

全球养老金资产配置研究对我国养老金投资的启示

俞慧君 ☎: (86) 13911534993

(86) 83571404

✉: yuhuijun@chinastock.com.cn

国内外经验表明，长期资金进入资本市场是实现保值增值目标的有效途径。尤其是承担重要社会保障功能的养老金，既要考虑“安全性”原则，又要考虑“收益性”要求，全球大型养老基金经过几十年的投资运作，不仅获得了资产规模的长足发展，而且获得了不错的投资业绩，其中的配置思路与投资经验，既为我国已经进行“市场化”“专业化”的社保基金、企业年金、商业养老保险带来了宝贵的经验，又为我国基本养老金如何借助资本市场进行保值增值带来了启示：首先要正确认识养老金与资本市场的关系，其次要建立合适的进入模式，再次重点强调专业的投资配置水平以实现目标。

一、全球大型养老金资产配置现状

2011年，OECD国家的主要机构投资者——养老金、保险公司、共同基金拥有超过71万亿美元资产，作为长期机构投资者的养老金，通常将投资期限与其长期负债匹配，关注对长期资产组合的投资，主要品种为股票和债券，近几年出现多样化投资趋势，尤其是对另类投资品种的增加，如PE，不动产和大宗商品。

1. 大型养老基金资产规模

根据《2011年大型养老金调查》的数据表明，2010年底大型养老金管理的资产规模超过1.6万亿美元。在OECD国家里面，荷兰拥有两个最大的基金，ABP和PFZW分别拥

有资产规模 3133 亿和 1318 亿，英国拥有 2016 亿的 Calpers，1466 亿的 Calstrs，丹麦的 ATP 有 1418 亿，加拿大的 OTPP 有 1017 亿。南非的 GEPF 是非洲最大的养老基金 1386 亿，巴西的 Previ 为南美洲最大的养老基金有 888 亿。如下表 1 所示：

表 1 大型养老基金资产规模 (2010)

国家	养老基金名称或机构	资产		
		亿美元	占 GDP 的%	增长率%
荷兰	Stichting Pensioenfonds ABP(ABP)	3123	40.1	13.9
美国	California Public Employees' Retirement System (Calpers)	2016	1.5	12.7
美国	California State Teachers' Retirement System(Calstrs)	1466	1.1	23.6
丹麦	ATP Denmark	1418	43.3	23.4
南非	Government Employ Pension Fund of South Africa (GEPF)	1386	34.5	37.7
荷兰	Pensioenfonds Zorg and Welzijn(PFZW)	1318	16.9	15.7
加拿大	Ontario Teachers' Pension Plan(OTPP)	1017	6.4	12.0
巴西	Previ	888	4.1	6.5
英国	Bt Scheme	565	2.5	11.8
加拿大	Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS)	524	3.3	11.5
荷兰	Pensioenfonds Metaal en Techniek(PMT)	494	6.3	30.7
英国	Universities Superannuation Scheme(USS)	489	2.2	11.8
丹麦	PFA Pension(PFA)	460	14.7	11.8
智利	AFP	405	19.9	14.0
澳大利亚	AustralianSuper(AustralianSuper)	338	2.7	15.4
澳大利亚	UniSuper(UniSuper)	275	2.0	10.2
墨西哥	Afore Bancomer-Mexico	164	1.6	22.4
澳大利亚	Sunsuper Superannuation Fund(Sunsuper)	158	1.2	..
哥伦比亚	AFP Horizonte,Colombia,Grupo BBVA (AFP Horizonte-Col)	79	2.9	20.7
意大利	COMETA	75	0.4	14.4

