

建立养老基金管理公司 牵住社保改革“牛鼻子”

□中国社科院世界社保研究中心主任 郑秉文

党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，对社会保障全面深化改革做出了全面战略部署，其中包括：推进机关事业单位养老保险改革、建立职业年金体系、基本养老保险基金实行市场化和多元化投资运营等。这些改革都涉及到养老基金的投资运营及其运营载体问题。投资运营载体看似小事，实则关乎机关事业单位养老保险改革、基金投资体制改革、年金体制改革的成败与否。从这个角度讲，投资载体问题即建立养老基金管理公司的问题，就成为社保深化改革的“牛鼻子”。

一、建立养老基金管理公司 机关事业单位养老保险改革必要条件

众所周知，机关事业单位养老保险制度改革的基本原则是“基本养老+职业年金”的“两层设计”，旨在保证与企业职工养老保险制度的一致性，彻底消除“双轨制”。与企业相比，机关事业单位的明显特征是工作环境相对稳定（长期聘用合同）、人员素质较高（学历较高且全部严格考试入门）、工资增长机制平滑稳定（不是大起大落）、工作岗位重要（掌握国家行政管理、医疗卫生教育和上层建筑等重要部门）。目前企业年金的“社会基础设施”难以满足机关事业单位建立职业年金的实际要求，这就为机关事业单位养老保险改革带来一定困难。

简言之，全国范围内的机关事业单位普遍建立职业年金所需要的“社会基础设施”的“硬件条件”，实际就是指受托人、账户管理人和投资管理人的客观条件。目前看，年金市场上已有的单一资格管理人角色分散，现有的6个养老保险基金虽然基本将多个资格实行了纵向捆绑，规模有所扩大，但总体看还不能满足需要，需要“升级”。另外，现存的养老保险基金发展极不平衡，目前形成发展模式大约有两种：一是定位以提供信托制的企业年金服务为主，专业化程度较高的，可以看作养老保险基金管理公司的雏形；二是定位为混合经营为特色，即以团险带动年金，契约型保险业务占主流。由于这两种模式与机关事业单位建立职业年金的实际要求都存在一定差距，因此，建立养老保险基金管理公司便成为机关事业单位养老保险改革的一个必要条件。

作为机关事业单位建立职业年金的社会基础设施和硬件条件，养老保险基金管理公司可以满足这样三个条件。

第一是“体量的规模性”。机关事业单位养老金改革之后，职业年金计划作为重要的补充形式将如雨后春笋，各省和直辖市将会出现教师基金、医生基金、政府公务员基金等，甚至不排除出现全国性的行业年金（类似澳大利亚与荷兰等国的行业年金），他们大部分将采取内部受托形式，也不排除有些会采取外部受托模式；在规模上他们将都是庞然大物，如同美国各州的政府公务员基金和教师基金等，他们动辄几千亿美元，个别几只在全球排名中名列前茅。虽然这些基金可以分别选择多家投资管理人，但目前国内投资管理人的规模和实力却还没有足够大，很不对称，有“小马拉大车”之嫌。有了养老保险基金管理公司，机关事业单位建立职业年金载体的缺位问题（受托人、账户管理人与投资管理人）就得以解决。换言之，建立起足够大的专业化机构，投资和运营便有了可靠与稳定的载体，面对职业年金的这个“社会基础设施”，机关公务员和事业单位这两个群体就会“放心”参加改革。

第二是“竞争的有序性”。从理论上讲，与企业年金完全一样，职业年金作为第二支柱是“自愿型”的制度。但是，机关公务员和事业单位的工作性质又决定了这样一个事实：职业年金具有“准强制性”，这一点与美国等发达国家十分相似。因此，建立养老保险基金管理公司是机关事业单位这轮养老保险制度改革的一个必要条件，是其顶层设计不可分割的一个组成部分，应纳入到全国范围内深化养老保险改革的制度安排之中。基于这样的考虑，我们应吸取10年前初建企业年金市场时的一些教训，构建一个“市场有序和竞争有限”的年金制度环境，于是建立若干养老保险基金管理公司就成为必然。在全国划分大区域，每个区域有若干公司共同负责，在外部受托人和投资管理人的市场上，既存在竞争，又相对固定区域，以确保各省机关事业单位

