

國立政治大學風險管理與保險學系

碩士學位論文

大陸與台灣退休金財務危機之解決方案分析：
借鏡亞太地區年金制度改革與基金管理投資經驗

The Analysis of Solutions to the Financial Crisis of Pensions System
in China and Taiwan: Learning from the Experiences of the Pension
Reforms and Fund Management of Asian-Pacific Region

指導教授：王儷玲 博士

研究生：黃張婕 撰

中華民國一一〇年七月

謝辭

首先，我非常感謝我的指導老師，王儷玲教授，您一直在完稿前鼓勵我完成碩士論文，也非常感謝口委老師，劉文彬老師和謝明華老師秉持嚴謹細緻的作風，不僅為我的初稿指出了問題，還提供了寶貴的修改建議。

在準備論文的過程中，由於選題過大，讓我剛開始一直無從下手，所以我趕到非常的沮喪，進度也一直拖延。幸好，在指導老師的建議下，我將題目限縮在 DB 型的社會保險制度和基金管理上，還把亞太地區的範圍縮小到日韓中，這才有希望在本學期完成論文和口試。在資料收集期間，因為有部份資料是日文的，我也很感謝徐立璿同學幫助我翻譯日文，還有黃柏堯、金聖學長在我遇到寫作問題時的幫助。由於我完成初稿的時間過晚，所以留給王老師修改的時間非常短，但老師仍在繁忙工作中擠出時間，提前幫我修改好了論文。

除了論文上，在生活上也非常感謝王老師對我的幫助和關懷。這學期末碰到疫情的影響，所以改為線上授課。但我住在宿舍內，覺得公共區域可能存在一定風險，所以在老師的同意下，我選擇提前返回大陸。後續線上討論中老師都非常用心的提供給我遠程的輔導，而且在我遇到需要提交檔給系辦時，老師還非常熱心的請秘書幫我轉交。

最後，我還要感謝研究所兩年來的所有老師和政治大學對我的栽培對我終身受益，數載教誨，師恩難報，向各位老師致以衷心的感謝，祝各位老師工作順利，身體健康。也祝福母校桃李滿天下，盛世華章。

摘要

亞太地區的人口老化速度是世界最快的，然而全球人口結構已經呈現少子化的趨勢，導致公共年金制度收支失衡。再加上疫情增加了徵收繳費、投資績效等方面的困難，可能造成提前基金結餘耗盡的年限，根據精算報告的推估，臺灣勞保和大陸城鎮職工基本養老保險基金分別將於 2026、2035 年破產。相比而言，日本厚生年金和韓國國民年金的財務更為穩健，甚至日本儲備基金 GPIF 能保障未來 100 內公共老年年金的足額給付。

本研究透過四個地區退休金制度和基金管理的比較分析，希望在年金制度與基金管理的改革上彼此借鏡，研究結果發現大陸和臺灣可以借鑑日本的解散制度、通算機制與及時徵繳的做法，也可效仿韓國薪資遞減制度以及多元管道宣傳國民年金的做法。此外，在制度面上，日本實行的非典型員工擴面政策與韓國漸進退休政策、延後請領等措施也非常值得大陸學習。而日本和大陸合併職業年金與公共年金，設立儲備基金等做法應能幫助臺灣勞保解決財務危機。在基金的管理上，勞保和大陸城鎮職工基本養老保險基金的收益率 4%-5% 都相對較低，未來較無法對抗長壽風險與通膨風險。而截至 2020 年，韓國國民年金收益率高達 6.27%，應可借鏡韓國市場化、組織結構、責任投資的資訊收集和披露、監督等更完善的制度經驗。

此外，本研究也發現日本 GPIF、大陸社保基金都具有流動性低、風險承受能力高的特點，長期收益率高於其公共年金，但大陸社保基金的財務可持續性不如日本，而 GPIF 在資產配置、資訊收集和經理人評選機制等也值得大陸社保基金參考。

關鍵詞：人口老化、年金改革、儲備基金、財務危機

Abstract

The population in the Asia-Pacific region is aging at the fastest rate in the world, yet the global demographic structure is already showing a trend of fewer children, leading to an imbalance in public annuity payments and revenues. In addition, the epidemic has increased the difficulties in collection and investment, which may advance the year when the fund balance is depleted. According to the actuarial estimation, the Taiwan Labor Insurance and the Mainland Urban Workers' Basic Pension Insurance Funds will go bankrupt in 2026 and 2035 respectively. In contrast, Japan's Health and Welfare Pension Fund and Korea's National Pension Fund are more financially sound, and even Japan's reserve fund GPIF can guarantee full payment of public old-age pensions in the next 100 years.

Through the comparative analysis of the four systems and fund management, this article finds that, in terms of future pension reform, both China and Taiwan can learn from Japan's dissolution system, pass-through mechanism, and timely levies, and can also follow Korea's practice of salary progression system and various channels to promote the national pension. On the other hand, Japan's atypical employee expansion policy and Korea's progressive retirement policy and delayed claiming measures are worth learning for China. In addition, measures such as the consolidation of public pensions for various occupations and the establishment of a reserve fund in Japan and China can help Taiwan's labor insurance to solve its financial crisis. In terms of the management of public funds, both the Labor Insurance and the Mainland's Basic Pension Insurance Fund for Urban Workers have a return of 4%-5%, which has the risk of devaluation when return below the consumer price index, while Korea's national pension has a return of 6.27% as of 2020, which is due to the better marketization, organizational structure, information collection and disclosure of liability investment, and supervision in Korea.

In addition, this paper also finds that Japanese GPIF and mainland social security funds have the characteristics of low liquidity and high risk tolerance, and their long-term returns are higher than their public annuities, but the financial sustainability of social security funds is not as good as that of Japan, and GPIF is worthy of reference for mainland social security funds in terms of asset allocation, information collection and manager selection mechanism.

Key words: aging population, annuity reform, reserve fund, financial crisis

目錄

第一章 緒論.....	1
第一節、研究背景.....	1
第二節、研究動機與研究範圍.....	2
第三節、研究方法.....	3
第四節、研究架構.....	5
第二章 大陸與台灣退休金問題挑戰與文獻回顧.....	7
第一節、大陸退休金制度與社保基金.....	7
第二節、台灣退休金制度與勞保基金.....	26
第三章 亞太地區年金改革與基金管理文獻回顧.....	38
第一節、日本厚生年金之年金改革與基金管理經驗.....	38
第二節、韓國國民年金之年金改革與基金管理經驗.....	60
第四章 日、韓 大陸與臺灣退休金制度和基金管理之比較分析.....	78
第一節、制度面比較分析.....	78
第二節、儲備基金比較分析.....	83
第三節、韓國國民年金和勞保基金比較分析.....	84
第五章 結論與建議.....	90
第一節、主要研究發現.....	90
第二節、對大陸與台灣退休基金之改革建議.....	97
參考文獻.....	104

圖目錄

圖 1 研究架構圖.....	6
圖 2 城鎮職工基本養老保險基金財務狀況.....	15
圖 3 社保基金資產負債比.....	19
圖 4 社保基金投資收益.....	24
圖 5 普通事故勞保年金化後歷年收支.....	32
圖 6 厚生年金清算制度改革框架.....	43
圖 7 企業年金資產規模狀況.....	44
圖 8 移轉厚生年金基金殘餘財產分配金之通算企業年金試算.....	45
圖 9 2015-2019 年厚生年金保險收支狀況.....	46
圖 10 未來 100 年 GPIF 累積餘額走勢圖.....	51
圖 11 2001-2019 年 GPIF 累積收益.....	53
圖 12 2019 年投資組合收益率.....	54
圖 13 GPIF 海外債券基準指數收益率.....	55
圖 14 GPIF 追蹤五大 ESG 指數績效.....	58
圖 15 國民年金基金投資績效.....	72
圖 16 國民年金基金資產配置.....	73
圖 17 NPS 投票權行使狀況.....	76

表目錄

表 1 大陸社會保險體系.....	9
表 2 提高個人帳戶記帳利率的激勵效果.....	13
表 3 社保基金投資範圍與比率約束規範.....	20
表 4 勞保制度覆蓋面.....	27
表 5 勞保制度負擔比率.....	29
表 6 近 5 年勞保年金資產配置.....	35
表 7 日本一柱二層公共年金制度結構及 2019 年加保人數.....	40
表 8 目標資產配置彙總表.....	52
表 9 多元配置的績效和風險.....	56
表 10 韓國社會保險與社會救助架構圖.....	61
表 11 國民年金基金損益表.....	69
表 12 2021 年國民年金資產配置.....	70
表 13 公共年金制度比較.....	81
表 14 公共年金之老年年金比較.....	82
表 15 儲備基金比較.....	86
表 16 國民年金和勞保基金管理比較.....	88

第一章 緒論

第一節、 研究背景

人口老化已經成為未來不可避免的趨勢，而亞太地區是全球老齡化速度最快的地區，多數亞太國家的 65 歲以上老年人口從 7% 增加到 14% 的時間，集中於 15 到 25 年，明顯短於歐美國家。預計在 2016 年至 2030 年期間，亞太地區將會有 2 億人達到 65 歲，老齡人口將增加 71% (Asia Pacific Risk Center, 2016)。與此同時人口老化還將導致大量流失勞動力，APRC 推測韓國在 2010 到 2040 年間，可能會因此失去超過 15% 的勞動人口，大陸和日本則流失超過 10% 的勞動人口，若無財源，良好的投資績效保護，確定給付制度型態之養老保險基金的收支平衡將接受未來長期嚴峻的挑戰。

而且，近年來隨著醫療水準的提升，使得人口平均餘命不斷提高，若年金請領年齡未隨之延後，這些新增的老年人口會造成大量社會養老保險的償付負擔，甚至讓養老保險基金面臨財務危機，例如臺灣的勞工保險（以下簡稱勞保）基金預計在 2026 年破產，而韓國的國民年金將於 2057 年破產。

此外，早在 2018 年全球 65 歲或以上人口首度超過 5 歲以下人口數量，顯然全球人口結構已經呈現少子化趨勢，這在大部份的亞太地區中普遍存在，更有極端者例如新加坡、韓國不僅出生率在世界前五低，平均餘命也在世界前十，人口結構的不均衡增加了社會養老保險基金的收支平衡的困難，尤其在提撥費率低的韓國與臺灣的社會養老保險體系下，正遭受未來破產危機的威脅。

而 COVID 19 的爆發更是加速惡化社會養老保險基金的短期財務狀況。自疫情爆發後美國油價跌幅高達 43%，全球股市因此崩跌，例如道瓊斯工業指數 (DJIA) 最大跌幅為 35% (李世珍, 2020)，許多國家的社會養老保險基金也因此出現負報酬，例如全球最大資產規模的日本政府養老金投資基金 2020Q1 的報酬率為 -10.71%，若加上人口老

化帶來的退休金支出增加，又無資金儲備或是財政撥款救濟，退休金可支付年限將大幅縮短，還可能會因基金破產而領不到。

受惠於 ESG 的投資策略對股票下行的保護，以及主要經濟體實施的大規模財政刺激與貨幣寬鬆政策，讓股票和固定收益的收益復甦，大部份養老基金的損失已逐漸恢復，例如韓國在 2020 年 5 月就已恢復疫情導致該年第一季度的大部份損失。

此外，深受股市崩跌波及的中小企業可能無能力繳納社會保險保費，加上疫情使勞動市場急劇惡化，預估近兩年的失業率將穩定在 7% 左右，這可能導致推遲或暫停繳款的人數增加，從而導致基金收入不穩定。籌資困難不僅利於維持收支平衡，還可能減少勞工的退休金和制度覆蓋面，最終破壞社會養老保險制度的可持續性。於此同時，在經濟全球化背景下，資金和人才的國際間快速流動成為了常態，然而部份亞太國家的社會保障只覆蓋本國籍的全職勞工，而對非典型員工的覆蓋率低。由此為吸引人才、提升國家競爭力，社會保險制度的覆蓋面、給付都需要做相應的調整。

第二節、研究動機與研究範圍

現行臺灣勞保採用確定給付制度 (Defined Benefit Plan，以下簡稱 DB 制)，在高齡少子化影響下，2017 年勞保基金已出現當期保費收不抵支的情況，預計首次基金累積餘額出現負值年度為 2026 年 (勞動部勞工保險局，2018)，如果再出現因勞保即將破產而擠兌的情況，勞保破產年份還可能提前。但是勞保是勞工退休收入的主要來源，若假設 65 歲為請領年齡來推估，勞保破產將導致 60 歲以下的中青壯年族群都無法領取到自己的退休金，而成為繳多、延退、領不到的一群人。而對於接下來 5 年內達到 65 歲請領門檻的勞工，其老年年金可領取年數不足未來 20 年退休生活的四分之一。可見，現行的制度運作無法改善勞保財務危機的問題。

無獨有偶，與臺灣勞保基金問題類似的還有大陸城鎮職工基本養老保險基金，後者也存在部份省份財務失衡的危機。有學者用精算模型預估出 2022 年將有半數省份當期結餘收不抵支，而這些省份的累計基金結餘量大部份不足人民幣 RMB1000 億元（約新臺幣 4300 億元），其可支付月數¹不足 3 個月（鄭秉文，2017）。而且政府有保障各省養老金足額發放的義務，若不進行年金改革，在未來退休人口增加的壓力下，財政補助負擔會越來越重，而不利於社會養老體系的可持續性發展。

由於亞洲地區的人口老化速度是世界上最快的，而且普遍存在 65 歲以上高齡人口超過 5 歲以下人口的人口結構形態。此外，社會養老保險基金的財務危機問題，日本、韓國這些老齡化速度發展較快的國家，在 20 世紀末 21 世紀初就曾經歷過並進行年金改革，成功的延後基金破產的年限。

綜上，本研究希望借鏡人口結構形態與老化速度類似的亞太國家，其在近 5-10 年內，DB 型社會養老保險制度的年金改革、以及公共年金基金與儲備基金管理經驗，提供大陸的城鎮職工養老保險、臺灣勞保未來年金改革建議。另外提升基金穩定的長期投資績效亦是各國關注焦點，本研究希望借鑑增額保值作用顯著的韓國國民年金、大陸社保基金的投資管理經驗。以利於應對未來退休人口增加且長壽化、勞動力流失的長期影響和新冠疫情對短期基金財務的負面衝擊。

第三節、 研究方法

本研究主要針對亞太地區國家的社會養老保險年金改革和基金投資管理經驗進行探究。年金改革的探究內容著重於老齡化速度較快的韓國、日本等亞太國家，在應對人

¹ 可支付月數是指養老金累計結餘按照當前養老金發放水平可發放的時間，用於衡量基金未來償付能力。

口老化和疫情下的社會養老保險基金收支失衡問題中，針對社會養老保險制度在覆蓋面、費率、退休年齡調整機制、促進老年人口再就業、穩定社會養老保費徵收等方面的改革經驗和成效。其次，由於退休基金的投資目標群體風險偏好比較保守，由此大部份亞太國家的社會養老保險基金以追求增額保值為目標，由此基金投資管理的探究內容著重於亞太範圍內社會養老保險基金的增額保值表現突出的韓國國民年金和大陸社保基金的投資策略、資產配置等投資管理經驗。

由此，本研究的研究方法決定採用兩種非量化的研究方法進行解決大陸城鎮企業職工基本養老保險與臺灣勞保財務危機議題的研究。

一、文獻分析法

文獻分析法是指透過文獻的蒐集、分析、研究來提取所需的資料，並對文獻彙集資料做客觀且有系統性的論述方法。具體來說，文獻分析法可針對特定關鍵詞來彙集過去到現在的學者文獻，再根據研究者需要將提取的資訊進行分析和整理，最後得出結論的研究方法。從範圍來看，不只是收集文獻內容，還需要回顧相關議題文獻學術的發展脈絡及產生的影響。由此可知，文獻分析法得以輔助研究者瞭解研究背景客觀事實、發展方向和狀況、及其造成的影響，是一種能瞭解過去事實、解釋現在發展狀況及推測未來的有效研究方法。

爲了觀察亞太地區國家的社會養老保險年金改革及基金投資的發展狀況，本研究首先收集和整理國內外相關文獻，以探討亞太地區 DB 型社會養老保險制度和發展現狀，其次，將收集在疫情、人口快速老化與少子化背景下，大陸與臺灣社會養老基金共同面臨的財務危機問題及各自制度上的不足之處，並查找過去有相關境遇的亞太國家的年

金改革、未來發展方向和基金管理經驗及成效，以便為大陸與臺灣提供合乎其基本養老體制下，應對未來人口變化和解決財務危機的年金改革與基金治理建議。

二、 比較研究法

比較研究法會選取研究對象兩個及以上，針對同一主體之下的不同對象，透過相等標準進行比較分析，以觀察各自的特徵和效果等，並對其相同點和不同點進行分類總結，以此比較出較優劣的研究方法。本研究聚焦第一層公共年金制度，選取亞太地區四個不同的對象：包括日本厚生年金、韓國國民年金、臺灣勞工保險和大陸城鎮職工基本養老保險，分別從制度面和基金管理這兩個方面來進行比較，找出不同研究對象的不同和相同點，例如費率、請領年齡、基金投資等方面。再比較這兩個方面應對人口、疫情、財務危機的應對措施之優劣，以此找出臺灣和大陸可借鏡之處。

第四節、 研究架構

本研究共分為五章：第一章為緒論，下分為四個小節包含：研究背景、研究動機與研究範圍、研究方法與研究架構。第二章為亞太地區年金改革與基金管理文獻回顧，下分為兩小節包含：日本公共年金保險年金改革與基金管理經驗、韓國國民年金之年金改革與基金管理經驗。第三章為大陸與臺灣退休金現狀與問題，下分為兩小節包含：大陸退休金制度與社保基金、臺灣退休金制度與勞保基金。第四章為比較分析和借鏡；第五章為結論與建議，下分為四小節包含：擴大制度覆蓋面、解決公共年金基金的財務危機、提高社保基金的長期報酬率與風險分散能力、提高勞保基金的長期報酬率與風險分散能力。

本研究研究架構如圖 1 所示：

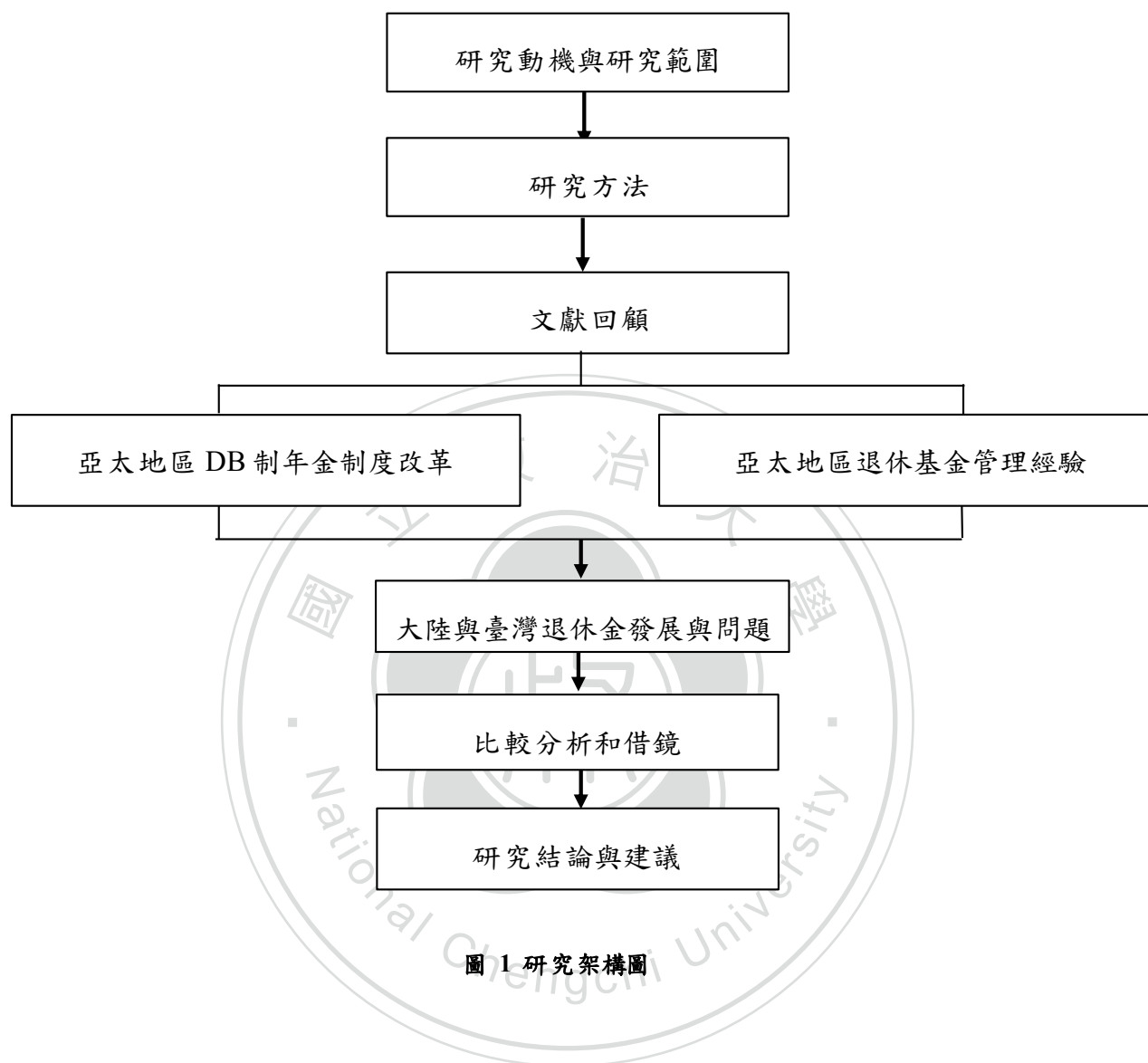


圖 1 研究架構圖

第二章 大陸與台灣退休金問題挑戰與文獻回顧

第一節、大陸退休金制度與社保基金

大陸現行退休金制度採用多支柱體系，第一層為社會養老保險，包括基本養老保險與城鄉居民基本養老保險，按第六次人口普查的總人口數據計算，2020 年基本養老保險參加人口達 99882 萬人，覆蓋率達到 75%，較 2019 年增加了 2%。第二層是僱主補充養老保險，包括企業年金與職業年金。第三層則是個人退休金，目前處於“試點”階段。本研究主要研究城鎮職工基本養老保險制度：

一、城鎮職工基本養老保險制度現狀與問題

(一) 大陸城鎮職工基本養老保險制度的緣起與發展

為加快國企改革和服務社會主義市場經濟的建設，1997 年大陸開始實行企業職工基本養老保險制度，採用戶籍來劃分參保人，最初只將城鎮個體工商戶納入覆蓋範圍，但最初參加主要是國企和集體企業的正式雇員。但是隨著中國城鎮化的發展，在工作時間、地點等不固定、且未與雇主簽訂至少一年的勞動合同的非正規員工佔比逐年增加，例如 1995-2008 年期間，從 21.7%增加到 61.9%。由此，2001 年勞動部改以就業類型來劃分參保人，允許自雇人士、臨時工可以自願參加社會保險，並依據工作單位是否固定徵收不同的繳費率。無獨有偶，在 2005 年國務院頒佈「關於完善企業職工基本養老保險制度的決定」中，計劃將私營企業雇員、非正規員工也納入覆蓋範圍，2014 年的「國務院關於進一步做好為農民共服務工作的意見」中，將農民工納入覆蓋範圍。

在 2004-2014 年期間，參加人數的增長率一直保持在 5%-7%，部份年份高達 9%-11%，覆蓋面從 46.27%增加到 64.95%，可見成效顯著。但是非典型員工的參保率不高，

截至 2010 年，仍有約 80%非典型員工未參保，這主要因為繳費基數門檻²過高導致，有學者估計滿足這一繳費實際能力的非典型員工僅 15.51%。而且，在 2011 年全國人大頒佈的社會保險法中，規定無雇員的個體工商戶和非全日制從業人員等人的保費都由個人全額負擔，所以城鎮職工基本養老保險一直存在向非典型員工擴面難的問題。

除了城鎮職工基本養老保險，大陸希望建立全民覆蓋的社會保障體系。例如，爲了建立覆蓋城鄉居民的社會保障體系，國務院在 2009 年 9 月於試點省份，開始實行新型農村社會養老保險制度（以下簡稱新農保），之後在 2011 年 6 月、同一試點開始實行城鎮居民社會養老保險制度（以下簡稱城居保）。截至 2010 年底，有 75%的省份、自治區開展新農保和城居保的試點活動，參保人數分別有 3.26 億人和 539 萬人。在 2013 年普及到全國所有的縣級行政區，共有 4.97 億人在覆蓋範圍內。但是這種分立的城鄉社會保障制度，加大了城鄉社會福利差距，所以爲了逐步實現未來養老保險制度的全國統一的目標，先從阻力最小的制度開始合併，在 2014 年 2 月國務院明確將城居保和新農保合併。

無獨有偶，鑒於過去機關事業單位員工的社會保險保費全額由政府負擔，而且比其他職業的待遇水準更高，這種不同職業上社會福利的差異一直受人詬病。爲了消除這一差異，大陸在 2015 年進行機關事業單位養老保險和城鎮職工基本養老保險的合併，爲了幫助公務員、公教職員的順利過渡到新制度中，大陸保證凡是在 2015 年前有過去制度投保年資者，保持其該部份年資內的養老金給付水準不降低。2015 年後新加入的員工統一採用城鎮職工基本養老保險的保費、給付等計算方式。截至 2015 年底，新增 4000 萬公共部門職員加入城鎮職工基本養老保險。（馮曉芳，2016；葉寧，2013；TaoLiu & Li Sun，2016；中國社科院社會保障研究室，2014）

² 城鎮企業職工養老保險的繳費基數下限為上年度當地職工月平均工資 60%

綜上，大陸的社會保障體系經過整合形成城鎮職工、城鄉居民兩項基本養老保險的結構如表 1 所示：

表 1 大陸社會保險體系

城鎮職工基本養老保險 (強制對象：企業職工、機關事業單位工作人員;農民工、漁民; 自願參加對象：非正規職工、新業態工作者等)
城鄉居民基本養老保險 (城鎮非就業人口、農村居民)

資料來源：本研究自行整理

截至 2020 年 9 月底，基本養老保險的參保人數達到 9.87 億，覆蓋率超過 90%，已提前完成「十三五」計劃目標，與 2015 年底的 8.58 億相比，增加的 1.3 億人中，一大部份是由兼職工作者、新業態人員（互聯網、快遞等）、以農民工為主體的中小企業人員組成。鑒於目前非典型工作者有保費負擔過重、身分認定、戶籍參保限制等問題，增加了其參加社會保險的障礙，這也是未來大陸的擴大覆蓋面的努力方向³。

（二）保費調整與徵收狀況

因為城鎮職工基本養老保險實行社會統籌和個人帳戶制度，所以保費收入包括單位和個人繳款，2015 年之前，個人負擔個人繳費工資的 8%，單位負擔單位工資總額 20%，共計 28%的費率遠高於 2009 年 OECD 國家平均 19.6%，占企業用工成本的 30%-40%

³ 第一財經網，2021，〈見證“十三五”|覆蓋 10 億人的養老保險改革加速，世界最大社保體系建成〉，檢索時間：2021/06/16，取自 <https://news.sina.cn/2020-12-03/detail-iiznezxs5073701.d.html>

(趙靜，毛捷，張磊，2015)。因此，為減輕個人和企業負擔，國務院在 2015 年-2019 年期間，逐步將單位負擔比率降至 16%，總費率為 24%。而且，自 2019 年 5 月 1 日起，降低社保繳費基數，改以實行較低的私營單位平均工資和非私營單位工資加權計算⁴，預計該年可減輕企業社保保費負擔超過 4000 億元⁵。

另外，個體工商戶和靈活就業人員也可自願參加基本養老保險，也可自由選擇繳費週期、以及本省上年度城鎮職工月平均工資的任一比例⁶作為繳費基數，但最低為 60%，最高為 300%。非典型員工基本養老保險費率為 20%，其中 8%匯入個人帳戶，剩下 12%會進入社會統籌基金（楊攀、周婧，2021）。

高費率同時也帶來徵繳難的問題，而且因為保費徵收是由地方政府各社保經辦機構負責的，自然會形成地方分割讓徵繳體系分立。但這不利於在不同地區靈活移動的非正式工作者的社保記錄、帳戶餘額等轉移；其次，這也為職工和企業避費行為提供了“溫床”，截至 2011 年有 21 個省份只將部份工資作為繳費基數，5 個省自定政策來降低負擔比率和繳費基數，從而降低應收保費約 51.4 億元⁷。

鑒於稅務部門省市縣鄉四級機構合併使稅務系統實現中央垂直管理，而且稅收部門掌握企業資訊更全面、精準。若由其集合徵收、管理、稽查為一體，還能減少許多中間

⁴ 由於非私營單位平均工資高於私營單位平均工資，自 2019 年 5 月起為了減輕單位的繳費負擔，以非私營單位和私營單位加權計算的全口徑就業人員平均工資來取代非私營單位在崗職工平均工資，以降低社保繳費基數

⁵ 中國人大網，2019，〈全國人大常委會預算工作委員會關於社會基本養老保險基金預算管理與改革專題調研報告〉，檢索時間：2021/06/20，取自

<http://www.npc.gov.cn/npc/c5871/202011/cd2bd6331ec04a95b03e824715781ea5.shtml>

⁶ 可選比率有 60%、70%、80%、90%、100%、150%、200%、250%、300%

⁷ 中國政府門戶網站，2012，〈全國社會保障資金審計結果〉，檢索時間：2021/06/20，取自 http://www.gov.cn/zwqk/2012-08/02/content_2196871.htm

