

養老金改革路向之研究

● 利求同

「人生易老」是古人常感歎的，老有所靠乃是人之常情、常理。中國社會正在轉型，養老方式和養老金的來源也在變。國務院1991年頒行《國務院關於城鎮企業職工養老保險制度改革的決定》，開始建立新的多層次養老保險制度，即養老保險費用由國家、企業、個人三方面共同負擔；實行個人繳納養老保險費、養老保險基金，實行社會統籌，勞動合同制工人和原固定職工養老保險基金合併調劑使用，明確勞動部和地方各級勞動部門負責管理城鎮企業職工的養老保險工作。簡單地說，這一改革要求個人和企業定額定時拿出一筆收入，存在政府管理的國家基本養老保險基金中。職工到了退休年齡，該基金按一定的計算公式，逐月將這筆存款（包括利息）發放給職工和家屬，直至領款職工死亡並款盡為止。於是，如何管理國家基本養老保險基金中的資金，成為政府和有關專業人士的新課題，其中該資金與宏觀經濟和金融市場的關係尤為突出。這一關係錯綜複雜，動一

髮則可能直接或間接地牽動全社會每一份子的切身利益和經濟機制的各個環節。中國養老保險制度改革的成功與否，很大程度取決於我們對該關係的深入研究和謹慎決策。

一 新系統中的老問題

「政府系統之完美在於『為人民』孕育最大的幸福、最可靠的社會保障和最安定的政治局面。」^①南美「解放者」波利瓦將軍 (Simon Bolivar, 1783-1830) 1819年的這段話，第一次提出「社會保障」，並把社會保障同人民幸福和政治安定並列，當作完美政府的三個標誌。近兩個世紀過去了，波利瓦的烏托邦式完美政府並沒有實現，但人類社會為此作出了不懈的探索和努力。各國退休養老保險系統的不斷改革，就是這一探索和努力的重要組成部分。

政府建立國家養老保險系統、提供良好的養老保險安排容易得民心。

中國養老保險制度改革的成功與否，很大程度取決於對國家基本養老保險金的資金與宏觀經濟和金融市場關係的深入研究和謹慎決策。這一改革要求個人和企業定額定時拿出一筆收入，存在政府管理的國家基本養老保險基金中。於是，管理養老保險基金，成為政府和有關專業人士的新課題。

但因為政府官員為此所作的財政承諾要等若干年後（職工退休時）才需支付兌現，沒有現時的資金壓力，所以往往自覺或不自覺地向職工和家屬許諾過高的退休養老保險金額，或答應過高的養老金投資回報。久而久之，過高的許諾造成過高的期待。等到國家財政負擔不起的時候，便引發養老保險償付能力的危機、人民生活和政治局勢的動盪。許多國家都發生過這樣的困境，我們決不能掉以輕心。

1949年以來，很長一段時間裏，中國的國家職工退休養老金系統採取現收現付式（pay-as-you-go），無備資（unfunded）限定福利額式（defined benefit）養老金體系，國家或企業將養老金直接納入當年的操作預算。職工退休以後，從單位領取本人原工資85%或更高的比例作為退休金。雖然國情不同（社會主義計劃經濟下的低工資制），但跟一些發達國家相比，這仍是很高的許諾。表1比較不同國家的工資替代率，即退休養老金與原工資之比。

進入改革開放時期，繼續維持如此高的平均工資替代率，不免大大降低了企業競爭力，給國家經濟發展帶來沉重的財政負擔。雪上加霜的是，文革以後，中國人口老齡化速度加快，國有企業效益低落，致使原有的退休養老金系統瀕臨崩潰。據世界銀

行的報告，中國政府的懸置養老金債務（pension debt overhang）^②在90年代初已經達到295%（以折扣率8%計算，懸置債務超過200%即表示債務嚴重）^③。到2000年，中國的隱性養老金債務將高達79,243-118,864億人民幣^④。

