

中国社保养老基金 投资风险管埋

ZhongGuo SheBao YangLao aJiJin TouZi FengXian GuanLi

吕志勇 李茹兰 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

013061253

F832.21
21

中国社保养老基金投资风险管理

——兼论投资监管模式的相机抉择

**The Management of Investment Risk of
the Social Pension Fund**

——Also on the Discretion of the Regulatory Model

吕志勇 李茹兰 著



经济科学出版社



北航

C1666938

F832.21
21

013081523

图书在版编目 (CIP) 数据

中国社养老基金投资风险管理/吕志勇著. —北京:
经济科学出版社, 2013. 7

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3510 - 7

I. ①中… II. ①吕… III. ①养老保险基金 - 投资
风险 - 风险管理 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 124216 号

责任编辑: 柳 敏 段小青

责任校对: 苏小昭

版式设计: 代小卫

责任印制: 李 鹏

中国社养老基金投资风险管理

——兼论投资监管模式的相机抉择

吕志勇 李茹兰 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京京鲁创业科贸有限公司印装

710 × 1000 16 开 18 印张 280000 字

2013 年 6 月第 1 版 2013 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3510 - 7 定价: 40.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

中文摘要

有投资，就有风险。在当前这场全球性金融危机中，全球养老基金投资损失惨重，2008年，全球各国养老基金折损20%，损失超过5.5万亿美元，中国社保基金投资也因此导致股票资产亏损6.79%。可见，加强对养老基金投资的风险控制和管理，确保养老基金的保值增值是世界范围内共同面临的课题。特别是在养老基金面临因巨额隐性债务成本、人口老龄化等因素而可能导致未来出现支付危机的情况下，中国养老基金保值增值的压力更大。同时，中国的养老保险制度改革尚需进一步深化，与养老基金投资运用相关的法律法规体系还不健全，包括资本市场在内的养老基金投资市场环境还有待进一步改善。这也意味着中国养老基金投资将会面临更多更大的风险。因此，如何进行有效投资和控制风险，确保中国养老基金实现保值增值的目标，就成为必须研究解决的重大课题。

本书运用系统论的分析方法，首先从分析养老基金投资过程中可能存在的各种系统性风险和非系统性风险入手，运用方差法、VaR法、CVaR法和CDaR法等目前国际上流行的风险度量方法对养老基金投资风险分别进行了实证分析，说明分散投资，多元化资产配置有利于降低风险，提高收益率；并认为应用CDaR法可以更清晰、更恰当地描述养老保险基金投资资本市场面对的风险，CDaR模型更适合于有低风险偏好的养老保险基金进行投资决策和管理。在此基础上，从现行养老基金投资管理政

策规定出发,以企业年金为例,运用 CDaR 理论构建了政策约束下的中国养老基金资产配置模型,并对养老基金资产投资组合最优配置进行了实证分析,得出了根据养老基金的性质和地位的不同进行不同的资产配置,并在不同的经济发展周期,对各种养老基金资产的配置比例进行适度调整的结论。本书还在比较分析与借鉴国外养老基金投资管理的成功模式的基础上,针对中国的具体情况,提出了相机抉择的养老基金投资监管模式的建议。

本书的研究成果将有助于推动中国养老基金投资风险管理水平的提高,促进中国养老保险制度的持续、健康发展。

ABSTRACT

Where is investment, there is risk. In the global financial crisis, the global pension fund investment had incurred a disastrous loss that is more than 5.5 trillion U. S. dollars, and China's social security fund investment laid in loss of 6.79% of equity assets in 2008. So that, it is a common issue for the world to strengthen risk control and management of pension fund investments and implement the goal of increasing the value of pension fund. Especially, our pressure of increasing the value of pension fund is greater because that the danger of pension payment will take place in the future owing to a huge hidden cost of debt in our pension fund, an accelerating aging population trend and other factors. Meanwhile, China's pension system reform needs to be further deepened, and the laws and regulations of pension fund investment are not perfect yet, the capital markets which the market environment for the pension investment still remains to be further improved. All of the above also mean that China's pension funds will face more and greater risks. Therefore, how to effectively control the risks of investment and how to ensure the goal of increasing the value of our pension fund, is becoming a major issue for us to do research and solve.