環節⁸。因此爲了提高社保徵收的效率和公平，國務院在 2018 年「深化黨和國家機構改革方案」中規定，自 2019 年 1 月 1 日起社會保險費由各地區稅務部門統一徵收，同時爲不增加企業負擔，在社保徵收體制改革之前，維持現行徵收政策不可清查以前年度的欠費（中國人力資源社會保障，2018）。截至 2019 年底有 21 個省份完成銜接，剩下 16 個省份餘社企部份還未完成。

（三）給付請領與調整機制

城鎮職工基本養老保險的被保險人的來源包括社會養老保險給付和個人儲蓄部份。基本養老給付是 DB 型，不僅與年資、個人薪資，還與全省職員平均工資有關。有一次性支付和月領退休金兩種方式，但只有投保年資滿 15 年⁹且達到法定退休年齡¹⁰的未轉入城鄉居民養老保險的受雇者或雇主等，才符合月退休金的領取方式。若達到法定退休年齡卻累積繳費不足十五年，可延長繳費至請領門檻。另一給付部分是個人儲蓄，屬於 DC 型，即給付與年資、薪資無關，並以個人帳戶餘額為限，計算公式如下：

$$\text{DB benefit} = 1\% \times \text{投保年資} \\ \times \frac{(\text{本省上年度在崗職工月平均工資} + \text{個人指數化月平均繳費工資})}{2}$$
$$\text{DC benefit} = \text{個人帳戶餘額} / \text{計發月數}$$

⁸ 人民網，2018，〈社保費征收職能劃轉，意在效率公平〉，檢索時間：2021/06/20，取自

<http://finance.people.com.cn/BIG5/n1/2018/0915/c1004-30295388.html>

⁹ 社會保險實施前（2011.7.1）參保，可一次性繳費至滿 15 年，若在社會保險實施後的累計繳費不足 15 年的職工，可延長繳費直至 15 年年滿。

¹⁰ 大陸現行法定退休年齡是根據 1978 年的法規要求，男性 60 週歲，女性幹部（白領）55 週歲，女性工人（藍領）50 週歲

大陸在 2015 年機關事業單位養老保險和城鎮職工基本養老保險的合併後，建立基本養老金自動平衡機制，根據養老保險基金的收支可持續性、雇員工資成長率和物價變動等情況對基本養老金進行調整。而且，為提高各職業基本養老給付公平性，自 2016 年起國務院決定同步調整企業與機關事業單位工作人員的基本養老金水準，調整週期每年一次。例如，今年因為全球經濟放緩、人口老化、養老基金收支失衡等影響，基本養老金只上調 4.5%，這比往年的 5%-10% 要稍遜一籌。

（四）財務狀況

城鎮職工基本養老保險在財務面上實行混帳管理制度，即允許統籌、個人帳戶基金相互調劑使用，所以實際上基金管理未能落實部份提存制度，依然屬於隨收隨付制。可見，個人帳戶實質上只是名義帳戶，存在空帳問題，例如有省份為支付基本養老金，而動用個人帳戶基金負擔償付，截至 2005 年個人帳戶的空帳規模累積超過 6000 億元，然而統籌基金缺口正以年均 2730 億元的速度增加。為避免個人帳戶的空帳問題繼續惡化，十六屆三中全會明確逐步做實個人帳戶的目標，並實行分帳管理的制度，即統籌帳戶與個人帳戶基金間不得相互調劑（鄧大松，吳漢華，劉昌平，2005）。

雖然大陸兩次下調個人帳戶記帳利率，但截至 2013 年 13 個試點省份的個人帳戶實施實帳累積僅完成 11.8%，而同時空帳規模還在持續擴大。其中緣由，一是因為籌資難度高，二是做實個人帳戶的報酬僅 2%，貶值風險高，資金的運用效率低，三是名義個人帳戶制因為多繳多得的設計，能激勵個人提撥，擴寬融資管道。而且計發月數會隨平均餘命指數化調整，由此可以維持制度財務的可持續性。但是繳費配置到個人帳戶比率僅有 8%，是統籌帳戶的一半，歷年均記帳利率為 4%。若被保險人用最低繳費基數投保 15 年，每月可領個人帳戶 140 元，只有當期養老金的 20%。在十八屆三中全會上，國務院

明確「堅持統帳結合，擴大個人帳戶，強化多繳多得激勵機制」，擴大個人帳戶有通過提高記帳利率或增加保費個人帳戶分配比率來實現。有學者統計每提高1%的記帳比率，可提高6.5%的個人帳戶養老金(鄭秉文、周曉波、譚洪榮，2018)，若提高記帳利率至8.31%，在其他條件相同的情況下，每月個人帳戶可多領1萬(鄭秉文，2018)，具體條件如表2所示：

表 2 提高個人帳戶記帳利率的激勵效果

北京社 平工資	個人帳 戶增額	記帳利 率	投保 期限	個人帳 戶餘額	每月個人帳 戶養老金	月養老金(統 籌+個人帳戶)
8467	1016	8.31%	35	432 萬	3.1 萬	4 萬餘
		6.31%		296 萬	2.1 萬	3 萬

資料來源：本研究自行整理，資料來源：鄭秉文(2018)

此外，為了保障統籌帳戶的基本養老金的正常發放，大陸在2000年8月成立了儲備基金-社保基金，專門用於人口老齡化高峰時期的養老保險等社會保障支出的補充和調劑。而且立法規範政府對基本養老保險具有兜底責任，即當基金無法支付給付時則由財政負擔償付責任，由此財政負擔越來越重，例如2019年的財政補貼高達13199.37億元，約占基金收入近25%。而且這也導致制度上缺乏自我平衡的動力，若不考慮財政補貼和社會捐款等補充式財源，而單純將保費收入和累積結餘作為收入端，則累積結餘在2022年就會耗盡(趙亮，李燈強，2020)。

為減輕財政負擔，近年來大陸實行降低費率與繳費基數來擴大覆蓋面，以增加保費收入，並鼓勵城鎮職工基本養老基金委託於社保基金理事會，來擴充社保基金資產規模，以促進保值增值職能。但實際效果正如從圖2所示，即使參保人數一直增加，收入超過支出的差額卻逐年減小，而且在疫情影響下，2019年還出現收不抵支的情況。然而，據

推算未來 30 年大陸的撫養比將會翻倍，而城鎮職工基本養老保險基金的累積結餘將在 2035 年耗盡（中國社會科學院世界社保研究中心，2019），顯然增強基金的長期投資績效特別關鍵。但由於各地區人口結構、企業發展不一，不僅讓養老基金的發展不平衡，還弱化基金的風險分散能力。例如在 2013 年當期基金結餘出現收不抵支的省份只有 1 個，但截至 2018 年上升到 14 個。而這顯然無法實現基金保值增額的目標，因為大部份省份的養老保險基金從未進行市場化與多元化的投資配置，而是放入財政專戶中或是存入銀行或是購買國債，投資回報僅 2% 左右，但 CPI 同比成長率通常在 2.5% 左右¹¹，貶值風險顯著（鄭秉文，2017）。而且基金結餘兩級分化的情況越發顯著，例如廣東省的累積結餘不斷高速增長，目前已突破 2 萬億，但卻有 17 個省還不足 1000 億元（鄭秉文，2017；房連泉，劉桂蓮，譚中和，2020）。

為瞭解決地區、個人養老基金發展不均衡的問題，國務院決定在 2018 年 7 月 1 日起，實行養老保險基金中央調劑制度，對各省養老保險基金適度調劑，且規劃於十四五期間（2020-2025 年間）實現基本養老保險全國統籌。此外不少人口壓力大的地區，也出臺青壯年人口落戶政策，例如重慶 2020 年 4 月，放寬工商個體經營者、學生等落戶條件，例如將工作和社保年限減少 2 年等。2019 年外出農民工下降 2.2%，本地農民工增長 2.2%，實現年輕人口的迴流¹²。

¹¹ 中華人民共和國中央人民政府，2021，〈物價穩！2020 年 CPI 同比上漲 2.5%〉，檢索時間：2021/06/26，取自 http://www.gov.cn/shuju/2021-01/11/content_5578899.htm

¹² 21 世紀經濟報告，2021，〈全國老齡化省份盤點：7 省市老年扶養比突破 20%〉，檢索時間：2021/07/02，取自 https://m.21jingji.com/article/20210115/herald/f8621b18608ef9fe930ab92a623e4cec_zaker.html

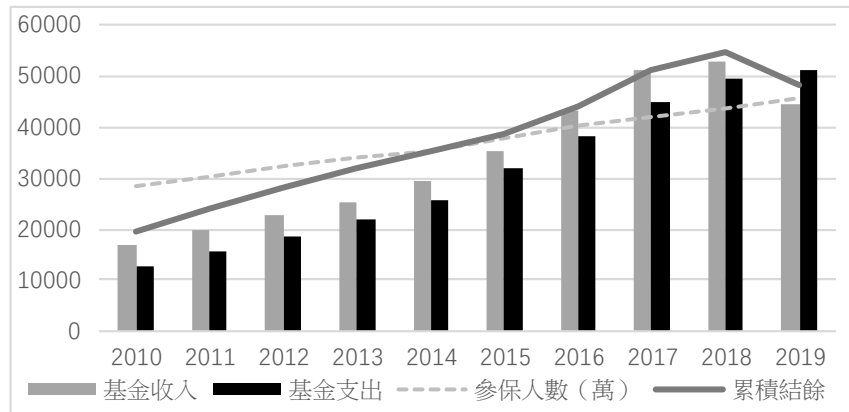


圖 2 城鎮職工基本養老保險基金財務狀況

本研究自行整理。資料來源：2010-2020 年度人力資源和社會保障事業發展統計公報，上網時間：2021 年 06 月 23

日。檢自：<http://www.mohrss.gov.cn/SYrlzyhshbzb/zwgk/szrs/tjgb/>。

(五) 問題

1. 非典型員工擴面難

雖然城鎮職工基本養老保險的繳費基數逐年提高，2016 年最低繳費基數已提高到與非典型員工平均月工資相近的水準（孫小琳，2019），但非典型員工的職位和收入都是不穩定的。再加上缺乏固定單位保障，養老保險保費需全額由個人負擔，這相當於正式職工個人繳納費用的 2.5 倍，卻難以獲得與城鎮職工同水準的養老金。因此，非典型就業者容易因繳費壓力過大而中斷保費或退保。從 2018 年起，部份地方政府為鼓勵非典型員工的自願參保或續保而提供保費補貼政策，例如助保貸款和“4050”社保補貼¹³措施，但由於申請門檻過高，所以激勵作用不顯著（楊攀、周婧，2021）。

此外，由於城鎮化的高速發展，大量農村人口湧入城鎮，參加城鎮職工基本養老保險時存在戶籍參保限制、身份認證、過去城鄉基本養老保險的投保年資不能通算等問題，

¹³ 4050 社保補貼是為年滿 50 歲以上失業男性和 40 歲以上失業女性、且有城鎮失業登記或就業困難或靈活就業登記的群體，提供社保保費補貼，由於各地區的補貼標準不一，以北京為例，若被保險人以 24% 費率繳納養老保險保費，其中 16% 由財政補貼，其餘 8% 個人負擔，這與正式職工基本保險個人負擔比率一致。

所以城鎮職工基本養老保險一直存在向非典型員工擴面難的問題（趙建國、周德水，2020），目前只有 1/5 的非典型員工參保。

2. 城鎮化加劇城鄉、各地區養老金發展不平衡

城鄉的就業與非就業人口參加的養老保險是分立的，前者為城鎮職工養老保險，後者為城鄉居民養老保險，在 2018 年兩項制度的養老金水準相差高達 20.7 倍（魯全，2020），顯然城鄉間養老金發展非常不平衡。然而，隨著城鎮化的快速發展，農村人口大規模到城鎮就業，除了會減少城鄉居民養老保險的參保人數，而導致基金的收支失衡之外，還改變了各地區人口結構，對養老保險制度全國統籌不利。而且兩項制度之間也沒有年資通算制度，會影響農村工作人口養老金待遇，從而擴大城鄉、各地區養老金發展差距。

3. 繳費最低年資、退休年齡偏低、延後請領激勵不足

目前大陸的退休年齡與性別、工作性質有關：男性職工 60 歲、女性職工 50 歲、女性幹部 55 歲，已經有 70 年未調整了。然而到 2020 平均餘命相較與 70 年前增加了 18.6 歲，給付年限也相應增加。但是繳費年資僅需要年滿 15 年，低於給付年限的成長速度，目前已有超過半數的省份的城鎮職工基本養老保險基金已收不抵支。

無獨有偶，隨著人口快速老化和生育率降低，導致勞動人口逐年減少。從 2007 年至 2019 年，老年人口撫養比逐年連升至 17.8%，而且已有 7 省份超過 20%¹⁴。顯然，爲了緩解財政負擔、養老金支出，延後退休年齡是必要的。在 2021 年全國兩會上明確在

¹⁴ 21 世紀經濟報告，2021，〈全國老齡化省份盤點：7 省市老年扶養比突破 20%〉，檢索時間：2021/07/02，取自

https://m.21jingji.com/article/20210115/herald/f8621b18608ef9fe930ab92a623e4cec_zaker.html

十四五期間逐步延遲退休，具體方案正研議中，擬定採取彈性、漸進式、分類推進的改革方法¹⁵。

此外，大陸未建立提前或延後請領養老金的機制，而其他三項制度都有，但最多放寬 5 年，而且還有相應養老金調整機制，例如日本規定每延後一年，其養老金將提高 8.4%，每提前請領一年，養老金將減少 6%，由此強化延後請領激勵作用。

二、 社保基金管理現狀與問題

（一） 社保基金之緣起與發展

爲了減輕養老基金支付壓力、擴大籌集社保資金管道，大陸在 2000 年 8 月建立國家社會保障儲備基金（以下簡稱社保基金），負責人口老齡化高峰時期的養老保險等社會保障支出的補充和調劑。同時，還設立全國社會保障基金理事會負責其基金管理與運營。在設立初期理事會作為預算管理政府單位直屬於國務院，因此外部經理人和投資標的的決策都需依據「政府採購法」辦理，而行政審批流程與限制繁多，像是不能設立境內外分支機構等，不利於提高決策效率，亦影響投資績效最佳化。而且內部人員的工資額度有上限，導致吸引人才的激勵不足。因此在 2013 年十八屆三中全會明確提出「社保基金市場化、多元化投資運營」的目標，並於 2015 年實行將理事會作為社保基金的受託人負責基金投資運作的改革，不僅開放各省城鎮職工基本養老保險基金結餘委託給理事會統一管理，而且還允許社保資金投資於資本市場，但需要遵循國務院在 2015 年 8 月頒佈的「基本養老保險基金投資管理辦法」和 2016 年 3 月頒佈的「全國社會保障

¹⁵ 漸進式：例如改革前期只會延遲一個月或幾個月；彈性：會增加個人自主選擇提前退休空間；分類推進：延遲步調將區分不同群體訂製，會保持現有職業、地區、崗位存在的一些政策差異，讓延退前後有序銜接，平穩過渡。

基金條例」中資產配置、權利與義務等規定（鄭秉文，2017）。此外，為了去行政化，在 2018 年將理事會改由財政部和人力資源和社會保障部監督，由此社保基金正式成為專營基金投資運營的獨立法人機構，以進行更高效的投資決策。

（二）財務可持續性

社保基金中包括基本養老、醫療、工傷、失業、生育保險基金，其中基本養老基金因為是儲備基金，只有在城鎮職工基本養老保險基金累積餘額耗盡後才會使用，目前暫時沒有支出負擔。由圖 3 所示，自從 2015 年開放市場化投資運作後，其負債主要是由投資運行產生的，基本低於資產的 8%，顯然市場化資產配置仍能維持穩健的財務結構。但據精算報告推測 2035 年城鎮職工基本養老保險的累積餘額將會耗盡，屆時社保基金將需用於解決歷史債務和個人帳戶「空帳」問題，財務可持續將面臨挑戰。

鑒於社保基金是社會保障體系的主要經濟支柱的重要地位，為促進社保基金的可持續性，政府亦對其承擔兜底的償付責任，近年來一直致力於擴大社保基金的籌資、投資管道與範圍，以促進資產增值。同時，隨著各省企業職工基本養老保險基金結餘和城鄉居民基本養老保險基金匯入，能助力基礎養老金的統籌層次升級，使各地區養老金的能均衡發展。

此外，為確保社保基金的償付能力，國務院於 2017 年 9 月修訂「社會保險基金財務制度」，明確規定當社保理事會管理的各項基金當期入不敷出時，將依序動用存款或準備金、資產變現收益等來償付¹⁶。

¹⁶ 當基金當期入不付出時，按照以下順序保障基金支付：1.歷年累積結餘的存款 2.基金調劑金或風險基金等儲備金 3.轉讓或提前變現基金投資產品 4.同級財政補助 5.經國務院報批後，可調整社會保險繳費比率或待遇支付政策

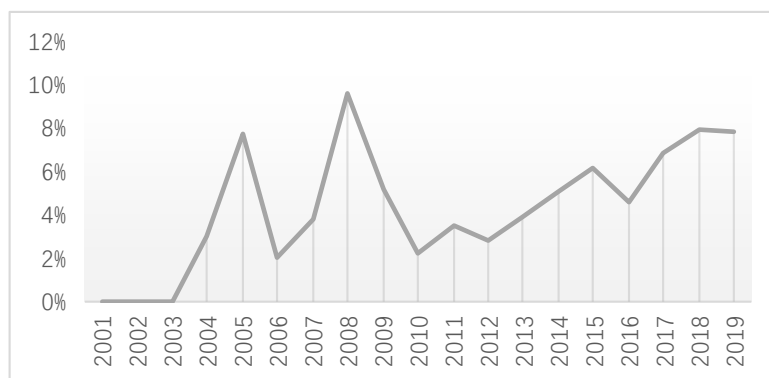


圖 3 社保基金資產負債比

本研究自行整理。資料來源：2001-2019 年度全國社會保障基金理事會社保基金年度報告，上網時間：2021

年 06 月 26 日。檢自：<http://www.ssf.gov.cn/cwsj/ndbg/index.html>。

(三) 基金管理和投資經驗

1. 沒有負債壓力、流動性低、風險容納度高

由於社保基金是戰略儲備基金，從建立至今一直處於徵繳期，負債基本是由投資運作產生的，近年來負債占資產不足 8%。所以對社保基金的流動性要求低，其對收益率波動風險承受度也更高¹⁷，能配置更多權益類風險性資產，來促進保值增額。

2. 堅持價值投資、長期投資、責任投資策略

社保基金投資運作的基本原則是在保障基金資產安全性和流動性的前提下，實現基金的增值，所以投資風險偏穩健，堅持價值投資、長期投資和責任投資：

(1) 價值投資是指投資目前估值較低，但未來發展前景良好的標的，例如增持醫藥生物、電子化工等行業持股¹⁸，而減持市值被高估計的資產。有學者採用 2003Q4 至 2018Q3 年社保基金持股數據來檢驗價值投資對投資績效的影響，結果表明無論在委外或是內部

¹⁷ 搜狐網，2020，〈銀保監會羅豔君：保險資金和社保基金投資策略上有那些差異？〉，檢索時間：2020/06/27，取自 https://www.sohu.com/a/428758750_120877465

¹⁸ 工商時報，2021，〈陸社保基金 大力增持醫藥生物、電子〉，檢索時間：2020/06/27，取自 <https://www.chinatimes.com/newspapers/20210409000212-260203?chdtv>

投資模式下，價值投資策略都能顯著提高長期績效（唐大鵬、吳佳美，2020）。

（2）長期投資追求在風險承受能力範圍內，實現最大化資產的長期報酬。除了流動性低有利於投資期限較長的標的外，屬於政策性資產的社保基金還在投資業績和資訊披露上面臨的社會、市場壓力相對較小，而且個別年份的投資虧損並不會影響基金後續資金的籌集和長期投資計劃的執行，能有效踐行長期投資¹⁹。

（3）爲了促進社會的可持續發展，社保基金投資過程會考慮 ESG 因素，截至 2020 年 6 月，社保基金持有 75 只深滬 300ESG 基準指數成份股、27 只深滬 300ESG 領先價值指數成份股（湯春華、張亞蕾、張雪晴、成爽，2020）。截至 2019 年底，已有 26% 的上市公司揭露社會責任報告書。

社保基金還積極佈局國外責任投資，2020 年 8 月理事會面向全球選聘 2020 年度境外投資經理人，全球責任投資產品委託首當其衝（財新智庫、中國 ESG30 人論壇，2020）。

3. 資產配置計劃受約束，但可依據市場情況動態調整

鑒於社保基金資產配置的指導方針是審慎投資與保值增值（丁春霞，2017），因此理事會在制定資產配置計劃時會受約束，其境內資產配置應遵循全國社會保障基金投資管理暫行辦法，而其境外資產則依照全國社會保障基金境外投資管理暫行規定來辦理。具體監管規範由表 3 所示：

表 3 社保基金投資範圍與比率約束規範

大類資產	細項資產	境內	境外
權益	股票	≤40%	≤20%
	股權（實業投資）	未上市企業股權≤10%	

¹⁹ 新浪財經，2019，〈全國社保基金鮑絳：社保在二級市場上年化回報超 15%〉，檢索時間：2020/06/27，取自 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1653632887464608245&wfr=spider&for=pc>

		股權投資基金≤10%	
固定收益	存款及國債	≥40%	
	信用債	≤20%	
	另類固定收益	信託≤10% 資產證券化≤10%	
現金	現金及等價物	無規範	
	融資		

本研究自行整理。資料來源：〈全國社會保障基金投資管理暫行辦法、全國社會保障基金境外投資管理暫行規定〉上

網時間：2021年06月27日。

理事會需訂製三類資產配置計劃，包括5年期的戰略資產配置計劃、年度資產配置計劃、季度具體執行計劃。戰略計劃是用於指導未來五年投資配置方向，會依據宏觀經濟狀況進行每年一次的審定，而年度和季度計劃則會依據市場波動進行動態調整，例如對偏離年度資產配置範圍的標的需要進行資產再平衡。

資產配置的動態調整讓社保基金不僅在2007和2015年股市價值顯著高估時，及時減持以避免經濟泡沫下的損失，還在2014年國內股市強勢上行的情況下，靈活超額配置境內股票、固定收益產品等來提高收益率（丁春霞，2017）。

4. 實行多元化、市場化資產配置，但海外投資偏低，風險分散程度偏低

社保基金成立初期主要投資在銀行存款和國債上，卻因此面臨貶值風險的挑戰。為了實現保值增額的目標，社保基金在2003年開始委外經理人，負責二級市場上股票投資運營，在2006年財政部、勞動保障部、人民銀行共同頒佈「全國社會保障基金境外投資管理暫行規定」，允許投資海外資產，但不得超過社保基金資產規模的20%。2008年國務院正式批准社保基金可投資股權，包含非上市產業基金和股權投資基金，社保基

金可由直接股權投資或信託投資的方式，來投資重大基礎設施、新興產業等項目²⁰。並在 2015 年 4 月的國務院常務會議上，提出擴大社保基金投資範圍的四項具體措施：

(1) 債券投資擴大到地方政府債券，並信用債比率提高到 20%;(2)將中央企業、地方表現穩健的優質民營企業都納入實業投資範圍(3) 信託貸款投資配置提高到 10%，為鼓勵社保基金和信託公司的合作，提高信託貸款投資的發展速度，在 2016 年修訂「全國社會保障基金信託貸款投資管理暫行辦法」，修改要點包括--新增大型企業可做社保基金信託投資的擔保人的相關規定；新提出借款人償付能力的要求、降低信託公司的參加門檻等²¹(4) 開放社保基金在一級市場上直接投資同業存單²²。

從 2003 年至今，社保基金逐步將銀行存款和國債的比率減持一半，轉而擴大海外股票和實業資產的市場配置(陳加旭,2016)。尤其是實業資產規模擴容顯著，截至 2020 年 9 月，股權基金累積投資近 1000 億元，累積投資收益已超過 2000 億元，成立至今的年化回報率超過 15%。除了實現超額獲利外，股權投資還有效促進實體經濟的發展，目前合計提供了 2700 餘億元的資本支援。鑒於主要投資於新興產業，例如 5G、互聯網、生物科技等領域，還能推動科技創新和產業升級²³。但是，在海外投資的實際配置不足 10%，遠低於 20%的投資上限，風險分散程度偏低，投資報酬也受限。

5. 籌資管道多元

在成立初期，社保基金的財源全部依賴於中央財政預算和彩票公益金，但從 2007

²⁰ 匯添富，2016，〈全國社會保障基金述評〉，檢索時間：2021/06/28,取自

<http://www.99fund.com/htfweb/web/2016070616901/oldpension2/studyArticle3.html>

²¹ 界面新聞，2016，〈社保基金修訂信託貸款管理辦法 新增擔保規定和強調“投前”風控管理〉,檢索時間：2021/06/28,取自 <https://www.jiemian.com/article/872318.html>

²² 同業存單是指銀行間發行的記帳式定期存款憑證

²³ 北京大學中國保險與社會保障研究中心，2020，〈第 145 次：股權投資市場的機遇與挑戰〉,檢索時間：2021/06/28,取自 <https://econ.pku.edu.cn/ccissr/sztlk/348755.htm>

年開始，規定基本養老個人帳戶的中央補助資金要匯入基金中，2015 年開放各省企業職工基本養老保險基金結餘匯入，爲了鼓勵該資金流入，社保基金在與各省政府簽訂的合約期內會提供保底收益，2019 年底已經有 25 個省份的城鎮職工基本養老保險委託於理事會，總金額超過 1.11 萬億元，已入帳 9800 億元。

爲促進社會保障體系的可持續性，以獲得更多降低社保費率的空間(樓繼偉,2018)，在 2017 年，國務院頒佈「劃轉部份國有資本充實社保基金實施方案」，要求無論是上市還是未上市的國企都要劃轉國有資本存量的 10%撥入社保基金。爲落實該方案，在 2019 年召開的國務院常務會議中，明確國有資本劃轉工作要在 2020 年底基本完成。截至 2020 年底，中央企業、中央金融機構劃轉工作全面完成，到帳金額達 1.68 萬億，而地方隨著疫情的控制，部份省份也陸續頒佈相關方案積極劃轉作業。預測劃轉完成後，總共可撥入 3~5 萬億萬元到社保基金²⁴。

而且，在 2018 年人社部和財政部共同頒佈，未來將分三次，逐步將全國的城鄉居民基本養老保險委託於理事會集中投資，預計在 2020 年底完成資金劃轉²⁵。截至 2019 年社保基金約 2.6 萬億元，較成立時成長了 100 倍不止，在全球主權基金規模上排行第 7 位 (Willis Towers Watson's Thinking Ahead Institute ,2020)。

6.主要委外管理，並建立基金管理人評價篩選機制

在 2019 年社保基金中有 60.4%的資產是委外投資的，主要投資在境內，因此社保基金重視境內基金經理人的評選。在組局架構中設立專家評審委員會，負責以「全國社會保障基金境內委託投資考評辦法」中的評審標準和程式進行現場考察和實地調研，並

²⁴ 人民日報，2021，〈中央層面已劃轉 1.68 萬億元國有資本充實社保基金〉，檢索時間：2021/06/26,取自 <http://xj.people.com.cn/BIG5/n2/2021/0114/c186332-34528203.html>

²⁵ 新華社，2020，〈我國基本養老保險基金資產規模超萬億元〉，檢索時間：2021/06/26,取自 http://www.gov.cn/xinwen/2020-11/24/content_5563904.htm

提出投資管理人和託管人的排序名單，上交給理事會決定。另外，理事會會定期召開座談會，圍繞當前政策和市場行使、投資機會與策略、社保基金委託投資建議等議題交流，並對境內基金經理人的績效提出新的要求和展望。

但對與境外基金經理人，並無相應的考評機制和座談會等，而只有資格限制，具體內容可參見「全國社會保障基金境外投資管理暫行規定」第六條、第十條。

（四）投資績效

由圖 4 所示，自從開放市場化投資以來，社保基金 2019 的年均投資報酬率高達 8.14%，累積投資收益 850.69 億元，遠高於年均通貨膨脹率 2.31%，實現保值增值目標（社保理事會，2020）。

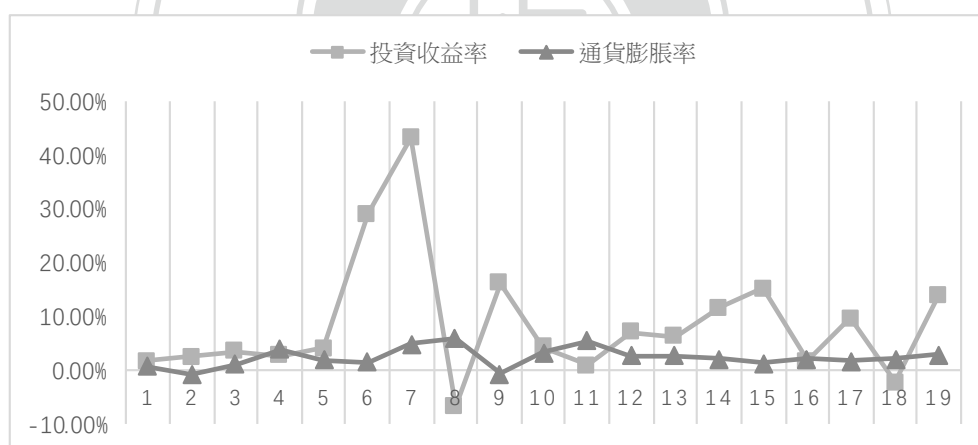


圖 4 社保基金投資收益

本研究自行整理。資料來源：全國社會保障基金理事會年報

但在受地方委託的基本養老基金上表現較差：由於各省城鎮職工基本養老保險委託基金實行分帳管理、獨立運作，截至 2019 年其資產規模約 1.07 萬億元，約占社保基金資產規模的 41%，年均投資績效為 4.94%，顯然高於通膨，但增額表現不佳。究其原因，主要是監管措施過嚴，例如不能投資二級市場的股權、海外投資等，所以風險分散程度

