

# 工作论文

## SSL Working Paper Series

WP No. 081-20190904

中国社科院世界社保研究中心 主办



这期刊发的《工作论文》是由吴孝芹、黄念撰写的《瑞典国民养老基金：名义账户下的养老基金投资典范》，该文已在《比较》2019年第2辑公开发表。如引用，请注明上述期刊出处——编者。

### 瑞典国民养老基金：名义账户下的养老基金投资典范

吴孝芹 黄念

山东工商学院讲师 中国社会科学院拉丁美洲研究所

Email: [1360793421@qq.com](mailto:1360793421@qq.com)

瑞典位于斯堪的纳维亚半岛，国土面积 45 万平方公里，人口 996 万，其中 65 岁以上人口占 20.26%。目前，瑞典的国民养老基金资产规模可观，2017 年底，国民养老基金资产为 13210 亿瑞典克朗，约 1598 亿美元，约占 GDP 的 30%<sup>1</sup>。但随着人口老龄化，瑞典国民养老基金逐渐面临入不敷出困境，据瑞典财政部 2011 年预测，2040 年国民养老基金资产可能会降至 4000 亿瑞典克朗<sup>2</sup>。为了提高国民养老基金投资绩效，降低财务自动平衡机制的触发风险，同时降低国民养老基金对金融市场的冲击、分散管理风险、引入竞争因子并减少政治干预，瑞典国民养老基金被分为多支基金分别独立运营，取得了理想的市场投资绩效。该国多

<sup>1</sup> 根据瑞典五个国民养老基金（The First、Second、Third、Fourth and Sixth AP Fund）的 2017 年报相关数据计算而成。

<sup>2</sup> Severinson, C. and F. Stewart (2012), "Review of the Swedish National Pension Funds", OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 17, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/5k990qtkk6f8-en>.

支基金独立运行模式引发各国关注，为全球养老基金运营提供了较好的经验参考。文章在介绍瑞典养老金制度框架基础上，对来自名义账户基金的第一、第二、第三和第四国民养老基金及实行封闭运行的第六国民养老基金的治理架构、投资规则、资产分配及运行绩效进行系统梳理，并对瑞典国民养老基金运行特点进行评价总结。

## 一、瑞典养老金制度简介

### (一) 三支柱结构

#### 1. 三支柱概况

瑞典养老金体系由三个支柱组成（见表 1），第一支柱是覆盖全民的国家强制性基本养老金制度，它包含三个层次：最低养老金担保（GP）、名义账户制养老金和实账积累制养老金。第一支柱是本文研究的重点，后面专门讨论。第二支柱是准强制性的职业养老金计划，第三支柱是个人自愿养老储蓄。

表 1 瑞典养老金体系构成

		保障的风险	加入条件	待遇结构	融资结构
基本养老金	最低养老金	老年、 遗属、 残疾	强制性	定额、家计调查型	税收/现收现付
	名义账户制		强制性	DC	缴费/现收现付
	实账积累制		强制性	DC	缴费/完全积累
第二支柱（职业养老金）		老年	准强制性	DB、DC	缴费/完全积累
第三支柱（个人养老储蓄）		老年	自愿性	DC	缴费/完全积累

资料来源：David Natali (2004), “Sweden: the Reformed Pension System” Research Project Supported by the Service Public Fédéral Sécurité Sociale, annex 1.

#### 2. 第二支柱

瑞典第二支柱职业养老金计划主要是通过劳动力市场主体之间的集体谈判协议建立起来的，对协议各方都有约束力，所以说它是“准强制性”计划。集体谈判协议主要有四类，分别针对私人产业的蓝领工人和白领工人、中央政府雇员和地方政府雇员，这四类协议覆盖了瑞典80%的劳动力。瑞典第二支柱职业养老金计划覆盖了大约90%的劳动力，替代率将近14%。2015年底，瑞典职业养老金资产23690亿瑞典克朗，占养老金总资产的48%，该年职业养老金收入1700亿瑞典克朗，占养老金总收入的37%，支出980亿瑞典克朗，占养老金总支出的25%<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> Swedish Pensions Agency. (2017), “Orange Report 2016 Annual Report of the Swedish Pension System”, <https://www.pensionsmyndigheten.se/other-languages/en/en/publications0>.

### 3. 第三支柱

除了国家强制性基本养老金和职业养老金计划之外，瑞典还通过税收优惠鼓励第三支柱私人养老金储蓄，提高居民退休收入水平。私人养老金储蓄可以采取保险单形式，也可以采取养老金储蓄账户的形式。对于自雇者和灵活就业人员而言，私人养老金储蓄是其主要的退休收入形式。2015 年底，瑞典第三支柱私人养老金资产 4780 亿瑞典克朗，占养老金总资产的 10%，该年私人养老金收入 90 亿瑞典克朗，占养老金总收入的 2%，支出 210 亿瑞典克朗，占养老金总支出的 5%<sup>1</sup>

#### (二) 瑞典基本养老金制度

瑞典基本养老金制度分为三个层次：第一层次是名义账户制养老金，其融资结构仍然是现收现付制，但其待遇结构是DC型的，成员养老金待遇取决于退休时个人账户中积累的名义资产；第二层次是实账积累制养老金。这两个层次均由雇主和雇员共同分担缴费，缴费率为雇员全部收入的17.21%，其中，雇员承担7%，雇主承担10.21%。因缴费时以雇员总收入作为费基，进入个人账户时则以扣除个人缴费后的收入作为费基，相应，注入个人账户的缴费比例从17.21%变为18.5%（即 $17.21\% / (1-7\%)$ ），其中16%进入名义账户，2.5%进入实账积累制账户。在这两个层次之下，还有一个基本层次，即家计调查式的最低养老金担保，它由中央政府预算筹资。目前第一支柱替代率为56%，到2030年替代率预计将下降为42.7%。

