

工作论文

SSL Working Paper Series

WP No. 082-20190906

中国社科院世界社保研究中心 主办



这期刊发的《工作论文》是由陈星撰写的《波兰人口储备基金：安全投资的理念与实践》，该文已在《比较》2019年第2辑公开发表。如引用，请注明上述期刊出处——编者。

波兰人口储备基金：安全投资的理念与实践

陈星

中国地质大学（武汉）公共管理学院

Email: 1360793421@qq.com

一、波兰养老金制度的发展历程

（一）旧养老金制度的不可持续性

波兰养老金制度的源起可追溯至一战末到二战初。在 20 世纪 50 年代，波兰已建立起成熟的普享型现收现付型制度。之后，制度的运行方式一直没有重大变化。自 20 世纪 80 年代，养老金制度开始覆盖农村人口。¹波兰养老金制度覆盖的人群不同，相应的管理部门也不同。雇员养老金制度由劳动和社会政策部管理，具体行政管理事务由社会保险局（ZUS）负责；农民养老金制度由农业部管理，

¹ Jerzy Hausner (2000), Poland: Security through Diversity, www.nber.org/confer/2000/pension00/hausner.pdf, p1.

农民社会保险基金（KRUS）覆盖了农民群体；而士兵和警察等特殊群体的养老金制度则由国防和内务部管理。¹

20世纪80年代末90年代初，波兰进入经济转型期。在多重因素的作用下，波兰养老金制度所实行的DB型现收现付制表现出明显的不可持续性。²第一类因素是现代社会的十分典型的、与经济体制无关的人口因素，即出生率下降、预期寿命延长导致的人口老龄化威胁。波兰在二战后出现了人口出生高潮，随着时间的发展形成了人口因素压力。世行的统计数据显示，波兰20—59岁人口和59岁以上人口数之比将从1995年的3.4:1大幅降至2040年的1.8:1。

第二类因素源于社会主义政治经济体制。在这种特定的体制下，利益集团往往会对养老金制度施加压力。波兰的矿业、重工业等职业分支团体的影响力巨大，而现收现付制容易受到政治压力的影响。养老保险领域内引入的每一项新措施（特别是60年代至80年代），都包括准予不同的职业团体额外的特权。

第三类是波兰特有的因素。它包括在经济转型衰退期内对养老金购买力的保护、通过提前退休来应对失业的对策、不严格的立法和关于无劳动能力的认定规定。由于劳动力市场状况恶化，1993年官方失业率高达16.4%，失业者以前的雇主无法再进行缴费。为了应对过高的失业率，波兰政治家准予失业的老年人提前退休养老金，放松领取残疾养老金的限制。出于赢得选举的目的，波兰政治家还为老年人群体做出成本高昂的承诺。

20世纪90年代以来，波兰多次立法变革严重削弱了对于现存养老金制度的公众信心。预计不断上升的人口赡养率加重了养老金制度的未来负担。社会保障缴费率无法继续提高，制度的财务危机催生新的稳定措施出台。³

（二）养老金制度向名义账户制转型

事实上，早在20世纪90年代初，波兰国内就展开了关于养老金制度改革基本规则和可能性的讨论。但首届民主政府（包括左翼和右翼力量）未能在养老金保险领域成功引入必要的改革。直到1997年党派联盟掌权后，进行养老金改革成为

¹ David Natali (2004), Poland The Reformed Pension System, www.ose.be/files/mocpension/PolandOMC.pdf, p3.

² Jerzy Hausner (2000), Poland: Security through Diversity, www.nber.org/confer/2000/pension00/hausner.pdf, p1.

³ Elaine Fultz (2002) ,Pension Reform in Central and Eastern Europe Volume 1, Restructuring with Privatization: Case Studies of Hungary and Poland, Budapest, International Labour Office, p108.

新政府的主要任务之一。¹当时波兰大体上有三种选择可供考虑，一是仅做轻微的改变，剥夺一定社会团体的特有养老金权利，并不从根本上重组制度。另一种选择是采取名义缴费确定型计划，即名义账户制(NDC)。第三种选择是以私有化养老金制度（根据智利模式）为基础，引入全新的制度。最终，波兰选定了更符合本国国情的第二种模式，引入了名义账户制。如表28-1所示，“老人”仍由旧的养老金制度覆盖；“中人”可在新旧制度之间自由选择。“新人”只能选择加入新的养老金制度。

表 28-1 波兰新养老金制度的引入（年龄组）

新制度（1948年12月31日之后出生的人们）		旧制度（1949年1月1日之后出生的人们）
1968年12月31日后出生	1969年1月1日前出生	
自动参保新制度；老年养老金缴费自动在两种账户间进行划分（NDC+实账积累制[FDC]）	自动参保新制度；老年养老金缴费或在两种账户间划分，或直接进入一种账户（[NDC+FDC]或是NDC）	留在旧制度中（没有参与新制度的可能性）；没有账户

资料来源：Robert Holzmann, Edward Palmer (2005), Pension Reform: Issues and Prospects for Non-financial Defined Contribution (NDC) Schemes, The World Bank, Washington, D.C., p428.

1999年1月1日，波兰开始实施新的养老金制度。养老制度全面革新的主要目的在于提供财政可持续性并创造经济外部性。就财政可持续性而言，新制度的引入使得公共部门的债务到2050年所减少的规模相当于GDP的268%（养老金债务占GDP比例的估计值在改革前达462%，在改革后仅为194%）。经济正外部性表现在，新制度有利于资本市场的良好运转和就业形势，养老金缴费和待遇之间的精算联系增强。遵照国际劳工组织的建议，基于“多样性保障安全”理念，新养老金制度由三大支柱组成，详情见表28-2。

表28-2 波兰养老金制度三支柱的分类

分类标准	第一支柱	第二支柱	第三支柱
管理方式与主体	公共管理 - 社会保险局管理	私营管理 - 开放养老基金管理 - 养老金协会管理	私营管理 - 根据产品形式，由不同的金融机构管理
参与的性质	强制型	强制型/自愿型*	自愿型
财务制度	现收现付制	积累制	积累制
待遇计算	NDC	DC	DC
待遇目标	基本待遇水平	基本待遇水平	更高的待遇水平

¹ Maciej Duszczyc, Jakub Wiśniewski (2006), The Polish Pension System in Comparative Perspective, European Papers on the New Welfare, Paper No.4, p1.

* 注：2014 年 3 月之前是强制参与，之后转变为自愿参与。

资料来源：Sibille Allgayer, Michael Klages, Alex Rodriguez Toscano(2016), Pension Savings: The Real Return(2016 Edition), http://uczelnia.sgh.waw.pl/pl/uczelnia/badania/grupy_badawcze/ppg/Documents/Publikacje/Rutecka/Pension_report_2016_For_Web.pdf, p246.

