

社会保障研究

持续熊市背景下养老基金的资产负债管理 ——瑞士养老保险基金管理经验及其启示

陈志国

(西南财经大学 社会保险研究所, 四川 成都 610074)

摘 要: 瑞士养老基金投资管理经历了 2001~2003 年瑞士金融市场持续熊市的严峻考验, 时至 2003 年底, 瑞士养老基金资产价值仍低于按最低保证利率测算的养老金资产价值。养老基金投资机构形成了如何在不利投资环境下进行养老金资产负债管理的管理技术和管理方法。瑞士养老基金投资管理经验对发展中国家或转型国家如何实现动态的养老基金管理具有十分重要的借鉴意义。

关键词: 瑞士; 养老基金; 投资管理; 启示

中图分类号: F840.67 **文献标识码:** A **文章编号:** 1000—4149 (2005) 03—0072—05

Asset-liability Management of Pension Fund under Continuous Bear market Context — A Case Study on Switzerland Pension Fund Management and its Enlightenment

CHEN Zhi-guo

(Research Institute of Social Security, Southwestern University of
Finance & Economics, Chengdu, Sichuan 610074)

Abstract: Swiss pension fund investment suffered baptism from the bad performance of the three-year bear market (2001-2003). At the end of 2003, Swiss pension fund asset value was lower than the value calculated by BVG guarantee interest rate. Pension fund entities implored some fruitful management techniques of pension fund asset-liability management (ALM). Developing countries and countries in transition can learn more about dynamic pension fund management under adverse market conditions from Switzerland.

Keywords: Snitzerland; Pension Fund; Investment Management; Enlightenment

瑞士养老金市场是欧洲第三大养老金市场, 从资产规模上看, 仅次于英国与荷兰。2000 年底养老金资产 4900 亿瑞士法郎, 其中 20% 的养老基金资产通过保险公司经营, 80% 的养老基金资产由养老基金公司或基金会自主或部分自主经营。2000 年养老金资产占该年 GDP 的 125%, 该比例高于英国、荷兰和美

国。瑞士的职业养老金保费占整个社会保险保费的 41%, 其给付额占整个社会保险给付额的 31%。雇员年薪超过 25320 瑞士法郎 (折合 17500 欧元) 必须强制参加职业养老金计划。到 2003 年 6 月止, 职业年金计划成员共 322.5 万人, 占瑞士总人口的 45%, 有 2600 个养老基金有资格提供职业养老金计划, 其中最大的

收稿日期: 2004—05—10

作者简介: 陈志国 (1968—), 男, 四川南充人, 西南财经大学社会保险研究所保险学博士, 主要研究方向为养老基金投资管理。

100 个养老基金其成员数占参与人数的 70%，72 只养老基金资产超过 10 亿瑞士法郎（6.8 亿欧元），143 只养老基金资产在 3 亿与 10 亿瑞士法郎之间，前两者养老金资产共占养老基金资产的 75%^[1]。

一、2000~2003 年瑞士养老基金投资分析

（一）瑞士养老金投资收益分析

通过瑞士信贷资产管理 CSAM（Credit Suisse Asset Management）养老金指数与养老金最低保证收益率累计指数（1999 年末的指数为 100）比较，2000 年养老基金投资与最低保证收益指数走势基本持平，2001 年、2002 年与 2003 年养老基金 CSAM 指数的年度投资收益率分别是 -4.15%、-7.98% 和 9.28%，其累计收益率分别为 -1.66%、-9.51% 和 -1.14%，养老基金投资从总体上处于亏损状态。

根据养老基金资产增长幅度不应低于最低保证利率的投资监管规定，将目前瑞士养老基金 CSAM 指数与职业养老金最低保证利率累计的指数走势进行比较，1999 年末养老金指数 100 按最低保证利率累计增长，2003 年末应为 116.14 点 $[100 \times (1 + 4\%)^3 \times (1 + 3.25\%)]$ ，2003 年末养老金指数与最低保证利率累计增长指数相差 17.28 点（116.14 - 98.86），如果以 2003 年 3 月份最低点 88.23 测算，其差值超过 25 点（116.14 - 88.23）。

