

拯救未来

加拿大养老金“1997 改革”纪实

[加] 布鲁斯·利特尔 (Bruce Little) ◎著 郑秉文 等◎译 张笑丽◎校译



Fixing the Future
How Canada's Usually Fractious Governments
Worked Together to Rescue the Canada Pension Plan

 中国劳动社会保障出版社

拯救未来

加拿大养老金“1997 改革”纪实

[加] 布鲁斯·利特尔 (Bruce Little) ◎著 郑秉文 等◎译 张笑丽◎校译



Fixing the Future
How Canada's Usually Fractious Governments
Worked Together to Rescue the Canada Pension Plan



中国劳动社会保障出版社

图书在版编目(CIP)数据

拯救未来：加拿大养老金“1997 改革”纪实/(加) 布鲁斯·利特尔 (Bruce Little) 著；郑秉文等译. —北京：中国劳动社会保障出版社，2016

ISBN 978 - 7 - 5167 - 2733 - 1

I. ①拯… II. ①布…②郑… III. ①退休金-劳动制度-经济体制改革-研究-加拿大 IV. ①F249.711.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 320247 号

Fixing The Future: How Canada's Usually Fractious Governments Worked Together to Rescue the Canada Pension Plan (2008) by Bruce Little.

Copyright © Canada Pension Plan Investment Board. All rights reserved.

Simplified Chinese translation right © 2017 by China Labor & Social Security Publishing House.

中国劳动社会保障出版社出版发行

(北京市惠新东街 1 号 邮政编码：100029)

*

中青印刷厂印刷装订 新华书店经销

787 毫米×1092 毫米 16 开本 23.5 印张 347 千字

2017 年 2 月第 1 版 2017 年 2 月第 1 次印刷

定价：58.00 元

读者服务部电话：(010) 64929211/64921644/84626437

营销部电话：(010) 64961894

出版社网址：<http://www.class.com.cn>

版权专有 侵权必究

如有印装差错，请与本社联系调换：(010) 50948191

我社将与版权执法机关配合，大力打击盗印、销售和使用盗版图书活动，敬请广大读者协助举报，经查实将给予举报者奖励。

举报电话：(010) 64954652

中文版序一

我刚刚卸任财政部部长，转到全国社会保障基金理事会工作，就收到郑秉文教授送来的译著书稿草稿：布鲁斯·利特尔所著《拯救未来：加拿大养老金“1997 改革”纪实》。仔细读过之后，强烈地感到应当推荐给中国读者。

第一，因为此书可读性高。叙述体的方式，给出加拿大养老系统的概况，然后聚焦其中的“加拿大养老金计划”（CPP）。从 1966 年 CPP 产生的原因、过程，发展 20 年后面临不可持续的难题，到随后联邦和各省政府、议会，特别是央地财政投入改革的努力，娓娓道来。加拿大联邦制的背景，更使央地博弈、妥协以及社会广泛参与波澜壮阔，引人入胜。

加拿大养老保障体系是金字塔形的，最底层是低水平普惠式的养老保障计划和收入补充保障计划（OAS-GIS）。前者待遇相当于平均工薪所得的 14%，后者基于家计调查，对没有多少其他收入的老年人进一步补助。OAS-GIS 基于联邦税收，是福利性和再分配性质的，体现了公共财政的再分配职能一般由中央负责的基本原理。

第二层级以上都是保险式的，并非福利性质的，这就是 CPP，它是由雇主和雇员共同缴费形成的养老金，多缴多得，并不是再分配性质。CPP 在整个就业期间需强制缴费，由政府机构管理，累积结余也由政府管理投资，因此属于社会养老保险。

第三层级是注册养老金计划（RPPs），它是税优型的，由雇主和雇员协商缴费，交由市场机构管理，相当于我国的企业年金和职业年金。

第四层级就是税优型的个人养老金制度，也可称之为商业养老保险，在我国还没有展开。

CPP 是央地在 1966 年共同建立的，这时第二次世界大战及以前工作的人们逐步进入退休年龄。20 世纪 50 年代建立的 OAS-GIS 只能保障最低水平的退休生活，经济迅速繁荣，在职薪酬较快增长，人们没有忘记老的一代。他（她）们在

