

韩国养老金体系研究

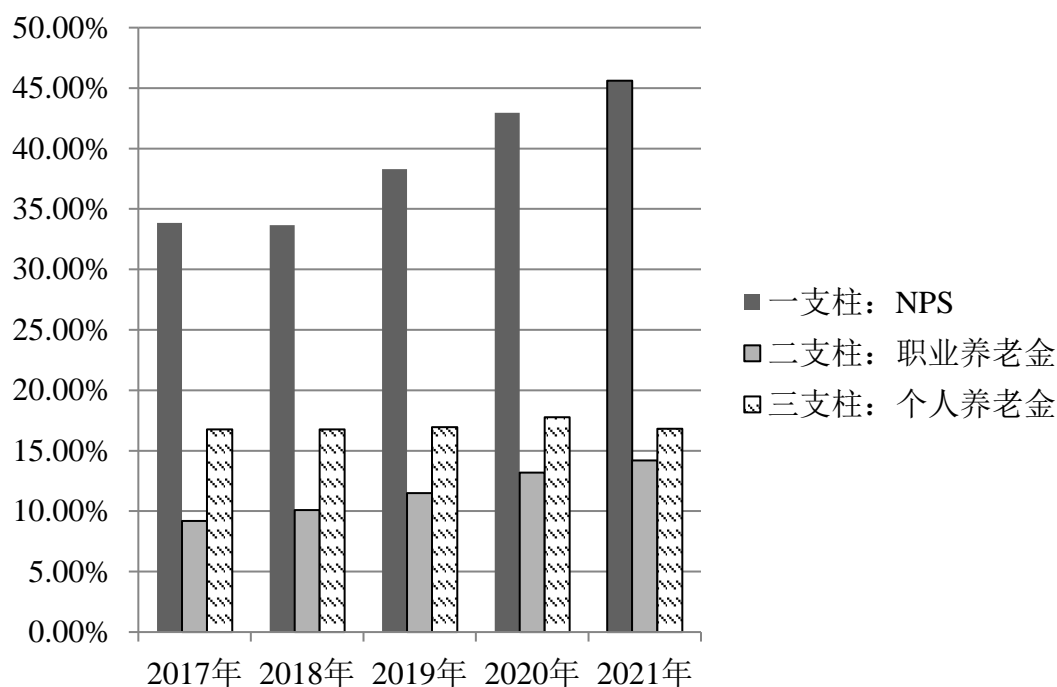
规划研究部

本篇研究先简要介绍韩国三支柱养老金体系，随后详细介绍韩国第一支柱中代表性机构——韩国国民养老金公团情况，最后总结相关启示与经验。

一、韩国三支柱养老金体系

韩国养老保障体系起源于特殊职业年金制度。1960年设立的公务员养老金计划是韩国最早的养老金计划，随后，韩国于1988年建立了覆盖面更广的国民养老金计划，于1994年建立了个人养老金计划，并于2005年建立了企业年金计划，实现韩国三支柱养老保障制度初步建成。如图1所示，截至2021年，韩国第一支柱公共养老金中，规模最大、覆盖人群最广的国民养老计划的资金盈余约950万亿韩元，占韩国GDP比重超40%；第二支柱职业养老金和第三支柱个人养老金的资产规模分别约300万亿韩元和350万亿韩元，二三支柱合计占GDP比重约30%。

图 1 韩国各部分养老金存量规模占 GDP 比重



资料来源：OECD Statistics, NPS 官网, Wind。

(一) 第一支柱：公共养老金

韩国公共养老金从上世纪 60 年代起形成并逐步壮大，共由三部分构成：一是由政府税收支撑的基础养老保障（Basic Pension），向收入和财富水平低于特定阈值的老年人群发放；二是就业人口强制缴费形成的国民养老计划（National Pension Scheme, NPS），是公共养老体系的核心构成，由国家养老金服务公团（National Pension Service, NPS）负责运营管理；三是面向特定人群提供的、政府机构负责管理的其他养老金，包括政府职员养老计划、军职养老计划、私立学校教师养老计划、特殊邮局职员养老计划等。

1. 基础养老保障

2008 年，韩国颁布《基本养老法》引入基础老年养老金

计划 (Basic Old-Age Pension Scheme, BOAPS), 资金由财政拨款, 用于保障低收入老年家庭。基础老年养老金计划规定, 年满 65 周岁以上的老人中, 可根据其家庭收入情况, 满足领取条件的, 每月领取 10 万韩元(约 530 人民币)至 20 万韩元的养老金补助。大约 60% 的 65 岁及以上韩国人有权领取相当于其过去平均收入 5% 的福利, 平均领取 9 万韩元。资金来源方面, 州和地方政府应该共同支付。国家根据地方政府的情况 (地方政府老年人口比例、财政状况) 给予差别化支持。根据中基协相关研究, 截至 2016 年末, 韩国基础养老金覆盖了 70% 的低收入老年人群; 根据韩国保健福祉部 (Ministry of Health and Welfare, MHW) 披露, 2019 年韩国基础养老金覆盖率约为 67%。

2. 国民养老金计划

国民养老金计划是韩国养老保障体系中最为重要的组成部分。其成立于 1988 年, 在国民养老金计划建立的最初 5 年, 仅覆盖雇员数超过 5 人的企业; 到 2006 年, 国民养老金计划完成了对小企业雇员和自雇人士的覆盖; 而到现在, 国民养老金计划已经基本覆盖了除特殊计划覆盖人员外的所有就业人口, 对全部就业人口的覆盖率接近 85%。

从具体覆盖人群来看。国民养老金计划覆盖 18-60 岁的全部劳动者。具体而言, 包括企业雇员、自雇人士和自愿参加人士, 此外, 为了鼓励更多就业人口加入国民养老金计划, 韩国政府在 2012 年建立了 Duru Nuri 社会保险支持项目, 在

