



(2021 年第 6 期，总第 165 期)

中国证券投资基金业协会

2021 年 8 月 31 日

法国公共养老金投资运营管理研究

——全球公共养老金经验研究系列报告之一

为充分借鉴吸收全球公共养老金经验，中国证券投资基金业协会组织行业专家研究撰写了 11 个国家或地区的公共养老金运作与借鉴报告，本篇《声音》编发法国公共养老金的研究报告。

【编者按】法国现行养老金制度始建于第二次世界大战结束后，形成了一个由基本养老制度、补充养老制度和再补充养老制度组成的养老金体系。建立初期，伴随着法国战后经济的快速恢复和人口结构的良性增长，该养老金体系对于维护社会稳定和公平、促进国民经济增长起到了较好的推动作用。本文从法国养老金体系的发展改革历程出发，重点研究法国养老储备基金和基本养老金的运营管理机制，旨在为我国基本养老金的运作管理和未来发展提供借鉴意义。总体来看，法国基本养老金作为覆盖面最广、养老替代率最高的第一支柱，其主要资金来源是雇主和雇员的强制性缴费，由

于采用现收现付制，因此在资产配置上以流动性高的现金管理类资产为主。相对来说，法国养老储备基金在资金来源和资产配置上更具多元化。从资金来源来看，法国养老储备基金主要由国家财政税收、国有资产收入、养老保险盈余和社会赠与构成。资产配置方面，法国养老储备基金在甄选专业资产管理机构委托管理模式下，主要采用套期保值投资和绩效投资两大战略资产配置方案，前者重点配置固收类资产以满足当期负债端支付目标，后者注重跨境权益类资产投资以获取长期资产增值。

一、法国人口结构及养老制度概述

（一）法国人口结构

自 2004 年来，法国人口总数的历年增速呈现持续下降趋势，目前法国总人口数为 6706 万，总人口增速低至 0.1%。

虽然法国退休人口数的年增速已由 2% 降至 1% 左右，但退休人口在总人口中的占比一直处于上升阶段，2018 的退休人口数为 1741 万人，占比 26%。

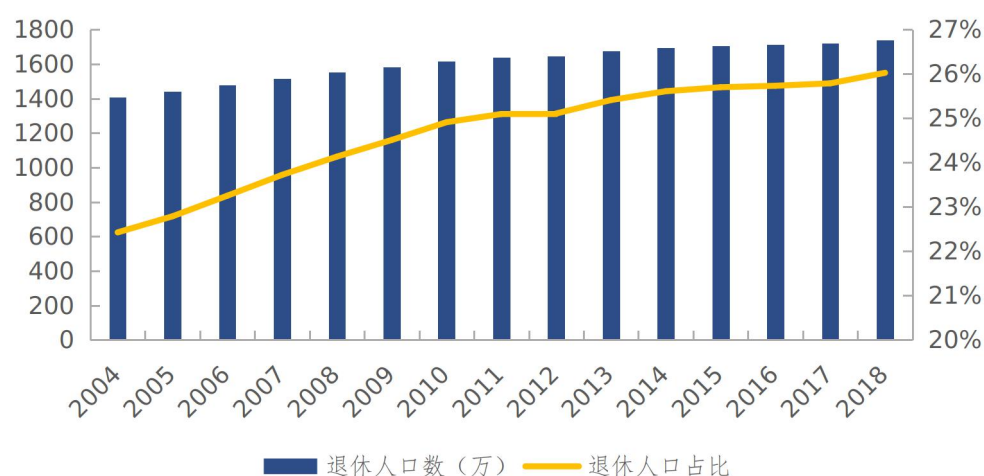


图 1 法国退休人口总数及占比

资料来源：法国社会事务部研究评估及统计局（DREES），最新数据截至 2018 年末。

法国工作年龄人口数除了在 2014 年有所跳升外（主要是法国人口在上世纪九十年代末出现了婴儿潮，因此在 2014 年推升了工作年龄人口的跳升），基本维持在总人口数的 61%以上，目前为 4070 万人。

随着法国工作年龄人口的负增长和退休人口的稳定增长，未来法国社会的养老负担会越来越重。

（二）法国养老金体系的演进历程

早在 19 世纪 30 年代，法国的海员、矿山工人和铁路工人等团体自发组织了各种互助会，形成了法国社会保险的雏形。1898 年通过的《工伤保险法》开始对因公受伤者给予补助，1910 年第一个强制性的养老保险法律颁布，1930 年通过了第一部《社会保障法》，但被第二次世界大战粉碎了。

二战后法国逐步建立了一个由基本养老制度、补充养老制度和再补充养老制度构成的养老金体系。1945 年 10 月，法国通过了社会安全法，标志着社会保障体制在法国正式建立。1972 年，法国政府规定所有私营部门雇员必须加入集体协议基础上建立的强制性补充养老保险，即“管理人员补充养老基金（Association Générale des Institutions de Retraite des Cadres, AGIRC）”和“职工补充养老基金（Association pour Le Régime de Retraite Complémentaire des Salariés , ARRCO）”。

20 世纪 90 年代以来，法国政府对其养老金体系进行了多次改革。1993 年，法国开始对养老保险体制进行改革。2003 年的退休金改革中，法国立法推出了两大基金累积制的养老计划——“企业集体退休储蓄计划”（Plan d'Épargne pour la

Retraite Collectif, PERCO) 和“个人退休储蓄计划”(Plan d'Épargne Retraite Populaire, PERP)。前者面向全体私有企业,是自愿性基金累积制的确定缴费型养老计划;后者面向全体劳动者。国家通过减免企业社保缴费和个人所得税等税收激励机制鼓励企业和个人参与。这是法国首次为基金累积制的养老项目搭建法律框架。法国于 2010 年进行了改革,主要内容包括推迟退休年龄和照顾弱势群体的养老利益,缩减公共部门和私立部门在养老保险上的差距。2013 年法国政府发布了相关退休改革法案,主要调高了受薪人员的社会养老保险缴费率,同时也提高了企业承担的社会养老保险缴费率。

近期值得关注的是 2019 年的马克龙养老金体制改革。改革主要内容有: 1) 建立全民统一的养老金体系,将目前 42 个养老计划整合进一个统一的体系中。2) 统一待遇。取消火车司机等职员的特殊待遇,实行人人平等。3) 改变养老金待遇的计算方式。统一按照工作时间积累贡献点数,每工作一天,就为未来的养老金待遇积累一个点数,退休时兑现。4) 增加领取全额养老金的年龄门槛。马克龙政府避开了直接提高法定退休年龄这一敏感事项,法国公民仍然可以 62 岁退休,但将领取全额养老金的年龄从 62 岁增加到 64 岁,2025 年起生效。

