

# 从两次金融危机看全球养老金的应对策略及启示

王焯 | 余兆纬

在经济下行压力和各种不确定条件下，国内养老金机构的风险应对需要走在市场曲线的前面。政策制定与监管部门也要有定力和担当，充分理解和把握长期资金短期波动和长期风险补偿。2020年疫情全球蔓延下，金融市场一度剧烈动荡，各国养老金也受到较大冲击，引发对养老金资产安全性的担忧。对养老金等长期资金而言，如何调和“风险与收益，短冲冲击与长期业绩”的矛盾？本文通过回顾2000—2002年互联网泡沫、2007—2008年全球金融危机的冲击影响，尝试从更长的历史周期中寻找经验和答案。

## 全球养老金应对金融市场极端冲击的短期策略及做法

2000—2002年互联网泡沫、2007—2008年全球金融危机是1900年以来全球四次大熊市中较近的两度，期间股票年化亏损分别达44%和41%。在危机期间及随后1—2年内，养老金也受到较大冲击。不过，因受益于多元化配置，养老金受到的冲击要远小于同期股指跌幅。例如2008年，美国、日本、澳大利亚养老金投资损失分别为23%、19%、18%，同期三国主要股指跌幅分别达到38%、42%和43%。

两次大危机中，多数养老金成为“逆行者”，执行了再平衡的加仓操作，成为资本市场的稳定器。例如，根据荷兰马斯特里赫特大学Dennis Bams教授等2016年的统计：在两次危机期间，全球978家养老金普遍加仓，股价下跌造成的股比偏离，恢复了8—9成。IMF（2013）进一步指出：2008年全球金融危机期间，挪威、意大利、波兰等多国养老金实施了再平衡，但葡萄牙、西班牙以及美国DB（Defined Benefit）养老金存在抛售行为。研究显示：养老金的再平衡并非是“一步到位”的，股市大跌后各国养老金股比从下降到恢复战略配置比例，平均约需5个季度。再平衡策略的实施，在操作上也“不对称”，养老金喜欢在熊市加仓，而非在牛市减仓。

2007—2008年金融危机后，养老金机构的风险偏好呈现分化。美国57%的公共养老金打算增持全球股票，原因是投资框架得到检验，愿意承担更高风险；或者希望重新回到危机前的收益水平。但54%的企业养老金打算增持债券，或采用免疫策略，使任何利率变化引起的资本损失，都能被再投资的回报所弥补，原因是发现利益相关方的风险偏好其实并没有危机前预想的那样高，或者这些机构在老龄化、公允价值计价等趋势之下

被动压降了风险敞口。

## 全球养老金应对金融危机的中长期策略及做法

当时间窗口延伸到危机后2—5年或更长时间，可以看到养老金机构在投资、风控、运营等领域做出的应对危机的改革经验，以及较强的盈利修复和投资能力。

其一，“后危机”时代进一步分散投资，调整大类资产配置框架与考核导向。一是资产配置框架更加多元。金融危机期间，一些看似分散的投资组合，仍遭受较大冲击。有的机构尝试穿透资产，推行因子配置；或者依据不同宏观情景下的敏感度对资产进行配置；或聚焦某些主题，进行跨资产类别的布局；或者判断历史与相对估值，应对战略配置目标的战术偏离；或者重仓少数标的，主动参与上市公司治理。一些小机构则开始采取负债驱动投资策略（LDI），以控制利率风险。二是资产种类更加分散。有的机构增加新兴市场投资，以分享其增长成果；或者加大房地产、基建、大宗商品等实物投资，抵御通胀并匹配长债；或者投资对冲基金，从而提高预期收益并降低波动。三是优化投资业绩计量。有的机构为克服从众心理，开始考核绝对收益目标。有的机

构除市值外，还会参照股息或利息（更稳定的收入变动）对业绩进行计量。还有的机构引入“减值评估”，来判断损失是市场情绪波动下暂时性的冲击，还是趋势改变所导致的永久性亏损。