对瑞士目前养老基金缺口填补时间进行测算，如果以后各年收益以 2003 年养老金年度收益率 9.25% 测算，2004 年 1 月 1 日起养老金最低保证利率为 2.25%，假定该利率在以后几年保持不变，填平按最低保证利率测算的养老金资产缺口需要两年时间（这当然还是比较乐观的推测）；假定 2004 年的养老金指数收益率为 2003 年的一半即 4.625%（9.25%/2），填平目前的养老基金资产缺口需要 6.5 年的时间^[2]。

2001 年的养老基金投资状况：尽管该年养老基金投资结果总体上是资产大于负债，但有 237 只养老基金（占总数的 8%）出现资不抵债的技术赤字，寿险公司或专业养老保险基

金公司亏损情形更为严重，寿险公司已连续几年出现联合管理型养老金财务亏损，诱发了 2002 年夏季的养老金危机。2001 年股票市场的波动与不景气导致第二层职业养老金综合收益为 -7.98%，但整个养老金资产绝对额仍高于 1999 年水平，这是惠越咨询公司（Watson Wyatt）对养老金其资产总额近 800 亿瑞士法郎的 60 家养老基金的研究结果。

2002 年养老基金投资状况：据瑞士官方的估计分析，2002 年大约有 40%~50% 的养老基金（包括公共部门养老金）出现资不抵债的技术赤字，许多养老金公司的投资波动储备金已经全部耗尽，相当部分的养老基金投资采取更加保守的投资策略。

2003 年度投资收益状况：瑞士养老基金股票资产的 2003 年综合收益为 22%，而世界股票相应收益为 13.2%^[3]。2003 年 4 季度，瑞士信贷资产管理养老金指数从 3 季度末的 95.80 上升到 4 季度末的 98.86，增长 3.06 个百分点，瑞士养老金机构管理的养老金资产绝对数增长近 120 亿瑞士法郎。如果以 2003 年 3 月养老金指数步入了 3 年来的最低点 88.23 测算，2003 年整个养老金资产恢复和增长的数额 400 亿，此数据为 2002 年瑞士 GDP 的 10%。尽管 2003 年瑞士信贷管理养老金指数与 1999 年基数 100 点只差 1.14 点，但养老金资产仍低于按养老金最低保证利率计算的养老基金资产。

（二）近三年瑞士养老基金资产配置分析

2001~2003 年瑞士养老基金资产配置结构总体上相对稳定，债券资产（包括瑞士债券和国际债券）比例相对增加（2001 年末 42%，2002 年末 47.4%，2003 年末 46.6%），股票资产（包括国内股票和国际股票）比例稍有下降（2001 年末 44.3%，2002 年末 39.6%，2003 年 6 月末 37.6%），国内股票投资的比例下降幅度较大（2001 年末 20.6%，2002 年末 16.9%，2003 年 6 月末 15.9%），现金及其他资产特别是选择性非传统投资资产比例有所增加，这种资产配置结构基本上反映出近几年瑞士资本市场不景气、养老基金投资转向保守稳健投资策略走向^[4]。

2001 年股票资产投资比例基本保持不变, 分配给国外股票的投资比例有所上升, 反映出养老金长期投资战略。瑞士国内股票投资平均收益率比瑞士绩效指数 SPI (Swiss Performance Index) 高 0.5 个百分点, 外国股票的养老金投资收益比摩根士丹利资本国际 MSCI (Morgan Stanley Capital International) 指数低 1.7%。养老金投资一年期债券平均收益与同期债券的平均收益持平, 按由高到低的顺序对收益率进行排列, 前 5% 债券的收益率高于债券指数基金 0.5%, 最后 5% 的债券基金的债券收益率比债券指数基金低 4.5%, 债券收益分布呈现出不对称性。国内债券与国外债券的投资比例为 3:1。这是由瑞士养老金协会与惠越咨询公司从 2000 年初开始联合研究的结论^[5]。

