

全国社保基金投资理念与策略亟需重大调整

中国社科院世界社保研究中心主任 | 郑秉文

2015年8月国务院颁布的《基本养老保险基金投资管理办法》与2016年3月国务院发布的《全国社会保障基金条例》共同搭建起我国养老基金的投资平台。如果说《基本养老保险基金投资管理办法》是对全国社会保障基金理事会(以下简称社保理事会)作为受托机构投资运营“缴费型”养老基金(即部分地方养老保险基金)的正式授权,《全国社会保障基金条例》就是对其十几年来投资运营的“储备型”养老基金(即全国社保基金)性质的再次确认。10多年来,虽然社保理事会的投资运营制度框架和投资政策为全国社保基金这只“储备型”养老基金的增值保值做出了贡献,但是,在社保理事会“改制”、增加运营“缴费型”养老基金和完善治理结构的关键时刻,有必要对这只长期的“储备型”养老基金的投资理念和投资策略提出战略性调整,建立起一套属于自己、适合国情、走向未来的投资理念。站在历史新起点,对“长期主义”投资理念、“主动主义”投资战略重新审视并予以确认是十分必要的。

(一)树立“长期主义”的投资理念,以适应“无限期”养老基金储备的投资目标

全国社会保障基金是通过预算安排或某种自然资源收入和国际收支盈余等方式积累形成的战略养老储备,以补充和加强未来养老保障的支付能力,一般情况下十几年或几十年不支付,是长期投资基金,其官方的表述出现在三个相关法规文件之中:2001年理事大会通过

《全国社会保障基金理事会章程》的表述“是中央政府专门用于社会保障支出的补充、调剂基金”;2010年通过的《社会保险法》第七十一条将其规定为“用于社会保障支出的补充、调剂”;2016年通过的《全国社会保障基金条例》第三条将其表述为“全国社会保障基金是国家社会保障储备基金,用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂”。上述三个表述意味着,全国社保基金是一只“无限期”投资基金。在理解“人口老龄化高峰”和“无限期”这两个概念时,如果将其予以初步量化就可获得确定大类资产配置一个出发点。对此,可以联合国给出的预测为主要参照,来大致描绘未来75年乃至更长的人口发展趋势:我国人口老龄化发展趋势将不可逆,无论从老年抚养比(60岁及以上占总人口比重,或65岁及以上占总人口比重),还是从人口寿命预期来看,他们的峰值都将出现在本世纪末,即在可预见到的未来三、四代人里将出现老龄化的高峰。从这只储备基金的投资期限来看,社保理事会至少应将未来一至两代人的投资期限作为第一阶段的基准目标,比如将35年作为未来资产配置的时间基准。这个量化结果说明,社保基金(理事会)是世界上任何一只主权养老基金都没有如此“待遇”的主权养老基金,应尽快建立一套与之相适应的“长期主义”投资理念,将“35年期限”这个独一无二的资源优势发挥到极致。

“长期主义”之所以成为这只“无

限期”主权养老基金所应遵循的投资理念,是因为“长期主义”投资理念的提出和实践就是针对像社保理事会这样的大型养老基金投资机构。“长期主义”是国际养老金领域出现的一个崭新的投资理论,尤其是加拿大养老基金投资公司(CPPIB)20年来的成功实践催生了这个理论的成长。“短期主义”的投资行为所体现的是典型的“高买低卖”的交易原则和交易理念,针锋相对的“长期主义”甫一提出,就立即引起基金投资领域的广泛热议与追逐。长期主义的投资理念能够创造社会财富和国民福祉。如果从2001年建立全国社保基金之初将之设立为一只长期的“财政储备基金”以备不时之需的初衷来看,这只“储备型”养老基金奉行以35年为投资期限的长期主义显然是与其初衷十分吻合的。

(二)确立“主动主义”的投资战略,这是实施“长期主义”投资理念的关键

采取“主动主义”投资策略是实行“长期主义”投资理念的必然结果。主动主义投资战略的本质是将“个人退休储蓄”转变为“财富创造资本”,但这是一个长期的过程,在这个过程中,储蓄转变为资本只有在长期主义理念指导下实施主动主义的策略才有可能实现。主动主义意味着严谨、有纪律和主动出击的投资管理方式,以期获得跑赢市场指数的被动投资效果。与短期主义相比,在转向长期主义之后,在不同经济体,量化测算的结果也是不同的。例如,加拿大的年投资收益率可额外获得150个bp(即基点,债券和票据利率改变量的

度量单位，一个基点等于1个百分点的1%)的业绩即1.5%，这显然是以成熟的发达经济体背景下对大型养老基金转型之后的测算结果，对经济高速增长的一些新兴经济体为背景来说只是一个参考。

