

说明



达努塔·蒂兹亚阔 (*Danuta Dziawgo*)

波兰社会的储蓄与投资——论证的起点

1. 引言¹

在经济转型过程中, 波兰实施了多项改革, 其中一些与养老金制度相关。当时的波兰养老金制度建立在两个义务支柱之上。所谓的养老保险第二个支柱主要用于在波兰居民达到退休年龄时, 保证其人性化养老(保持在恰当的水平)。但是, 这个目标未来是不会实现了。尽管1998年的广告说, 波兰工资替代率²可能达到甚至超过100%, 经济学家却提醒人们注意“可能”这个字眼。从第一支柱(社会保险局)和第二支柱(开放式养老基金)处领取相当于最终薪酬额度的养老金, 这在居民有20%的工资³流入养老金、养老金制度运作费用非常高的条件下看起来不太现实。⁴

值得一提的是2008年第二支柱支付给波兰居民的月养老金数额为28.26兹罗提(约7欧元), 数额之低不仅震惊了波兰市民, 同时也震惊了波兰的政治家们。之后, 很多波兰人开始意识到波兰既有的养老金制度不是投资型, 而是保险型的。所以不幸的是, 养老金受领者不要相信今后从第一和第二支柱处可以获得高额养老金, 而是应当早点儿着手, 对自己的经济保障负责。但波兰人真的会这样做吗? 波兰人会储蓄、投资吗?

本工作论文将展示笔者及其他学者的研究结果, 以期回答上述问题。确定一国在储蓄和投资方面的立场及行为对其制定经济教育政策有着至关

¹ 波兰科技与高教部2007-2009年资助的一项科研项目。

² 第一笔退休金金额与最终薪酬之间的关系, 即最终薪酬构成退休金的百分比。

³ 收入较高的人群可能在支付养老基金到一定程度后, 停止支付, 所以该数额相对较低。

⁴ 支付单笔养老金收取的费用刚开始时为10%, 之后为7%, 从2010年开始为3.5%。此外, 首付之后的养老金支付也要向未来的养老金受领者收取管理费、银行储蓄佣金、或市场交易成本等(比如, 在购买或出售股份时, 每次都会收取交易金额3%的费用)。

重要的参考意义。要改变社会心态需要很多年时间，因此，需要高度关注的是银行中家庭债务水平的稳定增长。

因此，本文将通过两个样本组来探讨储蓄问题：代表性样本组和目标样本组。前者是指以传统方式储蓄（通常是银行储蓄）的普通市民，后者是指利用相对先进的金融工具投资于证券的个人。

此外，本文还将举例说明波兰政府为了鼓励市民储蓄所采取的积极的国家政策。但文中例举并非来自波兰市场，而是英国市场。

2. 储蓄的经济意义

市民进行投资似乎不是心血来潮，而是出于实际需要。从经济学上讲，主要有三个原因可以解释市民为什么愿意将一部分收入作为储蓄，而不是投资：交易（付款及时）、远期考虑（以便应对不可预见的事件）及理财（使收入来源多样化——不仅获得工作收入，还获得资金收入）。从微观经济的角度来看，储蓄⁵的目的是保证广义的家庭财政稳定，此外还要保证家庭生活周期中稳定的消费水平。

在宏观经济看来，金融居民储蓄以及削减预算赤字是增加投资、促进长久经济增长的基础，所以应当带来社会总财富的增长。此处需要指出，居民储蓄是资本积累中最廉价的来源，影响一个国家的经济主权（与外部资本相比，国内资本不易流出）。但同时应当看到，高储蓄率会降低当前消费，因此也会放缓经济增长步伐。

