

工作论文

SSL Working Paper Series

WP No.143-20211126

中国社科院世界社保研究中心 主办



本期刊发的《工作论文》是由马艺方、陈必果写的《英国：三支柱养老金投资管理与资本市场》。如引用，请征得作者或本实验室的同意——编者。

英国：三支柱养老金投资管理与资本市场

马艺方

中国社会科学院大学博士研究生

陈必果

中国社会科学院大学博士研究生

养老金作为优质的长期资本，能够为市场提供大量长期资金，对于一个国家经济可持续发展、创新驱动发展以及资本市场稳定良性发展具有十分重要的作用。当前，我国正处于三支柱养老金全面开展投资的初级阶段。在人口老龄化的背景下，我国有必要进一步完善养老金投资机制，以增加养老财富储备，促进资本市场活力与韧性的提高。作为老牌发达资本主义国家，英国建立了较为完善的养老金三支柱体系，其养老金投资规模很大，发达的养老金投资体系与其资本市场形成了良好的互动，并在老龄化、经济下行、利率走低等形势下，进行了一定的改革与转型。

一、英国养老金制度及其投资管理概况

(一) 英国养老金体系概要

英国的养老金制度采用三支柱体系。

第一支柱是国家养老金 (State Pension)，分为新旧两种方案。在 2016 年 4 月 6 日之前达到国家养老金年龄 (State Pension Age) 而有资格领取国家养老金的，适用旧方案，包括三种类型。一是基本国家养老金 (Basic State Pension)，金额取决于国家保险缴费或信用分数，每周最多 134.25 英镑。二是附加国家养老金 (Additional State Pension)，需要高于一定收入或符合其他福利资格。三是养老金补贴 (Pension Credit)，是面向低收入及困难人群的家计调查型救助。在 2016 年 4 月 6 日之后达到国家养老金年龄的，适用新方案，包括三种类型。一是新国家养老金 (New State Pension)，金额取决于国家保险缴费或信用分数，每周最多 175.20 英镑。二是受保护的支付 (Protected Payment)，即之前为附加养老金缴纳的保费仍然计入其中。三是与改革前相同的养老金补贴。也就是说，2016 年之后国家养老金制度得到了简化，合并了基本养老金与附加养老金，提高了国家养老金待遇，而针对低收入人群的养老金补贴则保持不变。

第二支柱是职业养老金 (Workplace Pension)。从缴费与给付方式来看，职业养老金有待遇确定型 (Defined Benefit，以下简称 DB 型) 和缴费确定型 (Defined Contribution，以下简称 DC 型) 两种。DB 型计划多为信托型基金，包括按退休前最终工资领取和按平均工资领取两种。DC 型计划分为信托型和契约型两种，信托型包括由单一雇主运营的单一信托以及向多个雇主开放的集合信托计划 (Master Trust Schemes)，而契约型一般指团体个人养老金计划 (Group Personal Pension Schemes)。

第三支柱是个人养老金 (Personal Pension)。除了一般的个人养老金以外，还包括利益相关者养老金 (Stakeholder Pension) 和自投资个人养老金 (Self-invested Personal Pension)，通常都属于 DC 型计划。利益相关者养老金的最低缴费限额、管理费用以及资金增长水平都比一般的个人养老金更低，而自投资个人养老金则相反，可以灵活选择多种资产类别进行投资，其风险、增长水平以及管理费用相对更高。

(二) 英国养老基金投资管理概况

从投资管理角度来看，英国国内对其养老金体系还有一种划分方法，根据养

养老金提供者的不同可划分为国家养老金与私人养老金 (Private Pension)，其中私人养老金包括职业养老金与个人养老金。

国家养老金的资金进入国家保险基金 (National Insurance Fund)，其运作方式为现收现付制。英国国家养老金 2018—2019 年度的收入为 1089.49 亿英镑，支出为 1032.35 亿英镑，当年盈余 47.14 亿英镑 (HM Revenue & Customs, 2019a)。

在私人养老金方面，2018 年全英国的私人养老金资产总额大约为 3 万亿英镑 (见表 1)，其中 DB 型职业养老金资产为 2 万亿英镑，占据了英国养老金市场的 2/3，DC 型职业养老金资产为 4000 亿英镑，个人养老金资产为 3200 亿英镑，退休后继续投资以及未领取的年金资产共计 3650 亿英镑 (The Investment Association, 2019)。但是，随着 2012 年自动加入机制的施行，以及向新成员开放的 DB 型计划越来越少，当前 DC 型计划的加入人数已经超过了 DB 型，具备较大的发展潜力。

表1 2018年英国私人养老金资产规模

单位：英镑

总资产：约3万亿				
职业养老金		个人养老金	退休后继续投资的资产	退休后未领取年金的资产
DB型： 2万亿	DC型：4000亿		1150亿	2500亿
	信托型：2000亿	契约型：2000亿		

资料来源：The Investment Association. Investment Management in the UK 2018–2019.

二、英国国家养老金的投资管理

(一) 英国国家保险基金的基本概况

1. 管理机构

国家保险基金成立于 1975 年，设立了专门的国家保险基金投资账户 (NIFIA)，由国家债务减免委员会 (CRND) 对其进行投资管理。国家保险基金是 CRND 管理的最大规模的基金，它是国民保险计划的“经常账户”，以保证在收支波动中能提供足够的资金。

CRND 则作为国家保险基金的投资机构，与税务及海关总署签订谅解备忘录，以确定实现投资目标的方式，并按照财政部的指示对国家保险基金的投资账户进行投资。CRND 是债务管理办公室 (DMO) 的下属部门，属于 DMO 框架内管理的独

立业务实体 (Separate Business Entity), DMO 则是财政部的执行机构, 其工作人员属于政府雇员。

2. 资金来源

国家保险基金的资金来源于雇员、雇主以及自雇人士缴纳的国家保险金 (National Insurance Contributions) 以及部分来自税收的国家财政拨款, 用于支付社会保障福利, 其中养老金占基金支出的 90% 以上 (Seely, 2019)。而国家保险基金的管理费用等则由国家财政支付, 与其他收入分开存放和支取。

根据 1992 年《社会保障管理法案》, 英国税务及海关总署在收到国家保险金后, 扣除部分用于国民健康服务 (NHS) 的拨款后, 将其余款项拨付给国家保险基金。就财政拨款而言, 由于国家保险基金没有被赋予借款的权利, 其必须留有一定的营运结余来应对可能的短期支出波动。因此, 政府精算部 (GAD) 建议国家保险基金的营运结余应维持在每年养老金支出的 1/6 以上, 不足时需要财政拨款予以支持。例如, 2018—2019 年度的最低营运结余应为 171 亿英镑, 即占预估福利支出的 1/6。而 2018—2019 年度的实际累计结余为 299 亿英镑, 高于该最低结余要求, 因此该年度英国政府不对国家保险基金进行财政拨款 (HM Revenue & Customs, 2019b)。

