



VOICE OF AMAC

(2022 年第 3 期，总第 170 期)

中国证券投资基金业协会

2022 年 5 月 17 日

荷兰 ABP 养老金运营管理经验分析

——全球养老金经验研究系列报告之十

【编者按】为充分借鉴吸收全球养老金经验，中国证券投资基金业协会组织行业专家研究撰写了 11 个国家或地区的养老金运作与借鉴报告，本篇《声音》编发荷兰 ABP 养老金运营管理的研究报告。荷兰是世界公认养老保障制度最健全的国家之一。荷兰养老金体系由基本养老金（第一支柱）、职业养老金（第二支柱）以及个人养老金（第三支柱）构成。从收入来源角度，第一支柱主要来源于工资税及财政补贴，第二支柱为雇主和雇员缴费，第三支柱为雇员缴费；从给付额度角度，第一支柱、第二支柱相当，第三支柱占比较低，第一支柱对养老金体系的支撑作用明显，而第二支柱则较好地补充了退休居民的养老金。

第二支柱存量余额占荷兰养老金总额的 99%，占 GDP 的 241.36%。如此庞大的资产规模，它的运营管理对荷兰国民经济产生重要影响。

本文重点研究第二支柱中资产规模最大的养老基金 ABP 的运营管理机制，旨在为我国社会保障基金、基本养老保险金、职业养老金的运营管理和未来发展提供借鉴。ABP 通过配置全球优质资产，分散地域风险，近 20 年（2001 至 2020 年）的年均投资回报率约 7%。ABP 资金全部委托子公司 APG 及合作伙伴负责，利用业绩报酬调动外部投资人积极性，提升投资业绩。第二支柱采用强制制，有效扩充了覆盖面，但由于其主要为 DB 计划，老龄化的日趋严重将导致居民退休年龄延后且缴费增加。

一、荷兰人口结构、养老保障制度概述及第二支柱养老金定位

（一）荷兰人口结构

作为发达经济体，荷兰因生育率下降导致总人口数量多年维持 1% 左右的低增长。截至 2020 年末，荷兰总人口为 1744 万人。作为当前全球人口老龄化最严重的国家之一，荷兰未来的人口结构变化趋势较为严峻。

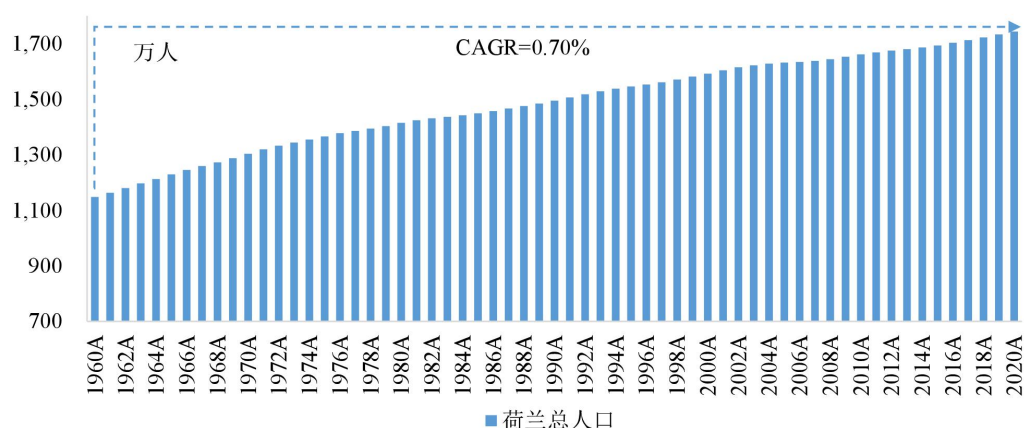


图 1 1961 年-2020 年荷兰总人口维持低增长

资料来源：世界银行。

（1）退休老年人口数量创新高。2018 年以前，荷兰的

退休年龄为 65 岁，2018 年为 66 岁，2019 年及 2020 年为 66 岁零 4 个月。以 65 岁为基准，截至 2020 年末，荷兰老龄人口达到 349.4 万，创历年新高，占比达到 20.0%。

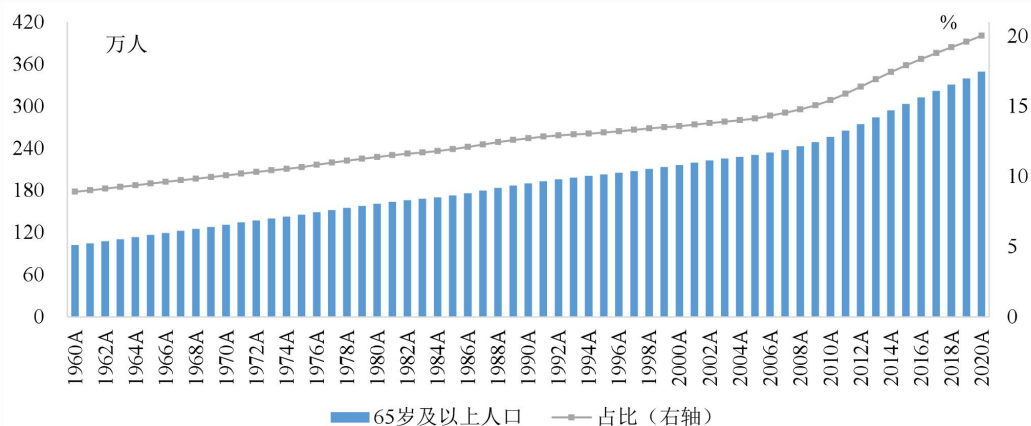


图 2 1960 年-2020 年荷兰 65 岁及以上人口占比不断提升

资料来源：世界银行。

(2) 劳动人口年龄增加但占比下降。为应对人口老龄化，政府推出延迟退休以提升劳动参与率。截至 2020 年底，荷兰劳动年龄人口（按世界银行标准，15 至 64 岁）为 1121 万人，占比 64.3%。同期，荷兰的实际劳动人口为 928 万人，占劳动年龄人口的 82.8%，占总人口的 53.2%，分别比 2000 年高出 7.4、2.0 个百分点。这主要由于荷兰延迟退休、老年人口工作比例提高使得劳动参与率提升。

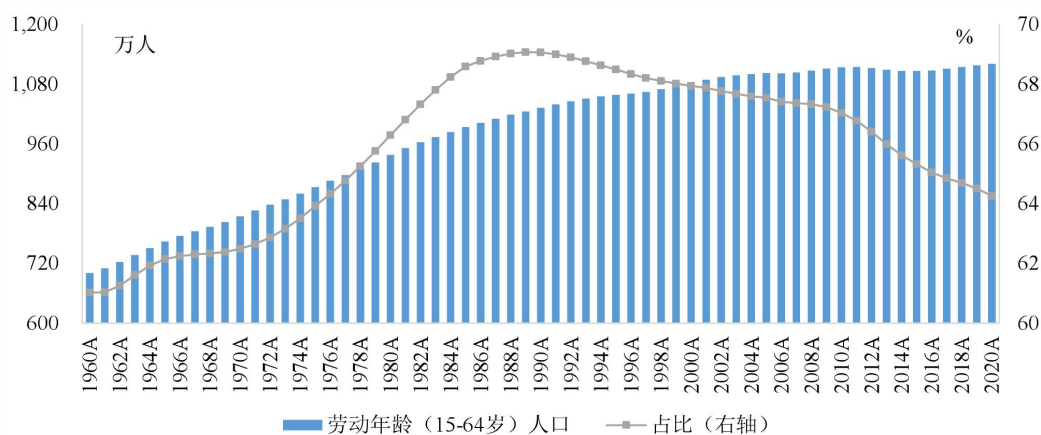


图 3 荷兰劳动年龄人口占比从 20 世纪 80 年代开始不断下降

资料来源：世界银行。

(3) 荷兰老年抚养比提升，预期寿命提高，退休年龄

推迟。截至2020年底，荷兰的老年抚养比为31.2%，1960-2020年提升了16.6个百分点，其中2010-2020年提升8.1个百分点，有加速提升的趋势。截至2019年底，荷兰人口出生时的平均预期寿命为82.0岁，荷兰人口预期寿命不断提升，叠加人口老龄化的加速趋势，给全社会养老体系带来了巨大压力，这促使政府于2018年决议通过提高退休年龄以应对老龄化，2019、2020及2021年荷兰退休年龄为66岁零4个月，2022年提高3个月至66岁零7个月，2023年为66岁零10个月，2024年将达到67岁。

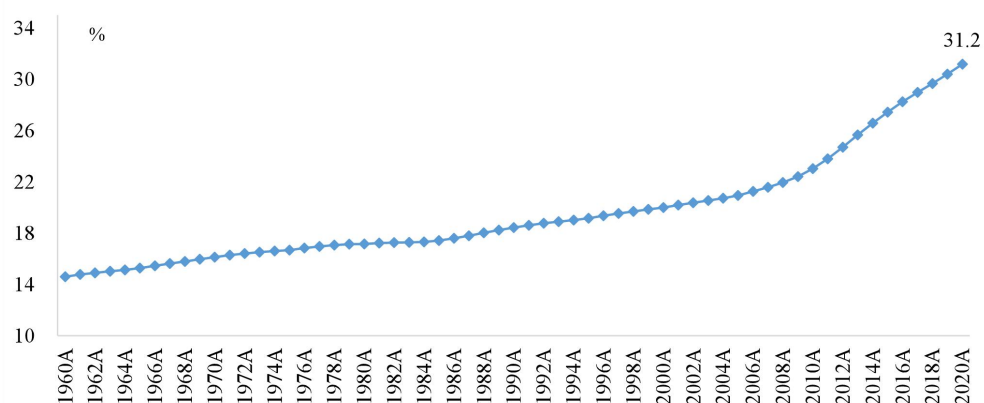


图4 1960年-2020年荷兰老年抚养比提升

资料来源：世界银行。

（二）荷兰养老金体系

荷兰是世界公认养老保障制度最健全的国家之一。荷兰养老金体系由基本养老金（第一支柱）、职业养老金（第二支柱）以及个人养老金（第三支柱）构成。截至2020年底，第二支柱养老金存量余额占养老金存量总额的99%以上。但由于第一支柱采取现收现付制，第二支柱采用积累制，第三支柱兴起时间不长，因此存量资产的比较不能全面反映各自的作用和优势。从支付额度看，2020年第一支柱支付412.4亿欧元，第二支柱支付337.7亿欧元，第一支柱给付额度高