This book used the system theory approach to first analyze a variety of systemic risk and non-systematic risk existing in the pension fund investment process, and introduced some popular risk measurement methods in the world, and further lead it in the pension fund investment risk empirical analysis. On this basis, according to the existing policies and regulations of pension fund investment management, the book constructed the model of optimal allocation for our pension fund assets by CDaR, also configured an empirical analysis, and ob-

tained a conclusion that we should make a different asset allocation according to the difference of nature and status of pension funds, and adjust appropriately the configuration of the various pension assets in proportion to the cycle of economic development. The book also proposed that we should make the discretion of pension fund supervision model according to China's specific conditions, through comparing and analyzing, and also learning from the successful model of the foreign pension funds and investment management.

The study results will help to improve the risk management of pension fund investment, and promote China's pension system sustainable and healthy development.

目 录

| | |
|----------------------------------|-----|
| 第1章 导论 | 1 |
| 1.1 中国社保养老基金投资的必要性 | 1 |
| 1.2 中国社保养老基金投资运营的现状及其存在的问题 | 24 |
| 1.3 本书的研究思路、结构安排、研究方法与创新之处 | 39 |
| 第2章 相关理论综述 | 44 |
| 2.1 社保养老基金的基础理论 | 44 |
| 2.2 养老金投资风险管理理论 | 59 |
| 2.3 国外研究现状综述 | 74 |
| 2.4 国内研究现状综述 | 81 |
| 2.5 本章小结 | 85 |
| 第3章 中国社保养老基金投资风险分析 | 87 |
| 3.1 养老基金投资风险案例 | 87 |
| 3.2 养老基金投资风险的识别 | 96 |
| 3.3 养老基金投资市场风险的度量 | 103 |
| 3.4 养老基金投资风险度量的实证分析 | 127 |
| 3.5 本章小结 | 134 |
| 第4章 国外养老金资产配置的经验与启示 | 136 |
| 4.1 养老保险基金资产配置的内涵及意义 | 136 |
| 4.2 美国社保养老金的资产配置 | 139 |

| | | |
|------------|-----------------------------------|------------|
| 4.3 | 智利社会养老保险基金的资产配置 | 160 |
| 4.4 | 新加坡社保养老基金的资产配置 | 168 |
| 4.5 | 其他国家养老保险基金资产配置状况 | 170 |
| 4.6 | 国际经验之启示 | 172 |
| 4.7 | 本章小结 | 173 |
| 第5章 | 中国社保养老基金的资产配置 | 175 |
| 5.1 | 中国社保养老基金的性质、特点与投资原则 | 175 |
| 5.2 | 中国社保养老基金投资资产类别的选择 | 180 |
| 5.3 | 基于 CDaR 模型的中国社保养老基金资产优化配置模型 | 190 |
| 5.4 | 本章小结 | 204 |
| 第6章 | 社保养老基金的投资监管 | 205 |
| 6.1 | 社保养老基金投资监管的必要性及监管目标 | 205 |
| 6.2 | 社保养老基金的投资管理模式 | 217 |
| 6.3 | 中国社保养老基金投资管理模式选择 | 231 |
| 6.4 | 中国社保养老基金投资监管模式 | 241 |
| 6.5 | 中国社保养老基金投资监管的组织实施 | 255 |
| 6.6 | 本章小结 | 261 |
| 第7章 | 结论与展望 | 265 |
| 7.1 | 本书的研究结论 | 265 |
| 7.2 | 本研究之不足 | 267 |
| 7.3 | 养老基金投资风险管理的研究展望 | 267 |
| | 参考文献 | 269 |
| | 后记 | 278 |

第 1 章

导 论

风险管理与风险同在。社保养老基金的保值增值目标必须通过投资来实现,而随着养老保险基金规模的不断扩大和投资渠道的进一步拓宽,养老基金的投资风险管理问题的重要性就日益凸现。本章从分析中国养老基金由于存在巨大的隐性债务成本、人口老龄化和通货膨胀因素所形成的保值增值压力以及资本市场发展、金融结构变迁和经济转型的需要出发,说明了养老基金投资的必要性,同时,结合分析目前中国养老基金投资的现状,说明养老基金风险管理的重要性。这就是本书研究的目的和意义所在。在此基础上,勾画出本书研究的思路、结构安排、研究方法及创新之处。

