

国际主流养老金机构 大类资产划分实践与启示¹

规划研究部 侯方玉

在国际主流养老金机构的投资运营模式逐渐转向市场化、专业化过程中，大类资产划分也经历了一个逐渐动态调整过程，从最初只有政府债券等类的固定收益、到经典的“六四”模式，再到更多元化，甚至出现了划分性质和配置方法上的创新。借鉴国际经验，有利于更加深入理解养老金资产配置的内在规定性，为获取更好的长期投资回报创造条件。

一、从大类资产划分角度，在传统资产类别基础上进一步划分或改造大类资产

自成立到目前，国际主流养老金机构的大类资产配置基本经历了较大调整。在成立初期，因投资管理团队还未建立、投资经验欠缺，以及投资范围受政策限制等因素，为防范投资风险，国内资产管理机构的投资范围基本局限于本国政府债券，甚至仅局限于中央政府的特定国债，投资于高风险资产的比例和规模较少。随着投资经验的累积、投资运营模式的完善、投资团队的建立，国际养老金机构对风险资产配置

¹ 陈懿冰对本文的部分数据提供了测算。

比例逐渐增加，股票和债券基本上维持 60%和 40%的配置比例，且盛行和稳定了较长时期。之后随着国际养老金机构投资市场化、专业化的增强，尤其是 2008 年金融危机以来全球宏观经济和资本市场的新变化，国际养老金机构的大类资产划分呈多元化，另类资产占比大幅提高，甚至出现了划分方法的创新。

（一）股票、债券的传统划分仍然有效，但两者关系出现了新变化。一般而言，从资产的性质和风险收益特征看，股票作为权益类资产，投资者偏重于资本利得，轻股息收益；债券作为债务类资产，投资者偏重于票息收益，轻资本利得。股票类资产波动性大，但潜在的收益高；债券类资产波动性小，但潜在的收益率低。从更长时期看，股票价格的涨跌更多取决于公司盈利能力与市场对公司未来发展预期；债券价格的变化主要受宏观环境尤其是利率波动影响；虽然债券价格也受公司质地变化的影响，但相对股票价格的变化，敏感性小。从投资时钟看，在经济回升到繁荣时期，企业盈利不断改善，是较好的股票投资时间窗口，而债券市场表现较弱；但在经济萧条阶段，股票市场表现低迷，债券市场表现抢眼，甚至是牛市；因此，股债走势会表现出负向关系。2009 年以来，尽管全球经济金融出现了新变化，但股债的负向关系仍存在(表 1)。从表 1 中可看出，股票和债券的仍具有一定负向关系，如美国的股票与债券的相关系数为-0.26，中国的

股票与国债的相关系数为-0.18。对投资者的启示是，在大类资产划分上，股票与债券的划分仍有效。在资产配置上，仍具有很强的投资分散作用，有利于提高投资组合的有效前沿。

表 1 股票指数与债券指数的相关系数矩阵表（2009.1-2017.5）

相关系数矩阵		股票							
国债		发达	美国	欧洲	日本	新兴	中国	印度	巴西
	美国	-0.3	-0.26	-0.28	-0.44	-0.18	-0.26	-0.13	-0.22
	欧洲	0.0	-0.05	0.06	-0.1	-0.03	-0.02	0.0	-0.04
	日本	-0.2	-0.15	-0.23	-0.35	-0.11	-0.14	-0.11	-0.09
	中国	0.0	0.05	-0.01	-0.1	-0.02	-0.18	0.1	0.0

但需注意的是，上述走向关系是考察在较长时期，若从较短时期尤其是一年内或某一特定阶段，股债又可能表现出很强的正向关系。如 2008-2009 年间，全球金融市场包括中国出现了股债“双熊”，2014-2015 年，中国金融市场又出现了股债“双牛”。短期内二者之间的不确定性较强。

（二）对股票类资产进行拆分，发达市场配置比例较高。股票类资产的划分很大程度与投资发展历程有关，先投资于本国股票，然后投资于境外市场股票，之后，随着资产管理机构规模的扩大和投资团队人数的增加，尤其是投资经验的累积，资产类别的范围扩大，对股票资产的划分更加细致。如加拿大的养老金计划委员会（CPPIB）成立的早期阶段，偏风险型资产仅限于多伦多证券交易所的指数基金。但目前，

