



快 訊

SSL Express

2015 年第 53 期 (总第 149 期 , 12 月 17 日) 中国社科院世界社保研究中心 主办



近日,《国企管理》杂志对世界社保研究中心主任郑秉文教授就《基本养老保险基金投资管理办法》发布后养老金改革如何进行的问题进行了专访,该访谈内容刊登在《国企管理》第 10 期第 26、27 页,这里全文刊发:

养老金改革向纵深推进

——访中国社科院世界社保研究中心主任 郑秉文

记者 秦龙/文

《基本养老保险基金投资管理办法》(以下简称《办法》)8月23日正式发布。养老金改革开始逐步向市场化、多元化投资发展,这将对资本市场带来怎样的影响?养老金改革下一步如何进行?著名社会保障专家、中国社科院世界社保研究中心主任郑秉文日前接受了记者采访。

《国企管理》: 养老保险基金进入资本市场, 将对经济发展产生何种影响?

郑秉文: 养老金对资本产生的影响是非常大的。中国的资本市场处在初级阶段,它的一个重要特点是散户比较多,机构投资者比较少。其中,散户占绝对统治地位,约占整个投资数量的 80%,机构投资者占了 20%左右。而在发达国家却正好相反,比如,在美国机构投资者占绝对统治地位,高达 80%以上,散户 20%左右。可见,国内外资本市场投资者的结构差别非常大。

在散户多的情况下,由于散户投资主要以投机获利为主,为市场带来较大波动。2015 年前半年股票市场比较好的时候,每天都有很多人开户,甚至许多人借钱炒股票,这体

现出很强的投机性。它们经不起消息的考验，市场一有好消息，散户就蜂拥而至。一有风吹草动，散户就离场，一离场股价马上就会出现波动，然后出现大量抛售的现象。卖的多买的少，价格就随之下降，形成市场的连锁反应。如果下降的幅度大，就形成了投资者的消费踩踏，踩踏控制不足就容易形成股灾。

反之，如果机构投资者多，市场就相对稳定。机构投资者是长期基金理财，它们看重的是长期的回报收益，呈现长期收益性特点。一般情况下，机构投资者投资都经过专业的研究，对行业预测有深入的把握。它的投资有一个选择标准，在股票选择上非常客观，通常情况下，机构投资者投资以股票的未来市场价值为选择标准，有其自己的投资理念。

养老基金入市，机构投资者将随之增加，机构投资者的增加将大大减少资本市场的换手率。散户投资者与机构投资者的投资行为是有明显区别的。十几年来，中国资本市场的换手率远远高于成熟的资本市场。中国资本市场的换手率为 190%，位居世界第一，而养老基金市场十分发达的美国仅 95%，不到 100%。在养老基金实行完全投资体制的智利、哥伦比亚和秘鲁等拉美国家，换手率都不到 28%。

另外，机构投资者有它自己的投资理念，一般来说，机构投资者投资的周期产品有一个到期日，在到期日之前，股票减少的幅度是有特定的公式，每一年减少多少？怎么减少？就像滑梯一样，在长达几十年的时间里有各自滑梯和航道，到期日就落地了。所以无论股票市场波动还是稳定，机构投资者都坚守自己的投资理念。

股票市场投资者的结构不一样，对市场的行为、市场投资理念、市场的理解都不一样。最终导致对资本波动性的反应也都不一样。我认为机构投资者越多，市场越稳定一些，越成熟一些。

那么，机构投资者里面也分长期资金和短期资金，中国虽然有一些机构投资者，他们大多是短期资金，进行短期投入，投资者随意收回。而养老基金是资本市场的长期性基金，所以养老基金入市越多，机构投资者的长期资金越多。可以说，养老基金在中国投资市场的比重越高，资本市场就越稳定、成熟。这里做个对比，美国作为成熟的资本市场，养老基金投资占市场的 50%以上。中国的资本投资市场大约有六十三万亿的总量，养老基金入市的规模不到五六千亿，不到总量的 1%。

从长期影响来看，养老基金入市可以改善资本市场的投资结构，减少市场的波动性，增加稳定性，提高融资的效率。短期来看，养老基金入市大概会有六七千亿进入资本市场，这个盘子还是比较少的，对资本市场没有太大的影响，况且这六七千亿也不是马上