法国养老金体系整体覆盖面较广,但同时存在种类繁多、错综复杂的问题。下表列示了法国目前针对不同的职业或区域人员,其所对应的养老保险管理机构。

表 1 法国养老保险管理机构划分

序号	职业	基本养老保险管理机构	补充养老保险管理机构
1	私营部门管理人员	国家养老保险计划 (CNAV)	管理人员补充养老基金 (AGIRC)
2	私营部门非管理人员	国家养老保险计划 (CNAV)	职工补充养老基金 (ARRCO)
3	国家公务员	财政部	公务员补充养老金 (RAFP)
4	地方公务员	地方公务员国家退休基金 (CNRACL)	公务员补充养老金 (RAFP)
5	医院公务员	地方公务员国家退休基金 (CNRACL)	公务员补充养老金 (RAFP)
6	军人	军人退休基金	公务员补充养老金 (RAFP)
7	非公务员公共部门	国家养老保险计划 (CNAV)	非国家公务员补充退休基金
8	艺术家、工商业者	个体经营者社会保障 (RSI)	职工补充养老基金 (ARRCO)
9	自由职业者	全国自由职业者养老保险基金 (CNAVPL)	10个不同的补充养老保险分支
10	律师	全国律师社保基金 (CNBF)	律师补充养老保险
11	农场主	农业社会保障	农民强制补充保险 (RCO)
12	农业工人	国家养老保险计划 (CNAV)	AGIRC-ARRCO

资料来源：法国社会事务部研究评估及统计局（DREES）。

（三）法国养老金体系现状

法国现代养老制度始建于二战后，经过半个多世纪的发展，目前已经形成一个较为完善的体系，由基本养老制度、补充养老制度和再补充养老制度三部分组成¹。从三支柱的规模构成来看，根据 OECD 数据，2017 年法国养老金第一支柱占比 73%，第二支柱占比 17%，第三支柱占比 10%。

1、基本养老制度

基本养老制度是国家法定的公共养老制度，主要包括两个部分，一是强制性的基本养老保险，二是养老救助。两者

¹ 参考文献：《法国养老制度的现状及改革》，彭姝祎，法国研究 2017 年第 3 期。【国家社科基金项目“欧洲养老金制度改革及对我国的借鉴意义研究”中期成果之一，编号：16BGJ067】

分别承担着收入维持和济贫两大养老功能。

(1) 基本养老保险 (Régime Général)。基本养老保险是法国整个养老制度中最为重要的部分，面向全体劳动人口，融资方式为“现收现付”，即在职人口供养退休人口，具有强烈的代际再分配性质。

资金主要来自雇主和雇员共同缴费，2017 年的缴费率为雇主 8.7% 和雇员 7.05%。基本养老保险实行多轨制，大致划分为四大类：覆盖私有工商业部门雇员的“总制度”、覆盖农业人口的“农业制度”、覆盖工商业个体从业者的“自雇者制度”和以覆盖公有部门、前公有部门和准公有部门雇员为主的“特殊制度”。其中，国家养老保险计划 (Caisse Nationale d'Assurance Vieillesse, CNAV) 作为覆盖私有工商业部门雇员的总制度是制度主体，目前总制度下的退休年龄是 62 岁。

(2) 养老救助 (Minimum Vieillesse)。养老救助对象是因缴费年限不足或工资水平过低等原因而无法领取全额养老金或养老金水平不足的老年人，或未被养老保险覆盖的老年人。资金来自国家财政。

2、补充养老制度

补充养老制度 (Complementary Pension Plan) 是职业年金形式的强制性养老保险，是基本制度的补充，创建之初主要面向“总制度”下的受保者，即私有工商业部门的薪金雇员，此后农场主、自雇者、公务员、军职人员等群体也逐步享有了补充养老制度。

补充养老制度的主体是“管理人员补充养老基金”

(Association Générale des Institutions de Retraite des Cadres, AGIRC) 和 “职工补充养老基金” (Association pour Le Régime de Retraite Complémentaire des Salariés, ARRCO), 前者面向私有工商业部门的工薪管理阶层, 后者面向私有工商业部门的全体工薪者, 包括普通工薪阶层, 也包括工薪管理阶层。ARRCO 和 AGIRC 领取养老金的年龄要求都是 65 岁, 特殊情况除外。与大多数国家职业年金采取 “基金累积制” 的做法相比, 法国的职业年金比较特别, 施行 “现收现付”, 费用由雇主和雇员分担, 没有最低缴费年限限制, 缴费率因工资水平的不同而不同, 主流缴费率为雇主 12%, 雇员 8%。工薪者补充养老制度和管理人员补充养老制度两制度的养老金替代率在 20%-25% 左右。

2019 年 1 月 1 日, 根据国家职业间协议 (Accord National Interprofessionnel), ARRCO 和 AGIRC 合并形成 Agirc-Arrco。合并后的制度规定, 应缴的费用中, 雇主支付 60%, 员工支付 40%, 整体缴费金额占员工收入的 7.87%。2018 年, Agirc-Arrco 的平均年度支付金额为每人 5778 欧元。

3、再补充养老制度

再补充养老制度 (Supplementary Pension Plan) 是自愿性的基金累积制养老保险, 主要目的是提高退休者的退休金水平, 补足其和在职时的收入差。从 2003 年起, 法国就立法推出了分别面向全体私有工商业企业和个人的、自愿性的养老储蓄计划, 即 “企业集体退休储蓄计划” (Plan d'Épargne pour la Retraite Collectif, PERCO) 和 “个人退休储蓄计划” (Plan d'Épargne Retraite Populaire, PERP), 这是法

国首次明确地为基金累积制的养老项目搭建法律框架。

(1) 企业集体退休储蓄计划 (PERCO)

企业集体退休储蓄计划是自愿性的、基金累积制的确定缴费型养老计划。它通过税收优惠措施，鼓励企业以集体协议的方式为雇员建立面向全体雇员的集体储蓄。雇员可按照自己的意愿进行储蓄，但不得超过工资的四分之一，企业如果愿意可增添一笔。储蓄在退休后以年金的形式支取，或一次性支取。企业必须给员工提供三种以上的理财产品作为选择，从而分散风险。

(2) 个人退休储蓄计划 (PERP)

在建立企业集体退休储蓄计划的同时，法国还创建了个人退休储蓄计划，这是法国唯一一项面向全体劳动者（公有部门、私有部门、自雇主、农业劳动者甚至失业）的养老金计划。该计划发展迅猛，普及程度相当于人寿保险。

