发挥耐心资本作用，做好养老金融大文章
——来自韩国国民养老金的经验

李　娜　李　芮　刘士达

摘　要　本文研究韩国国民养老金。韩国与我国老龄化形势相近，同属新兴资本市场，而且其国民养老金资产规模居全球前三。韩国国民养老金通过定期精算制度，为韩国社会保障体系和养老金可持续运营打下基础；在养老金市场化投资运营过程中，逐步呈现权益化、全球化、多元化资产配置特征；作为耐心资本典型代表，充分发挥长期资金的压舱石作用，为维护韩国金融市场稳定做出力所能及的贡献；在资产全球化的背景下，注重国际合作为全球化运营争取更为有利的外部条件。相关经验对做好养老金融大文章，促进我国养老金金融发展有积极借鉴价值。

关键词　人口老龄化　养老金融　养老金金融　养老金投资运营　金融稳定

一、引言

养老金融对于促进我国金融体系的完善、应对人口老龄化挑战以及推动实体经济高质量发展具有重要意义。2024 年 7 月召开的党的二十届三中全会和 2023 年 10 月召开的中央金融工作会议均明确提出要积极发展“养老金融”。从全球来看，养老金都是各国养老金融中最基础也是最核心的组成部分。根据 Willis Towers Watson（2024）最新统计，2023 年末全球养老金规模约 59.7 万亿美元，是全球主要资产所有者类型[①]中规模最大的一类，这些资金绝大部分进行市场化投资运营。养老金的巨大规模不仅为应对人口老龄化做出了基本保障，也对促进资本市场发展有着重要意义。养老金通过在资本市场长期投资实现自身保值增值，资本市场也因为大量长期稳定的养老金持续注入而不断成熟健全（董克用 等，2021）。可以说，养老金金融是养老金融的核心组成部分。

为做好养老金融大文章，更好促进我国养老金金融发展，我们选取老龄化形势最为相近[②]、同属新兴资本市

李娜、李芮、刘士达，全国社会保障基金理事会规划研究部。本文是社保基金会养老金融课题成果之一，作者感谢全国社会保障基金理事会规划研究部主任赵军对本文的指导，本文也得到中信证券刘方、王希明、李翀、杨洋、黄晓凤，中信建投证券黄文涛、孙苏雨、冯天泽、王大林、刘天宇、张宇的研究支持。文责自负，与所在机构无关。

① 其他严格定义的资产所有者为主权财富基金（12.3万亿美元），捐赠基金（2.1万亿美元）。

② 从老龄人口占比来看，韩国和我国分别于2018年和2021年进入了深度老龄化社会，2023年韩国和我国65岁以上人口占总人口的比例分别为18.38%和15.40%，中韩老龄化程度大约只有3~4年的差距。从老龄化速度来看，2019—2023年，韩国65岁以上人口占总人口的比例平均每年增长0.79个百分点，而我国平均每年增长0.70个百分点，两者同样十分接近。从少子化来看，韩国比我国形势更为严峻，2019—2023年，韩国出生率均值为5.14‰，而我国为7.92‰。

场[①]且养老基金资产规模位居全球前三[②]的韩国国民养老金作为研究对象。韩国国民养老金自1988年成立以来，已成为韩国覆盖面最广、资产规模最大的公众养老基金。截至2023年末，其资产规模达1 036万亿韩元（约合8 270亿美元），相当于韩国GDP的47.9%；基金缴费、领取人数分别为2 238万人、663万人。同期，韩国人口总数约5 170万人，其中就业人口总数约2 842万人，65岁以上人口总数约950万人。据此统计，韩国国民养老金对韩国人口的覆盖率约为56.1%，对就业人口的覆盖率约78.7%，对老龄人口的覆盖率约69.8%。

下文将在简要介绍韩国养老金体系与韩国国民养老金的基础上，重点考察韩国国民养老金定期精算制度安排，权益化、全球化和多元化资产配置做法，兼顾保值增值和金融稳定的实践，以及广泛国际合作为养老金营造有利外部条件的成效，并结合国内情况提出针对性的建议。

