**澳大利亚养老金资产管理**

**经验借鉴与启示**

**作者：**高敏 袁思农

高敏：华商基金管理有限公司副总经理，中国养老金融50人论坛核心成员，研究领域为财会、人力资源、养老金融。

袁思农：现供职于华商基金养老金业务部，研究领域为应用经济、养老金融。

**摘要：**澳大利亚三支柱养老金体系是世界上最成熟的养老金体系之一，包括第一支柱基本养老金、第二支柱保障型超级年金、第三支柱自愿型超级年金和作为储备养老金的未来基金。

基本养老金属于待遇确定型养老计划，费用来源于每年的税收等财政收入，不涉及投资运营；保障型超级年金实行基金累积制，主要是缴费确定型，来源于强制性的雇主缴费，并通过委托代理关系以受托人为责任主体进行基金的投资运营。自愿型超级年金实行基金累积制，为缴费确定型，通过超级年金的体系进行投资运营。国家储备养老金是澳大利亚未来基金，由澳大利亚政府委托未来基金管理委员会进行受托管理。

**关键词:** 澳大利亚 基本养老金 超级年金 未来基金 资产管理

# **一** 澳大利亚养老金体系概述

澳大利亚的养老金体系在实现较高的覆盖率和替代率的同时，维持了较低的政府支出，被认为是世界上最为成熟的养老金体系之一。澳大利亚养老金体系的目标在于建立一个广泛和合适的、公平和可接受的、健全的、简单易行的、可持续的养老系统。澳大利亚是典型的三支柱养老金体系：第一支柱基础养老金是覆盖澳大利亚全体国民的基本养老金（Age Pension）；第二支柱补充养老金计划是雇主强制缴费的超级年金（Superannuation Guarantee）；第三支柱个人养老储蓄主要是自愿型超级年金（Voluntary Superannuation）；另外澳大利亚政府成立了澳大利亚未来基金作为储备养老金以应对未来可能出现的养老金支付缺口，缓解财政压力。这四个部分共同构成了澳大利亚现代养老金体系。

**表 1 澳大利亚养老金三支柱体系**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **第一支柱** | **第二支柱** | **第三支柱** |
| 基本养老金 （age pension） | 保障型超级年金 （superannuation guarantee） | 自愿型超级年金[[1]](#footnote-1) （voluntary superannuation） |
| **储备养老金**：澳大利亚未来基金（Australia future fund） | | |

注：①自愿型超级年金以外的个人养老储蓄也包括自有房产和其他类金融资产。

## （一）澳大利亚基本养老金

澳大利亚养老金第一支柱是政府向所有公民提供的基本养老金（Age Pension），最早可以追溯到1909年。基本养老金对所有超过65岁的澳大利亚公民发放，属于典型的DB计划。待遇水平根据收入水平和资产水平的调查结果来决定，澳大利亚政府以两年为一个周期，根据物价水平和工资水平对基本养老金的发放水平进行调整。基本养老金一般两周发放一次。截至2017年底的标准为单身826.2澳元、夫妇每人622.8澳元。单身双周收入少于168澳元、夫妇双周收入少于200澳元，且单身资产少于25万澳元或夫妇资产少于38万澳元可以获得全额的基本养老金。2016-2017财年澳大利亚政府支付了622.7亿澳元用于基本养老金的发放，占当年GDP的4.72%。澳大利亚基本养老金全部来源于澳大利亚的税收等财政收入，支出进入每年的政府预算，公民并不需要额外缴费，所以基本养老金并不涉及资产投资管理。

## （二） 澳大利亚保障型超级年金

澳大利亚现行的养老金第二支柱是保障型超级年金（Superannuation Guarantee），于1992年在超级年金保障法（1992 Superannuation Guarantee Act）的指导下建立，由雇主强制缴费，主要实行基金累积制，属于缴费确定型养老计划（DC）。

澳大利亚的年金历史最早可以追溯到19世纪。在19世纪中期，一些从事公共服务人员和白领阶层获得作为员工福利的养老金。20世纪80年代，澳大利亚总工会和澳大利亚政府达成协议，雇主将每年工资上涨3%的部分转为缴纳到雇员的养老金账户。1992年，澳大利亚政府推出超级年金保障法（1992 Superannuation Guarantee Act），正式确立保障型超级年金作为三支柱养老金体系中的第二支柱。2014年，澳大利亚政府引入Mysuper账户作为雇员默认的超级年金账户选项，要求所有默认选项的超级年金缴费和投资必须在Mysuper账户中进行。澳大利亚超级年金面向所有的澳大利亚雇员以及自我雇佣者，由雇主强制进行缴费，现行的缴费费率为9.5%。

澳大利亚保障型超级年金在15~64岁人口中的覆盖率大约为77.78%，其中男性覆盖率约为80%；女性覆盖率稍低，约为76%。

**表 2澳大利亚超级年金覆盖率**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 时间 | 2005–06 (c) | | 2009–10 | | 2011–12 | | 2013–14 | | 2015–16 | |
| 15-64岁 | 男性 | 女性 | 男性 | 女性 | 男性 | 女性 | 男性 | 女性 | 男性 | 女性 |
| 覆盖率 | 79.3 | 71.1 | 75.0 | 69.6 | 80.4 | 74.4 | 80.1 | 74.9 | 79.9 | 75.7 |

