



VOICE OF AMAC

(2021 年第 6 期，总第 165 期)

中国证券投资基金业协会

2021 年 8 月 31 日

新西兰超级年金基金运作与借鉴

——全球公共养老金经验研究系列报告之二

为充分借鉴吸收全球公共养老金经验，中国证券投资基金业协会组织行业专家研究撰写了 11 个国家或地区的公共养老金运作与借鉴报告，本篇《声音》编发新西兰超级年金基金的研究报告。

【编者按】新西兰建立了“双层”养老金体系，一是发放给所有符合年龄和居住要求的老年人非缴费的、统一标准的“国家超级年金”，被称为新西兰超级年金（New Zealand Superannuation, NZS）；二是 2007 年建立的 DC 型补充养老金计划——KiwiSaver，居民通过自愿性储备以提高退休后的生活标准。人口老龄化的加剧使超级年金的可持续性和代际公平性面临巨大挑战，新西兰政府于 2001 年建立超级年金基金（the New Zealand Superannuation Fund），由政府每年将一定财政盈余投入该基金进行养老储备，以提高未来政府的养老金支付能力。该基金于 2003 年开始市场化投资运作以

扩大规模，旨在分担新西兰政府未来的养老支付压力，减轻新西兰子孙后代的税收负担。超级年金基金由新西兰财政部制定有关政策并进行监督，由新西兰养老金监管人负责统一管理。基金的投资具有“高权益+被动投资为主”的特点，采用“内部投资团队+优质外部管理人”的管理模式。至2020年二季度末，基金成立以来年化收益率达9.63%，远优于投资目标。本文从新西兰养老体系的发展改革历程出发，重点研究新西兰超级年金基金的投资运营管理机制，旨在为我国社会保障基金和基本养老保险基金的运营管理和未来发展提供借鉴意义。

一、新西兰人口结构与养老金制度概述

（一）新西兰人口结构

新西兰作为高度发达的资本主义国家，近年来随着经济社会的发展，人口总体呈现稳步上升趋势，年人口增长率维持在1%左右。截至2019年，新西兰共有491.70万人，根据新西兰统计局最新发布的人口预测报告，新西兰人口将在2050年达到600万，但未来新西兰人口结构变化不容乐观。

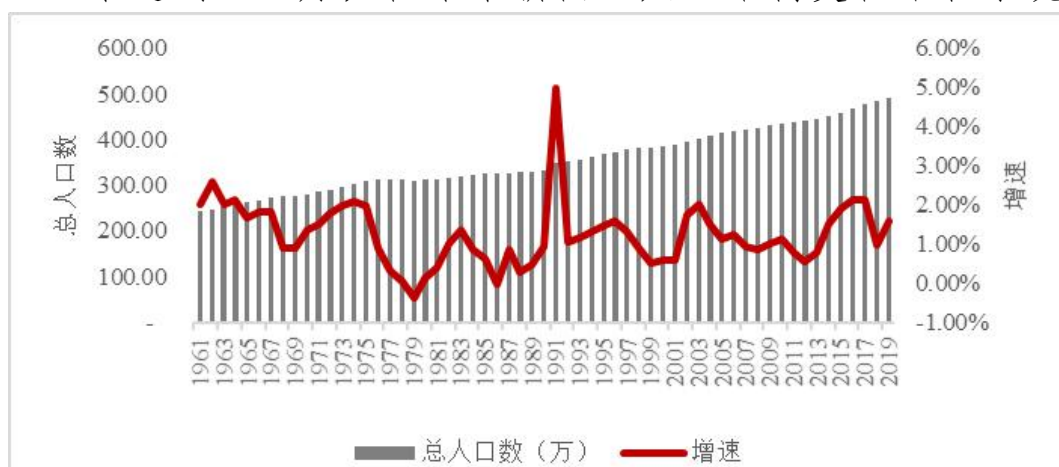


图1 1961年-2019年新西兰总人口数稳步上升

数据来源：世界银行。

工作年龄人口数量增加，但占比持续下降。截至 2019 年，新西兰 15-64 岁工作年龄人口合计 316.85 万人。工作年龄人口数不断增加，但占总人口比重从 2011 年开始持续降低，2019 年该比重降低至 64.44%。



图 2 工作年龄人口占总人口比近十年呈下降趋势

数据来源：世界银行。

退休人口数量及占比均迎来历史高峰。新西兰退休年龄为 65 岁，截至 2019 年，新西兰 65 岁及以上人口合计 78.64 万人，占总人口比重达到 15.99%，绝对数值及相对占比均为 1960 年以来的最高值，且上升趋势仍在持续。

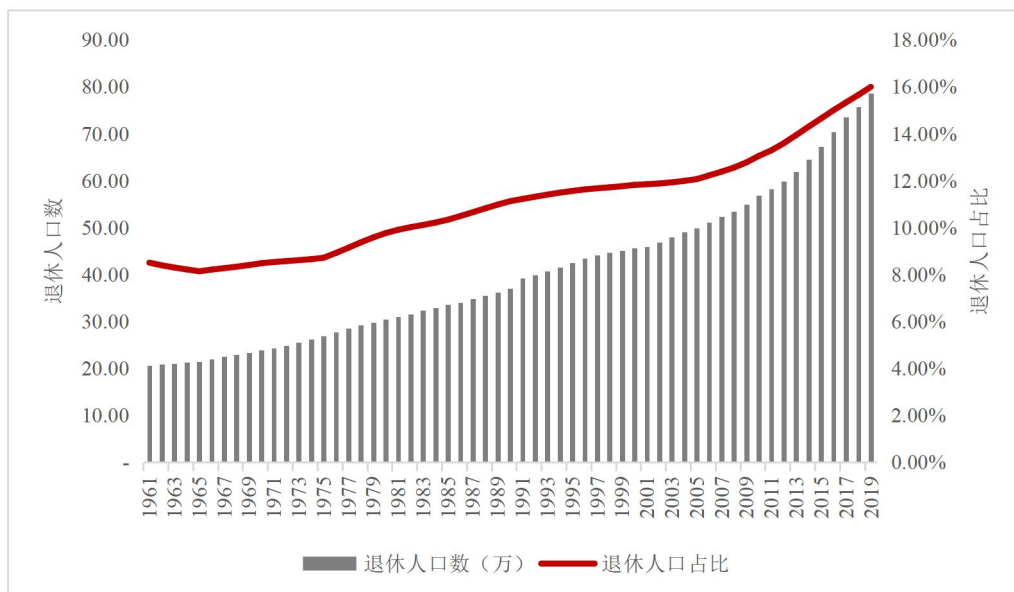


图 3 退休人口数量及占比均迎来历史峰值

数据来源：世界银行。

养老负担快速加重。截至 2019 年，新西兰老年抚养比达到新高，为 24.82%，接近 25%，同时老年抚养比从 2011 年开始便呈现快速上升趋势，养老负担快速上升。此外随着人均预期寿命的不断提高，截至 2018 年预期余寿已达到 16.86 年，养老负担进一步加重。