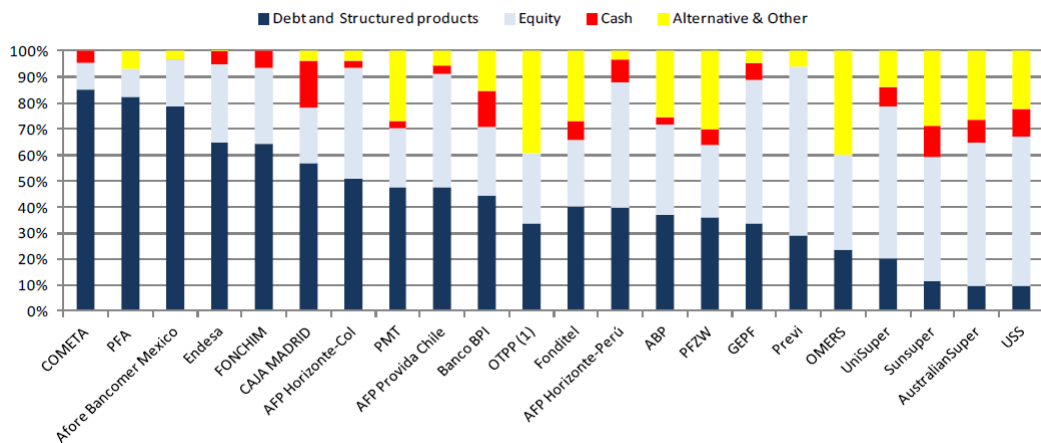
资料来源：OECD2011 大型养老金调查

就大型养老基金资产规模与本国经济规模占比来看,ATP 占比最高为 GDP 的 43.3%, ABP 占比其次,为 40.1%,(ABP 和 PFZW 两者和的占比,超过了荷兰 GDP 的 55%), GEPF 占 34.5%。

2. 大型养老基金资产配置

养老基金作为长期机构投资者，进行资产配置时，不仅受到包括投资者的负债属性，资本市场预期，风险偏好以及决策结构等资产配置关键驱动因素的影响，而且会因为受到如国家的特别管制、养老金计划类型（DB or DC），发起人“力量”以及 DB 计划对负债的考虑，DC 计划资产配置可能出现的违约等影响，表现出国与国之间大型养老基金资产配置风格迥然。总的来看，大型养老基金资产配置的简单平均为固定收益 44%，股票 37%，现金 6%和另类投资 16%。其中，债券和上市股票为大型养老基金最主要的投资品种，如下图所示。

图 1 大型养老基金资产配置情况（2010 年）



资料来源：OECD2011 大型养老金调查

从上图来看，2010 年年底意大利的 Cometa 配置的固定收益资产最高为 84.9%，丹麦的 PFA 配置比例 82.1%，墨西哥的 Afore Bancomer 配置比例为 77%。对于意大利、西班牙和拉丁美洲的养老基金投资组合来看，主要投资品种为债券和公开上市股票，占到了整个组合的 95% 以上。但是，仔细分析上图，不难发现，另类投资的比重在许多国家都占的不小，例如，加拿大的 OTPP 和 OMER 占到了总资产的 40%，如 PFZW、Sunsuper、PMT、Fonditel、AustralianSuper、ABP 和 USS 都将另类投资配置在了 20% 到 30% 之间。其中 PFZW 配置了 15%，BPI 配置了 14.2% 的房地产，PE 和对冲基金占到了 Sunsuper 的 17.7%，OTPP 的 14.6%。荷兰的基金配置了 2%-6% 的商品，为所调查的大型养老基金中最高的。另外，

作为另类投资品种的基础设施成为许多养老基金开始投资的品种。

就近几年的趋势来看，养老基金投资者在资产组合战略上做了较多调整，开始降低对公开发行证券的投资，原因是受到其投资回报的波动性影响，然而，受到固定收益资产的低投资收益，养老基金开始加大了对私募市场和另类投资的比重。在境外的投资来看，绝大多数养老基金选择了在境外进行多元化投资，包括股票和固定收益证券，例如 PFZW、PFA、OTPP 等机构在股权资产配置中，有 80% 的股票是来自境外，USS 和 PFZW 的固定收益证券中有 60% 来自境外，但是在拉丁美洲，除了智利，基本上只在本国投资，南非也是如此，境外股票投资不到 2%，债券全部是国内的。

3. 大型养老基金投资业绩

截止 2010 年底，大型养老基金的真实回报率平均值为 6.8%，在这些大型养老基金中保守的投资组合（如西班牙、意大利和葡萄牙）获得了稳健的低回报。如下表所示

表 2 2010 大型养老基金投资业绩

国家	养老基金名称	投资业绩（2010）	
		名义回报率(%)	真实回报率(%)
秘鲁	AFP Horizonte-秘鲁	19.4	17.6
哥伦比亚	AFP Horizonte-哥伦比亚	18.8	16.2
加拿大	OTPP	14.3	12.3
荷兰	ABP	13.5	12.1
荷兰	PFZW	12.6	11.2
墨西哥	Afore Bancomer-Mexico	12.6	8.1
巴西	PREVI	12.4	7.0
南非	GEPF	12.2	7.8
智利	AFP Provida-智利	12.0	10.5
英国	USS	11.7	8.1
荷兰	PMT	11.6	10.2
加拿大	OMERS	11.4	9.4
澳大利亚	Sunsuper	11.0	7.9
丹麦	PFA	8.0	5.6
澳大利亚	AustralianSuper	6.1	3.2
澳大利亚	UniSuper	5.1	2.2
葡萄牙	Banco BPI	3.1	1.7