资料来源：ABS,4125.0 - Gender Indicators, Australia, Sep 2017。

经过20多年的发展，截至2017年6月，澳大利亚超级年金规模达到26576亿澳元。从图1可以看出，2016年，澳大利亚超级年金规模占GDP的比重就已超过130%。按照OECD的统计，澳大利亚目前的养老金的资产规模位居世界第三位。

## （三）澳大利亚自愿型超级年金

澳大利亚养老金第三支柱个人养老储蓄主要是自愿的超级年金储蓄（Voluntary Superannuation Saving），实行基金累积制，是缴费确定型（DC）养老计划。自愿型超级年金在超级年金的系统内运作，缴费主要包括个税福利抵扣（Salary Sacrifice）和超级年金个人缴费（Personal Contribution）两种形式，两者的主要区别在于税收安排，个税福利抵扣部分允许在税前扣除，而个人缴费属于税后行为。

图 1澳大利亚超级年金规模与占GDP比重

资料来源：Annual Superannuation Bulletin June 2017。

个税福利抵扣是指雇员与雇主之间的一种协议，雇员放弃一定的工资收入，雇主为其提供相应价值的某种福利。政府对这部分征收较低的福利税或者免税，从而使雇员获得税收优惠。个税福利抵扣可以用于多种途径，例如购车、育儿支出等，但目前最主要就是缴纳超级年金。雇主代雇员缴纳的个税福利抵扣在一定的额度内按照最高15%的税率缴税，一般来说远低于雇员的边际税率。截至2017年底，政府对每年25万澳元以内的个税福利抵扣部分税率为15%，超过25万澳元的部分税率为30%。

澳大利亚自愿型超级年金的另外一种形式是个人缴费。个人缴费可以采取定期从工资扣除的方式，也可以不定期的直接投资到超级年金账户。税收安排根据雇员的身份不同而有所差异，对于普通雇员，个人缴费由于是税后缴费，缴费部分不能享受15%的优惠税率，但是可以享受投资收益部分15%的优惠税率；对自由职业者，个人缴费部分可以在税前列支，缴费和投资收益同时享受15%的优惠税率。另外，澳大利亚政府为鼓励低收入者进行养老储蓄，提供最高50%的共同缴费补贴（Co-contribution），每人每年最高不超过500澳元。

自愿缴纳超级年金虽然在澳大利亚可以追溯到20世纪中期，但澳大利亚早期的超级年金都是由雇主自愿建立的，因此并不能划归到现代意义上的第三支柱。直到1992年超级年金法案将超级年金确定为强制缴纳，保障型超级年金（superannuation Guarantee）和自愿型超级年金（voluntary superannuation）才分别构成了澳大利亚养老金体系的第二支柱和第三支柱。

自愿型超级年金的覆盖率在1993年超级年金法案实行时超过50%，之后以每年大约2.5%的速度下降，到2007年已经降到了25%以下。2017年非小型超级年金基金的缴费中，个税福利抵扣缴费为86.4亿澳元，占总缴费的7.37%；个人缴费295.8亿澳元，占全部缴费金额的25.22%。

## （四）澳大利亚未来基金

澳大利亚的储备养老金是澳大利亚未来基金（future fund），是独立管理的主权财富基金。旨在加强政府公共财政能力，弥补公共养老计划在未来可能出现的资金缺口。未来基金只能在超级年金可以完全弥补负债或到2020年7月1日之后支取，以较早者为准。

未来基金由未来基金管理委员会（Future Fund Board of Guardians）受托管理。未来基金的投资管理全部采用间接投资即委托投资的方式进行。截至2017年12月31日，共有117家投资管理人管理未来基金资产。

澳大利亚未来基金资产最早来源于2006年澳大利亚政府的财政盈余和出售Telstra通讯公司1/3股份所得的180亿澳元。2007年澳大利亚政府又将价值89亿澳元的17%Telstra股份划拨到基金。到2006-2007财年结束时，共有500亿澳元的财政款拨给未来基金。截至2017年6月30日，未来基金累计规模达到1335亿澳元。

# **二 澳大利亚超级年金资产管理**

## **（一）** 澳大利亚超级年金的运作模式

澳大利亚现行的超级年金运作模式主要基于1992年发布的超级年金保障法和1993年发布的超级年金监管法，采用信托模式进行市场化运作。受托人是超级年金的治理主体，对年金的整体运营负法律上的最终责任。受托人既可以采用内部受托模式（年金理事会模式）又可以采用外部受托模式（法人受托模式）。年金理事会或法人受托机构根据委托人的委托管理基金，再根据其投资运营需要选择相应的托管人、账户管理人、投资管理人和其他服务机构。

澳大利亚超级年金由雇主缴费，费率最初为3%， 2002-2003年被提高到9%，现行费率为9.5%。到2025年费率将提高到12%。（见表3）

**表 3澳大利亚超级年金雇主缴费率**

单位：%

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 年份 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1998 | 2000 | 2002 |
| 最低缴费标准 | 3 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 年份 | 2013 | 2014 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |  |
| 最低缴费标准 | 9.25 | 9.5 | 10 | 10.5 | 11 | 11.5 | 12 |  |

澳大利亚超级年金基金目前主要有公司基金、行业基金、公共部门基金、零售基金和小型年金基金5种类型。小型基金是指成员在5人以下、个人基金和自营型超级年金（Self Manage Small Fund，SMSF），自营型超级年金受澳大利亚税务局（ATO）监管，其余四种类型的基金均由澳大利亚审慎监管局（APRA）管理。表4为各类型基金的资产管理情况。从规模上来看，行业基金、公共部门基金、零售基金和小型基金是超级年金的主要组成部分。

