



(2019 年第 19 期，总第 123 期)

中国证券投资基金业协会

2019 年 8 月 8 日

公共养老金与私人养老金投资的 国际经验研究

【编者按】通过投资运营实现养老金的长期保值增值，是养老金管理的基本目标。在人口老龄化的背景下，如何发挥长期投资作用，让养老金“钱生钱”、“利滚利”，提升养老金体系的可持续性，更显紧迫。境外开展养老金投资管理已有数十年，投资收益已成为养老金资产的重要组成部分。研究表明，境外养老金投资管理的基本经验是根据公共养老金、私人养老金的制度定位、投资目标，并结合本国金融市场的发展水平，设计与其相适应的投资模式，建立专业化的投资运营体制。当前，我国正处于全面开展养老金投资管理的起步期，本文希望通过分析境外养老金投资情况和成因，在制度体系、投资支持、市场竞争、监管安排等方面，对建设完善我国养老金专业化投资运营环境提供有益参考。

一、境外养老金投资总体情况

总的来说，一国养老金投资的整体安排取决于三个重要因素：制度定位、投资目标和金融市场发展情况。这三个因素共同影响了一国养老金投资的投资模式和资产配置。

（一）公共养老金投资

“政府保障、全面覆盖”的制度定位使公共养老金一般采取集中投资的模式。公共养老金在制度上由国家财政兜底，政府是唯一最终责任人，因此风险收益目标具有单一性，并且公共养老金覆盖面较广，资金一般统一管理，所以适宜集中投资运作。

在公共养老金的运营中，政府实际参与到公共养老金的投资环节并对投资结果承担责任。因此，政府通过精算模型或以其他方式确定公共养老金的投资目标，并直接或委托投资管理机构结合金融市场情况进行资产配置。除了可投资资产种类以及各类资产的长期风险收益特征之外，市场容量、流动性等也是考量公共养老金投资的关键因素。

（二）私人养老金投资

各国公共养老金普遍无法承担养老金收支压力，因此发展私人养老金投资是国际趋势，有利于分担养老支出压力，增强养老金体系的韧性，适应个体化差异。2017年，在36个OECD国家中，至少有24个国家建立了私人养老金体系。¹

在私人养老金的运营中，政府的主要职责是做好制度建设，履行服务和监管职能。针对有效监管的条件和原则，OECD指出，

¹资料来源：OECD. “Pension at a Glance”. 2018.

私人养老金的成功运营离不开运作良好的资本市场和金融机构；私人养老金的制度设计应当恰当、透明地对待不同的运营主体，支持低成本、高效的养老金安排；应当全面、动态地实施监管规则，以确保养老金计划的健全、保障参与人的权利，但不应对养老金市场、运营主体或雇主施加过多的负担。²

“自担风险、各负其责”的制度定位决定了私人养老金一般采取分散投资的专业化运营模式。私人养老金由企业和个人对投资结果负责。由于投资目标、风险偏好等个体差异大，适宜由专业金融机构进行市场化竞争，提供差异化的投资选择。同时，本着“谁负责，谁决策”的原则，投资选择权一般属于承担投资风险的企业或个人。

金融市场的发展状况和市场主体的成熟程度是影响私人养老金投资的重要因素。一是金融工具的丰富程度影响了私人养老金的投资范围；二是监管机构通过规定投资范围和投资限制控制私人养老金投资节奏，使之适应资产管理机构的投资能力和市场容量。例如，1981 年智利建立私人养老金制度之时，国内资本市场发展不健全，资产管理行业刚刚起步。私人养老金基金投资范围最初仅限于固定收益类资产和其它公司发行的养老基金份额，1985 年放开股票投资，上限为 30%；1990 年允许配置投资基金，上限为 20%；此后随着资本市场的发展，养老金投资范围不断扩大，各类资产投资上限也不断放宽。**三是**投资选择的提供需要与投资者的经验和能力相适应。往往居民金融素养较高、金融服务机构较成熟的国家提供给私人养老金计划

²资料来源：OECD. “OECD Core Principles Of Private Pension Regulation”. 2016.

参与者的选择也较多。

二、公共养老金的投资安排

（一）投资理念

投资理念旨在表明对风险和收益的观点。风险和收益如影随形，承担相应风险是取得收益的前提。部分国家，如加拿大和瑞典，在给定风险水平的前提下追求投资收益最大化；另一些国家，如日本，在给定的收益率目标下追求风险的最小化（表1）。

表 1：部分国家公共养老金投资理念

国家	投资理念
加拿大	不过度承担风险的前提下实现投资收益最大化。
瑞典	在可接受的风险水平下，尽可能提高基金的投资收益率，以保持收入养老金的财务平衡，降低自动平衡机制被启动的风险。
日本	为稳定养老金事业运营，专门为被保障人的利益，从长期的观点出发，以最低限度的风险来确保养老金财政上必要的收益率。