于第二支柱，第三支柱占比相对较低。第一支柱对养老体系的支撑作用明显，而第二支柱则是很好地补充了退休劳动者的养老金。

1. 第一支柱：基本养老金（AOW）

基本养老金（以下简称 AOW）由 1957 年《一般养老金法案》创立，并在荷兰国内全面实施。荷兰基本养老金最大的特点在于只要居住满 1 年的 15 岁以上居民都享有 AOW，缴费与个人收入相挂钩，而养老金固定统一，最少不低于法定最低工资的 50%¹，这体现了基本福利人人平等享有的设计理念，具有普惠性。

在管理机制上，AOW 是荷兰国家基本福利体系的一部分。从参与者构成来看，所有年满 15 周岁，年龄小于 AOW 退休年龄（2021 年为 66 岁零 4 个月）、合法居住在荷兰的居民，以及那些不居住在荷兰，但在荷兰工作，并向荷兰政府缴纳工资所得税的人，均自动纳入到该计划。荷兰税务局（Belastingdienst）以工资税、所得税的形式征收费用。荷兰社会事务和就业部（Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid，简称 SZW）委托社会保险银行（Sociale Verzekeringsbank，简称 SVB）向退休人员支付养老金。

筹资模式和运营机制上，AOW 采取现收现付制。AOW 的收入包括税收收入、抵扣因素、财政补贴和其他收入，2020 年各占 56.8%、43.1%、0.1%。荷兰税务局按月征收工资税及所得税，规定法定征收限度为工资税的 18.25%；为防止出现资金缺口，财政每年拨出一笔款项用作养老补贴储备，补

¹ 资料来源：荷兰政府官网披露的 SVB 2020 年财报，链接：<https://www.rijksoverheid.nl/documenten/jaarverslagen/2021/05/18/jaarverslag-svb-2020>。

贴额度取决于税收收入及抵扣因素与 AOW 养老金支付预算额度的差额。由于采用现收现付制，截至 2020 年底，AOW 的资产仅为 10.18 亿欧元。

AOW 自退休后按月领取，待遇水平取决于最低工资水平、在荷兰居住时间、是否单身等因素。年满 15 周岁后，在荷兰生活或工作的每个个体都将自动以每年 2% 的比率累积 AOW，只有参加此计划满 50 年，才能在退休时获得 100% 额度的基本养老金。AOW 要求基本养老金领取人真实在荷兰境内工作或生活，不因其国籍进行区分对待。这一设计有助于提高就业人员的积极性，减少社会失业率。AOW 的待遇水平与个人的历史工资无关，与荷兰的法定最低工资有关，达到法定退休年龄的单身者可获得不低于最低净工资 70% 的 AOW，夫妻与共同生活者每人可获得不低于最低净工资 50% 的 AOW。截至 2020 年底，AOW 已覆盖荷兰 99.97% 的人口，2020 年向 351.5 万人支付养老金 412.4 亿欧元，人均每月 977.7 欧元。迫于老龄化速度加快，荷兰法定退休年龄正在逐步提高。从 1957 年设立之初的 65 周岁，AOW 将逐渐延迟至 2024 年的 67 岁。

2. 第二支柱：职业养老金

荷兰的第二支柱起源于 19 世纪末，早于第一支柱。经过一百多年的发展完善，第二支柱已逐步发展为在第一支柱基本养老金的基础之上，为雇员提供补充养老、改善居民退休后生活水平的有力工具。目前荷兰的第二支柱职业养老金包括行业养老基金（覆盖某一行业职工，如建筑业养老基金）、企业养老基金（针对单一企业）、专业团体养老基金（针

对特定职业，如医学专家养老基金）三种。

荷兰第二支柱职业养老金最大的特点是强制性。1952年荷兰颁发了《养老金和储蓄基金法案》，对养老金第二支柱和第三支柱进行规定。2000年颁布的《强制性行业养老金法案》与2005年颁布的《强制性职业养老金法案》将第二支柱的强制属性进一步明确。2006年12月7日荷兰政府颁布的《养老金法案》对第二支柱的主要内容进行了更明确的规范，提高了养老金运行过程对监管部门和对基金参与者（雇主、雇员）的透明度。针对任一行业，只要职业养老金计划覆盖行业内达60%的雇员，SZW就有权要求行业内其他企业参加该项计划。对于某些行业，雇主有义务参加养老金计划，比如建筑和金属、公共部门以及卫生保健等行业。

在监管模式上，荷兰采取“审慎监管、行为监管”的双监管模式，养老金受荷兰中央银行（De Nederlandsche Bank，简称DNB）和金融市场管理局（Autoriteit Financiële Markten，简称AFM）监管。荷兰中央银行负责宏观、微观层面的审慎监管，制定与实施货币政策，维护金融体系稳定；金融市场管理局负责整个金融体系中参与主体的行为监管。养老金必须向荷兰中央银行告知成立，并按要求注册，但不受许可要求的约束（准入门槛低）。荷兰中央银行的审慎监管旨在确保养老基金运行的稳健性，侧重监管养老金的结构控制，以及雇员、雇主、养老金之间的关系。

在筹资模式及运营机制上，当前荷兰大约90%的雇主提供职业养老金。养老金将从工资中扣除，员工加入企业就将自动参与职业养老金计划，且企业如退出某行业养老金计划

将有较大数额的罚款。员工、雇主分别缴纳缴费金额的 1/3、2/3。荷兰政府在政策方面对第二支柱提供支持，如养老金可税前抵扣缴税。运营上，第二支柱由养老基金管理机构进行投资运转（或委外投资），以便养老金保值增值及后续发放。

第二支柱的待遇水平整体取决于缴费水平。韦莱韬悦数据显示，2020 年底约 94% 的荷兰职业养老金计划是“待遇确定型计划”（DB Plan），第二支柱与 AOW 合计发放金额，约占退休前收入的 70% 左右，确保老人在退休后家庭生活支出不受大的影响。但随着人口老龄化的加剧，DB 型职业养老金给企业和养老基金管理机构带来巨大的支付和投资管理压力。因此，近年来荷兰职业养老金“缴费确定型计划”（DC Plan）的比重也在逐渐增加。

3. 第三支柱：个人养老金

据荷兰养老金联合会（Pensioenfederatie）官网信息²，第三支柱主要由个人自愿通过寿险年金的形式累积养老金并享受税收优惠，针对雇主没有提供第二支柱职业养老金或者没有固定工作、以及自雇人员进行养老金补充。相对于第一支柱和第二支柱而言，第三支柱的覆盖面和规模要小得多。

荷兰第三支柱的立法完善晚于第一、第二支柱。1992 年以前，荷兰年金主要是指“附年金条款的资本保险”，这类保险享受税收优惠政策。1993 年的《保险监督法》是针对保险业的系统性监管法律。2001 年的《所得税法》³将年金定义为赔付至被保险人死亡的寿险年金。

² 资料来源：Pensioenfederatie；链接：<https://www.pensioenfederatie.nl/website/publieke-landingspagina/nederlandse-pensioensysteem>。

³ 资料来源：Overheid；链接：<https://wetten.overheid.nl/BWBR0011353/2021-01-01>。

在监管机制上，与第二支柱类似，第三支柱中的养老金机构受荷兰中央银行和金融市场管理局双重监管。

4.第二支柱在国民经济中的地位、目标、作用

(1) 第二支柱在国民经济中的地位

荷兰第二支柱职业养老金经过一百多年的发展，制度相对完善，资产积累雄厚，覆盖人群广泛，对荷兰国民经济发展与社会稳定具有重大影响。具体而言：

其一，荷兰第二支柱资产端的总资产规模庞大，为重要机构投资者。截至2020年底，第二支柱总资产规模为19277亿欧元，占荷兰当年GDP的241.4%。如此庞大的资产规模，它的投资管理必将对荷兰国民经济产生重要影响。其二，负债端的参与人数众多，覆盖率高。当前荷兰90%以上的雇主均提供职业养老金计划。截至2020年底，荷兰职业养老金的活跃参与者、前参与者（此前参加、现在不缴费，后续有养老金领取权限的人）、养老金领取者各为588.3、967.9、355.6万人，合计1911.8万人，超过荷兰总人口，系因部分劳动人口更换工作导致。活跃参与者和养老金领取者合计944.0万人，占荷兰总人口的54.1%，占荷兰实际劳动人口及退休年龄人口之和的73.9%。第二支柱覆盖人群广泛，其缴费和支付的变化，都将对荷兰国民生活与社会稳定产生重大影响。

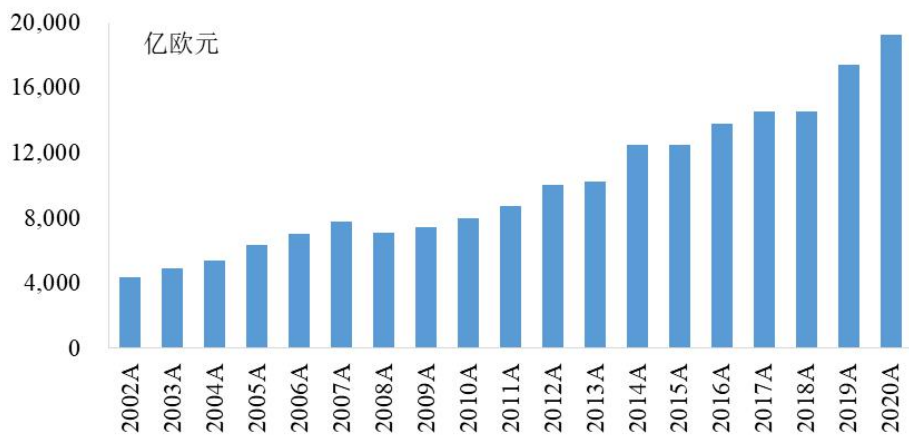


图5 荷兰第二支柱总资产

资料来源：DNB 官网。

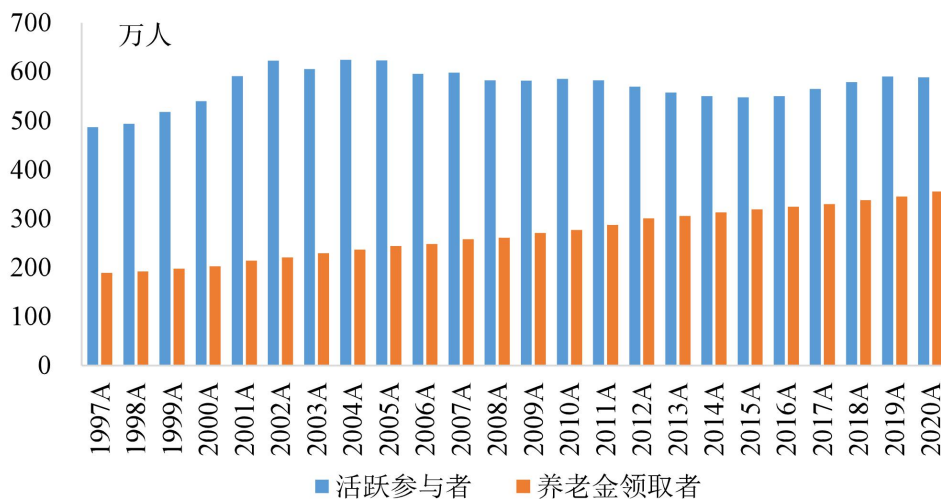


图6 荷兰第二支柱参与者数

资料来源：DNB 官网。

(2) 第二支柱的目标

在第一支柱基本养老金的基础之上，第二支柱为雇员提供补充养老，改善居民退休后的生活水平；同时，职业养老金以其强制性的社会储蓄形式，员工、雇主分别缴纳缴费金额的 1/3、2/3，达到了鼓励居民积极参与社会工作的目的。