偏低，投資報酬也受限。此外，由於委託期限只有 5 年，且到帳時間不確定，不利於踐行長期投資策略。而且實行各省委託資金分帳管理，導致管理成本過高，若社保基金受委託時簽訂的是承諾保底收益合同，則還需要設立風險基金²⁶來保障最低收益率的發放，這部份準備金是不參與分紅的，所以績效不如社保基金。

（五）社保基金的問題

1. 境外投資過少，分散風險能力不足：

社保基金有九成的資產都投資在國內，而境外投資配置年均僅 7.5%左右，而且鑒於外匯儲備主要用於清算國際貿易、債務，不能大規模投資海外資產，所以融資管道受限，導致社保基金的分散風險能力不足。

此外，海外投資範圍以歐美為主，亞太地區為輔，仍然要承擔歐美資本市場系統性風險，例如 2008 年金融危機和 2010 年的歐洲信貸危機等。雖然，境外投資都是委外經營，但社保基金僅對境外經理人的資格與管理資產上有約束，但在資產分配、資訊披露、風險管理、審慎監理等方面並無特別限制。

雖然在境外投資管理辦法中開放多種投資品種、並設定海外資產配置上限為 20%，但與實務運作不符。例如受託資金主要投資於海外股票和債券，而像長期績效較高的另類資產、ESG 指數型基金等並無配置；實際境外投資規模不足社保基金的 10%；而且投資決策的資訊與時效都滯後，例如 2013 年及時配置香港市場的投資收益，而遭受匯率損失 0.93 億元。（劉羽楓，2017）

2. 投資範圍、比例規範過渡嚴格

²⁶ 受託管理基本養老保險基金風險基金是社保基金會對於選擇承諾保底收益合同版本的委託省份資金按委託投資合同的約定，對其超額收益的 10% 的分成，用於彌補委託資金到期結算投資收益額與保底收益額不足的部分，不屬於委託省份的權益。

爲了保障地方委託的基礎養老基金的安全性，對其監管措施過嚴，例如不能投資二級市場的股權、海外投資，而且需要監理風險基金作為準備金，而不能參與分紅，但是這也限制基金的長期獲利能力。

3. ESG 投資資訊披露不足、責任投資可選標的較少

2018 年證券基金業協會頒佈了中國上市公司 ESG 評價體系研究報告、但至今仍未形成統一的 ESG 標準體系，因此，外部經理人遴選機制也無法納入 ESG 評量。體制的缺失讓社保基金責任投資的可選標的受限，例如在 A 股市場中，披露社會責任報告的上市公司不足三成，導致標的篩選上無參考依據。

截至 2020 年 3 月 ESG 主題公募基金的資產規模為 696.36 億元，僅占公募基金的 3.7%，顯然與發達國家相比，大陸的 ESG 投資市場規模偏小。目前已發行的 59 支 ESG 主題公募基金是以主動型基金為主，但管理成本較高，而適合社保基金投資的被動指數型基金的數量較少，選擇空間有限。(湯春華、張亞蕾、張雪晴、成爽，2020)。

第二節、台灣退休金制度與勞保基金

一、台灣退休金制度現狀與問題

(一) 台灣勞保制度的緣起與發展

社會保險是本研究的研究重點，臺灣勞保於民國 39 年開辦，包含傷害、殘廢、生育、死亡與老年給付共五種給付，老年給付部分只提供一次性養老金給付。隨後，軍人保險、公教人員保險、農民保險，國民年金保險也相繼建立，統一採用確定給付制度。

勞委會於 2009 年開辦勞保年金，開始提供勞保老年年金給付，而且年金會隨 CPI 調整，以避免養老金貶值。勞保年金的出現，不僅能在平均餘命延長的背景下，提供被保險人長期且安全的生活保障，還有效解決了不同雇主間年資不可併計和不提撥的問題，

但是也存在雇主以高薪低報導致徵繳不足、給付責任長期化等問題。再加上年金化前累積的負債與人口老化和少子化，使得財務危機問題惡化，據精算報告預估勞保基金將於2026年破產。(詹火生，2013;孫友聯，2013;簡聖哲、王宏文，2020;王靜怡、吳昭儀，2019)

在覆蓋面上，2008年國民年金保險的開辦標誌著臺灣達成全民納保的目標，於此同時，臺灣的低薪問題刺激著非典型就業興起，自2008年65萬人增加到2017年80.5萬人，占勞工總量的7.11%。非典型工作者包括部份時間、臨時性或人力派遣工作者，2017年平均月工資為22550元，僅為典型工作者的60%。其中，部份時間工作者由於工作時間較少，平均月薪為18061元，這與全職工相差高達61.6% (黃月盈，2019)。

因此勞工兼職兩份以上工作的現象越來越普遍，為了保障非典型工作者的老年經濟安全，勞工保險條例於2008年8月修訂，允許勞工重複投保，兼職者在加保資格上與全職工無異，即依照受雇工作場所判斷該勞工屬於強制參保對象或是自願加保對象。但兩者在投保薪資等級下線上存在差異，據2018年5月修訂的「僱用部份時間工作勞工應行注意事項」的第八點規定，全職勞工為23100元，而部分工時勞工是11100元 (勞動部委託研究報告，2019)。

截至2020年底，各項社會保險制度的覆蓋範圍如表4所示：

表 4 勞保制度覆蓋面

軍人保險	公教人員保險	勞工保險	農民保險	國民年金保險
21.7 萬人	59.4 萬人	1055.5 萬人	104.6 萬人	310.6 萬人
現役軍官、士	法定機關編制的專	15-65歲下列勞工： (1)強制對象：5人以上公司;無公保的政府及學	年滿15歲的農民	年齡介於25-64歲的未就業國民

官、士 兵	職人員、 公私立學 校編制內 的專任教 職員	校;受雇漁業生產者、在政府登記有案之職訓機 構接受訓練者、無僱主或自營作業之職業公會 會員或漁會 (2)自願對象:4人以下公司、實際從事勞動之僱 主、參加海員總公會或船長公會之外僱船員、服 兵役或派遣出國考察或提供服務、因傷病請假 致留職停薪或申育嬰留職停薪、65歲繼續工作 27、因案停職或羈押但未判決	(未參加其他社 會保險者)
----------	------------------------------------	---	------------------

本研究自行整理。資料來源：國家發展委員會〈我國老年經濟安全制度概況〉、勞動部〈國內社會保險暨職業退休金制度簡表（110年）〉。

（二）保費調整與徵收狀況

勞工保險保費是由投保薪資、勞工保險費率和負擔比率相乘計算得來。目前勞工保險費率包含三個部份——普通事故保險費率 10.5%、就業保險費率 1%和職業災害保險費率。投保薪資是由投保單位按被保險人月薪總額，與「勞工保險投保薪資分級表」匹配出其應申報的投保薪資，目前投保薪資由 24000 遞增到 45800，共分 15 層。被保險人的薪資會與當年 2 月、7 月調整，調整後金額於次月 1 日生效。

勞工保險保費由被保險人、雇主、政府共同負擔，負擔比率如表 5 所示：

²⁷ 退休後再就業者不能再參加普通事故的勞工保險及就業保險，僅得以由雇主為其申報職業災害的勞工保險及勞退

表 5 勞保制度負擔比率

保險費負擔比率	被保險人	有一定雇主	20%
		職業工會	60%
		漁會甲類會員	20%
	雇主	有一定雇主	70%
	政府	有一定雇主	10%
		職業工會	40%
漁會甲類會員		80%	

本研究自行整理。資料來源：勞動部〈國內社會保險暨職業退休金制度簡表（110年）〉

鑒於老年年金給付與平均月投保薪資有關，平均月投保薪資為加保期間的最高 60 個月計算，因此，勞工與雇主可能在臨近退休時低薪高報，其餘工作時間以高薪低報，來提高當期收入、減輕企業負擔，例如月薪處於 2.5 至 4 萬元的勞工，其申報的投保薪資卻為 2 至 2.5 萬。在 2016 年政府的稽查這類投保案件行動中，共查出 3165 件，開罰 8700 多萬元，顯然投保薪資低於實際薪資的問題異常普遍和嚴重。有學者利用 2016 年的勞工投保薪資與月收入資料，來測算高薪低報行為對勞保基金收支的影響發現，基金保費收入每月少收 30 億元，一年將損失 360 億元。（簡聖哲、王宏文，2020；吳柏緯，2017²⁸）。

為保障徵繳充足，2017 年的年金改革草案提出：(1) 自 2018-2022 年起將每年調升勞保費率 0.5%，2023-2028 年每年調升 1%，上限為 18% (2) 漸進延長採計投保薪資期限到 180 個月，即 2019 年開始年增 12 個月，10 年後延長到 180 個月。

²⁸ 自由時報，2017，〈近 2 萬家企業疑勞保高薪低報 影響 10 萬勞工〉，檢索日期：2021/06/29,取自 <http://news.ltn.com.tw/news/life/breakingnews/2064677>。

(三) 給付請領與調整機制

勞保給付分為勞工保險給付、就業保險給付，在勞工保險給付中包括普通事故保險給付、職業災害保險給付。普通事故保險給付包含生育、傷病、失能、老年、死亡給付，其中老年給付是本研究的重點研究對象。

老年給付包括一次金、一次請領老年給付與老年年金給付：(1) 在 2009 年前有保險年資，符合條件的被保險人可以請領一次請領老年給付；(2) 若被保險人年滿 62²⁹歲，但年資未滿 15 年，只能請領一次金給付 (3) 但是，當被保險人的勞保年資與國保年資合併滿 15 年亦可以請領老年年金，但是給付僅能採用 B 計算式³⁰。勞保投保年資超過 15 年的被保險人，可以從 A 或 B 式老年年金給付中擇優。

老年年金亦可依被保險人意願選擇提前或延後請領，最多可提前或延後 5 年。而且，每提前 1 年，給付金額減少 4%，反之，給付金額增加 4%。

為鼓勵生育，就業保險法中有育嬰留職津貼的規定，勞保中暫時還沒有。按留職停薪當月起前 6 個月平均月投保薪資的 6 成給付，自 2021 年 7 月後政府增給 20% 的薪水補貼，每一子女合計最長發放補助 6 個月。補助由政府負擔，受雇夫妻雙方都可以申請，請領門檻包括：(1) 保險年資合計至少 1 年 (2) 子女滿 3 歲前，或收養未滿 3 歲兒童試樣期間內可申請 (3) 任職滿 6 個月後可申請³¹。

在 2009 年勞保年金開辦的同時，勞保局也頒佈年金指數化的配套措施，即當 CPI

²⁹ 請領年齡從 2018 年起提高 1 歲增至 61 歲，之後每兩年提高 1 歲，最高可到 65 歲，2021 年的請領年齡為 62 歲。但若從事具有危險、堅強體力等特殊工作的勞工，年滿 55 歲、投保年資滿 15 歲即可申請勞保老年年金給付。

³⁰ 老年年金計算公式有 A 式：平均月投保薪資*勞保年資*0.775%+3000 和 B 式：平均月投保薪資*勞保年資*1.55%

³¹ Mirror Media,2021,<【搶救少子 4】7/1 起育嬰留停津貼上調至 8 成新 夫妻可同時請假同時領錢>，檢索日期：2021/06/29,取自 <https://www.mirrormedia.mg/story/20210513money007/>

累積成長率達±5%時，年金給付金額需隨之調整。例如截至 2016 年 CPI 累積成長率為 5.1%，年金給付自 2017 年 5 月起上調 5.1%，若按 100 年度請領年金的被保險人計算，其平均每月約可增提 776 元³²。

（四）財務狀況

勞保是採用確定給付型的部份提存制的財務制度，由於勞保並未設立儲備基金，因此勞保的財源主要依靠保費收入與基金收益。隨著勞保中普通事故保險費率的逐年上調，以及覆蓋面的擴大，保費收入也逐年增加。但費率提高也誘發雇主以高薪低報來降低企業負擔，從而導致徵繳不足的問題。

在支出面上，由圖 5 所示，自勞保年金開辦至今，老年年金給付占老年給付的比率提升到 70%。在人口老化、平均餘命的延長的壓力下，給付責任長期化問題越來越嚴重，甚至勞保於 2020 年首度出現老年給付超過保費收入的狀況。

據 2018 年的精算報告推估，勞保基金累積餘額將於 2026 年耗盡，可見財務危機異常嚴峻。在過去的年改中，主要是實行階段調升費率、退休年齡，以及延長平均投保薪資採計期間來解決勞保的財務危機，但由於費率長期遠低於平衡費率和給付責任的延長，使得財務問題一直未能有效解決，還引發世代不公的爭議。雖然，目前勞保的年改方案尚未定案，政府自 2018 年起已開始每年撥入 200 億元挹注勞保基金，在 2021 年再多編列 20 億預算補助³³，以保障勞保給付。但勞保潛藏負債已高達 9 兆餘元。然而提存率僅 7.16%，即每 100 元支出，僅存有 7.16 元準備金，顯然財務缺口很大。預估每年至少需

³² 勞動部,2017,〈100 年度請領勞保年金者，年金金額將依物價指數調高 5.1%〉,檢索日期：2021/06/29, 取自 <https://www.mol.gov.tw/announcement/2099/32115/>

³³ 聯合新聞網,2020,〈救財務缺口！明年撥補 220 億元挹注勞保基金〉,檢索日期：2021/06/30,取自 <https://udn.com/news/story/7238/4782264>。

800 至 100 億元挹注勞保基金才能補足財務缺口（許銘春，2020）³⁴。

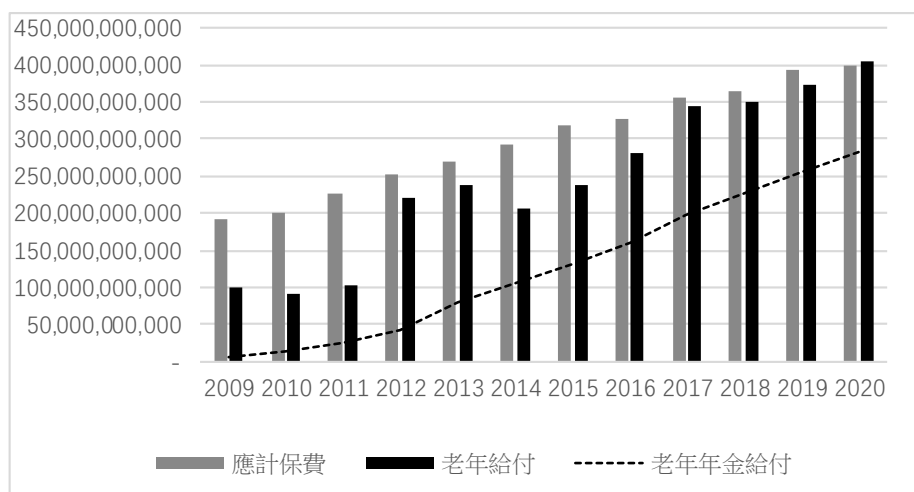


圖 5 普通事故勞保年金化後歷年收支

本研究自行整理。資料來源：勞動部〈開辦起勞工保險納保歷年資料、開辦起勞工保險實計保險給付-普通事故〉。

上網時間：2021 年 6 月 30 日。檢自：<https://www.1955.gov.tw/0021004.html>。

（五）問題

1. 職業分立的社會保險制度，造成養老金待遇不公平

雖然國保和勞保的年資可以併計，但軍公教保險和勞保間尚未建立通算機制，不能適應勞動力在不同職業間的流動變化，而導致原有的投保年資未能達到請領門檻而無法獲得年金保障，新職業又需要重新累積年資等問題。

而且各項職業年金保險的費率也不同，例如軍人保險現行費率為 9.94%，公教人員保險中私教職員費率為 12.25%，其他為 8.83%等，而養老金待遇計算方式也是各自分立，造成不同職業間養老金水準分化，不利於社會公平。

2. 保險費率長期低於給付水準

目前勞保提存率僅 7.16%，面臨著近 93%的財務缺口壓力，這主要是因為勞保制度

³⁴ 聯合新聞網，2020，〈勞保若不改 勞長：政府每年撥補 200 億不夠至少要千億〉，檢索日期：

2021/06/30，取自 <https://udn.com/news/story/7238/5043233>

累積負債和人口壓力下顯著增加的老年年金給付支出導致的。

在 2009 年前勞保精算的給付率為 1.55%，精算平衡費率為 23.84%，但是實際上，當時的普通保險費率只有 6.5%，調整上限為 12%，已然財務失衡。而隨著 2009 年勞工保險年金給付的推出，給付責任長期化的同時，退休年齡並沒有與平均餘命變化相匹配，因此年金給付負擔越來越重，在 2020 年占老年給付的 70%。

3. 無儲備基金

勞保採用部份提存制度，但財源較單一，主要是保費收入和投資累積收益。但在 2020 年，勞保首度出現給付超過保費收入的現象，若無設立儲備基金，精算報告推估，勞保累積餘額將於 2026 年耗盡，顯然，單純依靠投資累積收益來負擔償付責任，是無法實現財務永續的。

4. 提撥不足，過去改革經驗引發世代公平的爭議

之前的年改都採用階段性提高費率的方式來增加收入，但同時也會增加企業的負擔，而誘發企業高薪低報的違法行為，尤其在疫情影響下，企業的經營越發困難，使得提撥不足。另外，提高費率還引發了世代公平的爭議，有學者推估，未來世代約 60% 的終身收入需上繳用來填補政府財務缺口，其中 38.96% 是由上一代轉移給下一代的負擔。這可能導致年輕人才選擇移民來減少個人負擔，留下來的年親人可能會成為多繳而領不到的人群，可能會選擇拒繳保費或不生育的情況（王瓊瑤，2020）。

二、 台灣勞保基金管理現狀與問題

（一）勞保基金的緣起與發展

勞保基金的成立目的是保障勞工保險的備付給付能力，財源主要是保費收入和累積投資收益。在 1984 年 8 月實施的「勞動基準法」中明確由勞保局以存儲金融機構的方

式管理新、舊勞退基金和勞保基金，即資金主要存入銀行以獲得定期存款的利息收入。但隨利率的走低，利息收入已經不能保持基金收支平衡，甚至在 2008 年、2012 年分別爆發了兩次擠兌潮。為了分散市場風險並提高投資收益，自 1996 年始勞保基金資產配置開始多元化，例如降低銀行定存，而增加股票、債券投資，而且兩者配置比率都無設置投資上限，之後在 2001 年還開放另類投資、2008 年將制定責任投資策略，2014 年後將其應用在各勞動基金與國保基金中作為選股的參考依據，並開始每年公示社會責任報告書，截至 2019 年底海外投資高達 717.8 億美元，主要投資於歐洲和亞洲市場。此外，2014 年的 2 月 17 日還新設勞動部，由其下的勞動基金運用局統一管理勞動基金、國保基金的投資運作。

勞保基金近年來非常重視責任投資和機構投資人盡職治理，在責任投資上，截至 2019 年底，ESG 指數委外境內資產規模合計 750 億元，境外資產達 27.5 億美元。在盡職治理上，2016 年 6 月 30 日證交所頒佈「機構投資人盡職治理守則」，2018 年 5 月勞動基金運用局制定「勞動基金運用局履行股東行動主義作業規定」，在 2014-2019 年間 13 家合作企業完成簽署，藉此帶動各界企業落實盡職治理(勞動基金運用局，2020)。

(二) 財務可持續性

勞保基金在過去並未基於精算公平來計算保費，因此自開辦至今費率都遠低於平衡費率，導致基金缺口不斷擴大，目前提存比率低於 10%，而潛藏負債高達 10 兆 2195 億元。有學者推測，勞保於 2026 年破產後政府需要撥出 2020 億來貼補勞保支出，這相當於一半的財政稅收，但政府已經連續 25 年維持在赤字的狀態，這樣的巨額債務單靠政府補助是無法償付的。此外，提高勞保基金投資收益對永續經營與降低財政負擔的作用也是有限的，若在未來 50 年內保持勞保基金收支平衡假設下，收益率需高達 20.6%，

但近十年來的投資年化收益率為 4.53%，顯然，提高投資收益率來緩解基金財務危機的可行性不高。(王儷玲、黃泓智、陳彥志、鄭惠恒，2019；)。由此可知，財務危機的解決需要年金改革、多元財源、提高長期投資收益等多方配合。

(三) 基金管理與投資經驗

1. 以自營為主，委外為輔

2020 年勞保基金自營比例高達 65.39%，委外只有 34.61%，從資產類別來看，銀行存款與國內債券只能自營，委外比重高於自營的是另類投資和國外股票。顯然勞保基金的市場化仍需深化。

2. 資產配置全球化、多元化，重視避險

自 1996 年始，勞保基金資產配置開始多元化，例如降低銀行定存，而增加股票、債券投資，而且兩者配置比率都無設置投資上限，之後在 2001 年還開放另類投資，2020 年海外的資產配置達到近 40%，分佈在以歐洲、亞洲為主的 77 個國家，以達到分散風險的作用。由表 6 所示，為規避疫情刺激股市產生的下行風險，勞保基金增持與與股債低相關的另類投資，近 5 年的配置約 14.78%。

表 6 近 5 年勞保年金資產配置

	2016	2017	2018	2019	2020
銀行存款	18.45%	12.85%	9.62%	9.22%	8.96%
國內債務證券	11.45%	12.04%	12.91%	11.10%	11.37%
國內權益證券	20.81%	21.82%	24.20%	22.58%	25.07%
國外債務證券	16.77%	16.87%	16.80%	19.71%	17.20%
國外權益證券	18.70%	22.08%	21.16%	21.68%	22.67%
另類投資	13.82%	14.34%	15.31%	15.71%	14.73%
投資收益率	4.02%	7.87%	-2.22%	13.30%	8.83%

本研究自行整理。資料來源：勞動基金運用局 109-105 年報整理

由於 2018 年勞保基金受中美貿易戰、聯準會持續升息讓股市震盪下跌，而出現負報酬，所以在 2018 年間增持 420 億元的國內絕對報酬類³⁵投資，主動選股、擇時，還會利用衍生性工具來對衝股票市場劇烈下行的損失，來實現政府為絕對報酬基金訂立的 5 年內年化投資績效目標為 5.94%，來降低指數系統性風險，但其避險成本更高，長期來看，績效並不一定高於指數型被動投資（陳欣昌，2012；勞動基金運用委員會，2020）。

3. 重視責任投資，以提高長期獲利能力

從 2014 年開始，勞動基金運用局就每年公告社會責任報告，並與 13 家合作企業簽署了協議。為了帶動國內企業重視責任投資，在 2020 年選擇國內絕對報酬型基金委託經理人時，首次要求有公佈社會責任報告的上市公司才有資格參選，在選股上以企業 CSR 指數為評選標準的徵標案，例如 2018 年開展以大型股為主的臺灣永續指數徵標案，在 2020 年將範圍擴展到中小型公司。

在國外投資上，2017 年投資全球 ESG 混合指數被動股票，2020 年將社會責任投資納入國外固定收益委託經理人的選擇指標之一。（勞動基金運用委員會，2020）。

（四）投資績效

近年來勞保基金投資銀行存款逐年減少，而股票投資與另類投資越來越多。大部份年份實現正報酬，但 2018 年由於中美貿易戰、美國聯準會持續升息，使金融市場股票暴跌，導致 2018 年投資收益為-2.22%，但是近十年的年化收益率仍維持在 4.53%。

³⁵ 投資可分為相對報酬和絕對報酬，絕對報酬即基金在一段期間內的總報酬，以主動選股和擇時來追求即使在股市下跌時，仍然創造出正報酬，通常會先設一個報酬目標，能創造出與指數無關聯性的報酬，來規避系統性風險。相對報酬則是資產配置相近的市場基準指數（Market benchmark）來比較的差額來計算，例如相對報酬基金收益率增加 10%，但基準指數同期也上漲 7%，則其相對報酬基金的相對報酬為 3%，其績效目標是打敗指數。國際間退休基金的績效評估上通常採用相對報酬來衡量，這可以避免經理人只追求絕對報酬而忽視風險，尤其是資產規模大的退休基金容易增加股價的波動的風險。

（五）勞保基金的問題

1. 投資、人事薪酬等受政府制度限制

勞保基金仍然是由行政機關單位管理，人事任命、薪酬獎勵機制等會受到諸多政府公務人員聘任之限制，不易吸引人才，截至 2019 年底勞動基金運用局僅有 148 名僱員。

2. 避險成本高

為規避下行風險，勞保基金增持與與股債低相關的另類投資，近 5 年的配置約 14.78%，並在 2018 年間增持 420 億元的國內絕對報酬類投資，避險成本高。

3. 委外比重低，投資市場化程度不高

2020 年勞保基金自營比例高達 65.39%，委外只有 34.61%，可見市場化程度不高。



第三章 亞太地區年金改革與基金管理文獻回顧

(以日本和韓國為例)

本章將討論亞太地區年金改革和基金管理之學術研究，分成兩節進行回顧。第一節主要回顧日本公共年金保險年金改革與基金管理的相關文獻，第二節對韓國國民年金之年金改革與基金管理經驗進行回顧。

第一節、日本厚生年金之年金改革與基金管理經驗

大部份亞太地區國家的公共退休金都採用 DB 制，例如菲律賓、泰國、越南、印度、日本與韓國等。DB 制退休金取決於個人的繳費年限和薪資，當員工滿足一定請領條件時，提供計劃者需按約定支付固定金額的退休金³⁶。由政府提供養老給付則屬於社會養老保險，例如像臺灣的勞保、大陸的城鎮職工基本養老保險中的社會統籌部份、韓國的國民年金等。但是 DB 制退休金計算是採用精算模型估計的，且由政府承諾長期給付，存在很大的不確定風險。加之，近年來受預期壽命的延長、人口老化速度加快和低生育率的影響，社會保險基金的收支平衡壓力越來越大，即使在有儲備基金的國家也仍面臨破產危機。例如，採用部份提存制的韓國國民年金累計資金預計於 2041 年達到最大值 1778 萬韓元到 2057 年清零 (National Pension Service Actuarial Projection Committee, 2018)，之後將轉為隨收隨付制 (Woong Bee Choi, Dongyeol Lee and Woo Chang Kim, 2021)。為找出適合臺灣和大陸 DB 制度的年金改革建議，由此本研究聚焦於近年來日本厚生年金和韓國國民年金應對人口變化的年金改革和維持基金可持續的管理經驗。

³⁶公務人員退休撫卹基金管理委員會官方網站，2009，檢索日期：2020/06/01,取自

https://www.fund.gov.tw/News_Content.aspx?n=1862&s=14433

一、 日本厚生年金保險

(一) 日本公共年金保險的緣起與發展

日本非常重視雇主社會責任和職業災害，所以其社會保險制度，是先從不同職業間的共濟組合開始，再發展為 1944 年主要以私企雇員為參加對象的厚生年金保險（傅從喜等人，2008）。但是，由於同盟軍在二戰後刻意向日本推廣民主政治，導致各職域團體自行聯合為更為利己的共濟組合，而脫離厚生年金，使得日本年金制度分散化（李佩芳，2016）。為確保退休後收入保障，1955 年後針對自營者而設立國民年金，並在 1959 年通過國民年金法，而在 1961 年正式實施。但在國民年金初設時，日本仍然處於人口紅利階段，建立慷慨的福利制度是基於爭取日本政治選舉優勢的目的，而非公共福利保障的需求，所以覆蓋面僅為四分之一人口（Campbell,1992）。但自 1985 年以來，日本 15-64 歲人口就不斷的減少，而 65 歲以上的人口不斷的增加（IMF,2020），使得零散化的共濟組合出現收不抵支的問題，因此日本政府希望整合分立的共濟組合，並將其所有納入厚生年金保險制度中，以發揮規模經濟作用來解決財務危機（李佩芳，2016）。例如船員年金於 1986 年加入厚生年金、1997 年三家國企的共濟年金也相繼加入，直到 2015 年成功完成共濟年金與厚生年金的整合。

此外，由於不同的公共年金的參加對象不同，但是彼此間又沒有相互轉換的配套措施，例如自營業者想要進入私企工作，但是原先在國民年金下的累積年資不能隨之轉移，新加入的厚生年金需要重新累積年資。而且在各年金制度中，還存在女性的退休金給付不公平等問題。為解決這些問題，日本在 1985 年將國民年金的覆蓋範圍改為所有 20-60 歲的日本國民，提供與薪資無關的基礎年金給付，以此強化公平保障全體國民的責任（傅從喜等人，2008）。其次，日本不再以職域來劃分被保險人，而根據保費繳納方式分成三類：第一號被保險人包括 20-60 歲的農民、自雇人士等，由自己繳納直接繳納保險費；