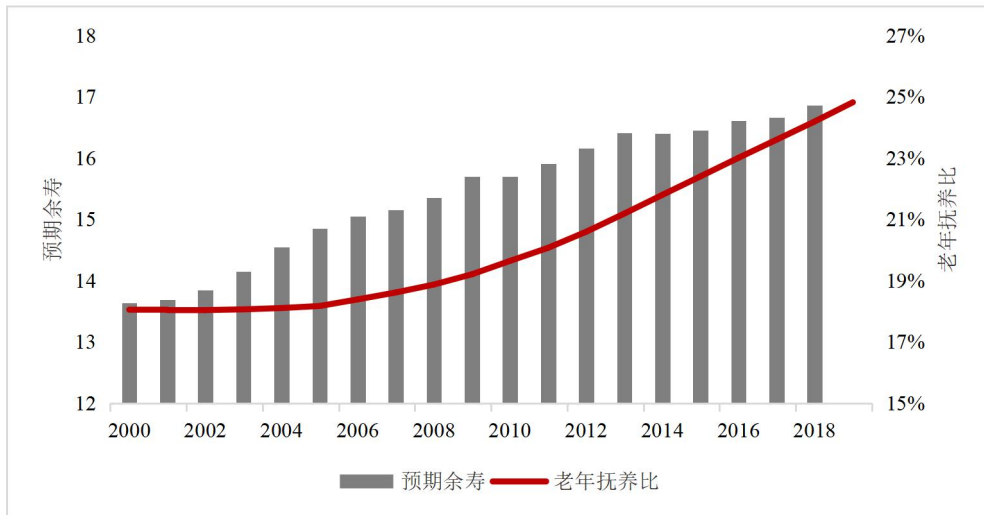


图 4 老年抚养比逐年攀升，养老负担加重

数据来源：世界银行。

（二）新西兰养老金体系

新西兰的养老金模式简单而成功。经过反复的改革完善，相对于世界银行所提倡的“三支柱”模式，新西兰建立了“双层”养老金体系。

新西兰养老金模式包括两部分：一是发放给所有符合年龄和居住要求的老年人非缴费的、统一标准的“国家超级年金”，被称为新西兰超级年金（New Zealand Superannuation，也称为 NZS, the pension, National Super or Super），即世界银行所定义的“零支柱”；二是 2007 年建立的 DC 型补充养老金——KiwiSaver，通过自愿性储备以提高退休后的生活标准，这是零支柱养老金之外，维持新西兰养老金体系健康稳定发展的又一有力支撑。

1、新西兰超级年金—普惠性非缴费型养老金

(1) 新西兰超级年金发展演变

19 世纪末和 20 世纪初期，新西兰人口老龄化节奏加速，65 岁及以上老年人口所占比例由 1891 年的 2.1% 上升至 1901 年的 3.8%，相较于 1881-1891 年间，老龄化增速超 31%，并且越来越多的老年人陷入贫困。为应对这一问题，新西兰于 1898 年颁布了《老龄年金法》，养老金制度随之确立。该法案提出新西兰政府将对年满 65 岁且在新西兰居住年满 25 年的老年居民，依据其收入和资产水平无偿提供老年养老金。在该制度建立之后，随着经济发展和社会养老结构变化，新西兰政府不断寻找替代或补充制度对现行养老金体系进行改革完善，改革举措大致可以分为三个阶段。

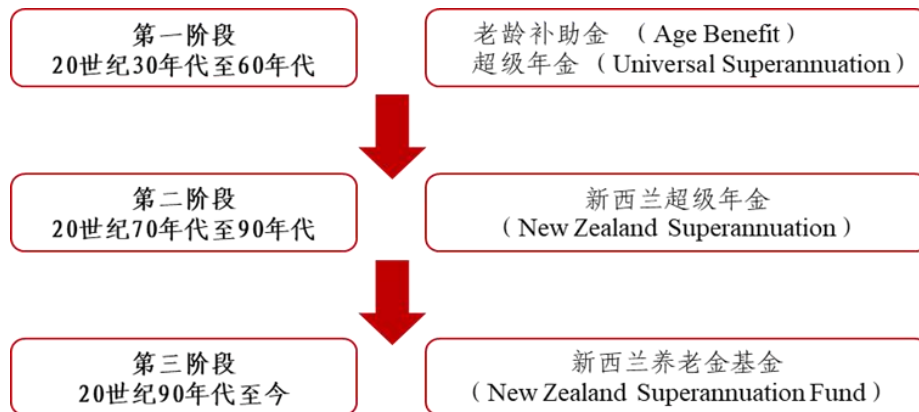


图 5 新西兰超级年金发展演变阶段

数据来源：公开资料整理。

第一阶段是从 20 世纪 30 年代至 60 年代。这一阶段采取的改革措施主要目的在于扩大养老金覆盖范围并提升养老金待遇。首先是 1936 年将养老金待遇提高了 28%，其次于 1938 年出台《社会保障法》，该方案主张新西兰政府推行普惠型养老福利，将原来的单一制度扩充为两支柱的养老金体系。一是老龄补助金 (Age Benefit)，该制度属于收入调查

型制度，为年满 60 岁及以上接受财产和收入调查并且符合相应标准的居民发放养老补助；二是超级年金（Universal Superannuation），给予年满 65 岁及以上不具有领取老龄补助金资格的居民养老补助，但其待遇水平低于老龄补助金。两支柱的养老金体系建立为后来非缴费性制度的扩张与繁荣奠定了基础。

第二阶段是从 20 世纪 70 年代至 90 年代。这一阶段的改革主要集中于实现非缴费型养老金福利由收入调查式向普惠式的过渡。1977 年，新西兰政府对公共养老金进行了进一步改革，改革后的公共养老金统称为“新西兰超级年金（New Zealand Superannuation）”，新制度取消了收入或资产调查，成为完全普惠式的非缴费型制度。从收入调查式到普惠式的改革推动了超级年金制度的发展。此后，超级年金制度基本定型，成为新西兰主要的养老保障支柱。但随着人口老龄化程度不断加深，养老支出持续扩张，财政压力凸显，为缓解政府财政压力，新西兰政府陆续出台系列改革措施。

表 1 20 世纪 70 年代-90 年代新西兰政府主要采取的改革措施

年份	主要进行的改革措施
1979	将养老金占净工资比重（替代率水平）由 89% 降至 80%
1985	对超级年金领取者征收附加税
1989	替代率进一步降至 65-72.5%
1992	超级年金附加税由 20% 增加至 25%
1993	“1993”协议（The 1993 Accord）建立过渡性退休津贴
1998	取消超级年金附加税，降低养老金替代率至 60%，同时提高养老金领取年龄

资料来源：David Preston, Retirement Income in New Zealand: the historical context, Commissioned by the Retirement Commission, Dec.2008。

第三阶段是从 20 世纪 90 年代至今。这一阶段的改革多是针对国家超级年金的可持续性发展。2001 年，新西兰养老

金和退休法案获得通过，设立了**新西兰养老金基金**（the New Zealand Superannuation Fund, NZ Super Fund or Cullen Fund），也被称为**超级年金基金**。自此新西兰公共养老金体系已基本确立。

在新西兰的“双层”养老金体系中，超级年金作为普惠性质的非缴费型养老金制度，是新西兰主要的养老保障支柱，在整个养老保障体系中占据了绝对主体的地位。

新西兰超级年金的设立旨在提供本国居民老年基本生活保障，减少老年贫困。超级年金的领取门槛很低，所有65岁以上的新西兰人都有资格领取。具体来看，65岁及以上的新西兰公民、永久居民或持有居留类签证者，20岁后在新西兰居住10年以上且50岁后在新西兰居住5年以上即符合领取条件。如果本人达不到上述资格，但配偶可以领取超级年金，那么本人也可领取“无资格配偶超级年金”（non-qualified spouse）。

从覆盖率看，作为普惠型制度，超级年金的领取资格仅考虑老年人的年龄、居住和婚姻状况，能在最大程度上将退休人口纳入到养老保障范围内，实现高覆盖率。从待遇水平看，超级年金的待遇发放不需要进行收入调查，与领取人的收入状况、纳税情况无关，各领取人按国家规定领取定额待遇。根据最新修订的新西兰养老金和退休法案（New Zealand Superannuation and Retirement Act），目前超级年金的待遇发放水平为：

