



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

瑞典国民养老金制度运作与借鉴

——全球公共养老金经验研究系列报告之五

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》编发瑞典国民养老金的研究报告。

【编者按】瑞典是典型的老龄化社会，本文系统分析了瑞典国民养老金制度。瑞典国民养老金是覆盖全民的强制性基本养老金，包括保障养老金、名义账户制养老金和实账积累制养老金三个层次。从缴费来源、支付设置等特征来看，保障养老金和第六国民养老金（AP6）均具有养老储备金的特征。名义账户制养老金为现收现付制、DC 型待遇结构，资金来源和实账积累制养老金一样，均为雇主与雇员的共同缴费。本文还对名义账户制养老金的投资管理机构进行了介绍。结合瑞典国民养老金的运作管理模式，本文认为以下几点对我国构建多层次养老保险体系具有借鉴意义：一是借鉴

缓冲基金和自动平衡机制，研究创新机制与产品；二是低成本运作，增加指数化投资，减少对投资收益的损耗；三是注重 ESG 投资，实现养老金长期可持续发展；四是实账积累制养老金赋予个人投资选择权，满足不同投资偏好；五是引入默认基金，解决部分投资者的产品选择困难。

一、瑞典养老金制度的概况

瑞典位于斯堪的纳维亚半岛，是北欧五国中面积最大的国家。随着医疗、科技的发展，瑞典居民预期寿命的不断提升，老龄化日益严重。2019 年，瑞典人口总数 1028.5 万人，其中劳动人口¹547.01 万人，占比 53.81%；65 岁及以上人口 207.8 万人，占比从 2004 年的 17.22%提升至 20.20%；65 岁及以上老年人口抚养比²逐年上升，从 2004 年 26.51%提升至 2019 年 32.49%。

（一）瑞典养老金体系介绍

瑞典养老金体系分为三个支柱，最底层支柱基本养老金是覆盖全民的强制性国民养老金（National Pension），包含三个层次：保障养老金（Guaranteed Pension）、名义账户制养老金（Income Pension）和实账积累制养老金（Premium Pension）；第二支柱是准强制性的职业养老金；第三支柱是自愿性的个人养老储蓄。瑞典养老金管理局 2018 年披露的年报数据显示，2017 年瑞典三支柱养老金总规模为 5.87 万亿克朗，其中国民养老金规模 2.59 万亿克朗，占比 44%；第

¹ 本文用 15 岁至 64 岁人口代表劳动人口。

² 老年人口抚养比=(65 岁以上人口数/劳动年龄人口数)*100%，指每 100 名劳动年龄人口所负担的老年人数量，从经济角度反映社会人口老化程度。

二支柱职业养老金规模 2.79 万亿克朗，占比 48%；第三支柱个人养老储蓄规模 0.48 万亿克朗，占比 8%。

表 1 瑞典养老金体系

| 养老金名称 | | 加入条件 | 待遇结构 |
|------------------------|----------|------|----------|
| 基本养老金 (文中亦指“国民养老金”) | 保障养老金 | 强制性 | 定额、家计调查型 |
| | 名义账户制养老金 | 强制性 | DC |
| | 实账积累制养老金 | 强制性 | DC |
| 第二支柱（职业养老金） | | 准强制性 | DB、DC |
| 第三支柱（个人养老储蓄） | | 自愿性 | DC |

资料来源：David Natali (2004), “Sweden: the Reformed Pension System” Research Project Supported by the Service Public Fédéral Sécurité Sociale, annex 1。

（二）国民养老金的历史沿革

20 世纪 90 年代之前，瑞典的国民养老金由定额待遇养老金(Folk Pension，简称 FP)和收入关联的补充型养老金(Allman Tillags Pension，简称 ATP)两部分组成。FP 和 ATP 来自于对雇主征收的工薪税，属于现收现付制。其中，ATP 配备了储备基金。

1984 年，由于经济增长放缓，现收现付制的 ATP 支付额较高，不具有财政持续性，且养老金的收缴不存在密切联系，对劳动力市场参与率造成负面影响，瑞典开始研究养老金制度改革问题。

1998 年，以个人账户为基础的养老金法案在议会获得通过并从 2000 年正式实施。改革后的养老金制度包括三个层次：第一层次是保障养老金，由中央政府预算筹资；第二层次是名义账户制养老金，以现收现付制为基础，待遇结构为 DC 型，养老金待遇与退休时个人账户中积累的名义资产关联；第三层次是实账积累制养老金。第二、三层次均由雇主和雇员共同缴费，注入个人账户的总缴费比例为 18.5%。其

中，16%的缴费为第二层次名义账户制养老金，平均分配给政府设立的四大国民养老基金管理公司³（简称 AP1-AP4）管理；2.5%的缴费为第三层次实账积累制养老金，由1998年成立的养老金管理局（Premium Pension Authority）统一管理。养老金管理局为参与的国民提供多种投资组合，国民拥有投资选择权，并自行承担全部投资风险。此外，为满足未进行主动投资选择的国民的保值增值需求，政府还专门设立了第七国民养老基金管理公司（简称 AP7）来提供默认基金投资选择。