**表 4 澳大利亚不同类型超级年金基金资产管理情况**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 项目 | 基金个数  （只） | 管理资产 （亿澳元） | 平均基金管理资产 （亿澳元） | 管理账户数 (万个) |
| 公司基金 | 24 | 546 | 22.75 | 34.1 |
| 行业基金 | 40 | 5898 | 147.45 | 1111.8 |
| 公共部门基金 | 18 | 4390 | 243.89 | 353.3 |
| 零售基金 | 125 | 6130 | 49.04 | 1297.8 |
| 小型基金 | 594788 | 7231 | 0.0122 | 109.2 |
| 其他 | 19 | 1950 | 102.63 |  |
| 合计 | 595014 | 26145 | 0.0439 | 2906.2 |

注：管理账户数截至2016年6月30日

资料来源：Quarterly MySuper Statistics DEC 2017，Annual Superannuation Bulletin June 2016。

随着超级年金整体规模的不断扩大，各类基金的规模也迅速增长，但是从数量上看却显示出不同的发展趋势。2004-2016年期间除小型基金的数量大幅增加以外，其他四类基金都有不同程度的减少，公司基金更是从2004年的1089个迅速减少到2016年的30个。许多公司基金都转为了行业基金或零售基金，这种行为可能基于以下原因：①减少公司运营成本；②更加专业和广泛的投资选择；③规模效应减少成本。零售基金、行业基金也有一定程度的减少，这主要是因为公司合并和兼并的结果，例如AMP和AXA Asia、First State Super和Health Super等大型机构的并购。与之相对的是小型基金特别是自营型基金在澳大利亚大受欢迎。自营型基金与机构管理的基金相比给予了成员更大的控制权，管理费用也低于机构管理的费用，另外自营型基金能够提供更加有效的投资税收管理。澳大利亚超级年金的管理竞争非常激烈，从发展趋势上看来，行业集中度可能会进一步的提高。

## **（二）**澳大利亚超级年金的投资管理

根据超级年金监管法的规定，澳大利亚超级年金的受托人必须是注册的超级年金实体（RSE持证人）。受托人委托投资管理人进行基金投资，除了小型自营型基金外，超级年金的投资管理人必须是法人机构。对于投资范围，超级年金监管法没有做出特别的规定，从超级年金实际的投资策略和执行的投资操作来看，超级年金的投资范围十分广泛，既有股票、债券、现金类资产的投资，也有房地产、基础设施、商品期货和对冲基金的投资，涉及到了市场上大多数的投资工具。同时，超级年金允许进行海外投资。

资料来源：Annual Superannuation Bulletin June 2016。

图 2澳大利亚超级年金基金发展趋势

超级年金一般以超过CPI指数一定百分比作为投资目标，根据时间长短和客户能够承担的风险程度来具体区分超过CPI指数的多少，并以此作为投资风格的划分，再根据不同的投资风格进行大类资产配置。以澳大利亚最大的超级年金管理公司AustralianSuper Pty Ltd为例，它们将投资风格划分为不同的六种类型，并在不同的风格下给出了资产配置建议方案。这六种类型包括平衡型、高增长型、社会责任型（ESG）、指数型、保守平衡型和稳健收益型（见表5）。另外，公司也允许客户自主进行大类资产配置和选择投资品种，客户拥有极高的自由度。

**表 5典型超级年金基金投资目标与资产配置**

单位：%

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **投资目标** | | | | | | |
| 投资风格 | 平衡型 | 高增长型 | 社会责任型 | 指数型 | 保守平衡型 | 稳健收益型 |
| 投资目标 | CPI+4 | CPI+4.5 | CPI+4 | CPI+3.5 | CPI+2.5 | CPI+1.5 |
| 平均5年实际表现 | 11.41 | 12.62 | 11.45 | 8.73 | 9.46 | 7.39 |
| **战术资产配置** | | | | | | |
| 国内股票 | 25 | 32 | 25 | 32 | 17.50 | 10 |
| 国际股票 | 34 | 43.50 | 34 | 38 | 23.50 | 13.50 |
| 房地产 | 7 | 5 | 7 |  | 6 | 6 |
| 基础设施 | 13 | 9 | 13 |  | 11 | 11 |
| PE | 3 | 3.5 | 3 |  | 1.5 | 0 |
| 信贷 | 6 | 4 | 6 |  | 7 | 7 |
| 固收 | 2 | 0 | 2 | 17 | 20 | 27.5 |
| 现金 | 10 | 3 | 10 | 13 | 13.5 | 25 |
| 其他资产 | 0 | 0 |  |  | 0 | 0 |

资料来源：www.australiansuper.com。

澳大利亚超级年金的投资范围广泛，且权益类资产配比较高，充分的发挥了养老基金长期投资和权益投资的特点。具体来看，澳大利亚超级年金的投资有以下几个特点：

1. 策略较为积极，股票投资占比较大，超过整个基金资产的50%，固收类投资占比超过20%，现金类资产占比超过10%，三类传统型投资工具占整个基金比例的83%。
2. 超级年金投资包括一部分的非标资产，合计13.3%的房地产和基建投资。
3. 超级年金有相当一部分的海外投资， 51.52%股权类资产中海外投资为23.91%， 2017年底的海外投资额达到了5393.17亿澳元，占超级年金总投资的33.01%。而且，海外投资中有相当比例的投资做了货币对冲，分散了汇率风险。
4. 基金大约有10%的货币类资产的投资，充分考虑了流动性问题（见表6）。