表 2 超级年金待遇发放水平

分类		金额（税前/每周/每人）
单身	独居	\$490.73
	非独居	\$451.29
已婚或有伴侣		\$372.27

资料来源：New Zealand Superannuation and Retirement Income Act 2001 (Reprinted as at 9 November 2020)。

超级年金的支付水平每年 4 月 1 日会进行调整，根据立法规定，年度调整时必须确保养老金待遇发放水平与净平均工资保持以下的比例关系：

(1) 对于已婚或有稳定伴侣的新西兰人，如果两人均有资格领取超级年金，则税后两人每周领取金额应为税后周平均工资的 66%-72.5%，平均工资水平来自每年统计部门公布的工资就业调查数据。

(2) 对于单身且独居的新西兰人，其个人的养老金待遇水平应不低于 (1) 中男女两人合计领取金额的 65%。

(3) 对于单身且非独居的新西兰人，其个人的养老金待遇水平应不低于 (1) 中男女两人合计领取金额的 60%。

超级年金制度及其可持续发展可以有效保证新西兰居民的老年基本生活，使其老有所依，也有利于增进社会整体福利，维护社会稳定。

(2) 新西兰超级年金基金—养老储备金

随着未来老龄化进一步加剧，超级年金的支出水平势必不断提高，超级年金的可持续性和代际公平性将面临巨大挑战。因此，为了保证养老金的代际公平与可持续发展，新西兰政府于 2001 年建立超级年金基金，政府每年将一定财政盈余投入该基金进行养老储备，以提高未来政府的养老金支

付能力。超级年金基金由新西兰财政部制定有关政策并进行监督，由新西兰养老金监管人（**Guardians of New Zealand Superannuation**，以下简称监管人）负责统一管理，该基金于2003年开始市场化投资运作以扩大规模，旨在分担新西兰政府未来的养老支付压力，减轻新西兰子孙后代的税收负担。

2003年-2009年之间，新西兰政府向超级年金基金拨付148亿新西兰元，由于全球性金融危机的冲击，政府拨付于2009年中断并于2017年12月恢复，2019-2020年间政府向超级年金基金拨付15亿新西兰元。2009-2017年间虽然政府未向超级年金基金拨付资金，但是由于其近十年来年化收益率可达12.60%，资金资产规模仍保持较快增长。截至2020年6月，超级年金基金资产规模达到447.96亿新西兰元，相比之下，2019年新西兰GDP约为3188亿新西兰元，超级年金规模可观，占比超过14%。

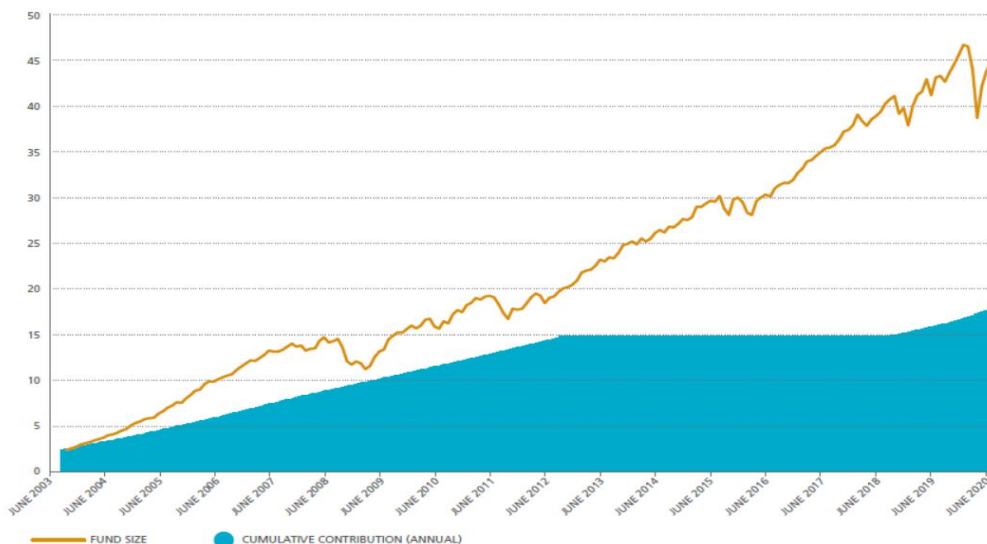


图6 超级年金基金自成立以来规模增长情况

数据来源：截至2020年6月30日，<https://www.nzsuperfund.nz/nz-super-fund-explained/purpose-and-mandate/>。

2、KiwiSaver—DC 型补充养老金计划

KiwiSaver 是新西兰政府 2007 年起建立的一个 DC 型补充养老金计划，旨在帮助个人建立退休后储备，以提升老年人退休生活质量，同时减轻国家财政的负担，增强国家养老金体系的可持续性。大多数参与者通过定期工资缴费，对于没有工作的人，则可以直接通过计划提供商进行缴费。因此，账户资金可来源于个人、雇主及政府，并通过投资运作进行增值。其账户体系主要由新西兰税务局建立，而账户的资金主要是以信托的形式由市场化的资产管理公司负责投资管理，并受到新西兰金融市场管理局（FMA, Financial Markets Authority）监管。

在政府补助、雇主配套缴费及税收优惠等各项政策激励下，KiwiSaver 资产规模迅速增长，并于 2015 年首次超过了新西兰超级年金基金的规模，成为新西兰最为重要的私人养老金资产。截至 2019 年底，KiwiSaver 资产规模为 679.91 亿新西兰元，参与缴费人数超 301.06 万人。

（1）多维度的政策激励

KiwiSaver 设有多维度的政策激励措施。新西兰政府给予 KiwiSaver 参与者丰厚的政府补贴，其每年为 KiwiSaver 的参与者提供缴费金额 50% 的补贴（上限为 521.43 新西兰元），以鼓励人民增加缴费。同时 KiwiSaver 建立了配套的雇主缴费制度，雇员可自主选择按其税前收入的 3%、4% 或 8% 的比例进行缴费，雇主需按照最低 3% 的比例为雇员进行配套缴费。在税收优惠方面，KiwiSaver 缴费是按照税前工资进行扣减，且在其退休提取资金时不需要缴税。

(2) 灵活的加入与退出机制

自动加入规则。KiwiSaver 计划规定只要个人开始工作即自动加入雇员储蓄计划，这使得制度覆盖人口迅速增加。自雇者或者没有工作的人，也可以通过联系 KiwiSaver 计划提供商加入计划。

自愿退出机制。雇员加入储蓄计划 2-8 周内可自愿退出该计划。自愿退出机制启动的前提是雇员自动被加入计划，如果个人主动选择加入该计划，则不能选择自愿退出，但可在 12 个月以后选择暂停缴费。

(3) 丰富的投资产品选择

KiwiSaver 可投资品种覆盖现金、股票、债券和不动产多个领域，涉及国内外投资市场。其根据权益类资产风险敞口大小划分为货币型、保守型、平衡性、成长型和激进型五类基金，参与者可根据自身的风险和收益偏好进行自主选择。

二、超级年金负债端管理研究

(一) 超级年金支付情况

超级年金作为非缴费型的养老金制度，其费用支出全部来自新西兰政府财政拨款。过去，因为养老金领取人数的增加和待遇水平的提高，超级年金的支出逐年提高。根据新西兰财政部披露数据，2000 财年超级年金领取人数 45.6 万人，总支出为 50.68 亿新西兰元；而 2020 财年超级年金领取人数 79.5 万人，总支出金额为 155.21 亿新西兰元。20 年间，领取人数增长 0.75 倍，但支出金额增长超过 2 倍。