资料来源：各国公共养老金年报

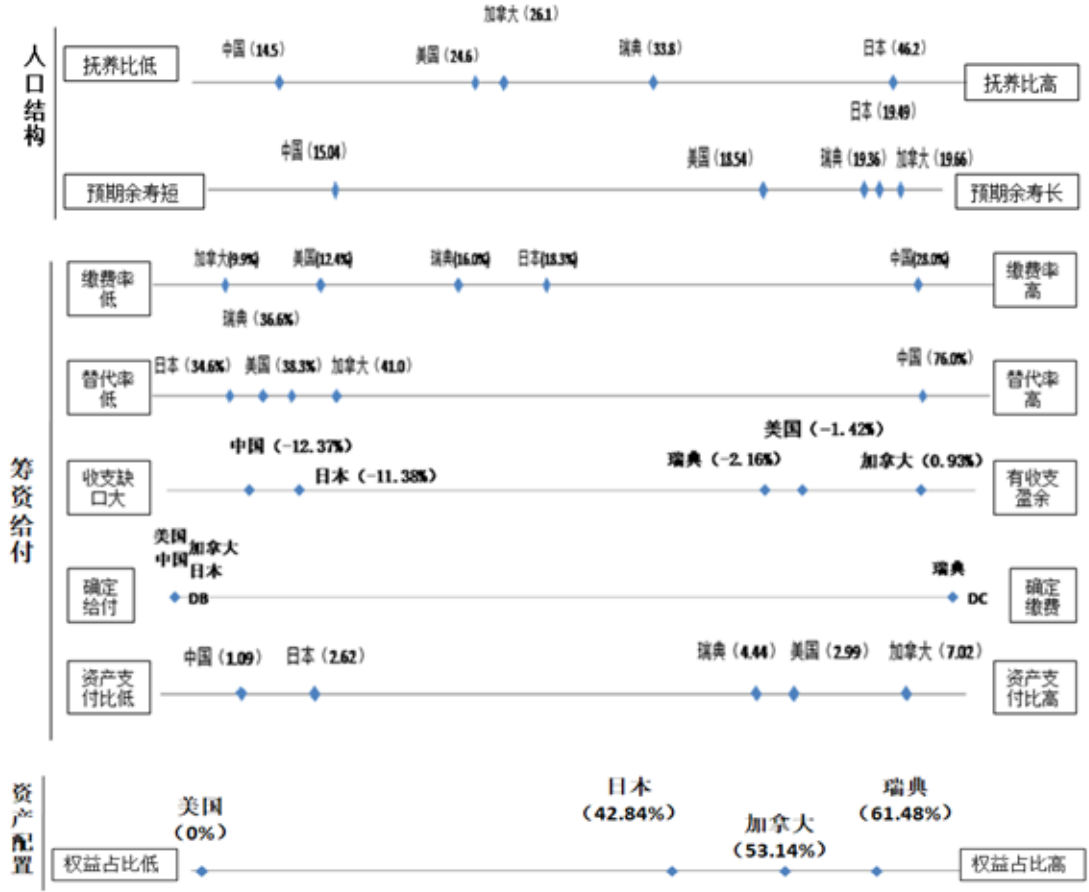
（二）投资目标

投资目标一般定义为某个投资期限内的收益率目标（以及相关风险）。投资目标的制定通常建立在资产负债管理的框架下，需综合考量当前养老金资产规模，由人口结构和筹资给付制度决定的收支情况，以及财政补贴的意愿和能力等因素。同时，投资目标指导下的投资结果也反作用于基金的财务状况。

下图系统总结了本文选取的典型国家公共养老金体系的特

点，这些因素共同影响公共养老金投资目标的制定：

图 1：典型国家公共养老金体系特点



注：1、人口抚养比指每 100 名工作年龄人口（20 岁-64 岁）所对应的老龄人口（65 岁以上）数量。数据来源：OECD。2、预期余寿为 65 岁后的预期余寿。数据来源：OECD。3、缴费率数据来源：中国人力资源和社会保障部及其它各国公共养老金年报。4、养老金替代率指毛替代率（gross replacement），下同；数据来源：OECD。5、收支缺口指养老金支出与缴费收入之间的差额除以当年末基金资产，财政补贴和投资收益不纳入考虑；日本数据为 2014 年精算预估的 2017 年收支缺口与资产金额之比。加拿大数据为 2015 年精算预估的 2017 年收支缺口与资产金额之比。其余各国为 2017 年实际数据。数据来源：各国公共养老金精算报告或年报。6、资产支付比指基金累计余额占下年度支出的比率。加拿大资产支付比为 2015 年末精算预估的 2017 年资

产支付比。数据来源：CPP 年报和 CPP 精算报告。其余各国资产支付比为各国养老金 2016 年末的总资产除以 2017 年的总支出。数据来源：各国公共养老金年报。7、权益资产占比为 2013 年至 2017 年 5 年间权益资产占比的平均数；数据来源：各国公共养老金年报。中国证券投资基金业协会养老金小组整理。8、瑞典公共养老金包括现收现付制的收入养老金和完全积累制的补充养老金；为了方便比较，此处仅采用收入养老金数据。

首先，公共养老金的资产负债情况越好，其风险承受能力和收益目标越高。与加拿大这种人口结构年轻化的移民国家相比，虽然日本缴费率更高，但因社会老龄化程度较高，抚养比高，收支缺口较大，同时日本公共养老金可投资资产相对规模较小，因此风险承受能力要弱于加拿大 CPP。为维持公共养老金的收支平衡，日本一直通过财政补贴为公共养老金输血，但财政已不堪重负，收支缺口由年金积立金负担的部分逐渐增加。³据此，日本公共养老金设定的投资目标也低于加拿大 CPP。2014 年日本公共养老金投资的长期收益目标为高于工资增长 1.7%，而加拿大 2018 年初公布的长期预期收益为不低于 CPI+3.9%；从二者过去 5 年（2013-2017）的实际投资情况来看，日本年金积立金的投资也更为保守，其权益类资产投资比例低于加拿大 CPP。

4

其次，通过筹资给付方式的设计，能够增加支出弹性，以有效促进资产负债平衡，增加承担风险的能力。以瑞典为例，

³虽然日本缴费率高于加拿大，但缴费收入与养老金支付之间仍存在一定缺口，收支缺口由政府财政支出与年金积立金共同负担。根据长期测算，年金积立金负担部分将逐渐增加，到本世纪 80 年代约占公共养老金支出的 20%。资料来源：年金积立金管理运用独立行政法人，《GPIF 平成 29 年度业务概况书》，2017。

