

# 中国公共养老储备金运作治理方式

## —从发达国家中获得的启示—

二〇〇九年十月

野村资本市场研究所

主任研究员	野村 亚纪子
主任研究员	关根 荣一

## 目录

I. 中国公共养老储备金的运作	4
1. 中国公共养老金制度概览	4
2. 基本养老保险基金	5
1) 基本养老保险基金的架构	
2) 基本养老保险基金的运作思路	
3. 全国社会保障基金	5
1) 全国社会保障基金的运营机制	
2) 社保基金的投资战略~中国最为多样化的投资机构	
3) 社保基金的境外投资	
II. 各发达国家的公共养老金制度与储备金运作	8
1. 各国的公共养老储备金	8
2. 各发达国家的公共养老储备金运作机构	8
III. 公共养老储备金运作治理的主要论点	10
1. 与政治、政府保持独立	10
2. 治理主体与执行团队的分离	10
3. 治理主体的类型	11
4. 解释责任与信息披露	13
1) 信息披露的重要性	
2) 大众媒体的作用	
3) 组织新闻工作者开展有关养老金制度的培训	
IV. 公共养老储备金的实际运作情况	14
1. 运作思路	14
1) 内部运作还是委托投资?	
2) 资产类别、运作手法	
3) 境外投资和资产规模的问题	
2. 公共养老储备金运作的新形势	18
1) 提高境外投资比例: 加拿大	
2) 按计划继续上调股票比例: 挪威	
3) 应对短期波动性的扩大: 法国	
4) 法律依据的修订和储备金运作的治理: 爱尔兰	
V. 加强中国的公共养老储备金运作治理	20
1. 对较多采用发达国家模式的社保基金的启示	20
1) 加强社保基金运作治理	
2) 强化社保基金财源的动向	
2. 基本养老保险基金在全国范围统筹后, 运作体制的构建将成为一个大课题	22

## 摘要与结论

1. 中国的公共养老金制度由基本养老保险基金（相当于日本的国民年金和厚生年金保险）和全国社会保障基金（用于弥补未来财政给付缺口，以下简称“社保基金”）组成。基本养老保险基金还停留在地方统筹水平，投资范围也限于银行存款和国债。社保基金则设立了理事会，制定了运作指南，以境内运作和境外运作、自行运作和委托运作相结合的方式进行投资。
2. 在公共养老储备金的运作方面，很重要的一点是运作机构与政府保持独立。因此，采用在明确理事会等“治理主体”和实际开展运作业务的“执行团队”分工的基础上由执行团队向治理主体报告工作的这一治理体制，被认为是有效的。多数发达国家大体上都采取这种治理体制，治理主体承担了阻挡政治干预的作用。不过，日本的 GPIF 缺乏一个相当于治理主体的角色，有必要探讨相关制度的修改。
3. 各国的储备金运作机构在各自的治理体制下，依据各自的理念，来决定投资运作内容。其中的要点包括：内部运作和委托运作当中以谁为重、采用何种资产类别和运作手法、是否进行境外投资等等。
4. 储备金运作机构负有与自身独立性相应的严格的解释责任。如何确保工作的透明度和完善信息披露是关键。信息披露以全体国民等为对象的广义范围内实行，需在内容的优先顺序和表达清楚易懂方面加以注意。同时，有效利用大众媒体也是一个关键。
5. 基于发达国家的模式，关于社保基金，在信息披露的完善方面，有些工作是可以立即着手改进的。关于基本养老保险基金，其首要任务是完成全国范围的统筹。在此基础上，有必要理顺社保基金运作和基本养老保险基金运作之间的关系。

# I. 中国公共养老储备金的运作

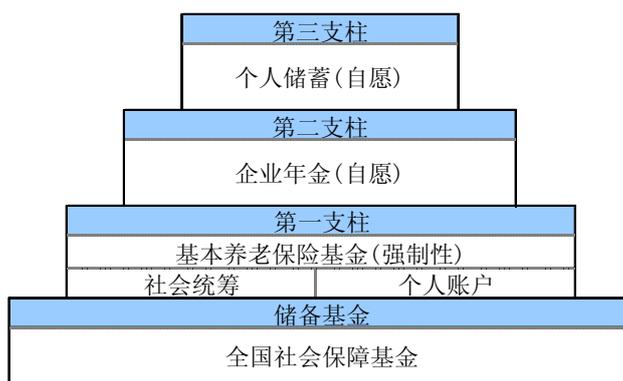
## 1. 中国公共养老金制度概览

1978 年改革开放以来，随着国有企业改革和少子老龄化的发展，中国一直在推行公共养老金制度改革。在中国的城镇地区，改革开放以前，国有企业承担了所有的福利功能。即便是养老金，也无需企业职工个人缴费，而由企业来负担，使得对企业职工的养老金给付保障任务最终落到了国家的头上。从 20 世纪 80 年代起，国有企业开始实行改革，将原来一直由国有企业承担的福利功能进行剥离，部分试行了个人负担养老保险费的做法，但未能建立和运行起统一的养老金制度。1990 年以后，中国政府分别于 1991 年、1997 年和 2005 年做出了 3 次关于养老金制度改革的重要决定，形成了由基本养老保险基金（相当于日本的国民年金、厚生年金保险）、企业年金、个人储蓄性养老保险这三个支柱构成的养老金制度（图表 1）。

第一个支柱是基本养老保险基金，这是一个以城市为中心、以强制参保为前提来运作的制度，由政府、企业、个人三者共同负担费用，采用社会统筹与个人账户相结合的方式。这一制度设计的特点是，前者即社会统筹基于隔代转移支付的思路，通过用在职一代的保险费来支付退休人员养老金的方式（现收现付制）来运作；后者即个人账户则采用基金累积制的方式，将职工缴纳的保费作为退休后的养老金给付资金。从全世界范围来看，除了瑞典等少数国家之外，对公共养老金设立个人账户的国家还不多见。同时，中国基本养老保险的个人账户，还兼具一种“可异地转移”的特点，即参保人工作调动时保险关系可随本人转移至新的工作单位，这一点也是体现了养老金制度改革的一些最新潮流。关于第二支柱即企业年金，中国于 2004 年出台了基金累积式和缴费确定型（DC）的新企业年金制度。

中国政府在推动上述养老金制度改革的同时，为防止将来出现包括基本养老保险基金在内的社会保险基金<sup>1</sup>的财政给付缺口，于 2000 年 8 月成立了可以保障最低生活水平作用的全国社会保障基金（以下简称社保基金）。

图表 1 中国养老金体系



(注) 基本养老保险基金的收入替代率设为 59.2%。

(出处) Felix Salditt 以及“Pension Reform in China: Progress and Prospects”OECD，自 2007 年起由野村资本市场研究所编制。

<sup>1</sup> 中国的社会保险由基本养老保险、医疗保险、工伤保险、失业保险、生育保险等五类保险组成。其中“生育保险”是中国为给女职工生育提供经济保障及医疗费用，同时为平衡企业间的生育保险费负担而出台的制度。

## 2. 基本养老保险基金

### 1) 基本养老保险基金的架构

现在的基本养老保险制度，是基于国务院（内阁）1997年7月16日颁布的《关于建立统一的企业职工基本养老保险制度的决定》及国务院2005年12月3日颁布的《关于完善企业职工基本养老保险制度的决定》来设计的。

1997年的《决定》针对基本养老保险基金规定：企业以工资总额的20%为上限缴纳社会统筹部分；个人缴纳本人缴费工资的8%到个人账户。养老金的给付是在职工退休（原则上男性60岁、女性50岁）后从社会统筹及个人账户中进行支付。

基本养老保险基金，由于历史遗留的“空账”问题，每年都要由中央和地方财政填补资金空缺。所谓“空账”是指，过去各地方在国有企业改革之际出于对退休人员的给付压力以及优先安排当地基础设施建设等原因，挪用了基本养老保险基金中社会统筹账户的资金，使得该账户出现慢性赤字，进而为填补这一亏空又从个人账户中挪用资金，最终导致个人账户出现空账问题。

