

■ 聚焦海外养老金投资系列之三

稳字当头 日本养老金重债轻股

公共养老金最近九年年均收益率约为2.2%

□本报特约记者 冯武勇 东京报道

与其他西方发达经济体相比，日本公共养老金投向国内债券的比重较高。以除日本之外的经合组织（OECD）成员公共养老金的投资配置来看，投资债券约占50%，投资股票约占36%，不动产和其他投资品占14%。而在日本公共养老金的投资配置中，逾两成资金投向国外股票，其余资金则以投资国内外债券为主。投资国内债券虽然回报不高，但抗风险能力较强，不太会出现投资收益大起大落的情况。

公共养老金 股票投资占比22.8%

以建筑物为比喻，日本的社会养老金结构共分三层。第一层是“国民年金”，也称基础年金，属于全民均有义务加入的年金制度。第二层与加入者的职业相关，主要分三种，包括企业工薪阶层都加入的“厚生年金”，公务员都加入的“共济年金”以及个体经营户自愿加入的“国民年金基金”。第三层面是“企业年金”与公务员职业年限有关的“职业年金”。

与公务员相关的“共济年金”和“职业年金”比较特殊，资金运营以安全为最主要目标，基本投资于国债等回报率低但安全的资产上，基本不存在投资亏损问题。

除“共济年金”外，一般所说的日本养老金运营基本可分公共养老金、企业养老金两类。其中，公共养老金主要为上面提到的“国民年金”和“厚生年金”。

与公务员相关的“共济年金”和“职业年金”比较特殊，资金运营以安全为最主要目标，基本投资于国债等回报率低但安全的资产上，基本不存在投资亏损问题。

从2001年进入市场化运营以来，日本公共养老金累计收益率为13.3894万亿日元，截至2010年度



在日本，由公积金运用独立行政法人（GPIF）管理的公共养老金资产中，国内债券占66.59%，国内股票占11.53%，外国股票占11.26%，外国债券占8.11%，现金存款等短期资产占2.51%（截至2011年3月）。

的最近9年平均收益率约为2.2%。

自2006年起，“国民年金”和“厚生年金”由日本厚生劳动省监管下的“年金公积金运用独立行政法人”（GPIF）负责具体管理运用。

GPIF的数据显示，截至2011年3月末，GPIF管理的“国民年金”和“厚生年金”规模约116万亿日元。

从资产构成看，国内债券占66.59%，国内股票占11.53%，外国股票占11.26%，合计股票投资达22.8%，外国债券占8.11%，现金存款等短期资产占2.51%。

受欧洲债务危机和国内股市、经济景气等状况影响，2010财年，GPIF的年金运营收益率为-0.25%，比上一年度损失2999亿日元。

GPIF有一套完整的年金管理和投资运用制度，关键之处是每隔一段时期根据当时的物价工资等因素制定年金投资“中期目标”，在经过厚生劳动大臣认可后，“中期目标”确立了年金的基本资产构成。比如，自2006年成立以来至2009年的第一个“中期目标”规定，资产构成的基本比例是国内债券67%（上下浮动8%），国内股票11%（上下浮动6%），外国债券8%（上下浮动5%），外国股票9%（上下浮动5%），其他短期资产5%。

从中可以看出，无论怎么微调，GPIF年金运营中，确保了最安全的国内债券资产比重基本不少于60%。

GPIF管理的大约一半年金资产是通过市场运作的国债投资，主要通过委托信托公司、信托银行、人寿保险公司等渠道实施。GPIF所聘金融专家组成的年金运用委员会有权考察和决定受托理财产。

“企业年金”投资存在风险

相比公共养老金，在投资方面比较容易出问题是日本的企业年金。

日本最近爆出一起企业养老金委托理财公司涉嫌欺诈案，名为AIJ的投资顾问公司吸引了大约2000亿日元资金，但10年运营下来，绝大部分资产不翼而飞。

AIJ的主要受害者是日本“企业年金”中比较典型的“厚生年金基金”，一般由中小企业根据地域或行业自发组成。日本证券交易监管委员会等监管部门的调查显示，AIJ主要通过伪造高回报率等方式吸引企业养老金基金投资，最多时吸纳的资金规模达2000亿日元。而截至今年3月12日查清的资金存量看，AIJ有能力返回的资金只剩60亿日元，其中40亿日元是现金或存款，20亿日元是能够变现的海外资产。

调查显示，从一开始，AIJ的主要营销对象就是中小企业集中的“综合型厚生年金基金”。厚生劳动省的调查显示，截至2011年3月底，投资AIJ基金的84家“企业年金”基金中，有73家是综合型厚生年金基金。这些厚生年金基金的管理者一般不是金融和投资专业人士，而是社保和厚生专业人士，不易鉴别AIJ给出的复杂投资产品。