(3) 第二支柱的作用

一是强制性的社会储蓄及雇员福利。荷兰职业养老金具备部分强制性，相当于强制雇主为雇员建立福利计划，雇主、雇员共同缴费相当于强制性的社会储蓄。2020 年，荷兰第二

支柱共计缴纳 333.5 亿欧元，其中企业养老基金、行业养老基金、专业团体养老基金分别为 44.9、280.3、8.3 亿欧元。二是为居民退休后维持一定程度的生活水平提供保障。2020 年，荷兰第二支柱的累计养老金发放额度为 337.7 亿欧元，人均每月支付 791.4 欧元；同期，AOW 人均每月支付 977.7 欧元。三是第二支柱职业养老金已成为全球的重要机构投资者。据 DNB，截至 2020 年底，荷兰第二支柱职业养老金总资产规模达 19277 亿欧元；据 OECD，荷兰养老金 85% 以上的资产投资于海外。

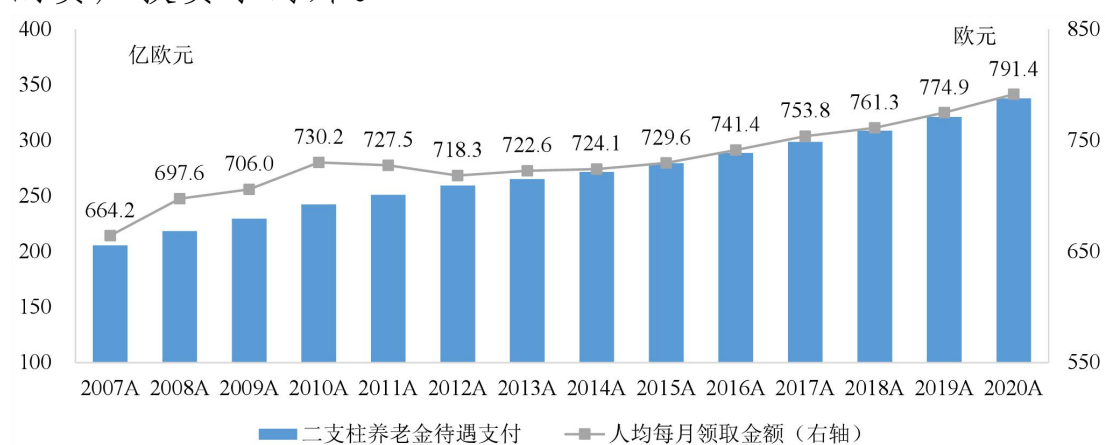


图 7 荷兰第二支柱养老金支付

资料来源：DNB 官网。

(4) 第二支柱的领头羊

截至 2020 年底，荷兰排名前五的养老金分别是 ABP（荷兰公共部门养老金，资产 4953 亿欧元）、PFZW（卫生保健基金，资产 2917 亿欧元）、PMT（金属行业养老基金，资产 1105 亿欧元）、BpfBOUW（建筑业基金，资产 1033 亿欧元）、PME（金属行业养老基金，资产 683 亿欧元），合计占市场总规模 59.5%，其中 ABP 占比 29.8%。

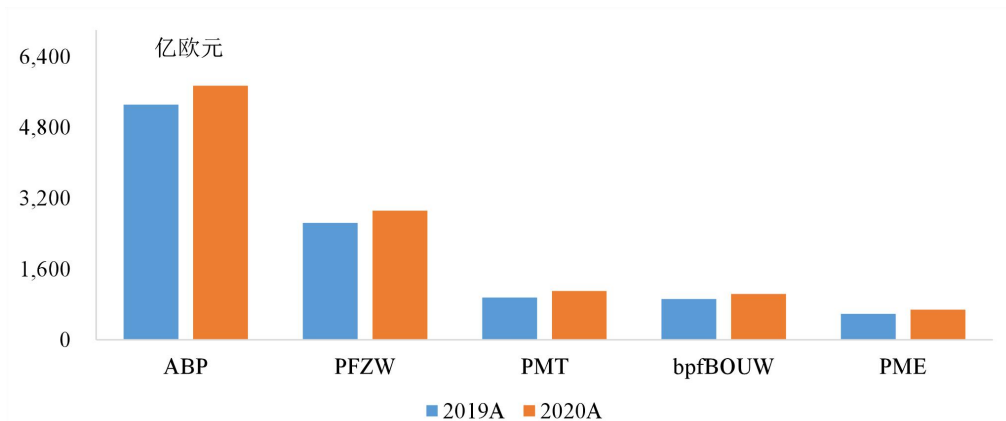


图 8 2019 及 2020 年底第二支柱五大基金总资产

资料来源: ABP、PFZW、PMT、BpfROUW、PME 官网。

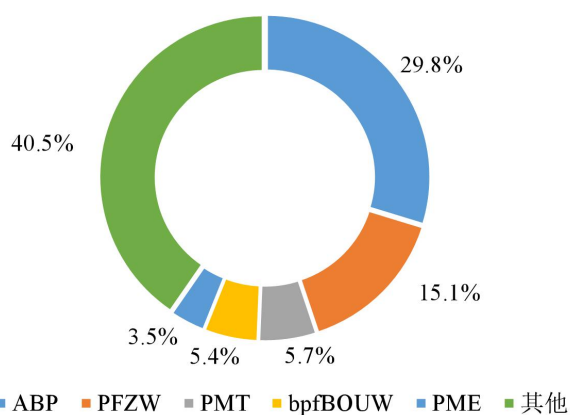


图 9 2020 年底第二支柱五大基金市占率 (按总资产)

资料来源: ABP、PFZW、PMT、BpfROUW、PME 官网。

二、荷兰 ABP 的运营管理

ABP (全称 Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds, 荷兰公共部门养老金) 成立于 1922 年, 其前身为荷兰公务员养老金。ABP 的管理架构为: ABP 基金会负责基金运营及服务、制定投资战略, 专业投资子公司 APG 负责资产管理的实际操作。据 IPEresearch 排名, ABP 养老金资产规模长期稳居欧洲前二, 该基金为荷兰最大的养老基金。截至 2020 年底, 共计 305.2 万人参与 ABP (含前参与者), 占荷兰总人口的 17.5%。

ABP致力于养老金管理					
客户视角：良好的服务		ABP员工视角：有吸引力的工作机遇		社会视角：效益优良	
具备服务养老金参与者和雇主的经验	资产管理以可持续和负责任的方式获得最佳回报	ABP计划简单、易于管理及解释	实现养老金规模、安全性、收益性之间的平衡	致力于在荷兰建立良好的养老金系统	是养老金创新领域的专家

图 10 ABP 养老金整体经营思路

资料来源：ABP 年报。

（一）ABP 负债端管理研究

1. ABP 资金来源及构成

ABP 为积累制职业养老金，筹资比例每年有所不同。截至 2020 年 12 月 31 日，筹资比例为雇员工资收入的 24.9%，上限为 110111 欧元/年/人，其中雇主、雇员各缴纳应缴费用的 70%、30%。自 2021 年开始，筹资比例从雇员工资的 24.9% 提升至 25.9%，上限提升至 112189 欧元/年/人。ABP 的缴费实行 EET 模式，对雇主和雇员向 ABP 的缴费以及 ABP 的投资收益给予免税待遇，但职工退休后从 ABP 领取的养老金要缴税。

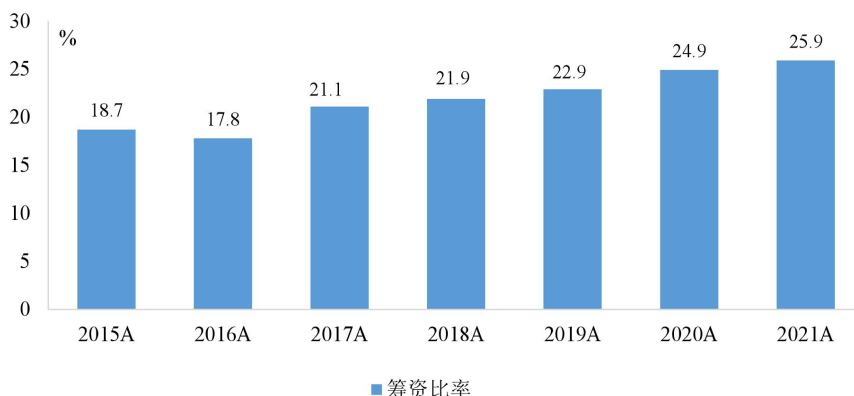


图 11 ABP 筹资比率

资料来源：ABP 年报。

2. ABP 养老金支付情况

（1）养老金支付额度

ABP 是强制参加的待遇确定型（DB 型）养老金，养老金待遇水平取决于缴费工资水平和缴费年限。ABP 董事会每

年根据政府部门和教育部门雇员的工资增长情况以及 ABP 养老基金的财务状况决定是否对养老金待遇进行调整以及具体的调整幅度。2020 年, ABP 的养老金支付总额度为 123.8 亿欧元。