### 2) 基本养老保险基金的运作思路

1997年的决定规定基本养老保险基金要保证专款专用，严禁挤占挪用，并且明文规定：①基本养老保险的个人账户储存额，每年参考银行同期存款利率计算利息；②基金结余，除预留相当于2个月的保险费支付费用外，应全部购买国家债券和存入专户。但是，截止到目前，中国尚未公布除上述内容之外的更具体的运作政策和指南。同时，在运作前的环节上，包括基本养老保险在内的社会保险基金，除一部分省（相当于日本的县）外，大都仅停留在市、区、县一级（相当于日本的市町村一级）统筹的水平。因此，估计实际的运作都是由国家人力资源和社会保障部（部相当于日本的省）派驻各地的下属机构，通过银行存款与国债组合的形式来进行的。上述空账问题，也是由于基本养老保险基金的管理停留在地方一级所致。

作为基本养老保险运作的新尝试，从2006年起，有9个省将基本养老保险的个人账户（中央财政拨付补贴）的运作（最低5年）委托给了社保基金。社保基金的受托运作金额已从2006年底的46亿元（约合607亿日元）上升至2008年底的327亿元（约合4,316亿日元）<sup>2</sup>。

关于基本养老保险基金的全国统筹，1997年和2005年的决定都将其列为课题，此后在2008年12月28日公布的社会保险法（草案）中又面向全国统筹做了几项规定。关于实现全国统筹的时期，虽然草案上没有明确记载，但在相关立法人员之间似乎已经有了一个目标，那就是到2009年底实现省级统筹，到2012年也就是胡锦涛及温家宝政权的第二届任期届满之时实现全国统筹<sup>3</sup>。

## 3. 全国社会保障基金

### 1) 全国社会保障基金的运营机制

<sup>2</sup> 本文中日元换算是根据2008年12月31日的中间汇率，按1元=13.2日元来计算的。

<sup>3</sup> 根据2008年12月22日及同年12月25日的《第一财经》报道。另据2009年1月20日人力资源和社会保障部记者招待会上的消息，大陆31个省（包含自治区和直辖市）中，已经有17个省实现了省级统筹，中国政府的目标是在2009年底之前，所有的省都要实现省级统筹。

2000年8月建立的社保基金，由同时设立的该基金理事会（以下简称理事会）负责实际运营。理事会是国务院直属事业单位，具有与其他部委相同的地位。理事会由理事长1名、副理事长3名、理事17名共计21名成员组成（截至2009年8月17日）。现任理事长是原中国人民银行（央行）总裁、前天津市市长戴相龙（于2008年1月30日就职）。理事长下设的常设机构有办公厅、基金财政部、投资部、境外投资部、股权资产部、法规及监管部、信息研究部、人事部等。另外，作为非常设机构还设有专家评审委员会、投资决策委员会、风险管理委员会。

理事会负责管理社保基金，履行以下职责：①制定社保基金的投资经营策略并组织实施。②选择并委托全国社会保障基金投资管理人、托管人（custodian），对全国社会保障基金资产进行投资运作和托管。③负责社保基金的财务管理与会计核算。④定期向社会公布社保基金资产、收益、现金流量等财务情况<sup>4</sup>。目前，社保基金只是在进行资金积累，从该基金尚未有任何款项拨出。

社保基金的资金来源由政府补助和投资收益构成。前者即政府补助由①中央财政预算拨款、②国有股减持划入资金、③发行各类彩票划拨的一部分资金构成。2000年至2007年的政府补助累计金额是2,977亿元（约合39,300亿日元）。

## 2) 社保基金的投资战略~中国最为多样化的投资机构

关于社保基金的资产运作，《全国社会保障基金投资管理暂行办法》中规定了其基本方针。社保基金的投资共有四大理念，分别是：①价值投资及长期投资、②专业且规范化的投资、③安全投资、④责任投资<sup>5</sup>。社保基金投资又分为境内投资和境外投资两大类。

境内投资又分为直接投资和委托投资两类。直接投资的对象仅限于银行存款，而委托投资则以国债、企业债、金融债、证券投资基金、股票等有价证券为对象（图表2）。在进行委托投资时，先由理事会向候选受托方出示投资方针，然后结合各公司的提案，决定投资管理人及投资内容。目前，有9家基金管理公司、1家证券公司受托进行投资运作；有3家银

图表2 社保基金的境内投资指南

对象	投资限制	细则
存款、国债	50%以上	银行存款的比例不得低于10%，但在一家银行的存款不得高于银行存款总额的50%。
公司债、金融债	10%以上	-
证券投资基金 股票	40%以上	单个投资管理人管理的社保基金资产投资于一家企业所发行的证券或单只证券投资基金，不得超过该企业所发行证券或该基金份额的5%；按成本计算，不得超过其管理的社保基金资产总值的10%。

（注）1. 委托单个社保基金投资管理人进行管理的资产，不得超过年度社保基金委托资产总值的20%。

2. 投资管理人管理的社保基金资产投资于自己管理的基金须经理事会认可。

（出处）野村资本市场研究所根据《全国社会保障基金投资管理暂行办法》第28条编制

<sup>4</sup> 根据《全国社会保障基金投资管理暂行办法》。

<sup>5</sup> 2008年5月15日，社保基金投资部发布。

行被选聘为资产管理托管人。

近来，为提高社保基金资产的价值，采取了很多旨在谋求投资内容多样化的举措。第一，在国有商业银行及其他商业银行改制过程中获得新股。第二，运用信托方式进行投资。第三，对指数化商品和资产证券化商品投资。第四，包括私募股权在内的股权投资。2008年12月7日，据社保基金披露，当时的股权投资额度为500亿元（约合6,600亿日元），相当于基金总资产的10%。社保基金作为中国国内的机构投资者，其在资本市场中的地位正在不断提高。可以说，随着投资资产的扩大，社保基金对风险性资产的投资，正在推动中国资本市场的发展。

另外，从社保基金2007年的收益结构来看，委托投资占总收益的比例超过了八成。在刚刚开始境内委托投资的2003年，这一比例仅为4.8%，可见在这段时间里委托投资对基金财产的有效运作作出了贡献，同时，也意在为中国投资运作行业的发展作出贡献。

### 3) 社保基金的境外投资

根据2001年6月12日国务院公布的《减持国有股筹集社会保障基金管理暂行办法》，由国家持有股份的股份公司上市或者增资时，要将资金筹措额的10%划转社保基金持有。次年的2002年6月虽然停止了在国内的国有股减持，但在境外的上市及增资，依然持续着用外汇划转措施，因此，如何利用所持外汇进行投资，成为当时社保基金的课题之一。

为此，财政部、原劳动和社会保障部（现在的人力资源和社会保障部）、中国人民银行批准发布了《全国社会保障基金境外投资管理暂行规定》（2006年5月1日施行）（图表3）。此后，于2006年10月9日和11月29日分别选任了境外投资全球托管人及境外投资管理人（图表4）。2008年5月22日，全国社会保障基金理事会就五类产品公开选聘境外投资管理人，这五类产品分别是：①中国海外股票积极型、②亚太股票积极型、③新兴市场股票积极型、④欧洲股票积极型、⑤全球股票积极型，但截至作者撰稿时（2009年8月17日）选聘结果尚未公布。

图表3 全国社会保障基金的境外投资指南

对象	细则
银行存款	境外中资银行和国际公认评级机构评级在A级以上的外国银行
外国政府债券、国际金融组织债券、外国公司	国际评级在BBB级以上的债券
中国政府或者企业在境外发行的债券	-
货币市场产品	国际评级在AAA级以上的货币市场产品
股票	在境外证券交易所上市的股票
基金	公开发行的基金，需符合本规定之细则
衍生金融工具	仅限于风险管理需要，严禁用于投机或放大交易

（注）单个全国社保基金境外投资管理人管理的全国社保基金委托资产投资于一家机构发行的单只证券和基金不得超过该证券和基金份额的10%，按成本计算，不得超过其管理的全国社保基金境外委托资产总值的20%。

（出处）野村资本市场研究所根据全国社会保障基金资料编制

图表 4 全国社会保障基金的境外投资管理人

资产类别	运作机构名称
香港股票积极型	Allianz (德盛安联)
	INVESCO (景顺投资)
	UBS (瑞士银行)/中国国际金融 (CICC) 联合
全球股票 (除美国) 积极型	AllianceBernstein (联博)
	AXA (安盛罗森堡)
	State Street Global Advisors (道富)
美国股票指数增强型	JanusINTECH (骏利英达资产管理)
	T. Rowe Price (普信)
全球债券积极型	AllianceBernstein (联博)
	BlackRock (贝莱德)
	PIMCO (太平洋投资管理)
外汇现金管理型	BlackRock (贝莱德)

