

# 养老金投资范围和投资比例 国际经验研究

规划研究部 宋论升

通过投资运营实现养老金的长期保值增值，是养老金管理的基本目标。当前国内外经济形势日趋复杂，资本市场不确定性显著增加，各类资产预期收益率总体下行，投资风险不断上升，获得中长期稳定较高收益的难度增加。为应对未来的人口老龄化的压力，对养老金的投资收益率提出了更高的挑战和要求。如何发挥长期资金优势，不断提高收益水平，提升养老金体系的可持续性，更好实现基金安全和保值增值，显得尤为紧迫。

在资产管理领域，分散化投资是唯一的“免费午餐”，分散化和多元化投资可以在获得同样收益的情况下降低风险，也可以在承受同等风险的情况下获得更高收益。投资范围决定了基金资产配置和投资管理的广度，投资范围越宽，基金投资的有效前沿就越大。境外开展养老金投资已有数十年经验，在投资范围和投资比例方面，国外养老金、主权财富基金普遍不作出数量化限制，基金可以广泛投资于各地域、多元化的资产类别，能够有效分散投资风险。通过分析境外养老金在投资范围和投资比例上的特点，对建设完善我国养老

金专业化投资运营环境可以提供有益参考。

## 一、加拿大养老基金投资委员会（CPPIB）

加拿大对 CPPIB 实施审慎监管，政府文件和相关法规未对 CPPIB 的投资范围和比例做出限制性规定。CPPIB 根据长期风险水平和最低收益要求构建参考组合，选择国内外的多类资产构建战略组合进行分散化投资。过去的 20 多年，CPPIB 的投资范围不断扩大，从最初仅投资加拿大联邦以及各省发行的债券，逐渐扩大到全球股票、政府债券、私募股权、私募债权、房地产、基础设施、自然资源、知识产权等。1999 年，CPPIB 开始投资公开市场股票；2001 年，CPPIB 开始投资 PE；2002 年，CPPIB 把投资范围扩大到了房地产；2004 年，CPPIB 开始投资基础设施；2009 年，CPPIB 开始私募债权的投资，将固定收益类债券的投资范围扩大到了外国政府债券；2010 年，CPPIB 开始在知识产权领域进行投资；2013 年，CPPIB 开始投资自然资源。

目前 CPPIB 是国际大型养老基金中投资范围最广的基金之一，其投资的资产种类主要包括：

**表 1：CPPIB 投资的资产类别**

公开市场投资	实物资产	私募投资
发达和发展中市场的权益类资产、发达和发展中市场的债券、住宅地产抵押贷款支持证券、保险证券、	基础建设类资产、核心商业地产、非核心商业地产和商业地产开发、私募房	私募股权、所有权权益、私募债权、证券

战略倾斜组合、货币、商品、期货、 在交易所或场外交易的衍生品等	屋贷款、自然资源等	和贷款、知识 产权等
------------------------------------	-----------	---------------

资料来源：CPPIB

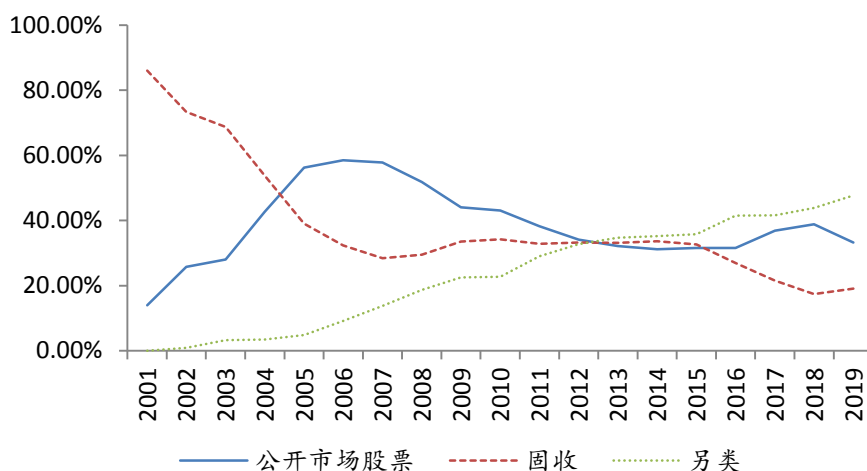
在投资范围和投资比例方面，CPPIB 具有以下特征：

**1、另类资产的配置比例不断上升。**CPPIB 一直强调应利用其投资期限长、规模大、短期流动性限制少、资产确定性高等优势，加大对另类资产的配置。从 2002 年开始配置另类资产，CPPIB 持续稳定的加大对另类资产的投资，2018 年配置比例高达 47.7%。

