

# 工作论文

SSL Working Paper Series

WP No. 038-20170804

中国社科院世界社保研究中心 主办



本期的《工作论文》发表的是社会保障实验室研究员郑秉文撰写的长文，内容是关于基本养老保险基金投资和全国社保基金理事会改革，如引用，需注明出处——编者的话

## 全国社会保障基金理事会管理体制改革与养老金投资 ——写在基本养老基金投资进入市场之际

郑秉文

中国社会科学院美国研究所所长

中国社科院世界社保研究中心主任

Email: [zhengbw@cass.org.cn](mailto:zhengbw@cass.org.cn)

**【摘要】**：2015年8月国务院发布《基本养老保险基金投资管理办法》（国发〔2015〕48号）至今已有两年。去年底，若干省份先后与受托机构全国社会保障基金理事会签署委托合同，首批基金进入市场。本文对社保理事会始终存在的定位与管理体制问题进行了剖析，认为主要存在以事业单位编制管理和全额预算拨款管理为特征的八个问题；在国际比较的基础上，提出主权养老基金投资主体有三个管理体制模式；结合中国的具体国情，对社保理事会“改制”提出了四个改革方案，并对其利弊权衡提出了个人看法；针对基本养老保险基金受托投资

面临的挑战，提出社保理事会亟需建立四个重要机制；最后，本文以“加拿大养老基金投资公司”为参照，对运营 16 年的全国社会保障基金性质进行了分析，认为全国社会保障基金本质上讲是一只“无限期”的“储备型”主权养老基金，应树立“长期主义”的投资理念，确立“主动主义”的投资战略，这是近 10 年来国际大型养老基金机构投资者的最佳实践和改革趋势，社保理事会应及时做出重大战略调整，并据此提出运用大类资产比例监管和扩大投资范围等系列改革建议和一揽子方案。

**【关键词】：** 养老基金投资 机构投资者 全国社会保障基金理事会 主权养老基金 资本市场

## 一、基本养老保险基金投资体制改革尘埃落定

基本养老保险基金投资体制“2011 改革”无果而终，随即，2013 年召开党的十八届三中全会明确提出“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”。经过慎重考量和利弊权衡，在可供选择的 5 个潜在方案里<sup>1</sup>，中央最终确定采取“统一委托投资”模式即全国社会保障基金理事会（下简称“社保理事会”）作为受托人负责集中投资的方案。于是，2015 年 8 月，国务院发布了《基本养老保险基金投资管理办法》（国发〔2015〕48 号）；2016 年 3 月，国务院总理签署了第 667 号国务院令，公布了《全国社会保障基金条例》。这两个重要文件以国务院行政法规的形式将基本养老保险投资管理体制正式确定为“统一委托投资”模式。经过近 2 年的准备，作为受托人，社保理事会做了大量前期工作，地方养老保险基金分批陆续上解到社保理事会，资本市场终于迎来首批资金的到来。日前，随着首笔资金进入市场开始投资，中国基本养老保险“统一委托投资”宣告正式建立，旷日持久的长达十几年的关于养老基金投资改革大辩论就此终结。

### 1. 基本养老保险基金投资体制的基本框架

《基本养老保险基金投资管理办法》和《全国社会保障基金条例》两个文件

<sup>1</sup> 参见郑秉文：《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》，载《辽宁大学学报》（双月刊），2014 年第 5 期（第 42 卷，9 月 15 日出版），第 1-19 页。可供选择的 5 个潜在方案是：由省级社保经办机构进行分散化投资、建立省级独立法人机构进行市场化投资、新建若干养老基金管理公司实行有限分散化投资、统一委托全国社会保障基金理事会进行集中投资、新建全国独立的法人投资机构进行集中。

相互补充，相得益彰，其中，《全国社会保障基金条例》第二十九条做出明确规定：“全国社会保障基金理事会可以接受省级人民政府的委托管理运营社会保险基金；受托管理运营社会保险基金，按照国务院有关社会保险基金投资管理的规定执行”；而《基本养老保险基金投资管理办法》规定“养老基金投资委托人与养老基金投资受托机构签订委托投资合同”，并对委托人（各省）、受托人（社保理事会）、托管人（银行）和投资管理人（外部投资管理人）的权利义务、各自的职能、养老基金投资产品及其投资比例、估值与费用、信息披露制度、监督检查制度及其相关法律责任等进行了详细阐述。紧接着，国务院正式批准人力资源和社会保障部、财政部授权社保理事会作为养老基金投资的受托人，统一受托负责全国各省基本养老保险基金的投资运营，至此，基本养老保险基金投资体制的框架展现出来。

于是，在 2016 年，社保理事会迅速启动相关准备工作，先后完成了职能设置和人员编制方案，新设了养老金管理部和养老金会计部两个部门，制订了大量相关规章制度，并于 2016 年底顺利完成了首批 4 家托管人和 21 家投资管理人的评审工作。2017 年 2 月 16 日中央人民广播电台网《中国之声》报道<sup>2</sup>，社保理事会与北京和上海等 7 省区市签署合同，合同金额共计达 3600 亿元。

## 2. 社保理事会为“轴心”的统一委托投资体制的优势

在目前采取的“统一委托投资”这个方案中，社保理事会将发挥着重要的“轴心”作用。多年来，主张各省分散投资的政策建议十分流行，与此相比，中央政府集中投资的思路显然要胜出一筹，它可规避各省地方的道德风险以及由此诱发的潜在市场风险，可以归并对资本市场的冲击；与“2011 改革”拟采取的新建全国独立法人投资实体的构想相比，目前的这个统一委托投资方案虽属次优，但也具有如下优势：

一是社保理事会受托投资管理基本养老保险个人账户基金经验丰富。自 2006 年 12 月以来，社保理事会就开始受托管理天津、山西、河南、新疆、吉林、山东、湖南、湖北和黑龙江 9 个试点省（市、区）做实企业职工基本养老保险个人账户中的中央补助资金，委托本金余额 767.22 亿元，累计投资收益余额 382.43 亿元。目前，个人账户基金权益 1,149.65 亿元。其中，2015 年黑龙江省解除了

<sup>2</sup> 《京沪等 7 地区 3600 亿养老金已开始投资运营》，见 CCTV 证券网：<http://www.cctvfinance.com/gncj/2017021745323.html>

委托投资管理关系，结算拨付委托本金及收益共计 150.03 亿元。目前，仍有 8 个试点省（市、区）做实个人账户资金 1,181.22 亿元<sup>3</sup>。

二是社保理事会受托投资管理基本养老保险统筹基金业绩优异。众所周知，社保理事会已受托投资管理广东省和山东省社会统筹基金合计 2000 亿并取得优异业绩。2012 年 3 月社保理事会与广东省签约，受托投资管理其社会统筹基金 1000 亿元，约定期限 2 年（后延至 5 年）。截止 2016 年底，其本金与收益合计为 1213.49 亿元（2015 年已返还广东投资收益 117.78 亿元）。2014 年 6 月 2 日社保理事会与山东省签约，受托投资管理其社会统筹基金 1000 亿元，约定委托期限为 5 年。从 2015 年 2 月至 2016 年 12 月，山东 1000 亿元委托资金分 10 笔陆续到账。截至 2016 年底，其本金和收益合计为 1049.86 亿元<sup>4</sup>。

三是社保理事会投资运营全国社保基金具有丰富经验并取得令人瞩目的业绩。全国社会保障基金（下简称“全国社保基金”）成立于 2001 年。16 年来，社保理事会为全国社保基金的投资管理和保值增值立下汗马功劳，该基金规模从 200 亿元起步，到目前已超过 2 万亿元，增加了 100 倍；累积投资收益近 7908 亿元，自成立以来年均名义投资收益率为 8.82%，比同期通胀率 2.33% 高出 6.49 个百分点<sup>5</sup>。

四是社保理事会已逐渐成为全国专业化程度最高的养老基金大型机构投资者。在以往的 16 年里，社保理事会建立起比较成熟的运作架构，积累了较多的管理大型基金的经验。作为受托人，社保理事会可利用现成的市场研究、资产配置、股票投资、风险管理等专业团队和人才，在成本增加较少的情况下，可稳健和高效地让基本养老保险基金投资体制尽快运行起来。

五是社保理事会已逐渐形成独有的投资风格和享有一些优惠条件。十几年来，社保理事会对全国社保基金、个人账户基金和社会统筹基金的投资管理不仅积累一些经验，也逐渐形成独有的投资风格，这将有利于发扬长期投资、价值投资、责任投资的理念，提高养老基金的风险收益。同时，在过去的十几年里，社保理事会还积累一些客户关系与渠道，可以争取到一些国家重大工程、重大项目投资上的资源，还可在一定范围内享有必要的政策扶持措施和税收优惠。

<sup>3</sup> 《2015 年全国社会保障基金理事会基金年度报告》，见全国社会保障基金官网。

<sup>4</sup> 以上资料由全国社会保障基金理事会提供。

<sup>5</sup> 《2001 年全国社会保障基金年度报告》和《2015 年全国社会保障基金理事会基金年度报告》，见全国社会保障基金理事会官网。

### 3. “沙漏型信托模式”对社保理事会提出诸多挑战

对社保理事会而言，投资运营“缴费型”基本养老保险基金要比“储备型”全国社保基金复杂得多。仅从管理体制的角度来看，其资金上解是“多对一”的倒置“伞形状”；但其对下委托投资的方向是“一对多”的“伞形状”，从而形成“沙漏型信托模式”<sup>6</sup>，这就对社保理事会的资金上解提出诸多挑战。国务院颁布的《基本养老保险基金投资管理办法》规定，社保理事会作为受托机构负责全国各省基本养老保险的投资运营，社保理事会管理体制改革的紧迫性再次凸显。

作为一只主权养老基金（SPF），虽然“储备型”全国社保基金（社保理事会）已运行 16 年，在国内成为专业化程度最高和规模最大的机构投资者之一，但是，与国际上诸多主权养老基金相比却始终在管理体制上存在一些体制机制性障碍，距世界一流的大型机构投资者还存在一定差距。16 年的历史显示，社保理事会应尽快对这些体制机制性问题进行改革，以迎接未来的挑战。

本文以“加拿大养老基金投资公司”（CPPIB）作为基本参照，着重对社保理事会目前存在的人事管理体制和预算拨款体制问题做出分析，并分别对社保理事会运营投资“缴费型”基本养老保险基金可能存在的问题、对“储备型”全国社保基金未来的投资理念与策略的重大调整，提出系列改革建议，以期这两只基金分别博取最大风险收益。

## 二、社会保障基金理事会在管理体制上目前存在八个问题

社保理事会管理体制的性质为“国务院直属的事业单位”，“经费实行财政全额预算拨款”<sup>7</sup>。在 16 年来的运营中，社保理事会完全是按照事业单位来管理的，其主要特征是人事编制和财政预算拨款等完全实施事业单位的管理体制。但是，社保理事会运营投资的标的物是一只主权养老基金，与“主权财富基金”（SWF）十分相似。例如，社保理事会与中国投资有限责任公司（下简称“中投公司”）的投资行为和投资原则几乎完全类似，如果说有区别的话，那就是“中投公司”的基金投资侧重的是境外市场，这与国际上的主权财富基金投资策略是一致的。但是，社保理事会作为国务院直属事业单位，只能采取完全预算内的财务管理和

<sup>6</sup> 关于基本养老保险基金投资体制“沙漏型信托模式”的特征描述与原因分析，笔者将另文专述。

<sup>7</sup> 《2015 年全国社会保障基金理事会基金年度报告》，见全国社会保障基金理事会官网。

人事管理体制，其行政化的体制机制与市场化的运营目标在机构性质与功能定位等方面产生严重冲突。管理体制上的这种“另类”安排显然不利于社保理事会的运作和效率的提高，严重制约了社保理事会成长为世界一流的主权养老基金的前进步伐。具体表现为以下 8 个方面。

### 1. 事业编制的人事管理约束难以适应市场变化及其基金管理规模不断扩大的需求

资本市场投资工具和产品创新日新月异，层出不穷，交易方式日益复杂化多样化，市场开放度和竞争程度不断提高，机构投资者的内设机构和人员雇佣数量本来是内部管理事务，应根据实际需要由其随时自主决定；从内部需求来讲，有的部门根据市场的变化可能需要扩大，有的需要缩小，有的岗位急需招募市场上优秀专业人才，以适应瞬息变化的市场要求。但是，社保理事会的内设机构和人员编制均定岗定编，按事业单位管理办法执行，受到财政供养人员编制的严格控制，这显然不能适应和满足市场化基金运营的现实需求，不能建立起市场化的灵活用人机制，不可能建立起与绩效挂钩的动态化人力资源管理体制。例如，社保理事会管理的资金规模逐年增加，与建立之初相比已增加了一百倍，但人员编制却没有发生根本性变化，全部人员不到 250 个编制。相比之下，实行市场化运作的加拿大养老基金投资公司（CPPIB）则十分灵活，10 年前管理的基金规模仅为 980 亿加元时，其雇员人数是 164 人；后来，随着基金规模的增长，雇员数量逐年增加；目前，该公司管理基金的规模为 2789 亿加元，雇员人数相应增加到 1062 人，虽然其管理的基金规模小于我国的社保理事会，但其雇员数量却四倍于社保理事会<sup>8</sup>。

### 2. 事业单位的薪酬制度难以招募到国内外最优秀的投资管理专业人才

事业单位的性质及全额财政预算的体制决定了社保理事会薪酬水平大大低于市场化的水平，不可能招募到国内外最优秀的专业人士，更不能吸引学成归国的国际优秀人才。投资领域的专业化程度高，人员流动性强，基金、证券、银行、信托、保险、期货、私募股权投资机构等已成为资本市场的主体，合格境外投资者（QFII）、人民币合格境外投资者（RQFII）也在不断发展，以证券投资基金为主体的多元化机构投资者队伍不断发展壮大，形成了激烈竞争的金融人才市场；

<sup>8</sup> CPPIB, 2016 Annual Report, CPP Investment Board, p.12, p.49.

