



中国保险业热点问题研究丛书

# 养老保险基金

—— 形成机制、管理模式、投资运用

李曜 著

中国金融出版社

中国保险业热点问题研究丛书

# 养老保险基金

## ——形成机制、管理 模式、投资运用

李曜 著

中国金融出版社

责任编辑：王海晔

封面设计：亮点创意

责任校对：程颖

责任印制：裴刚

## 图书在版编目(CIP)数据

养老保险基金：形成机制、管理模式、投资运用/李曜著. —北京：中国金融出版社  
(中国保险业热点问题研究丛书)

ISBN 7-5049-2307-9

I. 养… II. 李… III. 养老保险-基金-资金管理 IV. F840.67

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 15608 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 三河市欣欣印刷有限公司

开本 850 毫米×1168 毫米 1/32

印张 7.5

字数 195 千

版次 2000 年 6 月第 1 版

印次 2000 年 6 月第 1 次印刷

印数 1—2000

定价 17.00 元

如出现印装错误请与印刷装订厂调换

## 序言一

在经济快速发展的年代，养老保险基金像其他社会保险基金一样，随着时间的推移，日积月累，终于成为一项巨大的金融资源。于是，在发达工业国，对养老保险基金的形成机制、管理模式以及投资运用就成为一个专门行业、专门学问了。

养老保险基金作为专门行业、专门学问的重要性，首先在于它的不可替代、不可或缺的社会功能。在原来的计划经济年代，国民经济中是没有社会化的养老基金这种经济组织形式和功能的。养老职能实际由被认为会永续存在和经营的国营企业所承担。若从理论上设一怀疑：如果某家单独的国营企业万一因为某种特殊原因而关门（那时没有破产一说），那该怎么办呢？没关系，可以找这家国营企业的上级单位，或者上级单位的上级单位。但是这种理论经不起实践，一旦这类事真的发生，一件两件个案还好说，可以拆东墙补西墙，实例一多，由于国营企业上级在以往收去的利润中，决无想到再预留一块社会功能的养老基金，所以必然到捉襟见肘、无以为继的地步。这一实际问题，其实已是我国历经十五年来国营企业改革推进缓慢的重要原因之一。而国营企业改革推进缓慢，由于在我国国民经济中总体经济效益较差的企业群体不能得到彻底改造，自然使得我国社会、经济的运行成本大大提高。这种形势也使我们应参照所有成功的市场经济国家的做法，建立起社会化的养老保险基金。

养老保险基金一旦设立，其运作模式也只能参照国际上的成功经验和通用模式，舍此而搞其他特殊性，只能造成新

## 序言一

的问题。所以，专业管理、专业运作成为我国新兴的养老保险基金业的必需。李曜同志这本专著，从他的博士论文演绎而来，可以说是我国迄今对养老保险基金业运作机制及实现形式进行较全面深入分析的开创性成果。李曜在考博、攻博以及现在进入博士后的整个研究过程中，体现出孜孜以求、好学钻研的特点。在完成博士论文前已经围绕养老保险基金和金融市场的有关问题发表了大量文章。这些基础工作，也使得本书显得更加充实。

将来一定会有更多的有关养老保险基金的研究成果出现。中国的经济改革和发展的深化，就这样带出了一个个全新的实证研究领域，向研究者们提出了一项项新的挑战。大家努力啊！

陈琦伟

上海交通大学管理学院教授、博士生导师

一九九九年十月

## 序言二

养老保险基金的运行是一个非常重要的课题。从金融角度来看，养老保险基金是金融市场上最活跃、最强劲的资金力量之一。与一般资金不同，由于养老保险基金的投资周期长，不追求短期收益，因此活动空间大，可以有较大的自由度进行组合投资。同时，养老保险基金聚集量大，在美国、英国、澳大利亚及欧洲的金融市场中养老基金占有市场资金的20%至30%。从经济学角度来看，养老保险基金是一种永久收入，它影响到人们的消费行为；同时，养老保险基金作为储蓄，直接影响到资本积累的程度，影响到技术发展的速度。对养老保险金的征税形式与税率的变动，又常常是宏观经济政策用来调节当前即期消费和未来退休后消费的杠杆。而从社会学角度来看，养老保险基金的正常运作使养老金得以正常发放，是保障社会正常运作的基础，是社会文明的标志。

