

# 工作论文

## SSL Working Paper Series

WP No.141-20211116

中国社科院世界社保研究中心 主办



本期刊发的《工作论文》是由刘桂莲撰写的《私人养老金的市场驱动机制与资本市场互动发展——以爱尔兰经验为例》。如引用，请征得作者或本实验室的同意——编者。

## 私人养老金的市场驱动机制与资本市场互动发展 ——以爱尔兰经验为例

刘桂莲

首都师范大学管理学院讲师

**摘要：**私人养老金具有长期积累的特征，能否通过市场化投资实现积累型基金的保值增值，将对多支柱养老金制度目标的实现产生重要影响。本文以多支柱养老保障体系结构较为健全的爱尔兰经验为例，分析其第二、三支柱养老金制度改革的制度基础和激励政策，从基金治理、投资运营和监管体系等方面分析改革绩效，重点探讨第二、三支柱养老金与资本市场的良性互动关系。结合中国年金制度与资本市场的发展现实，得出完善企业年金治理结构、实现第二、三支柱养老金制度的有效衔接、实行多元化投资策略和完善监管体系等重要启示。

**关键词：**个人养老金；企业年金；生命周期策略；职业养老金计划

20 世纪 90 年代以来，全球范围内掀起养老金改革浪潮，各国纷纷进行养老

金体系的多支柱结构设计。“三支柱”养老金体系是目前比较常见的制度结构：第一支柱为政府强制建立的基本养老金制度；第二支柱为雇主发起设立的职业养老金计划，大多数国家的职业养老金计划基于自愿原则建立，仅有少数国家实行强制或准强制性制度；第三支柱为个人自愿参加的个人储蓄养老保险制度。根据计划发起人的性质划分，政府强制建立的基本养老金制度属于公共养老金范畴，而由雇主发起设立的第二支柱职业养老金计划和第三支柱个人养老金制度则属于私人养老金。<sup>①</sup>目前，我国已初步搭建起以基本养老保险制度为主体、第二、三支柱为补充的制度框架。但是养老金体系发展不平衡，劳动者对第一支柱依赖性强，基于自愿原则的第二、三支柱养老金制度发展不足，制度的补充保障功能尚未得到真正发挥。第二支柱养老金制度通过完善市场主体、拓宽投资范围和强化税收激励等措施，基金资产规模逐步发展壮大，对基金保值增值的需求不断增加，但受制于投资管理体制的约束、资本市场发展的不完善和过于强调基金安全性等因素，第二支柱养老基金市场化投资运营进展缓慢，而第三支柱个人养老金尚处于试点阶段。因此，如何促进积累型养老金制度的快速发展和基金保值增值目标的实现成为我国社会保障制度改革的重要任务。

爱尔兰是较早对第二、三支柱养老金制度进行改革探索的国家，私人养老金制度对第一支柱国家养老金发挥着重要的补充作用，成为退休劳动者待遇收入来源的有力支撑。为保障制度的可持续发展和增强退休收入保障功能，爱尔兰多次改革第二、三支柱养老金制度的政策设计，通过税收优惠政策、生命周期投资策略和待遇领取方式等市场驱动机制改革完善制度。本文从基金治理、投资监管和资产配置等维度，分析爱尔兰私人养老金制度的市场化改革特征，并探讨其积累制养老基金与资本市场的互动发展，进而为我国年金基金的市场化投资运营提供借鉴。

## 一、爱尔兰养老金体系与养老基金类型

### （一）爱尔兰“三支柱”养老金体系的基本概况

爱尔兰养老金制度由三支柱构成：第一支柱为国家福利养老金（State Welfare Pension），由缴费型国家养老金和非缴费型养老金构成。缴费型国家养老金制度为所有符合年龄和缴费条件的退休者提供基础养老金待遇，资金来源于

<sup>①</sup> 房连泉：《全面建成多层次养老保障体系的路径探讨：基于公共、私人养老金混合发展的国际经验借鉴》，《经济纵横》2018年第3期。

雇主和雇员缴纳的“与工资相关的社会保险缴费额”(Pay-Related Social Insurance contributions, PRSI)。年龄为 16—66 周岁的雇员须根据自身收入和职业对应的等级缴纳社会保险费, 缴费率通常为 14.75%, 其中, 雇主缴费率为 10.75%, 雇员缴费率为 4%。劳动者年满 66 周岁、且在 56 周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。国家福利养老金是爱尔兰老年人最重要的收入来源, 约占老年人退休总收入的三分之二。对于年满 66 周岁, 但不符合缴费型养老金计划受益资格条件的劳动者, 爱尔兰于 2006 年引入基于家计调查的非缴费型养老金计划, 资金来源于一般税收, 属于救助范畴。第二支柱为职业养老金(Occupational Pensions), 由私营部门和公共部门雇主自愿发起设立, 资金来源于雇主和雇员缴费, 享受税收优惠。私营部门雇主发起设立的职业养老金计划实行积累制, 由养老金管理局(Pension Authority)管理, 包括 DB 计划、DC 计划和混合计划。公共部门雇主建立的职业养老金计划一般实行现收现付制(个别商业性国有组织除外); 第三支柱为自愿参加的个人养老金(Personal Pensions), 自雇者或未参加职业养老金计划成员的自愿加入, 包括退休年金契约(Retirement Annuity Contracts, RACs)和 2002 年推出的个人退休储蓄账户(Personal Retirement Savings Account, PRSA)。个人养老金由人寿保险公司或投资公司负责管理, 个人缴费享受税收优惠。劳动者在退休时可选择将退休基金全部或部分转换成年金、投资于批准退休基金(Approved Retirement Fund, ARF)或批准最低退休基金(Approved Minimum Retirement Fund, AMRF)。下文将第二支柱职业养老金和第三支柱的个人养老金计划统称为私人养老金。

