

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学号: 15620061151059

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

社 保 基 金 投 资 效 率 研 究

Research on the Investment Efficiency  
of Social Security Fund

郑 静 宜

指导教师姓名: 林 宝清教授

专 业 名 称: 保 险 学

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2009 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

社会保障是通过企业代缴、个人投保、国家资助和强制储蓄的办法筹集资金，包括由地方政府管理的基本社会保障基金和由中央集中管理的全国社会保障基金（简称“社保基金”）。本文侧重研究的是后者，即社保基金自 2000 建立至今的投资运营、投资回报及风险控制水平。在短短八年的时间内，社保基金从无到有，经历了经济平稳期、快速膨胀期以及快速收缩期，为研究提供了丰富的经济背景。

首先，本文从投资效率出发，对其进行定性的概念界定和定量的度量列举，并从投入、运营以及产出这三个过程对其影响因素展开铺陈性介绍，指出投资效率包含投入与产出的对比关系以及风险与收益的均衡关系这两个层面。

其次，进入到社保基金的投资效率基本理论与现状的分析，文章先从社保基金的基本特点和投资性质展开描述，而这两点，也直接影响到紧接着的对社保基金投资效率之收益部分和风险部分的分析。接着，本文从影响投资效率的两大部分，风险和收益对于我国社保经济投资效率的现状进行详细的阐述。

再次，运用实证分析和比较分析对社保基金的投资效率进行研究。

在实证分析中，未考虑风险因素和风险偏好的情况下，使用非参数检验，得出社保基金的投资效率在统计上并不显著。但是，在考虑风险因素和风险偏好的情况下，使用夏普指数，得出社保基金的投资优于股票和债券；

在比较分析中，本文从纵向和横向两个角度出发。纵向上看，主要是将我国社保基金问世以来的投资效率进行一个历史跟踪比较，从资产负债率、委托投资、证券资产浮动盈亏和已实现收益率四个角度，阐述社保基金在不同背景下的投资效率表现；横向上看，选择与我国社保基金背景相仿的国家或地区，进行国际比较，在分段的沿革对比中，甄别出社保基金国际先进的运营方式中值得借鉴的地方。

最后，结合实证分析和比较分析结果，对我国现阶段社保基金投资效率的监控和提高提出理论思考与政策建议：“内”“外”双面出击寻求收益稳步增加以及“管”“理”和谐共伴实现风险积极控制。

**关键词：**社保基金 投资效率

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## **Abstract**

Social Security is funding through corporations, individuals, national funding and mandatory saving. It includes two parts. One is basic Social Security Fund which is managed by local government. The other is national Social Security Fund which is managed by central government. (Here after referred as “Special Security Fund”). This thesis focuses on the latter, that is, the operation, investment returns and the risk management level attained by the Social Security Fund from 2000. During these short eight years, the Special Security Fund experience the period of economic stability, rapid economic expansion and the rapid economic contraction. All of these provide abundant economic background for research.

Firstly, after summarizing literatures in the introduction, this article embarks from the investment efficiency, carries on the qualitative concept and quota measurement, and discusses the factors that impact the investment efficiency from three separate progress, which are input, operation and output. The investment efficiency reflects the quantity relationship between input and output and it reflects the equilibrium relationship between yield and risk during the investment activities.

Secondly, this thesis enters the research target, which is Special Security Fund, to analysis the basic theory and status of investment efficiency of the Social Security Fund. The basic characteristics and investment property are directly related to the following analysis on the yield component and risk component. Thereafter, these thesis begins detailed illustration on the current status of the investment efficiency of Social Security Fund from yield and risk, which are the two components that influence the investment efficiency.

Thirdly, this thesis applies empirical analysis and comparative analysis. In the empirical analysis, in the condition of not considering the risk factors and risk preference, it uses non-parametric test to get a conclusion that the investment efficiency of Special Security Fund is not statistically significant when comparing to stocks and bonds. However, in the condition of considering the risk factors and risk



preferences, it uses Sharp ratio to conclude that the investment efficiency of Special Security Fund is superior when comparing to stocks and bonds. In the comparative analysis, from the horizontal self-comparison and vertical international comparison, the thesis analyzes the investment structure and risk control to draw that the profitability of Special Security Fund enhances steadily with the expansion of associated risks. And the multiple trust investment structure and multiple point risk control of Sweden and Netherlands create conditions for further balance between benefits and risks.

Finally, after combining the result of empirical analysis and comparative analysis and the characteristics of Special Security Fund, the thesis provides two policy advices to monitor and enhance the investment efficiency of Special Security Fund, which are seeking steady profit growth from domestic and abroad as well as active risk control from system establishment and diversified investment.

