

关于社会保障基金安全运用的若干思考

社会保障制度是社会的“安全网”和“减震器”，其安全完整是社会保障制度的核心和物质基础，而社会保障基金的保值增值则是社保基金运用的核心环节。因此，如何规避投资风险，通过合适的投资渠道实现社会保障基金的安全、保值和增值，成为社会保障基金运用的一个核心问题。

一、社会保障基金运用的理论渊源及文献述评

干预主义奠定了社会保障基金运用的理论基石。庇古在《福利经济学》一书中论证了通过国民收入总量增加来增大全社会的福利，主张举办社会保障事业，发放失业津贴、社会救济、养老金等；瑞典学派和凯恩斯则主张依靠收入再分配的方法，主要是利用累进所得税以及转移性支付，举办社会福利设施，使社会各阶级、集团之间的收入和消费水平通过再分配趋于均等化，提高国民的生活质量，实现收入平等。这些成为福利国家的理论基础，西欧和北欧很多国家实施了普遍福利政策，走上了福利国家的道路。路德维希·艾哈德在《大众的福利》中指出实现大众福利的根本办法不是如何分配现有收入，而是如何将现有收入增大的问题。只有增大现有收入，才能使每个人的所得有所增加，才会增加社会福利。这孕育了社会保障基金通过投资运用来实现保值增值的思想。伯尔丁研究了养老基金的投资，认为在金融市场多样化投资有利于分散风险；而彼得·戴蒙德和吉拉科普诺斯建议将其投资于股票市场，扩大基金的规模以应付未来的支付问题。阿扎伊·沙赫与科沙马·费尔南德斯深入研究了指数基金投资在养老基金股票投资中的作用，讨论了发展中国家对指数基金的运用，并建议发展中国家构建股票市场的市场机制和市场指数，提高指数基金的生存能力。

从社保基金的投资运用来看，其主要是围绕公平与效率、市场与政府两大主题展开。

1.公平与效率。美国学者阿瑟·奥肯曾在其代表作《平等与效率》中说过：“源于机会不均等的经济不平等，比机会均等时的经济不平等，更加令人不能忍受”。社会保障基金的安排要做到机会均等，最大限度地使个人努力和个人收益具有正相关性。如果机会不平等，就会导致“寻租性非效率”和“内耗性非效率”。因此，要求社会保障基金在筹集、发放、管理体制、投资运营等方面都应尽量做到机会平等，即基金筹集按个人能力和收入水平征收，发放过程中兼顾能力差异和互济原则，基金管理增加透明度，基金投资要尽量做到保值和增值。同时还要兼顾效率，真正的公平必须是有效率的公平。

2.市场与政府。社会保障基金的改革，促使人们重新认识社会保障中政府与市场的关系，重新界定政府的职能以及政府的作用形式。由于信息不对称，在市场这只“看不见的手”无法触及的地方，需要政府介入才能有效运作。从各国实践来看，政府的间接作用日益渗透到私人养老金计划中，如通过法律法规制度以及监管，实施强制性的私人养老金计划，对私人养老金资产比例限制等。此外，政府还要对基金管理公司进行严格的监控并提供信息以弥补市场失灵。在社会保障基金运用中，政府和市场都不是万能的，要想发挥二者的作用，还须寻找一个有机结合的均衡点。

二、国外社会保障基金运用成功经验：以美国为例

国外对社会保障基金的运用，主要是指将其资金一部分投入资本市场，实行市场化运作，一般侧重于安全性较高的投资品种，一方面在充分分散风险的基础上提高投资收益率，另一方面为资本市场提供长期、稳定的资金。但由于社会保障基金的特殊性，各国又把其投资安全放在首位，对投资品种、投资比例都有严格的限制，目的是在控制好投资风险的前提下提高投资收益。



在美国，作为社会保障基金主体的社会保险信托基金投资渠道主要是购买美国政府特种国债。根据社会保障法案，信托基金只能投资于政府发行的债券或由美国政府对其本金和利息担保的债券。其投资范围具有强制性、投资决策强调科学性和投资品种的流动性。为安全起见，政府还规定，信托基金至少要保存受益支出总额的 20%—30% 作为盈余储备。

