



VOICE OF AMAC

(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

日本政府养老投资基金管理与绩效研究

——全球公共养老金经验研究系列报告之六

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》编发日本政府养老投资基金的研究报告。

【编者按】平均预期寿命渐长、出生率不足叠加老龄化加速，令日本的公共养老金制度持续承压。在这一背景下，日本政府养老金投资基金（Government Pension Investment Fund, GPIF）于 2006 年成立，成为日本公共养老金的专门投资管理机构¹，将养老金缴费结余作为储备资产进行集中投资，以弥补未来的养老金收支缺口。

自成立以来，GPIF 已经逐步建立起完善的管理体系。其中，厚生劳动省负责顶层制度设计和安排，GPIF 负责设定资

¹ 如无特殊说明，下文中的“GPIF”既是指日本政府养老金投资基金，也指日本政府养老金投资基金管理机构。

产配置目标和外部管理人绩效评估等，外部管理人则按照合同约定进行市场化投资。目前 GPIF 采取委托投资为主，直接投资为辅的运营模式，以增强公共养老金投资的市场化程度。此外，GPIF 积极尝试增配权益市场、增配海外资产、探索另类投资等多元化投资方式，并取得了较好效果。

日本的基本养老金制度和投资运营经验可为我国提供以下经验：一是基于长期精算平衡设定收支政策和投资目标；二是投资理念对资产配置和投资收益产生长期重要影响；三是相对独立的组织架构保障高效化管理和专业化投资；四是多元化投资并适当配置风险资产提升长期投资回报。

一、日本的“老龄化”状况持续加剧

（一）总体人口已呈下降趋势

根据日本政府在 2015 年时进行的人口普查，日本总人口为 1.27 亿，与上一次人口普查（2010 年）相比减少了 96.26 万人，这是日本自 1920 年人口普查开始以来首次出现人口下降²。截至 2019 年末，日本的总人口 1.26 亿，较 2015 年人口普查总人口进一步下降，在全球居第 11 位，占世界人口总数的 1.6%。

（二）“老龄化”速度领先全球

日本“老龄化”与“少子化”问题并存。2010 年时，日本的平均人口预期寿命就已经达到世界第一，老年人口在总人口中的占比越来越高，与此同时新生儿的数量在不断下

² 日本统计局，Statistical Handbook of Japan 2020，<https://www.stat.go.jp/english/data/handbook/c0117.html>。

降。1997年时，老年人（65岁及以上）在人口总数中所占比例开始超过儿童；截至2019年，日本的儿童人口（0-14岁）为1521万，占总人口的12.1%，是日本有记录以来的最低水平。

在这一背景下，日本“老龄化”的速度也远超世界其他国家。1985年，日本65岁及以上人口占比超过了10%。相比之下，其他发达国家达到这一比例（10%）的时间均早于日本：法国在1950年已达11.4%，瑞典在1950年达10.2%，德国在1955年、意大利在1965年、美国在1970年，都超过了10%。但是，日本的老龄化速度极快，日本65岁及以上人口在2015年已经达到26.6%，远超过美国（14.6%）、法国（18.9%）、瑞典（19.6%）、德国（21.2%）和意大利（21.9%）。

表1 日本65岁以上人口的变动情况及预测

年份	65岁以上人口/总人口	65岁以上人口/20岁以上65岁以下人口
1960	5.7%	10.6%（每9.5个人中一个）
1970	7.1%	11.7%（每8.5个人中一个）
1980	9.1%	15.1%（每6.6个人中一个）
1990	12.0%	19.6%（每5.1个人中一个）
1995	14.5%	23.2%（每4.3个人中一个）
2000	17.3%	27.9%（每3.6个人中一个）
2005	20.2%	33.1%（每3.0个人中一个）
2009	22.7%	38.5%（每2.6个人中一个）
2030	31.8%	58.2%（每1.7个人中一个）
2055	40.5%	85.0%（每1.2个人中一个）

资料来源：厚生劳动省，The Point of the Pension Plan, 2010。

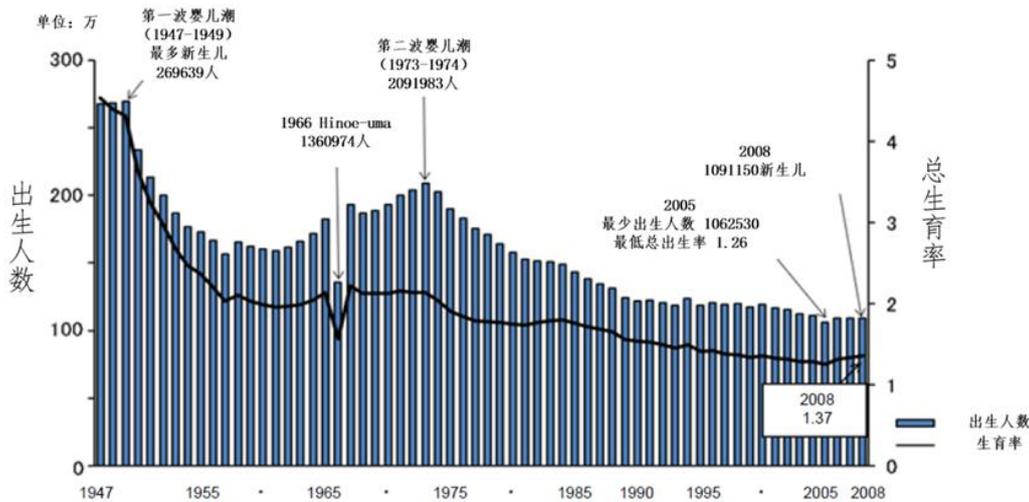


图1 日本出生人数和总体生育率的逐年变化

资料来源：厚生劳动省，The Point of the Pension Plan, 2010。

二、储备基金在日本养老体系中发挥重要作用

日本与中国同处“东亚文化圈”，其养老金制度也是伴随“老龄化”进程不断改革和完善而来。日本养老金制度的雏形可以追溯到明治维新时期的“恩给制度”，政府对符合条件的军人及官吏给予恩赏。此后，日本以各类职业的互助共济制度为基础，设立了多种独立的养老金制度，如共济年金（公务员）、厚生年金（雇员）、国民年金（非雇员）等。以职业类型为维度建立的养老金制度容易受产业结构影响，造成各类国民在养老金制度上的不平等。因此，日本自20世纪80年代开始对养老金制度进行了一系列改革，首先将各自独立的公共养老金制度统一为二层年金制度，其后，又针对“老龄化”与“少子化”等人口结构问题、经济低迷与失业率增加等社会发展问题不断进行制度完善。