其二，夯实风险管控，强化流动性管理和压力测试。一是流动性管理。很多机构增配了流动性资产，以满足危机发生时预期之外的现金需求。例如，资产无法迅速变现，风险分散效果欠佳，风险偏好下降，或者投资机遇乍现但缺乏现金买入等问题。二是压力测试。有的机构在决策中，对极端市场冲击进行充分论证和沙盘推演，并在事前与监管部门和上级领导等利益方达成共识。例如，挪威 GPFG 2015 年决定将权益比例从 60% 提高至 70%，就曾公开推演比“一战、大萧条、二战、1970 年石油危机、2000—2002 年互联网泡沫以及 2007—2008 年金融危机”还严重的市场冲击，对政府和公众的风险承受力进行摸底。新冠肺炎疫情的冲击，并没有超出这一情景设定。三是滑降曲线调整。2007—2008 年金融危机期间，2010 年即将退休的职工持有的目标日期基金（TDF）最大回撤高达 36%。危机后，很多机构有针对性地调整了滑降曲线，以能为即将退休的职工提供更多保护。据 Morningstar 统计：2009 年即将退休职工投资组合的股票比例平均为 50%，2020 年已降至 45.3%。四是尾部风险管理。一些养老金投资了尾部风险基金，以寻求对极端风险的保护。

其三，在跨越危机的长周期内，养老金展示了较强的盈利修复和投资能力。长期盈利对短期波动提供了较为充分的风险补偿。据 OECD

（2019）统计：2004—2018 年，全球有数据披露的 26 个国家养老金年化收益全部为正，普遍战胜了通胀且回报超过 3%。OECD（2008）对 2001—2005 年跨越互联网泡沫危机阶段的研究，也有类似结论。此外，新西兰超级年金、瑞典 AP4、加拿大 CPPIB 等代表性养老金，过去 10 年的年化回报均超过 10%。CPPIB 年报还申明：“对长期资金而言，市场下跌恰恰是买入时机”。

### 本次疫情以来全球养老金的最新变化与应对策略

一是以多元化配置，有效分散风险，二季度扭亏为盈。2020 年一季度，全球主要市场股指跌幅达 20%—30%，油价跌幅达 67%。得益于对长久期债券及黄金等实物资产的均衡配置，以及衍生品的风险对冲，全球养老金同期损失约为 10%—15%。二季度伴随股市强劲反弹，养老金开始收复失地，很多机构或产品取得了 10% 左右的回报。例如，今年一二季度，美国 100 家最大的 DB 公共养老金的回报分别为 -11%、+11%。澳大利亚超级年金成长基金回报为 -11%、+7%。中国香港强积金预设策略回报为 -12%、+12%。

二是以“买低卖高”的再平衡操作，发挥市场稳定器作用。据英国《金融时报》披露：在 2020 年 3 月市场大跌中，很多养老金机构入场，增持了股票。荷兰 ABP 等养老金机构 3 月份也纷纷表示，将根据战略资产配置，进行再平衡。当二季度美股再度逼近历史新高之后，美国企业养老金等机构也主动减仓股票，并增持债券。

三是发挥保障居民基本生活与财政支出的“蓄水池”和“稳定器”作用。

例如，美国允许受疫情影响的居民提前支取 401(K) 资金（401K 计划是美国的一种由雇员、雇主共同缴费建立起来的完全基金式的养老保险制度），上限 10 万美元。澳大利亚允许个人提前支取超级年金，上限 2 万澳元。印度允许个人从国家养老金计划（NPS）中支取资金，以支付治疗新冠肺炎的相关费用。又如，挪威政府从全球最大主权养老金 GPFG 提取 370 亿美元补充财政资金，以扩大支出，有效应对疫情与油价下跌对本国经济的双重打击。