位养老保险制度改革的安全性和有效性。现存的众多企业年金投资管理人可成为养老保险基金管理公司的外部投资管理人，由此形成一个二级市场。

第三是“投资的选择性”。专业化的养老保险基金管理公司具有强大的资产配置能力与多样性产品服务提供能力，可以实施专门的投资策略，为不同年龄组建立不同配置的生命周期基金，提供不同的投资基金系列服务，甚至建立一定程度的回报平滑稳定机制，以熨平世界经济波动或国内经济周期带来的收益波动。我们知道，在较长时期内，作为补充的第二支柱，职业年金也好，企业年金也罢，对账户资产采取个人分散投资决策的可能性很小，由投管人实行集中投资将是唯一选项，这是国情条件约束的结果。为克服这种集中投资的缺陷，满足不能年龄段和不同风险偏好的账户持有人对资产配置的不同要求，投管人提供不同的生命周期基金和不同的组合是大势所趋。机关公务员和事业单位人员建立的职业年金更加特殊，他们的流动性不是很大，对生命周期基金的需求更加强烈，要求更加严格，只有养老保险基金管理公司才能提供这些服务和满足这些要求。

上个世纪90年代中期，事业单位（包括部分公务员）养老保险前两轮改革（上世纪90年代中期和2008年）之所以没有进展，主要原因之一就是职业年金这个第二支柱没有建立起来，第一支柱改革后下降的替代率能否补上去存在不确定性。而建立职业年金的“核心问题”或称重要载体就是建立养老保险基金管理公司，这是关系社保总体改革的“牛鼻子”。此次第三轮改革正在顶层设计之中，应吸取前两轮改革经验教训，兵马未动，粮草先行，为建立职业年金做好“硬件”准备。

美国联邦政府公务员和军职人员建立的职业年金“节俭储蓄计划”（简称“TSP”）很成功，很有代表性，也很有启发，堪称政府雇员的信托制DC型职业年金的一个样板。TSP建立于1986年，实际就是“政府版”的401（K）计划。截至2013年底，参加这个自愿型计划的人数达450万（包括联邦邮政系统），资产规模4050亿美元。它为参保人提供了10只基金，雇员可自由选择搭配。其中，有5只是个人基金，他们分别是G基金，F基金，C基金，S基金和I基金；有5只是“生命周期基金”，他们分别是L 2050（2045年以后退休），L 2040（2035-2044年退休），L 2030（2025-2034年退休），L 2020（2015-2024年退休），L income基金（2015年之前退休），参保人根据自己年龄选择适合自己的投资基金。

建立10只基金是一个特殊的制度安排，负责监管的是美国“通货监理局”（OCC），而不是证监会（SEC）。承担TSP运营的是“联邦退休节俭计划投资委员会”（FRTIB），这是一个独立的专门机构，隶属联邦政府。

总体看，美国的TSP收益率很好，不仅战胜了通胀，还大大高于社会平均增长率：2013年平均收益率是16.0%，1986年-2013年底的平均收益率是7.4%。在个人基金和生命周期基金之间，绝大部分人选择的是前者。从资产规模来看，依次是：G基金1440亿美元，C基金1017亿美元，S基金396亿美元，I基金227亿美元，F基金189亿美元，合计将近3300亿美元，占全部资产的80%。余下700亿为生命周期基金，其持有资产基金分别是：L 2020为203亿美元，L 2030为178亿美元，L 2040为133亿美元，L 基金为62亿美元，L 2050为31亿美元。

二、建立养老基金管理公司 基本养老保险基金投资改革充分条件

三中全会通过的《决定》明确指出要“推进基金市场化、多元化投资运营”。与机关事业单位养老保险改革一样，城镇企业职工基本养老保险基金市场化和多元化投资体制改革也是一个难啃的“硬骨头”。