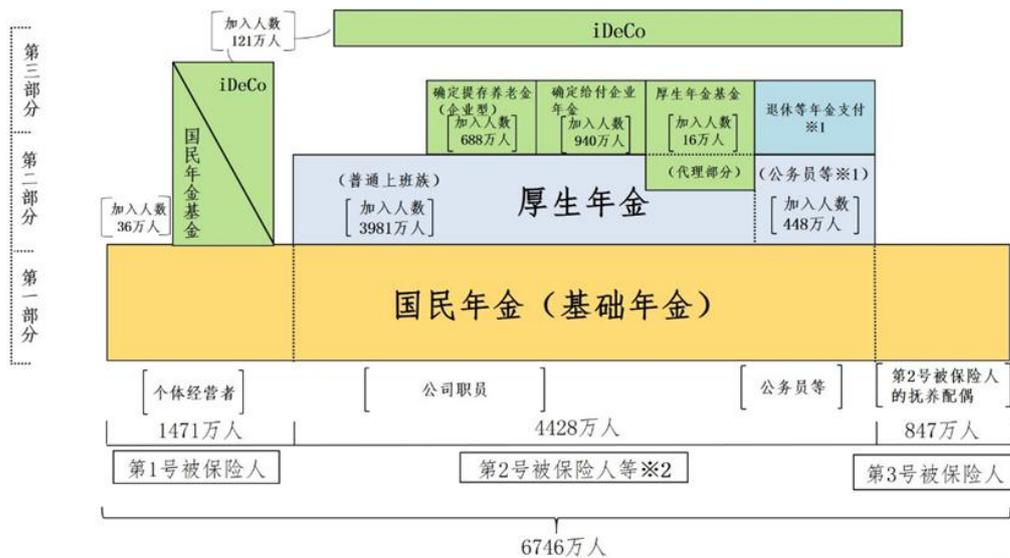
1985年，日本陆续通过《国民年金法》、《厚生年金法》和《共济年金法》修正案，完成国民年金的整合，建立全民适用的基础年金制度。2002年，日本进一步对企业年金进行改革，引入缴费确定型养老金(DC计划)，设立新的待遇确定

型养老金（DB 计划）。2004 年，日本继续改革了公共养老金制度，主要目标是削减 500 万亿日元的潜在养老金债务，并在 2100 年前维持公共养老金的收支平衡，因此采取了上调缴费等一系列措施。2012 年，日本又改革了原来的二层公共养老金制度，废除了共济年金等。2016 年，日本养老金进一步改革，主要目标在于缓解政府财政负担，扩大公共养老金的覆盖范围，改善公共养老金的投资运营能力，实现养老金制度的可持续化，并且在 2017 年进一步提高了个人 DC 型养老金的覆盖范围。

回顾日本养老金制度改革，制度经历了由细分到简明、由独立到统一的改革过程。通过几十年的完善和发展，日本的社会保障制度已经形成了一个复杂又完备的系统。

（一）养老制度体系主要由三个独立部分组成

根据厚生劳动省的标准，日本将全体国民划分为三类被保险人，同时将养老金体系划分为三个部分（不同于“三支柱”的设计），三类被保险人在养老金体系中分别参与不同部分的养老金制度（不同组合）。养老金体系的三个部分分别为：**第一部分**国民年金（基础年金），全部工作年龄人口都成为国民养老金的被保险人；**第二部分**厚生年金，民间企业的工薪阶层员工和公务员、私立学校教职工等，可以在参加国民年金的基础上加入厚生年金，作为国民年金的附加；**第三部分**即个人确定型年金等私人年金，希望加入的人员可以任意加入，并在退休时得到额外的给付。其中国民年金（基础年金）与厚生年金一般可以都被理解为日本公共性质的养老金。



※1 随着员工养老金制度的统一，公职人员和私立学校教职员也从2015年10月1日起加入厚生年金。此外，互助养老金的职业增加部分已废除，并已创建了新的退休养老金。但是，对于参加互助养老金的期限至2015年9月30日，即使是2015年10月之后，仍将按参与期限支付职业领域增加部分。
 ※2 第二号被保险人等是指厚生年金被保险人（除第二号被保险人外，他/她年满65岁，并有权因年老或退休而领取养老金）。

图2 日本养老金体系的组成结构和参与人数

资料来源：GPIF 官网³，截至2019年3月。

（二）建立养老储备基金以弥补未来收支缺口

日本的国民年金和厚生年金制度本质上是现收现付制的养老金制度，纳入了代际养老的概念，即在职人员缴纳的养老金缴费用于退休人员领取待遇。一般认为，在现收现付的公共养老金制度下，养老金计划通常只需为临近的支付需求储备一定流动性资产即可，但日本为了适当应对人口和经济的变化，并为将来出生率进一步下降和人口老龄化提前做好准备，在公共养老金计划中单独设立一定的储备资产（主要为2000年以前的缴费结余），以弥补未来养老金缺口。

最初这笔储备资产由政府直接管理，由厚生劳动省将资金转存大藏省，再由大藏省购买特种国债或者发放贷款给民间金融机构，但结果不遂人意，反而产生了大量呆坏账。为解决储备资产投资管理问题，日本政府于2006年成立了政府养老金投资基金（Government Pension Investment Fund, GPIF）。按照《养老投资基金管理运营独立行政机构法》（2006

³ 资料来源：<https://www.mhlw.go.jp/content/000574082.pdf>。

年第 105 号法)⁴的规定，GPIF 负责管理和投资厚生劳动省委托的储备资产，并定期将部分投资收益汇入政府的特别账户，为国民年金和厚生年金提供稳定的支付保障。自成立以来，GPIF 一直是世界上规模最大的公共养老投资基金。截至 2021 年 3 月底，GPIF 的规模已经达到 186.16 万亿日元。

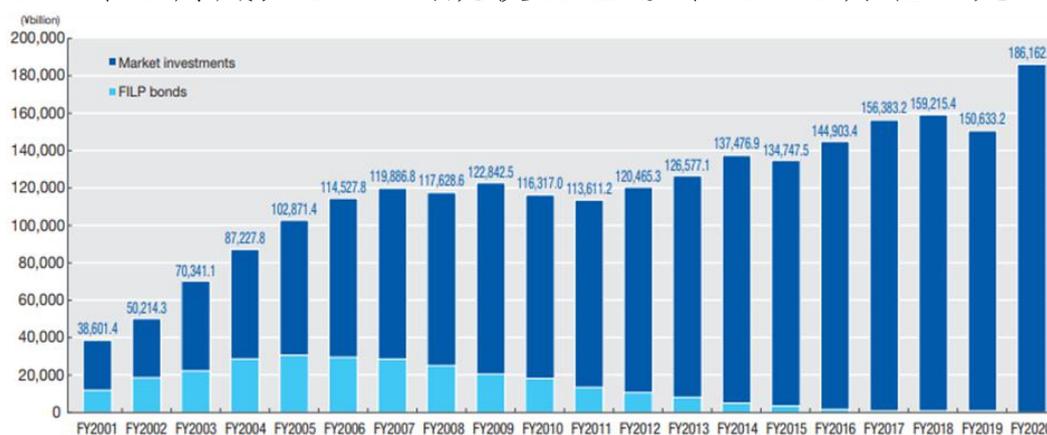


图 3 日本 GPIF 基金历年累计规模

资料来源：GPIF2019 财年年报，截至 2020 年 3 月底。

注：FILP 债券是为财政投资和贷款计划(FILP)融资而发行的政府债券。

在 2004 年之前，日本政府至少每 5 年进行一次公共养老金精算重估，审查缴费和相关成本问题，考虑长期收支并力求保持平衡。2004 年养老金改革后，政府至少每 5 年报告一次“社会保障养老金财务状况的现状和未来展望”（以下简称“财务预测”）⁵，而不仅仅是以前的精算重估。根据厚生劳动省在 2019 年发布的最新财务预测，在立足 100 年的长期视角下，公共养老金大约 90% 的待遇给付资金来源于当年的养老金缴费和政府财政拨款，而约占 10% 的资金则来自 GPIF（通过返还受托资金或者直接向国库支付款项的方式）。按照 2019 年的财务预测结果，储备基金在未来约 50 年的时间内应该不会减少。此外，GPIF 拥有足够的流动性资产储备

⁴ 法律文件详见：<https://elaws.e-gov.go.jp/document?lawid=416AC0000000105>。

⁵ 最新报告发布于 2019 年，详见 <https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/zaisei-kensyo/index.html>。