2003 年资产配置发生结构性变化。养老金股票资产从第 1 季度末的 29.3% 增加到该年年末的 32.8%, 债券资产从 48.8% 降低到该年末的 44.8%。抵押贷款从 2003 年 1 季度末的 1.8 个百分点增加到 2003 年 4 季度末的 2.3 个百分点, 选择性投资从该年 1 季度的 0.8% 增长到该年 4 季度末的 1.3%^[6]。投资环境改善致使股票资产份额与选择性投资份额增加, 对当年的养老金投资收益增长起到了重要作用。

二、熊市背景下瑞士养老基金的负债管理

(1) 重新审查资产负债测算中的精算假设, 对养老金负债进行全面的精算测试。

2002 年底, 养老金保险公司和养老金公司使用的是几十年前根据公共部门养老金的统计数据编制而成的瑞士联邦生命表和苏黎世城市生命表。1997 年有关精算部门开始根据私营部门的相关统计数据编制适合于养老金营运管理的专属职业养老金生命表。该项研究于 2002 年底对外公布并正式出版, 目前已形成瑞士职业养老金 2002 年技术标准, 其适用对象为养老保险公司、精算师、养老金公司。该生命表除对 2002 年前生命表的精算假设进行审查外, 还包括体现养老金特点的养老金给付形式、提前退休因素、养老金计划非正常中止率等新的精算假设。养老金保险公

司、养老基金公司或基金会根据新的生命表及新的精算假设对 2002 年底前的养老金资产负债全面统一的精算测试, 对目前的养老金资产负债状况进行全面的测试评估。

(2) 降低未来养老金给付, 在一定条件下, 允许托管人削减或降低将来养老金累计值, 以此维持养老金财务平衡。尽管既有的养老金累计权益不可能被削减, 但瑞士有关当局正在争取立法的主动权企图降低目前养老金给付水平。

(3) 调整养老金投资最低保证利率。从 1985 年养老金法颁布以来, 包括 1987 年与 1989 年的股灾甚至 20 世纪 90 年代末的牛市景气情形, 政府及养老金相关监管机构对 4% 的职业养老金最低保证利率一直未作调整, 然而, 在多方面压力特别是养老金商业保险公司持续几年亏损的严峻现实之下, 瑞士联邦委员会在 2002 年 10 月决定降低最低保证利率至 3.25%, 并于 2003 年 1 月 1 日生效。2003 年 5 月, 在股市连续 3 年低迷的阵痛中, 养老金委员会建议进一步降低最低保证利率, 2003 年 9 月瑞士内阁办公厅宣布养老金最低保证利率从 3.25% 调低到 2.25%, 并从 2004 年 1 月 1 日起生效。如果股票市场没有好转甚至持续恶化, 每两年对最低精算利率进行评估或调整; 对非强制性养老金给付, 受托人的保证利率可以降低到零, 这些调整对养老金账户产生重要影响。

(4) 降低职业养老金最低年金转换率。从精算意义上讲, 由于瑞士人均寿命的延长, 养老金年金转换比率必须调低, 政府有关部门承诺在未来几年内将目前的 7.2% 年金转换率逐步降低为 6.8%。近期研究表明, 正常退休时的年金转换率事实上应该从 7.2% 下降到目前的 7%, 在 2015 年前逐步降低到 6.8%^[7]。