战前的经济衰退和战时经济中度过宝贵年华，但收入却比较低。建立 CPP 对老一代人适当补偿，并作为社会稳定的长期机制，成为联邦和各省政府以及全社会的共识。

当时的 CPP 缴费率为 3.6%（雇主和雇员各半），退休金与缴费收入挂钩，一般为退休前五年缴费基数 25%。CPP 建立后出于对早退休群体的同情，20 世纪 70 年代快速的通货膨胀，以及政治家慷慨的承诺，退休金提标几乎是无纪律的，也无人重视专业精算师的警告。直到八九十年代之交，全社会和政治家终于重视了。精算表明，CPP 将在 2004 年耗尽，或者逐年提高缴费率，2030 年达到 14.2%，才能维持。这使得代际公平问题凸显，CPP 可被视为部分积累制（虽然公共积累额不多），是由工作的一代人部分负担退休一代人的养老金待遇给付。不能让孙辈供养祖辈，社会有这个基本共识。特别是政府和社会主流都明白，CPP 的给付是政府的承诺，如果 CPP 不能精算平衡，则政府只能用增税或者财政赤字去兑现给付承诺，仍旧是由纳税人承担，而赤字不过是由后代纳税人承担，从而使财政系统深深地卷入了改革，并成为主角。财政部与各省财政厅全面协调合作，基于不同的历史背景、财政实力、理念，各省的立场各异，但合作是总基调，终于在 1997 年达成了 CPP 改革方案。其间的故事跌宕起伏，充分反映了各方面意见的冲突和妥协、社会的理解、公务员队伍的专业精神和担当、关键政治家为国家长远计的胸怀。

其中最值得财政部门关注的是 CPP 的修订需经联邦和 2/3 的省同意，而且这些省的人口要占全国总人口的 2/3 以上。这一条甚至比联邦宪法一般修订的条件还要严苛，后者仅需占总人口的一半以上。严苛的条件决定了改革协调的艰难。那么，为什么联邦政府接受这么严苛的条件，这要从 1966 年 CPP 建立之前的协商讲起。加拿大是联邦制，宪法规定加拿大政府和省政府共同承担促进机会均等、提供质量合理的主要公共服务事业的义务，加拿大政府更负有均衡各省公共服务水平的义务，从而使类似 CPP 这样重要领域的公共服务要由加拿大政府主导，各省共同决定。在 1966 年 CPP 建立协商时，各省的理念是不一致的，其中人口最多、经济最发达的安大略省要求联邦政府管理该省独立的养老金计划，如果连锁反应发生，则会出现联邦政府管理一系列省级养老金计划，这样会使国

家养老金计划丧失因提供便携式养老金所具有的劳动力流动优势，从而不得不让渡了今后制度修订的否决权，换来了体制的完整性。从公共财政学上讲，维护市场的统一性，包括劳动力市场的流动性，是中央政府事权。从这一角度看，加拿大政府的妥协是值得的。CPP 对任何省份的就业者缴费率和退休者替代率是统一的，劳动力流动是顺畅开放的，退休老人选择养老地是无障碍的。劳动力作为最活跃的生产要素，具有充分的流动性，对人们福祉的提升、生产效率的提高作用巨大。1966 年 CPP 的建立尽管不完美，但的确是一次顶层设计。

第二，从此书叙述的各个事例中，可以体会出社会养老保障的基本原理，这对于理论和实务工作者有深刻的启迪。

社会养老保障具有贫困老年人救助和强制性养老保险双重属性。在加拿大，两者是分开的。前者主要由 OAS-GIS 组成，用一般税收为全体退休者和其中的特殊困难群体提供低水平的保障，属于再分配性质。后者是 CPP，是国家立法强制所有就业人员都要参加，互助共济、风险（寿命长短）分担的制度安排，属于社会养老保险性质，没有再分配属性。