二、韩国养老金体系与韩国国民养老金

（一）韩国养老金体系

二战后，韩国开始关注国民福利问题，逐步建立起国家社会保障体系。韩国养老金的第一支柱于20世纪60年代形成并逐渐壮大，是当前三支柱体系中资金规模最大、覆盖范围最广的部分。第一支柱的核心是1988年建立的韩国国民养老金计划（National Pension Scheme）。该计划虽然成立时间较晚但发展很快，目前已基本覆盖了除参与特殊计划[③]人员外的所有就业人口。同时，韩国政府分别于1994年和2005年引入了个人养老金计划（第三支柱）和企业年金计划（第二支柱）。如图1所示，截至2021年，韩国第一支柱中国民养老金计划的资金规模约950万亿韩元，占韩国GDP比重约45%；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，第二、第三支柱合计占GDP比重约30%。

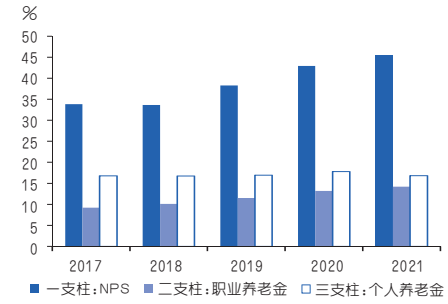
（二）韩国国民养老金投资运营

在1986年国民养老金法案（National Pension Act）的约束下，韩国国民养老金公团（National Pension Service）于1987年成立，负责统筹运营1988年形成的国民养老金（National Pension Fund），并于1999年由公团下属的养老基金投资管理机构（现名为National Pension Service Investment Management，NPSIM）对计划盈余形成的国民养老金进行市场化投资运营管理。

① 根据指数编制机构MSCI的表述，基于以下三方面的理由认为韩国仍属于新兴资本市场：一是资本市场股东权利薄弱，所有权结构错综复杂，而且资本市场限制做空等。二是外汇市场面临管制，由于经济高度依赖出口贸易，韩国政府会控制外资对本币的投资，以更好地维护金融稳定和汇率稳定。三是信息披露不够国际化，上市公司缺少英文披露信息，不利于境外投资者了解该国市场情况。

② 从资产规模而言，挪威政府养老金全球基金、日本厚生年金和韩国国民养老金是全球三大开展市场化投资运营的公共养老基金，最新资产规模分别为1.67万亿美元、1.59万亿美元和8 270亿美元。根据Blundell-Wignall et al. (2008)、IMF (2008)、谢平和陈超 (2009) 的界定，如从资金来源进行区分，日本厚生年金和韩国国民养老金资金均主要由公民养老金缴费和投资收益构成，属于公众养老基金；而挪威全球养老金的资金来源并非国民缴款，该机构被实质视为主权财富养老基金。

③ 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。



资料来源：OECD Statistics。此外，根据 OECD《Pensions at a Glance 2023》披露，截至 2022 年末，韩国国民养老计划占韩国 GDP 比例为 41.9%，其余支柱养老金计划资金规模合计占 GDP 比例为 32.1%。

图 1　韩国各支柱养老金存量规模占 GDP 比重

1. 资金来源与用途

韩国国民养老金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和基金投资运营管理费用，后者占比极低。截至 2023 年末，韩国国民养老金积累了 1 035.8 万亿韩元资产，包括累计缴费收入 797.2 万亿韩元（占 76.96%），累计投资收益 578 万亿韩元（占 55.80%），累计养老金支出 327.6 万亿韩元（占 –31.63%）和累计基金投资运营管理费用等支出 11.8 万亿韩元（占 –0.01%）。

2. 投资运营与资产配置

由于还处于养老金的积累期，韩国国民养老金更关注基金的收益性，基本遵循从战略战术到细分策略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”。作为资本市场的长期资金和耐心资本，韩国国民养老金以 5 年为期制定收益目标和风险容忍政策[①]，并由基金管理委员会为养老金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。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，决定养老金下一年的战术配置计划，及相比目标收益应当实现的超额。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。具体参见 2019—2024 年韩国国民养老金战略和战术层面资产配置目标（表 1）。