第一支柱计划由公共机构社会保险局管理。其最重要的特点在于引入缴费与待遇领取的关联机制，两者的精算联系可以更好地激励参保者延长工作时间，获取更多的老年养老金。波兰传统的法定退休年龄是男性 65 岁，女性 60 岁。自 2013 年起，退休年龄被渐进提高，即每三个月延迟退休一个月。男性和女性延迟退休年龄的过程将分别持续至 2020 和 2040 年，未来男女退休年龄统一提高至 67 岁。第一支柱养老金的缴费率约是个人工资的 19.52%，缴费最终进入账户的情况分为两类：一是对于继续向积累型账户缴费的雇员，缴费的 12.22% 计入一类名义账户（NDC1），4.38% 计入二类名义账户（NDC2），2.92% 计入 FDC 账户。二是对于其它雇员，缴费的 12.22% 是计入 NDC1，7.3% 计入 NDC2。¹第一支柱计划完全以两类个人账户为基础，即每位雇员都拥有 NDC 账户和 FDC 账户，两类账户发挥相同的社会功能，在生命周期内进行收入分配。缴费进入两类账户都会产生账户价值，但是账户管理的方式不同，因此将产生不同的正外部性和负外部性。2008 年，波兰出现公共财务危机，政府决定降低少 FDC 账户缴费的比例，兑现部分以政府债券形式存在的 FDC 资产，将部分资产转移支付至人口储备基金。尽管未来的债务状况没有发生实质改变，但表面看公共债务规模有所缩小。缴费比例的调整是政治力量推动的结果，这对于公众信任是不利的。但是，正是因为 NDC 的制度设计，待遇流的现值与缴费流的现值相等，NDC 和 FDC 的贴现率长期内与名义 GDP 增长率趋于一致，缴费比例的变化并没有改变制度的主要原则和本质。²

第二支柱计划由开放养老金基金（OFE）和社会保险局的子账户这两部分构成，其中 OFE 由私营机构综合养老金协会（General Pension Societies, PTE）管理。截止 2016 年，协会总数共计 12 家，会员总数 1640 万，资产净值达 1534 亿兹罗提。

第三支柱计划由自愿性质的职业养老金计划组成，旨在确保额外的缴费能获

¹ NDC1 和 NDC2 存在收益率和早期账户余额继承性两大区别。

² Sonia Buchholtz, Agnieszka Chłoń-Domińczak, Marek Góra(2017), Implementing non-financial defined contribution pensions in Poland, http://kolegia.sgh.waw.pl/en/KAE/structure/KE1/department/management/Pages/mgora_publications.aspx,P4-6

得高出一般标准的待遇。当前自愿型私营养老金有三种不同的选择，即 1999 年引入的雇员养老金计划 (employee pension plans, PPE)，2004 年引入的个人养老金账户 (individual pension accounts, IKE) 以及 2011 年引入的个人退休保护账户 (individual retirement protection accounts, IKZE)。目前第三支柱养老金在波兰并不普及，不足 5% 的雇员拥有上述账户。原因主要是因为国民没有进行个人储蓄的观念传统，长期投资的选择有限，以及对金融机构缺乏信任。根据欧洲保险和职业养老金协会的统计，截止 2016 年 10 月，波兰 PPEs 计划资产总计 1470 亿兹罗提，¹ 仅占 GDP 约 0.1%，而欧盟地区的平均水平为 24%。截至 2016 年底，波兰总人口约 3800 万，但目前 PPEs 养老金计划覆盖面仅 39.5 万。

2016 年 7 月，波兰政府推出了资本积累计划，其中包括两项重大的养老金改革措施。一是自 2018 年初，取消并清算第二支柱 OFE 资产，二是引入新的自愿型职业养老金计划，也称雇员资本计划、新型雇员养老金计划 (employee pension plan, PPKs)。2018 年 2 月，PPKs 计划方案的立法咨询草案出台，政府希望通过自动加入机制，使新型职业养老金计划覆盖波兰 75% 的雇员。²

(三) 新养老金制度仍然面临挑战

波兰新型养老金制度将 NDC 与 FDC 相结合，完全取代了以前精算方面不可持续的传统制度。新的制度设计平衡了在职和退休者的利益，可以自动对人口变化进行调节，在诸如缴费责任的承担、财务制度、养老金的管理和待遇计发等方面都有革新。三支柱型养老金制度已经运行近 20 年，许多经济学家达成的共识是，新制度更具效率，更有持续性，养老制度改革颇有成效。尽管如此，新制度还存在不足之处，未来仍然面临一系列的挑战，这主要表现在以下几方面：³ 一是波兰人口加速老龄化。大量二战后出生的人们接近退休年龄，但新生儿和接近成年的人口数量较少。如图 28-1 所示，2000 至 2015 年，波兰老年赡养率从 17.8%

1

<https://www.ipe.com/pensions/country-reports/cee/poland-dismantling-the-second-pillar/10016965.article>

2

<https://www.ipe.com/pensions/country-reports/cee/polands-40bn-transition/www.ipe.com/pensions/country-reports/cee/polands-40bn-transition/10022465.fullarticle>

³ Sonia Buchholtz, Agnieszka Chłoń-Domińczak, Marek Góra(2017), Implementing non-financial defined contribution pensions in Poland, http://kolegia.sgh.waw.pl/en/KAE/structure/KE1/department/management/Pages/mgora_publications.aspx,P26-27.

持续攀升至 22.2%。未来就业水平下降将直接影响养老金制度的缴费收入。

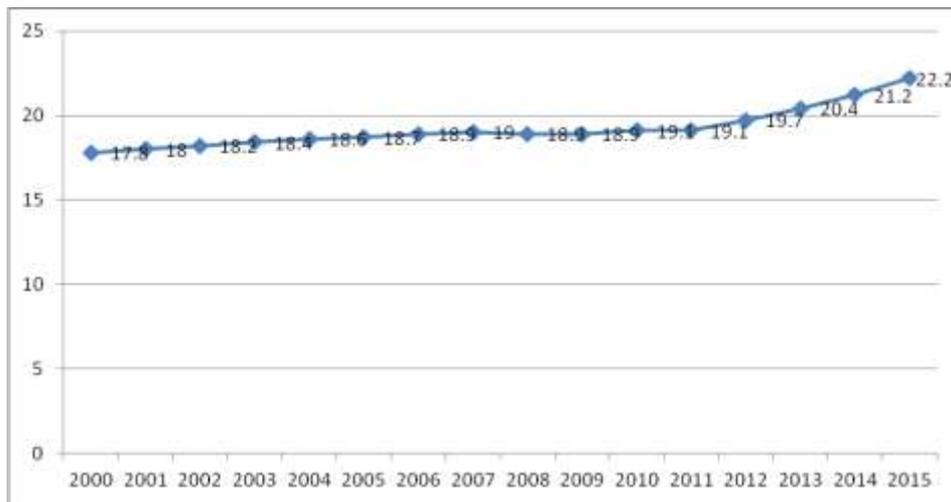


图 28-1 波兰历年老年赡养率（2000-2015 年）

资料来源：Plamen Enev(2017), Reforms in the Pension systems of Bulgaria and Poland—Comparative analysis, Trakia Journal of Sciences, Vol.15, Suppl.1,p309.

