



# 快 訊

## SSL Express

2015 年第 41 期 ( 总第 137 期 , 9 月 24 日 ) 中国社科院世界社保研究中心 主办



日前,《基本养老保险基金投资管理办法》结束征求意见,养老保险基金入市进入倒计时。从世界范围内来考察养老保险基金的投资问题,能给我国养老金入市带来哪些启示?养命钱如何安全赚钱?养老金入市的利、弊有哪些?就这些问题,世界社保研究中心主任郑秉文教授接受了光明网记者的专访,这里全文刊发。

### 养老金入市的风险是可控的

——郑秉文专访

#### 简单存银行:贬值是绝对的

养老金与投资之间的关系,有三种类型,一类是主权养老基金,这种基金是生来为了投资的,最早的一支基金到现在运行也有二十来年了,全世界有十六七支主权养老基金,其目的就是为了投资。第二类是指企业雇主办的企业年金、职业年金,耳熟能详的就是美国的401(k),它生来也是为了投资,所有的余额用于市场化投资。第三类是基本养老保险,就是日前我们颁布的《基本养老保险基金投资管理办法》在全社会征求意见,这种基金指国家依法举办的、强制性的覆盖所有参保人的制度基金,当前有一百多个国家实施了这项制度。此制度诞生于1889年的德国,最开始是没有投资的,是现收现付制,一直到1955年在新加坡建立了中央公积金制,引入了个人账户,有了积累,就开始有了投资。

基本养老基金的投资问题,基金与市场化的关系演变历史,有三个节点需要我们注意。从1889年诞生基本养老保险,到1955年有市场化投资了,这是第一个节点。第二个节点是

---

1981 年以智利为模式的市场化投资。这两个节点对中国投资体制的影响都不大，产生影响的是制度设计。第三个节点，开始于 1997 年，有几个重要的国家也开始进行投资体制改革，比如加拿大、日本、韩国等国家，他们本来是现收现付的，没有进行市场化投资，遵循美国的模式以购买国债为主，但是收益比较低，可从这时候开始，这些国家也先后开始投资了。

第三个节点跟中国的关系很大，受到很大影响。可以说，正好在 1997 年，我们的多项制度实行全国统一，比如统一税率，基本养老保险开始走向正规化。在设立基金之初我们没有多少积累，越往后，积累越来越多，尤其 2005 年以来的 10 年间，积累更加庞大。在没有积累的时候，我们没有想到投资问题，所以当时政策制定的投资渠道有两个，一个是银行存款，一个是购买国债。由于各种原因，购买国债几乎成为一句空话，无债可买，无债可投，所以基金的 99% 都流向银行，一方面国债买不到，只有存到银行。重要的是另一方面，基金增长的态势相当吓人，每年以 20%、30% 的增长率在增长，从 1998 年的几百亿，增加到去年的几万亿，我们城镇职工的基本养老保险是 3.18 万亿，加上城乡居保 4000 多亿，合计养老基金 3.6 万亿，如果其他的四个险种，总共超过了 5.2 万亿，这是当时所未料的，所以这种积累直接导致了贬值的压力。

### 市场化投资：风险是相对的

养老金的贬值也越来越明显。首先从 CPI（居民消费价格指数）来看，我们的损失是巨大的，从 1998 年到现在损失一两千亿。第二，如果按照企业年金的收益率来算，我们的损失超过三千亿；第三，相对于中国的主权养老基金，全国社保基金的收益率，截止目前，以它作为参照，我们的损失是 5500 亿左右。从这三个参照来估计，我们潜在的损失是这么大。如果还有第四个参照，从社平工资（社会平均工资的简称）来看，我们的损失也是非常大的，社平工资增长率从 1998 年以来，超过了 10%，达到 14% 左右，我们的潜在复利损失达到一万三四千亿，这更了不得，所以，越往后我们投资的压力越大，潜在的损失也越大。