**表 6 澳大利亚超级年金2017年投资情况**

单位：百万澳元，%

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 超级年金的投资组合 | 资产规模 | 占比 |
| 现金 | 179593 | 10.99 |
| 固收类投资 | 334776 | 20.49 |
| 澳大利亚固收 | 207311 | 12.69 |
| 海外固收 | 127465 | 7.80 |
| 货币对冲 | 84446 | 5.17 |
| 股权投资 | 841854 | 51.52 |
| 澳大利亚上市股权 | 383156 | 23.45 |
| 海外上市股权 | 390731 | 23.91 |
| 货币对冲 | 116387 | 7.12 |
| 非上市股权 | 66881 | 4.09 |
| 地产投资 | 136251 | 8.34 |
| 上市地产 | 52055 | 3.19 |
| 非上市地产 | 82741 | 5.06 |
| 基建投资 | 81124 | 4.96 |
| 上市基建投资 | 21788 | 1.33 |
| 澳大利亚非上市基础设施 | 38090 | 2.33 |
| 海外非上市基础设施 | 21121 | 1.29 |
| 货币对冲 | 12215 | 0.75 |
| 期货和商品投资 | 1678 | 0.10 |
| 其他 | 58701 | 3.59 |
| 对冲基金 | 28095 | 1.72 |
| 总计 | **1633978** | 100.00 |

资料来源：Quarterly Superannuation Performance DEC 2017

## **（三）**澳大利亚超级年金的投资收益

澳大利亚超级年金有非常成熟的市场化经营模式，从整体投资收益来看，澳大利亚超级年金除去小型基金外在2017年的年化收益率为8.8%，最近5年的年化平均收益率为8.6%。澳大利亚超级年金偏重于股票投资的资产配置结构直接反映到其投资收益上，最近13年的超级年金的年平均投资回报率为6.42%，变异系数为1.26，主要由于超级年金在全球范围内的金融危机中受到了较大的冲击，扩大了基金整体的波动，2008年和2009年的收益率为-7.5%和-12.1%。若剔除这两年的数据，则平均收益率上升到9.76%，变异系数下降到0.47（见图3）。

**图 3澳大利亚超级年金近年投资收益情况**

资料来源：Annual Superannuation Bulletin June 2016

从更长期来看，澳大利亚超级年金显示出较为优异的长期投资收益。超级年金最近50年的年均基金收益达到10.3%，扣除CPI后投资收益率为4.8%，有效的抵御了通胀。自1993年超级年金改革25年以来的平均收益率为7.8%，而最近5年的年均基金投资收益达到了10.4%，扣除CPI后的投资收益率达到了8.2%，处于历史较高水平（见表7）。

**表 7澳大利亚超级年金长期投资收益情况**

单位：%

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 时间（年） | 基金收益 | 扣除平均工资增长 | 扣除CPI |
| 5 | 10.4 | 7.4 | 8.2 |
| 10 | 4.7 | 1 | 2.3 |
| 25 | 7.6 | 3.5 | 5 |
| 50 | 10.3 | 3.3 | 4.8 |

资料来源：ASFA，Superannuation Statistics ，Dec 2017。

## **（四）澳大利亚**超级年金的监管

澳大利亚超级年金在1992年《超级年金保障(管理)法案》的指导下建立，其超级年金基金的监管主要受《1993超级年金业（监管）法》、《2001公司法》和《2002金融服务标准法》的指导，同时也在法案中明确了澳大利亚超级年金的的监管主体。从监管模式上来说，澳大利亚超级年金实行的是目前国际上比较推崇的“双峰模式”，即审慎监管和行为监管并行的方式。实际上澳大利亚也是国家上最早采用双峰监管模式的国家，澳大利亚政府于1998年建立了审慎监管局（APRA），又在2001年将超级年金的信息披露和市场行为监管的责任转移到澳大利亚证券投资委员会（ASIC）。1999年，超级年金保障法修正案提出建立自营型超级年金，并将监管责任主体确定为澳大利亚税务局。这几部重要的法案确立了澳大利亚超级年金的三个监管主体，形成了澳大利亚超级年金的监管体系。

澳大利亚审慎监管局（APRA）是澳大利亚金融服务业的审慎监管部门，它管理包括银行、信用合作社、基金会、保险和再保险以及大部分的超级年金行业。审慎监管局对超级年金的监管以许可证的形式呈现，所有的超级年金基金都必须取得注册超级年金基金许可证（RSE）。审慎监管局对RSE的监管内容包括：操作风险财务要求、待遇确定型问题、风险管理、非集中清算衍生工具的保证金和风险缓释、外包业务、业务连续性管理、超级年金保险、审计、MySuper账户转移、滚存型基金、公司管理、适当性、利益冲突、投资管理。超级年金基金每个季度向审慎监管局报告基金运行的情况。

澳大利亚证券投资委员会（ASIC）成立于1998年，是澳大利亚的公司、市场和金融服务的监管部门，负责超级年金的行为监管。ASIC对超级年金的监管也以许可证的形式呈现，超级年金基金必须持有澳大利亚金融服务许可证（AFS）。ASIC主要负责超级年金的经营行为和信息披露，关注于超级年金基金和投资者的关系，确保客户能够获得合适的信息披露、受到公正合理的待遇、持续获得关于投资活动的信息和畅通的投诉渠道，促进投资者与金融机构之间的相互信任。