第二號保險人包括公務員、私企僱員等，由僱主從薪水中代為扣繳，可以同時提領國民年金和厚生年金，合計保險年資滿 10 年即可領取給付；第三號被保險人則是第二號被保險人的配偶，且其家庭收入不足 130 萬日元的條件，第三號被保險人本身並無繳費義務（申育誠，2020）。而在 1986 年建立了一柱兩階層的架構，第一層為國民年金(National Pension Insurance, NPI)，第二層為厚生年金（Employee Pension Insurance, EPI）與共濟年金（Mutual Aid Association）。在 2015 年後，第二層改為合併後的厚生年金，覆蓋對象為厚生年金第 1 號、第 2-4 號被保險人，前者涵蓋勞工人數滿 5 名以上的私企之雇員，後者涵蓋原共濟年金中的公務員與私教老師。近年來還逐步開放在日本工作的外國居民和短時間勞動者³⁷加入。從表 7 可知，截至 2019 年，共有 4485 萬人參加，較去年增加了 57 萬人（Akiko Nomura, 2019; 傅從喜、林泓秀等人，2015）。鑒於厚生年金和大陸的城鎮職工基本養老保險的覆蓋面類似，所以是本研究的研究對象。

表 7 日本一柱二層公共年金制度結構及 2019 年加保人數

第二層	厚生年金 第 1 號、第 2-4 號 (4488 萬人)		
第一層	國民年金 (基本退休金)		
	第一號保險人 (1453 萬人) 20-60 歲的農民、自雇人士、學生、失業者等	第二號保險人 (4485 萬人) 公務員和私校教師、私企雇員等	第三號保險人 (820 萬人) 第二被保險人的配偶，家庭年收入低於 130 萬日元

資料來源：日本厚生勞動省 2019 年次報告書，

<https://www.nenkin.go.jp/info/johokokai/uneihyogikai/41.files/03.pdf>

³⁷ 若該短時間勞動者的每週、每月工時都超過正式員工的四分之三，或者同時滿足以下五個條件 (1) 每週工作滿 20 小時及以上；(2) 預計工作期限至少一年；(3) 月工資至少 88 千日元；(4) 非學生身分 (5) 受雇與特定企業，例如 HOJIN 公司或建築業等，則其屬於厚生年金的強制參加對象。

（二）保費調整和徵收狀況

日本重視行業不平衡的問題，因而在 2015 年，將共濟年金併入厚生年金後，維持每年增加 0.354% 直到與厚生年金現行 18.3% 費率持平，在 2018 年公務員的費率已提高統一費率，私校教職員工將於 2039 年調整完畢。目前，厚生年金保費等於標準報酬月額³⁸乘上費率 18.3%，並由雇主和雇員各自承擔 50%。

雖然日本政府自 2004.10 開始逐年調升保費，但其 2018 年保費收繳率仍然高達 99.1%，確定徵收的保費收入約 32 兆日元。具體而言，年金機構會對 10 人以上的企業進行現場調查，對未滿 10 人的企業進行電話或郵件調查，對勞動力規模超過 1 萬人的企業，由事業所專項調查。調查內容包括，確認被保險者的資格和報酬是否申報，並核實申報內容。對不實申報者或是拖欠保費者，在期初就通過電話督促或現場徵繳指導，以防止欠費長期累積。對於拖欠時間長的企業，由年金機構和特別催收對策部進行強制徵收，否則將凍結資產。但若是受颱風、新冠疫情等影響而經營狀況不佳的企業，日本開放延期繳費來減輕企業的負擔（日本年金機構，2018）。

日本還為處於產前產後休假期或育兒休假期間的被保險人，免除企業和被保險人的保費負擔，這期間計入免繳費月數。但育兒期間仍工作的被保險人仍然需要繳納保費，且這部份工作年資可計入繳費年資中，若是正式員工，其標準報酬月額按育兒前最後一次的收入計算，若是兼職工，其標準報酬月額根據當前收入計算。（OECD,2018）

³⁸ 投保薪資是依據每年度發佈的標準薪資分級表計算的，在令和 3 年度版的標準薪資分級表中共有 32 層，月收入低於 93,000 円為第一層，其投保薪資為 88 千円。月收入高於 635 千円為最高層，其投保薪資為 65 萬円

（三）給付請領與調整機制

厚生年金採用社會保險制度，即當被保險人退休、殘障、死亡時可分別為其提供相應補償，在 2015 年將共濟年金和厚生年金整合後，包括老年、身心障礙、遺囑三種年金，本研究重點回顧與退休相關的老年年金。

當被保險人同時滿足以下三個條件，即可請領厚生年金的老年年金：（1）年滿 65 歲（2）投保厚生年金保險至少 1 年（3）被保險人繳費年資與免繳費月數合併滿 10 年。

厚生年金也可提前或延後請領，但最多 5 年，而且福利會因此調整，例如每提前退休 1 年就會減少 6% 年金，而每延後一年就會增加 8.4% 年金。2019 年養老金指數化調整後，有 40 年投保年資的被保險人，當年度的老年年金約 91500 日元，約合 2 萬 3 千臺幣（Japan pension service, 2018）。

滿足請領條件的第二號被保險人，可同時請領國民年金基本老年年金³⁹和厚生老年年金⁴⁰的雙重給付，而且投保厚生年金保險超過 20 年的被保險人的配偶和子女，還可以獲得附加年金⁴¹。但日本對高齡就業者的總收入（含薪資和退休金）有設定 46 萬日元的上限，否則，超出部份的一半需從其厚生年金的老年年金中扣除（OECD, 2019）。

（四）應對職域年金的財務危機政策與成效

1. 厚生年金基金的特殊解散制度

³⁹ 基本老年年金=1628*1（按照 2021 年薪資和物價水平定的年金調整指數）*乘數（隨出生日期而定）

*累積投保月數（最高 480 個月）

⁴⁰ 厚生老年年金=平均標準報酬月額*【7.125*累積投保月數（2003 年 3 月之前）+5.481*累積投保月數（2003 年 4 月以後）】

⁴¹ 符合請領資格的配偶、第一與第二子女每人都可領取 224,700 日圓的附加年金，而第三子女及以後的子女，每位可獲得 75900 日圓的附加年金。

因為第二次世界大戰造成的泡沫經濟和惡性通貨膨脹，以及後期的經濟循環持續低迷，讓基金運作環境惡化，導致厚生年金基金（代理部份）陷入財務危機、積立金準備不足等社會問題。為了確保公共養老金制度的健全性和可靠性，所以在 2013 年引入厚生年金特殊解散制度⁴²和移轉制度，來解決財務危機。厚生年金基金包括最低責任準備金和殘餘財產分配金，由圖 6 可示：

根據厚生年金最低責任準備金的提存比率進行排序，分成三個類型，並針對其不同的風險程度決定是解散或是轉移。具體而言，一是提存比率低於 1 的，意味其積立金不足，要求這類厚生年金基金應在 5 年內盡快解散；二是當期提存比率未 1 至 1.5 間，但未來 1-2 年內提存比率可能降至 1 的厚生年金基金，要求這類基金 5 年內轉移到企業年金的 DC 或 DB 制度中，5 年後對不滿足準備金水準的基金強制解散；三是提存比率高於 1.5，屬於財務健全的基金，其亦應轉移至企業年金中，但並無時間限制。

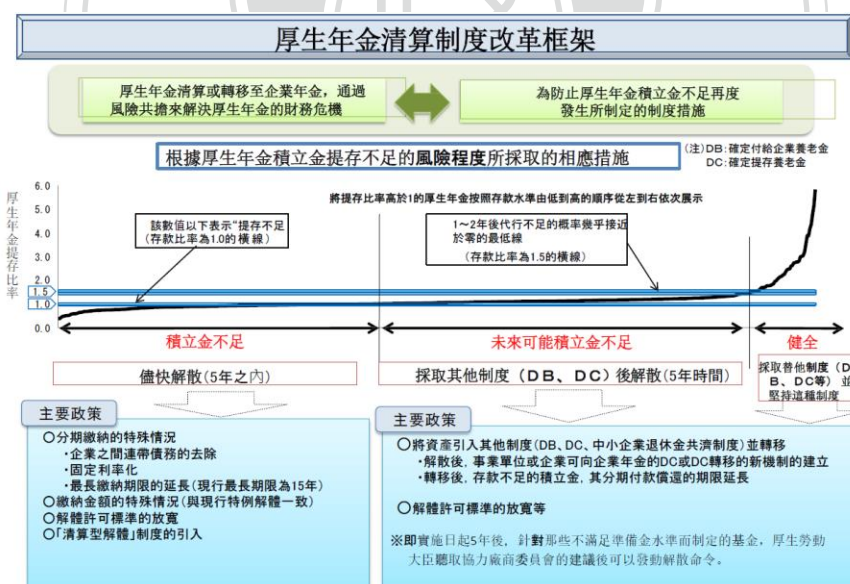


圖 6 厚生年金清算制度改革框架

資料來源：厚生勞動省年金局，〈公的年金制度の健全性及び信頼性の確保のための厚生年金保険法等の一部を改正する法律について〉（2014）。

⁴² 辻章嗣，〈厚生年金基金が実質廃止。廃止された厚生年金基金はどうなるの〉，檢索日期：

2021/06/15, 取自 <https://financial-field.com/pension/2019/10/21/entry-60265>

在實行成效上，截至 2014 年，有近 200 個厚生年金基金已經解散或面臨解散，占比 36%⁴³。由圖 7 所示，厚生年金基金資產規模一直在減少，而 DB 型企業年金占比一直在增加。

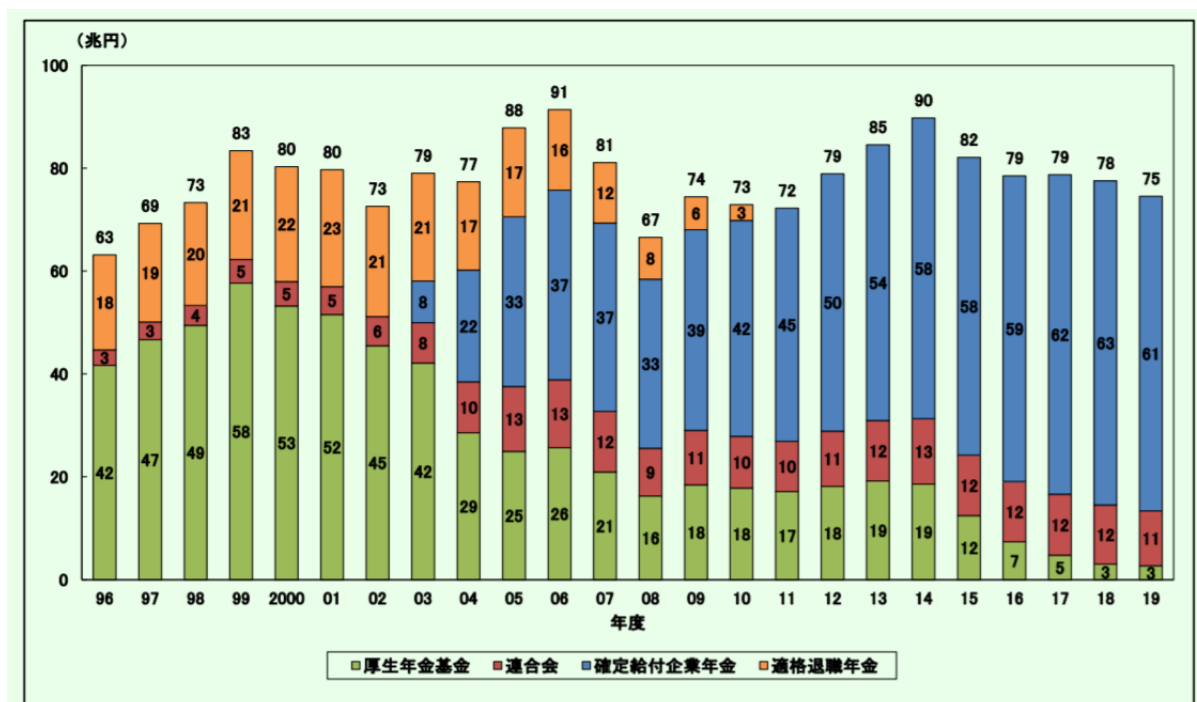


圖 7 企業年金資產規模狀況

資料來源：企業年金聯合會，〈企業年金實態調查結果〉（2019）。上網時間：2021 年 7 月 17 日。

檢自：https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/j-chosa/files/jittaichosa_gaiyou_2019.pdf。

2. 厚生年金與企業年金間的通算機制

(1) 若在 2014 年 3 月 31 日解散的基金，可以將最低責任準備金、殘餘財產分配金交給企業年金連合會，由其分別負擔代行年金、通算企業年金給付。但在 2014 年 4 月 1 日後解散的基金僅能轉移殘餘財產分配金⁴⁴。為保證解散清算的順利進行，厚生年金省

⁴³ 環球網，2014，〈日本近四成中小企業養老基金因財政惡化解散〉，檢索日期：2021/07/05，取自 <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnJECFz>

⁴⁴ 企業年金連合會，2014，〈厚生年金基金から企業年金連合會への移転・移換〉，檢索時間：2021/7/5，取自 https://www.pfa.or.jp/nenkin/nenkin_tusan/nenkin_tsuusan04.html

還頒佈延長分期償還的期限、利率固定化、放寬解體許可標準等措施。但厚生年金清算償付只能用最低責任準備金償還，其與財政是分立的，並不能由公共稅收償付。

(2) 在 2014 年 4 月 1 日之後解散的厚生年金，僅能將殘餘財產分配金將移轉到企業年金聯合會管理，扣除事務費⁴⁵後作為年資原資，可轉移到 DC 或 DB 型企業年金制度中，退休後至 80 歲期間可領取通算企業年金。

(3) 對於 2017 年 4 月 1 日後解散的厚生年金基金，其計算通算企業年金的利率會隨轉移時被保險人的年齡增加而降低，例如未滿 45 歲利率為 1.5%，45 歲到未滿 55 歲為 1.25% 等，假設被保險人於 65 開始受領年金，不同剩餘財產分配金下每月可領的通算企業年金由圖 8 所示。當被保險人滿足年金請領條件時退保或換工作，而加入企業年金，可將其厚生老年年金換算成脫退一次金相當額和基礎部份轉移到企業年金連合會中，退休時可受領通算企業年金。但自 2014 年 4 月 1 日之後，未來用於給付基本年金給付的基本部份，不能移轉，只能移轉厚生老年年金的部份。

	移換時の年齢	予定利率	移換する残余財産分配金					
			10万円	20万円	30万円	50万円	100万円	200万円
男性	25歳0月	1.50%	9,500	19,000	28,600	47,800	95,600	193,900
	35歳0月	1.50%	8,200	16,500	24,700	41,300	82,700	166,900
	45歳0月	1.25%	6,500	13,200	19,800	33,000	66,100	132,800
	55歳0月	1.00%	5,500	11,000	16,500	27,500	55,100	110,400
	65歳0月	0.50%	4,600	9,200	13,900	23,100	46,300	92,700
女性	25歳0月	1.50%	7,700	15,500	23,300	38,900	77,900	157,900
	35歳0月	1.50%	6,700	13,400	20,200	33,600	67,400	135,900
	45歳0月	1.25%	5,300	10,700	16,000	26,700	53,500	107,500
	55歳0月	1.00%	4,400	8,800	13,300	22,200	44,400	89,000
	65歳0月	0.50%	3,700	7,400	11,100	18,500	37,100	74,300

圖 8 移轉厚生年金基金殘餘財產分配金之通算企業年金試算

資料來源：企業年金聯合會，〈移換する殘餘財産分配金に対する年金額（年額）【概算】〉（2017）。上網時間：

2021 年 07 月 05 日。檢自：

https://www.pfa.or.jp/nenkin/nenkin_tsusan/files/pamph_h290401_02.pdf。

⁴⁵ 事務費實質上就是基金管理費，上限為 34100 日元。其中，包括定額事務費 1100 日元和定率事務費，上限為 33000 日元，定率事務費是依數據管理、匯款手續費等來合算

3.職域年金保險一體化，發揮經濟規模作用

在人口危機下，職域年金出現財務危機，例如在 2011 年厚生年金、國家、地方公務員的共濟年金的成熟度⁴⁶分別高達 43%、66%和 67.8%。基於發揮經濟規模效應以提高附加年金財政穩定性、消除職域間養老金公平性，降低制度的複雜度等考量，日本取消職域分立的附加年金制度，而將所有的共濟年金併入厚生年金中。

關於職域年金一體化後財務狀況的變化上，由圖 9 所示，厚生年金在 2015 年就已經出現收不抵支的財務危機，而且出現大量擠兌，需要動用積立金即準備金來償付當期養老金債務約 3613 億日元。隨著 2015-2019 年期間，有近 97%的厚生年金保險積立金基金破產，截至 2019 年底，僅存 8 個積立金，總計餘額 1043 億日元⁴⁷。

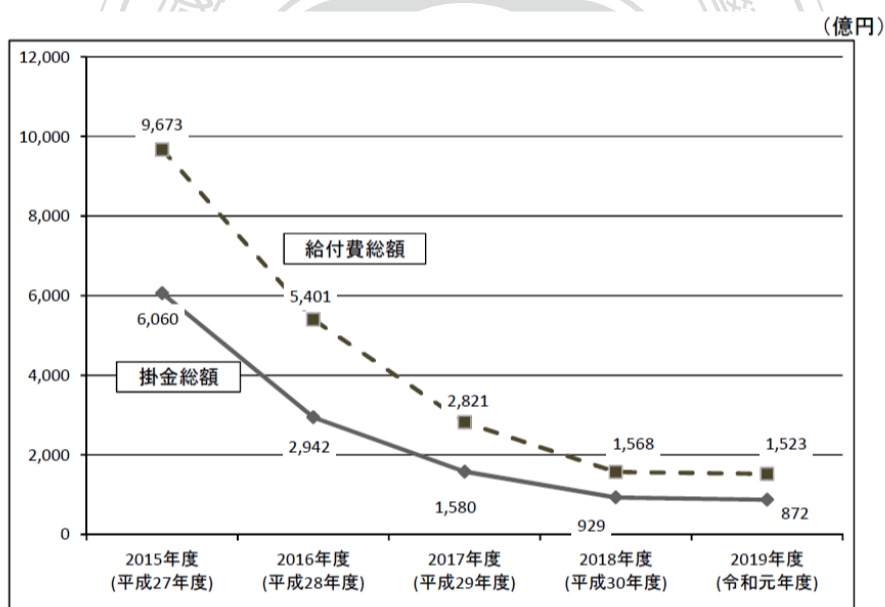


圖 9 2015-2019 年厚生年金保險收支狀況

資料來源：厚生勞動省，〈掛金総額と給付費総額の推移〉（2020）。上網時間：2021 年 06 月 08 日。檢自：

<https://www.mhlw.go.jp/content/12500000/000467880.pdf>。

⁴⁶ 年金成熟度=年金給付請領人數/被保險人數，是衡量財務狀況的指標之一

⁴⁷ 厚生年金基金，2018，〈厚生年金基金の財政狀況等〉，檢索日期：2021/06/09，取自

<https://www.mhlw.go.jp/content/12500000/000467880.pdf>

（五）近年來的年金改革經驗

日本自 1985 年以來，15-64 歲人口就不斷的減少，而 65 歲以上的人口不斷的增加 (IMF,2020) ,2005 年日本總人口數首度遞減，之後不斷加劇 (張秋蘭，2014)，目前在隨收隨付制度下，厚生年金已出現收不抵支的狀況，而且受給率從剛開辦的 97%以上銳減到 2019 年底的不到 1%。因此，日本近年來積極進行年金改革來解決厚生年金基金的財務危機的繼續惡化，以下詳細介紹：

1. 上調費率的同時降低給付：

自 2004 年 10 月起，一般勞工的保費從 13.58%每年上調 0.354%，直到 2017 年 10 月上調至 18.3%為止，同時將厚生年金 2004 年所得替代率 59.3%，一步步降至 2023 年 50.2% (陳鴻達等人，2007)。

2. 縮短養老金最低繳費期限並補助低年金者：

為瞭解決無年金或低年金的請領問題，在 2012 年改中，縮短養老金領取資格的最低繳費年限從 25 年到 10 年，並補貼低收入者和低年金者 (陳靜雯、賴宜櫻、蔡宜縉，2018;中國證券投資基金業協會，2019)

3. 擴大兼職員工的覆蓋範圍：

為加強老年人收入保障，2016 年 10 月起，受雇於 500 名員工以上的公司且每週工作超過 20 小時以上的兼職員工，約 37 萬人被納入公共年金的強制參加對象，此外，從 2017 年 4 月又擴大範圍，受雇員工人數不足 500 人公司且每週工作 30 小時以上的兼職員工，可依據勞資協議，申請加入公共年金保險。(厚生勞動省年金局，2018⁴⁸)。此外，

⁴⁸ 厚生勞動省年金局，2018，〈年金制度を巡る これまでの経緯等について〉，檢索日期：2020/06/09，取自 https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000202219.pdf

兼職員工需符合以下四個條件：(1) 每週工時 20 小時以上 (2) 月工資滿 88,000 日元以上 (3) 工作時間一年以上 (4) 非學生

4. 保費減免：

爲了鼓勵生育，日本還為處於產前產後休假期或育兒休假期間的被保險人，免除企業和被保險人的公共年金保險的保費負擔，其投保年資照常累積，並且在免繳期間保障全額基本年金的提領。

(六) 未來改革方向

爲增強長壽老人的晚年財務安全，日本於 2020/5/29 日通過修訂後的年金法案，大部份修訂擬於 2022 年 4 月生效，年改內容包括以下 4 項：

1. 降低兼職工作者加入厚生年金 (kosei nenkin) 的門檻，例如對其受雇工作場所的員工人數之最低限制 500 人，於 2022 年 10 月降低到 101 人，2024 年 10 月降低到 51 人等，預估到 2024 年可新增 125 萬兼職人員加入。(Naoko Horie, 2020)
2. 擴大可請領年齡範圍為 60 至 75 歲；自 65 歲開始每延後一個月，年金增加 0.7%；於 75 歲領取退休金的長者，其年金將增加 84%⁴⁹
3. 放寬有工作收入的老年人之養老金給付限制，例如 60-64 歲老人的月薪和養老金總和超 47 萬日元才會減少其養老金給付，之前這一標準為 28 萬。

二、 年金積立金管理運用獨立行政法人 (Government Pension Investment Fund, GPIF)

(一) 年金積立金之基金管理緣起與發展

⁴⁹ 日經中文網，2021，〈日本將改變養老金機制：越晚領取年金額越高〉檢索日期 2021/06/22,取自 <https://zh.cn.nikkei.com/politicaeconomy/economic-policy/39651-2020-03-03-16-23-01.html>

年金積立金包含第一層的國民年金和第二層的厚生年金，最初是由政府統一管理，從二戰後到 2001 年，厚生省將全部的年金積立金存入大藏省（現財務省）內，大藏省再轉入投資運用部門實行財政投融资計劃(Fiscal Investment and Loan Plan)。具體而言，投資部門把資金貸款給計劃對象，包括主要建設社會公共項目的非營利機構，例如地方政府、政策性金融機構等。但是由於投資公共建設的績效低，所以累積過多的呆壞帳，例如 75%年金積立金是不良貸款，資產損失估計 19.2 萬億日元，已逾借貸本金的 20%。

爲了提高投資績效，日本在 2001 年開始年金積立金基金管理市場化，厚生勞動省把資金委外給舊 GPIF 進行投資運作，但厚生勞動省仍然保留對投資組合配置權利。

爲了使基金管理專業化、分工明確，由此在 2006 年將 GPIF 編制為獨立法人專營基金管理，同時改由厚生勞動省社會保險廳專職基金管理運作之外的其他業務。在去行政化的過程中，基金的中文名也改為年金積立金管理運用獨立行政法人，但英文名稱並沒調整。截至 2020 年第三季，2001 年以來的年均投資報酬率達 3.37%，累積投資收益 85.3 兆日元，總資產達 177.7 兆，居於世界主權基金的首位。

2010 年終止社會保險廳責任，而改由政府成立的非公務員類型公司-日本年金機構 (Japan Pension Service, JPS) 負責，業務範圍包括徵收保費、退休金諮詢服務、給付福利等，並每年向社會公開業務運作報告。截至 2018 年底，JPS 在各公共年金保險的徵繳上均超額完成目標，例如厚生年金和健康保險的收繳率分別高達 99.1%和 98.3%，但 JPS 在養老金記錄、支付等方面仍存在改善空間。

在 2015 年 5 月日本年金機構遭受駭客攻擊，導致養老金記錄等重大資訊洩露。由此在同年 12 月提出為期 3 年的日本年金機構提振項目 (JPS Revitalization Project)，於 2016 年開始實行，該項目主要圍繞機構、人事、業務、資訊共用與安全等方面進行改

革。(鄭秉文，房連泉，王新梅，2005;樊賀豐，房連泉，2019;劉籐，蔡長銘，黃詩淳，張容華，2013;王儷玲等人，2011;日本年金機構，2018)

由於本研究主要研究 DB 型社會保險基金管理經驗，因此研究對象為 GPIF。

(二) 財務可持續性

日本公共年金的財務面是採用部份提存制度，有所得重分配的作用，在 2017 年社會保障下的所得重分配改善度達到 30.1%(厚生勞動省，2017)。但日本自 1985 年以來，15-64 歲人口就不斷的減少，而 65 歲以上的人口不斷的增加 (IMF,2020) 使得公共年金基金的收支失衡，長此以往，可能會面臨破產危機。所以設立儲備基金 GPIF，其依據厚生年金保險法、國民年金法，受託於厚生勞動省，負責用長期投資的策略，以安全又高效的管理和投資厚生年金、國民年金的準備金(劉籐，蔡長銘，黃詩淳，張容華，2013)。

GPIF 財源包括未用於支付養老金的保費收入和其投資收益，受託資金和累積投資收益用於確保未來約 100 年內養老金足額給付，其相當與大陸的社保基金。據推算到 100 年後由 GPIF 負擔公共年金給付之比例將會上升到 10%，這主要是因為保費收入負擔比率的降低⁵⁰，從圖 10「GPIF 的餘額的走勢」來看，在各種情景模擬下，2020-2110 年間，公共年金的儲備仍然充足，但未來在人口壓力下，儲備基金的負擔可能仍會上漲，餘額的消耗速度可能加快。(GPIF,2019)

⁵⁰ GPIF,2019< 年金財政における積立金の役割>，檢索時間 2021/07/05,取自

<https://www.gpif.go.jp/gpif/pension-finance.html>

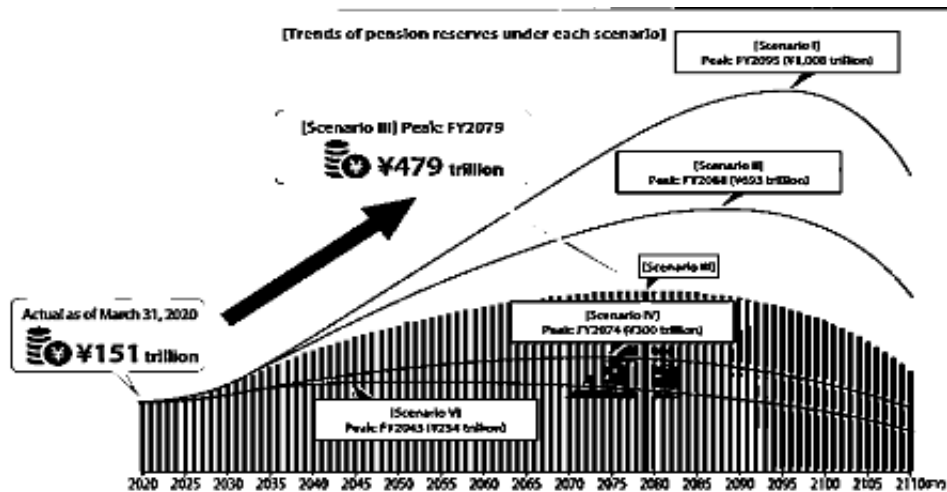


圖 10 未來 100 年 GPIF 累積餘額走勢圖

資料來源：年金積立金管理運用獨立行政法人，<Financial verification results(projections for pension reserves over approximately 100 years> (2020)。上網時間：2021 年 06 月 08 日。檢自：

https://www.gpif.go.jp/en/performance/annual_report_fiscal_year_2019_01.pdf

(三) 基金管理與投資特色

1. 重視投資組合的長期表現：GPIF 的資金的流動性不高，通常在 50 年內不能取出，所以可投資於期限較長的標的。長期投資則有利於平滑短期資產價格的波動，並獲得長期穩定的報酬，目前厚生勞動省規定的中期目標報酬是 1.7%。
2. 多元化資產配置：自 2001 年以來，日本國內公司債平均收益約為 1%~1.5%，但近年來日本銀行施行零息政策，國內債券收益僅 0%，難以獲得 1.7% 目標報酬。所以需要進行跨境、不同資產的較高風險性投資。目前，GPIF 在海內外的資產配置各占 50%，能有效避免國內資本市場的系統性風險，例如 GPIF 在疫情期間出現負報酬-10.71%，但受惠於海外債券累積高收益，截至 2020 年 6 月 GPIF 實現最高投資回報，較 2020 年 Q1 反彈了 70%。另外，GPIF 在 2013 年開始進行另類投資，以多元化資產配置。
3. 根據金融市場環境，靈活調整資產配置：過去 GPIF 投資風格偏保守，投資組合中以國內債券為主，但近年來低利率與國內債券利息降低，GPIF 逐漸增加國內外股票、

