

资本市场长期资金:有效供给与发展战略

郑 梦

(北京联合大学管理学院,北京 100101)

摘要:促进长期资本形成,是金融供给侧结构性改革的当务之急和核心要务。发挥长期资金供给优势,是助力资本市场高质量发展重要举措。中央和监管部门多次提出活跃资本市场、提振投资者信心、引入“养老金、保险资产、主权财富基金、捐赠基金和基金会”等中长期资金。通过研究全球,特别是发达国家长期资金的发展现状、规模结构及中国长期资金构成特征,发现中国长期资金存在主权财富基金和保险资金占比相对较高等优势,及养老金、捐赠基金和基金会的规模偏小等弱势。作为加快推进资本市场投资端改革,提出加快推进资本市场长期资金有效供给,促进长期资本形成,发挥长期资金优势,助力资本市场高质量发展,对其扩容长期资金增量、改革存量的推动作用和深远意义进行深入分析,并提出相关政策建议。

关键词:长期资金供给;长期资本形成;活跃资本市场;金融高质量发展

中图分类号:F069.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1005-0566(2024)03-0179-09

Long-term capital in capital market: Effective supply and development strategies

ZHENG Meng

(Management College, Beijing Union University, Beijing 100101, China)

Abstract: Promoting long-term capital formation is an urgent and core task of financial supply-side structural reform. Giving full play to the advantages of long-term capital supply is an important measure to promote the high-quality development of the capital market. The central government and regulatory authorities have repeatedly proposed to activate the capital market, boost investors' confidence, and introduce medium- and long-term capital such as "pension funds, insurance assets, sovereign wealth funds, and endowment funds and foundation". This paper investigates the development status and overall scale of long-term capital in global and developed countries and the composition characteristics of China's long-term capital. This paper finds that China's long-term capital has the advantages of relatively high proportions of sovereign wealth funds and insurance assets and the disadvantages of relatively low proportions of pension funds and endowment funds. As an important measure to accelerate the reform of the investment side of the capital market, this paper proposes to accelerate the effective supply of long-term capital, promote the formation of long-term capital, give full play to the advantages of long-term capital, assist in the high-quality development of the capital market, conduct an in-depth analysis of the significance of expanding long-term capital and reforming its stock, and put forward relevant policy suggestions.

Key words: long-term capital supply; long-term capital formation; active capital markets; high-quality development of finance

收稿日期:2024-01-20 修回日期:2024-02-28

基金项目:教育部人文社会科学研究青年项目“减排目标约束的区域异质性对制造业企业绿色行为的影响研究”(23YJC630257);北京联合大学科研项目“中国上市公司 ESG 表现与长期资金投资偏好研究”(SK20202205)。

作者简介:郑梦(1989—),女,北京人,金融学博士,北京联合大学管理学院讲师,研究方向为绿色金融和企业社会责任。

促进长期资本形成,是金融供给侧结构性改革的当务之急和核心要务。发挥长期资金优势,是助力资本市场高质量发展重要举措。要活跃资本市场,提振投资者信心^[1]。为此我国已出台一系列稳定资本市场的政策措施,中国证监会等监管部门提出,为全国社保基金、基本养老保险基金、保险资金和银行理财等各类中长期资金入市和扩大源头活水提供更加有利措施和保障,促进资本市场与中长期资金良性互动。

资本市场中长期资金不足始终是资本市场健康发展的突出问题。根据监管部门的考察,目前中国中长期资金持股占比不到 6%,而在境外成熟市场,中长期资金持股普遍超过 20%^[2]。如何规划长期资金发展战略,构建长期资金、资本市场与实体经济共同发展的良性机制,需要更深入地统筹做好顶层制度设计,进一步深化资金市场改革。根据监管部门的界定,“中长期资金”概念包括全国社保基金、养老基金(第一支柱基本养老保险基金,第二支柱年金基金和第三支柱个人养老金)、保险资金、银行理财资金。《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发〔2018〕106 号)(简称“资管新规”)实施后,理财产品期限明显拉长,在目前存续的 28 万亿元的理财产品中,2022 年新发封闭式理财产品加权平均期限在 400 天左右^[3],主要是以中短期产品为主。

资本市场长期资金一般是指占用期在 5 年以上、具有持续和稳定的资金流供给、可持久进行证券和股权投资的长期资金或长期资本。联合国及其相关国际组织和文献将长期资金或长期资本定义为养老基金、保险资金、主权财富基金、捐赠基金和基金会^[4]。本文的研究将聚焦在“长期资金”上,具体包括养老基金、保险资金、主权财富基金、捐赠基金和基金会。