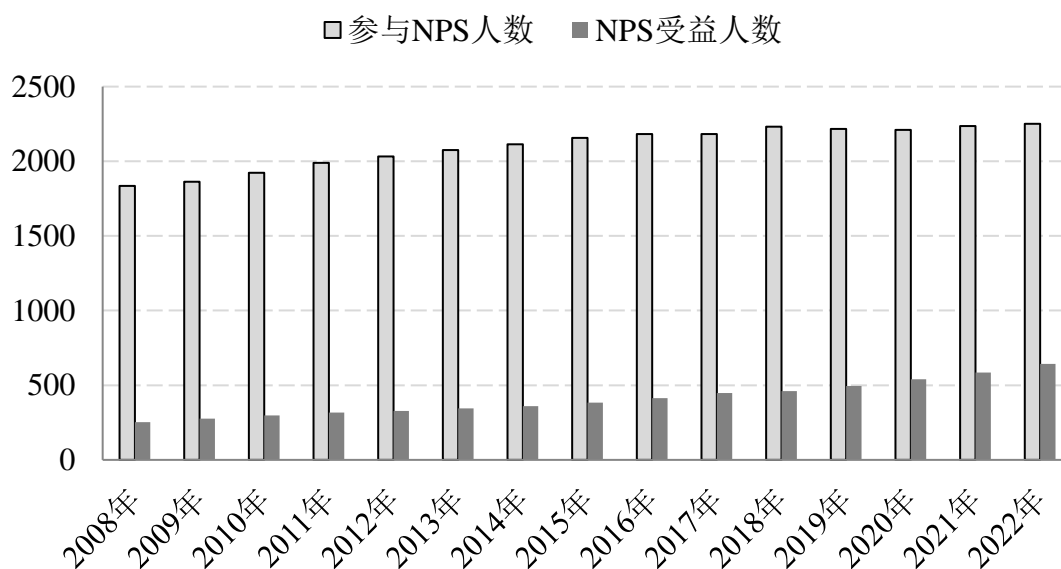
满足一定条件后，为计划参与者代缴一部分费用。

从缴费率来看。目前，绝大部分国民养老金计划参与者的缴费水平均为应缴工资的 9%(企业和个人分别缴纳 4.5%)。从发展过程来看，缴费率经历了一个增长过程。国民养老金计划刚建立时，所有参与者缴费率均为 3%，即雇主、雇员缴费率分别为 1.5%。1993 年涨至 6%，1998 年又涨至 9%，由雇主、雇员共同承担；1995 年自雇人士开始被纳入计划，缴费率为 3%，2000-2005 年间逐步提升至 9%。18 岁至 59 岁的参与者强制缴费、60 岁以上的参与者自愿缴费以提高待遇水平，最低缴费年限为 10 年。国民养老金计划对应缴工资也有明确的上下限规定，月工资低于下限或高于上限的部分都不会受到计划保障。从 2023 年 6 月开始，国民养老金计划覆盖的月收入下限为 37 万韩元（约 2000 元人民币），上限为 590 万韩元（约 31200 元人民币），按此计算每个参与者每月的最高缴费水平约为 49.8 万韩元（约 2600 元人民币）。

从待遇领取来看。国民养老金计划向加入计划 10 年以上、超过 60 岁的人按月终身支付养老金，具体领取年龄在 2013 年前为 60 岁，自 2013 年起每隔五年增加一岁，2033 年增至 65 岁。国民养老金计划的待遇计算由两部分构成：一是全部缴费者的平均工资水平；二是该缴费者个人的工资水平。前者为不同缴费者提供同样的待遇水平，仅和缴费年限有关；后者则和个人收入水平有关。通过和名义工资挂钩

的方式，国民养老金计划也确保了养老待遇的抗通胀能力。近年，参与国民养老金计划的人数逐渐达到稳定，如图 2 所示，大约为 2200 万人，但国民养老金计划受益人数显著增加，2022 年底受益人数已经加到 642 万人。

图 2 国民养老金计划缴费及受益者人数（万人）



数据来源：NPS 年报

3.面向特殊人群的公共养老金

除国民养老金计划外，韩国政府还设立了多个面向特殊人群的公共养老金。一是政府雇员养老计划。政府雇员养老计划建立于 1960 年，甚至早于 NPS。最初政府雇员养老计划的参与者包括政府雇员和军务人员；1963 年军务人员从计划中剥离。截至 2020 年，共有 123 万人为政府雇员养老计划计划缴费，59 万人从计划中领取退休待遇。截至 2022 年末，政府雇员养老计划盈余规模约为 21 万亿韩元。二是军职养老计划。该计划于 1963 年独立于政府雇员养老计划建立，早期两类计划非常相似，除了军职养老计划参与者一旦

满足其他条件，可以自行选择退休年龄；参战期间缴费年份按三倍计算。2015年后，政府雇员养老计划所进行的任何改革不再适用于军职养老计划，该计划当前缴费率为14%，养老金累积率为1.9%。三是私立学校教师养老计划。该计划于1975年建立，几乎完全跟随政府雇员养老计划的制度内容，只不过在教职人员18%的总缴费率中，9%来源于雇员个人，5.294%来源于私人学校雇主，3.706%来源于政府补贴；而非教职人员其余的9%均来自于私人学校雇主。四是特殊邮局职员养老计划。由当地居民自发组织的邮局被称为特殊邮局，该计划制度内容和政府雇员养老计划、私立学校教师养老计划基本相同。

（二）第二支柱：企业年金计划

2005年韩国颁布《雇员退休收入保障法》，建立退休养老金计划，开启了韩国的第二支柱企业年金制度。监管机构主要为雇佣劳动部和金融委员会。韩国的企业年金由雇主进行缴费，主要分为两种类型：确定给付型(Defined Benefit, DB)和确定缴费型(Defined Contribution, DC)。DB计划下，年度待遇金额至少相当于原月薪水平，并且由独立的受托人管理；DC计划下，雇主至少缴纳总年薪的1/12，雇员也可以进行缴费。DC计划具有以下特点：一是雇员个人具有选择权，受托人需要提供至少3种不同风险收益结构的产品供雇员选择，其中至少1种为保本型产品，并且要求每半年修改一次产品；二是DC计划可以采取多雇主的集合企业年金模

式；三是税收优惠实行 EET 的递延税制¹，即只在待遇领取环节纳税，缴费和投资环节免税。

（三）第三支柱：个人养老金计划

1994 年韩国引入个人养老金计划（Private Pension Scheme, PPS），主要监管机构为企划财政部和金融委员会。18 岁以上公民可通过购买由银行、证券公司和保险公司等机构提供的相应的养老金保险产品自愿加入，每月缴纳约定的金额，最终养老金水平取决于市场利率和投资收益。2001 年对 PPS 进行了修订，减少了税收优惠的幅度，由所有阶段税收全免的 EEE 税制改为仅在领取环节纳税的 EET 税制。个人养老金计划的参与者按产品合同约定缴费满 5 年，即可从 55 岁开始按月领取养老金。

二、代表性机构的投资运营

韩国国民养老金（National Pension Fund, NPF）是韩国三支柱体系中规模最大、覆盖面最大的养老金，由韩国国民养老金公团旗下的 NPS 投资管理团队负责具体投资运营。截至 2022 年末，NPF 在全球主权养老基金中规模目前排名第三，仅次于挪威 GPF 和日本 GPIF。因此其不仅在韩国国内有代表性，作为全球前三大养老金之一也颇具分析价值。

（一）设立背景

在 1986 年国民养老金法案（National Pension Act）的约

¹ E（是 Exempting 缩写）代表免税，T（是 Taxing 缩写）代表征税，EET，表示在补充养老保险业务购买阶段、资金运用阶段免税，在养老金领取阶段征税的一种企业年金税收模式。

束下，韩国国民养老金公团于 1987 年成立，负责 1988 年形成的国民养老金计划的统筹运营，以及对计划盈余形成的国民养老金进行投资管理。在建立早期，韩国国民养老金公团被赋予国民养老金计划的扩大覆盖面、收缴统筹、投资运营等多重责任。后来，韩国国民养老金公团部分收缴统筹的职责划至外部，并聚集于为民众提供更全面的养老服务，自 2008 年以来陆续提供面向缴费者和非缴费者的养老咨询服务、面向残障人士的登记和保障服务等。

