



华安基金·现代基金管理与投资译丛

Innovations in Pension Fund Management 养老基金管理创新

[美] 阿伦·S. 摩拉利达尔 著
(Arun S. Muralidhar)

沈国华 译



上海财经大学出版社

华安基金·现代基金管理与投资译丛

养老基金管理创新

[美]阿伦·S. 摩拉利达尔 著
(Arun S. Muralidhar)

沈国华 译



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

养老基金管理创新/[美]阿伦·S. 摩拉利达尔(Arun S. Muralidhar)著;沈国华译. —上海:上海财经大学出版社,2004.1

(华安基金·现代基金管理与投资译丛)

书名原文:Innovations in Pension Fund Management

ISBN 7-81049-977-7/F·847

I. 养… II. ①阿…②沈… III. 养老保险-基金-资金管理-研究
IV. F840.67

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 058595 号

□ 策 划 黄 磊

李 玫

□ 责任编辑 李宇彤

□ 封面设计 利 杉

YANGLAO JIJIN GUANLI CHUANGXIN

养 老 基 金 管 理 创 新

[美]阿伦·S. 摩拉利达尔 著

(Arun S. Muralidhar)

沈国华 译

上海财经大学出版社出版发行

(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址:<http://www.sufep.com>

电子邮箱:webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海浦江装订厂装订

2004 年 1 月第 1 版 2004 年 1 月第 1 次印刷

890mm×1240mm 1/32 11 印张 316 千字

印数:0 001—4 000 定价:25.00 元

图字:09—2002—617 号

Innovations in Pension Fund Management

Arun S. Muralidhar

© 2001 by the Board of Trustees of the Leland Stanford Junior University.

The English language edition is printed in the United States of America.

All Rights Reserved. Authorized translation from the English language edition published by Stanford University Press.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, Copyright © 2004.

2004 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社
版权所有 翻版必究

“华安基金·现代基金管理与投资译丛”

编辑委员会

主 任

韩方河

副主任

金德环 骆玉鼎 李 曜

策 划

黄 磊 李 玫

编 委

朱 勇 邵杰军

尚 健 韩其恒

黄 磊 汪洪洋

王国卫 孙志方

总序



世界基金业的发展,迄今已有一百多年的历史。1868年,英国政府出面组织的由专业人士管理运作的以投资美国、欧洲和殖民地国家证券为主要对象的“外国和殖民地政府投资信托”,开启了证券投资基金的滥觞。在此后的一个多世纪中,基金行业无论是在管理、产品还是在投资技巧、营销、服务等各个方面都取得了巨大的发展。

中国基金业的成长,迄今只用了短短5年的时间。但在这短短5年间,基金业已从封闭式证券投资基金,发展到开放式证券投资基金,推出了指数基金、债券基金、行业基金、保本基金等各种基金类别,并开始介入社保资金的运作管理,正在筹备发行货币市场基金……

作为基金业者,我们深切地感到,百年世界基金业的实践,给我们留下了丰厚的财富。在专业理财领域里每前行一步,都会让我们发现有更多的未知领域需要去探讨,去学习。古语说:知易行难。其实,感觉“行”难时,往往正是因为我们没有“知”充分、“知”准确、“知”完整。现代基金管理与投资是一门科学,也是一门艺术。基金管理与投资中的每一个环节都环环相扣,每一个细节都值得关注,要真正“知”,需要付出

艰苦的努力。

正是本着这样的初衷,我们与上海财经大学出版社一起,从国外最新的基金管理与投资书籍中,挑选了一批具有相当代表性的作品,编译成一套8本的“华安基金·现代基金管理与投资译丛”。其中,《指数基金》、《对冲基金》、《交易所交易基金》(ETFs)、《养老基金管理创新》4本图书涉及基金新业务拓展、新产品设计与管理,而《有效资产管理》、《战略资产配置》、《积极股票管理》、《债券组合管理》4本图书则涉及充满永恒魅力的大型资金的投资和管理技巧。就我们的视角而言,这些图书,从内容上看,大多反映了该领域的前沿动态和发展潮流。作为精心遴选的优秀著作,本套丛书中不乏具有代表性的作品。例如,由著名金融经济学家约翰·Y. 坎贝尔撰著的《战略资产配置》一书,就荣膺了“2002年萨缪尔森奖”。

我们希望,通过这种努力,不仅使华安基金管理有限公司能够在第一时间洞悉更多的国外业界最新研究动态,进一步掌握目前最先进的证券投资及基金管理技术,开发出受广大投资者欢迎的新的基金产品;更希望通过这套由专业的财经出版社和专业的基金管理公司挑选的丛书的出版,与基金业内以及所有未来期待进入这个行业的专家、学子分享人类最新的知识成果,为提高我国的整体基金管理与投资水平贡献我们的绵薄之力。