NPSIM 采取市场化投资策略，在保证基金长期稳定的范围内，最大限度地增加收益。NPSIM 于 2001 年开始境外固收投资，2002 年开始境外股票投资，2005 年开始境外另类资产投资。如图 2 所示，从其资产配置特征来看，逐渐呈现权益化、全球化、多元化的特点。截至 2023 年末，其各部分大类资产的规模及占总资产比例分别为：国内固收 326 万亿韩元，占比 31.5%；国外固收 73.7 万亿韩元，占比 7.1%；国内股票 148 万亿韩元，占比 14.3%；国际股票 320.4 万亿韩元，占比 30.9%；国内房地产、基础设施、私募股权、风险投资基金等另类资产 24.7 万亿韩元，占比 2.4%，国际房地产、基础设施、私募股权和对冲基金等另类资产 139.5 万亿韩元，占比 13.5%。

3. 投资业绩表现

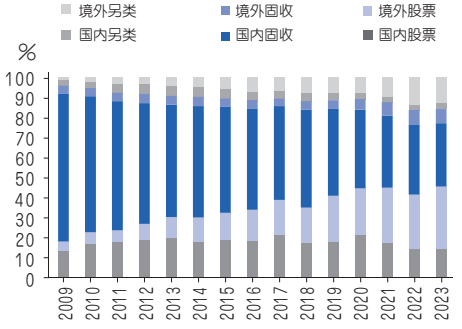
从 1999 年开启市场化投资运营以来，韩国国民养老金仅在 2008 年、2018 年和 2022 年出现负收益，且回撤程度均低

① 该收益的构成方式为“不变价GDP增长+CPI通胀±额外调整”。2024—2028年，韩国国民养老金基金管理委员会设定的5年年化收益目标为5.6%，风险容忍政策是在95%的条件下最大亏损不超过15%。

表 1　2019—2024 韩国国民养老金资产配置目标

时间	国内固收	全球固收	国内股票	全球股票	另类资产
战略资产配置目标范围					
2020—2024	±30%	±15%	±15%	±30%	±15%
2021—2025	±25%	±10%	±15%	±35%	±15%
2022—2026	±35%		±50%		±15%
2023—2027	±30%		±55%		±15%
2024—2028	±30%		±55%		±15%
战术资产配置目标比例					
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%
2024 年	29.4%	8.0%	15.4%	33.0%	14.2%

资料来源：韩国国民养老金 2019—2023 年报。



资料来源：韩国国民养老金 2009—2023 年报。

图 2　韩国国民养老金大类资产配置实际比例

于 –10%。在 2019—2023 年最新考评期中，受益于股票、另类资产的良好表现，韩国国民养老金历年资本加权年化收益分别为 11.3%、9.7%、10.6%、–8.2%、13.6%，五年维度资本加权年化回报率达到 6.9%，自 1988 年成立以来，基金的年化收益率升至 5.9%。如图 3 所示，受益于连续几年近双位数的投资收益，韩国国民养老金近年来长期投资收益呈波动上行态势。

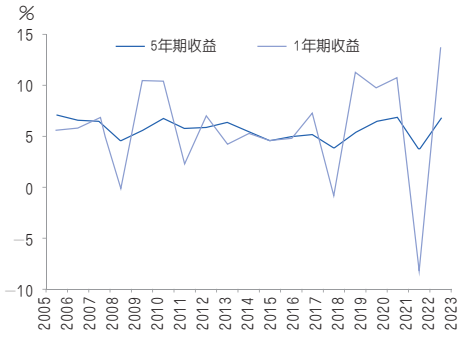
三、韩国国民养老金长钱长投的四大举措

（一）长期精算安排

根据韩国 1998 年修订的《国民养老金法案》规定，每 5 年需要对基金开展长期精算。从 2003 年开始，由韩国政府官员和学术领域专家组成的精算预测委员会，按照规定每 5 年对韩国国民养老金计划开展精算预测（Actuarial Projection），主要内容是基于一定的宏观条件假设，预测韩国国民养老金计划未来 70 年内的财务现金流，进而预测计划储备规模的变动，并针对如何提高计划储备的可持续性、维持足够的养老待遇水平提出建议。