二是退休年龄性别差异，缺乏弹性退休制。男性和女性的退休年龄不同且有 5 岁差距，这将影响未来养老金的水平和人们对养老金制度的理解。差别规定将导致女性领取最低养老金的风险增加 40%以上，女性较早退休会导致更大的性别养老金差距。另一方面，由于退休制度规定过于严格，对于达到最低退休年龄的人们，缺少灵活退休的选择。实际上，灵活选择退休会鼓励较早退休者继续兼职工作，用部分养老金补充被减少的劳动力收入。NDC 制度原则上包含灵活选择退休的设计，但政府未来的政策需要加以落实。

三是当前 NDC 账户的构成较复杂，这导致了 FDC 部分出现了政治操纵。简化 NDC 的结构能够提升养老金制度的透明度，这是过去十多年制度修订被忽视之处。另外，NDC 制度不是普享型制度，没有实现全覆盖。一些特殊职业群体，例如矿工、农民、警察等加入了其他不同的制度。欧盟研究报告强调，养老金制度不统一的现状将阻碍劳动力市场流动和制度覆盖面的扩大。因此，向特殊职业群体扩大 NDC 制度覆盖面，将是未来养老政策推进的一项重要内容。

四是养老金领取者的老年贫困。传统养老金制度向新型 NDC 制度转型是一个长期的过程，当前出现老年贫困现象主要是由于大部分养老金领取者在按传统的 DB 型公式领取待遇，而旧有制度待遇水平又过高。如表 28-3 所示，与 2005 年相比，2010 年波兰老年人口（特别是 65 至 74 岁群体）的贫困率有所增加。2015

年，虽然老年人口贫困率有小幅下降，但与欧盟其他更加相比，波兰养老金领取者的贫困率仍然较高。

表 28-3 波兰与欧盟不同人口群体的贫困率

	总 计			
	2005 年	2010 年	2015 年	
总计	欧盟 27 国	16.5	16.5	17.3
	波兰	20.5	17.6	17.6
65-74 岁	欧盟 27 国	-	14.2	12.8
	波兰	8.2	15.7	13.1
74 岁及以上	欧盟 27 国	21.7	18.1	15.4
	波兰	6.0	12.4	10.9

资料来源：Sonia Buchholtz, Agnieszka Chłoń-Domińczak, Marek Góra(2017), Implementing non-financial defined contribution pensions in Poland, http://kolegia.sgh.waw.pl/en/KAE/structure/KE1/department/management/Pages/mgora_publications.aspx,P25.

五是对养老金制度的认知较少。向新制度的逐步过渡使得许多雇员不清楚养老金待遇的计算、缴费和退休年龄对于未来养老金终值的影响。尽管政府出台了财政优惠政策，但人们的认知不够仍造成自愿性养老金账户的储蓄率较低。因此，加强养老金教育和养老金信息的宣传应提上未来养老金政策日程。

二、波兰人口储备基金的建立与积累

(一) 人口储备基金的建立

由于波兰第一支柱养老基金并没有真正积累起来，所实行的缴费确定型制度只是名义上的，实质仍然是现收现付型制度。这样养老金领取者的待遇仍需依靠在职者提供，制度容易受到经济和人口问题的冲击。预计 2025 年以后，许多中东欧国家 65 岁人口预期寿命将极大延长，其中波兰 65 岁人口预期寿命更是高出其他国家人口预期寿命的水平，详见表 28-4。另外，到 2050 年，波兰等中东欧国家的老年赡养率将大幅提高突破 50%，如图 28-2 所示。一般而言，虽然经济冲击难以预计，但政府通过采取某些措施，可使养老保险制度能够更好应对人口变化。¹

¹ Agnieszka Chłoń, Marek Góra and Michal Rutkowski (1999), Shaping Pension Reform in Poland: Security through Diversity, Social Protection Discussion Paper Series, No. 9923, p23.

表 28-4 中东欧国家 65 岁人口预期寿命

年份 \ 国家	2025	2035	2045
爱沙尼亚	19.00	20.25	21.40
拉脱维亚	17.75	19.15	20.45
立陶宛	18.30	19.65	20.90
波兰	19.05	20.25	21.45
罗马尼亚	17.75	19.05	20.35
斯洛伐克	18.15	19.45	20.70

资料来源: Kamila Bielawska , Agnieszka Chłoń-Domińczak, Dariusz Stańko(2015), Retreat from mandatory pension funds in countries of the Eastern and Central Europe in result of financial and fiscal crisis: Causes, effects and recommendations for fiscal rules, http://uczelnia.sgh.waw.pl/en/university/research/groups/ppg/Pages/publications_ppg.aspx,p59.

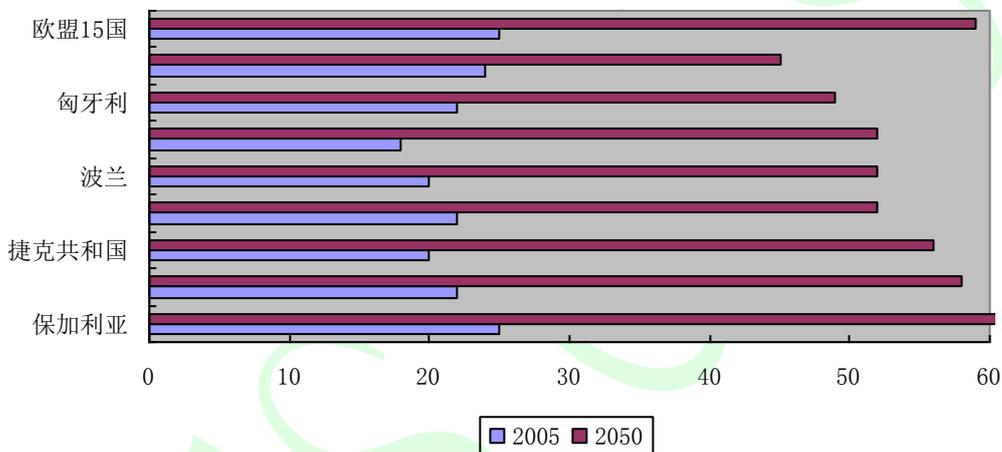


图 28-2 中东欧地区老年赡养率预测

资料来源: Alexander Börsch (2007), Pension Market Trends and Regulation in Central Eastern Europe and Asia, Allianz Global Investors 8th International Sustainability Leadership Symposium, Zurich.

