



快 訊

SSL Express

2015 年第 37 期 (总第 133 期 , 9 月 1 日) 中国社科院世界社保研究中心 主办



近日,世界社保研究中心主任郑秉文撰文对刚刚正式公布的《基本养老保险基金投资管理办法》陈述了自己的看法,该文刊登在 8 月 29 日《证券日报》第 A3 版,这里全文刊发:

养老金入市对中国股市有四大影响

养老金入市既是增值保值的必然手段,也是股市建设不可逾越的一次革命

■ 郑秉文

编者按:国务院日前发布《基本养老保险基金投资管理办法》,明确养老金只限境内投资,投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品的比例,合计不得高于养老基金资产净值的 30%。这意味着,养老金入市正式进入实操阶段。养老金入市究竟会对股市产生怎样的影响?目前股市振荡剧烈,在这种情况下,养老金会不会大量入市?

养老金投资股市具有天然属性。在企业层面,无论是 1875 年美国第一个建立企业年金的主营铁路运输业务的运通公司,还是 1952 年美国通用汽车公司首次建立现代企业年金;无论是 1974 年美国通过的 ERISA(《雇员退休收入保障法案》)催生的新一代 DC 型养老金(缴费确定型),还是 1981 年美国强生公司根据《国内税收法案》第 401(k) 条款首先“发现”并建立了后来风靡全美的 401k 养老金,企业雇主建立的企业养老金计划与生俱来的一个天然本质就是投资股票市场。

半个世纪以来,美国多如牛毛的养老基金机构投资者不仅成为资本市场的金融大鳄,而

且正在逐渐成为美国大企业具有支配地位的实际所有者，甚至被称之为美国的“唯一资本家”。作为企业养老金计划的参与者，美国越来越多的职工正在通过养老金投资的形式，逐渐成为大型企业的个人“股东”，因此，有人将美国称之为由无数个人股东持有国家生产资料的“人民资本主义”；换言之，在美国，很多大企业的所有权不断集中到机构投资者手里，工人们通过本企业的养老金投资持有美国的企业所有权，美国的生产资料所有权的社会化倾向正在养老金的投资中越发展示出来。

在国家层面，1889年德国建立基本养老保险制度以来，现收现付的融资手段并没有条件和动机对其基金进行大面积的股市投资。但是，随着基金规模的不断扩大，人口老龄化的不断加剧，制度支付能力不得不提高的巨大压力，代际公平的诉求和平衡等因素，基本养老保险基金投资浪潮后浪推前浪，席卷全球。

1955年在新加坡诞生的中央公积金制首开投资股市的先河，随后，大约有12个国家加入到这个行列；1981年在智利出现的“缴费确定型完全积累制”即个人账户型养老金制度将其基金投资与股市紧紧绑定起来，随后，大约有12个国家跟进，先后开始实施这个模式，中国香港地区于2000年也建立了这个制度；20世纪90年代中期以来，南非、加拿大、日本、韩国等国家纷纷改革，他们将现收现付的养老基金投资体制先后改为市场化、国际化和专业化的投资体制，股市成为基金投资的重要投资项目，取得了十分可喜的业绩。

那么，养老金入市有何影响？

笔者认为，养老金投资股市，这对股市而言将具有巨大而深远的影响。首先，股市投资资金的性质将悄然发生变化。一般而言，保险资金和养老基金是股市投资的长期性基金，而养老基金比保险资金还要稳定；养老基金几十年不用考虑流动性的问题，是发现市场价值和实施价值投资的本源所在；因此，如果一个股市没有养老基金或养老基金很少，市场价值就难以发掘，价值投资就难以实现；从这个角度看，养老基金成为所有国家股市价值投资的基石，其作用如同债市中的20年长期国债。目前我国在政策上允许进入股市的养老金有“全国社保基金（理事会）”和“企业年金基金”，二者合计可以入市的规模最大理论值应是8200亿元（6000亿元全国社保+2200亿元企业年金），仅占总市值的1.3%，而实际则更低一些，甚至即使在牛市也没有满仓。相比之下，美国股市中养老基金的实际占比则高达60%。

第二，股市投资者的构成将明显发生变化。初级阶段的股市里，散户占绝对统治地位，成熟的股市里机构投资者将占统治地位，前者的投资主要以投机获利为主，为市场带来较大波动性。养老基金进入股市将极大地扩大机构投资者的队伍，据统计，我国股市的投资者中，散户占统治地位。即使基金业规模较为可观，但由于共同基金里几乎完全由赎回的散户“基

民”占统治地位，养老基金占比不到10%，长期投资基金很少，在遇到牛市时便必然承受巨大的赎回压力，也就是说，中国共同基金同样十分缺乏长期性资金。而美国的共同基金资产中，养老金占89%，即使在家庭散户“基民”里，持有基金的数量中位数也高达103000美元，在调查问卷中，74%的人回答说购买基金主要是为了退休而储蓄。

第三，股市投资行为与后果将发生重要变化。散户投资者与机构投资者的投资行为是有明显区别的。毫无疑问，散户个人的投资动机常常是出于明显的短期获利和投机心理，他们始终处于寻找“牛股”和“黑马”的频繁倒腾之中，因此，寻找“强庄股”和“炒短线”是散户的明显投资行为特征，于是换手率特别高。十几年来，中国股市的换手率远远高于发达国家，根据一份研究报告的结果，中国股市的换手率为190%（实际交易量占市值可交易量），位居世界第一，而养老金市场十分发达的美国仅为第八（95%），养老金实行完全投资体制的智利、哥伦比亚和秘鲁等拉美国家均不到28%。这些国家股市之所以换手率低，除了养老金作为长期基金追求价值投资和长期投资以外，还有一个重要原因：十几年前，生命周期基金（目标日期基金）诞生以后，很多国家引入了这个制度，在相当程度上股市投资行为得以改变，因为生命周期基金的资产配置和股票持有比例变化是有公式和模型制约的，是自动的，这就更加降低了股市换手率。