(5) 养老金从目前按工资与消费品物价综合指数给付转变为根据消费品物价通货膨胀率指数为基数进行给付, 并由以前的每两年调整给付水平一次改为每三年调整一次。

三、熊市背景下瑞士养老基金的资产管理

(1) 动用养老金投资波动准备金。20 世

纪90年代,许多养老基金公司建立了较大数额的养老金投资波动准备金,2000年末,有255家养老基金公司按资产负债表提取了5%~15%的波动准备金,有250家养老基金公司提取了15%以上的波动准备金^[8]。这些准备金几乎全部贴补为2001年至2002年的养老基金的投资损失,致使2003年的养老基金投资只能在更保守和更稳健的投资策略下进行。

(2) 增加雇主对雇员养老基金计划的再投入。第一,运用雇主保费储备金(如果雇主有保费储备),养老基金投资收益盈余(即超过最低保证利率部分)不能从养老金计划中转移出去,但可返回给养老金计划发起人作为雇主保费储备或者作为雇员养老基金的附属资本,以及通过其他渠道形成的保费储备金可以作为雇主追加保费分配到雇员的养老金资产中,以此促进雇员养老基金资产的财务平衡;第二,如果雇主本身有较强的融资能力且拥有融资基金,有关机构劝说雇主填补养老金赤字差额;第三,雇主可以用特定的现金或资产缴纳保费,比如贷款或现金给付等。

(3) 以市场价值对养老金资产进行评估,增加养老金资产价值,比如房地产价值低估时。

(4) 提高养老金费率,并力求在雇主、雇员以及受益人之间进行公平分摊。对资产低于负债的养老金账户追加保费,追加保费享有税收免除政策,但雇员离职时不具有该部分养老金资产的既有权益。

(5) 根据金融市场变化将战略性资产配置模式SAA(strategy asset allocation)转变为战术型资产配置模式TAA(tactical asset allocation)。战术型资产配置模式假设投资人的风险忍受程度与限制条件不变,根据短期证券市场的变化,来决定投资人的资产配置比率。养老基金公司根据资产的风险贴水变化决定资产配置结构,因此灵活的资产配置比率有利适应金融市场的多变性,同时在一定条件下还可以增进养老基金的投资绩效。

(6) 养老金治理结构与信息披露。养老基金的报告文件中必须包括养老基金资产投资收益、风险管理实施方案及其具体实施措施、养老金管理成本、养老金最低偿付能力要求和准

备金要求。养老基金每年必须给养老金参与者提供养老金累计额、养老金纳费、融资状况及养老基金董事会的基本情况。提供团体养老保险的寿险公司必须充分披露其成本构成,揭示其授信状况。

(7) 实施积极的养老基金投资的币种管理,降低养老基金资产负债风险,在更宽范围增加养老基金的资产分散度,在一定程度上减少国内金融市场对养老基金投资的负面影响。

此外,注重传统型养老基金投资策略与非传统型投资策略的有效结合,增加选择性投资工具的投资比例或种类。给资产管理经理一定的权利,增加基金受托人对养老基金投资的忠诚度,增强养老金所有者对养老基金投资管理的信任,同时给予养老金所有者更换资产管理经理的选择权。

四、结论与启示

1. 在更宽的范围内建立健全养老基金投资的风险分散机制,是在不景气的投资环境中有效地进行养老基金投资管理的重要手段。第一,在国际范围内进行养老基金投资,可在一定程度上分散国内金融市场不景气对养老基金投资的影响。通过瑞士等发达国家以及智利等转型国家的近几年的养老基金投资管理实践比较,我们可以看到,养老基金投资在一定条件下增加对国外资产的投资,已经是部分国家的一种投资现实或者说是养老金投资的一种走向。第二,增加养老基金选择性投资的比例,注重传统型投资策略与非传统型投资策略的结合。二者的结合程度取决于不同国家的具体情况,但从长远来看,增加选择性投资工具,利用衍生金融工具的保值功能,在一定程度上有利于实现养老基金投资的套期保值,特别是在股票市场发生不利变化情形时更是如此。第三,建立政府、雇主与雇员共同的风险分担机制,是瑞士应对不利条件下养老基金投资管理风险的重要经验。政府通过特定税收收入注入专项资金、雇员与雇主增加养老金纳费、雇主增加对养老基金的融资资金等手段都有利于促进养老基金制度的财务平衡,政府降低养老金年金转换利率和最低保证利率、雇员未来养老