因此，从经济增长的角度而言，居民储蓄和从银行贷款以促进经济繁荣都是有利的，而本案例中，理想的情况就是两者之间的平衡。

金融市场以及市场上金融工具的存在使得将居民储蓄变为投资成为可能。在当前高度发展的国家社会中，传统的储蓄工具，比如银行账户和银行储蓄等正在被一些更先进的工具所替代，比如债券、股票、投资基金、证券化过程中产生的金融工具、收益增值产品或衍生性金融工具。投资风险较高的金融工具，其潜在的收益率也更高。同时，传统的银行存款也正在变得越来越复杂。典型的案例是在波兰也可见的结构性存款。所有的这些都带来新的挑战。

3. 金融剪刀差

波兰在2008年年中出现了所谓的金融剪刀差——其家庭银行贷款超过了银行存款。如图1所示，目前该趋势仍在继续，剪刀差在逐步扩大。

⁵ 储蓄被定义为：为今后消费之目的而限制当前消费的过程。

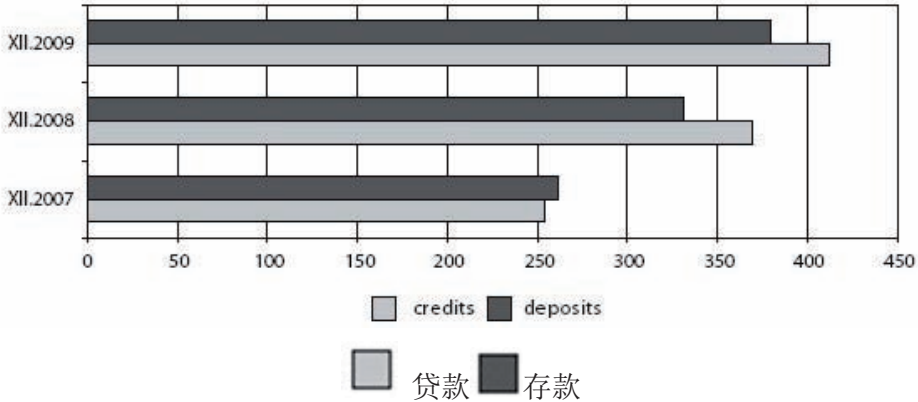


图1银行业储蓄存款额（票面价值 单位：十亿兹罗提）

资料来源：波兰金融监督管理局网站，www.knf.gov.pl。

但在分析数据资料时应有所保留。已有数据因准银行机构发放的贷款额而被低估。此外，由于人们未将积蓄存入银行，而是用作其他投资或以现金方式放置家中，存款额因此也可能会降低。所以调查居民是否持有积蓄以及使用何种工具持有积蓄就显得非常重要。

4. 波兰家庭储蓄⁶

民意调查研究中心（CBOS）对波兰居民的储蓄情况进行了一系列调查，结果显示，在2007年，77%的波兰居民没有积蓄，59%的波兰家庭没有任何银行贷款，而41%的家庭正在偿还银行贷款（其中4%的波兰家庭声称无法按时还款）。⁷波兰中央统计局（2000年）和益普索机构（2003年）也对此进行了调查研究，分别发现有77%和79%的受访者声称没有储蓄。这表明约77%的波兰民众没有任何储蓄，这一水平一直保持平稳。但应当注意到，该状况可能会放缓未来经济增长的脚步。

笔者的调查也再次确认了这种悲观的经济态势（见表1）。2002年，79%的波兰人宣称没有积蓄。到2009年，这一比例降至70%（但5%的受访者拒绝做出回答）。⁸由此可断定，至少从2000年起，没有任何积蓄的

⁶ PASW 统计程序之前是用来处理数据的。

⁷ 《波兰人的储蓄与债务》(Oszczędności i długi Polaków)，波兰民意调查研究中心，BS/36/2008，www.cbos.pl。该调查于2007年9月—11月间，以38 866个波兰家庭为样本展开。

⁸ 这些调查以直接调查问卷的形式展开。TSN OBOP公司在2002年8月份以1 017 个代表性受访者为样本进行研究。2009年9月，明略行公司以1 012 个代表性受访者为样本也做了一项研究。在95%的置信水平上，标准偏差为+/- 3.1%。