## (二) 养老基金类型

爱尔兰养老基金包括社会保险基金、职业年金基金和个人养老基金。第一支柱国家福利养老金制度通过社会保险基金运行。社会保险基金由每期社会保险缴费收入满足待遇支付后的盈余资金积累形成, 包括经常账户和投资账户, 分别由社会保护部和财政部管理。经常账户资金来源于雇主、雇员和自雇者的缴费收入, 负责国家福利养老金的待遇支出。社会保险基金支付完各项待遇后的结余资金转移至投资账户。社会保险基金盈余资产除部分存于中央银行外, 剩余资金由财政部授权国库管理局(National Treasury Management Agency, NTMA)进行投资,

社会保险基金实行被动投资策略，主要进行境内投资，以银行存款、财政部短期票据和欧元区政府债券(最长期限不超过 5 年)等固定收益类资产投资为主。第二、三支柱养老基金采取市场化投资方式，股票配置比例相对较高，其与资本市场的联系更加紧密。职业年金基金和个人养老基金合称为私人养老基金。

## 二、爱尔兰私人养老金制度发展的市场驱动力

爱尔兰私人养老金的发展基于自愿原则，政府多次采取积极措施改革私人养老金制度。1998 年爱尔兰养老金管理局出版了名为《国家养老金政策倡议》(National Pensions Policy Initiative, NPPI) 的报告，报告中明确设定了二、三支柱养老金制度覆盖面的发展目标：2002 年 30—65 岁劳动者参加私人养老金计划的目标覆盖率为 62%，2008 年为 66%，最终达到 70%，确保私人养老金和缴费型国家养老金总体替代率水平达到个人退休前收入的 50%<sup>①</sup>。实际运行中，30—65 岁劳动者私人养老金覆盖率从 2002 年底的 57% 上升到 2008 年 3 月底的 61%，其后下降到 2015 年底的 46.7%<sup>②</sup>，与设定的目标覆盖率有较大差距。部分行业的私人养老金覆盖率非常低，比如酒店、餐饮和零售行业，制度覆盖面扩展基本处于停滞状态。2018 年 2 月，爱尔兰政府发布了《2018-2023 年养老金改革路线图》(A Roadmap for Pensions Reform 2018-2023) 的报告，提议通过引入自动加入机制和赋予个人在退休决策上的更大灵活性，建立一个更加公平的养老金体系和促进新的个人储蓄文化的形成，通过市场化投资运营壮大基金规模和提高长期投资收益，增加老年人的退休收入。爱尔兰私人养老金的长足发展有其制度层面的驱动因素，即：强有力的税收优惠、生命周期投资策略、灵活的待遇领取方式和独立完善的监管机制。

### (一) 强有力的税收优惠增加缴费激励

爱尔兰私人养老金的发展离不开税收优惠政策的大力支持。爱尔兰建立了随着年龄增长加大税收优惠力度的机制，雇主或雇员缴费均享受税收优惠，30 岁以下税收减免额上限为个人净工资收入的 15%，30—39 岁为 20%，40—49 岁为 25%，50—54 岁为 30%，55—59 岁为 35%，60 岁及以上者为 40%。<sup>③</sup>爱尔兰私人养

<sup>①</sup> Liam A. Gallagher, and Fionnuala Ryan, "Designing a Feasible National Auto-Enrolment Pension Scheme: The case of Ireland," *Paper for Presentation at the ILERA 17th World Congress at Cape Town, Sep(2015)*.

<sup>②</sup> Social Justice Ireland, *A Universal State Social Welfare Pension: Recognizing the Contribution of all our Senior Citizens*, Mar(2018), pp.19, www.socialjustice.ie.

<sup>③</sup> Edina Rozinka, and Waldo Tapia, "Survey of Investment Choice by Pension Fund Members," *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, no. 7(2007), pp.1-29.



养老金制度实行EEPT(Exempt-Exempt-Partial Taxed system, EEPT)税收模式<sup>①</sup>，即缴费收入和投资收益免征个人所得税，但部分养老金待遇收入需要征税，规定了雇员一次性领取养老金待遇享受的免税额度，超出该额度的待遇需要征税，比标准EET模式税优力度更大。自2011年1月1日起，私人养老金待遇一次性提取的最高免税上限额为20万欧元，<sup>②</sup>超过这一限额的收入将按比例征税：对于20万欧元以上50万欧元以下的部分，税率为20%，50万欧元以上部分根据纳税人边际税率缴纳。据测算，爱尔兰在养老金计划上的税收支出总成本占GDP的比例高于1%，超出了家计调查型社会救助计划的运行成本。<sup>③</sup>爱尔兰财政部统计数据 displays, 2014年爱尔兰私人养老基金的年度税收减免额为24亿欧元，占当期税收支出总额的45%。<sup>④</sup>