##### 1. 名义账户制

名义账户制下，个人账户中的名义资产按照一个“名义利息率”来确定收益，使账户资产保值增值。瑞典名义账户制是按照社会平均工资增长率来给付名义利息率，这是为了使养老金资产价值与生活水平保持同步增长。

成员退休时，名义账户制中积累的名义资产要转换成年金，年金与成员退休余命和利息率挂钩。首年退休金是用名义账户资产除以年金化除数（annuity divisor）而得，年金化除数是群组平均退休余命和利息率的函数。在瑞典，年金化除数中的利息率是按未来平均工资增长率标准（1.6%）确定的。成员退休后，还要根据实际平均工资增长率与 1.6%的标准增长率之差，对年金进行指数化调整。

<sup>1</sup> Ibid.

名义账户制的 DC 型待遇结构决定它在长期内具有财政可持续性，但由于它仍然是现收现付制，缴费收入容易受到经济和人口波动的影响，缴费与养老金给付不一定刚好匹配。为防止名义账户制出现短期财务赤字，瑞典建立了“自动平衡机制”（ABM），用平衡率来衡量和调节制度财务状况。当养老金制度资产小于负债时，即平衡率小于 1，名义账户的收益率就不再是社会平均工资增长率，而是按社会平均工资增长率与平衡率之积来计算，以降低养老金债务，保持制度财务平衡。

## 2. 实账积累制

瑞典实账积累制养老金由一个专门成立的政府机构“积累制养老金管理局”（PPM，下简称“养老金管理局”）管理，投资则交给市场上竞争的基金管理公司进行，由成员自己选择投资基金。实账积累制下，账户资产只能用于退休给付。成员退休时可以将其账户资产留在基金之内，由基金根据投资情况每年计算其养老金给付，也可以用账户资产向养老金管理局购买传统的年金保险，以获得长寿保障，其长寿风险则转嫁给养老金管理局承担。

## 3. 最低养老金担保

对那些因各种原因不能从国家养老金制度中获得最低限额养老金的人，瑞典中央政府通过预算为他们提供最低养老金担保或者基本生活扶持。有资格获得担保的最低年龄是 65 岁。养老金担保额随着物价指数而调整。

## 二、瑞典基本养老金制度下的国民养老基金的投资管理

瑞典基本养老金制度拥有规模可观的盈余，称之为“国民养老基金”（AP），因其在运作过程中类似一个财务缓冲池，所以又被称为“缓冲基金”，它是现收现付的收入关联型养老金制度历年养老金收支盈余的积累。2016 年，基本养老金收入 2840 亿瑞典克朗，占养老金总收入的 61%；基本养老金支出 2700 亿瑞典克朗，占养老金总支出的 69%；2016 年底的基本养老金总资产 21270 亿瑞典克朗，占养老金总资产的 43%<sup>1</sup>。本文主要讨论国民养老基金的投资管理。

<sup>1</sup> Swedish Pensions Agency. (2017),“Orange Report 2016 Annual Report of the Swedish Pension System”, <https://www.pensionsmyndigheten.se/other-languages/en/en/publications0>.

## （一）国民养老基金简介

### 1. 国民养老基金的由来

自从 1960 年瑞典现收现付制的收入关联型养老金制度成立以来，其缴费率高于为养老金支出融资所需要的费率，每年养老金收支盈余积累起来，投资于 5 个所谓的“国民养老基金”。瑞典当局之所以把缴费率确定得高于必要的缴费率，一方面考虑到收入关联制度的建立可能导致私人储蓄下降，所以通过较高的公共养老金缴费率来建立公共储蓄，弥补私人储蓄的下降；另一方面是为了建立养老金储备，以便为缴费收入的周期性波动提供缓冲。

### 2. 2000 年改革前国民养老基金的投资局限

2000 年之前，国民养老基金投资限于低风险资产，如瑞典政府债券和住房抵押贷款。改革前 5 个国民养老基金各有不同的投资范围和使命，其中前 3 个基金禁止投资于股票，5 个基金投资于外国证券的比例都不能超过 10%。因此，改革前国民养老基金 60% 以上的资产都投资于固定收益工具（包括政府债券、抵押贷款和其他债券），投资于国内股票和国外股票的比例分别为总资产的 23% 和 9%，其余少数几个百分点投资于房地产、直接贷款和现金。因改革前国民养老基金以固定收益投资为主，其收益率比较低，1961-1995 年的年均收益率仅为 2.1%。

### 3. 2000 年国民养老基金改革

瑞典在对基本养老金制度进行结构性改革的同时，为了提高国民养老基金的投资收益，于 2000 年出台了《国民养老基金法案》(Swedish National Pension Funds Act)，对国民养老基金的组织结构和投资规则进行了改革。《国民养老基金法案》规定了国民养老基金的新使命，即在可接受的风险水平下，尽可能提高国民养老基金的投资收益率，以保持名义账户养老金制度的财务平衡，降低自动平衡机制被启动的风险。

根据 2000 年《国民养老基金法案》，原来的 5 个国民养老基金转变为 4 个具有相同规模和使命的国民养老基金，即第一、第二、第三和第四国民养老基金（下文分别简称为 AP1, AP2, AP3, AP4）。16% 的名义账户制养老金缴费一分为四，分别交给第一、第二、第三和第四国民养老基金管理。相应地，每个国民养老基金每年承担四分之一的养老金支出。名义账户制养老金的收支结余仍然纳入国民养老基金，进行投资增值。因此，每个国民养老基金需要对其资产负债进行

