

工作论文

SSL Working Paper Series

WP No. 083-20190910

中国社科院世界社保研究中心 主办



这期刊发的《工作论文》是由刘桂莲撰写的《爱尔兰储备型主权养老基金：肩负‘双重目标’使命的投资》，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。

爱尔兰储备型主权养老基金：肩负“双重目标”使命的投资

刘桂莲

首都师范大学管理学院

Email: guilian_lotus@163.com

一、引言

人口老龄化成为全球不可逆转的发展趋势。人口年龄结构老化对传统现收现付公共养老金制度筹资带来严峻挑战。为确保公共养老金制度的可持续发展和代际负担的公平性，各国政府纷纷探索养老金改革的措施，不少国家相继建立储备型主权养老基金。爱尔兰因较高出生率和人口净迁入的不断增长，当前人口年龄结构相对较轻，人口老龄化对爱尔兰的影响要迟于其他欧盟国家，但中长期内爱尔兰公共养老金计划筹资也将面临巨大挑战。本文以爱尔兰储备型主权养老基金为研究对象，重点讨论爱尔兰储备型主权养老基金的建立和发展、基金融资来源、管理体制和投资策略等关键问题，在分析爱尔兰国家养老储备基金投资运营成功经验的同时，以期为其他国家公共养老储备基金更好地运行提供有益参考。

二、爱尔兰公共养老金制度基本概况

爱尔兰政府主导的公共养老金制度实行现收现付筹资模式，资金来源于政府税收、社会保险缴费及其他政府收入。当前，公共养老金制度主要由四部分构成：第一部分是而非缴费型国民年金计划（Non-Contributory State Pension），该计划于 2006 年 9 月引入，取代之前非缴费型养老金计划，覆盖年满 66 岁及以上不符合缴费型养老金计划受益资格条件的劳动者，该计划基于家计调查，资金来源于一般税收，属于救助范畴；第二部分是缴费型养老保险计划（Contributory State Pension），由政府主导，年满 16 周岁、66 岁以下的雇员根据自身收入和职业对应的等级缴纳社会保险费，缴费等级主要划分为 Class A、B、C、D、E、H、J、S、K、M、P 等 11 个等级，属于收入关联型养老金计划。劳动者必须年满 66 岁且在 56 岁之前缴纳了一定数额社会保险费或满足最低缴费年限（对于 2012 年 4 月 6 日以后退休的，需要缴费满 10 年）才可领取待遇；第三部分是过渡型养老金计划（State Pension Transition），主要针对那些在 65 岁之前满足计划规定的缴费要求，可在 65 岁时开始领取养老金待遇，通常过渡性养老金领取 1 年后将自动过渡到领取缴费型养老金计划；第四部分是鳏寡及遗属缴费型养老金计划，主要为鳏夫、寡妇以及遗属提供养老金待遇。爱尔兰公共养老金制度是允许提前退休的，但是必须接受养老金待遇的减少。

三、爱尔兰国家养老储备基金的建立与发展

现收现付型公共养老金制度运行良好的基础在于较为稳健的工资增长率和人口增长率。尽管当前爱尔兰的人口形势还比较乐观，人口老龄化对爱尔兰的影响较之大部分欧洲国家来得晚，但未来人口老龄化可能带来的影响却不容忽视。爱尔兰妇女总和生育率已经从 20 世纪 60 年代中期的 4 下降到 90 年代中期的 1.89，90 年代中后期总和生育率虽略有上升，但中长期内总体保持稳定，这将减少未来劳动年龄人口。二战以来，爱尔兰出生人口平均预期寿命男性平均每 10 年增长 2 岁，女性平均增长 3 岁，官方预测，2031 年爱尔兰男女平均预期寿命将分别达到 77.8 岁和 83.8 岁¹。出生率下降和预期寿命延长的共同作用导致

¹ O'Donoghue, Cathal, Assessing the Impact of Pensions Policy Reform in Ireland: the Case of Increasing the Pension Age, Department of Economics Working Paper No.0074, National University of Ireland, Galway, 2004: pp.3-4.

制度赡养率不断上升。数据显示，爱尔兰老年赡养率将从 21 世纪初期的 1: 5.25 下降到 2025 年的 1: 3.4 和 2055 年的 1: 1.8，不断增加退休老年人口客观上增长了养老金制度运行的成本。

（一）爱尔兰国家养老储备基金的建立

人口结构的急剧变化使得中长期内爱尔兰现收现付公共养老金制度面临着巨大财务压力。据预测，爱尔兰公共养老金总成本占 GNP 的比例将从 2005 年的 4.3% 上升到 2055 年的 13.8%¹。为满足未来养老金待遇支付，爱尔兰政府需要对公共养老金制度进行参数式或结构性改革，例如增加税收、降低待遇、延迟退休年龄或是进行统筹积累制改革。20 世纪末期开始，爱尔兰不同政府部门纷纷递交报告建议成立储备基金，形成统筹积累的公共养老金制度，以应对老龄化危机。2000 年 12 月爱尔兰议会通过《国家养老储备基金法案》（National Pensions Reserve Fund Act，以下简称为 2000 年法案），正式批准建立国家养老储备基金（National Pensions Reserve Fund，缩写为 NPRF），同时要求成立国家养老储备基金委员会，负责储备基金的管理和投资。2001 年 4 月 2 日，国家养老储备基金正式成立。国家养老储备基金的建立旨在对现收现付公共养老金未来待遇支出进行有益补充。

