



各國緩衝基金之研究

郝克仁

壹、緒論

世界銀行在 1994 年提出退休三層架構（三支柱）的概念，強調政府的社會福利、企業雇主的退休金提撥，以及個人退休理財乃現代人面對退休資金需求的法寶。但政府社會福利政策福利圍於財政因素漸次縮水，企業雇主退休提撥無足夠誘因促使員工與雇主共同互提下，使得個人的退休生活所得替代率嚴重不足。

然而，我國第一層之社會年金基層保障之潛藏財務缺口日漸擴大，根據勞保局統計，截至 2011 年 12 月底止，勞保普通事故

保險基金累積額共計 4,349 億元（2011 年 10 月底為 5,182 億元）。我國勞保財務係採部份提存準備，雖達減輕勞雇雙方費用負擔之意，卻也造成費率結構無法反映實際成本的問題。整體勞保財務結構已呈現須由勞保基金項下支應其年度間收支不足的財務負擔。勞保自 39 年 3 月起實施至今已逾 60 年一甲子，過去前 50 年間的保險財務收支尚能維持年度間的平衡，但從 91 年起已開始發生年度間財務收支失衡現象，而 97 年實施年金化後，則轉為潛藏負債。詳見表 1 所示：

表 1 勞工保險普通事故保險財務收支及老年給付支出概況表

單位：件，億元

項目 年別	應計保險費 收入	實付給付 支出	普通事故保險 基金累積金額	老年給付支出及實付費率		
				件數	金額	實付保險費率
2002 年	1,454.58	1,627.63	4,832.27	136,649	1,206.69	5.1%
2003 年	1,332.83	1,339.56	4,468.59	113,968	1,032.01	4.3%
2004 年	1,390.16	1,431.27	4,435.70	121,666	1,113.30	4.4%
2005 年	1,443.72	1,820.14	4,113.73	155,151	1,496.48	5.7%

項目 年別	應計保險費 收入	實付給付 支出	普通事故保險 基金累積金額	老年給付支出及實付費率		
				件數	金額	實付保險費率
2006年	1,511.61	1,675.86	4,199.27	131,363	1,343.99	4.9%
2007年	1,570.19	1,863.03	4,096.64	142,053	1,525.34	5.3%
2008年	1,612.98	3,521.85	1,981.80	293,635	3,171.44	10.8%
2009年	1,918.13	1,337.46	2,966.78	153,058(不含領 年金 65,632 人)	1,006.11	3.4%
2010年	2,008.67	1,239.28	3,588.15	88,431(不含領年 金 118,502 人)	914.34	2.96%
2011年	2,275.64	1,369.99	4,519.86	85,334(不含領年 金 188,716 人)	1,031.91	
2012年	2,533.46	2,547.31		157,794(不含領 年金 318,973 人)	2,195.23	

資料來源：勞工保險局統計資料

如上所述，臺灣的人口老化速度太快，人口結構問題是臺灣退休金制度面臨的最大挑戰，未來的年金制度改革必需是長期多元漸進，不可能一次到位，否則將付出太大的社會成本。在改革的同時，必須兼顧費率與世代公平性。此外，國際間已有政府成立額外儲備基金，以補足制度改革期間資金不足問題，亦可為我國進行年金制度改革時可參採之對象。透過建立儲備基金，除可做為制度改革之過渡補充財源外，更可避免政府臨時需要撥補第一層年金時之公共支出預算排擠效果。

本文綜合世界主要國家管理退休基金儲備基金之優缺點與執行結果，並進行政策建議，俾利主管機關制定政策或增修法令參考。

貳、瑞典名義上確定提撥制 (Notional Defined Contribution, NDC)

一、NDC 制度簡介

基於福利國家「從搖籃到墳墓」的政策傳統，瑞典退休金制度改革仍保持其公共性 (Public and mandatory system)。NDC 新制度改革的基本構想是在維持長期不變的提撥率原則下，以預期壽命、個人退休年齡及實質薪資變動等因素調整參加人員的退休金權利，將給付面與提撥面緊密結合，並以隨收隨付的基礎實際調度基金財務；另外以一個較小的傳統確定提撥基金比率，提供參加者

建立個人帳戶累積退休基金。在實際的架構上，保持了以一般財政收入為財源的對最低生活水準保障原則，如圖 1 所示，以保障年金（Guarantee pension）取代了先前第一層的定額基本年金；在第一層部分，則在維持原有隨收隨付的精神下以所得年金（Income pension）取代原來的補充年金，另外加上 DC 方式的附加年金（Premium reserve pension）。

（一）保障年金

新制的保障年金，以一般財政收入為財源，對老年居民提供最低年金收入的保障。其計算方式是設定一個最低年金（Minimum pension）水準，對第一層所得年金不到這個水準的合格老年居民進行補貼，補貼額度最大從對完全沒有所得年金者給予 2.13 倍基礎金額的水準開始，隨所得年金的增加而遞減，當所得年金達到 3.07 倍基礎金額時，完全停止補貼，並且以物價變動率作為基本金額的調整因子，大幅提高了最低保障水準。

（二）所得年金

在瑞典年金三層制的規劃中，所得年金屬第一層保障，採隨收隨付方式，以其中所有參加者計算薪資的 16%，且不超過依名目薪資變動率調整的法定上限金額作為當年給付的財源，所以所得年金為同一世代不同年齡的所得重分配，並未有跨世代的所得重分配情形。

因為所得年金為瑞典具有收入來源之勞工必須強制參加之社會保險，財源以所有參加者薪資的 16% 為提撥率，事關瑞典全體國民退休後經濟安全，所以政府有義務及責任

妥善經營管理國家退休基金，保障所有人退休後生活。由於國家退休基金之績效易受全球經濟情況或人口結構變化等外在因素影響，所以瑞典政府為了因應暫時性的總體經濟變化，建立了「緩衝基金」，以維持老年年金體系的穩定性。此外，由於新制採取 DC 型給付結構，且年金採用隨收隨付的融資方式，存在著收支不平衡的可能性，因此，瑞典政府設計「財務自動平衡機制」，以保持制度財務平衡，且此機制不受政治因素干擾，避免了政治操縱風險。