第四，股市的稳定性较好，波动性较小，投机性受到抑制。基于上述分析，养老金入市将开启价值投资的开关，牵引追求长期收益性的投资理念，整体上对短期投机心理具有抑制的客观效果，最终将有利于减少股指波动的幅度，遏制大起大落，市场投机将会减少。因此，养老金投资是股市的压舱石，是资本市场的定海神针。

值得注意的是，养老金入市与股市繁荣发展相得益彰，良性循环。养老金入市客观上是一个重大利好，但主观上不是为了“救市”。养老金入市只有一个目的，那就是为了获取收益最大化，为了受益人的根本利益。养老金入市之后无疑将促进股市成熟起来，反过来，稳定和成熟的股市也将使养老金得到满意的回报，进而，养老金入市与股市繁荣便进入互为条件和共同发展的良性互动阶段。

例如，1997年加拿大的“加拿大养老金计划”（CPP）投资体制改革是一个重要的成功案例。截至2015年3月底，其各项业绩指标如下：

CPP基金2014财年的收益率是18.7%，业绩非常优异；过去5年期的年化收益率是12.7%；过去10年期的年化收益率是8.2%。在过去的10年里，只有2008年和2009年的收益率为负值，2013年的收益率没有超过10%，其余均超过10%。

CPP基金的资产配置里，股票高达45.4%（含私募），其具体情况是：国内股票持有7.3%，

国内私募 1.1%；国外发达国家股票 21.2%，私募 15.8%；新兴市场股票 4.2%，私募 1.7%；固定收益非交易债券 32.6%，可交易债券 9.8%，其他债券 6.5%，货币市场 3.3%；不动产 11.5%，基础设施 5.7%。

CPP 基金的各项资产投资回报率是：国内股票 8.9%，国内私募 10.1%；国外发达国家股票 23.0%，私募 30.2%；新兴市场股票 24.2%，私募 46.8%；债券与货币市场 8.8%，非交易债券 15.4%，其他债券 18.7%；不动产 14.1%，基础设施 16.5%。

总之，养老金投资股市，不但可以提高收益率，增强养老金制度的支付能力，积极应对老龄化，而且在客观上会极大提高股市的质量，对繁荣发展资本市场具有决定性的意义，长期看，养老金可以真正起到救市、护市、保市的作用和效果，是用市场的手段治理市场的唯一举措，是资本市场一劳永逸的一场革命，是国民福祉的重要构成要素，是回馈国民的主要市场福利渠道，是国家建设市场经济制度的主要体现。

原文链接：



基金·养老金投资

随着《国务院关于印发<基本养老保险基金投资管理办法>的通知》的发布，明确养老金只限境内投资，投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品的比例，合计不得高于养老基金资产净值的30%。这意味着，养老金入市正式进入实操阶段。养老金入市究竟会对股市产生怎样的影响？目前投资渠道有限，在这种情况下，养老金会不会大量入市？

养老金入市对中国股市有四大影响

养老金入市既是增值保值的必然手段，也是股市建设不可逾越的一次革命

文/曹军

养老金被称作股市中最大的机构投资者，养老金入市，尤其是2015年养老金第一波入市，对2015年中国股市产生了深远影响。养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。



养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。

养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。

养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。

养老金短期内难以大量流入股市

在目前的中国经济发展态势与股市点位情况下，对股市短期波动不必过于担心，因为养老金作为长期资金，会投资于与国民经济走向密切相关的基础股，并多元化配置，取得长期投资收益

文/曹军

随着《国务院关于印发<基本养老保险基金投资管理办法>的通知》的发布，明确养老金只限境内投资，投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品的比例，合计不得高于养老基金资产净值的30%。这意味着，养老金入市正式进入实操阶段。

养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。

养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。

养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。养老金入市，对2015年中国股市产生了深远影响。

国际观察

全球性通货紧缩阴霾难散

文/曹军

近期，由于美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。

美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。

美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。

美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。

美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。

美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。

美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。

美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。

美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。

美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。美联储加息预期升温，全球股市出现大幅波动。

朋友圈

滕藤

为博研研究助航

滕藤为博研研究助航。滕藤为博研研究助航。滕藤为博研研究助航。滕藤为博研研究助航。

滕藤为博研研究助航。滕藤为博研研究助航。滕藤为博研研究助航。滕藤为博研研究助航。

丁志杰

为博研研究助航

丁志杰为博研研究助航。丁志杰为博研研究助航。丁志杰为博研研究助航。丁志杰为博研研究助航。

丁志杰为博研研究助航。丁志杰为博研研究助航。丁志杰为博研研究助航。丁志杰为博研研究助航。

董登新

为博研研究助航

董登新为博研研究助航。董登新为博研研究助航。董登新为博研研究助航。董登新为博研研究助航。

董登新为博研研究助航。董登新为博研研究助航。董登新为博研研究助航。董登新为博研研究助航。

张连起

为博研研究助航

张连起为博研研究助航。张连起为博研研究助航。张连起为博研研究助航。张连起为博研研究助航。

张连起为博研研究助航。张连起为博研研究助航。张连起为博研研究助航。张连起为博研研究助航。

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，2013 年 11 月开始发布《银华讲座》。其中，《快讯》、《社保改革动态》、《社保改革评论》和《银华讲座》四项产品版权为“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》、《工作论文》和《银华讲座》，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：董玉齐