⁴2014 年 10 月，安倍政府为推行“安倍经济学”，提高了年金积立金的股票持仓，把基准组合中，国内外股票合计占比由 24%上调至 50%。在此之前，年金积立金配置权益类资产的比例更低。

虽然其在抚养比、资产支付比和收支缺口等方面条件都劣于加拿大，但其 4 只国民养老基金长期实际收益率目标⁵和过去 5 年的平均权益资产配置比例都高于加拿大，原因在于瑞典公共养老金在制度设计上将其支付水平与养老基金财务状况挂钩，实现自动调整，以缓解养老金支付压力。具体来看，相比于其他国际 DB 型现收现付制，瑞典的 DC 型现收现付制下，个人待遇取决于个人名义账户的积累。如果基金遭受损失，导致养老金整体资产小于负债，将触发自动平衡机制，降低个人名义账户的名义收益率和养老金增长率，从而降低养老金支出，缓解财政困境。⁶

最后，投资目标的设定是适应资产负债条件的结果，投资结果也反作用于基金的财务状况。美国和加拿大人口结构相似，先后于上世纪 90 年代进行部分积累制改革，1997 年加拿大开始改革时两国公共养老金资产支付比相近。美国公共养老金投资以追求安全性、流动性为主，全部投资于定制化国债；而加拿大在不过度承担风险的前提下以收益最大化为目标，进行了积极的、多元化的资产配置。在不同的投资理念和风险收益目标指导下，加拿大虽然缴费率更低，但凭借更高的投资回报，基金资产能够维持更长期限的养老金支付，并可将现行缴费水平和不低于 5 的资产支付比维持到 21 世纪末。⁷而美国公共养老金则被预测将于 2035 年枯竭。⁸

⁵瑞典 4 只国民养老基金长期实际收益率目标在 4%-4.5% 之间。

⁶受 2008 年金融危机影响，2010 年瑞典政府首次启动自动平衡缩减程序，此次平衡期结束于 2018 年。

⁷资料来源：Office of the Chief Actuary. “29th Canada Pension Plan Actuarial Report as at 31 December 2015.” 2018.

⁸资料来源：The Board of Trustees, Federal Old-Age and Survivors Insurance and Federal Disability Insurance Trust Funds. “The 2018 Annual Report of the Board Of Trustees of the Federal Old-Age and Survivors Insurance and Federal Disability Insurance Trust Funds”. 2018.

（三）运营模式

除瑞典引入独立核算的 5 只国民养老基金共同管理公共养老金外，境外国家公共养老金的投资大都由特定管理机构集中进行投资管理。投资管理主体包括三类：**第一，政府部门。**如英国国家保险基金（NIF）的管理涉及 7 个政府部门⁹，其中国债削减委员会（CRND）在财政部（HM Treasury）的指导下进行盈余资产的投资管理。**第二，政府指导下的投资机构。**如日本年金积立金由厚生劳动省的“评估委员会”制定基金的中期投资目标并评估每年的投资情况，提名董事长；由具有行政法人地位的政府养老金投资基金（GPIF）负责投资运作。**第三，完全独立于政府部门的投资机构，**如加拿大养老基金投资公司（CPPIB）。

OECD 认为，加拿大等国家公共养老金的独立治理模式与由政府或社会保障机构直接控制的综合治理模式相比，具有一些重要的优势。**一是**基金管理受到的政治干预较少。**二是**具有更明确的投资任务和目标，除基金投资外不用负担任何其他政策目标。例如，在独立治理模式下，管理机构不负责征收缴款和福利支出。**三是**管理机构活动的透明度更高，问责机制更有效。由于专注于投资，管理机构的表现比较容易衡量。**四是**比社会保障机构更容易吸引合格的投资专业人士。一个独立的管理机构可以适用与社会保障机构不同的工资标准，也可以避免后者的许多官僚程序。¹⁰

但 OECD 也指出，独立治理模式的一个或有缺陷是，投资管

⁹7 个政府部门是：皇家税收与关税局，就业及养老金事务部，商业、能源和工业战略司、政府精算部，国家审计总署，财政部，国债削减委员会。

¹⁰资料来源：OECD. “Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries”. 2008.

理与社会保障系统的精算和支付功能分离。¹¹

（四）投资范围和投资限制

投资范围方面，有的国家限定保守、单一的投资品类，例如美国和比利时的公共养老基金受法律限制只能投资于政府债券。更多国家将多元化的资产类别纳入了投资范围。

从公共养老金的投资限制来看，其重点一是防止公共养老金直接控制私人企业，二是防止投资太过集中。例如，爱尔兰公共养老金被禁止控股任何公司，或持有可能使其寻求公司控制权的投票权。针对瑞典公共养老金的相关法规规定：投资于同一发行人/同一发行人集团的金额不得超过基金资产的10%；持有在瑞典上市公司的股份不得超过总市值的2%；每只基金在任何一家上市公司中所持投票权不得超过10%。

（五）资产配置和投资业绩

从实际资产配置来看，公共养老金由于受到现收现付制的影响，资产配置相对保守。2015年末，有数据的18个OECD国家的公共养老金平均57.2%的总资产投资于固定收益类资产和现金，29.3%投资于上市股票，13.5%投资于另类投资（包括对冲基金、房地产、非上市基础设施、私募股权和自然资源等其他资产）。其中，美国、西班牙、保加利亚和比利时的公共养老基金全部投资于固定收益类资产或现金。但一些投资期限较长的基金，如挪威、澳大利亚、加拿大和新西兰的公共养老金将更多资金配置于高回报资产（如另类投资和股权），投资于固定收益类资产和现金的比例则在40%以下。此外，公共养老金在一定程度上进

