

法国国家储备基金的管理运作 及其可借鉴的经验

规划研究部 市场研究处

90年代以后，一些国家为应对人口老龄化高峰的到来，建立了国家储备基金制度，我国的全国社会保障基金理事会就是在这样的背景下成立的。如何稳定资金来源、建立高效的投资管理以及监督与管理机制，是目前我国社保基金面临的主要问题。本文旨在通过对法国国家储备基金的性质、管理架构、资金来源、投资管理等主要方面的分析，为我国社保基金提供一些借鉴。

一、法国国家储备基金的管理

法国拥有一套相对完善的社会保障制度，是典型的欧式福利国家之一。这一制度对维护社会稳定、缩小贫富差距、促进社会和谐与公正起到了重要作用。但在人口老龄化的冲击下，法国也面临养老金收支缺口越来越大、现行的现收现付体制难以为继的问题。为了解决这些问题，法国政府依照1999年的《法国社会保障筹资法》设立了法国国家储备基金（French pension reserve fund, FRR；以下简称法国储备基金）。

(一)法国储备基金的性质

从性质上看，法国储备基金是典型的国家储备型基金。该基金不同于现行养老保险体系里的各种养老金计划，政府规定该基金不用于当前的养老金支付，而是作为基本养老保险的长期储备，在 2020 年以前不得动用其任何资产。从 2020 年到 2040 年，将法国储备基金逐渐改为基本养老计划的一部分，以填补那个时候基本养老保险的收支缺口。2040 年以后，养老储备基金完成其历史使命，不再有存在的必要。

法国储备基金成立之初，是法国老年互助基金的一部分。2001 年 4 月，法国政府提出一个议案，赋予养老储备基金独立的法律地位，将其转型为一个公共管理实体，并允许它在金融市场进行投资，而且投资对象不仅仅是短期国债，还可以是风险更高的股票。按照政府的计划，为了做到收支平衡，到 2020 年，储备基金必须积累到 10000 亿法郎。

法国储备基金的主要目标包括：作为缓冲器，减弱经济周期的不规则性对财政平衡的影响；通过积累现收现付养老金制度下的集中储备，使得在较长时期内养老金缴费率的变化相对平衡；通过储备的积累增加收益，以弥补现收现付制度下所缴养老金的不足。

(二)法国储备基金的管理架构

按照 2001 年的法律，法国信托局(CDC)负责法国储备基金的具体行政事务管理工作。法国信托局下设监督委员会，

负责对法国储备基金进行监管。监督委员会由 20 名成员组成。8 名来自法国国民议会、上议院、经济部、预算部、社会保障部等立法机构和相关政府部门，5 名来自社会保障受益代表，5 名为雇主代表，其余个人代表 2 名。监督委员会主要职责包括遵从“谨慎人”和风险分散化的原则，根据基金运作目标和期限架构，制定基金资产投资政策指引，确定可投资的资产类别，制定投资收益评估标准；对代理机构、投资管理人和托管人的活动进行监管；向国会和社会报告基金管理运作情况。

法国储备基金建立理事会负责基金日常管理运作。理事会作为基金的管理机构，对监督委员会负责，其职责来源于监督委员会代理机构的委托。主要包括向监督委员会提出投资政策的纲要，进行独立的投资决策，实施经批准的投资方针政策，选择投资管理人负责实际运作及其行政事务，报告投资政策的执行情况等。

理事会设执行董事会，由 3 名成员组成，任期 6 年。执行董事会具体负责任命投资管理人专家评审委员、选聘第三方资产管理机构管理基金、代表基金签署协议并检查协议的履行情况、确定基金内部控制政策和程序等日常管理运作。2003 年，根据法律规定，执行董事会任命了由 4 个成员组成的专家评审委员会。专家评审委员会主席从执行董事会非主席成员中选任，其他 3 名为独立的专业人士。专家评审委员

会主要负责外部投资管理人竞标材料的审阅等评审工作。

(三)法国储备基金资金来源

基金建立初期，法国储备基金资金主要来源于老年团结互助基金的公司缴税收入的一部分。2000年，法国政府修改《社会保障财务法》，为法国储备基金资金来源开辟了其它渠道。如：法国国家养老基金(French National Old Age Fund, CNAV) 盈余、不动产和投资收益的资本利得税的2%、储蓄银行和存款保险基金的缴费。2001年，法国政府再行修改《社会保障财务法》，使得法国储备基金资金来源更为扩大。特定国有资产的出售收入，如移动电话牌照的拍卖收入，政府私有化收入以及财政盈余在这次修改中纳入了法国储备基金的来源渠道。

