

经济与管理

金融危机背景下 OECD 国家 养老金投资运营管理改革 及其对中国的启示

姚金海

【提 要】由美国次贷危机引发的国际金融危机对实体经济和资本市场都造成了极大的冲击,作为大型机构投资者的养老基金同样未能幸免。OECD 国家一方面纷纷采取措施应对危机的直接影响,另一方面也加快了养老金制度的改革进程。中国养老金投资运营管理改革必须沿着业已证明成功的市场化投资运营管理方向前进,这种变革将引领我们进入到一个养老基金与资本市场紧密结合、通过市场化投资实现“工人阶级掌握生产资料所有权”的“养老基金的社会主义化”阶段。在此过程中,我们应该注重资产配置动态优化,加强投资风险管理,构建基于风险的监管体系。

【关键词】金融危机 养老金改革 养老基金

【中图分类号】F842.6 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1000—2952 (2016) 02—0027—04

一、引言

经济合作与发展组织 (Organization for Economic Co-operation and Development, OECD), 成立于 1961 年, 总部设在巴黎。其成员国均已建立起各具特色的养老金制度体系, 是全球范围内高水平养老金制度的代表。由于全球经济和金融危机的加剧, 养老金计划在当前和未来都面临巨大的挑战,^① 部分欧洲国家因为同时还面临着持续的人口危机而出现公共财政吃紧的局面,^② 希腊更是因此深陷主权债务危机。党的十八届三中全会提出了“加强社会保险基金投资管理和监督, 推进基金市场化、多元化投资运营”的战略, 有利于提高基本养老保险基金收

益水平, 实现基金保值增值, 促进养老保险制度健康持续发展, 但未来资本市场动荡影响养老金资产安全的问题也将随之而来。因此, 对金融危机下 OECD 国家养老基金偿付能力受到的影响、基于危机响应的投资运营新动向和养老金投资运营管理制度改革等热点问题进行研究, 并总结对中国有益的经验教训, 意义重大。

① Suci M C, Guran Teodorescu I., The Implications of the Economic Crisis on Public Old Age Pension Spending in European Countries, *Theoretical and Applied Economics*, 2014, Vol. 21 (2), pp. 99—108.

② Militaru D N, The Impact of the Economic and Financial Crisis on Pension Systems in the European Union, *Young Economists Journal*, 2011, Vol. 1 (17), pp. 20—23.

二、OECD 国家养老基金概况及金融危机中受到的冲击

(一) OECD 国家人口老龄化及养老基金概况

OECD 国家人口老龄化程度较高,且呈上升趋势,平均老龄化程度从 1980 年的 11.45% 上升到了 2010 年的 14.7%。^①

正是基于对人口老龄化引起老年供养比的下降严重影响养老金的收支平衡并可能引发财务危机的考虑,OECD 国家围绕养老金的长期收支平衡及可持续性,对养老保险制度进行了参量改革与结构化调整。尤其是通过完善多支柱模式并逐步扩大第二支柱比重,建立合理的筹资与给付结构,增加养老基金积累,养老基金的发展取得了显著成效。统计数据显示,截至 2013 年,OECD 国家养老基金资产规模达 29.8 万亿美元,其中私人养老基金 24.7 万亿美元,公共养老储备基金 5.1 万亿美元。从筹资模式来看,在可区分 DB (Defined Benefit, 确定给付型) 和 DC (Defined Contribution, 确定缴费型) 模式的 26 个 OECD 国家,采用 DC 模式的养老金计划超过一半。这主要是因为,随着人口寿命延长和老龄人口比例上升,DB 型养老计划的负担越来越重,持续性和稳定性面临严峻挑战,在人口老龄化的压力下,越来越多的政府和企业开始建立 DC 型的养老计划,DC 型养老计划的比重逐步上升。^②

(二) 金融危机对 OECD 国家养老基金造成了极大冲击

全球性金融危机对养老金体系造成了广泛而持久的冲击。对于 DB 型养老金计划而言,资产缩水直接带来偿付能力的下降,从而使得各方供款比例增加和大幅波动。对于 DC 型养老基金资产而言影响甚至更甚,OECD 国家 2008 年养老金总的损失超过 5 万亿美元,其中养老基金损失超过 3.3 万亿美元,养老基金加权平均跌幅超过 20%,表现最差的爱尔兰养老基金资产跌幅超过 30%。这些国家养老基金的惨重损失无不与其大量投资于股票等权益类资产有着直接的关系。