意大利	FONCHIM	2.4	0.9
意大利	COMETA	2.1	0.5

注：投资回报按照本国货币计算

资料来源：OECD2011 大型养老基金调查

从上表可以看出，2010 年如拉丁美洲和南非的养老基金鉴于其投资于新型市场和受益于其国家或地区的经济增长，这些地区的养老基金获得了较高的投资收益，超过了他们的战略投资基准，而资产配置主要配置在股票类的养老基金（如加拿大的、荷兰和英国的基金）也获得了较高的投资收益，这些收益在某种程度上弥补了 2008 年的重大损失。

4. 储备型养老金资产规模

储备型养老金（Public Pension Reserve Funds）是各国为了应对人口老龄化对养老保障制度、财政可持续性带来冲击所设立的。截止 2010 年年底 OECD 国家的公共性储备型养老基金的资产规模大约 4.8 万亿，最大的储备是英国的社保信托基金约为 2.6 万亿，日本的政府养老投资基金名列第二，资产规模为 1.3 万亿，加拿大、韩国和瑞典紧随其后。在非 OECD 国家的 G20 国家中，阿根廷、中国和沙特也拥有较大规模的储备型养老基金。如下表所示

表 3 储备型养老基金资产规模（2010）

国家	养老基金名称或机构	成立于	资产		
			亿美元	占 GDP 的%	增长率%
美国	Social Security Trust Fund	1940	26090	17.9	2.7
日本(1)	Government Pension Investment Fund	2006	13128	25.9	n.d.
韩国	National Pension Fund	1988	2804	27.6	16.7
加拿大	Canadian Pension Plan Investment Board(CPPIB)	1997	1360	8.6	13
瑞典	National Pension Funds(AP1-AP4 and AP6)	2000	1247	27.2	8.1
西班牙	Social Security Reserve Fund	1997	853	6.1	7.3
法国(1)	AGIRC-ARRCO	n.d	717	2.7	n.d.
澳大利亚	Future Fund	2006	658	5.5	8.4
法国	Pension Reserve Fund	1999	490	1.9	11.1
爱尔兰	National Pension Reserve Fund	2000	323	15.9	9.3
比利时	Ziverfonds	2001	233	5.0	4.3
挪威	Government Pension Fund-Norway	2006	231	5.6	16.9

葡萄牙	Social Security Financial Stabilization Fund	1989	128	5.6	2.5
新西兰(2)	New Zealand Superannuation Fund	2001	112	7.9	17.1
智利	Pension Reserve Fund	2006	38	1.9	12.2
墨西哥	IMSS Reserve	n.d.	36	0.3	-6.7
波兰	Demographic Reserve Fund	2002	34	0.7	39.1
沙特	General Organization for Social Insurance	1969	4000	106.4	n.d.
中国	National Social Security Fund	2001	1265	2.2	10.3
阿根廷	Sustainability Guarantee Fund	2007	457	12.3	26.4

