



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

英国基本养老金与国家职业储蓄信托 运作与借鉴

——全球公共养老金经验研究系列报告之七

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》编发英国基本养老金与国家职业储蓄信托的研究报告。

【编者按】英国是世界上最早建立现代化社会保障制度的国家之一，其养老金体系由三大支柱组成，第一支柱为基本养老金，第二支柱为职业养老金，第三支柱为个人养老金。第一支柱采用现收现付制，截至 2018 年底，其支付义务的现值约 4.8 万亿英镑；第二支柱从 2012 年起采用“自动加入”机制，截至 2020 年底的总资产规模约 2.9 万亿英镑；第三支柱采用 DC 模式，截至 2019 年 6 月底规模约 5000 亿英镑。

国家职业储蓄信托是英国政府配套“自动加入”机制成立的国家层面职业养老金计划，计划资产规模在 2020 年 3

月底约 95 亿英镑，该计划采用类似 FOF 和 MOM 的管理方式，前端向参与者提供了丰富的多元化投资产品，后端将绝大部分计划资产委托外部投资管理人进行全球化投资。由于现收现付机制，英国第一支柱对冲未来支付压力的能力有限，基本养老金的可持续性面临巨大挑战。同时，英国国家职业储蓄信托既能够为参与者提供适合性更好的养老投资管理服务，又能充分利用市场化投资管理机构的专业能力为养老资产进行长期增值保值，对我国养老金市场发展具有较强的借鉴意义。

一、英国养老制度概述

英国是世界上最早建立现代化社会保障制度的国家之一，也是全球范围内人口老龄化程度较高的国家之一。英国早在 1975 年就进入了深度老龄化社会，根据英国国家统计局数据，截至 2019 年 6 月底，其 65 岁及以上的退休年龄人口为 1240 万人，占比 18.56%，抚养比（退休年龄人口对劳动年龄人口数之比）整体接近 0.3。与多数其他发达国家一样，英国面临着较为严峻的社会养老挑战。

（一）养老制度概述

从二十世纪四十年代建立现代化社会福利制度至今，围绕着基本养老金的不断改革，英国整体的养老金体系也经历了巨大的变革，形成了现阶段由第一支柱基本养老金（State Pension, SP）、第二支柱职业养老金（Workplace Pension, WP）和第三支柱个人养老金（Personal Pension, PP）组成的三支柱养老金体系。在英国三支柱养老金体系中，基本养

老金为公共养老金，职业养老金和个人养老金为私有养老金，公共养老金的目的在于提供基本退休收入保障，私有养老金则承担起了提高养老金替代率、提升退休生活质量的重要责任。

(二) 基本养老金

英国基本养老金采用现收现付制，目前分为新基本养老金与旧基本养老金两部分。按照政府的基本养老金简化规划，新基本养老金覆盖 2016 年 4 月后退休的人群，并将在未来作为唯一的基本养老金继续运作；旧基本养老金包括国家基本养老金与国家第二养老金，覆盖 2016 年 4 月前退休的人群，在对所有参与人员完成支付责任后将正式取消。由于财政压力的约束，基本养老金在英国养老金体系中只能提供较低水平的退休收入，起到“保基本”的作用。截至 2018 年底，英国基本养老金需要承担现值约 4.8 万亿英镑的未来支付义务，是其当年 GDP 的 2 倍多。

(三) 职业养老金

英国的职业养老金分为两种类型，即待遇确定型计划（DB 计划）与缴费确定型计划（DC 计划）。按照《养老金法案（2008）》，从 2012 年 10 月开始雇主有法律义务把满足一定条件的雇员加入到一个职业养老金计划中，实施“自动加入”机制。其中，DB 计划细分为企业 DB 计划与公职人员 DB 计划，企业 DB 计划由企业承担支付义务，公职人员 DB 计划由政府承担支付义务。DC 计划分为国家职业储蓄信托计划（National Employment Savings Trust，简称 NEST）和普通 DC 计划。NEST 是英国政府为配套“自动加入”机制，

于 2012 年建立的国家层面职业养老金计划，用于提供简单、收费低廉且高质量的职业养老金管理服务；普通 DC 计划则由一般金融机构作为受托人提供的职业养老金计划，实施市场化运作。截至 2020 年底，英国职业养老金计划（DB 型计划资产覆盖部分和 DC 型计划）的总资产规模为 2.9 万亿英镑，是其当年 GDP 的 1.45 倍，其中绝大部分资产归属于 DB 型计划。

（四）个人养老金

英国个人养老金计划采用信托结构（DC 型），由计划供应商开立受托计划集中管理计划参与者的个人养老金资产。英国个人养老金计划主要由普通型个人养老金计划、自主投资型个人养老金计划和存托型个人养老金计划组成，参与个人养老金计划的个人可以在计划规定的范围内选择不同的投资方案与投资产品。截至 2019 年 6 月底，英国个人养老金计划资产规模接近 5 千亿英镑，占当年 GDP 的 23.15%，规模上超过 DC 型职业养老金计划一倍之多。

二、英国基本养老金的运作

英国基本养老金制度的演变经历了三大历史阶段，最早可追溯至 1601 年伊丽莎白一世时期颁布的《济贫法》。在第二次世界大战后，英国政府基于贝弗里奇爵士发表的《社会保险及相关福利服务》（以下简称贝弗里奇报告）这一报告的基本思想，建立了现代化国家基本养老金制度，随后经过近 80 年的改革发展，形成了目前以“保基本”为主要目标的现收现付制国民养老金机制。

（一）基本养老金在国民经济中的地位、目标及作用

英国基本养老金制度经历了长年累月的演变，其在每一历史阶段的地位、目标与作用均与当时的社会体制、经济状况、人口结构息息相关。

从十六世纪末至第二次世界大战前，城市贫困人口与老年贫困问题是影响英国社会稳定、威胁英国统治阶级及政府执政的重要负面因素，因此该阶段的基本养老金主要以救济贫困为主要目标，在覆盖面及养老保障功能方面存在较为明显的局限性。

第二次世界大战开始后直至二十世纪七十年代，英国的整体国力逐渐衰退，殖民地资源不断收缩，国民生活保障受到较大影响；因此，这一阶段的基本养老金以贝弗里奇报告为核心原则，旨在提供普惠性的退休收入保障，以推动国民生活质量的提升和现代化福利制度的建设，服务于战后国民经济的重建与发展。

二十世纪七十年代后，随着人口老龄化进程加速，政府财政压力不断加重，以基本养老金为唯一退休收入来源的养老金体系不可持续；之后的五十年中，英国养老金制度的改革始终围绕着降低基本养老金负担、推动私有养老金发展的目标，基本养老金主要发挥了保基本和保低收入人群的作用，养老保障的责任重心已逐渐向私有养老金转移。