波兰人一直保持在占波兰总人口70%的稳定水平。

表1对问题“您怎么投资您的钱？请指出您使用的投资方式都有哪些。”回答的范围百分比(%)

类型	百分率			
	代表性样本		个人投资者样本	
	2002	2009	2002	2009
股票	2.7	0.6	86.5	87.5
债券	0.9	1.0	58.0	21.5
银行存款	9.8	8.6	35.0	48.5
衍生性金融工具	0.1	0.1	27.5	16.0
投资基金	0.5	0.8	16.5	48.0
货币	1.5	1.4	14.5	29.0
房地产	3.8	2.5	11.5	40.5
其他：		2.8		55.0
——投资保险	1.5	0.4	4.0	25.0
——黄金		0.7		7.0
——收藏钱币		0.3		12.0
有存款，但不做投资 （将存款放置家中）	4.3	11.5	—	—
无存款，所以不做 投资	79.1	69.9	—	—
拒绝回答	—	4.9	—	—

注：受访者可能会提供不止一个答案，因此总百分比不等于100%。

然而，持有积蓄的个人可能不会进行投资。2002年，有4%的波兰家庭选择将积蓄放置家中，而到了2009年，该比例升至约12%。显而易见，国际金融市场动荡以及媒体对国外银行存在问题及破产的报道导致该比例增长了三倍。波兰人对此持有谨慎态度情有可原，因为在世界范围内，弥漫着一种对金融机构普遍不信任的氛围。

对投资过程中使用的金融工具进行分析即可发现，各种工具的结构相对稳定。其中，只有投资股票所占的份额从2002年的3%显著下降到2009年的1%。

那些声称投资股票的个人同时还投资债券、银行存款、货币和投资基金，但没有投资于保险、房地产或黄金。

对波兰社会代表性样本的研究结果并不乐观。这些结果显示，在过去的10年内，手无积蓄的波兰居民稳定地占据波兰人口的70%。事实上，这

个群体将他们应承担的金融安全责任转嫁给了国家。至于这种行为的具体原因，则是一个有待解决的问题。

对2009年的研究结果进行深入分析似乎很有意思，也很有必要。本以为与小家庭相比，更少的大家庭会声称持有积蓄。但是预想中的这种可能并不存在。12%的单人家庭、17%的二人家庭以及16%的六人及以上家庭声称持有积蓄（见图2）。