（二）融资来源

2000 年法案明确规定了建立爱尔兰国家养老储备基金初始融资渠道主要有两个：一是 2001-2055 年，爱尔兰每年转移支付相当于 GNP 的 1% 的财政收入²；二是将出售国有资产获得的收益拨入，比如从爱尔兰电信公司 Dáil Éireann 收益中划入资金。基金成立初期，爱尔兰将 1999 年针对未来退休金负债建立起来的临时持有基金³（Temporary Holding Fund）总共 64.82 亿欧元一次性划为国家养老储备基金的资产⁴。另外，法案规定，2025 年之前不允许从爱尔兰国家养老储备基金中提取任何资金，2025-2055 年期间，爱尔兰政府根据 65 岁以上人口增长比例进行资金提取，通过这种方式，期望爱尔兰国家养老储备基金能在较

¹ National Pensions Reserve Fund Commission, National Pensions Reserve Fund Review 2005, 2006: p.2.

² Juan Yermo, Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries, OECD Working Paper No.15, April 2015: pp.1-25.

³ 临时持有基金于 1999 年建立，初始资金来源于爱尔兰电信上市收益及将 1999-2000 年 GNP 的一定比例划入，国家养老储备基金建立后，将这部分资金全部划入。

⁴ National Pensions Reserve Fund Commission, National Pensions Reserve Fund Commission Annual Report 2000, 2001: p.51.

长一段时间内通过预先积累,用于部分减轻人口老龄化高峰时期公共养老金待遇支出的政府负担,尽可能满足 2025-2055 年社会福利养老金支出。同时,法案明确了爱尔兰养老储备基金的法定目标是在审慎控制风险水平下使其投资回报最大化。爱尔兰国家养老储备基金的建立使得原本完全现收现付型公共养老金制度具有部分预筹积累的性质,有利于避免给未来代劳动者带来沉重的养老负担,促进代际公平。

(三) 爱尔兰国家养老储备基金的新发展: 战略投资基金

自 2001 年 4 月建立至今,爱尔兰国家养老储备基金发生了重要变化。2008 年因全球金融危机的影响,全球公共养老储备基金资产价值均出现不同程度的缩水。毫不例外,爱尔兰国家养老储备基金亦遭受同样打击,但金融危机对爱尔兰养老储备基金的影响并不仅限于此。爱尔兰因金融危机的影响,很长一段时间经济未从危机中恢复,持续面临严重的财政困难。为促进经济复苏和解决资金短缺的问题,爱尔兰政府在认真分析国内外市场环境后,经过不断与国家养老储备基金委员会协商沟通,于 2013 年 6 月 23 日立法提议设立爱尔兰战略投资基金 (Ireland Strategic Investment Fund, 简称 ISIF),并于 2014 年 5 月将提议纳入国债管理局修正法案,同年 12 月 22 日,战略投资基金作为国家养老储备基金的继承者正式建立,随后将国家养老储备基金全部资产纳入新成立战略投资基金,新成立的基金继续履行 NPRF 法定职责,同时也被赋予新的使命,即采取商业化运作方式,将资产集中投资于爱尔兰,以支持爱尔兰经济活动和就业。2014 年修正法案颁布后,原有国家养老储备基金委员会将被解散,取而代之将在国债管理局内部成立战略投资基金部门及相关委员会对战略投资基金的运行进行监督,法案明确委员会有义务确保国家养老储备基金向战略投资基金有序过渡,过渡期将持续至 2015 年中后期。新成立战略投资基金由国债管理局负责具体的投资管理。从本质上看,战略投资基金除了肩负 NPRF 在审慎风险管理下最大化投资回报的使命外,其还肩负着通过市场化投资支持爱尔兰经济活动和就业的独特使命。这一变化反映出爱尔兰储备型主权养老基金正在从只关注财富创造的基金转变成具有双重底线目标的主权发展基金 (Sovereign Development Fund),基金运行是否成功不再仅以投资回报为单一衡量标准,而是综合考虑获得的市场投资回报和经济正外部性的影响。

(四) 爱尔兰国家养老储备基金资产规模

2001 年储备基金建立初期，爱尔兰政府一次性拨入 65.2 亿欧元，发展至今，储备基金资产规模不断壮大，2007 年爱尔兰国家养老储备基金资产规模达到 211.53 亿欧元，占到同期 GNP 的 13.4%。随后因 2008 年金融危机的影响，储备基金资产价值出现缩水，下降到 161.42 亿欧元，之后资产价值亦出现短期波动，2017 年，储备基金资产总价值为 205 亿欧元，预计到 2025 年国家养老储备基金规模可达 1400 亿欧元或是占到同期国民生产总值的 40%¹。