**2、固收类资产的配置比例不断下降。**CPPIB 对于固收类资产的配置比例从 2001 年的 86%显著下降到 2018 年的 19.1%。CPPIB 不断减配固收类资产主要有两方面原因：一是为了达到基金的长期投资目标，不断加大基金的长期风险偏好，因此增加了对风险类资产、另类资产的配置；二是预估低利率的市场环境可能会长期持续，因此固收类资产的长期收益率显著低于其他类型的资产。

**3、受金融危机影响，权益类资产的配置比例先升后降，近些年稳定在 35%左右。**CPPIB 对于权益类资产的配置大体经历了三个阶段：2001-2007 年，权益类资产的配置比例从 14%显著上升到 57.8%；金融危机后降低到 2016 年的 31.6%；之后上调了基金的长期风险水平，对权益类的配置比例略微上升，稳定在 35%左右。

图 1：加拿大养老基金资产配置比例



资料来源：CPIIB

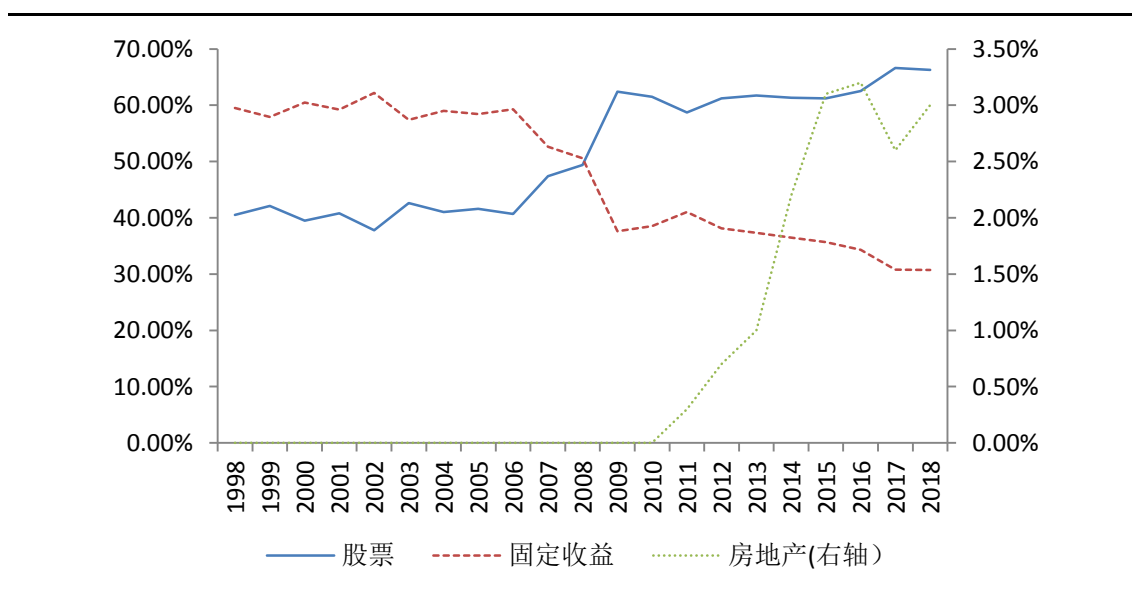
## 二、挪威政府养老基金（全球）（GPFG）

挪威政府养老基金成立于 2006 年，是由原国民保险计划基金（成立于 1966 年）和原政府石油基金（成立于 1990 年）合并而成，性质上属于国家养老储备基金。原政府石油基金 2006 年更名为政府养老金全球基金（Government Pension Fund Global，简称 GPFG）。挪威议会根据《政府养老基金法》授权财政部作为受托管理机构，挪威财政部委托挪威央行担任全球基金的投资管理机构，其按照委托管理协议及其相关法律的要求运营基金资产，挪威央行负责具体运营的部门是投资管理部(Norges Bank Investment Management，简称 NBIM)。

