

注：此稿载《改革》（双月刊），2003年第2期

## 美国社保改革：迈向股票市场的一跃\*

郑秉文 中国社会科学院欧洲所

众所周知，美国社会保障制度实行的是典型的待遇确定型的现收现付制。虽然美国社会保障收支形势几年来始终很好，连年盈余，但早在几年前，美国社会保障署就开始在其每年的“年度公告”中连续发出预警说，战后婴儿潮的一代已经到了将要退休的年龄，再加上寿命预期增加和出生率下降等原因，致使赡养比率急剧下降，例如，1960年的赡养比率为5:1，而现在是3.4:1，到2050年是2:1；即在90年的时间跨度里，赡养比率提高了2.5倍。在未来的几十年里，到2035年，社保赤字将达到3180亿美元（以2001年的美元计算），给付的成本将从目前的收入税的10.5%提高到2035年的18%，社会保障基金到2041年将会枯竭，那时，社保收入仅能支付现行法律承诺的给付水平的74%，否则就需要将目前12.4%的缴费比率提高到17.8%，到2075年需要提高到19.4%。若按近几年4.2%的GDP增长速度计算，到2075年如果要达到收支平衡，GDP的增长速度就要达到6.7%。到2075年，社保基金缺口为31570亿美元，或平均每个工人2.1万美元。

基于此，美国经济学界和国会近五、六年来就如何改革社会保障制度、将待遇确定型的现收现付制改造成为缴费确定型的积累制转型问题进行了激烈地讨论；2001年5月2日，布什政府决定将之付诸行动：布什总统宣布正式成立由两党成员（各8名）组成的16人委员会即“加强社会保障总统委员会”（下简称“总统委员会”），直接对总统负责；布什亲临成立仪式并发表讲话，他说，成立“总统委员会”旨在“研究和提出具体意见，以保护老一代的社会保障，为新一代建立福祉”；为保证使社会保障制度现代化并具有可持续性，布什亲自为“总统委员会”提出了六项原则：不能改变退休者的社会保障给付水平；所有社会保障的赢余必须并且只能用于社会保障本身；不得增加社会保障的缴费；政府不能将社会保障基金投资于股票市场；必须要维持残障者和遗属幸存者的福利计划；建立自愿的、退休者本人可以控制的个人退休账户。“总统委员会”耗资77万美元，在长达七个月的工作中召开了8次“基调日程会议”，2次听证会议，听取了34位专家的证词，广泛地接触了大量的国会议员、社保总署、社保咨询委员会等专家学者，最终于2001年12月向总统提交了《加强社会保障、为全体美国人民创造个人福祉》的长达256页的《总统委员会报告》（下简称“布什报告”）。

---

\* 本文作者受到国家留学基金委员会的资助在美国波士顿学院养老金中心进修三个月，特此表示感谢；资料截止到2002年11月底。本文与拙文《社会保障私有化在美国——美国当前的一场大辩论》（载于《国际经济评论》，2003年第1期）和《“W的办法”：华尔街与福利——美国医疗与养老保险改革的私有化倾向》（载于《读书》2003年第3期）同为姊妹篇。

“ 布什报告 ” 为美国社会保障私有化改革勾画了一个蓝图。

## “ 布什报告 ” 的改革蓝图是什么？

“ 布什报告 ” 称，目前世界上有 20 多个国家建立了个人账户制度，例如阿根廷、澳大利亚、智利、墨西哥、波兰、瑞士、英国等，积累了许多经验，甚至瑞典最近也为传统制度加进了个人账户系统。与此同时，美国国内的 401 ( K ) 和 IRA 计划也为其改革积累了许多经验。该报告认为，20 世纪全世界“拷贝”的是美国社会保障制度的理念，但在 21 世纪在社会保障制度现代化的改革进程中，美国无疑地落后了。为此，“ 布什报告 ” 呼吁必须要迎头赶上。

**一、总体设计思路。**“ 布什报告 ” 认为，以往的改革经验中个人账户的设计有两种极端的模式，一个是“ 集中管理 ” 的模式，即所有的缴费集中进入指定的中央管理机构，它负责管理所有缴费记录并负责投资，其特点是行政管理费用较低，指数化的基金种类较多，这些指数化的基金可以选择购买公司股票，其投资的规模与该公司的市值要有一定的比例控制，有点像目前的“ 美国联邦政府雇员和军人退休计划 ” ( TSP )，由董事局负责具体的基金投资。“ 集中管理 ” 的模式在短期内有一定的优势，但在长期内则不是最佳的选择，因为它不能很好地适应市场规则，对其基金管理人满意的消费者不能“ 用脚投票 ” ( 指选择别的管理人 )。另一个极端模式是“ 分散管理 ”，其中一个重要的“ 版本 ” 是现在美国私人部门的 401 ( K ) 计划，其特点是缴费直接从雇主手里转移到私人部门的基金手中，这样可以满足不同层次的需求，并随时可以转移，政府的责任只是负责对基金和雇主进行监督。但是，这种“ 分散管理 ” 模式的问题是“ 执行程序的成本 ” 较高。