¹¹同上。

行了全球配置。根据OECD报告，7个国家¹²反馈持有海外资产。其中，智利的“养老储备基金”和挪威的政府养老基金“Global”全部资产都投资于海外。¹³

OECD数据显示，20个国家的26只公共养老基金在2011-2015年期间均取得了正实际收益，跑赢通货膨胀。**资产配置差异基本解释了各国公共养老基金收益差异。**新西兰超级年金、瑞典AP1-AP4、加拿大储备基金和澳大利亚未来基金等权益类和另类资产配置比例较高的公共养老基金均拥有强劲的五年度实际回报率。¹⁴

三、私人养老金的投资安排

（一）运营模式

私人养老金可分为职业养老金（第二支柱）和个人养老金（第三支柱）。¹⁵二、三支柱的有效联动是私人养老金运营的重要环节。例如，美国允许职业养老金计划与合格的IRA计划互相结转（rollover）。这样，雇员在转换工作或退休时可以将原单位个人名下的职业养老金资产转移到新单位的养老金计划或个人账户，而不用支付额外的税收，有利于资产保值增值。

不同于公共养老金一般由特定机构集中运营和投资，**私人养老金一般由各类金融机构市场化、专业化运营。**此外，也有国家政府在市场化的同时，通过引入中央平台的形式参与私人养老金的运营。例如，日本和新西兰政府都建立了个人养老金平台，对缴费、投资、领取等环节进行统一管理。¹⁶英国政

¹²智利、新西兰、加拿大、瑞典、日本、葡萄牙、挪威。

¹³资料来源：OECD. “Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds, 2016”. 2018

¹⁴资料来源：OECD. “Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds, 2016”. 2018.

¹⁵也有部分国家不区分第二、第三支柱。

¹⁶新西兰政府 2007 年建立个人养老金平台 KiwiSaver，采用自动加入机制，自动加入后员工可选择退出。2017

府设立的职业养老金平台NEST与其它私人养老金计划运营商共同参与市场竞争,提供低费用的养老金服务,对私人部门提供的服务进行调节和补充。¹⁷国家建立统一运营平台的优势在于把固定支出高、具有规模效应的收费记账等功能与投资功能区隔,前者依赖非盈利的公共服务,后者交给市场化机构;并且国家能够代表参与者利益与投资管理人协商价格,从而降低总成本。

私人养老金的投资管理机构可分为两类:**第一,专设养老金管理公司。**例如,智利、墨西哥、秘鲁等拉美国家要求建立以运营养老金为唯一目的的专业机构。**第二,现有金融机构在满足监管要求的前提下提供养老金产品或资产管理服务。**包括美国、加拿大、英国、德国、澳大利亚、新西兰、日本在内的众多国家都可通过不同类型的金融机构为个人建立私人养老金计划,提供投资服务。制度上并未限制各类金融机构公平参与,但从结果看,市场选择导致各国占主导地位的机构/产品类型不同,比如美国私人养老金开户渠道以非银金融机构为主,持有资产以共同基金为主;而德国私人养老金计划购买的产品以保险合同为主,但在全球经济下行、收益率过低的现实情况下,德国政府开始重视资本积累制、重视投资增值在养老金体系中的作用,私人养老金逐渐向多元化的资产配置转型。

(二) 投资选择

1、投资选择权

年KiwiSaver对劳动人口的覆盖比例达到73%,截至2019年1月,KiwiSaver有27家注册计划提供商,包括银行、保险、资产管理公司等。日本2001年推出个人养老金iDeCo,由参与者自行向国家养老金基金联合会缴费,由联合会与金融机构签订契约,设计产品,参与者自行选择产品后资金由金融机构进行管理。

¹⁷在英国,为了配合2008年《养老金法案》关于雇主有责任为所有符合条件的员工办理“自动加入”合格养老金计划的规定,为雇主提供便利,政府建立了独立运作的非盈利机构国家职业储蓄信托(NEST)。但国家职业储蓄信托并非“自动加入”的指定计划,而是与市场上其他服务商提供的私人养老金计划共同存在、公平竞争。NEST收取0.3%的年管理费,并对每次新缴费收取1.8%的费用。

私人养老金投资选择权的归属遵从“谁负责，谁决策”的原则。第二支柱方面，给付确定型（DB）的职业养老金由雇主对投资结果负责，一般也由雇主选择投资管理机构或养老产品，甚至自行投资。而缴费确定型（DC）的职业养老金虽然一般由雇主指定投资管理机构，但在部分国家，个人在具体产品/投资工具的选择上逐渐获得一定话语权。这与监管部门的推动分不开。以美国为例，《雇员退休收入保障法》规定：养老金计划发起人首先必须决定DC计划资产是由养老金计划发起人还是由受益人进行投资。若是养老金计划发起人进行投资，其就对投资决策产生的后果承担责任；若是由受益人自己投资，则由受益人对投资决策产生的后果承担责任；在受益人做出错误投资决策时，可以免除养老金计划发起人的责任。这个规定激励了计划发起人将投资决策权下放到个人。第三支柱方面，普遍赋予个人投资选择权，体现在个人对资产管理机构、养老金融产品、投资方案工具等一系列选项的自主决策上。

2、投资选项

各国为私人养老金投资提供了丰富程度不同的金融工具，可分为三个层次。一是少量受到严格限制的资管产品。智利等拉美国家和部分中东欧国家严格限制养老金管理机构能够提供的产品数量和类型。在智利，每家养老金管理公司提供A、B、C、D、E五支具有不同投资组合、风险水平和投资回报的投资基金，监管机构对于基金的命名、每支基金可投资权益类资产的比例、不同年龄的参与者能够投资什么类型的基金都有严格限制。二是规范化、多元化的资管产品。多数国家允许私人养老金