但中國的情況並不特殊。全世界約有150個國家實行過限定福利額式養老金，都曾經在不同時期、不同程度上面臨相似的問題。解決方案，多半是終止或改造舊的系統，逐漸從現收現付限定福利額式養老金形式向備資（funded）限定撥款額式（defined contribution）養老金轉型。中國現行的國家基本養老保險與企業補充養老保險、個人儲蓄養老保險以及商業人壽保險相結合的多層次養老保險體系，就是遵循這一通行的改革模式的結果。

可是我們必須注意到，這一通行的改革模式並非在任何時候都是靈丹妙藥。所有退休養老保險系統的有效運作，都基於一個簡單的道理，即：

$$\text{養老金總額} = \text{投入資金} + \text{投資回報}$$

無論模式如何改，這個等式都不變。其中一個量的變化，必然引起其他量的相應變化。養老金總額只會等於投入資金和投資回報之和，除此之外，別無奇跡可言。這張底牌，不僅政府

1949年以來，中國的國家職工退休養老金系統採取現收現付式，國家或企業將養老金直接納入當年的操作預算。文革以後，中國人口老齡化速度加快，國有企業效益低落，致使原有的退休養老金系統瀕臨崩潰。到2000年，中國的隱性養老金債務將高達79,243-118,864億人民幣。

表1 90年代初六國退休養老金系統平均工資替代率比較（單位%）

	中國	瑞典	美國	英國	日本	德國
工資替代率	85.9 (1993年)	57.04	49.5	43.2	41.9	34.4

資料來源：中國人民大學勞動人事學院和比利時根特大學法學院：《歐盟一體化過程中的勞動力市場與社會保障政策：中歐比較研究》（北京：中國人民大學勞動人事學院，1999），頁136。

官員和專業人士要牢記，也應當讓職工、家屬和退休人士明白這個道理。這樣，各方都朝同一個方向努力，轉型才有準星。對上述公式中任何一個量，我們都必須謹慎地防止過度承諾和盲目樂觀。

二 國家基本養老保險基金、社會儲蓄消費行為和國家財政負擔

儲蓄和消費是國家經濟發展動力的兩個不同側面。沒有儲蓄，無法擴大再生產；消費低，則缺乏對生產的需求。因此，尋求兩者之間的平衡是決策者經常關心的問題。養老金是社會的一個巨大資金源，直接影響儲蓄和消費的動向，因而養老金政策與國家總經濟政策息息相關。

新的國家基本養老保險系統是一個備資的系統，它逐年逐月從個人和企業那裏收納法定的養老金稅，聚集一大筆基金，供若干年後職工退休養老之用，爭取做到有備無患，減輕國家和企業的預算負擔。這意味着，當前的改革是將退休人員養老金的來源，從國家和企業出資、現金發放向個人和企業出資、建立基金轉變。國家則以免緩養老基金稅收的形式間接出資，充分發揮政策和法律的引導鼓勵管理功能，從一開始就將養老金面臨的風險分散，讓有關三方共同承擔。這樣一個符合風險保險基本原則的國家養老金系統，有較強的抵禦風險的能力。