(注) 2006 年 11 月 29 日公布的选聘结果

(出处) 野村资本市场研究所根据全国社会保障基金资料编制

如上所述，在中国的公共养老储备金投资方面，社保基金走在基本养老保险基金的前面，率先提高了其在中国资本市场的地位。近年来，社保基金也在逐步开展对本国国民的信息披露工作，但仍存在改进的空间。同时，根据公共养老储备金的特性，在理事会的运营方针及现状方面，也有待进一步改善。接下来从第二章开始，我们将通过介绍各发达国家的案例来论述有关公共养老储备金投资治理的各种观点。

## II. 各发达国家的公共养老金制度与储备金运作

### 1. 各国的公共养老储备金

从各发达国家的公共养老金制度中可以看出，很多国家都设有储备金（图表 5）。其主要目的是，面向未来可能的人口结构变化等因素，提高公共养老金制度的稳定性和可持续性。

从公共养老金制度与储备金的关系来看，可分为两大类。一种是储备金的资金来源由税款（是现行社会保障制度的资金来源）及保费收入的一部分组成的类型，是与社会保障制度一体化的类型（美国、日本、瑞典、丹麦、加拿大）。另一种是将出售国有资产的收益等与社会保障制度没有直接关系的国家财富作为未来储备进行积累的类型（法国、爱尔兰、挪威）。

前者即“社会保障制度一体型”，需要达到养老金财政所要求的收益率，创造出养老金给付所需资金。而后者即“纯粹盈余资金型”，则与目前的养老金财政关系不大，它采用的是为未来的给付努力实现内部设定的运作目标的方式，有的基金还禁止在特定年限之前动用储备金。因此在资产配置的设置等方面，两者的限制条件就不同。

### 2. 各发达国家的公共养老储备金运作机构

如图表 5 所示，美国的公共养老金制度——社会保障计划（social security），在 2008 年底，虽然已经拥有 2.4 万亿美元的世界最大规模资产，但它仍然只向非市场性的国债进行投

资，而除了美国以外的很多发达国家，都在进行市场投资。

图表 5 各发达国家的公共养老金制度

	国名	主要制度的概要	储备金的资金来源
社会保障制度一体型	美国	<ul style="list-style-type: none"> <li>收入比例制度的单一结构（给付计算中包含收入再分配因素）</li> <li>现收现付制，待遇确定型</li> </ul>	社会保障税
	日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>定额给付与报酬比例制度的双重结构</li> <li>现收现付制，待遇确定型</li> </ul>	养老金保费
	瑞典	<ul style="list-style-type: none"> <li>由收入比例养老金与最低保障养老金组成</li> <li>现收现付制的概念上的缴费确定型（Notional DC）与基金累积制的缴费确定型相结合</li> </ul>	养老金保费
	丹麦	<ul style="list-style-type: none"> <li>定额给付与报酬比例制度。</li> <li>基金累积制，缴费确定型（带有利率保证）。</li> </ul>	养老金保费
	加拿大	<ul style="list-style-type: none"> <li>定额给付与收入比例制度的双重结构</li> <li>现收现付制，待遇确定型</li> </ul>	养老金保费
中间型	瑞士	<ul style="list-style-type: none"> <li>收入比例制度的单一结构（给付计算中包含收入再分配因素）</li> <li>现收现付制，待遇确定型</li> </ul>	公共养老金的黑字、政府出售黄金储备的收益
纯粹盈余资金型	法国	<ul style="list-style-type: none"> <li>细化的收入比例制度</li> <li>现收现付制，待遇确定型</li> </ul>	2%社会税的一部分、出售国有资产收益、全国雇员老龄保险金库盈余资金等
	爱尔兰	<ul style="list-style-type: none"> <li>定额给付制度的单一结构</li> <li>现收现付制，待遇确定型</li> </ul>	出售国营通讯社的收益、国库拨款（每年 GNP 的 1%）
	挪威	<ul style="list-style-type: none"> <li>定额给付与报酬比例制度的双重结构</li> <li>现收现付制，待遇确定型</li> </ul>	石油收入

（出处）野村资本市场研究所根据各种资料编制

图表 6 各发达国家的公共养老储备金运作机构

国名、机构名	任务	成立年份	储备金规模
日本 GPIF	运作定额给付型国民年金（基础养老金）与报酬比例型厚生年金储备金	2006	121.9 万亿日元 （09 年 6 月，约合 12,978 亿美元）
加拿大 CPPIB	运作报酬比例型公共养老金制度——加拿大养老金计划（CPP）的储备金	1997	1,166 亿加拿大元 （09 年 6 月，约合 1,080 亿美元）
挪威 NBIM	负责“政府全球养老基金”储备金的运作，同时运作外汇储备及石油基金	1996	23,850 亿挪威克朗 （09 年 6 月，约合 3,995 亿美元）
瑞典 AP	在报酬比例型的公共养老金制度当中，运作现收现付制部分的储备金	2001	7,070 亿瑞典克朗 （08 年 12 月，约合 988 亿美元）
丹麦 ATP	统一运作劳动附加养老金 ATP（带有利率保证的缴费确定型制度，基金累积式）的储备金	1964	3,803 亿丹麦克朗 （09 年 6 月，约合 732 亿美元）
法国 FRR	运作面向一般雇员及私营业主养老金的旨在提高持续性的储备金	2001	288 亿欧元 （09 年 6 月，约合 413 亿美元）
爱尔兰 NPRF	运作公共养老金及公务员养老金的旨在提高持续性的储备金	2001	194 亿欧元 （09 年 6 月，约合 278 亿美元）
瑞士 AHV 基金	运作以老龄养老金保险（AHV）为主的公共养老储备金	1997	249 亿瑞士法郎 （09 年 6 月，约合 235 亿美元）

（注）1.日本的 GPIF 成立年份为变成独立行政法人的年份（开始自主运作为 2001 年）。挪威的 NBIM 于 1990 年成立，表上的年份为经过资金流入为零的空白期后实际开始运作的一年。瑞典的 AP 成立年份为经过公共养老金的根本性改革后确立现有形式的年份。

2.挪威的余额仅为政府全球养老基金。瑞典的 AP 为 AP1~4 及 AP6 的合计。丹麦为投资组合的余额。

3.瑞典的 AP1~4 曾经在 2008 年 12 月~2009 年 6 月期间创下资产增长 376 亿克朗（53 亿美元）的纪录。

（出处）野村资本市场研究所根据各运作机构资料等编制

公共养老储备金的运作由独立于政府之外的公共机构来进行，是较为常见的方式（图表 6）。为了让这些投资机构在保持必要的独立性的同时，也要充分履行其作为运作主体而对国民负有的责任，各个国家都构建了运作治理体制。在下一章中我们将介绍有关储备金运作机构治理的主要论点。

### III. 公共养老储备金运作治理的主要论点

#### 1. 与政治、政府保持独立

就公共养老储备金的运作治理，世界银行等也曾进行过讨论<sup>6</sup>。可以说，在过去的 15 年里，各发达国家已基本形成了这样一种观点，即公共养老储备金运作机构应该是以追求合理的风险和回报为行为规范的机构投资者，因此，决不应出现政府将养老储备金当作自身资金来源，从而导致运作业绩下滑等情况。具体而言，就是养老储备金用作政府的经济开发投资的问题。将养老储备金用于经济开发投资，是通过作为公共投资资金借贷给政府部门的形式，以及用储备金来认购政府债（国债、地方债）的形式来进行的。而当这些交易以背离市场利率的条件来进行，那么就会导致公共养老储备金的回报下降。

除上述问题以外，还有可能出现以下的干预。例如，禁止向存在人权问题的国家的企业进行投资；当境外投资者企图收购本国重要产业时，政府要求以收购方身份参与收购防等等。

为避免这种事态的发生，公共养老储备金运作机构有必要构建一个可以阻断对机构运作的政治性干预的体制。在公共养老储备金运作机构的治理方面，与政治和政府保持独立，可以说是至关重要的一点。