一、全球与发达国家长期资金的发展现状与结构分析

从全球范围看,资本市场 4 类长期资金中,主权财富基金主要集中在新兴市场,而其他 3 类即养

老基金、保险资金、捐赠基金和基金会则主要集中在发达国家,且具有上百年的历史,实力雄厚。除个别情况以外,主权财富基金主要起源于新兴市场,是近几十年来兴起的一个新型长期资金,2008 年国际金融危机以后发展迅速,有些发达国家也先后建立主权财富基金。此外,在主权财富基金崛起的同时,为应对人口老龄化,还有一类主权基金即主权养老基金也迅速诞生并发展壮大起来。出于长期资金来源及其统计上的考虑,本文将主权养老基金统一归为主权财富基金的范畴,包括挪威政府全球养老基金和中国的全国社会保障基金等。

(一)养老金是体量最大的长期资金,其增速远高于 GDP 的增速

截至 2021 年底,全球养老金资产规模高达 60.6 万亿美元,其中,发达国家占 58.9 万亿美元。养老基金增长率以社会平均工资增长率为基础,来源渠道十分稳定,且养老基金规模增速高于 GDP 的增速。以发达国家为例,2001 年养老金占 GDP 比重为 59%,2011 年提高到 64%,2021 年再创新高,占 GDP 比重达 105%^[5]。从资产规模上看,发达国家养老金资产占压倒性优势,其中,美国养老金资产规模位居世界第一,占比超过 67%,达 40 万亿美元,依次是英国 3.8 万亿美元,加拿大 3.2 万亿美元,澳大利亚 2.3 万亿美元,荷兰 2.1 万亿美元,日本 1.5 万亿美元,瑞士 1.4 万亿美元。从 GDP 占比上看,有 9 个国家养老金资产超过 GDP,其中,丹麦占 GDP 的 233%,冰岛占 219%,荷兰 213%,美国 174%,瑞士 171%,加拿大 166%,澳大利亚 147%,英国 121%,瑞典 117%,OECD 成员国养老金资产规模平均占 GDP 的 105%。

在投资策略上,在过去的 10 年里,作为长期资金的养老基金大类资产配置趋向更为激进,对资本市场产生的影响越来越大:2011 年股票平均占 20%,2021 年平均提高到 27%,债券从 2011 年的 49%降至 2021 年的 37%,现金储蓄从 9%降至 6%,集合投资工具从 7%提高至 11%,另类投资工

具从 15% 提高到 19%。有些大型养老金计划实行全球资产配置。

(二) 保险资金历史悠久,是规模仅次于养老基金的长期资金

保险资金是资本市场上规模仅次于养老基金的长期资金,是长期资金的重要组成部分,具有体量大、久期长、保费收入来源稳与可持续、波动小等特点,其规模和有效配置是保险行业和实体经济可持续发展的基础。从保费收入规模来看,2010 年发达国家保费收入 4.3 万亿美元^[6],到 2021 年超过 6 万亿美元,而全球近 70 国保费收入达 7.4 万亿美元^[7]。截至 2021 年底,保费收入全球排名第一位的是美国 3.2 万亿美元,中国保费收入 0.7 万亿美元,位居全球第二,其他国家依次是英国 0.45 万亿美元,德国 0.40 万亿美元,日本 0.38 万亿美元,法国 0.36 万亿美元,百慕大群岛 0.22 万亿美元,韩国 0.21 万亿美元,意大利 0.17 万亿美元。从保险资产规模来看,2010 年发达国家保险资产为 21 万亿美元,到 2021 年达 26 万亿美元^[8],全球总计 44 万亿美元。其中,美国保险资产规模排名第一,为 7.8 万亿美元,中国、日本和英国并列第二,均为 3.7 万亿美元,其它国家依次是法国 3.4 万亿美元,德国 2.4 万亿美元,韩国和意大利分别为 1.1 万亿美元左右,其他国家均低于 1 万亿美元^[9]。

与养老金和主权财富基金相比,保险资产的性质决定其资产配置略显保守。例如,在美国 7.8 万亿美元的保险总资产中,持有债券 61.4%,股票 14.6%,住房抵押 8.3%,现金与短期投资 4.6%,其余为房地产等其他另类投资^[10];再如,英国保险资产投资连接型保险合同额占比高达 57%,债券 28%,集合投资计划 8.5%,股票仅为 3.5%,其余为 PE、对冲基金和现金等。发达国家保险资产的 GDP 占比较高,普遍在 45% 以上^[11]: GDP 占比 45%~99% 的国家有比利时、加拿大、德国、冰岛、意大利、日本、韩国、荷兰、挪威、美国等,超过 100% 的国家有丹麦、法国等,最高的是卢森堡,高

达 363%。相比之下,转型国家保险资产的 GDP 占比普遍较低,例如,捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、立陶宛等低于 10%,其中俄罗斯仅为 2.7%。

