

## 欧洲养老金运营监管评述

☎: (86) 1083574569

俞慧君

✉: yuhuijun@chinastock.com.cn

养老金制度作为世界各国主要的社会保障制度，其运营的效果直接影响到退休人员的养老水平，进而影响消费水平，甚至社会安定水平等等。因而，如何对养老金投资进行有效监管成为各个国家关注的重点。本文通过对欧洲养老金投资的监管目标、监管工具、监管框架等内容进行综述，以期为我国基本养老金放开投资限制，获得保值增值，进行有效监管提供经验借鉴。

### 一、多维视角下的养老金体系

养老金体系可以通过养老金的收益方式、融资方式以及风险分担方式三个维度进行分类：

- 根据养老金收益划分：保证收益型和不保证收益型
- 根据融资方式划分：基金型和现收现付型
- 根据风险分担方式划分：无风险分担型和多个利益相关者风险分担型

根据第一个维度---养老金收益，保证收益型养老金计划承诺的养老金支付固定，但是缴费率是变化的，用来保证养老金的充足性或弥补养老金收支缺口。不保证收益型养老金计划，退休后拿到的养老金与缴费和养老金的投资收益密切相关。常见的就是DB（Defined benefit）型和DC（Defined Contribution）型养老金计划，当然也有混合的。

根据第二个维度---养老金计划的融资方式，现收现付制（Pay-as-you-go）养老金的支付由当前养老金计划参与人的缴纳款承担，这种方式容易受到人口结构和宏观经济波动的冲击。基金型养老金，通过对缴纳款进行投资，用于未来的支付。

根据第三个维度---风险分担的方式，作为养老金计划的利益相关者：计划发起人、现行计

划参与人（包括正在缴费的参与人和正在领取养老金的参与人）以及计划的未来参与人，在养老金计划设计时，对养老金投资的风险分担会有非常明确的界定。有的由计划发起人承担大部分风险，有的则需要利益相关者共担风险。风险可分为代内风险和代际风险。个人的长寿风险属于代内风险，可以通过个人养老金计划集合化分散风险，如果由于医疗技术的提高，导致一代人的平均寿命提高，那么这种长寿风险就需要代际间进行分散。

## 二、 养老金运营的监管目标与监管工具

一旦养老金计划多维标准划分完毕后，就应该确定养老金运营的监管目标和监管工具。

### （一） 监管目标

Kortleve 等（2011）提出，养老金监管的主要目标是“通过养老金运营确保计划参与人合理的预期得以实现”，进而养老金运营的四个监管焦点集中在：缴费政策、投资政策、发起人承诺以及风险分担机制。

为了实现这个监管目标，监管当局需要评估养老金计划和养老金运营机构四个关键领域：财务健康水平、风险管理、信息披露和治理机制。

#### 1、 财务健康水平

涉及财务健康水平最核心的问题就是：“无论现在还是未来，养老金在多大程度上能够满足已协商过的养老金支付水平？”。为了回答这个问题，以下信息必须得到确认：

- 养老金计划的承诺是什么？养老金支付的性质是什么？
- 对于累计的支付额，资产充足性如何？
- 资产的性质是什么？资产的风险性质是什么？
- 养老金未来支付的持续能力如何？这个问题与风险管理密切相关
- 除了养老金自身，可用于未来养老金支付的额外或附加资源是什么？

这些问题的答案可以给出养老金财务健康水平的评估结论，值得一提的是，不要小看这些琐碎的答案，因为它们是基于对未来不确定性得出的，绝不是微不足道的信息。

#### 2、 风险管理

养老金财务健康水平非静态指标，它会因养老金对风险的敞口而随时发生变化，因此养

老金的风险管理尤为重要，管理养老金需要面临很多的不确定性，对于受托人来说，他需要对这些风险有一个清晰且持续的理解，以便运用相应的方法进行事前管理。因此，涉及风险管理的核心问题可以表述为：“养老金风险敞口有多大？有什么可行的方式方法来降低风险，以实现利益相关者的目标和风险厌恶的偏好”。同样，为了回答这个问题，以下信息需要得到确认。

