

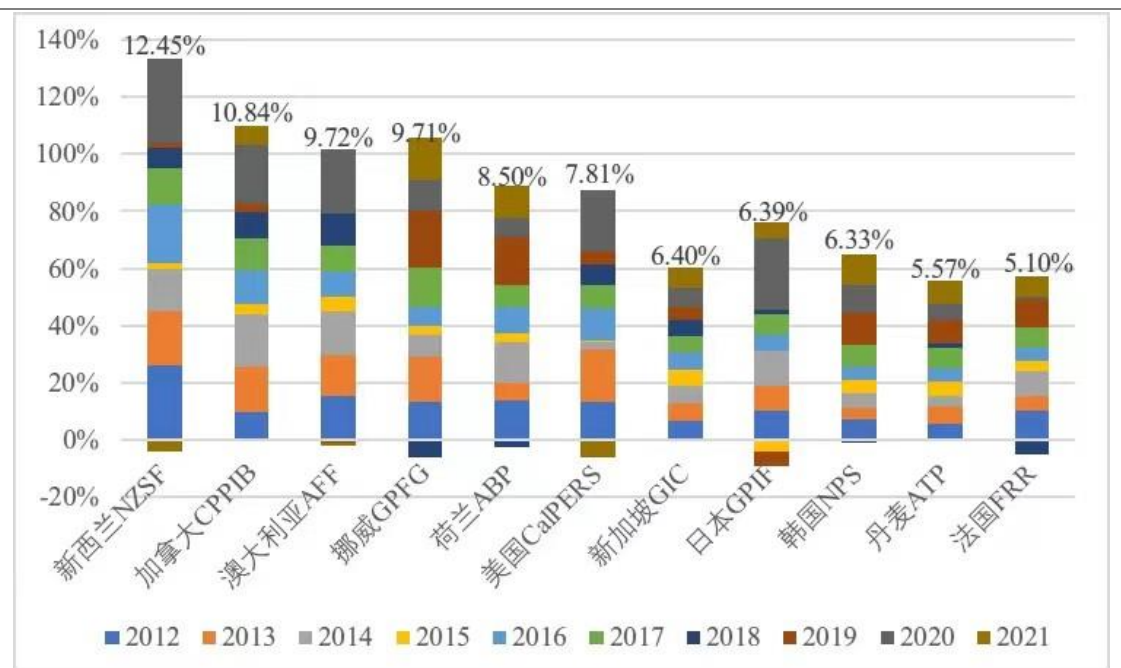
海外养老基金管理机构 投资收益研究分析

风险管理部

养老基金是世界各国为应对“人口老龄化”时期社会保障财政支付缺口而进行的战略储备。养老基金管理机构是资本市场中重要的中长期投资者。本文选取了全球 11 家具有代表性的海外大型养老基金管理机构（见附表 1），通过收集整理其年报披露的信息，从投资收益率、资产配置比例、资产管理规模等方面对其收益情况进行研究分析，总结国际养老基金管理机构经验，为社保基金投资运营提供参考。

