



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报 主编:李扬

机构投资者资产管理

杜邢晔
杜邢晔、张平

2024年3月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、机构投资者的资产管理等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。

《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度2月份发布。

日韩马新四国养老基金资产配置 与投资运营情况研究

摘要

当前，我国人口老龄化程度不断加深，积极应对人口老龄化、推动养老产业发展，已上升成为国家战略。养老金融作为养老产业的重要组成部分，是国民养老生活质量的财务保障。境外国家与地区的养老金投资开启时间相对较早，积累了较多经验，形成了相对成熟完善的资产配置模式，对于我国较大规模的企业年金、职业年金的长期投资具有一定借鉴意义。

在亚洲国家与地区中，日本、韩国、新加坡、马来西亚四个国家的国民养老金规模体量较大，已成为各国养老金融的重要支柱。因此，本文着重梳理了日本政府养老投资基金、韩国国民年金公团、新加坡政府投资公司和马来西亚雇员公积金四家机构的资产配置与投资组合情况，亦从时间序列上观察机构资产配置变化所带来的投资收益变化。

自2000年以来，四家机构的资产组合都经历过调整与优化，主要的特征有：在股债资产间增加了股票类资产的配置比例，提高了风险容忍度，旨在充分利用自身长期投资的久期禀赋，获取更高的预期收益；在本国与境外区域间增加了境外资产的配置比例，旨在通过资本收入的形式分享全球其它地区经济增长红利，对冲本国劳动收入占比下滑风险；在传统与另类资产间，增加了另类资产的配置比例，旨在获取传统公开市场无法获得的收益来源，并一定程度帮助降低组合波动。这些调整从事后视角来看，均起到了预期的效果，提升了养老金组合的收益获取能力与韧性，夯实了各国的养老金储备。

本报告负责人：杜邢晔

本报告执笔人：

● 杜邢晔

国家金融与发展实验室特聘研究员

对外经济贸易大学国际发展合作学院副教授

● 张平

国家金融与发展实验室副主任

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

中国宏观金融

中国金融监管

中国财政运行

地方区域财政

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

机构投资者的资产管理

目 录

一、四家养老金机构基本情况	1
(一) 日本 GPIF	1
(二) 韩国 KNPS	1
(三) 马来西亚 EPF.....	2
(四) 新加坡 GIC.....	2
二、资产配置与组合构建	3
(一) 日本 GPIF	3
(二) 韩国 KNPS	5
(三) 新加坡 GIC.....	7
(四) 马来西亚 EPF.....	10
三、投资组合业绩	11
(一) 日本 GPIF	12
(二) 韩国 KNPS	14
四、总结.....	17
参考文献.....	19

一、四家养老金机构基本情况

（一）日本 GPIF

日本的公共养老金制度本质上是一种现收现付制的养老金制度，其中纳入了代际养老的概念，即从劳动者中收取养老金为老年人提供支持，而不是采用预先积累的方式来支付养老金。

在现收现付的基本养老金制度下，除为一定的支付需求储备一定流动性外，通常养老金计划无需持有大量储备资产。但是，为了应对出生率进一步下降和人口进一步老龄化做准备，仍在公共养老金计划下持有一定数量的储备资产。未用于支付养老金待遇的缴费部分将作为储备资产进行投资，以平滑未来的养老金支出。

最初这笔储备资产由政府直接管理，厚生省将资金转存大藏省，再由大藏省转贷给各财投机关进行贷款发放。但结果却并不令人满意，产生了大量呆坏账。为了解决这一问题，政府养老投资基金（Government Pension Investment Fund，后续简称 GPIF）于 2006 年 4 月成立。根据相关法律规定，由 GPIF 负责管理和投资厚生劳动省委托的政府养老金计划的储备基金，并应通过将投资利润汇入政府养老金计划的特别账户来稳定国民年金和厚生年金。自成立以来，GPIF 就是目前世界上规模最大的公共养老投资基金，截至 2022 财年末（2023 年 3 月 31 日），资产规模约为 200.13 万亿日元，约合 1.5 万亿美元。

（二）韩国 KNPS

韩国 KNPS 是韩国国民养老计划的重要组成部分，其作为第一支柱，在韩国国家整体的养老体系建设进程中应运而生。韩国国民养老计划主要包括养老金、残疾金和遗属金。养老金适用于退休后达到领取年龄的缴费人，残疾金适用于因疾病或伤害而导致身体或精神残疾的缴费人，遗属金适用于已故缴费人或受益人的家属。韩国国民养老计划于 1988 年 1 月开始实施，覆盖了 18 至 60 岁之间的工作人口，截至 2022 年底，国民养老金计划有超过 2250 万缴费人和 642 万受益人。

为保障国民养老金计划的有效开展，韩国国民年金公团（Korea National Pension Service，后续简称 KNPS）于 1987 年 9 月 18 日根据《国民养老金法》成立。自成立以来，韩国国民年金公团不仅提供一系列养老金服务，包括养老金

登记、投资与支付，还提供各种福利服务，包括老年准备服务、残疾登记筛查、残疾人支持以及基本生活津贴受益人的工作能力评估。截至 2022 年底，KNPS 设有总部、112 个地区办事处、残疾评估中心和国民养老金研究所。总部包括 15 个部门、三个中心、国民养老金投资管理（NPSIM）、数字创新办公室和合规官。其中，NPSIM 负责投资和管理用于支付养老金福利的国民养老金基金。截至 2023 年底，KNPS 的资产规模约为 1,036 万亿韩元，约合 8,000 亿美元。

（三）马来西亚 EPF

马来西亚当前的养老金体系不同于部分其他国家的多支柱型或多层次型养老金体系，而是针对不同人群建立了相对独立的公共养老金计划。有三个公共养老金计划影响力与规模较大：一是 Kumpulan Wang Amanah Pencen，主要通过税收筹款、覆盖马来西亚公务员的 DB 型计划；二是 Armed Forces Retirement Fund，覆盖马来西亚军人的 DC 型计划；三是 Employee's Provident Fund, Kumpulan Wang Simpanan Pekerja（以下简称 EPF，亦被称作 KWSP），面向私营部门雇员、未参加 DB 计划的公务员、自雇人员的 DC 型计划。