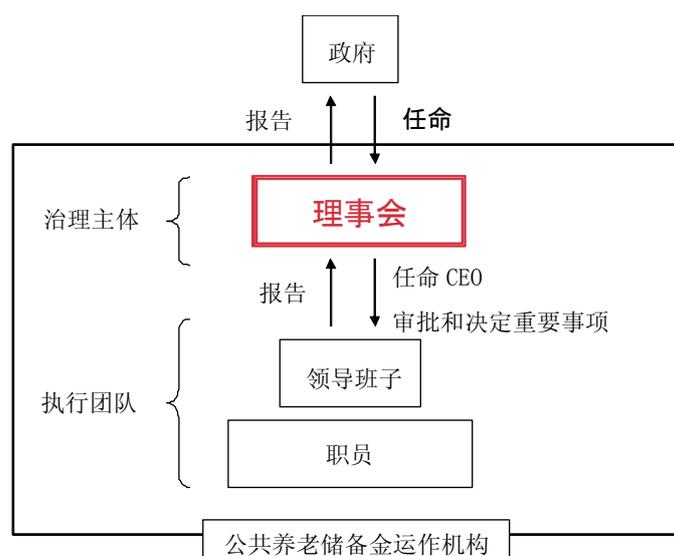
#### 2. 治理主体与执行团队的分离

为与政治保持独立，我们认为有效的组织体制是，将理事会等“治理主体”与实际开展运作业务的“执行团队”明确分开，并在此基础上，执行团队仅向治理主体报告工作的体制（图表 7）。这样一来，治理主体就可以发挥阻断政治干预的作用，储备金运作机构也可与政府保持独立，作为一个自律的主体来开展工作。

原本，包括企业年金等在内养老基金的运营，是由养老金制度的制定者、管理资产的托管人、进行投资的运作机构等多个主体来参与的，由于这些主体之间会产生所谓的代理的问题，因此就需要有一个主体来进行监督，以保证向参保人员支付养老金这一根本目的来运营。而治理主体充当的就是这样一个角色。当养老基金拥有独立的法人资格时，其理事会就是治理主体。有时当养老基金不具备法人资格时，也由叫作信托(trusty)的主体来充当治理主体。治理主体被严格禁止做出违反机构利益的行为。公共养老储备金运作机构的治理主体，不仅起到了为维护参保人员利益对养老金的运营进行监督的作用，还起到了阻断政治干预的屏障作用。

<sup>6</sup> 例如，Musalem, A.R. and Palacios, R.J. ed., *Public Pension Fund Management*, World Bank (2004)是对世界银行公共养老储备金运作会议成果的总结。

图表 7 治理主体与执行团队的分离



(出处) 野村资本市场研究所

治理主体的基本任务是，任命运作执行团队的领导，对投资指南等运作机构的重要事项行使最终决策权，批准执行团队编制的年度报告，向监管部门进行报告等。同时，当储备金运作机构被赋予自行编制预算的权限时，也对其进行批准。

查看图表 6 中的 8 个国家，其中加拿大、瑞典、丹麦、法国、爱尔兰、瑞士这 6 个国家，已经建立起如图表 7 所示的治理体制。而挪威采用的是，以财政部为治理主体，并由中央银行的一个部门来进行运作的方式。不过，该国的 NBIM 负责运作的挪威政府全球养老基金只能进行境外投资，因而难以发生上述政治性介入问题，对此我们有必要作以了解。

日本的养老储备金管理运作机构（GPIF）<sup>7</sup>是独立行政法人，是有别于政府的组织，但它缺少一个相当于治理主体的角色。在GPIF，包括理事长在内高级管理人员都是运作执行团队的领导，虽在管理人员和职员之外另设了运作委员会，但并不是治理主体，而只是一个咨询机构。既然各发达国家都支持治理主体与执行团队分开，那么日本也应就GPIF建立上述体制进行探讨。

理事会担当治理者，究竟能够在多大程度上避免政府对执行团队工作的介入，这一点很难判定。据悉，在瑞典，当外国资本开始收购瑞典代表性企业的股票时，虽然也有政治家向 AP 打探过增持该公司股份的可能性，但最终 AP 并没有答应政治家的要求<sup>8</sup>。

### 3. 治理主体的类型

治理主体一般有两种类型（图表 8）。一种是“专家理事会”；另一种是“利益相关者（stakeholder）参与型理事会”。专家理事会在理事的资格方面，要求必须具备金融等方面的专业知识。加拿大、爱尔兰属于这一类型。

在加拿大，虽然理事是由联邦财政部长任命，但在任命之前，联邦及州的财政部长要先

<sup>7</sup> Government Pension Investment Fund的简称。

<sup>8</sup> “Persson wants AP funds to buy AB Volvo,” Esmerk Swedish News, 9/8/2006.

图表 8 公共养老储备金运作机构的治理主体

治理主体	机构名称	特色
专家理事会	加拿大 CPPIB	<ul style="list-style-type: none"> <li>理事 12 名。由联邦财政部长任命理事，但根据所依据法律的规定，需先成立候选人提名委员会，挑选在金融方面具备能力和实务经验的人担任理事。</li> <li>理事会任命 CEO，CEO 以下的职员不对政府、仅对理事会负有解释责任。</li> </ul>
	爱尔兰 NPRF	<ul style="list-style-type: none"> <li>委员包括 NTMA（秘书处）长官在内共计 7 名。由财政部长任命。具有高度专业知识的资深人士是被选对象。</li> <li>基金的运营和运作全部采用外部委托方式。截至 2011 年，NTMA 是受托方。</li> </ul>
专业性 + 利益攸关方	瑞典 AP	<ul style="list-style-type: none"> <li>理事会由 9 名成员组成，其中有 2 名是雇主代表，2 名是雇员代表，由财政部任命。要求具备从事基金运作的专业性知识。</li> <li>理事会对资产配置等指南作出决定，并任命 CEO 将其付诸实施。</li> </ul>
利益攸关方参与型理事会	法国 FRR	<ul style="list-style-type: none"> <li>理事 20 名。依法由立法机构、劳资、行政部门代表及有识之士组成。</li> <li>执行团队领导——经营理事长是存款供托公库的 CEO，其他 2 名经营理事根据理事会的意见予以任命。运作机构评选委员会辅佐经营理事会进行外部受托方的选拔。</li> </ul>
	丹麦 ATP	<ul style="list-style-type: none"> <li>雇主方 15 名、雇员方 15 名加上理事长，共由 31 名成员组成的代表理事会作为最高决策机构批准年度报告。其下设有由 13 名成员组成的监督理事会，监督理事会任命 CEO 等，并负责监督运作团队的工作。</li> <li>CEO 对监督理事会负责，设置包括本人在内由 5 名成员组成的经营理事会。</li> </ul>
	瑞士 AHV 基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>评议会成员 13 名，由参保人、雇主和雇员团体、保险公司、联邦和州政府代表组成。由联邦内阁任命。</li> <li>评议会进行讨论时，政府主管部门的代表仅参加审议。</li> </ul>

（出处）野村资本市场研究所根据各运作机构的资料编制

任命提名委员会，而后由该委员会来提名 CPPIB 理事候选人。联邦财政部长经与州财政部长协商，从候选者中任命理事，而此时，根据所依据法律的规定，需任命拥有金融方面的能力或者相当程度的实务经验者为理事。

在爱尔兰，由财政部长任命理事（称为 commissioner），但根据所依据法律的规定，理事必须具备资产运作、企业经营、会计、养老金数理、法律等实务知识，财务和经济等学术背景，以及工会和消费者保护等方面资深经历。

两国都通过理事的选任标准和任命方式来保证理事的专业性。在理事的人数方面，分别是加拿大 12 名，爱尔兰 7 名，与接下来要介绍的利益相关者参与型理事会相比，人数要少。

利益相关者参与型理事会吸收政府、劳资团体等公共养老金的利益相关者代表广泛参与理事会。法国、丹麦、瑞士、瑞典属于这一类型。

法国 FRR 的理事会，由立法机构代表 4 名、行政部门（来自社会保障、经济、预算等各个政府主管部门）合计 4 名、工会代表 5 名、雇主及私营业主团体代表 5 名、有识之士 2 名，共计 20 名理事组成。