早在2011年2月-2012年2月，基本养老保险基金投资体制改革曾进行过一次艰难的改革。当时面临的改革选项大约只有三个，即：“政府部门投资运营模式”、“市场机构投资运营模式”和“专门机构投资运营模式”。当时决策层确定的是第三种模式的改革思路，即“专门机构投资运营模式”。与两年前相比，这轮全面深化改革形势发生了很大变化，多年前大口径的抉择范围即省级投资的选项再次浮出水面。从投资主体的选择来看，在理论上讲此轮投资体制改革至少还存在着五个方案（见图表）。

众所周知，“方案一”为各省自行投资模式，这是多年前在劳动保障部系统最为流行的一个政策主张，它真实反映了地方利益主张，但很显然，这个方案问题多多：30多个省级投资主体的法人治理结构难以建立起来，专业投资人士难以招揽，谁来决定置产配置，亏损缺口如何处理，各省收益率可能存在巨大差别和攀比，各省分散投资的利益输送风险点太多等，不仅投资风险加大，而且有可能增加对资本市场的冲击和不确定性。重要的是，20多年来，统筹层次之所以难以提高，与保险基金地方化的利益博弈存在很大关系。省级作为投资主体无疑将强化早已形成的地方利益，加剧中央与地方事权与财权的错配，与实现全国统筹层次的制度目标完全背道而驰，南辕北辙。一旦这一步迈出去，在可预见的时期内，全国统筹水平将不可能真正实现，如同1999年确立的社会保险费双重征缴体制那样（社保部门和税务部门同时征缴），重建单一征缴体制将面临水火不容的利益博弈，甚至在《社会保险法》多年的立法过程中都未推进半步。因此，一旦省级投资体制确立，中国的社保制度碎片化必将被彻底“物化”，届时，在世界各国社会保险基金投资体制中，中国将是唯一一个由省级地方政府主导投资的“碎片化”制度。上述分析显示，省级地方作为投资主体是“下下策”，不利于实现制度的长期目标，不符合参保人的群体利益，不适应经济社会发展的长期需要。

“方案二”为各省自行委托给全国社保基金理事会模式，在本质上讲与“方案一”相差无几，最大的问题是不利于提高统筹层次。如果这个模式在地方不断铺开和蔓延，结余较多的省纷纷直接委托给全国社保基金理事会，长期看等于是对地方利益固化的一种“默认”，养老保险制度实现全国统筹将面

临着更加激烈的抵制。因此，各省自行委托模式只是一个权宜之计，在大面积铺开之前，应尽早决断，应该把中国的投资模式定下来。

“方案三”是中策，即国家统一委托给全国社保基金理事会模式，实现了全国统一投资，免除了各省分散投资固化地方利益的弊端，但长期看，全国社保基金理事会必须要解决这样一个问题：目前的资金来源主要是财政转移支付，一旦由缴费形成的基金成为另一个主要来源，其风险容忍度不同，流动性和资产配置要求也不同，重要的是，随着时间的推移，规模将越来越大，一分为二是迟早的事情，与其将来拆分，不如现在就新机构。

“方案四”为新建全国统一投资机构即2011年的改革模式，毫无疑问这是“上上策”。它意味着，中国将有两只主权养老保险基金，一只以财政转移支付为主而形成，一只以参保人缴费形成，他们可以实行不同的投资策略，甚或不同的国际投资区域。至于增加事业人员编制的问题，则大可不必多虑：新机构应完全遵照市场规律和国际惯例行事，应给予完全的企业地位，不需要事业编制，行政费用也不需要财政拨款，甚至现行的全国社保基金理事会也应如此统一改为企业建制。这样，这两个巨型机构投资者既可解决其员工的市场化薪酬福利待遇问题，也可解决人才流失问题，还可解决正常的运营费用问题，重要的是，不但没有增加事业编制，反而腾出了事业编制，可谓一举多得。

