

工作论文

SSL Working Paper Series

WP No.142-20211123

中国社科院世界社保研究中心 主办



本期刊发的《工作论文》是由朱俊生、邹琼撰写的《德国：养老基金投资与资本市场的互动》。如引用，请征得作者或本实验室的同意——编者。

德国：养老基金投资与资本市场的互动

朱俊生

清华大学五道口金融学院中国保险与养老金研究中心研究总监
国务院发展研究中心金融研究所保险研究室原副主任、教授、博士生导师

邹琼

中国社会科学院大学博士研究生

一、德国养老保险体系的演进与四层次架构

（一）养老保险体系演进

德国作为现代社会保障制度的发源地之一，其养老保险制度已有 100 多年的历史。随着老龄化以及经济社会发展，德国养老金体系不断调整和完善。德国向来注重“先立法，后实践”，与养老保障相关的重大发展与变革等都建立在相关的法律基础上（见表 1）。

表1 德国养老体系的演进

年份	法律	主要内容(意义)
1881	《皇帝敕令》	提出工人因年老而出现经济困难时有权得到救济,并颁布了养老保障的实施计划
1889	《老年和残疾社会保险法》	提出为年满70岁的退休者或因伤残而丧失劳动能力的人提供保险,养老保险费用由雇主、雇员和国家三方负担并实行基金制
1911	《雇员保险法》	养老保障制度覆盖范围扩展到职员和遗属
1923	《矿工保险法》	建立全国性矿工保险基金,对从事矿业工作的所有雇主和雇员提供疾病和养老保险津贴
1938	《手工艺者养老金法》	将强制性老年和残疾保险扩大到大部分自我雇佣的手工业者
1949	《社会保险法调整法》	提高养老保险缴费率以及养老金津贴;实行最低养老金标准;在工人养老保险中推行无条件的遗孀养老金
1951	《农民养老保险法》	开始建立农村养老保险制度
1957	《养老金改革法》	确立了现收现付的现行养老保险筹资模式
1967	《财政修正法》	降低国家对养老金的补贴,分阶段提高养老金缴费率
1972	《退休改革法》	推出灵活退休年龄制度,确立养老金指数化调整机制
1974	《企业补充养老金法》	补充养老金逐步成为一种制度
1989	《1992年养老金改革法》	引入联邦补贴自我调整机制;调整养老金与工资收入的关联;退休年龄标准提高到65岁
1995	《农业社会改革法》	实行农民养老保险改革
1997	《1999年养老金改革法》	在养老金计算公式中加入人口发展因子(未实施)
2001	《养老保险改革法令》	确定法定养老保险缴费率;采取现金补贴、所得税减免、所得税延期缴付等措施促进商业养老保险的发展
2004	《法定养老保险可持续发展法》	在养老金计算公式中加入“可持续发展因子”,将养老金的发展水平同制度赡养率的变化联系起来;提高退休年龄
2005	《老年收入法》	引入了养老金延迟纳税制度;对企业补充养老保险和个人自愿养老保险进行改革
2007	《养老保险改革法案》	将法定退休年龄从2012年起至2029年逐步由65岁延迟至67岁
2014	《法定养老保险改进法案》	缴费满45年的参保者,可以提前至63~65岁退休并领取全额养老金;改善弱势群体的公共养老金待遇,引入“母亲养老金”,上调劳动能力受限者养老金额度等
2018	《职业养老金改善法》	职业养老金中引入DC计划;资助低收入雇员的雇主获得税收减免的金额;提高里斯特养老保险计划的基本补贴

资料来源:作者整理。

1881年德皇威廉一世在《皇帝敕令》中提出工人因患病、事故、伤残和年老而出现经济困难时有权得到救济,为养老保障制度的建立奠定了基础;1889年颁布《老年和残疾社会保险法》,标志着德国养老保险制度建立;之后手工业者(1983年)、农民(1995年)等养老保险建立,退休年龄(1889年、1972年、1989年、2004年、2007年、2014年)、缴费率(1889年、1949年、1967年、2001年)不断调整,以及补充养老保障(2001年、2005年)不断发展,德国养老体系不断完善。

德国养老保险体系具有以下特点。

首先，养老保险层次不断丰富。德国从 1889 年建立法定养老保险开始，便不断对其进行完善，如提高法定养老保险的覆盖率和保障水平。同时，为了更好地保障人们年老后的生活水平以及养老体系的可持续发展，德国也在逐渐发展补充养老保险，如 1974 年颁布的《企业补充养老金法》标志着德国企业补充养老金计划逐步成为一种制度；2001 年颁布的《养老保险改革法令》，通过补贴和税收措施促进商业养老保险发展；2018 年在职业养老金中引入 DC 计划，并提高了里斯特养老保险计划的基本补贴。

其次，覆盖范围不断扩大。德国养老保险制度最开始只承保工人，1911 年通过《雇员保险法》扩展到职员和遗属，1938 年通过《手工艺者养老金法》扩大到大部分自我雇佣的手工业者。1951 年《农民养老保险法》建立了农民养老保障制度。养老保障覆盖人群越来越多、阶层越来越广泛。