自 2019 年 10 月 1 日起，新的再补充养老制度开始逐步建立。新制度包括三个计划：个人养老计划（Plan d'Épargne Retraite Individuel, PERI）、集体养老计划（Plan d'Épargne Retraite d'Entreprise Collectif, PEREC）、集体义务养老计划（Plan d'Épargne Retraite Obligatoire, PERO）。PERI 为原 PERP 的变体，在原制度上新增提前支取条款，即当投资者购买主要住所时，养老金可以提前支取。PEREC 为原 PERCO 的变体，允许雇主进行单方面支付，即在累计阶段的初期，雇员可以不进行支付。PERO 的资金来源则为雇主的强制性缴款和员工的自愿或强制性缴款。

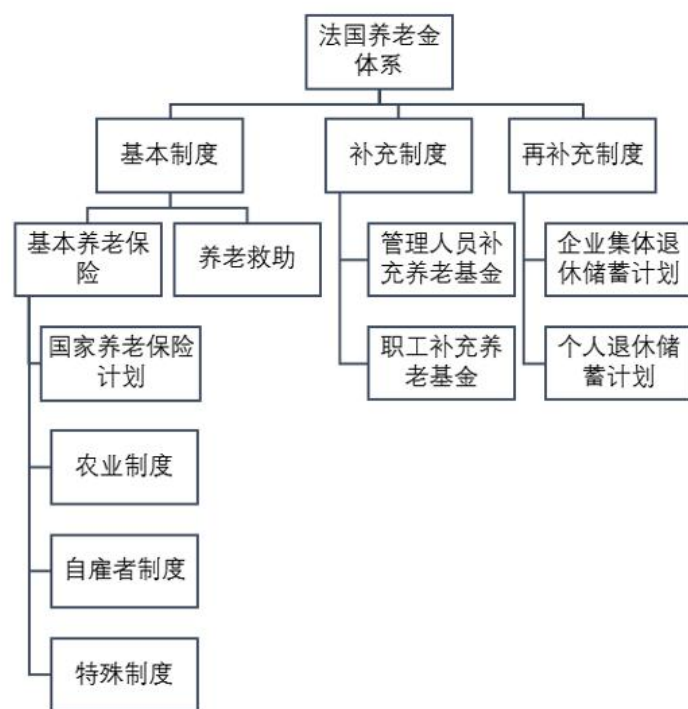


图 2 法国养老金体系

资料来源：公开资料整理。

二、法国养老储备金的运营管理

（一）法国养老储备金在国民经济中的地位、目标、作用

养老储备金的地位：法国养老储备基金（Fonds de Réserve pour les Retraites, FRR）成立之初，是法国老年互助基金的一部分。2001 年 7 月，FRR 被改造为一个独立的运行实体。它的法律地位是一个国家主权享有、政府管理的独立机构，接受法国社会保障部、经济预算部的双重管理。

养老储备金的目标：FRR 成立的目标就是为法国基本养老金筹集资金，成为法国基本养老金的长期战略储备。

总的来看，养老储备金可以作为缓冲器，减弱经济周期的不规则性对财政平衡的影响；通过对现收现付养老金制度下的集中储备的积累，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。

此外，在 FRR 为法国基本养老金筹资的过程中，它还会积极响应法国国家发展需要，投资有发展前景和对社会发展有益的行业企业，促进本国经济均衡健康发展。

（二）法国养老储备金的负债端管理

1、资金来源及构成

1999 年，法国政府依据《法国社会保障筹资法》成立了养老储备基金 FRR，以应对预计在 2020 年至 2050 年期间将会出现的养老金资金支付缺口。该基金不用于当时的养老金支付，而是作为基本养老保险的长期储备，在 2020 年以前不得动用。在 2001 年，法国政府将 FRR 的运营方式改为独立法律地位实体，允许其在股票和债券市场进行投资，接受法国社会保障部、经济预算部的双重管理。

经过 2001-2002 年的运营方式改革，FRR 的资金来源被逐步扩大到四个方面：一是不动产和投资收益的资本利得税的 2%；二是 CNAV 的盈余；三是部分国有资产的收入，包括特定国有资产的出售收入、政府私有化收入以及财政盈余等；四是社会赠与和基金收益。以 2003 年为例，FRR 转入资产共计 157 亿欧元，其中税收来源约占 26%，CNAV 盈余约占 28%，国有企业股份分红约 16.6%，牌照出售收入 12%，私有化收入 10%。

在 2010 年，FRR 再次进行了运营方式改革，主要涉及资金的提前支取安排和停止接收资金注入。首先是 FRR 的资金提前支取安排，改革前法国政府规定在 2020 年之前不能从 FRR 中提取资金，但为应对社会老龄化和养老金支付压

力，基金理事会规定在 2011 年至 2024 年间 FRR 需每年向法国社会保障债务管理基金 (Caisse d'assurance de la Dette Sociale, CADES) 支付 21 亿欧元的资金，并于 2020 年对国家养老保险计划 (CNAV) 一次性支付 34 亿欧元。其次是 FRR 停止接收资金注入，即改革后，不再有新增资金注入到 FRR 中。与改革前相比，FRR 改革后的投资期限缩短，但仍可以保持相当数量的绩效投资部分的资产敞口。FRR 扣除所有费用后的 2011-2019 年期间的年均回报率为 4.9%，产生的投资收益足够覆盖其每年应付给 CADES 的 21 亿欧元债务支出。

新冠疫情冲击导致 FRR 的下一步转型计划被搁置。原先，FRR 计划在 2024 年可完成对 CADES 的债务偿付，期间 FRR 将按马克龙总统的政策方案逐步转型，并将其重新命名为通用储备基金 (FRU)。届时，FRU 不再有终止运营日期，投资期限会更长，对 CADES 的支付数额将更低。现在，新冠疫情所导致的 1360 亿欧元社保债务会被转移给 CADES，预计在 2033 年全部偿清，因此立法部门建议，FRR 将继续以 14.5 亿欧元每年的金额向 CADES 进行支付，直至 2033 年。FRR 预计将随此政策变化而进行投资战略调整，具体方案将于政策落地后确定。

2、养老支付压力

近年来，FRR 的支付能力整体上在逐步提高。如前所述，自 2010 年养老金运营方式改革后，FRR 不再接受捐款，主要通过基金收益来覆盖支付需求。截至 2011 年 1 月 1 日，FRR 持有资产约为 370 亿欧元，在 2011-2024 年间每年需向 CADES 支付 21 亿欧元，迄今已共计支付了 181 亿欧元，同

时期的净收益为 156 亿欧元。截至 2019 年底，FRR 的净资产为 337 亿欧元，相较 2018 年底的 326.5 亿欧元，在支付 CADES 的 21 亿欧元费用后，FRR 在 2019 年仍取得了 11 亿欧元的盈余。