投资不同类型的金融机构提供多元化的资管产品，但需满足一定监管条件。以德国的里斯特计划为例，根据法规，里斯特产品包括保险合同、银行储蓄合同、基金储蓄合同和里斯特住房储蓄合同等多种形式，但所有产品必须满足六条统一认证标准¹⁸，并且经政府审批通过才能发行；产品提供商必须使用相同的产品信息表，以增强产品之间的可比性。三是除资管产品之外，也可以直接投资股票、债券等基础资产。美国、加拿大、英国、澳大利亚等国家属于这种类型。

3、辅助选择机制

投资顾问和默认投资选择能够辅助个人投资者进行决策。根据ICI调查，69%的持有传统IRA账户的美国家庭表示他们有明确的投资计划，上述家庭的66%表示专业理财顾问是他们获取投资建议的主要渠道。¹⁹而默认投资选择是指当参与人因某些原因未能做出养老金投资决定时，他所加入的养老计划的受托人/服务提供商代表他选择的投资方案。美国、英国、新西兰、香港、爱沙尼亚、智利等多地提供了默认投资选择。

合理设置默认投资选项有助于帮助投资者克服“惰性”和“选择困难”，引导将长期养老资金投资于长期投资策略产品。例如，美国2006年推出默认投资选项（QDIA）后，DC计划参与者极端化配置的情况逐渐得到了改善，资产配置趋于合理。图2-图5展示了这一变化过程：QDIA推出前，美国私人养老金计划参与人的资产配置呈两极分化状态，大部分参与人把所有资产都

¹⁸六条标准是：（1）必须保证相当于所有缴费和政府补贴总和的最低终身支付。（2）养老金支付不得差别对待男性和女性参与者。（3）开始支付养老金的时间不得早于参与人达到60周岁（2012年以后的合同支付时间不得早于62岁）。（4）产品提供商必须披露各项费用、风险和不同选项的年化收益率。（5）产品提供商必须在5年内摊销新业务和渠道建设支出。（6）合同可以在每季度末被取消或暂停，但不允许抵押。

¹⁹资料来源：ICI. “Survey of IRA Owners”. 2017.

投资于股票等权益类工具；而另一些人把所有资产都配置在货币市场基金、存款等固定收益工具上，并且多数人从不进行投资组合调整。这一状态在2000年-2005年改变甚微。2006年QDIA推出后，投资者行为发生了迅猛改变，极端配置的情况大大减少，权益资产投资比例呈现随年龄递增而递减的趋势，更加符合不同生命阶段的风险承受能力。这种改变与2006年《养老金改革法案》推出默认投资选项（QDIA），将目标日期基金等纳入默认投资选项是密不可分的。²⁰

图 2：2000 年 6 月 30 日权益配置 图 3：2005 年 6 月 30 日权益配

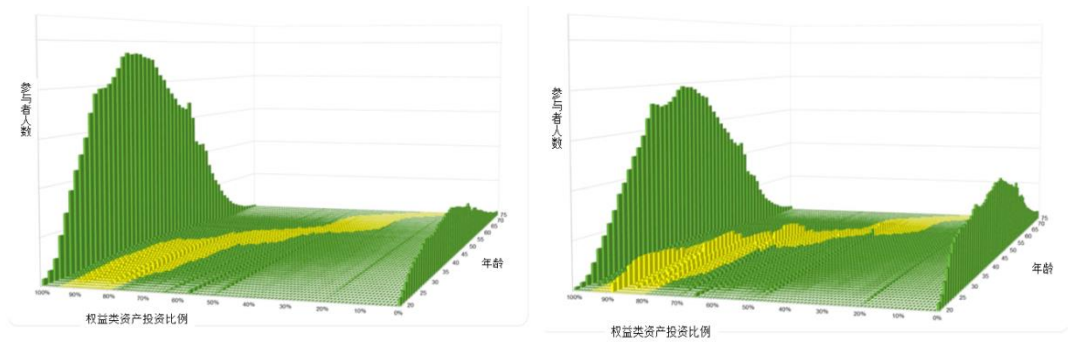
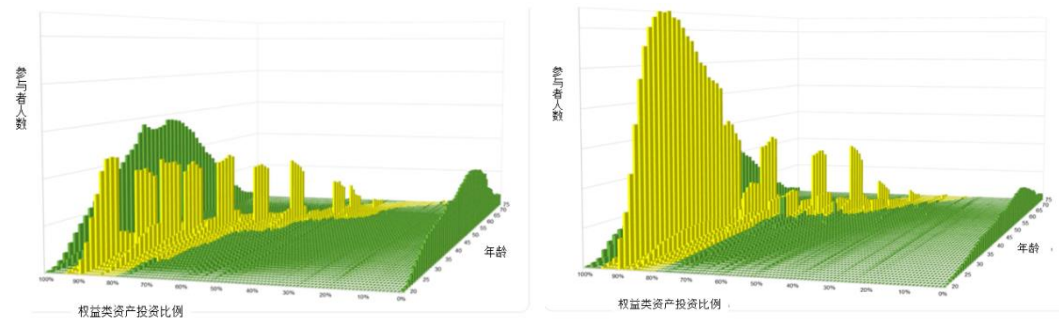


图 4：2010 年 6 月 30 日权益配 图 5：2015 年 6 月 30 日权益配置



由于默认投资选项在保护投资者中的积极作用，国际养老金监管组织（IOPS）呼吁各国养老金监管部门鼓励默认投资选

²⁰富达国际，“美国目标日期基金(TDFs)的成功及演进：富达的领导及创新”. 2019.