EPF 作为覆盖雇员的公积金制度始建于 1951 年。彼时作为英国殖民地，马来西亚秉承“自力更生”的基本理念，建立起以公积金为主体的养老保障制度。EPF 的基本宗旨便是为退休职工或提前非自愿脱离劳动力队伍的职工设立一项强制性储蓄计划保护其收入来源，资金主要来源于企业和职工，政府对养老公积金仅采取监督和管理措施，不进行财政转移支付。1991 年，马来西亚颁布《雇员公积金法》，EPF 按照法律要求重建。经过半个世纪的运作与改善，截至 2022 年末，EPF 已覆盖私营部门雇员、部分未参加 DB 养老计划的公务员以及自雇人员逾 1,400 万人，管理规模约为 1 万亿林吉特，约合 2,300 亿美元。作为强制缴费 DC 型计划，EPF 由雇员和雇主每月按工资一定比例缴费，缴费金额记入成员公积金个人账户，缴费者退休后可从个人账户提取资金。另外，在退休前 EPF 每年会向雇员的个人账户支付一次股息，股息率承诺不低于 2.5%。而实际发放的股息率则需结合 EPF 实际的投资运行情况，经财政部批准后支付。

（四）新加坡 GIC

新加坡养老保障制度以中央公积金制度（CPF）为基础，实行基金积累制，由单纯的养老保障向医疗、住房等领域拓展，由个人到家庭成员，成为了综合性

的全面的社会保障储蓄制度。中央公积金实行高度集中管理，由中央公积金局专门负责统一管理，投向于政府专门发行的高票息特殊债券（SSGS），确保中央公积金储蓄的年利率不低于 2.5%。

而政府从 SSGS 发行所取得的资金，目前主要由新加坡货币管理局（MAS）和新加坡政府投资管理公司（GIC）执行。其中，MAS 负责中央公积金对国债和银行存款的投资管理，而 GIC 负责把积累的基金投资于住房、基础设施建设以及权益资产等。

GIC 于 1981 年 5 月根据《新加坡公司法》成立，负责管理新加坡主权财富管理，由新加坡政府全资拥有。GIC 成立后，SSGS 发行所获资金逐渐从 MAS 转移到 GIC 进行多元化投资管理，以获取更高的预期收益。GIC 成立 10 年后，多元化、多资产投资能力大幅提升，因此更大比例的 SSGS 发行资金转由 GIC 开展长期投资、全球投资，MAS 依然负责银行存款、国债等头寸。GIC 的组合收益不影响 SSGS 约定的本金与票息偿付。

GIC 并不披露其资产规模，但考虑到 CPF 的储蓄有较大一部分间接途径委托至 GIC 开展投资管理，因此可通过 CPF 当前规模估计。截至 2022 年末，CPF 总计规模约为 5,448 亿新元，约合 4,000 亿美元。

二、资产配置与组合构建

（一）日本 GPIF

1. 配置流程与目标设定

因为 GPIF 受托管理的养老金储备基金预计在未来约 50 年内不会用于养老金支出，故而 GPIF 遵循长期投资与分散投资的基本原则。长期投资原则下，GPIF 不过分关注短期市场波动，而是更多考虑长久期情景下是否可以匹配负债端要求。分散化原则下，为了规避集中投资可能带来的极端风险以及获取更多潜在收益来源，GPIF 将资金广泛投资于不同资产、不同区域，从而更好在长周期下服务于养老金计划的受益人。

GPIF 的投资业绩目标由其监管主体日本厚生劳动省设定。具体目标为，在扣除薪资名义增长率后，组合实际收益率达到年化 1.7%，即组合名义长期年化收益率需要达到年化 1.7%+薪资名义年化增长率。需要指出的是，该目标收益率并不需要每年均实现，而是在长周期考核下实现即可。GPIF 结合资本市场长期

假设来制订其资产配置方案，在股、债资产间，境内、境外区域间充分分散。

2. 资产配置

根据最近一次的负债端评估与配置测算，GPIF 于 2020 年 4 月实施了最新一次的政策组合调整。调整后的政策资产组合中，仍然保留了以日本国内股票、日本国内债券、日本境外股票与日本境外债券四个大类资产的组合结构。在配置比例上，四大类资产的中枢配置比例相等，均为 25%。

纵向回顾政策组合的演化进程，GPIF 自 2006 年以来，历经三次政策组合调整。主要的变化趋势是，增加股票资产的配置比例，增加日本境外资产的配置比例。在 2013 年 6 月的政策组合调整中，股票配置比例增加 4%（债券相应减少 4%），从 20% 增配至 24%；境外资产配置比例增加 6%（日本国内资产相应减少 6%），从 17% 增配至 23%。在不到一年半之后，2014 年 10 月，政策组合进行了更大比例的目标配置调整——股票资产的目标配置比例从 24% 大幅增加至 50%，日本境外资产的目标配置比例从 23% 大幅增加至 40%。最近一次的配置调整发生于 2020 年 4 月，仅调整了日本国内与境外的配置比例，增加境外资产 10%（日本国内资产相应减少 10%），由 40% 提高至 50%，而股债资产间则无变化。与 2006 年 4 月相比，当前使用的政策组合在股票资产配置比例上增加了 30 个百分点，从权重由 20% 增配至 50%，在日本境外资产增加了 33 个百分点，权重由 17% 调整至 50%（图 1）。

资产类别	2006年4月 - 2013年6月	2013年6月 - 2014年10月	当期变化	2014年10月 - 2020年3月	当期变化	2020年4月至今	当期变化
日本国内债券	67%	60%	-7%	35%	-25%	25%	-10%
日本国内股票	11%	12%	1%	25%	13%	25%	0%
日本境外债券	8%	11%	3%	15%	4%	25%	10%
日本境外股票	9%	12%	3%	25%	13%	25%	0%
短久期资产	5%	5%	0%	0%	-5%	0%	0%
股票资产小计	20%	24%	4%	50%	26%	50%	0%
债券资产小计	80%	76%	-4%	50%	-26%	50%	0%
日本国内小计	83%	77%	-6%	60%	-17%	50%	-10%
日本境外小计	17%	23%	6%	40%	17%	50%	10%
总计	100%	100%		100%		100%	