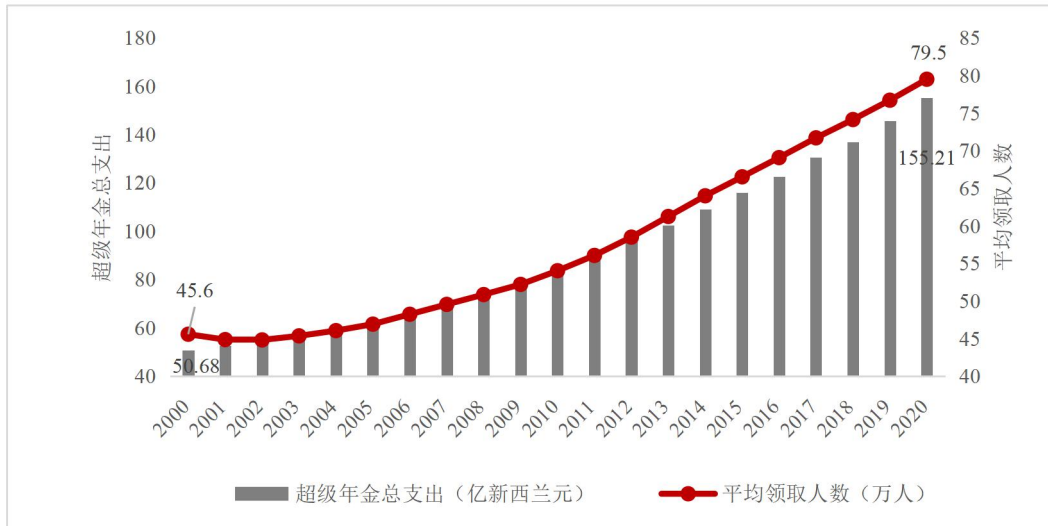


图7 2000年-2020年新西兰超级年金支出情况和平均领取人数
数据来源：新西兰财政部。

随着老龄人口占比不断提高，新西兰政府的养老支付压力将不断加重。超级年金总支出金额将加速增加，2050财年或达701.06亿新西兰元。从相对占比指标看，超级年金总支出金额占GDP的比例从2000财年的4.4%增加至2020财年的4.9%，并预计将不断提升，在2050财年或达6.6%。

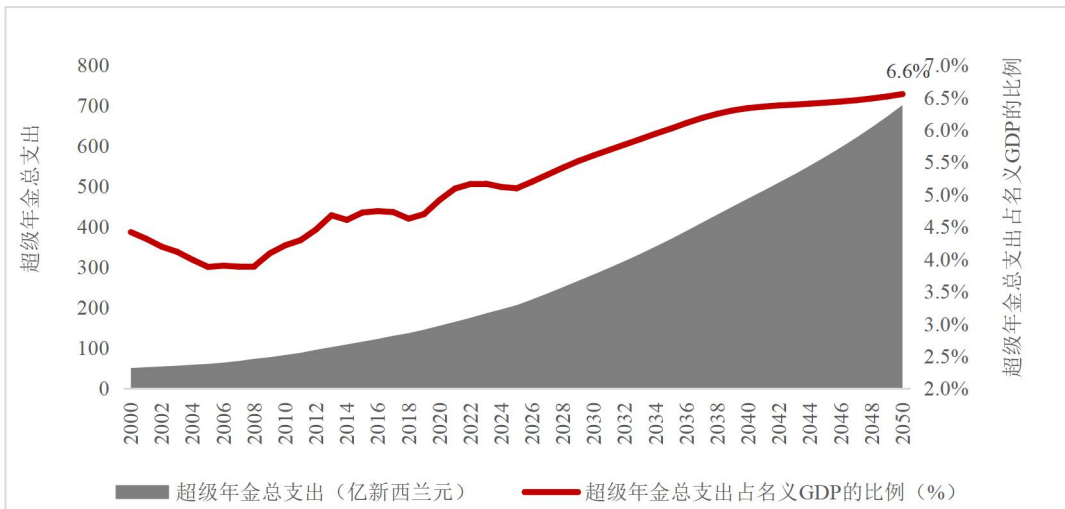


图8 2000年-2050年新西兰超级年金支出情况和占GDP的比例
数据来源：新西兰财政部。

(二) 超级年金基金未来发展情况

超级年金基金本金全部来自政府财政拨款，自2001年设立至今，新西兰政府累计拨付金额为177.28亿新西兰元，历年拨付明细如下表所示。

表3 新西兰政府历年资金拨付情况

财年	政府拨付金额（亿新西兰元）	占当年GDP比例（%）
2002	6.00	0.46%
2003	12.00	0.87%
2004	18.79	1.27%
2005	21.07	1.34%
2006	23.37	1.42%
2007	20.48	1.17%
2008	21.04	1.11%
2009	22.43	1.18%
2010	2.50	0.13%
2011	-	-
2012	-	-
2013	-	-
2014	-	-
2015	-	-
2016	-	-
2017	-	-
2018	5.00	0.17%
2019	10.00	0.32%
2020	14.60	0.46%
合计	177.28	-

数据来源：新西兰财政部。

从上表中可见，因金融危机冲击，新西兰政府一度暂停了对超级年金基金的注资。实际上，根据《新西兰养老金和退休法案》（New Zealand Superannuation and Retirement Act）立法规定，政府每一会计年度应按法定公式计算对超级年金基金的注资金额（或是多年后的提取金额），如果政府年度注资额不符合立法规定，则需在财政部的财政战略报告中予以解释说明。

如果后续年份政府对超级年金基金的注资额或提取额均符合法定公式，再辅以基金投资收益率、税率等一系列关键假设，新西兰财政部构建了“超级年金资金缴费率模型”。根据该模型2020年度输出结果，财政部预计政府或将于**2035**财年起从超级年金基金中提取资金以支付养老金。预计从**2054**财年起，政府将只会从超级年金基金中提取而不再向其注资。

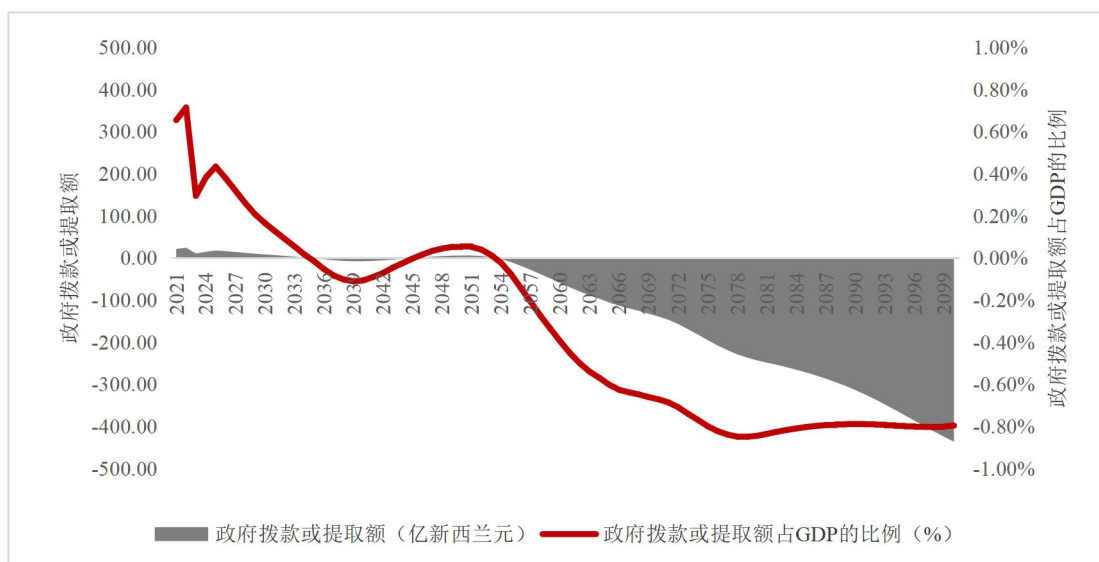


图9 预测新西兰政府拨款或提取额及其占GDP的比例

数据来源：新西兰财政部。

根据该模型，财政部预测超级年金基金规模未来将不断扩大，2050年或达3152.53亿新西兰元。基金净值规模占GDP的比例预计将先增后降，在2070年占比达到峰值，预估为36.36%。