澳大利亚税务局（ATO）是自营型超级年金的监管主体。由于自营型超级年金的委托人、受托人是统一的，所以采取了不同的监管方式。自营型超级年金数量众多而又不存在委托—代理的问题，因此澳大利亚税务局主要关注超级年金的设立、缴费及转换、投资、支付、清算、管理及报告、审核，而监管的核心则是超级年金的税收安排。

澳大利亚超级年金协会（ASFA）是超级年金的行业自律机构。ASFA成立于1962年，是一个非盈利组织，负责超级年金行业的政策引导、行业研究以及宣传工作。ASFA的成员包括了行业内各种类型基金，覆盖了90%的超级年金实体。

# **三** 澳大利亚自愿型超级年金

## （一）澳大利亚自愿型超级年金的资产管理

由于自愿型超级年金的投资与保障型超级年金采用的是同一个模式，没有单独分离出来，因此两者在投资管理的模式上并没有差别，但是我们依然可以通过数据来观察自愿型超级年金投资的特点。

截至2017年底，199只注册的超级年金基金的雇主缴费为640.7亿澳元，其中个税福利抵扣缴费77.3亿澳元，另外个人缴费291.7亿澳元。个人缴费最多的基金包括AustralianSuper（行业），Colonial First State FirstChoice Superannuation Trust（零售）和QSuper（公共部门）等大型年金实体所管理的基金。这199只基金管理1.4万亿的超级年金投资，如之前所介绍的，主要投资于现金、债券、股票、房地产、基础设施、商品和其他投资品。选取199只基金中有个人缴费的148只基金，并按照自愿型超级年金（包括个税福利抵扣和个人缴费）占总超级年金的比例进行排序。对自愿型超级年金占比较高的前74只基金和自愿型超级年金占比较低的后74只基金进行投资品种结构上的对比。

从表8中对比可以看到，自愿型超级年金缴费较多的基金在现金和债券的配置上较多，在权益类配置上相对较少，且在统计上显著。而自愿型超级年金缴费比例较少的基金则在股票、房地产、基础设施上的配置较多。即自愿型超级年金的投资倾向于更加保守的投资，权益类投资相对较少，自愿型超级年金缴费比例与权益类投资的配置（包括股票、地产、基础设施和其他）存在弱的负相关性。

**表 8 澳大利亚自愿型超级年金基金投资情况对比**

单位：%

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 类型 | | 自愿缴费较多 | 自愿型缴费较少 | 加权平均 |
| 现金 |  | 15 | 11 | 12 |
| 债券 |  | 22 | 20 | 21 |
| 权益类 |  | 63 | 69 | 66 |
| 其中 | 股票 | 47 | 52 | 50 |
|  | 房地产 | 7 | 9 | 8 |
|  | 基础设施 | 5 | 6 | 5 |
|  | 其他 | 3 | 3 | 3 |

资料来源：APRA Annual Fund-level Superannuation Statistics June 2017

## （二） 澳大利亚自愿型超级年金投资收益

自愿型超级年金的收益完全取决于超级年金基金的投资收益。我们选取了199只注册的超级年金基金中有自愿型超级年金缴费数据和投资收益数据的164只基金，并对其2017年度的收益率进行了统计分析。164只基金中，2017年度（2016年7月至2017年6月）收益率超过10%的基金有29只，大部分基金的收益率集中于4%~10%之间，占到基金总数的70%以上，另外绝大部分的基金实现了正收益（见表9）。

**表9 澳大利亚超级年金基金收益率分别**

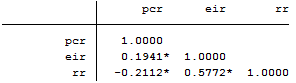
单位：只，%

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **基金收益率** | **基金个数** | **基金个数占比** |
| R≥10% | 29 | 17.68 |
| 8%>R≥10% | 48 | 29.27 |
| 6%>R≥8% | 49 | 29.88 |
| 4%>R≥6% | 20 | 12.20 |
| 2%>R≥4% | 7 | 4.27 |
| 0>R≥2% | 9 | 5.49 |
| R<0 | 2 | 1.22 |

资料来源：Annual Fund-level Superannuation Statistics June 2017

自愿型超级年金收益区别于超级年金收益的特点可以从2017年超级年金基金的缴费和收益数据中观察。在2017年度199只注册的超级年金基金中选取有自愿型超级年金缴费数据和投资收益数据的164只基金，观察自愿型超级年金所占的比例与资产配置和其收益之间的相关性。基金的收益与权益类投资的比例（包括房地产基建等投资）存在较强的正相关关系，即权益类资产的投资显著的增加了基金的收益水平。另外自愿型超级年金与保障型超级年金的缴费比与投资收益率之前有弱的负相关关系，即较多的自愿型超级年金缴费可能对投资收益有负的影响，虽然相关性比较弱，但其内在原因值得进一步的研究①（见表10）。