最后，养老金管理不断完善。1957 年确立现收现付制的筹资模式，2001 年鼓励发展积累制的补充养老保险，1972 年《退休改革法》确定了养老金指数化调整机制，2004 年《法定养老保险可持续发展法》在养老金计算公式中加入“可持续发展因子”。同时，为了应对人口老龄化对养老保险基金造成的压力，德国逐渐提高养老金领取年龄。1992 年养老金改革将退休年龄提高到 65 岁，2007 年把领取养老金的年龄标准逐步从 65 岁提高到 67 岁。

（二）养老金体系的四层次架构

1980 年，德国老年人口占工作年龄人口的比重为 27.3%，2020 年提高至 36.5%，2060 年将进一步提高至 60.3%（见表 2），老龄化程度将高于经济合作与发展组织（OECD）成员的平均水平（58.2%）。人口老龄化给德国现收现付制的基本养老保险的可持续性带来了挑战，是德国养老保险改革的重要原因。

表 2 老年人口赡养率变化趋势（1980—2060 年）

单位：%

国家	1980 年	2020 年	2060 年
德国	27.3	36.5	60.3
墨西哥	9.7	13.2	36.0

国家	1980 年	2020 年	2060 年
土耳其	10.4	15.2	44.7
智利	9.7	19.7	55.4
卢森堡	22.8	22.3	48.6
韩国	8.2	23.6	89.7
以色列	17.5	23.9	33.0
爱尔兰	21.7	25.0	51.5
斯洛伐克	19.0	26.5	64.0
冰岛	18.7	26.6	53.4
澳大利亚	17.1	27.7	45.8
新西兰	18.4	28.3	48.6
美国	20.4	28.4	44.5
挪威	26.6	29.6	47.1
加拿大	16.3	29.8	49.2
波兰	17.6	30.5	72.4
经济合作与发展组织	20.4	31.2	58.2
瑞士	23.8	31.3	57.5
奥地利	27.2	31.3	61.9
英国	26.9	32.0	51.5
西班牙	20.4	32.8	77.7
比利时	25.2	33.1	53.9
匈牙利	23.3	33.4	57.8
捷克	24.0	33.8	59.5
荷兰	19.8	34.3	55.9
立陶宛	20.0	34.7	63.8
斯洛文尼亚	19.8	34.7	66.3
爱沙尼亚	21.3	34.9	67.0

国家	1980 年	2020 年	2060 年
丹麦	25.3	34.9	47.2
拉脱维亚	22.1	35.5	61.5
瑞典	28.5	35.9	51.5
法国	25.0	37.3	56.0
希腊	22.2	37.8	76.0
葡萄牙	21.4	38.6	70.6
意大利	23.6	39.5	75.6
芬兰	20.1	40.1	56.3
日本	14.7	52.0	83.3

注：工作年龄为 20~64 岁，老年年龄为 65 岁及以上。

资料来源：United Nations World Population Prospects: The 2019 Revision.

经过 100 多年的发展，德国逐步形成了四层次的养老保险体系，不同层次的养老保险在资金来源以及筹资模式方面存在差异（见表 3）。

表3 德国各层次养老保险资金来源

项目	第一层次		第二层次		第三层次	第四层次
	法定养老保险	吕库普养老金	企业补充养老保险	里斯特养老保险	私人养老保险	基本保障
资金来源	雇主、雇员缴费以及国家补贴（延迟纳税）	个人、国家税收补贴	雇主、雇员（延迟纳税）	个人、政府补贴（延迟纳税）	个人（非延迟纳税）	国家税收
资金运行	现收现付制（DB）	资金积累制（DC）	资金积累制（DC）	资金积累制（DC）	资金积累制（DC）	—

资料来源：作者整理。

第一层次包括法定养老保险、农民养老保险、公务员养老保险、特定职业养老保险和吕库普养老金。其中，法定养老保险是德国覆盖面最广、支出占比最高的养老保险，它为几乎所有雇员提供基本的养老保障。截至 2017 年底，共有 5511 万名德国民众参与法定养老保险，占德国总人口的 66.78%，用于法定养老金的开支为 3078.5 亿欧元，占 GDP 的 9.4%。

农民养老保险、公务员养老保险以及特定职业养老保险是针对特定人群设立

的。例如，德国农民养老保险保障的对象主要是独立经营的农民与其配偶，于 1951 年开始建立，实行现收现付模式，政府的财政补贴是主要的资金来源，投保人只需缴纳少部分的养老保险费。吕库普养老保险是 2004 年改革引入的一项新的养老保险，又被称为“基本养老金”。与法定养老保险的作用类似，是为了保障人们的养老基本需求。但是法定养老保险采用的是现收现付制，资金主要来源为法定养老保险的保费和联邦政府补贴，吕库普养老保险采用基金积累制的融资结构，享受政府减税和一定的免税政策。

第二层次包括企业补充养老计划和里斯特养老保险计划。企业补充养老保险是企业为其雇员提供的福利待遇，不具有强制性，通常采用完全积累制的融资模式。里斯特养老保险计划覆盖的人群主要是那些由于法定养老金支付水平降低而收入受到影响的人，该计划的主要目标群体为中低收入者和子女较多的家庭，个人也可自愿参加里斯特养老保险计划。为了促进里斯特养老保险的发展，德国政府特别制订了包括基础补贴、子女补贴、特别补贴以及税收优惠的激励方案。2005 年里斯特养老保险的覆盖范围（在第二层次中）为 13%，到 2010 年上升到 38%，覆盖范围扩大了近 3 倍。其中 2007 年里斯特养老保险的覆盖范围超过企业补充养老保险，成为推动德国第二层次养老保险发展的主要力量。