- 风险监控过程能否足以确保受托人和其他决策制定者是可控的？
- 风险管理过程是否与养老金计划的支付期限、以及养老金计划参与者的特点相匹配？
- 养老金的安全机制是否得到正确评估？
- 基于模型的风险管理过程能否覆盖所有经济环境中的相关方面？
- 养老金的安全机制是否与整个战略风险水平相匹配，能否实现预期的或承诺的养老金支付？
- 风险计量是否已经嵌入养老金每天的运营当中？

### 3、 信息披露

继养老金的财务健康水平和专业的风险管理之后，信息披露也是养老金财务状况良好以及养老金体系稳健的关键，信息披露成为利益相关者一个日益关心的话题。尤其持续的经济危机，使得无论是基金型还是非基金型的养老金，都遭受能否实现承诺支付的压力。因此，涉及信息披露的核心问题可以总结为：有关养老金支付的特征和风险是否非常清晰且及时地向所有利益相关者进行披露？

DB 型养老金计划信息披露的重点在于养老金计划的资产负债的财务情况，支付风险的评估情况；而 DC 性养老金计划信息披露的重点在于养老金的预期收益、默认的投资选择，适当的多样化分散投资以及费率等。高质量的信息披露可以鼓励受托人和管理者，建立透明、有效和可靠的养老金投资结构和过程。

信息披露的核心重点是确认以下两个信息：

- 养老金的收益特征与相关风险是否被清晰披露？
- 信息披露是否与相关的利益团体以及他们的理解水平相匹配？

### 4、 治理机制

最后，监管者需要评估养老金的治理结构，核心问题可以表述为：“所选择的治理结构是否适合养老金的目的，能否充分结构化？”。为了回答这个问题，以下信息必须得到确认：

- 决策制定者的知识和能力能否审查养老金管理的所有相关方面？
- 是否所有的过程（无论其是否外包）都可以充分结构化，以确保养老金不出现不可接受的失败风险和相应后果的情况下，能够胜任它的任务，

## (二) 监管工具

### 1、量化工具

资本约束是金融行业中最为广泛应用的监管形式。这些规则基础的工具兼顾简化和效率，常用的监管量化工具有：资本需求、持续性分析、压力测试、恢复计划和历史资产负债表方法。

#### (1) 资本需求

资本需求，类似最小资本需求（MCR）和偿债资本需求（SCR），最著名的是最小资本需求。对于 SCR 的计算通常基于短期 VAR 方法。典型的资本需求被定义为：为了负担一年某种可能情景的资本需要量。标准计算资本需要的方法是，通过采用规定的单个风险因子的协方差矩阵来决定资产负债表中的资本需求。这些风险因子至少包括利率风险、股票与房地产风险、货币风险、大宗商品风险、信用风险和保险风险（例如，长寿风险）。这些风险因子的资本需求由规定的风险因子对养老金盈余的冲击决定。整合的资产负债管理方法对于利率风险尤为重要，因为利率风险将同时影响资产负债表的资产和负债两端。此标准方法的确定是不能够完美地匹配养老金的风险预测。内部风险模型可以将不相关风险管理功能加入资本需求的计算中，使得获得更接近精确的风险预测。但是内部风险模型在使用前需要得到监管者的许可，养老金必须证明这个模型真正且独立地嵌入到了组织结构中，而且模型的技术规格是充足的。内部模型中部分因素依旧依赖于部分标准方法，前提条件是仍定这个选择不是套利驱动的。典型地情况是，内部模型必须具备随机特征。

#### (2) 持续性分析

如果说资本需求是短期要求的话，持续性分析是对长期基金比率的要求。通过持续性分析，可以对养老金在正常运行下，是否能够达到或者超过某一基金比率做出评估。持续性分析要考虑养老金支付的指数化政策和缴费政策。持续性分析可以为资本需求分析提供更多价值，因为一个远超过资本需求的养老金计划，有可能并不能通过可持续性分析测试，如果预先制定的指数化和利润分享计划过于慷慨的话。即使是 DC 型和现收现付型养老金计划，持续性分析仍能被证明是洞察退休时预期财富非常有用的工具。这个工具在养老金资产负债管理研究中应用广泛。

