

社会保障基金与 证券投资基金

主 编 闫 炘 喻大学
副 主 编 黄 列 邹亚明
参与编写人员 马洪丹 周 纲
潘 烜 王 娜
蒋 璆 谭鹏万

復旦大學 出版社

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 邮编: 200433

86-21-65118853(发行部);

86-21-65644348(邮购)

fupnet @ fudanpress. com

http:// www. fudanpress. com

经 销 新华书店上海发行所

印 刷 印刷厂

开 本 850×1168 1/32

印 张 00.00 插页

字 数 000 千

版 次 2002 年 月第一版 2002 年 月第一次印刷

印 数 1—00 000

定 价 00.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

内 容 提 要

全文共分七章,第一章主要以美国和英国为例对国外社会保障制度和证券投资基金的发展历史及它们之间的互动关系作了简略介绍;第二章第一部分描述了我国证券投资基金的发展历史和现状,第二部分则对我国社会保障基金的制度变迁作了详细介绍;第三章主要目的是提出我国社会保障制度理想的目标模式,为此,该章首先介绍了我国社会保障制度目前存在的主要问题,然后对与社会保障制度的相关国情进行了分析,在此基础上通过对世界上各种模式的比较研究,提出我国目前理想的社会保障制度模式应具有高度的社会化、多层次化和法制化等特点。第四章从社会保障基金需要证券投资基金和证券投资基金也需要社会保障基金这两个方面论述了我国社会保障基金和证券投资基金走向融合的必要性并对这种融合的制度条件进行了分析。本文最后三章分别对我国社会保障基金的3个主要层次全国社会保障基金、企业年金和个人账户基金的投资管理问题进行了论述。由于这3种基金所处层次不同,资金来源,性质不一样,因此,它们在投资管理体制、投资组合策略和风险控制等方面各有特点,当然,由于这3种基金同属社会保障基金,又都是利用证券投资基金进入资本市场,所以它们在投资管理方面又具有共性的一面,对此我们在文中都进行了具体分析。

序

社会保障制度是一项极其重要的社会经济制度安排,因此,对社会保障制度的研究一直是各国经济学界和政策制定者关注的重要课题。本书即是从社会保障基金与证券投资基金相互关系角度作出的最新研究,其研究成果填补了国内相关研究的空白。

从历史上看,社会保障制度对一国社会、经济发展的作用有一个渐进演变的发展过程。最初,社会保障制度是出于保障一国最贫穷人口的基本生活水平而建立的,它最主要的功能是保证社会稳定。由于社会保障基金的来源和运用是在国民收入初次分配的基础上进行的,因此社会保障制度对社会公平也有一定的调节作用。但是,正如在其他经济领域一样,公平与效率的关系问题在社会保障制度方面也始终是一对基本的矛盾。这种矛盾在社会保障制度发展历史的初期还不太明显,但是当许多国家进入福利时代,这种矛盾就显得尤其尖锐。因此,为了提高生产者的积极性,改善人力资源配置效率,这些国家纷纷对社会保障制度进行了改革。改革的方向主要是社会保障体制由现收现付制全部或部分地向基金积累制转变,其目的就是为了在保证公平的基础上尽量提高人力资源配置效率。

作为各国社会保障制度主流模式的基金积累制虽然改善了人力资源配置,但是与现收现付制相比,它却积累了大量的资金资源,这部分资金资源如得不到有效利用,那么由此造成的效率损失可能会大于人力资源配置效率的提高,这样改革就可能会得不偿失;而且,随着人口老龄化时代的到来,再考虑通货膨胀等因素,社

会保障基金的支付压力将越来越大。所有这些,都迫切要求通过一定的渠道对社会保障基金进行投资管理以达到其保值增值的目的。

显然,资本市场应该是社会保障基金投资的最重要的渠道之一。不过,社会保障基金进入资本市场的方式却值得认真研究。这是因为,资本市场风险巨大,而社会保障基金对资金的安全性要求又特别高,在这样的约束条件下,社会保障基金通过证券投资基金进入资本市场应该是一种比较理想的方式。

本书就是在探讨中国社会保障基金和证券投资基金的关系方面所作的一个初步尝试。纵观全书,我觉得在以下几个方面尤其引起重视:

1. 西方发达国家在社会保障基金与资本市场的关系方面作了大量的研究并有丰富的实践经验,但是在我国,由于社会保障制度的改革刚刚起步,证券市场也很不发达,因而目前国内对证券市场与社会保障制度的关系所作的研究还比较少,从这个意义上来说,本书的选题具有较强的前瞻性,它的出版应能推动我国学术界对社会保障制度与资本市场的关系作进一步深入的研究。