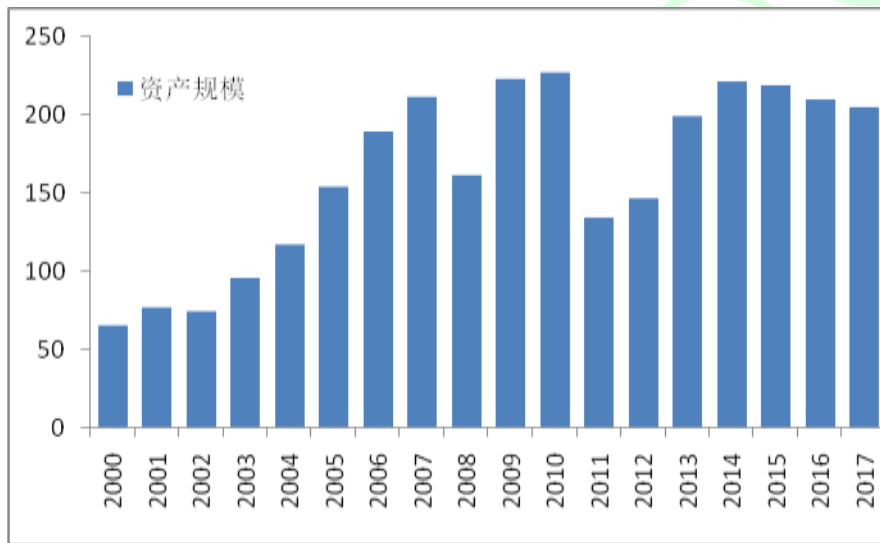


图 1 2000-2017 年爱尔兰国家养老储备基金资产规模 单位：亿欧元

资料来源：笔者根据历年爱尔兰国债管理局年度报告整理而来。

四、爱尔兰国家养老储备基金的管理体制

为充分发挥爱尔兰国家养老储备基金有效缓解老龄化高峰时期公共财政的支付压力和平衡不同代际劳动者的缴费负担功能的发挥，2000 年法案要求同时成立专门机构负责储备基金的投资运营管理。现行爱尔兰国家养老储备基金管理机构包括两个：一是根据 2000 年法案要求建立的国家养老储备基金委员会 (National Pensions Reserve Fund Commission)，具体负责储备基金投资政策的制定和基金投资监管等；二是爱尔兰国债管理局 (National Treasury Management Agency, 简称 NTMA)，该机构被任命为国家养老储备基金管理人，委员会通过国债管理局具体执行其投资功能。

(一) 国家养老储备基金委员会的性质及职责

¹ National Pensions Reserve Fund Commission, National Pensions Reserve Fund Review 2005, 2006: p.2.

爱尔兰国家养老储备基金委员会是由 1 名主席和 6 名成员组成的法人团体，其中，国债管理局首席执行官必是委员会成员之一，7 名成员均由财政部任命。该委员会独立于爱尔兰政府，相对独立地管理和运营储备基金，储备基金投资管理人、托管人、投资顾问和其他服务提供商均由委员会负责选择，遴选规则根据欧盟公共采购指令（EU Public Procurement Directives）的相关限制性程序进行。委员会投资运营过程始终围绕着储备基金的用途展开，追求最佳的投资回报。

国家养老储备基金委员会成立至今，其履行的主要职责包括：制定和审查基金投资的资产配置方案；选择投资工具；委员会应每年向财政部提交年度报告和基金账户的年度审计报告，明确指出年度报告的内容应包括投资策略、投资收益、资产净值变化、投资管理、托管安排及相关费用等，年度基金报告的编写既要考虑信息的公开和透明性，同时也要把握信息的机密性。此外，国家养老储备基金委员会成立了审计委员会、房地产投资委员会和私募股权投资委员会，协助委员会执行其职能。

（二）储备基金管理人：国债管理局

爱尔兰国债管理局于 1990 年 12 月 1 日正式成立，其是向政府提供一系列资产和负债管理服务的国家机构，目的是对公共资产和负债进行独立、专业和审慎管理，实行商业化运作。为加强储备基金的专业化管理，财政部根据 2000 年法案要求，于 2001 年 4 月 2 日，正式任命国债管理局为爱尔兰国家养老储备基金管理人，委员会根据国债管理局的指示履行其职能，基金管理人首次任期为 10 年，任期至 2011 年 4 月。其后，委员会可重新委任 NTMA 或其他更符合资格条件者担任基金管理人，任期为五年。

为更好履行基金管理人的职责，国债管理局专门成立小型专家小组，使其在选择基金经理人、业绩衡量和股票风险管理等方面具备更加专业的知识，不断提高国债管理局基金管理的专业化程度。大多数情况下，为防止爱尔兰国内经济受到干扰和金融系统遭到破坏，委员会和国债管理局通常采取由第三方投资管理机构负责基金资产管理的投资，国家养老储备基金资产由托管人妥善保管，这意味着委员会和国债管理局的重要工作在于确定资产配置、选择基金管理人和评估审查等。国债管理局作为基金管理人，其核心职能包括：（1）向委员会提供政策建议；（2）基金投资战略的实施；（3）选择投资管理人和特定投资工具，并进行绩

效评估；(4) 确保基金在委员会规定的范围内管理运作，降低基金运作风险；(5) 编制基金财务报表，监督基金全球托管人。

五、爱尔兰“储备型”主权养老基金投资策略的发展

爱尔兰养老储备基金从建立初期的国家养老储备基金发展成为后续的战略投资基金，实际上实现了从主权财富基金发展成为主权发展基金。爱尔兰主权养老基金作为社会后备基金，不仅肩负着通过多元化投资部分降低 2025-2055 年人口老龄化高峰时期公共养老金支出压力的法定使命，同时在 2014 年以后还肩负着通过投资于爱尔兰推动国家经济发展和促进就业的责任。储备基金性质的独特性影响着基金的投资策略。纵观爱尔兰养老储备基金的发展历程，其资产配置策略相应地发生了几次重要变化。

