

主权养老基金的比较分析与发展趋势

——中国建立外汇型主权养老基金的窗口期*

郑秉文

本文将主权养老基金分为缴费型和非缴费型，前者的资金来自国家举办的基本养老保险制度的余额，而后者又分为资源型和外汇型。资源型主权养老基金的资金来自某种专属自然资源，例如石油，而外汇型的资金来自外汇储备。在辨析不同养老基金“主权”特征的基础上，文章对中国非缴费型主权养老基金“全国社保基金”的功能定位进行了审视，并对缴费型养老基金难以形成的深层原因进行了分析。最后，文章主张中国应尽快建立一只外汇型主权养老基金，主要原因有三：一是随着中国经济发展阶段的转换，外汇储备当前正处于一个转折点，建立外汇型主权养老基金的窗口越来越小；二是与发达国家相比，中国养老保障的资产储备规模非常小，建立外汇型主权养老基金可弥补这个短板；三是目前的外汇储备已超出其特定职能所需的合意规模，建立一只外汇型主权养老基金可实现还汇于民和提高国民福祉的目的。

关键词：主权养老基金 主权财富基金 养老保险 外汇储备 还汇于民

主权养老基金的概念与分类

狭义上的主权养老基金诞生于1990年代前后，当时，人们还主要将之称为主权财富基金。主权养老基金这个概念首次单独出现于2007年世界经济合作与发展组织（OECD）出版物之中^[1]，其英文全称为Sovereign and Public Pension Reserve Funds（SPPRFs），直译为“主权与公共养老储备基金”。三十年来，不同

郑秉文系中国社会科学院美国研究所研究员，中国社会科学院世界社保研究中心主任。

* 作者感谢匿名审稿人提出的有益建议，当然文责自负。

[1] OECD, *Pension Market in Focus*, November 2007, Issue 4.

类型的主权养老基金得到了长足发展，在养老保障体系中的作用越来越受到国际组织和各国政府的重视。

(一) 主权养老基金的概念辨析及其分类

1. 主权养老基金概念辨析

主权养老基金是一个大概念，既包括狭义的主权养老基金（Sovereign Pension Funds, SPFs），也包括公共养老储备基金（Public Pension Reserve Funds）。前者的含义比较简单，主要指来自非缴费形成的养老基金，而后者比较复杂一些。从字面含义来看，后者主要是指来自参保人缴费形成的某些养老基金，它包括传统的DB型现收现付制养老基金（典型案例是美国“联邦养老、遗属保险与联邦残疾保险信托基金”），也包括近些年来崛起的DB型部分积累制养老基金（典型案例是“加拿大养老基金投资公司”），还包括一些DC型现收现付制的养老基金（例如，被称为名义账户制的瑞典“国民养老基金”）。这些强制性养老金制度下形成的养老基金储备的投资策略是“集中投资决策”，具有“主权”性质，而通过个人账户由参保人个人“分散投资决策”的DC型完全积累制则与之不同，因为这些养老金制度虽然也是国家举办的强制性制度，但其投资策略不具有“主权”的性质（例如，以智利为代表的拉丁美洲十几个国家私有化改革之后的基本养老保险基金）。

考虑到 OECD 在其上述 2007 年出版物中把 Sovereign and Public Pension Reserve Funds 的缩写也曾简化为“SPFs”，结合中文的表达习惯，笔者从 2008 年开始就将 SPPRFs 的中文简译为“主权养老基金”^[1]，其英文全称和缩写也分别简化为“Sovereign Pension Funds”和“SPFs”，这样，就从主权财富基金（Sovereign Wealth Funds, SWFs）分离出来，并与之相对应，以便于中国读者记忆。

2. 主权养老基金分为“非缴费型”和“缴费型”

从上述主权养老基金概念辨析来看，根据 OECD 提出这个概念的初衷和主权养老基金的特征，主权养老基金可分为两大类。

[1] 郑秉文：“中国建立主权养老基金的急迫性及国际比较——应对‘中国威胁论’与外汇储备二次分流的战略思考”，《国际经济评论》，2008年第2期，第43~53页。

第一类是狭义上的主权养老基金，专指非缴费型主权养老基金。^[1]这类主权养老基金由政府直接建立，在管理上与社保制度相分离，融资渠道主要来自一般税收、外汇储备或某种专属的自然资源外汇收入。例如，挪威的“全球政府养老基金”（GPF）、澳大利亚的“未来基金”和智利的“养老储备基金”（PRF）等就属于这一类，且一般来说其特点是十几年甚至几十年内无须支付，专门用于未来老龄化高峰时应对社保制度支付压力。

第二类是广义上的主权养老基金，它既包括上述非缴费型、也包括缴费型主权养老基金。由于老龄化导致的养老基金支付压力逐年加大，强化缴费型主权养老基金投资功能正成为某些国家养老保险制度改革的一个选项，这些养老基金的“主权”特征日益显著：从1990年美国“联邦养老、遗属保险与联邦残障保险信托基金”（OASDI）提高缴费率的改革，到1997年加拿大建立“加拿大养老基金投资公司”（CPPIB）；从1999年韩国“国民年金基金”（NPF）实施投资改革和2000年瑞典“国民养老基金”（APs）实施投资体制改革，到2015年中国城镇职工基本养老保险基金决定委托全国社保基金理事会实行市场化投资，缴费型主权养老基金正在崛起。

这里不得不提的是最佳实践案例加拿大养老基金投资公司。加拿大养老基金投资公司2018年3月底的资产规模达2706亿美元（3561亿加元）^[2]，实行多元化全球资产配置，其地区分布是美国37.9%，亚洲20.4%，加拿大15.1%，欧洲13.2%，英国5.6%，拉丁美洲3.5%，大洋洲3.1%，其他1.2%。这只缴费型主权基金覆盖2000万缴费人和受益人，自1997年成立以来成绩斐然，2018年的收益率为11.6%（净名义收益率，下同），过去10年的收益率为8.0%，过去5年的年化收益率高达12.1%，被业界称为“枫叶革命”。此外，韩国国民年金基金近年来日益受到业界的广泛重视，2017年底资产规模为5802亿美元（621.6万亿韩

[1] 笔者在以往的主权养老基金研究中，将“非缴费型”主权养老基金称之为“储备型”主权养老基金，即将主权养老基金分为“缴费型”和“储备型”。因为主权养老基金本身就属于一种战略储备，为避免同义语的重复，本文将“储备型”统一改为“非缴费型”。见郑秉文的如下论文：“中国建立主权养老基金的紧迫性及国际比较——应对‘中国威胁论’与外汇储备二次分流战略思考”，《国际经济评论》，2008年第2期，第43~53页；“全国社会保障基金理事会管理体制的转型与突破”，《辽宁大学学报》，2017年第3期，第1~25页；“金融危机对全球养老资产的冲击及对中国养老资产投资体制的挑战”，《国际经济评论》，2009年第5期，第5~29页。

[2] CPP Investment Board, *CPPIB 2018 Annual Report: Investing for Contributors & Beneficiaries*, 2018.