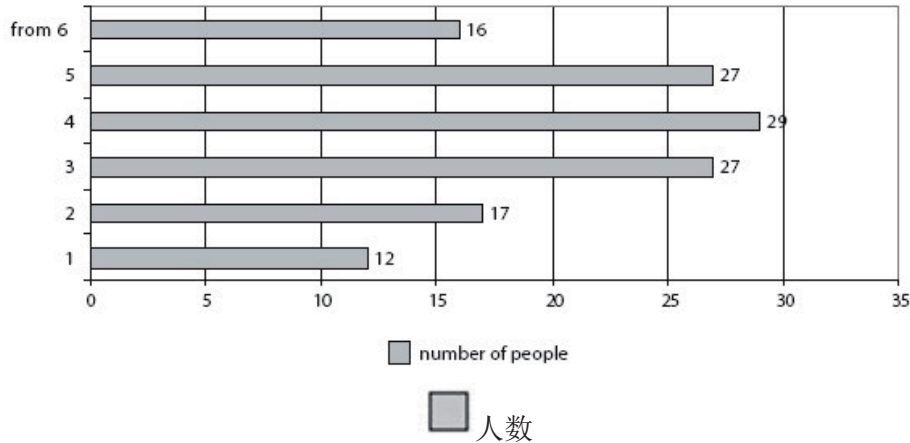


图2家庭成员人数与家庭积蓄的关系（%）

资料来源：由调查研究整理而来。

有观点称，波兰人之所以没有储蓄是因为他们挣得少，没有结余。这种观点目前还没有得到证实。但分析受访者的收入可发现，这种猜想是错误的。月收入越低的人越倾向于储蓄。在月家庭人均收入不高于200兹罗提的受访者中，有13%的人称有储蓄。此外，富有并不等于有储蓄。在不同受访者小组中，最高的月家庭人均收入分别为7 500兹罗提、4 000兹罗提和3 750兹罗提。但是，在月家庭人均收入为7 500兹罗提的受访者小组中，只有1人称有储蓄，25人称没有储蓄；在月家庭人均收入为4 000兹罗提的受访者小组中，3人称有储蓄，5人称没有储蓄；而在月家庭人均收入为3 750兹罗提的受访者小组中，7人称有储蓄，28人称没有储蓄。

荒谬的是，在月人均收入不高于200兹罗提的波兰家庭中，13%的家庭拥有储蓄，而家庭人均月收入超过5 000兹罗提的波兰家庭中，该比例仅为4%（见图3）。当然，造成这种情况的原因之一是，月收入较高的群体诚信度较高，可获得银行贷款。他们通过投资支撑自己当前正在偿付的银行贷款。但是，由居民储蓄构成的经济总量显示，在产生金融储蓄方面，后一群体是不可靠的。

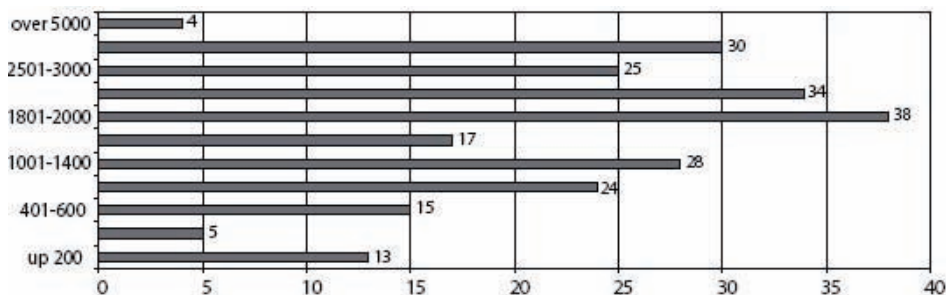


图3家庭人均月收入水平 (兹罗提) 与家庭持有储蓄情况比较

资料来源：由调查研究整理而来。

但是，不同的职业具有不同的特性，我们由此可以推断，77% 的管理人员和自由工作者、67%的公司老板、8%的失业人员、11%的养老金受领者、19%的熟练工人、21%的农民和29%的非熟练工人拥有储蓄。

因此，可以得出以下结论：拥有或进行储蓄是公认的生活态度问题，不受当前收入、家庭或社会职业群体规模等的限制。将消费水平调整到与当前收入相适应的水平可能影响居民的储蓄能力。调查结果证明，储蓄并不是波兰居民优先考虑的事项之一，不受其月收入水平影响。这同时也表明波兰人对个人理财知之甚少，导致波兰社会的金融文化发展落后。波兰人在职业活动减少的时候疏于考虑金融安全，对金融安全缺乏全面整体的考虑。最后还有一个开放性问题：国家是否有能力为如此多的人提供财政资助？

波兰极有可能会面临美国、英国和其他国家已经遇到的一个问题，即居民在工作和退休时应承担的经济责任被转嫁给国家。社会福利制度覆盖面广、高赋税限制居民的发明创造力及活力常常会导致该问题的发生。因此，一些国家当前确实尝试将本国社会人们伸手讨要帮助的被动态度和心态变为主动，在此过程中，国家不干涉其居民变得更加富裕。同时，这样做会激发和促进本国居民的活力，提高他们的收入水平。在这方面进行了激进的制度变革的国家包括新西兰和澳大利亚。