鉴于对上述两种极端模式利弊的权衡，“ 布什报告 ” 提出了两支柱的“ 混合 ” 模式：所有的缴费首先进入中央管理机构，使用目前现成的税制体系，工人的投资由该中央机构统一执行，在初创阶段，全部收入投资于“ 第一支柱 ”；在这个支柱中，工人选择的范围基本上就是目前“ 美国联邦政府雇员和军人退休计划 ” ( TSP ) 投资的基金范围，此外，在加上三个“ 平衡基金 ” 和一个抵御通货膨胀的债券基金。当工人的积累额超过一定门槛以后 ( 例如 5000 美元 )，以上部分可以投资于“ 第二支柱 ” 即私人部门的基金。在建立个人账户的头三年里，要制定“ 第二支柱 ” 所必需的计划，五年之内予以执行，包括第二支柱的人事管理、软件设备等等。第一支柱应该提供若干标准基金，工人可以在平衡基金和 5 个指数化基金的任意组合之中进行选择；基金管理服务应采取竞标的方式进行，以降低管理费用。平衡基金的投资应在公司股票、公司债券和政府债券之间进行配比。指数化的平衡基金可以分为三类：“ 保守型 ” 平衡基金应该购买大量的政府债券和高质量的公司债券，“ 成长型 ” 平衡基金应持有较高比例的股票，而“ 中间型 ” 平衡基金持股比例应在这二者之间，它们包括：G 基金 ( 政府证券投资基金 )、F 基金 ( 收入固定型指数化投资基金 )、C 基金 ( 普通股票指数化投资基金 )、S 基金 ( 小规模资本型股票指数化投资基金 )、I 基金 ( 国际股票指数化投资基金 )。除了上述 5 种基金以外，政府应该创建一个适应于个人账户持有人投资的“ 抵御通胀型国库券 ” 即 I 基金 ( 国际股票指数化投资基金 )，等等。

**二、未来社会保障的组织机构模式。**“ 布什报告 ” 为国会推荐了两个可供选择的组织模式，即“ 美国联邦政府雇员和军人退休计划 ” 模式 ( TSP ) 和“ 联邦

储备董事局”模式：前一个模式的董事局是由五名兼职成员组成，由总统任命，董事局主席任期4年，两名成员任期2年，两名3年，分别由参众两院协商之后选举推荐产生；董事局任命一个全职的执行主任行使CEO日常的职能。在“联邦储备董事局”(FR)模式中，其董事局由七名成员组成，由总统任命，参院通过，任期14年；这个控制着全美联邦储备系统的最高决策机构的决策完全独立于国会和总统；由于任期较长、交错任期等特点（每两年一次轮换机会），它们的独立性比“美国联邦政府雇员和军人退休计划”(TSP)董事局还要大。

三、建立个人账户是私有化改革成败与否的关键，为此，“布什报告”设计了三个账户运作模式供国会选择：

**模式一：**在个人账户中自愿投入税后工资的2%，但同时，传统社保体系的给付要予以削减，削减的额度是扣除通胀后个人账户中缴费按3.5%复利计算的额度，即只要账户的收益超过3.5%，工人就可以正常获得退休给付。除此之外，传统社保制度没有任何变化；但由于资金缺口继续存在，所以，如果不改变未来的给付标准和增加新的投入，养老金给付将继续面临着某种不确定性，即从2030年开始需要额外增加社保基金的收入。

**模式二：**2002年1月1日不到55岁的工人，从2004年开始自愿从12.5%的工薪税中提取4个百分点，最高可达1000美元；同时，在通胀以上部分，按2%复利计算的个人账户中的缴费数额将抵消传统社保中的给付。对30年工龄的工人，将其最低给付标准提高到“贫困线”的120%。从2009年开始，传统社保体系下的给付将实行价格指数化；到2075年，个人账户持有资金将达12.30万亿美元；2025年至2054年需要一般税收转移支付以保持社保基金的支付能力。

**模式三：**在这个模式中，2002年1月1日不到55岁的人员，从2004年起，每年可以从其社会保障缴费中提取2.5个百分点投入个人账户中，每年最高可达1000美元；此外每年再额外投入税后工资的1%作为个人缴费以“激活”账户，这部分额外缴费将以减税的形式给予部分补助；但是传统社保制度中的给付要减少，减少额度的计算方法是，在扣除通胀率以后个人账户中以2.5%复利计算的缴费额度那部分。对30年工龄工人的最低给付标准将提高到贫困线的100%，40年工龄的人将达到111%；在今后的75年中，需要增加相当于0.6%税赋的收入专门用于社保；为保证2034—2063年社保基金的支付能力，需要从一般税收中进行转移支付。

表1 三种模式特点比较

个人账户	“模式一”	“模式二”	“模式三”
个人账户规模	2%	每年4%，直至1000美元，均与工资指数化挂钩	1%的额外缴费，再加上每年2.5%至1000美元；均与工资指数化挂钩
额外缴费	只是普通的2%，是否缴费都可以	不需要	1%的额外缴费，通过折扣所得税方式予以补助
与没有个人账户相比较，个人账户带来的实际回报增长率	3.5%	2.0%	2.5%
是否可以遗赠、离婚时是否可以进行分割	是	是	是

资料来源：根据下面资料第17页和85-86页的若干表格内容编制：President's Commission to Strengthen Social Security (21, Dec.2001), *Strengthening Social Security and Creating Personal Wealth for All*

**四、“布什报告”利用大量篇幅论述了建立个人账户的种种好处。**认为建立个人账户是观念上的进步，思维上的变革，行为上的革命；建立个人账户的缴费确定型的积累制可以使人们拥有一笔资产，而待遇确定型的现收现付制所提供的仅是一个权利，比较起来，前者比后者更有保证，更为安全可靠：1，个人账户的资产所有权将有利于提高资金保障的能力；2，它有条件延伸成为可以继承的一笔资产；3，可以为社会弱势群体增加额外的保护；4，可以使账户持有者寻求回报率更高的机会，其预期给付会高于那些没有个人账户的人；5，将有利于实现基金积累；6，将会增加国民储蓄；7，将会改善劳动力参与的激励机制。