國外債券的比重，從表 8 的配置變化可見，國內債券的比重由 60%以上逐漸降到 25%，而將分別佔比 10%左右的國內外股票、海外債券提高到 25%。

表 8 目標資產配置彙總表

	2006/4-2013/6	2013/6-2014/10	2014/10-2020/3	2020/3-未知
國內債券	67%	60%	35%	25%
國內股票	11%	12%	25%	25%
海外債券	8%	11%	15%	25%
海外股票	9%	12%	25%	25%
短期資產	5%	5%	0	0

本研究自行整理。上網時間：2021 年 06 月 08 日。檢自：

https://www.gpif.go.jp/en/performance/2020_3Q_0426_eg.pdf

4. 基金管理以委外為主：雖然 GPIF 管理巨額資產，但內部投資經理人不足 130 人，而且日本禁止內部管理股權投資，所以基金管理主要依賴委託外部投資經理人。

5. 股權投資以被動管理為主：隨著受託資金規模的增加，主動管理獲得超額收益的難度與日俱增，而且管理費用也更貴。所以被動管理是 GPIF 的主要投資方式，目前約有超過 90% 的資金用於指數型被動投資。

6. 重視增強經濟、資本市場、社會的可持續性：由於日本近年來持續惡化的氣候變化和能源短缺的問題，所以 GPIF 對投資對象和金融市場的可持續發展越來越重視，所以 GPIF 在 2015 年開始將有關環境、社會和治理 (ESG) 元素納入投資程式中，之後快速發

展 ESG 策略，截至 2018 年，GPIF 已完成所有受託資產與 ESG 指數的整合，直接追蹤 ESG 指數的資金規模高達 3.5 萬億日元⁵¹。

(四) 投資績效

由圖 11 所示，從 2001 年到 2020 年 3 月底，約有 60% 累積收益來自投資收益，而且長期報酬率很穩定，即使在 2008 年金融危機和疫情期間，累積投資收益仍保持穩定增長的趨勢。截至 2019 年底 GPIF 的平均年化收益為 2.39%，大約是中期目標報酬 1.7% 的兩倍，超額完成目標，累積餘額約為 150,633 兆日元。

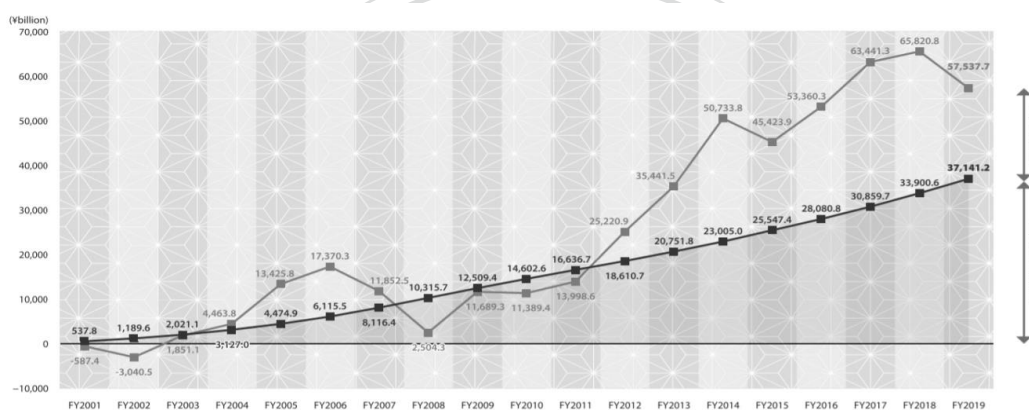


圖 11 2001-2019 年 GPIF 累積收益

資料來源：GPIF <Cumulative returns since fiscal 2001>。(2020) 上網時間：2021 年 06 月 08

日。檢自：https://www.gpif.go.jp/en/performance/annual_report_fiscal_year_2019_01.pdf。

從短期來看，疫情導致油價大跌，連帶大部份企業的股票價值縮水，由此在 2019 年股價出現自 2008 年以來最大虧損，當年報酬率為-5.2%，損失 8.283 兆日元。從圖 12 中各資產類別的損益來看，國外股票和國內股票的跌幅最大，分別為-13.08%、-9.71%，連國內債券也出現損失。於此相反，海外債券依然表現優異，實現 3.55% 的高收益，大約 1015.4 兆日元。

⁵¹ 妙盈 ESG 研究院,2020<全球最大養老基金：日本 GPIF 的 ESG 投資之道>，檢索時間 2021/06/08,取自 <https://www.miotech.com/zh-HK/article/5f50b48f29afe60040858ce1>

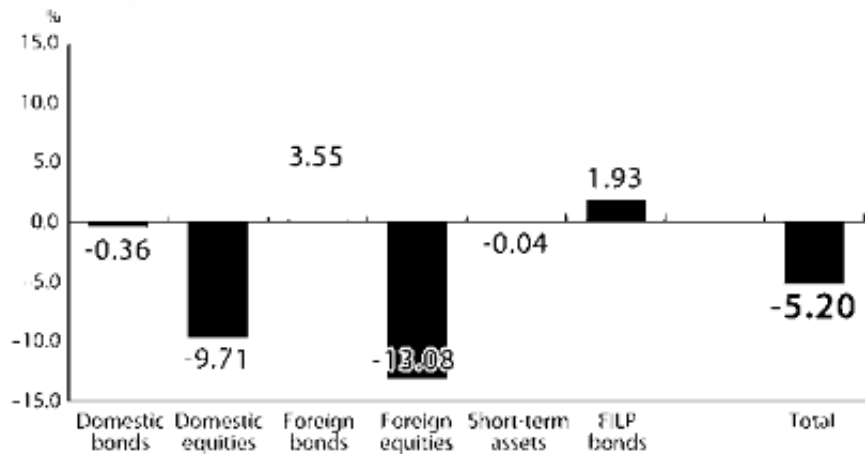


圖 12 2019 年投資組合收益率

資料來源：GPIF <Rate of investment return>。(2020) 上網時間：2021 年 06 月 08 日。檢自：

https://www.gpif.go.jp/en/performance/annual_report_fiscal_year_2019_01.pdf。

由於海外債券的高收益表現亮眼，2020 年 GPIF 調整資產配置目標：將國內債券 35% 減少到 25%，而將國外債券由 15% 增加到 25%，海內外股票維持各 25% 不變。配置調整的成效也顯而易見，截至 2020 年 6 月 GPIF 實現最高投資回報，較 2020 年 Q1 反彈了 70%⁵²。與傳統資產相比另類資產受公開市場價格波動之影響較小，但流動性較低，適合長期投資者，而且投資收益較高。所以 GPIF 從 2014 年開始進行另類投資，在 2020 年度的第四次中期計劃規定另類資產的上限為投資組合的 5%，截至 2020 年 3 月末另類資產規模為 944.5 億元，約占總資產的 0.61%，主要投資於房地產和公共建設上。

（五）基金管理近年改革經驗

1. 基於社會、經濟等現狀，不斷優化投資組合配置：

自從全球金融危機爆發至今，發達國家的利率一直處於歷史低位，加上經濟全球化，讓各國通膨率、債券收益率深受影響，例如圖 13 所示，GPIF 的海外債券基準指數 World

⁵² 妙盈 ESG 研究院,2020< 全球最大養老基金：日本 GPIF 的 ESG 投資之道>，檢索時間 2021/06/08,取自 <https://www.miotech.com/zh-HK/article/5f50b48f29afe60040858ce1>

Government Bond 收益率，從 2000 年的 6% 降到 2020 年 1.5% 左右。為了刺激經濟成長，日本從 2016 年開始施行貨幣量化寬鬆政策，但是仍然避免不了負利率的出現，而且近年來日本銀行施行零息政策，也就是說投資國內債券的收益率為 0%，顯然無法滿足 1.7%⁵³的目標報酬。

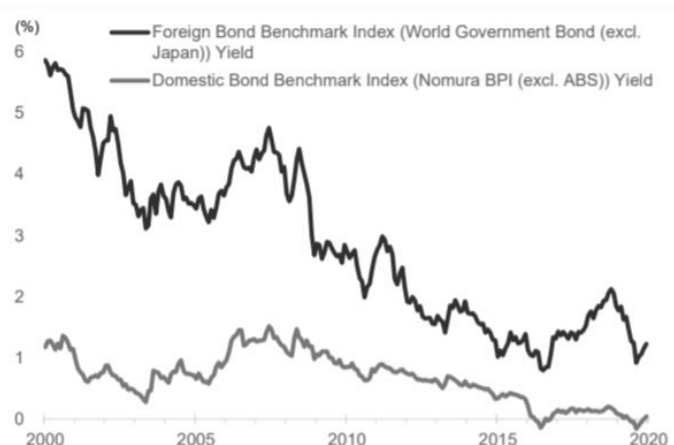


圖 13 GPIF 海外債券基準指數收益率

資料來源：GPIF <Adoption of Policy Portfolio>。(2020) 上網時間：2021 年 06 月 14 日。檢自：

https://www.gpif.go.jp/en/topics/Adoption_of_New_Policy_Portfolio_details_en.pdf

因此厚生勞動省每 3-5 年會對中期資產配置進行優化，例如使用中期資產配置比例，分別設置不同的 CPI、勞動參與率、薪資變動等假設下共 6 個情境，然後，再將基準情境與 100% 投資國內債券的組合的風險和報酬做比較。而且還對新投資組合進行壓力測試，來估計新投資組合的最大損失和年化報酬走勢。

2. 多元化投資組合以提高長期報酬和分散風險：

GPIF 作為大型資產所有者和跨世代投資者，在低利率與銀行零息政策的背景下，為了踐行長期穩定的目標收益率，近年來逐漸增加國內外股票、國外債券的比重，以利

⁵³ 1.7% 是由薪資成長率指數化後的中期目標報酬，GPIF 是為支付公共年金保險基金因收不抵支而無法償付的養老金債務，而給付是隨薪資成長率調整的，所以 GPIF 的目標報酬率也應隨之調整，投資組合風險中最主要的風險就是 GPIF 投資績效低於目標報酬率。

用海內外多元資產配置來提高長期報酬和分散風險。截至 2021 年，GPIF 在海內外的資產配置各占 50%，能有效避免國內資本市場的系統性風險，例如 GPIF 在疫情期間出現負報酬-10.71%，但受惠於海外債券累積高收益，在 2020 年 6 月 GPIF 實現最高投資回報，較 2020 年 Q1 反彈了 70%。

另外，由於另類投資對短期資本市場的波動不敏感，雖然流動性低但其長期報酬較高，符合 GPIF 的投資目標，所以從 2014 年開始進行另類投資，在 2020 年度的第四次中期計劃規定另類資產的上限為投資組合的 5%，截至 2020 年 3 月末另類資產規模為 944.5 億元，約占總資產的 0.61%，主要投資於房地產和公共建設上。

在多元資產配置的效果量化上，由表 9 所示，在同一情境下，依據 2020-2025 年中期目標配置的投資組合 A 的長期報酬為 1.7%，是 100%投資於國內債券的投資組合 B 的兩倍。而且組合 A 的收益率低於薪資調整後的中期目標報酬 1.7%的機率為 44.4%，比組合 B 的 70.7%要小得多。但是相應的也要承受更高的風險，例如組合 A 標準差為 12.32%是組合 B 的兩倍，但是在股票崩盤的情況下的平均報酬，組合 A 為 9.2%是組合 B 的三倍，可見多元化配置能有效的分散風險。

表 9 多元配置的績效和風險

投資組合	Real Return	Standard deviation	Lower Partial Probability	Conditional Average Shortfall Rate (Normal Distribution)
依 2020-2025 年中期目標配置的投資組合 A	1.7%	12.32%	44.4%	9.2%
100%投資於國內債券的投資組合 B	-1.6%	2.56%	70.7%	3%

本研究自行整理。上網時間：2021 年 06 月 14 日。檢自：

https://www.gpif.go.jp/en/topics/Adoption_of_New_Policy_Portfolio_details_en.pdf。

3. 注重投資對象和金融市場的可持續發展

除了人口結構失衡，日本還存在氣候變化和能源短缺的問題，由此 GPIF 越來越重視投資對象和金融市場的可持續發展，例如，在 2015 年開始將有關環境、社會和治理（ESG）元素納入投資程式中、2017 年要求固定收益經理人和另類資產經理人也要履行盡職治理準則（Stewardship Responsibilities）等⁵⁴，這樣做的優勢是能以更加穩定和高效的投資方式獲得目標收益率，而且還能確保資金的足夠的流動性來支付養老金。具體執行效果如下所示：

(1) ESG 指數的投資績效

截至 2018 年，GPIF 已完成所有受託資產與 ESG 指數的整合，直接追蹤 ESG 指數的資金規模高達 3.5 萬億日元⁵⁵。但因為較晚開始，所以無法觀察出 ESG 指數的長期績效，但從短期來看，由圖 14 所示，2017-2020 年期間，ESG 指數的表現一直是優於 TOPIX 的，在 2019-2020 年期間，因為疫情而股價暴跌，ESG 指數下跌的幅度與 TOPIX 相比較小，尤其是 MSCI Japan ESG Select Leaders Index 僅 -3.39%，顯示其對股票市場下行風險的有效保護。

⁵⁴IR Platform,2020,<日本的 GPIF 檢視其盡職治理原則並增加固定收益及替代性資產>，檢索日期：2021/06/08,取自 <https://irplatform.tdcc.com.tw/ir/zh/news/detail/4028979772bcbee60172c536c19f095b>

⁵⁵ 妙盈 ESG 研究院,2020<全球最大養老基金：日本 GPIF 的 ESG 投資之道>，檢索時間 2021/06/08,取自 <https://www.miotech.com/zh-HK/article/5f50b48f29afe60040858ce1>

	April 2019 to March 2020					April 2017 to March 2020 (annualized)				
	Index Return			Excess Return		Index Return			Excess Return	
	(a)	(b)	(c)	(a-b)	(a-c)	(x)	(y)	(z)	(x-y)	(x-z)
	ESG Index	Parent Index	TOPIX	Parent Index	TOPIX	ESG Index	Parent Index	TOPIX	Parent Index	TOPIX
(1) MSCI Japan ESG Select Leaders Index	-3.39%	-9.28%	-9.50%	5.89%	6.11%	2.24%	0.09%	-0.14%	2.15%	2.38%
(2) MSCI Japan Empowering Women Index	-4.78%	-9.09%	-9.50%	4.32%	4.73%	1.99%	0.17%	-0.14%	1.82%	2.13%
(3) FTSE Blossom Japan Index	-6.96%	-9.18%	-9.50%	2.22%	2.55%	0.15%	0.08%	-0.14%	0.07%	0.29%
(4) S&P/JPX Carbon Efficient Index	-9.20%	-9.50%	-9.50%	0.30%	0.30%	0.10%	-0.14%	-0.14%	0.24%	0.24%
	ESG Index	Parent Index	MSCI ACWI ex Japan	Parent Index	MSCI ACWI ex Japan	ESG Index	Parent Index	MSCI ACWI ex Japan	Parent Index	MSCI ACWI ex Japan
(5) S&P Global Ex-Japan LargeMidCap Carbon Efficient Index	-12.81%	-13.11%	-13.40%	0.30%	0.59%	1.28%	1.13%	0.92%	0.15%	0.36%

圖 14 GPIF 追蹤五大 ESG 指數績效

資料來源：GPIF <Returns of Five ESG indices Selected by GPIF>。(2019) 上網時間：2021 年 06 月 14 日。檢自：

https://www.gpif.go.jp/en/investment/GPIF_ESGREPORT_FY2019.pdf。

(2) 資訊收集

為了尋找表現更好的指數，在 2019 年日本建立指數資訊系統 (Index Posting System)，負責持續收集最新的股票、債券指數資料。此外，GPIF 還在持續努力尋找更多綠色、社會、可持續發展債券的投資機會，截至 2020 年 3 月底，已與 10 家多邊開發銀行和 3 家政府金融機構建立合作夥伴關係 (GPIF,2019)。而且，GPIF 在投資另類資產時也會考慮 ESG 因素。

(3) 資訊披露

除了投資流程中加入 ESG，在選擇新的外部經理人時也適用，在 2019 年日本建立了 ESG 總合評價標準。並監督資產管理機構中負責 ESG 投資的部門的變動、還要求每個經理人提供一份詳細 ESG 計劃報告，並定期與其溝通瞭解實施進度。因此，在機構投資者為準備 ESG 總合評價報告的會議調查中發現，準備會議資料的時間更長、而且有 50% 的受訪者認為加入 ESG 總和評價後提升了報告的質量 (GPIF,2020)。

(4) 盡職治理準則

日本在 2013 年 6 月批准的振興日本戰略中明確機構投資者需履行盡職治理準則，凡是作為資產管理者、資產所有人還是委外顧問的機構投資者都適用，GPIF 作為大型資產所有者於 2014 年被納入適用，並於 2017 年擴大範圍，規定固定收益經理人和另類資產經理人也適用。具體而言，GPIF 應基於被保險人的利益，關注被投資公司營運狀況並和與其進行建設性溝通與互動等議合行為；參與被投資公司的公司治理和股東會，並行使投票；落實投資原則，堅持例如分散投資、投資流程中考慮 ESG 等（The Council of Experts on the Stewardship Code, 2017; 臺灣證券交易所，2020）。

在 2020 年的企業願景時間跨度調查中，有 40.4% 的企業提出 10-14 年公司願景，相比上次調查增加 10.8%，而提出 3-4 年公司願景的企業相較於上期結果減少了 12.1%，說明被投資企業越來越重視企業的長期發展（GPIF, 2020）。

4. 監理

為了確保 GPIF 更加安全、有效的管理退休基金，2016 年年改中規定 GPIF 應在官網上公開、更新履行治理責任的相關資訊，並接受每年度的金融服務管理局的審查，以提高盡職治理原則執行情況透明度；同年引入外部審計人，要求所有的行政法人都受外部會計監察人和會計檢查院的檢查。

5. 風險管理與金融科技

為控制匯率和股價波動風險，利用衍生性交易進行避險；此外，隨著人工智慧、金融科技的成熟，風險管理和內部控制的能力也不斷增強。例如 GPIF 開發出能深度學習的 AI 系統--Style Detector Array(SDA),基於 100 只日本股票的學習，建立模型可檢測出基金投資行為。Resemler 是 SDA 的擴展應用系統，可捕捉每個基金經理人的投資風格、策略等特徵，還可以找出投資組合中的基金和備選基金間的相似性，有利於 GPIF 選擇

合適的候選基金、維持多元的經理人結構（Takao Tajiri, Tomonari Murakami, Masanori Hashido and Hiroaki Kitano,2020）。

第二節、 韓國國民年金之年金改革與基金管理經驗

一、 韓國國民年金保險

（一）韓國國民年金緣起與發展

因二戰後經濟混亂，所以韓國先以發展經濟為重點，其次才是社會保障建設，所以國民年金和各項職業年金是在韓國經濟增速快速發展期間（20世紀六八十年代）才逐步設立：從1960年開始實施公務員年金保險，1963年開辦軍人年金保險，1973年開辦私立學校教師年金保險，到1988年實行國民年金制度，其社會保險體系初步建成。

國民年金最初僅強制10人及以上的企業之員工投保，隨後逐年擴大，1992強制5人以上企業之員工、1995年強制農民和漁民參加，最後到1999年國民年金的覆蓋範圍擴大到18-60歲的全體勞工（盧安琪，2019）。與日本厚生年金不同的是，國民年金財務上是採用部份提存制，截至2000年底，有1621萬人投保國家養老保險，儲備基金規模達到60億韓元（姜向群，2003）。但由於國民年金推出時間太晚，而且繳費年資需超過十年才能領取年金，截至2012年43%的供款者中僅有29%的老年人口符合請領資格（Tae YoungPak，2020），由此韓國的老年貧困率是OECD國家中最高的。

爲了緩解老年高度貧困的問題，韓國政府在2007年年改中建立非繳費的社會救助—基本養老金（Basic old-age pension ,BOAP），有國家稅收為財源，以補助在特定門檻⁵⁶以下的貧困老人每月最低保證收入（陳靜雯，2015）。

⁵⁶ 2008年補助70歲以上且收入低於60百分位數，到2009年1月降低條件為65歲以上且收入低於70百分位數

韓國國民年金的充足性低也會造成老年貧困，據 OECD 計算，個人薪資為平均薪資一半的韓國勞工，其所得替代率為 58.5%，較低於 OECD 國家平均為 64.9%，但若個人薪資為平均薪資的韓國勞工僅有 39.3%，遠低於 OECD 平均值 52.9% (OECD, 2018)。顯然，在保障低收入老人的晚年經濟安全的同時也需要改進韓國國民年金的充足性。

綜上，鑒於高老年貧困率，韓國的公共年金體系包括繳費式的社會保險和非繳費式的社會救助。共有四項社會保險，包含國民年金和軍公教年金，這與臺灣架構一致。除了社會保險以外，還有非繳費的社會救助部份，針對貧困老人、身心障礙者等弱勢群體為對象，提供部份基本生活支出的補助，架構如表 10 所示：

表 10 韓國社會保險與社會救助架構圖

社會保險	國民年金（截至 2020 年底：2200 萬人）	公務員、軍人、私校教師年金保險
	1. 強制參加：受雇者、雇主、自營業者、漁民和農民 2. 自願參加：沒有收入的配偶、其他公共年金受益者 3. 60 歲以上符合繼續加保者	軍公教
社會救助	基礎年金 65 歲以上且收入低於 70 百分位數的國民	

本研究自行整理。上網時間：2021 年 06 月 10 日。檢自：

<https://ws.exam.gov.tw/Download.ashx?u=LzAwMS9VcGxvYWQvMS9yZWxmaWxlLzEyMDgyLzI4NDg1LzA5ZDRjNjFmLTl4ZDYtNGYwZi05ZGEwLWUyMjg1NDE0NGQ4OC5wZGY%3D&n=NDUyMDE2MjExNDMucGRm>

（二）保費調整與計算

從國民年金 1988 年開辦到 1992 年，對除了軍公教以外 18 到 60 歲的雇主和受雇者徵收的費率是 3%，由於人口老化速度過快，從 1993 到 1997 年提高費率為 6%，接著在 1998 年到現在都是 9%。為了保障更多老人的退休經濟安全，所以韓國在 1999 年將都市地區自雇者也納入覆蓋範圍，並設定到 2000 年 6 月費率為 3%，2000 年 7 月到 2005.6 月費率介於 4%-9%，此後固定在 9%，並一直延續到現在。

韓國從 2011 年到 2020 年期間，65 歲以上的人口年均增長率達到 4.4%，是 OECD 國家的平均值 2.6% 的 1.7 倍數，使養老支出的負擔加重，而低出生率會讓保費收入減少，預計到 2057 年可能會耗盡國民年金累積餘額約 5787 億美元。因此，為了縮小收支的差距，國民年金從 2010 年起，每 5 年調整一次費率，在 2018 年韓國政府提交四項議案，最後還是維持現行費率 9%，但將年資 40 年條件下的收入所得替代率降低到 2028 年 40%。

但近年受經濟增長長期放緩的影響，韓國很多年輕家庭推遲或不生育，在 2020 年韓國人口減少 3.3 萬人，首次進入人口死亡交叉⁵⁷（Dead Cross），為了國民年金的財務可持續，韓國經濟社會勞動委員會提交了將 2021 年提高國民年金費率到 10% 的提案。

現行國民年金保費等於基準月所得額乘上 9% 費率，若是強制參加的對象，保費由雇主和雇員各負擔一半，而自願加保對象全部自費，但滿足一定條件的農、漁業者的部份保費可由政府負擔。

⁵⁷ 死亡人口大於出生人口的現象

（三）給付調整與請領機制

最初國民年金設定的所得替代率為70%，這種高保障水準的平衡費率應為22%-24%，顯然國民年金費率過低，所以韓國從1988年開始就逐年調降給付，預計於2028年降到40%。

國民年金給付包括老年年金、身心障礙年金、遺囑年金，其中老年年金⁵⁸需要年滿60歲且投保年資滿10年可提領，但也可提早或延後請領，但最多5年，每提早一年，給付金額會減6%，而每延後一年，給付會增加7.2%。其次，社會保險間給付還有通算規定，例如國民年金投保年資不滿10年且其他公共年金投保年資不足20年時，滿足一定條件⁵⁹即可併計兩者年資。但在給付金額上，需擇優一個全額給付的年金，另一個年金只部份給付⁶⁰。若仍未符合老年年金請領條件，可以領取一次金給付⁶¹。

韓國採用物價自動調整平衡機制，來減輕年輕一輩在人口老化下保費的負擔，在國民年金法明定政府負擔最後支付責任的義務。

另外，為了鼓勵生育，育嬰期可以免繳款，非第一胎的父母可領取育兒補助金（Childcare Credit），給付期根據嬰兒數量定，最長可達50個月。

⁵⁸ 老年年金=(1)基本年金額+(2)撫養家庭年金額；【(1) = $K * (A+B) * (1+0.05N) / 12$ ，A為物價調整後提領前三年之所有被保險人平均薪資，B為經物價調整後被保險人的平均薪資，N為被保險人超過20年的投保年資，在2018-2028年期間K=1.5，在2028年以後調整為1.2。(2)為被保險人或受益人，其撫養的家屬一定的金額，例如配偶、未滿19歲或有身心障礙的子女、60歲以上或身心障礙的父母等。】

⁵⁹ (1) 具有參加其他公共年金和國民年金的加保記錄 (2) 無領取其他公共年金和國民年金的記錄 (3) 其他公共年金和國民年金的加保年資合計滿20年

⁶⁰ 例如，投保國民年金年資15年、5年其他公共年金，選擇後者全額給付，其老年年金給付=國民年金基本年金額* (15/20) +其他公共年金額

⁶¹ 一次金給付=已繳納保費+利息收入（按三年定存利率計算）

(四) 國民年金應對財務危機的政策與成效

在 1986 年發佈的 KDI 報告中，預計國民年金將在 2033 年達到峰值，而到 2049 年耗盡。為瞭解決這一財務可持續性問題，1998 年修訂國民年金法，將替代率從 70% 逐年降低到 60%、並將一般勞工的費率從 3% 逐年調升到 9%。根據 2008 年精算報告推估，基金在 2043 年達到峰值，2060 年完全耗盡，可見，破產的年份被延後了近 21 年，改革是有效的，在 2007 年又修訂法案，從 2008 年到 2028 年期間，每年下降 0.5%，將所得替代率從 60% 降低到 40%，費率每 5 年評估一次，但截至目前一直維持在 9%。據第四次精算報告顯示，基金將於 2057 年破產，與 2008 年相比，反而提前了 3 年，可見僅降低給付而未調升費率是無法改善基金財務問題的。

(五) 近年來的年改經驗

1. **降低國民年金給付、同時提高社會救助中的基礎年金：**為了應對國民年金基金因人口快速老化和低出生率而出現財務危機，韓國政府自 1988 年起逐步調降 40 年工作年資勞工的所得替代率，從 70% 直到 2028 年的 40%（盧安琪，2019）。
2. **提高最高投保薪資上限：**自 2019 年 7 月起，國民年金的最高月投保薪資將提高到 486 萬韓元，每月國民年金繳款總額上限提高為 437.4 千韓元⁶²
3. **漸進方式延後退休：**自 2016 年起開始將退休年齡延後為 60 歲，之後每滿五年，則增加 1 歲，直到 2033 年調至 65 歲為止。延後退休年齡的規定先對員工數量超過 300 人的大型企業和公共部門適用，從 2017 年開始再適用於中小型企業及地方、中央政

⁶² PEARSON & PARTNERS,2020,<Social insurance schemes in Korea>,檢索日期：2021/06/02 取自

<https://pearsonkorea.com/insights/Social-insurance-schemes-in-Korea/>

府的僱員。(吳惠林、杜英儀、彭素玲、王怡修, 2014;郭振昌,2015 ; Ministry of Employment and Labor, 2015 ; Moon H. , 2009)

4. **擴大弱勢群體的覆蓋面:**(1)為瞭解決因為職業差異而導致退休福利不公平的現象,韓國降低建築業的臨時工的加入門檻,從每月工作至少 20 天減少到 8 天即可,這與正式工參加條件一樣,與 2018 年相比,2019 年新增 21 萬臨時工加入國民年金。(2)政府還為無國民年金保障的特別行業員工提供 50%的保費補助,例如保險代理人 and 球僮等。(3)加強網路宣傳,尤其是能區分不同年齡層偏好的社交軟體,並為各年齡層量身制定宣傳內容,以此普及國民年金相關知識,例如通過課本、教育場所,或是讓學生免費體驗退休服務遊戲系統;通過 SNS 頻道和網路向年輕人宣傳退休金的重要性;而用電視、民眾忠誠度高的媒體向中老年人宣傳退休金計劃和如何增加退休金等。在 2018 年,共增加 331 萬名社會弱勢群體加入國民年金 (National Pension Service,2019)。
5. **照顧弱勢群體:**由於韓國的自營業者比率高達 31.3%,受疫情影響更是增加其收繳不穩定的風險,為了穩定保費收入,國民年金為小型企業的低收入員工、農民和漁民提供了保費補助,另外也為在找工作中且願意繼續繳納保費的人提供 75%的保費優惠 (Unemployment Credit) 或為育嬰停職的父母、曾經失業等無收入者提供延期支付保費⁶³(Post-Payment)的幫助,以保障其養老金不受失業的影響(National Pension Service,2019)。
6. **鼓勵中高齡者再就業:**據韓國統計廳統計,有 69.6%的韓國老人由本人和配偶共同分擔生活費,其中最高的是勞動收入和工資佔比 58.1%,其次是年金和退休金佔比 26.2% (統計廳, 2019)。顯然,高齡者退休後的生活來源是以工作收入為主,高齡

