

声音

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

新加坡养老金制度经验

——全球公共养老金经验研究系列报告之三

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》编发新加坡养老金制度的研究报告。

【编者按】新加坡养老保障制度以中央公积金制度为基础，已经成为政府主导型社会保障制度的典范。中央公积金实行基金积累制，由单纯的养老保障向医疗、住房等领域拓展，由个人到家庭成员，已成为综合性的社会保障储蓄制度。中央公积金实行高度集中管理，由中央公积金局专门负责统一管理，政府承诺中央公积金储蓄的年利率不低于 2.5%，投向政府专门发行的高票息特殊债券，政府再将发行债券获得的资金主要委托给新加坡主权基金管理机构 GIC 进行市场化运作，投资风险由政府承担，确保退休人员有足够的养老金保障。GIC 践行长期投资，注重资产配置，投资资产和区域

多元分散，长期收益和波动均好于参考基准。本文从新加坡养老金体系的发展改革历程、构成出发，对中央公积金的资金来源、流动性压力、投资管理模式、公司运营机制等进行研究，重点就中央公积金的投资运营管理机制进行剖析，旨在为我国养老基金的运营管理和未来发展提供借鉴意义。

一、人口结构、养老制度概述及养老储备金、基本养老金定位

（一）人口结构情况

新加坡是一个移民众多的多种族国家，华人占比超过7成，其余为马来人、印度人和其他种族，各种族的宗教、语言、文化和风俗习惯均有较大差别，成为新加坡人口的一个重要特色。截至2019年末，新加坡总人口达570.4万人，比上一年末的563.9万人增加6.5万人，增幅约1.15%。其中常住人口402.6万人，占比为70.59%，比上一年末增加2.9万人，非常住人口167.7万人，占比为29.41%，比上一年末增加3.3万人。总体来看，2000年以来新加坡人口年增长率平均不足2%，处于低增长的态势。

表1 新加坡总人口、常住人口、非常住人口情况（万人）

年份	总人口	常住人口			非常住人口
		总常住人口	公民	永久居民	
1990	304.7	273.6	262.4	11.2	31.1
2000	402.8	327.3	298.6	28.8	75.5
2010	507.7	377.2	323.1	54.1	130.5
2011	518.4	378.9	325.7	53.2	139.4
2012	531.2	381.8	328.5	53.3	149.4
2013	539.9	384.5	331.4	53.1	155.4
2014	547.0	387.1	334.3	52.8	159.9
2015	553.5	390.3	337.5	52.8	163.2
2016	560.7	393.4	340.9	52.5	167.4

2017	561.2	396.6	343.9	52.7	164.7
2018	563.9	399.4	347.2	52.2	164.4
2019	570.4	402.6	350.1	52.5	167.7

资料来源：<https://www.singstat.gov.sg>

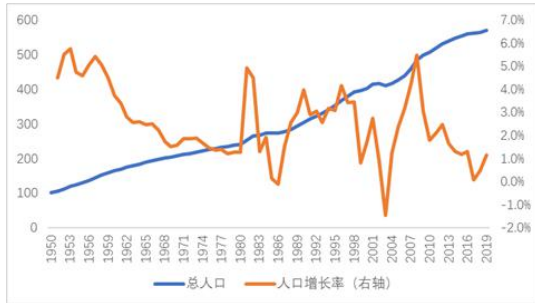


图1 新加坡总人口及其增长率（万人，%）

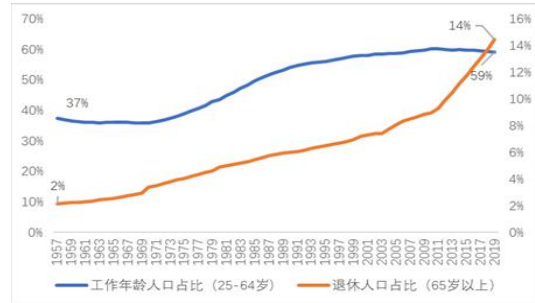


图2 新加坡工作年龄人口及退休人口占比情况¹

资料来源：<https://www.singstat.gov.sg>（图1&图2）

新加坡在建国之初曾出现生育高峰，为了控制人口增长速度，新加坡政府1966年开始实行严格的限制生育政策，鼓励一家一户最多只生两个孩子。1977年开始鼓励晚婚晚育，生育率开始迅速下降。1986年限制生育政策取消，1987年开始鼓励家庭生育三个或者更多孩子。

随着生育率的下降，以及医疗卫生条件的改善、经济发展带来的死亡率的下降和人口预期寿命的延长，新加坡老龄化现象逐步加剧。新加坡生育率较低，即使是峰值的5.8%也不是很高，2019年末生育率仅为1.1%。2010年后老年抚养比快速攀升，2019年末以20.4%创下了最高纪录。截止2019年末，新加坡常住人口中65岁以上人口为58.2万人，占比为14%，而2000年、2010年、2015年占比分别为7%、9%、12%，根据联合国对人口老龄化的判定标准，新加坡在2000年便进入了人口老龄化社会，之后开始了快速的人口老龄化过程，2019年更是进入深度老龄化社会。

¹ 工作年龄人口占比及退休人口占比为常住人口中25（含）-64岁人口及65岁（含）以上人口占常住总人口的比例。

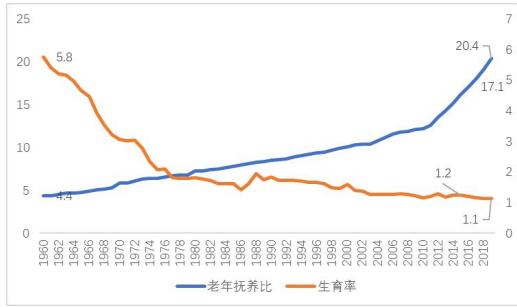


图3 新加坡老年抚养比(%)及生育率情况(%)

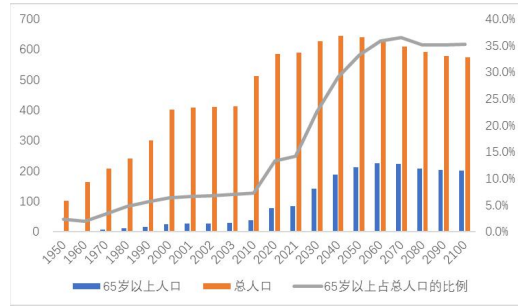


图4 新加坡65岁以上人口及占比情况(万人)

资料来源: <https://www.singstat.gov.sg> (图3), 联合国 (图4)

根据联合国预测, 新加坡65岁及以上老年人口在总人口中的比例将从2000年的7%迅速上升到2030年的22.5%, 而到2050年, 新加坡的老龄化水平约达到33.3%, 即3个人中有1个人在65岁以上, 老龄化程度更加严重且进程非常快²。同时, 联合国对人口寿命的预测显示, 2020-2025年、2050-2055年、本世纪末新加坡人口寿命平均值在84.07岁、87.63岁、92.76岁, 随着生育率的稳定下降及人口预期寿命的不断上升, 新加坡的人口老龄化水平将更加惊人。

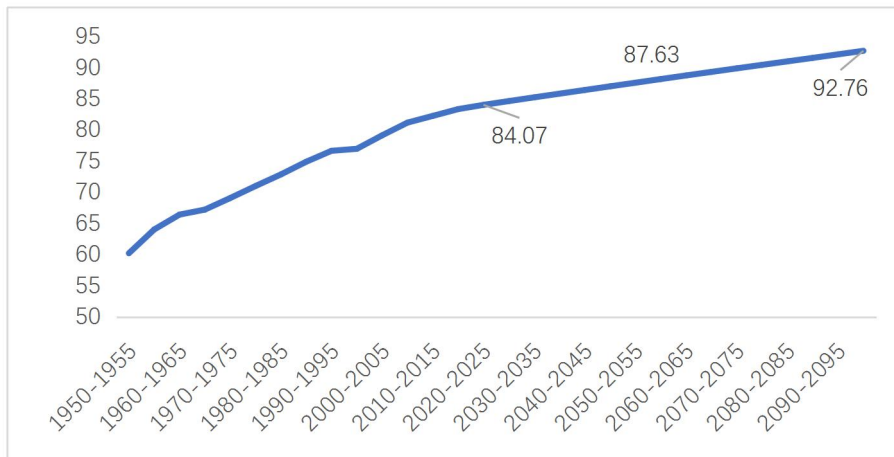


图5 新加坡人口寿命预测中位数

资料来源: 联合国

(二) 养老金体系构成

新加坡中央公积金制度的建立, 标志着新加坡养老保障

² 根据美国老龄研究所和人口普查局的报告显示, 发达国家(除日本外)65岁以上占总人口的比例从7%上升到14%所用的时间在45年以上。

制度的初步建立。经过半个多世纪的演变和发展，新加坡养老保障制度逐渐形成了养老金三支柱体系，但三个支柱发展很不均衡。截止 2019 年末，新加坡养老金三支柱资产管理规模合计 4388.7 亿新元，一、二、三支柱占比分别为 91.9%、0.7%和 7.4%，2010 年以来资产管理规模一直保持平稳增长，年复合增长 9.7%。