图 1 日本 GPIF 政策组合变化历程

资料来源：GPIF 年报。

截至 2022 财年末，GPIF 日本境外投资敞口主要投放于发达国家，占境外资产整体比例逾 90%。其中，美国占比最高，约 61%；其次为欧洲发达国家，如

法国、英国、意大利、德国等，整体占比约为 30%（图 2）。日本 GPIF 主要的投资方式为跟踪指数的被动投资。

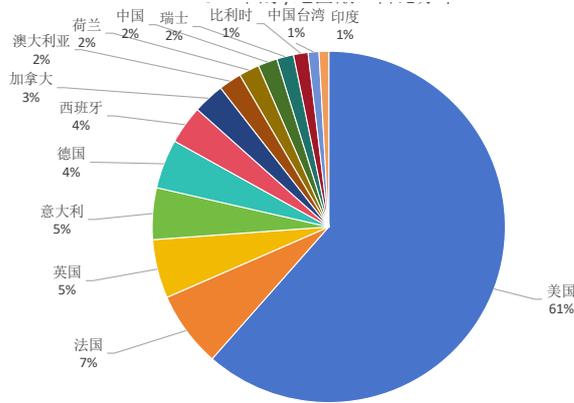


图 2 GPIF 国家/地区敞口占比分布

资料来源：GPIF 年报。

（二）韩国 KNPS

1. 配置流程与目标设定

根据国民年金法，KNPS 的投资政策指引由卫生福利部制订，由国民年金基金管理委员会（FMC）审议并决策实施。该指引规定了投资目标、投资原则、组织结构、角色和职责。

FMC 结合其对经济形式与金融市场的中期展望，并考虑基金规模远期变化情况，给出以五年为周期的组合预期回报与风险容忍度。组合预期回报由“实际 GDP 增长+CPI 通胀+调节”确定，风险容忍度则以 95%置信水平下的条件在险价值（Conditional Value-at-Risk, VaR）小于-15%来定义。基于以上约束与条件，由 FMC 给出五年期的中期配置组合与一年期的年度配置组合。

此外，FMC 制定 KNPS 通过积极管理的超额收益目标，以及相应的积极风险约束，以进一步提高基金的长期回报水平。配置计划最终由 KNPS 的投资部门 NPSIM 落实执行。

2. 资产配置

2022 年，FMC 设定 2022-2027 年的五年预期年化目标收益率为 5.4%，结合其对各类资产预期收益、波动率以及相关性等参数特征，最终给出五年目标配置组合如下图所示。公开市场股票资产的目标配置中枢比例为 55%，固定收益类资产为 30%，另类资产为 15%（图 3）。

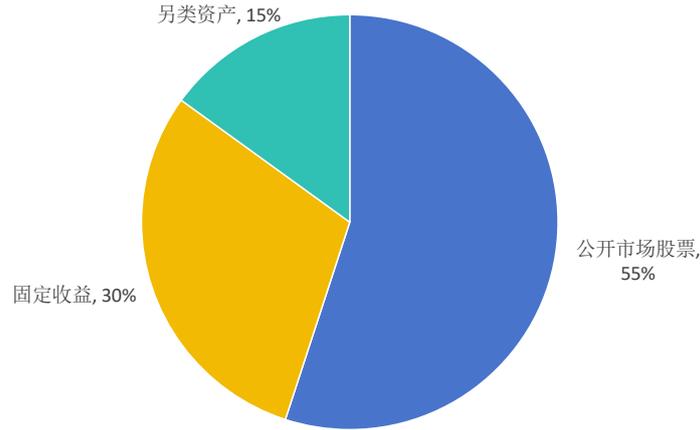


图3 KNPS目标配置组合 2022-2027财年

资料来源：KNPS 年报。

2022 财年给出的 2023 财年组合配置方案如下图所示。公开市场股票配置中枢比例为 46.2%，与五年配置组合相比低配约 9%。其中，韩国国内股票为 15.9%，韩国境外股票为 30.3%。固定收益配置中枢比例为 40%，与五年配置组合相比高配约 10%。其中，韩国国内为 32.0%，韩国境外为 8.0%。另类资产配置中枢比例为 13.8%，与五年配置组合相比低配约 1%（图 4）。

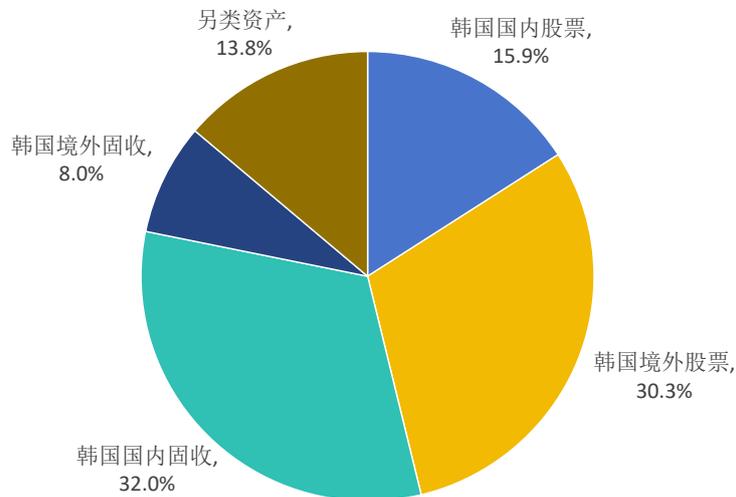


图4 KNPS2023财年组合配置

资料来源：KNPS 年报。

从 2023 财年目标组合配置可以看出，境外资产的配置中枢比例与境内资产基本相仿。实际上，近年来韩国 KNPS 不断提升其境外资产在总组合的占比——由 2015 财年末的 24%，提升至 2022 财年末的 48%（图 5）。

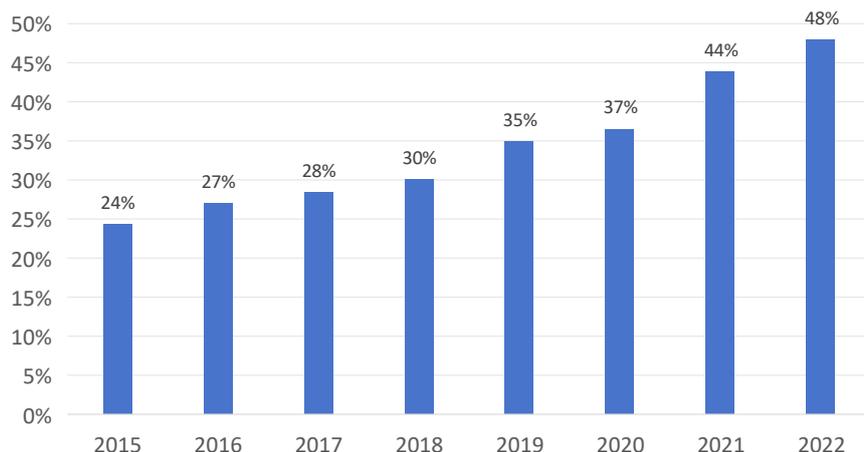


图 5 KNPS 境外资产占总组合比例

资料来源：KNPS 年报。

在公开市场股票与固定收益资产中（两者占总组和权重约 90%）的境外敞口分布如下图所示。与 GPIF 类似，KNPS 境外敞口主要分布在北美与欧洲发达地区，亚洲、南美及其它地区占比不到 20%（图 6）。