同时，瑞典政府在1996年成立了第六国民养老基金管理公司（简称 AP6），封闭运作，主要投资于国内中小企业，以促进产业发展，初始规模比 AP1-AP4 小。

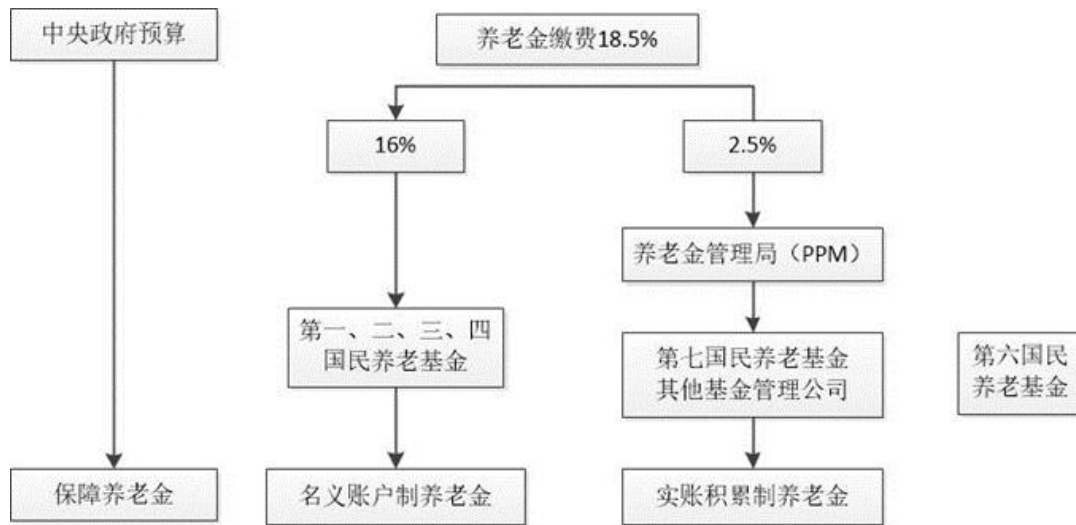


图1 瑞典国民养老金制度结构

资料来源：The Second Swedish National Pension Fund Annual Report and Sustainability Report 2017, P.10。

（三）瑞典养老金体系的央地关系

瑞典的社会保障管理体制中，中央、省、市承担不同的职责，财权和事权划分清晰。中央政府负责社会保障立法及

³ AP1、AP2、AP3、AP4，以及下文所提及的 AP6、AP7 均为瑞典的国民养老基金管理公司。由于瑞典的养老金基金管理公司为公司制基金，故而下文中提到 AP 基金时，既可指基金管理公司本身，也可指该基金。

养老保障，省级政府负责卫生和医疗服务，市级政府负责社会服务、老年服务等。

二、国民养老金的运营管理介绍

根据缴费来源、支付设置等特征，国民养老金可分为养老储备金和基本养老金。具体情况如下：

（一）瑞典养老储备金的运营管理

从缴费来源（国家出资或税收转移）与支付设置（短期内无支付压力）的特征来看，瑞典的保障养老金和第六国民养老金可认定为养老储备金。

1、保障养老金

（1）资金来源

1998 年养老金制度改革后，保障养老金替代了原有的定额待遇养老金（FP），为家计调查型的最低养老金待遇，主要提供给低收入群体，资金来源为一般税收。

（2）支付设置

瑞典通过政府预算为国民提供最低养老金担保，获得担保的最低年龄为 65 岁。国民年满 25 岁后在瑞典居住满 40 年可获得全额的保障养老金，居住在其他欧盟国家的瑞典居民也可以获得保障养老金。对于有收入关联的补充型养老金的居民，保障养老金领取额度会相应减少。

2、第六国民养老基金管理公司（AP6）

AP6 封闭运作，初始规模 104 亿克朗，主要通过投资未上市的中小型企业获取收益，实现规模增长。AP6 成立后无缴费收入也不承担支付压力，具有储备金的特征。

（1）组织架构

AP6 的最高权力机构为董事会，成员由政府任命，主要职责包括设立业绩目标、投资决策、任命董事总经理等。

董事会下设总经理，管辖业务支持部门、管理层、基金委员会、配置委员会及投资部门，风险和审计委员会、可持续发展委员会、可持续发展委员会及报酬委员会直接向董事会汇报。

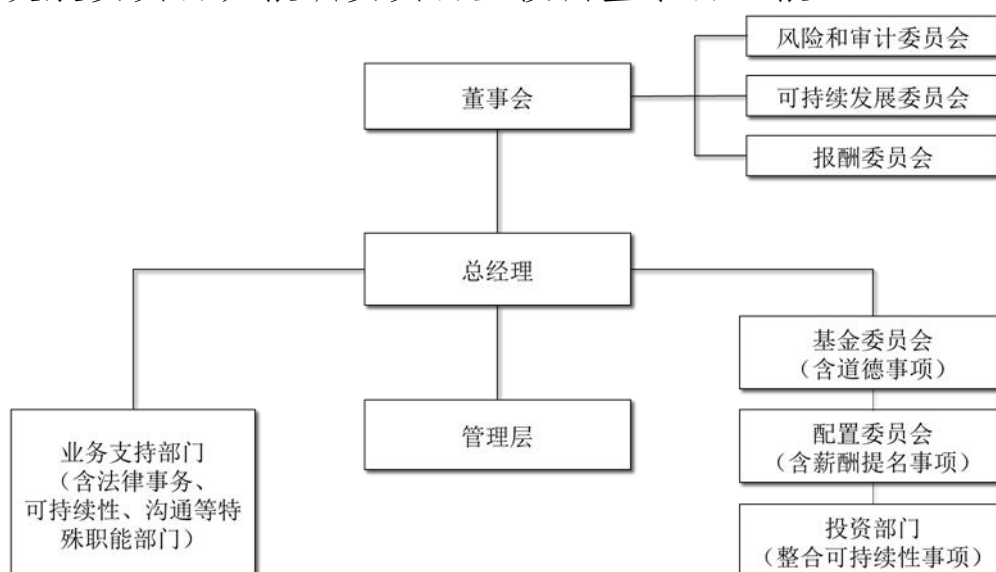


图 2 AP6 组织架构

资料来源：<https://www.ap6.se/en/about-ap6/organization/>。

（2）投资模式

一是投资目标方面，目前 AP6 的投资目标基准为 Six Nordic 200 Cap Gi 指数+2.5%，其中指数代表北欧排名前 200 的公司，2.5%则代表因股权投资缺乏流动性带来的风险溢价。

二是资产配置方面，AP6 的投资方式包括直接投资、私募基金投资、流动性管理等三种。截至 2020 年，AP6 直接投资了近 60 家企业，通过 100 多只私募基金间接投资了超过 600 家企业。

三是投资表现方面，截至 2020 年，AP6 规模由初始的 104 亿克朗增至 452 亿克朗，收益率为 6.3%/年，近十年（2011-2020）的收益率为 8.5%/年。2003 年以前，AP6 在获取高回报率的同时，也面临着较高的风险，收益波动非常高。2003 年后，通过调整大类资产配置，并提取 10% 的资产作为流动性储备后，在降低风险的同时也降低了投资收益，2003 年后投资收益波动相对平缓。

四是风险管理与内部控制方面，AP6 的管理层按年定期审查风险，分析风险驱动因素及发生的概率、影响，明确风险可承受范围，确定解决方案并报告给风险和审计委员会以及可持续发展委员会。