(二) 英国国家保险基金的投资策略与业绩

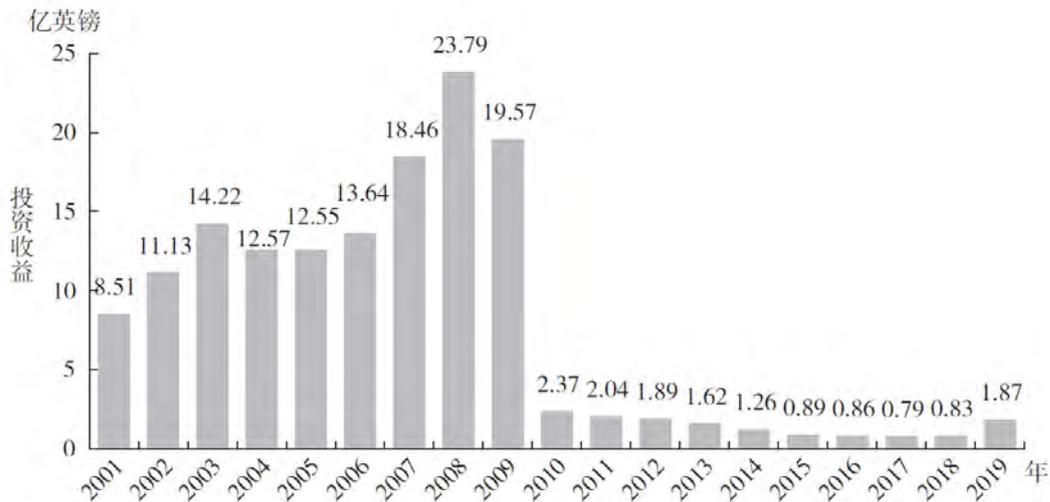
1. 投资策略与资产配置

在 2007 年以前, 国家保险基金的资产配置主要是银行存款和英国国债, 财政部还为其专门发行了非市场化国债 NILO (徐璨, 2019)。但为了保证拥有足够的头寸、提高资金流动性以及降低管理费用, 从 2007 年起, 国家保险基金的投资策略变得更加保守, 出售了投资账户中持有的所有国债, 将主要资金存入债务管理账户存款工具 (Debt Management Account Deposit Facility), 少量资金存入国家贷款基金 (National Loans Fund)。这样一来, 国家保险基金投资账户的收益率基本与英国央行市场基准利率挂钩。

总的来说, 作为现收现付制的主权养老基金, 国家保险基金在投资策略上首要考虑的是基金的高度流动性与安全性, 而不看重收益性, 因此, 国家保险基金选择了操作简单、收益较小的投资工具; 并通过改革, 进一步趋于更加保守的投资策略。

2. 投资收益

2007 年以前，国家保险基金的投资收益情况比较稳定，并有逐年增加的趋势。但从 2007 年改革后，由于采取了更加保守的投资策略，再加上 2008 年英国市场基准利率从 6% 大幅下降至 0.5%，国家保险基金的投资收益额断崖式下跌，从 2008—2009 年度的 19.57 亿英镑，骤降至 2009—2010 年度的 2.37 亿英镑，然后一



注：2001 年实际代表 2000 年 4 月 1 日至 2001 年 3 月 31 日，非日历年，其他年份亦同。

图1 2001—2019 年英国国家保险基金投资收益

直保持稳步下降的趋势（见图 1）。就 2018—2019 年度而言，国家保险基金的投资收益额为 1.87 亿英镑，比上一年增长 1.04 亿英镑，为近年来首次大幅增长，这是由于年度平均利率上升且平均基金结余较高的缘故。2018—2019 年度的投资总额则为 295.06 亿英镑，比上一年增长 29.79 亿英镑，这一增长来自国家保险基金内净存款的增加。此外，2018—2019 年度 CRND 对国家保险基金投资账户的管理费用为 7.3 万英镑，由税务及海关总署给付（Debt Management Office, 2019）。

三、英国 DB 型职业养老金计划的投资管理

（一）DB 型职业养老金计划的基本概况

1. 走向萎缩

DB 型职业养老金计划（以下简称 DB 型养老金计划）诞生于 19 世纪末，首先出现在英国铁路公司，随后路透社等企业也开始为其员工提供该计划。在当时，DB 型养老金计划被认为是一种有效的维持员工忠诚度的手段。从 1921 年起，由于税收减免政策的推出，DB 型计划参与人数不断增加，在 1967 年缴费人数达到

了约 800 万人的高峰。但是从 20 世纪 70 年代起，DB 型养老金计划的参与人数开始下降。尤其是近十年来，缴费人数从 2010 年的 242 万人，持续减少至 2019 年的 106 万人。从计划的状态来看，在 2019 年总共 5806 个 DB 型养老金计划中，只有 13% 是仍在接受新成员加入的开放计划（多为公共部门的职业养老金），43% 是只为已加入的旧成员继续积累养老金的计划，40% 是未来不再积累任何人员养老金的计划，其余 3% 的计划直接走向关闭（The Pensions Regulator, 2019）。

2. 萎缩原因

DB 型养老金计划持续萎缩的原因是多重。第一，随着劳动力市场政策的放松，就业形式更加灵活、劳动力流动性加大，加上国家养老金、失业救济、家庭福利等社会保障制度更加完善，企业不再凭借养老金提高员工忠诚度，而当前的 DB 型筹资给付模式对雇主与基金运营者来说负担不断加重。第二，20 世纪末，DB 型养老金计划的缴费人数很多，且当时英国股票的平均回报率为 13%，而随着资产增长率的下降与投资波动性的增加，过去十年的平均回报率为 5.8%，实际投资回报率远低于预期，这造成了许多 DB 型养老金计划资金不足。第三，除了投资回报以外，英国民众预期寿命的增长速度也快于预期，同样促使养老基金的负债规模持续走高。第四，尽管英国政府延长了退休年龄，但不足以抵消其他削弱养老基金偿付能力的负面因素。第五，近年来英国实行了量化宽松的货币政策，在一定程度上也使养老基金的赤字情况有所增加。第六，由于取消股息税抵免和外包、限制盈余水平、变更会计准则等因素，DB 型养老金计划的各种成本增加（Pensions Policy Institute, 2019a）。

（二）DB 型养老基金的资金水平与资产配置

1. 资金水平

从总的资金水平来看，DB 型养老金计划整体处于赤字状态。根据养老金保护基金的 PPF7800 指数，在 2018—2019 年度，DB 型养老金计划的净资产总计为赤字 127 亿英镑，与上一年赤字 705 亿英镑相比有所减少，总筹资比例从 95.7% 提高到 99.2%（Pension Protection Fund, 2019）。而根据涵盖的计划更全面