（三）附加年金

附加年金在年金體制中同屬於第一層保障，瑞典為每個參加者建立真正的個人帳戶，將其個人據計算薪資所得的 2.5% 金額存入帳戶，並將累積基金投資於各種經核准的公民營基金，故累積退休金無法事先確定，需視基金投資績效而定。由於附加年金為個人專戶，會影響年金金額多寡的因素只有個人累積的資金多寡及其投資績效，故完全無世代所得分配問題。

附加年金所得替代率變化，1950 年代出生的人，由於所能累積的時間較短，故所得替代率較低；相反的，隨著時間增加，年紀越輕的人，累積時間長，所累積的資金較多，故其附加年金所得替代率較高。綜上所述，1950 年代出生的人所得年金替代率較高，但附加年金替代率較低；而越晚出生的人所得年金替代率較低，但附加年金替代率較高，附加年金的替代率可彌補所得年金替代率減少之部分，故早出生的人與晚出生的人其整體所得替代率是相去不遠的。

二、NDC 財務制度

(一) 相互提撥

新制的另一項主要改革即為勞雇雙方共同分擔的年金提撥率，轉換成勞工的薪資稅是為增加民眾對於退休成本的認知。但實際上勞工的薪資稅只有小額的增加，因為大部份勞工的提撥率即為舊制中的疾病保險提撥率，只是重新標訂為年金提撥率。

(二) 穩定的提撥率

因為每一年齡階層的預期支出會因為該階層的提撥率自動進行調整，即使是預期壽命增加或經濟表現不佳時，薪資稅率不會因為時間的推移而有所增加。此外，年金的薪資提撥率會隨平均薪資成長，而非物價，所以不會像舊制一樣稀釋薪資。

(三) 規模較小的緩衝基金

新制的運作仍大量採用隨收隨付制，緩衝基金可幫助平衡人口結構中的高峰和低峰，但新舊制的緩衝基金有很大的差別，舊制的 AP 基金不僅為緩衝基金，還可為公營房屋提供投資資金與賺取投資收入；但新制的緩衝基金並無多重用途，規模亦較小。基金資產的降低是因為當 AP 基金轉換成中央政府的預算時，已用於新制的額外費用。

(四) 完全提撥基金

新制將兵役期間、孩童養育期及受教育期間，甚至是殘疾、失業和疾病期間皆可申請繳費補償，瑞典政府在新制中實際訂出提撥標準，即年金的提撥基礎擴大。

(五) 自動財務平衡機制

在瑞典新的退休金體系中，名義帳戶制和累積帳戶制都為 DC 型給付結構，這使得制度在長期內具備財政可持續性的基本條件。但名義帳戶制採用隨收隨付的融資方式，仍存在著財務收支不平衡的可能性。在長期內，制度要保持財務上的平衡，必須要實現資產與負債的對等。

在資產方，收入來源於兩個方面：一是保險費，二是緩衝基金流入；負債則取決於未來的年金給付規模。從長期看，NDC 制度設計中存在著一些影響財務穩定性的因素：

1. 名義帳戶退休金的記帳利率指數為社會平均工資增長率，而不是工資總額增長率。在勞動力（繳費者）數量下降的情況下，由於工資增長率可能高於繳費工資基數增長率，從而導致給付增長高於繳費增長。
2. 在計算年金給付時，對群體預期壽命的估計採用的是以往的歷史資料，而不是基於當前的預測。因此，預期壽命資料調整滯後於即時變化，由此可能導致制度的長期負債增加。
3. 緩衝基金的回報率是不穩定的，在回報率低於名義帳戶記帳利率的情況下，也會產生相對應的負債。
4. 繳費和給付資金流量的變化會影響到制度的財政平衡。
5. 在執行中，按照收入指數計算公式，收入指數採用的是過去 3 年收入變化的歷史數據，其調整滯後於暫態指數。
6. 為了應對財務上的不穩定性，瑞典在 NDC 制度中引入了財務“自動平衡機

制”(Automatic Balancing Mechanism, 簡稱 ABM)。

該機制的工作原理是根據制度資產與負債的“平衡率(Balance Ratio)”來調節名義帳戶的記賬利率即“收入指數”，從而重新實現資產負債平衡。平衡率是衡量制度財務狀況的比率，其計算公式為：

平衡率= (繳費的資本化價值+緩衝基金)
/退休金負債

在計算公式中，資產方面包括繳費的資本化價值和緩衝基金的現值。繳費資本化價值是將每年的繳費資產乘以“周轉期”(Turnover Duration)計算得來的。周轉期則是繳費和基於此繳費的給付之間的預期平均時間，它包括兩部分：即繳費週期和支付週期，繳費週期指的是制度內參保成員的平均繳費年齡距離平均退休年齡的年份；而支付週期則指的是平均退休年齡與預期壽命間的年份。退休金負債反映的是當年份未來退休金給付流量的現值，包括兩部分：尚未開始領取退休金人口的所得支付債務和已退休人口的所得支付，通常情況下，尚未退休人口的所得債務可以透過其帳戶記賬餘額反映出來，而已退休人口的年金給付則是當年實際支付的全部退休金數額。

如果平衡率為 1，則隱含名義帳戶制度體系處於財務平衡狀態，即資產和負債相等。如果比率低於 1，制度的負債超過資產。這時，自動平衡機制將啟動，如圖 3 所示，退休金記賬利率和給付指數將採用調整機制下的平衡指數，而不再採用原收入指數，平衡指數=收入指數×平衡率。例如，當收入指數

為 104%、平衡率為 0.99 時，新的平衡指數為 $104\% \times 0.99 = 102.96\%$ ，這時退休金的記賬利率則為 2.96%，而不是 4%。如果自動平衡機制啟動一段時間後，平衡率恢復到 1 以上時，這時平衡指數的增長率將高於收入指數增長率，這段時期為「高指數」時期，直到平衡指數上升到原收入指數水準，自動平衡機制將停止。

財務自動平衡機制對於保證制度的財務穩定性是至關重要的。在瑞典，財務自動平衡機制是自動運行的，不需任何政治決定，好處在於避免了由於外界因素變化可能引致的政治操縱風險。目前，瑞典的財務自動平衡機制僅僅運用於負債超過資產的情況，資產超過負債的情況並未採取相應的指數下調機制。