（二）运作机制和管理架构

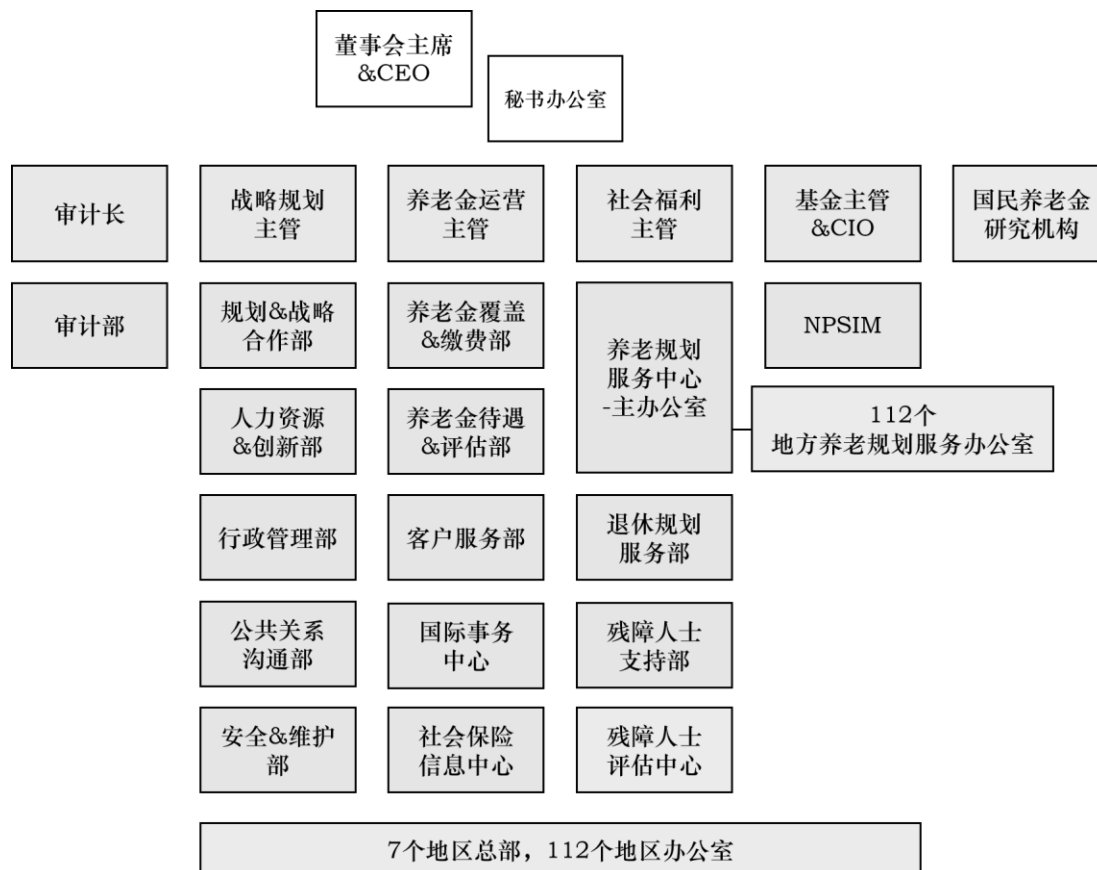
1. 韩国国民养老金公团组织框架

韩国国民养老金公团的组织框架是一个多层次、分工明确的结构，总部旗下共设有 15 个部门、3 个中心和 NPS 投资管理等业务条线，并设有 7 个区域总部（112 个区域办公室），旨在确保养老金的有效管理和服务。韩国国民养老金公团由韩国保健福祉部监督管理。其组织架构如图 3 所示。截至 2022 年末，韩国国民养老金公团共有 7301 名员工。

在韩国国民养老金公团外部，韩国保健福祉部有专事国民养老基金 NPF 监管的基金管理委员会、基金管理实践评估委员会。基金管理委员会是国民养老基金投资运营管理的最高决策部门（例如 NPF 的资产配置计划由该委员会进行审议），该委员会由韩国保健福祉部部长兼任委员会主席。基金管理实践评估委员会由经济、法律、会计等领域专家组成，为基金管理委员会提供专业建议。韩国保健福祉部每年出具

基金管理计划，由基金管理委员会和韩国政务院审议后，经韩国总统批准，并呈交国民议会。

图 3 韩国国民养老金公团组织框架



数据来源：NPS 年报

2. NPSIM 组织框架

为了有效应对不断变化的金融和经济环境，并以更加系统和专业的方式管理国家养老基金，韩国国民养老金公团成立了专门的投资机构——NPS 投资管理（NPSIM）。

NPSIM 于 1999 年 11 月成立，旨在专业应对迅速演变的投资环境，并有效管理基金。针对基金规模的急剧增加、多样化的金融产品出现以及日益全球化的投资环境，NPSIM 自 2001 年开始投资海外资产，以实现稳定回报，并自 2003 年

以来多元化投资组合。与此同时，NPSIM 聘请了多个资产类别的投资专业人员，覆盖资产类型包括传统的股票和固定收益资产以及房地产、基础设施、私募股权等另类资产。为了扩大对全球资产的投资，其还在纽约、伦敦和新加坡设立了海外办事处。海外办事处负责跟进全球金融市场趋势，并与全球领先的同行建立联系。

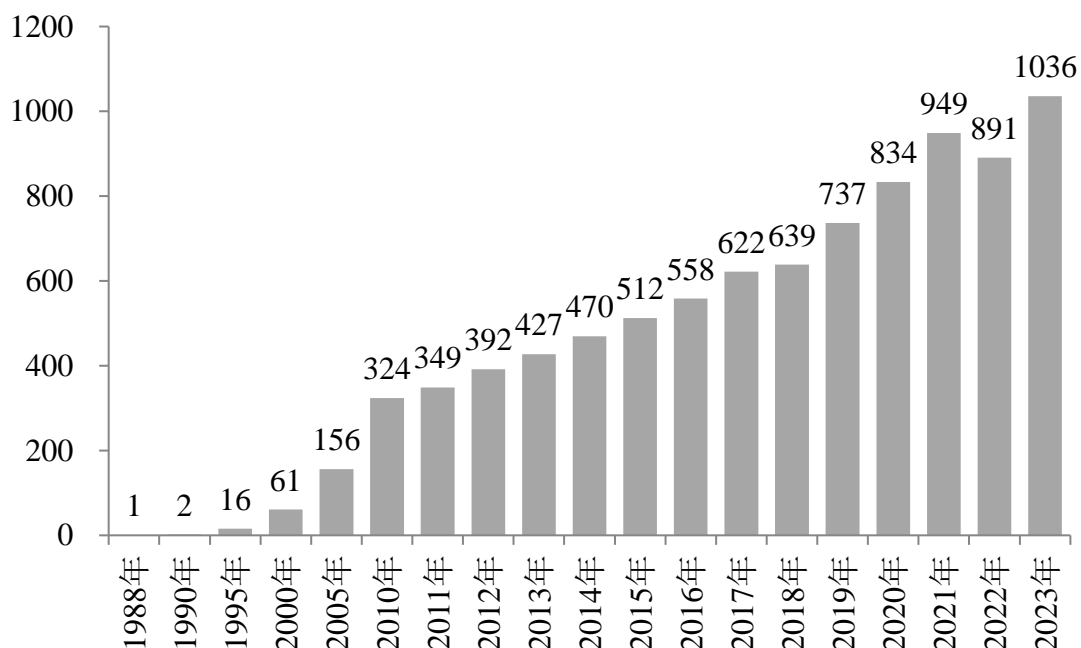
NPSIM 最初只有 6 个团队 40 名员工，随着基金规模的增长和投资组合多元化战略的实施，其组织结构不断调整。截至 2022 年底，NPSIM 由 1 名首席投资官、3 名董事总经理、14 个部门和 3 个海外办事处组成，共有 435 名员工，其中包括首席投资官、365 名投资组合经理和 69 名支持人员。该架构由 NPS 董事长和 NSPIM 首席投资官领导，负责制定整体的投资策略和基金管理程序。为了有效管理风险，NPSIM 设立了风险管理中心以确保基金的投资活动安全合规。此外，7 个投资管理部门负责执行具体的投资操作，以实现资产的保值增值。