美国比较推崇基金指数化投资。指数基金的巨大成功使得指数化投资的概念在投资者心中树立了良好的形象，并以其低管理成本低系统性风险、较高的资产流动性和较少的“寻租”机会使其成为社会保障基金的重要投资工具。早在 1997 年，美国加州、德州、纽约州最大的公共养老基金 50% 以上的股票已经指数化，TIAA-CRER（美国 TIAA-CRER Retirement）持有的国内公司股票指数化比率高达 80%。到 2004 年底，美国共约有 12.9 万亿元退休金，投入指数基金的总额为 3.1 万亿美元。它们在投资中获得了相当可观的回报，许多养老基金因此而壮大了自己的实力。

美国政府还针对个人账户管理推出了一种“节俭储蓄计划”，由政府挑选出几个市场指数，这些指数跟踪国内外的股票市场。然后，政府与一些合格的基金管理者签约，由他们来负责建立和管理相应的指数基金，作为社保基金尤其是养老金投资工具。职工可以将自己个人账户中的资金在这些指数基金中进行分配。这里，职工所选择的是不同风险水平的投资策略。

另外，养老基金还通过多种方式参与公司治理。20 世纪 80 年代以来，养老基金开始对公司治理产生重大影响，在指数化投资战略下，养老基金拥有的不仅仅是权力，他们还有责任确保美国最大的和最重要的公司表现出色并取得成绩。

三、中国社会保障基金运用的现状及其问题

2005 年年初全国社保基金余额 1659.86 亿元，期末总额为 1954.27 亿元，净增加 294.41 亿元，其中：财政拨款资金净增加 228.70 亿元，投资收益转入增加 52.90 亿元，社保基金投资入股交通银行产生的股权资产准备 12.80 亿元。而其直接投资资产 1387.58 亿元，占比 65.52%；委托投资资产 730.29 亿元，占比 34.48%。

我国社会保障基金的实际投资组合貌似安全但实际上收益率较低，投资效果较差。虽然近几年我国社保基金投资收益率维持在 2.61% 以上，但如果加进通货膨胀及工资水平上涨等因素对货币价值的影响，社保基金实际投资收益率比较低，2004 年甚至为负值。

1. 社保基金规模不够大，资金不充裕。由于基金的筹集主要是依靠征收相关的费用和国家财政拨款，资金来源不足，规模不够大，而进入资本市场的社保基金又受到严格的比例控制，使得最后进入资本市场的社保基金少之又少，这样，社保基金对资本市场的影响力就变弱了。

2. 投资工具有限，投资收益率偏低。目前，社保基金的投资工具主要有银行存款、购买国债、企业债券和金融债券、股票和证券投资。虽然银行利率有所提高，银行存款的收益比以往有所增加，但投资回报率仍然偏低，无法抵御通货膨胀的侵蚀；购买国债也难以规避通货膨胀的风险，以 2004 年的一年期存款和三年期国债为例，二者的利率分别为 2.25% 和 2.68%，远远低于当年的通货膨胀率；而购买企业债券和股票是提高投资收益率的重要途径，但由于股票市场的风险较大，无法保证收益的安全性。另外，银行存款和国债的比例过高，影响了基金的盈利。以 2004 年为例，我国社保基金中银行存款和债券投资的比例分别为 39% 和 43%，按《全国社会保障基金投资管理暂行办法》规定，企业债和金融债投资比例不得高于 10%，那么社保基金中国债投资至少为 33%。银行存款与国债在社保基金中占到 72%，而其投资回报率无法抵御当年 3.90% 的通货膨胀率，这是造成 2004 年社保基金真实投资收益率为负值的主要原因。



3.与社保基金投资相关的法制不健全，市场不完善。一方面未建立统一的社保基金投资运营机构，也就不可能对社保基金投资的效益性作出科学的预测；也缺乏更加全面、科学的投资法律、法规的约束来避免社保基金投资领域中的低效率和道德风险。另一方面我国的债券市场规模小，股票市场的市场也有待规范，要想实现社保基金的保值增值，还需进一步改善社保基金投资的市场环境。

4.社保基金管理不规范，监管混乱。目前我国的社保基金的监管弱化，缺乏统一的行政监管和社会监管机构，对拨放的财政性资金缺乏全程的跟踪监督。财务管理制度、会计核算制度也不健全，使政府对社会保障基金的筹集和使用监控非常缺乏，资金使用过程中也缺乏安全意识和保值增值责任，挤占、挪用浪费的情况比较严重。[9]

四、基于安全视角我国社保基金投资渠道相关制度安排

在社会保障基金的投资运用方面，要在保证基金安全性、流动性的前提下，实现基金的较高收益。通过借鉴国外的成功经验，切实结合我国社会保障基金运用的现状，有效促进我国社保基金的保值增值。