5. 帮助居民进行储蓄——来自英国的经验

20世纪90年代末对英国社会进行的研究表明，没有储蓄的英国居民数量与20世纪80年代早期相比增长了一倍。10%的居民家庭没有任何形式的储蓄，9%的英国成年人没有银行账户。⁹ 尽管有研究表明多于2/3的英国家庭拥有房产，60%处于创造生产力年龄段的英国人有养老保险，但1999年

⁹ 《家庭资源调查1998-1999》，英国社会保障部，载《帮助人们储蓄》，《英国税收与福利制度现代化》，第7期，<http://www.hm-treasury.gov.uk>。

的另外一项研究表明，有一半的成年英国人持有的流动金融资源不足750英镑。令人担忧的是英国居民家庭债务水平的稳定增长——债务水平超过了他们所拥有的资产。

因此，英国政府于2000年制定了文件《帮助人们储蓄》。之后，改变英国人对于储蓄和投资的态度成为政府工作的重点，英国政府对此达成普遍共识。有人认为，拥有储蓄会提高居民的生活独立性（比如独立决定是否组建家庭、换工作或居住地或开办公司）。同时，拥有储蓄会给予居民安全感和舒适的生活，特别是当他们退休之后。因此，英国政府实施了一些项目，意在激活社会中的储蓄投资。目前已有大量论文探讨波兰市场，在此背景下，本文以下将要提到的两个项目很有意思。

2002年，英国政府开始实施储蓄门户（Saving Gateway）试验计划。该计划针对的对象为低收入、受领各种政府补助的个人。在某个子项目中，参与者可以每月存入银行1到25英镑。在储蓄阶段结束时，英国政府会向账户中存入等量的金额。52%的项目参与者存入最高额，即375英镑。此外，21%的个人宣称要将存起来的钱（以及从政府受领的补助）用于不时之需，而23%的个人打算把所有的收入都花掉，46%的个人打算储蓄一部分，花掉剩余的。

在所有的试点方案中，22 000名项目参与者一共储蓄了1 500万英镑，并从政府处受领了500万英镑的储蓄奖金。在所有的项目参与者中，38%的人开始每月定期储蓄，39%的人开始还贷。在取得令人振奋的结果后，英国国会颁布了一项规定，自2010年开始，英国低收入人可在储蓄门户项目下储蓄。大约有800万的英国人可能会办理特殊账户。此类账户可运作2年，月最高储蓄额为25英镑。在储蓄期结束时，政府将为每英镑的储蓄额再存入50便士。也就是说，2年后国家将向每个账户中在额外存入最高300英镑（财政红利免税）。该项目旨在鼓励英国人有序储蓄，抗击金融排斥现象。

2005年，英国政府向本国2002年8月31日之后出生的婴幼儿父母提供了一种储蓄形式。该专用储蓄账户的年最低储蓄额为1 200英镑，且账户中的钱只属于孩子本人，只能在孩子满18岁之后由本人支取。英国政府会在每个账户开户时向其中存入250英镑¹⁰，然后在账户所有者7岁生日时再向其中存入250英镑（低收入家庭的受助金额为500英镑）。投资收益是免税的。从已经开办的320万账户可以看出，该项目成功地鼓励了英国人进行储蓄投资。

从以上英国所实施的两个项目案例中，我们可以看出，提高人的储蓄意识是教育社会、保持人们采取行动的责任感及鼓励人们创新的一个重要

¹⁰ 可被视为波兰生育补助（becikowe）的英国版。但是，在英国它适用于通过一定金额鼓励家庭对儿童和青少年的成年期进行预先储蓄和投资，存入账户的金额属于儿童本人，因此是一个比较复杂的概念。

元素。同时，长远来看，提高人的储蓄意识应该能够防止金融排斥现象的扩展。政府放弃一部分税收收入来鼓励人们储蓄投资表明英国人的投资积极性是多么的重要。

考虑到英国的资本市场常被认为是世界的龙头市场，英国社会也常被认为是世界上最富裕的社会之一，我们更有必要关注上述现象。但是，为保持其领先地位，英国必须继续改善经济、打造理想的社会态度，其中包括英国人对储蓄投资的态度。英国正在努力建设一个储蓄投资型社会，而不是充斥着负债累累的消费者的社会。