就到。

《国企管理》：各省应如何做好养老保险基金结余交给全国社保基金理事会打理的准备？

郑秉文： 养老金是地方的奶酪，过去的养老保险制度运行 20 多年，已经在地方根深蒂固。这些钱是很多年来沉淀下来的，毫无疑问是地方利益，放在自己手里面会感觉更踏实。

同时，由于各地的承受的压力不一样，养老金存在不同的银行里，包括一些小银行，它起着稳定地方金融的作用，养老金入市需要缓步进行，入市的资金还是应该根据地方各自的情况，由其来做个时间表。我相信这个时间表不会太长，大概会持续几年的时间。

养老金入市是早晚的事。股市无论是熊市抑或牛市，无论是抄底抑或建仓，都不重要。千亿资金进入股市是分散委托给几十个投资管理人，每一个投资管理人都有自己的专业的管理队伍，他们各自有一套不同的做法。选择不同的投资者就是为了分散风险，让不同风格的投资管理者投资，让危险分在不同的篮子里去。

《国企管理》：养老金投资股市如何确保安全？出现亏损怎么办？

郑秉文： 养老金投资股市面对的主要是市场风险，从控制风险方面来讲，第一个方面，实行双重准备金制度，也就是说受托机构拿出收益管理费 1%的比例做准备金，投资管理机构拿出净收益的 20%做准备金。双重准备金制度在国外也是很少见的，双重准备金制度相当于双重保险。

第二个方面，养老金投资资本市场比例为 30%，这是较低水平。这里有几个参照系：第一个是 1.5 万亿元全国社保基金，其中投资于股市的最高限额是 40%，高于 30%；第二个是企业年金，从 2005 年开始投资进入资本市场，它的比例也是 30%，企业年金的缴费来源也是由单位和职工两部分构成。养老金的风险和风险容忍度和企业年金差不多；第三个是国外，1997 年以来，国外先后有四、五个国家对它的养老保险基金实行了市场化的投资改革。比方说加拿大、日本、韩国、瑞典等。这些国家的养老金投资市场都高于中国的 30%，大多在 50%左右。例如，加拿大的养老金入市的比例是 60%，它的资产配置状况，股票投资比例高达 48%。加拿大从 1997 年到现在收益率也非常好，去年的收益率是 18%。

第三个方面，根据以往我国投资的业绩来看风险也是可控的，我们以往的养老金投资有这么四笔钱：第一笔是企业年金，企业年金从 2005 年投资到现在已经增长到 7700

亿，年化收益超过 6%；第二笔钱是全国社保基金理事会运营的 15000 亿，年化收益超过了 8%；第三笔钱是 2006 年由全国社保基金理事会运营管理的个人账户中央补助的投资资金，全国社保基金理事会受托管理 9 个省区市的个人账户资金，从 2006 年的 355 亿到现在的 700 多亿已经翻一番了，收益率非常好；第四笔钱 2004 年全国社会保障基金理事会受广东省政府委托，投资运营广东省城镇职工基本养老保险结存资金的 1000 亿元，年均收益率 8.41%。

第四个方面，实行多元化投资，我们的养老金资产配置不是单一的，种类繁多。入市投资只占 30%，剩下的 70%涵盖了几乎所有的可以投资的产品，像政府债券、企业债券、存款等，一般来说没有负值，风险极小。30%的资本市场即使出现了问题，也完全可以由另外的 70%资产来对冲掉。

第五个方面，只要我们对养老基金投资引入时间这个维度、概念，那么所有的亏损都是浮亏，因为基本养老保险退休金的支付是有固定的政策和计划公式的，不以市场的好坏决定，与市场不挂钩。

《国企管理》：您说过，养老基金实施市场化和多元化之后，受托机构应尽快制定走出去的国际化战略，为什么？养老基金改革方向是什么？

郑秉文：据我来看，中国养老金改革实行市场化投资、专业化投资后，如同人民币国际化一样，最终有一天要走向国际化，这也是一个大趋势。国外许多国家除了进行了市场化和多元化的投资改革，他们还有一个策略，就是这些国家都有境外的股票投资，投资比例在 20%到 30%之间。那么，随着我国的开放程度越来越高，随着我国养老基金的规模越来越大，我国的境外股票投资和境外其他资产方面的投资是早晚的事。