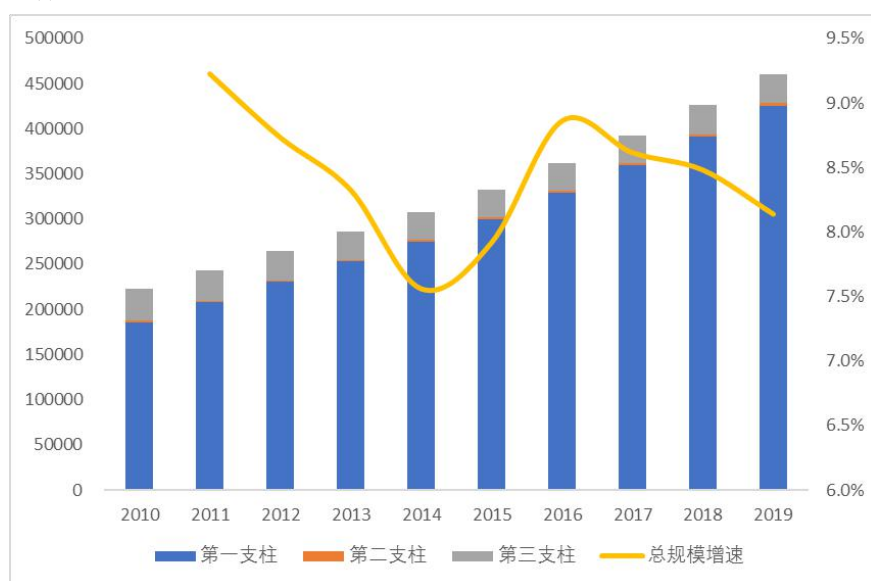


图 6 新加坡养老金资产管理规模情况 (单位: 百万新元, %)

资料来源: National Archives of Singapore、CPF

1、第一支柱基本养老金

新加坡第一支柱公共养老金由中央公积金制度构成，包括中央公积金 (Central Provident Fund, CPF)、保健储蓄计划 (Medisave Scheme) 和终身健保计划 (MediShield Life)。

中央公积金制度始于 1955 年 7 月 1 日，属于完全积累型的强制性养老储蓄计划，企业和个人共同负担，政府对企业在税收方面给予一定的优惠政策。根据规定，该制度由 4 个账户构成，55 岁以下的中央公积金局会员个人账户主要分为普通账户 (Ordinary Account, OA)、特别账户 (Special Account, SA) 和保健储蓄账户 (Medisave Account, MA)，而

55 岁以上的会员其账户则变为退休账户（Retirement Account, RA）和保健储蓄账户 MA 两种。截止 2019 年末，CPF 参与人达到 398 万人，占总人口的比例高达 70%。

保健储蓄计划（Medisave Scheme）和终身健保计划（MediShield Life）是中央公积金局为保障会员退休后有足够的储蓄支付医药费用而陆续推出的计划。

2、第二支柱职业养老金

新加坡第二支柱包含两个计划，民政事务-投资计划（Home Affairs-INVEST Plan）、雇员储蓄退休及保费基金（SAVER-Premium Fund）³，均为强制参与。第二支柱资产规模占比一直不足 1%，维持较低水平。

（1）民政事务-投资计划（Home Affairs-INVEST Plan）。2001 年 10 月政府出台民政事务超级年金法案（《The HUS Superannuation Act》），针对内政部政府公务人员制定的一项养老金投资计划。该计划是考虑到政府公务人员退休早于其他职务人员，以帮助他们由服务业转向第二职业。全部缴款纳入超级年金投资基金中，目前该基金可以投资股票、债券、基金和衍生品等，由内政部任命的受托委员会管理⁴。

（2）雇员储蓄退休及保费基金（SAVER-Premium Fund）。1998 年 4 月 1 日，新加坡武装部队修订法案（《Singapore Armed Forces (Amendment) Act》）建立了雇员储蓄退休基金，2000 年 3 月 31 日，政府推出保费计划，以保障军人不同阶段工作和生活的经济需求。保费计划推出后，雇员储蓄退休基金更名为雇员储蓄退休及保费基金，该基金属于国防部政

³ 全称为 Savings & Employee Retirement and Premium Fund。

⁴ 委员由内政部高级官员及金融行业专业人士构成。

府基金，由武装部队委员会委任受托委员会进行投资管理。

3、第三支柱个人养老金

第三支柱个人养老金，是由政府提供税收支持、个人自愿参与的养老储蓄计划，新加坡于 2001 年推出，2019 年末第三支柱管理规模占新加坡养老金资产总规模的比例为 7%。新加坡第三支柱由两个不同的个人税收优惠养老储蓄账户制度构成，分别是补充养老金计划（Supplementary Retirement Scheme, SRS）、中央公积金投资计划（Central Provident Fund Investment Scheme, CPFIS）。

补充养老金计划（SRS）于 2001 年立法成立，是专门为养老退休储蓄设计的。新加坡居民在 18 岁以后可以随时开立账户，把税前的部分收入存在账户里，投资阶段不需纳税，退休后从账户领取阶段开始征税，实行 EET 模式，对领取阶段积累额的 50% 征税。新加坡人的供款上限为每年 15,300 新元，而外国人的供款上限为每年 35,700 新元。

中央公积金投资计划（CPFIS）是中央公积金的子计划，于 1986 推出，会员可以选择将其公积金储蓄积累的一部分投资于政府允许的投资品种，如保险产品、信托产品（含公募基金）、黄金、债券和股票等。该计划包括 CPFIS-OA 和 CPFIS-SA 两个计划，会员在 OA 和 SA 分别至少留出 2 万新元和 4 万新元后，剩余款项可以投资。其中，OA 剩余款项可投向不超过 35% 的股票和不超过 10% 的黄金，SA 剩余款项因用于退休目的，投资范围不能投向股票、信托产品、投连险等高风险标的⁵，个人承担投资盈亏。投资管理机构需满

⁵ 截止 2019 年底，CPFIS 投向 237 只基金，包括 88 个信托产品和 149 个投连险产品。

足一定条件⁶才可以管理该计划资金，目前有 4 家投资管理机构⁷。2019 年末，CPFIS-OA 和 CPFIS-SA 参与人数分别是 94.1 万人、29.4 万人，积累规模分别是 165.3 亿新元和 53.6 亿新元。

表 2 新加坡养老金三支柱基本信息

三支柱体系	计划名称	起始日期	运作类型
第一支柱	中央公积金 (CPF)	1955	强制性, DC
	保健储蓄计划 (Medisave Scheme)	1984	强制性, DC
	终身健保计划 (MediShield Life)	2015	强制性
第二支柱	民政事务-投资计划 (Home Affairs-INVEST Plan)	2001	强制性 (某些公务员), DC
	雇员储蓄退休及保费基 (SAVER-Premium Fund)	1998	强制性, DC
第三支柱	补充养老金计划 (SRS)	2001	自愿, DC
	中央公积金投资计划 (CPFIS)	1986	自愿, DC

资料来源：泰达宏利基金整理

注：个人单年度所得税减免上限为 80000 新元，适用于所有申请的减免税收款项，需综合评估，向 SRS 供款后将不予退还。

二、新加坡中央公积金的运营管理

(一) 中央公积金实行高度集中管理

新加坡中央公积金实行高度集中管理，由中央公积金局专门负责统一管理，中央公积金局隶属于人力资源部，是一个具有独立性的、半官方性质的管理机构。

(二) 中央公积金的负债端管理

1、资金来源及构成

新加坡中央公积金的资金来源为雇主和雇员强制缴纳。中央公积金缴费并不是一成不变的，政府会根据经济水平、居民消费需求、人口寿命等多种因素进行调整。首先由人力

⁶ 一是取得新加坡金融监管局 (MAS) 金融投资管理或投资顾问的机构且最近 5 年没有受到监管处罚的机构；二是可以为投资者设置单独的受托人账户；三是机构可以提供合适的投资建议，而不是仅仅营销自身产品，可以提供投资者购买产品的平台；四是机构经营状况健康良好；五是机构可以提供投资建议、估值、交易等服务。

⁷ iFAST Financial Pte Ltd、Navigator Investment Services Ltd、Phillip Securities Pte Ltd、UOB Kay Hian Private Limited。

资源部提出建议，经政府同意后，由中央公积金局进行修改并公布。1955年缴费率为10%，雇主和雇员均缴纳5%，1968年为13%，1971年上升到20%，后又上升到24%、26%、30%、31%、33%、37%、38.5%、42.5%、45%、46%，1984年达到50%，目前基本稳定在37%左右，其中雇主缴纳17%，雇员缴纳20%，目前中央公积金的年度限额为37740新元。由于中央公积金制度规定其会员可以将一部分积累额购买住房、支付教育及住院医疗费用，因此，实际用于养老部分远低于37%的缴费率。为了避免公积金过多用于其他支付而影响养老保险，1987年政府规定，会员达到55岁后必须在其公积金账户中保留一笔最低存款。中央公积金缴费率与参与人年龄相关，年轻时多缴纳，随着年龄增长逐步递减，退休前后大幅降低。2016年以来中央公积金缴费率如下表所示：