(六) 緩衝基金

瑞典從 1960 年 ATP 退休金制度成立以來，就成立了“緩衝基金”。緩衝基金是一項儲備資產，國家在人口紅利時能將人民繳的保費提撥一部分至此資產，其目的在於因應暫時的總體經濟波動和人口變化對所得年金隨收隨付制度的影響。自 1999 年退休金制度改革以來，緩衝基金在 NDC 制度運行中的作用日漸突顯。首先，它是財務自動平衡機制中的一個重要環節；其次，從傳統制度向新制度的轉型需要解決舊體制的歷史債務問題，緩衝基金在此過程中發揮了重要作用。

緩衝基金在堅持低風險水準前提下，能夠將長期收益最大化，使其管理的基金不受國家政策（無論是產業或經濟政策）影響，同時在考慮道德因素和外界環境（與最大化

收益不相衝突)的宗旨下,維持老年年金體系的穩定。作為引入新的退休金體系的一部分,國家退休基金的一部分將被轉入國家財政預算,以減少國債規模。2000年前後2年,該基金轉入國家財政預的數額約為2500億瑞典克朗,以補償改革初期中央政府花費的巨額轉軌成本。

國家退休基金是接受委託對退休金提撥資產進行運作,並完全獨立於政府的一個組織,其組織、投資目的以及方針等全部都由國家法律來規定。國家退休基金(AP基金)是老年年金保險體系中相對比較小的一部分,當勞動力市場出現失業率上升或呈現人口減少的趨勢,引起年金體系的保障功能有所弱化時,AP基金的投資組合產生的高收益將會對年金體系的穩定達到緩和作用。但是,這種作用很有限,首先,AP基金管理的資產規模限制了其收益;其次,其資產組合的高風險投資,可能產生的收益不高。

1. 國家第一退休基金 (AP1)

五大緩衝基金之一,總部位於瑞典首都斯德哥爾摩。至2006年底,該組織有64名員工,其中女性員工18名,平均年齡43歲,75%的員工具有大學學歷。AP1基金是獨立性最強的政府機構,它的營運完全不受政府指示,但受瑞典國家退休基金法案的管制。首先由政府任命董事局,董事局指定常務董事,政府同時還委任多名獨立審計者。

每年瑞典政府對該基金的績效進行測評,將測評結果向瑞典國會報告後公布大眾。該基金組織由7個獨立的投資部門組成,其中6個部門提供業務支持和風險管理服

務,這兩項服務對基金投資有關鍵作用,因此這兩項服務主要由基金組織內部員工擔任。

AP1基金的營運目標是由董事局訂定,包括總收益率目標(5年間的投資收益達到5.1%~6.1%)和經營管理目標(5年間的有效收益超過基準收益的0.5%)。AP1基金資產可投資於瑞典股票、非瑞典股票、新興市場股票、固定收益債券以及其他投資。內部投資部門負責整體投資資產的分配和全球債券組合、歐洲股票和外匯管理。其他資產(主要是一些非歐洲股票和帳外證券)交由外部投資經理人管理。2007年底,AP1基金管理的淨資產達到2,190億瑞典克朗,其中外部機構管理的資產接近1/3。

2. 國家第二退休基金 (AP2)

五大緩衝基金之一,從2001年開始營運。2007年底,全部員工達到49名,其中女性員工19名,平均年齡39歲,平均工作期間為15年。AP2基金管理的資產可投資於股票、固定收益債券等其他投資工具。

2007年,該基金組織引入了一個新的管理機構,這一管理機構由瑞典Alpha策略、全球Alpha策略、定量策略以及外部經理組成。同年秋,這一基金組織還增添了一個投資管理戰略部。新的管理機構對各部門責任的定義更加明確,使得更多的資產組合種類成為可能,而且絕對管理和相對管理的定義也更明悉。5年間,AP2的平均收益率達到6%,接近成立初設立的目標收益率6.1%的水準。

2007年底,該機構還建立了績效評估體系,並且和激勵機制一起從2008年1月1日開始實施。如果基金達到績效目標(高於基

準收益 0.5%)，則新的績效評估體系讓每個員工能夠獲得相當兩週薪資水準的紅利，同時，如果完成個人任務，個人還會獲得相當兩週薪資的額外紅利。

3. 國家第三退休基金 (AP3)

五大緩衝基金之一，受國會委託管理基金資產，它是國立養老基金，政府指定董事局。AP3 資產可投資於股票、固定收益債券和其他資產，其他資產包括私有資本、房地產、木材、基礎設施、生命科學財產等。

截至 2008 年 6 月 30 日，該基金的資產組合價值達到 2,076 億瑞典克朗。AP3 認為，公司的道德標準和釋放股東價值的責任存在相關性，它們在瑞典簽訂的國際慣例和協議的基礎上，對所投資公司的道德倫理標準提出了更加嚴格的要求。

4. 國家第四退休基金 (AP4)

五大緩衝基金之一，根據瑞典國家退休基金法案的要求，保障領取者的利益，不受國家商業和其他經濟政策的限制。但在與高收益目標不衝突的情況下，必須考慮外界和社會倫理道德的影響。AP4 組織機構分成 8 個不同的責任部門：瑞典股票、全球股票、固定收益和現貨管理、私有資本、資產分配、風險控制、公司治理和通訊以及行政部門。資產可投資於股票、固定收益資產和房地產，基金的投資目標為：5 年間年實際平均收益率（考慮通貨膨脹）達到 4.5%；有效年收益率（指超過指數的收益）為 0.5%。每年的有效收益率都會不同，2008 年基金降低了投資組合的風險，導致有效收益率降至 0.4%。

該基金非常注重資產種類的分配，且會大量委託給外部投資機構進行投資管理，一般進行三種階段的投資：長期投資（40 年）、中期投資（3~5 年）、短期投資（6~12 個月），其中中期投資的比重較大。

5. 國家第六退休基金 (AP6)