在丹麦，存在着代表理事会与监督理事会两个治理主体。代表理事会由理事长、雇主代表 15 名、雇员代表 15 名，共计 31 名组成，基本上是每年召开一次会议，开展年度报告审批等工作。监督理事会由理事长、雇主代表 6 名、雇员代表 6 名组成，对业务执行团队的实质性监督是由该理事会来进行的。

在瑞士，治理主体是由雇员团体代表 3 名、雇主团体代表 3 名、参保人员代表 4 名、联邦政府代表 3 名，共计 13 名成员组成的评议会。

瑞典可以说居于上述两种类型中间。在理事的资格方面，虽然要求具有从事基金运作的专业性，但 9 名理事中，有 2 名是员工代表、2 名是雇主代表。

专家理事会和利益相关者参与型理事会各有利弊。专业性高的理事会可以提高治理的有效性，甚至有分析认为可以提高养老基金的业绩。但由于利益相关者的一致意见不是立即形成的，所以，需另行构建利益相关者之间的关系。同时，还需时刻保障符合条件的候选人资源。

另一方面，利益相关者参与型理事会由于聚齐了相关方的代表，因此一旦在理事会上达成共识，它就会很牢固，即便从政治上来讲也是如此。不过，既然不对理事作资金运用的资质要求，那么就需要运作执行团队下功夫为其提供专业上的方便，如为理事提供研修机会，或者通过细致的准备工作，使理事在会议上能够集中讨论重要性高的议题等。

#### 4. 解释责任与信息披露

##### 1) 信息披露的重要性

储备金运作机构负有与自身独立性相应的严格的解释责任。如何确保与工作相关的透明度和完善信息披露是关键。其中较大的特点是，信息披露的对象范围很广。如果是以全体国民为对象的制度，就要向全体国民披露信息。

本稿所提及的任何一家机构都负有定期实施外部审核、向政府主管部门报告、对国民进行信息披露等义务。年度报告要在获得理事会批准后，向政府主管部门等提交，从而上报立法机构。

确保工作透明度也受到了重视。例如，运作机构进行业务外包时，采用招投标方式等等。同时，还针对机构管理人员和职员进行了避免违背机构利益的相关规定，例如，理事要对自己持有的企业股份、担任董事等职务的情况事先进行汇报，从而回避参与与自身有利害关系的投资对象的决策。

面向国民的信息披露也很重要，除了年度报告、半年报告及季度报告之外，还要充分利用网页等手段随时发布有关工作情况的信息。加拿大规定 CPPIB 负有每两年召开一次公开市民大会（town meeting）的义务。2008 年 6 月，CPPIB 在全国 9 个地方召开了会议，会上理事长及 CEO 就 CPPIB 的运作情况进行了报告。

##### 2) 大众媒体的作用

如上所述，公共养老储备金运作机构的信息披露面对的对象是相当广泛的，大家对公共养老金的关注程度及知识也是千差万别。公共养老储备金运作机构的信息披露，要想对每个人都做到恰如其分，几乎是不可能的，那么就面临如何进行应对的问题。

公共养老储备金的运作机构必须对各类听众很好地说明自身的运作期间是超长期的。由于机构开展的是风险性资产的市场运作，短期的价格波动会如实地体现在信息披露资料上，因此这是一项艰巨的任务。另外，由于运作机构是公共主体，因此对伦理问题和环境问题的基本取向（例如，是否向人权问题风口浪尖上的国家的企业进行投资？）、表决权行使方针等，都有必要进行明确的说明。

面向一般大众披露的信息，需要在内容的优先排序上、简明易懂的表述上下功夫。同时，还有一点需要加以重视，那就是所谓信息的把关人（Gatekeeper）——媒体。之所以

这么说是因为，亲自获取公共养老储备金的投资报告来阅读，或者是浏览储备金运作机构网页的，仅限于那些关注度相对较高的部分民众。更多的人则是通过报纸、杂志、电视等大众媒体，来得到自己的养老资金如何被运作的信息。

包括大众媒体在内，对外的工作做得比较积极且独具特色的是 CPPIB。CPPIB 将利益相关者之间的沟通，也就是加拿大公共养老金 CPP 的在职参保人与保费领取人之间的沟通摆在了重要的位置上。为此，CPPIB 在与信息披露相关的方针之外，还编写和发布“沟通及利益相关者关系的政策（Communications and Stakeholder Relations Policies）”。

CPPIB 面向国民发布信息的核心团队是 Communications and Stakeholder Relations 部（以下简称 Stakeholder Relations 部），该部的高管由公关专家担任。Stakeholder Relations 部非常重视与 CPPIB 关键人物之间的沟通。关键人物包括 CPPIB 的监督者——联邦及州财政部长、养老金业界的舆论领袖、大众媒体、工会及退休人员协会等利益团体。这么做的意图是，充分获得这些关键人物对 CPPIB 工作的理解，并通过他们来加深全国民众对 CPPIB 的理解，从而实现效率高、成效大的信息披露。

### 3) 组织新闻工作者开展有关养老金制度的培训

一般而言，养老金制度不仅涉及资产运作、养老金数理等金融知识，同时还涉及社会保障和劳动合同相关知识，因此，充分理解养老金制度需要具备多方面的知识。当公共养老储备金运作机构希望做好经由大众媒体向国民发布信息的工作时，首先面对的就是怎样提高大众媒体对养老金制度的理解。

作为其中一种尝试，可以考虑让大学等教育机构发挥培训新闻工作者的作用。实际上，美国宾夕法尼亚大学沃顿校 1968 年就开设了名为“沃顿商业新闻工作者研讨会”（Wharton Seminars for Business Journalists）的讲座，讲座涉及金融市场、会计原则、企业战略、全球经济等众多领域，其中也包括养老金和退休生活。我们认为提供此类培训的机构并不一定要局限在大学层面，而面向社会人士的讲座，作为培养精通养老金制度的新闻工作者的方式之一，还是值得考虑的。