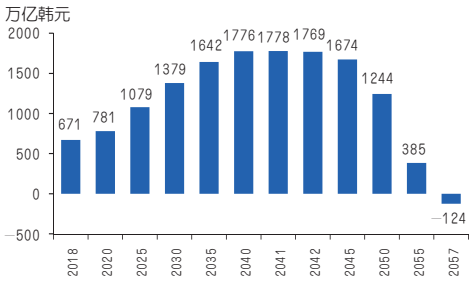
其中，宏观条件假设包括生育率、移民率、寿命预期等人口结构指标的假设，也包括实际增长率、通胀率、实际利率、劳动人口就业率等宏观经济指标的假设，一般每 10 年为一个预测窗口期。预测财务现金流分为资金流入和流出，资金流入包括缴费收入和投资收益，资金流出包括养老支出、其他支出和运营费用，由两者共同决定计划储备规模的变动。此外，精算预测结果也包括收支比率的变动，在不同宏观条件、不同缴费支出制度下的敏感性分析等。为韩国国民养老金计划提供的建议一般表现为制度性调整，例如提高养老金缴费率和养老金替代率，拓宽养老金投资范围、调整养老金战略配置比例等。

最近一次公开披露的结果是 2018 年开展的第 4 次精算。该次结果显示，尽管未来 20 年至 30 年韩国国民养老金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，韩



资料来源：韩国国民养老金计划 2005—2023 年报。

图 3　韩国国民养老金投资收益



资料来源：韩国国民养老金计划 2018 年报。

图 4　2018 年披露的国民养老基金精算预测结果

国国民养老金计划将在 2042 年出现收支赤字，随后持续下行并于 2057 年左右耗尽（图 4）。相比第 3 次预测，第 4 次预测将收支赤字出现和资金耗尽的时点同时提前，并调低了最高点的韩国国民养老金预测规模。为增强计划的财务稳健性，韩国正在考虑采取延迟退休、提高缴费水平等措施，例如在当前 9% 总缴费率的基础上，从 2025 年起每年提高 0.5% 的缴费率，直到 2036 年稳定在 15% 水平，在其他条件不变的前提下，可以将出现收支赤字的时间从 2042 年延后至 2056 年，将储备耗尽的时间从 2057 年延后至 2073 年（表 2）。

（二）资产配置权益化、全球化、多元化

在 NPSIM 成立之前，韩国国民养老金的大量收益源于公共部门项目、社会福利项目投资，最高时有超 70% 的资金储蓄在韩国公共资本管理基金中，资产配置呈政策化、保守化特征。而在经济整体转型，传统政府项目收益能力下行的背景下，韩国国民养老金的公共部门投资、社会福利投资大幅跑输同期资本市场，这催生了基金投资运营的市场化改革（OECD，2022）。国民养老金于 1998 年进行了改革，并于 1999 年成立 NPSIM，韩国国民养老金逐步转向市场化投资运作，权益化、全球化、多元化成为韩国国民养老金更好保值增值的核心资产配置模式。

一是降低固定收益投资比例，资产逐步权益化。在基金市场化运营初期，公共部门和福利项目投资比重快速下降，但国内固定收益投资仍然是基金资产配置的主要方向。伴随全球利率下行，固定收益资产难以避免未来收益中枢下行的趋势，这为源源不断新增的养老金缴费资金的资产配置带来了挑战。面对传统固定收益资产的利率下行困境，21 世纪以来韩国国民养老金开始逐步增加对公开市场权益资产和非公开市场权益资产（大部分为另类资产）的配置。2019 年，韩国国民养老金的固定收益资产占比首次降至 50% 以下，与之相伴的是权益资产比例不断提升。

二是不断加大海外投资力度，资产逐步全球化。韩国国民养老金从 2001 年开始投资海外政府债，从 2002 年开始投资发达市场股票，对海外市场的布局发展可以 2008 年金融危机为界分为两个阶段：第一阶段是金融危机前，大规模买入外国政府债券，2004—2007 年境外固收资产占比从 3.0% 快速升至 7.9%，其中超 90% 为美国国债；第二阶段是金融危机之后，开启