公开权益类资产已遍及全球主要经济体。大类资产的划分更加细致，分别有：加拿大市场权益类（包括公开与非公开）、发达市场权益类（包括公开与非公开）和新兴市场权益类（包括公开与非公开）。根据 2017 年财报显示，加拿大股票市场配置占股票的配置比例 3.9%，发达市场占 79.8%，新兴市场的配置比例占 16.3%。而挪威全球基金（GPF）在早期开展股票资产投资时，要求股票类投资主要集中于挪威，为本国企业提供融资需求，随后投资于北欧市场，并逐渐扩散到全球。GPF 的境外股票市场也划分为境外发达市场和境外新兴市场，根据 2016 年财报显示，股票类资产的配置比例占整体资产比例的 62.47%，其中发达市场股票类配置比例占整体股票类资产的 90.5%，新兴市场股票类配置比例占整体股票类资产的 9.5%，股票类资产的绝大部分配置在发达市场。从澳大利亚未来基金（AFF）与新西兰超级年金（SF）来看（图 1、2），股票资产的划分也体现出上述共性：一是国内股票都作为一级资产，可能体现了投资者通常有本国的偏好；二是把发达市场股票和新兴市场股票分开；三是发达市场的股票配置比例普遍较高。类似地，新加坡 GIC 等机构也将境外市场股票分为发达和新兴市场，并分别作为一级资产。

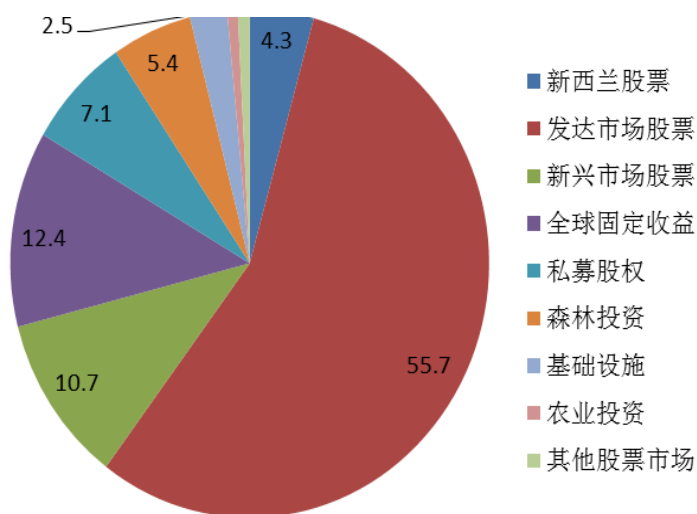
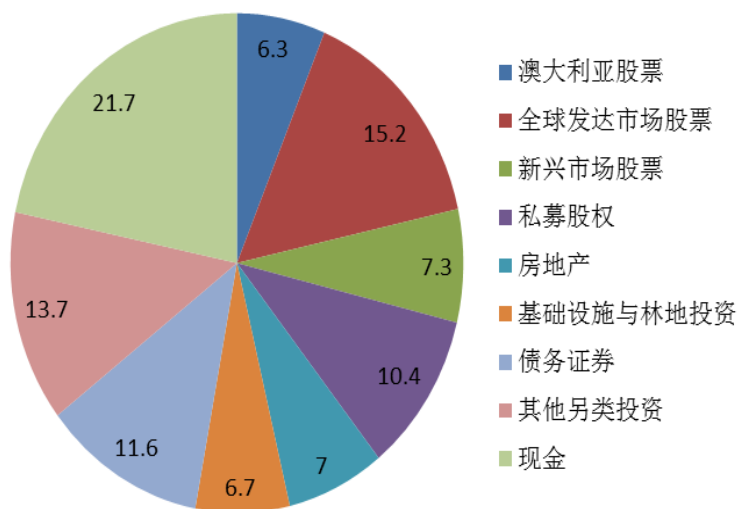