**五、“布什报告”设计了个人账户的基本管理规则。**1，在资本市场上，鼓励长线投资，尽量避免“日常短线交易”；2，在股票、公司债券和政府债券的组合中进行优化，以减少投资风险；3，向不愿意选择任何交易期权的工人提供“平衡标准基金”。4，退休之前不得进入个人账户进行消费，退休之后要有多种兑现资产的选择权利；5，账户中婚内资产在离婚时要平均分配，婚史不足10年的配偶在离婚之后如果要想获得前配偶的给付就不得再婚。

“布什报告”发表一年来在美国政界和学术界掀起了一场轩然大波，将本来已经持续了几年关于私有化的大辩论推向了顶点。支持私有化改革的“激进派”和“反对派”针锋相对，尤其后者对“布什报告”进行了强烈地批评，措辞之尖刻、态度之坚决是过去几十年里所少有的。向“布什报告”发起攻击的经济学家中核心人物主要是布鲁金斯研究所的艾龙（Asron, H）、普林斯顿大学的布兰德（Blinder, Alan）、波士顿学院养老金研究中心主任玛乃尔（Munnell, A）女士和布鲁金斯研究所的奥尔扎格（Orszag, P）等，他们是当今美国社会保障领域中著名的经济学家，私有化“反对派”的主力军。在“总统委员会”工作的7个月里他们连续发表了三篇联合署名长文。在“布什报告”发表之后，站出来反对私有化的经济学家主要是麻省理工学院的戴尔蒙德（Diamond, P）和奥尔扎格，这两位国际知名的经济学家和社保问题专家在美国学界享有盛誉，是私有化“反对派”营垒里的主要代表人物，他们在半年的时间里一口气联合署名撰写发表了4篇研究报告和论文（见“参考文献”），总计将近200页（下面简称“戴-奥报告”）。面对“反对派”的批评和抨击，除了舆论界以外，力主私有化改革的“激进派”学者们基本上采取了沉默的态度，主要代表人物诸如克里克夫（Kotlikoff, L）、萨克斯（Sachs,）、偏右的费尔德斯坦（Feldstein, M）等著名的一流经济学家几乎都没有予以回应，保守派的几大智库也保持低调，与“反对派”相比，有份量的论文几乎没有；只有比格斯（Biggs, Andrew G.）的《论“总统加强社会保障委员会”的前途》是唯一的一篇应战性质的学术论文。比格斯是激进派智库卡图研究所的教授，“总统委员会”16个成员之一；在该文中他对上述“反对派”经济学家一点名批评，言辞激烈，火药味甚浓。

美国学术界关于“布什报告”的理论争议主要是围绕以下十个方面展开的：1，建立个人账户以后显然减少了传统“社保基金”的规模，那么社保基金是否可以增加国民储蓄、减少公债进而提高生产率？2，改革以后美国社保制度的整体支付能力是受到了严重削弱还是相反？3，高、中、低不同收入退休者的预期给付标准是提高了还是大幅度削减了？4，在以建立个人账户为重要标志的私有化改革中，个人账户是仅仅具有“资产账户”的性质还是具有“资产账户”和“债务账户”的双重性质？5，建立个人账户是“筑巢一个投资的留窝鸡蛋”，还是权

宜之计？6，个人账户的行政管理费用是否可以承受得起？7，私有化改革是增强了还是削弱了美国社保体系的可持续性？8，改革以后将一部分缴费投入到股票市场运作究竟是利大于弊、还是弊大于利？对账户持有者来说是收益预期大于潜在风险还是相反？9，改革的任务是从这一代人开始，还是留给后代解决？10，面对私有化改革的世界性潮流，是顺应潮流，还是甘愿落后？

概而言之，争论的焦点主要是以下三个方面。

## “ 布什报告 ” 是削弱还是增强了财政支付能力？

“ 布什报告 ” 称，上述三模式都将对现行传统社保制度有一定程度的改善。如果目前传统制度届时的缺口为 3.157 万亿美元（或每个工人 21,000 美元），那么，改革以后到 2075 年，“ 模式一 ” 积累的资产将为 10.3 万亿美元，“ 模式二 ” 为 12.3 万亿美元，“ 模式三 ” 为 15.3 万亿美元；换言之，“ 模式一 ” 将会增加 0.5 万亿美元，“ 模式二 ” 4.8 万亿美元，“ 模式三 ” 5.0 万亿美元。“ 布什报告 ” 对 “ 转型成本 ” 的计算结果是，假定在转型过程中不利用社保盈余的话，“ 模式一 ” 的转型成本是 1.1 万亿美元，“ 模式二 ” 是 0.9 万亿美元，“ 模式三 ” 是 0.4 万亿美元。第二个设想是，如果假设目前 GDP 增长率 4.2% 和其它条件不变，社保盈余可以正常继续下去，那么，“ 转型成本 ” 就会更少一些，“ 模式一 ” 为 0.7 万亿，“ 模式二 ” 0.4 万亿，“ 模式三 ” 仅为 0.1 万亿，它们分别仅占 GDP 的 0.29%、0.33% 和 0.10%。