(二) 灵活的待遇领取方式和严格的提前取款规定确保基金用于养老目的

爱尔兰私人养老金制度规定了较为灵活的待遇领取方式，计划成员可选择一次性领取、购买年金、部分或全部转入批准退休基金或批准最低退休基金。<sup>⑤</sup>目前大多数积累制养老金计划提供了部分转换或一次性领取的选择。计划成员一次性免税待遇领取额取决于养老金计划类型及个人从其他养老金计划获得的免税额度。如果雇员达到法定退休年龄且工作满20年，个人可一次性从职业养老金计划提取的免税待遇总额为个人最后薪资收入的1.5倍，而从个人养老金一次性领取的免税待遇额度为退休年金契约或个人退休储蓄账户基金资产的25%，其余基金可投资于批准退休基金和批准最低退休基金。批准退休基金是一种投资合同，由合格的基金经理负责投资。个人投资批准退休基金是附条件的，即：必须保证每年从其他渠道获得的最低养老金待遇收入不低于1.8万欧元。不符合这一最低收入标准，又不愿意购买年金的个人，可将一次性领取免税待遇额度后的第一笔养老基金（12万欧元）投资于批准最低退休基金，<sup>⑥</sup>并可在任何时间使用批准最低退休基金购买年金。此外，为保障养老基金用于退休储蓄的目的，爱尔兰法律规定劳动者离职时，如果在本单位的服务年限少于2年，可一次性领取已经

<sup>①</sup> Shane Whelan, and Maeve Hally, "An Analysis of Taxation Supports for Private Pension Provision in Ireland," *The Economic and Social Review*, vol.49, no.3(2018), p.325.

<sup>②</sup> Micheál L. Collins, and Gerard Hughes. "Supporting Pension Contributions Through the Tax System: Outcomes, Costs and Examining Reform". *The Economic and Social Review*. vol.48, no.4(2017), p.496.

<sup>③</sup> Gerard Hughes, "Private Pensions and Equity in Ireland and the UK," *Henry Stewart Publications*, vol.8, no.2(2003), pp.167-178.

<sup>④</sup> Shane Whelan, and Maeve Hally, "An Analysis of Taxation Supports for Private Pension Provision in Ireland," *The Economic and Social Review*, vol.49, no.3(2018), p.320.

<sup>⑤</sup> 注：这种待遇领取方式仅适用于DC计划或DB计划进行额外自愿缴费的雇员。

<sup>⑥</sup> OECD, "Review of the Irish Pension System: Preliminary Version," *OECD Working Paper*, April 2013, pp.33-35.

积累的退休金，但须缴纳 20% 的税款，其他情况的提前取款均不被许可。

(三) 生命周期投资策略创新了养老金投资方式

爱尔兰养老金监管机构要求受托人为没有明确投资选择的成员提供默认策略，如果计划成员未行使个人选择权将实行默认投资。实践中，绝大多数计划成员会选择默认投资。爱尔兰标准默认投资方式是实行生命周期策略，将年轻雇员的缴费额更多投资于股票和房地产等风险较高的增长型资产，临近退休时逐渐转向风险较低的资产，如债券和现金。具体而言，爱尔兰生命周期策略包含稳步成长阶段和转投目标收益基金阶段。稳步成长阶段将计划成员基金全部投资于增长型基金，尤其是以共识基金（Consensus Fund）为典型代表，主要投资于股票，部分持有债券、现金和房地产，目标是获取市场的平均回报率。在转投目标收益基金阶段，逐渐降低增长型基金比例，提高养老金稳定基金和目标待遇基金的比例。以 65 岁退休的计划为例：成员在 45 岁之前将基金资产 100% 投向增长型基金；从 45 岁开始，每年大约将 3% 比例资产投向养老金稳定基金；从 59 岁开始，养老基金开始直接投向目标待遇基金（见表 1）。生命周期策略的使用降低了资本市场波动对退休者养老金待遇的影响，尤其是降低了对临退休者待遇水平的冲击，提高了待遇的稳定性。

表 1 爱尔兰生命周期策略的资产配置变化情况

阶段	距离退休的年限	增长型基金	养老金稳定基金	目标待遇基金
稳步增长时期	20 年以上	100%	0%	0%
	6 年	60%	40%	0%
转向目标待遇基金阶段	5 年	48%	32%	20%
	4 年	36%	24%	40%
	3 年	24%	16%	60%
	2 年	12%	8%	80%
	1 年	0%	0%	100%
	0 年	0%	0%	100%