无论在国际，还是在国内，市场化的投资专业人士薪酬体系具有一定的客观规律性和可比性，而社保理事会与这个市场基本隔绝。近年来，业务骨干流失现象呈明显加剧的苗头。相比之下，加拿大养老基金投资公司（CPPIB）用人机制十分灵活，投资专业人员实行完全市场化的薪酬制度，实行全球招聘专业人士；根据立法，加拿大联邦政府对 CPPIB 采取的是绩效考核标准，对其用人数量没有任何规定，对专业投资人员的薪酬标准也不做具体限制。

### 3. 事业单位的决策机制不适应瞬息万变的市场变化的要求

金融市场复杂多变，事业单位管理体制框架下的管理机制和决策程序使社保理事会难以适应市场化运作的需求。例如，近年来，我国资本市场发展迅速，优先股、资产证券化等金融产品和金融工具创新不断涌现，但社保理事会在投资时须报请监管部门对投资品种逐一报批；事业单位的性质及其管理体制使之不可能那么贴近市场、理解市场和适应市场，不可能树立起市场化和现代化的投资理念和信息传递系统，不可能建立起敏捷快速的投资决策体制、反应体制与执行体制，由此不可能满足大型机构投资者所应具备的投资决策机制，难以适应瞬息万变的市场需要，隐藏着一定的投资风险。就加拿大养老基金投资公司（CPPIB）而言，作为国家拥有的全资公司，它实行的是完全企业化的管理体制，所有投资决策均根据独立的市场判断行事，有自己一套完整和严谨的投资决策流程，在公司运行与投资决策上与政府“保持一定距离”（CPPIB 语）<sup>9</sup>，是一个以受益人收益最大化为唯一目标的养老资产管理公司。

### 4. 事业单位的机构管理体制不能设立境内外分支机构

作为全国最大的养老基金投资者，社保理事会的事业单位管理体制受到异地设立分支机构的严重制约，这不利于异地开拓业务和建立伙伴关系，难以利用法人优势地位促进市场化投资；社保理事会的境外管理人越来越多，目前已达 33 家，但在一些重要国家和国际金融中心地区却不能建立境外法人分支机构，甚至不能建立办事处等非法人机构，这既不利于当前境外投资业务的管理和拓展，也不利于将来全球资产配置的需要。相比之下，加拿大养老基金投资公司（CPPIB）随着其管理基金规模的不断扩大和全球资产配置的实际需要，设立的境外办事处逐年增加，10 年前仅为 1 个，而现在是 6 个，境外雇员总计超过 200 人，其中，

<sup>9</sup> 为保持投资决策的独立性，《加拿大养老基金公司法案》（CPPIB Act）规定，加拿大养老基金投资公司与政府保持一定距离。见 CPPIB, 2016 Annual Report, CPP Investment Board, p.20.

伦敦办事处雇员多达 102 人，香港办事处 65 人<sup>10</sup>。

### 5. 事业单位的财政全额预算制完全不适应大型机构投资者的需要

大型养老基金机构投资者的行政费用与运营成本应该完全内在化，实行成本核算制，这样能够更加精确的体现出机构的管理能力与投资绩效。但是，社保理事会实行的是全额拨款预算制，所有人员薪资支出、行政费用支出、信息系统支出、外事交流支出等，全部来自财政预算，这样的制度安排显然是值得商榷的：既导致财政资金宏观运用低效，又严重制约了社保理事会的业务发展，在信息系统建设、社会责任的实现、聘请社会专家和境外专家、境外实地调研和技术培训、国际同行业务交流、投后管理和尽职调查等所有业务流程上，均难以找到与之相对应的会计科目，不能按照业务要求和市场惯例支付相应的财务费用。例如，在世界各国任何一个大型机构投资者的年度财务报表上都设有行政成本支出项，但在社保理事会年度财务报表的“费用”栏中却没有“行政成本”项，这与国际惯例完全不符。这里还加拿大养老基金投资公司为例，其 2016 年财务报表显示<sup>11</sup>，该年度净收入（减去成本后）是 91 亿加元，全部成本是 26.43 亿加元，其中运营成本 8.76 亿，投资管理费 13.30 亿，交易费用 4.37 亿；实行成本核算可对其投入产出进行纵向对比，实施精准化的绩效管理和考评，例如，2016 年每投资 100 加元的成本是 0.32 加元，而 2015 年每投资 100 加元的成本是 0.34 加元，这意味着，2016 年的效率高于 2015 年。

### 6. 事业单位的政府采购规则与评审选用外部投资管理人存在法律冲突

《政府采购法》和《政府采购法实施条例》明确规定，政府采购的含义是指“各级国家机关、事业单位和团体组织，使用财政性资金采购依法制定的集中采购目录以内的或者采购限额标准以上的货物、工程和服务”。据此，作为事业单位，社保理事会显然必须严格执行《政府采购法》和《政府采购法实施条例》。但在具体执行过程中，事业单位的政府采购规则制约社保理事会对外购买商品和服务，例如，在选聘会计师事务所、律师事务所等专业机构，以及信息系统开发和数据处理等公司开展业务时，必须依法执行“价低者得”，片面强调价格因素导致无法遴选出真正符合投资业务需要的专业服务机构。再例如，社保理事会的前台采购的 2 个“服务”项目也处于十分尴尬的境地。第一个“服务”项目与《政

<sup>10</sup> CPPIB, 2016 Annual Report, CPP Investment Board, p.12.

<sup>11</sup> CPPIB, 2016 Annual Report, CPP Investment Board, p.49-50.



府采购法》与《采购法实施条例》的规定存在一些冲突：政府采购“服务”的供应商没有明确规定是否包括市场化专业中介人才机构（猎头公司），根据“法无禁止皆可为”的原则，它可视为“灰色”地带。但是，事业单位的费用支出中却难以找到相应的列支科目，而通过专业中介公司“挖人”早就是投资界引进人才和人才流动的通行做法，这就限制了社保理事会招募专业人士的来源渠道。

社保理事会的前台采购的第二个“服务”项目是社保理事会与外部管理人（托管人和投资管理人）的委托业务，在政府采购规则提供的合同样本“适用性”上存在一定冲突。《政府采购法》与《采购法实施条例》对政府采购行为、流程和诸多技术细节都做了十分严密的规定，从采购目录、采购限额、招标文件、谈判文件、虚假通知书、投标要求、评标方法和标准、2%的投标保证金标准、履约保证金、竞争性谈判、评标委员会等等，所有这些流程和规定都不太适用社保理事会与外部管理人签署合同的内容。重要的是，采购规则提供的采购标准合同文本与大型金融机构委托几十亿和百亿元所需要的委托投资合同所需要的内容相去甚远。就外部投资管理人的合同关系来讲，其合同的核心内容是委托投资规模、管理费标准和银行第三方托管等，而所有这些重要内容显然属于资产管理范畴，具有典型的信托特征，属于信托业务，应受到《信托法》的监管，与《政府采购法》相去甚远。十几年来，社保理事会选聘合作的境内管理人（托管人和投资管理人）几十个，境外管理人也多达几十个。随着业务范围和基金规模的不断扩大，今后选聘的外部管理人也将继续增加，应尽快解决这些问题。

### 7. 事业单位的考核制度难以建立起资产管理机构科学化的绩效评价体系

社保理事会现行的内部考核机制必然以事业单位传统考核机制为主导。在社保理事会业务流程的前台、中台和后台三大板块中，中台和后台实施以定性为主的考评机制尚可，而前台对投资管理相关岗位人员的考核机制应将定性与定量结合起来，既包括日常行为表现，又包括投资业绩指标的完成情况，实施投资基准为导向的评价机制，这是一般资产管理公司实施的考核评价机制，本应引入到社保理事会，以提高机构的专业性和收益性。但目前事业单位管理体制内，虽然对大类资产设定了投资基准，但却很难开展真正意义上的投资绩效评估；至于对具体投资团队和投资岗位开展科学、准确和严格的绩效评估就更加难以做到，这必将影响社保理事会的整体投资业绩。

## 8. 事业单位的官本位科层结构和行政化管理体制“侵蚀”投资机构的专业精神

事业单位的管理规则具有浓厚的机关作风和行政化色彩，传统的官僚层级和职务晋升必然是机构运转的主要动力，官本位的科层结构显然不利于专业人员职业路线的发展，资产管理机构的专业精神、匠人意识和投资业绩处于劣势地位。与此同时，现代法人治理结构难以真正建立起来，更难以发挥作用。除了“贴近”政府的“体位”优势，与市场化程度较高的其他资产管理机构相比则很难具有竞争优势，这反过来又势必加重了垄断色彩和政府意识，难以长久地保持国内一流机构投资者的地位。

### 三、社会保障基金理事会改革探索与管理模式的国际比较

社保理事会“行政事业单位”性质的不适应性随着全国社保基金规模扩大而逐渐显露出来。尤其是，在 2008 年国务院法制办牵头起草《全国社会保障基金条例》过程中，社保理事会的性质问题难以回避，在社保理事会内部和有关部门之间进行过商讨。从国际比较的角度看，各国主权养老基金的管理体制不一而同，差距较大，即使同一类型，也存在较大差异，具有浓厚的本土色彩，且不同管理体制评估的基准也难以确定，例如，同一管理体制下的管投资业绩也存在较大差异。所以，因地制宜将是选择管理体制模式的主要根据之一。

#### 1. 社保理事会管理体制改革的前期探索

据了解<sup>12</sup>，在《全国社会保障基金条例》起草过程中，社保理事会的定位曾先后提出过三种方案：一是将其改为“全国社保基金资产管理公司”；二是调整为“国务院特设直属事业单位”，在国务院机构设置中的地位序列不变；三是依然定位为“国务院直属事业单位”。后经反复研究和沟通，有关方面认为国务院设立社保理事会的初衷不是通过建立一个商业性的资产管理公司来投资运营全国社保基金，并认为国务院将社保基金交由一个商业性资产管理公司投资运营也不符合市场竞争原则。全国社保基金的投资运营要在国务院领导下进行，充分体现国务院的意愿，因此，不宜将该社保理事会定位为“资产管理公司”。至于第二个方案，在目前我国法人登记分类里，只有企业、事业和社团法人，“国务院

<sup>12</sup> 以下内容引自戴相龙著：《戴相龙社保基金投资文集》，中国金融出版社，2013 年 7 月，第 171-176 页。

直属特设事业单位”在现行法人登记上无此序列，对外也不好解释，在法理上不成立。于是，在 2012 年 8 月社保理事会、财政部、人力资源和社会保障部联合给国务院上报《全国社会保障基金条例（草案）》“送审稿”第三条中采取了第三方案，即仍将社保理事会的定位沿用为“国务院直属事业单位”，这是因为，在《全国社会保障基金条例》中不可能不对社保理事会的法人定位加以表述，但在没有别的更好选择情况下，就只能待我国对事业单位改革结束后再另行决定。