(一) 广泛资产配置策略阶段：2003 年以前

2001 年 4 月国家储备基金建立到同年 12 月 31 日，储备基金资产以现金形式持有，直到 2002 年 1 月国家养老储备基金委员会成立并甄选到投资经理人为止，才开始逐步进入金融市场投资。国家养老储备基金委员会初始设定基金长期战略资产配置目标为：80% 资金投资于股票和其它实物资产，20% 资金投资于债券。这种 80/20 投资战略的制定主要针对大盘股股票、债券以及当时公认的其他实物资产等资产类别，最终有效性由委员会加以评估。

需要说明的是，这种 80/20 初始资产配置战略是爱尔兰国家养老储备基金委员会从一系列可能的投资组合中选择出来的参照标准，其提供了风险和回报之间最恰当的平衡。委员会赋予股票和其他实物资产 80% 的权重比例是基于以下事实：股票投资收益历来优于其他资产类别，通常将这种额外的回报称之为股权风险溢价，用于对投资者加大股票投资带来风险的补偿。爱尔兰国家养老储备基金委员会假设股票平均风险溢价率为 3%，并在此基础上研究不同的投资组合策略。实践运行结果表明，很多与股票风险相关的投资回报率具有年度波动性。因国家养老储备基金在 2025 年之前不允许提取，具有长期投资性，使其可以接受股票投资出现的短期波动性。换言之，如果将股票投资权重大大降低到 80% 以下可能会降低储备基金的短期波动性，但通过牺牲长期回报以追求基金投资的更大稳定性，这并不符合爱尔兰未来退休人员的利益。

基金建立初期，国家养老储备基金委员会还面临一个决定，是向市场一次性投入资金还是随着时间采取平均化方式向市场渐进式投入资金，委员会在认真分析当时市场环境后，认为当时经济和资本市场前景并不乐观，于是决定采取平均化或分阶段进入市场投资的方式，尽可能分散基金进入市场的风险。该种投资方式使得委员会在 2002 年市场环境糟糕时放慢投资步伐，缓解熊市带来的影响，其最终结果是 2002 年底，基金持有股票的比例远低于其长期战略基准。2002 年，57% 资产投资于实物资产，43% 资产投资于货币资产，偏离长期资产配置 80/20 的目标。

（二）多元化资产配置策略逐步推进阶段：2003–2009 年

随着爱尔兰国家养老储备基金委员会长期投资战略的树立和基金核心经理人的任命，委员会于 2003 年考虑增加资产类别，努力实现基金资产投资回报的最大化。委员会从一开始就认识到，NPRF 作为一个没有中期流动性要求的长期基金，如果长期持有更具收益和流动性较差的资产可获得额外回报。为此，委员会批准授权投资小市值股票和公司债券，同时着手制定投资房地产和私人股本的商业计划。2003 年底委员会开始考虑投资新的资产类别，注重小盘股投资，比如 2% 资金投资于小盘股，2% 投资于小型公司债券，4% 投资于房地产以及爱尔兰的公私合作企业。

2004–2005 年，委员会持续加快多元化资产配置的投资进程，通过评估所有可能的资产类别，以期发现在不大幅提高基金风险水平的前提下，获得额外的长期回报。委员会决定将基金资产的 18% 投资于另类资产类别（比如房地产、私人股本等），其中，私人股本提供了获取较为可观额外回报的可能，房地产或大宗商品投资等显著提高了多样化。委员会在保持现有风险水平的前提下，将储备基金债券投资比例从 20% 下降到 13%，基金投资的多元化效应减少了基金过度依赖单一资产类别投资表现的弊端。同时，委员会进一步调整目标战略资产配置、列明未来五年基金具体运作的框架，规定房地产投资和私募股权投资将根据需要分阶段进行，逐步形成高质量的多元化投资策略。2004–2005 年，委员会将小盘股配置比例从原来的 2% 提高至 4%，并将 2% 资金配置于新兴市场股票，2005 年，NPRF 投资表现良好，收益率高达 19.6%，这不仅体现出资产平均进入市场方案带来的

好处，而且得益于股票市场的良好表现，尤其是欧洲股票市场¹。该阶段多元化资产配置策略不断完善。

（三）NPRF 资产投资结构重大调整阶段：2009–2010 年

2009 年是国家养老储备基金发生重大变化的一年。回顾爱尔兰国家养老储备基金过去十年的发展历程，虽然国家养老储备基金投资策略发生了不少变化，但有两点始终保持稳定：一是法案规定每年将爱尔兰 GNP 的 1%划入基金；二是 2025 年之前不允许提前支取资金。可见，稳定的融资来源和较长的积累期，使得 NPRF 仍然是一个长期投资者。