（二）基本养老金的运营管理

英国基本养老金施行现收现付制度，由英国就业与养老金部制定参与、领取规则，由英国财政部负责基本养老金的财务收支，每期支付的养老金来源于当期的国家保险缴费收

入和政府税收收入。英国国家保险是在英国具有正式工作的居民必须参加的社会保障制度，由雇主与个人共同缴纳费用，以此获得享受基本养老金、失业救济、亲人死亡补助、孕期补助等相关社会福利的权利。从 2015-2016 财年至 2019-2020 财年的数据来看，英国基本养老金每年度支付金额大部分来自于当年国家保险的缴费收入，不过在 2018-2019 财年和 2019-2020 财年，国家保险缴费收入在支付金额中的占比有所下降，政府加大了财政的支持力度，并在 2020-2021 财年给予了超 400 亿英镑的财政预算用于基本养老金的待遇支付。经济层面看，自 2015-2016 财年开始，英国基本养老金支付金额中财政支持部分占 GDP 的比重整体呈上升趋势，从 2015-2016 财年的 0.58% 增长至 2019-2020 财年的 1.58%。

表 1 英国国家保险收入与基本养老金支付情况
(2015-2016 财年至 2019-2020 财年)

单位： 亿英镑	2015-16	2016-17	2017-18	2018-19	2019-20	2020-21 (预算)
国家保险缴费收入	1137.01	1244.69	1309.31	1366.46	1428.71	—
基本养老金待遇支付总金额	1100.57	1114.13	1137.36	1169.68	1129.27	—
国家保险缴费收入支付部分/占比	982.21 (89.25%)	1018.89 (91.45%)	868.24 (76.34%)	626.19 (58.67%)	788.55 (69.83%)	—
国家财政支持部分/占比	118.30 (10.75%)	95.24 (8.55%)	269.12 (23.66%)	543.49 (41.33%)	340.72 (30.17%)	421.01

数据来源：英国财政部，截至 2020 年 3 月 31 日。

表 2 英国基本养老金支付财政支持部分占 GDP 比重
(2015-2016 财年至 2019-2020 财年)

单位： 亿英镑	2015-16	2016-17	2017-18	2018-19	2019-20
国家财政支持金额	118.30	95.24	269.12	543.49	340.72
GDP	20540.51	20887.38	21213.19	21508.83	21596.03
占比	0.58%	0.46%	1.27%	2.53%	1.58%

数据来源：英国财政部、英国国家统计局，截至 2020 年 3 月 31 日。

三、国家职业储蓄信托的运营管理

由于在基本养老金方面的财政支出不断增加，因此英国政府通过《养老金法案 2008》在职业养老金层面引入了“自动加入”机制，意在提高第二支柱职业养老金计划的参与率、缓解在基本养老金领域的财政压力，并于 2010 年 5 月配套建立了国家职业储蓄信托（National Employment Savings Trust, NEST）以更好地推动“自动加入”机制的实施与推广。NEST 是以信托结构运作的职业养老金计划，由国家职业储蓄信托公司（National Employment Savings Trust Corporation, NEST Co）这一非政府部门公共组织受托管理，NEST 公司由英国就业和养老金部（Department of Work and Pension, DWP）出资成立，但日常经营决策不受政府部门的干预。英国政府建立 NEST 目的在于依托“自动加入”机制为广大企业、尤其是中小企业提供简单、收费低廉且高质量的职业养老金管理服务，从而进一步扩大第二支柱职业养老金的覆盖面。

（一）自动加入机制

根据“自动加入”机制，从 2012 年 10 月开始雇主就有法律义务把年龄在 22 岁和基本养老金领取年龄之间、年收入高于 1 万英镑且从未加入过任何养老金计划的雇员“自动

加入”到一个职业养老金计划中，之后雇员进行默认缴费，雇主匹配缴费，国家提供税收减免，雇员可以主动申请退出计划。雇员被“自动加入”职业养老金计划后，有一个月的选择退出期；若雇员在此期间退出，可以取回已经缴入的费用；若在选择退出期之后退出，则要等到 55 岁之后才能取出已存入的资金。另外，只要雇员符合“自动加入”的条件，每 3 年就会被循环“自动加入”直到其参加职业养老金计划。

(二) 国家职业储蓄信托基本情况

1、组织架构及公司运营机制

NEST 计划由国家职业储蓄信托公司作为计划受托人进行运作管理，NEST 公司由英国就业与养老金部以贷款形式出资成立。NEST 公司的日常行政管理及其对于 NEST 计划的运作情况需向英国就业与养老金部进行汇报，其对于 NEST 计划资产的运用投资则受英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority, FCA）监督。NEST 公司采用公司式治理结构，具有从董事会到管理层的完整组织架构，同时遵循严格的公司治理政策和程序，制定了包括《公司治理准则》（Corporate Governance Statement）、《公司计划》（Corporate Plan）等在内的多项规范化管理制度。

董事会是 NEST 公司的最高决策机构，由 1 名主席和其他 10 名委员组成，对公司本身的经营管理和计划的投资管理做出重要决策。董事会下设审计委员会、风险委员会、投资委员会、提名与薪酬委员会和裁决委员会。同时，根据《养老金法案（2008）》要求，在董事会层面成立雇主委员会和雇员委员会，旨在充分了解参加计划的雇主及雇员的需求。

其中，投资管理委员会负责 NEST 计划的投资决策，包括制定投资策略、调整投资方法和投资产品、监督评价投资业绩和投资风险等；风险委员会负责对公司及计划运作过程中面临的风险进行全面管理，并对所采用的风险管理策略做出相应决策；审计委员会负责财务及内控合规的整体管控，包括审计公司和计划的财务报表、监督内部控制、评估财务审计和内控合规的有效性等。提名与薪酬委员会负责公司的人事与薪酬决策，一方面需要制定公司的薪酬安排战略与组织文化以确保员工人尽其才，另一方面还需监督公司治理过程中人事管理以及考核评价方面的适合性与有效性。裁决委员会则负责处理评判 NEST 计划运作过程中发生的纠纷与争议。

NEST 公司董事会成员均是养老金管理相关领域的专家，在投资、风险、运营管理、审计、客户服务、人事管理等方面各有所长且具有丰富的从业经验，一般都担任过大型养老金计划、保险公司等金融机构的董事会成员或高级管理人员等重要职务，部分成员还具备政府监督机构等公共部门的任职经历。比如 NEST 的董事会主席 Otto Thoresen，既担任过英国保险协会的主席，也出任过荷兰保险集团（英国）的首席执行官；董事会委员之一的 Helen Dean（兼任 NEST 的现任首席执行官），更是长期任职于英国就业与养老金部，是职业养老金计划“自动加入”机制的设计者之一。