(三) 主权财富基金发展迅速,是近十几年来崛起的长期资金

全球主权财富基金数量已超过百支,总规模约 11.8 万亿美元^[12],其中包括全球排名第一、资产规模 1.37 万亿美元的挪威政府全球养老基金(GPFG)。根据 OECD 的界定^[13],挪威政府全球养老基金等用于养老金目的的基金可被单独列为“主权养老储备基金”(sovereign pension reserve funds, SPRFs)即简称为主权养老基金,并认为^[14],一般性储备基金的资产属于管理该计划的机构,如社会保障,或最终属于政府,主权财富基金也是如此,它们对特定个人没有承诺,但养老基金则不同,养老基金的资产最终属于成员。国际货币基金组织则认为^[15],主权财富基金具有明显的异质性,根据母国的不同政策目标,可大致分为 5 种类型:一是稳定型基金,旨在防止政府预算和国家经济免受商品(通常是石油)价格波动的影响;二是储蓄型基金,功能是防止出现荷兰病将不可再生资源而为后代转换成多样化的资产组合;三是储备投资型基金,其资产通常仍被视为储备资产,但其设立目的是为了增加储备回报;四是发展型基金,主要用于资助社会经济项目或促进可能提高潜在产出增长的产业政策;五是养老储备型基金,用于缓解未来政府资产负债表上养老金或有负债。其实,有些国家设立主权基金时的政策目标可能是多元的或变化的,界限很难分得那么清晰,例如,挪威政府全球养老基金在 1990 年设立时的名称是“政府石油基金”,其全部资金注入来自挪威北海开采石油的收入,2006 年改名为挪威政府全球养老基金。

2008 年国际金融危机以来,全球主权财富基金规模快速翻番,日益成为影响国际金融市场和资本流动的重要力量,尤其受到新兴经济体格外的重视,在全球排名前 20 位的主权财富基金中,除

挪威政府全球养老基金和澳大利亚未来基金的母国是发达国家以外,其余主权财富基金的母国全部来自中东和亚洲的经济体,包括阿布扎比投资局(ADIA)、新加坡政府投资公司(GIC)、新加坡淡马锡控股(Temasek)等,还有俄罗斯的国家福利基金(NWF)。在 11.8 万亿美元基金总规模中,母国为发达国家的主权财富基金大约为 4 万亿美元,其中,美国 13 支主权基金的规模合计仅为 3 000 亿美元。

在过去的 20 年里,全球主权财富基金的投资策略逐渐倾向于更加激进。据道富全球顾问公司(SSGA)对 34 支规模最大的主权财富基金(来自 26 个不同母国)的考察^[16],其 8.5 万亿美元战略资产配置中的“私募市场”(私募股权和债权市场,其中私募股权比重占主导地位)的投资占比提高非常快。2002 年这 34 支基金的资产总规模是 6 040 亿美元,其中,私募股权资产仅占 10%,2020 年总资产为 8.5 万亿美元,私募股权市场占比高达 30%。与 2018 年相比,2020 年私募股权资产规模净增了 5 900 亿美元,从 1.96 万亿美元提高到 2.55 万亿美元。

(四)捐赠基金与基金会规模虽小,但却是不可分割的组成部分

捐赠基金和(慈善)基金会(endowments and foundations)是非盈利组织和机构持有的用于社会公益的资金池。捐赠基金是指校友、慈善家或其他捐赠者提供的资金或其他金融资产,通过投资专业人士管理,实行永久性地投资,其长期稳定的投资回报收入用于支持大学、医院、博物馆或其他慈善机构,原始本金通常保持不变。基金会包括私人基金会和公共基金会,通常由个人、家族、公司和政府设立和资助,作为独立的法律实体,旨在支持慈善、教育、宗教、科学或其他慈善目的。与养老基金、保险资金和主权财富基金等长期资金相比,捐赠基金和基金会在规模上小很多。

据 2018 年哈佛大学肯尼迪学院发布的《全球慈善报告》^[17],私人财富的积累促进慈善部门迅速崛起,在全球 26 万个捐赠基金和基金会中,72%

是在过去 25 年成立的,其中,9.2 万个位于北美,15.4 万个位于欧洲,余下 1.4 万个分布在亚洲、中东、南美洲等其他地区。从机构分布情况看,全球 90% 的捐赠基金和基金会位于 25 个收入最高的发达国家。从 GDP 占比来看,荷兰的捐赠基金和基金会资产占 GDP 的比重最高,为 14.0%,其它国家依次为瑞士 13.3%,美国 4.8%,意大利 4.7%,英国 3.2%,德国 2.7%,西班牙 2.4%,法国 1.2%,澳大利亚 0.7%,等等。