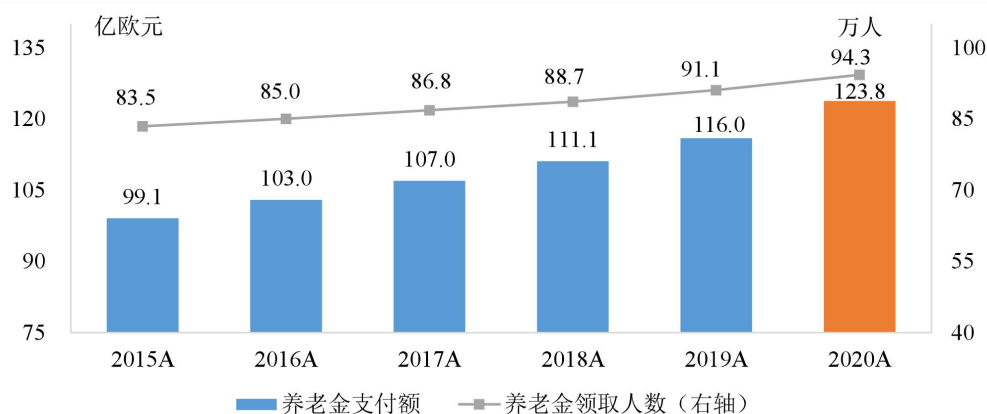


图 12 ABP 养老金支付总额

资料来源: ABP 年报。

(2) ABP 替代率

ABP 的替代率较高。以 ABP 养老金期内人均支付额度为分子, 荷兰国家统计局披露的荷兰人均可支配收入为分母, 计算得出 2015 至 2020 年 ABP 的替代率在 60%-65% 区间内。

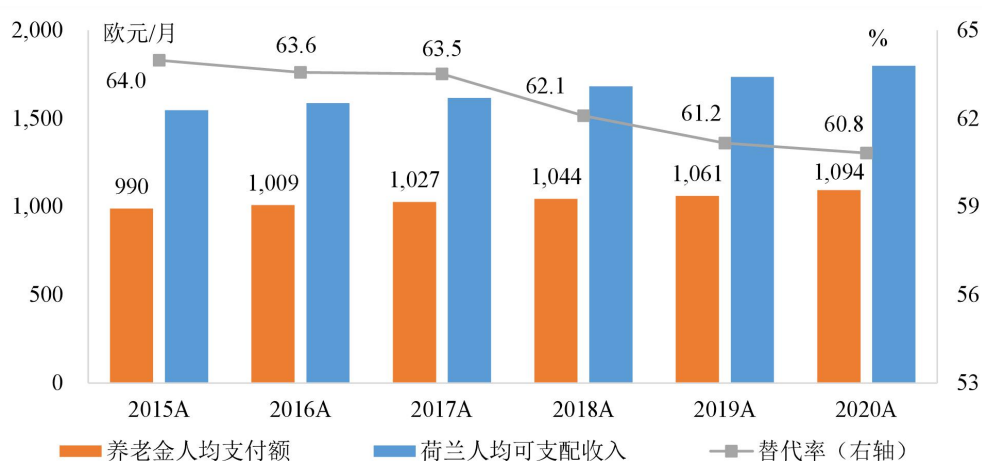


图 13 人均每月支付额度、替代率⁴

资料来源: ABP 年报、荷兰国家统计局 (CBS)。

⁴ 替代率=ABP 人均年付支付额度/荷兰人均可支配收入, 人均可支配收入数据来自 CBS, 链接: <https://opendata.cbs.nl/#/CBS/en/dataset/84458ENG/table?searchKeywords=Per%20capita%20disposable%20income>。

(3) ABP 结余及资产支付比

ABP 结余增长，资产支付比稳定。截至 2020 年 12 月 31 日，ABP 的可用资本（基金结余）为 4953 亿欧元，同比增长 6.4%；2015 至 2020 年 ABP 可用资本年复合增长率为 7.1%。

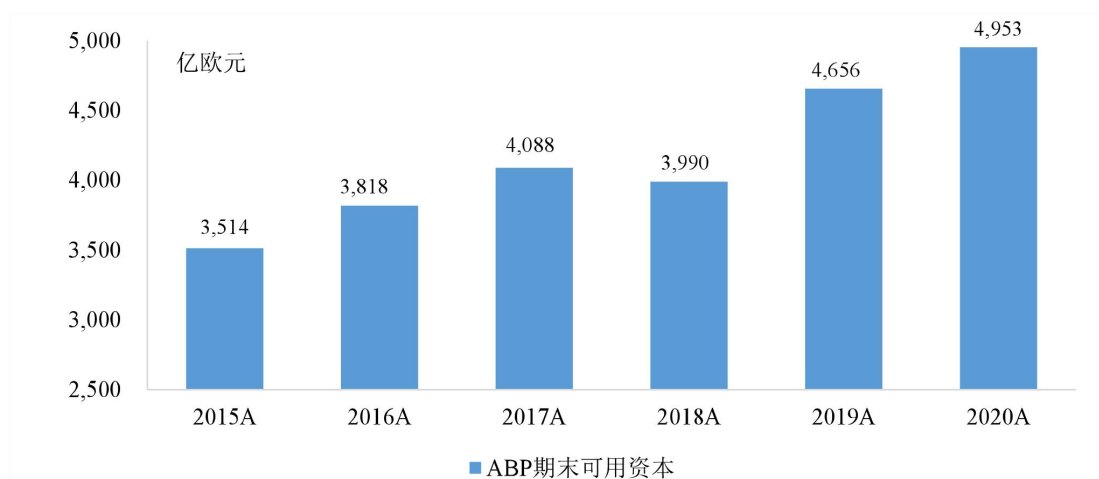


图 14 ABP 基金结余（期末可用资本）

资料来源：ABP 年报。

2015 至 2020 年，ABP 的资产支付比（养老金支付额/期内平均可用资本）在 2.6%-2.9% 区间内，整体稳定。

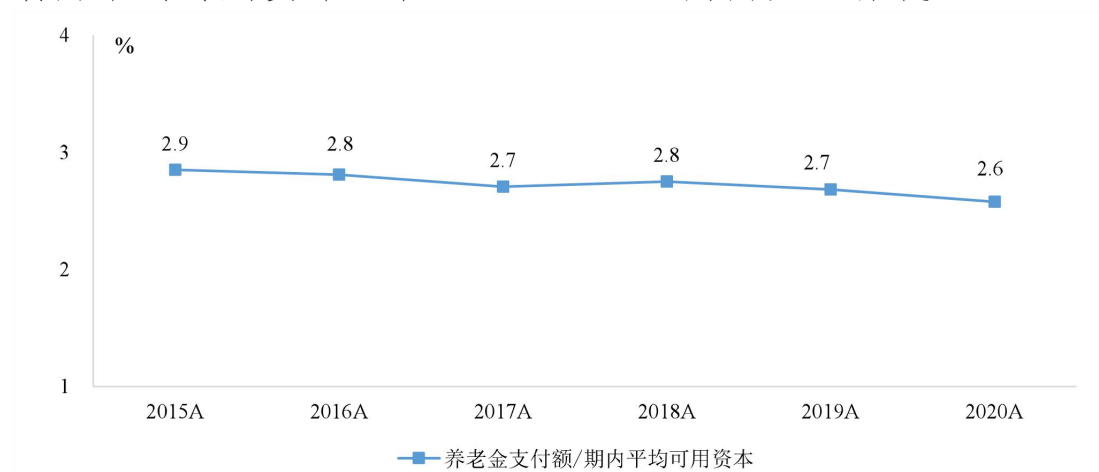


图 15 ABP 资产支付比

资料来源：ABP 年报。

3.ABP 养老金收支情况

ABP 养老金的收入来源主要是养老金缴费和投资收益，其中投资收益的波动较大。

(1) ABP 人均养老金缴费

为应对养老金支付压力，ABP 近年提高了养老金缴费比率。2015 至 2020 年，ABP 当期净缴费额从 75.9 亿欧元年复合增长 9.1% 至 117.4 亿欧元，ABP 的人均净缴费（净缴费/当期活跃参与者人数）从 585.3 欧元/月提升至 830.4 欧元/月。

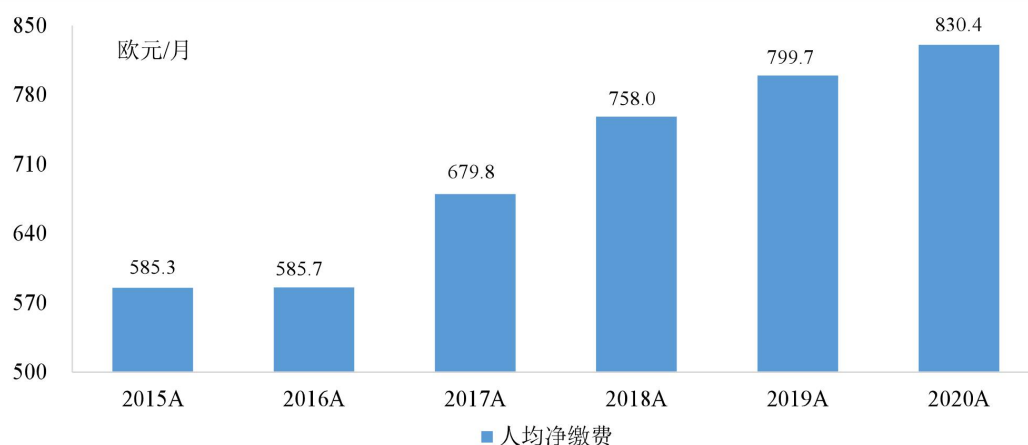


图 16 ABP 人均净缴费

资料来源：ABP 年报。

(2) ABP 投资收益金额

ABP 年投资收益净额波动较大。2015 至 2020 年，ABP 的投资收益净额分别为 94.0、330.0、287.4、-92.5、669.4、306.0 亿欧元；利润表净投资收益科目分别为 95.1、331.1、289.1、-88.6、674.1、306.2 亿元（差额在于前者比后者多剔除了一部分投资支出）。

表 1 2014 至 2020 年 ABP 收支列表（单位：百万欧元）⁵

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
收入	51,885	17,103	40,873	37,971	1,412	78,447	42,253
养老金缴费净额	8,414	7,589	7,765	9,064	10,267	11,041	11,631
净投资收益	43,471	9,514	33,108	28,907	-8,855	67,406	30,622
毛投资收益	43,868	9,904	33,498	29,309	-8,434	67,894	31,097
投资费用	-397	-390	-390	-402	-421	-488	-475
支出	-64,961	-30,992	-43,994	-7,374	-30,319	-77,085	-66,154
养老金支出	-9,396	-9,911	-10,296	-10,699	-11,110	-11,597	-12,382

⁵ 养老金负债准备金变动总额受养老金缴费收入带来的未来支出额度变动影响，并受贴现率变动影响。随着利率下行，ABP 贴现率下降，譬如 2019 及 2020 年为 2.8%，2021 年变更为 2.4%。

养老金负债准备金变动总额	-56,980	-21,242	-33,676	3,387	-19,356	-65,322	-53,535
其他	1,415	161	-22	-62	147	-166	-237
收支差额	-13,076	-13,889	-3,121	30,597	-28,907	1,362	-23,901