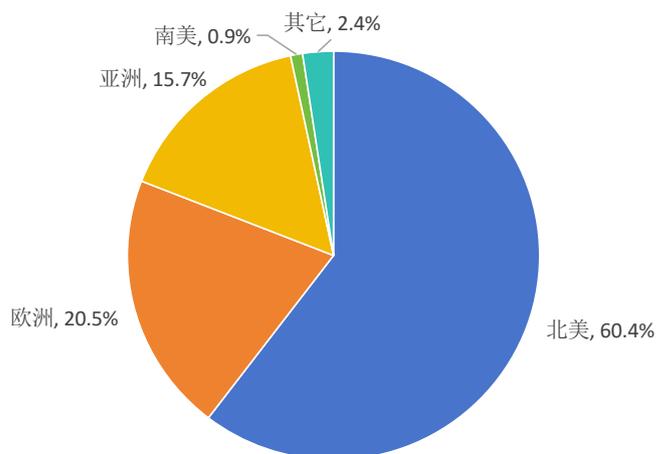


图 6 KNPS2022 财年境外公开市场敞口分布

资料来源：KNPS 年报。

（三）新加坡 GIC

1. 配置流程与目标设定

2013 年，GIC 经过审慎研究与回顾，决定采用新的资产配置与投资框架。在新框架下，GIC 的总组合由政策组合（Policy Portfolio）与积极组合（Active Portfolio）共同构成。政策组合是总组合的基石，是收益的核心来源。在政策组合中，定义了大类资产及其目标配置比例区间。积极组合通过在风险约束条件内

运用积极投资策略为政策组合增收。

由于没有明确的给付义务，GIC 投资目标是希望取得长周期下高于全球通胀的收益，以维持与增强国际购买力，并未设有明确的预期收益或风险目标的值或公式。

2. 资产配置方案

GIC 的政策组合包含六大类资产，分别是发达市场股票、新兴市场股票、名义债券和现金、通胀挂钩债券、私募股权和房地产，目标配置比例情况如下（图 7）。传统公开市场资产目标配置比例中枢约为四分之三，另类资产（私募股权、房地产）约为四分之一。权益类资产（发达、新兴股票，私募股权）目标配置比例中枢约为 57.5%。

资产类别	目标配置区间	区间中枢
发达市场股票	20-30%	25.0%
新兴市场股票	15-20%	17.5%
名义债券和现金	24-28%	26.0%
通胀挂钩债券	4-6%	5.0%
私募股权	13-17%	15.0%
房地产	9-13%	11.0%

图 7 GIC 政策组合

资料来源：GIC 年报。

但是，根据年报披露数据，GIC 的实际组合长期与政策组合有一定偏移。例如，2023 年 3 月和 2022 年 3 月的实际组合与政策组合相比均显著低配了发达市场股票资产，高配了名义债券与现金资产（图 8）。主要原因是，GIC 自 2010 年以来，认为风险资产估值水平较高、基本面支撑不足、市场不确定性增加，因此降低了权益类资产敞口。但是，发达市场股票近年来整体表现较好，因此这个股、债间的偏移为 GIC 总组合带来了较为显著的负向超额收益。与基准相比，在过去五年的周期下，GIC 总组合年化收益率落后基准约 0.7%；在过去十年的周期下，落后约 0.6%。

资产类别	截至2023年3月	与政策组合 中枢差异	截至2022年3月	与政策组合 中枢差异
发达市场股票	13.0%	-12.0%	14.0%	-11.0%
新兴市场股票	17.0%	-0.5%	16.0%	-1.5%
名义债券和现金	34.0%	8.0%	37.0%	11.0%
通胀挂钩债券	6.0%	1.0%	6.0%	1.0%
私募股权	17.0%	2.0%	17.0%	2.0%
房地产	13.0%	2.0%	10.0%	-1.0%

图 8 GIC 实际组合

资料来源：GIC 年报。

从更长周期来看，自 2013 年实施了新的资产配置与投资框架以来，发达市场股票的持仓比例持续降低，已从 2013 年 3 月的 36% 下降至 2023 年 3 月的 13%，降幅达 24 个百分点。另类资产的持仓比例则稳步上行，私募股权由 8% 上升至 17%，房地产由 8% 上升至 13%。名义债券在 2020 年 3 月前比例持续增加，后逐步下滑。新兴市场股票与通胀挂钩债券则比相对稳定在政策组合配置中枢（图 9）。

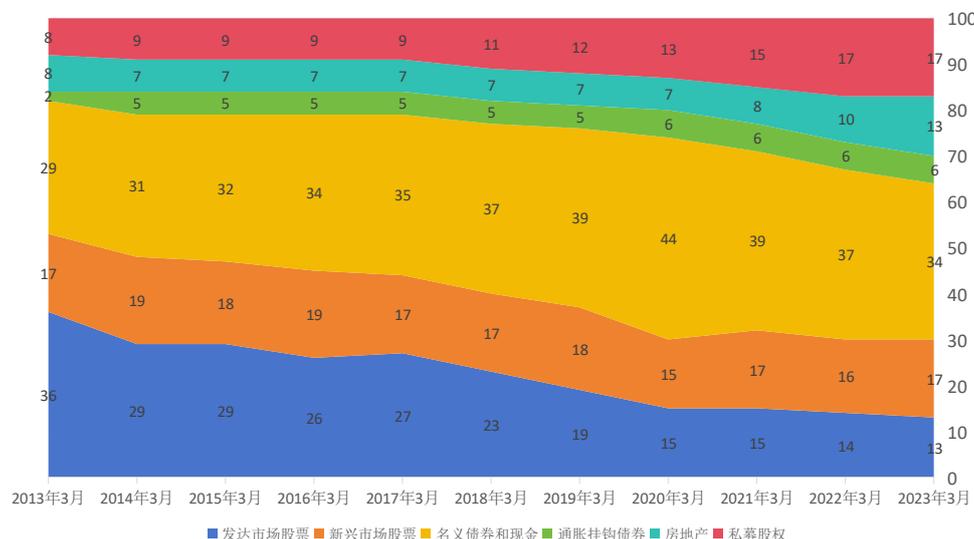


图 9 GIC 实际组合大类资产占比变化

资料来源：GIC 年报。

从区域分布来看，截至 2023 年 3 月末，总组合中美国与亚洲（除日本）敞口相对较大，占比分别为 38% 与 23%。从时间维度的变化趋势来看，日本和欧洲占比逐步下滑，亚洲（除日本）占比有所提升。美国占比亦稳步提升（图 10），