表2 2018—2019年度所有DB型养老金计划资产和负债情况

单位：亿英镑

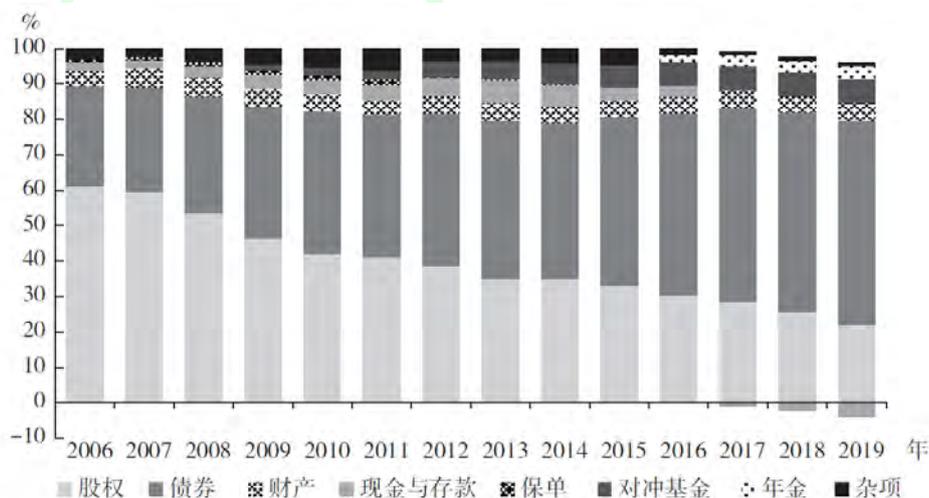
状态	资产	负债	净资产
向新成员开放的计划	289.62	317.28	-27.66
不开放但继续为旧成员积累养老金的计划	987.18	1075.10	-87.91
不开放也不再继续积累养老金的计划	424.15	467.82	-43.67
合计	1700.95	1860.20	-159.24

资料来源：The Pensions Regulator. The Pensions Landscape: Defined Benefit Pensions 2019.

的养老金监管局的数据，2018—2019 年度所有 DB 型养老金计划合计赤字约 159 亿英镑，比上一年度增加 7 亿英镑。总体来说，不同状态的计划的资产和负债有一定的差异，开放式计划的资产和负债情况更好（见表 2）。

2. 资产配置

在资产配置方面，DB 型养老金计划更加注重投资的安全性，以防止基金资产价值进一步下跌。从加权平均比重来看，股权投资比例逐年缩小，债券投资比例逐年增大，而其他投资中对冲基金的规模逐年增大。与上一年度相比，2018—2019 年度投资于债券市场的比例从 59.0% 上升至 62.8%，而投资于股权市场的资产占比从 27.0% 下降至 24.0%。债券与股票之外的其他投资占比 13.2%，其中财产占 5.0%、现金和存款占 4.4%、保单占 0.3%、对冲基金占 7.4%、年金占 4.0%（见图 2）。就债券而言，政府债券占比一度减少但近年来又有所回升，公司债券占比有一定的减少，指数挂钩债券占比小幅度增加，各类债券的持有比例相对稳定。2018—2019 年度，持有比例最高的是指数挂钩债券，约占 46.2%，投资公司债券与政府固定利率债券的比例则分别为 28.4% 与 25.4%。就股权而言，持有的海外股票与私募股权比例逐年增加，英国股票占比逐年减少，更加注重对海外市场的投资。2018—2019 年度，投资于英国上市股票的比例从 18.6% 降至 16.6%，而在海外上市股票和私募股权的占比均分别小幅增长至 69.7% 和 13.7%。债券与股权具体投资配置的历年变化情况见图 3 和图 4。



注：部分现金与存款的加权平均比重为负，这代表了一些养老金计划的现金持有量显著为负，可能与其掉期和回购等投资行为有关。

图2 2006—2019年度DB型养老金计划各类资产配置加权平均比重变化

（资料来源：Pension Protection Fund, The Purple Book 2019）

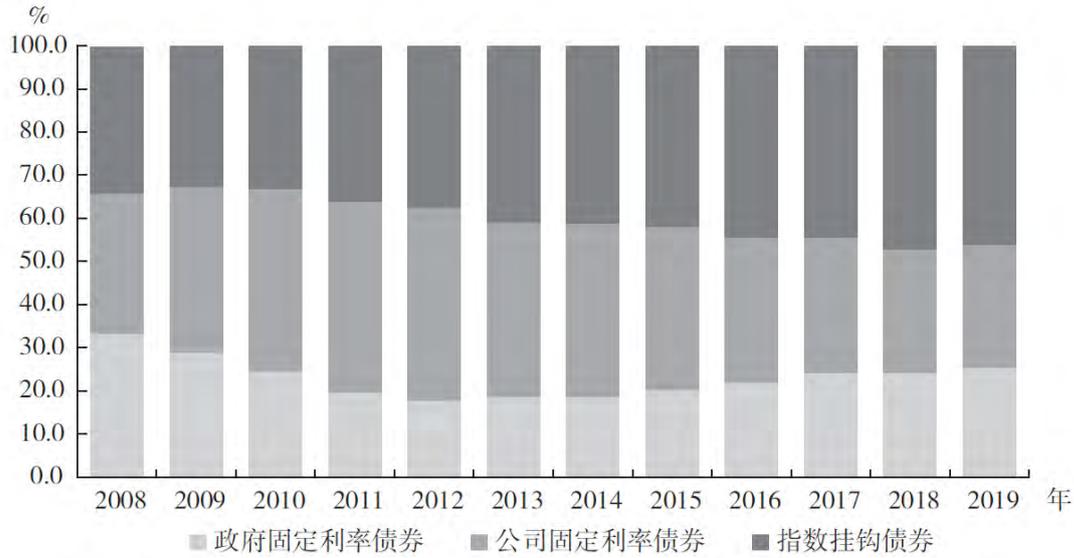


图3 2008—2019年度DB型养老金计划债券投资配置加权平均比重变化

(资料来源: Pension Protection Fund. The Purple Book 2019)

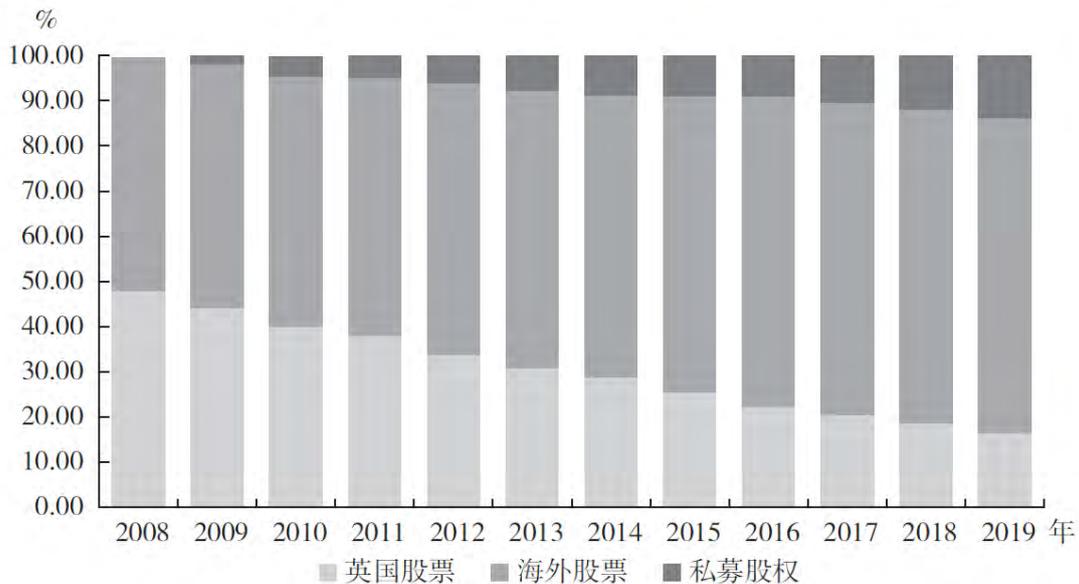


图4 2008—2019年度DB型养老金计划股权投资配置加权平均比重变化

(资料来源: Pension Protection Fund. The Purple Book 2019)

