

# 工作论文

## SSL Working Paper Series

WP No. 018-20141203

中国社科院世界社保研究中心 主办



该文即将公开发表，如引用，需注明出处并征得本实验室（世界社保研究中心）或作者本人的同意——编者的话

## 建立养老基金管理公司

### 是社会保障全面深化改革的“牛鼻子”<sup>\*</sup>

郑秉文

中国社科院世界社保研究中心

**内容提要：** 本文建立尽快建立养老基金管理公司，作为新一类型金融机构，对机关事业单位养老金改革来说是强大的载体依托；对基本养老保险基金投资体制改革而言是一个重要的投资载体；对年金市场来讲是推进多层次社保体系和推进年金市场发展的重要引擎；对家庭财富来说，是大资管时代打造养老金业一个孵化器。

**关键词：** 职业年金 DC型信托制养老金 多层次社保体系 养老基金管理公司

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

---

<sup>\*</sup> 该文初稿得到全国社保基金理事会规划研究部王强处长的有益评论和重要启发，专此表示衷心感谢。

定》对社会保障全面深化改革做出了全面的战略部署，其中包括推进机关事业单位养老金改革、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。投资运营的载体看似小事，实则关乎到机关事业单位养老金改革、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一个牛鼻子。

### 一、是机关事业单位养老改革的一个必要条件

众所周知，机关事业单位养老保险制度改革的基本原则显然是“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），而目前企业年金的“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的角色分散，现有的6个养老保险公司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，现存的养老保险公司发展极不平衡，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，可以看做养老基金管理公司的雏形；一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；在规模上他们都将是庞然大物，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；虽然他们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、账管人与投资管理人）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”。在理论上讲，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，建立养老基金管理公司是机关事业单位这轮养老制度改革的一个必要条件，是其顶层设计的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障改革的制度安排之中。基于这样考虑，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”。专业化的养老基金管理公司具有强大的资产配置能力与多样性产品的服务提供能力，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的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（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基金管理公司，这是一个牛鼻子。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。对机关公务员和事业单位的第二支柱来说，养老基金管理公司带有行政管理的一站式服务的重要职能，实际上，英文中已经约定俗成，在国外早已成为金融市场的一个新业态，使用的是固定的大写字母，用词是 Administration of Pension Fund (APF)，没用 corporation 等词，带有明显的“特许”与“管理”的含义，例如，西班牙文里也是用的 Administration (AFP)<sup>1</sup>。

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”（下简称“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。截止 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。

表 1: 美国 TSP 的个人投资基金特征

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	固定收益指数投资基金，旨在提供高于货币基金的利率，目标	股票指数投资基金，旨在提供潜在的长期高收益率，标普 500 指数为基准，大中	小市值股票投资基金，旨在提供潜在在高收益的机会，投资对象是美国中小企业，	国际股票指数投资基金，旨在提供潜在的高收益的机会，投资对象是美国以外的 21 个发达国家上市公司，以摩根斯坦利	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

<sup>1</sup> 正是考虑到英文的原意，本文使用的是“养老基金管理公司”，而不是“养老金管理公司”，也不是“养老基金投资公司”。西班牙文的“AFP”知名度很高，使用很普及，甚至在非西班牙语国家都广泛使用这个缩写。有中文译著如下：《AFP：三个字的革命——智利社会保障制度改革》，胡安·阿里斯蒂亚主编，中央编译出版社，2001 年。

	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”。	是盯住巴克莱债券指数，信用风险相对很小。	型美国上市公司。	以道琼斯指数为基础	的 EAFE 国际指数为基准（欧洲、澳大利亚、亚洲、远东）。	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	收益大约与 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%	注

资料来源：根据 <https://www.tsp.gov/> 资料整理得来。

注：不同的 L 基金取决于个人的选择，所以，成本不尽相同，例如，2013 年 L Income 基金和 L 2020 的净费用是 0.028%，而 L 2030、L 2040 和 L 2050 是 0.029%。

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。

**表 2：美国 TSP 的生命周期基金资产配置（2013 年 12 月，%）**

生命周期基金	G 基金	F 基金	C 基金	S 基金	I 基金
L Income	74	6	12	3	1
L 2020	42	5	28	9	16
L 2030	28	5	35	13	19
L 2040	19	5	38	16	22
L 2050	11	3	42	18	26