本书是作者的博士论文，作为论文的审阅者，我认为作者对养老保险基金在经济学与金融学的角度作了比较完整的论述。作者对我国现有的养老保险基金的运行、管理都从经济学和金融学的两个方面来研究是颇具特色的。作者从养老保险基金运行的微观机制形成着手，进一步讨论了养老保险基金运行的宏观经济效应。从养老保险基金的管理模式选择着手，进一步讨论了养老保险基金的资产组合分析。讨论的范围比较广泛、详尽。由于中国目前的金融市场还不够完善和成熟，养老保险基金要完全地市场化操作是比较困难的，作者的研究介绍了国外的经验，并在书的最后一部分结合中

## 序言二

国的特色，提出了作者的看法，它是理论分析与实证研究结合的产物，具有一定的说服力。

但是也必须说明，由于养老保险基金在中国目前状况下基本上是政府操作的社会养老保险基金，商业养老保险基金的量很少，可以说是微不足道，因而，中国目前的养老保险基金的金融性质少，社会性质多。中国养老保险基金目前的问题主要还是积累不够，发放不足，可以在资本市场上投放的长期资金更少，因此将中国的养老保险资金列入金融产业为期还过早一些，希望在不久的将来，本书研究的成果能更具有实践意义。

上海财经大学金融学院博士生导师、教授

俞自由

二〇〇〇年元月

## 前言

在面临人口老龄化过程所带来的养老金支付困难时，世界各国的养老保险体制开始从财政中脱离出来，国家尽量减少承担未来支付养老金的责任，而把这种责任转向企业和个人。这是一种占主流地位的做法。与此同时，社会保险的筹资模式，就从传统的现收现付模式向预筹基金积累或部分积累模式转变。这种筹资模式的转变背后，意味着一国的养老保险体制从单一的财政过程转变为部分的金融过程。

改革中形成的养老保险基金应该如何定位？养老金制度的改革对一国的宏观经济有何影响？它是怎样影响到一国的国民收入决定？一国的储蓄总量受改革的影响是增加亦或减少？巨额积累的养老保险基金对一国资本市场是有利亦或有弊？在转轨过程中，国家如何才能继续向现有的养老金领取人支付及向原有体制中较老职工兑现已许诺的养老金承诺呢？即转轨的筹资难题如何解决呢？预筹积累基金的筹资模式是否可以消除收入分配的代际转移，从而成为一个帕累托改进过程呢？对劳动力市场又将发挥什么样的影响？改革的综合效果是否形成了养老金制度——储蓄——投资——产出——福利水平的递进链传动效应呢？

对以上问题的回答，构成了本书对养老保险基金运行的宏观经济学分析，不仅有理论模型的推理，也有经验资料的验证。这集中在本书的第三章。

接下来的问题是，养老保险基金形成了，那么应该由谁来管理呢？或者说，应该建立什么样的管理制度和模式呢？各国的典型经验和我国的实践作法各有何可取之处、又存在什



## 前言

什么样的问题呢?我们应该提出什么样的目标模式呢?第四章运用比较实证的分析方法对以上问题作了回答。再接下来,就是基金的投资运用了。从资金来源的内在属性要求和外部法规规定来看,养老保险基金应作怎样的投资组合?是限于目前的银行存款以及特种国债呢,还是能有所突破?而我国的存款、国债,以及金融债券与养老保险基金的相互关系将来能有何发展?我国养老保险体制改革中的基金化与国有企业所有权改革之间能否找到契合点?第五章从资产组合理论对养老保险基金这类机构投资者作了一番理论分析,又结合我国现有的法律及规定,作了实证研究。第六章是对国际养老保险基金管理模式、投资组合的考察,并进行了归类比较,侧重在具体资产组合的分析上,使读者对各国养老基金的资产组合有一个大概的认识。第七章是对我国养老保险基金运作现状的剖析,指出了基金运用中存在的种种现实问题,是在国家现行法规之外的种种违规和逃避,这给我们从管理体制和资金运用两方面都留下更多的思考。第八章、第九章就我国养老保险基金的可运用领域的前景,提出了预见性看法。既有对传统投资工具的分析,又有创新的设想。第十章是针对上海市的养老社会保险基金的具体情况,提出了面临的问题和解决问题的办法,是一个案例研究。