来用于每年的公共养老金给付，因此，投资市场的短期波动不会影响受益人的待遇领取。换言之，GPIF 在某一个特定年度的损益不会反映在下一年的公共养老金待遇给付中⁶。

厚生劳动省也列出了 GPIF 在特定时期内的目标。“全球综合行动计划要实现的目标”（以下简称“中期目标”），规定“根据养老金融的现状和前景，GPIF 必须在风险最小的情况下实现 1.7% 的长期实际回报（养老金储备基金的净投资收益减去名义工资增长率）。”根据以上要求，GPIF 在其中期计划中制定了资产配置计划（Policy Asset Mix, 以下简称“政策性资产组合”），以此为基础进行养老储备基金的投资和管理。

三、基于长期计划平衡收支两端的压力

（一）资金来源：三个部分共同承担

目前，日本公共养老金的资金来源包括**养老金缴费**、**储备资金的投资回报**和**国家财政补贴**，三个部分共同覆盖公共养老金的待遇支出。

要特别提到的是，2004 年之后，日本政府调整了公共养老金的资金来源，主要进行了以下改革：第一，在 2017 年之前，将国民年金和厚生年金的缴费逐步固定下来；第二，提高国家财政对公共养老金的补贴，公共财政占国民年金支出的比重由 1/3 逐渐上升到 1/2；第三，使用 GPIF 的养老储备基金，包括引入实现养老金计划财政平衡的调整机制，保持一定规模的流动性资产储备，以至少满足一年内公共养老金计划支出的需要。

⁶ 但并不意味着基本养老金待遇维持不变，基本养老金待遇还受到长期人口预期寿命、工作人口、物价水平等因素的影响，可能会根据这些因素的变化进行自动调整。

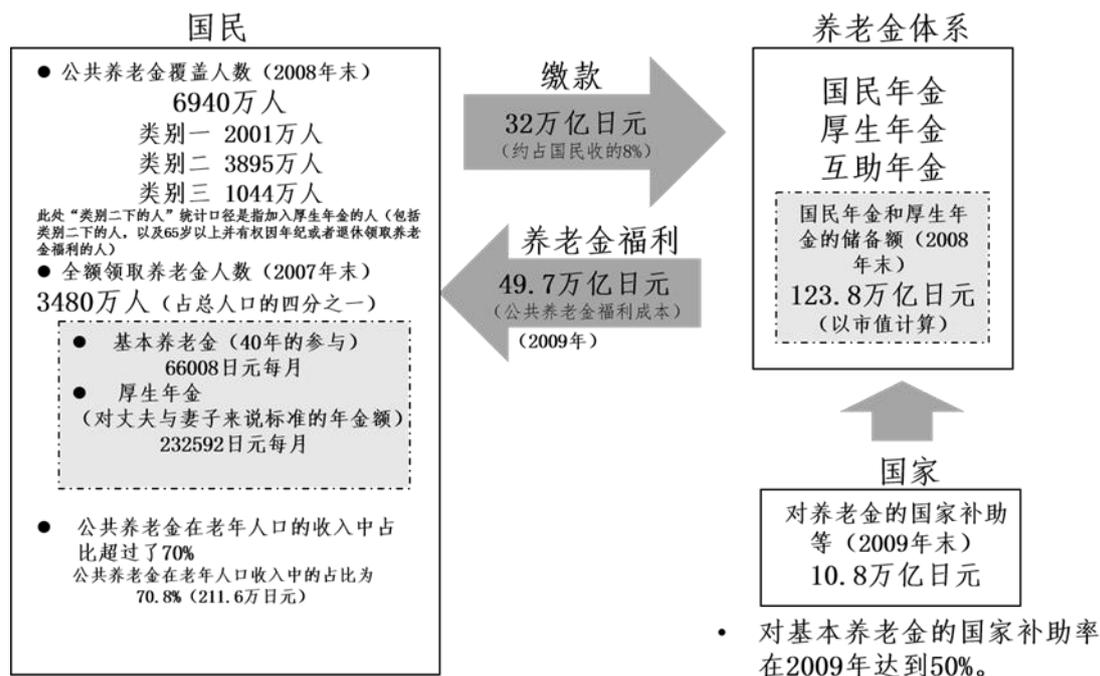


图4 国民年金和厚生年金的收支情况示例（2008年）

资料来源：厚生劳动省，The Point of the Pension Plan, 2010。

（二）支付压力：立足长期提前布局

考虑到日本不断下降的出生率和不断增多的老龄人口，仅靠在职人员的缴费来为公共养老金计划提供资金将造成过度负担。因此，由 GPIF 管理的储备基金将用来补充未来几代人的养老金收支缺口。养老储备基金的安全增值，对弥补未来养老金的缺口至关重要。公共养老金针对未来 100 年的精算制度和待遇水平自动调节机制成为重要的社会契约，也是 GPIF 投资目标的基础。

GPIF 在 2019 年制定了新的政策性资产组合，通过使用随机数字进行随机计算模拟，以识别公共养老金无法达到计划支出所需金额的风险，并以满足未来支付所需的最低投资回报率为目标。基于此，GPIF 设法选择了最有效的投资组合，在满足投资目标的同时，尽量减少下行风险。按照 2019 年

的最新测算，GPIF 只需要实现年化 1.7% 的长期实际年化收益率就可以满足养老金的未来支付需求。

表 2 各种经济情景假设下的预测指标情况

情景		预计未来经济状态		经济假设				参考
		劳动参与度	全要素生产率增速	CPI 增速	真实工资增速 (经 CPI 调整)	投资回报率		2029 年开始 20-30 年真实经济增长率预测
						真实回报 (经 CPI 调整)	差额 (经工资调整)	
情景一	内阁办公室对 增长情景的估计	向上的经济	1.3%	2.0%	1.6%	3.0%	1.4%	0.9%
情景二		增长与劳动力参与度	1.1%	1.6%	1.4%	2.9%	1.5%	0.6%
情景三		0.9%	1.2%	1.1%	2.8%	1.7%	0.4%	
情景四	内阁办公室对 基本情景的估计	中性的经济	0.8%	1.1%	1.0%	2.1%	1.1%	0.2%
情景五		增长与劳动力参与度	0.6%	0.8%	0.8%	2.0%	1.2%	0.0%
情景六		停滞的经济	0.3%	0.5%	0.4%	0.8%	0.4%	-0.5%

资料来源：GPIF 2019 年报。

基于新的政策组合，GPIF 也重新测算了未来养老金替代率的走势变化。

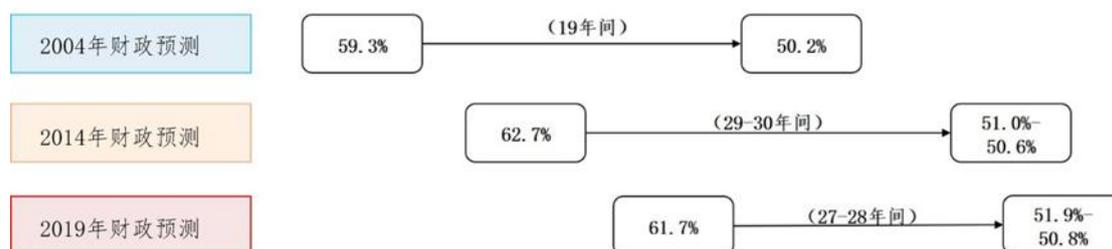


图 5 财务预测公共养老金替代率水平

资料来源：厚生劳动省，2019 年财政预测⁷。

四、相对独立的组织架构保障市场化的投资管理

（一）组织架构及公司运营机制

厚生劳动省是 GPIF 的上级监管部门，GPIF 具体负责养老储备基金的管理和投资运作，实行理事会制。理事会由 10 名成员组成：理事长和其他 9 名具有经济学、金融、资产管理、企业管理以及其他相关领域中具有学术背景或实践经验