⁶³ 允許無工作收入的國民年金的參加者,延後其繳費期,以免影響其養老金。

者再就業政策深受重視（申育誠，2020），截至 2019 年，韓國 65 歲高齡者就業率 34%，遠高於臺灣 8.3%（臺灣勞動部，2019），這主要歸因於韓國退休金所得替代率過低所致（Jinpil Um, Asghar Zaidi, Sung-Jae Choi, 2019）。韓國促進高齡者再就業的辦法有兩個面向：（1）為消除中高齡者職場歧視提供法援依據，例如「禁止就業年齡歧視與租金中高年齡就業法」禁止雇主在薪資福利、教育訓練等年齡歧視。（2）由於薪資與年資成正比，而且 2016 年開始實行延後退休制度，預計 2016-2020 期間可能增加 115 兆韓元企業用工成本，同時這可能惡化年輕人就業困難的現狀⁶⁴。由此韓國政府為兼顧減少中高齡者雇用成本與保障青年就業機會，鼓勵企業採用薪資遞減制度⁶⁵（Peak Wage System），並同時提供中高年者的前後收入差額補貼，以此來保障中高齡工作者的收入⁶⁶。

（六）未來改革方向

1. 擴大對低收入者的覆蓋率：例如加強收入的稽核，轉變家庭為單位的年金轉變為每個收入者都有一份年金等
2. 上調費率：韓國經濟社會勞動委員會提交 2021 年調升國民年金費率到 10% 的提議，而且在之前的 2019 年也有提議相似的改革建議。

二、 國民年金基金

（一）國民年金基金緣起與發展

⁶⁴ 經濟部產業人才發展資訊網，2016，〈韓國薪資遞減制：推動漸進式退休，並促進青年就業〉，檢索日期：2021/06/12 取自 <https://www.italent.org.tw/ePaperD/7/ePaper20180900017>

⁶⁵ 薪資遞減制就是在勞工退休前逐年降低其薪資、工時等方式，來減少僱用成本，促進中高齡再就業

⁶⁶ 國家發展委員會，2016，〈日、韓提升中高齡勞動參與之策略〉，檢索日期：2021/06/12 取自 https://www.ndc.gov.tw/nc_27_26636

1988年，獨立法人國民年金管理公團依法受託於保健福利部，執行保費的徵繳、給付、基金投資等工作，目的是儲備足夠的資金以支付國民年金各項給付。雖然1990年代有許多基金管理私營公司出現，但國民年金主要由國營養老公司管理，隨著1999年國民年金覆蓋面擴大到全體勞工，資產規模達到0.5兆，但當時僅有6個團隊和40名員工，有限的人力是無法管理這麼多資產。所以從2000年開始，設立養老基金管理中心，形成基金管理的體系，於2002年試行委外國內股票投資。為了確保長期報酬的穩定性，在2001年成立基金管理部門核風險管理委員會。

但在基金管理體系設立初期，被理解為是一種調動資金的工具，強制規定國民年金當期餘額存入公共資金管理基金（Public Capital Management Fund, PCMF）中，大部份存入政府特別投資與融資帳戶中，由政府貸款給農漁業、中小企業等；較小部份用於購買國債。所以資產配置只有很小的部份投資於金融業，例如1998年，國民年金借款給公共部門的份額高達71.5%，而投資於私營金融機構只24.7%。但是，國民年金獲得的借款利息卻低於投資金融資產的收益，例如在1994年，金融部門的投資收益為13.95%，而公共部門存款利息收益只賺10.25%，相當於每年損失140億韓元，而且國民年金還將承擔政府濫用養老金導致的大量違約風險。

為瞭解決上述問題，1998年改革計劃停止貸款給公共部門，所以到2002年公共貸款僅占33.2%，到2006年降為零，而將更多的資金投資於金融市場，目前佔比約99.9%。而且為分散風險，國民年金還逐年開放國內另類投資、海外投資等，截至2003年，其資產規模達到100兆，與1999年僅配置國內債券投資時相比，成長了約200倍（Yeon Myung Kim and Kyo seong Kim, 2005；Woochan Kim and Fiona Stewart, 2011）。

自2004年開始國民年金公團開始依據資產類別整改組織架構，並成立海外投資、另類投資、責任投資等團隊、海外辦事所，並外包國內外固定投資與、另類投資，但不

同於日本禁止 GPIF 內部股權投資，韓國在 2009 年成為聯合國股票交易市場的投資人，允許內部海外股票投資。此外，為了加強內部控制，還聘請不受國民年金投資管理部管理的合規人員進行風險控管，截至 2020 年，基金資產規模已達到 800 兆⁶⁷，而且 99.9% 資產都投資在金融業，極少部份投資於福利部份。

（二）財務可持續性

國民基金的財務面上採用部份準備制度（關中等，2014），從表 11 國民年金基金損益表來看，隨著非正式員工覆蓋範圍的擴大，保費收入逐年增長，投資收益除了在 2017-2019 年間因為貿易戰、疫情衝擊使其增速放緩。但近年來隨著主要經濟體推出大規模財政刺激方案和貨幣寬鬆政策下，無獨有偶，疫情帶動了居家辦公的發展，有利於韓國電子產品的出口，韓國的 2020 年下半年經濟反彈，國民年金產生了 9.7% 的投資回報，尤其在低利率的環境下，讓固定收益的價值上升獲得豐厚的回報，國外投資績效表現不如前一年，這是由美元-韓元匯率降低 6% 所造成的損失導致的。但總體來看，基金的累積餘額一直持續增加，現行財務狀況良好。

但隨 65 歲以上老年人口的增加，2016-2020 年期間養老金的支出越來約高，而且在 2020 年韓國人口減少 3.3 萬人，首次進入人口死亡交叉（DeadCross），據精算報告推估國民年金將在 2057 年破產，顯然其未來的財務可持續狀況不容樂觀。此外，不同於日本國庫需負擔 1/2 的基本年金給付，韓國政府負擔比率極低，占給付的 1% 都不到。

⁶⁷ NPS,2021 , <History>,檢索日期：2021/06/12 取自 https://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/ifm_e/ifm_e_02.jsp

表 11 國民年金基金損益表

單位：十億韓元

	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1	累積
收入	52513	57936	59762	64197	69387	25462	909600
保費	39036	41785	44374	47800	51217	13272	640905
投資收益	13466	16142	15378	16382	18163	12187	267968
財政補助	11	9	10	15	6	2	705
支出	17653	19707	21396	23433	26359	7204	242005
給付	17068	19084	20753	22764	25654	7015	232433
營運費用	577	615	635	660	697	188	9308
公共事業營運費用	8	8	8	8	8	1	59
損益	34860	38229	38366	40764	43027	18258	667594
累積餘額	488950	527179	565544	606309	649336	667594	667594

本研究自行整理。上網時間：2021年06月12日。檢自：

https://fund.nps.or.kr/isppage/fund/mcs_e/mcs_e_02_01.jsp。

(三) 基金管理和投資特色

1. **多元資產配置**：為追求基金的長期績效穩定的前提下，最大化投資回報以減少下一代的保費壓力，國民年金將 99.9% 的資金投資於金融資產，逐年開放國內另類投資、海外投資等以分散風險。而且股票的比重高於固定收益，例如 2021 年股債比近似為 9：8，在 2020-2025 年中期計劃中，股債比將調整為 50%：35%。另外，國民年金早在 2002 年就開放另類投資，而且逐年增加比重。從 2009 年的 4.5% 增加到 2021 年 10.8% 配置。
2. **資產配置需要遵循兩個計劃**：包括中期投資計劃和年度投資計劃，中期投資計劃是用精算假設和模型預測收益、資產負債等制定未來五年計劃，包括資產配置比例與

風險水準。年度計劃會依據中期投資計劃、國內外投資條件靈活調整投資組合。以表 12 為例：

表 12 2021 年國民年金資產配置

中期投資計劃	固定收益	股票	另類資產
(2020-2025)	35%	50%	15%
年度投資計劃 (2021)	國內：37.9% 國外：7%	國內：16.8% 國外：25.1%	13.2%
實際投資組合 (2021)	國內：38.1% 國外：5.6%	國內：20.5% 國外：24.6%	10.8%

本研究自行整理。上網時間：2021 年 06 月 12 日。檢自：

https://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/mpc_e/mpc_e_03.jsp。

3. 以資產類別建立組織架構，以內部投資為主：鑒於基金規模龐大，自 2004 年開始國民年金公團開始依據資產類別整改組織架構，並成立海外投資、另類投資、責任投資等團隊、海外辦事所，並外包國內外固定投資與另類投資，委外佔比約 35% 左右。
4. 保持資金流動性，以確保支付國民年金的給付，並提前做好資金週轉的準備以儘可能降低其對國民經濟和金融市場的影響
5. 投資過程考慮 ESG：為提高長期報酬的可持續性，投資過程考慮 ESG 因素
6. 遵守盡職治理責任 (Fiduciary Duty)

(四) 投資績效

從圖 15 中表明，國民年金基金在大部份年限都是正報酬，僅在 2008 年金融危機和 2018 年出現負報酬。後者的跌幅最大，是由 2018Q4 的股價下跌導致的損失(OECD,2018)。

2018年國民年金投資組合中的國內股票收益為-16.77%，海外股票-6.19%(NPS, 2019)，但是受惠於年化報酬高達11.8%的另類投資，和回報率4%以上的國內外固定收益⁶⁸，兩者沖銷了大部份股票下跌的損失，所以整個投資組合2018的投資報酬率為-0.92%。

在2019年，新冠疫情導致全球的股市崩盤近-20%的影響下，2020Q1韓國投資收益為-6%，與其他主要國家的養老基金相比表現較穩定⁶⁹。這受惠於ESG的投資策略對股票下行的保護，以及主要經濟體實施的大規模財政刺激方案、貨幣寬鬆政策、低利率環境等，讓股票和固定收益的收益復甦。

再加上，疫情讓居家辦公或學習的人數增加，帶動了韓國電子產品的出口經濟，都讓2019-2020年期間，韓國經濟開始反彈，截至2020年5月，就已經恢復2020Q1的大部份投資損失。而且，NPS在疫情期間利用視頻通訊等非接觸技術(Contactless Technology)，加強與全球領先的養老基金合作來擴大投資規模與機會，使其保持海外另類投資11.4%的配置，其中有28%都投資在海外基礎設施上，在2015到2019年，海外基礎設施投資的加權平均報酬率約11%，近乎國內兩倍⁷⁰。最終，實現2019年11.31%和2020年9.7%的高收益。

⁶⁸ Asian Investor, 2019, < Why NPS's performance is an "advert" for alternatives >, 檢索時間：2019/06/13, 取自 <https://www.asianinvestor.net/article/why-npss-performance-is-an-advert-for-alternatives/450573>

⁶⁹ Ministry of Health and Welfare, 2020, < NPS Sets to Recover from Q1 Loss Due to Covid-19 >, 檢索時間：2019/06/13, 取自 http://www.mohw.go.kr/eng/nw/nw0101vw.jsp?PAR_MENU_ID=1007&MENU_ID=100701&page=1&CONT_SEQ=354795

⁷⁰ Infrastructure Investor, 2020, < S Korea's NPS posts record returns as infra portfolio grows significantly >, 檢索時間：2019/06/13, 取自 <https://www.infrastructureinvestor.com/s-koreas-nps-posts-record-returns-as-infra-portfolio-grows-significantly/>

2020 年國外投資表現不如前年，主要是受美元-韓元匯率為-6%造成的損失，但 NPS 仍然沒有減少海外投資的配比。但從長期來看，基金 1988 至今的平均年化收益率為 6.03%，目前資金規模已經超過 800 兆，位列全球退休基金第三。

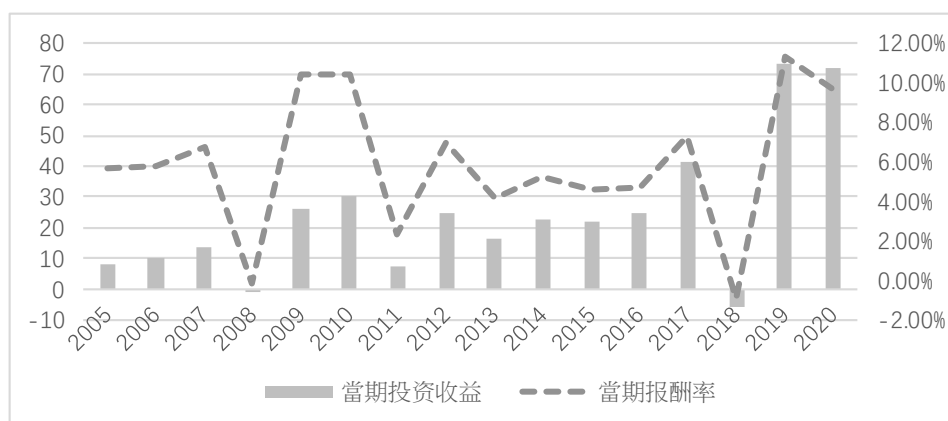


圖 15 國民年金基金投資績效

本研究自行整理。資料來源：NPS2005-2019 年報。(2020) 上網時間：2021 年 06 月 13 日。

韓國國民年金近年來逐漸調升股票和另類資產的比重，而減少債券的配置。例如由圖 16 所示，股票占投資組合的比重從 2009 年 17.8% 增加到 2011-2018 年期間的 50%-60%，因為 2018 年股價大跌和近期疫情影響，股票市場的不確定性較高，為了確保長期報酬的穩定性，在 2019-2021 年間減少股票配置，但仍然保持在 40%-46% 範圍內，海外股票佔比稍高於國內股票，例如 2021 年，海外股票占 24.65%，國內則是 20.51%。

鑒於另類資產的年均報酬高達 11%，而且很績效表現很穩定，所以投資比率一直在增加，從 2009 年 4.5% 成長到 2021 年 10.17%，規劃於 2025 年再調升到 15%。債券在 2009 年的佔比高達 77.5%，大部份集中在國內債券，對國外債券投資不高，2021 年僅為 5.62%，這跟日本 GPIF 提高國外債券的比重有所不同。



圖 16 國民年金基金資產配置

本研究自行整理。資料來源：NPS2018 年報 ,NPS<portfolio Overview>(2020) 上網時間：2021 年 06 月 13 日。檢

自：https://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/mcs_e/mcs_e_01.jsp。

(五) 基金管理近年改革經驗

由於，韓國的老化速度太快，讓基金的可持續性面臨挑戰，據第四次精算結果顯示，基金將於 2057 年破產，較 2008 年結果還提前了 3 年。為此，國民年金近年來致力於在風險承受範圍之內提高長期報酬，具體基金管理經驗如下：(NPSIM,2020)

1. 組織架構隨市場趨勢而靈活調整

鑒於基金規模龐大，自 2004 年開始國民年金公團開始依據資產類別重組組織架構，而且為了落實社會價值，在 2018 年新建社會價值發展部，截至 2019 年底 NPS 共有 7264 名雇員。

為靈活應對國內外環境，負責投資運作的 NPSIM 在 2019 年進行重組，具體包括：

(1) 新增三個高級管理職位以減輕 CIO 管理負擔，而能更專注於投資領域；(2) 將另類投資團隊依據亞洲、北美、歐洲大陸再細分；(3) 為了吸引人才，NPSIM 在 2019 年拓寬招聘管道、每年招聘頻率由 2 次增加到 3 次、執行人才發展計劃，這些改革讓 NPSIM 的員工總數增加 78%，截至 2019 年底達到 378 人，人均資產規模從 2014 年 2.2 萬億韓元降低至 1.9 萬億韓元 (4) 由於全球另類投資的增長，競爭白熱化會拉高其價值，降低

預期回報，所以 NPSIM 新成立另類投資小組委員會，這是由該領域的專家組成，以減少投資決策時間，而且還允許海外事務所獨立進行交易採購與審查，還可直接投資。

2. 政府制定長期投資計劃，以鼓勵韓國國民年金承擔更多風險、實現回報最大化

根據國民年金法，國民年金公團的資產配置，需要遵循保健和福利部制定的基金管理指南中的中期投資計劃和年度投資計劃，中期資產配置是作為未來 5 年的參考，根據未來 5 年內的財政、金融市場前景和預期利率等設立的，包括各資產目標配置比率、目標收益率和風險承受水準等。年度資產配置計劃是基於國內外投資狀況和當期投資組合表現，以中期資產配置為目標逐年調整配置。

鑒於第四次精算報告估計，從 2030 年開始，國民年金的給付將超過保費收入，為了鼓勵韓國國民年金承擔更多的風險，以實現回報的最大化，NPS 正在討論再建立至少為期 10 年的更長期投資計劃，而且傾向調高未來風險資產的比例，其以海外股票和另類資產為主，例如在 2020-2025 年的中期計劃中將這兩者的配置分別擴大到 35% 和 15%⁷¹。

3. 多元化投資組合併增加海外股票和另類資產配置

由於債券收益不高，為了提高長期報酬，韓國國民年金近年來逐漸調升股票和另類資產的比重，而減少債券的配置。即使在 2018 年股價暴跌近-20% 後，仍然維持股債比近似 45：44，過去股票配置最高達 68.6%。此外，國民年金早在 2002 就開放國內另類投資，從長期投資表現來看，另類資產的年均報酬高達 11%，且績效穩定。所以 NPS 近年來很重視另類投資配置，規劃於 2025 年調升到 15%。從長期績效上來看，截至 2020

⁷¹ The Korea Economic Daily,2021,<NPS to take longer-term approach to asset allocation> 檢索時間:2021/06/15,取自 <https://www.kedglobal.com/newsView/ked202105260002?lang>

年底，基金規模達到 833.7 兆韓元，世界排名第三，其平均每年投資收益為 6.27%，累積收益高達 440 兆韓元⁷²。

多元化資產組合不僅提高了長期報酬，還能有效分散風險，例如在 2018 年國民年金投資組合中的國內股票收益為-16.77%，海外股票-6.19%（NPS，2019），但是受惠於年化報酬高達 11.8%的另類投資，和回報率 4%以上的國內外固定收益，兩者沖銷了大部份股票下跌的損失，所以整個投資組合 2018 的投資報酬率為-0.92。

4. 重視影響投資長期收益的非財務因素：ESG 投資和盡職治理原則

為提高市場信任度、以及最大限度降低風險來提高長期報酬，韓國在 2015 年 1 月修訂國民年金法，規定投資決策過程中加入 ESG 因素，於 2016 年 4 月基金管理指南中新增了實施細則，之後 2018 年 7 月將 ESG 投資和盡職治理原則都作為基金管理準則。

（1）責任投資（Responsibility Investment）

除了法律規定外，NPS 在 2015 年 12 月建立了國內股票 ESG 評估標準之後，利用 IT 技術建立 ESG 綜合資訊系統，並在 2018-2019 年期間成立 ESG 投資團隊和公司治理團隊。

在執行進展上，2018 年以前 NPS 已投資 5.2 萬億韓元於外部管理的國內 RI 基金中，2018 年將 ESG 投資原則應用在內部主動管理的國內股票中，截至 2019 年內部管理的責任投資的資產規模達到 27 萬億韓元，占內部管理之國內股票的 38%。同年外部管理的 RI 資產規模達到 5.2 萬億韓元，占外部管理國內股票的 9%。

⁷²Ministry of Health and Welfare, 2021, <NPF posted KRW 440tn in cumulative return until 2020> 檢索時間: 2021/06/04, 取自

https://www.mohw.go.kr/eng/nw/nw0101vw.jsp?PAR_MENU_ID=1007&MENU_ID=100701&page=1&CONT_SEQ=363795

用 ESG 指標將 891 家國內註冊公司分為 AA-D 六級結果顯示，2019 年有 8.4% 的公司為 AA 級別，13% 的公司 A 級別，超過 6 成的公司都集中在 BB-C（中低）級別中。隨著韓國對責任投資的重視，相信會有更多企業進入 A、AA 級別。

（2）盡職治理原則

盡職治理原則要求 NPS 應為保障被保險人或受益人的最大利益，應在被投資公司的股東大會上行使投票權，並在股東大會結束後 14 日內詳細披露反對理由和改善建議。在 2019 年 12 月，NPS 還制定主動盡職治理指南，通過參與被投資公司的股東大會等活動，來引導公司改進以提高公司價值。

此外 FMC（National Pension Fund Management Committee）還制定了將部份投票權委託給外部經理人的指南（於 2020 年 3 月生效），並建立用於選擇和評估外部經理人的加權評分制度。

在執行進展上，由圖 17 所示，在 2019 年度被投資公司的股東大會上，NPS 表決結果顯示，81% 同意，19% 反對，0.2% 中立或缺席，行使反對權後揭露的理由中，有 40% 不滿意董事候選人，有 39% 是因為董事薪酬上限不合理，有 15% 是因為公司章程缺陷。

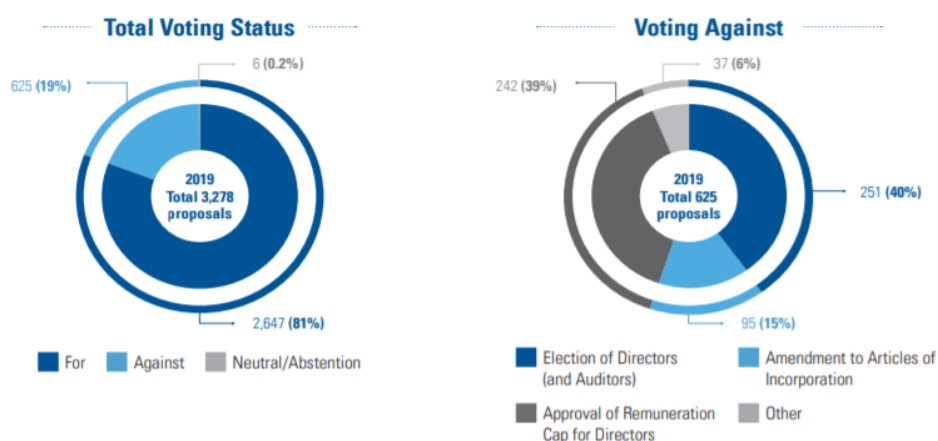


圖 17 NPS 投票權行使狀況

資料來源：NPSIM 2019 年報 ,NPSIM <Exercise of Shareholder Rights> (2020) 上網時間：2021 年 06 月 15 日。檢

自：https://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/prs_e/prs_e_04.jsp。

5. 停止外匯對衝政策

爲了降低投資組合的波動性，放置出現大規模的匯兌損失，國民年金法要求 NPSIM 提出風險管理和外匯風險投資的指導方針，例如制定外匯對衝政策 (FX hedging policy)。在 2019 年，NPS 停止購買對衝海外資產外匯風險的另類投資，因為承擔外匯風險能帶來額外的收益，外匯對衝成本會減少國民年金的海外投資回報⁷³。

6. 風險管理

NPSIM 需要根據中期投資計劃和年度投資計劃設定的整個投資組合和每項資產的風險承受水準進行資產配置。在 NPSIM 內部架構中有設立專門從事風險管理的部門和風險管理委員會進行內部控制。

7. 監理

NPS 受內部審計團隊和外部獨立審計師的監督。此外，為獲得公眾信任並改進基金管理運作，國民年金研究所 (National Pension Research Institution) 和特別委員會下的獨立評估代理人要編寫基金管理績效評估報告，並提交給國民年金基金績效評估委員會 (National Pension Fund Practice Evaluation Committee ,PEC) 審查，最後上報給國民年金基金管理委員會 (National Pension Fund Management Committee ,FMC)。

⁷³ Ministry of Health and Welfare, 2021, <NPF posted KRW 440tn in cumulative return until 2020 >, 檢 索 時 間：2019/06/15, 取 自 <https://www.kedglobal.com/newsView/ked202005210001>

第四章 日、韓、大陸與臺灣退休金制度和基金管理之比較分析

第一節、 制度面比較分析

(一) 日本和大陸對非典型員工擴面制度之比較

由表 13 所示，為提高覆蓋面，日本與大陸將公教人員、企業職工的公共年金進行合併，並逐步調整至統一費率，因此兩者覆蓋面的年增率較高。但日本對非典型職工的擴面措施上更嚴格，將受雇於 500 人以上的企業短時間勞動者納入強制對象，其他可依據勞資協議自願參加，未來還將進一步降低強制參加的門檻，而大陸則是允許非典型職工自願參加。且日本非典型職工的厚生年金保費是由其和雇主各負擔一半，為 9.15%，而大陸是由個人負擔 20%，顯然負擔過重。雖然有提供保費補貼與貸款，但請領資格過高，實際效益有限，因此大陸一直存在非典型職工擴面難的問題。此外，由於韓國的老年貧困率是最高的，所以國民年金為弱勢群體，例如臨時建築工人、小型企業低收入者、農漁民等提供保費補助等優惠，以擴大制度覆蓋面，而且韓國還利用各年齡層偏好的社群媒體宣傳。

(二) 大陸、臺灣與日本公共養老保險費徵收政策之比較

臺灣勞保和韓國國民年金費率都偏低，而大陸最高，其企業費率高達 16%，而另三項制度下企業費率不足 10%，因此徵收不足的問題更為嚴重。所以，大陸將社保保費改由稅務部份徵收，並劃轉國有股來充實社保基金，以贏得養老保險費率下調的空間。有學者以精算模型推測，兩項措施可以讓 2020-2030 年期間，養老保險保費再下調 3.81%-4.46%，從而減輕企業繳費負擔（李殊琦，李曉琳，2020）。無獨有偶，臺灣勞保也存在

徵收不足的問題，由表 13 所示，與另三項制度相比，勞保投保薪資採計期間僅限於加保期間的最高 60 個月，所以存在高薪低報的問題，而以終生薪資計算則可避免這個問題。與眾不同的是日本厚生年金，其 2018 年保費收繳率高達 99.1%，因為日本是按照員工人數來決定調查方式與核查機構。而且，徵繳作業更及時且嚴格，在期初就通過電話督促或現場徵繳指導申報不實者和拖欠保費者，以防止欠費的長期累積。而且，對拖欠時間長的企業，可進行強制徵收，否則將凍結資產。

（三）韓、日、大陸與臺灣延後請領政策之激勵作用的比較

由表 14 所示，除了大陸的退休年齡未調整外，其他制度的請領年齡都將逐年提高到 65 歲，而且大陸不允許提前或延期請領老年年金，也未建立各退休金制度間的通算機制，因此制度不夠靈活。相反，雖然韓國和臺灣投保年資比大陸和日本多 5 年，但公共年金制度間的投保年資可以併計，甚至日本企業年金和公共年金間都有通算機制，能避免以為工作變換或退保而進入不同制度後，原先累積的年資、退休金亦可以隨之移轉，從而保障其退休金充足性。此外，為了鼓勵被保險人延長繳費期，所以韓日設定延後請領老年年金的增幅會較高於提前領的減幅，但臺灣勞保調整幅度都是 4%，所以激勵效果較差。由於韓國和日本高齡就業者的情況很普遍，日本還設立老年年金給付上限，以控制所得替代率，但近年來為了為了鼓勵高齡者再就業，未來將提高給付上限。

（四）韓、日、大陸與臺灣社會保險養老基金財務狀況之比較

從財務狀況來看，只有日本厚生年金的財務是可持續的。鑒於日本非常重視基金的財務安全，自 2014 年開始將提存比率低於 1 的厚生年金基金直接解散，而財務健全的可轉移到企業年金的新制度中。為減輕財務負擔，日本還明定解散的厚生年金償付義務不能由公稅負擔，只能由 GPIF 和厚生基金的最低責任準備金償付。在各種情境分析下，

GPIF 累積餘額能保障未來至少 100 年公共年金給付，至今已成功解散了 97% 積立不足的厚生年金基金。而其他三項制度都與企業年金間無通算機制，尤其韓國和臺灣亦未設立儲備基金，財源主要依賴保費收入和投資收益，預計分別將於 2057 和 2026 年破產。無獨有偶，大陸雖設立社保基金作為戰略儲備基金，但基金規模僅有 GPIF 的 30%，而城鎮職工基本養老保險由於統籌層次過低，據精算估計基金餘額將於 2035 年耗盡，屆時社保基金將需用於解決歷史債務和個人帳戶「空帳」問題，難以保障養老金長期足額給付。