1998 年 10 月 13 日, 波兰在第一养老支柱中引入了储备金政策, 建立缓冲基金或称技术储备基金、人口储备基金 (Demographic Reserve Fund, 简称 FRD) 的实质是对养老金制度进行部分积累。人口储备基金作为缴费型的主权养老基金, 也是一支国家应急基金, 它独立于社会保险基金, 拥有自己的法律地位。成立的特别目的在于应对波兰人口的波动, 确保养老金制度能完全自行筹资, 不需要从一般预算中补贴, 拥有老年养老金待遇的偿付能力, 并且缴费率在未来能稳定下降。据统计, 波兰人口储备基金的资产积累呈逐年上升趋势。如图 28-3 所示, 截至 2016 年, 基金积累规模已突破 200 亿兹罗提。

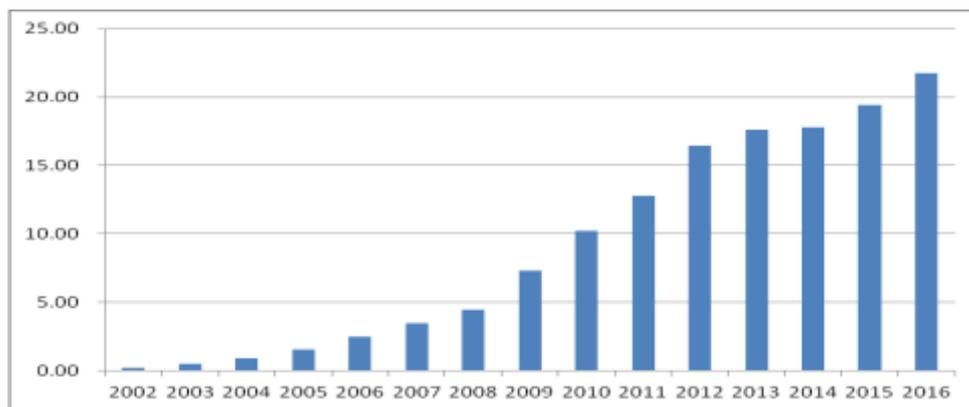


图 28-3 波兰人口储备基金管理的资产总额
(2002-2016 年底, 单位: 十亿兹罗提)

资料来源: ZUS(2017), Social Security in Poland, <http://lang.zus.pl/en/publications/publications>, P41.

(二) 人口储备基金的收支

1. 人口储备基金的收入来源

根据1998年10月的波兰社会保险制度法案的规定,人口储备基金可在每年12月31日从养老基金账户资金和次年第一个月相关的待遇支付所必需的账户净值中筹资。社会保险局也会将养老保险缴费的一部分转入人口储备基金。起初,养老金改革立法的设计是每年向人口储备基金转入占职工工资总额1%的缴费额。但2001年在人口储备基金开始运行之前,政府决定减少转入的资金流。2002—2003年转入的缴费基数降至0.1%,自2004年后,缴费基数每年增加0.05%,直至2008年达到0.35%,之后不再转入。¹如图28-4所示,截止2007年,供款者的缴费是波兰人口储备基金最主要的收入来源,所占比重高达82.6%。

依照规定,在2001年12月31日之前,人口储备基金可投资于短期国库券和财政部公债以及财政部发行的其他证券。这部分投资收入以及社会保险局持有的存款账户的利息(并不属于社会保险基金或社会保险局的收入)也构成了人口储备基金的资金来源。如图所示,投资净收入占基金收入来源的17.4%。

¹ Nada Choueiri, Zuzana Murgasova, István Székely(2005), Republic of Poland: Selected Issues, IMF Country Report No. 05/264, p57.

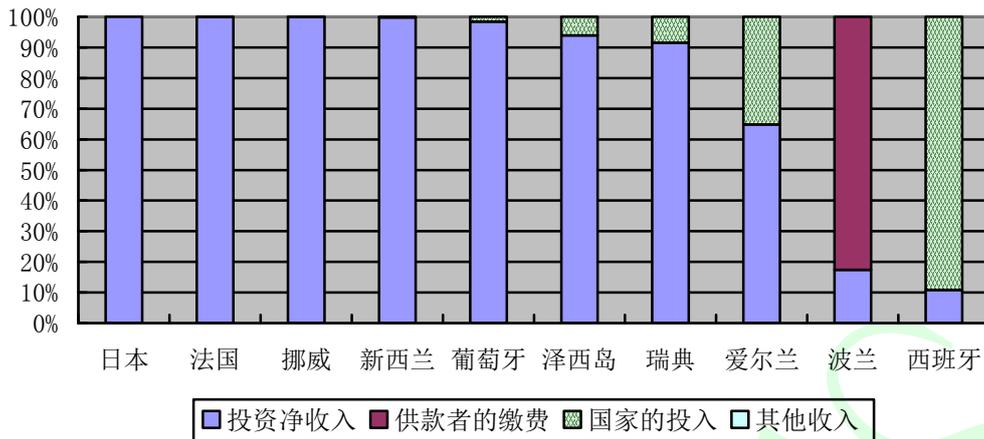


图28-4 各国储备基金的收入来源
(法律上独立于相关的社保计划)

注：储备基金的收入一般有四种来源，第一种是投资净收入，它是指扣除投资支出后的投资收入、投资再调整的收入、实现的和未实现的资本盈亏的收入。还包括可获取的租金、利息收入、股息以及实现的和未实现的资本利得。第二种是供款者的缴费，即雇主、雇员、自雇者等向储备基金的支付，以及计划缴费和罚金。第三种是国家的投入，主要是国家对储备基金的投入和私有化的收入。第四是以上类别都未包括的其他收入。

资料来源：ISSA (2007), Public Scheme Reserve Funds: Helping Sustain PAYG Pensions-Survey Report, International Social Security Association, P18.