模拟，根据模拟结果制定资产配置战略。

第一、第二、第三和第四国民养老基金都投资于国内外股票和债券的平衡资产组合。新的国民养老基金架构于 2001 年 1 月 1 日开始运作。此外，早在 1996 年瑞典政府就成立了第六国民养老基金(下文简称 AP6, 后文将对 AP6 详细介绍)，与其他四个国民养老基金相比，其资产规模仅为其它基金的十分之一左右，该基金具有特殊的使命和投资政策，主要投资于国内的中小企业，以促进瑞典产业的发展。

## (二) 国民养老基金的治理

各个国民养老基金的投资决策是独立进行的，以收益率最大化为首要目标，不需要服从于政府经济政策，但它必须考虑到环保和伦理道德问题。

每个国民养老基金都由政府任命的 9 人董事会治理，其中两名是雇主组织提名的雇主代表，两名是雇员组织提名的雇员代表。关于董事会成员的任命标准，法规表述为“任命董事会成员应以其改善基金管理能力的依据”，这个标准比较模糊，弹性较大。

国民养老基金属于政府机构，但与其他政府机构的不同之处在于，国民养老基金独立性比较强。每个国民养老基金的董事会全权负责其基金运作，制定投资政策、公司治理政策和风险管理计划。国民养老基金的活动只受法律约束，不受政府政策干预，政府不能对基金的日常运作或资产管理活动下达指令。每个国民养老基金都有自己的治理规则和投资政策。

国民养老基金受政府监督，比如，政府要为其任命外部审计，对其投资活动进行评估和监督。财政部长代表政府出面，依据一系列的指标，包括投资收益、风险管理、投资活动和成本效率，对国民养老基金的投资绩效进行年度评估，并将评估结果提交国会审议。

瑞典之所以把国民养老基金分为几个使命相同的独立基金，是为了引入竞争因素和定价机制，提高投资管理绩效。

## (三) 国民养老基金的投资规则

根据国民养老基金的新使命规定，2000 年《国民养老基金法案》放宽了国民养老基金的投资限制，第一、第二、第三和第四国民养老基金的具体投资规则如下：

第一，每个国民养老基金至少 30%的资产必须投资于低风险的固定收益证券；

第二，最高 40%的资产可以暴露于外汇风险；

第三，每个国民养老基金投资于任何一家上市公司的股票不能超过其发行量的 10%；

第四，每个国民养老基金的股票投资不能超过瑞典股票市场的 20%；

第五，投资于私人股权的比例不能超过国民养老基金资产的 5%，对私人股权的投资必须通过私人股权投资公司或创业基金间接进行；

第六，至少 10%的资产必须外包给外部投资管理人；

第七，不能投资于期货；

第八，可投资于衍生金融产品，以提高运作效率，控制风险。

根据新投资规则，改革在很大程度上降低了国民养老基金投资于债券等固定收益工具的比例，提高了股票和国外投资的比例。在新投资规则下，国民养老基金的投资是非常灵活的，但有一个核心要求是，国民养老基金的投资必须具有流动性，要能够容易地买进和卖出。

为了防止国民养老基金成为瑞典股票市场上举足轻重的参与者和所有者，避免经济的正常运行受到干扰，法规限制每个国民养老基金投资于国内股票市场比例最高不超过20%。此外，法规还限制国民养老基金在公司治理中的投票权，国民养老基金对上市公司的投票权被限制在10%以内，对非上市风险投资公司的投票权不能超过30%。

#### （四）国民养老基金收支状况

2000 年国民养老基金改革时，把少部分储备移交给了中央政府，其余 5360 亿瑞典克朗（相当于 GDP 的 23%）转入了新成立不久的名义账户制，平均分给了四个国民养老基金，由其进行投资管理。随着国民养老基金不断投资增值，加上名义账户制下每年养老金缴费和支出结余的积累，到 2016 年底，国民养老基金资产已增加至 13210 亿瑞典克朗，平均增速 7.8%。国民养老基金从绝对资产规模上来说比较可观，但与未来养老金债务相比，其规模是比较小的，占未来养老金债务的 15%左右，大致相当于 4.9 年的基本养老金支出<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> Swedish Pensions Agency. (2017),“Orange Report 2016 Annual Report of the Swedish Pension System”, p8.

近两年国民养老基金（包括第一、第二、第三和第四国民养老基金以及第六国民养老基金）的收支状况如表2。2016年养老金缴费2567亿瑞典克朗，养老金给付2824亿瑞典克朗，该年收支赤字257亿瑞典克朗。加上投资收益1186亿瑞典克朗，再扣除管理成本17.5亿瑞典克朗，2016年国民养老基金资产增加911.5亿瑞典克朗，资产增幅完全来自投资收益<sup>1</sup>。2012年起，由于上世纪40年代出生的婴儿潮一代开始退休，养老金支出开始超过缴费收入，需要动用国民养老基金资产来弥补养老金收支缺口。

表 2 瑞典国民养老基金 2015 年和 2016 年收支状况（亿瑞典克朗）

国民养老基金收支	2015 年	2016 年
总资产	12300	13210
缴费收入	2455	2567
养老金给付	-2646	-2823
投资收益	665	1186
管理费用	-16	-17.5
资产变化总额	458	912.5

资料来源: Swedish Pensions Agency. (2017), "Orange Report 2016 Annual Report of the Swedish Pension System", p10.