表 2　不同缴费制度改革情景下国民养老基金的精算预测结果

缴费制度改革	NPF 最高储备时点和规模	收支赤字出现时点	储备耗尽时点
基本情景（第 4 次精算预测结果）	2041 年 1 778 万亿韩元	2042 年	2057 年（124 万亿韩元缺口）
改革情景 1（2025 年开始每年提高 0.2% 缴费率，2054 年达到 15%，随后保持不变）	2050 年 2 373 万亿韩元	2051 年	2067 年（36 万亿韩元缺口）
改革情景 2（2025 年开始每年提高 0.5% 缴费率，2036 年达到 15%，随后保持不变）	2055 年 3 390 万亿韩元	2056 年	2073 年（155 万亿韩元缺口）
改革情景 3（2025 年开始每三年提高 1.0% 缴费率，2040 年达到 15%，随后保持不变）	2054 年 3 134 万亿韩元	2055 年	2072 年（300 万亿韩元缺口）
改革情景 4（2025 年开始每五年提高 1.0% 缴费率，2050 年达到 15%，随后保持不变）	2052 年 2 571 万亿韩元	2053 年	2069 年（316 万亿韩元缺口）

资料来源：National Pension Research Institute。

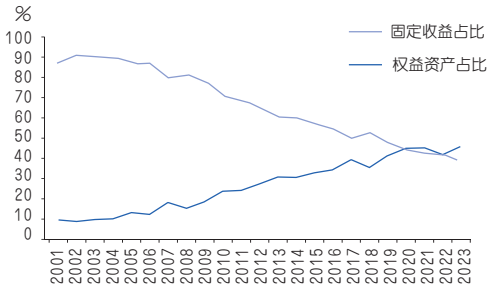
多元化配置阶段，布局重心向股票和另类资产转移。为进一步把握境外市场机会，NPSIM 自 2011 年以来相继在纽约、伦敦、新加坡和旧金山等地设立了海外办公室。截至 2023 年末，韩国国民养老金的境外资产占比达 51.5%，首次超过了其韩国境内资产规模（图 6）。

三是发展另类投资，资产逐步多元化。韩国国民养老金的另类投资开始于 2002 年对国内风险资本的布局，从 2004 年起涉足国内房地产投资，2005 年起启动国内基础设施和私募股权基金投资，2006 年开始进军全球房地产投资，2007 年进一步拓展至全球基础设施投资，又于 2016 年和 2019 年分别开启对冲基金和私募债券投资。截至 2023 年，韩国国民养老金另类资产规模达到 164.2 万亿韩元，占基金资产规模 15.9%，已经成为分散风险、增厚收益的重要方式，特别是境外另类投资风险分散效用更加显著，因此其另类投资的重心放在境外。如表 3 所示，近年来全球资本市场波动加剧，而另类资产为养老金提供了稳定的高收益回报，2019—2023 年年化收益率达到 10.1%，其中国内和境外另类投资收益率分别为 9.7% 和 10.4%。

（三）兼顾保值增值和金融稳定

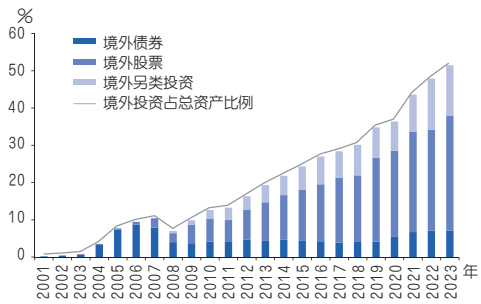
作为本土最大的机构投资者、全球第三大公共养老基金，韩国国民养老金在多元配置实现资金保值增值的同时，也积极承担维护金融市场稳定、防范金融风险累积的重要责任，具体体现在维护国内资本市场稳定和维护外汇市场稳定两个维度。

维护国内资本市场方面，逆周期投资是韩国国民养老金发挥资本市场稳定器的重要方式之一。韩国国民养老金是韩国主板和中小企业板市场的重要参与者。如图 7 所示，2008 年全球金融危机期间，韩国 KOSPI 指数的年收益率为 –39.63%。但韩国国民养老金仍维持对本土股票市场的逆周期净买入，全年累计买入超 6 万亿韩元；其中 9 月和 10 月韩国股市下跌行情中，月度净买入额均超过万亿韩元。逆市净买入行为不仅帮助韩国资本市场渡过难关，也让韩国国民养老金投资组合从后续的市场



