

勿临渴掘井

——专访德盛安联资产管理公司 Brigitte Miksa、安联风险实验室韩厚德

In Fair Weather, Prepare for the Foul
——Interview with Ms. Brigitte Miksa, Allianz Global Investors, and Dr. Reinhold Hafner, risklab germany GmbH

本刊记者 韩松 柳瑛

2006年11月29日，全国社保基金理事会宣布，最终选定首批10家境外股票和债券投资管理人，在进入全球资本市场过程中迈出重要一步。全球保险业巨擘安联集团旗下的德盛安联资产管理公司（Allianz Global Investors）作为10家境外投资管理人之一，将负责管理社保基金的香港股票投资。就此机会，本刊在北京采访了该公司国际养老金业务主管Brigitte Miksa，及安联集团旗下风险实验室（risklab germany GmbH）董事总经理韩厚德（Reinhold Hafner）。

一个全球命题

《当代金融家》：在您看来，当前中国养老金体系面临的最紧迫事项是什么？

Brigitte Miksa：当前最令我们关注的事情，是中国正在改革并重新组建其养老金体系。

虽然中国当前老龄人口依赖比依然较低，人口周期较为有利，但人口老龄化速度惊人，因此，尽快建立一个资金充足、有效率、可持续且惠及全民的养老金体系，是中国当前必须直面的一项重大挑战。

《当代金融家》：2006年早些时候，毕马威审计事务所（KPMG）和路透社共同发表了一篇题为《中国养老金市场商机初现》（The Heavenly Mandate: Winning a Piece of China's Pension Market）的文章，其中提到中

国正面临“未富先老”的尴尬处境，并指出依目前的架构，中国现行养老金制度“在财务上无法持续”。您认为中国养老金体系所面临的挑战是否如此严峻？

韩厚德：应该说，中国养老金体系面临的挑战并非独特，实际上，世界上几乎每一个主要经济体均面临养老金资金不足的挑战，政府和公司都在担心承诺给公民及雇员的养老金及其他福利究竟能否兑现，其中政府提供的“随收随付”（pay-as-you-go）养老金体系面临的挑战尤为严峻。

造成这一问题的主要原因，在于各国普遍低估了人口结构变化的速度与烈度。今天，人们的预期寿命更长，退休人士在人口中所占比例大为提升，工作人口所占比例相对减少，导致工作人口要面临更大的税收负担以支持当前退休者的养老金与社会福利，自己用于储蓄与投资的可支配收入相应减少，更难以支持自己的退休生活。

资金运营



韩厚德



Brigitte Miksa

当前的解决方案是，建立一个混合式的养老金体系，一部分是传统税收支持的“随收随付”式养老金，给公民提供最低限额的受益基准养老金收入，足以维系基本生存要求，而在此之上，则要建立一个在供款基础上的、由资本提存支持的体系。

但究竟需要多少资本则很难确定，因为当你身处人口结构变化大潮之中时，往往很难看清自己的真实境况。二次大战后，西方工业化国家养老金体系最大的教训就是低估了人口老龄化的冲击，普遍没有为老龄化社会做好准备。好在亚洲各国，包括中国，可以从工业化国家的前车之鉴中汲取教训，趁人口结构尚为有利时，及早开始改革。

中国现在开始养老金制度改革，堪称明智之举。

Brigitte Miksa: 在我们看来，中国当前养老金体制的一个鲜明特征在于，中国没有一个由中央集中管理的第一支柱公共养老金体系，而由各省市分别设立并管理各自的养老基金。这种安排使得我们很难准确估算全国整体的未来养老金负债，遑论中国当前养老金的覆盖比率及收入替代比率。

但恰恰因为中国的第一支柱养老金体系覆盖率远低于工业化国家，因此，中国可以无需向工业化国家那样太过顾虑调整现存体系的经济、社会与政治成本，径自选择一条优化路径。

中国设立了全国社保基金，作为社会保障的战略储备。挪威、爱尔兰、法国等国家也有类似的养老金储备基金安排，其中挪威政府从石油收入中提存建立国家养老基金。设立战略储备基金是一个非常明智的举措，因为这可以使政府得以充分利用资本市场有效率地配置资金，从而未雨绸缪，为应对未来养老金负债建立坚实的资金支持基础。