(三) DB 型养老金计划的风险规避方案

由于缴费人数减少、预期寿命延长以及投资收益率下降等因素,越来越多的DB型养老金计划走向收不抵支。据统计,2018—2019年度,高达73%的DB型养老金计划处于赤字状态(Pensions Policy Institute, 2019a)。为了降低偿付风险,目前有以下几种应对方案。

一是通过购买年金产品转移风险，具体分为 buy-ins 与 buy-outs 两种方案。在 buy-ins 方案中，DB 型养老金计划作为受托人，与保险公司签订合同，支付保险费，保险公司会按时将年金支付给养老金计划，养老金计划再将养老金发放给领取者。而在 buy-outs 方案中，DB 型养老金计划直接转移其责任，保险公司与个人签订合同，当一个计划内的所有成员都参与了该方案的时候，该计划随即关闭。简单来说，buy-ins 方案只转移资产，而 buy-outs 方案将其资产与负债全部转移给保险公司（陈翠霞等，2018）。

二是长寿风险对冲（Longevity Hedging），通过将成员可能超过预期寿命的风险从养老金计划转移到保险公司或银行，以进行套期保值。养老基金向保险公司或银行支付该计划下预期应付福利以及附加手续费，保险公司或银行则根据计划成员的实际情况支付到期福利，以减弱长寿风险带来的冲击。

三是转变投资策略，通常包括负债驱动投资（Liability-driven Investment）和现金驱动投资（Cash-flow Driven Investment）两种策略。负债驱动投资注重如何对冲负债价值的波动，需要对未来的流动负债进行预测，以估计能够满足预期负债所需的资产。该投资策略会更多地通过掉期交易与其他衍生品来规避利率风险。现金驱动投资则是通过债券的预期收益来匹配预期负债现金流。该投资策略下的短期投资通常会配置预期收益更高的公司债券，相比国债，购买公司债券就是用更少的支出来匹配未来的短期负债。

四是改变资产配置，趋向于投资低风险和与现金流匹配的资产。例如，增加债券投资，降低股票投资，增加另类资产投资（包括基础设施建设、商业房地产、高收益债务工具如公司贷款、结构性融资、房地产债务等），防止基金资产价值的进一步下降。

五是进行多个 DB 型养老金计划的整合。选择的标的通常是通过改变投资策略和资产配置也难以缓解收不抵支的计划，可以选择不同程度的整合方案，包括管理上的合并、资产并购、计划方案的合并以及将多个计划直接整合成超级基金（Superfunds）等多个层次。

六是授信管理（fiduciary management），将养老金计划的投资决策委托给投资专家，通过外包或完全合作等方式，进行积极投资，以获取更高的投资收益。

七是转变 DB 型养老金方案。这也是一种最后阶段的挽救方案，包括转向 DC 型计划或者 DB 型与 DC 型混合计划等方案，从而降低 DB 型养老金计划的偿付风险。

八是养老金保护基金（Pension Protection Fund），这是为 DB 型养老金计划成员提供的最后安全网。在雇主破产、养老基金无力承担养老金负债等情况下，养老金保护基金首先要对该计划的资产收益等情况进行评估，评估大约需要两年时间，在完成评估与接管工作后，养老金保护基金会向符合资格的成员支付补偿。

四、英国 DC 型职业与个人养老金的投资管理

（一）DC 型养老金的基本概况

1. 走向繁荣

与 DB 型养老金计划相比，DC 型计划对雇主和养老基金运营者更友好，承担的责任较小，再加上随着自动加入机制的推行，近年来 DC 型养老金计划更加普遍，参加 DC 型养老金计划的人数已经超过了参加 DB 型养老金计划的人数。由于许多人才开始进行养老金的积累，DC 型养老金计划资产中位数从 2008 年的 15000 英镑降至 2018 年的 9300 英镑，但 2019 年则有所提升，为 9600 英镑（Pensions Policy Institute, 2019b）。不同的 DC 型养老金计划的投资方式存在较大的差异，例如包括低风险、高风险、生活方式（Lifestyle）、有利润（With-Profits）、按退休日期（Retirement-Date）等多种类别。

2. 改革措施

从 2012 年起，职业养老金开始实行自动加入机制（Auto Enrolment），对于年满 22 岁、未满国家养老金年龄，且年薪超过 1 万英镑的雇员，雇主将必须为其提供职业养老金。这大大提高了职业养老金的覆盖面，在所有劳动年龄人口中，参加职业养老金计划的人口占总人口的比重从 2015 年的 38% 迅速增加到 2018 年的 46%（OECD, 2019）。

除了引入自动加入机制外，英国还于 2014 年进行了名为“自由与选择”（Freedom & Choice）的养老金改革，个人在达到退休年龄时，不必一定选择用其积累的 DC 型养老金来购买每年领取的年金，还可以选择一次性提取全部或部分储蓄（Lump Sums），或选择继续投资、分期领取的方案（Income Drawdown）等。因此，从 2014 年起，选择领取年金的人数从每年约 40 万人迅速下降，到 2016—2018 年稳定在 7 万人左右。而选择继续投资的人数大幅增长，从最初的每年 2 万人增至 2018 年的 11 万人，总价值达到 95 万亿英镑。但是，2018 年更多的人则选择一次性全部提取，约 21.9 万人。尽管退休时提取储蓄的人数最多，但就人均资产而言，退休时选择提取储蓄的人均资产为 8600 英镑，远远低于选择继续投资的人均 86000 英镑的资产，但高于领取年金的人均 6200 英镑的水平

(Pensions Policy Institute, 2019b)。可以发现，养老金积蓄越高的人，越愿意在退休后选择继续投资，而积蓄较少的退休者，则更多选择一次性提取或按年金方式领取。

(二) 不同 DC 型养老金计划的资产配置

2019 年 PPI 的 DC 型养老金计划资产配置调查显示 (35 家 DC 型养老金计划提供者，涵盖 2100 万个人的基金池)，在自 2012 年起开始推广的自动加入机制之下，职业养老金中的集合信托计划中有 91% 的计划参与者都依据默认策略进行投资，总资产高达 18 亿英镑。