但這一改革並不是無代價的。備資養老金系統實際上是幫助勞動者有計劃地平均使用一生的勞動所得，促使他們在勞動力旺盛的青年和壯年節

省一些，以便在勞動力減退和喪失的晚年得到適當的生活來源保障。個人、企業和國家繳納資金入養老基金之舉，將一部分本可用於目前消費的收入節省下來，變成儲蓄，供職工退休後使用。從現階段來看，這一變化降低了全社會當前的消費能力；在理論上，則增加了社會總積蓄。當前中國的經濟政策，是希望刺激消費，提高經濟增長速度，因而不鼓勵高儲蓄。從這個角度看，正在建立的國家基本養老保險備資系統，實際上起到一個相反的效果。故應當注意把養老金政策納入總的經濟政策，透徹理解、全盤把握它可能帶來的正負兩方面的影響。最近頒布的徵收銀行存款利息稅的法規，體現了政府為降低個人儲蓄、刺激消費的努力，同時也區別了不同性質的儲蓄。以國家基本養老保險基金為代表的養老金定向儲蓄得到政策獎勵，享受稅收優惠；個人的無定向儲蓄則不受鼓勵，必須納利息稅。政府用這一經濟政策指導人民的經濟行為，以達到在強制養老金儲蓄的同時，降低養老金儲蓄對消費水平的消極影響。但該經濟政策是否會產生預期的效果，則在很大程度上取決於人民對經濟發展和就業前景的信心，以及他們對新的國家基本養老保險系統的態度。密切注視社會上自發的無定向儲蓄率的走向，可以幫助我們把握上述經濟政策和養老金系統轉型的社會環境。

國家基本養老保險基金對政府財政狀況也有直接影響。新舊養老金系統轉型期間，政府養老金支出不會、也不應該隨着備資養老金系統的財產積累而減少；相反，政府財政負擔只會更重。首先，在新系統中，政府使用稅收優惠政策鼓勵各類養老金儲

新的國家基本養老保險系統是一個備資的系統，將退休人員養老金的來源，從國家和企業出資、現金發放向個人和企業出資、建立基金轉變。從現階段來看，這一變化降低了全社會當前的消費能力；在理論上，這與當前中國的刺激消費的經濟政策不吻合。

在國家基本養老基金尚待完善管理機制的狀況下，中國政府規定該基金80%的資金只能投資在風險最低的國債，20%存入銀行。但是，隨着國內金融市場的發展和基金保值、增值日漸困難，起用共同基金和股票作為國家基本養老基金投資途徑的呼聲日益高漲。

蓄，國家稅收收入將減少。如果稅收減少量大於備資養老金系統帶來的純養老金積蓄，政府財政赤字將增大。同時，限定撥款額式養老金個人帳戶的儲蓄方式使新系統中的資金的所有權完全屬於個人，縮小了國家基本養老金系統中的實際共濟資金。所以，無論政府是否向國家基本養老金系統中的私人帳戶借款，以繼續履行自己的現行退休養老金責任，轉型期間政府財政負擔加重幾乎是不可避免的。

上述政府財政負擔和赤字會引起社會總儲蓄量的下降，社會的投資能力隨之降低，拖經濟發展的後腿。但社會經濟的發展，是養老金保值和升值努力是否有效的決定因素。人們之所以願意減少目前消費，加大養老儲蓄，其前提是相信儲蓄能夠養老。因而這一日標實際指望的是社會經濟的持續增長，從而帶動勞動者收入的增長、刺激消費、擴大投資，達到一個高層次上的消費和儲蓄平衡，最終形成經濟發展的良性循環。因此，政府和專業人士除了要關注養老基金本身的直接目的之外，還必須深入探討由養老金問題引起的政府財政負擔和基金保值和升值的途徑，避免亡羊補牢。

三 國家基本養老金的管理和證券市場的回報

一般說來，如果社會儲蓄增高，那麼進入金融市場投資的資金便相應增加，在一段時間內會加速社會的經濟發展。國家基本養老基金這一大筆資金，當然是證券市場想要吸引的資源。但由於該基金着眼於長期積蓄，

因此需要承受包括通貨膨脹、經濟發展周期、生活水平變化及管理者效率等眾多因數的影響和衝擊，如果得不到妥善的管理，它就有貶值和破產的危險。因此，新系統必須把建立完整的基金管理機制當作首要任務。管理者根據法律和財經制度，擔負起國家基本養老基金的受託人 (trustee) 的義務或信託責任 (fiduciary duty)，實現基金透明管理，本着對職工和企業負責的原則，處理該基金的保值和增值，即投資問題。在沒有嚴格的法律和財經制度情況下，目前地方勞動部門分散管理該基金的隱患不少，應迅速改變。