图1 澳大利亚未来基金大类资产划分

图2 新西兰超级年金大类资产划分

(三) 另类投资迅速崛起，配置比例快速扩大。广义的另类投资主要指传统的公开市场证券之外的投资，基础资产标的包括非上市公司股权、房地产、基础设施和自然资源等。在 2008 年金融危机之前，另类投资还只是少数先驱投资者获得高回报的“秘密武器”。典型的是被称为“耶鲁模式”的耶鲁捐赠基金，在 1990 年代就将资金的半数以上配置到私募股权、房地产、森林和石油等另类投资中，广泛的另类投资策略使得耶鲁捐赠基金在金融危机前的十年中创造了近 20% 的年均回报，过去 30 年（截至 2015 年 6 月），获得了高达 13.9% 的年化平均收益率，大幅跑赢同期所有的传统资产类别和各种业绩基准。

金融危机之后，主流的资产管理机构大幅增加另类投资

的配置。在国际主流养老金管理机构中，CPPIB 的另类投资占总资产比例已从 2005 年的 4.3% 增加到 2017 年的 48.1%；安大略省教师基金计划（OTPP）另类资产占比提高到 31%；澳大利亚未来基金的另类投资（包括私募股权、房地产、基建与林地投资）占比增长到 37.8%；丹麦 ATP 中的另类投资占比上升为 31%；新西兰超级年金的另类资产占比也达到 15% 左右。且上述机构均将另类投资下的各类资产均划分为一级大类资产。主权财富基金也在不断提高另类资产比重，截止 2015 年，淡马锡控股的另类投资占比为 39%，迪拜投资局的另类投资占比为 39%，中国中投公司的占 22%。其中新加坡 GIC 等类似机构也将另类投资中的房地产、私募股权作为一级资产划分。另外，挪威全球基金管理机构挪威央行资产管理部（NBIM）也在积极建议挪威财政部增加另类投资。

（四）从配置方法上，开展风险配置组合等创新性资产配置。此类资产配置，首要是配置风险而不是资本来实现风险分散。与传统的现代组合理论（MPT）的配置模式不同，此类资产配置模式强调在总体风险限额内（如可以 VaR 来确定总体风险可承受度），追求理想的投资回报，注重资产间波动的相关性和风险，避免对回报预测的不确定性。此类配置模式以丹麦 ATP 为代表。丹麦养老金 ATP 有明确的负债，在完成 100% 负债管理后，ATP 希望获取 CPI+1% 的回报，但风险容忍度较低。丹麦 ATP 集团董事会通过选出五要素包括股

权、通货膨胀、利率、大宗商品和信贷作为风险因子，给定风险预算，然后考虑各类资产的波动率、波动率相关性，相应配置每类资产的权重，确定大类资产配置比例。以 2015 年为例，股权包括公开股票和私募，设定的风险预算比例为 35%；房地产、基础设施及与通货膨胀挂钩的债券资产风险预算比例为 25%；全球债券及国内按揭债券的风险预算比例为 20%；信贷资产包括高收益债券、贷款的风险预算比例为 10%；大宗商品的的风险预算比例为 10%。确定上述资产风险预算后，再计算出相应的资产配置比例。

与传统的资产配置模式相比，风险配置模式避免了组合对股权因子的过度依赖，降低了组合风险。从实践上看，ATP 过去 10 年（2015 年以前）的投资业绩比同业更为稳健，组合波动性和下行风险更小。但若在低风险资产的杠杆受限情形下，高风险资产的风险预算低，基金总体的投资收益率虽然稳健但也可能不高。风险配置模式更适合于有明确的负债压力下的资产配置模式。

二、主要养老金机构的大类资产划分的原因和启示

国际主要养老金大类资产配置都将具有同性质的股票划分为发达市场和新兴市场，其原因是，发达市场与新兴市场的风险收益特征差异较大，在不同阶段所表现的联动性也不稳定，有时还比较弱甚至负向；另类投资配置比例大幅提升，反映了投资回报不断承压，“资产荒”现象突出，众多