☆ 1.1 中国社保养老基金投资的必要性

自 1997 年社会统筹与个人账户相结合的部分积累制新型养老保险制度正式确立并实施以来,中国的社会养老保险制度不断改革、完善与发展,目前已形成了包括全国社保基金、一些有条件企业建立的企业年金和分散在各地方的基本养老保险基金在内的三大社会养老金支柱,养老保险基金规模逐年扩大。据来自人力资源和社会保障部发布的统计公报显示,2011 年中国全年城镇基本养老保险基金总收入 16895 亿元,比上年增长 25.9%。全年基金总支出 12765 亿元,比上年增长 20.9%。到 2011 年年末,基本养老保险基金累计结存 1.95 万亿元。另据全国社保基金会公布

的数据,截至2011年年底,由社保基金会管理的主要用于养老保障的社保基金规模已达到8688.20亿元。^①若将一些企业建立的约3570亿元企业年金计算在内,2011年年末,中国社保养老基金总规模已超过3万亿元。而按世界银行的预测,2030年中国养老基金总额将达到1.8万亿美元^②,折合人民币11.34万亿元。而据中国人寿养老保险股份有限公司资产管理部总经理刘云龙(2012)的最新预测结果:到2035年,中国养老基金总资产将达到79万亿元。其中:城镇基本养老保险基金达到27万亿元,农村养老保险基金达到2.7万亿元,即第一支柱养老金资产总额为29.7万亿元。企业年金基金资产达到37.7万亿元,职业年金基金资产达到2.5万亿元,个人退休储蓄计划资产达到9万亿元,即第二支柱养老金资产总额将达到49万亿元。^③

另一方面,中国社保养老基金的可投资范围也在逐年扩大。最初,养老基金投资被严格限定在银行存款和国债上,而目前,中国养老基金投资不仅可以在国内银行存款、国债、企业债券、股票、基金、基础设施等更广的领域内选择,而且可以选择包括境外的债券和股票在内的各类固定收益领域、直接投资、实业投资以及投资现金等价物,等等。然而,随着养老基金规模和投资范围的扩大,养老基金投资,养老基金投资所面临的风险也在加大,特别是在经济全球化背景下,风险传导速度更快,影响范围更广,损失更大。据IMF的研究报告表明,截至2008年年底,目前仍未结束的这场全球性金融危机已造成全球各国养老基金折损20%,损失超过5.5万亿美元(其影响至今仍未结束),中国养老基金投资也因此导致股票资产亏损6.79%。

上述事实说明,加强对养老基金投资的风险控制和管理,确保养老基金的保值增值已成为世界范围内共同面临的课题。特别是在养老基金面临巨额隐性债务成本、人口老龄化等因素而可能导致未来出现支付危机的情况下,中国养老基金保值增值的压力更大,对投资的渴望更为强烈。而另一方面,中国的养老保险制度改革尚需进一步深化,与养老基金投资运

① 《社保基金总规模已达8568亿元》, <http://news.cntv.cn/20110317/104625.shtml>。

② 宁钟、王宇:《中国养老基金的投资监管模式与OECD国家的比较研究》,载《社会保障制度》2008年第2期。

③ 中国养老金网. www.cn Pension.net 2012-1-10。

用相关的法律法规体系还不健全,专业投资人才缺乏,公司治理结构还有待进一步改善。这也意味着中国养老基金投资将会面临更多、更大的风险。因此,如何进行有效投资和控制风险,确保养老基金保值增值目标的实现,就成为必须研究解决的重大课题。

1.1.1 解决社保养老基金收支缺口问题使然

所谓社保养老基金收支缺口是指一个国家或地区在一定时期内社会养老保险系统内产生的基金收入总额与支出总额的差额,即收不抵支的状况。

因此,判断社会养老保险系统是否存在收支缺口,其标准应该是看该系统本身机制作用下,参保单位和个人的缴费及其投资收益所形成的养老基金收入能否满足系统内退休养老金的支付。如果收不抵支,即为养老基金收支缺口。毫无疑问,政府是社会养老保险的主办者和推动者,有责任有义务对社会养老保险给予扶持。《中华人民共和国社会保险法》(以下简称《社会保险法》)也明确规定,社会保险中的基本养老保险基金由用人单位和个人缴费以及政府补贴等组成。但是,政府财政补贴不应被视为社保养老基金的主要收入来源,充其量只是一个补充来源。《社会保险法》第十三条明确规定,在“基本养老保险基金出现支付不足时,政府给予补贴”。可见,政府财政补贴只能是一种体外输血机制,是当社会保险系统依靠自身机制无法实现基本养老保险基金收支平衡时,政府所采取的一种非正常补助措施。试想,如果将政府补贴视为如同参保单位和个人的缴费及其投资收益一样,作为基本养老保险基金正常收入来源,甚至将目前社保养老基金存在缺口的原因归于政府财政补贴力度不足^①的话,那么,观点是十分错误的,后果是非常危险的。它必将造成系统对政府补贴的过度依赖,而忽视通过改善养老保险制度系统的自身机制来维持社保养老基金收支平衡。这样,终有一天将会因不堪重负而使社会养老保险制度无法持续,也会使未来退休养老者的合法权益受到损害,给国民经济健康发展和