表3 不同年龄缴费率情况

年龄	月工资总额（新元）	总缴纳比例	雇员缴纳	雇主缴纳
55岁以下	≤50	无	无	无
	>50-500	17%	无	17%
	>500-<750	17%+0.6（工资-500）	0.6（工资-500）	17%
	≥750	37%最高 2220	20%最高 1200	17%最高 1000
55-65岁	≤50	无	无	无
	>50-500	13%	无	13%
	>500-<750	13%+0.39（工资-500）	0.39（工资-500）	13%
	≥750	26%最高 1560	13%最高 780	13%最高 780
60-65岁	≤50	无	无	无
	>50-500	9%	无	9%
	>500-<750	9%+0.225（工资-500）	0.225（工资-500）	9%
	≥750	16.5%最高 990	7.5%最高 450	9%最高 540
65岁以上	≤50	无	无	无
	>50-500	7.5%	无	7.5%
	>500-<750	7.5%+0.15（工资-500）	0.15（工资-500）	7.5%
	≥750	12.5%最高 750	5%最高 300	7.5%最高 450

资料来源：CPF Annual Report 2019

2、账户构成

新加坡中央公积金对个人账户进行了分类，不同的账户类型有不同的功能和不同的投资范围。根据法案规定，55岁以下的会员个人账户主要分为普通账户 OA、特别账户 SA 和保健储蓄账户 MA⁸。而 55 岁以上的会员其账户则变为退休账户 RA 和保健储蓄账户 MA 两种。OA 中的储蓄金额可以作为购买住房、或政府批准的保险、教育等投资以及转拨款项填补父母退休使用；SA 中的存款则作为保障晚年生活或平时应急以及投资相关金融产品；MA 中的存款可被用作支付住院和医药方面的费用。截至 2019 年末，OA、SA、MA 积累金额分别为 1438 亿新元、1086 亿新元、1030 亿新元，占整个个人公积金积累储蓄的比例分别为 33.8%、25.6% 以及 24.2%。

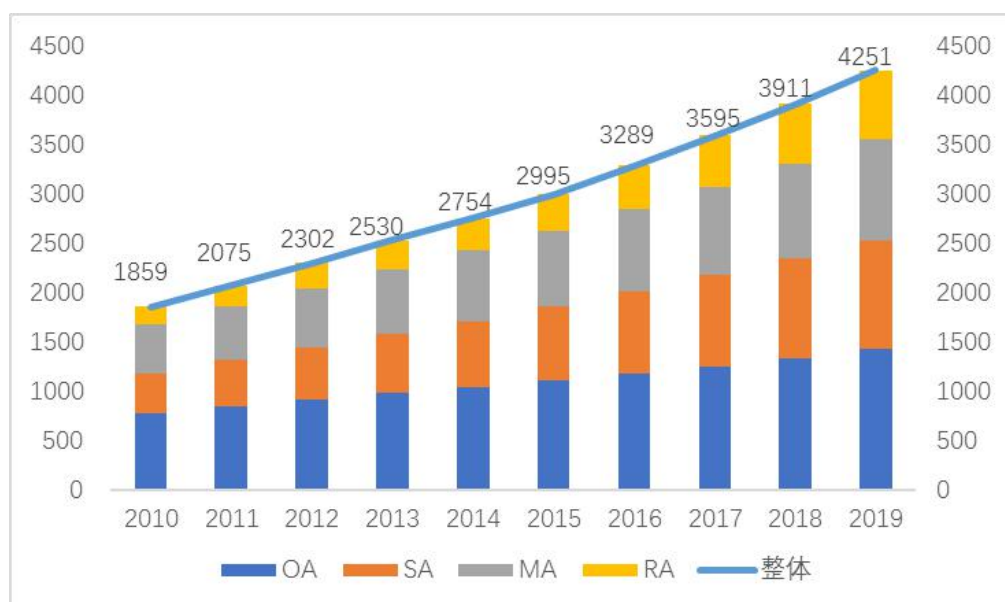


图 7 账户累计额情况（亿新元）

资料来源：CPF Annual Report 2019

中央公积金缴纳金额按照规定比例存入三个账户，入账比例根据年龄段有所不同，具体到每个账户的分配，则随着

⁸ OA 设立于 20 世纪 70 年代；SA 设立于 1977 年 7 月；MA 设立于 1984 年 4 月。

年龄增长而不断变化。整体来说，OA 分到的越来越少，MA 分到的越来越多，而分配到 SA 的比例则随着年龄的增长而提升，在 55 岁之后骤降。

表 4 各个账户的缴费比例

雇员年龄	普通账户 OA(%)	特别账户 SA (%)	医疗账户 MA (%)
35 岁以下	23	6	8
35-45 岁	21	7	9
45-50 岁	19	8	10
50-55 岁	15	11.5	10.5
55-60 岁	12	3.5	10.5
60-65 岁	3.5	2.5	10.5
65 岁以上	1	1	10.5

资料来源：CPF Annual Report 2019

3、提取情况

《中央公积金法》规定在参与人年满 55 岁、不是身体或精神上无行为能力、患有影响寿命的严重疾病等可以提取公积金储蓄款项。正常情况下，会员 55 岁以后，可以先从 SA 和 OA 中无条件提取 5000 新元⁹，也可以全部转入 RA 账中，获得最高每年 6% 的利率，日后符合提取年龄后提取更高的金额，但必须在 RA 中保留全额退休金或至少基本退休金作为最低储蓄，2021 年基本退休金为 93000 新元，全额退休金为 186000 新元。在提取时，不必一次提取所有可提取的储蓄款项¹⁰，可以随意提取全部或部分可提取款项，并且可以在 55 岁后的任意时间提取。领取年龄根据出生年龄来判定¹¹，如 1944 至 1949 年出生的会员可以在 62 岁时开始每月领取，1950-1951 年出生的会员在 63 岁时可以每月领取，1952-1953 年出生的会员可以在 64 岁时开始每月领取，1954

⁹ 可以分批提取，如可以选择提取 2000 新元，在需要时提取剩余的 3000 新元。

¹⁰ 一次性提取最多可以提取 65 岁账户可使用储蓄的 20%。

¹¹ 会员可以选择符合资格的年龄和 70 岁之间的任何时间开始领取退休金，如果推迟领取，可以获得更多的利息。

年及以后的会员在 65 岁时开始每月领取。会员在提取款项时，有两种申请方式，一是需要在 55 岁生日前 7 个工作日线下提交申请，会在生日后 2 个工作日收到公积金储蓄款项；二是线上申请，选择居民身份证关联的 PayNow 提款方式，立即或者 5 个工作日内会收到公积金储蓄款项。取款方式非常便捷，可以通过以下任何一种方式提取款项：1) 跨行转账至新加坡银行的账户；2) 电子汇账至海外银行账户；3) 与会员居民身份证关联的 PayNow¹²银行账户。

数据显示，约有 42% 的年龄在 55 岁-70 岁的公积金会员没有在 55 岁时提取公积金储蓄额¹³，而提取现金公积金储蓄额的公积金会员主要用于 1) 银行贷款；2) 家庭日常开支或偿还贷款；3) 旅行或者房屋翻修等。

4、养老支付压力及流动性压力

中央公积金资金由中央公积金局主要投资于由新加坡政府发行和担保的特殊新加坡政府证券（Special Singapore Government Securities, SSGS），是专门发行给中央公积金的非流动债券。SSGS 的票面利率与公积金规定的利率相匹配，确保了公积金的安全，该利率并不是中央公积金的实际收益率，而是按照新加坡主要大型银行一年期存款利率的简单平均数与月末储蓄存款利率的简单平均数进行加权取得，每季度修订一次。该记账利率不得低于中央公积金法案明确规定的 2.5% 的最低收益保证。这种安排确保了中央公积金局能够在到期时向其会员支付领取款项以及其承诺的利息。新加坡

¹² PayNow 是新加坡 9 家银行联合起来创立的一个 Fintech（金融科技）的平台，是点对点转账服务。

¹³ Source: Retirement and Health Study Wave 1 (2014) & Wave 2 (2016)。

政府是世界上仅有的少数获得标准普尔 AAA 评级的政府之一。公积金会员获得公平的利息收入，不承担投资风险。

中央公积金局对不同账户支付不同的收益水平。会员在 OA 中的公积金储蓄可以用于购买房产、支出家属保障计划和家庭保障计划的保费，可以用于投资和教育，对流动性要求较高，储蓄利率参考本地主要银行的 3 个月的平均利率确定，每 3 个月修订一次，每年可获得 2.5% 的保证利率，最高 3.5%，会员年龄在 55 岁以下，公积金总余额中的前 60000 新元（其中来自 OA 不低于 20000 新元）每年可获得 1% 的额外利息，即 3.5%，最高 5%。55 岁及以上会员的公积金总余额中的前 30000 元（其中来自 OA 不低于 20000 新元）将额外支付 2% 的利息，即 4.5%，最高 6%，后 30000 元（其中来自 OA 不低于 20000 新元）每年 1%，即 3.5%，最高 5%。而在 SA 和 MA¹⁴和 RA¹⁵中的储蓄目前每年可获得 4% 的利率，最高 5%。中央公积金的利息不是固定不变或承诺的固定收益水平，而是每年根据情况调整，只是新加坡政府为了保持良好声誉，尽量保持利息稳定。