项的设置。²¹在实践中，默认投资选项有四种类型：一是主要投资于债券等低风险资产的保守型基金；二是提供本金或收益保障的保障型基金；三是平衡基金；四是目标日期基金。IOPS认为选择哪种类型的产品应该综合考虑设置默认投资选项的目的、参与者的人口特征、投资目标、流动性要求等因素。OECD则建议将目标日期基金作为默认投资选项，以降低出现极端不利投资结果的可能性。²²

（三）投资范围和投资限制

私人养老金计划投资范围较广，既包括现金和储蓄、债券、股票、公募投资基金，也包括私募投资基金和未上市股权，甚至在一些国家包括房地产和贷款等。²³

除8个国家²⁴没有对各主要资产类别的投资比例进行限制外，各国普遍对养老基金的大类资产投资比例有限制。多数国家对权益类资产设置了投资上限²⁵，对未上市股权投资的限制尤为严格。一些国家对不同类型的计划设置了不同股票资产投资上限。例如在韩国，个人养老金计划可100%投资于股票资产，DB型职业养老计划的上限为30%，DC型职业养老计划则不可直接投资于股票。在智利，5只风险等级不同的养老基金持有权益类资产²⁶的上限从5%到80%不等。

²¹资料来源：IOPS. “Good Practices on the Role of Pension Supervisory Authorities in Consumer Protection related to private pension systems”.2017

²²OECD. “The OECD Roadmap for the Good Design of Defined Contribution Pension Plans”.2012.

²³资料来源：OECD. “Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds”.2017.数据来自35个OECD国家和40个非OECD国家，截至2016年12月。

²⁴8个国家为澳大利亚、比利时、加拿大、荷兰、新西兰、英国、美国和马拉维。美国禁止投资于与雇主有关的贷款，以避免利益冲突。

²⁵约60%的国家对投资权益的比例有不同程度的限制。

²⁶OECD对智利5只养老基金内权益类资产的定义是除固收之外的所有资产都属于权益。

大多数国家限制直接投资房地产、私募投资基金或贷款。
21 个国家完全禁止直接投资房地产。²⁷

在某些国家，特定资产类别的投资也有下限。例如，在以色列，养老基金必须将至少 30% 的组合资产投资于专用债券。在新西兰，KiwiSaver 的默认投资基金必须将至少 15% 的组合资产投资于成长型资产（growth assets）。

在接受调查的 75 个国家中，仅有 4 个国家完全禁止境外投资²⁸，但大部分针对境外投资制定了限制性规则。对境外投资的限制主要有两种：一是按资产类别划分的限制；二是对外国资产总额的限制。

（四）资产配置和投资业绩

2017 年 OECD 国家私人养老金的资产配置中，股票占比 26.1%，固定收益和现金类资产占比 51.4%，其他类资产²⁹占比 22.5%。其中股票投资比例最高的是波兰，达到 85.2%；澳大利亚、立陶宛、比利时和智利对权益类资产的配置比例也在 40% 以上。36 个国家中 15 个国家固定收益类资产的配置比例在 50% 以上，其中捷克和墨西哥固定收益类资产的配置比例分别高达 76.9% 和 75.6%（图 6）。³⁰

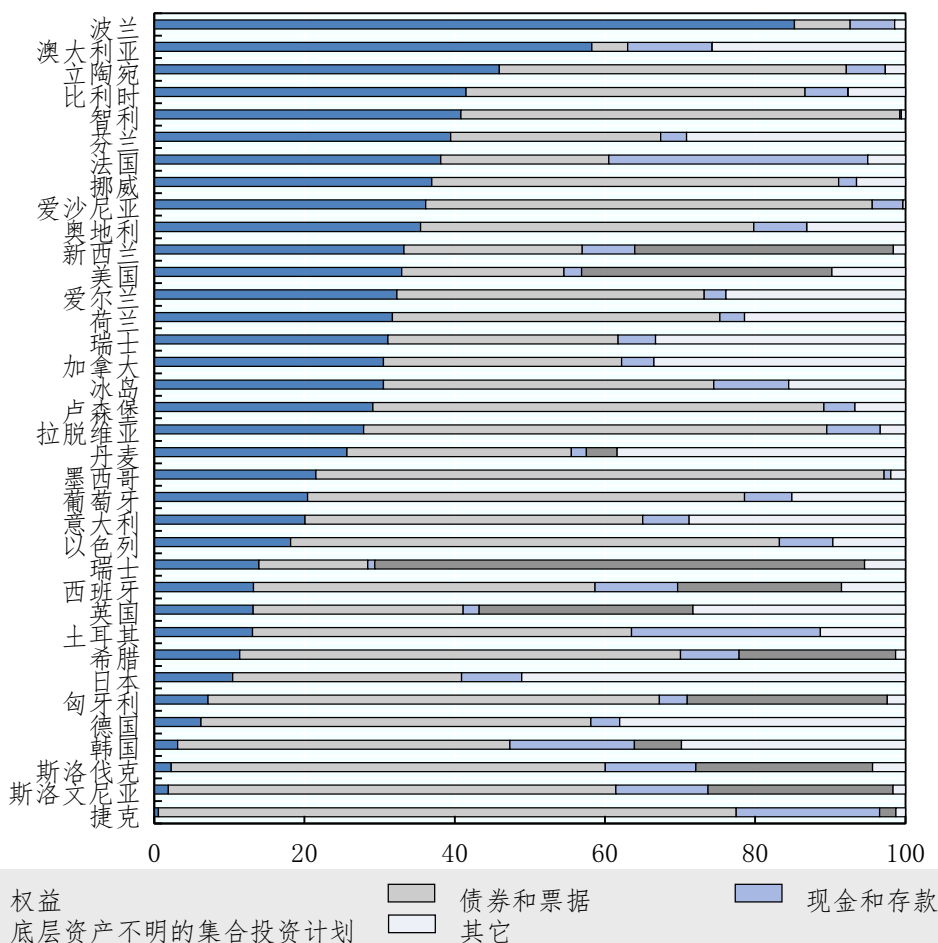
²⁷ 这些国家仅禁止直接投资，大部分允许通过房地产公司债券和股票或房地产投资信托等对房地产进行间接投资。