## IV. 公共养老储备金的实际运作情况

在第四章中，我们来考察在上述治理体制下公共养老储备金是如何进行运作的。

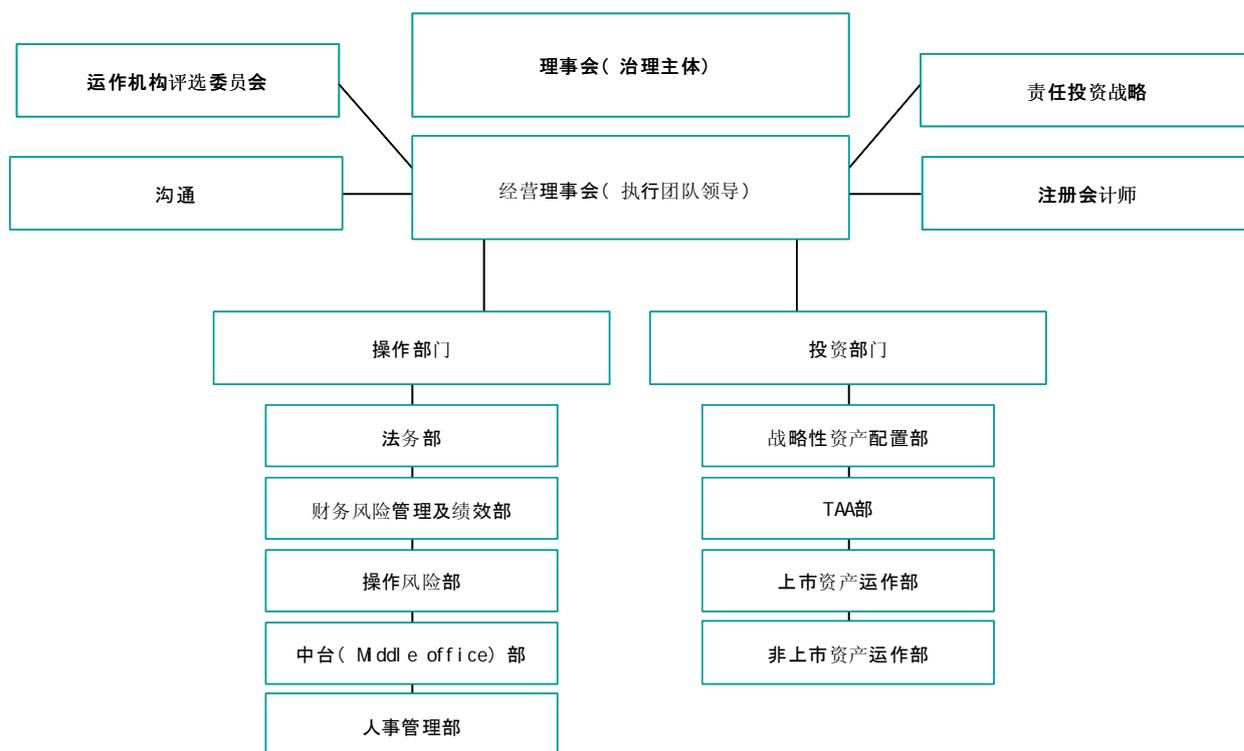
### 1. 运作思路

#### 1) 内部运作还是委托投资

储备金运作机构的内部体制，基本上由称为领导层（Management）的组织上层和一般职员组成。以法国 FRR 为例，其组织机构如图表 9 所示。

首先，机构的管理人员和职员可以选择对部分储备金进行内部运作，或委托投资。各运作机构选择的方式各有不同。

图表 9 公共养老储备金运作机构实例：法国 FRR



(出处) 野村资本市场研究所根据 FRR 年度报告编制

挪威、加拿大、瑞士、丹麦、瑞典皆采用内部运作和委托投资相结合的方式。瑞士的 AHV 基金对于瑞士法郎债券、欧元及美元国债采用内部运作的方式，其他全部对外进行委托。丹麦除森林投资及日用品外大部分都采用内部运作的方式。瑞典 AP 根据所依据法律的规定，10% 以上采取委托投资方式（内部运作比例不能超过 90%），而四个基金实际的内部运作比例在 6~8 成之间<sup>9</sup>。日本的 GPIF 对部分被动投资型国内债券（截至 2009 年 3 月，10.9 万亿日元）以及全部财政投融资债（同上，25.1 万亿日元）进行内部运作。

爱尔兰的 NPRF 将全部业务委托给 NTMA 执行。NPRF 内部只有理事会，没有自己的员工。NTMA 是 1990 年设立的公共债务管理机构，不是专门从事养老金运作的机构，但 NPRF 成立之际将它选定为最佳业务受托机构。作为传统业务之一，NTMA 内部具有债券被动投资和外汇套期保值的功能，因此这些工作由 NTMA 来进行。其他的运作业务则基于运用外部优秀资源更为有效的观点，进行委托投资。

法国 FRR 虽然可以雇用自己的员工，但实际上几乎全部员工皆系法国储蓄信托银行（CDC）外派。CDC 是从事公共基础设施融资等业务的官方金融机构，也是 FRR 的托管人。CDC 的 CEO 担任 FRR 经营理事会（相当于高管会议）的领导。根据所依据法律的规定，资金运作原则上全部采用委托投资的方式。因此，FRR 运作团队的工作是选择运作公司并进行监控。此外，还另设运作机构评选委员会，它在选聘运作机构时向经营理事会提供

<sup>9</sup> 瑞典的公共养老储备金（现收现付制部分）分割为 AP1、2、3、4、6 共五个基金来运作。这种形式是在 1999 年的制度改革后确定下来的。AP6 是仅投资非上市股票的基金，1999 年改革后得以继续保留。

专业意见。对于上述做法，有观点认为，由于不采取内部运作的方式，因此 FRR 的运作不易受到政治干预。

## 2) 资产类别、运作手法

从对运作的限制来看，比较特殊的是爱尔兰。该国通过所依据法律禁止 NPRF 投资爱尔兰政府证券。理由是投资本国政府证券可能引起公共养老储备金的定位不清，而且，如果投资本国政府证券，到了储备金兑付阶段，政府就必须寻找其他买家。也有观点认为，禁止向本国政府证券投资，有利于保障基金相对于政府的独立性。不过，爱尔兰为了应对此次金融危机，将 NPRF 的资金用作了金融机构救助金。关于此事我们将在后文中论述。

在其他各国，也有设定低风险债券投资下限、股票投资上限、按地区投资上限、外汇风险敞口上限等情形。

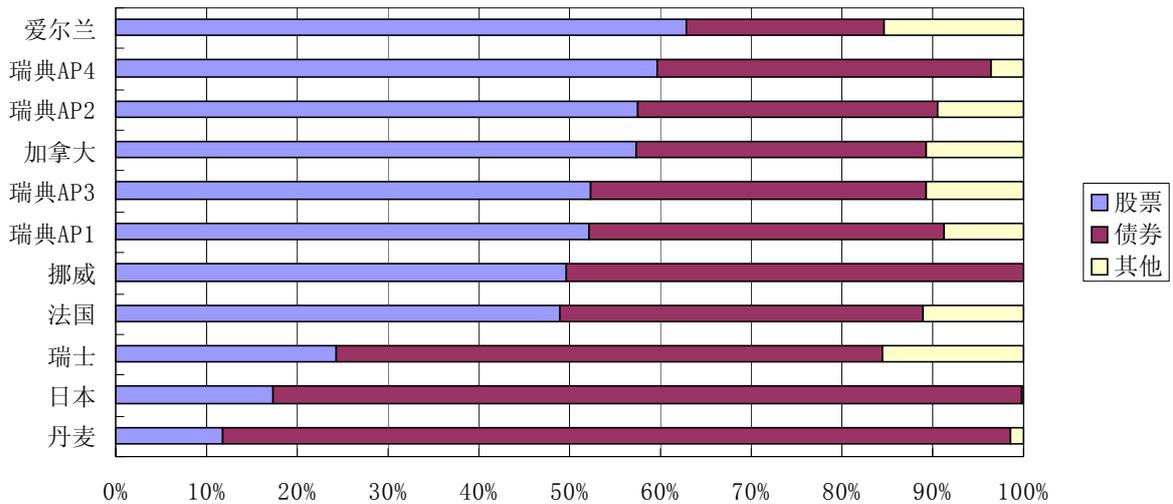
从积极投资或被动投资等运作手法的选择来看，法国和瑞士是根据对市场效率性的看法来决定运作手法的。也就是说，在效率较高的市场进行积极投资，在效率较低的市场进行被动投资。

而加拿大的 CPPIB 则建立了可实现 4.2% 的收益要求的被动投资组合——“参照投资组合”，希望通过对积极投资以及对参照投资组合中所不含的资产类别进行投资，实现更高的运作效果。CPPIB 采用的是“综合投资组合方式 (total portfolio approach)”。这种方式不是按照传统的资产类别，而是按风险回报属性建立各自的投资组合。例如，政府证券、公益部门股票、已建成基础设施等被视为有着相似风险回报属性的可替代投资对象。

丹麦的运作手法也颇有特色。ATP 分别采用针对养老金负债的“对冲投资组合”以及以运作为目的的“投资组合”两种手法。前者进行利率互换，收取长期利息，提供短期利息。投资组合则由追求分散投资回报的  $\beta$  投资组合和追求积极投资回报的  $\alpha$  投资组合组成，用以应对短期利息支付、长寿化所致养老金负债增加以及通货膨胀等问题。

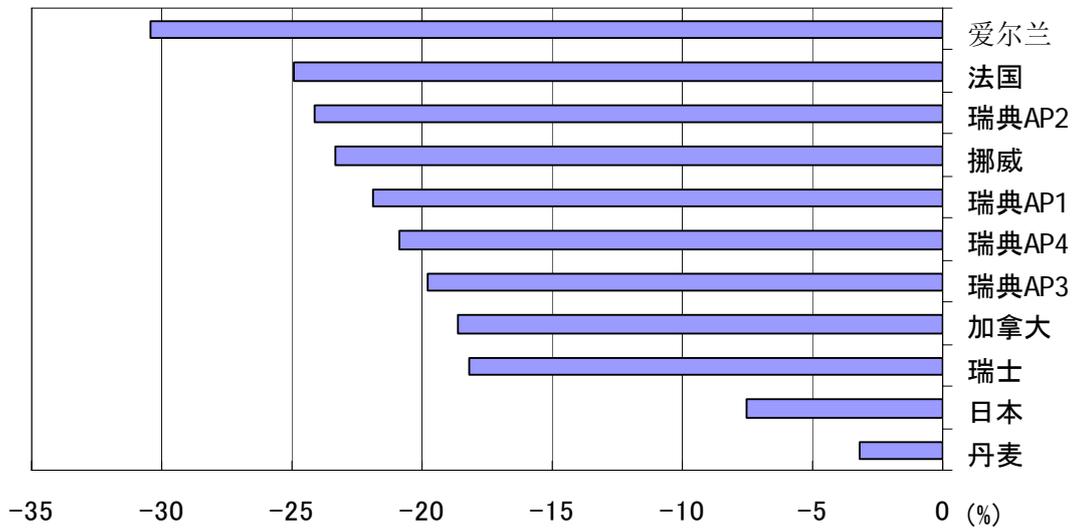
各国储备金的资产配置比较如图表 10 所示。2008 年的回报情况如图表 11 所示。各国的运作情况虽然根据投资组合的资产配置不同而存在差异，但可以看到 2008 年各国均出现负回报纪录，均未能幸免全球金融经济危机的影响。

