

上海市教育委员会重点学科建设项目 J51601

上海市教育委员会高水平特色项目

金融中心学术丛书

国际金融中心建设过程中的金融市场研究

——以投资基金与中国社保基金联动为例

朱文生 著

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

国际金融中心建设过程中的金融市场研究:以投资基金与中国社保基金联动为例/朱文生著. —上海:上海财经大学出版社,2009.5

(金融中心学术丛书)

ISBN 978-7-5642-0455-6/F·0455

I. 国… II. 朱… III. 社会保障-资金管理-研究-中国 IV. D632.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 027918 号

□ 责任编辑 张惠俊

□ 封面设计 张克瑶

GUOJI JINRONG ZHONGXIN JIANSHE GUOCHENGZHONG DE JINRONG SHICHANG YANJIU

国际金融中心建设过程中的金融市场研究

——以投资基金与中国社保基金联动为例

朱文生 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>
电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海叶大印务有限公司装订

2009 年 5 月第 1 版 2009 年 5 月第 1 次印刷

890mm×1240mm 1/32 6.625 印张 159 千字

印数:0 001—1 500 定价:18.00 元

目 录

绪论/

- 一、本书研究的思路及国内外的研究现状/1
- 二、本书研究的科学意义、学术价值、应用前景/3
- 三、本书研究的基本方案/3

上编 理论:投资基金与社保基金关系的理论探索

第一章 投资基金与社保基金关系的一般理论分析/9

第一节 投资基金与社保基金的必然联系/9

- 一、市场经济体制决定积累制社保基金成为社保体系的重要组成部分/9
- 二、保值增值是社会保障基金积累制改革的关键/10
- 三、资本市场为社保基金长期投资提供了保值增值可行性/10
- 四、间接入市成为社保基金入市的主导方式/12
- 五、投资基金具有制度功能和制度创新方面的竞争优势/13

第二节 投资基金与社保基金的相互作用及整合效应/17

- 一、投资基金与社保基金的相互作用/17
- 二、投资基金与社保基金关系的整合效应/20

第二章 社保基金投资管理理论创新/22

第一节 资产—负债分析与养老金计划的投资管理/22

- 一、养老金计划的风险/23
- 二、养老金计划目标、风险测度指标和风险容差/23

- 三、投资政策与筹资政策/27
- 四、资产品种、回报与模型/29
- 附录 养老金计划发起人可选择的各种资产配置模型的比较/32
- 附表 均方差、动态模拟和优化模型比较/33
- 第二节 社保基金长期资产配置的理论进展/35
 - 一、问题的提出/35
 - 二、理论界对长期资产配置问题研究的进展/38
 - 三、坎贝尔和维瑟拉关于长期资产组合选择理论要点/40

中编 国际：一些国家或地区养老基金与投资基金关系

第三章 美国养老基金与共同基金关系/45

- 第一节 美国基本养老基金与共同基金关系/45
 - 一、目前美国基本养老基金与共同基金的隔离/45
 - 二、改革规划中的美国基本养老基金与共同基金关系/48
- 第二节 美国各类补充养老基金与共同基金关系/50
 - 一、美国各类补充养老基金的制度安排/50
 - 二、美国各类补充养老基金的投资战略/55
 - 三、美国各类补充养老基金与共同基金的互动/62
 - 四、美国共同基金对各类补充养老基金的业务拓展/70
- 第三节 美国共同基金与养老基金关系的监管/82
 - 一、美国共同基金与养老基金关系的监管模式/83
 - 二、美国共同基金与养老基金关系审慎性监管的内容/83

第四章 一些国家或地区投资基金与养老基金关系/86

- 第一节 一些国家或地区基本养老基金与投资基金关系的经验教训/86
 - 一、现收现付型基本养老基金与投资基金关系的教训及改革努力/87

二、DC 型基本养老金与投资基金的规范关系/93	
三、非缴费型基本养老储备基金与投资基金投资管理关系的探索/99	
第二节 部分发达国家职业养老基金与投资基金关系/101	
一、部分发达国家职业养老基金发展概况/101	
二、部分发达国家职业养老基金的制度安排/102	
三、部分发达国家职业养老基金投资战略/103	
四、部分发达国家职业养老基金与投资基金的互动/105	
第三节 一些国家或地区养老基金与投资基金关系的监管/107	
一、一些国家或地区投资基金与养老基金关系监管的区别/107	
二、一些国家或地区养老基金与投资基金关系监管的共性/110	

下编 中国:投资基金与中国社保基金关系

第五章 我国基本社保基金与投资基金关系的构建及完善/117

第一节 我国基本社保基金制度安排及投资战略/117

- 一、我国基本社保基金制度安排的现状与问题/117
- 二、构建及完善我国基本社保基金制度安排的思路/121
- 三、我国各类基本社保基金投资战略的设想/122