（三）资金来源与用途

NPF 的主要资金来源是养老金缴费和投资收益，主要资金用途是养老金支出，政府补贴和资本转移的占比非常低。相比日本 GPIF、澳大利亚 Future Fund 等，NPF 初始资金累积速度较慢，政府补贴的贡献非常有限。后续 NPF 借助养老金缴费、投资收入实现可观增长，而政府补贴的贡献仍不足 0.1%。截至 2022 年，NPF 积累的 890.5 万亿韩元资产，主要

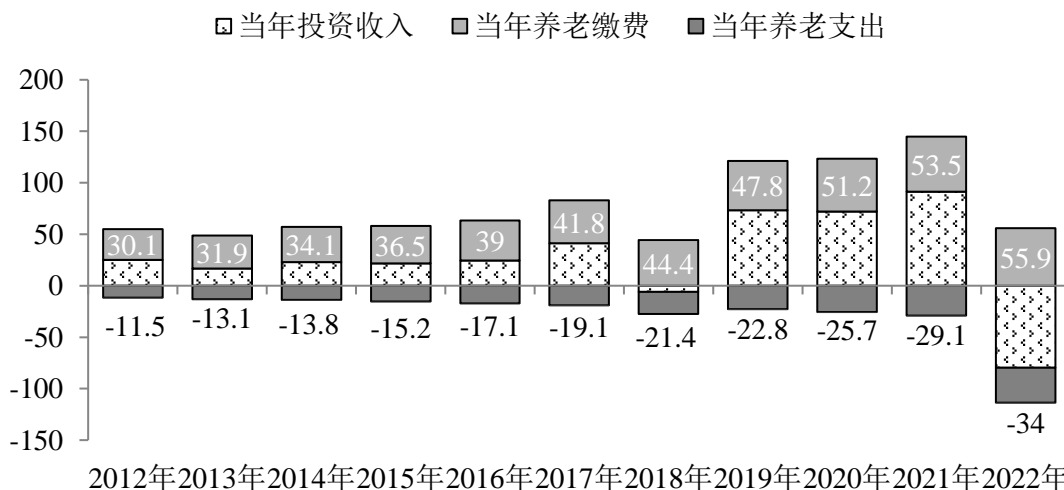
是由 738.7 万亿韩元累计缴费收入和 451.3 万亿韩元累计投资收益扣除 288.6 万亿韩元累计养老金支出和 10.9 万亿韩元累计投管费用等杂项支出所综合形成的。

图 4 NPF 资产规模变动（单位：万亿韩元）



资料来源：NPS 官网、NPS 年报。

图 5 NPF 资产规模变动的来源（单位：万亿韩元）



资料来源：NPS 年报。

当前，国民养老基金计划缴费人数显著高于支取人数，

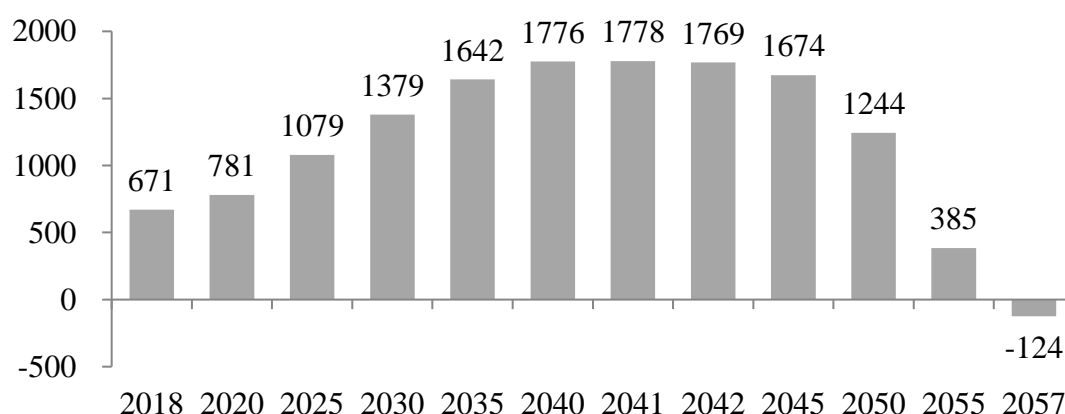
NPF 的财政状况短期内可持续，但长期面临收支失衡问题。根据每 5 年由韩国政府官员和学术专家组成的精算预测委员会对国民养老金计划所开展的精算预测：尽管在未来的 20-30 年 NPS 计划的收入仍将持续高于支出，但随着未来人口老龄化趋势加重、资产端增长动力不足，基金资产将在 2042 年左右到达高点，随后持续下行并于 2058 年左右耗尽。²相比此前预测，2018 年的预测同时将高点和耗尽时间提前，同时进一步调低了高点的 NPF 规模预测。

表 1 国民养老基金精算预测结果

预测时间	预测窗口期	到达高点时间	高点规模	预计耗尽时间
2008 年	70 年	2043 年	2781 万亿韩元	2060 年
2013 年	70 年	2043 年	2561 万亿韩元	2060 年
2018 年	70 年	2041 年	1788 万亿韩元	2057 年

资料来源：NPS 年报。

图 6 2018 年国民养老基金精算预测结果（单位：万亿韩元）



资料来源：NPS 年报。

² 主要是通过人口结构、经济指标、缴费支出水平等，预测未来 70 年窗口资金储备规模的变动。精算具体细节可查阅 NPS: A Summary of the 2013 Actuarial Projection Result.