五是成本管理方面，自 2010 年以来，AP6 对外部成本、内部成本和共同费用等成本进行控制，成本费用及占比均呈下降趋势。其中，外部成本主要指支付给投资公司的管理费；内部成本主要指员工成本及共同投资中的成本；共同费用包括执行董事和专家等的人事费用及办公费用等。

六是估值管理方面，AP6 以公允价值计量所投资产，并遵循国际财务报告准则（International Financial Reporting Standards, IFRS）、国际私募股权和风险投资估值指引（International Private Equity and Venture Capital, IPEV）等国际准则和指引。

（3）ESG 投资管理

AP6 自 2013 年以来长期致力于将可持续性投资纳入投资流程，主要关注气候、性别平等与多样性等方面，是联合国负责任投资原则组织（UN Principles for Responsible

Investment, UNPRI) 成员之一。在 2019 年 UNPRI 评估中, AP6 在战略与治理、间接投资与直接投资方面均被评为最高等级 A+, 得分普遍高于全球其他基金投资组合。

从具体操作层面来看, AP6 通过自行开发的可持续性投资评估模板基于 PRI 原则对投资开展尽职调查; 并通过自行开发的环境、社会和公司治理计分卡 (Environmental, social and corporate governance, ESG) 以及基金经理的反馈, 对投资的可持续性打分评估。

(二) 瑞典基本养老金的运营管理

瑞典基本养老金包括 AP1-AP4 以及 AP7 管理的名义账户制养老金与实账积累制养老金。以下将从负债端和投资端两方面介绍基本养老金的运营管理:

1、负债端管理

(1) 投资回报

名义账户制养老金与实账积累制养老金的投资回报存在差异。名义账户制按照名义利率来确定收益并进行记账, 使账户资产保值增值。名义利率由社会平均收入增长率决定⁴, 使得养老金资产价值与生活水平保持同步增长。实账积累制则由资本市场投资回报决定投资回报率。历年投资回报数据显示, 实账积累制的投资回报率波动比名义账户制大。

⁴ 名义利率通过计算“收入指数”得出, 公式为: $I_t = I_{t-1} * \frac{u_{t-1}}{u_{t-2}}$, $u_t = \frac{Y_t}{N_t}$ 。其中, I_t : t 年的收入指数; u_t : t 年的平均养老金合格收入; Y_t : t 年的 16 至 64 岁全部缴费人口的养老金合格收入 (工资扣除个人缴费); N_t : t 年的 16-64 岁全部养老金缴费人口数量。

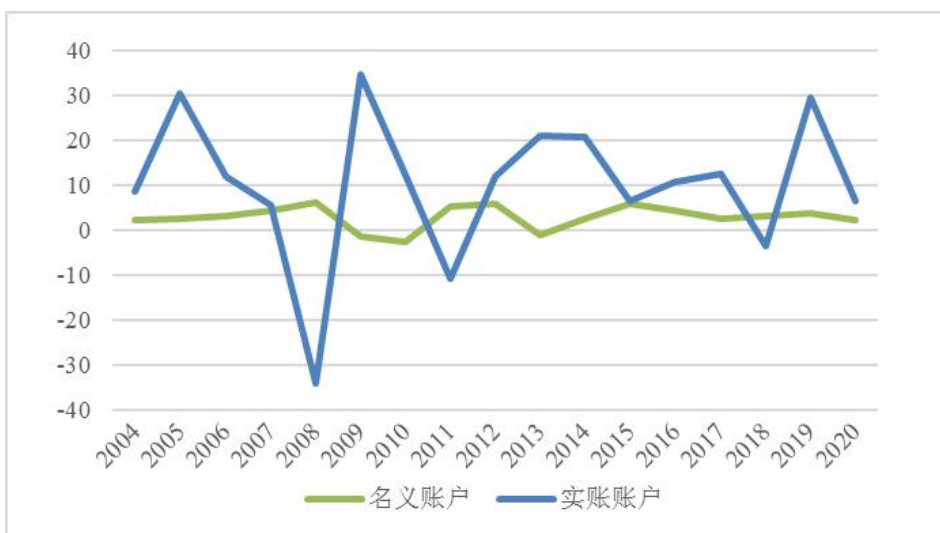


图3 历年回报率对比 (%)

资料来源：Orange Report, Annual Report of the Swedish Pension System。

(2) 领取设置

一是时间方面，基本养老金的支付起始时间为 61 岁，可按照个人意愿延迟。二是金额方面，名义账户制的首年领取金额为账面余额除以年金除数⁵；实账积累制的领取金额根据实账积累制养老金账户中的累积资金扣除账户管理等相关费用之后确定，且领取方式包括直接取出、继续保留或转入保险。若转入保险将得到最低保障且可以终身领取，投资责任转移给养老金管理局，但不能转换回去。

(3) 自动平衡机制

基于现收现付制度，名义账户制的缴费收入容易受到经济增长、人口波动等影响。为防止名义账户出现较大缺口，名义账户制在财务上引入了缓冲基金和自动平衡机制，即根据资产与负债的“平衡率”，调节名义账户下用于记账的名义利率，实现资产负债的长期平衡。平衡率的计算公式为：

⁵ 年金除数是根据退休余命计算退休后每年待遇发放额的除数，一般情况下，年金除数为退休时的预期余寿。

平衡率=(养老金缴费的资本化价值+缓冲基金)/养老金负债

其中，缴费资本化价值是将每年的缴费资产乘以“周转期”(Turnover Duration)计算得来的。周转期是指缴费和基于此缴费的待遇给付之间的预期平均时间。养老金负债是指未来养老金待遇支付的现值，包括尚未开始领取退休金的国民的待遇支付负债和已退休国民的待遇支付。通常情况下，尚未退休国民的待遇支付债务可以通过其账户记账余额反映出来，而已退休国民的待遇支付则是当年实际支付的全部退休金数额。缓冲基金(Buffer Fund)即为 AP1-AP4 所管理的名义账户下的养老金，用于为养老金缴费资本化价值和养老金负债现值之间的缺口提供缓冲。