注: 国民养老基金包括第一、第二、第三和第四、第六国民养老基金资产总额。

### （五）国民养老基金资产配置

虽然每个国民养老基金都是独立的机构，各自独立制定自己的治理规则和投资战略，但由于它们有着共同的使命，受共同的投资规则约束，从总体来看，国民养老基金投资具有以下特点：第一、国民养老基金股票投资比重超过 60%，债券投资比重不到 40%；第二、国外投资比例大约是国内投资的 2 倍。例如，2016 年国外和国内股票投资比例分别为 42%和 21%，国外和国内债券投资比例分别为 22%和 12%，2015 年的情况基本相同；第三、分散化投资的趋势十分明显，投资于衍生品和其他资产的比例大约为 3%到 5%之间<sup>2</sup>。

图 1 是 2001-2016 年瑞典国民养老基金的资产配置表，从中可以发现：第一、股票投资比重相对较高，维持在 60%左右；第二、债券投资比重接近 35%；第三、衍生品和其他投资比重大约在 5%左右。可见，瑞典国民养老基金侧重于长期投资，投资策略相对稳定。

<sup>1</sup> Ibid., p10.

<sup>2</sup> Ibid.

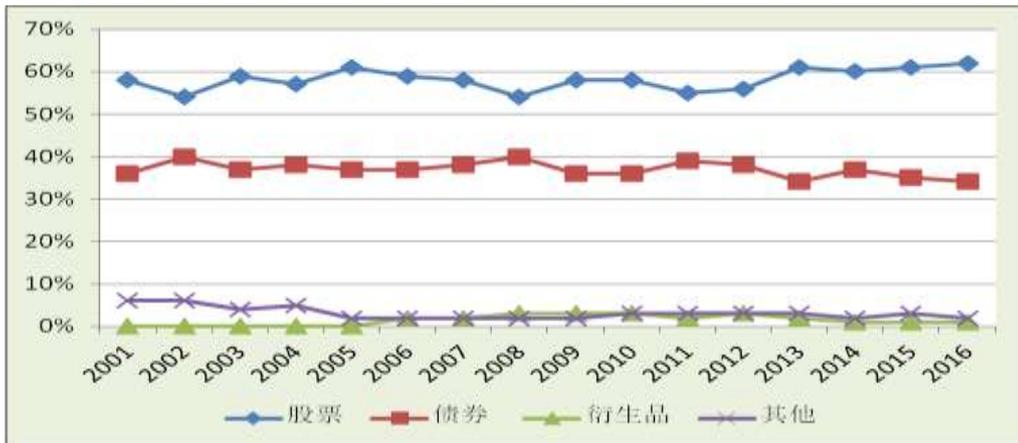


图 1 2001-2016 年瑞典国民养老基金资产配置

资料来源: 作者根据 Swedish Pensions Agency. “Annual Report of the Swedish Pension System”, 2001-2016 年数据绘制。

具体到每支基金，五支国民养老基金的投资策略比较相似，即投资于股票的比例大约在 60%左右，30%左右的资产投资于债券，投资于衍生品和其他资产的比例不超过 5%。

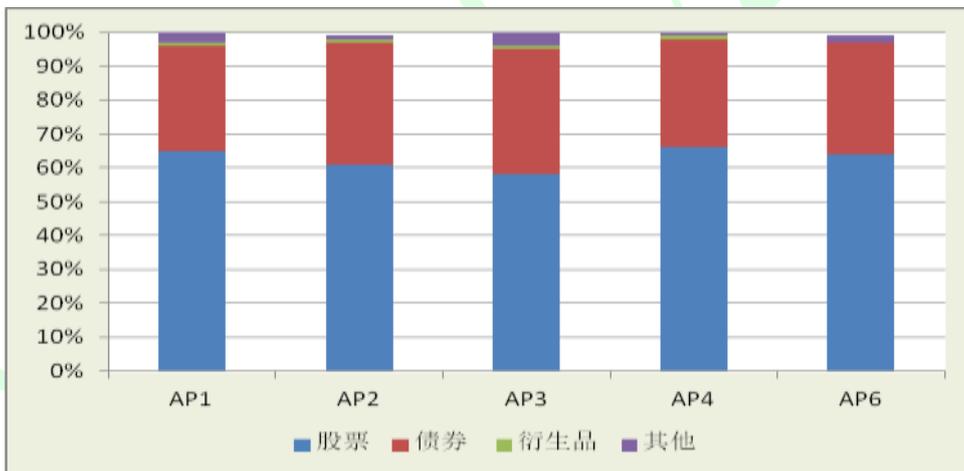


图 2 2016 年国民养老金基金 AP1-AP4 和 AP6 的资产配置

资料来源: Swedish Pensions Agency. (2017), “Orange Report 2016 Annual Report of the Swedish Pension System”, p84.

进一步细分各基金投资的资产配置情况，可以看出 AP1-AP4 四个基金投资于国外的比例非常高（见图 3）。把国外的股票和债券相加后发现，四个基金投资于国外资产的比例基本高于 60%，AP2 投资于国外资产的比例高达 71%。而第六国民养老基金（AP6）投资策略非常特别，债券只投资于国内债券。这是因为第六国民养老基金负有促进国内非上市中小企业发展，增强瑞典的工业实力的使