挪威法律规定 GPFG 仅可投资海外市场（不包括挪威、丹麦、芬兰和瑞典），挪威财政部根据全球基金的投资目标制定战略资产配置方案和对 NBIM 的投资授权政策。GPFG

的投资范围演变过程是从债券扩大到权益，然后扩大到房地产，并在此过程中不断加入细分投资品种。1998年，挪威议会正式批准将基金40%的权重投资权益类资产；2000-2002年，GPFG的投资范围纳入新兴市场股债；2002年，公司债与MBS纳入投资范围；2005年，通胀连接债券（Treasury Inflation-Protected Securities，简称TIPS）纳入投资范围；2010年，挪威议会正式批准GPFG可以从债券的权重中抽取5%投资房地产。

图 2：挪威 GPFG 的资产配置比例变化



资料来源：GPFG

总体上看，随着战略基准组合的调整，GPFG 实际投资组合中全球股票的配置比例不断上升(从1998年的40.5%逐渐上升到2018年的66.3%)，全球固定收益类资产的配置比例不断下降(从1998年的59.5%逐渐下降到2018年的30.7%)，房地产配置比例逐步提高(从2011年的0.3%上升到2018年的3%)。

### 三、新加坡政府投资公司（GIC）

GIC 是新加坡的主权投资基金，其主要任务是管理新加坡的外汇储备。除了新加坡本国和联合国制裁的国家禁投之外，GIC 在投资地域和资产类别及比例方面不受其他限制。

从地域上看，早期 GIC 的投资主要集中在美国、英国、日本等发达市场，占比达到 70% 左右。随着投资能力的提高和经验的积累，90 年代开始降低美国和英国市场的投资比例，逐步扩展到欧洲市场以及新兴市场国家。目前，GIC 的投资分布于全球各个区域，其中美国和日本占比较大，GIC 投资组合的地域分布并非基于各地区的目标权重，而是主要考虑市场容量、经济周期和投资机会等因素。

从资产类别上看，GIC 不受约束，可以广泛投资于各类资产。GIC 是最早开展另类投资的主权投资基金之一，其投资范围包括公开市场、私募股权、并购基金、风险投资、房地产、基础设施、对冲基金等。GIC 在近 40 年发展历程中，经历了两次投资框架的调整，从早期的保守模式，到捐赠基金模式，再到参考组合模式，其资产类别和投资比例也相应发生变化。

近些年来，GIC 在投资范围和投资比例方面呈现出以下特点：

**1、股票配置比例总体下降，但新兴市场股票配置比例上升。**2008-2019 年间，GIC 的股票配置比例从 51% 显著下降至 37%，但对新兴市场股票的配置比例从 10% 上升至 18%。

股票减持主要来自发达市场，从 41% 显著降低至 19%。

**2、债券配置比例有所上升。**2008-2019 年间，GIC 对债券的配置比例从 24% 显著上升至 44%，GIC 的投资组合中名义债券和现金配置比例不断增加。在新兴市场股票配置比例不断提高的背景下，通过提高债券配置比例，一方面起到平衡组合整体风险水平的作用，保持总组合的风险水平在参考组合的风险限额之内，另一方面保持谨慎防御的风格，强调投资组合能够应对任何市场环境的韧性。

**3、房地产配置比例下降，私募股权配置比例上升。**转向参考组合模式后，GIC 减少了政策组合中的资产类别，降低了对房地产的配置，2014 年以来其比例从 10% 降至 7%，而私募股权的配置从 9% 上升至 12%。

#### 四、日本政府养老投资基金（Government Pension Investment Fund，简称 GPIF）

2001 年 4 月，日本政府开始对公共年金的管理体制进行大幅改革，成立了 GPIF。厚生劳动省下设的养老金管理局是日本养老保险的专门监管部门，养老金管理局不仅监管公共养老金，还监管包括企业年金和职业年金在内的私人养老金，日本政府成立的专门机构“日本年金积立金管理运用独立行政法人”（GPIF）是日本国家养老金的投资监管和投资管理机构。