机构寄望于挖掘另类投资的价值洼地或主动管理增值获得超额回报。

（一）发达市场股票与新兴市场股票的联动性不稳定，风险收益特征也有较大差异，进一步细分有利于分散投资风险。股票市场的联动（Comovement）是指不同市场股票资产价格同方向变动。就经济理论与逻辑而言，全球经济活动的一体化与国际金融活动的相互影响、相互渗透，全球股票市场也应有逐步形成整体联动的发展态势。但具体到不同性质的经济体和不同的经济周期，不同市场表现的运行特征又不一样。发达经济体经济表现出消费拉动型特征，新兴经济体则表现为投资拉动、出口为导向的经济特征，反映在实体经济尤其是表现在上市公司的主营业务上，差异也很大，发达经济体的第三产业公司多而发达，新兴国家的制造业及相关行业的上市公司占比较大。如美国经济作为全球经济的火车头，其兴衰很大程度会影响全球经济走向，而新兴国家自身经济表现的好坏对全球经济的影响相对较弱，基本上对发达经济体尤其是美国经济没有影响。因此，虽然同样是股票市场，但发达市场与新兴市场的联动性并不强。在某些阶段，以相关系数反映的发达市场与新兴市场的联动性上，甚至还表现为负（表2）。从表2中可看出，在2009年-2016年的7年（大约为一个经济周期）的时段内，发达市场之间的联动性较强，如德国DAX、日经225指数与美国标普500指数的

相关系数在 90%以上，而发达市场与新兴市场之间的联动性较弱，如上证综指、巴西圣保罗 IBOVESPA 指数分别与标普 500 指数的相关系数为 28.76%和-34.68%，仅少数国家如印度市场与发达市场相关性较高。

表 2 2009-2016 年主要经济体权益资产相关性

	标普 500	德国 DAX	日经 225	上证综指	圣保罗 IBOVESPA 指数	孟买 SENSEX30
标普 500	100.00%					
德国 DAX	97.65%	100.00%				
日经 225	91.98%	94.04%	100.00%			
上证综指	28.76%	38.24%	50.02%	100.00%		
圣保罗 IBOVESPA 指数	-34.68%	-31.22%	-42.71%	7.08%	100.00%	
孟买 SENSEX30	93.91%	94.13%	89.41%	44.42%	-16.54%	100.00%

发达市场与新兴市场的风险收益特征差异也较大。发达市场的交易制度、监管规则较为规范透明，上市公司治理相对完善，回报股东历史文化久远，投资以机构参与占主导，倡导价值投资，同时，发达国家的汇率相对稳定，汇率对市场的影响相对较少，投资者侧重于获得市场的贝塔回报。而新兴市场的上述要素距发达国家有一定差距，汇率的无序波动频率高，增加了市场波动压力。因此，拉长时期看，新兴市场的波动率要高于发达市场，而收益率并不一定能跑赢发达市场，但短时期内，新兴市场的收益率也有可能高于发达市场（表 3）。从表 3 中可看出，过去十年中，发达市场年均回报率为 3.04%，波动率为 16.42%，而新兴市场年均回报率为 2.22%，波动率为 23.3%；同时期的标普 500 年均回报

率为 5.76%，波动率为 15.22%。发达市场尤其是美国的市场收益率要好于新兴市场，中期（五年）也如此。但在短期一年，新兴市场的收益率有可能会高于发达市场，但波动率明显高于发达市场，高波动性特征为投资者提供了获取阿尔法机会。

表 3 发达市场 VS 新兴市场风险收益比较（均以美元计）

时期	指标名称	发达市场	新兴市场	标普 500
过去十年 (2007-2016)	年均回报率	3.04%	2.22%	5.76%
	年化波动率	16.42%	23.30%	15.22%
过去五年 (2012-2016)	年均回报率	8.50%	0.07%	12.11%
	年化波动率	11.13%	16.06%	10.26%
过去三年 (2014-2016)	年均回报率	2.35%	-3.75%	6.96%
	年化波动率	10.88%	16.00%	10.53%
过去一年(2016)	年均回报率	5.74%	9.62%	9.62%
	年化波动率	10.45%	16.78%	9.78%

(二) 另类投资中，私募股权具有逆周期、高回报特征，但对投资人的能力尤其是投后管理有更高的要求；房地产、基建等实物资产则有现金流稳定的特征；投资另类资产、扩大投资范围有利于提高投资整体回报率。私募股权具有高回报、逆周期特征，能够整体改善投资组合风险调整后的收益。长期看，私募股权相较于股票有更高的回报。如图 3 所示，全球私募股权基金指数的十年期和二十年期的平均回报高达 12%和 15%，而同期全球主要股票指数回报分别为 6%和 7%，仅为前者的一半左右。统计上，私募股权与经济周期及二级