需要指出的是,本套丛书的出版,凝聚了上海财经大学出

版社社长熊诗平先生、第三编辑部主任黄磊先生,上海财经大学金德环教授、骆玉鼎副教授、于研副教授、李曜副教授、沈国华先生,以及复旦大学陈学彬教授的很多心血。许多译者与校者,将自己的整个 2003 年暑假以及此后的许多休息时间,用于这套丛书的编译与校对工作。在此,我代表编委会全体委员,对为“华安基金·现代基金管理与投资译丛”付出过努力的每一个人,表示衷心的感谢。

最后,我想说的是,基金管理与投资也是一门实践的科学与艺术。无论怎样的基金管理与投资理论,都须与我们所处的环境,以及所面对的市场、法律法规和投资者相结合,惟有如此,中国基金业的发展,才会展现其蓬勃的生命力。从这一点来说,这一套丛书能够带给大家的只是“知”的一半,而另一半,则还需要靠我们以自己的实践去丰富……

韩方河

2004 年春

于华安基金管理有限公司

作者简介



阿伦·S. 摩拉利达尔是 FX Concepts 公司的总经理,与许多投资管理客户保持着广泛的联系。在加盟 FX Concepts 公司以前,他曾担任过 J. P. Morgan Fleming 公司资产管理部货币研究中心的业务主任。在到 J. P. Morgan Fleming 公司任职以前,他曾任世界银行投资管理委员会委员、研究部主管,曾经帮助管理过 400 多亿美元的基金。1992 年,他作为青年职业人士计划成员,受聘于世界银行。摩拉利达尔博士 1988 年在瓦伯什学院获得了文学学士学位,1992 年在麻省理工学院斯隆管理学院获得了管理经济学博士学位。他曾经在麻省理工学院斯隆学会会员执行计划部讲过课,并且担任过麻省理工学院斯隆管理学院弗兰克·莫迪格利亚尼教授——诺贝尔经济学奖获得者——的特邀讲师。摩拉利达尔博士(与弗兰克·莫迪格利亚尼教授一起)撰写过许多有关养老金融理财和社会保险改革的论文,并且在世界许多地方召开的关于养老基金和中央银行的国际会议上做过专题发言。

谨献给
米娜和默拉丽

译者序



自 20 世纪 90 年代以来,全世界有 120 多个国家和地区进行了养老金计划改革,而且基本上都是采用了基金化方式,其中既有发达国家、发展中国家,又包括传统市场经济国家、新兴市场经济国家和转型经济国家。这充分说明,养老金计划及其管理必须与时俱进,随着本国或地区社会经济的发展而发展。

养老金计划改革,说到底无非就是为了“开源节流”。而养老金计划“节流”方面的改革必然会受到社会经济等方面因素的制约,操作空间相当有限。因此,从已经实施或正在实施养老金计划改革的国家或地区的实践来看,“开源”是养老金计划改革的主要方面。养老金计划改革的“开源”又主要涉及两个方面,那就是“缴费”和“投资”。通过改变缴费政策来增加养老金的收入,这往往也受到一国或地区社会经济等因素的限制。因此,在养老金支出一定的情况下,惟有拓宽养老基金的投资渠道,提高投资效率、增加投资回报,才是养老金计划改革的主要方向,也是实现养老基金收支状况得到根本改善、在不增加或少增加缴费的条件下提高养老金待遇目标的必由之路。《养老基金管理创新》就是旨在帮助我们实现上述

目标的有效手段。

正如本书的《作者简介》所说的那样,本书的主要作者阿伦·S. 摩拉利达尔不但获得过麻省理工学院斯隆管理学院的管理经济学博士学位,应邀担任过诺贝尔经济学奖获得者弗兰克·莫迪格利亚尼教授的特邀讲师,还与弗兰克·莫迪格利亚尼教授合作撰写并发表过许多有关养老金理财和社会保险改革的论文,而且在世界银行投资管理委员会、J. P. Morgan Fleming 公司等机构担任过业务要职。因此,阿伦·S. 摩拉利达尔博士在养老基金管理和理财方面具有渊博的理论知识和丰富的实践经验。为了撰写本书,作者还特地走访了世界许多国家公共和企业养老金计划的发起人和投资管理人,以便了解最先进的管理实践。因此,本书不但是作者本人养老基金管理知识和经验积累的结晶,而且还是该领域其他专家的经验总结。本书大致反映了当今世界最先进的养老基金管理理念和方法。

我国的养老金计划也已经由计划经济时期国家统包的退休制度改造成了符合市场经济要求的、由社会统筹的基金化养老金制度。虽然我国的养老基金还没能做到真正意义上的“入市”,但随着我国股市的进一步规范,基金管理制度的进一步完善,我国的养老基金管理也必将迎来一个管理创新时代,真正成为兼顾负债与资产业务的管理,从而为我国进一步完善养老保险制度开辟新的发展空间。就此而言,我们要感谢上海财经大学出版社黄磊副编审的先见之明,他超前地策划