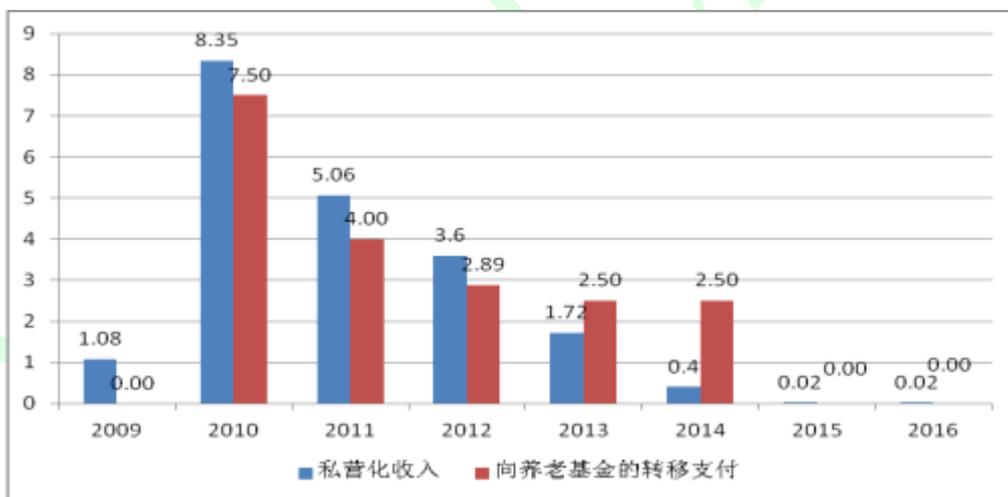


图 28-5 波兰人口储备基金源自私营化的收入与向养老基金的转移支付
(2009-2016 年，单位：十亿兹罗提)

资料来源：ZUS(2017), Social Security in Poland, <http://lang.zus.pl/en/publications/publications>, P40.

近年来，波兰人口储备基金的资金构成主要包括以下几个部分：一是老年养老金的缴费；二是从国库资产和财产私营化过程中获得的款项；三是投资获得的利润；四是社会保险局运营的存款帐户中的利息（此利息不属于社会保险基金和社会保险局的收入）；五是其他来源。其中，前三项是主要资金来源渠道。截止

2016年底，如图28-6所示，人口储备基金最为主要的资金来源私有化款项占比49%，其次是老年养老金缴费占比39%，最后是投资利润占比12%。

另外，根据波兰资本积累计划的改革时间表，第二支柱OFE资产清算预计在2018至2019年内完成，未来清算资产的75%将转入新型个人养老金账户，25%将转入人口储备基金。

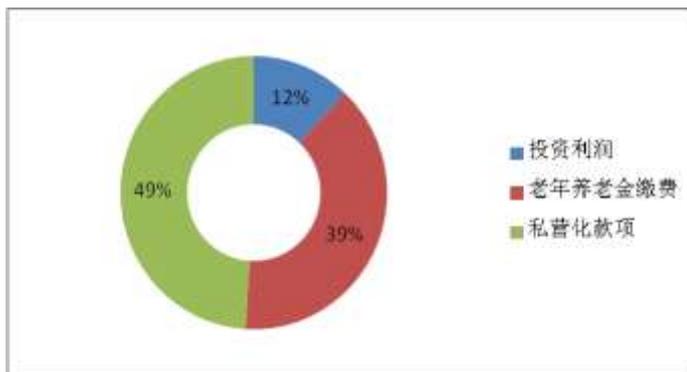


图28-6 波兰人口储备基金的资金结构

资料来源：ZUS(2017), Social Security in Poland, <http://lang.zus.pl/en/publications/publications>, P40.

2. 人口储备基金的支出状况

波兰人口储备基金属于养老金第一支柱制度安排的组成部分，用途限于两方面：一是当婴儿潮一代开始退休时，为未来养老金待遇筹资，补贴人口原因导致的养老基金赤字。¹二是为了实现当期支付，提供无息贷款补足社会保险基金中老年养老金基金，确保社会保险基金的流动性，但是贷款须在六个月之内偿还。

1998年法案规定，部长理事会应社会保险局的请求，可根据法令决定动用储备基金，进行养老金待遇的发放。但2009年以前，储备基金不能被动用。波兰养老金改革启动后，养老金制度的实际赤字远远高出计划的赤字规模。因此，政府决定动用人口储备基金中积累的资金。2009年9月，社会保险局考虑到人口储备基金向社会保险基金转入部分资金的可能，改变了管理人口储备基金的策略。另外，社会保险局决定不提高拥有股票的水平，只是按波兰指数的结构权衡人口储备基金的股票资产组合。上述措施共同开启了波兰人口储备基金的支付模式。²

¹ Beata Putelbergier (2000), Changes in the Financing of the Pension System in the Face of Ageing: The New Pension System in Poland and its Adaptation to Other Countries' Systems, the Year 2000 International Research Conference on Social Security, Helsinki, p11.

² Piotr Obidziński(2017), The Demographic Reserve Fund in Poland. Analysis and Diagnosis First Years of Functioning and Scenarios of its Future Potential, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio

自 2014 年 2 月 1 日，任何动用人口储备基金的决定可以完全由部长理事会或是社会保险局管理委员会做出，金额上限是社会保险基金财务计划规定的金额。如图 28-5 所示，2010 至 2014 年，人口储备基金向老年养老金基金转移支付金额总计 193.87 亿兹罗提，以弥补人口原因造成的赤字。2015 和 2016 年，资金的转移支付停止。波兰政府为了实现短期预算目标，降低官方预算赤字，动用了人口储备基金。尽管人口储备基金进行了对外支付，但由于国库财产私有化所得资金的转入，基金资产价值并未减少。如图 28-7 所示，自 2010 年基金开始对外支出，但截至 2015 年，基金的资产规模仍逐年增长。

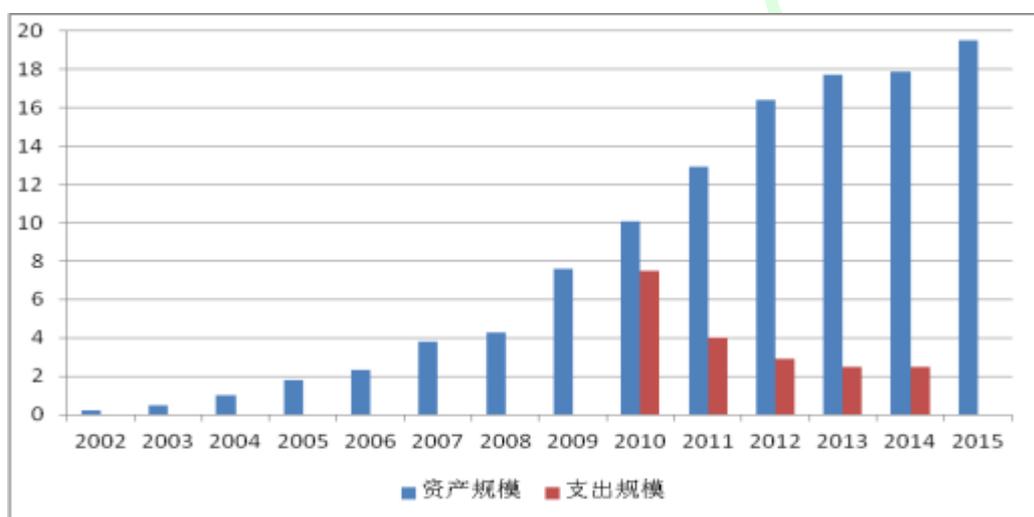


图 28-7 波兰人口储备基金的资产与支付规模 (亿兹罗提)

资料来源: Piotr Obidziński(2017), The Demographic Reserve Fund in Poland. Analysis and Diagnosis First Years of Functioning and Scenarios of its Future Potential, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomia, vol 51,no1,P80.