同时，实行国际化境外投资也有很多好处，第一，从风险方面来讲，等于又多了一个篮子，可以分散风险。第二，发达国家的市场比较成熟，回报率比较高。比如，加拿大去年养老基金的投资收益率是 18%。如果我们对成熟发达国家进行资本市场投资，获得的回报将会更好。第三，国外的新型市场国家一般来说都是人口红利国家，我们可以享受新型市场国家的人口红利。

原文链接：



养老基金改革向纵深推进

——访中国社会科学院世界保障研究中心主任 郑秉文

《基本养老保险基金投资管理办法》(以下简称《办法》)8月23日正式发布。养老金改革开始逐步向市场化、多元化投资发展,这将对资本市场带来怎样的影响?养老金改革下一步如何进行?著名社会保障专家、中国社科院世界社保研究中心主任郑秉文日前接受了本刊记者采访。

文/本刊记者 秦龙



郑秉文
中国社会科学院世界保障研究中心主任

《**国企管理**》:养老保险基金进入资本市场,将对经济发展产生何种影响?

郑秉文:养老金对资本产生的影响是非常大的。中国的资本市场处在初级阶段,它的一个重要特点是散户比较多,机构投资者比较少。其中,散户占绝对统治地位,约占整个投资数量的80%,机构投资者占了20%左右。而在发达国家却正好相反,比如,在美国机构投资者占绝对统治地位,高达80%以上,散户20%左右。可见,国内外资本市场投资者的结构差别非常大。

在散户多的情况下,由于散户投资主要以投机获利为主,为市场带来较大波动。2015年前半年股票市场比较好的时候,每天都有很多人开户,甚至许多人借钱炒股票,这体现出很强的投机性。它们经不起消息的考验,市场一有好消息,散户就蜂拥而至。一有风吹草动,散户就离场,一离场股价马上就会出现波动,然后出现大量抛售的现象。卖的多买的少,价格就随之下降,形成市场的连锁反应。如果下降的幅度大,就形成了投资者的消费踩踏,踩踏控制不足就容易形成股灾。

反之,如果机构投资者多,市场就相对稳定。机构投资者是长期基金理财,它们看重的是长期的回报收益,呈现长期收益性特点。一般情况下,机构投资者投资都经过专业的研究,对行业预测有深入的把握。它的投资有一个选择标准,在股票选择上非常客观,通常情况下,机构投资者投资以股票的未来市场价值为选择标准,有其自己的投资理念。

养老基金入市,机构投资者将随之增加,机构投资者的增加将大大减少资本市场的换手率。散户投资者与机构投资者的投资行为是有明显区别的。十几年来,中国资本市场的换手率远远高于成熟的资本市场。中国资本市场的换手率为190%,位居世界第一,而养老金市场十分发达的美国仅95%,不到100%。在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,换手率都不到28%。

另外,机构投资者有它自己的投资理念,一般来说,机构投资者投资的周期产品有一个到期日,在到期日之前,股票减少的幅度是有特定的公式,每一年减少多少?怎么减少?就像滑梯一样,在长达几十年的时间里有各自滑梯和轨道,到期日就落地了。所以无论股票市场波动还是稳定,机构投资者都坚守自己的投资理念。

股票市场投资者的结构不一样,对市场的行为、市场投资理念、市场的理解都不一样。最终导致对资本波动性的反应也都不一样。我认为机构投资者越多,市场越稳定一些,越成熟一些。

那么,机构投资者里面也分长期资金和短期资金,中国虽然有一些机构投资者,他们大多是短期资金,进行短期投入,投资者随意收回。而养老金是资本市场的长期性基金,所以养老金入市越多,机构投资者的长期资金越多。可以说,养老金在中国投资市场的比重越高,资本市场就越稳定、成熟。这里做个对比,美国作为成熟的资本市场,养老金

投资占市场的50%以上。中国的资本市场投资市场大约有六十三万亿美元的总量，养老基金入市的规模不到五六千亿美元，不到总量的1%。

从长期影响来看，养老基金入市可以改善资本市场的投资结构，减少市场的波动性，增加稳定性，提高融资的效率。短期来看，养老基金入市大概会有六七千亿美元进入资本市场，这个盘子还是比较少的，对资本市场没有太大的影响，况且这六七千亿美元也不是马上就到。