以上是全书的主要内容。笔者在研究中用一条主线把所有内容贯穿起来,这条主线即:一个国家的养老保险体制改革,会形成一个金融产业——社会保障基金产业。这是全书结构的主线,也是全文所揭示的一个核心思想。值得读者注

## 前言

意的是，我们这里的社会保障基金产业是依靠一国养老保险体制的多个支柱建立起来的，而不仅仅是作为第一支柱的社会保险。

在钻研了大量的前人理论研究成果后，笔者对众多的社会实际部门进行了实习或调研，以获取实证资料，并搜集了关于本课题研究对象的四个国际研讨会的论文集。在掌握了以上理论研究成果和社会实证材料的基础上，突出运用了比较研究方法，在比较的基础上进行归纳和演绎推理，以致得出相当多的看法和结论。全书最主要的创新是以下五点：

1. 提出了社会保障基金产业的概念，并将之划归金融体系的合约储蓄行业。一国养老保险体制的三根支柱：基本年金、职业年金和个人储蓄性年金所分别积累的养老保险基金，都可划归金融产业，在金融体系中有一明确的定位。一国养老保险体制改革最根本的含义，就是形成了社会保障基金。从金融学角度来理解和研究社会保障体制改革，我们认为本书最重要的一个理论创新。

2. 伴随养老保险体制改革，我国合约金融业获得了运作的基础和发展的契机。因为合约性金融在资金融通过程中经营的主要就是吸收社会保障资金，形成基金，再投资到资本市场中，获取稳定高额收益。社会保障资金的筹集与运用，是借助合约性金融机构完成的，而合约性金融机构又推动了社会保障体制改革。以我国养老保险体制改革的基金化为契机，培育一批金融中介机构，来推动我国合约金融的发展，也只有这批金融中介机构对养老保险基金进行有效地筹

## 前 言

集、管理和运用，养老保险体制改革才能真正获得成功。本书指出了社会保障体制改革与合约金融发展的相互关系，我们认为，这也是一个理论创新。

3. 运用比较分析的方法，对现收现付和统筹基金积累两种养老保险筹资模式的宏观经济效应进行了比较综合。包括国民收入总量决定、储蓄效应、投资效应、劳动力市场效应和收入再分配效应等，都在前人研究基础之上进行了比较综合。本书主要提供了一个进一步研究的分析框架和观点、资料的基础。

4. 提出了建立社会保障银行和社会保障基金管理公司的主张。社保基金实行财政专户管理后，应成立社会保障银行，代理国家社会保障金库，管理社保基金的滚存积累及其短期的投资运营，并代理社会保障事业管理机构，发放各种保障金。社保基金管理公司负责基金的长期投资运营，以提高基金收益率。这种管理模式是我们借鉴投资基金的管理模式之后提出的，它有助于解决我国养老社会保障基金管理中的混乱局面以及挤占、挪用现象，并为发展我国资本市场寻找一类新的长期机构投资者。

5. 在具体的资金运用领域，我们提出了一些预见性看法。当然是在现有的法规规定范围之外的。比如应放宽养老保险基金的资金运用范围，不仅仅限于银行存款为主；基本养老保险基金除特种国债外，也应可以投资其他国债；政策性银行的金融债券应改变向商业银行发行为主的现状，逐步增加向商业保险机构的发行，政策性银行在纳入财政投融资

## 前 言

体制后，可将基本养老保险基金作为其资金来源的一种；在国有企业所有权改革中，应划拨部分国有资产，让养老社保基金持有；企业在建立自己的养老基金计划时，可借鉴国外职工持股计划(Employee Stock Ownership Plans, ESOP)的做法，与职工持股计划结合。基于养老社保基金的长期性属性，可以考虑让其参与住房抵押贷款。

本书的研究对象是一个实践性极强的问题，又是一个涉及领域相当广泛的问题。我们在掌握实证资料的基础上得出的如此多的看法和结论，都只代表作者个人的观点。当然它们并不成熟和完美，而要达到成熟和完美，只有到实践中去经历检验。这也是作者完成论文后下一步的任务了。

李 曜

一九九九年八月

## Abstract

Being faced up with the population aging process, a country has difficulty in paying its pensions. It has to transfer part of its responsibility to enterprises and persons. In the meantime, the funding pattern of social insurance begins to turn from the traditional pay-as-you-go pattern to the foregoing funded or partly funded pattern. The funding pattern's change, as we consider, means a country's pension system changes from an only public finance process to a partly private finance process.