《当代金融家》: 谈到设立投资基金，中国当前的一个挑战是，一方面，国内资本市场尚有待繁育，能够提供的适合养老金的投资工具尚不够充分；另一方面，由于人民币不可兑换，中国养老基金在全球范围内优化配置资产的能力也受到限制。尽管中国已推出 QDII 制度，但可投资的海外资产类别依然有限。这种挑战恐怕短期内难有重大突破。对此，您有何建议？

Brigitte Miksa: 坦率地说, 我不认为我们可以对中国政府的政策过多置喙, 但以我个人的观感而言, 中国政府对发展国内资本市场及在全球范围内优化配置资产的重要性了然于胸, 改革与发展的总体趋势看好。我们也看到中国政府已经在逐步开放国内资本投资海外市场。

从工业化国家的经验看, 从政府开放养老金投资于资本市场, 到养老金投资能够对资本市场产生重大影响, 通常会有一个时间差。但考虑到中国当前令人叹为观止的发展速度, 我们对中国养老金市场与资本市场的未来发展高度乐观, 而这也将为中国与国际专业资产管理公司带来巨大商机。

“选美大赛”

《当代金融家》: 中国社保基金正在遴选首批海外投资管理人。能否请两位介绍一下, 工业化国家遴选养老金投资管理人的通常做法是什么样的?

韩厚德: 欧洲国家的通常做法是, 政府引入一种招标机制。

首先, 政府邀请 10 ~ 15 家专业资产管理公司, 要求他们提交意向书, 并审核他们以往的业绩、组织架构等。

经过第一轮筛选, 胜出的参与者进入第二轮“复赛”, 各自向客户展示自己的意向, 然后由客户作出最终选择。

我们戏称这一程序为“选美大赛”。

Brigitte Miksa: 在这一过程当中, 政府通常会雇用一家国际咨询公司参与进来。咨询公司向政府提供建议, 设计招标文书和委托书。以德国为例, 政府有 9 种不同要求的委托书。在开始阶段, 咨询公司帮助政府挑选入围选手, 而在最终的“选美大赛”中, 则由一个由政府代表组成的委员会做出最终抉择。

此次中国社保基金遴选海外投资管理人, 也大体遵循这一程序。

《当代金融家》: 那么公众如何保证这一过程的公平、透明? 在工业化国家, 遴选过程是否需要由立法机构监督?

Brigitte Miksa: 遴选过程是一种专业行为, 而非

“民主”行为, 因而通常不需要立法机构, 如国会的监督。尽管设立国家养老基金本身可能由立法机构决定, 保证养老金投资得到妥善管理是政府的职责, 政府对此承担问责。

《当代金融家》: 在政府选定外包投资管理人后, 是否需要在该管理人的养老金管理业务同其他业务间建立“防火墙”? 如何监管?

Brigitte Miksa: 建立“防火墙”以保护养老金资金的安全是很通行的做法, 对由政府税收支持的养老金尤为如此。政府通常会推出若干监管规则, 旨在保证养老金投资的目标得以实现。此外, 在有些国家, 还有专门的养老金保险, 同其他商业保险分开设置, 确保养老金资产同投资管理人的其他资产分开管理, 且养老金资产管理实践符合养老金监管的特殊要求。

政府对投资管理人业绩的正式评估通常每年一次, 但评估和监督过程实际上是一个持续不间断的过程, 比如, 投资管理人可能每月均须提交业务与业绩报告, 方便政府及时发现问题。政府评估的标准主要是在签订委托合同时已经由双方列明确认的各种指标, 如投资回报指标等。

从监管理念的角度看, 过去政府在养老金资产投资方面往往设置投资资产类别及数量限制, 比如不能投资于某类资产, 或某类资产的比例不能超过一定指标等等, 但这种过分“风险规避”做法的副作用是, 投资管理人有效率配置资本的能力也因之受到局限, 难以实现投资回报的优化。

现在通行的做法是, 政府不再设立或放松这类限制, 对养老金资产管理的监管更多转变为以风险为本的审慎监管, 在保证资金安全的前提下, 给专业投资管理人更大回旋空间, 从而提高资本配置效率。

实际上, 在这一过程当中, 政府的角色同私人机构投资者角色本质上并无二致, 都要遵循市场规律, 遵循同样的风险—回报规律, 并要具备高度的专业素养。

在同全国社保基金的接触过程中, 该基金投资管理人士以其出色的职业素养, 给我们留下深刻印象。我想, 中国的公众大可放心: 你们的养老金的确在得到妥善、尽职的保管、经营。⑤