对于距离退休日期还有 20 年的计划，其投资策略通常较为积极，多数计划会将大比例的资金投入股市，所有计划都至少将两成资金投入股市，甚至有 39% 的计划将八成以上的资金投入股市；在现金与债券方面则投入比例较低，投入的资金占比均不超过四成；非流动和另类资产的总体投资占比较低，但也有 8% 的计划会将八成以上的资金投入非流动和另类资产。但到了临近退休日期的时候，多数计划的投资策略会趋于保守，投资于股市的资金量大幅度下降，46% 的计划只投入不超过两成资金，没有任何一个计划投入八成以上资金；多数计划将更多的资金转移至现金与债券，甚至有 38% 的计划投入八成以上资金；非流动资产占比整体仍偏低，但也有极少数计划会加大投资 (见图 5)。

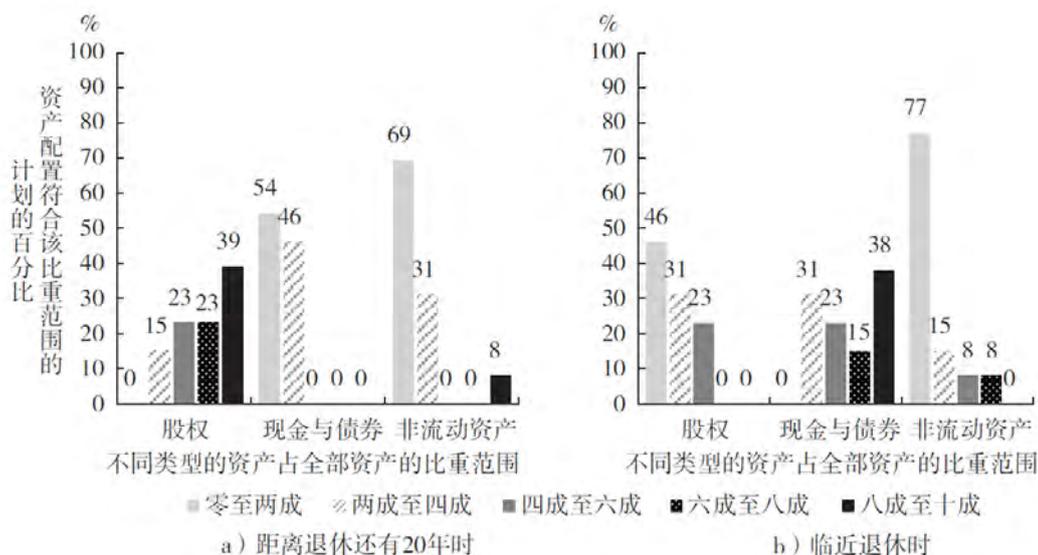


图 5 集合信托计划的资产配置占比情况

(资料来源: Pensions Policy Institute. The DC Future Book: 2019 Edition)

对于利益相关者养老金和团体个人养老金而言，在距离退休还有 20 年的计

划中，其投资策略与集合信托计划存在一定的相似性，多数计划同样会将较多的资金投资于股权市场，但仍有 33% 的计划投入两成以下；所有计划持有的现金与债券都不超过四成，并且高达 78% 的计划只投入两成以下；非流动和另类资产的总体投资占比较低，但同样有 8% 的计划会投入八成以上的资金。而到了临近退休日期的时候，其资产配置与集合信托计划相比出现了一定差异，有 78% 的计划会仍将一半左右的资金投入股权市场；多数计划同样会提升持有现金与债券的比例，占比多在四成至八成；配置在非流动和另类资产的资金整体有所减少（见图 6）。

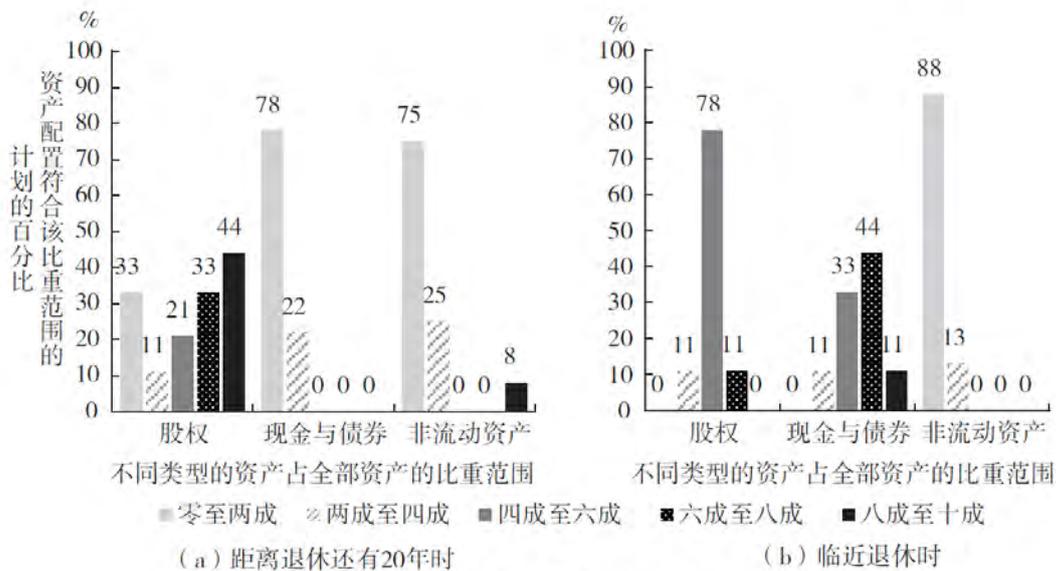


图6 利益相关者和团体个人计划的资产配置占比情况
 (资料来源: Pensions Policy Institute. The DC Future Book: 2019 Edition)

在管理费用方面，集合信托计划的平均基金运作费率(Total Expense Ratio)较低，其中低风险策略为 0.39%，中风险策略为 0.80%，高风险策略为 0.35%，各档次的策略的费率都比其他团体个人养老金和利益相关者养老金低 0.1~0.2 个百分点 (Pensions Policy Institute, 2019b)。总体而言，无论哪种养老金，都是中风险投资策略的费率更高，这是因为，中风险策略的计划相比低风险策略计划更追求安全性，高风险策略计划更追求收益性，要保证风险与收益的平衡，在资产配置上需要更加多元化、更加灵活的方案，进行更频繁的动态化的投资操作。

(三) 典型案例：国家职业储蓄信托计划的投资管理

由于各个 DC 型养老金计划在投资管理方面存在较大差异，本文选择参与人数较多、资产规模较大的国家职业储蓄信托 (NEST) 计划作为典型案例，进行更

深入的探究。

1. NEST 计划简介

NEST 计划是根据 2008 年《养老金法案》设立的职业养老金计划，目的是支持 2012 年开始实行的职业养老金自动加入机制。企业无论规模大小，都可以加入 NEST。目前的最低缴费率是工资的 8%，其中雇员 5%、雇主 3%。