截至 2023 年 6 月底,全球的捐赠基金和基金会资产规模约 2.2 万亿美元,从资产分布来看,美国约占 1.26 万亿美元(57%),欧洲 0.80 万亿美元(36%),其他地区 1 400 亿美元(7%)^[18]。在捐赠基金和基金会的支持项目优先排序中,教育位居第一(35%),人类服务与社会福利排名第二(21%),健康排第三(20%),文化艺术排名第四(18%),等等。调研数据显示,捐赠基金和基金会的投资组合中持有最多的资产是股票(55%),其他资产占比依次是另类资产投资(18%),债券(10%),现金(7%),等等。

二、国际比较视域下中国长期资金构成特征分析

上文对全球范围的养老基金、保险资金、主权财富基金、捐赠基金和基金会等四类长期资金进行了估算。首先将长期资金分为全球、发达国家和美国等三组国家进行比较,然后将三组国家四类长期资金规模和构成占比进行估算,分析其主要特征,在此基础上分别估算中国四类长期资金的规模,进而从国际比较的视角对中国长期资金存在的问题和现状进行较为深入分析,尤其对全球长期资金规模排名前 15 国的四类长期资金规模及其占比情况进行详细比较研究,在将中国长期资金构成进行对比之后发现,中国长期资金存在两个优势和两个短板。

(一)发达国家长期资金规模及其构成

根据上述长期资金四个部分构成的粗略估算与分析(见表 1),得知全球长期资金规模约 118.6

万亿美元,相当于当年全球 GDP 的 126%。其中,发达国家的长期资金为 90.9 万亿美元,占全球长期资金的 77%,美国拥有长期资金 49.4 万亿美元,分别占全球和发达国家长期资金的 42% 和 54%。这三组国家的数据显示,长期资金的空间分布主要集中在发达国家,并且主要集中在美国。

表 1 2021 年全球范围、发达国家和美国的长期资金构成与占比(规模:万亿美元)

长期资金三组来源		全球范围		发达国家		美国	
		规模	占比 (%)	规模	占比 (%)	规模	占比 (%)
长期资金	养老基金	60.6	51.0	58.9	64.8	40.0	81.0
	保险资产	44.0	37.1	26.0	28.6	7.8	15.8
	主权财富基金	11.8	10.0	4.0	4.4	0.3	0.6
	捐赠基金与基金会	2.2	1.9	2.0	2.2	1.3	2.6
长期资金规模总计		118.6	100	90.9	100	49.4	100

注:捐赠基金与基金会为 2023 年 6 月份数据。

在全球范围、发达国家和美国这三组国家的长期资金构成中,养老基金、捐赠基金与基金会的占比依次一组比一组高,而保险资金和主权财富基金在其长期资金中的占比则依次一组比一组低。在这三组国家长期资金中,养老基金占主导地位,均超过 50%,美国甚至高达 81%;其次是保险资金,均超过 15%,但全球范围内高达 37.1%,发达国家平均水平为占比 28.6%。

(二) 中国长期资金规模估算与特征分析

伴随中国证券资本市场建立及经济持续高速增长,资本市场长期资金有了迅速发展,四类长期资金从无到有,规模从小到大,迅速成为国民经济建设和社会融资中长期资金和股权资金的主要来源,成为资本市场的“压舱石”,为稳定资本市场发挥了重要作用。

第一,主权财富基金在中国长期资金构成中具有重要地位。如同很多发展中国家那样,中国主权财富基金是长期资金的主要来源之一,从而形成中国长期资金来源结构的一个重要特征。中国有两支主权财富基金:一支是 2000 年成立的全国社会保障基金(SSF),资产规模 0.39 万亿美元^[19],全球财富基金规模排名第十;另一支是 2007 年成立的中国投资有限责任公司(CIC),资产规模达 1.35 万亿美元^[20],全球排名第二。两支主权财富基金总

资金规模达 1.74 万亿美元。

第二,保险资产规模与日本和英国并列全球第二,保费收入全球第二。2021 年中国保险资产规模为 24.89 万亿元人民币,保费收入达 4.50 万亿元人民币^[21],仅次于美国,位居全球第二,是名副其实的保险大国。多年来,收益率基本稳定在 3%~4%,例如,2023 年第二季度的人身险公司年化财务收益率和综合收益率分别为 3.27% 和 4.41%,财产险公司的年化财务收益率和年化综合收益率分别为 3.52% 和 4.14%。在保险资金运用和资产配置方面,以 2023 年第二季度为例,人身险公司大类资产配置是 9% 为银行存款,44% 为债券,8% 为股票,6% 为证券投资基金,10% 为长期股权投资,等等;财产险公司是 19% 银行存款,债券为 35%,股票为 6%,证券投资基金为 9%,长期股权投资为 6%,等等。