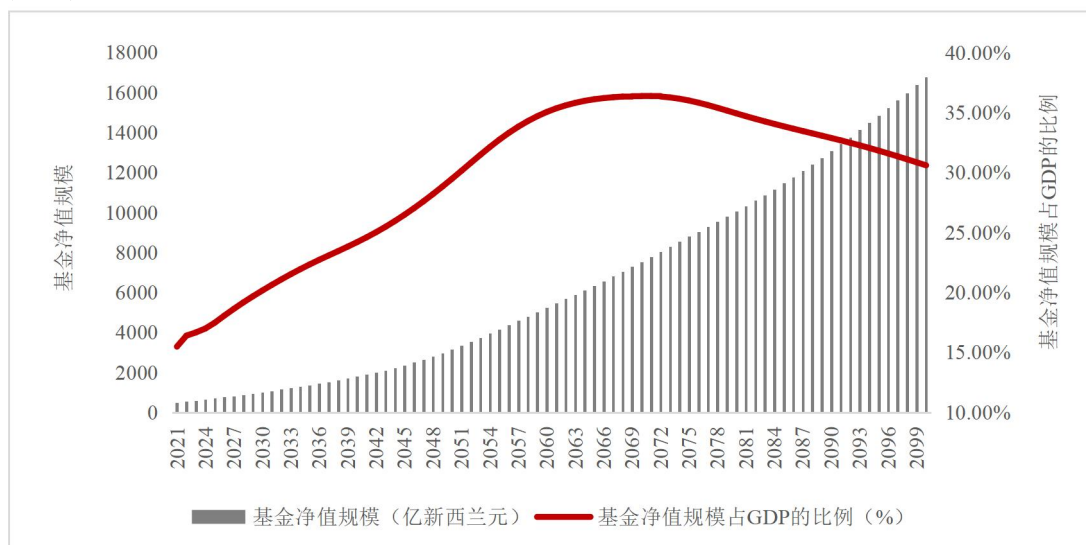


图10 预测新西兰超级年金基金净值规模和其占GDP的比例

数据来源：新西兰财政部。

此外，比较新西兰超级年金基金规模和超级年金养老金净支出，尽管预计养老金支出将逐年增长，但超级年金基金积累规模始终能提供较好的支付保障，其预测规模金额是年度养老金支出金额的3倍以上。据财政部预测，到2100年

超级年金净支出金额将达到 4429.30 亿新西兰元，与此同时，基金积累规模将达 16770.82 亿新西兰元，保障倍数为 3.79。

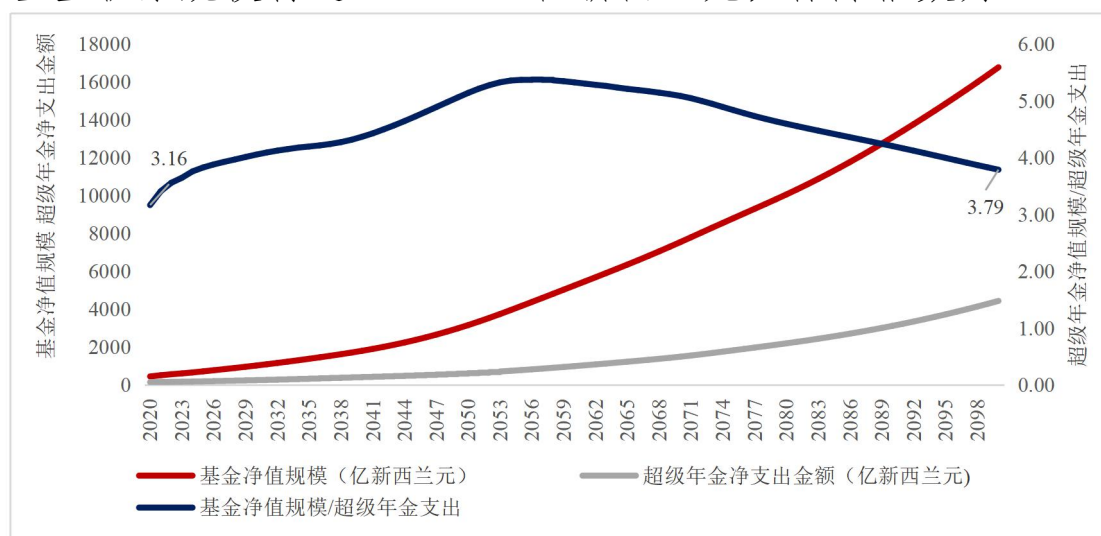


图 11 预测新西兰超级年金基金净值规模和超级年金净支出情况
数据来源：新西兰财政部。

三、超级年金基金资产端管理研究

(一) 组织架构及公司运营机制

1、汇报与监督机制

超级年金基金由新西兰财政部制定有关政策并进行监督，由新西兰养老金监管人负责统一管理。新西兰养老金监管人是一个独立的政府公共机构，由独立的董事会监督，需定期履行向财政部报告义务，按季度向新西兰财政部汇报超级年金管理运作情况、重要投资事项及其他重要事项，如雇佣新的高级职员或新的投资经理等；并按年度向政府专责委员会报告。

新西兰财政部对新西兰养老金监管人的监督管理体现在以下几方面：一是在董事会成员任命上，董事会成员由新西兰总督根据财政部部长的推荐任命。二是尽管新西兰养老金监管人独立于政府运作，但财政部部长有权就政府对超级年金基金业绩的期望向监管人发出公开指示，而监管人必须

考虑来自财政部部长的指示。三是监管人将受到财政部的持续监控，以及代表政府的审计人员的定期审查。对于监管人管理效果的评价，监管人将受到财政部的持续监控，并接受代表政府的审计师的定期审查，每五年将会对监管人的绩效进行独立审查，具体审查条款由财政部部长确定，该审查报告还将提交至议会。

2、组织架构

新西兰养老金监管人内设董事会，董事会对基金管理和投资运作负责，养老金监管人具体执行董事会的指令，董事会拥有管理、监督、指导监管人业务所必须的一切权力，与养老金监管人业务有关的所有决定都由董事会做出或者经其授权做出。董事会由 5—7 名成员构成，成员必须具有金融投资的专业知识和实际经验，由财政部长提名，新西兰总督任命。董事会有两个常设委员会，分别是审计委员会和员工政策与薪酬福利委员会。养老金监管人组织架构如下图所示：

