

王忠民的经济逻辑

在 2002 年到 2017 年的 15 年间，王忠民作为社保基金的操盘手，抓住了商业银行、保险公司等金融机构股份制改革的历史机会，带领社保基金走出了一条母基金的投资、管理和架构模式。

文 | 本刊访谈主笔 马力

2020 年，中国资本市场发生了一件大事，蚂蚁集团启动在 A 股科创板和港股同步上市，市场低位估值突破 2000 亿美元。全国社会保障基金是其最大的外部股东。对蚂蚁集团的这笔投资，成为社保基金历史上收益率最高的一笔股权投资。未来，在国家需要的时候，这些收益会成为养老金进入中国老百姓的社保账户。

“先笑翻的肯定是蚂蚁集团的员工和马云，而我也笑翻了，因为社保基金在 5 年前用‘人民的利益’投了 5%，现在实现了 10~15 倍的涨幅，平均每年 2.5 倍。我们为什么敢于去投？就是因为我们对数字化金融有一个估值逻辑，可能从市盈率来看我们是投贵了，但从数字化底层逻辑来看其实我们是投便宜了。”王忠民笑着说。

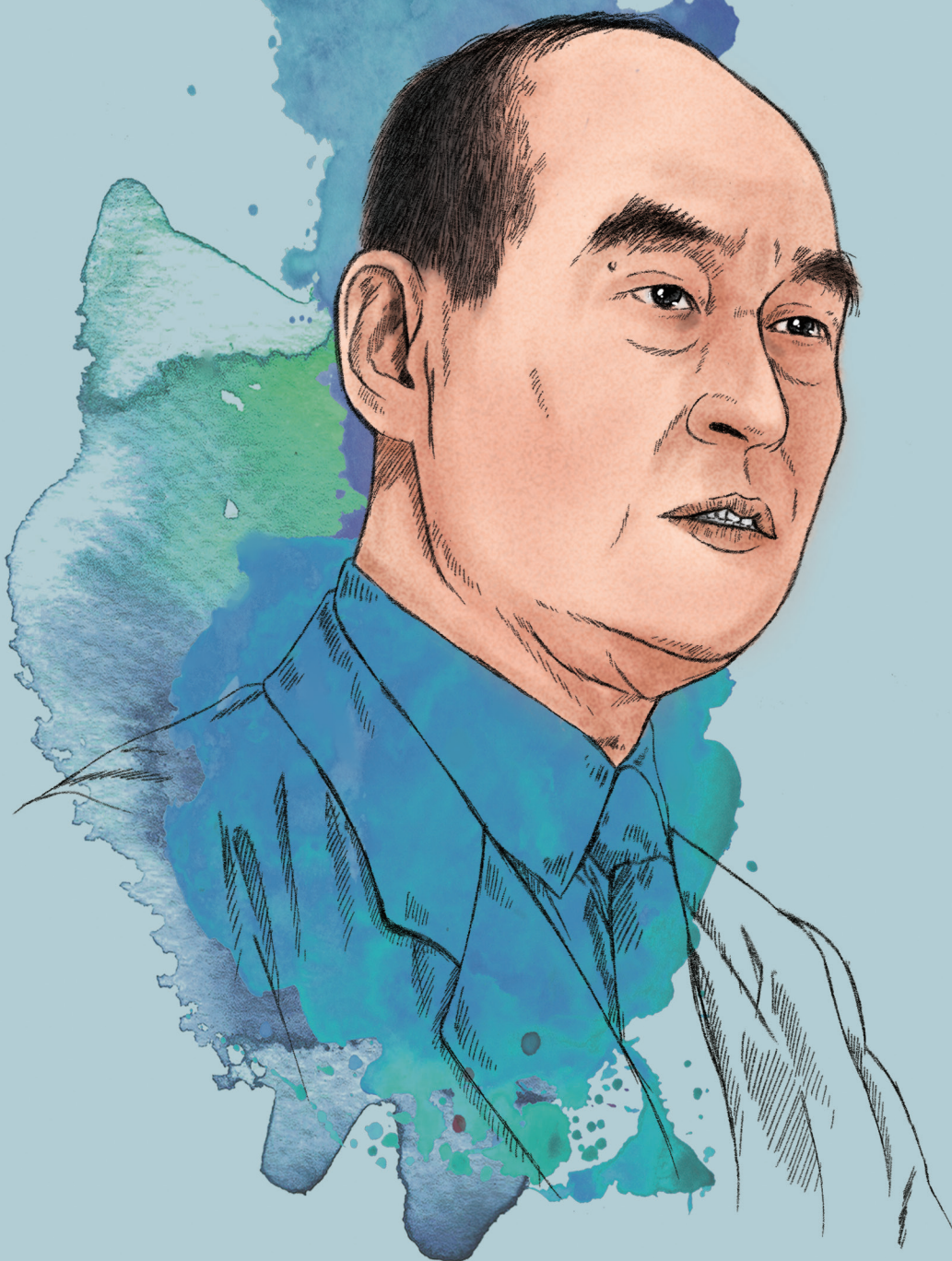
北京金融街上汇丰时代大厦全国社保基金理事会的会议室里挂着一幅《江山如画》，气势磅礴。在水墨画下，社保基金原副理事长王忠民接受了《英大金融》的专访，向笔者讲述了他从西北大学求学到管理社保基金期间 40 余年的心路历程，这也是他首次袒露心声。他的经济学逻辑从投资蚂蚁集团谈起。