（四）投资理念和资产配置

NPSIM 基本遵循从战略、战术到实际，自上而下的配置理念，以获得“与增长、通胀相适应的长期收益”为目标。首先，韩国保健福祉部的基金管理委员会通过经济前景分析，为国民养老金制定 5 年期目标收益，该收益的构成方式为“不变价 GDP 增长+CPI 通胀±额外调整”。2023-2027 年，FMC 设定的 5 年年化收益目标为 5.4%。然后，基金管理委员会为 NPF 制定战略资产配置计划，审视各类资产投资基准指数，衡量资产波动性和相关性，进而给出收益达标、风险最小的 5 年期目标配置组合（如表 2 所示）。在 5 年期组合基础上，基金管理委员会每年结合实际资金流和投资收益，决定 NPF 下一年的战术配置计划，及相比目标收益应当实现的超额（如表 3 所示）。最后，NPSIM 在 1 年期组合的基础上做细分策略，决定每类资产的目标超额；并通过资产内标的筛选，落地实现目标超额。

NPF 不同类型的资产布局均有投资指引。根据投资指引，国内股票、全球股票以及另类资产是组合收益的主要贡献，而其他资产更多作为安全垫；内部投资更专注于敞口构建，而委外投资则更多追求主动超额；通过增加海外敞口，避免大规模资产出售对国内市场的冲击等等。

表 2 基金管理委员会历年为 NPF 设置的战略（5 年）配置比例

时间	国内固收	全球固收	国内股票	全球股票	另类资产
2010 到 2015	<60%	<10%	>20%	>10%	>10%
2011 到 2016	<60%	<10%	>20%	>10%	>10%
2012 到 2017	<60%	<10%	>20%	>10%	>10%
2013 到 2017	<60%	<10%	>20%	>10%	>10%
2014 到 2018	<50%	<10%	>20%	>10%	>10%
2016 到 2020	±45%	±5%	±20%	±20%	>10%
2017 到 2021	±40%	±5%	±20%	±25%	>10%
2018 到 2022	±40%	±5%	±20%	±25%	>10%
2019 到 2023	±35%	±5%	±15%	±30%	±15%
2020 到 2024	±30%	±15%	±15%	±30%	±15%
2021 到 2025	±25%	±10%	±15%	±35%	±15%
2022 到 2026		±35%		±50%	±15%
2023 到 2027		±30%		±55%	±15%

表 3 基金管理委员会历年为 NPF 设置的战术（1 年）配置比例

时间	国内固收	全球固收	国内股票	全球股票	另类资产
2010 年	63.5%	4.1%	18.0%	6.6%	7.8%
2011 年	66.9%	4.1%	17.0%	6.2%	5.8%
2012 年	59.4%	4.1%	19.3%	8.1%	9.2%
2013 年	56.1%	4.0%	20.0%	9.3%	10.6%
2014 年	54.2%	4.0%	20.0%	10.5%	11.3%
2016 年	51.4%	4.0%	20.0%	13.1%	11.5%
2017 年	49.5%	4.0%	19.2%	15.4%	11.9%
2018 年	47.1%	4.0%	18.7%	17.7%	12.5%
2019 年	45.3%	4.0%	18.0%	20.0%	12.7%
2020 年	41.9%	5.5%	17.3%	22.3%	13.0%
2021 年	37.9%	7.0%	16.8%	25.1%	13.2%
2022 年	34.5%	8.0%	16.3%	27.8%	13.4%
2023 年	32.0%	8.0%	15.9%	30.3%	13.8%

资料来源：NPS 年报，2015 年未披露。

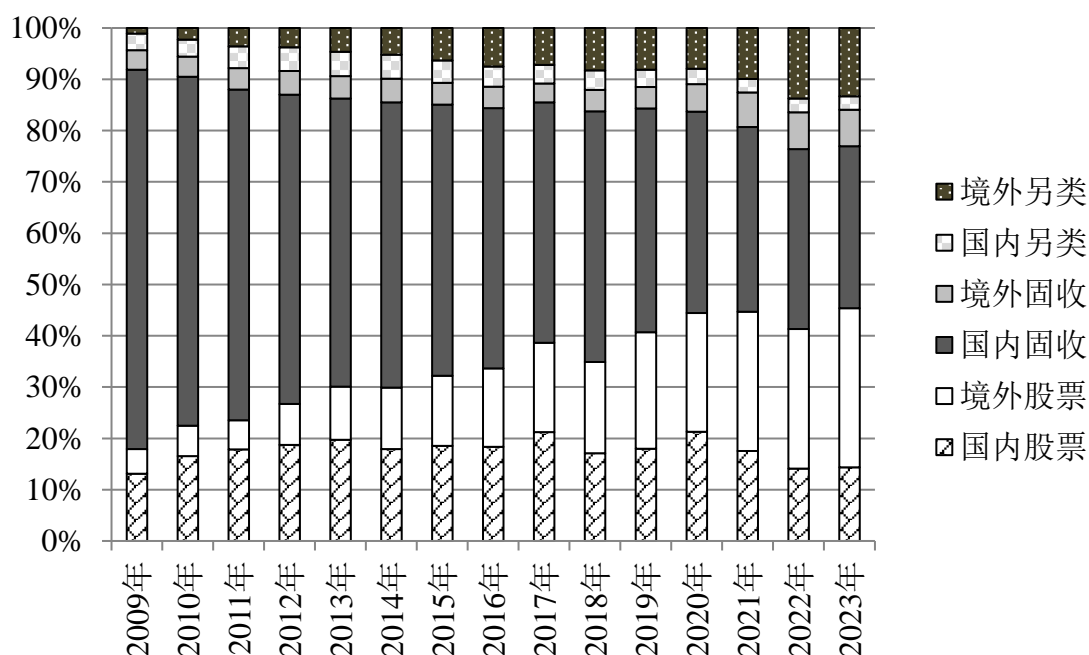
（五）投资方式及其变化

在基金管理委员会战略和战术资产配置驱动下，NPSIM 自本世纪以来、尤其是金融危机后，开始增加面向风险资产、境外资产的敞口。

1. 全球化、多元化投资

多元化投资是基金扩大规模的必然结果，而境外资产、另类资产是有效的多元化途径。2001 年，NPSIM 开始投资境外债券；2002 年，开始投资国内风险资本和境外股票；2004 年，开始投资国内房地产；2005 年，开始投资国内私募股权和基础设施；2007 年，开始投资境外基础设施。金融危机后，NPSIM 进一步加快多元化步伐，将配置范围拓宽至私募债、对冲基金等；并在纽约、伦敦和新加坡相继建立办公室，以配合逐步增长的海外投资布局。

图 7 NPF 资产大类资产变化



资料来源：NPS 年报。

截至 2023 年末，NPF 全部资产中，股债、另类等市场化投资的占比达到 99.9%，其余 0.1%为社会福利投资。市场化投资中，国内债券比重仅 31.5%，近 10 年下降约 25 个百分点；其余资金分散配置于境内外股票、私募股权、实物资产、对冲基金等。近 10 年来，NPF 的境外投资规模从 102 万亿韩元上升至 532 万亿韩元，境外投资占比从 21.8%上升至 51.4%，反映出 NPF 总资产规模不断扩张的同时，对境外资产突出的配置偏好。近 5 年来，NPF 对外配置的扩张主要集中在 2021 和 2023 年，分别增配了 110 万亿韩元（约合 930 亿美元）和 105 万亿韩元（约合 800 亿美元）。