注：养老金稳定基金以债券投资为主，部分投资于现金、股票和另类资产；

增长型基金以股票投资为主，部分投资于债券、现金和房地产等。

资料来源：<https://www.irishlifecorporatebusiness.ie/>。

(四) 独立的外部监管机构和风险分层监管方式为制度发展保驾护航

根据《养老金法案》，爱尔兰于 1990 年建立了养老金管理局。养老金管理局是职业养老金计划、个人退休储蓄账户和部分退休年金契约的法定监管机构，负

责监督养老金计划和保护计划成员的养老金权益。养老金管理局内设单独的养老金理事会（Pension Council），理事会围绕养老金政策和保护计划成员利益等事项向爱尔兰社会保护部部长提供咨询建议，理事会成员由养老金研究专家、受托人、雇员、雇主和政府代表构成。养老金管理局的主要职责包括：向养老金计划成员及受托人提供信息和必要的指导、职业养老金计划的注册登记、要求 DB 计划每三年进行一次偿付能力测试并按时提交精算筹资证明、对养老金投资进行专业指导，以及对投资计划展开随机检查、调查、检举和诉讼等。监管方式上，爱尔兰更加注重事前主动监管，法律要求必须任命精算师和审计师，独立承担职业养老基金的精算分析和审计职能，要求审计师至少每三个月针对年金基金的收支、使用和管理的合法、合规性和效益性开展审计，并向基金管理机构汇报。为有效预防基金风险和确保监管工作的有效性，爱尔兰养老金理事会建立了风险分层监管方法，根据风险的预期后果将其划分为由高到低的五层：第一层是养老金资产或缴费收入被挪用；第二层是治理不足或管理不善对制度未偿付待遇产生影响；第三层是 DB 计划偿付能力不足的风险；第四层是未向计划成员提供证明材料；第五层是受监管实体未能及时、准确地向监管机构提交数据。风险分层监管方式明确了不同类型风险的严重程度，明确了监管的先后次序，有助于强化基金管理风险的预警和控制机制，最大程度地保障基金投资的安全性。

### 三、爱尔兰私人养老基金的治理与投资运营分析

#### （一）建立以受托人为核心的基金治理框架

爱尔兰职业养老金计划建立了以受托人为核心的信托制，相对完善的治理结构对基金投资运营产生了良好的影响。爱尔兰《信托法》和《养老金法案》要求受托人遵循审慎人原则，按照计划成员利益最大化的目标谨慎行事，代表受益人持有并投资基金资产，对基金投资享有决定权。受托人可以是个人也可以是专业信托公司，经过筛选的投资管理人、托管人和金融服务提供商对年金基金实行专业化管理。在投资决策前，受托人应该为成员提供足够的信息和基金选择，以便成员作出适当的选择。如果计划成员在规定时间内未行使选择权，将由受托人进行投资决策。受托人的专业核心地位受到法律保护，爱尔兰法律明确规定：受托人按照计划成员的指令投资，可免于受托责任。但是，如果受托人未履行规定义务，受益人可向法院提出诉讼，强制受托人履行义务。受托人、投资管理人、托

管人和金融服务提供商各主体职责明晰，有助于降低委托代理风险。

## （二）基金投资运营与资产配置

爱尔兰对单一发行者或资产类别没有具体的投资限制。2013 年爱尔兰政府规定：成员数量超过 100 人的私人养老金计划的股权投资上限为 50%。<sup>①</sup>爱尔兰私人养老基金采取积极投资策略，主要依赖股票、债券、房地产和现金四类投资工具。

### 1. 私人养老基金资产规模易受资本市场波动的影响

完全积累的私人养老基金资产规模深受资本市场波动的影响。爱尔兰私人养老基金绝对规模从 2003 年的 700.35 亿美元上升到 2007 年的 1274.87 亿美元，2008 年受金融危机的影响，养老基金规模缩小至 883.99 亿美元，之后小幅上升到 2014 年的 1365.35 亿美元，很快下降到 2018 年的 1257.46 亿美元，受计划覆盖范围有限和经济低速发展的影响，2010 年以来的基金增速趋缓。从相对规模来看，爱尔兰私人养老基金占 GDP 的比重从 2008 年的 33.8% 上升到 2014 年的 55.3%，随后下降到 2018 年的 31.9%。私人养老基金资产以职业养老基金为主，截至 2020 年 9 月底，爱尔兰共有 7.5 万个职业养老金计划，资产总规模为 1180 亿欧元，占家庭金融资产的 30%，其中 DB 计划资产规模为 760 亿欧元，占比为 64.4%，DC 计划资产规模为 420 亿欧元，占比为 35.6%。<sup>②</sup>在经济危机的影响下，职业养老基金资产占 GDP 的比重从 2002 年的 35.01% 上升到 2006 年的 37.79%，之后下降到 2008 年的 23.09%。<sup>③</sup>随着危机后的经济复苏，基金资产规模有所上升，但至今尚未恢复到危机前的规模。

### 2. DB 和 DC 职业养老金计划的资产持有量和投资管理方式差别明显

爱尔兰 DB 和 DC 职业养老金计划在筹资激励、风险分担主体和待遇计发上存在明显区别。2009 年开始，爱尔兰职业养老金计划呈现从 DB 计划向 DC 计划转变的发展趋势，这主要缘于金融危机冲击增加了雇主运行 DB 计划的制度成本，加之持续的低利率环境带来的融资挑战，很多 DB 计划不再接受新成员的加入。DB 计划向 DC 计划的转变意味着投资风险从企业向个人或家庭的转移。

<sup>①</sup> European Commission, “ Republic of Ireland: Key Characteristics of the Pension Funds Market, ” April 2019,P.5,https://ec.europa.eu/finance/docs/policy/.