当然，2016 年国务院正式发布的《全国社会保障基金条例》最终还是回避了社保理事会的定位问题。据社保理事会时任理事长回忆<sup>13</sup>，中编办等有关部门后来也曾提出过将直接投资运营的部门和人员分离出来成立一个投资公司，原管理服务部门保留为事业单位，但在内部讨论时由于人员难以划分等不同声音而没有继续下去。从社保理事会的角度来说，把社保理事会定位为“国务院特设直属事业单位”具有一定优势，这既可保留原有的“事业单位”性质，又具有“特设”的功能，并可为社保理事会制订接近企业化管理的人事、薪酬、经费管理制度留出空间。这个方案曾得到有关部门领导的同意，但后因主管部门的不同意见而搁置起来。再后来，作为折中的权宜之计，经过人力资源和社会保障部、财政部的同意，社保理事会的薪酬体制做了一定的调整。

## 2. 国际上主权养老基金管理体制的分类与现状

在世界范围内，从养老基金的资金来源与投资管理来看，主权养老基金大致可分成两种类型<sup>14</sup>，即“储备型”主权养老基金和“缴费型”主权养老基金。“储备型”主权养老基金是指一经济体通过预算安排或某种自然资源收入和国际收支盈余等方式积累形成的战略养老储备，以补充和加强未来养老保障的支付能力，一般情况下十几年或几十年不支付，基本没有流动性要求。最典型的是挪威 1990 年成立的“政府全球养老基金”（GPF）。 “缴费型”主权养老基金是指其资金来源于基本养老保险参保人缴费，投资主体或全部或部分地将参保人缴费形成的独立资产池作为投资对象，实施市场化、多元化与国际化的投资策略，以期获得风险收益。最典型的是加拿大 1997 年通过加速提高缴费水平而形成“加拿大养老

<sup>13</sup> 以下内容源自作者与戴相龙先生的交谈，后者同意作者予以引用，这里表示感谢。

<sup>14</sup> 关于主权养老基金类型的论述，详见郑秉文撰写的两篇论文：《中国建立“主权养老基金”的紧迫性及国际比较——应对“中国威胁论”与外汇储备二次分流战略思考》，载《国际经济评论》（中国社会科学院世界经济与政治研究所），2008 年第 3—4 期，第 43-53 页；《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》（中国社会科学院世界经济与政治研究所），2009 年第 9-10 月刊，第 5-29 页。

计划”资金池，由此建立“加拿大养老基金投资公司”（CPPIB）。

表 1 世界主要主权养老基金受托投资主体管理体制

管理体制	国家	基金名称	成立时间	资金来源	委托人	受托人	投资管理人
政府投资型	美国	联邦信托基金 (OASDI Trust Fund)	1940	缴费型	OASDI 信托基金理事会	财政部	
	挪威	政府全球养老基金 (GPF)	1990	储备型	财政部	中央银行	内设“投资管理部”
	法国	国家退休储备基金 (FRR)	2001	缴费型	基金监督委员会	法国信托投资局	
	智利	养老储备基金 (PRF)	2006	储备型	财政部	中央银行	外部投资管理人
	俄罗斯	国家福利基金 (NWF)	2008	储备型	财政部	中央银行	
社团法人投资型	日本	年金积立金 (GPIF)	2000	缴费型	厚生省	年金积立金管理运用独立行政法人 (GPIF)	
	韩国	国民养老基金 (NPF)	2000	缴费型	国民年金公团 (NPS)	下设“国民年金管理中心” (NPFMC)	
	爱尔兰	国家养老储备基金 (NPRF)	2001	储备型	财政部	基金理事会	委托公债管理局和其他投资管理人
	澳大利亚	未来基金 (AGFF)	2006	储备型	财政部	基金管理委员会	下设“基金管理局”
公司投资型	加拿大	加拿大养老金计划 (CPP)	1997	缴费型	财政部	加拿大养老基金投资公司 (CPPIB)	

资料来源：部分资料来自相关国别基金官网的年报，部分来自戴相龙著：《戴相龙社保基金投资文集》，中国金融出版社，2013年7月，85-105页、第437-480页。

注 1：在政府投资型、社团法人投资型和公司投资型这三类投资管理主体类型中，每一类型按基金成立日期排序。

注 2：日本年金积立金源自于 1959 年成立的“国家储备基金”，其受托与投资管理人 GPIF 采用的是该机构日文主页的日语原文“年金积立金管理运用独立行政法人”；韩国国民养老基金源自 1988 年成立的国民养老金；法国“退休储备基金”是“法国养老团结基金”（FSV）1999 年设立的一个财务部，2001 年立法更名为独立的“国家退休储备基金”。

由于资料来源和语言的限制，本文以 10 只主权养老基金为例，分析了世界上几只主要主权养老基金管理体制的类型，其分类的标准是以“受托人/投资管理人”主体的性质为准则。这里要说明的是，在 10 只基金中，只有美国是一个特殊案例，它是非市场化、非多元化、以国债为唯一投资工具的养老基金，其他

9 只基金实行的均为既包括权益类、又包括固收类产品的市场化与多元化投资策略。经过分析发现，主权养老基金的管理体制大致有如下几个特征：一是他们可大致分为三大类，即“政府投资型”，其特征是“受托/投资管理人”为政府机关本身；“社团法人投资型”，其特征是“受托/投资管理人”为永续社团法人机构，既非国家机关，亦非公司；“公司投资型”的特征是其“受托/投资管理人”为国有独资公司。二是在“政府投资型”里，除美国以外，其他 4 只基金的“受托/投资管理人”大部分为中央银行，只有法国是综合性的投资机构“法国信托投资局”（该机构具有 200 多年的历史，还负责投资私人储蓄资金等）。三是在“社团法人投资型”里，日本和韩国的“受托/投资管理人”为独立的社团法人，他们直接实施投资行为，而爱尔兰和澳大利亚的社团法人为“委员会”，它只负责制订投资政策，具体投资行为则二次委托给“第三方”或下设机构。四是在“政府投资型”和“社团法人投资型里”里，他们基本都有外包投资业务，即把相当一部分投资业务再分解外包给外部投资管理人，实行的是“直接投资和委托投资”相结合的模式，例如，韩国的国民年金管理中心就将境外权益类和固收类投资外包出去。五是包括全部“储备型”基金在内的大部分基金的委托人为财政部，甚至包括“缴费型”的加拿大养老基金在内。其余三个“缴费型”基金的委托人分别为专门建立的监督委员会（法国）、厚生省（日本）和养老保险经办机构（韩国）。六是采取“公司投资型”的只有一个国家即加拿大，看上去似乎是个“异类”，但近 10 多年来的表现使其感兴趣的人越来越多。

上述 10 只主权养老基金管理体制显示，养老基金的投资管理体制并没有一个相对趋同的统一“格式”，或说没有一个普遍流行的固定模式，它给我们展现的图景是：三种类型的管理体制存在很大差异性，例如，央行（政府投资型）和公司（公司投资型）分别作为“受托/投资管理人”是两个完全不同的极端模式，例如，挪威和加拿大之间的差别很大；每一类管理体制在不同国家又存在着一定的差异性，例如，在同属“社团法人投资型”的日本与韩国，其社团法人既是受托人，也是直接投资人，而爱尔兰和澳大利亚则不同，其社团法人只是受托人，其下设的公司法人才是投资管理人，即受托人与投资人的功能分离开来；唯一一个采取公司模式的加拿大虽是少数派，但却日益受到较高的评价。

### 3. 国外主权养老基金的绩效比较

国外的主权财富基金透明度很低，除极少数以外，大部分将其投资策略和投资业绩视为商业秘密，例如，新加坡的淡马锡很少有信息披露。同样，主权养老基金的透明度也不是很高，大部分主权养老基金的管理体制、投资业绩、投资策略和资产分布等信息十分有限，加之语言上的限制，这些信息的可获性更是难上加难。即使能够搜集到一些有价值的信息，仅凭投资收益率也很难对一只主权养老基金做出全面、客观的评价，尤其是，仅从投资收益率的角度来评估其不同管理体制的优劣及其相关性，既有难度，也是不科学、不完整；这样，如果将投资绩效置于不同管理体制下并进行比较研究就显得没有太大的意义。尽管如此，这里还是列出 4 只主权养老基金的投资收益率，因为他们有较为完整的英文年报制度，相对可以对三类管理体制的案例获得一个大致的概念。

表 2 2001-2015 年日本“年金积立金”(GPIF) 投资收益率 (%)

年	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
名义收益率	- 4. 01	- 6. 69	7. 61	2. 91	9. 57	3. 52	- 4. 69	- 7. 61
真实收益率	- 3. 75	- 5. 61	7. 90	3. 11	9. 76	3. 51	- 4. 63	- 7. 37
年	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	过去 15 年年化收益率
名义收益率	7. 88	- 0. 27	2. 29	10. 21	8. 62	12. 24	- 3. 84	2. 31
真实收益率	12. 44	- 0. 95	2. 51	9. 98	8. 48	11. 14	- 4. 31	2. 60

资料来源: GPIF Annual Report Fiscal Year 2015, Government Pension Investment Fund, p.11.

表 3 2005-2015 年韩国“国民年金基金”(NPF) 投资收益率 (%)

年	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
收益率	5. 63	5. 77	6. 78	-0. 18	10. 39	10. 37	2. 31	6. 09	4. 19
年	2014	2015	成立以来年化收益率		过去 10 年年化收益率		过去 5 年年化收益率		
收益率	5. 25	4. 57	6. 0		5. 5		4. 7		

资料来源: National Pension Service, National Pension Fund Annual Report 2015, NPS, p. 10, p. 6, p. 29.

表 4 1998-2016 年挪威“政府全球养老基金”(GPF) 收益率 (%)

年	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
收益率	9. 26	12. 44	2. 49	-2. 47	-4. 74	12. 59	8. 94	11. 09	7. 92	4. 26	-23. 31	25. 62	9. 62
年	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1998 以来年化收益率		过去 10 年年化收益率		过去 5 年年化收益率		
收益率	-2. 54	13. 42	15. 95	7. 58	2. 74	6. 92	5. 7		5. 25		9. 22		

资料来源: Norges Bank Investment Management, Government Pension Fund Global Annual

Report 2016(NO.19), pp.18-19.

表 5 2007-2016 年“加拿大养老基金投资公司”(CPPIB)投资收益率(%)

年	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	过去 10 年年化收益率	过去 5 年年化收益率
名义收益率	13	0.5	-18	15	11	6	9	16	18	4	6.8	10.6

资料来源: CPPIB, 2016 Annual Report, CPP Investment Board, p. 47.

截止 2015 年底, 日本“年金积立金”资产规模为 134.7 万亿日元<sup>15</sup>, 约为 1.22 万亿美元(2015 年底汇率, 下同); 韩国“国民年金基金”为 638.6 万亿韩元<sup>16</sup>, 约为 5686 亿美元; 挪威为 7.51 万亿克朗<sup>17</sup>, 约为 8794 亿美元; “加拿大养老基金投资公司”是 2789 亿加元<sup>18</sup>, 约为 2100 亿美元。这 4 只主权养老基金分别属于社团法人投资型、政府投资型、公司投资型, 2015 年的投资收益率分别为-3.84%、4.57%、2.74%和 18%; 过去 10 年的年化收益率分别是 2.31%(15 年)、5.5%、5.25%和 6.8%; 过去 5 年的年化收益率分别是 4.7%、9.22%和 10.6%。从上述收益率的情况可看到, 日本和韩国的管理体制相同, 但日本的收益率远不如韩国, 而挪威与加拿大的管理体制虽然大相径庭, 但其收益率却不相上下。

从上述四只主权养老基金的管理体制与投资绩效来看, 管理体制的性质与定位具有强烈的本土化色彩, 需因地制宜, 为我所用。

#### 四、社会保障基金理事会“转制”的四个方案及其利弊分析

在基本养老保险基金受托投资开闸起步的关键时刻, 社保理事会从单纯的“储备型”主权养老基金, 向“储备型”与“缴费型”双重功能兼有的方向转型, 这恐怕是目前世界上少有的既负责储备基金投资, 又同时负责基本养老保险投资的“双料”主权养老基金。这既对社保理事会提出了更高的要求, 同时, 又成为社保理事会转型的最佳机会窗口。虽然国际上存在政府投资型、社团法人投资型、公司投资型等三种模式, 但结合中国的具体国情和社保理事会过往 16 年的历程, 就政府投资型的管理体制来说, 社保理事会回到完全意义上的政府投资模式上已成为不可能; 就社团法人投资型来说, 社保理事会的改制有一定空间, 应结合国情, 努力创新。就公司投资型而言, 社保理事会的改革空间巨大, 但却需要决心

<sup>15</sup> GPIF Annual Report Fiscal Year 2015, Government Pension Investment Fund, p.7.