政府通过新加坡政府投资管理公司（GIC）将 SSGS 获得的资金与政府其他资金一起投资，并承担获得长期回报的投资风险。但是，无论 GIC 在任何时期的回报如何，新加坡政府都要确保不低于最低利率支付公积金储蓄。

2010 年以来，中央公积金积累额占 GDP 的比重持续提高，由 2010 年末的 55% 提高至 2019 年末的 89%，2010 年以

¹⁴ 利率是根据 10 年新加坡政府证券（10YSGS）的 12 个月平均收益率加上 1% 来计算的，但当前的最低年利率为 4%，利率每季度审核一次。

¹⁵ 利率是根据整个投资组合的加权平均利率计算的，RA 的新储蓄可获得 12 个月的平均收益 10YSGS，再加上该年计算的 1%，但当年最低利率为 4%，利率每年审核一次。

来年化增长 9.63%，远高于 GDP3.80%的年化增幅。2019 年缴费额和领取额分别为 398 亿新元和 214 亿新元，2010 年以来年化增长 6.83%和 9.31%，虽然领取额增幅高于缴费额涨幅，但中央公积金积累额涨幅（同期年化增长 9.63%）高于领取额涨幅。从绝对额来看，历年缴费额也远高于领取额。从投资收益来看，2019 年投资收益为 158 亿元，2012 年以来年化增长 9.38%。整体来看，新加坡中央公积金完全积累的模式，资金是可持续的，不存在代际债务缺口问题，也不会出现突然的债务会加重下一代的负担。新加坡政府通过 GIC 进行市场化投资运作，虽然承担一定投资风险，但长期投资回报高于其承担的利率。新加坡政府强大的资产负债表能够承担相应的短期投资风险，确保最低利率的支付，目前不存在支付压力，当然若 GIC 长期投资收益低于中央公积金约定利率，且叠加严峻的人口老龄化形势，中央公积金支付也会面临着较大的压力。同时，根据《政府证券法》（《the Government Securities Act》），新加坡政府不能支出 SSGS 筹集的资金，确保了该资金的独立性和安全性。此外，中央公积金制度为成员提取储蓄提供了很大的灵活性，特别是，会员可以利用普通账户(OA)存款和抵押贷款等，绝大多数新加坡人已经能够拥有自己的住房，现金支付压力小。

表 5 CPF 缴费、领取、投资收益情况（百万新元）

年份	缴费额	领取额	投资收益	积累余额	人均余额（元）	GDP	余额/GDP
2010	21993	9617	-	185888	36616	339682	55%
2011	24628	10437	-	207546	40038	361211	57%
2012	26048	11727	8459	230158	43324	377326	61%
2013	28530	14862	9331	252969	46853	395579	64%
2014	29722	17298	10171	275364	50343	411157	67%
2015	32049	18724	11045	299522	54114	423444	71%
2016	35852	18525	12303	328895	58655	437178	75%

2017	37285	19860	13458	359515	64059	456137	79%
2018	38369	21113	14613	391118	69363	471820	83%
2019	39848	21425	15846	425110	74534	475280	89%

资料来源：历年 CPF Annual Report、Wind

5、成本管理

中央公积金整体管理成本较低，主要由日常运营成本及员工薪酬福利、设备维护、宣传等其他经营成本构成，其中员工薪酬福利占比为 60%左右。目前，中央公积金局的全部员工超过 1000 人，新加坡政府不负责其职员的薪水，公积金的管理费用也不是出自会员的缴费，而是公积金积累额的利息及其公积金局下属产业的租金收入等。财政部每半年为特殊国债支付一次利息，中央公积金局每年为公积金账户支付一次利息，两者的利率水平相同，中央公积金局通过延期支付可以获得一部分息差，这个息差弥补运营费用后还有结余。2019 年，其主要成本约占年度缴费额的 1%。

对于养老基金而言，控制管理成本与提高投资收益同样重要。集中管理模式具有管理成本低的优点，一是集中管理模式下基金规模较大，规模效应降低了管理成本；二是由于受托管理机构是唯一的，没有为扩大市场份额而产生的广告和营销支出。中央公积金局仍在探索各种措施来进一步消减行政管理成本。

表 6 CPF 运营成本情况

费用（万新元）	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
运营费用	588	690	683	2089	3303	2732	2787	151
其他经营费用	21126	22735	23953	27219	29374	32780	36168	41815
其中薪酬及福利费用	12684	13850	15289	18142	19746	22264	23964	24741

资料来源：历年 CPF Annual Report

（三）资产端管理研究

1、组织架构及运营机制

中央公积金由中央公积金局（CPF B）统一管理，由人力资源部制定有关政策并进行监督。CPF B 实行董事会领导下的总经理负责制，依法独立工作，其他部门不得干预其日常事务，从资金汇集、运营、储存、结算到雇员利益的获得，都独立于政府财政，单独核算，自负盈亏。中央公积金局的主要业务包括征收费用、保存记录、支付收益和投资所积累的基金。国家财政无权动用公积金资产，却有支付的义务。

董事会是中央公积金局的最高权力机构，其成员均由人力资源部部长在得到总理同意后任命，任期一般不超过 3 年。现任董事会由主席¹⁶、副主席、首席执行官和其他 12 名成员¹⁷组成：包括 2 名政府官员、2 名雇主代表、2 名雇员代表和 6 名会计、保险、投资、法律专家。与过去相比，董事会专家由 4 名增加到 6 名，更加重视专业人士发挥的作用。董事会成员的多元构成保证了各项决策综合考虑了相关者利益。董事会是中央公积金的受托人，根据《中央公积金法》监督基金的管理。董事会主要负责审查和批准年度预算和财务报表、监督绩效、确保风险管理政策和系统的有效执行、并向管理层提供建议、重大交易和决定等。董事会由五个委员会支持，分别是审计委员会、投资委员会、医疗保健及保险计划委员会、风险管理委员会及员工委员会。总经理直接管理副总经理与总经理助理，副总经理分管雇主与财务部、服务部、信息技术与数字服务部，总经理助理分管政策与企业发

¹⁶ 主席可以连任。

¹⁷ 2019 年末董事会由 14 名成员组成。

展部。

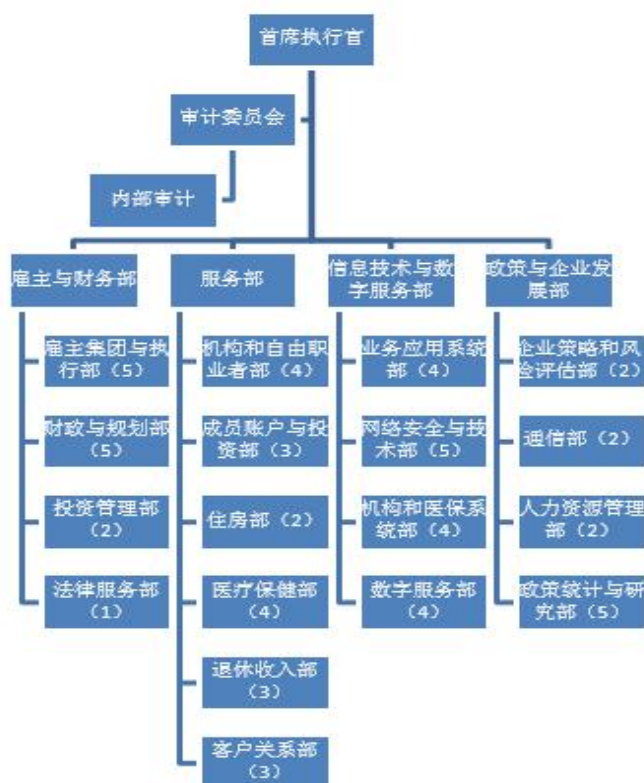


图8 CPF组织架构图¹⁸

资料来源：CPF Annual Report 2019

2、投资管理模式

中央公积金完全积累的方式并有固定利率的支付安排，决定了其需要通过在资本市场进行投资运作来实现保值增值。中央公积金投资主要由新加坡货币管理局（MAS）和新加坡政府投资管理公司（GIC）执行。其中，MAS 主要进行国债和银行存款的投资管理，而 GIC 负责投资于住房、基础设施建设以及权益资产等¹⁹。在 GIC 没有成立之前，SSGS 发行的资金主要由政府通过 MAS 进行投资，与央行的传统操作一样，主要投向流动性高的低风险标的，为了使资产取

¹⁸ 部门中的数字是下设分部门的数量。

¹⁹ SSGS 发行的资金与政府的其他资金集中在一起，其他资金有在市场上发行新加坡政府证券（SGS）的资金、政府盈余以及根据宪法规定在土地出让收益等。混合后的资金首先作为政府存款存入 MAS，MAS 通过外汇市场将这些资金转换为外国资产。这些资产的大部分是长期性质的，最终多数转移到 GIC 进行长期投资。

