



快 訊

SSL Express

2016 年第 44 期 (总第 195 期 , 11 月 3 日) 中国社科院世界社保研究中心 主办



11 月 2 日, 中国社科院世界社保研究中心主任郑秉文、申万宏源证券研究所高级宏观研究员李一民做客《第一财经》“首席评论”节目演播室就最近备受关注的养老金入市问题接受了主持人的采访, 这里给出视频链接:

视频链接:



养老金入市, “慢牛”真的要来了吗?

嘉宾介绍

郑秉文—中国社科院世界社保研究中心主任

中国社会科学院美国研究所所长, 中国社会科学院世界社保研究中心主任, 人力资源和社会保障部咨询专家委员会委员, 是国内外享有崇高声望著名的社会保障专家。

李一民—申万宏源证券研究所高级宏观研究员

申万宏源证券研究所高级宏观研究员, 任国际经验与配置研究组主管。研究方向为外向型经济与全球宏观问题, 央行货币政策与中国金融改革。

新闻背景

10 月 25 日, 人社部新闻发言人李忠表示, 年内将启动养老保险基金投资运营, 组织第一批委托省份与全国社保基金理事会签订合同, 公告第一批养老基金管理机构, 这意味着传说中的养老金入市终于要来了。养老金入市已经拖延了很多年, 原来不是存银行, 就只能买国债, 万亿元级的养老基金结余始终未能跑赢通胀。据社科院数据显示, 1993 年以来, 全国基本养老金年均收益不到 2%, 而 CPI 年均复合增长率高达 4.8%。23 年来, 养老金资金池

因为贬值而蒸发的高达 1300 亿元。不入市眼睁睁看着钱贬值，可入市采取什么模式，如何防止亏损，又一直争论不休。



《第一财经》“首席评论”视频截图

观点提炼

美国 401K 计划催生美国十年跨度的大牛市的神话，能否在中国“被上演”？

郑秉文：美国 401K 是完全市场化投资的一个制度，是企业主举办的年金制度，而我们要谈的是基本养老保险基金，一直没有投资…按现在的规定比例来讲不大，大概不到一万亿，相对于资本市场 50、60 万亿的规模来讲太不成比例了。把基本养老保险基金改革，看成慢牛来的信号，我觉得大家还是不应该有太大希望的。客观一点，因为这个比例太小了。美国总体可入市的养老金是 24 万亿，美国股市的规模也是 24 万亿，是 1: 1 的比例，我们现在是 1: 100，这个比例太低了。

养老金入市 哪些股票板块会是养老金比较偏爱的？

李一民：这类资金我们觉得跟目前社保基金实际上的行为是类似的。目前我们看到社保基金的投资偏好里面，更多偏重 150 亿以上的大盘股，25 亿以下的小盘股在整个社保基金组合里面只占到 4%，所以可以看到实际上还是希望选择比较稳定的一些标的开始投资。第二个层面，分行业来看，养老金以后投资，也要兼顾稳定性和成长性。在稳定性里面，我们更多选择是蓝筹的股票，比如说大建筑、基建包括国企在内的一部分大蓝筹，还有大市值，也是兼顾的。但是一部分配比也在选择有成长性的股票，可能并不是我们讨论的估值过高的股票…我们也适当参与一些传媒、电子、计算机，包括房地产在内的一些有成长性的股票，

组成一个比较中性的组合。这基本是养老基金的一个目标和标准，可能更多是兼顾安全性，兼顾稳定性，兼顾流动性，同时在此基础上可以兼顾一定的收益性。

文字回顾

主持人：各位好，欢迎收看首席评论。

中国基本养老保险基金在我们国家一直是被采取非常谨慎的投资政策，为了增值保值，养老金入市即将成为现实，既然千呼万唤这么多年，为什么在这个时间点选择养老金入市，对市场来说又意味着什么呢？我们先来看一段小片。

人社部：养老金入市工作启动在即

10月25日，人社部新闻发言人李忠表示，年内将启动养老保险基金投资运营，组织第一批委托省份与全国社保基金理事会签订合同，公告第一批养老基金管理机构，这意味着传说中的养老金入市终于要来了。养老金入市已经拖延了很多年，原来不是存银行，就只能买国债，万亿元级的养老基金结余始终未能跑赢通胀。据社科院数据显示，1993年以来，全国基本养老金年均收益不到2%，而CPI年均复合增长率高达4.8%。23年来，养老金资金池因为贬值而蒸发的高达1300亿元。不入市眼睁睁看着钱贬值，可入市采取什么模式，如何防止亏损，又一直争论不休。