注：(1) 数据来自 2009 年，(2) 数据来自 2010 年 7 月

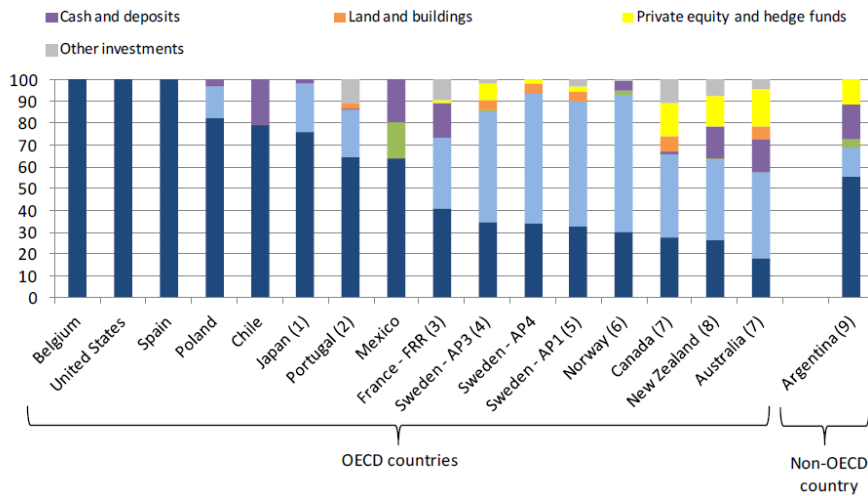
资料来源：OECD2011 大型养老金调查

值得关注的是，也有国家将主权基金关注于养老金，如挪威的政府养老金-全球，就拥有两个目标一个是帮助政府应对日益快速增长的公共养老金支付，另一个就是帮助管理长期的石油收入。俄罗斯的国家主权基金也决定用于支持养老金保障制度的可持续性。

5. 储备养老金资产配置

与其他养老基金相比，许多储备型养老基金对资产规模和未来支付的现金流有相对具体的要求，例如，加拿大的养老金计划投资委员会 ("CPPIB") 就要求直到 2021 年以后才能使用养老基金的投资收益，因此，储备型养老金，在理论上，并不强制去追求其他市场参与者必须追求的短期投资目标、收益要求或者交易模式等，也不需要被短期的市场动态因素所驱动。但另一方面，许多储备型养老基金受到政治压力，这直接影响到对资产配置的决策。下图为储备养老金资产配置情况：

图 2 PPRF 资产配置 (2010)



资料来源：OECD2011 大型养老金调查

OECD 国家储备型养老基金的资产投资组合的平均情况如下，58%投资固定收益资产，26%投资股票，7%投资现金与 9.4%另类投资，基本上表现出多元化投资，但是，比利时、西班牙和美国的储备型基金 100%投资国内的固定收益资产，而加拿大、澳大利亚和新西兰对固定收益的投资不到总资产规模的 30%，股票大约为 40%，另类投资为 30%。许多储备型养老基金开始加大了对非传统资产类型如 PE 和对冲基金的投资。例如，澳大利亚的未来基金在 2010 年配置了 17.7%的私募投资基金，比 2009 的 12.7%和 2008 的 4.8%有了显著提高。许多储备型养老基金开始通过上市或非上市股票投资基础设施。在对境外市场的投资，除了几个主要的例外，如法国、爱尔兰和西班牙，绝大部分储备型养老基金投资了国外市场。如：葡萄牙、新西兰、瑞典、加拿大在境外投资的比重高达 60%，智利的固定收益资产组合是完全投资于国外的，而比利时、波兰、墨西哥和美国的固定收益资产组合恰恰相反，完全是投资于国内资本市场。

6. 储备养老金投资业绩

就全球范围的储备型养老基金的投资业绩来看，2010 的表现不如 2009 年，就平均水平来看，基金业绩的从 7.3%下降至 3.9%（真实回报率）。最大的跌幅来自挪威的政府养老基金（从 30.7%跌至 12.6%），法国的养老储备基金从 14.9%跌至 2.6%，瑞典的 AP 基金从 20%跌至 9%，葡萄牙的稳定基金从 7.1%跌至-1.3%。对于采用保守型投资组合策略的

比利时、西班牙和美国在 2009 和 2010 年都是拥有稳定但较低的投资收益，在 2009 年和 2010 年投资收益较高的为持有较大份额股票的基金，如挪威、比利时、瑞典、加拿大和新西兰等国家的储备型养老金。而且，如果计算三年期的平均收益，绝大多数是国家的 PPRFs 都获得了正收益。

二、 我国养老金市场资产配置现状

我国养老金体系有三支柱构成，第一支柱由全国社会保障基金和基本养老金¹构成，第二支柱为企业年金，第三支柱²为商业养老保险。就目前来看，全国社会保障基金、企业年金和商业养老保险在一定程度上已经进行了“市场化”和“专业化”的运作。需要说明的是，世界银行在 1994 年提出的，为了应对人口老龄化对养老保障制度的冲击，各国应建立多支柱的养老金体系，这里的多支柱指，第一支柱：强制性的公共养老金，第二支柱强制性的私营养老金，以及第三支柱：自愿性的个人储蓄养老金，这种划分与我国的划分方法，有一定差别，我国的第二支柱和第三支柱都是自愿性质，第一支柱中的基本养老金属于强制性参与计划，全国社会保障基金属于储备型养老基金。