<sup>16</sup> National Pension Service, National Pension Fund Annual Report 2015, NPS, p.16.

<sup>17</sup> Norges Bank Investment Management, Government Pension Fund Global Annual Report 2016(NO.19), p.1.

<sup>18</sup> CPPIB, 2016 Annual Report, CPP Investment Board, p.1.

和共识。

### 1. “转制”的四个方案

“去行政化”是社保理事会“转制”的必然要求；“转制”是社保理事会改革的大势所趋；方案比较是“转制”的题中应有之意。社保理事会“转制”的具体思路大致有上、中、下、下下策四个方案可供选择。

#### 第一，全员转制，实行彻底的企业化改革

依照《中华人民共和国公司法》，可将社保理事会的国务院直属事业单位的性质直接转制为国有独资公司，其宗旨是负责中国各类养老基金的投资管理，使投资收益最大化。这是一步到位的“上策”，相当于“中投公司”的翻版，属于典型的公司投资模式。这个方案的特征是，除公司高层实行任命制以外，实行全员市场聘任制和市场化管理体制，包括人事管理、薪酬管理、机构管理、目标管理、投资管理，等等。实施彻底企业化改革后，可根据需要自行决定在境内设立办事处或子公司，将来实行全球配置时可在境外设立办事处和子公司，这样，母公司与子公司可实行严格的“防火墙”制度；与财政全额预算制完全脱钩，既可减少财政支出，又能建立起真正的业绩考核体系，还能实行市场化薪酬制度；与事业编制完全脱钩，既可减少财政供养人员规模，为国家节省大量事业编制，又能在全国乃至全球范围内招聘专业人才，为提高收益率最大化服务。此外，国资划转已成定局，划转后直接移交过来即可运营，因为全员转制为公司具备了运营国资的条件，否则，事业单位性质的社保理事会将不具备运营国资的条件。

#### 第二，前端剥离，实行双层体制管理

这个改革方案是“中策”。之所以是中策，是因为这个方案可较迅速地部分满足社保理事会的改革需求，实现其改革目标。这个方案的基本特征是将业务流程中的“前台”和与“前台”密切相关的若干部门“打包”转制为投资公司，例如，设立独立法人实体“全国社会保障基金投资公司”（下简称“投资公司”），实行完全的市场化管理，而“剩余部分”依然保留现行的社保理事会，维持国务院直属事业单位的性质和地位。这个“双层管理体制”架构是改革力度“适中”的方案：社保理事会作为第一层是“投资公司”的唯一股东，“投资公司”作为第二层是社保理事会的下设机构。这个改革方案也有“大方案”、“中方案”和“小方案”之分：根据业务流程，如果将中台也一次性全部划入“投资公司”，改革



力度较大，则称之为“大方案”；反之，如果仅将前台划入“投资公司”，而后台和中台完全留给社保理事会，则称之为“小方案”；如果将部分中后台职能（例如，IT技术支持部门等）也划入“投资公司”，可称之为“中方案”。

“双层管理体制”的优势有四：前端剥离出来实行公司的管理体制，“投资公司”的专业人员和社保理事会的辅助人员相对分开，投资板块轻装上阵，效率得以提高，改革的难度大大降低，此为其一；“投资公司”可异地设立分支机构，从而“躲开”事业单位不能设立分支机构的规定，这就从“双层管理体制”可进一步延伸到“多层管理体制”的体制架构，为未来发展留下空间，此为其二；“投资公司”可实行完全的企业化管理，从治理结构到投资决策，从薪酬待遇到考核机制，从资产配置到风险管理，从直接投资到委托投资，均可按国际惯例实施完全的市场化机制，此为其三；“双层管理体制”框架下，可满足国资划转后的投资运营的需要，在第二层可继续设立公司，例如，可设立专门的国有资产投资公司。随着划转规模的增加，在达到一定规模后，还可另外再设立一个国有资产投资公司，以形成竞争态势。这样，第二层可根据需要，随时增加设立公司，以满足不同条件下的需要，此为其四。

### 第三，就地转型，改为“国务院特设直属事业单位”

这是社保理事会转制的“下策”。之所以称之为“下策”，其主要原因是受到外部环境、法律条件和具体国情的约束。在此前的改革探索中，这个方案在内部讨论时备受欢迎，但其外部环境和条件与之存在较大差距。根据以往的改革设想，在这个方案中，一方面，社保理事会保留国务院直属事业单位的定位，另一方面，它又有别于其他任何国务院直属事业单位，其主要特征是薪酬体制采取的是“准企业化”体制，或说，在依然采取事业单位的人事管理体制条件下，采取“准企业化”的薪酬待遇和管理机制。换言之，将社保理事会“国务院直属事业单位”改为“国务院特设直属事业单位”既保留了目前事业单位的优势，同时又引入了企业化管理的优势，有利于社保理事会排除阻力，顺利转型，有利于规避目前纯粹事业单位遇到的诸多障碍，还有利于提高投资效率，从理论上讲是一个理想的改革方案。但是，过往的实践证明，这个改革方案的可行性很小。需要说明的是，这个方案对承接国有资产划拨后的投资运营带来一定困难，即使转制为“国务院直属特设事业单位”，它的功能也难以满足国有资产投资运营的实际需要。

#### 第四，逐渐转制，实行漫长的“大过渡”

这是改革力度最小、最不可取的“下下策”方案。在这个方案中，人员身份结构分为“存量人员”和“增量人员”两个部分，即“存量人员”依然实行传统的事业编制管理的“旧体制”，“增量人员”的管理体制实行半市场化管理方式，不占事业编制；在财务上实行差额拨款制，即“存量人员”的基本薪酬来自预算拨款，而奖金等激励手段在成本中列支，与整体绩效和投资基准实行挂钩，而“增量人员”的基本薪酬和奖金均在成本中列支；在薪酬水平和奖金水平上，“增量人员”的薪酬奖金略高于“存量人员”；“增量人员”的所有行政支出列入成本，与预算拨款完全脱钩；在投资决策机制与流程、公共采购等方面维持现有的机制体制，逐步过渡。这是一个“大过渡”的方案，需要几十年的转型，即除领导层以外，传统的事业编制人员“冻结”，只出不进；随着时间的推移，“旧体制”人员数量逐年减少，市场化招聘人员比例逐年扩大，待“存量人员”自然退出历史舞台之后，慢慢脱胎换骨，转为全员公司制。在行政费用来源结构上，由于“增量人员”比例逐年增加，财政拨款比重逐渐减少，成本列支的比重越来越大，直到几十年后完成全员转制。很显然，这个“大过渡”方案难以应对国资划转后对其投资运营的实际需要，因为在其下面如果设立专门的国有资产投资公司将会遇到障碍。

#### 2. “转制”的政策依据与法律根据

建立全国社保基金和社保理事会的相关法律法规、部门规章和规范性文件共计有 8 个，按法律位阶属于 4 个层次。其中，作为立法位阶最高的《社会保险法》在第七十一条只是笼统规定“全国社会保障基金由全国社会保障基金管理运营机构负责管理运营”，没有提及社保理事会及其性质与定位；作为行政法规的《全国社会保障基金条例》是 2016 年国务院发布的位阶仅次于《社会保险法》的最新文件，但它仅规定“全国社会保障基金理事会负责全国社会保障基金的管理运营”，其他均是对社保理事会的管理运营提出的要求和规定，没有涉及其性质与定位；2001 年国务院发布的《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》第十一条规定“建立全国社会保障基金并设立理事会”，其余都是对理事会主要职责做出的详细规定；在三个“部门规章”里，只有财政部、劳动和社会保障部 2001 年联合发布的《全国社会保障基金投资管理暂行办法》对社保理事会的职

责及其与全国社保基金的关系做了规定，对社保理事会的定位只字未提。

实际上，只有在 2 个“规范性文件”中提到了社保理事会的性质与定位：2000 年国务院办公厅发布的《全国社会保障基金理事会职能配置内设机构和人员编制规定》开篇明确规定：“经党中央、国务院批准，设置全国社会保障基金理事会，为国务院直属事业单位”，这是将社保理事会明确规定为国务院直属事业单位的“源文件”；另一个规范性文件是《全国社会保障基金理事会章程》，其第三条规定“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，由国务院直接领导”。

在上述 8 个文件中，只有 2 个位阶最低的规范性文件对社保理事会的性质与定位明确规定为“国务院直属事业单位”，且《全国社会保障基金理事会章程》由理事大会会议讨论通过后报国务院备案。其他经常出现“国务院直属事业单位”字样的文件均为每年由社保理事会发布的《年报》，其标准表述格式是社保理事会为“国务院直属事业单位，经费实行财政全额预算拨款”。

表 6 全国社会保障基金（理事会）政策立法一览

法律位阶	法律文件名称	颁布时间	发布部门	文号
1. 国家法律	《中华人民共和国社会保险法》	2010 年	第十一届全国人民代表大会常务委员会通过	中华人民共和国主席令第三十五号
2. 行政法规	《全国社会保障基金条例》	2016 年	国务院	国务院令 667 号
	《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》	2001 年	国务院	国发〔2001〕22 号
3. 部门规章	《全国社会保障基金投资管理暂行办法》	2001 年	财政部、劳动和社会保障部	第 12 号
	《全国社会保障基金境外投资管理暂行规定》	2006 年	财政部	财金〔2006〕24 号
	《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》	2009 年	财政部、国资委、证监会、全国社保基金理事会	财企〔2009〕94 号
4. 规范性文件	《关于印发全国社会保障基金理事会职能配置内设机构和人员编制规定的通知》	2000 年	国务院办公厅	国办发〔2000〕72 号
	《全国社会保障基金理事会章程》	2001 年	理事大会通过并报国务院备案	理事大会

资料来源：作者根据全国社保基金理事会官网资料整理。

从上述 8 个文件的表述的逐一查询来看，社保理事会进行“转制”与其目前的“国务院直属事业单位”的性质不存在法律意义上的冲突。相对于 2000 年国

务院办公厅发布的“源文件”来说，这项改革只是行政管理上的变化而已，只要做个行政决定即可，没有触动任何现行国家法律、国务院的行政法规和部门规章。就是说，社保理事会转制是国务院对某一事业单位进行改革的内部事务，从程序上讲，只要国务院办公厅重新发文即可顺利解决。

### 3. “转制”四个方案利弊分析

当回顾设立全国社会保障基金的初衷及其历史，人们会发现，上个世纪末和本世纪初的国际背景正是亚洲金融危机肆虐之际，国内的经济体制改革正处于最艰难的攻坚阶段：一方面，国企改革正陷于三角债的最困难时期，各级财政收支形势十分严峻；但另一方面，“两个确保”和“三条保障线”的任务十分艰巨<sup>19</sup>，保民生的财政支出面临巨大挑战。在这种形势下，时任总理朱镕基痛定思痛，未雨绸缪，提出设立一只“财政储备基金”的动议，以备不时之需。虽然朱总理当时并不是从社会保障角度提出的问题，但为了名正言顺，他前瞻性地将其拟定为“全国社会保障基金”并沿用至今，将来成为留给子孙后代的重要遗产<sup>20</sup>。似乎就是沿着这个思路，全国社保基金由中央财政拨入资金和国务院批准以其他方式筹集的资金构成，社保理事会的经费自然也实行财政全额预算拨款，于是成为国务院直属事业单位，这就描述了中国这只主权养老基金为什么是“储备型”并完全由财政拨款形成和成为事业单位的原因和过程，进而揭示了这个体制的历史源头和路径依赖；从学术角度看，这个“中国故事”作为未来社会保障史研究的宝贵资料，极具研究价值。