元)^[1]，其中，28.4%的资产实行全球配置；资产分布为50.6%是固定收益类产品，38.6%为权益类，10.8%为另类投资。2017年的收益率（年化收益率，下同）是7.26%，过去3年的收益率是5.61%，过去5年的收益率是5.31%，过去10年的收益率是5.58%，1988年建立至2018年10月底的年均收益率为6.02%。

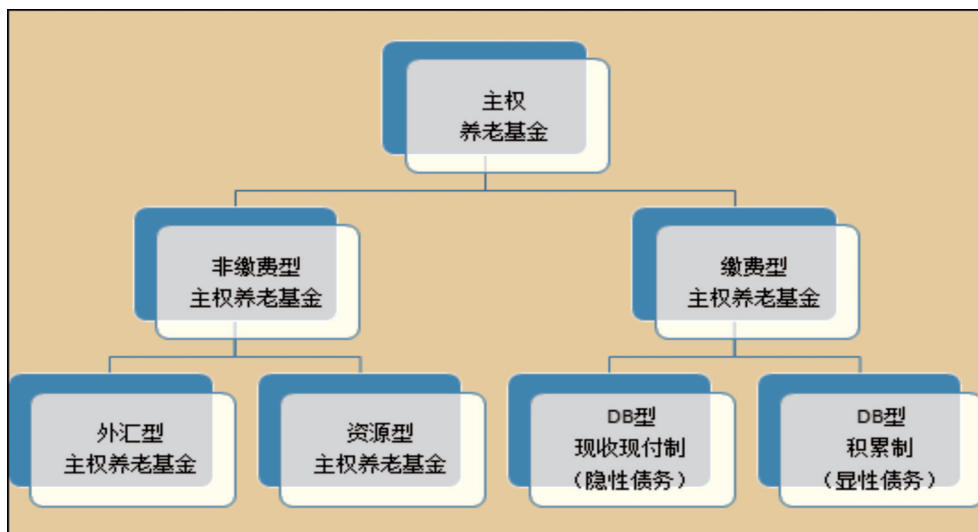


图1 主权养老基金的分类

资料来源：作者绘制。

（二）缴费型主权养老基金的负债分析

相对于缴费型主权养老金而言，非缴费型主权养老金作为养老保险制度的外生要素不存在负债。但缴费型主权养老基金的资金来源是参保人的缴费收入，对参保人和养老金制度来讲是一种负债。养老金债务分为隐性养老金债务（IPD）和显性养老金债务（EPD）。

隐性养老金债务是指传统的DB型现收现付制下未偿还的（unpaid）、政府承诺的养老金权益的价值减去缴费余额累计储备之后的净值。一般情况下，由于纯粹的DB型现收现付制追求的制度目标是收支平衡，略有结余，所以，基金累计余额很少，一般只够支付几年甚至几个月，于是，就形成了巨大的隐性养老金债

[1] NPS, *National Pension Fund Annual Report*, 2017.

务，需要后代参保人的缴费予以支付，这就受到人口老龄化的巨大影响。

显性养老金债务较为复杂，一般来讲可被视为政府的公共借贷，但在养老金文献中，主要是指现收现付制下将本来的隐性债务予以显性化。显性养老金债务的一种形式存在于1980年代初诞生的“DC型积累制”，是指通过引入个人账户将“未筹资”（unfunded）转换成“已筹资”（prefunded），其制度特征是资产等于债务，不存在隐性债务，资产具有个人物品的私人产权属性。第二种形式存在于加拿大1997年建立的DB型积累制，作为一种制度创新，其目的就是为了建立一只缴费型主权养老金并为其专门建立一个养老金投资管理公司^[1]。在“DB型部分积累制”下，一方面，参保人个人不具有产权，资产池是公共的，但与DB型现收现付制不同的是，相当规模的未筹资金已转换成已筹资金，隐性债务已被显性化，这个“显性债务”或称“公共借贷”，在未来是需要“偿还”的。在1997年改革的基础上，加拿大2017年又进行了第二次改革即额外又增设了一个小制度“附加型加拿大养老金计划”（简称“附加CPP”，additional CPP），其缴费规则和投资规则于2018年1月1日开始独立运行。^[2]根据其精算报告，附加CPP最大特点是基金积累规模十分惊人，积累规模最高的年份将是2025年，资产/支出比竟高达116即可支付116年，即使最低的年份2085年，其资产/支出比也高达28，足以支付一代人的养老金。

由此看来，在加拿大的DB型完全积累制主权养老金中，已筹资和未偿还的显性债务比重越大，对其流动性的要求就越小，就越需要长期主义的投资策略。因此，这类缴费型主权养老金对投资体制或投资公司的效率和保值增值的要求高。

（三）非缴费型主权养老基金的资金来源

通常讲的主权养老金主要是指狭义的非缴费型主权养老金。除没有隐性或显性债务以外，非缴费型主权养老金还有一个明显特征，那就是它们的资金来源多元化。把这些资金来源进行分类归纳之后就会发现，非缴费型主权养老基

[1] 关于加拿大1997年改革的论述，请见郑秉文、何树方：“加拿大社保制度改革与建立‘主权养老金’10年回顾与评价”，《当代亚太》，2008年第1期，第88~107页。

[2] 关于加拿大创设的“DB型完全积累制”这个制度创新的内容及其“附加CPP”的评介，见郑秉文：“加拿大养老金‘DB型部分积累制’新范式20年回望与评估——降低养老保险费率的一个创举”，《经济社会体制比较》，2017年第6期，第87~117页。

金可以分为两类，即资源型和外汇型。^[1]

第一类是资源型主权养老基金，其资金来自专属的某种自然资源。例如，著名的挪威全球政府养老基金的资金来自专属的石油收入。挪威政府建立该主权养老基金是为了将石油的物理形态转换成金融形态，目的是提高收益水平，用于人口老龄化高峰时补偿养老金之不足。2017年“全球政府养老基金”的市值达10060亿美元（84880亿挪威克朗）^[2]，首次越过万亿美元大关，而1998年其市值仅为1158亿美元，20年增长了将近9倍；2017年投资收益率是13.7%，其中，股票投资回报率19.4%，不动产7.5%，混合资产投资回报率是3.3%。该基金实行多元化的全球资产配置，以证券投资为主，股票资产占66.6%，不动产占2.6%，混合资产占30.8%；其投资目的国多达72个，持有的公司股票多达9146只。过去3年的年化收益率是7.68%，过去5年的是9.26%，过去10年的是6.16%，1998年以来的收益率是6.09%。再如，2006年智利建立的养老储备金的资金来自铜出口的外汇收入，因为铜矿是智利的重要战略矿产资源和创汇资源，于是，利用一部分“铜美元”建立一只主权养老基金就顺理成章了，其资产规模为101亿美元，2017/2018年度的年化投资回报率是8.99%，2016—2018年的收益率是4.24%，2006年成立至今的收益率是3.89%。^[3]俄罗斯建立的主权养老基金即国家福利基金（NWF）资金来自其石油天然气的外汇收入。