社会养老保险体制可以有多种模式选择。一般来说，从筹资模式上可分为现收现付制和积累制，从给付模式上可分为按个人积累或缴费确定型（DC），以及待遇确定型（DB）。实际上不存在完全的现收现付制，因为这需要在每年精算的基础上不断调整缴费率或替代率，以实现年度收支平衡。现实存在的被称为现收现付制的，实际上都是部分积累，在一定时期年度收支结余放在公共积累账户中统一运营，同时在定期精算的基础上，周期性地调整保险参数，以保持长期精算平衡。加拿大的 CPP 就是这种体制。部分积累制在给付模式上可以与 DC 或 DB 相结合。与 DB 相结合的组合，较易融入再分配机制，但激励约束不足，可持续性堪忧。与 DC 相结合也被称为记账式个人账户制度，体现多缴多得、长缴长得，可持续性强，但不易融入再分配机制。近十年来，由于不可持续，甚至把国家拖入危机，一些实行 DB 制的国家把再分配属性剥离出来，用其他政策工具实现，将 DB 制改为 DC 制，出现了责任清晰、制度可持续的局面。加拿大的 CPP 吸收了 DC 制的优势，如给付标准为在职最后五年缴费平均数的 25%，激励约束还依靠具有垂直管理一致性的缴费征管体系维护。

完全积累制在逻辑上只能同 DC 相结合，因为完全积累将建立实存个人账户，给不出理由按 DB 给付，同他人分享。同样的逻辑，做实个人账户的资金应由个人承担风险收益，不应由政府统一运营。在 1997 年 CPP 改革的准备时期，一些机构和省份主张转向完全积累制。1994 年世界银行提出三支柱养老保险体系，力主第一支柱即社会养老保险采取完全积累做实个人账户的模式，并以智利模式为推荐样板。尽管十年后世界银行的态度有所改变，转而主张记账式个人账户制，那是后话，但在 CPP 改革的准备时期，影响还是很大的。在这种情况下，加拿大专门考察了智利模式，财政部坚决反对此种模式，并得到大多数省份财政厅的支持，坚定地在 CPP 基础上寻求改进，重点是提高可持续性和代际公平性。这是正确的选择。

在完全积累制下，个人决定实有资金账户的委托管理人，是与社会保险的原理相冲突的。每个人的财富创造能力是高度不确定的，生命长短更是高度不确定的。政府为了防止一部分人步入老年生活无着，一些人更为长寿但累积财富已耗尽，除了用一般税收对老人给予低水平补助外，强制性地要求每个人在就业期间缴存一部分收入，投入到公共管理的保险中去，以确保退休后终身保有基本生活，这就是社会养老保险的简单道理。完全积累制逻辑上的矛盾有三：第一，个人账户资金由个人决定（有时是雇员和雇主共同决定），委托给具有哪一类风险特征的哪一家的基金管理人，个人创造财富的高度不确定性再一次影响退休后的基本生活，这违背社会养老保险的基本属性。第二，社会养老保险是强制性的，就隐含着政府的给付承诺。虽然从整体上看，私人管理机构可以控制好风险，获取相应的收益，但一些管理机构会运作失败，这就迫使政府对不确定性的过程和后果不得不干预。例如，根据年龄段限制个人可选择资产的风险类型（典型的是 50 岁以后只能购买国债），让绩优基金去兼并失败的基金，甚至是政府保底收益。这些举措都造成道德风险，也是不公平的。重要的是，个人决定资产配置常常存在问题，那就是年轻时没有经验，不会资产配置，当积累了经验并会配置时就要退休了，来不及了，这是这个制度的一个问题。第三，分散的私人机构管理基金成本很高，不符合社会养老保险成本最小化的要求，例如智利的管理成本达到 2.3%。以上这些问题在智利模式运行若干年后都发生了，以至于有的社保专