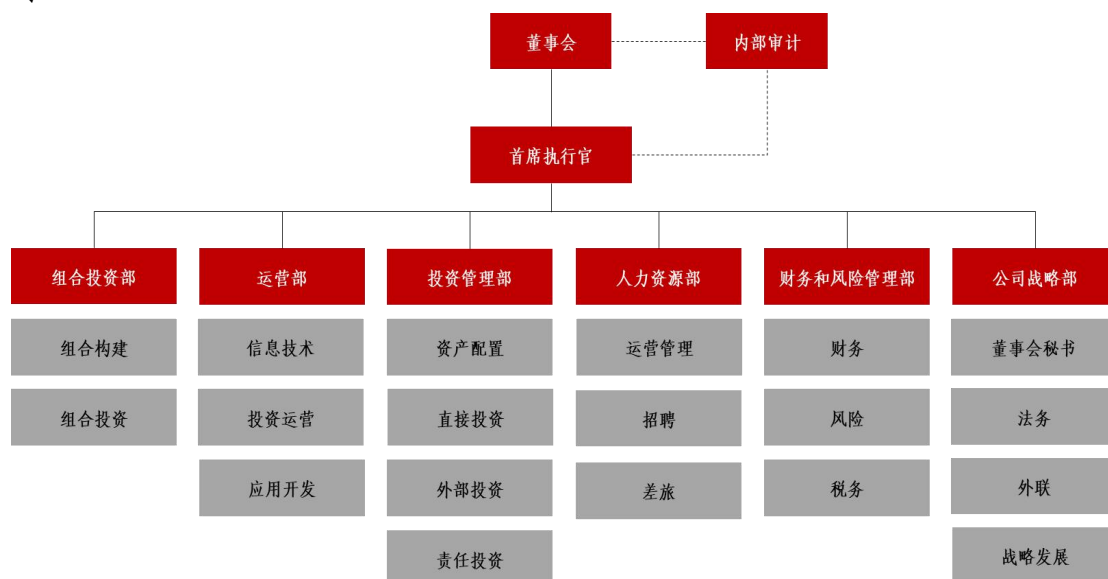


图 12 养老金监管人组织架构图

数据来源：公开信息整理。

3、决策机制

董事会是超级年金基金的最高决策机构，对基金管理和投资运作负责，拥有管理、监督、指导基金业务所必须的一切权力，董事会制定投资决策、业绩标准并负责选择任命投资管理人和托管人。董事会下设管理团队、投资决策委员会和风险控制委员会等，管理团队和各个专业委员会负责基金的具体投资运营。

(二) 投资管理模式

1、投资目标

根据新西兰议会为超级年金制定的法规，超级年金基金必须以审慎勤勉的商业化模式进行监管运作。超级年金基金的投资目标是在风险可承受的前提下，通过“专业化的投资团队构建最合适的投资组合”，实现较长期限内基金投资收益的最大化。此外，在开展投资运作时，还要避免损害新西兰的国家声誉。

2、投资理念

新西兰超级年金基金坚持长期投资理念，设定清晰明确的投资目标，要求投资过程秉承长期投资理念、保持透明性以及与投资管理人保持顺畅的沟通。构建投资组合时，在收益率最大化和财务风险可控性之间寻求平衡，以获取超额收益。考虑到 2034 财年之前政府不会动用基金，流动性需求较低，短期内可能承受较大的市场波动，因而基金在成长性资产方面风险敞口较高。

3、投资管理特点

新西兰超级年金基金具有“高权益+被动投资为主”的

特点，采用“内部投资团队+优质外部管理人”的管理模式，并在业绩考核上兼顾绝对收益和相对收益。

（1）保持高权益比例的大类资产配置目标

因在较长时期内无支付压力，新西兰超级年金基金依据长期投资者应坚持“股权偏好”的原则，在其建立之初即确定了权益资产配置比例高达 80% 的大类资产配置结构。实践证明，高权重的权益类资产配置能够在长期内提供较高的预期回报，为基金取得超额收益提供更大的空间。

（2）长期投资偏好被动投资管理模式

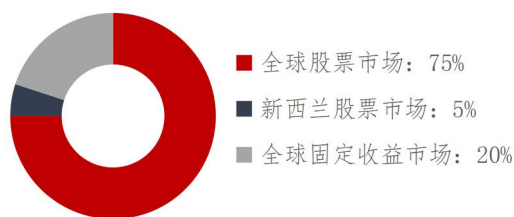
考虑到主动管理的高成本以及管理效果的不确定性，在长期投资理念的指导下，新西兰养老金监管人认为被动投资更适合新西兰超级年金基金。超过 1/2 的基金是基于参考组合进行被动管理的。

（3）参考组合（Reference Portfolio）

参考组合是一个由新西兰养老金监管人董事会设置的与全球指数挂钩的被动投资组合，采用 80 权益：20 固定收益的仓位配置，外币风险敞口 100% 对冲到新西兰元。参考组合的设定符合基金的投资理念并与董事会的长期投资收益目标和风险承受水平一致，并作为考核基金投资相对收益表现的基准。

表 4 参考组合大类资产配置情况

参考投资组合基准	比例	投资收益
全球股票市场	75%	3.17%
新西兰股票市场	5%	9.31%
全球固定收益市场	20%	5.69%



资料来源：《Guardians Annual Report 2020》，2019.06.30-2020.06.30。

（4）基金的投资团队

超级年金基金由内、外部投资团队共同管理。一方面，监管人设有自己的投资团队，主要负责主动抵押品管理、直接套利、战略偏离及部分新西兰股票等策略和机会的投资操作。另一方，监管人根据管理需要，选聘符合相关条件并契合基金投资理念和配置要求的外部管理人，参与基金的投资管理。超级年金基金目前与全球超过 30 家外部资产管理机构进行合作。

（5）基金的业绩比较基准

超级年金基金设有明确的绝对和相对业绩比较基准。绝对业绩比较基准为 90 天国债收益率+2.8%。相对业绩比较基准为参考组合投资收益。

4、大类资产配置

新西兰超级年金实际投资组合的构建是在基准参考组合基础上加上一些主动投资操作，包括动态资产配置、战略性投资（如 PE、森林、基础设施、农业等）、财务性投资管理（即流动性管理和固定收益市场被动投资）。

截至 2020 年二季度末，新西兰超级年金实际投资组合的资产配置情况如下：全球权益类资产 67%，本国权益类资产 4%，其他公开市场 3%，固定收益类资产 7%，不动产 2%，森林投资 5%，基础设施 2%，PE 5%，农场 1%，其他非公开市场 4%。

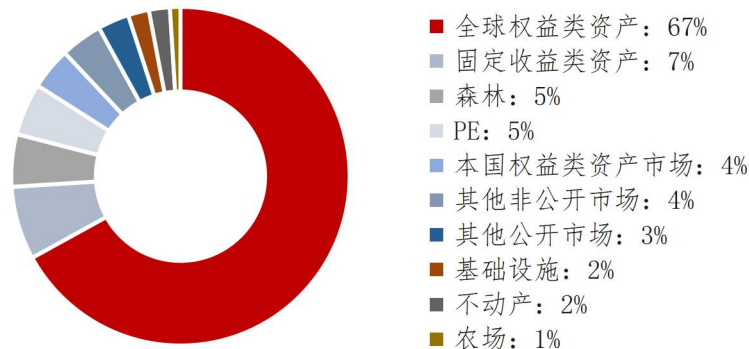


图 13 超级年金基金实际投资组合截至 2020 年 6 月大类资产配置情况
资料来源：《Guardians Annual Report 2020》。

5、投资业绩表现

截至 2020 年二季度末，超级年金基金成立以来年化收益率达 9.63%，超过新西兰国债收益率 5.91%，同时超越参考组合投资收益 1.21%。投资收益远优于投资目标。

表 5 超级年金基金投资收益情况

项目	成立以来年 化收益率	过去十年年 化收益率	过去 5 年年 化收益率	一年期年 化收益率
基金实际投资收益率(扣除成本后, 新西兰税前)	9.63%	12.60%	8.52%	1.73%
参考投资组合投资收益率(扣除成本后, 新西兰税前)	8.42%	10.32%	7.52%	3.82%
超额收益(实际回报减去参考投资组合回报)	1.21%	2.28%	0.99%	-2.08%
相对于参考投资组合的投资回报(百万)	7,752	8,367	1,913	-923
缴纳所得税税额	-6,991	-5,563	-2,324	-513
新西兰国库券回报率	3.72%	2.24%	1.73%	0.89%
净回报率(实际回报率减去国库券回报率)	5.91%	10.37%	6.79%	0.84%
相对于国库券的投资回报(百万)	26,123	27,164	11,762	370
净资产变化(百万)	44,796	29,171	15,254	1,683