三、波兰人口储备基金的投资与监管

(一) 人口储备基金的投资

1. 投资工具的种类

根据国际社会保障协会的研究报告，公关计划储备基金的投资类别大致有以下几种：第一是债券，包括地方政府和国债办公室发行的（长期和短期）债券、公司（金融和非金融企业）发行的有价证券和债券、银行和其他金融机构发行的债券。第二为股票，即各种形式的在官方股票交易所报价的股票以及各种形式的

未报价股票和其他股票。第三是现金，它是指财务制度中的经常账户和其他短期储蓄及有价证券。第四为存款，包括交予金融机构保管的资金，但存单和其他短期有价证券不属于此范畴。另外，储备基金还可投资不动产、零售基金和机构基金、储蓄工具或是保险合同（潜在资产属于储备基金而不是保险公司）及以上类别未包括的其他金融资产。

2004年12月至2006年9月，波兰人口储备基金投资限制逐渐放开，从最初仅限于股票和债券到股票、债券、国库券及现金和银行存款各有涉及，其资产分布呈现出多样化趋势。根据国际社会保障协会的统计，2007年以前，波兰人口储备基金的绝大部分约97.3%的资产投资于债券。如图28-8所示，这一投资比例远远高出许多国家基金债券投资的比例。另外，人口储备基金还投资股票，但所占比重较小，仅为2.13%。现金和存款以及其他类别的投资更少，不足1%。

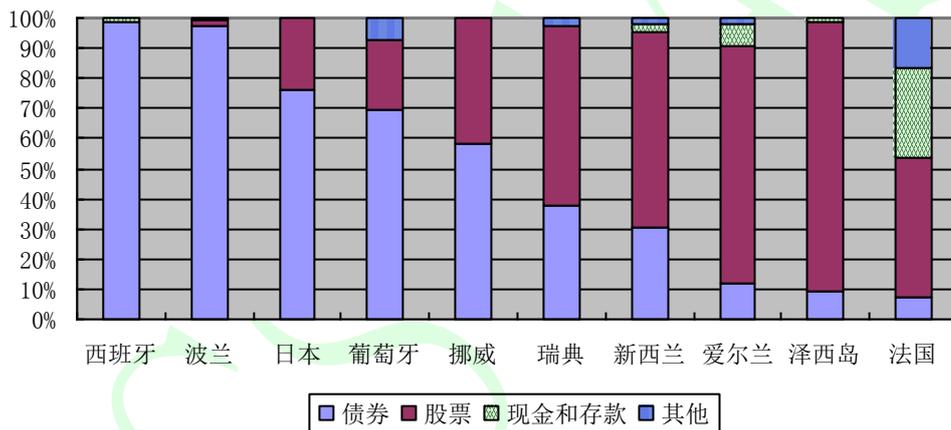


图28-8 储备基金各类投资占总资产的比例
(法律上独立于相关的社保计划)

资料来源: ISSA(2007), Public Scheme Reserve Funds: Helping Sustain PAYG Pensions - Survey Report, International Social Security Association, P15.

截至2016年12月底，为了实现基金安全性和收益率的最大化，人口储备基金主要选择了更多的金融工具进行投资，其中最主要的类别分别是：国库券占比78.87%，股票占比13.48%，银行存款占比7.42%，公营公司发行的债券占比0.23%，详见图28-9。值得注意的是，和欧洲其他国家相比，波兰人口储备基金的投资限制最为严格，一直没有投资国外证券的自由，只允许投资国内资产。

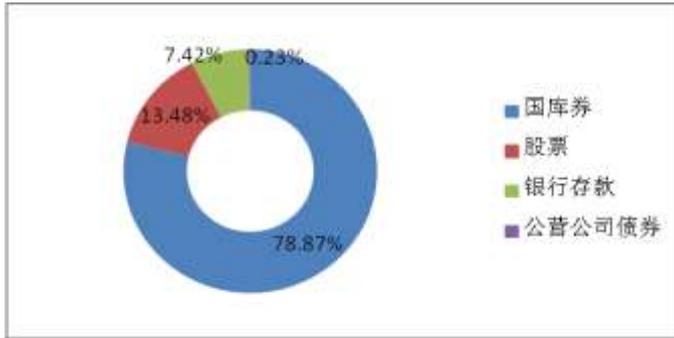


图 28-9 波兰人口储备基金的金融投资结构

资料来源：ZUS(2017), Social Security in Poland, <http://lang.zus.pl/en/publications/publications>, P39.

2. 投资策略与绩效

波兰人口储备基金的投资策略主要体现在三方面，一是股票投资组合实行被动投资。二是模仿华沙证券交易所的模式，每月进行购买。这在降低管理成本的同时，也减少了系统风险。三是每月变动股票名单。不仅华沙证券交易所指数中公司的权重可变，华沙证券交易所的结构也服从周期性调整。

如表 28-5 所示，根据 2018 年 OECD 的调查报告，2011-2015 年，波兰人口储备基金 5 年年化名义收益率达到 3.7%，实际收益率为 2.5%。如图 28-9 所示，根据 2016 采取的投资政策，大部分人口储备基金投资政府债券。2016 年，人口储备基金管理的所有资金的回报率达到 2.65%。¹

表 28-5 波兰人口储备基金名义和实际投资回报率
(2011-2015 年)

年份 回报率	2011	2012	2013	2014	2015	5 年年化
名义回报率	1.8	10.2	3.0	4.0	-0.1	3.7
实际回报率	-2.7	7.7	2.3	5.0	0.5	2.5

资料来源：OECD (2018), Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds(Year 2016), www.oecd.org/finance/survey-large-pension-funds.htm, p36.

(二) 人口储备基金的监管

1. 管理机构的协议变更

随着1999年1月1日波兰新养老金制度实施，社会保险局获得了法律实体地位，不再是公共管理系统的组成部分。²社会保险局的主体包括主席、董事会和

¹ ZUS(2017), Social Security in Poland, <http://lang.zus.pl/en/publications/publications>, P40.