第二类是外汇型主权养老基金，其资金来自外汇储备资源，它相当于英文文献里的“non-commodity”主权基金。中国2007年建立的中投公司就是一只典型的外汇型主权财富基金。在全球几十只主权基金里，外汇型的占大多数。例如，澳大利亚的“未来基金”2018年的资产规模是1050亿美元（1458亿澳元）^[4]，2006年初创时种子资本只有440亿美元，十三年收益高达610亿美元；2018年收益率是9.3%，过去10年是8.7%，超过了当初设定的“CPI+4.5%~5.5%”的参照（2017年回报率参照下调至“CPI+4%~5%”）。此外，澳大利亚还有另外4只主权基金：医疗研究未来基金，资产规模是53亿美元；残障护理澳大利亚基金

[1] 从资金来源上看，也有学者将主权养老基金分为三类即财政收入、资源出口外汇收入、国有资产。见高铮：“主权养老基金的国际经验及启示”，《中国财政》，2014年第17期，第68-70页。

[2] Norges Bank Investment Management, *Government Pension Fund Global Annual Report 2017*, p.15.

[3] 见智利财政部官网：<http://www.hacienda.gov.cl/english/>[2019-01-20].

[4] Future Fund Board of Guardians, *Annual Report 2017-2018 of the Future Fund: Investing For the Benefit of Future Generations of Australians*, 2018, p.32.

107亿美元；教育投资基金28亿美元；澳大利亚建设基金28亿美元。5只基金合计1281亿美元。再如，新西兰超级基金（NZS）于2001年由财政部长库伦先生倡议建立，很多人至今将之称为“库伦基金”，它规定在2020年之前不得动用。2018年的数据显示，库伦基金规模为276亿美元（394亿新西兰元），2017/2018年度的净投资收益率是12.43%，过去10年的净收益率是10.47%，自基金成立以来的收益率是10.37%。^[1]再如，爱尔兰2001年成立“国家养老储备基金”（NPRF）也很有特色^[2]，财政部每年向其注入相当于1%GDP的资金，实施全球多元化投资策略，包括证券、房地产、私募和商品等。2014年爱尔兰决定将“国家养老储备基金”转型为“爱尔兰战略投资基金”（ISIF），其目的有两个：获取投资回报和促进经济发展。自2014年转型以来，投资收益率是1.8%（2018年是-1.1%），收益6亿欧元，实现了良好的经济影响：在多个领域对100多个项目实现了41亿欧元的投资，撬动了7.5亿欧元的第三方投资，在其创造的就业机会中，首都柏林占46%，首都以外占54%。^[3]由此看来，该基金转型以来其综合功能日益明显，具有明显的“主权发展基金”的功能定位。

不同养老基金的主权特征分析

养老基金历史悠久，形式多样，情况复杂，规模庞大，不是所有的养老基金都具有主权的性质。即使有些养老金制度是国家举办的，但也不一定具有主权的性质。在养老基金这个大家族中，具有主权特征的养老基金是少数。中国有两只主权基金，一是作为主权财富基金的中投公司，二是作为非缴费型主权养老基金的“全国社保基金”，但很遗憾的是，中国基本养老保险基金虽已超过4万亿元，但还未形成一只有效的缴费型主权养老基金。

（一）养老基金大家族中主权性质辨析

1. 养老基金大家族的构成

2017年底，36个OECD成员国的养老资产总计43.4万亿美元，其中，澳大利

[1] NZSUPERFUND, *New Zealand Superannuation Fund Annual Report*, 2018.

[2] National Pensions Reserve Fund Commission, *Annual Report and Financial Statements 2017*, 29 May 2018.

[3] National Pensions Reserve Fund Commission, *Annual Report and Financial Statements 2017*, 29 May 2018.

亚、加拿大、日本、荷兰、瑞士、英国和美国等7个国家的养老资产规模合计占OECD养老资产的91%。毫无疑问，美国拥有最大的养老资产，高达28.2万亿美元，占OECD全部养老资产的64.9%；其次是2.9万亿美元的英国，占6.7%；接下来依次是加拿大2.6万亿美元，占6.1%；澳大利亚1.8万亿美元，占4.1%；荷兰1.6万亿美元，占3.7%；日本1.4万亿美元，占3.2%；瑞士1.0万亿美元，占2.3%。其余29个国家合计为3.9万亿美元，占9.0%。2017年全球养老基金的投资收益率是4%，其中有22个国家养老基金投资收益率超过5%，美国养老基金的投资收益率是7.5%。

表1 2017年主要国家的主权养老基金（单位：亿美元）

类型	国家	基金名称	规模	成立时间	资金来源
非 缴 费 型	挪威	全球政府养老基金(GPFG)	10060	1990	石油
	中国	全国社保基金(SSF)	2980	2000	一般税收
	澳大利亚	未来基金(AGFF)	1050	2006	非商品
	俄罗斯	国家福利基金(NWF)	628	2008	石油天然气
	新西兰	超级年金(NZS)	276	2001	非商品
	智利	养老储备基金(PRF)	101	2006	铜
	爱尔兰	爱尔兰战略投资基金(ISIF) 原国家养老储备基金(NPRF)	100	2001	非商品
缴 费 型	美国	美国联邦养老、遗属保险与联邦残障保险信托基金(OASDI)	28477	1940	缴费
	法国	国家退休储备基金(FRR)	321	2001	缴费
	日本	年金积立金(GPIF)	14253	2000	缴费
	韩国	国民年金基金(NPF)	5802	1999	缴费
	加拿大	加拿大养老基金投资公司(CPPIB)	2706	1997	缴费

资料来源：作者根据各主权养老基金官网绘制。

上述统计的各国养老基金是一个“大家族”，它包括四个部分：第一支柱社会养老保险基金；第二支柱企业补充养老保险基金；第三支柱个人养老金，包括不同的养老保险产品；以及独立于三个支柱以外的非缴费型主权养老基金。其中，第一支柱社会养老保险基金中有一部分属于缴费型主权养老基金，而有些则不具有主权的特征。

2. 第一支柱养老基金的主权性质辨析

就主权财富基金而言，其第一特征就是主权的特征，即国家直接建立和管理（尽管有时采取商业运作模式）、由财政拨款构成的投资基金具有天然的主权性质。非缴费型主权养老基金与主权财富基金非常相似，也具有同样的特征。但作为缴费型的第一支柱社会养老保险基金的情况比较复杂，有些具有主权性质，有些则不具有主权性质。

一是DB型现收现付制割裂了缴费与受益之间的精算关系并由国家承担最后出资人的责任，具有主权的性质，是典型的缴费型主权养老基金。

二是DC型完全积累制，它一般采取的是分散决策并引入个人账户，账户持有人是账户资产的投资决策人（如十几个拉美国家的制度和香港强积金），账户资产带有强烈的私人储蓄性质和个人继承性质，不具有主权的性质。