投资蚂蚁金服的逻辑

“社保基金对投资公司非常谨慎，我们投资代表的是人民的利益，也要用人民的逻辑来投。尤其是直接的股权投资，资金规模大，有比较大的政府、民众背书效应，安全是第一位的。所以，社保基金的直接股权投资，多半都是和民生息息相关的金融、零售、交通领域的国有企业。除了要有投资价值，投资声誉也要有保障。也就是说，这家企业本身在商业声誉、社会价值方面是被社会、民众认可的，也要有足够的贡献。蚂蚁集团是符合这一条的。”王忠民开门见山地说。

王忠民回忆，入股蚂蚁金服，是对方主动发来邀请的。

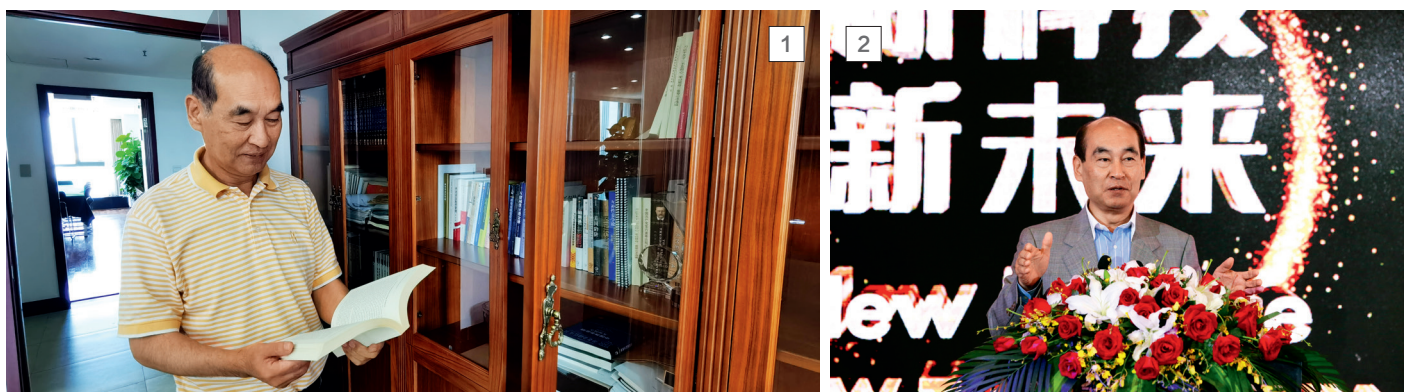
2014 年 3 月，马云带着当时蚂蚁集团 CEO 彭蕾，还有投资团队来北京拜访全国社保基金理事会。马云说与老百姓分享这个底层逻辑，和社保基金的理念是一致的。蚂蚁集团的支付宝、余额宝、花呗、借呗等底层的逻辑也是普惠性、国民性，让很多原先无法获得金融服务的人可以获得信用、贷款等服务。