**Key words:** Special Security Fund; Investment efficiency;

# 目录

导论	1
第一章 投资效率概述	6
1.1 投资效率的概念界定	6
1.2 投资效率的度量方法	7
1.3 投资效率的影响因素	9
第二章 社保基金投资效率	11
2.1 社保基金的基本特点	11
2.2 社保基金的投资性质	12
2.3 社保基金投资效率之收益	14
2.4 社保基金投资效率之风险	16
第三章 社保基金投资效率实证分析	22
3.1 数据准备	22
3.2 数据描述	24
3.3 方法选择	25
3.4 计量检验——未考虑风险因素和风险偏好	26
3.5 指标计算——已考虑风险因素和风险偏好	29
3.6 实证分析结论	31
第四章 社保基金投资效率比较分析	33
4.1 纵向自身比较	33
4.2 横向国际比较	38
4.3 比较分析结论	42
第五章 对提高社保基金投资效率的政策建议	44
5.1 收益稳步求增——“内”与“外”的双面主动出击	44
5.2 风险积极控制——“管”与“理”的和谐共伴效应	45
结语	48
附录	49
参考文献	51
致谢语	53

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## CATALOG

<b>Introduction</b> .....	1
<b>Chapter 1 Literature Review</b> .....	6
1.1 The Scope of Investment Efficiency .....	6
1.2 The Measurements of Investment Efficiency .....	7
1.3 The Influencing Factors of Investment Efficiency.....	9
<b>Chapter2 The Theory and Status of Investment Efficiency of Social Security Fund</b> .....	11
2.1 The Characteristics of Social Security Fund .....	11
2.2 The Investment Property of Social Security Fund.....	12
2.3 The Yield Component.....	14
2.4 The Risk Component .....	15
<b>Chapter 3 Empirical Analysis</b> .....	22
3.1 Data Preparation.....	22
3.2 Data Description .....	24
3.3 Method Selection.....	25
3.4 Econometrics Test-not consider risk factors and preference.....	26
3.5 Indicator Calculation-considered risk factors and preference.....	29
3.6 Empirical Analysis Conclusion .....	31
<b>Chapter 4 Comparative Analysis</b> .....	33
4.1 Vertical Comparison.....	33
4.2 Horizontal Comparison .....	38
4.3 Comparative Analysis Conclusion.....	42
<b>Chapter 5 Policy Recommendation</b> .....	44
5.1 Steady Income Growth.....	44
5.2 Active Risk Control.....	45
<b>Epilogue</b> .....	48
<b>Appendix</b> .....	49
<b>Reference Literatures</b> .....	51
<b>Acknowledgements</b> .....	53

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 导论

### 0.1 选题意义及研究背景

步入 21 世纪以后，随着改革开放程度的逐步深化，世界经济朝向一体化的趋势日益明显，社会保障制度也面临自身变革、突破、发展，以适应经济体制变化的需求。作为支撑社会保障制度极其重要的物质基础，社保基金关系国计民生，其保值增值的能力，直接关系到现在及未来的社会保障水平，也关系到社会保障制度的成败和社会经济发展的可持续性。

资金只有在运作过程中才能实现自身的平衡与增值，社保基金作为国内资本市场最为重要的长期的机构投资者之一，其投资一直成为国内众多机构投资者的风向标，很大程度上代表了国内机构投资者的投资水平，对国内的资本市场具有相当大的影响力。因此，积极研究社保基金的投资效率以及今后的投资趋势具有积极的理论与现实意义，对一国金融市场的健康发展乃至社会稳定及经济的持续进步都会起到不可忽视的作用。

2008 年，社保基金的投资取得了重大突破。一方面，可将基金权益的 10% 投资于股权投资基金；另一方面，成为国家开发银行与中国农业银行的战略投资者。不过，与此同时的国内股票市场却出现了罕见性的连续下跌，2008 年上半年跌幅位居全球第二，仅次于发生金融危机的越南。受此影响，社保基金的股票资产自成立以来，首次出现浮动亏损。作为人民群众的“保命钱”，社保基金的投资向来以稳健著称，却在近年呈现大起大落，这不禁引发这样的思考：社保基金的运营是否健康？社保基金的投资是否恰如其分？社保基金的收益与风险是否匹配？而这，就牵涉到本文所要研究的社保基金投资效率问题。

不仅仅是基于过去一年社保基金投资运营的警讯，目前和未来相当长一段时间里的不利因素，都对社保基金投资的冲击与日浮现。这其中，至少包含人口老龄化、通货膨胀和金融风暴等。