² Agnieszka Chłoń, Marek Góra and Michal Rutkowski (1999), Shaping Pension Reform in Poland: Security

监管委员会。社会保险局主席掌控管理社会保险局的整体运作，是社会保险局的代表。主席的任免由负责社会保障事务的部长与监管委员会协商后，总理根据部长的提议进行。董事会负责社会保险局资金的管理、日常的财务活动以及计划的制定，董事会成员可以监管社会保险局总部和分支机构每个部门的运作。董事会有2—4名成员，成员的任免是由监管委员会根据主席提议来决定。监管委员会是咨询和政策制定部门，成员由总理任命，任期5年。监管委员会现有12名成员，他们来自于全国范围内的贸易联合会、雇主组织、政府组织以及养老金领取者组织。

过去的20年里，社会保险局的下设机构特别是监管委员会经历了一系列的整合。1998年以前，社会保险局总部员工约为4万名，另外下设立51个分支机构和200多个视察团。截止2016年底，社会保险局总部员工为45.5万，其中总部员工1432人，其余员工在分支机构工作。社会保险局的机构设置进一步精简为43个分支机构、209个视察团和71家地方办事处。¹

依据1998年法案，人口储备基金在2002年以前由社会保险局管理和代表。准备与管理人口储备基金相关的草拟文件是社会保险局董事会主要从事的工作之一，草拟文件最后由社会保险局主席负责批准。2002年1月1日之后，社会保险局可根据法案决定的原则和管理合约，委托经外部授权的实体来管理人口储备基金，即按照平稳的程序，将基金管理协议转给私营资产经理人。管理实体的选择可通过两阶段的投标或是保留一定主张的协商来进行，但委托单独一家实体或相关实体群管理的基金规模不能超过人口储备基金的15%。

2. 财务监管与投资监管

1998年法案规定，人口储备基金的财务计划草案先由社会保险局董事会拟定，在按规定获得两位独立精算师（不受聘于社会保险局和社会保险局监管委员会）的意见后，提交负责社会保险事务的部长。最后，监管委员会对人口储备基金的年度财务计划进行评估，并对其执行报告发表看法。储备基金的财务应基于对养老基金收支的多年份（50年）滚动预测进行管理。预测的依据是和波兰人口、经济状况相关的系列假定，特别是关于生育率、死亡率、经济增长、收益率、人口迁移、通货膨胀、失业率、就业结构以及社会保险缴费和待遇指数化比率的

through Diversity, Social Protection Discussion Paper Series, No. 9923, [p25](#).

¹ ZUS(2017), ZUS Informator, <http://lang.zus.pl/en/publications/publications>, P18-20.

分析假定。预测只能由社会保险局董事会选定许可的保险精算师做出，预测结果必须在每年的3月31日呈交部长理事会。预测结果每年都要公布，负责社会保险事务的部长依据法令决定公布范围。

人口储备基金资产管理除了基于社会保险局理事会对养老基金长期收支的预测，投资活动同时还接受原劳动与社会政策部（2015年更名为家庭，劳动与社会政策部）的监督。根据原劳动与社会政策部2009年5月底出台的人口储备基金的资产投资监管条例，设置了诸多基金投资限制，体现了保守投资的风格，主要体现在：第一，由市政府或市政府联合会发行的有价证券比例为20%。第二，由中央财政担保的债务证券比例为80%。第三，电子化股票比例为30%。第四，电子化债券比例为20%。第五，国营公司发行的债券比例为5%。第六，银行存款和银行证券比例为40%。另外，由财政部通过私营化方式获得的资金必须投资财政部发行的证券，同时证券销售、回购与利息所得的资金也必须投资财政部发行的金融工具。¹

四、相关评述

（一）储备基金建立的前瞻性和经济正外部性

由于二战中波兰损失了大量人口，战后一度出现人口出生高潮。随着时间的推移，婴儿潮一代逐渐步入退休年龄，人口浪潮将对第一支柱养老金产生不小的冲击。相对于其他欧洲国家，波兰当前的人口状况还比较乐观。但随着出生率的下降和预期寿命的延长，波兰人口日趋老龄化，根据预测，波兰的人口发展趋势将与欧盟的平均状况一致。到2025年，老年人的赡养率上升至33%，到2050年达到51%。²未来几十年内，波兰养老金制度无疑将会面临越来越大的压力，养老金待遇的充足性受到挑战。因此，适时建立起养老储备基金是必要而明智的选择。

另外，波兰人口储备基金有助于国民储蓄率的提高，对经济增长具有一定的促进作用。图28-10显示的是不同因素对总储蓄率的综合影响，其中包括养老金中积累的私营储蓄、现收现付型养老金制度的公共储蓄以及对人口储备基金的额外转入资金。额外的资金转入增加了2002—2008年第一支柱的赤字，因而未

¹ Piotr Obidziński(2017), The Demographic Reserve Fund in Poland. Analysis and Diagnosis First Years of Functioning and Scenarios of its Future Potential, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Sectio H Oeconomia, vol 51,no1,P75.

² http://ec.europa.eu/employment_social/social_protection/docs/2006/poland_en.pdfp3.

在经济活动中生成任何储蓄，储蓄率并无增加。但考虑到国家预算赤字的约束，储备基金投资于资本市场可能会对公共储蓄产生一定影响，预计自 2008 年后能发挥增加储蓄的作用。据有关部门社会预算模型的预测，波兰多支柱型养老金制度产生的储蓄占 GDP 的比例将从 1999 年几乎为零增至 2020 年的 5%。

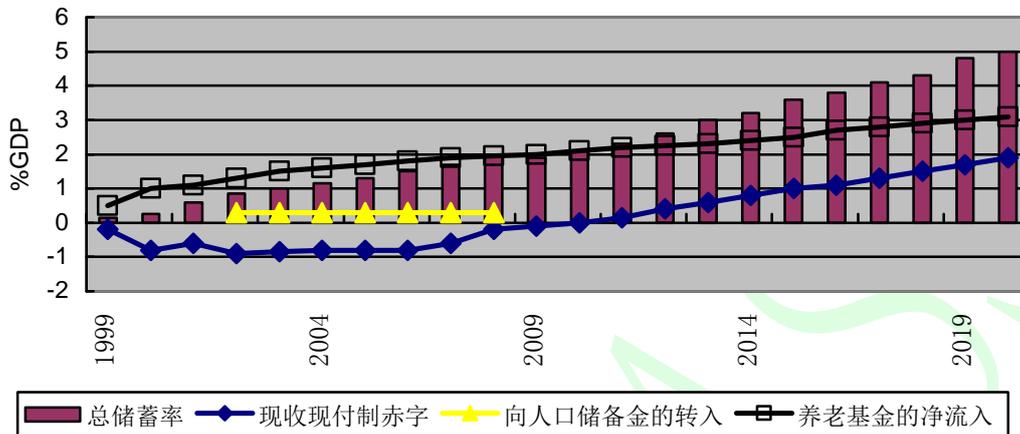


图 28-10 波兰多支柱型养老金制度的储蓄率 (%GDP)

资料来源: Agnieszka Chłoń, Marek Góra and Michal Rutkowski (1999), Shaping Pension Reform in Poland: Security through Diversity, Social Protection Discussion Paper Series, No. 9923, p51.