上述分析显示，“转制”的阻力不在于“国务院直属事业单位”法律定位的神圣不可触动，而主要在于对“转制”的内部偏好、外部认知和广泛共识。在这个方面，上述四个“转制”方案均无较大冲突，牵涉到的法律层面不是很大。

第一方案即“全员转制”是最理想、一步到位的改革“上策”。采取这个方案，可建立起一个标准并与国际接轨的养老基金大型机构投资者，为未来发展打下良好基础，在体制上一劳永逸，没有为后代留下任何“后遗症”，以后再也不必为所谓的机构定位与性质问题而喋喋不休地讨论与争论。在投资业务与机构性

<sup>19</sup> “两个确保”是指确保企业离退休人员基本养老金按时足额发放和确保国有企业下岗职工基本生活费按时足额发放；“三条保障线”是指国有企业下岗职工基本生活保障、失业保险金和城镇居民最低生活保障制度。

<sup>20</sup> 关于全国社会保障基金这段历史“花絮”的回忆来自笔者在全国社保基金理事会调研时与领导的口头交流；交谈时间为2016年11月和2017年3月。

质上，社保理事会与中投公司几乎完全相同，作为大型机构投资者成为一个国有独资公司。这个改革方案既符合主权养老基金的性质，也顺理成章并能满足市场化运营投资的需要，规避目前作为事业单位所能遇到的所有障碍。在国际上流行的三个模式里，虽然公司投资型只有加拿大养老基金公司一个案例，但这是一个崭新的最佳国际实践，是社保理事会改革最便捷的一个途径，是改革空间最大的一个方案。尤其是，由于“全国社保基金”是一只“无限期”基金，唯有“全员转制”才能更好地满足奉行“长期主义”和实施“主动主义”的重大战略调整的需要（详见下文），以期达到追求长期市场风险收益的目标，这是加拿大养老基金公司 20 年来留给我们的宝贵经验。从这个角度看，虽然国际上流行的公司投资型是“少数派”，但却是社保理事会改革的一个重要参照，是一个机会成本最小的改革方案。

第二个“前端剥离”实行双层体制管理的方案是“中策”。从本质上讲，这也是一个震动较小的改革方案。从外部环境上讲，早在几年前，社保理事会曾有过类似改革设想并得到中央的认可<sup>21</sup>，该方案实施起来符合一定的预期，顺理成章。从内部看，这个方案有可能产生一定的震动：例如，前台等一部分人须分离出来进入“投资公司”，而中后台的有些部门和岗位难以清晰划断，他们的职能介于二者之间，模糊不清，对是剥离出去，还是应该留在理事会有可能会产生矛盾；再例如，即使在同一部门或同一岗位的不同人员，他们的看法也不尽一致，意愿和偏好不完全相同，为“划线”筹建“投资公司”带来困难。尽管如此，这个方案产生的震动和遇到的阻力要小于第一方案，是一个现实可行的改革思路。这个双层体制的改革方案，与社团法人投资型的爱尔兰“国家养老储备基金”和澳大利亚“未来基金”非常相像，他们的基金理事会和基金管理委员会均为“社团法人”，是法律意义上的受托人，但其投资功能分离出去，委托给下设的投资管理人，在爱尔兰是分解到公债局和其他投资管理人，在澳大利亚则委托给下设的法人机构“基金管理局”。这个方案的要义是采取“小社团、大公司”的双层架构，对社保理事会而言，则是“小理事会、大公司”，既社保理事会依然是法律意义上的受托人，而投资功能则委托给独立的下设法人机构“投资公司”。这个改革方案既可规避现行事业单位遇到的诸多障碍，还可保留现行受托人的地位

<sup>21</sup> 来自笔者在全国社保基金理事会调研中的口头交流。

不变，又能在投资体制上顺利地实施改革，满足社保基金投资体制的实际需要。从这个意义上讲，这个“中策”是在社团法人投资模式框架内的一次改良，其本质仍属社团法人投资模式的改革属性。

第三个方案是将目前的“国务院直属事业单位”改为“国务院特设直属事业单位”。之所以说这个方案是一个“下策”，是因为在执行过程中将依然会遇到一些难以克服的困难：首先，“特设”二字实为“特赦”之意，即在全国事业单位管理体制的框架内，对其实行企业化的薪酬与人事管理体制，这无疑将撼动现行的事业单位序列管理体制，即对社保理事会的“特赦”与“豁免”将会“触动”事业单位管理体制的根本；其次，在目前国企限薪的大背景下，如此“特赦”将与改革大环境产生一定的冲突，如果说在多年前这样的改革动议曾遇到冲突，现在，这些问题依然存在；最后，这个改革方案有可能在其他一些类似的事业单位中引发连锁反应，也可能在一些国有企业中引发同样的攀比，他们有可能以社保理事会为样板，提出一些同样的“特设”和“特赦”的理由，将事业与企业各自的优势都“集中运用”到本机构身上。因此，这个方案从理论上讲是一个“上策”，但从可操作性的角度看，这是一个“下策”。

第四个逐渐转制的“大过渡”方案是“下下策”，是改革效果最差的权宜之计。这个方案的最大缺陷有三个：一是时间跨度几十年，机会成本巨大，越往后，改革难度越大。二是在漫长的“大过渡”期间，“两张皮”的问题难有解决良策。例如，如何把“存量人员”与“增量人员”存有一定差异性的不同激励机制的摩擦最小化，最大限度避免负激励；再如，如何把事业单位管理方式与企业责任目标有机结合起来（如有些实施公益事业的目的但却按照企业化管理的机构）；三是前述关于管理体制上存在的8个问题基本都未触动，他们依然存在于几十年的转型过程之中，对社保理事会和全国社保基金乃至基本养老保险基金的投资都会产生不利影响。但是，从内部环境来看，这个方案的阻力最小，最容易接受。

上述分析显示，第一个和第二方案可满足近期和长期的改革需要，尤其是，可满足划转国资投资运营的需要，应成为首选；而第三和第四个方案则难以满足承接国有资产投资的现实要求，还需另外建立国有资产投资公司。长期看，目前社保理事会管理体制上的“另类安排”是迟早要改革的，“去行政化”将随着受托投资规模的不断扩大迟早都会带来改革压力；只有改革，才能彻底解决上述管

理体制上面对的诸多问题，既可提高运行效率，又能提高投资收益率；既能规避诸多“法律风险”，又可防止诸多潜在的“道德风险”，未来使社保理事会能够真正地走向国际市场。

## 五、“缴费型”养老基金受托投资亟需建立若干重要机制

与“无限期”的储备基金“全国社保基金”相比，基本养老保险基金实行“统一委托投资”模式后将面临三个问题：一是由于统筹层次低，资金流呈“伞形状”从市县级统筹单位集中到省级，再从各省集中上解到社保理事会，在层层委托代理中必然会出现一定的道德风险；二是风险容忍度低，有一定的流动性要求，存在中短期的支付压力，在与各省签订委托投资合同时考虑到各省的差异性。三是将权益类投资分配给诸多的投资管理人，再次形成一个“伞形状”的资金流运动形态，而社保理事会负责制订大类资产配置政策。

上述两个“伞形状”共同形成一个“沙漏型”资金流的运行图，与“全国社保基金”和其他国家的主权养老基金相比，这样的情况极具有相当的复杂性。例如，须与储备基金区分开来，实行两个独立的资产池，实行单独的封闭投资运营，设立单独的不同管理部门实施专项负责，实行不同的投资策略，包括风险管理和业绩目标设定等也需实施单独管理和独立的会计核算；再如，社保理事会须将各省委托的所有基金作为一个整体开展投资管理，为确保各省委托基金收益的公平性，采取统一受托和集中运营，按相应时间段同一收益率分享基本养老保险基金的收益；最后，须严格按照国务院办法的《基本养老保险基金投资管理办法》规定的坚持市场化、多元化、专业化的原则，继续坚持直接投资与委托投资相结合的投资管理方式，探索出一条既负责投资运营“储备型”又负责“缴费型”的新型主权养老基金的管理模式。

1997年加拿大建立的“加拿大养老金投资公司”（CPPIB）是“缴费型”养老基金投资公司治理模式的一个典范，有很多成功经验值得借鉴。在建立该公司之初，加拿大政府广泛地咨询了国际货币基金组织（IMF）、世界银行、经济合作与发展组织（OECD）、美国国会等，吸取了他们很多宝贵建议。社保理事会应仔细研究包括加拿大养老金投资公司在内的世界各国“缴费型”主权养老基金的有益做法和成功经验，为社保理事会顺利转型做出理论准备。在基本养老保险基金投资运

营之际，社保理事会应至少关注或建立如下几个机制，以完善适合“缴费型”养老基金投资运营的治理结构。

**1. 建立委托人联席会议机制，以确保养老基金投资收益的最大化**

社保理事会“改制”无论采取哪个方案，都需对“缴费型”养老基金建立一个独立于“储备型”养老基金的管理机制和治理结构，建立一个相对独立的绩效评估与运行系统。其中，建立一个各省参加的“委托人联席会议”协调机制是非常必要的，旨在让各省委托人充分了解养老基金投资的机制运转情况，了解委托投资的规律性，同时，社保理事会也可了解各省的基金沉淀规模与收支趋势。这是因为，各省基金结余情况差异非常大，从备付月数来看，虽然全国平均水平是16.43个月，但最多的省份广东却高达53个月，最少的黑龙江省只有1个月，他们相差53倍；虽然西藏的累计结余仅为49.77亿元，但其备付月数却高达31.79个月，在全国各省排名第四位，而黑龙江省累计结余高达130.91亿元，但备付月数仅为1个月，全国倒数第一；贵州省虽然地处西部落后地区，累计结余仅为480.42亿元，但其备付月数却呈增长态势，而辽宁省虽然累计结余高达1170.79亿元，但其备付月数却呈明显下降趋势，减少了2.37个月。就是说，作为受托人，社保理事会仅知道各省的基金累计余额是远远不够的，还需了解其备付月数等细节，比如备付月数的变化趋势、导致备付月数变化的人口老龄化发展趋势、各省人口流入与流出的空间分布趋势、当地的财政收入状况及其往年的支持力度等等。

表7 2015年养老基金当期可支付月数各地区情况

省份	累计结余	备付月数	变动	省份	累计结余	备付月数	变动
广东	6532.75	53.13	2.45	重庆	755.42	13.64	-0.20
北京	2796.57	34.76	3.95	湖南	939.27	13.27	-1.16
新疆	808.75	32.19	-0.27	河南	997.5	12.46	-1.00
西藏	49.77	31.79	-0.77	广西	456.54	11.63	-1.40
贵州	480.42	23.81	0.29	江西	498.93	11.15	-0.47
云南	650.51	23.73	-0.14	内蒙古	474.18	10.07	-1.57
浙江	3070.39	23.26	-3.25	湖北	850.44	9.25	-1.12
山西	1264.40	23.10	-3.52	陕西	453.33	8.87	-0.97
中国农业发展银行	14.31	21.67	-4.73	海南	114.18	8.70	-0.28
安徽	1042.39	20.66	0.30	上海	1450.97	8.56	-1.49



江 苏	3163.71	20.58	-1.04	天 津	396.42	8.50	-0.33
四 川	2166.36	17.02	-1.38	青 海	76.41	8.25	-2.89
<b>全国总计</b>	<b>35344.80</b>	<b>16.43</b>	<b>-1.11</b>	辽 宁	1170.79	8.06	-2.37
福 建	576.24	15.93	0.41	河 北	755.80	7.98	-2.33
宁 夏	172.20	15.07	-1.70	吉 林	383.14	7.54	-2.30
山 东	2233.39	14.52	-0.67	新疆兵团	52.62	3.34	0.29
甘 肃	365.79	14.27	-2.49	黑龙江	130.91	1.28	-2.49