私有化改革的反对派认为，恰恰相反，“ 布什改革 ” 以后无论从长期看还是从短期来看，由于社会保障基金的一部分收入转移到个人账户，所以，美国社保体系的支付能力从整体上来说将受到严重的削弱。建立个人账户的结果是用个人账户系统替代了传统社保体系的整体“ 缩水 ”。对那些选择了个人账户的人来说，他们的一部分缴费被转移到了个人账户里，换来的是他们在传统体制内养老金给付的进一步削减，社保体系的财政条件不可逆转地将会恶化，并且，社保基金“ 流失 ” 的这笔基金的数额超过了受益人被削减的养老金给付的数额。据 “ 戴—奥报告 ” 测算(Diamond, P and Orszag, P, July 2002, p.3-6)，在 “ 模式二 ” 条件下，今后的 75 年所需要的转移支付相当于目前社保体系全部赤字的 2/3，在 “ 模式三 ” 条件下将需要 80%。著名经济学家克鲁格曼在《纽约时报》撰文说( Krugman, P., 21, June 2002 )，“ 众所周知，( 美国的 ) 社保系统是一个用每一代人的工资税来支撑前一代人退休的制度，如果年轻一代的缴费进入了个人账户，那么问题就显露出来了：谁来支付今天退休者或老年工人的给付？这是一个很简单的 2-1=1 的算术问题。所以，私有化制造了一个财政黑洞，要填平这个黑洞，就必须削减给予，或提供大量的政府转移支付，或者二者同时使用”。经计算，“ 总统委员会 ” 建议的三个模式在未来的 10 年中将会从社保基金中转移高达 1.5 万亿美元的资金。

表 2：“ 布什委员会 ” 建议的三个模式在未来 10 年从社保基金中转移的情况  
(单位：10 亿美元)

年	“ 模式一 ”	“ 模式二 ”	“ 模式三 ”
2003 年	0	0	0
2004 年	-85.7	-101.9	-84.2
2005 年	-97.2	-115.9	-95.6

2006 年	-109.9	-131.3	-107.6
2007 年	-122.6	-146.9	-120.5
2008 年	-137.0	-163.8	-134.7
2009 年	-152.4	-182.0	-149.9
2010 年	-169.1	-201.7	-166.3
2011 年	-187.2	-223.1	-183.5
2012 年	-206.1	-246.9	-202.7
2013 年	-227.3	-272.0	-223.6
2004—2013 总计	-1494.5	-1785.5	-1468.4

注释：假设 100% 加入账户；“总计”包括个人账户的市值和信托基金的利息损失。

资料来源：SSA Chief Actuary Memorandum, *Estimates of Financial Effects for 3 Models*

*Developed by the President's Commission.*

## “ 布什报告 ” 是削减了还是提高了养老金的给付水平？

布什报告认为，改革以后三个模式中不管采取那一个，退休者的养老金给付水平都得到了较大幅度的提高，以中等收入者为例，在模式一下提高了 31%，模式二下 59%，模式三下 88%；详见表 3。

表 3 私有化改革以后养老金给付增长情况预测 （以 2001 年美元计算）

退休时间	模式一			模式二			模式三		
	低工资者	中等工资者	高工资者	低工资者	中等工资者	高工资者	低工资者	中等工资者	高工资者
2001 年	7,644	12,624	16,392	7,644	12,624	16,394	7,644	12,624	16,392
2032 年	10,140	16,944	22,620	11,160	15,444	19,680	10,932	17,412	22,620
增长率	32%	34%	38%	46%	22%	20%	43%	38%	38%
2052 年	9,624	16,476	22,428	13,608	20,016	24,684	14,122	23,769	31,668
增长率	26%	31%	37%	78%	59%	51%	85%	88%	93%

资料来源：根据以下资料第 19-21 页和 87-89 页表格的内容编制：President's Commission to Strengthen Social Security (21,Dec.2001), *Strengthening Social Security and Creating Personal Wealth for All Americans*, President's Commission to Strengthen Social Security.

注：假定到 2052 年时目前传统制度仍有支付能力可以满足这三个等级（低收入为 8,568 美元、中等收入 14,148 美元、高收入 18,696 美元）。目前这三个等级的预计给付分别是 11,832 美元、19,536 美元和 25,812 美元，但届时在 2052 年资金缺口将为 27.6%。

但经济学界私有化的反对派普遍认为，“布什报告”中建议的“模式一”改革的步子不大，没有什么讨论的价值和意义；而对后两个模式来说，在经过精算之后，认为“布什报告”的预测是错误的，低、中、高收入者的三个群体的养老金给付不是提高了，而是大幅度地降低了。假定家庭中双职工都在 2075 年 65 岁退休，并假定个人账户给付预期的计算系数的净回报率（扣除行政费用以后）是 4.6%，还假定有低、中和高三组不同收入的人群；在这些假定条件下，双职工的每一个人的全部预期给付（含个人账户中的年金）在“模式二”中，对“中

等收入”的群体要减少 20% 以上；如果没有参加个人账户系统，减少的数额将达到 46%。参加个人账户的“高收入组”夫妇所获得的给付削减数额要大于“中等收入组”，这是由于个人账户缴费的 1000 美元限额造成的；而对低收入夫妇来说，其给付削减数额相对较小。在“模式三”中，包括额外的 1% 的缴费所带来的养老金收入，其全部给付的情况要好一些。但是，如果没有 1% 的额外缴费，“低收入组”将要低于现行给付标准的 9%，“中等收入组”要低 12%，“高收入组”要低于 15%。请详见表 4。