得更高回报，1981年GIC成立后，资金逐渐从MAS转移到GIC进行多元化投资管理，GIC可以投资风险高的投资工具，以获取尽可能高的投资回报，GIC成立10年后，由于其多元化多资产类别的投资能力大幅提升，多数资金转由其负责投资管理，当然MAS依然负责银行存款、国债等投资管理。

GIC于1981年5月根据《新加坡公司法》成立，负责管理新加坡主权财富基金，由新加坡政府全资拥有。董事长由新加坡总理李显龙（Lee Hsien Loong）担任，副董事长由现任新加坡高级部长、社会协调部长、金融管理局局长Tharman Shanmugaratnam担任，负责GIC投资决策委员会。董事会人员有18人，其余董事会成员中有政府官员（国家副总理、高级部长、财政部长、教育部长、金融管理局局长、国家安全协调部长、贸易和工业部长）、从业专家（现任或曾执掌交易所、星展、黑石、淡马锡、华侨银行、银湖等大型金融机构的高级管理人员）及GIC的首席执行官构成。董事会下设5个委员会，分别是投资战略委员会、投资委员会、风险委员会、审计委员会以及人力资源和组织委员会。另外，GIC有7位专家组成的国际顾问委员会，是GIC发展和改革的重要智囊团。目前顾问成员有新加坡高级部长及国家安全协调部长、新加坡第七届总统、曾担任耶鲁投资委员会的成员、埃蒙特资本（Aermont Capital）合伙人、Kotak Mahindra Bank创始人、桥水高级研究员、银湖创始人构成。

GIC由投资团队、企业管理及基础设施、公司事务与营销、人力资源、审计等约12个部门构成，员工约有1700人，其中投资团队由经济及投资策略团队、权益团队、固定收益

团队、私募股权团队、房地产团队、基础设施团队、多元策略团队、组合执行团队、外部经理人团队等构成。其中，经济及投资策略团队主要负责根据宏观经济等制定资产配置、投资策略等；权益团队主要负责在成熟市场和新兴市场权益的投资；固定收益团队主要负责全球宏观经济研究、全球信用研究和政府债券、可转债等债券资产投资；私募股权团队主要负责 PE、VC 等投资；房地产团队主要负责传统的房地产投资、房地产信托等投资，涉及办公楼、酒店、住宅等；基础设施团队主要负责投资成熟国家中低风险的资产和新兴市场成长潜力高的基础设施资产；多元策略团队主要负责公募和私募交叉的资产、主题投资等；组合执行团队负责投资交易的执行和投资组合的再平衡、流动性管理等；外部经理人团队就是通过选择外部优秀经理人来开阔投资视野，获取更多投资机会。此外，GIC 还成立有投资服务团队，投资服务团队主要为投资做一些服务，如估值、清算、投资报告的制作等。投资团队在新加坡、美国、欧洲、北京、旧金山、上海、东京、首尔、孟买、圣保罗等均有团队配置，以便更好地结合本地市场洞察力提高投资收益。

表 7 GIC 组织设置情况

组织设置		负责事宜	人数
董事会		负责制定长期资产配置和风险控制策略	18
国际顾问委员会		负责提供中长期国际投资环境观点	7
董事会 委员会	投资战略委员会	协助董事会制定资产配置策略，并评估投资表现	7 位委员，5 位顾问
	投资委员会	制定投资回报和风险的关键因素	6
	风险委员会	评估 GIC 风险管理情况	4 位委员，1 位顾问
	审计委员会	审查和评估内控制度、合规情况、财务状况等	3
	人力资源和组织委员会	监督 GIC 的公司治理情况，包括人员管理及发展、薪酬政策、团队建设等。	4
GIC		制定和执行董事会和委员会的投资策略等	1700

资料来源：GIC Report on the Management of the Government's Portfolio 2019/2020

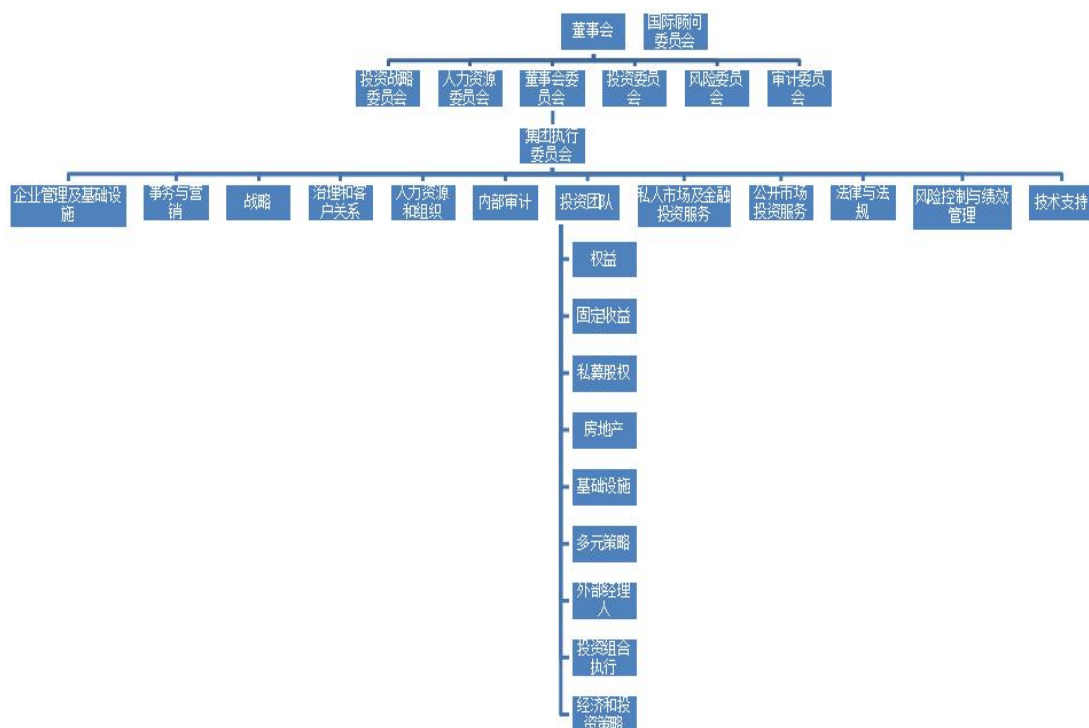


图 9 GIC 组织架构图

资料来源：GIC Report on the Management of the Government's Portfolio 2019/2020

3、投资原则及投资框架

GIC 投资目标是获取高于全球通胀水平的长期良好回报，以增强外汇储备的国际购买力。投资策略是通过构建投资组合来制定组合的风险敞口，参考组合包括 65% 的全球权益和 35% 的全球固定收益，作为长期风险承受度的衡量基准。GIC 实际投资组合由政策组合 (Policy Portfolio) 和主动组合 (Active Portfolio) 构成，政策组合主要投向 6 大核心资产²⁰，与参考组合的配置接近，贡献组合长期收益，主动组合是希望获得比政策组合更好的风险调整后回报，会承担高于政策组合的风险，来获取超额回报。

²⁰ 发达国家权益 (占比 20-30%)、新兴市场国家权益 (占比 15-20%)、房地产 (占比 9-13%)、私募股权 (占比 11-15%)、固定收益 (占比 25-30%)、防通胀债券 (占比 4-6%)

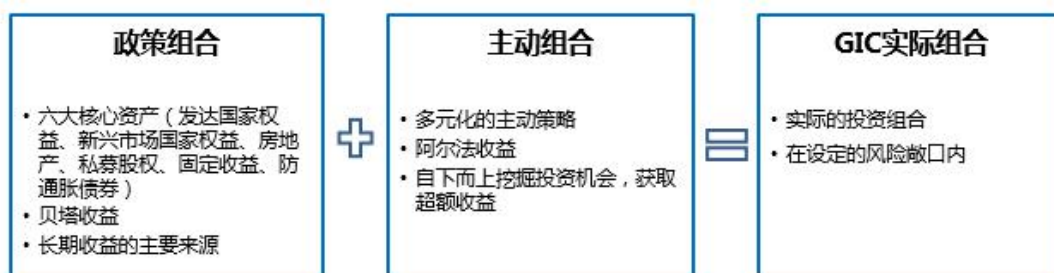


图 10 GIC 投资框架

资料来源：GIC Report on the Management of the Government's Portfolio 2019/2020

GIC 投资原则有两个方面，一方面是准备而不是预测，另一方面是关注长期。该原则反映了 GIC 更加注重资产配置和资产的多元化。GIC 采取了全球分散化的投资模式，除了新加坡本国和联合国制裁的国家禁投外，在投资地域和资产类别和权重方面不受限制。GIC 投资策略是通过构建大类资产的投资组合，承担的一定风险基础上获得最佳的长期投资回报，大类资产配置决定了投资组合的风险敞口以及预期收益回报水平，并力求通过平衡不同资产的配置来应对不同的经济环境。为了提升长期投资绩效，GIC 确定了 O-D-E（Offence-Defence-Enterprise Excellence）的投资方法，O 表示在投资机会方面进行进攻，D 表示在风险管理方面采取防御，E 是不断改善运营和投资流程以保持卓越。