资料来源：韩国国民养老金 2003—2023 年报。

图 5　韩国国民养老金固定收益和公开市场权益资产占比变化



资料来源：韩国国民养老金 2003—2023 年报。

图 6　韩国国民养老金境外资产占比变化

表 3　韩国国民养老金投资不同另类资产的收益

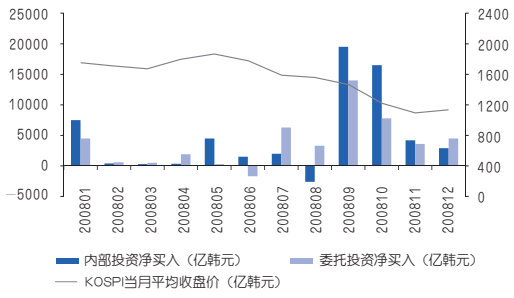
时间	2023 年		近 3 年年化		近 5 年年化	
	实际	基准	实际	基准	实际	基准
国内另类						
房地产	12.33%	6.91%	15.90%	9.73%	14.34%	9.04%
基础设施	10.36%	9.97%	7.08%	7.16%	6.11%	6.47%
私募股权	6.70%	2.35%	9.45%	7.36%	9.53%	7.38%
境外另类						
房地产	–5.09%	–4.19%	8.22%	8.67%	5.99%	7.18%
基础设施	12.51%	10.36%	13.39%	17.05%	9.80%	12.20%
私募股权	9.19%	6.86%	20.98%	18.52%	16.22%	12.96%
对冲基金	7.79%	9.71%	11.24%	10.60%	9.06%	8.85%
私募债	15.66%	11.71%	12.21%	10.35%	—	—

资料来源：韩国国民养老金 2023 年报。

恢复中大幅获利，2009 年国内股票组合的收益率达到 58.45%。

全球化运营是韩国国民养老金维护国内资本市场稳定的另一重要安排。2023 年末，韩国国民养老金规模达 1 035.8 万亿韩元，而韩国股票总市值为 2 126.4 万亿韩元，即国民养老金规模已接近韩国股市总市值的 50%。考虑到国内二、三支柱养老金的资金体量，在养老金需要根据国家老龄化情况进行规模化支出时，势必会因为卖出变现对国内股票市场产生冲击。因此，韩国国民养老金在其年报中也多次明确指出“韩国金融市场规模有限，养老基金规模过于庞大，交易会对国家经济和金融市场产生重大影响”。对此，韩国国民养老金将通过持续加大海外投资，努力克服韩国资本市场容量有限所带来的影响，从而平衡好养老金长期收支稳定和国内资本市场平稳运行之间的关系。

在加大全球投资布局的同时，韩国国民养老金也和韩国央行携手，通过创新开展货币互换（Currency Swap）等方式维护韩国外汇市场稳定。韩国国民养老金自 2001 年开展境外投资以来，在 2004—2008 年、2022 年至今两度和韩国央行签署大规模货币互换协议。以本轮货币互换安排为例，2022 年以来因美联储激进加息对抗通胀，美元兑韩元汇率从 2021 年初的



资料来源：韩国国民养老金 2008 年报。

图 7　韩国国民养老金在金融危机间维持净买入韩国本土股票

1 097.49 升至 2022 年 10 月的 1 426.66，韩元发生大幅贬值。而韩国国民养老金近年又在持续加大全球投资，每年都产生大量外币需求，这加重了韩元贬值压力，也为韩国国民养老金带来不必要的换汇成本。2022 年 10 月，韩国国民养老金与韩国央行签订了额度为 100 亿美元的互换协议，将央行外汇储备转换为韩国国民养老金可用的投资资金，旨在减少外汇市场波动。2023 年 4 月，双方再度签订额度为 350 亿美元、持续至 2023 年末的货币互换协议，后将该合约延长至 2024 年末。一系列互换交易不仅帮助韩国国民养老金及时获得美元资金，便利养老金进行海外投资，也帮助韩国央行实现了间接调控韩元汇率的政策目标，维护了本国外汇市场的稳定运作。