實際上，AP6 也是緩衝基金之一，但規模很小，其基金資產包括初始資本和未分配的利潤，主要投資於瑞典中小成長型的公司，以此促進瑞典工業的發展。

AP6 的初始資本包括從 AP1、AP2 和 AP3 轉移過來的資本、基金清算後的剩餘資本。AP6 基金是不需要每年支付退休金的，盈餘部分可以用於再投資。為了滿足市場需求，AP6 建立了 4 個業務部門和一個財務部門，財務部門主要負責管理市場風險和基金的流動，業務部門涉及的業務包括：AP 直接投資（商品和服務部門等）、AP 合夥投資、AP 可轉換債券、AP 網絡投資、生命科學投資（包括生物工藝、醫療技術、醫藥品）以及基金投資。

至 2007 年末，緩衝基金的資產規模為 8,980 億克朗，按照 2007 年的國民退休金給付水準，大約相當於 5 年的年金給付數額，即「基金能力」（Fund Strength）為 5 年。總體來看，近年來名義帳戶退休金的繳費收入大於支出，每年獲得了較高的投資回報。因此，資產累積增長較快，平均每年為 600 億克朗，增長速度年均接近 10%。緩衝基金較高的投資回報收益獲利於高比重的股票投資和國外證券投資。2006 年緩衝基金股票投資比例為 59%，債券投資為 37%。2007 年緩衝

基金投資於股票的比重為 58%，債券投資為 38%。2006 年緩衝基金國外投資比例為 58%，2007 年上升到 62%

參、挪威全球養老基金 (Government Pension Fund Global)

一、實施背景

挪威屬於經濟合作暨發展組織 (OECD) 中典型的高收入福利型國家，人口密度小但老齡化比較嚴重。2010 年挪威 65 歲以上人口占比為 15%，預計在 2020 年和 2030 年將分別上升至 17.6% 和 20.4%。挪威 1969 年在北海發現石油，很快成為北歐最大產油國和世界第三大石油出口國，每年從石油中獲得的收入約為 400 億美元，占該國 GDP 的 8% 以上。然而天然資源的產量會漸漸下降，為了把這筆天然資源帶來的財富傳給下一代，並且緩衝油價波動對經濟造成的影響，以應對石油資源的不可再生性和人口老齡化帶來的挑戰，挪威政府於 1990 年以石油收入為來源建立了石油基金 (Norwegian Petroleum Fund)。2006 年，根據《挪威養老基金法》，挪威石油基金改組為挪威全球養老基金 (Government Pension Fund Global, GPF)。此基金並非正式的退休基金，而是挪威為應對未來養老金缺口而建立的退休金儲備基金。

二、發展歷程

1996 年，挪威石油基金的規模約為 80 億美元，2002 年時約 900 億美元，截至 2012 年 6 月 30 日，挪威全球養老基金的總資產約合

5,940 億美元 (約 3 兆挪威克朗)，持有全球 1% 的股票，目前成為全球第一大主權財富基金。

三、挪威全球養老基金的資金來源與政府支出限制

(一) 積極利用石油相關收入累積養老金

挪威政府秉持著將現在的資源開採收益留給後代的理念，通過挪威全球養老基金集中管理石油相關產業收入，儲備資源收益，以此應對人口老齡化的挑戰。該基金獲取石油資源相關收益的範圍非常廣泛，包括資源稅收、收益分紅和污染物排放收費等，主要來源有：石油稅收和特別收益金；對石油開採活動收取的碳排放費用；政府發放石油開採權牌照的收益；國家石油公司的分紅；以及出售石油公司權益所得收入等。目前，

挪威全球養老基金的財源 =

石油部門的淨現金流入 - 非石油的國家預算支出 + 挪威全球養老基金之投資收益

(二) 財政赤字與養老金規模掛勾，約束財政支出

挪威全球養老基金還是政府財政政策工具之一，與財政政策指引共同約束政府支出。挪威全球養老基金預期的長期收益為 4%。因此，在挪威 2001 年財政政策指引中明確規定，在長期不含石油收入的政府結構性財政赤字，不得高於全球養老基金資產的 4%。當然，在短期內也允許有彈性，即政府每年不含石油收入的財政赤字，可以根據當

年情況略高於或低於全球養老基金資產的4%。隨著基金規模的不斷擴大，4%基金資產水平的財政赤字在未來也可能變得十分龐大，需要更積極地控制財政支出規模。

四、挪威全球養老基金的投資管理

作為挪威的主權財富基金，挪威全球養老基金由挪威中央銀行的投資管理公司（Norges Bank Investment Management, NBIM）負責管理，資金主要來自石油和天然氣領域產生的外匯盈餘。規模巨大的全球基金以分散化、多元化為投資風格，投資組合按國家地區、行業風格等進行細分。在一些能看到超額報酬潛力的市場，綜合考慮投資研究團隊、訊息系統的建設成本、在該市場之投資規模及規模經濟效應等因素，NBIM認為建立內部的投研能力的成本較高，於是委託外部投資機構來運作。NBIM選擇外部管理人時，有以下一些基本要求：

（一）道德與規範

管理人在一國登記註冊，且該國法律和金融監管制度完善；運作遵循適當的道德準則，部門間有較好的職責授權，內控組織結構健全。

（二）運作架構

指要滿足NBIM的監控要求，包括以挪威央行的名字來投資、只使用挪威央行託管管理的股東帳戶與銀行帳戶、每日核對，記錄所有交易。NBIM對外部管理人的個股、行業、風險因子持續追蹤，以便對管理人進行業績歸因分析，並檢查管理人是否超出了

方針限制。

（三）專門化的管理人

指管理人在專門領域的投資研究優勢，最重要的一點是，研究員與投資經理主要專注於該策略。NBIM認為，只有通過充分、獨立的訊息收集與研究，管理人才能取得訊息上的優勢。

在選擇外部管理人的程序上，NBIM的做法非常標準化，可說是大型機構投資者的範本式做法。整個程序包括訊息收集、分析、會見與評估，通常需要6至8個月時間。在正式開始前，NBIM首先通過第三方數據源，收集並分析相關市場訊息，確認候選人範圍。然後，NBIM邀請候選人申請參選並完成一份問卷，調查內容包括股權結構、資產規模、投資流程、人員團隊以及組合構成。通過這份調查，NBIM選出打算會見的管理人，通常是20~30家。NBIM將實地拜訪管理人辦公地點，從而了解實地條件，並且會見所有影響投資決策的重要人員，包括投資經理、研究員、風控人員、後台及行政人員。之後，NBIM挑選出下一輪候選人，進一步詳細了解其組織結構，獲取組合歷史數據、業績。經過多次會見，NBIM形成對其投資人員和組織結構的全面認識。在評估環節中，NBIM重點考察投資人員對標的公司的認識深度、使用的訊息來源、如何進行分析、觀點與同業的差異等。其中，對組合長期歷史表現的分析，以及與投研人員就單個標的公司的討論，都是影響決策的最重要因素。