To the pension fund taken shape in the reform, how to fix its position? What effect does the pension system's reform produce on a country's economy? How does it affect a country's national income decision? Influenced by the reform, are a nation's total savings increased or decreased? For the enormous pension fund, is it advantageous or disadvantageous to a country's capital market? During the transition, how can the country continue to pay for the retired? And how can it live up to its promises to the older employees? That is how to solve the "transition funding" puzzle. Can the pre-funded system eliminate the shift between generations in national income distribution? Is it a Pareto improvement? What does it affect the labor market? Is the chain-driving effect of pension system, the synthetical effect of saving-investment-outcome-benefit level, can be formed by the reform?

The answers to the above questions constitute the

# Abstract

macroeconomic analysis of the thesis. They appear in the third chapter.

There are still other questions. Who will manage the pre-accumulated pension fund? What are the advantages and disadvantages of the typical experience of other countries and our country too? What is the target pattern we should put forward with? In the fourth chapter we do comparative and positive analysis to answer the questions. The next question is the fund investment. According to the internal characteristic of fund resource and the external regulations, what is the good portfolio of the pension fund? Should the fund investment be limited to bank deposits and special T-bonds? What is the future prospects of the relations between the fund and the bank deposits, T-bonds and financial bonds market? Can we find a joint point between the pre-funded pension system reform and the state-owned enterprises ownership reform? We answer these questions in the fifth, seventh and eighth chapters.

The above is the main content of the thesis. In the research we use a thread to connect all the contents. The thread is that a country's pension system reform forms a financial industry social security fund industry. The thread is also a core idea of the thesis. It should be noted that the social security fund industry is built on three pillars of a country's pension system, not the first pillar, social insurance only.

# Abstract

The main innovations of the thesis follow:

1. The concept of the social security fund industry is put forward. And the industry is classified into the contractual saving category. So the fund accumulated by all the three pillars, the elementary pension, the professional pension and the personal saving pension, are included in one financial industry. The basic meaning of the pension system reform is the formation of the social security fund industry. To understand and research the social security system reform from the finance science's angle, as we consider, is the most important theoretical innovation.

2. China's contractual finance can find development opportunities. The operation of contractual saving institutions is mainly to absorb social security funds, accumulate them and invest them in capital markets. The pre-funded pension system reform gives an opportunity to foster a group of financial intermediary institutions and promote the development of our country's contractual finance. And our country's pension system reform can succeed at last. The thesis indicates the relationship between the pension system reform and contractual finance development. This is also an innovation.

3. The macroeconomic effects of the two pension systems, that are unfunded and funded, are compared. The thesis provides an analysis sketch and viewpoints, materials database

## Abstract

for further research.

4. The proposition of establishing social security bank and social security fund management corporation is put forward. We use mutual fund for reference and propose the management pattern. It will help to settle the confused phenomena in our country's pension fund management and bring the new kind of long institutional investors into our country's capital market.

5. In special investment fields, we give rise to some foreseeing views. For instances, we consider that the investment range of the pension funds should be broadened. Not only the special T - bonds but other T - bonds could be invested. The policy banks' bonds should be issued to insurance institutions other than commercial banks. In the state - owned enterprises ownership reform, some assets should be transferred and held by the pension fund. Enterprises can unite their pension plans and employee stock holding plans by reference to ESOP.



## 内 容 提 要

本书探讨了养老保险基金的形成机制，介绍了发达工业化国家和一些典型国家(地区)养老保险基金的管理模式及其运作，分析了我国养老保险基金的现状及存在的问题，并对我国养老保险基金的发展前景作出了有创意的构想。