2. 目前无论是发达国家,还是发展中国家,因多种因素的影响都对自己的社会保障制度进行改革,我国也不例外。社会保障制度的改革是一项巨大的系统工程,它涉及千千万万人的利益,而且我国是一个转型经济国家,改革的难度尤其大,现在我国社会保障制度改革步伐明显放慢,一个重要的原因就是随着改革的进一步进行,一些深层次的矛盾如隐性债务问题、企业缴费率过高问题等渐渐暴露出来,这些问题不解决,改革很有可能无功而返。本书从社会保障基金与证券投资基金之间的关系出发,提出了解决这些问题的一些新思路,相信对相关的理论界与实务界人士有一定的参考价值。

3. 社会保障基金的管理是社会保障制度改革的重要内容,也

是改革能否取得成功的关键环节,本书在借鉴国外成功经验的基础上,结合中国的国情,提出将社会保障基金分成 3 个部分,并对它们分别采用不同的模式进行管理,这一改革方案应该具有较强的现实性和可操作性。

是为序。

陈继勇

于湖北武汉

2002 年 9 月 18 日

目 录

第一章 国外证券投资基金与社会保障基金的发展概述	1
第一节 美国证券投资基金与社会保障基金的发展概述	1
一、美国证券投资基金的发展概况	1
(一) 美国证券投资基金的发展历史	1
(二) 美国证券投资基金的现状	6
二、美国社会保障基金的发展概况	9
三、美国证券投资基金与社会保障基金的关系	15
(一) 美国基金投资者的特点	15
(二) 美国社会保障基金对证券投资基金的内在需求	21
(三) 美国证券投资基金与社会保障基金市场的良性互动	23
第二节 英国证券投资基金与社会保障基金的发展概述	25
一、英国证券投资基金的发展概况	25
(一) 英国证券投资基金的发展历史	25
(二) 英国基金业的发展现状	27
(三) 英国基金业近来的创新	31
二、英国社会保障基金的发展概况	37
(一) 社会基本养老金	42
(二) 私营养老计划	43
(三) 个人养老金计划	45
(四) 英国近年来推出的新养老金计划	47
三、英国证券投资基金与社会保障基金的关系	48
(一) 英国证券投资基金投资者的特点	48
(二) 英国社会保障基金对证券投资基金的内在需求及之间的	