资料来源：郑秉文等著《中国养老金发展报告 2016》，经济管理出版社，表 2-13 和 2-14，第 83 和 86 页。

注：按照基金累计结余增长率由高至低排序；“变动”指 2015 年备付月数与 2014 年备付月数之差。

上述沉淀基金情况的复杂性是不同省份对委托投资的要求和期望值存在较大差异性的主要原因之一。例如，有的省可能会要求社保理事会不承诺保底收益，而有的省则要求给予承诺；有的省要求委托投资期限仅为 1 年，有的则愿意委托 3 年或更长久一些，等等。建立联席会议制度可充分了解各省养老基金的累计余额和备付月数，了解他们对不同收益和风险的需求，以便分别设立保底、不保底、货币型、债券型等多个投资品种，供委托人与受托人在商谈合同时进行选择。备付月数将有可能成为直接影响委托期限主要因素，而委托期限的长短对投资收益是有决定性意义的，它将直接关系到委托资金资产配置、投资收益水平等；委托期间一般不得抽回委托资金，委托期限应实现最大化，这是获得较好收益的一个重要条件：既要防止“长钱短跑”，也要防止“短钱长跑”；既要保证合同期限的最大化，又要确保大类资产配置的有效性，等等；再比如，对收益是否保底的规定与理解，保底模式与不保底模式的区别，信托与存款的差别等，委托人都应该了解。风险收益特征差异性将影响资产配置思路 and 具体投资策略，如果设立多个投资品种，受托人就可制定差异化风险政策和投资目标，进而可更好地匹配各省个性化投资需求，以提高投资运营效率。

对基本养老保险的委托投资，社会关注度高，牵涉到地方的切身利益，是社会媒体的关注焦点，加之社会和媒体对其市场化和多元化投资本来就存在疑虑，“2011 改革”就因媒体“炒作”而夭折，致使投资改革推迟了长达六年之久。出于对流动性的担心和需求，地方政府的道德风险很可能表现为尽可能地缩短委托期限，这就需要各省委托人充分了解投资的基本原理和投资原则。

在现有的社保理事会治理模式基础上，增加委托人联席会议机制，是获得投

资收益最大化中的一个制度保证，以此确保委托期限最大化和大类资产配置理性化，这是社保理事会面对的新问题和新任务。

## 2. 建立“点对点”的委托人沟通机制，以确保上解资金规模的最大化

与储备基金不同，基本养老保险基金统筹层次低下，资金散落在 2000 多个市县基层统筹单位，情况十分复杂，资金上解链条比较长，从县市上解到省里，再由省里与社保理事会签署协议上解到社保理事会，从而最终形成投资资产池，资金流的上解形成一个“伞形状”。资金上解之后担心有可能对地方产生一些影响（比如，担心影响地方经济发展和银行信贷能力等），有些省份委托投资的积极性不会很高，因此，基层统筹单位也好，省级相关部门也罢，他们很可能在是否委托投资、委托资金规模有多大、资金上解节奏等诸多环节出现道德风险，这就需要了解各省的基本情况，对一些重点省份可以建立“点对点”的沟通机制。据官方数据<sup>22</sup>，目前北京和上海等 7 省区市基本养老保险基金开始委托进行投资运营，总计达 3600 亿元，但这只是合同金额，实际到位的只有 1370 亿。即使以合同金额为例，3600 亿的规模也非常小，不足预测可投资资金 3.6 万亿的十分之一。这些数据的对比足以说明，大部分省份委托投资的积极性不高，尤其是那些基金沉淀“大省”意愿十分低下，沉淀数量很少的中西部地区却反而跃跃欲试。例如，广西壮族自治区最积极，委托数额高达 400 亿，而广西壮族自治区的全部结余基金只有 457 亿（2015 年底数据，下同）。相比之下，河南与湖北的沉淀基金分别高达为 998 亿和 850 亿，但他们的委托金额分别只有 100 亿，且湖北分两批次仅到账 70 亿元。重要的是，超过千亿的“大省”有 9 个，其合计沉淀资金超过 2.47 万亿元，占全国沉淀全部累积基金 3.53 万亿元的 70%（截止 2015 年底）<sup>23</sup>，但是，只有北京和上海“略有表示”，其他 7 个省无人问津。如果说在 1 年半以前国务院刚颁布《基本养老保险基金投资管理办法》时这个尴尬局面还是一个猜测的话，那么，现在就是一个不得不面对的现实。作为养老基金的投资受托机构，社保理事会为解决这个尴尬的现实主动做出一些努力是非常必要的。因此，保持与省里良好的沟通，充分了解各省乃至市县统筹单位资金沉淀的真实情况，是确保社保理事会顺利实现投资运营的第一关。从中国养老保险制度的这个基本特征来看，养老基金的投资不仅是一个纯技术的投资管理问题，还是一个中

<sup>22</sup> 全国社会保障基金理事会提供。

<sup>23</sup> 郑秉文等著：《中国养老金发展报告 2016》，经济管理出版社，2016 年 12 月。

中央政府与地方政府加强沟通、社保理事会与各省委托人充分了解、中央政府亟待宣传引导的上下沟通机制问题。

表 8 基本养老保险基金委托投资资金签约与到账情况（截至 2017 年 3 月 20 日）

序号	已签约省（市、区）	合同金额（亿元）	投资期限（年）	投资批次	已完成批次	2016 年底已到账资金额（亿元）	2017 年 1 月底前到账资金（亿元）	2017 年 2 月底前到账资金（亿元）
1	北京	2000	5	4	1	500	0	0
2	上海	300	5	3	1	0	100	0
2	河南	100	5	1	1	100	—	—
4	湖北	100	5	2	1	0	0	70
5	广西	400	5	2	1	300	0	0
6	云南	500	5	5	1	100	0	0
7	陕西	200	5	1	1	0	0	200
合计	—	3600	—	—	—	1000	100	270

资料来源：全国社会保障基金会提供。

建立“点对点”的沟通机制可让各省深入理解养老保险基金的投资目标和风险政策，理解承担一定风险的重要性和必要性，否则，各省风险承担不足就意味着社保理事会的风险政策过于严格，其投资策略就必然过于保守，长期收益就有可能低于社保理事会的投资目标和各省的期望值。但如果委托人期望承担的潜在风险高于其实际的风险容忍度，风险政策过于宽松，社保理事会的投资策略就有可能盲目地过于激进，最终失去委托人的信任。其实，社保理事会对来自各省的“缴费型”基本养老保险基金的大类资产配置目标比例已经做出非常“保守”的安排：股票类投资比例不高于 10%，股权类不高于 5%，固定收益类是 80%，货币现金及等价物 5%<sup>24</sup>；而“储备型”的全国社保基金大类资产配置目标比例是<sup>25</sup>：证券投资基金和股票投资的比例不得高于 40%，企业债和金融债投资的比例不得高于 10%，银行存款和国债投资的比例不得低于 50%。尽管这样，沟通机制的建立也是非常重要的，它可让各委托人充分了解大类资产配置的基本情况，包括投资产品设计，投资运作制度流程、风险防控、信息系统支持，专业人才队伍的配备等；这个沟通机制也可成为社保理事会了解和制定政策的重要依据来源，

<sup>24</sup> 全国社会保障基金理事会提供。

<sup>25</sup> 财政部、劳动和社会保障部：《全国社会保障基金投资管理暂行办法》。

成为养老基金增值保值和收益最大化的重要机制保障，成为委托人与受托人、中央与地方成功建立投资体制的一个“双车道”桥梁。

加拿大的基本养老保险制度模式与中国的很相像，也由中央政府和省级政府共同管理，其著名的“1997 改革”之所以十分成功，其中一个重要经验就是与各省保持良好的沟通，并建立起互动机制<sup>26</sup>，对统一改革方向和改革方案存在的分歧（例如，提高缴费率的幅度和融资模式的选择）、对化解各省上解资金建立资金池存在的疑虑（例如，政府是否指定投资方式和投资项目）、对各省存在的一些非理性的要求（例如，根据上解的缴费规模和比例分配一定比例的回流投资资金）等等，都发挥了重大的正能量作用，用加拿大著名养老金专家基思·安巴克切教授（Keith Ambachtsheer）的话来说，加拿大“1997 改革”有三点成功经验：人员优秀、方案合理、沟通顺畅。

### 3. 建立养老基金投资研究院，以精算报告的形式为委托人提供服务

投资积极性不高和上解资金意愿低下，除道德风险等原因以外，地方各省还有一个技术性障碍，即各省均没有人口老龄化与养老保险基金收支的预测报告，他们不知道支付养老金的流动性需求，且对“上面”的政策改革走向不明就里，这些也是签署合同期限较短的一个重要原因。精算技术是社会保障改革尤其是养老保险制度顶层设计的一个利器，党的十八届三中全会首次提出“坚持精算平衡原则”，并将这个专业术语正式写入具有历史意义的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，在党的历史上是十分罕见的，这足以说明最高决策层已充分认识到精算的重要性。如果为各省养老基金未来的收支预测和人口发展趋势提供一精算报告，让各省其未来流动性的时间分布情况有一个预期，这可提高资金上解时间节点的精确度，还可最大限度地提高委托规模和最大限度地提高委托合同期限，有益于提高收益率。但是，人力资源和社会保障部与财政部等相关中央部委的精算力量十分有限，例如，人社部的精算处只有 2-3 人，财政部没有设立精算处，在国家层面没有建立发布人口与养老金可持续性的年度报告制度；各省人社系统的精算力量更加有限，也没有力量对本省人口和养老基金可持续性进行研究；虽然商业保险公司精算部门力量雄厚，人才济济，但人寿保险与社会保险毕竟还是两回事，重要的是，作为企业，保险公司既无动力也无数据资源来

<sup>26</sup> 参见布鲁斯·利特尔（Bruce Little）著：《拯救未来：加拿大养老金“1997 改革”纪实》，郑秉文等译，中国劳动社会保障出版社，2017 年 2 月，第 130、146 和第 327 页。

承担起全国与分省人口结构变化与养老保险收支的精算报告。

社保理事会“改制”后有条件甚至是唯一具备条件和实力建立“养老基金投资研究院”的机构，其研究重点应以养老金精算技术为主，并以受托机构的名义免费向各委托省份提供该省的精算报告，以此作为与各省沟通和商谈合同期限与上解资金规模的重要依据；从社会责任的角度看，在条件成熟时，社保理事会甚至可联合人力资源社会保障部与国家统计局等相关部门联合发布《中国养老保险精算报告》，免费向全社会提供一份年度精算报告。在人口老龄化趋势下，建立研究院的意义十分重大。

加拿大“1997 改革”之所以成为经典之作，精算技术发挥了决定性作用。加拿大决策层将改革方案的选择完全建立在精算基础之上，对未来 75 年的养老保险缴费率、投资收益率、支出规模和基金规模增长等趋势做出测算，认为基金规模将从 1997 年的 401 亿加元<sup>27</sup>，增长到 2015 年的 3015 亿加元，到 2040 年该基金规模将激增至 1.11 万亿加元；据此，加拿大政府建立加拿大养老基金投资公司 (CPPIB)，并在 10 年后又将被动投资策略改为主动投资策略，实施“长期主义”的投资理念。20 年后的今天回过头来看这些报告，其精算结果都是非常准确的。

#### 4. 建立中国社会保障基金投资学会，牵引国内社会保障基金投资的前沿

社会保障基金和养老基金的投资体制改革是当前世界范围内社会保障制度改革的重要组成部分，现收现付养老基金进行市场化和多元化投资改革在过去 10 年里俨然已成为一个世界潮流<sup>28</sup>。目前，基本养老保险基金实行市场化投资之后，中国几乎所有的养老基金都完成了市场化和专业化投资体制改革，包括储备基金、基本养老基金、企业年金和职业年金等。其中，企业年金属于私人养老基金，已有行业研究学会；而储备基金和基本养老基金属于公共养老基金<sup>29</sup>，目前还没有一个行业研究学会。据悉，继山东省几年前开历史先河建立起山东省社会保障基金理事会之后，建立省级社会保障基金理事会的省份可能会逐渐多起来。于是，国家层面和各省层级的社保基金投资会逐渐成为一个新业态，需要行业研

<sup>27</sup> Canada Pension Plan Sixteenth Actuarial Report as at 24 September 1997, p.18, table 2; CPPIB, 2016 Annual Report, CPP Investment Board, p.1.