资料来源：引自 <https://www.tsp.gov/>

总体看，美国的 TSP 收益率很好，不尽战胜了通胀，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，S 基金 396 亿，I 基金 227 亿，F 基金 189 亿，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 是 203 亿美元；L 2030 是 178 亿；L 2040 是 133 亿；L 基金 62 亿；L 2050 是 31 亿美元。

表 3: 美国 TSP 收益率 (%)

	L income	L 2020	L 2030	L 2040	L 2050	G 基金	F 基金	C 基金	S 基金	I 基金
2009 年	8.57	19.14	22.48	25.19	-	2.97	5.99	26.68	34.85	30.04
2010 年	5.74	10.59	12.48	13.89	-	2.81	6.71	15.06	29.06	7.94
2011 年	2.23	0.41	-0.31	-0.96	-	2.45	7.89	2.11	-3.38	-11.81
2012 年	4.77	10.42	12.61	14.27	15.85	1.47	4.29	16.07	18.57	18.62
2013 年	6.97	16.03	20.16	23.23	26.20	1.89	-1.68	32.45	38.35	22.13
建立以来	4.5	6.09	6.65	7.02	12.4	5.54	6.66	10.3	9.31	5.38
建立时间	2005 年				2011 年	1987 年	1988 年		2001 年	

资料来源: <https://www.tsp.gov/>

## 二、是基本养老保险基金投资改革的一个充分条件

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地改革。当时,课题组将世界各国的基本养老保险基金投资管理体制分为三个模式:

第一是“政府部门投资运营模式”,是指政府将基本养老保险基金直接交由财政部牵头组成的一个特定政府机构,后者发挥的政府的职能,养老资产几乎完全以购买国债或特殊政府债券为主,完全与市场隔绝;国债投资的行政管理主体规模不大,只起到会计账簿和发布精算报告的作用;目前这是基本养老保险基金投资体制最为保守的模式,实施这个模式的有美国、西班牙和爱尔兰等,他们实行的都是 DB 型现收现付制。

第二是“市场机构投资运营模式”,是指政府将养老保险基金直接交由数家特许的养老金公司投资运营,公司之间具有竞争性,最终可以淘汰,并且,公司还承担着社会保险费征缴和养老金发放等一站式服务,是该国养老金制度的运行载体;该国的养老金制度一般来说是引入个人账户的 DC 型完全积累制,每个账户持有人享有账户资产的投资组合选择权和决策权,并承担最终投资风险;目前,这是改革最为激烈的市场化投资模式,与上述“政府部门投资运营模式”形成两个极端,采取这种 DC 型积累制投资模式的国家已超过 20 个,主要分布在拉丁美洲和中东欧国家,我国香港地区采取的也是这个模式。

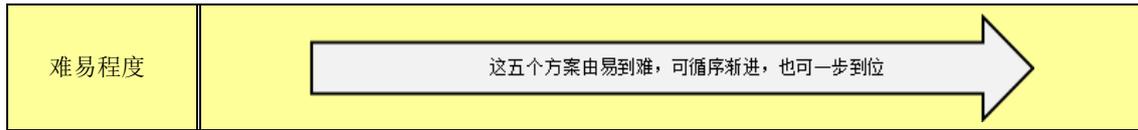
第三是“专门机构投资运营模式”，是指政府将基本养老保险基金交由专门成立的特殊投资机构实施市场化、多元化和国际化的运营模式，它往往是经过议会立法授权并由政府发起组织成立的专门的机构投资者，具有现代公司治理结构；一般来说，一个经济体只建立一个类似公司，统管全国的基本养老保险基金的投资运营，具有垄断性；目前，越来越多的国家开始采取这个模式，最早是瑞典和丹麦等，近十几年来，加拿大、日本和韩国等也纷纷效法，且采取这个模式的国家实施的均为DB型现收现付制。很显然，这个模式是介于上述两个极端模式之间一个中间道路。

经过慎重比较和选择，决策层确定了第三种模式的改革思路即“专门机构投资运营模式”，拟新建一个全国范围的国务院直属事业单位，由其实行市场化和多元化的投资体制改革。但后来由于社会舆论逆转等原因，新建机构的改革进程于2012年2月暂时告一段落。

与两年前相比，这轮全面深化改革的形势发生了很大变化，中央政府做出了本届政府内财政供养人员只减不增的庄重承诺，于是，两年前新建机构的改革思路遇到瓶颈，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以下五个方案。