受 2008 年金融危机的影响，爱尔兰经济遭受重创，财政部决定利用国家养老储备基金部分资产协助应对爱尔兰面临的财政危机。2009 年《国家养老储备基金投资及相关规定法案》明确授权财政部，由其指导国家养老储备基金委员会直接投资 70 亿欧元到爱尔兰银行和爱尔兰联合银行²，实现对这两个银行的重组，投资于银行的资金来源于两方面：一是财政拨款 30 亿欧元；二是从 NPRF 现有资产中转移 40 亿欧元。随后财政部宣布将 16 所大学和非营利性机构的养老基金资产转移到国家养老储备基金，2010 年 1 月，委员会通过第二个目标，希望在未来 5 年滚动期内降低政府债务成本。考虑到银行投资的直接性特征以及委员会法定投资政策不适合银行投资的事实，为便于资产管理，委员会决定将国家养老储备基金资产分为两部分：一是可自由支配的投资组合，保证委员会原本投资职责不变；二是直接投资组合，根据财政部要求直接投资于银行。2009 年底，NPRF 资产价值总额为 223 亿欧元，其中可自由支配组合 153 亿欧元，直接投资资产规模为 70 亿欧元³。因金融危机的影响，爱尔兰国家养老储备基金自 2001 年正式成立以来，其立法和运作框架已经发生重大改变。

（四）资产保值策略实施阶段：2011–2015 年

直至 2010 年爱尔兰尚未从危机中恢复，为保证金融稳定性，2010 年 10 月爱尔兰颁布《信贷机构稳定法案》，赋予财政部以下职责：一是指导爱尔兰国家养老储备基金投资政府债券；二是 2012 或 2013 年减少或暂停 NPRF 每年 1%的财政拨款；三是指引委员会投资上市信贷机构承销或发行的特定债券，旨在纠正爱

¹ National Pensions Reserve Fund Commission, National Pensions Reserve Fund Review 2004, 2005: p.6.

² Erling Steigum, Sovereign Wealth Funds for Macroeconomic Purposes, Centre for Monetary Economics BI Norwegian Business School Working Paper Series 4/12, December 2012:p.14.

³ National Pensions Reserve Fund Commission, National Pensions Reserve Fund Commission Annual Report and Financial Statements 2009, 2010: p.4.

爱尔兰经济的混乱状态以及防止国家金融体系受到的潜在损害，确保金融系统的持续稳定。2011年，欧盟和国家货币基金组织成立高达850亿欧元的爱尔兰财政支持计划，爱尔兰政府宣布从国家养老储备基金资产中拿出100亿欧元支持该计划，随后NPRF随后从两部分资产组合中分别提取部分资金支持该计划。同年，爱尔兰政府宣布拟设立战略投资基金促进爱尔兰经济的发展，为此，爱尔兰政府拟将国家养老储备基金资源集中用于爱尔兰生产性投资，通过储备基金投资的乘数效应吸引更多第三方投资资本，带动经济活力的同时较好地保证基金获得可观的经风险调整后的投资收益率。

NPRF基金一直秉承多元化投资，包括投资工具多元化和投资区域多元化，以期最大化分散投资风险。2011年开始，很明显政府希望调整国家养老储备基金的投资重心，委员会强制要求基金投资于爱尔兰，这使得爱尔兰养老储备基金从全球多元化基金逐渐转向专注于投资爱尔兰。自此，委员会一直与财政部政府官员对话，探讨成立爱尔兰战略投资基金以及修订相关法例。在法律修订以前，政府有意增加投资于爱尔兰的资金将面临重大阻碍。

鉴于2009年以来爱尔兰国内外环境发生的重大变化、国家养老储备基金面临的流动性需求和基金未来职责目标的不确定性，2011-2012年国家养老储备基金委员会及时调整基金资产配置策略，提出实行资本保值策略（该策略从2011年6月持续到2015年），资本保值通过股权投资和股权出售相结合的形式实现。因爱尔兰经济处于复苏时期，资金较为匮乏，委员会通过审慎分析，认为爱尔兰国内拥有极具吸引力的投资项目，存在带来较为可观投资回报的可能，为此，委员会将可自由支配投资组合资产中的20%审慎用于爱尔兰商业投资，这样并不影响基金建立初衷肩负的使命。截止2012年底，NPRF基金已承诺投资10亿欧元用于促进爱尔兰经济发展的相关领域，例如基础设施建设、中小企业和风险资本的长期融资等。委员会认为这种双管齐下的方法在确保储备基金法定使命的同时，兼顾了政府有意将基金用于爱尔兰经济发展目标的实现。

（五）中期全球投资组合转型策略阶段：2015年以来

2014年《国家养老储备基金修正法案》相关条款生效后，2014年12月22日，NPRF资产全部划入爱尔兰战略投资基金。战略投资基金有着独特的“双重底线”的使命（见表1），即实行市场化投资及支持爱尔兰经济活动和就业。NPRF

可自由支配的投资组合 (Discretionary Portfolio) 提供给 ISIF 进行市场化投资, 继续履行 NPRF 建立时的法定使命。直接投资组合 (Directed Portfolio) 主要在财政部指导下投资于爱尔兰联合银行和爱尔兰银行, 由 ISIF 管理。

表 1 爱尔兰战略投资基金“双重底线”目标的具体内容

ISIF 基金目标定位	
目标一：获得一定投资收益	目标二：正向经济效应
√ 中长期内获得的投资回报率应高于爱尔兰五年期政府债券平均收益率, 同时设定中期内 ISIF 基金投资业绩目标为 4%。 √ ISIF 实行商业化投资, 虽然投资的预期回报、风险水平和时间期限各有不同, 但每项投资均需提供经过风险调整的预期回报。	√ ISIF 投资应关注于有助于提高爱尔兰经济生产能力、促进爱尔兰企业发展的部门或领域。 √ ISIF 具有长期性、规模性及资本结构富有灵活性, 使其可以进行其他投资者无法实现的投资。

资料来源: National Treasury Management Agency, National Treasury Management Agency Annual Report & Accounts 2015, 2016: p.20.