互动	52
----------	----

第二章 我国证券投资基金与社会保障基金的发展概述	55
--------------------------------	----

第一节 我国证券投资基金的发展概况	55
-------------------------	----

一、我国封闭式证券投资基金发展概况	55
-------------------------	----

（一）基金市场 1999 年回顾	55
------------------------	----

（二）2000 年基金调整期	57
----------------------	----

（三）2001 年基金又一轮大扩容	60
-------------------------	----

（四）2002 年基金发展	62
---------------------	----

二、开放式基金的发展概况	69
--------------------	----

（一）2001 年 3 只开放式基金首次亮相	69
------------------------------	----

（二）2002 年开放式基金发展概况	74
--------------------------	----

三、我国基金管理公司的发展概况	76
-----------------------	----

（一）1998 年首批成立的基金管理公司	76
----------------------------	----

（二）1999 年成立的 4 家基金管理公司	79
------------------------------	----

（三）2001 年成立的 6 家基金管理公司	81
------------------------------	----

（四）2002 年基金管理公司概况	82
-------------------------	----

第二节 我国的社会保障基金发展概况	83
-------------------------	----

一、养老保险基金	84
----------------	----

（一）制度变迁	84
---------------	----

（二）养老保险发展现状	88
-------------------	----

（三）养老保险亟待解决的关键问题	88
------------------------	----

二、我国人口医疗保障分析	90
--------------------	----

（一）中国医疗体制改革的形成和运行	90
-------------------------	----

（二）我国现行医疗保险制度存在的问题	91
--------------------------	----

（三）中国医疗体制改革实践	92
---------------------	----

（四）新型职工基本医疗保险基金	95
-----------------------	----

（五）改革现状	97
---------------	----

（六）改革中存在的难点	98
-------------------	----

三、失业保险制度	98
----------------	----

(一) 失业保险基金的建立	98
(二) 失业保险现状	100
四、工伤保险制度	100
五、生育保险制度	101
六、最低生活保障制度	101
七、“两个确保”措施	102
八、社会保障管理体制的改革	103
第三章 我国社会保障制度的目标模式设计	104
第一节 目前我国的社会保障基金制度存在的主要问题	104
一、筹资方面的问题	104
(一) 社会保障基金筹集的基本方案	104
(二) 目前社会保障基金筹集所面临的困难	105
二、支付方面的问题	108
(一) 基金流失现象严重	109
(二) 人口老龄化对社会保障支付的压力	109
(三) 转型期间的高失业风险带来的失业保险支付压力	111
(四) 提前退休政策对养老保险基金的负面影响	112
(五) 过高的替代率在扩大覆盖面过程中带来的支付压力	112
三、管理方面的问题	113
(一) 社会保障基金管理的基本模式	113
(二) 社会保障基金管理中存在的问题	113
四、转制成本的问题	117
(一) 基金“空账运行”现象日益严重	119
(二) 转制成本与隐性债务	120
(三) 养老保险体制中转制成本的估计	121
(四) 转制成本的偿还——转轨融资问题	121
第二节 我国社会保障制度的目标模式设计	122

一、社会保障制度设计理念	122
(一) 社会保障制度设计的基本原则	122
(二) 社会保障制度设计的基本目标	124
(三) 社会保障制度设计的指导思想	127
二、我国的国情	131
(一) 人口众多,生产力低下	131
(二) 人口结构呈现超前快速老龄化的趋势	132
(三) 体制转轨过程中政府负担过于沉重	133
(四) 经济发展不平衡,居民收入存在较大的差距	133
(五) 农民工、乡镇企业职工的社会保障以及城市化现象	135
(六) 工资外收入普遍存在	136
(七) 社会保障制度改革应力求与其他改革相促进	136
三、各种模式的比较	137
(一) 现收现付制	137
(二) 基金积累制	139
(三) 部分积累制	140
四、目标模式的理性选择	141
(一) 高度社会化的社会保障	142
(二) 多层次的社会保障	145
(三) 统分结合的社会保障	147
(四) 法制化的社会保障	148
第四章 我国证券投资基金与社会保障基金市场的互动与双赢	150
第一节 我国证券投资基金与社会保障基金市场的互动	150
一、社保基金入市对我国资本市场建设意义重大	150
(一) 我国资本市场已基本具备社保基金入市的条件	150
(二) 社保基金入市对我国资本市场建设意义重大	151
二、社保基金入市有利于我国证券投资基金的发展	155

(一) 社保基金的加入将改善我国证券投资基金的投资者结构	156
(二) 社保基金的加入将在基金市场上引入竞争机制,加快基金 管理市场化进程	158
(三) 社保基金的加入将促进我国证券投资基金的发展	160
三、我国社会保障基金的发展也需要证券投资基金和 资本市场	162
(一) 社保基金的筹集和运营需要资本市场	162
(二) 我国社保基金入市呼唤合格的投资基金管理人	163
(三) 证券投资基金是我国社保基金入市的主要投资工具之一	165
第二节 我国证券投资基金与社会保障基金市场的互动存 在的问题和对策	169
一、合格的投资管理人问题	169
二、封闭式基金充斥市场带来的缺陷	171
三、法律及监管障碍	175
(一) 完善社保基金管理的立法意义重大	175
(二) 必须加强对社保基金营运的监管	177
(三) 必须建立、健全社会保障行政监督和社会监督相结合的监 管体系	180
(四) 证券投资基金的立法仍存不足之处	181
第五章 全国社会保障基金的投资管理	186
第一节 全国社会保障基金的性质	187
一、全国社会保障基金的基本含义	187
二、全国社会保障基金的作用	187
三、全国社会保障基金的特点	189
四、全国社会保障基金的性质	191
第二节 全国社会保障基金的筹集	192
一、全国社会保障基金的筹资原则	192