一、2012-2021 年投资收益表现

图 1：2012-2021 年 11 家养老基金管理机构收益率



数据来源：各养老主权基金官网

注：1.统计区间为 2012-2021 年，图表中标签数字为 2012-2021 年年化收益率。

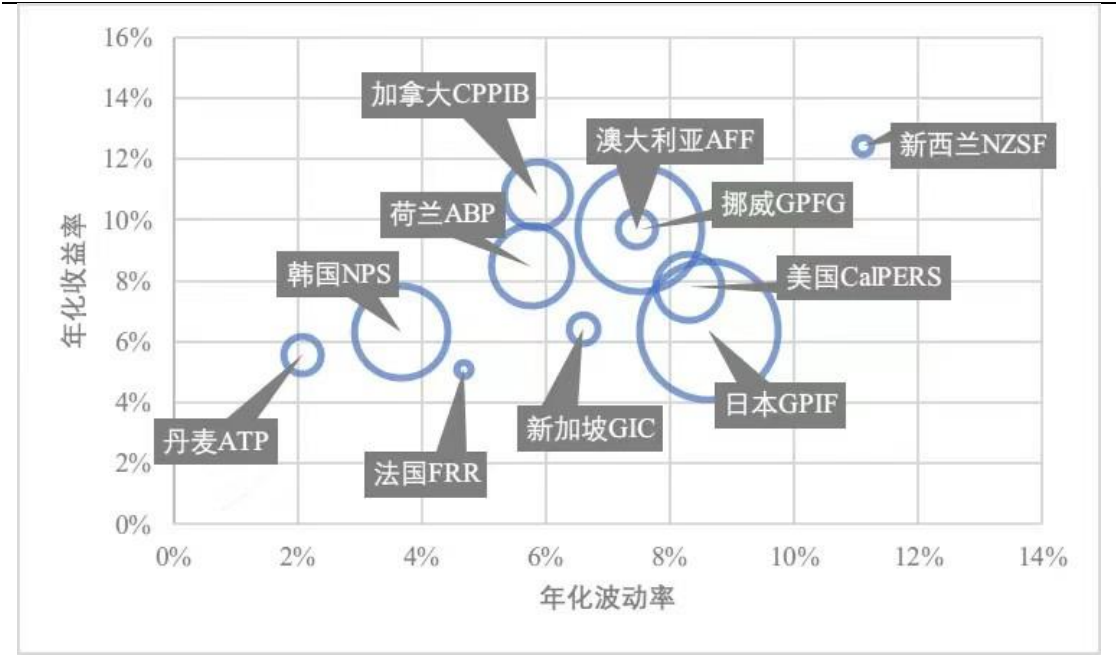
2.所有收益率都是养老基金年报中公布的数据，货币口径为该国家本币。

3.新加坡政府投资公司 GIC 的数据披露口径为过去 20 年复合名义收益率，数据为滚动 20

年年化实际收益率数据，同时，直接使用官方披露的 2012-2021 年和 2017-2021 年的名义年年化回报率。

4.新西兰超级年金 NZSF 只披露了截至到 2022 年 5 月的业绩。

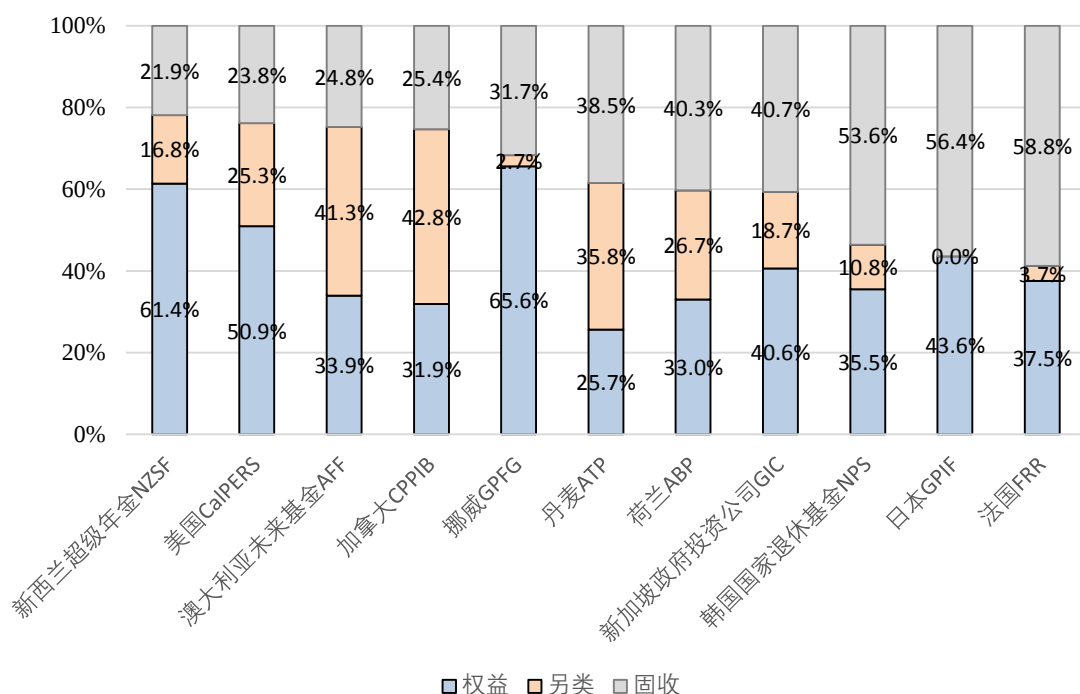
图 2：各机构近 2012-2021 年收益风险情况



2019-2021 年，11 家养老基金管理机构的年化投资收益率在 5.8%至 15.0%之间。2017-2021 年，11 家养老基金管理机构的年化投资收益率在 3.8%至 10.2%之间。2012-2021 年，11 家养老基金管理机构的年化投资收益率在 5.1%至 12.4%之间。2012-2021 年，新西兰 NZSF 投资收益最高，年化投资收益率接近 13%。其次是加拿大 CPPIB，收益率为 11%。相对而言，法国 FRR 和丹麦 ATP 投资收益略为逊色，分别为 5.1%和 5.6%。与国债收益率相比，11 家养老基金管理机构十年年化投资收益率明显高于国债收益率，平均超出约 7.6 个百分点。各养老基金管理机构投资收益率较为稳定，波动率不高。