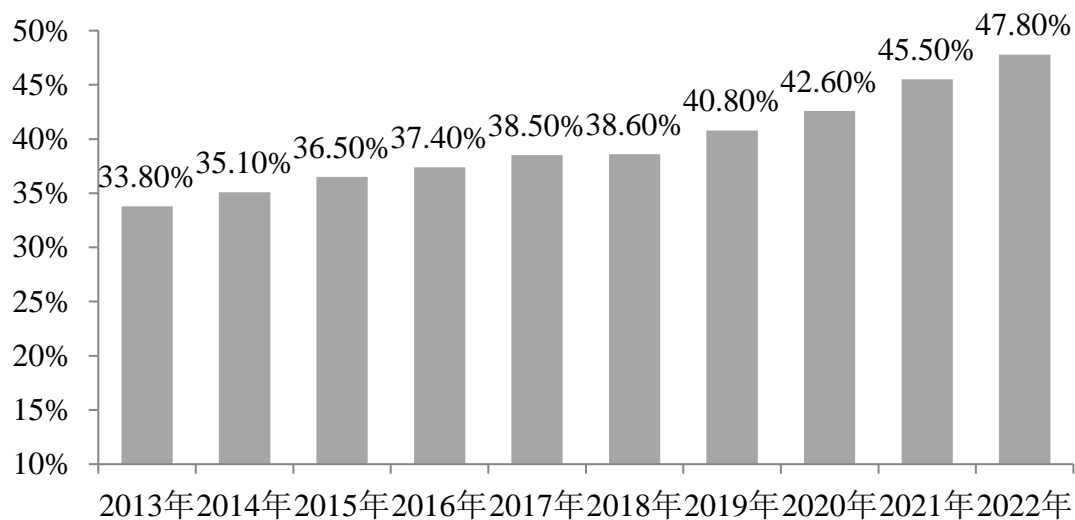
2. 内部、委外投资相结合

伴随市场化投资推进，NPF 的另一特征是内部、委外投资的结合运用。早期政府、福利项目为主的投资内容对专业性的要求较低；而伴随风险资产、境外资产占比提升，NPF 开始意识到大体量资金存在内部管理难度，而外部资管机构在投研禀赋、市场认知上具有相对优势。NPF 因而将许多增量项目转向委外管理，主要集中在股票投资和另类投资上。截至 2022 年末，NPF 委外投资的占比达到 47.8%，其中国内股、境外股的委外占比分别达到 50.5%、59.2%。

值得注意的是，虽然 NPF 整体组合的委外比例在上升，但其境外股票投资中委外比例却在下降。从 2009 年至 2022 年，NPF 境外股票的委外比例从 100%降至 59%。这或与 NPSIM 内部团队建制逐步扩大、投研能力逐步形成，自营投

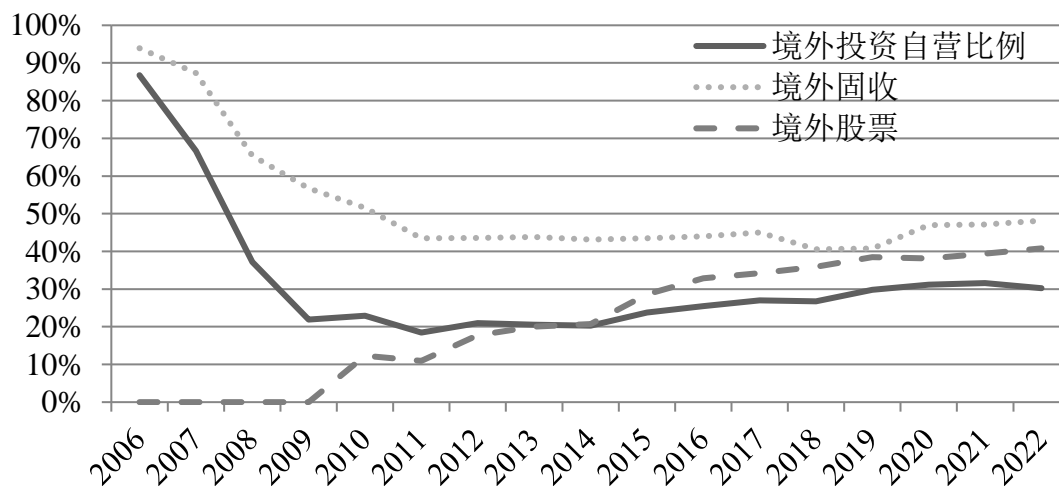
资以被动为主，且境外委外投资的收益表现并不突出等原因有关。

图 8 NPSIM 委外投资比例



资料来源：NPS 年报。

图 9 NPSIM 海外投资自营比例



资料来源：NPS 年报。

3. 重视汇率风险管理

NPSIM 的投资基础货币为韩元 (KRW)，作为新兴市场货币，其对全球股债风险收益特征的影响与人民币相似。伴随 NPSIM 逐步加大海外投资，其对汇率风险的管理也发生

了系列转变。

在 2001-2006 年，NPSIM 承担有限汇率风险，属于探索境外投资、建立机制阶段。NPS 通过与韩国央行（BOK）签署货币互换协议获取稳定的境外投资资金。汇率风险承担上，由于货币互换涉及远期锁汇，NPSIM 几乎不承担汇率风险。其 2006 年年报还专门提及由于通过货币互换锁定了远期汇率，境外债以韩元计投资收益为 7.42%（美元计收益为 3.14%，由于这一时段韩美利差关系，锁汇对投资收益产生正贡献；如不锁汇，由于 2006 年美元兑韩元持续贬值，以韩元计收益应低于 3.14%）。

表 4 NPS 在各类资产的外汇战略对冲比例

大类资产	2007	2009	2015
全球固收	100%	100%	0%
全球股票 (含全球另类)	50%	0%	0%
战略汇率 对冲目标	降低单一 大类资产 风险	降低投资 组合整体 风险	降低投资 组合整体 风险

资料来源：NPS2019 年年报。

在 2007-2015 年，NPSIM 汇率风险管理目标逐步从降低单一大类资产风险上升为降低投资组合整体风险。从资产配置和投资基准来看。如表 4 所示，NPSIM 于 2007 年开始更为主动的管理汇率风险，制定了战略汇率风险管理目标，并逐步调整了其境外大类资产的投资基准（表 5）。伴随境外资产类型的丰富和境外资产规模的上升，NPSIM 于 2014 年将境外股票和固收投资部改组为境外股票、固收和汇率部，并

单独成立了外汇管理团队（FX Management Team）。根据年报披露的工作范畴，NPSIM 逐渐形成了由海外办公室监测全球外汇和资本市场动态，由外汇管理团队负责汇率风险管理，由风委会负责制定外汇管理政策的投资运营机制。

从 2016 至今年，将外汇管理政策上升到战略资产配置高度。NPSIM 把外汇管理政策（FX Hedge Policy）作为重要考虑因素上升到了战略资产配置（Mid-term Asset Allocation Plan）层面，并与股、债、另类资产进行了分离，从而实现了外汇敞口的一体化管理。在外汇配置上，NPSIM 采用 MSCI 指数币种分布作为基准，以防止集中于一种或两种货币，同时战略性地将较高权重分配给 G4 国家货币（美元、欧元、日元和英镑）。除了 G4 货币，NPF 还持有包括澳元(AUD)、瑞士法郎(CHF)等货币，以分散外汇风险。在外汇的战术配置上，不同币种的偏离程度从 2017-2018 年 $\pm 3\%$ 的比例到 2019 年至今逐步调整至 $\pm 5\%$ 的比例。