1. 全国社会保障基金资产规模与资产配置现状

截至 2011 年底，全国社会保障基金资产总额 8688.20 亿元人民币，约为 1379 亿美元，约占 GDP 的 1.9%。其中，直接投资资产 5041.12 亿元，占 58.02%，委托投资资产 3647.08 亿元，占 41.98%。2011 年底，各大类资产的配置情况是：固定收益资产占 50.66%；股票资产占 32.39%，实业投资占 16.31%，现金及等价物占 0.64%。2011 年，基金权益投资收益额 73.37 亿元，其中，已实现收益额 430.95 亿元（已实现收益率 5.58%），交易类资产公允价值变动额-357.58 亿元，投资收益率 0.84%。基金自成立以来的累计投资收益额 2845.93 亿元，年均投资收益率 8.40%。与投资基准相比，资产配置和投资管理人均贡献了超额收益。截至 2012 年 3 月 31 日，全国社会保障基金位列全球 300 家资产规模最大养

¹ 我国的基本养老保障包括城镇职工基本养老保险、新型农村社会养老保险和城镇居民社会养老保险，由于国务院刚在 2009 年 8 月和 2011 年 6 月，才开始对后者开展试点工作，所以本报告将研究的对象确定为已有几十年历史的城镇职工养老保险。

² 第三支柱为个人储蓄性养老保险，有广义和狭义之分，广义泛指包括私人储蓄、住房等形式的储蓄和家庭成员的帮助，狭义的主要指由个人通过购买商业保险公司的养老保险产品。本报告采用狭义说法。

老基金的第 13 位³，已成为我国金融市场最重要的机构投资者之一。

经过十多年市场化投资运作，全国社会保障基金初步形成了与我国国情相适应的养老金管理模式，主要特点包括：一是资金主要来源于财政性净拨入⁴和投资收益，2011 年底两者占比分别为 63.7%和 36.3%。二是投资注重养老基金的长期安全特性⁵，投资方式采用“直接投资+委托投资”的国际经验。2011 年底委托境内外投资管理人共 30 余家，委托投资资产占比 42%，三是投资目标挂钩通货膨胀，投资渠道较为多元。中长期投资目标设定为年均投资收益率超出通胀率 2 个百分点；除债券、股票外，涉及信托、股权投资、资产证券化、境外投资等多个领域。四是资产配置以固定收益和权益投资为主，同时向实业领域拓展，符合国际趋势。

2. 基本养老金资产规模与资产配置现状

我国现行的基本养老金是以社会统筹与个人账户相结合为特征的部分积累制。其中，社会统筹账户由企业缴费建立，个人账户按照职工工资缴费比例建立。根据人力资源和社会保障部的分类，我国基本养老保险包括三部分：城镇职工基本养老保险、新型农村社会养老保险和城镇居民社会养老保险⁶。根据人力资源和社会保障部的统计，截至 2011 年底，全国城镇职工基本养老保险基金累计结存 19497 亿元人民币，约合 3080.5 亿美元，占 GDP 的 4.2%；新农保试点基金累计结存 1199 亿元人民币；国家城镇居民社会养老保险试点基金累计结存 32 亿元人民币，三项合计约为 2 万亿元人民币。

有关基本养老金的运营，由省级（或自治区、直辖市）政府规定的征收机构（可由税务机关或社会保险经办机构）承担，基本养老金实行收支分开管理，收入存入社会保障基金财政专户，由财政部进行财务监督，审计部门进行基金收支情况的审计监督。收支两条线分开管理，专款专用，任何地区、部门、单位和个人都不允许挤占挪用，更不得用于平衡财政预算。出于对基金安全性的考虑，在 1997 年国务院颁布的《国务院关于建立统一