(二) 基金规模增长与保守投资策略的矛盾凸显

Oxera 咨询公司的研究报告指出，对于主权养老基金的投资限制可能并不符合养老金领取者的最佳利益。允许更大程度的多样化并不一定能提高收益，但一定能够改善给定的收益水平下基金的风险状况。¹ 近年来，波兰人口储备基金的资产积累呈逐年上升趋势。预计在未来几十年里，基金规模占 GDP 的比重还会大幅提高，到 2050 年基金累积的规模将达到 GDP 的 40%。²但如前文所述，一直以来，波兰人口储备基金投资风格较为保守。财政部通过私有化方式获得的资金以及证券销售、回购与利息所得的资金都有专门的投资规定，投资渠道完全限于财政部发行的证券和其他金融工具。社会保险局依据经济状况的变化，仅仅改变人口储备基金资产类别的结构，按照波兰指数的构成调整股票资产组合。社会保险局在人口储备基金投资方面，运用消极金融政策，设置一系列投资限制，带来了显著的投资弊端。

特别是，人口储备基金不能投资外国证券，这样虽然确保了投资的安全性，将基金管理成本降到最低，但投资回报相应也较低，仅在 2008 年社会保险局的

¹ Sophia Grene(2007), Little Gain from Sovereign Fund Limits, <http://www.ft.com> reports >pensions.

² ILO(2005), Social Security Governance: A Practical Guide for Board Members of Social Security Institutions in Central and Eastern Europe Budapest, International Labour Office, p123.

投资绩效好于波兰其他所有金融机构。Oxera 的模拟研究结果显示，更大程度的多样化能够改善投资的风险收益表现。任何阻碍有效多样化跨境投资的限定，都会产生相应的成本，阻碍了在相同风险水平下获取更高收益，或在相同收益水平下承担更低风险的投资。国内资本市场在市场规模、流动性和资产类别的丰富程度等方面一般难以应对养老金资产规模不断增长所带来的需求。而投资组合的资产分配从完全限于国内市场转变为国际多样化模式，既能减少投资组合的风险还能保证收益。大量的学术研究表明，跨境投资的数量限制规定对于资产组合的运行绩效有负面影响，将导致养老基金投资的风险收益表现显著降低。限制基金持有国际多样化的投资组合，也就阻止了基金利用机遇去分散与国内经济相关的非系统风险。¹

为缓解波兰人口储备基金资产规模不断扩大和国内投资渠道狭窄之间的矛盾，可在保证安全性的前提下，放松跨境投资的数量限制，适当允许国际多样化的投资组合。有效规避投资风险的同时，尽可能提高投资收益率，更符合广大养老金领取者的切身利益。

（三）基金分离型治理模式优势的充分展现

根据 OECD 的相关分析，与社会保障储备基金的综合型治理模式相比，主权养老储备基金一般采用分离型治理模式，这种模式具备一些独特的优势。首先，管理储备基金的过程中政治干涉较少。例如投资方面的战略资产配置等重大决定是由自治实体做出，政府和社会保障机构无权干预。其次，委托授权和最终目标的清晰度更高，除了投资储备基金资产外没有其他的政策目标。管理机构并不负责缴费和待遇发放。再次，分离型治理结构下，管理机构拥有更好的透明度和可问责性。专注于投资管理提升了管理机构行事的清晰度，能对其运作绩效进行有效的测评。²

波兰人口储备基金虽然现仍由社会保险局管理和代表，但基金自身就是独立的法律实体。按照 OECD 的界定，其监管属于典型的分离型治理模式，基金的日常监管活动完全印证了上述优势特征。第一，目前储备基金的具体投资决策由社会保险局的财务部负责，同时接受社会保险局内财务资产委员会、管理委员会和

¹ Oxera (2007), The Effect of Cross-border Investment Restrictions on Certain Pension Schemes in the EU, Oxera report prepared for European Commission DG Internal Market and Services, p78.

² Juan Yermo(2008), Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries, www.oecd.org/dataoecd/27/48/40196093.pdf,p18.

监管委员会的监督，政府和其他社会保障机构不能随意干涉储备基金的运作。第二，人口储备基金积累资产、投资增值的最终目的是为婴儿潮一代未来的养老金待遇筹资，补贴养老基金赤字。第三，人口储备基金一方面依照立法每年至少公布一次独立的审计报告，且私营审计公司的审计和内部审计要相结合。另一方面，年度报告或基金的详细内容将呈交议会委员会和（或）议会，进行讨论和查问。¹有关基金监管活动的信息披露增强了监管透明度，这是针对可问责性标准的最佳实践。

¹ ISSA(2007), Public Scheme Reserve Funds: Helping Sustain PAYG Pensions - Survey Report, International Social Security Association,P10.

声 明：

中国社会科学院世界社保研究中心(简称“世界社保研究中心”)英文为 The Centre for International Social Security Studies at Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 CISS CASS, 成立于 2010 年 5 月, 是中国社会科学院设立的一个院级非实体性学术研究机构, 旨在为中国社会保障的制度建设、政策制定、理论研究提供智力支持, 努力成为社会保障专业领域国内一流和国际知名的政策型和研究型智库。

中国社会科学院社会保障实验室(简称“社会保障实验室”)英文为 The Social Security Laboratory at Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 SSL CASS, 成立于 2012 年 5 月, 是我院第一所院本级实验室。“社会保障实验室”依托我院现有社会保障研究资源和人才队伍, 由“世界社保研究中心”直接领导, 日常业务运作由“世界社保研究中心”管理, 首席专家由“世界社保研究中心”主任郑秉文担任。

“社会保障实验室”于 2013 年 2 月开始发布《快讯》和《工作论文》两项产品。其中, 《快讯》产品版权为“社会保障实验室”所有, 未经“社会保障实验室”许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登, 如需使用, 须提前联系“社会保障实验室”并征得该实验室同意, 否则, “社会保障实验室”保留法律追责权利; 《工作论文》版权为作者所有, 未经作者许可, 任何机构或个人不得以抄袭、复制、上网和刊登, 如需引用作者观点, 可注明出处。否则, 作者保留法律追责权利。

如需订阅或退订《快讯》和《工作论文》, 请发送电子邮件至: cisscass@cass.org.cn。

地址：北京西城区鼓楼西大街甲 158 号。

电话：(010) 84083506

传真：(010) 84083506

网址：www.cisscass.org

Email: cisscass@cass.org.cn

联系人：董玉齐