⁷ 详见 <https://www.mhlw.go.jp/content/000540199.pdf>。

的专业人员，以多数票决制度进行运作。理事长根据《政府养老金投资基金法》第7条第1款⁸的规定主持 GPIF 的日常运营。此外，3名理事组成审计委员会，其中1名是专职成员，审计委员会对 GPIF 的运营进行审计。

理事会进行的重要决策包括制定政策资产组合，编制五年一次的中期计划，编制年度报告，以及就与组织有关的重要事项（例如员工人数）做出决策，还包括指导 GPIF 的日常运作，例如制定风险管理和内部控制的基本政策，建立组织规则和其他事项，批准执行理事的任命。理事会的各位理事从多角度讨论与 GPIF 的投资和运营管理相关的各种议题和项目，及时做出适当决策。在 2019 财年，理事会积极讨论并制定了自 2020 年 4 月起生效的第四次中期计划和政策投资组合。此外，理事会还对重要合规事项进行认真深入的审议，旨在改善和加强内部控制与治理。

⁸ 理事长应代表管理和经营公司，按照管理委员会的规定管理业务。《年金积立金管理运用独立行政法人法》，<https://elaws.e-gov.go.jp/document?lawid=416AC0000000105>。

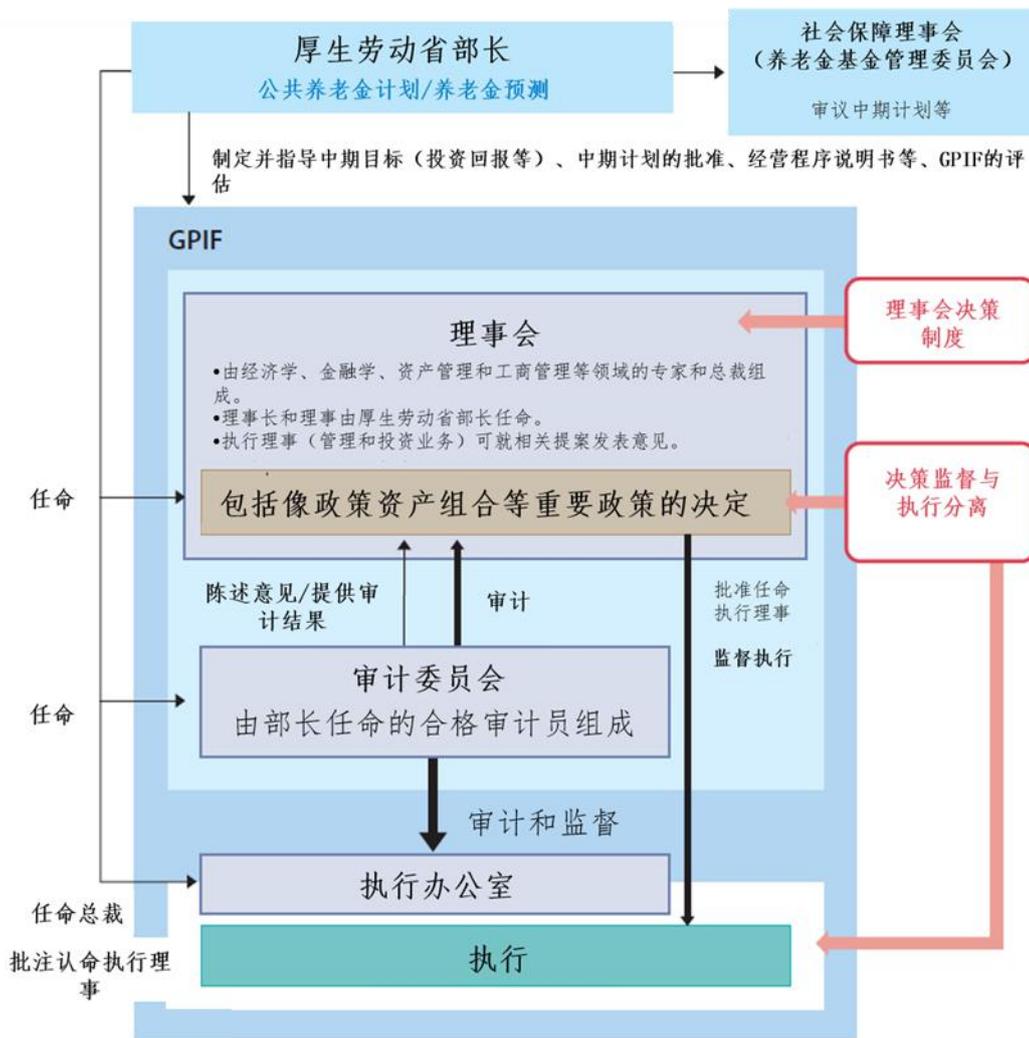


图6 GPIF各部门职能和关系

资料来源：GPIF2019 财年年报。

审计委员会通过其常设机构审计委员会秘书处履行日常职责，并定期开会。审计委员会在2019财年举行了21次会议。审计委员会主要审计五个方面的工作：中期目标的实现状况；理事会的职责执行情况；理事长及其他高管和职员的情况；内部控制系统运行的有效性以及GPIF的财务情况。审计委员会与每个部门负责人，总裁和执行理事进行访谈和调查，评估和分析GPIF运营的状况和适当性，并就组织管理问题（例如进一步加强内部控制的方法）向理事会和理事长提供意见。

执行办公室的组织架构包括理事会秘书处、审计委员会秘书处、总务处（总事务组和会计组）、计划与沟通部、研究与精算部、组合风险管理部、信息安全管理部（信息安全管理组和 IT 管理组）、投资策略部（投资战略组和 ESG 组）、投资管理部（投资支持组、资产管理组和财政组）、公共市场投资部（公共市场投资组、管理和 ESG 组）、私人市场投资部、内部固定资产投资部和内部审计部（直接向理事长报告）。

