

扩大养老金投资范围，提高养老资金运用效率

2019年9月 产品开发部 杨可

随着中国社会人口老龄化日趋严重、退休人口不断增加、社会抚养比例逐步上升，国家养老金收支平衡面临重大挑战。按当前经济、人口、政策水平，养老金缺口将加速扩大。要有效解决养老金收支平衡问题，可以通过增加社保支出在财政支出的比重、发展个人商业养老保险、渐进式延迟退休年龄以及提高养老金投资规模和收益率等方法。

“从短期来看，逐步推迟退休年龄是缓解养老金缺口的快速有效措施，但长期而言，增加政府社会保障支出、发展个人商业养老保险、提高养老金投资收益率是解决养老金缺口的必然要求。”¹而扩大投资范围正是提升投资收益的有效途径之一。

一、中国养老金投资情况概述

（一）养老金投资情况概述

截至2018年底，作为养老金战略储备的社保基金的资产总额达到29632.45亿元，累计投资收益额9598.55亿元，年均投资收益率7.82%；养老金第一支柱全国养老保险基金滚存结余约4.6万亿元。截至2019年一季度末，全国共有17个委托省（区、市）签署8580亿元委托投资合同，其中已有6248.69亿元到账投资运营，占整体规模的13.6%，仍处于偏低水平。

养老金第二支柱，截至2018年底，企业年金基金累计结存1.48万亿元。近十年来，企业年金规模增长了6倍，年复合增长率超过21%，近两年增长率降至16%。2007年以来的年均收益率6.97%²；2018年投资收益420.46亿元，同比减少25%，在权益市场表现不佳的情况下依旧实现3.01%的正收益率。

职业年金也在全国各省稳步推进，目前存量规模已近6000亿元，未来每年缴费增长规模将超过1500亿元。截至2019年5月，全国33个统筹区中已有19个相继启动了职业年金管理人选择，山东省职业年金已有约140亿资金到账并正式启动投资运营。

¹ 巴曙松、方培豪、朱伟豪，2018：“中国人口老龄化背景下的养老金缺口与对策”，《经济与管理》第6期。

² 人社部社保基金监督管理局局长唐霁松于2019年4月3日国寿养老年金管理论坛上表示。

（二）养老金投资范围概述

从 2001 年 12 月《全国社会保障基金投资管理暂行办法》实施以来，中国资本市场已经发生巨大改变。而社保基金的投资范围却变化不多，仅在 2009 年增加了境外投资、2015 年改变投资比例，增加股权投资、同业存单等内容。这让养老金投资无法享受中国金融市场产品创新和制度改革带来的红利，也暴露出当前国内养老金投资管理规定灵活性不足的缺点。

表1 规定养老金投资范围的相关文件及主要内容

养老金	相关规定和会议	实施时间	关于投资范围的主要内容
社保基金	《全国社会保障基金投资管理暂行办法》	2001.12.13	规定了社保基金的投资范围：（一）银行存款和国债投资的比例不得低于50%；（二）企业债、金融债投资的比例不得高于10%。（三）证券投资基金、股票投资的比例不得高于40%，等。
	《全国社会保障基金境外投资管理暂行规定》	2009.04.27	规定了社保基金境外投资范围。
	国务院常务会议——决定适当扩大全国社保基金投资范围	2015.04.01	适当扩大社保基金投资范围：（一）债券投资范围扩展到地方政府债券，并将企业债和地方政府债投资比例从10%提高到20%；（二）股权投资——从中央管理企业的改制或改革试点项目，扩大到央企及其子公司，以及地方具有核心竞争力的行业龙头企业包括优质民营企业；（三）信托贷款投资比例上限由5%提高到10%，加大对保障性住房、城市基础设施等项目的参与力度；（四）允许基金按规定在全国银行间一级市场直接投资同业存单，并按照银行存款管理。
基本养老金	《基本养老保险基金投资管理办法》	2015.08.17	规定了基本养老金的投资范围：限于境内投资；流动性资产、债券、股票的投资比例；国家重大工程和重大项目建设；国有重点企业改制、上市，养老金可以进行股权投资，等。
企业年金	《企业年金基金管理办法》	2011.02.12	规定了企业年金的投资范围：限于境内投资；流动性资产、债券、股票，及其中保险类产品的投资比例；等。
	《关于扩大企业年金基金投资范围的通知》（23号文）	2013.03.19	增加商业银行理财产品、信托产品、基础设施债权投资计划、特定资产管理计划、股指期货。
	《关于暂停企业年金基金投资万能保险和投资连结保险的通知》	2018.08.31	暂停企业年金基金投资万能险和投连险。
职业年金	《职业年金基金投资管理暂行办法》	2016.09.28	规定了职业年金的投资范围：限于境内投资；流动性资产、债券、股票，及其中保险类产品的投资比例；商业银行理财产品、信托产品、基础设施债权投资计划、特定资产管理计划、股指期货及养老金产品，等。