<sup>②</sup> Kenneth Devine, David Mulleady and Ciarán Nevin. Occupational Pension Funds in Ireland: What Do We Know?https://www.centralbank.ie/statistics/statistical-publications/behind-the-data/occupational-pension-funds-in-ireland-what-do-we-know

<sup>③</sup> IAPF.IAPF Pension Investment Survey 2012, 2013.p. 2-4. https://www.iapf.ie/Publications/Surveys/AnnualInvestmentSurvey/default.aspx?disc=1.



2012—2016 年，DB 计划占比基本维持在 62%，DC 计划占比小幅增长到 38%左右。DC 计划下家庭成员的退休收入越来越受到金融市场冲击的影响，因为资产价格的下降会直接减少养老金资产价值。从投资管理方式来看，DB 计划资产以被动资产管理为主，占比为 54.8%，主动资产管理占比为 45.2%，而 DC 计划的主动资产管理的比例为 60.9%，被动资产管理占比为 39.1%。因 DB 和 DC 计划在资产持有量和风险偏好上的差异，二者在投资工具选择上存在不同。规模较大的 DB 计划养老基金可以直接投资于数百种不同的资产，包括股票和债券，规模较小的 DC 计划养老基金则持有数量有限的投资基金和保险产品。

表 2 2012-2016 年爱尔兰职业年金基金总资产规模及分类情况 单位：亿欧元

年份	DB 计划占比	DC 计划占比
2012	62.7%	37.3%
2013	63.5%	36.5%
2014	62.9%	37.1%
2015	62.0%	38.0%
2016	62.1%	37.9%

资料来源：<https://www.iapf.ie/publications/surveys/annualinvestmentsurvey/default.aspx?iid=687>

### 3. 职业养老基金多资产混合的配置结构有效降低波动性

基金资产配置是获得良好投资回报的重要决定因素。爱尔兰对养老基金监管的要求之一是资产投资的多元化，避免过度依赖特定资产或发行者。爱尔兰养老金管理局在咨询美世公司和大量建模的基础上，制定了初期战略资产配置，实现了风险和收益的有效平衡。初期资产配置的假设是：经济增长的条件下，实物资产的长期投资表现将优于债券等金融资产。虽然短期内股票比债券波动性更大，甚至出现剧烈波动，但基金的长期资金性质使其能够接受这种波动，以获取更高的预期回报。

爱尔兰职业养老基金投资的多元化配置特征明显，主要目标是在可接受的风险水平下实现投资回报最大化，具体特点包括：一是股票和债券总投资占比高达 70%以上。2002—2016 年爱尔兰职业养老基金股权投资比例在 40%以上，集中投资于上市公司股票。2017 年以来，逐步增加债券投资比例，2019 年的债券投资比例为 50%，以主权债券和金融债券为主，公司债券等其他债券占比小，贷款和房地产投资所占份额相对较小。二是保持相对稳定的现金投资比例，满足流动性管理的需要和确保投资收益的稳定性。三是大宗商品等另类资产越来越受到养老

金投资者的青睐。爱尔兰DB职业养老金计划的另类资产投资（比如不动产、基础设施和混合基金等）比例从2015年的11%上升到2019年的22%，<sup>①</sup>另类资产与传统资产的相关性较低，在分散投资、稀释债券低收益率影响方面发挥着重要作用。四是实行国内外市场投资，克服本国资本市场规模小和波动性大造成损失的弊端，实现投资区域的多元化。从区域分布上看，DB计划欧元区投资占比高达80.7%，非欧元区投资占比为19.3%。爱尔兰职业养老基金投资者通过投资资产类别多样化、投资区域分散化的配置格局，分散投资风险，实现资产和负债相匹配，提升了投资组合的稳健性。

表3 2002-2011年爱尔兰职业养老基金资产配置 单位：%

年份	股票	债券	不动产	现金	其他
2002	58	27	10.1	4.4	0.5
2003	63	23.5	8.7	3.8	1.0
2004	63.1	23.5	7.4	4.7	1.2
2005	65.0	21.5	8.0	4.5	0.8
2006	63.4	19.7	9.0	5.5	2.4
2007	66.3	18.5	9.1	3.8	2.3
2008	52.3	26.1	8.4	10.9	2.4
2009	62.5	24.1	4.2	6.9	2.3
2010	58.9	27.0	4.4	7.2	2.5
2011	52.7	30.3	4.2	8.9	4.0

资料来源：<https://ocean.ie/wp-content/uploads/2013/04/OECD-Review-of-the-Irish-Pensions-System.pdf>.

与欧盟其他国家相比，爱尔兰职业养老基金呈现多资产混合的平衡投资方式：第一，投资股票和不动产的比例均高于欧盟国家的平均水平。2017年爱尔兰职业养老基金配置于上市公司股票的比例为39.93%，比欧盟国家平均配置比例(18.43%)高出21.5%。不动产投资占比为6.23%，比欧盟国家平均值高出2.42%；第二，爱尔兰主权债券和金融债券投资总比例为50.13%，比欧盟国家平均水平(45.85%)高出4.28%，其他债券投资比例较少。整体而言，较之欧盟国家职业养老基金的资产配置结构，爱尔兰资产配置中股票和债券投资占比较高。

表4 2017年爱尔兰和欧盟国家职业养老基金资产配置情况对比

资产类别		爱尔兰	欧盟国家		
			平均值	最小比例	最大比例
债券及其他固定收益债券	主权债券	39.95%	35.19%	4.38%	66.07%
	金融债券	10.18%	10.66%	1.45%	26.19%

<sup>①</sup> Mercer, "Irish Pension Funds Reduce Equity Exposure to Diversify into Property," *Infrastructure and Hedge Funds*, no.8(2019), <https://www.mercer.ie/newsroom/asset-allocation-survey-2019-ireland.html>.