一定程度因为美国股市近年来领涨全球，持仓市值本身也随之上涨。

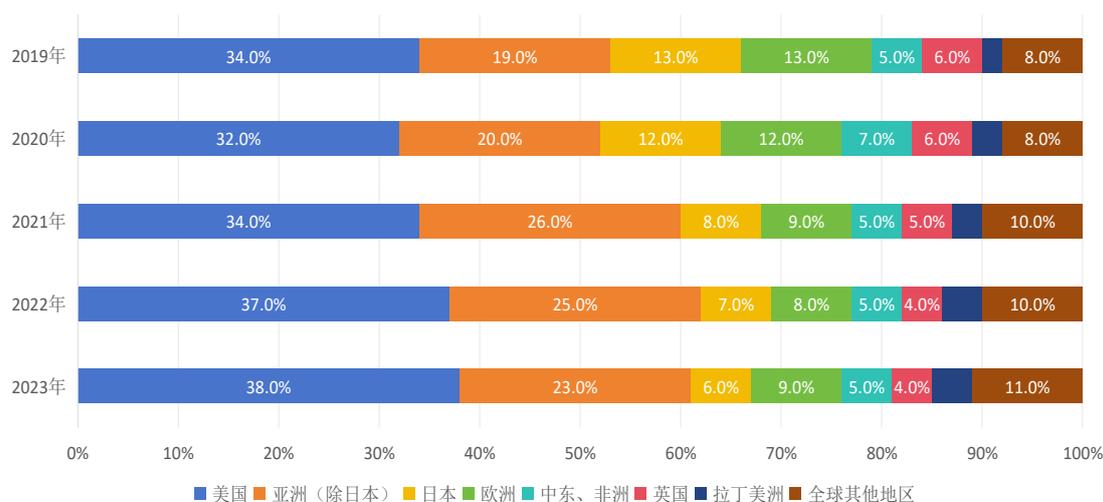


图 10 GIC 区域敞口分布

资料来源：GIC 年报。

（四）马来西亚 EPF

1. 配置流程与目标设定

EPF 的投资在长期层面看有两大目标：从收益角度出发，为养老计划的成员实现养老金长期的保值增值；从风险角度出发，投资收益要在可容忍风险水平下稳定、可持续。体现在具体的投资收益目标上，EPF 原则上设定了两个目标——（1）投资组合每年的名义分红率不小于 2.5%；（2）滚动三年周期下，经通胀调整后的真实分红率（即，名义分红率减去通货膨胀）不小于 2%。

EPF 运用战略资产配置（SAA）叠加战术资产配置（TAA）的模式构建组合。制订 SAA 是配置流程中最重要的一环，在实践中，除了满足上一段所述原则上的投资目标之外，制订 SAA 还有其它收益与风险约束需要纳入考量。在收益方面，任意滚动三年周期下实现的年度分红率不小于马来西亚 10 年期国债+0.5%。在风险方面，未来十年中，任何一年里分红率低于 2.5%的概率不超过 18%，任何一年年末资产价值低于负债价值的 95%的概率不超过 15%。

2. 资产配置方案

EPF 的 SAA 定义了四大类资产，固定收益类、权益类、房地产与基础设施类、货币市场工具类，配置比例如下图所示。从职能上看，EPF 认为：固定收益资产是总组合的基石，提供稳定、可预期的现金流，用于支付其负债端所需满足的义务；权益类资产为总组合提供更高的预期收益，从而实现高于通胀的财富增

值；房地产和基础设施可以通过收取租金与资本增值来对冲通胀。货币市场工具则用于满足日常运营现金流需要。

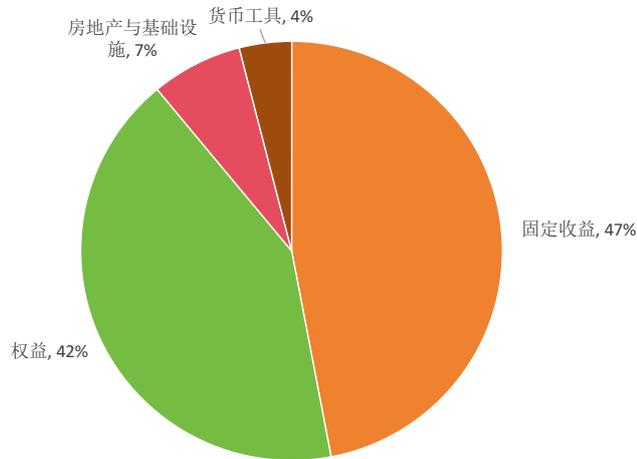


图 11 EPF 战略资产配置方案 (SAA)

在区域配置方面，由于 EPF 年报中并不直接披露其区域敞口数据，因此采用观察其计入以公允价值计量且其变动计入其他综合收益金融资产（Financial Assets At Fair Value Through Other Comprehensive Income, FVOCI）当中的马来境内与境外资产敞口的占比来估算其境外敞口的情况。2010 年至 2016 年期间，归入到 FVOCI 当中的权益与固定收益类资产当中，境外资产占比从 27% 左右上升至 50% 左右。2016 年至 2022 年期间，境外资产占比变化不大。