层次一：“慢牛”真的要来了吗？

主持人：欢迎两位的到来，养老金入市市场上很多人士，尤其股民都非常关心，会不会像市场人士所说的，新一轮慢牛又开启了，李老师您是什么意见呢？对于慢牛开启的说法。

李一民：这个基于我们的分析，我们觉得预期是有，但是资金长存，怎么解释呢？首先预期这是一个很重要的因素，目前市场有一个期待慢牛的预期，这是一个好的事情，说明目前大家还是有兴趣去参与到这个市场投资中，同时对于中国资本市场走势是有期待的。那么养老金入市它是一个增量的资金，自然会激发一个良好的预期，比如说我们基于美国在做401K的历史中，我们看到1978年1981年，美国养老金持续资金的流入，确实提振了一波良好的预期，对美股产生了一些良好的走势，那么这是一个预期。

但实际上我们刚才谈到了资金一个节奏反而是更重要的决定因素，我们说资金其实是长存的，但是它的存在是分节奏的，我们说整个养老金入市实际上它的节奏可能没有我们想的这么短暂、这么急促，而是一个缓慢、布局以及产生配置过程。

主持人：您刚才提到美国实施401K计划，也是一个养老金入市的计划，那么郑老师，咱们中国这次会不会像那次一样，开启了一个可以说维护了十几年的牛市，我们会出现这样的状况吗？

郑秉文：还是两回事，美国 401K 是完全市场化投资的一个制度，是企业主举办的年金制度，我们今天要谈的是基本养老保险基金，它一直没有投资，这些钱拿出来以后每年大概能上交给中央政府这儿来一点，每年来一点，它对市场的注入也是逐渐的，即使一次性的注入进去，那么按现在的规定比例来讲也是不大的，大概不到一万亿，相对于资本市场 50、60 万亿的规模来讲太不成比例了，应该把基本养老保险基金改革看成慢牛来的信号，我觉得大家还是不应该有太大希望的，这种希望是良好的，心情是可以理解的。但是这种效果大家还是应该冷静一点，客观一点，因为这个比例太小了。美国总体可入市的养老金是 24 万亿，美国股市的规模也是 24 万亿，是 1: 1 的比例，我们现在是 1: 100，这个比例就太低了。



中国社科院世界社保研究中心主任 郑秉文

主持人：这个比例就直接说明了问题。

郑秉文：这个比例就太小了，但是不管怎么样，养老金入市，基本养老保险基金投资体制改革，这是一个标准的信号，对投资者来讲可以起到鼓舞士气、提振信心的作用，因为毕竟最高层对资本市场，对养老金入市的重视程度是开了历史先河的，所以从信心上讲，我觉得从预期上讲是非常好的一个事。

主持人：非常有意义的事，但是养老金入市更重要的是，之前到底还欠缺哪些条件，现在为什么选择在这个时间点，我们真的做好准备了吗？

郑秉文：实际上基本养老保险的提出是 2006 年，在学界进行讨论，政策面进行讨论，真正实施在 2010 年底，整个 2011 年做了一年的准备工作，最后在 2012 年 2 月的时候正式停止了，当时环境、准备还是不太充分，正好也是要开十八大了，就放下来了。那么十八大

过后，2012年底，2013年3月份新政府成立，马上把基本养老保险基金投资提出来了，2013年底就开始进入方案拟定的阶段，于是经过一年的讨论拟定，目前采取了这样一个委托投资的办法。这个办法与2011年的改革是存在很大差距的，是不一样的，完全采取的是两种模式，真正的改革这是第二轮，2011年是第一轮，这回是第二轮，经过一年的讨论，最后于去年8月23号发布了基本养老保险基金投资管理办法，这又一年了，办法发出去一年半了，终于进入到真正的投资的阶段了，临门一脚要踢这一脚了。这也是从去年8月份到现在，这也是有关部门准备，要批编制，要批部门，要进入，经过一年多的筹备，年底之前可能要下第一单的。所以它是整个新政府进行全面深化改革一整套的一揽子故事当中的一部分，那么它有它的节奏，它需要它的时间。你比如现在马上要进行选秀，这个也是需要时间的，选一些机构投资，也是需要时间的，像去年8月份出的基本养老保险基金管理办法一样，有人把它看作是是不是中央政府想用这个办法提振一下股民的士气，实际上我觉得关系还是不大的。