第三,养老金制度取得巨大成就,三支柱养老金种类逐渐齐全。2001 年中国基本养老保险只有城镇职工养老保险,其累计余额仅为 1 054 亿元人民币^[22],相当于 GDP 的 0.95%;2011 年在增加新农保试点和企业年金之后,中国各类养老金总规模提高到 2.43 万亿元人民币,占 GDP 比重提高到 4.98%;截至 2022 年,各类养老金积累总计达 11.97 万亿元人民币,相当于当年 GDP 的 9.89%,其中,第一支柱公共养老基金 6.99 万亿元人民币(城镇职工养老保险和城乡居民养老保险),第二支柱私人养老金 4.98 万亿元人民币(企业年金 2.87 万亿元人民币,职业年金 2.11 万亿元人民币)。第一支柱基本养老保险制度已覆盖 10.5 亿人,第二支柱企业年金覆盖 3 010 万人,职业年金覆盖近 4 000 万人,第三支柱个人养老金开立账户人数 4 030 万人^[23]。

第四,捐赠基金和基金会起步较晚,但发展很快。截至 2021 年,全国基金会数量共有 8 263 家^[24],包括基金会在内的慈善组织净资产大约 2 000 亿元人民币^[25]。作为公益慈善的另一个主要形式,慈善信托诞生于 2016 年颁布的《慈善法》,2017 年原中国保监会和民政部联合颁布《慈

善信托管理办法》之后,慈善信托稳健发展,截至 2023 年 6 月,备案设立的慈善信托达 1 360 单,初始财产 60 亿元人民币,财产余额超过 200 亿元人民币^[26]。这样,与 2 000 亿元人民币的慈善组织的净资产一起,作为长期资金,中国的捐赠基金和基金会的资产规模总计约为 2 200 亿元人民币。

(三)中国长期资金规模全球排名第三,但结构亟待优化

中国长期资金总规模为 7.06 万亿美元,其中养老基金规模为 1.6 万亿美元,占中国长期资金的 22.7%;保险资产 3.69 万亿美元,占长期资金的 52.3%;主权财富基金为 1.74 万亿美元,占比为 24.6%;捐赠基金和基金会为 0.03 亿美元,占全国长期资金的 0.4%。从全球排名上看,中国长期资金规模总量仅次于美国和英国,位居第三,在全球长期资金占比高达 7.0%,也位列第三,与第二名英国只差 5 500 亿美元。在改革开放短短几十年里,中国长期资金取得了令世人刮目的伟大成就,且养老金和商业保险等领域正处于成长期,在可预见的未来,中国长期资金规模有可能超越英国而进位为全球第二。

但是,我们也应看到中国长期资金相对于 GDP 总量而言占比很低,只有 40%,在 15 国中排名倒数第一。除德国和意大利外,其余 12 国均超

过 100%,其中,8 国超过 200%,挪威超过 300%,丹麦超过 400%。这说明,中国的长期资金还存在较大距离,与中国 GDP 规模不尽匹配,未来发展空间还很大。尤其是对全球各国长期资金规模进行排名时,发现其集中度非常高,前 15 国的长期资金规模达 95.7 万亿美元(见表 2),占全球长期资金的 80.8%,其中美国长期资金规模遥遥领先,在 15 国中占比超过一半。

在长期资金的来源构成上,中国有两个优势:一是主权财富基金较为发达,两支主权基金的投资收益率成绩上乘,基金规模在 15 国中位居榜首。二是保险资产规模排名与日本和英国并列全球第二,在中国长期资金中占比超过 50%。但我们也应看到,中国长期资金来源构成明显存在两个短板:养老基金在规模上排名第六,在中国长期资金中占比仅为 22.7%,明显低于绝大多数发达国家,既不利于扩大长期资金来源渠道,更不利于夯实应对人口老龄化的社会财富储备;捐赠基金和基金会资产在长期资金构成中占比仅为 0.4%,倒数第二,大大低于 15 国平均水平,不利于推动发展慈善事业和第三次分配。由此看来,优化长期资金来源构成不仅是活跃资本市场的需要,也是积极应对人口老龄化、提高民生福祉和实现共同富裕的需要。

表 2 2021 年全球长期资金规模排名前 15 国(规模:万亿美元)