资料来源：《Guardians Annual Report 2020》。

(三) ESG 投资管理

1、投资理念

新西兰超级年金基金长期坚持 ESG 投资理念，积极探寻能够为社会带来一定正向影响和价值的投资组合。在被投资公司和广泛的投资标的中推广 ESG 政策，通过与上市公司的管理层沟通交流，来倡导和促使上市公司在日常经营中能够更加地重视 ESG 的相关问题。

2、投资架构

新西兰超级年金基金设有投资政策、标准和程序制度（Statement of Investment Policies, Standards and Procedures, SIPSP）用以指导 ESG 相关投资决策，由董事会统一决议，每年进行更新，并设有专门的 ESG 投资团队，为超级年金基金整体的 ESG 投资决策提供支持。

在具体的投资管理中，对于由内部投资团队管理的组合，ESG 调查是投前决策的主要考虑因素，在相关领域独立专家支持下，对 ESG 风险和投资机会进行审慎评估；在投后管理中，管理层对关键的 ESG 风险进行监控和报告。对于由外部管理人管理的组合，ESG 投资能力是外部管理人选择的重要考量因素。对于已确定的超级年金基金管理人，会将 ESG 策略在投资中的应用情况、投票权使用情况、对所投资企业股东的影响以及 ESG 报告制度的执行情况等要求，纳入投资管理合同中，并定期进行考核；也会通过对被投资企业进行实地考察等方式，直接评估 ESG 风险和活动。

3、投资策略（以气候变化投资策略为例）

2016 年 10 月，新西兰养老金监管人提出气候变化投资策略，旨在建立长期应对气候变化投资风险的能力。气候变化投资策略主要由如下四项工作构成。

（1）减少，通过设定减排目标和调整股票投资组合以减少投资组合中化石燃料储量和排放的敞口。

（2）分析，将气候变化因素纳入直接投资估值。

（3）参与，帮助被投资公司在战略中积极考虑气候变化问题，并与志同道合的投资者合作，推动更好的气候报告

和行动。

(4) 寻求，积极寻求受益于低碳经济的投资标的。

(四) 估值体系

新西兰超级年金基金的大部分净资产是按公允价值计量的。公允价值即市场参与者在计量日进行有序交易时出售资产或转移负债所收到的价格。超级年金基金将公允价值计量所使用的输入值划分为三个层次，并首先使用第一层次输入值，其次使用第二层次输入值，最后使用第三层次输入值。具体分类如下：

第一层级：使用相同资产或负债在活跃市场上未经调整的报价作为输入值。活跃市场是指相关资产或负债的交易量和交易频率足以持续提供定价信息的市场。通常该报价可以不加调整地应用于该资产或负债的公允价值计量。归类于第一层级计算公允价值的资产有上市公司股票等。

第二层级：使用相关资产或负债直接或间接可观察的市场数据（不包括报价）作为输入值。如使用贴现法、期权定价模型和其他被广泛使用和接受的估值技术。归类于第二层级计算公允价值的资产有远期外汇合约、具有流动性的固定收益证券等。

第三层级：使用相关资产或负债的不可观察输入值。不可观察输入值是由于产品的复杂性或流动性不足，不能从市场数据中取得输入值。该输入值通常来自其他相关市场数据，并需要根据当前市场趋势和历史交易进行校准。归类于第三层级计算公允价值的资产有不具有流动性的固定收益证券、非上市债务工具、私募股权等。

（五）风险管理

理解和管理基金面临的风险是超级年金基金监管人的核心工作，监管人主要管理以下五类风险：

（1）投资风险：为实现投资目标所固有的风险（即不能实现投资目标的风险），包括市场风险、信用风险、交易对手风险、经理人风险和流动性风险。

（2）战略风险：做出不恰当战略选择的风险或无法成功实施所制定战略的风险。

（3）立法和监管风险：因不遵守现存或拟定的法律、法规和行业惯例而造成财务损失或声誉损害的风险。

（4）操作风险：因内部控制存在缺陷而导致财务损失的风险。

（5）声誉风险：由于内部或外部因素而导致声誉或信誉受损的风险。

在具体的风险管理上，由董事会负责审批风险管理战略，并制定风险偏好说明。该风险偏好说明旨在表明董事会的风险偏好和为了实现目标愿意承担的风险限额。以投资风险为例，超级年金基金最新修订的《风险管理政策》中明确基金的投资风险限额为：

表 6 超级年金基金风险限额说明

相对	绝对	
一年期	一年期	成立以来
基金收益突破参考组合的正负三倍标准差	基金资产损失超过 25%	投资收益率低于无风险利率超过 3%

资料来源：《Guardians Risk Management Policy》。

管理层将根据董事会制定的风险偏好声明来管理、衡量和监测基金的风险状况，定期评估基金的风险管理情况并向董事会报告，期间任何重大违规行为都将通报至董事会。

对于储备金的充足性，如前文所介绍的，新西兰政府每一会计年度会按法定公式计算对超级年金基金的注资金额（或是多年后的提取金额）。经测算，尽管预计养老金支出将逐年增长，但超级年金基金积累规模始终能提供较好的支付保障，其预测规模金额是年度养老金支出金额的3倍以上。

（六）薪酬激励体系

养老金监管人的员工管理和薪酬分配采用市场化方式。共有员工157人。2020年财年薪酬总支出为4000.3万新西兰元；人均薪酬约为25.5万新西兰元。薪酬支出合计（未包括职工养老金支出和其他费用）约为基金资产规模的0.1%。雇员薪酬结构分为基本薪酬和绩效奖金两部分，绩效奖金视个人业绩和基金业绩的完成情况而发放。

表7 养老金监管人职工薪酬情况(单位：千新西兰元)

雇员应享权利及其他雇佣相关开支	2020	2019
员工福利(包括工资、年假和长年服务假)及其他雇佣相关开支	30,440	26,125
员工激励计划	6,869	8,904
雇主向KiwiSaver捐款	2,694	2,603
合计	40,003	37,632

资料来源：《Guardians Annual Report 2020》。

养老金监管人员薪酬由基本工资、个人绩效、基金分红和其他薪酬福利四部分构成。

基本工资：基本工资水平与员工职务和职级相关，由薪酬专家采用市场化的评估系统每年审定。其基本工资对标金融服务行业的前1/4分位与基金管理行业中位数水平。

个人绩效：个人绩效部分由董事会审议决定，最高为基本工资的20%。绩效评估结构低于预期目标的员工将失去获

得绩效奖金的资格。

基金分红：管理团队、投资和组合构建团队可以有资格获得基金分红，基金分红部分主要取决于经审计的超级年金基金业绩结果并由董事会审议决定。具体计算方法如下：

基金分红奖金最高比例为基本工资的 40%，其主要由指标 1 和指标 2¹两个指标评定，为引导基金长期投资更好地服务于新西兰公共养老体系，业绩指标选取四年移动平均值的计算维度。

➤ 指标 1：实际投资收益-90 天国库券收益（代表政府投资基金的机会成本）。指标所占比重为 1/3，即依据超额收益计算出的基金分红不得超过基本工资的 13.33%（40%×1/3）。

➤ 指标 2：实际投资收益-参考组合投资收益。指标所占比重为 2/3，即依据基金增值计算出的基金分红不得超过基本工资的 26.67%（40%×2/3）。

其他薪酬福利：医疗健康保险、收入保护等。

（七）成本管理

2020 年，超级年金基金投资管理费用支出为 1.32 亿新西兰元，约占基金管理规模的 0.30%，占比提升 0.03%。

表 8 2020 年费用支出情况

成本项目	费用金额（百万）	占净资产比重
基本管理费	35.5	0.09%
业绩报酬	2.3	0.01%
其他费用	54.4	0.12%
人员成本	40.0	0.09%