王忠民

全国社会保障基金理事会原副理事长，第九届全国政协委员，第十七届、十八届中央纪律检查委员会委员。曾任西北大学党委常委、校长，陕西省政府党组成员、秘书长，省政府办公厅主任、党组书记，陕西省安康市市委书记。

插画 | 网中鱼



“对于是不是要投，内部没有分歧。分歧在于怎么投资和投资的价格。当时按照社保基金投资管理办法，我们不能投民营企业。要入股蚂蚁集团只有两种方法可选：一是向国务院和财政部申请，走单项审批，也就是特批流程；二是争取政策放宽投资范围。当时团队内部有人觉得走单项审批好。我自己的态度比较坚决，要政策，不要走特批。”

“我希望让团队明白，社保基金要投资新经济领域是趋势决定的，我们不是为了这次入股蚂蚁集团去寻求政策支持，而是为了社保基金的长远发展。投资团队不能满足于找到一只‘蚂蚁’，以后还要去找其他更多的‘蚂蚁’。只有政策上允许，这一块我们才能看得长远、做得持久。”王忠民谈及投资决定背后的故事。

投资价格是另一个分歧，蚂蚁集团 A 轮估值 350 亿美元。2015 年 5 月，这笔交易上投资委员会审核的时候，有人觉得这个估值是不是太高了。但在王忠民看来，数字化时代，只要能加载数字化的逻辑，就能让资本的价值突飞猛进。在任何新数字化前端场景培育起来的赛道之中，第一家都会具有先发优势，通常这一

家会占到全赛道场景的 50%，金融只会比这个集中度更高。蚂蚁集团的估值方法肯定不能参考传统企业，即使是和互联网电商、社交 App 对比，它的估值也应该是更高倍数的。

“这在城市的发展逻辑中同样适用，哪些城市数字化逻辑运用得最好，哪里将是中国未来经济的亮点。这就要回归到问题的本身——数字化基础设施。”王忠民用他的经济学逻辑分析道。

王忠民的经济学逻辑是什么？这要从他求学西北大学讲起。

从经济学家的摇篮走来

西北大学历史悠久，肇始于 1902 年的陕西大学堂和京师大学堂速成科仕学馆，抗日战争时期改为西北联大，与西南联大一样，成为近代教育史上的丰碑。中华人民共和国成立后，张曙光、刘世锦、魏杰、张维迎、王忠民等一批著名经济学家从这里走来，故西北大学素有“青年经济学家摇篮”之美誉。

1978 年，在陕西省华阴黄河工程机械厂当工人的王忠民，抓住恢复高考的历史机遇，成

为西北大学经济系的一名学生，如玉兰花开，从此开启了他不一样的人生。

“中国未来的发展会怎样？这就是我那时学经济学探讨的题目。1985年那个时候，中国的基础设施还比较薄弱，我的硕士研究生论文写的是铁公基、城市公用水气煤等基础设施投资建设，对中国工业化和城市化进程如何发挥作用？这个底层逻辑对现今的新基建仍然适用。”

“新基建即数字化基础设施，它和铁公基物理基础设施不同。物理基础设施的投资有税收，能带动产业增长，而带动得越多、服务对象越多，单一成本就会越低。但达到峰值以后，边际成本就会递增，不利于继续延展。但数字化基础设施改变了这一逻辑曲线，源代码免费提供给金融、工业、消费等各种数字化的场景使用，突破物理形态的限制，边际成本基本为零，而传播和延展则是无边界的。”王忠民正是用基建的底层经济学逻辑成功投资了蚂蚁集团。

时间回溯到1986年，《纽约时报》出现了“厉股份”三个字，这是推进中国股份制改革北大教授厉以宁的称号，世界惊呼中国与股份制握手；王波明、高西庆等一批留美学生在筹划建立中国自己的证券交易所。此时的王忠民考上了中国社会科学院研究生院博士，师从著名经济学家杨坚白先生，从国民收入分配的角度研究资本与社会保障制度、体系的建设。或许是历史的巧合，他们不约而同地成为日后推动中国资本市场建设的重要一份子。

博士期间，王忠民深入研究了19世纪70年代采取自助的“德国俾斯麦型社会保障模式”和美国通过资本市场建立起来的完全基金式的“401K养老保险制度”。对比之后，他最强烈的感受是“美国社会保障制度的账户体系比较