（四）广泛开展国际合作

韩国国民养老金 2006 年设立境外投资部门后，对外交流合作不断增强，合作机构不仅包含各大投资管理人、托管人，还有荷兰养老金（ABP）、加拿大养老金（CPPIB）等国际同业，以及世界银行（World Bank）、经济合作与发展组织（OECD）、国际社会保障协会（ISSA）等国际组织。相关国际合作对韩国养老金开展全球资产配置和推动韩国社会保障体系更好发展都发挥了重要作用。

在全球投资合作方面，韩国国民养老金于 2007 年和 ABP、CPPIB 签署了备忘录（MOU），开展了研讨会议、联合研究和联合投资等合作。[①] 在便利全球投资方面，韩国国民养老金于 2022 年获得美国合格境外养老基金（Qualified Foreign Pension Fund，QFPF）资质，可在美开展跨境投资，并享受税收优惠，2022 年带来退税收入 350 亿韩元。[②] 在推动养老金体系改革方面，韩国国民养老金参与了 OECD 对韩国养老金系统评估的项目，OECD 对韩国养老金体系进行全面分析，为进一步提高养老金安排有效性和可持续性提供了支持。[③]

四、对我国做好养老金融大文章，促进养老金金融发展的建议

（一）加强养老金精算，为养老金金融可持续性做好评估保障

从韩国国民养老金的投资运营实践不

① https://www.responsible-investor.com/korea/.

② 美国实施合格境外养老基金(QFPF)制度，对QFPF投资美国市场给予了注册方面的制度豁免，简化了准入要求。根据美国SEC的规定，QFPF可以享受与美国本土养老基金同等的豁免待遇，无须在美国另外注册为“投资公司”，而其他多数类型的外国投资实体需要在美国进行注册，这是由于QFPF的投资者都是“合格买方”。基于美国国内税法和与其他国家签署的税收协定，符合QFPF资格条件的外国养老基金可以免税参与美国不动产和基础设施领域的投资。

③ 经合组织对各国的养老金系统进行评估，目前已评估了约10个国家，如韩国、墨西哥、葡萄牙等。韩国是新近被评估的国家。https://www.oecd.org/en/publications/2022/09/oecd-reviews-of-pension-systems-korea_057d3b66.html。

难看出，精算制度为基金可持续投资运营发展起到了保障性作用。韩国政府通过《国民养老金法案》的立法形式将精算制度化，每5年由韩国政府官员和学术专家组成精算预测委员会对国民养老金的可持续性进行合理评估，并为韩国社会保障体系改革和促进养老金可持续发展提供重要依据。对比来看，目前我国的养老金精算体系正在发展和完善中。中国社科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，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研究机构的合作，建立稳健审慎的养老金精算制度与机制，精准反映和有效监管养老金运行情况，揭示制度运行可能出现的风险隐患，为养老金金融长期可持续性做好保驾护航。

（二）逐步拓宽投资范围，促进养老金投资运营全球化、多元化

韩国国民养老金公团成立运营至今，从国内固定收益投资为主的保守投资方式，逐步转向权益化、全球化、多元化的资产配置体系，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。相关经验对我国各支柱养老金发展均有借鉴价值。当前，我国社保基金尚不能开展境外另类投资，基本养老保险基金尚不能开展境外和国内股权基金投资，企业年金、职业年金和个人养老金等二三支柱的养老金投资品种和范围相对更为有限。近年来，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，单一资产、单一策略面对内外部冲击的波动性和脆弱性更加凸显，国内养老金资产配置和投资运营面临的挑战也不断加大。因此，建议要研究逐步拓宽各支柱养老金投资范围，为养老金保值增值进一步分散风险和拓宽收益来源。