成立之初，法国储备基金成立资产总规模仅为20亿法郎。但截至2003年底，总资产已达164.5亿欧元，其中转入资产157亿欧元，主要包括2%的社会保障税41亿欧元、国家养老基金盈余44亿欧元、国有资产的出售股份收入61亿欧元(其中国有公司股份分红26亿欧元、无线网络牌照的出售收入19亿欧元、私有化收入16亿欧元)、其他收入11亿欧元。

(四)法国储备基金投资运作方式

法国储备基金并不负责直接投资，《社会保障法》第135条10款规定了“法国储备基金应该委托给符合条件的投资公

司管理”。2003 年，法国储备基金成立的外部管理人选聘委员会正式启动外部管理人的选聘工作。截至 2004 年 7 月，经征求其咨询公司(Mercer Investment Consulting)和法律顾问(Allen & Overy)的意见后，外部管理人选聘委员会选聘了摩根斯坦利资产管理公司(Morgan Stanley Investment Management)为其管理 160 多亿欧元基金资产。此外，外部管理人选聘委员会还聘请高盛国际(Goldman Sachs)为其资产转换管理人。主要负责在基金建仓期提供证券的集中经纪业务，以减少转换成本和市场不利影响，并协助其构建全球报告和全程集中监管的能力和制度。同时，聘请了道富全球咨询公司负责货币风险管理和投资组合的策略管理，并向其提供宏观经济和财务建议，对冲汇率风险，以及基金执行董事会投资策略的具体执行。

为考察基金管理人的投资业绩，外部管理人选聘委员会选择富时全球股票指数系列(GIES)作为其欧洲、美洲和亚洲股票组合的跟踪指数。

(五)法国储备基金的投资政策

对于一般养老金管理机构，其资产配置政策往往由三个因素决定：一是投资收益目标和负债情况；二是投资政策的调整能力；三是风险承受度。法国储备基金是典型的储备基金，在 2020 年前限制提取，负债明确，而且每年均有稳定的现金流入，可以使基金增加投资总量，避免短期波动，而

无需调整风险目标。因此，法国储备基金执行董事会可根据资本市场情况灵活决策，编制长期的资产配置计划，提高长期收益。

根据 OECD 养老基金治理规范的要求，法国法律对储备基金采取“谨慎人规则”，投资管理限制较少。根据 2001 年 12 月 19 日第 2001-1214 号法令，基金资金投资于同一个发行人的证券不能超过 5%(欧共体国家担保的除外)；基金资产投资于同一个发行人的股票不能超过 3%；欧共体之外的股权投资不能超过资产的 25%，暴露在汇率风险下的资产不能超过 20%。

法国储备基金大类资产投资中：总资产的 55% 投资于股票；股票资产中的 38% 投资于欧元区的股票；非欧元区为 17%，其中美国的股票投资占总资产的 11%，非欧元的欧洲地区股票比例为 3%，太平洋地区股票(含日本不包括新兴市场)的投资比例也仅为 3%。

另外，总资产的 45% 投资于债券，债券资产投资于欧元区债券的比例也是 38%；企业债券的评级至少为 **BBB** 或者 **Baa3**，没有上市的证券也可以购买，在目前阶段高收益的债券以及新兴市场的国家债券不予考虑。

目前资产管理中主动式投资占 75%、被动式投资只占总委托资产的 25%。一般来说，主动式投资需要给予投资管理人更大的灵活性，跟踪误差较大；被动式投资因为只是指数

的复制，因此，跟踪误差较小。

二、法国储备基金的主要特点

(一)监管职责与管理职责相分离

从法国储备基金的管理架构中，我们不难看出其管理架构主要分两个层次。第一个层次是监管层次，由国家设定的专门管理机构，也就是法定管理机构承担监管职责(法国储备基金的监管工作由法国信托投资局下设的监督委员会履行)。第二个层次是管理层次，由法定管理机构设定的代理机构承担基金的管理职责，独立行使投资决策权(法国储备基金理事会履行基金的日常管理工作)。

这种监管职责与管理职责相分离的管理架构，不仅提高了监管效率，而且赋予代理机构独立的投资决策权，提高了投资决策的科学性。从西方公共养老金管理的经验来看，监管机构对基金日常投资管理的干预常常导致公共养老金的低效益，而且，监管机构的干预也常常成为管理机构对投资绩效低下进行申辩的藉口，造成养老金管理权责不清。因此为了避免这类问题发生，政府通过相关法律明确监管机构与管理机构的责任，同时赋予管理机构独立的投资决策权，尽可能避免政府对投资决策和具体运作的直接干预。