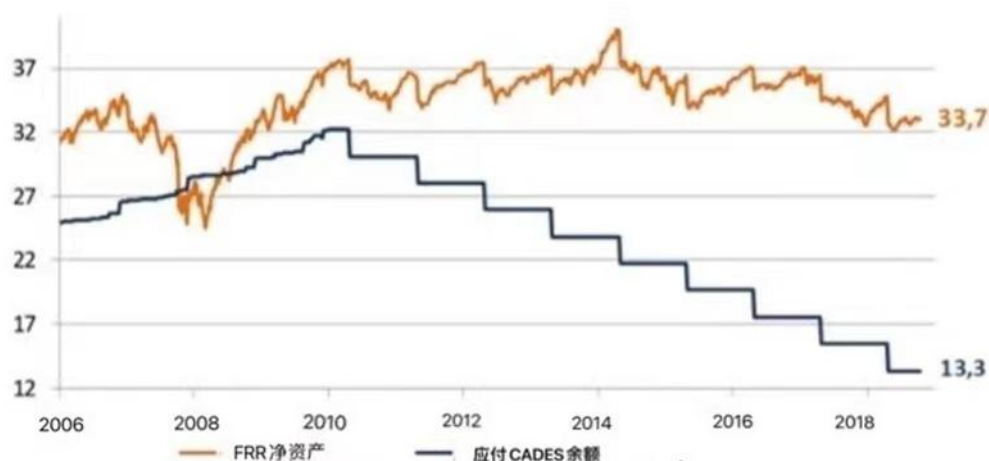


图 3 FRR 的净资产（单位：十亿欧元）

资料来源：FRR 年报整理，数据截至 2019 年 12 月 31 日。

FRR 用资产负债比来衡量其支付压力。FRR 的资产负债比在 2019 年上升了 30 个百分点，达到 210%。整理历年年报（下图）可知，在过去的 9 年，该比率上升了 86%，年均超过 7%。

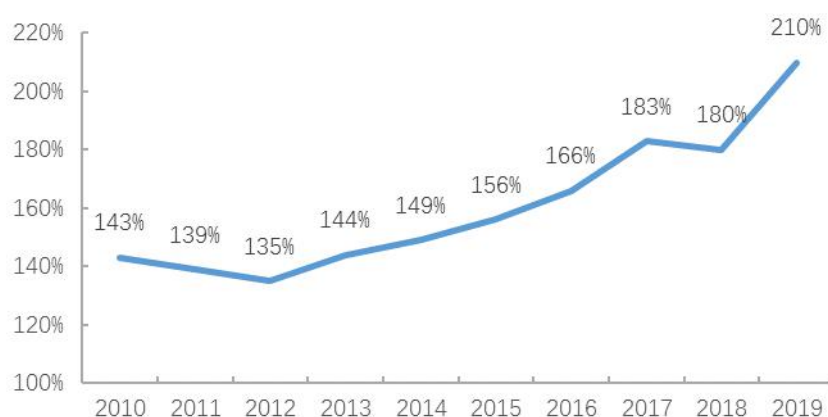


图 4 FRR 的资产负债比

资料来源：FRR 年报整理，最新数据截至 2019 年末。

（三）法国养老储备金的资产端管理

1、组织架构及公司运营机制

FRR 是由监事会和执行委员会管理的国有公营机构。FRR 受到法国参众两院、经济预算部、社会保障部和其他政府部门的监管。国家信托局（Caisse des dépôts et consignations, CDC）是 FRR 基金资产的托管机构，它负责基金资产的管理工作，例如基金每天的现金流动管理、资产托管服务等方面活动。FRR 具体的组织架构和运营机制如下：

第一，监事会负责监管基金的投资政策和投资管理状况，其职责包括：制定基金资产的一般投资政策方向和战略配置；编制有关基金管理的年度报告以供公开披露等。

第二，执行委员会负责执行基金的基本投资政策方针。执行委员会由三名成员组成，由 CDC 首席执行官担任主席。其职责包括：起草征询建议书的各项细则；选择第三方投资组合管理公司来管理基金资产；代表基金订立合同；制定、执行 FRR 的预算等。

第三，FRR 将资产委托给经理人甄选委员会管理，它是完全独立的机构，并谨慎地审查管理申请人，负责分析参加竞标基金管理公司提交的建议书。

第四，FRR 的金融部由三个分支部门组成：资产配置部门，负责决定长期投资策略，管理配置策略和汇率风险；配置咨询部门，负责管理 FRR 的配置策略和汇率风险；委托管理部门，负责选择资产管理公司，并监督所有 FRR 的资产管理任务。

第五，运营与风险部由五个分支部门组成：绩效与风险控制部门、中台部门、人力资源和管理部、信息系统部门以及组织和项目部门。

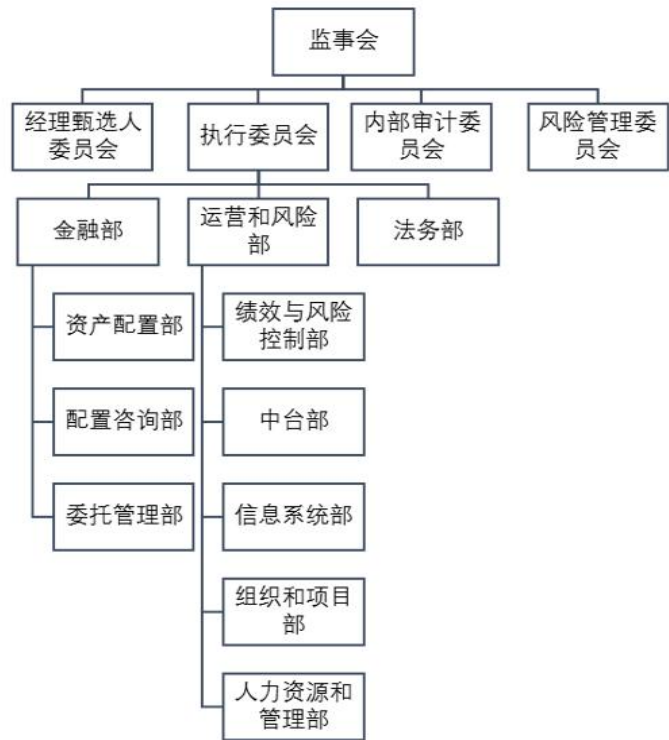


图 5 FRR 的组织架构

资料来源：FRR 年报整理。

2、投资管理模式

(1) FRR 的投资策略框架

FRR 投资策略的核心在于分散化。

首先，FRR 对大类资产进行分散化配置。在 2010 年改革后，FRR 的战略资产配置方案分为“套期保值投资”（ Hedging Component ）和“绩效投资（ Performance Component ）”两部分。前者旨在保证即使在很低利率的情况下，每年仍支付 21 亿欧元的目标。后者的目的在于通过积极性更强的多元化投资，带来长期额外收益；同时也要满足基金负债支付目标的需求，即在套期保值部分支付不足的情况下，绩效投资部分需要足够补足余额。如下图所示，二