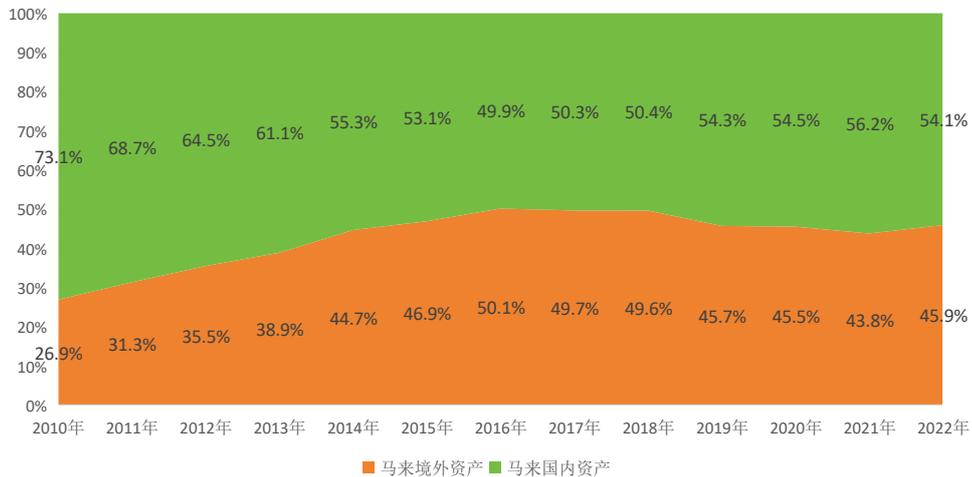


图 12 马来 EPF FVOCI 金融资产中境外与国内占比变化

三、投资组合业绩

四家机构中，日本 GPIF、韩国 KNPS 与马来西亚 EPF 年报数据披露相对详尽。但马来西亚运用的会计准则与 GPIF 和 KNPS 有所差异，主要关注持债利息

与持股分红等已实现收益部分，以及未充分体现公允价值变动部分。因此从实际组合投资管理角度来看，对日本 GPIF 与韩国 KNPS 的分析更具有参考意义。

新加坡 GIC 在年报中披露的投资业绩数据则相对稀疏。例如，新加坡 GIC 不披露年度收益率数据，而是于每年年报披露滚动 20 年收益率与自成立以来长期年化收益率。其出发点是更好地聚集于长期投资，而不去过分关注短期年度收益率。GIC 相比于其它三个机构，在透明度上确有相对更灵活的空间，其作为资产管理机构，不直接面向国民给付养老金，而仅需对新加坡政府负责即可。

需要指出的是，在分析投资业绩时，横向比较难度相对较大，主要有以下几方面因素：

一是各机构的财政年度有所不同。日本 GPIF 与新加坡 GIC 的财政年度为每年 4 月 1 日至次年 3 月 31 日。韩国 KNPS 与马来西亚 EPF 的财政年度与日历年相同，即每年的 1 月 1 日至当年的 12 月 31 日。因此，不能够对不同财政年度的组合收益率数值直接进行横向比较。举例而言，MSCI World Index 作为常见的用于全球股票基准指数之一，其在 2022 年第一季度的收益率为-5.5%左右，2023 年第一季度的收益率为+7.2%左右，若财政年度正好相差一个季度（即自然年与 4 月 1 日-3 月 31 日），在基准层面一年期业绩便已相差超过 10 个百分点。

二是业绩披露的货币单位亦有区别。日本 GPIF、韩国 KNPS、马来西亚 EPF 均以所在国本币核算收益，新加坡 GIC 则使用美元核算收益率。因此，对于 GPIF、KNPS 与 EPF 而言，若核算周期内本国货币相比境外其它国家货币整体上处于贬值态势，则会提升核算周期收益率，反之，则会形成拖累。对于 GIC 而言，则是在美元相对于其它国家货币贬值时会提高组合收益率。

三是各机构的资产配置方案不同，在基准层面不同资产的波动对整体组合业绩的影响的差异较大。例如，权益类资产波动高于固收类资产，因此权益类配置比例更高的组合业绩预期波动会大于固收类资产配置比例更高的组合。

下面重点分析日本 GPIF 与韩国 KNPS 的投资组合业绩表现。

（一）日本 GPIF

2022 财年，日本 GPIF 总组合收益率约为 1.5%，略微落后于基准收益（1.57%）。从资产类别来看，债券组合亏损，股票组合盈利。日本国内债券组合收益率为-1.74%，日本境外债券组合收益率为-0.12%。日本国内股票组合在政

策组合大类资产中 2022 财年收益率最高，为 5.54%；日本境外股票组合同期收益率为 1.84%（图 13）。

GPIF 2022财年投资业绩			
	组合收益率	基准收益率	超额收益率
总组合	1.50%	1.57%	-0.06%
日本国内债券	-1.74%	-1.65%	-0.09%
日本境外债券	-0.12%	-0.56%	0.44%
日本国内股票	5.54%	5.81%	-0.27%
日本境外股票	1.84%	1.88%	-0.05%

图 13 GPIF2022 财年投资业绩

资料来源：GPIF 年报。

拉长周期观察，自 2020 财年政策组合调整以来，过往三年总组合年化收益率约为 10.22%（图 14），年化收益率处于历史较高水平，主要得益于在权益类资产在同时期内的表现较好。过往五年总组合年化收益率约为 5.2%，显著低于过往三年的收益率，主要原因是 2019 财年全球股票市场表现较差，全年录得负收益。在超额收益方面，过往三年年化为+0.05%，过往五年年化为-0.11%，并不稳定。但考虑到 GPIF 主要的投资模式为被动型，且另类资产头寸较小（且，在政策组合层面没有单独归类），所以可以推测 GPIF 并未着力于获取显著的超额收益，更多从配置层面获取与负债结构所匹配的收益来源。

	组合收益率	基准收益率	超额收益率
2022财年	1.50%	1.57%	-0.06%
过往三年平均（2020-2022）	10.22%	10.17%	0.05%
过往五年平均（2018-2022）	5.20%	5.32%	-0.11%

图 14 日本 GPIF 过往三年/五年总组合年化收益率

资料来源：GPIF 年报。

从四大类资产来看，过往三个财年，日本境外股票的业绩基准指数累计收益率达到 94.86%，日本国内股票则为 53.38%。日本境外债券的业绩基准指数累计收益率为 6.81%，而日本国内债券则是政策组合中唯一一个业绩基准指数三年累