除了外部管理人的選擇，如何設計管理費結構以實現有效的激勵與約束，也是委託

投資中的重要問題。NBIM 在 09 年對管理費結構進行了改進，更強調長期投資業績。該管理費由基本管理費和業績報酬兩部分構成。其中，基本管理費主要是覆蓋組合管理所需要的成本，而業績報酬則是為了強化基金的長期管理目標。業績報酬的計算基數是組合收益減去可比指數加一個固定比例的收益，再減去基本管理費。在組合成立的前五年，管理人只能收到總管理費的一個百分比，這個百分比會隨著組合運作時間增長而提高。NBIM 希望通過這個機制促使外部管理人進行長期穩健操作。同時，業績報酬還與整個運作期間掛鉤，如果管理人在一段時間的收益低於基準，那麼只有在組合業績彌補了所有負超額收益後，該管理人才可以繼續計提業績報酬。於是在一些年，甚至可能出現組合收取的管理費還不及超額收益的一個固定比例。此外，由於在某些年度組合的管理費可能會非常高，NBIM 還設置了年度管理費上限，超過這一上限的管理費將在以後支付，且支付前提是組合成立以來的超額收益為正。這樣一來，即使組合管理費已達到上限，契約仍能起到長期激勵作用。全球養老基金作為一家著名的巨型主權財富養老基金，具有較強的議價能力，儘管 NBIM 權衡管理人的超額收益能力，可以有一些彈性安排，但總體來說管理費率還是低於同業水平。

自 1999 年成立以來，全球基金的委託投資取得了正面的效果。截至 2010 年底，股票部分的超額收益約 37.65 億美元，超額收益主要來源於個股選擇，同期管理費約 11.52 億美元。債券部分較為遜色，未能超過基準，超額收益約-24.71 億美元，主要歸因於市場地區

因素，同期管理費約 1.70 億美元。在委託規模上，債券方面近年來大幅減少，從 2007 年的約 215 億美元削減到了目前 7.22 億美元（僅剩一個組合）；股票方面，NBIM 則是進一步增加投資於發達市場中小型、新興市場、專門行業的專門投資型組合。截至 2012 年第 2 季，共有 45 個外部管理人管理著 51 個股票委託組合，規模約 212.77 億美元。根據 2012 年年報，2012 年公司在股票、債券和房地產上的投資比例為 61.2%、38.1%和 0.7%，投資報酬率分別為 18.1%、6.7%和 5.8%，總投資報酬率為 13.4%。其基金之管理策略整理如下：

1. 投資組合高度分散

挪威全球養老基金最初主要投資政府債券，後來大幅提高了股票市場投資上限，廣泛參與海外股票市場，包括新興市場。目前，除奧斯陸外，挪威全球養老基金已在紐約、倫敦、新加坡、上海等地設有分支機構。

為分散風險，2008 年挪威政府允許全球養老基金投資不動產，上限為 5%。2010 年 11 月，挪威全球養老基金用 42 億挪威克朗購買了英國倫敦著名商業街 113 座建築的四分之一收益權。2011 年 7 月，和法國一家保險公司合作，動用 55 億挪威克朗，買下法國巴黎 7 處不動產。

一般主權基金的投資策略可分為組合投資和戰略投資兩大類，其中組合投資是指投資股權比例在 5%~10%以下，持有目的不是為了控制目標企業，而是為了獲得紅利和股票溢價收入的財務性投資；而戰略投資的股權比例通常在 5%~10%以上，持有目的是為了相對或絕對控制目標企業。

挪威全球養老基金的投資策略最顯著的特徵就是投資組合高度分散，不謀求企業控制權，該基金對單一上市公司的最高持股比例為 10%。根據 2010 年底的數據發現，挪威全球養老基金的股權投資覆蓋已開發國家和新興市場國家等共 58 個國家和地區中的 8496 家大、中、小型企業。該基金投資組合中，債券投資遍布 69 個國家，包含 1686 家發行人的 8659 隻債券；債券投資覆蓋 11 種貨幣，95% 為歐元、美元、英鎊和日元；債券類型包括政府債券、通膨相關債券、公司債券、證券化債務和公共機構（如管理部門和政府企業）發行的債券。

為了進一步多樣化資產類型，分散市場風險，2010 年 3 月挪威財政部授權挪威中央銀行的投資管理公司投資房地產，隨後 GPF 在 11 月進行了第一筆房地產投資。2012 年上半年該基金投資組合的權重為：股權類資產占總資產的 60%，固定收益資產占 35%~40%，其餘為房地產投資。其中股權資產投資的地區分布為歐洲 50%，美國、非洲和中東 35%，亞洲和大洋洲 15%；固定收益資產的投資區域為歐洲 60%，美國、非洲和中東 35%，亞洲和大洋洲 5%；房地產投資以歐洲為主。

2. 實行全部投資海外的策略

目前，挪威全球養老基金全部投資於海外市場，持有全球 8000 多個公司的股份。全部投資海外的主要考慮：一是分散風險，分享全球經濟成長，以獲取良好投資回報；二是避免因石油收益產生大量外幣流入，導致匯率非正常波動；三是減少非石油行業受石

油行業波動的影響，促進挪威經濟的平衡發展；四是挪威全球養老基金規模巨大，但國內資本市場狹小，養老基金集中投資國內，會產生市場波動、流動性過剩的風險。

3. 堅持長期投資，取得良好回報

挪威全球養老基金採取長中短結合、注重中長期投資的策略，長期投資報酬穩健。儘管受到美國次貸危機的影響，2008 年投資報酬率僅為 -23.3%，但 1998 年以來的年均投資報酬率卻高達 9.75%。