丰富，保障性资金可以持续，个人、企业、政府有机地在社会保障的不同账户体系当中扮演着各自的角色和作用，从而有效实现对全社会的保障功能。这套制度既能解决社会保障的稳定问题，也解决了资本生成和社会的发展的问题，在当前资源配置和未来资源享用回报之间搭起了一座有效的桥梁。”

为了学术研究更上一层楼，1991年，王忠民漂洋过海，到英国基尔大学经济系从事博士后的研究工作。“那个时候，我清楚地看到英国前期完整的工业化和城市化进程，我国才刚刚开始。比如，伦敦雾都和泰晤士河的治理，让我明白绿色可持续发展的逻辑是什么；Email代替邮政系统，让我对互联网和数字经济有了深刻认识；还有英国的REITs基金（房地产信托投资基金）如何用证券化来进行城市的开发等等。”

从英国学成归国的王忠民，在1993年成为西北大学经济管理学院副院长、教授、博士生导师，1997~1999年担任西北大学校长。他一直把“公诚勤朴”四个字的校训牢记心中，“发扬民族精神，融合世界思想，肩负建设西北重任。”这也成为1997年他赴哈佛大学肯尼迪学院做访问学者的动因。

“我做访问学者有三点收获：其一，看到了不一样的教育制度，公立大学和私立大学两种制度扮演着不同的角色，它们既是竞争又是协同。比如查尔斯河畔哈佛和麻省理工，它们不仅是成功的私立学府，还是高科技产业的核心，培养了大批成功的校友，每年都收到很多校友的捐赠，它们可以高薪挖来研究人才，提供充裕的研究经费，创设新的学科，这种灵活的运作让教育发挥了更大的作用。其二，看到了华尔街以资本为核心构建的社会金融制度体系，通过资本市场配置资源，支持科技创新并

1 王忠民在位于北京金融街汇丰时代大厦的全国社会保障基金理事会接受《英大金融》杂志的专访，首次袒露心路历程。

2 王忠民在数字论坛上发表“社保投资蚂蚁金服的底层逻辑”的演讲，认为“云”一定是数字化时代的工具和数字化时代最强大的基础设施。

诞生伟大的公司。其三，社会保障制度的整套逻辑如何嵌套到特殊产业，比如福利彩票如何运行，可以符合大众逻辑和社会福利逻辑。”王忠民总结说。

英美的两次访学，王忠民从社会绿色可持续发展的角度，先进教育的角度，发达金融的角度，收获了西方经济学的逻辑。他结合本土实际情况，在西北大学开展了一系列相关课题的研究，并开设了先进实用的课程，深受同学们的喜爱。

1999年到2002年，王忠民转身担任陕西省政府秘书长，省政府办公厅主任。这期间，他积极实践，推动市场经济体制改革；实验现代的负面清单制度；用产权经济学的逻辑设立相关交易所，最大程度地降低市场主体的各种交易风险和交易成本。

王忠民在2002年到2003年任陕西省安康市委书记期间，更是提出“建设安康小康社会，走‘经营绿色安康’之路”的发展理念。他认为，从发展经济学和一个区域的经济发展的来说，一个城市得有自己的卖点，这个卖点是其他地方难以复制的，西安后花园的“绿色安康”就是这个卖点。治理一方水土，造福一方百姓的逻辑，正是王忠民受英国城市化进程的绿色可持续启发而践行的。

而就在王忠民在陕西从政推进一系列经济改革之际，中国的资本市场发生了一件大事，这也再一次改变了他人的人生轨迹。

国有股“减持”变“转持”

由于历史原因，我国社保的缺口很大，单靠现有在职人员缴纳和国家财政补贴无法有效弥补这个缺口。2000年8月，为积极应对未来人口老龄化高峰时期养老金缺口，加快社会保障体系建设、构建社会主义和谐社会，党中央、

王忠民在2002年到2003年任陕西省安康市委书记期间，更是提出“建设安康小康社会，走‘经营绿色安康’之路”的发展理念。

国务院决定建立“全国社会保障基金”，同时设立“全国社会保障基金理事会”，负责管理运营全国社会保障基金。开始以部分国有股充实社保基金，落实多渠道筹集社保基金的资金来源。