资料来源：ABP 年报。

(3) ABP 年度收支差额

2014 至 2020 年，ABP 的收支差额各为-130.8、-138.9、-31.2、306.0、-289.1、13.6、-239.0 亿欧元，主要受当期投资收益和养老金负债准备金变动额影响。

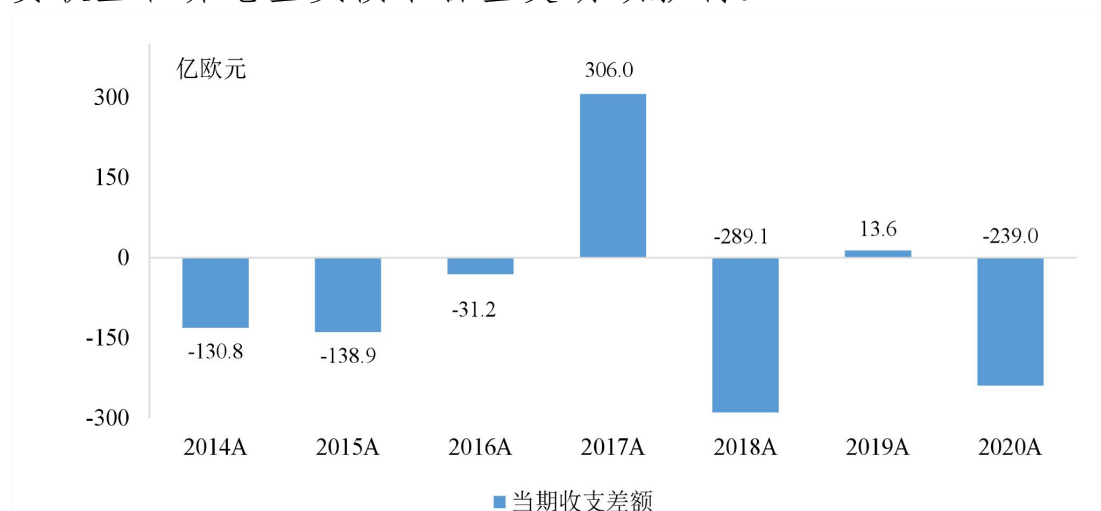


图 17 ABP 当期收支差额

资料来源：ABP 年报。

(二) ABP 资产端管理研究

ABP 养老基金由其附属的 APG 投资公司负责资产管理。截至 2020 年 12 月 31 日，ABP 总投资资产为 4953 亿欧元。为分散风险，ABP 的投资范围涉及全球 100 个国家数以千计的投资品，资产类型主要包括股票、固定收益类、房地产、另类投资及其他，其中欧洲市场约占一半。过去 20 年间，ABP 年均收益率达 7% 以上。

1. ABP 投资的组织架构及公司运营机制

(1) 向主管部门的汇报机制

ABP 受荷兰中央银行及金融市场管理局监管。荷兰中央银行的审慎监管旨在确保养老基金运营的稳健性，侧重监管

养老金的结构控制，以及雇员、雇主、养老金之间的关系。金融市场管理局则负责监管 ABP 的具体投资行为。ABP 遵守欧盟《职业退休服务机构的活动中及监管》。据此，ABP 行政办公室与独立的风险管理、审计、精算等机构合作，并在各财报年度报经荷兰中央银行批准之后发布财报。ABP 官网提供参与者本人查询养老金缴费及收益明细的链接。

(2) 董监高架构

ABP 为基金会形式的非营利机构，董事会下设风险管理委员会、BC 政策委员会、投资决策委员会、审计委员会、申诉委员会。

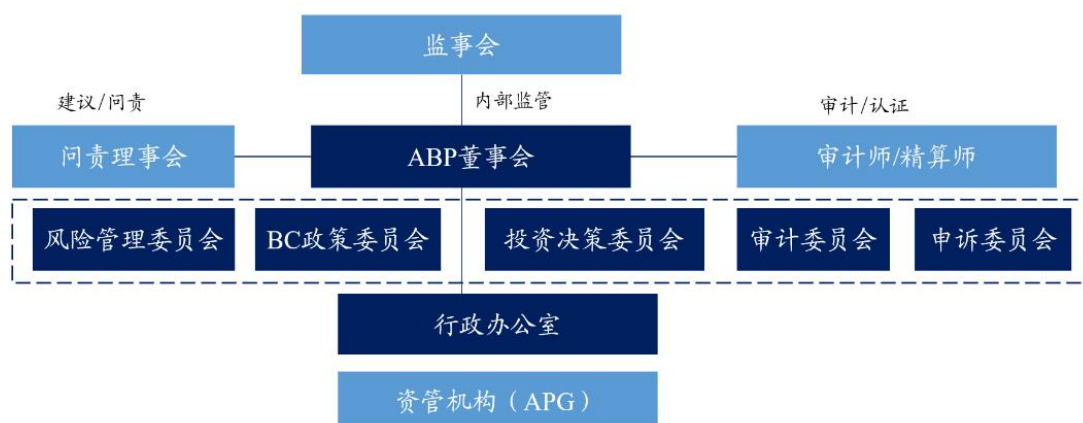


图 18 董监高组织架构

资料来源：ABP 官网。

董事会是 ABP 的最高权力机构，由雇员、雇主和退休人员的 13 名代表成员组成，主要负责公司战略、决策层事宜。ABP 监事会由五名独立专家组成，负责监督养老基金和董事会、审批年度报告、薪酬政策等。问责理事会和审计师、精算机构承担 ABP 的外部监督职能。其中，问责理事会是荷兰法律规定必须具备的问责机构，向董事会提出建议和意见，ABP 问责理事会有 48 名成员，其中 18 名成员代表雇员，14 名成员代表养老金领取者，16 名成员代表雇主。行政办公室

负责 ABP 日常运营管理，截至 2020 年底约有 40 名员工。

ABP 本身不直接进行养老金投资，主要由子公司 APG 履行投资职能，并进行一部分委外投资。因此，ABP 的投资决策机制主要体现在董事会和投资决策委员会的投资战略制定上（涉及大类资产配置比例、资产分配至 APG 或第三方机构的比例），并不涉及具体的投资策略。

（3）投资决策机制

ABP 设有投资决策委员会，董事会每三年制定一次投资战略，投资决策委员会向董事会提议投资战略并监督该战略实施，并不定时向董事会提供投资建议，同时获得行政办公室的日常支持。据此，ABP 有一支专业团队始终致力于制定投资政策、把握投资风险、掌握投资动向。

2.ABP 投资管理模式

（1）ABP 投资理念及投资目标

ABP 的投资理念和目标在于实现投资成本、回报、风险和可持续性之间的均衡，在可接受的风险下获得最大投资回报。一是进行可持续且负责任的投资。截至 2020 年 6 月底，ABP 有 650 亿欧元的资金投向助力联合国可持续发展目标的公司，并连续第三年被可持续发展投资者协会（VDBO）评为“荷兰最可持续的养老基金”。二是关注房地产、基础设施、私募股权等长期投资机会，充分利用养老金的久期优势。三是注重市场的有效程度，据此决定主动投资的比例。四是把握投资风险和收益之间的平衡，并兼顾成本与收益。五是通过多元化投资分散风险，关注新兴市场投资机会。

(2) 大类资产配置

ABP 将投资资产分为固定收益类投资、股票投资、房地产、另类投资、其他投资五大类。其中，固定收益类投资主要包括公司债、短期政府债、长期政府债、抗通胀债券、新兴国家债券；股票投资分为发达市场股票和新兴市场股票，另类投资包括私募股权、大宗商品、对冲基金、基础设施、机会基金。

ABP 的目标资产配置比例是 40% 的风险较小的固定收益类投资和 60% 的风险较大的其他类别投资。其中股票投资 35%，房地产投资 10%，衍生品等另类投资 15%。实际投资比例与目标比例较接近，2020 年底固定收益类投资 38.0%、股票 33.1%、房地产 8.9%、另类投资及其他 20.0%。

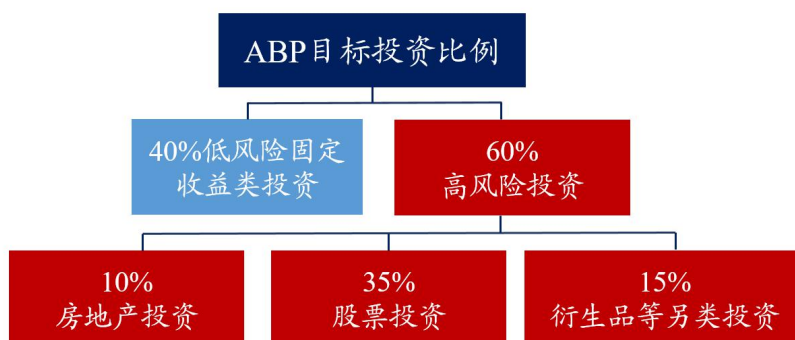
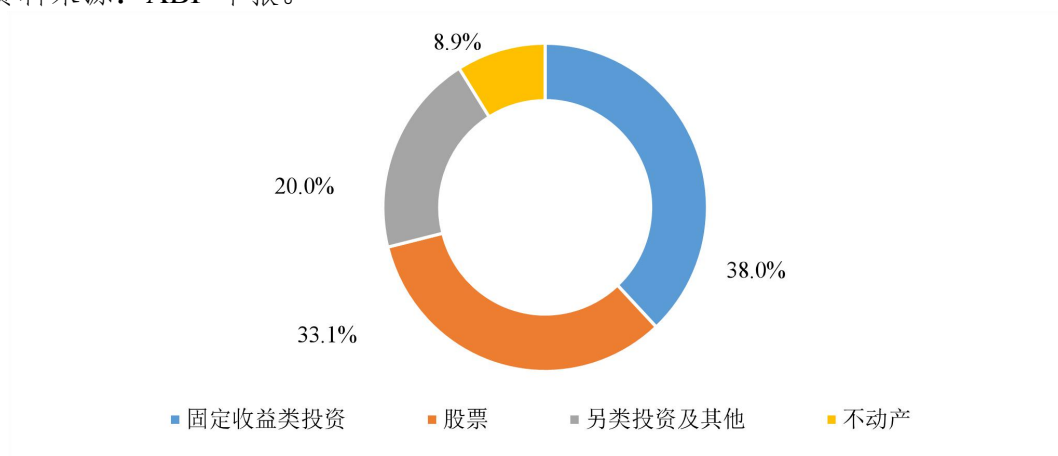