厚生劳动省将公共养老金委托给 GPIF 投资管理，对 GPIF 直接行使政府管理职责，委任公务员在 GPIF 任职，为

GPIF 制定中长期发展目标、投资政策等，实行严格的限量监管模式，GPIF 长期采取较为保守的投资策略。

GPIF 的资产配置以 Policy Asset Mix 为依据，即 Policy Asset Mix 是长期资产配置的基准。该基准的设定一方面基于经计算的养老金未来支出需求（风险承受能力、投资期限等），另一方面基于资产的长期风险收益特征，定期根据实际情况进行调整，若市场环境影响导致假设发生变化，也会进行临时调整。2012 年前及目前的 Policy Asset Mix 如下：

**表 2：GPIF 的 Policy Asset Mix**

		国内债券	国内股票	国际债券	国际股票	短期资产
2012 年前	Policy Asset Mix	67%	11%	8%	9%	5%
	Permissible range of deviation	±8%	±6%	±5%	±5%	-
目前	Target allocation	35%	25%	15%	25%	-
	Permissible range of deviation	±10%	±9%	±4%	±8%	-

资料来源：GPIF

2014 年 10 月，GPIF 对 Policy Asset Mix 进行了修正，将日本国内股票和国际股票的投资比例均提高至 25%，国际债券比例提高至 15%，国内债券的投资比例则将大幅缩减至 35%。



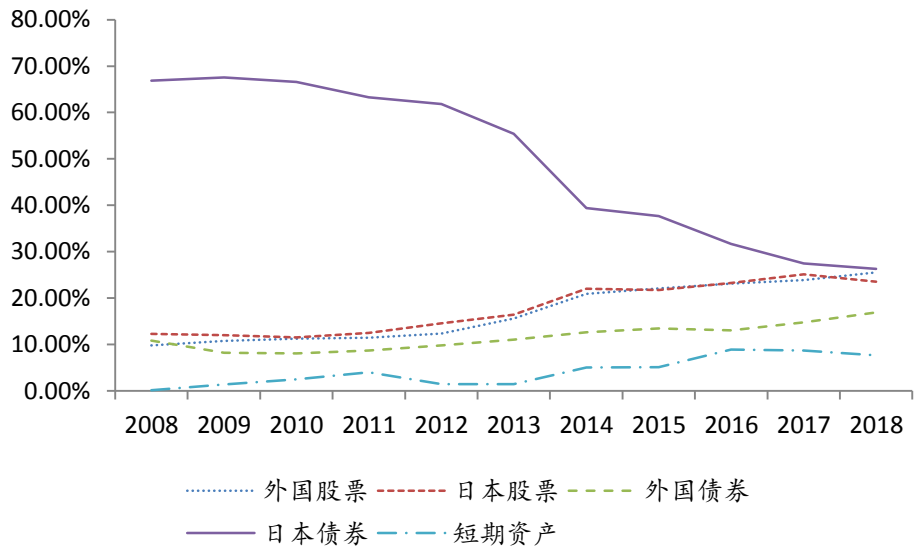
在实际配置上，GPIF 风格偏保守和谨慎，其有超过一半的资产投资于国内市场和债券资产。从 GPIF 披露的资产配置情况看，2008 年，国内债券的比例仍然占比在 60% 以上，海外资产占比小于 20%。2014 年后，资产配置向着更加多元、开放的方向发展，海外债券和股票的比例逐渐增大。2015 年之前，GPIF 的投资范围主要局限于传统的股票和固收类资产，2015 年以后，GPIF 开始允许投资另类资产，包括基础设施、PE 和房地产等，总的投资占比不超过组合的 5%。

近些年来，GPIF 在投资范围和投资比例方面呈现出以下特点：

**1、日本债券的配置比例显著下降。**由于日本长期低利率的市场环境，日本债券的收益率长期偏低，导致 GPIF 不断减少对日本债券的配置比例，从 2008 年的 66.88% 降至 2018 年的 26.30%（接近政策组合的下限）。

**2、国内外股票和国际债券的配置比例显著上升。**一方面由于政策组合上调对权益资产的配置比例，另一方面受到日本和全球（特别是发达国家）股票市场过去 10 年优异的表现，GPIF 不断上调对日本股票和国际股票的配置比例，从 2008 年的 12.32% 和 9.81% 分别上升至 2018 年的 23.55% 和 25.53%。由于国际债券相对日本债券有着更好表现，GPIF 对于国际债券的配置比例也在稳定上升，从 2008 年的 10.82% 逐渐上升至 2018 年的 16.95%。

图 3：GPIF 的配置比例变化



资料来源：GPIF