6. 波兰股票投资者的储蓄

投资股票可被视为储蓄存款的高级形式。因此，对波兰社会代表性样本和投资股票的个人样本进行比较，意义非常重大。此类个人不仅属于波兰社会中30%的、拥有储蓄的群体，而且还是该群体中最具有理财经验的一部分人。因此，笔者在2002年和2009年对一个200人规模的目标群体的股票交易进行了调查。¹¹ 虽说调查结果不能代表整体，但也对个人投资者群体的态度和观点表达了一定的看法。此外，每项调查，即使是针对特定人群的某项不具代表性样本的调查都是非常有价值的，因为这些调查收集了既定时间段内民众的态度、行为及观点等相关信息。表1中列出了对个人投资者投资特别资产的调查结果。

在两个测试组的受访者中，个人股票投资者投资股票的程度相似。与代表性样本组得出的测试结果不同的是，股票投资者没有银行存款，而且比例有所上升（从35%上升到48.5%）。同时，个人投资于房地产的比例显著上升（从11.5%上升到40.5%），投资于投资基金和其他资产的比例也显著上升（前者从16.5%上升到48%，后者从4%上升到55%）。同时，个人投资于债券的比例下降（从58%下降到21.5%），投资于衍生性金融工具的比例也下降（从27.5%下降到16%）。

投资者投资于衍生性金融工具的热情下降，可能是由于市场上的境外机构投资者正在变得越来越活跃，导致小型投资者无法获得满意的效益。而对债券的投资热情下降是由于债券对投资者的吸引力降低。也有可能投资者在投资债券之前，先投资于具有较高收益率的投资基金。

在表1中列表的基础上，应当说波兰的个人股票投资者了解投资股票市场的风险，所以他们才会在金融市场内外进行多样化投资（比如投资到房地产、黄金、收藏币等）。个人投资者通过投资基金在证券交易所进行直接、独立的投资，或间接投资。这样就保证了多样化投资，降低

¹¹ TSN OBOP于2002年、Millward Brown SMG/KRC机构于2009年以电话采访的形式展开该项调查。

了用于减少个人风险的成本，同时为拥有小额资金的个人投资者进入特定市场（房地产市场、国外市场和自然资源市场等）扫清障碍。同时，投资者以银行存款的形式将现金置于随时可用的状态，以便在遇到投资机会时随时启用，或在投资金融市场失败后保障其资金需求。这是那些拥有相对大额资金、有经验，而且知悉仅投资于单个市场、进行单一投资或单一资产的风险的投资者身上的共同特点。因此，个人投资者会有意识地投资于股票交易所，寻找机会保证并扩展他们的资本购买价值。这些人肯定不会指望社会保险局（ZUS）或开放式养老基金（OFE），而是积极地、有前瞻性地建立自己的养老基金（支柱）以保障当前及未来的经济安全和独立性。

7. 波兰社会的金融知识

采取措施鼓励其余70%没有储蓄的波兰人进行储蓄投资似乎成了一个根本问题。但问题是，如何定义一个普通波兰人的金融知识水平。要测试一个人是否具有广博的金融知识可以测试他是否对股票问题有深刻的认识。因此，研究人员要求代表性样本组列举投资股票的优缺点，同时指出股东的权利。这样有助于理解波兰民众对可能使用投资工具的准备程度。