三是介于DC型完全积累制和DB型现收现付制这两个端点之间的某些混合型养老保险制度，需要具体情况具体分析。就笔者所及，欧亚七国的名义账户制、德国的积分制、新加坡等十几个国家实行的中央公积金制的资金余额明显具有三个特征：由中央政府统一实行投资运营（在德国和某些实行名义账户制的国家，其养老基金余额很少）、国家给予最后担保、国家统一公布利率，它们具有主权的性质。例如，瑞典的“国民养老基金”（AP，又称“缓冲基金”）和新加坡的中央公积金（CPF）。相比之下，在中国统账结合制度下，大部分统筹基金和账户资金分散在上千个地方政府管辖之下，仅存银行，不具有主权性质。但自2015年中国中央政府决定将其委托给全国社保基金理事会实施市场化投资以来，签约和到账的资金规模呈现出逐年提高的趋势，这部分基金开始显现出主权的特征。

3. 第二、三支柱养老基金的主权特征辨析

总的来说，第二、三支柱养老基金均没有主权的性质。

一是地方政府为公务人员举办的DC型第二支柱职业年金计划。无论是自愿性的，还是强制性的，它们均不具有主权特征。就大部分DC型计划来说，尤其在北美地区，账户持有人实行分散投资决策，带有明显的个人储蓄性质。即使是中央政府为其雇员建立的DC型制度，例如，美国联邦政府建立的自动加入的“节俭储蓄计划”（TSP），它是典型的401（k）模式的储蓄型养老金制度，不具有主权性质。但也有个别的DC型计划采取的是集中投资策略。比如中国的企业年金等，虽然它在表面上看与美国的401（k）非常相像，是信托制DC型的养老

金计划，但职工个人没有投资选择权，实行的不是分散决策，而是集中投资的策略并由委托人、受托人和投管人共同制订，所以也不具有主权的特征。

二是地方政府为公务人员举办的DB型第二支柱职业年金计划。它们容易被误认为具有主权的性质，这是因为，几乎所有DB型养老金计划采取的是完全市场化的集中投资体制，且投资策略很激进，有的采取主动投资管理策略，收益率很好，在投资界和资本市场的影响越来越大，甚至成为标杆。尽管这些地方公职人员的养老基金主要特征与主权养老基金很相似，但它们仍属于私人养老金，不属于公共养老金，更不属于主权养老基金，因为它们的举办人是他们的雇主即地方政府（或联合会之类），不是国家。例如，成立于1921年的美国“加州公务员退休金基金”（CalPERS）资产已超过3264亿美元，覆盖190万人，2017年投资收益率11.2%；^[1]再如，建立于1990年的加拿大“安大略教师基金”（OTPP）资产规模高达1895亿加元，参与人数32.3万人，1990年以来的年化净收益率高达9.7%。^[2]这里强调的是，即使中央政府为其雇员举办的DB型补充养老金计划也不具有主权性质。例如，美国联邦政府1920年为其雇员建立的“公职人员退休制度”（CSRS）以及1987年替而代之以的“联邦雇员退休年金”（FERS Annuity）均为DB型计划，但不具有主权属性。

三是私人部门普遍建立的第二支柱企业补充养老保险。无论是DB还是DC型的，它们均没有主权性质，不属于主权养老基金。例如，美国的401（k）等。

四是由个人投资建立的、由国家税优政策支持的第二支柱即个人养老金，包括欧洲国家普遍存在的以保险产品为基础的契约型个人保险等，就更不具有主权的因素了。例如美国第三支柱IRA，名称直接表述为“个人退休账户”。

（二）中国两只主权基金的业绩表现及其功能定位

目前，中国有两只主权基金。一只是建立于2000年的主权养老基金即全国社会保障基金（理事会），其资金主要来自中央财政预算拨款、国有资本划转等，其宗旨是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。另一只是组建于2007年的中国投资有限责任公司（简称“中投公司”），其宗旨是实现国家外汇资金多元化投资。中投公司的境外投资和管理业务分别由“中投国际”和“中投海外”两个子公司承担；第三个子公司即“中央汇金”负

[1] California Public Employees' Retirement System(CalPERS), 2016-17 Annual Investment Report (Fiscal Year Ended June 30, 2017), Dec, 2017.

[2] 2017 Annual Report of the Ontario Teachers' Pension Plan, 见官网: www.otpp.com[2019-01-15].

责对国有重点金融企业进行股权投资，以出资额为限代表国家依法对国有重点金融企业行使出资人权利和履行出资人义务。

1. 中国投资有限责任公司业绩不俗

中投公司建立于2007年。正是这一年，美国次贷危机爆发，次年，国际金融危机席卷全球。中投公司在其成立的仅半年时间里，就向国际金融市场证明中国主权财富基金的投资仅仅是出于商业和财务目的，并积极参与主要主权财富基金建立的国际工作组（后来更名为主权财富基金国际论坛），全程参与起草制定《圣地亚哥原则》（《普遍接受的原则和实践》），并全面履行了对《圣地亚哥原则》的承诺，有力回击了“中国投资威胁论”。

中投公司创建之初，初始资本金仅为2000亿美元^[1]，由中国财政部发行1.55万亿元人民币特别国债募集。截至2017年底，中投公司资产总规模已超过9400亿美元。中投公司实行全球市场投资，12年来，资产配置发生了较大变化。例如，2008年，现金管理产品占87.4%，固定收益证券9.0%，股权3.2%，其他0.4%；而2018年，公开市场股票达43.6%，另类资产39.3%，固定收益15.9%，现金产品仅为1.2%；从境外投资组合公开市场股票类型分布来看，美国股票为52.0%，非美发达经济体股票33.8%，新兴经济体股票及其他14.2%；从境外投资组合固定收益类型资产分布来看，发达经济体主权债达53.7%，新兴经济体主权债9.0%，公司债17.3%，结构化产品及其他20.0%。

自成立以来至2017年底，中投公司累计年化净收益率为5.94%，完成了10年投资绩效考核目标，并且，2017年境外投资净收益率按美元计算为17.59%。

2. 全国社会保障基金（理事会）业绩斐然

全国社会保障基金（以下简称“全国社保基金”）成立十九年来，从初始资本金200亿元人民币起步，到目前权益超过2万亿元，增加了100多倍；累积投资增值近1.0万亿元，自成立以来年均名义投资收益率为8.44%。^[2]十九年来，全国社保基金还出色地完成如下各项任务。

第一，社保理事会受托投资管理基本养老保险个人账户的中央补贴资金。自2006年12月以来，社保理事会就开始受托管理天津和山西等9个试点省（市、

[1] 以下数据引自：《中国投资有限责任公司2017年年度报告》。

[2] 《全国社会保障基金年度报告（2001年度）》和《全国社会保障基金理事会基金年度报告（2017年度）》，见全国社会保障基金理事会官网。

区) 做实城镇职工基本养老保险个人账户中的中央补助资金。截至 2017 年底, 个人账户基金权益 1274 亿元, 其中, 委托本金余额 829 亿元, 累计投资收益余额 445 亿元。^[1]