表 4 “模式二”和“模式三”下 2072 年双职工夫妇 65 岁退休时每人全部养老金预期给付水平变化预测

模式	每月总计	“低收入组” (2002 年为 15,875 美元)	“中等收入组” (2002 年为 35,277 美元)	“高收入组” (2002 年为 56,443 美元)
模式二	传统体制的给付	994 美元	1,641 美元	2,168 美元
	- 给付的削减额	-343 美元	-753 美元	-995 美元
	+ 个人账户的年金	456 美元	766 美元	805 美元
	- “债务账户”的抵消	-236 美元	-384 美元	-397 美元
	= 全部预期给付	873 美元	1,269 美元	1,580 美元
	没有个人账户情况下的变化	-35%	-46%	-46%
	有个人账户情况下的变化	-12%	-23%	-27%
模式三	传统体制的给付	994 美元	1,641 美元	2,168 美元
	- 给付的削减额	-221 美元	-491 美元	-685 美元
	+ 个人账户的年金 (含 1% 的额外缴费)	400 美元	890 美元	1,173 美元
	- “债务账户”的抵消	-174 美元	-391 美元	-456 美元
	- 早期削减的因素	-99 美元	-164 美元	-217 美元
	= 全部预期给付	900 美元	1,485 美元	1,983 美元
	没有个人账户情况下的变化	-32%	-40%	-42%
	有个人账户情况下的变化	-9%	-10%	-9%
	有个人账户但没有额外 1% 缴费情况下的变化	-21%	-24%	-27%

资料来源：Diamond, P. and Orszag, P. 2, 18. June 2002, Table.5. p.52.

此外，私有化反对派认为(Diamond, P and Orszag, 2, P., 18. June 2002, p.50.)，改革以后，那些不选择个人账户的工人将面临着养老金给付的大幅度削减，其中，“模式二”条件下的给付削减更为严重，以 2002 年 35 岁到 2032 年 65 岁退休者为例，届时其养老金给付标准与现行传统制度相比较将减少 17.4%；越往后，减少的幅度越大，例如，2001 年出生到 2066 年 65 岁退休时将减少 41%。请见表 5。

表 5 “模式二”下，没有选择个人账户的养老金削减情况（与目前制度相比较）

2002 年退休者的年龄	削减幅度（%）
55	0
50	4.5

45	9.0
40	13.3
35	17.4
30	21.2
25	25.0
20	28.5
15	31.8
10	35.1
5	38.1
0	41.0
-5	43.8
-10	46.4

资料来源：Diamond, P. and Orszag, P., 2, 18. June 2002, Table 1, p.50.

由于得到一部分补助，在“模式三”的条件下，情况稍好一些。同样以 2002 年 35 岁的未来退休预期为例，届时他将得到的养老金标准削减的幅度为 9.5%。请见表 6。

**表 6 “模式三”下，没有选择个人账户的养老金削减情况（与目前制度相比较）**

2002 年退休者的年龄	削减幅度（%）
55	0.0
50	2.5
45	4.9
40	7.2
35	9.5
30	11.8
25	14.0
20	16.1
15	18.2
10	20.2
5	22.2
0	24.1
-5	26.0
-10	27.8

资料来源：Diamond, P. and Orszag, P., 2, 18. June 2002, Table.5, p.52.

其次，私有化改革将对残障和失去双亲的儿童津贴标准带来极大的负面影响。例如，对 2050 年开始接受残障给付的人来说，在“模式二”条件下其养老金给付将减少 33%，在“模式三”下减少 19%；到 2075 年，“模式二”下将减少 48%，“模式三”为 29%。上述削减幅度对失去双亲的儿童来说也是一样的。对残障人士和失去双亲的儿童来说，他们之所以几乎没有能力来缓解个人账户所导致的损失，是因为这些人职业生涯较短，对个人账户的缴费有限。



最后,对那些选择个人账户的人来说也同样面临着给付的大幅度削减。如果这些人从个人账户中获得的回报能够像“ 布什报告 ”所预测的那样,削减的幅度可能就要小一些,但不管如何,这些工人还是将要面临严峻的形势。

## 养老金与股票市场的结合是增加了风险还是扩大了收益？

### 一、对是否应该建立个人投资账户并投资股票市场产生的争议

为避免美国社会保障制度的破产,几年来关于社保改革争议的焦点已经越来越明朗化,学界和政界提出的建议大致有三:或是提高税收,或是减少给付,或“ 使一部分资金高速运转起来”。在“ 激进派 ”看来,只有第三个办法才是解决问题的根本出路,即“ 筑巢一个投资的留窝鸡蛋 ”或称“ 建立一个安全的退休留窝鸡蛋 ”,这个办法绝不是像人们误解的那样只是延长或推迟了社保基金的寿命而已的权宜之计。美国的社会保障历来被称为是一个“ 三条腿的板凳 ”,即除了社会保障以外还有公司退休计划和个人储蓄。但对后两条腿而言,公司计划的覆盖面不到美国就业人口的 50%,美国家庭平均储蓄只有 1000 美元 ( John, D.C )。被认为是“ 一劳永逸 ”的这个唯一出路的首要前提是建立个人投资账户,并对其积累的资金进行投资。在私有化改革“ 激进派 ”看来,建立个人账户和投资资本市场的改革取向已经迫在眉睫,他们成为“ 布什报告 ”的坚决支持者。2002 年 8 月 12 日的华盛顿邮报载文指出 ( Kerry, B. and Rudman, W ),如果国会现在通过一个《无所作为法案》( Do Nothing Act ),那么,今天 30 岁的人将来退休时就将减少退休金 16%,今天 20 岁的人减少 29%,今天出生的人将减少 40%。但到 2041 年,社保税将要提高 40%。对于年轻人,他们更喜欢的是冒险,所以他们赞成投资股票市场,例如,2002 年 9 月 20-22 日“ 今日美国 ”民意测验的结果是赞成私有化改革的 52%,反对的 43%<sup>1</sup>;对于一些美国人来说,在经济不景气的时候,他们希望看到的是变革,例如,在 2002 年 11 月中期选举的前一周,盖洛普民意测验的结果是支持私有化改革的比率已从一个月前的 52%上升到 57%<sup>2</sup>;中期选举的结果已经充分地说明了这个问题。