排名	国别	长期资金				养老基金		保险资产		主权财富基金		捐赠和基金会	
		规模	全球占比(%)	占该国 GDP(%)		规模	占该国长期资金比重(%)	规模	占该国长期资金比重(%)	规模	占该国长期资金比重(%)	规模	占该国长期资金比重(%)
1	美国	49.37	41.6	212	其中	40.00	81.0	7.81	15.8	0.30	0.6	1.26	2.6
2	英国	7.61	6.4	229		3.80	49.9	3.69	48.5	0	0	0.12	1.6
3	中国	7.06	6.0	40		1.60	22.7	3.69	52.3	1.74	24.6	0.03	0.4
4	日本	5.30	4.5	106		1.50	28.3	3.69	69.6	0.01	0.2	0.10	1.9
5	加拿大	4.30	3.7	215		3.20	74.4	0.93	21.6	0.16	3.7	0.01	0.3
6	法国	3.85	3.2	134		0.36	9.4	3.45	89.6	0	0	0.04	1.0
7	德国	2.91	2.5	68		0.34	11.7	2.42	83.2	0.02	0.7	0.13	4.4
8	澳大利亚	2.63	2.2	170		2.30	87.5	0.18	6.8	0.14	5.3	0.01	0.4
9	荷兰	2.39	2.0	237		2.10	87.9	0.14	5.8	0	0	0.15	6.3
10	瑞士	2.04	1.7	255		1.40	68.6	0.52	25.5	0	0	0.12	5.9
11	韩国	1.91	1.6	106		0.57	29.8	1.13	59.2	0.17	8.9	0.04	2.1
12	挪威	1.73	1.5	353		0.06	3.5	0.27	15.6	1.37	79.2	0.03	1.7
13	丹麦	1.62	1.4	407		0.93	57.4	0.67	41.4	0.01	0.6	0.01	0.6
14	意大利	1.55	1.3	73		0.27	17.4	1.16	74.9	0	0	0.12	7.7
15	瑞典	1.47	1.2	230		0.68	46.3	0.76	51.7	0	0	0.03	2.0
总计/平均		95.74	80.8	102		59.11	61.7	30.51	31.87	3.92	4.1	2.20	2.3

三、制订国家长期资金发展战略的构想和建议

进入 21 世纪 20 年代,中国长期资金构成的四个来源发展迅速,在改善社会融资结构和促进国民经济发展等方面做出了应有贡献。在长期资金源头活水方面,中国有自己独有的优势和特征,也有明显的劣势和不足。其中,总量不足和结构失衡是两个突出问题。中国长期资金总量占 GDP 比重在 15 国排名中较低的事实反映在资本市场上就是长期资金持股占比太低,严重制约资本市场的健康发展。但结构失衡的事实显示,中国长期资金的发展空间还很大,我们对此既要有信心,还应有规划和政策措施,将 15 国平均 GDP 占比 102% 作为参照。引入更多的长期资金入市是活跃资本市场的重要举措,但扩大长期资金的源头活水是前提。作为活跃资本市场、提振投资者信心的重要举措,中国应适时制订“国家长期资金发展战略”,促进长期资本形成,发挥长期资金优势,助力资本市场高质量发展。为此,本文提出如下构想和建议。

(一) 制订“国家长期资金发展战略”有利于推动金融高质量发展

中国长期资金优劣势的国际比较分析显示的两个劣势和两个优势,其本质一是总量不足,二是结构失衡。在这两个突出问题中,所谓总量不足是指,虽然中国长期资金的绝对数量上在全球前 15 强中排名第三,但相对于 GDP 占比只有 40%,在 15 国中倒数第一。所谓结构失衡是指在中国长期资金构成中,虽然四部分长期资金都有很大增长潜力,但很显然养老金是一个“洼地”,增长空间最大,占比应逐渐提高到首位。因此,逐步解决中国长期资金存在的这两个主要问题是推动金融高质量发展的一个必选项。

解决总量不足与结构失衡这两个突出问题的关键是前者,即解决结构失衡的前提是首先要增加长期资金的总量,在长期资金增加总量的过程中逐渐调整结构失衡问题。换言之,在克服两个劣势和发挥两个优势的改革进程中应渐进有序,

有章可循,应强化长期资金战略,增加长周期资金有效供给,制订“国家长期资金发展战略”,深度推进资本市场投资端改革,有效加大中长期资金引入力度。在“国家长期资金发展战略”中,其战略目标应该对各部分长期资金的增长与发展进行优先排序,优化短期货币流动性与强化长期资金战略规划协同,应更多关注长期资本流动性,可以将发展养老基金置于首要地位,发挥其长期资金的优势,更好发挥市场“稳定器”作用,作为突破重点;其战略目标应将 2035 年和 2050 年作为两个重要时间节点,分别作为近期目标和长期目标并对四部分资金的增速做出规划,对增量做出量化,对前景做出预测。

要站在促进经济增长、扩大消费内需、提高人民生活水平的高度来理解制订“国家长期资金发展战略”的重要性。坚定不移走中国特色金融发展之路、推动中国金融高质量发展、建设金融强国需要长期努力,久久为功^[27],资本市场改革要加大资本市场对中长期资金的吸引力,切实改善投资者预期,提振投资者信心。因此,资本市场需要充沛的长期资金,需要制订“国家长期资金发展战略”规划,助力资本市场高质量发展。发展长期资金与稳定资本市场是良性互动的,增加长期资金与提高国民福祉是互惠互利的。制订“国家长期资金发展战略”符合坚持金融以人民为中心的价值取向和金融服务实体经济的根本宗旨。