管理层方面，首席执行官是 NEST 运营管理的总负责人，负责执行董事会的相关决议与战略布局。首席执行官下设投资总监、财务总监、风险总监、财务总监、市场总监、运营总监、客户服务总监、广告投放执行董事、NEST 研究咨询

执行董事和法律总顾问，具体负责 NEST 的投资管理、风险管理、审计、运营、市场推广、客户服务、研究咨询、法律合规等日常事务。

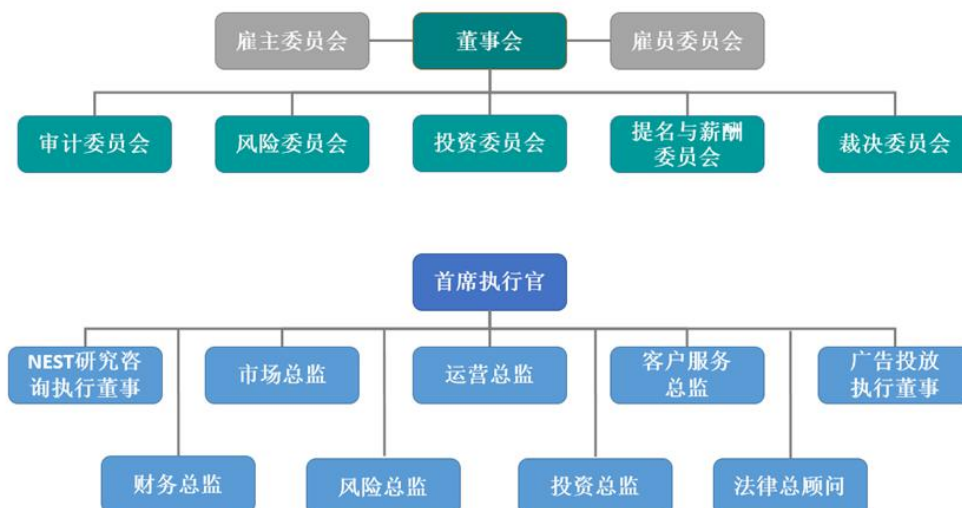


图 1 NEST 公司组织架构图

资料来源：英国 NEST 计划 2019-2020 财年年报。

2、计划规模及参与情况

得益于“自动加入”机制的实施，英国 NEST 计划在成立后发展迅速。在 2014 年 3 月底，仅有 101.09 万人参加 NEST 计划，计划规模也只有 1 亿英镑；而到了 2020 年 3 月底，已有 80.3 万家企业和 906.22 万人加入 NEST 计划，计划资产管理规模合计为 95 亿英镑。

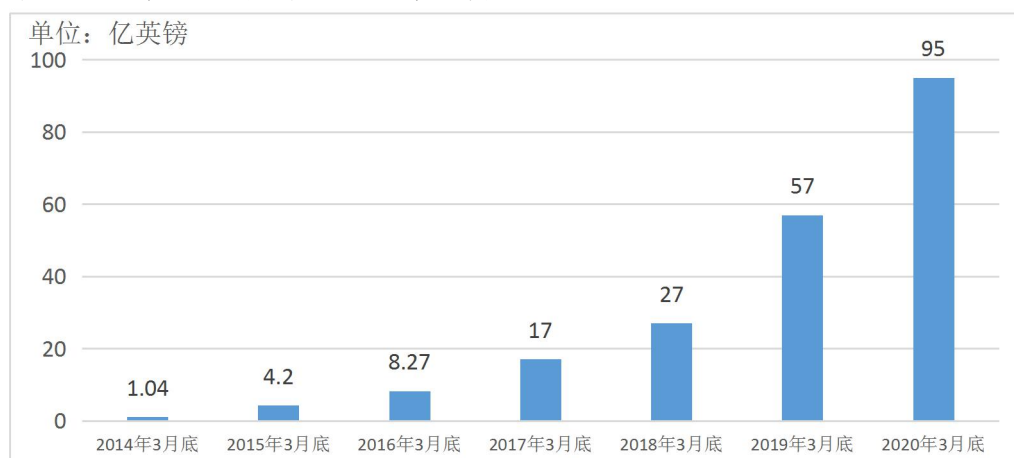


图 2 NEST 计划规模趋势（2014 年 3 月底至 2020 年 3 月底）

数据来源：英国 NEST 计划 2013-2014 财年至 2019-2020 财年年报，截至 2020 年 3 月 31 日。

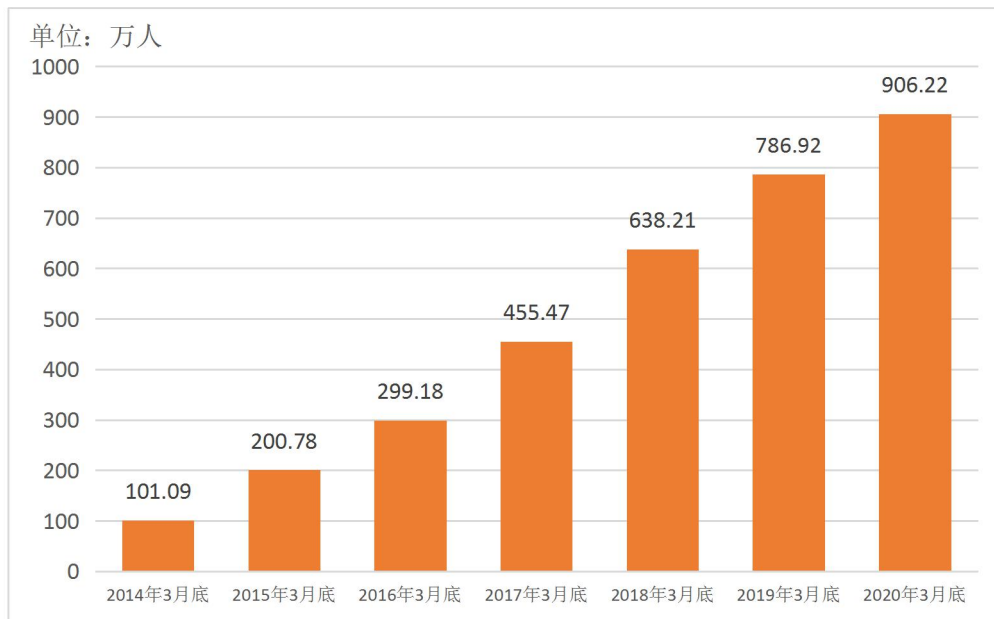


图3 NEST计划参与人数趋势（2014年3月底至2020年3月底）
 数据来源：英国NEST计划2013-2014财年至2019-2020财年年报，截至2020年3月31日。