“ 布什报告 ”中建议的股市投资风险问题是最吸引舆论界注意力的一个热门话题。对此,舆论界和私有化改革的“ 反对派 ”表示出了极大地担心。半月刊《美国展望》说 ( McIntyre, R. S ),“ 让我们设想一下,如果全盘接受了布什的方案把所有社保基金全部投入到股市会是什么后果:1999 年底,社保基金的余额为 8930 亿美元,赢余 2340 亿美元;可是到 2002 年 8 月中旬,加上利息收入总资产要减少 41%..... ”。《国民评论》载文说 ( Moore, Matt ),德州一个民主党议员认为“ 在个人账户下,退休人员将被置于变化无常的股市上..... ”,另一个议员感叹道,“ 经过这几个星期的股市,我认为个人退休账户是一个可怕的坏主意 ”。

对投资股票市场的这种担心招致了来自“ 布什报告 ”支持者的批评,后者认为,股市行情虽然每天每年波动幅度都很大,但从长期来看,在过去的 128 年里,每 35 年为一个周期的年回报率为 6.4%,即使在 1921 年之前的 35 年最差的周期里,年均回报率也在 2.7%,就是说,长期投资是很划算的,甚至在熊市里也能保住账户。只要他的投资是多元化的,就可以幸免于难。还有人撰文说 ( Goyburu,

<sup>1</sup> 引自 wysiwyg: //16/http: //www. usatodaycom/news/nation/0924-poll -page. htm

<sup>2</sup> 引自“ 华盛顿时报 ”2002 年 11 月 21 日;

A), 关键是“长期”二字, 因为从“标准普尔 500”建立以来, 每 20 年就肯定会有收益, 即使在 1929—38 年大危机时, 它还上升了 1.1%。自“标准普尔 500”1926 年建立以来的 75 年里, 有 51 年是收益大于损失, 年均收益率为 7%; 如果以 30 年为一个周期的话, 收益率从未跌过 4.4%。还有人载文说 (Hamilton, J), 股市下跌没有什么可怕的, 尤其对养老金来说, 它具有“风险控制”的特点, 那就是要“长期持有”, 再加上立法限制短线交易等, 这样就可以减少股市波动带来的损失, 其收益会好于对政府债券的投资。

## 二、对以往 200 年来 7% 股票投资回报率的评估展开的争议

“布什报告”引起的另一个最大争论之一是对未来股市风险和回报率的预测与评估。该报告对建立个人账户以后可以较大幅度提高退休金水平的预测与分析是建立在一个既定的股市回报率的基础之上的。近十几年来, 美国大多数经济学家对过去 100 年来即 1900 年—1995 年股票年回报率的统计结果是在 7% 左右, 1994—96 年美国“社会保障署”(SSA) 顾问委员会的专家们同意将这个数据作为评估股票市场的基本依据, 后来, 美国“社会保障署精算总司”(OACT) 便一直沿用这个数据。如果这个数据具有一定的可靠性, 并且 21 世纪股市的走势变化不大, 那么, “布什报告”对国民未来的承诺或者说美国社会保障私有化改革的设计在一定程度上就是站得住脚的。于是, “7%”的可靠性问题与未来 21 世纪宏观经济和股市不确定性问题自然就成为经济学们之间争论的焦点。就目前来看, 美国关于这方面的争论最具有官方色彩、最有说服力、最具有权威性和最新的进展是 2001 年 8 月在“布什报告”撰写过程中(当时“临时报告”已发表)由“社会保障顾问理事会”官方邀请的三名著名教授撰写的长达 61 页的一份报告。这个题为《远期股票回报率的预测》<sup>3</sup> 的报告分别由前美国经济研究局研究员坎布尔 (Campbell, J.Y)、麻省理工学院的戴尔蒙德教授和斯坦福大学经济系夏文 (Shoven, J.R) 教授执笔撰写。

关于 7% 回报率的可靠性问题, 坎布尔和夏尔对此基本上持肯定的态度。坎布尔基本上对西格尔 (Siegel, J) 的研究结果持肯定的态度,<sup>4</sup> 即 1802 年—1997 年和 1871 年—1997 年这两个样本时期的统计结果其回报率均为 7%。夏文对此也无异议, 并还引用了西格尔的一些资料, 认为 1926 年—2000 年期间经过通胀调整后的大规模资本化的股票投资回报率平均数值要远远高于 7%, 在 9.7% 左右。<sup>5</sup> 戴尔蒙德则认为 7% 的说法不太准确。<sup>6</sup> 他在文中不止一次地强调股票溢价具有两个概念, 一个是“实现的股票溢价”, 即现实回报率计量的价格, 一个是“意愿的股票溢价”, 即投资者为持有其它资产所愿意交换的溢价水平。国债是一参考系, 如果国债的回报率为 3%, 那么, 长期“意愿的股票溢价”就是 4% (7%—4%)。后者之所以高于国债, 是因为在过去 200 年里国债的回报率大幅下降的结果。国债回报率下降的原因主要是投资者对其潜在风险的认识和信心造成的, 那时, 美国是个发展中国家, 还经历过国内战争, 而现在则不同了, 它的经济政治地位使潜在风险被事实上看作是“零”。他引用了许多别人的观点, 说有一些批评者认为 7% 这个数据高估了, 所以, “本文认为高估的观点是很令人信服的”, 于是, 他建议对未来回报率的预测最好的办法是假设它再低一些。

<sup>3</sup> Social Security Advisory Board (Aug. 2002), *Estimating the Real Rate of Return on Stocks Over the long Term*. Washington DC.