图表 10 公共养老储备金的资产配置 (2008 年底)



(注) 1. 日本和加拿大为 2009 年 3 月底, 其他为 2008 年 12 月底。  
 2. “其他”的内容各国有所不同, 包括现金、房地产、日用品等。私募股权属于股票。  
 3. 丹麦的资产配置属于  $\beta$  投资组合。日本为包括财政投融资债在内的所有运作资产。  
 (出处) 野村资本市场研究所根据各运作机构年度报告等编制

图表 11 各运作机构的投资业绩 (2008 年)



(注) 1. 日本和加拿大为 2009 年 3 月底, 其他为 2008 年 12 月底。  
 2. 丹麦为投资组合的运作业绩。日本为包括财政投融资债在内的所有运作资产。  
 (出处) 野村资本市场研究所根据各运作机构年度报告等资料编制

### 3) 境外投资和资产规模的问题

瑞典、丹麦、加拿大和法国都在积极进行境外投资。公共养老储备金的运作方面, 在国

内金融和资本市场中所占份额过大等,由于资产规模过大而导致的问题屡遭诟病,而境外投资是其解决方式之一。这些国家以分散投资的必要性和本国市场规模不够为由,都在积极进行境外投资。比较极端的是挪威的 NBIM,因其储备金的宗旨是让子孙后代继承石油收入,故不对国内市场投资,而是专门进行境外投资。

在规模问题上,比较独特的是瑞典。瑞典的公共养老金保费均等分配给 AP1~AP4 这 4 支基金,4 支基金作为独立主体进行运作。之所以采用多支基金方式,是为了促进基金间的竞争,分散运作结果,抑制基金规模带来的影响力。财政部每年在外部咨询机构的帮助下,对各基金运作业绩进行比较和研究,并公诸于众。

不过,政府对于基金间的竞争并没有实行实质性的激励措施。在对当地进行的访谈中我们得知,该国认为:排名靠前的基金受到高度的评价,容易召集到优秀人材,这就是激励。而对于上述做法,也有观点认为,4 支基金分别设管理部门等职能将会产生重复成本。

## 2. 公共养老储备金运作的新形势

下面介绍一下 2008~2009 年几个储备金运作机构的资产配置调整情况。如上所述,由于国际金融经济危机的影响,各机构 2008 年的运作业绩均不佳。尽管如此,加拿大、挪威还是对资产配置作出了调整,法国则针对短期波动性的扩大采取了应对措施,爱尔兰通过修改法律依据,将本应用于未来养老金给付的基金挪作他用,暴露出了公共养老储备金运作机构治理体制的局限性。

### 1) 提高境外投资比例: 加拿大

2009 财政年度(2008 年 4 月~2009 年 3 月),加拿大根据上一年度政府首席精算师公布的养老金财政核算结果,对上述“参照投资组合”进行了修订。具体包括:在 2009 财年上半年先是将加拿大股票比例下调 5%,同时相应上调其他发达国家股票比例;其次,在 2009 财年下半年,又一次将加拿大股票比例下调 5%,并相应上调新兴市场股票比例,同时将加拿大实际回报债券比例下调 5%,并代之以国际主权债(图表 12)。这样使得股票和债券比例达到前者 65%、后者 35%的水平,而境外投资比例则从 40%上升至 55%。同时,新兴市场股票和国际主权债等新的资产类别进入参照资产组合。前者是基于各新兴国家的增长潜力要高于加拿大的认识,后者则基于加拿大的债券市场规模相对于 CPPIB 的债券投资需求来说不够充分的认识来进行的。

图表 12 加拿大 CPPIB 的参照投资组合变更

资产类别	2009 年度初期	2009 年度末期
加拿大股票	25%	15%
外国股票(各发达国家)	40%	45%
新兴市场股票	—	5%
加拿大名义回报债券	25%	25%
加拿大实际回报债券	10%	5%
国际主权债	—	5%

(出处)野村资本市场研究所根据 CPPIB 年度报告编制

### 2) 按计划继续上调股票比例: 挪威

2007 年，挪威国会同意将政府全球养老基金的股票比例从 40% 阶段性地上调至 60%，并从 2007 年第二季度起着手变更资产配置。全球金融经济危机爆发后，这一方针依然没有改变，股票比例继续得到上调。

据 NBIM 称，由于 2008 年秋季以来股票价格暴跌，股票比例上调工作进入了不同以往的局面。到 2008 年底挪威一直在利用新一批拨款全额及债券偿付本息买入股票，但截至 2008 年底股票比例依然停留在 49% 的水平。再加上原油价格低迷，来自石油收入的拨款减少。为此，2009 年第一、二季度 NBIM 进一步抛售债券，进行了从债券投资组合到股票投资组合的资金转换。其结果使得截至 2009 年 6 月的股票比例达到 60.3%。

### 3) 针对短期波动性扩大的应对：法国

法国于 2009 年 6 月公布了战略性资产配置（参照投资组合）的修订结果。最早的配置设定是在 2003 年，2006 年进行了第 1 次修订，本次修订是 3 年之后的第二次修订。

在本次修订中，FRR 的治理主体——理事会指出，全球金融经济危机并不是迫使改变最初投资方针之依据的因素。也就是说，理事会判断认为，FRR 系按计划在 2020 年之前不得提取储备金的纯粹盈余资金型基金，有较大的吸收短期波动的空间。

FRR 的参照投资组合力求将 2020~2040 年期间无法履行给付义务的风险降到最低，同时谋求最佳回报。在制定本次投资组合策略时，法国修改了关于长期风险回报的假设，通过压力测试，将发生极端情况的可能性也考虑在内。新出台的参照投资组合如图表 13 所示。股票及另类资产比例可在 40~60% 之间变动。

图表 13 法国 FRR 的战略性投资组合变更

2009 年 6 月		2006 年 5 月	
资产类别	比例	资产类别	比例
股票	45%	股票	60%
		欧元区	33%
		非欧元区	27%
债券	45%	债券	30%
		欧元区	21%
		非欧元区	9%
另类资产	10%	另类资产	10%
房地产	5%		
大宗商品	5%		

（出处）野村资本市场研究所根据 FRR 资料编制

### 4) 法律依据的修订和储备金运作治理：爱尔兰

自 2008 年秋季以来，爱尔兰主要银行的股价暴跌，同年 12 月，政府分别对安格鲁爱尔兰银行、爱尔兰联合银行、爱尔兰银行进行了公共注资。之后，安格鲁爱尔兰银行于 2009 年 1 月被政府国有化。在此过程中 NPRF 成为政府的财政来源，为此，2009 年 3 月爱尔兰对所依据法律——NPRF 法进行了修订。

具体来说，新法纳入了以下内容。

- NPRF 理事会可根据财政部长指示，进行“被指示投资”。虽然 NPRF 被禁止投资本国政府证券，但这里的政府证券仅限于财政部发行的证券。
- 原本国库向 NPRF 拨款是每季度进行一次，而以后也可以进行一次性或分批拨

款。

- NPRF 理事会的投资授权不适用于“被指示投资”。理事会在制定投资策略时，也可将被指示投资的存在考虑在内。
- 财政部长在一定的条件下，可指示 NPRF 理事会对在受控市场上市的金融机构进行投资并认购这些金融机构发行的证券等。