投资是一个毋庸置疑的潮流，是必须要做的一件事情，目前我们看到以国债持有的社会保险基金、基本养老保险基金的国家有四个：美国、英国、爱尔兰、西班牙，它们有大量基本养老保险基金的余额，仅美国就高达 2.8 万亿美元，没有进行市场化投资，完全用来购买国债，以国债的形式来持有。这四个国家 CPI 都很低，只要持有国债，就能完全跑赢 CPI。事实上也是这样，它们持有国债也跑赢了社平工资平均增长率，社平工资增长率取决于 GDP 的增长率，由于它们 GDP 的增长率比较低，所以这些国家的社平工资增长率也不是很高。这几个国家持有国债，回报率平均在 4-5% 之间，而他们的工资增长率是 2% 左右，远远跑赢了社平工

---

资增长率。

既能跑赢 GDP 的增长率，还能跑赢 CPI，更能跑赢社平工资增长率，尽管这四个国家也在进行改革，但是有庞大的基本养老保险基金，增值保值不成问题，比如，美国在 1990 年，基本养老保险基金余额只有两千亿美元，到去年底，已达到 2.8 亿美元，相当于 18 万亿人民币，这是一笔数额巨大的资金，安然无恙的购买国债，情况也是非常好的，也是与它的经济环境是相匹配的。

而在我国，既没有完全满足购买国债，同时经济增长率和社平工资增长率又这么高，即使我们能满足买国债，投资收益率显然也是低于市场化的投资收益率，而市场化收益率的第一个参照就是全国社保基金的收益率，第二个参照是 2005 年以来的企业年金的收益，面对着市场化带来的 8%左右的收益率的增长，和面对的 4-5%左右的国债收益率的参照之间，全额持有国债的策略也不利于社保基金的投资，所以，面对市场化和国债两个模式，选择市场化应该是最优选择，次优是持有国债，市场化更符合中国的实际情况，更符合中国庞大的养老基金的增值保值的需求，缩小与社平工资增长率的差距，市场化投资更符合中国的国情。

养老金投资的问题现在要提到案头，投资成为必须要做的事情。如果不投资，我们承受的损失将不堪忍受，一个百分点就好几百亿，所以，有关部门从几年前就开始商讨投资的问题，由于种种原因到今年终于形成文字，面向社会征求意见了。

### **如何降低养老金投资风险**

从投资策略的角度，可从两个方面来考察资金安全问题，一方面，静态的来看，我们在市场化投资的时候，是对证券市场和股权市场同时进行投资的，证券市场有股票市场、债券市场、货币市场，面对多元化的投资和产品持有，我们对波动性最大的股票，做了最高限额不能超过 30%的规定，这个限额是低于 1997 年改革以来，很多国家规定的限额的，像加拿大规定的是 65%，日本规定的是 55%，我国低于其他国家的投资上限，这样就把对风险有限控制放到了首位，最大限度的使风险得到对冲。余下 70%的资产投资的风险很小，几乎没有负利率收入的可能性，比如银行存款、货币性基金、债券、股权的投资，这些都是正收益的。有 70%的固定可靠的收益产品，即使那 30%的股票产生一些波动，也是可以对冲掉的，因为这个比例不是很高，低于其他很多国家。

另一方面，从动态的角度讲，从一个周期来看，养老基金与其他基金相比，是长期性的基金投资，不是短期投机性的基金，需要追求收益性、稳定性，追求股票的价值投资，所以股票的短期波动可以用时间的长期来弥合，比如，2008 年，全世界都面临着金融危机，股

---

票都跌到了 30%、40%，从当期来看，负亏很大，经过一个时间跨度，大部分已经恢复到 2008 年前的水平了。只要把时间性、流动性因素考虑进来，动态的、长期的来看，养老基金在多元化、市场化的进程中，都是有利可图的。

养老金不是年年都用，要到几十年之后才用到自己头上，这么长时间里，资产的配置需要多元化的、混合型的。完全存银行，收益低，完全投股市，风险又高，只能混合来搭配，让这些与收益性结合的资产配置在一个比较长的时间段能够发挥对冲作用，这是最佳的解决方案。

在全世界通用的，控制养老基金市场化、多元化投资风险的两个维度，一个是比例限制，说白了就是股票的比例，投资股市的风险最大，对应的是潜在高收益，资产投资比例要控制好。第二个就是时间维度，一旦引入时间这个概念，在几十年的时间里，资产配置多元化，亏损与收益能够形成对冲。这两个维度是控制风险的最好办法。

原文链接： [光明网  
GMW.CN](http://www.gmw.cn)

---

## 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](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