家认为是失败的例子。在这里我就不做评论了。

社会养老保险的另一共性难题，是代际补偿的处理问题，特别是系统初建，早期未能缴费造成整个就业期缴费不足的人群，其部分养老金支付需要后代人补偿。以此类推，代际补偿应逐步递减。完全积累模式下，当代人只负担本代人的积累，初建期制度性缴费补偿需一次性解决。智利的做法是政府向参保人发行“认购券”，在其个人账户中记入一笔债权。这些政府债务实际上是由后代纳税人偿还的，也是代际补偿的一种方式。在部分积累制下，是由当代人和后代人提高缴费率，建立公共积累账户，平滑地解决代际补偿。这种做法容易造成政府和社会不切实际的幻觉，公共积累账户中资金很多，往往给付提标比较慷慨，特别是 DB 色彩比较浓的组合，更有这种倾向，因此精算就更为重要，以指导周期性调整诸如缴费率、替代率、退休年龄等社保参数，以保持长期精算平衡。

20 世纪 90 年代初的 CPP 就面临类似的情况。独立精算显示，除非将当时 3.6% 的缴费率逐步提高到 2030 年的 14.2%，并维持下去，CPP 才能保持当前的支付政策，不致破产。14.2% 的固定缴费率将极大损害加拿大的竞争力，尽管这一情景会逐步显现，但足以促使负责任的政治家行动起来，终于在 1997 年达成了改革方案。第一，在给付方面加强纪律约束，延续了准 DC 的待遇确定机制，退休金年度调整标准为上一年的 CPI。对伤残抚恤金和遗属抚恤金加强规范。第二，在缴费方面，快速提高费率，到 2003 年达到 9.9%，并长期固定，从而快速增加公共账户积累资金。第三，成立加拿大养老基金投资公司（CPPIB），由专业团队市场化运作公共账户积累资金。联邦和省组成的理事会给予管理层充分的授权，可以在全球配置各类资产，而且不必配合加拿大政府和各省政府的发展计划，唯一的目的是获得风险调整后的超额回报，业绩基准是 $CPI + 3$ 个百分点，从而弥补 $14.2\% - 9.9\%$ 为 4.3% 的精算缺口。

这一方案体现了公共部门的专业性和责任担当，也体现了全社会的责任感，不能让孙辈承担祖辈的支付缺口，“我们这一代人要扛起来”。我在中投公司工作期间与 CPPIB 有过合作，这是一家受业界尊敬的投资机构。CPPIB 不负政府和人民的期望，成立近 20 年来，以略低于 1% 的管理成本，年化净回报率达到 6%，超过业绩基准。

第三，这本书揭示的一些内容，对中国养老金体系改革是很有益的，是有一定启发的，相信此书的读者能从书中获得启发、感到触动，这也是我向中国读者推荐此书的重要原因。

我国的社会养老保险体系是高度碎片化的，公平性和可持续性都不足，效率也比较低，理论基础相对薄弱，例如精算平衡的概念直到三年前的党的十八届三中全会才得以正式确立。这方面我们不必苛求前人，毕竟在1997年初建体制时，社会主义市场经济体制的改革目标才确立不久。当前整个系统的可持续性已受到巨大挑战，改革的再一次顶层设计已经摆在我们面前。又如，建立精算报告制度很重要，它可使人们有前瞻性，使人们能够考虑到几十年之后养老金的公平和效率问题，能够未雨绸缪。再如，带有社会救助性质的基本收入制度向全体退休者尤其是特殊困难群体提供最低水平的保障制度，它具有再分配性质，是公共财政的责任；而强制性的社会养老保险制度强调的是精算平衡，体现的是多缴多得、长缴长得、可持续性，但融入再分配机制是很难的。这两个制度在加拿大是分开的，这个特点值得我们注意。

楼继伟

中国财政部前部长、全国社会保障基金理事会理事长

2017年1月20日

中文版序二

《拯救未来：加拿大养老金“1997 改革”纪实》在大约十年前首次出版时，距离加拿大联邦政府和省级政府全力合作改革公共养老金计划以实现其可持续发展已十年之久。布鲁斯·利特尔（Bruce Little）对这段历史的记录及对其后续影响的分析无论是在本书发行时还是在今天，都具有重大意义且能引起共鸣。

实际上，加拿大 20 年前努力应对的那些问题也是目前世界各国仍然需要正视的：如何应对预期寿命延长和人口老龄化？哪些政策有助于实现代际共享和公平？怎样保证公共养老金计划具有可持续性和精算合理性？如何建立并管理养老基金资产？怎样投资公共养老基金并对其实施监管？