2013—2014 年度，NEST 计划的资产总额还比较小，仅为 380 万英镑，共有 347 名雇主的 8 万名员工参加。随着 2018 年自动加入机制实现全面覆盖，NEST 计划的资产总额与参与人数都有了大幅度增长。2018—2019 年度，NEST 计划管理的资产总额为 57 亿英镑，共有 72 万名雇主的 790 万名雇员参与该计划，其中缴费人数为 410 万人（Nest Corporation, 2019）。

2. NEST 计划的管理机构

Nest 公司（Nest Corporation）是 NEST 计划的受托人，属于非政府公共机构，通过工作和养老金部向议会负责，在日常决策上具有一定独立性。Nest 公司的各项工作由英国政府予以贷款筹资，通过养老金计划成员缴纳的有关费用予以偿付，以此过渡到自负盈亏的运营模式。目前，Nest 公司对计划成员收取两种额外费用，一是月度手续费，金额为每月缴费的 1.8%；二是年度管理费，每年收取养老金个人累积总额的 0.3%。

Nest 公司由主席和最多 14 位受托成员组成，由工作和养老金部大臣公开任命。内部包括审计委员会、风险委员会、投资委员会、任命与薪酬委员会以及决策委员会，并设有内部投资专家团队，以把握宏观市场环境、进行风险管理与绩效管理、监督审查投资状况。

3. NEST 计划的类型

在自动加入机制下，NEST 设有默认方案，名为“退休日期基金”（Retirement Date Fund）。NEST 会根据成员确定的退休年龄，将其养老金存入与之相匹配的退休日期基金。据统计，高达 90% 以上的成员会留在默认基金中。

除了默认的退休日期基金以外，NEST 还提供六个额外计划，成员可以自由选择，包括需要较高风险承受能力的高风险基金（Higher Risk Fund）、关注环境或社会友好型企业的道德基金（Ethical Fund）、基于伊斯兰教法的伊斯兰基金（Sharia Fund）、追求低风险的低增长基金（Lower Growth Fund）、适用于临近退休时才加入的临退休基金（Pre-retirement Fund），以及达到退休年龄后希望继续投资的指导退休基金（Guided Retirement Fund）。

4. NEST 计划的资产配置

一般情况下，NEST 计划投资的资产类别包括股权、增长型信贷、投资级债券、实物资产（目前仅限房地产）以及现金（货币市场投资）。为了更好地进行资产的动态管理，允许内部投资团队短期内在一定范围内偏离预先设定的投资组合。

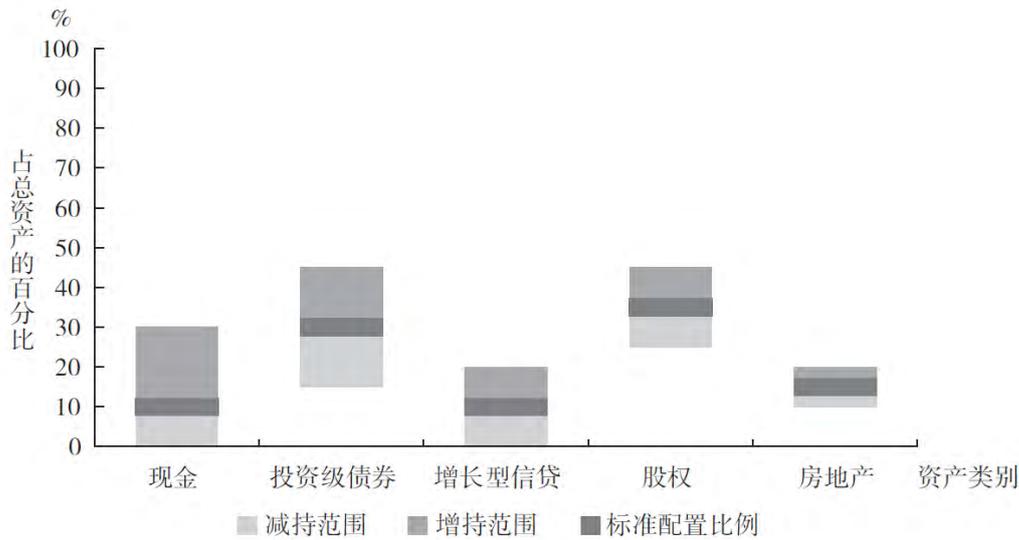


图7 退休日期基金基础阶段的资产配置

(资料来源: Nest Corporation. NEST's Strategic Asset Allocation)

以默认的退休日期基金为例，该基金按照生命周期理论进行投资，根据距离退休日期的远近，分为三个投资阶段，各阶段的资产配置范围如图 7、图 8 与图 9 所示。首先是基础阶段（约 5 年），目标长期波动率为平均每年 7%，目标投资

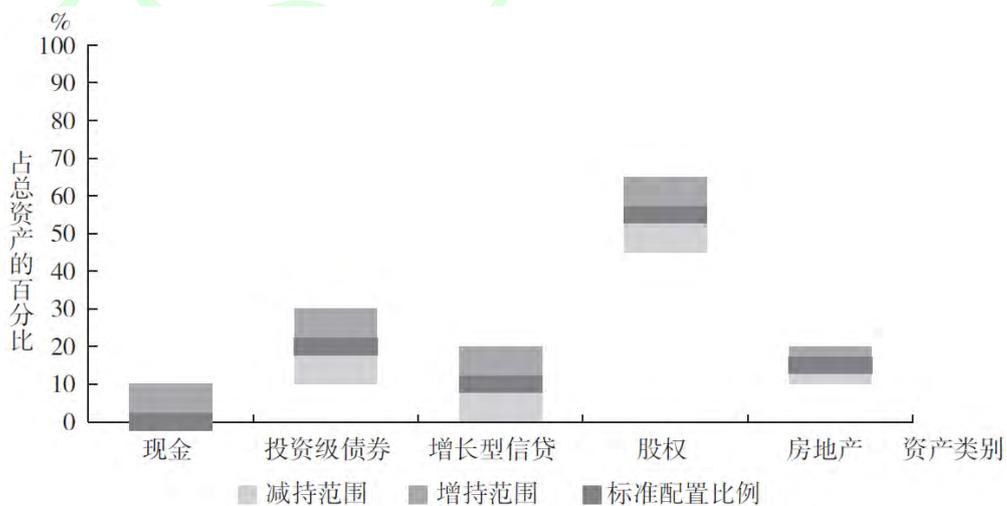


图8 退休日期基金成长阶段的资产配置

(资料来源: Nest Corporation. NEST's Strategic Asset Allocation)

回报率最低为扣除费用后的通货膨胀率。基础阶段各类投资比重比较均匀，略侧

重债券与股权投资。然后是成长阶段（约 30 年），目标长期波动率为平均每年 10%~12%，目标投资回报率为扣除费用后的通货膨胀率加 3%。该阶段注重投资增长潜力大的多样化资产，会增加股权投资比例，基本不持有现金，以实现实际价值的稳定增长。最后是巩固阶段（约 10 年），目标投资回报率最低为通货膨胀率，会逐步将资金从风险较高的资产中撤出，转向中低风险的投资组合，即减少对股权、房地产的投资，将大比例的资金投入债券，以实现养老金在最后一个阶段的安全保值。