图 19 养老基金投资类别指引

资料来源：ABP 年报。



资料来源：ABP 年报。

ABP 股票投资集中在发达国家。2020 年底，ABP 投资的发达国家股票、新兴国家股票各占 77.9%、22.1%。从股票投资的行业偏好来看，ABP 重仓全球核心资产，尤其择机增持核心科技公司。

ABP 固定收益投资主要集中在公司债和政府债。同时，为应对跨国投资时的海外国家通货膨胀风险，ABP 进行部分抗通胀债券投资。截至 2020 年底，ABP 的固收投资细分结构为：公司债（34.5%）>长期政府债（26.8%）>短期政府债（23.4%）>新兴市场债券（12.6%）>抗通胀债券（2.6%）。

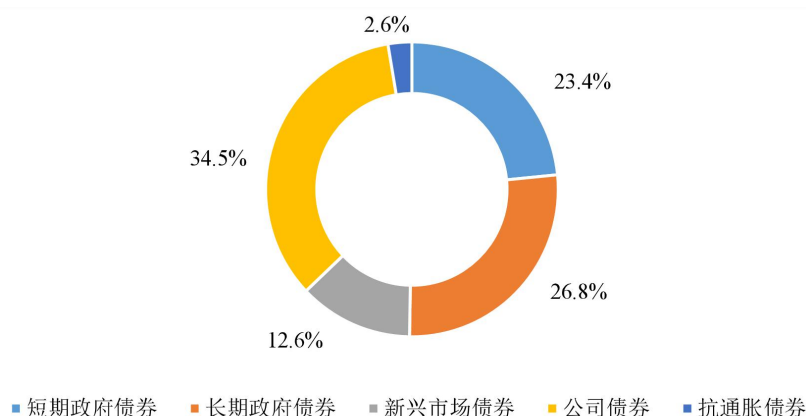


图 21 2020 年底 ABP 固收类投资结构⁶

资料来源：ABP 年报。

ABP 也积极投资私募股权、大宗商品、对冲基金、基础设施等另类投资产品。ABP 充分利用养老金的久期优势来持有全球的大型基建资产。截至 2020 年底，ABP 另类资产投资结构为：私募股权（31.5%）>大宗商品（26.5%）>对冲基金（20.5%）>基础设施（16.5%）>其他（4.5%）>机会基金（0.5%）。

⁶ 由于四舍五入原因，各分项比例之和不一定等于 100%，下同。

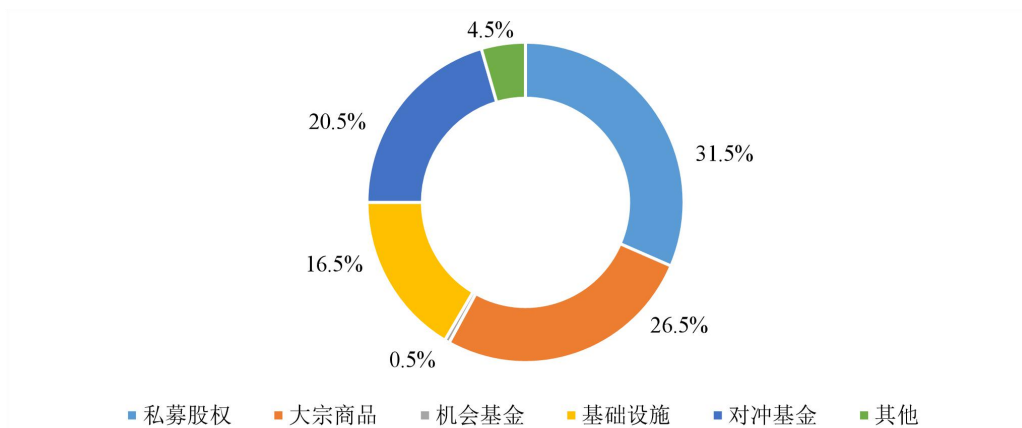


图 22 2020 年底 ABP 另类及其他投资结构

资料来源：ABP 年报。

(3) 投资地域构成

ABP 在全球 100 多个国家或地区投资，实现资产全球配置。ABP 投资中，95%以上投资海外，85%以上投资发达市场。截至 2020 年底，ABP 全口径投资资产的地区配置比例为：北美(36.3%)>除荷兰外的欧元区(28.0%)>亚太(13.6%)>除欧元区外的欧洲 (10.9%) >荷兰 (8.7%) >其他 (2.7%)，欧洲地区合计投资占比 47.6%，欧洲与北美合计占比 83.9%。

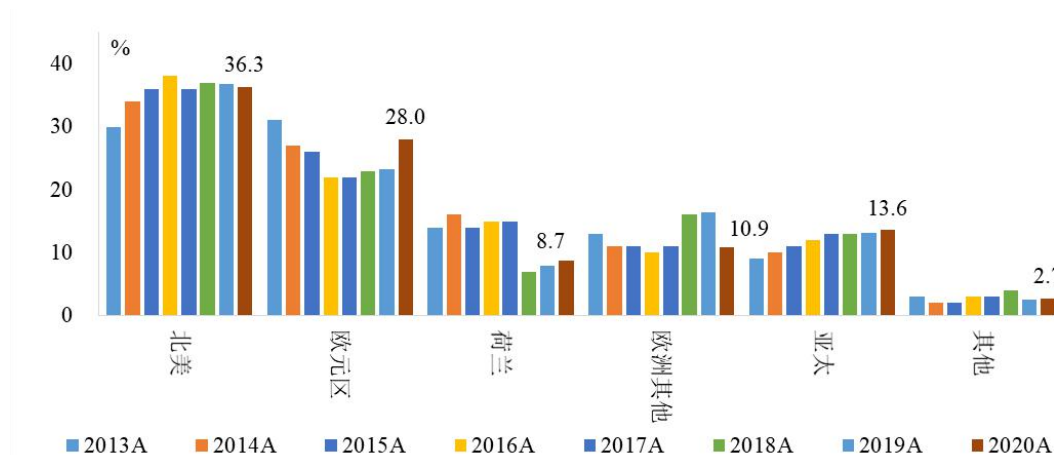


图 23 ABP 投资结构按地理区域⁷

资料来源：ABP 年报。

⁷ 欧元区是指除荷兰以外的欧元地区，欧洲其他是指除了欧元区以外的其他欧洲地区，下同。

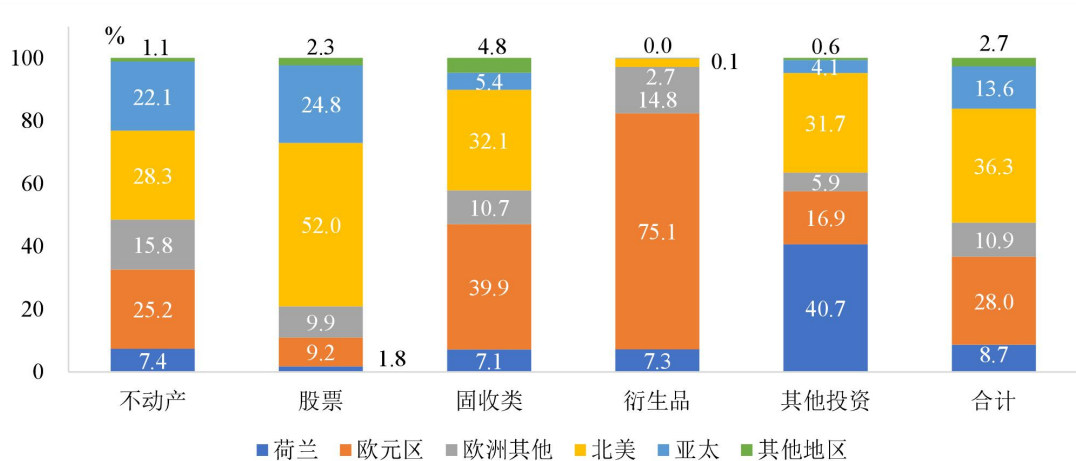


图 24 2020 年底 ABP 各大类资产投资结构

资料来源：ABP 年报。

(4) ESG 投资⁸

APG 一直把环境、社会和公司治理的因素融入到投资环节和资产类别选择中，并坚信这是其能在过去几年里维持理想投资回报的成功关键之一。ESG 投资理念贯穿荷兰 APG 资产管理公司从组织架构到投资研究的方方面面。APG 相信，如果投资者能够从投资策略层面更好地运用 ESG 因素进行投资，将使其对投资风险有更全面的了解，并将做出更好的投资决策。从公司层面，APG 以八项责任投资原则为纲领，搭建完善的 ESG 投资管理体系。APG 设立的全球责任投资与治理（GRIG）团队负责监督、指导日常责任投资工作，同时，APG 开发了内部集中式知识管理系统（KMS），可用来跟踪与投资公司的合作以及其他相关研究、财务信息和 ESG 信息。从投资策略层面，在 ESG 投资管理体系的基础上，针对每种资产如何执行负责任的投资政策量身定制不同的投资策略，并制定了具体指导方针。ABP 有意识地选择投资对象，以符合可持续和负责任的投资愿景。ABP 不投资在荷兰

⁸ 资料来源：李文、李宏纲、刘军峰，《ESG 投资在养老金投资中的国际借鉴》，《中国养老金融发展报告（2020）》，p419-442。

签署的国际条约中所禁止的武器生产商（不投资涉及制造炸弹、地雷、生化武器、核武器及其重要部分、烟草的公司），不投资因武器禁运问题受联合国或欧盟制裁的国家所发行的政府债券。

（5）自营与委托投资的比例

ABP 采取 100%委外投资的模式，包括委托子公司 APG 和第三方投资机构。其中 APG 每月报告投资组合结构变化及其风险变化，制定投资政策、提供建议。

（6）投资业绩表现

ABP 近 20 年（2001 至 2020 年）的年均投资回报率约 7%；近 10 年（2011 至 2020 年）均值为 7.9%；近 5 年（2016 至 2020 年）均值为 7.6%，与荷兰第二支柱前五大养老金的整体水平相当。除 2018 年股票投资出现亏损和债券市场收益不佳，2012-2017 年、2019-2020 年 ABP 均有良好表现。