1997 年加拿大壮志满怀地以公开、透明的方式解决了这些问题。最终的解决方案尽管并未解决退休储蓄及老年人面临的全部挑战，但的确帮助我们以及决策者在工作中处于优势地位而未陷入危机。基于这些原因，这本书译成中文出版很令人激动，相信一定会大受欢迎。

为了真正明白 CPP（加拿大养老金计划）和 CPPIB（加拿大养老基金投资公司）的来龙去脉，首先了解一下 20 世纪 90 年代初加拿大的财政和经济状况是很有必要的。

1993 年时任政府上台执政时，加拿大的财政状况正陷于困境之中。联邦政府几乎用了 30 年的时间才实现预算平衡。赤字飞涨，国家债务越积越多，联邦政府筹措的资金中每 1 加元有 36 分要用于偿还债务，这意味着这些基金不能用于投资医疗保健和教育等社会服务项目或用来提升未来的经济竞争力。

必须要有所行动了。在广泛征询民意后，1995 年联邦预算的发布扭转了这种局面。幸运的是我们的努力取得了成功，四年时间里财政赤字就转为盈余状态，我们可以再次投资于需要优先考虑的关键领域。加拿大的负债占 GDP 的比重在 G7 成员国中从最高变成最低。

然而，在应对财政赤字时，我们仅仅解除了威胁加拿大财政前景的诸多定时

炸弹之一。另外一个威胁与退休收入制度相关。

到1997年，CPP面临的压力日益凸显。20世纪60年代，CPP在联邦政府和省级政府的合作努力下得以建立，目的是解决老年人的贫困问题并为所有工作人口提供适度且有保障的养老金待遇。作为公共政策工具，CPP可谓非常成功。它极大地减少了贫困老年人数量，并迅速成为加拿大退休收入制度的一个支柱。然而，30年后CPP陷入困境。每年的待遇支出开始超过缴费收入，未筹资债务日益增多（甚至超过国家债务总额）。

这不仅意味着CPP越来越不可持续，而且公众对CPP的信心也日渐削弱。我们自己的研究表明，年轻人对其退休前景的态度从悲观变成只能听天由命了，人们简单地认为到他们退休时已经无法享受公共养老金了。

解决办法很明显，但是在政治上没有吸引力。为了恢复CPP的精算偿付能力，政治倾向相互矛盾的政府需要通力合作，共同提高雇主和雇员的缴费率。由于均衡联邦预算时已经做出了巨大的牺牲，政府有些不愿意再进行一次重大的结构性改革。但是作为财政部部长，我强烈地感觉CPP不得不进行改革。故意任由CPP走向失败，不仅会使未来的老年人大失所望，而且会使我们为均衡联邦预算做出的所有努力无效。它也会使加拿大在国内和国际上重新获得的公信力化为乌有。

现代民主主义政治家经常会受到这样的指控：为了短期的选举利益而不顾长期的挑战。在这种情况下，全国各省的财政厅厅长挺身而出。实施的改革涉及逐渐增加保险费，最终CPP再次具有可持续性，公共养老金恢复正常，我们的基本目标得以实现。

然而，未来的挑战依然存在。为了避免历史重演，我们需要从长远考虑优化基金管理，确保建立一种能促进基金增长的体制结构。

正是这些目标导致了CPPIB的建立。为公共养老金建立独立运行的投资委员会的主张史无前例，这似乎是政府非常厌恶的事。毕竟，政府通常情况下更愿意直接控制大额基金来源以及重要的经济政策杠杆。

然而，我们坚信为了重塑公众信心并且确保可靠的投资回报，很有必要采取这种方式。我们的目的是让养老基金独立于政府之外，由经验丰富的金融专家进

行管理，从而完全不受政治或选举因素的束缚。现在回想起来，这种独立管理模式对 CPP 的成功至关重要。此外，我们认为只是嘴上说说 CPPIB 将独立运营还远远不够，我们必须用实际行动证明这一点。