主持人：对，您说到这里我想起网上说的养老金入市是不是给股市托底，李老师的建议呢？

李一民：这个问题涉及到一个时点问题，刚才郑老师说了，养老金入市实际上它是改革的一部分，那么改革的时点跟资本上的时点是两个时点，我们股民更多关注的是资本市场的时点，所以我们更多愿意联想改革和资本市场的过程是否有重叠。这个时点就这个养老金入市，我们愿意说三个时点，第一个时点，从目前我们10月25号刚刚宣布的公告之后，我们还会有一个签订的过程，然后各个省份的公告过程，再有刚刚郑老师也说到投资机构遴选的过程，最后资金到了投资，还有一个投资机构布局还有战略设计的过程，这是第一个时点。可能股民更多关注的是这个时点，我们想的是这个时点它来的没有我们想的这么快。

但是我想说的更多的是第二个和第三个时点，第二个时点是养老金资金入市，其实从中长远来看，对于我们对资本市场是一个生态的变化，就像我们之前其实类似的思路也在比如说沪港通的开通，再往前推比如说QDII资金的出现，这个资金的出现是否对我们市场领域的提振，但是它发生的时候并没有我们想的那样突然立竿见影市场有一个波澜壮阔的上行，但是你会潜移默化的发现在未来的一段时间中，它的的确确改变了我们的市场生态，比如说我们的参与主体，已经不单纯有我们个人投资者，由散户作为主导，而更多引入了中长线投资的机构投资者。

那么养老金相较于目前市场存在的一些公募基金、保险资金包括社保资金而言，它的投资周期其实应该是更长的，应该跟我们人的寿命周期是同步的，它可以在中长期改变我们整个市场的生态。

第三个时点就是说这个资金其实并不是一次性的入市，我们刚才谈到了它会持续入市，为什么大家关注，因为这是 0 到 1 的过程，这是突然间两万亿的资金准备好了可能要投资到我们资本市场中，以前没有太多的参与，今天开始参与，这是一个 0 到 1 的过程，1 以后还有 2 还有 3，我们不断要持续完成一个可持续的回报，我们养老金投放完成大家退休之后到个人账户中流动的过程，其实它的时间点会更漫长。刚才说了，其实并不是一个托底的想法，而是一个帮助我们资本市场筑底的过程，今天我们大家说底到底是不是这里，经过我们的分析，我们觉得底可能还没有发生，也就是我们基于目前整个市场市盈率的水平，换手率的水平，为什么大家那么关注，说明大家还有参与市场的兴趣，恰恰反而说明了你可能还有信心，其实养老金反而是帮助我们。

主持人：两位的观点都是要把资本市场的表现和改革的步伐分开来看，并不是一个因为所以这样的关系，那么我们说股市有风险，这个钱入到股市里有赚钱的也有可能是亏的，日本养老金入市也是一个很惨痛的教训，我们从中可以得到什么样的教训，先来看一个小片。

日本养老基金巨亏的困境

日本养老基金资产规模全球最大，数额超过 130 万亿日元。自 2014 年以来，日本养老基金改变策略，减少对债券的投资，把股票投资所占比例提高一倍至大约 50%。但是，由于日元升值、股市低迷，基金损失惨重。据日本政府养老基金管理机构公布的，2015 年财政年度养老基金管理报告显示，亏损约合 512 亿美元，亏损率 3.8%，为金融危机以来最大亏空。而今年年初的全球股市暴跌和英国脱欧的冲击波，更是雪上加霜，使得 2016 年前两个季度当中，日本的养老基金的亏损金额再次高达 520 亿美元。

层次二：如何防止养老金亏损？

主持人：李老师，我们从日本的实践中能得到什么经验？

李一民：首先来说其实养老金投资管理这件事不容易，日本已经是在亚洲做养老金入市比较早的国家，我的印象里从 20 世纪 50 年代开始他们已经着手做这个事情，我们今天才开始做起来，同样的它在操作中刚才小片里也说了，也是困难重重的。我觉得给我一个启发，首先是这件事情不要掉以轻心，慢慢来，其实可能刚开始的时候我个人认为养老金里面权益的配比不要上的太快，目前看人社部给的目标是 30%，基于我们的了解，社保 2015 年平均水平是 10%，还有类似的企业年金，其实它的投资属性我们认为更像我们的养老金，它目前的股权占比大概是 12%到 10%之间，其实我们看到即使你有一个上限 30%，但是目前以我们投资的管理能力来说，我们大概是在一个 10%的水平，这是我们第一个启发，就是股权是一个比较高风险的资产，它的波动率也会比较大。那么其实根据我们养老金特有的希望稳定的