三、基于危机响应的 OECD 国家养老金投资运营管理改革

(一) 资产配置战略调整

传统的投资组合管理理论通常将包括养老金投资在内的最优资产配置问题简化为投资组合期末预期效用最大化,然而,考虑养老金支出责任的影响在确定养老基金最优资产配置中同样重要。^③ 随着年龄的增长,越接近退休年龄其养老金资产组合对于风险的承受能力越低。虽然金融危机所带来的资产价格短期大幅下跌所带来的负面冲击必然会在较长时期之后得到消除,但对于即将退休者,这种冲击的影响却很难消除,养老基金的大幅缩水使得成员的退休收入无法保障,市场复苏、价格上涨所带来的增值机会也会因退休后养老金的刚性支出而大打折扣。解决的办法无非两个,第一,在综合考虑市场类型、监管规则尤其是风险偏好、年龄、财富等个体特征的基础上为计划成员建立不同的投资持有组合以供选择,同时,对接近退休年龄者强制要求将大部分基金投资于低风险水平的保守基金。第二,依据投资政策实施资产配置再平衡,根据市场情况的变化改变资产配置策略,对投资组合进行动态维护。在一些计划参与者可以选择投资组合的国家,养老基金大多根据市场环境的变化进行了相应的资产配置再平衡。

相对于金融危机前的资产配置而言,养老基金倾向于减少股票配置比例,而重新增加在票据和债券方面的配置比例。

(二) 优化风险管理制度

美国的次贷危机引发的全球金融危机,让人们们对养老基金投资风险有了新的认识。事实证明,

① 刘生龙、郭炜隆:《人口老龄化与经济增长——基于 OECD 与金砖四国跨国面板数据的实证结果》,《老龄科学研究》2013 年第 7 期。

② 熊军、高谦:《金融危机对全球养老金的影响》,《国际金融研究》2010 年第 4 期。

③ A. E. B. Lim, B. Wong., A Benchmarking Approach to Optimal Asset Allocation for Insurers and Pension Funds, *Insurance: Mathematics and Economics*, 2010, Vol. 46 (2), pp. 317-327.

原有的风险管理体系对于新的资产配置策略和另类投资等金融创新业务所带来的风险关注不够、控制不足。危机之前，部分 OECD 国家允许参保人员自主确定投资组合，但由于计划参加者金融知识水平有限，识别市场风险的能力不足，他们成为了此次金融危机中最大的亏损者，其中又以接近退休年龄者为甚。为了分散股票投资过度集中所带来的价格波动风险，部分 OECD 国家开始通过增加多样化国际股票投资组合、增加对冲基金、私人股本和基础设施等另类资产以降低大类资产相关性，使用衍生金融工具对冲资产和负债风险。有的国家开始引入并创新与年龄挂钩的养老金投资策略和产品，以满足不同年龄段参保人员的风险承受能力。^①

（三）加快监管体系改革

本轮金融危机以来，养老金监管机构的漏洞充分暴露，监管体系改革的呼声再次高涨。危机之后，OECD 国家加强了对养老基金监管方法的研究，并大力实施监管改革，对于监管体系监管的真空地带开始予以覆盖；对于监管相对充分（至少法律层面有相关制度安排）但是监管机构并没有落实执行的开始强化执行；同时将监管视野进一步拓展至将养老金体系、金融体系和经济体系稳定视为一个整体系统的系统性层面。

四、对中国养老金投资运营管理的启示

（一）动态优化资产配置是养老金投资运营管理成功的法宝

Brinson 与其同事在 20 世纪 80 年代通过对 82 家大型养老基金的两个复杂的统计研究成果揭示了一个道理，基金收益波动的 90% 以上归因于资产配置，资产配置是决定并影响投资结果最重要的因素。^② 资产配置绝非一劳永逸，因为资本市场的价格随着市场环境以及经济环境的变化而波动，投资机会不可能一成不变，而是具有时变性。OECD 国家养老基金在危机发生后及时修正投资政策，调整资产配置，有效降低了投资组合风险，市场复苏过程中实现了投资收益的回升，从而保障了市场波动环境下长期收益的稳定增长。

养老基金应该改变按时间和交易范围进行

的机械再平衡，代之以根据估值变动持续地实施动态再平衡，从而以更低的成本实施更强的风险控制。动态再平衡相对于机械再平衡的优点在于不至于过早丧失权益资产的超额收益同时过早介入低收益资产。

（二）不断加强风险管理是养老金投资运营管理成功的基础

养老保险基金投资过程中面临的风险纷繁复杂，影响的大小程度各不相同。养老基金投资风险管理系统主要包括以下几个方面的内容：由董事会职责、组织结构、控制文化、行为准则等构成的管理监督和文化；由风险战略、操作风险管理、投资策略等构成的战略和风险评估；由 IT 系统、监控系统、内部审计和外部控制构成的控制系统；信息、报告和沟通等。总体而言，养老基金的投资风险管理由内而外可分为内部风险管理、外部审计和政府监管三个大的层次。其中，内部风险管理又可进一步细分为第一道防线，即首当其冲处于运营管理层的各业务部门；第二道防线，即组织中对第一道防线进行把关的各类风险管理、内控合规部门；第三道防线，即组织中对前两道防线进行风险确认和整体把关的内部审计部门。