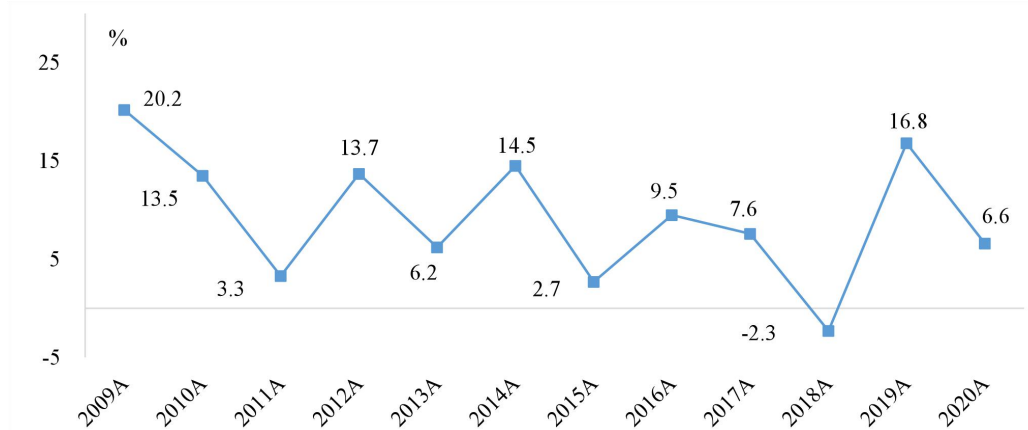


图 25 ABP 养老金历年总投资收益率

资料来源：ABP 年报。

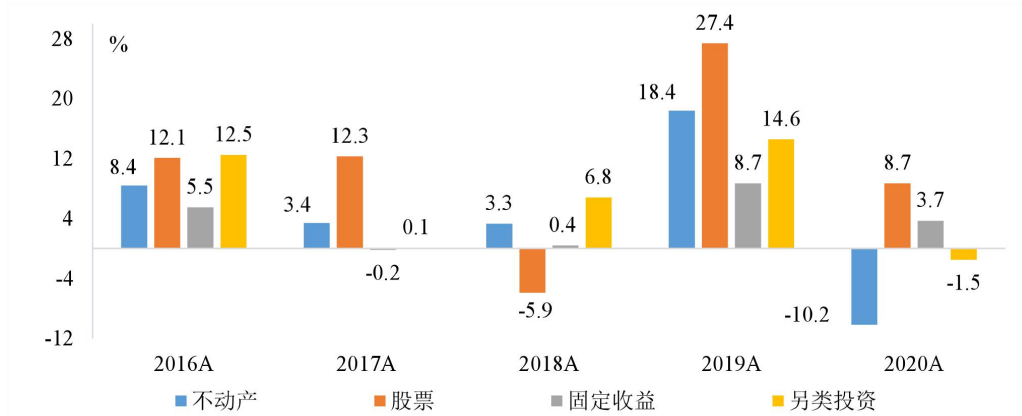


图 26 ABP 养老金按类别投资收益率

资料来源：ABP 年报。

3. 投资估值体系

(1) 一般估值方法

ABP 根据客观数据的可用性，按优先级顺序使用以下评估方法来确定投资资产的公允价值。仅当事实证明较高优先级的方法不适用时，才采用下一种估值方法。

①按市值计价：一般情况下，投资品计价采用从独立价格信息提供商处获得的价格，为市场报价。

②经纪商定价：如果没有市场报价和从独立价格信息提供商的价格，或者认为该价格不合理，则公允价值的计量应基于至少三个不同经纪人的报价。

③模型定价：上述两种情况不适用时，使用 ABP 的定价模型来定价，定价模型至少每年由外部专家评估一次。

④外部估计：上述三种情况不适用时，参考外部机构定期提供的投资品公允价值估计来计量其价值。

⑤内部估计：如果没有可靠信息作为 ABP 估值模型参数，则公允价值基于最佳估计来确定。

(2) 具体资产类别的账面价值计量

①房地产投资以公允价值计量，并尽可能以市场报价为

准。在没有报价的情况下，使用资产净值。房地产基金的权益价值按资产净值确认。

②股票、可转换债券以公允价值计量，采用市场报价。

③私募股权投资以模型为基础、以公允价值计量，并根据市场信息、流动性风险及交易对手风险等级进行调整。

④固定收益投资中，债券以公允价值计量，以报价的市场价格为基础进行计量，并根据应计利息进行调整。抵押贷款以公允价值计量，基于 ABP 定价模型，该模型涉及提前偿还风险、信贷风险和流动性风险的可变利差。

⑤长期股权投资：以资产净值列示。

⑥公司自用建筑物和其他有形资产按照使用成本和使用价值中的较低者减去折旧值（在预期使用寿命中采取直线折旧法）进行计量。

⑦现金按面值列账。

4.风险管理

（1）风险管理的定位

ABP 指出，对财务风险和执行风险的监控是董事会的首要任务。

（2）风险管理的原则

ABP 通过积极主动的综合风险管理，来识别、分析和控制威胁战略目标实现的各项风险，秉持六项主要风险原则：

①坚持对战略和核心业务风险的控制：ABP 对出于战略原因而主动承担的风险、因养老金管理而被动承担的风险进行区分。

②全面贯彻风险意识：ABP 将风险意识和风险管理贯彻

至各个部门及各项活动。

③公司决策以风险评估为基础：**ABP** 在做出每项决策之前先估计潜在风险的发生概率及影响，根据风险偏好制定应对措施。

④落实风险管理的责任主体：**ABP** 将某项核心任务的风险管理责任落实到该活动的具体负责人。

⑤关注风险管理措施的效率：**ABP** 在制定政策决策和创建风险管理系统时，测试各种控制措施的有效性和效率以选取适合的措施。

⑥动态调整风险管理系统：以应对新出现的或者不断变化的风险。

(3) 风险管理的应对措施/步骤

其一，战略风险。**ABP** 进行 **SWOT** 分析（优势、劣势、机会和威胁）以分析战略风险。

其二，财务风险。为应对资金覆盖率不足的情况，**ABP** 已实施《2019 年金融危机计划》，主要措施是提高养老金的缴费比率，政策制定流程包括阐明政策制定的原因、分析危机情况、提出措施清单、评估措施、董事会提议解决方案、问责制机构发表意见及董事会最终决议七个步骤。

其三，执行风险。**ABP** 的养老金资产管理、咨询、**APG** 资产管理业务支持外包，执行风险由子公司 **APG** 承担。**ABP** 和 **APG** 起草了详细的风险事件手册，旨在预防和解决各类风险情况；此外 **ABP** 还制定了整体危机管理计划，用于应对临时性紧急风险。

其四，投资相关的风险管理举措：①利率对冲政策：**ABP**

利率对冲的最低套期保值率为 25%。②货币对冲：对美元、英镑、瑞士法郎和日元的投资进行了部分对冲，旨在降低汇率波动对投资收益的负面影响。③高风险资产比例设定：基于战略投资计划设定的大类资产目标投资比例，ABP 积极进行主动投资，以把握资产配置的最佳时间窗口。

5. 薪酬激励体系

(1) 董监高及内部员工激励

ABP 本身只负责制定投资战略，而将实际投资活动外包给子公司 APG 或其他机构。因此，ABP 董事会、监事会、行政办公室、员工等的薪酬与投资效益不直接挂钩，且薪酬波动较小。董事会成员采取与工作时长挂钩的固定薪酬。ABP 行政办公室员工工资与政府及教育部门集体工资水平挂钩。ABP 监事长每年 30000 欧元，监事会成员每年 25000 欧元。问责机构的成员参与会议将获得出席费。

(2) 对于外部投资人（包括 APG）的薪酬激励

ABP 事先与外部投资人设置一定的投资业绩标准（业绩标准与市场表现挂钩，存在浮动），当对方达到标准时，获取绩效奖励（额度与具体收益率挂钩）及管理费用，否则只有管理费用。

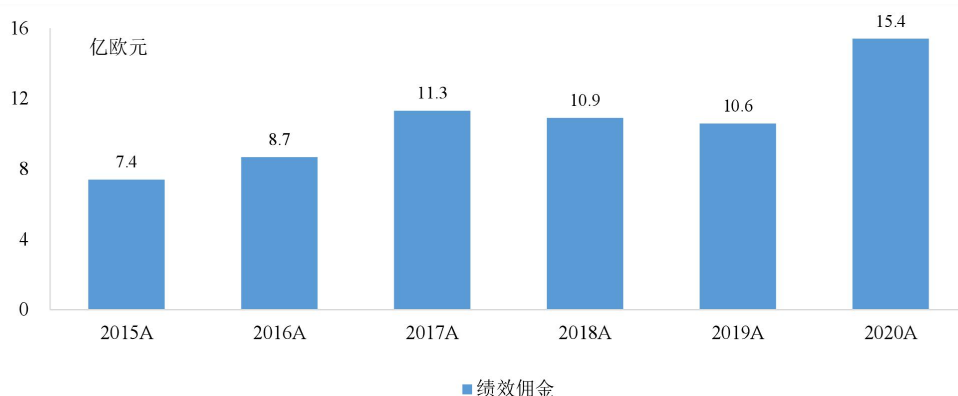


图 27 ABP 投资的绩效佣金

资料来源：ABP 年报。

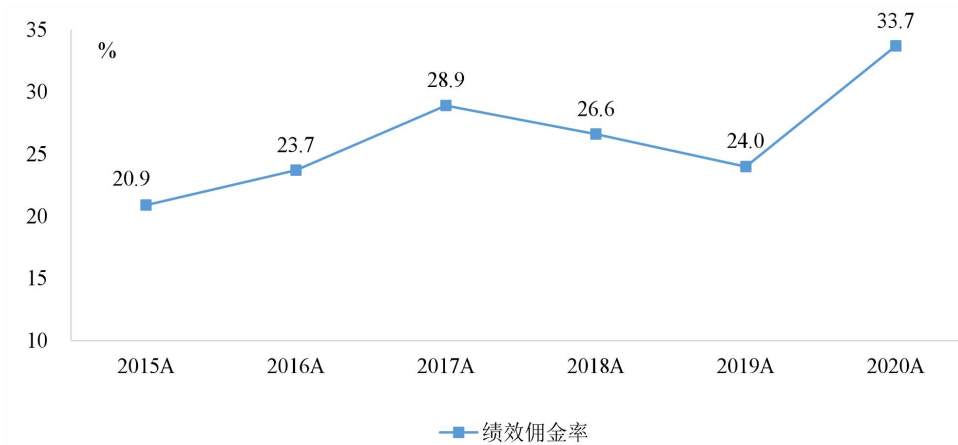


图 28 ABP 投资的绩效佣金率

资料来源：ABP 年报。

6. 成本管理

(1) ABP 资产管理费用内涵

ABP 资产管理费用分为管理费用、绩效费用和交易费用三个门类。管理费与投资组合结构有关，非流动性投资比流动性投资的管理费更高；第三方机构的管理费用高于子公司 APG 的管理费用。绩效费：只有外部投资经理（包括子公司 APG）的实际投资收益率超过了约定的基准回报率，才收取绩效费。交易费用：交易费用是 ABP 委托买卖投资产生的成本，与资产规模、投资方式相关，主动投资和频繁交易会提高交易费用。