四是面对经济下行压力、低利率和各种不确定性，美国劳工部为 401(K) 的 TDF 产品投资私募股权开了绿灯。一些养老金为提高收益，计划增配私募股权或私募债；另一些机构强化流动性管理，手握更多现金。其中，美国最大公共养老金 CalPERS 准备将私募股权比例从 7% 调升至 10%，同时增加 20% 的杠杆。CalSTRS 等大机构表示将效仿 2000—2002 年、2007—2008 年危机策略，适时增配调整后的私募债。日本 GPIF 把海外债券配置比例从 15% 上调至 25%。英国最大养老金 NEST 则把现金比例提高到 5%，通常情况下该比例为 1%—2%。

五是养老金全球投资，面临更多的政治干预与审查。继 5 月份施压联邦退休储备委员会（FRTIB）阻止其投资中国后，美国政府 7 月警告铁路养老金机构不要投资中国。需要指出的是各国政治干预养老金海外投资，早有先例。例如，美国伊利诺伊州 2015 年立法，禁止本州 5 家养老金投资“抵制以色列”的公司。在新冠疫情爆发后，这种干预变得更加直接和强烈，需要高度关注并警惕可能的连锁反应。

## 启示与建议

一是政策制定与监管部门要有定力和担当，充分理解长期资金的短期波动和长期风险补偿，放宽社保基金、基本养老金等在“股指期货、国债期货、基础设施债权计划、优先股、股权投资基金”的投资限制，满足其分散风险、多元配置的需求。历史经验一再证实：多元配置是养老金抵御危机的“不二法门”。上述相关领域的投资限制，从单个资产看，似乎降低了风险。但从投资组合角度看，不利于养老金机构整体分散风险，抵御极端冲击。

二是加快研究增加国债期权、30年期国债期货等产品供给，为养老金提供被动投资、风险对冲，以及资产

负债管理的有效工具。两次危机过后，资产负债管理已成为很多养老金机构的惯常操作，一些机构还采取了负债驱动投资策略。这些策略的实施，往往依赖长久期债券。然而，当前国内债券市场，长债占比仍低。

三是引导养老金及相关公募基金优化TDF平滑曲线设计，为职工在临近退休阶段提供更多保护，同时根据新冠肺炎疫情等影响，及时评估或调整模型及决策参数。低利率意味着长期收益或进一步回落。全球经济与资本市场走势分化，新兴市场在资本流动以及公共卫生领域的脆弱性，地缘政治摩擦升温，或导致资产价格的波动性及相关性急剧变化。国内相关机构宜密切关注并考虑：“趋势性”“结构性”

变化及对战略配置的影响并适时调整。

四是在投资业绩计量标准与考核方式上，允许规模化运营的养老金机构设立合理的绝对收益策略目标。养老金如果过于强调相对收益和跟踪误差考核，将业绩与市场指数挂钩，投资人只能“随波逐流”，很难背离指数去做真正的“逆周期”长期投资。在极端市场情形下，这种做法还可能带来灾难性的后果。

五是引导国内养老金做好压力测试、制定预案，与关键决策者及监管部门充分沟通、形成策略共识，为未来抵御极端市场冲击，提供有效保护和明确指引。□

（作者单位：中证金融研究院）

责任编辑 张小莉

## 图片新闻

### 首部会计通史正式竣稿并交付出版

本刊记者 | 李杰 特约通讯员 | 金文 摄影报道



近日，《中国会计通史》出版签约仪式在中南财经政法大学南湖校区举行，标志着由中南财经政法大学资深教授、世界著名会计学家郭道扬先生历时8年独立编修完成的8卷本、300余万言《中国会计通史》正式竣稿并交付出版，成为中国第一部会计通史，也是世界上的第一部会计通史。

作为2011年以郭道扬教授为首席专家的国家社科基金重大项目“中国会计通史系列问题研究”的第一分支课题，《中国会计通史》以丰富的史料、严谨的论证、卓越的史识，梳理勾画了中华民族会计发展的历史源头、发展风貌和卓越成就，系统总结了会计发展的四十个运行规律和一个总规律，完整展现了辉煌灿烂的中华会计文明成果和独特魅力。这部鸿篇巨制的完成不仅对确立会计学科和会计工作者的价值与地位具有重大意义，而且创造了中国和世界会计研究史与会计文化研究方面的奇迹。