3、缴费与支付

NEST计划采用信托结构运作，实行个人账户积累制，是国家层面建立的缴费确定型职业养老金集合计划（Master DC Scheme）。NEST计划的资金收入由雇主缴费、个人缴费和财政补贴三大来源组成。缴费方式与比例方面，在职个人可通过雇主加入计划，雇主和雇员都可以向雇员个人的NEST账户缴费，其中雇员个人缴费由雇主从薪资中代扣代缴，雇主缴费、个人缴费和财政补贴全部计入雇员的个人账户。按照规定，目前NEST计划下雇主、雇员个人和财政补贴的最低缴费比例分别为3%、4%和1%，在最低缴费比例基础上，雇主和雇员个人也可以选择多缴。同时，自雇者可以个人名义参加NEST计划，缴费由个人承担并可以自行决定缴费频率与金额，但每笔缴费金额不能低于10英镑。

在2015-2016财年至2019-2020财年期间，NEST计划每年的资金缴费收入从4.2亿英镑快速增长至47.8亿英镑，同

时个人参与计划及缴费的积极性也越发强烈，个人年度缴费规模从 2018-2019 财年开始已超过雇主年度缴费规模。

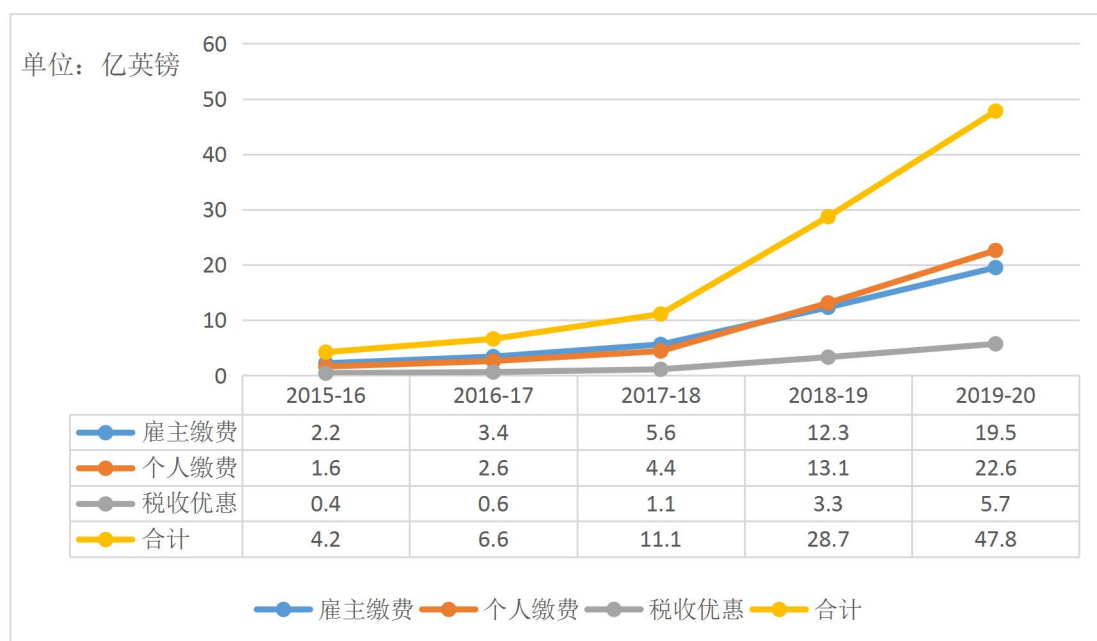


图 4 英国 NEST 计划 2015-2016 财年至 2019-2020 财年缴费收入趋势
 数据来源：英国 NEST 计划 2015-2016 财年至 2019-2020 财年年报，截至 2020 年 3 月 31 日。

随着时间的推移，NEST 计划中达到退休年龄的人数逐渐增加，养老金的领取规模也随之逐年递增，NEST 计划每年支付的养老金规模已从 2015-2016 财年的 360.8 万英镑迅速增长至 2019-2020 财年的 1.4 亿英镑。虽然养老金支付规模提升较快，但现阶段 NEST 计划每年获得的资金收入规模远超过支付规模，且由于采用信托结构并实行个人账户积累制，NEST 计划并不会发生计划资产无法支撑养老金支付的情况。

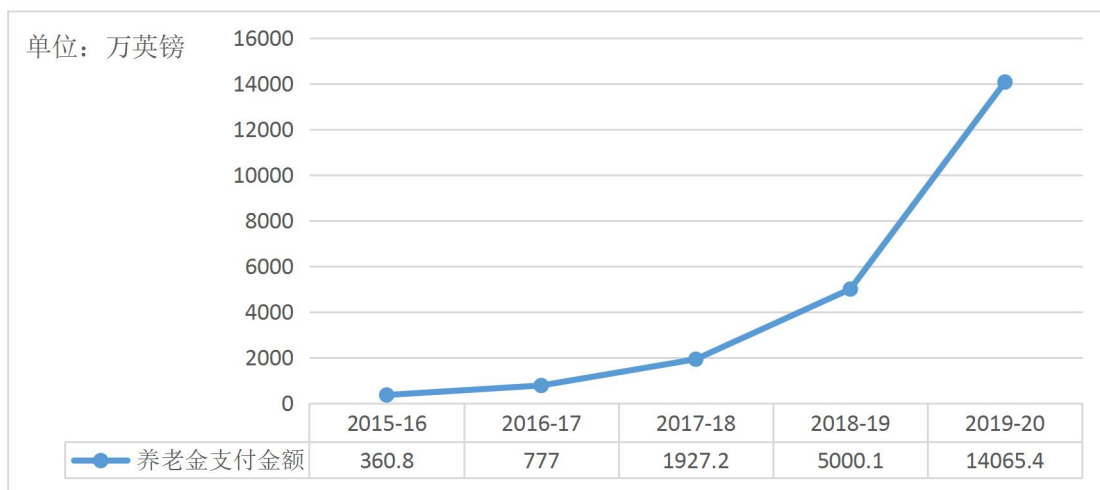


图 5 英国 NEST 计划 2015-2016 财年至 2019-2020 财年养老金支付情况
 数据来源：英国 NEST 计划 2015-2016 财年至 2019-2020 财年年报，截至 2020 年 3 月 31 日。