(二) 制订“国家长期资金发展战略”有利于加快长期资金潜在存量的转化进程

如果说总量不足与结构失衡这两个突出问题涉及的是长期资金的增量改革,那么,从存量改革来看,养老基金为资本市场提供长期资金始终存在“死角”。例如,截至 2022 年,第一支柱基本养老保险基金累计资产余额 7 万亿元人民币,其中只有 1.2 万亿元人民币委托给全国社保基金实施市场化投资^[28],即只有 17% 转化为资本市场的长期资金,还有 5.8 万亿元人民币分散在地方财政专户

之中。基本养老保险基金实施市场化投资管理办法已进入第 9 个年头,83% 的存量养老基金尚未形成有效的长期资金进入资本市场,这说明养老金投资体制改革明显落后于资本市场的改革进程。国家长期资金发展战略可以引导社保基金、企业年金、保险资金等中长期资金的主要管理者制订合理的投资计划,促进中长期资金的形成和转化。

加快建设与金融强国相匹配的现代资本市场体系,扩大长期资金的源头活水是活跃资本市场的重要举措,同样,将尚未进入资本市场的基本养老保险基金这支重要的长期资金的“源头死水”盘活也是题中应有之义。制订“国家长期资金发展战略”可在国家层面的政策指导下和协调下,加大三支柱养老金制度改革力度,扩大长期资金的增量,同时,又能推动 5.8 万亿元人民币的存量养老基金尽快进入资本市场,尽早将其“变成”长期资金。企业年金可尝试逐步放开职工个人投资选择权^[29]。同时,应深入发展权益类基金,积极推动各类中长期资金参与资本市场,统筹解决资本市场中长期资金供给不足等问题的行动纲要。大力发展企业年金、职业年金、各类健康和养老保险业务,提升储蓄有效转化为资本市场长期资金,核心是培育资本市场包括债券市场的机构投资者,应纳入“国家长期资金发展战略”规划,改善资本市场投资者结构。

(三) 制订“国家长期资金发展战略”有利于促进改革进入“双重议程”

中国长期资金亟需补足养老基金和慈善资金这两个短板,加快其发展步伐。这两个领域本属民生福祉,属于再分配和第三次分配,但在国家长期资金发展战略中,这两个民生福祉的改革站位更高并应将其纳入“双重议程”。一般而言,改革议程设定的过程、目标和动机均具有双重性质,它们可在系统安排的水平上同时进行,即民生福祉的落实与长期资金的获取将可同时实现。

在“双重议程”中,大力发展民生福祉与长期资金的方向和利益是一致的。比如,养老基金专

注于为其计划成员提供长期稳定的退休收入,倾向于长期主义的投资策略,以抵消短期市场波动,而长期资金秉持的可持续投资策略有利于稳定金融市场,通过分散投资来管理风险,旨在减少市场下滑的负面影响,客观上为整体经济稳定做出贡献。

在“国家长期资金发展战略”的“双重议程”中,养老金制度和慈善组织在遇到发展瓶颈时获得的政策资源也是加倍的,比如,在慈善组织和企业年金的税收政策支持方面,在职业年金单位缴费的财政安排方面,在个人养老金制度财税政策安排和扩大覆盖面激励手段等方面,均可获得多重政策支持,在第二、第三支柱养老金和慈善组织等这些处于劣势的长期资金源头活水上进行制度创新和取得制度突破,迅速扩大增量,甚至有可能化解多年未决的“老问题”,一举实现民生福祉与发展长期资金的“双赢”。

(四) 制订“国家长期资金发展战略”有利于建立统一的跨部际协调机制

中国证监会的职能是对全国证券期货市场依照法律法规进行统一监管,维护市场秩序,保障其合法运行。而发展长期资金则是一个系统安排,长期资金的渠道源头及其具体工作分散在多个部委。其他部委关于长期资金的计划安排和工作日程则服从于另外系统的运行规则。换言之,长期资金的提供方与长期资金的运行方之间存在着一定的制度藩篱。长期资金投资涉及的部门众多,未形成有效的政策合力。

制订“国家长期资金发展战略”可在国家层面产生跨部际的协同效应。长期资金的来源涉及养老金、保险资金、主权财富基金、慈善基金会等多个提供方的行政主管部门,甚至在制订部门政策时还涉及到财政部门的监管和介入、税收部门的协同和支持等。当它们被统一纳入国家级的发展战略,应由相关中央领导“牵头”,建立长期资金运管监督协调机制,以实现国家层面上的跨部际沟通与协同,在联合工作的常规机制下,现场办公的