2013 年，GIC 利用自身优势，包括长期的投资期限、巨大的资本池、覆盖全球的投资范围、一流和稳健的治理结构，不断完善构建自身投资框架，使其能够战胜日益复杂和富有挑战性的投资环境。GIC 投资团队致力于寻找有吸引力的自下而上的投资机会。核心投资主要包括公开股票、固定收益、私募股权、房地产和基础设施等。此外，GIC 战略部门负责投资和评估跨资产类别投资机会，对境外投资持开放态度²¹。

²¹ 但不能投资于受联合国安理会制裁的国家。

GIC 在权益市场及私募股权市场均聘请有外部基金经理，以增强其不同行业和地区的投资能力，补充核心投资团队的专业知识，获取投资机会，而投资组合执行团队和投资服务进一步支撑投资决策的实施。

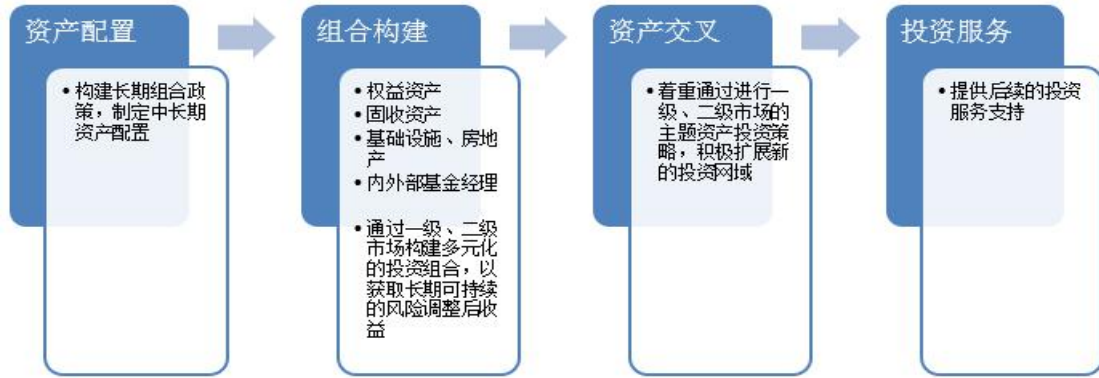


图 11 GIC 投资流程

资料来源：GIC Report on the Management of the Government’s Portfolio 2019/2020

4、ESG 投资管理

作为长期投资者，GIC 使命的核心就是可持续性，可持续性就是践行 ESG 理念，实现可持续发展。ESG 决定了企业的长期前景，也决定了企业的长期价值。GIC 将 ESG 投资理念运用到投资过程的每个阶段，关注 ESG 投资风险，从而使投资组合能够经受任何市场和经济状况的考验。为更好地践行 ESG 投资理念，并监督和回应出现的 ESG 风险问题，GIC 于 2016 年设立了可持续性发展委员会，该委员会会要求投资委员会关注可持续发展趋势、投资组合中的新风险以及潜在的投资机会，并会对其是否践行 ESG 投资理念进行评估。在投资过程中，对企业的定量数据分析和定性尽调中加入 ESG 因素，定期更新和调整模型，以便筛选投资组合中是否出现 ESG 问题。主题投资关注可再生能源资产、“绿色”建筑和低碳转型技术支持资产等。

作为负责的投资者，GIC 投资过程中非常注重 ESG 投资管理，以及其能为社会带来长期正向价值的渐进方法，从而倡导企业采取积极的行动来应对环境、社会责任、公司治理问题，以此驱动社会长期可持续健康发展。

5、投资绩效及配置情况

GIC 投资绩效的主要指标使用最近 20 年滚动收益率，截止 2020 年 3 月末²²，GIC 最近 20 年、最近 10 年、最近 5 年的滚动名义收益率分别为 4.6%、5.2%、3.9%，对应的波动率分别为 9.0%、8.0%和 7.0%，与其基准相比，无论收益率还是波动率控制上都好于基准²³表现。GIC 最近 20 年的滚动实际收益率为 2.7%。拉长长时间看，2015 年以来 GIC 实际收益率较之前有所下滑，主要是 GIC 考虑到近些年全球经济基本面疲软、地缘政治进展等不确定增强，叠加 2020 年全球受新冠疫情对经济的影响较大等可能会持续较长时间，逐步采取了相对保守的投资策略。

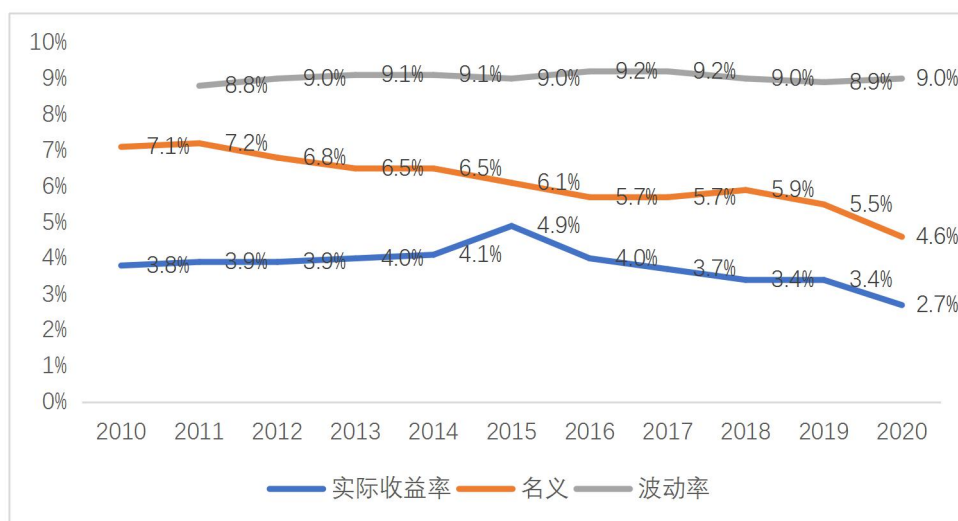


图 12 GIC 2010 年以来投资收益、波动率情况

资料来源：历年 GIC 年报，收益率和波动率数据均为过去 20 年滚动数据

²² 投资绩效及配置情况数据区间为每年的四月一日至第二年的三月三十一日。

²³ 比较基准不是收益的参考基准，而是反映 GIC 组合的风险敞口即风险承受能力，在市场热情高涨时，GIC 会降低权益仓位，市场不佳时反而会增加权益仓位。

表 8 GIC 投资收益、波动率情况

时间	收益率		波动率	
	实际组合	比较基准	实际组合	比较基准
最近 20 年	4.6%	4.2%	9.0%	10.8%
最近 10 年	5.2%	5.2%	8.0%	9.8%
最近 5 年	3.9%	3.3%	7.0%	9.4%

资料来源：GIC Report on the Management of the Government's Portfolio 2019/2020，基准为 65%全球权益+35%全球债券，时间截至 2020 年 3 月末

2010 年以来，由于 GIC 对全球经济经济增长下滑、地缘政治紧张、生态环境变差的担忧，使得 GIC 大类资产配置逐步降低了风险资产的配置。权益资产呈现下滑趋势，固定收益类资产上升较多，另类资产占比先下滑后逐步小幅提升，同时投资资产类别和覆盖区域范围逐步增多。

具体来看，截至 2020 年 3 月末，GIC 权益和另类资产合计占比 50%，固定收益类资产占比 50%；权益资产中发达国家占比逐年下滑，而新兴市场国家占比呈现上升态势，另类资产中房地产占比先有所下滑，2014 年以来占比很稳定，私募股权占比略有上升。