^① 专家称财政对社保投入太少造成养老金巨额缺口,2013年4月14日。金羊网—新快报。

社会稳定带来隐患。当今发生在希腊、意大利、西班牙等国的主权债务危机将会在中国重演。

因此，我们认为，如果将政府财政补贴排除在制度正常收入因素之外，就社会养老保险制度本身的运行机制来看，目前中国养老保险基金收支上存在巨额资金缺口则是无法否认的事实。它或者表现为社保养老金收支的结构性缺口和未来缺口，或者表现为总体性缺口和当前缺口。

所谓养老金结构性缺口主要是指由于隐性债务和显性债务的存在以及地区经济发展的不平衡而产生的养老金收支缺口。如根据《中国养老金发展报告 2012》显示，若剔除 2272 亿元的财政补贴，2011 年上海、江苏等 13 个省份和新疆生产建设兵团的养老保险基金征缴收入收不抵支，缺口高达 767 亿元。此外，该报告还表示，2011 年记账额达到 24859 亿元，空账额达 22156 亿元。个人账户空账额继 2007 年突破万亿大关后，再次突破 2 万亿元。

养老金未来缺口则是指由于种种原因未来一定时期内可能出现的养老金收支差额。我国大部分研究都是对未来收支缺口的预测。如 2012 年由中国银行首席经济学家曹远征牵头的中银研究团队和德意志银行大中华区首席经济学家马骏牵头的复旦大学为主的研究团体联合发布的《化解国家资产负债中长期风险》报告称，到 2013 年，中国养老金的缺口将达到 18.3 万亿元。在目前养老制度不变的情况下，往后的年份缺口逐年放大，假设 GDP 年增长率为 6%，到 2033 年时养老金缺口将达到 68.2 万亿元，占当年 GDP 的 38.7%。

养老金收支的当期缺口是指当年养老基金的各项收入之和减去支出之和出现收不抵支的一种状况。它是在充分考虑在转制过程中产生并逐年累加的隐性债务和个人账户养老金被挪用情况下对当期养老基金收支状况的一种判断。统计资料显示，如果不考虑隐性债务和多年来已经挪用的个人账户累计额，并且包含当年政府财政补贴的话，中国的社保养老基金收支的确是存在缺口的，并且还有结余。如 2011 年我国城镇基本养老保险基金总收入为 1.7 万亿元，总支出为 1.3 万亿元，年末累计结存达 1.9 万亿元。这也是一些人否认中国社保养老基金存在缺口的“有力证据”。但是，如果把隐性债务和多年来已经挪用的个人账户累计额考虑在内，且剔除当年财政补贴的话，中国社会养老保险统筹账户里的基本养老金不仅

会在未来产生收支缺口，而且当前就存在着较大缺口——这是不可否认的事实。这也是我们对中国社保养老基金收支情况的基本判断。

而养老金收支的整体性缺口是指在一定时期内在充分考虑各种债务（挪用个人账户养老基金实际上也是一种债务）状况和剔除政府财政补贴的前提下，一个国家的社会养老保险系统内各个养老保险计划可能出现的整体收不抵支的情况。就中国来说，新型社会养老保险制度改革推行的较晚——统一的城镇企业职工社会养老保险制度始建于1997年，国家机关和事业单位社会养老保险改革尚未启动，农村和城市居民社会养老保险则刚刚全面铺开，短期内出现整体性社保养老基金收支不平衡状况也是正常的。

上述各种形式的收支缺口从不同的角度反映着我国社保养老基金收支缺口的存在。它们交织在一起，给中国目前的社会养老保险制度带来巨大挑战。中国社保养老基金收支缺口形成的原因主要是由于中国目前社会养老保险制度尚处在由现收现付制向基金制转轨的过程中，一方面，新制度建立的时间较短，还没有积累起一个满足未来支付需要的养老基金规模；另一方面，新制度既要继续兑现原有制度对于劳动者养老待遇的承诺，又要为建立新制度积累基金。尤其是在旧制度下积累的问题多多，在中国当前经济发展水平下不可能在短时间内全部得以解决。具体来说，导致中国社保养老基金出现收支缺口的原因有以下四个方面：