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：	方案二： 专门机构投资运营模式：	方案三： 市场机构投资运营模式：		
	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	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	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金模式等		
此轮改革面临的可供选项	方案一： 各省自行投资	方案二： 各省自行分别委托给全国社保基金理事会	方案三： 统一委托给全国社保基金理事会	方案四： 新建全国独立投资机构	方案五： 新建若干养老基金管理公司
	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	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	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	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	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机关事业单位职业年金的旗舰



资料来源：作者制作。

众所周知，“方案一”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：三十多个省级投资主体的法人治理结构也难以建立起来，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，二十多年来，统筹层次之所以难以提高，它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会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，在可预见到的时期内，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“物质化”，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”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，结余较多的省份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地抵制。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，虽然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，但长期内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，不如现在就新建机构；

“方案四”毫无疑问是“上上策”，它意味着，中国将有两只主权养老基金，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：新建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”是一个绕不开的选项，哪个方案都离不开他，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它，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，城乡居保的养老基金 2013 年底已达 3006 亿元，到 2004 年底估计要逼近 4000 亿；五险基金合计 2013 年底已达 4.77 万亿元<sup>2</sup>，2014 年底超过 5 万亿元大关已毫无悬念，他们年年月月都承受着贬值风险，他们都需要增值保值！

所以，上述分析显示，允许筹建若干养老基金管理公司，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基金投资的“市政建设和基础设施”，只要放开基本养老保险基金的投资阀门，就需要养老基金管理公司。

### 三、是强力推进多层次社保体系的一个重要引擎

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，中央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

---

<sup>2</sup> 《2013 年全国社会保险情况》，2014 年 6 月 24 日发布；人力资源和社会保障部官网。

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与单位缴费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%税优。近7、8年来，企业年金发展进入快车道，截止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<sup>3</sup>。

但总体看，企业年金作为第二支柱还显得十分滞后：基金累计余额占GDP仅为1.1%，而美国则占80%，荷兰高达130%；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80年代以来、中东欧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”则可实现跨越式的超长发展，其重要措施就是建立大型养老基金管理公司，作为推动养老金业的不可替代的旗舰，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，发达的养老金业均出现在不成文法系、讲英语的国家和地区，因为现代养老金业尤其是DC型养老金计划采取的是DC型信托制，《衡平法》为其带来了信托制；而在欧洲大陆法系国家及其广大的前殖民地地区，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金业，于是，为了弥补这个缺憾和加快促进养老金业发展，这些新兴市场纷纷采取建立特许的养老基金管理公司办法，走出了一条“政府推动型”道路，效果良好。

2011年底的数据显示<sup>4</sup>，从加入养老基金管理公司的参保人数来看，墨西哥、智利和秘鲁等11个拉丁美洲国家参保人数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基金公司管理的基金合计为885亿美元，西班牙和乌克兰养老基金公司管理的基金合计是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%；

---

<sup>3</sup> 《全国企业年金基金业务数据摘要——2014年二季度》，人社部官网。

<sup>4</sup> 这些养老基金管理公司的数据引自：<http://www.fiap.cl/>

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，科索沃 9 个，拉脱维亚 10 个，立陶宛 9，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，养老基金累计规模从 2100 万美元增加到 36 亿美元；墨西哥 1997 年参与人数是 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 年参与人数仅为 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 488 亿美元；哈萨克斯坦从 1999 年的 300 万人增加到 2011 年的 814 万，基金规模从 4.7 亿美元增加到 182 亿美元；波兰参与人数从 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；乌克兰参与人数从 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，等等。

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如人意，原因之一皆在于采取了一个“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，对单体的养老金业机构来说，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，养老金业务不足挂齿，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”，推动众多的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金融业的发展。

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发展需求。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，养老基金管理公司是资产管理者，在某种意义上讲，“养老金融业”也包涵在资产管理行业之中；因此，“养老金融业”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，养老金融业建立之时，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、简单结论

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“养老基金管理公司”<sup>5</sup>，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基金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 2 以上资格绑

---

<sup>5</sup> 见郑秉文撰写的如下 3 篇文章：《企业年金受托模式的“空壳化”及其改革的方向——关于建立专业养老金管理公司的政策建议》为题，在第二届中国社会保障论坛征文中获三等奖并载于《建立覆盖城乡的社会体系：第二届中国社会保障论坛文集（2007）》（上册），中国社会保障论坛组委会编，中国劳动社会保障出版社出版，2007 年 10 月，第 115—135 页；《当前中国养老金信托存在的重大问题及其改革方向》，载《中国政法大学学报》，2008 年第 1 期（双月刊，总第 3 期，1 月 10 日出版），第 30-48 页；《建立专业养老金管理公司的可行性分析与政策建议》，载《宏观经济研究》杂志，2007 年第 9 期（总第 106 期），第 6-13 页。