二、全国社会保障基金的筹集渠道	194
第三节 全国社会保障基金投资管理模式	198
一、新加坡的中央公积金制度及其启示	198
二、各国社会保障基金管理变化的趋势	200
三、全国社会保障基金投资管理模式的选择及构建	201
(一) 全国社会保障基金投资管理的目标	202
(二) 全国社会保障基金投资管理的组织结构	202
(三) 全国社会保障基金投资的监管	205
第四节 全国社会保障基金投资组合风险的分析与防范	212
一、全国社会保障基金投资组合风险分析	212
(一) 全国社会保障基金投资组合风险的特点	212
(二) 社保基金投资组合风险的分类	213
二、全国社会保障基金投资组合风险的评估	217
(一) 专家调查法	217
(二) 指标分析法	218
(三) 经济计量评估法	221
三、全国社会保障基金投资风险防范的措施	224
(一) 建立风险准备金	225
(二) 利用金融衍生工具进行套期保值	225
第六章 企业年金基金的投资管理	229
第一节 投资管理方式	231
一、企业年金基金投资原则	231
二、基金管理经营模式	233
第二节 企业年金基金的投资	235
一、企业年金基金的特性	235
二、基金成长形态分析	237
三、基金投资工具及分析	238
四、投资政策的建立	251

五、企业年金基金的资产配置	256
第三节 企业年金的潜力投资工具分析	268
第七章 个人账户投资管理	279
第一节 个人账户投资管理体制	279
一、个人账户投资管理的体制	280
(一) 养老基金会	283
(二) 基金管理公司	285
第二节 个人账户投资管理的运营	287
一、个人投资目标的确定和养老基金会的选择	287
二、养老基金会的客户关系管理	290
三、基金管理公司的选择	297
第三节 个人账户投资管理风险的分析与防范	302
一、个人账户投资管理风险的种类	302
二、个人账户投资风险中的选择风险的分析与防范	306
三、个人账户投资风险中的道德风险防范	310
(一) 基金管理者人才市场——隐性激励机制	310
(二) 显性激励机制	313

第一章

国外证券投资基金与社会保障基金的发展概述

第一节 美国证券投资基金与社会保障基金的发展概述

一、美国证券投资基金的发展概况

美国证券投资基金大致分为三大类：共同基金（Mutual Fund）、单位信托（Unit Trust）、封闭式基金（Close-End Fund），前两类为开放式基金，在美国基金业中占有相当大的比重，而后一种则是传统上的封闭式基金。

（一）美国证券投资基金的发展历史

1. 美国共同基金历史

实际上，美国的证券投资基金源于 19 世纪的欧洲，特别是英国。1868 年英国成立了英国历史上的第一支证券投资基金“国外及殖民地政府投资基金”，这是一种封闭式基金，但英国基金业命途多舛，在经历了短暂的发展后，陷入了困境。然而美国的基金业却得到了迅速的发展。如同早期的英国证券投资基金一样，早期的美国证券投资基金全部都为封闭式基金。1924 年的 3 月，马萨诸塞投资者信托宣告成立，这是美国历史上的第一支真正意义上的开放式共同基金，它给投资者介绍了一种全新的投资方式：不断地发行新的股份，但是投资者可以在任何时候以净现值赎回他的

基金单位。但是接下来的经济大萧条使大多数的共同基金陷入了困境,因为当时的共同基金主要是股票基金,因此股市的大幅下挫必将导致共同基金业的萎缩。为了更好地保护投资者的利益,1933 年美国国会审议通过了《1933 年证券法》(1933 Security Act)要求对公开发行的证券进行信息披露。

1935 年美国证券交易所委员会(SEC)进行了一项特别的研究,从而导致了 1940 年投资公司法(Investment Company Act)在国会获得通过。此法为共同基金和其他类型的投资公司的运作提供了一个标准,从而更好地保护了投资人的利益,但尽管如此,共同基金在 20 世纪的 40—50 年代发展依然很缓慢。

在进入 20 世纪 50 年代后的 10 年里,由于经济发展强劲,股市日益繁荣,共同基金业因此受到激励,经历了一段时期的增长。在这一时期,大多数的基金投资在股票市场上,并在卖出基金时附加一般来说为 8.5% 的费用。但是这一增长并没有维持多长的时间,进入 70 年代后,由于股市的急剧下挫,股票基金已经很难销售出去了,而人们对短期或收入型的投资工具却兴趣大增。在这种情况下,一些创新的证券投资基金工具出现了,首先出现的是货币市场基金,这种基金以直销的方式提供给投资者,并没有传统的销售附加,并且这种基金允许个人投资者介入,在股市下跌时可以将股票基金比较容易地换成货币市场基金。在 20 世纪 70 年代末 80 年代初,货币市场基金的回报率攀升到了 2 位数,而此时的银行却因为法律方面的规定而不能对大多数的小额存款支付更高的利率。因此货币市场基金成为了个人、股份公司、信托公司和其他机构投资者喜爱的投资工具,货币市场基金的净资产从最初的 1974 年的 17 亿美元,增加到 1979 年的 455 亿美元,进而增加到 1982 年的 2198 亿美元,在共同基金中所占的比重也由 1974 年的 4.75% 上升到 1979 年的 41.14%,而在 1982 年这一比重变成了 73.78%。在 1970 年代末共同基金市场引入了免税基金,允许投资者在投资市