同时，研究人员还要求代表性样本组回答股东因持有股票而享有的权利类型。10%的受访者给出了正确答案，这在开放性问题中可谓是比较高的分数。因为在回答开放性问题时，受访者必须展示自己的知识，并独立选择正确的词汇。此外，受访者还使用了专业术语，比如股息、投票权、股东周年大会参与度、股东大会参与度、附权发行、财务事项洞察力或决定票。其中，一名受访者说：“我对股票交易市场没有兴趣。”但是，值得注意的是，该受访者将股票与股票交易市场正确地联系在一起。另外一名受访者称：“我不知道股票与债权之间的关系。”但是，他很清楚两个术语，表明他对金融领域有一定的、至少是基本的认识。

同时，受访者对于不值得/值得投资股票的原因回答也是正确的。他们最常引用的论据是投资股票“可以受益/积累财富”。219名受访者如是回答。最有意思的回答包括“投资者可以更快、更容易地致富”（18次）、“竞技”、“长期股票更好一点”、“投资多样化”、“积累财富的最快方式之一”、“比投资投资基金挣钱更多”、“钱多了谁都看得见”、“投资于未来”等。

就反对投资股票的论点而言，受访者最常提到的是风险因素：“亏损/盈利的风险不确定”被引用了165次。为了说明其他一些论点，以下是一些受访者的回答：“股票交易所可能会遭遇危机”（7次）、“投资者会损失一切”（32次）、“投资压力大”（7次）、“股价有下跌风险”（7次），或者“心理脆弱的人可能会精神崩溃”。正如上面所述，在给

出上述答案时，受访者使用了专业术语，比如盈利、风险、多样化、股市狂跌或减值。

调查表明，波兰人拥有相对较深的金融知识，使得他们能够有意识地利用更加先进的投资工具。调查同时还表明，在已有材料的基础上，缺乏相应的金融知识不能被视为没有储蓄的一个原因。

8. 结语

总结本文中基于调查结果的论述，可以说，尽管普通市民与专业的股票投资者在金融知识方面的差距还很大，波兰社会的金融教育水平还是相对较高的。然而，虽说股票投资者的金融知识水平转化成了储蓄和投资结构，但同样的关系并不存在于普通波兰居民中。这可能意味着对节俭这个美德的侵蚀。

缺乏远见在未来可能会触发另一种金融危机：家庭负债过重导致家庭破产，缺乏金融安全导致压力重重，使得国家疲于负责保证居民家庭的健康与养老保险。所有这些因素都需要成本——给定国家运行其经济体系的成本。然而，如果超越了某个临界点，动乱会随之而来。

居民富裕了，一个国家才会富裕。因此，针对“30%活跃的、有远见的波兰居民拥有储蓄是否足以保证经济中的资金平衡，避免由于剩余70%波兰居民的漠然态度而可能产生的金融危机？”这一问题，人们持保留意见。其他一些发达国家已经注意到该问题，也已经采取了相关措施鼓励居民储蓄投资，但波兰没有。证据之一是，波兰当前仍在收取资产增值税，这对居民储蓄显然不是一个刺激因素。波兰居民现在已经开始（仿效美国）向着负债累累的消费者方向发展。随着该趋势的不断深入，经济动荡将不可避免。

参考文献：

- 《家庭资源调查1998—1999》，英国社会保障部，载《帮助人们储蓄》，《英国税收与福利制度现代化》，第7期，<http://www.hm-treasury.gov.uk>。
- 《帮助人们储蓄》，英国财政部网站<http://www.hm-treasury.gov.uk>；波兰金融监管局网站www.knf.gov.pl
- 《波兰人的储蓄与债务》(Oszczędności i długi Polaków)，波兰民意调查研究中心，BS/36/2008，www.cbos.pl。

摘要

本工作论文意在回答以下问题：波兰人会采取行动保障他们未来的经济安全吗？波兰人会储蓄、投资吗？在本文中，作者试图提醒读者注意波兰可能会面临的一个问题——将居民应当承担的经济责任转嫁给国家。遗憾的是，从已有的调查结果中，我们无法得出乐观的结论。只有30%的波兰人具有理财策略和前瞻性。

关键词:

储蓄，个人投资者，金融投资，家庭