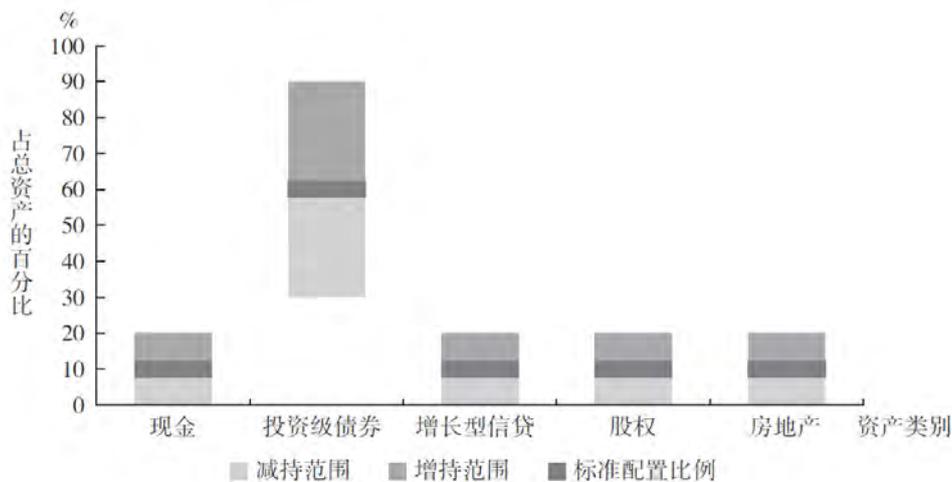


图9 退休日期基金巩固阶段的资产配置

(资料来源: Nest Corporation, NEST's Strategic Asset Allocation)

5. NEST 计划的投资业绩

截至 2020 年 3 月,NEST 计划管理的总资产为 95 亿英镑(Nest Corporation, 2020)。但受世界局势变化以及新冠肺炎疫情的影响,2020 年投资市场波动较大,NEST 计划也受到了一定的损失,但相比于严重依赖单一资产类别的基金,多元化投资使多数 NEST 计划更能经受住市场的考验。部分 NEST 计划收益率情况如表

表3 部分NEST计划年度收益率(截至2020年3月)

单位: %

NEST计划	本年度收益率	三年年均收益率	五年年均收益率	自设立以来的年均收益率
2040年退休日期基金 (成长阶段)	-5.8	0.8	4.6	7.0
道德基金 (成长阶段)	1.3	5.2	7.2	9.2
高风险基金	-8.6	0.0	5.0	7.9
伊斯兰基金	8.1	8.7	11.0	12.2
低增长基金	0.4	0.7	0.5	0.3

注: 该年均收益率已扣除年度管理费用。

资料来源: Nest Corporation, Nest Quarterly Investment Report – At end March 2020.

3 所示，尽管少数基金 2019—2020 年的投资收益率为负，但从长期的年均收益率来看，除了追求安全性的低增长基金以外，其他计划的投资收益情况表现较好。

五、英国养老基金与资本市场发展

（一）英国资本市场概况

资本市场通过债权和股权等渠道使政府和企业等主体得以筹集长期资金。英国是全球资本市场最为发达的国家之一，无论是其规模还是深度，在欧洲都居于首位，但与美国相比仍存在不小的差距。英国的股票市场包括主板市场、另类投资市场、专业证券市场、专业基金市场等。英国的债券市场包括金边债券市场（即中央政府债券）、国际债券市场以及公司债券市场等。

近年来，英国的企业债券市场发展迅猛，企业逐渐从银行贷款转向以债券市场主导的融资方式，国际金融危机以来高收益债券的发行量增加了 2 倍以上，投资级债券发行量增加了 1 倍以上；而股票市场的发展稍显萎靡，股市市值相对于 GDP 增长率下降了 4%，但近期逐渐恢复了增长。总体而言，英国资本市场的发展水平要低于金融危机之前的水平。一项报告显示，相对于 GDP 的增长，英国资本市场缩水了将近 1/5，有超过一半以上的部门缩水；就绝对价值而言，也有超过 1/4 的部门缩水；资本市场可用资金总值占 GDP 的比重也略有下降（New Financial, 2018）。虽然近年来英国资本市场整体发展水平有限，加上“脱欧”等事件存在一定的负面影响，但总的来说，英国的资本市场仍有巨大的增长潜力。

（二）英国养老基金投资与资本市场发展

从投资收益情况来看，2017 年英国养老基金名义投资回报率为 5.6%，相比之下，当年股市的平均名义投资回报率为 12.9%，长期国债为 2.2%，短期国库券为 0.1%（Barclays, 2018）。而从 2008—2017 年整体投资回报率变化情况来看（见图 10），除 2010 年和 2015 年外，养老基金的每年投资回报率都不是最高的，但就长期表现而言，由于英国养老基金具备专业化的投资团队，进行多元化的组合投资，养老基金投资收益的整体波动性比股市和金边债券要低，其十年平均名义投资回报率（8.2%）好于股市（7.4%）、金边债券（7.3%）以及国库券（0.9%）等单一市场。

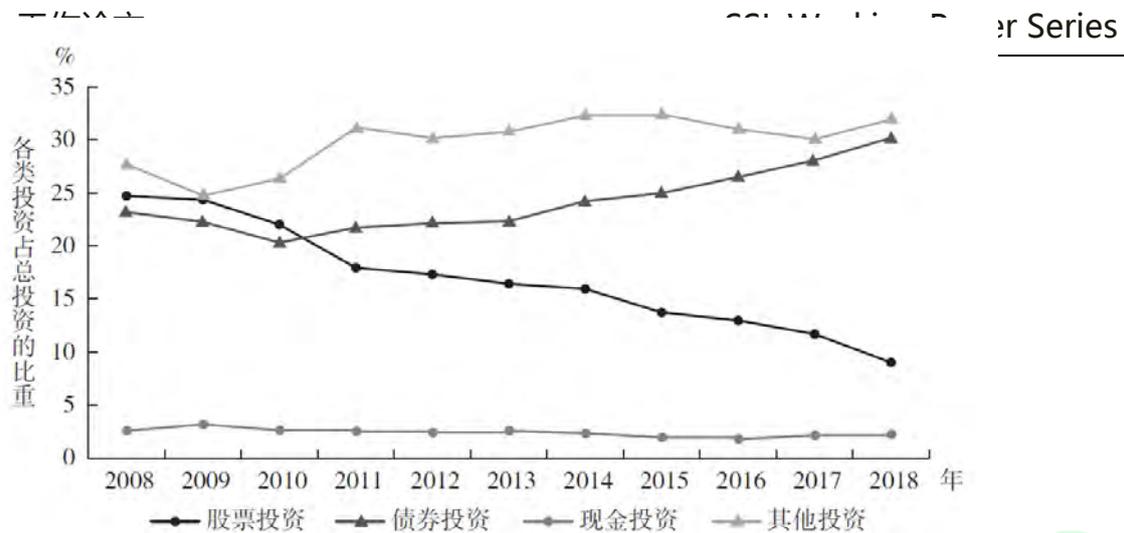


图11 2008—2018年英国养老金资产配置变化情况

(资料来源: OECD Global Pension Statistics)