者的不同目标决定了其资产配置的分化。

表 2 FRR 的大类资产配置策略

投资策略	大类资产	具体资产
套期保值投资	高等级公司债	以欧元发行
		以美元发行
	国债	法国国库券
	现金	现金
	其他	基础设施，房地产等
绩效投资	股票	发达国家股票
		新兴市场股票
		期权覆盖的发达国家股票
	债券	高收益公司债
		新兴国家国债
	其他	基础设施，房地产等

资料来源：FRR 年报整理。

其次，FRR 对大类资产内部也进行了分散化配置：一方面 FRR 将组合中主动管理的部分分给了不同基金经理；其次，主动策略和被动 Smart Beta 策略占比相当；最后针对不同地区 FRR 采取的投资策略不尽相同。

表 3 FRR 的各地区配置策略

区域	国家地区	资产类型	管理策略
欧洲	法国	大盘和中盘	被动 Smart Beta
		小盘	主动
	欧元区	大盘和中盘	被动 Smart Beta
	欧洲其他地区	大盘和中盘	被动 Smart Beta
		小盘	主动
北美	美国	大盘和中盘	被动 Smart Beta
		小盘	主动
亚洲	日本	全市场	主动
	亚洲其他地区	全市场	被动 Smart Beta
新兴国家	南美、东欧等	大盘和中盘	主动

资料来源：FRR 年报整理。

对于其他资产类别，FRR 执行委员会一直希望扩大其另类投资计划。经过执行委员会的努力，在 2015 年，FRR 终于获批在法国经济体进行 20 亿欧元投资，其中包括 10 亿欧元 PE 投资，6 亿欧元私有债权，以及 4 亿欧元的房地产和基建投资。

另外，FRR 的监事会对于某些资产类别建立了禁入清单。FRR 不能进行卖空，不能购买信用违约掉期、对冲基金、CLO 和 CDO。杠杆在理论上是可以使用的，但是基本被要求避免。

（2）资产配置战略

2011 年 FRR 的绩效投资部分占比为 38%，2015 年提升到 50%。2016–2017 年，FRR 调整并更新了资产配置战略，绩效投资资产的占比增加了约 5%，达到 55%。执行委员会原本的目标是 60%，但是这一提案未受批准。最终，FRR 的投资组合在 2019 年底更新为：绩效资产占 FRR 净资产的 51.8%（2018 年底为 54.1%），套期保值资产占 FRR 净资产的 48.2%（2018 年底的 45.9%）。其中，主动管理占 57.6% 左右，被动管理占 33.8% 左右，现金占 3.9% 左右。

表 4 2018、2019 年 FRR 的资产配置

资产类别	2018	2019
绩效投资资产	54.1%	51.8%
股票	41.1%	36.0%
—欧洲股票	18.4%	13.5%
—非欧洲发达国家股票	4.2%	4.8%
—新兴国家股票	6.2%	4.2%
—期权覆盖的发达国家股票	12.3%	13.5%
高收益公司债券	1.8%	3.5%
新兴国家债券	7.4%	8.0%

非上市资产，业绩份额	3.8%	4.3%
套期保值投资资产	45.9%	48.2%
非上市资产，对冲份额	0.9%	1.6%
优质债券	43.9%	42.8%
—现金流匹配	15.9%	12.9%
—发达国家债券	0.0%	0.0%
—优质企业债券	28.0%	29.9%
现金	1.1%	3.8%

资料来源：FRR 年报，最新数据截至 2019 年末。

（3）投资收益情况

总体来看，FRR 的历年回报率大多为正，2019 年回报率为 9.7%。

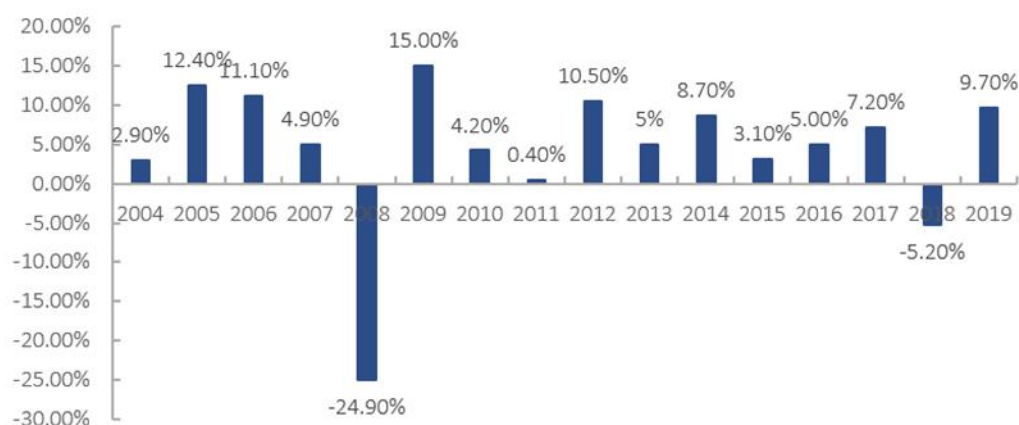


图 6 FRR 的历年回报率

资料来源：FRR 官网，数据截至 2019 年 12 月 31 日。

2019 年，FRR 的绩效投资收益近 18%，主要来自股票投资，美股和欧元区股市的表现（分别为 28%和 26%）要优于日本和新兴国家股市（分别为 18%和 21%）。发达国家高收益债的收益也超过了 11%。