(2) ABP 资产管理费用总额及费用率趋势

2020 年，ABP 的资产管理总费用为 35.5 亿欧元。2015-2020 年，ABP 单个参与者的管理成本从 84 欧元/人/年逐年下降至 67 欧元/人/年，主要归功于规模效应、执行及沟通效率的提升。

(3) ABP 资产管理费用内部结构

2020 年 ABP 的管理费用、绩效费用、交易费用各为 14.8、15.4、5.3 亿欧元，在总资产管理费用中的占比各为 41.6%、

43.4%、15.0%，费用率分别为 32.3bps、33.7bps、11.6bps。

三、荷兰 ABP 的特点及对我国的启示

(一) 成功要素

1. 三支柱体系架构：实现高福利

荷兰养老金体系由基本养老金（第一支柱）、职业养老金（第二支柱）以及个人养老金（第三支柱）构成。荷兰目前仍在坚持养老金制度改革，在私营部门保持出色的养老金覆盖率，为未来预留大量资产，并在每个分项指数中获得高分，这也说明目前荷兰拥有较为完善有效的养老金制度体系。

由于中国老龄化趋势导致的第一支柱偿付压力较大，同时第二支柱覆盖率较低，第三支柱刚刚起步相关。《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出“发展多层次、多支柱养老保险体系，提高企业年金覆盖率，规范发展第三支柱养老保险”。建议增强第一支柱可持续性，注重第二、第三支柱的发展，有效发挥其补充养老保障的功能，通过税收优惠等政策加以鼓励和引导，加强个人账户透明性，发挥投资管理人的专业投资能力，增加投资收益。

2. 第二支柱强制性：有效扩充覆盖面

荷兰职业养老金计划是一项强制属性的补充养老保障制度，为雇员提供补充养老，有效改善居民退休后的生活水平。养老金缴费从工资中扣除，员工加入企业就自动参与职业养老金计划，且企业如退出某行业养老金计划将有较大数额的罚款。

当前我国职业养老金根据参与者职业身份不同分为企业年金和机关事业单位职业年金，其中职业年金类似于强制参与，目前只覆盖编制内员工。企业年金是企业自愿建立的补充养老计划，截至 2020 年底，参与企业 10.5 万户，参与职工 2718 万人，同期全国就业人员 75064 万人⁹，仅占 3.62%。未来，建议职业年金制度逐步覆盖全体机关事业单位工作人员，缩小编制内与编制外人员未来养老待遇差异。同时，建议企业年金采取自动加入计划、自动增加缴费的模式，即员工加入企业就自动参与企业年金计划，企业和员工的缴费比例可以依据企业的经营情况，初期设定较低比例，逐渐增加至最高标准。

3.ABP 养老金发放：动态调节待遇水平

荷兰第二支柱中的 ABP 董事会每年根据政府部门和教育部门雇员工资增长情况以及 ABP 养老基金的财务状况决定是否对养老金待遇进行调整以及具体的调整幅度。2015-2020 年，ABP 的人均支付额度从 989.7 欧元/月年复合增长 2.0%至 1093.8 欧元/月；养老金的领取人数从 83.5 万人年复合增长 2.5%至 94.3 万人。

我国自 2005 年-2021 年以来连续第 17 年调整企业退休人员基本养老金领取水平，养老金待遇年增长率从前期的每年 10%逐步下降为近年的 5%。原来养老金基数较低，所以增幅较快，是一个补涨的过程。经过十几年的上涨，现在退休人员每月领取的养老金水平有了大幅提升。建议未来在充分考虑投资收益率、潜在养老金给付水平的条件下动态调节

⁹ 资料来源：《2020 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》。

养老金发放的待遇标准。

4.ABP 治理：专业分工，提升效率

ABP 本身雇员人数仅有约 40 位，ABP 投资战略由董事会、投资决策委员会制定。ABP 所有资金全部委托子公司 APG 及其签约方（合作伙伴）负责。ABP 事先与外部投资人（包括子公司 APG）设置一定的投资业绩标准，当对方达到标准时，获取绩效奖励（额度与具体收益率挂钩）及管理费用，否则只有管理费用。ABP 利用业绩报酬调动外部投资人积极性，充分利用各方专业优势，在保证长期投资业绩基准的情况下，提升投资业绩。

社保基金自成立以来年均投资收益率 8.51%¹⁰，2008 年至 2020 年企业年金基金年均投资收益率达 7.19%；而 ABP 投资的股票主要集中在发达国家，近 20 年的年均投资收益率为 7%，投资收益率与我国的社保基金、企业年金的年均投资收益率相当。建议社保基金和企业年金在基金管理过程中，可进一步强化业绩考核及绩效奖励机制，提升投资收益率及运营效率。

5.ABP 投资：全球及多元化资产配置，充分利用长久期属性

资产全球配置有助于分散地域风险，捕捉全球优质资产。ABP 资产配置覆盖全球 100 多个国家或地区，真正实现多地、多品类投资以分散风险，并获取全球各地优质资产的投资机遇，如把控新兴市场国家房地产市场景气周期，投资美国及新兴市场优质科技公司。房地产投资收益率稳定，但

¹⁰ 资料来源：《全国社会保障基金理事会社保基金年度报告（2020 年度）》。

流动性相对较低，快速变现能力较差，而养老金的负债端具备长久期属性，赎回压力小，因此在房地产投资方面具备天然优势。**ABP** 将约 10% 的资金投向房地产，充分利用自身优势，获得稳定收益。

相比 **ABP** 的投资范围与投资比例，建议扩大我国全国社保基金及职业养老金投资范围和投资比例，实现资产配置多元化。社保基金的投资范围比较广泛，包括境内和境外投资，但根据《2020 年社保基金年度报告》，境外投资占比仅为 9.69%，2021 年 1 月 1 日开始实行的《关于调整年金基金投资范围的通知》规定年金基金财产的新投资范围，限于境内投资和香港市场投资。建议全国社保基金、基本养老金以及职业养老金积极投资海外市场，不但可以分散地域风险，同时能享受来自全球优质企业价值增长的红利。此外，在 GDP 增速新常态及利率下行的大背景下，加大股票及另类投资的比例可在一定程度上巩固甚至提升投资表现。

6.ABP 风控：设立大类资产投资框架，控制汇率、利率及政策风险

ABP 制定了大类资产投资框架，进行 40% 的低风险投资及 60% 的较高风险投资。投资中，**ABP** 主要兼顾了汇率风险、利率风险及政策风险。为了管理上述风险，**ABP** 通过衍生品对冲转移全球投资导致的汇率风险，通过高风险的股票、房地产及另类投资来降低利率下行对投资表现的负面影响。

我国目前社保基金境内投资范围不包含衍生品，境外投资范围包括用于风险管理的掉期、远期等衍生金融工具；基本养老金“参与股指期货、国债期货交易，只能以套期保值

为目的，并按照中国金融期货交易所套期保值管理的有关规定执行；在任何交易日日终，所持有的卖出股指期货、国债期货合约价值，不得超过其对冲标的的账面价值”；职业养老金境内投资范围包含股指期货和国债期货，仅以套期保值为目的。建议扩大社保基金和职业养老金的投资范围，使用衍生品工具帮助养老金对冲短期市场波动带来的投资收益大幅变动。

（二）面临的挑战

DB 计划加重负担，高福利难以维继。荷兰第二支柱养老金主要采用 DB 计划，随着老龄化的加剧及人均寿命的延长，养老金支付压力增大，这促使荷兰政府提高退休年龄以应对老龄化。此外，人口老龄化环境中，养老福利过高拖累养老金计划的支付能力。ABP 董事会已通过决议，自 2021 年开始，筹资比例从雇员工资的 24.9% 提升至 25.9%，以满足养老金支付。DB 计划及社会福利过高，将可能导致老龄化日益严重的社会中居民退休年龄延后且缴费增加。

参考文献：

- [1] ABP Annual Report 2020, Available at: <https://www.abp.nl/english/financial-situation/annual-report.aspx>.
- [2] Pension Premium of ABP, Available at: <https://www.abp.nl/pensioen-bij-abp/pensioenpremie/>.
- [3] Investment Philosophy of ABP, Available at: <https://www.abp.nl/over-abp/financiele-situatie/jaarverslag.aspx>.
- [4] AOW Pension Age, Available at: <https://www.svb.nl/en/aow-pension>.
- [5] SVB Annual Report 2020, Available at: <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/jaarverslagen/2021/05/18/jaarverslag-svb-2020>.
- [6] Variability in pension products: a comparison study between The Netherlands and Denmark.
- [7] Karen M. Anderson. Financialisation meets collectivisation: occupational pensions in Denmark, the Netherlands and Sweden[J]. Journal of European Public

Policy,2019,26(4).

[8] Tobias Wiß. Reinforcement of pension financialisation as a response to financial crises in Germany, the Netherlands and the United Kingdom[J]. Journal of European Public Policy,2019,26(4).

[9] Johan De Deken. Towards a comprehensive explanation of the development of occupational pension. The interplay between welfare state legacies, industrial relations, and housing regimes in Belgium and the Netherlands[J]. Social Policy & Administration,2018,52(2).

[10] Lans Bovenberg,Raymond Gradus. Reforming occupational pension schemes: the case of the Netherlands[J]. Journal of Economic Policy Reform,2015,18(3).

[11] MARIKE KNOEF,JIM BEEN,ROB ALESSIE,KOEN CAMINADA,KEES GOUDSWAARD,ADRIAAN KALWIJ. Measuring retirement savings adequacy: developing a multi-pillar approach in the Netherlands[J]. Journal of Pension Economics and Finance,2014,15(1).

[12] Paul Bridgen,Traute Meyer. The Politics of Occupational Pension Reform in Britain and the Netherlands: The Power of Market Discipline in Liberal and Corporatist Regimes[J]. West European Politics,2009,32(3).

[13] Wim van Oorschot,Cees Boos. Dutch Pension Policy and the Ageing of the Population[J]. European Journal of Social Security,1999,1(3).

[14] Jan H.M. Nelissen. Lifetime income redistribution by the old-age state pension in The Netherlands[J]. Journal of Public Economics,1995,58(3).

[15] 李文、李宏纲、刘军峰,《ESG 投资在养老金投资中的国际借鉴》,《中国养老金融发展报告(2020)》,p419-442。

【本文由汇添富基金管理股份有限公司李宏纲供稿,中国证券投资基金业协会胡刚伟、陆秋楠审校】