“方案五”是筹建若干养老保险基金管理公司，这是一个绕不开的选项，哪个方案都离不开它。不管采取哪个方案，我们都会突然发现，一旦3.1万亿元这个巨大的养老保险基金池打开闸门，都需要大量的外部投资管理人去承接。例如，全国社保基金理事会委托投资也好，新建直属国务院的投资机构也罢，或是确立省级投资主体的体制，都需要数量足够多、规模足够大、更加专业化的投资载体作为其外部投资管理人。实际上，潜在的可投资基金规模还要大，情况还要紧急。比如，城乡居保的养老保险基金2013年底已达3006亿元，到2004年底估计要逼近4000亿元；五险基金合计2013年底已达4.77万亿元，2014年底超过5万亿元大关已毫无悬念。这些资金年年月月都承受着贬值风险，都亟需增值保值。

上述分析显示，允许筹建若干养老保险基金管理公司，这个选项无论如何是要做的，如果说这是“方案五”的话，它实际就是中国养老保险投资的“市政建设和社会基础设施”，只要放开基本社会保险基金的投资阀门，就需要养老保险基金管理公司。

| 个人基金 | G基金 | F基金 | C基金 | S基金 | I基金 | L基金 |
|-------|---|--|---|--|--|--|
| 特征描述 | 政府债券投资基金，旨在提供高于通货膨胀率的收益率，减少市场波动风险；包括短期政府债券，特别是包括TSP专门发行的特种债券，利率受到美国政府的担保，没有信用风险”。 | 固定收益指数投资基金，旨在提供高于货币基金的收益率，特别是盯住巴克莱债券指数，信用风险相对很小。 | 股票指数投资基金，旨在提供潜在的高收益率，目标是盯住巴克莱债券指数，信用风险相对很小。 | 小市值股票投资基金，旨在提供潜在的高收益率，目标是盯住巴克莱债券指数，信用风险相对很小。 | 国际股票指数投资基金，旨在提供潜在的高收益率的机会，投资对象是美国以外的21个发达国家上市公司，以摩根士丹利的EAFE国际指数为基础 | 生命周期基金，根据不同的时间参照，把参保人账户分配在G、F、C、S和基金I基金之中，不同的L基金量身定做不同的比例配置。 |
| 收益类型 | 利息 | 市场价格变化、利息 | 市场价格变化、分红 | 市场价格变化、分红 | 市场价格变化、货币价值相对变化、分红 | 与G、F、C、S和I基金的加权平均收益相等 |
| 净行政费用 | 0.027% | 0.039% | 0.029% | 0.026% | 0.029% | 0.028%和0.029%之间 |

| 中国基本养老保险基金投资体制“两轮改革”面临的可供选项的比较 | | | | | | |
|--------------------------------|--|---|--|---|--------------------|---|
| 2011改革面临的可供选项 | 方案一：政府部门投资运营模式：指国债投资模式，养老保险基金全部用于购买国债，典型代表国家为美国、西班牙等 | 方案二：专门机构投资运营模式：指由政府出面建立一个统揽全国、市场化和多元化投资机构，直属国务院，典型模式为加拿大、日本和韩国等 | 方案三：市场机构投资运营模式：指参保人为个人账户持有人，对账户资产具有完全的投资决策，典型模式为智利和我国香港强基基金模式等 | | | |
| 此轮改革面临的可供选项 | 方案一：各省分别自行投资，借用省级社保经办机构或建立省级国有独资法人机构，由地方政府直接控制 | 方案二：各省分别自行委托给全国社保基金理事会，延续和改造2006年部分省市账户做实试点的中央补助受托管理的做法 | 方案三：统一委托给全国社保基金理事会，全国统一行动，将委托给全国社保基金理事会进行集中投资作为投资体制的唯一选择 | 方案四：新建全国独立投资机构，新建一个独立法人投资机构，直属国务院，负责全国基本养老保险基金（社会保险基金）的投资运营 | 方案五：新建若干养老保险基金管理公司 | 深度参与养老保险基金的投资管理，成为企业年金的重要投资管理平台和管理机关事业单位职业年金的旗舰 |