(三) 国家职业储蓄信托投资管理模式

NEST 计划主要采用以“产品+对外委托”的管理方式，NEST 公司针对计划参与雇主与雇员设计了不同的投资产品，通过投资产品募集缴费资金后将计划资产的绝大部分委托给外部投资管理人进行投资管理，充分利用市场的投资能力为计划资产进行长期投资。NEST 计划资产的投资管理分为两个层面，第一个层面是计划参与个人将缴费资金投资于 NEST 提供的投资产品（投资组合），第二个层面是 NEST 将投资产品（投资组合）中的资金进行投资管理，实现养老资金的长期增值。

1、投资理念与投资目标

NEST 公司专门制定了《NEST 投资准则》（Statement of Investment Principles, SIP），以确保 NEST 计划资产在投资管理过程中有规可循。《NEST 投资准则》对 NEST 公司如何管理计划资产提供了详细的指引且每三年更新一次，根据最新的投资准则，NEST 计划在 2020 年至 2023 年期间的主要投资目标是获取能够长期跑赢通货膨胀的投资收益。同时，

NEST 公司从治理方式、责任投资、资产配置、风险管理、外部投资人选择等多个方面形成了科学的投资理念，注重计划参与者的核心利益、关注责任投资的重要作用、坚信长期投资与多元化配置、遵循纪律严明的外部投资人选聘规则。

表 3 NEST 的投资理念

相关方面	理念
治理方式	良好的治理结构和资源充足的投资运作是保障参与人利益的最好方式
责任投资	作为长期投资者，将责任投资（ESG）融入投资管理过程能够有效优化风险调整收益
	注重股东权益、客户利益、员工权利与社会责任的公司能够为投资者带来更具持续性的长期收益
资产配置	应充分利用养老金的长期性特点建立相匹配的长期资产配置方案
风险管理	多元化资产配置与风险暴露是长期投资过程中进行风险控制的关键
外部投资人选择	纪律严明的外部投资人选聘规则对投资管理具有重要价值

资料来源：英国 NEST 计划 2019-2020 财年年报。

作为长期投资者，NEST 公司始终将责任投资作为 NEST 计划资产管理过程中的重要因素，相信坚守责任的公司将创造可持续的长期价值。在具体实践中，NEST 公司要求其外部投资管理人在管理 NEST 计划资产时将责任投资融入投资分析与决策过程。同时，NEST 公司也会定期监督外部投资管理人是否落实责任投资，并要求外部投资管理人每年通过报告形式汇报在责任投资方面的决策情况与决策方法。在 2019-2020 财年中，NEST 公司认为绿色债券市场将为计划参与者带来新的收益来源并指导外部投资管理人在投资管理过程中积极考虑绿色债券投资机会，以占据全球能源转型趋势的先机。

2、大类资产定义与划分

作为典型的具有个人投资选择权的职业养老金计划，NEST 公司需要将资源与精力重点投入到投资产品的策略管理与资产配置上，因此在后端采用了 FOF 与 MOM 相结合的投资结构。NEST 公司在完成大类资产定义与划分的前提下，根据每一只投资产品的策略与资产配置方案将该产品内的资金分配到不同的大类资产种类下，并通过对外委托的方式将每一大类的资产交由外部投资管理机构进行专向投资管理，外部投资机构则设立专门的投资组合对 NEST 公司委托的资金进行投资。

基于上述资产管理方式，NEST 计划将大类资产的定义、划分与外部投资人的选择进行了紧密结合，通过严格科学的外部投资人选聘规则将每一大类资产的投资匹配到最适合的外部投资管理机构。根据 NEST 的资产分类规定，其大类资产的定义与划分基于两个层面；在第一层面将资产分为现金、投资级债券、成长型信用市场、权益、实物资产、另类投资六大类型；在第二层面，现金定义为货币市场证券，投资级债券细分为固定利息金边证券、通胀挂钩金边证券和公共部分投资级债券，成长型信用市场分为新兴市场债券、全球高收益信用债和私募信用债，权益分为发达市场权益和新兴市场权益，实物资产分为直接持有、上市持有和基础设施股权，另类投资定义为大宗商品；第二层面的每种资产或投资方式将匹配对应的外部投资管理机构。

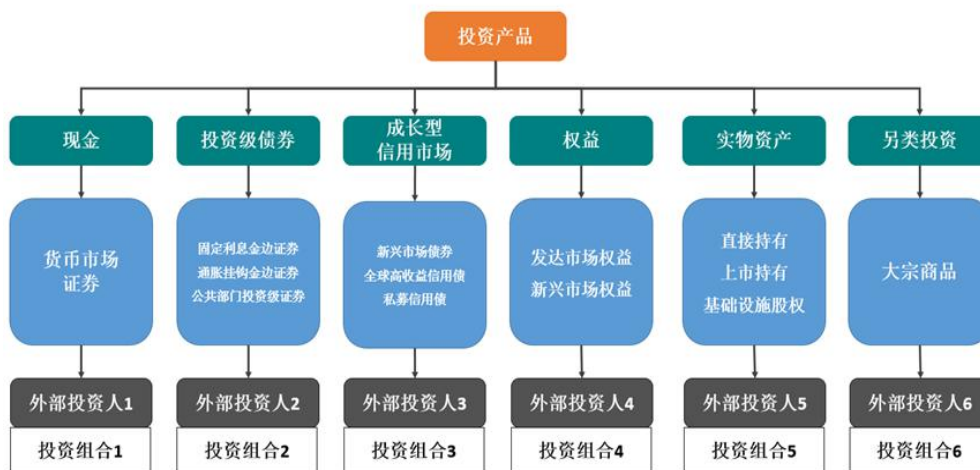


图6 NEST计划资产分配结构

资料来源：英国NEST计划2019-2020财年年报。

表4 NEST计划大类资产分类与对应的外部投资管理人的

第一层面 (大类)	第二层面 (种类与方式)	外部投资管理机构
现金	货币市场证券	东方汇理资产管理公司
		贝莱德
投资级别债券	固定利息金边证券	道富全球投资顾问
	通胀挂钩金边证券	道富全球投资顾问
	公共部门投资级债券	贝莱德
		蒙特利尔银行全球资产管理公司
		皇家伦敦资产管理公司
富国银行资产管理公司		
成长型信用市场	新兴市场债券	东方汇理资产管理公司
	全球高收益信用债	摩根大通资产管理公司
	私募信用债	东方汇理资产管理公司
		贝莱德
巴黎银行资产管理公司(荷兰)		
权益	发达市场权益	蒙特利尔银行全球资产管理公司
		汇丰银行全球资产管理公司
	瑞银资产管理公司	
新兴市场权益	北方信托全球投资公司	
实物资产	直接持有	法通保险投资管理公司
	上市持有	法通保险投资管理公司
	基础设施股权	对外委托招标中
另类投资	大宗商品	核心大宗商品管理公司