采取“主动主义”意味着社保理事会对“委托——代理”的责任意识进行重大调整，否则，“长期主义”和“主动主义”就难以贯穿于“无限期”养老基金投资的全过程。“代理——受托”是“委托——代理”的初级阶段，因为“短期主义”解决的主要是“代理——受托”问题，这是帮助资产所有者的代表成为真正受托人的良好开端；从法律上讲，虽然“短期主义”要求受托人的行为是股东和养老金受益人的利益最大化，要求受托人具有对股东和受益人的绝对忠诚，但是，受托人的行为和决策的判断有可能使之逐渐远离“谨慎人”的标准；短期主义不是广泛的“理性预期”的标准，而长期主义是一个极大的飞跃性发展，即大型养老基金的个人行为和集体行为希望它将投资转变为更具财富创造功能的一个过程，将负责任的长期主义理念渗透在投资决策的基础之中。“代理”与“受托”是不一样的，从“代理——受托”到“委托——代理”的转变不仅是实施主动主义的理论基础，实际上也是21世纪赋予大型机构投资者的历史使命。履行负责任的“委托——代理”是“无限期”大型养老基金机构投资者面向未来的主要形式，是全球大型机构投资者所共同面对的受托人功能转型问题。

基于上述认识和判断，CPPIB在10年前放弃被动主义的管理方式，果断地实施主动主义，成功地从“代理——受托”转型为“委托——代理”，取得世人瞩目的业绩：在过去5年里，加拿大“市场”的回报率是9.1%，而CPPIB在扣除成本之后的净回报率是10.6%，为1900万加拿大参保人额外创造了净价值160

亿加元，这160亿加元就是主动主义投资战略获得的净附加值。

(三)运用大类资产比例实施监管，全面放开投资品种

在长期主义投资理念指导下，主动主义的投资战略及其设计目标应将可持续的长期回报作为战略目标，在风险与收益之间实施再平衡，处理好“基准组合”“战略组合”与“目标组合”的三者关系，以此构建投资选择的治理框架体系，将最佳资产组合与项目组合有机结合起来。“基准组合”是指长期风险偏好下的投资战略，它是表达风险目标的重要工具，与风险对等的回报基准要体现在长期和现实的投资组合之中。在长期主义和主动主义理念下，基准组合是通过公开市场交易完成的。例如，CPPIB的基准组合是85%的全球股票和15%的加拿大政府债券，每3年对基准组合做一次评估和调整。“战略组合”是对未来5—10年中期以上的投资组合多元化的配置，在大类资产配置中调整比例和风险与回报，与基准组合的绝对风险相一致。战略组合的目的是获取长期回报/风险的最优化结构，通过资产配置的调整来寻求高于基准组合的长期净回报。“目标组合”是指当年的目标大类资产在不同地域的分布，通过调整资产类别和风险类别的相对权重来熨平每日市场波动，以期获得与长期资产配置目标相一致的目标。

在长期主义和主动主义指导下，只有运用大类资产比例的监管原则才能有效实现基准组合、战略组合与目标组合的互动与平衡。而传统的产品种类列举式的监管方式显然远不适应“无限期”的战略储备基金的投资目标要求，因为新投资品种日新月异，每一个新投资品种出现都需要获批，而且还要规定新产品的投资比例，产品比例不得不频繁修订，这个流程必然滞后于市场变化。

全面放开投资品种，代之以大类

资产比例监管是大势所趋。至于大类资产的划分原则，机构投资者应根据具体情况，结合资产风险收益特征自行设定标准。但从本质上讲，各机构各行业或各国之间在划分大类资产时万变不离其宗。2014年中国保监会发布的《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》中将保险资金各种运用形式整合为五大类资产：流动性资产、固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产和其他金融资产等。其中，权益类资产、不动产类资产、其他金融资产、境外投资的账面余额分别不得高于30%、30%、20%、15%，流动性资产无总量控制。CPPIB在10年前向主动主义转型之后，根据其具体需要将其划分为6类，这6大类资产及其投资上限比例是：上市股票41%、私募股权21%、固定收益产品27%(高质量政府债券)、信贷投资8%(私人债券和不包括高质量政府债券的固定收益)、不动产23%(公共与私人的，包括房地产、基础设施、资源和农业用地)、现金与绝对收益产品20%。此外，由于CPPIB实行全球资产配置，其全球市场的地域分布也做了规定：美洲发达市场53%，欧洲中东和非洲发达市场23%，亚太发达市场15%，新兴市场15%。社保理事会在划分大类资产时可根据自己的情况灵活掌握，其大类资产的持有上限比例合计可设定为150%；换言之，150%的大类资产比例覆盖面完全可以满足社保理事会实施主动主义的资产配置要求。

(四)扩大投资范围，为实施“主动主义”创造条件

2015年以来，社保理事会开始扩大投资范围，取得良好效果。但从长期主义和主动主义的投资理念出发，如果实施大类资产投资比例监管，投资范围势必还应继续扩大。例如，可将投资房地产信托基金(REITs)、港股通、优先股(包括非上市公司优先股)纳入进来，将

证券投资基金范围扩大为所有证券投资基金；可通过信托产品、债权计划、股权投资资金等方式参与国家重大工程和重大项目建设；股权投资范围也应进一步扩大，甚至包括个别优质民营企业；对公用事业、交通等重点基础建设项目，国家应予以政策倾斜，首先安排养老基金参与投资；应适时开展境外投资，实行全球配置，分散风险，博取全球化带来的风险收益。