	其他	3.60%	13.27%	0.11%	68.50%
股票和其他可变收益债券	上市公司股票	39.93%	18.43%	0.26%	47.44%
	其他股票	—	8.42%	0.14%	68.00%
	债务证券	—	13.21%	0.43%	37.05%
欧盟可转换证券集合投资计划 (UCITS)	股票证券	—	15.63%	3.14%	33.48%
	不动产	—	2.16%	0.43%	3.92%
	其他	—	13.33%	2.55%	40.07%
金融衍生工具		—	0.13%	-0.04%	0.64%
贷款		0.11%	1.78%	0%	9.82%
不动产投资		6.23%	3.81%	0.05%	11.37%
其他投资		—	9.23%	0.72%	23.20%

资料来源：European Commission, Republic of Ireland: Key Characteristics of the Pension Funds Market, April 2019, P.3, <https://ec.europa.eu/>.

#### 4. 养老基金资产配置的动态调整

金融危机前，爱尔兰私人养老金计划以传统类资产投资为主，尤其是股票投资占主导。股票市场较高的投资收益有利于增加基金资产规模、提升基金保障性。然而，高收益必然伴随高风险，特别是 2008 年金融危机使得爱尔兰股票及与房地产相关的资产价值下跌，严重依赖以股票为主的投资组合遭受重大损失。爱尔兰私人养老基金及时调整资产配置结构，降低股票和其他可变收益债券的投资比例，增加债券和其他固定收益类证券的投资比例，同时将资产分散投资于房地产、基础设施和对冲基金等。2012—2016 年，DB 计划资产配置发生了一些变化：股票投资比例从 2012 年的 47.2% 下降到 2016 年的 40.6%，随后进一步下降到 2019 年的 28%；另类投资比例从 2012 年的 5.1% 上升到 2016 年的 13.7%；债券、不动产和现金资产配置比例相对稳定。DC 计划的股票、现金资产配置比例较 DB 计划高，股票投资比例为 50% 左右，现金配置比例从 2012 年的 16.8% 下降到 2016 年的 11.5%。DC 养老金计划中股票和债券资产配置比例较高的原因在于生命周期基金的运用，这也从侧面反映出劳动者的投资更为谨慎。

表 5 爱尔兰 DB 和 DC 养老金计划资产配置比例

年份	股票		债券		不动产		现金		另类投资	
	DB	DC	DB	DC	DB	DC	DB	DC	DB	DC
2012	47.2%	53.3%	38.5%	23.0%	3.6%	3.0%	5.7%	16.8%	5.1%	3.8%
2013	47.5%	53.4%	36.7%	21.1%	3.0%	3.4%	5.6%	17.3%	7.2%	4.9%
2014	42.5%	52.0%	41.2%	23.1%	3.7%	4.8%	4.6%	14.2%	8.0%	6.0%
2015	41.1%	50.0%	39.0%	23.6%	2.8%	5.4%	6.0%	14.3%	11.1%	6.8%
2016	40.6%	53.9%	36.9%	22.8%	3.5%	5.3%	5.2%	11.5%	13.7%	6.6%

资料来源：<https://www.iapf.ie/publications/surveys/annualinvestmentsurvey/default.aspx?iid=687>

## 四、爱尔兰资本市场与私人养老基金的互动发展

### （一）爱尔兰资本市场的基本特征

爱尔兰资本市场是实施国际标准的小型区域性市场，根据摩根士丹利资本国际的统计数据，爱尔兰股票交易所综合指数(Irish Stock Exchange Overall Index, ISEQ)的资本额约占金融时报全股票指数(Financial Times All Share Index, FTSE)的5%，而富时指数约占道琼斯30指数的30%。<sup>①</sup>虽然爱尔兰国内股票市场规模有限，占全球股票市值的比例不到1%<sup>②</sup>，但爱尔兰股票市场与伦敦国际股票市场高度融合，爱尔兰金融和实体经济部门的国际化程度较高。

爱尔兰国内资本市场运行平稳，成功吸引了大量国内外投资者，究其原因主要有三个：一是开放、透明、良好的监管环境。爱尔兰较早采用OECD国家统一的投资基金监管框架，注重完善信息披露标准，确保养老基金安全。良好的基金监管环境吸引OECD其他成员国养老基金的投资，较为完备的监管体系有效实现了必要监管和节约成本之间的合理平衡；二是投资工具丰富、税收结构有效、高度重视对投资者的保护。爱尔兰针对股票市场投资基金制定了完备且清晰的税收政策；三是注重金融技术的创新运用，提升交易所运行效率。爱尔兰已经发展为一个强大的知识经济体，专注于服务业和高科技产业，在投资产品创新上保持领先地位，积极寻求机会并提供解决方案。技术的进步使得爱尔兰在不断变化的监管体系下持续提升运行效率。爱尔兰投资行业的自动化率高达89.1%，<sup>③</sup>基金和股票的跨境处理极为高效。