第三层次中的私人养老保险是第二层次的补充，是原则上不能享受国家税收优惠政策的个人自发建立的养老金计划，个人主要通过自身净收入支付保险费而在退休后领取养老金，是自愿性的养老保险。

第四层次的基本保障于 2003 年设立，为低收入老年人提供基本保障。该计划类似于世界银行 2005 年提出的“零支柱”计划，主要针对退休后收入不足或完全残疾的老年人。为了保障他们必需的基本生活，他们可以在完成申请后获得一定的社会援助。2017 年底，65 岁以上基本保障的领取者数量为 54.4 万人，占所有养老金领取者的 3.16%；预测到 2030 年底，人数将上升至 83.7 万人，占养老金领取者的 4.4%。

二、德国养老保险基金收支状况

2019 年，德国养老基金规模为 2855.22 亿美元，占 GDP 的 7.4%，远远低于 OECD 成员 60.1% 的平均水平（见表 4）。

表 4 2019 年养老基金和所有退休产品的资产规模

OECD 成员	养老基金			所有退休产品
	增长 (%)	规模 (百万美元)	占 GDP 的比重 (%)	占 GDP 的比重 (%)
德国	8.4	285522	7.4	—
澳大利亚	6.3	1779374	132.0	135.0
奥地利	13.5	27293	6.1	—
比利时	18.0	44674	8.4	—
加拿大	7.3	1531845	89.1	158.9
智利	19.4	215373	80.8	—
哥伦比亚	16.6	83737	26.0	26.0
捷克	8.0	22445	9.0	9.0
丹麦	12.4	169434	48.7	219.1
爱沙尼亚	20.7	5342	17.0	18.6
芬兰	—	132184	49.4	—
法国	20.5	22468	0.8	10.0
希腊	8.6	1750	0.8	—
匈牙利	8.9	6098	3.8	5.4
冰岛	17.6	41036	167.6	178.2
爱尔兰	20.8	140425	36.0	—
以色列	17.9	259905	63.8	—
意大利	11.9	168510	8.4	10.8
日本	0.4	1443125	28.4	—
韩国	16.4	191061	11.6	—
拉脱维亚	21.2	629	1.8	16.7

OECD 成员	养老金			所有退休产品
	增长 (%)	规模 (百万美元)	占 GDP 的比重 (%)	占 GDP 的比重 (%)
立陶宛	24.9	4520	8.3	8.3
卢森堡	12.8	2050	2.9	—
墨西哥	18.8	225519	17.5	18.5
荷兰	17.5	1746262	191.4	—
新西兰	20.7	65769	31.1	31.1
挪威	10.9	43938	10.9	—
波兰	-2.0	40874	6.8	7.8
葡萄牙	12.1	24524	10.3	—
斯洛伐克	12.8	13324	12.6	12.6
斯洛文尼亚	11.6	3234	6.0	7.3
西班牙	11.8	133214	9.5	13.2
瑞典	—	22007	4.1	81.9
瑞士	12.6	1018080	141.1	—
土耳其	37.3	21325	3.0	—
英国	16.1	3582910	123.3	—
美国	15.6	18750788	87.5	147.1
总计	13.9	32270568	60.1	—

资料来源：OECD Global Pension Statistics; French Asset Management Association; Bank of Japan; Swiss Occupational Pension Supervisory Commission.

近年来，德国法定养老金收入和支出不断增加。其中，法定养老金收入从2009年的3144.8亿欧元增加至2017年的3849.46亿欧元，增长了22.4%；支出从2009年的2385.43亿欧元增加至2017年的2982.77亿欧元，增长了25%（见图1）。2009—2017年，德国法定养老金支出在社会保障总支出中的占比维持在

31%左右，占 GDP 的比重维持在 9%左右（见表 5）。

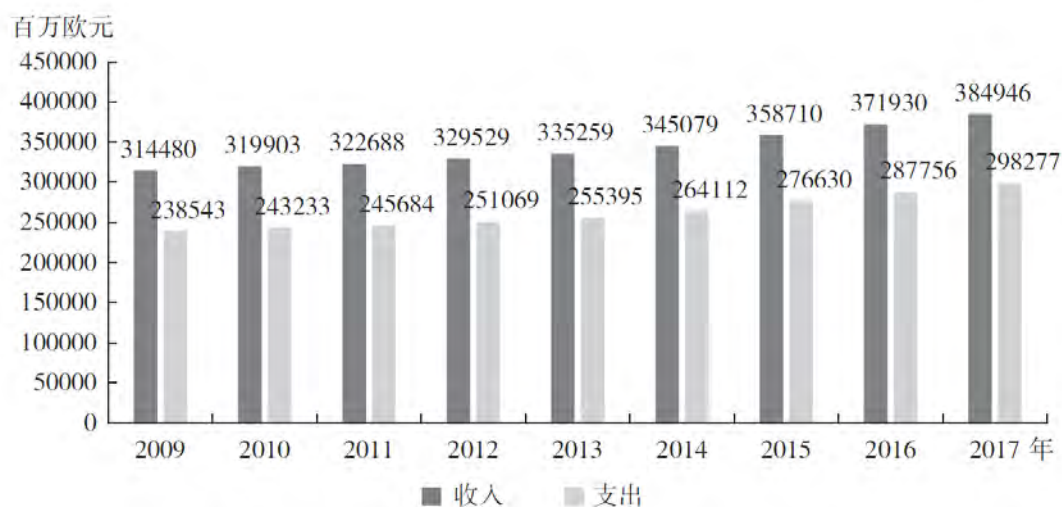


图1 德国法定养老金收支统计 (2009—2017年)