<sup>28</sup> 继 1997 年加拿大现收现付制公共养老基金实行市场化和多元化投资改革以后，2000 年韩国国民养老金和日本年金积立金、2001 年法国退休储备基金先后也进行了类似改革并进入资本市场。

<sup>29</sup> 根据国际惯例，储备基金和强制性基本养老保险基金属于公共养老基金，第二支柱和企业年金和第三支柱的个人养老属于私人养老金。

究机构引领。

社保理事会是目前国内专业人员最为集中、管理规模最大、专业化程度最高、既负责“储备型”、又负责“缴费型”，世界知名的大型养老基金机构投资者，是最有资格与条件牵头建立研究养老基金投资的专业机构。养老基金投资管理的治理结构、资产配置、风险管理、投资策略、产品分析、养老金投资与资本市场、大型养老基金机构投资者跟踪分析、国外“缴费型”养老基金投资体制和主权养老基金投资改革动向等都是重要研究领域，中国需要对其进行专门研究。例如，2008 年国际金融危机以来，全球资本市场低迷，固定收益类资产的回报越来越低，量化投资与指数相结合的投资策略成为投资者寻求其他投资渠道和增加收益的一个亮点，尤其是，近年来，smart beta 投资策略受到追捧，它在被动主义投资理念中增加了主动投资的因素，将主动管理与被动管理结合起来，在“被动-主动”两个端点的频谱仪上位居其中，具有更加灵活和多样化的投资组合特征，以期通过获得跑赢传统市值加权指数的超额收益。据悉，截至 2016 年底<sup>30</sup>，全球 smart beta 基金规模已达 4970 亿美元，仅 2016 年澳大利亚证券交易所（ASX）上市交易的 smart beta 基金就占当年全部规模的 20%。但是，关于 smart beta 也存在很大争议，这说明，国内急需一个权威的学术机构，对国际投资领域前沿动态、机构投资者、投资基础理论研究等发挥引领和牵头的的作用。另一方面，未来几十年里，多层次养老基金逐渐走向成熟，对养老基金投资管理的理论研究和人才需求将会出现“井喷”，基金投资领域应该多进行理论储备和人才储备。社保理事会的地位决定其应建立一个全国性的社会保障基金投资管理学会，将这个历史重担承担起来。

社保理事会发起并牵头成立的中国社会保障基金投资学会属于社团组织，应在民政部相关文件规定的框架下依法建立，社保理事会作为社保基金投资的“龙头老大”应成为其挂靠单位。

## 六、“储备型”全国社保基金投资理念与策略亟需重大调整

2015 年 8 月国务院颁布的《基本养老保险基金投资管理办法》与 2016 年 3 月国务院发布的《全国社会保障基金条例》共同搭建起中国养老基金的投资平台。

<sup>30</sup> Arian Neiron, The smart-beta ETF revolution , 25 Jan. 2017, 见 <http://www.morningstar.com.au/etfs/article/The-smart-beta-ETF-revolution/8252>

如果说《基本养老保险基金投资管理办法》是对社保理事会作为受托机构投资运营“缴费型”养老基金的正式授权，《全国社会保障基金条例》就是对其十几年来投资运营的“储备型”养老基金性质的再次确认。《全国社会保障基金条例》明确规定“国家设立全国社会保障基金”，它是“由中央财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益和以国务院批准的其他方式筹集的资金构成”，其性质是“国家社会保障储备基金，用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂”。所有这些表述都再次确认，这只主权养老基金是一只长期基金，它在更高立法层次上对这只长期投资基金的性质及其制度框架予以再次确认，并对其成立以来的投资业绩的高度概括。

十多年来，虽然社保理事会的投资运营制度框架和投资政策为这只“储备型”养老基金的增值保值做出了贡献，但是，在社保理事会“改制”、增加运营“缴费型”养老基金和完善治理结构的关键时刻，有必要对这只长期的“储备型”养老基金的投资理念和投资策略提出战略性调整，建立起一套属于自己、适合国情、走向未来的投资理念。站在历史新起点，对“长期主义”投资理念、“主动主义”投资战略重新审视并给予确认是十分必要的。

### 1. 树立“长期主义”的投资理念，以适应“无限期”养老基金储备的投资目标

全国社会保障基金是长期投资基金，其官方的表述出现在三个相关法规文件之中：2001年理事大会通过《全国社会保障基金理事会章程》的表述“是中央政府专门用于社会保障支出的补充、调剂基金”；2010年通过的《社会保险法》第七十一条将其规定为“用于社会保障支出的补充、调剂”；2016年通过的《全国社会保障基金条例》第三条将其表述为“全国社会保障基金是国家社会保障储备基金，用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂”。上述三个表述意味着，全国社保基金是一只“无限期”投资基金。在理解“人口老龄化高峰”和“无限期”这两个概念时，如果将其予以初步量化就可获得确定大类资产配置一个出发点。对此，我们可以联合国给出的预测为主要参照，来大致描绘未来75年乃至更长的人口发展趋势：中国人口老龄化发展趋势将不可逆，无论从老年抚养比（60岁及以上占总人口比重，或65岁及以上占总人口比重），还是从人口寿命预期来看，他们的峰值都将出现在本世纪末，即在可预见到的未

来三、四代人里将出现老龄化的高峰。从这只储备基金的投资期限来看，社保理事会至少应将未来一至两代人的投资期限作为第一阶段的基准目标，比如将 35 年作为未来资产配置的时间基准。这个量化结果说明，社保基金（理事会）是世界上任何一只主权养老基金都没有如此“待遇”的主权养老基金，应尽快建立一套与之相适应的“长期主义”投资理念，将“35 年期限”这个独一无二的资源优势发挥到极致。

表 9 中国人口老龄化趋势 (%)

年份	60 岁及以上人口占总人口	65 岁及以上人口占总人口	零岁组人均预期寿命
2020	17.5	12.1	76.5
2025	20.8	14.2	77.54
2030	25.3	17.2	78.6
2035	29.1	21.3	79.55
2040	30.9	24.6	80.55
2045	32.7	26.0	81.53
2050	36.5	27.6	82.52
2055	38.5	31.0	83.49
2065	38.5	32.9	84.38
2070	38.8	32.6	85.22
2075	39.4	32.7	85.98
2080	39.9	33.3	86.66
2085	39.8	33.8	87.31
2095	39.4	33.7	89.29
2100	39.6	33.8	89.94

资料来源: United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2015). World Population Prospects: The 2015 Revision.

“长期主义” (Long-Termism) 之所以成为这只“无限期”主权养老基金所应遵循的投资理念，是因为“长期主义”投资理念的提出和实践就是针对像社保理事会这样的大型养老基金投资机构。“长期主义”是国际养老金领域出现的一个崭新的投资理论，尤其是加拿大养老基金投资公司 (CPPIB) 20 年来的成功实践催生了这个理论的成长。“短期主义” (Short-Termism) 的投资行为所体现的是典型的“高买低卖”的交易原则和交易理念，针锋相对的“长期主义”甫一提



出<sup>31</sup>，就立即引起基金投资领域的广泛热议与追逐，为此，加拿大的经济学家对长期主义的研究引领了这个世界潮流，甚至还引起一场大辩论<sup>32</sup>。对于“无限期”养老基金来说，长期主义理念的确立是创造社会财富和国民福祉的一个基础，它来自牛津英文大词典的重要启发，即“将事务的一般性知识运用到具体的环境与问题之中”的逻辑思维，从一般到具体就是从短期主义到长期主义的表现。没有长期主义，人们就有可能始终生活在我们祖先所处的同样物质社会之中，就会依旧挣扎在饥饿的边缘，就依然面对今天假定能够生产的产品与明天储存一部分种子、工具和棚户的二者生存或死亡的决策。长期主义的投资理念能够创造社会财富和国民福祉。如果从 2001 年建立全国社保基金之初将之设立为一只长期的“财政储备基金”以备不时之需的初衷来看，这只“储备型”养老基金奉行以 35 年为投资期限的长期主义显然是与其初衷十分吻合的。

## 2. 确立“主动主义”的投资战略，这是实施“长期主义”投资理念的关键

采取“主动主义”投资策略是实行“长期主义”投资理念的必然结果。“主动主义”即“主动管理”是相对于“被动主义”和“被动管理”而言的。对长期投资基金实施被动管理是划不来的，是以指数化收益 beta 为主要相关结果的，而不可能获得 alpha。只有使投资组合更加“主动”一些，“进取”一些，才有可能出现 alpha，或获得的 alpha 更多一些，进而使风险收益最大化，“机会成本”最小化。主动主义投资战略的本质是将“个人退休储蓄”转变为“财富创造资本” (wealth-producing capital)。但这是一个长期的过程，在这个过程中，储蓄转变为资本只有在长期主义理念指导下实施主动主义的策略才有可能实现。主动主义意味着严谨、有纪律和主动出击的投资管理方式，以期获得跑赢市场指数的被动投资效果。与短期主义相比，在转向长期主义之后，在不同经济体，量化测算的结果也是不同的。例如，加拿大的年投资收益率可额外获得 150 个 bp 的业绩即 1.5%<sup>33</sup>，这显然是以成熟的发达经济体背景下对大型养老基金转型之后的测算结果，对经济高速增长的一些新兴经济体为背景来说只是一个参考。

采取“主动主义”意味着社保理事会会对“委托-代理”的责任意识进行重大

<sup>31</sup> Keith Ambachtsheer, *The Case for Long-Termism*, Rotman International Journal of Pension Management, Volume 7, Issue 2, Fall 2014.

<sup>32</sup> Keith Ambachtsheer, An Open Letter to Andrew Coyne in Response to His May 18, 2016 National Post Column: CPP Board Can't Escape Blame for Fund's Bloated State, in *Policy Paper*, KPA Advisory Services Ltd. May 26, 2016.

<sup>33</sup> Keith Ambachtsheer, J., R. Fuller, and D. Hindocha. 2013. Behaving Like an Owner: Plugging Investment Chain Leakages, in *Rotman International Journal of Pension Management* 6 (2): 18–27.

调整，否则，“长期主义”和“主动主义”就难以贯穿于“无限期”养老基金投资的全过程。“代理-受托”是“委托-代理”的初级阶段，因为“短期主义”解决的主要是“代理-受托”问题，这是帮助资产所有者的代表成为真正受托人的良好开端；从法律上讲，虽然“短期主义”要求受托人的行为是股东和养老金受益人的利益最大化，要求受托人具有对股东和受益人的绝对忠诚，但是，受托人的行为和决策的判断有可能使之逐渐远离“谨慎人”的标准；短期主义不是广泛的“理性预期”的标准，而长期主义是一个极大的飞跃性发展，即大型养老基金的个人行为 and 集体行为希望它将投资转变为更具财富创造功能的一个过程，将负责任的长期主义理念渗透在投资决策的基础之中。演绎逻辑和文明历史支持这样一个假设：长期主义是有意义的，但需要智慧与前瞻，需要负责任的长期主义。于是，21世纪文明的复杂性及其面临的挑战是严肃的“委托-代理”问题，而不简单地是“代理-受托”。“代理”与“受托”是不一样的，从“代理-受托”到“委托-代理”的转变不仅是实施主动主义的理论基础，实际上也是21世纪赋予大型机构投资者历史使命。履行责任的“委托-代理”是“无限期”大型养老金机构投资者面向未来的主要形式，是全球的大型机构投资者所共同面对的受托人功能转型问题。

基于上述认识和判断，加拿大养老基金投资公司（CPPIB）在10年前放弃被动主义的管理方式，果断地实施主动主义，成功地从“代理-受托”转型为“委托-代理”，取得世人瞩目的业绩：在过去5年里，加拿大“市场”的回报率是9.1%<sup>34</sup>，而加拿大养老基金投资公司（CPPIB）在扣除成本之后的净回报率是10.6%，为1900万加拿大参保人额外创造了净价值160亿加元。换言之，在过去5年里（2011年3月31日至2016年3月31日），该公司的“参照组合”所做投资增加的价值是890亿加元，而实际增加的价值是1050亿加元，那么，160亿加元就是主动主义投资战略获得的净附加值。加拿大养老基金投资公司（CPPIB）向主动主义转型之际正值2008年国际金融危机肆虐之际，在全球投资者变得更为谨慎和更偏爱风险控制策略的环境下，近年来广为流行的smart beta应运而生。从这个意义上说，加拿大养老基金投资公司的成功转型引领了主动主义的新潮流。

<sup>34</sup> Keith Ambachtsheer, An Open Letter to Andrew Coyne in Response to His May 18, 2016 National Post Column: CPP Board Can't Escape Blame for Fund's Bloated State, in *Policy Paper*, KPA Advisory Services Ltd. May 26, 2016.