与公共养老金相比，日本对企业年金的投资运用限制相对较宽，由此也产生一定风险。比如，日本目前“厚生年金基金”规模约25.7万亿日元，投资比重分别为国内债券20.7%，外国债券11.5%，国内股票31%，外国股票20%。而在1997年放宽投资限制前，根据厚生劳动省的要求，“厚生年金基金”的资产构成要求债券在5成以上，股票在3成以下，外币资产不超过3成，不动产信托投资不超过2成。

2007年，日本当局进一步放宽委托理财投资顾问的成立门槛，从认可制改为登录制，很快使得运营各种养老金的投资顾问公司达到了数百家。但在放宽运营管制同时，监管措施没有跟进。这也是AIJ欺诈丑闻出现的土壤之一。

美大型金融机构压力测试提前“发榜”

15家机构达标 花旗未过“及格线”

□本报记者 杨博

美联储13日提前公布了最新一轮压力测试的结果，接受测试的美国19家资产规模超过500亿美元的大型金融机构中，有15家顺利“达标”，但包括花旗在内的四家机构未能通过美联储设定的“及格线”。

在获知通过测试后，包括摩根大通、富国银行在内的多家机构宣布了提高股息及回购股票的计划。受此推动，金融板块在13日交易中表现强劲，成为当天美股的领涨板块。

金融业资本水平显著改善

测试结果显示，如果未来两年内美国出现失业率升至13%、股市重挫50%、住房价格下跌21%的情境，美国金融业将面临5340亿美元的损失，这些损失中包括3410亿美元信贷损失。美联储预计，贷款和交易组合以及对手方损失在整体损失中的占比为85%。

如果出现上述假设情境，19家金融机构的平均核心一级资本比率将到2013年第四季度降至6.3%，但仍高于美联储设定的最低5%的水平，同时也高于这些机构在2009年金融危机期间的水平。截至去年第四季度末，这一比率为10.4%。

自2009年初美联储首次实施压力测试以来，美国金融业资本水平一直稳步上升。截至去年第四季度末，参与2011年和2012年两轮压力测试的美国19家大型金融机构一级普通资本水平已经从2009年第一季度的4200亿美元增加至7590亿美元。

美联储称，压力测试结果显示近三年的经济复苏已经令美国银行业盈利水平提高，流动性逐步恢复。前纽约联储律师帕特里克斯表示：整体而言，美国主要金融机构正在好转中。即便是在严峻的经济形势下，它们仍拥有充足的资本。”

压力测试是目前美联储进行大型金融机构监管和金融风险监

督的重要指标，旨在确保金融业拥有充足的资本储备，应对类似2008年的经济危机。但美联储已多次强调，“最坏情境”的设置并不反映美联储对经济的预期。

“落榜生”需重考

在接受本轮测试的19家大型金融机构中，有15家机构顺利通过测试。但包括花旗集团、大都会保险、太阳信托银行和联合金融公司在内的四家机构至少有一项未能满足美联储测试标准，成为本轮考试“落榜生”。美联储官员称未能通过测试的机构可以在30天内提交修订的资本方案，也可以提出延长期限。

在美联储设定的“最坏情境”状态下，花旗集团的核心一级资本比率到2013年第四季度将降至4.9%，略低于5%的要求。测试结果显示，花旗只有在不提高股东分红的前提下，才可能满足监管要求。花旗目前已经表示将重新提交资本方案。该行是金融危机期间接受政府救助最多的美国银行巨头。

前身是通用汽车金融公司（GMAC）的联合金融公司在危机情况测试下资本比率最低，仅为2.5%。不过联合金融公司认为，美联储的评估夸大了抵押贷款风险，而且没有充分考虑该公司已经持有的“或有资本”。目前美国政府持有该公司74%的股份。

而对于此次测试结果，大都会保险明确表示“极为失望”，并称美联储针对银行业的测试方法不适用于衡量保险机构的财务状况。

相比之下，顺利过关的机构则获准开展提高股息与回购股票计划。摩根大通在压力测试结果公开前就率先表示将季度每股派息上调20%至30美分，并到明年年底此前回购至多150亿美元的股票。初步统计，通过测试的15家机构已披露的计划回购股票规模接近240亿美元。

德经济景气指数创21个月新高

德国欧洲经济研究所ZEW13日公布最新数据称，德国3月ZEW经济景气指数终值增长16.9点至22.3，达2010年6月以来最高值，且远超预期值10.0。数据显示，德国经济呈向好态势，企业活动前景积极。尽管如此，该机构仍警告称，德国经济仍主要靠出口拉动，受制于欧元区经济前景不佳，未来德国经济依然面临风险。