在國家基本養老基金尚待完善管理機制的狀況下，中國政府採取十分謹慎的態度，保障基金的資產安全，規定該基金80%的資金只能投資在風險最低的國債，20%存入銀行。政府還專門發布了長期高息的特種國債券，幫助國家基本養老基金抵禦高通脹的壓力^⑤。但是，隨着國內金融市場的發展和基金保值、增值日漸困難，起用共同基金和股票作為國家基本養老基金投資途徑的呼聲日益高漲^⑥。《人民日報》(海外版) 1999年11月6日第八版有文章樂觀地預計：「隨着中國證券市場和保險事業的發展以及商業保險資金入市的成功，在不遠的將來，社會保險資金也會逐步投向證券市場，實現證券市場和保險市場的雙贏。」

這一立場的基點，是相信證券市場雖然風險大，卻能提供較國債券更高的回報，幫助基金獲得迫切需要的增值率；又進一步推論，商業保險資金成功入市，提供了國家基本養老基金入市的依據和保障。這顯然把問題簡單化了。投資證券市場是否一定能獲取高於國債券的回報，在理

論和實踐上都是未知數；而作為社會保險資金一部分的國家基本養老基金，無論在性質和功能上，都與商業保險資金相距甚遠。作為一項改革策略，我們必須充分預計到國家基本養老基金進入證券市場後的中長期的影響和後果。具體說，有以下幾個問題。

甲 利益衝突

從管理的角度看，企業和個人定期向國家基本養老基金交納規定的養老費後，這筆基金就成了國家財產的一部分。到1998年年底，此基金已達700億人民幣^⑦。掌管這筆資金的政府機構，在法律上成為基金的受託人，必須承擔受託人的義務，以基金受益人，即職工和退休人員的利益為唯一行動準則。可是，目前中國以《民法通則》為基礎框架的民法尚無規定信託義務的概念、成立條件、範圍及救濟等等。但毫無疑問，黨和國家長期以來的政策，是承認並承擔「為人民服務」的理財義務，包括「不拿群眾一針一線」的賠償責任的。

然而，政府部門主要是一個執法和管理機構，擔負着眾多複雜的功能和職責。在管理、保護國家利益的同時，各部門還不免伸張、維持自己的利益。且不說政府部門本身的利益可能與國家和公民個人的利益衝突，國家和公民個人的利益之間在證券市場上也可能發生衝突，難以調和。例如，政府從一開始就會遇到買哪家公司股票的問題。政府作為市場的最大管理者和投資者，它的購買意向和決定肯定會對股市走向和公司行為起引導作用。國家基本養老基金購買了上市公司的股票，成為其股東

(所有人)，一旦這些公司出現財政問題，政府如何處理就會受到其雙重角色的限制，在理論和實踐上都難對任何一方盡責。即使在正常情況下，有些公司也可以藉政府的股東地位在商業活動中獲取利益，而其他公司則難以對抗，造成不公平競爭。另外，龐大的國家基本養老基金很可能成為股市上最大的投資者，足以左右市場，使證券市場喪失其應有的獨立。這些都是我們不願意看到的結果^⑧。

在近年股市持續高漲的美國，1996年美國社會保障顧問委員會正式向國會建議將一部分社會保障資金投入股票市場，克林頓總統並且在1998年再度動議，但都被國會否決了。美國聯邦儲備局董事會主席格林斯潘在反對此動議時指出，若將國家管理的養老基金投資於股票市場，長此以往，將給聯邦政府以力量左右股票市場。這是市場經濟十分忌諱而不能容忍的。

乙 個人帳戶

為了避免政府直接涉足股票市場，有論者建議，國家基本養老基金既然設有個人帳戶，不妨讓職工個人控制自己的帳戶，作投資決定。這樣既避免政府直接涉足股票市場，又使國家基本養老基金得以進入股市，一舉兩得。這個方案有兩個問題需要考慮，一是金融市場成熟穩定的程度，二是個人帳戶對股市波動的承受力。