行动开始于明显与政治不相关的理事会。实际上，我们比这还要更进一步。为了强调建立由私人部门专家组成的独立理事会的决心，我们下放了对任命理事的权力，以使投资委员会进一步免受政治的影响。由德高望重者组成的提名委员会成立了，负责招募、确定 CPPIB 理事会成员。新一届理事会定下了专业性的基调（这是我们所希望的），立刻招募了一批最优秀的金融界人士组成管理团队。

资本市场已经证明了使新的投资委员会专业化很重要，但我们还面临一个更重要的决定：授予 CPPIB 怎样的权力？

对所有试图了解 CPPIB 成功原因的人而言，这个问题比其他所有问题都更值得关注。大部分评论员的臆断是我们会在投资委员会的授权上施加一些人为的约束条件：基金要服务于各种各样的政治和政策目标。我们会命令投资委员会仅仅投资于国内公司吗？基金可能会用于养老金以外的其他目的吗？投资回报会受到政治家的干预和指导吗？

我们认为，所有这些问题的答案都是“不会”。我们决定建立 CPPIB 时的政策目标有且只有一个：实现 CPP 的健康和可持续发展。基于这一目的，我们对投资委员会的授权简单、明确且不含杂质，我们在法律中明确规定，“使基金免受不当的风险损失以保证收益最大化”。

我认为，这种简单的授权是 CPPIB 成功的基石。仅关注使收益最大化有助于消除其他所有干扰。市场不应该因投资被政治因素左右而受到破坏。基金管理人可以自由选择实行最好的财务策略；养老金领取者会因为 CPP 将使退休者受益（而且只为了退休者的利益）而重新恢复信心。

此外，还可以实现其他积极效果。投资收益最大化意味着基金规模将不断扩大，这反过来会吸引最杰出的金融和投资管理人为我国的养老金领取者提供最高超的金融投资策略支持。这又会因开放了只有市场上最优秀的金融“玩家”可以把握住的新投资机会而创造出额外的收益。

后来的结果不言而喻。CPPIB 已经发展成为全世界规模最大、最可靠的养老

基金投资管理公司之一，目前管理的资产总额高达 \$3 000 亿，远远超出了曾经的预测。这样的规模和能力赋予了它探索其他机构投资者无法进入的投资渠道的自由权。比如，CPPIB 是第一批活跃于中国市场的西方养老基金投资管理公司之一。如今，这笔历史遗产持续为两大经济体创造利益。

最重要的是，CPPIB 赋予公共养老金计划的财务稳健性已经帮助成千上万的加拿大人实现更加有保障的退休生活。我们有理由相信，养老基金至少在未来 75 年里具有精算合理性。

综上所述，建立 CPPIB 的决定得到了大多数加拿大人的支持，而当时参与这件事的许多人对它产生的这些结果相当满意。

书中描述的改革后的 20 年里，联邦政府和省级政府再次团结在一起，得益于 CPP 的精算合理性，后来的讨论不再关注如何节省公共养老金或做出艰难的决定来实现未来的可持续性。在一定程度上由于 CPPIB 的成功运作，我们反而开始考虑提高 CPP 待遇以进一步支持老年人的退休收入。这在某种程度上可以说是 20 年前我们所做决策的最有价值的遗产——你们将要阅读的这本书完美地阐述了相关细节。

有人会问：CPPIB 成功的秘诀是什么？没有秘诀。CPPIB 的成功在于其独立性以及简单明确的授权规定。

保罗·马丁 (Paul Martin)

加拿大前总理

2016 年 9 月 10 日

中文版序三

加拿大与中国长期以来一直保持着特殊的关系。1970年，时任加拿大总理皮埃尔·特鲁多（Pierre Trudeau）成为最早承认中华人民共和国的西方国家领导人之一，为之后几十年两国日益重要的伙伴关系奠定了基础。通过不断深入的对话和日益密切的经济往来，中加两国得以彼此借鉴，相互学习。无论是按民族还是按语言使用人数划分，中华民族都是当今世界上最大的族群，占世界人口总数的20%^①；而加拿大则是亚洲之外最大的华人聚居地。此外，加拿大和中国都面临着人口快速老龄化的问题，因而都需要采取相应的公共政策来应对这一挑战，以确保当代人和子孙后代都享有退休金保障。《拯救未来：加拿大养老金“1997改革”纪实》一书记录了加拿大养老金计划（CPP）自创立以来半个多世纪的发展中如何锐意改革，远图长虑，持盈保泰。因此，本书中译本的出版不仅安安合适，而且恰逢其时。