(资料来源: Eurostat, <https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>)

表5 德国养老金支出及其占比

年份	社会保障支出总额 (百万欧元)	养老金支出 (百万欧元)	养老金支出占社会保障 总支出的比重 (%)	养老金支出占GDP 的比重 (%)
2009	753781	238543	31.65	9.8
2010	771451	243233	31.53	9.5
2011	776535	245684	31.64	9.1
2012	794599	251069	31.60	9.1
2013	823635	255395	31.01	9.1
2014	852573	264112	30.98	9.0
2015	889688	276630	31.09	9.1
2016	929823	287756	30.95	9.2
2017	965332	298277	30.90	9.2

资料来源: Eurostat, <https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>.

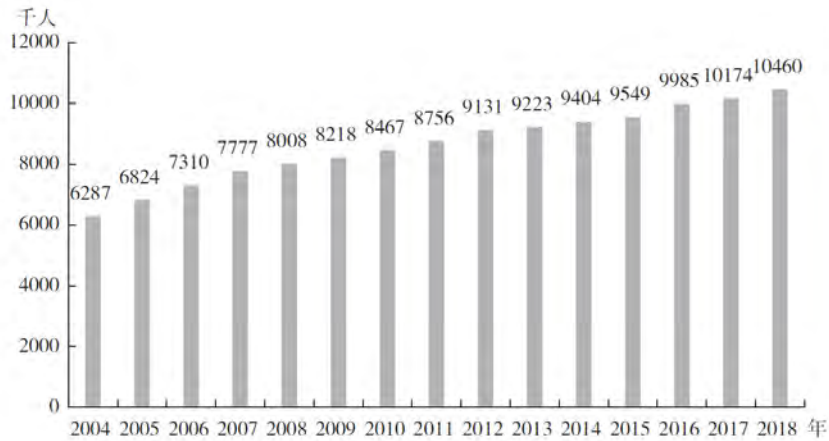


图2 德国私营养老金参加人数

(资料来源: Eiopa, https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/occupational-pensions-statistics_en)

德国私营养老金的参加人数不断增加, 从2004年的628.7万人增加至2018年的1046万人(见图2)。

2018年, 德国职业养老金收入为174.63亿欧元, 支出为81.46亿欧元(见图3)。根据OECD的数据, 德国私营养老金支出约占GDP的0.8%(见图4)。

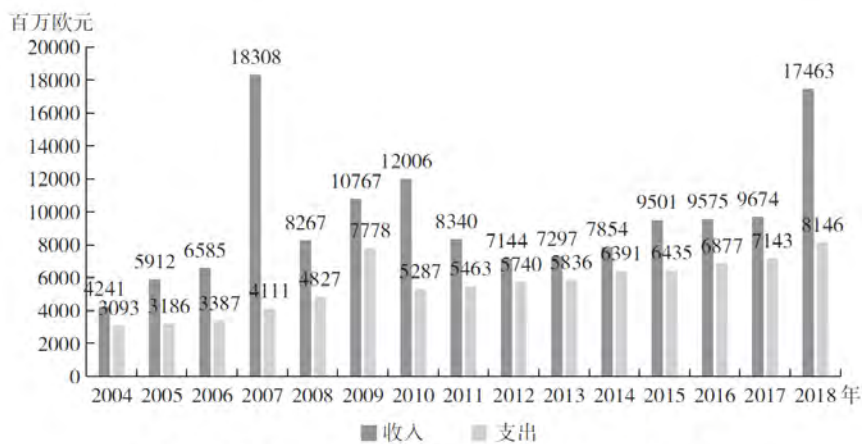


图3 德国私营养老金的收入与支出(2004—2018年)

(资料来源: Eiopa, https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/occupational-pensions-statistics_en)

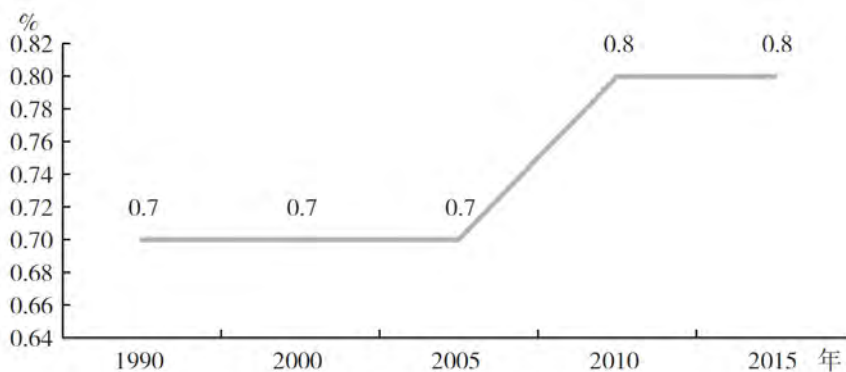


图4 德国私营养老金支出占GDP的比重

(资料来源: OECD, Pensions at a Glance: OECD and G20 Indicators, 2020)