### （二）私人养老基金投资与资本市场的互动发展分析

#### 1. 私人养老基金的长期投资理念引领资本市场的长线投资

爱尔兰私人养老基金秉持长期投资和价值投资，在市场低迷时期，私人养老基金无须立即偿还债务，也不会强制出售资产以偿还债务，而是每年以稳定的现金流投入资本市场，可在一定程度上降低资本市场的波动，充分发挥稳定器功能。同时，作为资本市场重要的机构投资者，私人养老基金推动资本市场的长线投资。资本市场的稳定性可用银行资本充足率、股票交易所综合指数波动率和股票市场

<sup>①</sup> Colm Kearney. The Cause of Volatility in a Small, Internationally Integrated Stock Market: Ireland, July 1975-June 1994[J]. The Journal of Financial Research, August 2014: 1-2.

<sup>②</sup> Dimitri Vitas, Gregorio Impavido and Ronan O' Connor. Upgrading the Investment Policy Framework of Public Pension Funds[P]. Policy Research Working Paper 4499, 2008: 49.

<sup>③</sup> Company Bureau. Why is Ireland so popular for the funds industry?[N]. 4 April 2017, website: <https://www.companyformations.ie/blog/why-is-ireland-so-popular-for-the-funds-industry/>.



换手率等指标来衡量。2011—2015 年，爱尔兰的银行风险加权资本充足率平均为 21.22%，<sup>①</sup>高于 8% 的国际通行标准，反映出爱尔兰银行具有较强的偿债能力，银行业稳定性较强。此外，因私人养老基金股票投资比例较高，其对股票市场发展也产生了重要影响。20 世纪 90 年代末，因东南亚金融危机的影响，爱尔兰股票市场换手率相对较高，1998 年达到 75%。21 世纪以来，爱尔兰股票市场的换手率基本维持在 20%—30% 之间。换手率越高意味着市场投机性较强，较低的换手率意味着股票交易活跃度的下降，持有资产的时间更长。1996—2017 年，股票市场交易总额占 GDP 的比重从 16.6% 稳步下降到 7.8%，市场交易较为平稳，没有出现明显的抛售行为。股票市场中投机行为的有效治理有助于降低市场波动性。从股票交易所综合指数的波动趋势可知，2011—2016 年爱尔兰股票交易所综合指数平均波动率为 16.3%，除个别年份受经济危机影响波动较大外，其他年份波动率相对稳定。爱尔兰股票市场的稳定性离不开私人养老基金源源不断的注入。

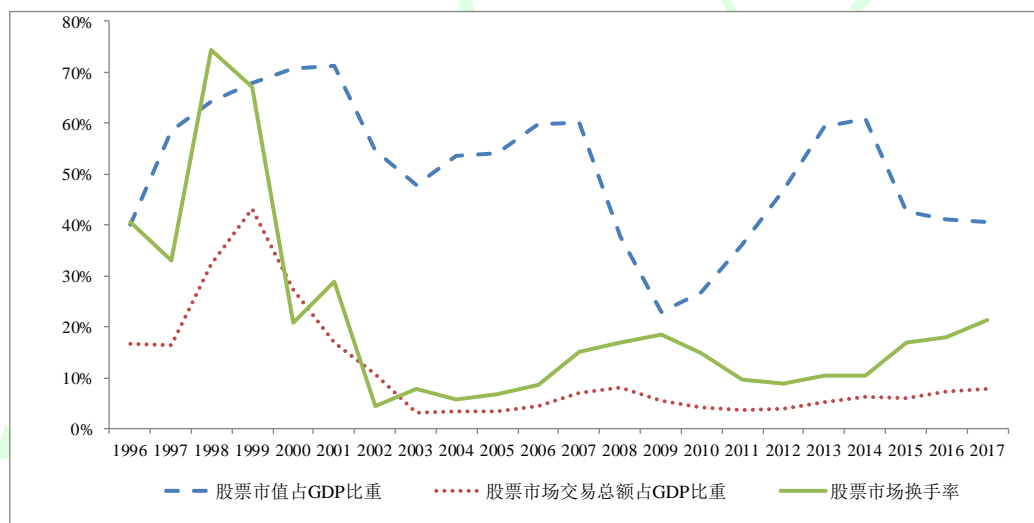


图 1 1996—2017 年爱尔兰股票市值、股票市场交易总额占 GDP 比重及换手率<sup>②</sup>

资料来源：世界银行数据库。

## 2. 私人养老基金市场化投资有助于提升资本市场的运行质量

爱尔兰私人养老基金拥有专业的投资管理、较少的投资限制、充分的投资工具选择等显著优势，通过投资国内优秀上市公司，并成为长期股东，对提高上市公司治理水平起到了推动作用。爱尔兰监管机构对私人养老基金的投资种类、数量、比例和工具等没有限制，为契合基金资产规模壮大的趋势，满足投资者多样

<sup>①</sup> IMF, “Ireland: Financial System Stability Assessment,” *IMF Country Report*, vol.258,no.16(2016), p.15.