(1) 转制遗留下来的“隐性债务”。中国“统账结合”的养老保险制度是在1997年才开始建立起来的，在这之前已经退休或者已经参加工作的人员（专业上称为“老人”和“中人”）在新制度建立前并没有为自己积累起足够的养老保险基金，而在他们退休后按新制度规定领取的退休金全部或部分实际上是政府对他们的一种债务承诺。但这一债务在“统账结合”制度中没有确立相应的筹资渠道，而是以隐性方式存在，故被称为隐性债务。

对于中国社会养老保险隐性债务规模的测算，不同的机构、部门和学者的研究结果存在较大的分歧，其中隐性债务规模最小为1.8万亿元，最大则超过13万亿元，见表1-1。

表 1-1 中国养老保险隐性债务规模

| 测算者 | 世界银行 专家组 | 中国人民大学 王晓军 | 人社部研究所 何平 | 国务院体 改办宋晓梧 | 中山大学 申曙光 |
|------|-------------|-----------------------|--------------|-----------------------|------------------------|
| 测算时间 | 1997 年 | 2000 年 | 2001 年 | 2001 年 | 2009 年 |
| 测算时点 | 1994 年年末 | 1997 年年末 | 1996 年年初 | 1997 年年末 | 2001 年年末 |
| 测算精度 | 精算 | 精算 | 精算 | 精算 | 精算 |
| 测算结果 | 19176 亿元 | 25839 亿 ~ 44576 亿元 | 28753.34 亿元 | 1830 亿 ~ 108260 亿元 | 95673 亿 ~ 132467 亿元 |

世界银行专家 1997 年估计中国的养老保险隐性债务规模为当年 GDP 的 46% ~ 69%；一些经济学家估计占 71% ~ 94%；原国务院体改办课题组的估计高达 145%。照此计算，在 1997 年建立统一养老保险制度时，政府遗留的养老金“隐性债务”负担约 2 万 ~ 5 万亿元；^① 据全国社会保障理事会的研究报告显示，如果想把现有的个人账户做“实”，弥补现收现付制下对“老人”、“中人”的历史欠账，至少需 2 万亿元资金，转制成本虽然是分年度支付的，但最高年份的支付额也将达 3000 亿元。而按照中山大学申曙光教授对中国养老保险隐性债务问题的研究，2001 年至 2075 年这 75 年里，在基准情况下，当工资增长率为 6%、投资回报率为 4% 时，上述“老人”和“中人”的隐性债务规模分别将达到为 9.5673 万亿元、13.2467 万亿元。^②

(2) 连续提高退休职工养老金待遇增加的缺口。根据平安证券综合研究所的研究结论，2000 ~ 2005 年，中国离退休职工每人每月养老金提高 55 元，全国每年共需 100 亿元，这部分增加的支出要全部由中央财政填补；而按照国务院的要求，2005 年至今的 8 年时间里，退休职工的养老金待遇每年都要保持 10% 以上的增长速度，这部分支出仍然要由中央和地方财政负担，由此增加的缺口每年都在 1000 亿元左右，且有逐年扩大的趋势。

(3) 当年产生的基本养老保险收支缺口。人社部历年发布的统计公报

① 把“隐性债务”限制在合理的范围内。http://www.china-insurance.com/news-center/newslist.asp?id=97728.

② 申曙光、彭浩然：《中国养老保险隐性债务问题研究》，中山大学出版社 2009 年版。

表明,从整体来看,除了个别年份外基本养老保险老基金收支都不会出现赤字(见图1-1)。但是,由于中国目前基本养老保险参保率(城镇参保职工占城镇就业人员的比重)还比较低(2011年仅为60%^①)、实际遵缴率(缴费人员占参保人员的比例)也比较低(2011年为85%)、人口老龄化和非正常退休等原因,特别是由于从旧的养老保险制度向新的养老保险制度转制过程中大量“老人”和“中人”群体的存在,导致不少省(自治区)当年统筹账户中的基本养老保险收入无法满足当年的养老金支付,形成收支缺口。据有关统计资料显示,1998年这一缺口规模为100多亿元、2000年为300多亿元、2002年增加到400多亿元,2004年增加到600多亿元。2010年,剔除1954亿元的财政补贴后,全国有近一半的省份企业部门基本养老保险基金当期收不抵支,当年缺口仍高达679亿元。^②