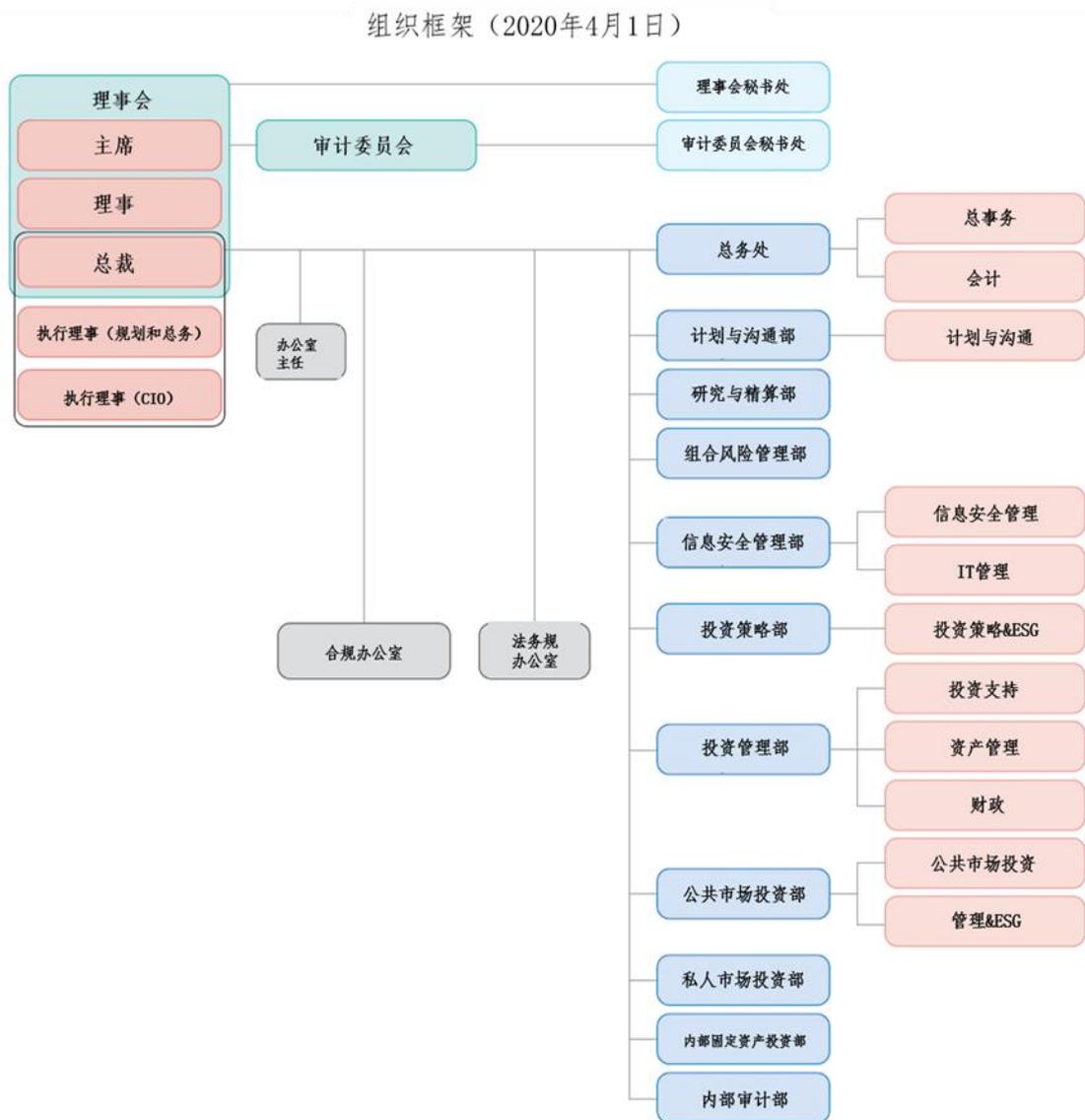


图7 GPIF 组织架构

资料来源：GPIF 2019 年报。

（二）投资管理基本规则与目标

《厚生年金保险法》规定，养老储备基金来自养老缴费的一部分，目的是通过长期有效而稳定的管理，为未来养老金的财务稳定提供支持。在这一要求下，GPIF 基于多元化投资的理念，确定了从 2020 财年到 2024 财年的第四个中期计划（五年计划）。

第四个中期计划规定了以下投资目标：**一是**养老储备基金必须实现长期的实际回报（养老金储备基金的净投资收益减去名义工资增长率）为 1.7%。**二是**密切注意不得影响私营部门的市场定价或投资活动，实现全部投资组合和每种资产的基准收益率（市场平均收益率），同时规定 GPIF 应当保持多元化的投资组合，管理和控制整个投资组合、每个资产类别、每个资产管理人和每个托管人的风险。**三是**将被动和主动投资相结合，主动投资应该在基于历史表现的基础上追求超额收益。GPIF 应遵循被投资公司和整个市场的可持续性理念，扩大养老储备基金的长期投资收益。在此基础上，GPIF 在管理养老储备基金的同时，应注意管理投资运营政策，以确保养老金受益人的长期收益，并能够在投资中融入 ESG 作为非财务的因素。**四是**有关引入新投资方法和投资目标等重要事项的决策应经过理事会审议。在获得理事会批准后，理事会的讨论大纲会立即发布，以此方式确保 GPIF 组织运作的透明度。**五是**要求彻底遵守谨慎义务和信托义务。**六是在**管理养老储备基金时，要考虑市场规模，防止受到不利市场影响，并避免一次集中投资或减仓。GPIF 还必须考虑到对公司管理层和其他人的影响，采取适当的措施来行使表决权。

七是规定 GPIF 应通过考虑养老金财务前景以及收支状况来确保养老金支出所需的流动性，在流动性不会出现短缺的前提下能够平稳出售资产。八是为吸引高技能专业人才创造环境，提供专业培训以提高员工的业务能力，制定政策从战略上确保人才培养，并向公众清楚解释薪酬水平的适当性，方法是参考私营部门中的可比人员薪酬。九是通过执行前瞻性长期风险分析进行更复杂的风险管理，并适当监控单个投资组合风险的管理状况。十是提高运营效率，在中期目标期间，基于 2019 财年的水平，每年平均节省的成本应至少为上一年 1.24%，包括节省一般管理费用和运营费用。

（三）资产配置方法

GPIF 的资产配置基于**均值方差模型**。首先确定股债资产各自的预期收益和波动性，以及两种资产的相关性，从而得到两种资产的有效前沿，并在有效前沿上确定一个满足投资要求的风险最低的投资组合。2014 年 6 月后，厚生劳动省将 GPIF 的真实收益率目标由 1.6% 上调到 1.7%。为了实现新的实际收益率目标，GPIF 须调整战略资产配置方针。

政策性资产组合（Policy Asset Mix）制定流程。根据财务核查结果、中期目标和近期经济状况，GPIF 在制定新政策资产组合时规则如下：**第一**，为了提高估计精确度，GPIF 使用多种方法来估计预期收益，而不是单一的方法。**第二**，考虑到财务核查中用于制定长期经济假设的模型通常使用 25 年的周期，因此预期收益的估计期设定为 25 年。**第三**，鉴于中期目标中设定的 1.7% 的长期实际回报，GPIF 在设定经名义工资增长率调整的预期收益时，将精算估计下的情景

三（参见表 2）作为名义工资增长假设的基础。第四，GPIF 决定取消各资产类别相对规模等收益要求外的约束条件。第五，要求新政策资产组合收益率低于名义工资增长率的风险，不能超过仅由国内债券组成的投资组合的风险。第六，GPIF 预计，在未来 50 年左右的时间里，可以在不降低储备金本金的情况下维持投资政策。鉴于当前的低利率环境，在整个政策资产组合制定过程中，日元计价的短期资产和日元对冲的外国债券都被归类为国内债券，因为这些资产被认为具有与国内债券相似的风险和收益情况。此外，以外币计价的短期资产计为外国债券。

（四）大类资产配置

1、政策性资产组合

第四个中期计划制定了新的政策资产组合及各资产类别的偏差限制。中期计划除了为四种资产类别设置偏差限制外，还为股债整体比例设置了偏差限制，以加强对股票的风险管理。

表 3 新政策资产组合

项目		国内债券	国外债券	国内股票	国外股票
目标比例		25%	25%	25%	25%
偏差限制	资产类别	±7%	±6%	±8%	±7%
	债券/股票	±11%		±11%	

资料来源：GPIF 2019 年报。

注：

- 1) 另类资产（基础设施、私募股权、房地产和通过理事会决议确定的其他资产）将根据其风险和回报情况被划入国内债券、国内股票、国外债券和国外股票中，总体上限为总资产的 5%。如果在特定经济和市场条件下要超过 5% 的上限规定，经理事会审议通过后，可以提高。
- 2) 日元对冲的外国债券和日元计价的短期资产被归类为国内债券，而外币计价的短期资产被归类为外国债券。
- 3) 鉴于 2020 年极端的经济和市场波动，GPIF 可根据市场环境的合理前景灵活管理投资，并遵守政策资产组合的偏差限制。