二、海外养老基金权益类资产占比较大

图 3：11 家养老基金管理机构 2012-2021 年权益类资产占比



数据来源：各养老主权基金官网

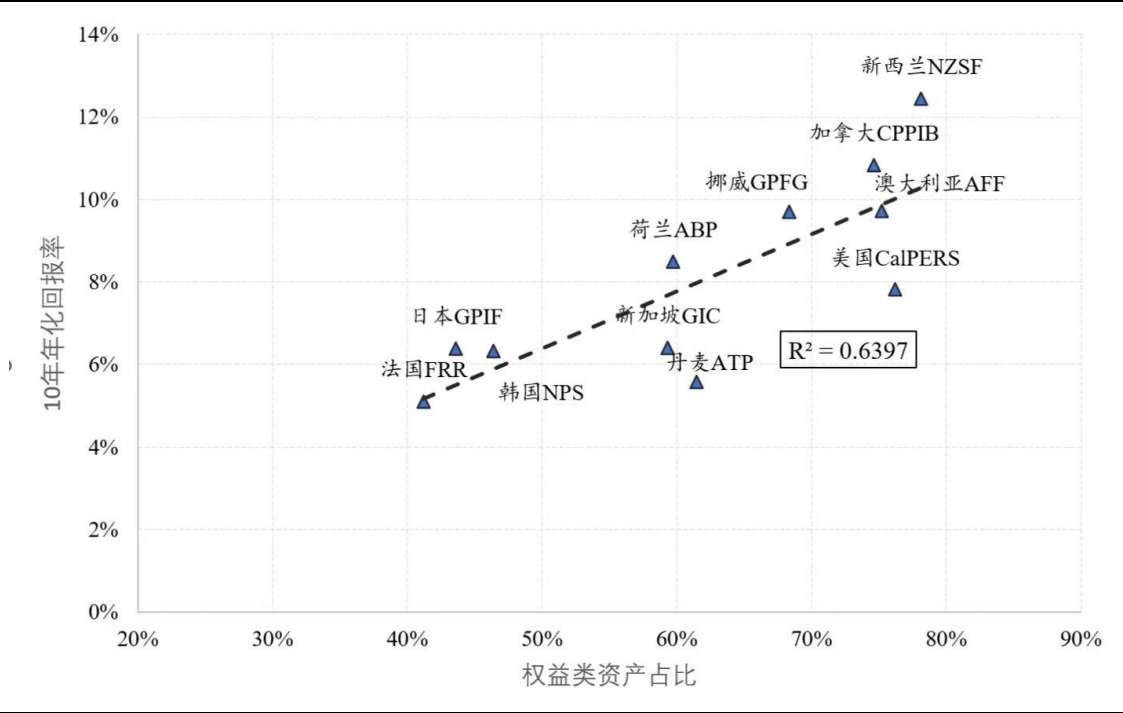
注：统计区间为 2012-2021 年，由于缺少数据，丹麦 ATP 使用 2017-2021 年的数据。权益类资产包含权益和另类。

储备型养老基金具有资产规模大、投资期限长、负债水平低、风险承受能力高的特点，在进行资产配置时往往权益类资产（包含另类资产）资产配置比例较高。从这 11 家机构披露的最新的参考组合（基准配置比例）数据来看，7 家养老金管理机构最新的权益配置比例超过 60%。2019-2021 年，11 家机构权益类资产的占比均不低于 45%，有 5 家机构权益类资产占比超过 70%，新西兰 NZSF 权益类资产的占比甚至达到 85.7%。2017-2021 年，11 家机构权益类资产的占比均不低于 40%，有 4 家机构权益类资产占比超过 70%。2012-2021 年，有数据的 10 家海外养老基金机构中，有 7 家