³ 数据来源：韬睿惠悦与美国《养老金与投资》。

⁴ 全国社保基金的财政性净拨入包括中央财政拨款、国有股减持和彩票公益金，其中国有股减持是第一财政性资金来源。

⁵ 作为我国养老储备基金和资本市场最重要的机构投资者之一，社保基金会以“价值投资、长期投资、责任投资”为投资理念，并坚持审慎投资方针。

⁶ 国务院分别于 2009 年 8 月和 2011 年 6 月对新型农村社会养老保险和城镇居民社会养老保险开展试点工作。故本文研究对象为城镇职工养老保险。

的企业职工基本养老保险制度的决定》中规定，“基金结余额，除预留相当于2个月的支付费用外，应全部购买国家债券和存入专户，严格禁止投入其他金融和经营性事业”。所以说，除了部分做实个人账户的试点省份，我国基本养老金还未实现“市场化”和“专业化”投资运营。这对于世界上老龄人口总量最多、增量最大的我国来说，养老金制度的可持续性和运行效率正在遭遇严峻的挑战。人口老龄化加速，降低了养老金积累的规模与速度，人口预期寿命延长与旧养老体制下的隐性债务⁷显化，增加了未来养老金的支付，养老金制度面临巨大支付缺口。基本养老金保值增值的意义重大。

三、 我国基本养老金扩大投资范围的对策建议

从我国第一支柱养老金的情况来看，全国社会保障基金作为储备型养老基金的资产规模就国家比较来看，绝对规模不算小，但就相对规模来看，占本国GDP的比例偏低。就资产配置来看，能够进行多元化配置，跨市场配置（国内和国外），投资业绩表现较好，这得益于储备型养老基金的“市场化”和“专业化”投资运营。但是对于同样作为第一支柱的基本养老金，过于追求安全性，而牺牲市场效率的做法，不仅不能保证现行养老金制度的可持续性发展，而且将会使作为最后担保人的政府，面临财政危机。所以根据国外大型养老基金和储备型养老基金的资产配置经验和投资运营方式，建议我国基本养老金扩大投资范围实现保值增值，更好地应对养老金支付危机，确实地提高养老水平。

如何使我国的养老基金实现保值增值，实现制度设计目标，既需要配套的制度建设，又需要专业技术层面的业务水平，更需要对“养老基金与资本市场的关系”有一个正确的认识。

1. 正确认识“养老基金与资本市场的关系”

(1) 养老金作为长期机构投资者参与资本市场，互惠双赢

成熟的、发达的资本市场能够为养老基金平衡风险与收益，养老基金保值增值提供平

⁷所谓养老基金的隐性债务，是指政府作出的对职工退休时的养老金支付承诺中，没有相应资金积累的那部分债务。相对于已经确认、计量并已有记录报告的养老金债务更具有隐性化的特点。

台，进而确保养老金制度的可持续性和效率，另一方面，养老金作为长期机构投资者，可以为资本市场提供稳定的资金流入，对改善资本市场结构，有效发挥资本市场优化资源配置，间接促进实体经济发展，推动国家经济增长意义重大。

(2) 专业化投资而非盲目投资

作为长期机构投资者的养老基金，是在充分利用专业知识和经验的基础上，进行合理的风险与收益匹配，并不是不顾风险、不考虑养老金自身未来将要承担的功能，进行盲目投资，更不是鼓励老百姓自己抱着“养命钱”冲到市场里去投资。

(3) 养老金“入市”是指资本市场而非股票市场

所谓“养老金入市”需要正确认识两个概念：第一，“养老金”指尚未进行市场化运作的基本养老金结余部分。其它类型养老金早已参与资本市场互动，并取得较为理想的投资业绩；第二，“入市”指的是参与资本市场，而非狭义的股票市场。通过在资本市场上进行多元化投资，包括国债、公司债和股票等多个资产类别的组合投资，并且根据不同功能养老金内含的收益风险要求，进行不同风格、不同比例的配置，在控制风险的同时实现合理收益。

(4) 养老基金投资更关注长期收益而非短期收益

养老金的特性与制度设计目标要求其投资管理更关注获得长期地、稳健的收益，受资本市场影响产生的短期业绩波动应是战术资产配置策略或风格资产配置策略调整的依据，而非否定养老基金参与资本市场的证据，在资产配置中重点考虑经济周期的因素。例如，受金融危机、欧债危机影响，OECD 国家养老金 2011 年平均净投资回报率仅为-1.7%，但仍不乏表现出色者，如丹麦(12.1%)，荷兰(8.2%)，澳大利亚(4.1%)以及冰岛(2.3%)等。具有启示意义的是，尽管各国养老金短期业绩表现参差不齐，但长期来看，投资业绩仍表现不错：据统计，1981 年-2011 年三十年间，美国、加拿大、英国、荷兰、德国、瑞士六国养老金的平均投资收益率约为 6.25%。就上文的大型养老基金和储备型养老基金的投资业绩也足以说明问题。