第二节 我国入市基本社保基金与指数基金的投资管理关系/125

- 一、指数化投资是解决“委托—代理”关系的最佳办法/125
- 二、我国入市基本社保基金完全指数投资的操作细节/126
- 三、采用指数增强基金作为我国入市基本社保基金投资选项之一/128

第六章 我国投资基金拓展企业年金业务分析/131

第一节 我国企业年金市场分析/131

- 一、我国企业年金的制度变迁/131
- 二、我国企业年金市场的发展现状/132
- 三、我国企业年金市场的竞争格局/133
- 第二节 当前我国基金公司拓展企业年金业务存在的问题/135
 - 一、部分基金公司对企业年金账户管理的重要性认识模糊/135
 - 二、面向企业年金的基金产品结构不合理/137
 - 三、基金业简单固守“不得向投资人承诺最低收益”的思维定式/138
- 第三节 我国基金业拓展企业年金业务的相关策略和思路/140
 - 一、把企业年金账户管理提上议事日程/140
 - 二、多元化供给面向企业年金的基金产品/141
 - 三、参与社保局经办企业年金的低收益率保证委托理财业务/144

第七章 我国投资基金拓展个人储蓄性养老基金业务分析/146

- 第一节 我国个人储蓄性养老基金市场分析/146
 - 一、目前养老第三支柱发展的抑制性制度环境/146
 - 二、我国个人储蓄性养老基金市场现状/148
 - 三、市场供给者竞争力分析/149
- 第二节 我国基金业拓展个人储蓄性养老基金业务的策略/154
 - 一、完善我国基金业的基本面/154
 - 二、改变单一高风险定位/155
 - 三、提供“需求导向”理财服务/156
 - 四、呼唤政策扶持及规范/158

第八章 入市社保基金的风险管理:投资组合保险的应用/160

- 第一节 投资组合保险原理及策略/160
 - 一、投资组合保险的概念/160
 - 二、投资组合保险的动态资产配置策略/161

第二节 社保基金在我国证券市场运用 CPPI、TIPP 策略的实证检验/165

一、实证分析前提假设/165

二、固定期初风险乘数的 CPPI 和 TIPP 策略对比测试/166

三、其他说明/167

附录 部分测试图表/169

第九章 我国社保基金与投资基金关系的监管/173

第一节 我国投资基金与社保基金关系监管的模式抉择/173

一、投资基金与社保基金关系两种监管模式的分析、比较/173

二、影响我国社保基金与投资基金关系监管模式抉择的因素/176

三、我国对社保基金与投资基金关系监管模式的抉择/178

第二节 我国投资基金与社保基金关系监管的主要内容/179

一、市场准入、退出具体标准/179

二、投资管理监管/181

附录 我国全国社保基金运作绩效的实证分析/183

一、我国和一些国家或地区的社保基金营运的比较/184

二、全国社保基金最佳资产配置的数量模型/188

三、结论与建议/196

参考文献/197

后记/203

绪 论

一、本书研究的思路及国内外的研究现状

(一)本书基本思路

本书写作思路是先讲理论再讲实际,先讲国外再讲国内。先讲理论是由于必须站在一定的理论高度,才能真正把握投资基金与社保基金关系的运行和发展规律;先讲国外是由投资基金与社保基金关系发展的历史所决定的。因此,本书首先归纳、分析投资基金与社保基金关系的理论依据及理论创新;其次剖析国外投资基金与养老基金关系的经验教训;在理论和国外经验的铺垫下,再构建我国投资基金与社保基金关系。并且,构建我国两者关系时既重视国外经验的借鉴意义,又强调走出有自己特色的发展轨迹来。

本书在全方位、多层次论述投资基金与社保基金关系的基础上,重点分析入市社保基金与投资基金的投资管理、业务拓展关系及社保基金投资管理的政府监管。

(二)国内外相关研究的现状

国外学者及从业人员研究投资基金与养老基金关系侧重于养

老基金投资策略及产品创新。针对不同的养老保险制度,风险分布不同,投资策略就不同;例如戴维斯就总结了 DB 计划和 DC 计划的不同风险分布和投资行为的差别。而投资基金对养老金特殊风险收益偏好的研究,导致不付息债券(zero coupon bonds)、附属抵押债券(collateral mortgage bonds)、担保投资契约(guaranteed investment contract)等创新产品的推出,强化了投资基金与养老基金的关系。应该说,国外学者及从业人员在养老基金投资策略及产品创新方面的研究成果已经得到公认。但由于发达国家投资基金与养老基金的关系比较成熟和稳定,国外学者一般都把这种关系视为既定的制度安排,于是较少从此关系的理论分析、宏观定位、制度创新等角度进行研究,各界对此也尚未达到共识,可以说这一研究领域目前正处于进一步发展之中。