<sup>②</sup> 股票换手率是指股票交易量占国内发行总股数的比重

化的投资需求，市场上金融管理机构的数量不断增加：2015年已经达到822家。金融管理机构为增加基金产品的吸引力，不断开发新产品，通过金融创新提升竞争力，投资基金产品数量增长迅速，从2011年的3370个增长到2015年的4412个，<sup>①</sup>四年内产品增加了1042个。此外，由于私人养老金制度追求退休保障的社会目标，监管部门对基金风险管理要求更高，有利于促进资本市场风险控制体系的完善。

### 3. 股票市场的波动性对私人养老基金的影响

股票市场兼具收益性和风险的不确定性，其对养老金市场化投资既会产生积极影响，也产生消极影响。大量私人养老金投资股票市场，使得养老金投资收益比较依赖股票市场，较易受市场波动的影响。一般而言，股票市场给养老金带来的潜在风险包括：一是养老金资产绝对规模下降的风险；二是基金贬值风险，即养老基金的投资回报率低于通货膨胀率；三是养老金制度替代率不足的风险，即投资收益率的增长赶不上退休待遇的增长。虽然从长期看，股票投资能够获得较高的投资收益率，但其短期波动对退休者的待遇影响很大。从爱尔兰股票市场的发展状况看，1984—2017年爱尔兰股票市场平均回报率为10.4%，金融危机对爱尔兰股票市场的冲击很大，其间股市大幅下跌，2001年和2002年私人养老金投资收益率均为负值，分别是-6%和-21%，<sup>②</sup>私人养老金投资收益短期内波动明显。为此，爱尔兰适时调整养老基金的资产配置，2009年开始，爱尔兰职业养老金降低了股票配置比例，相应增加固定收益类、房地产和基础设施等资产的投资，以此作为新的回报来源。

## 五、结论与启示

爱尔兰私人养老金资产规模不算大，但因其完善的治理结构、多元化的资产配置、专业的投资管理和透明的信息披露，保证了私人养老金投资运营的相对平稳。本文通过对爱尔兰私人养老金运行机制的研究，认为其实践经验可以归结为：一是较为发达的股票和债券市场是积累型养老金市场化投资运营的基础条件；二是完善的金融市场环境、强有力的监管规则和税收改革的积极配合有助于降低养老基金的投资风险；三是以平衡收益性和风险性为目的，合理制定投资

<sup>①</sup> IMF, "Ireland: Financial System Stability Assessment," *IMF Country Report*, vol.258,no.16(2016), p.40.

<sup>②</sup> Jim Stewart ,and Bridget Mc Nally, *Occupational Pension Schemes in Ireland : A Review of Risk and Investment Strategies*, 2003,p.10, [http://mural.maynoothuniversity.ie/126/1/N128\\_10\\_03.pdf](http://mural.maynoothuniversity.ie/126/1/N128_10_03.pdf).

策略。爱尔兰私人养老基金市场化投资运营为我国企业年金制度的发展提供了以下四点启示。

第一，完善企业年金的治理和运营机制。企业年金基金积累周期长达几十年，其市场化投资运营离不开政策的优化和完善的基金治理机制。首先，加快推行自动加入机制、赋予个人有限投资选择权和引入生命周期基金等市场化驱动改革，破除自愿性企业年金制度覆盖范围有限、投资收益不理想的现实瓶颈。其次，企业年金基金应注重长期投资和价值投资，根据受益人待遇领取时间、风险偏好等因素将基金投资于不同类别和不同期限的金融工具，促进年金市场的发展。再次，应强化受托人的核心地位，确保投资管理人、账户管理人和托管人职责清晰，避免委托代理风险。

第二，实现第二、三支柱养老金制度的有效衔接。我国第二、三支柱养老金制度实行完全积累制，采取市场化投资运营，第二支柱主要面向企业和机关事业单位，而第三支柱则以自雇者和没有参加第二支柱养老金制度的劳动者为保障对象，实现二、三支柱养老金制度的衔接设计，才能织牢劳动者的退休保障网。可借鉴爱尔兰养老金的改革经验，在政策设计上，逐步实现私人养老金在税收优惠激励机制、基金治理、市场化投资运营和待遇领取方式上的统一，允许私人养老金账户资产的转移，形成两个支柱的良性互动，基于统一信息技术平台建设，为参保者提供便利。

第三，实行多元化投资策略。我国企业年金基金投资实行严格的投资类别和比例限制，且主要在境内市场投资，投资收益率不理想。伴随着多层次资本市场的完善和风险控制机制的健全，进一步拓宽投资范围和丰富投资工具，同时以先行放开香港市场投资为契机，适时开展海外投资，通过实现投资期限结构多样化、丰富投资品种和渐进放开投资区域等手段，不断分散投资风险。

第四，强化信息披露，完善基金监管体系。目前，我国养老基金市场化投资的信息披露制度尚不完善，随着人们对退休养老储蓄需求的不断增加和基金资产规模的壮大，对信息披露的要求将不断提高。可以参考爱尔兰养老金管理局对私人养老基金进行独立、专业化投资监管的模式，严格规范监管流程，通过设计季度、年度报表等制度，及时准确地披露不同类别资产的投资损益情况，便于公众清晰掌握基金的投资运营，为养老金制度的有效运行保驾护航。

**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：**北京东城区张自忠路 3 号院东院北楼。

**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