表 4 政策资产组合的历史演变过程

项目		国内债券	国内股票	国外债券	国外股票	短期资产
2006 年 4 月-2013 年 6 月	目标比例	67%	11%	8%	9%	5%
	偏差限制	±8%	±6%	±5%	±5%	-
2013 年 6 月-2014 年 10 月	目标比例	60%	12%	11%	12%	5%
	偏差限制	±8%	±6%	±5%	±5%	-
2014 年 10 月-2020 年 3 月	目标比例	35%	25%	15%	25%	-
	偏差限制	±10%	±9%	±4%	±8%	-

资料来源：GPIF 2019 年报。

2、实际资产配置情况

从资产类别来看，GPIF 每年的实际资产配置严格按照配置中枢执行，并在允许的范围内上下浮动。

债券投资方面，2006 年 GPIF 成立时，主要投资于国内债券资产（中枢 67%），由于日本长期低利率的市场环境，日本债券的收益率长期偏低，因而 GPIF 不断减少对日本债券的配置比例。同时，因为外国债券相对于日本国内债券有着更好的投资收益表现，所以 GPIF 对外国债券的配置比例也稳定上升，虽然全球债券收益率近年来都有所下降，但外国债券收益率整体上确实较日本国内债券收益率有更好的表现。

权益投资方面，一方面由于政策性资产组合对权益资产的配置比例不断上调，另一方面受到全球股市过去 10 多年优异的表现推动，GPIF 不断上调对国内股票和外国股票的配置比例，国内股票和外国股票的收益表现整体较为一致。

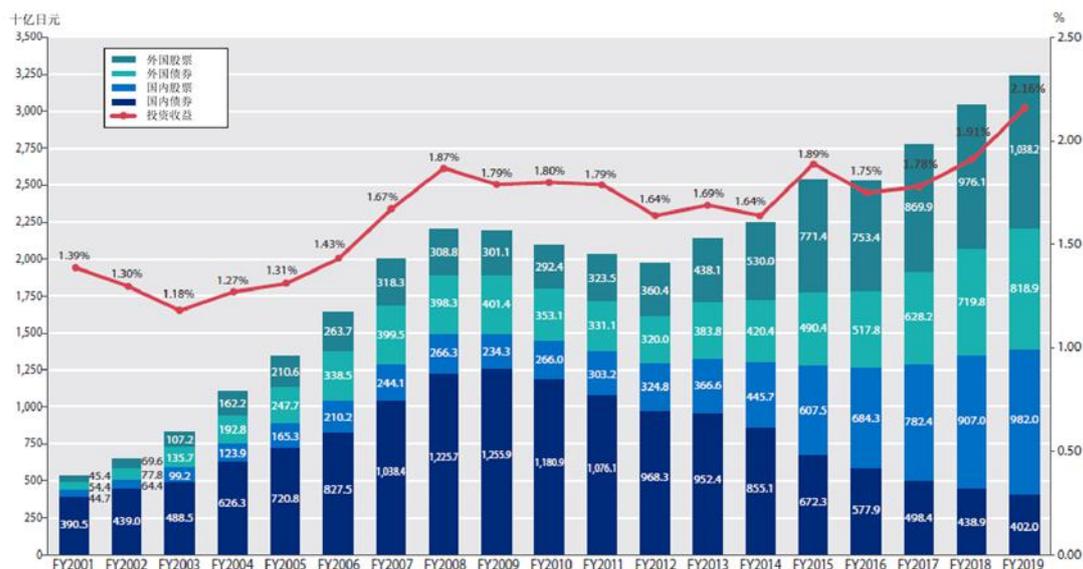


图8 实际资产配置历年变化

资料来源：GPIF 2019 年报。

3、主动投资与被动投资

作为全球最大的公共养老基金，GPIF 庞大的资产规模对全球资本市场具有重大影响，这也决定了其投资理念是在维持市场稳定、不增加交易成本的情况下，取得稳定的市场回报。因此，GPIF 对市场的投资主要以被动投资为主。