股票市场呈负向关系，在市场发生极端波动时，受到的冲击相对较小。如图 4 所示，在经济萧条时期，私募股权相对于二级市场的超额回报最为显著，而在经济高速发展时期，私募股权表现反而不及二级市场。伦敦咨询机构 Preqin²针对全球几家最大的机构投资者的投资组合分析显示，私募股权投资组合在金融危机时期（2007 年四季度——2009 年三季度）的价值下滑幅度为 29%，远小于公开市场股票组合的 45%。

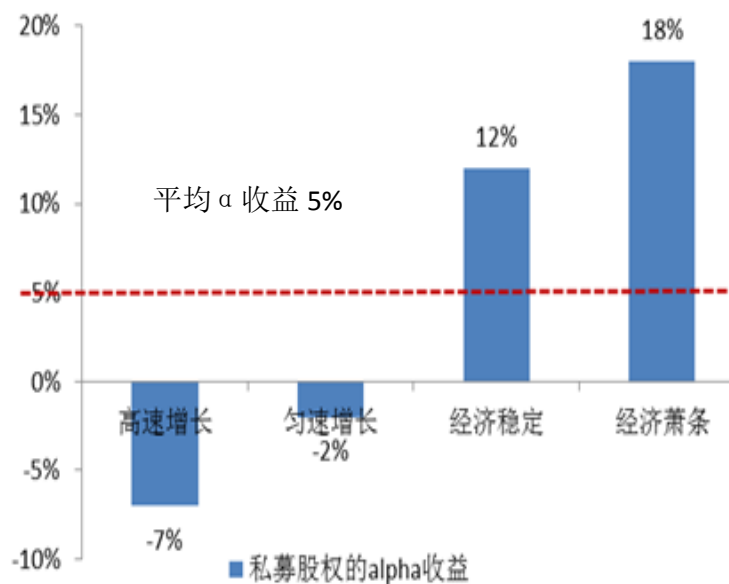
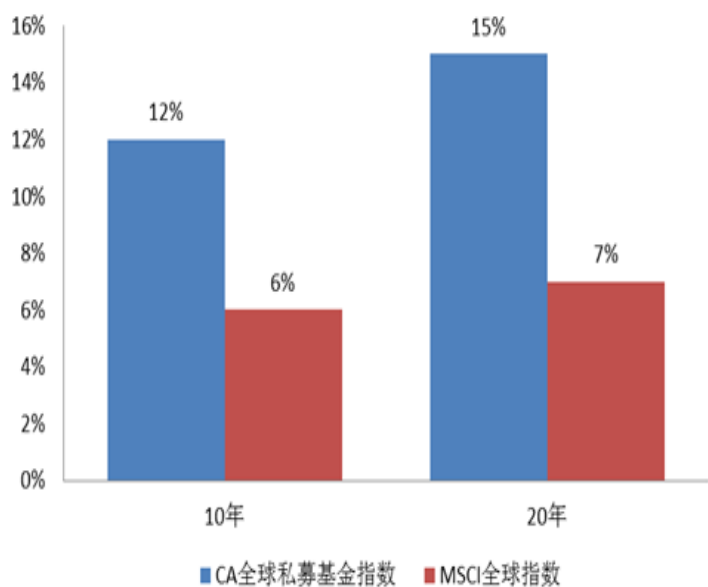


图 3 上市与非上市股权的平均回报率

图 4 私募股权投资在不同阶段的 α 收益

资料来源：The Boston Consulting Group

（三）管理增值成为私募股权投资获取高回报的重要手段。随着各类投资机构的数量不断增加，市场整体对私募股权的配置需求上升，对私募股权项目竞争日益激烈，价值投

² Preqin 是全球领先的另类投资数据提供商。

资的“洼地”既需要去挖掘，更需要去主动创造，主要体现在管理增值上。从历史发展看，上世纪 80 年代，私募股权的高回报主要依靠高杠杆，管理增值对回报的贡献相对较小，但这一比例在之后稳步上升，到 2012 年，管理增值对收益贡献的比例达到了近一半。如图 5 所示，管理增值带来的回报已从 1980 年代占整体回报率的 18% 大幅增加到了近几年的约 48%。这意味者，私募股权投资的成功与否，既需要善于发现优秀的基金管理人或能够挖掘到独特、优质的直投资项目，更要做好投后管理，提供增值服务。