数据显示，德国3月ZEW经济景气指数为连续第4个月增长。ZEW主席沃尔夫冈·弗朗茨表示，目前看来，欧债危机暂时得到了缓解。由于就业形势较好，德国国内需求可能将继续提升，并带动经济增长。但由于其他主

要欧元区成员国经济和企业活动水平低落，且欧洲银行体系仍存在众多不确定因素，短期内欧债危机仍会对欧洲经济和金融市场产生较大影响，靠出口拉动的德国经济同样面临风险。

ZEW指出，在欧元区，德国在出口贸易方面占据着主宰地位；但从另一方面来看，这也使得德国经济增长前景更加被动。德国应逐步增强本国服务业，不能过多依赖汽车行业和出口拉动经济。

另据经济合作与发展组织（OECD）12日公布的报告预计，虽然去年德国经济实现了3%的大幅增长，但今年增速仅为0.6%，明年将增至1.9%。（陈昕雨）

数据显示

欧美银行业发债规模创新低

13日

国际金融数据提供商Dealogic发布的最新报告显示，受欧债危机影响，今年欧美银行业债券发行规模创近年最低水平，凸显国际资本市场融资困境。数据显示，截至3月上旬，全球银行业今年发行债券规模共计1101亿美元，较2011年同期的1747亿美元减少37%，但高于2008年初金融危机最严重时期的763亿美元。

报告数据显示，截至3月上旬，美国银行业今年的债券发行规模共计143亿美元，较2011年同期的444亿美元减少68%，为2009年以来同期最低水平；欧洲银行业债券发行规模达76亿美元，较上年同期的186亿美元减少60%，为2008年以来同期最低水平。

报告数据显示，截至3月上旬，美国银行业今年的债券发行规模共计143亿美元，较2011年同期的444亿美元减少68%，为2009年以来同期最低水平；欧洲银行业债券发行规模达76亿美元，较上年同期的186亿美元减少60%，为2008年以来同期最低水平。

分析人士表示，在欧债危机重压下，投资者避险心理导致银行债券少有人问津。此外，由于欧债危机推高了债市融资成本，一些欧洲商业银行仅凭自身能力无法承受沉重的运营负担，致使许多银行、尤其是欧洲高负债国家的银行难以在国际债市成功融资。数据显示，2012年欧洲银行业将有7200亿欧元债券到期，其中一季度就有2500亿欧元债券到期需要偿还。欧债危机以前，每年银行业债券融资额度均为当年到期债券的1.6倍左右，而如今融资规模尚不及偿还数额的3%。分析人士认为，像今年这样低的融资规模，势必造成今后一段时间欧洲地区信贷的进一步紧缩。（陈昕雨）

数据显示

欧美银行业发债规模创新低

13日

国际金融数据提供商Dealogic发布的最新报告显示，受欧债危机影响，今年欧美银行业债券发行规模创近年最低水平，凸显国际资本市场融资困境。数据显示，截至3月上旬，全球银行业今年发行债券规模共计1101亿美元，较2011年同期的1747亿美元减少37%，但高于2008年初金融危机最严重时期的763亿美元。

报告数据显示，截至3月上旬，美国银行业今年的债券发行规模共计143亿美元，较2011年同期的444亿美元减少68%，为2009年以来同期最低水平；欧洲银行业债券发行规模达76亿美元，较上年同期的186亿美元减少60%，为2008年以来同期最低水平。

报告数据显示，截至3月上旬，美国银行业今年的债券发行规模共计143亿美元，较2011年同期的444亿美元减少68%，为2009年以来同期最低水平；欧洲银行业债券发行规模达76亿美元，较上年同期的186亿美元减少60%，为2008年以来同期最低水平。

由于主权债务问题挥之不去，全球主要经济体的前景依然不明朗，许多租户都未来的营业环境采取更审慎态度。整体而言，在2011年第4季，写字楼平均租金仅按季微升0.3%。不过，惨淡情况并非一面倒。亚洲部分城市由于内需强劲，写字楼租赁活动取得增长。在大中华地区，经济

惠誉上调希腊评级至B-

国际评级机构惠誉评级13日宣布，将希腊根据该国法律所发债券的信用评级由“限制性违约”上调至B-，评级前景为稳定；该国根据国际法所发债券的评级仍为C，惠誉将于4月11日对这部分债券的评级做出最终决定。

惠誉同时将希腊短期外币发行人违约评级由C上调至B。惠誉指出，希腊私人债权人债务置换PSI计划的完成令希腊债务局势有所改观，为该国获得第二轮援助款项铺平了道路，降低了该国短期内发生偿付困难的风险。但该机构同时警告称，鉴于希腊的高负债水准及面临的严峻经济挑战，该国发生“重大的违约风险”仍可能存在。