(1)「安全原則是養老保險基金投資運營的首要原則」^⑨，這是國內專業人士和政府從理論上都接受的。因此，金融市場的成熟穩定程度是國家基本養老基金必須參照的系數。中國的股票市場剛剛起步，僅有不足十年

有論者建議，國家基本養老基金既然設有個人帳戶，不妨讓職工個人控制自己的帳戶，作投資決定。這樣既避免政府直接涉足股票市場，又使國家基本養老基金得以進入股市，一舉兩得。這個方案有兩個問題需要考慮，一是金融市場成熟穩定的程度，二是個人帳戶對股市波動的承受力。

允許職工為自己的個人帳戶中的基金作投資決定，等於要求他們單槍匹馬對付股市風險，承擔自己投資決定的後果。一旦投資失敗的個人帳戶達到一定數量，國家基本養老基金可提供的唯一解救辦法，無非是讓年輕一代分擔上一代的養老金投資的失敗。但這是一副一人養兩人(甚至三人)的沉重擔子。

的歷史；上市公司數量有限，有關立法尚待改善；財務數據不夠翔實，投資者沒有足夠的、可信賴的數據作投資依據，加之上市公司對投資者承擔的義務不明確，市場上投機傾向嚴重，股市波幅和風險很大。根據《人民日報》(海外版)1999年11月6日第五版報道，「現在投資者多數已虧損10% - 30%」。國家基本養老基金代表的是大多數人的利益，它進入股市的時機似乎還不成熟。

(2) 個人帳戶對股市波動的承受力，是較前者更為重要的一個問題，因為它不會隨金融市場的成熟而消失。歸根結柢，股票市場的走向不是理性分析可以預測和安排的。否則，就不是人們想要的市場經濟。允許職工為自己的個人帳戶中的基金作投資決定，等於要求他們單槍匹馬對付股市風險，承擔自己投資決定的後果。養老金投資是長線行為，與股市的長期表現直接相關。從比較成熟的美國股票市場的歷史數據看，自1900年至今，二十年平均實際總回報在三個時期曾接近零，即1901-21年，1928-48年，1962-82年^⑩。在這三個時期內，如果個人帳戶投資股市，可能僅獲零增長或(考慮到通貨膨脹)負增長。我們沒有理由認為這種情況不會發生在中國。在股市持續大幅度下降期間，已退休和接近退休年齡的職工的個人帳戶極易受到不可恢復的傷害，因為他們需要或即將需要提取個人帳戶中的資金供給日用，很可能等不到股市的下一輪復元。結果，一批真正需要國家基本養老基金保護的對象會變得束手無策、等待救濟。

除了股市的客觀波動特性帶來的問題外，個人投資能力也能決定個人帳戶對股市波動的承受力大小。因

此，政府必須有系統地普及基本投資知識和技能。同時，還應該認識到教育水平和經濟地位低的職工在掌握上述的知識和技能、獲取投資信息方面，處於劣勢地位。他們的普遍投資能力可能低於教育水平和經濟地位較高的那一部分職工，因而他們的個人帳戶投資股市後達到平均回報水平的可能性也低，從而導致最終積累的養老金大大低於政府預計的積累水平。這一差額因其人員基數龐大而膨脹，極可能成為國家基本養老基金的共濟基金的沉重負擔。