从国内的研究现状来看,由于受中国社会保障体制改革和投资基金发展现状的限制,国内学术界一般孤立地研究投资基金及社会保障基金问题,综合性研究投资基金与中国社会保障基金关系的成果很少。已出版的一二本相关著作没有区分不同层次养老基金的制度安排、制度属性及风险收益偏好,笼统地讨论投资基金与社会保障基金的关系;并且,国内学者及从业人员对两者的投资管理关系研究相对不足,与国际上该领域的最新理论进展及应用动态差距较大。

由于国外对投资基金与养老金关系研究的专题性和技术性很强,这些前沿的理论成果在中国特定的社保、金融环境中难以应用,这就使得目前我国的社保基金及投资基金在实践中无所适从。本书力求在这方面做出尝试。

二、本书研究的科学意义、学术价值、应用前景

投资基金与社保基金关系对于市场经济体制而言是非常重要的关系,美国加州退休养老金主席曾说,“养老金就是资本市场”。2003年美国投资于共同基金的退休金资产达到了2.7万亿美元,占共同基金总资产的1/3。中国正在进行的社保改革及金融创新同样预示着投资基金与中国社会保障基金结合的广阔前景。

在不完善的社保体制及不成熟的金融市场环境下,对投资基金与中国社会保障基金关系进行整体性研究,其成果在微观层面上有助于发现及解决我国社会保障制度、投资基金目前所面临的具体症结,而在宏观层面上则有助于发现我国社会保障基金和投资基金有机结合的宏观经济效应。应该说,本课题研究具有较高的科学意义和学术价值。

随着我国“三支柱”社保改革措施的逐一落实及投资基金行业的发展壮大,各类社保基金(尤其是私人社保基金)及与投资基金的关系将有突破性的发展,本书从基金公司角度对社保基金投资管理、业务拓展提出的若干建议及实证研究(如入市社保基金的投资组合保险研究),将有良好的商业应用前景。

三、本书研究的基本方案

(一)本书研究的重点和难点

1. 重点

(1)从各种角度、层次揭示美国成熟的共同基金与养老基金关系;

(2)构建及完善我国投资基金与社保基金关系。

2. 难点

国际金融中心建设过程中的金融市场研究

(1)养老金计划的资产—负债匹配与投资管理；

(2)运用均方差、动态模拟和优化模型进行社保基金资产配置。

(二)本书研究方法

研究投资基金与社保基金关系,有两种切入的角度:一是从技术的角度出发,着重分析投资基金与社保基金关系的投资管理、风险控制及产品设计等技术问题;二是从理论研究角度出发,以社保、金融制度改革为背景,在剖析国外投资基金与养老基金关系的运行机理及经验教训的基础上,努力探寻我国投资基金与社保基金关系的制度框架及政策设计。笔者认为,一方面,虽然现代经济理论表明,在实证性定量分析的基础上得出的结论更具有某种程度的一般性意义,但由于当前我国社保体制、金融市场尚不完善,经济市场化程度还不够,模仿成熟社保体制、金融市场条件下的定量分析方法,其得出的结论对中国投资基金与社保基金关系的发展仅具有某种参考意义;另一方面,单纯的理论研究容易停留在对中国投资基金与社保基金关系的发展战略、发展道路等粗线条的“务虚”问题上,缺乏深入的、结合实际的研究。于是,笔者选择了以理论研究与技术分析相结合的研究方法。

由于理论界没有什么现成的理论框架能够将我国投资基金与社保基金关系纳入其中进行连贯分析,并得出令人信服的结论。因此,本书没有固守一个所谓的贯穿始终的理论,而是结合多个理论来分析投资基金与社保基金关系。力求在多个理论背景下使研究不远离现实的方向,并有助于加深对投资基金与社保基金关系的研究。本书比较详细地介绍了直接涉及投资基金与社保基金关系的投资组合理论、长期资产配置理论以及资产—负债匹配理论,至于本书分析论证中也涉及的其他理论如基于功能观点的金融体

系改革理论、新制度经济学等,则并不逐一介绍其内容,但书中却尽可能地充分运用之。

本书比较充分地体现了以下几方面的方法论特点:(1)定性分析与数量模型分析相结合。数量模型分析具体体现在入市社保基金风险管理、全国社保基金运作绩效分析等环节;而定性分析方法更多体现在社保基金与投资基金关系的制度安排、整体框架方面。(2)静态与动态分析相结合。本书一方面以国内外现阶段投资基金与社保基金关系的现实横断面为静态背景进行分析;另一方面,针对国内外投资基金与社保基金关系的制度、管理创新及业务竞争等问题的分析,加入了时间因素来区别其现状和未来发展趋势。(3)另外,本书还注重实证分析与规范分析、归纳分析与演绎分析等方法的有机结合。一句话,综合运用各种分析方法在投资基金与社保基金关系的研究上,以期达到清晰勾勒课题逻辑主旨以及丰富本书研究内容的目的。