命。这也可以解释第六国民养老基金的规模特别小（不到其它基金的十分之一），投资收益率波动比较大的原因。

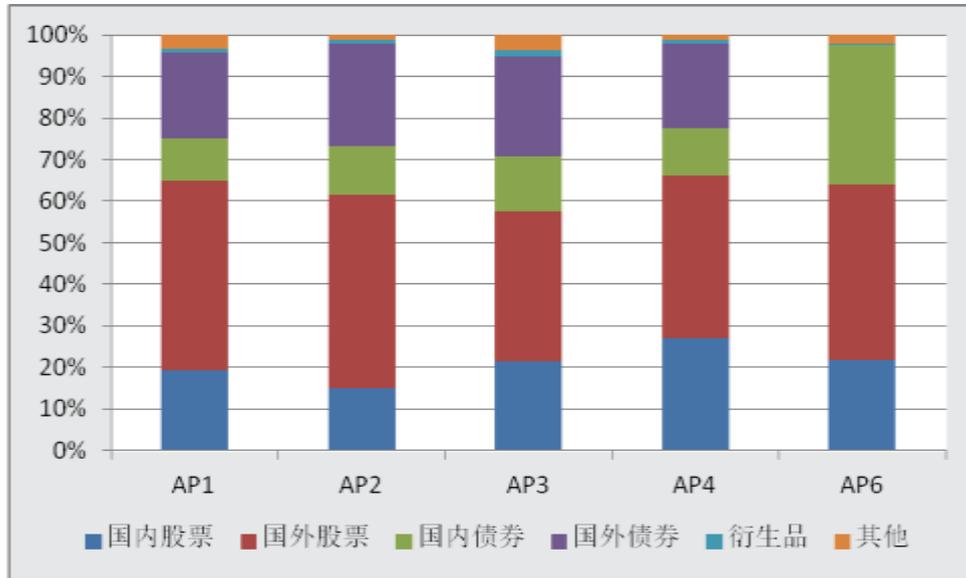


图 3 2016 年国民养老金基金 AP1-AP4 和 AP6 的资产配置

资料来源: Swedish Pensions Agency. (2017), "Orange Report 2016 Annual Report of the Swedish Pension System", p84.

### （六）国民养老金投资收益

表 3 显示了 2001 年以来国民养老金基金 AP1-AP4 和 AP6 历年的投资收益率。比较而言，国民养老金 AP2 和 AP4 表现较好，平均投资收益率是 6.8%和 6.9%，略高于 AP1 和 AP3 的 6.4%和 6.5%。表中第六国民养老金（AP6）的平均回报率是从 1997 年建立该基金算起的，该基金建立以来的平均投资收益率为 7.1%，比其它基金略高。这主要归功于 1999 年高达 55.8%的收益率，若仅考虑 2001 年以来的年均投资收益率（4.6%），则比其他四个国民养老基金的年均投资收益率要低。这是因为第六国民养老基金的投资策略和其他四个基金不同。AP6 主要投资于非上市的中小型企业，建立以来的投资收益率波动幅度大于其他四个基金。

表 3 2001-2017 年国民养老金基金 AP1-AP4 和 AP6 历年投资收益率 (%)

	AP1	AP2	AP3	AP4	AP6
2001	-5.6	-3.7	-4.1	-5	-8
2002	-13.8	-15.3	-12.4	-16.8	-30.9
2003	16.5	17.8	16.4	17	10.7
2004	11.4	11.6	11.4	10.6	11.5
2005	17.5	18.7	17.9	16.9	11
2006	9.8	13	8.9	10.5	16.1

2007	4.8	4.2	5.1	2.5	15.2
2008	-21.7	-24	-19.7	-20.8	-16.6
2009	20.4	20.6	17	21.6	11.3
2010	10.3	11.2	8	11	9.4
2011	-1.7	-1.9	-2.5	-0.7	-6.9
2012	11.4	13.5	11	11.3	9.2
2013	11.3	12.8	14.2	16.5	9.2
2014	14.8	13.3	13.8	15.8	6.5
2015	4.1	4.1	6.9	6.9	12.2
2016	9.5	10.5	9.5	10.1	6.5
2017	9.7	9.1	8.9	9.2	12.3
平均收益	6.4	6.8	6.5	6.9	7.1

资料来源：各个基金历年的年报。

注：第六国民养老基金的平均回报率是从 1997 年到 2017 年的平均值，2001 年之前的具体值参见下文的图 4。

### （七）第六国民养老基金（AP6）：私募股权投资

#### 1. 第六国民养老基金的目标、性质及成立背景

从上文的初步介绍可知，瑞典第六国民养老基金（AP6）是一个比较特殊的基金，成立于 1996 年，设计为封闭基金，最初的资产规模大约为 104 亿克朗，至此以后就没有缴费收入，同样也没有支付压力，其资产规模的增加全靠投资收入，因此又被称为常青基金（Evergreen Fund）。因此，AP6 是一个典型的非缴费型基金，而其它四个国民养老基金都是缴费型基金。AP6 成立之初就被赋予了特殊的使命，具体而言有三点：

第一、在长期内最大化投资收益以支付养老金待遇，这个目标与其他四个基金没有区别，只是 AP6 暂时不需要支付养老金待遇而已；

第二、通过向产业界提供资本来促进瑞典产业的成长和就业的增加；

第三、入股瑞典未上市的中小型企业，以增加对中小企业和新成立企业的投资。

瑞典 AP6 借助私募股权市场，通过耐心、果断和负责任的投资行为，极大地促进了瑞典国内产业的发展，较好地实现了最初设定的目标。从 2007 年 11 月 1 日起，AP6 也可以参与国外资产市场的投资，开始主要是北欧地区。

通过上面对瑞典第六国民养老基金投资目标的简单介绍可以判断，该基金在本质上是一个私募股权基金（Private Equity Fund，简称 PE），专门投资于未上市公开发行的私人企业权益。对于投资者而言，私募股权基金作为企业积极的