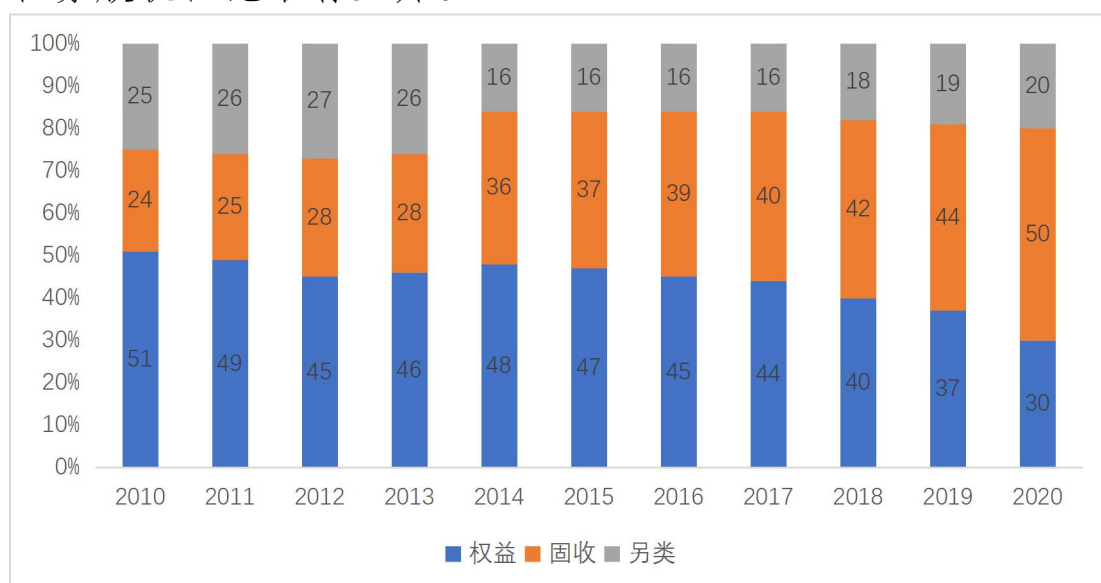


图 13 GIC 投资大类资产分布情况

资料来源：历年 GIC 年报，数据区间为每年四月一日至第二年的三月三十一日

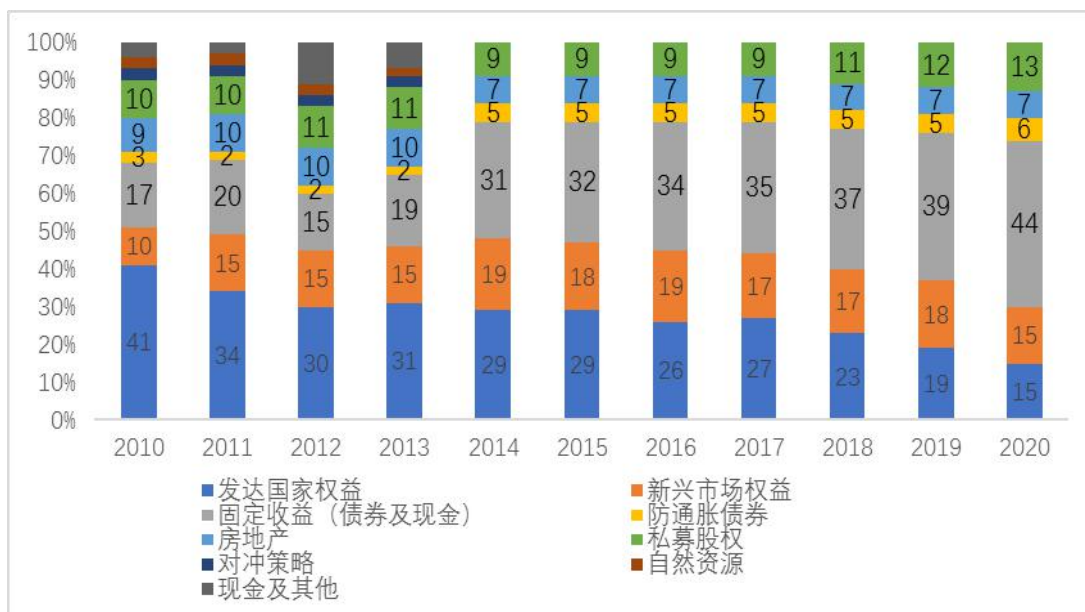


图 14 GIC 投资资产细分分布情况

资料来源：历年 GIC 年报，数据区间为每年四月一日至第二年的三月三十一日

从投资区域来看，GIC 投资均在海外，根据市场容量、经济周期和投资机会来定。2020 年 3 月末以北美、亚洲为主，北美、亚洲、欧洲、其他区域占比分别为 36%、32%、24% 和 8%，北美以美国为主，占比超过 90%，亚洲中日本占比 13%，其余国家占比 19%，欧洲中英国占比 6%，欧元区国家合计占比 13%；从变化趋势来看，北美和欧洲占比逐步下滑，亚洲占比逐渐提升，北美中美国占比变动不大，北美其他国家占比呈下滑趋势，欧洲各区域均有所减少，幅度不大，亚洲中除日本外的其他国家提升较多。

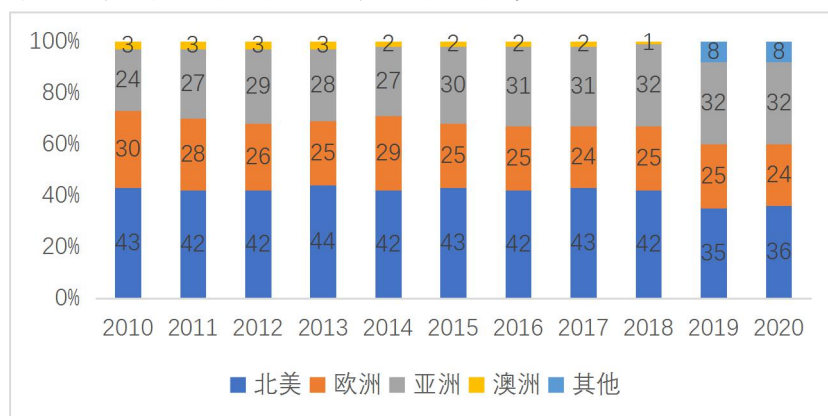


图 15 GIC 投资区域分布情况

资料来源：历年 GIC 年报，数据区间为每年四月一日至第二年的三月三十一日

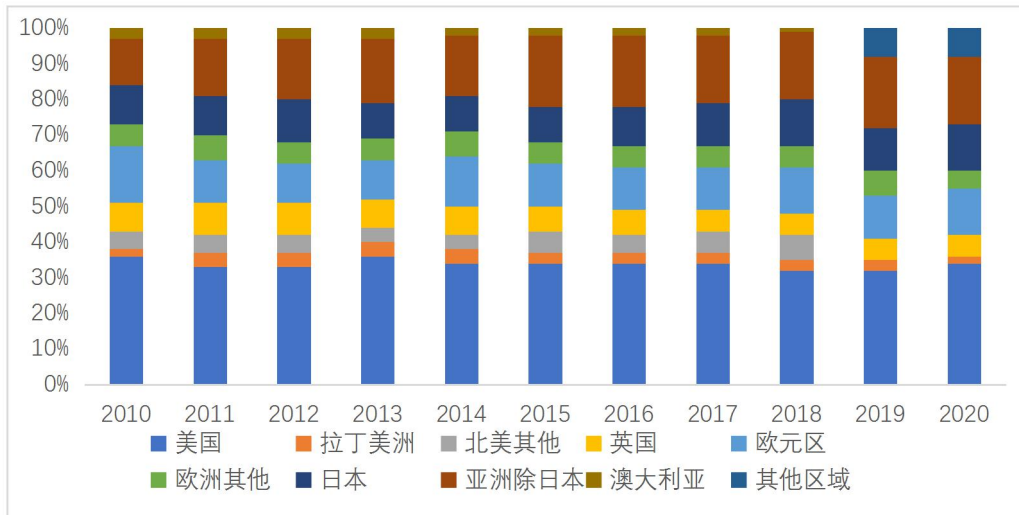


图 16 GIC 投资区域细分分布情况

资料来源：历年 GIC 年报，数据区间为每年四月一日至第二年的三月三十一日

6、风险管理

合理的风险管理是养老金稳健运作的安全保障，管理机构需要对养老金运营过程中的风险进行全面识别、衡量，并在此基础上，有计划有目的地控制各类风险。GIC 中每位员工都是风险管理的主体，每位员工都有各自明确的职责，一定程度上确保员工承担的风险与客户设定的风险承受能力一致。GIC 的风险管理目标有 2 个，一是保护客户利益，二是避免永久性损失。GIC 董事会负责制定风险管理的策略并监督，风险委员会协助董事会，风险委员会负责制定 GIC 整体风险管理政策和具体实务，同时评估公司运营和投资过程出现的重大风险。首席风险官也是集团执行委员会成员，直接向 CEO 和风险委员会主席汇报。

风险管理涉及多个方面，如投资风险、税收风险、监管风险、运营风险、信用风险、人员风险、合规风险、经济周期风险、技术风险等。风险管理的方法多管齐下，1) 组合投资上，确保风险和收益预期一致；2) 合规风险上，通过制定相关规章制度、流程等有效监控，保护顾客和 GIC 的声

誉和利益；3) 技术风险上，通过提高网络安全和信息技术确保技术和资源信息获得良好的保护；4) 操作风险上，通过有效的系统和内部控制流程来降低风险。

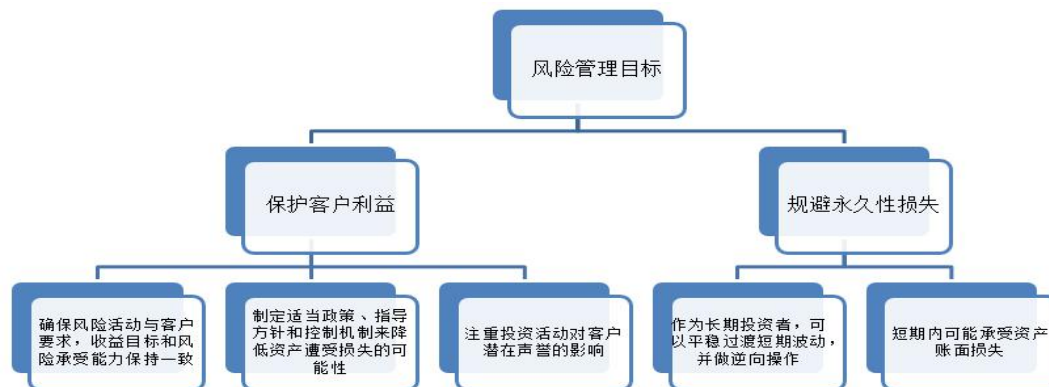


图 17 GIC 风险管理目标

资料来源：GIC Report on the Management of the Government's Portfolio 2019/2020

GIC 风险控制的总体操作是在横向上建立全面风险管理体系，在纵向上做实做强三道防线，在第一道防线的日常业务操作层面，强调每位员工和每个部门都是风险管理的基石，恰当的职责分工和标准化的操作程序实现各岗位、各部门之间相互复核、监督和制约；在第二道防线的风险管理层面，风险管理部门对各业务及支持部门进行全面的事前、事中、事后的风险监督与合规检查；在第三道防线的内部审计层面，对内部控制的健全性、执行的有效性和系统安全性进行独立评估和风险监测。