三、德国养老基金与资本市场的互动

德国第一层次的法定养老保险实行现收现付的融资模式，除了可持续储备金外，剩余资金存量有限，基本不存在用于投资的资金。第四层次的基本保障资金来源为国家税收，也不参与市场化运作。德国实行市场化投资的养老基金主要是第二、第三层次的私营养老金。

(一) 养老基金投资限制

德国私营养老金没有采纳“谨慎人”监管原则，受《投资公司法》约束，量化限制较多，基金可投资于债券、房地产、股票以及储蓄等，但有不同的比例限制。根据德国《投资公司法》规定，养老保险基金投资于股票的比例为20%~25%，具体比例由各养老金计划灵活掌握；投资于房地产的比例为15%~25%；对自有股票的投资比例小于10%，对外国资产投资也有不同的比例限制要求（见表6）。

表6 德国私营养老金投资限制

是否采纳“谨慎人”原则	本国资产的量化限制	对投资委托人自有股票的限制	外国资产投资限制
否	股票投资比例为20%~25%；房地产投资比例为15%~25%。在单个信贷机构的储蓄小于基金资产的2%	自有股票的投资比例小于10%	80%货币匹配限制；20%其他投资资产限制；6%非欧盟投资比例限制

资料来源：E. Philip Davis, Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds. Brunel University West London.

(二) 养老基金资产配置结构

根据欧洲中央银行的数据，德国养老金资产配置模式具有明显的偏保障色彩。一是基金类和存款类资产占比高。2019年底，德国养老金配置现金及存款、基金的比例分别为11.8%和58.2%。二是权益类资产占比低。2016—2019年，股票占比仅为3%~4%，远远低于绝大多数OECD成员。三是无金融衍生品投资（见

表7 德国养老金各类资产配置比例

单位：%

年份	现金及存款	贷款	债券	保险	权益	基金	金融衍生品	非金融资产	其他
2016	17.5	4.9	10.0	1.1	3.3	53.8	0.0	6.1	3.4
2017	14.9	4.6	10.1	1.1	3.9	55.7	0.0	6.4	3.3
2018	13.7	4.7	9.7	1.2	4.1	56.8	0.0	6.6	3.3
2019	11.8	4.5	10.3	1.2	4.1	58.2	0.0	6.5	3.4

资料来源：欧洲中央银行。

表 7)。

OECD 的数据与欧洲中央银行数据的口径不尽一致，但也同样反映出德国养老基金资产配置较为保守的特征。2019 年，在德国养老基金资产配置中，股票占比 6.1%，票据和债券占比 47.3%，现金和存款占比 3.9%，其他占比 42.7%。其股票占比远低于绝大多数 OECD 成员（见表 8）。

表 8 2019 年部分投资类别养老基金资产配置情况（初步统计）

单位：%

国家	股票	票据和债券	现金和存款	集合投资计划	其他
德国	6.1	47.3	3.9	—	42.7
波兰	82.5	10.2	7.2	0	0.1
立陶宛	74.8	20.2	2.2	—	2.8
荷兰	46.1	50.4	3.2	—	0.3
澳大利亚	45.2	16.1	13	—	25.7
比利时	42.3	40.4	2.4	—	14.9
冰岛	42.2	52.1	4.1	—	1.6
芬兰	42.0	27.9	4.1	—	26.0
爱沙尼亚	40.0	56.3	3.5	—	0.1
智利	38.1	61.0	0.8	—	0.1
挪威	36.6	53.9	—	—	9.4
新西兰	36.1	23.6	7.3	31.0	2.0
哥伦比亚	36.1	53.8	2.3	—	7.9
奥地利	34.2	43.3	7.0	—	15.5
美国	33.5	26.9	0.5	27.1	12.0

国家	股票	票据和债券	现金和存款	集合投资计划	其他
拉脱维亚	30.7	59.4	7.7	—	2.1
加拿大	28.2	32.6	3.6	—	35.6
瑞士	28.0	31.4	5.2	—	35.4
爱尔兰	25.3	45.6	3.8	—	25.3
瑞典	24.1	45.4	1.6	19.5	9.3
卢森堡	23.1	57.7	0.3	—	18.8
丹麦	21.5	59.0	0.3	2.0	17.2
意大利	21.3	45.1	5.6	—	28.0
以色列	20.5	62.5	5.5	—	11.5
葡萄牙	17.3	63.2	4.8	—	14.7
希腊	16.2	51.7	12.0	18.7	1.5
墨西哥	15.9	81.1	0.6	—	2.5
土耳其	14.6	51.5	15.3	0.0	18.7
西班牙	14.1	44.3	8.2	25.7	7.7
英国	9.0	30.2	2.2	26.6	31.9
日本	8.9	30.5	7.4	—	53.2
匈牙利	7.9	56.5	5.5	27.2	2.8
斯洛伐克	2.6	56.6	10.9	28.7	1.2
斯洛文尼亚	2.3	55.4	9.2	31.3	1.7
韩国	2.2	13.8	39.2	—	44.9
捷克	1.0	72.8	22.9	2.5	0.7

资料来源：OECD Global Pension Statistics; Bank of Japan.