资料来源：英国NEST计划2019-2020财年年报。

3、总体资产分布

由于 NEST 计划采用了 FOF 与 MOM 相结合的投资结构，因此绝大部分计划资产均配置于外部投资机构开设的投资组合之中，截至 2020 年 3 月底，配置于外部投资组合的资产规模为 87.2 亿英镑，占计划投资资产的 90.3%。同时，NEST 公司按照投资产品的既定策略，通过外部投资组合实现了计划资产的大类资产配置，截至 2020 年 3 月底，外部投资组合的资产中，有 55.5%配置于权益资产、29.1%配置于债券、3.7%配置于现金、7.3%配置于不动产、4.4%配置于私募信用债。

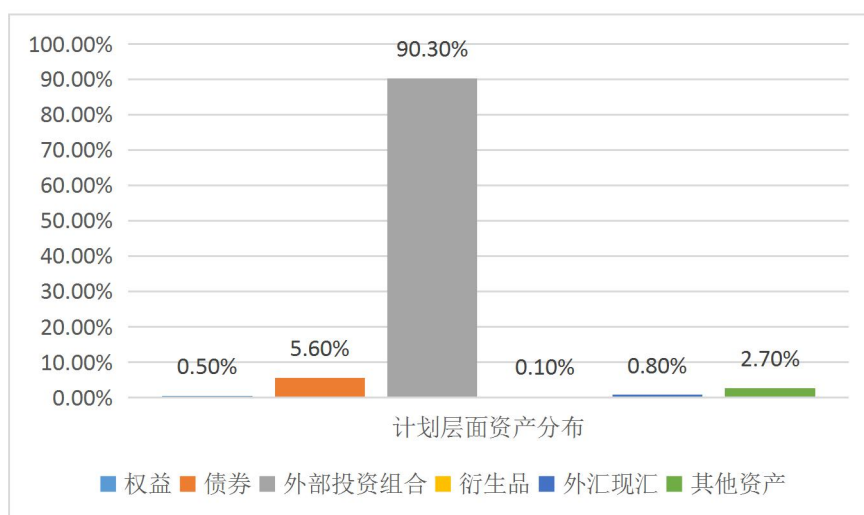


图 7 NEST 计划层面资产分布情况

数据来源：英国 NEST 计划 2019-2020 财年年报，截至 2020 年 3 月 31 日。

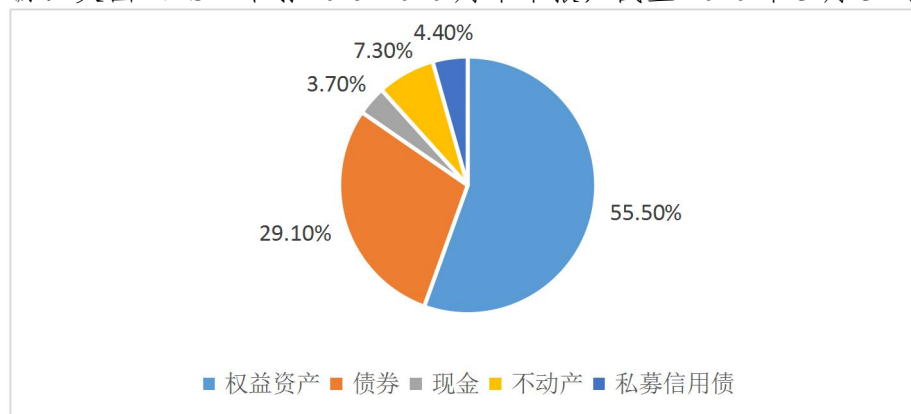


图 8 NEST 计划外部投资组合下的资产分布

数据来源：英国 NEST 计划 2019-2020 财年年报，截至 2020 年 3 月 31 日。

（四）国家职业储蓄信托的投资产品

为了满足计划参与个人不同的风险偏好、投资需求与年龄特征，NEST 构建了“1+6”的产品系列供投资者进行选择，同时设置了默认投资机制以确保计划参与个人账户内的资金得到充分合理的投资管理，获取足够的长期增值。“1”代表退休日期基金，是一种与参与个人年龄相匹配的投资产品，也是 NEST 计划的默认投资选项。“6”代表除退休日期基金外，NEST 提供的另外 6 只投资产品，分别为退休指引基金、道德基金、伊斯兰基金、高风险基金、临退休基金和低成长基金，用于满足具有特殊风险要求、道德标准、宗教信仰人群的养老金投资管理需求。

1、退休日期基金

退休日期基金的投资策略与美国的目标日期基金具有相似之处，通过构建下滑曲线来实现高风险资产与低风险资产之间的比例配置。不同的是，NEST 计划的退休日期基金在时间上又细分为基础、成长、巩固和退休后四个阶段，每个阶段具有不同的投资目标与风险控制约束，以求更好地为 NEST 计划参与人获取长期且充分的投资收益，最大限度提升参与人的退休收入保障。此外，退休日期基金按照年度频率设置了以不同退休日期为目标的子基金，截至 2020 年 3 月底，NEST 计划下共设有 50 只退休日期基金，目标退休日期从 2019 年覆盖至 2066 年，有将近 99% 的计划参与个人选择投资于退休日期基金，有超过 97% 的计划资产配置于退休日期基金之中。