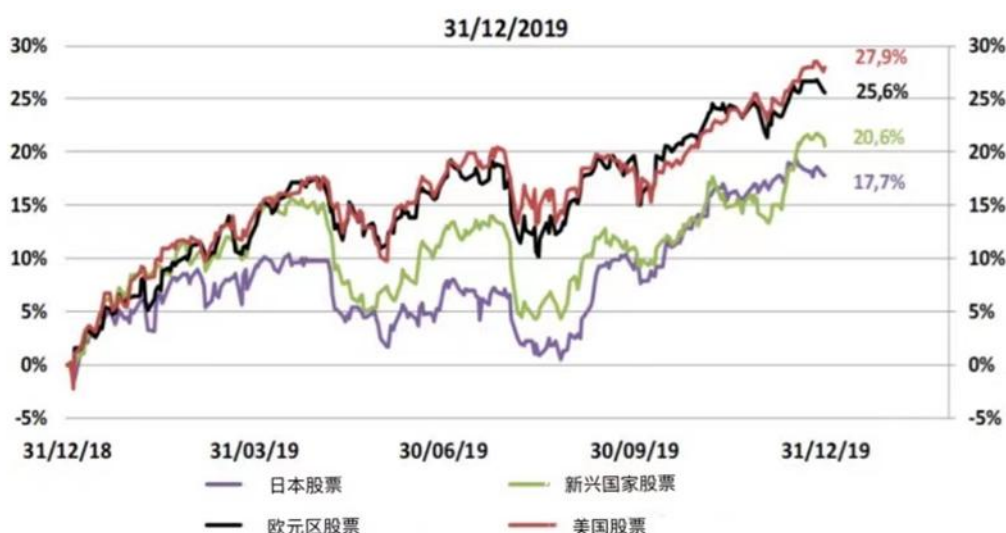


图 7 2019 年绩效投资各部分收益

资料来源：FRR 官网，数据截至 2019 年 12 月 31 日。

3、风险管理

考虑到 FRR 的主要任务是履行其负债的承诺，即截至 2024 年每年向 CADES 支付 21 亿欧元，FRR 需要以相对较短的负债为导向的管理。FRR 使用指标为资产和贴现负债之间的差额，规定其必须大于 0。在 2024 年 4 月 25 日，当 FRR 不再负债时，盈余将等于资产。当盈余为负时，盈余风险便产生了。

盈余风险是 FRR 风险管理的核心。对于盈余风险，FRR 使用两个不同的指标进行评估。其一是短期风险，每种资产类别遭受最近 25 年最严重压力后剩余的盈余。其二是中期风险，即模拟 1%分位数的最坏情况下从模拟时点至 2024 年的平均盈余。调整短期和中期波动风险后剩余的这两个盈余必须明显保持正值。另外，FRR 的次要目标是在一段时间内使盈余的价值最大化，即获得高于法国债务成本的绩效。

(1) 风险管理目标

为管理盈余风险，FRR 绩效与风险控制部制定了具体的风险管理目标：1) 分析和管理所有风险；2) 协调旨在减少

或改变这些风险状况的行动计划的实施；3) 协助在 FRR 传播风险管理文化；4) 向执行委员会发表独立意见；5) 从财务和运营风险的角度分析新的投资流程，为这些新的投资程序设置限制。

FRR 的风险管理委员会负责处理所有运营和金融风险。该委员会每月召集一次，也可以在特殊情况下召集。该委员会分析 FRR 投资组合风险，以及组织机构风险，基于绩效报告，金融风险，合规风险和运营情况。该委员会需要从金融风险的角度审查新的投资建议，并确定 FRR 内适用的审慎和风险框架。风险管理委员会将这些决策和分析形成书面报告，并直接报告给监事会。

(2) 相关风险

对于运营风险，FRR 的界定主要包括：合规风险、数据相关风险、外部供应商风险、业务中断的风险、欺诈和洗钱的风险等。

对于金融风险，FRR 的界定主要包括：资产负债管理风险、信用风险、衍生品交易对象风险、汇率风险、短期金融风险。

以 2019 年为例，根据年报，FRR 的投资组合的年度波动率保持在较低水平，2019 年约为 4.07%，较 2018 年的 4.57% 有所下降。FRR 也通过 CVaR 在险价值模型来进行风控，其显示 1% 分位数的最坏情形损失为 11.05%，也较 2018 年的 15.61% 有所下降。

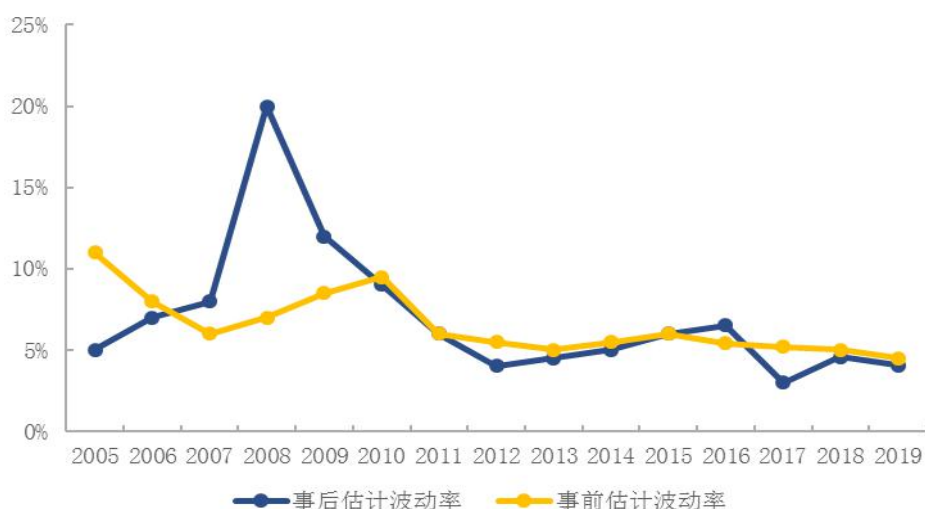


图8 FRR 的波动性

资料来源：FRR 年报，最新数据截至 2019 年末。

4、成本管理

FRR 在 2016 年进一步加强了组织结构和成本预算管理，使得其成本降低到管理资产的四个基点以下。在 2016 年，执行委员会在预算讨论期间，提出了希望通过设立专业的私募股权职位来提升 FRR 的机构能力。FRR 进行了招聘并将其团队设定为 49 名固定员工。

在 2016 年调整后，FRR 当年的总支出为 0.63 亿欧元，较 2015 年的 1.19 亿欧元下降了 47%。这一大幅下降是由于管理费用的减少，包括固定和可变费用，叠加授权费用，证券费用和增值税费用，金额为 3,920 万欧元，而 2015 年为 9,540 万欧元。由于现金管理水平提高以及金融服务供应商的价格上涨，2016 年累计委托成本有所增加（+ 59%）。最终，FRR 的 2016 年管理费约占所有成本的 62%，而 2015 年为 80%（1.19 亿欧元中的 9540 万欧元）。全年的托管费约为 1000 万欧元。在限制性预算内的其他成本（工资，IT 和其他间接费用）也从 2015 年的 1440 万欧元降至 1400 万欧元。