表 13 公共年金制度比較

	日本厚生年金	韓國國民年金	大陸城鎮職工基本養老保險	臺灣勞工保險
覆蓋面 2019年	第1號被保險人：5人以上私企雇員 第2號被保險人：共濟年金中的公務員和私教老師、外國居民、短時間勞動者	1.強制參加：受雇者、雇主、自營業者、漁民和農民 2.自願參加：沒有收入的配偶、其他公共年金受益者 3.60歲以上符合繼續加保者	1.強制參加：企業職工、機關事業單位工作人員；農民工、漁民； 2.自願參加：非典型職工（個體工商戶、靈活就業者）、新業態工作者（互聯網、快遞）等	1.強制對象：5人以上公司；無公保的政府及學校；受雇漁業生產者、在政府登記有案之職訓機構接受訓練者、無雇主或自營之職業公會會員或漁會 2.自願對象：4人以下公司、僱主、參加海員總公會或船長公會之外僱船員、服兵役或派遣出國考察或提供服務、因傷病請假致留職停薪或申育嬰留職停薪、65歲繼續工作、因案停職或羈押但未判決
	4488萬人參加 年增率：1.36%	2222萬人參加 年增率：0.94%	43488萬人參加 年增率：3.79%	1047萬人參加 年增率 0.93%
費率	雇主/事業單位：9.15% 雇員/公務員：9.15%	雇主：4.5% 雇員：4.5% 自營業者：9%	雇主/事業單位：16% 雇員/公教：8% 非典型就業者：20%	雇主：70%*費率 雇員：20%*費率 政府：10%*費率（費率=普通事故保險費率 10.5%+就業保險費率 1%+職業災害保險費率）
保費減免或補貼適用對象	產前產後休假期或育兒休假期間的被保險人免繳保費，且不影響投保年資的累積和全額基本年金的提領	(1) 小型企業低收入員工、農漁民提供保費補助，找工作中且繼續繳納保費的人，提供 75% 保費優惠 (3) 育嬰停職父母、曾經失業等無收入者可延期繳費；育嬰期可免保費；非首胎父母可領育兒補助金（給付期限根據嬰兒數定，最長可領 50 個月）	(1) 為就業困難者提供靈活就業人員設社保補貼，例如助貸貸款、4050 社保補貼等 (2) 2020 2 月起實行階段性減免企業社保費用	(1) 有提供給身心障礙者勞保保費的補貼，即給極重度、重度身心障礙者全額補助，中度身心障礙者補助 50%，輕度則補助 25% (2) 被保險人發生保險事故，於其請領傷病給付或住院醫療給付未能領取薪資或喪失收入期間，得免繳被保險人負擔部分之保險費
財務	部份提存制		隨收隨付制	部份提存制

本研究自行整理。資料來源：<厚生労働省は、このほど令和元年度厚生年金保険・國民年金事業年報を公表した>；中華人民共和國國家統計局；<2019 年度人力資源和社會保障事業發展統計公報>；<109 社會保障支出統計結果提要分析>；中華民國內政部戶政司全球資訊網-戶籍人口統計；勞工保險局<保費計算、分擔與減免>

表 14 公共年金之老年年金比較

		日本厚生年金	韓國國民年金	大陸城鎮職工基本養老保險	臺灣勞工保險
老年年金	投保薪資採計期間	終身			為加保期間的最高 60 個月
	請領條件	(1) 年滿 65 歲 (2) 被保險人的繳費年資與免繳費月數合併滿 10 年 (3) 可提前或延後請領，但最多 5 年，2022 年 4 月後最長可延後 10 年。每提前退休 1 年，則減少 6% 年金，而每延後一年，增加 8.4% 年金	(1) 年滿 61 歲，2033 年將上調到最高 65 歲 (2) 投保年資滿 10 年 (3) 可提前或延後請領，但最多 5 年，每提前退休 1 年，則減少 6% 年金，而每延後一年，增加 7.2% 年金	(1) 男性滿 60 歲，女性幹部 55，女性工人 50 (2) 投保年資 15 年	(1) 滿 62 歲，2026 年將上調到最高 65 歲 (2) 投保年資滿 15 年 (3) 可提前或延後請領，但最多 5 年，每提前 1 年，給付金額減少 4%，反之，給付金額增加 4%
	通算機制	(1) 厚生年金因退保或轉換工作加入企業年金，可將厚生老年年金換算成脫退一次金相當額轉移到企業年金連合會中管理，退休時可受領通算企業年金 (2) 厚生年金基金解散後，被保險人可將殘餘財產分配金交給企業年金連合會管理，退休時可受領通算企業年金	國民年金與軍公教年金若未分別未達到請領年金的投保年資門檻時，可以合計年資	無，但可延長繳費年限至請領門檻	勞保與國保投保年資可以併計
	上限	高齡就業者從收入上限為 46 萬日元，2022 年 4 月後提高到 47 萬日元	無	無	無
	調整機制	宏觀經濟自動調整給付機制	物價自動調整給付機制		

本研究自行整理。

第二節、 儲備基金比較分析

大陸和日本都有設立儲備基金，但由於大陸公共年金的統籌層次低，各省企業職工基本養老保險基金餘額在 2015 年之後才開放匯入，因此大陸社保基金的規模只有日本 GPIF 的 30%，但其年均報酬率高出 GPIF 近 4 倍，這是因為大陸的通膨率過高，且開放非上市新興產業基金和股權投資，其年均收益逾 15%。若將社保基金與 GPIF 的投資績效同中期目標（CPI+2%）相比，皆超過中期目標 2 倍，表示都超額完成增額保值的目標。

兩者都傾向於減少投資國內債券和擴大海內外股票配置，為分散風險，社保基金還投資二級市場。但 GPIF 未對其開放，更傾向提高高收益的國外債券比重，來恢復股價下跌的損失。而且，GPIF 和社保基金都重視基金自我平衡能力，對資產配置定期優化。

GPIF 有更高的償付能力是因為其境外與責任投資、資訊收集和經理人評選機制等方面更完善，由表 15 所示：

1. 在海外投資上，社保基金境外投資年均僅 7.5%，且都集中於歐美的股債，系統性風險較高。而 GPIF 的海外資產配置高達 50%，除了傳統股債，還投資於另類資產和 ESG 指數基金等。
2. 在責任投資上，GPIF 和社保基金都有投資 ESG 指數化基金，GPIF 還將另類資產與 ESG 進行整合，並利用 ESG 分數評選經理人、薪酬獎勵等機制鼓勵外部經理人踐行。反之，社保基金至今未形成 ESG 標準體系，所以經理人的評選仍未納入 ESG 指標。
3. GPIF 為了獲得更多責任投資的資訊和機會，積極與發行綠色債券投資平臺合作，並開發指數資訊系統，以持續收集最新 ESG 指數資料。截至 2020 年 Q3, ESG 指數投資規模占 GPIF 總資產的 3.8%，投資年化收益率為 2.6%，都優於基準指數的表現。

而社保基金在收集資訊的時效上明顯滯後，而且鑒於披露社會責任報告書的上市企業不足 3 成，導致社保基金責任投資的可選擇標的較有限。

4. 社保基金有近九成的資產投資國內，因此重視境內經理人的評選與監督，評選流程包括實地調研、現場考察等，監督機構包括國務院、審計署以及外聘會計事務所，理事會應將收支、管理和投資運作的情況進行披露，但公示內容有限，例如社保基金於自 2011 年後，就未公開資產配置的資料。此外，社保基金對境外經理人投資標的限制、考評機制並無規範。GPIF 則與之相反，不僅要求股票、另類資產的經理人要遵守盡職治理準則，而且近年來還要求債券經理人也適用，同時，GPIF 還需披露履行治理責任的最新報告，並接受金融服務管理局和外部審計人的歷年審查。日本還開發 SDA 和 Resemler 系統輔助監督機構，檢測經理人的投資風格和行為等特徵。

第三節、 韓國國民年金和勞保基金比較分析

韓國和臺灣都未設立儲備基金，實行部份提存制度，因此兩者都需要提存準備金，以保障未來養老金的給付，雖然兩者都有給付壓力，流動性較高，但仍堅持長期投資。尤其韓國國民年金從開辦至 2020 年的年均報酬率高達 6.27%，資產規模是臺灣的近 23 倍，目前償付能力仍是充足的，但在人口加速老化的壓力下，預計將於 2057 年破產。而勞保基金目前提存比率不足 10%，根本無法支付高達 10 兆 2195 億元的潛藏負債，投資收益較低為 4.17%，累積餘額預計將於 2026 年耗盡。

韓國國民年金能實現較高收益率的具體原因，可由表 16 所示：

1. 負責勞保基金的投資運作的勞動基金運用局屬於行政機關，在人事任命、薪酬獎勵等方面容易受政府限制，從而易吸引人才。而受託韓國國民年金基金管理和投資運作的國民年金公團，屬於獨立法人機構，在人才招聘和薪酬獎勵、投資標的採購

與直接投資等方面可以自主決定，便於投資決策免受政治因素的干擾。此外專營投資運作的 NPSIM,還可根據國內外環境靈活調整組織架構，不僅以資產類別劃分，為促進高效投資又以大洲細分另類投資團隊。而勞動基金運用局只有下設國內、國外投資部門，也未佈局海外事務所和投資團隊，員工總數僅 2%國民年金公團。

2. 在資產配置上，兩者都傾向於提高股票、另類投資的比重，受惠於組織結構的細化，韓國國民年金實現另類資產的高效投資，例如海外基礎設施的投資收益率高達 11%，是國內的兩倍。在海外配置上兩者都近 40%，在資產的分散程度上，韓國國民年金更佳，不僅在歐亞，其在北美地區也有配置超過半數的資產。
3. 在責任投資上，韓國將 ESG 評估標準應用於國內股票的經理人評選，勞保基金則應用於固定收益經理人。比較分析後可知，韓國國民年金在 ESG 資訊收集與披露上更完善，不僅要求國民年金的現任外部經理人要上交責任投資基金管理績效報告，還利用 IT 技術建立 ESG 總合資訊系統等。而勞保基金只要求國內絕對報酬型基金經理人需公佈社會責任報告，而在投資團隊和資訊系統上並未建制。
4. 韓國國民年金和勞保基金需遵守盡職治理原則，但後者缺乏自我平衡能力，而前者會由國內外投資環境和當期投資組合表現，定期優化資產配置。在監理上，韓國國民年金除內部審計監督外，還受外部獨立審計師監督，但勞保只有內部監督。在風險管理上，勞保基金重視避險，購買對衝外匯風險的另類投資、國內絕對報酬基金等，避險成本高。而韓國為了防止美國加息造成貨幣對衝成本上升，而消除從強勢美元中獲得外匯收益的機會。自 2017-2018 年期間將貨幣對衝目標逐步調降為 0%，並於 2019 年不再對海外另類投資、股債投資避險了，隨著股票和固定收益復甦，在近兩年來韓國分別實現 11.3%、9.7%的高收益。NPS 資產配置計劃中會設定風險承受範圍，但勞保基金對股債投資為設定相關風險規範。

表 15 儲備基金比較

	日本 GPIF		大陸全國社會保障基金（簡稱：社保基金）	
	成立時間	2001	成立時間	2000年8月
2019 概況	性質	專營基金投資運營的獨立法人機構		
	責任	確保未來約 100 年內公共年金之老年給付	人口老化高峰時期的養老、健康保險等社會保障支出的補充和調劑	
	流動性	GPIF 資金流動性不高，50 年內不能取出	一直處於徵繳期，負債主要由投資產生，流動性不高	
	資產規模	150.63 兆，占 GDP27.2%	2.6 兆，占 GDP2.64%	
	財源	未用於支付養老金的保費收入和其投資收益	主要來源於國有資產劃轉和投資收益，此外還有財政淨撥入、個人帳戶、各省企業職工基本養老基金結餘、城鄉居民基本養老保險等委託資金，對各省委託資金分帳管理、獨立運作	
	財務可持續性	情境分析下，100 年內年金給付儲備仍然充足，但負擔比率升至 10%	據精算報告推測 2035 年基本養老保險的累積餘額將會耗盡，屆時社保基金將需用於解決歷史債務和個人帳戶「空帳」問題	
	策略	長期投資、責任投資	價值投資、長期投資、責任投資	
投資	資產配置	(1) 趨勢：降低國內債券配置，逐漸增加國內外股票、國外債券的比重， (2) 多元化：2013 年開始另類投資、2015 年開始責任投資 (3) 目前海內外資產配置各占 50%	(1) 趨勢：逐步將銀行存款和國債的比率減持一半，轉而擴大海外股票和實業資產的市場配置 (2) 多元化：2003 年開放非上市新興產業基金和股權投資、2015 年增加信託貸款投資配置等 (3) 社保基金有九成的資產都投資在國內，而境外投資配置年均僅 7.5% 左右，後者主要集中於歐美地區的股票和債券，而像另類資產、ESG 指數等並無配置	
	中期目標	1.70%	4.31%	
	投資績效 2019	年均投資報酬率 2.42%，是中期目標報酬的 2 倍，累積投資收益 85.3 兆日元，占權益的 60%	(1) 年均投資報酬率 8.14%，約為中期目標報酬的 2 倍，累積投資收益 0.085 兆日元，占權益的近 50% (2) 地方委託基本養老基金年均投資績效為 4.94%，增額表現不佳 (3) 截至 2020 年 9 月，股權基金累積投資近 1000 億元，累積投資收益已超過 2000 億元，成立至今的年化回報率超過 15%	
	投資範圍	ESG 整合（另類投資、指數化投資）	ESG 整合（國內指數化投資）	

責任投資	外部經理人評選機制與監督	(1) ESG 打分篩選、薪酬獎勵等鼓勵機制推動經理人主動整合 ESG，於 2018 年完成 (2) 增加 ESG 分數權重至 30%，並負擔 ESG 管理服務費等推動經理人建立 ESG 管理體系 (3) 與經理人建立長期合作，降低短期投資幹預 (4) 2019 年建立 ESG 綜合評價指標，要求經理人提供一份詳細 ESG 計劃報告，並定期與其溝通瞭解實施進度	至今仍未形成統一的 ESG 標準體系，外部經理人遴選機制也無法納入 ESG 評量
	投資系統與平臺建設	(1) 擁有 10 家多家多邊開發銀行和 3 家政府金融機構發行綠色債券的投資平臺體系 (2) 指數資訊系統負責持續收集最新的股債指數資料、同指數供應商和評級機構展開合作，客製化指數等	(1) 社保基金責任投資的可選標的受限，例如在 A 股市場中，披露社會責任報告的上市公司不足三成 (2) 投資決策的信息與時效都滯後
	委外管理為主	截至 2020Q3 ESG 指數投資規模佔比 3.8%，投資年化收益為 2.6%，均超過基準指數 0 至 7%	截至 2020 年 6 月，社保基金持有 75 只深滬 300ESG 基準指數成份股、27 只深滬 300ESG 領先價值指數成份股
	投資經理人	(1) 8 成資產委外，股權必須委外 (2) 評選機制會考量 ESG (3) 股債、另類資產經理人都要履行盡職治理準則	(1) 60.4% 的資產委外 (2) 境內基金經理人的評選包括實地調研，現場考察、座談會等；但境外經理人只有資格限制，無考評機制等
基金管理	投資方式	以被動投資為主，九成為指數型基金	主動、被動投資相結合
	自我平衡能力	厚生勞動省每 3-5 年優化中期（5 年期）資產配置，預估新投資組合的報酬、風險與相關性，並進行情景分析和壓力測試來檢測	理事會根據宏觀經濟狀況對中期資產配置年審，年度和季度計劃則會依據市場波動進行動態調整，例如對偏離年度資產配置範圍的標的需要進行資產再平衡
	監理	GPIF 應在官網上公開、更新履行治理責任的相關資訊，並接受每年度金融服務管理局和外部審計人的審查	理事會應披露收支、管理和投資運作的情況，受國務院相關部門監督，和審計署、外聘的會計事務所的檢查
	金融科技應用	SDA、Resemler 系統可檢測出經理人的投資風格、行為等特徵	無

本研究自行整理

表 16 國民年金和勞保基金管理比較

		韓國國民年金	臺灣勞保基金
概況 (2019)	成立時間	1988	1995
	管理機構	國民年金公團	勞動基金運用局
	性質	獨立法人	政府單位
	責任	在風險承受範圍之內提高長期報酬	保障勞工保險的備付給付能力
	流動性	需負擔給付，流動性較高	
	規模	724 兆韓元 (17.83 兆臺幣)	0.785 兆臺幣
	組織架構	(1) 2004 年依照資產類別重組組織架構，為靈活應對國內外環境，2019 年重組 NPSIM，例如依大洲細分另類投資團隊，成立另類投資小組委員會，允許海外事務所獨立進行交易採購與審查、直接投資等 (2) 為落實社會價值，在 2018 年新建社會價值發展部 (3) 2019 年執行人才發展計劃，NPS 共有 7264 名雇員	勞保基金仍然是由行政機關單位管理，人事任命、薪酬獎勵機制等會受到諸多政府限制，不易吸引人才，截至 2019 年底勞動基金運用局僅有 148 名僱員
	財源	主要是保費收入和投資收益，政府補助不足 1%	主要是保費收入和累積投資收益，政府自 2018 年每年挹注 200 億臺幣補貼，直到年改方案出臺
1 投資	財務可持續性	從成立至今，累積餘額持續增加，現行財務狀況良好，但受人口壓力影響，精算推估 2057 年國民年金將破產	提存比率低於 10%，而潛藏負債高達 10 兆 2195 億元，政府和提高投資收益率對緩解基金財務危機的可行性不高
	策略	長期投資、責任投資	
	資產配置	(1) 趨勢：1998 年停止貸款給公共部門，目前 99.9% 的資金投資於金融資產，近年來逐漸調升股票和另類資產的比重，而減少債券的配置 (2) 多元化：2002 年開始另類投資，責任投資 (3) 分散化：海外配置占 38.5%，近半數資產投資於北美，此外還佈局歐洲、亞洲，少數投資於南美、中東	(1) 趨勢：降低定存，而增加股票、債券、另類投資 (2) 多元化：2001 年開放另類投資，2014 年開始責任投資 (3) 分散化：海外的資產配置達到 40%，分佈在以歐洲、亞洲為主的 77 個國家

	截至 2020 年底績效	(1) 年化收益率為 6.27%，累積投資收益為 357 兆韓元 (2) 海外基礎設施投資平均報酬率約 11%，是國內兩倍	年化收益率為 4.17% ⁷⁴
責任投資	範圍	ESG 整合、企業參與（委外責任投資、內部國內股票）	ESG 整合、企業參與
	外部經理人評選機制與監督	(1) 2015 年 12 月建立國內股票 ESG 評估標準，應用於國內股權經理人評選 (2) 要求現任外部經理人在 RI 基金管理績效報告中，需包含責任投資活動的資訊，且鼓勵其他外部經理人也做	(1) 2008 年將制定責任投資策略，2014 年後將其應用在各勞動基金與國保基金中作為選股的參考依據 (2) 2020 年選擇國內絕對報酬型基金經理人時，首次要求要公佈社會責任報告；以企業 CSR 指數為選股標準 (3) 2020 將責任投資納入國外固定收益經理人選擇指標
	建設	(1) 利用 IT 技術建立 ESG 綜合資訊系統 (2) 2018-2019 年間成立 ESG 投資團隊和公司治理團隊	無
基金管理	盡職治理	2019 年 12 月，NPS 制定主動盡職治理指南，通過參與被投資公司的股東大會等活動，來引導公司改進以提高公司價值，FMC 還將部份投票權委託給外部經理人	從 2014 年開始，勞動基金運用局就每年公告社會責任報告，在 2014-2019 年間 13 家合作企業完成簽署，藉此帶動各界企業落實盡職治理
	自我平衡能力	(1) 年度資產配置計劃是基於國內外投資狀況和當期投資組合表現，以中期資產配置為目標逐年調整配置	無
	監理	NPS 受內部審計團隊和外部獨立審計師的監督	只有內部企劃稽核組監督，無外部審計
	風險管理	(1) 避險：2019 年，NPS 停止購買對衝海外資產外匯風險的另類投資，因為承擔外匯風險能帶來額外收益 (2) 投資計劃有設定的風險承受範圍 (3) NPSIM 內部架構中有設立專門從事風險管理的部門和風險管理委員會進行內部控制	(1) 避險：在 2018 年間增持 420 億元的國內絕對報酬類投資和與股價低相關的另類投資，其近 5 年的配置約 14.78% (2) 股票和債券的投資比率沒有設置上限 (3) 勞動基金運用管理局中有設立風險控管組

本研究自行整理

⁷⁴ 根據勞動部勞動基金運用局的勞工保險基金經營概況中，1995-2019 年實際收益率來計算幾何平均收益率

第五章 結論與建議

本研究比較分析亞洲四個國家的退休金制度和基金管理，並借鏡其改革經驗，提供大陸的城鎮職工養老保險、臺灣勞保未來年金改革建議。另外，提升退休基金穩定的長期投資績效亦是各國關注焦點，本研究希望借鏡韓國國民年金、大陸社保基金的投資管理經驗，以利於應對未來退休人口增加且長壽化、勞動力流失的長期影響和新冠疫情對短期基金財務的負面衝擊。

第一節、政 主要研究發現

主要研究發現亞洲退休基金的年金改革主要趨勢彙整如下：

一、 擴大制度覆蓋面

(一) 建議合併各職業公共年金，逐步調整至統一費率

彼此分立的職域公共年金制度使得養老金待遇不公平，而大陸和日本將各職業公共年金合併，並逐步調整至統一費率的政策，不僅擴大了制度覆蓋面，而且還能整合和擴大基金規模，發揮規模經濟的作用。

(二) 強制非典型員工參加基本養老保險

建議強制要求 500 人以上的企業為短時間勞動者分擔一定比例的厚生年金保費，繳費基數按照個人薪資與標準薪資分級表而定，並為收入低於最低保費門檻的非典型員工提供保費補助。在實行效果上，後者表現更好。另外，建議為正在找工作且願意繼續繳保費者提供 75% 的保費優惠，以避免其退保。

(三) 開放高齡再就業者繼續加保，並設定給付上限

隨著醫療條件的改善，人口的平均餘命越來越長，在政府鼓勵高齡者再就業的同時，也面臨超過法定請領年齡的就業者不能繼續加保、高齡者用工成本較高等問題，建議大

陸和臺灣，參考韓國的做法，例如為消除中高齡者職場歧視提供法援依據、國民年金允許高齡續保者加入、鼓勵企業採用薪資遞減制度來降低中高齡者的雇用成本，並由政府提供其收入差額補貼，來保障其收入充足性。此外，還可參考日本為了避免高齡就業者的所得替代率過高，設定合理的給付上限的做法，減輕基金的償付能力。

(四) 加強網路宣傳

利用不同年齡層偏好的社交軟體進行宣傳，目的在於普及國民年金的相關知識、培養民眾對長壽風險意識。例如，讓學生體驗退休服務遊戲系統；由 SNS 頻道和網路管道向年輕人宣傳儘早退休理財的重要性；藉由中老年人信賴的媒體向其普及如何增加退休金等。

(五) 照顧弱勢群體

弱勢群體包括無公共年金保障的特別行業員工（保險代理人、球僮等）、產前產後或育兒期間停薪留職的父母、中小型企業低收入的員工、收入不穩定的農漁業主和臨時工等。建議放寬弱勢群體加入年金的門檻；縮短其養老金領取資格的最低繳費年限，並提供無年金保險保障的特別行業員工、低收入者、低年金者保費補助。

二、 解決公共年金基金的財務危機

(一) 建立公共年金與企業年金的通算機制

當被保險人退保或換工作時，其退休金制度可能會變更。但若是制度間不能通算，被保險人過去的投保年資和餘額就無法繼續累積，尤其不利於雇主、工作地點等不確定的非典型工作者。建立公共年金與企業年金的通算機制的優勢除了投保年資可隨被保險人轉移外，扣除準備金後的殘餘財產分配金也可換算成一次金相當額轉移到企業年金中

繼續累積。因此，不僅能解決非典型工作者擴面難的問題，還能擴大企業年金的覆蓋面，減輕公共年金的支付壓力。

(二) 建立未達最低準備金水準的公共年金的解散制度

日本厚生年金與臺灣勞保的財務面都是採用部份提存制，日本曾因職域年金各自分立難以發揮規模經濟的效果，以及二戰後經濟持續低迷，導致部份厚生年金基金面臨財務危機，爲了健全公共年金的財務可持續性，日本建立了厚生年金基金特殊解散制度：強制要求提存比率低於1的基金在5年內解散，其餘轉移到企業年金中，因此通算機制也許同步建立。而且明定基礎年金部份由政府負擔，其餘養老金債務只能由準備金償還，基金可延長償還期限但不得動用公稅，因此厚生年金的解散並不會加重財政負擔。

(三) 建立儲備基金，並擴充財源

儲備基金是爲保障未來養老金長期足額給付而設立的，相較於公共年金基金流動性要求更低，因此能承擔的風險更高，能配置更多權益類風險性資產，來促進保值增額。以大陸爲例，截至2019年社保基金的年化收益率是8.14%，而大部份省份的城鎮職工養老保險基金，從未進行市場化與多元化的資產配置，而是放入財政專戶中或是存入銀行或是購買國債，平均投資回報僅2%左右，存在貶值風險。

(四) 降低給付、提高基礎退休金津貼，並同時上調費率

韓國自1998年到2014年間將40年工作年資的勞工所得替代率從70%逐年降低到60%、並將一般勞工的費率從3%逐年調升到9%，成功將國民年金的破產年份延後了21年。同時爲了改善老人貧困問題，韓國政府相應提高社會救助中的基礎年金。

(五) 統帳結合，並擴大個人帳戶，強化多繳多得激勵機制

與衆不同的是，城鎮職工基本養老保險在財務面上實行混帳管理制度，即允許統籌、個人帳戶基金相互調劑使用，能解決短期制度財務危機問題。此外，名義個人帳戶制因

為多繳多得的設計，能激勵個人提撥，擴寬融資管道。建議提高記帳利率或增加保費個人帳戶分配比率來擴大個人帳戶，強化多繳多得激勵機制。此外，計發月數會隨平均壽命指數化調整，由此可以維持制度財務的可持續性。

（六）投保薪資採計終身，並促進高效徵繳稽查

按照員工人數來決定調查方式和稽查機構，一旦檢查除申報不實者就及時催繳，對於長期拖欠者可強制徵收，否則將面臨嚴懲，例如凍結資產等。另鑒於勞保投保薪資採計期間僅限於退休前3年，所以還存在高薪低報的問題，建議改採終身薪資計算投保薪資。

（七）延後退休、鼓勵延後請領，以鼓勵延長繳費期

日韓、臺灣的退休金請領年齡都將逐年提高到65歲，為減小民眾對延後退休政策阻力，建議參考韓國漸進式延退方法，即每滿5年上調1歲，直至上限，在適用範圍上從員工數量超過300人的大型企業和公共部門為開始，再逐年擴大到中小型企业及地方、中央政府的僱員。另外，建議開放提前或延期請領老年年金，為增強對被保險人延長繳費期的激勵，建議設定延後請領老年年金的增幅會較高於提前領的減幅的做法。

三、 提高社保基金的長期報酬率、風險分散能力

（一）推進退休金體系的全國統籌後，去除保底收益和分帳管理的制度

大陸社保基金的規模只有日本GPIF的30%，這是由於大陸公共年金目前才基本實現省級統籌，而各省城鎮職工基本養老保險基金餘額在2015年之後才開始委託給社保基金，但大部份省份並未進行市場化、多元化資產配置，而是放入財政專戶中或是存入銀行或是購買國債，投資回報僅2%左右，容易貶值。再加上城鎮化快速發展導致各地區人口結構、企業發展不一，這不僅讓養老基金的發展不平衡，還弱化基金的風險分散

能力，截至 2020 年底，有 17 個省份養老基金的償付能力不足。建議大陸加速推進退休金體系的全國統籌，借鏡日本 GPIF 將公共年金的未支出的保費收入都作為財源，而非由各省決定委託金額，而且資金到位時間不一，增加了基金運營難度。

另外各省與社保基金簽訂委託合約時，通常僅 5 年期且有保底收益，這提高了流動性要求，降低風險容忍度，不利於長期股權資產配置。建議大陸在實現全國統籌後，去除保底收益，促進基金的增額保值。此外，委託的基本養老保險基金和社保基金需實行 36 個省份的分帳管理⁷⁵，不僅增加了管理成本和核算難度，也不利於發揮規模經濟的作用。違背了統籌目的，建議去除這項規定。

（二）促進市場投資分散與多元化配置

而社保基金設定海外資產配置上限為 20%，但實際年均僅 7.5%投資於海外，且過於集中於歐洲和亞洲的股債市場上，建議提高海外資產實際份額，並分散於北美等多元市場、增加對價格變動較不敏感的另類資產，以及更為永續的責任投資配置。

由於理事會禁止委託基本養老保險基金投資於二級市場、不得進行擔保與貸款，立法規定其貨幣市場基金配置不得低於 5%，股債限制分別為 30%和 40%。在實際運作上，資產仍主要由理事會直接投資於銀行存款、國債，但在低利率的環境下，難以獲得高收益，實際股權投資僅有社保基金的 41%，其中長期股權配置幾乎為零。無獨有偶，日本也曾因低利率和國內銀行零息政策讓國內債券收益僅 0%，因此日本積極進行跨境、不同資產的較高風險性投資配置，目前國內外資產配置各占 50%，風險分散效果佳，截至 2020 年第三季，2001 年以來的年均投資報酬率達 3.37%，超過中期目標的兩倍不止。

⁷⁵ 受託機構必須將地方委託養老基金獨立核算、分帳於各省養老基金帳戶中，也就是會新增 36 個帳戶管理的成本、核算難度等。

因此建議理事會放寬對委託養老保險基金的資產配置限制，並增加另類投資、ESG 指數投資等長期資產的配置。

（三）經理人評選機制納入 ESG 指標，並要求其遵守盡職治理原則

由於，社保基金至今未形成 ESG 標準體系，所以經理人的評選仍未納入 ESG 指標，因此建議參考日本 GPIF 在制定該標準前利用 ESG 分數評選經理人、薪酬獎勵等機制，以此鼓勵外部經理人落實另類資產和股債等整合 ESG 指數的做法。