#### 0.1.1 人口老龄化

国家统计局的资料显示，2003 年我国人口平均寿命为 72 岁，较 1997 年 61

岁的平均寿命增加了 11 岁，社保基金面临的支付时限也随之大幅度延长。60 岁以上的人口占总人口的比例由 1982 年的 7.6% 上升为 2006 年的 11%。按照国际标准，我国人口老龄化趋势明显，已经进入老龄化社会。与其他国家相比，人口老龄化给我国社保基金带来的压力更为突出。

首先，我国人口基数大，相同老年人口比例下的绝对数量更为庞大；其次，独一无二的计划生育政策加速了人口老龄化进程，我国进入老龄化社会仅仅用了不到 20 年的时间；再次，由于起步较晚，我国社会保障真正意义上的积累几乎与老龄化社会的到来同步。特别值得注意的是，为减缓人口老龄化的压力，我国的养老保险制度从原来的现收现付制转向部分积累制，然而，在改革过程中形成的巨大的转制成本却在无形中加重了社会保障制度的负担。

### 0.1.2 通货膨胀

一方面，步入 21 世纪以后，随着主要原料、能源价格的飙涨，全球性的通货膨胀日益严峻。与此同时，中国经济保持了较为高速的发展，对于包括原油、铁矿石和重金属在内的许多基础性原材料的需求大幅度增长，因此，不可避免的输入外部的通货膨胀压力。随之而来的物价水平上升造成了消费者购买力实际意义上的下降；另一方面，人民币在 2005 年汇率改革之后快速升值，进入“六时代”之后一直保持强势，人民币购买力的上升速度超过了实物资本的增长速度，造成了人民币购买实物资本供应的相对紧张，引发实物资产泡沫，加剧通货膨胀压力。

因此，劳动者对社保基金实际意义上的保值增值要求日益提高，加之刚性作用的影响，社保基金通过降低给付水平减缓支付压力几乎是不可能的。在考虑通货膨胀因素后，社保基金达到预期目标的压力日益增大，出现财务缺口甚至支付危机的可能性有增大的趋势。

### 0.1.3 金融风暴

2007 年，由于美国次级贷款危机所引发的金融风暴席卷全球，杠杆效应的过度使用使得此次风暴波及范围之广、波及程度之大均为百年之最。受到资本市场剧烈波动的影响，各国的机构投资者纷纷被巨额的亏损阴霾所笼罩，许多知名

金融机构或宣布破产或寻求政府援助。作为资本市场的机构投资者之一，社保基金不可避免的要面对此次金融风暴对资产价格造成的强大贬值冲击。

## 0.2 研究现状及文献综述

在国外，相关主题的研究起步较早，不过由于许多国家没有国家储备基金的机制，所以对国家储备类的社保基金的研究很少，多为研究既定给付计划或既定供款计划框架下养老基金的运行效率或资产配置效率；在国内，由于数据信息和政策制度的相对滞后，有一部分研究以一般性的养老基金或广义的社会保障基金的分析，替代了对全国社会保障基金的专项研究。

目前，我国对于社保基金的研究尚处在起步阶段，如何解决我国社保基金存在的投资效率问题是理论界所关心的焦点。关于社保基金的投资效率方面的研究，主要从三个角度入手，首先是孕育这种投资效率的市场背景，而后于这种背景下，如何在组合设计和风险监管的层面上挖掘收益与风险的平衡，从而探寻社保基金的投资效率。

在社保基金与资本市场的互动方面，裴宏波在《社保基金入市对公司治理效率的改进》<sup>[1]</sup>（2003）中认为，由于社保基金现金流量稳定，持股时间长，有动力对企业进行关系型投资，因此，将一部分国有企业的大部分、甚至全部产权转让给社保基金，有助于提升公司业绩。郑秉文在《DC型积累制社保基金的优势与投资策略—美国“模式”的启示与我国社保基金入市路径选择》<sup>[2]</sup>（2004）中认为，为了避免给国内资本市场带来负面冲击的影响，社保基金应该被认定为是“风险投资基金”，应该专门为国际资本市场而设计并离开本国的资本市场。张彦丽在《社保基金资本化运营与监管》<sup>[3]</sup>（2005）中认为社保基金分配到股市的资金应按照指数投资，社保基金的供款者可以清楚看出其投入股市部分的运作好坏，进而随时都可判断社保基金的业绩的好坏。

在社保基金投资组合的设计方面，主要集中在投资工具的多样化和资产配置的有效性。郭纲在《社保基金投资的比例与安全性》<sup>[4]</sup>（2001）中认为社保基金应控制好投资工具的投资比例，采取投标的方法和间接投资的方式，以提高社保基金的投资效率。何巧白在《收入债券——社保基金投资的亮点》<sup>[5]</sup>（2002）中提出以收入债券为突破口，借鉴西方经验，开发具有中国特色的市政债券



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库