第二, 社保理事会受托投资管理两省部分城镇职工基本养老保险资金。社保理事会受托投资管理广东省和山东省养老保险基金合计 2000 亿元。2012 年 3 月社保理事会与广东省签约, 受托投资管理养老保险基金 1000 亿元, 约定期限 2 年(后延至 5 年)。2014 年 6 月社保理事会与山东省签约, 受托投资管理其养老保险基金 1000 亿元, 约定委托期限为 5 年。截至 2017 年底, 地方委托资金权益 1141 亿元, 其中委托本金 1000 亿元, 累计投资收益 141 亿元。

第三, 社保理事会受托管理划转的部分国有资本。早在 2009 年, 有关部门就决定国有股份有限公司 IPO 时将 10% 的实际发行股份划转社保基金理事会持有。2017 年底国务院决定划转部分国有资本充实全国社保基金, 划转对象是中央和地方企业集团的股权, 一般不涉及上市企业, 划转比例统一为企业国有股权的 10%。国资划转完成了从“上市公司减持”到“集团公司划转”的转变, 意义非凡, 目前, 已有三户国资试点企业划转国有资本 200 多亿元。^[2]

第四, 社保理事会受托投资管理基本养老保险基金。2015 年国务院决定将分散在上千个县市的城镇基本养老保险基金集中起来, 委托给社保理事会统一投资。这是中国养老保障体系的一个重大变化。根据刚公布的 2017 年投资业绩, 社保理事会受广西等 9 省(区、市) 委托投资 2732 亿元, 投资收益率 5.23%。^[3]

十九年来, 社保理事会对全国社保基金、个人账户基金和社会统筹基金的投资管理积累了一些经验, 逐渐形成独有的投资风格, 这将有利于发扬长期投资、价值投资、责任投资的理念, 提高养老基金的风险收益, 成为全国专业化程度最高的养老基金大型机构投资者, 顺利完成基本养老保险基金投资的重任, 使分散在地方的基本养老保险基金有效形成一只主权养老基金。

(三) 中国缴费型主权养老基金难以建立的深层原因

但是, 自 2015 年基本养老保险基金投资启动以来, 地方省市投资意愿不明

[1] 以下资料引自:《全国社会保障基金理事会基金年度报告(2017年度)》, 见全国社会保障基金理事会官网。

[2] 引自《第一财经》官网。

[3] 《全国社会保障基金理事会基本养老保险基金受托运营年度报告(2017年度)》, 见全国社会保障基金理事会官网。

显，资金上解情况欠佳。截至2018年底，先后有北京等17省（区、市）与社保基金理事会签署委托投资合同，总金额8580亿元，而到账资金只有6050亿元。^[1]

相比之下，全国各类基本养老保险基金规模已达5.02万亿元（包括城镇职工、城乡居民基本养老保险）。^[2]这意味着，虽然基本养老保险基金规模占GDP达6%，相当于全国社保基金的2.5倍，但却难以进入投资体制，离建立缴费型主权养老基金还有一定距离。那么，相较于前述的美国、加拿大、韩国、日本等，为什么它们的基本养老保险基金就能成为缴费型主权养老基金，而中国的养老金缴费收入不能有效形成一只主权养老基金？

重要原因就在于这些国家的基本养老保险基金实行的是国家层面统筹管理，而中国的基金统筹管理层次太低，资金上解成本太高，处于严重的“碎片化”分割之中：横向看，城镇职工基本养老保险基金（简称“城镇职工”）、城乡居民基本养老保险基金（简称“城乡居民”）、机关事业单位基本养老保险基金（简称“机关事业单位”）三个制度分割运行，行政管理相互割裂；纵向看，城镇职工基本养老保险基金分散在全国上千个县市行政区域，城乡居民的则散落在全国几千个县级统筹单位，机关事业的分别处于三十几个（包括中央机关事业单位）省级行政管辖之中，这种碎片化的行政管理方式使之进入投资系统十分困难。

为了解决由于统筹层次低下导致的地区间养老基金严重失衡和巨大的财政风险，2018年6月，国务院《关于建立企业职工基本养老保险基金中央调剂制度的通知》（国发〔2018〕18号），决定建立中央调剂制度，从3%起步，以后逐步提高比例，并于2018年7月1日开始实施。建立中央调剂制度对基本养老保险基金地区失衡可以起到一定的缓解作用，却难以解决基金的投资困境。国务院领导在2018年6月11日召开的企业职工基本养老保险基金中央调剂制度贯彻实施工作会议上曾明确指出：“要加快推进省级基本养老保险基金统收统支，2020年全面实现省级统筹，为养老保险全国统筹打好基础”。^[3]这个改革路线图显示，如果说建立中央调剂制度是第一步，那么2020年实现省级统筹就是第二步，最终实现全国统筹就是第三步。解决统筹层次低下的“三步走”策略说明，提高统筹层次是将基本养老保险基金转变为主权养老基金的根本途径，在没有解决统筹层次这

[1] 2018年第四季度人社部新闻发布会，见国家人力资源和社会保障部官网。

[2] 《2017年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，见国家人力资源和社会保障部官网。

[3] “李克强对企业职工基本养老保险基金中央调剂制度贯彻实施工作会议作出重要批示”，见中国政府网：[http://www.gov.cn/xinwen/2018-06/11/content_5297921.htm#allContent\[2019-01-25\]](http://www.gov.cn/xinwen/2018-06/11/content_5297921.htm#allContent[2019-01-25])。

个困境之前，基本养老保险基金只能采取“挤牙膏”式的节奏，一步一步地向主权养老基金靠近。

可以说，全国社保基金理事会对城镇职工、城乡居民、机关事业的基金投资统筹起来、统一对这三个部分资金实施受托投资管理之日，就是中国的缴费型主权养老基金建立之时，因为这些来自于参保人缴费的资金在社保基金理事会中是单独建账、单独管理、封闭运行的，届时，全国社保基金理事会的“一拖二”（非缴费型和缴费型主权养老基金）模式就是具有中国特色的养老金投资制度。