表 5 全球股债投资基准

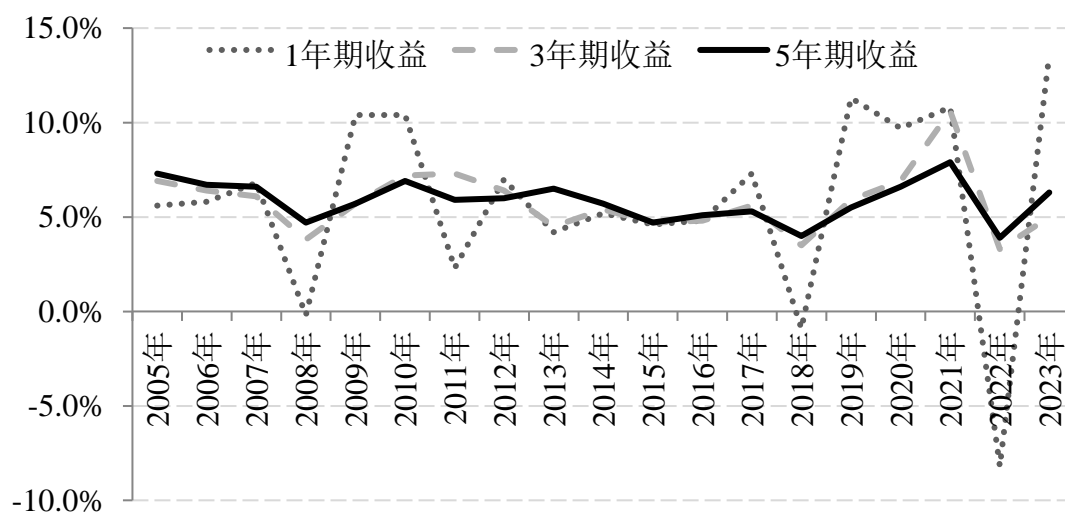
	时间区间
全球固收基准	
全球债指数（除韩国，对冲至韩元）	2007-2016
全球债指数（除韩国，对冲至韩元，对冲比例降至 50%）	2017
全球债指数（除韩国，对冲至韩元，对冲比例降至 0%）	2018
NPS 定制指数（除韩国，部分对冲其它货币至美元，美元至韩元不对冲）	2019-至今
全球股票基准	
MSCI 全球股票指数（除韩国，对冲至韩元）	2007-2012
MSCI 全球股票指数（除韩国，10%对冲至韩元）	2013
MSCI 全球股票指数（除韩国，不对冲至韩元）	2014-至今

资料来源：NPS 历年年报。

（六）投资业绩

NPF 自 1988 年成立以来的投资业绩较为稳健，年化投资收益率为 5.1%。在 2005 年进入较完全市场化投资之后，2005 至今的年化收益率为 5.3%，年收益波动率为 4.9%，收益/波动为 1.08，整体呈现收益适中、波动偏低特征。在 18 年市场化运作中，NPF 仅有 2008 年、2018 年和 2022 年出现负收益，且回撤程度均低于-10%；2019 年至 2021 年，受益于股票、另类资产的良好表现，基金连续三年取得 10%附近的年收益。如果以 5 年为考核周期，不难发现 NPF 的长期投资收益率相对稳定，基本在 5%左右波动，近年来由于其海外投资收益较好，5 年期长期投资收益率有一定幅度上行。

图 10 NPF 全组合收益变动



资料来源：NPS 网站和年报。

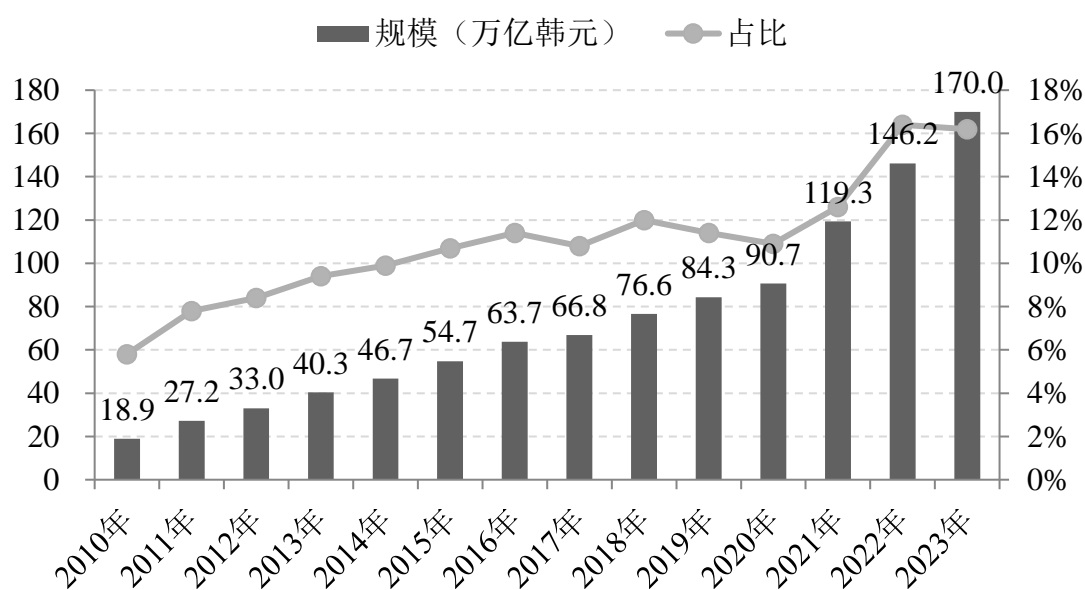
（七）另类及 ESG 投资

1. 另类投资

NPS 的另类投资开始于 2002 年对国内风险资本的布局。

金融危机后，NPS 的另类投资规模快速增长。根据年报披露，NPS 从 2004 年、2006 年开始投资国内、全球的房地产，从 2005 年、2007 年开始投资国内、全球的基础设施，从 2016 年开始投资对冲基金。2019 年，NPS 引入了战术投资计划（Tactical Investment Program），视另类资产的市场判断，在更短期限调整配置比例，同时引入私募债策略等产品。从 2010 年至今，NPS 另类投资规模从 18.9 万亿韩元增至 170.0 万亿韩元，年复合增速达到 17%，在全组合中占比也从 5.8% 升至 16.2%。

图 11 NPS 另类投资规模与占比



资料来源：NPS 网站和年报。

NPS 提到，在海外拓展另类布局，相比国内市场的风险分散效用更加显著，因此其另类投资的重心放在海外。截至 2023 年末，NPS 另类投资中海外投资规模约为 131 万亿韩元，占另类资产的比例超 85%。从 2014 年至今。NPS 国内房地