股东，通过改善公司治理结构和改变运营模式来获取高额利润。对于国家而言，私募股权基金为企业的成长和发展提供了充足资金的同时，也改善了企业的微观效率，有利于优化资源配置，促进本国产业发展。对于主权养老基金而言，为了分散风险、提高收益率，除了进行传统的金融投资外，越来越多的养老基金进行另类投资（Alternative Investment）。一般而言另类投资产品主要包括以下几种：对冲基金、商品基金（包括商品交易顾问和管理期货等）、保本类的结构型产品、房地产类投资（包括房地产信托基金）、外汇、私人股权投资或风险投资。其中私人股权投资成为另类投资的一项重要内容。另外，日本和韩国的主权养老基金在 2001 之前大量进行产业投资和基础设施投资，产生大量呆坏账，不仅影响了养老基金的收益率，也在很大程度上拖累了这些国家的经济增长。因此，进入 21 世纪初期，日本和韩国大力改革原先的投资政策，积极进军资本市场进行金融投资，而产业投资已经成为养老基金投资的一个禁区。因此，在金融投资和产业投资之间，私募股权投资就成为养老基金可供选择的一个中庸之道。与金融投资相比，私募股权投资能获取更高的回报率。除此之外，私募股权投资还能在一定程度上促进国内产业的发展，特别是高风险的新技术行业，实现产业投资的积极效果。与产业投资相比，私募股权除了能够促进国内产业发展外，其投资更加注重实现公司的价值创造和提升，并最终全身而退获取巨大财务增值，因此不会像产业投资那样产生大量的呆坏账。

正是因为看到了私募股权投资的发展趋势和巨大优势，瑞典政府早在 1996 年就成立了第六国民养老基金，专门从事私募股权投资，现在该基金已经成为瑞典国内私募股权市场的重要参与者。

## 2. 第六国民养老基金的组织结构

瑞典第六国民养老基金（AP6）的最高权力机构是董事会，由五名成员组成，成员由政府任命，负责制定 AP6 的投资政策，执行董事负责具体执行董事会制定的政策。董事会主要职责包括设立业绩目标、投资决策、任命和评估常务董事、确保 AP6 内部控制和监管程序有效。

此外，四个委员会协同执行董事制定相关政策。其中，投资委员会参与制定投资政策、准备董事会要求的与投资有关的支撑文件；评估委员会负责发布年度和动态财务报表和核实未上市股份的价值；提名和薪酬委员会负责监督高管和投

资管理人雇佣和薪酬问题；伦理委员会负责处理组织中出现的伦理问题。

执行董事下设具体投资部门和辅助职能部门。投资部门主要分为两大类：(1) 通过直接购买未上市企业股份，获得企业部分所有权的企业投资；(2) 向私募股权基金投资，通过持有私募股权股份而间接持有未上市企业股份的间接基金投资。辅助职能部门包括承担组织行政、信息、会计和财务、后勤、流动性管理等常规辅助职能的职能部门及承担法律事务、可持续性管理及沟通等特殊职能的特殊职能部门<sup>1</sup>。

2011 年开始，第六国民养老基金董事会调整了投资策略，将原来按企业发展阶段设投资部门改为按投资对象设投资部门，从原来的面向企业三个发展阶段（早期阶段、创业阶段、成熟阶段）设定的六个投资部门（网络投资部、合伙投资部、生命科学投资部、可转换债券投资部、直接投资部和基金投资部）改为按投资对象设定的企业投资部和基金投资部。企业投资部主要负责通过直接购买未上市企业股份，获得企业部分所有权，参与企业经营管理；基金投资部负责私募股权基金投资，通过持有私募股权股份而间接持有未上市企业股份。

### 3. 第六国民养老基金的投资绩效

第六国民养老基金成立于 1996 年，初始注资 104 亿瑞典克朗，实行封闭运行。至 2017 年，资产增至 316 亿瑞典克朗，增加了 212 亿瑞典克朗，资产净增 194%，年均投资收益率为 5.4%。2003 年之后，AP6 大类资产主要投资于未上市企业，并提取 10% 资产作为流动性储备。注资以来 21 年（1997-2017）和近 10 年（1998-2017）的私募股权投资收益率分别为 15% 和 9.2%。由于投资战略重组和增加了风险投资和流动性资产比重，近 10 年和 5 年的平均投资收益率有所下降。2017 年，AP6 资产 316 亿，净收益 34.7 亿瑞典克朗，投资收益率 12.3%<sup>2</sup>。

2003 年之前，AP6 在获取高回报率的同时，也面临着较高的风险，该基金的投资收益率波动性非常高。例如，1999 年 AP6 的投资收益率大约为 55.8%，而在 2002 年则为负的 30.9%。2003 之后，调整大类资产配置，并提取 10% 资产作为流动性储备之后，在降低风险的同时也相对降低了投资收益率，2003 年之后的投资收益率波动相对平缓。长期而言，其投资收益率还是比较令人满意的。

1997-2017 年资产分布和投资收益情况详见图 4。

<sup>1</sup> <http://www.apfond6.se/en/English/The-Sixth-AP-Fund/Organization/>.

<sup>2</sup> Sixth Swedish National Pension Fund. "The Sixth AP Fund Annual Report 2017", P35.