**表 10自愿型超级年金缴费、资产配置与澳大利亚超级年金收益率相关性**



注： ①资料来源于Annual Fund-level Superannuation Statistics June 2017；

②\*表示在0.05水平上显著；

③pcr为自愿型超级年金与保障型超级年金的缴费比；eir为权益类投资比例；rr为2017年度收益率

## （三）澳大利亚自愿型超级年金的监管

由于澳大利亚自愿型超级年金是在超级年金体系之下的自愿储蓄，所以其监管遵从超级年金的管理方式：首先是遵循《超级年金保障(管理)法案》，《1993超级年金业（监管）法》。此外，个税福利抵扣部分要遵从《2009公平工作法》（*Fair Work Act 2009*），税务处理上遵从附加福利税法（Fringe Benefits Tax）的规定。管理自愿型超级年金的超级年金实体与基金依然是根据其分类情况分别受澳大利亚审慎监管局（APRA）、澳大利亚证券和投资委员会（ASIC）和澳大利亚税务局（ATO）的管理。

\* 超级年金个人缴费数据从2014年6月开始公布，本文对2014年6月以来的数据分别进行了相关性分析，得到的结果与2017年结果类似：权益类资产占比与收益率成正相关且显著；自愿型超级年金比例与投资收益有弱的负相关，但不再显著。

# 四 澳大利亚未来基金的资产管理

## （一） 澳大利亚未来基金的运作模式

未来基金的受托管理机构是未来基金管理委员会（Future Fund Board of Guardians），全面负责超级年金的投资管理。根据未来基金法，未来基金管理委员会是一个法人团体，包括一位主席和6位成员，由总理任命，任期不超过5年。未来基金独立于政府运营，通过平衡风险和收益以达到和超过基金的投资目标。基金的投资目标由澳大利亚政府通过法律的形式确定，管理委员会无权决定基金的用途和目的，唯一的职责就是负责基金的保值增值。为了协助未来基金管理委员会提供支持和建议，更好地完成未来基金的受托管理，澳大利亚政府还成立了未来基金管理局（Future Fund Management Agency）具体负责未来基金的运营事务。

未来基金的投资管理全部采用间接投资的方式进行，未来基金负责投资管理人的选拔工作和定期考核工作。截至2017年12月31日，共有107家公司被选为未来基金的投资管理人未来基金按照其投资计划和资产标的将资金分配给不同的投资管理人进行投资。每个投资管理人只负责在其投资工具范围内选择具体标的进行投资，不进行战略资产配置（见表11）。

表 11 澳大利亚未来基金投资管理人分布

单位：家

|  |  |
| --- | --- |
| 资产类别 | 投资管理人数量 |
| 股票 | 9 |
| 澳大利亚股票 | 1 |
| 发达国家股票 | 4 |
| 新兴国家股票 | 4 |
| 私募股权 | 31 |
| 买断 | 13 |
| 风险投资 | 14 |
| 特别机会投资 | 4 |
| 房地产 | 18 |
| 非上市 | 14 |
| 上市 | 1 |
| 基建与农林 | 10 |
| 非上市 | 9 |
| 上市 | 1 |
| 债权 | 18 |
| 高评级 | 5 |
| 高收益 | 10 |
| 不良债权 | 3 |
| 另类投资 | 31 |
| 多策略/相对价值 | 5 |
| 宏观驱动 | 12 |
| 另类风险溢价 | 4 |
| 重叠策略 | 7 |
| 现金 | 3 |

资料来源：Future Fund Annual Report 2016-17。

## （二） 澳大利亚未来基金的投资管理

澳大利亚未来基金的投资目标由澳大利亚政府以法律的形式确定，投资管理由未来基金管理委员会完全负责。截至2017年6月，基金的投资目标是在可控的风险范围（见表12）内保持基金的长期的年均收益超过CPI水平的4.5%~5.5%。2017年7月1日起，由于投资环境的改变，长期投资目标下调为超过CPI水平的4%~5%，同时将基金支取的期限由2020年7月1日延长到大约2026~2027年。

表 12澳大利亚未来基金投资范围

|  |  |
| --- | --- |
| **资产类别** | **投资范围** |
| 上市公司股票 | 澳大利亚股票、新兴国家股票、发达国家股票 |
| 私募股权 | 风险投资、成长性资产、买断、不良信贷 |
| 有形资产 | 房地产、基建、公共事业、农林资产 |
| 债券 | 抵押债、高评级的信用债 |
| 另类资产 | 基于绝对收益策略和其他有风险溢价的现金流 |
| 现金 | 国债，银行存单 |
| 组合投资 | 上市股票、发达市场货币、新兴市场国币、国内和全球利率、以及对冲策略 |

未来基金有一套具体的投资流程：首先，确定投资的目标和风险承受能力，以此来决定基金的投资风格和风险水平。其次，分析投资环境，考虑不同时期的经济环境进行场景分析，关注经济环境和投资收益情况，了解在不同情况下投资品的表现。再次是风险管理，建立框架体系，确定基金的风险敞口，了解基金对各类别风险的承受能力，包括流动性风险、投资灵活性、汇率风险等，风险管理主要是对主要风险的识和不同风险的权衡。然后进行风险预算，根据已有的风险控制的框架，为基金选择合适的风险资产并进行动态调整。最后是投资分析和选择，在确定了合适的风险预算后，进行实际的投资操作。投资结果主要受到经济增长、通货膨胀、真实利率和风险溢价水平的影响。在投资分析中，未来基金注重现有评估和未来评估计划的一致性，投资团队以自下而上的尽调辅之以经济和资本市场自上而下的研究，保障能够将每个投资行为和整个基金有机结合。