回报，有时候期待它是一个保本的基金管理是有一定冲突的，所以我们不要尽量让股权的配比发生大的波动。

第二，你既然 100 块钱只有 10 块钱左右去配置股权，那么 90%怎么处理？这就要求我们资金管理机构有更强的大类资产的配置能力，所谓大大资产也就是除了股权之外有债权，可以买国债，可以买企业债，此外也可以买银行的票据，也就是目前主要承兑收益比较稳定的金融资产。此外你可以参与到股权投资，这一次在人社部的管理办法也谈到了，他们也开放我们这次的养老金投资到一部分的国有企业的股权里面去，甚至参与到基建投资甚至一带一路，这些可能是有很优质的资产，它的回报率可能高过资本市场蓝筹能够提供的回报。所以包括现在我们讨论要不要展开境外市场的投资，其实我们刚刚看到在 10 之外还有 90 的空间是给我们更广阔的大类资产配置的要求。那么基于我们现在跟市场上的投资者的经验，现在越来越多的保险机构开始一起去学习、探讨，看看境外的机构怎么做大类资产的配置。

主持人：养老金对我们每个老百姓来说都是非常重要的，是五险里面的一险，您刚才的说这些经验也让我感觉到投资的理念是会非常谨慎，保障我们权益的，但是以我们以往经验来看，个人账户和统筹账户还是在一起投资的，那么我们也知道美国的 401K 计划是企业会给员工很多投资组合的选择，我们这次在执行养老金入市的时候，对于我们个人这部分是不是也能给到我们这样的权利把它分开呢，或者自己自主选择，是不是更好的一种办法呢？郑老师。

郑秉文：中国实行是基本养老保险制度是统账结合，就是每个人有一个账户，同时还有一个统筹，退休的时候拿的养老金是也这两部分合计组成的。那么就目前来看，个人账户基金的投资选择权是不可能放开的，有这么几个原因，第一个原因是绝大部分个人账户是空的，没有钱，从 2001 年做实个人账户试点一直到十八大，一直到前年，个人账户的规模是 5 千亿，去年做到了 3700 亿，也就是说做实个人账户的比例开始下降了，账户里没有钱，大家交上来钱都支付给退休的一代了，作为养老金。这是一个。

第二个问题，我们第二支柱，企业年金，雇主主办的企业年金是完全账户式的，连它个人投资权利都没有放开，就更不要说基本养老保险基金了，所以基本养老保险基金的账户也好，企业年金的账户也好，个人的账户也好，这种放开，恐怕还得一段时日，这是一个问题。

层次三：哪些股票板块将受青睐？

主持人：这样的话养老金会比较偏向于哪些投资标的呢？可以让我们的股民做一下参考。

李一民：这类资金我们觉得跟目前社保基金实际上的行为是类似的，刚刚我说过它的未来现金流的要求，以及它对波动率的容忍程度，我们觉得社保基金是相类似的，目前我们看到社保基金的投资偏好里面更多偏重 150 亿以上的大盘股，我们看到 25 亿以下的小盘股在整个社保基金组合里面只占到 4%。所以可以看到实际上它还是希望选择比较稳定的一些标的开始投资。

那么第二个层面，我们也要分行业来看，其实社保基金目前投资，我估计以后养老金以后投资的时候也要兼顾稳定性和成长性，所以在稳定性里面我们更多选择是蓝筹的股票，比如说大建筑、基建包括国企在内的一部分大蓝筹，还有大市值，也是兼顾的。但是一部分配比也在选择有成长性的股票，但是可能并不是我们讨论的估值过高的股票，其实也并没有像我们想的那么谨慎，我们也适当参与一些传媒、电子、计算机，包括房地产在内的一些有成长性的股票，这样我们组成一个比较中性的组合，它的整体趋势是稳定的，但是还是能够给我们产生回报率的，这基本是我们这次养老基金的一个目标和标准，可能更多是兼顾安全性，兼顾稳定性，兼顾流动性，同时在此基础上可以兼顾一定的收益性。

主持人：好的，谢谢两位。

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, 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