(二) 资金筹集渠道广泛

法国储备基金筹资渠道主要有两个：一个是划入老年团结互助基金的公司缴税收入的一部分；二是在现行的养老金

体系外筹集资金，主要包括基本养老保险计划盈余、资本利得税的 2%、储蓄银行和存款保险基金的缴费、特定国有资产的出售收入等。事实上，法国储备基金目前的资金主要来源于第二种渠道，即来源于现行的养老体系之外，这样就实现了法国储备基金资金来源的多元化。

尽管也有批评家和政界人士对法国储备基金的筹集制度提出质疑，认为政府的规定使法国储备基金的来源过于分散且不够稳定。但由于来源渠道广泛，法国储备基金资产稳步增长。成立之初，法国储备基金成立总资产仅为 20 亿法郎。但截至 2003 年底，总资产已达 164.5 亿欧元。

(三) 投资管理采用了“谨慎人规则”

法国储备基金在投资管理中，根据 OECD 对养老基金治理机制的要求，采用了“谨慎人规则”，对投资品种和风险资产的比例不做限制，而是按照安全性、流动性、收益性和多元性配置资产。

谨慎人规则在实际操作中有不少争议，但是又在英美体系国家中长期存在。时至今日，谨慎人规则已经被广泛使用在养老基金投资管理中。其核心思想是“受托人需建立机制使得自己在做出投资决策时能够掌握足够的信息，从委托人的根本利益出发，做出低风险高收益的投资选择”。

三、法国相关机构对法国储备基金的批评意见

对于法国储备基金的资金筹集办法、组织机构、运行模

式，法国有关的养老保险机构也提出了一些不同的看法。

负责养老保险主计划的法国国家养老基金(CNAV)对储备基金的资金筹集和组织管理基本上持否定态度。工会则对养老储备基金投资选择的不确定性提出质疑。他们认为，作为一项有风险的投资，利润不应作为评价的唯一标准，其他因素，如安全性、可持续发展和提供新的工作机会也应纳入考虑之中。其它机构的意见主要表现在：一是养老储备基金的收入基础不稳定，存在一定的风险；二是养老储备基金以政府为主，参加养老保险的雇主和雇员投入很少，监督委员会中来自雇主和雇员的代表未占大多数，当监督委员会未能形成决议时，政府指派的董事有最后的决定权；三是担心储备基金并非仅用于养老金一个目的。

四、我国社会保障基金管理运作的启示

就其基金性质而言，法国储备基金与我国的全国社会保障基金非常相近，都是国家战略储备基金，因此，对我国有一些借鉴意义。

1、进一步明确我国社保基金的监管职责和管理职责。政府监管可以采取两种方式：一种是根据采取行动的时间，可以划分为事前监管、日常监管和事后监管；另一种是根据采取行动的地点，可以划分为非现场检查 and 现场检查。监管的主要内容应包括：负责制定投资政策的总纲要；控制基金运行的结果和批准年度会计核算；指定独立人士审查投资政

策是否合理，投资政策在运作中是否被遵守；评估基金的投资业绩；要求管理机构提供基金管理运作的相关信息等；政府监管部门应赋予基金管理部门相应的投资决策权。具体包括：其主要职责是依照审慎的原则、基于商业基础进行投资决策，履行基金日常管理职责；实施经批准的投资方针；监管基金的实际运作和选择投资管理人。

2、稳定扩大社保基金来源。稳定、持续的资金来源是建立储备型基金的基础，如法国储备基金以法律形式明确了未来一段时期内的资金来源。因此，政府可以规定每年按GDP或财政收入的一定比例划入社保基金。也可以根据我国的特殊国情，规定从国有资产处置及分红中拿出一部分划入社保基金。具体可包括依法划拨一部分国有资产或资产收益中划入一部分。另外，可以将一部分电信经营牌照等公共资源收费充入社保基金。

3、引入“谨慎人规则”管理社保基金。谨慎人规则的引入与基金管理架构有着内在联系。在明确监管职责和管理职责之后，且投资决策权得到有效保证的情况下，相对于不变的投资限制，审慎人规则更有利于管理机构对金融市场的变化做出迅速反应，提高基金运作效率。反之，限量监管将投资工具限于为数不多的几个品种，不仅造成风险集中，而且还会丧失一些投资良机。