注：其他费用包括法律、财务和税收顾问、外部咨询以及交易佣金。
资料来源：《Guardians Annual Report 2020》。

¹ 指标 1 英文名称为 excess return，指标 2 英文名称为 value added。

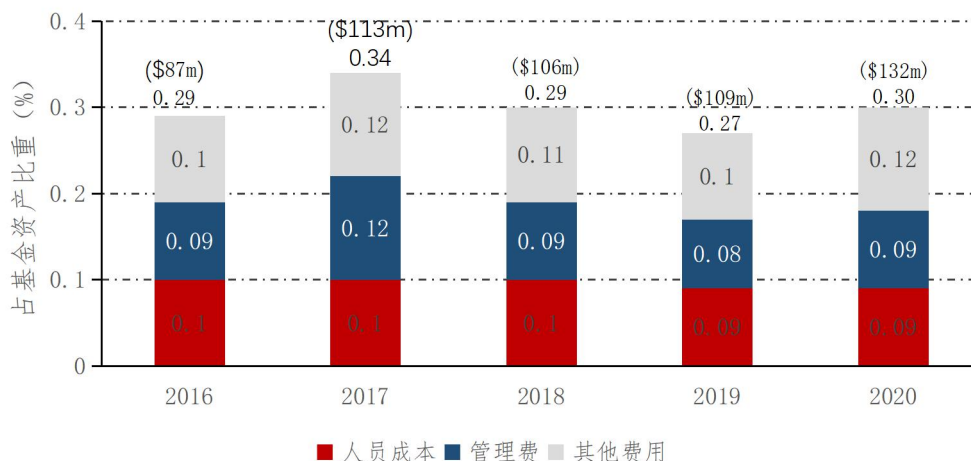


图 14 近 5 年投资管理费用支出情况

资料来源：《Guardians Annual Report 2020》。

四、超级年金的特点与借鉴

(1) 超级年金制度简单，覆盖面广

超级年金发展至今，逐步演化成一种简单清晰的制度，主要有以下优点。首先，该制度有效覆盖全民，65 岁以上的新西兰人均可领取，覆盖面广。其次，超级年金是一种可预测的、指数化年金，能提供最低生活保障，有效减少了新西兰老年贫困。根据 OECD 数据显示，对比新西兰转移支付制度发生前后的老年贫困率水平，2014 年转移支付发生前，65 岁及以上老年人口的贫困发生率（收入低于贫困线的 50%）为 58.4%，转移支付后，贫困发生率降至 10.6%。可见超级年金制度在收入调节上发挥了重要作用。此外，该制度的行政成本较低，政府财政负担相较其他国家更轻，从行政成本角度，在制度实施过程中剔除了收入调查因素，减少了在调查老年人收入和资产过程中可能发生的成本；同时将老年人可能存在的各种情况考虑在内，每年定期公布待遇水平，减少了养老金发放和领取时可能发生的时间成本和沟通成本。从财政负担角度，历年超级年金总支出占 GDP 的比例均不

超过 5%，政府财政负担较小。相比之下，2015 年 OECD 国家公共养老金支出占 GDP 的平均水平为 7.9%。相较新西兰，我国人口数量庞大、结构复杂，经济发展过程和水平也与新西兰有较大差异。因此，在养老金体系“一支柱”和储备基金方面，我国因地制宜，建立基本养老保险制度和全国社会保障基金，与我国基本国情和经济发展水平相适应。

(2) 超级年金基金权益资产配置比例高

新西兰超级年金基金作为新西兰超级年金的储备，在较长时期内无支付压力，考虑到权益资产的成长潜力更大，基金确定了权益资产配置比例高达 80% 的大类资产配置结构，成立以来年化收益率达 9.63%。同时基金主要通过被动投资进行管理，一方面降低了成本，同时也减少了主动管理中的不确定性。相比之下，全国社保基金在短期同样没有支付压力，但权益资产配置比例上限仅为 40%，相对保守。长期性是养老金投资的首要特征，长期性会放大养老金投资的复利效应并提高对收益波动的容忍度。因此，权益类资产天然适合养老金长期投资。一方面，权益投资没有明确的期限限制，只要企业能不断成长，就能持续获得投资回报，与养老资金的长钱属性相契合。另一方面，较高的权益资产配置比例，即使会使基金在短期收益波动较大，但从长期回报看，权益投资相比固收投资可以取得显著超额回报，而通过复利效应，权益投资的优势将在长期被进一步放大。此外，当前我国社保基金投资以境内为主，未来需逐步扩大境外市场投资规模，进一步分散投资风险，进行全球资产配置，获取稳定可持续回报。

(3) 构建参考组合指导基金长期投资

超级年金基金采用参考组合资产配置模式，董事会设置了与全球指数挂钩的被动投资组合用于指导基金长期投资。²参考组合作为超级年金基金的相对业绩比较基准衡量基金业绩表现，是更加公允的投资基准，在以下方面发挥重要作用。一是参考组合的存在可以帮助投资管理团队更好地对基金收益进行归因，衡量是否给基金带来价值增加。投资团队可以实时、明确地将基金整体表现与参考组合进行比较，从而区分大类资产配置决策与各细分资产类别的超额收益，厘清各方贡献。二是参考组合可以在薪酬激励制度中发挥基准、引导作用。新西兰超级年金基金的投资管理团队可以获得基金分红，主要由两个指标评定。其中衡量超过绝对收益部分的指标占比为 1/3；衡量超过参考组合收益的指标占比为 2/3。这意味着即使某年因宏观经济与资本市场形势变动基金出现亏损，但若投资团队仍然创造出显著的超额收益，也能获得相应财务激励。

从我国来看，如企业年金，业绩基准多为定期存款利率或者 CPI 涨幅，对业绩表现的衡量相对笼统，难以准确衡量管理人的投资能力。建议根据年金业务特性，构建合适的参考组合作为投资业绩基准和绩效比较参考。意义在于，一是能够作为资产配置的中枢，指导组合科学运作；二是精准评估投管人的主动管理能力，三是把长期绝对目标转化为短期相对目标，有利于减少投管人被动的追涨杀跌行为。

² 根据基金的长期投资收益目标和风险偏好，参考组合的资产配置比例设置为 80:20，其中 80%投资于股票市场，20%投资于固定收益市场。

参考文献

- [1] Guardians Annual Report 2020, Available at: <https://www.nzsuperfund.nz/publications/annual-reports/>.
- [2] Risk Management Policy, Available at: <https://www.nzsuperfund.nz/nz-super-fund-explained/governance/risk-management/>
- [3] New Zealand Superannuation and Retirement Income Act 2001
- [4] New Zealand Superannuation Fund (NZSF) Contribution Rate Model, Available at: <https://www.treasury.govt.nz/publications/model/new-zealand-superannuation-fund-contribution-rate-model-hyefu-2020>
- [5] 于环. 新西兰超级年金：“一枝独秀”的养老保障模式. 中国财政, 2016 (2) .
- [6] 李宏纲. 新西兰个人养老金制度经验. 个人养老金：理论基础、国际经验与中国探索, 2018 (11) .
- [7] 刘天天. 权益基金是提高个人养老金长期回报的关键. 个人养老金：理论基础、国际经验与中国探索, 2018 (11) .
- [8] 文潇, 杜邢晔. 参考组合在养老基金投资中的应用. 中国养老金融发展报告 (2020) .2020 (9) .

【本文由华夏基金管理股份有限公司胡兵、崔陈晨、尚倩羽、舒钰瑞供稿，中国证券投资基金业协会养老金工作专项小组靳珂语、杨海燕、胡刚伟审校】