（一）鼓励社会保障基金投资多元化

社会保障基金多元化投资是实现社会保障基金有效投资和保值增值的重要选择。多元化投资能最大限度兼顾社会和经济目标，降低基金积累制度的成本，保证基金的实际安全性，减轻社会保障制度的负担以及产生良性的外部效益。

按照《全国社会保障基金投资管理暂行办法》第二十五条的规定，其投资范围限于银行存款、买卖国债和其他具有良好流动性的金融工具，包括上市流通的证券投资基金、股票、信用等级在投资级以上的企业债、金融债等有价证券，投资范围有所扩大。除在传统领域中进行投资以外，还要涉及金融创新工具。金融创新工具为社保基金投资提供了更广泛的选择，主要包括：

1.指数化投资。首先，其管理费用低，投资管理人只需按照指数的成分复制组合，避免了市场分析、公司调研、证券组合管理等方面的支出。其次，指数化投资的交易成本很低。指数化策略不做个股和时机选择，股票的换手率很低，从而节省了交易成本。最后是风险较低，指数化组合经过广泛的分散化，非系统风险（个股价格波动对组合的影响）已基本被剔除，主动式投资中通常会出现的基金经理操作失误和道德风险，在指数化投资中也得到了有效降低。正是由于上述优点，而国外的养老基金、保险基金等都对其青睐有加。

2.购买住房抵押贷款证券。对目前中国的商业银行来说，住房抵押贷款（按揭）是所有资产类别中最优质的资产，相对于国有商业银行 20%以上的贷款坏账率而言，住房抵押贷款平均坏账率仅 0.52%。加之一些信用增级措施，投资者承担的风险极小，从收益上看，它的利率通常高于国债利率，因此，它完全可以成为社保基金新的投资工具。2005 年 12 月 15 日，建设银行发行了金额为 30.16 亿元的个人住房抵押贷款证券，据估计，其年收益率在 4%以上。这正是我国社保基金投资的大好时机。[10]

3.投资国家基础设施项目。社会保障基金具有长期稳定的特点，可以将之投资到电力、石油、通讯、铁路、等关系国计民生的基础建设项目，这些项目具有资金需求量大、回收期长，但投资回报率高、风险小的特点，恰好符合社会保障基金可以长期使用但必须低风险运作的特点，可以为社会保障基金赢得较高的投资回报。



4.投资信托产品。可以最大限度的提升资金的安全性，从其特有的破产风险隔离功能上看，信托投资公司管理的资产不会因为其固有财产或其他信托财产的负债而承担任何风险，甚至信托投资公司破产了，信托财产仍然不会受到破产债权人的追索。信托投资还可以同时涉足资本和实业领域，投资运用渠道广泛。

5.投资于开放基金。对开放基金的投资规模不受限制，它的申购和赎回价格以基金的资产净值为依据，不受市场供求关系影响从而可随时买卖，流动性较强，它的信息披露时间间隔短，有利于规范基金的管理和投资行为。

（二）积极推动社会保障基金的投资入市

社保基金入市会增加市场的资金供给，壮大机构投资者的力量。据测算，2006年底，社保资产规模已达2500多亿元，这部分资金一旦能够通过合法途径进入资本市场，就会大大增加市场的资金供给，平衡市场资金供求，改变当前机构投资者之间互相博弈、机构投资者和散户投资者之间争利的局面。同时，其入市对基金管理公司的运营能力和风险控制能力提出了更高的要求，基金管理公司在提交参选社保基金管理人申请材料、接受专家委员会评选的过程中，需要做大量的前期准备工作，有利于基金管理公司的运作更加规范和透明，作为最重要的机构投资者和市场的中坚力量，基金有意识地减少投机、短线的炒作方式，代之以理性、长期的投资方式，会在客观上起到稳定市场的作用。

社会保障基金入市可以采取两种方式，一是直接方式，设立专门的社保基金管理公司或参与发起设立开放式基金公司，对社保基金进行直接的管理与监督；另一种是间接方式，委托证券投资基金管理公司、券商银行、商业性保险公司等金融机构进行投资理财。考虑到我国社保基金的现状，目前我国主要采取间接方式，并在此基础上按照规范、稳健、专业化和市场化的原则搞好基金运作，防范和抵御各种投资风险。