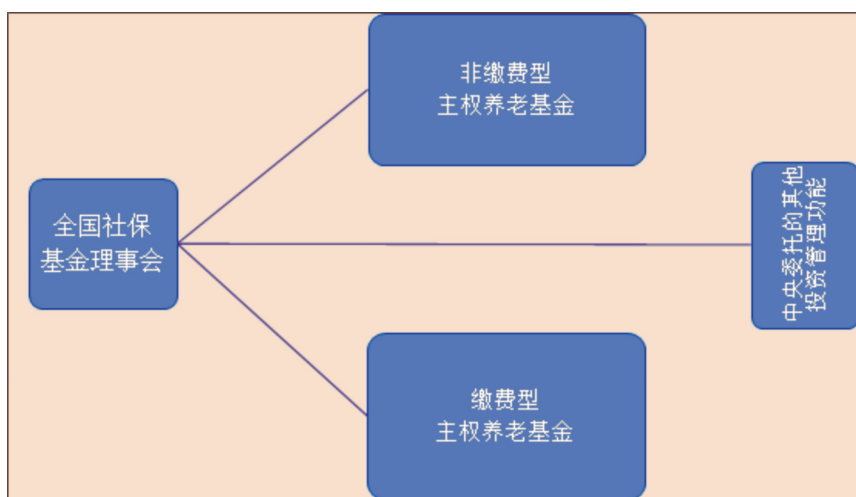


图2 全国社保基金理事会“一拖二”的功能定位

资料来源：作者绘制。

中国建立外汇型主权养老基金的现实要求

虽然目前中国的主权基金有两只（主权养老基金和主权财富基金），但是，为了应对人口老龄化，建立一只外汇型主权养老基金仍是十分必要的，并且，在外汇储备规模正处于转折点的今天，拿出一部分外汇建立一只主权养老基金显得非常紧迫，因为机会窗口正在逐渐闭合，时不我待。

（一）建立外汇型主权养老基金的机会窗口期稍纵即逝

改革开放40年来，中国外汇储备呈爆发式增长。^[1]1999年中国外汇储备只有1547亿美元，仅占全球外汇储备1.78万亿美元中的8.7%；此后，中国外汇储备规模直线上升，占全球外汇储备的比重不断攀升，2004年上升到16.2%；2008年全球外汇储备为7.35万亿美元，中国的外汇储备为1.94万亿美元，占全球外汇储备的26.5%。此后，中国外汇储备就基本维持在全球外汇储备的26%以上，其中有6年超过30%。直至今日，全球外汇储备为11.39万亿美元（2018年第3季度）。中国的外汇储备虽然经历了2015年、2016年和2017年三年的滑坡，但依然是世界外汇储备第一大国，3.07万亿美元的外汇储备（2018年底）依然占全球外汇储备的27.0%。

中国外汇储备正处于高峰期，具备了建立外汇型主权养老基金的条件，且略显紧迫性，因为随着国际经济环境的变化和中国经济发展阶段的转换，加之国际贸易摩擦的升级，当前正处于这样一个关键期或转折点，建立外汇型主权养老基金的窗口越来越小，稍纵即逝。回想当年建立全国社保基金的“中国故事”，中国显然抓住了那个重要机遇期，全国社保基金大约有一半的资产来自于投资收益，成为中国养老保障体系一个雄厚的物质基础。

从国际实践来看，主权养老基金的建立往往不是在经济上升时期，就是在经济危机时期。俄罗斯等国家的主权养老基金就是在这些特殊历史时期诞生的。因此，当前是中国建立外汇型主权养老基金的最佳时机，不应坐失良机。

（二）建立外汇型主权养老基金可弥补养老保障体系短板

抓住历史机遇，建立一只外汇型主权养老基金（或委托给全国社保基金理事会投资运营，届时，社保基金理事会将形成“一拖三”态势）将获得一举多赢的功效。众所周知，中国多层次养老保障体系处于初级阶段，三支柱养老金在结构上处于失衡状态。截至2017年底，国家举办的第一支柱养老金很发达，养老基金规模是5.02万亿元^[2]；企业举办的第二支柱企业年金覆盖面微不足道，仅为2300万人，基金规模仅为1.2万亿元^[3]；个人投资购买的第三支柱税延养老保险

[1] 以下的全球外汇储备数据引自IMF官网：www.imf.org；中国外汇储备引自国家外汇管理局官网：www.safe.gov.cn[2019-01-10]。

[2] “2017年人力资源和社会保障事业发展统计公报”，见国家人力资源和社会保障部官网：www.mohrss.gov.cn[2019-01-10]。

[3] “2017年度全国企业年金基金业务数据摘要”，见国家人力资源和社会保障部官网：www.mohrss.gov.cn[2019-01-10]。

和养老金目前刚刚起步，可忽略不计；储备基金“全国社保”为2万亿元。这四个资产池合计为8.22万亿元，仅占当年GDP的9.9%。



图3 1999—2018年中国外汇储备增长及其在全球外汇储备占比

资料来源：全球外汇储备引自IMF官网；中国外汇储备数据引自中国外汇管理局官网。

相比之下，截至2015年底，加拿大全国养老金资产总计3.50万亿加元，相当于当年1.99万亿加元GDP的176%；其中，第一支柱强制性社会养老保险基金3422亿（CPP2855亿，QPP566亿）；第二支柱自愿性养老金制度资产2.01万亿（信托型养老金计划1.66万亿，政府团结基金2387亿，其他类型雇主计划1160亿）；第三支柱自愿性个人养老储蓄账户1.14万亿加元。^[1]美国2017年三支柱养老基金总计高达31.04万亿美元，占美国当年19.39万亿美元GDP的160%；其中，第一支柱基本养老金2.84万亿美元^[2]，第二支柱各种补充养老金19万亿美

[1] 郑秉文：“加拿大养老金‘DB型部分积累制’新范式20年回望与评估——降低养老保险费率的一个创举”，《经济社会体制比较》，2017年第6期，第87-117页。

[2] Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds, *The 2018 Annual Report of the Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds Communication*, Washington, D.C., June 5, 2018.

元，第三支柱个人退休账户（IRA）养老金9.2万亿美元^[1]。

与美国和加拿大等发达国家相比，中国多层次养老保障体系的资产建设和资产规模相差甚远。虽然中国第二、三支柱养老金制度模式选择的是积累型的，但由于起步较晚，需要较长时间的积累才能将其资产规模拉动起来。中国应发挥体制优势和外汇优势，利用这个窗口期，在其关闭之前将一部分外汇用于建立一只外汇型主权养老基金，弥补养老资产储备稀缺这个短板。

（三）建立外汇型主权养老基金是“还汇于民”的重要方式

外汇储备作为公共资产，拿出一部分建立一只外汇型主权养老基金，取之于民，用之于民，以某种方式还给纳税人，在理论上讲是成立的。改革开放40年是外向型经济为导向发展的40年，劳动密集型和资本密集型出口商品“转换”成几万亿美元外汇储备，这是两代人为改革开放做出的伟大贡献。这两代创汇者生活在社会保障制度初创时期，他们享受的福利待遇水平与公共服务水平必将低于他们的后代。未来二三十年正是人口老龄化的高峰期，随着时间的推移，这一两代人将逐渐老去，用这一两代人创造的外汇储备设立一只主权养老基金，既可体现“还汇于民”，又是对这一两代创汇者的补偿。

几十年来，农民工数量增速虽然逐年回落，但其绝对数量仍逐年增加，从2008年的2.25亿人增加到2017年的2.87亿人^[2]；与此同时，参加社会保险、接受公共服务、居住条件改善等也相应有所变化，但总体看还处于很低水平。例如，2008—2012年社会保险对农民工的覆盖面只有工伤保险超过了20%，在城镇务工的农民工参加城镇职工基本保险不仅比例低，而且缴费水平也低，不利于未来养老金替代率的提高。

以沿海发达省份浙江省为例，农民工参加社会保险等方面相对较好，但调查结果显示，2015年浙江省外出农民工参加各种社会保险的比例均未超过四成，雇主为农民工缴纳养老保险、工伤保险、医疗保险、失业保险、生育保险和住房公积金的比例分别为35.7%、34.2%、35.1%、23.7%、19.1%和12.6%。^[3]目前全国基本养老保险覆盖率已超过90%，大约还有1亿人口没有参保，其中相当一部

[1] CIC, *2018 Investment Company Fact Book: A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry*, 58th edition, Investment Company Institute.