通过上述公式计算所得的平衡率，若数值为 1，表明资产、负债处于平衡状态，无需激活自动平衡机制；若数值小于 1，表明负债超过资产，将激活自动平衡机制，养老金用于记账的名义利率和待遇指数不再适用原收入指数，将适用调整机制下的平衡指数⁶。在自动平衡机制激活后，平衡率恢复到 1 以上，高于收入指数增长率，直到平衡指数上升到原收入指数水平，自动平衡机制将停止。

⁶ 平衡指数=收入指数*平衡率。

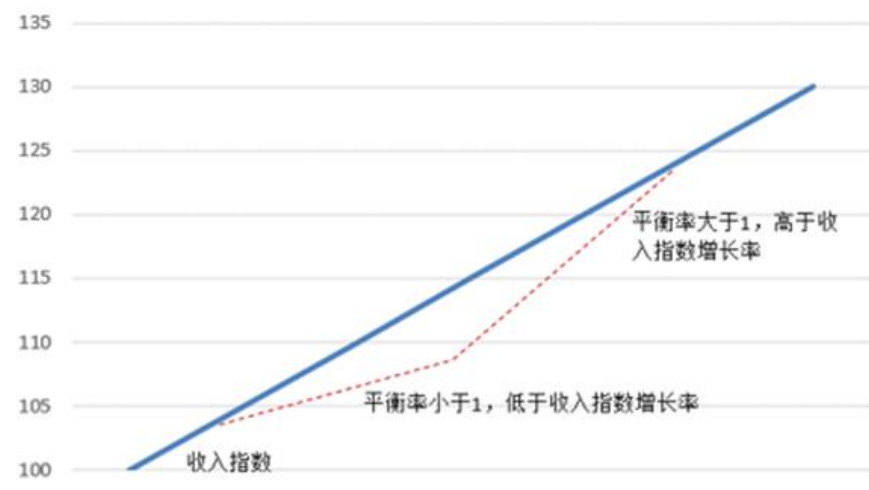


图 4 自动平衡机制 (%)

资料来源：Orange Report, Annual Report of the Swedish Pension System。

如表 2 显示，名义账户制养老金大部分处于盈余状态，仅有 2008 年、2009 年、2012 年处于亏损状态，均启动了自动平衡机制。该机制对养老金资产与负债的稳定性起到了至关重要的作用，目前仅适用于负债超过资产的情况。

表 2 名义账户制养老金财务平衡情况 (单位：10 亿克朗)

| 计算年份 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 平衡指数年份 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| 缓冲基金 | 898 | 707 | 827 | 895 | 873 | 958 | 1058 | 1185 | 1230 | 1321 | 1412 | 1383 | 1596 | 1696 |
| 缴费收入 | 6116 | 6477 | 6362 | 6575 | 6828 | 6915 | 7123 | 7380 | 7457 | 7737 | 7984 | 8244 | 8616 | 8893 |
| 总资产 | 7014 | 7184 | 7189 | 7469 | 7700 | 7873 | 8180 | 8565 | 8688 | 9058 | 9368 | 9627 | 10213 | 10589 |
| 总负债 | 6996 | 7428 | 7512 | 7367 | 7543 | 7952 | 8053 | 8141 | 8517 | 8714 | 9080 | 9165 | 9454 | 9783 |
| 盈余/亏损 | 18 | -243 | -323 | 103 | 157 | -80 | 127 | 423 | 171 | 344 | 315 | 463 | 758 | 806 |
| 平衡率 | 1.0026 | 0.9826 | 0.9549 | 1.0024 | 1.0198 | 0.9837 | 1.0158 | 1.052 | 1.0201 | 1.0395 | 1.0347 | 1.0505 | 1.0802 | 10824 |

资料来源：Orange Report, Annual Report of the Swedish Pension System。

(4) 支付与流动性压力情况

由于缴费比例不同，名义账户制与实账积累制养老金的缴费额与待遇支付额差距较大。如下图所示，2008 年以来，名义账户制的待遇支付额均高于缴费额，收支差暂无明显增大趋势，而实账积累制的缴费额则高于待遇支付额，主要原因有：一是 20 世纪 40 年代出生的婴儿潮一代开始退休，养

老金支出逐渐超过缴费收入，需要动用缓冲基金来弥补名义账户制养老金的收支缺口；二是对于实账积累制养老金，参与国民退休时可以选择保留账户资产留在基金之内，由基金根据投资情况每年计算其养老金给付，也可以用账户资产向养老金管理局购买传统的年金保险，以获得长寿保障，由养老金管理局承担国民的长寿风险；三是实账积累制养老金为养老金改革后建立的制度，初期积累资产总额、领取额度均较小。

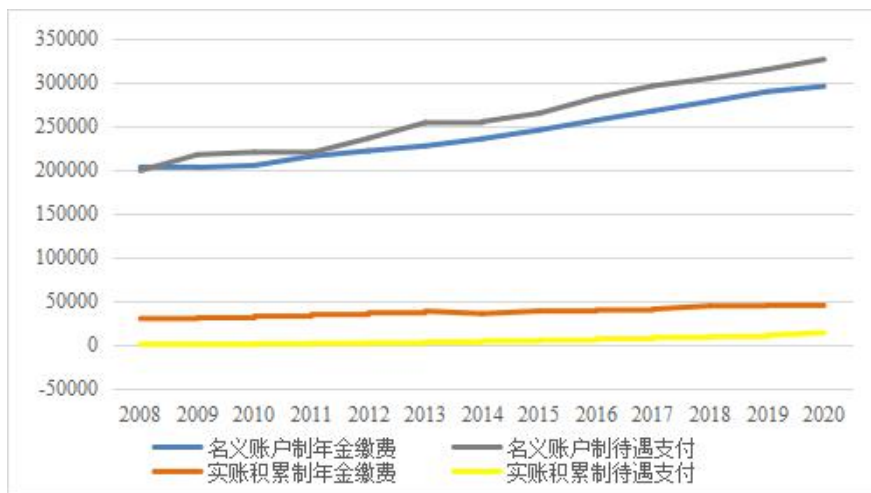


图5 名义账户制与实账积累制养老金缴费及待遇支付对比（单位：百万克朗）
资料来源：Orange Report, Annual Report of the Swedish Pension System。

从实际投资收益来看，名义账户制与实账积累制养老金的实际投资收益差距不大，主要原因包括：一是累积的资产规模差距不大，例如2020年名义账户制养老金累积规模1.696万亿克朗，实账积累制养老金累积规模1.689万亿克朗。二是均为市场化投资，实际投资收益与资本市场走势较为一致。