数据来源：公开资料整理、万家基金

对于国内各类养老金的投资范围：社保基金的投资范围最广，主要体现在权益仓位、海外配置和一级市场的参与；其次是基本养老保险基金；投资范围最窄的是企业年金和职业年金。保险资管行业虽然投资范围最大，但其因投资目标的限制，其业绩表现并不是最好。

表 2 国内养老金投资范围对比

投资范围	社保基金	基本养老金	企业年金	职业年金	保险资管
股票	✓	✓	✓	✓	✓
债券	✓	✓	✓	✓	✓
公募基金	✓	✓	✓	✓	✓
私募基金	✗	✗	✗	✗	✓
债权计划	✓	✓	✓	✓	✓
信托计划	✓	✓	✓	✓	✓
股权	✓	✓	✗	✗	✓
期货、期权	✓	!	!	!	✓
房地产	✗	✗	✗	✗	✓
海外投资	✓	✗	✗	✗	✓

资料来源：万家基金整理

二、扩大养老金投资范围的逻辑

（一）投资业绩待改善

从业绩上看，社保基金和企业年金都取得了较为理想的成绩。2007年以来，社保基金年均收益率为8.26%，企业年金年均收益率6.97%；剔除2007年大牛市，2008年以来两者的年化收益率分别为5.54%和4.32%。同期（2008年以来），权益类方面，沪深300年化收益率4.69%，中证500年化收益率7.20%；创业板指2010年6月1日成立，2011年至今年化收益率6.97%；债券方面，上证国债年化收益率3.11%，中证综合财富指数年化收益率3.48%；期货方面，南华商品指数年化收益率为3.74%。同期海外权益类市场，美股标普指数年化收益率为9.72%，道指年化收益率9.29%，恒生指数年化收益率5.47%。2008年至今，社保基金和企业年金的收益率跑赢了国内债券、商品等资产，但多未跑赢国内权益类资产。社保基金相对于企业年金，在投资范围上多出海外资产，能够分享优质海外资产带来的高收益。这在一定程度上说明投资范围大，资产配置多元，能带来较高的收益。

若以国内经济增长和通胀情况作为参考的基准，2012-2018年中国GDP平均每年增长7.14%，2018年医疗通胀率10.3%³、全国70个大中城市住宅2008到2018年年均涨幅4.33%。社保基金和企业年金的投资收益率远低于当前的医疗通

³ 美世发布的《2018年全球医疗趋势报告》。

胀率，企业年金的投资收益率略低于房价涨幅。而且当前发展良好的第二支柱企业年金投资也进入瓶颈期。截至 2018 年年底，全国建立企业年金的企业共 8.7 万家，参加企业年金的职工人数共 2388 万人，覆盖面仅 5.48%，企业年金参与率依旧较低。企业年金投资范围的局限性——监管模式数量化、投资范围和品种受限、委托人投资收益目标与风险偏好差别大、委托投资期限短等原因，造成企业年金近些年来增长逐渐趋缓，发展陷入瓶颈。

目前我国正处于经济转型期，整体宏观基本面逐渐向下，资产收益进入高风险、低回报时代，实现收益难度加大。随着企业年金、职业年金规模持续快速增长，资产端配置需更加多元、精细和创新。虽然社保基金投资范围相对广泛，但当前国内养老金投资管理规定灵活性不足，让社保基金无法分享国内金融创新带来的制度红利，扩大其投资范围、提高相关管理规定的灵活性愈发迫切。