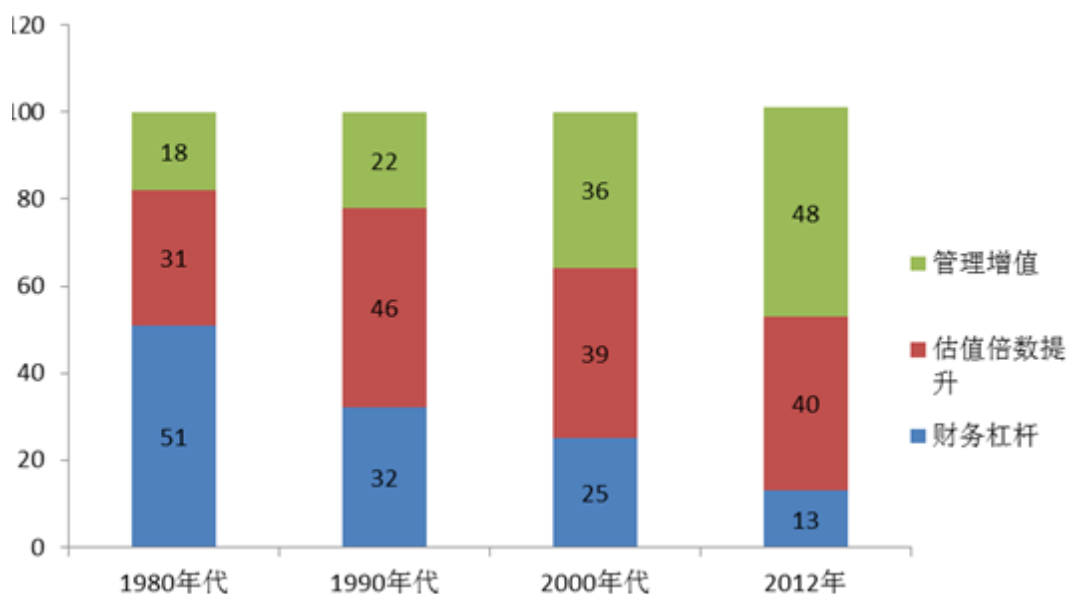


图 5 管理增值逐步成为私募股权投资高回报的核心来源

资料来源: Boston Consulting Group

管理增值逐渐成为私募股权投资成功的重要手段，也是拉大同业竞争的关键，这对私募股权投资管理人的能力提出了更高的要求，需要投资人具备成功企业家的思维、眼光和精神，深入了解所投公司的运营状况，并能够直接参与或影

响企业发展与经营管理的关键决策，这需要资产管理机构储备更强的能力。这方面加拿大养老金计划委员会（CPPIB）提供了一个成功经验借鉴。CPPIB 理事会决定投资策略，并灵活任命管理基金的高管，在投资决策上保持着很强的独立性，这种独立性体现很多方面，如自主决定部门设置、自主决定薪酬体系、自主决定投资团队人才的招聘等。如，根据投资需要，CPPIB 在内部设立一个专门服务于私募股权和基础设施投后管理的增值团队（Portfolio Value Creation Group）。该团队从投前的尽调环节就开始参与，其职责包括协助拟定并购后 100 天的过渡期经营计划、协助改善治理机构、牵头发现并督导执行各类管理增值机会等。目前 CPPIB 人员接近 1300 人，各类投资成员来自世界各地优秀人才，CPPIB 管理的资产中，有 40% 为另类资产，并且基本由内部进行主动管理。

除私募股权外，另类资产中的房地产、基础设施等实物资产也能够提供相对具有吸引力的回报。MSCI 的 IPD 房地产指数和 Preqin 基础设施投资指数过去十年的年均收益率分别达 6.4% 和 6.7%。尽管这些实物资产的投资收益水平不如私募股权，但其回报构成中包括了部分稳定、可持续的现金流回报。以全球房地产投资为例，尽管该资产的总回报逐年波动，但其现金回报部分却一直十分稳定，维持在约 5% 的水平，金融危机也几乎未对该部分收益造成实质影响。实物资

产的现金回报具有保值性高、抗通胀能力强的特点，对追求稳定收益的大型机构投资者有较强的吸引力。