（三）优化考核监管机制，促进养老金发挥长期资金、耐心资本作用

韩国国民养老金基金管理委员会基于长期精算预测，确定符合经济增长和通胀环境的5年期目标收益与目标组合，作为韩国国民养老金投资考核的核心依据。长期的考核监管机制推动了韩国国民养老金真正做到长期投资、价值投资、责任投资。当前，国内中长期资金入市步伐加快，耐心资本对于金融服务加快形成新质生产力、建设现代化产业体系而言，起到更加重要的支持作用。而作为国内重要的长期机构投资者，养老金机构需要建立起与长期导向相适应的考核评估机制，避免短期考核对投资行为的不合理干预，保持监管机构与养老金投资运营机构的利益一致性，更好发挥养老金长期资金、耐心资本作用。

（四）加强国内协同，不断深化养老金金融与国家金融稳定联系

韩国国民养老金与韩国央行创新开展货币互换合作是深化养老金金融与国家金融稳定关联的一个典型案例，不仅帮助韩国央行确保韩元外汇市场相对稳定，也帮助韩国国民养老金降低换汇成本、更好把握全球资产配置机遇，促进了养老金保值增值，以双赢方式维护了公共利益。这种协同效应对于我国做好养老金金融同样具有借鉴意义。大型养老金投资运营机构是大部分国家公共部门的重要组成部分，其投资运营的稳定性对国家金融市场的健康

发展具有重要影响。通过加强与国家经济金融管理机构的协同合作，大型养老金投资运营机构可以更好地理解和响应宏观经济政策，从而在维护金融市场稳定的同时，更好实现资产的保值增值。

（五）推动养老金融领域国际合作，共同应对全球人口老龄化难题

养老问题是全球诸多国家面临的共同问题之一，是建设人类命运共同体的“最大公约数”“最美同心圆”。韩国国民养老金的经验表明，以人口老龄化为议题的国际合作是能够为养老金全球化投资运营打基础、利长远的。我国在应对人口老龄化和社会保障领域的国际合作方面也从不同维度做了许多工作，在养老金金融领域也有诸多尝试，例如2008年全国社会保障基金理事会与世界银行、亚洲开发银行共同举办了养老金国际研讨会，来自全球16个国家和地区的相关机构以“养老金治理与投资的最佳实践”为主题进行了深入的交流探讨。在全球人口老龄化问题不断加剧的时代背景下，加强养老金国际合作，或是做好养老金融大文章，更好促进养老金保值增值和安全运营的重要方向之一。N

学术编辑：卢超群

参考文献

[1] 董克用,孙博,张栋.从养老金到养老金融:中国特色的概念体系与逻辑框架[J].公共管理与政策评论,2021,10(06):15-23.

[2] 谢平,陈超.论主权财富基金的理论逻辑[J].经济研究, 2009,44(02):4-17.

[3] Blundell-Wignall A,Y Hu,J Yermo,Sovereign Wealth and Pension Fund Issues[C]//OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions.OECD Publishing:No.14,2008.

[4] IMF.Sovereign Wealth Funds-A Work Agenda[R].February 2008.

[5] OECD.OECD Reviews of Pension Systems:Korea[R].September,2022.

[6] Willis Towers Watson.Global Pension Assets Study[R].2024.

Leveraging Patient Capital to Craft a Grand Narrative on Pension Finance : Evidence from the National Pension Fund of Korea

LI Na　LI Rui　LIU Shida

(Asset Allocation and Research Department, National Council for Social Security Fund)

Abstract　This paper examines the National Pension Fund (NPF) of Korea,which faces a pension environment with many similarities to that of China.First and foremost, Korea has an aging population.It is also considered an emerging capital market and has pension assets that rank it among the top three in the world. The NPF's asset allocation has gradually become diversified through the shifting of investments from fixed income to equity, a redirecting of its focus from the domestic market to the global market,and a replacement of some traditional assets with alternative ones. As a result of this diversification, the long-term investment performance has been rising. As a typical example of patient capital,the NPF has played a pivotal role in both preserving and increasing the value of domestic pension funds.At the same time, it has helped maintain the financial stability of Korea's stock and foreign exchange markets. As the fund diversifies its assets across the globe,the NPF has emphasized international cooperation to obtain more favorable external conditions for its global operations.The experience of the NPF provides a positive reference value for crafting a grand narrative on pension finance in China.

Keywords　Population Aging, Pension Finance, Pension Fund Finance, Pension Investment Operation, Financial Stability

JEL Classification　E22　G23　H55