英美企业年金困境对我国年金产品设计的启示

贺瑛 1　华蓉晖 2
（1，2，上海金融学院　上海 201209）

内容提要：近年来，英美年金运作入不敷出，根本原因是 DB 计划（defined benefit scheme）的政治性太强，以至于年金计划在设立之初就已存在一些固有的缺陷。本文通过分析英美年金产品内在的缺陷，得到对我国年金产品设计的启示如下：年金年缴款额的确定要恰当；产品中的资产组合要多样化；市场上各产品间要有差异性。文章最后针对我国资本市场风险管理产品缺乏的现状，指出年金产品在设计投资组合时要注重考虑长期风险控制的有效性。

关键词：年金计划，年缴费额，金融风险管理

在 OECD 成员国中，英、美是较早建立企业年金计划，并且年金制度也比较成熟和完善的国家，但近年来，年金计划运作的赤字却越来越严重。本文首先分析了英、美年金计划的困境及困境及其成因，然后在分析英、美年金计划设计缺陷的基础上，对我国处于初创阶段的企业年金产品，提出了可供借鉴的设计思路。

一．英、美企业年金计划的困境及成因

2005 年 5 月，美国联合航空公司（America's United Airlines）正式将其 120,000 名员工的养老金支付问题推卸给国家给付金保险公司（Pension Benefit Guaranty Corporation,以下简称“PBGC”），这是美国有史以来最大规模的一次年金计划违约事件。与此同时，通用电机公司（General Motors）也在破产的边缘挣扎，目前维持年金计划的缴费款项来源于商业银行贷款。2003 年，PBGC 承保的养老金计划的缴款缺额为 2790 亿美元，到 2004 年，这一缺额增加到 3540 亿美元。PBGC2004 年的主营业务赤字为 233 亿美元，保费收入与预期理赔额之间的差额日益增大。据联邦金融研究中心（the Centre on Federal Financial Institutions）测算，只有现在及时对 PBGC 注资 920 亿美元，才有可能和它将来的支付相匹配。

英国企业养老保险计划的现状是，根据新颁布的国际会计准则测算，FTSE（the Financial Times Stock Exchange Index）350 家参与DB养老金计划（defined benefit scheme）的公司中，养老金帐户运作资金缺口为 700 亿英镑。[①]

1．企业年金计划的困境

企业年金计划的顺利运作取决于两个方面：公司每年的缴款投入和年金的投资回报。年金计划的未来支付取决于保险精算师对计划参与者的死亡率估算，而年金持有的资产现值测算主要依据长期国债的贴现率。年金在运作过程中要求资产现值与远期支付相匹配。

近年来年金计划运作的困境循环如下所示：

年金基金要求企业追加投资→ 企业利润减少 → 二级市场股价下跌→年金基金的投资回报率下降—　—

[①] 数据来源：“S&L redux”, from the Economist Global Agenda, June 21st 2005

在年金的运作过程中，当年金托管人测算出资金运营有缺口后，就会要求企业追加投入。企业为了维持年金计划的长期运作，不得不追加。当部分企业利润被投入年金计划后，供股东分享的股息、红利势必减少，同时企业在二级市场回购股票的能力相应减弱。因此，年金计划对企业利润的吞噬反过来导致公司股票在二级市场上的价格走低。如果年金经理人在二级市场上投资于公司股票的话，就难以获得好的投资回报。

假设年金经理人为追求资产负债相匹配的目标，转向投资长期国债的话，又势必会抬高国债市场的现期价格，压低国债的到期收益率，同样造成日后养老金的给付困境。当然，年金经理人也可以在市场上寻求其他高回报的投资品种，例如对冲基金、私人产业或不动产等，但这些资产目前占年金投资组合的比例非常低，连 10％都不到。

2．企业年金计划困境形成的根本原因

表面上看，造成近年企业年金运作困境的主要因素是：一方面，近年来年金受益人的平均生存年龄大大超过精算师的测算；另一方面，实际投资回报率却比年金计划设立时的预期收益率低得多。但实际造成年金计划运作困难的根本原因是年金计划设立时的政治性太强，没有采取商业化的运作思路。

年金托管人和企业间关于年金计划的协商，不是建立在对金融市场细致谨慎的可行性分析的基础上，更像是一次“政治谈判”。而企业在选择年金托管人时，也不重视托管人的投资背景和金融风险的控制能力，因此，绝大多数操盘年金的托管人可能根本不熟悉资本市场的新发展，根本不会运用控制投资风险的金融新工具。由此带来的隐患主要有以下 3 个方面：

（1）年金计划初始设定的年缴费额过低

“政治谈判”的结果是年金托管人常常脱离资本市场的实际情况，承诺高于市场的投资收益率。于是在企业要求达到的收益率下，计划的年缴费额定得偏低。这是日后年金运作失败的直接原因。实际上，年金计划的设立与一般的共同基金相比，期限更长，面临的风险也复杂得多。脱离实际的低缴费、高回报率承诺使大部分的年金计划从设立时起就出现了严重的资产负债不匹配的管理问题。

