评论》和《工作论文》，请发送电子邮件至: cisscass@cass.org.cn。

地址：北京东城区张自忠路 3 号，北京 1104 信箱（邮编：100007）

电话：(010) 64034232

传真：(010) 64014011

网址：www.cisscass.org

Email: cisscass@cass.org.cn

联系人：薛涛