國家基本養老基金的主要宗旨之一，是為保障和接濟社會中的弱者。建立個人帳戶，則是允許人們獨立地妥善安排退休養老金的風險。但個人帳戶投資股市，客觀上將形成個人單獨面對養老金投資風險的局面，不利於保護弱者的利益，無形中加大他們對共濟金的依賴，這並不符合國家基本養老基金的初衷。另外，國家基本養老基金的共濟金不是為投資失敗設立的保險，無法承擔接濟個人帳戶投資失敗的退休職工的功能。一旦投資失敗的個人帳戶達到一定數量，國家基本養老基金可提供的唯一解救辦法，無非是讓年輕一代分擔上一代的養老金投資的失敗。但這是一副一人養兩人(甚至三人)的沉重擔子，只會進一步惡性循環，使得當前改革退休養老金系統的嘗試失敗。

四 管理費用和養老金金額

最後，還應當指出，國家基本養老基金的管理不是免費的，其費用將由基金本身承擔。基金結構越複雜，管理費用就越高，退休人員能享有的

養老金金額也就越低。因此，降低管理費用應是國家基本養老基金的主要目標之一。一般說來，採取統一帳戶的國家養老基金系統的管理費用較低，而採用個人帳戶、分散管理的系統費用較高。例如，智利國家養老金系統實行個人帳戶，1991年每個參加者的戶頭管理費用是90美元。美國貫徹統一養老金稅率、統一帳戶，不詳細考慮個人情況的養老金發放的系統，同年每個參加者的管理費用只有15美元。以美國和智利的職工收入和退休生活水準之差異計，智利系統的費用之昂貴的確驚人。中國的國家基本養老基金採取個人帳戶的方式，應是考慮到政治和社會各方面的因素和需要，為此付出較高管理費用的代價在目前情況下是可以解釋的。但我們必須清楚地看到這一事實及將來可能面臨的風險和負擔，將此費用盡量保持在一個低水平上。

綜上所述，不難想見，國家基本養老基金的管理和投資股市可能帶來的利弊平衡，是一個非常複雜而且敏感的問題，必須結合社會、政局、宏觀經濟以及基金本身全盤考慮、審慎行事，方能達到預期目標。因此在改革轉型期間，政府有關部門和學術界應該調查研究，拿出數據，並在此基礎上充分預計到國家基本養老保險基金入市可能帶來的各方面巨大衝擊，才能維持人民對國家基本養老保險基金的信賴和支持，保證改革的成功。

logues, and Publications (Paris: Editional House Garnier Brothers, 1913), 49.

② 懸置養老金債務 = IPD/wage bill，指一國未來的養老金債務。IPD (implicit pension debt) 即隱形養老金債務；wage bill 指參加養老保險職工的工資總額。

③ Cheikh Kane and Robert Palacios, *The Implicit Pension Debt: Concepts and Measurement* (Washington, D.C.: World Bank, 1996).

④⑦ 中國人民大學勞動人事學院和比利時根特大學法學院：《歐盟一體化過程中的勞動力市場與社會保障政策：中歐比較研究》(北京：中國人民大學勞動人事學院，1999)，頁137；138。參見《人民日報》(海外版)1999年6月17日第4版關於勞動和社會保障部、國家統計局《1998年度勞動和社會保障事業統計公報》的報導：1998年國家基本養老保險基金的期末滾存結餘為611.6億元人民幣，比上年減少10.4%。

⑤ Loraine A. West, "Pension Reform in China: Preparing for the Future", *Eurasia Bulletin* (Summer 1997): 9-19.

⑥⑧ 曾憲樹主編：《社會保險與社會保險爭議處理實務》(北京：人民法院出版社，1997)，頁50-51；49。

⑨ 這方面，香港特區政府入市後曾面臨類似的困境。香港成立獨立基金、審慎管理的做法利弊，值得國內有關部門研究。

⑩ John Mueller, "The Stock Market: A History Lesson", quoted in *Social Security Reform: An Overview of the Major Proposed U. S. Reforms* (Kansas City, MO: The Century Foundation, 1999).

註釋

① R. Blanco Fombona, *Simon Bolivar—Compiled Speeches and Proclamations, Notations, Pro-*

利求同 美國怡安保險集團公司助理副總裁