<sup>4</sup> Siegel, Jeremy (1998), *Stocks for the long Run*, 2nd ed., McGraw-Hill, New York, NY.

<sup>5</sup> Social Security Advisory Board (Aug. 2002), *Estimating the Real Rate of Return on Stocks Over the long Term*. Washington DC. p.3, p.47.

<sup>6</sup> 戴尔蒙德的论述在此之前曾在下述刊物上发表, 本文引用的戴尔蒙德的论述均出自该刊物: Diamond, Peter A. (2000), *What Stock Market Returns to Expect for the Future?* Social security Bulletin, Vol.63, No.2.

### 三、对未来 21 世纪股市走势评估预测及其根据的争议

对于未来股市的不确定性,几乎所有经济学家的看法是完全一致的,即都认为,21 世纪的股市回报率是否可以按过去 200 年中年均 7% 予以预测,这是十分值得怀疑的。一般来说,经济学家们认为,21 世纪美国股市的走向有两个可能性。第一个可能性是回报率低于其长期趋势水平。但是,有时也变化莫测,例如,20 年代、60 年代和 90 年代这些好年景接踵而来的是 30 年代的大危机和 70 年的危机。第二个可能性是“先走低后反弹”。例如,10 年代、30 年代和 70 年代之后便出现了很好的恢复时期。总而言之,当前股票市场表现出来的前所未有的“本质”使人们不可能仅仅根据历史模式来预测未来,即目前股票市场如此糟糕的状况是股票溢价的结构性滑坡,它既可能来自人们对风险概念的调整,又可能来自中小投资者入市门槛的降低,等等,情况非常复杂。例如,坎布尔的初步估计是未来几十年里股票回报率很可能在 5—5.5% 之间<sup>7</sup>。

### 四、关于影响未来股市不确定性因素产生的争议

经济学家们普遍认为,之所以用历史记录 7% 回报率来预测 21 世纪的股市具有不可靠性,是因为当今的市场发生了三大变化:一是共同基金的规模扩大了,门槛降低了,于是,共同基金为小投资者多元化投资提供了机会,成了中小投资者规避风险和获取规模经济效益最理想的场所。根据最新的统计,共同基金持有的美国境内发行股票的 20% 左右。此外,股票基金的行政成本回落幅度远远大于债券基金的成本,例如,前者从 1980 年的 2.25% 下降到 1997 年的 1.49%,下降幅度为 33%,而后者从 1.54% 下降到 1.16%,下降幅度仅为 25%。共同基金的上述变化很可能导致股票回报率赶不上以往的历史记录。第二个变化是股票投资者覆盖面扩大了,公众间接或直接地通过共同基金和诸如 401(K) 等退休账户投资股票的人数与日俱增,据统计,美国家庭投资股票的比例已经从 1989 年 32% 上升到 1995 年的 41%。大量的研究表明,投资者增加意味着分担股市风险的“集合能力”也相应得以提高,这将导致均衡风险溢价水平具有下降的趋势。三是投资者“驻市”的时间延长了。对风险厌恶程度的增加将影响对资产的需求,进而导致长期持股现象的存在;所有这些都会影响股票的回报率<sup>8</sup>。

夏文的分析角度和前提假设十分新颖。在夏文看来,“人们感兴趣的问题不是过去发生了什么事情,而是在未来的 50 年或 75 年里将可能发生什么”。<sup>9</sup> 股市未来的回报率将很可能不如过去,这主要是由以下 5 个方面的因素造成的:一是在过去的 20 年里,股票价格的增长速度快于潜在资本的价值,这种不动产价格高估的现象不可能再持续很长时间;二是就全世界的股市来看,美国的市场在过去的 75 年里始终处于强势,而在 21 世纪的头 50 年或 75 年里,“我们不应再指望它”;三是在过去的几十年里股票投资者的性质发生了很大的变化,即退休金账户占的比例越来越大,而在以前它们主要是集中在“巨富”手里,二战以来变化的特点则是股票“民主化”的趋势。市场越民主化,市场中的风险厌恶程度就会越小;四是相对于劳动力市场来说,老龄化的人口比例越大,对金融资本的需求就越小;五是过去股票回报率之所以较高,那完全是因为债券回报率较低造成的,而较低的债券回报率主要是因为意外的高通胀率造成的,特别是 60—70

<sup>7</sup> Social Security Advisory Board (Aug. 2002), *Estimating the Real Rate of Return on Stocks Over the long Term*. Washington DC. P.30.

<sup>8</sup> Diamond, Peter A.(2000), *What Stock Market Returns to Expect for the Future?* Social security Bulletin, Vol.63, No.2.

<sup>9</sup> Social Security Advisory Board (Aug. 2002), *Estimating the Real Rate of Return on Stocks Over the long Term*. Washington DC. p.47. 下面关于夏文的论述引自 p.50—52.