目前大陸有披露社會責任報告書的上市企業不足 3 成，導致社保基金責任投資的可選擇標的較有限。由此，建議要求經理人遵守盡職治理原則，以內部參與模式管理經理人。換言之，基於被保險人的利益，關注被投資公司營運狀況並和與其進行建設性溝通與互動等議合行為；參與被投資公司的公司治理和股東會，並行使投票權；落實投資原則，堅持例如分散投資、投資流程中考慮 ESG 等。

（四）完善境外經理人監督機制

因為資產配置近九成都投資在國內市場上，社保基金對國內經理人的監督機制明顯比海外經理人的更為完善，建議社保基金在促進市場投資分散與多元化配置的同時，也要完善境外經理人投資標的限制、考評機制、資訊披露等規範。除了內部監督外，建議外聘審計人進行審查。而且，日本還利用人工智慧，開發 SDA 和 Resemmler 系統輔助監督機構，檢測經理人的投資風格和行為等特徵，這非常適合遠距離監督境外投資人，值得社保基金借鏡。

（五）促進投資決策的資訊收集與高效運作

大陸社保基金的投資決策的資訊與時效都存在滯後問題，建議效仿日本 GPIF 積極與發行綠色債券投資平臺合作、建立指數資訊系統等做法來減少資訊不對稱的問題。甚至，GPIF 還主動與被動經理人合作，進行投資組合追縱指數的選擇，以提高長期投資

績效。此外，建議社保基金學習韓國國民年金公團在另類投資運作經驗：其組織架構是以資產標的為劃分，並隨市場趨勢靈活調整。例如，目前另類資產競爭白熱化，價格也越來越高。為促進高效投資，NPISM 將另類投資團隊按大洲再分工，新成立另類投資小組委員會，這是由該領域的專家組成，以減少投資決策時間，而且還允許海外事務所獨立進行交易採購與審查，還可直接投資。其海外基礎設施的投資收益率甚至高達 11%，是國內的兩倍，非常值得大陸參照。

四、 提高勞保基金的長期報酬率、風險分散能力

(一) 勞動基金運用局去行政化，改為獨立法人機構

勞動基金運用局受託管理各項勞動基金和國安基金的運作，但由於其屬於行政法人單位，因此其在人事任命、薪酬獎勵、投資採購等方面容易受政府限制，從而不易吸引人才。建議參考韓國將韓國國民年金公團設立為獨立法人機構，除了上述方面能避開政治因素的干擾外，還可自主優化組織架構，例如聘用專家委員會等，以提高投資決策的時效和專業度。

(二) 完善 ESG 資訊收集與披露

勞動基金運用委員會將 ESG 評估標準只適用於固定收益經理人，但是國外都是從國內股票經理人開始的，日本目前還擴大到國內另類投資經理人的適用。在資訊披露上，勞動基金運用委員會只要求國內絕對報酬型基金經理人需公佈社會責任報告，因而建議勞保對現任外部經理人都統一要求應披露社會責任報告，並利用 ESG 分數評選經理人、薪酬獎勵等機制來鼓勵經理人踐行。勞保基金目前並沒有成立海內外投資團隊和指數資訊系統等，建議完善。

(三) 提高基金自我平衡能力

勞保基金對股債投資並未設限制，建議臺灣完善相關風險規範、制定投資計劃，並借鏡日本 GPIF 採用壓力測試、情景分析、風險量化等來比較分析新資產配置計劃的優化效果。同時根據國內外投資環境和當期投資組合的表現，進而靈活調整資產配置。在設立更長期的資產配置計劃，提高風險容納能力。以求在風險管理的規範下，努力於基金破產前實現最大化投資報酬。

(四) 基金監理

勞保基金只有內部監督，建議聘請外部審計人審查，以提高基金運作的透明度。

(五) 重視長期投資報酬，適度承擔外匯風險，減少避險成本

勞保基金非常重視避險，例如其於 2018 年投資國內絕對報酬基金，以及對衝外匯風險的另類資產等，但從韓國國民年金的投資經驗來看，承擔外匯風險反而能帶來額外收益，因此並不避險。因此，建議勞保基金重視長期投資報酬，避免因為短期損失而失去長期獲利的機會。

第二節、對大陸與台灣退休基金之改革建議

針對本研究分析結果提出對大陸的城鎮職工養老保險、臺灣勞保未來年金改革建議如下：

一、對大陸城鎮職工基本養老保險和社保基金之改革建議

(一) 借鏡日本

從日本厚生年金改革和基金管理經驗來看，大陸城鎮職工基本養老保險可以借鏡之處包括：通算機制、對非典型員工擴面政策、徵繳政策，以下分點詳細說明：

1. 借鏡日本通算機制

公共年金與企業年金的通算機制，能讓公共年金制度更加靈活，更適用經常轉換工作的非典型勞動者，因為投保年資和參殘餘財產分配金可以攜帶到企業年金中繼續累積。因此，不僅能解決大陸非典型工作者擴面難的問題，還能擴大企業年金的覆蓋面，減輕公共年金的支付壓力。

2. 借鏡日本對非典型員工擴面政策

大陸允許非典型員工自願加保，但由於個人負擔過重、參加門檻過高，仍有 80% 非典型員工未參加，而且已參加非典型員工的工作收入不穩定，但其繳費基數卻是按全省上年度職工平均薪資計算，很容易中途退保。可以借鑑日本的相關政策來解決，例如強制要求 500 人以上的企業為短時間勞動者分擔一定比例的厚生年金保費的做法、繳費基數按照個人薪資與標準薪資分級表而定、為收入低於最低保費門檻的非典型員工提供保費補助等。

3. 借鏡日本徵繳政策

大陸企業需幫員工繳納 16% 費率，一直存在企業繳費壓力過高的問題，所以徵收不足，而日本厚生年金收繳率近乎 1。建議大陸借鏡日本通過員工人數來決定調查方式與核查機構的做法，並於期初就通過電話督促或現場徵繳指導申報不實者和拖欠保費者，以防止欠費的長期累積。而且，對拖欠時間長的企業，可進行強制徵收，否則將凍結資產。

從儲備基金管理上來看，日本 GPIF 在資產配置、資訊收集和經理人評選機制上值得大陸社保基金參考：

1. 借鏡日本 GPIF 的海外資產多元配置

重視分散、多元化投資，海外資產配比高達 50%，投資範圍除了股票和債券以外，還配置於另類資產和 ESG 指數基金。並且在投資決策過程中納入非財務因數 ESG 考量。

2. 借鏡日本 GPIF 資訊的高效收集

日本也重視基金資訊收集與披露，不僅積極同發行綠色債券投資平臺建立合作關係，還投資開發指數資訊系統，以掌握更多責任投資機會和資訊。同時，GPIF 還需披露履行治理責任的最新報告，並接受金融服務管理局和外部審計人的歷年審查。

3. 借鏡日本 GPIF 經理人評選機制

對外部經理人的管理方式從外部監督轉變為內部參與，不僅要求股票、另類資產的經理人要遵守盡職治理準則，而且近年來還要求債券經理人也適用。而且還利用 AI 技術來優化風險管理，例如其開發 SDA 和 Resemmler 系統檢測經理人的投資風格和行為等特徵。

(二) 借鏡韓國

從韓國國民年金改革和基金管理經驗來看，漸進式後退休與後退請領激勵政策、薪資遞減制度、各類管道宣傳國民年金的做法都值得大陸參考。

1. 漸進式後退休政策

由於民眾對延後退休政策阻力很大，建議大陸參考韓國漸進式延退方法，即每滿 5 年上調 1 歲，直至上限，在適用範圍上從員工數量超過 300 人的大型企業和公共部門為開始，再逐年擴大到中小型企業及地方、中央政府的僱員。

2. 漸進式後退休政策

開放提前或延期請領老年年金，並且對其養老金進行調整來鼓勵民眾延後請領，可

以借鑑韓國國民年金調整機制，即每提前退休1年，則減少6%年金，而每延後一年，增加7.2%年金。

3. 薪資遞減制度

在促進高齡者再就業，韓國不僅為反對中高齡者職場歧視提供法援依據，而且開發高齡續保者加入國民年金。另外為了降低中高齡者的雇用成本，韓國鼓勵企業採用薪資遞減制度，並由政府提供高齡就業者的收入差額補貼，來保障其收入充足性。

4. 國民年金宣傳方式

在宣傳上，建議參考韓國利用不同年齡層偏好的社交軟體，發佈針對各年齡層需求制定的宣傳內容的做法，來普及國民年金的相關知識、培養民眾對長壽風險意識。例如，讓學生體驗退休服務遊戲系統；由 SNS 頻道和網路管道向年輕人宣傳儘早退休理財的重要性；藉由中老年人信賴的媒體向其普及如何增加退休金等。

二、對臺灣勞工保險和勞保基金之改革建議

從日本厚生年金改革和基金管理經驗來看，臺灣勞保可以借鏡日本合併各職業公共年金，逐步調整至統一費率，縮小各職業間的養老金待遇。此外，厚生年金特殊解散、通算制度和建立儲備基金的做法也值得學習，以解決財務危機問題。

(一) 借鏡日本

1. 合併各職業公共年金

彼此分立的職域公共年金制度，使得養老金待遇不公平，建議將各職業公共年金合併，並逐步調整至統一費率，不僅能整合和擴大基金規模，還能讓養老金待遇的公平化。

2. 特殊解散和通算制度

目前勞保的提存比率不足10%，償付能力嚴重不足。然而，在勞保基金剛出現財務

不穩健問題時，勞保局並沒有建立相應的解散制度來及時止損，導致潛藏債務快速增長至 10 兆 2195 億元。因此，建議臺灣儘快效仿日本厚生年金解散制度，強制要求提存比率在 1 以下的勞保基金在 5 年內解散。並同時建立勞保和勞工退休金的通算機制，開放殘餘財產分配金轉移到勞工退休金中繼續累積，以此保障勞工退休福利的充足性。此外，日本企業年金包含 DB 型和 DC 型這兩種，因此當厚生年金被保險人退保或轉移時，其也可加入 DB 制企業年金，退休後可領取通算企業年金。

3. 建立儲備基金

儲備基金是為保障未來養老金長期足額給付而設立，因此具有低流動性、承擔風險高的特點，增額保值作用顯著。例如從開辦至 2019 年底，大陸社保基金的年化收益率為 8.14%，日本 GPIF 的年化收益率為 2.42%，都近似於中期目標報酬（CPI+2%）的兩倍。因此建議臺灣建立儲備基金，並擴充財源，以提高儲備基金的備付能力。

（二）借鏡韓國

從韓國國民年金改革和基金管理經驗來看，同步降低給付與上調費率、提高基礎養老金津貼的做法都值得臺灣參考。

1. 同步降低給付與上調費率

雖然臺灣勞保和韓國國民年金的費率與另外兩項制度相比偏低，但是所得替代率較高，韓國國民年金法規定 5 年進行一次精算，並參考精算結果來制定年金改革方案，例如韓國自 1998 年到 2014 年間將 40 年工作年資的勞工所得替代率從 70% 逐年降低到 60%、並將一般勞工的費率從 3% 逐年調升到 9%，成功將國民年金的破產年份延後了 21 年。建議勞保制度應堅持精算公平原則，逐步上調費率，並提供對等給付，同時提高臺灣國民年金基礎退休金津貼來保障老年經濟安全。

韓國國民年金的投資績效較高，從 1988-2020 年間的年均報酬率為 6.27%，且目前財務狀況穩健，但截至 2020 年 11 月勞保基金的收益率只有 5.82%⁷⁶。與勞保基金管理相比韓國國民年金的市場化、組織結構、責任投資的資訊收集和披露、監督等方面更完善。

2. 改勞動基金管理局為獨立法人機構，政府應鼓勵勞保基金提高風險承受能力

韓國國民年金公團（NPS）屬於獨立法人機構，能減少對基金的人事任命、組織結構優化、投資決策等方面的行政幹預。而保健和福利部僅作為外部監督單位，並負責制定投資計劃，包含風險承受範圍和投資組合配置等。與日本、臺灣政府不同，韓國政府鼓勵韓國國民年金承擔更多的風險，以實現回報的最大化，正在研議制定 10 年期投資計劃的可行性，以期調高海外股票和另類資產的比例。

3. 隨市場趨勢靈活調整組織架構

NPS 會根據投資標的、大洲等來劃分投資團隊，可促進分工細化。為實現高效投資，還成立專家委員會，允許海外事務所獨立進行交易採購與審查，還可直接投資。其三，NPS 將 ESG 評估標準應用於國內股票的經理人評選，並要求現任經理人都要上交責任投資基金管理績效報告。在資訊收集上，利用 IT 技術建立 ESG 綜合資訊系統等。

4. 控制避險成本

勞保基金購買對衝外匯風險的另類投資、國內絕對報酬基金等，避險成本高。但隨著主要經濟體的貨幣寬鬆政策等刺激下，股票和固定收益復甦，因此大部分養老保險基金在疫情中的損失已基本恢復，而且若未來美國加息將造成貨幣對衝成本上升，消除從

⁷⁶ 聯合新聞網，2021，〈勞退基金分紅 每人 8,969 元〉，檢索日期：2021/7/20，取自 <https://udn.com/news/story/7238/5147573>。

強勢美元中獲得外匯收益的機會。建議借鑒韓國重視長期收益、逐年減少貨幣對衝目標的做法來控制避險成本。

5. 除內部審計監督外，建議再聘請外部獨立審計師監督

勞保基金只有內部監督，韓國國民年金還外聘獨立審計師來監督，在風險管理上更完善，建議勞保借鏡。



參考文獻

中文部分

- 丁春霞（2017）。中國養老基金資產配置研究（博士論文）。取自 <http://cnki.sris.com.tw/kcms/detail/detail.aspx?recid=&FileName=1019229584.nh&DbName=CDFDLAST2020&DbCode=CDFD>。
- 王瓊瑤（2020）。勞保年金世代年金權益之探討。主計月刊，780，70-74。
- 王靜怡與吳昭儀（2019）。勞保老年年金世代公平探討：從年金財務觀點。保險專刊，35：3，279-307。
- 王儷玲，黃泓智，楊曉文與陳彥志（2017）。年金改革與建立臺灣永續年金制度。臺灣經濟預測與政策中央研究院經濟研究所，48：1，1-39。
- 中國證券投資基金業協會（2021）。ESG投資在養老金投資中的國際借鑒。聲音，1
- 中國證券投資基金業協會（2019）。日本養老金制度演變，稅收政策及經驗借鑒。聲音，22
- 申育誠（2020）。日韓公共年金制度之比較。社區發展季刊，170，326-342。
- 申育誠（主編）（2020）。新日本年金制度。臺北市：翰蘆出版社。
- 李怡芳（2017）。全球責任投資最新發展及啟示。上海證券交易所研究報告。
- 李佩芳（2017）。日本公共年金制度之所得保障問題與觀察。臺灣社會福利學刊，13-2，79-116。
- 吳濟安，陳珮蓉，蔡君怡與彭康鈞（2015）。我國政府基金管理組織整合及轉型可行性評估之研究。國家發展委員會委託研究報告（編號：NDC-DSD-103-002）。
- 邱碧珠與楊宗儀（2019）。第11屆「海峽兩岸暨港澳地區養老保險研討會」。衛生福利部

- 林倬如與鍾秉正（2019）。「國外部分工時勞工社會保險制度研究」計畫。勞動部委託研究報告（編號：PG10810 0023）。
- 房連泉，劉桂蓮與譚中和（2020）。“十四五”時期養老保險制度的改革與發展。中國社會保障發展報告，11，32-42。
- 房連泉等人（2014）。合併城鄉居民養老保險制度引發的思考。社保改革評論，2。
- 房連泉與鄭延慧（2008）。韓國國民年金基金投資的經驗教訓。取自
<http://www.ciass.org/lunweninfo.aspx?ids=72&fl=8>。
- 姜向群（2003）。韓國養老保險制度的發展、特點、問題及與中國的比較分析。東北亞論壇，5，46-50。
- 陳靜雯，賴宜櫻與蔡宜縉（2018）。我國實施基礎年金之可行性初探。取自
<https://ws.ndc.gov.tw/001/administrator/10/refile/0/12509/55efb7f9-d3ce-4f4c-9d09-5e2a00552efe.pdf>。
- 陳欣昌（2002）。資產管理新趨勢被動式投資正夯。台灣證交資料，605，4-5。
- 陳加旭（主編）（2016）。中國養老基金投資行為研究。成都市：西南財經大學。唐大鵬，與吳佳美（2020）。交易策略能提高社保基金投資績效嗎？財經研究，42：12，64-78。
- 孫小琳（2019）。靈活就業人員納入城鎮職工基本養老保險的現實困境及紓困之道。勞動保障世界，24，21-24。
- 孫友聯（2013）。從年金改革看勞保年金制度的重構。社會發展季刊，144，111-120。
- 國家發展委員會人力發展處（2017）老年經濟安全制度專刊，3。
- 郭瑜與張寅凱（2019）。城鎮職工基本養老保險基金收支平衡與財政負擔分析。基於“社保雙”降與徵費體制的改革。社會保障研究，5。
- 張秋蘭（2018）。日本年金制度改革。台灣勞工季刊，38，70-83。

黃月盈（2019）。非典型就業對國內薪資影響之研究。經濟研究，49：19，65-81。勞

動基金運用局（2021）。中華民國一〇九年度年報。取自

<https://ws.ndc.gov.tw/Download.ashx?u=LzAwMS9hZG1pbmlzdHJhdG9yLzEwL3JlbGZpbGUvMC8xMjQ2Ni83NTQ4NDExMC05NDElLTQ0YzAtYTU4MC1hZjI1MjE3OUMxY2UucGRm&n=M%2BmdnuWFuOWei%2BWwsealreWwjeWci%2BWFp%2BiWquizh%2BW9semfv%2BS5i%2BegIOepti5wZGY%3D&icon=..pdf>。

湯春華，張亞蕾，張雪晴與成爽（2020）。養老金開展 ESG 投資的國內實踐及國際經驗借鑒。金融縱橫，9，52-58。

項懷誠（2006）。關於全國社會保障基金的幾個問題。中央財經大學學報，1。

傅傑，劉曉芳與劉雯（2020）。ESG投資在中國金融市場的發展。2020中國ESG發展白皮書。7-16。

傅從喜，蔡怡萍與黃珮綺（2014）。韓國公共年金制度之研究。考試院委託考銓研究報告，取自 https://www.exam.gov.tw/News_Content_table.aspx?n=639&s=28485。

傅從喜等人（2014）。勞工保險年金制度財務平衡及自動調整機制之可行性研究。勞動部委託研究報告（編號：ILOSH103-R332）。

傅從喜，林志鴻，張秋蘭，藍科正與謝秀玉（2008）。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（編號：PG9611-0124）。

曾益，李殊琦與李曉琳（2020）。稅務部門全責徵收社保費對養老保險繳費率下調空間的影響研究。財政研究，2，96-112。

詹火生（2013）我國年金制度改革的挑戰與展望。社會發展季刊，144，34-49。

楊攀與周婧（2021）。靈活就業人員養老保險擴面問題研究—以南昌市為例。社會科學前沿，10：2，209-219。

- 鄧大松，吳漢華與劉昌平（2005）。論中國社會保障基金治理結構與管理模式。經濟評論，5
- 鄭秉文，周曉波與譚洪榮（2018）。堅持統帳結合與擴大個人帳戶。養老保險改革的十字路口。財政研究，10。
- 鄭秉文，房連泉與王新梅（2005）。日本社保基金‘東亞化’投資的慘痛教訓。國際經濟評論，3。
- 鄭秉文（主編）（2019）。中國養老金精算報告 2019-2050。北京市：中國勞動社會保障。
- 鄭秉文（2017）。全國社會保障基金理事會管理體制的轉型與突破—寫在基本養老基金投資進入市場之際。遼寧大學學報，45，3。
- 鄭秉文（2018）。養老保險降低繳費率與擴大個人帳戶—徵繳體制改革的“額外收穫”行政管理改革，11，12-21。
- 趙靜，毛捷與張磊（2015）。社會保險繳費率、參保概率與繳費水準—對職工和企業逃避費行為的經驗研究。中國經濟季刊，15，1。
- 趙建國與周德水（2020）。靈活就業流動人口的養老保險覆蓋率及其收入效應。社會保障評論，4：2，29-42。
- 趙亮與李燈強（2020）。我國城鎮職工基本養老保險基金可持續性研究—基於新冠肺炎疫情衝擊的影響。財經科學，12，118-129。
- 樊賀豐與房連泉（2019）。日本年金積立金投資管理與啟示。中國社科院世界社保研究中心工作論文（編號：062-20190513）。
- 魯全（2020）。居民養老保險。參保主體、籌資與待遇水準。社會保障評論，4，1。
- 劉羽楓（2017）。全國社保基金境外投資管理研究（碩士論文）。取自 https://t.cnki.net/kcms/detail?v=3uoqIhG8C475K0m_zrgu4IQARvep2SAk-

[6BvX81hrs37AaEFpExs0NNG8s0exjyCQvvotqsT0-12o0V60IiVvAuaFdAoXQbF&uniplatform=NZKPT](https://www.nat.gov.tw/ReportFront/ReportDetail/detail?sysId=C10204402)。

劉書籐，蔡長銘，黃詩淳與張容華（2013）日本退休基金運作之參訪報告。公務人員退休撫卹基金監理委員會出國報告，取自

<https://report.nat.gov.tw/ReportFront/ReportDetail/detail?sysId=C10204402>。

賴偉文，辛炳隆，劉峰瑋與張詩雋（2017）。年金制度改革對總體經濟及勞動市場之影響。國家發展委員會委託研究報告，取自

<https://ws.ndc.gov.tw/Download.ashx?u=LzAwMS9hZG1pbmlzdHJhdG9yLzEwL3JlbGZpbGUvNTY3Mi8yOTkxNi9mMTg4OGJhZS0wMWY5LTRmYTEtOTRiNC02YzYwY2IxZGQ0MTEucGRm&n=5bm06YeR5Yi25bqm5pS56Z2p5bCN57i96auU57aT5r%2Bf5Y%2BK5Yue5Yuv5biC5aC05LmL5b2x6Z%2B%2FLnBkZg%3D%3D&icon=..pdf>。

盧安琪（2019）。韓國國民年金制度與實務考察報告。衛生福利部。

魏偉，張亞婕與郝思婧（2021）。ESG 先驅：養老金引領可持續投資。平安證券研究所策略配置與前瞻性研究團隊。

簡聖哲，王宏文（2020）。臺灣勞工保險「高薪低報」行為對勞保財務之影響。行政暨政策學報，70，67-101。

外文部份

Asian Development Bank.(2015).*Strengthening Public Pension Systems in Asia*. Retrieved from <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/182378/strengthening-public-pension-systems.pdf>

Akiko Nomura.(2019). Japan's Pension System: Challenges and Implications. *Nomura Journal of Asian Capital Markets*, 3:2, 4-9

Akio Otsuka.(2020).Can the World's Largest Pension Fund,Japen's GPIF,Be a Responsible Steward?Stewardship Responsibility as Asset Owner.*Journal of Governance and Regulation*, 9:1, 44-51.

- Code on dividends and firm value: evidence from National Pension Service of Korea. *Asia Pacific Business Review*, 26:4, 453-477
- Giuliano Bonoli and Toshimitsu Shinkawa. (2005). *Ageing and Pension Reform Around the World: Evidence from Eleven Countries*. British, America: Author
- GPIF. (2020). *Breaking Down the Elements of Passive Management to Enhance Sophistication: GPIF Initiatives*. Retrieved from https://www.gpif.go.jp/en/investment/20200210_workingpaper_en.pdfv
- GPIF. (2020). *Annual Report Fiscal Year 2019*. Retrieved from https://www.gpif.go.jp/en/performance/annual_report_fiscal_year_2019_01.pdf
- GPIF. (2020). *ESG REPORT 2019*. Retrieved from https://www.gpif.go.jp/en/investment/GPIF_ESGREPORT_FY2019.pdf
- Hanming Fang and Jin Feng. (2018). *The Chinese Pension System*. National Bureau of Economic Research Working Paper
- Hoyong Jung. (2020). *The Korean National Pension Service Stewardship Code. Active Shareholder Engagement and the Stock Market*. *Asian Survey*, 60:6, 116-1141
- Hyungpyo Moon. (2001). *The Korean Pension System: Current State and Tasks Ahead*. Korea Development Institute
- Japan Pension Service. (2019). *Annual Report 2018*. Retrieved from <https://www.nenkin.go.jp/international/aboutjps/report.files/2018.pdf>
- Jinpil Um, Asghar Zaidi and Sung-Jae Choi. (2019). *Active Ageing Index in Korea: Comparison with China and EU countries*. *Asian social work and policy review*, 13:1, 89-99
- Kenichiro Kashiwase, Masahiro Nozaki, and Kiichi Tokuoka (2012). *Pension Reforms in Japan*. International Monetary Fund Working Paper
- Kim, W, and F. Stewart. (2011). *Reform on Pension Fund Governance and Management: The 1998 Reform of Korea National Pension Fund*. OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No, 7.
- Korea. *The National Pension Service Investment Management (2019). 2018 Annual Report*. Retrieved from https://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/prs_e/prs_e_04.jsp

Korea.Social Values Promotion Division,NPS.*Building up Trust between generations*.Retrieved from

[https://f.hubspotusercontent30.net/hubfs/4256284/2019_NPS_SR_ENG\(web\).pdf](https://f.hubspotusercontent30.net/hubfs/4256284/2019_NPS_SR_ENG(web).pdf)

Mizuho Research Institute.(2020). *Final Report (Outline): Research Project to Contribute to Preparation of the Next Medium Term Plan GPIF's Aim (Vision) as Foundation of the Medium term Plan*.Retrieved from https://www.gpif.go.jp/en/investment/next_medium-term_plan_en.pdf

OECD and G20 Indicators.(2020).*Pension at a glance 2019*.Retrieved from

<https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b6d3dcfc-en/index.html?itemId=/content/publication/b6d3dcfc-en>

Tae-Young Pak.(2020).Social protection for happiness? The impact of socialpension reform on subjective well-being ofthe Korean elderly.*Journal of Policy Modeling*,42, 349-366

Tao Liu and Li Sun.(2016).Pension Reform in China.*Journal of Aging&Social Policy*,28:1,15-28

Yun Kyung Kim and Yunsung Koh. (2020). Effects of public pension funds and Stewardship

日文部份

日本年金機構（2020）。アニュアルレポート 2019 年次報告書。取自

<https://www.nenkin.go.jp/info/torikumi/annual/2019.files/2019-1.pdf>。

日本統計局（2021）。厚生年金基金の財政状況等（2015（平成27）年度～2019（令和

元）年度）。取自 [https://www.e-stat.go.jp/stat-](https://www.e-stat.go.jp/stat-search/files?page=1&layout=data_list&toukei=00450741&tstat=000001137266&cycle=0)

[search/files?page=1&layout=data_list&toukei=00450741&tstat=000001137266&cycle=0&tclass1val=0](https://www.e-stat.go.jp/stat-search/files?page=1&layout=data_list&toukei=00450741&tstat=000001137266&cycle=0&tclass1val=0)。

企業年金連合會（2017）。企業年金連合會通算企業年金のおすすめ。取自

https://www.pfa.or.jp/user_unei/ijukan/files/db_pamphlet.pdf。

企業年金連合會（2020）。企業年金実態調査結果。取自

https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/j-chosa/files/jittaichosa_gaiyou_2019.pdf。

厚生労働省（2020）。厚生労働白書（平成30年度・令和元年度厚生労働行政年次報告）厚生労働省—令和時代の社会保障と働き方を考える—。取自

<https://www.mhlw.go.jp/ccontent/000735866.pdf>。

厚生労働省年金局（2019）。平成30年度厚生年金保険・国民年金事業の概況。取自

<https://www.mhlw.go.jp/ccontent/000578278.pdf>。

厚生労働省年金局（2014）。公的年金制度の健全性及び信頼性の確保のための厚生

年金保険法等の一部を改正する法律について。取自<http://hsr->

[office.jp/blog/wp/wp-](http://office.jp/blog/wp/wp-content/uploads/2014/06/%E5%8E%9A%E7%94%9F%E5%B9%B4%E9%87%91%E5%9F%BA%E9%87%91%E5%88%B6%E5%BA%A6%E3%81%AE%E6%94%B9%E6%AD%A3%E3%81%AB%E3%81%A4%E3%81%84%E3%81%A6.pdf)

[content/uploads/2014/06/%E5%8E%9A%E7%94%9F%E5%B9%B4%E9%87%91%E5%9F%BA%E9%87%91%E5%88%B6%E5%BA%A6%E3%81%AE%E6%94%B9%E6%AD%A3%E3%81%AB%E3%81%A4%E3%81%84%E3%81%A6.pdf](http://office.jp/blog/wp/wp-content/uploads/2014/06/%E5%8E%9A%E7%94%9F%E5%B9%B4%E9%87%91%E5%9F%BA%E9%87%91%E5%88%B6%E5%BA%A6%E3%81%AE%E6%94%B9%E6%AD%A3%E3%81%AB%E3%81%A4%E3%81%84%E3%81%A6.pdf)。

厚生労働省年金局（2018）。年金制度を巡るこれまでの経緯等について。取自

https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000202219.pdf。