计收益率为负的大类资产，基准累计收益率为-3.53%（图 15）。可见，同期境外股票与债券类资产的基准表现，亦好于日本国内的股票与债券资产。

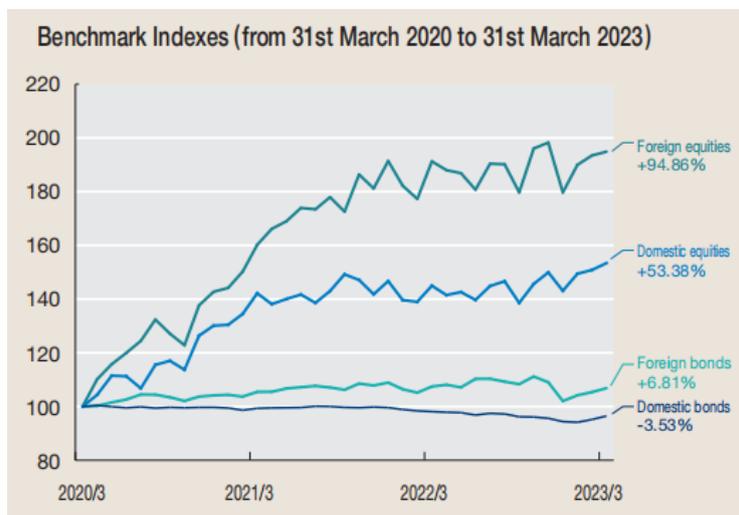


图 15 Benchmark Indexes(from 31st March 2020 to 31st March 2023)

资料来源：GPIF 年报。

考虑到 GPIF 于 2014 年 10 月在政策组合层面增配了权益类资产、减配了债券类资产，并且同时在地域上增加境外配置、减少日本国内配置。于 2020 财年则降低了日本国内债券配置，增加了日本境外的债券配置。也即，GPIF 于 2014 财年至 2020 财年所做出的政策组合调整，都提高了总组合在配置层面所获取的收益。

（二）韩国 KNPS

总组合层面，2022 财年，韩国 KNPS 收益为-8.28%，且当年超额收益为负，落后基准 0.20%；过往三年年化收益率为 3.67%，年化超额收益为+0.25%；过往五年年化收益率约为 4.22%，年化超额收益为+0.11%。

从细分资产类别来看，公开市场股票和固定收益与另类资产呈现出差异化风险收益特征。2022 财年，由于全球利率显著上行，公开市场股票与固定收益资产均承受较大压力。KNPS 投资组合中，公开市场股票亏损幅度约为 16.4%，固定收益总计亏损幅度约为 5.4%。而另类资产则于 2022 财年为总组合贡献了约 9.5%的正收益，发挥了分散化效能。在过往五年周期来看，另类资产组合年化收益率约为 11.4%，显著高于公开市场股票组合与固定收益组合年化收益率（分别为 5.4%与 0.9%）（图 16）。可以说，KNPS 的另类资产投资在分散化风险与增加收益来源两方面，都为总组合提供了有益贡献。

时间加权收益率, %	2022财年			过往三年平均 (2020-2022)			过往五年平均 (2018-2022)		
	组合收益	基准收益	超额收益	组合收益	基准收益	超额收益	组合收益	基准收益	超额收益
投资组合总计	-8.28	-8.07	-0.20	3.67	3.42	0.25	4.22	4.11	0.11
总计	-16.42	-16.68	0.26	6.36	5.99	0.37	5.39	5.16	0.22
公开市场股票									
韩国国内	-22.75	-23.23	0.47	3.27	2.73	0.54	0.58	0.14	0.44
韩国境外	-12.53	-12.68	0.15	7.75	7.47	0.28	9.23	9.08	0.15
总计	-5.41	-5.66	0.25	-1.42	-1.55	0.14	0.91	0.81	0.10
固定收益									
韩国国内	-5.50	-5.55	0.04	-1.73	-1.81	0.08	0.60	0.52	0.08
韩国境外	-5.04	-5.92	0.88	0.68	0.33	0.34	3.58	3.42	0.15
总计	9.47	12.62	-3.15	11.66	11.39	0.27	11.37	11.03	0.34
另类资产									
韩国国内	3.62	6.13	-2.51	10.70	8.33	2.37	9.48	7.64	1.84
房地产	11.86	9.58	2.28	17.02	10.35	6.67	13.27	8.78	4.49
基础设施	3.61	4.83	-1.23	4.72	5.40	-0.68	5.93	6.28	-0.35
私募股权	-1.10	4.98	-6.08	11.46	9.44	2.01	9.77	7.96	1.81
韩国境外	11.00	14.23	-3.23	11.78	12.13	-0.35	12.07	12.23	-0.16
房地产	13.12	14.37	-1.25	8.50	10.00	-1.51	9.89	10.43	-0.54
基础设施	14.26	21.85	-7.59	8.48	13.24	-4.75	10.06	12.56	-2.50
私募股权	7.83	12.38	-4.54	20.03	15.70	4.33	17.50	15.46	2.04
对冲基金	9.07	7.39	1.68	9.23	7.76	1.47	8.11	8.00	0.11
战术投资	2.89	-8.07	10.96	7.33	3.43	3.90			

图 16 韩国 KNPS 收益率

资料来源：KNPS 年报。

从地域配置来看，境外组合收益贡献高于境内。从各类资产内部观察，2022 财年，境内、境外组合收益差别较大的资产类别为公开市场股票与另类资产。公开市场股票组合里，韩国国内股票组合亏损-22.8%，韩国境外股票组合亏损-12.5%，境外股票组合相比境内股票组合少亏 10 个百分点。另类资产里，韩国境外组合收益率约为 11%，高于境内组合约 7.4 个百分点。在过往五年平均来看，公开市场股票、固定收益与另类投资，境外与境内组合收益率之差分别为 8.7 个百分点、3.0 个百分点与 2.6 个百分点（图 17）。近十年周期，KNPS 不断提高境外组合收益率的配置调整，截至目前，获得了相较于调整前更高的收益。

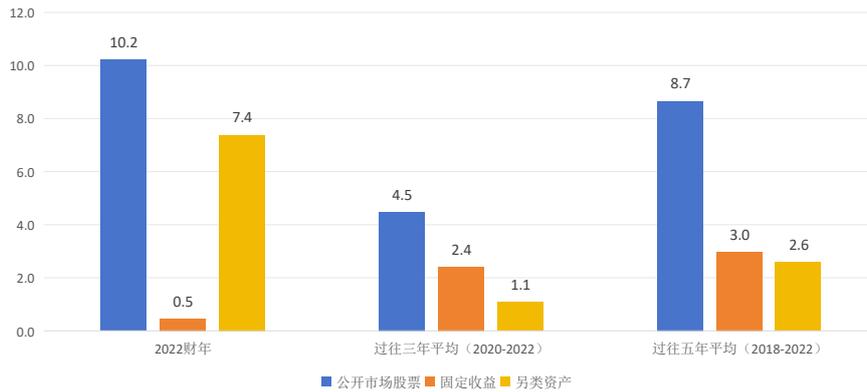


图 17 各资产境内外收益率差异 (境外收益 境内收益 %)