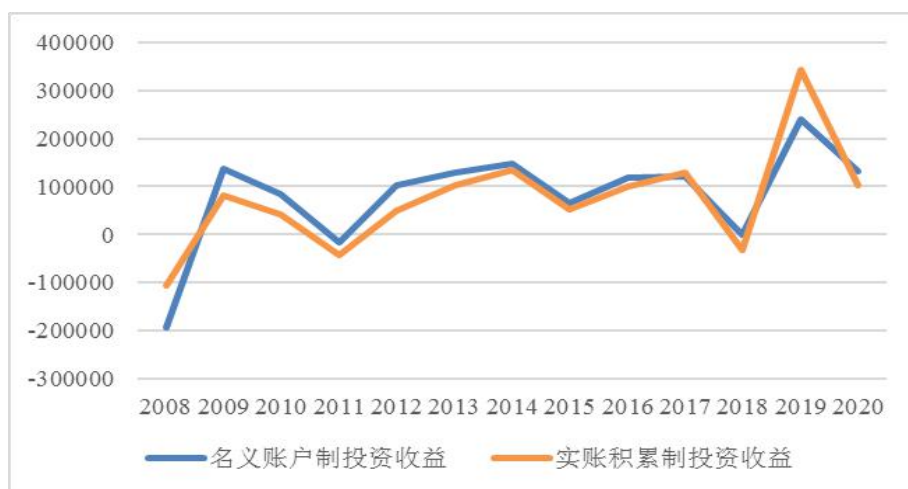


图6 名义账户制与实账积累制养老金投资收益（单位：百万克朗）

资料来源：Orange Report, Annual Report of the Swedish Pension System。

2、投资端管理

下文以名义账户制养老金 AP1-AP4 为例来进行介绍：

（1）监管方式

AP1-AP4 属于政府机构，受瑞典议会委托管理资产，董事会由政府任命，适用瑞典《国家养老保险基金法》（2000:192, the National Pension Insurance Funds Act）的规定。此外，AP1-AP4 基金的投资运作几乎完全受法律管辖而不受政府监管，仅于每年 5 月在外部顾问的协助下受政府审查，审查报告在政府官网上进行披露。

（2）组织架构及公司运营机制

根据《国家养老保险基金法》的要求，每个 AP 基金均应设置董事会，董事会由 9 名成员组成，由瑞典政府通过财政部进行任命。董事会负责基金的组织和管理，如制定投资目标、招募首席执行官并每年对其评估、决定基金的长期风险偏好、战略组合等。首席执行官负责具体经营活动。

(3) 可持续发展的投资方式

根据《国家养老保险基金法》的要求，AP1-AP4 应以典范⁷的方式管理基金，在不损害回报和风险的总体目标前提下促进可持续发展，每年发布可持续性报告。AP1-AP4 具有共同核心价值（Common Core Values），即民主、合法、客观、透明、尊重、效率和优质服务六项。

其中，共同核心价值中的“合法性原则”要求 AP 基金应遵守瑞典批准的国际公约和瑞典支持的国际协议。每个 AP 基金分别判断所投资的公司是否违反了相关特定公约或协议，通过道德委员会对该公司产生积极影响或直接限制投资，并在官网进行披露，如核武器、烟草、煤和油砂等行业。另外，AP 基金在投资运作方面均积极开展 ESG 实践，例如 AP2 作为气候变化投资集团（IIGCC）的成员，制定内部 ESG 指数，侧重投资于提供资源节约型产品和服务的私募股权基金、绿色债券和林地以及可持续的基础设施等开展绿色活动的公司。

(4) 投资管理模式

从投资目标来看，AP1-AP4 的长期投资目标、考核目标均在 3%-4.5% 之间。

表 3 AP 基金投资目标

| 基金 | 投资目标 | 具体说明 |
|-----|-----------|--|
| AP1 | 40 年 4% | 从 2020 年开始的十年滚动期中，AP1 扣除费用后的中期目标收益率从每年 4.0% 降低到 3.0%；扣除费用后的长期（40 年）平均目标收益率是为 4%。 |
| AP2 | 30 年 4.5% | 2018 年确定的战略投资组合长期年化收益率为 4.5%，包括了投资成本。 |
| AP3 | 3.5% | 考虑到低利率的宏观环境，基于 ALM 模型，自 2020 年开始，AP3 的长期年收 |

⁷ 典范要求主要包括以下几点：一是追求负责任的资产管理，以期在基于退休金系统需求选择的水平上长期获得高回报。二是高度重视如何在损害回报目标的情况下促进基金管理中的可持续发展。三是将环境、社会、公司治理以及道德等可持续发展因素纳入基金资产管理中。四是通过高效、结果导向、开放性的资产管理维护公众对 AP 基金的信心。五是努力通过科学依据寻求事实和知识。六是以共同的、基于瑞典国家道德基础的核心价值观为指导。

| | | |
|-----|-------------------------------|--|
| | | 益目标由 4% 降至为 3.5%。 |
| AP4 | 10 年 3%, 40 年 4%; 超额 1% | 两个不同指标: (1) 中期 10 年维度, 通货膨胀调整后的实际回报需达到年均 3%, 但长期 40 年维度, 需实现年化 4% 的实际回报; (2) 从 2018 年开始, 在五年内需实现相对于基准组合 (动态正常投资组合, DNP) 每年 1% 的超额收益。 |

资料来源: AP1-AP4 年报。

从投资理念来看, AP1-AP4 结合历年来的投资经验, 总结得出的投资和经营理念主要包括: 长期投资主义、承担风险追求风险溢价、多元化投资、注重 ESG 投资、高纪律性的投资流程、重视品牌声誉、控制成本等多个方面。