(Barclays: Equity Gilt Study 2018)

受国际金融危机等事件的影响,股票市场行情波动较大,债券市场的长期实际回报率好于股票市场。据统计,2007—2017年英国股票的实际投资回报率为3.2%,政府债券为4.0%,现金为-1.9%(Barclays, 2018)。因此,养老金投资也随之调整了资产配置(见图11)。许多养老金逐渐缩减了对股票市场的投资,其投资比重从2008年的24.7%下降至2018年的8.0%,但其投资规模仍旧超过千亿英镑。同时,逐渐增加了对债券的投资,其投资比重从2008年的23.2%增加至2018年的30.2%。而其他投资在2008年占比27.7%,经过上下波动后,在2018年投资占比31.9%,超过了对股市、债市的投资比重,具体投资项目包括贷款、土地和建筑物、未分配的保险合同、对冲基金、私募股权基金、结构性产品、其他共同基金(非股票、债券或现金类投资)等。

尽管近年来英国养老金对股市、债市的投资比重进行了一定的调整,但是养老金的整体资产规模仍旧较大,如此大规模的养老金的投资会对英国的资本市场产生一定的影响。具体而言,根据经济合作与发展组织(OECD)的数据,2018年英国积累制养老金资产规模为2.21万亿英镑(个人养老金数据缺失),占GDP的104.5%。该资产规模位居经济合作与发展组织成员第二位,占经济合作与发展组织养老金总资产的6.6%(OECD, 2019)。从图12中可以看到,尽管英国养老金资产规模及占GDP的比重在近一两年来有小幅降低,但在整体上仍呈现增长的趋势。英国养老金如此庞大的投资规模,加上其长期稳定的投资偏好,使养老金成为了股市和债市等资本市场中具有较大影响力的投资方。例如,就英

国股市而言，2018 年伦敦证券交易所上市公司股票总市值为 1.88 万亿英镑（Office for National Statistics, 2018），而养老金投资占比将近 1/10；就英国债市而言，养老基金也是长期国债和指数挂钩国债等债券的主要持有方。在市场投资增量方面，英国每年养老金新增缴费金额能够达到 GDP 的 2%~3% 的水平，这对于英国资本市场来说，是一个稳定且极具分量的资金来源（OECD, 2019）。此外，随着每年养老基金规模的不断扩大，养老金投资不仅在一定程度上促进了资本市场的繁荣，而且由于其拥有长期投资特性且资产规模庞大，还可以对资本市场的稳定性的提升有所助力，能够在一定程度上降低资本市场的波动性风险。

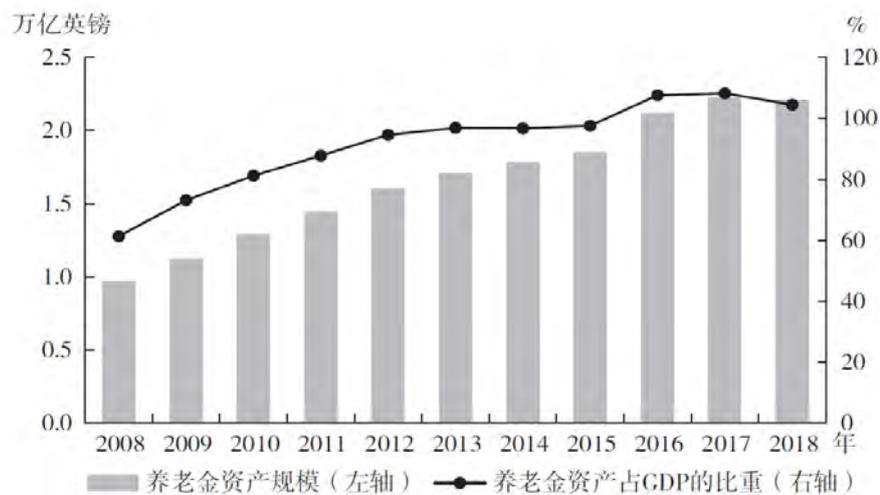


图12 2008—2018年英国养老金资产规模及占GDP的比重

（资料来源：OECD Global Pension Statistics）

同时，养老金投资于资本市场，也反过来提高了养老基金的资金积累。尤其是通过进行多元化的投资，养老基金能够从资本市场中获得较高的投资收益。在人口老龄化更加严重的历史趋势下，规模性的投资收益可以在一定程度上降低人口老龄化带来的财务风险。此外，近年来英国进行的一系列养老金体系的改革，使拥有第二、第三支柱的养老金计划的人数大量增加，这不仅促进了更多养老金注入资本市场，还引导居民储蓄向实体经济的流动，有助于英国的经济增长。因此，英国在养老金制度方面的多项改革，同时也是促进养老金金融化的举措，能够使养老基金通过资本市场提升其保值增值的能力，从而达到更好地保障老年人退休收入的目的（李亚军，2017）。

六、总结评价

英国在养老金投资管理上积累了制度经验，包括由 DB 型向 DC 型过渡、自动

加入机制、个性化的投资和领取方案等。整体来看，英国三支柱养老金投资规模较大，公共部门与私人部门的养老金投资体现出了不同的特点，但都具有较高的专业性和市场化水平，养老金投资促进了养老保障与资本市场之间形成良性循环。

就第一支柱而言，由于实行的是现收现付制基本养老金，英国政府必须保证养老基金能够用于当期养老金支付，同时要防止经济衰退或“黑天鹅”事件给基金资产带来的冲击。因此，英国放弃了对基本养老金投资的高收益性的追求，更加重视基金资产的高度流动性与安全性。

第一支柱所放弃的收益性，则由规模庞大的第二、第三支柱的投资来弥补。在经济增速放缓、量化宽松、人口老龄化等背景下，DB 型计划负债规模增加，逐渐走向萎缩，为了降低偿付风险，英国对 DB 型计划采取了一系列专业化的风险应对方案。与之相对，DC 型养老金则实现了蓬勃发展，其投资策略更为积极与多元，成为稳定资本市场良性发展的主力军。此外，英国还对第二支柱引入了自动加入机制，对于投资方案和领取方式则实行了个性化自由选择，促进了养老金投资规模增加和多元化发展。

在新的经济发展阶段，在出生率走低、人口老龄化的趋势下，我国有必要建立“资产型”养老金制度，加快养老金第二、第三支柱的发展，健全三支柱养老金投资管理体制，引导养老金向长期资本转化，实现养老金投资与资本市场的良好互动，促进养老金规模的扩大。

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