（二）目前国民养老储备不足，老龄化加剧，养老形势日趋严重：

2018-2050 年，中国 65 岁及以上人口将由 1.7 亿增加到 3.9 亿，比重将从 12% 快速升至 30%。届时平均每 3.3 个中国人中就有 1 个 65 岁以上的老人。

人口老龄化加快，养老负担日益加重。在企业缴费率为 16% 的情况下，2019 年“参保赡养率”和“缴费赡养率”分别为 37.7% 和 47.0%，到 2050 年分别达到 81.8% 和 96.3%。城镇企业职工基本养老保险支付压力在不断提升，2019 年由接近 2 个缴费者来赡养一个离退休者，而到了 2050 年则几乎 1 个缴费者需要赡养一个离退休者。

据估计⁴，全国城镇企业职工基本养老保险基金累计结余将于 2027 年达到峰值并在 2035 年耗尽。加上国家财政补贴，2019 年累计结余为 4.26 万亿元，到 2027 年增长至峰值 6.99 万亿元，之后迅速下降，到 2035 年耗尽累计结余。

（三）社保降费带来的养老金储备不足风险

随着减税降费的推进，养老金运营面临缴费率和资金收支缺口逐渐增大的问题，这也将会使地方委托投资积极性受挫。

2019 年 5 月 1 日起，各地可将城镇职工基本养老保险单位缴费比例从原规定的 19% 降至 16%。据人社部等部门估算，本次社保降费在 2019 年（8 个月）可减轻企业社保缴费负担 3000 亿元以上。预计社保年收入下降 4500 亿元。

⁴ 郑秉文，2019：《中国养老金精算报告 2019-2050》。

截至 2018 年底，社保基金会管理的基金资产总额达到 29632.45 亿元。若不考虑其他因素，每年 4500 亿元的社保空缺，需要 5.95% 的投资收益率来填补。通过国有企业股份划转社保的途径，也可以缓解社保降费带来的缺口。截至 2018 年底，前两批试点已完成 18 家中央企业股权划转，划转规模达到 750 亿元。第三批试点也将启动。从划转股权分红收益的角度来测算，假设 1 倍 P/B、分红收益率为 3%，划转 3.8% 的国资可支持企业基本养老保险的缴存比例下调 1%⁵。所以本次社保降费需要国资划转 15.2%。而按 2017 年 11 月《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》10% 的统一划转比例，依然有 5.2% 的划转缺口，相应需要 2.04% 的投资收益率来弥补。

（四）进一步提高资金利用效率、分散风险

养老金是社会财富的代际分配，这些财富需要充分进入到社会生产经营活动中，才能产生更多的社会财富。养老金基金的投资范围不广，跟不上金融资产的扩展速度，其本质是跟不上社会经济活动的变革速度。养老基金的安全固然重要，但如果社会财富不能顺畅进入社会生产产生新的财富，这同样是一种损失。扩大投资范围是分散风险、增厚收益的良好途径。扩大投资范围，让养老资金配置到各类项目债权、股权以及海外资产等优质资产上，将有效提升社会财富的使用效率。