截至2017年6月，未来基金大约有30%的资产投资于股票，与2016年相比略有下降，主要集中于发达国家市场。在私募股权投资方面，未来基金认为私募股权流动性较弱，但能够产生更高的风险收益，而且私募股权可以投资于比较少见的主题。未来基金有229亿澳元投资于私募股权，其中有66%投资于美国的公司， 9%投资于新兴市场国家。房地产和基建投资方面，未来基金有107亿澳元于基础设施和农林类资产，主要是澳大利亚国内的投资（49%）。债权投资方面，未来基金2017年投资占比为10.6%，较2016年略微下降，主要市场依然是美国，占到债权投资的47%。另外未来基金也注重另类资产投资，2017年的另类资产投资占比为14.8%，主要采用相对价值策略（27%）、全球宏观策略（58%）和替代风险溢价策略（15%）。

从地域上看，未来基金大量资产投资于海外市场，海外市场投资占基金资产的72%，其中美国占36%，新兴市场国家的投资占未来基金投资规模的11%；澳大利亚本国投资只占28%。如图4所示。从行业分布上看，澳大利亚未来基金资产配置主要分布在11个行业，如表13所示。

资料来源：Future Fund Annual Report 2016-17。

**图 4澳大利亚未来基金投资按地域分类**

**表 13澳大利亚未来基金资产配置行业分布**

单位：%

|  |  |
| --- | --- |
| 行业 | 投资占比 |
| 能源 | 4% |
| 原材料 | 8% |
| 工业 | 10% |
| 可选消费 | 13% |
| 必要消费 | 9% |
| 医疗 | 12% |
| 地产 | 2% |
| 金融 | 22% |
| 信息技术 | 15% |
| 通讯服务 | 4% |
| 公共事业 | 2% |

资料来源：Future Fund Annual Report 2016-17。

从资产配置结构上可以看到，未来基金的投资既表现出长期投资的特点，又保留了很多的现金，未来基金有12%的私募股权投资、14%的地产和基础设施投资、还有高达15%的另类资产投资；另一方面，未来基金保留了20%的现金以增强基金的投资灵活性（见图5）。基于对2016-2017年市场环境的判断，未来基金目前的主要策略是：1、高风险资产的收益率低于历史平均水平，维持较低的风险敞口；2、保持较高的投资组合的灵活度；3、选择相关性较低的风险资产以减少风险。

**图5 澳大利亚未来基金资产配置**

资料来源：Future Fund Annual Report 2016-17。

未来基金用于管理基金风险的主要指标是股票等价敞口（Equivalent Equity Exposure，EEE），EEE主要衡量基金对全球股票市场价格波动的敏感程度。对于EEE为50的投资组合，理解为由50%的现金和50%的全球股票组成；未来基金对EEE设定为40-60,2016-2017年的平均EEE为48，略低于平均的风险敞口，显示了未来基金对当前投资环境较为谨慎。

## （三）澳大利亚未来基金的投资收益

未来基金的2016-2017的投资带来的收益为1335亿澳元，投资收益率为8.7%，超过业绩比较基准（CIP+4.5%）2.3个百分点；最近5年的年均投资收益率11.6%，超过业绩比较基准5.1个百分点；最近10年的投资收益率7.9%，超过业绩比较基准1个百分点（见表14）。

表 14 澳大利亚未来基金成立以来投资收益情况

单位：%

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 时间 | 投资回报率 | 业绩比较基准 |
| 一年 | 8.70 | 6.40 |
| 三年 | 9.50 | 6 |
| 五年 | 11.60 | 6.50 |
| 七年 | 10.40 | 6.60 |
| 十年 | 7.90 | 6.90 |

资料来源：Future Fund Annual Report 2007-17。

未来基金的年投资收益显示其投资特点。由于未来基金的投资工具非常广泛，而且有大量的海外投资，未来基金受世界经济环境影响也较大。这也直接反映到其投资收益上，在2008-2009年全球范围的经济危机中，未来基金的收益率降幅较大，2008年收益率为1.5%，2009年出现了亏损。另外在2012年的投资收益率也只有2.1%，低于业绩比较基准5.7%（见图6）。

但是从长期来看，未来基金还是能够战胜业绩比较基准，表现出很好的抗通胀能力。基金从成立以来的平均年化收益率为7.8%，到目前为止实现了投资目标（CPI+4.5%）。基金累积回报从2015年开始战胜其投资比较基准，显示出养老金长期投资的特点（见图7）。

图 6 澳大利亚未来基金投资收益与业绩比较基准

资料来源：Future Fund Annual Report 2016-17。

图7 澳大利亚未来基金累积收益与业绩投资基准比较（CPI+4.5%）

资料来源：Future Fund Annual Report 2016-17。

## （四）澳大利亚未来基金的监管

未来基金是政府依法建立的，受到澳大利亚法律的监管。未来基金主要受《2006年未来基金法》的管理。另外，未来基金包括其管理委员会和管理局都属于公共部门，受到澳大利亚《公共管理、责任和绩效法案（2013）》的管理，其员工受《公共服务法（1999）》的管理。另外，作为主权财富基金，未来基金于2008年加入并遵守圣地亚哥原则。

未来基金法既明确了管理委员会的独立性，又要求其投资决策与活动与政府目标保持一致，澳大利亚财政部长对未来基金进行管理，政府的主要职能是任命委员会的成员并确定基金的投资目标。未来基金管理委员会向参议院财政会议和公共行政委员会报告基金运作情况和投资业绩。