我曾在亚洲工作和生活达22年之久，就我个人而言，我很高兴能与尊敬的保罗·马丁（Paul Martin）先生和基思·安巴克彻（Keith Ambachtsheer）先生一道，为《拯救未来：加拿大养老金“1997改革”纪实》一书的中译本略尽绵薄之力。马丁先生曾任加拿大总理，此前曾推动并领导1997年加拿大养老金计划改革工作，而加拿大养老基金投资公司（CPPIB）正是这一改革的重要成果。安巴克彻先生则是加拿大最具声望和最受尊敬的养老金研究专家之一。

我将在本序中重点介绍CPPIB如何管理CPP基金，以确保基金得以延续并惠及后人。

CPPIB肩负着管理加拿大养老金计划1900万缴费者和受益人的养老基金的重任。十年前，CPPIB董事会和高级管理层做出了一个重要决定，从根本上改变了CPP基金的管理方式：采取更为积极的投资管理策略并建立更为多样化的投资组合，通过提高长期收益，更好地保障基金财务的长期可持续性。接下来的几

^① 《大西洋月刊》：<http://www.theatlantic.com/china/archive/2013/08/a-surprising-map-of-the-world-shows-just-how-big-chinas-population-is/278691/>。

年间，我们不断打磨自身技术能力和管理体制并构建了外部合作伙伴关系，确保 CPP 基金实现规模增长。

基思·安巴克彻在他所著的附录中会详细讨论这一决定。我想补充的是，做出这一决定绝非易事。很多投资者都追求高于市场回报的风险调整后收益，但能如此持续获利的则寥寥无几。积极的投资管理模式不仅会增加成本和运营的复杂性，还会带来额外的风险。为了证明积极管理模式的有效性，我们必须不断测算该模式可能产生的风险并与成本更低的被动管理模式进行比较。就此而言，得益于我们的积极管理模式，CPP 基金在扣除所有成本和运营支出的情况下，其规模在过去十年间增长了 171 亿美元，远远超出低成本被动管理模式所能带来的收益。

谈及 CPPIB 管理 CPP 基金的策略，就必须从公司的六大比较优势出发。这六项优势中，有三项是结构性优势，从这个意义上来说，这应当归功于加拿大联邦政府和省政府的远见卓识和睿智决定。

第一个结构优势是投资期限长。较长的投资期限，让我们能够以数十年，而非以季度或年为单位来衡量投资机会、收益和风险。我们可以洞察经济周期的盛衰，将发展方向锁定在能够取得更好的长期收益的投资项目上。第二个结构优势是凭借我们的资产确定性，在其他投资机构面临流动性压力时，CPPIB 依然有能力在动荡的市场中抓住机会。第三个结构优势是我们的资金规模在竞争激烈的全球投资市场中是一个巨大的优势。规模资本可以使任何一家投资机构以较低的成本构建内部实力，而这种内部实力是任何必须在本土之外，对不同资产类别进行多样化投资的机构所不可或缺的。得益于规模优势，我们能够参与到世界上规模最大的交易中。正是在这些结构优势基础之上，CPPIB 管理层才几经斟酌打造出了其他几个后天优势。

我们的后天优势来自于我们的人才及其专业知识。CPPIB 拥有一支世界顶级的投资团队，以其深刻的见解、丰富的经验和广博的行业知识，为我们开发出由长期、有形资产组成的多样化投资组合，进而为 CPP 基金带来源源不断的现金流。

我们与专业伙伴成功合作的能力对于我们如何投资、如何创造价值及运营业务来说十分重要。我们的外部合作伙伴为我们提供了重要的投资机会、深入的实地分析和经验以及持续的资产管理服务。最后一个后天优势是我们管理 CPP 基