### (3) 压力测试

压力测试用来洞察最糟糕投资情景下，养老金资本会有何冲击；同时压力测试可以确认养老金在遭遇短期风险如，通缩、通胀亦或长寿风险下，养老金能够长期匹配其负债的程度，并可提出相应的对策。

### (4) 恢复计划

当养老金资金不足时，监控实施恢复路径和有效行动非常重要，在初期，恢复计划是监管者审视和商讨养老金需要采用恢复措施的重要工具。然后，真实情况与预期恢复路径对比，在对养老金风险预测的前提下，监管者可以开发内部触发点，作为增加恢复计划的首次预警。

定量供简化了监管过程，但是绝大部分监管框架要求完整的监管应该定性和定量兼顾。

## 2、定性工具

养老金的运营状况需要通过利用定性工具进行进一步的确认。定性工具需要更多的主观判断和解释，主要包括监管评估、自我平和和信息披露需求。

### (1) 监管评估

因为是对养老金计划财务状况的进一步确认，所以不同于机械式测试，标准的监管评估需要绝大多数的养老金计划进行审视，已获得对整个行业的存在状况了解。监管评估同样包含对治理、沟通和风险管理方面的评估。不需要进一步的细节，它只是作为提出附加信息或商榷的引子。

### (2) 自我评估

自我评估是管理领域不可缺少的部分，例如在保险行业，要求定期必须提交自身的风险和偿债能力评估报告。这样的评估的形式可以不固定，只需保险人必须提供相应的风险控制措施，这种评估必须是日常的，随时更新的。

### (3) 信息披露需求

最后，就是对信息披露的要求。与计划参与者进行充分沟通被认为是养老金行业获得广泛支持的重要因素，尤其是在金融环境和人口结构变化对养老金计划带来冲击的时候。信息披露要求定期为养老金计划参与者披露特定的综述，提供更透明的政策或者政策调整，以及该行业相关的发展。以荷兰为例，荷兰的养老金计划要求每年提供未来退休的预期支付额。同时，要求提供有关指数化政策的执行情况。

### 三、欧洲不同类型养老金监管工具的应用

前文提到养老金的监管一定要和养老金的类型相匹配。下图 1 和 2 描述了不同类型采用不同监管工具的情况。

图 1 不同类型养老金的量化监管工具

框架	DB	NDC	Guar DC	PS	CDC	DC
收益保证	是	是	是	是	否	否
融资方式	基金型	现收现付	基金型	现收现付	基金型	基金型
风险分担	共同	共同	否	否	共同	否
MCR	是	否	是	否	是（对操作风险）	是（对操作风险）
SCR	是	否	是	否	有选择的降低养老金支付波动性	否
持续性分析	是（分析对象：资产、缴费和指数化支付）	是（缴费和指数化支付）	是（资产和指数化支付）	是（缴费和指数化支付）	是（资产、缴费和指数化支付）	是（指数化支付）
压力测试	是	是（对风险分担和缴费）	是（对资产的冲击）	是（对缴费率的冲击）	是	是（对指数化支付）
恢复计划	是	否	是	否	是	否

图 2 不同类型养老金的监管定性工具

框架	DB	NDC	Guar DC	PS	CDC	DC
收益保证	是	是	是	是	否	否
融资方式	基金型	现收现付	基金型	现收现付	基金型	基金型
风险分担	共同	共同	否	否	共同	否
对治理结构的监管评价	是（包括所有利益相关者）	是（包括所有利益相关者）	是（包括所有利益相关者）	是	是（包括所有利益相关者）	是（主要是操作层）
对风险管理的监管评价	是（尤其是资产、缴费和支付）	是（尤其是支付）	是（尤其是资产和支付）	否	是（尤其是资产、缴费和支付）	是（尤其是持续性）
自我评价	是	是	是	否	是	是
信息披露需求	是（尤其是缴费和利益相关者）	是（尤其是缴费、不确定性和利益相关者）	是（尤其是利益相关者）	是（尤其是支付和不确定性）	是（尤其是缴费、不确定性以及利益相关者）	是（尤其是支付和不确定性）

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话: (86) 83574569, 13911534993

传真: 010-66568641

中国银河证券网址: [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

中国银河证券博士后科研工作站网址: <http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>