《国企管理》：各省应如何做好养老保险基金结余交给全国社保基金理事会打理的准备？

郑秉文：养老基金是地方的奶酪，过去的养老保险制度运行20多年，已经在地方根深蒂固。这些钱是很多年来沉淀下来的，毫无疑问是地方利益，放在自己手里面会感觉更踏实。

同时，由于各地的承受的压力不一样，养老基金存在不同的银行里，包括一些地方的小银行，它起着稳定地方金融的作用，养老基金入市需要缓步进行，入市的资金还是应该根据地方各自的情况，由其来做个时间表。我相信这个时间表不会太长，大概会持续几年的时间。

养老基金入市是早晚的事。股市无论是熊市抑或牛市，无论是抄底抑或建仓，都不重要。千亿资金进入股市是分散委托给几十个投资管理人，每一个投资管理人都有自己的专业的管理队伍，他们各自有一套不同的做法。选择不同的投资者就是为了分散风险，让不同风格的投资管理者投资，让危险分在不同的篮子里去。

《国企管理》：养老金投资股市如何确保安全？出现亏损怎么办？

郑秉文：养老金投资股市面对的主要是市场风险，从控制风险方面来讲，第一个方面，实行双重准备金制

度，也就是说受托机构拿出收益管理费1%的比例做准备金，投资管理机构拿出净收益的20%做准备金。双重准备金制度在国外也是很少见的，双重准备金制度相当于双重保险。

第二个方面，养老基金投资资本市场比例为30%，这是较低水平。这里有几个参照系：第一个是1.5万亿元全国社保基金，其中投资于股市的最高限额是40%，高于30%；第二个是企业年金，从2005年开始投资进入资本市场，它的比例也是30%，企业年金的缴费来源也是由单位和职工两部分构成。养老基金的风险和风险容忍度和企业年金差不多；第三个是国外，1997年以来，国外先后有四个、五个国家对它的养老保险基金实行了市场化的投资改革。比方说加拿大、日本、韩国、瑞典等。这些国家的养老基金投资市场都高于中国的30%，大多在50%左右。例如，加拿大的养老基金入市的比例是60%，它的资产配置状况，股票投资比例高达48%。加拿大从1997年到现在收益率也非常好，去年的收益率是18%。

第三个方面，根据以往我国投资的业绩来看风险也是可控的，我们以往的养老基金投资有这么四笔钱：第一笔是企业年金，企业年金从2005年投资到现在已经增长到7700亿，年化收益超过6%；第二笔钱是全国社保基金理事会运营的15000亿，年化收益超过了8%；第三笔钱是2006年由全国社保基金理事会运营管理的个人账户中央补助的投资资金，全国社保基金理事会受托管理9个省区市的个人账户资金，从2006年的355亿到现在的700多亿已经翻一番了，收益率非常好；第四笔钱2004年全国社会保障基金理事会受广东省政府委托，投资运营广东省城镇职工基本养老保险结余资金的1000亿元，年均收益率8.41%。

第四个方面，实行多元化投资，

我们的养老金资产配置不是单一的，种类繁多。入市投资只占30%，剩下的70%涵盖了几乎所有的可以投资的产品，像政府债券、企业债券、存款等，一般来说没有负值，风险极小。30%的资本市场即使出现了问题，也完全可以由另外的70%资产来对冲掉。

第五个方面，只要我们对养老金投资引入时间这个维度、概念，那么所有的亏损都是浮亏，因为基本养老保险退休金的支付是有固定的政策和计划公式的，不以市场的好坏决定，与市场不挂钩。

《国企管理》：您说过，养老金实施市场化和多元化之后，受托机构应尽快制定走出去的国际化战略，为什么？养老金改革方向是什么？

郑秉文：据我来看，中国养老金改革实行市场化投资、专业化投资后，如同人民币国际化一样，最终有一天要走向国际化，这也是一个大趋势。国外许多国家除了进行了市场化和多元化的投资改革，他们还有一个策略，就是这些国家都有境外的股票投资，投资比例在20%到30%之间。那么，随着我国的开放程度越来越高，随着我国养老基金的规模越来越大，我国的境外股票投资和境外其他资产方面的投资是早晚的事。

同时，实行国际化境外投资也有很多好处，第一，从风险方面来讲，等于又多了一个篮子，可以分散风险。第二，发达国家的市场比较成熟，回报率比较高。比如，加拿大去年养老基金的投资收益率是18%。如果我们对成熟发达国家进行资本市场投资，获得的回报将会更好。第三，国外的新兴市场国家一般来说都是人口红利国家，我们可以享受新兴市场国家的人口红利。■

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”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