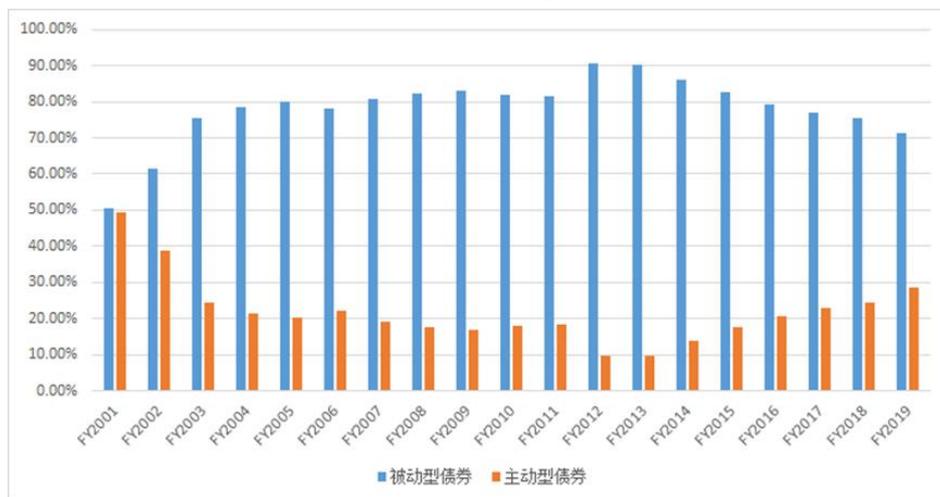


图9 国内债券主动投资与被动投资占比

资料来源：GPIF 官网数据整理。

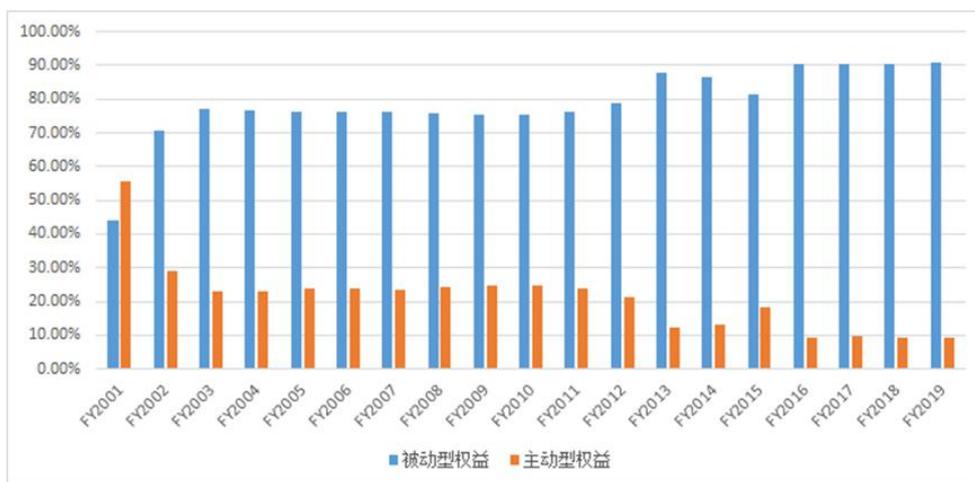


图 10 国内股票主动投资与被动投资占比

资料来源：GPIF 官网数据整理。

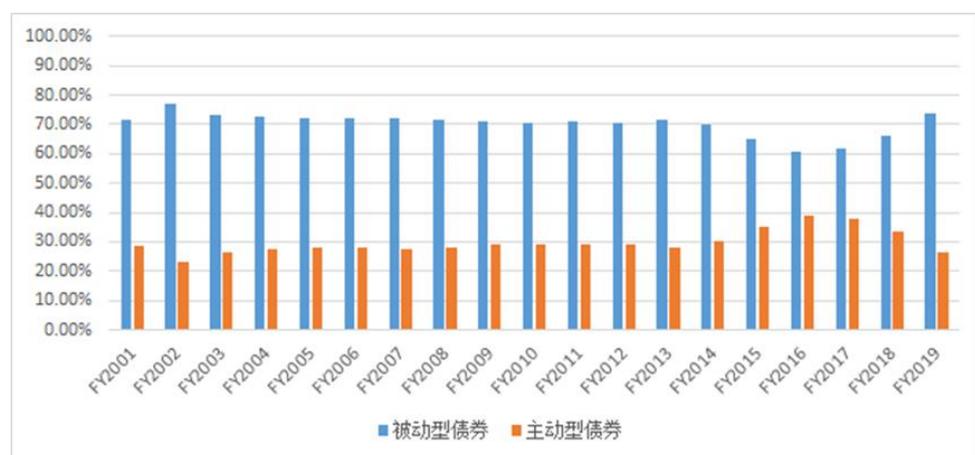


图 11 国外债券的主动投资与被动投资占比

资料来源：GPIF 官网数据整理。

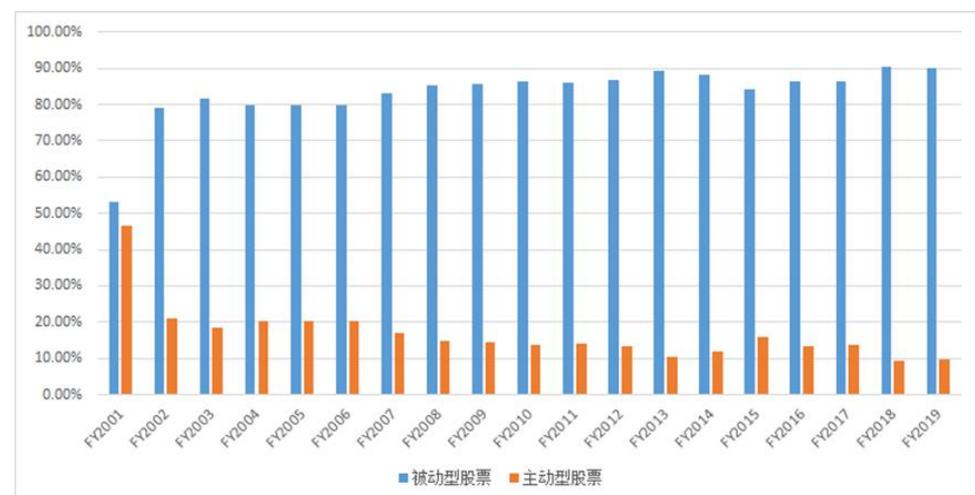


图 12 国外股票的主动投资与被动投资占比

资料来源：GPIF 官网数据整理。

4、直接投资与委托投资

GPIF 自成立以来,过去二十年将绝大多数资产委托外部专业机构管理,除了本国的部分国内债券和非上市股权以外,绝大部分资产基本均由外部管理人投资运营,委托投资的资产占总资产的比例一直高达七成以上。其中,GPIF 的上市股票投资全部采取委托投资的方式。GPIF 认为,委托投资能够有效提升投资的专业化水平,并且可以通过将资金委托给多家机构来分散风险。此外,由于 GPIF 是由政府背景的基金,且资金体量庞大,因此 GPIF 通过委托投资,可以尽可能减小政府干预资本市场的担忧。委外中约 80%都采用被动投资的方式,但是管理费率很低,基础管理费非常低,并且不设置管理费用上限,从而充分激励外部管理人发挥主动管理优势获取超额收益。

(五) 投资业绩

从 2001 财年开始截至 2019 财年,GPIF 的累计年化平均实际收益率为 2.39%,稳稳战胜了长期投资收益目标。其中在 2006 年 GPIF 成立之后至 2019 财年,年化平均实际投资收益率基本在 0-4%之间。



图 13 GPIF 的历年实际投资收益率

资料来源: GPIF2019 财年年报。

注：

- 1) 实际投资回报率(%)为 $(1+\text{名义投资回报率}[\%]) / (1+\text{名义工资增长率}[\%]) - 1$ 。
- 2) 长期投资目标在 2006-2009 财年为+1.1%，2010-2014 财年为+1.6%，2015 财年后为+1.7%，分别高于名义工资增长率。
- 3) 收益率是以几何平均值计算，计算方法为 2001 财政年度至每财政年度终了期间的累积收益率(按年计算)。

表 5 GPIF 的历年名义与实际投资收益率

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	过去 19 年年化
名义投资收益率 (%)	2.29	10.21	8.62	12.24	-3.84	5.82	6.86	1.49	-5.22	2.27
名义工资增长率 (%)	-0.21	0.21	0.13	0.99	0.5	0.03	0.41	0.95	0.7	-0.11
实际投资收益率 (%)	2.51	9.98	8.48	11.14	-4.31	5.97	6.43	0.54	-5.88	2.39

资料来源：截至 2019 年，GPIF 2019 年报。

五、思考与建议

面对“老龄化”带来的养老金支付压力，GPIF 偏保守、被动的投资运营策略面临挑战，因此采取了一系列改革措施，目的是采取更加激进的投资策略，优化投资决策和内部治理机制，为养老金体系的顺畅运行提供支撑。

(一) 基于长期精算平衡设定养老金收支政策和投资目标

从日本的经验来看，养老金的长期管理首先应立足于精算管理框架。养老金体系是系统性、长期性工程，因此养老金制度改革应未雨绸缪。日本基本养老金至少每 5 年就会定期进行一次精算评估和财务核查，全面、充分考虑了各因素对养老金制度可持续性的影响，综合测算养老金的收入情况和支出情况，以及需要的投资收益率水平，并启动政策调整进程，保证养老金制度的可持续性。收入方面，日本法律规定，大约 90% 的公共养老金待遇给付资金来源于当年的养老金缴费和政府财政，而约占 10% 的资金则来自 GPIF⁹；支出方面，日本重点引入根据社会经济参数变化自动调整养老金

⁹ GPIF 官网介绍，<https://www.gpif.go.jp/gpif/pension-finance.html>。

支付水平的机制，防止养老金支付水平的失控增长，并平衡好各部分养老金待遇支出的关系。以此为基础，日本综合社会、经济、人口等各因素，GPIF 只要实现 1.7% 的长期实际回报（养老金储备基金的净投资收益减去名义工资增长率）就能够保证养老金的投资运营，这无疑为 GPIF 的投资确立了目标依据。

反观中国目前的养老金现状，收入方面，当前中国国内各省基本养老金结余多寡不均，财政负担压力加剧。我国也采取了如积极稳妥地推进划转部分国有资本充实社保基金、建立中央基本养老保险基金调剂机制等一系列积极的改革措施。支付方面，为了让广大国民共享经济发展成果，截至 2021 年初，我国基本养老金待遇已经十七年连涨。2021 年 2 月 26 日，人社部也已在官方会议上指出，要建立退休人员养老金合理调整机制。