从资产配置来看, AP 基金主要投资的资产包括股票、固收以及另类投资等, 通过各自开发的 ALM 模型 (资产和负债管理模型), 以实现长期的大类资产配置。

表 4 AP 基金主要投资的大类资产

| 大类资产 | | 主要投资的细分资产 |
|------|----------|--|
| 股票 | | 瑞典股票 |
| | | 发达市场 (主要是美国和欧洲) 股票 亚洲以及新兴市场的股票 大型股与小型股 |
| 固收 | | 瑞典国内: 高信用等级和高流动性的政府债券, 公司债券、通胀债券等 |
| | | 海外: 发达市场的外国政府和信贷债券、全球绿色债券、新兴市场债券、中国政府债券、另类信贷 |
| 另类 | 房地产和基础设施 | 瑞典及海外 |
| | 私募股权 | 瑞典与海外 |
| | 对冲基金 | 绝对回报策略 基于宏观经济、信贷和新兴市场战略的 CTA 基金 波动性策略等 |
| | 巨灾保险 | 如飓风、地震或洪水等灾难债券和巨灾保险 |

资料来源: AP1-AP4 年报。

从资产类型来看, 过去十余年, AP 基金权益投资比例均有所下降, 另类投资的比例不断提升。例如 AP1 的权益投资比例分别从 2010 年的 60.3% 下降至 2020 年的 49.2%; 而包含房地产、基础设施、对冲基金、私募股权等的另类投资比例则从 7.3% 提升至 24.7%; AP2 的权益投资比例从 2014

年的 37% 下降至 2020 年的 30.7%，另类投资比例则从 19.3% 提升至的 28.2%。

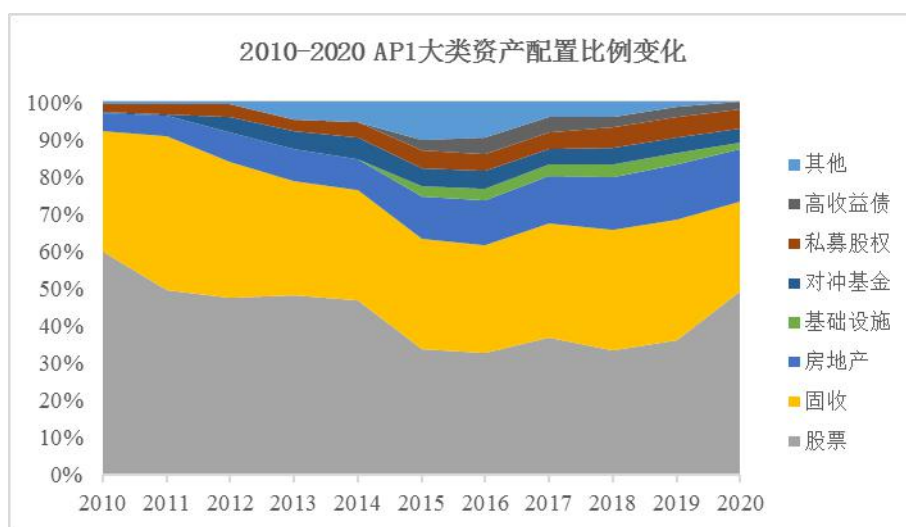


图7 AP1 大类资产配置比例情况

资料来源：AP1 年报。

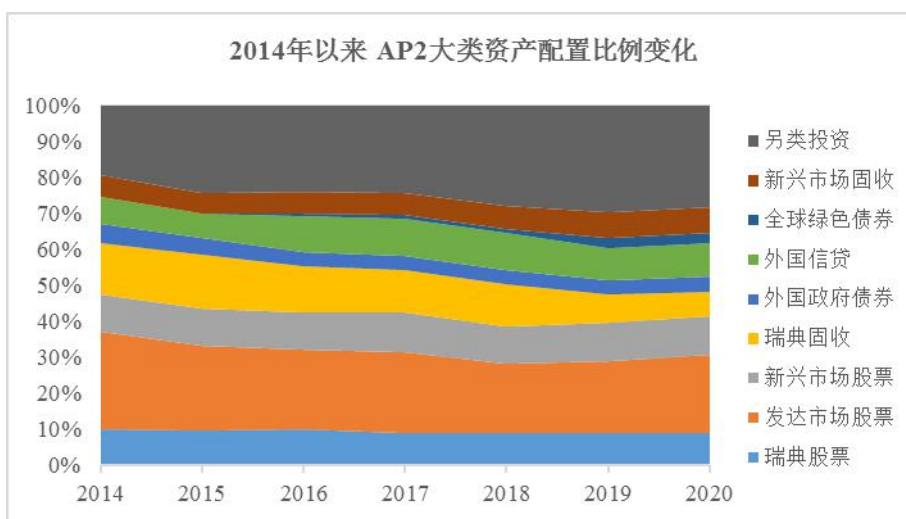


图8 AP2 大类资产配置比例情况

资料来源：AP2 年报。

国内外市场投资比例来看，过去十余年，AP 基金对海外权益和固收资产的配置比例均高于国内。例如，2014 年以来，权益投资方面，AP2 投资于瑞典国内市场的占比维持在 10% 上下，而投资于海外市场（发达市场和新兴市场）的占比则维持在 30% 上下；固收投资方面，AP2 投资于瑞典国内市场的占比自 14.4% 下降至 7%，而投资于海外市场的占比则一直高于国内，从 2014 年的 18.9% 上升至 23.5%。