三、建立养老基金管理公司 强力推进多层次社保体系的重要引擎

1991年国务院颁布的《关于企业职工养老保险制度改革的决定》（国发33号文）首次规定“逐步建立起基本养老保险与企业补充养老保险和职工个人储蓄性养老保险相结合”的三支柱体系；1993年召开的十四届三中全会通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》进一步明确要“建立多层次的社会保障体系”。此后，在历次相关重要文件中都提到建立多层次社保体系，其中本世纪以来进行过三次重大改革：2001年在辽宁做实个人账户试点中将企业补充养老保险改为企业年金，明确建立完全积累制并给予单位缴费4%税优政策；2004年进一步将其改造为DC型信托制，并全面进行市场化投资；2013年企业年金税优政策完全采取国际流行的EET模式，个人职工缴费实现4%税收优惠。近7、8年来，企业年金发展进入快车道，截至2014年6月底基金累计达6472亿元，建立企业年金的职工2170万人。

但总体看，企业年金作为第二支柱还显得十分滞后：我国基金累计余额占GDP比重仅为1.1%，而美国则占80%，荷兰高达130%；我国企业年金基金仅占基本养老保险基金的20%，而美国则高达440%。企业年金发展缓慢，固然与其他一些制约因素有关。比如，个人所得税改革始终没有到位；税优比例还很小，激励作用还不够；基本养老保险的缴费比例过高，影响了第二支柱的缴费能力；年金制度复杂，门槛较高，不利于中小企业加入进来等。但是，除此之外，更深层的原因还在于企业年金制度设计的体制原因，即目前的年金发展市场是“过度竞争型”，需要较长时间的自然培育过程，而拉丁美洲上个世纪80年代以来，中东欧上个世纪90年代以来、新兴市场经济体近年来建立起来的“政府推动型”则可实现跨式的超长发展，其重要措施就是建立大型养老保险基金管理公司，作为推动养老金不可替代的旗舰，这是近二、三十年来新兴市场提供的一个很好经验。

一般说来，发达的养老保险业均出现在不成文法系、讲英语的国家和地区，因为现代养老保险尤其是DC型养老保险计划采取的是DC型信托制，《平衡法》为其带来了信托制；而在欧洲大陆法系国家及其广泛的前殖民地地区，他们继受的是缺乏信托因素的欧洲大陆法系，不利于发展信托业和养老保险业，于是为了弥补这个缺憾和加快促进养老保险业发展，这些地区纷纷采取建立特许的养老保险基金管理公司办法，走出了一条“政府推动型”道路，效果良好。

2011年底的数据显示，从加入养老保险基金管理公司的参保人数量来看，墨西哥、智利和秘鲁等11个拉丁美洲国家参保人占经济活动人口的比重为34%，罗马尼亚等四国平均是53%。从管理的基金规模来看，拉美11国养老保险基金管理公司管理的基金规模高达4670亿美元，保加利亚、波兰和罗马尼亚等四国养老保险基金管理的基金合计为885亿美元，西班牙和乌克兰养老保险基金管理的基金合计是1077亿美元。从收益率来看，拉美地区的实际历史收益率为7.66%。从拥有公司的数量来看，玻利维亚有4个，智利和哥伦比亚各6个，哥斯达黎加7个，萨尔瓦多2个，墨西哥14个，巴拿马7个，秘鲁4个，波兰14个，多米尼加共和国5个，罗马尼亚9个，乌拉圭4个，哈萨克斯坦11个，保加利亚9个，克罗地亚4个，斯洛伐克6个，爱沙尼亚6个，匈牙利12个，拉脱维亚10个，立陶宛9个，马其顿2个，西班牙的重要公司有69个。从参与人数和基金积累方面看，哥斯达黎加的参与人

数从2001年的89万增加到2011年的205万人，养老保险基金累计规模从2100万美元增加到36亿美元；墨西哥1997年参保人是777万人，2011年高达4251万人，基金积累增长十分迅速，从1997年的6亿美元一跃发展到2011年的1208亿美元；西班牙1989年参保人仅为32万，2011年增加到1065万人，基金累计规模从1989年的8亿美元激增至1074亿美元；俄罗斯从2005年的61万人增加到2011年的1188万人，基金累计从2002年的15亿美元激增至2011年的488亿美元；哈萨克斯坦从1999年的300万人增加到2011年的814万人，基金规模从4.7亿美元增加到182亿美元；波兰参保人从1999年的1119万人增加到2011年的1550万人，基金从5.7亿美元增加到658亿美元；乌克兰参保人从2000年的1640人增加到59万人，基金从62万美元增加到2.2亿美元。