2009 年 3 月及 5 月，NPRF 根据财政部长的指示，向爱尔兰银行和爱尔兰联合银行注资共计 70 亿欧元。这 70 亿欧元中有 30 亿欧元来自 2009 年及 2010 年的国库提前拨款。40 亿欧元来自 NPRF，主要是抛售现金头寸及债券投资组合所得。截至 2009 年 6 月的情况如图表 14 所示。为与“被指示投资”相区别，原有投资组合称为“裁量性投资组合”。

图表 14 爱尔兰 NPRF 的资产配置（2009 年 6 月）

资产类别	金额（亿欧元）	比例（%）
大型股票	87.72	45.2
小型股票	5.79	3.0
新兴市场股票	2.74	1.4
私募股权	4.76	2.5
房地产	4.68	2.4
大宗商品	0.68	0.3
债券	11.35	5.8
货币等	1.68	0.9
现金	4.66	2.4
裁量性投资组合总计	124.06	63.9
被指示投资	70.00	36.1
资产总计	194.06	100.0

（出处）野村资本市场研究所根据 NPRF 资料编制

NPRF 可以说是本文所介绍的引进理事会治理体制的典型。即使如此，在爱尔兰还是发生了 NPRF 资金被用于危机处理的情况。既然是通过修订法律依据而采取的措施，那就代表这是征求立法机构也就是国民的意见后所实行的政策，与政府任意进行干预有着本质性的区别。但从公共养老储备金运作治理的观点来看，可以说这一例子反映出现有的独立性保持政策所存在的局限性。

在这一点上，加拿大规定养老储备金运作相关法律的修订必须走类似修宪的程序，对轻易修订法律进行了封杀。而瑞典则在 1999 年养老金制度改革时执行了由五个主要政党形成一致意见的政治程序。这样一来，即使发生政权更替等政治环境的变化，AP 的基本结构也不易分裂。

## V. 加强中国的公共养老储备金运作治理

### 1. 对较多采用发达国家模式的社保基金的启示

#### 1) 加强社保基金运作治理

①设立理事会，将“治理主体”和“执行团队”分开，②通过网站进行信息披露，③制定和公布运作指南，列出资产类别，④将内部运作和委托投资相结合，⑤开始着手进行境外投资等情况，可以说中国已经采用了如上所述的发达国家公共养老储备金运作治理的基本理念。今

后预计中国将对这些要素作进一步的改进和发展。例如，社保基金从其设立宗旨和资金来源来看，可以说与法国 FRR 和爱尔兰 NPRF 同属纯粹盈余资金型。但要如何看待通过国债以及银行存款（流动性较高的安全资产的代表）来进行运作的部分？另外，从公共养老储备金运作的观点来看，它的境外投资应该如何定位？是将它当作分散投资的一个环节，还是像多数发达国家一样从与国内市场规模和基金规模的关系来认识它的必要性？今后是否要设定国内外统一的资产配置？从治理主体的类型来看，我们认为社保基金采用的是“利益相关者参与型理事会”，那么今后所希望发展的是何种类型？以上所列不过是几个例子，从今后来看，可能需要寻找这些问题的答案。

同时，作为目前应当立即着手解决的课题，我们认为是信息披露的问题。社保基金自 2000 年创建以来，每年都在主页上公布年度报告。不过，与发达国家公共养老基金的年度报告相比，内容尚需进一步完善。运作情况的披露频率也有待改进，最好是每季度一次，至少也应做到每半年一次。另外，自 2008 年起社保基金的财务报表似乎开始采用市值法，那么对于会计标准的变更具体内容，如：变更的宗旨、与变更前上年度财务报表的关系、区别和修改点等内容有必要做出清楚详细的说明。

## 2) 强化社保基金财源的动向

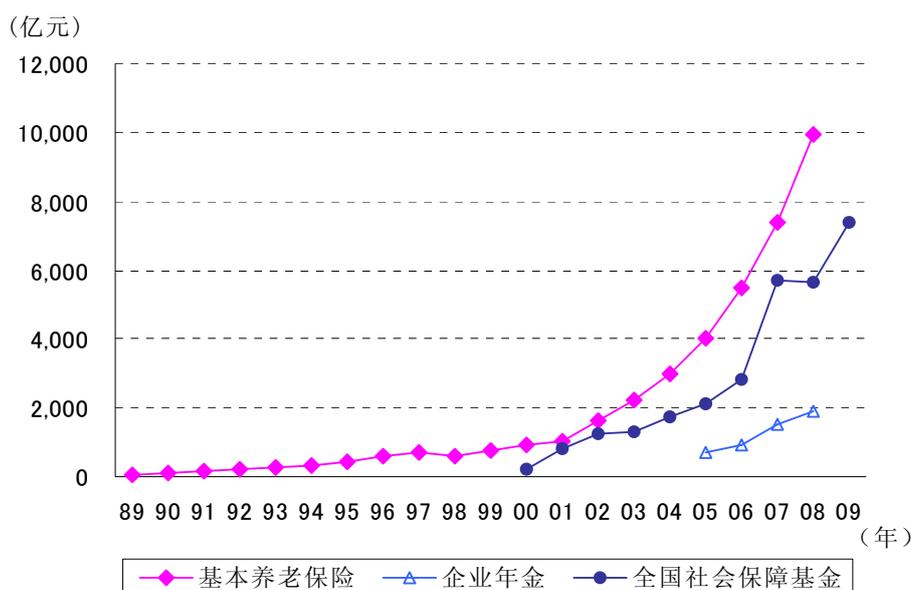
社保基金不仅在中国国内、也在境外进行投资，其总资产从 2000 年刚起步时的 200 亿元（约合 2,640 亿日元）已经增到 2008 年底的 5,624 亿元（约合 74,000 亿日元），增加 28 倍左右（图表 15）。而且，社保基金还出现了加强财源的趋势。2009 年 6 月 19 日，根据国务院的决定，由管理国有股的财政部、国有资产监督管理委员会（以下简称国资委）、证券监督管理委员会（以下简称证监会）和社保基金四家联名，颁布了《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》（以下简称实施办法）。《实施办法》要求，在国内首次公开发行股票并上市的国有企业，原则上应将发行股份数的 10% 转由社保基金持有。对象企业分为两类。一类是 2006 年股权分置改革新老划断后至《实施办法》颁布（2009 年 6 月 19 日）前上市的 131 家国有企业<sup>10</sup>。将由社保基金转持的股份为 83.94 亿股，股东 826 家，转持股份市值总额约 639.33 亿元。还有一类是 2009 年 6 月 19 日《实施办法》公布后首次公开发行股票并上市的企业。通过上述国有股的国内上市部分由社保基金转持，截至 2009 年 6 月底社保基金总资产预计将超过 7,400 亿元（约合 98,000 亿日元）<sup>11</sup>。

---

<sup>10</sup> 实际上为 2009 年 3 月 26 日前由社保基金选定的企业。

<sup>11</sup> 2009 年 7 月 16 日新华网。

图表 15 养老金余额的变化



(注) 2009 年社保基金余额为截至 6 月底的估算值。  
 (出处) 野村资本市场研究所根据《中国统计年鉴》、人力资源和社会保障部、全国社会保障基金资料编制

社保基金的给付期间为 2020~2030 年，考虑到强化资金来源后社保基金的规模，其作为进行长期运作的机构投资者，对内外资本市场的影响力将越来越大。因此，加强社保基金的治理仍将是重要任务。

## 2. 基本养老保险基金在全国范围统筹后，运作体制的建设将成为一大课题

同时，基本养老保险基金 2008 年底的余额（财政补贴后）为 9,931 亿元（约合 131,000 亿日元），其规模已超过社保基金（见上文图表 15）。然而，对于基本养老保险基金来说，在进行运作治理之前，首先在全国范围内实现统筹是紧要课题。

其次，在实现全国范围的统筹后，还需探讨如何处理基本养老保险基金和社保基金的关系。例如，以往部分试行的由社保基金对基本养老保险基金的个人账户进行运作的做法，今后是否要全面适用？如果适用，那么应赋予基本养老保险基金以什么样的运作功能？可以想见，今后随着对基本养老保险基金制度设计不同，该基金的运作体制将会发生变化。

衷心希望本文关于发达国家公共养老储备金运作治理的介绍，能够对中国的从事公共养老储备金运作工作的相关人员有所帮助。