### 3. 运用大类资产比例实施监管，全面放开投资品种

在长期主义投资理念指导下，主动主义的投资战略及其设计目标应将可持续的长期回报作为战略目标，在风险与收益之间实施再平衡，处理好“基准组合”、“战略组合”与“目标组合”的三者关系，以此构建投资选择的治理框架体系，将最佳资产组合与项目组合有机结合起来。“基准组合”是指长期风险偏好下的投资战略，它是表达风险目标的重要工具，与风险对等的回报基准要体现在长期和现实的投资组合之中。在长期主义和主动主义理念下，基准组合是通过公开市场交易完成的。例如，加拿大养老基金投资公司（CPPIB）的基准组合是 85% 的全球股票和 15% 的加拿大政府债券，每 3 年对基准组合做一次评估和调整。“战略组合”是对未来 5-10 年中期以上的投资组合多元化的配置，在大类资产配置中调整比例和风险与回报，与基准组合的绝对风险相一致。战略组合的目的是获取长期回报/风险的最优化结构，通过资产配置的调整来寻求高于基准组合的长期净回报。“目标组合”是指当年的目标大类资产在不同地域的分布，通过调整资产类别和风险类别的相对权重来熨平每日市场波动，以期获得与长期资产配置目标相一致的目标。

因此，在长期主义和主动主义指导下，只有运用大类资产比例的监管原则才能有效实现基准组合、战略组合与目标组合的互动与平衡。而传统的产品种类列举式的监管方式显然远不适应“无限期”的战略储备基金的投资目标要求，因为新投资品种日新月异，每一个新投资品种出现都需要获批，而且还要规定新产品的投资比例，产品比例不得不频繁修订，这个流程必然滞后于市场变化。

全面放开投资品种，代之以大类资产比例监管是大势所趋，这是社保理事会“改制”后面面对的第一项重要改革。至于大类资产的划分原则，机构投资者应根据具体情况，结合资产风险收益特征自行设定标准。但从本质上讲，各机构各行业或各国之间在划分大类资产时万变不离其宗。2014 年中国保监会发布的《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》中将保险资金各种运用形式整合为五大类资产：流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产等。其中，权益类资产、不动产类资产、其他金融资产、境外投资的账面余额分别不得高于 30%、30%、20%、15%，流动性资产无总量控制。加拿大养老基金投资公司在 10 年前向主动主义转型之后，根据其具体需要将其划分为 6

类，这 6 大类资产及其投资上限比例是<sup>35</sup>：上市股票 41%、私募股权 21%、固定收益产品 27%（高质量政府债券）、信贷投资 8%（私人债券和不包括高质量政府债券的固定收益）、不动产 23%（公共与私人的，包括房地产、基础设施、资源和农业用地）、现金与绝对收益产品 20%。此外，由于加拿大养老基金投资公司实行全球资产配置，其全球市场的地域分布也做了规定：美洲发达市场 53%，欧洲中东和非洲发达市场 23%，亚太发达市场 15%，新兴市场 15%。社保理事会在划分大类资产时可根据自己的情况灵活掌握，其大类资产的持有上限比例合计可设定为 150%；换言之，150%的大类资产比例覆盖面完全可以满足社保理事会实施主动主义的资产配置要求。

#### 4. 扩大投资范围，为实施“主动主义”创造条件

2015 年以来，社保理事会开始扩大投资范围，取得良好效果。但从长期主义和主动主义的投资理念出发，如果实施大类资产投资比例监管，投资范围势必还应继续扩大。例如，可将投资房地产信托基金（REITs）、港股通、优先股（包括非上市公司优先股）纳入进来，将证券投资基金范围扩大为所有证券投资基金；可通过信托产品、债权计划、股权投资等方式参与国家重大工程和重大项目建设；股权投资范围也应进一步扩大，甚至包括个别优质民营企业；对公用事业、交通等重点基础建设项目，国家应予以政策倾斜，首先安排养老基金参与投资；应适时开展境外投资，实行全球配置，分散风险，博取全球化带来的风险收益。

加拿大养老基金投资公司在 10 年前完成从被动到主动的策略改革之后，投资组合变化很大：例如，2000 年，股票仅占全部投资的 5.0%，而固收类高达 95.0%；全球配置仅为 18.3%，境内配置则高达 81.7%。但扩大投资范围后，2016 年的资产配置情况显示，股票比例高达 52.3%，固收类下降到 26.9%，不动产的另类资产比例高达 20.8%；全球配置高达 80.9%，境内投资仅为 19.1%<sup>36</sup>。

表 10 加拿大养老基金投资公司资产配置（2016 年 3 月底）

资产类别	亿加元	%
加拿大股票	150	5.4
公募	119	4.3
私募	31	1.1
外国发达市场股票	1135	40.6

<sup>35</sup> CPPIB, 2016 Annual Report, CPP Investment Board, p.30.

<sup>36</sup> CPPIB, 2016 Annual Report, CPP Investment Board, p.22.

公募	641	23.9
私募	494	17.6
<b>新兴市场股票</b>	176	6.3
公募	119	4.3
私募	57	1.9
<b>固定收益类</b>	750	26.9
不可交易债券	248	8.9
可交易债券	414	14.8
其他债	209	7.5
货币市场	(121)	-4.3
<b>不动产</b>	580	20.8
不动产	367	13.2
基础设施	213	7.6
<b>投资总计</b>	2791	100.0

资料来源：CPPIB, 2016 Annual Report, CPP Investment Board, p. 45.

### 5. 逐渐扩大境外投资比例，适时实行全球资产配置

目前，全国社保基金境外的投资比例十分有限。为分散投资风险，分享包括发达经济体和新兴经济体在内的世界经济增长成果，应逐渐扩大境外投资比例；在条件成熟时，应实行全国社保基金的全球资产配置。从世界各国的实践看，早在几十年前，十几个国家的“储备型”主权养老基金就开始实施全球资产配置，在中国 A 股市场的 QFII 养老基金战略投资者就有近 10 个，既包括“储备型”也包括“缴费型”养老基金<sup>37</sup>；继加拿大“1997 改革”之后，日本和韩国等“缴费型”主权养老基金也开始走向海外，实行全球配置。

与主权财富基金相比，主权养老基金“形象好”，实行全球资产配置在所有国家几乎都受到热烈追捧，因为主权养老基金的性质决定了它是一只“天使”，很多国家对其监管尺度和友好态度是主权财富基金所不能企及的。从这个角度看，在条件成熟时，可将部分外汇储备委托给社保理事会，形成社保理事会的第三个独立“资产池”，单独核算和独立投资，对其实行完全的境外投资策略。当然，由于外汇管理体制、具体国情等存在较大差异性，社保基金理事会扩大境外投资比例和实施全球资产配置需要一个较长的适应过程，要服从国家战略大局，应采取逐渐放开的策略和十分谨慎的态度，不能一蹴而就。

<sup>37</sup> 根据外汇储备管理局的信息披露，进入中国 A 股市场的 QFII 养老基金包括加拿大养老基金投资公司、加拿大不列颠哥伦比亚省教师养老基金投资公司、荷兰家庭医生退休基金、韩国国民年金公团、加拿大不列颠哥伦比亚退休基金管理委员会、美国教会养老基金、瑞典第二人民养老基金、泰国政府养老基金等。

## 6. 改革对社保理事会的考评办法，延长考评年限或采取混合考评办法

自社保基金理事会建立以来，有关部门对其考核评价的基准始终是以年度为期限的，即一年一次考核。众所周知，基金投资的一个重要维度是必须要引入“时间”变量，否则，合同无法签署，考核无从谈起。考核期限分别以1年、3年或5年与10年的考评基准存在天壤之别。否则，如果将一只“无限期”投资基金的考核设定为1年期，那无异于“自毁长城”，相当于对马拉松比赛采用百米赛跑的考核基准，这是最典型的中国式“长钱短跑”悖论。于是，在历年的《全国社会保障基金理事会基金年度报告》里便出现了“已实现收益额”和“已实现收益率”的概念和指标，这是国外任何养老基金投资年度报告都是罕见的，有可能迫使机构投资者为了年底“冲业绩”而做出非理性“斩仓”，甚至有可能出现抛售长期优良资产的现象，属于典型的“政治考核范式”，有“操纵收益”的道德风险之嫌。社保理事会应采取国际上通行的“专业考核范式”，延长考核期限，取消“已实现收益额”和“已实现收益率”，采取“按市值计价”虽然有可能当年没有Mark First，但却有可能获得未来Market best。取消一年期限考评标准，将其延长至5年（一届）或10年（两届）甚至更长的业绩考核期限，这是社保理事会和全国社保基金实施长期主义和主动主义的重大改革，是投资战略转变的大前提；同时，也可采取短期与中期考评相结合的混合规则，例如，如果采取7年期的考评期限，可将当年的收益权重设定为20%，将7年的滚动收益权重设定为80%，以期最大限度避免社保理事会“操纵收益”的道德风险，实现风险收益最大化。

## 7. 改革外部投资管理人考评办法，延长外部投资管理人的考评期限

社保理事会采取的是直接投资和委托投资相结合的管理模式，即对股权、信托和协议存款等实行直接投资，而对股票和债券实行委托投资。这个模式的优势在于，社保理事会可以发挥外部投资管理人的专业优势，有利于提高收益率，又可发挥社保理事会资产配置的特长；既可实现投资运营与投资监管的分离，有利于社保理事会集中精力做好监管，又有利于发挥不同风格和不同理念的投资管理人的专业特长，有益于资本市场建设；既有利于提高养老基金的收益率，又有利于培育多样性和多种风格的投资管理人。

10 多年的实践证明，社保理事会采取的直接与委托投资相结合模式是成功

的，符合国际惯例，但对外部投资管理人的考核实行的年度考评制则受到广泛质疑，市场普遍认为考评期限太短。长期的战略储备基金应实行“长考评”，以替代“短考评”，否则，“长钱短跑”的策略必将导致产生机会成本，不利于博取长期投资的潜在风险收益，长此以往，资本市场的投资管理人存在趋同的现象。目前，社保理事会有境内投资管理人 18 家，境外投资管理人 33 家。2016 年底社保理事会又评出基本养老保险基金的首批 4 家托管人和 21 家证券投资基金管理人(他们之间有重合)<sup>38</sup>。鉴于上述分析，储备基金和养老基金两个资产池都应适当延长考评期限，尤其要延长储备基金的考评期限，完善其考评、激励和约束机制，强化监督管理，加强调研会商，建立投资基准体系。

这里要强调的是，近几年来，市场上广泛流行一种说法，即对外部投资管理人实施“利益绑定”的“跟投”措施有可能广泛使用。很显然，这个办法对投资行为和投资效果来讲有利有弊：一方面，它对外部投资管理人的投资团队来讲具有一定的激励，有可能提高潜在的收益率，但同时也常常带来短期行为，对防范道德风险的作用有限。

#### 主要参考文献：

布鲁斯·利特尔 (Bruce Little) 著：《拯救未来：加拿大养老金“1997 改革”纪实》，郑秉文等译，中国劳动社会保障出版社，2017 年 2 月。

戴相龙著：《戴相龙社保基金投资文集》，中国金融出版社，2013 年 7 月。

全国社会保障基金理事会官网。

人力资源和社会保障部官网。

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》，载《辽宁大学学报》(双月刊)，2014 年第 5 期(第 42 卷，9 月 15 日出版)。

郑秉文等著：《中国养老金发展报告 2016》，经济管理出版社，2016 年 12 月。

CPPIB, *2016 Annual Report*, CPP Investment Board.

Canada Pension Plan Sixteenth Actuarial Report as at 24 September 1997.

<sup>38</sup> 《基本养老保险基金证券投资管理机构评审结果公告》，2016 年 12 月 26 日上网公布，见全国社会保障基金理事会官网。

Keith Ambachtsheer, J., R. Fuller, and D. Hindocha. Behaving Like an Owner: Plugging Investment Chain Leakages. *Rotman International Journal of Pension Management* 6 (2): 18–27, 2013.

Keith Ambachtsheer, An Open Letter to Andrew Coyne in Response to His May 18, 2016 National Post Column: CPP Board Can't Escape Blame for Fund's Bloated State, in *Policy Paper*, KPA Advisory Services Ltd. May 26, 2016.

Keith Ambachtsheer, *The Case for Long-Termism*, Rotman International Journal of Pension Management, Volume 7. Issue 2, Fall 2014.

United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division. World Population Prospects: The 2015 Revision.



**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》、《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](mailto: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](http://www.cisscass.org)

**Email:** [cisscass@cass.org.cn](mailto:cisscass@cass.org.cn)

**联系人：**董玉齐