效果容易形成政策合力,逐步推动和实现长期资金的阶段性目标。

参考文献:

- [1] 中共中央政治局召开会议 分析研究当前经济形势和经济工作[N]. 人民日报,2023-07-25(1).
- [2] 中国证券监督管理委员会. 证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问[EB/OL]. (2023-08-18) [2023-09-15]. <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7426770/content.shtml>.
- [3] 银行业理财登记托管中心与中国理财网. 中国银行业理财市场年度报告(2022)[R]. 2023:8-10.
- [4] United Nations Principles for Responsible Investment (UNPRI). PRI Signatory Sign-Up Guidelines, Eligibility and Categorization[R]. UK, UNPRI publishing, 2019.
- [5] OECD. Pension Markets in Focus 2022 [R]. OECD Publishing, 2023: 7-11,35.
- [6] OECD. OECD Insurance Statistics Yearbook 2010[R]. OECD Publishing, 2011:22,28.
- [7] OECD Statistics. Insurance Indicators [EB/OL]. [2023-11-20]. <https://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=INSIND>.
- [8] OECD. OECD Insurance Statistics 2022 [R]. OECD Publishing, 2023: 10,16.
- [9] International Association of Insurance Supervisors (IAIS). 2022 Global Insurance Market Report (GIMAR) [R]. IAIS publishing, 2022: 6.
- [10] National Association of Insurance Commissioners (NAIC). Capital Markets Special Report[R]. NAIC publishing, 2021: 2.
- [11] OECD. OECD Institutional Investors Statistics 2020[R]. OECD publishing, 2020: 11.
- [12] Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI). Fund Rankings by Total Assets [EB/OL]. [2023-11-12]. <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>.
- [13] BLUNDELL-WIGNALL A, HU Yuwei, YERMO J. Sovereign Wealth and Pension Fund Issues, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 14[R]. OECD Publishing, 2008: 5.
- [14] OECD. Pension Markets in Focus 2021 [R]. OECD Publishing, 2021: 53-54.
- [15] International Monetary Fund (IMF). Sovereign Wealth Funds-A Work Agenda[R]. IMF Publishing, 2008: 5.
- [16] HENTOV E, ALE J. How Do Sovereign Wealth Funds Invest? With Strategic Diversification[R]. State Street Global Advisors (SSGA), 2022: 3-5.
- [17] Harvard Kennedy School. Global Philanthropy Report [R]. Harvard Kennedy School publishing, 2018.
- [18] Foundation Mark. Assets and Grantmaking Trends [EB/OL]. [2023-11-12]. <https://foundationmark.com/#/grants>.
- [19] 全国社保基金. 全国社会保障基金理事会社保基金年度报告(2021年度)[EB/OL] (2022-08-18) [2023-10-15]. <http://www.ssf.gov.cn/>.
- [20] 中国投资有限责任公司. 中国投资有限责任公司2021年度报告[R]. 2021:25,65-66.
- [21] 国家金融监督管理总局.《2021年12月保险业经营情况表》和《2023年2季度保险业资金运用情况表》[EB/OL]. [2023-10-20]. <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/tongjishuju/tongjishuju.html>.
- [22] 人力资源和社会保障部. 人力资源和社会保障事业发展统计公报 [EB/OL]. [2023-10-20]. <http://www.mohrss.gov.cn/>.
- [23] 人力资源和社会保障部.《2022年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》《2022年度全国企业年金基金业务数据摘要》和《人社部举行2023年二季度新闻发布会》[EB/OL]. [2023-10-20]. <http://www.mohrss.gov.cn/>.
- [24] 李济慈. 基金会是一本大书:中国基金会40年发展侧记[N]. 慈善公益报,2022-01-10(4).
- [25] 李庆. 民政部:三大举措进一步发挥慈善事业的第三次分配作用[N]. 公益时报,2021-09-21(3).
- [26] 高传捷. 助力慈善事业 信托大有可为[N]. 中国银行保险报,2023-07-25(5).
- [27] 习近平在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班式上发表重要讲话[N]. 人民日报,2024-01-16(1).
- [28] 全国社会保障基金理事会. 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(2021年度)[EB/OL]. (2022-09-16) [2023-10-20]. <https://www.ssf.gov.cn/portal/xxgk/fdzdgknr/cwbg/yljjndbg/webinfo/2022/09/1664865877855617.htm>.
- [29] 姚金海,邹家骏,张燕. 资产型养老金是否应赋予个人投资选择权:基于风险态度异质性对资产配置影响的实证研究[J]. 金融监管研究,2022(9):58-73.

(本文责编:辛 城)