(5) 养老金的性质决定投资运作特点

第一，全国社保基金没有明确的负债兑付金额与期限，但鉴于其战略储备地位，应强调安全性的同时适当追求长期收益。第二，基本养老金要动态考虑需定期兑付的债务，对安全性和流动性的要求最高，应考虑引入资产负债管理或负债驱动管理。第三，企业年金与商业养老保险的投资收益关系到退休后生活水平的提升，更强调在一定安全性下，尽可能实现收益最大化。

2. 基本养老金参与资本市场互动实现保值增值的政策建议

(1) 放宽基本养老金投资范围，参与资本市场互动，实行多元化资产配置，提高投资收益。

就目前来看国债和银行存款已无法满足基本养老金的保值需求。借鉴上文我们介绍的国外经验，理应放宽基本养老金的投资范围，充分有效的借助资本市场提高基本养老金运作效率，为转轨成本共同融资。

是否可以考虑在现阶段，仍存在个人账户空转的情况下，允许基本养老金参与货币市场、回购市场，投资超短期（如隔夜）、短期的固定收益产品等的投资，形成资产负债的持续动态匹配，在维持高流动性的同时尽可能地提高资金收益率。未来，随着个人账户的逐步做实，建议进一步放开个人账户的投资范围，允许适度配置实业投资、基础设施、另类投资等长期投资品种，充分改善资产配置，实现风险收益的最优组合。

(2) 确定信托性质、建立以受托人为核心的基本养老金委托投资模式

无论是根据全国社保基金与企业年金切实的实践总结，还是根据国际经验，让基本养老金与资本市场互动，将基本养老金的投资运营，建立为以受托人为核心的委托投资模式都是现阶段甚至未来的最佳选择。该模式下：信托的受益人为基本养老金的缴纳者，其在信托法律关系中具有双重职能，一是作为出资者按规定定期足额向养老保险个人账户缴存资金；二是以受益者的身份享受规定的退休后保险资金。委托人作为受益人的代表与受托

人建立信托关系并签订信托合同，并将养老金委托给受托人管理，由受托人为核心负责委托管理资金的运营与投资，选择符合标准并且经验丰富的专业投资机构来进行合理地多元化投资。采用以受托人为责任主体的治理结构，通过明确受托人、账户管理人、托管人、投资管理人之间的法律关系和各自的职责义务，进行受托管理、账户管理、托管管理、投资管理、信息披露、权益归属和监管管理，真正实现委托投资市场化。

(3) 充分发挥专业投资机构的优势

充分发挥专业投资机构的优势，更好地服务于养老金投资运营，实现保值增值目标，加强与专业投资机构合作力度与范围，利用不同专业机构的研究优势、精算优势、投资优势、资产管理优势来实现投资类别的多元化和平衡化，要重视长期平均回报，不过度关注年度损益，不要把与同业比较作为评价和衡量基金或专业机构投资运作的主要评价标准。多选聘具有不同投资风格的外部投资管理人进行分散投资，加强风险监测和风险报告工作。

(4) 严格数量监管向审慎人监管慢慢过渡，政府明确监管责任

养老基金在投资运营过程面临投资风险、代理风险和系统风险。加强养老基金投资运营机构的治理和监管可以从根本上降低投资风险和代理风险。根据国际经验，养老金的投资监管有两种模式，一是审慎性监管（Prudential Regulation）和严格数量监管（Draconian Regulation）。我们建议投资监管模式由严格的数量监管向审慎性监管慢慢过渡，早期采用严格的数量监管模式，主要是基于对基本养老金安全性的考量，同时为专业投资机构积累更丰富的养老金投资运营经验争取更多的时间。在数量限制监管的基础上有计划、有选择地融合审慎监管理念，以图获得更好的监管实效和投资收益。一方面，应通过加强信息披露推动投资管理人内控制度和治理结构的完善，另一方面，应在维持投资比例要求的同时逐步放宽具体数量限制，不断提高投资灵活性。

总之，根据国内外养老基金投资运行的比较，可以看出，全国社会保障基金的投资运作模式与资产配置战略都已做到了国际接轨，但是作为我国养老保障制度的核心---基本养老金，尚未参与资本市场互动，与国际经验有较大差距，所以首先应该解决的是“渠道”

建设，其次才能进入如何提高“资产管理效率和专业资产配置”业务水平的层次。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：(86) 13911534993 83571404

传真：010-66568641

中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>