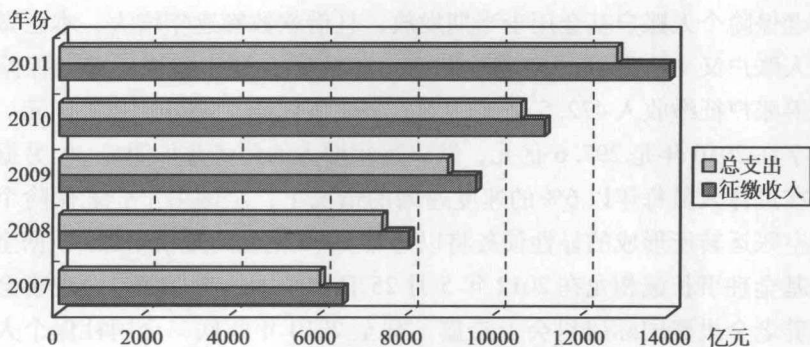


图1-1 2007~2011年基本养老保险基金征缴收入与支出比较

资料来源:根据人社部历年发布的统计公报数据绘制。

而据中国社会科学院世界社保研究中心2012年年底发布的《中国养老金发展报告2012》显示,2011年城镇职工养老金收不抵支省份仍多达14个,收支缺口达767亿元,高于2010年。^③

(4) 由于个人账户空账运行而形成的新的“显性债务”。在“统账结

① 作者根据人社部发布的《2011年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》中有关数据计算所得。

② 郑秉文主编:《中国养老金发展报告2011》,经济管理出版社2011年版。

③ 2011年14省养老金收不抵支缺口达767亿元。《中国新闻网》2012年12月17日。

合”制度下，如前所述，已经离退休的“老人”和即将退休的“中人”在其工作期间并没有为自己积累起足够的养老基金，而社会统筹账户又不足以支付这笔庞大的养老金需求，政府就只好动用个人账户里的基金了，也就是说，现在退休人员领取的退休金实际上是“挪用”了在职职工为自己积累的基金，从而造成了个人账户的空账运转，这笔已经被挪用的和即将被挪用的资金构成了政府对参保人员的“显性债务”。以首个参与“做实”个人账户试点的省份辽宁省为例，在计划经济时期聚集了大量城镇人口，目前不仅退休职工人数占到全国的1/10，且老龄化程度居于全国第四位。在现行养老保险制度确立之前，企业员工基本无需缴纳养老保险费用；但在制度设立之后，这部分职工退休后却从养老保险基金中领取养老金。因此导致统筹账户入不敷出。不仅如此，连续八年调整企业退休人员养老保险待遇，也加大了养老金支出压力。所以，近三年来不得不每年借支养老保险个人账户基金用于当期发放，且借款数额逐年增大，本已做实的个人账户又一次回到“空账”状态。2011年，辽宁省当年养老保险基金统筹账户征缴收入472.5亿元，支出782.7亿元，缺口310.2亿元。这一数字在2010年是297.6亿元，缺口逐年增大的趋势愈加明显。^①另据测算，在退休人员每年以6%的速度递增的情况下，全国由于养老保险个人账户空账运转所形成的显性债务将以每年1000亿元的规模增加。^②据全国社保基金理事长戴相龙在2012年5月25日由全国社会保障基金理事会主办的养老金投资国际研讨会上透露，截至2010年年底，全国社保个人账户记账额1.9万亿元，其中做实账户仅2039亿元，等于有1.7万亿元的缺口（见图1-2）。若考虑到个人账户的应计利息，截至2011年年底这部分“显性债务”总额应在1.9万亿元左右。

尽管挪用了“个人账户”养老金以弥补日益扩大的社养老基金缺口，但长期以来，中国仍然需要通过不断增长的巨额财政支付来维持养老保险制度的正常运行。据《中国养老金发展报告2011》披露，1997年《国务院关于建立统一的企业职工基本养老保险制度的决定》（国发1997〔26〕号文）颁布以后，各级财政开始对养老保险转移支付，其规模

① 辽宁养老金个人账户被曝借支76亿三年入不敷出. <http://www.sina.com.cn> 2012年10月24日02:03, 经济参考报微博。

② <http://finance.sina.com.cn>. 《半岛晨报》2006年7月15日14:59。