年代。因此，夏文给出的结论是，所有上述因素产生的影响，都很可能会导致股票溢价远不如 1926 年以来的平均水平。

## 美国社会保障私有化改革的前途

2002 年 8 月 20 日《西雅图邮报》载文说：1935 年 8 月 14 日《社会保障法案》诞生至今正好 67 岁了，这是一个人命关天的计划，它为代代美国人做出了巨大的贡献；尽管人们对“布什报告”毁誉不一，见仁见智，但它毕竟涉及到千家万户；尽管学界对它提出了一些问题，但毕竟它是一场重要的大变革。在有些人看来，它是“新政的一次改革探索”，是对“罗斯福幻想”的重塑，是对“美国之梦”的再造（John, D.C）。在许多美国人看来，“延迟改革将会使政策选择的范围变得更狭窄”，“社会保障改革拖延的时间越长，对工人和退休人员来说，必要的选择就越困难，越痛苦”（Moffit, R. Peterson, P. Estelle James）。从“布什报告”的影响力来看，80% 以上的美国人支付的社保税要多于他们的联邦所得税，而社会保障税是美国人支付的最大的单项税种，社会保障的岁入占联邦预算的 23%，是联邦政府最大的财政计划，因此在这个意义上讲，它既是世界上一个最大的政府计划项目，也是一个具有世界影响意义的改革行动；从本质上讲，“布什报告”的改革方案并没有像拉美国 80-90 年代的改革那样一步到位实行完全的私有化，即没有将待遇确定型的现收现付制一步改造成为缴费确定型的积累制，就个人账户与传统体制并存这一点来说，“布什报告”实际上仅是一个“部分私有化”的改革方案；从趋势上讲，部分私有化也好，完全积累制也罢，美国社会保障制度的私有化改革取向看来是不可逆转的了，至于何时成为其立法行动，那只是个时间的问题。

（全文完）

### 主要参考文献

- Aaron, Henry J., Blinder Alan S., Munell, Alicia, Orszag Peter R.:  
(1), (23 July, 2001), *Perspectives on the Draft Interim Report of the President's Commission to Strengthen Social Security*, Center on Budget and Policy Priorities and The Century Foundation.  
(2), (24 July, 2001), *Response to the Co-Chairs of the Commission*, The Century Foundation.  
Aaron Henry J., Munell Alicia, Orszag Peter R. (Revised 3 December, 2001), *Social Security Reform: The Questions Raised by the Plans Endorsed by President Bush's Social Security Commission*, The Century Foundation.,  
Biggs Andrew G. (22. August.2002), *Perspectives on the President's Commission to Strengthen Social Security*. The CATO Project on Social Security Privatization, CATO Institute, SSP No.27.  
Communication from the Board of Trustees ( Mar. 2002), *The 2002 Annual Report of the Board of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds*, Communication from the Board of Trustees, Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds.  
Cogan, John F. and Mitchell, Olivia S.(2002), *The Role of Economic Policy in Social Security Reform: Perspectives from the President's Commission*, PRC WP 2002-13 <http://prc.wharton.upenn.edu/prc/prc.html>  
Diamond, Peter, Orszag, Peter:  
(1), (18. June 2002), *Reducing Benefits and Subsidizing Individual Accounts: An Analysis of the Plans Proposed by the President's Commission to Strengthen Social Security*, Center on Budget and Policy Priorities and The Century Foundation, 18.  
(2), (18. June 2002), *An assessment of the Proposals of the President's Commission to Strengthen Social Security*, Center on Budget and Policy Priorities and The Century Foundation .  
(3), (July 2002), *A Response to the Executive Director of the President's Commission to Strengthen Social Security*, Center on Budget and Policy Priorities and The Century Foundation, 15.

(4), (Sep. 2002), Social Security: *The Right Fix*, The America Prospect, Issued of 23.,

Diamond, Peter A.(2000), *What Stock Market Returns to Expect for the Future?* Social security Bulletin, Vol.63, No.2.

Geanakoplos, John, Mitchell, Olivia. and Zeldes, Stephen P., (1998):*Would a Privatized Social Security System Really Pay a Higher Rate of Return?* In R.Douglas Arnold, Michael J. Graetz, Alicia H Munnell, eds. *Framing the Social Security Debate: Values, Politics, and Economics*, NASI, Brookings Institution Press

Goyburu, A., *Social Security and the "Risky" Status Quo*,  
[www.Heritage.org/press/commentary/ed091902.cfm?Renderforprint=1](http://www.Heritage.org/press/commentary/ed091902.cfm?Renderforprint=1)

Hamilton, J., *Social Security Q&A With Heritage's Social Security Project Manager James Hamilton*,  
[www.heritage.org/about/staff/jomeshamilton.cfm](http://www.heritage.org/about/staff/jomeshamilton.cfm)

John, D.C., *A Commission Must Avoid the Wrong Social Security Debate: It's Not About Trust Funds*.  
[www.heritage.org/about/staff/davidjohn.cfm](http://www.heritage.org/about/staff/davidjohn.cfm)

Kerry, B. and Rudman, W., *Social Security Shell Game*, in Washington Post, 12, Aug..2002. page A15.

Krugman, P., (21, June 2002) *Fear of All Sums*, New York Times.

National Review , Issue of 11.Nov. 2002.

McIntyre, R. S., *The Toxonomist: What If We'd Already Privatized Social Security?* The American Prospect, no. 17, Sep.23. 2002.

Moffit, R. Peterson, P. Estelle James (26.Feb.2002), *Perspectives on the European Pension Crisis: Some lessons for America*. [www.heritage.org/research/socialsecurity](http://www.heritage.org/research/socialsecurity)

Moore, Matt, *Social Unacceptable*, in National Review, 25,July,2002.

President's Commission to Strengthen Social Security,( Aug. 2001),*Interim report of the President's Commission to Strengthen Social security*, President's Commission to Strengthen Social Security.

President's Commission to Strengthen Social Security (21, Dec.2001), *Strengthening Social Security and Creating Personal Wealth for All Americans*, President's Commission to Strengthen Social Security.

Stevenson, R. W. (19,June 2002): *Report Predicts Deep Benefit Cuts Under Bush Social Security Plan*, New York Times,

Social Security Advisory Board (Aug. 2001), *Estimating the Real Rate of Return on Stocks Over the long Term*. Washington DC.

Siegel, Jeremy (1998), *Stocks for the long Run*, 2nd ed., McGraw-Hill, New York, NY.