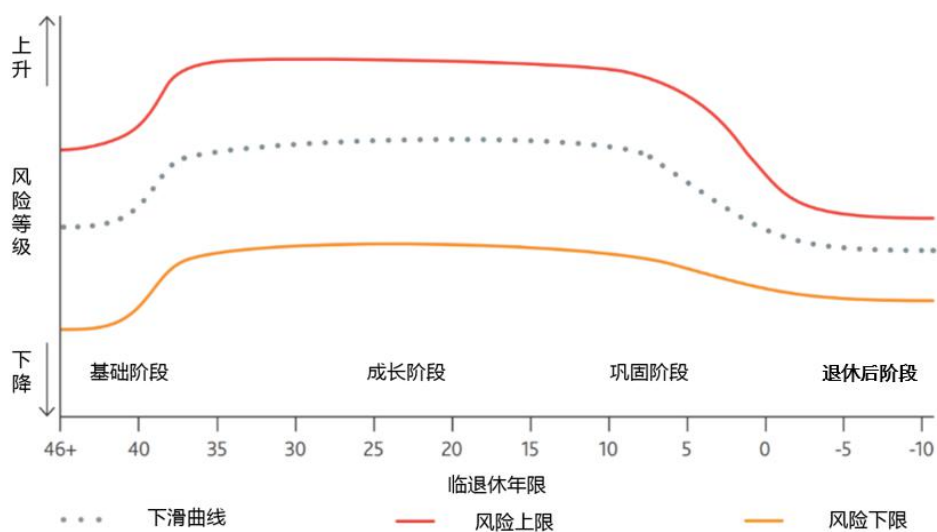


图9 NEST计划下滑曲线

资料来源：英国NEST官网。

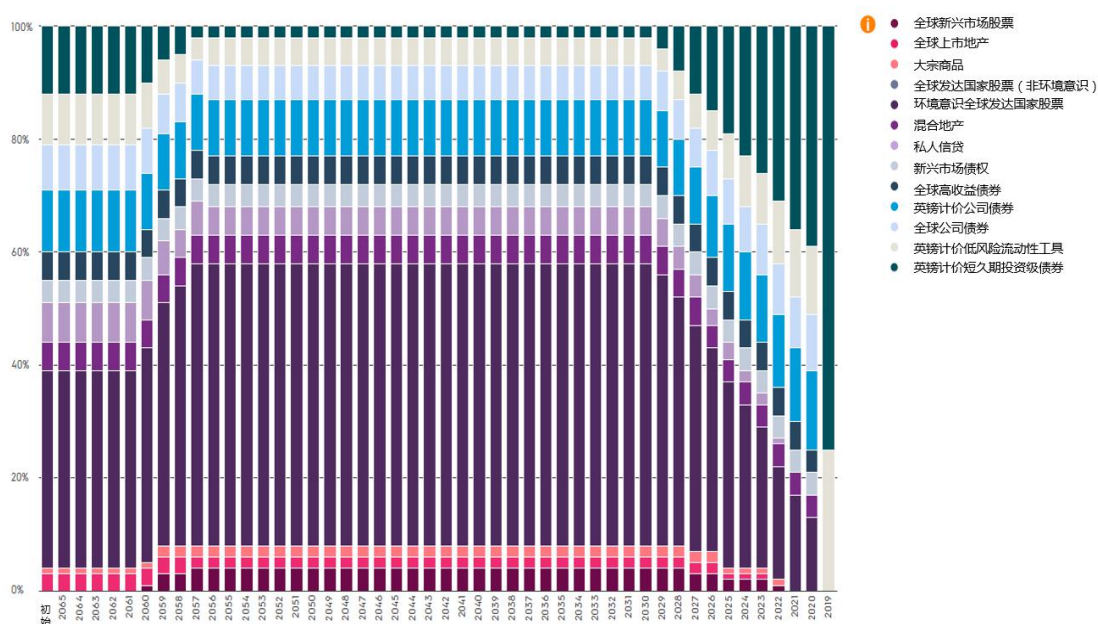


图10 NEST计划不同退休日期基金的资产配置现状

资料来源：英国NEST计划2020年3季度投资报告，截至2020年9月30日。

注：图10中“初始”的资产配置指退休目标日期基金开始运作时的最初资产配置。

表5 NEST计划退休日期基金各阶段目标

阶段	目标
基础阶段 (5年)	(1) 收益目标：费后收益与CPI增长率同步 (2) 风险目标：年化波动率维持在7%左右
成长阶段 (30年)	(1) 收益目标：费后年化收益率至少“CPI+3%” (2) 风险目标：年化波动率维持在10%-12%之间

巩固阶段 (10年)	(1) 2020年前达到退休日期的基金：做好充分的风险管理以确保投资者能够一次性领取免税部分资金 (2) 2020年后达到退休日期的基金：费后收益跑赢通货膨胀，且逐渐降低资产波动
退休后阶段	(1) 账户资产低于1万英镑：转入退休后日期基金，进行低风险投资，确保资产安全 (2) 年龄在60至70岁之间且账户资产高于1万英镑：转入退休指引基金，风险等级逐渐降低的同时尽可能提升收益

资料来源：英国 NEST 计划年报。

2、其他投资产品

➤ 伊斯兰基金

伊斯兰基金是针对穆斯林开发的、专门投资于符合伊斯兰教义要求的资产，该基金不会投资涉及酒、烟草、金融服务、色情、武器、猪肉制品、赌博、休闲/媒体、收取或支付巨额利息等领域的公司。由于伊斯兰基金的资产配置方法需遵循伊斯兰教义的规定，投资范围比较有限，资产集中度较高，相对 NEST 计划的其他投资产品具有更高的风险，其目标风险为 22% 的长期年化波动率。

➤ 高风险基金

高风险基金专门针对偏好高风险的计划参与个人开发，资产配置比照退休日期基金的成长阶段，但资产组合中的股票比例更高，基金风险、收益均高于退休日期基金的成长阶段。

➤ 道德基金

道德基金专门为注重社会责任投资的计划参与个人开发，以满足关心环境和社会公益的人群的需求，道德基金所有的投资均在道德框架的约束下进行，并基于人权和劳工权利、环境和生态、公司治理（反腐败、反受贿）、军备和武器、舆论等要求，筛选出符合标准的投资标的。

➤ 退休指引基金

退休指引基金是 NEST 计划在 2020 年 3 月新开发的投资产品，专门服务于退休后没有一次性全部领取养老金的计划参与个人。该基金既能够提供一定的流动性以便参与个人定期领取部分养老金，也通过配置部分高收益资产以提高参与个人退休后养老资产的成长性。

➤ 临退休基金

临退休基金专为即将退休的计划参与个人设计，主要满足于临退休人员未来的取现需求。

➤ 低成长基金

低成长基金针对低风险偏好的计划参与个人开发，只投资于短久期的固定收益资产，以保持资产的名义价值为收益目标。

四、启示与经验

（一）英国基本养老金的经验教训

从 1601 年的《济贫法》到如今的基本养老金，英国的基本养老金在四百多年间始终维持了现收现付机制，在缺乏资产端支持的情况下，缴费收入的高低、财政收入的充裕程度直接影响了基本养老金的支付能力、待遇水平及可持续性，也导致了英国基本养老金长期以来为国家财政带来隐性负担。也正是由于缺少资产对于负债的有效覆盖，自第二次世界大战后，随着国力的逐渐衰退，英国政府迫于财政压力对基本养老金进行了不断的改革与修补，致使基本养老金制度越发复杂及繁琐，基本养老金的待遇支付也始终维持在较低水平，引起了社会公众的长期诟病。

从英国的经验中可以看出，现收现付制的基本养老金运作模式具有较高的不确定性与不可持续性，我国应坚持社会统筹与个人账户相结合的基本养老保险制度，在负债端重点依托中央调剂机制平衡各省之间的养老金支付能力，在资产端继续做好基本养老保险基金和全国社会保障基金的投资管理，进一步提升资产端投资对于基本养老保险基金支付能力的支持强度，保障统账结合模式的高效运作。