2018 年，德国企业养老保险基金总资产为 2435.25 亿欧元，其中，投资于

债券和其他固定收益证券的金额为 702.1 亿欧元，占比为 28.83%；投资于权益和其他可变收益证券的金额为 9.66 亿欧元，占比为 0.40%；投资于可转让证券集合投资计划的金额为 1196.52 亿欧元，占比为 49.13%；投资于衍生工具的金
 额为零；贷款金额为 209.01 亿欧元，占比为 8.58%；房地产投资金额为 72.49
 亿欧元，占比为 2.98%；其他投资为 128.91 亿欧元，占比为 5.29%；再保险准备
 金金额为 64.33 亿元，占比为 2.64%；其他资产为 52.23 亿欧元，占比为 2.14%
 （见表 9）。

表9 2009—2018年德国企业养老金投资情况

单位：百万欧元

类别		2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
债券和其他固定收益证券	总计	41530	43858	51024	58630	66774	68913	69345	71868	71705	70210
	主权基金	—	—	2974	3862	16041	7487	8239	8896	9804	9881
	金融	—	—	32017	31809	37847	29507	29493	28882	29014	28393
	其他	—	—	16034	22959	12885	31919	31613	34090	32887	31936
权益和其他可变收益证券	总计	555	617	536	518	951	513	630	828	885	966
	上市股票	33	26	27	34	733	290	390	485	581	692
	其他可变收益证券	383	405	297	222	218	223	240	343	304	274
可转让证券集合投资计划	总计	47576	54359	55588	65658	70768	82671	89668	100940	111179	119652
	债务证券	19874	19853	20316	26244	28340	33808	36891	41188	45538	46294
	权益证券	7330	6374	4592	5772	6801	8547	9626	11954	13417	11822
	房地产	2711	2770	3071	3204	3358	4615	5328	6451	7617	8065
	其中其他资产	17662	25363	27610	30438	32269	35701	37823	41347	44607	53471
衍生工具	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
贷款	32084	32385	31369	32182	28676	28600	25574	24036	21980	20901	20901
房地产投资	3803	3856	3776	4003	4585	5141	5673	6272	6754	7249	7249
其他投资	4910	5084	6800	6594	7850	8714	9927	10450	11311	12891	12891
再保险准备金	2548	2903	3161	3339	3526	3841	4088	5192	5539	6433	6433
其他资产	3983	3656	3768	4072	4218	4472	4764	4756	5355	5223	5223
总资产	136989	146717	156023	174996	187348	202865	209669	224342	234708	243525	243525

资料来源：Eiopa, <https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/occupational-pensions-statistics>.

(三) 养老基金投资收益率与实际回报率

随着金融市场的变化，德国私营养老金投资收益率存在一定的波动（见图5）。2018年投资收益率为1.90%，较2017年下滑的幅度较大，私营养老金实际投资收益率为0.35%，为近年来的低点。但从总体来看，养老基金投资收益率基本保持正增长，最近5年、10年、15年的平均实际投资收益率分别为2.50%、2.66%和2.48%（见表10）。投资收益从2004年的37.92亿欧元增加至2018年的55.45亿欧元，净投资收益从2004年的39.94亿欧元，增加至2018年的44.04亿欧元（见表11）。

2019年，OECD养老金计划实际投资回报率（扣除投资费用）平均为8.0%，加权平均为9.7%，而德国2019年养老基金实际投资回报率仅为3%，相比之下，除捷克（-1.4%）和波兰（-2.2%）为负值外，其他国家如爱尔兰（18.5%）、智利（11.9%）、美国（10.1%）等国的养老基金实际回报率几乎都远高于德国（见图6）。此外，观察近5年、10年以及15年OECD成员养老基金名义平均投资回报率和实际平均投资回报率，可以发现德国养老基金投资回报率总的来说一直保持稳定增长，但相比澳大利亚、加拿大、智利等国家，德国养老基金投资回报率表现仍然较差（见表12）。

养老基金是一项长期投资计划，投资收益率和投资回报率是衡量养老基金投资水平的重要指标，德国的养老基金发展总的来说是较为稳妥的，但与其他OECD成员相比，投资增长迟缓，投资收益率与投资回报率表现较差，这也在一定程度上反映了德国养老金在投资和管理方面还有许多待完善的地方。