²⁸ 多米尼加共和国、埃及、印度和尼日利亚。

²⁹ 其他类资产包括底层资产不明的集合投资计划（CIS）、贷款、土地及楼宇、未分配保险合约、对冲基金、私人股本基金、结构性产品、其他共同基金（即未投资于股票、票据及债券或现金及存款）及其他投资。

³⁰ 资料来源：OECD, “Pension Markets in Focus 2018”。

图 6: OECD 国家私人养老金资产配置 (2017)



资料来源：OECD

长期收益对养老金资产的积累至关重要。在过去 5 年、10 年和 15 年里，全部有数据的国家名义年化收益率皆为正，但捷克、土耳其、斯洛伐克、拉脱维亚、爱沙尼亚等五国在不同时期实际年化收益率出现了负值，没有跑赢通货膨胀率。说明在较长期限内，“保值风险”比“保本风险”更大。最近 5 年投资回报最佳的五个国家是澳大利亚、加拿大、荷兰、匈牙利和以色列；其中加拿大和荷兰在最近 5 年、10 年、15 年三个区间排名都处于前四分之一（表 2）。³¹

³¹OECD. “Pension Markets in Focus”. 2018.

表 2：OECD 国家长期投资回报（%）（截至 2017 年底）

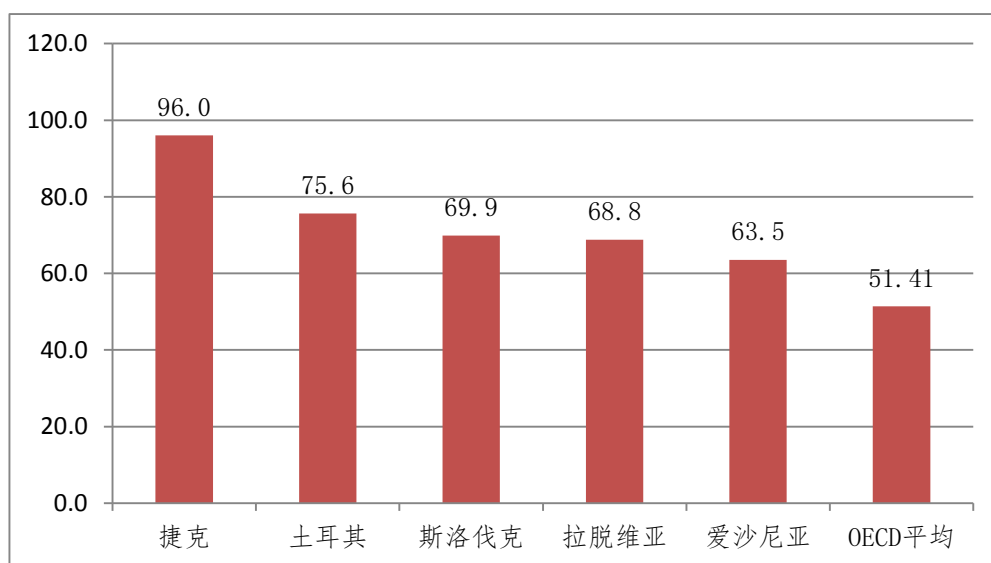
	名义收益率			实际收益率		
	5 年年 化平均	10 年年 化平均	15 年年 化平均	5 年年 化平均	10 年年 化平均	15 年年 化平均
澳大利亚	9.6	4.9	6.7	7.5	2.5	4.2
奥地利	4.8	2.9	4.0	3.3	1.1	2.0
比利时	6.4	3.9	6.1	5.1	2.1	4.0
加拿大	8.1	5.6	7.3	6.5	4.0	5.5
智利	7.5	5.1	7.4	4.0	2.0	4.1
捷克	1.1	1.6	2.3	-0.1	-0.1	0.2
丹麦	5.3	5.8	6.3	4.6	4.4	4.7
爱沙尼亚	3.2	1.0	3.0	2.1	-1.3	-0.2
芬兰	6.3	..	..	5.6	..	..
德国	4.0	3.9	4.1	2.9	2.6	2.6
匈牙利	6.8	..	..	5.9	..	..
冰岛	7.1	5.6	8.1	4.8	0.8	3.2
以色列	6.0	5.5	..	5.9	4.0	..
意大利	3.5	3.0	3.7	3.0	1.7	2.0
韩国	3.5	4.0	4.1	2.3	1.8	1.6
拉脱维亚	2.9	2.6	3.5	2.0	0.5	-0.5
立陶宛	4.8	..	..	3.7	..	..
卢森堡	3.9	2.9	..	2.9	1.3	..
墨西哥	4.8	6.2	..	0.7	1.9	..
荷兰	7.1	6.0	6.9	6.0	4.4	5.3