金权益的适度降低、雇主的保费储备金建立等体现了从多方承担风险的分摊机制。

2. 在金融市场投资环境转向不利环境时, 养老基金资产管理由战略型资产配置模式转向战术型资产配置模式是养老金资产配置的重要经验。战略型资产配置是指投资者利用长期的证券市场历史报酬率与有关风险资料, 从长远的战略意义上决定一个固定的资产配置比率, 如果各证券市场因涨跌而影响各资产价值与权重, 则出售上涨之市场证券, 买进下跌之市场证券, 以维持长期固定之资产配置比率。而战术型资产配置是在假定投资人的风险忍受程度与限制条件不变的条件下, 根据短期证券市场的变化决定投资人的资产配置比率。资产的风险贴水变动使资产配置比率发生改变, 当股票的风险贴水相对于债券较高(低)时, 就卖掉(买进)股票, 买进(卖掉)债券, 因此战术型资产配置的配置比率是变动的。在金融市场投资环境多变的情形下, 采用短期性质的战术型资产配置模式, 在一定程度上能够有效地应对金融市场投资环境的不利变化。

3. 较高的养老基金管理技术水平是实施养老基金负债管理的重要技术保证。瑞士养老金法的修改、养老金制度本身的局部调整以及有效的养老基金资产负债管理, 都得力于瑞士

较高的养老基金管理技术。适宜于养老基金生命表的诞生、年金转换率的变化、最低保证利率根据实际投资水平的调整、灵活的战术型资产配置等都得力于瑞士养老金精算、投资和基金管理等方面的技术支持。发展中国家和转型国家应该着力于培养养老金管理的投资、精算、法律等方面的专业技术人才, 为提高国民养老基金管理水平, 提供充分的技术条件。

参考文献:

[1] Dr Graziano Lusenti: Consulting in Bear Market—a Swiss Perspective. Investor Seminar Dexia Asset Management 2003, (10).
[2] Global Investment Reporting CSAM Swiss Pension Fund Index, 4th Quarter 2003.
[3] <http://www.ipe.com/default.asp?article=16128>.
[4] <http://www.watsonwyatt.com/europe/switzerland/services/asip/english-srl.asp>.
[5] <http://www.watsonwyatt.com/europe/switzerland/news/globalnews2.asp?ID=9815&m=Europe%20-%20Switzerland>.
[6] Global Investment Reporting CSAM Swiss Pension Fund Index, 4th Quarter 2003.
[7] BVG2000-New Set of Actuarial Assumptions for Pension Funds (Switzerland).
[8] Dr Graziano Lusenti: Consulting in Bear Market; a Swiss Perspective. Investor Seminar Dexia Asset Management 2003.

[责任编辑 童玉芬]

(上接第 80 页)

和大病风险的共同保障, 将门诊和住院保障结合起来为农民提供服务。在条件发展成熟的时候, 可以考虑逐渐把农村的医疗卫生服务纳入城市卫生服务体系加以一体化管理, 逐渐向城市医疗保障管理和运行方式靠拢。

参考文献:

[1] 夏宗明. 中国长江三角洲全民基本医疗保障可行性实验研究. 中国卫生资源, 2000, (3).
[2] 吕美行. 对农村医疗保障制度构建的理论思考. 卫生经济研究 2001, (6).
[3] 蒋忠. 以“社区医疗保障实验”合作项目为契机全面构建城乡卫生服务新体系. 中国全科医学, 2001, (2).

[责任编辑 童玉芬]

(本期执行编辑 田小波、唐慧明; 英文审译 周皓)