[2] 国家统计局，《2009年农民工监测调查报告》和《2017年农民工监测调查报告》，见国家统计局官网：www.stats.gov.cn[2019-01-05]。

[3] 《2015年浙江省农民工监测调查报告》，见国家统计局官网：www.stats.gov.cn[2019-01-05]。

分是以农民工为从业主体的中小企业。^[1]新生代农民工（1980年及以后出生的农民工）已成为农民工主体，2017年首次超过全国农民工总量的50.5%^[2]，在未来二三十年里，新生代群体将进入退休年龄，养老金的压力将更加凸显。

有研究认为，无论以哪种方法衡量，目前的外汇储备均超出了其特定职能所需与合意的储备规模，有再分配空间；由于外汇储备的负债方约束低，超出职能所需的外汇资产应通过某种合理的设计规划还汇于民，并具体建议，可通过财政部发行特别国债向央行置换0.5万亿美元的外汇资产来成立主权养老基金，将其所得投资收益直接注入养老保险个人账户。^[3]

这些还汇于民的具体思路很有启发性。当前，中国从高速增长转型到中高速增长阶段，几十年后，待中国经济增长进入稳态，工资收入增长水平接近利率水平之时，我们就将具备做实个人账户并实行市场投资的条件，届时，还汇于民的方式即可将主权养老基金的收益注入到个人账户。在此之前，还汇于民可采用用于支付城乡居民养老金的方式。2017年城乡居民养老保险制度（原新农保）领取养老金的人数是1.56亿人，养老金支出2372亿元，完全来自财政转移支付，全国人均月养老金127元。^[4]如按0.5万亿美元主权养老基金的规模和前述全国社保基金成立以来年均名义投资收益率8.44%来计算，每年投资收益将达2827亿元，如将其全部用于城乡居民养老金，可将目前养老金水平提高一倍多。

简单总结：回顾与展望

（一）人口老龄化：主权养老基金在养老保险改革中应运而生

从1889年德国建立社会养老保险开始算起，养老保险基金的历史至今正好是130年，而主权养老基金的历史只有三十多年。虽然主权财富基金最初诞生于

[1] 《十九大新闻中心“满足人民新期待 保障改善民生”记者招待会》，见国家人力资源和社会保障部官网：www.mohrss.gov.cn[2019-01-10]。

[2] 《2017年农民工监测调查报告》，国家统计局，见国家统计局官网：www.stats.gov.cn[2019-01-10]。

[3] 张斌：“外汇储备管理改革与还汇于民”，《IMI研究动态》，2018年第一季度合辑，中国人民大学国际货币研究所，第10~16页；张斌：“外汇储备的资产属性、改革方案与还汇于民”，《国际经济评论》，2013年第6期，第9~21页。

[4] 《2017年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，见国家人力资源和社会保障部官网：www.mohrss.gov.cn[2019-01-10]。

战后初期，至今已有六七十年的历史，比如，1950年代开始就陆续出现科威特投资局（KIA，1953年）、淡马锡控股公司（TH，1974年）、阿布扎比投资局（ADIA，1976年）、新加坡政府投资公司（GIC，1981年）等，但是，主权财富基金大规模的崛起也主要发生在二十世纪八、九十年代，与主权养老基金的兴起基本同步。主权财富基金与主权养老基金是孪生兄弟，在治理结构、投资策略等方面非常相像，但其产生动因和历史使命则不同，主权养老基金的崛起主要是为了应对人口老龄化。

早在1980年代，欧洲、北美、南美和东亚国家就意识到，战后出生的“婴儿潮”将在21世纪前20年进入退休高峰期，于是，这些国家纷纷开始制度创新，对养老保险制度进行改革，在提高退休年龄、降低替代率、提高缴费率等方面进行参数式改革，同时也采取结构式改革，涌现出一些新的制度模式。比如，1981年智利首创、十几个国家接踵效法的DC型完全积累制；再如，1995年拉脱维亚和1999年瑞典首创、将近10个国家先后引入的名义缴费确定型（NDC，名义账户制）；再如，1997年加拿大首创、1999年韩国随后效法的DB型部分积累制。正是在全球养老保险制度改革的潮流中，主权养老基金应运而生，绝大部分主权养老基金就是在这三十年间建立起来的，成为养老保险制度改革的一个组成部分。

（二）引入投资机制：基本养老金走向缴费型主权养老基金的关键

在1990年代以来出现的养老金改革潮流中，一方面，非缴费型主权养老基金成为养老金大家族中的新成员；另一方面，由基本养老保险制度脱胎而生的缴费型主权养老基金开始崛起，两类主权养老基金几乎同时出现在世人面前。如果说1990年美国“联邦养老、遗属保险与联邦残障保险信托基金”（OASDI）提高缴费率是传统养老基金升级为 sovereign 养老基金的前奏^[1]，1997年加拿大养老金改革创设的加拿大养老基金投资公司，则标志着缴费型主权养老基金的正式诞生，那么，近三十年就是缴费型主权养老基金异军突起的时期。从传统制度过渡为主权养老基金的一个典型标志就是建立起专业化、国际化、市场化的投资体制，让投资机制成为养老保险的一个制度要件，让投资收益成为提高制度可持续性的一个

[1] 从某种意义上说，1990年美国“联邦养老、遗属保险与联邦残障保险信托基金”提高缴费率的改革还不是真正意义上的DB型部分积累制，只能算是加拿大1997年创设的DB型部分积累制的前奏，因为美国1990年提高缴费幅度不大，没有改变传统的购买国债的投资体制，投资收益对制度财务可持续性的贡献率远没有加拿大改革的贡献率大。

资金来源，让市场因素成为传统制度的一个新生命力。

建立或改革投资体制的目的是提高收益率，进而提高制度的财务可持续性。实践证明，与改革前相比，改革后的缴费型主权养老基金规模迅速增长，对养老金制度可持续性做出重要贡献。例如，1989年美国“联邦养老、遗属保险与联邦残障保险信托基金”累计规模仅为1567亿美元，占GDP的2.8%，到2017年则高达2.84万亿美元，占GDP比重提高到14.7%。1996年加拿大养老金计划改革时，其基金积累仅为346亿加元，占GDP的4.1%，到2018年时高达3561亿加元，GDP占比提高到16.4%。1999年韩国国民年金基金实施投资体制改革时，其累计余额仅为47.2万亿韩元，仅占GDP的7.8%，到2017年时竟高达621.6万亿韩元，占GDP高达37.9%。^[1]