1.设置合理入市比例。其入市并不是说所有的投资都投到股票市场，只是部分进入股市。由于投资股票风险比较大，我国也对其投资于股票的比例作了具体的规定，不高于40%。

2.注重投资品种的选择。挑选的基本标准是绩优而有成长性的公司，如国家重点鼓励发展的行业、品种和技术。从目前来看，业绩优良的蓝筹股将成为其投资的主要品种，而分散投资、波段操作乃至长期持股将可能成为其主要的操作手法。

3.严格选择基金管理人。严格核查其市场准入资格，通过考察经营机构注册资本、业绩、财务以及信用评级等条件，选择合格的基金管理人、基金托管人。此外，还要提高这些机构的整体素质，经常性的进行清理整顿，对不合格的及时清理出局。

4.保证投资期限与币种匹配。一是确保投资期限和负债期限大体一致，使投资的利率风险最小化；二是资产货币和负债的货币相匹配，使汇率波动的风险最小化。在初期以指导意见的形式明确社保经营机构在资产和负债的期限以及所持币种方面的匹配目标，待条件成熟后，以告示的方式引导社保经营机构将资产和负债进行匹配，并通过经常性的检查对其进行督促。

（三）谨慎稳妥推进社保基金投资海外市场

由于国际资本市场的发展比较完善，投资工具比较多，各项法规制度比较健全，投资收益相对较高，因此，投资国际资本市场是一个有效途径。进行海外投资对拓宽社保基金投资渠道，更加有效的规避和控制投资风险，缓解外汇储备压力、保持国际收支平衡、为资本项目管制的逐步放松起到积极作用，为完善



人民币汇率形成机制创造条件。但目前我国社会保障制度尚需完善，资本项目尚未完全开放，我国社保基金投资海外应采取循序渐进的原则，谨慎稳妥地推进：

1.在投资策略上，采取谨慎的态度，并应当建立相应的风险预警和控制机制，以防范和减少风险。

2.在投资运作方式上，可以选择由社保基金自设机构进行投资，也可以选择委托国外投资机构进行投资。目前，社保基金进行国外投资的资金来源主要是国外上市的国有股减持部分，所以一般选择国际投资公司，今年11月29日，10家境外资产管理机构成为社保基金海外投资管理人。选择标准应该主要是看投资回报的业绩、收费及稳健程度如何，其中最重要的标准就是保证社保基金的安全。

3.在投资的分散化方面，可以将基金投资到不同国家不同行业的股票中。因为各国股票之间的相关系数比行业股票间的相关系数略高，投资于不同行业的股票对于分散风险更为有利。因此，可以首先选定几个全球性的、平稳增长型的行业，然后再选择一些相关度较低、市场稳定的国家，进而确定目标国家、目标行业中的龙头股作为投资对象，还可以采用股票互换方式进行投资。

4.社保基金进入国际资本市场，一定要制定合适的投资政策和战略资产配置策略，还要加强风险管理，资产负债管理和绩效评估。

此外，为提高安全性和效率性，应明确社保基金的治理结构，避免其低效率和道德风险。

（四）对社保基金投资运用绩效进行有效监管

我国社保基金采取委托代理方式，由基金投资管理公司负责基金的投资，必须对其进行严格监管。

1.建立完善的基金运营市场竞争机制。一方面选择资产投资管理人即投资管理公司的过程要透明、公开，通过招标等形式使投资公司之间形成竞争。另一方面在社保基金那与投资公司的合同中要规定“退出机制”，即如果投资公司在一定时期内没有达到所规定的目标，则社保基金可以从该投资公司和合同关系中退出，选择其他效益更好的投资公司。

2.建立制度化的激励机制。引导投资公司对本公司效用最大化的追求转化为对社保基金运营效率的追求。针对基金投资公司的投资运营能力、风险规避程度的不同选择不同的激励机制，并与之建立相应的委托代理合同，从而使基金投资公司具有更高的投资积极性，使其投资运营更加努力有效。

3.加强基金运营的信息披露，完善基金管理公示制度，提高基金管理透明度。信息披露可以将投资公司置于社会公众和监督机构的双重监督之下，防止投资公司违法、违规操作，损害基金持有人的利益。由于社保基金的投资运营效果关系到人民的切身利益，所以必须定期向社会公布社保基金的投资状况及收益情况。

4.完善法律法规体系，为社保基金投资创造良好的法制环境，避免社保基金投资领域中的低效率和道德风险。要建立健全社保基金管理法规，尽快出台与之配套的《社会保障法》，严禁挤占挪用基金，将社保基金投资运营纳入法制化轨道，真正使社保基金走上规范运作和良性发展的道路。