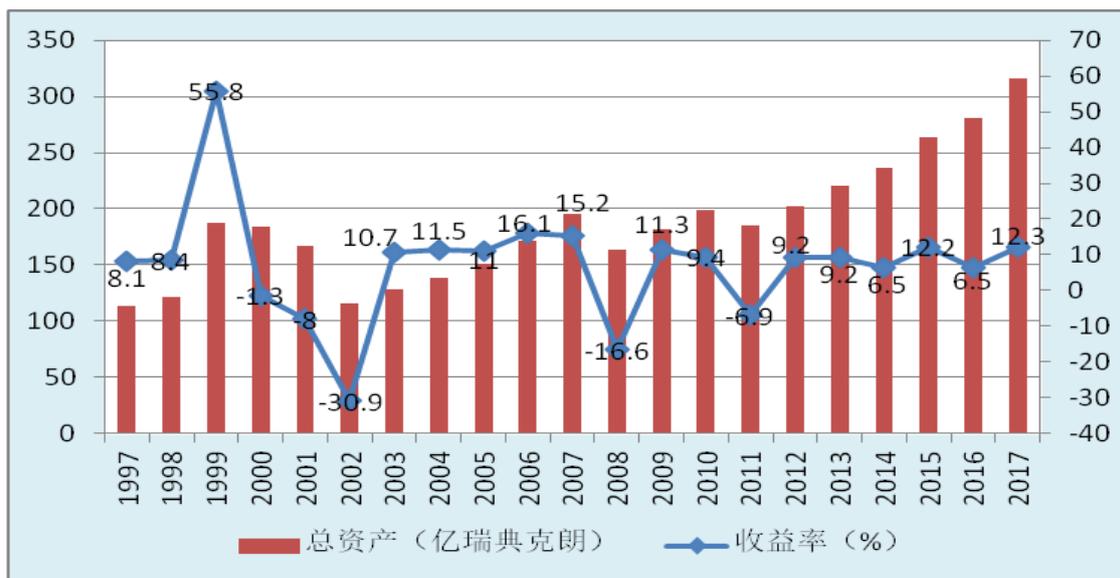


图 4 第六国民养老基金历年的资产规模和投资收益率

资料来源：1997-2007 年数据来自 The Sixth AP Fund Annual Report 2007, p38；2008-2017 年数据来自 The Sixth AP Fund Annual Report 2017, p41.

#### 4. 第六国民养老基金投资运营资产分布

目前，第六国民养老基金的投资运营包括投资行为和流动性管理，其中投资行为包括企业直接投资和私募股权基金投资。面向成熟企业的收购投资(Buyout)是投资行为的重点，该类投资带来了长期理想收益。直接投资通常与其它金融投资机构合作进行，通过长期合作，有助于降低管理成本，提高投资收益率。

直接投资包括收购投资和风险投资。注资以来 21 年（1997-2017）和近 10 年（1998-2017）收购投资年均收益率分别为 15.3%和 8.5%；风险投资年均收益率分别为-10%和-10.1%，总体而言，风险投资拉低了总投资收益率。近两年因电子药房兴起，为风险投资提供了较高回报。2017 年直接投资资产 115 亿瑞典克朗，投资收益率 21.1%。其中收购投资 101 亿瑞典克朗，投资收益率 20.1%；风险投资资产 13 亿瑞典克朗，投资收益率 27.8%。

基金投资通常由经验丰富的基金管理团队负责，包括收购投资和风险投资，主要投资于初级市场，也有部分购买次级市场股权。投资组合包括由 350 多家公司组成的 60 多只基金。注资以来 21 年（1997-2017）和近 10 年（1998-2017）的收购投资年均收益率分别为 14.6%和 10.4%，风险投资年均收益率分别为-0.1%和 2.3%。2017 年底，基金投资资产 107 亿瑞典克朗，投资收益率 19.6%。其中收购投资 85 亿瑞典克朗，投资收益率 17.5%；风险投资资产 22 亿瑞典克朗，投

资收益率 28.1%。

流动性管理的目标是应对资产管理风险和金融风险，确保必要时刻可以借贷资金，主要投资于具有高流动性的生息证券。还有部分投资于由外部管理团队管理的进行中小型上市公司投资的中小企业基金（Lannebo Microcap）。2017 年底，流动性储备资产 96 亿瑞典克朗，其中投资于中小企业基金的资产为 3 亿瑞典克朗。流动性管理产生利润 1.33 亿瑞典克朗，收益率 1.4%。

图 5 显示了近 5 年（2013–2017）AP6 投资运营资产分布和投资收益率变化情况。近 5 年流动性资产收益率不断下降，同时该类资产比重较大，导致近年来 AP6 投资绩效不太理想。2017 年流动性管理资产比重有所下降，投资收益率呈增长趋势的直接投资比重增加，相应 AP6 资产的整体收益率有所提高。

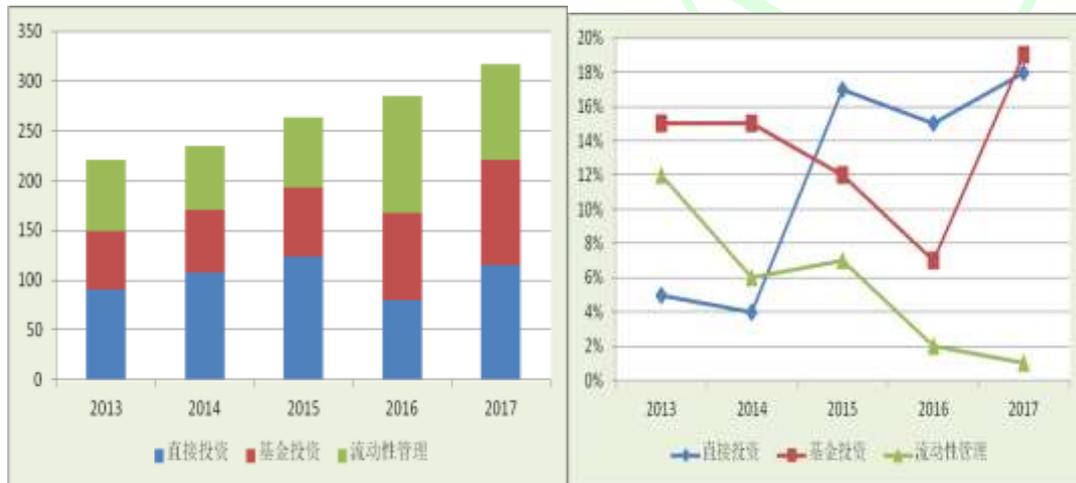


图 5a 三类运营行为资产分布 (亿瑞典克朗) 图 5b 三类运营行为收益率变化 (%)