肆、中國社會保障基金（National Social Security Fund, NSSF）

一、中國養老金制度簡介

中國養老金制度有四大方面：

（一）城鎮職工基本養老基金

於 1998 年開始實施，為中國養老金制度的第一支柱。規定企業按職工工資之 20% 繳納養老金，計入統籌帳戶；職工個人按工資之 8% 繳納養老金，計入個人帳戶。此基金分散在地方兩千多個縣財政專戶裡，是中央計畫，地方政府管理。截至 2011 年底，統籌帳戶之基金規模為 1.92 兆人民幣，但由於這項制度執行較晚，退休人員增加速度過快，導致社會統籌帳戶的繳費不足以支應退休金，結果占用了個人帳戶的資金，因此實有資金僅有 3000 億人民幣左右。該項基金存入財政專戶，只允許投資國債或放入銀行存款，10 年來平均收益率僅有 2%。

(二) 全國社會保障基金

由中央政府設立該基金，為一儲備基金，主要是用於彌補中國人口老化時期養老基金收支不足。目前由全國社會保障基金理事會投資經營，2011 年底基金規模約為 8689 億人民幣。此基金為本研究案研討之重點，將於次節進一步詳細說明。

(三) 企業年金

由企業委託市場上的投資機構經營，參與之企業約 4 萬個，職工總數約為 750 萬人，投資組合 1882 個，外部投資人 21 個，託管銀行 10 個，帳戶管理人 16 個，受託人 11 個。截至 2011 年底，基金規模約為 3570 億人民幣。2011 年此基金之加權平均報酬率為 -0.78%，2010 年則為 3.41%。企業年金成長的速度相當快，平均在 20%。

(四) 商業養老保險

人民自行向保險公司投保，2011 年底之規模約有 4.5 兆億元人民幣。

二、全國社會保障基金

(一) 成立背景

2000 年八月，中國決定設立全國社會保障基金，該基金是中央政府財政部籌集的全國社會保障儲備基金，主要用於彌補中國人口老化時期養老基金會面臨的收支不平衡情形。本基金由全國社會保障基金理事會來投資經營，全國社會保障基金會之組織架構如圖 10。雖然以成立之性質來看應為一退休基金，但其運用時機及最終受益之對象皆尚不

明確。例如遼寧省地方政府曾面臨嚴重的退休金不足，但全國社會保障基金也並未予以補足，而是中央政府降低遼寧省地方政府之稅額讓遼寧省之退休金能正常發放。也就是說，全國社會保障基金以成立的目的來看是一筆退休基金，實際上比較像是主權基金。整個全國社會保障基金如何運用之系統尚不明確。

(二) 基金特點

1. 管理的集中性

全國社會保障基金由政府設立的全國社會保障基金理事會負責管理，其對全國社會保障基金的管理具有集中性，避免了基本養老基金處於各省分散管理的混亂狀態，有利全國社會保障基金資產的安全和保值增值。

2. 資金的使用具有專項性

全國社會保障基金只能用於社會保障事業，任何單位和個人不得挪做他用

3. 資金支付的補充性

全國社會保障基金主要再基本養老基金入不敷出時使用，其資金支付具有對基本養老基金的補充性。全國社會保障基金的積累在一定程度上保障基本養老保險制度的運行具有穩定的資金來源。

4. 基金運營的約束性

全國社會保障基金的投資運營需要遵守國家法律法規的有關規定，不得隨意投資運營，以避免資金的損失。

(三) 基金財源

從規範上來看，全國社會保障基金的財源有五：

1. 由中央政府預算配置而來。
2. 國有財產股東按上市融資額度的 10% 提撥資金至基金。
3. 發行社會福利彩票。
4. 其他收入，例如拍賣電信營業牌照收入、土地批租收入等。
5. 基金投資收益。

(四) 基金管理

全國社會保障基金理事會是政府全額撥款的事業單位，其對全國社會保障基金的管理職責主要包括以下幾個方面：

1. 管理全國社會保障基金資產

全國社會保障基金資產是獨立於理事會、社保基金投資管理人、社保基金託管人的資產。管理、運營好全國社會保障基金，確保基金的安全是全國社會保障基金理事會的基本職責。

2. 制定基金的投資經營策略，並組織實施

在確保全國社會保障基金安全性的前提下，全國社會保障基金理事會有責任制定基金投資、經營策略，確保基金能夠獲得穩定的投資收入。

3. 在規定的範圍內對基金資產直接進行投資運營

在政府規定的範圍內，對基金資產進行投資是全國社會保障基金理事會的職責之

一。全國社會保障基金理事會管理基金的投資方式主要包括直接投資和委託投資。例如，投資國家債券、大型工程項目等，採直接投資方式進入，理事會也委託一部分基金給基金管理公司投資運營。

隨著一些省市基本養老保險的個人帳戶逐漸做實，許多省市將基本養老保險基金的一部分委託給全國社會保障基金理事會投資運營。2001 年 12 月 13 日，經國務院批准，財政部、勞動和社會保障部發布了「全國社會保障基金投資管理暫行辦法」，對全國社會保障基金的投資方向做出了明確的規定。2002 年 12 月底，理事會決定將南方、博時、華夏、鵬華、長盛、嘉實基金管公司做為首批全國社會保障基金的投資管理人，代理全國社會保障基金的投資運營；中國銀行、交通銀行成為基金的託管人。2003 年 6 月 2 日，理事會與上述六家基金管理公司簽訂相關授權委託協議，全國社會保障基金開始進入資本市場。2006 年 3 月 14 日，財政部、勞動和社會保障部、人民銀行聯合發布的「全國社會保障基金境外投資管理暫行辦法」，拓寬了基金的投資領域，有助於分散投資風險，促進全國社會保障基金的保值增值。

4. 選擇並委託專業性機構對基金資產進行投資管理

如果將全國社會保障基金委託給具備投資管理人資格的專業性機構投資運營，則需要審慎地審查投資管理人的資質、信譽、和業務經營狀況，虛要擬定相關的委託代理契約，以避免因投資管理人選擇不當而帶來基金損失的風險，也避免因簽訂契約不適當而