参考日本经验，建议运用精算平衡管理框架，综合考虑总生育率、寿命、人口、劳动力参与率、工资和价格等因素，在收入、支付和投资三个环节做好综合计划与安排。一是收入方面合理界定储备资金和公共财政之间的边界，并事先制定规则。开展对养老金的长期稳健状况的定期检查，考虑如明确各省在当年缴费之外，特别是财政对基本养老金的支持应尽量避免分散化、零碎化，并锚定养老金投资的长期收益目标，从而积极稳妥地推进养老金的市场化投资。二是合理设计养老保险政策调整的方法和路径。政策调整应力求确保为老年人提供足够的养老金，同时考虑制度的负担和可持续性。如审查补贴水平、调整养老金领取年龄、调整养老金福

利水平等。三是可以为养老金长期投资提供更具参考性的目标收益率，保证养老金投资运营的有效性。另外，应完善多层次多支柱的养老金体系，在不同养老金支柱之间实现共同分担，这也将有助于调整单一支柱的压力。

(二) 投资理念对资产配置和投资收益产生长期重要影响

投资理念是专业机构对资本市场基本观点的表达。GPIF认为，投资理念有助于有效地确保其管理层的专业性，并提高投资政策的一致性。投资理念的内容可能相对宽泛，尽管如此，仍大有裨益。例如，GPIF在其官网中明确提到“从长远角度以最小的风险确保养老金可持续发展所需的收益”，而多元化投资是一种有效的手段，可以在不承担额外风险的情况下提高回报。

GPIF的投资理念和发展目标与基本养老金制度联系在一起。首先，GPIF在投资理念中明确规定，每年的收益有一部分要反哺给基本养老金财政账户。其次，GPIF提出目标收益率要高于社会实际工资增长率，从而保证基本养老金制度可持续发展的需要。第三，GPIF在投资理念的指导下可以保证明确的基本投资策略。2013年以前，GPIF资产的2/3以上投资到国内债券，获得较稳定的投资收益。2013年至今为GPIF的转型过渡期，在此期间，GPIF分三次调整了投资组合基准，保障基金投资的多元化和风险分散，这些变化都体现在投资理念中。

养老基金管理的投资理念是投资方法运用和投资策略实施的基本前提，尤其对于中国的养老基金而言，投资理念

在市场化运作初期应当给予更多关注并着重强调。全国社保基金、基本养老金基金和年金基金属性不尽相同，但在投资理念上缺少明确区分。首先明确应当遵循怎样的原则，包括应当多大程度分散风险、获得多高风险溢价、绩效评价周期应该有多长；在投资过程中，政府应当多大程度介入基金投资管理、如何管理风险和控制成本、应当采取主动投资还是被动投资；在投资管理机构上，应当多大程度建立内部管理团队或多大程度依赖外部管理；在全球治理环境中，如何确定企业责任、是否以及多大程度参与投资项目的长期管理等。这些都是投资理念要解决的核心问题，也是各类养老金运用不同投资方法和投资策略实施的基本前提。

（三）相对独立的组织架构保障高效化管理和专业化投资

2006年 GPIF 在改革背景下成立，基金资产管理的独立性地位得以确立。在日常管理上，厚生劳动省的责任在于制定基金的中期发展目标，通过由社会各界专家组成的“评估委员会”来监督基金运营管理和评价基金运营绩效，从而减少了政府的行政干预。GPIF 内部建立起相应的治理结构。GPIF 内设部门在基金运营、风险管理、投资监督等方面具有明确的分工。最后，GPIF 采取委托投资为主，直接投资为辅的运营模式，GPIF 根据市场情况设定资产配置目标和外部管理人绩效评估标准；外部管理人根据产品的具体情况，按照合同约定进行市场化投资，从而提高基金的运营效率。

一方面，组织的高度独立性有助于形成高度专业化的投资团队。GPIF 可以在尽可能长的时期内管理基金，使投资战

略的长期性、一致性和连续性不受短期绩效评估的牵制，这对于管理像主权养老基金这样的巨额资产来说至关重要。GPIF 的投资团队在全球布局，利用娴熟技术调整资产配置，近年来不断加大新兴市场和不动产的投资力度，并不断提高国外市场的资产配置比例，从中获得不菲的回报。另一方面，独立自主也使投资管理团队有更大空间实施主动投资战略。自 2014 年以后，GPIF 外国股票的配置中枢从 9% 逐步提高到 25%，与此同时国内债券的配置中枢从 67% 之间降低到 25%。厚生劳动省作为委托人，不对 GPIF 的各配置品种和具体收益目标提出要求，投资管理团队自由选择、自主投资、主动管理，取得很好的绩效。

目前，我国的全国社保基金和基本养老保险基金由全国社会保障基金理事会负责管理和投资运营，全国社会保障基金理事会为财政部下属事业单位。未来可以考虑探索尝试更加市场化、多元化的运营模式，采用公司治理结构，甚至成立专业养老金管理公司，为主动投资战略赢得更广阔的施展空间。

（四）多元化投资并适当配置风险资产提升长期投资回报

不动产、股权、大宗商品、基础设施等另类资产投资发展迅速，逐渐成为国外养老金基金提升长期投资回报的重要选择标的。GPIF 在 2013 年就已经开始对另类投资展开研究，并在近年来进行了积极尝试，例如在 2017 财年后，GPIF 先后首次进行了房地产和基础设施的投资委托，在 2020 年 3 月又首次进行了全球私募股权投资委托，并且积极与欧美的

大型养老基金开展合作投资。抓住另类资产的战略配置机遇，可以起到在长期锁定收益、降低波动的目的，这也是国内养老金在“资管新规”后、收益率下台阶的历史背景下，需要加以关注并重点利用的领域。

另外，从世界范围来看，主权养老基金大都经历了从采取比较保守的投资策略到不断增配风险资产的过程，GPIF的资产配置也经历了这一变化。投资效果来看，随着权益投资比例和海外投资比例的提高，GPIF较好实现了投资收益目标，甚至在2020财年取得了25.15%历史最高年度收益，这其中海外权益资产59.42%的投资收益率起到了关键作用。虽然受2007-2009年全球性金融危机的影响，GPIF投资一度出现大幅亏损，但权益类资产从长期来看可以提供更高的回报率，且随着投资期限的拉长，其波动性以及与其他资产的相关性会显著降低，可以并应当作为养老金投资的战略资产配置工具，这一点已经得到GPIF的深刻认同并在近年来的资产配置框架中积极运用。

近年来，我国资本市场的发展为养老基金的市场化运作创造了良好的外部环境，政府也在逐步放宽对养老基金的投资限制。建议全国社保基金会进一步优化养老基金的资产配置，通过更高的风险资产配置充分发挥养老金长期资金的优势。

参考文献

- [1]日本养老金制度、税收政策以及经验借鉴，中国基金业协会《声音》2019年第22期。
- [2]《中国养老金发展报告2018》分报告二十九：日本年金积立金。
- [3] Statistical Handbook of Japan 2020，日本统计局官网。

- [4] Pension Reforms in Japan, IMF 工作论文。
- [5] 《日本养老金制度构成》，厚生劳动省官网。
- [6] 《社会保障养老金财务状况的现状和未来展望》，厚生劳动省官网。
- [7] The Point of the Pension Plan, 2010, 厚生劳动省。
- [8] 《内部员工薪酬报酬的结果与之前年度的比较》，厚生劳动省官网。

【本文由广发基金管理有限公司孙瑜供稿，中国证券投资基金业协会杨海燕、胡刚伟审校】