CPPIB在10年前完成从被动到主动的策略改革之后，投资组合变化很大：例如，2000年，股票仅占全部投资的5.0%，而固收类高达95.0%；全球配置仅为18.3%，境内配置则高达81.7%。但扩大投资范围后，2016年的资产配置情况显示，股票比例高达52.3%，固收类下降到26.9%，不动产的另类资产比例高达20.8%；全球配置高达80.9%，境内投资仅为19.1%。

（五）逐渐扩大境外投资比例，适时实行全球资产配置

目前，全国社保基金境外的投资比例十分有限。为分散投资风险，分享包括发达经济体和新兴经济体在内的世界经济增长成果，应逐渐扩大境外投资比例；在条件成熟时，应实行全国社保基金的全球资产配置。从世界各国的实践看，早在几十年前，十几个国家的“储备型”主权养老基金就开始实施全球资产配置，在中国A股市场的QFII养老基金战略投资者就有近10个，既包括“储备型”也包括“缴费型”养老基金；继加拿大“1997改革”之后，日本和韩国等“缴费型”主权养老基金也开始走向海外，实行全球配置。

与主权财富基金相比，主权养老基金“形象好”，实行全球资产配置在所有国家几乎都受到热烈追捧，因为主权养老基金的性质决定了它是一只“天使”，很多国家对其监管尺度和友好态度是主权财富基金所不能企及的。从这个角度

看，在条件成熟时，可将部分外汇储备委托给社保理事会，形成社保理事会的第三个独立“资产池”，单独核算和独立投资，对其实行完全的境外投资策略。当然，由于外汇管理体制、具体国情等存在较大差异性，社保基金理事会扩大境外投资比例和实施全球资产配置需要一个较长的适应过程，要服从国家战略大局，应采取逐渐放开的策略和十分谨慎的态度，不能一蹴而就。

（六）改革对社保理事会的考评办法，延长考评年限或采取混合考评办法

自社保基金理事会建立以来，有关部门对其考核评价的基准始终是以年度为期限的，即一年一次考核。众所周知，基金投资的一个重要维度是必须要引入“时间”变量，否则，合同无法签署，考核无从谈起。考核期限分别以1年、3年或5年与10年的考评基准存在天壤之别。否则，如果将一只“无限期”投资基金的考核设定为1年期，那无异于“自毁长城”，相当于对马拉松比赛采用百米赛跑的考核基准，这是最典型的中国式“长钱短跑”悖论。于是，在历年的《全国社会保障基金理事会基金年度报告》里便出现了“已实现收益额”和“已实现收益率”的概念和指标，这在国外任何养老基金投资年度报告中都是罕见的，有可能迫使机构投资者为了年底“冲业绩”而做出非理性“斩仓”，甚至有可能出现抛售长期优良资产的现象，属于典型的“政治考核范式”，有“操纵收益”的道德风险之嫌。社保理事会应采取国际上通行的“专业考核范式”，延长考核期限，取消“已实现收益额”和“已实现收益率”，采取“按市值计价”。取消一年期限考评标准，将其延长至5年（一届）或10年（两届）甚至更长的业绩考核期限，这是社保理事会和全国社保基金实施长期主义和主动主义的重大改革，是投资战略转变的大前提；也可采取短期与中期考评相结合的混合规则，例如，

如果采取7年期的考评期限，可将当年的收益权重设定为20%，将7年的滚动收益权重设定为80%，以期最大限度避免社保理事会“操纵收益”的道德风险，实现风险收益最大化。

（七）改革外部投资管理人考评办法，延长外部投资管理人的考评期限

社保理事会采取的是直接投资和委托投资相结合的管理模式，即对股权、信托和协议存款等实行直接投资，而对股票和债券实行委托投资。这个模式的优势在于，社保理事会可以发挥外部投资管理人的专业优势，有利于提高收益率，又可发挥社保理事会资产配置的特长；既可实现投资运营与投资监管的分离，有利于社保理事会集中精力做好监管，又有利于发挥不同风格和不同理念的投资管理人的专业特长，有益于资本市场建设；既有利于提高养老基金的收益率，又有利于培育多样性和多种风格的投资管理人。

10多年的实践证明，社保理事会采取的直接与委托投资相结合模式是成功国际惯例，但对外部投资管理人的考核实行的年度考评制则受到广泛质疑，市场普遍认为考评期限太短。长期的战略储备基金应实行“长考评”，以替代“短考评”，否则，“长钱短跑”的策略必将导致产生机会成本，不利于博取长期投资的潜在风险收益，长此以往，资本市场的投资管理人存在趋同的现象。目前，社保理事会有境内投资管理人18家，境外投资管理人33家。2016年底社保理事会又评出基本养老保险基金的首批4家托管人和21家证券投资管理人（他们之间有重合）。鉴于上述分析，储备基金和养老基金两个资产池都应适当延长考评期限，尤其要延长储备基金的考评期限，完善其考评、激励和约束机制，强化监督管理，加强调研会商，建立投资基准体系。□

责任编辑 刘慧娴