帶來的法律風險。例如，「全國社會保障基金投資管理暫行辦法」規定，申請辦理全國社會保障基金投資管理業務應當具備以下條件：

- (1) 在中國註冊，經中國證監會批准的具有資金管理業務資格的基金管理公司及國務院規定的其他專業性投資管理機構。
- (2) 基金管理公司實收資本不得少於 5000 萬元人民幣，在任何時候都維持不少於 5000 萬元人民幣的淨資產。其他專業性投資機構需具備的最低資產規模另行規定。
- (3) 具有兩年以上的中國境內從事證券投資管理業務的經驗，且管理審慎、信譽較高。具有規範的國際運作經驗的機構，其經營時間可以不受此款之限制。
- (4) 最近三年沒有重大違法、違規行為。
- (5) 具有完善的法人治理結構。
- (6) 有與從事全國社會保障基金投資管理業務相適應的專業投資管理人。
- (7) 具有完善有效的內部風險控制制度，內設獨立的監察稽核部門，並配備足夠數量的稱職的專業人員。

另外，在境外投資託管人的資格方面則由「全國社會保障基金境外投資管理暫行辦法」規定，需具備以下條件：

- (1) 具備安全保管全國社會保障基金境外投資資產的條件。
- (2) 最近一個會計年度實收資本不少於 50 億美元或託管資產規模不少於 5000 億美元。
- (3) 國際公認評等機構最近 3 年的長期信用

評等在 A 級或者以上。

- (4) 有足夠的、熟悉全球託管業務的專業人員。
- (5) 具備安全、高效的清算和交割能力。
- (6) 有符合要求的經營場所、安全防範設施和與社保基金託管業務有關的其他設施。
- (7) 有完善的內部稽核監控制度和風險控制制度。
- (8) 近 3 年未受到所在國家或地區監管機構的重大處罰。
- (9) 在中國境外設立並登記註冊，所在國家或者地區法率及金融監管制度完善，監管機構與銀監會已簽訂監款合作諒解備忘錄，並保持著有效的監管合作關係。
- (10) 境外金融機構必須在中國大陸有分支機構，並有能夠用漢語進行有效溝通的客戶服務人員。

5. 根據國務院指定部門下達的指令和確定的方式撥出資金

在養老保險資金短缺時，全國社會保障基金理事會可以依據國務院的指定或其他確定的方式撥出資金，以保障社會保障制度運作的穩定性和安全性。

6. 定期向社會公布基金年度財務會計報告

定期向社會公布全國社會保障基金年度財務會計報告，以增強基金管理方面的財務透明度，接受社會輿論的監督，確保全國社會保障基金資產的完整。

7. 研究社會保障制度的相關問題並向國務院提交建議

全國社會保障基金理事會有責任研究社會保障制度方面的相關問題，並向國務院彙報研究成果，為政府決策提供相關的建議。

8. 承辦國務院交辦的其他事項

全國社會保障基金理事會有責任承辦國務院交辦得有關事項，並為社會保障制度的安全營運提供相應的服務。2006 年底，全國社會保障基金受託管理包括吉林、黑龍江、天津、山西、河南、新疆、山東、湖南及湖北等九個地方政府的退休金資產，首批委託資產的規模大約為每年 100 億人民幣，委託期限最短為五年。此外，全國社會保障基金也被允許管理廣東規模 1000 億人民幣的退休金資產，這筆廣東的退休金資產是全國最大的城鎮職工養老基本基金。

(五) 基金投資

全國社會保障基金理事會的投資哲學是：「以價值為根基、長期、負責任的投資」。基金的投資受到兩個規則的規範：「全國社會保障基金投資管理暫行辦法」與「全國社會保障基金境外投資管理暫行辦法」。

在這兩部暫行辦法之下，全國社會保障基金持有的銀行存款與政府公債等低風險投資不得少於基金資產之 50%，公司債不得多於 10%，股票類高風險資產不得高於 40%。2011 年時，全國社會保障基金有 50.66% 配置於固定收益 (fixed income)、32.39% 配置於股票或股票型基金 (stock investments)、16.31% 配置於工業投資 (industrial invest-

ments)、0.64% 為現金。

(六) 基金現況

截至 2011 年底，基金規模約為 8689 億人民幣。2001~2011 年，年平均報酬率為 8.47%，比同期通貨膨脹率高出 6% (見表 4)。其投資辦法規定，社保基金會投資股票最高不得超過基金總額之 40%，2011 年底時為 31%。9 年來股票投資占全部資產的比例不到 20%，但投資收益占全部收益的比例高達 46%，年平均投資報酬率約為 18%。基金的目標是在 2015 年達到 1.5 兆人民幣的規模。

(七) 改善基金規模的方案

全國社會保障基金於 2011 年的規模，約為同年城鎮職工基本養老保險年支出的 80%，約占 2011 年中國 GDP 的 1.8%，與應對養老基金收支缺口的需要這個目標尚相距甚遠，與中國經濟總規模顯然不匹配。但僅靠當年度財政收入補充全國社會保障基金本就有困難，而挪威等國家將石油資源收入和其他公共資源收入作為養老儲備基金來員的作法在中國也難以實行，因此中國全國社會保障基金理事會理事長戴相龍於 2012 年養老金投資國際研討會中建議政府應從國情出發，通過劃撥國有財產籌集全國社會保障基金，而這個方案應包括三個方面：

1. 完善國有股劃撥制度

國有股上市，將籌集資金的 10% 劃撥全國社會保障基金，已從 2009 年開始執行。目前要求國有財產股東按上市融資額度的 10% 劃撥資金，有些不合理，有不少人建議應改

為按國有財產股東融資額的 10% 劃撥。目前只對上市公司首次發行股票劃撥，對增發股票是否劃撥也要盡快研究明確。為了增強執行力，建議由國務院制定國有股劃撥條例，提高法律級別。

2. 落實國有資本經營收益充實全國社會保障基金政策

2007 年 9 月，國務院頒發了「關於試行國有資本經營預算的意見」，明確國有資本經營預算必要時可部分用於社會保障等支出。今年 4 月，財政部已從中央企業 2011 年國有資本經營預算收入中，安排少量資金劃入全國社會保障基金。建議今後將中央企業國有資本經營預算的一定比例，如 20% 以上，撥入全國社會保障基金。