# 五 澳大利亚养老金投资管理对我国的启示

## （一）适当放宽市场准入，建立合理的淘汰机制

养老金资产管理从全球范围来看广泛的采用委托的方式，无论是内部委托还是外部委托，都对养老基金的保值增值起到了积极的作用。例如澳大利亚的超级年金所采取的审慎监管的方式，只要在审慎监管局注册的年金实体和基金都可以进行超级年金的受托管理和投资管理。审慎监管一定程度上增加了养老金管理市场的开发程度和市场的竞争性，使得各类机构有积极性去提供更好的产品和服务。而我国的养老金管理无论基本养老金、企业年金还是作为储备养老金的全国社保基金都采用严格准入的数量监管的方式，一般这种方式比较容易形成市场的寡头垄断、造成服务供给不足，并形成较高的市场价格、降低市场运行效率。但我们同时注意到，监管模式的选择与一国的法律和投资环境有较大的关系，澳大利亚超级年金的审慎监管建立在其发展多年的资本市场制度上，其养老金的管理采用其资产管理体系中的一贯做法，并没有特殊性。发达国家经过多年的发展，其金融体系和法律监管都高度发达，各类市场主体都十分成熟，采取审慎监管是自由经济发展的必然选择。但我国的资产市场与这些发达经济体还有一定的差距，制度体系和法律法规都处在改革变化之中。另外，我国的法律基础与英美法系不同，建立在其之上的制度体系也没有必要生搬硬套。考虑到以上两个方面的因素，我们认为适度的放宽市场准入，建立合理的淘汰机制有利于加强市场的竞争性，增加市场活力，既能促进资产管理机构在竞争中快速成长，也能更好的实现养老基金的保值增值。

## （二）适当扩大投资品范围，放宽配置限制

从澳大利亚超级年金和未来基金的资产配置范围中可以看到，澳大利亚的养老基金资产配置范围十分的广泛。既有国内外现金、债券、股票等常规的投资工具，也包含了地产、基建、期货、对冲基金，甚至PE、VC等另类投资，充分发挥了分散化投资降低风险的作用。另外澳大利亚的养老基金十分重视资产配置的作用，权益类的投资在养老基金的保值增值中起到了重要的作用。澳大利亚超级年金和未来基金在现金和债券类资产的配置合计约为全部基金资产的30%,大量的资产投资于澳大利亚国内外股权、房地产和基础设施；目前我国的企业年金对权益类投资的限制为30%，实际运作中权益类资产的配置远小于30%，储备养老金的权益类投资限制为30%，对长期投资来说这样的资产配置比例还是偏保守的。

## （三） 建立合适的业绩考核机制，给与投资者一定的选择权

我们也注意到，投资范围和配置限制的设置并不是独立的，它也涉及整个市场法规、监管和投资者环境各方面的限制。例如，国内市场上存在对企业年金的业绩考核期限设置较短的情况，使得投资管理人的投资行为短期化保守化，限制了企业年金的资产配置，这与养老金长期化投资、重视资产配置的理念是相违背的。

澳大利亚超级年金实体一般会以超过CPI水平一定的百分比作为投资目标，以超过不同的水平分为不同的风险类别，再根据不同的风险分类进行大类资产配置。另外根据投资期限的不同，超级年金实体对相同的资产配置给出了不同的风险水平提示。澳大利亚的雇员对自己养老金的投资管理有很大的自由度。市场上充分竞争的超级年金实体为客户提供了十分灵活的投资方式。从资产配置到实际投资，投资者既可以选择由超级年金实体提供的资产配置建议，也可以根据自身的风险承受水平选择合适的配置方式，有能力的投资者还可以自己选择具体的投资标的。另外，澳大利亚政府在2013年引入作为雇员默认投资选择的超级年金账户“Mysuper”的账户一般采用目标日期策略，根据雇员的年龄增长减少权益类的配置，为“不选择”的雇员提供了较好的投资方式。

投资者根据自身的风险承受能力了解和选择合适的资产配置方式。一方面能够让风险承受水平较高的投资者能够享受到风险资产带来的回报，风险承受水平低的投资者避免承受过多的风险；另一方面也可以解决养老基金投资保守化、同质化的问题。

参考文献

Gender Indicators, 2017, Cat. No.4125.0, Australian Bureau of Statistics, Canberra.

Australian Government, Australia’s Future tax system Retirement Income Strategic Issues Paper, 2009, Australian Government, Canberra.

Annual Fund-level Superannuation Statistics June 2017, Australian Prudential Regulation Authority, Canberra.

Annual Superannuation Bulletin June 2016, Australian Prudential Regulation Authority, Canberra.

Quarterly MySuper Statistics DEC 2017, Australian Prudential Regulation Authority, Canberra.

ASFA Research and Resource Centre, The Australia superannuation industry, 2017, Australian Prudential Regulation Authority, Canberra.

Self-managed superannuation funds: A statistical overview 2015-2016，australian taxation office, Canberra.

Future Fund Board of Guardians, Future Fund Annual Report, 2007-17, Australian Government Future Fund, Canberra.

Jun Feng, Paul Gerrans & Gordon Clark. Understanding superannuation contribution decisions：theory and evidence. working paper, 2014

熊军：《养老基金投资管理.北京》，经济科学出版社，2014

路锦非：《严格准入还是审慎监管:中国养老金市场的监管模式选择》，《上海金融》2012年第1期

1. [↑](#footnote-ref-1)