政债券时得到税收减免,货币市场的免税基金净资产由 1979 年最初的 3 亿美元增加到 1982 年的 132 亿美元。1986 年后,免税的货币市场基金和债券基金尤其受到欢迎,因为在这一年,国会终止了一些其他的投资工具的税收优惠。到 1990 年免税的货币市场基金净资产达到了 836 亿美元。

进入 20 世纪 90 年代后,美国共同基金业进入了高速发展时期。连续 10 年的经济增长和股市繁荣,层出不穷的金融工具创新刺激了基金业的快速增长。1990 年共同基金的净资产为 10 652 亿美元,基金 3 081 支,基金管理公司 361 个,而到 2000 年,共同基金的净资产达到了惊人的 69 652 亿美元,基金增加到 8 171 支,基金管理公司 431 个。

在共同基金净资产大幅增长的同时,分销渠道也发生了深刻的变化,传统的分销主要是通过经纪人,这些经纪人在销售基金时通常收取一定比例的附加费,附加费的比例从 20 世纪的 60 年代的 8.5% 下降到现在的 4%~5%,并且附加费的比例随个人持有基金的时间的延长而降低。例如,持有基金 1 年的附加费比例为 5%,而如果持有两年则降为 4%。除了收取附加费外,经纪人通常还收取一种称作 12 b 的费用。但是 20 世纪 70 年代货币市场基金的出现刺激了直销渠道的发展,在采用直销方式时,共同基金分销者通常采用印制广告和邮寄的方式将销售计划寄给那些对共同基金比较了解从而能够独立做出决策的投资者。许多通过直销销售的基金通常不收附加费用,仅收取每年的管理费用和其他费用。退休计划成为基金分销的第三条渠道,由于 401(k)计划的执行和个人退休计划的实施,大量的资本流向共同基金市场。共同基金公司向这些退休计划的提供者提供各种文件和教育材料以便这些计划的参与者能够独立作出自己的决定。一般来说,附加费用随提供的基金品种而定。同时这些计划的提供者也向基金公司支付一定的记录保留费和服务费用。

随着基金业的发展,银行也开始介入其中,而且在分销和管理上发挥着重要的作用,开始它们只涉足货币市场基金和债券基金,但随后扩展到了股票基金等。尽管 Glass-Steagall 法的一系列法律规定限制了银行提供共同基金服务,但是银行还是通过向其顾客提供自己或别的公司的共同基金来发挥着他们的作用,同样地,保险公司和其他金融服务提供者也在共同基金领域发挥着越来越大的作用。保险公司通常与基金提供者联合提供一种可变养老金,这种养老金协议内包括一系列的共同基金。由于这些养老金包含的共同基金种类是不确定的,同时各种基金的收益率也不一样,因此这种养老金的回报率也不是确定的。

在共同基金业高速发展的同时,也出现了集中化的趋势。到1997年底最大的15家基金复合体掌握了一半以上的资产,而且这种集中趋势似乎还将继续下去。

2. 封闭式基金(Close-End Fund)的历史

这种基金起源于英国,在美国也取得了一定的发展。但是这种基金的投资者并不能赎回基金单位,只能通过在证券交易所等二级市场的买卖来实现资金的回笼,并且价格完全由基金的供需要求决定。因此相对于灵活、手续简便的共同基金而言,封闭式基金并没有受到投资者的普遍欢迎。1993年封闭式基金的总资产1188亿美元,基金440支,在经历了4年的发展后,1997年封闭式基金的总资产才为1490亿美元,基金466支,而同期的共同基金,净资产增长172%,基金净增2164支。

美国的封闭式基金主要分成两大类:封闭式股票基金和封闭式债券基金,其中各类基金又依投资对象是否在国内,分为国内、国外、全球几个亚种。1993年各类封闭式基金所占的资产分别为:国内债券基金80.3亿美元,国内股票基金16.1亿美元,外国股票基金10.5亿美元,再有依次是全球债券基金8.7亿美元和外国债券基金2.5亿美元。由此可以看出美国封闭式基金的国际化程度