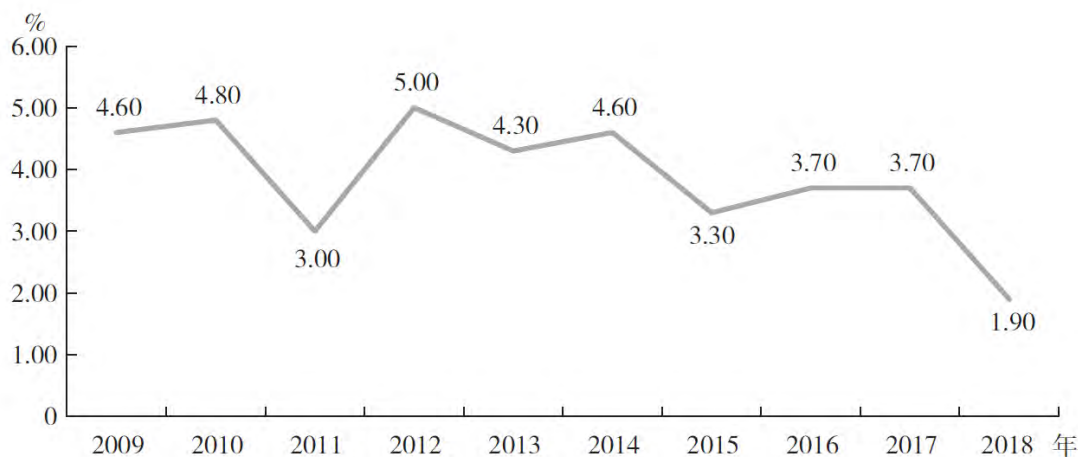


图5 2009—2018年德国私营养老金投资收益率

（资料来源：Eiopa, https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/occupational-pensions-statistics_en）

表10 2017—2018年德国私营养老金收益率

单位：%

年份	实际投资收益率	最近5年平均实际投资收益率	最近10年平均实际投资收益率	最近15年平均实际投资收益率
2018	0.35	2.50	2.66	2.48
2017	2.07	2.89	2.61	2.65

注：此处私营养老金包含第二、第三层次养老金。

资料来源：OECD Pension at a Glance, 2019.

表11 德国私营养老金投资收益

单位：百万欧元

年份	投资收益	投资资产市值变动	投资费用	净投资收益	净现金流量	其他收入	其他费用	基金净增加额
2004	3792	364	162	3994	1277	785	1034	5022
2005	4072	526	173	4425	2656	798	923	6956
2006	4328	358	181	4505	3103	522	688	7442
2007	4916	-244	167	4505	14109	681	633	18662
2008	4671	-2594	171	1906	3378	519	618	5185
2009	5143	978	181	5940	2983	600	586	8938
2010	5314	1549	179	6684	6757	972	622	13791
2011	5415	-703	177	4535	2929	587	592	7459
2012	6038	2302	197	8143	1500	540	770	9413
2013	5913	1766	196	7483	1566	529	647	8930
2014	6119	2756	215	8660	1514	538	633	10079
2015	5934	989	246	6677	3138	760	667	9908
2016	6067	2131	239	7959	2861	512	658	10674
2017	6562	1976	244	8294	2782	421	653	10844
2018	5545	-879	262	4404	9665	817	628	14258

资料来源：Eiopa, https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/occupational-pensions-statistics_en.

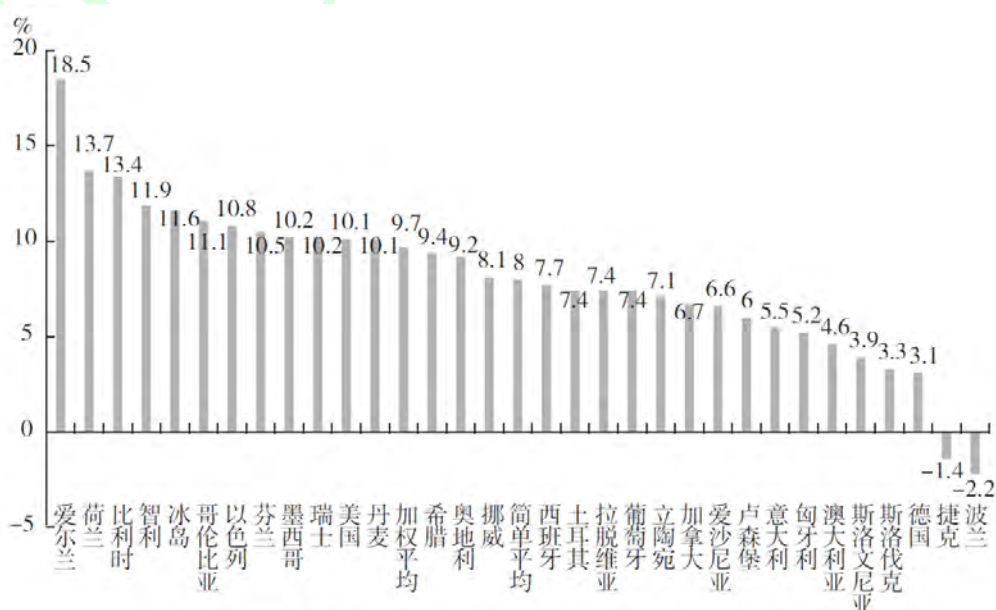


图6 2019年养老金年度实际投资回报率（扣除投资费用）

（资料来源：OECD (2020), Pension Markets in Focus 2020, www.oecd.org/finance/pensionmarketsinfocus.htm）