2015 年爱尔兰基本从国家养老储备基金向战略投资基金过渡, 相应地, 同年底, 爱尔兰从之前的资产保值策略逐步转向中期全球投资组合转型策略 (Global Portfolio Transition Strategy, 简称为 GPTS), 该投资策略的实施使得基金投资从全球化投资逐步转向投资于爱尔兰, 投资的总体目标是确保未来 4-5 年内爱尔兰投资所需现金的获得。全球化投资组合策略实行风险相对较低的多资产类别和多策略相结合的投资方式, 投资工具包括现金、固定收益类、信贷、股票等。同时, 委托高质量的全球资产管理公司提供多策略解决方式以获取绝对回报。ISIF 投资方案的具体内容为: 一是跨部门投资, 投资领域包括并不限于能源行业、水利部门、房地产、住房、农业、科技、医疗和金融行业; 二是投资资产类别多样化, 包括中小企业投资、风险投资和基础设施投资; 三是投资地域分布多样化; 四是投资工具多样化, 包括股票、债券及项目投资等。

国债管理局作为爱尔兰战略投资基金的管理者, 相信其是爱尔兰最大长期投资者, 认为其有责任为爱尔兰经济的可持续发展做出积极贡献。为此, 2017 年底, 爱尔兰制定了可持续和负责任的投资策略, 以期提升 ISIF 资产的价值和声誉, 在具体投资决策过程中, ISIF 投资目标主要聚焦在关注气候变化问题及治理等相关领域。

六、爱尔兰主权养老储备基金的投资绩效分析

爱尔兰国家养老储备基金建立至今运行已有十余载，虽然自 2014 年国家养老储备基金资产全部划入爱尔兰战略投资基金，成为新的主权发展基金，但其建立初衷提出的尽可能满足人口老龄化高峰时期养老金待遇支付的目标始终不变，基金治理结构日渐清晰和成熟，基金积累规模不断扩大，并取得了相当优异的成绩。由于爱尔兰储备型主权养老基金历经 2014

改革后，实现从单一追求目标转为肩负双重使命的基金，NPRF 和 ISIF 基金之间既有联系又存在区别，本文将分别对其投资绩效进行分析。

（一）爱尔兰国家养老储备基金的资产组合与投资绩效分析

资产配置是基金投资回报的重要决定因素。委员会在做出资产配置决定时，始终以国家养老储备基金最终用途为基本出发点：尽可能满足 2025-2055 年人口老龄化高峰时期不断增加的社会福利养老金支出的待遇支付需要。为了实现这一目标，委员会关注的重点是最大化基金的投资收益，但是较高的投资收益必然伴随着较大的风险，委员会采取战略性目标资产配置，实现风险和收益长期的相对平衡。爱尔兰委员会资产配置策略的假设前提是股票和房地产等实物资产投资收益在长期内将跑赢债券等金融资产收益。从本质上看，股票波动性大于债券，甚至在短期内会出现剧烈波动，但国家养老储备基金长达 20 多年的封闭投资期限使得能够接受这种波动，以换取更高的投资回报。

1. 爱尔兰国家养老储备基金的投资组合

从历年资产组合情况上看，爱尔兰国家养老储备基金资产配置无论从地域分布还是风险结构上均较为均衡。当前爱尔兰养老储备基金投资的资产类别包括股票、金融资产和另类资产这三类，因投资策略的多次调整，爱尔兰国家养老储备基金资产组合配置随着发生变化，2003 年以前基本按照 80% 投资于股票，20% 投资于债券的战略目标进行配置，投资相对单一。随着多元化投资策略的逐步推进，储备基金在三大类资产类别上配置比例变化明显：股票投资比例已经从 2005 年的 78.7% 稳步下降到 2014 年的 25.1%；投资于债券、现金和货币基金等金融资产投资呈波浪形变化趋势，其投资占比从 2005 年 19.1% 逐步上升到 2008 年的 33.4%，随后下降到 2011 年的 23.7%，之后快速上升到 2014 年的 54.9%。私募股权、房地产及基础设施等另类资产投资的比重从 2005 年的 2.2% 缓慢上升到 2011

年的 37.2%，之后缓慢下降到 2014 年的 20.1%。从中我们可以看到两个鲜明特点：一是投资工具多样化，资产种类丰富，投资组合配置相对谨慎；二是动态调整资产配置，随着爱尔兰国内外环境的变化，适时动态调整资产配置，保证一定的投资收益。2012 年以来，国家养老储备基金提高现金持有比例，与确保未来 4-5 年内爱尔兰投资所需现金能够获得这一政策目标一致。