金所采用的“投资组合管理模式”。投资组合管理模式不拘泥于单个资产类别，而是着眼于每项投资中最为本质和更为独立的风险回报因素。因此，我们能够更好地理解各类风险敞口，并将其纳入整体投资组合中来。

为了更好地利用这些比较优势，CPPIB 设立了全球性投资平台，将超过 80% 的 CPP 资产投资到加拿大以外的地区。我们这样做主要有两个原因：第一，加拿大市场在当今全球资本市场上所占的比重不足 3%。对于 CPPIB 来说，这个市场体量过小、不够多样化而且投资机会有限，仅在这一市场上投资，无法实现我们的收益目标。第二，考虑到我们的资金来源和用于福利的支出，CPP 基金在加拿大已面临极大的风险敞口。事实上，所有影响 CPP 基金经济存续能力的因素，包括实际工资增长、生育率、人口寿命、人口结构和移民等，都属于国内因素。因此，着重海外投资，既是为了满足运营体量如此之大的基金的迫切需要，也是为了谨慎地对冲 CPP 在国内的风险敞口。为获得国际投资机会并有效地管理风险，我们在全球设立了八个办事处。

长期投资是 CPPIB 实现为加拿大人提供退休金保障这一职责的根本所在，同时也融入了公司的基因。我们是非营利性组织“关注长期投资”（Focusing Capital on the Long Term, fcftglobal.org）的联合创始人和积极参与者。该组织致力于开发实用工具和方法，鼓励商业活动与投资决策中的长期行为。CPPIB 是多家上市公司的长期投资者并积极参与公司决策。我们会单独或与志同道合的投资者一起采取行动，支持这些公司采取明智的长期策略，从而有力地平衡短期行为对市场造成的压力。

无论是 50 年前 CPP 的建立，还是创立 CPPIB 的 1997 年改革，抑或是近期原则上扩大 CPP 规模的政府间协议，这些都是 CPPIB 的监管者——加拿大联邦政府和九个省府通力合作、高瞻远瞩的典范。而在接下来的半个世纪里，这一篇章将会继续书写。带着对使命的自豪，肩负着对职责的承诺，满怀着我们战略的信心，CPPIB 期待在未来写下自己浓墨重彩的一笔。

马勤 (Mark Machin)

加拿大养老基金投资公司总裁兼首席执行官

2016 年 11 月 30 日

序 言 一

给世界一个真实的改革故事

1999年3月，加拿大养老基金投资公司（CPPIB）收到了来自加拿大养老金计划（CPP）管理者总部的1.210亿加元。这笔钱立即投入到一个境内外股票的组合当中，以盯住市场指数的业绩。这个小事件开启了一个极具刺激和吸引公共政策眼球的大事件的闸门：用资本市场的回报来帮助退休、遗属和残障养老金提高可持续性，以兑现一个国家养老金计划的承诺。

这本书几乎囊括了关于提高CPP筹资水平和建立CPPIB并由其将养老基金资产投资于资本市场的所有涉及人口、经济、社会和政治的大事件与大辩论，旨在确保加拿大当代人与未来几代人的养老金待遇水平。加拿大人要是知道了这些故事，他们对公共政策的判断就具有足够的信心了，这是因为制定公共政策的目的是为了满足加拿大未来几代人对收入安全的保障，抵御来自时间维度的风险与不确定性。

这部历史覆盖了CPP自1966年成立以来30多年的历程，重点描述的是20世纪90年代中期的改革，因为这是一次大变革，它彻底打碎了CPP目前的固定范式，确定了一个崭新的前进方向。提高缴费率已不是什么新鲜事，但这次改革却不然：联邦政府与各省政府联合立法，决定切实削减待遇水平，创新融资技术，为CPP基金创建一个信托式的治理结构。所有这些将改变一切，但却能保证CPP待遇水平在未来几代人中是可持续的，并高度确信未来的缴费率绝对不会超过目前立法规定的9.9%。

只要历史能够全面、客观、坦率地展现出来，加拿大人就能对过去做出公正的评判。在CPPIB的支持和帮助下，作者布鲁斯·利特尔原汁原味的描述让读者