3. 將一部分國家控股比例過高的上市中央企業的股權逐步劃撥給全國社會保障基金

近幾年，已有很多人員建議，把國家控股比例過高企業的國有股逐步劃撥給全國社會保障基金。到 2011 年底，已經上市的中國工商銀行、農業銀行、中國銀行、建設銀行 4 家超大型商業銀行，淨資產約為 3.2 兆人民幣，市值約 4.5 兆，財政部和中央匯金公司的持股比例分別約為 71%、79%、68%、57%。到 2011 年底，中央企業控股上市公司 313 家，期中國有股比例超過 50% 的有 147 家，淨資產 4.7 兆，總市值約 10 兆。建議今後可將以上上市公司國有股「51% 以上部分」劃撥給全國社會保障基金，如此仍屬國家控股。全國社會保障基金理事會可不參加上市公司的經營管理，按優先股獲得穩定收益。到 2011

年底，中央國有企業總資產 29 兆，淨資產占 40%，約有 11.6 兆。加上四大銀行淨資產 3.2 兆，共 14.8 兆。中央國有企業劃撥部分股權增加全國社會保障基金實有很大的潛力。

伍、結論

一、挪威

挪威是政府獨立出一特定基金作為應對未來養老金缺口之用，挪威的挪威全球養老基金（Government Pension Fund Global, GPFG）以石油收入為來源。關於挪威值得我國借鏡之處，簡單整理如下：

- (一) 作為挪威的主權財富基金，挪威全球養老基金由挪威中央銀行的投資管理公司（Norges Bank Investment Management, NBIM）負責管理。NBIM 認為建立內部的投研能力的成本較高，於是委託外部投資機構來運作，並依其道德規範之狀態、運作之架構及專業度來選擇外部管理人。
- (二) 挪威全球養老基金之管理策略包括投資組合高度分散、全部投資海外、堅持長期投資等，值得我國學習。

二、中國

全國社會保障基金（National Social Security Fund, NSSF）的設立，主要是用於彌補中國人口老化時期養老基金收支不足。

其中中國值得我國借鏡之處，主要就是其全國社會保障基金之財源廣度，中國全國社會保障基金之財源包括中央政府預算之配置、國有財產股東按上市融資額度的 10% 提

撥資金、發行社會福利彩票及拍賣電信營業牌照收入、土地批租收入等，可做為我國日後設立緩衝基金財源之參考。

三、瑞典

瑞典之名義上確定提撥制（Notional Defined Contribution, NDC）年金制度已發展的非常健全完整。從 1960 年 ATP 退休金制度成立以來，就成立了緩衝基金作為一項儲備資產，利用國家在人口紅利時，將人民繳的保費提撥一部分至此資產，其目的在於因應暫時的總體經濟波動和人口變化對所得年金隨收隨付制度的影響。而此一洞見，自 1999 年退休金制度改革以來，緩衝基金在 NDC 制度運行中的作用日漸突顯。首先，它是財務自動平衡機制中的一個重要環節；其次，從傳統制度向新制度的轉型需要解決舊體制的歷史債務問題，緩衝基金在此過程中發揮了重要作用，並作為維持老年年金體系穩定的重要成分。世界上已有多國學習其社會保險之制度，而其制度確實有許多值得我國參考借

鏡之處，簡單整理如下：

- (一) 整合性的年金體系，讓人民可獲得一公平之保障。我國若日後要將第一層社會保險做全面整合，可參考其經驗。
- (二) 瑞典之 NDC 制度順利完成其改革退休金制度之目標，包括依據退休保險繳費歷史決定給付水準，俾以確保公平、讓退休保障再分配政策更為透明合理、維持退休金制度的財務穩定及建立由私營金融機構管理的金融資本。
- (三) 有系統的財務制度，尤其是緩衝基金的設立，讓其在人口紅利時收進的保費可以獲得有效管理，於日後需要時更可補足退休金之缺口。此外，自動財務平衡機制的建立，也讓緩衝基金的進場時間得到明確的規範。

（本文作者為淡江大學保險系副教授）

關鍵詞：緩衝基金、自動財務平衡機制、社會年金

📖 參考文獻

- 王儷玲（民 100a），「我國退休基金管理制之研究」。行政院研究發展考核委員會委託研究案。
- 王儷玲（民 100b），「國外退休基金投入公共建設金融商品之探討報告」。行政院經濟建設委員會委託研究案。
- 柯木興（民 97）。談年金保險財務負擔問題的解決方式。臺灣勞工雙月刊第 14 期，頁 18-23。
- 李克平（民 100），關於養老金資產配置和風險管理的幾點思考。2012 年養老金投資國際研討會。
- 呂學靜、張壽琪（民 94），社會保險基金管理與監督。清華大學出版社。
- 郝充仁（民 99），「瑞典實施 NDC 年金制度之研究」。行政院經濟建設委員會委託研究案。
- 傅從喜（民 97），「德國、日本、美國及韓國社會年金保險制度面臨問題及改革方向之研究」。

內政部委託研究報告

鄭秉文（民 100），中國基本養老保險基金投資體制改革路線圖與時間表。2012 年養老金投資國際研討會。

蔡玉時（民 98）。日本因應高齡化國民年金制度改革對我國之啓示。經濟研究，第 9 期，頁 91-123。

戴相龍（民 100），在 2012 年養老金投資國際研討會上的講話。2012 年養老金投資國際研討會。

張哲琛（民 100），銓敘部及公務人員退休撫卹基金管理委員會赴澳洲考察報告。銓敘部。

劉鈞（民 99），養老保險基金投資運營的風險預警和防範。中國勞動社會保障出版社。

栗芳、魏陸等（民 99），瑞典社會保障制度。上海人文出版社。

Alberto Roque Musalem, Roberto J. Palacios (2003), Public Pension Fund Management: Governance, Accountability, and Investment Policies: Proceedings of the Second Public Pension Fund Management Conference. The World Bank.

Daniel Shaviro (2001), Making Sense of Social Security Reform. University of Chicago Press.

Olivia S. Mitchell, Robert J. Myers, Howard Young (1999), Prospects for Social Security Reform. The Wharton School of the University of Pennsylvania.

Stuart Leckie & Rita Xiao (2012), Investment Funds in China. A new look. PPP Company Ltd