此前，希腊刚刚完成了与私人债权人债务置换行动。尽管如此，欧盟委员会和分析人士对希腊彻底解决债务危机前景仍不乐观，预计该国获得最新援款仍面临挑战。据路透社13日披露的一份欧盟委员会的报告显示，希腊需在2013年和2014年将财政赤字占国内生产总值（GDP）的比例再削减5.5%，方可达到第二轮援助方案提出的要求。

报告指出，希腊在2012年初通过的一系列财政紧缩措施能节省相当于GDP1.5%的开支，但预计希腊在2013至2014年的财政预算缺口相当大，两年总缺口达GDP的5.5%，且现有措施不足以使该国达成预算目标”。报告要求，希腊在今后几个月内，特别是在5月公布中期预算报告时应进一步出台大规模削减开支措施。

报告指出，希腊在2012年初通过的一系列财政紧缩措施能节省相当于GDP1.5%的开支，但预计希腊在2013至2014年的财政预算缺口相当大，两年总缺口达GDP的5.5%，且现有措施不足以使该国达成预算目标”。报告要求，希腊在今后几个月内，特别是在5月公布中期预算报告时应进一步出台大规模削减开支措施。

报告指出，希腊在2012年初通过的一系列财政紧缩措施能节省相当于GDP1.5%的开支，但预计希腊在2013至2014年的财政预算缺口相当大，两年总缺口达GDP的5.5%，且现有措施不足以使该国达成预算目标”。报告要求，希腊在今后几个月内，特别是在5月公布中期预算报告时应进一步出台大规模削减开支措施。

报告指出，希腊在2012年初通过的一系列财政紧缩措施能节省相当于GDP1.5%的开支，但预计希腊在2013至2014年的财政预算缺口相当大，两年总缺口达GDP的5.5%，且现有措施不足以使该国达成预算目标”。报告要求，希腊在今后几个月内，特别是在5月公布中期预算报告时应进一步出台大规模削减开支措施。

报告指出，希腊在2012年初通过的一系列财政紧缩措施能节省相当于GDP1.5%的开支，但预计希腊在2013至2014年的财政预算缺口相当大，两年总缺口达GDP的5.5%，且现有措施不足以使该国达成预算目标”。报告要求，希腊在今后几个月内，特别是在5月公布中期预算报告时应进一步出台大规模削减开支措施。

报告指出，希腊在2012年初通过的一系列财政紧缩措施能节省相当于GDP1.5%的开支，但预计希腊在2013至2014年的财政预算缺口相当大，两年总缺口达GDP的5.5%，且现有措施不足以使该国达成预算目标”。报告要求，希腊在今后几个月内，特别是在5月公布中期预算报告时应进一步出台大规模削减开支措施。

报告指出，希腊在2012年初通过的一系列财政紧缩措施能节省相当于GDP1.5%的开支，但预计希腊在2013至2014年的财政预算缺口相当大，两年总缺口达GDP的5.5%，且现有措施不足以使该国达成预算目标”。报告要求，希腊在今后几个月内，特别是在5月公布中期预算报告时应进一步出台大规模削减开支措施。

报告指出，希腊在2012年初通过的一系列财政紧缩措施能节省相当于GDP1.5%的开支，但预计希腊在2013至2014年的财政预算缺口相当大，两年总缺口达GDP的5.5%，且现有措施不足以使该国达成预算目标”。报告要求，希腊在今后几个月内，特别是在5月公布中期预算报告时应进一步出台大规模削减开支措施。

报告指出，希腊在2012年初通过的一系列财政紧缩措施能节省相当于GDP1.5%的开支，但预计希腊在2013至2014年的财政预算缺口相当大，两年总缺口达GDP的5.5%，且现有措施不足以使该国达成预算目标”。报告要求，希腊在今后几个月内，特别是在5月公布中期预算报告时应进一步出台大规模削减开支措施。

美联储对新量化宽松措施三缄其口

□本报记者 高健

北京时间3月13日凌晨，美联储在其发布的新一轮联邦公开市场委员会（FOMC）货币政策会议声明中表示，将继续维持现有的超宽松货币政策，并未在声明中针对第三轮量化宽松措施QE3或其正在酝酿的“钟销版QE”计划披露更多细节，这令市场略有失望。

“扭转操作”将延续

根据美联储的声明，该机构十位理事中有九位投票赞成维持高度宽松货币政策，是为了“刺激更强劲的经济复苏”；尽管近来油价上涨将暂停“扭转操作”，即出售剩余期限为3年及以下的4000亿美元中短期国债，同时购买相同数量剩余期限为6年至30年的中

长期国债以压低长期利率。对此，法国巴黎银行高级经济学家埃斯肖特表示：美国经济仍面临尾部风险，如欧元区主权债务危机重新燃起或新兴经济体增长步伐大幅放缓及国际油价持续攀升，美联储将