表 2 2005-2014 年底爱尔兰国家养老储备基金资产配置占比情况 单位：%

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
大盘股	73.1	70.5	66.6	55.2	52.8	38.4	24.7	20.6	15.2	17.5
小盘股	3.5	4.1	3.5	3.3	5.1	6.7	2.6	3.3	4.8	3.5
新兴市场股票	2.1	1.9	2	1.3	5.4	10.3	6.9	8.4	4.9	3.7
股票期权	—	—	—	—	—	—	4.9	1.4	1.0	0.4
私募股权	0.1	0.6	1.9	3.1	4.3	6.3	14.2	12.1	2.0	3.4
房地产	0.9	3.0	3.1	3.2	2.7	6.9	9.3	7.5	5.1	3.5
大宗商品及林业	1.3	1.3	1.3	0.5	1.1	3.5	5.0	4.4	4.9	4.3
基础设施投资	—	—	—	—	—	3.5	5.6	6.1	5.0	5.1
绝对回报基金	—	—	—	—	—	1.1	3.1	4	3.6	3.8
债券	11.7	13.3	16.9	21.8	8.5	8.1	6.4	8.8	9.9	21.3
现金&现金等价物	7.3	4.7	3.9	10.3	18.8	15.2	—	23.4	35.7	33.6
货币基金	—	0.6	0.8	1.3	1.3	—	17.3	—	—	—
其他	—	—	—	—	—	—	—	—	7.8	—

注：其他类包括其他债券和长期应收账款。2009-2014 年均考虑可自由支配投资组合的资产配置情况。

资料来源：笔者根据爱尔兰国债管理局历年年度报告整理而来。

2. NPRF 投资收益率

整体而言，国家养老储备基金成立至今，其年化平均投资回报率基本跑赢基准投资收益率，2011-2013 年基金年化平均收益率为 6.7%，而基准平均收益率（政府五年期债券的平均收益率水平）为 4.8%。NPRF 实行的平均化投入资本市场的过程既成功反映出基金能够以有吸引力的估值投资资本市场，同时也生动说明短期时间内金融市场的波动性。

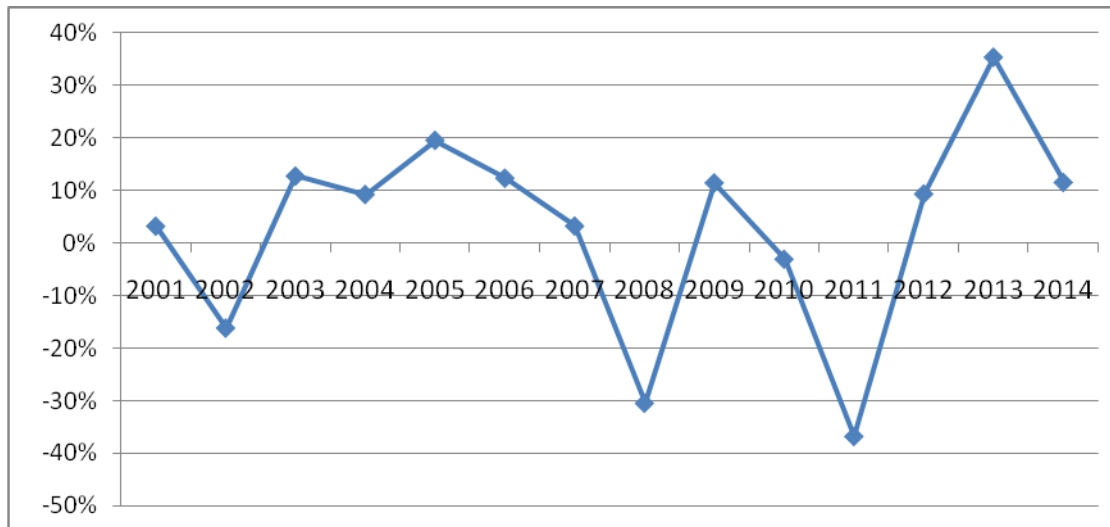


图 2 2001-2014 年国家养老储备基金年度投资收益率变化情况
资料来源：笔者根据爱尔兰国债管理局和国家养老储备基金历年年度报告整理而来。

(二) 战略投资基金的投资组合与投资绩效分析

爱尔兰战略投资基金是对国家养老储备基金的继承和发展，其兼具双重使命，在保证基金获取一定投资回报的同时，应对爱尔兰经济和就业产生积极影响，为此，ISIF 基金逐渐从全球化投资转向重点投资本国优先发展的部门，并且通过尽可能吸引共同投资伙伴，对爱尔兰经济产生乘数效应。2017 年，ISIF 设定了长期战略投资目标：将资产的 80%投资于爱尔兰国内能够带来最大和可持续经济效益的部门，20%资产投资于能够带来短期经济效益的领域，作为提高市场活力或是解决市场失灵的问题。

1. ISIF 投资组合

2015 年战略投资基金实行全球投资组合策略，采取风险相对较低的多资产类别投资方式，股票投资比例进一步下降到 2017 年的 11.78%，另类资产投资比例相对稳定在 30%左右，变化明显的是金融资产投资比例，2015 年以后债券投资比例，从 2015 年的 20.4%大幅上升到 2017 年的 48.9%，同期现金投资比例则从 2015 年的 45.7%明显下降到 2017 年的 9.68%。

表 3 2015-2017 年战略投资基金投资组合情况 单位：%

年份	2015 年	2016 年	2017 年
上市股票投资	13.6	10	11.78
私募股权	4.9	6	0.06
房地产	3	3	0.93
大宗商品和林业	3.8	1	—