的权益资产比例超过 55%。

三、长期来看，权益类占比越高，投资回报率相对越高

图 4：权益资产占比与年化收益率之间明显正相关



2012-2021 年，养老基金管理机构的权益类资产¹占比越高，其投资回报表现往往越好。将过去 10 年基金年化回报率与其权益类资产占比进行简单线性回归，可以看到权益类资产占比能够解释 64% 的基金回报差异，是非常显著的影响因素。

具体来看，11 家养老基金管理机构 2012-2021 年年化回报率在 5.10%至 12.45%之间。其中，新西兰 NZSF 权益类资产占比约为 78%，美国 CalPERS 占比 76%，澳大利 AFF 占比 75%，在 11 家基金中的权益类占比排名前三。相对应的，这三家基金 2012-2021 年年化回报率分别为 12.5%、7.8%和 9.7%，在 11 家机构中排名分别为第 1，第 6 与第 3。相反，

¹ 权益类资产口径包含权益标准化资产和另类资产。

权益类资产占比排名靠后的三家基金中，法国 FRR 占比为 41.2%，日本 GPIF 为 43.6%，韩国 NPS 为 46.4%。这三家基金 2012-2021 年年化回报率分别为 5.1%、6.4%和 6.3%，在有统计数据的养老基金管理机构中排名最后。

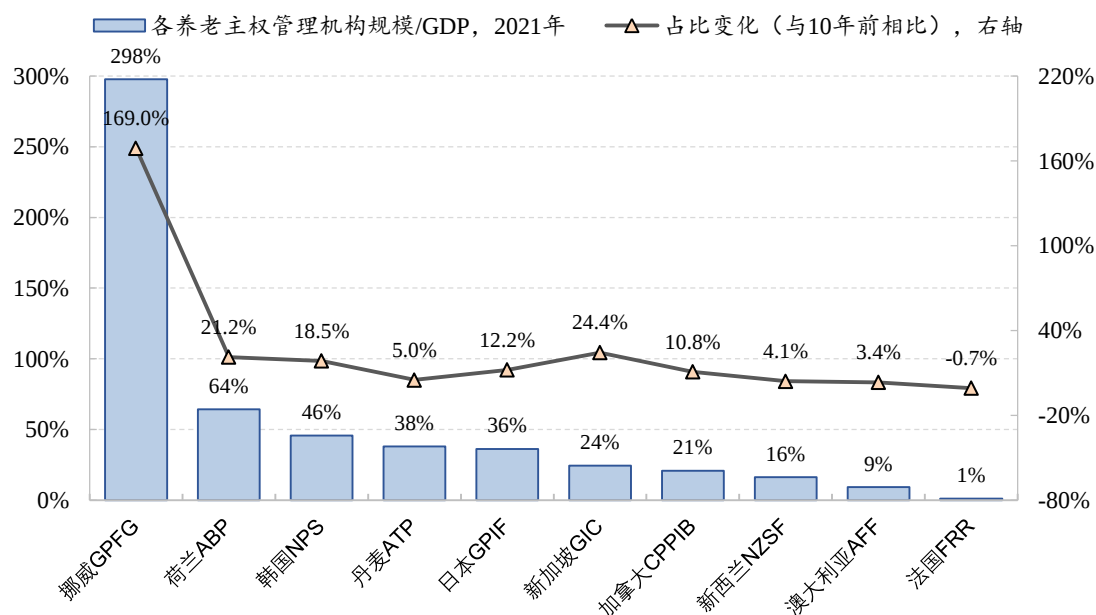
需要特别说明的是，投资业绩并不完全取决于权益资产配置比例。比如，2012-2021 年加拿大 CPPIB 平均权益类资产占比（74.7%）低于澳大利亚 AFF（75.2%）和美国 CalPERS（76.2%），但其十年年化收益率（10.84%）高于澳大利亚 AFF（9.72%）和美国 CalPERS（7.81%）。这说明有效的投资运营管理机制、积极主动的投资管理能力可以提高收益。

四、全球养老基金管理机构的规模占 GDP 较高

2012-2021 年全球养老基金管理机构资产规模稳步上升。截至 2021 年，11 家养老基金管理机构的资产规模加总超 6 万亿美元，按照 2021 年平均汇率换算约为 39 万亿人民币²。资产规模超过 1 万亿人民币的养老基金管理机构一共有 6 家，包括日本 GPIF、挪威 GPFG、韩国 NPS、荷兰 ABP、美国 CalPERS 和加拿大 CPPIB。其中，日本 GPIF 和挪威 GPFG 规模处于第一梯队，分别为 11.6 万亿人民币和 9.3 万亿人民币。