数据来源：根据 The Sixth AP Fund Annual Report 2017，p41 数据计算而成。

### 三、评价及结论

从上文的介绍可以发现，瑞典国民养老基金的收入主要来自名义账户制收支后的结余及其投资收益，因此该基金是典型的“缴费型”主权养老基金。在2000年，瑞典国民养老基金的投资政策经历了重大的改革，由先前的只投资于政府债券和住房抵押贷款等低收益、高流动性的资产，转向积极投资（广泛投资于国内外股票）和多元化投资（广泛投资于股票、债券和其他资产）。改革后的一个显著变化是投资收益率大幅上升。例如，在改革之前1961–1995年年均收益率仅为2.1%，改革后第一到第四国民养老基金的投资收益率年平均在6%以上。

另外，瑞典国民养老基金在投资管理方面还具有两个特点。第一、瑞典政府把国民养老基金分为四个使命相同、规模相等的独立基金，通过引入竞争因素和定价机制，提高投资管理绩效。由于这四个基金在成立之初规模相等，他们具备了公平竞争的基础。这能够极大地增强各个基金经理的危机意识和紧迫感，从各个方面提供投资管理绩效。就目前而言，第三和第四国民养老基金的表现更优，第三基金收益波动相对稳定，第四基金投资收益率高于其它基金，因此相应第三和第四基金的规模逐渐变大，这也给后者带来了更大的投资管理压力。

第二、瑞典政府特意成立了第六国民养老基金。从本质上讲，第六国民养老基金类似私募股权基金（Private Equity Fund，简称PE）或者风险投资基金（Venture Capital，简称VC），该基金是瑞典国内私募股权市场的积极参与者。具体而言，第六国民养老基金在资金来源和基金性质上和私募股权基金、风险投资基金不同，但是在投资方式、投资目标和盈利模式上具有极大的相似点。瑞典政府这种独特的安排具有两方面的好处：第一，和普通的金融资产组合投资相比，第六国民养老基金能够获得超额的回报率，这是私募股权投资和风险投资最诱人之处，例如，2007年AP6的投资收益率高达15.2%，是其它基金的3到5倍，2015年投资收益率也是其他基金的2倍左右；同时需要面对极高的风险，例如2002年该基金的投资收益率是-30.9%，亏损是其它资金的2倍，2011年亏损也是其它基金的2倍以上（见**表3**）；第二，和东亚国家90年代以前的产业投资相比，第六国民养老基金在促进国内产业发展同时，能够寻找更加便利的退出渠道，增强其流动性，避免像产业投资那样被套牢。因此，瑞典第六国民养老基金在普通资产组合投资和产业投资之间找到了一个折中之道，在促进国内中小企业和新兴行业发展的同时，避免产业投资收益率低、周期长等弊端，获得私募股权投资高收益的同时通过分散化投资来降低风险。总之，瑞典政府成立第六国民养老基金是一个大胆的尝试和探索，同时为了谨慎起见，瑞典政府把该基金的规模设定的较小，其资产规模不到其它基金的十分之一，到2017年底资产为316亿瑞典克朗（大约为38.2亿美元，见**图5**），约占国民养老基金总资产规模的2%。目前看来，瑞典第六国民养老基金历年的投资收益率还不错，1997-2017的平均收益率是7.1%，这个结果比较令人满意。

## 参考文献

David Natali (2004), “Sweden: the Reformed Pension System” Research Project Supported by the Service Public Fédéral Sécurité Sociale, annex 1.

First Swedish National Pension Fund Annual Report 2001-2017.

Second Swedish National Pension Fund Annual Report 2001-2017.

Third Swedish National Pension Fund Annual Report 2001-2017.

Fourth Swedish National Pension Fund Annual Report 2001-2017.

Sixth Swedish National Pension Fund Annual Report 2001-2017.

Severinson, C. and F. Stewart (2012), “Review of the Swedish National Pension Funds”, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 17, OECD Publishing.

Swedish Pensions Agency. Orange Report : Annual Report of the Swedish Pension System 2001-2017.

**声 明：**

中国社会科学院世界社保研究中心(简称“世界社保研究中心”)英文为 The Centre for International Social Security Studies at Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 CISS CASS, 成立于 2010 年 5 月, 是中国社会科学院设立的一个院级非实体性学术研究机构, 旨在为中国社会保障的制度建设、政策制定、理论研究提供智力支持, 努力成为社会保障专业领域国内一流和国际知名的政策型和研究型智库。

中国社会科学院社会保障实验室(简称“社会保障实验室”)英文为 The Social Security Laboratory at Chinese Academy of Social Sciences, 英文缩写为 SSL CASS, 成立于 2012 年 5 月, 是我院第一所院本级实验室。“社会保障实验室”依托我院现有社会保障研究资源和人才队伍, 由“世界社保研究中心”直接领导, 日常业务运作由“世界社保研究中心”管理, 首席专家由“世界社保研究中心”主任郑秉文担任。

“社会保障实验室”于 2013 年 2 月开始发布《快讯》和《工作论文》两项产品。其中, 《快讯》产品版权为“社会保障实验室”所有, 未经“社会保障实验室”许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登, 如需使用, 须提前联系“社会保障实验室”并征得该实验室同意, 否则, “社会保障实验室”保留法律追责权利; 《工作论文》版权为作者所有, 未经作者许可, 任何机构或个人不得以抄袭、复制、上网和刊登, 如需引用作者观点, 可注明出处。否则, 作者保留法律追责权利。

如需订阅或退订《快讯》和《工作论文》, 请发送电子邮件至: [cisscass@cass.org.cn](mailto:cisscass@cass.org.cn)。

**地址：**北京西城区鼓楼西大街甲 158 号。

**电话：**( 010 ) 84083506

**传真：**( 010 ) 84083506

**网址：**[www.cisscass.org](http://www.cisscass.org)

**Email:** [cisscass@cass.org.cn](mailto:cisscass@cass.org.cn)

**联系人：**董玉齐