基础设施投资	4.7	3	—
绝对回报基金	3.8	24	28.65
债券	20.4	44	48.9
现金&现金等价物	45.7	9	9.68

资料来源：笔者根据 2015-2017 年爱尔兰国债管理局年度报告数据整理而来。

2. ISIF 投资绩效分析

ISIF 成立的重要目标之一是支持爱尔兰的经济活动和就业。目前 ISIF 在爱尔兰的投资共涉及 9 个领域：基础设施投资、能源、房地产、水力、中小企业、农业、直接股权投资、风险投资及科技创新行业。截止 2017 年底，战略投资基金承诺投资爱尔兰的资产总额高达 33 亿欧元，2017 年 ISIF 投资收益率为 4.3%。ISIF 建立至今年化收益率为 2.8%。此外，ISIF 在爱尔兰的投资，有效地激发了市场活力，直接或间接提供了大量就业岗位，提供的就业岗位数从 2015 年的 1.8 万个上升到 2017 年的 3.08 万个，爱尔兰每年增加的总附加值从 2015 年的 5.38 亿欧元上升到 2017 年的 9.93 亿欧元。工资收入增长额从 2015 年的 5.05 亿欧元上升到 2017 年的 9.48 亿欧元，同期爱尔兰公司或项目数增长明显，从 108 个增加到 1811 个。

表 4 ISIF 对爱尔兰经济和就业的影响 单位：百万欧元

年份	提供的就业岗位数（个）	增加的公司数或项目数（个）	工资收入增加额	总附加值增加额
2015 年	18000	108	505	538
2016 年	21900	140	688	721
2017 年	30786	1811	948	993

资料来源：笔者根据 2015-2017 年爱尔兰国债管理局年度报告数据整理而来。

七、结论：爱尔兰国家养老储备基金的发展前景与启示

爱尔兰国家养老储备基金作为储备型主权养老基金的存在形式，相对于其他国家而言建立时间不算早，但从其运行情况来看，其投资表现是突出的，给其他国家主权养老基金的建立和发展提供了一种新的样板。

（一）储备基金建立的前瞻性

因人口老龄化的影响，现收现付养老金制度原本隐性的债务逐渐显性化，不少发达国家普遍面临筹资成本持续增加的挑战，建立主权养老基金已经成为很多 OECD 国家的重要选择，以期提升公共养老金制度的财务可持续性。在这样的国际背景下，爱尔兰建立起主权养老基金，以应对 2025-2055 年可能出现的财政压

力。爱尔兰国家养老储备基金是在人口年龄结构和养老负担相对较轻时建立储备基金，实际上意味着爱尔兰以期通过相对较低的财政成本产生较为显著的效果，同时也有足够时间做好准备。国家养老储备基金实质上是一种人口均衡机制，通过政府强制手段实行预先积累，以降低未来几代劳动者的养老金成本，有助于提升爱尔兰养老金制度的长期可持续性和代际负担的相对公平性。需要强调的是，NPRF 设立的初衷并非为不断增加的养老金成本提供全面解决方法，而采取预筹积累方式，通过预先增加财政成本建立起储备基金以增强可持续性能力。从这一点足以看出爱尔兰政府所具备的长远眼光和智慧。

（二）储备基金兼具良好投资回报与正向经济效益

与其他国家主权养老基金不同的是，爱尔兰储备型主权养老基金肩负双重目标使命，使其成为全球少数主权养老基金除了要获得市场回报的同时，还需为经济活动和就业做出贡献。为实现这一双重目标，爱尔兰主权养老基金资产被划分为可自由支配投资组合和直接投资组合两部分，通过扩大投资范围和资产种类的多元化，积极利用爱尔兰国内所具有的投资机会，争取较高投资回报的同时，促进爱尔兰经济的发展。事实上，爱尔兰要求 ISIF 在中长期内能够获得超过爱尔兰政府中期借贷成本。为了实现对经济活动和就业的积极贡献，爱尔兰战略投资基金关注于国内高经济生产能力的投资。ISIF 具有的规模化、资本结构的灵活性和长期投资期限的独特性使其具有其他投资者和金融家无法比拟的优势。实际运行中，储备基金年化平均投资收益率基本跑赢了政府 5 年期债券收益率水平，而且，因 ISIF 属于战略投资者，与公共部门和私人部门均有很强联系，其在推动不同行业参与者的相互联系及创新上具有重要作用。爱尔兰国家养老储备基金委员会适时调整投资策略，以适应不断变化的市场环境，战略思路清晰，调整及时有效，正向经济效益明显。

（三）相对独立分离型投资管理模式的优势日益突出

爱尔兰主权养老基金实行决策机构和执行机构相对独立的投资管理方式，这种管理方式具有独特的优势。首先，管理过程中较少受到政治干预的影响，基金投资政策和战略资产配置等重要事项均由独立的法人团体决定，明确划分政府部门和资产管理机构的职责，不易产生越位或是缺位的现象。其次，基金委托授权和投资最终目标清晰明确。2014 年因爱尔兰经济发展的需要，将原有国家养老储

备基金转为战略投资基金，使其从只专注于财富创造的主权养老基金，转变成具有双重底线目标的主权发展基金，储备基金建立初衷的独特使命从未改变。最后，相对独立于政府的基金管理机构和基金投资运营机构的透明度和可问责性更高，不仅提升了基金运行效率，而且有助于提升基金的专业化程度。

CLASS

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。

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

Email: cisscass@cass.org.cn

联系人：董玉齐