（三）中国应加快缴费型主权养老基金改革步伐：参考韩国的经验与做法

正是在上述国际养老保险制度改革大背景下，中国基本养老保险制度从无到有，逐渐成熟起来：1997年城镇企业职工基本养老保险正式完成制度统一，但由于历史条件限制当时没有建立投资体制；2000年成立非缴费型主权养老基金（全国社保基金）；2015年城镇企业职工基本养老保险建立起基金投资制度。^[2]可以说，与发达国家相比，在过去三十年里，中国养老基金管理体系改革进程一步也没有落下，甚至建立全国社保基金还引领了世界潮流。诚然，在基金投资管理方面，由于基金管理层次太低等原因，目前集中投资的规模还很小，大部分基金分散在上千个县市级统筹单位，缴费型主权养老基金还一时难以形成。展望未来，缴费型主权养老基金的建设应加快步伐，以期将损失降到最低^[3]。在加快建设主权养老基金的过程中，实现全国统筹至关重要，但韩国基本养老保险制度在向主权养老基金转型过程中的一些渐进式改革做法也值得借鉴。

[1] Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds, *The 1989 Annual Report of the Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds Communication*, Washington, D.C., April 26, 1989.

[2] 2015年8月国务院发布了《关于印发基本养老保险基金投资管理办法的通知》（国发〔2015〕48号）。

[3] 养老基金在各地银行存款利率平均在3%左右，大大低于全国社保基金成立以来年均8.44%的收益率。

韩国国民年金制度建立于1988年^[1]，当时并没有建立投资制度。1999年韩国决策者认识到投资收益对可持续性具有重要作用，提出了“专业化管理国民年金基金”的口号，决定正式引入投资机制，当时只有6个小组、40名雇员和1个投资委员会。接着，经过四年的努力，韩国国民年金投资体制框架基本建立起来，包括国内股票委托投资制度、风险管理制度、国内另类投资制度、全球股票委托投资制度、外国固收类产品内部投资制度等。随后，韩国国民年金又实施了两轮改革：在2004—2007年间，国内固收类产品投资实施外包，建立另类投资小组；全球固收类产品投资实施外包，实施全球的另类投资；建立海外投资小组和另类投资委员会；投资机构按资产类别重组，建立对外合作小组和合规制度。在2008—2011年间，对外国股票实施内部投资；将全球投资业务拆分为“全球公共市场部”和“全球另类投资部”，建立纽约办事处。韩国国民年金基金历经12年改革，最终成为一只主权养老基金。其实，从2012年以来，韩国国民年金也一直没有停止改革的步伐，几乎每年都出台一些举措。

（四）中国应尽快建立外汇型主权养老基金：最新的国际发展趋势

虽然中国已建立起一只非缴费型主权养老基金即全国社保基金，缴费型主权养老基金也正在形成过程之中，但建立外汇型主权养老基金仍然是非常必要和紧迫的。从外汇储备的长期走势看，建立外汇型主权养老基金的机会窗口将越来越小，中国应在窗口关闭之前抓住这个历史机遇；从还汇于民的方式来看，建立外汇型主权养老基金对已经或即将退休的这一两代农民工和未来新生代农民工来说具有特殊的意义；从国际发展趋势看，人口只有500多万的挪威坐拥上万亿美元的非缴费型主权养老基金，相当于每个公民享有20万资产的资产，且发展十分迅速，而覆盖将近14亿人口的全国社保基金折合美元只相当于3000亿美元。重要的是，近些年来，国际上非缴费型主权养老基金的功能有逐渐扩大和多样化的趋势，以应对老龄化带来的多重影响，中国建立一只外汇型主权养老基金也可在未来医疗保险等领域发挥重要作用。

众所周知，人口老龄化对社会经济产生的影响是多方面的。例如，医疗健康支出增加，财政压力加大等，需要综合治理。为此，近年来，有些国家建立的主权养老基金赋予的使命日益增加且成为一个趋势。例如，2014年爱尔兰“国家

[1] 以下资料引自韩国国民年金官网：<http://fund.nps.or.kr>[2019-01-03].

养老储备基金”转型为“爱尔兰战略投资基金”之后，其赋予的功能定位增加了“产生经济影响”，例如拉动产业发展、投资实业项目以扩大就业机会等，甚至被称为“主权发展基金”。再如，俄罗斯的国家福利基金来自2004年建立的稳定基金，2008年国家福利基金被拆分为储备基金和国家福利基金，2018年储备基金又并入到国家福利基金，此时，国家福利基金的功能除保留了补充养老基金支付能力以外，还增加了弥补财政不足、确保宏观经济和社会稳定的职能。再例如，澳大利亚在建立未来基金的同时，还平行建立了医疗、残障、教育等多只主权基金。■

Comparative Analysis and Prospects of Sovereign Pension Fund — The Window Period for Establishment of Foreign Exchange-based Sovereign Pension Fund

Zheng Bingwen

9

The article divides sovereign pension funds into contributory funds and non-contributory ones. The contributory ones are derived from the balance of the basic old-age insurance system operated by the State, while non-contributory ones can be divided into resource-based funds and foreign exchange-based funds. Resource-based sovereign pension funds consist of the yields from a certain kind of exclusive natural resources, such as oil, while foreign exchange-based funds consist of foreign exchange reserves. On the basis of identifying the “sovereignty” characteristics of different pension funds, this article analyzes the functional positioning of China’s non-contributory sovereign pension fund, the National Social Security Fund (NSSF), and analyzes the underlying reasons why it is infeasible to build a contributory sovereign pension fund. Finally, the article argues that China should establish a foreign exchange-based sovereign pension fund as soon as possible for three main reasons. First, with the transformation of China’s economic development, foreign exchange reserves are currently at a turning point, and the window for establishing a “foreign exchange-based” sovereign pension fund is becoming narrower. Second, compared with that in developed countries, the scale of asset reserve of China’s old-age security is too small, and the establishment of foreign exchange-based sovereign pension funds can bridge the funding gap. Third, the current scale of foreign exchange reserves has exceeded the desired level of their specific functions, and the establishment of a “foreign exchange” sovereign pension fund can ensure the goal of repaying the people to improve their well-being can be achieved.

The Origin, Management and Experiences of Australia’s Future Fund

Qi Chuanjun

31

The Future Fund Australia established in 2006 can be regarded as either a direct measure to tackle underfunded public sector superannuation liability or a prudent choice to cope with population ageing. However, compared with other OECD countries, Australia’s need for such a sovereign pension fund is greatly reduced. In fact, it is an important measure to strengthen the medium-term financial position. On the one hand, the fiscal surplus created by the