（二）NEST 计划对我国养老金管理的启示

1、完善的公司化治理结构

NEST 从建立之初就采用了现代化的公司治理模式进行运作，作为计划的受托管理人，NEST 公司建立了从董事会到管理层、再到职能部门的完整治理结构，形成了覆盖投资、运营、风险、服务、合规、人事薪酬等各方面的规章制度。完善的公司化治理结构能够确保 NEST 公司的经营决策独立于政府部门及其他组织，保证其对于 NEST 计划的投资管理始终以参与个人的利益最大化为核心原则，赋予了其通过市场化薪酬机制不断提升员工水平、优化管理效率的竞争能力。

在我国，作为国家社会保障储备基金的全国社保基金由全国社会保障基金理事会（以下简称社保基金会）受托管理。同时，我国的基本养老保险基金自 2016 年底也正式启动市场化投资运营，各省陆续将部分基本养老保险基金资产委托给社保基金会投资运营。一直以来，社保基金会积极推动自身治理水平与管理能力的不断提升，对全国社保基金和基本养老保险基金的长期稳健增值做出了重要贡献。建议在今后

全国社保基金和基本保险基金的管理过程中，可尝试借鉴英国 NEST 计划的现代化公司运作方式，以进一步提升养老金的长期增值能力：一是在投资管理上进一步强化策略决策与风险控制的独立性，以确保正确的长期投资策略能够得到充分的执行；二是在薪酬激励方面要充分采用市场化的安排以稳定骨干队伍、吸引优秀人才，从而保障养老金管理专业能力与创新能力的可持续发展。

2、“自动加入”机制与产品化投资模式

NEST 计划依托于“自动加入”机制，在短期内规模得到迅速发展，并通过“前端个人产品+后端委托管理”的投资管理模式实现了个性化的养老金投资。在参与人数高速增长的情况下，通过将 90%以上的计划资产在后端配置于外部投资组合，NEST 公司能够将资源与精力重点投入到前端个人投资产品的策略研发、管理与资产配置环节，以确保 NEST 计划的养老金投资能够以参与个人的利益为核心出发点。通过上述产品化投资模式，NEST 公司为计划参与者提供了丰富且适合的养老金投资方案，能够有效匹配个人的生命周期、风险偏好与宗教信仰；在底层资产投资上，NEST 公司通过委托投资有效利用了外部投资管理机构在各类资产领域的专业投资能力，实现了后端资产的集中化投资，与个人投资产品的资产配置形成了高效匹配。

作为我国多层次养老保险体系中的第二支柱，年金制度已初步建立完备的制度框架，年金市场运作不断规范成熟，对提升我国居民的养老保障水平起到了重要作用。但一方面，企业年金计划目前仍由企业自主建立、职工自愿选择是否参

加，不利于企业年金覆盖面的进一步扩大；另一方面，年金计划暂未开放个人投资选择权，而是由企业事业单位统一决策、统一进行组合管理，养老投资个性化程度有待提高。建议借鉴英国的“自动加入”机制和 NEST 公司产品化资产配置与投资管理方式，一是考虑尝试“自动加入”机制来提高企业年金制度的参与率与覆盖面，并开放一定的个人投资选择权，引入与年金参与人年龄、风险偏好的更为匹配投资产品，提升养老金投资管理的个性化程度与适合性。

3、公开透明的信息披露机制

NEST 具有高度公开透明的信息披露机制，每个财年结束后会通过 NEST 公司和 NEST 计划两个年报详细披露公司及计划在过去财年中的运营情况，包括公司治理结构与成效、计划参与情况及资产规模、投资产品策略及表现、投资风险暴露程度、公司及计划财务报表、董事会成员及员工的薪酬水平、外部管理机构情况等各方面内容。同时，NEST 公司也会按季度披露各投资产品的资产配置与业绩表现，以便于社会公众及时掌握 NEST 计划的投资运作状况。通过高效的信息披露机制，NEST 计划能够受到社会各界的广泛监督，良好的透明度也提升了社会公众对于 NEST 计划的信任程度，起到了效果显著的宣传作用，推动了 NEST 计划自身的快速发展。

随着我国多层次养老保险体系不断健全，我国养老金投资管理的信息披露机制也持续完善；社保基金会除每年以年度报告的形式披露全国社保基金和基本养老保障基金的整体运作情况之外，也会动态披露与基金运作有关的重要事项；

人社部每季度会定期披露企业年金与养老金产品运作的数据摘要，各年金基金管理机构也会按照规定披露自身年金基金的管理情况。为了有效强化我国养老金管理的公众监督机制，建议在我国养老金的管理过程中可引入 NEST 的信息披露经验，尝试进一步提升信息披露的深度与广度，帮助社会公众更好地了解基本养老保险基金、年金基金和全国社会保障基金等养老金的专业化运作细节，增强社会各界对于养老金管理主体的信任程度与监督水准，从而提升养老金的管理能力。

参考文献

- [1] Pensions in The National Accounts, 2018, “ A Fuller Picture of The UK’s Funded and unfunded Pension Obligations:2010 to 2015 ”, *Office for National Statistics*.
- [2] UK National Accounts, 2020, “The Blue Book:2020”, *Office for National Statistics*.
- [3] Public Expenditure, 2020, “Statistical Analyses”, *HM Treasury*.
- [4] HM Revenue & Customs(HMRC) Tax Receipts & National Insurance Contributions, 2020, *HM Revenue & Customs and Office for National Statistics*.
- [5] Annual Report and Accounts of National Employment Savings Trust Corporation, 2015 to 2020, *NEST Corporation*.
- [6] Annual Report and Accounts of National Employment Savings Trust Pension Scheme, 2015 to 2020, *NEST Corporation*.
- [7] Nest Quarterly Investment Report,2020, *NEST Corporation*.
- [8] Effective Competition in Non-Workplace pensions, 2019, *Financial Conduct Authority*.
- [9] Funded Occupational Pension Schemes in The UK: October to December 2020, 2020, *Office for National Statistics*.
- [10] 李贵强, 2014:《英国国家养老金的发展历程及其启示》,《科学社会主义》(双月刊)2014年第1期。
- [11] 博时基金, 2015:《英国养老金改革介绍及其对我国的借鉴》, 中国证券投资基金业协会。

【本文由交银施罗德基金管理有限公司夏华龙、刘喜勤、季晟供稿，中国证券投资基金业协会李娜、杨海燕、胡刚伟审校】