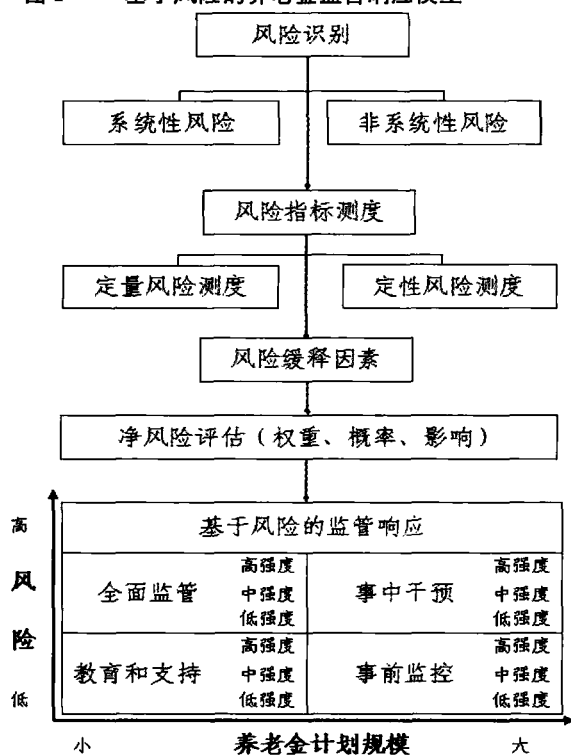
（三）构建基于风险的监管体系是养老金投资运营管理成功的保障

作为金融危机响应的结果，OECD 国家纷纷实施基于风险的监督（Risk-Based Supervision, RBS），侧重于识别、评估和处置养老金计划或基金所面临的潜在核心风险，而不是仅仅满足于监督被监管者严格遵守一整套规章，罔顾各类风险因素对于养老金计划成员退休收入保障目标的相对重要性。RBS 监管框架设计的关键在于建立一种将稀缺监管资源配置到被评估为对监管目标影响最大的风险因素上的有效办法。养老金监管部门必须建立一种有组织的和透明的方法对风险进行分类、评分和评估，并根据风险评估结果采取相应的监督行动（见图 1）。

① 洗懿敏、张巍：《金融危机给养老金的发展提供省思良机》，《中国金融》2009 年第 18 期。

② Gary, P., Brinson, L., Randolph, Hood, Gilbert, L., Beebower, Determinants of Portfolio Performance, *Financial Analysts Journal*, 1986, Vol. 42 (4), pp. 39-44.

图1 基于风险的养老金监管响应模型



五、结语

积累或部分积累的养老金计划资产在全球金融危机期间大幅缩水，一度使得养老金私有化和自由市场模式遭遇前所未有的质疑，甚至有声音主张退回到DB养老金计划和现收现付的传统模式。然而，稍有现实主义精神的人都会

发现，在许多国家人口老龄化加速发展带来人口结构巨变、甚至濒临人口危机边缘的环境下，现收现付养老金体系下的退休者已经不可能再像从前一样依赖下一代劳动人口获得足够的保障。随着老年人口等非劳动人口的不断增加，就业人口的抚养和赡养负担将日益沉重。以中国为例，目前职工养老保险抚养比为3.04:1，2020年将下降到2.94:1，2050年将下降到1.3:1，^①而该指标在1990年和2000年分别为18:1和10:1。数据的变化清晰地揭示了现收现付养老金体系过去的成功和今日的危机。基于人口结构巨变的养老金改革趋势虽然在金融危机中遭遇暂时的挫折，但绝不会就此止步，更不会就此消失。金融危机中OECD国家养老金投资运营管理所进行的改革及危机后养老金计划的复苏，告诉我们，中国养老金制度改革必须沿着业已证明成功的市场化投资运营管理的方向前进，不容倒退。这种变革必然引领我们进入到一个养老基金与资本市场紧密结合，通过市场化投资代表参保人员拥有足以掌握控制权的企业股份和债券，也即“工人阶级掌握生产资料所有权”的“养老基金的社会主义化”阶段。

本文作者：江西财经大学博士后，中共江西省委党校公共管理学教研部副教授
责任编辑：任朝旺

① 李林、邱晨辉：《71.8%的受访者认为养老发愁》，《中国青年报》2015年3月12日。

The Reform of Pension Investment Operation and Management in OECD Countries in the Background of Financial Crisis and Its Enlightenment for China

Yao Jinhai

Abstract: The international financial crisis which was generated by the subprime mortgage crisis has dealt a heavy blow to the real economy and capital markets, pension funds, as large institutional investors, could not escape the strike. The financial crises have forced regulators in OECD countries to speed up pension system reforms, and to take some immediate measures to cope with the immediate effects of the crisis. The reform of china pension investment operation and management must follow the way of market-oriented investment operation and management, which has proven successful. It will lead us into a new stage of the socialization of pension funds by way of market-oriented investment. We should take some measures to realize the dynamic optimization of asset allocation, strengthen investment risk management and build a risk-based supervision system in the whole process.

Keywords: financial crisis; pension system reforms; pension funds