（2）年金计划的资产组合过于保守

在过去的 20 年中，市场上涌现出大量的投资新产品，它们中有许多被用作资产风险管理工具。运用这些新工具使投资者能便捷地构造出各种风险－收益相匹配的资产组合。但是，绝大多数的年金计划因为托管人的能力有限，投资仍局限于几类传统的资产，例如，股票、固定收益债券和房地产。在他们的投资组合中，对冲基金、期权期货等投资新品种所占的份额非常低。因此，年金计划规避市场风险的能力低下。

（3）市场上各年金计划的资产组合过于相似

同样受年金计划托管人的能力所限，市场上大多数年金计划持有的资产组合非常相似。这种现象会大大加重年金保险机构的风险责任。当某一市场因素造成基金资产组合投资失败时，雷同的年金计划可能同时陷入困境。于是，年金保险机构很快会面临巨额的偿付缺口。

二．英、美企业年金计划的困境成因对我国年金产品设计的启示

我国企业年金市场尚处于开发阶段，年金产品的设计和推广也处在初创时期。及时地分析总结英美年金计划设立时的缺陷，吸取其运作困难的教训，有利于我们设计出既能满足企业需求，又具有市场操作性的年金产品，制定出具有市场生命力的年金计划。从年金产品设

计角度来看，我们得到的启发主要有以下几点：

1、产品年缴费额的确定要建立在对资本市场的保守估计上

年金计划托管人在设定年金产品的年缴费额时，必须重视年金产品区别于一般共同基金和集合理财产品的特性，并考虑到长期稳定的赢利性和保障受益人退休后保持一定的生活水平。因此，年缴款额的设定必须兼顾资本市场风险的复杂性和预测市场利率长期波动的趋势，保障年金资产的增长与物价指数挂钩，并满足受益人的领用需求。

2、年金产品中的资产组合要尽量多样化，最大限度地控制风险

年金托管人必须精通资本市场的运作，有能力及时研究资本市场上各种新出现的金融工具，将其吸收到年金的资产组合中去，不断改善年金计划抗风险的能力。

3、各年金产品的设计要体现不同托管人的投资风格和专业特长，向市场提供差异化的年金产品

企业在选择年金托管人时，更多的应注重托管人的专业背景和市场业绩。不同的托管人对资本市场会有不同的研究侧重点，设计出的年金产品也一定有侧重的投资方向。

而差异化的年金产品在客观上也能分散年金保险机构的风险集中度，使年金保险机构能发挥出偿付保障功能。

企业年金制度将作为我国社会化养老保障体系的支柱之一。年金计划的顺畅运作，除了需要依靠政府的税收政策支持外，将主要取决于年金托管人在资本市场上的专业投资和风险管理能力。因此企业在选择年金托管人的过程中，年金托管人在设计年金产品的过程中，都应把年金计划长期的市场适应性作为考虑的第一要素，尽量减少各种非商业性的政治因素的影响。

另外，由于目前我国资本市场上的投资品种有限，各种风险管理的金融工具开发亦相当滞后。因此，受资本市场投资条件限制，年金产品在设计资产组合时，更应重视长期风险控制的有效性。

参考文献：

[1] Robert J. Shiller. The Life-Cycle Personal Accounts Proposal for Social Security: An Evaluation[J]. NBER Working Paper No.11300 , April 2005

[2] Buttonwood. S&L Redux [N]. The Economist Global Agenda, June 2005

[3] Buttonwood. From Here to Eternity[N]. The Economist Global Agenda, May 2005

[4] Pamela Perun, C. Engene Steuerle. Reality Testing for Pension Reform[E]. presentation at the Tax Policy Center Symposium: “Saving Private Pensions”，May 2003

[5] Harry M. Kat. How Pension Funds Are Short-changing Us[N]. Financial Times, July 2004

[6] Robert Budden. Spotlight on Actuaries After Pensions Proposals[N]. Financial Times, August 2005

Helpful Ideas To Design China’s Pension Scheme

HUO Ying1, HUA Rong-hiu2

(1, ShangHai Finance School, 2, ShangHai Finance School)

Abstract: Britain and America’s defined-benefit schemes have been buffeted lately that the premiums can not keep pace with expected claims. That’s because pension policy is deeply political. After analyzing

the pitfall of their pension schemes, we get some helpful idea about how to design our own pension scheme. We need set the proper premium, use available risk management products to compose risk-return portfolio and supply viable products in the market. Strict supervision of pension fund risk management is most important here given the realities of our capital market.
Key words: pension plans, paid-in premiums, financial risk management

收稿日期: 2005-6-10;

（责任编辑：程均丽）