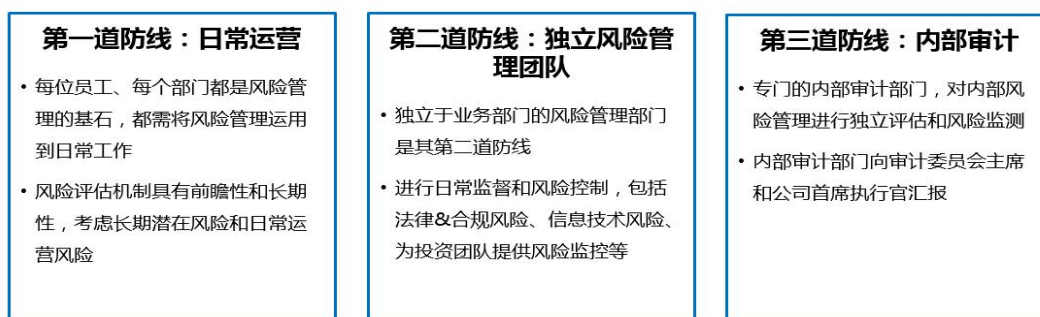


图 18 GIC 风险管理三道防线

资料来源：GIC Report on the Management of the Government's Portfolio 2019/2020

三、基本养老金运营管理的启示及特点

(一) 成功的要素

1、基金完全积累制的发展模式减轻政府负担，为经济发展提供支撑

新加坡中央公积金制度实行的是基金完全积累制，由企业和员工缴款构成，通过强制储蓄的手段来实行对参与人的养老保障制度，自存自用，多存多用，不会引起代际之间矛盾，为基本养老确立长期稳定资金来源，这种资金筹集的方法一方面减轻了政府的负担，强化了雇主和雇员之间的责任和相互协作关系，另一方面也具有较好的激励机制。完全积累制以效率优先为原则，以确保养老基金的保值增值。源源不断且充足的资金储备对国家的经济建设起了强大经济后盾，使政府有足够的实力投资建设，基本完成了住宅、道路、机场、港口等基础设施的建设，形成了高积累、高增长、高就业、高积累的良性循环，为经济增长做出了巨大贡献。雄厚的经济实力为社会保障制度奠定了基础，实现了经济建设和养老保险事业的良性循环。

2、政府特殊债券支持养老金投资，有利于资产的安全稳健增值

为提供更好的退休保障，并帮助退休人员应对通货膨胀，新加坡中央公积金账户投资将安全性放在首位，将基金投资于政府专门发行的高票息特殊债券，以实现养老金资产的安全稳健增值目标，为会员提供公平的市场回报。目前政府承诺公积金储蓄的年利率不低于 2.5%，高于同期银行利率，一定程度上缓解了通货膨胀的压力。政府会将发行债券

获得的资金委托给 MAS、GIC 进行市场化运作，承担投资风险的同时，努力获取高于特殊国债利率的投资回报，当然，无论投资收益如何，中央公积金会员依然会获得政府承诺的利率，投资风险均由政府承担，确保退休人员有足够的养老金保障。

3、资产配置多元化趋势加快，发挥长期资产属性

资产配置是影响长期资金长期投资回报的关键因素。从 GIC 资金的实际运作来看，资产配置呈现多元化的趋势，多元化投资包括地域多元化、资产多元化，投资于不同发展阶段的国家和地区，选择不同风险收益特征的相关性较低的各类资产，长周期资产配置匹配长期养老资金属性。随着利率的持续下行、公开市场收益的走低，为了分散风险和获取更高的投资收益，GIC 资产配置逐渐从传统资产类别向多元化、跨区域、分散化资产转移，除公开市场的股票、债券，还投向 REITs、房地产、基础设施等另类资产，其占比呈现逐步上升态势。GIC 投资团队共有 9 个子团队，共同协作提高其投资的专业性，在全球设置 10 个办公地点，以便更为深入研究当地资本市场环境等。整体来看，GIC 投资组合较为多元，通过逐步扩展投资区域和资产种类来提升风险调整后的回报。长期资金投资运作过程中，正是凭借重视权益类资产、另类资产的配置，且进行多样化、分散化的投资，保证了长期养老资金的安全性和收益性。

相比之下，我国基本养老金基金投资仅限于境内投资，且权益类资产比例不得高于 30%。长期来看，权益资产相对于固收类资产有明显的超额收益。资产配置是养老金实现长

期投资目标和控制风险的重要手段，而多元化是资产配置的核心，资产和地域的多元化可以进一步平滑单一市场或资产的波动，有效分散风险。我国养老金应该坚守长期投资理念，采用积极、多元的资产配置。

4、养老金资产投资管理由专业的市场机构运营，有利于提升基金管理效率

新加坡政府对中央公积金采用集中管理的模式，由于投资决策涉及内容众多，专业要求高，新加坡政府认为将承担基本养老功能的个人账户资金投资决策权交给个人是不明智的。新加坡政府对中央公积金投资运作坚持市场化原则，由专门的机构 GIC 来负责投资管理，GIC 在部门设置、人员管理、投资决策等方面享有自主权，这样面对市场的变化才有能力做出灵敏的反应，从而有利于提高基金资产的运营管理效率。在投资管理方面，GIC 非常强调长远投资，具有完善的风险管理体系，通过构建参考组合来制定风险敞口，聘请外部基金管理人提升专业性，在海外多个国家或地区设置办事处，充分利用本地化优势，提升投资决策的胜率，投资资产多元分散。GIC 凭借其完善的治理结构、投资框架和资产配置方法等，较好地实现了养老金资产的保值增值。

（二）失败的教训

1、缴费率高，增加企业负担压低个人消费

中央公积金一直以来缴费率均较高，最高时达到 50%，目前基本稳定在 37%左右，其中雇主交 17%，雇员交 20%，多数情况下雇员缴费比例高于雇主。过高的缴费水平，增加了企业的运作成本，削弱了企业竞争力，不利于企业扩大发

展。对于个人而言，高缴费率也降低了民众的即期消费，限制了民众有效需求的满足。企业效益的降低和居民消费的不足，时间效应累积后，就可能成为经济持续健康发展的掣肘。

与新加坡类似，我国也存在企业社保负担较重的现象，很多中小企业尤其是民营企业交不起社保或压低员工的薪酬福利，员工也就无从享受社保待遇，为此我国于 2019 年 5 月开始降低城镇职工基本养老保险单位缴费比例，降低 3 个至 4 个百分点，减轻企业缴费负担，增强企业活力，优化营商环境，也有利于形成企业发展与社保体系建设的良性循环，增强社保制度的可持续性。

2、养老金三支柱体系发展不均衡存在弊端

从世界范围的养老金体系的发展来看，建立政府、单位、个人三方共担的三支柱养老金体系是实现养老金可持续性的关键。新加坡养老保障制度以第一支柱中央公积金为主，第二、三支柱占比很小，新加坡人只能将生老病死的一切都系于中央公积金上，一旦中央公积金出现问题，国家就会承担完全的财政风险，政府的财政压力很大，新加坡人的养老问题和替代率问题全系于中央公积金单一支柱的业绩表现。最新披露的过去 20 年滚动实际回报率为 2.7%（2020 年 3 月末），新加坡政府为中央公积金提供最低利率保证 2.5%，若长时间收益较低，随着人口老龄化的增加，中央公积金支付也会面临着较大的压力。

与新加坡类似，我国养老金体系以第一支柱为主，第二支柱占比很小，覆盖率低，第三支柱尚处于试点阶段，还没有出台明确的政策。任何单一支柱的养老金制度都难以应对

老龄化挑战，我国应该加快发展第二支柱，推出优惠政策，鼓励中小企业参加，提高参与率，并尽快在全国范围内推出第三支柱。

参考文献：

- [1] Central Provident Fund Board Annual Report 2019.
- [2] GIC Report on the Management of the Government's Portfolio 2019/20.
- [3] Savings & Employee Retirement and Premium Fund Annual Report for Financial Year 2019.
- [4] Central Provident Fund Act.
- [5] Home Affairs Uniformed Services Annual Report for Financial Year 2019.
- [6] 张恺悌，罗晓晖，2010：《新加坡养老》，北京：中国社会出版社。
- [7] 熊军，2014：《养老基金投资管理》，北京：经济科学出版社。

【本文由泰达宏利基金管理有限公司刘欣、胡俊英供稿，中国证券投资基金业协会养老金工作专项小组邹静、杨海燕、胡刚伟审校】