中国既是一个后发的新兴市场，又是一个大陆法系传统的国家，物权法系占统治地位，没有信托因素和信托传统，所以构建一个“政府推动型”的发展模式，利用养老保险基金管理公司这个杠杆撬动年金这个市场，是吸取拉美和中东欧这些新兴市场的核心关键，为此才能赶上这趟历史班车。2004年以来的年金市场之所以不尽如人意，原因之一就在于采取了一个“恶性竞争有余，竞争主体失范，政府推动缺位，政策诱导不利”的发展战略。因此，对单体的养老保险业机构来说，恶性竞争不利于这些市场细胞（金融机构）的成长，业务收入不抵支出，市场发育不起来，形成恶性循环。对大型金融集团而言，养老保险业务不足挂齿，在集团公司内容易被边缘化，专业化程度逐渐下降，难以成为主流业务。

在“政府推动型”发展战略下，一定数量的养老保险基金管理公司竞争有序，形成“一级市场”，在全国不同区域的年金市场上实行有序竞争。除部分自营以外，大部分“外包”给众多的其他投资管理人，形成充分竞争的二级市场。

养老保险基金管理公司采取捆绑的一站式服务，集受托、账管、投资为一体，兼营咨询和设计，在年金市场上成为诱导和推动年金市场的“航母”，推动众多二级市场主体进行竞争。“两层市场结构”的市场结构设计有利于促进养老保险业的发展。

近年来，金融监管不断松绑，新政不断出台，资产管理业进入一个新阶段。在即将到来的“大资管时代”，养老保险基金管理公司不仅是社保体系建设中促进第二支柱发展的载体，也是家庭金融资产持有的一个重要产品，是社会财富、居民财富和家庭财富的一个表现形式。随着经济发展和财富的增加，社会对财富形式的需求也日趋多元化，养老金产品无疑是重要财富之一。建立养老保险基金管理公司，一方面可满足居民对拥有财富多样化的需要，满足广大居民投资者对家庭金融资产多样性的需求；另一方面，还可满足资产管理行业进入“大资管时代”的需求，丰富资产管理行业多层次和多样性的需求。从中国资产管理行业的格局来看，养老金是财富的资产管理者，养老保险基金管理公司是资产管理者，在某种意义上讲，“养老保险业”也包含在资产管理行业之中。因此，“养老保险业”在整个资产管理行业中，应继基金、券商、保险、信托、私募之后占有一席之地，成为资产管理业中的一个重要成员。在大资管行业，养老保险业建立之时，就是资本市场成熟之日。机关事业单位建立职业年金之后，根据雇主和雇员的缴费率及其工资缴费基数，如果在加上企业年金，每年的缴费增量就会超过2000亿元。

四、尽快起草管理办法 条件成熟可先行试点

实际上，早在2007年，学界和有关主管部门就曾提出设立“中国版”的“养老保险基金管理公司”，当时企业年金的市场化投资体制刚刚运行两年，市场角色“分散化”和受托人“空壳化”现象十分严峻，建立以受托人为核心的年金市场，可以遏制恶性竞争的无序状态。虽然相关部门在监管主体和养老保险基金管理公司定位等方面存在不同看法，此议案暂时被搁置起来，但是作为替代性措施，主管部门果断采取两项措施：一是迅速纵向整合年金资格，最大限度将以上资格绑定给一个机构；二是在已有两家养老保险公司的基础之上，同年又批准成立了3家养老保险公司。这两项措施效果明显，尤其是近年来，资格整合效应逐渐显示出正能量，为推动企业年金发展发挥了重要作用。

鉴于此，有关部门应尽快联合起草《养老保险基金管理公司管理办法》，同时对条件成熟的可先行试点，批准成立少数几家养老保险管理公司，至少为即将启动的中央国家机关和事业单位建立职业年金做好准备，为“中国版的TSP”打造硬件基础，待《养老保险基金管理公司管理办法》发布后，养老保险管理公司就可以挂牌经营。