资料来源：KNPS 年报。

从金额来看，过往五年 KNPS 于境外获得的累计投资收益总额约为 119.5 万亿韩元 (若按同期五年 USD: KRW 汇率均值 1: 1160 估算，约合 1,030 亿美元)。同期，从韩国国内获得的累计投资收益总额约为 30.9 万亿 (约合 266 亿美元) (图 18)。也就是说，境外累计投资收益金额是韩国国内累计投资收益金额的 4 倍，但过往五年平均境外资产配置权重约为 40%，韩国国内配置权重平均约为 60%)。可以看出，由于 KNPS 具备较好的境外投资意识，不将目光局限于本土境内，因此韩国国民的养老金亦可分享到全球其它地区经济发展的红利。

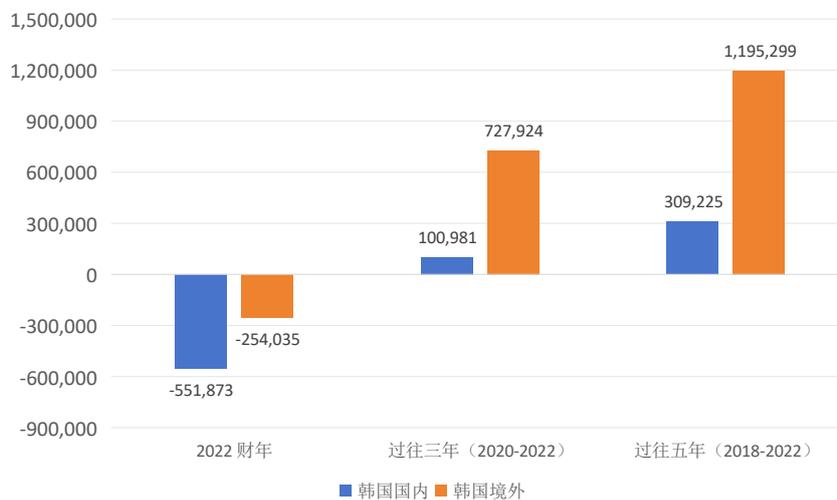


图 18 境内外组合投资收益 (单位: 亿韩元)

资料来源：KNPS 年报。

超额收益方面，总组合层面来看，过往五年超额收益约为年化+0.11%。由于非公开市场另类资产基准不易跟踪，项目、管理人维度上分化较大，且项目资金投放时间有较大不确定性，故而超额收益参考价值会打一定折扣。在公开市场

股票与固定收益资产中，过往五年超额收益较高的组合为韩国国内股票，年化超额收益约为+0.44%，且相对稳定（2022 财年为+0.47%，过往三年年化约为+0.54%）。一方面说明韩国股市有效性相对不强，散户参与程度仍然相对发达市场较高，另一方面也说明 KNPS 可以在非有效性当中较好地捕捉机会，获取超越基准的增量收益来源。

四、总结

总览四国具有代表性养老储备金机构，我们发现，各国养老金投资机构在投资组合管理工作中，都在持续改善配置，追求更好的方式让国民获得更好的远期养老保障。当前，我国在积极应对老龄化的大时代背景下，更好借鉴与参考全球其它同业的投资实践，或可一定程度优化我国整体养老金融服务，为国民实现更好的养老财富积累。

一是以负债驱动投资，真正从长期视角开展投资工作，合理增加权益类配置。如前文所述，各国养老金机构均有较大比例的权益类资产敞口，意在获得长期更好的机会收益。权益类资产相比固收类资产波动更大，因此从短周期视角来看，有更大概率形成账面上的浮亏与净值回撤。此时，若遇到较大的资金给付义务，则会面临较大的现金流压力，导致投资组合无法满足负债义务。因此短久期组合配置更高比例的国债与高等级公司债，是与其负债端结构相匹配的资产端组合。由于各大养老金机构在制定资产配置组合比例方案时，均会首先考虑自身的负债端资金支付的场景，当实施长期投资的久期条件可以满足时，都坚定提高了权益类资产配置，而不在关注短期波动，取得了更好的机会收益。

二是不断加大境外投资力度，分享他国经济增长带来的资本收入，为组合提供分散化效能，并对冲本土劳动收入下滑风险。四家机构均有显著比例投资于境外，日本、韩国养老金的境外配置比例已于近年来从 20%左右提升至 50%左右。而且考虑日本与韩国国内经济与资产走势，在这一配置变化的进程中，总组合收益在已实现损益的视角下，得到了较大程度的改善。从现代组合理论出发，拓展配置空间，获得其它渠道的收益来源，可以提高组合的收益与风险效率。从对冲风险视角出发，当本国产业面临别国冲击时，本国的劳动收入一定程度将可以通过对他国投资的权益、债券、土地等方式以资本收入的形式作为对冲，从而使得在总量收入层面减少波动、降低风险。

三是另类资产投资比例提升，成为增收与平滑波动的重要成分。除了在区域层面增加境外配置之外，另一方面是在资产维度，各机构纷纷增加了私募股权、私募信用、房地产、基础设施等为主要成分的另类资产的投资敞口。与拓展区域配置类似，有价值的另类资产可以提供传统公开市场资产无法获得的收益来源，可以有效帮助总组合进一步提高分散化程度，实现组合效率的提升。另一方面，另类资产由于估值与交易方式以及公开市场实时交易、盯市计价不同，可以一定程度规避由市场情绪所带来的价格波动风险，在总组合层面起到平滑净值波动的作用，适度减轻公众舆论压力。因而，近年也愈发受到具备开展长期投资条件、可以牺牲一定流动性的资产持有者机构的青睐。

参考文献

1. KNPS Fund Annual Report, 2018,2019,2020,2021,2022, KNPS 官网。
2. PortfolioOverview, https://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/mcs_e/mcs_e_01.jsp。
3. EPF Integrated Annual Report 2019,2021, 2022, EPF 官网。
4. GPIF Annual Report, 2018,2019,2020,2021,2022, GPIF 官网。
5. GIC Annual Report, 2018,2019,2020,2021,2022, GIC 官网。

版权公告：【NIFD 季报】为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。