三、投资范围拓宽可行性的理论与经验

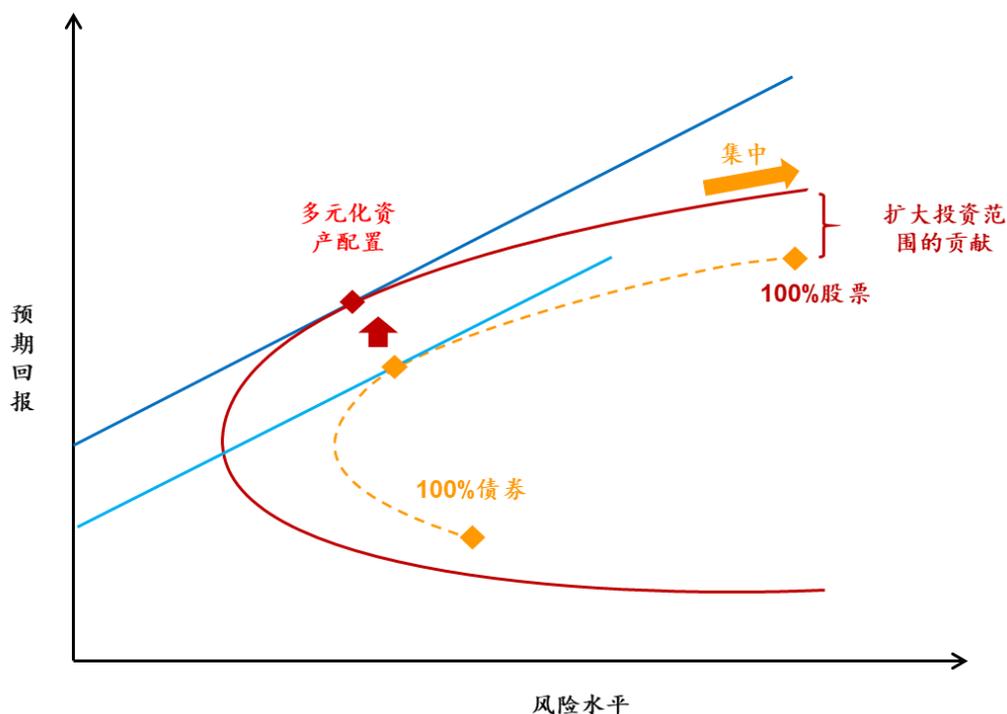
（一）理论支撑

马科维茨均值方差模型使用期望均值衡量投资收益，以方差衡量投资风险，将资产配置问题转化为定量的多目标优化问题。投资者兼顾收益和风险的前提下，追求既定风险下的最高期望收益，或是在既定期望收益水平下的最小风险。有效边界上的每一点都代表既定风险水平下可以获得的最高收益水平，养老基金根据自身可以接受的风险程度来确定最优组合在有效边界上的位置。

市场上各种资产的预期收益率、风险、相关系数共同决定投资组合的有效边界，这也代表了养老基金可以获得的市場机会。养老金通过多样投资，分散系统风险、扩张有效边界，从而使得投资更加有效。而且现阶段，不同资产之间的相关性增强，以及波动性提升，资产配置多元化更加迫切。

⁵ 王慧、梁红，中金：再降社保费率应对中美贸易摩擦，2019-05-20。

资产配置的有效边界：

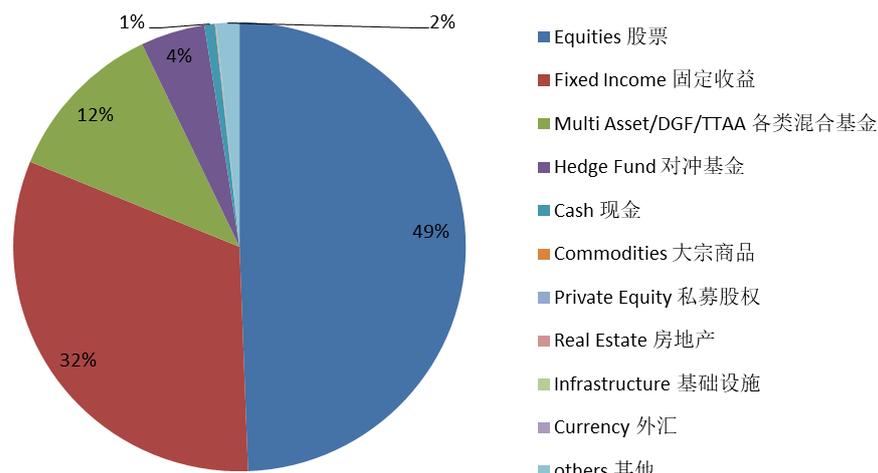


（二）国际经验

对比国际经验，在 1980—90 年代，发达国家的养老基金受人口老龄化影响，逐渐出现支付压力。这迫使养老基金拓展投资范围，提高投资收益，增加收入来源。与此同时，金融自由化推动金融创新与监管放松，养老基金可投资的资产类别在这一期间迅速得到扩展，房地产、大宗商品、股权投资基金、直接项目投资、海外投资、对冲基金、金融衍生品等进入养老金资产配置的范围。