三、法国基本养老金的运营管理

（一）法国基本养老金在国民经济中的地位、目标、作用

强制性的现收现付制的基本养老金，不仅是法国养老金体系的第一支柱，同时也是覆盖面最广、养老替代率最高的养老支柱，在法国养老金体系和国民经济中占据着极其重要的地位。

法国基本养老金建立于二战后，它的设立主要是为了达成两个目标：一是经济目标，通过建立完善的社会保障制度，提高劳动者经济建设的积极性，尽快完成经济重建。二是社会目标，通过基本养老金制度缩小甚至是消除阶级差别，鼓舞劳动者积极投身到国家经济建设中。

（二）法国基本养老金的管理模式

法国基本养老金管理体制目前较为“碎片化”，即不同经济、社会类别的人群享有不同的制度。目前覆盖范围最广的是国家养老保险计划（CNAV），负责管理私营部门员工的社会保险养老金和遗属津贴。作为基本养老保险的基石，CNAV 保障有固定工作的适龄老人退休后的生活。此外还有个体经营者社会保障（Régime Social des Indépendants, RSI）与全国自由职业者养老保险基金（Caisse Nationale d'Assurance Vieillesse des Professions Libérales, CNAVPL）等覆盖非雇佣劳动者的基本养老金制度。

在此将以国家养老保险计划（CNAV）为法国基本养老金的主要代表进行介绍，CNAV 作为覆盖私有工商业部门雇员的总制度是制度主体，目前总制度下的退休年龄是 62 岁。

法国基本养老金实行“收支两条线、现收现付制”的方式收付管理。征收方面，由社会保险和家庭补助征收联合会负责，全国 105 个征收联盟经办。基金征收全国高度集中、统一，具有强制性。拨付方面，由全国社会保障中央基金管理局（Agence Centrale des Organismes de Securite Sociale, ACOSS）协调安排，该组织将各地征收联盟每月征集到的资金汇总后，拨付到养老保险全国基金会专门账号。

国家养老保险计划（CNAV）是一家享有法人资格和财务自主权的公共管理机构，接收来自全国社会保障中央基金管理局（ACOSS）的养老金拨付。机构设置分为巴黎总局与 14 个地区办事处。巴黎总局将管理权下放给各地区的办事处，各地区办事处接受巴黎总局的管理及监督。

（三）法国基本养老金的负债端管理

1、资金来源及构成

法国基本养老保险采用“现收现付制”，即在职人口供养退休人口，具有强烈的代际再分配性质。

目前，从法国整个社会保障制度的资金来源来看，四分之三的资金来自雇员和雇主按工资比例强制性缴纳的社会分摊金，其余的四分之一来自于政府的财政收入。CNAV 的资金主要来自雇主和雇员的共同缴费，缴费率为雇主 8.7%，雇员 7.05%。

2、养老支付压力

法国以退休后的高福利制度而著称。根据 OECD 的数据，2018 年法国公共养老金的总收入替代率为 60.1% 左右，净收入替代率为 73.6%（总收入替代率是用养老金总金额除

以退休前总收入；净收入替代率是用扣除个人所得税和社保缴费后的养老金净收入除以退休前净收入）。

因此，法国大部分老年人的生活质量不会因为退休而大幅下降。但高福利的背后是法国基本养老金支付压力的逐年增加。2004 年以来，CNAV 养老金支出由 570 亿欧元上升至 2018 年的 1020 亿欧元，预计未来 10 年将进一步升至 1180 亿欧元；CNAV 养老金支出占 GDP 比重也由 2004 年的 2.7% 上升至 2018 年的 3.6%，未来预计将继续上行至 4% 以上。



图 9 CNAV 养老金支出及占 GDP 比重

资料来源：法国社会事务部研究评估及统计局（DREES）。

2018 年法国整体的养老金支出为 3249 亿欧元，赤字为 29 亿欧元，已占 GDP 比重高达 13.8%，远高于经济合作与发展组织（OECD）7.5% 的平均水平，这让法国本就严重的财政赤字雪上加霜。由于人口老龄化、生育率低、失业率高，法国目前现收现付制的退休制度造成政府不断通过大量注资来维持国家养老金账户的正常运行，政府财政难以为继。

（四）法国基本养老金的投资端管理

CNAV 的公司治理由董事会和主席负责。主席由政府指派，负责公司管理和运作；董事会有 30 名成员，其中 4 名

有咨询票，成员均为各雇主和员工的代表。

从职能来看，CNAV 是一个行政性质的公共机构，扮演着双重角色：一方面，负责制定养老金政策；另一方面，直接管理一般养老金计划。国家养老保险基金保留缴款人账户，计算养恤金支付，并管理社会行动福利的结算。

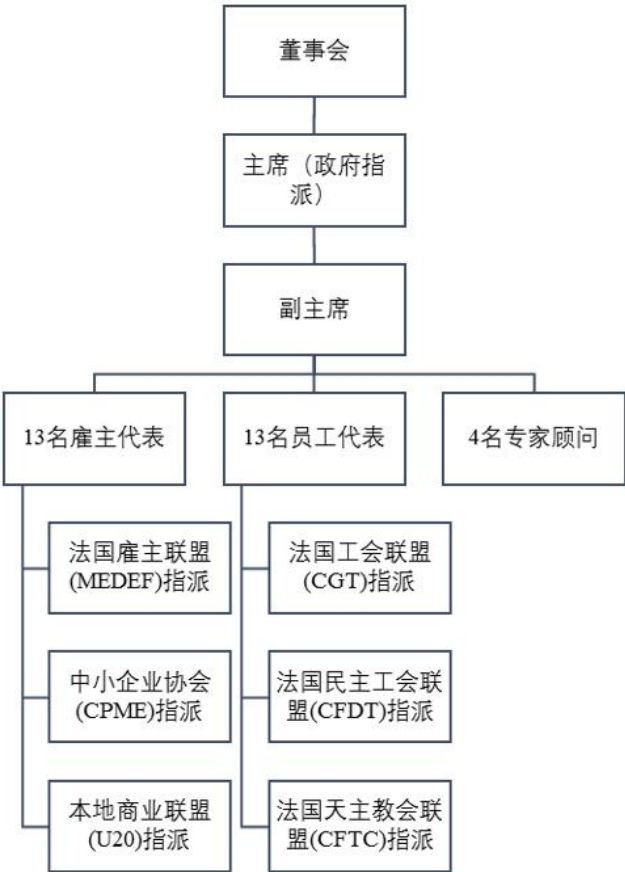


图 10 CNAV 董事会结构

资料来源：公开资料整理。

四、法国基本养老金和养老储备金的启示

（一）成功的经验

1、资产配置策略匹配负债目标

2010 年改革之后，基金理事会规定法国养老储备金（FRR）在 2011 年至 2024 年间需每年向法国社会保障债务管理基金（CADES）支付 21 亿欧元的资金，从而使得 FRR 有了明确的负债目标和流动性支付预期。