2001年6月，国务院下发《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法的通知》，宣布凡国家持有的股份有限公司（包括在境外上市的公司）向公共投资者首次发行和增发股票时，均应按融资额的10%出售国有股，所得资金上缴社保基金。

按这个政策，国有股在新股发行的时候就直接出售了，然后将股票套现的资金交给社保基金，减持政策的实质就是社保基金拿到的是现金。然而，这个政策推出后立刻在股市上引起轩然大波，股民的直接反应是“圈钱”，于是“用脚投票”，上证指数在创出2245点的历史新高后，7月份开始进入大幅下跌的熊市行情，股市的大幅下跌使得国有股减持政策无法实施，4个月后即被紧急叫停。

2003年，一直研究国民收入分配和保障体制的王忠民受命出任全国社会保障基金理事会股权部主任，来化解这个棘手的难题。“社保基金筹措资金已是迫在眉睫，为此，我们与包括财政部、国资委、工信部等多个部门筹划多种办法来解决资金来源，如国有资本投资的留存收益等转为社保基金持有等，但都未成功，开局可谓困难重重。”王忠民回忆说。

“突破口是一个字的改变：将国有股‘减’持改为‘转’持，这背后是一篇大文章。减持是出售国有股，所得资金上缴社保基金，而转持是国有股转由全国社会保障基金理事会持有，卖出时间由社保基金自行判断，一个是现金，一个是股票，并且在承继原国有股东禁售期的基础上延长3年禁售期。”

王忠民把这—个字的改变比喻为“一石三



鸟”，“首先，社保基金所换的股权长期锁定，对于投资者来讲，国有股减持的压力将进一步缩窄，起到稳定股市的作用；其次，随着持股数量不断增多，社保基金对市场的影响力将大大增强，奉行长期投资、价值投资、责任投资，对培育中国资本市场、树立健康的投资理念会发挥积极推动作用；再次，社保基金作为股东，派董事参与国有企业的公司治理，有利于推动国有企业治理结构的完善，促进证券化改革，增加协同效应。”

国有资本，来之于民，用之于民，填补全国社会保障基金的缺口，全民共享，增进民生福祉。社保基金成立 20 年来，资产总额达到了 2.6 万亿元，累计投资收益额 1.25 万亿元，年均投资回报率 8.15%。未来国家需要的时候，经过国务院审批，这些钱可以划拨给社会保障

王忠民回母校西北大学演讲。

部门，用来给老百姓发放养老金。

从 2002 年到 2017 年，15 年间，王忠民作为社保基金的操盘手，抓住了商业银行、保险公司等金融机构股份制改革的历史机会，在这一阶段，社保基金主动开展直接股权业务，投资四大国有银行、AMC 资产管理公司和中国人寿等保险公司，也直接投资民营机构或移动互联网金融的业务，掌握了投资新产业、新产品和新经济的机会，有了文章开头的对蚂蚁集团成功投资。

“我们在社保基金的投资中，不自觉地走出了一条母基金的投资、管理和架构模式之路，成为专门投资于其他证券投资基金的基金，因为专业机构的激励机制更加充分，对市场的敏感度和表现较成熟，采取委托方式可以让专业机构和社保基金的规模和投资诉求同步成长，也可以避免出现基金管理人员数量不够，难以深入到细微和专业市场层面的问题。社保基金已经成为母基金在中国市场中的代表和典型案例。”王忠民强调，中国母基金已形成独立的力量和投资生态。

专访临近结束，王忠民特意谈到了他对社保“第三支柱”改革的建议：第三支柱是指社会养老的个人账户，需要减税和延税的政策保障。把现在 8% 算在五险一金当中的（金额）从个人账户当中剥离出来，免去个人所得税，等于降税降了 8%，还免了 8% 的税，同时降低了企业的成本。进一步来看，延税逻辑不仅可以使投资者在证券资本市场当中做长期的投资，而且可以持续地把当年的收入滚进本金当中，产生出足够的复利结果。

“我的经济学逻辑就是在中国改革开放四十年发展中不断践行的逻辑，与时俱进，富民强国。”王忠民望着窗外的繁华金融街，若有所思。E