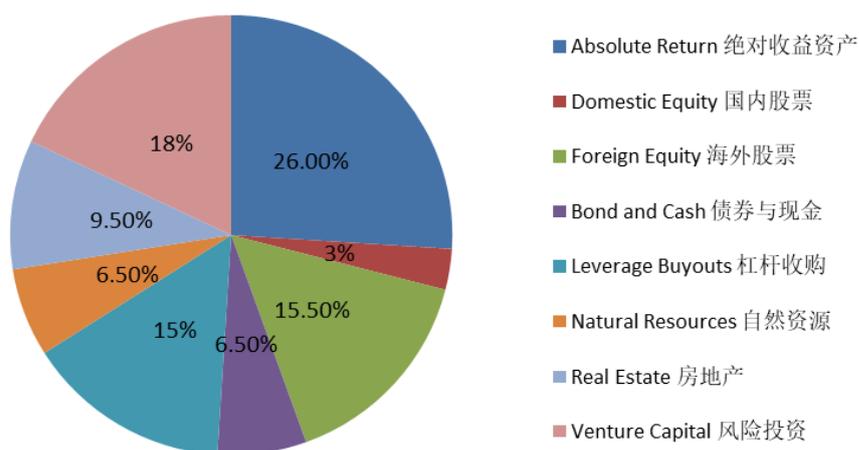
现如今，大多数地区的养老金、捐赠基金等长期机构投资者的可投资范围十分广泛，涉及到大宗商品、对冲基金、私募股权、房地产等等。海外咨询公司对养老金资产配置的调研数据显示，虽然股债在养老基金资产配置中仍然具有核心地位，但是越来越多的养老基金、主权基金、捐赠基金开始涉足海外投资、房地产、股权投资基金、商品期货，以及对冲基金等金融资产。以 2018 年耶鲁大学捐赠基金资产配置为例，除了传统的国内股债，海外配置、房地产、LBO、自然资源、VC 等都已成为资产配置的重要拼图，在风险分散的同时享受经济增长带来的红利，其再过去 20 年中取得了年化收益率 11.8% 的优异业绩。

图 1 全球养老金配置



数据来源：Aon DC Pension Index 2016、万家基金整理

图 2 耶鲁大学捐赠基金 2018 年资产配置目标



数据来源：investments.yale.edu、万家基金整理

理论和实践证明，更广泛的投资范围、更多相关程度低的资产大类，能够有效扩展资产配置的有效前沿，提升投资组合的风险收益特征。随着我国老龄化的加剧，提升养老金保值增值能力刻不容缓。其中，扩大投资范围应当是最有效的途径之一。随着投资范围的扩展，养老金也需要更多擅长各类资产投资的机构来提供管理服务。养老金投资范围扩容亦势在必行。

（三）总结及建议

近几年资本市场发生了非常大的变化，但在 2013 年 23 号文扩大企业年金基金的投资范围之后，基本养老保险、企业年金基金等养老金基金的投资范围并没有进行更新或扩大。社保基金的投资范围相对宽泛，可以投资境外和股权投资，企业年金基金只能投资境内资产，股权投资需要申报，监管部门一事一议。

随着资本市场的发展,PPP、央企混合所有制改革、基础设施和房地产 REITs、科创板等创新性业务不断出现,一些期限长、可以获得稳定现金流或收益的项目,与养老金的长期投资需求路径吻合,可以开发出创新性的养老金产品,与养老金长期稳定的资金流进行匹配。新的产品在满足养老金的风险收益特征前提下,不断匹配各类养老金的投资需求。

扩大投资范围不仅是资产种类的扩张,更是地理上的扩展。随着国内金融市场的进一步开放,资产配置在全球空间上的扩张更会是大势所趋。近些年随着沪港通、深港通逐渐开通,以及即将开始的沪伦通,金融市场的对外开放愈加深化,而养老金投资更应紧跟市场动态。养老金配置海外,建议先逐步放开港股市场的投资、股权市场和 REITs 的投资。之后,对冲基金、大宗商品,实物资产,以及更多海外市场,都是养老金资产配置关注点。

目前我国养老基金投资实行严格的数量监管,而且对资产的投资范围的规定比较严苛和细致,政府对养老基金资产配置的干预程度较高。过多的数量限制监管阻碍养老基金资产的合理有效配置,降低了养老基金资产的配置效率。而且在实际操作过程中,养老基金资产配置更倾向于保守,实际资产配置距离规定的上限还留出了较大空间。这也必将成为未来养老金监管改革的一个方面。所以扩大养老金投资范围,不仅仅是出于增加投资收益的考量,其更是养老基金投资监管模式由严格数量限制向审慎人监管过渡的重要一环。