引进了《养老基金管理创新》，为我国的养老基金管理机构和从业人员献上了一本不可多得的好书。

由于译者学识疏浅，水平有限，书中一定存在不少谬误或错译之处。译者对此承担一切责任，并敬请读者斧正。

沈国华

2004年1月1日

于上海文化花园

序



世界范围内的公司和公共养老基金,无论是定额收益式还是定额缴费式养老基金,都无一例外地在进行改革,并且越来越倾向于采用基金化形式,越来越注重聘请专业人士来管理资产,包括中央银行在内的机构投资者也同样越来越多地聘请外部管理人或共同基金公司来管理资产。这些投资者必须作出从制定投资政策到雇用最优秀管理人来监督资产管理等方面的决策,因此需要这方面的指导。本书就是要完成这一崇高的使命。

本人早先时候关于储蓄的论文采用简单的模型证明了设立基金为未来需要筹措资金的好处,这是基金化养老金制度最早的一种雏形。正如任何养老基金管理机构能够肯定的那样,要将这些关于储蓄和投资的想法付诸实施,需要相当娴熟地掌握金融和经济学知识。本书就是要通过揭示“一个人在工作寿命期间应该储蓄多少钱”(缴费政策)与“这些钱应该如何投资”(投资政策)之间的微妙关系,来实现帮助基金管理机构的目。现在有一种利用简单均方差资产配置模型来制定投资政策的倾向。本书则证明了应该重视为养老金支出筹措资金和满足多重目标的必要性;一并考虑缴费政策对投资政

策的反馈作用,能够提高产出效率。本书还考察了战略资产配置(如杠杆化、动态资产配置)创新方法的影响,提出了简单的衍生工具战略能够保护客户免受市场大起大落的影响,并且着重强调了动态缴费政策的重要性。这方面的许多原理已经包括在我和摩拉利达尔合作进行的关于社会保险体制改革的研究中。这足以证明这些原理具有广泛的实用性。

本书深入探讨了我和我的孙女利雅·莫迪格利亚尼最近考察的一些问题:如何测度投资管理人或共同基金的绩效,尤其是如何根据风险来调整绩效。在本书中,根据风险调整绩效的测度方法被扩展用来测度养老基金参与者所面临的独特风险。本书表明,只要存在委托—代理问题(如监督委员会监督内部投资官员,而内部投资官员监督投资管理人),也许就不适合根据波动性差异进行调整;投资者必须明白风险(跟踪误差)是如何产生的。本书通过考察发现,管理人绩效与他们的基准并不是高度相关的风险,从而不但开发了一种与评估技能的简单方法相一致的根据风险进行调整的方法,而且提出了关于通过积极管理和消极管理来构建资产组合的指导意见。顺便再说一下,这些原理不但可以被定额收益式计划运用,而且还能够为任何投资者所用。

1989~1992年期间,摩拉利达尔是我在斯隆管理学院的助手。那时,他就在做关于资本市场与机构的学术研究。在世界银行负责衍生工具交易和管理投资基金的实践经验,以及他在私营部门履行资产管理职责,并与高层客户广泛接触

的经历,使他有机会将理论知识与实践应用相结合。本书风格简练,专业读者可阅读每章附录中有关较复杂方程的内容。

对于任何试图制定简单而又严格的资产管理程序的投资人来说,这是一本必读的书。本书所偏爱的案例研究方法主要应用于投资者必须作出的许多不同的决策中,包括战略性资产配置、战术性管理人配置、风险管理和绩效归属等。本书的贡献在于为养老基金管理领域更多的创新研究抛砖引玉。

弗兰克·莫迪格利亚尼

前言



背景

作者在麻省理工学院斯隆管理学院取得博士学位后,于1992年加盟世界银行,从事衍生工具与负债管理工作,有幸与 Afsaneh Mashayekhi Beschloss 和 Sudhir Krishnamurthi 在同一管理团队共事。1995年初,Afsaneh 应邀负责养老金投资管理,并说服我和 Sudhir 与她联袂合作。以前没有管理资产经验的好处就是一切可以从头开始。我们走访了世界许多国家的(公共和公司养老金)计划发起人和投资管理人,以便了解最先进的管理实践,并且可能是因为我们基于负债的背景而开始对该行业在很大程度上只注重资产管理的做法提出了质疑。此外,风险管理对于我们来说始终是衍生工具业务管理方面的一个重要问题。因为在资产管理领域,对待风险管理要随便许多。

Afsaneh 和 Sudhir 组建了一个颇具特色的团队(值得夸耀的是7位成员中有4位博士),负责世界银行养老基金的投资管理,并且非常重视研究和创新工作。由于 Afsaneh 还要负责管理其他内部资产,因此,我幸运地应邀负责整个投资部