表 12 OECD 养老基金平均投资回报率概况

单位：%

国家	名义平均投资回报率			实际平均投资回报率		
	5年 (2014.12-2019.12)	1年 (2009.12-2019.12)	15年 (2004.12-2019.12)	5年 (2014.12-2019.12)	10年 (2009.12-2019.12)	15年 (2004.12-2019.12)
德国	3.5	3.9	3.9	2.2	2.6	2.5
澳大利亚	7.7	8.3	7.0	6.0	6.1	4.5
奥地利	3.4	4.0	3.4	1.8	2.1	1.5
比利时	5.1	6.0	5.7	3.3	4.1	3.7
加拿大	6.5	7.2	6.8	4.6	5.4	5.0
智利	6.9	7.0	7.0	3.8	3.7	3.6
哥伦比亚	8.0	9.1	10.7	3.2	5.1	6.2
捷克	0.9	1.6	2.0	-1	-0.2	-0.2
丹麦	4.7	6.4	5.8	4.0	5.1	4.2
爱沙尼亚	2.9	3.6	2.6	0.9	1.2	-0.5
芬兰	5.4	—	—	4.7	—	—
希腊	5.1	—	—	4.7	—	—
匈牙利	5.1	—	—	2.7	—	—
冰岛	7.5	7.7	7.6	5.1	4.7	2.8
爱尔兰	6.5	—	—	6.0	—	—
以色列	5.2	5.9	—	5.1	4.9	—
意大利	2.3	3.1	3.2	1.7	2.0	1.8
韩国	—	—	—	—	—	—
拉脱维亚	2.4	3.3	3.1	0.5	1.5	-0.5
立陶宛	3.7	—	—	1.6	—	—

国家	名义平均投资回报率			实际平均投资回报率		
	5年 (2014.12-2019.12)	1年 (2009.12-2019.12)	15年 (2004.12-2019.12)	5年 (2014.12-2019.12)	10年 (2009.12-2019.12)	15年 (2004.12-2019.12)
卢森堡	2.5	3.6	—	1.0	1.9	—
墨西哥	5.0	6.6	6.4	1.0	2.5	2.3
荷兰	6.3	8.0	6.5	4.7	6.2	4.8
新西兰	—	—	—	—	—	—
挪威	5.4	6.0	5.9	2.9	3.9	3.7
波兰	1.6	—	—	0.2	—	—
葡萄牙	3.0	3.0	3.6	2.3	1.8	2.3
斯洛伐克	2.3	2.2	—	1.0	0.6	—
斯洛文尼亚	4.2	4.8	—	3.2	3.5	—
西班牙	2.6	3.5	—	1.7	2.3	—
瑞典	—	—	—	—	—	—
瑞士	3.8	4.2	3.7	3.7	4.2	3.4
土耳其	10.9	9.0	12.6	-1.1	-0.8	2.9

资料来源:OECD(2020), Pension Markets in Focus 2020, www.oecd.org/finance/pensionmarketsinfocus.htm.

四、结论与启示

作为现代社会保障制度的发源地,经过百余年的发展与完善,德国形成了具有本国特色的四层次养老保障架构。完善的养老保障体系为德国应对老龄化挑战作出了突出贡献,也为世界其他各国的养老模式实践提供了借鉴,如多层次养老体系“各司其职”且相互补充,满足了人们多层次养老需求;“先立法,后实践”为养老保障的发展奠定了坚实的基础;对于养老金体系的参数,要根据经济社会发展状况不断调整与完善,如提高退休年龄、在养老金计算公式中加入“可持续发展因子”以及调整完善筹资模式等。

研究表明，养老金在资本市场中发挥着越来越重要的作用。从各国实践来看，养老保障体系完善的国家和地区，资本市场往往发展比较平稳、健康，养老金自身也能获得比较高的投资回报。如美国 20 世纪 70 年代末推出 401k 计划后，养老金资产与道琼斯指数连续 30 年增长。智利自 20 世纪 80 年代初对养老金体系进行改革以来，养老基金规模不断增长，投资范围不断扩展，取得了持续稳定的较高回报。同期，智利证券市场也得到较快发展。境外实践经验表明，随着养老保障体系建设的改革完善，养老金作为长期资金，有利于促进长期资本形成和资本市场发展。但德国在这方面则提供了教训。近三十年来德国股票市场长期发展滞后，这一方面主要是因为实体经济的逆转造成企业对股票市场的需求大幅下降，德国银行主导型金融体系对资本市场功能形成一定程度的替代，大陆法系的法律制度更侧重于保护债权人，对股东保护相对薄弱，不利于资本市场的发展。另一方面，德国养老金制度没有能够有效支持资本市场的发展也是重要原因。同时，德国资本市场规模小且发展缓慢，在很大程度上造成了德国养老基金投资规模较小、投资比例以及资产配置结构较为保守等，从而影响了德国养老基金投资收益率和回报率。养老基金与资本市场的“互动”受阻给未来德国养老基金的支付带来了相当的压力。

中国金融体系突出的特征是直接融资发展不足，资本市场长期机构投资者发展迟滞，以保险和养老金为代表的契约型金融和机构投资者发展不充分。间接融资主导的金融结构导致金融风险主要在银行体系内部积累，同时银行的低风险偏好决定了其难以将信贷资源向科技型 and 轻资产企业倾斜，对经济转型和产业升级金融支持有限。推动发展多支柱养老金制度，可以引导大量的居民储蓄投资资本市场，促进市场规模扩大。同时，可进一步发挥保险业和养老金作为契约型金融机构积聚长期资金的作用，并通过投资促进债券和股票市场发展，在服务实体经济的同时缓解直接融资与间接融资的结构性失衡。此外，养老金和保险公司作为机构投资者，还可以促进资本市场结构优化，增强资本市场的稳定性。

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

Email: cisscass@cass.org.cn

联系人：董玉齐