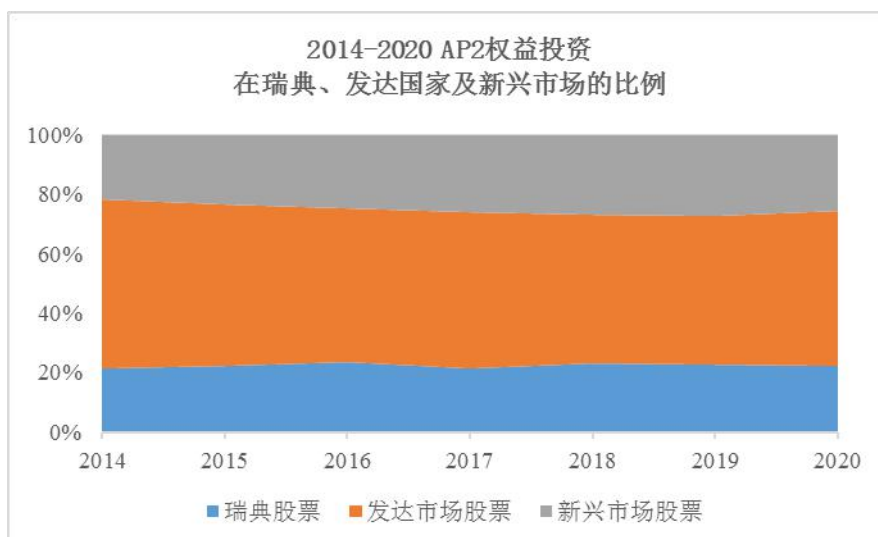


图9 AP2不同市场权益配置比例情况

资料来源：AP2 年报。

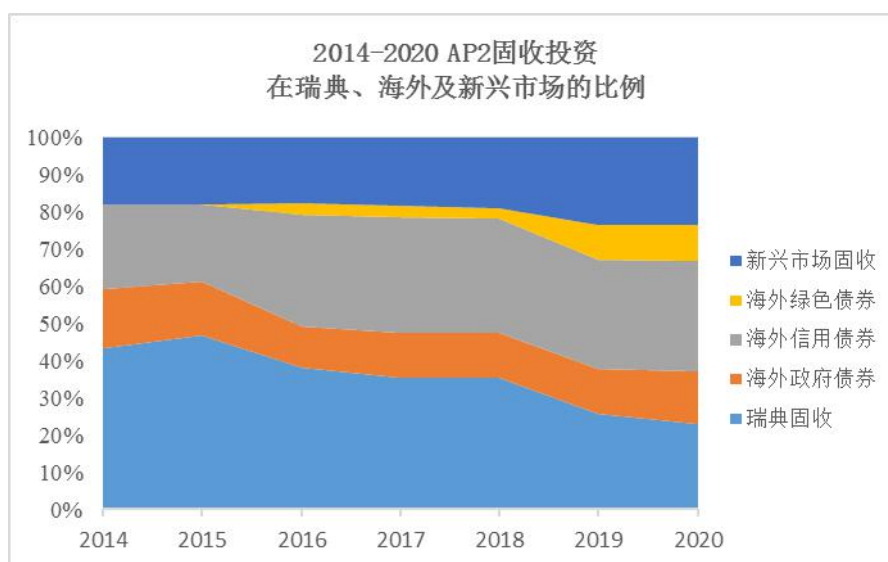


图10 AP2不同市场固收配置比例情况

资料来源：AP2 年报。

从内部与委外投资比例来看，由于内部化管理成本较低，过去十年，AP 基金均致力于提高内部化管理程度，减少委外合作业务伙伴的数量，降低委外比例。委外投资占比高的区域集中在亚洲和新兴市场。

从投资收益来看，过去十年的数据显示，AP1-AP4 均取得了 7%以上的年化收益，十年累计收益均在 109%以上。其中，由于权益比例较高，AP4 的投资收益最佳。

表5 AP1-AP4 过去十年（2011-2020）收益率情况

| 基金 | 2020 年权益资产占比 | 费后累计收益 | 费后年化收益 | 费后收益标准差 |
|-----|--------------|---------|--------|---------|
| AP1 | 49.2% | 117.34% | 8.48% | 5.58% |
| AP2 | 41.3% | 109.30% | 7.32% | 6.08% |
| AP3 | 45.6% | 131.01% | 9.09% | 5.77% |
| AP4 | 56.3% | 153.72% | 9.82% | 6.64% |

资料来源：AP1-AP4 年报。

（5）估值体系

2001 年，AP 基金共同制定了《AP 基金的会计和评估政策》，以公允价值估值，使财务报表更清晰、透明、可比较。

（6）风险管理

AP 基金在风险分类、管控措施上基本一致，均建立风险管理三道防线。以 AP2 为例，通过风险分类，对不同的风险点设置不同的防范措施，并构建“资产管理—风险和监管合规性—内部审计”三道防线，三道防线相互独立，确保 AP2 的日常风险管控有效。

（7）成本管理

AP 基金的成本包括因委外佣金产生的投资费用和以内部人员成本为代表的运营费用两部分。AP 基金重视成本管理，过去十年成本对收益的影响仅在 1.93%-3.12% 之间。

表6 AP1-AP4 过去十年（2011-2020）成本对收益的影响

| 基金 | 费前累计收益 | 费后累计收益 | 成本影响 (费前收益-费后收益) |
|-----|---------|---------|---------------------|
| AP1 | 120.17% | 117.34% | 2.83% |
| AP2 | 112.43% | 109.30% | 3.12% |
| AP3 | 132.93% | 131.01% | 1.93% |
| AP4 | 155.79% | 153.72% | 2.07% |

资料来源：AP1-AP4 年报。

管理成效上，AP 基金历年总费用占资产规模的比例维持在 0.08%-0.18% 之间。AP1 自 2019 年以来总成本占管理规模的比例大幅下降，主要原因为其委外投资中部分主动管

理的敞口被替代为被动或系统化策略敞口，从而大幅降低投资费用。

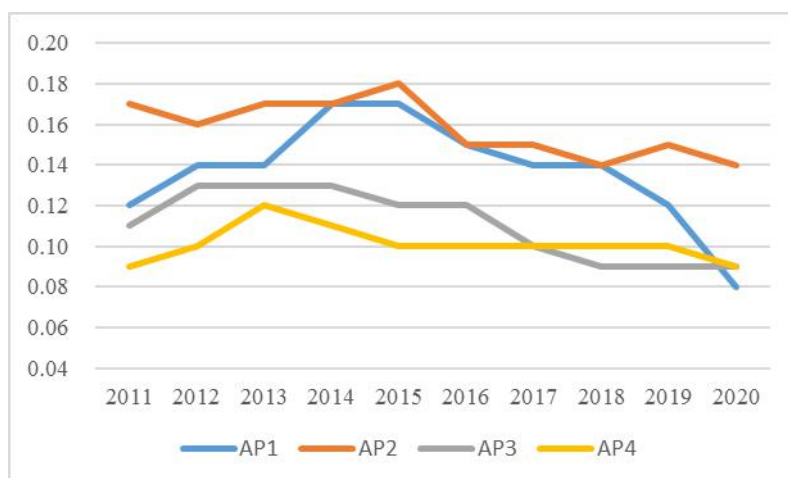


图 11 AP1-AP4 历年总费用占资产比例 (%)