上编 理论

投资基金与社保基金关系的理论探索

研究投资基金与社保基金关系,必须首先对两者关系产生的基本原理有一个清醒的认识,并从总体上把握两者关系的运行和发展趋势,然后针对两者关系的难点和重点问题进行理论创新。这样,两者关系的理论研究可以指导实践,而两者关系的实践反过来又可以丰富理论研究。

本编第一章对投资基金与社保基金关系进行一般的理论分析,第二章归纳理论界对投资基金与社保基金投资管理关系中的资产—负债匹配及长期资产配置问题所做的理论创新。

第一章 投资基金与社保基金关系的一般理论分析

第一节 投资基金与社保基金的必然联系

一、市场经济体制决定积累制社保基金成为社保体系的重要组成部分

社会保障模式的选择受社会经济运行机制的制约。在市场经济条件下,市场机制作为社会经济运行的主导性调节机制,在社会资源配置中要发挥基础性作用;这样,市场经济条件下的收入分配必须也只能坚持“效率优先、兼顾经济公平与社会公平”^①的原则。社会保障作为第二次分配,也同样如此。所以,贯彻效率优先原则的个人缴费积累的收入关联模式成为市场经济体制下最优的社会保障政策选择,而贯彻公平原则的普遍性社会保障制度(现收现付

^① 1993年11月,中共十四届三中全会,《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》。

制)只能作为补充、辅助形式。

当然,在不同的市场经济体制下,各国对社会保障制度公平原则、效率原则的强调各有侧重,并由此而体现为不同形式的现收现付制与积累制混合的社会保障模式。

面对全球人口老龄化、传统的现收现付社会保障制度日益不堪重负的情况,有些市场经济国家在社会保障制度的效率优先、兼顾经济公平与社会公平的原则指导下,开始纠正传统社会保障过于强调公平原则的倾向,对社会保障制度进行积累制改革,即将提供退休收入的责任由政府部门全部或部分地转移到个人身上。

虽然目前现收现付制社保基金是世界范围内社会保障体系的主体,但随着市场经济模式成为当今世界各国的主导经济模式,各国的社会保障制度发生了相应的深刻变化,社会保障由现收现付制转向基金积累制,社保基金的管理从政府部门转移到私人机构,积累制社保基金成为全球社会保障体系的重要组成部分。

二、保值增值是社会保障基金积累制改革的关键

就社会保障基金积累制改革本身而言,其制度创新的目的就是要避免现收现付社保体系经常陷入的基金收入减少——缴费率大幅提高——企业竞争力下降——支付困难的恶性循环;因此,在企图减轻个人和政府的缴费压力的条件下,社会保障基金积累制对保值增值的要求更为迫切。可以说,社会保障基金积累制改革能否成功,除建立健全社保法律法规、加强征缴、扩充缴费来源外,关键在于积累制社保基金能否保值增值。

三、资本市场为社保基金长期投资提供了保值增值可行性

面对保值增值的压力,积累制社保基金一般采用拓宽投资渠

道、进入资本市场寻求保值增值的途径。于是,积累制社保基金进入资本市场保值增值的可行性成为必须探讨的问题。

资本市场长期投资收益率明显大于均衡的无风险利率,如国债收益率,这一观点为理论和实证所证明;但鲜为人知的是,就长期而言,股票投资的风险也低于债券(bond),甚至低于国库券(bill)。短期股票实际收益率比债券和国库券收益率的波动性更为剧烈,但是,随着投资期限的延伸,股票收益率的波动区间比固定收益资产收益率波动区间收缩得更快。因此,最安全的长期投资显然是股票,而非债券或国库券^①。

就世界范围而言,各国(地区)养老基金保值增值主要归功于资本市场证券价格的上涨。

表 1.1 1926 年至 1998 年期间美国股票市场和债券市场的历史收益情况

	名义复合年度收益率	税 后	税及通货膨胀后
普通股*	11.00%	8.10%	4.90%
长期政府债券	5.20%	3.60%	0.40%
国库券	3.80%	2.70%	-0.50%
市政债券	6.00%	6.00%	2.90%

注:* 普通股收益率按照 S&P500 指数计算。

资料来源:弗兰克·K. 赖利(Frank K. Reilly)、基思·C. 布朗(Keith C. Brown)著,《投资分析与组合管理》,高等教育出版社,2005。

并且,进行资本市场长期投资,即使在某一时期出现熊市被套住,也有足够的时间解套。美国资本市场的实证数据表明,在 15 年以上的投资期限中,股票从没有给投资者在持有期负的实际收益。