为充分满足这一负债支付目标，同时追求管理资产的长期增值，FRR 制定了针对性的战略资产配置方案，即将管理资产分为“套期保值投资”和“绩效投资”两部分分别进行资产配置。套期保值投资部分重点满足每年的负债支付目标，因此以固定收益类资产配置为主。绩效投资部分，追求资产的长期增值，因此主要配置在权益类资产上。并在实际运作过程中，不断调整两大策略之间的配置占比，兼顾当期的负债支付目标和整体资产的长期增值。

在我国，社保基金的投资经营策略主要由社保基金理事会组织实施，采取直接投资与委托投资相结合的方式开展投资运作。基本养老金由各省委托社保基金理事会投资运营，社保基金理事会对基本养老金也采取直接投资和委托投资相结合的方式开展投资运作，并以委托投资为主。其中，社保基金理事会直接运作的社保基金的投资范围包括银行存款、信托贷款、股权投资、股权投资基金、转持国有股和指数化股票投资等；委托投资由社保基金会委托投资管理人管理运作，投资范围包括境内外股票、债券、证券投资基金，以及境外用于风险管理的掉期、远期等衍生金融工具等，通常按照投资目标设定具体投资范围和投资策略。

未来我国社保基金和基本养老金在资产配置战略上，可借鉴 FRR 的“套期保值投资”和“绩效投资”策略，根据我国实际情况预估未来数年的养老金支出金额，然后据此划分制定两大资产配置计划，尽量做到资产端和负债端的匹配，在满足当期养老支出的同时追求较好的整体中长期预期收益。

2、资产跨境投资及多样化配置

通过分析 FRR 的具体持仓标的可以发现，虽然其在套期保值投资部分的持仓比较保守，主要是法国国库券、投资级公司债和现金管理类资产，但是其绩效投资部分配置的标的则体现出跨境多样化投资的特点，例如发达国家的股票、高收益企业债、欧元区投资级别企业债、美国投资级别企业债以及新兴市场股票和债券等。

资产跨境投资及多样化配置的结构，使得 FRR 能够通过投资区域、资产类别上的灵活配置，实现整体资产组合的风险收益最优化。

我国社保基金和基本养老保险跨境投资比例较低，投资标的的多样化有待进一步加强。根据我国《基本养老保险基金投资管理办法》规定，基本养老保险的投资范围包括：银行存款，中央银行票据，同业存单；国债，政策性、开发性银行债券，信用等级在投资级以上的金融债、企业（公司）债、地方政府债券、可转换债（含分离交易可转换债）、短期融资券、中期票据、资产支持证券，债券回购；养老金产品，上市流通的证券投资基金，股票，股权，股指期货，国债期货。据《全国社会保障基金投资管理暂行办法》，社保基金的投资范围更加有限。

未来我国社保基金和基本养老保险在投资标的上，可考虑逐步纳入更加多元化的资产类别，例如国内新推出的基础设施公募 REITs 以及海外股票和债券资产等，通过资产多样化配置提升整体预期收益。

3、雇主及员工代表参与基金治理

在治理结构上，法国养老储备金和基本养老金都引入了雇主及员工代表。具体来说，法国养老储备金监事会的二十名成员分别来自：政府的立法机构、由一般劳工和工会指定的社会保障受益人代表、由代表雇主和个体经营者的工会任命的雇主代表和个体经营者代表、政府行政部门的代表以及FRR长期目标相关领域中具有公认资质的个人。国家养老保险计划（CNAV）的董事会有30名成员，其中4名为专家顾问代表，其余26名成员一半为雇主代表，一半为员工代表。

由此可见，法国养老储备金和基本养老金十分重视雇主及员工代表的利益诉求，两者治理结构也充分体现了养老金相关利益方的投票权比重，并引入了专家顾问机制引导政策制定和养老金管理。这一治理结构值得我国基本养老金参考借鉴。

（二）失败的教训

1、避免强制性改革造成资产亏损

2010年改革之后，FRR必须从单一的资产型基金转型成负债驱动型投资方式。当时正值全球金融危机冲击全球资本市场，按照改革转型要求，FRR当时必须在不利的时机出售股票等风险资产，例如有两项价值10亿欧元的房地产投资在近于成交时被迫终止，PE投资从15亿欧元下降为10亿欧元，固定收益组合也处于不利情形，未能享受到利率暴跌带来的全部资本增值。因此，这一转变过程当时进行得比较艰难，并且给基金资产造成了本可以避免的损失。

因此，未来我国在基本养老金运作或者转型的过程中，

应该结合市场形势，客观理性预判未来市场长期走势及资产定价合理性，妥善推进基金转型进度，避免短时间内强行转型带来不必要的损失。

2、构建统一的养老金制度

首先，法国三大养老支柱发展不均衡，基本养老保险收支压力大，第三支柱占比严重不足。基本养老制度和补充养老制度这两项现收现付式制度相加便可获得 80% 的养老金替代率，但是在人口老龄化、法定退休年龄偏低、法国经济持续下行的背景下，现收现付制度导致政府赤字严重。

其次，养老金改革危机反映出社会长期以来的阶层分化，改革使矛盾进一步激化。2019 年，法国政府推出养老金改革，导致全国性大规模罢工游行爆发。由于维持现状符合许多法国人的既得利益，罢工在一定程度上得到了公众的大力支持。

因此，法国政府的首要改革目标就是解决养老制度“碎片化”的问题，建立全民统一的养老金体系。法国目前有多达 42 个公共养老金计划，分别按照不同的职业和地区分类建立。改革的方向是将这 42 个计划整合进一个统一的体系中。其次是统一待遇。目前，不同养老金计划的待遇有很大差别，例如尽管法国的法定退休年龄是 62 岁，但火车司机 50 岁、地铁司机 55 岁就可以提前退休。改革的方向是取消特殊待遇，实行人人平等。

与法国相比，我国已基本实现养老金制度的统一。从地域上看，2015 年基本养老保险制度并轨，新农保和城居保合并为城乡居民基本养老保险，城乡养老一体化稳步推进；

2018 年中央调剂金制度建立，平滑了部分省份的支付缺口，进一步促进全国养老金水平的统一。从群体上看，2015 年基本养老保险制度并轨，机关事业单位职工养老保险并入城镇职工养老保险，虽然目前仍处于政策过渡阶段，但不同职业群体间养老金差距已有所缩减，全国统一的养老金制度已基本成形。

【本文由富国基金管理有限公司黄奥博、洪士民、齐子萱供稿，中国证券投资基金业协会养老金工作专项小组杨海燕、胡刚伟审校】