² 不同养老基金管理机构的统计财年截至月份不同，本文将下一年度 3 月份或者 6 月份的财年数据归类为本年度数据。

图 5：10 家养老基金管理机构的规模/GDP（2021 年）



数据来源：各养老主权基金官网

注：美国 CalPERS 仅仅是美国加利福尼亚州公共雇员的退休基金，因此不宜与美国 GDP 进行比较。

养老基金是各国应对“老龄化”社会的重要手段。从养老基金管理机构规模占名义 GDP 的占比来看，全球具有代表性的养老基金规模占 GDP 的比重都较大，并且在不断提升。10 家养老基金管理机构的平均占比从 2012 年的 30%³ 上升至 2021 年的 55%。除法国 FRR 外，其他养老基金管理机构相对规模都明显上升。其中，挪威 GPFG 占 GDP 的比重明显高于其他养老基金管理机构。2021 年，挪威 GPFG 规模占 GDP 为 298%；荷兰 ABP 次之，占 GDP 比重达到 64%；法国 FRR 占 GDP 比重较小，仅有 1.0%。

总体来看，2012-2021 年全球 11 家具有代表性的海外大型养老基金管理机构收益水平较好。海外养老基金往往权益类资产占比较大，占比在 40%-80% 之间。从中长期看，权益

³ 2012 年新加坡 GIC 无“管理规模/GDP”数据，以 2015 年的数据（17.7%）进行估算。

类资产占比提高可以有效提升基金的投资收益。全球具有代表性的养老基金规模占 GDP 的比重都较大，并且在不断提升，2021 年 10 家养老基金管理机构的平均占比为 55%。社保基金会将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，稳中求进、改革创新，借鉴海外养老基金管理机构投资经验，不断提升基金投资运营和风险防控水平，扎实履行确保基金安全和保值增值主体责任，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。

附表 1: 养老基金管理机构基本情况

名称	英文缩写	资产规模(2021) (万亿人民币)	参考组合(2021)	统计财年 起始月份	类别	十年年化收益率 (2012-2021)
日本政府年金投资基金	GPIF	11.55	25%国内债券+25%国外债券 +25%国内股票+25%国外股票	3 月底	国家公共养老基金	6.39%
韩国国家退休基金	NPS	5.35	15%国内股票+35%国际股票 +25%国内债券+10%国际债券 +15%另类投资	12 月底	国家公共养老基金	6.33%
加拿大退休金计划	CPPIB	2.77	基本 CPP: 85%全球股票+15% 加拿大政府债券; 补充 CPP: 55% 全球股票+45%加拿大政府债券	3 月底	国家公共养老基金	10.84%
挪威政府全球养老基金	GPF	9.25	70%股+30%债	12 月底	国家公共养老基金	9.71%
新西兰超级年金	NZSF	0.26	75%国际股票+5%国内股票 +20%债券	6 月底	国家公共养老基金	12.45%
法国养老储备基金	FRR	0.20		12 月底	国家公共养老基金	5.10%
澳大利亚未来基金	AFF	0.97		6 月底	国家主权财富基金、国 家养老储备基金	9.72%
丹麦劳动力市场补充养老基金	ATP	0.97		12 月底	国家公共养老基金	5.57%
荷兰公共部门养老金	ABP	4.20	34%+股票+26%另类+40%债券	12 月底	国家公共养老基金	8.50%
新加坡政府投资公司	GIC	0.62	65%股票+35%债券	3 月底	国家公共养老基金	6.40%
美国加利福尼亚	CalPERS	2.84	50%股票+8%私募股权+28%债 券+13%实物资产+1%融资&流 动性	6 月底	州公务员退休基金	7.81%

注: 1.澳大利亚未来基金的数据为截止 2022 年 3 月, 新西兰超级年金 NZSF 只披露了截止到 2022 年 5 月的业绩。

2.已将境外机构资产规模按对应时点汇率转为人民币, 供比较分析。

3.不同养老基金管理机构的年报披露截至月份不同, 在统计年度收益率时。只要其涉及到当年 3 月, 6 月, 本文都计入上一年而不是本年的自然年统计, 换言之, 2021 财年(统计回报为 2020.4-2021.3)的基金表现归类到 2020 自然年。若财报结束日期为当年 12 月份, 则正常计入本年。

4.新加坡 GIC 未公布规模数据, 当前数据为第三方(global SWF)估计。