产、基础设施等投资相对保持稳定，在海外的私募股权、房地产、基础设施布局均有大幅扩张，而对冲基金投资更是全部集中在海外。

另类投资为 NPS 提供了高于股债资产的收益表现。2018-2022 年间另类投资的年化收益率达到 11.4%，其中国内和海外另类投资收益率分别为 9.5%、12.1%。细分方向上，海外私募股权、韩国房地产等近 5 年的收益表现突出，这得益于成功的标的筛选、货币汇兑收益等。

表 6 NPS 投资不同另类资产的收益

时间	2022 年		近 3 年年化		近 5 年年化	
	实际	基准	实际	基准	实际	基准
国内另类						
房地产	11.86%	9.58%	17.02%	10.35%	13.27%	8.78%
基础设施	3.61%	4.83%	4.72%	5.40%	5.93%	6.28%
私募股权	-1.10%	4.98%	11.46%	9.44%	9.77%	7.96%
境外另类						
房地产	13.12%	14.37%	8.50%	10.00%	9.89%	10.43%
基础设施	14.26%	21.85%	8.48%	13.24%	10.06%	12.56%
私募股权	7.83%	12.38%	20.03%	15.70%	17.50%	15.46%
对冲基金	9.07%	7.39%	9.23%	7.76%	8.11%	8.00%
其他	2.89%	-8.07%	7.33%	3.43%	--	--

资料来源：NPS 年报。

2.ESG 投资

韩国国民养老金公团在 2006 年就建立了委外管理的国内责任投资基金，布局环境治理、社会责任等主题下韩国本土的股债标的。韩国国民养老金法案第 102 条规定，当韩国保健福祉部管理运营 NPF 时，可以将与投资目标相关的 ESG 因素考虑在内，以获取长期稳健收益。在制度引导下，韩国国民养老金公团持续将 ESG 因素整合至投资的不同环节，包

括标的筛选、投后管理、业绩评估等。自 2006 年开展 ESG 投资以来，韩国国民养老金公团后续还开展了一系列相关工作：2009 年，韩国国民养老金公团成为联合国 PRI 签署成员；2015 年，韩国国民养老金公团建立了面向国内股票的 ESG 评估体系；2018 年，制定并执行责任投资和公司治理原则等等。

委外 ESG 投资方面，韩国国民养老金公团建立的委外国内股票责任投资基金运行已接近 20 年，而其他委外投资的 ESG 整合也在陆续推进。委外国内股票责任投资基金以 NPS 自己定制的 NPS-FnGuide Responsible Investment Index 为基准，以更准确反映基金的投资特征。在筛选基金的委外管理人时，NPS 会综合考虑专业经验、道德伦理、投资策略、投资流程、合规等因素。从 2020 年开始，责任投资基金的委外管理人需每年提交责任投资报告，作为韩国国民养老金公团监督、评估的依据。截至 2021 年末，韩国国民养老金公团委外国内股票责任投资基金的规模共计 7.7 万亿韩元。2021 年，韩国国民养老金公团进一步为其他国内股票、全球股票、固收资产委外管理人的监督、评估，设计了 ESG 整合的框架。受此影响，NPS 投资组合中被认定为责任投资的资产规模显著上升，同时当年新增责任投资也达到新高，单年委外责任投资规模增长超过 200 万亿韩元，其中仅全球股票便超过 140 万亿韩元。

内部 ESG 投资方面，NPS 则主要是通过整合落实 ESG

投资。2017年，NPS将ESG整合运用于内部、主动的国内股票投资；2020年，拓展至内部的国内股票指数投资；2021年，再度拓展至内部的国内企业债券投资。根据NPS的指引文件（Guideline for ESG Integration），对应部门的内部组合经理需要在新标的纳入可投资池或基准指数时，了解标的ESG相关信息。如果标的ESG评级低于倒数第二级，那么组合经理要出具书面的ESG审查报告；如果评级处于最低级，标的可投性将会被重新评估、持续监督。截至2022年，NPS内部的责任投资规模共计99.7万亿韩元。

表7 NPS的责任投资规模（万亿韩元）

资产类别	2020年	2021年	2022年
国内股票-内部	93.4	84.3	62.0
国内股票-委外	8.0	7.7	63.4
国内固收-内部（企业债）		38.2	37.7
国内固收-委外			45.6
全球股票-委外			142.6
全球固收-委外			32.8
在全组合中占比	12.2%	13.7%	43.2%

资料来源：NPS年报。

三、韩国养老金体系及代表性机构的启示与借鉴

（一）加强国内协同，不断深化与监管部门、地方政府、市场机构等多方的协同合作

从韩国国民养老金组织架构和其境外投资发展过程中，可以看到，韩国国民养老金受韩国政府的高度重视，例如其最高决策部门——基金管理委员会由韩国保健福祉部部长兼任委员会主席。在NPF的投资运营中，除去常规的通过缴费和投资收入实现资金规模增长，NPS还非常注重和韩国国

内其它政府机构的合作，例如 NPS 和韩国央行在 2004-2008 年、2022-至今进行过多次货币互换（CCS，Cross Currency Swap），即由韩国央行向 NPS 提供外币资金，而 NPS 向相关机构提供等额韩元。上述操作虽然没有从名义上增加基金资产规模，但实际上对基金资产从币种上进行了分散，同时也便利了国民养老金进行海外投资以获取更多投资机会。从近年来 NPF 的收益情况也不难发现，由于其加大了海外投资和另类投资，其投资业绩伴随资产规模的增长并没有下降反而出现了增长。

（二）加强养老金精算，为养老基金可持续性做好评估保障

从韩国国民养老金公团的投资运营不难看出，其对养老金精算形成了较为科学的测算制度，每 5 年由韩国政府官员和学术专家组成的精算预测委员会对国民养老金的可持续性进行合理评估。对比来看，目前我国的养老金精算体系正在发展和完善中。中国社会科学院社会保障论坛发布的《中国养老金发展报告》等资料表明，我国对养老金的可持续性问题给予了高度重视，并进行了深入研究和精算评估。但如何做到更加基于养老金投资运营实际进行精算研究，或许还可以参考韩国相关模式，加强养老金监管机构、养老金投资运营机构和相关领域研究机构的合作，建立稳健审慎的养老金精算体系，不断提升其客观性、权威性和科学性，从而为养老基金的长期可持续做好评估保障。

（三）加强自身建设，不断丰富基金资产配置和投资运营能力水平

通过梳理 NPS 的投资运营管理实践，我们深刻的认识到加强自身建设，不断丰富基金资产配置和投资运营能力水平的重要性。韩国养老基金从成立运营至今，通过不断优化调整内部业务结构、加大海外布局、补充人力资源等多种方式，深度参与到全球资本市场当中。当前，国际国内宏观经济和资本市场的复杂性、不确定性明显上升，社保基金资产配置和投资运营面临的挑战也不断加大。通过深入研究韩国养老金经验，我们建议，在充分运用好签约券商、投资管理人、托管行等外部合作机构的智力支持下，要加强自身建设。既要从宏观市场和基金整体角度推进资产配置和优化调整，也要强化对细分资产品类、具体项目投资价值和收益情况的分析判断，不断创新投资方式方法，通过资产配置部门和各投资部门的密切配合、相互补位、协调联动，为基金获取更好投资收益夯实基础。