挪威	7.0	5.3	6.7	4.6	3.2	4.7
葡萄牙	4.1	2.1	4.5	3.5	0.9	2.8
斯洛伐克	2.1	1.2	..	1.7	-0.3	..
斯洛文尼亚	6.0	5.9	..	5.5	4.6	..
西班牙	4.4	3.0	..	4.0	1.7	..
瑞士	4.9	3.0	3.9	5.1	3.0	3.5
土耳其	8.1	9.9	..	-0.8	1.3	..
美国	5.7	2.1	3.9	4.2	0.5	1.7

资料来源：OECD

通过各国私人养老金 2017 年资产配置与投资回报的对比，我们发现，实际收益为负的 5 个国家共同特点是固定收益和现金类资产配置比例较高（图 7），忽视了权益类资产对资产增值的作用。

图 7：实际收益率为负的国家固定收益和现金资产配置
高于 OECD 国家平均水平



资料来源：OECD

而投资收益较高的国家既包括权益类资产配置比例较高的加拿大和澳大利亚，也包括投资较为保守的匈牙利和以色列。虽然连续 5 年每年配置于固定收益和现金类资产的比例都超过 60%（表 3），两国仍取得了 5.9% 的实际年化收益率。

表 3：匈牙利和以色列历年固定收益和现金类资产配置比例（2013-2017）

	2013	2014	2015	2016	2017
匈牙利	68.80%	91.10%	90.90%	87.30%	63.80%
以色列	81.50%	78.70%	77.00%	73.10%	72.20%

资料来源：OECD

以色列私人养老金的良好业绩表现或与非市场行为有关。该国两种主要的养老基金必须将 30% 以上的资产投资于不可交易的特别政府债券，该种债券扣除通货膨胀后的实际年化收益率约为 4%，为养老金投资提供了较高的、稳定的收益来源，通常被以色列公众视为一种政府补贴³²。

四、养老金投资与金融市场发展

通过引入长期投资资金和进行专业化的投资，养老金能够促进金融市场发展。私人养老金采用完全积累制，投资金额更大，因此对金融市场发展的推动作用更为明显。

私人养老金较发达的国家往往也拥有较为发达、成熟的股票市场。2017 年私人养老金规模占本国 GDP 比重超过 100% 的 8 个 OECD 国家中，除丹麦、冰岛和英国缺乏数据之外，其余 5 国当年国内上市公司市值占 GDP 比重也均在 100% 以上（表 4）。

³²资料来源：OECD. "Israel: Review of the Private Pensions System". 2011.

表 4：2017 年私人养老金占本国 GDP 比例在 100%以上的国家股票市场
市场发展情况

国家	私人养老金占本国 GDP 比例 (%) ¹	国内上市公司市值占本国 GDP 比例 (%) ²
丹麦	208.4	—
荷兰	184.2	132.45
冰岛	164.5	—
加拿大	154.7	143.70
瑞士	148.8	248.39
美国	145.3	164.84
澳大利亚	130.2	113.98
英国	105.3	—

资料来源：1、OECD；2、世界银行。

私人养老金投资能够极大促进金融市场的发展。以智利为例，1981 年智利确立以个人投资账户为基础的私人养老金制度时，其国内上市公司市值仅为 GDP 的 26.6%，资本市场基础薄弱；到 2017 年，当智利私人养老金规模占 GDP 比例为 72%时，股票市值与 GDP 之比也提升到 106.35%。此外，衡量金融市场深度的重要指标之一“M7-M1”在私人养老金计划推出后也得到了长足发展，从 1981 年占 GDP 的 27.7%增长到 2000 年的 87.5%³³。

私人养老金能够和资本市场形成良性互动，共同发展。以私人养老金发展相对较好的美国为例，私人养老金制度建立 40

³³ “M7-M1”是指金融工具总额（所有类型的存款加上财政和中央银行工具以及抵押贷款支持证券）减去流动资金（货币和活期存款）。资料来源：Desormeaux, J. “Capital Markets in Chile: From Financial Repression to Financial Deepening”. Economic Policy Papers Central Bank of Chile, 2002.

年来，在 IRA、401k 等制度安排下，私人养老金与公募基金互相促进，资产规模稳步增长，带来资本市场的长期繁荣，带动创新创业，促进美国经济持续增长。

五、小结

第一，就制度目标而言，公共养老金在保障居民退休后基本生活水平方面有着无可替代的作用。而私人养老金的发展有利于适应养老金计划参与者的个体特征和风险偏好，提高投资效率，分担养老支出压力，提升整体替代率。

第二，就运营模式而言，公共养老金主要是集中运营，而私人养老金更加多元化和市场化，鼓励各类机构参与。根据投资责任的划分，个人不同程度参与到私人养老金投资决策中，尤其是第三支柱下个人具有投资产品和投资工具的最终选择权，自主开展投资。投资顾问和默认投资产品能够辅助个人进行决策，推动资产配置优化。

第三，就投资范围而言，在大部分国家，公共养老金和私人养老金都有较广的投资范围。多数国家对私人养老金投资权益资产设置上限，部分国家根据养老计划类别设置不同的投资上限。虽然各国普遍对境外投资实行了某种形式的限制，但极少国家完全禁止境外投资。

第四，从实际资产配置来看，虽然加拿大、瑞典等国尝试在筹资给付制度改革下通过配置较高比例的权益类资产来提高养老基金收益率，增强支付力和可持续性，但整体来看，现收现付制的压力导致公共养老金投资偏好依旧较为保守。而私人养老金普遍实行多元化的资产配置，形成的长期收益对于养老金资

产的积累至关重要。

第五，从长期投资业绩来看，将较高比例资产配置于权益可能带来较好的投资结果。

第六、就养老金投资与金融市场发展的关系而言，二者是相互促进的。

【本文由中国证券投资基金业协会理财及服务机构部刘净姿、景顺长城基金产品开发部张可研究撰写】