定给一个机构；一是在已有两家养老保险公司（平安和太平）的基础之上，同年又批准成立了 3 家养老保险公司（国寿、泰康、长江）。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。

七年后的今天，在三中全会全面深化改革的战略部署下，社保改革的新形势和新任务再次提出建立养老基金管理公司的时代呼唤。所不同的是，与七年前相比，此次建立养老基金公司的意义更加深远，它已远远超越了发展企业年金的需要，从某种意义上讲，机关事业单位养老金改革和基本养老保险基金投资改革将对其多有期待和仰仗。

鉴于此，有关部门应尽快联合起草《养老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金管理公司，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《养老金管理公司管理办法》发布后，养老金管理公司就可以挂牌经营。

在制度设计时，可将如下问题统一考虑进来：

**1.从机构性质和法律定位上看**，养老基金管理公司是基金管理公司、是信托性质的机构、还是中国新的一类金融机构？这个问题比较复杂，需要结合国外的经历和做法，结合中国目前的法律政策，可进一步研商，如能达成共识，也可将其列为新一类金融机构。在拉美和中东欧这类公司是由专门立法许可成立的专业化养老公司。

**2.从业务范围上看**，从事企业年金、职业年金、基本养老保险基金、全国社会保障基金受托、账户管理或者投资管理业务；不从事现有基金管理公司的公募基金发行和管理业务，区别于基金管理公司，也区别于目前的养老保险公司。这样投资范围，就基本解决了生存和发展问题。

**3.从职能和功能上看**，是集企业年金（职业年金）的受托人、账管人、投管人为一身的、为委托人服务的专业化年金服务商，是机关公务员和事业单位职业年金的一站式服务提供商，是中国社保体系中担负重任的支持第二支柱发展的特殊金融机构。

**4.从养老金业的专业化看**，是养老资产管理公司。专业化投资管理是指由专业投资机构负责养老基金的投资运营，养老金管理机构按照金融市场业务的要求

建立投资管理框架并设置部门，聘用专业人才组建投资团队。专业的养老基金管理公司，可以更好坚持养老基金的审慎投资、责任投资、长期投资和价值投资。

5.从规模和注册门槛上看，要提高注册资本金额度。例如，注册资本最低门槛为 50 亿元。只有实力强劲的股东才能满足这些要求，并从长期战略高度持续性支持养老基金管理公司的发展。同时，便于监管部门控制养老基金管理公司的数量，既有一定的数量进行资源有效竞争，又不要过多过滥导致市场恶性竞争。同时，高门槛可为机关事业单位建立稳定的职业年金制度带来可靠保障。

6.从发起股东结构上看，要鼓励大型生产性企业作为发起股东。应鼓励大型生产性企业（包括民企）作为发起股东，同时，允许商业银行、保险公司、证券公司、全国社会保障基金理事会等加入进来。养老基金管理公司可设立地方分支机构，可用资本金从事自营投资业务，以保证公司开业之初就不会出现亏损情况，增强委托人对养老基金管理公司的信心，也为养老基金管理公司制定长期发展战略、建立市场化薪酬福利制度。

7.从现行的养老保险公司发展关系来看，要处理好他们的关系。现在的养老保险公司可以改造成养老基金公司。如养老保险公司不想改造成养老基金管理公司，政策上可以留有余地，暂不作强行规定，但必须明确：目前的养老保险公司形式，以后不再新增数量。

## **Establishment of Pension Fund Administration is a Key Factor for Deepening Comprehensive Social Security Reform**

Zheng Bingwen

CISS CASS

**Abstract:** Establishment of pension fund administration is a key factor for deepening comprehensive social security reform. As a new type of financial institution, pension fund administrations are indispensable player for public sector pension reform as well as the reform of basic pension fund investment. Pension fund administration should also play the role of engine for promoting the development of annuity market and thus strengthening multi-layer social security system. For family wealth

management, establishment of pension fund administrations is an incubator for building pension industry in an era of hybrid asset management.

**Key words:** Occupational pensions, trust model of DC scheme, multi-layer social security system, pension fund administration

**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。其中，《快讯》、《社保改革动态》和《社保改革评论》三项产品版权为“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》和《工作论文》，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：**薛涛