资料来源：AP1-AP4 年报。

三、瑞典国民养老金制度对我国的启示与借鉴

自 1998 年改革以来经过 20 余年的发展，瑞典已逐步形成了包括保障养老金、名义账户制养老金、实账积累制养老金三个层次的国民养老金制度，截至 2019 年末管理了 3.15⁸ 万亿克朗的基本养老金资产。总结其制度设计与运作经验，对我国形成如下几点启示与借鉴：

（一）借鉴缓冲基金和自动平衡机制，研究创新机制与产品

瑞典在名义账户制养老金下引入缓冲基金（AP1-AP4）和自动平衡机制，一方面通过缓冲基金为养老金资产和负债之间的缺口提供缓冲资产；另一方面通过计算养老金资产与负债之间的“平衡率”对参与国民的记账名义利率进行调整，弥补采用平均收入指数作为名义利率指数而可能面临的财务失衡问题。该机制为缺口的调整提供了弹性，有助于名义账户制养老金下资产负债长期限内保持平衡。

⁸ 3.15 万亿克朗，约合 2.35 万亿人民币。

在我国养老金运作机制与产品的设计过程中建议考虑引入“缓冲基金”或“缓冲账户”概念，平滑资产端或负债端带来的收益波动，提升产品收益的稳定性和投资者体验。

(二) 低成本运作，增加指数化投资，减少对投资收益的损耗

投资具有长期性，运作管理费会侵蚀养老金的投资收益，低成本运作，有利于基金投资收益的提升。如管理运作成本为 0.03%/年，按投资 33 年计算，总成本不足 1%，即在扣除所有费用后，费后投资收益仍可保留 99%；若成本为 1%/年，那么 33 年后费后投资收益仅可保留 72%，即成本消耗了超过四分之一的收益。AP 基金重视成本管理，历年总费用占管理规模的比例较低，维持在 0.08%-0.18%之间；并且，AP1 在 2019 年通过将股票主动管理敞口替代为被动管理敞口成功实现成本大幅下降。

我国基本养老保险委托管理部分的投资费用不断提高，其中管理人报酬、托管费、交易费用三项主要投资费用占委托管理规模的比例自 2017 年的 0.075% 不断提升至 2019 年的 0.14%。结合 AP1 的成本控制经验，我国基本养老保险委托投资中建议关注管理费成本，适时降低高管理费且业绩表现不佳的组合比例，配置相对较低管理费的组合（比如指数型产品）作为替代，减少管理费对长期收益的不利影响。

(三) 注重 ESG 投资，实现养老金长期可持续发展

ESG 的长期可持续发展理念与养老金长期、避险、公共的属性相契合。瑞典国民养老基金管理公司中，无论是管理养老储备金的 AP6 还是管理名义账户制养老金的 AP1-AP4，

均非常关注气候变化、性别平等、公司治理等 ESG 热点问题，注重将长期可持续发展纳入公司的投资经营理念，并在日常投资实践中形成可操作的 ESG 评估打分体系和对投资标的的对话影响力。

在我国实现“3060 双碳目标”的庄严承诺下，ESG 投资理念方兴未艾，正逐步被广大投资者所接受，ESG 投资评估体系仍待探索完善。建议国内的养老金资产管理机构借鉴瑞典的相关经验，结合国内资本市场发展逐步建立起和自身能力禀赋相适应的 ESG 投资体系。

（四）实账积累制养老金赋予个人投资选择权，满足国民不同投资偏好

瑞典个人缴费后收入的 2.5% 进入实账积累制养老金，由瑞典养老金管理局统一管理并提供多种投资组合供国民选择，养老金待遇取决于国民个人的产品选择和资本市场的投资回报，投资整体收益高于名义账户制下名义记账利率。

在我国，为提升城乡居民基本养老保险个人账户结余水平和基金支付能力，根据《人力资源社会保障部、财政部关于建立城乡居民基本养老保险待遇确定和基础养老金正常调整机制的指导意见》，各省（自治区、直辖市）政府与全国社会保障基金理事会签署委托投资合同，由全国社会保障基金理事会参照《基本养老保险基金投资管理办法》对委托投资的基本养老保险资金进行统一管理。在上述制度安排下，城乡居民暂不需参与到投资产品的选择与决策中。随着委托投资实践的不断深入以及我国居民投资意识的不断提升，建议待时机成熟后，考虑借鉴瑞典实账积累制账户的做

法赋予居民个人投资选择权，并配套提供更多不同风险收益特征的投资产品，更好地满足不同偏好的收益要求。

（五）引入默认基金，解决部分投资者的产品选择困难

瑞典实账积累制基本养老金在赋予国民个人投资选择权的同时，还配套提供默认投资基金解决部分投资者由于金融知识缺乏带来的产品选择困难。默认投资基金由瑞典政府专门设立的第七国民养老基金管理公司（AP7）提供，据统计，近十年 AP7 默认组合平均收益（14.8%）远高于瑞典国民自主投资的收益（8.7%）。

我国正在推动建立以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政从税收上给予支持、资金形成市场化投资运营的第三支柱个人养老金制度，大力发展具备养老功能的各类型专业养老产品。建议借鉴瑞典做法，未来适时提供默认投资产品降低投资者的产品决策难度。

参考文献

- [1] David Natali(2004), “Sweden: the Reformed Pension System”, Research Project Supported by the Service Public Federal Securite Sociale, annex 1
- [2] Swedish Pension Agency, “Annual Report of the Swedish Pension System”(Orange Report), 2009-2019
- [3] AP1 Annual Report, 2019
- [4] AP2 Annual Report, 2019
- [5] AP3 Annual Report, 2019
- [6] AP4 Annual Report, 2019
- [7] The Sixth AP Fund Annual Report, 2010-2019
- [8] 曹春.社会保障筹资机制改革研究.财政部财政科学研究所, 2012
- [9] 房连泉.瑞典名义账户养老金制度改革探析.欧洲研究, 2008 (6)
- [10] 郑秉文.瑞典：精准的制度设计与实施.中国养老金发展报告 2014-向名义账户制转型

[11] 郑秉文.瑞典国民养老基金.中国养老金发展报告 2018-主权养老基金的功能与发展

[12] 郑秉文.瑞典竞争性养老基金投资与资本市场发展.中国养老金发展报告 2020-养老基金与资本市场

【本文由天弘基金管理有限公司朱海扬、徐晓晖、王璐、刘智供稿，中国证券投资基金业协会许康丹、杨海燕、胡刚伟审校】